

米株価急落でドルサイクル転換の可能性も趨勢的なドル高は持続

 経済調査部 上席研究員 橋本 将司
masashi_hashimoto@iima.or.jp

＜要旨＞

- ドルの名目実効為替レートは、2022年に入り歴史的な高値圏まで上昇。FRBが急速にタカ派シフトし、米金利が大幅に上昇したことが材料視されて来た。
- 米株価指数と新興国株価指数の比率の推移でみるドルサイクルでも、2021年2月より「米国リスク選好・新興国リスク回避」のドル高局面が続き、ドル高継続が示唆されて来た。年初からの米株価の下落で、「リスク回避のドル高」などへサイクルが転換するかの分岐点に差し掛かりつつあるが、その場合でもドル高継続を示唆。
- 先行き主要国中銀の利上げ実施やFRBの利上げ打ち止め観測浮上などにより、金利差がドル不利な方向へ推移した場合、数ヵ月単位ではドルの下落要因となり得るが、中長期的なドル高サイクルが続く中では、大局的にはドルの底堅い推移が継続しそうだ。

＜本文＞

1. FRBのタカ派転向で底堅い推移を続けるドル

(1)ドルは歴史的な高値圏へ上昇

ドルの名目実効為替レート（以下ドル）¹は、2021年初からの上昇が、2022年も続いている（第1図）。2020年のコロナウイルス感染拡大直後は、FRBによる大規模な金融緩和政策などを受けて同年末にかけて下落基調にあった。しかし、米当局による大規模な金融財政政策の実施やコロナウイルス・ワクチンの迅速な開発・普及もあり、米経済が急速に回復へ向かう中で、FRBによる金融緩和巻き戻し観測が台頭、ドルは2021年初を底に上昇基調に転じた。2022年入り後はその上昇ペースが加速する動きもみられ、直近高値ではコロナショック直後の2020年5月以来の水準まで上昇した。この2020年3月23日をピークとするコロナショック直後のドル高は、急激なリスク回避地合いの高まりから、ドルのキャッシュへの逃避が急増した異常な状況²で起きていたためこれ

¹ 本稿では特に断りの無い限りFRB算出のブロードベースの名目実効為替レートを使用。

² この時、通常は安全資産とされる米国債からもドルのキャッシュへの資金逃避がみられ、FRBは市場安定化に必要なだけの無制限の米国債購入を表明した。

を除いて考えると、足元のドルは 2017 年初や 2019 年、さらには 2002 年初につけた高値も超えており、過去最高値水準に達したことになる。因みに、ここでみているドルの名目実効為替レートは、対象通貨として新興国通貨も含むブロードベースであり、新興国と米国の長期的なインフレ格差（新興国>米国）からみるとドル高方向のバイアスがかかり易い。そこで主要国通貨のみを対象にしたナローベースのドルの名目実効為替レートでみても、やはり足元のドルは、2020 年のドル高を除けば 2017 年初や 2019 年のドル高水準を上抜けており、2003 年 4 月以来の高値水準をつけたことになる（第 2 図）。いずれにしても、ドルは歴史的な最高値圏まで上昇した。

第1図:ドルの名目実効為替レート(ブロードベース)



(資料) Bloomberg

第2図:ドルの名目実効為替レート(ナローベース)



(資料) Bloomberg

(2)FRB のタカ派転向で金利差はさらにドル優位な方向へ推移

こうしたドルの堅調な上昇の背景には、コロナショック後の予想外のインフレ圧力とそれに対する FRB のタカ派スタンスへの急速なシフトがある。コロナ感染拡大の影響による世界的なサプライチェーンの混乱に加え、米国内でも労働者の就労への復帰が当初想定以上に遅れ、供給制約から米労働市場も逼迫し、米国でもインフレ圧力が高まった。2022 年 2 月のロシアによるウクライナへの軍事侵攻の影響による資源価格の追加的な上昇圧力もこうした状況に拍車をかけた。インフレ率の上昇は一時的との FRB による当初の見通しとは裏腹に、米国の消費者物価は 2022 年 3 月に前年比+8.5%と 1981 年 12 月（同+8.9%）以来約 40 年ぶりの水準まで上昇。FRB のインフレ目標である 2% を大幅に上回り、インフレ期待の不安定化が危ぶまれる事態となった。

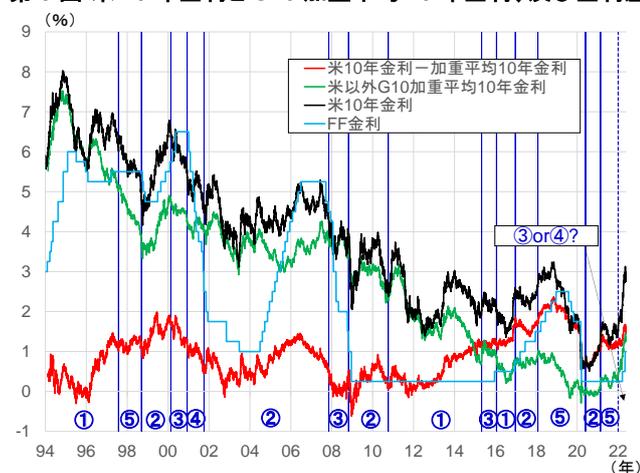
FRB は金融緩和解除のスケジュールを当初予定から大幅に前倒し、2022 年 3 月に米国債及び住宅ローン担保証券 (MBS) を対象とする資産買入策を終了すると共に、0.25% の利上げを開始。同年 5 月にはさらに 0.5% の追加利上げを実施し、買い入れ済みの米国債と MBS の償還分について、一定の上限を設けて再投資を行わずに FRB のバランスシートの縮小を行う量的引き締め (QT) を翌 6 月から開始することも決定した³。足元 FRB 幹部によるスピーチなどの情報発信から、FRB が 2022 年末までに景気を刺激も抑

³ 再投資を行わない上限額は、米国債が当初 300 億ドルで 3 ヶ月後以降は 600 億ドル。MBS は当初 175 億ドルで 3 ヶ月後以降は 350 億ドル。

制もしない中立水準 (2.25%~2.5%近辺)⁴を若干上回るまで、政策金利であるフェデラル・ファンド金利 (FF 金利) の誘導目標を引き上げる見通しが、市場のコンセンサスとなりつつある。

急速な FRB による引き締め方向へのスタンスシフトを受けて、米 10 年金利も特に 2022 年以降急速に上昇。2022 年 5 月には一時 3.2006%まで上昇し、前回利上げ局面のピークである 2018 年 10 月につけた 3.2594%にも概ね到達した。世界的なインフレ圧力の高まりから主要国の中央銀行も金融緩和の巻き戻しを進めており、世界的に長期金利は上昇傾向にあるが、金利差は米国が優位な方向へ推移している (第 3 図)。米 10 年金利から米国以外の G10 通貨諸国の 10 年金利の加重平均金利を差し引いた金利差⁵ (以下このように計算したものを金利差とする) は、直近の天井になっていた 2021 年 3 月につけた水準を 2022 年 4 月に上抜けて、さらに米国有利な方向へ推移している。足元までのドルの上昇はこうした金利差の推移を反映した面があると考えられる (第 4 図)。

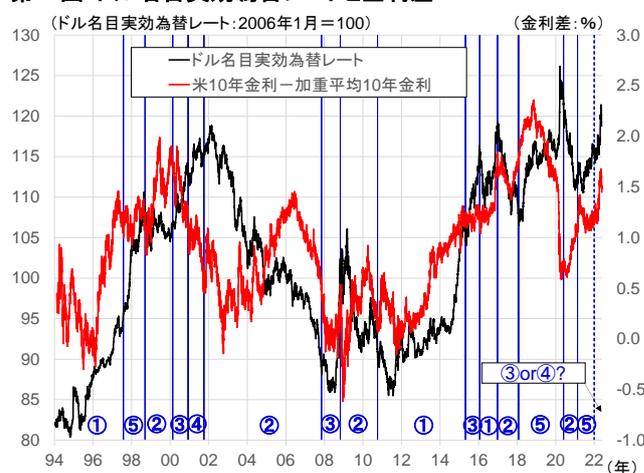
第 3 図:米 10 年金利と G10 加重平均 10 年金利、及び金利差



(資料) Bloomberg

(注) ①~⑤の番号は次節で説明するドルサイクルの局面の分類

第 4 図:ドル名目実効為替レートと金利差



(資料) Bloomberg

(注) ①~⑤の番号は次節で説明するドルサイクルの局面の分類

2. ドルサイクルからみるドルの動向

(1)ドルサイクルからみる足元までのドルの推移

こうしたドルの堅調な上昇は、当方がこれまで紹介して来たドルサイクルから想定される動きとも引き続き整合的なものとなっている。2020 年 4 月 2 日付国際経済金融論考「ドルサイクルの変動メカニズムを探る～為替レートの変動メカニズムにおける循環論の検証」⁶では、ドルの名目実効為替レートのサイクル (ドルサイクル) が、米株価指数 (S&P500 株価指数) を新興国株価指数 (MSCI 新興国株価指数; 現地通貨建て) で割った株価指数比率と高い連動性があることを指摘。また、米株価指数と新興国株価指数

⁴ 直近 2022 年 3 月の FOMC で公表された会合参加者の FF 金利見通しにおいて示されている長期的な FF レート (≒中立金利) の見通しは、2.25%~2.5%に集中している。

⁵ ドル以外の G10 通貨は、ユーロ、円、英ポンド、スイス・フラン、カナダ・ドル、オーストラリア・ドル、ニュージーランド・ドル、スウェーデン・クローナ、ノルウェー・クローネ、デンマーク・クローネ。合成金利における各国シェアは、国際決済銀行 (BIS) による直近 2019 年の世界為替取引量調査での各通貨の取引量シェアに基づき計算。

⁶ [2020 年 4 月 2 日付国際経済金融論考「ドルサイクルの変動メカニズムを探る～為替レートの変動メカニズムにおける循環論の検証」](#)

の上昇・下落の組み合わせから、ドルサイクルを局面①～⑥までの6つに分類することができ、ドルの動きの背景と先行き予想に利用できることを述べた（第5図）。第6図はドルの名目実効為替レートと株価指数比率の推移を、第7図は株価指数比率の分子と分母に相当する米 S&P500 株価指数と MSCI 新興国株価指数の推移を、それぞれ1994年以降について、ドルの局面判断（①～⑥）と共にみたものである。

第5図：ドルサイクルの各局面

局面	局面①	局面③	局面⑤
株価	米株上昇>新興国株上昇	米株下落<新興国株下落	米株価上昇・新興国株価下落
株価指数比率	株価指数比率上昇=ドル上昇	株価指数比率上昇=ドル上昇	株価指数比率上昇=ドル上昇
ドル	リスク選好のドル高	リスク回避のドル高	米国リスク選好・新興国リスク回避のドル高
局面	局面②	局面④	局面⑥
株価	米株上昇<新興国株上昇	米株下落>新興国株下落	米株価下落・新興国株価上昇
株価指数比率	株価指数比率下落=ドル下落	株価指数比率下落=ドル下落	株価指数比率下落=ドル下落
ドル	リスク選好のドル安	リスク回避のドル安	米国リスク回避・新興国リスク選好のドル安

(注) 局面④と⑥は分類上ドル安サイクルだが、米経済の状況悪化は新興国経済などにも影響を与えやすいため、実際はドルの方向は明確でなく、上昇する場合もあり得る。

(資料) 国際通貨研究所

第6図：ドル名目実効為替レートと株価指数比率



(資料) Bloomberg

(注) ①～⑤の番号はドルサイクルの各局面

第7図：米株価指数と新興国株価指数



(資料) Bloomberg

(注) ①～⑤の番号はドルサイクルの各局面

大局的にみると、2010年代以降は米経済が2008年の金融危機からいち早く回復し、GAFANなどに代表されるIT産業も牽引役となって世界経済の中で半ば独り勝ちとも言える状況の下、2011年半ば以降米株価指数も新興国株価指数に対して基本的にアウトパフォームして推移。株価指数比率は大局的に上昇基調で推移し、ドルサイクルも大局的には局面①（リスク選好のドル高）のドル高サイクルが続いて来た。2017年頃に新興国株価指数が一時盛り返して局面②（リスク選好のドル安）のドル安サイクルに転じた局面もあったが、2018年に入ると、当時のトランプ米大統領が中国に対して制裁関税の賦課を開始するなど、米中通商摩擦が激化。新興国経済が相対的に打撃を受け易いとみられてドルサイクルは局面⑤（米国リスク選好・新興国リスク回避のドル高）となり、ドル高サイクルが尚も続いて来た。

コロナショック直後の2020年5月以降は、世界の金融当局による大規模な金融緩和の恩恵が新興国経済に及び易いとの見方などから、一旦局面②（リスク選好のドル安）

となってドルは下落基調に転じていたが、2021 年に入るとドルサイクルは再び局面⑤へ転換し、実際ドルも冒頭指摘の通り足元に至るまで上昇基調にある。米経済は各種景気支援策の効果から急速に回復し、米株価指数は最高値を更新して上昇が継続。一方、新興国を牽引して来た中国経済が、不動産業界や IT 業界への規制強化などにより成長が鈍化して来たことに加え、世界的なインフレ圧力が多くの新興国経済にとって逆風になり易いとの見方などから、新興国株価指数が下落基調にあったためだ。

(2)ドルの上昇抑制要因も後退

2021 年 9 月 3 日付国際金融トピックス「ドルは上昇サイクル継続で次第に強含みへ～ドルサイクルから考えるドル相場の見通し」⁷では、堅調に上昇する株価指数比率に対して、その当時ドルが比較的上値重く推移していた要因として、「反発ピッチの鈍い米 10 年金利」、「米国期待インフレ率の上昇」、「上値の重い中国株価指数の下での堅調な資源価格」を指摘した。ドルの上昇基調が強まったのは、以下のようにこれらの要因が後退、あるいは変質したことも寄与したとみられる。

まず米 10 年金利は、当初 FRB が金融緩和の巻き戻しに比較的慎重であったため上昇ピッチは鈍かったが、インフレ圧力の高まりを受けて既述の通りタカ派方向へスタンスを転向したため、それを織り込んで急速に上昇した。米国期待インフレ率については、通常上昇する局面では世界景気が拡大局面にあり、安全通貨とみなされるドルは下落基調にあることが多い（逆相関）⁸。コロナショック後しばらくの間は、世界的な金融緩和によるリフレーション圧力を反映して期待インフレ率も上昇していたことが、ドルの上昇が抑制され易い市場環境にあることを表していた⁹。しかし、2021 年後半頃からは次第に供給制約による後ろ向きインフレ期待の上昇となり、ドルの上昇抑制要因にはなり難い市場環境に変化していったとみられる。実際 2021 年以降はドルと米国期待インフレ率は順相関となっている（第 8 図）¹⁰。

中国株価指数は中国経済が世界経済の重要な牽引役であることから、通常資源価格と連動し易い（第 9 図）。中国株価指数が下落基調にある状況では、その影響を大きく受ける新興国株価指数も下落基調となり、それを分母とする株価指数比率、そしてドルには上昇圧力が働き易く、その時資源価格は下落基調にあることが多い。この点、2021 年前半くらいまでは、中国株価指数が不動産業界への締め付けなどから下落基調にあり、新興国株価指数も同様に下落基調にあったため、それを分母とする株価指数比率にはその分上昇圧力がかかっていた。一方、世界的なリフレーション圧力により、資源価格や資源国通貨は上昇基調にあった。この結果、株価指数比率が大きく上昇している割に、ドルの上昇ピッチが鈍い状況がみられていた。もっとも、2021 年後半以降は、資源価格

⁷ [2021 年 9 月 3 日付国際金融トピックス「ドルは上昇サイクル継続で次第に強含みへ～ドルサイクルから考えるドル相場の見通し」](#)

⁸ ドルと米国期待インフレ率の逆相関の高さやその要因については、[2021 年 7 月 9 日付国際経済金融論考「ドルサイクルと実質金利・期待インフレ率～為替レートの変動メカニズムにおける循環論の検証（その 3）～」](#)で検証している。

⁹ 通常米国期待インフレ率が上昇する局面では、世界的にリスク選好地合いで資源価格なども上昇するため、資源国通貨などが強含み易く、結果的にドルの上値を抑制する方向へ作用すると考えられる。

¹⁰ こうしたドルと米国期待インフレ率の相関が逆相関から順相関へ変化する可能性は、[2021 年 11 月 12 日付国際金融トピックス「供給制約で高まる米国為期待インフレ率とドルへの影響」](#)でも指摘している。

の上昇が次第に供給制約による後ろ向きの状況によるものに変質すると、資源国通貨などが伸び悩み始め、ドルの上昇抑制要因がこの観点からも後退。株価指数比率の上昇にドルが追い付いて来たとみられる。

第 8 図:ドル名目実効為替レートと米 10 年期待インフレ率



(資料) Bloomberg

(注)①～⑤の番号はドルサイクルの各局面

第 9 図:中国上海総合株価指数と CRB 指数



(資料) Bloomberg

(注)①～⑤の番号はドルサイクルの各局面

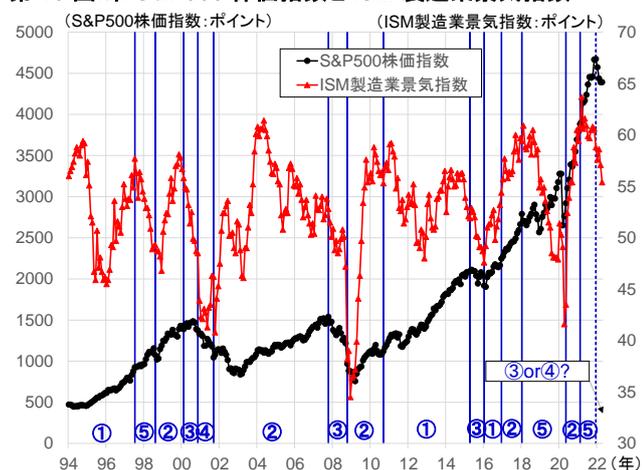
(3)2022 年初からの米株価指数下落はドルサイクルの転換につながるか

こうした中、FRB による急速なタカ派転向がリセッションを招きかねないことが警戒され、米株価指数もこれまでの上昇基調から、2022 年初以降はコロナショック以来のマグニチュードの下落基調に転じている。本稿執筆時点では、ちょうど 2021 年 2 月に現在の局面⑤が開始された際の水準近辺まで下落して来た (第 7 図)。現時点では局面⑤における一時的な変動と見なすことも可能な範囲だが、仮にこのまま米株価指数の下落基調が続いて局面⑤の開始時点の水準を明確に一定以上割り込むと、結果的に 2021 年 2 月からの局面⑤が 2022 年初で終了し、局面③ (リスク回避のドル高)、あるいは局面④ (リスク回避のドル安) へ局面転換していたことになる。過去の局面③や④は、2000 年 2 月 21 日→2000 年 12 月 5 日 (207 営業日) の局面③、2000 年 12 月 6 日→2001 年 10 月 3 日 (216 営業日) の局面④、2007 年 11 月 8 日→2008 年 10 月 27 日 (253 営業日) の局面③、2015 年 4 月 28 日→2016 年 1 月 21 日 (193 営業日) の局面③と、いずれも 200 営業日程度に亘る本格的な米株価指数の下落局面だった。また、2015 年 4 月開始の局面③を除き、いずれも本格的な米景気後退期やその直前であった。ISM 製造業景気指数をみると、全てのケースで 50 台前半から好不況の分岐である 50 を割り込む動きとなっており (第 10 図)、FRB は利下げ、あるいは利上げ打ち止めや一時停止で対応していた局面であった (第 3 図)。

これに対し、現在の 2022 年初からの米株価指数下落局面は、2021 年 12 月 30 日から 5 月 24 日までみて、経過営業日数はまだ 103 営業日に過ぎない。米景気も拡大局面にあり、ISM 製造業景気指数は、直近 4 月分で 55.4 とまだ高い位置にある。但し、40 年来の高インフレを抑制するために、FRB が急速な利上げを行う見通しであり、最終的に景気後退に向かうリスクもある。今後米景気がどのように推移して行くか、そして株価指数がそれを反映してさらに下落を継続して行くかどうか、ドルサイクルの局面転換の可否もかかっている。現在はちょうど過渡期にあると言えよう。

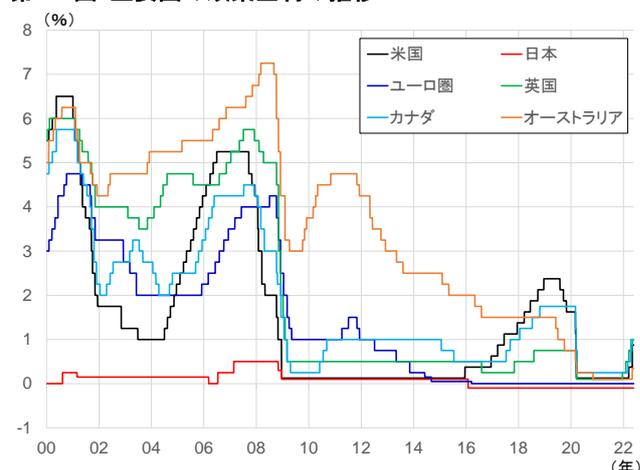
但し、いずれにしても大局的にドルは引き続き底堅く推移しそうだ。局面⑤が継続しても、局面③に転換してもドル高局面が継続する。前掲第 5 図の注に記述しているように、局面④は株価指数の上昇・下落の組み合わせから分類上ドル安としているが、ドルの方向は明確でなく、過去の事例（2000 年 12 月 6 日→2001 年 10 月 3 日の局面④）では上昇していた。今後仮に米景気の後退色が強くなり、株価指数も下落が継続すると、ドルサイクルも局面③か④への転換が確定する。その場合、FRB による利上げ打ち止め観測が市場で浮上する展開は十分に考えられる。それを織り込んで米 10 年金利が低下に転じて金利差がドルに不利な方向へ推移した場合、数ヵ月単位ではドルに下落圧力がかかる展開もあり得よう。もっとも、2021 年 6 月 4 日付国際経済金融論考「ドルサイクルと金利要因の関係を考える～為替レートの変動メカニズムにおける循環論の検証（その 2）～」¹¹で検証したように、ドルは数ヵ月程度の時間軸では株価指数比率よりも金利差との相関が高い傾向があるが、趨勢的には株価指数比率との相関が高い。ドル高サイクルが続く限りは、それに沿ってドルは大局的には底堅く推移し、さらなる高値を更新することもあり得よう。

第 10 図:米 S&P500 株価指数と ISM 製造業景気指数



(資料) Bloomberg

第 11 図:主要国の政策金利の推移



(注) 米国は FF 金利誘導目標レンジの中心値、日本は無担保コール翌日物誘導目標あるいは日銀当座預金金利、ユーロ圏は ECB 主要資金供給オペレーション金利

(資料) Bloomberg

ドルが大局的な下落サイクルに入る状況として考えられるのは、中国経済を核に新興国を含む米国以外の国の経済が、米経済以上に堅調な拡大を再開し、局面②（リスク選好のドル安）が一定以上の長い期間に亘って発生する場合だ。過去の事例では 2000 年代のサブプライムショック・リーマンショック前の 2001 年から 2007 年半ばまでのような状況だ。この点、現状 FRB の利上げに追随して、ECB など主要国の中央銀行も相次いで利上げに転じつつある¹²点は、当時の状況と重なる部分がある（第 11 図）。しかし、現在はよりインフレ抑制を意識して景気への一定の悪影響も辞さない利上げ局面であり、特に新興国への悪影響が懸念される状況だ。中国もゼロコロナ政策の終了が見通せ

¹¹ [2021 年 6 月 4 日付国際経済金融論考「ドルサイクルと金利要因の関係を考える～為替レートの変動メカニズムにおける循環論の検証（その 2）」](#)

¹² 本稿執筆時点での ECB 幹部による情報発信に基づき、市場では ECB についても、2022 年 7 月から利上げに転じることが有力視されている。

ず、むしろ景気は当面減速する方向にある。また、グローバリゼーションの流れが加速して中国や新興国の中間層がより豊かになっていた当時に対し、現在はウクライナ紛争も背景に経済安全保障の観点などから、むしろグローバリゼーションが後退さえし兼ねない状況だ。息の長い局面②（リスク選好のドル安）は、かつてと比べると起こり難くなっていると考えられる。今回の米国以外の主要国の中央銀行の利上げが、本格的なドル安局面へ移行する要因となる可能性は現時点では小さいとみている。

以上

Copyright 2022 Institute for International Monetary Affairs（公益財団法人 国際通貨研究所）

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

Telephone: 81-3-3510-0882

〒103-0027 東京都中央区日本橋本 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階

電話：03-3510-0882（代）

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <https://www.iima.or.jp>

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。