国際通貨研レポート



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

近づく FRB 利上げのピークとドル円相場の今後 ~ドルサイクルに基づくドル及びドル円相場の定点観測~

公益財団法人 国際通貨研究所 経済調査部 上席研究員 橋本 将司 masashi hashimoto@iima.or.jp

く要旨>

- ➤ 2022 年は数十年来の高インフレで、異例とも言えるドル高局面がみられて来たが、 FRB による利上げペースの減速見通しを切っ掛けに、ドルやドル円相場も上昇に歯 止めがかかって来た。目先は米金利弱含みと共にドルやドル円相場も軟調推移とな り易いが、FRB の利上げペース減速を織り込み切れば、下落余地は限られて来よう。
- ➤ その後は FRB による利上げの影響がどの程度顕在化して来るかが焦点だが、米景 気減速でリスク回避のドル高局面が尚も継続し、ドルの底堅い推移は継続しよう。
- ▶ 一方、ドル円相場は、インフレ率や米金利が高止まりする場合、上昇一服はするものの、下げ渋り高止まりとなろう。インフレが速やかに沈静化して来るほど米景気の減速感が強まれば、円高がドル高を上回り、ドル円相場は改めて下落に転じよう。

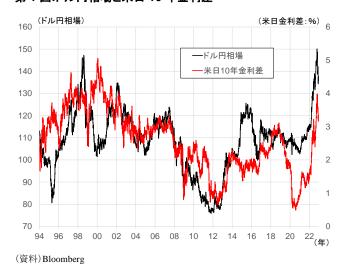
<本文>

1. FRB の利上げペース鈍化観測浮上で年初からのドル円の大幅な上昇が一服

2022 年のドル円相場は年初につけた安値 113 円台から 10 月半ばには 1990 年以来 32 年ぶりとなる 151 円台までと、近年稀にみる急激な上昇を記録した (第1図)。当初一時的とみられていたコロナ・ショック後のインフレ率の上振れが、ウクライナ紛争の影響も重なって想定以上のものとなり、危機感を強めた FRB を含む主要国中央銀行が、

急速に金融緩和の巻き戻しへ転換。FRB が FF 金利誘導目標を年初の 0%~0.25%から 11 月の FOMC には 3.75%~4.0%まで大幅に引き上げ、米 10 年金利が年初の 1.5%台から 10 月半ばに一時 4.3%台まで急上昇すると、為替市場もこうした流れに反応した。ドルはほぼ全面高の展開となり、既に 2021 年半ばを底に上昇トレンドにあったドルの名目実効為替レート(以下ドル)は 2022 年に入ると上昇ペースを速め、新興国通貨も含むブロードベースでは史上最高値を更新した(第2図)」。こうした中、日銀は持続的なインフレ目標の達成が依然見通せないとして、従来の金融緩和スタンスを維持。米日金利差(米国金利-日本金利)が大幅に拡大したことなどを材料に、円が独歩安基調となり、ドル円相場をより押し上げる形となった。

第1図:ドル円相場と米日10年金利差



第2図:ドル名目実効為替レートと米10年金利·FF金利



(注)①~⑤の番号は、ドルサイクルの各局面(後述)

(資料) Bloomberg

もっとも、9月22日を皮切りに本邦通貨当局が1998年以来約24年ぶりとなる円買いドル売り介入を複数回実施した。介入警戒感から円の下落ピッチが鈍化し始めていたところに、10月21日付の米ウォールストリート・ジャーナル紙が、11月FOMCでは0.75%の利上げを決定しつつ、その次の12月FOMCで利上げ幅を0.5%に縮小するかどうか議論する見込みとの内容の観測記事を報道。実際に11月1~2日のFOMCでは、利上げの着地点が従来想定より引き上げられつつ、今後利上げペースが鈍化する可能性が示された。その後11月10日に公表された10月分米消費者物価が市場予想を下回るなど、米インフレ率の頭打ちの兆しがさらにみられたことから、市場ではFRBの利上げペース鈍化観測が大きく浮上し、米金利の下落と共にドルも下落に転じ、特にドル円

¹以下断りのない限り、ドルの名目実効為替レートはFRB公表のブロードベースを使用。

相場は一時133円台まで下落した。

このように、今年のドルやドル円相場の大幅な上昇や 10 月半ば以降の反落は、FRB による金融政策の動向を反映した米金利の動きに強く影響を受けた側面がある。

2. ドルサイクルからみるドル相場の現状と今後

(1) ドルサイクル概説

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」 2 などで指摘したように、大局的にはドルのサイクルは、米 S&P500 株価指数を 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(第 3、4 図)。また、この株価指数比率の分子と分母である両株価指数の上昇・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つの局面に分類することができることも述べた(第 5 図) 3 。 さらに 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)~」 4 では、ドルは数ヵ月単位では米金利や金利差要因との連動性が高いが、大局的にはやはり株価指数比率との連動性がより高いことを指摘した。

第3図:ドル名目実効為替レートと株価指数比率



第4図:米国株価指数と新興国株価指数



(注)①~⑤の番号はドルサイクルの各局面(資料)Bloomberg

 $^{^2}$ 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~」

³ 以下本稿でグラフに表示されている①~⑥の番号や②A などの表示は、ドルサイクルやドル円相場の各 局面を表す。

^{4 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)~」

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、むしろ上昇する場合が多いとみられる。

(2) ドルサイクルからみるドル相場の現状

このドルサイクルの局面判断でみると、現在のドルサイクルは米株価指数の下落が開始された 2022 年初より局面③(リスク回避のドル高)が継続中であり、ドルはこれに沿って上昇して来たとみることができる(第3、4図)5。2022 年のドルは FRB の金融政策スタンスを反映した米金利の動きに沿って上昇して来たが、こうしたドルサイクルやその背後にある米経済を含む世界経済の状況が、米金利の趨勢的な上昇に沿ったドルの趨勢的な上昇を可能ならしめて来たと考えられる6。

局面③は、1994年以降でみると「2000年2月21日~2000年12月5日」、「2007年11月8日~2008年10月27日」、「2015年4月28日~2016年1月21日」、「2021年12月29日~現在」と、足元を含めてこれまで4回発生している(第3図)。以前も(および脚注5でも)指摘の通り、局面④(リスク回避のドル安)は事実上局面③に近くドル高サイクルであるため、2000年の局面③は、その直後に続く局面④「2000年12月6日~2001年10月3日」とまとめて考えると、2000年と2007年の局面③は本格的な米景気の後退期でFRBは利下げ局面にあり(第2図)、米金利と米国株価指数が低下する中でドルが上昇していた。2015年の局面③は、FRBが2014年末にQE3(量的金融緩和第3弾)を終了した上で利上げ開始を模索し、最終的に2015年12月に金融危機後初の利上げを実施した時期ではある(第2図)。しかし、2015年8月に中国が事実上の人民元の切り下げを行ったことを切っ掛けに中国からの資本流出圧力が強まり、グローバルに市

⁽資料) 国際通貨研究所

⁵ 厳密には、2022 年初以来の米 S&P500 株価指数と MSCI 新興国株価指数の下落率は概ね同程度であり、株価指数比率は局面③と局面④の境界付近を推移している。但し、第 5 図の注でも言及の通り、両局面ともドルが上昇する局面(局面④は、分類上はドル安サイクルだが、実際はグローバルに株価指数が下落するリスク回避的な状況からこれまでドル高サイクルとなって来た)であるため、以下の議論に大きな影響は無い。

 $^{^6}$ 例えば 2017 年頃にみられたように、米金利の上昇局面でも局面②(リスク選好のドル安)の下ではドルは趨勢的には下落する。

場のリスク回避色が強まった時期だ。米金利は辛うじて上昇していたが、ほぼ横ばいに近く、こうした中でドルは上昇していた。また、これらの局面③の直前は局面①(リスク選好のドル高)や局面②(リスク選好のドル安)であり、景気拡大局面で FRB も利上げ局面や利上げを模索する局面にあった。つまり通常局面③では、直前までの景気拡大局面が転換し、景気が本格的に後退しているか、一定以上落ち込んでいる局面で、FRB は多くの場合利下げ局面にあるなど金利も横ばいか低下基調にあり、株価も景気後退・減速を反映した逆業績相場で下落する中、ドルが上昇するというのが、共通するパターンであった。

一方、2021 年 12 月 29 日から足元までの局面③では、直前まで局面⑤(米国リスク選好・新興国リスク回避のドル高)にあり米景気はコロナ・ショックからの回復局面にあったが、インフレ率が異例の上昇に転じたため、FRBがインフレ退治を最優先に、景気をある程度犠牲にすることも視野に急速な利上げを実施。利上げの影響がまだ完全に浸透していないため景気の大幅な落ち込みには至っておらず、金利は上昇基調で、株価が金利上昇を嫌気した逆金融相場により下落している中で、ドルが上昇して来た(第2、3、4図)。つまり、過去数十年みられていなかった、最近のインフレ率の大幅な上昇とこれに対する FRB などの異例の対応が、こうした異例の局面③の発生につながって来たと言えよう。仮定の話ではあるが、もしコロナ・ショック後の景気回復が、こうしたインフレ率の急上昇を伴わず、FRB が景気情勢に見合った金融緩和の巻き戻しを行っていた場合は、従来みられたように金利上昇と株価の上昇が併存し、2021 年からの局面⑤が尚も継続していたか、局面①などが発生していた可能性があろう。

(3) ドル相場の見通し

冒頭指摘の通り、10月以降のFRBの利上げペース鈍化観測から米金利低下と共にドルは反落した(第2図)。数ヵ月単位ではドルは株価指数比率(ドルサイクル)よりも米金利との連動性が高いという経験則や、今回のドルの上昇においてFRBによる金融引き締めと米金利の上昇が特に相場材料になって来たことの反動からも、当面FRBの利上げペース減速を織り込む中で米金利の反落地合いが続けば、目先相応のドル安要因となろう。但し、FRBは利上げペースを鈍化させつつも今暫くは利上げを続ける見込みであり、米金利やドルの下落余地は限られよう。

その後は、金融引き締めの影響顕在化でどの程度景気が減速し、インフレ率が速やか に低下して来るかが焦点となるが、いずれにせよドルは底堅い推移が続き易いとみられ る。まず今後 FRB による利上げの影響が大きく浸透し、インフレが速やかに沈静化するほど米景気の後退色が大きく強まる場合、FRB は本格的な利下げに転換しよう。この場合、米金利の低下にも拘わらず、米国株価指数は景気後退・企業業績悪化から逆業績相場的な下落となって局面③が(従来のパターンに戻った上で)さらに継続する。ドルは低下する金利と乖離して、リスク回避的に底堅く推移するというのがこれまでの経験則だ。一方、景気減速が比較的緩やかなものとなり、インフレ率が相応の期間高止まりし、結果的に FF 金利・米金利も高止まりするような場合も、株価指数は低迷すると考えられ、現状の異例の局面③が継続し、ドルは底堅く推移しそうだ。現状 2023 年までの FOMC 参加者による経済・FF 金利シナリオの想定は、後者のインフレ率・FF 金利高止まりシナリオに近い。

尚、ドルが下落するケースとしては、中国経済などを中心に米国以外の経済が顕著に 回復して局面②(リスク選好のドル安)に転換する場合だ。この点、足元は 10 月末以 降、米国株価指数と共に新興国株価指数も持ち直しており、しかも新興国株価指数の上 昇率の方が高く、限界的に局面②のような動きもみられている(第 6、7 図)。11 月以 降、中国では不動産業界支援策が相次いで発表され、ゼロコロナ政策の緩和なども行わ れており、中国・新興国景気の持ち直しへの期待などが反映されている可能性がある。 しかし、中国のゼロコロナ政策の修正の行方はまだ不透明だ。今後米景気を含む世界景 気が相応に落ち込んだ場合、中国経済もその悪影響を免れないだろう。このまま各種株 価指数の回復と局面②への転換が進む可能性は、現時点では小さいとみられる。

第6図:ドル名目実効為替レートと株価指数比率



第7図:米 S&P500 株価指数と MSCI 新興国株価指数



3. ドルサイクルからみるドル円相場の現状と今後

(1) ドルサイクルからみるドル円相場の現状

ドル円相場については、2022 年 9 月 5 日付国際経済金融論考「ドルサイクルとドル 円相場の循環的な変動メカニズム~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 6)~」⁷において、まず円相場(円の名目実効為替レート)の大局的な推移に ついて、2000 年代半ば以前は円がドルサイクルの受け皿通貨の傾向が強かったため、 ドル円相場はドルサイクルと方向性が全て一致することを指摘。2000 年代半ば以降は、 円は安全通貨としての傾向が強まり、ドルが安全通貨として推移する場合はドルと連動 し易くなると共に、米 10 年金利と逆相関関係が強まったことを指摘した(第 9 図)。こ うした円相場の動きの特徴も勘案し、ドル円相場については、ドルサイクルの局面①~ ⑥をさらに細分化して局面判断ができることを指摘した(第 8 図)。

これらに基づけば、2002 年初以降、ドル円相場は局面③A による上昇局面(ドル高円安)が続いている。既述の通り、1994 年以降、ドルサイクルでは 4 回の局面③(リスク回避のドル高)が発生しており、このうち円が安全通貨としての推移を強めた 2000 年代半ば以降の 3 回の局面③の中で、2008 年と 2015 年の局面③は共にドル円相場が下落する局面③B(ドル安円高)となっていた(第 10 図)。これらの局面③B では、直前までの局面①や②の下での景気拡大局面から景気後退・減速局面となり、米金利はほぼ横ばいか低下基調となる中で、株価指数が逆業績相場で下落。リスク回避的なドル高・円高が進むと共に、低下基調の米金利と逆相関の円相場に上昇圧力がよりかかり易く、また直前の景気拡大局面で進んだ円安の巻き戻しもあり、円高がドル高を上回って、ドル円相場が下落するのが共通のパターンとなっていた。

一方、2022 年初から足元の局面③A は、既述の通り異例のインフレ率上昇と FRB の急速な利上げを背景にした異例のドル高局面(局面③)にある。利上げの影響がまだ完全に浸透していないため景気の大幅な落ち込みには至っておらず、金利は上昇基調で、株価が金利上昇を嫌気した逆金融相場により下落している中で、ドルが上昇している。円は大幅に上昇する米金利との逆相関の要素が強く作用して大きく下落し、ドル円相場は 2000 年代半ば以降の局面③では異例となる局面③A になったと整理できる。

7

⁷ <u>2022 年 9 月 5 日付国際経済金融論考「ドルサイクルとドル円相場の循環的な変動メカニズム~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 6)~</u>

第8図:ドルサイクルに基づき想定される各局面におけるドル円相場の変動パターン

ドルサイクル		円の動き			1° 11 11 11 11 11 11 11 11 11 11 11 11 1	
		2000年代半ば以前	2000年代半ば以降		ドル円相場	
局面①	リスク選好のドル高	円安	-	-	局面①	上昇(ドル高円安)
		-	円安	-		
局面②	リスク選好のドル安	円高	-	_	局面②A	下落(ドル安円高)
		-	円安	ドル安>円安		
		-	円安	ドル安<円安	局面②B	上昇(ドル高円安)
局面③	リスク回避のドル高	円安	_	_	局面③A	上昇(ドル高円安)
		_	円高	ドル高>円高		
		-	円高	ドル高<円高	局面③B	下落(ドル安円高)
局面④	リスク回避のドル安→実際はドル高になり易い	_			局面④A	下落(ドル安円高)
				局面④B	上昇(ドル高円安)	
局面⑤	米国リスク選好・新興国リスク回避のドル高	円安	-	-		上昇(ドル高円安)
		-	円安	-	局面⑤A	
		_	円高	ドル高>円高		
		_	円高	ドル高<円高	局面⑤B	下落(ドル安円高)
	米国リスク回避・新興国リスク選好のドル安→実際は ドル高になり易い可能性	_			局面⑥A	下落(ドル安円高)
		_		局面⑥B	上昇(ドル高円安)	

(資料) 国際通貨研究所

第9図:円の名目実効為替レートと米10年金利



第10図:ドル円相場とドル名目実効為替レート



(資料) Bloomberg

(2) ドル円相場の見通し

10 月以降の FRB の利上げピッチ鈍化観測から、米金利やドルの反落と共に、米金利 と逆相関の傾向がある円の反発もあり、ドル円相場も反落した。既述の通り、目先数カ 月単位では、当面 FRB の利上げペース減速を織り込む中で米金利の反落地合いが続け ば、相応のドル安要因となり得る。米金利の反落は円の反発材料となることも相俟って、 ドル円相場も反落調整局面が続く可能性があろう。但し、FRB の利上げピッチは鈍化し ても利上げは当面継続されるため、米金利やドル円相場の下落余地は限られよう。

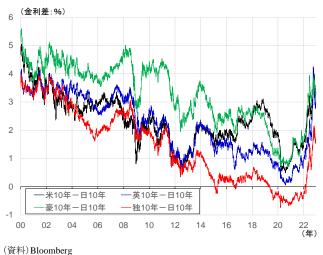
その後は、まず FRB による利上げの影響が大きく浸透し、インフレが速やかに沈静 化するほど米景気の後退色が大きく強まり、FRB が本格的な利下げに転換する場合、既 述の通りドルは局面③が継続して底堅く推移する。この時円は、リスク回避地合いの強 まりに加え、下落する米金利(円と逆相関)がその押し上げ要因になると共に、局面③ A の下で進んだ円安の巻き戻しも想定されて大幅に反発。 円高がドル高を上回る局面③ Bへ転換してドル円相場は改めて下落に転じよう。一方、景気減速が比較的緩やかなも のとなり、インフレ率が相応の期間高止まりし、結果的に FF 金利・米金利も高止まり するような場合、既述の通り現状の異例の局面③の下でドル高が継続する。この時円の 反発は限定的となり局面③Aが続き、ドル円相場の上昇は一服するが下げ渋り、高止ま り傾向となろう。但し、その後の景気落ち込みや先行き利下げを織り込んで米金利が低 下し始めた場合は、その限りにおいて円の反発支援要因となりドル円相場も下落地合い となろう。ドルの見通しでも述べた通り、2023年までのFOMC参加者による経済・FF 金利の予想は、現時点では後者の FF 金利高止まりシナリオに近い。

尚、ドルの見通しでも述べた通り、リスクシナリオながら局面②(リスク選好のドル 安)となりドルが下落する場合は、2000年代半ば以降の局面②で基本的にみられて来 たように、ドル安が円安を上回り(ドル安>円安)、ドル円相場は局面②A となり下落 し易いとみられる(第11図)。但し、ここ1年の主要国金利の大幅な上昇で、日本と主 要国の間の内外金利差が、2006年に円安圧力がドル安圧力を上回って局面②B(ドル高 円安) が発生した際の水準近くまで拡大した (第12回)。金利差が縮小しない状態で局 面②に転換した場合、ドル円は下げ渋るか、場合によっては円安がドル安を上回り局面 ②B が発生するリスクもこれまでよりは高くなっている可能性があろう。 もちろん来年 の世界経済の動向などを考えれば、こうした展開となる可能性が現時点で小さいのは、 ドルの見通しにおいて述べた通りだ。

第 11 図:ドル円相場とドルの名目実効為替レート



第12図:主要先進国と日本の10年金利差推移



4. まとめ

FRB による利上げペース鈍化観測浮上で、米金利反落と共にドルとドル円相場も反落に転じた。しかし、FRB は来年も第1四半期頃までは利上げを継続すると見込まれ、市場が利上げペース鈍化観測を織り込み切れば、米金利と共にドルやドル円相場の下落余地は限られて来ると共に、一定の反発余地もあろう。その後は FRB による利上げの効果が景気・インフレ動向に対してどの程度顕在化して来るかが焦点となる。米景気の減速感が強まれば、ドルサイクルは局面③(リスク回避のドル高)が尚も継続し、ドルは引き続き底堅く推移しよう。ドル円相場については、インフレが速やかに沈静化して来るほど米景気の後退色が強まり、米金利が大幅に低下すれば、ドル高を上回る円高となりドル円相場は改めて下落に転じよう。インフレや米金利が高止まりし続ければ、ドル円相場は大局的には上昇一服も下げ渋る動きとなろう。

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 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、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。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おります。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。