

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

米景気ノーランディング論の浮上とドルサイクル ～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

<要旨>

- 2022年初から上昇して来たドルは、10月のFRB利上げペース減速観測浮上で反落したものの、2月初からの米経済に対する楽観的な見方の浮上で再び持ち直した。
- ドルサイクル上は、2022年初からのリスク回避のドル高サイクルから、2022年10月以降は、米金利上昇一服と、ゼロコロナ政策撤廃による中国経済の回復期待を背景に、リスク選好のドル安サイクルに転換したかのような動きもみられていた。
- 米経済楽観論実現の場合、ドルサイクル上、前向きなドル上昇局面が視野に入るが、インフレ沈静化を伴わない景気拡大の持続性は限定的である可能性。中国経済の先行きも現時点ではまだ慎重にみる必要。結果的に米景気、延いては世界経済の減速感が強まって来れば、改めてドルと円のリスク回避的な底堅さがみられて来よう。

<本文>

1. 米経済の“ノーランディング論”が浮上

2022年にFRBは、数十年來のインフレ圧力への対応のため、同年3月のFOMCより利上げを開始し、2022年6月から11月までの4回のFOMCでは毎回0.75%幅の急速なペースでの利上げを行った(第1図)。これを受け、米10年金利は10月に一時2007年11月以来約15年ぶりとなる4.3%台まで上昇、米国株価指数は2022年初より上昇ト

レンドから下落トレンドに転じると共に、ドルの名目実効為替レートは大幅に上昇して
 ブロードベースでは 2022 年 9 月に史上最高値まで上昇する場面がみられた（第 2 図）。

第 1 図:FF 金利、米 10 年金利と米 S&P500 株価指数



(注)FF 金利は誘導目標レンジの上限
 (資料) Bloomberg

第 2 図:ドル名目実効為替レートとドル円相場



(注)ドル名目実効為替レートは FRB 公表のブロードベース
 (資料) Bloomberg

その後、秋口より米インフレ率のピークアウトが漸く明確になって来たことから、FRB は利上げ幅を 12 月の FOMC では 0.5%、2023 年 2 月の FOMC では 0.25%と次第に縮小し、利上げペースを鈍化させた。こうした動きを事前に織り込んで、米 10 年金利が既述の 2022 年 10 月をピークとして 2023 年 1 月に一旦 3.3%台まで反落すると、米国株価指数は逆に 10 月を底に持ち直しに転じ、ドルは 9 月をピークとして 2 月初旬までに 2022 年 6 月時点の水準へと反落した。市場では、FRB が 3 月に 0.25%の追加利上げを行い、遅くとも 5 月には最後の 0.25%の利上げ行って利上げを打ち止めとし、2023 年後半のどこかでは米景気の減速とインフレ率の低下をみて、利下げに転じるとの見方が強まっていた。その際、米経済が比較的マイルドな景気減速に止まるという「ソフトランディング」論と、大幅な景気悪化を余儀無くされるという「ハードランディング」論とに見方は分かれていたが、いずれにせよ一定の景気減速は避けられず、比較的早い段階で FRB が利下げを開始するとの見方を市場は織り込んでいた。

もっとも、2 月初旬に発表された 1 月分米雇用統計が依然として米労働市場の需給引き締まりを示唆していた¹ことなどを切っ掛けに、ここまでの急速かつ大幅な FRB の利上げにも拘らず、米経済が引き続き底堅さを維持していることに改めて市場の関心が向かいつつある。米インフレ率も、既に昨年秋にピークアウトは明確となっているものの、

¹ 1 月分の非農業部門雇用者数前月比は+51.7 万人と前月分 (+26 万人) から大幅に増加。失業率は 3.4%と 1969 年 5 月分 (3.4%) 以来の低水準となった。

賃金上昇率の高止まりを背景としたサービス関連価格の動向を主因に、その後の低下はこれまでのところ緩慢となっている。コロナ・ショック後の労働市場の構造変化や、株価上昇などによる資産効果、コロナ・ショック時の財政支援策の効果が継続していることなどを背景に、米経済が FRB による大幅な利上げにも拘わらず、景気後退に陥らずに推移するという「ノーランディング」論まで浮上し始めた。

これを受けて市場では、FRB が少なくとも 6 月の FOMC まであと 3 回の 0.25% の利上げを継続し、FF 金利誘導目標レンジを 5.25%～5.5% まで引き上げると共に、2023 年中に利下げに転じる見通しを大きく後退させるなど、以前の想定よりも金融引き締めスタンスを強めるのではないかとの見方が台頭。2 月以降、米 10 年金利も反発に転じ、2022 年 10 月より反転上昇して来た米国株価指数は上値が重くなり始めると共に、ドルは米金利の反発を背景に再び強含み始めている²。

2. ドルサイクルからみるドル相場の現状

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などでも指摘して来た通り、ドルは数ヵ月単位では米金利や他国との金利差と高い連動性がみられる。しかし、1 年程度などより長期では米国株価指数を新興国株価指数で割った株価指数比率と連動性が高く、これに沿ったドルサイクルを形成している。また、この株価指数比率の分子と分母に相当する米国株価指数と新興国株価指数の上昇・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 つの局面に分類して、各サイクルの背景となる世界経済の動向と、それに基づくドルサイクルの先行き予測にも利用できる（第 3 図）。

これによると、2022 年からは、米国株価指数よりも新興国株価指数がより下落して株価指数比率が上昇しており、ドルサイクル上は安全資産としてドルが消去法的に買われる局面③（リスク回避のドル高）の下でのドル上昇サイクルにあったとみることができる（第 4、5 図）⁴。円相場については、これまで指摘して来たように、安全通貨とし

² その後 2023 年 3 月 7 日の議会証言において、パウエル FRB 議長が「必要であれば利上げペースを加速させる用意がある」と述べたことを受け、市場は 3 月 FOMC での 0.5% の利上げと共に、FF 金利誘導目標レンジを 5.5%～5.75% まで引き上げることを織り込み始めている（3 月 7 日時点）。

³ [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 P6～P14 では、本稿で言及しているドルサイクルや各局面①～⑥について説明を行っている。

⁴ 厳密にはこの間の両株価指数の下落率は大きくは変わらないため、局面③と④の境界付近の推移となっていたが、図表 3 の注に記述の通り、いずれにせよ両局面ともリスク回避でドルが上昇する局面（局面④は分類以上ドルが下落する局面だが、実態はドルが上昇し易い）と分類できる。

での推移を強めた 2000 年代半ば以降、米金利との逆相関が強まっている。2022 年以降も上昇を続ける米金利に沿って下落が続いており、ドル高と相俟ってドル円相場は上昇していた。

第 3 図：ドルサイクルの各局面

局面	局面①	局面③	局面⑤
株価	米国株上昇 > 新興国株上昇	米国株下落 < 新興国株下落	米国株価上昇・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	米国株上昇 < 新興国株上昇	米国株下落 > 新興国株下落	米国株価下落・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、上昇する機会が多いとみられる。

(資料) 国際通貨研究所

第 4 図:ドル名目実効為替レートと株価指数比率



(資料) Bloomberg

(注) 各番号はドルサイクルの各局面

第 5 図:米株価指数と新興国株価指数



(資料) Bloomberg

(注) 各番号はドルサイクルの各局面

その後FRBの利上げペース減速観測を織り込んで2022年10月以降米金利が反落し、米国・新興国株価指数共に持ち直しに転じた局面は、中国当局がゼロコロナ政策を撤廃して一気に経済再開に舵を切り、中国経済の回復が想定よりも上振れる可能性が浮上した時期でもあった。近隣のアジア諸国を中心に新興国経済にとっても支援材料となることへの期待が高まり、2022年11月以降は、米国株価指数よりも新興国株価指数が上昇して株価指数比率が低下。ドルサイクル上ではドル建て資産から非ドル建て資産へ資金が流入する局面②（リスク選好のドル安）の下でのドル下落サイクルに転換したかのような動きもみられている。

仮にこのまま本格的に局面②が進捗する場合は、米金利が高止まりする中でも、ドルは下落基調に転じることになろう。但し、中国経済の回復は、不動産業界の調整や米中対立悪化の影響などの向かい風も相応にあり、まだ慎重にみる必要はあろう。実際、冒頭で指摘した FRB による金融引き締め長期化観測浮上もあり、新興国株価指数も 2 月以降、反発が一服しており、局面②が本格的に進捗するかどうかはまだ慎重にみておくべきだろう。

3. ドルサイクルからみる今後の見通し

今後仮に米経済が FRB の利上げにもかかわらず、底堅い推移を維持するという楽観シナリオ（ノーランディング）が実現した場合、米金利が上昇すると共に米国株価指数も業績相場の下で本格的な上昇局面を開始。新興国株価指数の上昇もアウトパフォームすれば、ドルサイクル上は 2010 年代前半などにみられたような前向きなドル高局面（局面①：リスク選好のドル高）に転換し、ドルが引き続き底堅く推移することが示唆される。米金利と逆相関の傾向が強い円は、こうした状況では下落する。植田日銀新総裁の下での YCC（イールドカーブ・コントロール）見直しがあれば一定の円安抑制要因となり得るが、ドル高と相俟って基本的にドル円相場は再び上昇し易いとみられる。

しかし、冒頭指摘の通り 2023 年 2 月以降は米金利が反発する中で米国・新興国株価指数共に上昇基調を維持できず下落に転じており、株式市場はまだそうした楽観シナリオには懐疑的であるようだ。実際米国においては、米 3 ヶ月金利と 10 年金利でみる長短金利差が 2022 年 10 月末に逆転し始め、足元では 1980 年代初頭にみられた水準まで逆転が進んでいる。周知の通り経験則的には長短金利差の逆転が観察されてから、実際に景気後退局面入りするまでには 1 年～1 年半程度の時間差がある。仮に米景気が目先底堅く推移してもインフレが沈静化しなければ、FRB はその抑制を最優先に景気を減速させようとして来るはずで、結局インフレの安定を伴わない景気拡大の持続性は限定的であろう。

今後米経済の減速感が強まって来れば、その影響を振り払って中国経済が堅調さを維持して世界経済を牽引するようなことが無い限り、グローバルに株価指数の下落基調が改めて強まり、最終的に局面③の下でリスク回避的な意味でのドルの底堅い推移が続くそう。その際、米金利が高止まりしている間は、ドル円相場も高止まりしそうだが、景気減速の進展を織り込み始めて米金利が低下に転じ始めると、円高がドル高を上回り、ドル円相場の下落転換が明確となろう。

以上

Copyright 2023 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、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。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。