

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

FRB 利下げ転換後のドルサイクルとドル円相場の行方

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

目次

<要旨>	2
<本文>	3
1. FRB の利下げ転換で円安サイクルは節目に	3
2. ドルサイクルについて	4
(1)ドルサイクルの概要	4
(2)異例のインフレ率高騰のドルサイクルへの影響	6
3. ドルサイクルに基づくドル相場及びドル円相場の最近の推移	8
(1)2021 年末から 2022 年 10 月～局面③「リスク回避のドル高」	9
(2)2022 年 10 月から 2023 年 1 月～局面②「リスク選好のドル安」	9
(3)2023 年 1 月以降から現在～局面①「リスク選好のドル高」	9
4. ドルサイクルに基づくドル相場及びドル円相場の今後の見通し	10
(1)局面①「リスク選好のドル高」が続く場合	11
(a)過去の局面①における FRB による利下げ	11
(b)局面①の下でのドル相場やドル円相場の見通し	13
(2)局面②「リスク選好のドル安」へ転換する場合	15
(3)局面③「リスク回避のドル高」へ転換する場合	15
(4)局面⑤「米経済独り勝ちのドル高」へ転換する場合	15

<要旨>

- ドル相場（ドルの名目実効為替レート）は、米 S&P500 株価指数を MSCI 新興国株価指数で割った株価指数比率と大局的に連動性が高い。これに基づきドル相場を分析するドルサイクル論では、2023 年初から米 S&P500 株価指数と MSCI 新興国株価指数は共に上昇基調で、かつ前者の上昇率がより高く株価指数比率は上昇基調にあり、ドルに前向きな資金が流入する「リスク選好のドル高」局面が続いて来た。この間、FRB による利上げとその後の政策金利据え置きにより、米 10 年金利も上昇基調から高止まりしており、これと大局的に逆相関である円相場（円の名目実効為替レート）は下落基調が続き、ドル円相場は大幅なドル高円安がみられて来た。現時点での米景気情勢からは、米国株価指数が引き続き粘り強い底堅さをみせ、「リスク選好のドル高」局面が当面続くシナリオの蓋然性が高いとみられる。
- こうした中、本年のジャクソンホール会合でのパウエル FRB 議長の発言から、9 月 FOMC より FRB が利下げ局面入りすることがほぼ確実となった。過去 FRB が「リスク選好のドル高」局面で利下げした場合は小幅な調整利下げに止まり、ドル相場やドル円相場は、一時的な米 10 年金利の低下を消化して、大局的に上昇して来た。
- もっとも、2022 年以降の FRB によるインフレ率抑制を優先した急激な利上げの影響から、足元ドル相場は過渡的に株価指数比率よりも金利差との連動性が高まっている。また、大幅な金融引き締めからの正常化局面でもあることから、利下げ幅は従来の「リスク選好のドル高」局面に比べてやや大きくなる可能性がある。このため、今回は FRB の利下げに伴って一定のドル安につながる。既に 7 月より米金利低下に伴いドル安円高がみられているが、今後 FRB が利下げ局面に入り、米金利がさらに低下基調に転じれば、もう一段のドル安円高動意につながって来よう。
- 但し、FF 金利がコロナ前の水準へ回帰しなければ、ドル円相場もコロナ前のドル円相場のコアレンジ(100 円～120 円程度)には復帰しない可能性が高い。米 S&P500 株価指数の上昇基調が継続し、資産効果により米景気が予想以上に底堅く推移してインフレ沈静化が遅れるようなことになれば、FF 金利の引き下げはより緩慢なものとなる。ドル安円高への戻りもより鈍いものになる展開も十分に考えられよう。
- ドル安円高が大幅に進む場合としては、米景気急減速で両株価指数が下落に転じる「リスク回避のドル高」局面が発生し、米金利急低下で大幅な円高が進むケースが考えられる。過去の急速な利上げの影響が今後どの程度顕在化するかが鍵を握ろう。

<本文>

1. FRB の利下げ転換で円安サイクルは節目に

為替市場では、ここ数年の歴史的な円安に、7月以降、漸く頭打ち感がみられて来た(第1図)。2024年8月7日付国際通貨研レポート「節目を迎えつつある円安サイクル」¹でも指摘したように、切っ掛けは7月11日に発表された6月分米消費者物価により米国のインフレ沈静化傾向が改めて確認され、米金利が低下するなどFRBによる利下げが近づいていることが市場にさらに織り込まれたことだ。その後本邦通貨当局による円買い為替介入に加え²、7月31日に日銀が予想外の利上げ(0~0.1%→0.25%)を実施すると共に、先行き利上げにも含みを持たせるタカ派的なスタンスをみせた。さらに8月2日発表の7月分米雇用統計が市場予想を比較的大きく下振れたことで、FRBが大幅利下げを実施するのではとの見方も浮上。ドル円相場は7月11日時点の161円台後半から8月5日には2024年1月以来となる141円台後半まで20円以上も急落した。その後米景気に対する過度に悲観的な見方が後退したことなどから一旦円高は一服したが、米景気の先行きに対する警戒感から、緩やかなドル安円高傾向が継続。9月6日発表の8月分米雇用統計が緩やかな労働市場の減速傾向を示したことなどから、再び141円台後半付近までドル安円高が進行している。

第1図：ドル円相場(2024年初~9/6)



(資料) Bloomberg より筆者作成

第2図：円の名目実効為替レートと米10年金利(逆軸)



(資料) Bloomberg より筆者作成

¹ [2024年8月7日付国際通貨研レポート「節目を迎えつつある円安サイクル」](#)

² 財務省の7月31日の公式発表では、6月27日~7月29日の間に5兆5,348億円の外国為替平衡操作が行われたことのみが示されている。もっとも、短資会社による日銀当座預金の財政要因等の予想値と実際の日銀による公表値との乖離から、7月11、12日に円買い為替介入が行われた可能性が高いとみられる。

この間、8月23日に毎年恒例の米カンザスシティ連銀主催のジャクソンホール会合における講演で、パウエルFRB議長は、「政策調整の時は来た」と述べ、これまで明言して来なかった次回9月17、18日のFOMCでの利下げ開始を事実上予告した。FRBもいよいよ利下げ局面入りし、世界的な金利サイクルの下落局面入りがより明確となって来れば、今後の大局的なドル円相場の動きをみる上でも大きな意義があろう。前掲のレポートでも指摘したように、近年の円相場（円の名目実効為替レート）は、米10年金利を中心としたグローバルな金利サイクルと大局的に逆相関にある（第2図）。この観点からは、ここ数年みられて来た歴史的な円安サイクルも、いよいよ円高サイクルへの転換を窺う局面になって来たと言える。一方、米金利低下自体は一般にドル安材料だが、ドル相場（ドルの名目実効為替レート）³は大局的にはドルサイクルに基づいて変動しており、米金利低下局面でのドル高のケースなど、米金利に沿って推移しない場合もある。以下本稿では、米金利を中心とした世界の金利サイクルが下落サイクルに向かいつつある中で、ドルサイクルの観点からみたドル相場やドル円相場の今後の行方について、シナリオ別に整理・検討した。

2. ドルサイクルについて⁴

(1) ドルサイクルの概要

ドルサイクル論とは、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ドルの名目実効為替レートが、大局的に連動性が高いことに着目したものだ（第3、4図）。米国株価指数と新興国株価指数の株価指数比率には、ドル建て資産と非ドル建て資産の間の世界的なクロスボーダー資本フローの流れの変化と、それに影響されたドルの動きが端的に現れ易いと考えられる。

そして、米S&P500株価指数とMSCI新興国株価指数の上昇・下落の組み合わせから、ドル相場の動きを各局面に分類している（第5図）。両株価指数共に上昇するが、米S&P500株価指数がより上昇する場合は「局面①：リスク選好のドル高」、逆にMSCI新興国株価指数がより上昇する場合は「局面②：リスク選好のドル安」となる。両株価指

³ 以下本稿ではドルの名目実効為替レートはFRB公表のブロードベースの名目実効為替レートを使用。

⁴ ドルサイクルの詳細については、[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～」](#)で説明している。また、ドルサイクルとドル円相場のサイクルの関係については、[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）～」](#)で説明している。景気サイクルとドルサイクル・ドル円相場の関係については、[2023年5月23日付国際経済金融論考「景気サイクルとドルサイクル・ドル円相場の変動パターン～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7）～」](#)で説明している。

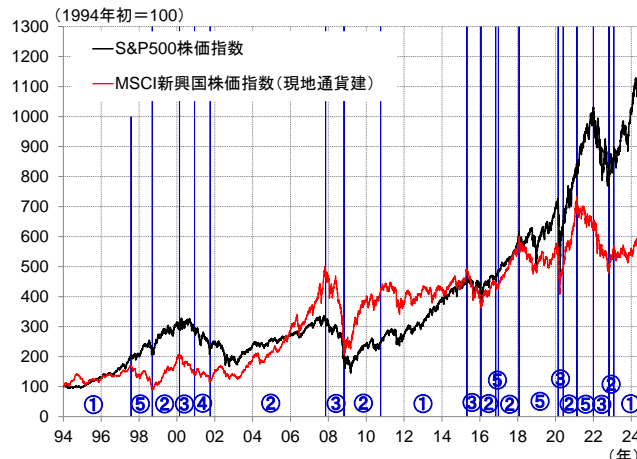
数が下落する場合、通常 MSCI 新興国株価指数の下落率が大きくなり易く、「局面③：リスク回避のドル高」となる。また、米 S&P500 株価指数が上昇・MSCI 新興国株価指数が下落する場合は「局面⑤：米経済独り勝ちのドル高」と分類される。局面④と⑥は通常あまり出現しない。

第 3 図：ドルの名目実効為替レートと株価指数比率



(注1)ドルの名目実効為替レートはFRBによるブロードベース。
 (注2)株価指数比率=S&P500 株価指数/MSCI 新興国株価指数(現地通貨建)
 (注3)図中の①などの番号は第5図に示したドルサイクルの局面分類を表す。
 (資料)Bloombergより筆者作成

第 4 図：米 S&P500 株価指数と MSCI 新興国株価指数



(注1)ドルの名目実効為替レートはFRBによるブロードベース。
 (注2)図中の①などの番号は第5図に示したドルサイクルの局面分類を表す。
 (資料)Bloombergより筆者作成

第 5 図：ドルサイクルの局面分類とドル円相場の典型的な動き

ドルサイクル		株価指数の動き	ドル円相場の典型的な動き	
局面①	リスク選好のドル高	米国株価指数上昇 > 新興国株価指数上昇	ドル高 + 円安	ドル高円安
局面②	リスク選好のドル安	米国株価指数上昇 < 新興国株価指数上昇	ドル安 > 円安	ドル安円高
		米国株価指数上昇 < 新興国株価指数下落	ドル安 < 円安	ドル高円安
局面③	リスク回避のドル高	米国株価指数下落 < 新興国株価指数下落	ドル高 < 円高	ドル安円高
局面④	—	米国株価指数下落 > 新興国株価指数下落	—	—
局面⑤	米経済独り勝ちのドル高	米国株価指数上昇・新興国株価指数下落	ドル高 + 円安	ドル高円安
			ドル高 < 円高	ドル安円高
局面⑥	—	米国株価指数下落・新興国株価指数上昇	—	—

(注)米株価指数が下落する場合、通常新興国株価指数はそれ以上に下落する機会が多いため、局面④と⑥はほとんど出現しない。
 (資料)筆者作成

さらに、景気サイクルの各局面における米国株価指数、米金利、ドル相場、そしてドル円相場の典型的な動きを指摘できる(第6、7図)。通常、景気減速期は「局面③：リスク回避のドル高」となり、円相場はドル高以上に円高となるためドル円相場はドル安円高となる。景気回復初期は通常「局面②：リスク選好のドル安」となり、ドル円相場もドル安円高となる。景気拡大期は、状況によって局面①、②、⑤に分かれ、それに応

じてドル円相場も変動する。このようにドルサイクルの議論によって金利差要因では説明できないドル相場やドル円相場の動きを分析・予測することができる。

第 6 図：景気サイクルと米株価・米金利の変動パターン

	景気減速期 (逆業績相場)	景気回復初期 (金融相場)	景気拡大期 (業績相場)
米株価	↓	↑	↑
米金利	↓	↑	↑

(資料) 筆者作成

第 7 図：景気サイクルとドル・ドル円相場の変動パターン

	景気減速期 (局面③:リスク回避のドル高)	景気回復初期 (局面②:リスク選好のドル安)	景気拡大期
ドル	↑	↓	局面①:リスク選好のドル高 局面⑤:米経済独り勝ちのドル高 局面②:リスク選好のドル安
ドル円	↓	↓	局面①:リスク選好のドル高+円安 局面②:リスク選好のドル安<円安 局面⑤:米経済独り勝ちのドル高+円安 局面②:リスク選好のドル安>円安 局面⑤:米経済独り勝ちのドル高<円高

(資料) 筆者作成

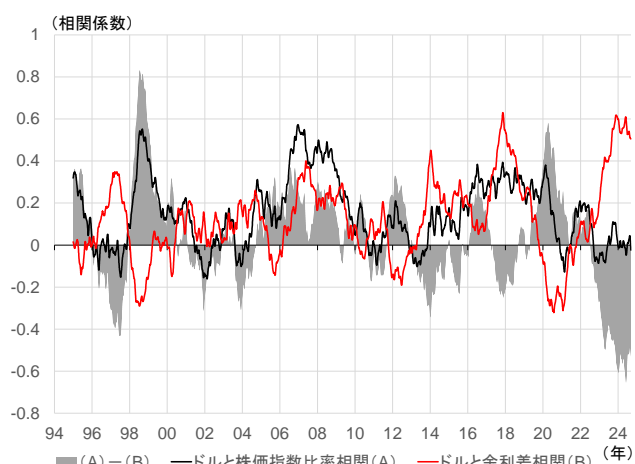
(2) 異例のインフレ率高騰のドルサイクルへの影響

一般に為替相場は内外金利差が主要な変動要因の 1 つとされる。通常ドル相場は数カ月単位では金利差要因との連動性が高い場合があるが、趨勢的には金利差要因よりも株価指数比率との連動性が高い。ここで金利差要因とは、米国以外の G10 通貨保有国の 10 年金利の加重平均金利⁵を米 10 年金利から差し引いた金利差でみている。実際、次節以降でみるように足元までもドル相場と株価指数比率の大局的な連動性は概ね維持されている。ドル相場と株価指数比率、及びドル相場と金利差との比較的短期における相

⁵ 米国以外の主要先進国の 10 年金利の加重平均には、米ドル以外の G10 通貨を保有するドイツ (ユーロ圏の中核国)、日本、英国、スイス、カナダ、オーストラリア、ニュージーランド、スウェーデン、ノルウェー、デンマークの 10 か国のものを使用した。加重平均の計算のウェイトには、国際決済銀行 (BIS) による 2022 年世界外国為替市場調査での各通貨の世界市場における取引額シェアに基づく比率を使用。

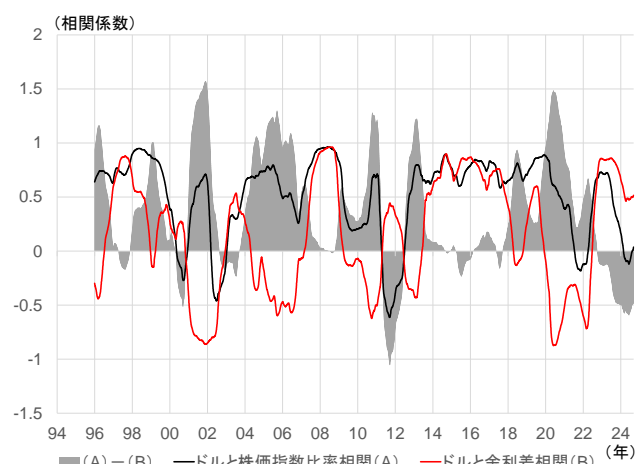
関を、1 ヶ月ウィンドウのローリング相関係数の 1 年移動平均でみると、ドル相場は時期によっては金利差との相関の方が高い場合が相応にある（第 8 図）。一方、より趨勢的な相関を、2 年ウィンドウのローリング相関係数でみると、総じて株価指数比率との相関係数が高く推移して来たことがわかる（第 9 図）⁶。もっとも、2022 年頃から、2 年ウィンドウでみても、ドル相場は株価指数比率よりも金利差との連動性が限界的に高い状況が続いている。

第 8 図：ドルと株価指数比率・金利差の相関係数(1 ヶ月)



(注1) 1 ヶ月ウィンドウのローリング相関係数の 1 年移動平均
 (注2) 金利差は米 10 年金利－米国以外 G10 通貨保有国の加重平均 10 年金利
 (資料) Bloomberg より筆者作成

第 9 図：ドルと株価指数比率・金利差の相関係数(2 年)



(注1) 2 年ウィンドウのローリング相関係数
 (注2) 金利差は米 10 年金利－米国以外 G10 通貨保有国の加重平均 10 年金利
 (資料) Bloomberg より筆者作成

こうした現象は、2022 年以降みられた数十年來のインフレ率上昇への対応のため、FRB が政策金利を急激に引き上げたことが影響しているのではないかとみている。ドルサイクル論の分析対象期間である 1990 年代後半以降は、世界的にインフレ率が安定して来た時期で、FRB は主に景気や株価の安定に十分配慮した政策運営を行うことができた。株価指数は基本的に景気変動に基づき業績相場⇔逆業績相場で変動し、政策金利や市中金利も景気や株価指数に沿って推移して来た。株価指数は、基本的に企業業績全体・経済全体やその見通しに沿って変動しており、この結果、株価指数比率は市場による米国経済と新興国経済を中心とした米国以外の経済の見通し・先行き期待の相対観を反映しており、ドル相場の動きを良く説明していた。

一方、2022 年以降は、急騰したインフレ率の抑制を最優先とした大幅な金融引き締めにより、株価指数は逆金融相場やその限界的な反動としての金融相場により変動し易

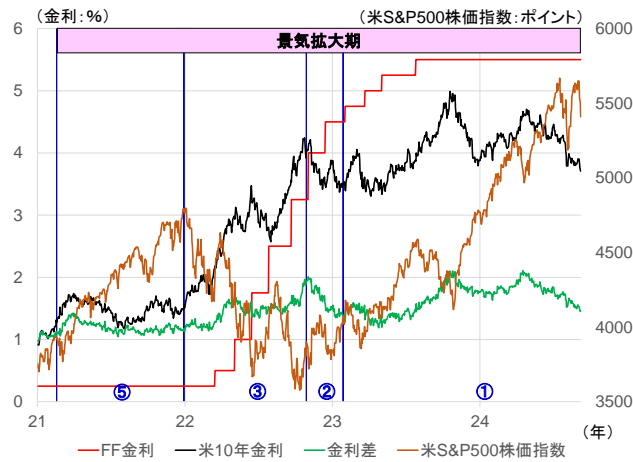
⁶ この点については、[2021 年 6 月 4 日付国際経済金融論考「ドルサイクルと金利要因の関係を考える～為替レートの変動メカニズムにおける循環論の検証（その 2）～」](#)においても説明している。

くなっており、企業業績やその見通しの株価指数の値動きへの影響力が従来よりも弱まっている可能性があるだろう。このため、ドル相場は過渡的に株価指数比率よりも金利差との連動性が高まっているとみている。

3. ドルサイクルに基づくドル相場及びドル円相場の最近の推移

ドルサイクル論に基づくと、2023 年初以降は局面①のリスク選好のドル高局面にあり、ドル円相場も前節でみたセオリー通りドル高円安がみられて来た。以下では FRB が急激な利上げを開始した 2022 年頃から最近までの動きを振り返る（第 10～13 図）。

第 10 図：米金利・金利差・米株価指数(2021 年～)



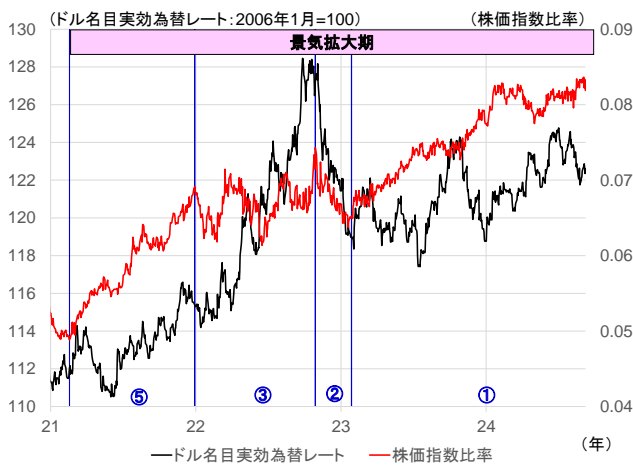
(注1) グラフ中の①～⑤の番号は、各期間におけるドルサイクルの局面を表す
 (注2) 金利差は米 10 年金利－米国以外 G10 通貨保有国の加重平均 10 年金利
 (資料) Bloomberg より筆者作成

第 11 図：米国株価指数と新興国株価指数(2021 年～)



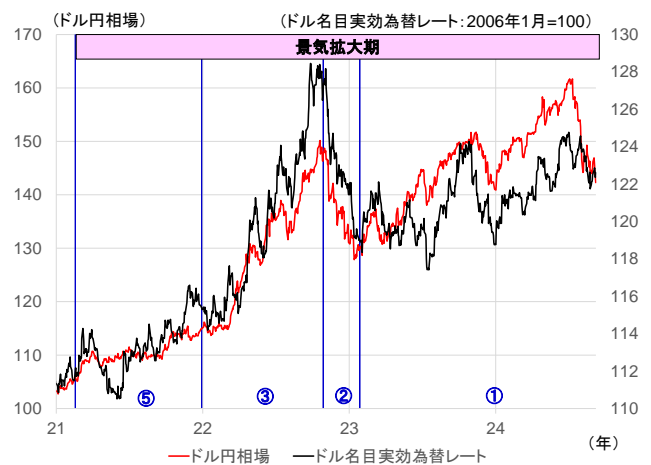
(注) グラフ中の①～⑤の番号は、各期間におけるドルサイクルの局面を表す
 (資料) Bloomberg より筆者作成

第 12 図：ドル相場と株価指数比率(2021 年～)



(注) グラフ中の①～⑤の番号は、各期間におけるドルサイクルの局面を表す
 (資料) Bloomberg より筆者作成

第 13 図：ドル相場とドル円相場(2021 年～)



(注) グラフ中の①～⑤の番号は、各期間におけるドルサイクルの局面を表す
 (資料) Bloomberg より筆者作成

(1) 2021 年末から 2022 年 10 月～局面③「リスク回避のドル高」

2022 年以降、コロナ後の世界的な供給網混乱やロシアによるウクライナ侵攻を受けて、世界的なインフレ率の大幅な上昇が既に顕著になっていた。これに対応した FRB による 2022 年 3 月以降の急激な政策金利の引き上げを事前に織り込んで、米金利も 2021 年末から大幅な上昇を開始。米 S&P500 株価指数はこれを嫌気して景気拡大局面にも拘わらず、2021 年末以降、逆金融相場となり下落基調に転じた。MSCI 新興国株価指数については、中国当局によるゼロコロナ政策や不動産業界への規制強化などを受けた中国経済低迷の影響から、2021 年以降、既に下落基調にあった。このように 2021 年末以降、まだ米国を中心に景気拡大局面にあったにも拘わらず、米国株価指数と新興国株価指数が共に下落（米国株価指数下落率<新興国株価指数下落率）。ドルサイクルは、通常、景気減速局面で発生する局面③のリスク回避のドル高が、景気拡大局面で出現するという異例の展開となった。ドル円相場は、通常の景気減速局面での局面③では、米金利低下が伴ってドル高<円高となり、本来ドル安円高となるところだ。しかし、この時は景気拡大局面下、かつ急速な金融引き締めにより米金利が大幅に上昇したため、これと逆相関で推移する円相場が大幅に下落し、ドル高と円安が相俟って大幅なドル高円安が進む異例の形となった。

(2) 2022 年 10 月から 2023 年 1 月～局面②「リスク選好のドル安」

その後 2022 年 10 月に、2022 年 6 月の FOMC 以来、1 回あたり 0.75%ずつになっていた FRB の利上げペースが鈍化するとの見方が台頭し、これを織り込んで米 10 年金利の上昇が 4.3%台で一旦一服して下落に転じると、米国株価指数は下落基調が一服して緩やかな持ち直しに転じた。同年 11 月頃からは中国がゼロコロナ政策を撤廃する方向へ向かい始め、中国経済の回復期待が高まったこともあり、新興国株価指数がより大きく持ち直し、ドルサイクルは短期的に局面②のリスク選好のドル安に転換した。この間、米金利の低下に合わせて円相場が持ち直したこともあり、ドル円相場もドル安円高方向へ推移した。

(3) 2023 年 1 月以降から現在～局面①「リスク選好のドル高」

2023 年以降も FRB は利上げ幅を 1 回あたり 0.25%ずつとしながらも同年 7 月の FOMC まで利上げを続けていたことから、米 10 年金利は前年 10 月からの下落基調が同年 4 月に 3.2%台で一服し、再び上昇基調に転じた。それまでの急速な利上げにも拘

らず、米経済が人口知能（AI）業界への期待などもあり、労働市場を中心に引き続き底堅く推移していたことから、米 S&P500 株価指数は米 10 年金利が上昇基調に転じても 2022 年 10 月以来の上昇基調が継続。FRB による利上げが想定以上に長引くとの見方から、2023 年 8 月からの一時的な調整局面もあったが、同年 10 月には同年 7 月 FOMC での利上げが結果的に最後になるとの見方が強まり、これを織り込んで米金利が 5% 近辺で上昇一服したこともあり、(米 S&P500 株価指数は) 基本的に上昇基調が続いて来た。

この間、MSCI 新興国株価指数は、ゼロコロナ政策撤廃後の中国経済の回復が捗々しく無かったことなどの影響で、2023 年入り以降は同年 10 月頃まで再び頭打ち傾向となった⁷。しかし、中国当局による景気支援策強化が期待されたことや、既述の通り米 10 年金利の上昇が 2023 年 10 月に一服したことなどから、持ち直しに転じた。結果的に 2023 年初から足元までを通してみると、米 S&P500 株価指数がより上昇する形で、両株価指数が上昇しており、ドルサイクルは局面①のリスク選好のドル高局面を形成して来た。

ドル円相場は、米金利が 2023 年 10 月まで上昇基調にあり、上昇一服後も高止まりしたことから、これと逆相関で推移し易い円相場が総じて軟調に推移し、ドル高円安がさらに進行。日銀が 2024 年 3 月のイーールドカーブ・コントロール（YCC）政策やマイナス金利政策の撤廃後も積極的な利上げは行わないとの見方が材料となり、2024 年 4 月以降は FRB の利下げ開始が近づきつつあるとの見方から米金利の低下基調が強まったにも拘らず異例の円安が続き、ドル円相場は 2024 年 7 月に一時 162 円手前までドル高円安が進んだ。

その後は冒頭指摘の通り、次回 9 月 FOMC での利下げ開始の可能性がさらに高まったことなどの材料を受けて、7 月 11 日から米金利低下と共にドル安と円高が進行している。米 S&P500 株価指数は高値圏での乱高下がみられている。

4. ドルサイクルに基づくドル相場及びドル円相場の今後の見通し

現状ドルサイクルは局面①のドル高局面にある。以下では局面①が続く場合、及び局面②「リスク選好のドル安」、局面③「リスク回避のドル高」、局面⑤「米経済独り勝ちのドル高」にそれぞれ転換した場合の、ドル相場やドル円相場、クロス円相場の大局的な見通しを整理した。現時点での米景気情勢からは、局面①がこのまま続くシナリオの

⁷ 2023 年初から同年 10 月頃までをみると、米 S&P500 株価指数が上昇し、MSCI 新興国株価指数が低迷していたため、限界的に局面⑤の米経済独り勝ちのドル高となっていた。

蓋然性が相対的に高いとみられる。

(1) 局面①「リスク選好のドル高」が続く場合

(a) 過去の局面①におけるFRBによる利下げ

過去に局面①のリスク選好のドル高局面でFRBが利下げを行った場合、利下げは調整的な範囲に止まり、大局的にはドルサイクルの示唆に沿ってドル高となっていた。

具体的にみると、過去に局面①においてFRBが利下げを行ったのは1990年代後半の局面①だ(第14、15図)。この時は1994年以降行われた急激な利上げに対する調整的な利下げ(0.25%×3回)が1995年後半から1996年初にかけて行われた。利下げに合わせて米10年金利が低下して内外金利差も縮小(ドルに不利な方向へ推移)した。しかし、同年4月25日のG7声明で当時の大幅なドル安円高の秩序ある反転が望ましいと述べられるなど、ドル高円安政策が採られていたことや、その後のIT革命を牽引役とする米景気拡大も背景にドル高円安が進行した。

第14図：米金利・金利差・米株価指数(1994年～1999年)



(注1) グラフ中の①～⑤の番号は、各期間におけるドルサイクルの局面を表す
 (注2) 金利差は米10年金利－米国以外G10通貨保有国の加重平均10年金利
 (資料) Bloombergより筆者作成

第15図：ドル相場とドル円相場(1994年～1999年)



(注) グラフ中の①～⑤の番号は、各期間におけるドルサイクルの局面を表す
 (資料) Bloombergより筆者作成

2010年代前半の局面①では、リーマンショック後の金融緩和で既に政策金利がゼロ近辺に達していたため、利下げではなく量的金融緩和の拡大(QE2、QE3)が実施されたことがあった(第16、17図)⁸。2010年11月のQE2実施後は、米10年金利が一旦上昇後にさらに低下し、ドルももう一段低下する場面がみられた。もっとも、米10年

⁸ FRBは、2010年11月3日に、米長期国債を毎月750億ドルのペースで、2011年第2四半期まで合計6,000億ドル追加購入することを決定した(QE2)。また、2012年9月13日には毎月400億ドルのエージェンシーMBS購入を開始した(QE3)。

金利、ドル相場共に 2011 年～2012 年には大局的に底打ちし、2012 年 9 月の QE3 実施後も米 10 年金利とドル相場共に反転上昇基調がそのまま継続した。ドル円相場も 2013 年の日銀による量的・質的金融緩和開始もあり、大幅なドル高円安が進んでいった。

第 16 図：米金利・金利差・米株価指数(2010 年～2015 年)



(注1) グラフ中の①～⑤の番号は、各期間におけるドルサイクルの局面を表す
 (注2) 金利差は米 10 年金利－米国以外 G10 通貨保有国の加重平均 10 年金利
 (資料) Bloomberg より筆者作成

第 17 図：ドル相場とドル円相場(2010 年～2015 年)



(注) グラフ中の①～⑤の番号は、各期間におけるドルサイクルの局面を表す
 (資料) Bloomberg より筆者作成

また、2019 年には局面①に比較的近い局面⑤の米経済独り勝ちのドル高局面で、2018 年までの利上げ局面に対する調整的な利下げ (0.25%×3 回) が実施された (第 18、19 図)。当時の米トランプ政権が対中制裁関税などを打ち出し、中国を中心に新興国・資源国経済に下押し圧力が及んだことが、局面⑤出現の大きな要因となっていた。この時は米金利低下、内外金利差縮小にも拘らずドル相場はドルサイクルに沿って上昇した。円相場は米金利低下を受けてドル以上に上昇したため (ドル高く円高)、ドル円相場はドル安円高方向へ推移したが、104 円近辺から 112 円近辺でレンジを形成しつつの緩やかなドル安円高に止まった⁹。

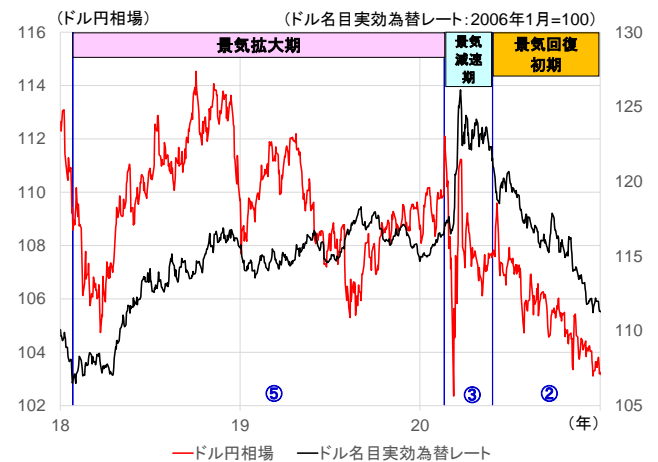
⁹ その後 2020 年初からのコロナウイルス・パンデミックという経済外部要因による景気減速局面となったため、結果的に本来純粋に経済的にどのような帰趨になり得たかは定かではない。

第 18 図：米金利・金利差・米株価指数(2018 年～2020 年)



(注1) グラフ中の①～⑤の番号は、各期間におけるドルサイクルの局面を表す
 (注2) 金利差は米 10 年金利 - 米国以外 G10 通貨保有国の加重平均 10 年金利
 (資料) Bloomberg より筆者作成

第 19 図：ドル相場とドル円相場(2018 年～2020 年)



(注) グラフ中の①～⑤の番号は、各期間におけるドルサイクルの局面を表す
 (資料) Bloomberg より筆者作成

このように、過去の局面①や、これに比較的近い局面⑤において FRB による利下げがあった場合は、基本的に調整的なものに止まっており、米 10 年金利の一時的な低下を消化して、ドルは大局的には上昇していた。ドル円相場は上昇と下落の両方のパターンがあったが、ドル安円高の場合は限定的な範囲に止まっていた。量的金融緩和 (QE) の場合も、当初のドル安やドル安円高は限定的なものに止まり、むしろその後は大幅なドル高円安へと反転した。

(b) 局面①の下でのドル相場やドル円相場の見通し

今回もこのまま米景気が底堅く推移し、局面①が継続するような状況となれば、FRB の利下げはまず景気減速期のような大幅なものにはならないだろう。但し、今回は 2022 年以降の異例のインフレ高騰と大幅な金融引き締め・金利上昇からの正常化局面でもあることから、利下げ幅は従来の局面①における「調整的な範囲」よりもやや大きくなる可能性がある。

実際、6 月 FOMC における FOMC 参加者の経済見通し (SEP) を予想中央値ベースで見ると (第 20 図)、先行き失業率がさほど大きく上昇しない前提でも、2025 年末時点での合計 1.25% (0.25% × 5 回) の利下げを予想していた (第 20、21 図)。次回 9 月の FOMC ではさらに利下げスケジュールが 2024 年内に前倒しされたり、同時に先行きより踏み込んだ利下げスケジュールが示される可能性がある。また、9 月 6 日時点の FF 金利先物市場における先行き利下げ見通しの織り込みは、やや前のめりになっている面は否め

ないが、2024 年末時点で合計約 1.25%の利下げを、2025 年末時点では合計約 2.5% (0.25%×10 回) の利下げを、それぞれみている。

第 20 図：6 月 FOMC 参加者の経済見通し(予想中央値)

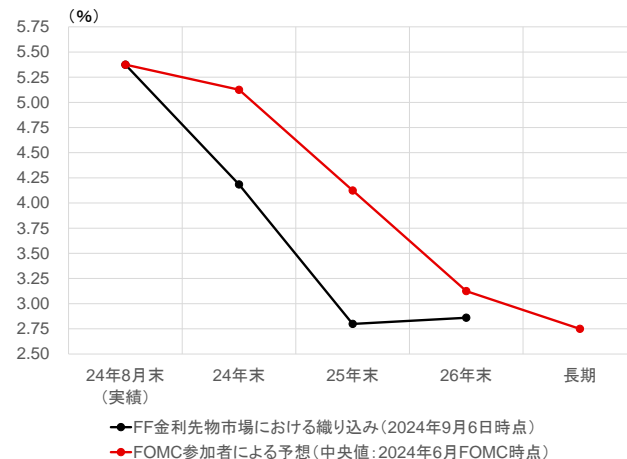
	2024	2025	2026	長期
実質GDPの伸び (%)	2.1	2.0	2.0	1.8
(2024年3月)	2.1	2.0	2.0	1.8
失業率 (%)	4.0	4.2	4.1	4.2
(2024年3月)	4.0	4.1	4.0	4.1
PCEデフレーター (%)	2.6	2.3	2.0	2.0
(2024年3月)	2.4	2.2	2.0	2.0
コアPCEデフレーター (%)	2.8	2.3	2.0	-
(2024年3月)	2.6	2.2	2.0	-
FF金利中央値 (%)	5.125	4.125	3.125	2.750
(2024年3月)	4.625	3.875	3.125	2.563

(注1) GDP成長率・インフレ率は各年第4四半期の前年比。失業率は各年第4四半期の平均。

(注2) FF金利は各年末時点の予想値。

(資料) FRBより筆者作成

第 21 図：FF 金利先行きに関する FOMC と市場の見通し



(注) FF 金利先物市場における織り込みは Bloomberg の WIRP 機能によるもの。
(資料) FRB、Bloomberg より筆者作成

こうした異例の状況にあることから、既述の通り、足元ドル相場も限界的に株価指数比率よりも金利差要因による影響をより受け易くなっている。今回は局面①が続いても、FRB の利下げに伴って相応のドル安につながろう。7 月よりみられている米金利低下に伴うドル安は、今後 FRB が利下げ局面に入り、米金利がさらに低下基調に転じれば、もう一段のドル安動意につながって来よう。円相場も米金利と逆相関に動き易い傾向から円高方向へ推移。局面①の下ではあるが、ドル円相場は異例の形でドル安円高がさらに進むとみられる。米経済が底堅さを維持していれば、日銀も追加利上げに動き易くなり、この点も円高を支援しよう。クロス円相場（ドル以外の通貨の対円相場）も円高方向へ推移すると考えられる。

それでも、局面①が継続し、FF 金利が 3.0% 近辺で下げ止まれば、コロナ前の FF 金利の利上げのターミナル・レート (2.5%) にも回帰しないことから、コロナショック以前のドル円相場のコアレンジ (100 円～120 円程度) を完全に回復するまでドル安円高は進まない可能性が高い。局面①が継続する場合、米 S&P500 株価指数は上昇基調が継続することから、資産効果により米景気が予想以上に底堅く推移してインフレ目標への回帰が遅れるようなことになれば、FF 金利の引き下げがより緩慢なものとなる。ドル安円高への戻りもより鈍いものになる展開も十分に考えられよう。

(2) 局面②「リスク選好のドル安」へ転換する場合

一方、FRBの利下げ転換により各国も自国通貨安圧力が後退し、金融緩和余地が出て来よう。こうした状況が好感されることもあって、中国などを中心に米国以外の地域の景気が予想外に盛り返し、これらの地域主導で世界景気が拡大する場合は、局面②のリスク選好のドル安局面となり、ドル相場はFRBによる調整的利下げによる米金利低下も相俟って、相応に下落しよう。ドル円相場も米金利低下による円高圧力もありドル安円高が進むと予想される。世界景気が底堅いため、日銀も局面①のシナリオと同様に追加利上げに動き易くなろう。通常の場合②ではクロス円相場は円安となり易いが、今回は異例の高インフレ・大幅な金利上昇からの正常化局面であり、主要国の金利低下幅が相対的に大きくなれば、円高圧力につながることを勘案すると、クロス円相場はこうした動きが綱引きとなって方向感は見極め難い推移となろう。但し、中国経済が依然として停滞感強い推移が続いていることなどからすると、局面②の実現性はあまり高くないとみられる。

(3) 局面③「リスク回避のドル高」へ転換する場合

これまでの大幅な利上げの影響が時間差を経て最終的に大きく顕在化するなどして米景気が深刻な景気減速局面に陥った場合は、局面③のリスク回避のドル高局面となる。ドルは当初はFRBの大幅な利下げによる米金利の低下に沿って下落する場面もあり得るが、最終的にはリスク回避地合いが大きく強まって新興国通貨などが急落する結果、大局的に上昇すると予想される。米金利の大幅な低下を受けて円相場はドル以上に上昇し、ドル円相場はコロナ前のコアレンジへの回帰も視野にドル安円高が進行しよう。日銀は追加利上げを断念し、再び金融緩和方向に転換せざるを得なくなるが、緩和余地は小さく、円高圧力を抑制するには至らないと予想される。クロス円相場も大幅な調整局面を迎えるとみられる。但し、現時点では米経済は基本的に底堅く推移しており、こうしたシナリオの実現性も現時点ではあまり大きくないように見える。

(4) 局面⑤「米経済独り勝ちのドル高」へ転換する場合

局面⑤「米経済独り勝ちのドル高」に移行するのは、例えば中国経済が予想外に減速し、中国経済への一定以上の依存度から、欧州や新興国・資源国、さらには日本の経済などにも無視できない悪影響が及ぶ一方、内需牽引力の強い米経済が持ちこたえて相対的に底堅く推移する場合が考えられる。また、米大統領選挙によりトランプ政権が復活

し、現在主張しているような輸入関税の全般的な引き上げなど米国一国主義を先鋭化させ、やはり米国以外の地域の経済に相応の悪影響が及ぶ場合も、局面⑤への転換を支援する要因となる。

前回トランプ政権時に対中制裁関税の適用を開始した 2018 年～2019 年も、局面⑤の米経済独り勝ちのドル高局面が出現した。既述の通り 2019 年当時も FRB は調整的な利下げを行い、米金利低下による円高がドル高を上回り、ドル円相場は緩やかにドル安円高方向へ推移した。今回も FRB の利下げと重なればドル安円高材料になるが、輸入関税の引き上げや移民の制限などの政策は米国内のインフレ圧力になり得る。FRB がこれに対応するため利下げを先延ばしすれば、円高圧力は後退し、ドル円相場に対してはむしろドル高円安材料となる展開もあり得よう。

以上

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。

Copyright 2024 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

〒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

e-mail: admin@iima.or.jp

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