



円・ドル相場動向

上席研究員 古金 義洋

○石油を除く米貿易収支が悪化。ドル高で米製造業の輸出競争力が低下している可能性

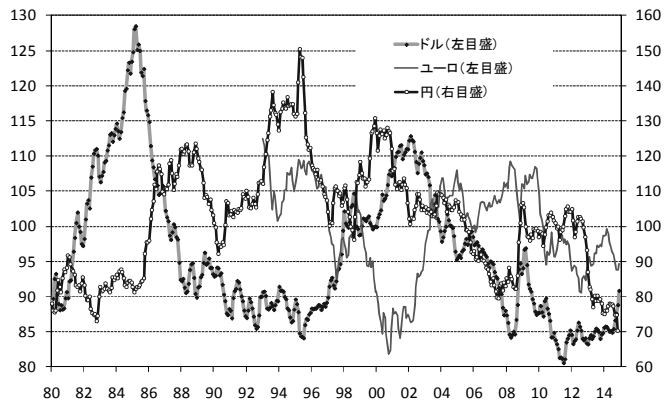
円・ドル相場については「日本の金融緩和継続と米国の利上げ観測が円安・ドル高要因で趨勢的に円安・ドル高」という見方がコンセンサスだ。ただ、米国からみてドル高を正当化できるような要因がさほど多いわけではない。日本側からみても円安のスピードの速さへの違和感がある。

米国のルー財務長官は「強いドルは米国の国益」と述べたが、14年9月のFOMC（米連邦公開市場委員会）の議事録によれば、ドル高により輸出が抑えられ、それによって物価上昇ペースも抑制されるおそれがあるとして、ドル高を米国経済見通しの1つのリスクに挙げていた。

米国の輸出競争力を表わすドルの実質実効レートは11年7月の直近ボトムから約13%上昇したが、1980年以降の平均的水準に比べるとなお6%程度低く、必ずしもドル高とは言えない（図1参照）。ただ、米国からみた海外景気が低迷していることもあって、ドル高が貿易面から米国経済に及ぼす影響は強まっていると考えられる。

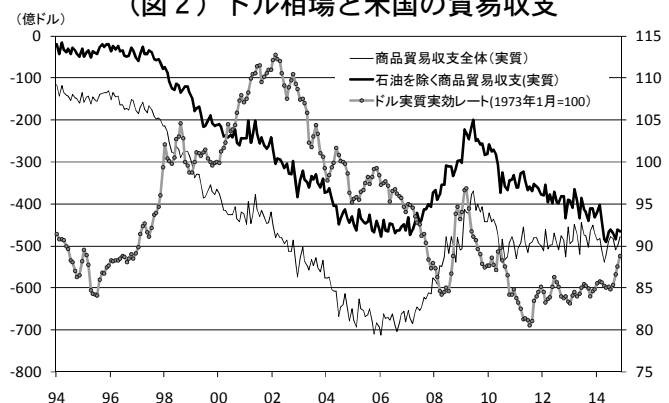
米国の商品貿易赤字は06年頃に月700億ドル程度まで増大していたが、現在は500億ドル程度まで赤字幅が縮小している（図2参照）。これはシェールオイルの増産により原油輸入が大幅に減少したことが原因だ。石油を除く商品貿易赤字は06年の月400~500億ドルから09年頃には200億ドル近くまで減少したあと再び増大している。最近では460~490億ドルの赤字で、赤字幅は過去最高水準に膨れ上がっ

（図1）円、ドル、ユーロの実質実効為替レート



（出所）FRB、ECB、日銀

（図2）ドル相場と米国の貿易収支



（出所）FRB、米商務省

ている。

1970年代後半から80年代初めにかけての北海原油の増産によるポンド高で、イギリスの製造業の輸出競争力が低下したように、現在の米国はシェールオイルの増産による貿易収支改善（→ドル高要因）が、米国の製造業の輸出競争力を低下させている可能性がある。

ルー財務長官はドル高を容認しつつも、日本や欧州に内需拡大を促し、それによって米



国の輸出増加を目指そうという立場だが、対外競争力低下で米国の製造業の景気が悪化していけば、対応は変わっていくのではないかと考えられる。

最近の雇用改善を受けて米国の利上げは早ければ今年半ばにも実施されるのではないかという見方が強まり、早期利上げ観測からドル高が進んだ。しかし、そのドル高が米国景気に悪影響を及ぼすのであれば、利上げは遠く。結果としてドル高も続かないおそれがある。

○米国に流入する資金は短期資金が中心で経常赤字のファイナンスは不安定化

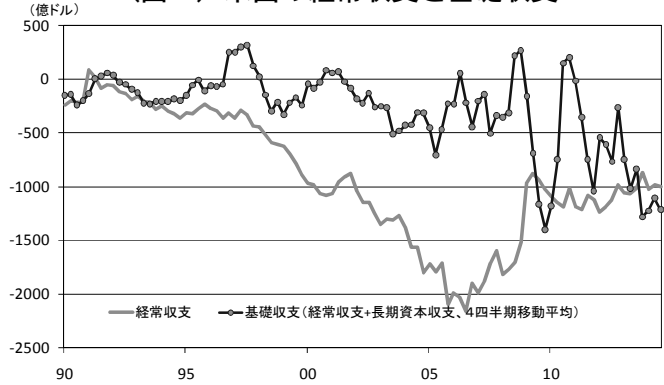
世界経済をみると新興国の経済成長が減速し、欧州経済の低迷が続いているため、相対的に米国経済の独り勝ち状態だと言われる。このため米国への資本流入も増え、それがドル高をもたらすのも自然の流れだとみる向きもあるがどうだろうか。

実際には、米国に流入している資本は短期資金が中心で、必ずしも安定的ではない。米国の経常収支と基礎収支（基礎収支は経常収支に直接投資収支、証券投資収支などの長期資本収支を加えたもの）の動きをみると、最近では経常収支の赤字幅はシェールオイル増産により縮小する半面、基礎収支の赤字幅はむしろ拡大している（図3参照）。

2000年頃まで米国の基礎収支はほぼ均衡していた。つまり経常収支は赤字だったが、赤字分はほぼ長期資本の流入で賄われ安定したファイナンスが行われていた。だが、現在は経常赤字のほとんどの部分が長期資本でなく銀行借入れなどの短期資金によってファイナンスされているということになる。

「独り勝ちによる米国への資本流入加速」

（図3）米国の経常収支と基礎収支



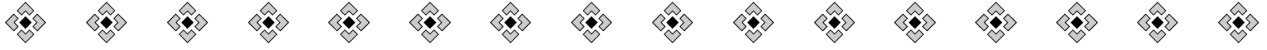
（出所）米商務省

というイメージが先行しているが、実際には米国の経常赤字ファイナンスは脆弱な形でなされており、何らかのショックがあった場合、資金の流れは逆転する可能性もあるだろう。

○株式市場も円安が日本経済に与えるプラス効果を疑問視し始めた可能性

それでも日銀の金融緩和が続く限り、円安・ドル高の方向性は変わらないとみる向きが多いが、日銀も現在のような事実上のマネタイゼーションを永遠に続けられるわけではない。①安倍政権が具体的な財政再建の道筋を示せない場合、あるいは②円安や原油価格反発などで来年度末にかけて物価上昇率が目標の2%に近づく場合には、日銀が現在の政策を見直さざるをえなくなるおそれもあるだろう。

だとすれば、米国が金融引き締め、日本が金融緩和を強化するという方向性の違いもそれほど明確でなくなる。実際、日米の金融政策の違いを背景とする円安・ドル高と言われながら、現在の円・ドル相場の動きは日米金利差では説明しづらい状況になっている（次頁図4参照）。

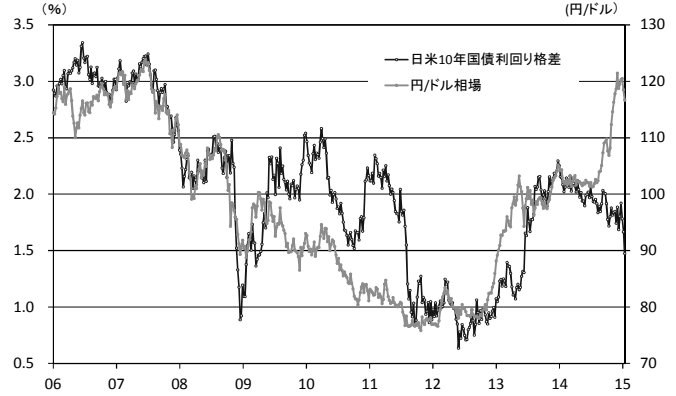


円安の株価押し上げ効果が小さくなっている点も要注意だ。円安が日本のデフレ脱却に寄与するとの期待や海外ヘッジファンドを中心とする日本株買い・円売りのトレードにより、円相場と株価は連動してきた。2012年10月から2014年8月頃まで日経平均の動きは、ほぼ円・ドル相場の動きだけで説明できた(図5参照)。

しかし、最近は円安が進む割に株価は上昇していない。両者の連動性が薄れ、円安でも株価がさほど上昇しなくなっている。製造業の海外移転などにより円安にもかかわらず日本の輸出は伸び悩み、円安が日本経済にとって本当に望ましいのかどうかは疑わしい。それでも円安で株価が上昇すれば、株高の資産効果を通じた円安の効果が日本経済を押し上げると言えるわけだが、今や株式市場も円安の効果を疑問視し始めたのではないかと考えられる。

円安・ドル高のトレンドは言われているほどしっかりしたものではないと考えられる。

(図4) 日米長期金利差と円相場



(図5) 日経平均株価と円相場

