

ドル安は続く

調査研究部 研究員
古金 義洋

〇米金利安、双子の赤字懸念、資金還流の停滞などがドル安の原因

ドル相場は3月にかけて上昇し、ドル円相場も一時112円台の円安ドル高となった。その後、ドル円相場だけをみると、105～108円程度を中心としたボックス圏で推移しているように見えるが、総合的なドルの強さを示す実効レートを見ると、3月以降、急速に下落していることがわかる（図1参照）。3月から直近にかけてのドル名目実効レート（対先進国通貨、FRB指数）の下落率は10%近い。

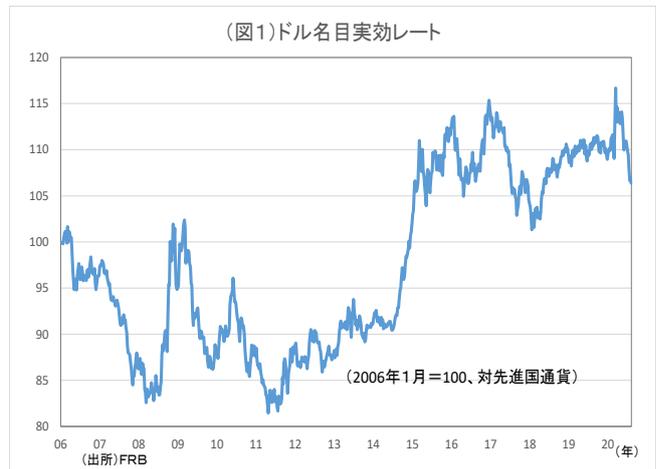
では、3月以降のドル実効レートの下落の理由は何か。

第1に、米国金利の低下による海外との金利差縮小がある。

実質金利の動きは、物価連動債利回りで見ることができるが、米、ドイツ、日本のそれぞれの実質金利は図2でみる通り、米国の実質金利の急低下が際立つ。

コロナショック前の昨年末から8月21日にかけての動きをみると、米国が昨年末の0.13%からマイナス1.02%へと大きく低下した。これに対し、もともとマイナスだったドイツはマイナス1.24%からいったん上昇し、その後下落となって、結局マイナス1.29%へとほとんど元に戻った。また、ゼロ近辺での推移を続けている日本はマイナス0.18%からプラス0.03%へとやや上昇している。結果として、米国とドイツの実質金利差は大幅に縮小し、日米の実質金利は逆転した。

名目金利で見ると、コロナショックの前後で名目金利が目立って低下したのは米国だけで、日本やドイツの名目金利水準はほとんど



変わっていない。

第2に、コロナショックを境に、米国と欧州の経済ファンダメンタルズに対する評価が逆転した。

コロナショックに対して、各国は思い切った財政出動で対応し、それぞれ財政赤字拡大への懸念が高まっている。

もともと、経常収支が黒字であるユーロ圏や日本は、財政が赤字でも経常赤字の心配をする必要はないが、米国は財政赤字と経常赤





字という、いわゆる「双子の赤字」によるドル安懸念が強まっている。

これに対して、ユーロ圏では7月21日に新型コロナウイルス対策として、7500億ユーロ規模の復興基金案に合意した。これはいわば、欧州の中央政府が国債で資金を調達して、調達した資金をとくにコロナショックによって景気の悪化する南欧諸国に分配する仕組みで、ユーロ圏の財政統合に向けた第一歩とも言えなくない。

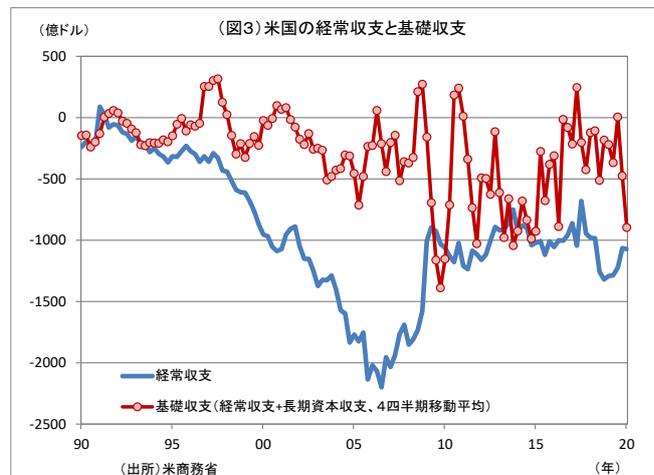
ユーロ圏はもともと、米国と違って言語の違いにより域内でのヒトの移動が簡単でなく、また、日本と違って金融政策が1つであるのに対し財政政策は各国別々であるため、地域ごとの経済格差の調整ができにくい。

常に失業率が高く、財政赤字も大きいイタリアなど南欧の国では、失業者が他の地域で職を得ることもままならず、また十分な財政刺激策もできないため、経済状況の悪化が続く。そうなれば「単一通貨ユーロ」に対する不信感も生まれやすい。「単一通貨ユーロ」分裂のリスクが常につきまとっていたが、コロナショックを契機とした今回の措置は、奇しくもユーロ分裂のリスクを低下させるものとなり、ユーロ高要因となった。

第3に、米国への資金還流が滞り始めた。

図3でみる通り、米国の経常赤字は2010年以降は四半期で1,000億ドル程度（年率4,000億ドル）で推移している。2018年頃には、トランプ減税の影響で一時、四半期で1,300億ドル（年率5,200億ドル）程度に拡大する局面もあった。

確かに、シェールオイルの生産増による原油輸入の減少といった貿易赤字縮小要因はあるが、米国経済全体としての貯蓄不足・投資超過構造が変わらない限り、経常赤字傾向も変わることはないと思われる。



問題はその赤字がどういう形でファイナンスされるかという点だ。経常収支が赤字でも基礎収支（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）が赤字でなければ、赤字は安定的にファイナンスされており、ドル不安は起きにくい。

基礎収支の赤字幅は13年頃から17年頃にかけて縮小したが、その後、赤字幅は再び拡大している。直近の2020年1～3月には基礎収支の赤字幅は四半期で約900億ドル（年率3,600億ドル程度）とほぼ経常赤字額と同程度まで拡大している。

つまり、現在の米国の経常赤字は不安定な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り、これがドル相場を不安定化させる要因になっていると考えられる。

○ドル安が続けば米国の物価上昇率を高めるおそれも

以上のような、米金利安、双子の赤字懸念、資金還流の停滞などの要因から今後もドル安傾向は続くように思われる。ボックス圏で推移しているようにみえるドル円相場もこの先、円高ドル安に向かう可能性がある。



そして、ドル安は米国に物価押し上げ効果を及ぼす。

米国のコア消費者物価は6月に前月比0.2%上昇した後、7月は同0.6%上昇と上昇テンポが加速した。

経済活動の停滞は明らかだが、インフレ予想を示す指標は高めだ。ミシガン大によれば、消費者マインドの盛り上がりを示す消費者信頼感指数は直近の8月も5月以来の最低水準の状態に推移しているが、インフレ予想を示す「今後5～10年のインフレ予想」は8月に2.7%と上昇した。同予想値は昨年12月の2.2%を底に上向いており、消費者マインドが低迷するなかで、インフレ期待が高まっていることを示す。

また、債券市場が示す予想インフレ率（10年もの国債利回りから同物価連動債利回りを差し引いた数値でブレイクイーブンインフレ率と言われる）の動きをみると、日米独ともにコロナショックでいったん下落した後、反発しているが、上昇テンポは米国が最も急だ（図4参照）。

ドル安の物価押し上げ効果によってインフレ率（予想インフレ率）が高まっていけば、実質金利が低水準でも名目金利（米10年国債利回り）は徐々に上昇していく可能性がある。

