



米ドル安の背景は？

客員研究員
古金 義洋

○トランプ大統領の関税政策の不確実性がドル安要因になった

ドル相場はトランプ大統領の発言に一喜一憂しながらも1月半ば頃から下落基調で推移している。ドル安の背景には何があるのか。

一つは、ドル高要因とされていたトランプ関税が実際にはドル安要因になったことだ。

トランプ氏が昨年11月の大統領選で勝利してから今年1月に就任するまでは、輸入関税は米国の貿易収支を改善させる効果があるという理由から、輸入関税が実施されればドル高になるとされていた。

だが、輸入関税がドル相場などに及ぼす影響については、マクロ経済の教科書的な理屈から考えるのが、よりわかりやすい。

次のようなことになる。

輸入関税が貿易収支を改善させるとすれば、下の恒等式(1)が成り立つような形で、金利やドル相場が変化するのはずだ。

貿易収支＝国内生産－国内需要 (1)

仮に、輸入関税導入によって、(1)式の左辺「貿易収支」が改善する場合、ドル相場と米金利の変化によって、(1)式を再びバランスさせるには、2通りの方法がある。

一つはドル高だ。

輸入関税導入で左辺の貿易収支が改善しても、米国経済の構造的な体質に変化がなく、右辺の「国内生産－国内需要」に変化がなければ、結局、左辺も変化しない。

その際、貿易収支を新たに悪化させる要因、つまりドル高によって、(1)式はバランスをえられない。

結果として、貿易収支改善を目標とした貿

易政策が実施されても、変動相場制の下ではそれを帳消しにするような為替相場の動きが起こり、最終的に十分な貿易収支改善効果が得られないことになる。

もう一つの方法は金利高だ。

これは輸入物価上昇などによって予想される金利上昇とは別の意味での、実質金利の上昇である点には留意が必要だ。

左辺の改善に合わせて、右辺も改善する必要があるが、そのためには金利が上昇し、国内需要が減少して、右辺が改善し、(1)式は再びバランスすることになる。

このように、輸入関税は本来、ドル高、金利高をもたらす効果があった。

だが、ここで想定外のことが起きてしまった。

つまり、輸入関税が左辺の「貿易収支」を改善させる前に、輸入関税政策の不確実性とそれに伴う株価の下落が、右辺の「国内生産－国内需要」を変化させてしまったようだ。

すなわち、不確実性によって企業の投資が落ち込み、株価下落によって消費が減退して、国内需要が減少し、右辺の「国内生産－国内需要」が落ち込んだ可能性がある。

結果として、輸入関税で予想されていたはずの「ドル高、米実質金利上昇」ではなく、逆に、「ドル安、米実質金利低下」という結果をもたらした可能性がある。

ところで、(1)式をバランスさせるための、ドル相場と米金利の組み合わせを考えてみよう。

ドル安で貿易収支が改善し左辺が増加すると、それに合わせて右辺も増加するためには



金利が上昇して国内需要が減少しなければいけない。

逆に、ドル高で貿易収支が悪化し左辺が減少すると、それに合わせて右辺も減少するためには金利が低下して国内需要が増加しなければいけない。

つまり、(1) 式をバランスさせるためのドルと米金利の組み合わせは、ドルが高ければ高いほど金利は低下しなければならず、ドルが安ければ安いほど金利は上昇しなければいけない。

図1で、X軸を米金利、Y軸をドル相場として、米金利とドル相場の組み合わせをプロットすると、(1) 式をバランスさせるための米金利とドルの組み合わせは、右下がりの線 (I S線) となる。

本来、輸入関税で予想されていた事態は、この I S線が右上にシフト (I S①→ I S②) することだったが、実際には、左下 (I S①→ I S③) にシフトしたわけだ。

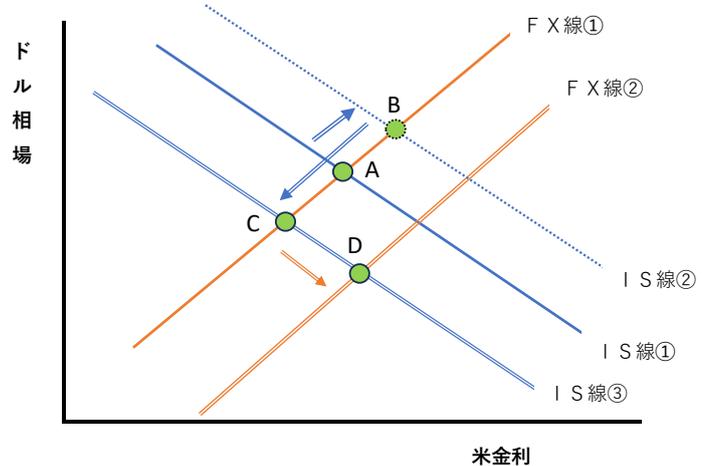
○トランプ大統領の政策に対する不信感がドル安・金利高につながった

もう一つのドル安の理由は、米国の財政悪化が続いていることへの懸念、二転三転するトランプ大統領の関税政策に対する不信感、さらにパウエルFRB議長解任発言、などから投資家が対米投資に対するリスクを強め始めたことだった。

ドルと米実質金利の間には、前述した通り、(1) 式をバランスさせるための、右下がりの関係がある。

だが、それ以外に、金融市場では「米金利が高ければ高いほどドル高になり、米金利が低ければ低いほどドル安になる」という関係があり、図1では、右上がりの線 (F X線) になる。

(図1) 米金利とドル相場の変化 (モデル図)



I S線が実物経済をバランスさせるための米金利とドルの組み合わせであるのに対し、F X線は金融市場のバランスが成り立つための米金利とドルの組み合わせだ。

金利が高ければ高いほど通貨が高くなる、というのは、内外金利差が直先スプレッド(為替の直物相場と先物相場との乖離率) に一致する、という金利平価説を応用したものだ。

一般的に、国内資産の収益率が海外資産の収益率とほぼ同等になるように現在の為替相場が決まるという考え方から、

現在の為替相場と均衡為替相場との乖離率

$$= \text{国内実質金利} - \text{海外実質金利} \dots (2)$$
 と書くことができるだろう。

ここで、均衡為替相場として購買力平価が使われれば、左辺の「現在の為替相場と均衡為替相場との乖離率」は、実質為替レートになる。

(2) 式が意味するのは、米国の実質金利が高ければ高いほど、実質的なドル相場は高くなり、米国の実質金利が低ければ低いほど、実質的なドル相場は安くなるということだ。



例えば、米国内実質金利が2.5%、海外実質金利が0.5%だったとすれば、現在のドル相場は均衡為替相場比で2.0%ドル高(為替変動による期待収益率がマイナス2.0%)になるが、そこで、米国内実質金利が3.0%に上昇したとすれば、現在のドル相場は均衡為替相場比で2.5%ドル高になる。

したがって、(2)式をバランスさせる米金利とドルの組み合わせは、図1では、右上がりの線になる。

ここで、米国内資産に何らかの問題が生じ、投資家が米国内資産のリスク増大に対し、例えば、0.8%分のリスクプレミアムを要求する場合、(2)式がバランスするためには、リスクプレミアム上昇分を補うべく、米国の実質金利が0.8%上昇するか、現在の為替相場が0.8%分ドル安になって為替変動による期待収益率が0.8%分高まる必要がある。

つまり、米国投資に対するリスクプレミアムが上昇した場合、FX線は右下にシフトすることになる。

(1)式つまり実体経済をバランスさせるための米金利とドル相場の組み合わせがIS線、一方、(2)式つまり金融市場をバランスさせるための米金利とドル相場の組み合わせがFX線だとすれば、実体経済と金融市場の両方をバランスさせる米金利とドル相場の組み合わせがIS線とFX線の交点になる。

当初の交点がA点だったとしよう。輸入関税によって本来、A点はB点に動くはずだったが、関税政策による不確実性などのため、逆に、A点からC点に移動し、米金利低下、ドル安となった。

その後、トランプ政権への信認低下が米国投資に対するリスクプレミアムを高めたことで、交点はC点からD点に移動し、米金利高、ドル安となった。

結局、米金利が高止まりするなかで、ドルが下落することになった。

米景気がこの先、さらに悪化していくとすれば、IS線はさらに左下にシフトするだろう。

FX線に関して言えば、トランプ大統領がFRB議長解任発言を撤回したことなどから、政権への信頼感低下に幾分歯止めがかかっているが、今後の動き次第で、FX線はさらに右下にシフトするおそれもある。

結果として、米金利が高止まるなかで、ドル安が続く可能性が高い。

○「マール・ア・ラーゴ合意」によるドル売り協調介入の実現性は？

ところで、最近のドル安の背景に、いわゆるプラザ合意2.0とされる「マール・ア・ラーゴ合意」への懸念もあるといわれる。

マール・ア・ラーゴはトランプ大統領がフロリダ州パームビーチに持つ別荘の名前だが、トランプ政権内でその私邸にちなんだ通貨政策の国際的な合意を目指すことが検討されているとの見方が市場関係者の間で広がっている。

その元となっているのは、米大統領経済諮問委員会(CEA)のステーブン・ミラン委員長が昨年11月に出した「世界貿易システム再構築のためのユーザーガイド」(原題は“A User's Guide to Restructuring the Global Trading System”)というレポートだ。

同レポートでは、ドル高に強い不満が表明され、特に過去数十年で巨額化してきた世界の外貨準備がそうしたドル高を招き、米国の製造業を衰退させたと述べている。

米国の製造業復活のため、ミラン氏が提案するのが「マール・ア・ラーゴ合意」で、これは中国や日本、欧州諸国に加え、カナダや



メキシコなども交えて、1985年プラザ合意のような、ドル高是正のための措置が必要という見方だ。

だが、1985年プラザ合意時と現在では状況が大きく異なる。

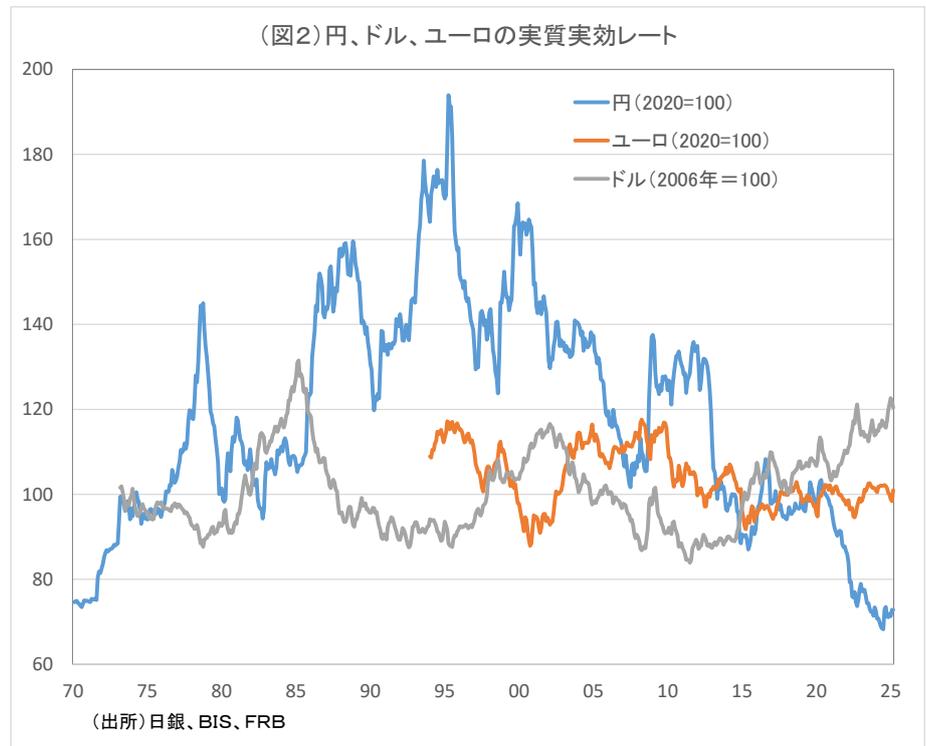
プラザ合意によるドル売り協調介入が成立したのは、ドル高を背景として膨らんだ米国の貿易赤字によって、当時、米議会で高まっていた保護主義的な動きを抑えるために、先進国がドル高を抑制することが必要と判断したことが理由だった。

すでに、米トランプ政権が極めて保護主義的な輸入関税を導入している状況で、しかも、米国の競争相手が日独ではなく、中国であるという現状からみて、中国（人民元）を含めた協調的なドル売りが実現するとは考えにくい。

確かに、輸入関税によって相手国に圧力をかけて、ドル売り協調介入実施を実現させることはできるかもしれない。

だが、米国からみれば、輸入関税もドル安も、輸入品の価格を押し上げて米国の輸入を抑制しようという政策だ。相手国や品目によって裁量的に関税率を変えることができる輸入関税と比較して、ドル安はすべての輸入品の価格が上昇し、物価上昇などによる米国民からの反発が高まりやすい。トランプ政権にとって輸入関税政策からドル安政策に切り替えるメリットがあるとは思えない。

もちろん、トランプ政権が日本の円安に対して不満を強めたとしても不思議なことでは



ない。足元で円相場は幾分反発しているとは言え、歴史的な低水準にあることは事実で(図2参照)、ユーロと比べても、1995年以降、急速な下落が続き、円が割安水準になっていることは明らかだ。

日銀が計算する円の実質実効レートは、2025年3月時点で73.5と、1ドル=360円の固定相場制からドルが切り下げられ、変動相場制移行のきっかけとなった、1971年8月のニクソンショック直前の水準（1971年7月の同レートは75.5）を下回る。

デフレ脱却を最優先とした安倍政権時の黒田日銀総裁による異次元緩和が事実上の円安誘導になり、それが現在の歴史的な円安につながっているのは事実だ。

マール・ア・ラーゴ合意などによる全面的なドル安誘導政策が実現するかどうかは別として、日本の円安政策は米国側の批判の対象となる可能性は大きい。