

PRAEVIDENTIA WEEKLY (2月22日)

ドルは強くない

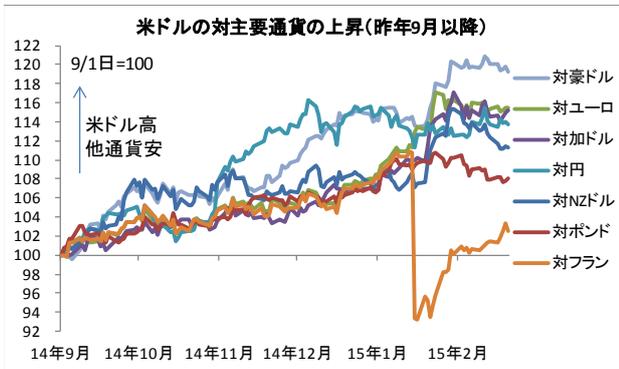
<要約>

米景気が堅調を続け、金融政策面でも米国の相対的なタカ派が目立つ中で、米ドル高傾向が続いている。こうした中、米企業決算においてドル高を受けて業績を下方修正する動きもあり、米当局がドル高懸念を示すのではとの見方が出てきているようだ。もっとも、長期的にみれば米ドルはどちらかといえば割安圏にあり、米当局があからさまなドル押下げ政策を行うリスクは低い。そうすれば、日欧でデフレ圧力を高め、追加緩和を誘発しドルはむしろ反発に向かうというネガティブフィードバックループも想定される。

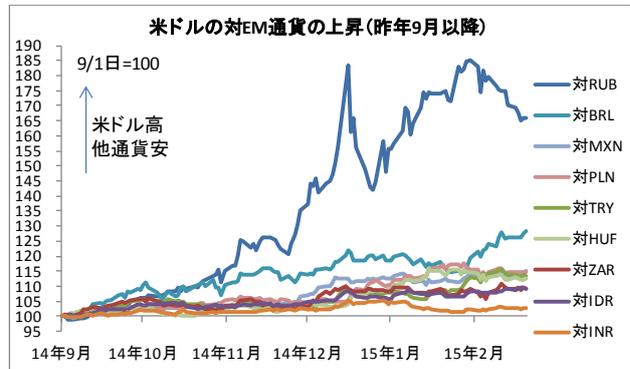
ドル全面高とその悪影響（懸念）

昨年後半、特に9月以降に米国のテーパリング終了と早期利上げ期待が強まる中で、米ドル高が続いている。昨年9月初め以降、ドルは多くの主要な新興国通貨に対して5~15%高、対主要国通貨では15~20%、ブラジルレアルやロシアルーブルに対しては各々30%、90%も上昇している（図表1、2）。ウクライナ情勢に原油安が重なったルーブル、および2月入り後に経済指標の相次ぐ予想比悪化や財務相のレアル買い介入への消極発言などを受けて下落基調が強まっているレアルを除けば、新興国通貨は昨年までに既に米国の利上げを受けた資本流出懸念を織り込んだとみられ、対米ドルでの下落幅は相対的に小さくなっている。他方、主要通貨ではECBが市場予想を上回る量的緩和を決定、カナダ中銀や豪準銀もサプライズ利下げを行うなど、米ドルは対ユーロ、カナダドルや豪ドルでの上昇幅が大きくなってきている。円の下落は昨年11月末までは非常に大きかったが、その後は横ばい圏内の動きで、ドル/円相場の動きは他の主要通貨や新興国通貨でのドル高と比べると目立たなくなっている。

図表1：ドルの対主要通貨の推移（昨年9月以降）



図表2：ドルの対新興国通貨の推移（昨年9月以降）



(出所) トムソン・ロイターよりプレビデンティア・ストラテジー作成

こうした中、直近1月FOMC声明文で利上げ（低金利維持期間継続）に際しては国際情勢（international developments）も考慮に入れるとされ、議事要旨ではドル高が輸出を抑制するリスクが指摘された。実際、1月入り後に発表されている昨年10-12月期の米企業決算発表では、海外売上比率が5割を超えるマイクロソフト（IT）、P&G（家庭用品）、スリーエム（複合）、キャタピラー（建機）などでドル高を理由に業績下方修正を行う会社が目立った。このため市場では、米財務省が今後ドル高牽制をするのではないかと、あるいはFedがドル高の景気・インフレ抑制効果を考慮して利上げ開始を遅らせたり、利上げペースを鈍化させるのではないかと見方が出てきているようだ。

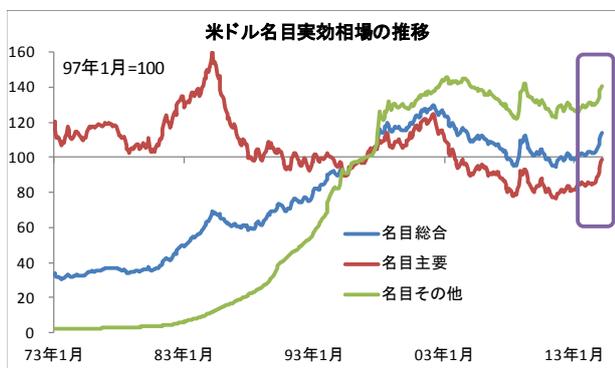
ドルは高くなく、米当局はドル高をむしろ歓迎

長期的にみても、確かにインフレで調整しない「名目実効（貿易加重平均）相場」ではドル総合指数は114と2004年9月以来の高水準となっており、2002年2月の史上最高値を11%強下回る水準に迫ってきている（**図表3の青線**）。対中国人民元、メキシコペソや韓国ウォンなどを含む「名目その他」指数は140と2005年1月以来の高水準となっており、2003年3月の史上最高値である146に迫る水準に達している（**図表3の黄緑線**）。

もっとも、名目為替相場を米国および他国のインフレで調整した、文字通り実質的な価値を示す「実質実効相場」でみると水準感が大きく異なり、最高値には程遠い。インフレ調整後の実質相場は長期的に平均に回帰する傾向があり、この長期平均を「フェアバリュー（適正水準）」とみることができる。為替相場の適正水準については、株価や債券価格のような広く受け入れられた理論値は存在せず、それが為替相場の予想が困難、あるいは変動が大きい一つの理由とされているくらいだ。とは言え、実質実効相場は算出上の恣意性が働きにくく、長期時系列が入手でき、各国の比較が容易であることもあって、政策当局や市場でもよく参照される指標だ。ドル実質実効相場の長期平均をゼロとした標準化指数でみてみると（**図表4**）、ドル総合指数は長期平均（ゼロ）を若干下回る概ね適正水準で推移していることが分かる（**図表4の青線**）。つまり、最近のドル高は、これまでの歴史的な割安水準から適正水準へ回帰しているだけであり、米国の消費者や企業の対外購買力の観点からはむしろ望ましい動きといえる。最近では2月9日にLew米財務長官は「最近のドル高は良いことで、悪いことではない」と述べているが、この観点からは至極まっとうな認識だ。

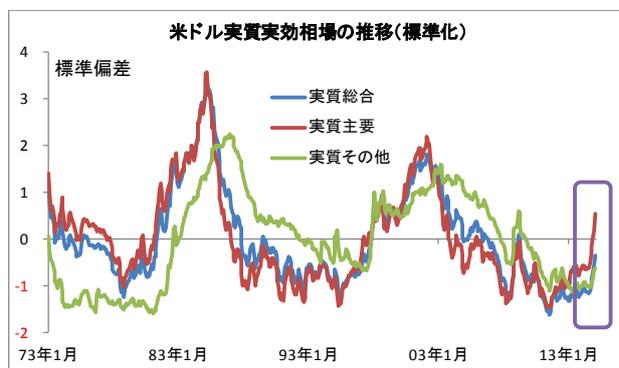
他国（例えば日本やユーロ圏）からみれば、ドルがこれまで安過ぎたことから米国企業に対して競争上不利な立場に立たされていたが、米国と他国（日欧など）との間の経済ファンダメンタルズおよび金融政策のダイナミクスの相違により、過度のドル安が修正され競争力を回復できた、ということだ。米国の輸出企業あるいは海外売上比率の大きい企業は当然、想定以上のドル高となれば業績を下方修正することになるだろうが、ある意味米国経済の相対的優位を受けたドル高の流れは2013年後半からの世界金融市場の主要テーマであり、それに対して企業として無防備でヘッジ対策ができていないとすればそうした米国企業の評価が下がり株価が下がるのは当然だ。それを例えば日本が配慮して円安政策を弱めてあげる筋合いはない。

図表3：ドル名目実効相場の推移



（出所）FRBよりプレビデント・ストラテジー作成

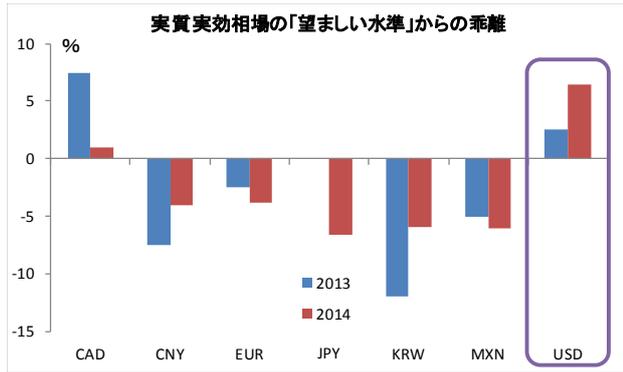
図表4：ドル実質実効相場の推移



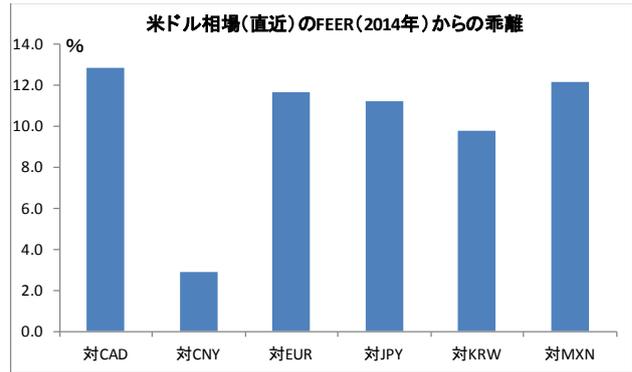
なお、IMFが毎年「試験的対外セクター報告（Pilot External Sector Report）」で試算している実質実効相場のファンダメンタルズおよび望ましい政策からの乖離（2013年分。2014年分はピーターソン国際経済研究所が試算）をみると（**図表5**）、米ドル実質実効相場は2014年時点ですでに6.4%「望ましい水準」を上回っており、足許では更に上方乖離幅が拡大しているとみられる。米国の無党派の民間シンクタンク、ピーターソン国際経済研究所（PIIE）が半年に一回試算している「FEER（Fundamental Equilibrium Exchange Rate、ファンダメンタルズ面からの均衡為替相場）」（2014年9～10月時点、11月発表）と直近相場との乖離をみても（**図表6**）、米ドルは殆どの通貨に対して10%程度割高となっており、こうした指標を用いてドルが割高だと主張する向きが出てくる可能性がある。

もっとも、IMFのいう「望ましい水準」は経常収支不均衡是正のために必要とされる実質実効相場水準で、PIIE算出のFEERも類似した概念で作成されている。かつて世界経済が比較的高成長を遂げており平和な時代にあつては、経常収支不均衡（グローバルインバランス）是正が国際的な政策課題となった時期もあったが、現在の国際的課題はデフレ・ディスインフレへの対応であり、その結果として取られた大規模金融緩和が日欧などの通貨安をもたらし、その裏返しとしてドル上昇を招いているのが実情だ。このため当社は、経常収支不均衡是正の観点からみたドル割高論は現在の世界経済情勢にそぐわないとみている。

図表 5 : 実質実効相場「望ましい水準」からの乖離



図表 6 : 対ドル相場の FEER (2014年) からの乖離



(注) 図表 5 では、2013 年分が IMF 算出 (乖離幅の中心値)、2014 年分はピーターソン国際経済研究所 (PIIE) による試算。図表 6 は、PIIE 算出の 2014 年分 FEER からの直近相場 (2 月 20 日時点) の乖離。

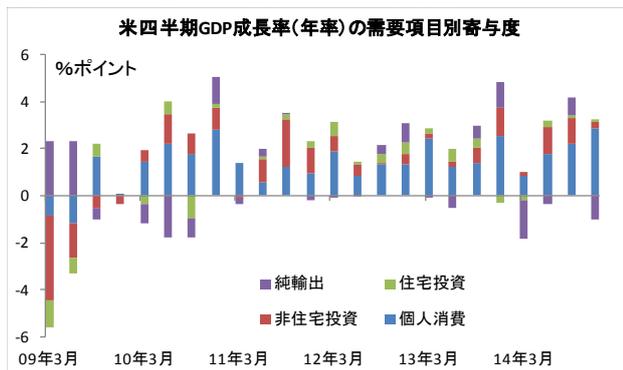
(出所) IMF、PIIE、トムソン・ロイターよりプレビデンティア・ストラテジー作成

米当局がドル高を懸念するリスクは？

上述の通り、実質実効相場でみてドルが高い訳ではなく、むしろこれまで割安だったものが正常化しているに過ぎない状況下で、国際的な説得力をもって米当局がドル高に懸念を示し、ドルを押し下げるべく米財務省が口先介入を行ったり、Fed があからさまにドル高牽制のために利上げ開始を遅らせることはないとみている。足許、日銀が追加緩和に対する積極姿勢を示していないことや、ECB も取り敢えず量的緩和は開始したため当面は追加緩和の有無が焦点となりにくいこともあり、対円やユーロでドルがこれまでのように大きく上昇する状況ではないことも、ドルの更なる上昇が米当局の主要な懸念とはなりにくいことを示している。

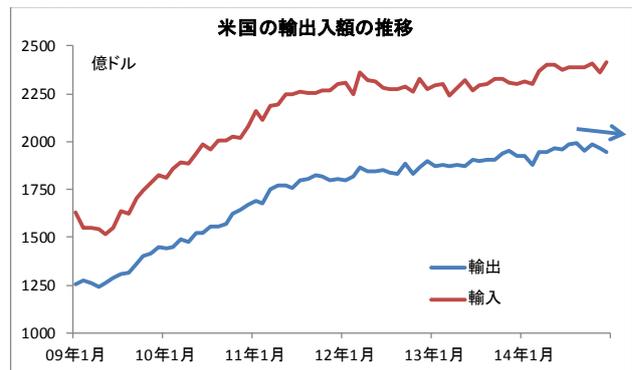
もっとも、もし米当局がドル高に対する懸念を示すとすれば、それはドル上昇が主因で GDP 成長率が減速トレンドに入るような場合だ。現在のところ、米国の GDP は個人消費と設備投資 (非住宅投資) 主導で成長している (図表 7)。但し、米国の輸出額は昨年 8 月をピークに横ばいか減少傾向となっており (図表 8)、直近昨年 4 四半期の GDP 成長率に対しても約 1%ポイントのマイナス寄与となるなど、懸念材料ではある。今後、個人消費や設備投資が鈍化し、輸出の減少を主因とした純輸出のマイナス寄与が大きくなる場合には、米財務省や州知事らがドル高懸念を漏らすリスクは高まる。とは言え、その場合は成長鈍化自体が米利上げ先送り期待を通じてドル安をもたらすことから、わざわざドル高懸念を示さなくてもよくなるだろう。また、米当局のドル高懸念を受けて円やユーロが大きく上昇する場合には、日欧でデフレリスクが高まることから追加緩和の可能性を高め、円安、ユーロ安がドル高をもたらす、というネガティブフィードバック効果も起きるだろう。

図表 7 : 米成長率の需要項目別寄与度



(出所) トムソン・ロイターよりプレビデンティア・ストラテジー作成

図表 8 : 米国の輸出入動向



通貨	週次レポートバックナンバー・タイトル一覧 (14年7月以降)
円	「GPIF：円売りの先導役はいつまで？」(14年12月21日) 「JPY：限界を試す」(14年11月9日) 「JPY：パーフェクトストーム」(14年11月2日) 「ドル/円：デジャヴュかジャメヴュか」(14年9月21日) 「円安牽制：敵は己の内にあり？」(14年9月13日) 「ドル/円：少し行き過ぎた愛情の記録」(14年9月8日) 「円：GPIFパラドックス」(14年8月10日)
ドル	「USD：FedのBoE化リスク」(14年9月27日)
ユーロ	「EUR：分裂ある所に和合を、デフレある所にQEを②」(15年1月18日) 「EUR：分裂ある所に和合を、デフレある所にQEを①」(15年1月11日) 「EUR：他力本願から脱せるか」(14年10月26日) 「EUR：テルトロ、トロトロ」(14年7月26日)
ポンド	「GBP：明るくなるまで待つ」(14年1月25日) 「GBP：パラノからスキゾへ」(14年8月23日) 「GBP：スコッチお油割りは微妙なテイスト」(14年7月19日) 「GBP：タカ派の多寡」(14年7月5日)
豪ドル	「AUD：Vorsprung durch Politik? 反発は金融政策待ち？」(14年12月27日) 「AUDとNZD：反発は似て非なるものに」(14年10月11日)
NZドル	「NZD：覆水お盆後も返らず」(14年8月2日)
スウェーデンクローナ	「SEK：リクスバンク・リスク」(14年12月6日)
主要通貨	「来年の主要通貨戦略：四字熟語で勝負」(14年11月24日) 「G4通貨：年内のカタリスト・リスト」(14年8月16日)
新興国通貨	「新興国通貨：夜明け前が一番暗い？」(15年2月1日) 「新興国通貨：救世主降臨」(14年11月16日) 「ブラジル大統領選：僅差に芽生える光明」(14年10月4日)
テーマ	「イスラム国：掃討は相当困難？」(15年2月14日) 「原油と為替：バレルに順バレルのは？」(14年11月29日) 「投資戦略再考：悲観の先にあるもの」(14年10月18日) 「リスクオフ」の解体新書」(14年8月31日) 「米株価(S&P)とポンド(Sterling Pound)」(14年7月12日)

ディスクレイマー

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、金融商品の売買や投資など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、全てお客様ご自身でご判断下さいますようお願い申し上げます。

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、当社は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。

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下さい。当資料は購読者向けに送付されたものであり、購読者以外への転送を禁じます。

プレビデンティア・ストラテジー株式会社

金融商品取引業者(投資助言・代理業) 関東財務局長(金商)第2733号 一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号 012-02641