

ドル余剰減、ドル実効相場は一段高攻防

2018/12/21

FRB 資産減、不均衡是正、反グローバル化、ドル決済牽制

国際金融市場ではドル余剰の減少などもあり、ドルの総合力を示すドル実効相場は一段高が焦点になっている。FRB 算出の広範な通貨を対象としたドル実効指数（対 Broad）は、2002 年の過去最高値を巡る緊迫攻防に直面してきた。米 FRB による利上げ休止観測でも短期ドル調達金利は高止まりが続いているほか、FRB の保有資産縮小、米国による不均衡是正努力、反グローバル化によるドルの国際分散投資や流通の縮減、米国による敵対国牽制に向けたドル決済の監視・制限圧力なども、ドルの需給タイト化や価値希少化を促す。

米国の華為摘発、「ドル決済封じ」の恫喝憶測

「米トランプ政権は中国通信機器大手・華為技術（ファーウェイ）の経営幹部を対イラン制裁に関連した決済取引違反で摘発したが、中国に対してドル資金決済システムの監視・制限による制裁オプションを示唆した牽制ジャブとしても注目される」――。

ある経済官庁系シンクタンクの幹部は、このような勘繰りを行う。華為幹部については米国が経済制裁を再開させているイランに対して、同社製スマホ等販売の取引を行い、その決済金を英国金融機関経由で商取引とは分からないような金融取引を行った容疑で摘発されている。

米国による 2012－15 年や今年 8 月からのイラン制裁では、「2 次的制裁」と呼ばれる金融制裁が含まれている。米国は制裁に従わない国を「基軸通貨である米ドルの国際決済システム網」から締め出す強制力を握り、関係国に制裁を順守させてきた。中国に対しては華為疑惑を皮切りに、米国の制裁国との違法取引案件のほか、中国本体に対しても「ドル決済網からの部分的な締め出しを中国恫喝のカードに始めた」という憶測が囁かれ始めた。

中国は依然として輸出大国であるほか、資源・食糧の輸入大国であり、ドル決済の監視・制限は死活問題だ。さらに中国は官民が巨額なドル建て債務を抱えているほか、IT ハイテクで世界覇権を狙う国家戦略「中国製造 2025」についてもドル決済の自由活用は大前提のインフラとなっている。すでに中国は自衛手段として人民元建ての原油先物取引導入といった人民元の国際化努力に着手しているが、米国によるドル決済封じを間接示唆した恫喝リスクは、中国によるドル資金確保の切迫感を後押しさせていく。ドルの価値向上と希少化につながるものだ。

現在は短期の国際金融市場でも、年越えに向けた非米国の金融機関などによるドル調達の需要が根強い。とくに欧州では景気減速や政治不安、イタリア

などの国債不安のほか、一部欧州金融機関の体力低下などもあって、金融機関の信用力が低下。ドル調達コストの微妙な上昇が警戒されている。

年越えに向けたドル逼迫化もあり、米 ICE（インターコンチネンタル取引所）による LIBOR＝銀行間取引金利では、ドル建て 3 カ月物金利の上昇が続いている。17 日は 2.804% と 12 日の 2.778% から 3 日連続での上昇となったほか、FRB 利上げ停止観測の高まりでも 2008 年 11 月以来の高水準が維持されたままだ。こうした短期ドル金利の高止まりやドル調達需要の根強さは、ドル余剰の減少となって為替相場ではドルの下支え要因となりやすい。

実際、FRB 算出のドル実効相場では、広範な貿易取引通貨を対象としたベース（対 Broad、1997 年 1 月＝100）が 14 日に 129.12 となり、直近最高である 2016 年 12 月の 128.87 を上抜けてきた。算出が開始された 1995 年以降の最高値、2002 年 1 月の 130.18 を巡る緊迫攻防に直面している。ドル/円は 2002 年 1 月に 130－135 円で推移しており、ドル高・円安の行き過ぎ批判は抑制されるほか、実効ドル高に対しての出遅れ修正余地が残存している。

2002 年からのドル安、構造環境が変容

ドル実効相場は 2002 年 1 月以降、2011－2012 年にかけて長期ドル安トレンドが加速された。2002 年以降といえば、BRICs ブームなどによる中国を始めとした新興国の台頭、裏表での米国の世界経済に対する地位低下、IT 革命の進捗などによる経済グローバル化の隆盛期と符号するものだ。

2002 年以降の時代変革の中では、米国からの新興国を含めた対外直接投資や対外証券投資の拡大（ドル流出）や、グローバル化に連動したドル資金の国際拡散と流通の広がりなどで、ドル安やドルの価値希薄化の圧力が掛かってきた。中国などによる対米輸出拡大は自国通貨買い・ドル売りなどでドル余剰が増幅されたほか、米国の経常赤字拡大という不均衡拡大によってドル安が助長されている。

同時に新興国などは輸出増加で外貨準備高が積み上がるなか、米国債投資への米国還流を拡大。それが米国債金利の長期低下（債券価格は上昇）につながり、ドル安トレンドを後押しさせた。経済グローバル化と IT 革命の広がりもまた、米国でのインフレ低下と米債金利の低下、ドル安の要因となっている。

しかし、米国ではトランプ政権が「米国第一主義」と「対外不均衡の是正」を有言実行させる中で、2002 年以降の新興国主導による世界成長やグローバル化、ドルの国際分散投資拡大と流通・拡散といった連鎖

構造が変容しつつある。今年米国での本国投資減税もあって、米国の多国籍企業による米国への資金回帰が進展。米国内外の資金による米国シフトもあって、ドル一人勝ちが定着している。

米国の経常収支に関しても、すでに対 GDP 比では 4-6 月時点で -2.17% となり、1-3 月の -3.31% からマイナス幅を縮小させてきた。2006 年の -5.94% の過去最低から、緩やかながらも経常赤字の縮小傾向に移行している。2014 年 10-12 月以降の再悪化を経て、2015 年 4-6 月以来の小幅マイナスに回帰してきた。

来年以降の米経常収支については、1) 米国での輸入関税増強を前にした駆け込み輸入の剥落、2) 米国の内需鈍化、3) 米トランプ政権による輸出増・輸入減政策の効果顕在化——などにより、一段の赤字縮小が見込まれそうだ。

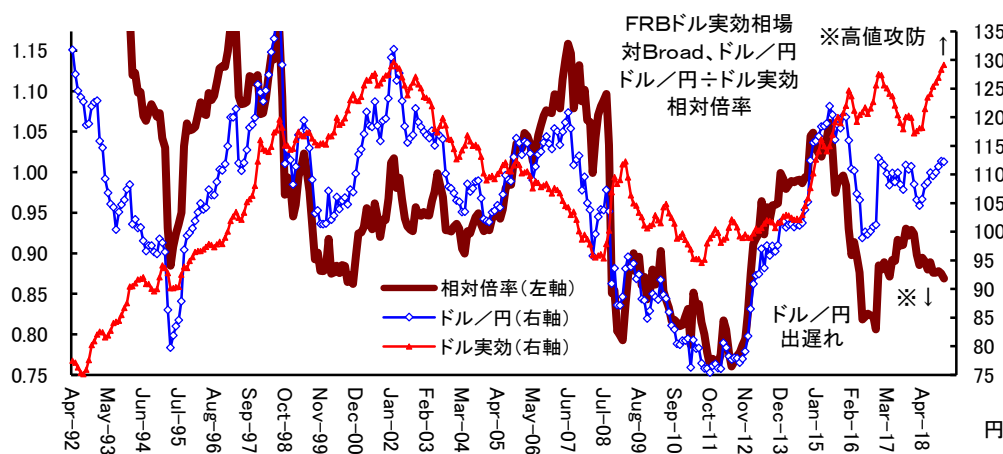
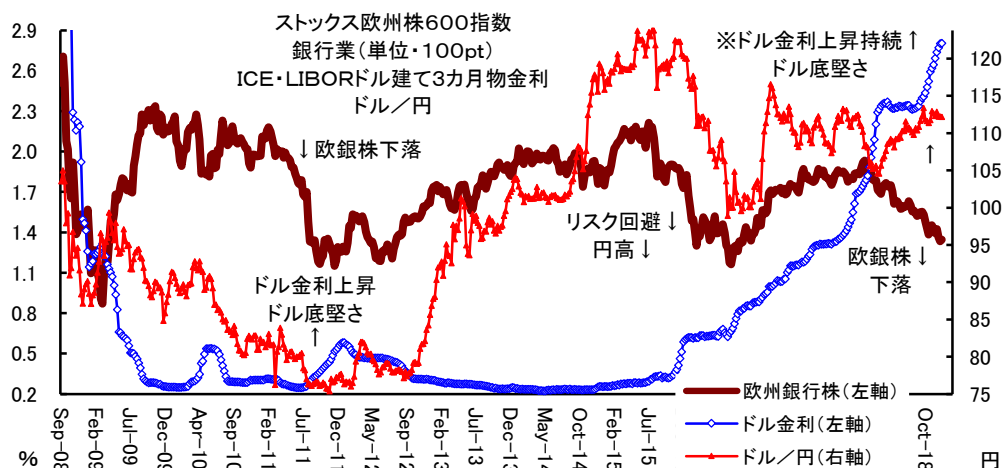
米国での輸出増はドル買い・輸出相手通貨売りにつながるほか、輸入減は輸入通貨手当てとドル売りの減退となって、ドル余剰減少やドル不足を後押しさせていく。同時進行で FRB は保有資産の縮小に着手しており、FRB のバランスシート縮小とドル供給量の減少持続もまた、ドル余剰減少とドルの価値希

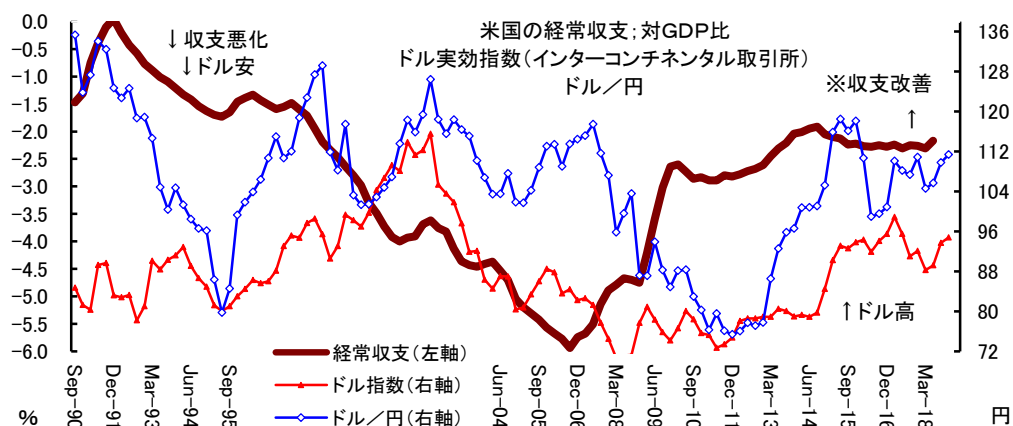
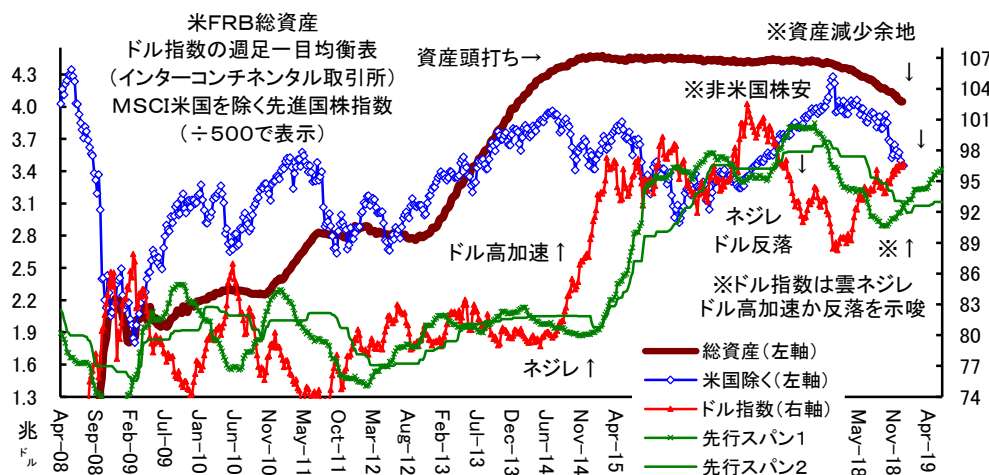
少化を後押しさせることになる。

FRB のバランスシート（貸借対照表）週間報告によると、最新 12 月 12 日週には 4.05 兆ドルとなった。直近最高である 2017 年 7 月の 4.44 兆ドルからは、約 4000 億ドルの減少となっている。まだペースは緩慢ながら、タイムラグを経た累積効果もあって 10 月以降の米国株安やドル高の一因となっている。

FRB のパウエル議長は量的緩和縮小に関連した FRB バランスシート（総資産）の圧縮について、今年 2 月の議会公聴会で「3-5 年後には正常な水準に達する」という見解を示した。昨年 11 月の理事時代に同氏は、「最終的には 2.5 兆-3 兆ドル程度に縮小する」と述べている。現状の 4.05 兆ドルからすると、依然として漸進的なペースでの圧縮と正常化余地が残されたままだ。

来年にかけては米 FRB の利上げ停止観測や米日金利差の縮小、米国減速による政治的なドル安圧力の高まりなどがドル安要因となる一方、グローバル経済の構造変化のほか、FRB の資産縮小などによるドル余剰減少とドル不足の流れが、ドル実効相場の高止まりとドル/円でのドル下支えに寄与する可能性を秘めている。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。