

ドル安定「持続性」支える米経常赤字減

内需増・外需減やドル高でも改善、来年は対中輸出増

株式会社ジャパネコノミックス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2019/12/23

為替相場では来年に向けてドル独歩高の反動調整が焦点になっているが、基本的なドルの安定持続を支える要因として米国の経常赤字減少が注目されよう。7-9月は米国の内需（輸入）増・外需（輸出）減やドル高という逆風にあつて、赤字額が1年超ぶりの低水準となった。好悪両面がありながらも貿易赤字削減策の影響が出ているほか、原油関連の純輸出国化なども収支を改善させている。来年以降は世界景気回復や対中輸出の倍増合意などが赤字減を支援する一方、裏表で中国は経常黒字の減少と影響が新たなテーマとなる。

15年以降ドル指数高止まり、経常収支改善に連動

「米国は2020年に統計史上初めて、年間ベースで原油・石油製品の純輸出国に転じるだろう」――。

米エネルギー情報局（EIA）は10日、最新のエネルギー見通しでこのような見通しを示した。米石油サービス会社ベーカー・ヒューズによると、米国内の石油掘削リグ稼働数は12カ月連続で減少しているため、生産の伸びは鈍化すると見込まれているが、EIAでは「リグ稼働数の減少は、リグの効率性改善や高水準の生産性によって相殺される」という分析を行っている。

すでに米国では9月に単月ベースで、70年ぶりとなる原油純輸出国に転じた。こうした要因もあつて、最新7-9月の米経常収支は赤字額が前期比-0.9%減の-1240.94億ドルとなり、2018年4-6月以来、1年超ぶりの低水準へと改善している。7-9月といえば輸入面で米国の内需が底堅さを保つ一方、輸出面では世界減速の深刻化やドル独歩高の継続が圧迫材料となっている。こうした経常収支の逆風環境下で赤字が減少したのは、過去に例の少ない異例現象だ。

背景としては、資源の貿易収支改善のほか、1) 良くも悪くもトランプ米大統領による貿易赤字削減策が影響してきた、2) 本国送金（リパトリ）減税の効果などにより、所得収支の黒字増加が続いている、3) 海外でのドル建て債務急増が、間接的に所得収支の黒字を下支えしている――といった要因がある。

来年にかけては世界景気回復や原油関連輸出の一段の増加のほか、米中貿易「第1段階」合意で表向き約束された2年間での対中輸出倍増（2000億ドル増）方向などが、米経常赤字の減少要因となりやすい。IMFの世界経済見通しによると、米国の経常収支・対GDP比は今年見込みの-2.52%から、5年後の2024年には-2.27%への改善方向が予測されている。あくまで予測ながら、-2.27%といえばドル/

円が110円から147円方向へのドル高が進展した1997-1998年以来という小幅マイナスとなっている。

米国の経常収支改善は、底流部分でドルの安定持続を支援するものだ。ブルームバーグの統計による米国の経常収支・対GDP比は、7-9月に-2.46%と前期の-2.50%から改善した。直近最高である2018年4-6月の-2.11%以降の再悪化が一服となっている。しかも過去に米国の経常赤字拡大と、それに伴うドル安圧力が強まった2006年の-5.94%や2003年の-4.46%などに比べると、大きくマイナス幅が縮小改善となっている。

ドルの総合力を示すドル指数（インターコンチネンタル取引所算出）は、2014年5月の78を直近最低として上昇へと転換した。2015年3月には100を超え、2003年以来の高値を更新し、その後は基本的に90-100を中心としたドル高値推移が続いている。今年も1月から12月にかけて、95-99レンジでの高値安定化が維持されている。ドル底堅さの一因としては米国の経常収支改善があり、米国の経常収支・対GDP比は2015年から今年にかけて、-2.1%から-2.5%のレンジという「過去比でのマイナス幅縮小」が堅持されている。

中国は経常黒字減がリスク、改革・開放を喚起も

米国の経常収支・対GDP比は、トレンドを示す対前年比での変化幅でも改善へと転じてきた。最新7-9月は-0.24%となり、前期の-0.39%からマイナス幅を縮小させている。2018年4-6月の+0.16%を直近最高とした悪化基調に歯止めが掛かっているが、過去実績としてこの前年比変化幅は、ドル/円の前年比と明確な相関性を有している。来年にかけてのマイナス幅縮小基調の方向性は、ドル/円でも先行き前年比ドル安のリスクを軽減させていくものだ。

ドル/円は2018-2019年に、貿易摩擦や世界減速、米FRB利下げといったドル安・円高圧力に見舞われながら、過去2年のドル安値は104-105円前後となっている。来年にかけての米国の経常収支改善見通しは、来年に「過去2年のドル安値比」でのドル底上げを支援しやすい。

同時に米国での経常収支改善は、米トランプ政権による来年にかけての米国債増発、財政赤字悪化見通しの中にあつて、米長期債金利の過度な上昇（債券価格は下落）に歯止めを掛ける安全弁となるものだ。実際に1980年代以降、米国の経常収支・対GDP比の前年比変化幅がマイナス縮小方向へと改善する場合、1年から1年半のタイムラグを経て米10年債

金利の前年比は上昇抑制から低下へと転じている（債券価格は上昇）。

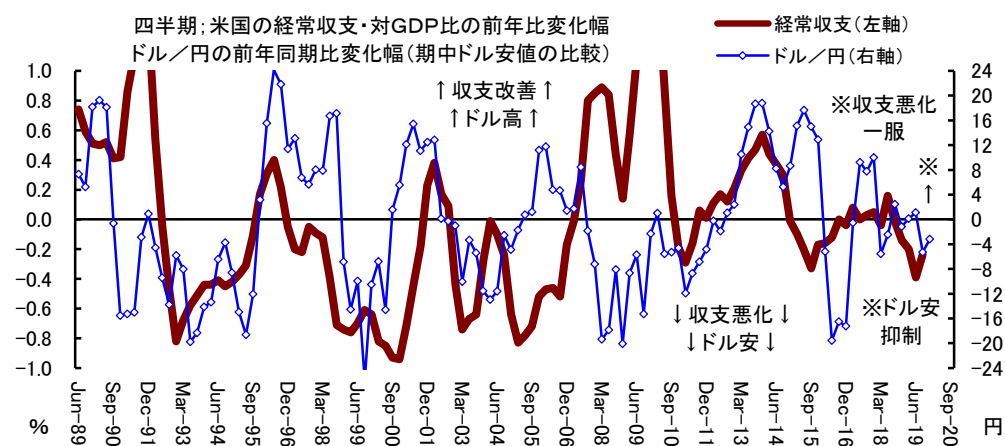
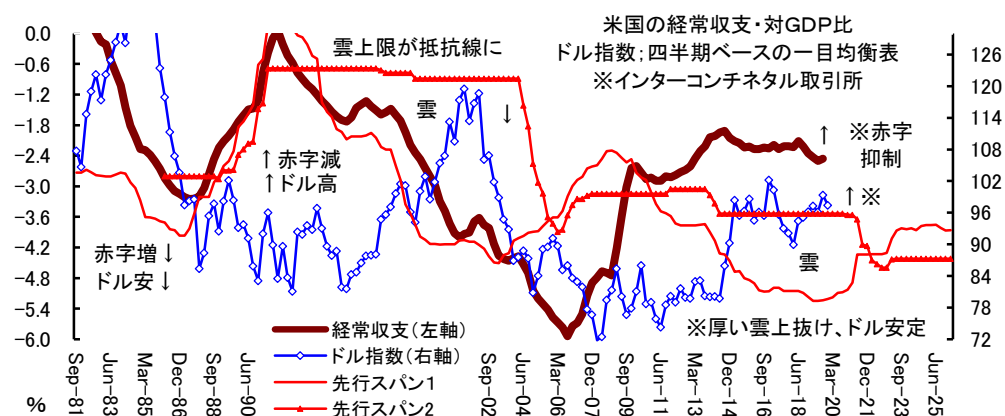
もっとも米国による対中国向け輸出の増加や経常赤字の減少は、裏表で中国の経常黒字減少につながっていく。IMFの世界経済見通しによると、年間ベースでの中国の経常黒字は、直近最高である2015年実績の+3041.64億ドルから、2019年見込みが+1477.1億ドルと半減が予測されている。2020年も+1385.11億ドルと黒字減が続き、2024年には+826.7億ドルという大幅な黒字縮減が予想されている。

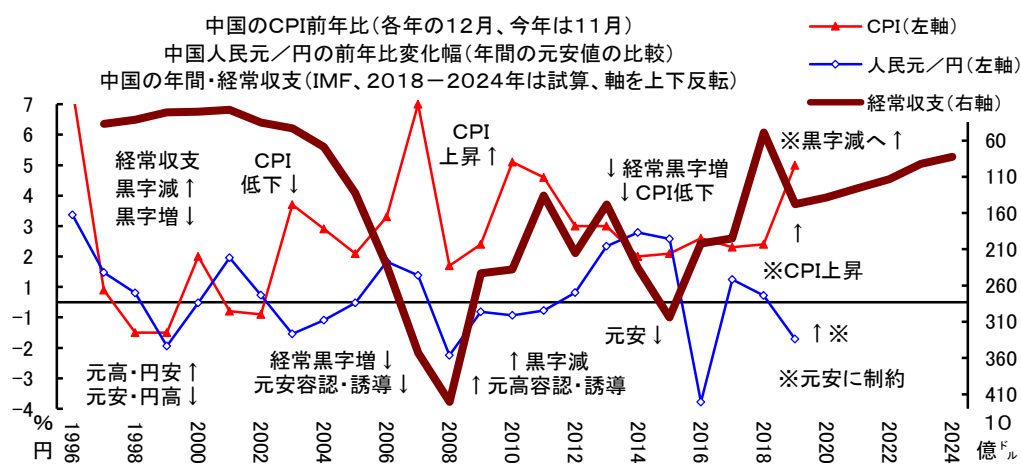
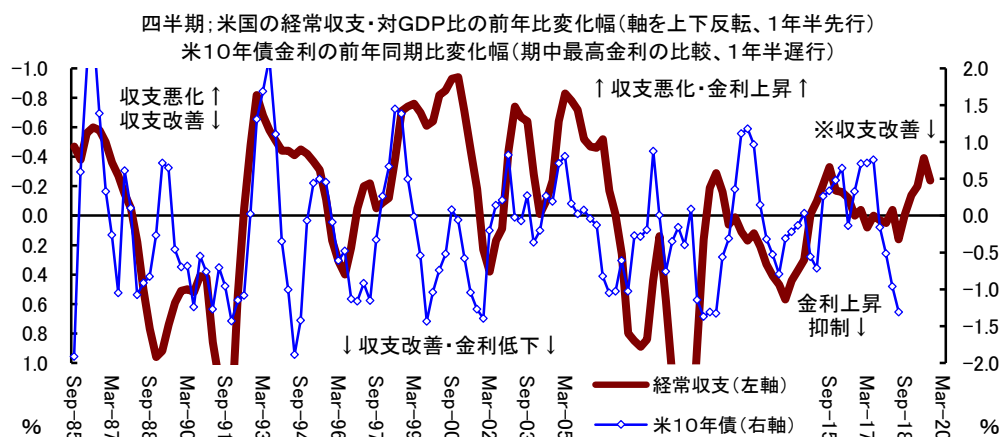
経常収支の米国赤字減少と中国の黒字減少は、グローバルな不均衡の是正やドルと米国債の安定化などではプラス要因となるものだ。一方で中国では高成長の終焉や急激な少子高齢化、連動する形での貯蓄減少、製造業・外需主導経済の変革の遅れ、膨張する巨額債務——などとの見合いで、経常黒字減少は新たなリスク・ファクターとなっていく。

日本にとってみると、人民元「安定化」への危機

感が円高抑制要因となる。中国が先行き輸出振興のため、またぞろ人民元を切り下げ誘導しようとしても、今後は「経常黒字のバッファ弱体化」が人民元の大幅安と資本流出加速につながってしまう。中国の政策要因による人民元安・円高リスクに歯止めを掛ける効果を持つ。ただでさえ現在の中国では豚肉などの食品価格高騰でCPI（消費者物価指数）が急上昇しており、当面は「悪いインフレ」につながる人民元安誘導は封印せざるを得なくなってきた。

同時に中国での経常黒字減少は、「危機バネ」による構造改革の加速効果を期待する声もある。巨額債務を抱える中での経常黒字減少は、外国からの証券・直接投資呼び込みや金融市場の開放を促すインセンティブを喚起させる。経済構造面でも、非製造業・サービス分野の内需拡充策が急務となっていく。さらに人民元の急落リスクは、人民元の変動幅拡大や市場原理反映化を政策的に後押しさせる余地を秘めている。





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。