

ドル独り勝ちの隠れたリスク

～資源安・通貨安・対外収支の悪化～

発表日：2015年2月20日（金）

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生（TEL：03-5221-5223）

2015 年は、6 月以降に F R B の利上げが予想される。すでに、リーマンショック後のピークに達するほどの急激なドル高が起こっている。これは、米経済の成長期待もあろうが、一方で資源国などの通貨が売られていることの裏返しでもある。通貨安によって経常収支が改善しにくい国々では、ドル債務価値が増加して対外債務負担が大きくなる。これが隠れたドル・リスクである。米利上げについても、金利負担を高めるリスクだと考えられる。

利上げとドル高

2015 年の最大のリスクは、米利上げであると予想される。振り返ると、米国では 2008 年 12 月に F R B が政策金利を 0～0.25%へと引き下げて事実上のゼロ金利時代に突入した。もうそれから 6 年間の期間が経過している。もしも、F R B が 2015 年 6 月（ないし 9 月）に政策金利のレンジの引き上げを開始するとすれば、そこで金融緩和により拡張したマネーの巻き戻しが、金融市場全体に少なからぬ摩擦を生じさせると警戒される。

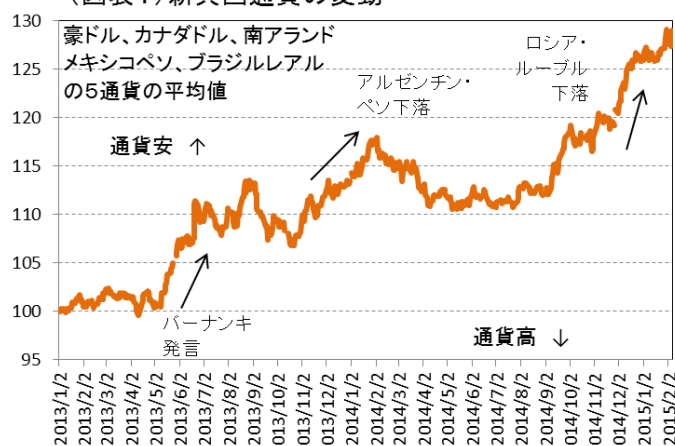
一方、そうした懸念に対しては、利上げを無難に乗り切れるという見方も根強くある。2015 年 2 月初に発表された米雇用統計に好感して、株価も長期金利も上昇している。これは、米経済の成長ペースが十分に強くなっているため、累次の利上げを乗り切っていけそうだという楽観的見方である。最近では市場センチメントがそうした傾向に傾いていることは認めざるを得ない。

筆者は、金融緩和が引き締めへと転換するときの反動は、もっと時間をかけて、まさしくこれから顕在化してくると警戒感を緩めていないと考える。見極めには時間を要した方がよい。

為替市場における激震と言え、2013 年 5 月に F R B のバーナンキ議長が金融緩和の見直しを示唆してから、買われ過ぎていた新興国通貨が売られるような変動が相次いで起こったことを思い出す（図表 1）。すでにこの時期から、新興国通貨が売られた資金がシフトして、ドル高を引き起こしていたとみられる（図表 2）。このドル高は、米経済の強さを反映したドル高のほか、過剰流動性で巻き戻された資金の還流も加わっているのだろう。

ドル高が上昇することは、米高官たちが繰り返し述べているように、「国益」と歓迎されている一方で、ドル高には副作用もあり、その弊害が他国においては及ぶ点も忘れてはいけない。

（図表 1）新興国通貨の変動



出所：FRB、日経QUICK

（図表 2）名目実効ドルの推移



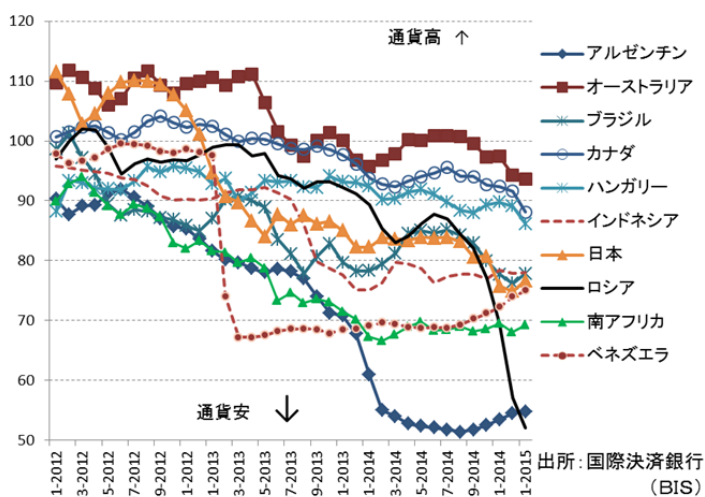
出所：FRB

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

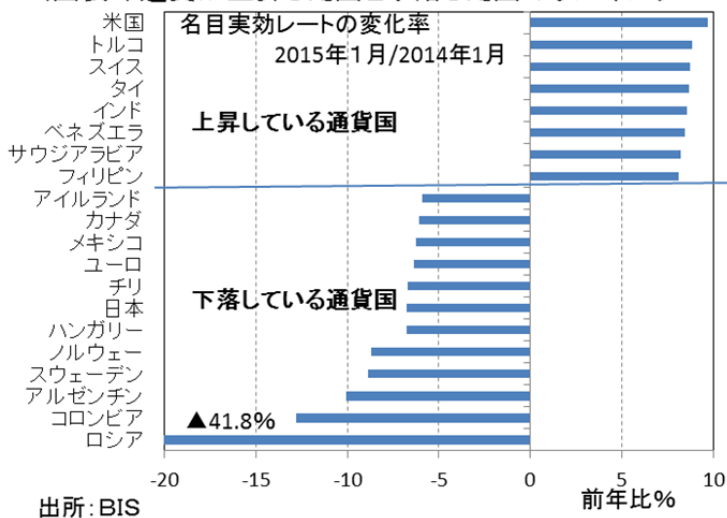
「資源国の呪い」が意識される

やや長いタームでみると、米国の金融緩解除が段階的に進んでいくという市場の予想は、新興国の通貨変動にはゆっくりと影響を与えていたように思える。グラフは、いくつかの新興国通貨が時間をおいて下落していく変化を追ったものである（図表3）。ここきて、ロシア・ルーブルの下落が急ピッチであるが、その前にはアルゼンチン・ペソの暴落があった。豪ドル、カナダ・ドルも2012年後半から緩やかに下落してきている。最近では、もっと幅広く資源国通貨が下落するという変化が進んで、ほかにコロンビア・ペソ、スウェーデン・クローナ、ノルウェー・クローナなども下落している（図表4）。これは、2014年8月中旬辺りから原油価格などの下落が進み始めて、資源国の中で対外収支が悪化する懸念もあるだろう。

（図表3）下落傾向が続いている各国通貨（名目実効為替レート）



（図表4）通貨が上昇した国と下落した国のランキング



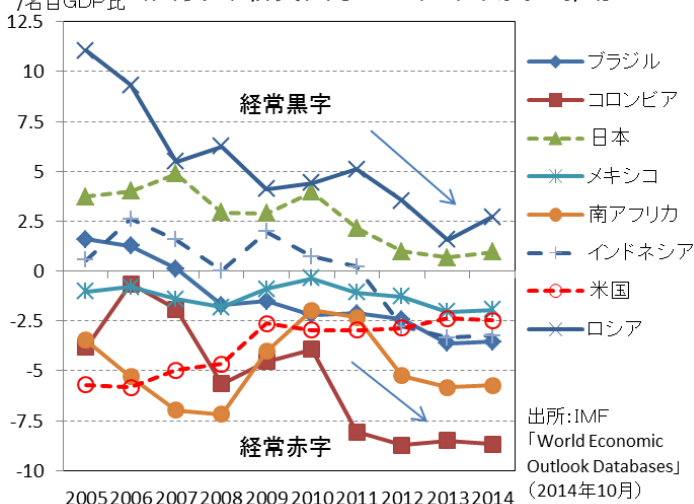
資源国のリスクについては、「資源国の呪い」という芳しくない言葉がある。今回はそれが変動の理由をよく説明している。すなわち、資源国では資源輸出によって貿易収支が黒字化することで、通貨が割高になって、資源産業以外の産業の競争力が低下してしまう。資源により稼げるというメリットに頼りすぎて、工業化が遅れるという見方もある。

（参考）日本は無資源国であり、かつてオイルショックに打撃を与えられてきたという歴史もあるが、「資源国の呪い」の逆説として、日本のような無資源国が貿易大国になる可能性もある。わかりやすい資源安保・食糧安保とは別の説と言える。今回の資源価格下落は、資源神話を抱く人々には手痛い教訓になったはずである。

つまり、資源輸出に過度に依存した国々は、資源価格の下落によって通貨が大きく切り下がっても、そこで輸出競争力を盛り返すような他の輸出産業が必ずしも育っていなかったということである。また、資源価格が下がって、さらに通貨安に見舞われると、今度は輸入物価の上昇によって経常収支の悪化に歯止めがかからなくなる国もある。

加えて、問題になるのは、自国通貨安とドル高によって、ドル債務の実質価値が増価して、返済能力が厳

（図表5）新興国などの経常収支の推移

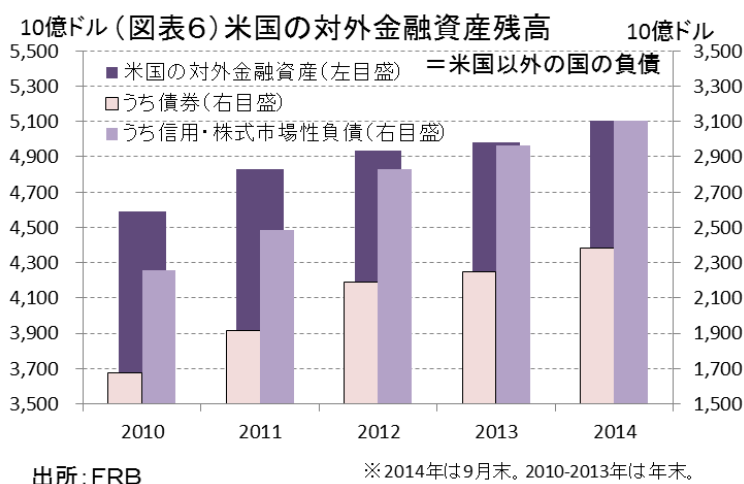


本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

しくなるという悪循環である。自国通貨で稼いでも、ドル債務が増価しているために、返済能力が低下してしまう現象である。

いくつかの資源国の経常収支を確認すると、経常赤字体質の資源国も少なからずあることに気が付く（図表 5）。米国の対外金融資産（＝海外のドル債務残高）も年々増加している（図表 6）。

ドル高の背後にある隠れたドル債務問題は、ドル価値が増価して、さらに短期金利が引き上げられていくと拍車がかかっていくと考えられる。



米国は利上げ、利下げに動く国々も

原油価格が下落していくことは、さらなるドル高要因にもなっている。米国以外の国々では、インフレリスクが遠のくと、金融緩和を実施しやすくなる環境になっているからだ。原油下落がインフレ懸念を後退させることは説明を要しないことだろう。最近、豪ドルやカナダ・ドル、スウェーデン・クローナ、ノルウェー・クローネが下落したのは、中央銀行の利下げによる効果の側面も大きい。このように、米国が利上げモードに変わり、一方でインフレ懸念が遠のくことで利下げに動く国が相次ぐと、ドルの独歩高は一層進むことになる。これは、米国に資金が集まるというプラスの側面もあるが、新興国などから資金流出が加速してしまうというマイナス面を助長してしまう。強い通貨が、金融政策の格差を通じてさらに強くなる現象である。

日本の感覚では、自国通貨が切り下がるのが輸出競争力を高めると受け止められるが、それは産業の中に輸出競争力があるケースに限られる。本来、すべての新興国をまとめて論じることは問題があることには注意が必要である。先にも述べたように、新興国の中で輸出競争力が乏しく、輸入依存度が高い国では、ドル高・自国通貨安は、対外ファイナンスの面からみて脆弱性を露呈してしまうリスクはこれから高まっていくだろう。

米国のドル独り勝ちは、表面的には、「円安とドル高で大歓迎」にみえるだろうが、もっと根深い問題があることは無視してはいけぬ。場合によっては、新興国の対外収支のアンバランスが、マーケットの波乱になることもあろう。2015年の金融市場に、まだ隠れた波乱要因が埋まっていることには注意しなくてはならない。