

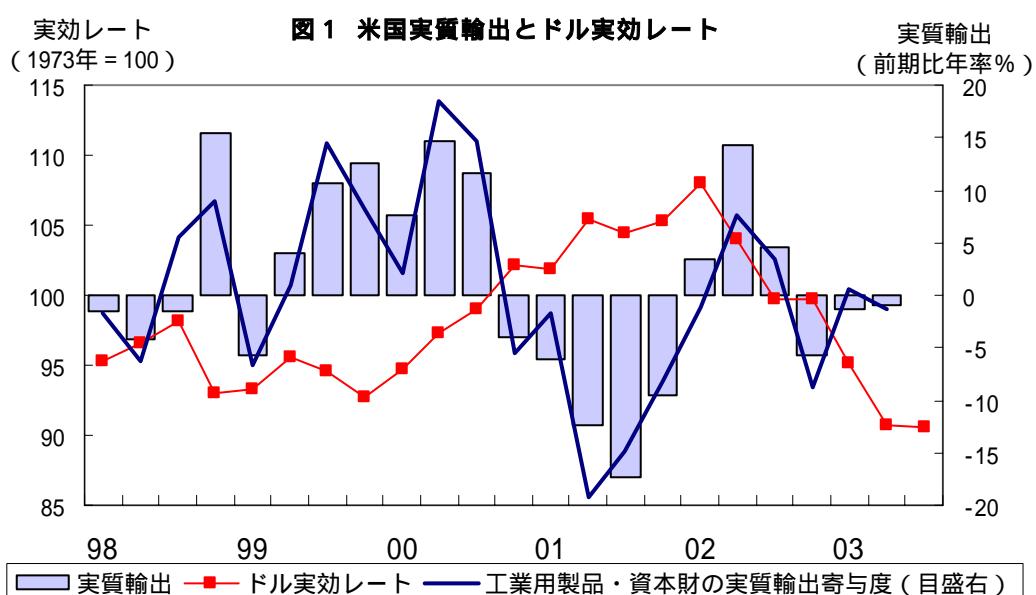
ドル安の転換時期

ドル安は米国の輸出にプラスに働くのみならず、米国が保有する対外資産増価を通じ、ストックの投資ポジション（米国対外資産-米国対外債務）悪化を一部相殺する効果があり、財政金融政策を既に発動した米国にとって採用しやすい政策手段となる。政策転換により為替は一方向に振れ易いという時系列特性からすると、向こう半年は105円までのドル安傾向が続く可能性が高い。ドル高への転換時期は、安定成長実現によって、ドル安政策の重要性が低下する来年半ば以降となろう。

1. 輸出減速と対外バランス悪化が顕著な米国経済

米国経済は、追加減税と低金利政策のおかげで、消費と住宅投資を中心に家計部門が成長を牽引し、企業部門の設備投資と雇用増をもたらす成長加速まで今一歩という状況にある。7~9月期の小売売上高が前期比2.9%（前年同期比6.4%）まで加速するもとでも、鉱工業生産が前期比0.8%と回復が緩慢であるなか、雇用創出のための需要喚起策としてドル安政策が喧伝されている。

米国のマクロ政策としてドル安政策が取り上げられる背景のひとつは、ドル安を通じた輸出促進がある。米国輸出は02年10~12月以降、3期連続マイナスが続いた。輸出増減とドル実効レートは、1~2年のスパンで見ると緩やかな逆相関関係にあり、ドル高（安）が続くと輸出が鈍化（増加）する傾向が読み取れる（図1）。



03年上期の米国実質輸出入の財別内訳をみると、輸出のマイナス寄与度が高いのは工業製品や資本財など、製造業生産に直結する財である。一方、輸入プラス寄与度が高いのは原油関連財であるが、足許4~6月期は景気改善を反映し、工業用製品・資本財のみならず消費財や自動車関連財の伸び率寄与度が高まった(表1)。

輸出関連財のうち特に4~6月期のマイナス寄与度が高い工業用製品・資本財は、アジアとの競争も激しく、価格変動の影響を受け易いと考えられる。主要通貨に対するドル安は、こうした財輸出を通じて、製造業生産の拡大に寄与しよう。米国雇用者数が増加局面に転ずるには、鉱工業生産が前期比1%(年率4%)を超えるピッチを維持することが必要(詳細は、当月月報「米国はジョブレスリカバリーを脱したか」をご参照)であり、輸出増は国内生産の拡大を通じて雇用創出に一定のプラス効果が期待できる。

来年秋の大統領選挙を控え、当面の政策の最重点目標は雇用創出であることを考慮すると、財政・金融政策が打ち止めとなっている現状で、追加施策としてのドル安政策が浮上してきた背景にはこうしたマクロ環境がある。

表1 03年上期の米国輸出入構造

(10億ドル、前期比年率%)

	実質輸出			実質輸入		
	金額	増減寄与度(上)	同(4~6月期)	金額	増減寄与度(上)	同(4~6月期)
財	752	-1.8	-1.4	1,358	1.0	11.3
食料品等	61	0.2	-0.7	58	0.3	0.3
工業用製品・資本財	482	-1.6	-1.0	570	0.4	3.5
自動車関連	76	-0.3	0.0	202	-0.3	1.8
原油関連財	-	-	-	92	0.6	2.6
消費財・その他財	132	-0.2	0.2	437	0.1	3.1
サービス	304	-0.6	0.2	226	-0.4	-2.3
財・サービス計	1,057	-2.4	-1.2	1,583	0.6	7.9

(注)輸出入の金額は96年基準の実質ベース。

(資料)米国商務省「Survey of Current Business」

2. ドル安による米国の投資ポジション改善効果

ドル安は外需にプラスに働くのみならず、米国が保有する対外資産の増価を通じて米国の対外資産負債バランスシート(対外純負債)に相当する投資ポジション(米国が保有する海外資産・海外が保有する米国資産)を一部改善させる効果がある。

02年末時点の米国のネット投資ポジションは、マイナス2.4兆ドルと01年末に比べて4.1千億ドル悪化した。投資ポジションの悪化は、海外からの米国証券購入が7.1千億ドル(主に米国債と社債)と米国の海外資産購入1.8千億ドルを上回ったのが主因であるが、このうち1.5千億ドルはドル安により相殺

された（表2）。

これは、ドル安・対外通貨高により、米国が保有する海外資産のドル建て価値が増加したことによる。ドル安は海外からみれば米国資産の自国通貨建ての減価をもたらすが、米国から見れば、米国が保有する海外資産価値が高まるため、ネット投資ポジションが改善する効果をもつ。

表2 米国の昨年1年間の投資ポジション変化

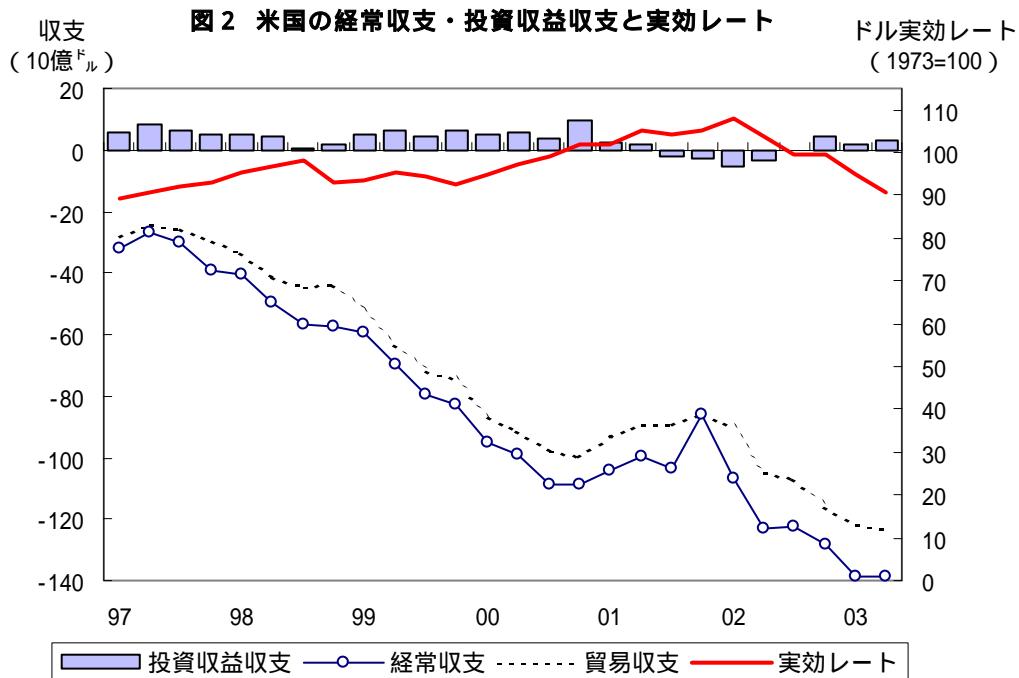
(千億ドル)

	02年末 (c)	01年末 (d)	増減 (c-d)	純購入	時価変動	為替変動
米国の純投資ポジション(a-b)	-23.9	-19.8	-4.1	-5.3	-0.3	1.5
米国保有の対外資産 (a)	61.9	61.9	0.0	1.8	-3.6	1.8
海外保有の米国資産 (b)	85.8	81.7	4.1	7.1	-3.3	0.4
うち米国債	5.0	3.9	1.1	1.1	0.1	0.0
米国社債	16.9	13.9	3.0	2.6	0.2	0.2
米国株式	11.7	14.6	-2.9	0.8	-3.7	0.0
米国通貨	3.0	2.8	0.2	0.2	0.0	0.0
貸出資産	22.8	21.1	1.7	1.5	0.0	0.2
公的資産+直接投資	26.4	25.4	1.0	0.9	0.0	0.1

(資料)米国商務省「Survey of Current Business」

全く同じ効果が、フローの投資収益収支にも当てはまり、ドル安により、米国が海外資産の投資収益の受け取りが、海外の投資家に支払う投資収益支払いを上回り、ネットの投資収益収支は好転する傾向にある。事実、米国の対外ネット投資ポジションはいわば債務超過であるにもかかわらず、02年10～12月期以降、投資収益収支はプラスに転じ、03年4～6月期はプラス29億ドルとなった（図2）。

但し、今や年率でGDPの5%を超える経常赤字改善には、貿易収支改善が必須であり、ドル安による投資ポジションや投資収益収支の改善は、対外不均衡の根本的な解決には至らないことには図からも明らかであろう。対外不均衡の根本的な改善には、世界経済の景気回復により、米国との成長格差が縮小し、ドル安という価格効果に加え、所得効果による輸出増加を通じて貿易赤字が縮小する必要がある。



3. 為替レートの時系列特性からもドル安持続

このように米国のドル安政策は、対外不均衡の根本的な改善には至らないまでも、不均衡拡大を一部相殺しつつ、鈍化著しい輸出環境を好転させ、生産を通じた雇用創出に一定の効果が期待できる意味で、米国にとって取りやすい政策手段となる。

過去においても、為替変動の節目には為替政策の変更があり、一旦ドル安(円高)期待が実現すると暫く一方向に進むという特性(モーメント)があった。円ドルレートについて見れば、85年のプラザ合意に伴うドル高修正、90年の日米貿易不均衡の政治問題化に起因する円高・ドル安進行、98年のロシア危機を契機としたドル高修正、が契機であった。米国マクロ経済政策の一環としての今回のドル安誘導が、過去に匹敵するほどのインパクトをもつかどうかはわからないものの、ドル安局面の平均的なパターンから、今後の推移を考慮する目安は得られよう。

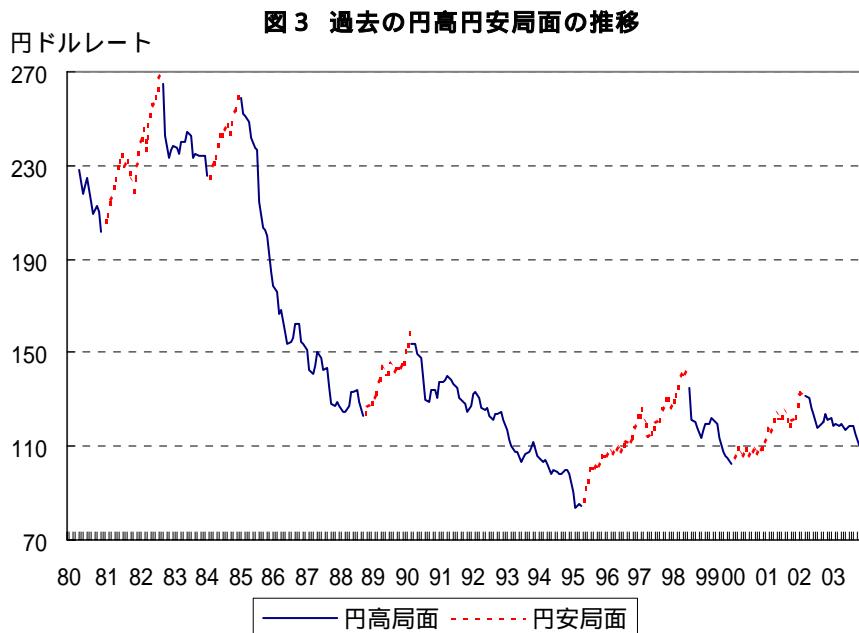
そこで、80年以降の円ドルレートの月次時系列変動から円高・円安局面を取り出し、平均的な変動率と期間を算出してみた。これによれば、円高局面の平均月数は28ヶ月、平均変化率は-1.4%（中位数-1.0%）一方、円安局面は、円高局面より短く平均23ヶ月、変化率は1.3%（中位数1.5%）となる（表3）。

表3 80年以降の円高・円安局面の月次為替時系列特性

(%)

	平均期間 (月数)	月次変化率特性				
		平均	中位数	最大	最小	標準偏差
円高局面	28	-1.4	-1.0	5.0	-10.4	2.9
円安局面	23	1.3	1.5	8.1	-5.3	2.2

(資料) 住友信託銀行調査部。



今回の円高トレンドの月次での起点を、直近ピークである02年3月(=133円)とすれば、過去の平均的な円高期間の特性28ヶ月を単純に当てはめると、来年前半まで円高局面が続くことになる。このときの変化率が、-1.4%（月次平均変化率）~-1.0%（中位数）とすれば、現在の110円を起点に半年後のレンジを計算すれば、103~105円が半年後の目安となる。

以上の検討から、大統領選挙まで景気浮揚策をとり続ける必要がある米国のマクロ環境があることを考えると、暫くはドル安局面が続き、来年7月まで105円前後の円高ドル安の実現は十分考えられよう。

(木村：kimurato@sumitomotrust.co.jp)