

## ドルの信認低下と通貨のパワーバランス

～どの通貨がドル安を引き受けるのか？

### 要旨

1. 基軸通貨ドルの中長期的な下落トレンドが続いている。最近ではギリシャの財政問題に端を発するユーロの信認や米国の景気回復期待剥落などが市場のテーマになっているが、ドルの構造的な信認(信用力)問題が解決した訳ではなく、未だ燻り続けている。
2. ドルの信認問題の背景には米国ならびにドルが抱える2つの要因、すなわち解消の道筋が見えない「双子の赤字」と今後とも続くと思われる「超大国米国の地位低下」があり、新興国では既に一部ドル離れの動きが見られる。
3. 今後ドルの信認が低下し、為替レートが下落した場合に、上昇する通貨は何なのだろうか。高い成長が予想される新興国には、海外から投資資金が集まりやすいという点での通貨高圧力が存在する。さらに、アジア新興国の多くは、通貨高要因となる多額の経常黒字を抱えている。それにもかかわらず従来通貨が下落、またはその上昇が限定的に留まってきた背景には巨額の為替介入の存在がある。
4. 通貨管理による新興国通貨安に対して先進国からの不満が高まっていることもあり、これら新興国通貨は中長期的に上昇していく可能性が高いが、新興国側の強い抵抗も予想される。ユーロが問題を抱える中で、今後新興国通貨が上昇しない、若しくは上昇が限定的に留まる局面では、日本円への上昇圧力が高まる可能性がある。

## 1— 熾り続けるドルの信認問題

### (1) 陰りが見えるドルの信認

基軸通貨ドルの下落トレンドが続いている。昨年  
年の春、米国の大規模な経済対策に伴う巨額  
の財政赤字を背景として、「ドルの信認」すなわ  
ちドルと米国の信用力への不安からドル暴落懸  
念が高まったのは記憶に新しい。最近ではギリ  
シャの財政問題に端を発するユーロの信認や  
米国の景気回復期待剥落などが市場のテーマ  
になっているが、ドルの構造的な信認問題が解  
決した訳ではなく、未だ熾り続けている。

図表-1, 2 に示したのは主要通貨の実質  
実効レートである。実質実効レートは、普段  
目にする円ドルのような2国間為替レート  
から物価変動の影響を除き、多数の通貨を貿  
易ウェイトで加重平均した、言わば通貨の総  
合的な実力である(指数上昇=通貨高)。

ドルの実質実効レートは、2008 年後半から  
2009 年初頭の金融危機に伴うドル不足要因  
からの一時的な高騰を除き、2002 年以降長期  
にわたって基本的には下落トレンドにある。

足元 2010 年 7 月の水準はピーク(2002 年 2 月)に対して約 2 割低い水準である。為替レート  
は金利差や景気動向など様々な要因で決定されるが、ドルほど長期に下落を続けている主要  
通貨は見当たらない。

### (2) 信認問題の背景にある2つの課題

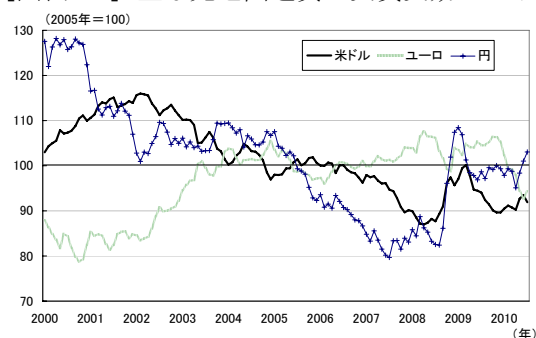
ドルの信認問題の背景には米国、ドルが抱  
える 2 つの要因があると考えられる。

#### 【解消の道筋が見えない双子の赤字】

一つ目の要因は米国の経常収支赤字(以下、  
「経常赤字」)と財政赤字、いわゆる双子の  
赤字である。

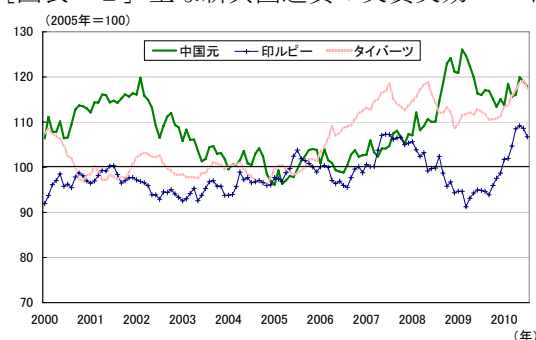
米国は輸出競争力衰退等に伴う輸出低迷、  
過剰消費等による輸入増加を背景に長期に

〔図表-1〕 主な先進国通貨の実質実効レート



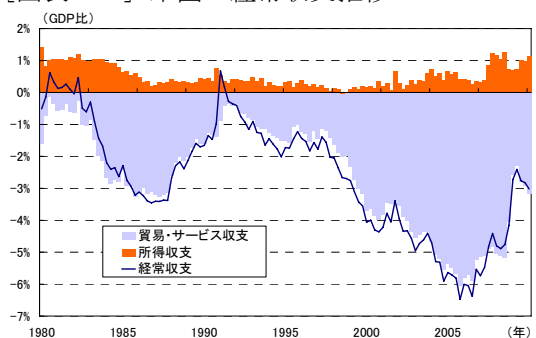
(資料) B I S “Broad indices”

〔図表-2〕 主な新興国通貨の実質実効レート



(資料) B I S “Broad indices”

〔図表-3〕 米国の経常収支推移



(注) 四半期値を年率換算した値

(資料) 米商務省のデータを基にニッセイ基礎研究所作成

わたり経常赤字を続けてきた。

国際的な経常収支構造をみると、米国が巨額の赤字を計上する一方で、日中などが大幅な黒字を計上するというアンバランスな構造が続いている。米国の経常赤字はドルの需給が供給超過となることからドルの下落要因であるとともに、その持続可能性に対して疑義が高まると、ドル安懸念からさらに保有されているドルが売られることになる。

経常収支の赤字幅は1990年代以降拡大を続け、2006年にGDP比6%を越えた後、金融危機に伴う消費低迷等から足元では約3%に縮小している。ただし、この水準でも歴史的にはまだ高く、経常赤字問題から大幅なドル安誘導が起きたプラザ合意時点とほぼ同水準である。従って、米国の経常赤字の持続可能性についての懸念が払拭されたわけではない。

貯蓄投資バランスの考え方から見ると、経常収支は民間部門の貯蓄投資差額と財政収支に分解されるため、財政赤字は経常赤字の大きな要因となる。

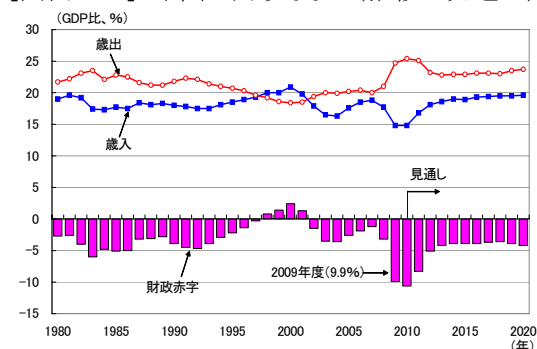
米国は財政収支でも赤字がほぼ常態化しており、特に2009年度には大規模な経済政策によりGDP比で約10%にまで膨らんだ。大統領予算教書によれば、2010年度の赤字はさらに拡大し、その後も歳出の高止まりから赤字が続く見通しとなっている。また、その赤字を債務で賄うため、政府債務は2008年のGDP比70%から3年でほぼ100%に達する見通し(図表-5、OECD予測)であり、利払い負担がさらなる財政赤字圧力となる。すなわちフローとストック両面からの財政懸念が続く見通しである。

米国は国債消化の半分を海外に依存している。すなわち海外からの資金還流に占める国債の比率が高いため、財政赤字による米国債離れはドルに対する需要の減少となって直接的なドル安要因となる。

### 【超大国米国の地位低下】

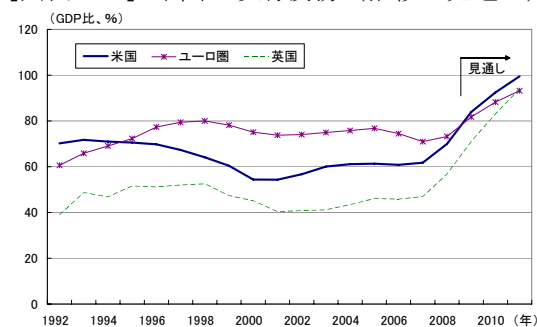
二つ目の要因は、世界における米国の相対的な位置付けの低下である。基軸通貨の条件としては、一般にその通貨の安定性と取引コストが低いことなどが挙げられる。安定性については発行国が経済的・政治的に安定していること、とりわけその点において大国であることが重要となるが、米国の「唯一の超大国」という地位は揺らぎつつある。

【図表-4】米国の財政収支(推移と見通し)



(資料) 米国財務省、ホワイトハウス「予算教書」

【図表-5】米国の政府債務(推移と見通し)



(資料) OECD

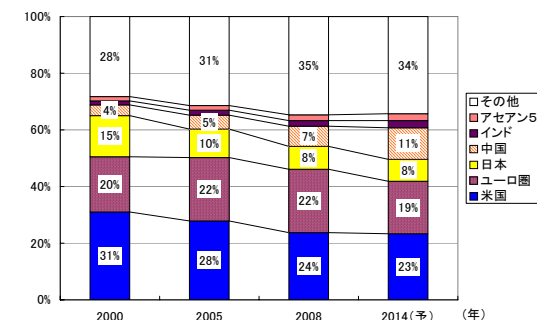
図表－6は世界に占める主要国のGDPシェアの推移であるが、近年、米国のシェアが低下傾向にある一方、高成長を続ける中国等の上昇が顕著である。

中長期的な経済成長において、人口構成の影響は大きく、特に子どもと高齢者が少なく、生産年齢人口が多い状況を意味する「人口ボーナス」期は成長に最適とされる。図表－7は国連の人口推計を基に日米中印の人口ボーナス指数(生産年齢人口/従属年齢人口)を示したものであるが、日本は1990年代から下落に転じ、米国も横ばいが続いている一方、中国の水準は著しく上昇しており、高成長の原動力となってきたことがわかる。一人っ子政策の影響等から今後中国も低下に転じるものの、日米を大きく上回る水準が続く見通しである。また、インドは今後本格的な人口ボーナス期を迎える。このことから、今後の中印の高い経済発展が裏付けられ、米国の経済的優位性は徐々に薄らいでいくだろう。

取引コスト(便利さ)の点から言えば、通貨は取引量が多いほど取引コストが下がる。現在のドルは多くの人々が貿易や資本取引などで使用していることがコスト面での優位性に繋がっている。しかし、米国の貿易シェアは、輸出では既にドイツと中国に抜かれ、輸入(図表－8)も現状首位ながら中国の躍進によって両国の差は縮小している。今後とも経済成長に伴って中国の輸入増加が見込まれる。

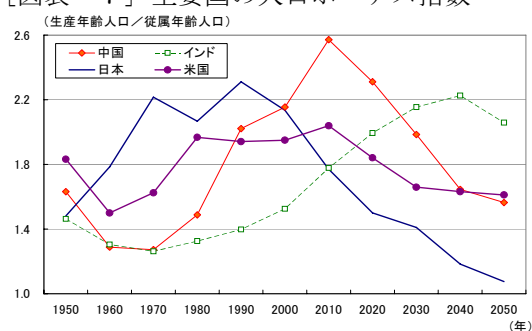
中国政府は人民元の為替相場を管理できなくなる懸念から、これまで中国本土以外での元決済を認めてこなかったが(すなわち元は国際通貨ではない)、昨年7月以降、近隣諸国との貿易取引において、元建て決済を一部解禁するなど、国際化を図り始めている。元の国際化が進めば、中国の貿易シェア拡大と相まって相対的なドルの地位低下は避けられなくなるだろう。

[図表－6]世界のGDPシェア



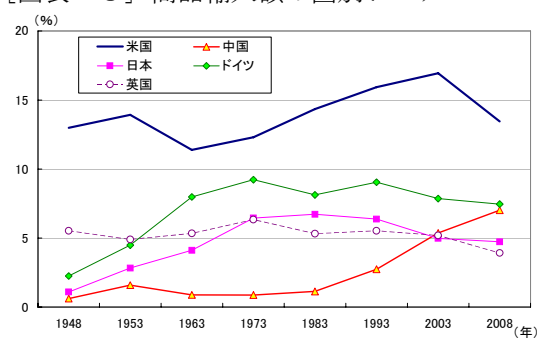
(資料) IMF

[図表－7]主要国の人口ボーナス指数



(資料) 国連のデータを基にニッセイ基礎研究所作成

[図表－8]商品輸入額の国別シェア



(資料) WTO

### (3)新興国には既にドル離れの動きあり

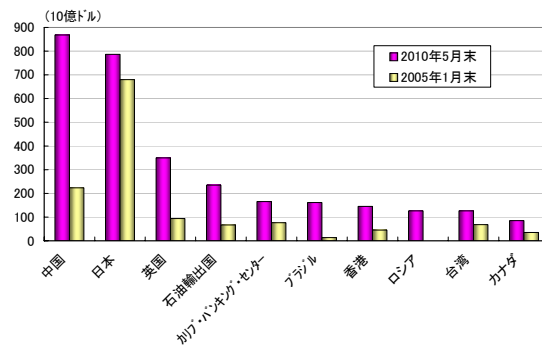
基軸通貨に求められる機能の一つである準備通貨としてのドルの地位にも変化が出てきている。IMFによれば、各国政府の外貨準備におけるドルのシェアは2010年3月末で61.5%と突出しているが、ドル安の影響もあるとはいえ2001年の71.5%を直近ピークとして緩やかに低下してきている。

ドル建て外貨準備の多くは米国債の形をとるため、その国別保有状況を見ると、中国以下、日本、石油輸出国など経常黒字国が上位に並んでいる(図表-9)。従って、これら大量保有国の動向がポイントとなるが、中国、ロシアなどが米国債への集中の危険性回避のため米国債を一部売却し、外貨準備の多様化を進める可能性を表明している。実際、月別の残高推移を見ると、従来急速に積み増してきた中国やロシアなどで2009年半ばから残高が減少するケースが増えており(図表-10)、新興国による米国債、ドル離れの動きではないかとの憶測が続いている。

またこの動きの直前に、中国中央銀行総裁がドル基軸通貨体制を批判、主権国家と繋がらない国際通貨の創生を提唱しており、その候補として「SDR」を挙げた。SDRは加盟国の準備資産を補完するために1969年にIMFが創設した国際準備資産であるが、ドル、ユーロ、円、ポンドの通貨バスケットを価値の裏付けとする言わば仮想通貨であり、実際の利用は殆ど進んでこなかった経緯がある。

この提唱の背景にはドルの構造的な問題に加え、中国の政治的な思惑があるとみられる。ドルの問題を解決するためには、新たな基軸通貨を見つける必要があるが、現状ドル以外に候補が見当たらない。また、中国は国際通貨市場での存在感を高めようとしているが、元を基軸通貨とするには現状無理がある。そこで、特定国の通貨ではなく、またバスケット制のため将来元を組み入れれば中国の存在感を高めることも可能なSDRに白羽の矢が立った。同提唱の中でもSDRへの元の組み入れが示唆されている。「基軸通貨国には国際決済において為替変動リスクを殆ど排除できる」という大きなメリットがある。ドルは政治的な思惑もからみ、発言力を増した新興国からの挑戦を受けている。

[図表-9] 米国債保有国・地域ランキング

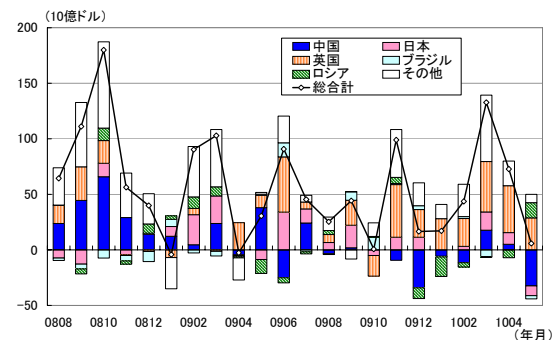


(注1) カリブ・パンキング・センターは、バハマ、ケイマン等

(注2) ロシアの2005年1月末残高は記載無し

(資料) 米国財務省

[図表-10] 米国債 国別保有額の月次増減



(資料) 米国財務省

## 2—今後上昇圧力を受ける通貨は何か？

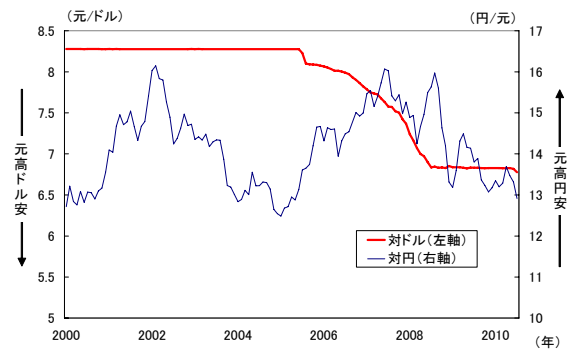
為替取引において、ある通貨が売られると他の通貨が買われるため、ドルが下落するためには別の通貨が上昇する必要がある。今後、ドルの信認が低下し、為替レートが下落した場合に、その下落分を引き受けて上昇する通貨は何なのだろうか。

そもそも、前述の通り、今後の高成長が予想される新興国には、収益機会を求めて海外から投資資金が集まりやすいという点での通貨高圧力が存在する。さらに、経常収支の世界的な不均衡も新興国通貨への上昇圧力となる。

通貨価値は一国の成長力や信用力を反映しているため、本来、為替レートの上昇は喜ばしいことのはずなのだが、実際は通貨高が輸出競争力の低下に直結するため、輸出が成長の牽引役となっている国では通貨安が望まれる傾向がある。中国が金融危機以降今年の6月まで、元の対ドルレートを実質的に固定し、米国がこれに反発していたのはこの顕著な例である。米国からすれば、この為替水準が実態から見て「低すぎる」という不満が背景にある。中国は6月以降、元の切り上げを再開したが、レートは実質的に当局の管理下にあることから、これまでのところ切り上げペースは非常に緩慢なものに留まっている（図表—11）。

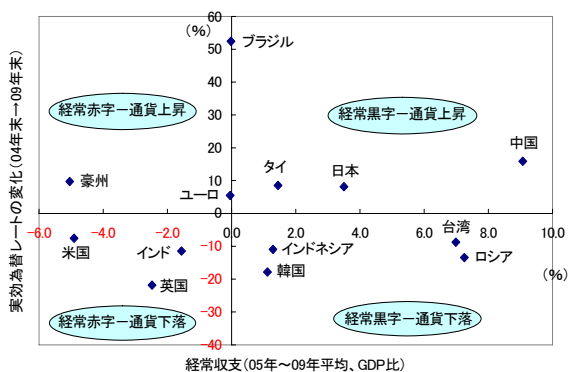
経常収支と為替レート変動の関連性で言うと、本来経常黒字国の通貨には上昇圧力が、赤字国の通貨には下落圧力がかかるはずである。図表—12 は直近5年間(2005～9年)の経常収支と為替変動(名目実効レート)の状況をマトリクス化したものだが、韓国やインドネシア、台湾などのアジア諸国・地域は経常黒字基調にもかかわらず、為替レートが下落してきた。中国は、「経常黒字—通貨上昇」グループではあるものの、経常黒字が巨額で、世界・米国経済に与える影響が大きい割に通

【図表—11】 元の対ドル・対円為替レート



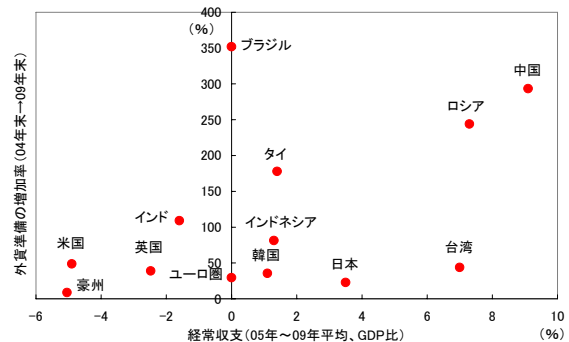
(資料) FRB

【図表—12】 各国・地域の経常収支と為替変動



(注) 09年経常収支(ブラジルは08, 09年)はIMF推計値  
(資料) IMF、BIS

【図表—13】 各国・地域の経常収支と外貨準備



(注) 09年経常収支(ブラジルは08, 09年)はIMF推計値  
(資料) IMF、Bloomberg、日経 Needs

貨の上昇が限定的に留まってきたという評価が出来る。またこの間、中国やロシア、タイなどでは外貨準備が大幅に増加しており、巨額の為替介入を続けてきた姿が窺われる(図表-13)。

為替レートの適切な水準を判断するのは難しいが、一つの考え方として「購買力平価」(以下、PPP)、すなわち「各通貨の購買力が等しくなるように計算した際の各国通貨の交換比率」がある。図表-14は、世界銀行推計のドルを基準とした各国・地域通貨のPPPと実際の為替レートの乖離度を示している。ここからは、09年末の段階で円やユーロなどの対ドル為替レートがPPPを上回る一方、中国ほか新興国通貨は大きく下回る結果となっている。一人当たりGDPの低い国については、非貿易財・サービス価格が低いため購買力平価が高く算出されるという要素や各国の経済構造の違いもあるため、PPPまで為替を切り上げなければならないというわけではない。ただし、前述の巨額の介入など通貨管理政策の結果として、これほどの乖離が維持されているという見方も出来る。

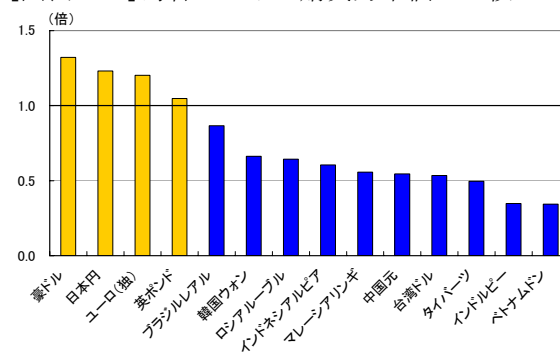
世界の経常収支は合計するとゼロとなるため、ある国の経常黒字は他国の経常赤字の上に成り立っている。ある意味「限られたパイの奪い合い」なのだが、先進国の多くは未だ経済低迷下にあるため、通貨管理による新興国通貨安への不満が高まっている。従って、今後ドルの下落に応じて、これら新興国通貨には上昇圧力が生じ、中長期的に上昇していく可能性が高い。

ただし、新興国側の為替レート切り上げに対する根強い抵抗も予想される。今後、新興国通貨が上昇しない、若しくは上昇が限定的に留まる局面では、より取引自由度の高く、大規模介入の起こりづらい円やユーロといった先進国通貨に対する上昇圧力が高まる可能性がある。

09年末の段階で、円やユーロの足元の為替水準は世銀の購買力平価を上回るが、それは2000年代のドルの下落分を金融危機まではユーロの上昇が、以降は円の上昇が吸収してきたことの裏返しでもある。近頃、ユーロはギリシャなどの財政問題から低迷しているが、そもそも一時的な問題ではなく、ユーロ発足時からの構造的な問題(財政と金融政策の分離、域内格差など)が今回顕在化しただけという見方もある。ユーロの先行き不安が払拭できない以上、円は今後とも消去法的に選ばれ、ドル安の受け皿の役割を担われる可能性がある。

円については、高齢化等に伴う経済成長率の低迷や超低金利など通貨として弱い要素をいくつも有している。ただし、円だけでなく、ドルもユーロも弱いため、主要通貨間で弱さ比べの構図となっている。ドルは流通量が多いだけに、その下落を引き受ける側の通貨は大変である。近年のドル安経緯は、将来の円高への警鐘なのかもしれない。

[図表-14] 為替レートと購買力平価の比較



(注) 各国 09 年末対ドル為替レートの購買力平価 (09 年推計値) に対する比率を表示。

(資料) 世銀、IMF、Bloomberg のデータよりニッセイ基礎研究所作成

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門 上野剛志

本誌は、信頼できると思われる情報に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。本誌に記載された意見等は、本誌作成時点における見解であり、将来予告なしに変更する場合があります。本誌は情報提供のために作成されたものであり、特定の取引等を行うことを推奨または勧誘するものではありません。本誌の情報に基づいて何らかの取引を行ったとしても、弊社は一切責任を負えません。本誌の一部または全部を、日本生命保険相互会社の同意なしに、複写・配布することを禁じます。

Copyright© 2010 日本生命保険相互会社