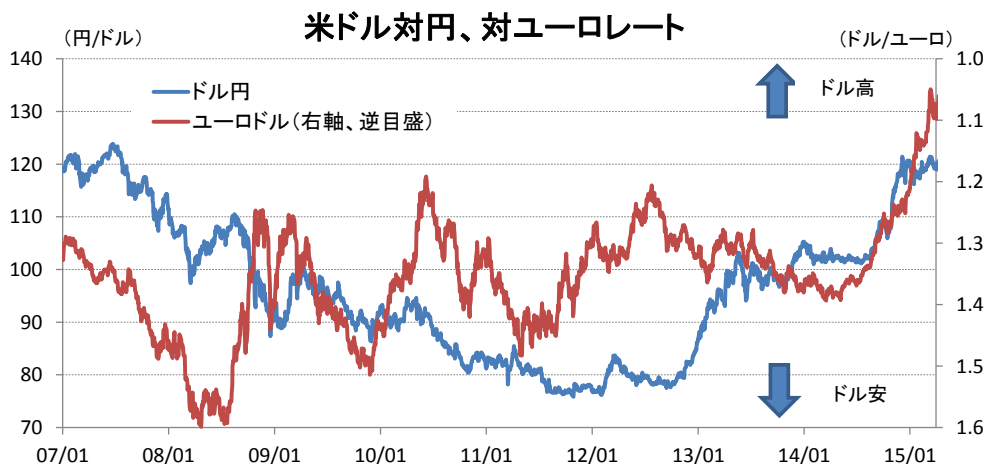


Weekly  
エコノミスト・  
レタードル高が米経済に与える影響  
—ドル高の悪影響が一部顕在化

経済研究部 主任研究員 窪谷 浩  
(03)3512-1824 kubotani@nli-research.co.jp

1. 14年夏場以降、米ドル高が加速している。実質実効為替レートは、02年の高値より低い水準に留まっているものの、主要通貨に対するドル高のスピードは過去20年で最も早くなっている。ドル高の要因としては米国と他国の金融政策のサイクルの違いが指摘される。さらに、ドル高は物価を押し下げることで物価目標の達成がさらに困難になるため、米金融政策の意思決定に際して考慮すべき要因として、為替動向の重要性が高まっている。
2. ドル高に伴う企業業績への影響が一部顕在化している。製造業やグローバル企業などでは売上、収益などに悪影響がでている。もっとも、企業業績への影響は、業種によって異なり、米企業全体で見れば限定的である。
3. 対外収支では、西海岸の港湾ストの影響もあり、足元の貿易赤字は縮小しているものの、ドル高は純輸出（輸出－輸入）を減少させ、成長率を押し下げる。もっとも、欧州をはじめ海外経済の回復基調が強まっており、輸出への影響は一部減殺されるとみられる。
4. このように、ドル高は経済にネガティブに影響しているものの、海外経済の大幅な落ち込みやドル高の一段の加速などがなければ、米景気回復を頓挫させ、今年のパolicy金利の引上げを見送らざるを得ない程の影響はないであろう。

(図表1)



# 1. はじめに

昨年半ば以降、ドル高が顕著となっており、ドル高が米国経済に与える影響について関心が高まっている。製造業や海外売上割合が高い企業では業績への影響が顕在化しているほか、15年の成長率見通しが引下げられた3月のFOMC会合では、その要因として外需の弱さが指摘されたこともあり、米国経済に対する悪影響が懸念されている。

ドル高の背景としては、主に今年9年ぶりに政策金利の引上げが見込まれる米国と、日本や欧州をはじめ金融緩和を強化している国との金融政策スタンスの違いが指摘される。また、ドル高は政策目標を大幅に下回っている物価に対して、さらに低下させる方向に働くため、米国金融政策の意思決定において考慮すべき要因として、為替動向の重要性が高まっていると考えられる。

本稿では、為替相場の状況についてみた後、ドル高が企業業績や対外収支に与えている影響についての確認を行っている。結論から言えば、これまでのドル高は、米国経済にネガティブに影響しているものの、今後のドル高が緩やかなスピードに留まれば、米国の景気回復を頓挫させたり、今年の政策金利引上げを見送らざるを得ない程の影響はないというものである。

## 2. 為替レートの動向

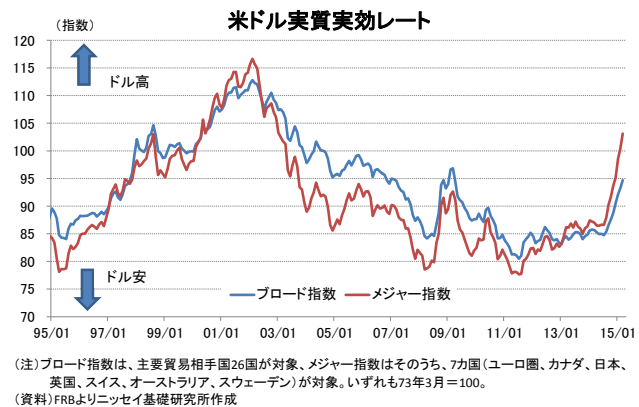
### (対円、対ユーロレート) 対ユーロレートは15年1月以降にドル高が加速

まず、為替相場の動向について確認しよう。米ドルの主要通貨に対する動きをみると、対円では12年末以降、対ユーロでも14年春先以降にドルの上昇が顕著になっている(前掲図表1)。ドルの上昇率は、対円が12年11月の79円台前半と比べて足元までに50%超となっているほか、対ユーロでも14年5月の1.39ドル台前半から20%超となっている。とくに、対ユーロは、欧州中央銀行(ECB)が量的緩和政策を開始した15年1月以降の上昇率が10%を超えるなど、上昇が加速している。

### (実質実効為替レート) 主要通貨に対するドル高スピードは、過去20年で最高

さらに、より広範な通貨に対する米ドルの動きをみる手段としては、実効レートが活用できる。米ドルの実効レートは、ドルに対する様々な為替レートを、米国との貿易額で加重平均して指数化したものである。また、輸出競争力などをみる上では、実効レートに米国との物価差を考慮した実質実効為替レートが参考になる。FRBは、26通貨をカバーするブロード指数と、そのうち主要な7通貨<sup>1</sup>をカバーするメジャー指数の2種類の実質実効為替レートを月次で公表している。

(図表2)



これらの実質実効為替レートの推移をみると、14年夏場以降は急激な米ドル高が進行していることが分かる(図表2)。両指数ともに、02年前半につけた高値に比べれば、未だ低い水準に留まっ

<sup>1</sup> 7通貨はユーロ、カナダドル、日本円、英ポンド、スイスフラン、豪ドル、スウェーデンクローナ。

ている。しかし、14年7月末から15年3月末にかけての8ヵ月間の上昇率は、それぞれおよそ12%、19%と、同期間の上昇率としてはブロード指数が09年3月以来、メジャー指数に至っては、過去20年間で最もハイペースとなっている。このことは、米国輸出企業が主要先進国の企業に対して、急激に競争力を失っている可能性を示唆している。

### (米ドル高の背景) 金融政策サイクルの違い

為替レートは、各国のファンダメンタルズ格差など様々な要因によって変動するが、今般の米ドル高の背景として有力視されているのは、米国と米国以外の国の金融政策のサイクルの違いである。すなわち、今年中に政策金利の上げが見込まれる米国と、当面政策金利の上げが見込めず、寧ろ追加緩和の可能性がある日本をはじめとした米国以外の国で、金融政策のサイクルの違いが際立っており、それが米国金利の相対的な先高観測を伴ってドル高に繋がっているとみられる。

もっとも、当研究所では今後も対円、対ユーロでドル高が持続すると予想<sup>2</sup>しているものの、現在の水準から16年1-3月期までの上昇率は、対円、対ユーロともに2~3%程度と小幅に留まる見通しである。米国における政策金利の上げは既に市場でコンセンサスとなっているほか、政策金利の上げペースは、過去に比べて緩やかとなることが、FRBのイエレン議長などから示されており、現在の米ドル相場は、相当程度これらのドル高要因を織り込んでいると考えられる。このため、ドル高のスピードは、昨年以降にみられた水準からは大幅に鈍化すると見込まれる。

## 3. 企業部門への影響

### (企業業績) 米ドル高が15年第1四半期決算に影響

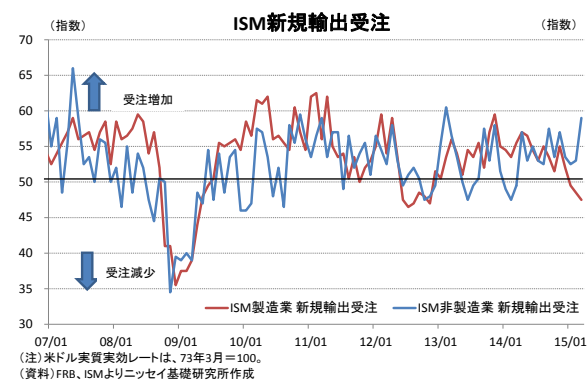
米国では、これから15年第1四半期(1-3月期)の企業決算発表が本格化する。ファクトセット社によれば<sup>3</sup>、米国の代表的な株価指数であるS & P 500指数を構成する企業で、4月9日までに第1四半期の決算説明会を実施した23社のうち、70%に当たる16社がドル高に伴う売上や収益への悪影響について言及したとしている。ファクトセット社では、第1四半期の決算発表が進むにつれて、ドル高の影響があったとする企業数が相当な数に及ぶだろうとしている。

### (企業センチメント) 米製造業の輸出受注指数は明確に鈍化

実際、企業センチメントに関する統計であるISM製造業指数のうち、新規輸出受注指数をみると、実質実効為替レートの上昇が顕著となった14年夏場以降に低下基調が持続しているほか、15年1月以降は、受注増加と受注減少の境となる50の水準を3ヵ月連続で下回っている(図表3)。このため、ドル高が製造業における輸出競争力に影響している可能性が懸念される。

さらに、デューク大学による全米500社以上の最高財務責任者(CFO)を対象にした15年3月の調査<sup>4</sup>では、海外の売上が売上全体の25%を

(図表3)



<sup>2</sup> 具体的な為替レートの見通しについては、上野による [Weekly エコノミスト・レター \(2015/04/03号\)](#) を参照下さい。

<sup>3</sup> EARNING INSIGHT (April 10, 2015) p.3

<sup>4</sup> CFO SURVEY: WAGE HIKES EXPECTED; STRONG DOLLAR WILL DAMPEN US EXPORT (March 11, 2015)

超える企業では、そのおよそ3分の2の企業がドル高がビジネスにネガティブに影響したと回答しており、所謂グローバル企業でドル高の影響が顕著になっている。また、2割の企業はドル高を理由に、今後設備投資を削減するとしており、民間設備投資に対する影響も懸念される。

### （業種別の影響）業種毎の違いが大きいものの、全体としてみれば影響は大きくない

もともと、ドル高が企業業績などに及ぼす影響は、業種等によって大きく異なっている。先に触れたデューク大学の調査では、ドル高の影響について業種別の調査結果も発表している（図表4）。これをみると、製造業ではドル高の影響はないと回答した企業のシェアが3割程度と低くなっ

（図表4）

（質問）最近の通貨高がビジネスに影響しているか

|         | 全体         | 小売・卸売業     | 鉱業・建設      | 製造業         | 運輸・エネルギー   | 通信・メディア    | ハイテク（含バイオ） | 金融         | サービス・コンサルティング | 医療・製薬      | その他        |
|---------|------------|------------|------------|-------------|------------|------------|------------|------------|---------------|------------|------------|
| 直接的影響有り | 20%        | 22%        | 9%         | <b>32%</b>  | 31%        | 38%        | 38%        | 14%        | 8%            | 10%        | 16%        |
| 間接的影響有り | 16%        | 16%        | 18%        | <b>14%</b>  | 19%        | 0%         | 14%        | 21%        | 13%           | 15%        | 20%        |
| 両方影響有り  | 11%        | 9%         | 14%        | <b>23%</b>  | 8%         | 25%        | 7%         | 8%         | 9%            | 3%         | 5%         |
| 影響なし    | <b>54%</b> | <b>53%</b> | <b>59%</b> | <b>32%</b>  | <b>42%</b> | <b>38%</b> | <b>41%</b> | <b>58%</b> | <b>70%</b>    | <b>73%</b> | <b>60%</b> |
| 合計      | 100%       | 100%       | 100%       | <b>100%</b> | 100%       | 100%       | 100%       | 100%       | 100%          | 100%       | 100%       |
| 回答企業数   | 547        | 70         | 23         | <b>103</b>  | 27         | 10         | 31         | 54         | 93            | 40         | 91         |
| シェア     | 100%       | 13%        | 4%         | <b>19%</b>  | 5%         | 2%         | 6%         | 10%        | 17%           | 7%         | 17%        |

（資料）デューク大学よりニッセイ基礎研究所作成

ている一方、医療関連などでは逆に7割を超えるなど、業種によるバラつきが大きいことが分かる。実際、ISM非製造業指数では、製造業指数とは対照的に15年1月以降は3ヵ月連続で新規輸出受注指数が改善しており、ドル高の輸出に与える影響は製造業ほど明確ではない（図表3）。さらに、通貨高が影響したと回答した製造業の中でも、ポジティブな影響と回答した企業の割合が2割超となるなど、必ずしもネガティブな影響だけではない。これは、製造業の中でも原材料や資本財などの輸入割合が高い企業では、ドル高がコスト削減を通じてポジティブに影響しているとみられる。また、全業種の合計でみれば、ドル高の影響がないと回答した企業の割合は5割を超えており、必ずしもドル高が企業業績に大きく影響しているとは言えない。

## 4. 対外収支への影響

次に対外収支に対する影響をみてみよう。一般的に自国通貨高は、輸出価格の競争力低下に伴い輸出を減少させる一方、輸入価格下落により輸入品に対する選好が高まることから、貿易収支の赤字を増加させる。

これは、米国経済（GDP）に対する影響としては、純輸出（輸出－輸入）の減少を通じて、成長率を押し下げる方向に働く。実際、3月のFOMC会合では、FOMC参加者による15年の成長率見通しが、12月時点の+2.6-3.0から+2.3-2.7%のレンジに下方修正されたが、イエレン議長は、多くの参加者が純輸出の見通しを引下げたことを下方修正の理由として挙げている。このため、対外収支の悪化を通じて米国経済にネガティブに影響する可能性が懸念されている。

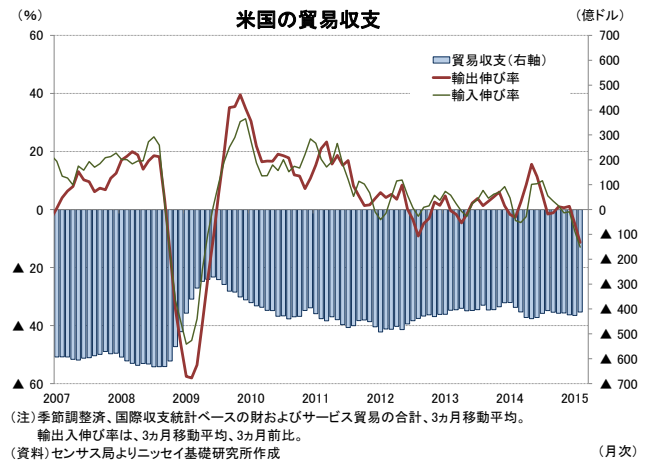
### （貿易収支）14年夏場以降、概ね赤字の拡大基調が持続

貿易収支の動向を確認してみよう。貿易収支（3ヵ月移動平均）は、ドル高が顕著となった14年夏場以降は、概ね赤字の拡大基調が持続している（図表5）。しかしながら、直近2月の統計では、貿易赤字が▲412億ドルと、前月（▲426億ドル）から14億ドル赤字幅が減少しており、足元ではドル高と貿易赤字の拡大が連動していない。

これを、輸出と輸入に分けてみると、輸出の伸び（3ヵ月移動平均、3ヵ月前比）は▲12.1%と4ヵ月連続でマイナスとなったほか、マイナス幅も拡大している一方、輸入も▲11.4%と2ヵ月連続でマイナスとなっており、主に輸入の落ち込みが貿易収支の改善に寄与していることが分かる。

もっとも、輸出入の金額が大きく減少している理由として、通貨高と関係がない西海岸の港湾ストライキの影響が指摘されている。すなわち、港湾ストライキによって、輸出、輸入ともに押し下げられている可能性が指摘されているため、ストライキが終了した後の3月以降の統計で再び趨勢を見極める必要がある。

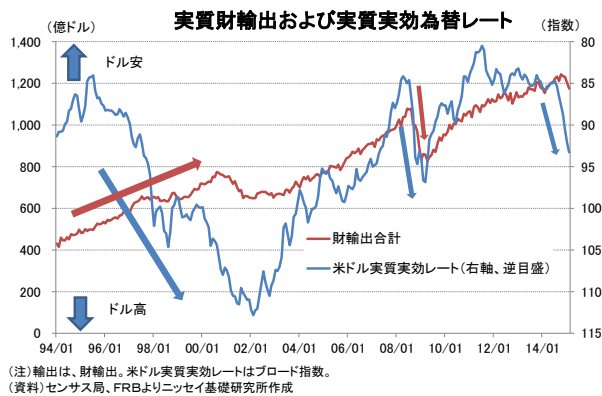
(図表 5)



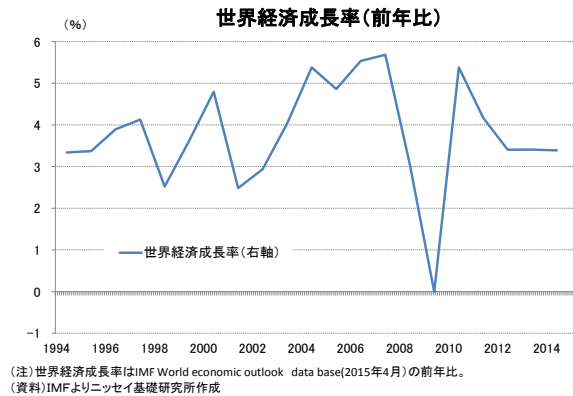
### (輸出と為替レートの連動性) 過去には通貨高でも輸出が伸びているケースも

次に、為替レートと輸出の動向について、さらに詳しくみていこう。通貨高は、輸出競争力を低下させ、輸出を減少される作用があるものの、輸出動向は相手国の経済状況等、為替レート以外の要因にも影響されるため、両者は必ずしも連動しない。実際、実質実効為替レートと物価を調整した実質輸出の過去の推移をみると、90年代半ばから、2000年代前半にかけては、実質実効為替レートがドル高となる一方、輸出は増加基調が持続しており、為替レートと輸出の動きは連動していないことが分かる (図表 6)。この時期は、アジアで通貨危機等があったものの、世界経済全体でみれば成長が持続しており、通貨高にも係わらず、輸出が増加したとみられる (図表 7)。

(図表 6)



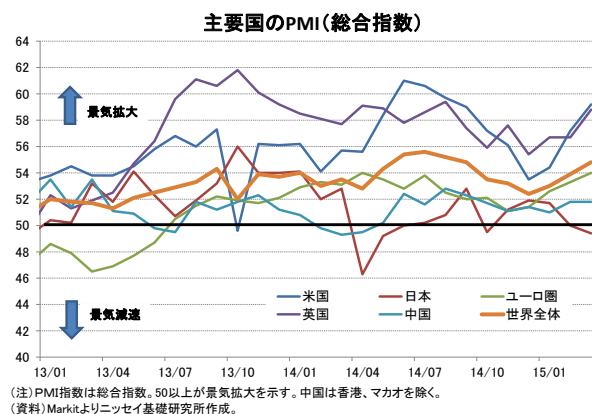
(図表 7)



そこで、海外の経済状況をみると、マークイット社が公表している主要国のPMI総合指数は、14年末頃から世界経済の回復基調が強まっていることを示している (図表 8)。日本は15年に入ってから低下基調が持続しており、足元では50を下回るなど、景気減速を示す領域に入っているものの、ユーロ圏が14年末頃から明確に上昇基調を示すなど、世界経済全体でみれば14年夏場から年末にかけてみられた低下基調から明確に転換していることが分かる。

このため、海外の経済状況は米国の輸出にとってはポジティブな状況となっており、通貨高の輸出に対する影響を減殺する方向に作用するとみられる。

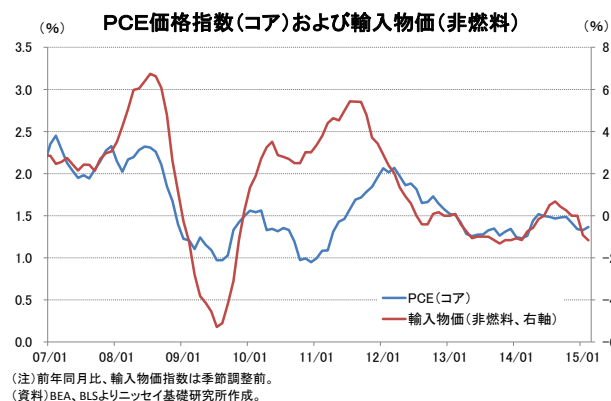
(図表 8)



## 5. 金融政策への影響

これまでみてきたように、ドル高は企業業績や対外収支の面で米国経済にネガティブに影響する。さらに、物価に対しても輸入物価を通じて、物価を押し下げる方向に働く。輸入物価は、エネルギー価格の下落によっても押し下げられるため、これらの影響を除くために、エネルギーを除いた輸入物価指数（前年同月比）の推移をみると、15年3月は▲1.9%のマイナスと、3ヵ月連続でマイナスとなっているほか、マイナス幅が拡大している（図表10）。

(図表 9)



本来、物価が抑制されることは米国経済にとってポジティブだが、足元では、原油価格の下落に伴い、物価は政策目標である2%を大幅に下回る状況が持続しており、ドル高は政策目標からの乖離をさらに拡大する方向に働くため、その意味ではネガティブである。このため、足元のドル高は政策金利を上げたいFRBにとって、金融政策の意思決定を難しくする要因であることが分かる。

もっとも、これまでみてきたように、ドル高の企業業績への影響は業種毎に異なり、全体で見れば影響が限定的とみられるほか、対外収支についても海外経済が持ち直してきていることを考慮すれば、米国の景気回復を頓挫させる程の影響はないであろう。このため、今後海外経済が大きく減速し、さらにドルが急騰するなどのショックがなければ、今般のドル高によって政策金利の引上げ時期が来年以降に先延ばしされる可能性は低い。