

## 「ドル堅調の背景に景気実態の「悪さ比べ」

2008年10月6日

アセットマネジメント部

チーフ・エコノミスト 黒瀬浩一

10月以降、米国で大手の証券会社や銀行が次々と破綻するなど金融危機が混迷を深める反面、ドル相場は堅調に推移している（図表1）。ここでの実質実効相場とは、ドルの多通貨に対する総合的な実力である。この不思議なドル相場安定の背景と今後の展望についてまとめる。

### 1. 為替相場は景気実態の「悪さ比べ」

為替相場は、様々な要因で決定されるが、重要なのは景気の相対感である。米国が悪くても、それ以上に景気が悪ければ、ドルは対その国の通貨に対し堅調である可能性が強い。これは今年の3月と10月を比較すると分かりやすい。

3月時点では、ベアスターンズの破綻など米国は金融危機を迎えた一方、EU圏や多くのエマージングは引き締め路線を維持するなど経済実態はまだ好調を維持していた。しかし今、米国の金融危機に耳目が集まっているが、他の国とて景気悪化に加え金融危機が伝播しつつある。特に円に次いで低金利通貨となったドルを原資に始まったドルキャリー取引の解消で資本流出が起きている国は厳しい情勢にある。

これら要因が3月との決定的な差異である。結果的には景気の「悪さ比べ」でドルが堅調なのである。

### 2. 為替相場に大きな影響を及ぼした4つの要因

夏場まで通貨の優劣を分けた要因は大きく分けて3つあった。それらは、

- (1) 原油、天然ガス、石炭などエネルギー資源の価格高騰
- (2) 同じく鉄鉱石、銅、アルミなど鉱物資源の価格高騰
- (3) サブプライム問題を受け米国で急激に金利が引き下げられた一方、景気過熱やインフレ防止のための利上げにより対米国との金利差が拡大、である。

しかし6月頃からインフレ抑制に向けた取り組みが強化されたこともあり、原油、鉱物資源など産業関連の川上に位置する財の急落が始まった（図表2）。最近では景気悪化による需要の減退が、これら財や更には輸送の用船市況の下落の最大の背景要因となっている（図表3）。

こうした変化を反映して、(1)と(2)が為替相場に逆方向に作用する要因となった。また(3)についても、米国景気悪化の影響の伝播で利下げ期待が高まるなど状況が変わった。さらに(4)番目の要因として、米国金融危機の深化を受けもともと自国の資産価格急上昇の反動のリスクなど孕んでいた脆弱性が表面化、が加わった。

上記の各要因で初夏を境に通貨の動きが反転した例としては、(1)ロシア、(2)オーストラリア、ブラジル、(3)ブラジル、中国、(4)ユーロ圏、ベトナム、等があげられる（図表4）。

円相場は、要因としては(1)と(2)の面で優位、(4)の面でも金融市場が正常に機能しており優位という位置づけにある。結果として最近の円相場は、対ドルだけでなく他の多くに通貨に対し堅調に推移している（図表4）。

3. 今後の展望

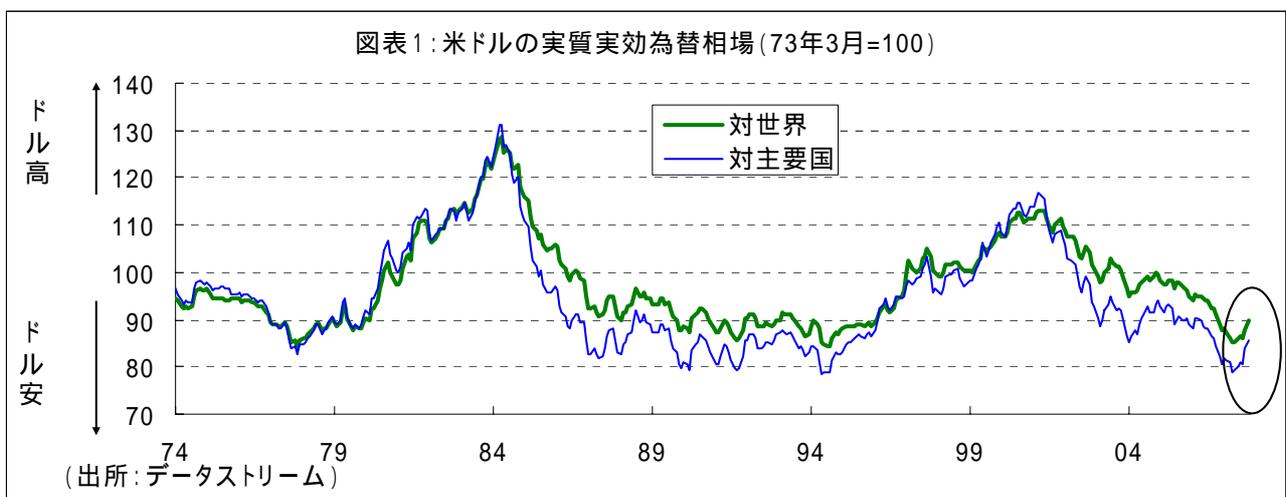
今後の展望であるが、上記要因(1)から(4)は、根本的には米国金融危機に端を発する景気悪化から生じた現象である。米国はGDPで世界の25%、経常赤字は50%を占める経済大国である。さらにドルは世界の基軸通貨であり金融面で米国は「世界の銀行」の機能を果たしている。世界各国は、米国の景気悪化の悪影響から簡単には逃れられない。特に米国経済への依存度が高い国では、「米国がクシャミをすると風邪をひく」という状況に陥りやすいのである。

金融危機が恐れられるのは、経済史に名をとどめる恐慌はほぼ全て金融危機を併発しているからである。また最近の研究でも、金融危機を伴うか伴わないかで、景気悪化の深さと持続期間にかなりの差異があることが実証されている。たとえば、NBER(注1)のロゴフ教授の研究によると、平均的な景気悪化の場合はGDP成長率の低下幅は2%で元の成長トレンドへ回帰するのに2年かかる一方、深刻な金融危機を伴う場合はGDP成長率の低下幅は5%でトレンド回帰に3年かかる(“Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different?” by Reinhart & Rogoff, NBER)(注2)

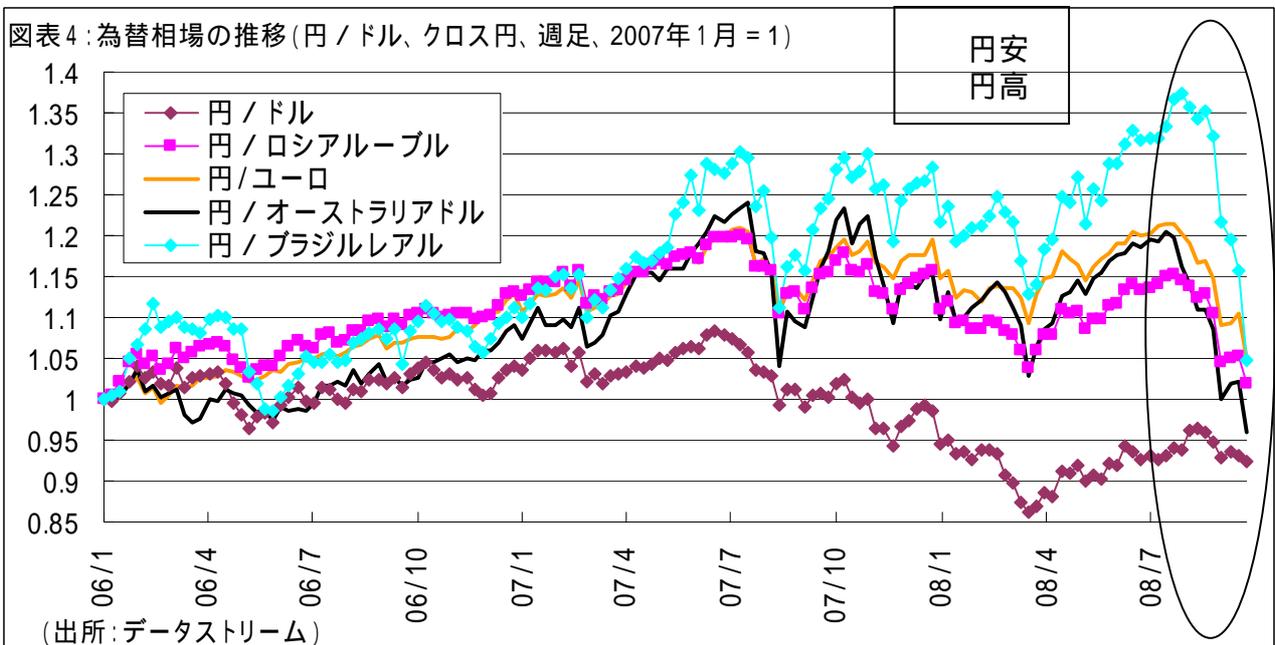
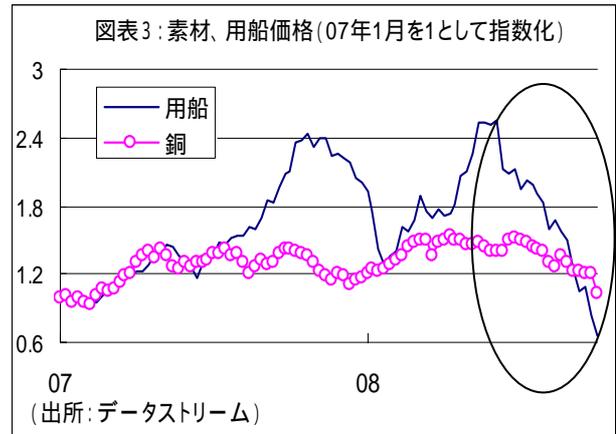
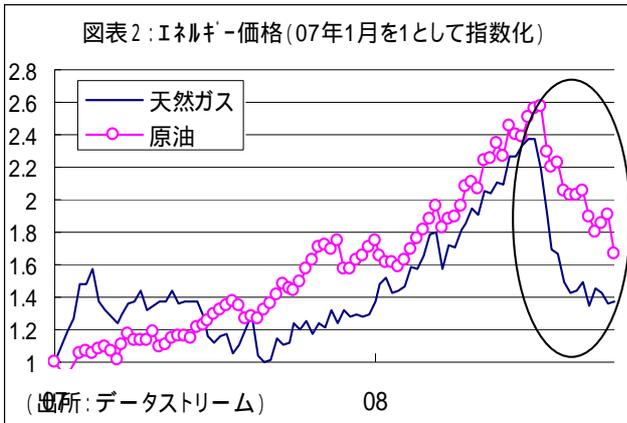
米国経済悪化の各国経済への影響は、悪影響を緩和する独自の政策を実施するかどうかで差異が出るであろう。悪影響を緩和する政策の例としては、景気対策、資産の直接の買い支え、等が考えられる。景気対策では金融緩和や財政政策による景気刺激策が考えられるが、多くのエマージングは少し前まで景気過熱によるインフレ懸念で利上げを続けていた。今はまだ原油、鉱物資源など産業関連の川上に位置する財の急落が川下へ波及していないこともあり、景気刺激策の導入はごく一部にとどまっている。資産の直接の買い支えは、需給対策としての効果はあっても、バリュエーション調整の圧力には勝てない、という例が過去は多い。こうした政策の例としては、景気刺激策は中国(9/15)やオーストラリア(9/2)の金融緩和、資産の買い支えはロシアの株式があげられる。

こうした各国独自の政策の評価を下すのは、現時点ではまだ時期尚早であろう。というのは、米国金融危機の趨勢によって米国経済の行方が決まり、それによって他国への衝撃波の大きさが決まる。そう考えると、各国独自の政策を評価しようにも、現時点ではム・ピング・ターゲットを狙うようなもので評価の機軸が定まらないのである。各国独自の景気対策や危機対応には、通貨評価の軸を「悪さ比べ」から「良さ比べ」へ転換する潜在性があると考えられる。その現実化は、出来るだけ早く来ることが望ましい。

以上



エコノミスト・ストラテジスト・レポート  
 ~鳥瞰の眼・虫瞰の眼~



(注1) National Bureau of Economic Research(January 2008)

(注2) 他にも IMF 等 (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2008/RES100208C.htm>)

- ・本資料は、お客様への情報提供を目的としたものであり、特定のお取引の勧誘を目的としたものではありません。
- ・本資料は、作成時点において信頼できるとされる各種データ等に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性または完全性を保証するものではありません。
- ・また、本資料に記載された情報、意見および予想等は、弊社が本資料を作成した時点の判断を反映しており、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により、予告なしに内容が変更されることがありますのであらかじめご了承ください。
- ・本資料に関わる一切の権利はりそな信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを固くお断りします。