



# BTMU Focus USA Weekly

三菱東京UFJ銀行 経済調査室ニューヨーク駐在情報

The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd.  
Economic Research Group (New York)  
Toshiki Iwaoka 岩岡 聡樹  
Managing Director & Chief Economist  
+1(212)782-5701, [tiwaoka@us.mufg.jp](mailto:tiwaoka@us.mufg.jp)

February 3, 2012

## <FOCUS>

### ドル相場と追加緩和のタイミング

- 年初来の為替相場は総じてドル売り優勢の状況となっている。昨年後半以降のドル高トレンドが修正された背景には、ギリシャを中心とする欧州債務問題への対応が徐々に進展をみせていることなどがあるが、先週の FOMC で超低金利政策の時間軸をさらに延長したことの影響も大きい。
- 今回の緩和措置は、為替相場との関係からみると、興味深いタイミングで行われたと言える。BIS が算出する実質実効為替レートでみると、これまでの歴史的なドル安がちょうど修正されつつあったためである。逆に、米国輸出の観点からすれば、今回の緩和措置は当然の政策判断だったのかもしれない。
- FRB が金融緩和の強化を志向している背景に金融危機後の米国経済が抱える大幅なデフレ・ギャップがあることは言うまでもない。しかし、潜在成長率が仮に 2% で横這いで、前年比+3.5% 程度の高めの成長率が続いた場合でも、2014 年にかけて漸く通常の景気循環における値に戻る形となる。ドル安により輸出を下支えすることはデフレ・ギャップ縮小に向けた必要な政策である。
- 興味深いのは、ドル安に関する議論はあまりない点である。その背景は複合的と考えられるが、本質的には金融政策を反映して為替相場が変動することは当然の結果で、それにより金融政策の目的である経済成長や物価安定が図られることの是非を議論する余地は無いということであろう。
- 一方、FRB の緩和スタンスにかかわらず、この先もドル安水準を維持できるかは別問題である。FRB は当面、金融緩和を継続し、インフレ・リスクに対しては、先に導入したインフレ目標により、期待インフレ率をアンカーすることで対応する方針だが、結果としてドル安を維持できるかどうかはこれから試される。金融政策スタンスが今後のドルの変動を受けてどう動くか注目していただろう。

## <FOCUS> ドル相場と追加緩和のタイミング

### 年初以降、ドル高は一服

年初来の為替相場は総じてドル売り優勢の状況となっている。昨年9月以降は、欧州の債務問題が深刻さを増すなかでドル買いの動きが続いてきたが、昨年末頃をピークに、再びドル安の流れに転じている（第1図）。

ドル高トレンドが一旦修正された背景には、ギリシャを中心とする欧州債務問題への対応が漸く進展をみせつつあることや、米国の経済指標が市場予想に比べ幾分弱めであったことなどがあるが、先週のFOMCで異例の低金利政策を2014年遅くまで継続する姿勢が打ち出された影響も大きい。今回から公表されたFOMCメンバーによる政策金利の見通しはバラツキが大きかったことから<sup>1</sup>、2014年以降の金融政策について市場の見方は幾分分かれているが、少なくとも短期的には米国の低金利長期化観測が拡がり、ドルを売りやすい環境となっている。

### 金融緩和のタイミング

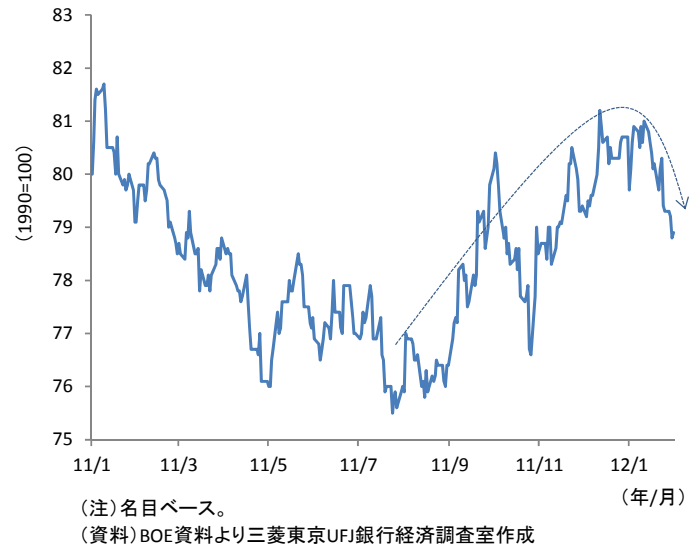
今回のFRBによる緩和措置は、為替相場との関係からみると、興味深いタイミングで行われたと言えるだろう。BISが算出する実質実効為替レートでみると、昨年後半における名目ベースでのドルの上昇や、米国のインフレ率上昇に伴う内外インフレ格差の縮小を受けて、これまでの歴史的なドル安がちょうど修正されつつあった（第2図）。

先週のFOMCでFRBが時間軸の更なる延長やインフレ目標導入を決定したのは、これまでのFOMC内での議論を踏まえてのことと思われるが、為替相場の動きからは絶妙なタイミングで緩和措置が打たれた形となっている。

### 輸出への悪影響を遮断

逆に、為替相場変動の影響を受ける米国輸出の観点からすれば、今回の緩和措置は当然の政策判断だったのかもしれない。当面、欧州経済が軟調な足取りを余儀なくされるとみられるなか、海外需要は弱含み傾向が続くとみられる。そうした状況で、このままドル高方向へ為替相

第1図:ドル・実効為替レート



第2図:ドル・実質実効為替相場



<sup>1</sup> 1月25日付TOPICS「1月FOMC～時間軸を2014年終盤まで延伸、金融政策の焦点はインフレ率へ」ご参照。

場が動けば、今後ラグをもって米国輸出の下押し要因になることが既に視野に入っていたためである（第3図）。実際、先月のFOMCにおける米国の経済見通しは欧州問題を念頭に昨年12月と比べより慎重となっている。

### 経済の脆弱性が残る間は緩和継続

金融緩和の強化が志向され、結果としてドル安が生じているわけだが、この背景に、金融危機後の米国経済が抱える大幅なデフレ・ギャップがあることは言うまでもない。デフレ・ギャップの存在自体は短期的な景気回復を妨げるものではないが、米国経済は外生ショックに対して引き続き脆弱である。この点は日本の経験からも明らかであろう。

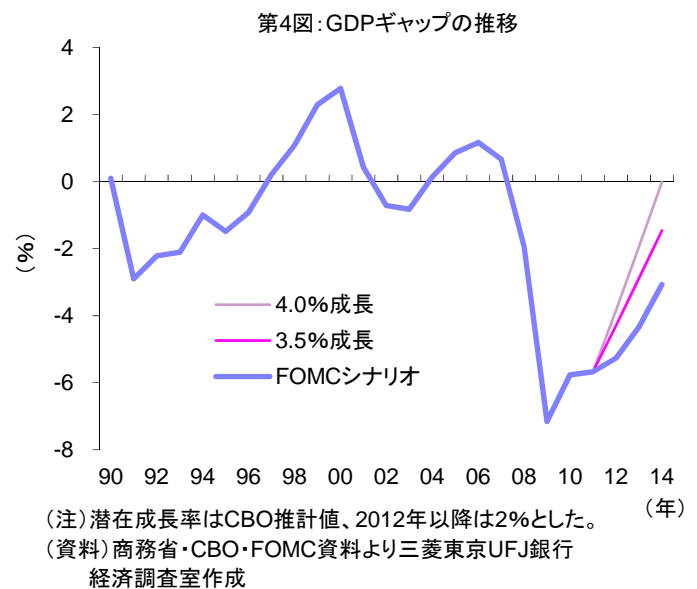
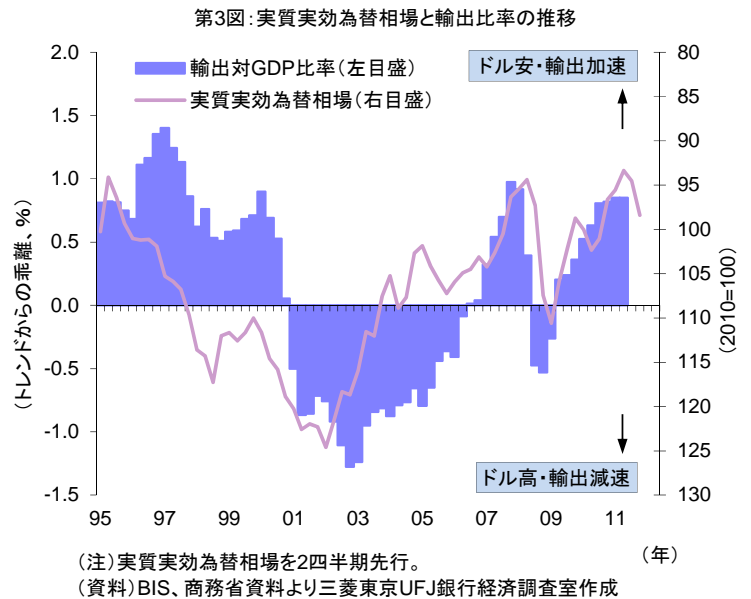
しかし、足元で6%近いデフレ・ギャップを解消するには相当の時間を要する。潜在成長率が仮に2%で横這いとした場合、FOMCの経済見通しを前提とすると、デフレ・ギャップは2014年で約3%、前年比+3.5%程度の高めの成長率が続いた場合、2014年にかけて漸く通常の景気循環における値に戻る形となる（第4図）。潜在成長率の推計については幅を持つてみる必要があるが、少なくとも経済の脆弱性が残ると判断される間は、金融緩和を続けるべきというのが今のFOMCの主要メンバーの見方である。

たしかに、バブル崩壊後の米国経済において、低金利が設備投資や住宅投資を刺激する効果が限られ、財政健全化も課題となるなか、ドル安により輸出を下支えし、僅かでも成長率を高めることはデフレ・ギャップ縮小に向けた必要な政策である（次頁第5図）。外需がプラス寄与を続けることは難しそうだが、少なくともドル安局面にあった1990年代半ば頃のようにゼロ%台のマイナス寄与に止めることが目指されていても不思議はない。

### 通貨安は当然の政策手段

興味深いのは、足元のドル安に関する議論はあまり聞こえてこない点である。先月のFOMC後のバーナンキ議長の記者会見でも通貨の話は出ていない。また、昨日のバーナンキ議長の議会証言においても、インフレ・リスクが低いことについて説明するなかで「ドルも安定している」と触れられた程度である。

為替相場が議論の中心とならないのは、米国経済が内需主導の経済大国であることや、ドルが基軸通貨であり通貨急落の懸念が小さいこと、海外からはドル安への批判もあることなど、

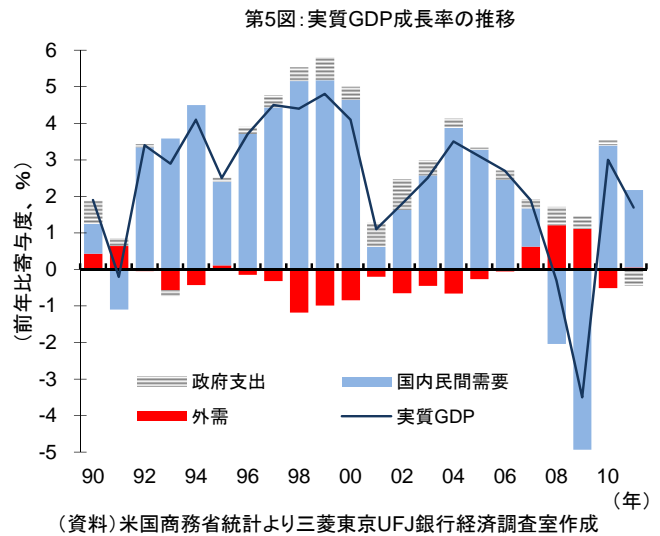


複合的と考えられるが、本質的には、金融政策を反映して為替相場が変動することは当然の結果であり、それにより金融政策の目的である経済成長や物価安定が図られることの是非を議論する余地は無いということであろう。

一方、FRBの緩和スタンスにかかわらず、この先もドル安水準を維持できるかは別問題である。超低金利政策の時間軸延長により、短期金利を低水準に抑制されるため、ドルの上値は過去に比べて限られる公算が大きい。米国景気が回復を続けられれば、いずれ足元で既に歴史的な低水準にある中長期金利を維持し続けるのは困難となってくる。また、米国のインフレ率が高止まりする一方<sup>2</sup>、海外のインフレ圧力が低下してくれば実質ベースでドル高要因になってくる可能性もある。

FRBは当面、米国経済の成長力を高め、デフレ・リスクを遮断するために金融緩和姿勢を継続し、中期的なインフレ・リスクには先月導入したインフレ目標により期待インフレをアンカーすることで対応する方針である。結果としてドル安を維持できるかどうかはこれから試されるが、金融政策スタンスが今後のドルの変動を受けてどう動くかは注目していただろう。

< FOCUS >



<sup>2</sup> 2011年12月29日付 FOCUS「コア・インフレ 2%が示すもの」ご参照。



当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

The information herein is provided for information purposes only, and is not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. Neither this nor any other communication prepared by The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd. (collectively with its various offices and affiliates, "BTMU") is or should be construed as investment advice, a recommendation to enter into a particular transaction or pursue a particular strategy, or any statement as to the likelihood that a particular transaction or strategy will be effective in light of your business objectives or operations. Before entering into any particular transaction, you are advised to obtain such independent financial, legal, accounting and other advice as may be appropriate under the circumstances. In any event, any decision to enter into a transaction will be yours alone, not based on information prepared or provided by BTMU. BTMU hereby disclaims any responsibility to you concerning the characterization or identification of terms, conditions, and legal or accounting or other issues or risks that may arise in connection with any particular transaction or business strategy. While BTMU believes that any relevant factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, BTMU makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that BTMU may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with or that reach conclusions different from the information set forth herein. Such other reports, if any, reflect the different assumptions, views and/or analytical methods of the analysts who prepared them, and BTMU is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.