



# 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

MUFG Union Bank, N.A. Economic Research NY

Hiroshi Kurihara | 栗原 浩史

Director and Chief U.S. Economist

+1(212)782-5701, [hikurihara@us.mufg.jp](mailto:hikurihara@us.mufg.jp)

A member of MUFG, a global financial group

February 27, 2015

## <FOCUS>

### ドル高の影響と持続性

- ドルは、米国景気の相対的な良好さや、金融政策の他国との方向性の違い等を背景に昨年中央より急速に上昇してきた。2011年中央から足元までを一つのドル高局面と見做せば、1973年変動相場制以降において「1980年代前半のドル高局面」と「2000年前後のドル高局面」に次ぐ規模（上昇幅・ペース）との位置付けも可能である。
- 過去2回の大幅なドル高局面において、外需の下押しが大きかった期間（5年間）を抽出してみると、1982～86年において外需は成長率を年平均▲0.83%下押し、1998年～2002年において外需は成長率を年平均▲0.76%下押しした。過去に比べて国内需要の拡大ペースが緩やかななか、今後もドル高が続けば、米国経済の大きな重石となり得る。
- 一方、過去のドル高局面との相違点として、ドル高と原油（商品）価格下落の同時進行が挙げられる。今後も連動性が続くかどうかは不透明だが、足元までのドル高に伴う成長率へのマイナス影響については、同時進行してきた原油（商品）価格下落のプラス影響が少なからず相殺しよう。
- 加えて、米国企業の現在の状態は、ドル高の設備投資に対するマイナス影響度合いを幾分軽減しそうだ。足元の設備稼働率は前回回復局面の平均を超えて高めに位置しており、設備投資の必要性は強まっている。また、長期化してきた企業の投資抑制スタンス（貯蓄超過）も緩和されつつあるところだ。
- ドル高の持続性について、ドル高の主因が「米国と他国との景況感や金融政策の方向性の乖離」であるならば、通常であれば、それら乖離の拡大に伴うドル高には自ずと限界があるはずだ。米国の輸入比率は、上昇傾向こそ近年一服しているものの、16%弱と過去に比べれば高めの水準を維持している。米国経済回復の他国への波及経路に大きな変化はないとみられ、米国の自律的回復力の強まりがラグを伴って他国の成長を下支えしよう。
- とは言え、今後のドル相場は、他国が抱える問題の深刻度次第の部分が残る。特に一段のドル高進行のリスクとして、これまでの急速なドル高が新興国の対外債務へ与える影響等には注意が必要であろう。

## <FOCUS> ドル高の影響と持続性

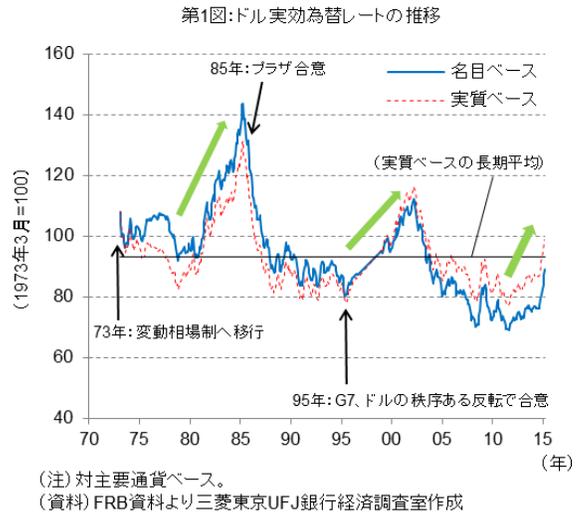
### 今回のドル高局面は過去 3 番目の規模感

ドルは、米国景気の相対的な良好さや、金融政策の他国との方向性の違い（米国では利上げが予想される一方、他国では金融緩和措置が相次ぐ）等を背景に昨年央より急速に上昇してきた。

FRB 算出のドル実効為替レート（名目ベース、対主要通貨<sup>1</sup>）は、昨年央を起点とすれば 15%程度、2011 年央の歴史的安値を起点とすれば 25%程度上昇した状態である（第 1 図）。

2011 年央から足元までを一つのドル高局面と見做せば、1973 年変動相場制以降において「1980 年代前半のドル高局面（ドルは+55%程度上昇）」と「2000 年前後のドル高局面（ドルは+40%程度上昇）」に次ぐ規模（上昇幅・ペース）との位置付けも可能である。

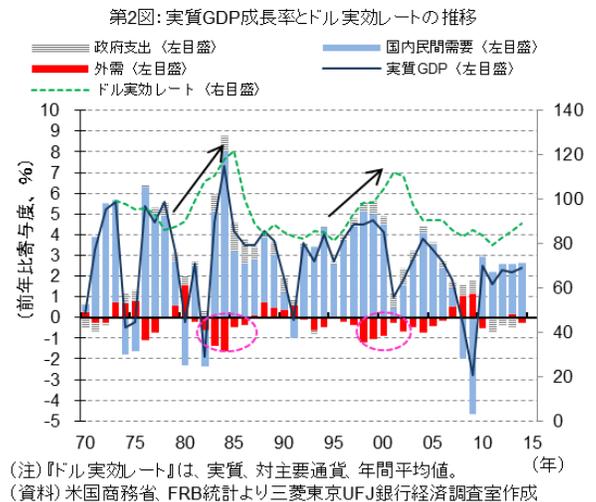
ドルの水準感を、実質ベースの実効為替レートで確認すると、歴史的な低水準から上昇が続いてきた結果、足元では既に長期平均を上回っている<sup>2</sup>。



### 過去に比べ国内需要の拡大ペースが緩やかななか、一段のドル高は大きな重石となる可能性

ドル高が米国経済へ与える影響は多岐に渡るが、主なマイナス影響としては、①輸出の鈍化（海外市場における輸出品の価格競争力低下）、②企業の海外でのドル建売上高・利益の減少、等が挙げられよう。

過去 2 回の大幅なドル高局面において、外需の下押しが大きかった期間（5 年間）を抽出してみると、1982～86 年において外需は成長率を年平均▲0.83%下押し、1998 年～2002 年において外需は成長率を年平均▲0.76%下押しした（第 2 図）。過去に比べて国内需要の拡大ペースが緩やかななか、今後もドル高が続けば、米国経済の大きな重石となり得る。



足元では、1 月の ISM 製造業指数で内訳の輸出受注指数が 50 割れとなる等、ドル高のマイナス影響が徐々に現れつつあるようだ。

<sup>1</sup> FRB の算出するドルインデックスにおいて、「対主要通貨」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の 7 通貨が対象。「対その他通貨」は、人民元、メキシコペソ、韓国ウォン、台湾ドル、香港ドル、マレーシアリング、シンガポールドル、ブラジルレアル、タイバーツ、インドルピー、フィリピンペソ、イスラエルシェケル、インドネシアルピア、ロシアルーブル、サウジアラビアリアル、チリペソ、アルゼンチンペソ、コロンビアペソ、ベネズエラボリバルの 19 通貨が対象。

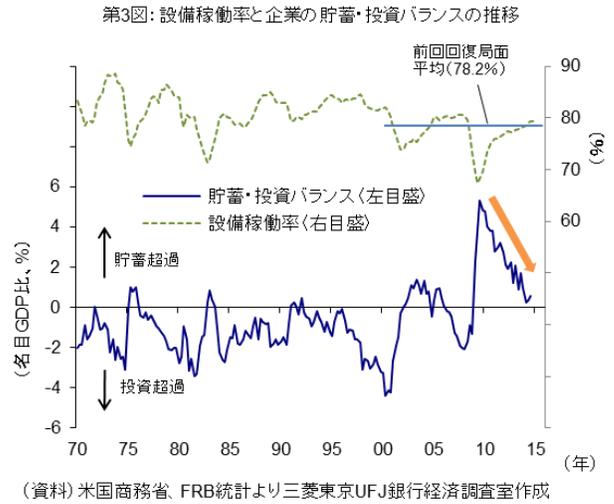
<sup>2</sup> 一方、「対その他通貨」の実質ベースの実効為替レートは、長期平均を下回っている。結果として「対主要通貨」と「対その他通貨」を合わせた「対全通貨」の実効為替レートは、長期平均をやや下回っている。

### 一方、過去のドル高局面との相違点は、原油価格との連動性の高まり

一方、過去のドル高局面との相違点として、ドル高と原油（商品）価格下落の同時進行が挙げられる。ドル相場と原油価格は、2003年頃より連動性が高まっている。

今後も連動性が続くかどうかは不透明だが、足元までのドル高に伴う成長率へのマイナス影響については、同時進行してきた原油（商品）価格下落のプラス影響が少なからず相殺しよう<sup>3</sup>。

加えて、米国企業の現在の状態は、ドル高の設備投資に対するマイナス影響度合いを幾分軽減しそうだ。足元の設備稼働率は前回回復局面の平均を超えて高めに位置しており、設備投資の必要性は強まっている（第3図）。また、長期化してきた企業の投資抑制スタンス（貯蓄超過）も緩和されつつあるところだ。



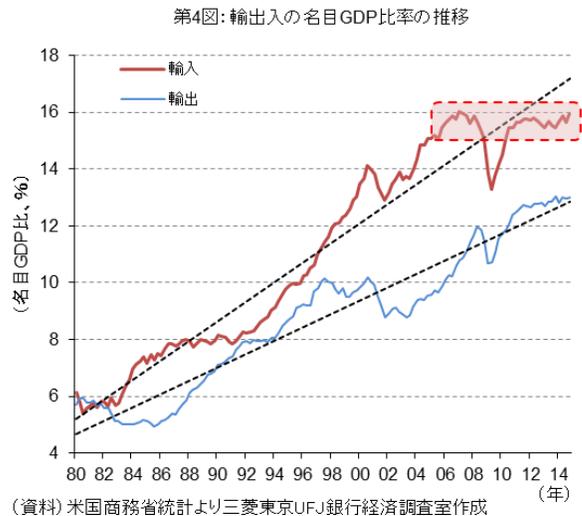
### 通常であれば、景況感の乖離を背景とした一方向的なドル高には限界

今後の焦点は、ドル高の持続性である。ドル高の主因が「米国と他国との景況感や金融政策の方向性の乖離」であるならば、通常であれば、それら乖離の拡大に伴うドル高には自ずと限界があるはずだ。

米国の輸入比率は、上昇傾向こそ近年一服しているものの、16%弱と過去に比べれば高めの水準を維持している（第4図）。米国経済回復の他国への波及経路に大きな変化はないとみられ、米国の自律的回復力の強まりがラグを伴って他国の成長を下支えしよう。

実際、原油価格の下落基調が一服し1月末頃より一進一退で推移しているのと同様、ドルもここ1ヵ月程度は景況感の乖離の縮小等を受け上昇ペースが鈍化しつつある。

とは言え、今後のドル相場は、他国が抱える問題の深刻度次第の部分が残る。特に一段のドル高進行のリスクとして、これまでの急速なドル高が新興国の対外債務へ与える影響等には注意が必要であろう。  
(栗原 浩史)



<sup>3</sup> 昨年央から足元までにおいて、原油価格（WTI）は50ドル程度下落し、ドル実効レート（対全通貨）は10%強上昇している。「原油価格の50ドル下落」は、実質個人消費の増加を通じて成長率を0.34%程度押し上げると試算される。一方、「ドルの10%上昇」は、成長率を0.26%程度押し下げると試算される（1%のドル上昇が輸出を0.2%押し下げるとの一般的な実証分析結果を使用。例えば Kansas City Fed, “Economic Growth in Foreign Regions and U.S. Export Growth”）。また、FRB/USモデルによれば、ドルの10%上昇は2年後の需給ギャップを0.74%拡大させる。なお、1月のFOMC議事録では、FRBスタッフはエネルギー価格の下落を受け2015年前半の成長率見通しを上方修正した一方、中期の成長率見通しは据え置き。エネルギー価格の家計消費のプラス影響を最近のドル高のマイナス影響が相殺する、としている。



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、宜しくお願い申し上げます。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.