

# MUFG Focus USA Weekly

## 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 (hikurihara@us.mufg.jp)  
Director and Chief U.S. Economist

### 2018年のドル相場の行方

#### 【要旨】

- ◇ 過去数年のドル相場を振り返ると、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 2014 年央より 2016 年まで上昇基調で推移したが、昨年 2017 年は下落に転じた。
- ◇ 2017 年は、米国景気が堅調で、FRB が利上げを年 3 回実施したにもかかわらず、ドルは上昇せず下落したわけだが、その背景として、①「物価の伸び悩みを受け、中期的な利上げ（回数）の予想は上方修正されなかった」、②「トランプ政権は貿易赤字を縮小させるためにドル安を志向しているとの見方が浸透した」、③「ドルは 2014 年央以降の上昇で割高となっていた」、④「米国以外でも緩和的な金融政策の修正に着手する国（先進国）が増加した」、⑤「リスク選好が強まり、ドルに対する需要が減退した」、等が考えられる。
- ◇ 2018 年においても、上記①～⑤の要因は引き続きドルの下押し圧力として残存すると予想される。但し、その度合いは弱まりそうだ。例えば、③のドルの割高感は、2017 年の下落により幾分かは解消されている。また、⑤のリスク選好について、足元で「株価の上昇ペースが速過ぎる」との指摘が散見されるなか、2017 年のようなリスク選好の強さが続くことも想定しづらい。①の物価についても、今後は下振れが回避されることで、2017 年ほどには『物価の伸び悩み』がテーマにならないと予想される。
- ◇ 上記以外で 2018 年のドル相場に影響し得る要因としては、昨年 12 月に成立した税制改革法が挙げられる。税制改革はどちらかと言えばドルの押し上げ材料と捉えられよう。
- ◇ 以上を纏めると、2018 年のドル相場は、2017 年と同様の背景からの下落圧力がかかるものの、2017 年に比べればその度合いは緩和し、税制改革による幾分かの上昇圧力もあって、小幅なドル安になるのではないだろうか。

## ドルの名目実効レートは、2017年に下落

過去数年のドル相場を振り返ると、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2014年央より2016年まで上昇基調で推移したが、昨年2017年は下落に転じた。

ドルの名目実効レート（FRB算出、対主要通貨ベース）の年間騰落率をみると、2014年は+11.7%、2015年は+10.8%、2016年は+1.6%と夫々上昇した後、2017年は▲8.6%下落した（第1図）（注1）。

（注1）FRBが算出するドルの実効レートにおいて、「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。



## 2017年にドルが下落した背景は、物価の伸び悩み等複合的

2017年は、米国景気が堅調で、FRBが利上げを年3回実施したにもかかわらず、ドルは上昇せずに下落したわけだが、その背景として、①「物価の伸び悩みを受け、中期的な利上げ（回数）の予想は上方修正されなかった」、②「トランプ政権は貿易赤字を縮小させるためにドル安を志向しているとの見方が浸透した」、③「ドルは2014年央以降の上昇で割高となっていた」、④「米国以外でも緩和的な金融政策の修正に着手する国（先進国）が増加した」、⑤「リスク選好が強まり、ドルに対する需要が減退した」、等が考えられる。

補足すると、上記①を背景に、2017年は米国の長期金利も上昇していない。10年物国債利回りは、2017年末に2.41%となり2016年末（2.44%）から小幅低下している（第2図）。③について、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、2014年央から2016年にかけての上昇で、長期平均を上回った状態にある（第3図）。④について、2017年は、

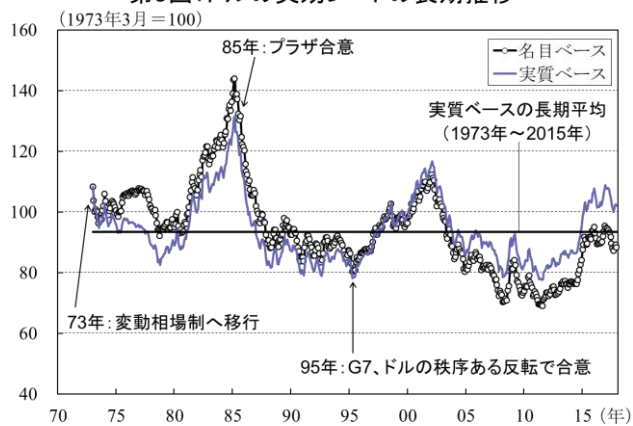
英国が 11 月に略 10 年ぶりとなる利上げを実施し、カナダも 7 月に略 7 年ぶりとなる利上げを実施した。また、ECB は 10 月に 2018 年 1 月以降の資産購入額の減額を決定している。

第2図:ドルの名目実効レートと米国10年物  
国債利回りの推移



(注)『ドルの名目実効レート』は、主要通貨に対する実効レート。  
(資料)FRB統計、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図:ドルの実効レートの長期推移



(注)主要通貨に対する実効レート。  
(資料)FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

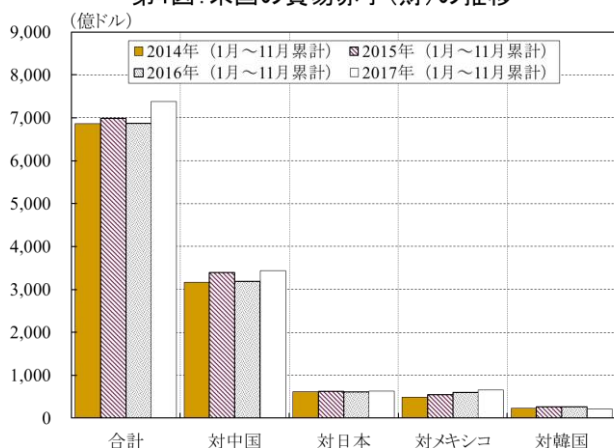
## 2018 年も 2017 年同様のドルへの下押し圧力が残存するも、その度合いは緩和

2018 年においても、上記①～⑤の要因は引き続きドルの下押し圧力として残存すると予想される。但し、その度合いは弱まりそうだ。

例えば、③のドルの割高感は、2017 年の下落により幾分かは解消されている。また、⑤のリスク選好について、足元で「株価の上昇ペースが速過ぎる」との指摘が散見されるなか、2017 年のようなリスク選好の強さが続くことも想定しづらい。①の物価についても、今後は下振れが回避されることで、2017 年ほどには『物価の伸び悩み』がテーマにならないと予想される。

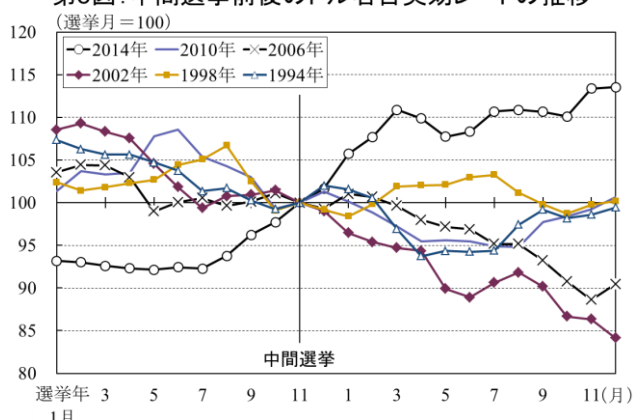
ドルに対する下押し度合いの見極めが難しいのは、②のトランプ政権からの影響である。トランプ政権は通商政策の見直しを行っているが、貿易赤字は縮小していない（第 4 図）。11 月に中間選挙を控えるなかで、一段と内向きな通商政策に傾くリスクも否定はできないだろう。なお、中間選挙について、参考までに 1994 年以降における実施年のドルの名目実効レートを振り返ると、下落した年の方が多くなっている（第 5 図）。

第4図：米国の貿易赤字(財)の推移



(資料) 米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：中間選挙前後のドル名目実効レート推移



(注) 月中平均値。

(資料) FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## 成立した税制改革法は、幾分かのドルの押し上げ要因に

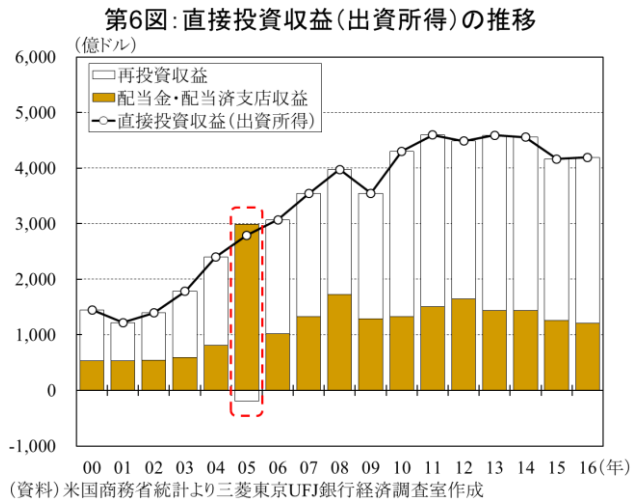
上記以外で 2018 年のドル相場に影響し得る要因としては、昨年 12 月に成立した税制改革法が挙げられる。税制改革法は包括的な内容だが、(1)「海外滞留利益に一度課税し、今後の海外利益は非課税とする措置が、企業の海外に利益を滞留させるインセンティブを弱め、米国への資金還流を促進する<sup>(注2)</sup>」、(2)「各種減税措置が、米国の立地競争力を高め、海外から米国への投資を促進する」等から、どちらかと言えばドルの押し上げ材料と捉えられよう。

もともと、(1)について今回の措置は、海外利益に対する税率の前回引き下げ時(2005年)に比べれば、資金還流を短期間に促進する力は弱いとみられる<sup>(注3)</sup>。当時の「本国投資法」は、還流させた利益に対し1年に限って低税率を適用する時限措置で、実際2005年には一定の資金が還流し(第6図)、ドルの名目実効レートも上昇した(第7図)<sup>(注4)</sup>。一方、今回は恒久的な税制の変更である。企業にとって海外に利益を滞留させるインセンティブは弱まるものの、急いで戻す必要も生じないと捉えられる。また、現在の滞留利益は、その多くが既にドル建てとの指摘もある。

(注2) 米国は世界的に珍しく、海外で課税後の利益について還流時に米国税率との差分を課税する仕組みをとっていたが(全世界課税方式)、今後は海外利益は非課税となり、他国と同様の所謂「テリトリアル方式(国外所得課税免除方式)」へ移行する。現在海外に滞留している利益について一度限り、現金・流動資産が15.5%、非流動資産が8%の税率を適用して課税する。合同税制委員会の推計によれば、米国企業の海外に滞留している利益は2015年時点で2.6兆ドル程度である。

(注3) ブッシュ政権時の2004年10月に「本国投資法」が成立した。還流させた利益の85%を控除可能とし、実質的に税率を5.25%へ引き下げた(課税所得15%×税率35%)。適用は、1年間の時限措置であった(2004年乃至2005年のどちらか1年を選択)。

(注4) 2005年はドルの名目実効レートが上昇したが、FRBによる利上げも行われており、どこまでが本国投資法の影響だったのかは判然としない部分もある。



## 2018 年は小幅なドル安となる可能性

以上を纏めると、2018 年のドル相場は、2017 年と同様の背景からの下落圧力がかかるものの、2017 年に比べればその度合いは緩和し、税制改革による幾分かの上昇圧力もあって、小幅なドル安になるのではないだろうか。

なお、予想通り小幅なドル安となった場合には、新興国にとってはドル建て債務の返済負担増が回避されるため、世界経済の安定維持という面では好ましいと言えそうだ。

(2018 年 1 月 12 日 栗原 浩史 hikurihara@us.mufg.jp)

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、金融商品の販売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。また、当資料全文は、弊社ホームページでもご覧いただけます。

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.