IIMAの目　公益財団法人 国際通貨研究所

2017 年 1 月 18 日

曲がり角のトランプ･ラリー:ドル高維持に必要な「3 つの辛抱」

公益財団法人　国際通貨研究所
経済調査部　上席研究員　武田 紀久子

＜トランプ・ラリーは「期待先行」から「現実直視」へ＞

金融市場のいわゆる「トランプ・ラリー」は、1 月 11 日に行われたトランプ氏による当選後初の記者会見を機に新たなステージへ入った、と見ている。勿論、セレモニーとしての重要度や注目度は明後日 20 日の就任演説が何と言っても大きい。しかし、経済政策面での新規情報に乏しく内容的に失望を誘った先週の記者会見を境に、金融市場では対ドルでの円買い戻しが一段と加速。こうした形でドル高進行に対しやや大きな調整が入っていること自体、約 2 ヵ月近く続いた「期待先行」の市場心理が質的に変化し、一体何がどう変わるのかを冷静に見極める「現実直視」の次のステージへ入ったことの証左に思われる。

もっとも、市場が待ちわびる「トランプ・リフレ策」の詳細が、就任演説で一気に明確になるとも思われず、多少なりともそれらが具体化する時機としては、1 月末から 2 月初めの一連の施政方針演説を待つことになる。またそもそも、過去 2 ヵ月にわたり市場が織り込んだトランプ・リフレの実現は、順調に行っても今年後半以降へずれ込む見通し。実際の波及効果が確認出来るのは、更にその先の来年 2018 年以降になるだろう。こうしたタイムラグは IMF も認識しており、今週発表した WEO（世界経済見通し）では、米成長率の上方修正幅を前回（2016 年 10 月発表分）との対比で、2017 年は+0.1%（成長率予想 2.3%）に留める一方、2018 年は+0.4%（同 2.5%）とより大きな上方修正を行っている。

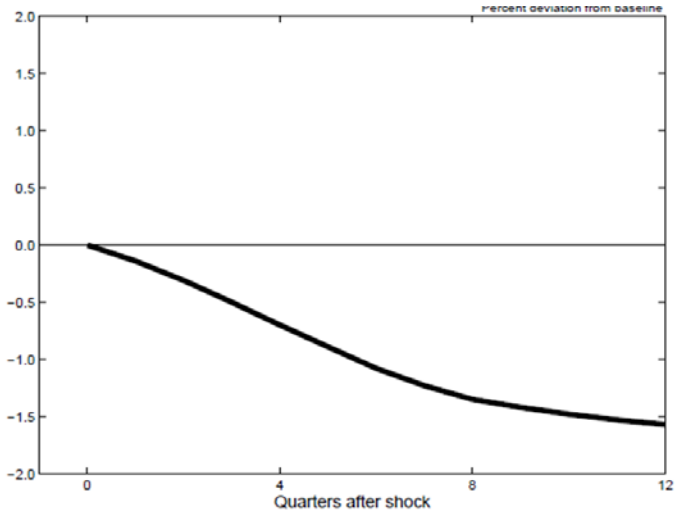
政策の内容確認や効果発現にはまだまだ時間がかかる状況の中、果たして、過去 2 ヵ月で浸透したトランプ・リフレへの期待がこの先も維持され、トランプ・ラリーがラリー（上昇相場）として続くかどうか。以下で述べる通り、ドル高の持続可能性について、筆者は「Fed」「新興国」「トランプ支持者」という 3 つの主体が、ドル高の悪影響をこの先どの程度許容できるか、その「3 つの辛抱」がカギになると考えている。換言すれば、新政権の経済政策は咀嚼にも消化にも時間のかかる状況の中、これら 3 つの主体が目下のドル高に対し何等かのネガティブな反応を示せば、ドル相場の調整が深くなる可能性がある、と見ている。

＜辛抱その①：Fed はリフレ効果よりも先に顕在化する「ドル高の悪影響」を警戒＞

トランプ・ラリーでドル相場が全面高となった背景は、改めて言うまでもなく、新政権による「財政刺激と金融引締めのポリシー・ミックス」への期待感にあった。即ち、トランプ氏が唱える大規模な「減税・インフラ投資・規制緩和」など大型財政出動を柱とするリフレ策を受け、米国の成長・物価の上昇ペースがこの先加速することを前提に、「財政赤字拡大→インフレ上昇→米長期金利上昇（Fed による利上げ加速）→金利高・ドル高」が発生するとのシナリオが、一気に織り込まれることとなった。

しかし、先に触れた通り、こうしたリフレ策の実現は早くて今年後半以降であり、プラス効果が実感されるまでには未だ 1 年近くもの大きなタイムラグがある。となると、昨年 11 月以降、インデックスベースで 1 割近くも進行したドル高による米国経済への悪影響の方が、先に顕在化することになる。例えば、FRB フィッシャー副議長は一昨年 11 月に行った講演で「10%のドル高が純輸出を介し GDP 成長率に与えるマイナス寄与度」として「半年後に▲0.3%程度」との試算結果に言及している。仮にこうしたドル高の悪影響がマクロ経済指標上で実際に確認されれば、目下ドル高の前提としてコンセンサスとなっている「Fed による年 3 回程度の利上げ」観測は一旦後退・慎重化するだろう。「data dependent=マクロ経済指標次第」の方針を貫くイエレン議長率いる Fed の利上げ判断が、ドル高の影響で慎重化するかどうか、今年春先（Fed による経済見通しが公表される 3 月 14，15 日開催の FOMC など）にはそれが大きな関心事となるだろう。

＜図表 1：10%のドル高が輸出入を介し米国 GDP 成長率へ与える寄与度（%）＞



（出所：Stanley Fischer “The Transmission of Exchange Rate Changes to Output and Inflation”）より

＜辛抱その②：新興国市場が直面する「ドル高の負のスパイラル」＞

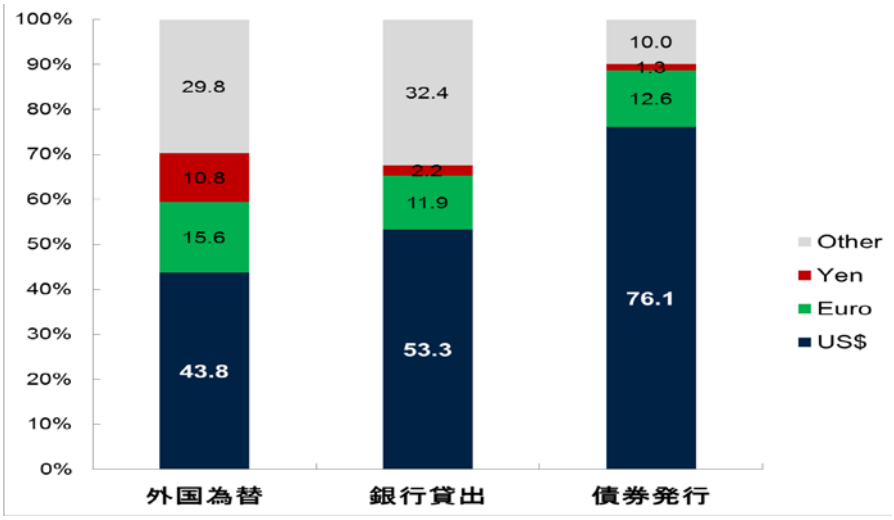
他方、ドル高の悪影響を即時的に最も大きく受けたのが、新興国市場である。ドル高によって新興国市場が大きく混乱している背景には、2007-2008 年のグローバル金融危

機以降に急拡大した新興国民間セクター（非金融部門）によるドル建ての資金調達がある。BIS 等によれば、新興国・民間部門のドル建て債務は、2007 年の約 6 兆ﾄﾞﾙから 2015 年第 2 四半期には約 20 兆ﾄﾞﾙ超へ急激に拡大。こうしたドル建ての資金調達は、銀行借り入れなど、伝統的な間接金融よりも、主として社債発行等の直接金融の形を取るケースが増えており、図表 2 で示す通り、グローバルな債券発行の 8 割近くはドル建て、となっている。2013 年のいわゆるバーナンキ・ショックまでは、米国を始めとする主要先進国の超低金利の長期化見通しとともにドルの先安見通しが強く浸透し、新興国での社債発行によるドル資金調達を活発化させていった。しかし現在、その前提が既に大きく崩れており、ドル金利とドル相場の急激な反転上昇によって、多くの新興国企業の資金調達は大きな番狂わせに直面している。

具体的には、ドル相場の急騰でこれら債務の元利払いコストが膨らみ、国内の資金調達環境や流動性が急速にタイト化。これが信用不安に発展すると同時に、現金化ニーズが強まることで国内の資産価格が急落する。ドル高・自国通貨安は、この負のスパイラルに拍車をかけており、実際、昨年 11 月のトランプ・ラリーの初期段階では、ドル建ての社債発行比率が高いとされる、チリ、ブラジル、チリ、南ア、トルコ等での市場混乱が非常に大きいものとなった。

従来、新興国市場の金融経済危機は、自国通貨安がショックアブゾーバーとなって、その後、輸出ドライブでの景気回復や、国際収支調整を促すなどのプラス作用が期待できた。しかし「長期停滞」の環境下で低需要がグローバルな課題となる中、通貨安という価格要因での輸出増には自ずと限界がある。今の新興国市場では、輸出チャネルよりも、先進国からの資金調達という信用チャネルが成長の鍵であり、想定外の速度と値幅でのドル高進行は大きな痛手となる。現在の市場混乱が真性の危機に発展しないかどうか、暫くは新興国市場のドル高への耐性が試される時間帯が続くだろう。

＜図表 2：グローバル金融市場における米ドル建ての取引　(2016 年、%シェア)＞



（出所：世銀「Global Economic Prospects, January 2017 : The U.S. Economy and the World」）

＜辛抱その③：ドル高に直撃される「ラスト・ベルトのトランプ支持者」＞

言うまでもなくトランプ氏の通商政策公約やツィートには、「国内需要の他国への輸出は許さない」というスタンスが強く伺える。即ち、米国の貿易赤字拡大を通じ、需要が他国へ輸出され、メキシコ・中国を初めとする国々が輸出主導型の成長を維持していることを是正する、というのが同氏のスタンスだ。しかし、こうしたトランプ氏の信条？に背反して、実は大幅なドル高は国内需要の海外流出を加速=貿易赤字拡大を促す作用がある。つまり、トランプ氏の通商保護主義的な政策志向とドル高基調の維持は、理論的に矛盾している。

更に大きな矛盾は、ドル高で最も大きな打撃を受ける米国サイドの主体は、トランプ氏勝利の原動力になったラスト・ベルト（米中西部の伝統的に製造業依存度が高い地域）の製造業者である、という点だろう。ドル高の悪影響に対しトランプ支持者の不満が高まる事態となれば、トランプ氏は至極あっさりとドル高是正の口先介入などを行うだろう。そればかりか「為替操作国」の認定など、保護主義的な政策へ更に大きく傾斜する可能性も高まる。米国製造業に対するドル高の悪影響がどの程度の深刻さでトランプ支持者等に認識されるか、その耐性もドル高継続の鍵となろう。

＜続かないドル高歓迎ムード＞

トランプ政権下で財務長官に就任する見通しのムニューチン氏は「米国の潜在成長率は 3-4%であり、それを実現するには減税が最も重要」「ドル高の問題よりも経済成長を重視する」などと発言。米国経済が一定の成長を続ける限り、新政権内のドル高懸念はさほど強まらない可能性はありそうだ。

しかし、見てきた通り、「Fed」「新興国」「ラスト・ベルトのトランプ支持者」といった主体がドル高を手放しで歓迎しているとは思われず、また、目下のドル高に対する「辛抱」もそう長続きするとは考えにくい。本日 18 日の外国為替市場では英国による「EU 強硬離脱」を嫌気したリスク回避行動の強まりからドル円相場が 112 円台へ下落するなどしている。しかし筆者は、調整に拍車がかかった背景は、必ずしも Brexit に対する警戒感だけでなく、そもそもとして、ドル高が一旦調整することを歓迎する向きが多いからではないか、と考えている。

以上

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、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、すべて御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、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。