

## 米国の保護貿易主義とドル安リスク

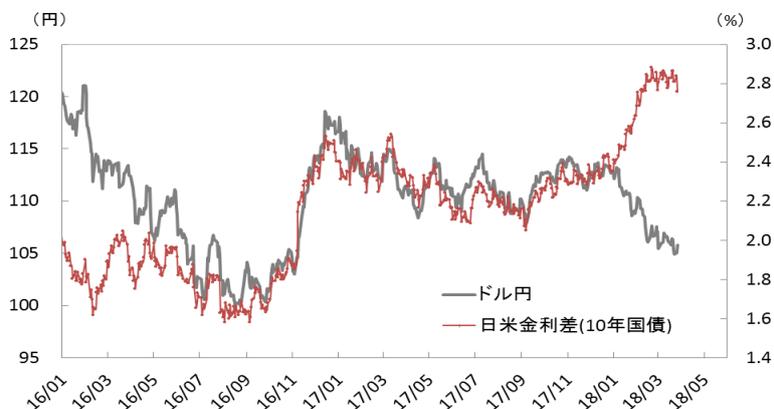
経済調査部 主任研究員 武田紀久子  
[kikuko\\_takeda@iima.or.jp](mailto:kikuko_takeda@iima.or.jp)

＜本稿は週刊エコノミスト誌（2018年3月13日特大号）寄稿文に加筆・修正を加えたものです＞

### 1. はじめに：今年第1四半期は想定外の速度と値幅でドル安・円高が進行

今年第1四半期の外国為替市場では、昨年中の低ボラティリティに慣れ切っていた多くの関係者には想定外の速度と値幅で、ドル安が進行した。ドルは主要6通貨に対するインデックス・ベース（DXY）で2月中旬に一時88台前半と2014年12月以来約3年ぶりの水準へ続落。対円では3月下旬に一時104円台と、こちらは2016年11月以来1年4ヵ月ぶりとなるドル安円高水準で取引されている。

＜図表1＞ ドル円相場と日米金利差



(出所 Thomson Reuters より IIMA 作成)

特に年末年始に顕著であったドル全面安の最大の背景は、長らくドル高予想の拠り所となってきた金利上昇の意味合いが劇的に変わったことにある。超緩和政策からの出口戦略推進という「停滞局面が終わった」ことを反映した結果の「良い金利上昇」であるならば、これをドル高要因として歓迎できた。しかし、金利上昇が国債大量増発など「安定局面が終わった」ことに備えようとする「悪い金利上昇」へ変質したのであれば、少なくとも市場の初期反応は全く逆になる。大荒れとなった年明けから2月にかけての金融市場の動きは、市場が「悪い金利上昇」を警戒し始めたことの結果に他ならない。

米ドル金利上昇の背景には、トランプ政権による一連の財政拡張政策を受けて米国債市場の需給悪化懸念が強まったこと、同時に、同政権の貿易保護主義スタンスが一段と

先鋭化し、通貨安や内需過熱の経路でインフレ懸念があおられ易い国内環境になったことがある。インフレリスクが高まれば、米 FRB による利上げスタンスは今織り込まれている以上に積極化する可能性がある。これら諸要因が相まって、米 10 年国債利回りは 2 月下旬に一時 2.95%と、3%の大台乗せ目前の水準へ急上昇となった。その後、米長期金利の上昇そのものは一服しているが、為替市場におけるドル相場の不安定な動きは続いている。

## 2. 大型減税・インフラ投資で強まる財政悪化懸念

米トランプ政権は、苦戦が予想される今年 11 月の中間選挙を強く意識し、大統領選挙キャンペーン中に掲げた公約を果たすために、拡張的な財政政策を相次ぎ打ち出している。昨年末には向こう 10 年間で 1.5 兆ドルという大型減税を盛り込んだ税制改革法案を成立させているが、1 月 30 日の一般教書演説では、新たに 10 年間で 1.5 兆ドル規模のインフラ投資を行う方針を発表した。インフラ投資策の詳細は不明であり、連邦予算からの支出で 2000 億ドルを見込み、それ以外は州政府と民間の支出で賄うなどとされているが、ともあれこうして危機時を除けば近年例のない大型の税・財政政策が立て続けに決定・発表されているのである。

これに対し、米国債市場が予想以上に大きく反応した理由は、一連の拡張策が米国の今次・景気拡大局面が過去 2 番目の長さに迫る 100 ヶ月を超え、労働市場がほぼ完全雇用を達成するなど、経済活動が極めて好調な状態にある中で進められている点にある。マクロ経済バランスが需給ひっ迫の領域へ入り始めている可能性があるにも関わらず、財政刺激策が実施されれば、短中期的には景気過熱と賃金上昇等インフレリスクが高まる事態が懸念される。同時に、財政支出拡大による国債大量発行も不可避となり、需給悪化を見越して「悪い金利上昇」への備えも必要になって行く。

トランプ政権は 2 月 12 日、2019 年会計年度（2018 年 10 月～2019 年 9 月）の予算教書を議会提出している。昨年決定された大型減税の影響で税収が落ち込む一方、公共事業関連費や国防費が上積みされた結果、歳出は前年度比+5%増加の 4 兆 4070 億ドルとなり、財政赤字は 1 兆ドル近い 9,840 億ドルと 7 年ぶりの水準へ膨張する見通しとなっている。

## 3. 深化するトランプ政権の貿易保護主義スタンス

トランプ政権が貿易保護主義スタンスを一段と先鋭化させているのも、同じく、中間選挙を強く意識してのことであろう。一年目には“口先介入”にとどめていた米国第一の通商政策を、2 年目に入った今、明らかに“実行段階”へ移ってきており、トランプ大統領が矢継早に打ち出す一連の保護貿易主義政策が、財政政策以上に、金融市場を大きく動揺させている。

トランプ政権は、1 月 22 日、太陽光発電パネルと家庭用洗濯機に対しセーフガード（緊急輸入制限）措置を発動。3 月 22 日には通商法 301 条（「外国による不公正な貿易慣行に対する制裁措置」）に基づき、中国からの幅広い輸入品目（500～600 億ドル相当）に高い関税を課すことを発表し、翌 23 日には、各国の強い反発をものともせず、かねて発表の通商拡大法 232 条に基づく「鉄鋼・アルミニウム」関税引き上げの発動に踏み切っている。

為替相場との関連で、米国の保護主義政策が新たな局面に入ったことを印象付けたのは、ムニューシン米財務長官がスイスで行われた毎冬恒例のダボス会議（世界経済フォーラム）で「弱いドルは貿易などの面で米国の利益になる」と発言した一件である。トランプ大統領の“不規則発言”には驚かなくなっていた市場だが、米通貨当局トップが通貨水準と貿易政策について自国第一の視点で公の場で発言した事実は、同じ場で長期的にはドル高が望ましいと付言し、またトランプ大統領による修正発言もあったにせよ、衝撃的であった。

実は同財務長官は就任間もない昨年4月にも「ドル高で短期的に輸出が打撃を受けるのは事実」と、その直前のトランプ大統領発言をサポートする形で同種のコメントをしている。しかし、当時のドル相場（DXY）は約14年ぶりのドル高水準にあったのに対し、今回は既にドルが下落軌道にあり、かつ、3年ぶりのドル安水準にある中での発言である。これに鑑みれば、相場水準や基調などはもとより眼中になく、保護主義推進の象徴的なツールとして為替への言及を繰り返している事実とともに、トランプ政権内における国内製造業等保護の機運がいかに根深いかを改めて印象付ける一幕であった。減税による内需刺激にインフラ投資の拡大、更には通商カードとしての通貨安が加われば、市場の関心がインフレ進行とFRBによる利上げペースの加速に向かうのは、むしろ当然と言えるだろう。

#### 4. インフレ関連指標が上振れるなか、パウエル新議長が就任

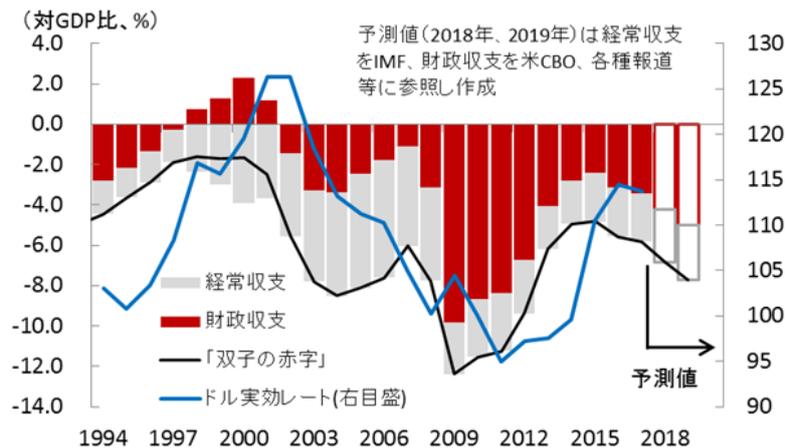
そもそも2月初旬に米債相場が急落（金利上昇）し、株価調整の大波乱を招いたきっかけは、2日に発表された米・1月分雇用統計で、平均時給が前年同月比2.9%と2009年6月以来約8年半ぶりの高い伸び率を記録したことにある。更に同14日発表の米・1月分米消費者物価指数（CPI）も、総合指数が前月比+0.5%、コア指数が同+0.3%と、いずれも事前予想をやや上回る結果となった。コアCPIを小数点2位以下までみると、前月比0.3495%と限りなく0.4%に近い0.3%であり、2005年3月以来約12年10カ月ぶりの高水準を記録している。政策を占う上での物価基調の判断は慎重に行う必要があるが、少なくともこれら直近の経済指標は米国でインフレ圧力が高まりつつある可能性を示唆するものであった。その後、2月分雇用統計で平均時給の伸び率が鈍化（同2.6%）したことを受け、賃金を起点とするインフレ加速への警戒ムードは一旦鎮静化している。しかし、改めて言うまでもなく、こうして物価上昇懸念があおられ始めた背景には労働需給のひっ迫があり、失業率が4.1%と約17年ぶりの水準で推移する中、3月末には新規失業保険申請者件数が約45年ぶりの低水準を記録するなどしている。

こうして米国では、国債増発による需給悪化懸念とは別の要因からも、金利上昇が促されやすい環境が出現しているのである。金融市場が神経質な動きを見せる最中の2月5日、ジェローム・パウエル氏が第16代米FRB議長に正式就任している。40年ぶりに経済学者以外の議長就任となるパウエル新議長は、FRBバランスシートの資産圧縮・政策金利引き上げという従前の正常化戦略と並行して、インフレリスクへの対処と、財政拡張下の米債市場安定といった難題に直面しつつ、FRBの2つの法的責務「雇用最大化と物価安定」の維持・達成を目指すことになる。初舞台となった3月FOMCでは、既定路線化していた25bpの追加利上げを整齊と行い、今後のペースについては「年3回」を維持したが、これがより積極化する可能性を見る必要がある。

## 5. 双子の赤字とドル相場

マクロ経済学の標準理論の一つであるマンデル・フレミングの法則では、財政拡大と金融引締めポリシーの組み合わせが自国通貨に与える影響は「通貨高」である。しかし、トランプ政権が選挙対策として米国第一の通商政策を推し進め、交渉ツールとして為替カードを切り続けるのであれば、市場の反応は教科書通りには行かなくなる。

＜図表 2＞ 双子の赤字とドル相場



(出所 Thomson Reuters より IIMA 作成)

換言すれば、「悪い金利上昇」が警戒されただけならば、ドル売りの反応は比較的早く収まる可能性がある。しかし、米国政府がドル安政策に傾斜すると観測が加わるとなれば、ドルの先安観そのものが海外からの対米債券投資の手控えを引き起こしてしまう可能性がある。世界最大の経常赤字国である米国で海外からの資本流入が鈍化すれば、それ自体が新たなドル安圧力を招く負の連鎖が発生してしまう。財政・経常収支の「双子の赤字」というドルにとってのアキレス腱が、為替相場を本格的に支配する材料になるのかどうか、今、その瀬戸際に差し掛かっているようにも思われる。

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、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく申し上げます。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。

Copyright 2018 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokuchō 1-Chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話：03-3245-6934 (代) ファックス：03-3231-5422

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

URL: <https://www.iima.or.jp>