



バイデン新政権のドル政策を考える

～新政権が目指す経済問題の解決にドル安は有効か?～

ハト派のイエレン氏を財務長官に ドルは適正水準からみて割高

波乱含みの米大統領選は、紆余曲折はあったものの、結局大方の予想通りバイデン前副大統領が勝利し、4年ぶりの民主党政権となるバイデン新政権が誕生する。同政権の主要閣僚も指名が進んでおり、財務長官としてはジャネット・イエレン前FRB(米連邦準備制度理事会)議長が指名された。

イエレン氏は、FRB議長在任中は主にリーマン・ショック後の金融緩和政策の正常化を行ってきたが、元来はハト派のスタンスであった。バイデン次期大統領も政策構想の中で、米国の技術優位を維持するための製造業強化や、米国内の分断を緩和するための中間層・労働者層の所得の底上げを推進するとしており、自国産業保護的な政策バイアスが強まれば、ドル安政策に通じていくとみられることもできる。こうした観点から新政権はドル安志向が連想されやすい。

確かに現状一定のドル安が米国にとって望ましいのは事実だろう。まず、2%のインフレ目標を速やかに達成するためには、FRBの金融緩和を素直に反映したドル安による輸入物価を通じたインフレ圧力などはその一助となる。そしてより直接的には、趨勢的にみてドルの水準が割高な位置にあるとみられるためだ。

為替相場の適正水準を評価することは容易ではないが、1つの基準として、IMF(国際通貨基金)が毎年External Sector Report(ESR)において主要加



公益財団法人 国際通貨研究所
上席研究員

橋本 将司 (はしもと・まさし)

慶應義塾大学卒業後、三菱UFJ銀行に入行。国際通貨研究所研究員、グローバルマーケットリサーチ・シニアアナリスト、経済調査室ニューヨーク駐在などを歴任し、グローバルな為替市場やマクロ経済に加え、米金融規制など幅広い分野の調査業務に従事。2020年より再び国際通貨研究所へ出向し、為替市場や主要国の金融政策・マクロ経済動向の分析を担当。理論的な観点からの為替市場分析を得意とする。国際通貨研究所ホームページ (<https://www.iima.or.jp>)にも各種レポートを掲載

盟国に対して行う経常収支や為替レート¹の適正水準に関する評価がある。ESRでは、IMFが各国に推奨する望ましい政策を行った上でも残る構造的な対外収支不均衡に対応する為替レート水準の推計などを基に、IMF担当者による裁量的な調整も加えて適正な実質実効為替レート(REER)の水準を推計。基準年のREERの年間平均値が、これから何%乖離しているかが示されている。

図表は主要国・地域の通貨の2019年平均REERの適正水準からの乖離率をみたものだ。ドルはプラス11%と主要国通貨の中で最も割高(過大評価)であることがわかる。これに基づけば、2020年11月末時点でもドルのREERは約10%割高と試算される。この程度のドル高の解消であれば一定の経済合理性はあると言える。

「強いドル政策」は不変へ 通貨外交も国際協調重視

もっとも、日々巨額の取引が行われている為替市場を思いのままに操作することは、米当局と言えども容易ではない。対外純債務国かつ経常赤字国である米国は、海外からの安定した資本

流入が必要であり、万一米当局が意図的なドル安誘導を行いそれに市場が過剰反応した場合、悪い米長期金利の上昇など、米経済にとって望ましくないショックに結びつきかねない。また、米当局がドルの価値の押し下げを志向することは、その基軸通貨としての基盤を長期的に揺るがすことにもつながり得る。価値の低下する資産や通貨を、基本的には誰も保有したくないだろう。

クリントン政権後期に財務長官を務めたローレンス・サマーズ氏も、先頃ピーターソン国際経済研究所に寄せたメモランダムで、次期財務長官に対し「拡張的な政策へコミットしている現状においては、ドル安志向やドルの価値に無関心であることは賢明ではない」と呼びかけた。米財政赤字が史上最大規模に膨らみ、FRBが大規模な金融緩和政策を行っている中で、市場のドルに対するセンチメントに配慮した慎重なスタンスを推奨したと言えよう。筆者は米国政府が安易なドル安政策を行うことは引き続き考え難いとみている。

米国のドル政策は1990年代後半のクリントン政権後期のルービン財務

長官以来、「強いドルが米国の国益」との基本方針を維持してきた。そして2000年代以降はこの「強いドル政策」の基本方針を掲げつつ、為替レートは例外的な混乱期を除けばファンダメンタルズを反映した市場の決定に任せるというものであった。

これは競争的な通貨価値の押し下げを行わないとのG20におけるコミットメント、あるいは為替レートは市場での決定に任せ、為替市場における行動に関しては緊密に協議するというG7におけるコミットメントにも沿ったものだ。バイデン新政権は、自由主義諸国の協調を重視するとしていることから、こうした国際的なコミットメントを一方的に無視する行動には出にくいであろう。

トランプ政権においても、トランプ大統領はドル安が望ましいという発言をたびたび行って来たが、決定的にドルを押し下げよう言動はなかったとみられる。ムニューシン財務長官も、より弱いドルは貿易などにとってよいとの趣旨の発言をしたことはあるが、合わせて長期的にはドルの強さは米国経済の強さやドルが第一の準備通貨であることを反映との趣旨の発言も行い、バランスを取っていた。現状から幾分かドル安は望ましいが、長期的にみてドルの価値が安定していることが望ましいことを改めて確認している。このようにトランプ政権でさえも、結局大枠としての「強いドル政策」は基本的に維持されていたとみることができよう。

格差是正など懸案解決に向け 新政権は国内経済改革へ注力か

トランプ政権における米国の経常赤字は、制裁関税などにより対中赤字が改善した場面では、その分をベトナムなど他の国からの輸入増加が埋め合わ

せをしており、結局全体として改善はみられていない。米国で所得以上の内需を背景とした輸入品への根強い需要がある限り、対外収支改善は容易でない。仮に対外収支改善を狙ってドル安政策を行っても、理論的には他の条件が一定であれば長期的には米国のインフレ率の上昇により収支改善効果は相殺されると考えられる。つまり、根本的な対外収支の改善を実現するには、制裁関税やドル安政策は言わば小手先の政策に過ぎず、対外収支の裏側にある構造的財政赤字を含む国内貯蓄・投資

バランスの改善など、地道な構造改革が求められるということだ。バイデン新政権が掲げる米国製造業の強化や中間層・労働者層の収入の底上げについても、ドル安政策による短期的な対外収支改善が、それらの実現につながるかは非常に不透明だ。例えばドル安により輸出額増加の恩恵を受ける一部製造業やその労働者はメリットを享受するかもしれないが、多数の中間層や製造業が購入する輸入製品や原材料はドル安により値上がりし、実質所得や利益の減少につながる可能性がある。

ここでもやはり産業競争力向上など経済ファンダメンタルズの強化につながる地道な政策が、結局は目標実現の近道となろう。この点、バイデン新政権の現時点での政策構想をみても、米国の経常赤字の縮小自体にはトランプ政権ほど固執していないようだ。確かに、中国や他国の不当な通貨安政策を含む不公正な貿易慣行には積極的な対抗措置を取るとしている。

しかし、こうした対抗措置については、米国の同盟国と緊密に歩調を合わせて対象国に圧力を加えるとしている。そして政権の重要課題である米国製造業の強化や中間層の所得の底上げに対しては、まず政府による先端技術分野

■図表 主要国実質実効為替レートの評価

通貨	適正水準からの乖離幅
オーストラリア・ドル	▲4.0%
ブラジル・リアル	+3.5%
カナダ・ドル	+7.1%
中国人民币元	▲2.0%
ユーロ	▲2.8%
インド・ルピー	▲5.6%
日本円	+0.0%
韓国ウォン	+0.0%
メキシコ・ペソ	▲7.0%
ロシア・ルーブル	▲0.4%
南アフリカ・ランド	+5.7%
スイス・フラン	▲3.5%
タイ・バーツ	▲9.5%
トルコ・リラ	▲15.0%
英ポンド	+7.5%
米ドル	+11.0%

(注) プラス表示の場合、当該国の2019年平均REERが適正水準より割高になっていることを示す

出所: IMF External Sector Reportより筆者作成

への投資増、医療や教育へのアクセス拡大といった中間層への分配強化を含む国内経済政策を主に挙げている。

以上のように、バイデン新政権においても為替レートを基本的に市場の決定に任せる「強いドル政策」は引き続き不変であろう。確かに米国にとって、現状から幾分かドル安が望ましいとも考えられる。しかし、自由主義諸国との協調の下で国際的な通貨・通商秩序を保ちつつ、国内経済改革に注力することで経済課題に取り組むとみられることから、安易なドル安政策が採用される可能性は低いと思われる。バイデン次期大統領やイエレン次期財務長官が、こうした状況を踏まえて当面のドル政策やドルのあるべき状況について、今後どういった内容の発信を行うか注目されよう。

(記事内容は2020年12月8日時点)