

# Newsletter



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

## ドルの中長期展望

公益財団法人 国際通貨研究所  
経済調査部 上席研究員  
山中 崇  
[tyamanaka@iima.or.jp](mailto:tyamanaka@iima.or.jp)

### <要 旨>

- (1) ドルの実質実効レートはグローバル・インバランスが拡大し始めた 2002 年以降、下落基調にある。金融危機時には「質への逃避」などから短期的に反発したが、足元では超低金利政策の長期化観測や財政赤字への懸念などにより再び下落基調に戻り、変動相場制移行後の最安値を更新している。
- (2) 今後、FRB の金融引き締めなどをきっかけにドルは一時的に反発する可能性があるが、中長期的には下落基調が継続すると予想される。経常収支の赤字体質が残ると見られる上、新興国がこれまでのようにドルを買い支えることは次第に難しくなるとみられるためだ。今後の財政再建への取り組み次第ではドル不安が強まるリスクもある。
- (3) ドル安基調が続くことにより、今後もドルの信認問題はくすぶり、国際通貨体制見直しの議論が続こう。しかし、現在のドル一極体制が問題を抱えていることに異論はないとしても、ドルに代わる通貨が見当たらないのも事実であり、基軸通貨としてのドルの地位は予見できる将来においては変わらないとみられる。

- (4) 超長期的には、新興国の内需拡大、米国の輸出増による不均衡是正（グローバル・リバランス）の結果、ドル安基調に歯止めがかかるシナリオも展望できる。逆に、米国の経済規模が相対的に縮小していく中、経常赤字がいつまでも解消されないようだと、ドル安基調に歯止めがかからず、ドルのブレゼンスは低下しよう。

## <本 文>

ドルの実効相場が変動相場制移行後の最安値を更新した。グローバル金融危機をきっかけに国際通貨制度見直しの議論も出てきており、基軸通貨としてのドルの地位は揺れている。ドルは今後どのように推移するのか。本稿ではドルの中長期展望を試みた。

### 1. 変動相場制移行後のドル相場の変遷

はじめに、連邦準備制度理事会（FRB）が公表しているドルの実質実効レート<sup>1</sup>により、過去のドル相場の推移を簡単に振り返ってみよう（図表 1）。

#### 〔1973 年～1978 年〕 ドル安

戦後続いた金・ドル本位制（ブレトンウッズ体制）は、米国の国際収支の赤字拡大によりドルの価値（平価）を維持することが次第に難しくなり、変容を迫られた。米国は、1971 年にドルと金の交換を停止（ニクソンショック）、ドル切り下げ・変動幅拡大を盛り込んだスミソニアン協定を経て、1973 年に変動相場制に移行した。ドルの過大評価が修正される形でドル安が進行。ドル安は 1978 年 11 月にカーター大統領が包括的なドル防衛策を発表するまで続いた。

#### 〔1978 年～1985 年〕 ドル高

米国では拡張的な財政・金融政策やオイルショックによりインフレが高進。1979 年に就任したボルカーFRB 議長はインフレ克服のため通貨供給量を操作目標とした新金融調節方式を採用したことから金利が高騰。厳しい景気後退もあってインフレは収束したが、実質金利の上昇で米国に資金が流入しドル高が進行した。イラン革命やソ連のアフガン侵攻など、緊迫した国際政治情勢から有

<sup>1</sup> 米国の主要な貿易相手である 26 の国・地域との為替レートを貿易取引ウェイトで加重平均し、インフレ率格差を調整したもの。

事のドル買いが進んだこともドル高につながった。この結果、実力以上のドル高が続き、米国の対外収支は大幅に悪化。財政赤字と並んで「双子の赤字」が問題となった。

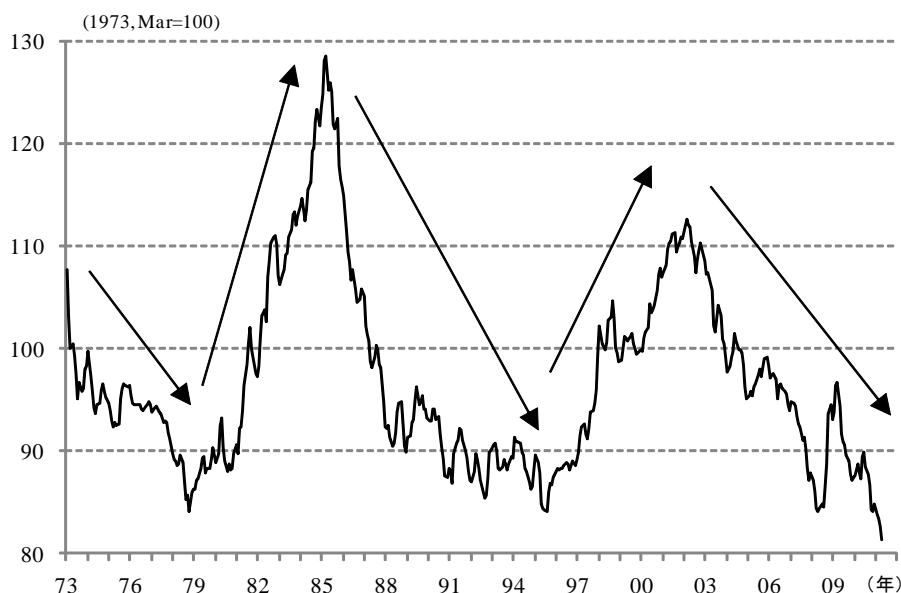
**[1985年～1995年]** **ドル安**

米国の巨額の赤字は世界経済の大きなリスクであるとの共通認識が高まり、1985年9月、主要先進5カ国は協調介入によるドル高是正で合意した（プラザ合意）。以後、本格的なドル安基調に転換。ドル安は当局の意図を越えて急速に進んだためドル不安が高まった。ドルの下落基調はルーブル合意<sup>2</sup>でも止まらず1995年まで続いた。

**[1995年～2002年]** **ドル高**

1995年にルービン財務長官が就任すると、「強いドル政策」と財政赤字削減により資金を米国に呼び込み、長期金利を低下させることで米国経済を成長させる経済戦略（ルービノミクス）をとった。これが奏功してドル相場は反転。財政収支は1998年度から黒字に転換した。1990年代半ば頃からIT革命により米国の生産性上昇率が大きく高まったこともこの間のドル高に寄与した。ドル高局面は財政収支が再び赤字に転落する2002年まで続いた。

(図表 1)ドル実質実効レート



(出所) FRB

<sup>2</sup> 1987年2月、パリのルーブル宮殿で開催された先進7カ国蔵相会議（G7）は「為替レートを現在の水準の周辺に安定させる」ことで合意した。

## 2. 現在のドル安基調の背景

それから現在までドルの下落トレンドが続いているが、ドル安に転じた 2002 年頃から、グローバル・インバランス（国際的な経常収支の不均衡）が急速に拡大し始めた。米国経済は IT バブルの崩壊をきっかけに 2001 年 3 月からリセッションに入った。NBER（全米経済研究所）によれば、景気は 2001 年 11 月に底を打ったものの、バランスシートが大きく傷んだ企業は設備投資・雇用に慎重な姿勢を崩さず、景気回復はジョブレス・リカバリー（雇用なき回復）となった。FRB は政策金利である FF レートを過去最低（当時）の 1% に引き下げ、これを 1 年間据え置いたことから、金融緩和の長期化により住宅ブームが発生。サブプライムローンの普及による住宅需要の拡大もあって住宅価格は大幅に上昇し、家計は住宅を担保に借入を増やして消費を拡大させた。住宅ブームは次第にバブルの様相を深め、内需の盛り上がりから輸入が急増。こうして米国の経常赤字は急速に膨らんでいった（図表 2）。

一方、アジアを中心とした新興国は、1990 年代後半のアジア通貨危機の教訓から、輸出主導の成長により外貨準備を豊富に保有する政策をとった。輸出の受け皿となったのが米国市場である。新興国の経常黒字は米国の経常赤字と並行して拡大したが、それに伴う自国通貨の増価圧力を為替介入で抑え、輸出競争力を維持しようとした。介入により積み上がった外貨準備のほとんどは米国債を中心としたドル資産で運用された。

このため、FRB が金融引き締めにも転じて長期金利の上昇は抑えられ、米国は実力以上の高成長を続けることが可能となった。また、米国の経常赤字拡大によりドルには減価圧力がかかったが、新興国からの資金還流が米国の赤字をファイナンスすることによりドルの急落は回避された<sup>3</sup>。

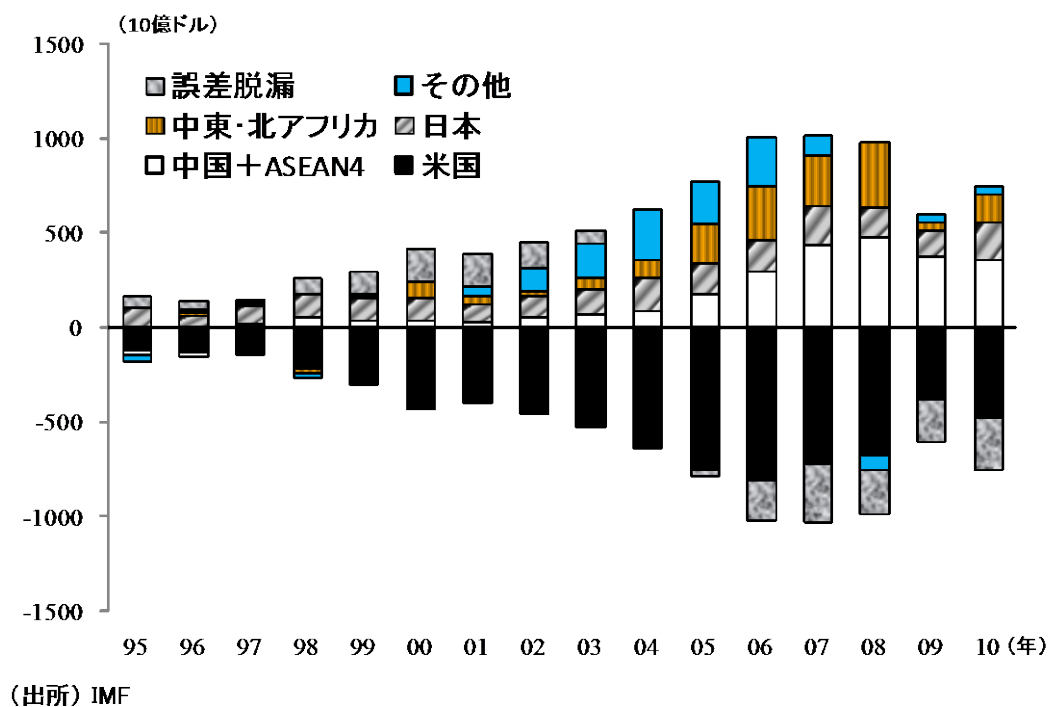
その後、グローバル金融危機によりドル相場は短期的に上昇に転じた。リーマンショックにより金融市場の不安は極度に高まり市場の流動性が枯渇。米銀が手元流動性の確保に走りドルの供給を絞ったため市場からドルが蒸発し、ドル高が進んだ。金融危機の中、「質への逃避」買いが強まったこともドルを押し上げた。危機が最悪期を脱するとドル高は一服したが、2010 年春には欧州ソブリン危機により再びリスク回避からドルが強含んだ。

景気が底入れし金融市場が落ち着いてからは、リスク選好の動きが戻りドルは再び下落基調に回帰した。さらに、2010 年秋には FRB が米国債の追加購入

<sup>3</sup> 一部の経済学者は、こうした枠組みが戦後のブレトンウッズ体制に似ているとして「ブレトンウッズⅡ」と名付け、長く持続可能な体制として肯定的に評価している。

(QE2) に踏み切り、これがドルを圧迫。足元では FRB が早期利上げに依然慎重なこと、財政赤字に対する懸念が高まったこともドル安材料となっている。

(図表 2) 主要国・地域の経常収支

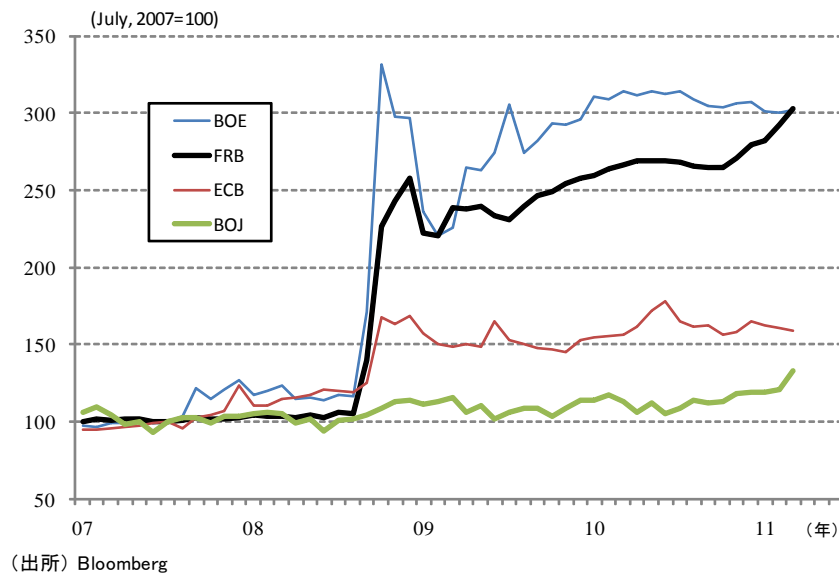


### 3. ドルは中長期的に下落基調が続く公算大

#### ① 米国経済正常化の過程ではドル反発も

今後は、米国経済が正常化する過程で一時的にドルの反発も見込まれる。FRB は当面、金融緩和を続ける姿勢だが、いずれは引き締めへ転じ、それをきっかけにドル相場が反転する可能性がある。FRB は金融危機時に米国債、住宅ローン担保証券、エージェンシー債を大量に購入。この結果、FRB のバランスシートは危機前の約 3 倍に拡大した。これは日本銀行 (BOJ) や欧州中央銀行 (ECB) を大きく上回り、英中央銀行 (BOE) と並ぶ規模である (図表 3)。FRB による流動性吸収 (バランスシート正常化) はドルの需給を引き締めよう。

(図表 3) 主要中央銀行のバランスシート規模



## ② 米経常赤字がドルに減価圧力

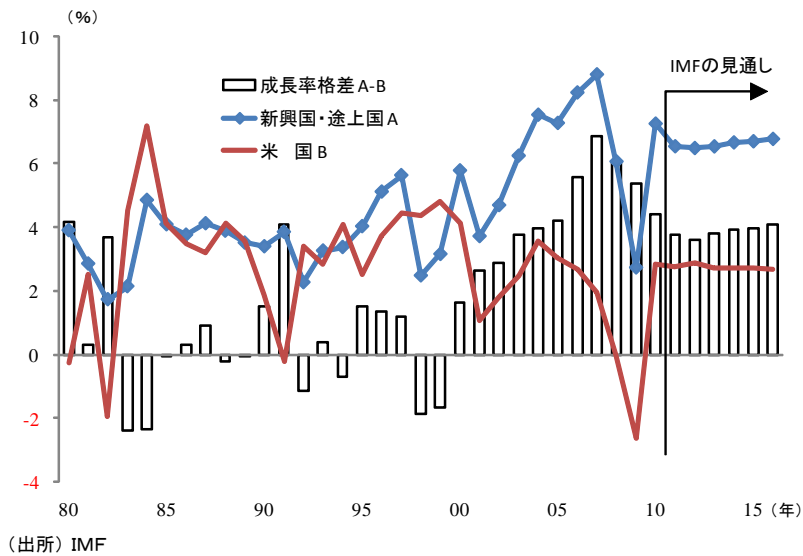
しかし、中長期的にはドル安基調が続く公算が大きいと見る。米国の経常赤字は金融危機前の水準に戻る可能性は低いものの、しばらくは赤字体質が残り、ドルに引き続き減価圧力をかけると予想されるからだ。

米国の経常赤字は2006年をピークに3年連続で減少し、2009年にはGDP比で2.7%と2006年(同6.0%)の半分以下に縮小した。金融危機をきっかけに米国経済のリバランスが進み、内需が大きく落ち込む一方、外需は新興国経済の好調から堅調を維持したためである。米国の家計債務残高は2008年以降減少が続いており、一時2%を割り込んだ家計貯蓄率も2011年1-3月期には5.7%まで上昇した。この結果、過去の回復期に比べて消費の伸びは低下したが、旺盛な新興国需要を背景に輸出は2011年1-3月期が前年比14.9%増とオバマ大統領の輸出振興計画(5年で倍増)に見合ったペースで伸びている。

しかし、グローバル・インバランスの構図が根本的に変わった訳ではない。米国では景気が回復した2010年には経常赤字がGDP比で3.2%と再び拡大しており、「過剰消費」体質は解消されていない。他方、新興国側でも経済構造を輸出主導型から内需主導型へ転換できておらず、自国通貨の対ドルレートを安定させる為替政策にも大きな変更はない。このため、グローバル・インバランスの象徴である米中の不均衡はほとんど縮小していない上、中国の外貨準備高も増加を続け、足元では3兆ドルを超えている。米国と新興国との成長率格差は今後も続く見通しだが、不均衡の是正にはかなりの時間を要しよう(図表4)。米国の経常収支は、グローバル化による米国製造業の空洞化(輸出供給力不足)

もあって、しばらく GDP 比 3%程度の赤字が残ると見込まれる。

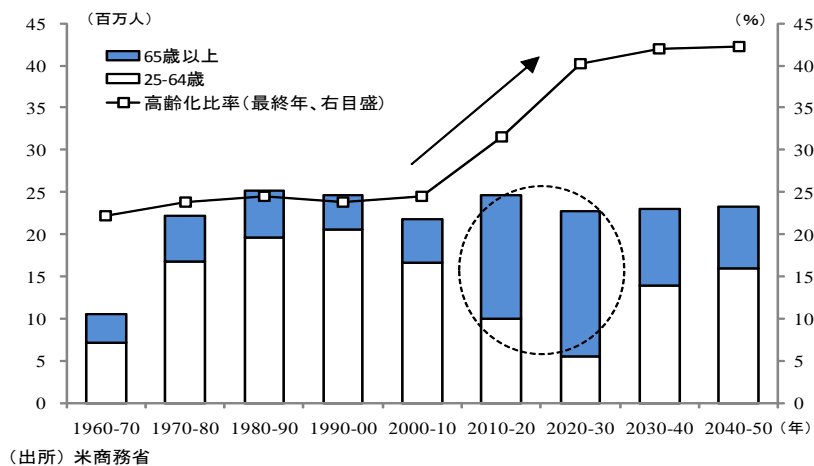
(図表 4) 米国と新興国・途上国の成長率格差



### ③ 米国の人口動態もドル安要因

米国の人口動態も、中長期的にドル安方向に作用しよう。米国ではベビーブーマー（1946年～1964年生まれ、推計7800万人）の引退が本格化し、これから約20年にわたって過去に経験のないスピードで高齢化が進展する（図表5）。米商務省によれば、過去40年間25%程度で推移してきた「高齢化比率（25～64歳人口に対する65歳以上人口の比率）」は2011年以降、急速に上昇し、2030年には40%に達する見通しである。これは国民貯蓄率を低下させ、経常赤字を拡大させる要因となろう。

(図表 5) 米国の25歳以上人口の推移(10年毎の増減)と高齢化比率



#### ④ 新興国のドル買い介入はペースダウン

新興国がこれまでのようなペースでドルを買い支えることが難しくなりそうなことも今後のドル安材料である。最大の外貨準備保有国である中国では、急激な人民元高を抑えるため中国人民銀行（中央銀行）が為替介入を行っているが、介入により市中に供給された資金（人民元）が国内のインフレ圧力を高めないように、保有証券売却や預金準備率引き上げなどで資金を吸収している（不胎化）。しかし、外貨準備が巨額となるのに伴い不胎化のコストが無視できなくなってきた。保有証券を売り尽くした人民銀行は、2003年から中央銀行債（中銀債）を発行して不胎化操作を行っているが、米国金利の低下で外貨準備資産（主に米国債）の運用利回りが中銀債の調達コストを下回る逆ザヤとなり、介入するほど人民銀行の収益を圧迫する構造となっている。さらに、人民銀行は増大する中銀債を低利で商業銀行に引き受けさせており、異例に高い預金準備率とともに商業銀行の財務の健全性を損ねることが懸念されている。

介入コストの増大に加えて、経済情勢が新興国によるドルの買い支えを後退させる可能性もある。最近では、一次産品価格高騰による国内のインフレ圧力の高まりにより、「自国通貨価値安定による輸出競争力の維持」から「自国通貨高容認によるインフレ抑制」へと政策が変わるのではないかとの観測が強まっている<sup>4</sup>。こうした事情は他の新興国でも同様である。中国が対ドルで人民元の上昇ペースを早めれば、他国も自国通貨の対ドルレート上昇を容認しやすくなる。

#### ⑤ カギを握る米国の財政再建

ドル相場を展望する上で大きなポイントになると思われるのが米国の財政問題である。経常赤字国で米国債調達の約半分を海外投資家に依存していることから、財政赤字はドルのアキレス腱となっている。

米国の財政赤字は戦後最悪の景気後退による税収減や景気対策に伴う歳出増により、平時としては未曾有の水準に膨らんでいる。しかし、財政収支の悪化は景気後退による一時的なものではなく、高齢化進展や医療費高騰などにより長期的に続く見通しである。とりわけ医療費高騰によるメディケア（連邦政府による高齢者・身障者を対象とした公的医療保険制度）などの公的医療支出の増大は深刻で、財政悪化の大きな要因となっている<sup>5</sup>。米議会予算局（CBO）によれば、現在の政策を前提とした場合、連邦政府債務残高のGDP比は2025年度

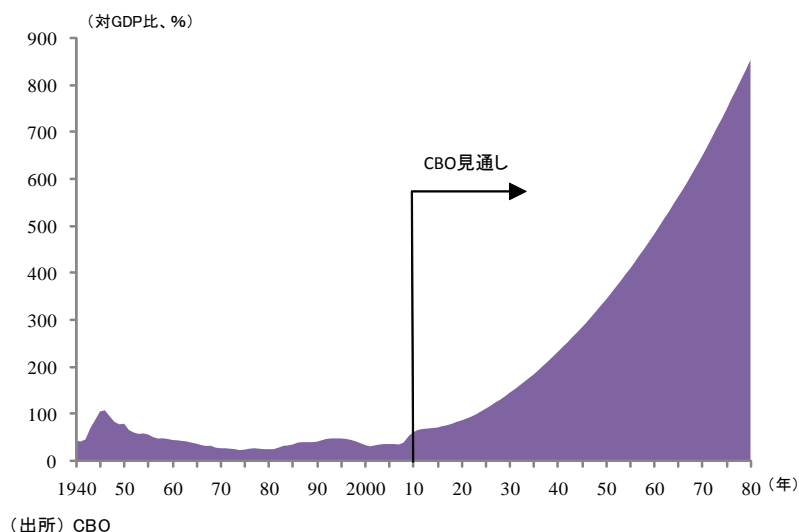
<sup>4</sup> 中国紙「中国証券報」は2011年4月19日、「中国はインフレ抑制のために人民元をより早いペースで上昇させる見通し」との論説記事を掲載した。

<sup>5</sup> この点、2010年3月に成立した医療保険改革法は、改革の主眼が保険加入率の引き上げに置かれたため医療費抑制には多くを期待できない。



には第2次大戦直後の既往ピーク（109%）を更新する見通しである（図表6）。

（図表6）米国連邦政府債務残高の長期見通し



財政再建については、すでに与野党から健全化策が出されている。2010年12月にはオバマ大統領が設置した超党派の財政委員会が赤字削減策の最終答申案を提出した。2011年4月5日には下院共和党が2012年度予算案の中で2021年度までの財政赤字削減計画を示し、その翌週には大統領案が公表された。いずれも今後10年程度の間、4兆ドル前後の赤字削減を見込んでいるが、大統領案が富裕層への増税を盛り込んでいるのに対して、共和党案は大幅な歳出カットにより赤字削減だけでなく減税も目指すなど、財政赤字の削減方法には大きな隔りがある（図表7）。現在は、バイデン副大統領の下で民主・共和両党による包括的な財政健全化策が検討されているが、協議は難航している。

（図表7）財政赤字削減案の比較

(10億ドル)

(対象期間)	大統領案 (2012-23)	下院共和党案 (2012-21)	財政委員会 (2012-20)
歳出削減	2010	5447	2217
裁量的支出	1170	1117	1661
国防	400	0	---
非国防	770	1117	---
義務的支出	840	4330	556
利払い費削減	990	767	673
増税	1000	▲ 1831	995
財政赤字削減額	4000	4383	3885

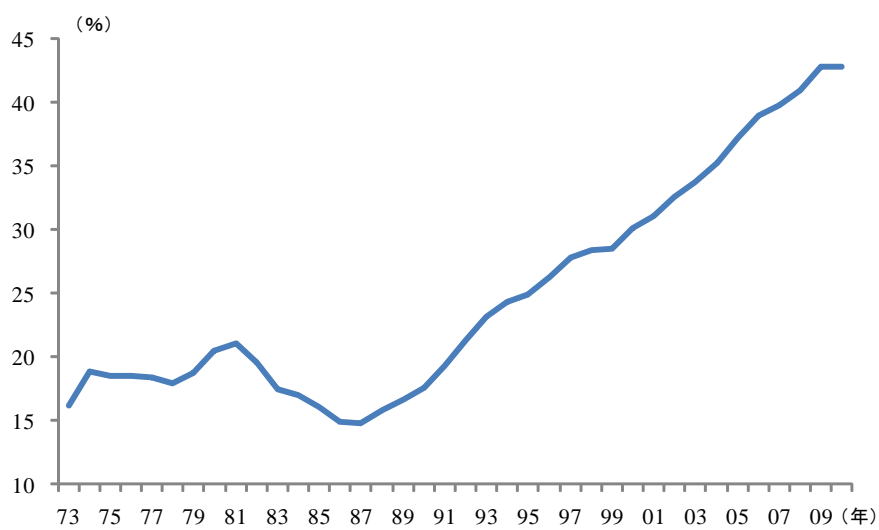
(出所) 各種発表資料より筆者作成

各種世論調査をみると、財政赤字を削減することに対する国民の支持は高いものの、公的医療費や社会保障費を減らすことには抵抗が強い。財政赤字を削減するには歳出の半分以上を占めるこれらの支出を削減することが不可欠だが、高齢化が急速に進展する中で医療・社会保障費を大幅に削減することは政治的に難しく、共和党案のように歳出削減だけで財政を再建するのは困難とみられる。このため、最終的には大統領案のように増税も財政健全化のメニューに入る可能性が高そうだ。また、オバマ大統領は企業や富裕層に対する増税だけで財政再建を進める姿勢だが、厳しい財政状況からみて中所得層にもある程度の負担を求めることは避けられないように思われる。実効性のある赤字削減策をまとめるのは容易ではない。4月18日には格付け会社S&Pが、財政赤字削減で与野党の合意が得られない恐れがあることを理由に、米国債の長期格付け見通しを「安定的」から「ネガティブ」に変更した。今後2年以内に格下げが行われる可能性が3分の1あるという。こうした動きがプレッシャーとなって合意が早まる期待はあるものの、党派の対立がますます激しくなる中で早期合意には困難が予想される。

財政再建に成功すれば、貯蓄投資バランスの改善による経常赤字縮小、米国経済への信認向上からドル高もありうるが、現状ではこうした楽観論は主流ではない。むしろ再建失敗によるドル安を懸念する向きが強い。財政再建策の合意・実行にもたつき、財政赤字拡大・連邦債務残高の膨張に歯止めがかからず、財政見通しが一段と悪化した場合には、基軸通貨国の米国といえども財政危機発生リスクから無縁ではいられない。今のところ米国債は安全資産（safe heaven）として位置づけられており、短期的に危機が発生する可能性は低いとみられるが、長期的には米国の財政運営に対する投資家の信頼が失われる結果、資本流入減少、資本逃避によりドルが暴落するリスクも否定できない。

以上から、今後10年程度の期間を展望する限りでは、対新興国通貨を中心にドル安基調が続く公算が大きいとみられる。米国の貿易は1990年代に入ってから新興国への依存度を急速に高めており、ドル実効レートの構成通貨のうち、新興国・途上国通貨のウェイトはすでに40%を超えている（図表8）。新興国通貨の対ドルレートが上昇し、さらにウェイトが高まることで、ドル実効レートに対する下落圧力が強まろう。

(図表 8)ドル実効レート構成通貨のうち新興国・途上国通貨のウェイト



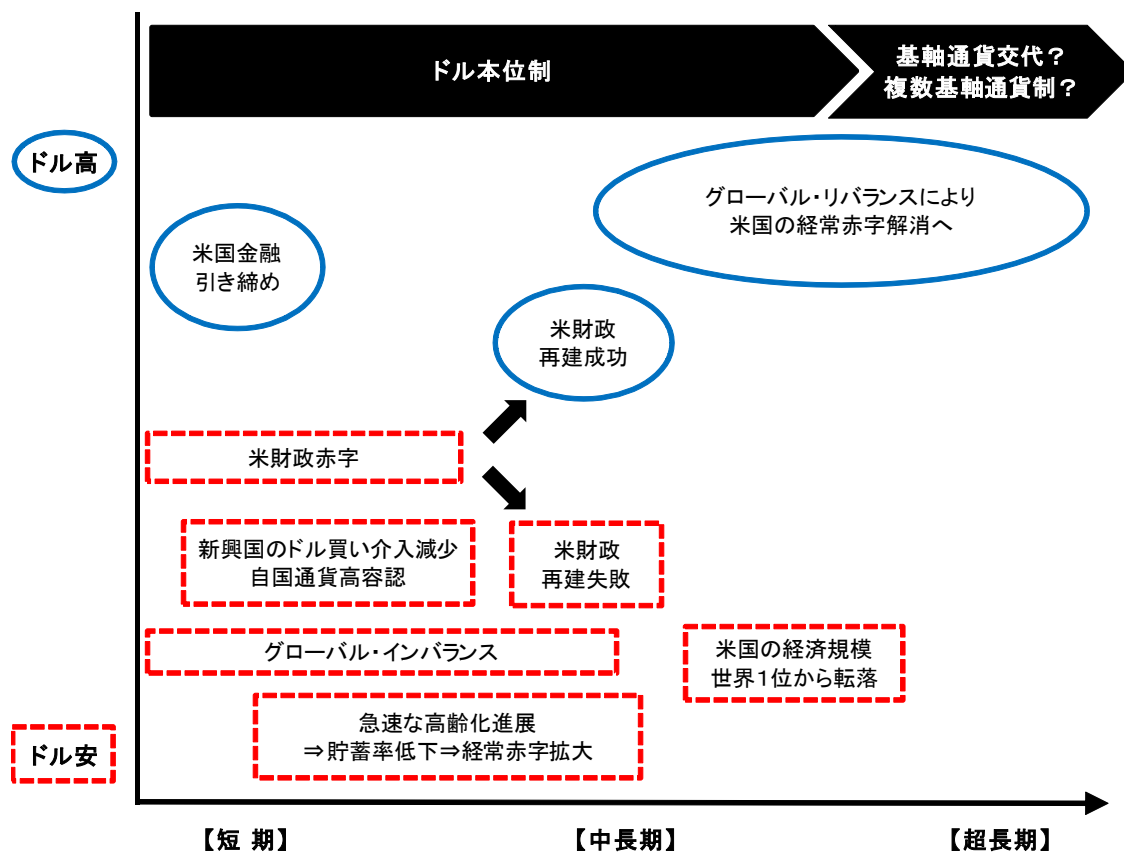
(出所) FRB

#### 4. 超長期ではグローバル・リバランスでドル安に歯止めも

その先は、現時点では予断を許さないものの、グローバル・リバランス（世界経済の再均衡）の進展により、ドル安基調に歯止めがかかるシナリオも展望できる。すなわち、新興国では高成長が続き、いずれは米中の GDP 規模の逆転も視野に入ってくる。新興国の経済規模の拡大に伴い内需主導型経済への構造転換が進み、輸入も大きく増加する。こうして新興国が米国に代わって世界中の輸出を吸収する巨大市場となる一方、米国では財政再建により内需が抑制される分が新興国向けの輸出増でカバーされる。米国の製造業はグローバル化の中で生産拠点を賃金コストの低い海外に移し空洞化が進んだが、新興国の賃金水準上昇で海外生産のメリットは低下。政府の輸出振興策もあり、生産拠点を米国内に留めたり、海外から戻したりする動きが強まり、米製造業が復活。経常赤字が解消に向かうというシナリオである（図表 9）。

逆に、米国の経済規模が相対的に縮小していく中で、経常赤字がいつまでも解消されないようだと、ドル安基調に歯止めがかからず、ドルのプレゼンスは低下しよう。

（図表 9）中長期的なドル高要因、ドル安要因



## 5. 基軸通貨としてのドルの地位はしばらく変わらず

最後にドルの基軸通貨としての地位であるが、ドルは中長期的に下落トレンドを続けるとみられることから、今後もドルの信認問題はくすぶり、国際通貨システム改革の議論が尽きることはないだろう。しかし、現在のドル一極体制が問題を抱えていることに異論はないとしても、すぐにドルに代わりうる通貨が見当たらないのも事実である。ユーロは一時、第2の基軸通貨として期待されたが、サブリン危機で躓いた。また、金融危機時には、依然としてドルが安全資産として選好されていることが明らかとなり、ドルとの実力差が露呈した。人民元は、成長著しい中国経済をバックに存在感を高めていくとみられるが、現在の米中の成長率格差が続いたとしても経済規模で米国を上回るには相当の時間がかかる上、政治体制や金融市場の発展度合いなどあらゆる点からみて、ドルの地位を脅かす存在にはなりえない。SDRをドルに代わる国際通貨として活用しようとの試みについても、民間取引の実績がまったくないなど、現段階では現実感に乏しいと言わざるを得ない。

結局、予見しうる将来においては、ドルは相対的な影響力を低下させつつも基軸通貨としての地位を維持し続けると予想される。

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せよう、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。

Copyright 2011 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 Hongokucho 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: <http://www.iima.or.jp>