

ドル安の阻止が国際的な課題として俎上に挙がっている。米国の大統領、財務長官を始め、通常では通貨政策は所管外のFRB議長に至るまで、ドル安の是正に言及している。

この背景には、ドル安がドル建てで取引されている資源価格の高騰につながり、資源インフレの経済に対する悪影響が無視できないところまで来てしまったことがある。実際、原油価格などは、ドル安の結果、需給バランスで説明できる価格を越えて上昇している。

足下までのドル安は、米国のリフレ政策の帰結として起こっている。住宅バブル崩壊と金融機関の問題に対処するために大幅な利下げを行い、さらに外需を支援するために米通貨当局もドル安進行に暗黙の了解を与えてきた。過去を振り返ってみると足下米国が採っている政策は80年代半ばのS&L危機時の政策に重なる。当時はS&L倒産による信用収縮圧力から米経済は弱まっており、これを緩和するために、FRBによる利下げと、85年のプラザ合意によるドル切り下げが行われた。その後、ドルの大幅減価により輸出主導で景気が持ち直したが、その反面インフレ圧力も高まり、結局87年のルーブル合意によりドル安是正に転換した。この時は、米国が利上げに転じた一方で、日本には機関車役を期待し内需振興の為の利下げを促した。ドイツがインフレ懸念から利上げを行い、3極の足並みの乱れから、ブラックマンデーというアクシデントは起こったが、米国経済は90年代初頭の景気後退期までなんとか持ちこたえ、ドル円もドル高が続いた。(図1、85~90年)

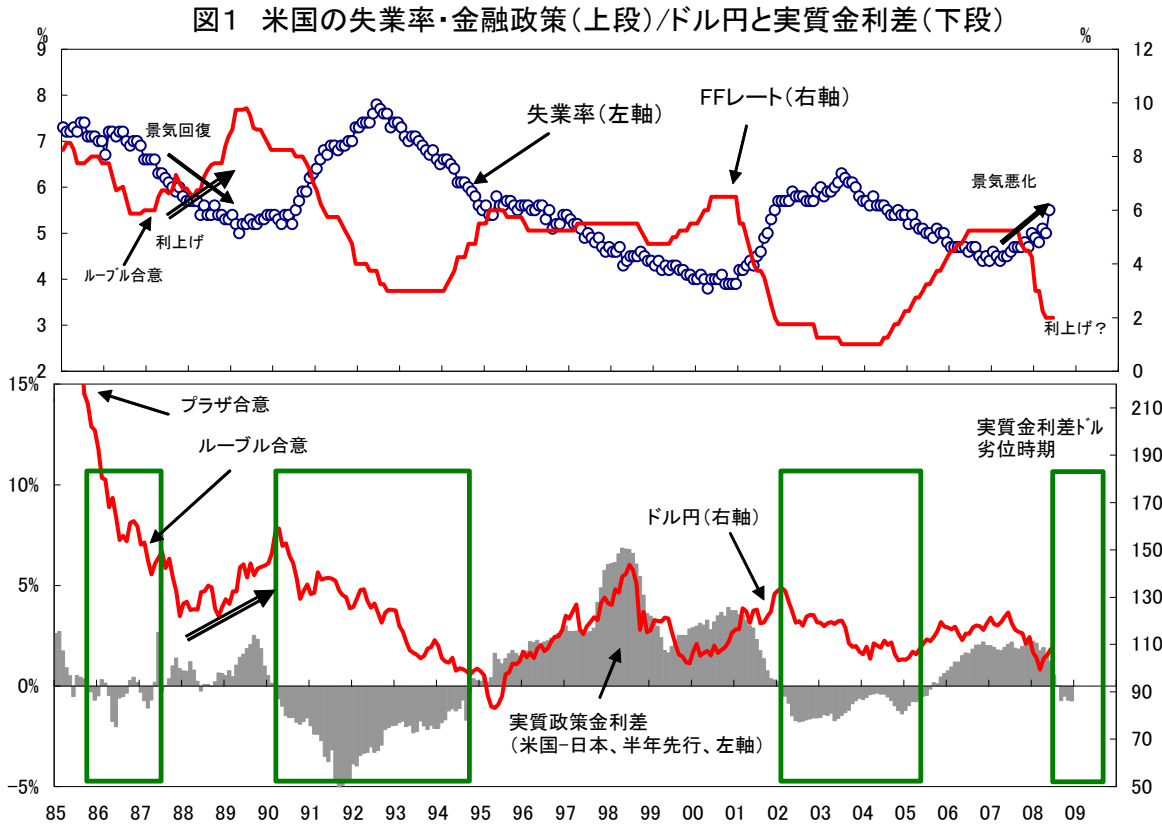
今回も米国は昨年9月から利下げを行い、合わせて、ドル安進行を放置する形でのリフレ政策を採ってきた。ちょうどプラザ合意からルーブル合意までの動きに重なる。そして、足下では資源高加速から87年のルーブル合意のようにドル安是正に転換を図りつつあるようだ。ルーブル合意後の米政策は、利上げとドル安定によりインフレの抑制を図ると同時に、外国に内需振興を迫り、外需主導による景気浮揚を持続させるものであった。今回も米国は同様の意図を持っていると思われるが、ドル安定・インフレ抑制と外需主導の米景気回復が再び成功するのだろうか。

現在の米国は、失業率や延滞率の上昇が続いており、87年に米国が景気回復を背景に利上げを行った時とは異なり、インフレ抑制の為に連続利上げを展望できる状況には無い。リフレ政策の効果が顕在化し景気がしっかりする前に、副作用としてのインフレの弊害が先に出てしまった感は否めない。雇用が悪く利上げが行えない以上、金利差面でのドル劣位は解消せず、米国が目指し始めているドル高とその結果としてのインフレ抑制は難しい状況である。(図1、07年~)

また、米国のもうひとつの政策目標と思われる外需主導による景気回復はどうだろうか。今回米国が機関車として期待しているのは新興国であるが、特にドルにペッグしてきた国々ではドル安の弊害でインフレ率が昂進し主要な新興国でもインフレ抑制に政策の軸足を移し始めた国が多い。また一口に新興国といっても多様で、昨年までのように全ての新興国が高成長という訳ではなくなっており、脱落する国々も出始めている。一部の中小新興国では経常収支の赤字やインフレ昂進から、大幅な引き締めを迫られており株価下落や景気悪化に見舞われ始めている。80年代後半の日本のように、新興国が期待通り機関車として走り続けられるかどうかについては従来よりも不透明感が高まっている。(図2)

今回米国が80年代後半のように、ドル高と外需振興を実現し、なんとか乗り切れることはまだ難しいように思われる。むしろ外需に頼ることなく、国内景気回復優先で米国が利上げをできるような環境を自ら整えることが必要であろう。利下げがインフレで封じられた現状では、住宅市場や資本が痛んだ金融機関への公的資金投入等、財政主導のより直接的な対応を進めることが必要となろう。インフレの根源が米国景気不振によるドル安にあるとすれば、米景気が自律的に持ち直すことにより、ドルも自ずから上昇し、行過ぎた資源高も調整することになると考えられる。市場の関心は米金融政策の動向に集中しているが、むしろ財政政策を含めた米国内景気対策の行方が鍵を握ると考えている。

(2008年6月20日記)



出所: Datastream より三菱UFJ信託銀行作成

図2 新興国のインフレと引き締め策(シャドウ部分は高インフレ・経常赤字国)

	政策金利	方向性		OPI(直近)	GDP世界シェア	経常収支GDP比(%)	物価対応策	
中国	貸出基準金利	7.47	↑	07年12月 貸出金利7.29%→7.47% 08年1、3、4月預金準備率0.5%ずつ引き上げ16.50% 08年6月 15日・25日0.5%ずつ引き上げ17.5%	7.7	5.4	11.1	
	預金準備率	17.00						
インド	レポ金利	7.75	↑	08年4月 17日預金準備率7.5%→8.0%、29日8.25% 08年6月 レポ金利7.75%→8.0%(07年3月以来の利上げ)	8.1	1.8	-1.8	ガソリン等約10%値上げ
	預金準備率	8.25						
ブラジル	レポ金利	12.25	↑	05年9月以降18回連続利下げ 08年4月 11.25%→11.75%(05年5月以来の利上げ) 08年6月 11.75%→12.25%	5.6	2.2	0.3	
ロシア	リファイナンス金利	10.75	↑	08年6月～07年6月 計7回利下げ 08年2、4月 0.25%ずつ引き上げ10.50% 08年6月 0.25%引き上げ10.75%	14.3	2.0	5.9	
韓国	基準金利	5.00	→	07年8月以降5.0%据え置き	4.1	1.8	0.6	
台湾	割引金利	3.50	↑	07年12月、08年3月0.25%ずつ引き上げ3.5%	3.7	0.8	8.3	ガソリン等13～16%値上げ
ベトナム	貸出基準金利	14.00	↑	08年5月 3.25%引き上げ12.0% 08年6月 2.0%引き上げ14.0%	25.2	0.1	-9.6	原油等輸出関税引上げ
インドネシア	中銀金利	8.50	↑	06年5月～07年12月 計14回、4.75%利下げ 08年5月 0.25%引き上げ8.25% 08年6月 0.25%引き上げ8.50%	10.4	0.7	2.5	ガソリン等約30%値上げ
フィリピン	借入金利	5.25	↑	08年6月 0.25%引き上げ5.25%	9.6	0.2	4.4	
タイ	レポ金利	3.25	→	07年7月以降3.25%据え置き	7.6	0.4	6.1	
マレーシア	基準金利	3.50	→	06年4月以降3.50%据え置き	3.0	0.3	14.0	ガソリン等約40%値上げ
ルーマニア	政策金利	9.75	↑	08年1月0.50%、2月1.0%、3月0.5%引き上げ9.50% 08年5月 0.25%引き上げ9.75%	8.6	0.3	-13.9	
トルコ	借入金利	15.75	↑	07年9月～6ヶ月連続引き下げ17.50%→15.25% 08年5月 0.50%引き上げ15.75%	10.7	1.1	-5.7	
ハンガリー	政策金利	8.50	↑	08年3月0.50%、4月0.25%引き上げ8.25% 08年5月 0.25%引き上げ8.50%	6.8	0.2	-5.6	天然ガス約9%値上げ見通し
ポーランド	リファイナンス金利	5.75	↑	07年4月～08年3月 7回利上げ4.00%→5.75% 08年4月 5.75%据え置き	4.3	0.7	-3.7	
アイスランド	レポ金利	15.50	↑	08年3月1.25%、4月0.50%引き上げ	10.7	0.0	-15.6	
メキシコ	政策金利	7.50	→	07年10月以降7.50%据え置き	4.9	1.7	-0.8	

出所: 各種資料より三菱UFJ信託銀行作成

## 本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部  
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel.03-3212-1211（代表）