

Topics

- ▶ ドル高が進行し、実質実効ベースのドルは1985年以来の高値に到達。1985年は当時のG5がドル高を是正する「プラザ合意」に至り、ドル売り協調介入を実施した。
- ▶ 現在の米国の状況は、高金利・ドル高に加え、「双子の赤字」など、プラザ合意に至る1980年代当時の状況に類似しているとの指摘がある。
- ▶ プラザ合意によるドル高是正は、米国の対外輸出競争力の回復を狙ったものとみられるが、現状はインフレ抑制優先で、ドル安による競争力回復に期待するような局面ではなく、協調介入の可能性は低い。

シニアストラテジスト 浅岡 均

ドルは実質実効ベースで1985年以来の高値に達する

対円だけでなく、積極的に利上げを進めているユーロや英ポンドに対してもドルが上昇し、ドルは全面高の様相を呈しつつあります。名目実効為替レートでみると、1985年前後や2002年前後のドル高ピークの水準を依然下回っていますが、米国の対外輸出競争力や対外購買力を反映する実質実効為替レートは、1985年以来の高水準に達しました(図表1、用語については以下※参照)。(※名目実効為替レートは、ある通貨の貿易相手国通貨に対する(貿易シェアをウェイトとする)加重平均値。実質実効為替レートはそれに内外インフレ率格差を勘案したもの。実質実効為替レートの上昇はその国の対外的な購買力の上昇を意味するが、一方で輸出競争力の低下も示唆)

1985年は、当時のG5(日米英独仏)が9月、ドル高是正を目指す「プラザ合意」に至った年です。プラザ合意に基づくドル売り協調介入は奏功し、その後のドルは下落に転じました。その際、円高を懸念した日銀の金融緩和がバブルの要因のひとつになったと考えられるなど、世界経済に幅広く影響をもたらした政治合意とみられています。

このところ市場では、足元の米国を巡る状況がプラザ合意前夜の状況に類似しているとの見方が浮上しています。

プラザ合意に至る米国の状況

プラザ合意に至る前の1980年代前半の米国では、「レーガノミクス」を掲げるレーガン政権のもと、減税・規制緩和と、FRB(米連邦準備理事会)による金融引き締めが同時に行われました(図表2)。このポリシーミックス(政策の組み合わせ)は、スタグフレーションの克服が目的で、当初は減税が景気を刺激し、高金利とドル高がインフレ抑制に寄与しました。ただし、ドル高の進展は製造業など産業界の対外輸出競争力の低下をもたらしました。こうした政策の弊害が無視できない状態となった結果、米国など主要国が合意し、ドル売り協調介入に至ったとされています。

図表1 名目および実質実効為替レート(ドル)



期間：1984年1月～2022年9月(月次、実質実効為替レートは8月まで)
出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表2 プラザ合意に至る米国の状況

1979年	ボルカー-FRB議長就任、インフレ抑制に向け金融引き締め積極化
1981～1984年	レーガン政権1期目、減税・規制緩和と金融引き締めのポリシーミックスが実行されるが、以下の結果となる。 ⇒ ドル高に伴う輸出競争力低下から貿易赤字が拡大(日本やドイツからの輸出が拡大、貿易摩擦激化) ⇒ 財政赤字が拡大(貿易赤字と併せて「双子の赤字」)
1984年	景気低迷やドル高への懸念からFRBが金融緩和に転じる(1981～1983年に緩和に転じる局面もあったが、総じて金融引き締めスタンスだった)
1985年	レーガン政権が2期目入りし、介入を容認する姿勢に転じる 9月にプラザ合意(ドル高是正で日米英独仏が合意) ⇒ ドル・円・マルクの3通貨で協調介入(ドル売り)
1987年	過度のドル安への懸念からルール合意

出所：財務省・内閣府などの各種資料を基にアセットマネジメントOneが作成

次ページへ続く

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

「双子の赤字」を巡る状況は1985年当時に類似？

ブラザ合意に至った米国側のトリガーは、財政赤字拡大（高金利の要因のひとつ）やドル高に伴う貿易赤字拡大でした。この「双子の赤字」を巡る状況は、足元の状況と類似していると指摘されています。

経常収支（貿易収支）と財政収支は、コロナ禍でともに赤字幅が拡大しました（図表3）。

経常赤字の拡大は、コロナ禍で財消費が急拡大したことが主な要因とみられますが、足元では財消費が落ち着きつつあることが確認されており、直近4-6月期には名目GDP比での赤字拡大に歯止めがかかっています。

財政赤字は、コロナ禍で大規模財政支出および税収減により急拡大しました。ただし、レーガン政権当時と異なり恒久的な拡大ではなく、コロナ禍局面で一時的に赤字拡大を余儀なくされた側面が大きかったと考えられます。

また、現段階でドル高が米国の競争力低下をもたらし、輸出低迷の大きな要因になっているという見方は、あまり聞かれませんが、日本や中国などの米国の主要貿易相手国においても、自国通貨安により競争力が高まり、米国向け輸出の回復に拍車がかかっているといった見方は強まっています。

ドル高による米国製造業の不満増大がブラザ合意の大きなトリガーだったことを踏まえると、少なくとも現段階ではドル高が米国で大きく問題視され、ドル売り協調介入に至る可能性は低いとみられます。むしろ、ドル高が輸入インフレを抑制するというメリットが意識されているとみられます。日本政府・日銀による円買いドル売り介入についても、米国は介入を黙認しても、協調介入には至らず、日本単独で行う状況が続くでしょう。

ドル売り協調介入に至る可能性は？

ブラザ合意当時は、米国からみて主要な貿易赤字計上国であった日本やドイツなども貿易摩擦が激化していたことから、協調介入に向けた合意を形成しやすかった環境だったと考えられます。

足元で当時の日本に該当する国は中国とみられます（図表4）。トランプ前政権は中国への関税強化などで米国の貿易赤字縮小を目指しました。実際には、グローバル化に伴う製造業を中心とした分業進展で対中貿易赤字が拡大した側面もあり、ドル高が当面は正されても、米国の経済状況（特に製造業の最終製品輸出）に大きくプラスの影響をもたらすとは考えにくい状況と考えられます。

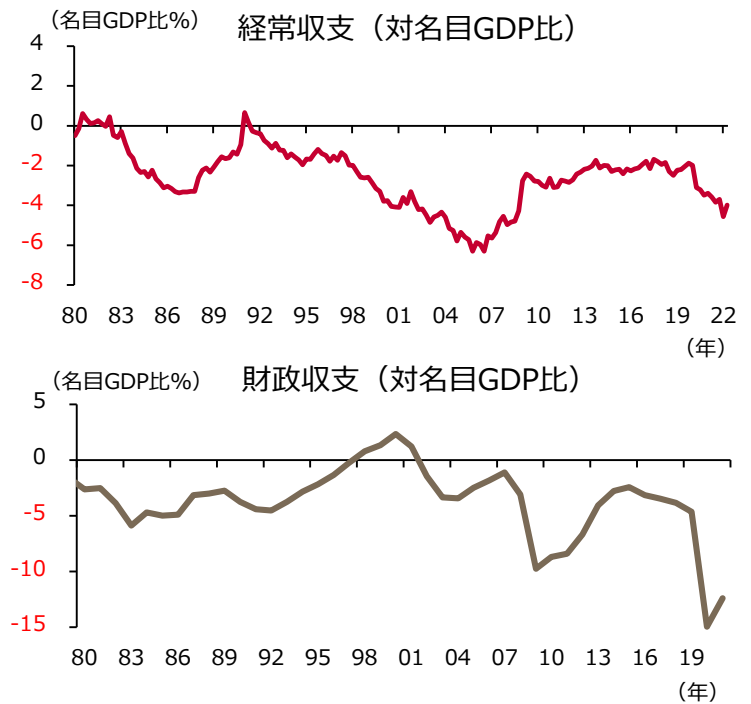
なお、人民元を巡って中国当局は、現時点で安定化に努めているようですが、2015年のように景気刺激に向けて突如大幅切り下げに踏み切る可能性には留意が必要といえます。もっとも、資本流出への懸念から、中国当局がそうした行動に踏み切る可能性は低いとみられます。

市場では、FRBによる利上げ一巡に伴ってドル高は一服するとの見方が多いですが、ドル高基調が転換点を迎える局面で市場で動揺が生じる可能性には引き続き留意が必要です。

※巻末の投資信託に係るリスクと費用および注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表3 米国の経常収支と財政収支（対名目GDP比）

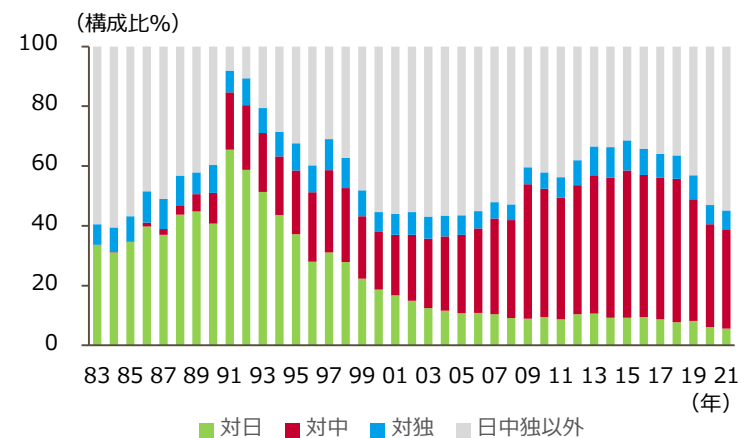


期間：（経常収支）1980年1-3月期～2022年4-6月期（四半期）

（財政収支）1980年～2021年（年次）

出所：リフィニティブ、米議会予算局のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表4 米国の貿易赤字（財）に占める日中独のシェア



期間：1983年～2021年（年次）

出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
 1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
 2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
 3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。