

## 市川レポート (No.27)

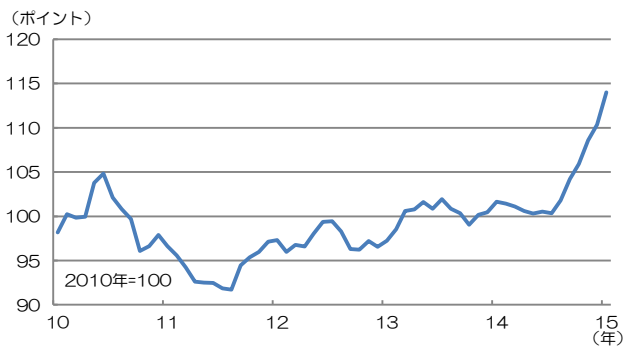
## ドル高と米国経済

年明け以降、主要国の中央銀行が相次いで金融緩和に踏み切るなか、米国については年内の利上げ開始が予想されています。このような金融政策の方向性の違いを材料に、為替市場ではドルが主要通貨に対して上昇する動きを強めています。そのためドル高の進行が、米輸出企業の価格競争力低下などを通じて、米国株や国内経済に悪影響を及ぼすのではないかと懸念が徐々に強まっています。そこで今回のレポートではドル高と企業収益および貿易収支の関係を整理し、米国の株式市場や実体経済に与える影響について考えてみます。

## ドルの名目実効為替レートは上昇傾向が顕著

はじめに名目実効為替レートで足元のドルの動きを確認してみます。名目実効為替レートとは、特

【図表1：ドルの名目実効為替レート】



(注) データ期間は2010年1月から2015年1月。  
 (出所) BISのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

定の2通貨間の為替レートだけでは捉えられない相対的な通貨の実力を測るための総合的な指標です。具体的には対象となる全ての通貨との2通貨間為替レートを、貿易額等で計った相対的な重要度でウエイト付けして集計・算出し、数値が大きいほど通貨価値が高いことを示します。図表1は国際決済銀行 (BIS) が公表しているドルの名目実効為替レートの推移です。ここでは27カ国・地域を対象とするNarrow indicesを使っていますが、足元で大きく上昇しており、ドルが相対的に増価していることがわかります。

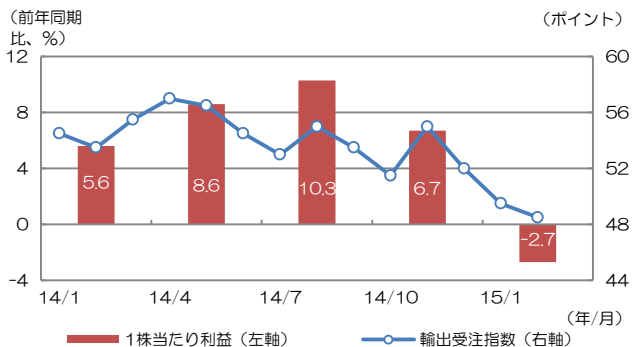
## 企業利益に影響はみられるが、過度な懸念は必要なかろう

次にドル高の米国企業への影響について考えてみます。S&P500種株価指数を構成する企業の海外売上高比率は40%超といわれていますので、ドル高が急速に進行した場合、企業業績を圧迫する材料となりかねず、特に輸出企業の価格競争力低下が懸念されます。米サプライマネジメント協会 (ISM) が発表した2月の製造業景況感指数では、輸出受注指数が48.5となり、活動の拡大・縮小の

境目である50を2カ月連続で下回り、活動縮小が示唆されました。また四半期決算におけるS&P500種株価指数構成企業の1株あたり利益（EPS）の伸び率は、このところやや低調な動きが目立ちます（図表2）。

ただISMの輸出受注指数の低下は、西海岸の港湾労使交渉の難航による物流遅延も相当程度影響した可能性があります。この問題は2月20日に5年間の労使協約で暫定合意が成立したことによって解決したため、3月以降の同指数を見極める必要があると思います。また企業利益の伸びの鈍化は、原油安によるエネルギーセクターの大幅減益の影響が大きいと思われます。実際、長期的にはドルの名目実効為替レートと米企業利益の間に強い相関関係はみられず、1995年以降や2011年以降のドル高局面でも企業の増益傾向が確認できます（図表3）。また市場予想では2015年10-12月期にかけてS&P500種株価指数構成企業のEPSは前年同期比で伸び率が上昇する見通しであることから、ドル高の企業利益に対する影響を過度に懸念する必要はないと考えます。

【図表2：輸出受注指数と企業利益】



(注) 輸出受注指数のデータ期間は2014年1月から2015年2月。1株当たり利益のデータ期間は2014年1-3月期から2015年1-3月期。ただし2014年10-12月期以降は3月6日時点の市場予想。

(出所) Bloomberg L.P.、トムソン・ロイター社のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

【図表3：ドルの名目実効為替レートと企業利益】



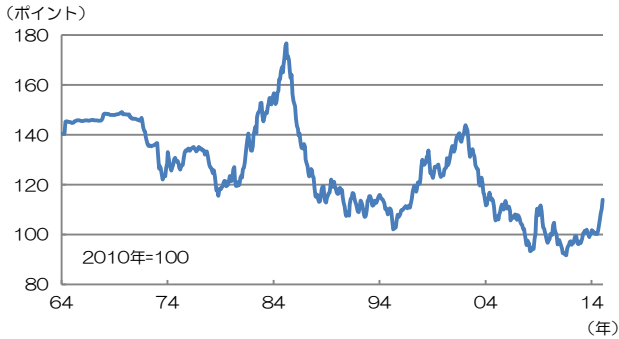
(注) ドルの名目実効為替レートはBIS算出のNarrow Indices。データ期間は1992年1-3月期から2014年10-12月期。四半期末の数字を使用。1株当たり利益はS&P500種株価指数構成企業の利益。データ期間は1992年1-3月期から2014年7-9月期。

(出所) BIS、Bloomberg L.P.のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

## ドル高による貿易収支への影響も、同様に悲観する必要なからう

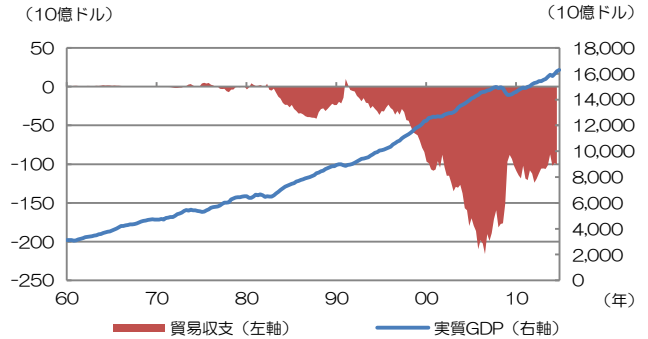
次にドル高の米貿易収支への影響を考えます。一般にドル高の進行は、輸出減少と輸入増加によって、米国の貿易赤字を拡大させる方向に作用すると考えられます。ただ一般に変動制度を採用している通貨であれば、貿易赤字の拡大に伴い、通貨に減価圧力が生じますし、米国は恒常的に貿易赤字を抱えていますので、ドル高はやがて調整局面を迎えると思われます。ドルの名目実効為替レートの長期的な推移をみても、概ねそのような動きとなっています（図表4）。

【図表4：ドルの名目実効為替レートの長期推移】



(注) ドルの名目実効為替レートはBIS算出のNarrow Indices。データ期間は1964年1月から2015年1月。  
 (出所) BISのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

【図表5：米国の貿易収支と実質GDP】



(注) 貿易収支のデータ期間は1960年1-3月期から2014年7-9月期。実質GDPのデータ期間は1960年1-3月期から2014年10-12月期。  
 (出所) Bloomberg L.P.のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

ここで米国の収支構造について簡単におさらいしておきます。米国の貿易赤字、経常赤字の背景にあるのは財政赤字です。米国は政府部門が大幅な赤字であるため、国内の貯蓄投資バランスは投資超過（資金不足）状態にあります。この資金不足は海外部門の資金余剰、すなわち海外から米国への投資資金によって賄われています。そのため米国は経常収支の赤字と資本収支の黒字という構造を持っています。基本的に貿易赤字、経常赤字はその国が投資超過状態にあることを示しているに過ぎず、経済力の弱さを意味するものではありません。米国は貿易赤字が拡大しても経済成長を続けており（図表5）、そのためドル高で貿易赤字が拡大する場面がみられても、景気の先行きを極端に悲観する必要はないと考えます。

以上をまとめますと、ドル高の進行によって短期的に米企業利益が圧迫されたとしても、両者に強い相関はみられず、株式市場全体への影響は限定されると思われます。またドル高で一時的に貿易赤字が拡大しても、それは米国の経済成長の鈍化を意味するものではありません。さらにドルは常に減価圧力を受けているため、ドル高トレンドはやがて転換することが予想されます。これらを踏まえれば、ドル高の米国経済への影響を過度に心配する必要はないと思われます。

- 当資料は、情報提供を目的として、三井住友アセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。
- 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 本資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。
- この資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第399号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会