

ドル・キャリーとドル安・株高・原油高

～ 世界経済の構造変化とドル安トレンドの持続性 ～

< 要 旨 >

先進国と新興国の経済成長率の格差は、2000年代に入り急速に拡大した。新興国の経済成長は、世界経済の構造変化を生み出し、デカップリング（米国経済と新興国経済の連動性の低下）への期待が高まっている。

世界経済の構造変化は、内外の成長率格差にもとづくドル・キャリー取引（米ドルを借り入れ他通貨建て資産に投資する取引）を促し、米ドル相場の持続的な下落トレンドを生み出している。新興国が高成長することによるデカップリングへの期待は、リスク資産市場の相互作用を強め、「ドル安・株高・原油高」の相関が高まっている。

ドル・キャリー取引による「ドル安・株高・原油高」を促す第一の要因は、中国が一次産品輸入を急拡大させていることである。資源確保の動きを強める中国が、商品相場を押し上げ、新興国の成長期待を高めている。

ドル・キャリー取引による「ドル安・株高・原油高」を促す第二の要因は、米国の金融部門の改善である。米国のマネー・フローや投資銀行のバランス・シートは、今年に入り少しずつ金融危機前の状態に回復しつつある。

金融危機によって生じた世界経済の構造変化は、ドル・キャリー取引を持続的な動きにさせる可能性を持つ。ドルの持続的な下落を背景に、「ドル安・株高・原油高」が相互に作用しながらリスク資産投資を拡大させる動きは、金融市場の基調的なトレンドを形成する公算が高い。

人民元の為替調整も視野に入る中、ドル安は今後の中長期的なトレンドを形成する見通しである。もっとも、新興国への資本流入には足元で過熱感がみられ、一時的な調整リスクの高まりも懸念される。



三菱UFJリサーチ&コンサルティング

【お問い合わせ先】調査部

細尾 忠生 (chosa-report@murc.jp)

1. 世界経済の構造変化

(1) 新興国の経済成長

先進国と新興国の経済成長率を比較すると、2000年代に入り米国で住宅バブルが発生した時期に、先進国と新興国の経済成長率の格差が拡大した(図表1)。

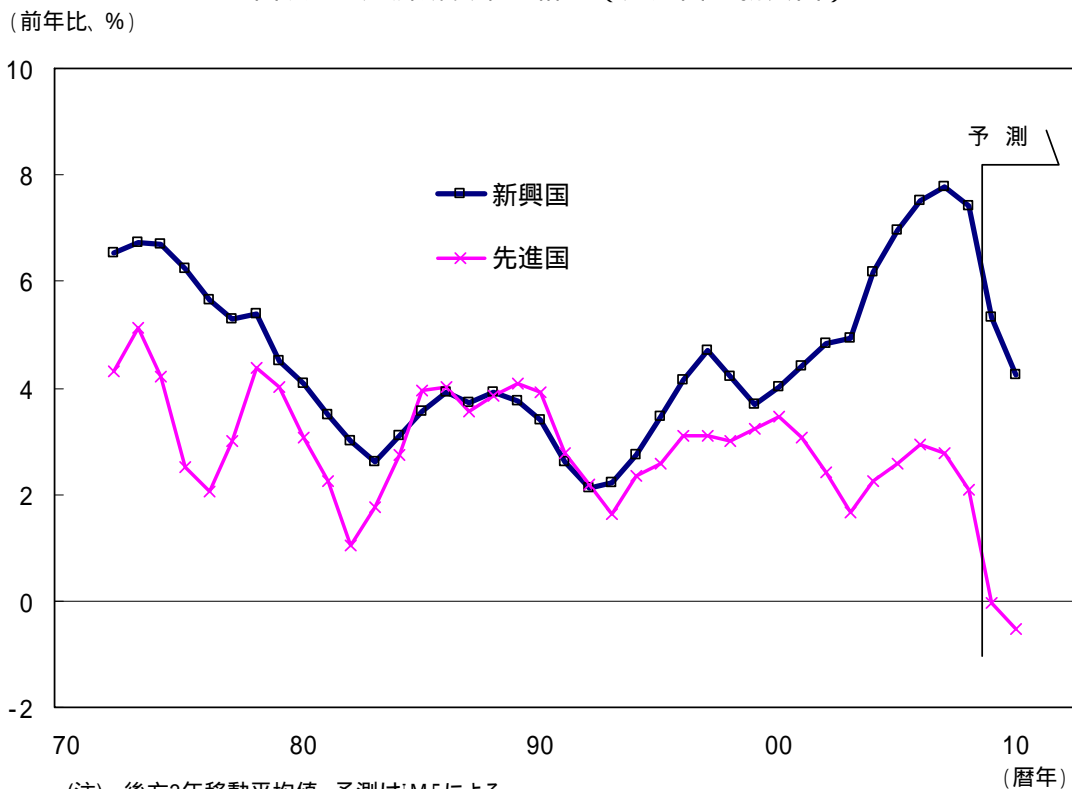
それ以前の時期についても、新興国の経済パフォーマンスは必ずしも悪くなかったが、先進国との間での顕著な成長率格差はほとんどみられなかった。(注1)

1970年代には、石油危機が発生したものの、先進国の成長率の低下は一時的にとどまり、80年代に入ると、世界的なバブル発生により先進国、新興国いずれも成長率が高まった。

90年代になると、欧米を中心にITバブルが拡大した一方、旧社会主義諸国の経済混乱や、アジア、ロシア、中南米の通貨危機もあり、成長率格差は目立つことがなかった。

ところが、2000年代に入り米国で住宅バブルが発生し、米国の個人消費が世界経済のけん引役となった時期に、新興国の持続的な高成長が軌道に乗り始めた。昨年の金融危機をきっかけに、新興国の経済成長率は低下したものの、先進国との成長率格差は大きく開いた状態が続いている。

図表1. 経済成長率の格差(先進国と新興国)

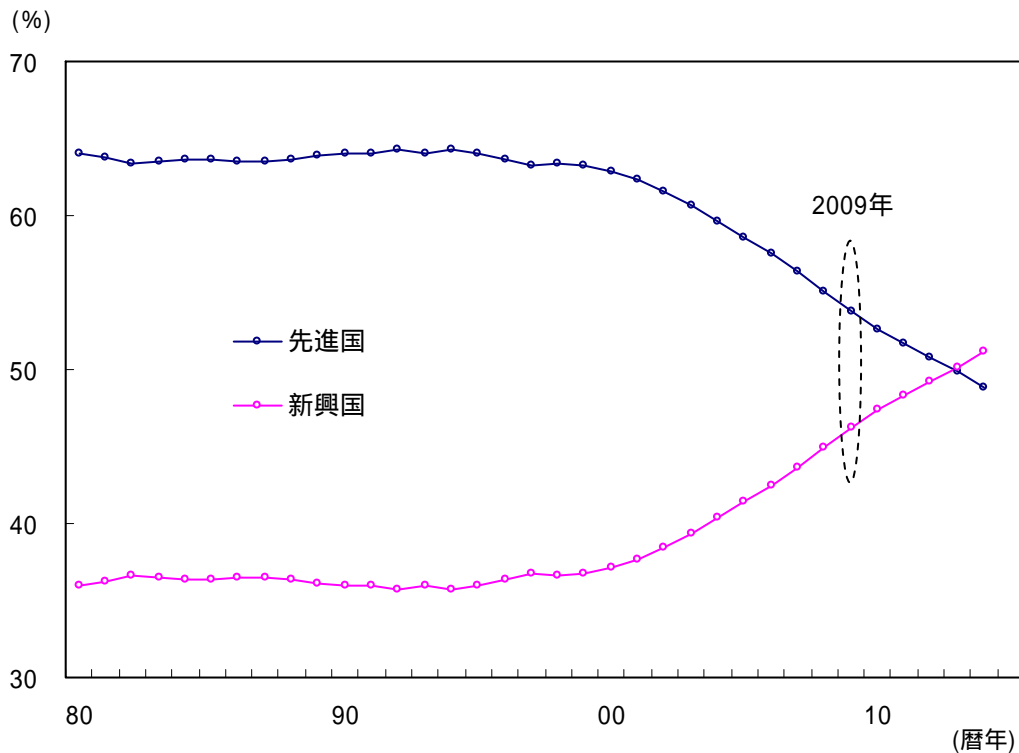


(注1) 1970年～1999年までの30年間の平均成長率は、先進国が2.4%、新興国が4%であった。一方、2000年～2009年までの10年間では、先進国が1.8%に低下した一方、新興国では5.9%に上昇した(2009年の成長率はIMFの予測に基づく)。

新興国の高成長が始まった当初は、先進国との間に経済規模の格差が存在した。このため、新興国の将来的な経済発展に期待が高まっても、世界経済の主役の座を占めるほどの存在感はなかった。世界経済に占める先進国と新興国のウエイトを比較すると、先進国がおよそ7割弱、新興国が3割強の、ほぼ一定のウエイトを占めていた時期が長期間続き、明らかな格差が存在した（図表2）。

しかし、先進国と新興国の成長率格差が年々積み重なるうちに、両者の経済規模についても格差が縮小している。2000年代に入ってから急速に縮小した経済規模の格差は、2009年には54：46と、ほぼ均衡するに至っている。IMF（国際通貨基金）の予測によれば、格差の縮小傾向は今後も続き、2013年に新興国の経済規模が先進国を上回る見込みである（図表2）。

図表2．経済規模の格差（先進国と新興国）



(注) 世界に占める先進国、新興国それぞれのウエイト
先進国、新興国の分類と、2009年以降の予測はIMFによる
(出所) IMF

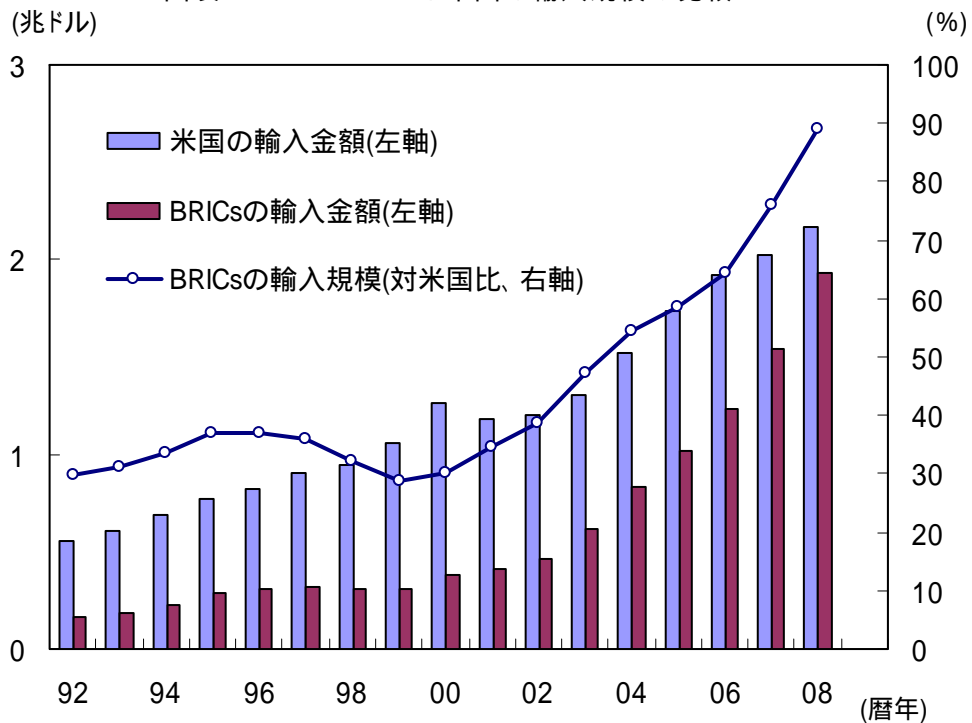
(2) デカップリングへの期待

新興国の経済成長の源泉は、米国向け輸出の拡大をテコとした工業化の進展であった。米国で住宅バブルが発生した時期に、新興国の経済成長が加速したのも、輸出主導によるものであった。このため、「アメリカの(貿易)赤字は世界の(貿易)黒字」と指摘されるとおり、新興国経済は、米国の個人消費の動向に依存する構造にある。新興国の経済成長に期待を寄せるデカップリング論についても、米国と新興国の経済に強い相互連関があることを根拠に、懐疑的な見方もいまだ根強い。

一方、新興国の経済規模が拡大していることにともない、新興国経済の代表的な存在であるBRICs(中国、インド、ブラジル、ロシア)の輸入金額(米ドル建て)は、米国にほぼ肩を並べる規模にまで拡大している(図表3)。またBRICsでは、所得水準の上昇にともない、耐久消費財への需要が拡大している。このため、かりに米国経済の低迷が長期化するような場合でも、米国の個人消費が果たしてきた最終需要の役割を、BRICsが代替することへの期待も強い。

このように整理すると、デカップリングへの期待は2つに区別することができる。一つは米国経済の低迷が続いても、新興国経済の好調が続くとする強い期待であり、もう一つは、米国と新興国との間の相互連関を認めながらも、先進国と新興国との成長率格差が拡大しているように、相対的に底堅い経済成長が持続可能とする控えめな期待といえる。

図表3. BRICsと米国の輸入規模の比較



(注) BRICs(中国、インド、ブラジル、ロシア)のドル建て輸入金額の合計と、米国の輸入金額を比較

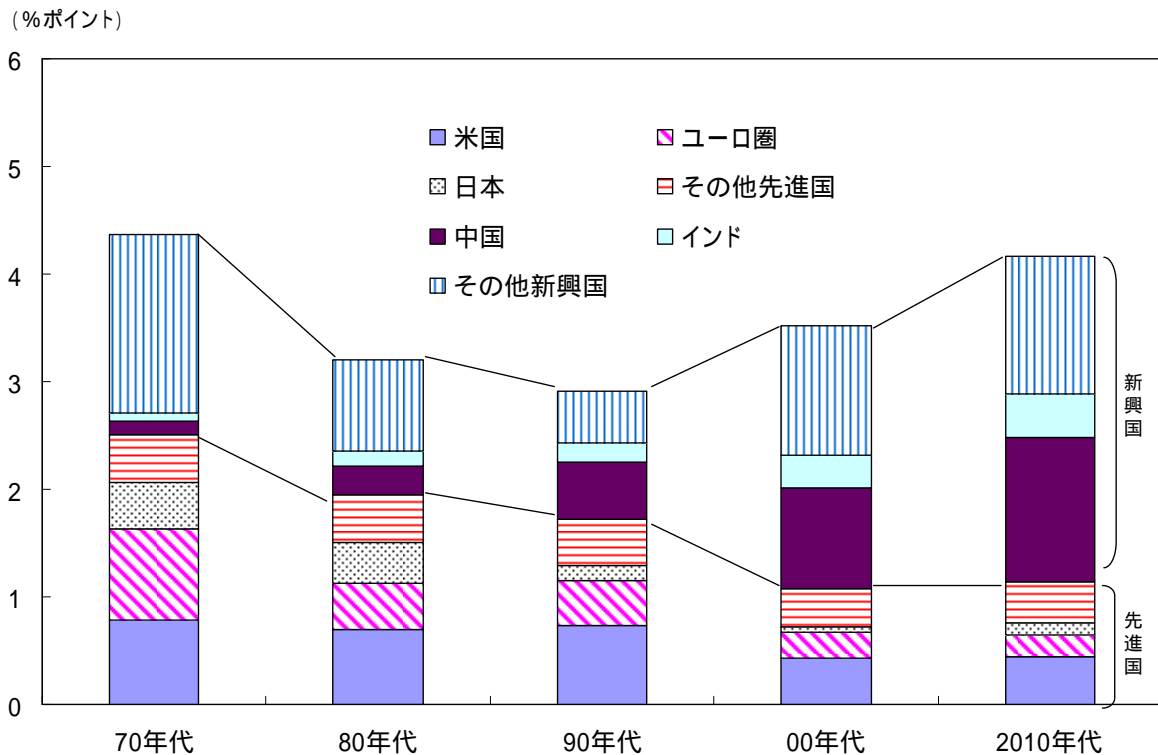
(出所) IMF

このうち、本稿では、後者の成長率格差に焦点をあて、世界経済の構造変化にともなう金融市場のトレンドの変化を整理する。

投資家の立場で考えると、重要なことは、実質金利や収益率格差を生み出すもととなる経済成長率の格差であろう。その次の段階で、強いデカップリング期待を持つ投資家は、新興国が主導する世界経済のインフレ予想を強め、控えめなデカップリング期待を持つ投資家は、リスク資産投資に対して相対的に慎重な態度を保つであろう。もっとも、いずれの投資家も、収益率の格差に着目し、新興国の株式や債券、原油などのコモディティへの投資配分を拡大させるトレンドは共通して強まっているとされる。

IMFが公表している2014年までの世界経済の予測によると、経済成長率の格差は、今後も一段と拡大することが見込まれている(図表4)。新興国には、多くの経済的な構造問題が存在することはたしかであろうが、100年に1度とされる世界的な金融危機から、非常に早い立ち直りをみせたことは驚嘆に値するといえる。新興国の持続的な高成長が、少なくとも向こう数年間にわたり続くことが、金融市場や多くの専門家に共通する見方となっている。

図表4. 世界の経済成長の地域別寄与度



(注) 各年の世界経済成長率の地域別寄与度を年代別に単純平均値を計算。
2010年代は2014年まで。09年以降はIMFの予測

(暦年)

(出所) IMF

2. ドル・キャリー・トレードとは何か

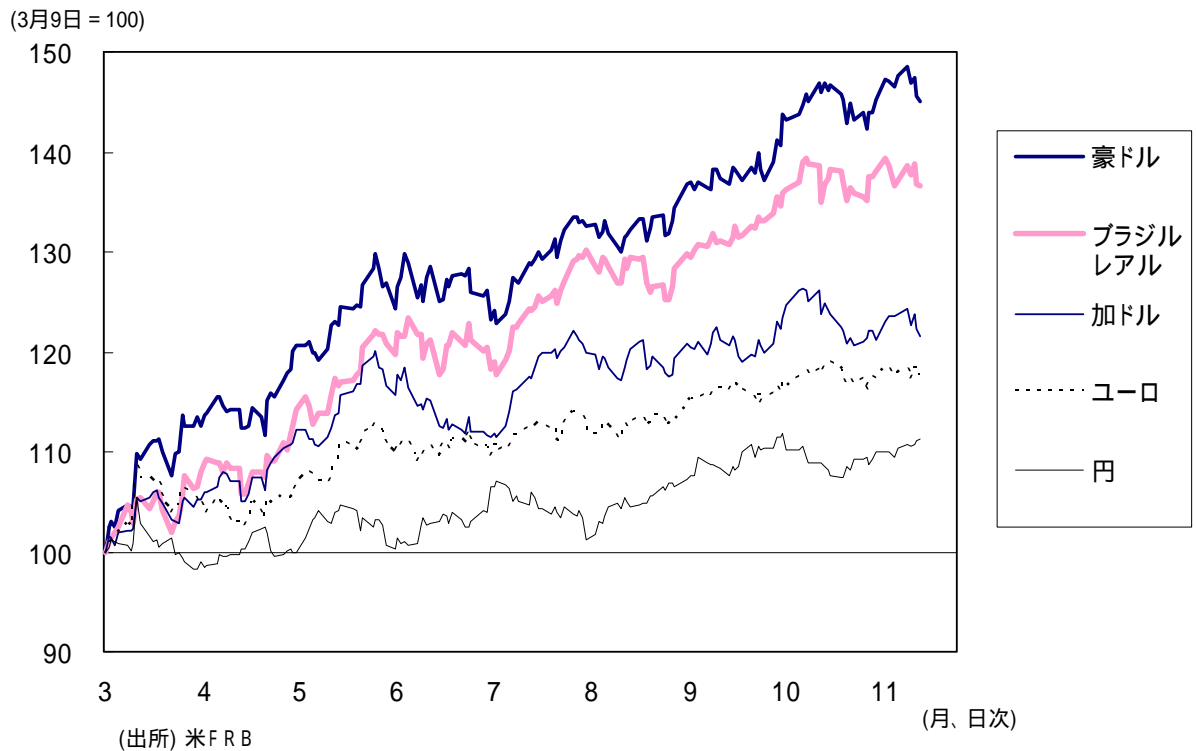
(1) ドル安トレンド

こうした世界経済の構造変化を反映して、為替市場では米ドル安の動きが顕著となっている(図表5)。基軸通貨である米ドル相場の下落は、ドルの価値への疑念を強め、米ドルにかわる新たな国際通貨の創設の必要性も活発に議論されている。

米ドル相場の下落は、ブラジル・レアルやインド・ルピーなどの新興国通貨に加えて、豪ドルや加ドルなどの資源国通貨、さらにはユーロや円などの先進国通貨を対象に広範囲にわたっており、ドルの独歩安の傾向が強まっている。

そうした中、米国の低金利政策が長期化するとの思惑を背景に、短期金融市場では米ドル金利が一段と低下し、14年ぶりに円金利を下回ったことにより、ドル・キャリーと呼ばれる取引が注目を集めている。長年、低金利通貨の代名詞であった日本円にかわり、米ドルを借り入れて為替市場で売却し、新興国をはじめ、高い利回りが期待される新興国のリスク資産投資を拡大させることによって、内外の収益率格差から発生する収益を手にしようとする投資行動である。

図表5. 主要通貨の米ドル相場



(2) 先物のドル売り投機

ところで、世界経済の構造変化にともなうドル・キャリー取引とは異なり、為替投機の一つの形態として、短期的なドル・キャリー取引も増加しているとみられる。

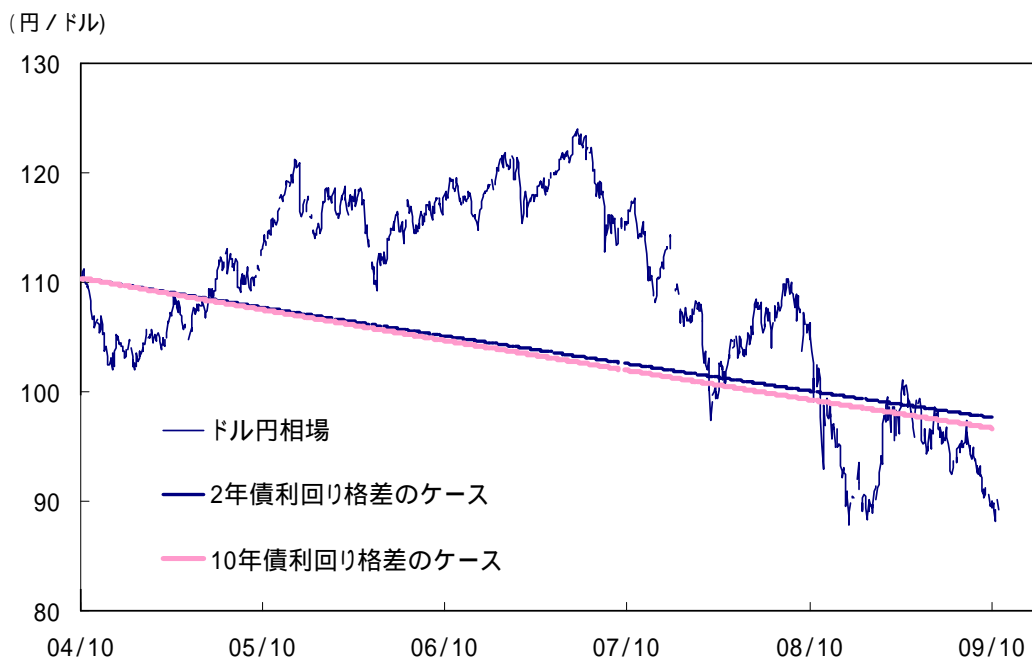
将来のある時点の為替レートを示す先物為替相場は、ドル円を例に考えると、日米の金利差を反映して、現物相場に比べて円高ドル安になっている。たとえば、現物相場が1ドル=100円、円金利が1%、米金利が3%の場合、1年後の先物為替相場は日米金利差により1ドル98円となる(現物相場100円+内外金利差を相殺する為替の変動率100円×(1%-3%)、図表6参照)。

しかし、1年後の現物相場が理論どおり円高にはならず、1ドル=100円のまま推移すれば、先物市場であらかじめ1ドル=98円でドルの先物予約、つまり1年後に1ドル=98円でドルを買う注文を行えば、1年後に98円で手に入れるドルを、現物市場で100円で売却すれば、収益を得ることができる。

このように、実際の為替市場では、内外金利差から計算される為替の先物相場と、将来の現物相場が乖離することにより、為替投機による収益の機会が発生しうる。

短期的な円・キャリーやドル・キャリー取引の実態は、円やドルの低金利が長期化するとの思惑を背景に、為替市場で円安やドル安傾向が続くとの期待が高まり、為替の先物市場で、円、ドルの売りポジションを拡大させる投機的な取引である。短期的な為替投機の一形態といえ、構造的な変化を反映したトレンド的な動きとは区別すべきであろう。

図表6. 円キャリー・トレードからの収益の例



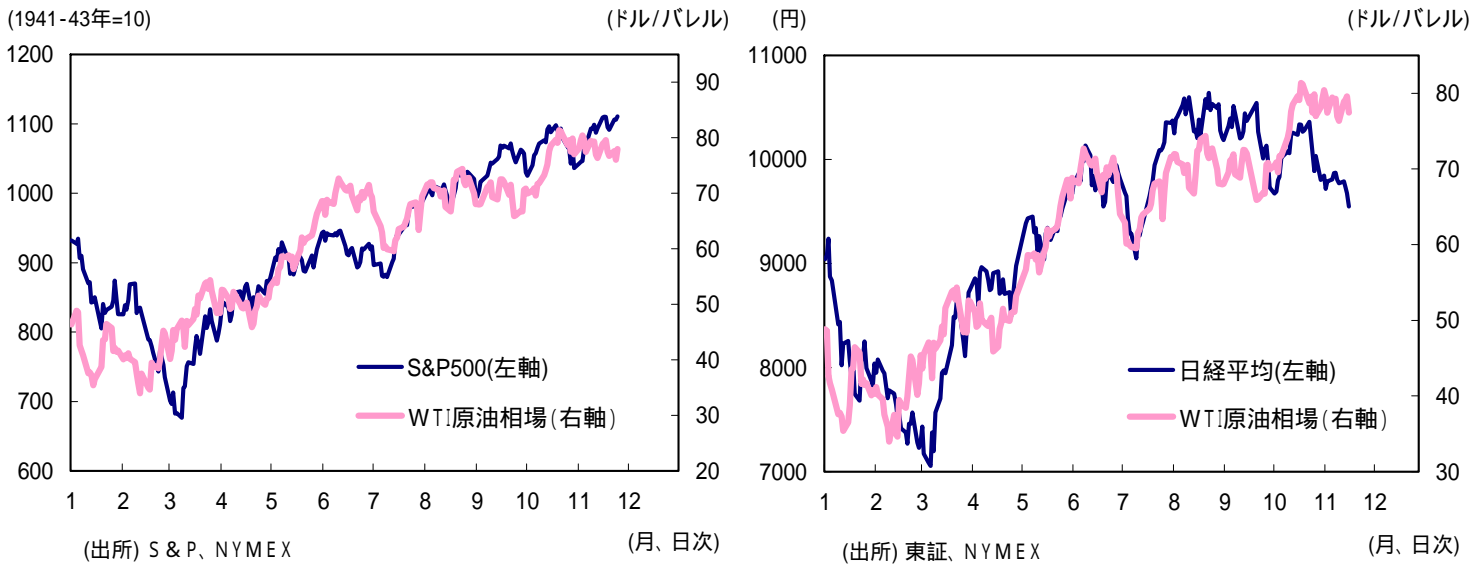
(注) 5年前(2004年10月1日)の日米金利差で複利運用した場合の、理論的なドル円相場の水準を示す。
 実際の相場が先物の理論値より円安であれば、為替投機の収益が発生し、円高になると損失が発生する。
 (出所) FRB、東証、日本銀行

3. ドル安・株高・原油高 ~ デカップリング期待による資産投資

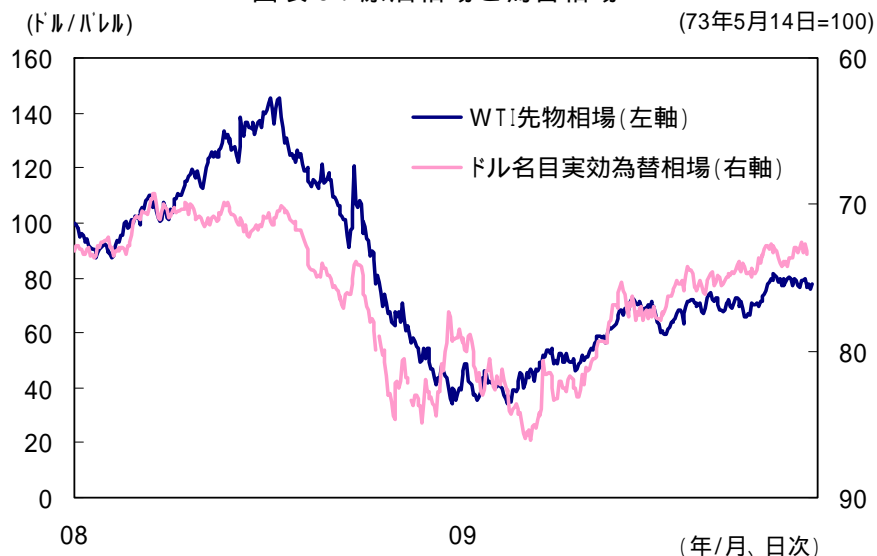
ドル安の動きと関連して、もう一つの注目される傾向は、今年に入り、リスク資産間の相関性が高まっていることである。まず株価の動きをみると、春先以降の上昇局面で、原油相場との相関を高めている（図表7）。原油価格上昇は企業収益を圧迫し、本来は株価の下押し要因となるはずだが、経済原理とは逆のトレンドが顕著にみられる。

また、原油相場とドル相場の逆相関は以前から注目されている（図表8）。その要因は、ドル相場下落にともない、他通貨からみた原油価格の割安感（ドル下落がドル建て資産価格の値引きに等しい効果を持つこと）が強まることや、原油価格の変動により、米国の貿易収支やインフレ率に与える影響が、ドルの売買材料になるためと指摘されることが多い。

図表7. 日米の株価と原油相場



図表8. 原油相場と為替相場



(注) 名目実効相場は対主要通貨ベース
(出所) 米FRB、ニューヨーク商業取引所

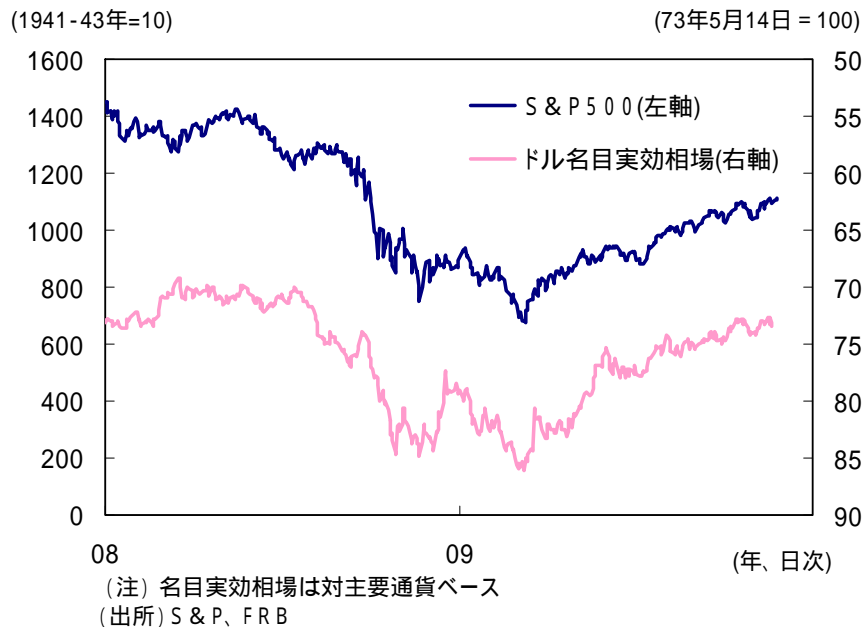
いずれもやや説得力に欠けるものの、結果的に逆相関が続いているため、ドル売り/原油買いのポジションを両建てで構築している投資家が多いとの推察は可能であろう。

さらに、株価と為替相場との相関も強まっている(図表9)。株価の上昇や下落にともない、投資家のリスク許容度が変化することが注目され、株価の上昇、下落が、投資家のリスク選好やリスク回避の度合いを示す目安として、為替相場の決定要因となっている。

一般に、株価の上昇は投資家のリスク許容度を高めて、リスク選好を強めることにより、新興国の株式・債券やコモディティ(原油、金、銅など)といった、高利回りを期待できるリスク資産への投資を拡大させやすくなるとの連想を働かせる。このため、低金利通貨である米ドルや日本円の売り要因とされる。逆に株価の下落は、反対の理由で米ドルや日本円の買い要因とされている。

今年の春以降、ドル安が加速したことは、原油相場と株価の押し上げ要因となり、逆に、株高、原油高が、米ドル相場を一段と下落させる相互作用を強めている。原油相場は、中国をはじめ新興国の原油需要の強さをはかる目安とされ、ドル安は、米国から新興国への投資の動きの目安とされるようになってきている。ドル安、株高、原油高の相互作用が強まっていることは、新興国のデカップリングへの期待が、投資家によるリスク資産投資を拡大させる要因として、様々な金融市場で広がっていることを示している。

図表9. 株価と為替相場



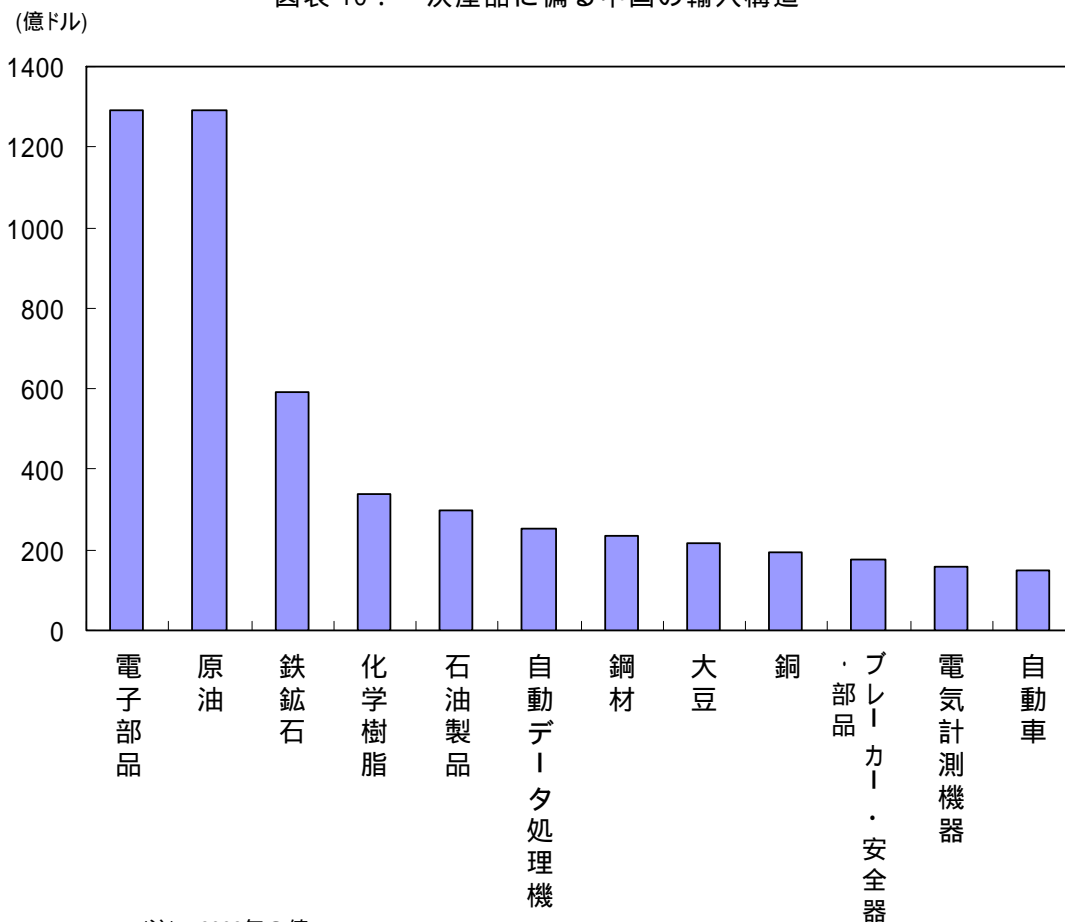
4 . 中国の経済成長

本節と次節では、世界経済の構造変化を背景に、ドル・キャリー取引を通じ、「ドル安・株高・原油高」の相関を促す要因をみる。本節では、新興国の中でも、とりわけ高成長が続く中国の経済成長に特徴的な要因をとりあげ、金融市場でのリスク資産投資への影響を考える。

(1) 急増する中国の輸入

中国では力強い経済成長が続いているにもかかわらず、輸入金額の減少に歯止めがかからないことが懸念されている。もっとも最近では、輸入金額の減少ペースは緩和されている。輸入の減少幅が縮小していることについて、部品を輸入して輸出向けに製品を組み立てる世界の工場としての中国の特性に着目し、先行きの輸出が回復に転じることを示唆する動きとして期待する向きも多い。

図表 10 . 一次産品に偏る中国の輸入構造

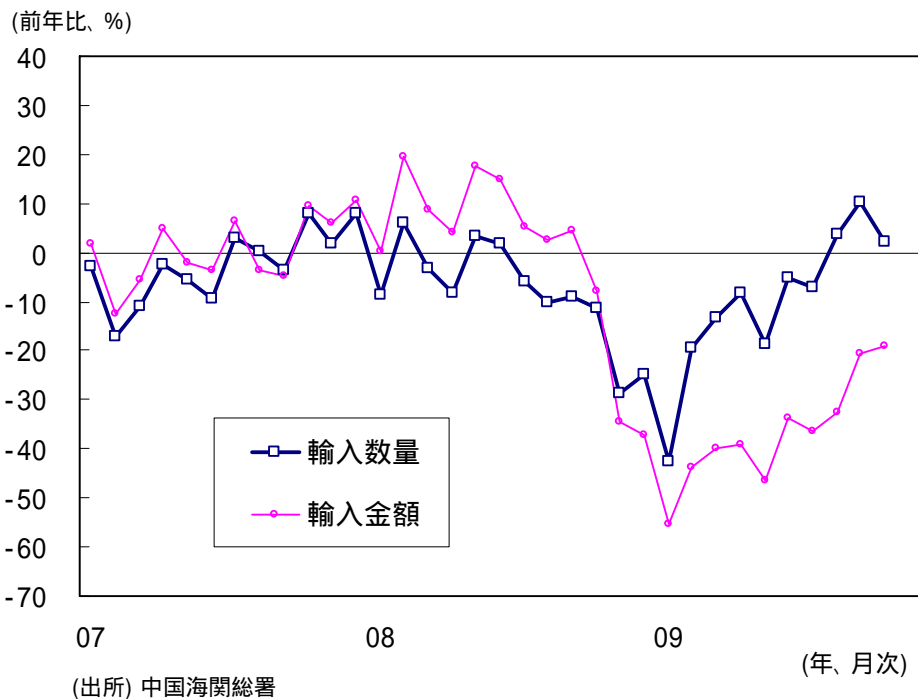


(注) 2008年の値
(出所) 中国海関総署

中国の輸入動向については、このように期待も込めて様々な見方が指摘されている。ただし、本稿で焦点をあてるのは、品目ごとの輸入金額に大きな偏りがみられるという、中国の輸入の中身についての特徴である。中国の輸入品目のうち、金額上位シェアをみると、第1位は電子部品であり、加工貿易を行う生産基地としての中国経済の特徴がうかがえる。しかし、2位以下の品目をみると、原油や鉄鉱石、銅など一次産品が多くを占めており、他の国にはみられない偏った輸入構造であることが分かる（前頁図表10）。

一次産品相場は、足元では騰勢を強めているものの、たとえば原油は昨夏の150ドル近くまで急騰した頃と比べると、最近の市況は半値程度の水準にとどまっている。つまり、中国の輸入金額が低迷している最大の要因は、輸入の大半を占める一次産品価格が、前年に高騰した水準と比べ下落していることが大きく影響している。実際、中国の輸入数量統計の動きをみると、前年比で増加している（図表11）。

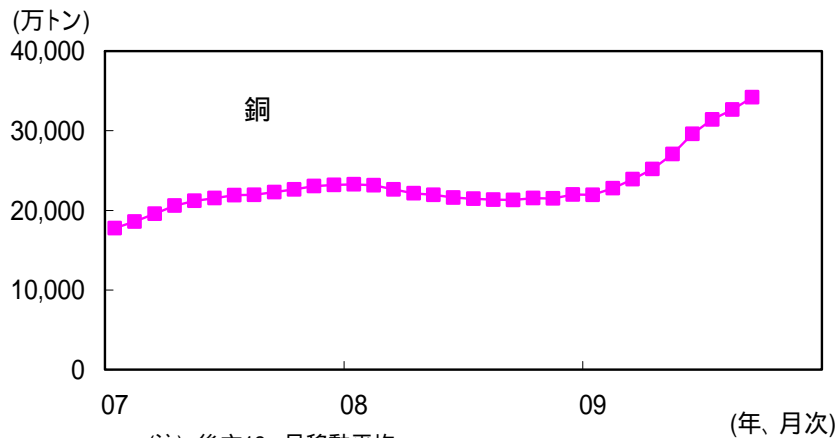
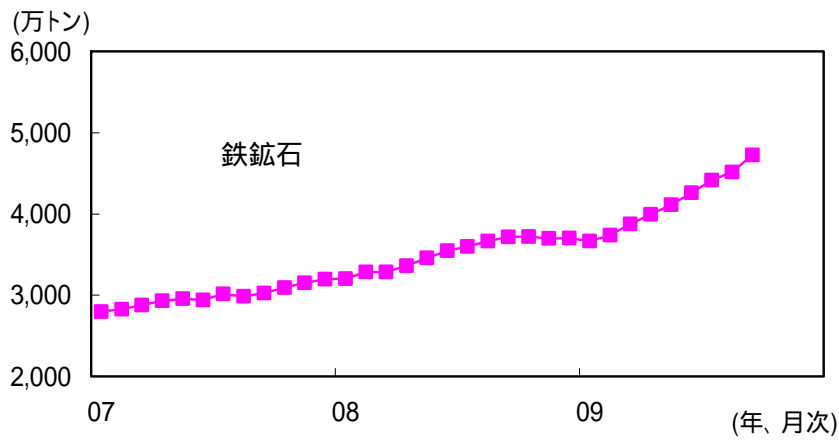
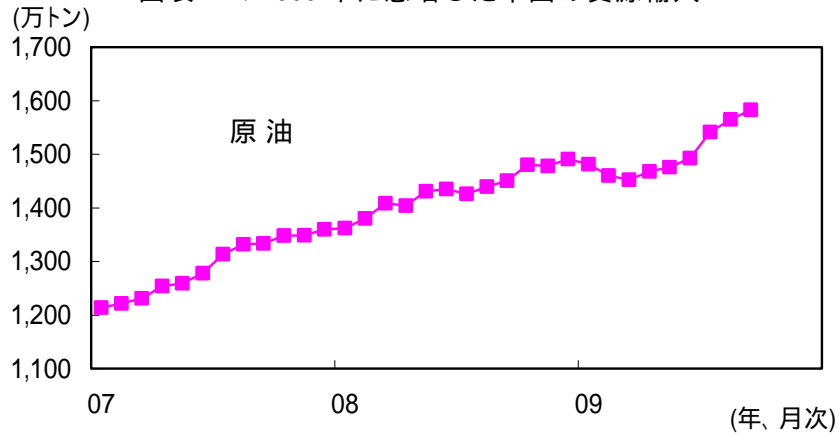
図表11．中国の輸入は数量ベースで回復



代表的な一次産品の輸入数量をみると、原油については、北京五輪の開催に向けて、原油の在庫手当てが行われていた昨年3月が、これまでの月間輸入量の最高を記録した月であったが、今年7月にその水準を更新し、直近にかけて一段と増加している。また、鉄鉱石や銅については、今年に入ってから、近年の増加トレンドを上回るペースで、急拡大していることが分かる（次頁図表12）。（注1）

（注1）中国が資源輸入を急拡大させていることについては、民間の業者による投機的な在庫投資が、相当程度含まれているとされ、港頭在庫の積み上がりなど、実際の需要に見合っていないとの懸念も指摘されている。

図表 12 . 2009 年に急増した中国の資源輸入



(注) 後方12ヶ月移動平均
(出所)中国海関総署

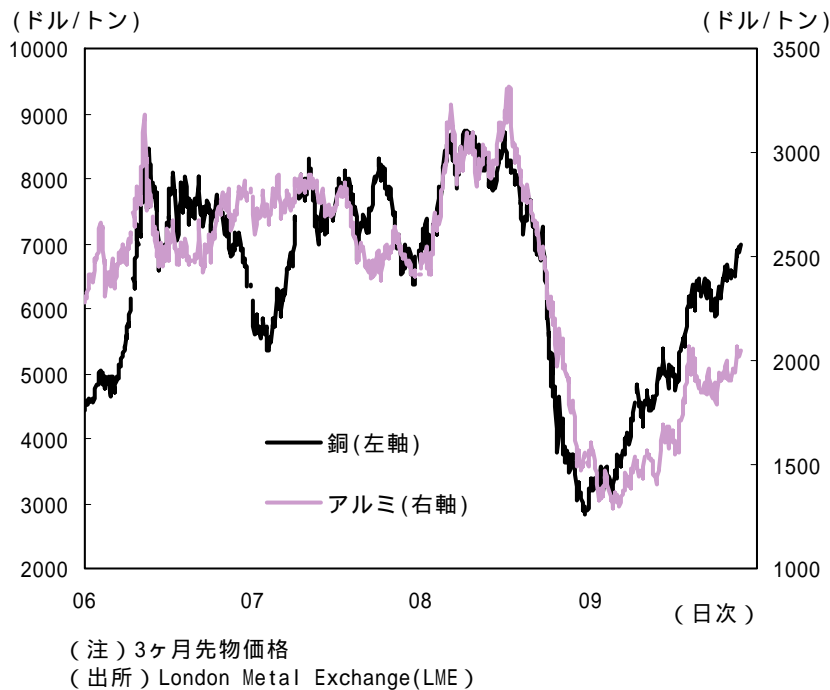
(2) 資源確保を強める中国と商品相場

春先からのリスク資産価格の上昇局面での一つの特徴は、中国が資源確保の動きを強めたことをきっかけに、他のリスク資産に先駆けて、ロンドン金属取引所 (L M E) で売買される銅やアルミなどの金属が、年初からいち早く騰勢に転じたことである (次頁図表 13)。当初、 L M E 市場の投資家に買い材料視されたのは、中国政府が国内業者保護のため、相場水準の維持を目的に、政府備蓄用の金属購入を増やす方針を打ち出したことであった。

中国政府は、いつどの程度の金属を購入したかは明らかにしていない。しかし、韓国やシンガポールなど、アジアにあるLME指定倉庫からの出荷が増えたことから、LMEの投資家の間で、中国政府が買い付けを実施しているとの思惑を誘い、相場を押し上げた。

中国政府は、4月23日に購入停止の方針を発表したが、毎月発表される銅やアルミの輸入量は急拡大が続いている。金属にせよ原油にせよ、コモディティの市場規模は、株式や債券と比べると格段に小さく、中国が資源確保の動きを強めたことが、商品相場を押し上げる直接的な効果を持ったとみられる（図表14）。

図表13．銅・アルミ市況



図表14．市場規模の比較

(兆ドル)

	2008年	2007年
株式	32.55	60.85
債券	56.27	59.63
原油	2.27	2.25
銅	0.12	0.13
アルミ	0.10	0.10
亜鉛	0.02	0.04

(注) 株式は国際取引所連合、債券はBISの公表値
商品は年間消費量×平均価格
(出所) 国際取引所連合、BIS、NYMEX、LME

5. マネー・フローの変化

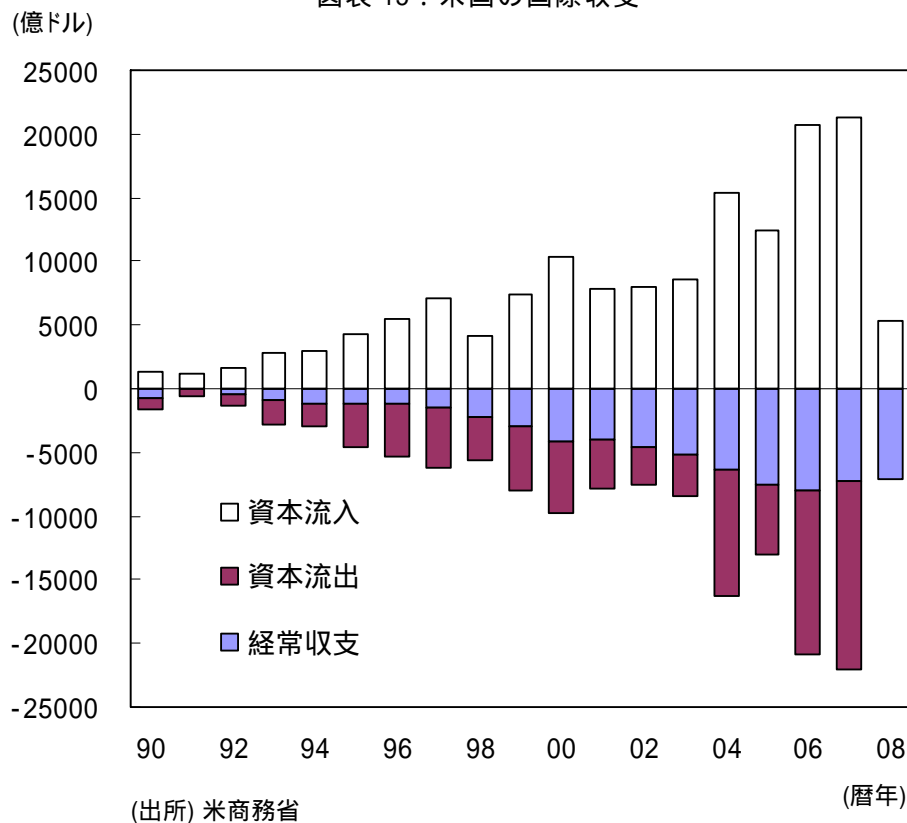
ドル・キャリー取引により「ドル安・株高・原油高」が相互に作用しながら、リスク資産価格を押し上げてきた要因として、前節では、中国の輸入構造の偏りが商品市況に与える影響をとりあげた。

本節ではもう一つの要因として、米国を取り巻くマネー・フローと米投資銀行のバランス・シートが、金融危機のさいに大きく変化した後、今年に入り少しずつ金融危機前の状態に戻つつある状況を整理する。金融機関による保有資産の処分売りが一服し、金融機関の経営状態が少しずつ回復していることが、リスク資産投資を後押ししている。

(1) 米国を取り巻くマネー・フロー

米国は経常赤字をファイナンスするために、海外からの資金流入に依存しているとされる。しかし、米国の国際収支統計によれば、米国には経常赤字を上回る巨額の資金が流入し、米国の金融機関がそれを海外に再投資する構図が続いてきた。金融危機前の2007年には、米国は約7,000億ドルの経常赤字を記録したが、米国への資本流入は2.1兆ドルにのぼり、差額である1.4兆ドルは米国から海外に再投資されていた。米国は国際的な資金の流れの中で、資本の受入れと再投資を行う金融機能を果たしていたことが分かる(図表15)。

図表 15. 米国の国際収支

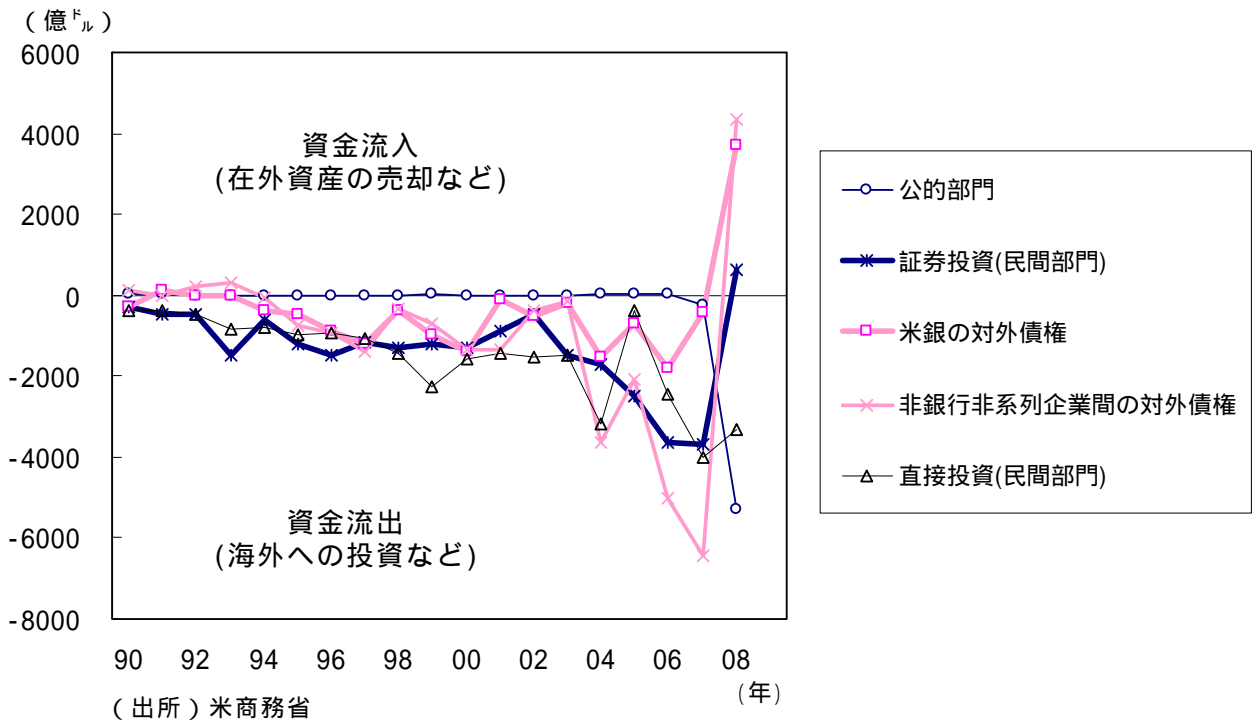


(2) 金融危機前の状態に回復

このうち、金融危機の際の米国からの資本の流出入を、資本収支統計の投資家別、項目別の動きから読み取ると、2008年には民間部門のうち海外への直接投資を除き、証券投資、米銀が保有する対外債権（増減）、企業間の対外債権（増減）がすべてプラスとなり、米国の投資家がいっせいに国内に資金を引き揚げていたことが分かる（図表 16）。

一方、通常は対外ポジションをとることのない公的部門が、昨年は大幅なマイナスとなり、米国外へのドル資金の供給を一手に引き受けていた。これは、米国商務省のプレス・リリース資料によれば、中央銀行であるFRB（連邦準備制度理事会）が、金融危機の際に海外の中央銀行とスワップ協定を締結し、大量のドル資金供給を行ったことを示している（図表 16）。

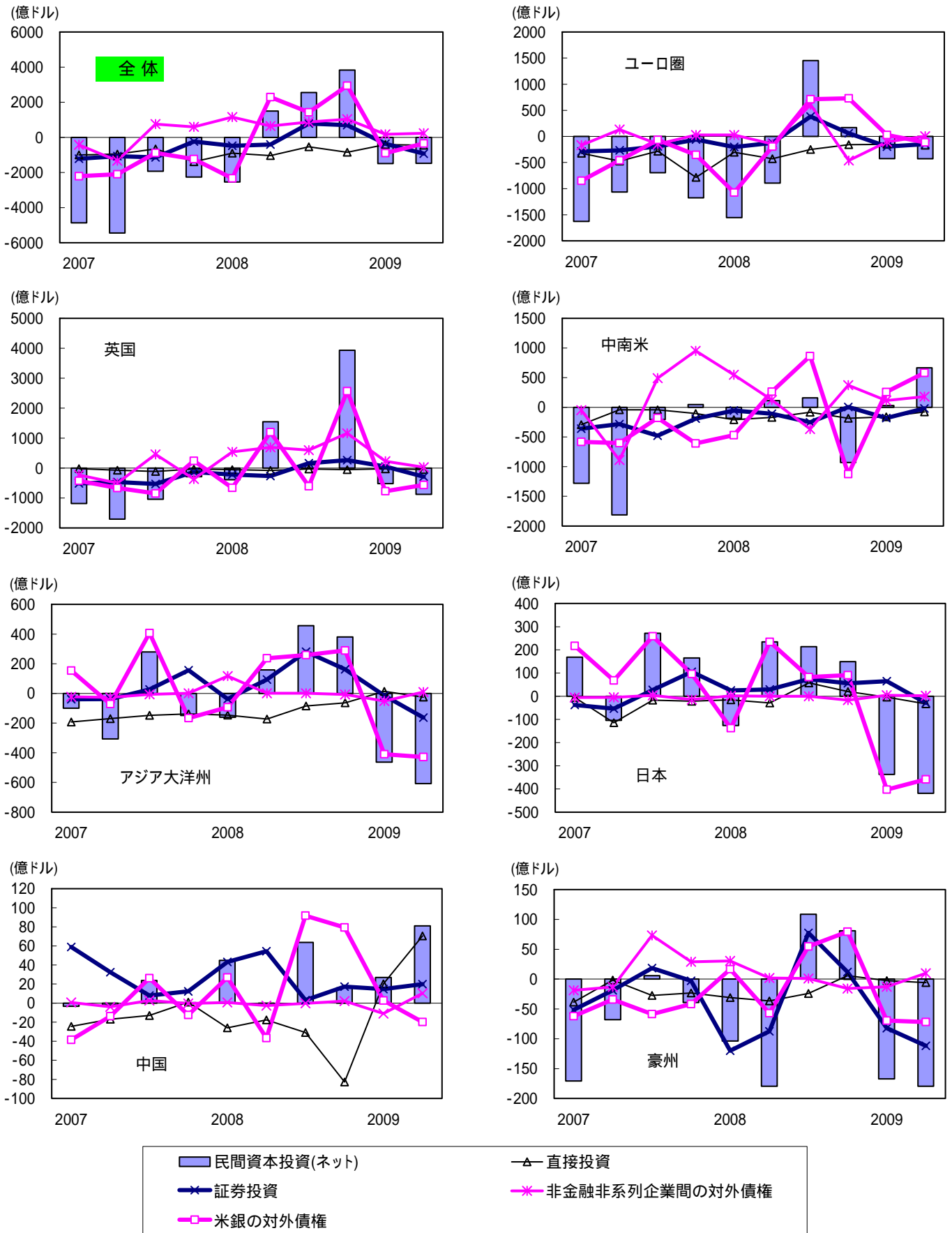
図表 16 . 米国の資本収支（暦年）



昨年のリーマン破綻前後に起きたこうしたマネー・フローの変化を、さらに詳しく四半期統計で地域別にみると、昨年7～9月期には英国、10～12月期にはユーロ圏からの資金の引き揚げが突出していたことが分かる（次頁図表 17）。

ところが、今年の春先以降、各国の中央銀行による流動性供給などの効果によって、金融情勢が落ち着きを取り戻すようになると、マネー・フローの動きが金融危機以前の状態に戻り始めている。米国の民間資本収支をみると、危機の際に米国に回帰していた資本が（次頁図表 17 のプラス領域）、海外投資を再開させている（図表 17 のマイナス領域）。

図表 17. 米国の資本収支（四半期、地域別）



(注) 米商務省資料より作成。四半期データ。

(3) 金融機関の資産圧縮が一服

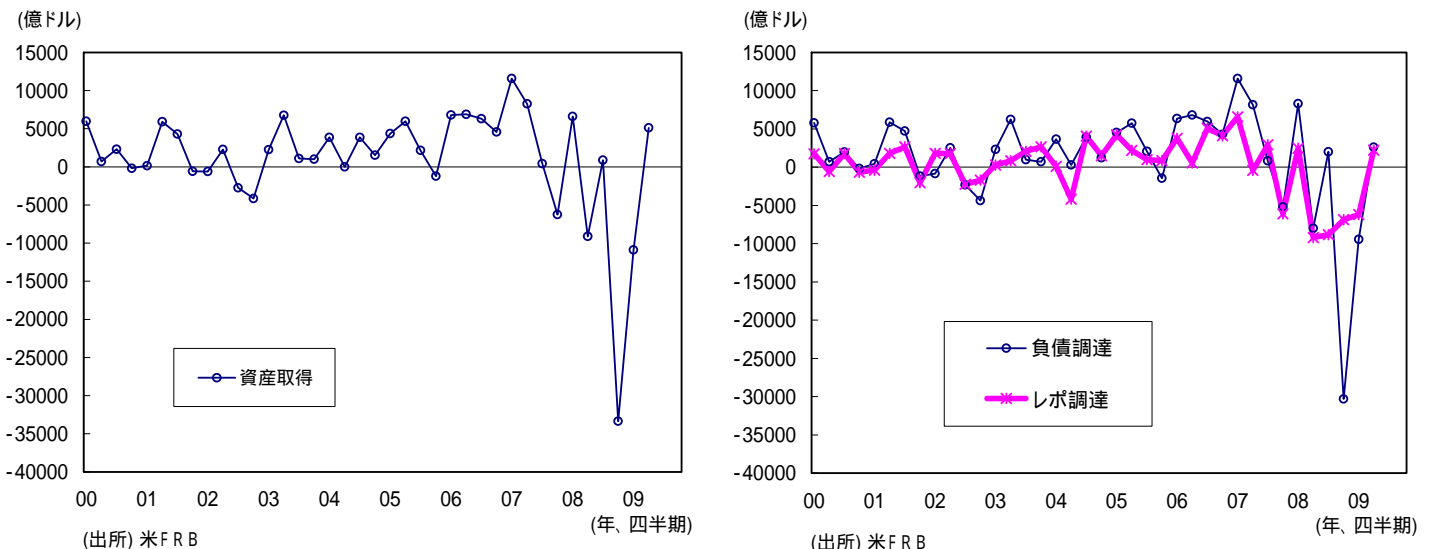
サブプライム問題が表面化して以降、欧米の金融機関は、ディ・レバレッジと呼ばれる資産と負債の両方を圧縮する動きを強めてきた。こうした動きにともなう資産の処分売りは、金融市場の混乱の大きな原因となっていた。

ところが、米国の資金循環統計を用いて、投資銀行の動向を示す「証券会社」の資産、負債の動きをフロー・ベースでみると、直近4~6月期の資産が増加に転じたことが分かる(図表18)。統計上はこの時期の資産価格上昇の効果は排除され、資産取得にともなう増分のみが計上される。このため、フロー・ベースの資産の増加は、金融機関がバランス・シートを圧縮させてきた動きに変化の兆しがあられ始めたことを示唆している。実際、資産取得の増加にともなって、まだわずかではあるが同じ時期に負債も増加しており、投資銀行の資金調達を中心手段であるレポ取引による資金調達額は1年ぶりに増加した(図表18)。

金融市場の投資家の中でリスク資産投資に積極的な動きが広がっている背景には、低金利下での景気回復や、前節でみた中国による資源購入の拡大に加え、欧米の金融機関を取り巻く経営環境が少しずつ好転し始めた影響があるとみられる。当然、経営の完全な正常化にはいまだほど遠い。また、金融監督当局は、自己資本規制を強化する方針を示しており、中期的には資産保有の拡大に、再び制約が強まることも予想されよう。

このため、足元でわずかにレバレッジを回復させる動きがみられるとはいえ、金融危機前の状態に戻ることは当分ないであろう。もっとも、リーマン・ショックを契機に資産の処分と負債の圧縮により、バランス・シート調整を強めていた流れが、徐々に落ち着きを取り戻し始めたことにともない、金融市場でリスク資産投資を拡大させる動き広がっている。金融機関の経営姿勢のこうした変化が、マネー・フローの動きに反映されているとみられる。

図表18. 米投資銀行の資産と負債(フロー)



6. ドル・キャリーと「ドル安・株高・原油高」の持続性

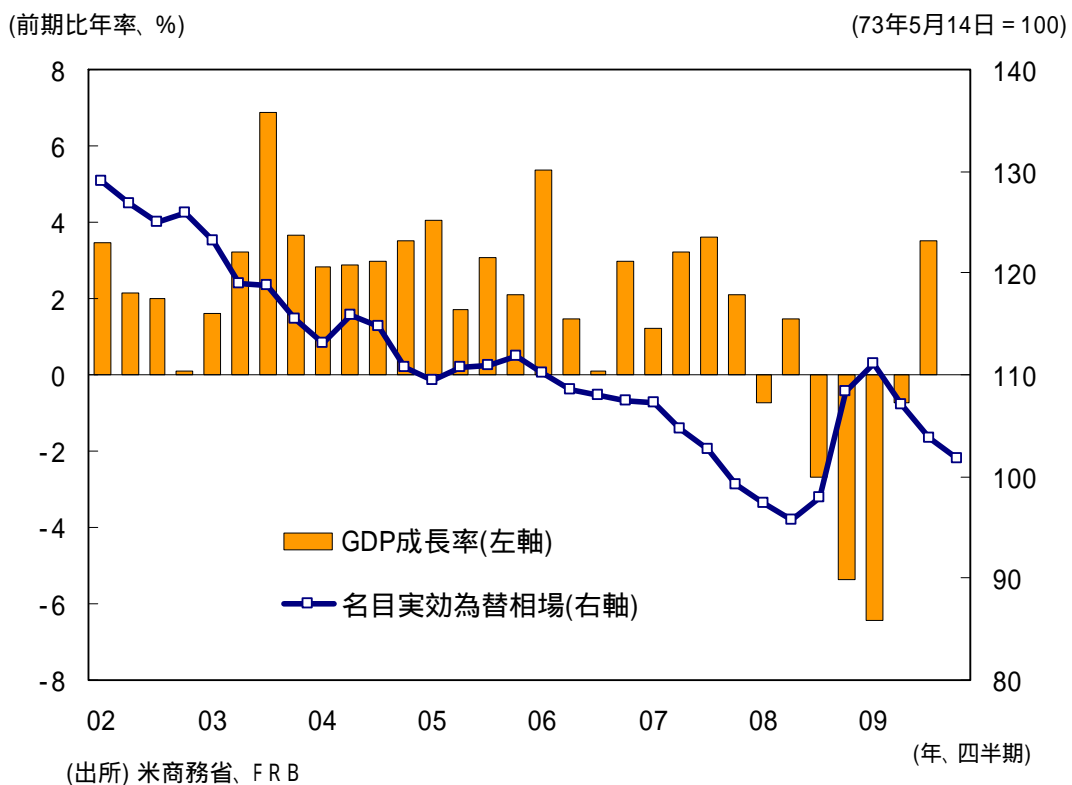
本稿では、第1節～3節で、金融市場のトレンドを形成する世界経済の構造変化を整理し、ドル・キャリー取引や、ドル安・株高・原油高の動きを整理した。また4節では、資源価格に与える中国の影響を、5節では米国を中心に、金融やマネー・フローが正常化しつつある現状を確認した。

新興国の高成長という、世界経済の構造変化を背景とする広義のドル・キャリー取引を形成するこれらの要因は、いずれも歴史的な金融危機をきっかけに生じた動きであり、今後も長期間持続する可能性を持っている。ドル安トレンドを背景に、米ドル相場と株価と資源価格が相関性を持つという現象も、金融市場の基調的なトレンドを形成する公算が高いとみられる。

金融市場では、「ドル安・株高・原油高」の先行きに影響を与えうる要因として、米国の金融政策を見極める動きが広がっている。しかし、米国が利上げを実施しても、先進国のリスク資産と新興国のリスク資産の収益率に、大きな格差が生じている状況は変化しないであろう。また、かりに米国の利上げが先送りされる場合には、狭義のドル・キャリー取引を巻き込んで、ドル安トレンドがよりいっそう鮮明になるとみられる。

大きな方向として景気回復の動きが持続すれば、投資家のリスク許容度を拡大させることによって、ドル安の動きが持続する見通しである（図表19）。

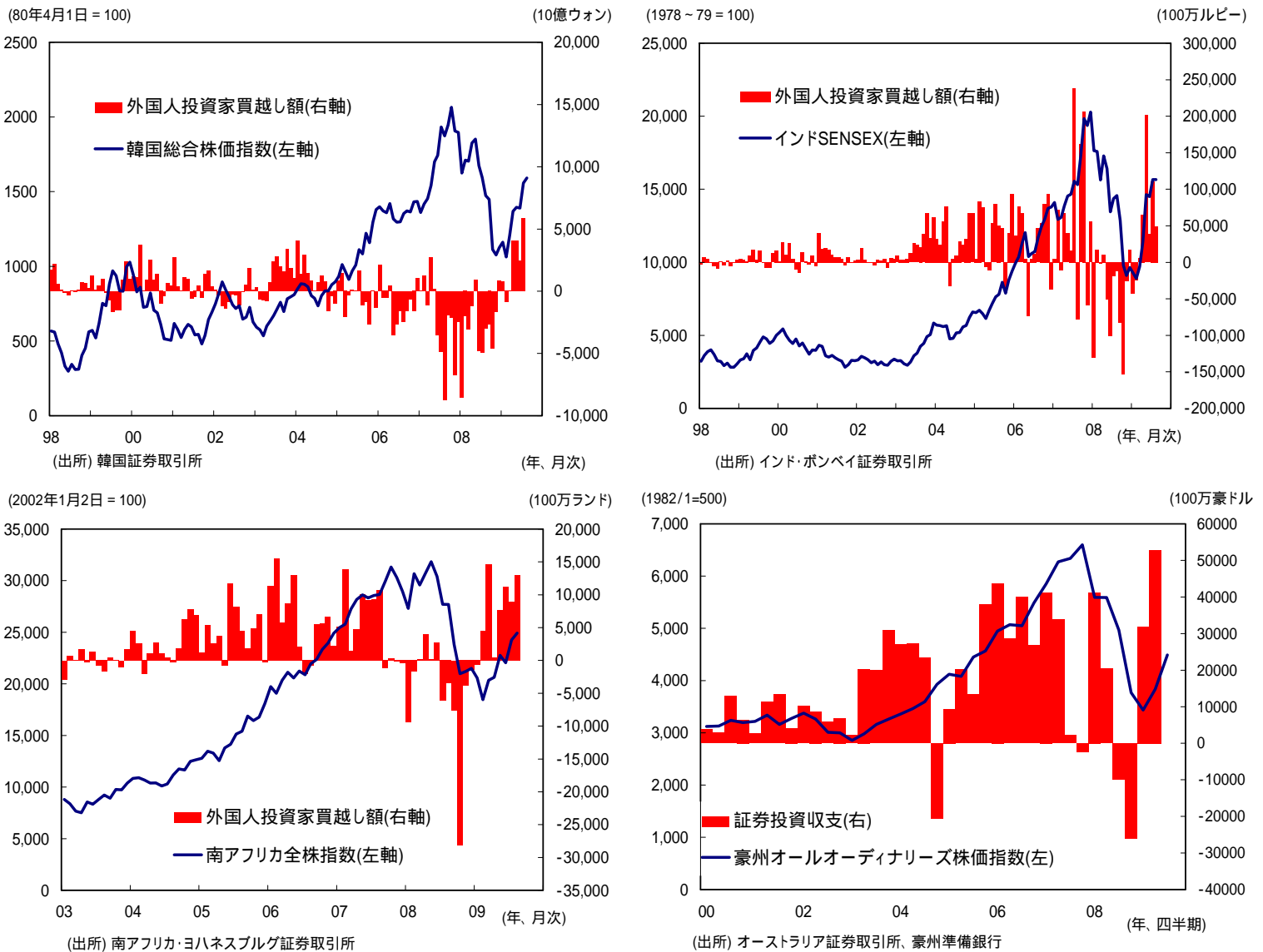
図表19. 米国の景気とドル相場



金融危機をきっかけとした世界経済の構造変化にともない、先進国と新興国の成長率格差を背景に、米ドル相場が下落する動きは、最大の新興国である中国の人民元の為替調整も視野に入れながら、今後の中長期的なトレンドを形成する公算が高いであろう。

もっとも、主要な新興国の金融市場では、先進国からの資本流入が金融危機前のピーク水準に達しており、足元で過熱感が生じている。ドル・キャリーの動きに行き過ぎが生じる場合には、一時的な調整リスクの高まりも懸念されよう（図表 20）。

図表 20．新興国への資本流入と株価



（細尾 忠生）

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、金融商品の売買や投資など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すよう、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、弊社はその正確性を保証するものではありません。また執筆者の見解に基づき作成されたものであり、弊社の統一的な見解ではありません。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。当資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されています。一部を引用する際は必ず出所（弊社名、レポート名等）を明記して下さい。全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、弊社までご連絡下さい。