

Part 5

パート5では、現在のドル基軸通貨体制の未来を見通す。ドルが暴落することはあるのか？ ドル下落の次には何が待ち受けているのか？ ユーロがドルを凌駕する日はくるのか？ 識者たちの答えを聞こう。

# これからどいつになる？

## 検証「ドルは暴落するのか？」 下落すれども暴落はない理由

竹中正治 ● 国際通貨研究所経済調査部長チーフエコノミスト

ドルが揺らいでいる。金融不安の沈静化、景気の反転にはまだ時間を要するのは確かだ。株価、債券価格とともにトリプル安の懸念も燃る。「ドル暴落の危機はどこまで真実か？」を検証する。

「ドル離れ」や「基軸通貨ドルの動揺」などがしきりと話題になっている。言うまでもなく、サブプライム危機による米国金融システムへの動揺と二〇〇八年の景気後退見通しが、その引き金だ。米国は年間七〇〇億ドルを超えて

である。米国の経常収支不均衡の調整のためにドル相場下落、黒字国通貨相場の上昇が必要であることにもとより異論はない。しかし、米国のトリプル安という事態はきわめて短期的、一時的局面としては起りえても、危機が恒常化する可能性はきわめて乏しいと筆者は考えている。また、基軸通貨の地位からドルが転落することも、遙か未来のことならともかく、見通しうる将来には起りえないと考える。その理由を説明しよう。

左 ページの図は、米国財務省が公表している米国の対外証券投資と海外の対米証券投資（短期証券や銀行勘定を除いた「長期」の資金収支）の推移だ。サブプライム危機がセンセーショナルに表面化した昨年八月だけは、資金が米国からネット流出となった。ところが、一〇月以降は〇五〜〇六年と同じだけのネット流入に戻っている。〇七年通年で見ても、流入する資金規模にそれまでの変化は見られない。サブプライム危機で信用を損なったとはいえ、資本市場の巨大さ、多様性、情報公開、投資活動の自

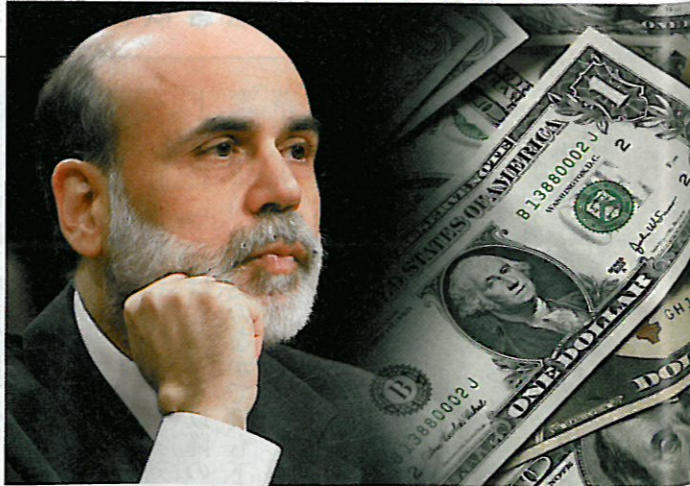


由など、総合的に評価して世界の投資マネーが米国市場を投資対象からはずすことは事実上、不可能である。これが第一の理由だ。第二に、米国の対外純債務残高は二兆五〇〇〇億ドル（〇六年）で世界最大の債務国だが、そのグロス対外債権は一三兆八〇〇億ドル（グロス対外債務は一六兆三〇〇〇億ドル）であり、これも世界最大である。仮に海外投資家が対米投資残高を短期間に一兆ドル引き揚げるような極端なことが起こったとしても、

米国の経常収支赤字の縮小が進んでいる。経常収支赤字の対名目GDP比率は〇六年の六・一五％をピークに減少に転じ、〇七年は五・三五％に縮小した。〇七年第四半期の縮小はさらに顕著であり、GDP比四・九％となっている。その原因は、①三年以降のドル相場（実質実効ベース）の全般的な下落（為替相場効

果）、②〇七年以降の米国経済の減速（所得効果・内需鈍化による輸入抑制、輸出増加）と考えられている。ここで、為替相場と経常収支に関する基礎的な関係を確認しておこう。国際的な資本移動の規模が飛躍的に拡大した現代では、経常収支の赤字（あるいは黒字）がその国の通貨相場下落（上昇）を単純に誘うことはない。むしろ、短期・中期的な為替相場変動はその国をめぐるマネーフロー（流出入）が生み出す需給的な均衡点のシフトに大きく依存している。実際、一九九〇年代半ば以降、海外からの対米投資は旺盛で、その結果ドル相場が上昇基調をたどると同時に、米国の経常収支赤字の拡大が進んだ。

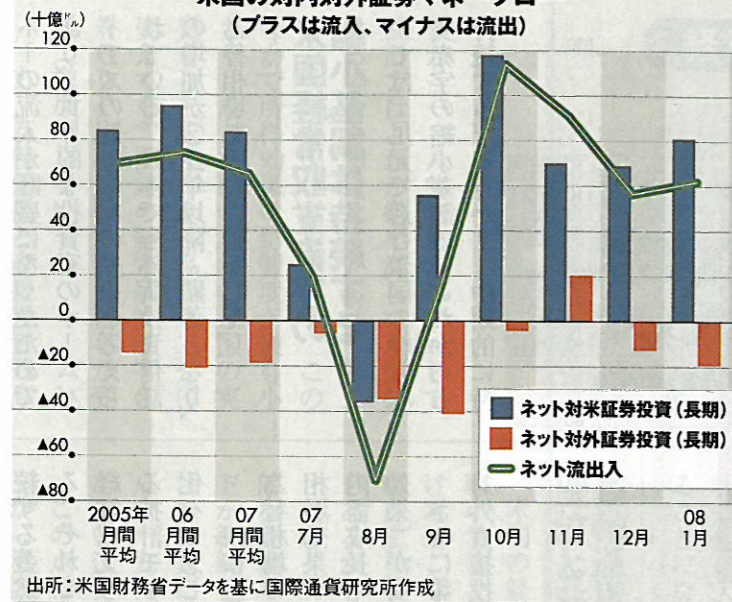
PANA / AFP-時事



み上がった。債務が無限に積み上がることはありえないので、どこかで調整が起こる。その調整としてのドル相場下落と経常収支赤字の縮小が今、起こっているわけである。ドル相場が下落を始めてから経常収支赤字が減少し始めるまでにタイムラグがある。このタイムラグは、八〇年以降の平均で計測すると約二年となる。ところが、〇三年からドル相場（実質実効ベース）の下落が始まったにもかかわらず、経常収支赤字の縮小が確認できたのは〇七年に入ってからだ。タイムラグが八〇年代に比べ拡大している。

### 資金のネット流入は続く

米国の対内対外証券マネーフロー  
(プラスは流入、マイナスは流出)



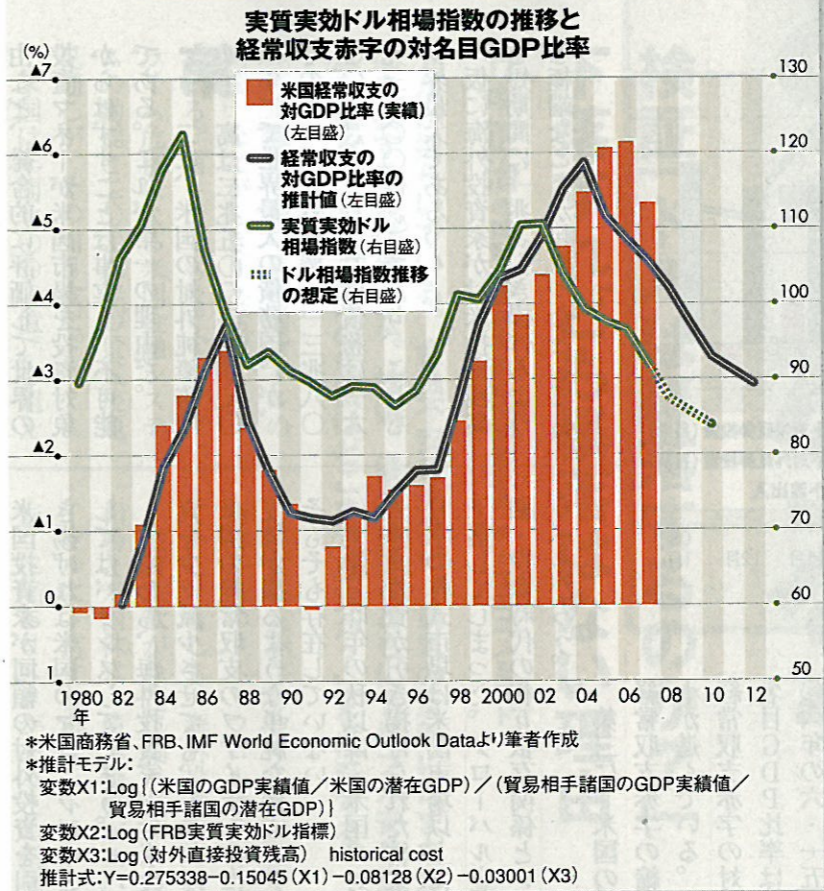
第三に、米国の経常収支赤字の縮小が進んでいる。経常収支赤字の対名目GDP比率は〇六年の六・一五％をピークに減少に転じ、〇七年は五・三五％に縮小した。〇七年第四半期の縮小はさらに顕著であり、GDP比四・九％となっている。その原因は、①三年以降のドル相場（実質実効ベース）の全般的な下落（為替相場効

果）、②〇七年以降の米国経済の減速（所得効果・内需鈍化による輸入抑制、輸出増加）と考えられている。ここで、為替相場と経常収支に関する基礎的な関係を確認しておこう。国際的な資本移動の規模が飛躍的に拡大した現代では、経常収支の赤字（あるいは黒字）がその国の通貨相場下落（上昇）を単純に誘うことはない。むしろ、短期・中期的な為替相場変動はその国をめぐるマネーフロー（流出入）が生み出す需給的な均衡点のシフトに大きく依存している。実際、一九九〇年代半ば以降、海外からの対米投資は旺盛で、その結果ドル相場が上昇基調をたどると同時に、米国の経常収支赤字の拡大が進んだ。

み上がった。債務が無限に積み上がることはありえないので、どこかで調整が起こる。その調整としてのドル相場下落と経常収支赤字の縮小が今、起こっているわけである。ドル相場が下落を始めてから経常収支赤字が減少し始めるまでにタイムラグがある。このタイムラグは、八〇年以降の平均で計測すると約二年となる。ところが、〇三年からドル相場（実質実効ベース）の下落が始まったにもかかわらず、経常収支赤字の縮小が確認できたのは〇七年に入ってからだ。タイムラグが八〇年代に比べ拡大している。



### 經常収支赤字が増減する理由



ネーの流入が旺盛になったためであり、世界的な投資家のホームバイアスの低下傾向の結果と考えられている。日本でも外貨投資信託の増加が〇四年以降、顕著となり、為替相場を円安に動かした。

**米国經常収支赤字の縮小基調は持続する**

では、足元で進む米国の經常収支赤字の縮小基調は、これからも持続するだろうか？ 中期的に持

続する蓋然性が高いと筆者は考える。それを検証するために、米国の經常収支の対GDP比率を説明する推計モデルを作成し、今後の変化を予想してみた。

一般に經常収支不均衡の調整は、為替相場の変動による効果(為替相場効果)と、貿易相手諸国との内需成長率格差による効果(所得効果)が要因と考えられている。さらに第三の要因として米国の対外直接投資残高の変化(増加)

を加えた三つの変数で説明する回帰分析を行なった。

九〇年代以降、米国から貿易相手諸国への直接投資がいつそう拡大し、米国の製造業の生産能力が貿易相手諸国(特に発展途上国)に大規模に移転した。

対外直接投資の増加は、米国にとっては配当や利息のかたちで将来の所得収支の受け取りを増やす効果もある。しかし、資本と技術の移動を伴う生産能力の移転は、貿易相手諸国の経済成長率の上昇と米国への輸出の増加(米国の輸入の増加)を同時に引き起こす。

そこで、米国と貿易相手諸国それぞれの潜在成長率と実質GDP成長率との乖離(所得効果)、実質実効ドル相場(為替相場効果)、米国の対外直接投資残高の変化の三つによって、どれだけ米国の經常収支(対GDP比率)の変化が説明できるかを定量的に分析してみると、上図のように有意な推計結果が出た。青の推計値は赤い棒グラフで示した実績値をかなり忠実になぞっている。

次に、この推計モデルを使って、〇八〜一二年の米国經常収支の対GDP比率がどうなるかを試算した。ドル相場については、比較的確やかな下落コース(ケース1)と急落コース(ケース2)という

二つを想定している。

その結果は、左ページの表のとおりだ。ドル相場が穏やかな下落コースをたどった場合でも、一〇〜一二年に經常収支赤字比率は名目GDPの三%前後まで縮小する。上図に示したのはこのケース1である。また急落のケース2では、一二年には二%台前半まで縮小する。

推計の前提について補足しておく。米国の実質GDP成長率は〇八年に一%に鈍化した後、一〇年に長期趨勢的な潜在成長率と考えられる三%を回復すると想定。貿易相手諸国の成長率は〇七年までの過去五年間の平均に近い水準が継続すると想定している。またインフレ率は二%、実質実効ドル相場と經常収支の対GDP比率の変化は最も相関度が高まる二期ずれベースで推計した。

FRBの公表している実質実効ドル指数によれば、七三年以降の変動相場制の歴史のなかで最も下落率が大きかったのは、プラザ合意の翌八六年の一二・五%。ケース2が想定する「〇八年の実質実効ドル相場が前年比一〇%の下落」というのは、その八六年に次ぐ下落率である。

また、対外直接投資残高の変化は、過去一〇年間の年間平均伸び

### 經常収支赤字は今後どうなる？

モデルによる推計結果		2008年	09年	10年	11年	12年
想定	実質GDP成長率(%)	米国 1.0	2.5	3.0	3.0	3.0
	貿易相手諸国 4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2
想定	実質実効ドル相場対前年平均比(%)	ケース1 ▲5.0	▲2.0	▲2.0		
	ケース2 ▲10.0	▲5.0	▲2.0			
推計結果	米国の對外直接投資残高前年度比伸び率(%)	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
	米国の經常収支赤字対名目GDP比率(%)	ケース1 ▲4.2	▲3.7	▲3.3	▲3.1	▲2.9
	ケース2 ▲4.2	▲3.7	▲2.9	▲2.4	▲2.2	

の変化の影響度は相応に大きい。対外直接投資残高の伸びが年率六%ではなく、過去一〇年と同じペース(一一・八%)であるとすれば、ケース1の一二年の經常収支赤字比率は二・九%ではなく、三・九%にとどまる。

つまりは、九〇年代以降の米国の對外直接投資増加のトレンドに今後も大きな変化がないとすると、米国の經常収支赤字の調整はドル相場の下落のみに依存したものとならざるをえない。

不均衡の調整に要するドル相場の下落幅は、八〇年代後半よりも相対的に大きくなる可能性が高まることになる。

### 基軸通貨国である日本の優位と非対称性

「米国の經常収支赤字が中期的に縮小するとしても、黒字にならないければ、米国の對外純債務の膨張は止まらないはずだ」と見る向きもあるかもしれない。

だが、問題は對外純債務の絶対的な規模ではなく、現在のトレンドが継続した場合に、純債務の名目GDPに対する比率(〇六年時点で一九%)が安定・収束するか、あるいは発散・膨張を遂げるかだ。

この点について詳しい説明は省くが、米国商務省の經常収支と対

率が一一・八%であるのに対して、推計ではこれが約半減して六%になる場合を想定している。

三つの要因に話を戻そう。このなかで所得効果の影響度が最も小さく、たとえば〇八年の米国の実質GDP成長率を一%から二%に変えても、同年の經常収支赤字の対GDP比率は〇・一二ポイントしか変化(増加)しない。

一方、為替効果と直接投資残高

の外ポジション(債権・債務)のデータによる限り、米国の對外債権と債務のあいだには大きな総合投資リターン(格差)(債権回りV債務コスト)が長期にわたって存在している。しかも、米国の對外債務の九〇%はドル建て、對外債権の五〇%は外貨建てである。

この結果、ドル相場の下落目録ベースの総合投資リターンを引き上げ、米国に有利なように投資リターン格差を拡大する。一方、米国にとって對外債務の総合コストはドル相場の影響をほとんど受けないのに対して、海外投資家は為替損を被る。

アジア通貨危機やアルゼンチン危機では、經常収支赤字の拡大が對外債務の膨張をもたらし、資本が流出に転じたときに「自国通貨相場の下落→外貨建て對外債務の自国通貨建て評価額の膨張」という悪循環が起こった。

このようなメカニズムで金融・通貨危機が深刻化する構図を、ひとり米国だけは基軸通貨国であるがゆえに免れているのである。

たけなな・まさはる／一九五六年生まれ。七九年東京銀行(現三菱東京UFJ銀行)入行、為替資金部チーフディレクター(通貨オポジション)、ワシントン駐在員事務所所長などを経て現職。著書に「素人だから勝てる外貨投資の秘訣」など。

## 用語解説

### トリプル安

一九九五年四月、ドル円レートは一八〇円割れを記録。ところが、米国で「ドル安・株安・債券安」のトリプル安の懸念が高まってくると、米政府はドルの下落に危機感を抱くようになった。日本が九五年の七夕の日にドル買い円売り介入に踏み切ると、米国も日本との協調ドル買い介入を実施している。

### 実効ドル相場指数

米国の主要貿易相手国の貿易シェアで加重平均されたドル相場指数。名目ベースの指数と、各国とのインフレ率の格差を調整して実質化した実質ベースの指数の両方がFRBによって公表されている。

### 所得効果

自国でのGDP潜在成長率よりも低い内需成長率の場合、貿易相手諸国でGDP潜在成長率よりも高い内需成長率の場合、もしくはその双方が同時に生じる場合に、自国の經常収支赤字の縮小、黒字の増加がもたらされるとの考え。一九八〇年代には、米国経済成長率の鈍化と発展途上国などの高成長という成長率格差変化が生じた「所得効果」によって、米国の輸出が増加し、輸入が抑制されて米国の經常収支の調整がなされたが、九〇年代以降、これは表面化しなくなっているとされる。貿易相手諸国の経済成長率は米国に対して趨勢として上昇傾向にある一方で、米国の貿易赤字も拡大傾向にある。両者が並存しているのである。