

基軸通貨

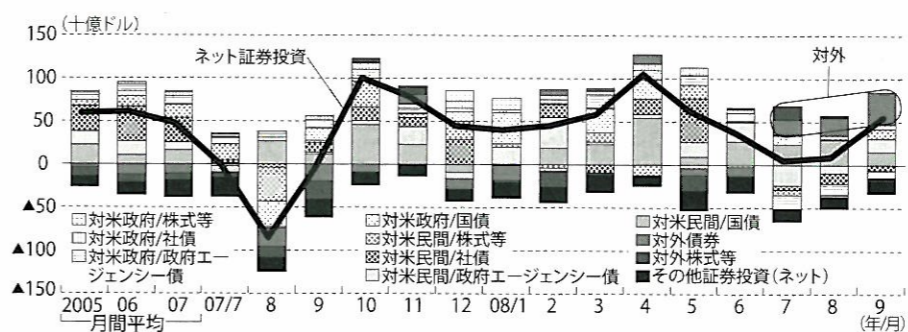
# 米国が金融危機に襲われても ドルが暴落しない理由

## 欧

米の金融市場が完全な麻痺状態となり、世界の株価が暴落した2008年の10月、ドル相場は対円を除いて急騰した。FRB（米連邦準備制度理事会）の実質実効ドル相場指数（名目）は8月から10月の2カ月間に12%も上昇した。米国を震源地とした金融危機のさなかのドル急騰、まずこのパラドックスをどう読み解けばよいのだろうか。

その手がかりは米国を巡るマネーフローの変化にある。図1は米国財務省が公表している米国の対外対内証券マネーフローの内訳である。米国からの対外証券投資は、通常月は流出超過（数字でマイナス）である。ところが、7月、8月、9月と米国への引き揚げ（プラス）となっている。大きな損失を出して解約要請に直面したヘッジファンドをはじめ、米国の投資家が保有していた世界の

図1 米国の対外対内証券マネーフロー内訳(2008年9月現在)



(出所)米国財務省

株式、債券を売った結果である。10月も、おそらく同じ傾向が見られるだろう。当然、外為市場でドル買い、他通貨売りになる。同時に海外の民間投資家も政府エージェンシー債などを中心に売り越し、引き揚げに動いた。これはドル売りになる。

つまり、米国とそれ以外の世界の間に、相互に資本引き揚げの動きとなったわけである。その結果、外国為替市場でのドル売りとドル買いは需給面では相殺となりそうだが、現実には円以外の通貨ではドル高となった。それはグローバルな金融活動を行っている投資家、金融機関にとって現在の金融危機の下での流動性不足が「ドルの流動性不足」として起こっていることを物語っている。つまり、海外投資家の米国金融資産の売りで得られたドル資金は、すべてが自国通貨に転換されるのではなく、ドルのまま流動性の補填に充て

たけなか まさはる  
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

られたと考えれば、外為市場でドル買い圧力がドル売りに勝ったことが納得できる。

一方で、急激な円高の動きはなぜか？ ドル・円では今年になって日米の金利差が急速に縮んでいたの、投資家、投機筋の円キャリートレード（低金利の円を借りてドルに換え、ドル資産に投資する取引）の持ち高は対ドルでは整理、縮小されていた。ところが、英ポンド、豪ドル、ユーロなどの通貨に対しては円との金利差が比較的大きく残っていたので、円売り持ち高の維持、あるいはナンピン的な持ち高の積み増しが今年の夏場にかけて起こった。そうした持ち高の変化が、日本の上場外国為替証拠金取引である「くりつく365」が開示している建玉の推移を見るとよくわかる（くりつく365が替売買動向 <http://www.click365.jp/statistics/index.shtml>）。

10月の株価の急落で大きな損失を被った投資家、投機筋は一斉にリスク持ち高の手仕舞いに動いた。その結果、そうした円売り持ち高も損切りで巻き戻され、雪崩的な円買い、すべての主要通貨に対して円急騰を招いたと考えられる。

世界の金融機関がドルの流動性確保にやっきになる事態は、ドル離れしようにも離れられない世界の現状を物語っている。しかし、長期的にはどうなのだろうか？ このまま米国の対外ネット負債の増加、膨張が続けば、世界の投資家がドル資産を

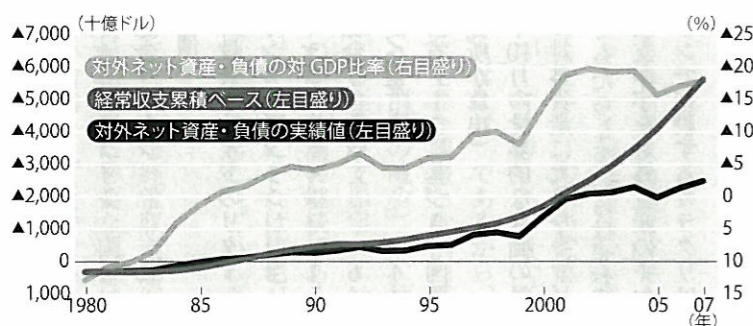
保有したいと考える限度を超え、米国への資本流入の減少、引き揚げが起これ、基軸通貨ドルの地位は思ってたより急速に掘り崩される可能性が高まっているのではないだろうか？ これは米国凋落論の典型的な議論だ。

### 米国の対外ネット負債は 対GDP比率で 減少し始めている

そうしたシナリオを全く排除するつもりはないが、ドルと米国の持つていたたかな構造を過小評価すべきでない。筆者は強調してきた。まず、米国の対外ネット負債であるが、確かに増加している。しかし、負債の規模の大小はあくまでも所得、あるいは経済規模との対比で決まってくる。この点で、米国の対外ネット負債の名目GDP比率は02年の19.5%をピークに07年末には17.6%（実額は2.4兆ドル）に低下している。

図2に示すとおり、米国の対外ネット負債は経常収支赤字の累積ほどには増えていない。1980年を起点に（この時は対外ネット資産で3655億ドル）毎年の経常収支を累積させると、07年時点ではネット負債残高は5.6兆ドルになる。ところが米国商務省発表のネット負債の実績値は2.4兆ドルである（07年末。そ

図2 米国の対外ネット資産・負債



(注)▲はネット負債  
(出所)米国商務省

の差額はなんと3.2兆ドル（約320兆円）にのぼる。富は無から生まれない。3.2兆ドルの富はどこから生まれたのか？ 米国金融帝国の搾取だろうか？

実は魔法でも搾取でもない。米国は世界最大の対外負債を有するが、その対外資産も世界最大である（07年末、17.6兆ドル）。資産からはリターンが生まれ、負債からはコストが生じる。リターンとコストは、配当や利息などのインカムと、資産・負債の価格変動によるキャピタルゲイン（益）とキャピタルロス（損）に分かれる。配当や利息の受け払いは、所得収支として経常収支に含まれる。したがって、商務省データを信じる限り、3.2兆ドルの差額は資産・負債（ドルベース）のキャピタルゲインとして生まれたのだ。

では、なぜ米国の対外資産・負債は、これほどに巨額のキャピタルゲインを生んでいるのだろうか？ それには次の2つの理由が考えられる。

①巨額の為替益を生むドル相場の下落 米国の対外資産の50%は外貨建て、残り50%はドル建てと推計される。07年末の資産規模は17.6兆ドルなので、ドル相場の下落（＝外貨相場の上昇）5%で4400億ドル、10%なら8800億ドルものドル換算ベースの資産価値の増加（為替益としてのキャピタルゲイン）が米国に

生じる。一方、対外債務は約90%がドル建てと推計される。このためドル相場の下落による米国サイドの為替損は小さい（ほとんどが海外投資家の為替損となる）。

ちなみに、対外負債が自国通貨建てというのは基軸通貨国ならではの条件である。他の中小国、とりわけ途上国の場合、対外負債は外貨（ドル、ユーロ、円など）になる。対外負債の積み上がりで自国通貨の下落が同時に生じると、自国通貨換算で債務の膨張が起こり、通貨・金融危機に陥る危険が高くなる。

②リターンの高い直接投資と株式投資に傾斜 米国の対外資産に占める直接投資と株式投資の割合は48.2%と高く、一方負債に占める同比率は26.2%と低い。反対に負債に占める比率が高いのは海外政府による米国債なども含む債券投資であり、36.7%を占める。直接投資と株式投資は、価格変動リスクは高いものの、長期的なキャピタルゲインを生み、総合リターンで確定利回りの債券を上回る。

それでは米国の対外資産と負債の間ほどの程度のリターン格差（年率）が生じているのだろうか。商務省のデータを基に89～06年の期間で計算すると、次のとおり資産リターンが負債コストより4.2%も高い。対外資産

延させ、かつ同時に介入で得たドル資金を米国へのファイナンスとして投資・還流させ、対米で貿易黒字を大きく拡大させた貿易相手国の存在がポイントである。そうした相手国とは、日本を含む多くの国が該当するが、典型的には中国である。

その結果、起こったことはグリーンズパンFRB元議長が当時「謎」と呼んだ、04年から06年にかけての金融引き締め局面での米国の長期金利の低位安定、長短逆転現象である。この「謎」は、海外からの米国債券市場への投資資金流入が旺盛になったことが、主たる要因のひとつであるとの認識が今ではほぼ定着している。

このように考えると、07年から既に始まっている調整局面の本質が見えてくるだろう。国内の貯蓄・投資バランス⇔対外的な不均衡（プラスマイナスは反対）であるから、米国にとって必要な調整とは国内貯蓄率の上昇（⇔消費の減少）か、投資の減少による経常収支赤字（⇔対外不均衡）の縮小基調の継続であることは明白だ。実際にそれは住宅バブルの崩壊を契機に起こっている事態である。

一方で、大きな経常収支赤字を抱える貿易相手国に必要な調整は、国内消費の増加（⇔貯蓄率の低下）か、投資の増加による経常収支赤字の減

少である。中国に関して言うとGDPに占める固定資本形成の非常に高さを勘案すれば、投資よりも個人消費の拡大が求められている。ところが、日本同様に「内需拡大」の政策的な掛け声は繰り返されても、そうした転換が一向に起こらない。その結果、世界経済全体で起こることは、米国における内需の減少分だけ、世界経済の需要が減少し、世界規模の成長の鈍化、景気後退が不可避となる。

米国の金融危機が世界経済の成長鈍化、景気後退の元凶のようにイメージされている。しかし、実体経済面の不均衡調整に目を向ける限り、米国の内需鈍化は望ましい、もしくはは不可避な調整過程である。その結果、世界経済が減速する問題については、貿易黒字国側の調整が進まないことに、少なくとも半分の原因があると言っよう。

**ドルとユーロ  
対立代替よりも補完関係**

最後にドルとユーロの関係を考えよう。ユーロがドルにとって代わる世界の基軸通貨として勃興するかどうかについては、100年先のことはわからないが、近未来の可能性としては筆者は極めて懐疑的である。もちろん、人口3億を超え、GDP規模でも米国に迫るユーロ圏の

クから半分の水準に急落した。年平均実質実効ベースで2〜5%程度のドル相場全般の下落が持続すれば、経常収支赤字の縮小は中期的に持続する。筆者の推計モデルによる予想では、ドル相場の下落が比較的穏やかでも、2010〜12年までにGDP P比率で3%程度に縮小する公算が大きい。

経常収支赤字がその水準まで縮小すると、対外資産・負債の間の総合リターン格差が過去の4.2%から2.0%程度まで縮小しても、米国の対外ネット負債は対GDP比率20%前後で安定化し、更に長期的には縮小に転じさせる。こうした米国の構造は、金融・投資活動がグローバル化した現代では、巨額の対外資産・負債を擁し、資産・負債の間に自国に有利な投資リターンの格差を確保することが、長期的に巨額な国富をもたらすことを意味している。

**ドルが下落しても  
経常赤字が減らない理由**

しかし、一方で03年以降は、ドル相場指数が下落しても赤字の縮小が遅れている、あるいは赤字縮小効果が鈍っている点も指摘できる。これはなぜだろうか。「ドル相場が下落しても米国の経常収支赤字はあまり縮小しなくなった。製造業の空洞化が進んだ金融帝国の末期的な現象

だ」という議論を展開する論者もいるが、そういう方々は70年代から過去30年余り同じような議論を繰り返しているように思える。

大企業のグローバル化が進んだ現在では、企業は生産コスト、為替相場などを反映してより柔軟に国際的なグループ内分業を調整する。たとえば米国にある日本の大手自動車メーカーは、円安ならば現地生産比率を落とし、日本からの輸入を増やす。反対に円高ならば現地生産比率を上昇させる。こうした調整は貿易収支に直接変化を与え、為替相場による貿易収支の調整をもたらしている。

しかし、それでも03年以降のドル相場下落が経常収支赤字を縮小するに要するタイムラグが80年代よりも長くなっているのはなぜだろうか。これには米国の国内と海外の2つの事情が関係している。

国内事情とは00年代の住宅バブルである。増加する住宅資産価格が、資産効果によって米国家計の消費を押し上げ、貯蓄率を低下させた。この時期の家計貯蓄率の低下は、米国家計全体の貯蓄・投資バランスを一層の貯蓄過小に押しやることで、経常収支赤字の拡大、ないしはその縮小を遅らせた。

海外の事情とは、米国の主要貿易相手国の行動である。外為市場へのドル買い介入でドル相場下落を遅

(米国サイドのリターン)

インカムリターン	6.0%
キャピタルゲイン	4.3%
総合リターン	10.3%

(海外投資家サイドのリターン)

インカムリターン	4.5%
キャピタルゲイン	1.6%
総合リターン	6.1%

リターン格差 (商務省データに基づき、国際通貨研究所が算出)

08年10月の世界的な株価の暴落は米国の対外資産に大きなキャピタルロスをもたらしているはずだから、経常収支赤字を対外資産のキャピタルゲインで相殺するカラクリは行き詰まりつつあるのではないだろうか、と考える方もいるだろう。ここで問題になるのは、あくまでも長期的な趨勢であるから、短期的な変動の結果から判断するのは適当ではない。それに、海外投資家も比率は多少低くても、膨大な米ドル株式を保有しているの、株価暴落で米国の負債サイドの価値も減少している。資産・負債合わせてどのような変化を起こすかは、08年末の集計結果を見ないとわからない。 <p><b>経常赤字は対GDP比率で縮小トレンドにある</b></p> <p>もちろん、米国の経常収支赤字が</p>
---

図3 米国の経常収支とドル相場指数 (四半期ベース)



(出所) 米国商務省、FRB

このまま膨張を続けることができるわけではない。ところが、03年以降の趨勢的なドル相場下落で既に赤字の縮小傾向が始まっている。経常収支赤字も経済の規模との比率で考える必要があり、やはり名目GDPに対する比率で見よう（図3）。

06年はGDP比率で6%台と過去最大の赤字となった。しかし07年は5.3%に縮小した。ドル相場下落による経常収支赤字縮小の効果は80年以降の平均では2年程度のタイムラグを伴って効いてくる。赤字縮小の障害要因だった原油価格もピー

クから半分の水準に急落した。年平均実質実効ベースで2〜5%程度のドル相場全般の下落が持続すれば、経常収支赤字の縮小は中期的に持続する。筆者の推計モデルによる予想では、ドル相場の下落が比較的穏やかでも、2010〜12年までにGDP P比率で3%程度に縮小する公算が大きい。

経常収支赤字がその水準まで縮小すると、対外資産・負債の間の総合リターン格差が過去の4.2%から2.0%程度まで縮小しても、米国の対外ネット負債は対GDP比率20%前後で安定化し、更に長期的には縮小に転じさせる。こうした米国の構造は、金融・投資活動がグローバル化した現代では、巨額の対外資産・負債を擁し、資産・負債の間に自国に有利な投資リターンの格差を確保することが、長期的に巨額な国富をもたらすことを意味している。

**ドルが下落しても  
経常赤字が減らない理由**

しかし、一方で03年以降は、ドル相場指数が下落しても赤字の縮小が遅れている、あるいは赤字縮小効果が鈍っている点も指摘できる。これはなぜだろうか。「ドル相場が下落しても米国の経常収支赤字はあまり縮小しなくなった。製造業の空洞化が進んだ金融帝国の末期的な現象

だ」という議論を展開する論者もいるが、そういう方々は70年代から過去30年余り同じような議論を繰り返しているように思える。

大企業のグローバル化が進んだ現在では、企業は生産コスト、為替相場などを反映してより柔軟に国際的なグループ内分業を調整する。たとえば米国にある日本の大手自動車メーカーは、円安ならば現地生産比率を落とし、日本からの輸入を増やす。反対に円高ならば現地生産比率を上昇させる。こうした調整は貿易収支に直接変化を与え、為替相場による貿易収支の調整をもたらしている。

しかし、それでも03年以降のドル相場下落が経常収支赤字を縮小するに要するタイムラグが80年代よりも長くなっているのはなぜだろうか。これには米国の国内と海外の2つの事情が関係している。

国内事情とは00年代の住宅バブルである。増加する住宅資産価格が、資産効果によって米国家計の消費を押し上げ、貯蓄率を低下させた。この時期の家計貯蓄率の低下は、米国家計全体の貯蓄・投資バランスを一層の貯蓄過小に押しやることで、経常収支赤字の拡大、ないしはその縮小を遅らせた。

海外の事情とは、米国の主要貿易相手国の行動である。外為市場へのドル買い介入でドル相場下落を遅