

米国経済とドルの行方

下落すれども凋落せず

米国の家計は1990年代以降、負債を上回る資産の伸びに支えられて貯蓄率が低下してきた。住宅バブルの崩壊と金融危機で純資産は大きく減少したものの2009年は回復しており、今後株価と住宅価格の回復も続くと予想され、10年には消費への負の資産効果はほとんどなくなるだろう。

米国は対外資産・負債のリスク構成と通貨構成の違いから、対外資産リターンが対外負債リターンを上回り、対外投資の増加で収益を上げてきた。ドル相場の過大評価は対外不均衡を拡大させる。一方、おだやかなドルの下落は対外資産の評価益を増やし、プラスの効果となるという基軸通貨国としての利点を米国は持っている。為替相場は長期的には通貨の購買力で決まるため、米国のインフレ率が世界と概ね同じ水準にとどまるなら、ドルの暴落が起きることはないだろう。ユーロや中国元がドルにとって代わることはなく、事実上のドル基軸通貨体制が続くだろう。



竹中 正治

龍谷大学経済学部教授

今日の米国経済を巡る主要関心事項は主に、①金融危機後の経済成長の度合い②財政赤字の中長期動向③対外不均衡の中長期動向と基軸通貨の地位——の3つにまとめられる。①の不安要因としては、家計部門の負の資産効果と金融機関の損失解消度が挙げられるが、ここでは家計部門の負の資産効果と③の問題について検討したいと思う。

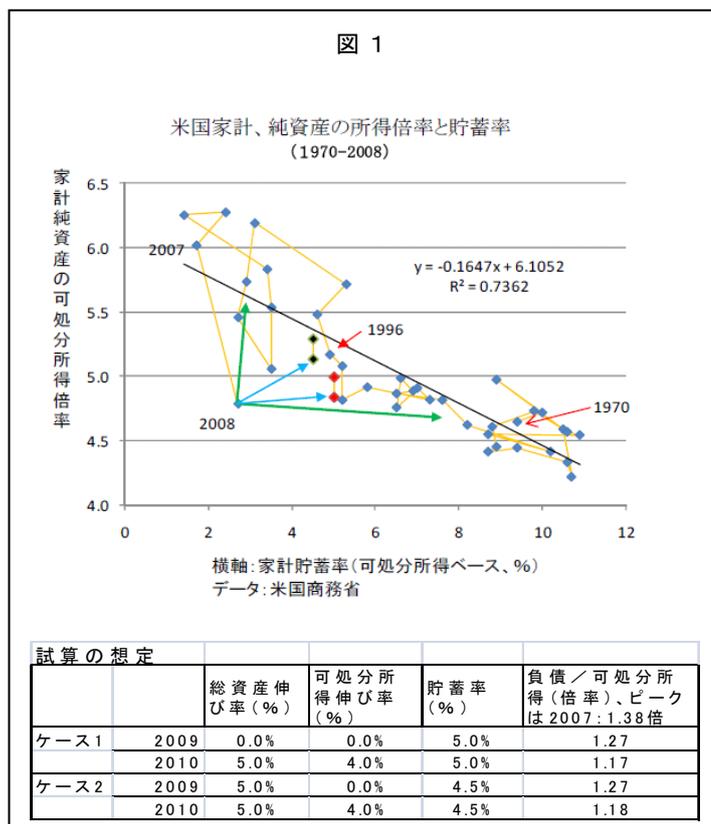
■家計の純資産増加、二番底回避

米国の実質GDP成長率は、2008年の金融危機後マイナスに陥ったが、09年7-9月期には前期比年率で2.8%まで回復している。消費はプラス成長に戻ったが、このまま順調に続くだろうか。悲観派のエコノミストは、「米国の家計は借金過剰体質で、今後は債務返済により消費が抑制されるため、米国経済は中長期にわたって低迷する」と主張している。

確かに家計負債の可処分所得比をみると、2000年に1倍を超え、08年には1.32倍まで上昇した。90年代の1倍以下の水準まで戻るには、約3-4兆ドルの債務圧縮が必要だというのがその根拠だ。しかし、負債のみに焦点を当てるのは妥当ではなく、資産から負債を引いた純資産で考える必要がある。家計の純資産で見ると、07年末から

09年3月末には10.5兆ドル減少したものの、9月末には4.2兆ドル回復している。

90年代以降、家計は負債だけが増えたのではなく、資産の伸びに支えられて純資産が増え、それとともに貯蓄率が下がってきた(図1)。所得との対比でより多くの純資産を持っていれば、貯蓄する必要が減り、貯蓄率が低下するのはある意味で当然である。実際、家計の純資産所得倍率と貯蓄率の間には、かなり強い相関関係がある。しかし、資産バブルの崩壊により08年は純資産の所得倍率と貯蓄率で構成される長期的な趨勢線(近似線)からかい離れた。この結果、バランスシート調整が起これ、趨勢線近くに回帰する過程にある。問題は図1のどのコースをたどって回帰するかである。



対極的なシナリオとしては、08年から貯蓄率だけが上昇し消費が低迷するケース(水平ベクトル)と、資産価格が上昇し純資産所得倍率だけが上昇するケース(垂直ベクトル)が考えられる。現実にはこの両極端のケースの中間の可能性が高いだろう。2つのやや異なる想定をおいて試算してみた。

ケース1はやや悲観シナリオで、09年には調整が終わらず、2010年末までかかる。ケース2はやや楽観シナリオで、09年末にはほとんど正常域に戻っている。現在は、やや楽観シナリオに近いところまで近づいている。09年9月末の純資産伸び率は08年末比で5.1%回復し、株価の上昇と住宅価格の回復も続いており、12月末にはさらに伸びるだろう。10年には負の資産効果はほぼなくなると見込む。従って、家計負債の大幅な圧縮が進むまで消費が正常化しないというのは、悲観すぎるシナリオだ。

株価と住宅価格が急上昇しなくとも、穏やかに回復すれば、10年は二番底シナリオにも、長期低迷シナリオにもならない。資産価格の動向が景気のカギを握るが、今のところ順調に底打ちし、反発している。S&P500の株価は09年春を底に、順調に回復。米国の大企業は収益構造がグローバル化しているため、輸出を通さなくても、途上国の景気回復を海外収益の増加として享受できる。また今回、株価はバブルを起こしておらず、不況によって落ち込んだだけだ。

S&P-Case/Shiller指数(主要10都市部住宅価格指数)は09年5月に底打ちが始まっている。一方、帰属家賃指数は年率3.5%程度の安定した伸びで推移している。住宅価格指数を家賃指数で割った収益率によって、住宅価格が割高か割安か計算できるが、それもこの春には過去20年間の平均値まで下がって底打ちしている。米国は

まだ人口成長率が1%近くあり、毎年100万戸近い新規住宅が必要となるため、日本の90年代ほどには悪くならないだろう。

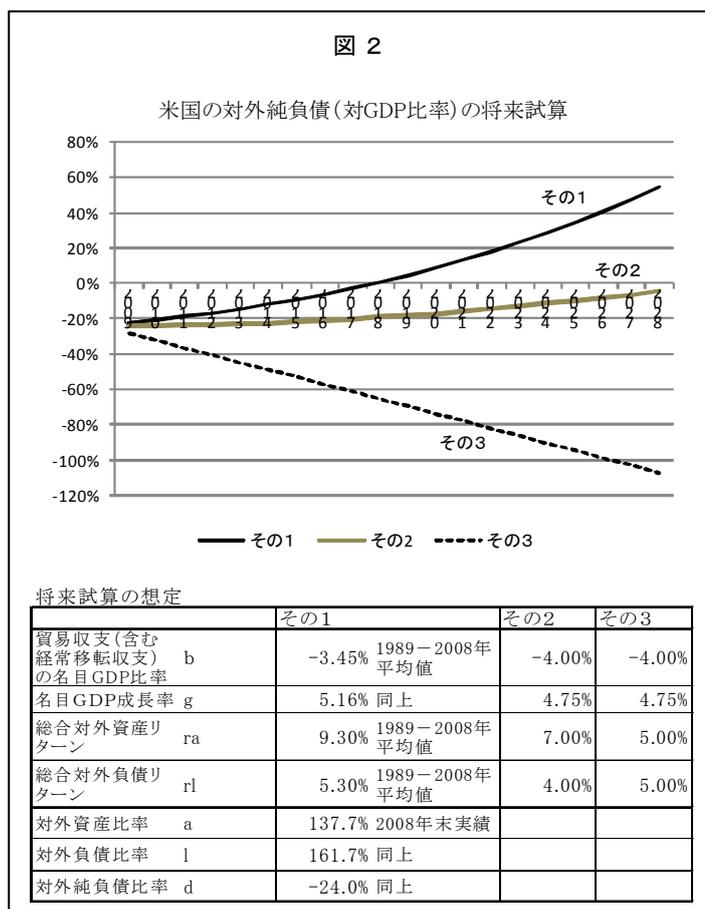
■ 対外投資リターン格差、対外純負債を圧縮

今回の金融危機は米国の経常収支赤字とは直接の関係はないが、典型的なドル凋落論やドル危機シナリオを強調し警告する人たちがいる。米国の経常収支赤字をファイナンスする海外からの対米投資フローが細る、あるいは引き揚げられることで、ドル相場と米国資産価格が急落、ドルへの信認は低下・崩壊するという悪循環が始まり、遂に米ドルの基軸通貨体制は終焉する——という展開は、シナリオの1つとしては考えられるが、可能性は低い。短期的にそうした悪循環が起きた局面はあるが、中長期的に持続したことはない。

では今後、起きる可能性はあるのだろうか。経常収支赤字の持続可能性は、対外純負債の持続可能性の問題に帰結する。それは、「現在までの直近の過去の条件を所与として、対外純負債が長期的に返済可能（資産負債が均衡可能）であること」と定義できる。経常収支と実質実効ドル相場の関係をみると、90年代後半以降ドル高が続き、03年からドルの下落が始まったが、経常収支赤字が減少し始めたのは07年からである。経常収支赤字は90年代にドル高につれて拡大し、06年のピーク時にはGDP比6%に達した。ドル相場下落はタイムラグを伴うが貿易収支を通じて、経常収支赤字を削減する効果をあげている。そのタイムラグは80年代は2年ほどであったが、2000年代には3年程度まで伸びているようだ。

しかしながら、経常収支赤字だけをみると、対外不均衡の問題を見誤る。米国の対外純負債をみると、経常収支赤字の累積とかい離しており、08年には累積で約3兆ドルも純負債の方が過去の経常収支の累積より小さい。これは、米国の対外資産・負債が生み出す評価損益で、キャピタルゲインが負債の穴埋めをしているからだ。

89～08年の対外投資リターン（年平均）を計算すると、対外資産リターンが対外負債リターンを上回り、4.0%もの格差がある。02～08年では6.4%にもなる。そこで、この投資リターン格差を考慮して、対外純負債の将来を試算してみた（図2）。その1は、想定を89～08年の平均値（投資リターン



格差 4%、貿易赤字対 GDP 比率 3.45%) とすると、10 年以内に純資産はプラスに転換する。その 2 は、貿易赤字比率を 4.0% に拡大し、投資リターン格差を 3% に縮めたものだが、それでも 20 年後には資産と負債がほぼ均衡する。その 3 は、投資リターン格差がゼロだとすると、対外負債は発散してしまう。

こうした米国にとって有利なリターンを支えているのは、対外投資のリスク構成の差だ。07 年の米国の対外資産をみると、直接投資や株式保有の比率が高い。一方、対外負債は、確定利回りの米国債や社債の比率が高い。株式リターンの変動は激しいが、長期保有によってリスクプレミアムの分だけ確定利回りより高くなる。このようなリスク構成は当面変わる可能性はないだろう。

また、90 年代以降急拡大した海外からの対米投資フローは、08 年にはスローダウンしたものの、マイナスにはなっていない。米国の対外投資フローも、08 年には本国へ資本を引き揚げたためプラス（流入超過）となったが、09 年には再び元の拡大基調に戻りつつある。

今回の危機で、有利な対外投資リターン格差は縮小し、逆転する契機となるだろうか。08 年は世界的な株価暴落と円を除くすべての通貨に対する全般的なドル高でリターン格差はマイナスとなった。米国の対外資産の 5 割以上が外貨建ての一方、対外負債の 9 割以上がドル建てであることから、負債評価額はドル相場に中立だが、資産評価額がドル高によって評価損を出した。

しかし、09 年は株価も回復し、米国の対外投資も息を吹き返したため、ドル安基調でリターン格差はプラスに戻るとみられる。米国にとって、ドルの過大評価は対外不均衡拡大と対外純負債の膨張で危機要因となる。一方、ドルの暴落は困るものの、おだやかなドルの下落は対外資産からの評価益を増やし、不均衡調整、危機回避要因となる。

■ドル基軸通貨体制は続く

「しかしドル相場下落はおだやかでも長期に持続すれば対米投資を減少させ、最後にはドル離れを結果する」と「ドル凋落論者」は考えている。しかし、これまでドル相場が下落したときに、対米投資フローが減るという相関関係が見られただろうか。ドル相場の変動と対米投資フローの変化の間には長期的な相関関係は観測されない。ただ、為替相場は長期的には通貨の購買力で決まるため、高いインフレ率の国は通貨の購買力が低下する。米国のインフレ率が世界のインフレ率とほぼ同じ水準にとどまるなら、ドルの暴落が起きることはないだろう。自国通貨の下落によって対外資産からの評価益が増え、対外純負債を減らすという有利な構造を基軸通貨国である米国は持っている。この事実を認識しないと、米国の構造的なしたたかさを見誤る。事実上のドル基軸通貨はまだ続くだろう。

ユーロがドルにとって代わることはなく、サブ基軸通貨としてドルを補完する位置にとどまるだろう。ユーロの弱点は、ユーロ圏の中にニューヨーク、ロンドンに匹敵する国際金融都市がないことや、統一的・一元的な政治権力を持っていないことだ。また、中国元はある程度台頭するが、中国政府と共産党は内外資本移動の自由化がもたらすリスクの大きさを理解しているため、資本移動の自由化を最後までためらうだ

ろう。

通貨は、①価値の保蔵②価値の表示③決済手段——という 3つの機能を持っている。①についてはリスク分散が進み多様化するとしても、②と③については 1つの基軸通貨に収れんする強い「ネットワークのプラスの外部性」が働いており、分散し難い。この点でドルにとって代わる通貨は依然見当たらないと思う。

最後に、来年のドル円相場を予想すると、通貨は短期的には上下に大きく変動するが、長期的にはその通貨の購買力の比較から計算される購買力平価に収れんする。円高方向のリスクとしては 80 円近辺まで進む可能性はあるが、これは現在の購買力からみると円高方向へのオーバーシュートである。来年、米国のゼロ金利解除のカウンタダウが始まり金利が正常化していく段階で、ドル高方向に戻るとみている。

(文責 二上香織)

【たけなか まさはる】

1979年東京大学経済学部卒業、東京銀行（現三菱東京UFJ銀行）入行。ワシントンDC駐在員事務所長、国際通貨研究所チーフエコノミストなどを経て2009年より現職。