

今月の金融マーケット

国内金融マーケット ～ドル安構造の解剖～

経済調査部 熊野 英生



「双子の赤字」とは何か

ドル安基調が定着しようとしている。なぜ、ドル安が進むのか。ドル安の原因について、経常赤字と財政赤字の「双子の赤字」の存在が指摘されるが、この要因はドル安とどのような関連があるのか。以下では、これらの論点を整理しておこう。

米国経済は、2003年10-12月の名目GDPでみて前年比+5.8%にまで成長している。一方、米国の生産は直近2003年10-12月で前年比1.6%に止まっている。このコントラストは、米国の総需要の拡大が、総供給の伸びを上回っていることを暗示している。米国経済は、このギャップを海外からの供給で賄っている。それが経常赤字に相当する。米国の経常赤字は、このところ名目GDP比で4%台と歴史的な高水準にまで膨らんでいる。米国の国内需給のインバランス（不均衡）が、対外不均衡として表れているのである。

ところで、米国の総需要拡大については、ブッシュ減税というカンフル剤が投与されていることを忘れてはなるまい。大型減税が家計の購買力を押し上げ、それが総需要拡大を支えている構図である。この関係は、減税の裏側にある財政赤字が原因になって、経常赤字という結果を生んでいることを物語っている。2つの赤字は、まさに「双子」なのである。

金融政策とドル安

一方、米国の財政政策を成り立たせる上で、金融政策の役割を忘れてはならない。FRB（米連邦準備理事会）は、ブッシュ減税の資金調達を容易にするために、超低金利政策を続けている。短期金利を極力引き下げて、積極的に流動性拡大に努めているのである。このマネー拡張が、ドル安の流れを生んでいると考えられる。ドル安は、大統領選挙前なので産業界に配慮したいという政権の思惑もあるが、FRBが財政赤字の穴埋めに必要とする資金調達を超低金利政策で支援するから、その副作用として起こっている面もある。ところが、ドル安環境は、米国の国内生産力の拡張に追い風になり、内外インバランスを縮小させる方向にも働く。

ドル安が止まるのはいつか

ドル安の因果を辿っていくと、米国の超低金利政策の行方が為替動向の鍵になることがわかる。FRBは少なくとも2004年11月の大統領選挙で次期政権が決まるまで、超低金利を続けるだろう。大統領選挙の頃になると、減税政策が本格的な雇用拡大に成功し、財政赤字縮小に転換するかどうかの目処も立ってくる。ドル安傾向は、大統領選挙と利上げという2つのトリガー（引き金）が契機になって、反転すると考えられる。日本の為替介入は、2003年は20兆円、2004年は1月だけで7兆円の規模に膨らんでいるが、未曾有の介入はドル安圧力が解消されるまで当面止められそうにない。日本は米国経済政策のパズルの中に組み込まれており、ドル安傾向が収まるまでそのゲームを続けざるを得ないのである。そうした意味で、現ブッシュ政権にはどうしても経済政策運営に成果を出していただかねばならない。

くまの ひでお（主任研究員）