

ドル価値と対外不均衡を巡る議論

発表日：8月4日(金)

～経常赤字よりも金融構造の頑健さが重要～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 熊野英生 (外線：5221-5223)

米国の対外不均衡を考えると、①ハードランディング・シナリオ、②ソフトランディング・シナリオ、③ノーランディング・シナリオ(何も起こらない)の3つの見方がある。筆者は、経常赤字が膨らむからドル価値が不安定化するとは考えないが、対外不均衡に何の問題もないとも考えない。ドル価値は、米国の金融市場に対する信頼性が資金還流を担保する格好になっており、それが崩れたときはドルが売られる。今後、ポールソン財務長官が健全化路線で進むかどうか注目される。

貿易赤字の膨張は永遠には続けられない

世界経済が抱える最大の難問のひとつに、米国の対外不均衡問題がある。経常赤字の拡大が続き、対外債務がいずれ収束できなくなるという思惑が強まったとき、ドルが暴落するとされる。この問題は、対外不均衡の拡大が永續できなくなるという意味で、サステナビリティ問題(持続性問題)とも言われる。対外不均衡問題を巡っては、①債務拡大がいずれ行き詰るという悲観論(ハードランディング・シナリオ)、②不均衡はいずれ収束に向かうという楽観論(ソフトランディング・シナリオ)、さらに、③危機は見かけだけで「何も起こらない」という否定論(ノーランディング・シナリオ)の3つの異なる見方がある。本稿では、そうした議論を踏まえながら、この世界経済の火種の行方を考えてみたい。

まず、対外不均衡の持続性は行き詰まり、ドル価値の調整に向かわざるを得ないという悲観論をみていこう。米国の貿易赤字の原因は、家計の過剰消費体質という経済構造に求められる。米国では経済成長が加速するほどに過剰消費体質に拍車がかかり、輸出以上に輸入が増える。対外不均衡は、経済成長と並行して起こる副産物とされる。具体的に対外不均衡の変化を計算してみると、1%の最終需要拡大に対する輸入の伸び率の反応は2.0%となっている(輸入の所得弾力性2.0%、第一生命経済研究所の試算)。現在の実質輸入は対GDP比で16.7%、経常赤字は対GDP比では6.0%に相当するが、この弾力値を前提に米国・世界経済がともに3%で成長を続けるとすると、2012年には米国の輸入額と経常赤字の規模はそれぞれ対GDPで20%、9%となる。その頃には、対外債務残高の対GDPも2005年末の1.02倍から約1.5倍近くへと拡大する計算である。

こうした議論をするとき、ドルの緩やかな切り下げが同時に進んで経常赤字が改善するという意見が出てくる。しかし、悲観論者の流儀を踏襲して計算すると、緩やかなドルの切り下げによる経常赤字の削減効果はあまり大きくない。例えば、米国輸入の為替レートに対する感応度は低く、ドルが10%切り下がっても輸入額は1.5%の減少しか見込めないという計算になるからだ。実際、2002年初をピークにドルは減価を続けているが、貿易赤字縮小にはあまり役立ってはいない。むしろ、こうした輸入の価格弾力性の低さゆえに、対外債務を調整することを主眼に置くと必要とされるドル切り下げは大きなものになると考えられる。

米国の経済学者モーリス・オブストフェルドは、内外金利差の確保によって海外資金の流入が当面途絶えることはないにしても、対外不均衡が拡大していくことは「将来、巻き戻さなくてはならないロープの長さをより長くしている」に過ぎないと揶揄する。対外不均衡の拡大は、将来のドル調整のマグマを溜め込んでいるという理解である。為替市場が対外債務拡大は持続しないと見限ったとき、ドル価値は急激に下落方向に調整されることになる。その場合、日本など対米債権をドル建てで保有している海外投資家にドル暴落の損失が転嫁されると考えられる。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

対外不均衡問題の自然解消は疑問

一方、不均衡がいずれ収束に向かうというソフトランディング・シナリオの見方は、米国景気の減速に伴って、輸入量の規模縮小が図られるというものである。確かに、1988～1991年までは景気悪化とともに経常赤字は縮小した。2001年の景気後退の時期についても経常赤字はいくらか減少している。

もっとも、こうした種類の楽観論は以前に比べて少数派になっている。なぜならば、歴史的に短い景気後退期間では経常収支問題が解消できなかったからだ。過去に描かれたソフトランディング・シナリオにしても、今までのところ具体的な数値予測は、裏切られ続けている。政治的にみても、経常赤字を十分に減らすことを念頭に置いて景気後退を放任することは許されまいだろう。2001年以降、ブッシュ減税のような大規模な景気挺入れが行われ、景気後退から脱出できたが、その一方で対外不均衡はどうしようもなく増えてしまった。

逆に、楽観論が下火になったことで、対外不均衡の解消を海外経済の成長加速に求める論調が再燃している。対中国の貿易赤字のように輸出が増えず、輸入だけが一方的に増える貿易相手国に対しては、人民元の切り上げや市場開放を求める意見が人気を集めている。経済学者の間では、不均衡問題を通商問題として捉える流儀ははなはだ不人気であるが、政治的には求心力を持ちやすいようだ。

対外不均衡拡大は問題ない

不均衡問題に関しては、上記の楽観論が下火になる代わりに、「対外不均衡が広がっても何も起こらない」という見方が強まっている。これは、対外不均衡は見かけ上の負担増に過ぎないので、問題視しないという見方とも言える。その意味で、ノーランディング・シナリオとされる。

そもそも対外不均衡という言葉は、専ら財・サービスの貿易収支の赤字（他国の黒字）に焦点を置いている。貿易赤字が為替レートを決定するという発想は、古典的なフロー・アプローチに基づく。為替レートの決定が長期的には経常収支が影響するにしても、短期的に影響してくると考える人は実務家の間では少数派であろう。為替レートの決定理論は、巨大な資金取引で決まっているというアセット・アプローチが主流だ。国際収支統計において、経常赤字は資本収支の黒字として読み替えることができるので、資本収支が黒字である限り、経常赤字の拡大に問題がないとも言える。経常赤字の規模だけに危機感を感じたドル暴落は杞憂ということになる。

経常収支だけに注目すると、対名目GDP比が高まっているのは確かだが、金融資産残高の方も対GDP比でみて拡張している。米国の資本収支の黒字拡大については、米国金融市場の膨張をそのまま反映していると理解することもできる。例えば、米国の非金融部門の債務残高は過去10年間で約2倍に膨らんだが、この間GDPは1.7倍の拡大に止まっている。対外債務残高も10年間で2.5倍と肥大ぶりが際立っているが、米国の国内債務残高が2倍に増えたのと比べると、必ずしも突出したとは言えない。

こうした視点で考えると、米国への資金流入は米国金融市場の魅力の高まりを背景にしていると理解できる。「対米投資が活発化しているから、ドル暴落の懸念が高まっている」と読み替えるとおかしな解釈になるという訳である。米国の産業の中で最も競争力を持ったセクターこそが金融業であり、その強さがドル高を支えているとも言える。90年代にルービン財務長官が登場し、「強いドルは国益」というスローガンを標榜したことは、「経常赤字が膨らむからドル危機だ」という発想に転換を迫るものだった。米国への巨大な資金流入は、金融界の強さを強調するものでもある。ドル高が進むほどに海外から投資資金が流入して、金融取引が活発化することで金融業界が潤うという考えもできる。90年代後半以降、ドル高政策がウォール街・財務省複合体によって演出されたと言われた。7月に財務長官に就任したヘンリー・ポールソン氏は、ルービン財務長官と同じくウォール街の出身である。ポールソン財務長官は「強いドル政策」に言及している点からも、同じ発想で通貨政策に臨む可能性は高いと考えられる。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

グローバル化によって変化する資金還流システム

「対外不均衡の拡大は何も問題はない」というノーランディング・シナリオは、楽観論（ソフトランディング・シナリオ）に代わって台頭してきた考え方である。今は、対外不均衡を問題視するハードランディング・シナリオと対置するシナリオとして主流の見方になっている印象がある。そこで、次にノーランディング・シナリオについてさらに詳しく検討してみたい。

例えば、最近の原油高騰について具体的にみていくと、最近の対外不均衡はこの原油高騰が大きく進んだ。ただし、米国をはじめ先進諸国の貿易赤字は、産油国の貿易黒字＝オイルマネーと読み替えられて、その大部分が米国に還流しているとみられている。だから、原油高騰で米国の赤字が増えても何も問題がないという認識になる。

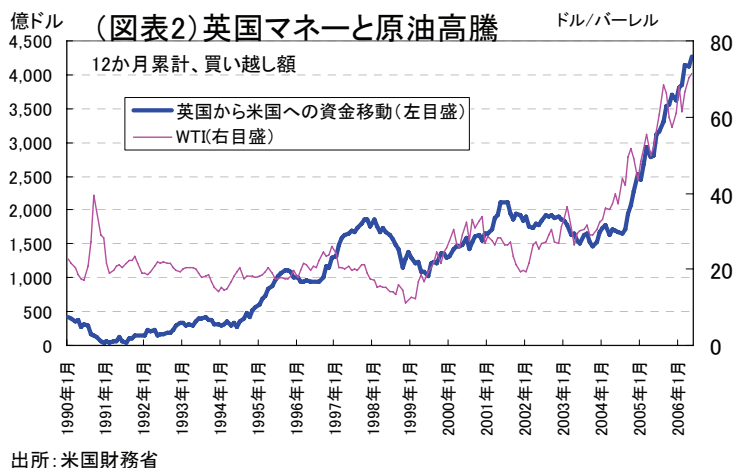
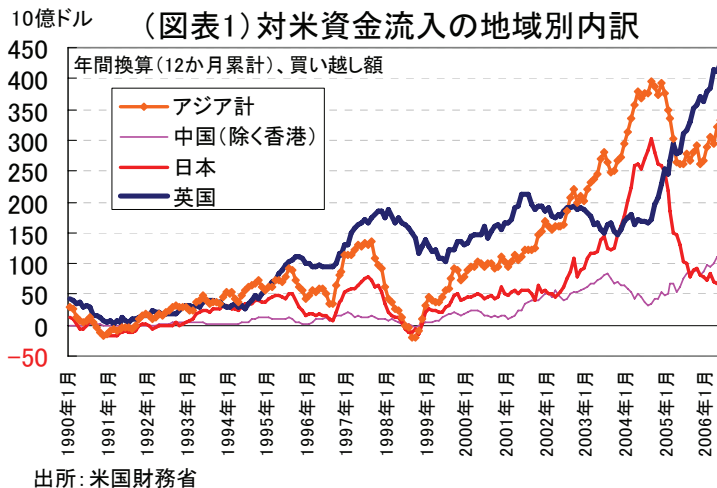
オイルマネーについては英国を經由している米国に流入していることが知られている。具体的に米国への資金流入の内訳をみると、最近では日本・中国などアジア諸国よりも英国からの投資資金によって占められている（図表1、2）。米国から産油国に支払われた原油の代金は、債券投資などのかたちで還流しているのである。産油国には巨大なオイルマネーを運用する金融市場がないので、投資採算が期待できる米国市場に還流している構図である。

米国の金融市場がその収益性に裏付けられて、資金を吸収できる姿は、ボーダーレスな金融市場の資金移動が前提になっている。米国では1990年代以降、ホームバイアスが消えたこととされ、より自由な資金移動が成り立っている。ホームバイアスとは、国内投資家が海外資産よりも国内資産に偏重した投資行動を指す。ホームバイアスがある場合、国内貯蓄不足によって国内金融市場が逼迫し、金利上昇が起きやすい。逆にホームバイアスが消えた状態とは、国内貯蓄が不足しても海外投資家が活発に投資を増やしてくるので、その穴埋めは円滑に行われる。なぜ、ホームバイアスが解消してきたのかをミクロ的な金融構造の変化として捉えると、欧米の投資家が金融仲介機能を果たす役割が大きくなったことがある。新興国の貿易黒字は、欧米の投資家に託されて、再び先進国の金融市場に還流する。これが楽観論を支える図式と言える。

インバランスのリスク構造

筆者は、対外不均衡問題を金融問題として捉える見方には肯定的である。確かに、グローバルな金融市場は連結の度合いを深め、先進国も新興国もドルを中心に資産運用を行うようになってきている。この構造は、好意的に言えば、金融のグローバル化であるが、悪く言えば、ドル体制と海外投資資金が一蓮托生の関係にあることになる。世界中がドル暴落というシステムリスクに巻き込まれる可能性があると言える。

そう考えた場合、筆者は経常赤字の拡大自体がリスクになるとは考えないが、反対に「経常赤字が問題ないから



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

対米資金流入も大丈夫」とも考えない。むしろ、経常赤字の規模よりも、米国経済は投資対象として健全かどうかという内容が問われるべきだと考える。対米資金流入の内訳をみると、年間1兆ドルの資金流入額のうち、国債・政府機関債が5割、社債が4割、株式が1割となっている。投資資金は米国政府と民間企業向けに半々という割合になる。米国のISバランスを考えると、公的部門の資金不足（赤字）を海外部門の資金余剰（黒字）がファイナンスする図式になっている。財政赤字と経常赤字が揃って拡大を続ける、いわゆる双子の赤字問題である。つまり、対米投資の健全性は米国の財政赤字がそのまま続けられるのかという問題に転換して考えることができる。前述したブッシュ減税にしても、双子の赤字という視点に立脚すれば、海外からファイナンスした資金を家計にばらまく行為に感じられる。担保になっているのは、米国経済が高成長を遂げたときの増税によって財政収支が均衡するだろうという信認にほかならない。ブッシュ政権は、増税を極力避けながら歳出削減で収支改善を急いでいるが、そうしたプランが信認を得られなくなると、対米資金流入の基盤自体が揺らぐことになる。

もうひとつ、米国には家計の住宅投資の問題もある。家計貯蓄率が歴史的に低水準を続けていることは、過剰消費体質の裏返しでもある。過剰消費体質を支えているのは、低金利下で取得した住宅資産の値上がりである。ホーム・エクイティ・ローン（住宅担保金融）は、住宅価格からローン金額を差し引いた純資産価値が、追加的な借入枠になって、その範囲で家計は消費支出を増やせる。こうしたリファイナンスの手法は、住宅価格が上昇を続けているときには問題にならないが、一旦住宅価格が下落すると担保不足に陥る。家計の債務負担の拡大も、住宅価格が下落すると実質的に重くなるので、消費支出を徐々に制約する要因に転化する。仮に、家計の住宅ローン返済に滞ってしまうと、それが不良債権化して、それを保証する政府系住宅金融機関の損失になってしまう。家計の住宅ローンは証券化されて投資家に売却されるが、証券化商品の価値保全は政府系住宅金融機関の保証によって行われ、それらの機関は政府機関債で資金調達を行いながら運営をしている。米国に資金流入する3割の部分は、そうした政府系住宅金融機関が発行する政府機関債である。政府機関債は、政府保証が付いているので、住宅バブルが崩壊してもデフォルトにつながる恐れはないと考えられているが、そこには不確実性がつきまとう。いずれにせよ、政府部門の債務返済に対する持続性の行方がドル価値を支えていることになる。

対外不均衡問題の行方

最後に、ここまでの議論を総括し、対外不均衡問題がどこへ行くのかを考えてみたい。米国への対外資金流入の安全性を考えると、米国の財政赤字問題に行き着く。現状、米国政府は増税を回避し続けることで間接的に家計の過剰消費体質を延命している。筆者は経常赤字の拡大を心配する古典的アプローチには単純に同意しないが、米国の輸入超の背後には家計の過剰消費があり、その構造は米国政府の政策的な配慮によって支えられている面が強かった。根っこの部分で、経常収支赤字の問題と、資本収支黒字の中身、つまりマネタリーな問題とはつながっている。

ところが、ここに来て米国政府が財政収支を改善する手前のところで、家計を取り巻く環境自体が変化しつつある。それは、家計消費を支えてきた住宅市場では、中古住宅価格が2005年央から上昇率が鈍化し、住宅着工件数も2006年に入って減少に転じていることだ。住宅ローン債権の健全性がすぐに脅かされはしないが、先々の懸念材料ではある。今後、米国政府は増税による収支改善ができなくなり、政府債務の持続性に対する懸念が広がって、現状よりもドル・リスクが強く意識される可能性は否定できない。

すでに、国際決済通貨がドルに偏重されている傾向を見直す動きも出始めている。2006年5月にロシアの中央銀行が外貨準備のドル保有比率を下げ、代わりにユーロ保有比率を引き上げることを表明した。2005年7月には人民元が2%切り上げられたが、この切り上げは通貨バスケットにおけるユーロ比率を引き上げるものだった。こうした一連の通貨改革は、実はドル体制が見直しを迫られる手前の地殻変動として捉えられるかもしれない。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

こうした観測を語るとき、第二のプラザ合意があり得るのではないかという観測も出てくる。その点、筆者は管理された通貨調整は成り立たないと思う。それは、国際金融市場の規模が大きくなり、ドル価値のゆっくりとした切り下げが安定的な規模にまで米国の債務規模を縮小し得ないと思うからだ。仮に、G7のような国際的政策協調の場で、ドル切り下げが宣言されたとすれば、ドルはゆっくりではなく、急速に下落することを余儀なくされるだろう。

実際、1985年9月のプラザ合意の教訓では、ドル円相場は230円台から85年末に200円台に円高が進行した後、コントロールが効かなくなるかたちで1986年前半に160円台まで進み、1988年の120円台まで円高傾向が続いた。当初はコントロールされた協調介入だったが、次第に歯止めのかからない円高に転化してしまったのが実情だ。

おそらく米国当局もそうしたリスクは十分に認識しているので、そうした政策選択はしないであろう。反対に、米国当局が国内のファンダメンタルズに対して有力な挺入れ策を失ったときに、景気悪化と相まって、ドル急落のリスクが高まる。筆者は2001年9月のテロ事件のときは、極めて危うい綱渡りだったと考えるが、幸運にもドル急落が現実のものとならないで済んだ。当時、ウォーレン・バフェットは株価急落の直後に「私は（米国株を）売らない」と発言し、人々の不安解消に一役買ったことも思い出される。

当面は、米国経済も深刻な景気悪化を免れそうだが、それは同時に現状維持路線としてドル・リスクをひきずって行きそうだということでもある。だからこそ、今後もドル・リスクについて全く度外視して考えるのではなく、むしろ、ドルに関するリスクを勘案しておくことが好ましいだろう。