

## ドル流動性の急増とそのリスク

～ 外貨準備の拡大と世界経済への影響 ～

### < 要 旨 >

1. 世界の通貨当局が保有する外貨準備は、2002年以降のドル安などを背景に急速に拡大。2004年6月末時点で3兆4,920億ドルと過去最高水準を更新している。地域別にみると、特にわが国や中国などアジアの外貨準備の拡大が顕著である。こうした外貨準備の多くはドルで運用されている。米国のFRBのマネタリーベースと、米国以外の通貨当局が保有する米国債・政府機関債の残高を合計した世界の「ドル流動性」は2002年以降、急増している。その結果、通貨当局が保有するドル流動性の増減が米国の金融市場に与える影響力も大きくなっていると考えられる。
2. 世界のドル流動性が増加した要因として、米国で2001年以降、ITバブル崩壊やテロ発生といったショックを受け、景気刺激のために大規模な金融緩和が実施されたこと、わが国を中心とするアジア諸国において、米国の金融緩和に伴うドル安・円高圧力を緩和するために大量のドル買い介入が実施されたこと、などがあげられる。
3. こうしたドル流動性の増加は、米国の長期金利を低下させることを通じて、経常収支赤字の拡大、原油価格の上昇、住宅資産価格の上昇など、米国経済に大きな影響をもたらしていると考えられる。
4. そこで、わが国の外貨準備の拡大が米国経済に与える影響を試算した。試算によると、わが国の外貨準備の拡大テンポが加速すると、米国のマネーサプライや住宅価格の上昇などを通じて、米国のGDP成長率が押し上げられることがわかった。今後、仮に2003年度規模のドル買い介入が実施された場合には、介入がない場合に比べて、米国の実質GDP成長率を1～2年に渡って0.3～0.6%ポイント押し上げる可能性がある。
5. ただし、外貨準備の一段の拡大は、米国の経常収支赤字の拡大や原油価格の高騰など、世界経済の不安定化を助長する恐れがある。通貨当局によるドル買い介入は、短期的にはドル急落を防ぐ効果がある。しかし、過度の介入は、米国の経常収支の赤字拡大を助長することを通じて、中長期的にはドル安圧力を高める可能性もある点に留意する必要がある。

1. はじめに

米国の経常収支赤字が過去最高水準を更新する一方、世界の通貨当局が保有する外貨準備が急増している。本稿では、世界の通貨当局が保有するドル資産が急速に拡大している点に注目し、その背景と影響について考えてみた。

2. 急増する世界の通貨当局のドル資産

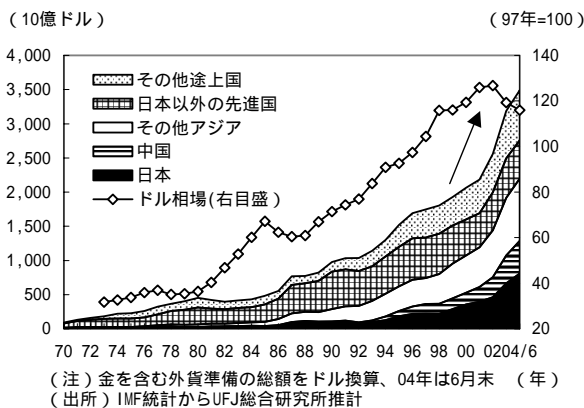
(1) 世界の外貨準備高

外貨準備とは、通貨当局（わが国の場合、政府と日本銀行）が市場介入や対外支払いに充てるための準備として保有する資産である。外貨、金、交換可能通貨、IMFリザーブトランシュ、SDR（特別引出権）からなる。外貨準備高は保有資産の運用益やキャピタルゲイン・ロスによっても変動するが、変動の大部分は、外国為替市場における通貨当局の介入によってもたらされる。例えば、通貨当局が自国通貨高を抑えるために自国通貨を売却し、外貨を購入すれば、外貨準備高は増加する。

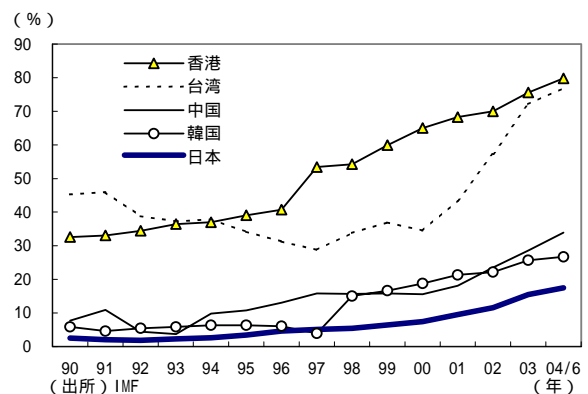
図表1は、世界各国の通貨当局が保有する外貨準備の総額の推移をみたものである。外貨準備高は、ドル相場（実効ベース）が下落し始めた2002年以降、急速に拡大し、2004年6月末時点で3兆4,920億ドルとなっている<sup>1</sup>。2001年末から2004年6月末にかけて外貨準備高増加の地域別寄与率をみると、わが国が32%、中国が20%、日本・中国以外のアジアが25%と、アジア全体で、外貨準備増加の約80%を占めている。アジアの通貨当局がドル安＝自国通貨高局面で積極的なドル買い介入によって外貨準備を増加させていることが確認できる。

アジア諸国の外貨準備の水準は総じて各国の経済規模と比較して高い。外貨準備高のGDP比は2001年以降、特に速いテンポで上昇しており、2000年から2004年6月にかけて日本は8%から18%、中国は16%から33%へ上昇している（図表2）。

図表1. 世界の外貨準備高



図表2. 外貨準備高のGDP比



<sup>1</sup>足元の水準は90～2000年のトレンド線で伸ばした場合に比べて約38%上振れしている。

(2) 世界の通貨当局による米国債・政府機関債投資の拡大

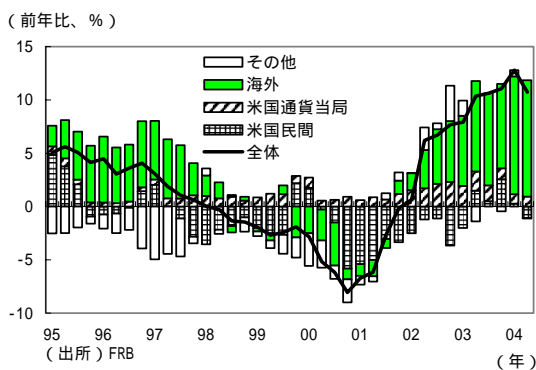
米国以外の世界の通貨当局が保有する外貨準備は、その多くがドル資産で運用されている。IMFによると、世界の総外貨準備に占めるドルのシェアは65%（2002年）である。GDPや輸出入総額でみた米国の世界全体に占めるシェアがそれぞれ32%（2002年）、38%（2003年）であるのに比べて外貨準備のドル比率が格段に大きいのはドルが基軸通貨だからである。また、これらドル資産の約3分の2は米国債で運用されている。

米国債の発行残高は、2001年以降、ブッシュ政権下での大規模減税や国防支出拡大を受けて増加傾向にあるが、そのファイナンスの大部分を海外部門に依存している（図表3）。米国債の保有主体に占める海外部門のシェアは急速に高まっており、95年23%、2000年30%から2004年6月末は43%となっている。さらに海外部門の米国債保有のうち約60%を占める通貨当局の寄与率が足元で高まっている。

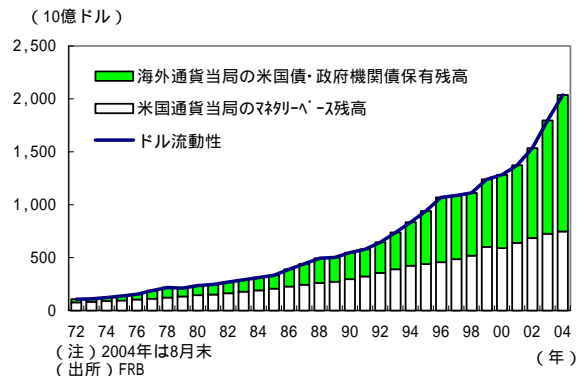
米国以外の世界の通貨当局が保有するドル資産には、米国債以外にも、米政府による「暗黙の保証」があるといわれる政府機関債も含まれる。海外の通貨当局が保有する米国債・政府機関債の残高は2002年以降、伸びが加速し、2004年9月末で1兆2,911億ドルに拡大している<sup>2</sup>（図表4）。

こうした海外の通貨当局によるドル資産投資の拡大は、米国の政府や連邦住宅抵当公庫（通称、ファニーメイ）などGSE（政府支援機関）のファイナンスを容易にすることを通じて、米国の景気や金融市場を支える大きな役割を担っていると考えられる。本稿では、米国を除く通貨当局が保有する米国債・政府機関債保有残高と、米国通貨当局（FRB）のマネタリーベース（最も高い流動性を有する通貨）残高の合計を「世界の通貨当局が保有するドル流動性」<sup>3</sup>と定義し、このドル流動性の変化が世界（特に米国）経済に与える影響に注目して議論を進めていくことにする。

図表3. 米国債の保有主体別残高



図表4. 世界通貨当局が保有するドル流動性



<sup>2</sup> 足元の水準は90～2000年のトレンド線で伸ばした場合に比べて約25%上振れしている

<sup>3</sup> ドルの流動性のうち、米国通貨当局のマネタリーベースも拡大しているが、伸び率は海外通貨当局の米国債・政府機関債保有残高の伸びの方が大きいため、本稿では特に米国以外の海外通貨当局の外貨準備高の伸びに焦点をあてて議論する。

### 3. 世界的なドル流動性の増加の背景

世界的なドル流動性の増加の背景について、米国サイドとアジア・サイド（わが国と中国）の両面からとらえてみた。

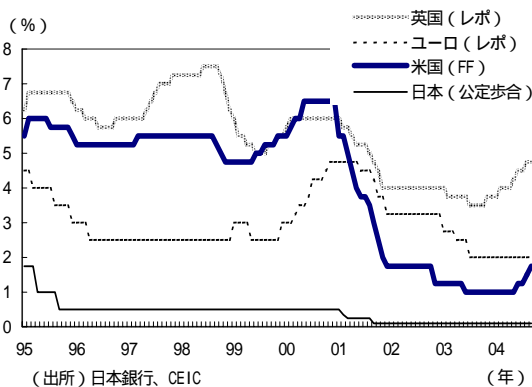
#### （1）米国の金融緩和

90年代を通じて高成長を続けていた米国経済は、2000年以降、ITバブルの崩壊、テロの発生、企業会計疑惑の広がりなどを背景に、株価が大幅に下落し、景気後退に陥った。このため、FRB（連邦準備制度理事会）は2001年以降、大胆な金融緩和に踏み切った。2000年末に年6.5%だったFF（フェデラルファンド）金利の誘導目標は、2003年6月には40年ぶりの低水準となる年1.0%まで低下した（図表5）。

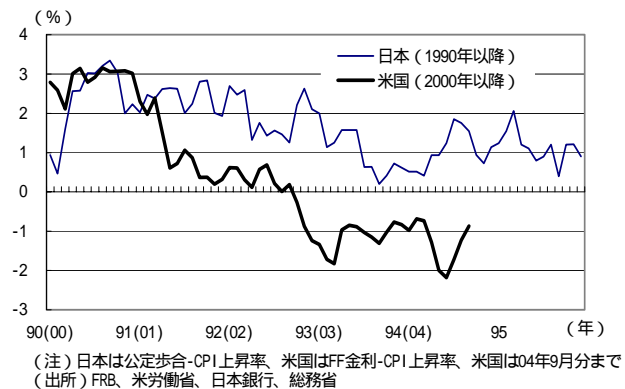
2001年以降の米国の金融緩和は従来に比べて、利下げが大幅であるという特徴がある。これは、90年代末の高成長・高金利の後で引き下げ余地が大きかったことに加えて、デフレに陥ったわが国からの教訓もあったためとみられる。株価バブルが崩壊した後の金融政策をわが国（90年以降）と米国（2000年以降）で比較してみると、米国の実質政策金利（政策金利 - 消費者物価上昇率）の引き下げテンポが日本に比べてかなり速かったことがわかる（図表6）。これは、米国のインフレ率の低下テンポが速いことに対するFRBの懸念が強かったことを反映している。2003年5月のFOMC（連邦公開市場委員会）では、「好ましくないインフレ率の低下の確率が上昇の確率を上回る」と指摘され、デフレ懸念が明確に表明された。

2003年半ば以降、米国景気が大規模な減税や企業収益の拡大などを背景に回復傾向を強めると、FRBは2004年6月に利上げに転換した。FF金利は6月、8月、9月とそれぞれ0.25%ポイントずつ慎重なペースで引き上げられ、現在、年1.75%となっている。しかし、依然として中立的な水準（3～4%程度）を下回っており、足元でもなお金融緩和的な水準である。

図表5. 米欧日の政策金利の推移



図表6. 日本と米国の実質金利の推移



( 2 ) アジアの外貨準備高が拡大した背景

アジアの通貨当局の外貨準備高は 90 年代半ば以降、拡大傾向で推移した。この背景には、97、98 年の通貨危機を経て、各国が自国通貨の暴落時の支払い準備として、外貨準備を拡大させてきたことや、内需や輸入が弱く貿易収支の黒字傾向が定着化していたことなどがある。しかし、2001 年以降、米国が大規模な金融緩和に踏み切ったことでドル安・アジア通貨高圧力が高まり、自国通貨高回避の介入を通じて、アジアの外貨準備の拡大テンポが加速した。以下では、特に外貨準備高が急増したわが国と中国の状況についてみておきたい。

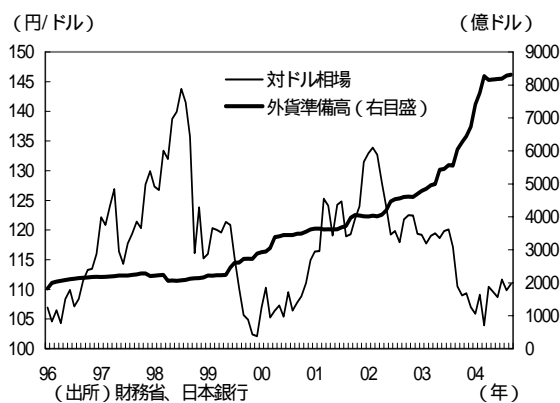
日本

わが国の外貨準備高は、2000 年末には 3,616 億ドルだったが、2002 年以降のドル安・円高局面における通貨当局のドル買い介入により、2003 年末には 6,735 億ドルと 2 倍近くに拡大した。直近の 2004 年 9 月末の外貨準備高は 8,310 億ドルと、米国のマネタリーベースの水準を超える規模に達している ( 図表 7 )。

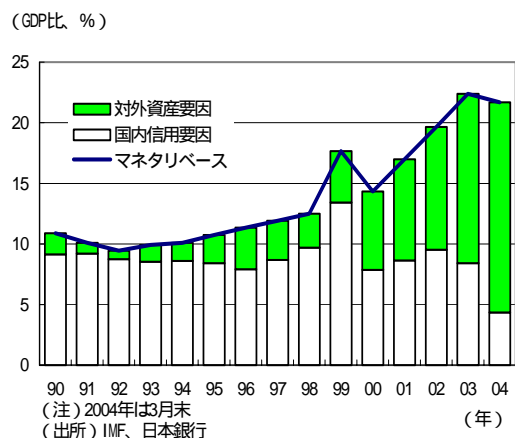
次に、わが国の外貨準備の拡大のプロセスにおいて特徴的な点として、為替政策が金融政策と密接な関係をもってきたことを確認しておきたい。

90 年代後半のわが国の金融政策を振り返ると、デフレ懸念の強まりを背景に、1999 年 2 月にゼロ金利政策が緊急避難的な政策として導入された。ゼロ金利政策は 2000 年 8 月に一旦解除されたが、2001 年 3 月以降、日銀の当座預金残高 ( 操作目標 ) を大幅に積み増す量的緩和政策として事実上継続されている。量的緩和政策とは、物価が安定するまでマネタリーベース ( 日銀当座預金、日銀券及び流通貨幣の合計 ) を増加させることである。こうしたなか、マネタリーベースの GDP 比は 2001 年 3 月の量的緩和政策の導入以降、大幅に上昇している。

図表 7 . 日本の為替相場と外貨準備高



図表 8 . 日本のマネタリーベースの GDP 比



ここで注目したいのはマネタリーベースをどのような手段で拡大させたかである。通貨当局のマネタリーベースが増減する要因としては、対外資産と国内信用の2つのルートがあるが、図表8で2001年以降のマネタリーベースの拡大の要因に注目すると、対外資産(外貨準備)の積み増しが大きく寄与していることがわかる<sup>4</sup>。特に、2003年秋から2004年初めにおいては、ドル安円高が進行するなかで、わが国の外貨準備高は大幅に増加した。

一般に、通貨当局がドル買い介入により外貨準備を拡大させる場合には、同時に、市中に放出される円を国内信用を減らす(公開市場操作で日銀が国債を売却するなど)ことによって、マネタリーベースの変動をゼロとする不胎化を実施し、实体经济への影響を中立化させる。しかし、図表8からわかるように、国内信用の減少幅以上に、対外資産の増加幅が大きくなっており、事後的には非不胎化介入であったことがうかがえる<sup>5</sup>。

こうした大規模なドル買い介入は、通貨当局のデフレ進行に対する危機感が強かったことが影響しているとみられる。通貨当局にとっては、わが国の景気回復テンポが緩やかな状況下で、急速なドル安・円高の進行を容認することは、輸出に悪影響を与えかねない上に、物価についても、円高による輸入物価の低下などを通じてデフレ圧力を強めかねないとの認識が強かったとみられる。例えば、財務省の谷垣大臣は、大規模なドル買い介入について「相場の行き過ぎを抑え、デフレを脱却する手段として意味がある」(2004年4月16日、日本経済新聞とのインタビュー)としている<sup>6</sup>。また、日銀の福井総裁も、政府の介入について、「金融政策がデフレ脱却のためにフルに持てる手段を適用し、この脆弱性を帯びた経済を何とか前進させている時に、為替市場への介入というのは、少なくとも政策の方向性として矛盾がないのだというふうに日本銀行としては理解している」(2004年3月16日総裁記者会見)と肯定的に述べている。

このように、わが国が外貨準備を拡大させた背景には、デフレ脱却のための日銀の量的緩和政策があり、政府の為替政策(ドル買い介入)と日銀の金融政策が事実上、足並みを揃えることによって、わが国の外貨準備高とマネタリーベースが大幅に拡大した、とみることができよう<sup>7</sup>。

<sup>4</sup> IMFのIFS統計のリザーブマネー(マネタリーベースに相当)のデータを対外資産と国内信用に要因分解して通貨当局勘定を計算した。2003、2004年は日本銀行統計から当部推計。

<sup>5</sup> 日銀の岩田副総裁は2003年9月18日の講演で、2003年3月以降の日銀当座預金の上限引き上げ幅と年初から政府・日銀が実施した円売り介入の額が10兆円程度でほぼ均衡していることに触れ、いわば不胎化しない介入になっていると述べている。

<sup>6</sup> 財務省の溝口前財務官も、政府の円売りドル買い介入は「デフレを止める唯一の手段だった」(2004年9月17日会見)としている。

<sup>7</sup> 2003年末から2004年初めの政府と日銀の関係をみると、2003年末に、政府と日銀は、外国為替資金特別会計の米国債を日銀が購入して為替介入に使う円資金を供給することで合意した。また、2004年1月20日の日銀政策委員会・金融政策決定会合では、操作目標である日銀当座預金残高が「27兆-32兆円」から「30兆-35兆円」に引き上げられた。景気回復局面における異例の金融緩和は円高対策の色彩が強く、政府の為替政策に対して日銀が協調した形となった。

中国

中国の外貨準備高は、2000年末には1,070億ドルであったが、2001年から2003年にかけて伸びが急速に高まり、2004年9月末現在、5,145億ドルと、日本に次ぐ世界第2位の規模となっている（図表9）。

中国の外貨準備の拡大も、同国の為替制度と密接に関係している。人民元相場は97年以降、ほぼ1ドル=8.28元の水準で推移しており、実質的な固定相場制である。しかし、市場では購買力平価などからみて人民元の割安感が強く、将来の切り上げ期待を背景とした投機を含む資金流入が2001年以降、大幅に増加している。

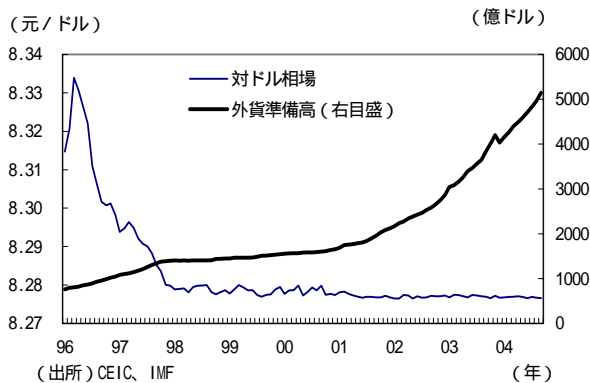
こうした海外からの資金流入、人民元切り上げ圧力の高まりに対して、中国の通貨当局がドル買い介入によって人民元相場の水準維持を図った結果、外貨準備が増加した。

中国のマネタリーベースの増減要因に注目すると、わが国と同様、対外資産（外貨準備）の増加がマネタリーベースを拡大させてきたことがうかがえる（図表10）。

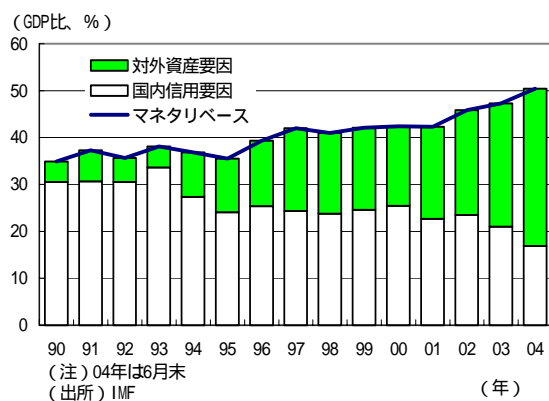
中国の通貨当局は2004年春以降、景気過熱の抑制スタンスを強化するなかで、公開市場操作を通じて短期国債の売却を進め、国内信用を縮小させているが、人民元の割安感が依然として強いなかで、大幅な資本流入が続き、外貨準備は高い伸びを持続している。中国では不胎化政策が十分な効果を発揮していない結果、外貨準備の増加がマネタリーベースの拡大につながっている。

なお、中国ではわが国と異なり、貨幣乗数（=マネーサプライ/マネタリーベース）が上昇しているため、外貨準備の増加を通じたマネタリーベースの拡大が中国国内のマネーサプライの増加をもたらしている。中国の消費者物価上昇率は2002年は前年比マイナスで推移していたが、2004年8月は同4.4%上昇している。また不動産価格は2004年1-7月期で前年比12.9%と96年以来の高い伸びを記録している。

図表9. 中国の為替相場と外貨準備高



図表10. 中国のマネタリーベースのGDP比



#### 4. ドル流動性の増加がもたらしたもの

以下では、米国のマネタリーベースの増加や米国以外の通貨当局の外貨準備の拡大が、米国の金融市場を通じて米国や世界の経済にもたらした影響について考えてみる。

##### (1) 米国の長期金利の低下

第1に、通貨当局が保有するドル流動性の増加は米国金利を低下させる効果をもつたとみられる。

ここでは、米国の長期金利（10年物）を、FF金利（FRBの金融政策要因）、ISM製造業指数（景気要因）、海外部門の米国債投資（ストック）、米国内の米国債投資（ストック）をそれぞれ説明変数に用いて、3つの期間（(A)75年～84年、(B)85年～94年、(C)95年～04年6月末、四半期ベース）に分けて推計した。

図表11の推計結果によると、総じて、FF金利と海外からの米国債投資残高（ストック）が長期金利の変動に大きく影響しているとみられる。また、各説明変数の係数の大きさから影響度合いの変化をみると、最近になるほど、海外部門の米国債投資残高の係数が有意に高まっており、海外部門の米国債投資残高の動向が米国長期金利の変動に与える影響が、従来に比べて大きくなっていることを示唆している。

海外部門の米国債投資残高のうち、約60%が通貨当局によるものであり、また通貨当局に比べて民間部門は高いリスク・プレミアムを要求しやすい点などを踏まえると、海外の通貨当局がドル買い介入を通じて米国債投資残高を増加させていることが米国の長期金利を低下させる要因になっているとみられる。

図表 11. 米国の長期金利の推計結果

推計期間 サンプル	1975:1～2004:2		(A) 1975:1～1984:4		(B) 1985:1～1994:4		(C) 1995:1～2004:2	
	118		40		40		38	
	係数	t値	係数	t値	係数	t値	係数	t値
FF金利	0.15	3.47	0.41	9.07	0.43	5.40	0.16	3.82
ISM指数	0.29	4.53	-0.07	-1.11	0.30	2.19	0.87	4.64
海外の国債投資	-0.37	-2.69	-0.39	-3.09	-0.40	-1.81	-0.45	-2.99
国内の国債投資	-0.50	-1.81	0.52	5.26	0.62	1.99	-0.06	-0.19
定数項	6.99	2.61	0.26	0.71	-2.22	-1.40	1.71	0.65
AR(1)	0.97		0.43		0.80		0.49	
修正決定係数	0.97		0.95		0.93		0.90	

(注) UFJ総合研究所試算、被説明変数は米国債10年物利回り、変数は全て対数にして最小2乗法で推計した。海外の国債投資の有意性はワルド検定からも支持される。



( 2 ) 米国の経常収支赤字の拡大

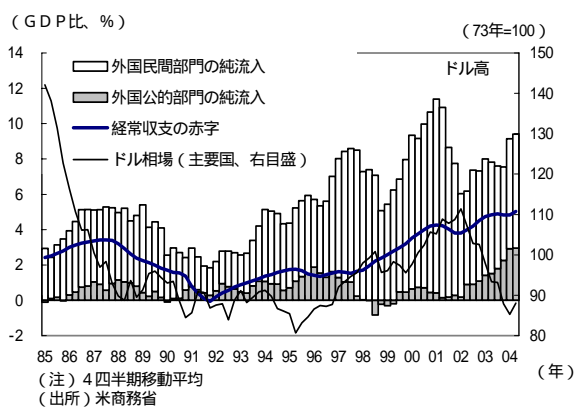
第 2 に、ドル流動性の増加は、米国の経常収支赤字を拡大させたとみられる。米国の経常収支赤字は 2004 年 4-6 月期で 1,662 億ドル（年率換算 6,648 億ドル）と過去最高水準であり、GDP 比 5.1% に達している（図表 12）。国際収支統計では、経常収支の赤字は、米国への資本の純流入を意味する。米国の経常収支赤字の拡大は、海外から米国に向かう資本流入がネットで増加していることを示している。

近年の米国の経常収支を対米証券投資の動きからとらえてみると、90 年代末から 2000 年にかけては、海外と米国の金利差が拡大するなかで民間部門の対米証券投資が大幅に増加し、その反対側で米国の経常収支赤字も拡大した。しかし、2001 年以降は、米国の大規模な金融緩和により、海外との金利差が縮小し、ドル安圧力が高まった結果、民間部門の対米投資意欲は弱まり、経常収支赤字も一旦は縮小する動きがみられた。一方、こうした米国の金融緩和に伴うドル安圧力に対して、アジアなどの通貨当局はドル買い介入を実施した結果、市場のドル安期待が弱まるとともに民間部門の対米投資が再び増加し、経常収支赤字も拡大することになった<sup>8</sup>。

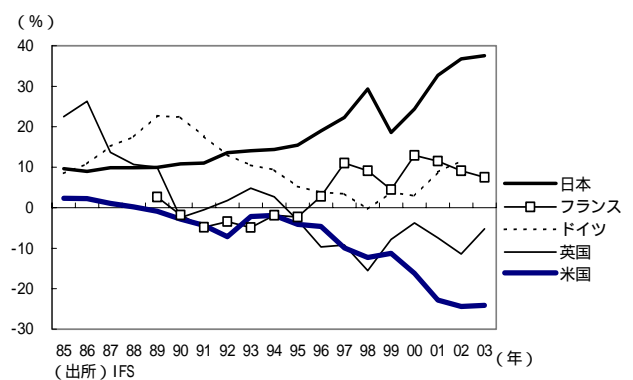
このように米国の経常収支赤字の拡大が続くなかで、米国の対外純債務は 2003 年末には 2 兆 6510 億ドル（GDP 比 24.1%）に達した（図表 13）。海外通貨当局に対する純債務残高は、2004 年 6 月末時点で 1 兆 6,460 億ドルであり、地域別にみると、アジアが 1 兆 2,042 億ドルと全体の 73% を占める。

米国の経常収支赤字の持続的な拡大に伴う対外純債務の増加は、サステナビリティ（持続可能性）への懸念という形でドル大幅安のリスクを高めている。

図表 12. 米国の経常収支赤字と資本流入



図表 13. 対外純資産の GDP 比



<sup>8</sup>米国の経常収支赤字拡大のメカニズムは、また 2001 年以降の FRB の大規模な金融緩和が米国内の投資（特に住宅）を刺激し、投資超過（貯蓄不足）幅が拡大した結果ともみることができる。

( 3 ) 原油価格の上昇

第 3 に、ドル流動性の増加が原油価格の上昇の一因となっている可能性がある。

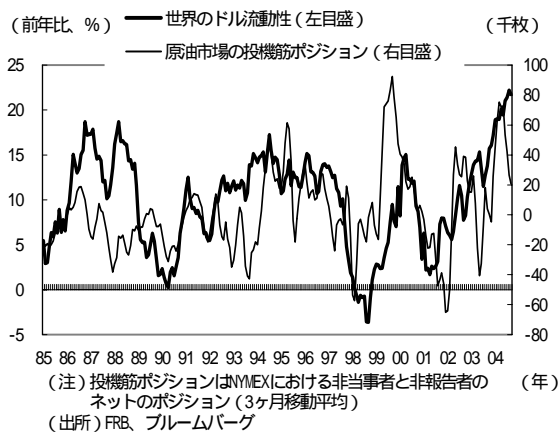
原油価格は 2001 年末には 1 バレル = 20 ドルの水準を下回っていたが、2002 年以降、上昇傾向となり、2004 年 11 月に入った時点で 1 バレル = 50 ドルを超える水準で推移している。

足元の原油価格の上昇の背景には、中東情勢不安定化などに起因する産油国の産出力低下、ロシアの石油大手ユーコスの経営不安、米国メキシコ湾岸のハリケーンによる原油生産活動の停止、といった供給不安に加えて、中国をはじめとする各国の石油需要の大幅増加などが指摘されているが、投機資金の流入の活発化が影響している点も無視できなくなっている。ブルノモ OPEC (石油輸出国機構) 議長は「原油相場の高騰は需給バランスの不均衡によるものではない」とし、投機的な取引の拡大を要因の一つに挙げている。

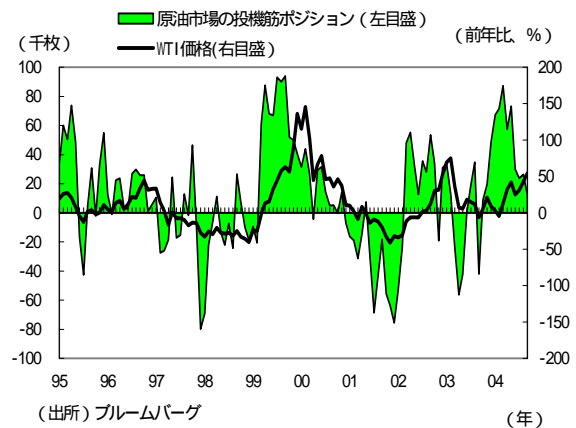
図表 14 は通貨当局のドル流動性と原油の投機筋ポジションの関係をみたものである。近年、世界のドル流動性と原油市場の投機ポジションの相関は強まる傾向にある。これは、ヘッジファンドなどの投資家が、金利低下を背景に低コストで資金を調達し、原油市場への投資を活発化させているためとみられる。こうした投機の活発化が原油価格上昇の一因となっている (図表 15)。

原油価格の高騰は、企業収益の低下や株価下落などを通じて、米国や世界の景気を下振れさせる可能性がある。

図表 14. ドル流動性と投機ポジション



図表 15. 投機ポジションと原油価格



(4) 住宅資産価格の上昇

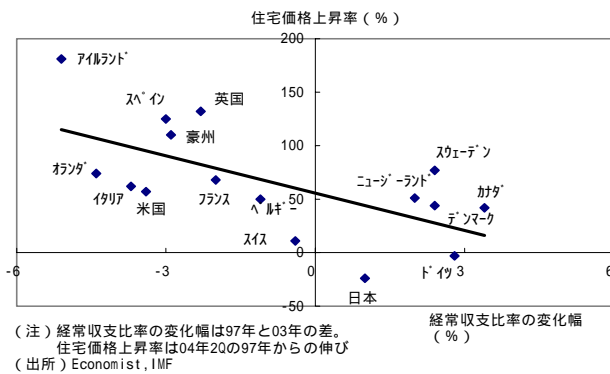
第4に、ドル流動性の増加は住宅資産価格の上昇をもたらしているとみられる。

米国の住宅価格は、2003年には一旦、鈍化する兆しがみえたが、2004年4-6月期には前年比9.4%と再び加速している。米国の住宅市場が活況を続ける背景には、ファニーメイなどGSE(政府支援機関)の存在がある。GSEは、商業銀行から住宅ローン債権を買い取り、住宅市場の拡大を支えている。昨今、GSEは債権買い取りを積極化させる一方で、資本市場からの資金調達を拡大させている。アジアの通貨当局はファニーメイ等が発行する政府機関債にも投資していると言われており、GSEのファイナンスが容易になったことが間接的に住宅市場に活況をもたらしているとみられる。

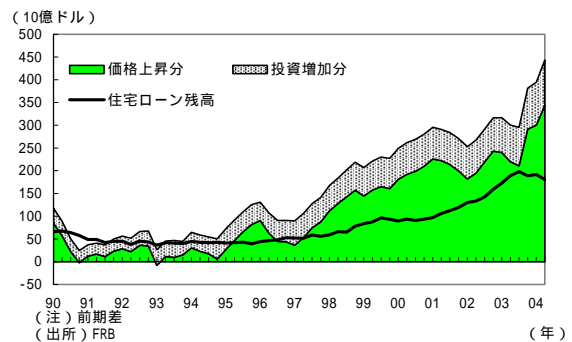
実際、住宅価格と海外からの資金流入(経常収支赤字)の関係を先進国についてみると、海外からの資金純流入が大きい国ほど住宅価格の上昇率が高くなっていることがうかがえる(図表16)<sup>9</sup>。例えば、わが国やドイツなど経常収支の黒字幅が拡大した国では、住宅価格上昇率はマイナスであったのに対して、スペインや英国など経常収支赤字のGDP比が高まった国で、住宅価格は大幅に上昇している。米国でも、90年代末から足元にかけて経常収支赤字のGDP比が3.4%ポイント上昇するなかで、住宅価格が97年比、57%上昇している。ちなみに、97年から2004年6月末にかけての海外部門の米政府支援機関債の保有残高の推移をみると、通貨当局が330億ドルから1,990億ドルへ、民間部門が1,760億ドルから5,220億ドルに拡大している。

米国の住宅価格上昇の問題点の一つは、住宅価格上昇により家計の住宅資産が拡大すると同時に、負債も拡大することである(図表17)。米国では、住宅ローンの借り換え時に、住宅価格の上昇分だけローン残高を積み増して現金として受取るキャッシュアウトや、住宅の純資産を担保に新規に借入を行うホームエクイティローンが普及しており、住宅資産の拡大に伴って負債が拡大しやすい構造にある。今後、住宅価格が低下する局面では家計に大きなバランスシート調整圧力がかかることが懸念される。

図表 16. 資本流入と住宅価格の上昇



図表 17. 米国の家計の住宅ストック



<sup>9</sup> 97年から2003年にかけて住宅価格上昇率が高い国について、経常収支比率のGDP比の推移をみると、アイルランドは3.1%からマイナス2.1%へ、スペインは0.5%からマイナス2.5%へ赤字化したほか、英国ではマイナス0.1%からマイナス2.4%へ、豪州でマイナス3.1%からマイナス6%へ赤字幅が拡大した。

( 5 ) ドル流動性の増加と資産価格の相関～最近の投資環境の変化

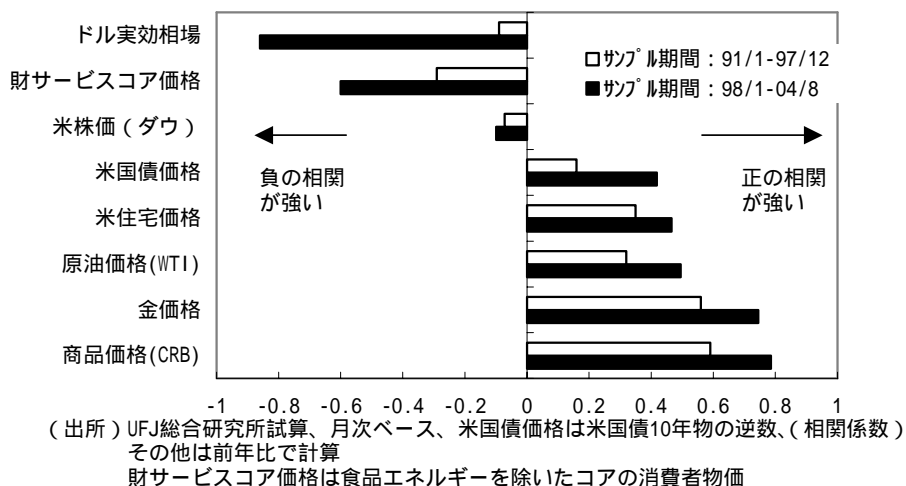
ドル流動性と資産価格の相関が強まる

通貨当局が保有するドル流動性の増加は、米国債価格の上昇（金利の低下）や資産価格の上昇につながったとみられる。

そこで、世界の通貨当局が保有するドル流動性と各価格の相関係数を計算すると、近年、通貨当局のドル流動性はドル相場や消費者物価（米国）との負の相関が強まっている（図表 18）。これはドル相場が下落する局面や消費者物価上昇率が低下する局面でドル流動性が増加する傾向にあることを示している。すなわち、米国サイドでは、デフレ懸念の広がり（消費者物価上昇率の低下） FRB の金融緩和（ドル流動性の増加） ドル安、また、海外サイドでは、ドル安・自国通貨高圧力の高まり 通貨当局による介入（ドル流動性の増加）といった関係があるためとみられる。

一方、通貨当局のドル流動性の増加は、近年、米国債、原油、商品、金、住宅の価格の上昇と正の相関にあることが確認できる。従来に比べてドル流動性が増加するなかで原油価格や資産価格が大幅に上昇する傾向にあるようだ。

図表 18. ドルの流動性と資産価格等との相関係数



不安定要素を含む金融取引の拡大

このような、ドル流動性の増加と資産価格の上昇の相関が強まった背景には、国際的な資金移動の活発化や企業の資産運用の変化などがあると考えられる。

BIS（国際決済銀行）によると、2004年4月時点の世界の外国為替取引高（1日あたり）は、ヘッジファンドなどの資産運用の活発化などから、前回調査（01年4月）から7,000億ドル拡大し、1兆9,000億ドルと過去最高となった。

また、90年代末以降、金融技術の発展を受けて、デリバティブ（金融派生商品）取

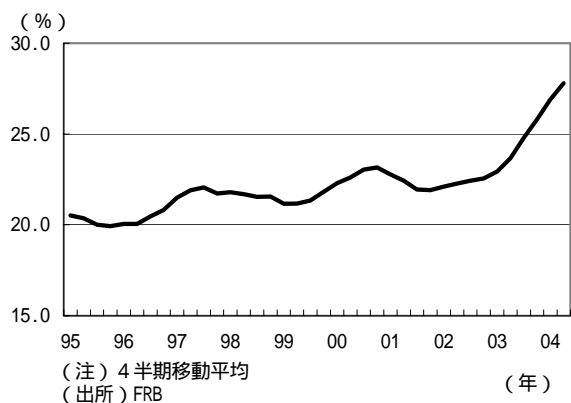
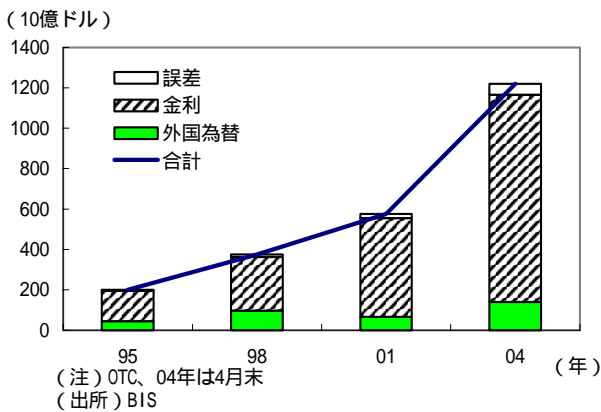
引が急速に拡大している。BISによると、世界のデリバティブ取引残高は2004年4月時点で1兆2,200億ドルと、前回調査(01年4月)から大幅に拡大した(図表19)。特に、2001年以降、金融緩和が進み、金利が歴史的な低水準となるなかで、将来の金利上昇ヘッジの動きが進んだことも影響している。

デリバティブを活用する動きは原油市場や住宅金融市場でも進んでいる。原油市場では、ドル建て借入の実質金利が低下する中で、ヘッジファンドが借入を増加させ、デリバティブを利用することで元本の何倍もの額の取引を活発化させている。また、住宅市場においては商業銀行から住宅ローンを買入れるファニーメイとフレディマックが金利スワップ等のデリバティブを活用し、全米における住宅金融市場の約半分を占めるまでシェアを拡大させてきた。

米国の民間非金融企業の資産運用をみると、最近では、通貨当局のドル流動性の拡大や長期金利の低下により借入コストが低減するなかで、流動資産(現預金やMMF、投資信託など)は5四半期連続で二桁増と大幅に拡大している。この結果、流動資産比率(流動資産/流動負債)は、2003年以降、足元にかけて急速に上昇している(図表20)。

ただし、最近の金融取引については不安定な要素もみられる。2004年9月には、ファニーメイがデリバティブ取引について不適切な会計処理をしていたことが発覚し、経営問題に発展している。

図表19.世界のデリバティブ取引(想定元本) 図表20.米国非金融企業の流動資産/負債



## 5. ドル流動性の行方と世界経済への影響

### (1) 日本の外貨準備高の拡大と米国経済

これまでみてきたように、ドル流動性の増加は、金利の低下や資産価格の上昇を通じて米国の景気を刺激し、世界経済に大きな影響をもたらしてきたと考えられる。

#### 日本の外貨準備高と米国経済（試算結果）

こうしたなか、世界の通貨当局の中で外貨準備高が最も大きなわが国の通貨当局の運用スタンスは世界経済に大きな影響を与える可能性がある。そこで以下では、わが国のドル流動性の変化が米国経済に与える影響を試算した。具体的には、わが国の外貨準備の増加が米国の実体経済や金融市場にどのような影響を与えてきたのかを、VAR（ベクトル自己回帰）モデルを使って概算する。

変数としては、わが国の外貨準備高、米国のマネーサプライ、WTI 価格（原油先物）、米国の住宅価格、米国の経常収支、米国の実質 GDP とした。

図表 21 は、わが国の外貨準備高の伸びが変化した場合に、米国のマクロ経済指標がどのように反応するかを試算した結果である。ケース 1 は、通貨当局による介入がないケース、ケース 2 は、ドル買い介入が実施されたケース、ケース 3 は、ドル売り介入が実施されたケースである。ケース 1 は 2004 年 4 月以降、ケース 2 は 2003 年度、ケース 3 は 98 年度の外貨準備の伸びを想定した。

図表 21. 日本の外貨準備高の変化が米国経済に与えるインパクト

	日本の外貨準備高	年	米マネーサプライ %	米経常収支 億ドル	米実質 GDP %	原油価格 %	米住宅価格 %
ケース 1	現行速度	1	0.02	-8	0.01	1.2	0.2
	介入なし	2	0.01	-17	0.02	0.4	0.1
	04年4月以降	3	0.02	-3	0.00	0.1	0.0
ケース 2	円高急進	1	0.53	-201	0.35	30.6	4.0
	ドル買い介入	2	0.24	-458	0.59	10.9	1.8
	03年度	3	0.59	-86	0.08	2.6	0.6
ケース 3	円安急進	1	-0.07	28	-0.05	-4.3	-0.6
	ドル売り介入	2	-0.03	65	-0.08	-1.5	-0.3
	98年度	3	-0.08	12	-0.01	-0.4	-0.1
ケース 2 と 1 の差		1	0.51	-193	0.33	29.4	3.9
		2	0.23	-441	0.57	10.5	1.8
		3	0.57	-83	0.08	2.5	0.6
ケース 3 と 1 の差		1	-0.09	36	-0.06	-5.5	-0.7
		2	-0.04	82	-0.11	-1.9	-0.3
		3	-0.11	15	-0.01	-0.5	-0.1

(注) UFJ総合研究所試算。日本の外貨準備高の伸びが変化した場合（ショックが加わった）場合の1～3年後の米国マクロ指標に与える効果（限界効果）をVARモデルにより試算した。推計期間は1990年Q1～2004年Q2、ラグはAIC基準により2四半期とした。日本の外貨準備高の伸びは円高により上昇、円安により低下する傾向がある。試算では外貨準備高の伸びを 足元(04年3月～9月)の速度（ケース1、標準ケース）、2003年度の円高化（ケース2）、98年度の円安化（ケース3）の3通りに分けて試算。

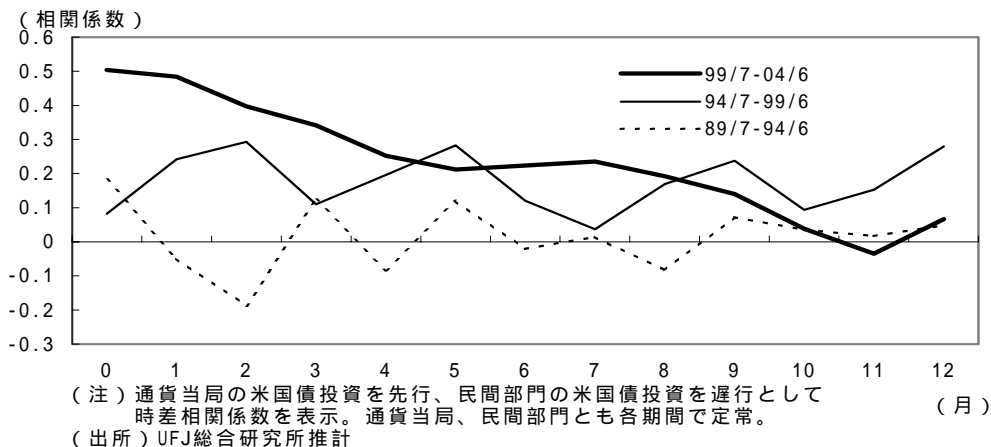
試算によると、ドル買い介入は、米国のマネーサプライや米国の経常収支赤字を拡大させるほか、米国の実質 GDP 成長率を押し上げる可能性がある。2003 年度ドル

買い介入は、1年後の米国の実質 GDP 成長率を 0.4%、2年後の実質 GDP 成長率を 0.6%押し上げるとみられる。また、ドル買い介入は原油価格や住宅価格を上昇させる要因にもなるとみられる。ドル流動性の増加は、原油価格の上昇をもたらすものの、住宅価格の上昇などを通じてネットでは実質 GDP 成長率押し上げに寄与するとみられる。試算によると、ドル買い介入(2003年度規模)がある場合とない場合で、米国の実質 GDP 成長率は 0.3~0.6%ポイント程度異なるという結果になる。

### 通貨当局マネーと民間マネーの相関

ところで、試算結果から、外貨準備が拡大すると、2年目にかけて米国の経常収支赤字が一段と増加することが確認される。これは、通貨当局のドル買い介入後、民間部門の米国債投資が増加するためと考えられる。ここで世界の対米国債投資について、通貨当局と民間部門の時差相関係数を計算してみると、近年になるほど、時差相関が強まる傾向がある。最近5年間で推計した場合の相関係数は 0.5 となり、80年代末や90年代中盤の時期を含むサンプルによる推計に比べて正の相関が強いことが確認される(図表 22)。これは、近年、通貨当局がドル買い介入によって手にしたドルで米国債投資を増やすと、介入によりドル相場の下落リスクが緩和されるため、民間部門の米国債投資が増加しやすくなっていることを示唆している。また、通貨当局が民間部門に先行する可能性が高いという試算結果<sup>10</sup>を踏まえると、通貨当局の投資が民間部門の投資を誘発することで、米国の経常収支の赤字を拡大させている側面があると考えられる。また、民間部門の米国債投資が拡大している背景には、金利水準の低下や国際資本移動の活発化なども影響しているとみられる。

図表 22. 対米国債投資における通貨当局と民間部門の時差相関係数



<sup>10</sup> グレンジャーの因果性テストによると、対米国債投資について通貨当局は民間部門に先行することが確認できる。1999年7月~2004年6月のサンプルではラグ2ヵ月で5%有意。

## 6. おわりに

これまでみてきたように、2001年以降、アジアの外貨準備の拡大や米国の大規模な金融緩和により、通貨当局が保有するドル流動性は大幅に増加してきた。特に、わが国では、2001年以降、デフレ懸念の強まりを背景に量的緩和政策がとられる中で、円高阻止のドル買い介入により、外貨準備高は大幅に拡大した。

通貨当局が保有するドル流動性は、以下の理由から、今後、増加テンポが加速する可能性がある。

第1に、わが国では消費者物価上昇率が依然としてマイナスで推移し、デフレからの脱却という目標が未だ果たされていない中で、量的緩和政策が当面、継続される公算が高くなっている。為替相場も、10月下旬以降、ドル安円高傾向で推移している。第2に、中国については、国内信用は抑制される傾向にあるが、現状の為替制度の下で人民元切り上げ期待が根強く、中国への資金流入が一段と増加する可能性がある。第3に、米国については、6月以降、FF金利が引き上げられているが、原油価格の高騰や景気減速感の強まりなどを背景に、年末から来年初めにかけては利上げが中断される可能性も考えられる。ドル相場の基調が強いとは言えない。

わが国や中国をはじめとするアジアの外貨準備の拡大は、米国債投資の増加を通じて米国の金利を低下させ、米国及び世界の経済拡大を支えてきたとみられる。しかし、外貨準備の一段の増加は、米国の経常収支赤字の拡大や、低金利を通じた原油価格・国際商品価格や住宅資産価格の上昇など、世界経済の不安定化を助長する恐れがある。

また、ドル買い介入とドル相場の関係についても、アジアの通貨当局によるドル買い介入は、短期的にはドルの急落を防ぐ効果があるとはいえ、過度のドル買い介入は、米国の経常収支の赤字拡大を助長することを通じて、中長期的にはドル安圧力を高める可能性もある点に留意する必要がある。FRBも指摘するように、米国の経常収支赤字の拡大は持続可能なものではない。米国が財政赤字やイラクの問題を抱える中で、今後、何らかのショックによりドルに対する信認が揺らぐ場合には、ドル安が進行し、ドルの自国通貨建て資産価値が下落することも懸念される状況にある。

調査部（東京） 西垣 秀樹

（お問合せ先）UFJ総合研究所 e-mail: hideki.nishigaki@ufji.co.jp

本レポートに掲載された意見・予測等は資料作成時点での判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。