

調査レポート

米国財政悪化がもたらすドル急落リスク

～米国の財政赤字 1,000 億ドル拡大ならドル相場は 10% 下落～

<要旨>

- 2月7日に米フロリダで開かれたG7（7カ国財務相・中央銀行総裁会議）を機にドル安に歯止めがかかるとの見方がある。しかし、ドル相場下落には米国の貯蓄と投資の不均衡（貯蓄投資バランスの悪化）が大きく影響しており、今後も財政赤字の拡大が見込まれるなかでドル相場下落傾向が続く可能性が高い。
- 米国の財政は大型減税や国防支出の拡大などを背景に、急速に悪化している。2月初めにブッシュ大統領が発表した予算教書によると、2004年度の米国の財政赤字は前年から約1,500億ドル増加し、5,210億ドルに拡大する。ブッシュ大統領は今後5年で財政赤字を半減させるとしているが、イラク・アフガンでの米軍駐留の長期化による補正予算（500億ドル程度の追加的支出）の編成やメディケア費用の拡大などの可能性を踏まえると、米国の財政赤字の急速な改善は困難とみられ、赤字基調が続く可能性が高い。
- 米国では財政赤字の拡大に伴い、近年、貯蓄投資バランスが大幅に悪化している。米国の国内貯蓄は財政赤字の拡大を主因に、2003年は3年連続で前年水準を割り込んだとみられる。国内貯蓄が前年水準を3年連続で割り込むのは1932年以来のことである。足元の貯蓄不足（貯蓄と投資のギャップ）はGDP比5.1%に拡大している。
- 過去の推移をみると、貯蓄投資バランスが悪化する局面ではドル相場は下落している。試算によると、米国の財政赤字が1,000億ドル拡大（＝米国の国内貯蓄が1,000億ドル不足）すると、ドル相場を1年間で5.8%、2年間で10.5%下落させる効果をもたらすと試算される。また貯蓄投資バランスの悪化がもたらすドル相場下落圧力は近年高まる傾向にある。大統領選挙の再選に向けて貯蓄不足への対処よりも景気刺激を優先にするブッシュ政権のもとで、財政赤字の拡大に伴う貯蓄投資バランスの悪化でドル安が長期化する恐れがある。
- 日本は、欧州諸国とは異なり米国債投資を急速に拡大させ、保有シェアを高めているが、ドル安が長期化すれば為替評価損が拡大し、国益を損ねる恐れがある。米国の財政赤字拡大がドル急落につながるリスクであることを認識すると同時に、世界的不均衡を是正するための政策対応を急ぐ必要がある。



調査部(東京)

【照会先】

西垣 秀樹 (E-Mail : hideki.nishigaki@ufji.co.jp)

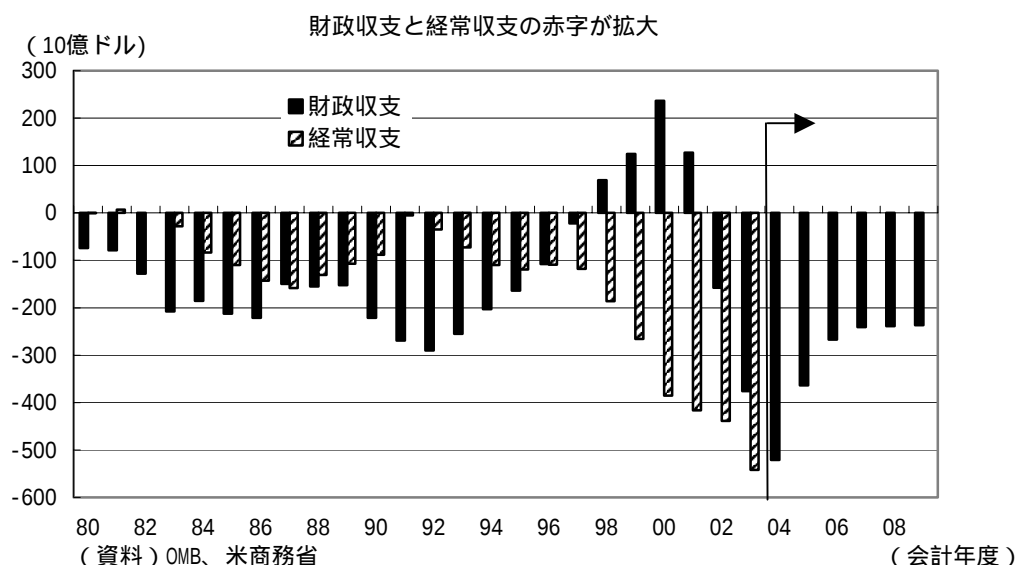
はじめに

- 米国の財政は急速に悪化している。本稿では2月2日に発表された予算教書の内容を検討すると同時に、財政赤字が貯蓄不足を通じて米国経済のISバランスを悪化させている点、ドル相場下落要因として無視できなくなっている点について考えてみた。

1. 急速に悪化する米国財政

(1) 歳入の低迷で今年度は5,000億ドルを超える財政赤字

- 米国の財政収支は、ブッシュ政権下での大型減税や国防支出の拡大などを背景に、2002年度以来、赤字基調が続いている。2月2日にブッシュ大統領が議会に提出した予算教書（次年度の政府予算案とともに長期的な財政運営方針）の内容をみておきたい。予算教書は、実際には議会で審議される歳出法案の原型となる。これによると、2004年会計年度（2003年10月～2004年9月）の財政赤字は5,210億ドルとなり、2003年度の3,750億ドルを大幅に上回り、過去最高水準に達する。財政赤字のGDP比は2003年度の3.5%から2004年度には4.5%に高まる見通しである。こうした財政赤字の拡大は経常収支の赤字とともに「双子の赤字」として米国経済の懸念材料となっている。



- 2004年度に財政赤字が拡大するのは歳入の大幅な落ち込みによるところが大きい。2004年度の歳入は前年比0.9%増と、景気の回復にもかかわらず横ばいにとどまる。これは、大型減税により個人所得税が前年比3.6%減と4年連続で減少するためである。一方、歳出については、全体の約2割を占める国防費が3年連続で2桁増となることなどから前年比7.5%増と、3年連続で7%台の伸びとなる。また、2004年度の歳入と歳入のGDP比に注目すると、歳入のGDP比は15.7%と前年度から0.8%ポイント低下し、1943年以来の低水準を記録する見込みである。一方、歳出のGDP比は

米国連邦政府の財政見通し

金額 (10億ドル)	2000年 (実績)	2001 (実績)	2002 (実績)	2003 (実績)	2004 (見込)	2005 (予測)	2006 (予測)	2007 (予測)	2008 (予測)	2009 (予測)
歳入	2,025	1,991	1,853	1,782	1,798	2,036	2,206	2,351	2,485	2,616
歳出	1,789	1,864	2,011	2,158	2,319	2,400	2,473	2,592	2,724	2,853
財政収支	236	127	-158	-375	-521	-364	-268	-241	-239	-237

名目GDP比 (%)	2000 (実績)	2001 (実績)	2002 (実績)	2003 (実績)	2004 (見込)	2005 (予測)	2006 (予測)	2007 (予測)	2008 (予測)	2009 (予測)
歳入	20.9	19.8	17.9	16.5	15.7	16.9	17.4	17.7	17.8	17.8
歳出	18.4	18.6	19.4	19.9	20.2	19.9	19.6	19.5	19.5	19.4
財政収支	2.4	1.3	-1.5	-3.5	-4.5	-3.0	-2.1	-1.8	-1.7	-1.6

(資料) OMB

米国連邦政府の歳入見通し

金額（10億ドル）

（年度）	2000年 （実績）	2001 （実績）	2002 （実績）	2003 （実績）	2004 （見込）	2005 （予測）	2006 （予測）	2007 （予測）	2008 （予測）	2009 （予測）
歳入総額	2,025	1,991	1,853	1,782	1,798	2,036	2,206	2,351	2,485	2,616
個人所得税	1,004	994	858	794	765	874	956	1,049	1,133	1,210
法人所得税	207	151	148	132	169	230	250	251	252	256
社会保障等	653	694	701	713	732	794	834	879	919	960
その他	160	152	146	144	131	138	166	172	181	190

前年度比（％）

（年度）	2000年 （実績）	2001 （実績）	2002 （実績）	2003 （実績）	2004 （見込）	2005 （予測）	2006 （予測）	2007 （予測）	2008 （予測）	2009 （予測）
歳入総額	10.8	-1.7	-6.9	-3.8	0.9	13.2	8.3	6.6	5.7	5.3
個人所得税	14.2	-1.0	-13.7	-7.5	-3.6	14.2	9.5	9.7	8.0	6.8
法人所得税	12.2	-27.1	-2.0	-11.0	28.0	36.4	8.6	0.4	0.4	1.4
社会保障等	6.7	6.3	1.0	1.7	2.7	8.4	5.0	5.4	4.6	4.5
その他	6.2	-5.5	-3.8	-1.6	-8.4	5.0	19.9	3.9	5.1	5.3

（資料）OMB

米国連邦政府の歳出見通し

金額（10億ドル）

（年度）	2000年 （実績）	2001 （実績）	2002 （実績）	2003 （実績）	2004 （見込）	2005 （予測）	2006 （予測）	2007 （予測）	2008 （予測）	2009 （予測）
歳出総額	1,789	1,864	2,011	2,158	2,319	2,400	2,473	2,592	2,724	2,853
裁量的支出	615	649	734	826	908	914	892	904	923	942
国防	295	306	349	405	452	448	435	446	466	486
非国防	320	343	385	421	457	466	458	459	457	457
義務的支出	951	1,008	1,106	1,179	1,254	1,308	1,368	1,442	1,527	1,612
社会保障	406	429	452	471	492	511	529	552	576	608
その他	545	579	654	708	762	797	839	890	950	1,004
利払い支出	223	206	171	153	156	178	213	246	275	299

前年度比（％）

（年度）	2000年 （実績）	2001 （実績）	2002 （実績）	2003 （実績）	2004 （見込）	2005 （予測）	2006 （予測）	2007 （予測）	2008 （予測）	2009 （予測）
歳出総額	5.1	4.2	7.9	7.3	7.5	3.5	3.0	4.8	5.1	4.7
裁量的支出	7.5	5.6	13.1	12.4	10.0	0.6	-2.4	1.4	2.0	2.1
国防	7.1	3.8	14.0	16.1	11.5	-0.8	-3.0	2.5	4.5	4.3
非国防	7.9	7.3	12.3	9.2	8.5	2.0	-1.7	0.2	-0.3	-0.2
義務的支出	5.7	6.0	9.7	6.6	6.4	4.3	4.6	5.4	5.9	5.6
社会保障	4.9	5.8	5.3	4.1	4.6	3.8	3.6	4.3	4.4	5.5
その他	6.2	6.2	12.9	8.4	7.6	4.6	5.2	6.1	6.8	5.7
利払い	-3.0	-7.5	-17.1	-10.5	2.1	13.8	20.0	15.4	11.5	8.9

（資料）OMB

20.2%と前月から0.3%ポイント高まるものの、過去の水準と比較すると、90年代半ば並みにとどまる。2003年度から2004年度にかけて財政赤字のGDP比の上昇は歳入の低迷によるところが大きい。

（２）来年度以降、改善するとされる政府の財政見通し

- 2005年度は歳入が大幅に改善する一方で、歳出が抑制されるため財政赤字が縮小する見通しとなっている。ブッシュ大統領が打ち出した2005年度の予算権限（Budget Authority）によると、国防予算が前年比7%増の4,017億ドル、国土安全保障費が同9.7%増の同305億ドルに拡大する一方、その他の裁量的経費は同0.5%増の3,860億ドルにとどまる。ブッシュ大統領は、テロとの対決姿勢を示す一方で、それ以外の支出への配分は抑制するスタンスを明確にしている。
- 2005年度についてみると、歳入面では、個人所得税、法人所得税ともに2桁の伸びとなり、景気上昇とともに税収が大幅に増加するというシナリオになっている。一方、歳出面では、2005年度は前年比3.5%増と伸びが鈍化する。この結果、2005年度の財政赤字のGDP比は3.0%に低下し、2006年度以降も財政赤字は徐々に縮小する見通しとなっている。

(3) 財政赤字の削減は可能か

- ブッシュ大統領は大型減税の恒久化を主張する一方、財政赤字を今後5年間で半減させるとしている。しかし、以下の要因から財政の改善が進まない可能性がある。
- 第1に、予算教書では2005年度以降の歳出の伸びが大幅に鈍化するとされているが、米軍のイラク駐留が続く場合に必要となる駐留経費が考慮されていない。ボルテンOMB局長の発言によると、イラクとアフガンでの軍事行動に500億ドルの追加的支出が必要とみられる。補正予算は今年11月の大統領選挙前後に再び編成される可能性が高い。追加的支出が必要となった最近の例としてはイラク関連で2003年度に785億ドル（2003年4月成立、イラクとアフガン関連、イラク戦費調達を含む）、2004年度には875億ドル（2003年11月成立、約650億ドルはイラクとアフガンの米軍駐留経費）と、相次いで補正予算が編成されている。米軍駐留の長期化により、財政赤字は一段と拡大する恐れがある。
- 第2に、メディケア（高齢者向けの医療保険制度）改革に伴うコストが拡大する可能性がある点である。高齢者の処方箋薬代金を保険でカバーすることに伴うメディケアの費用は10年間で5,340億ドルと見込まれている。しかし当初（03年12月成立）の見積り（4,000億ドル）に比べて約1,300億ドル拡大した形になっている。
- 第3に、予算教書の前提となった経済・金融の前提の妥当性である。政府とブルーチップ・コンセンサス（04年1月及び03年10月時点）の想定を比較すると、実質GDP成長率については、2005年は政府が3.6%、ブルーチップ・コンセンサスが3.7%と、ほぼ同じ想定となっている。しかし、2005年の消費者物価上昇率や長期金利（国債10年物利回り）については、政府の方が低く想定している。消費者物価上昇率は、ブルーチップが2.1%に対し、政府が1.5%であり、長期金利（国債10年物利回り）についてもブルーチップの5.4%に対し、政府は5.0%と低めにみている。仮に今後、インフレ率や長期金利が政府の想定よりも高い場合には利払い費用の増大などを通じて財政赤字が拡大する可能性もある。

連邦政府の財政見通しの前提条件

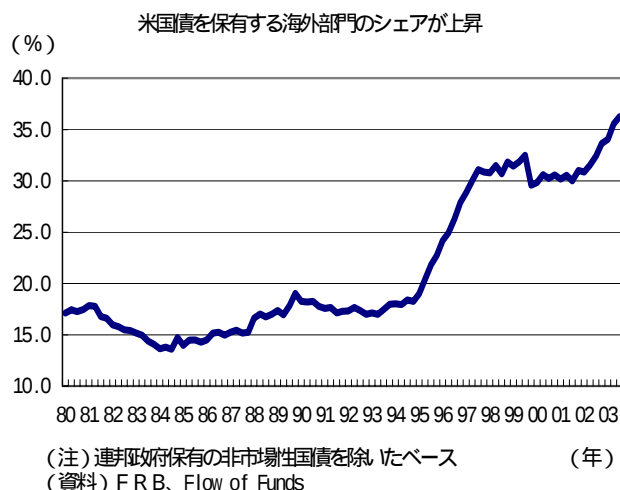
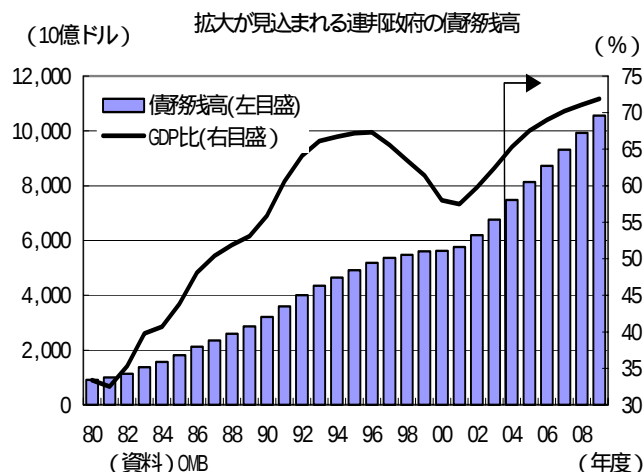
	2000 (実績)	2001 (実績)	2002 (実績)	2003 (実績)	2004 (見込)	2005 (予測)	2006 (予測)	2007 (予測)	2008 (予測)	2009 (予測)
実質GDP成長率	3.7	0.5	2.2	3.1	4.4	3.6	3.4	3.3	3.2	3.1
消費者物価上昇率	3.4	2.8	1.6	2.3	1.4	1.5	1.8	2.1	2.4	2.5
失業率	4.0	4.8	5.8	6.0	5.6	5.4	5.2	5.1	5.1	5.1
10年国債利回り	6.0	5.0	4.6	4.0	4.6	5.0	5.4	5.6	5.8	5.8

(注)単位：% (資料)OMB

- 大統領選挙を契機に米国の財政赤字が削減されることを期待することは困難とみられる。予備選挙の民主党の指名争いでリードしているケリー氏の主張をみても、財政赤字を4年間で半減させるとしているものの、富裕層向けを除き中低所得層向けの減税は継続する姿勢である。したがって、米国の財政赤字が抜本的に解消される目処は立っていないとみられる。
- 米国の有力シンクタンク・ブルッキング研究所（1月13日発表）によると、減税の恒久化、メディケアなどを踏まえた米国の財政赤字は今後2009年度まで4,000億ドル台で推移すると予測されており、5年間で財政赤字が半減するのは困難としている。

(4) 拡大する米国の連邦債務残高

- 予算教書によると、財政赤字の拡大基調を背景に、連邦の債務残高は2004年度に7兆4,864億ドルと前年比10.7%拡大し、GDP比で65.3%に達する。連邦の債務残高は今後も増加傾向で推移し、2009年度には10兆ドルを超え、GDP比で71.9%に高まる見通しとなっている。



(5) 海外依存が高まる米国の債務負担

- 連邦の財政赤字が拡大するなか、米国の海外に対するファイナンスの依存度は高まる傾向にある。米国債を保有する海外部門のシェアは 2001 年末 31.0%、2002 年末 33.6%を経て、直近 2003 年 7-9 月期は 36.2%と急速に高まっている。
- 海外部門の米国債投資（ストック）の動向を国別にみると、日本の米国債投資が急増しており、フランス、スペインなど欧州諸国がシェアを低下させているなかで、日本のシェアは急速に高まっている。日本の米国債保有残高は 2003 年 11 月時点で 5,260 億ドルとなり、世界全体に占めるシェアは 34.9%に上昇している。日本の米国債保有額は 2003 年に急増し、2003 年 11 月のシェアは 2002 年末から 4.4%ポイントも高まっている。

米国債を保有する海外諸国

	金額 (10億ドル)				シェア (%)				前年比 (%)		
	2000 12月末	01 12月末	02 12月末	03 11月末	2000 12月末	01 12月末	02 12月末	03 11月末	01 12月末	02 12月末	03 11月末
海外全体	1,015	1,040	1,239	1,504	100.0	100.0	100.0	100.0	2.5	19.1	21.5
日本	318	318	378	526	31.3	30.6	30.5	34.9	0.1	18.9	39.0
中国	60	79	118	144	5.9	7.6	9.6	9.6	30.3	50.6	21.5
香港	39	48	48	56	3.8	4.6	3.8	3.7	23.6	-0.4	16.8
台湾	33	35	37	46	3.3	3.4	3.0	3.0	5.7	5.9	22.5
シンガポール	28	20	18	19	2.7	1.9	1.4	1.2	-28.3	-11.0	3.9
タイ	14	16	17	12	1.4	1.5	1.4	0.8	13.8	9.6	-29.7
英国	50	45	81	112	4.9	4.3	6.5	7.4	-10.4	79.6	38.2
ドイツ	49	48	37	46	4.8	4.6	3.0	3.0	-2.4	-22.0	22.5
フランス	25	21	23	16	2.5	2.0	1.8	1.0	-17.9	11.2	-32.3
イタリア	21	19	16	18	2.0	1.8	1.3	1.2	-9.1	-13.8	8.6
スペイン	19	16	19	12	1.9	1.5	1.5	0.8	-17.9	22.4	-39.3
スイス	16	19	34	40	1.6	1.8	2.7	2.7	14.0	81.8	18.2
ヘルタ3国	41	28	50	54	4.0	2.7	4.0	3.6	-32.7	80.8	8.6
カナダ	14	15	10	17	1.4	1.5	0.8	1.1	8.5	-32.5	66.3
OPEC	48	47	50	44	4.7	4.5	4.1	2.9	-1.9	7.5	-12.7
加ブ(パナマセンター)	37	34	50	62	3.7	3.2	4.0	4.1	-10.2	47.3	25.1
その他	203	235	252	284	20.0	22.6	20.3	18.8	15.9	7.2	12.6
海外公的部門	609	619	763	884	60.0	59.6	61.6	58.8	1.7	23.2	15.9

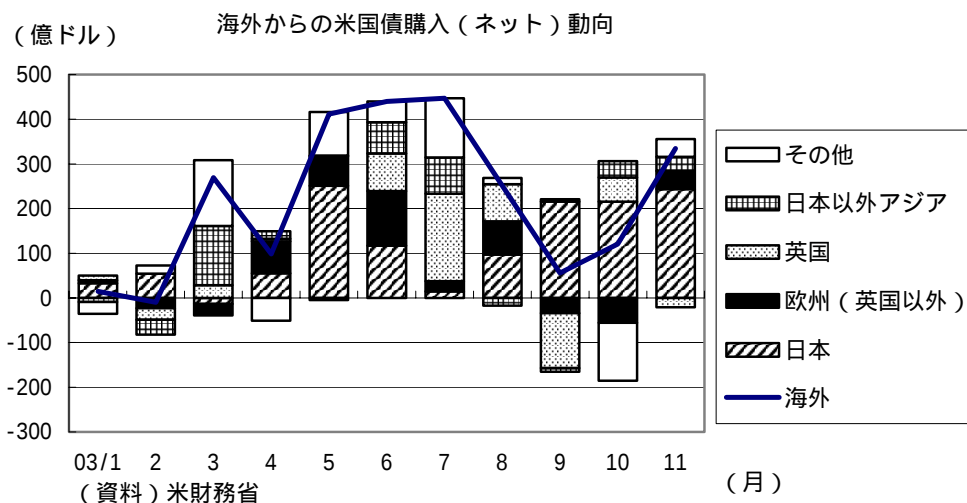
(注) 03年11月末の前年比は02年12月に対する伸び

(資料) 米財務省

- 日本による米国債投資の拡大が他国に比べて著しい点は、証券投資フローの動きからも確認することができる。2003 年 11 月の海外からの米国債投資（ネット購入額）は 334 億ドルであったが、このうち日本は 243 億ドルと大半を占めている。日本からの年間の米国債投資額（ネット購入額）をみると、2000 年 106 億ドル、2001 年 161 億ドル、2002 年 305 億ドルから 2003 年（1～11 月）は 1,282 億ドル

と 2003 年になって急増している。

- 日本からの米国債投資の急増には 2003 年末にかけてドル安・円高が加速するなかで、日本政府によるドル買い介入が増加していることがあるとみられる。2003 年の日本政府の為替市場への介入額は 20 兆 4250 億円（ドルベースではこれを単純に 2003 年末のドル円 107.13 円で割ると 1,898 億ドル）となり、年間の過去最高を更新した。こうした日本政府の介入による米国債投資の増加は結果的に米国の長期金利を安定させる要因になっている一方で、日本政府による介入は為替相場の水準は市場で決まるものとする立場からは批判の対象とされている。

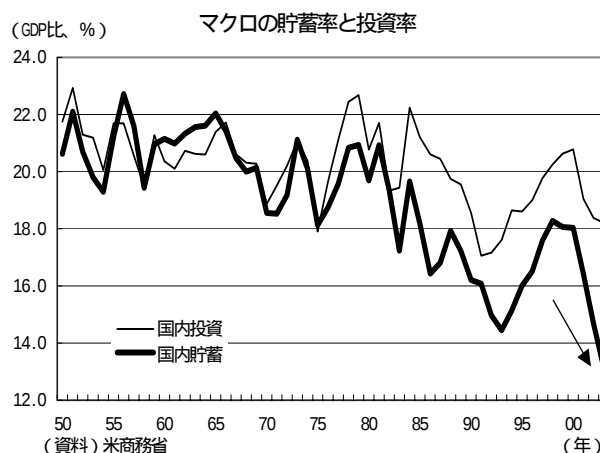


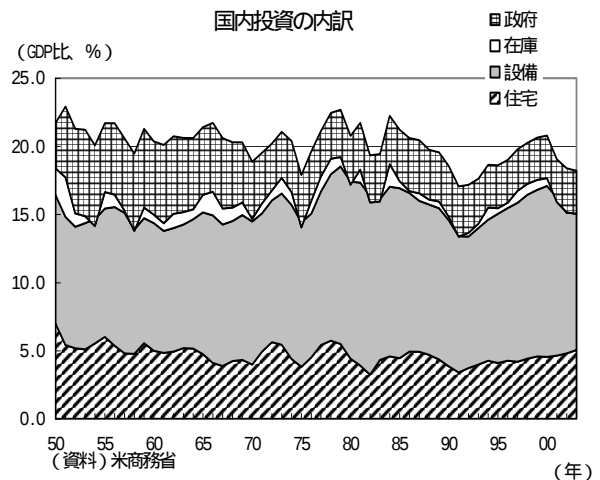
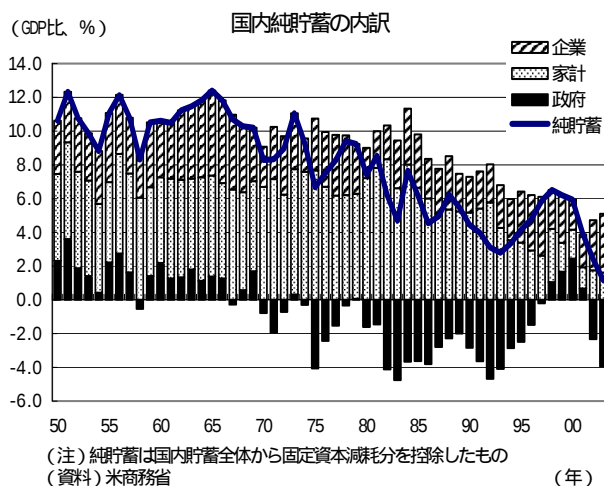
2．米国の貯蓄・投資の不均衡拡大

- 米国の財政赤字は貯蓄と投資の不均衡を拡大させる要因になっている。ここでは財政赤字が最近の貯蓄と投資のバランス（IS バランス）の動向に与える影響についてみておきたい。

（１）大幅に低下する貯蓄水準

- 米国の国内貯蓄と国内投資の不均衡は近年、急速に拡大している。2003 年（1-3 月期から 7-9 月期まで平均・年率ベース）の貯蓄投資差額（＝国内貯蓄から国内投資を引いた額）は 5,523 億ドルとなり、2002 年の 3,869 億ドルから大幅に拡大する見通しである。GDP 比でみると、2001 年マイナス 2.6%、2002 年マイナス 3.7%に続き、2003 年はマイナス 5.1%と一段と悪化する。





- 国内(総)貯蓄と国内投資の不均衡の拡大は、国内貯蓄の大幅な減少によるところが大きい。 国内(総)貯蓄は2003年(7-9月期までの平均・年率ベース)が前年比7.0%減の1兆4,319億ドルとなり、3年連続で減少する見込みである。国内貯蓄のGDP比ベースは5年連続で低下しており、2003年は13.1%と1932年以来、過去最低水準となる。国内貯蓄のうち、政府貯蓄はマイナス4,289億ドルと2002年のマイナス2,433億ドルから減少幅が拡大する。
- 国内(総)貯蓄から固定資本減耗を除いた純貯蓄は2003年(同)は1,258億ドルと、前年から1,250億ドル減少(半減)する。純貯蓄を部門別にみると、企業部門がプラス679億ドル、家計部門がマイナス72億ドルに対して、政府部門はマイナス1,856億ドルとなっており、政府部門の落ち込みが最も大きい。政府部門は連邦政府と州・地方に分かれるが、州地方は黒字基調であるため、政府貯蓄の減少は連邦政府の財政赤字によるものである。米国の財政収支は今後も赤字基調が続くことを踏まえると、引き続き国内貯蓄を下押しするとみられる。
- 一方、国内投資については住宅投資や設備投資の増加などから、2003年(同)は前年比3.0%増の1兆9,841億ドルとなる。2003年(同)の国内投資のGDP比は18.2%と2002年からやや低下する見込みである。

(2) 貯蓄水準の低下と海外からの資本移動の弱さが意味するもの

- 国内投資と国内貯蓄の差額はISバランス上、海外からの資本移動と誤差脱漏に対応している。米国の投資超過幅(貯蓄不足幅)が拡大することは対外不均衡の拡大を意味している。また、国内投資の水準を維持・拡大していくためには、今後、国内貯蓄か、海外からのネットの資本流入が増加する必要がある。しかし、足元では、国内貯蓄が減少傾向である上に、海外からの資金流入が弱まる動きがあり、今後、米国の投資水準の維持が困難になりつつある。

3. 貯蓄と投資の不均衡拡大がドル相場に与える影響

- 米国の財政赤字の拡大は国内貯蓄の減少を通じて、貯蓄と投資の不均衡(ギャップ)を拡大させている。こうしたギャップを埋め合わせるために、海外からの資金が続く間は為替相場に大きな変動はないが、ギャップの拡大によって米国に対する投資の魅力が高まらず、海外からの信頼が低下する場合には、資本流入が弱まり、ドル相場が下落することになると考えられる。

(1) 米国の財政赤字に対する米国の楽観と諸外国の懸念

- 財政赤字に対する米国政府の見方は極めて楽観的である。例えば、マンキューCEA(大統領経済諮問委員会)委員長は、財政赤字は景気上昇による税収拡大と支出の抑制により削減されるとしている(1月22日)。また、スノー米財務長官は、米国が持続的な景気上昇に向かっているとの認識のもとで、減税恒久化が実現しなければ、過去数カ月間の景気回復の勢いが失われる恐れがあると述べている。また財政赤字は歓迎できないが、管理可能だとの見解を繰り返している(2月3日、下院歳入委員会で

の証言)。

- 一方、海外諸国は米国の「双子の赤字」に対する懸念を強めている。今年に入ってからIMFを中心に米国の財政赤字がもたらすリスクについて警戒する動きがみられる。

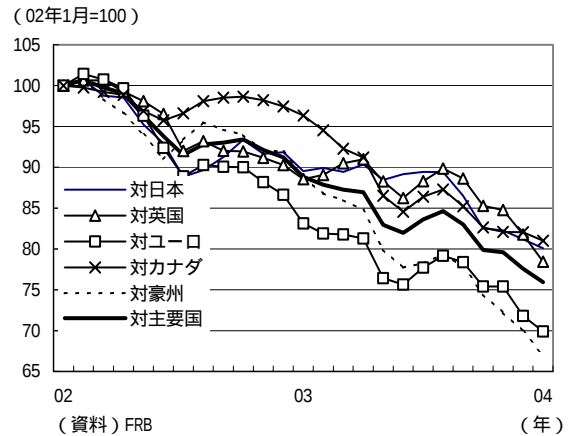
米国の財政赤字に関する海外・国際機関の最近の見方

○IMF（国際通貨基金）（1月7日）
米財政赤字に関する報告書を公表。米国財政赤字は、国内外に金利上昇圧力を及ぼす。財政赤字とともに双子の赤字を形成する巨額の経常赤字はドル急落をもたらすリスクとなる。

○ルービン元米財務長官（1月13日）
米財政赤字の増加は米国経済に「多大なリスク」でありドル急落の可能性を強めている。財政赤字の拡大が長期的には金利上昇を招く公算が大きだけでなく、海外投資家の米経済政策への信頼の喪失を招く恐れがある。こうした事態がいつ起こる恐れがあるかは全く予想不可能だ。

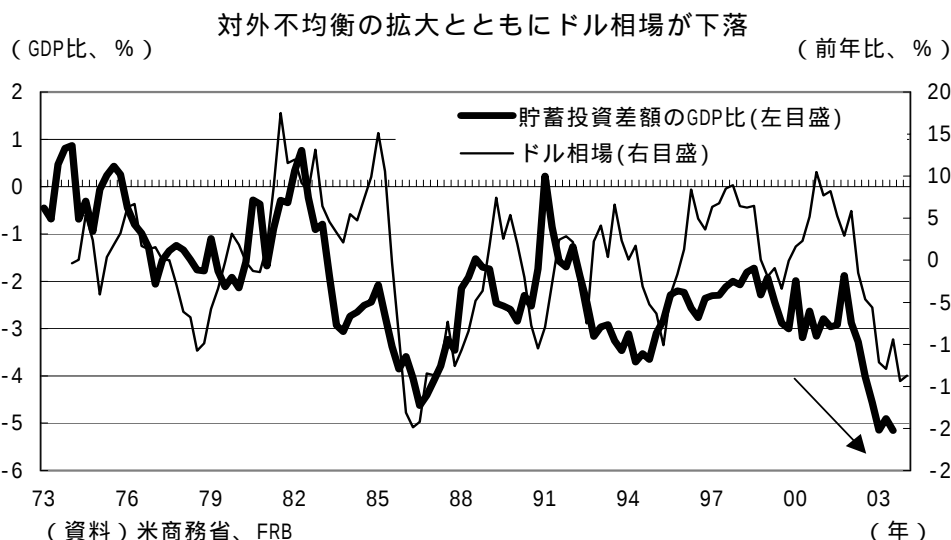
○日銀・福井俊彦総裁（2月5日）
米国の財政赤字と経常赤字がドル安の主因。

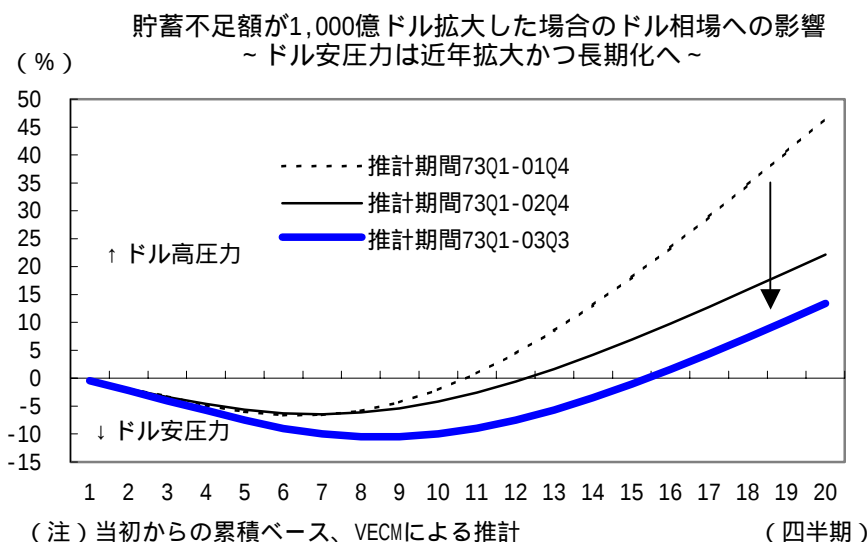
全面安で推移するドル相場



(2) 米国の貯蓄投資の不均衡とドルの下落について(試算結果)

- 米国の貯蓄と投資の不均衡(ギャップ)とドル相場(ドルの名目実効相場、主要7地域・国(欧州、カナダ、日本、英国、スイス、豪州、スウェーデン)ベース)の関係をみると、貯蓄と投資の不均衡すなわち対外不均衡が拡大する局面では、ドル相場が下落していることが確認できる。最近の関係についてみると、米国の財政収支が2002年度に赤字に転じるなかで、ドル相場は2002年初めをピークに下落基調で推移してきた。対ユーロでは2002年1月の水準から30%程度下落している。
- 以下では、財政赤字の拡大などによる国内貯蓄の減少(対外不均衡の拡大)が為替相場に与える影響を試算する。財政赤字の拡大などによって米国の国内貯蓄が減少することは、米国の債務返済が困難になることで、海外投資家のドル保有リスクが高まり、結果的に市場のドルに対する信任低下につながる面があると考えられる。試算では貯蓄投資差額とドル相場の関係をVECM(ベクトルエラーコレクションモデル)で推計したⁱ
- 試算によると、貯蓄投資差額とドル相場(名目実効相場)は長期的に安定した関係にあるが、貯蓄投資差額が拡大する場合にはドル相場を下落させるという結果が得られる。この結果と、足元で貯蓄投資差額を拡大させている主因が財政赤字の拡大である点を踏まえると、財政赤字が1,000億ドル拡大(=貯蓄投資差額が1,000億ドル拡大)する場合には、当初からの累積ベースでドル相場を1年間で5.8%、2年で10.5%下落させる要因になると試算される。米軍のイラクでの米軍の駐留が長期化する場合に500億ドルの追加的経費が必要になる点なども考慮に入れると、来年に向けて貯蓄不足によりドル安が進行する可能性が高いと言えよう。





- また、こうした貯蓄不足＝対外不均衡の拡大に伴うドル安圧力は近年強まっている。推計期間をかえてドル相場下落率（当初からの累積ベース）を比較すると、2001年末、及び2002年末までのサンプルに基づく推計では、それぞれ6.7%（6四半期後）、6.5%（7四半期後）であるのに比べて、2003年（7-9月期）までのサンプルによる推計では10.5%と大きくなっている。また、当初からの累積ベースでドル安圧力が残存する期間については、2001年末、及び2002年末までのサンプルに基づく推計では、それぞれ11四半期後、13半期であるのに対し、2003年（7-9月期）までのサンプルでは16四半期後（4年間）と長期化している。
- 貯蓄不足幅の拡大に伴うドル安圧力が近年強まった要因としては、第1に、近年の貯蓄と投資の不均衡（ギャップ）の拡大の主因が投資増加ではなく貯蓄減少によるためと考えられる。すなわち、90年代末にみられたような投資増加によるギャップの拡大であれば、投資の増加が生産性の上昇を通じて米国の成長力にとってプラスに寄与する結果、ドル相場が上昇に転じやすかった面があるのに対し、最近のように、ギャップの拡大が主として貯蓄不足による場合には、従来みられたような成長力向上への寄与が期待できず、ドル高への修正が遅れる面があるとみられる。第2に、貯蓄と投資の不均衡（ギャップ）の中身の点において、近年資金不足の中心的主体が民間部門でなく政府部門となっていることも従来に比べて、為替リスクに見合った収益性を維持しにくくなっている点でドル需要を弱めている可能性がある。

おわりに～景気刺激を優先するなかドル安リスクは残る

- 米国では、財政赤字の拡大による国内の貯蓄不足の長期化により、ドル安傾向が続く可能性が高まっている。名目実効相場の貿易ウェイトをみると、欧州の19%、カナダの11%に次いで日本は11%と高く、円についても、米国財政の悪化の影響を受け、上昇する可能性があると言えよう。
- 米国経済の持続的な成長にとっては、国内投資の水準の上昇が前提となるが、投資資金をどのようにファイナンスするかが大きな問題になってきている。国内投資の水準を維持するためには中長期的には国内貯蓄の水準を上昇させる政策、すなわち財政赤字の削減に踏み切る必要がある。ただし国内貯蓄の水準が回復する結果、貯蓄率が上昇し、結果的に個人消費が下押し圧力を受け、景気が減速する可能性がある。大統領選挙までは景気刺激を最優先するブッシュ政権のスタンスからすると、財政赤字の本格的な削減に政策転換する可能性は当面低いと言えよう。
- 一方、投資資金のファイナンスとして近年急速に拡大させてきた海外貯蓄（海外マネー）に今後も依存するのであれば、米国に対する海外の信用を高め、ドル高政策を継続することが合理的と考えられる。しかし、この点についても、米国政府は（強い）ドル政策に変更はないとしながら、ドル安による輸出拡大を通じた景気刺激を優先し、ドル安を容認しているとみられる。また、景気が上昇しているにもかかわらず、FRBが政策金利（FF金利）を1%に据え置いていることは長期金利の水準を低位安

定させる効果をもつ一方で、海外からのドルへの需要を減退させ、ドル安を放置する結果になっている面がある。試算結果からも示されるように、長期金利の水準はドル相場に有意な影響をもっており、長期金利の低下は短期的にはドル安要因である。

- 以上みてきたように、今後も米国の財政赤字の拡大に伴い、ドル安圧力が高まる可能性があるなかで、日本による米国債投資・ドル買い介入の持続性が大きな問題になりつつある。2004年1月の外貨準備高は、前月比677億ドル増の7,412億ドルとなり、5ヵ月連続で過去最高を更新したが、ドル安が基調的に続く場合には評価損が拡大する恐れがある。日本としても、米国の財政赤字拡大がドル急落につながるリスクであること、米国だけが世界経済のけん引役であり続けることのリスク、を十分認識し、世界的な不均衡の是正に対処するための枠組みづくりを急ぐ必要がある。

貯蓄投資差額とドル相場（名目実効相場（主要国ベース））の関係については、貯蓄投資差額と名目為替相場を変数として、VECM（ベクトルエラーコレクションモデル）で推計した。推計期間は1973年1-3月期から2003年7-9月期までとした。共和分検定によると、貯蓄投資差額とドル相場は長期安定的（共和分）関係があるという結果が得られる。長期均衡式については定数項付きとし、国債10年物利回り（長期金利）を外生変数とした。ドル相場は短期的には長期金利の水準の影響を受けると考えた。ラグは4四半期とした。推計によると、エラーコクシオン項はマイナスで有意となった。さらに、推計期間の末尾をかせて推計したところ、近年のサンプルを含むほどドル相場の下落圧力が大きく、貯蓄と投資の不均衡拡大がもたらすドル安圧力は長期化するという結果が得られた。なお、貯蓄不足（投資超過）額の拡大がドル高圧力に転じる要因としては、長期的には投資の増加により生産性が上昇する結果、ドルに対する需要が拡大することなどが考えられる。

ISギャップとドル相場の推計結果（VECMによる）

被説明変数：D（ドル実効相場）

変数	定数項	D(IS-GAP(-1))	D(IS-GAP(-2))	D(IS-GAP(-3))	D(IS-GAP(-4))
係数	-3.034905	16.047	4.482	1.435	2.405
[t値]	[-2.662]	[1.964]	[0.533]	[0.169]	[0.290]

変数	D(為替(-1))	D(為替(-2))	D(為替(-3))	D(為替(-4))	長期金利	ECI項
係数	0.231397	0.022368	0.184407	0.09368	0.380138	-3.068
[t値]	[2.502]	[0.232]	[1.902]	[1.008]	[2.819]	[-3.117]

推計期間: 73Q1～2003Q3 (調整1974Q2～2003Q3)	Adj. 決定係数 0.184311
--	-----------------------

(注)変数の中で、IS-GAPは国内貯蓄と国内投資の差額、為替はドル実効相場（主要国通貨ベース）、長期金利は10年物国債利回り（外生変数）。Dは一階差。単位根検定によるとISギャップとドル相場はいずれも単位根をもつ。またヨハンセンの共和分検定（最大固有値・トレース検定）によると5%の有意水準で共和分1個を有するという結果が得られる。