

調査レポート

ドル安・資本流出が進む米国経済

～ドル安が続けば米国経済の持続的成長は困難～

<要旨>

- 2003年7-9月期の米国の実質GDPは個人消費の増加に加えて、住宅投資と設備投資の大幅な拡大により約20年ぶりの高成長を記録した。一方で景気上昇にもかかわらずドル安が進行している点は今後のリスクの一つとして注目すべきである。ドル安が進行した場合の米国経済・株式市場への影響を分析することは、日本と世界経済の先行きを考える上で重要と考えられる。
- ドル相場は2002年初め以来、下落傾向で推移しているが、2003年9月20日のG7を契機に下落幅を拡大させている。今後についても、イラク情勢など先行き不透明感、フレディマック等政府機関債の信用力低下、投信等の不正取引の発生、財政赤字増加に伴う対外不均衡の拡大などを背景に、ドル相場は一段と下落する可能性がある。ドル安の進行は米国の株式や債券等を保有している海外投資家にとって自国通貨建て資産価値の低下を意味するため、米国向け投資を抑制する要因となる。海外投資家によるドル資産のネット購入額は急速に減少しており、2003年9月は41.9億ドルと、98年9月以来の低水準となった。
- 海外からの米国向け投資（海外マネー）は米国の国内投資（住宅投資や設備投資等）、ひいては国内総生産（GDP）の水準を決定する上で重要な役割をもつ。国内投資に占める海外マネーの割合は近年、急速に高まっており、足元では3割に接近している。海外マネーの割合の上昇は米国の投資や景気の変動リスクを高める側面があると考えられる。
- ドル安が進行した場合の海外マネー及び米国経済の行方を考えるために、過去のドル安局面を振り返ると、1985年～87年のドル安局面ではドル安の進行とともに民間部門の資金流入が減少したが、潤沢な国内貯蓄等により景気の腰折れが回避された。これに対し、足元のドル安局面では、大型減税の実施など財政赤字拡大を背景に国内貯蓄が減少傾向を続けている。このため、今後、海外マネーの流入が減少した場合に、投資の減少等を通じて米国の景気が腰折れするリスクが大きいと考えられる。
- 仮に、2004年の大統領選挙までドル相場下落が続く場合には（2002年初め以来の下落テンポが続くと想定）、米国の経済成長率は2004年半ばに年率2%程度の下押し圧力を受ける可能性があると試算される。米国経済は2004年半ばになると減税効果のはく落とも相まって、急速に減速する恐れがある。



調査部(東京)

【照会先】

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

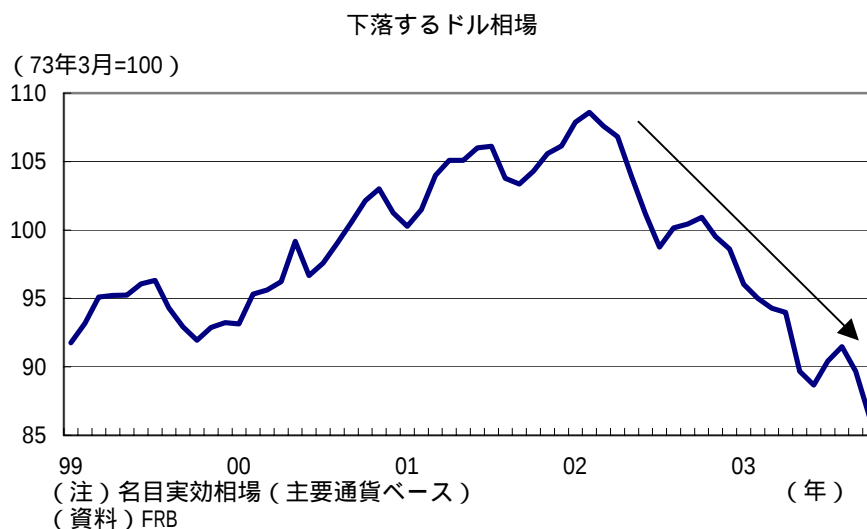
はじめに

- 米国経済の先行きに対する期待が高まっている。2003 年 7-9 月期の米国の実質 GDP は前期比年率 8.2% 増（改定値）と 20 年ぶりの高成長を記録した。個人消費の増加に加えて住宅投資と設備投資が前期比年率で 2 桁の伸びを示した。一方、こうした景気上昇にもかかわらず、外国為替市場ではドル相場下落傾向が続いている。ドル安の進行は市場での先行きのドル安期待を高めることを通じて米国への資本流入を抑制する面があることから、米国経済及び世界経済にとってリスク要因になると考えられる。本稿では、ドル安のリスクについて、対米証券投資の最近の動向を踏まえながら検討することにする。

1. ドル安進行とともに資金流出が加速

（1）景気上昇でもドル安が一段と加速する可能性

- 米国の景気は 2001 年 11 月を底に上昇しており、2003 年 7-9 月期には 20 年ぶりの高成長を記録するなど一段と加速している。一方、ドル相場は 2002 年初めから下落傾向で推移しており、2003 年 9 月 20 日のドバイでの G7（先進 7 カ国蔵相・中央銀行総裁会議）を契機にさらに大きく下落した。11 月 28 日にはドル相場はユーロに対して、一時 1 ユーロ = 1.2 ドル台をつけ、最安値を更新した。ドル相場が下落傾向で推移している背景には、2004 年に大統領選挙を控えて政治的な側面からドル安が容認されやすいことがある¹。ただし、ドル安の進行はマネーフローに悪影響を与える恐れがあることから、急速なドル安に対して、米国政府は「強いドル政策」の継続を強調するなど、ドル相場の大幅な下落を阻止するスタンスを示している。しかし、足元では、こうした姿勢にもかかわらず、今後、ドル安が一段と加速する要因が存在する。



- 第 1 に、イラク情勢の泥沼化とテロ不安の高まりである。米国政府はイラクやトルコなどで続くテロに対して、テロを根絶するまで戦うスタンスであるが、これは財政赤字の先行き不透明感を強めることでドル安圧力を高める可能性がある。
- 第 2 に、ここにきて投信や外国為替における不正取引など、会計疑惑問題が米国で再び発生していることである。こうした不正事件は、米国の金融市場に対する信頼を損なうものであり、海外投資家の株式投資を抑制する恐れがある。
- 第 3 に、これまで「暗黙の保証」があるとみなされてきた政府機関債についても、今年半ば以降、信用が低下していることである。2003 年 6 月のフレディマックの不正会計疑惑を受けて、米国の議会では GSE（政府支援機関）に対する監督を強化する法案が出されているが、本格的な改革は先送りされたままである。また、ファニーメイが SEC に発表した四半期報告書による

¹米国では製造業の雇用回復が遅れているなかで、ドル安が製造業の輸出競争力を高める効果が期待されている。

と、1-9 月期の住宅ローン債権の損失額は 2 億 3,700 億ドルとなり、前年から大幅に拡大した。こうした公的住宅金融に対する信用の低下は、海外投資家の政府機関債向け投資を抑制する要因になる。11 月 6 日にはマンキュー CEA（米大統領経済諮問委員会）委員長は GSE に与えている公的援助が米国の金融システムにとってリスクになる可能性がある」と指摘している。

- 第 4 に、海外から米国への投資ないし米国の経常収支赤字が高水準で推移するなか、その持続可能性（サステナビリティ）に対する懸念が強まっていることである。例えば、11 月 20 日に FRB のグリーンズパン議長は、「米国の経常赤字の拡大が続けば、ある時点で調整が起きることを疑わない」と述べている。米国の対外不均衡の持続性についての懸念は、財政赤字の拡大が続くなかで広がる傾向にある。

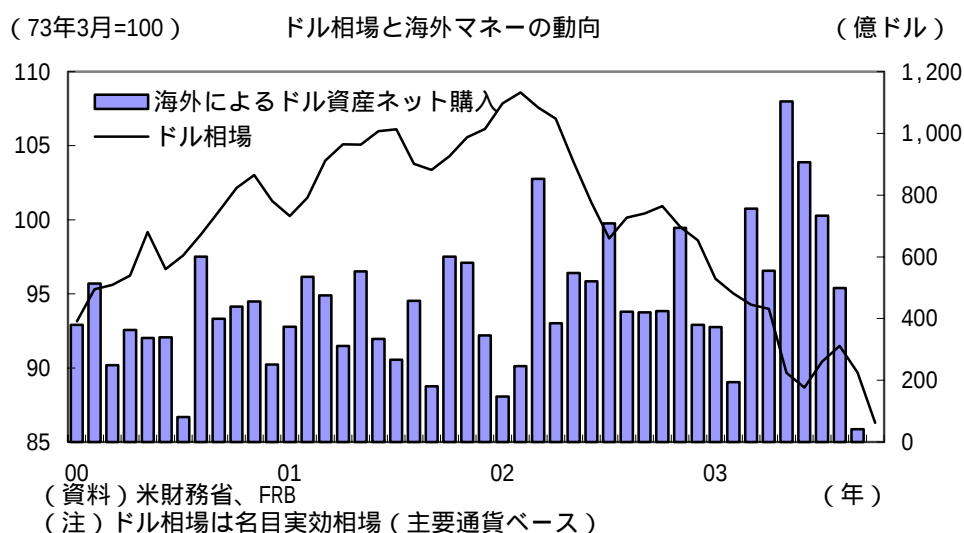
米国の対外不均衡拡大の持続性を巡る主な発言

- 11月3日 IMFケラー専務理事
「米国の不均衡を秩序立った方法で解消することを国際経済政策の最優先の目標とする必要がある」
- 11月16日 ECBのハムライネン前専務理事
「ドルは暴落する可能性があり、世界経済の回復にとって大きな脅威になる」
- 11月19日 ルービン元米財務長官
「双子の赤字でドル相場が一段と下落するのはほぼ不可避」
- 11月20日 グリーンズパンFRB議長
「米経常収支赤字の増加が続けばある時点で調整が起きることを疑わない」

（資料）新聞報道等

（2）足元で急速に減少する対米証券投資

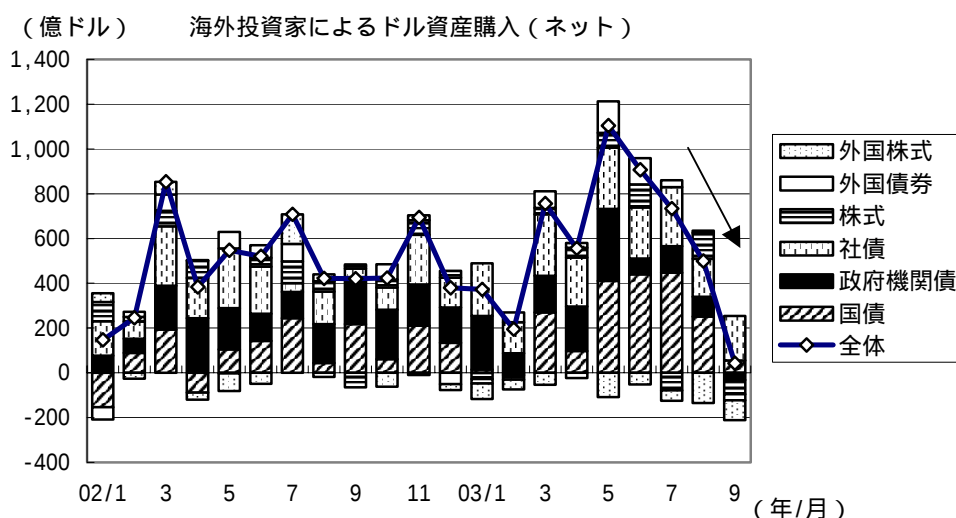
- ドル安の進行は米国の株式や債券等を保有している海外投資家にとって自国通貨建て資産価値の下落を意味する。このため、ドル安の進行は米国向け投資を抑制する面があると考えられる。実際に 2003 年後半になるとドル安の進行により米国への資本流入は急速に弱まっている²。11 月 18 日に米財務省が発表した統計によると、2003 年 9 月の海外投資家によるドル資産のネット購入額（対米証券投資額）は 41.9 億ドルと、4 ヶ月連続で減少し、98 年 9 月以来の低水準を記録した。



- 海外投資家のドル資産のネット購入額を証券別にみると、国債は 7 月 447 億ドル、8 月 251 億ドル、9 月 56 億ドルと減少し、政府の保証があるとみなされている政府機関債についても、7

²本稿では米国向け投資のうち、近年割合を高めている証券投資に注目する。

月 118 億ドル、8 月 89 億ドルとなった後、9 月はマイナス 32 億ドルとネットで売り越しに転じ



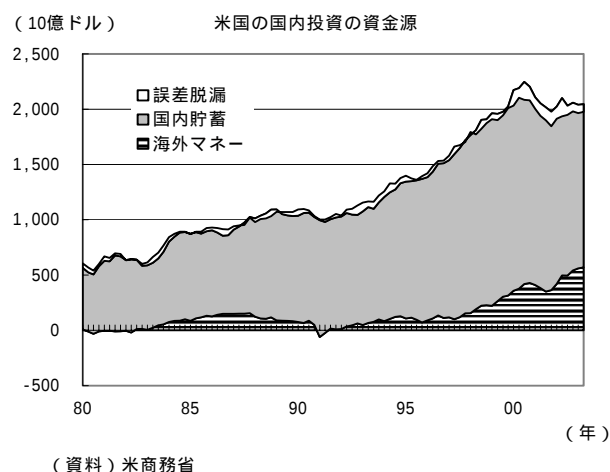
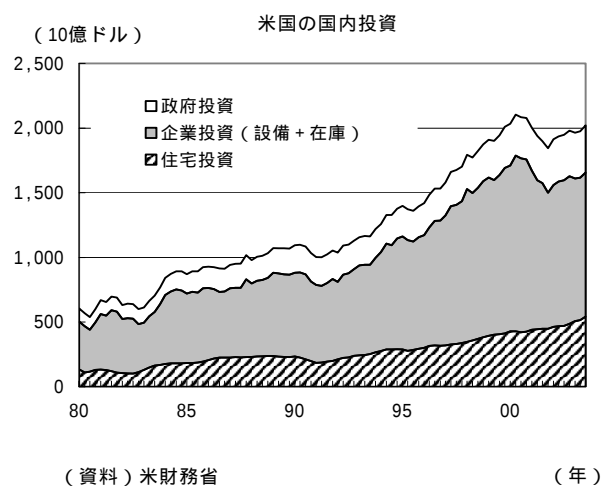
ている。政府機関債が売り越しになったのは 98 年 10 月以来である。さらに、社債や株式に対する投資も弱含みである。社債は 7 月 264 億ドル、8 月 199 億ドル、9 月 198 億ドルと低水準で推移している。株式については、7 月マイナス 79 億ドル、8 月プラス 116 億ドルの後、9 月はマイナス 63 億ドルと、再び売り越しに転じている。

2. 米国の国内投資の動向

- 海外からの資本流入は米国の実体経済にとってどのような役割を果たしているのか。貯蓄投資 (IS) バランスからは、国内投資 = 国内貯蓄 + 資本純流入という事後的・恒等的な関係が成立する。資本純流入がプラス (ネットで資本流入) であるということは、国内投資が国内貯蓄を上回り、米国経済が投資超過 = 貯蓄不足であることを意味する。米国における国内投資の水準は、国内貯蓄に加えて、海外からの資本流入によって決まるとみることができる。仮に、今後、海外マネーが減少する場合には、国内貯蓄の水準が変化しない限り、国内投資は落ち込むこととなる。

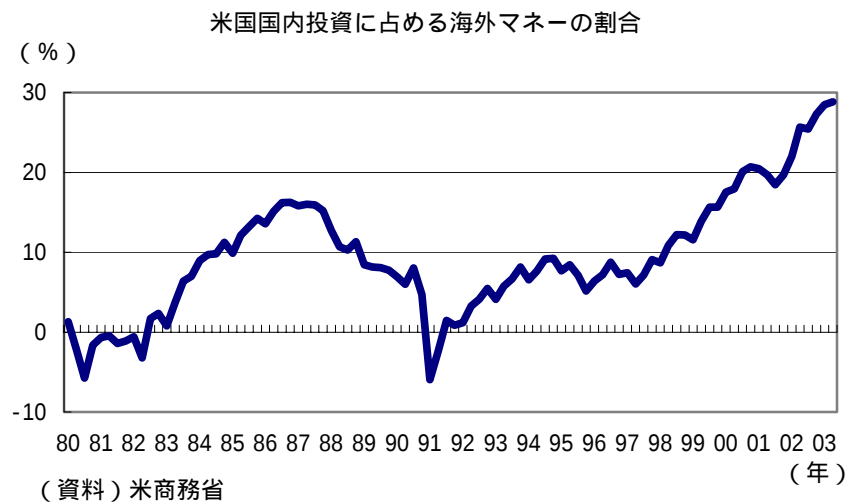
(1) 国内投資を支える海外マネー、投資の変動リスクが高まる方向に

- 米商務省の統計によると、2003 年 7-9 月期の国内投資 (名目) は 2 兆 580 億ドルである。国内投資の内訳をみると、民間投資が 1 兆 6,880 億ドル (内訳は、設備投資が 1 兆 1,569 億ドル、住宅投資が 5,460 億ドル、在庫投資がマイナス 145 億ドル)、政府投資が 3,700 億ドルとなっている (改定値ベース)。国内投資に占める企業部門による投資 (設備投資 + 在庫投資) の割



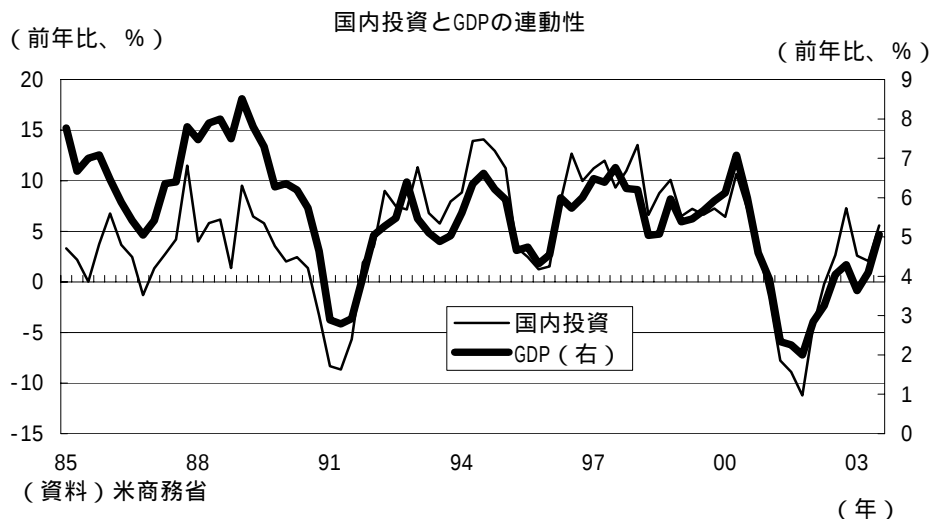
合は56%となっている。

- 一方、国内投資のファイナンス面（IS バランス）に注目すると、国内投資の資金源は、国内の国内貯蓄か海外マネーのいずれかである。2003 年 7-9 月期は国内貯蓄が1兆5,200 億ドル、海外からの資本流入が5,561 億ドルとなっている。
- ここで注目されるのは、国内投資の資金源としての海外からの資本流入（海外マネー）の割合が近年急速に高まっていることである。海外マネーの割合は98 年頃から上昇傾向にあり、2003 年 4-6 月期で27%と3 割に接近している。米国の現在の投資水準を決める上で、海外マネーの役割は一段と高まっていると言えよう。しかし、海外マネーの割合が高まることは、米国の投資の水準が変動しやすくなることを意味すると考えられる。1980 年 1-3 月期から 2003 年 7-9 月期までの期間について、海外マネーと国内貯蓄のそれぞれの変動係数（＝標準偏差/平均）を計算してみると、海外マネーは1.030 と、国内貯蓄の0.353 に比べて大きい。したがって、今後何らかの要因により海外マネーが減少する場合には、恐らく長期金利の上昇などを伴って国内投資が大きく落ち込むことが考えられる。



(2) 国内投資はGDP（国内総生産）の動きを決める

- 総貯蓄と海外からの資本流入の水準によって決まる国内投資は、GDP（国内総生産）を構成する重要な項目である。過去の動きをみると、国内投資の伸びと GDP の伸びはほぼ連動しており、国内投資の伸びが低下する場合に、米国の GDP の伸びが鈍化する関係にある。
- 海外マネーは米国の国内投資、ひいては米国の GDP を決める要因になっており、米国が今後持続的な成長を続けられるかという問題と深いかわりをもつと考えられる。今後、海外マネー



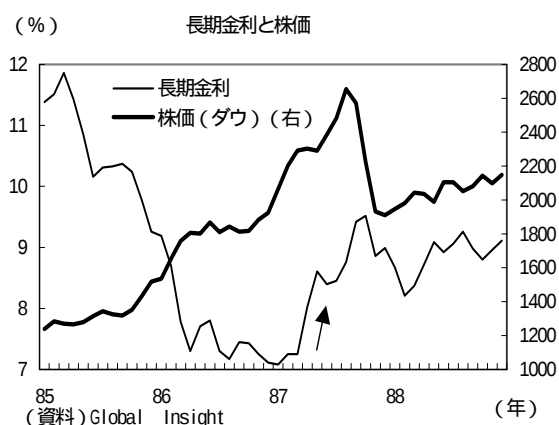
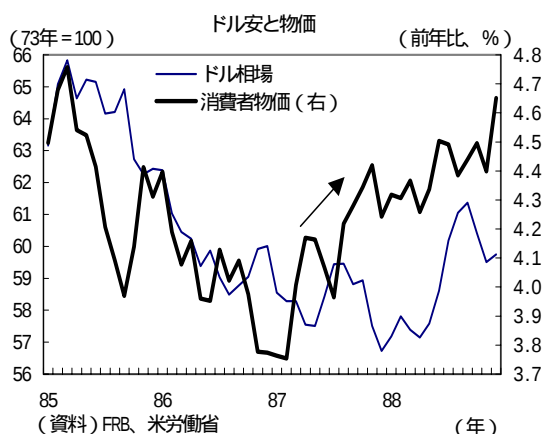
が弱含み、米国から流出する場合には、米国景気が下押しされることとなる。

3. 1985 年以降のドル安局面～民間部門の対米投資が減少、株価暴落へ

- ドル安が進行した場合に、海外マネーや米国の実体経済はどのような影響を受けるのか。この点を考えるために、過去にドル相場が大きく下落した 1985 年～87 年の経済動向を振り返ることとする。ドル相場は、85 年 9 月 22 日の G5（プラザ合意）で政策協調によりドル高の是正が図られたことを契機に、その後急速に下落した。87 年 2 月のルーブル合意では、行き過ぎたドル安を止めることが図られたが、ドル相場は下落を続けた。プラザ合意から 87 年末までの 2 年 3 カ月の間に対円で 1 ドル＝242 円から 122 円までほぼ半減した。

（1）ドル安の進行のもとでインフレ率上昇、金利上昇、株価暴落

- ドル安の進行による弊害は 87 年以降急速に現われるようになったとみられる。米国のインフレ率は 87 年初め頃から上昇に転じた。消費者物価（コア）上昇率は 87 年 1 月の前年比 3.8% から 9 月には同 4.3% まで高まった。こうしたなか、市場では 84 年後半以来低下傾向で推移していた長期金利が急速に上昇する。国債 10 年物利回りは、87 年 1 月の 7.1% を底に上昇に転じ、87 年 9 月の 9.4% まで高まった。市場金利の上昇を受けて、FRB は 87 年 9 月 4 日、米国の公定歩合を 3 年半ぶりに引き上げることを決定した（公定歩合を 0.5% 引き上げ年 6% とした）。当時の市場は、ベーカー財務長官が金利差の縮小をもたらす恐れのある日本と西ドイツの金利上昇を警戒していたことから、米国と他国の金利差に敏感になっていたが、87 年 10 月 6 日に西ドイツが金利を引き上げた（期間 28 日間の買いオペの最低金利を 0.1% 引き上げた）ことで、米国からの資本流出が加速した。



- 株価については、ドル安の進行に伴う輸出の増加や設備稼働率の改善などを背景に、86 年末から 87 年前半にかけて急速に上昇した。しかし、当時の株式市場は、ドル安によってもたらされた、インフレ懸念の高まり、金利上昇圧力、海外マネー（民間部門）の不安定な動きなど、不安定要素を抱えていた。こうしたなか、87 年 10 月 19 日、米国の株価は暴落した（ダウは前日比 22.6% 下落、ブラックマンデー）。当時は米国景気が堅調と言われていたにもかかわらず、株価は史上最高の下落幅を記録し、米国の金融市場はドル安・株安・債券安（金利高）のトリプル安となった。

（2）減少した民間部門の対米証券投資

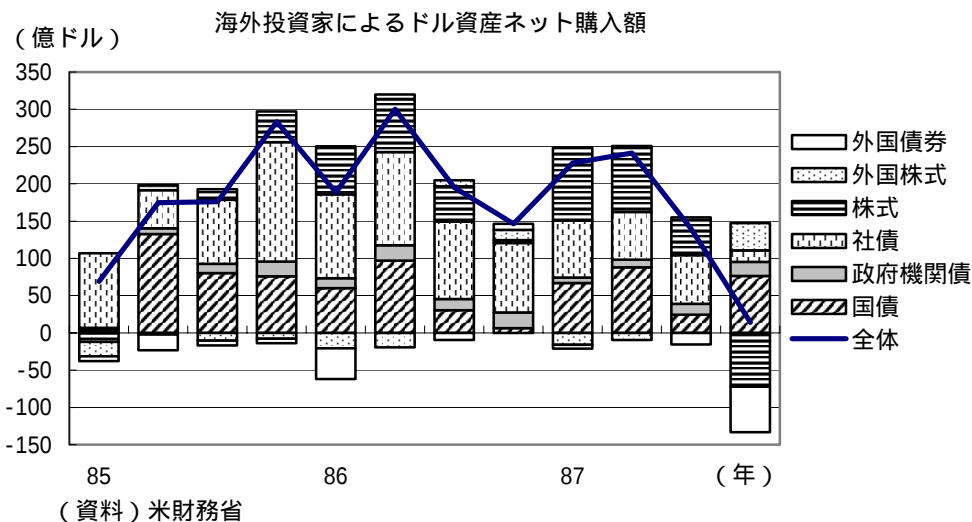
- 85 年から 87 年にかけてのドル安局面におけるマネーフローをみると、民間部門の対米証券投資は大きく減少した。民間部門の財務省証券（国債）向けは 85 年 204 億ドル、86 年 38 億ドル、87 年マイナス 76.4 億ドルと、87 年にかけて減少した。また財務省証券（国債）以外の証券投資についても、85 年 510 億ドル、86 年 710 億ドルの後、87 年は 421 億ドルに大幅に縮小した。
- 当時、ドル安局面で民間部門の対米証券投資が減少したのは、ドル安の進行に伴って、インフレに対する懸念や自国資産価値の下落リスクが高まったことがあるとみられる。

85年以降の米国マネーフローの動向

	1985年	86	87	88
対米投資（海外マネー）	1,461	2,300	2,486	2,465
公的部門	-11	356	454	398
民間部門	1,472	1,944	2,032	2,068
直接投資	197	354	585	577
証券投資	714	748	345	466
財務省証券	204	38	-76	202
財務省証券以外	510	710	421	264
米国通貨	52	41	54	58
銀行部門	410	767	865	637
非銀行部門	99	33	184	329
対外投資（米国マネー）	-448	-1,117	-793	-1,066
公的部門	-67	-17	102	-9
準備資産	-39	3	91	-39
その他政府資産	-28	-20	10	30
民間部門	-381	-1,100	-895	-1,056
直接投資	-189	-240	-350	-225
証券投資	-75	-43	-53	-80
銀行部門	-13	-600	-421	-539
非銀行部門	-103	-218	-70	-212
投資収支	1,013	1,183	1,693	1,399
公的部門	-78	339	556	389
民間部門	1,091	844	1,138	1,012
直接投資	8	114	235	352
証券投資	639	705	292	386
米国通貨	52	41	54	58
銀行部門	397	168	444	98
非銀行部門	-5	-184	113	117
経常収支	-1,182	-1,472	-1,607	-1,215

（注）単位：億ドル、マイナスは流出超過、誤差脱漏等は省略

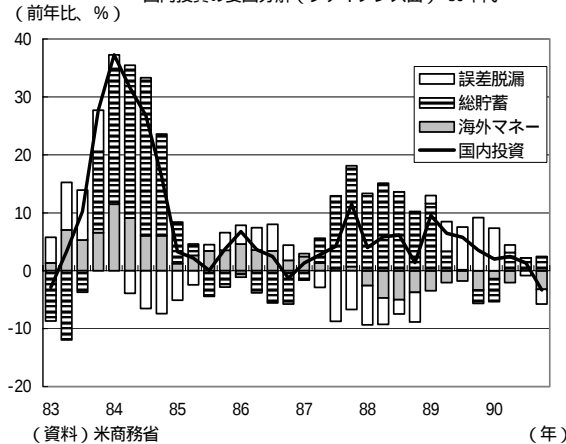
（資料）米商務省



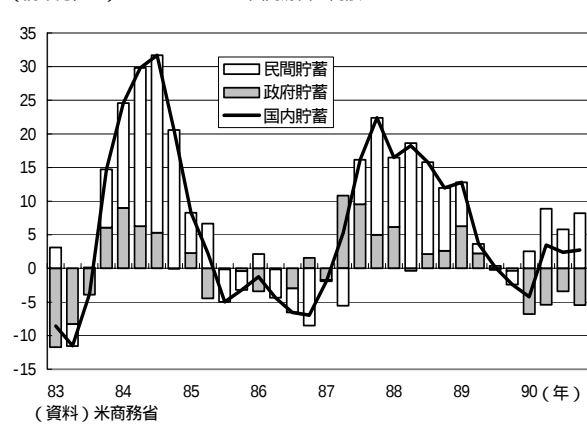
（３）海外公的部門からの資本流入と国内貯蓄の伸びで景気は腰折れ回避

- 当時の米国はブラックマンデーにより株式市場が混乱したものの、株価の暴落が景気の腰折れに直結することはなかった。この要因としては以下の点があげられる。第１に、海外の公的部門による資本流入が国債投資を中心に増加したことである。公的部門の対米証券投資（各国の為替介入に伴うドル準備の増加等）は85年のマイナス11億ドルから、86年が356億ドル、87年が454億ドルと、87年にかけて拡大した。海外マネーと米国マネーを合計した収支ベースでみると、公的部門からの資金流入は一段と明瞭である。対米証券投資全体は、85年1,461億ドル、86年2,300億ドル、87年2,486億ドルと推移した。87年末の海外投資家によるドル資産

国内投資の要因分解（ファイナンス面）-80年代-



国内貯蓄の内訳



のネット購入額をみると、株式投資が大幅に減少したが、国債投資はプラスとなっている。海外の公的部門による資本流入の増加は米国金利の上昇を抑制する一因になったとみられる。

- 第2に、米国の国内貯蓄が87年に比較的高い伸びを維持したことがあげられる。85年から87年にかけてのドル安局面では、国内投資の資金源のうち、海外マネーは流入テンポが徐々に鈍化したが、国内貯蓄はむしろ87年頃から増加傾向で推移した。民間貯蓄に加えて、政府貯蓄が増加に寄与している。財政収支は1980年代前半に悪化したが、86年の税制改正法によりキャピタルゲインに対する優遇税率が廃止されたこと等から、86年から87年にかけて財政赤字が大幅に縮小した。その後も財政赤字の削減圧力が強まり財政収支は80年代末に向けて改善した。

4. ドル安局面下で高まるリスク

- (1) 海外マネーの流入鈍化と国内貯蓄の減少が懸念材料

- ドル相場は2002年2月から下落傾向で推移している。85年以降の当時のドル安局面と比較してみると、足元のドル相場下落率はこれまでのところ小幅に止まっている。しかし、先に述

最近の米国マネーフローの動向

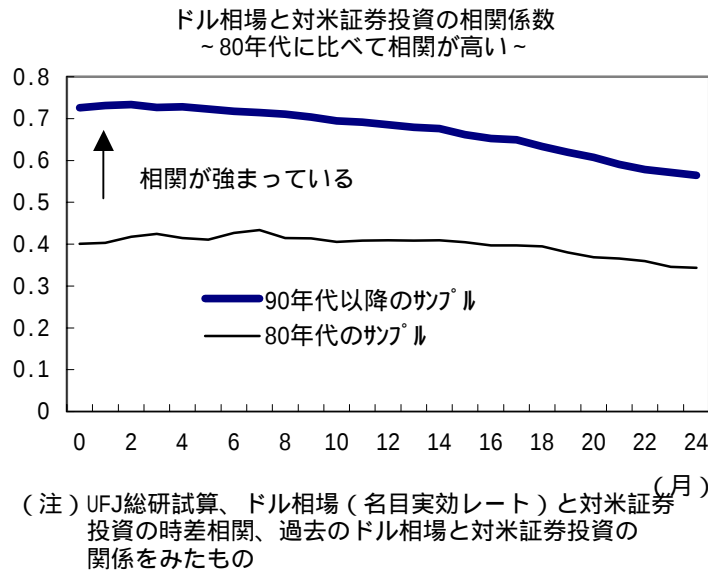
	2000年	2001	2002	02/04	03/01	03/02
対米投資（海外マネー）	10,261	7,655	7,070	7,898	9,680	10,211
公的部門	377	51	949	1,288	1,631	2,303
民間部門	9,884	7,604	6,121	6,610	8,041	7,908
直接投資	3,213	1,516	396	611	1,375	485
証券投資	3,784	3,992	3,877	3,187	2,806	5,907
財務省証券	-769	-74	962	508	583	2,446
財務省証券以外	4,553	4,066	2,915	2,679	2,223	3,461
米国通貨	11	238	215	290	197	58
銀行部門	1,170	1,184	911	2,167	669	1,330
非銀行部門	1,707	675	721	355	2,994	128
対外投資（米国マネー）	-5,698	-3,499	-1,790	-1,796	-4,053	-4,267
公的部門	-12	-54	-37	-40	1	-20
準備資産	-3	-49	-37	-32	3	-7
その他政府資産	-9	-5	-0	-7	-3	-13
民間部門	-5,686	-3,445	-1,753	-1,756	-4,054	-4,247
直接投資	-1,592	-1,200	-1,378	-1,267	-1,376	-1,281
証券投資	-1,219	-846	158	-215	-1,086	370
銀行部門	-1,487	-1,349	-214	-198	-1,112	-2,424
非銀行部門	-1,388	-50	-319	-77	-480	-912
投資収支	4,563	4,156	5,280	6,102	5,627	5,944
公的部門	365	-3	911	1,249	1,632	2,283
民間部門	4,198	4,159	4,369	4,853	3,987	3,661
直接投資	1,621	316	-982	-656	-1	-795
証券投資	2,565	3,146	4,035	2,972	1,720	6,276
米国通貨	11	238	215	290	197	58
銀行部門	-317	-166	698	1,969	-443	-1,094
非銀行部門	319	625	403	278	2,514	-784
経常収支	-4,115	-3,937	-4,809	-5,143	-5,548	-5,547

(注) 単位：億ドル、マイナスは流出超過、誤差脱漏等は省略、四半期ベースは季節調整値を4倍した

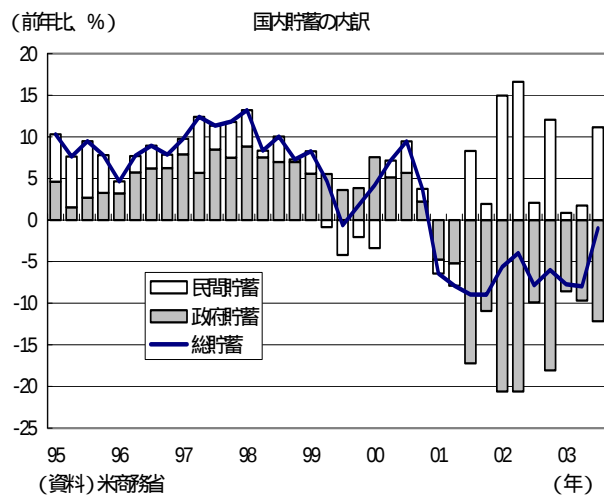
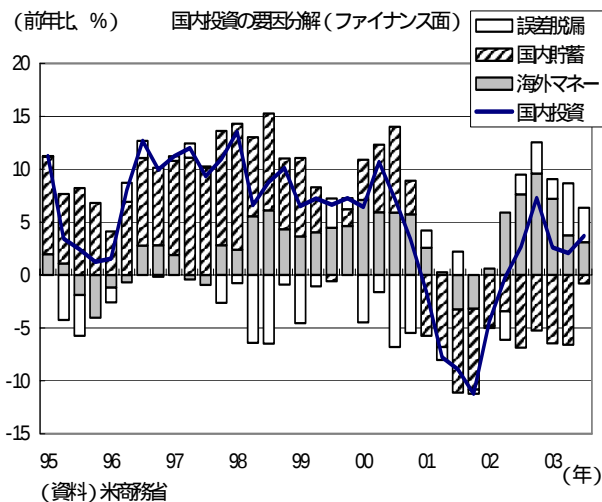
(資料) 米商務省

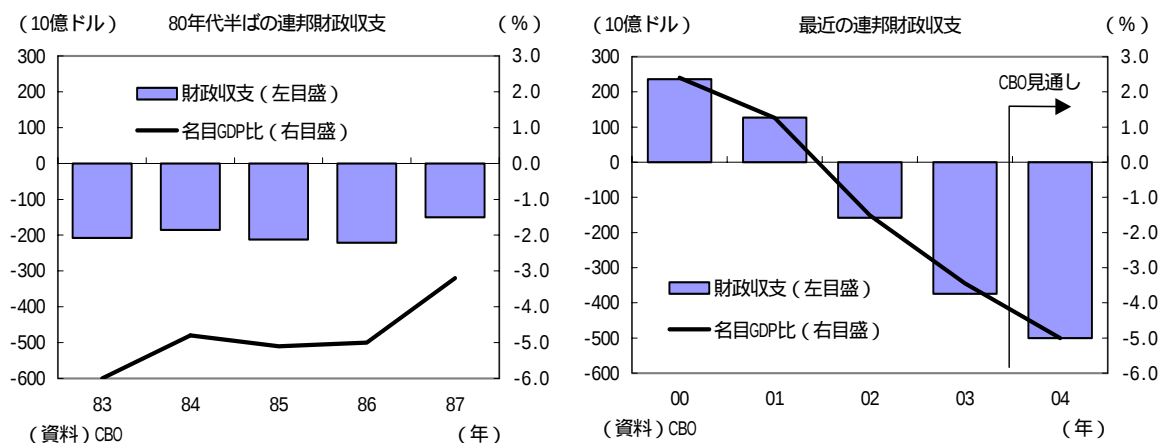
べたドル安要因を踏まえると、今後、ドル相場が一段と下落する可能性がある。今後、懸念されるのは以下の点である。

- 第 1 に、今後、ドル相場が下落する場合には海外マネーの流入は弱含む可能性が高いことである。ドル相場と海外マネー（対米証券投資）の時差相関係数を 80 年代と 90 年代以降で比較してみると、90 年代以降では、ドル相場と海外マネーの相関が大きくなっている。海外マネーの流入が減少すれば、金利上昇圧力が高まるとみられる。民間部門の資金流入が弱いなかで、これまでのところ金利上昇が限定的であるのは、85 年以降のドル安局面と同様に、海外の公的部門による資金流入が続いていることがある。海外公的部門の対米証券投資は 2002 年に 949 億ドルであったが、2003 年 4-6 月期は年率換算 2,303 億ドルと、2002 年の水準から 2.4 倍に拡大している。公的部門の投資は国債や政府機関債が中心であるとみられるが、公的住宅金融に対する信用が一段と低下した場合には、資金流入が弱まる可能性がある。

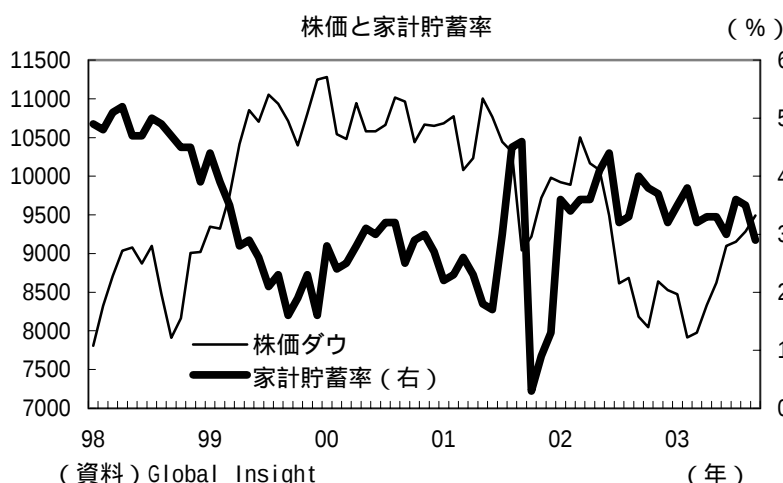


- 第 2 に、国内貯蓄が減少傾向であることである。国内貯蓄のうち政府貯蓄は 2001 年以來の大型減税の実施により大幅に減少している。政府貯蓄は今後も減少が続く可能性が高い。政府によると、2004 年度の連邦の財政赤字は 5,000 億ドル超に拡大する見通しである。高齢者医療保険（メディケア）改革法を踏まえると、今後 10 年間で 4,000 億ドル弱の支出が予想され、財政赤字は一段と拡大する情勢である。





- さらに、海外マネーの減少により株価が下落する場合に個人消費が落ち込む可能性である。株価と個人消費の時差相関係数を 80 年代と 90 年代以降で比較してみると、90 年代以降では、株価と個人消費の相関が大きくなっている。例えば、個人消費と 4 四半期前の株価の時差相関をみると、80 年代のサンプルでは 0.63 に対して、90 年代以降のサンプルでは 0.80 となっている。株価と家計貯蓄率の関係をみても、逆相関の関係が従来に比べて強まっている。



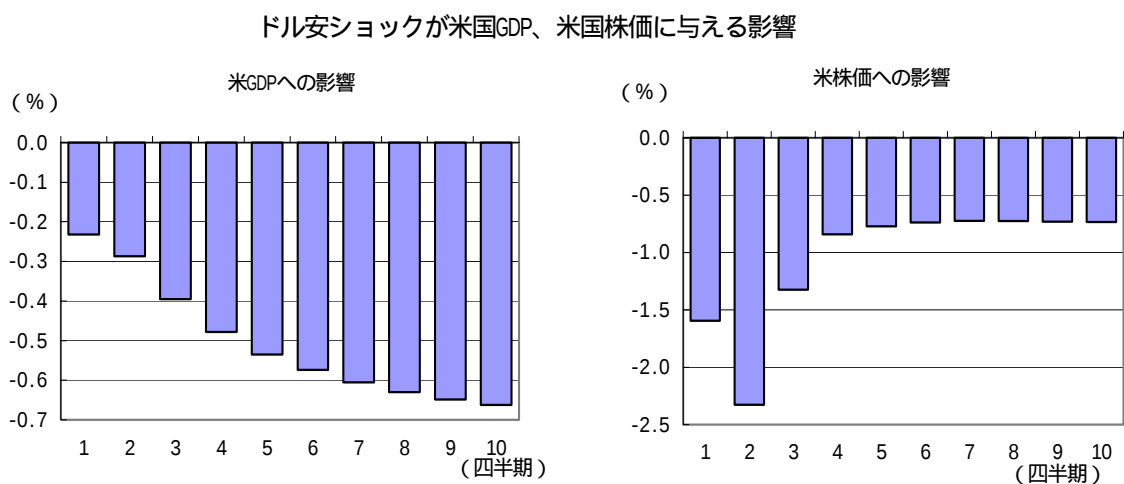
(2) ドル安の影響の試算～景気・株価の下押し要因

- ドル安が進行した場合の米国経済への影響を試算した。VAR (ベクトル自己回帰) モデルで推計した。推計期間は 1980 年 1-3 月期から 2003 年 7-9 月期とした。変数としては、 名目実効相場、 海外マネー (資本流出入)、 米国株価 (ダウ)、 米国の国内投資 (住宅投資 + 設備投資 + 在庫投資 + 政府投資)、 米国の名目 GDP を採用した³。
- 試算によると、ドル安ショックは米国の株価や GDP に対して下押し要因になるという結果が得られる。ドル安が GDP の減少につながる理由としては、ドル安→海外マネーの流入鈍化 (流出) →株価の下落、投資水準の低下→GDP の減少という経路が考えられる。株価下落が GDP の減少につながる経路には、株価の下落により、逆試算効果を受けて個人消費が下押しされる効果も含まれると推察される。ドル安ショックが発生した場合、GDP に対しては時間が経過するにつれてマイナス効果が累積されるという結果が得られる。また株価に対しては、ドル安ショックが加わるとその後 2 四半期 (半年) はマイナス効果が拡大し、その後プラス効果がみられるが、累積ベースでドル安は株価を下押しする。
- ドル相場は 2002 年以来下落傾向を続けているが、2004 年 11 月に大統領選挙を控えてドル安が

³ 分析にあたっては、単位根検定に基づき 1 階差をとって定常化した。変数は金融市場変数、実体経済変数の順に並べ、ラグは AIC 基準により 2 期とした。

政治的に容認されるとの見方がある。こうしたなか、今後のドル相場が大統領選挙前（2004年7-9月期）まで現行速度で下落すると想定した場合には（2002年初めからの下落テンポを想定）、米国のGDP成長率は2004年1-3月期0.8%、4-6月期1.4%、7-9月期2.0%、10-12月期2.4%（いずれも年率ベース）それぞれ下押しされると試算される。

- 2004年の米国経済は、現行の減税法の枠組みからすると、年半ばに減税効果がはく落するとみられるが、ドル安が続く場合には、海外マネーの減少による下押し圧力が加わることになる。このため、米国経済は2004年半ばには景気減速感が強まる可能性があり、持続的成長が困難になると考えられる。



（注）ドル相場が5%下落ケース、VARモデルによるインパルス応答関数、累積効果