

調査レポート

ドル安進行がもたらす米国経済の変調

~ 1ドル = 110円なら米国の経済成長率を0.17%押し下げ、日本経済にもマイナス ~

<要旨>

○円相場が急速に上昇している。9月24日の東京外国為替市場では、円相場は112円台前半で推移している。これは、9月20日のG7（先進7カ国財務相・中央銀行総裁会議）で日本の円売りドル買い介入がけん制されたことをきっかけとしているが、この背景には、米国の経常収支の赤字が過去最大を記録するなど、資本の米国一極集中が限界に近づいていることがあるとみられる。米国では来年大統領選挙を控えているため、ドル安は当面容認されるとも考えられ、今後、円高ドル安が一段と進行する可能性がある。

円高ドル安の進行は日本経済にとって短期的にマイナスになるだけでなく、米国経済にとっても副作用をもたらす。米国経済は90年代後半以降、ドル高政策により、海外から大量のマネーを流入させることで投資超過を続けてきた。特に、米国経済の拡大は、これまで日本や中国の巨額のマネー流入により支えられてきた面が大きい。足元では、通貨当局によるドル買い介入などを背景に、日本の対米証券投資は貿易黒字額の6.4倍以上の規模にまで膨らんでいる。

ドル安によって経常収支の赤字額が縮小することは、マクロ的には米国の投資超過額を減少させることを意味しており、結果的に米国の総需要を減少させる可能性がある。試算によると、円高ドル安が進行した場合には、日本からの対米証券投資額の減少を誘発することで米国の経済成長率は下押しされる。仮に、円ドル相場が1ドル = 110円で推移した場合には、米国経済は0.17%程度下押しされる。また、円ドル相場が1ドル = 100円で推移した場合には、米国経済は0.36%程度下押しされる。こうした米国経済の減速を受けて日本経済はマイナスの影響を受ける可能性が高い。

対中貿易赤字額が過去最高になるなかで、人民元を切り上げるべきだとの見方がある。しかし、人民元を切り上げた場合の経常収支赤字の縮小効果は小さい。米国の経常収支の赤字を調整する観点からは、人民元の切り上げだけでは不十分で、円の切り上げも課題となる可能性が高い。



調査部(東京)

【照会先】

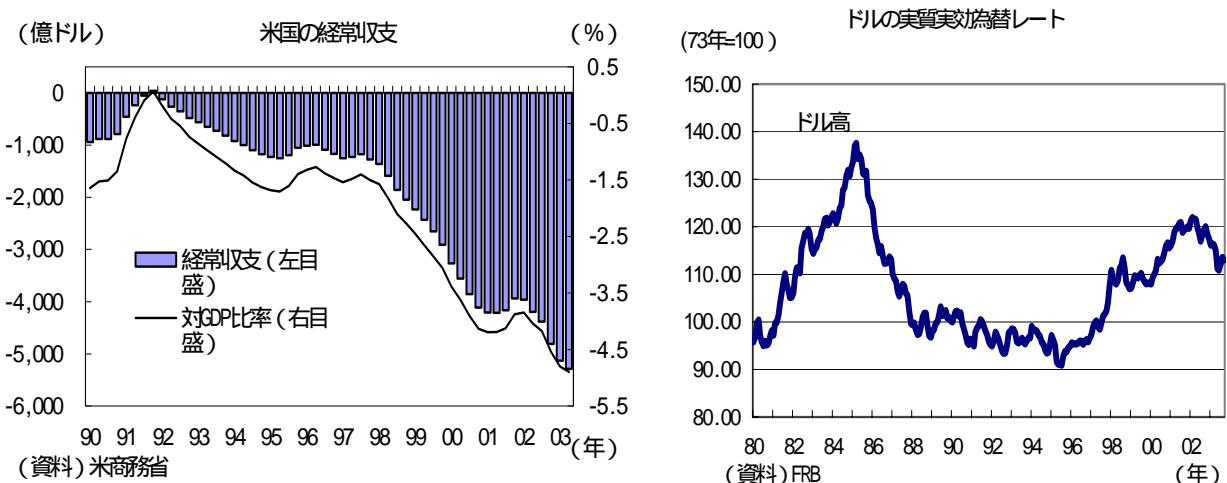
西垣 秀樹 (E-Mail: hideki.nishigaki@ufji.co.jp)

1. 円高・ドル安の進行

円相場は急速に上昇している。9月24日の東京外国為替市場では円相場は1ドル=112円台前半で推移しており、1ドル=110円に迫る勢いとなっている。こうした円高ドル安の背景には、日本の景気の先行きに対する期待の高まりに加えて、9月20日に開かれたG7（先進7カ国財務相・中央銀行総裁会議）の共同声明において、日本の円売り介入がけん制されたとの見方がある。ただし、これらの要因のほかに、米国経済からみると、米国の対外不均衡が拡大傾向を続けていることが大きく影響しているとみられる。米国の経常収支の赤字額は、2003年4-6月期に1,387億ドルと過去最高水準を記録した。こうした経常収支の赤字拡大はドル安要因となっている。



米国では2004年に大統領選挙を控えており、ドル安が容認されやすい状況にある。このため、今後、円高ドル安が一段と進行する可能性がある。



2. 米国からみた日本と中国の位置

(1) 拡大する米国の対中貿易赤字

米国からみて日本と中国は貿易面でどのような位置にあるのかについて確認する。

米国の、日本と中国に対する貿易収支は赤字傾向で推移している。米国の対日貿易赤字は2002年が718億ドルと、全体の14.9%を占めたが、2003年も689億ドルと縮小する見込みである。一方、米国の対中貿易赤字は2002年が1,032億ドルとなり、全体の21.4%を占めているが、2003年については、1,111億ドル（2003年1-6月期を2倍したベース）と一段と拡大する見込みである。

米国の貿易収支

	2000年	2001	2002	2003
全体	-4,524	-4,272	-4,829	-5,480
日本	-830	-706	-718	-689
日本以外アジア	-1,883	-1,734	-1,960	-2,158
中国	-839	-832	-1,032	-1,111
香港	31	43	32	45
台湾	-167	-160	-143	-161
韓国	-131	-140	-138	-121
その他アジア	-776	-646	-680	-810
西欧	-647	-696	-925	-806
カナダ	-548	-555	-509	-598
メキシコ	-276	-310	-382	-462
その他	-340	-271	-335	-767

（注）単位：億ドル、2003年は1-6月期（季節調整値）を2倍した

（資料）米商務省

輸出、輸入シェアをみると、対日では、輸出、輸入ともシェアが低下傾向にあるのに対し、対中は輸出、輸入ともにシェアが拡大している。

米国の貿易相手国シェア

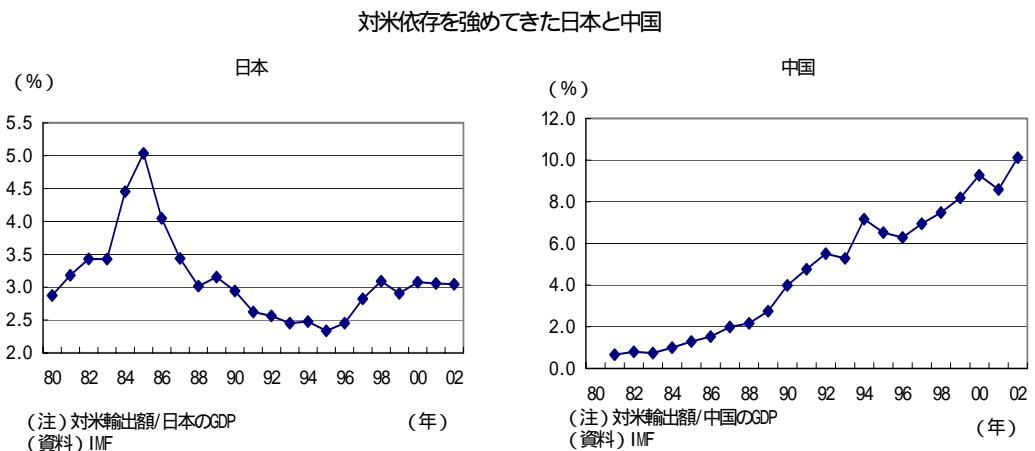
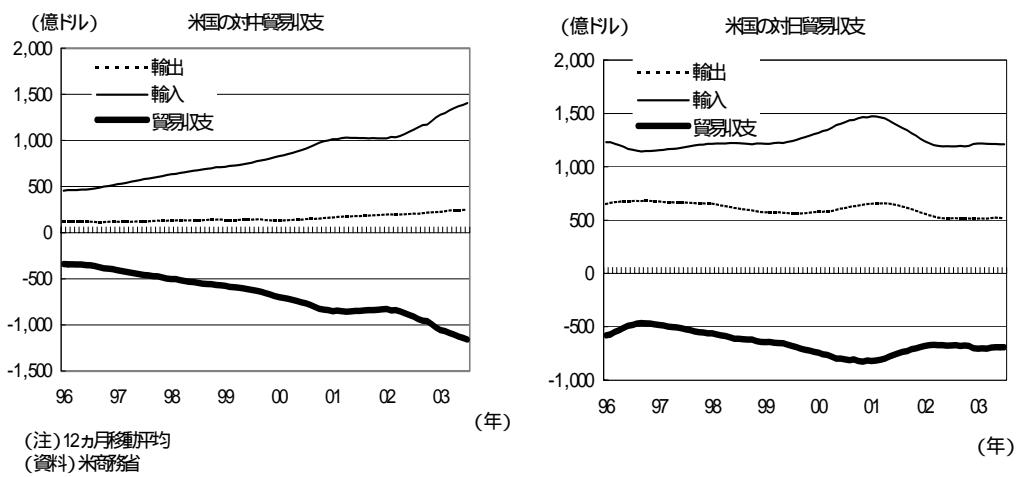
	輸出				輸入			
	2000年	2001	2002	2003	2000年	2001	2002	2003
全体	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
日本	8.2	7.8	7.3	7.2	12.0	11.0	10.4	9.6
アジア	19.7	19.5	20.7	20.6	27.8	27.4	28.9	28.9
中国	2.1	2.7	3.2	3.6	8.2	8.9	10.7	11.0
香港	1.9	1.9	1.8	1.8	0.9	0.8	0.8	0.6
台湾	3.1	2.4	2.6	2.2	3.3	2.9	2.8	2.5
韓国	3.5	3.0	3.2	3.3	3.3	3.1	3.1	2.8
その他アジア	9.1	9.5	9.8	9.7	12.1	11.6	11.6	11.9
西欧	23.2	23.9	22.5	23.2	19.9	21.0	21.1	19.5
カナダ	23.2	22.7	23.6	24.6	19.1	19.1	18.2	18.6
メキシコ	14.4	14.1	14.3	13.3	11.3	11.5	11.6	11.2
その他	11.4	12.1	11.7	11.0	9.9	9.9	9.7	12.3

（注）単位：%、2003年は1-6月期（季節調整値）を2倍した

（資料）米商務省

(2) 対米依存を強める日本と中国

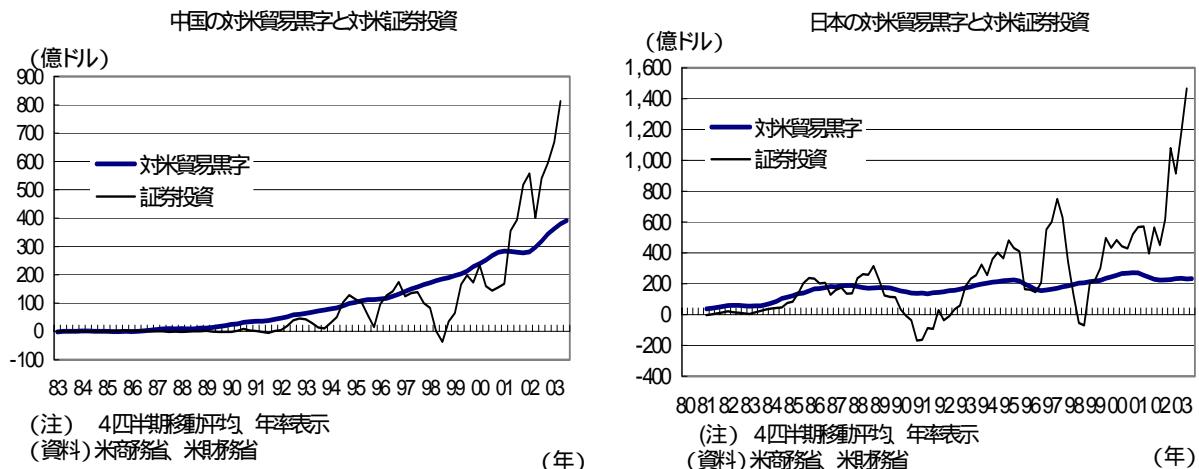
日本や中国からみると、近年、対米輸出の国内経済に占めるウェイトは拡大傾向にある。日本と中国は対米依存を強めていることがうかがえる。日本、中国の対米輸出額が各国のGDPに占める割合をみると、日本は、85年のプラザ合意以降、内需拡大を進めるなかで貿易依存度を低下させてきたが、90年代末になって再び米国への依存を強めており、足元では横ばいで推移している。一方、中国は80年代から一貫して米国依存度が強まる傾向にある。こうした米国依存の強まりは円高・人民元高・ドル安圧力になっていると考えられる。



(3) 貿易黒字を大幅に超える対米証券投資

為替相場に影響を与える要因としては、対米証券投資の動向も重要である。日本と中国は、対米貿易黒字額を大幅に上回る対米証券投資を行ってきたことがうかがえる。

対米証券投資額の対米黒字額に対する比率をみると、足元では、中国の2.1倍に対して、日本は6.4倍となっている。こうした対米証券投資の拡大には、通貨当局によるドル買い介入も影響していると考えられる。日本と中国の足元の外貨準備高をみると、日本が5,500億ドル、中国が

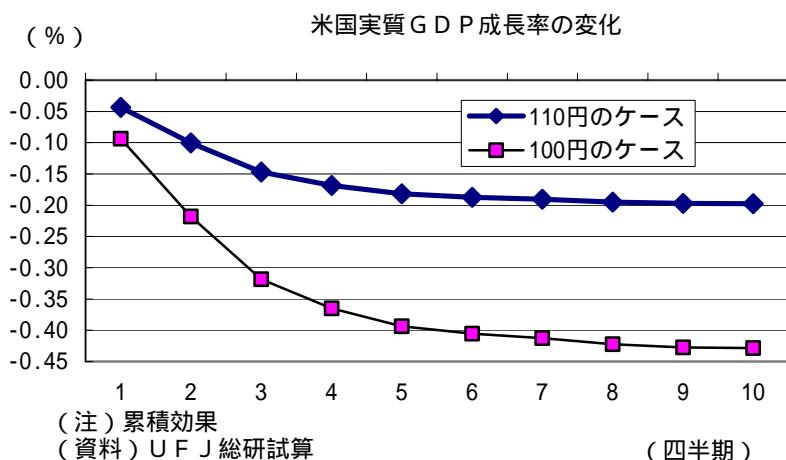


3,500億ドルを上回り、過去3年間で日本が1.6倍、中国が2.2倍に拡大している。対米証券投資額と対米貿易黒字額とのかい離は、実物面から規定される実力以上にドルの水準が押し上げられてきたことを示唆している。言い換えると、このかい離は、潜在的なドル安・円高・人民元高圧力を意味していると考えられる。

(4) ドル安進行の米国経済への影響

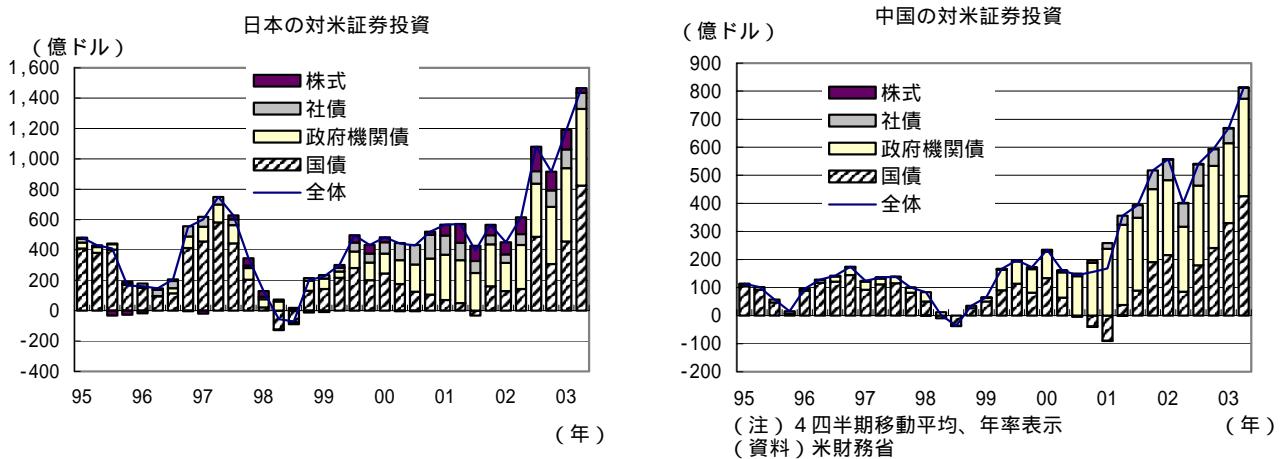
ドル安の進行は、米国経済に対して、短期的には企業収益を下支えする効果をもつものの、マネーの動きに着目すると、米国経済にむしろマイナスの影響を与えると予測される。すなわち、米国は90年代後半以来、ドル高政策のもとで、海外からマネーを大量に流入させてきた。特に米国に対する国債投資や政府機関債投資の拡大は、米国の政府部門や政府支援機関の資金調達を円滑にすることで、実体経済の面で、住宅投資や個人消費を押し上げる機能をもってきた。海外マネーの流入は、米国の低金利や株高をもたらす要因になってきたと考えられる。しかし、円高ドル安の進展は、日本からの対米証券投資額を減少させる結果、米国の需要構造に影響を与える可能性がある。

ここでは、円高が米国経済成長率に与える影響を VAR モデル（ベクトル自己回帰モデル）で試算した。変数としては、円ドル相場、日本の対米証券投資額、日本の対米貿易収支、米国の実質 GDP とした。



試算によると、円高ドル安が進行した場合には、日本からの対米証券投資額が減少することで米国の実質経済成長率は低下する可能性がある。仮に円相場が1ドル=110円で推移した場合には米国の実質 GDP 成長率は年間で0.17%低下、円相場が1ドル=100円なら米国の実質 GDP 成長率は年間0.36%低下すると試算される。米国政府が「ドル高政策」継続のスタンスを強調している背景には、ドル安が進行した場合の副作用を懸念していることがあるためとみられる。そもそも経常収支は IS(貯蓄投資)バランスからみると、国内貯蓄と国内投資の差額に等しい。国内部門は民間と政府に分けられることから、経常収支の赤字は、民間の投資超過額と政府の投資超過額の合計である。ところで、連邦財政の赤字は2004年会計年度に5,000億ドルを超える情勢で拡大傾向であることを踏まえると、今後、民間部門の投資が抑制される可能性が高い。また、日本や中国からの対米証券投資は、他国に比べて国債や政府機関債投資の割合が大きいという特徴がある。今後は、ドル資産が売却されることで金利が上昇し、民間投資が抑制される可能性がある。

90年代末以降の日本の金融緩和や為替介入は、結果的に米国に対して大量にマネーを供給することで、米国の投資超過の需要構造を支え、日本の輸出環境を好転させる役割を果たしてきたと考えられる。特に日本の対米証券投資は2002年に急増した。しかし、今後の円高ドル安の進行により、日本からのマネー供給によって米国経済を拡大させる構造が崩れる恐れがある。



3. 人民元の切り上げの効果は小さい

(1) 人民元10%切り上げなら米国の貿易赤字は約86億ドル(約1兆円)縮小

人民元を切り上げたときに米国の貿易収支にどの程度影響するかを試算した。ここでは、米国から中国向け輸出、中国から米国への輸入の関数を推計した¹。推計によると、人民元10%切り上げは輸出(実質ベース)を2.2%増加させるとともに、輸入(同)を6.4%減少させる効果がある。その結果、貿易収支は8.6%改善する(約86億ドル=約1兆円)。仮に人民元を30%切り上げると、2000年当時の水準に戻ることになる。

このように、人民元の切り上げは対中貿易赤字を縮小させる効果がある。ただし、5,000億ドル規模の経常収支の赤字額からすると、赤字の削減効果は限定的である。

米国の対中貿易の関数

実質輸出		実質輸入			
	係数		係数		
定数項	7.035	6.368	定数項	-11.803	-1.125
直接投資	0.191	1.965	直接投資	0.146	1.383
実質実効レート	-0.226	-1.249	実質実効レート	0.645	2.581
中国GDP	0.158	0.713	米国GDP	2.258	1.773
決定係数	0.956		決定係数	0.973	
D W比	1.917		D W比	0.627	

(注) 推計期間 1982-2002年、対数型

実質化にはGDPデフレータを用いた

(資料) UFJ総合研究所試算

(2) 人民元切り上げだけでは米国の目的を達成できない

1985年のプラザ合意ではドル高が是正され、円高が急速に進展したが、足元で米国にとっての中国は、プラザ合意時の日本ほどの大きな存在ではない。

85年当時と2002年の貿易収支、輸入の構成比をみた。第1に、米国の貿易赤字をみると、85年当時は、対日赤字額は435億ドルと全体の35.6%を占めていた。これに対して、2002年の対中赤字額は1032億ドルと21.4%にとどまる。また、米国の輸入シェアをみると、85年当時は、日本は19.4%を占め、西欧の22.9%、カナダの20.8%に迫る規模であった。これに対して、2002年では、中国の輸入シェアは10.7%と、カナダの18.2%、メキシコの11.6%を下回っている。

¹ 輸出関数の説明変数には 米国から中国への直接投資額 実質実効為替相場 中国GDP、輸入関数の説明変数には 米国から中国への直接投資額 実質実効為替相場 米国GDP、を用いた。推計結果によると、実質実効為替相場は輸入関数で有意性が高く、人民元切り上げ(切下げ)により輸入が減少(増加)することを示している。

貿易収支、輸入のシェアについて、2002年の中と日本を合計してみると、85年当時の日本とほぼ一致する。米国からみた場合には、仮にドル安を誘導するのであれば、中国の人民元だけでなく、日本円も切り上げの対象になる可能性がある。

米国の地域別貿易収支

	金額		構成比	
	85年	02年	85年	02年
全体	-1,222	-4,829	100.0	100.0
日本	-435	-718	35.6	14.9
日本以外アジア	-258	-1,960	21.1	40.6
中国	0	-1,032	-	21.4
香港	-52	32	4.2	-
台湾	-109	-143	8.9	3.0
韓国	-43	-138	3.5	2.9
その他アジア	-54	-680	4.5	14.1
西欧	-214	-925	17.6	19.2
カナダ	-148	-509	12.1	10.5
メキシコ	-57	-382	4.7	7.9
その他	-109	-335	8.9	6.9

(注) 単位: 億ドル、% (資料) 米商務省

米国の輸入

	金額		構成比	
	85年	02年	85年	02年
全体	3,381	11,647	100.0	100.0
日本	657	1,214	19.4	10.4
日本以外アジア	611	3,368	18.1	28.9
中国	38	1,252	1.1	10.7
香港	79	93	2.3	0.8
台湾	155	322	4.6	2.8
韓国	100	356	3.0	3.1
その他アジア	238	1,346	7.0	11.6
西欧	775	2,459	22.9	21.1
カナダ	702	2,118	20.8	18.2
メキシコ	191	1,355	5.7	11.6
その他	446	1,133	13.2	9.7

(注) 単位: 億ドル、% (資料) 米商務省

(3) 中国からの輸入品目

中国からの輸入品目をみると、中国からの上位輸入品目には、コンピューター関連やおもちゃ・スポーツ等、時計タイプライターなどが占める。一方、日本からの輸入品目では乗用車の寄与が大きい。

米国企業の対中直接投資額(2001年)を業種別にみると、製造業は66.9%を占めている。特に製造業の中で電気機械が35.0%を占めている。米国の全世界向け電気機械のシェア3.5%であることからすると、米国企業の中国進出は電気機械に特化していることがうかがえる。中国からの輸入品の多くは、比較優位の観点から中国進出した企業によるものであるとみられる。このため、人民元切り上げは輸入コストの増加にはつながっても、中国からの輸入額が推計結果ほどに減るかどうかも疑わしい。

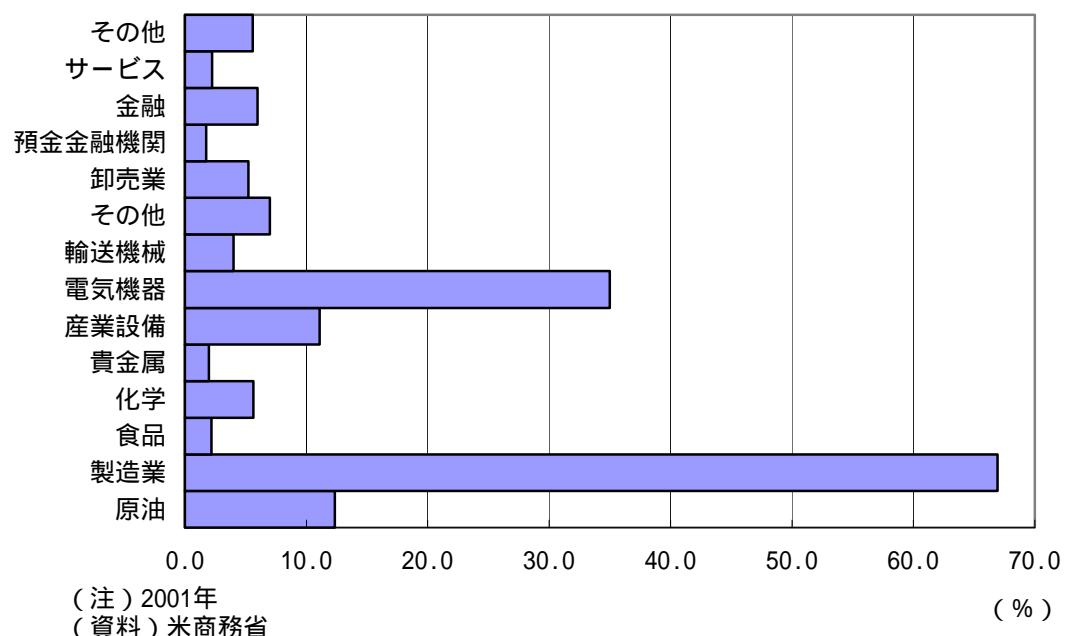
米国の中からの中の上位輸入品目(2002年)

中国		参考(日本)	
品目	寄与度	品目	寄与度
コンピュータ周辺	3.49	乗用車(新車中古)	3.15
おもちゃスポーツ等	2.40	テレビ受信機・VTR	0.49
時計タイプライター	2.32	その他部品	0.26
テレビ受信機	1.82	医療薬品	0.24
家具	1.70	自動車タイヤチューブ	0.16
コンピュータ	0.78	時計タイプライター等	0.15
衣類	0.77	娯楽用ポートモーター	0.12
通信機器	0.72	農業機械機器	0.08
アパレル	0.70	ブラックオーディオ	0.07
家事用品	0.66	木工	0.05
その他	7.04	その他	-8.76
全体	22.40	全体	-3.99

(注) 単位は%

(資料) 米商務省

米国の対中直接投資額の業種別構成比



(注) 2001年

(資料) 米商務省