

Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

欧米経済・金融動向／トピックス：米国の経常赤字とドル

< 米国経済 >

直近の経済指標は、米国経済が緩やかな回復途上にあることを示している。しかし、企業業績の回復の遅れ、企業会計への不信、テロ事件再発への懸念等が重なり、株式市場が急落を見せるとともに、米国経済の回復が遅れるのではないかとの見方が高まっている。

< 米国金融 >

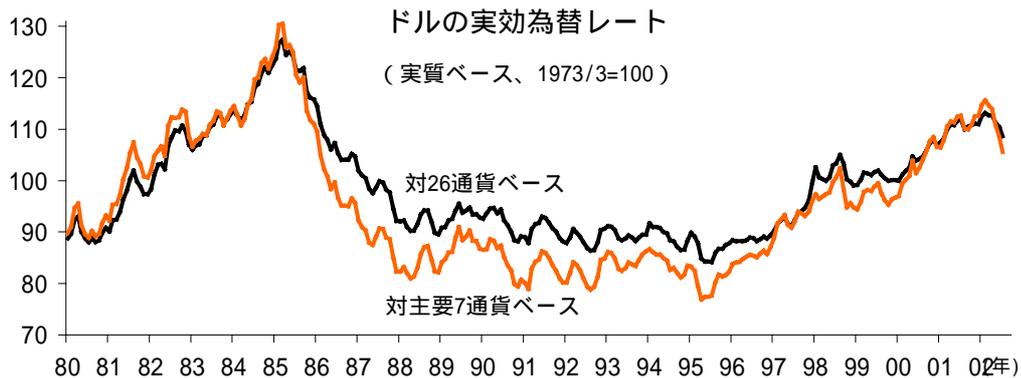
米国金融市場では、株安の加速によって金利先高観が一段と後退し、年内は利上げなしとの見方がコンセンサスになっている。こうした中、長期金利は一時 4.5% 台まで低下した。

< 欧州経済 >

ユーロ圏の景気は、緩やかなテンポで回復している。米国市場の動揺、ユーロ高の進行で、早期利上げ観測は急速に後退している。英国でも、歴史的に低金利下で高騰した住宅価格の動きに警戒感を示しながら、外部環境の不透明、株安に配慮し、政策金利は据え置かれている。

< 今週のトピックス：米国の経常赤字とドル >

為替市場では、ドルが最近の下落にもかかわらず、依然高水準を維持しており、80年代以来の「ドル高」「経常収支赤字拡大」となっている。はたして、今回も 85 年プラザ合意のようなドルの急激な切下げが起こる可能性はあるのだろうか。



(資料) F R B

主任研究員 (米国経済) 土肥原 晋 (03)3597-8647 doihara@nli-research.co.jp
副主任研究員 (米国金融) 熊谷 潤一 (03)3597-8448 kumagai@nli-research.co.jp
副主任研究員 (欧州経済) 伊藤 さゆり (03)3597-8538 ito@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 〒100-0006 東京都千代田区有楽町 1 - 1 - 1 7F (03)3597-8405

ホームページアドレス：<http://www.nli-research.co.jp/>

< 米国経済の動き >

(担当：土肥原)

米国経済指標が緩やかな回復過程を示す中、株式市場の急落が懸念材料に

米国経済は、1-3月期の実質 GDP 成長率が前期比+6.1% (5月発表分は5.6%)と個人消費の拡大を主因に上方修正され、生産部門も回復を見せる等、景気は概ね回復過程を歩んでいると見られる。今回の景気回復過程において懸念されるのは、企業収益・雇用の回復の遅れと、IT産業等の特定産業の出遅れ等である。こうした懸念は、現下における需要面、生産面の拡張方向での進展が進めば、次第に薄れていくものと思わすが、回復初期の米国経済にとっては大きな重荷となっている。

こうした懸念に企業会計への不振、テロ事件への懸念の高まり等が加わり、株式市場が急落を見せている。業績の回復の遅れが懸念されるハイテク企業の多いナスダック市場では97年以来の1300台の水準に低下し、ダウ30種平均も一時はテロ事件直後のボトムである8235ドルに迫る下落を見せた。7/16のグリーンズパンFRB議長の議会証言では、景気回復の見方を維持する一方、企業会計の不正行為が景気の足枷になる可能性を指摘している。株式の下落は既に消費マインドを低下させつつあり、今後も株式の不振が続けば、実体経済面への波及から景気回復が後ズレする可能性が高まっていくものと思われる。

〔家計部門の動向〕

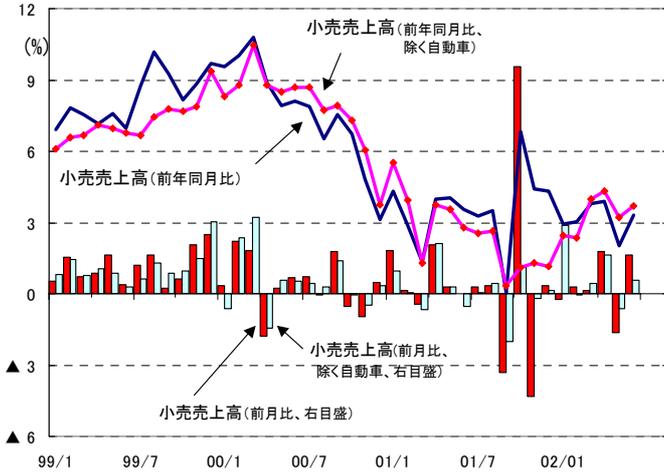
6月の消費支出は堅調ながら、消費マインドの急低下により今後の推移に注目

消費支出は、1-3月期実質 GDP ベースで前期比年率3.3%と堅調な伸びを見せた後、4-6月期に入ってから伸び率が低調に推移していたが、6月は天候の回復から、各地のショッピングモールでの消費者による賑わいが伝えられる等、ある程度の回復が見込まれる。既に発表された大手ディスカウント店の6月の売上はウォール街の予想を上回るものとなり、6月の小売売上高も前月比+1.1%増(前月は同▲1.1%減)と予想以上の伸びを示した(図表1)。もともと、自動車販売が同+3.4%増(前月▲3.2%減)と大きく回復したことが主因で、自動車販売を除いたベースでは同+0.4%(前月▲0.4%減)に留まるが、衣料品等では同+2.0%(前月▲2.1%減)と回復が目立った。また、6月の自動車販売の増加は、大手自動車会社がインセンティブ販売を拡大したためでもあるが、これを踏まえてGM社ではゼロ金利ローン販売を復活させると発表し、大手他社も追随に動いている。自動車会社には財務的に負担となるが、消費にとっては悪い材料ではない。

こうした消費の持直しの半面、企業業績懸念と企業会計不振の高まり等から株式市場が急落し、個人資産の目減りと消費マインドの低下から、今後の消費に対して弱気の見方が急速に高まっている。7/12日発表のミシガン大学の消費者マインド指数では、86.5(7月速報値)と連月の大幅下落を見せたが(6月92.4、5月96.9、図表3)、今回の速報値では、構成指数のうち現在の景況感を示す指数が99.0と前月

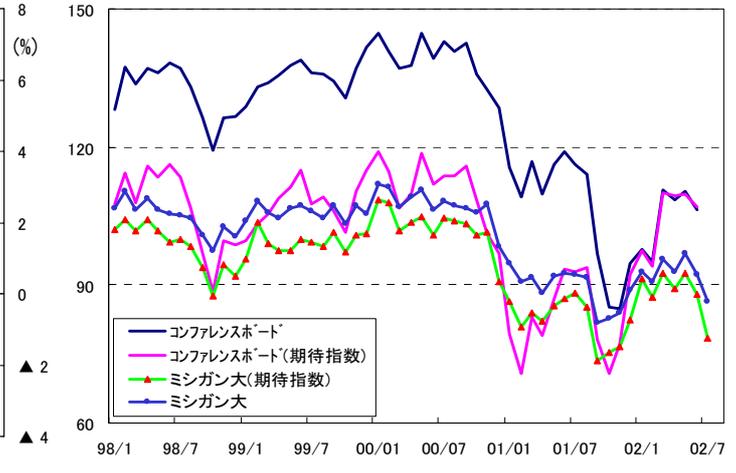
比▲0.4 減に留まったのに対し、先行きの景況感を示す指数が 78.5 と前月比▲9.4 減と大幅に低下しており、先行きの景気に対する懸念の高まりが窺われる。なお、もう一つの消費マインドを示すコンファレンスボード消費者信頼感指数も 6 月は 106.4 と 5 月の 110.3 から急低下している。

(図表 1)米国：小売売上高の推移(%)



(資料) 米国商務省

(図表 2)米国：消費マインドの推移



(資料) コンファレンスボード、ミシガン大学

株式の一層の下落は、今後の消費支出を抑制

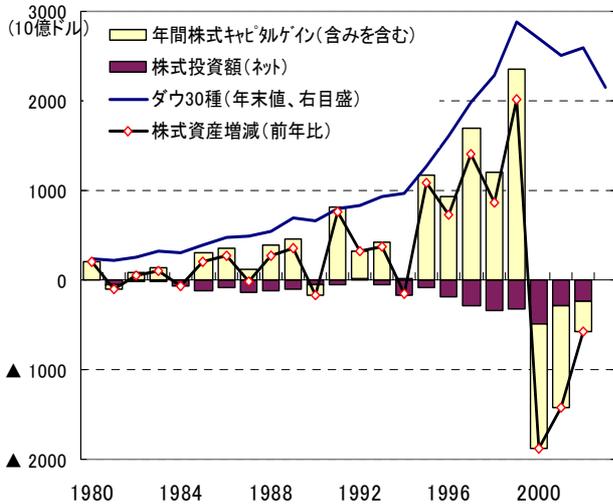
米国の家計の金融資産における株式の構成比は 2001 年末に 19% (投信や年金ファンド等の間接保有分を含めると 41%) と高く(図表4)、現下の株式下落が続けば消費への影響が懸念されよう。

やや長期的に家計の株式資産の推移を見ると、2000 年初のダウ 30 種平均のピークアウトと共に株式資産は減少に転じている。2000 年以降の 2 年間では▲36%減(99 年末と 01 年末の残高比較、この間のダウ下落率は▲13%)と急速に減少し、ダウ 30 種平均を上回る減少率となっているが、これは、ナスダック銘柄の下落が急速であったことに加え、家計部門の株式投資額がネットではマイナスになっており(図表3)、投信や年金ファンド等を通じた株式の間接保有分の比率が高まったためでもある。但し、この間、家計部門からのネットでの資金流入が続いていた投信や年金ファンド等の間接保有分についても、上記と同期間の比較で▲14%減の資産減少となっており、家計株式の直接・間接合計資産の減少率は▲26%に達する。ダウのピークアウト後、家計部門では金融資産・全体資産とも減少しており、家計資産は株式を中心に、既に相当程度目減りしていたと推察される。

このように株式資産が目減りしたと見られるにもかかわらず、これまで家計の消費が堅調に推移してきたのは、90 年代を通じて株式が上昇していたことから、経験的に 3 年程度は続くと言われる株式の資産効果を減殺する範囲に留まっていたためと思われる。また、減税・利下げ等の政策効果に加え、住宅価格の上昇による資産効果等もあったと思われるが、住宅資産の上昇は株式資産の目減りを埋めるほど大きくはない(図表 4)。

今年になってからのダウ下落率は 13%を超え、上記の 2 年間に匹敵する下げ幅を見せた。株式市場がピークアウトして既に 2 年半が経過しており、今後は、逆資産効果が台頭して消費の足を引張る等、景気への悪影響を警戒すべき時期に入りつつあると言えよう。

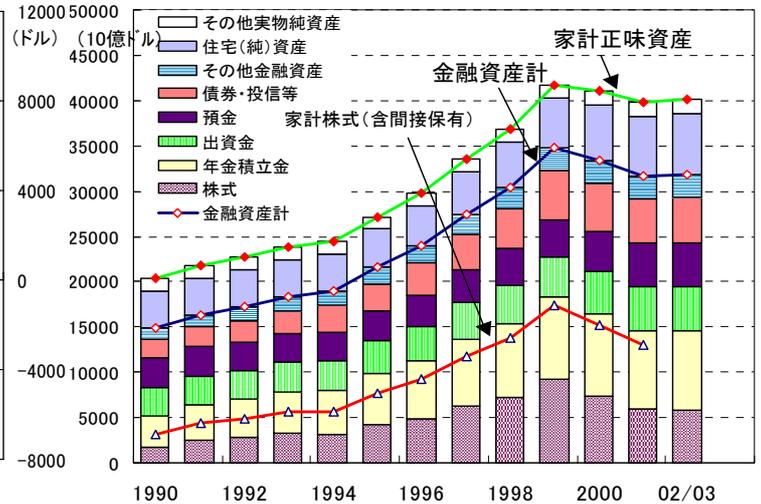
(図表 3)米国: 家計の株式資産の増減(前年末比)



(資料) FRB. 各年末値の比較。2002 年は 1-3 期の年率を使用、家計は非営利組織を含むべし。

* 上図では 2002/3 末までの数値を使用しているが、3 月末の NY ダウは一万ドルを維持しており、その後の急落を考慮すれば株式資産の目減りはより大きいものと思われる。

(図表 4)米国: 家計資産の内訳(10 億ドル)



(資料) FRB. 各年末値。2002 年のみ 3 月末、家計は非営利組織を含むべし。

〔生産部門の動向〕

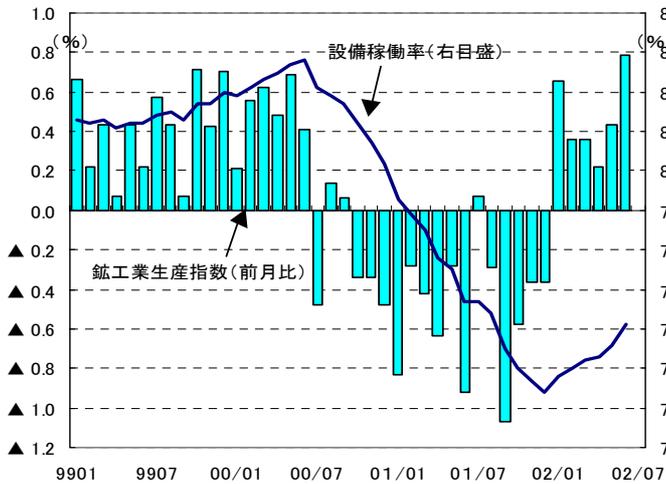
生産部門は、概ね着実な回復が持続

今次の景気回復過程では出遅れていた生産部門であるが、関連した経済指標の改善は着実に進んでおり、6月の鉱工業生産は140.6と前月比+0.8%の増加となった(図表5)。今年に入って6ヵ月連続の上昇であり、生産は着実な回復を見せている。特に6月は、自動車産業の回復(前月比+2.5%)に牽引された面もあり、98/8以来の高い伸びとなった。また、ハイテク産業では通信機器部門の不振が続く中、半導体産業が回復を見せており、前月比+1.7%増(5月は+2.6%)と高い伸びが続いている。

一方、稼働率を見ると6月は76.1%と5月の75.6%から+0.5%の上昇を見せた。これも生産指数と同様に6ヵ月連続の上昇で、上昇幅も98/8以来の高さである。産業別では自動車産業が80.7%と2000/10以来の80%台への回復を見せた他、半導体産業も69.6%にまで回復した。

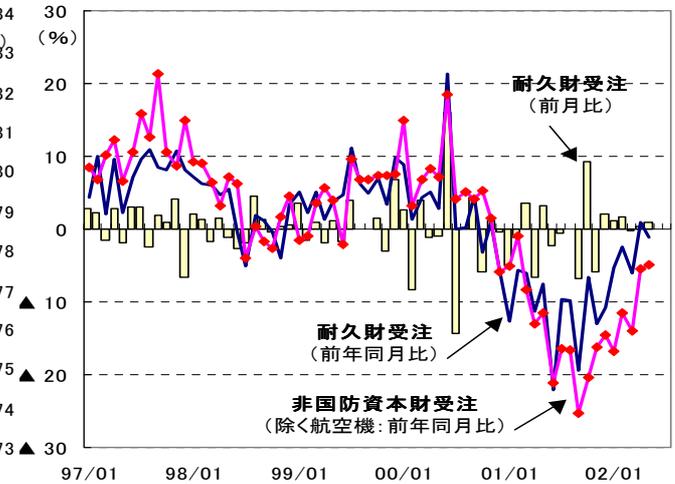
5月の製造業受注は前月比+0.7%増(4月+0.7%)、耐久財受注では同+0.9%増(4月+0.5%)と続伸し、引続き改善傾向を示した(図表6)。なお、主要業種の前月比受注は、自動車産業が1.9%減(4月+12.1%)、産業機械が+4.0%増(4月+10.5%)、IT産業が+1.5%増(4月+4.3%)とやや伸び率が低下した。また、前年同月比ベースでの耐久財受注は1.2%減と反落し(図表7、4月+1.0%)、設備投資の先行指標とされる非国防資本財受注(除く航空機)も前年同月比4.8%減(4月5.4%)と足踏み的な推移に留まっている。

(図表 5) 米国: 鉱工業生産と稼働率



(資料) 米国 FRB

(図表 6) 米国: 耐久財新規受注の推移

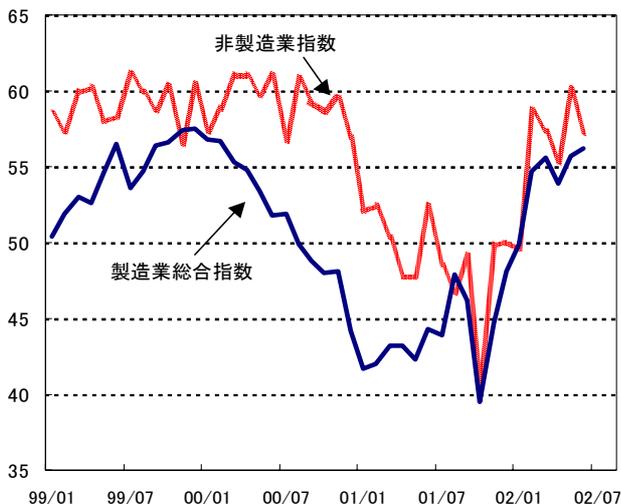


(資料) 米国商務省

製造業企業のセンチメントを表す I S M 指数 (製造業) は、6 月は 56.2 (5 月は 55.7) と上昇したが、非製造業の I S M 指数は 57.2 と反落した (5 月は 60.1、図表 7)。製造業指数の構成指数では、生産指数は 61.4 と 99/6 以来の水準に上昇し、雇用指数は 49.7 (5 月は 47.3) に上昇するなど、生産・雇用指数の上昇が目を引きしたが、一方の非製造業の I S M 指数の下落は、製造業とは対象的に雇用指数の低下 (49.5 44.3) によるところが大きく、雇用全体の回復の鈍さを裏付けるものとなった。

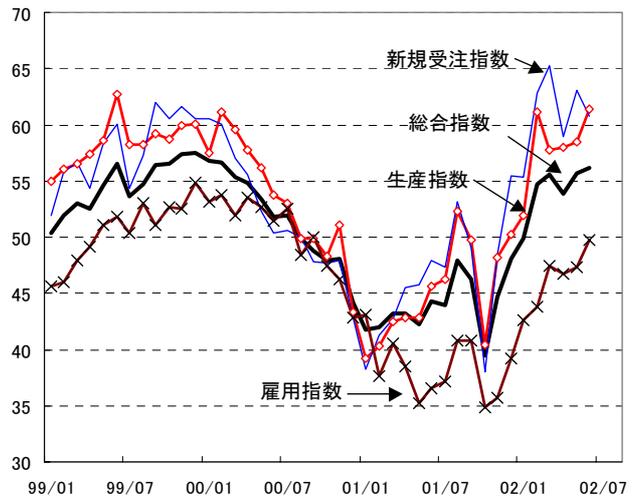
しかし、I S M 指数は、製造業・非製造業ともにそれぞれの拡張を示す 50 を 5 ヶ月連続して上回ったこととなり、当指数から見た景況感は維持されていると言えよう。

(図表 7) 米国: I S M 指数の推移



(資料) 米国商務省

(図表 8) 米国: I S M 製造業指数の内訳



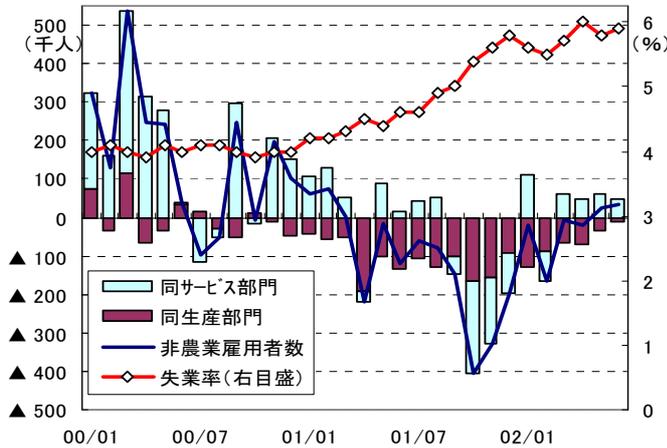
(資料) The Institute for Supply Management

雇用の改善は先送り ~ 失業率は 5.9% に上昇

6月の失業率は5.9%と前月比+0.1%の悪化となった。一方、6月の非農業雇用者数は同+3.6万人の増加となったが、4・5月分がそれぞれ下方修正されたことにより、実質的な改善は先月同様先送りされた形である。非農業雇用者数の内訳を見ると(図表9)、引続きサービス部門の増加を生産部門の雇用減が相殺しているものの、生産部門の雇用減は次第に縮小している。

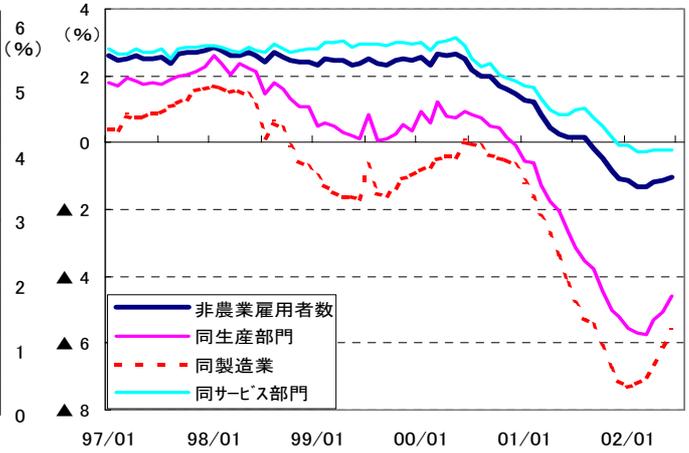
なお、非農業雇用者数を前年同月比で見ると、依然マイナス推移が続いており、特に、製造業では今年初を底に改善しているものの、同5.6%減と全体の足を引張っている(図表10)。半面、製造業の労働時間・残業時間はともに増加しており、生産の増加には、雇用を抑え、残業で対応している状況が窺われる。

(図表9) 米国: 非農業雇用者数の推移と失業率



(資料) 米国労働省

(図表10) 米国: 部門別雇用者の推移(前年同月比)



(資料) 米国労働省

< 米国金融市場の動き >

(担当：熊谷)

足もとの米国金融市場の動き

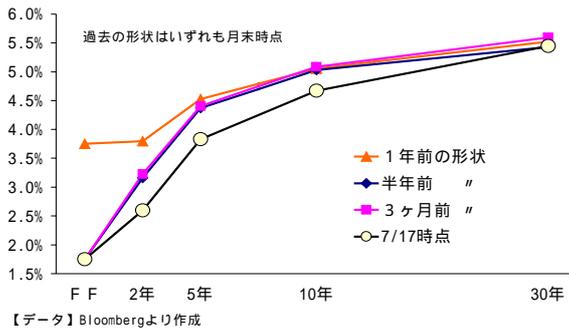
米国金融市場は、6月中旬には長期金利が4.7～4.8%台で推移するなど、暫く小康状態を保っていたが、26日にワールドコム（WorldCom）の会計疑惑が発覚したことで、米国株式市場に対する不信感が再び高まると、長期金利（国債10年金利）が4.6%台まで低下した。

その後、株価が値頃感から持ち直したのに加え、1-3月期GDP確報値の予想外の上方修正や6月製造業ISM指数の予想以上の強さなど、月末～月初に発表された一連の経済指標が良好な結果を示したことから、長期金利はじりじりと上昇した。しかし、7月に入ると、独立記念日（4日）に向けたテロ再発への不安感の高まりから株価が軟調推移に転じたため、長期金利は再び低下していった。

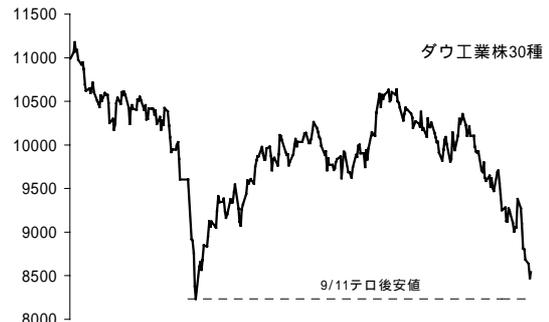
実際にはテロ事件が発生しなかったことから、5日には安堵感から一旦は株高・金利高となった。しかし、その後はメルク（Merck）（8日）、クウェスト（Quest）といった新たな会計疑惑が次々と浮上し、主要株価指数（S&P500、ナスダック指数）が昨年9月のテロ事件後に付けた安値を割込む水準まで下落したことから、長期金利は一時4.5%台まで低下した。

こうした中、16日にグリーンズパンFRB議長が議会証言で米国経済の先行きに比較的楽観的な見方を示し、緩和状態にある金融政策がいずれは修正される点に言及したため、長期金利は下げ止まった。

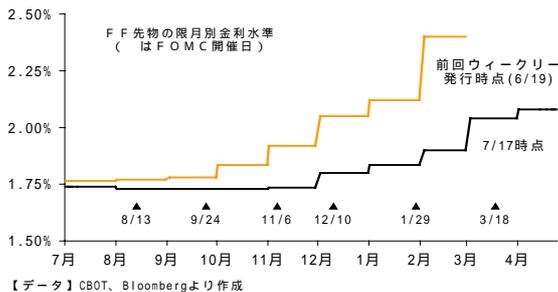
イールドカーブの変化



米主要株価の推移



市場の金利先高観の変化



< 欧州経済の動き >

(担当：伊藤)

ユーロ圏経済は緩やかに回復

ユーロの対ドル相場は7月15日に2年5カ月ぶりに1ドル=1ユーロのパリティを回復した(図表1)。ユーロ高加速の背景は、米国経済の先行きに対する懸念や企業経営・会計に対する信頼が揺らいだことによる米国株とドル相場の下落を背景とするものであり、消去法的な性格の強いものである。

ユーロ圏の景気は、緩やかに回復しているが、企業景況感の改善テンポが鈍化するなど、回復のテンポには春先に期待されたほどの加速感はない。製造業生産は

4月に前月比マイナス0.7%と落ち込んだ後、5月は0.1%とプラスに転じたが、ドイツが金属労協のストライキの影響でマイナスとなったことなどが響き、改善は小幅に止まっている。

国別に見ると、ユーロ圏景気の回復が、引き続き最大国のドイツの低迷で抑制される構図が続いている。ドイツでは5月の生産がストライキの影響で前月比マイナス1.3%と落ち込んだほか、受注も輸出関連は好転しているが、国内向けの不振は続いている。雇用は6月も失業率が9.8%と前月比0.1%の上昇するなど悪化に歯止めが掛からず、個人消費にも明確な改善が見られない。

フランスでも鉱工業生産が5月に前月比マイナス0.3%と5カ月振りにマイナスとなったが、前月の大幅増の反動もあるため、回復基調が損なわれたとの判断は時期尚早であろう。しかし、雇用回復の遅れから、消費者マインドは慎重化、5月の家計消費はマイナス1.3%と大きく減速しており、雇用の底入れが待たれる状況にある。

ユーロ圏全体のインフレ率は、6月に前年比1.8%と2年ぶりに政策目標の2%を下回った。米国市場の動揺の影響から欧州でも株価がテロ事件後の安値を更新するなど軟調に推移しており(図表2)、ユーロ高の行方と景気、インフレに及ぼす影響を見極める必要が生じており、欧州中央銀行(ECB)による早期利上げ観



測は急速に後退している。

英国では消費堅調が続く中、製造業部門に回復の兆し

英国では、過熱気味で推移した個人消費の鈍化と低迷が続いた製造業部門の回復による二極化縮小への兆候が見え始めた。5月の小売売上高は、雇用の堅調と住宅価格上昇による資産効果を背景に前年比では5.4%と依然高めの伸びで推移しているが、前月比ではマイナス0.6%と5カ月振りに前月割れとなった。他方、製造業生産は4月から2カ月連続で前月比プラスとなり、企業の景況感改善も続いている。

中央銀行のイングランド銀行（BOE）は、7月3日、4日に開催された金融政策委員会で政策金利は据え置きを決めた。先月来、歴史的な低金利下で高騰した住宅価格（図表3）家計の借入増大への警戒感が示されていたが、外部環境の不透明感や米国市場の動揺で英国の株式市場も軟調な推移となるなど、下振れリスクが強まったことに配慮したものと見られる。



対円、対ユーロでのドル安進行の過程で、ポンド相場は対ユーロでは減価、対ドルで増価、加重平均ウェイトによる実効レートは減価傾向にある（図表4）。



BOEの政策目標のインフレ率（RPIX）は、政府目標の2.5%に対して6月は1.5%と下限に達した。今後は、エネルギー価格の動向や対ユーロでのポンド安の影響などから、物価の低下傾向が続く可能性は低いと見られる。

< 今週のトピックス：米国の経常赤字とドル >

(担当：熊谷)

85年プラザ合意前の水準に迫るドル

為替市場でドル安が続いている。円ドルレートで見ると、今年初めに1ドル=135.14円のドル高値を付けた後、財務省・日銀の数回にわたるドル買い円売り介入にもかかわらず、ドルは115円台まで下落した。ドルは対ユーロでも下落しており、1ユーロ=1ドルまでドル安が進んだ。

しかし、FRBが公表する「ドル実効レート」を見ると、90年代半ば以降ドル高が進んだ分、最近の下落にもかかわらず、ドルは主要通貨に対し依然として80年代前半に迫る高水準を維持している。従って、**現水準程度では決してドルが安くなったとは言いきれず**、引き続き下落余地があると思われる(図表1)。

ドルが高値圏での推移を続ける中、米国では経常収支の赤字拡大が目立ってきた。米国の経常収支は80年代に赤字が拡大した後、90年代に入り一旦は赤字幅が縮小した。しかし、90年代後半以降になると赤字が再び増えはじめ、2000年には総額4,100億ドル、名目GDP比4.2%まで赤字幅が拡大した(図表2)。

最近のこうした「ドル高」と「経常収支赤字増大」の組合せは、80年代にも見られた現象である。当時は85年9月のプラザ合意によってドルが大幅に切下げられるという結末に至っている。はたして今回も同じようなドルの急激な切下げが起こる可能性はあるのだろうか。

85年と現状の比較

(1) 85年当時の環境

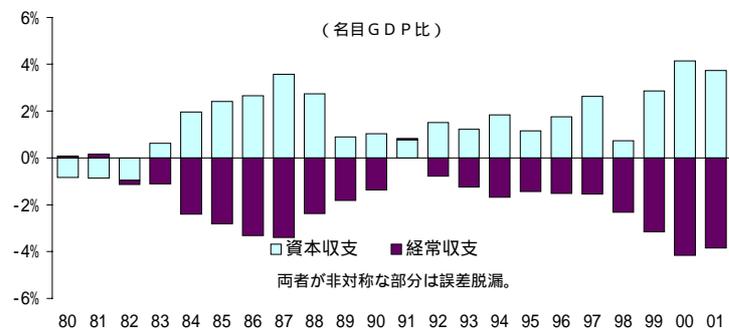
85年のプラザ合意でドルの切下げが実現する際の米国および世界を取巻く情勢は、どのようなものだったのだろうか。世界経済は当時、二度の石油危機やスタグフレーションを乗り越え、徐々に安定化の方向に向かっていた。米国ではレーガン政権のもと、81年からいわゆる「レーガノミックス」によって改革が進展していた。レーガノミックスは、減税、

図表1. ドル実効レート



【データ】FRB

図表2. 米国の経常収支と資本収支



【データ】商務省

政府支出削減、規制緩和、マネーサプライ管理に基づく金融政策、の4点を政策の柱としていた。米国は80年代前半、このレーガノミクスによる減税が消費を刺激するかたちで景気が回復するとともに、ボルカーFRB議長によるマネーサプライ重視の金融政策を背景にインフレも沈静化していった。

その一方で、政府支出削減がうまく行かなかったことから、財政収支の赤字は拡大した。そして、それに伴う金利高が進行し、高金利がドル高を誘発する結果となった。こうした高金利・ドル高は、米国経済にいくつかの弊害をもたらした。まず、金利高・ドル高は米国内における産業空洞化を加速させ、米国の産業力が弱体化し、対外競争力の喪失を招いた。更に、高金利・ドル高、およびそれに伴う米国産業の国際競争力喪失は、米国の経常収支を恒常的な赤字に転落させた。そして、財政収支と併せたいわゆる「双子の赤字」が深刻な問題となった。

85年の第二次レーガン政権発足に伴い財務長官がリーガンからベーカーに交代した後、米国はドル高、金利高の是正による国内産業の再生を画策した。そして米国の意に沿うかたちで85年9月22日、G5でのプラザ合意に基づきドル高の是正が図られた。その結果、ドルの実効レートは、81年以降の5年分のドル高をプラザ合意からわずか1年で消失することとなった。また、円ドルレートで見ると、プラザ合意以降ドルは円に対し1年間で3割強減価、3年間でほぼ半減した。

プラザ合意を受け、米国以外の主要国は、自国通貨の切上げに伴う景気悪化を阻止すべく金融緩和を行った。その結果、米国は自国の金利高を是正することが可能となった。金利高の修正とドル切下げを背景に、米国の経常収支赤字は改善方向に向かい、90年にはほぼ収支が均衡する水準となった。

図表3. 米国の財政収支



【データ】財務省、商務省、OMB

(2) 現在の環境

世界経済は90年代に入り、冷戦の終結による平和の配当を享受しながら、旧共産圏を巻き込んだ世界的な市場経済化が進展した。そして、唯一の超大国となった米国が政治的・経済的優位に立つと同時に、ディスインフレが進行し、金利は世界的に低下した。こうし

た状況下、世界のマネーは「強い米国」に流入し、米株式市場の肥大化が進んだ。また、好景気に伴う税収増により米国の財政収支は大幅に改善し、98年以降は単年度ベースでの黒字化が実現した(図表3)。このような米国にとっての好材料が出揃う一方、資本収支の黒字が膨らむと同時に経常収支の赤字が年々増加していった。

2000年に入り、米国の成長力にも陰りが見え始めると、米株式市場は調整局面を迎えた。そして、設備過剰感に加えて企業会計疑惑が次々と明るみに出るにつれ、米国への資本一極集中に対する懸念が台頭し始めた。今後、米国の先行きに対する不透明感が一段と高まれば、80年代半ば同様、市場は米国の抱える経常収支赤字に目を向ける可能性がある。

図表4. プラザ合意前後と現状の比較

< プラザ合意前後 >	< 現状 >																																																																								
<p>70～80年初：石油危機、スタグフレーション</p> <p>レーガノミクス（81年～） 減税、政府支出削減、 規制緩和、マネーサプライ管理</p> <p>減税で景気回復、インフレも沈静化</p> <div style="border: 1px dashed black; padding: 5px; margin: 10px 0;"> <p>レーガノミクスによる実質金利高・ドル高 軍事支出減らず財政支出削減進まず （双子の赤字＋産業空洞化）</p> </div> <div style="border: 1px dashed black; padding: 5px; margin: 10px 0;"> <p style="text-align: center;">プラザ合意前の展開</p> <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th></th> <th style="text-align: center;">80年</th> <th style="text-align: center;">85年</th> <th></th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>実効ドル</td> <td style="text-align: center;">91</td> <td style="text-align: center;">125</td> <td style="text-align: center;">(1.4倍)</td> </tr> <tr> <td>実質金利</td> <td style="text-align: center;">0%</td> <td style="text-align: center;">9%</td> <td style="text-align: center;">(大幅高)</td> </tr> <tr> <td>経常収支</td> <td style="text-align: center;">0%</td> <td style="text-align: center;">-3%</td> <td style="text-align: center;">(大幅増)</td> </tr> <tr> <td>財政収支</td> <td style="text-align: center;">-3%</td> <td style="text-align: center;">-5%</td> <td style="text-align: center;">(倍増)</td> </tr> <tr> <td>株式時価総額</td> <td style="text-align: center;">44%</td> <td style="text-align: center;">46%</td> <td style="text-align: center;">(変わらず)</td> </tr> </tbody> </table> </div> <p style="text-align: center;">米、金利とドルの引下げを画策 （日米円ドル委員会（84年～））</p> <p style="text-align: center;">プラザ合意（85年 9/22）</p> <div style="border: 1px dashed black; padding: 5px; margin: 10px 0;"> <p style="text-align: center;">プラザ合意後の展開</p> <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th></th> <th style="text-align: center;">85年</th> <th style="text-align: center;">90年</th> <th></th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>実効ドル</td> <td style="text-align: center;">125</td> <td style="text-align: center;">85</td> <td style="text-align: center;">(3割減価)</td> </tr> <tr> <td>実質金利</td> <td style="text-align: center;">9%</td> <td style="text-align: center;">5%</td> <td style="text-align: center;">(約半減)</td> </tr> <tr> <td>経常収支</td> <td style="text-align: center;">-3%</td> <td style="text-align: center;">-1%</td> <td style="text-align: center;">(大幅減)</td> </tr> <tr> <td>財政収支</td> <td style="text-align: center;">-5%</td> <td style="text-align: center;">-4%</td> <td style="text-align: center;">(変わらず)</td> </tr> <tr> <td>株式時価総額</td> <td style="text-align: center;">46%</td> <td style="text-align: center;">49%</td> <td style="text-align: center;">(変わらず)</td> </tr> </tbody> </table> </div>		80年	85年		実効ドル	91	125	(1.4倍)	実質金利	0%	9%	(大幅高)	経常収支	0%	-3%	(大幅増)	財政収支	-3%	-5%	(倍増)	株式時価総額	44%	46%	(変わらず)		85年	90年		実効ドル	125	85	(3割減価)	実質金利	9%	5%	(約半減)	経常収支	-3%	-1%	(大幅減)	財政収支	-5%	-4%	(変わらず)	株式時価総額	46%	49%	(変わらず)	<p>90年代：冷戦終結 平和の配当＋市場 経済化が加速 米国優位の政治経済</p> <p>米国一人勝ち、世界的デフレ</p> <div style="border: 1px dashed black; padding: 5px; margin: 10px 0;"> <p>日本経済の弱体化（90年代～） 米の株本位経済の肥大化（97年～） ユーロの誕生（99年～） テロ事件（01年 9/11）</p> </div> <p style="text-align: center;">米国にドル安政策の必要性はあるか</p> <div style="border: 1px dashed black; padding: 5px; margin: 10px 0;"> <p style="text-align: center;">現状と85年当時との比較</p> <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th></th> <th style="text-align: center;">85年</th> <th style="text-align: center;">現状</th> <th></th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>実効ドル</td> <td style="text-align: center;">125</td> <td style="text-align: center;">110</td> <td></td> </tr> <tr> <td>実質金利</td> <td style="text-align: center;">9%</td> <td style="text-align: center;">5%</td> <td style="text-align: center;">(約半分)</td> </tr> <tr> <td>経常収支</td> <td style="text-align: center;">-3%</td> <td style="text-align: center;">-4%</td> <td style="text-align: center;">(同規模の赤字)</td> </tr> <tr> <td>財政収支</td> <td style="text-align: center;">-5%</td> <td style="text-align: center;">0%</td> <td style="text-align: center;">(大幅に改善)</td> </tr> <tr> <td>株式時価総額</td> <td style="text-align: center;">46%</td> <td style="text-align: center;">115%</td> <td style="text-align: center;">(2.5倍)</td> </tr> </tbody> </table> </div> <p>米国が膨大な額の資本を取込み(85年の1.4倍)、株式市場を膨張(同2.5倍)させている構図</p> <p>実質金利はむしろ安定(85年の半分)</p> <div style="border: 1px dashed black; padding: 5px; margin: 10px 0;"> <ul style="list-style-type: none"> ・金利引下げの必要性なし(安定を期待) ・株式市場と民間のバランスの秩序ある調整を期待 ・財政(テロ戦争特需等)で需要下支え </div>		85年	現状		実効ドル	125	110		実質金利	9%	5%	(約半分)	経常収支	-3%	-4%	(同規模の赤字)	財政収支	-5%	0%	(大幅に改善)	株式時価総額	46%	115%	(2.5倍)
	80年	85年																																																																							
実効ドル	91	125	(1.4倍)																																																																						
実質金利	0%	9%	(大幅高)																																																																						
経常収支	0%	-3%	(大幅増)																																																																						
財政収支	-3%	-5%	(倍増)																																																																						
株式時価総額	44%	46%	(変わらず)																																																																						
	85年	90年																																																																							
実効ドル	125	85	(3割減価)																																																																						
実質金利	9%	5%	(約半減)																																																																						
経常収支	-3%	-1%	(大幅減)																																																																						
財政収支	-5%	-4%	(変わらず)																																																																						
株式時価総額	46%	49%	(変わらず)																																																																						
	85年	現状																																																																							
実効ドル	125	110																																																																							
実質金利	9%	5%	(約半分)																																																																						
経常収支	-3%	-4%	(同規模の赤字)																																																																						
財政収支	-5%	0%	(大幅に改善)																																																																						
株式時価総額	46%	115%	(2.5倍)																																																																						

経常収支 財政収支 株式時価総額のデータはいずれも名目GDP比。

ドル急落の可能性について

プラザ合意時と現状を比較した場合、図表4を見ても分かる通り、たしかにドルが高水準にあることや、経常収支赤字が増大しているといった点は共通している。しかしその一方で、米金利の水準は世界的な金利低下を背景に、80年代に比べて低水準かつ比較的安定している点（図表5）や、過去数年間の黒字を背景に財政政策に柔軟性が確保されている点などは、当時とは異なっている。

80年代と現在の最大の違いとして挙げられるのは、当時の対外収支赤字が主に政府部門によるものであったのに対し、現在の対外収支赤字は民間部門中心の赤字になっているという点である。これは、**米国の民間企業が膨大な額の資本**

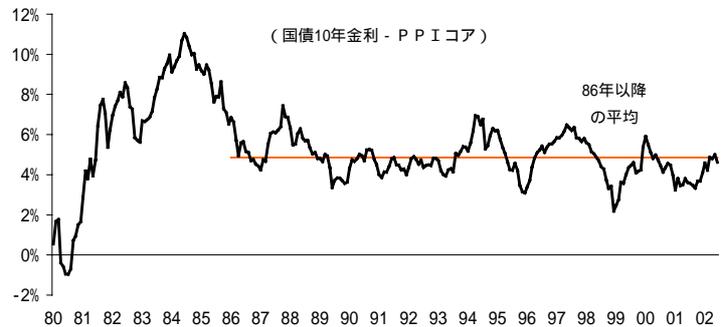
を海外から取込むことで株価を膨張させてきた構図であり、現在の最大の特徴となっている（図表6）。

80年代は、通貨と金利の切下げにより国内産業の再生を目指すことが可能であった。しかし、今回も同じように通貨を切下げると、資本の流入に頼っていた国内企業を必ずしも助けることにはならない可能性がある。即ち、ドル切下げによって資本の流入が一旦止まれば、これまで以上に「ドル - 資本の流れ - 米国株」のリンクが強い分、米国の株式市場が暴落する危険性すらある。米国がそれを容認する可能性は非常に小さいと思われる。

しかも、ドルが高水準にあることは事実である一方で、85年と違うのは円が過少に評価されている訳ではないという点である（図表7）。これは、円の実効レートを見ても明らかであるし、円ドルレートで見ても、購買力平価との乖離から判断した場合、85年当時に比べれば現水準はかなり平価に近い水準にあり、円の切上げを正当化する材料は見当たらない。そういった観点から見ても、ドルが対円で急激に切下げられる可能性は低いであろう。

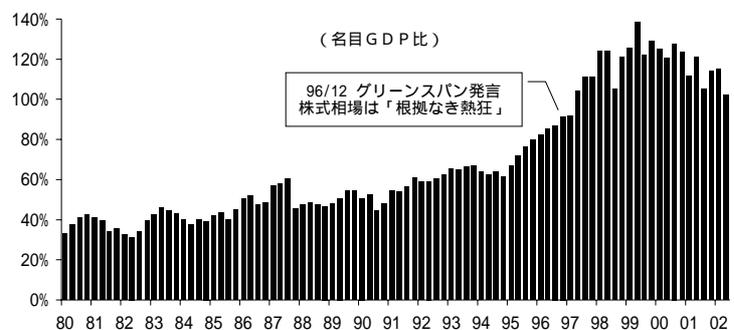
2001年の政権交代により、米国の経済政策運営は90年代後半のルービン/サマーズ/グリーンズパン体制から、リンゼー/チェイニー/ゼリック（+グリーンズパン）といった面々に取って代わられた。彼らは必ずしも強いドルにとらわれない可能性があるものの、**ドルの急速な切下**

図表5．米国の実質金利



【データ】FRB、BLS

図表6．米国株の時価総額



【データ】NYSE、商務省

げよりもむしろ、米国の成長率が潜在成長率程度で安定する中でドルが徐々に減価することで、米国株の秩序ある調整が実現し、経常収支の赤字幅を減らす方向に導くのが得策であると判断するものと思われる。

こうした中、米国は表面的には為替市場への介入に関与しない一方で、日本の当局によるドル買い介入を通じてドル安のスピード調整をしてくれることに反対はしないであろう。米国にとっての理想的な構図は、米国が財政面から国内景気下支えを模索する中、増発した国債を日本の当局が「ドル買い介入 外貨準備増加 米国債への資金還流」の図式を通じて買い支えてくれることであろう。また、ユーロ高が進めば欧州もインフレ懸念が後退するので、利上げを急ぐ必要がなくなり、財政・金融両側面から景気配慮型の政策を続けることで輸入が増大、米国の経常収支改善に寄与するといった構図も期待できよう。

とは言え、たとえ米国がドルの急激な下落を好まないにしても、仮に米国の金融経済情勢が一段と悪化し、金利の引下げが不可欠となったような場合、米金利が既に欧州を下回るような状況下では、ドル安をコントロールしきれなくなるケースも想定できよう(図表8)。

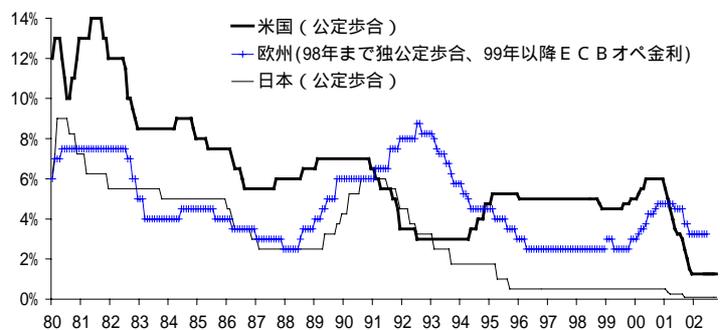
こうした点を踏まえれば、米国の経常収支赤字が膨大な額となった現状では、ドル急落のリスクが皆無であるとは言いきれないのもまた事実であり、引き続き注意を要するものと考えられる。

図表7. 円ドルレートの購買力平価



【データ】ニッセイ基礎研究所作成

図表8. 日米欧の政策金利



【データ】FRB、独連銀、ECB、日本銀行

(お願い)本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)