

International Economic and Financial Review

国際経済金融論考



Institute for International Monetary Affairs (IIMA)

公益財団法人 国際通貨研究所

2021年9月3日

ドルサイクルと米国の双子の赤字

～為替レートの変動メカニズムにおける循環論の検証（その4）

公益財団法人 国際通貨研究所

経済調査部 上席研究員

橋本 将司

masashi.hashimoto@iima.or.jp

目次

<要旨>	2
<本文>	3
はじめに	3
1. 為替レートと双子の赤字の理論的な関係の整理	3
(1) 為替レートの変動メカニズムにおける循環論と経常収支・財政収支	3
(2) 実際の推移から想定される為替レートと経常収支の理論的な関係	4
(3) マンデル・フレミング・モデルからみる為替レートと双子の赤字	6
2. ドルと米国経常収支の関係～実際の推移に基づく検証	8
(1) 米経常収支とドルの推移	8
(2) 米経常収支とドルの連動性の考察	9
3. ドルと米国財政収支の関係～実際の推移に基づく検証	11
(1) 米財政収支とドルの推移	11
(2) 米財政赤字とドルの連動性の考察	13
4. 双子の赤字の均衡為替レートへの影響とドルサイクル	15
5. 米国双子の赤字を巡る資金フローとドルの動き	15
6. まとめ～米経常・財政収支の変動よりもその背景にある経済情勢がドルに影響	19

<要旨>

- 本稿では、ドルサイクルと米国の経常収支・財政収支の景気サイクルなどに沿った循環的な動きとの関係について、1990年代後半以降を中心に検証した。
- 米経常収支対名目 GDP 比率、米財政収支対名目 GDP 比率とドルの名目実効為替レートのサイクルを比較すると、一定の連動性を確認できる時期がある。特に財政収支対 GDP 比率は相応に連動性があるように見える。
- もっとも結論から述べると、ドルサイクルは、米経常収支・米財政収支の対 GDP 比率よりも、これまでドルサイクルを説明するのに有効として来た株価指数比率（米株価指数／新興国株価指数）との連動性の方がやはり高い。
- 米経常収支とドルサイクルについては、経常収支の需給自体よりも、金額規模がはるかに大きい米国を巡る国際資本フローの影響が大きいと考えられる。こうした国際資本フローの動向は、様々なファクター・相場材料を織り込んで変動しているドルのプレミアム（ドルにおける通貨のプレミアム）に左右されており、結局その代理変数と推定される株価指数比率（米株価指数／新興国株価指数）に沿って、ドルサイクルは変動していると整理することができる。
- 米財政収支については、基本的に景気拡大期に改善し、景気後退期に大幅に悪化すると共に、様々なイベントや時の政権の財政運営などにも影響を受けて来た。1990年代後半や 2010年代のような米経済が相対的に好調な時期は、前向きなドル高サイクルと米財政収支改善が連動する形となり易い。一方、2000年代のような米経済よりも世界経済が好調な時期は、ドル安サイクルと米財政収支改善が併存し易いはずだが、当時のリーマン・ショックなどイベントの影響から米財政収支は趨勢的に悪化し、ドル安と米財政収支の悪化が連動してみえていた可能性がある。この点、2020年以降の米財政収支の大幅な悪化に対するドルサイクルの反応が注目される。
- このように、米経常・財政収支の動向そのものよりも、株価指数比率の変動の背景にある世界経済の推移や構造の変化が、ドルサイクルの方向性を決定付ける本質的な要因と整理することができる。こうした外部経済環境が、むしろ米経常・財政収支をドルサイクルと同じ方向へ推移させていた局面もあったとみられる。
- 尚、経常収支や財政収支が構造的に変化し、ドルの均衡為替レートの水準などに影響を与えるものであった場合、循環論的にドルへの影響が発生しなくても、長期的にはドルの調整圧力を蓄積させるものになり得ることには注意が必要であろう。
- 現在の米双子の赤字のファイナンス構造は、2000年代よりドル有利な内容に改善。

<本文>

はじめに

2020年4月2日付国際経済金融論考「ドルサイクルの変動メカニズムを探る～為替レートの変動メカニズムにおける循環論の検証」¹、2021年6月4日付国際経済金融論考「ドルサイクルと金利要因の関係を考える～為替レートの変動論における循環論の検証（その2）」²、及び2021年7月9日付国際経済金融論考「ドルサイクルと実質金利・期待インフレ率～為替レートの変動メカニズムにおける循環論の検証（その3）」³では、1994年以降のドルの名目実効為替レートのサイクルや変動、すなわちドルサイクルの変動要因について検証した。ドルサイクルは、米株価指数（S&P500 株価指数）を新興国株価指数（MSCI 新興国株価指数：現地通貨建て）で割った株価指数比率や、米金利からG10諸国の加重平均金利を引いた「名目金利差」、「実質金利差」、さらには米国期待インフレ率などと一定の連動性があるが、特に大局的には株価指数比率との連動性が高いことを述べた。一方、2020年以降はコロナ・ショックを受けた米国における未曾有の規模の財政出動で、財政赤字が歴史的な規模へ拡大すると共に、米国経済の相対的に早い回復の結果、輸入が増加して経常赤字も数年ぶりの水準へ拡大。経常赤字と財政赤字という米国の双子の赤字の拡大が、ドル安要因になるとの見方も少なくない。そこで本稿では、ドルサイクルと米国の双子の赤字の関係について検証・整理を試みた。尚、これまでのドルサイクルの論考と同様、以下では1990年代半ば以降のドルや米国の双子の赤字の動向を基本的に分析の対象とする。

1. 為替レートと双子の赤字の理論的な関係の整理

(1) 為替レートの変動メカニズムにおける循環論と経常収支・財政収支

上述した2020年4月2日付国際経済金融論考「ドルサイクルの変動メカニズム」でも述べたように、一般に為替レートの長期的な推移を観察すると、長期的には一定のトレンドがみられると同時に、そのトレンドを中心に約2～10年単位でサイクルを形成している（第1図）。このサイクルの中心に位置しているトレンドは、長期的に為替レートが回帰している軌道であり、均衡為替レートの趨勢を表していると考えられる。均衡

¹ [2020年4月2日付国際経済金融論考「ドルサイクルの変動メカニズムを探る～為替レートの変動メカニズムにおける循環論の検証～」](#)

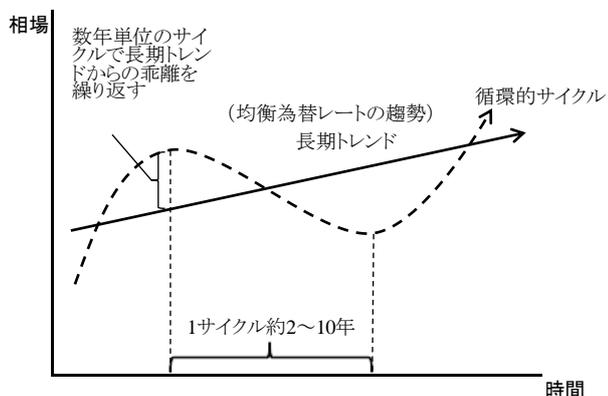
² [2021年6月4日付国際経済金融論考「ドルサイクルと金利要因の関係を考える～為替レートの変動メカニズムにおける循環論の検証（その2）～」](#)

³ [2021年7月9日付国際経済金融論考「ドルサイクルと実質金利・期待インフレ率～為替レートの変動メカニズムにおける循環論の検証（その3）～」](#)

為替レートとは、大まかには各国の構造的な経済ファンダメンタルズに基づく構造的な経常収支に見合った為替レート水準である⁴。これに対し約2～10年単位のサイクルは、投資家や投機筋が各種通貨建て金融資産にクロスボーダーで行う投資活動を含む様々な取引の影響を総合的に受け、均衡為替レートの趨勢の周りに形成されるものだ⁵。

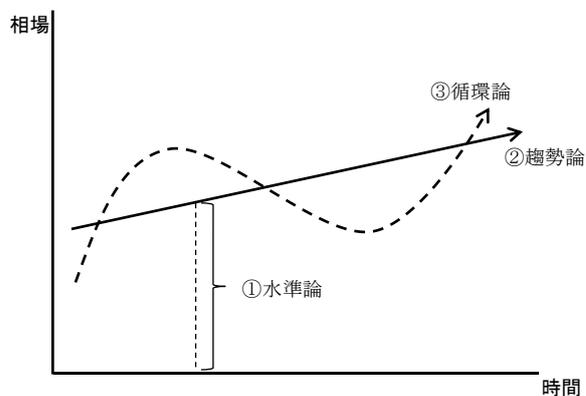
このように整理すると、為替レートの変動メカニズムは、①水準論（均衡為替レートの具体的な水準の決定をどう考えるか）、②趨勢論（均衡為替レートの趨勢はどのような要因で決まるのか）、③循環論（均衡為替レートを中心としたサイクルの形成はどのようなメカニズムによるものか）、の3つに分けて論じることができる（第2図）。経常収支や財政収支と為替レートの関係を考える時、こうした①～③の次元を分けることが重要だ。まず①水準論と②趨勢論では、均衡為替レートの水準や趨勢が議論の焦点になる。均衡為替レートは、循環的な変動を除いた構造的な経常収支に対応するものであるため、構造的な経常収支やそれに貯蓄・投資バランスを通して影響を与え得る構造的な財政収支の動向が問題となる。一方、以下本稿で扱うドルサイクル、つまり③循環論の次元においては、構造的な経常収支や財政収支、つまり両者の長期的なトレンドの周りを、景気サイクルなどに沿って循環的に変動している経常収支や財政収支の動向と、それに合わせて循環的に変動する為替レート（ドルサイクル）の関係が焦点となる。

第1図：為替レート変動の2階層(模式図)



(資料)国際通貨研究所

第2図：為替レートの変動メカニズムに関する3つの議論



(資料)国際通貨研究所

(2) 実際の推移から想定される為替レートと経常収支の理論的な関係

ドルに限らず、教科書的には経常赤字の拡大自体はその国の通貨の減価要因とされる。他の条件が一定の場合、経常赤字の拡大はそれだけその国の財・サービス貿易や投資関

⁴ 国内完全雇用を達成した上でも残る、構造的な経常黒字・赤字に対応する為替レート水準。

⁵ 一般に為替レートは、さらに数週間～数か月の小さなトレンドやサイクルも形成している。

連収益に関する海外へのネット支払額が増え、その支払いのために当該国の通貨を外貨に交換する必要が生じ、当該国通貨の売り要因となるためだ。この考え方に基くと、経常赤字の拡大は当該国通貨の減価要因だがそれが結果的に経常赤字を縮小させる方向へ作用、逆に経常黒字の拡大は当該国通貨の増価要因だがそれが結果的に経常黒字を縮小させる方向へ作用する。為替レートの変動には国際的な経常収支不均衡の自律的な調整作用があることになる。

しかし、実際には 2000 年代前半の米国を中心とした国際的な経常収支不均衡拡大などの例にみるように、不均衡はすぐには調整されずに数年以上に亘って拡大が続き、結果的に金融危機などハードランディングによる調整につながるケースもみられて来た。このように為替レートによる国際収支不均衡に対する自律的な調整メカニズムが必ずしも働かない要因としては、為替レートに影響を与える為替需給には、財・サービスなど経常収支に関するもの以上に、国際的な資本フローによるものがより大きいことが考えられる。経常赤字国は、一般にインフレ率が高く国内金利も高いことから、世界的な景気拡大局面では、当該国の内需拡大で輸入が増加して経常赤字が拡大する中でも、オフバランス取引なども含むより多額の国際的な資本フローが当該国へ流入し、当該国通貨の減価が十分に進まなかったり、むしろ増価するケースさえもみられて来た⁶。実際、国際決済銀行（Bank for International Settlements : BIS）が 3 年ごとに行っている世界の外為市場取引量調査によると、世界の為替取引量は財・サービスなどの貿易額をはるかに超える巨額なものであることが示されている⁷。

一方、このように為替レートの決定要因において、経常収支よりも国際資本フローによる影響を重視する場合も、経常収支の規模が一定以上の場合などにおいては、国際的な投資家の当該国経済の健全性などに対する警戒感が高まって国際資本フローの流入圧力が弱まる結果、当該国の通貨は弱含むなどの見方も存在する。最近の米国の経常赤字拡大をドル安要因としてみる見方も、こうした要因を重視しているようだ。実際にそうした見方が妥当であるかどうかは、定性的な議論から一義的には判断することはできず、過去からの米国などの経常赤字と為替レートの推移を具体的に検証してみる必要が

⁶ 国際資本フロー要因以外にも、為替レートの変動による国際的な経常収支不均衡の調整が円滑に実現しない要因としては、貿易取引においては、為替レートの変動による影響（代替効果）よりも、国内所得の増加による輸入量の増加（所得効果）の方が大きい可能性が挙げられる。また、為替レートの変動にも拘わらず、契約変更や生産計画の調整などのために輸出入数量が短期的には変動し難い可能性（Jカーブ効果）なども指摘されている。さらに構造的な貯蓄・投資バランス（IS バランス）に対応した構造的な経常黒字・赤字は、特に長期的に為替レートの変動では調整できない可能性がある。

⁷ BIS の調査によると、世界の外為取引額の 2019 年 4 月の 1 日あたり平均は 6.6 兆ドルで、年間ベースに換算すると約 1,723 兆ドルとなる。これに対して日本貿易振興会の推計によると、2019 年の世界の財貿易額合計は 18 兆 5,047 億ドルであり、世界の外為取引額の約 1.1%となる。

あろう。

(3) マンデル・フレミング・モデルからみる為替レートと双子の赤字

財政赤字と為替レートの関係については、経常赤字と為替レートの間にもみられるような直接的な関係は想定されない。そこで、開放経済体系におけるマクロ経済政策の効果を分析する基本的なマンデル・フレミング・モデルにカバー無し金利平価式を加えたモデルで、定性的な観点から整理した(第3図)。

第3図：カバー無し金利平価式を加えたマンデル・フレミング・モデル

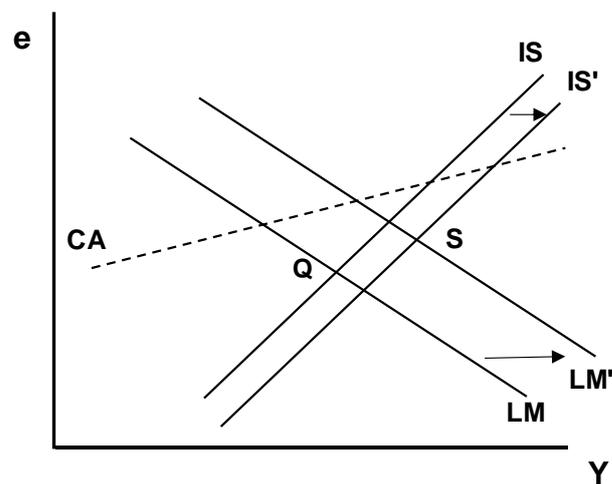
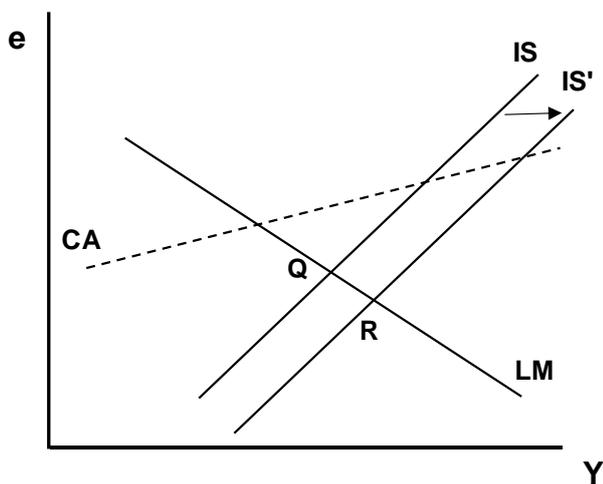
$S(Y) = I(r) + G + CA(P^*e/P, Y, Y^*)$	生産物市場の均衡式 (1)
$M/P = L(Y, r)$	貨幣市場の均衡式 (2)
$r = r^* + (E - e)/e$	金利平価式 (3)
$CA(P^*e/P, Y, Y^*) = 0$	経常収支均衡条件 (4)

Y: 国内産出量、r: 国内金利、e: 自国通貨建て名目為替レート、E: 自国通貨建て名目為替レート(期待値)
 Y*: 海外産出量、S(Y): 貯蓄関数、I(r): 投資関数、G: 政府支出、CA(e, Y, Y*): 経常収支関数
 M: マネーサプライ、L(Y, r): 貨幣需要関数、P: 国内物価水準、P*: 海外物価、P*e/P: 実質為替レート、
 r*: 海外金利

(資料) 国際通貨研究所

第4図：財政支出拡大の影響(期待為替レート一定)

第5図：財政支出拡大の影響(期待為替レート減価)



(資料) 国際通貨研究所

(資料) 国際通貨研究所

ここで(1)式が生産物市場の均衡式、(2)式が貨幣市場の均衡式、(3)式が内外金利差と為替レートのカバー無し金利平価式を表し、内生変数である国内産出量 Y、国内金利 r、自国通貨建て名目為替レート e (e の増加は自国通貨安を意味) が決定される。(4)式は

経常収支が均衡(=0)する際の国内産出量 Y と名目為替レート e の関係を表す式である。自国は変動相場制で国際資本移動が(金利平価式に従って)自由な小国開放経済となる。第4、5図は、縦軸を自国通貨建て名目為替レート e 、横軸を国内産出量 Y として、このモデルをグラフに表したものである。IS 曲線は(1)式と(3)式から導かれ、生産物市場の均衡と為替市場における金利平価の成立を実現する Y と e の組み合わせを表している。LM 曲線は(2)式と(3)式から導かれ、貨幣市場の均衡と為替市場における金利平価の成立を実現する Y と e の組み合わせを表している。両曲線の交点 Q が現在の経済の位置である。CA 曲線は(4)式をそのまま表したもので、経常収支均衡を実現する国内産出量 Y と為替レート e の組み合わせを示したものであり、その上側は経常黒字、下側は経常赤字にあることを意味している。

第4図は、期待為替レート E が一定の下で、財政支出拡大 (G の増加) の影響をみたものである。財政支出(財政赤字)が拡大すると、LM 曲線はそのままだが、IS 曲線が右方へシフトするため、経済は Q から R へ移動する。 Y は増加すると共に e は低下(自国通貨は増価)し、 Q から R へと CA 曲線に対して下方に移動するため経常赤字は拡大する。カバー無し金利平価式を加えたマンデル・フレミング・モデルでは、財政赤字拡大は経常赤字を拡大させ、自国通貨を増価させることになる。

ここで注意する必要があるのは、モデルの中の金利平価式に組み込まれている期待為替レート E が一定とされている点だ。前掲の2020年4月2日付国際経済金融論考「ドルサイクルの変動メカニズムを探る」でも指摘したように、循環論における為替レートの変動は、様々な相場材料を反映した「各通貨のプレミアム」を反映した期待為替レートの変動に大きく影響を受けており、これが常に大きく変動すると考えるのが現実的だ。財政赤字拡大による内需拡大自体は、経常赤字拡大を伴いつつも、金利上昇を通して為替レートの増価につながる筋合いにあるが、そうした双子の赤字を市場が大幅に嫌気して期待為替レートが大きく自国通貨減価方向へシフトする可能性は排除できない。第5図は、財政拡大 (G の増加) と共に期待為替レート E が自国通貨減価方向に変化する (E の上昇) 場合の影響を示したものである。IS 曲線は G の増加は右方シフト要因だが、 E の上昇は左方シフト要因となる。LM 曲線は G の増加の影響を受けない一方、 E の上昇は右方シフト要因となる。 G と E の具体的な変化の大きさ次第で結果は異なり得るが、第5図の例のように E 上昇の影響力が強い場合、経済は Q から S へ移動して e は上昇し、自国通貨が減価することになる。

このように、マンデル・フレミング・モデルによる定性的な検証からも、経常赤字や財政赤字の拡大を受けて実際に為替レートがどのように変動するかは、「各通貨のプレ

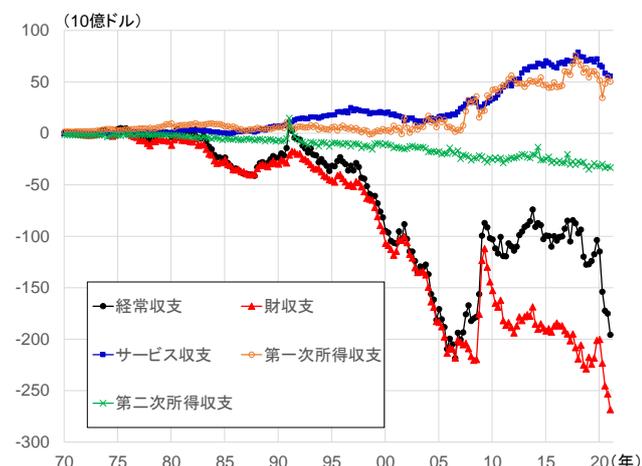
ミアム」を反映した期待為替レートがどのように反応するかが、重要なファクターになるとみることができる。次章以降では、ドルと双子の赤字について、過去からの実際の推移を検証・確認する。

2. ドルと米国経常収支の関係～実際の推移に基づく検証

(1) 米経常収支とドルの推移

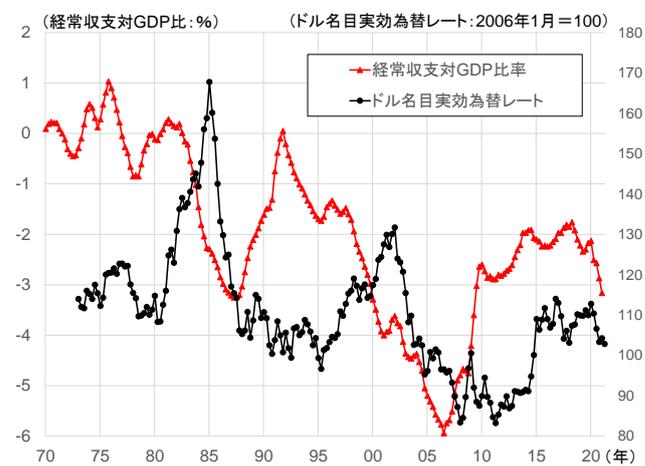
第6図は、米経常収支とその内訳を実額ベースでみたものだ。1990年代から2006年半ばまでは、グローバリゼーションの進展を受けた財貿易収支の赤字拡大を主因に経常赤字は急激な拡大傾向にあったが、2006年半ば以降は縮小に転じた。当初2008年のリーマン・ショック前後から2009年半ばまでは、米国の輸入の落ち込みによる財貿易収支の赤字の急激な縮小が寄与。その後は米景気の持ち直しに伴う米国の輸入回復により、財貿易収支の赤字は2018年にかけてリーマン・ショック前の水準に至るまで再拡大したが、その間サービス貿易収支や第一次所得収支の黒字幅拡大傾向がこれを相殺。2019年まではリーマン・ショック後の経常赤字の縮小状態は維持されていた。しかし2020年以降は、コロナ・ショックを受けた大規模な景気刺激策を背景とした米国の内需拡大により輸入が急速に回復した一方、世界経済の伸び悩みから輸出の回復は相対的に鈍く、財貿易収支の赤字が大幅に拡大し、経常赤字も再び拡大している。

第6図：米国経常収支と内訳の推移



(資料) Bloomberg

第7図：米経常収支対GDP比率とドル名目実効為替レート



(注)ドル名目実効為替レートは主要通貨に対する実効為替レート

(資料) Bloomberg

第7図は米経常収支の対名目GDP比率とドルの名目実効為替レートの推移をみたものだ。米経常収支の対GDP比率は、2008年のリーマン・ショック前の世界的な対外不均衡拡大を背景に、2006年半ばに▲6%近辺まで大幅に悪化。その後リーマン・シヨッ

クを経て 2009 年に▲2%台へ大幅に改善し、2018 年には▲1%台まで戻る場面もみられていた。もっとも、2020 年のコロナ・ショック以降再び赤字拡大傾向がみられつつあり、直近 2021 年第 1 四半期は▲3%を超えて推移している。

この間のドルの名目実効為替レートの推移をみると、1990 年代から 2006 年までの経常赤字拡大期間において 2001 年まではドル高サイクル、逆に 2002 年以降はドル安サイクルとなっていた。2006 年半ばを底に経常収支対 GDP 比率は赤字縮小方向に転じたが、2002 年以降のドル安サイクルは 2011 年半ばまで継続。2011 年半ば以降、ドルは経常収支対 GDP 比率の改善を追うようにドル高サイクルへ転じ、2015 年以降は高値圏でレンジ色強い推移が数年単位で続いて来た。2020 年以降は経常収支対 GDP 比率が再び悪化する中で、ドルも幾分ドル安方向へ推移しているが、2015 年以降の高値圏でのレンジ相場を明確に下放れるには至っていない。

(2) 米経常収支とドルの連動性の考察

このようにみると、ドルの名目実効為替レートは、米国の経常収支対 GDP 比率を非常に緩やかに後追いつているようにも見えるが、1990 年代は完全に逆相関であるなど、両者に強い連動性があるようにはみえない。以上のような推移から、まず少なくとも米国の経常収支の需給自体がドルの大局的な動向に決定的に影響していないことは確認できよう。結局米国の経常赤字が拡大傾向でも縮小傾向でも、米国を巡るオフバランス取引を含む国際資本フローの動向次第で、ドルサイクルは上昇サイクルにも下落サイクルにもなるとみるのが自然であると考えられる⁸。そしてこうしたドルの大局的な動向に影響を与える米国を巡る国際資本フローは、結局様々なファクター・相場材料を織り込んで変動し、ドルサイクルとも連動しているドルのプレミアム（ドルにおける通貨のプレミアム）と概ね連動していると整理することができる。

この点、前掲 2020 年 4 月 2 日付国際経済金融論考「ドルサイクルの変動メカニズムを探る」では、ドルのプレミアムについては米株価指数を新興国株価指数で割った株価指数比率がその代理変数になっておりドルサイクルとの連動性が高いこと（第 8 図）、また同比率の分母分子に相当する両株価指数の上昇・下落の組み合わせから、ドルサイクルを局面①～⑥に分類できることを指摘した（第 10 図）。そこで、このドルサイクルの局面判断①～⑥と米経常収支対 GDP 比率の関係を 1990 年代半ば以降で検証すると、

⁸ 国際金融理論における為替レート決定理論では、経常収支などのフロー取引の動向により為替レートが決定されるという「フロー・アプローチ」と、世界の投資家はそのストックベースの金融資産を、どの通貨建てにどのくらい振り向けるかで為替レートが決定されるという「アセット・アプローチ」の考え方があがるが、ここで挙げた考え方は、後者の「アセット・アプローチ」に近いものと言える。

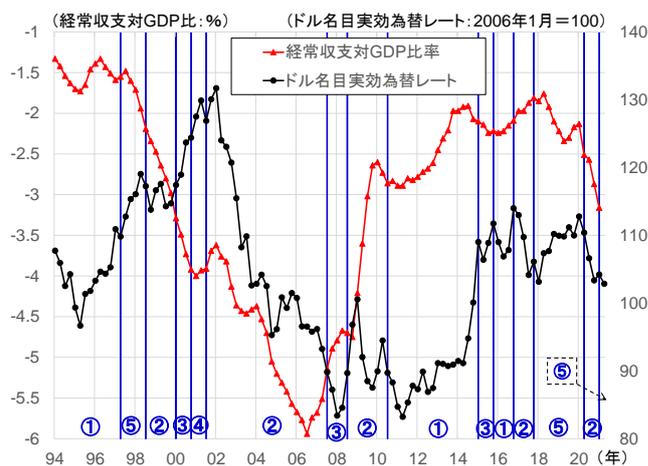
各局面①～⑥で経常赤字が拡大する場合と縮小する場合の両方があり、両者の間には明確な規則性は無ようだ（第9図）。米経常収支対GDP比率は、10年あるいはそれ以上のタイムスパンでの米経済や世界経済、あるいは政策の構造変化により大局的・趨勢的に変動しているようだ。

第8図：ドル名目実効為替レートと株価指数比率



(注1)ドル名目実効為替レートは広義実効為替レート
 (注2)番号①～⑤はドルサイクルの局面判断
 (資料)Bloomberg

第9図：米経常収支対GDP比率とドルサイクルの局面判断



(注1)ドル名目実効為替レートは主要通貨に対する実効為替レート
 (注2)番号①～⑤はドルサイクルの局面判断
 (資料)Bloomberg

第10図：ドルサイクルの各局面

局面	局面①	局面③	局面⑤
株価	米株上昇>新興国株上昇	米株下落<新興国株下落	米株値上昇・新興国株価下落
株価指数比率	株価指数比率上昇=ドル上昇	株価指数比率上昇=ドル上昇	株価指数比率上昇=ドル上昇
ドル	リスク選好のドル高	リスク回避のドル高	米国リスク選好・新興国リスク回避のドル高
局面	局面②	局面④	局面⑥
株価	米株上昇<新興国株上昇	米株下落>新興国株下落	米株値下落・新興国株価上昇
株価指数比率	株価指数比率下落=ドル下落	株価指数比率下落=ドル下落	株価指数比率下落=ドル下落
ドル	リスク選好のドル安	リスク回避のドル安	米国リスク回避・新興国リスク選好のドル安

(注)局面④と⑥は分類上ドル安サイクルだが、米経済の状況悪化は新興国経済などにも影響を与えやすいため、実際はドルの方向は明確でなく、上昇する場合もあり得る。
 (資料)国際通貨研究所

こうした観察から、ドルサイクルはやはり大局的には株価指数比率に沿って推移しており、米経常収支対GDP比率はドルサイクルに対して強い影響は与えていないとみるのが妥当のようだ。もっとも、米経常収支対GDP比率の10年やそれ以上のタイムスパンでの拡大・縮小トレンドは、ドルサイクルの動きと全く関係がないとも言えないかもしれない。

まず、米経常収支対GDP比率は1990年代後半から2006年頃まで、グローバリゼーションの進展と共に赤字拡大傾向を辿っていたのは既述の通りだ。この間、2000年初

頭までは米経常収支対 GDP 比率の赤字規模もまだ限定的に止まっており、米国経済は米国以外の国々の経済よりもオフショアリングの進展などによるグローバリゼーションのメリットをより大きく受けていた段階にあり相対的に好調で、ドルサイクルも局面①（リスク選好のドル高）中心の下でドル高サイクルにあったとみられる。2000年代に入ると、2001年の中国のWTO加盟もあってグローバリゼーションがさらに進展し、米経常収支対 GDP 比率の赤字規模がより拡大すると共に、米国経済よりも新興国など米国以外の国々の経済がグローバリゼーションのメリットをより大きく受ける構図が次第に鮮明となり、ドルサイクルも局面②（リスク選好のドル安）中心の下でドル安サイクルに転換したとみることができる。2010年代以降は、グローバリゼーションは尚も進展していたものの、米国 IT 産業の優位性顕在化（→サービス貿易収支底上げ）やシェール革命による米国の原油輸入激減などから米経常収支対 GDP 比率は赤字縮小方向に転換し、そうした時代背景や状況のメリットを米国経済が米国以外の国々の経済よりもより多く受ける中、ドルサイクルも局面①（リスク選好のドル高）中心の下でドル高サイクルに転換したとみることができる。

もちろん経常黒字がその国の経済には常にプラスで経常赤字がマイナスという訳ではない。但し、少なくとも1990年代後半以降の米経常収支の増加・減少のトレンドの変遷については、ちょうど米経済と米国以外の経済のパフォーマンスの対比に対応している面があり、そうした時代の変遷が結果的にドルサイクルの転換にも関係していたとみることができよう。要は米国の経常赤字の増減自体よりも、そうした状況を生む米経済を含む世界経済の動向や構造の変化が、米国と米国以外への投資のどちらが投資家にとってより魅力的であるかを左右し、ドルサイクルの方向性も決定付ける本質的な要因になっていたと整理することができる。

2020年のコロナ・ショック以降の米経常赤字の拡大は、米国の産業競争力や経済パフォーマンスの相対的な低下によるものというよりは、いち早くコロナ・ショックによる景気後退から脱却したことによる諸外国との内需モメンタムの格差（米国>諸外国）によるものとみることができる。以上みたような考え方に基けば、こうした米経常赤字の拡大は、米経済やドルにとってはプラスとなる要素を反映しているとみることができるのではないかと。

3. ドルと米国財政収支の関係～実際の推移に基づく検証

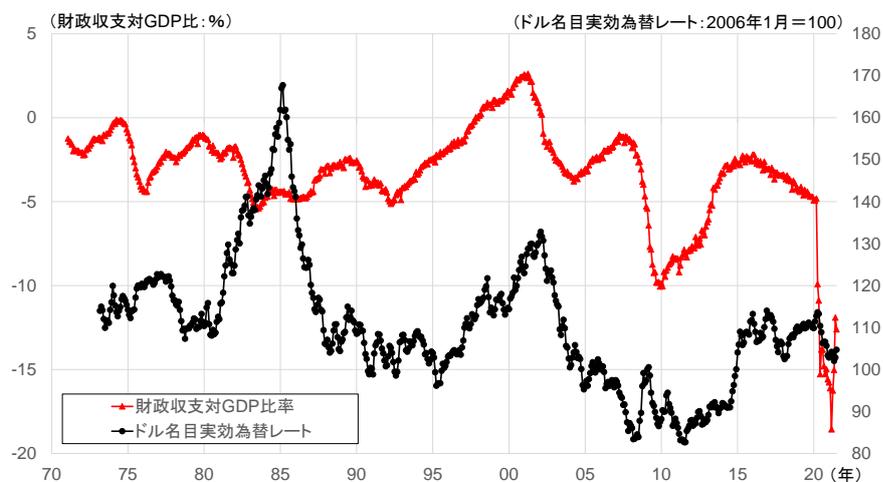
(1) 米財政収支とドルの推移

米財政収支の対名目 GDP 比率の推移を1990年代半ば以降を中心にみると、1990年

代は東西冷戦の終結に伴う軍事費の減少や米好景気による税収増などにより改善傾向となり、一時1998年から2001年頃までマイナス（赤字）からプラス（黒字）へ転換する場面もみられていた（第11図）。しかし、2002年以降はITバブル崩壊による景気後退・税収減に加え、ブッシュ政権による減税政策や対テロ戦争による軍事支出増加により再び悪化傾向となり、マイナス圏での推移に回帰。リーマン・ショック前の数年間には一時改善傾向もみられたものの、リーマン・ショックを受けた景気対策により、2009年に▲10%近辺へと大幅に財政赤字は拡大した。2010年代は景気回復による税収回復や財政収支改善努力もあり、2015年に▲2%台まで改善する場面もみられたが、2017年のトランプ政権による減税政策もあり2010年代後半は▲4%台へと再び緩やかな悪化傾向にあった。その後2020年のコロナ・ショックを受けた大規模な景気対策により、2021年には▲19%台へと大幅に悪化した。

この間のドルの名目実効為替レートの推移をみると、1990年代後半から2000年初頭にかけて財政赤字が縮小していた時期は、ドル高サイクルで推移。2008年のリーマン・ショックもあり財政赤字が再び拡大傾向に転じていた2000年代は、ドル安サイクルに転じていた。2010年代に再び財政赤字が縮小に向かうと、ドルも2011年半ばに底打ちしてドル高サイクルへ転換。2010年代半ばに財政赤字の縮小が一服すると、ドルの反発も一服した。その後2010年代末に向かって財政赤字は緩やかな拡大方向にあったが、ドルは2010年代半ば以降の高値圏でのレンジ推移が継続。2020年以降財政赤字は急拡大したが、ドルは2015年以降の高値圏でのレンジ推移の中で小幅に下落するに止まっている。

第11図 :米財政収支対GDP比率とドル名目実効為替レート

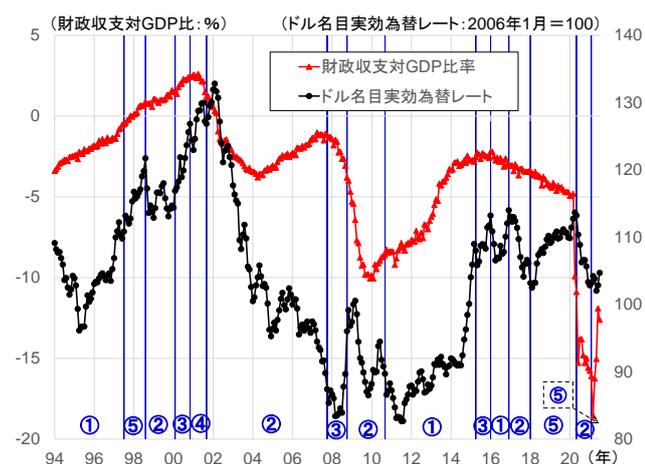


(注)ドルの名目実効為替レートは主要通貨に対する実効為替レート
(資料) Bloomberg

(2) 米財政赤字とドルの連動性の考察

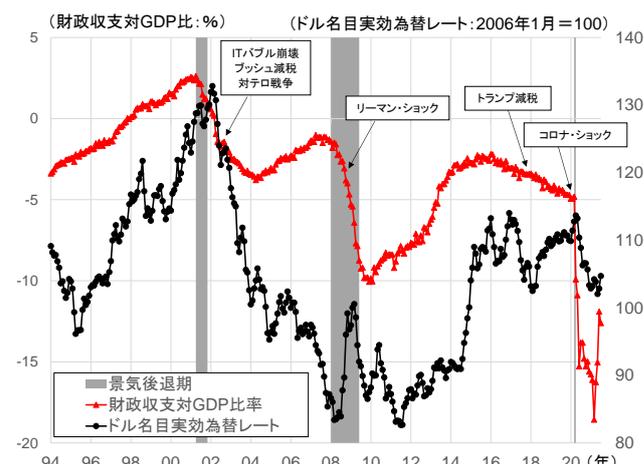
このようにみると、ドルの名目実効為替レートは、大局的には米財政収支対 GDP 比率を緩やかに後追いでおり、しかも米経常収支対 GDP 比率よりもやや相関が高いようにも見える。前述の通り、ドルサイクルはドルのプレミアムの代理変数となっていると推定される米株価指数と新興国株価指数の株価指数比率と概ね連動している。米財政収支とドルが連動するメカニズムがあるとすれば、米財政収支とこのドルのプレミアム、その代理変数と推定される株価指数比率の間に一定の連動性があることがその要因である可能性がある。この点、株価指数比率によるドルサイクルの局面判断①～⑥と米財政収支対 GDP 比率の関係について 1990 年代半ば以降について検証すると、それぞれの局面で必ず米財政収支が改善あるいは悪化するというような明確な規則性は、先にみた米経常収支と同様に無いようだ（第 12 図）。

第 12 図：米財政収支対 GDP とドルサイクルの局面



(注1)ドル名目実効為替レートは主要通貨に対する実効為替レート
(注2)番号①～⑤はドルサイクルの局面判断
(資料)Bloomberg

第 13 図：米財政収支対 GDP と景気サイクル・各種イベント



(注)ドル名目実効為替レートは主要通貨に対する実効為替レート
(資料)Bloomberg

前章で述べたように、その米経常収支は 10 年あるいはそれ以上のタイムスパンでの米経済や世界経済、あるいは政策の構造変化により大局的に変動している。米財政収支についてもこうした大局的な観点でみると、基本的に景気拡大期に改善し、景気後退期に大幅に悪化している。また、前述の通り様々なイベントや時の政権の財政運営などにも影響を受けて来た（第 13 図）。

米財政収支が景気拡大期に改善するという事は、1990 年代後半や 2010 年代にみられた景気拡大期における局面①（リスク選好のドル高）や局面⑤（米国リスク選好・新興国リスク回避のドル高）を中心としたドル高サイクルは、改善傾向の米財政収支と連

動してみえるはずだ。逆に 2000 年代にみられた景気拡大期における局面②（リスク選好のドル安）を中心としたドル安サイクルは、改善傾向の米財政収支と逆行してみえるはずだ。

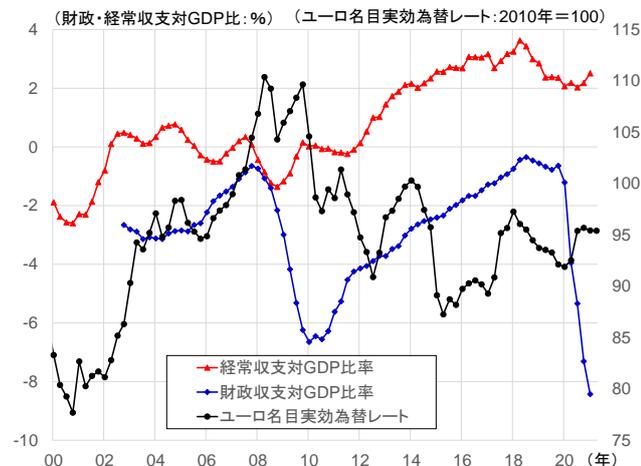
この点、1990 年代後半のドル高サイクルは、この見方の通り米財政収支改善と並走していた。2000 年代のドル安サイクルは、米財政収支が 2004 年～2006 年頃は改善傾向にあり、この見方の通り逆行していた時期もあった。しかし、前述の通り 2000 年代初頭と 2008 年頃にイベントや時の政権の財政運営などの影響から米財政収支が大幅に悪化した局面があり、結果的に趨勢的には米財政収支が悪化。期間全体ではドル安サイクルと米財政収支の悪化傾向が並走する形となった。2010 年代は、基本的にドル高サイクルと米財政収支改善が並走していたが、2020 年以降は、コロナ・ショックというイベントの結果、米財政収支は大幅に悪化し、最終的には趨勢的な悪化傾向となった。この結果、依然大局的には高止まりが続くドルの推移と乖離が発生しつつある。

このようにドルサイクルはあくまで株価指数比率に沿って推移しており、米財政収支の動向は、その時々々の景気サイクルやイベント、ドルサイクルの局面次第で、ドルと連動したりしなかったりするのではないかと筆者は考えている。こうした観点からも、現在の米財政収支の大幅な悪化を受けてドルが下落しないかどうかは、こうした見方を検証する貴重な機会であるとも言えよう。つまり、ドルがこのまま株価指数比率に沿って高止まりすれば、こうした見方の正しさが改めて確認され、逆にドルが急落する場合は、米財政収支が想定以上にドルサイクルに影響を及ぼしている可能性が浮上しよう。

尚、米国経済が相対的に好調でドル高サイクルが発生した 1990 年代後半や 2010 年代のような状況は、米財政収支も改善し易く、逆に米国経済よりも世界経済が好調でドル安サイクルが発生する 2000 年代のような状況は、ある種の歪みを米経済に生んでリーマン・ショックのような危機の遠因になり、結果的に米財政収支も悪化する結果になったと言えなくもないかもしれない。こうした観点に立てば、ドル高・ドル安サイクルや、各種イベントを発生させるようなその時代ごとの世界経済の状況や構造が、結果的にドルサイクルと米財政収支の方向を一致させる作用を及ぼす可能性も完全には排除できないだろう。

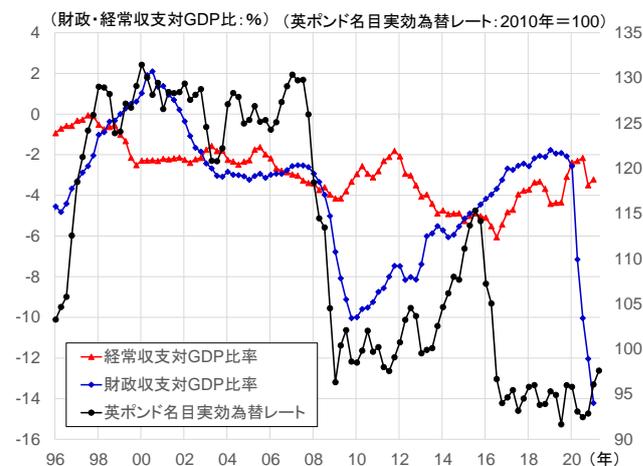
因みに、他の主要な先進国・地域の例としてユーロ圏と英国の財政収支と当該国通貨（名目実効為替レート）の動向をみると、やはり連動性はあまり高くない（第 14、15 図）。こうした他国の事例を勘案しても、財政赤字や双子の赤字と為替レートの連動性は、普遍的なものではないようにみえる。

第14図：ユーロ圏財政・経常収支対GDPと実効為替レート



(注)ユーロ名目実効為替レートは主要通貨に対する名目実効為替レート
(資料) Bloomberg

第15図：英国財政・経常収支対GDPと実効為替レート



(注)英ポンド名目実効為替レートは主要通貨に対する実効為替レート
(資料) Bloomberg

4. 双子の赤字の均衡為替レートへの影響とドルサイクル

以上の通り、ドルサイクルが大局的にはドルのプレミアムやその代理変数と推定される株価指数比率に沿って推移しており、米経常収支や米財政収支の景気サイクルに沿った循環的な変動は、ドルサイクルに大きな影響を与えている訳ではないとの見方を示した。循環的な変動において米経常・財政収支が一定程度悪化しても、そうした状況を生み出す世界経済の動向が米国経済にとって相対的に望ましいものであれば、国際的な資本フローが米国に流入することの影響の方が強く、ドルは上昇して来たことをみた。

もっとも、こうした米経常・財政収支の悪化が実は構造的な変化であり、冒頭第1図で指摘したような構図における、ドルの均衡為替レートの水準・トレンドをドル安方向へシフトさせるものであった場合、潜在的なドル安圧力を蓄積させるものになることには注意が必要であろう。特に循環論的なドル高サイクルが続いていた場合で、均衡為替レートがドル安方向へシフトすると、実勢の為替レートによる均衡為替レートからのドル高方向への乖離が進むはずであり、何か月後、あるいは何年後かにドル安サイクルに転換した際は、ドルの均衡為替レートへ向けてより大きな下落・調整に結び付く可能性があるだろう。こうした意味で、双子の赤字が構造的な次元で変化する場合は、循環論的にはすぐにドルの動きに影響を与えなくても、ドルの長期的な推移には影響を与えると考えられる。

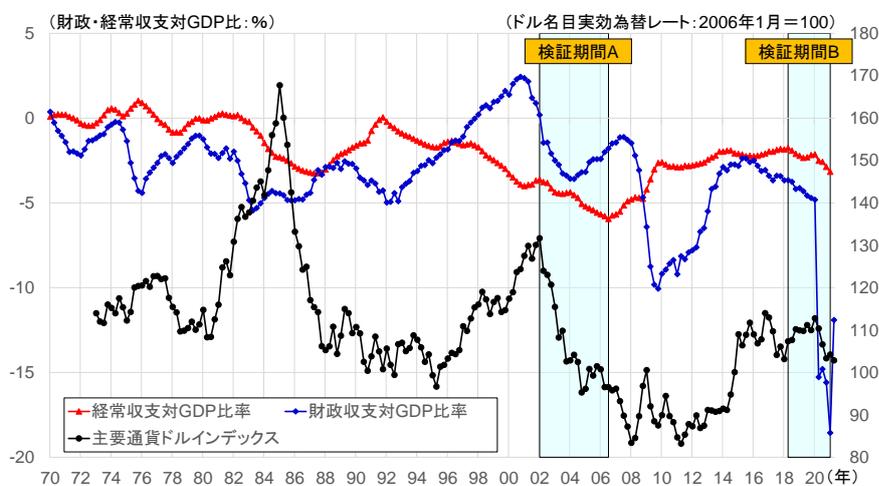
5. 米国双子の赤字を巡る資金フローとドルの動き

一国の貯蓄・投資バランスの観点からみると、経常収支は公共部門の収支である財政

収支と、家計や企業などの民間部門の収支を合計したものに等しい。民間部門の収支が一定であれば、財政収支の赤字拡大はそのまま経常収支の赤字拡大につながる。経常赤字であるということは、その分について海外からファイナンスを受けていることになり、財政赤字でもある場合はその一部も海外からファイナンスを受けている可能性がある。そうした海外からのファイナンスの動向は、通貨のプレミアムの動きと何らかの関連性があり、為替レートの動向をみる上で示唆を与える可能性もある。

そこでここでは、FRB が公表している資金循環統計（Financial Accounts of the United States）により、米国における海外部門、家計部門（家計と非営利組織）、非金融企業部門、政府部門、金融部門（含む中央銀行）、それぞれの資金収支と資金運用・調達状況について、一定期間の累積フローを検証した（第 17、18 図）。対象とした期間は、リーマン・ショック前で双子の赤字が拡大してドルも下落サイクルにあった 2002 年第 1 四半期から 2006 年第 3 四半期まで（検証期間 A）と、2010 年代後半で双子の赤字が再び悪化方向へ推移して以降直近までとなる 2018 年第 2 四半期から 2021 年第 1 四半期まで（検証期間 B）である（第 16 図）。

第 16 図 :米双子の赤字と検証期間



(資料) Bloomberg

第 17、18 図では、最上段の収支がプラスであれば、その部門の対象期間の累積資金収支がプラスであり、他の部門からの資金調達額（借入額）よりも他の部門への資金運用額（貸付額）が大きいことを意味する。海外部門の収支がプラスであるということは、同部門が米国に対してネットで資金を貸し付けていることを意味し、米国の経常赤字のファイナンスを行っていることを示している。海外部門を含めた全ての部門の収支は理論上合計ゼロになるはずだが、統計上の誤差からゼロにはなっていない。運用の内訳は

各部門がどのような項目で資金運用を行っているか、調達の内訳はどのような項目で資金調達を行っているかを示しており、運用の合計と調達の合計の差額が収支に一致する。

第 17 図：米国部門別資金運用・調達(検証期間 A)

(10億ドル)

	海外	家計	非金融企業	政府	金融	計
収支	2,259.3	▲ 107.9	577.8	▲ 2,934.2	517.5	-
資金運用	4,864.1	5,088.0	3,643.4	802.8	17,566.6	31,964.9
現預金など	586.3	1,632.1	638.0	60.8	1,042.6	3,959.7
債務証券	3,199.1	22.7	100.5	511.2	3,957.3	7,790.8
貸出	52.2	220.6	3.3	54.7	6,899.7	7,230.5
株式など	352.2	29.1	▲ 443.4	7.7	1,402.0	1,347.5
その他資産	674.3	3,183.6	3,345.0	168.3	4,265.1	11,636.3
資金調達	2,604.7	5,195.9	3,065.6	3,737.0	17,049.2	31,652.5
現預金など	690.2	0.0	0.0	3.6	4,293.5	4,987.3
債務証券	470.3	64.6	148.6	2,328.0	4,779.3	7,790.8
借入	▲ 5.2	5,058.3	1,656.5	2.1	518.9	7,230.5
株式など	1,273.4	0.0	▲ 341.6	0.0	1,756.4	2,688.2
その他資産	176.1	73.0	1,602.1	1,403.4	5,701.0	8,955.7

(資料)FRB

第 18 図：米国部門別資金運用・調達(検証期間 B)

(10億ドル)

	海外	家計	非金融企業	政府	金融	計
収支	1,199.9	5,591.5	181.4	▲ 6,405.4	382.9	-
資金運用	2,771.3	7,408.2	6,030.0	1,933.9	16,285.4	34,428.8
現預金など	469.4	10,409.1	1,612.4	1,015.6	2,718.0	10,730.6
債務証券	651.5	234.1	118.1	330.0	8,992.2	10,325.9
貸出	214.2	148.6	13.9	460.7	2,940.4	3,777.8
株式など	581.7	657.7	▲ 183.0	▲ 6.6	▲ 968.0	81.7
その他資産	854.4	1,452.6	4,468.5	134.3	2,602.8	9,512.8
資金調達	1,571.3	1,816.7	5,848.6	8,339.4	15,902.5	33,478.5
現預金など	346.7	0.0	0.0	▲ 0.8	10,409.1	10,755.0
債務証券	492.1	▲ 17.0	1,078.1	6,902.3	1,870.4	10,325.9
借入	221.4	1,805.3	1,836.1	3.1	▲ 88.0	3,777.8
株式など	567.7	0.0	▲ 430.2	0.0	1,179.7	1,317.3
その他資産	▲ 56.7	28.3	3,364.6	1,434.8	2,531.3	7,302.5

(資料)FRB

これによると、まず第 17 図の検証期間 A (2002 年第 1 四半期～2006 年第 2 四半期) では、当時住宅ブームで借入を増やしていた家計部門が▲1,079 億ドルと小幅の赤字収支になっていたが、財政赤字で推移していた政府部門の赤字収支が▲2.9 兆ドルと大きく、米国の経常赤字の主因となっていた。運用・調達の内訳をみると、家計部門は 5.1 兆ドルを借入で調達しており、恐らくこれは金融部門の貸出 6.9 兆ドルで概ねカバーされていると推察される。政府部門は米国債を中心とした債務証券 (2.3 兆ドル) で調達の大部分を行っているが、その多くは海外部門の債務証券による運用 (3.2 兆ドル) でファイナンスされていると推察される。というのも、金融部門も 4.0 兆ドルの債務証券による運用を行っているが、同時に債務証券による 4.8 兆ドルの調達も行っており、金融部門間の資金のやり取りに回っている可能性があるためだ。

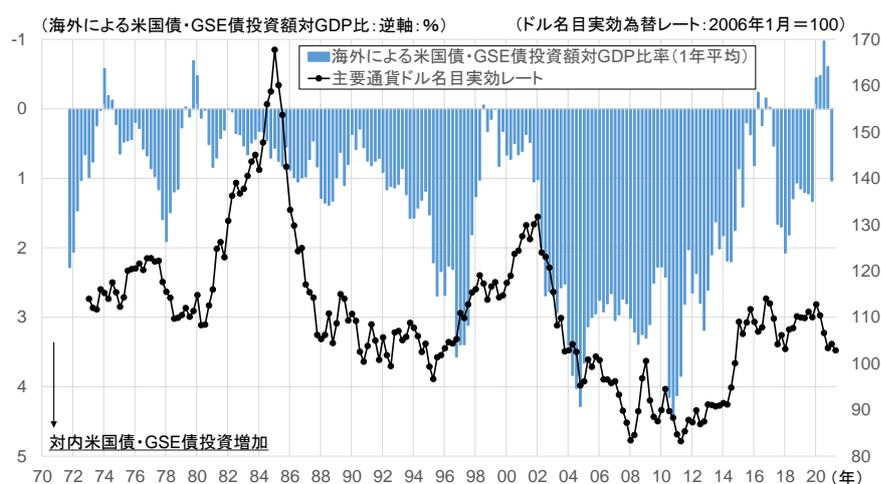
一方、第 18 図の検証期間 B (2018 年第 2 四半期～2021 年第 1 四半期) では、政府部門のみが▲6.4 兆ドルと大幅な赤字収支となっている。海外部門が 1.2 兆ドルの黒字収支になっていることから、家計部門など他の米国国内部門で吸収し切れない赤字収支を海外部門がファイナンスしており、この期間の米国の経常赤字に対応している。運用・調達の内訳をみると、政府部門は米国債を中心とした債務証券 (6.9 兆ドル) で調達の大部分を行っている。但し、海外部門の債務証券による運用額をみると 6,515 億ドルに止まっており、ここでは金融部門 (含む中央銀行) による債務証券による運用 (9.0 兆ドル) で多くがファイナンスされている模様だ。金融部門はその原資を現預金の発行で調達しており、これが家計を中心とした米国内の他部門の現預金の増加につながってい

る。コロナ・ショックを受けた米当局による現金給付など経済支援策の影響も小さくないとみられる。海外部門は、米国の経常赤字のファイナンスについては、債務証券のみではなく株式（5,817億ドル）やその他資産（8,544億ドル）への運用によりファイナンスしている。その他資産は、うち7,338億ドルが対内直接投資となっている。

このようにみると、2000年代前半に米国の双子の赤字が拡大し、ドル安も進行していた時期は、政府の赤字収支が経常赤字の主因であり、そのファイナンスも海外部門による米国債への投資に相当程度依存していた。一方、2018年以降からコロナ・ショックを経て現在に至るまでは、やはり政府部門の赤字収支が経常赤字の主因となっているが、政府部門の赤字収支のファイナンスは国内金融部門による米国債での運用によって多くが行われており、2000年代と違い海外部門への依存度は小さいことがわかる。その海外部門は、米国の経常赤字のファイナンスを、株式や対内直接投資など、米国の事業リスクをより積極的に取る形で行っていることがわかる。

第19図は海外部門による米国債とGSE（政府支援機関）債による各四半期の運用額を逆軸にとってドルの名目実効為替レート（主要通貨に対する実効為替レート）と比べたものである。2000年頃から両者は緩やかに連動しており、海外から米国債やGSE債への投資額とドルは逆相関にあるように見える。足元米国の経常赤字は再び拡大傾向にあり、財政赤字も急拡大しているが、先にみたように米国債による財政赤字のファイナンスはFRBによる大規模な金融緩和策もあり国内で吸収できており、海外からの資金流入への依存度は過去に比べてむしろ限定的になっていることを改めて確認できよう。

第19図 :ドル名目実効為替レートと海外からの米国債・GSE債への投資(フロー)



(資料) FRB, Bloomberg

ドルサイクルはドルのプレミアムや米国への国際的な資本フローに連動していると

述べたが、米国債など安全資産に近いもので資金が流入して来る際は、ドルのプレミアムは低下する傾向がある可能性があるだろう。現在のこうした双子の赤字のファイナンス構造も、ドルのプレミアムが大幅に悪化せず、ドルの下落が限定的な背景になっていると思われる。

6. まとめ～米経常・財政収支の変動よりもその背景にある経済情勢がドルに影響

米経常収支と財政収支の対名目 GDP 比率の循環的な変動は、ドルサイクルと一定の連動性がある場合もあり、特に 1990 年代後半以降の米財政収支対 GDP 比率は、ドルサイクルと相応に連動性があるように見える。しかし、詳細に検証すると、やはりドルサイクルは、ドルのプレミアムの代理変数となっている株価指数比率との連動性がより高い。米国の経常収支や財政収支の動向よりも、ドルのプレミアムに連動していると推定される米国を巡るオフバランス取引を含む国際資本フローの動向、そしてそうした動向の背景となっている米経済を含む世界経済の推移や構造の変化が、ドルサイクルの方向性を決定付ける本質的な要因になっていたと整理することができる。ドルサイクルと米経常収支や財政収支の対 GDP 比率の間に一定の連動性がみられる時期は、そうした外部経済環境が、むしろ米経常収支や財政収支をドルサイクルと同じ方向へ推移させていた可能性があるだろう。こうした見方の妥当性を確認する上で、コロナ・ショック以降の米財政赤字の急拡大にも拘わらず、今後ドルサイクルが大きく下落することなく、高止まりを続けるかどうか注目される。

尚、米経常収支や財政収支が構造的に変化し、ドルの均衡為替レートの水準・トレンドに影響を与えるものであった場合、短期的にドルへの影響が発生しなくても、潜在的なドルの調整圧力を蓄積させるものになることには注意が必要であろう。

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくごお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください

Copyright 2021 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

Telephone: 81-3-3510-0882

〒103-0027 東京都中央区日本橋 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階

電話：03-3510-0882 (代)

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <https://www.iima.or.jp>