

# 米国経常収支赤字の維持可能性

尾 田 温 俊

## 問題の所在

米国が世界経済に占める大きな特徴の一つは、自国通貨の米ドルが世界の通貨として流通する基軸通貨国であることである。当然のことながら通貨価値を維持するためには通貨発行に際して慎重な配慮が必要である。しかし最近の米国は毎年巨額な経常収支赤字を計上しており、これは対米貿易黒字国に対してそれだけ過剰にドルを散布してきたことになる。常識的な直観では、巨額の経常収支赤字国に待ち構えているのはアジア通貨危機で経験したような急激な資本逃避圧力である。そこで米国においても、例えば住宅バブル崩壊を契機として海外の流入資本が一斉に引揚げられ、債券価格とドルの暴落および金利の急上昇が発生するというハードランディングシナリオが、一般に共通の常識として流布されてきた。実際、2007年から最近の2008年4月までの世界経済の動揺においても、この共通の基本認識が大きく作用してきたことは周知の事実である。

米国経常収支赤字に関してハードランディングシナリオを信奉する悲観派グループは当然ながら危機予防の政策提言をしてきた。しかし他方では、これに対し危機は発生しないと考える楽観派グループも存在しており、ここに「米国の経常収支赤字維持可能性」が重要な問題として存在しているのである。経常収支維持可能性とは何かについて、Mannの定義によれば、「対外不均衡がその経路を変える経済力を発生させないことである。すなわち経常収支、国際投資ポジションが消費、投資にフィードバック効果を及ぼさないことである。また、海外投資家のポートフォリオ調整が米国の金利あるいは為替レ-

トに及ぼす影響がほとんどないことである。」としている<sup>1</sup>。

悲観派である Obstfeld = Rogoff (2005) は均衡回復への政策アプローチを次のように主張する。すなわち米国の貿易収支が均衡するための為替レート水準を計算し、そのためにドルが減価しなければならない数値を提示している<sup>2</sup>。悲観派は米国に金融破局が近づいていると主張するが、それでは何故現在まで破局を免れてきたのかと言えば単に幸運であったからであると言う。現在の状況が不安定であるという前提に立つ悲観派にはこの論理的矛盾を説明することはできないように思われる。

楽観派が主張する論点は主に以下の4点に集約できよう。第一に McKinnon (2001) の主張は、米国の基軸通貨国という特殊性によりハードランディングの可能性は低いというものである<sup>3</sup>。ドルが世界のお金であるから、すなわち一定の安定的な流動性需要のために、米国でインフレが高進しない限りドルからの資本逃避は発生しないという主張である。悲観派と異なり、この国際通貨制度論による説明が有効であるのは、これまで米国経済が危機を免れてきた理由を説明できる点にある。

第二に Dooley = Folkers-Landau = Garber (2004) (以下 DFLG) が説明する世界経済の現状は、アジア諸国の対米貿易黒字とアジア諸国政府による米国国債購入をワンセットとして、世界経済の中心に経常収支赤字国の米国が位置する傍ら、黒字国のアジア諸国がその周辺部分をサポートすることでシステムが構成されているという構図である<sup>4</sup>。この現状解釈は追随者が日欧からアジア諸国へという代替はあるものの、1971年に崩壊したブレトンウッズ体制に類似しているという意味からブレトンウッズⅡと命名されており、

---

1 Mann (2002) p143.

2 Obstfeld, M. and K. Rogoff (2005)

3 McKinnon (2001).

4 Michael, Dooley, David Folkers-Landau, and Peter Garber, (2004).

米国経常収支赤字維持可能性の議論において重要な地位を占めている。

更にこの解釈から推量されるのは、貿易赤字を出して消費を享楽する米国にとっても、また外需主導での経済発展を推進するアジア諸国にとっても現状を変更する理由はないために、現在の世界経済不均衡が長期に亘って安定的に存続するということである。McKinnon の主張との関連で言えば、McKinnon の理論的主張を DFLG が具体的にシステムを図式的に明示したことで相互に主張が強化されているということである。

第三に Hausmann = Sturzenegger (2005) (以下 HS) によるダークマターの問題提起もまた米国国際収支赤字に対して楽観的な見方を提供する<sup>5</sup>。本来経常収支赤字は対外債務残高を累積させ、その債務サービス負担を増大させるため所得収支は悪化するはずであるが、対 GDP 比 20%以上という最近の巨額の対外純債務残高にも関わらず米国の所得収支は恒常的に黒字を計上し続けている。HS の主張では、所得収支が黒字の国は対外純資産がプラスの国であると定義づけ、所得収支額から想定される対外純資産額を推計し、公式統計による対外純債務額との差をダークマターと名付けた。HS はダークマターの源泉は主として米国企業が保有する経営知識であるとした。このようなダークマターが存在する限り、所得収支の黒字効果により経常収支赤字維持可能性は高いという主張に繋がる。

第四に本来フローとしての経常収支の累計はストックとしての対外純資産額となるはずであるが、ここ数年の米国の対外純債務は経常収支赤字の累積額に対応してこなかった。その理由はドル減価と資産価格変動という評価効果がもたらすキャピタルゲインの存在である。ドル減価によりキャピタルゲインが発生しそれにより対外純債務が軽減されるメカニズムが存在する限り米国の経常収支赤字維持可能性に関する脆弱性は低減されることになろう。

---

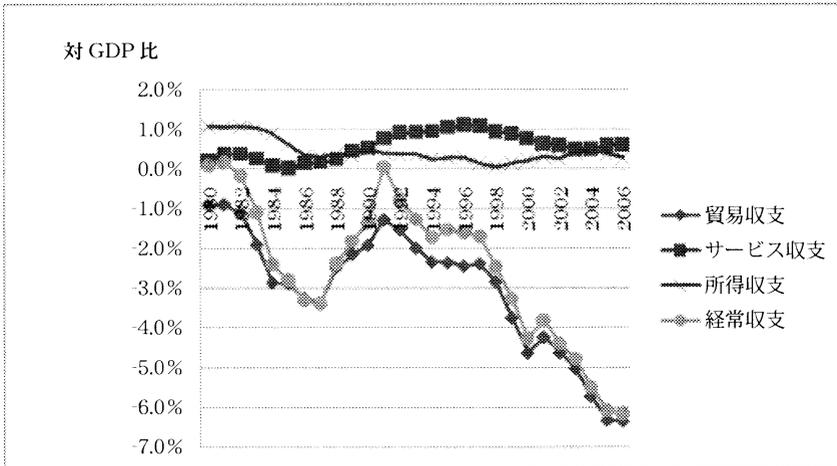
5 Hausmann, Ricardo, and Federico Sturzenegger (2005, 2006, 2007).

小稿は、米国経常収支赤字に関する基本的な統計データを整理した後、キャピタルゲインおよびダークマターを中心として米国経常収支赤字維持可能性について検討する。

### 1 経常収支赤字の拡大

図1は米国経常収支赤字の推移を示したものである。2006年には8116億ドルの赤字を計上したが、これは対GDP比でマイナス6.2%に達している。

図1 経常収支



出所 Bureau of Economic Analysis

経常収支は、第一に国際収支勘定項目としての財・サービス収支、所得収支、経常移転収支の合計として定義されているものである。第二に国際収支作成に関する複式簿記原理は、経常収支と資本収支と外貨準備増減の合計がゼロになる恒等関係としての分析視点を提供する。これはコインの表を経常収支とすれば、いわば資本収支というコインの裏側からのアプローチを可能とさ

せる<sup>6</sup>。また第三にフローとしての経常収支は、キャピタルゲインが無視できれば、ストックとしての対外純資産の増減に等しく、前期の対外純資産が今期所得収支を決定するので、この対応関係が経常収支維持可能性の重要な論点となる。

しかし経常収支を考察する点で、上記のように国際収支、国際貸借関係から唯それだけを独立に取り出して分析することは十分ではない。Mann で述べられているように、経常収支の決定は、国民経済計算上における一国の貯蓄と投資の決定と同時に決定される経済変数であり、貿易に影響を及ぼす物価、経済成長、為替レート水準の影響、財政金融政策の状況との関連、国際資本移動とそれを取り巻く世界経済状況等諸要因の相互作用の結果として決定されるものだからである<sup>7</sup>。

以下では国民経済統計データから貯蓄・投資について、また国際収支データから、財・サービス収支、所得収支、資本収支、実質為替レートという経常収支分析に必要な基本的事実を順次確認していく。

## 2 国民所得と生産

国民総生産 GNP は国内総生産 GDP と海外との純資本・労働所得 FP との合計である。また純輸出  $X - M$  と所得収支の合計である  $(X - M + FP)$  は経常収支 CA である。これから、

$$GNP = GDP + FP = C_p + I_p + G + (X - M + FP)$$

この両辺から民間消費  $C_p$  と租税  $T$  を引くことにより次式が導出される。

$$CA = (S_p - I_p) + (T - G)$$

経常収支は民間貯蓄  $S_p$  と民間投資  $I_p$  の差と、財政黒字の合計として表わさ

6 ただし経常取引が資本勘定に跨って計上されるのに対して資本収支取引は資本収支内部で完結する。

7 Mann 前掲書 p134。

れる。ただしこれが直ちに因果関係を説明するものではないことに注意すべきである。また各時代における経済状況を統一的にこれにより説明できる訳でもない。

1980年代には経常収支赤字と財政赤字がいわゆる双子の赤字と称された。この期の双子の赤字に関する説明としては、財政赤字で賄われた拡張的財政政策が国内支出増大を主導する中で輸入が増加し、金融市場では政府赤字と金融引締めが高金利に繋がり海外からの資本流入が増加したが、それがドル高へと移行させ、輸出減少と輸入増加に貢献したというものである<sup>8</sup>。したがってこの時の双子の赤字とは、GDP成長、高金利、輸入増加、ドル増価、経常収支赤字へ繋がる財政赤字と結びついたメカニズムを通じて発生したものである。

90年代の米国はIT技術革新によりもたらされたニューエコノミーの時代を迎えた。企業のIT関連投資が生産性を向上させ株価上昇に貢献し、低失業率の中で将来を楽観した家計は貯蓄率を激減させ、海外からの米国金融市場への投資が増大した。こうした中で90年代後半には財政赤字は黒字化した経常収支赤字は拡大していった<sup>9</sup>。

2000年代になると、98年から3年間黒字を計上した財政収支は赤字に転落し、最近まで対GDP数パーセント赤字で推移している。また貯蓄率に関しては、個人貯蓄率が2000年の1.7%から2007年の0.3%へと低下してきた。したがって、民間の貯蓄投資もマイナス、政府の財政収支も赤字、経常収支も赤字という言わば三つ子の赤字状態となっている。

### 3 財・サービス収支

国際収支における経常収支CAの定義は財・サービス収支X - M、所得収

---

8 Mann 前掲書 p135.

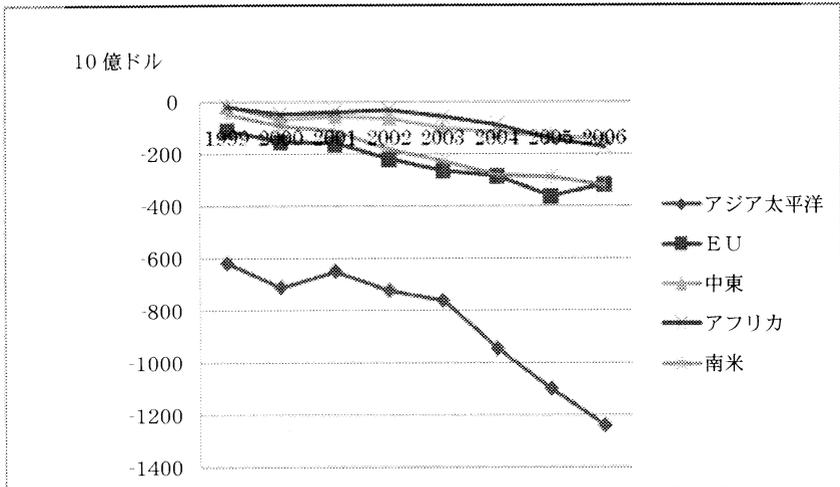
9 Mann 前掲書 p136.

支FP、経常移転収支Tの合計というものである。すなわち、

$$CA = X - M + FP + T$$

各収支の状況を確認しておく、第一に貿易収支は毎年大幅な赤字であり、明らかなように経常収支の赤字とほぼ一致する規模である<sup>10</sup> (図1)。第二にサービス収支および所得収支は黒字ではあるが、経常収支悪化の歯止めになる程度ではないことが明らかである。以下各個別の収支をやや詳しく見ておこう。

図2 対地域別貿易収支



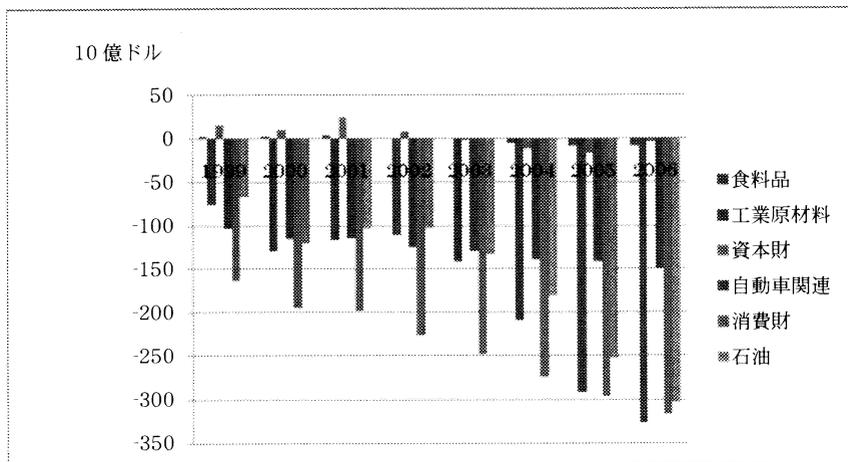
出所 Bureau of Economic Analysis

図2は米国の1999年以降の地域別貿易収支を示したものである。これから米国がいずれの地域に対しても貿易赤字となっていること。その赤字の大部分が対アジア太平洋地域に集中しており、2003年以降特に同地域に対す

<sup>10</sup> 1998年から06年間の経常収支悪化に対する貿易収支寄与率は平均92%である。

る赤字が急速に拡大していることが明らかである。言い換えると、アジア太平洋地域では対米輸出主導による経済運営がウェイトを高めてきていることが窺える。したがって米国の貿易収支を改善するには、何よりもアジア太平洋地域に対する収支を改善しなくてはならないわけであるから、例えばAPECの会議においてこの貿易不均衡を議題として取り上げて、効果的な対策を模索することが不均衡是正方法の一つの選択肢かも知れない。

図3 財別収支



出所 Bureau of Economic Analysis

図3は米国の財別収支を示したものである。最近の傾向としては、工業原材料、石油、消費財で収支の悪化が著しい。さらに最近の資源価格の高騰と石油価格上昇によりこれらの財において今後一層の収支悪化が促進されよう。これに対して自動車関連の赤字は比較的安定している。また食料品、資本財に関してはほぼ均衡している。この財別収支から言えることとして、市場メカニズムに全て委ねるのではなく、消費財自給率が高まるような、また脱石

油化が実現できる保護政策を強化する産業政策を打ち出す必要がある。

米国のサービス収支は黒字であり、米国が国際競争力を持つ分野である。その内訳を示したものが表1である。その特徴を指摘すれば、2006年ではその他収支における保険収支が最大の赤字である。しかしこれはオフショアで形式的な経理処理をした結果であり、非居住者との取引というよりも実質的に米国居住者相互間で保険サービスが提供されていると考えられる。その意味では保険収支の赤字は形式的なものに過ぎない可能性がある。次の赤字勘定項目はその他輸送収支である。この赤字は年ごとに大きくなっている。黒字収支の最大の項目は特許であるが、専門技術、金融サービスを含むその他収支の黒字が毎年大きくなっている。

表1 サービス収支

単位 100 万ドル

	1990	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
旅行	5658	18479	17695	11693	7890	6912	8796	12829	13665
旅客代	4767	4246	-3587	-4707	-2923	-5098	-5867	-5179	-5316
その他輸送	-2924	953	-11622	-10240	-9212	-13289	-17204	-20595	-18985
特許	13499	23370	26765	24158	25155	27955	31216	34777	35946
その他	18022	29849	47384	47836	49603	51799	56882	64374	71247
関連会社	4505	6849	7794	9351	11070	11547	11082	10261	9437
非関連会社	13518	23000	39590	38485	38533	40252	45800	54113	61810
教育	4468	6390	8316	9176	9924	10164	10091	10114	10167
金融サービス	1942	4557	11186	11009	13586	15703	22280	24319	28617
保険	-1680	-3876	-7653	-13282	-17511	-19260	-21776	-20753	-24306
通信	-2848	-4077	-1545	-439	-343	197	49	704	1700
専門技術	5659	11138	16189	18716	19682	19810	20906	27050	31555
その他	5977	8868	13098	13302	13193	13632	14245	12679	14074

出所 Bureau of Economic Analysis

今後、米国はサービス貿易黒字を通して経常収支赤字補填を模索する方向を打ち出すべく、対米貿易黒字国に対してサービス市場の開放要求を求める圧力を高めてくる可能性が高いと予想される。

## 4 所得収支

米国の所得収支は対外純資産が巨額の累積赤字額に達しているにも関わらず依然として黒字を計上しており、その意味では大きな謎である。以下ではこのパズルを解き明かす2つの仮説を要約する。

### 4-1 直接投資収益格差

Congressional Budget Office (2005) (以下CBO) によると、巨額の対外純資産赤字にも関わらず米国優位となる所得収支黒字を計上している理由としては、1982年から2004年平均で直接投資収益率格差が米国の7.6%に対して海外は2.2%と大きい格差を示していることにある<sup>11</sup>。米国の海外ポートフォリオ収益と海外の米国でのポートフォリオ収益率格差は、米国の5.2%、海外4.9%である<sup>12</sup>。直接投資収益率の格差が大きい理由としては、投資期間、リスク、税金の要因を挙げて説明している。以下はCBOの要約である。

第一に投資期間については米国による海外投資が長期にわたる半面で、海外の対米投資が比較的最近実施されたものであり、その投資期間の差により収益格差が発生しているという説明が行われている。具体的には、米国企業は海外企業が対米直接投資を実施する少なくとも20年前前から対外投資を実施しており、1960・70年代を通じて米国の直接投資が海外の対米直接投資を上回っていること。1976年には米国は2220億ドル、逆に対米直接投資はその20%たらずの480億ドルに過ぎなかったこと。しかし1980年代以降

---

11 Congressional Budget Office 2005.

12 Higgins Matthew, Thomas Klitgaard, and Cedric Tille. 2005. でもポートフォリオ投資で金利感応的資産の収益が資産と負債で同じであると指摘している。

対米直接投資が増加し 2004 年には、海外の直接投資は 2.7 兆ドルでこれは米国の 3.3 兆ドルの 82% であること。投資期間の差に由来する収益率格差は将来的には消失する可能性大と指摘しており、新規の直接投資企業の収益が低い水準に止まる傾向にあることをイニシャルコスト等の点から指摘している。

第二点は経営リスクからの説明である。経営リスクとは企業にとって操業不可能、利益低下、債務不履行、利益送金不可能となるような経済的、政治的不安定性を意味している。投資収益率格差は、海外での経営リスクが高く米国のそれは低いので、リスクに見合った収益が反映されているという説明である。言い換えると海外での米国企業の高い収益率は海外で経営環境リスクが高く、米国での海外企業の低い収益率は米国での経営環境リスクが低いからであるという主張である。

しかし経営リスク面から収益率格差がどの程度説明できるかについては僅かに 1/5 であるとしている。その理由は、スタンダード&プアーズの格付けによると、米国は AAA に対して対外投資国は平均して BBB<sup>+</sup> であること。また過去 10 年間、米国で BBB の社債の利回りは AAA の社債よりも 0.8% ポイント高かったこと。さらに米国企業の直接投資と海外企業による対米投資の過去 10 年間のリターンギャップは 4% ポイントであるから、リスク格差は全体の格差の 1/5 しか説明できないという理屈である。

第三に税金対策として多国籍企業が利潤を米国からシフトさせているとする説明である。これは租税率の高い国で利益を出さず、低い国で利益を出すように価格操作する企業行動、つまり世界的規模での租税費用最小化仮説である。例として挙げられているのは、特許を低価格で子会社に使用権を販売して子会社が利益を出す方法や、多国籍企業が企業内債務を操作して利益をシフトさせる方法や、利益課税がないアイルランドで高い収益を計上する方法などである。しかしそのような不法行為を証明するのは実際上困難である

ことも指摘されている。しかしながら間接的な証拠となる数字として、1999から2003年にかけて、対アイルランド直接投資の米国企業の収益率は、他の国における海外直接投資企業の3倍の収益率であり、またバミューダでは2倍を記録し、これら2カ国の直接投資利益は全体の海外直接投資の約1/5になると指摘している。

#### 4-2 ダークマター仮説

Hausmann = Sturzenegger (2005)は、毎年の所得収支が黒字であるとするれば、当然ストックの対外純資産残高は赤字ではありえず、累積経常収支と等しいはずであると主張する<sup>13</sup>。米国の対外資産は対GDPの100%で平均収益率は6.25%、対外債務は同じく125%で平均収益率は5%となっている。この収益率格差をもたらすのはダークマターとも言うべきファンダメンタルズの存在であり、このダークマターは割引率5%としてGDPの25%にも達していると主張する。

HSがダークマターと呼ぶものは知識、保険、セニョレッジという観測不可能な経営資源であり、貿易などの経常収支には計上できないが、投資収益を計上する段階では突如としてその威力を発揮して投資利益を拡大させる要因となるのである。

HSはユーロディズニーのような直接投資は5%の金利で借入をし、20%の収益をあげ、結局15%の利益率を出しており、こうした米国企業のノウハウ、ブランド、専門性、研究開発がダークマターの源泉であること。また米国以外の国が国際流動性需要としてドルを保有するがその金利はゼロであり、米国はドルを印刷することでドルと交換に所得を生む海外資産を購入し利益を得ていること。同様に、世界が米国の財務省証券という安全資産を購入す

---

13 Hausmann, Ricardo, and Federico Sturzenegger, 2005.

るとき、米国は新興国のリスクの高い資産を購入して収益をあげている点を指摘している。

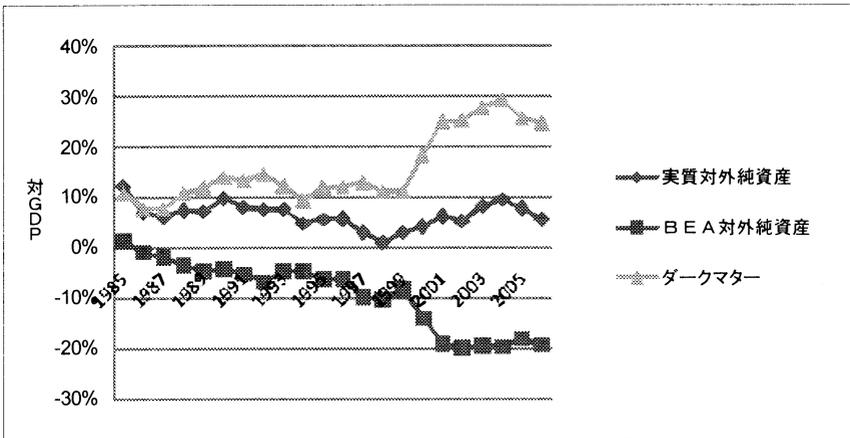
HSのダークマターの定式化は以下のようなものである<sup>14</sup>。ダークマターを含む前期の対外純資産  $NFA_{t-1}^{DM}$  が今期所得収支  $NI_t$  を決定する。  $r_t$  を利子率として、

$$NI_t = r_t \cdot NFA_{t-1}^{DM}$$

ダークマター  $DM_t$  は公式統計  $NFA_t$  とダークマターを含有する対外純資産  $NFA_t^{DM}$  との差として定義される。

$$DM_t = NFA_t^{DM} - NFA_t$$

図4 ダークマター



出所 Bureau of Economic Analysis

ダークマター仮説に基づいて、ダークマターをグラフにしたものが図4である。図からはダークマターが1999年以降急速に上昇していることが見て

14 Hausmann, Ricardo and Federico Sturzenegger, 2007.

取れる。その規模はほぼ公式統計の逆符号に等しく 20 数 % である。このダークマターとキャピタルゲインの関係はどのようになっているのだろうか。ダークマターの実質がキャピタルゲインということはないのだろうか。相関を調べてみたところ 0.58 とそれほど高くはなかった。キャピタルゲインは評価効果を通じて公式統計に影響を及ぼすものであり、ダークマターは所得収支から推量した合理的な対外純資産を求めたものであるから本質的に異なる概念である。

米国の対外純資産収益率格差が米国の対外直接投資の高い収益率に由来することは前節で説明したが、ダークマター仮説は収益率格差と矛盾するものではない。むしろ統計数値として計測不可能な経営資源の中に収益率格差を発生させるメカニズムが存在している点を指摘したものであると言える。米国の所得収支黒字がダークマターの存在であるとすれば、米国の経常収支維持可能性は一定の頑健性を備えているとも言えるのである。

## 5 金融資産フロー

国際収支は複式簿記により経常収支 CA、資本収支 KA と外貨準備増減 RB という勘定科目の合計として作成され、恒等的にその合計はゼロである。すなわち、

$$CA + KA + RB = 0$$

上式から、経常収支が赤字であるということは資本収支と外貨準備増減の合計においては黒字である、つまり金融資産取引においては海外の取得する米国金融資産金額が、米国が取得する海外の金融資産額を上回っていることを示している。その点において、資本勘定は米国の経常収支赤字がどのようにファイナンスされてきたかを示す統計である。

表 2 は最近の資本収支の内訳を示したものである。特徴の第一としては、ここ数年において、公的部門収支が民間政府部門を上回る黒字となっている

ことである。これは海外公的部門が米国公的部門から国債を購入していることが理由であり、ブレトンウッズⅡの主張に繋がる展開が確認できる。

表2 資本収支

単位 10 億ドル

年	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
経常収支	114	-125	-141	-215	-302	-417	-385	-460	-522	640	-755	-811
資本収支												
民間資本収支	-13	5	203	97	181	445	378	391	259	154	498	356
対外投資	342	-419	485	-347	516	-559	377	-291	-327	910	-447	1063
対米投資	329	424	688	443	697	1004	755	682	586	1064	945	1419
直接投資収支	-41	5	1	36	65	162	25	-70	-86	-133	117	-55
対外投資	99	92	105	-143	225	-159	-142	-154	-150	279	8	-235
対米投資	58	87	106	179	289	321	167	84	64	146	109	181
証券投資収支	46	101	175	55	132	262	289	335	165	329	386	267
対外投資	-122	-149	-117	-130	-122	-128	-91	-49	-147	-147	-197	-289
対米投資	169	250	292	185	254	390	380	384	312	475	583	556
非銀行部門収支	14	-33	-5	-15	-21	32	58	46	78	-31	-8	152
対外投資	-45	86	-122	-38	-98	-139	-9	-50	-18	-124	-40	-84
対米投資	60	54	117	23	76	171	66	96	97	94	32	236
銀行部門収支	-45	-75	8	4	-16	-16	-17	58	84	-25	-15	-20
対外投資	-75	-92	-141	36	-71	-133	-136	-38	-13	-360	-217	-455
対米投資	30	16	149	40	54	117	118	96	97	335	203	434
公的部門収支	99	132	18	-27	55	42	23	113	280	402	279	448

出所 Bureau of Economic Analysis

第二の特徴としては、直接投資において1995年～2006年までの累計で黒字16と収支はほぼ均衡している点である。この理由としては、米国が経常収支赤字に関わらず対外直接投資は着実に実施されていること、あるいは海外部門による対米直接投資が一巡し大きな流れに繋がっていないことも考えられる。いずれにせよ直接投資収支が均衡していることは注目されてよ

い。米国の対外直接投資が高い収益を出し、またダークマターの源泉となってきたことは先に述べた。また証券投資では対米投資が圧倒的に大きいことが見て取れる。すなわち海外部門による米国金融資産取得が愈々増大傾向にある。

## 6 実質実効為替レートと経常収支

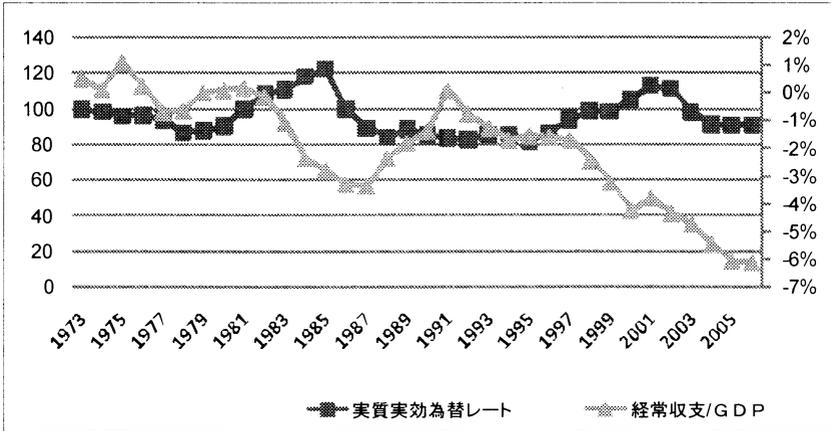
図5は実質実効為替レートと経常収支の対GDP比を示したものである。為替レートは数値が大きいほどドルの増価を示している。80年代前半においては為替レートが増価し、経常収支赤字はそれにつれて増加している。その後85年から90年にかけて為替レートが減価する局面では経常収支赤字も減少している<sup>15</sup>。為替レートと経常収支は同時に決定される変数であるから因果関係を指摘することは妥当ではないが、両者間の理論的整合性は保たれていた。90年代後半における為替レートの増価は経常収支赤字の増大となったが、2002年以降の為替レート減価局面では経常収支赤字が減少せずむしろ増大してきたのである。90年から2002年までの増価は小さいにも関わらず経常収支赤字は大きく進んでいる。このパズルはどのように考えれば解けるのだろうか。

図6は米国連銀が公表している3種類の実質実効為替レートである。ブロード(broad)の実質実効為替レートは26カ国から成る通貨であるが、それは先進国のメジャーカレンシー(major)7通貨と、南米・アジア諸国の通貨から成るその他重要な貿易相手国(OITP)の19通貨に分けて公表されている。図6からブロードとメジャーカレンシー指数はほぼ一致した関係を保っているのに対して、OITP指数はメジャーから独立した動きであり、しかもそれら通貨に対してドル高であることが見て取れる。

---

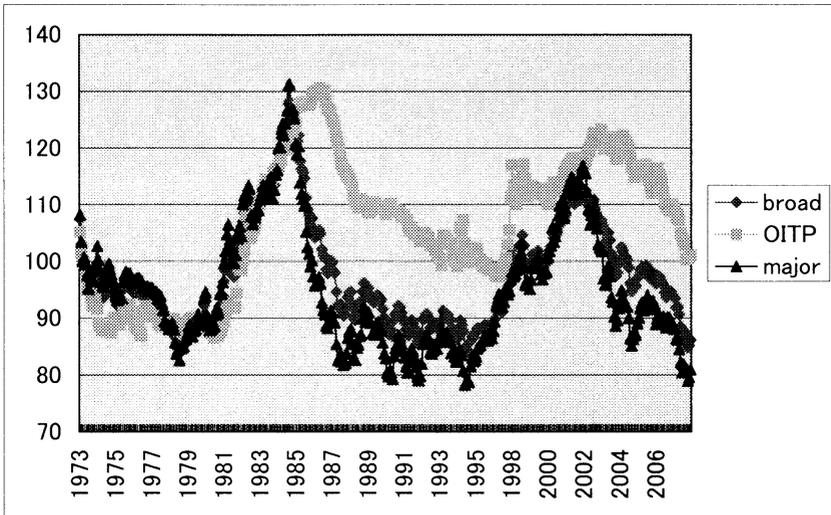
15 Mann 2004では為替レートの他に米国と海外の経済成長率格差による説明がある。またこの部分に関して Takatoshi Ito, 2007も参照。

図5 為替レートと経常収支 (1973 = 100)



出所 Bureau of Economic Analysis  
Federal Reserve Statistical Release

図6 実質実効為替レート (1973 = 100)



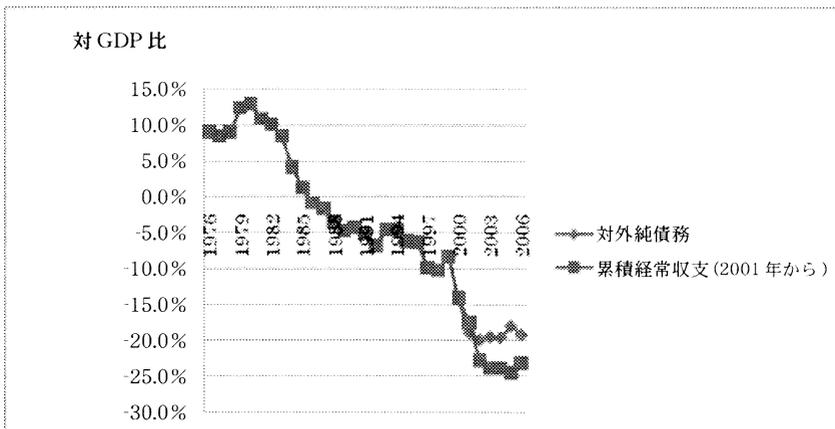
出所 Federal Reserve Statistical Release

## 米国経常収支赤字の維持可能性

米国への資本流入は主として中国と OPEC 諸国等の対米貿易黒字国による米国金融資産購入である。したがって、為替レートと米国経常収支赤字との対応関係の喪失は、一方ではそれら対米貿易黒字国の為替レート操作のためにドルは減価してこなかったのに対して、他方では逆に欧州のような対米貿易黒字がさほど大きくない国の為替レートに対してドルが減価してきたためである<sup>16</sup>。

## 7 投資ポジションとキャピタルゲイン

図7 対外純債務



出所 Bureau of Economic Analysis

図7は最近における米国の対外純資産の推移を示したものである。米国が債務国化したのは1986年であり、2006年には対GDP比23%の対外純債務残高となっている。ここでパズルとなっているのは最近の巨額の経常収支

<sup>16</sup> 三菱証券 2005 ではメジャーと OITP 通貨を使い分ける米国戦略を強調している。

赤字にも関わらずそれに見合って対外純資産赤字が拡大してこなかったことである。対外純資産残高は累積経常収支に一致するのであるから本来であれば両者は一致すべきはずである。この謎を解明するのはキャピタルゲインである。

ここで言うキャピタルゲイン(ロス)とは、為替レート変動に伴う評価効果と株式等の資産価格変動による収益(損失)のことである。1国の対外純資産におけるキャピタルゲインKGを、Obstfeld = Rogoff は次式で定義する<sup>17</sup>。

$$KG_t = (NFA_t - NFA_{t-1}) - (t \text{ 期金融収支})$$

このキャピタルゲインの定義の由来を考えると、対外資産、負債およびキャピタルゲインを以下のように定義して概念整理したものと思われる。

$$\text{対外資産 } A_t = A_{t-1} + \text{流入資産}_t + \text{資産価格変動 } KGA_t$$

$$\text{対外負債 } L_t = L_{t-1} + \text{流出債務}_t + \text{負債価格変動 } KGL_t$$

$$KG_t = KGA_t - KGL_t$$

$$= (A_t - L_t) - (A_{t-1} - L_{t-1}) - (\text{流入資産}_t - \text{流出債務}_t)$$

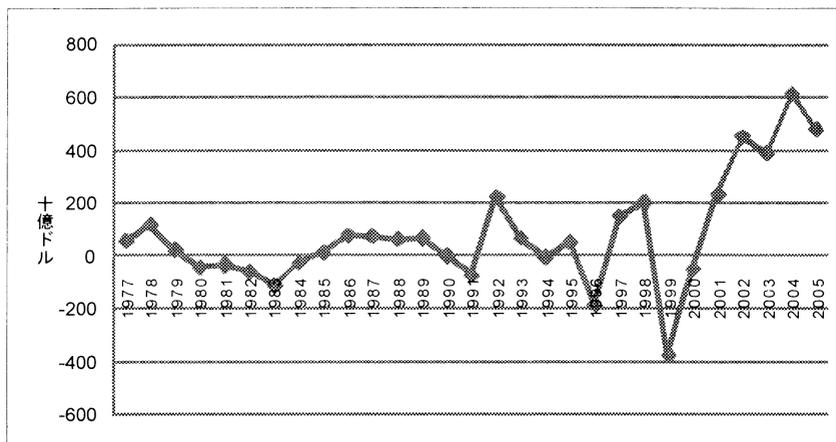
$$= (NFA_t - NFA_{t-1}) - (t \text{ 期金融収支})$$

ただし NFA は対外純資産である。

図8は上記の定義によるキャピタルゲインを示したものである。これから明らかな点として、米国は2000年以降キャピタルゲインを得ていること、しかも2004年には6000億ドル超を計上するなどそのキャピタルゲインは巨額である。本来であればより巨額であったはずの米国の対外純債務残高であるが、ドル安と海外株式市場の株価上昇によるキャピタルゲインという評価効果により、経常収支悪化を直接に反映するほどには数字的に悪化しなかったのである。

17 Obstfeld, M. and K. Rogoff, (2005).

図8 キャピタルゲイン



出所 Bureau of Economic Analysis

ここで問題となるのは、米国には恒常的にキャピタルゲインを獲得するシステムが備わっているか否かである。もし米国にそのような特殊な能力が備わっていれば、現在のようにフローの経常収支で赤字を出し続けても、評価効果が働いてストックの対外純資産残高は縮小するわけであるから、経常収支赤字維持の可能性は高くなると考えるべきであろう。Lane = Milesi-Ferrettiによれば、先進国においては、資産は外貨建、負債はほとんどが自国通貨建てであるという<sup>18</sup>。米国の対外資産の殆ど、また対外債務の全てがドル建てであること、対外資産がヨーロッパで保有されていることが米国の対外純資産の大きな特徴である<sup>19</sup>。

LMFは、キャピタルゲインが対外純資産について及ぼす効果について要因分解をしている。LMFの要因分解の結果が対GDP比で数値を示した表3である。1995年から2000年にかけて対外純資産は-13.5%悪化しているが、

18 Lane = Milesi-Ferretti. 2005b. p7.

19 Higgins, Matthew, Thomas Klitgaard, and Cedric Tille., 2005.

それは貿易収支の-15.9%でほぼカバーされていること、また米ドル増価によるキャピタルロスが-2.4%となっている。2001年から2004年においては、貿易収支赤字が対GDP-19.8%と極めて大きいにも関わらず対外純資産の増加は対GDP-5.8%へと低下しているが、これは米ドル減価による10.1%を示した巨額のキャピタルゲインである。

したがって、予期せざる為替レート減価は自国通貨建ての対外資産収益率を高めるから、対外純資産ポジションを改善させるように作用するのである。言い換えれば、ドルが減価することによりキャピタルゲインが発生し、そのキャピタルゲインにより所得収支の改善を通じて経常収支維持可能性に貢献しているのである。

表3 対外純資産変動の要因分解 単位 対GDP比

	NFA 変化	経常収支効果		その他効果		
		貿易収支	投資所得	資本移転等	成長率	キャピタルゲイン
1995～ 2000	-13.5	-15.9	1.4	0.6	2.7	-2.4
2001～ 2004	-5.8	-19.8	1.0	-0.9	3.9	10.1

出所 Lane and Milesi Ferretti pp24-25.

## 結 論

米国の経常収支赤字維持は今後も可能と思われる。

米国の所得収支は対外純債務でありながら黒字であるが、それは米国企業の直接投資収益率が高いためである。その理由としては米国企業の海外進出期間が長いこと、米国と海外の経営環境に関するリスク格差の存在、米国進出海外企業の租税支払い回避行動がある。第一の要因は海外企業の対米進出期間が長期に及べば近く消滅する可能性があるが、第二・第三の要因は今後も持続すると思われる。そのために所得収支の黒字は今後も継続することに

なる。

HSは所得収支が黒字であれば対外純債務ではなく対外純資産があるべきで、所得収支の規模から逆にあるべきはずの純資産額を推定し、公式統計と推定額との差をもって存在すべきダークマターであると主張する。ダークマターの正体は米国企業の経営ノウハウでありそれが高収益を産む源泉であり、近年ダークマターのウェイトは高まっている。ダークマターが存在することにより所得収支黒字拡大が見込まれることになる。

米国の対外資産と対外債務はほぼドル建てであり、対外資産はヨーロッパで保有されている。このポートフォリオの状況が米ドル減価によりキャピタルゲインを発生させるメカニズムである。近年の米ドル減価は巨額のキャピタルゲインを発生させ、その評価効果により米国の対外純債務が累積経常収支に対して相対的に減少してきた。フローの赤字がストックの段階では減少するのであるから債務サービス負担は軽減され、所得収支を改善することに繋がる。

米国への資本流入は主として中国とOPEC諸国等の対米貿易黒字国による米国金融資産購入である。それら対米貿易黒字国の為替レート操作のためにそれら通貨は米ドルに対して増価してこなかった。米国経常収支赤字問題はブレトンウッズIIで言うこれら周辺国の行動が継続される限り維持可能である。

## 参考文献

Congressional Budget Office, 2005. “Why does U.S. investment abroad earn higher returns than foreign investment in the United States?” A series of issue summaries from the Congressional Budget Office, November.

FRB, “Indexes of the Foreign Exchange Value of the Dollar.”

[http://www.federalreserve.gov/pubs/bulletin/2005/winter05\\_index.pdf](http://www.federalreserve.gov/pubs/bulletin/2005/winter05_index.pdf).

- Hausmann, Ricardo, and Federico Sturzenegger, 2005. "US and Global Imbalances: Can Dark Matter Prevent a Big Bang?" Harvard University Center for International Development working paper.
- Hausmann, Ricardo and Federico Sturzenegger, 2006. "Global imbalances or bad accounting?" CID Working Paper No.124, January.
- Hausmann, Ricardo and Federico Sturzenegger, 2007. "The Valuation of Hidden Assets in Foreign Transactions: Why "Dark Matter" Matters." Business Economics, January.
- Higgins, Matthew, Thomas Klitgaard, and Cedric Tille., 2005. "The Income Implication of Rising U.S. International Liabilities." Federal Reserve Bank of New York, Current Issues, vol.11, no.12, December.
- Lane, Philip R., and Gian Maria Milesi-Ferretti, 2005a. "Financial Globalization and Exchange Rates." IMF Working Paper, January.
- Lane, Philip R., and Gian Maria Milesi-Ferretti, 2005b. "A Global Perspective on Exchange Positions." IMF Working Paper, August.
- McKinnon, Ronald I., 2001. "The International Dollar Standard and Sustainability of the U.S. Current Account Deficit." Brookings Panel on Economic Activity: Symposium on the U.S. Current Account.
- Mann, Catherine L., 2000. "Is the U.S. Current Account Deficit Sustainable?" Finance & Development, vol.37. No1. March.
- Mann, Catherine L., 2002. "Perspective on the U.S. Current Account Deficit and Sustainability." Journal of Economic Perspective Vol.16, No3.
- Mann, Catherine L., 2004. "Managing Exchange Rates: Achievement of Global Rebalancing or Evidence of Global Co-dependency?" Business Economics, July.
- Michael, Dooley, David Folkers-Landau, and Peter Garber, 2004. "The Revived Bretton Woods System: The Effects of Periphery Intervention and Reserve

米国経常収支赤字の維持可能性

Management on Interest Rates and Exchange Rates in Center Countries.” NBER Working Paper 10332, March.

Obstfeld, M. and K. Rogoff, (2005) “Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments.” Brookings Papers on Economic Activity, Vol.1, pp.67-123.

Takatoshi Ito, 2007. “Global Imbalances: Origin, Consequence, and Resolution.”  
<http://www.e.u-tokyo.ac.jp/~tito/GlobalImbalancesIto.pdf>

岩本武和 (2007) 「米国経常収支赤字の持続可能性」 日本国際経済学会報告

水野和夫 (2005) 「二つのドルを使い分ける米通貨戦略と米国長期金利低下の「謎」」三菱証券 economic research 3月11日

<http://www.fsinet.or.jp/~eureka21/2strategy/nazo.pdf>