

ドル資産のリスクプレミアムは高まるか

～ 米国経常収支問題に関する論点整理 ～

要 約

米国ハイテク株バブル崩壊後も、世界の主要国で同様のIT関連株価の下落が生じたこともあり、米株安は今のところ米ドル安を引き起こすまでには至っていない。一方で米国経常赤字が過去最大を更新し、米国の対外投資ポジションも悪化していることが、ドル資産のリスクプレミアムとの関連で注目される。米国経常赤字・対外債務をめぐる論点を整理する。

リスク要因としての米国経常赤字

今回の米国景気の減速は、ナスダックを中心にしたハイテク株バブル崩壊といったストック価格下落を伴うものであり、年後半といった早期の回復は期待しづらい状況となっているものの、総じてみれば在庫調整や設備投資調整等の動きは景気の循環変動の範囲内とみられ、90年代初めのクレジットクランチ時のように長期の低迷局面になるとはみられない。

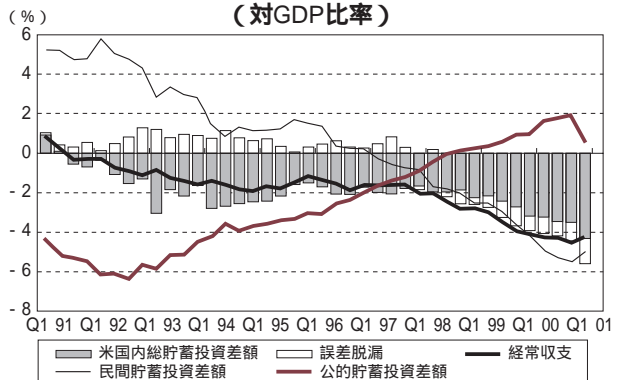
ただし、米国に「構造問題」があるとすれば、それはここ数年間米国一国に集中してきた国際資金フローが逆流に転じ、株安・ドル安・債券安のトリプル安を引き起こす場合である。米国ハイテク株バブル崩壊後も、世界の主要国で同様のIT関連株価の下落が生じたこともあり、米株安はいまのところ、米ドル安には至っていない。同時株安なら株安発のトリプル安は回避可能との見方もできよう。しかし、その一方で米国経常赤字が過去最大を更新していることが、今後のドル資産のリスクプレミアムとの関連で注目される。

フローの側面

～「双子の赤字」からは質的に改善～

米国の経常赤字をめぐるのは、80年代にもいわゆる「双子の赤字」(財政赤字と経常赤字)という形でその問題点が指摘された。しかし、改めて指摘するまでもなく、90年代の好景気の過程で財政収支は黒字化し、「海外からの貯蓄が財政赤字のファイナンスにあてられているために非効率」という状況からは脱している(図1)。

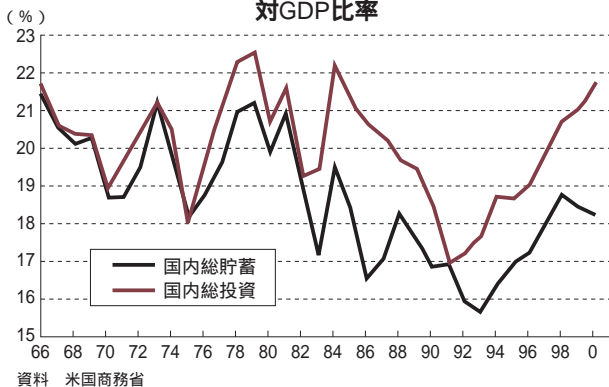
図1 米国内貯蓄投資バランスと経常収支の推移 (対GDP比率)



また米国内の貯蓄投資比率という観点からも、80年代は財政赤字で米国全体のマクロ貯蓄率(米国民間、政府の全貯蓄の対GDP比率)が低下する中で、投資率(総投資/GDP)も低下、

投資率の低下は将来的なGDP水準の伸び悩みを示唆するものだったから、貯蓄投資バランス悪化の「質」も大きな問題であった(図2)。

図2 米国の国内総貯蓄、総投資の対GDP比率



この点も90年代に入り、少なくとも98年まではマクロの貯蓄率上昇と投資率上昇が同時並行的に進む中で、資本流入が(貯蓄を補うのではなく)前向きな「投資」をファイナンスするという性格が変わったため、将来的なGDP水準が投資によって上昇することを考えれば、質的な改善は明らかである。

米国の経常収支赤字は2000年通年では4354億ドル(GDP比4.4%)と過去最大を記録しているものの、以上のように、その内容は80年代と比べれば質的に改善しており、ドルへの投資のリスクプレミアムを高める要因にはならないとの見方が多い。

「アジア・ロシア通貨危機」以後変質した米国の資金フロー

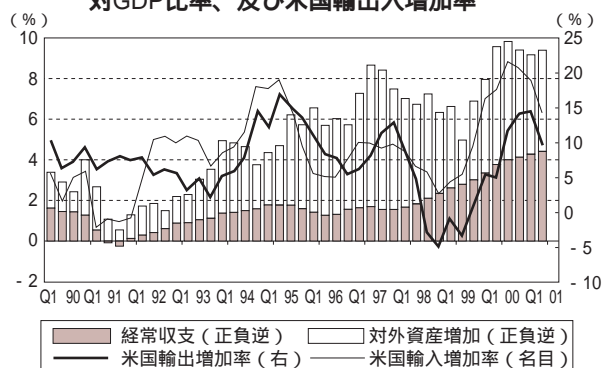
しかしフローレベルの現象としても、以下のような点が今後問題になろう。

まず、米国のドル高政策の帰結が97年のアジア危機前とそれ以降で大きく異なっているこ

とであり、アジア危機以前は、ドル高の中でも資本移動を通じて米経常赤字が拡大均衡的に安定化するシナリオが描けたが、アジア通貨危機以降のドル高局面ではそのようなシナリオが描けなくなっていることだ。

アジア危機以前のドル高期(95年~97年)においては、米国は強いドル政策で海外からの資金を引きつけつつ、アジア等のエマージング地域に資本輸出するという世界的な資本移動の中心になっていた。この背景としては、ドルが主要国通貨との間ではフロートしている一方で、アジアや中南米諸国はおおむね対ドルでの自国通貨の安定を図るドルペッグ政策を行っていたから、米国の投資家にとっては、エマージング諸国向けの投資の為替リスクは小さく、積極的な投資スタンスを取り得たことが大きい。主要国でフロート、対エマージング諸国ではペッグという非対称な通貨システムのありかたが、結果的には世界経済全体の拡大を加速させ、米国の輸出増加を通じて米国経常赤字を一定レベルで安定化させる効果をもっていたといえる(図3)。

図3 米国経常収支赤字、対外資産・負債増加額の対GDP比率、及び米国輸出入増加率



資料 米国商務省
 (注) 輸出入は名目値。経常収支は赤字で、対外資産増加は通常マイナス表記するものの、ここでは正負を逆に示して表示しており、両者の合計が米国への資金流入に等しい。

しかし、エマージング通貨危機後にアジアや中南米等の諸国が本格的な通貨フロートに移行する中で、エマージング地域向けの投融資は為替リスクを含んだものになる。また通貨危機による景気悪化がクレジットリスクを高める等の事態もあり、米国からの資本輸出は鈍化の方向をたどった。そのことは米国からエマージング地域への輸出抑制につながるとともに、それら地域の景気回復のための対米輸出増加も米国経常赤字急拡大の原因となった。

第二に、99年2000年にはマクロベース（家計、企業、政府）の貯蓄率も低下に転じている点が、キャピタルゲインに依存した消費の高成長との関連で「消費過剰」という問題を含んでいる。これに関しては、景気減速過程で投資鈍化と貯蓄率上昇で自然に貯蓄投資バランスの調整が行われるとの見方が多い。しかし過去のパターンをみる限り、今後そのような順調な調整経路をたどることが可能かどうかにも若干の疑問が残る。図2の通り、これまでマクロの投資率とマクロの貯蓄率は同方向に動くことが多かった。投資率が低下する局面は景気減速～不況局面だから、内部留保等の企業貯蓄が伸び悩み、税収鈍化や歳出増加で財政収支が悪化する等、景気減速局面ではマクロの貯蓄率の低下要因も大きいからである。投資率の低下は労働生産性の鈍化をもたらし、所得増加率と貯蓄増加率の鈍化につながる可能性もある。

1960年代以降では、投資率が低下する中で貯蓄率が上昇したのはプラザ合意を経てドル安が定着した87年～88年の局面のみである。今回の米国景気減速局面で、ドル高を維持したま

まで国内貯蓄増加、国内投資鈍化というパターンの「順調な」貯蓄投資バランス改善経路をたどることが可能なのか、今後とも注視していく必要がある。

以上、フローの経常赤字の先行きに関しては、質的な改善（海外貯蓄は米国投資をファイナンスしてきた）にもかかわらず、資本移動を「てこ」にした米国経常赤字の（拡大均衡的な）改善が期待できないこと、投資率低下・貯蓄率上昇というシナリオが過去の例ではさほど容易ではないことの2点からは、高水準の経常赤字が慢性化するリスクが示唆される。

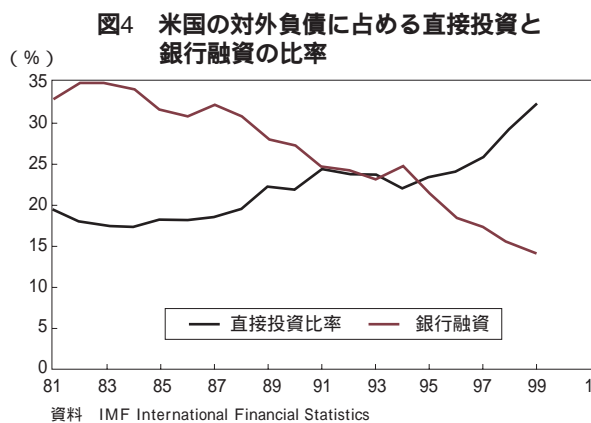
ストックの側面

巨大な米国経済にとって外部負債の規模や負担は小さい

米国の「持続的な経常赤字」に関連して次に問題になるのは、フローの経常赤字分が必然的に純債務増加として国際投資ポジションの悪化につながるというストックの側面である。過去20年近く経常収支赤字を続けてくる中で、米国の対外純投資ポジションは99年末に1兆4738億ドル（市場評価額ベース）の赤字と世界最大となっていることは周知の事実である。

しかしこれに関しても、米国経済が巨大であることから対外純債務の対GDP比率は99年で15.8%と依然低く、例えばカナダやスウェーデン、オーストラリアは40～50%レベルであるにもかかわらず極端な資本逃避や通貨暴落といった事態にみまわれていないこと、巨額の純債務のわりには内外投資に関する純支払い（米国対外投資からの受け取り 海外対米投資への支

払い)は小額であること、対外債務に占める直接投資(企業買収関連含む)のウエイト拡大や銀行融資比率の低下等、短期性の資金比率が低下していることも、米国の対外債務構成の安定性に寄与しているとされる(図4)。

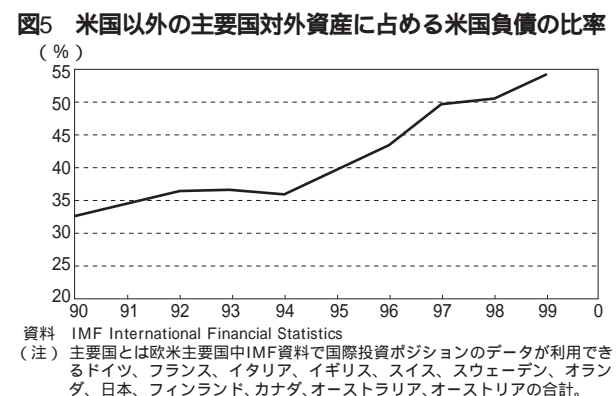


世界的にみると米国対外負債のウエイトは大きい。米国のフローの経済規模との対比や、対外債務の内容構成、対外純債務に関する純支払い額の相対的小ささ等、米国の国際投資ポジションの純債務に関しては、一般的には「問題なし」とする見方が多い。また米国の負債がドル建てであるということも、対外債務の返済を容易なものにしていることはいうまでもない。

とはいえ、ストック面に着目した場合でも、主要国(米国除く)の対外資産残高に占める米国の対外負債残高のウエイト⁽¹⁾が90年代後半に入って急速に上昇している(図5)点には留意が必要だろう。(1)この比率については、Owen F. Humpage 'Is the Current-Account Deficit Sustainable?' Federal Reserve Bank of Cleveland, 10 1998を参照した。

この事態は2通りの解釈が可能だ。第一に、今後とも国際的な資本移動が活発化し世界の資本市場が統合の方向に向かうという前提に立て

ば、主要国の対外資産も急速に増加し、主要国対外資産に占める米国負債のウエイトも次第に低下していくというものだ。この見方からすれば、国際分散投資が更に進めば、米国への資金純流入の基調は維持されるということになる。



第二に、各国間の実際の国際資本移動は、“資本移動を妨げる何の摩擦もない”という前提に立つモデルの想定よりは、はるかに低いレベルにとどまっているという、いわゆるフェルドシュタイン・ホリオカのパズル⁽²⁾を重視する見方である。(2)フェルドシュタイン・ホリオカのパズルについては、例えば、クルグマン・オブズフェルド『国際経済』P950～951。

この見方に立てば、現実的には国際資本移動の量的な拡大ペースには大きな限界があり、その中で米国の対外負債のみが一方向的に増加することに対しては、やはりいずれかの時点でリスクプレミアムの増加という結果につながらざるを得ないということになる。過去20年間の主要国の経常収支調整パターンを分析した Freund⁽³⁾によれば、平均的にみて経常収支赤字の対GDP比率が5%近くになると調整が始まり、その調整は3年間程度で急速に行われるというパターンが検出されるということである(表1)。

このことは資本移動が自由化されつつあることを前提にしても、経常収支問題が軽視できないことを示すものだ。(3) Caroline L.Freund "CURRENT ACCOUNT ADJUSTMENT IN INDUSTRIALIZED COUNTRIES" FRB International finance discussion papers Number 692, 12 2000 参照。

表1 主要国の経常収支調整に関する概観

国名(調整開始の年)	経常赤字対GDP比率(%)	
	調整開始時	3年後
オーストラリア(1989)	- 6.2	- 3.74
オーストリア(1980)	- 4.92	0.4
ベルギー(1981)	- 4.23	- 0.07
カナダ(1981)	- 4.21	- 0.04
カナダ(1993)	- 3.94	0.56
デンマーク(1986)	- 5.33	- 1.04
フィンランド(1991)	- 5.52	1.3
フランス(1982)	- 2.18	- 0.01
ギリシャ(1985)	- 8.09	- 1.48
香港(1980)	- 5.03	0.57
アイルランド(1981)	- 13.63	- 5.59
イスラエル(1982)	- 8.66	4.79
イタリア(1981)	- 2.58	- 0.78
イタリア(1992)	- 2.47	2.31
韓国(1980)	- 8.46	- 1.84
ニュージーランド(1984)	- 13.59	- 8
ノルウェー(1986)	- 6.02	0.21
ポルトガル(1981)	- 16.78	- 2.83
シンガポール(1980)	- 13.34	- 3.51
スペイン(1981)	- 2.88	1.11
スウェーデン(1980)	- 3.45	- 0.78
スウェーデン(1992)	- 3.56	2.14
イギリス(1989)	- 4.36	- 1.75
アメリカ(1987)	- 3.72	- 1.65
中央値	- 4.92	- 0.78
平均値	- 6.28	- 0.86

資料 本文 注(3)参照

また図3の通り、米国への資金流入額の対GDP比率は、90年代前半～97年頃までは2%レベルから8%レベルまで一挙に拡大し、「国際資本移動の活発化」といえたが、その後は10%弱レベルで増加率が鈍化しているともみられ、国際資本移動が更に拡大していくというイメージは描きづらくなっている。国際資本移動の規模拡大から世界的な最適資源配分の達成というモデルの説明力が今後高まるかどうかは

疑問である。Edwards⁽⁴⁾は、「経常収支は問題なのか」という論文の中で、経常収支に対するエコノミストの見方が、「経常収支赤字は問題だ」というものから「財政収支が均衡していれば経常赤字は問題ではない(民間資金の国際的資産選択の結果としての1国の経常赤字は資源配分効率上問題なし)」へと変化し、最近では再び「経常赤字は問題かもしれない(current deficits may matter)」へと変化してきている。(4) Sebastian Edwards "DOSE THE CURRENT ACCOUNT MATTER?" NBER 2 2001 参照。

米国は基軸通貨国であり、経済力も強く、当面は米国からの急激な資金流出等の事態は想定しづらい。冒頭述べたように、ナスダック中心の米株バブルが崩壊してから1年近くが過ぎようとしているが、世界的にIT関連株価が下落していることもあり、米国からの巨額かつ急激な資本流出は今のところ生じていない。むしろ2001年に入ってから米国資金の本国回帰や質への逃避としての米債買い等とみられるドル買いもあって、米ドルは強含む展開となっている。そしてそれは一方で、エマージング地域の通貨安や資金流入鈍化等から当該地域の成長の制約となっており、米国輸出は急激に伸びを鈍化させている。

米国景気が大きく腰折れすることなく、循環的な調整を終えて回復軌道に乗れば、米株暴落ドル安というリスクは大きく低下する。しかし一方で、回復局面で米国の巨額の経常赤字が持続するのは確実だ。数年タームで考えれば、経常収支赤字問題への注目が再び高まる可能性についても、念頭に置いておく必要がある。

(小野沢 康晴)