

# 米国の経常赤字の維持可能性

## 対外債務のシミュレーション分析

永田 雅啓 Masahiro Nagata

埼玉大学教養学部 教授  
(財)国際貿易投資研究所 客員研究員

近年、米国の経常赤字が急拡大している。1982年以降、米国の経常収支は恒常的に赤字傾向が続いていたが、02、03年と5,000億ドル規模の経常赤字が続いている。これは絶対額で空前の大きさというだけでなく、対GDP比でも5%近くとこれまでの水準を大きく上回っている。本稿では、米国の抱えるこうした大きな経常赤字が米国経済に与える影響や、現状のような大幅な経常赤字を今後も維持していくことが可能かどうかについて考えてみたい。

### 1. 良い経常赤字、悪い経常赤字

同じ経常赤字でも、その赤字が何に起因して生じているかによって、その意味合いも異なってくる。ここでは、比喩的に「良い経常赤字」と「悪い経

常赤字」としてその問題を整理してみたい。

「良い経常赤字」と「悪い経常赤字」とを区分する第1の軸は、経常赤字が消費の拡大で生じているのか、投資の拡大で生じているのか、という点である。経常収支は、国内生産から国内需要を引いたものに等しいので、経常赤字は生産以上に支出した分と考えることもできる。そして、その超過需要の部分は資本の純流入によって賄われる(注1)。仮に経常赤字を個人の経済生活に喩えると、所得(生産活動)以上に支出している状況と考えてもよい。そして、その不足分は、基本的に自分の財産を取り崩すか、借金をして賄うことになる(これが資本の純流入にあたる)。ただ、こうした収入以上の支出をして赤字を出しながら生活することが良いことが、悪いことかは、

置かれた状況によって異なってくるだろう。例えば、ブランド物をたくさん買い込んだり、高級レストランで食事をしたりで、所得以上の分不相応の生活は長続きしない。しかし、現在の収入は少ないけれども、借金をして海外の大学院でMBAを取得するケースを考えると、これは消費ではなく、一種の投資になり、当人の人的資本ストックの増大となって将来の収入増をもたらす。この場合は、むしろ借金をし、家計が赤字になってでも投資するのは、正しい選択と言えるだろう。それによって、その人の生涯を通じた生活水準を向上させるためである。

これを国の場合に戻して考えると、“消費”をするために海外から借金をして(もしくは自国資産を海外に売却して)たくさん輸入をし、結果が経常赤字になっているのなら、これはあまり健全とは言えず、ある意味で「悪い経常赤字」と言ってよいかもしれない。しかし、国内で“投資”をするために海外から輸入が増えて経常赤字になっているのなら、そうした投資は資本ストックを増大させて生産を拡大させ、将来、輸出の増大で対外債務を返済することもできる。ある意味で「良い経常赤字」と言えるだろう。つまり、同

じ経常赤字でも、それが「資本蓄積を促し、将来にわたる国民の生活水準を上げていけるかどうか」という点が重要である。

ただし、消費と投資との区別は必ずしも明確ではない。例えば、食料品は一般的には消費財と考えられるが、後発途上国にとっては、健康を維持する一種の“投資”と見ることもできるし、教育サービスへの支出は、通常はサービス消費として計上されるが、これも上記の例のように一種の人的投資とも考えられる。

「良い経常赤字」と「悪い経常赤字」とを区分する第2の軸は、それが民間の活動によって生じているのか、政府の活動によって生じているのか、という点である。一般に、経常収支と国内経済との間には、次のような関係がある。

$$\text{経常収支} = (\text{民間貯蓄} - \text{民間投資}) + (\text{税収等} - \text{政府支出}) \cdots \cdots (1) \text{式}$$

いわゆる貯蓄投資バランスの式である。右辺の第1括弧内は民間の経済活動に係わる項目だが、ここで民間貯蓄とは、家計貯蓄だけでなく、企業貯蓄(内部留保等)も含む概念である。

また、第2括弧内は、政府の経済活動に係わる項目である。

一般に、民間の判断による投資や消費は市場を介しているため原則的に効率的に使われると考えられる。しかし、政府の判断による支出は、所得再分配や公平性、安全性など効率性以外の価値判断でなされることが多く、場合によっては政治家のゴリ押しなどによる支出もあるため、非効率になり易いと考えられる。このため、民間の活動の結果生じている経常赤字よりも、財政赤字の結果として生じている経常赤字の方が、資源配分を歪めている可能性が大きい。ただし、民間活動に起因するものは「良い経常赤字」、政府の活動に起因するものは「悪い経常赤字」として区分する見方も一つの目安であり、絶対ではない。例えば、減税で増えた民間消費が人的資本形成などの投資的な消費に向かったり、インフラ整備のための政府支出などは、生産性を高めるので、全ての政府支出が効率の低下を招くわけではない。

このように一定の限界はあるものの、上の枠組みで、米国の経常赤字を評価してみることができる。図1は(1)式に基づき、米国の経常赤字を民間純貯蓄(民間粗貯蓄 - 資本減耗)

民間純投資(民間粗投資 - 資本減耗)、税収等、政府支出、の4つの要因に分けて見たものである(いずれも対GDP比)。また、91年は、米国の経常収支がほぼバランスしていた年であり、図1ではこの年を基準にして、差分を示してある。すなわち、図でプラス(マイナス)になっている項目は、“91年に比較して”経常収支を改善(悪化)させるという意味である(注2)。

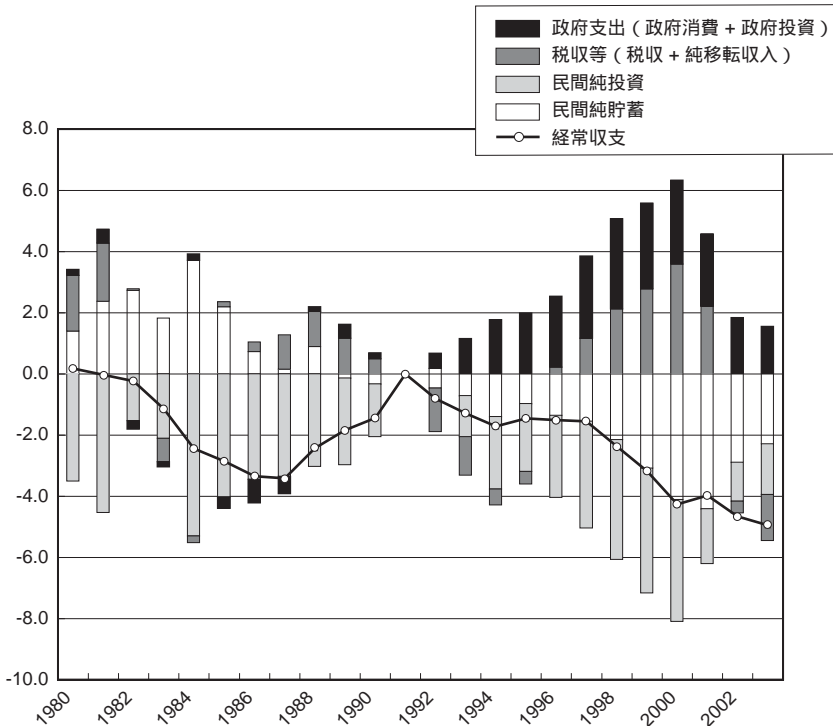
このグラフに示されるように、80年代から今日に至るまで、民間純貯蓄の長期的な減少傾向が顕著である。また、民間純投資の推移を見てみると、これが大きく伸びた時期は二つあり、第1は84~87年、第2は97~00年であり、02年以降は、むしろ低下してきている。一方、政府支出は80年代に比較し、90年代では大きく減少している。レーガンの登場によって80年代には軍事支出等の増大から政府支出の増大が見られるが、冷戦の終結から90年代にはGDP比で3%前後の政府支出の減少が見られ、この期間の財政赤字の改善に大きく寄与している。いわゆる「平和の配当」である。最近の財政支出は、「9.11」やイラク戦争で拡大しているが、GDP比で見

ると未だ 80 年代の水準よりも低い。また、税収等の動きを見ると、景気後退もあって 92 ~ 93 年にはやや落ち込んだものの、クリントン政権下での増税と景気回復が重なり、90 年代末から 01 年にかけては大幅な改善が見られ、この期間の財政収支の黒字化に大きく貢献している。

以上を経常収支との関係で見ると、

次のようになるだろう。83 年以降は確かに財政赤字の悪化が経常赤字の主な原因の一つになって双子の赤字と呼ばれたが、同時に民間純投資の増大が経常赤字の拡大に大きく寄与していた。上の基準で見ると、財政赤字による「悪い経常赤字」の側面と民間投資の拡大による「良い経常赤字」の側面が共存している状況である。これに対して、

図 1 米国の経常収支と貯蓄投資バランス



(注) 1991 年との差分

(資料) 米国国民経済計算 BEA, U.S. Department of Commerce より作成

90年代後半には財政収支が黒字になったにもかかわらず、経常赤字は拡大している。この時期の経常赤字の拡大は、主として民間設備投資の増大によって生じている。したがってこの局面では、米国の経常赤字は「良い経常赤字」だったと言えるだろう（注<sup>3</sup>）。しかし、02年以降の経常赤字に関しては、それまでとはやや様相を異にする。まず、ITバブルが崩壊した01年以降、90年代後半に比較して民間純投資が相対的に減少している。その一方で、ブッシュ政権下での大型減税によって歳入が減少した上、80年代に比較すると民間貯蓄も減少している（民間消費の拡大）。政府支出に関しては、イラク戦争の負担もあり、04年以降はこれも拡大して経常赤字の一層の拡大要因になりかねない。こうした面から見ると、02年以降の米国の経常赤字は上記二つの基準のいずれで見ても「悪い経常赤字」と言えるのかもしれない。

今後、2000年代を通じてどのような状況になるかは、現時点では正確には予測できないが、傾向的な民間貯蓄の低下傾向を考慮すると、大幅な軍事支出の削減やかなりの景気後退にでもならない限り、米国の経常赤字が減少

していく余地は小さいように思われる。むしろ、今後民間投資が増えれば、経常赤字の対GDP比は一層拡大する可能性が高い。

## 2. 経常赤字の維持可能性

各国の経常赤字や経常黒字が拡大したのは、80年代以降、世界的な資本移動の自由化が進化した結果でもある。投資機会の小さな国から、高い収益を期待できる国へ資本移動が生じた結果、各国の経常収支の不均衡が拡大したのである。この意味で米国の経常収支が単年でバランスする必要はない。経常赤字の問題は、長期的な維持可能性の問題として考えるのが妥当である。

### (1) ドルの実質為替レート

80年代にも米国のドル高や経常赤字の維持可能性、いわゆる sustainability が問題になった。当時のドルの実質実効為替レートは非常に高く、そうした状況は長くは続けられないという視点から、ドル水準の是正が不可避と言われたが、実際85年9月のプラザ合意を経て、ドルは急落した。図2で90年代のドルの実質実効為替レ

図2 USドルの実質実効為替レートの推移



(注) 1995年=100

(資料) International Financial Statistics (May 2004), IMF

トを見ると、01～02年にはかなり高かったが、その後低下し、現在は特に高いと言うほどの水準ではない。ドル安になってから実際に経常収支が減少し始めるまでにはJカーブ効果のために通常1年以上かかるため、今後も経常赤字がどんどん増加していくということにはならないように思われる。ただし、米国の貯蓄投資バランスの関係を見ると、GDP比で5%程度の赤字が今後も継続していく可能性は十分にある。

## (2) 対外純債務

経常赤字の維持可能性問題を長期の

視点で考える上で大きな意味を持つのは、対外純債務の増大である。恒常的に経常赤字を出し続けていくためには、海外から借金をし続けるか、自国の資産を取り崩すか、あるいはその両方が起きるので、対外純債権が減少し、あるいは対外純債務が拡大していく。2002年末で米国の対外純債務は2兆6,000億ドルほどあり、絶対額では突出した世界最大の純債務国である。ただし、対外純債務をGDP比で見ると現在25%程度で、それほど大きくはない(80年代における中南米の債務危機の時はGDP比で100%を超えるような対外純債務を持つ国もあった)。

対外純債務の GDP 比がいくつなら問題ない、というような明確な基準値はないが、過去の例を見てみると、20%未満で大きな問題になったことはほとんど無いと思われる。また、先進国でも現在のオーストラリアのように、対外純債務の GDP 比が 60%前後あってもほとんど問題が起きていない国もある(注4)。

現在のような米国の経常赤字が続いた場合、将来の対外純債務 / 名目 GDP はどのような姿になるのか、簡単なシミュレーションを行った(注5)。現状と同じように米国の名目成長率が 5%程度、経常赤字の対 GDP 比が 5%程度で続くという前提で考えると、対外純債務 / 名目 GDP は、10年後で 53%、20年後で 73%程度となる(表1)。こうした値がどう判断されるかはその時の状況次第だが、米国の国際金融における位置やオーストラ

リアの例から見て、極端に大きいわけではない。表には、名目 GDP 成長率と経常赤字 / 名目 GDP との組み合わせによるいくつかのシミュレーション結果も示した。名目 GDP 成長率 7%、経常赤字 / 名目 GDP 2% という最も楽観的なケース(注6)でも、10年後の対外純債務 / 名目 GDP は 27.5%程度と現状以上に拡大する。逆に名目 GDP 成長率 3%、経常赤字 / 名目 GDP 7% という悲観ケース(注7)では、対外純債務 / 名目 GDP は、10年後で 75.3%に達し、20年後には 117.5%と対外純債務は GDP を上回る。しかし、こうした極端な楽観、悲観のケースよりも、より蓋然性の高いケースは、名目 GDP 成長率と経常赤字 / 名目 GDP とが、共に高いか、共に低いか、の組み合わせだろう(表1の太字で示した組み合わせ)。なぜなら、名目成長率が 3% のようなケース

表1 米国の対外純債務 / GDP のシミュレーション結果

(単位: %)

		経常赤字 / 名目 GDP			
		2%	3%	5%	7%
名目 GDP 成長率	3%	35.2 (43.8)	43.2 (58.5)	59.3 (88.0)	75.3 (117.5)
	5%	31.0 (35.3)	38.5 (48.0)	53.4 (73.3)	68.4 ( 98.7)
	7%	27.5 (29.0)	34.5 (40.1)	48.5 (62.2)	62.4 ( 84.3)

(注) 米国の対外純債務 / GDP の 10 年後の値。括弧内は 20 年後の値



は、実質成長率やインフレ率が低下する不景気のケースであり、投資や消費も落ち込んで経常赤字/名目 GDP も低下する可能性が高いからである。逆に名目成長率が7%にもなるような高成長が実質成長で実現したとすれば、投資や消費の活況から、経常赤字/名目 GDP も現状の5%を上回る水準になる可能性が高い。これらのケースで見てみると、10年後の対外純債務/名目 GDP は40~60%程度、20年後の対外純債務/名目 GDP でも60~80%程度であり、この程度の速度で対外純債務が拡大しても、それほど大きな金融混乱は生じないかもしれない。以上から考えると、米国の対外純債務が制御不能なほど急速に拡大する可能性は小さいと思われる。

### (3) 投資収益純支払

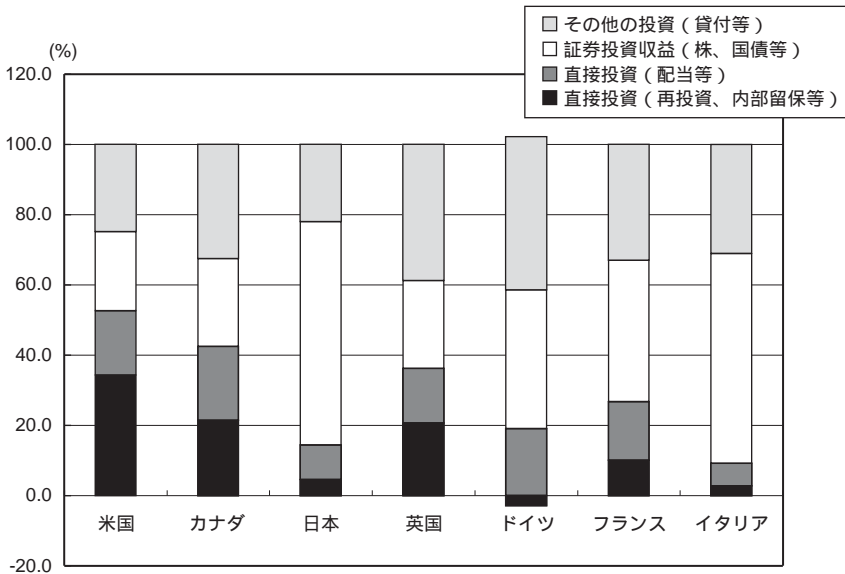
対外純債務が拡大して困るのは、利子・配当等の投資収益の純支払が拡大する点である。投資収益収支は、国際収支上は所得収支として経常収支の一部を構成する。このため、対外純債務残高が拡大すれば、投資収益純支払の増大から経常赤字が拡大し、結果として対外純債務がさらに拡大するという、一種の悪循環 比喩的には借

金地獄 に陥る可能性がある。

しかし、米国の場合は、対外純債務残高が02年末で2兆6,000億ドルと巨額なものにもかかわらず、投資収益収支は、03年で約220億ドルの純受取と“黒字”になっている。実は03年に限らず、米国は80年代末から純債務国に転じたのにもかかわらず、投資収益収支が赤字(純支払)になった年は、現時点での米国国際収支統計で見る限り一度もない。こうした状況になるのは、米国の投資収益・支払の構造にも関係がある。図3、4は、それぞれ、G7各国の投資収益受取、投資収益支払の種目別構成比を比較して見たものである(いずれも00~02年の平均値)。ここで特徴的なのは、先進各国と比較して米国の投資収益受取に占める直接投資関連の比率が高いことであり、投資収益受取の半分以上を占めている。また、投資種目別に米国の対外投資と対内投資の収益率を比較してみると(表2)、証券投資や貸付などの投資種目においては、対外・対内の収益率格差は1%以内で大きな格差は無い。しかし、直接投資に関しては、かなりの開きがあり、米国の対外直接投資の収益率は対内直接投資の収益率を90年以降の平均で4.7%も上回っ



図3 G7各国の投資収益受取の構成比



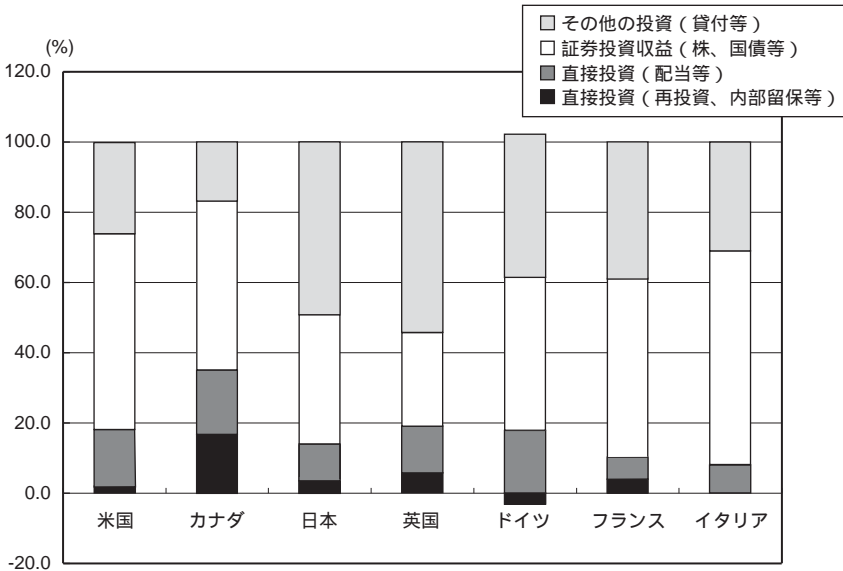
(注) 2000 ~ 2002 年の平均値

(資料) Balance of Payments, IMF(2004年5月)より作成

ている(注8)。米国と近似した構造を持つのは英国であり、対外直接投資の収益率が対内直接投資のそれを上回る傾向があるが、その程度は90年以降の平均で3.5%と米国ほど大きくはない。こうした直接投資における内外収益率の格差が何によって生じているのか、別途検討が必要だが、米国の場合は、高い収益率を持つ対外直接投資からの投資収益受取が大きいことが、対外純債務国になっても投資収益収支が赤字化しない大きな要因になっている。

ただし、こうした投資収益構造は、金利水準からも大きな影響を受ける。例えば現在のように、金利が低く世界経済が比較的順調な成長を遂げている状況では、米国の投資収益に占める直接投資のウェイトが増大する。しかし、米国を中心に世界の金利が上昇し、世界経済が低迷すると、投資収益に占める証券投資や貸付の項目のウェイトが増大し、金利の対外純支払が相対的に増大する。試みに、金利水準の高かった89年の投資種目別の対外・対内投

図4 G7各国の投資収益支払の構成比



(注)(資料)図3と同じ。

投資収益率を使って、現在の米国における対外・対内投資残高に基づいた投資収益収支を計算してみると、約650億ドルの赤字(純支払)になる。

そこで、将来の投資収益収支がどのような姿になるのか、簡単なシミュレーションを行った(注9)(表3)。表には、低金利ケースと高金利ケースとを示してある。まず、現状と同じように米国の名目成長率が5%、経常赤字の対GDP比が5%で続くという前提で試算してみると、低金利ケースの場合、

10年後には投資収益収支は1,460億ドルの赤字となるが、対GDP比では0.9%程度に過ぎない。この値は20年後でも1.0%程度と、ほとんど変化しない。これは、現在のオーストラリアの11.5%の投資収益収支赤字、日本の1.6%の同黒字と比較してもそれほど大きな値とは言えないだろう。また、名目成長率が3%、経常赤字の対GDP比が7%という悲観的なケースで試算してみても(対外純債務の対GDP比は、上記したよう

表2 米国の投資種別の対外・対内投資収益率の推移

(単位: %)

		1986	1990	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
投資収益 受け取り収益率	直接投資	7.0	9.0	7.0	6.4	6.1	4.6	4.6	5.6	5.4	7.0
	証券投資	5.7	5.5	4.1	3.6	3.5	3.0	2.6	2.9	3.0	3.4
	その他	6.5	8.2	5.5	4.9	5.1	5.4	4.8	5.6	3.7	1.9
投資収益 支払い収益率	直接投資	-2.5	-0.6	-3.0	-2.7	-2.6	-1.8	-1.9	-2.1	-0.7	-2.5
	証券投資	-5.8	-6.8	-4.1	-4.0	-4.0	-3.6	-3.4	-3.7	-3.6	-3.5
	その他	-6.0	-7.4	-5.2	-4.7	-4.5	-4.8	-4.3	-5.1	-3.6	-1.8
対外・対内投資収益率格差	直接投資	4.5	8.4	4.0	3.7	3.5	2.8	2.7	3.6	4.7	4.6
	証券投資	-0.1	-1.2	-0.1	-0.3	-0.4	-0.6	-0.8	-0.8	-0.6	-0.2
	その他	0.5	0.8	0.3	0.1	0.6	0.6	0.4	0.5	0.1	0.2

(注) それぞれの投資種別の投資収益受取(支払)を投資残高で割った値。

(資料) 図3と同じ。

に100%を超えるが)、投資収益収支の赤字の対GDP比は20年後でも1.9%程度に収まる。

次に、高金利ケースでは、投資収益収支の赤字幅は拡大するが、名目成長率が5%、経常赤字の対GDP比が5%で続くという標準的なケースで、20年間後でも投資収益収支の赤字は対GDP比は2.5%程度にとどまる。さらに、名目成長率が3%、経常赤字の対GDP比が7%という最悪のケースが20年間続いた場合には、投資収益収支の赤字の対GDP比は4.3%程度まで拡大するが、これも現在の経常赤字の水準と比較して制御不能な水準ではない。少なくとも投資収益収支の赤字が純債務を拡大させ、借金が借

金を呼ぶというような状況ではない。

以上のシミュレーションから見る限り、米国の投資収益収支が将来赤字に転落するとしても、その程度、スピードは緩やかであり、非常に安定的に推移すると考えられる。

### 3. 調整のシナリオ

それでは、こうした米国経済の経常赤字や対外純債務はどのような形で調整されていくのだろうか。経済の不均衡は、長期的にはマーケットの力で是正されると考えられるが、この場合の具体的な調整経路は、基本的にドルの下落と金利の上昇である。考えられるシナリオは次のようなものだろう。

表3 投資収益純支払い / GDP のシミュレーション結果

(a) 低金利ケース

(単位：%)

		経常赤字 / 名目 GDP		
		3%	5%	7%
名目 GDP 成長率	3%	-0.3 (0.0)	-0.9 (-0.9)	-1.4 (-1.9)
	5%	-0.3 (-0.2)	-0.9 (-1.0)	-1.4 (-1.9)
	7%	-0.4 (-0.4)	-0.8 (-1.1)	-1.3 (-1.8)

(b) 高金利ケース

(単位：%)

		経常赤字 / 名目 GDP		
		3%	5%	7%
名目 GDP 成長率	3%	-1.1 (-0.8)	-2.1 (-2.5)	-3.1 (-4.3)
	5%	-1.0 (-1.0)	-1.9 (-2.5)	-2.8 (-3.9)
	7%	-1.0 (-1.1)	-1.8 (-2.3)	-2.7 (-3.6)

(注) 10年後の値。括弧内は20年後の値

低金利ケースとは、投資種別の投資収益率を00～02年の平均値としたケース。

高金利ケースとは、投資種別の投資収益率を88～90年の平均値としたケース。

(1) ハードランディング・シナリオ

前記したように、経常赤字は、必ず資本収支の黒字（資本の純流入）を伴っている。逆の言い方をすれば、資本の純流入が続く限りは、経常赤字を出し続けることができる。これは、借金できる限りは、あるいは売る資産がある限りは、所得以上の支出ができるのと同じである。つまり、資本流入が続く限りは、為替、金利にも大きな影響はない。しかし、何らかのきっかけで米国に対する資本流入が減速すれば、ドルの下落と米国内金利の上昇が同時に

起きると考えられる。これは、程度の差こそあれ、今まで通貨危機にあった他の国々に共通した現象である。

では、何によってこうした資本流入の減速が生ずる（または純流出に転ずる）のか。それは、人々の“期待”の変化である。お金を貸しても大丈夫だと人々が信じている間は、お金を借り続けることができるが、いったん、（たとえ根拠のないデマでも）貸したお金を返済してもらえないかもしれないと、人々の“期待”が逆転すれば、資本の流入は停止、あるいは純流出に

転じる。

80年代半ばごろには、ドル暴落の危機の可能性がささやかれ、ハードランディング・シナリオも検討された。しかし、実際にはドルを除くと資産運用が難しいこともあり、現在では（当時よりも経常赤字や累積債務の規模は拡大したにもかかわらず）こうしたドル危機が目前に迫っていると思うエコノミストはほとんどいないようである。しかし、人々が予想していないときに来るからこそ危機であり、現在でも、例えばマンハッタンで核を使った大規模テロでも発生すれば、米国から資本を引き上げようとしてドル売りが殺到し、一時的にでも為替の暴落と金利の急上昇が生ずるかもしれない。

## (2) 対米投資が弱まるシナリオ（長期金利の上昇）

(1)のシナリオほど急激でなくても、例えば財政赤字の拡大や民間貯蓄の低下（過剰な民間消費）による経常赤字（上記の「悪い経常赤字」）に市場参加者が懸念を持つケースが考えられる。この場合、投資家が対米投資に慎重になれば、米国の長期金利の上昇要因になる。長期金利の上昇は、米国の国内景気を後退させ輸入の減少につながる

ため、経常赤字を縮小させる。このケースでは米国の成長率は低下する。しかし、上のシミュレーションで見たように、この悲観的なケースでも、対外純債務や投資収益純支払は、対GDP比で見ると一定範囲内に収まる。

## (3) 現状維持シナリオ（実質為替レートの緩やかな低下）

最もありそうなのは、当面、現状の経常赤字が続くという考え方である。民間投資が主導するような形で米国の経済成長が続くような比較的楽観的なケースでも、かなりの水準の経常赤字（上記の「良い経常赤字」）が続き、対外純債務も徐々に拡大していく。この結果、投資収益収支の赤字幅も緩やかに拡大していくと考えられる。米国内の貯蓄投資バランスに大きな変化が無い場合、経常赤字全体の水準に大きな変化は生じない。このため、相対的に財サービス収支の赤字が減少するはずであり、実質為替は長期的にはこれと整合的に決まってくる。これは、ドルの実質為替レートの水準が徐々に低下していくことを意味している。

こうしたドル下落の場合、米国は、他の債務国には享受できないメリットを受けることができる。一般に債務国

は、自国通貨を下げることで輸出競争力を強め、対外債務の返済能力を増大できるが、その一方で自国通貨建て見た対外純債務が拡大するというジレンマに陥る。これは、当該国の対外債務の多くがドルを中心とする外貨建てであることに起因する。しかし、米国の場合は、対外債務の22%を占める直接投資はもちろん、48%を占める証券投資も株、国債を中心に大部分がドル建て、そして、それ以外の対外借入れなども、かなりの部分は自国通貨であるドル建てだと考えられる。その一方で、対外資産の部分は、直接投資、証券投資を中心に外貨建てが多い。すなわち、米国の場合は、自国通貨であるドルが安くなっても、ドル建てで見た対外債務はそれほど増えないのに対し、対外資産は大きく増加する可能性が高い。実際、01年末と02年末とを比較するとドルは安くなった(注10)が、この期間の米国の対外資産・負債の評価額変化の内訳を見ると、為替変化は、対外資産を2,650億ドル増やす効果があったのに対して、対外負債を350億ドル増やす効果しかなかった。この結果、ドル安は対外純資産を2,300億ドル減らす効果があった(注11)。すなわち、米国の場合、ドル安

は、米国の輸出競争力を高めるだけでなく、対外純債務残高をむしろ減額させる効果を持つのである(注12)。さらに同様の理由で、ドル安は投資収益純支払を減額(または投資収益純受取を増額)させる効果を持つ。こうした効果は、基軸通貨国の特権でもあるが、他の債務国とは異なり、米国が巨額の対外純債務を負っても安定的な経済運営をできる一つの根拠にもなるのである。

以上をまとめると、米国の中心部で大規模なテロでも起きない限りは、米国への資本流入が短期間に急減するような問題は生じないだろう。経常収支の質は低下している(悪い経常赤字)ため、それによって米国の経済成長が抑制されることはあり得る。しかし、投資収益収支の赤字幅が拡大するには時間がかかり、対外純債務の対GDP比も極端な水準にはならないため、今後10~20年は米国の対外債務問題が大きな問題にはなることはないと思われる。ただし、高水準の経常赤字が続き、対外純債務の対GDP比が拡大していくにつれて、実質為替レートが傾向的に低下していく可能性が高い。この場合、貿易赤字や財・サービス収支赤字の縮小は生じるものの、

投資収益の純支払が緩やかに拡大して、経常赤字の中身のかなりの部分を、投資収益赤字（純支払）が占めるといふ、現在のオーストラリアに近い国際収支構造に変わっていくと考えられる。

#### [参考文献]

Mann, Catherine L. (2004)「アメリカの経常収支赤字は維持可能か：2つの見解」伊藤隆敏、財務省財務総合政策研究所編著『検証・アメリカ経済』日本評論社、2004

- (注1) ここでの資本取引は、民間資本取引だけでなく公的な資本取引、具体的には外貨準備の純増も含めた広義での資本取引。
- (注2) なお、経常収支に関しても91年との差分で表示しているが、91年の米国の経常収支はゼロに近いので、この値は経常収支の対GDP比とほぼ一致する。
- (注3) この時期、民間純貯蓄が大きく落ち込んでいるが、これは、クリントン政権下での増税によって家計の可処分所得が減少したことにもその一因がある。拙著「貯蓄率はなぜ下がったのか」季刊国際貿易と投資 No.55、2004年参照
- (注4) Mann (2004)によれば、対外純債務の対GDP比がサステナビリティに問題を生じるトリガーとなるのは40～50%以上としている。
- (注5)  $NIP_t = NIP_{t-1} + CAD_t$  (ここでNIPは対外純債務残高、CADは経常赤字)
- (注6) こうしたケースが実現する経済状況は、米国が輸出主導型の成長を遂げると同時に米国内の民間貯蓄率が回復する状況、もしくはインフレと低成長が共存するような状況などが考えられる。
- (注7) こうしたケースが実現する経済状況は、米国経済が長期的な低成長に陥る一方、税収減に軍事支出等の政府支出の増大が重なって、財政赤字が拡大する状況などが考えられる。
- (注8) 直接投資の中でも、特に再投資・内部留保の項目において対外・対内の収益率格差が大きい。
- (注9)  $LIB_t = AST_t + NIP_t$  (LIBは対外総負債、ASTは対外総資産)。ここで対外総資産、対外総負債の投資種目別構成比は、02年末の構成で変わらないと仮定した。また対外総資産の伸び率は、90～02年の平均値である9%と仮定してシミュレーションを行った。
- (注10) ドルの名目実効為替レートは、01年末で131.64、02年末で122.46と約7%の下落である(95年=100とする指数。International Financial Statistics, IMFによる)
- (注11) いずれも直接投資を市場価格 (market value) で評価した場合の値 (“International Investment Position of the United States at Yearend, 2001 and 2002,” Bureau Economic Analysis, U.S. Department of Commerce)
- (注12) 逆に95～01年にはドルの名目実効為替レートは約30%上昇したが、このドル高は対外純債務残高を累計6,250億ドルも増加させる効果があった。