



米国の対外純債務の 持続可能性とドル相場

竹中正治

米国の経常収支赤字の増加とその累積として膨張を続ける対外純債務の持続性については、様々な議論が過去繰り返されてきた。言うまでもなく、議論は米ドルに対する悲観論と楽観論に分かれる。悲観論は典型的には、米国の対外純債務の増加が最終的にはドルの基軸通貨としての地位を突き崩し、その終焉をもたらすと説く¹。楽観論は米国の経常収支赤字の増加にもかかわらず、米国への資本流入と経常収支赤字のファイナンスに支調はなく、これが将来にわたって持続することを懸念する理由はないと説く²。

本稿では、米国の経常収支赤字が長期的にも解消せず、現在の対 GDP 比率で約 6% の水準から穏やかに縮小するだけでも、米国の対外債権と債務の間にある現状の有利な利回り格差が維持されるならば、対外純債務残高の増加は管理可能な範囲に止まることを試算で示す。

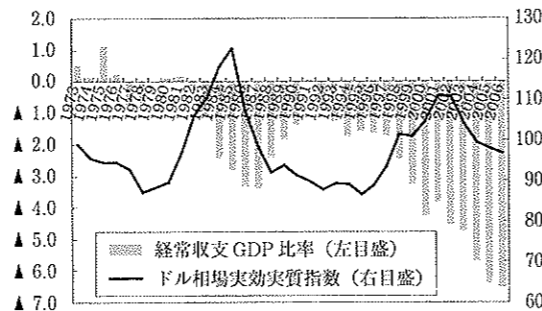
ただし、それはドル相場が下落しないことを意味しない。むしろ反対にドル相場の全般的な下落こそが、今後米国の対外債権・債務の有利な利回り格差の維持を通じて、対外純債務膨張の抑制に必要な条件であることを強調するものである。また、本稿の結論は、今世紀の半ばまでの展望において、米国サイドによほどの大きな政策的失敗がない限り、米ドルが基軸通貨と

しての地位に止まり得ることを示唆している。

1. 米国の経常収支赤字の 累積による対外純債務の膨張

米国の経常収支赤字の規模は 2006 年時点で GDP 比 6.1% となった。その結果、米国の対外純債務残高は、2006 年末現在で 2.5 兆ドル (GDP 比約 20%、対外資産 13.8 兆ドル、対外債務 16.3 兆ドル) に達した。ドル相場の実効実質相場は 2003 年から下落トレンドにあり、足元ではようやく経常収支赤字の増加に一服感が見られるが、今後赤字減少トレンドが定着するかどうかはまだ判らない。過去 30 年の実績では、ドル相場の実効実質相場の 10% の下落は、約 2 年間のタイムラグを伴って経常収支赤字の対 GDP 赤字を 0.8% ポイントほど下げる

図表 1 アメリカの経常収支 (対 GDP 比率) と
実質実効ドル相場指標



Data: 米商務省、FRB

だけである。現状程度のドル相場下落は、1990 年前後に見られたような米国経常収支赤字の解消には不十分であろう (図表 1)。

2. 米国の経常収支赤字と対外債務 の膨張が持続する特別な事情

既に幾人もの論者に指摘されているように、経常収支赤字が拡大しても通貨・金融危機に発展し難い特殊な立場を基軸通貨国として米国は享受している³。その点を確認しておこう。

まず発展途上国の経常収支赤字について考えよう。経常収支赤字の累積によって対外純債務残高が拡大し続けると、海外投資家はその持続可能性に対して懸念を持つ。すると、資本収支黒字の減少 (= 海外からの流入資金の減少、あるいは流出) → 経常収支赤字の縮小というメカニズムが働く。この過程で当該国の通貨相場は下落するのが常である。加えて、海外からの資金流入の減少と、為替相場下落を反映して、国内金利の上昇圧力が高まる。既存の対外債務は途上国の場合、ドル建てやその他先進国通貨建て (外貨建て) が多い。従って自国通貨相場が急落すると、自国通貨建て資産を見合いに外貨建て対外債務を負っている企業や金融機関に莫大な為替損失が生じ、信用危機、金融危機に発展するリスクが高くなる。海外投資家からの信任が損なわれて危機に発展すると、国内経済は大きく落ち込み、IMF などの国際機関や外国政府からの支援がなければ、事態を收拾することができなくなってしまう。言うまでもなく、これは 1997 年のタイや 2001 年のアルゼンチンで起こったケースである。

しかし、米国は基軸通貨国である。言い換えるならば米ドルは「通貨の通貨」であり、米ドルを保有する動機は世界中の企業、投資家の間に広く存在している。この結果多くの場合、海外の企業、投資家はドル建てで米国の金融資産を保有する。しかもグロス残高でみると米国は世界最大の対外債務国であると同時に、最大の

債権国でもある。実際、米国は約 16.3 兆ドルの対外債務を抱えると同時に、約 13.8 兆ドル余の対外資産を保有している (2006 年末時点)。対外債務の 90% 以上はドル建てであるが、対外資産の約半分は外貨建てである。従って、ドル相場が下落しても、米国の債務者にとってドル価値ベースの対外債務負担はほとんど増加しない。この時、ドル相場下落で為替損失を被るのは、債務者の米国サイドではなく、米国に投資している海外投資家である。一方、米国の投資家の対外資産は外貨建てが多いので、ドル相場下落で米国の投資家は為替益を得ることができる。

3. 基軸通貨国米国が享受する 事実上の特権

こうした事情は次の 2 つの点で米国に特殊な優位性を与えている。第 1 点は、国内の流動性が逼迫するようなクレジット・クラシの兆候が出た場合に、FRB はドル相場下落を懸念することなく、金融を緩和し、流動性の供給を増やす対応ができることである。海外投資家の対米投資減少で、米国内の信用が逼迫しても、中央銀行である FRB が金融を緩和することで対処できる。例えば、1987 年 10 月の米国の株価暴落 (ブラックマンデー) は、世界の株式市場に波及し、連鎖的な急落をもたらした。この時、米国のインベストメント・バンクは流動性危機に陥りかかり、金融危機の兆候が見られた。しかし FRB は金融を緩和し、ドルの流動性供給を増やすことで危機の深刻化は回避された。ドル相場はブラックマンデー後、大きく下落したが^(註 1)、米国経済は不況にも陥らずに事態を乗り切った。このように、米ドルは基軸通貨であるが故に、「事実上の特権」とも呼べるような他の諸国とは異なる有利な地位を享受している。

第 2 点は、対外債権・債務の間にある利回り格差である。対外資産と負債の利回り (インカ

ム・リターン)が同じならば、米国が1980年代半ばに対外純債務国に転じるとほぼ同時に投資収益収支も赤字になったはずである。また、対外債権と債務の価格変動がなければ、年間の経常収支赤字の分が対外純債務の増加としてそのまま加わり、対外債務は増加する。ところが、対外純債務の増加にかかわらず、所得収支は次第に小さくなっていくが2006年まで黒字を続けて来た。また、米国の対外純債務の毎年の増加テンポは経常収支赤字の累積額よりずっと小さい。

この原因は、ドルベースで見た米国の対外債権と対外債務の間にインカム・リターン、並びに価格変動を含めた総合リターンの双方で趨勢的な利回り格差があるからである。図表2は1989年以降の米国の対外債権と対外債務の利回りを示したものである(米国商務省は89年

図表2 米国の対外債権・債務の利回り

(単位: %、年平均)

	1989~06年	2002~06年
対外債権総合利回り (①)	10.4	15.1
受取り投資収益利回り (②)	6.0	5.1
対外債権評価調整利回り (③)	4.3	10.0
価格変動	2.1	3.3
為替相場変動	0.0	2.1
その他	2.2	4.5
対外債務総合利回り (④)	6.1	6.5
支払い投資収益利回り (⑤)	4.5	3.6
対外債務評価調整利回り (⑥)	1.6	3.0
価格変動	1.6	1.0
為替相場変動	0.0	0.3
その他	▲ 0.1	1.7
対外債権・債務 総合利回り格差 (⑦=①-④)	4.3	8.5
投資収益利回り格差 (⑧=②-⑤)	1.5	1.5
対外債権・債務 評価調整利回り格差 (⑨=③-⑥)	2.8	6.9

(注) 受取り(支払い)収益利回りは、年間の投資収益受取り(支払い)を対外債権(債務)で割って算出したもの。対外債権(債務)評価調整利回りは、商務省が推計したその年の評価変化額を対外債権(債務)で割って算出したもの。対外債権(債務)総合利回りは、受取り(支払い)投資収益利回りと対外債権(債務)評価調整利回りを合計したもの。すなわち、①=②+③、④=⑤+⑥。
(資料) 米国商務省

以降の対外債権・債務の価格変動の内訳、すなわちキャピタル・ロスとゲインを公表している)。1989年から2006年の期間で見ると、投資収益の受取りと支払いの間に1.5%の米国に有利な利回り格差がある。価格変動を含めた総合利回りでは対外債権と対外債務の間に4.3%もの格差がある。2002年から06年の期間ではドル相場下落分1.8%(=2.1%-0.3%)も加わり、総合利回り格差は8.5%にも及んでいる。

この利回り格差を起こす原因として、通常3つの理由が指摘される。①米国の対外直接投資の利回りの高さ。②対外債権における株式投資の比重の高さと対外債務における債券の比重の高さ(長期では株式投資のリターンが債券投資を上回る)。③ドル相場下落。この3要因が今後どう変化するかは、本稿の最後に考えよう。

4. 米国の対外純債務の 長期的な持続可能性を試算する

こうした対外債権・債務の総合利回り格差を考慮して、米国の経常収支赤字と対外純債務の対GDP比率が今後長期的にどのように推移するか、複数のシナリオを試算した。(図3と4)

試算の想定(全て年率表示)

- ① 米国の名目GDP成長率: 5.0%(=実質GDP成長率3.0%+インフレ率2.0%)
- ② 対外債権の受取り投資収益利回り: 6.0%(1989年~2006年の平均値)
- ③ 対外債務の支払い投資収益利回り: 4.5%(同上)
- ④ 対外債権のドル相場の変化を除いた価格上昇率: 4.3%(同上)
- ⑤ 対外債務のドル相場の変化を除いた価格上昇率: 1.6%(同上)
- ⑥ 対外債権は50%が米ドル建て、50%が外貨建て、対外債務は90%が米ドル建て、10%が外貨建ての状態(現状)が

続く。

- ⑦ 対外債権は価格・為替相場変動分だけ変化する(増減)。
- ⑧ 対外債務は価格・為替相場変動分だけ変化するのに加えて、経常収支赤字の累積分だけ増加する。
- ⑨ 米ドル実効為替相場の変化と経常収支の変化の関係: 米ドル実質実効為替相場の10%の下落は2年後の経常収支赤字をGDP比率0.8%ポイント縮小させる。ただし、米ドル名目実効為替相場が1%変化すると、米ドル実質実効相場は0.78%変化する。(いずれも1975年~2006年の平均実績)

試算結果の図表3を見て判る通り、各通貨に対する米ドルの名目相場(実効為替相場ベース)が変わらない(1)のケースでは経常収支赤字の増加が続き、対外純債務は膨張を続ける。これは、投資収益収支を除いた経常収支赤字のGDP比率は変わらないが、対外純債務の増加に伴い投資収益収支が黒字から赤字に転じ、赤字が増加するからである。その結果、2030年代には対外純債務はGDPの100%を超え、債務の膨張・発散コースを辿る。対外債務がGDP比率100%を超えることが不可能である必然性はないが、世界経済と米国双方にとって大きな不安定性を抱えることになる。

なぜ、不安定化するのか? 投資家のホームバイアスがゼロの世界を想定すれば、資金の出し手を国内投資家に依存するのも、海外投資家に依存するのも同じことになる。しかし、現実の世界ではホームバイアスは90年代以降低下が観測されるものの、ゼロにはほど遠い。そうした現実を前提にする限り、米国の対外純債務の膨張が続けば、海外投資家がドル資産の保有に要求するリスク・プレミアムは上昇すると考えられる。あるいは、なんらかの地政学的なリスクに直面して、ドル資産から他通貨へのシフトが生じた場合のドル相場、米国資本市場への

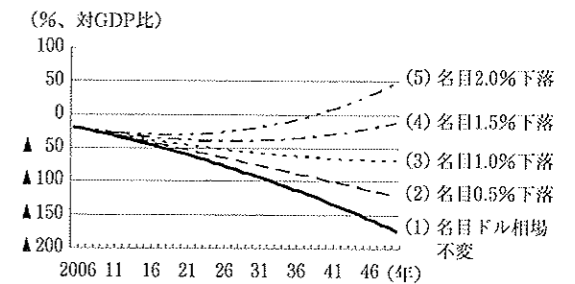
インパクトはより大きなものとなるだろう。

ところが、ドル相場の趨勢的な下落を想定すると大きく異なる様相となる。年率で名目ドル相場の1%の下落を想定した(3)のケースでは、経常収支赤字のGDP比率は現状の6%から極めて緩慢に5%近辺に縮小するだけであるが、対外純債務のGDP比率は長期的に70%程度で頭打ちとなり、膨張・発散コースにはならない。

更に名目ドル相場の年率1.5%の下落を想定した(4)のケースでは2040年代に経常収支赤字のGDP比率が2%前後の水準に穏やかに縮小すると同時に、ピーク時でも対外純債務はGDPの50%を超えることはなく、その後は減少に転じ、2040年代には現在の20%よりも低くなる。

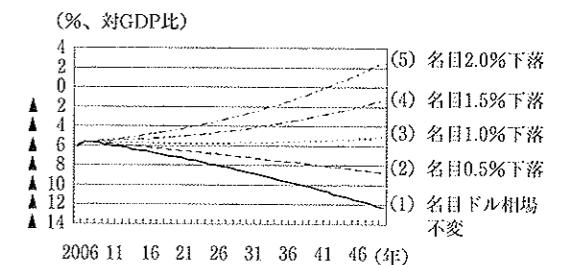
以上の試算結果は、米国の対外債権と対外債務の間に有利な利回り格差があることの優位性がいかに大きいものであるかを示している。言い換えれば、対外債務に対する対外投資のマク

図表3 米国の対外純債務(マイナスは債務)シミュレーション



(注) 1%下落とは、対象期間中、年率1%で下落することを意味する。

図表4 米国の経常収支シミュレーション



(注) 1%下落とは、対象期間中、年率1%で下落することを意味する。

口的なリターンの高さを維持することが、米国にとって決定的に重要な国益であることも示唆していると言えよう。

5. 対外債権・債務の利回り格差をもたらす諸要因

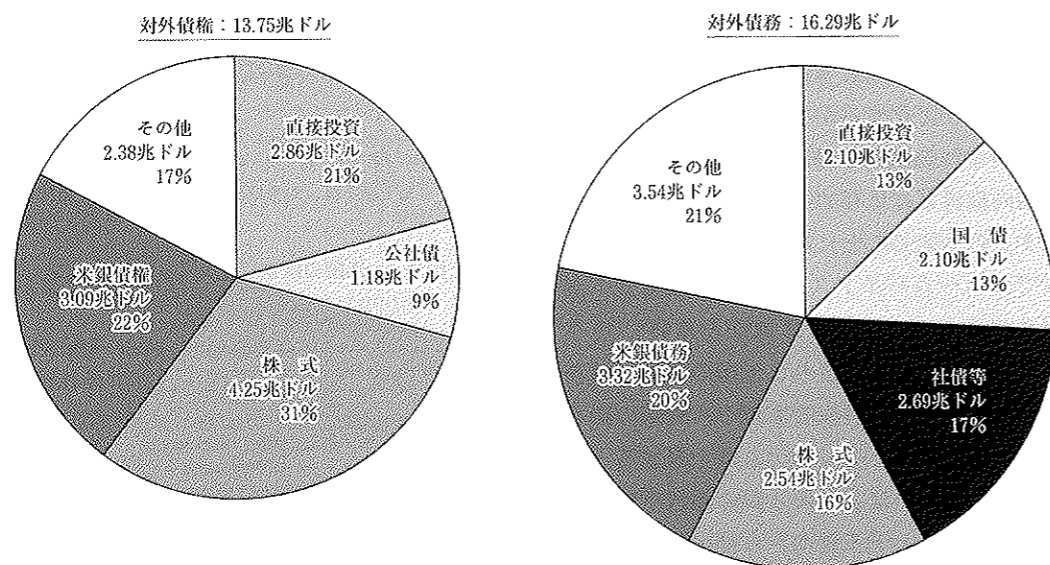
そこで米国の対外債権・債務の利回り格差を起す諸要因が今後どうなるか考えてみよう。先にあげた3つの要因の内、第1の「米国の対外直接投資の利回りの高さ」に関しては、欧州や日本企業による対米直接投資に比べて、米国企業の対外直接投資は履歴が長く、投資成熟度が進んでいるため、投資収益率が高いと考えることができる⁵。ただし、欧州、日本の対米直接投資も履歴が長くなるに連れて投資収益率が次第に向上する傾向が見られ、この点での投資利回り格差は縮小に向かうと予想される。

2番目に上げた「対外債権における株式投資の比重の高さと対外債務における債券の比重の高さ」は現状の傾向がある程度持続する可能性が高い。図表5の示すとおり、2006年末時点の米国の対外債権に占める株式比率は31%と

高く、一方債券比率は9%に過ぎない。反対に米国の対外債務に占める株式比率は16%に止まるが、債券比率は国債と社債の合計で30%に及ぶ。要するに米国投資家と海外投資家では株式と確定利回り債券に対する選好が正反対である。このことのひとつの理由としては、相手国政府がドル買いの外為市場介入で蓄積した外貨準備を主に米国財務省証券の形で保有していることが指摘できる。対外債権と債務のポートフォリオ分布の非対象性がどのような理由にせよ、長期では株式投資のリターンがリスク・プレミアム分だけ債券投資を上回る限り、米国に有利な投資利回り格差要因として働く。

3番目の「ドル相場下落」が利回り格差にもたらす効果は⁶、米国商務省のデータによる限り1989年から2006年の期間ではほぼゼロである。ただし計測時点が1989年であり、1985年のプラザ合意によるドル相場大幅下落調整後の時点を基点とした結果であることに留意したい。直近の2000年～06年の期間ではドル相場下落が利回り格差にもたらした効果として1.8%が観測されている。2007年以降もドルの実効相場は下落傾向を辿っている。

図表5 米国の対外債権・債務の構成 (2005年末)



(資料) 米国商務省

最初にあげた「対外と対内直接投資のリターンの格差」は、欧州や日本の対米直接投資のリターンが趨勢的な改善傾向にあることを考えると縮小に向かうと述べた。換わってドル相場の趨勢的な下落が、米国の対外純債務の増加を管理可能な範囲に止める条件として重要性を増すことになるだろう。

6. 米国の対外債務残高がコントロール可能な範囲に止まることの含意

本稿での試算を考慮すると、今後米国経常収支赤字がGDP比率で比較的穏やかな改善に止まるとしても、大きな政策ミスさえなければ、米国の対外純債務はコントロール可能な範囲に止まる可能性が高いように思われる。ただし、繰り返して強調すれば、このことはドル相場が下落しないことを意味しない。反対である。対外純債務の対GDP比率での上昇を穏やかに止める条件には、ドル相場の趨勢的な下落をもたらす2つの効果が欠かせない。①経常収支赤字縮小の効果、②対外債権・債務の利回り格差である。

ただし、その必要とされる名目の下落率は均して見れば、年率1.0~1.5%程度である。もちろん、このことは短期・中期的な下落トレンドが穏やかになることを意味しない。1980年代前半や1990年代後半のようなドル高時代を再び現出してしまえば、その後に急激なドル相場の反落が必要になるだろう。

また、試算では単純化のために各通貨に対してドルが均等に下落すると想定したが、実際にはドル相場下落率は通貨によって大きく異なるだろう。現在急激に貿易黒字を拡大している通貨、例えば人民元に対しては、より大きな米ドルの下落が必要になるだろう。円相場については、日本の経常収支黒字がやはり過去最高を更新する状況下、円キャリートレードや国内個

人投資家の外貨投信の急増で現在相対的に円安に振れている分、中期的には円高方向への大きな調整局面が到来する可能性が高くなっていると思われる。

《注》

- (1) 正確に言うと暴落発生時から2週間ほどは、流動性不足に陥った投資機関やインベストメント・バンクなどが海外市場での株式などを売り、ドル転換して米国に回収したのでドル相場はジリ高だった。急落したのは、そうした動きが一巡した後である。

【参照】

1. 副島隆彦、「ドル覇権の崩壊」、徳間書店、2007年7月
2. 早川博之、「米ドル信任問題と米国多国籍企業活動について①」、国際金融1179号、2007年8月1日
米倉茂、「ドル危機説の憂鬱」、国際金融1177号、2007年6月1日
3. 谷口智彦、「通貨燃ゆ、円・元・ドル・ユーロの同時代史」、日本経済新聞社、2005年3月
4. 高橋慶子、「低下しつつある金融資産のホームバイアス」、内閣府、2005年12月
5. Congressional Budget Office (USA), "Why Does U.S. Investment Abroad Earn Higher Returns Than Foreign Investment in the United States?" November 30, 2005
6. Gourinchas, Pierre-Olivier and Rey, Helene "From World Banker to World Venture Capitalist: The US External Adjustment and The Exorbitant Privilege" NBER, 2005

