

米経常赤字は2、3年で半減

「ドル離れ」「ドル暴落リスク」が話題になっている。しかし一方で、2007年から米国経常収支赤字の縮小が始まっている。穏やかなドル相場の下落が続けば、2-3年で米経常収支赤字の対国内総生産（GDP）比は06年から半減する公算が高い。サブプライム危機対応で大きな失敗がない限り、「ドル暴落」を避けつつマクロ的な調整が進むだろう。



竹中正治
国際通貨研究所
経済調査部長・
チーフエコノミスト

ドル円相場は昨年のドルの高値である1ドル=124円台から同100円近辺まで下落したが、日米インフレ率（企業物価、卸売物価）を調整した実質で見ると、1973年以来の中心レンジまで戻ったにすぎない。また、米連邦準備理事会（FRB）が公表するドル実効相場（名目、主要7カ国貿易シェア加重平均相場指数）で見ると、73年以降、ドルが前年比で10%以上下落した局面が今回を含めて6回ある。最大の急落はプラザ合意後の86年で下落率は20%に達した。今回の下落率はまだ10%余である（図1）。

縮小過程に入った米経常収支赤字

米国への資本流入が減少し、米国株式、債券価格、ドル相場がスパイラルに下落するドル暴落シナリオを語る向きもある。しかし、短期的にはそうしたことは起こり得ても、危機が恒常化するリスクは極めて小さいと考える。

その理由の1つは、米国の経常収支赤字が2007年から縮小過程に入り、今後も継続

する公算が高いことである。経常収支赤字は対名目国内総生産（GDP）比で、06年の6.15%をピークに07年は5.35%に低下、07年第4四半期は4.9%に縮小した。一般に経常収支不均衡の調整は、為替相場の変動による効果（為替相場効果、あるいは価格効果）と貿易相手諸国との内需成長率格差による効果（所得効果）によると考えられている。

まず、為替相場と経常収支の関係について確認しておこう。資本移動の自由化が進み、国境を越えたマネーフローが急増した80年代以降、経常収支の赤字（黒字）が当該通貨相場の下落（上昇）をもたらすような単純な関係は無くなっている。経常収支が赤字でも、マネーフローの流入が旺盛であれば、当該国の通貨相場は上昇する。しかし、通貨相場の過大評価が続けば、経常収支赤字の累積として対外債務残高が増加する。

債務の無限の増加は不可能なので、どこかで調整が生じることになる。すなわち、

通貨相場の下落と経常収支赤字の縮小（あるいは黒字転換）が起こる。この時、対外債務残高が实体经济に比べ巨額で、かつ外貨建ての場合は、自国居住者の為替損失を介在して通貨・金融危機を引き起こすリスクがある。ところが、米国は基軸通貨国なので、対外債務の90%はドル建てであり、このメカニズムによる危機発生の条件を免れている。

所得効果とは、正確に言うならば、自国でのGDP潜在成長率よりも低い内需成長率、あるいは貿易相手諸国でのGDP潜在成長率よりも高い内需成長率、もしくはその双方が同時に生じる場合に、自国の経常収支赤字の縮小、あるいは黒字の増加がもたらされると考えるべきだろう。

現在の米国の経常収支調整は、ドル相場の全般的な下落（為替相場効果）のみならず、住宅不況と信用力の低い個人向け住宅融資サブプライム問題による危機で米国経済がリセッションに向かう（内需縮小）一方、貿易相手諸国の経済成長率（内需成長率）が比較的高い水準を維持していることによる所得効果により助長されていると一般には考えられている。

まず単純に米国と貿易相手諸国の成長率の格差と米国経常収支の推移の関係をみると、80年代と90年代以降では関係が逆転していることが注目される。図2は、垂直軸に米国の経常収支の対GDP比率、水平軸に貿易相手諸国の加重平均した実質GDP成長率と米国の実質GDP成長率の格差を

図1 ドルの名目実行相場指数

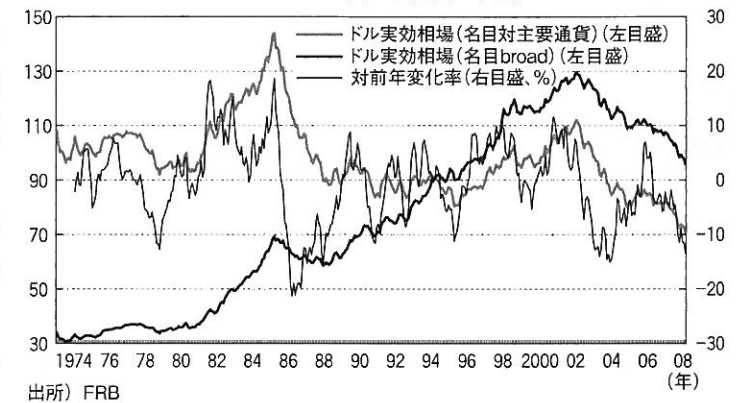
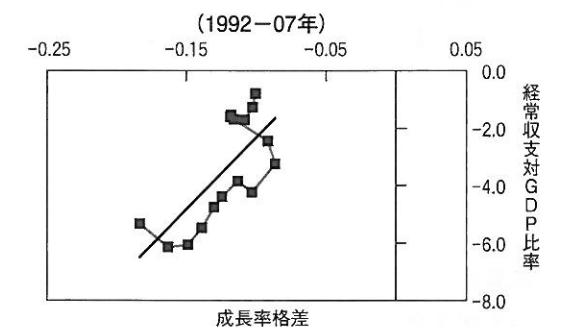
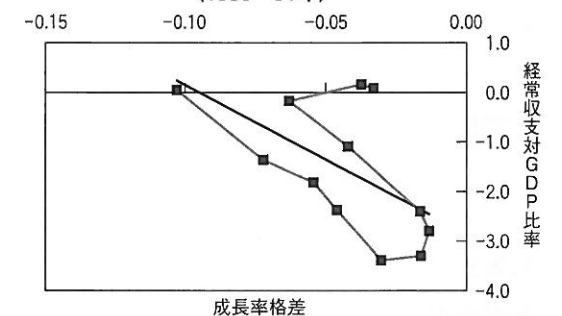


図2 米国の貿易相手国との経済成長格差と経常収支対GDP比率 (1980-91年)



出所) 米国商務省、FRB、IMF World Economic Outlook Dataより筆者作成

示したものである。水平軸で左に行くほど、貿易相手諸国の成長率の方が米国より高い状態を示す。

成長率格差の計算では、79年の米国と貿易相手諸国（加重平均ベース）の実質GDPを100と置いて指数化し、[各年の米国実質GDP指数/貿易相手諸国の実質GDP指数]

の値を対数表示した。加重平均算出のウェートには、FRBのドル実効相場指数“broad”算出に使用されるウェートを使用した。

逆転した所得効果の相関関係

図2が示す通り、80年代には貿易相手諸国に対する米国の成長率の相対的な低下→米国経常収支赤字の縮小（逆は逆）という所得効果から生じると考えられる相関関係が見られた。ところが、90年代以降では米国の貿易相手諸国に対する経済成長率の相対的な低下と経常収支赤字の趨勢的な拡大が同時進行し、80年代の相関関係とは係数の正負が逆転している。

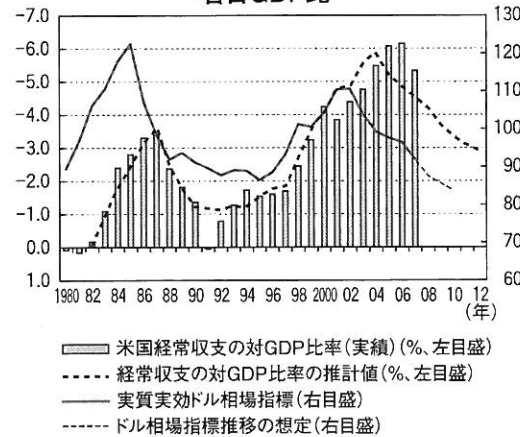
では、所得効果からのこうした逆転現象は90年代以降になぜ生じたのであろうか。このパラドックスは、90年代以降に米国から貿易相手諸国（特に発展途上国）への直接投資が一層拡大し、米国の製造業の生産能力が貿易相手諸国に大規模に移転した結果であると考えられると納得できる。

対外直接投資の増加は、米国にとっては配当や利息の形で将来の所得収支の受け取りを増やす効果もある。しかし、それ以上に資本と技術の移動を伴って米国の生産能力が相手諸国に移転する場合、相手諸国での経済成長率の上昇と米国への輸出の増加（＝米国の輸入の増加）を同時にもたらす。

また、80年代に典型的な所得効果が見られた原因は、当時の米国の主要な貿易赤字対象国だった日本や西ドイツの対米輸出増加が、米国からの直接投資ではなく、これら諸国の自前の資本と企業によるものだったことであることを考えれば納得できる。

おそらく90年代以降の現実、所得効果

図3 実質実効ドル相場と米経常収支赤字の
名目GDP比



出所) 米国商務省、FRB、IMF World Economic Outlook Dataより筆者作成

が消えてしまったというよりは、所得効果は働いているのだが、直接投資の増加により、それによる生産能力の移転効果の方が大きくなったので、単純な成長率の比較からは観測できなくなったと考えるべきであろう。

こうした認識を念頭に置いて、以下の3つを独立変数に置き、米国の経常収支（対GDP比率）を従属変数（被説明変数）とした回帰分析を行った（図3）。

変数X1：米国と貿易相手諸国のそれぞれの潜在成長率からの実質GDP成長率の乖離（かいり）（＝所得効果）

変数X2：実質実効ドル相場（為替相場効果）

変数X3：米国の対外直接投資残高の変化
その結果、決定係数R²は0.906となり、かなり高い値である（回帰分析の詳細は、筆者レポート「縮小基調を辿る米国経常収支赤字」国際通貨研究所、2007年12月25日を参照）。図3に示した通り、破線で示し

た推計値はかなり忠実に実績値（棒グラフの頂点）をなぞっている。次に回帰分析で求められた推計式を基に一定の想定の下での12年までの経常収支の変化を推計した。推計の想定と結果は表1の通りである。

実質実効ドル相場の変化と経常収支赤字の対GDP比率の変化は、年間平均ベースで見ると、ドル相場の変化が2年のタイムラグを伴って経常収支に変化を与えると想定した場合に最も相関度が高まるので、2期ずれベースで推計した（そのため11年と12年のドル相場は推計結果に影響を与えないのでブランクである）。

73年以降の変動相場制の歴史の中で最も下落率が大きかったのはプラザ合意翌年の86年の12.5%であり、ケース2が想定する08年の実質実効ドル相場で前年比10%の下落は86年に次ぐ下落率である。対外直接投資残高（historical cost base）の変化は、過去10年間の年間平均伸び率が11.8%から鈍化して、前年比6%の伸びを想定した。

米の対外純債務残高は安定へ

表1に見る通り、比較的穏やかなドル下落を想定したケース1でも、推計結果は10年までに経常収支赤字の対GDP比率は3%前後まで縮小することを示している。

また、3つの変数の中では所得効果（変数X1）の影響度が最も小さく、例えば08年の米国GDP成長率が1.0%から2.0%に上昇しても、同年の経常収支赤字の対GDP

表1 推計の想定と結果

		2008年	09年	10年	11年	12年	
想 定	実質GDP成長率	米国	1.0	2.5	3.0	3.0	3.0
	%	貿易相手諸国	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2
	実質実効ドル相場	ケース1	-5.0	-2.0	-2.0		
	対前年平均比%	ケース2	-10.0	-5.0	-2.0		
推計結果	米国の対外直接投資残高前年度比伸び率%		6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
	米国の経常収支赤字対名目GDP比率%	ケース1	-4.2	-3.7	-3.3	-3.1	-2.9
	ケース2	-4.2	-3.7	-2.9	-2.4	-2.2	

出所) 米国商務省、FRB、IMF World Economic Outlook Dataより筆者作成

比率は0.12%ポイント拡大するだけである。一方、為替効果（変数X2）と直接投資残高の変化（変数X3）の影響度は相応に大きい。対外直接投資残高の伸び率が年率6%と過去10年の平均値から半分に減速すると想定したが、もし11.8%の伸びが継続するとケース1の12年の経常収支赤字比率は2.9%から3.9%に拡大する。

ここでの推計期間である12年までの時間軸では、米国の経常収支赤字はGDP比で大きく縮小するものの、黒字にはならない。しかし、それは米国の純対外債務が膨張・発散コースをたどることを必ずしも意味しない。米国の対外債権と債務の間にある利回り格差（債権利回り>債務コスト）を勘案すれば、経常収支が均衡化しなくても米国の対外純債務残高はGDP比率で安定化し得る。この点については紙面の制約で省略するが、筆者のレポート「米国の対外純債務の持続可能性とドル相場」（国際通貨研究所、07年9月1日）をご参照頂きたい。

たけなか まさはる

1956年生まれ。79年東京大学卒、東京銀行（現三菱東京UFJ銀行）入行。為替資金部、調査部次長などを経て、2003年から米ワシントンD.C.駐在員事務所長。07年から現職