

(財)国際通貨研究所  
経済調査部長・チーフエコノミスト  
竹中 正治

## 金融帝国アメリカを支えるカラクリ

日本はグローバル投資時代の「貧乏くじ」から脱却せよ

### 金融帝国アメリカを支えるカラクリ：掲載タイトル

#### 【「アメリカ没落論」が意味する悪夢のシナリオ】

アメリカとドル相場の長期的な動向を考える上で、1年に一度の重要な統計データが6月27日に発表された。商務省が発表するアメリカの対外資産・負債残高である。対外資産とは、米国の官民が海外に保有する直接投資、株式投資、債券投資、貸付残高などの総計であり、対外負債とは海外の官民が米国に保有する同様の資産（米国の側からは負債）の総計である。07年末の対外資産は17.6兆ドル、対外負債は20.0兆ドル、差引き2.4兆ドルのネット負債と発表された。06年末のネット負債は2.2兆ドル（改訂前2.5兆ドル）だから、1年間で2160億ドル増加した。

この数字を見て「あれ、なんだか変だぞ？」と思ったら、あなたは相当な経済通だ。アメリカの2007年の経常収支赤字は約7300億ドルである。従って、他の条件が同じなら、対外ネット負債は06年から07年にかけて経常収支赤字と同額増えて、3兆ドル近くになるはずだ。ところが、実際には2160億ドルしか増えていない。これはどういうカラクリだろうか？

年間所得1000万円の世帯が、年間1100万支出する生活すれば、100万円はなんらかの借金となる。この状態を毎年続ければ、利息の支払いも加わるので、10年末満で借金は年間所得と同じ1000万円に積み上がるはずだ。年間所得1000万円の人なら、最初の100万円は無担保で喜んで貸す金融機関がいくらでもいる。次の年の100万円も借りられるだろう。しかし借金が年間所得と同じ1000万円まで積み上がったら、無担保ではもう誰も貸さない。

「アメリカも同じだ。このまま対外ネット負債の増加が続けば、海外投資家がこれ以上はドル資産に投資したくない、貸したくないという限界にぶつかる。海外投資家がドル投資を減らせば、ドル相場の暴落とアメリカの株式・債券市場の暴落の悪循環が起これ、ドル帝国崩壊の日が到来するだろう。いや、それは既に始まっている。」これがアメリカ没落論者の描く典型的なシナリオである。

しかし、万一そのような事態になれば、暴落するのはアメリカの資本市場だけではない。仮に海外投資家が数兆ドルの規模で資金をアメリカから引き揚げ、アメリカの株や債券が急落すると何が起これるだろうか？アメリカの投資家は海外投資を同じ規模だけ引き揚げることになるだろう。そうすることによってしか、米国を巡るマネーフローは均衡できないからだ。

その結果、全世界的な資本市場の暴落が起これる。誰もが金融資産を投げ売って現金に殺到する信用恐慌が瞬時に世界中に広がるだろう。これが、各国間の投資が双方向で莫大に増え、どの国も深く相互依存関係にある現代のグローバル経済の現実である。

私も悪夢的なリスク・シナリオとしてそうした可能性がゼロだとは言わない。ドル本位制が未来永劫であるはずもない。しかし、そうした単純な議論はアメリカ金融帝国が構造的に備えている強かなカラクリに気がついていない、あるいはそれを過小評価している。その点をご説明しよう。

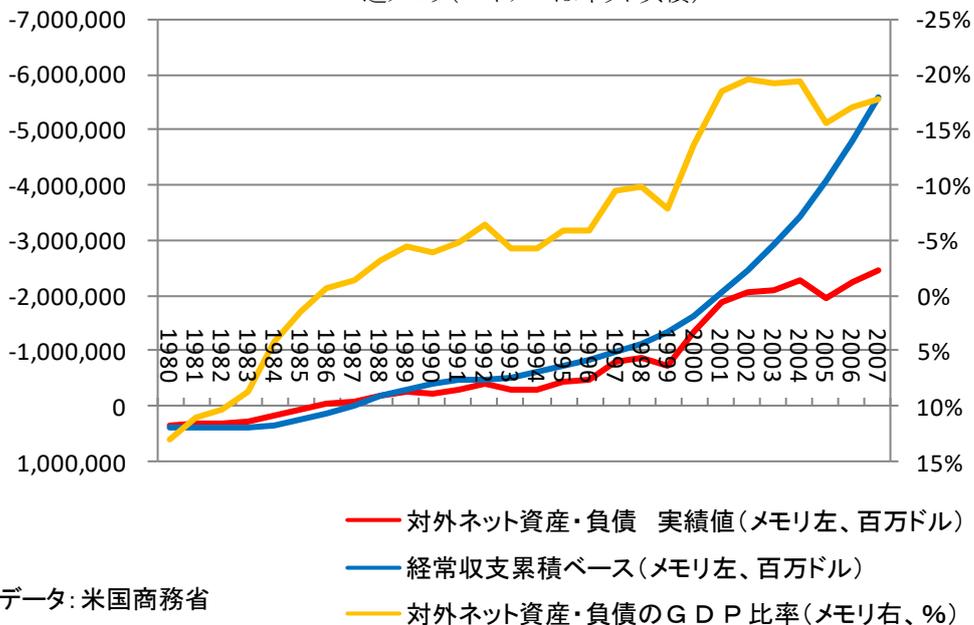
### 【巨額の対外資産が生み出す利益】

図表をご覧頂きたい。経常収支赤字ほどに對外ネット負債が増えていないのは2007年だけではない。1980年を起点に（この時は對外ネット資産で3655億ドル）毎年の経常収支を累積させると、2007年時点ではネット負債残高は5.6兆ドルになる（青い線）。ところが商務省発表のネット負債の実績値は2.4兆ドルである。その差額はなんと3.2兆ドル（336兆円）である。富は無からは生まれない。3.2兆ドルの富はどこから生まれたのか？アメリカ金融帝国の搾取だろうか？

実は魔法でも搾取でもない。アメリカは世界最大の對外負債を有するが、その對外資産も世界最大である（07年末、17.6兆ドル）。資産からはリターンが生まれ、負債からはコストが生じる。リターンとコストは、配当や利息などのインカムと、資産・負債の価格変動によるキャピタル・ゲイン（益）とロス（損）に分かれる。配当や利息の受払は、所得収支として経常収支に含まれる。従って、商務省データを信じる限り、3.2兆ドルの落差は資産・負債（ドルベース）のキャピタル・ゲインとして生まれたのだ。

それでも名目のネット負債残高は増加を続けている。しかし、その絶対額を議論してもあまり意味がない。負債が持続可能な額かどうかは、世帯ならその所得規模と比較する必要がある。一国の場合は、便宜上GDPの規模と比較して見るのが一般的だ。グラフの黄色い線が對外負債のGDP比率である。1986年にネット債務に転じ、2002年にネット負債比率は19.5%に達したが、その後は頭打ちとなって15~18%の範囲で横ばいに転じている。要するに経済規模との比較ではネット負債残高は増え続けている。これはネット負債の増加テンポ以上に名目GDPが増加していることを意味している。

米国の對外ネット資産・負債  
逆メモリ(マイナスはネット負債)



では、なぜアメリカの對外資産・負債は、これほどに巨額のキャピタル・ゲインを生んでいるのだろうか？ それには2つの理由が考えられる。

巨額の為替益を生むドル相場下落：対外資産の50%は外貨建て、残り50%はドル建てと推計される。2007年の資産規模は17.6兆ドルだ。従って、ドル相場下落（＝外貨相場の上昇）5%で4400億ドル、10%なら8800億ドルものドル換算ベースの資産価値の増加（為替益としてのキャピタルゲイン）がアメリカに生じる。一方、対外債務は約90%がドル建てと推計される。このためドル相場下落によるアメリカサイドの為替損は小さい（ほとんどが海外投資家の為替損となる）。

ちなみに、対外負債が自国通貨建てというのは基軸通貨国ならではの条件である。他の中小国の場合、対外負債は外貨（ドル、ユーロ、円など）になるので、対外負債の積み上がりと同じく自国通貨下落が同時に生じると、自国通貨換算で債務の膨張が起こり、通貨・金融危機に陥る危険が高くなる。

リターンの高い直接投資と株式投資に傾斜：アメリカの対外資産に占める直接投資と株式投資の割合は48.2%と高く、一方負債に占める同比率は26.2%と低い。反対に負債に占める比率が高いのは海外政府による米国債なども含む債券投資であり、36.7%を占める。直接投資と株式投資は、価格変動リスクは高いものの、長期的なキャピタル・ゲインを生み、総合投資リターンで確定利回りの債券投資を上回る。

それではアメリカの対外資産と負債の間にどの程度のリターン格差（年率）が生じているのだろうか。商務省のデータを基に1989年～2006年の期間で計算すると、次の通り4.2%も資産リターンが負債コストより高い。

対外資産（アメリカサイドのリターン）	
インカム・リターン	6.0%
キャピタル・ゲイン	4.3%
総合リターン	10.3%
対外負債（海外投資家サイドのリターン）	
インカム・リターン	4.5%
キャピタル・ゲイン	1.6%
総合リターン	6.1%
リターン格差	4.2%
（商務省データに基づき、国際通貨研究所が算出）	

もちろん、だからと言って、アメリカの経常収支赤字がこのまま膨張を続けることができるわけではない。ところが、ドル相場下落で既に赤字の縮小傾向が始まっている。経常収支赤字も経済の規模との比率で考える必要があり、やはり名目GDPに対する比率で見よう。

2006年はGDP比率で6%と過去最大の赤字となった。しかし2007年は5.3%に縮小した。ドル相場下落による経常収支赤字縮小の効果は80年以降の平均では2年程度のタイムラグを伴って効いてくる。目先、原油価格の高騰が赤字拡大要因として、波乱要因であるが、年平均で2%～5%程度のドル相場全般の下落が持続すれば、経常収支赤字の縮小は中期的に持続する。私の推計モデルによる予想では、ドル相場下落が比較的穏やかでも、2010～2012年までにGDP比率で3%程度に縮小する公算が高い。

その水準まで経常収支赤字が縮小すると、対外資産・負債の間の総合リターン格差が過去の4.2%から2.0%程度まで縮小しても、アメリカの対外ネット負債は対GDP比率20%前後で安定化し、更に長期的には縮小に転じる。

こうしたアメリカの構造は、金融・投資活動がグローバル化した現代では、巨額の対外資産・負債を擁し、資産・負債の間に自国有利な投資リターンの格差を確保することが、長期的に巨額な国富をもたらすことを意味している。

### 【経常収支黒字の累積ほどに對外ネット資産が増えていない日本】

さて、日本の對外資産・負債はどうなっているのだろうか？日本の對外資産は610兆円、負債は360兆円、ネット資産残高は年々増えて2007年末時点で250兆円（2.4兆ドル）と世界最大である。その結果、2007年の所得収支（海外との配当や利息などの受払の差額）は16兆円に増えた。この所得収支黒字はGDPには含まれないが、国民所得の一部である。

ところが、財務省が発表している1999年－07年の對外資産・負債のデータによると、この期間の對外ネット資産の増加は117兆円、一方、同じ期間の経常収支黒字の累積は148兆円である。つまり日本はアメリカとは対照的に、経常収支黒字の累積ほどには對外ネット資産が増えていないのだ。どこでロスが生じているのだろうか。アメリカに搾取されているのだろうか？

財務省データで内訳を見ると、同期間の取得要因（對外投資と對内投資）による對外ネット資産の増加は136兆円であり、実際の對外ネット資産の増加117兆円との差額19兆円は価格変動などによりキャピタル・ロスが生じている結果である。19兆円の内訳は、為替変動要因プラス（益）の23兆円、その他の価格変動要因などがマイナス（損）42兆円である。

幸い、インカム収益とキャピタル損益を合計した日本の對外投資リターンは4.4%、負債コストは3.0%で、日本にとってプラス1.4%のリターン格差がある。しかしながら、資産・負債の内訳を見るとアメリカとは対照的な内容になっている。

すなわち、資産では債券投資の比率が36.4%、株式投資は10.7%と債券に大きく傾斜している。一方、負債サイドでは株式投資39.4%、債券22.1%（いずれも2007年末時点）と株式投資に傾斜している。要するに外人投資家には株を中心に保有され、日本人は外国の確定利回り債権を保有しているのだ。キャピタル・ゲインを含めた長期的な総合リターンで日本にとって不利な構図となっている。

### 【グローバル投資時代の「貧乏くじ」から脱却するには？】

このことによって、日本全体ではどの程度の期待利益の損失が生じているだろうか？財務省が内訳を公表している2001年に遡って、もし日本の對外資産の株式・債券投資比率が債務サイドと同じだったとしたら（つまり株式投資比率が高いとしたら）、對外投資の総合リターンがどう変化するかを試算してみた。その結果、2001－07年の期間の對外資産のリターンは実績値の4.4%から5.2%に上昇し、7年間の累計で30兆円もの富（インカム＋キャピタルゲイン）が増える。すなわち、日本は確定利回り債券に偏した對外投資のために年間平均4.3兆円もの期待利益を失っていることになる。

かくして、アメリカ金融帝国の巨額な投資利益は、日本や中国などが自国で消費する以上に生産、輸出し、しかもそれで得たドルをアメリカの確定利回り債権にせせと投資してきていることで成り立っている構図が判るだろう。グローバルな投資の世界で「貧乏くじ」を引き続けることから、私達日本が抜け出すにはどうしたら良いのか？

答えは見えている。對外資産の株式と直接投資の比率を引き上げて、世界最大の對外資産国として相応しい水準まで長期的な投資リターンを上げることである。では、そうした日本の投資行動の変革はどうしたら実現できるのだろうか？長くなったので、そのテーマはまた別の機会にとっておこう。

(本稿の基になった筆者の調査・研究レポート(複数)は以下の国際通貨研究所のホームページでご覧頂けます。[http://www.iima.or.jp/research\\_list.html](http://www.iima.or.jp/research_list.html))

以上