



Washington D.C. Political and Economic Report

Masaharu Takenaka 竹中 正治
ワシントン駐在員事務所 所長
(202)463-0477, mtakenaka@us.mufg.jp
ワシントン情報 (2006 / No.020)
2006年3月29日

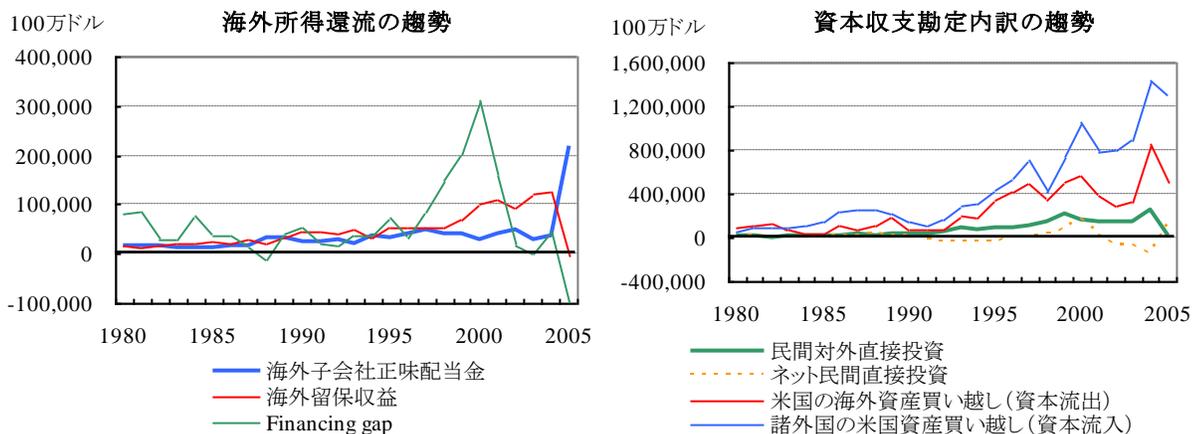
米国経常収支赤字の調整はソフトランディング可能か? (その2)

米国企業は1年限りの減税処置に対応し、昨年1年間を通じて2,166億ドル(25兆円)の海外子会社所得を本国還流した。この金額は過去の最高年間所得還流額の4倍強、米国経常収支赤字の27%に相当する。昨年の所得還流はドル相場をドル高方向に押し上げ、米国貿易赤字のファイナンスに貢献したが、減税適用期間の終了により今年はその還流フローが止まる。全米経済研究所(NBER)は今年、米国経常収支赤字に関する研究論文を掲載。近い将来における経常収支調整の到来が不可避だと指摘している。

【還流配当金所得減税による米国への所得還流が空前の規模】

International Strategy and Investment Group (ISI) の調査によると、これまでに発表された米国企業350社の海外所得還流総額は2,900億ドル。最終的に還流される海外所得の総額は3,250億ドルに達すると推計される。FRB 資金循環統計によると、国民所得配分(F.7)の内訳である「海外子会社からの正味配当金」は、2005年通年で前年359億ドルの6倍強の2,166億ドルに達した。年間所得還流額の過去最高記録506億ドル(1997年)を4倍余り上回る規模である。

図表1: 統計資料に見る還流配当金減税の影響



出典: FRB 資金循環統計および BEA 国際収支統計

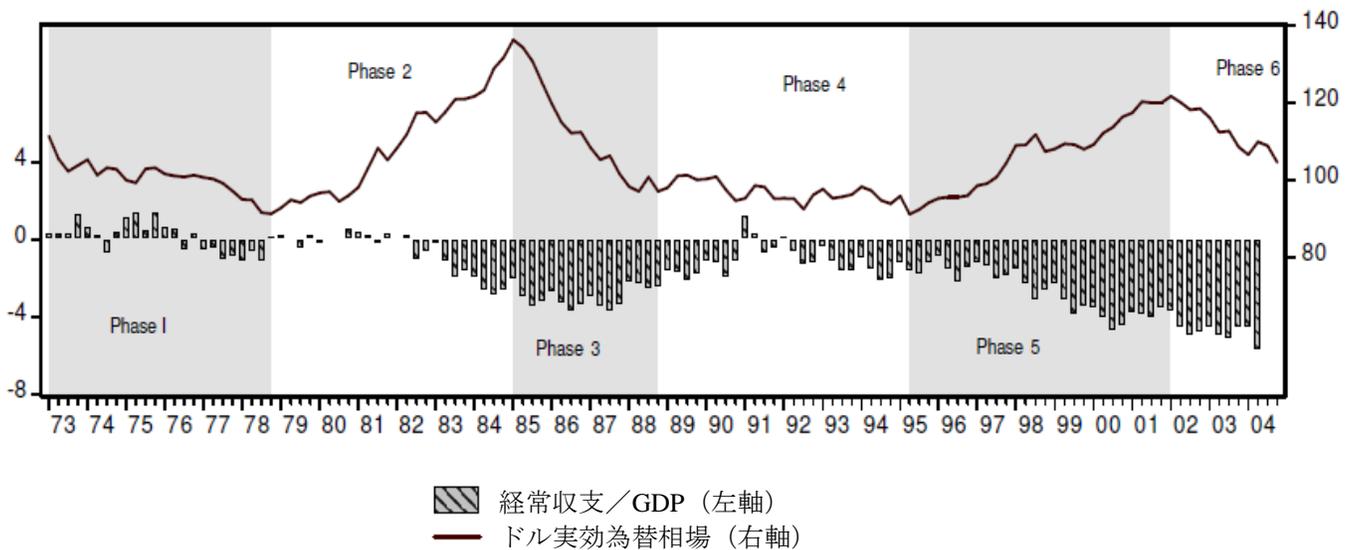
昨年1年間の米国還流海外所得2,166億ドルは、米国経常収支赤字(8,049億ドル)の27%に相当する。海外所得還流の影響は米国の資本収支統計でも確認できる。所得還流により、米系企業の海外での利益再投資が急減したため、資本収支統計に見る2005年の民間対外直接投資

フローは、2004年の2,520億ドルから215億ドルに減少した。諸外国対米直接投資との差し引きで見たネット民間直接投資は、2002年以降の赤字基調（米国からの資本流出）から年間1,071億ドルの黒字収支（米国への資本流入）に転換した。

【米国経常収支赤字の持続可能性に関する NBER 研究論文】

昨年の米国経常収支赤字の3割近くが昨年1年限りの企業減税に誘発された配当金還流によって賄われていたとすると、今年以降の米国経常収支赤字のファイナンスとドル相場の需給はどうなるのだろうか？ 全米経済研究所（NBER）は今年、米国の経常収支赤字問題に関するCalifornia大学 Los Angeles校 Sebastian Edwards 教授の研究論文を発表¹。「米国経常収支赤字は持続可能か？もし不可能であればその調整コストはどれほどか？」と題された同論は、開放マクロ経済モデルに基づくシナリオ分析を行い、近い将来における経常収支調整の到来は不可避免だと結論している。

図表 2：1973年以降の米国経常収支と実効為替相場の趨勢



出典：Sebastian Edwards, “Is the U.S. Current Account Deficit Sustainable?”

Edwards 教授の研究によると、変動相場制移行後の米国経常収支赤字とドルの実効為替相場（各通貨のインフレ率で実質化し、かつ貿易加重平均で算出したドル相場）の間には、一定の時差的遅延を置いた相関関係（逆相関）がある。ドルの実効為替相場の上昇／下落は経常収支赤字の増加／減少に先行して生じており、統計上は3四半期の時差設定で最高の相関関係が得られると言う。ただし、現在は大局的に2002年にピークを迎えたドル実効為替相場の下落トレンドにあるが、2005年からドル相場は円、ユーロなど主要通貨に対して反発し、米国の経常収支赤字は依然として拡大を続けている。

為替相場の需給は経常取引から生じる需給と資本取引から生じる需給に分けられる。しかし投資家の米国資産投資動向を経済モデルを用いて予測することは著しく困難である。このため、

¹ Sebastian Edwards, “Is the U.S. Current Account Deficit Sustainable? And If Not, How Costly Is Adjustment Likely to Be?” 原文は<http://www.nber.org/papers/w11541>にて入手可（有料）



従来の経常収支調整に関する研究の多くは「経常収支不均衡を解消するためには、実効為替相場はどの程度変化する必要があるか」あるいは「特定幅の為替相場変化がどの程度の経常収支の変化をもたらすか」というアプローチを取って来た。

Edwards 教授の研究はこうした従来の研究と異なるアプローチを採る。すなわち、投資家の対米投資動向に関する特定の行動を想定し、それに対してマクロ経済モデルがどう対応するかを分析。海外からの対米資産投資が向こう 5 年間増加し続けるという「意図的に楽観的な」想定を設定し、これにマクロ経済環境がどう対応するかを推算した（同論の経済モデル概要については巻末付録を参照）。具体的には、海外投資家（含む外国政府）がその米国資産保有比率（総ポートフォリオに占める比率）を 2010 年までに現在の 30% から 40% に増やす一方、米国投資家は国内資産の持分を現行の 73% から 71% に減らし、結果的に米国の純対外資産負債残高は現在の GDP 比 29% から 60% に増加すると想定する。米国経済の実質成長率を 3%、物価上昇率を 2.3% と仮定した場合、米国の純対外負債残高は 2005 年から 2010 年の 5 年間で 5 兆 7,200 億ドル増加する計算である。シナリオ分析に用いられた主な諸係数の想定値は以下の通りである。

図表 3：NBER 論文シナリオ分析の主な想定

記号	説明	2005 年	2010 年
W	世界財産全体	80 兆ドル	
W_c	米国財産全体	36 兆ドル	
λ	財産/GDP 比率	3.000	3.000
α	外国投資家の米国資産配分	0.300	0.400
α_{ij}	米国投資家の国内資産配分	0.730	0.710
γ^*	外国投資家の米国資産需要 (GDP 比)	0.290	0.600
$g = g^*$	米国/その他世界経済の実質長期持続成長率	0.300	0.300
$\pi = \pi^*$	米国/その他世界経済の長期インフレ率	0.023	0.023
i	外国投資家が米国資産から得る収益率	0.043	
i^*	米国投資家が外国資産から得る収益率	0.053	
σ_m	米国の輸入 GDP 比	0.140	
σ_x	米国の輸出 GDP 比	0.090	

出典：Sebastian Edwards, “Is the U.S. Current Account Deficit Sustainable?”

論文のシミュレーション結果（巻末シナリオ分析結果概要参照）によると、米国の経常収支赤字は今後 4 年間で GDP 対比 7.3% でピークに達するが（現在は 6% 台）、2009 年以降は急激な経常収支調整を迎える。米国の年間経常収支赤字は 2009 年から 2012 年の 3 年間を通じて GDP 対比で 3.2% 減少した後、ほぼ同水準で安定化する。この過程で、ドルの実効相場は同 3 年間で 21.3% 下落する。また、米国の純対外負債残高が 2010 年以降 GDP 比 50% に戻る（減少する）と仮定した場合は、米国の経常収支赤字は調整期間 3 年間を通じて GDP 比 5.3% 減少、ドル実効為替相場は 28.8% 下落すると言う。（ただし、使用された数理モデルのどの様なメカニズムでこうした調整が実現するのかについては明示的に語られていない。）

【経常収支調整の経済成長への影響】

Edwards 教授の上記のシナリオ分析は、近い将来における米国の経常収支赤字調整が不可避で



あることを示した上、「実際にそうした調整が起きた場合、米国経済にはどのような影響が及ぶか」という問にも回答を試みている。同教授が分析に用いたのは諸外国における経常収支調整の先例で、基本的なアプローチは昨年当駐在が紹介した FRB 研究論文「先進国経済における経常収支調整間の金融市場動向と経済活動²」に近い（2005 年 11 月 23 日ワシントン情報 100「米国の経常収支調整はソフトランディング可能か」）。Edwards 教授の研究は、経常収支調整と通貨危機発生、資本流入の急激な停止との間に統計学的な関係を確認した上、「経常収支調整下の経済大国は大幅な GDP の減少を経験している」と指摘。調整開始後 1 年間を通じて国民一人当たりの GDP は 3.6~5.0%の範囲で減少し、調整開始 3 年後に至っても長期的な成長軌道を回復しないのが常例であると報告した。ただし、Edwards 教授はこうした国際比較分析について、統計分析に用いられた諸外国はイタリアとカナダの例を除いていずれも米国に比較するとはるかに経済規模が小さく、その事例分析を米国にそのまま適用することには限界があるとの注意を喚起している。

【楽観論と警戒論】

米国の経常収支赤字問題については、米国の議論は楽観論と警戒・悲観論に分かれる。楽観論者は、たとえ経常収支赤字が縮小せずとも、米国市場で相対的に高い投資収益率が維持されている限り、基軸通貨国でかつ世界最大の資本市場を有する米国への資本流入が減退することはないと考える。80 年代後半にはドル相場の急落と株価、長期債価格の下落が同時に進行する資本市場の「危機的な状況」があったが、その時も実質 GDP 成長率は概ね 3%台を維持した。拡大する経常収支赤字が長期的にはドル相場の下落による調整を不可避にする点では、エコノミストの間で大きな異論はないが、資本市場の反応を通じてそれが実体経済にどのようなインパクトを与えるかについては、議論は分かれ、現実にも複数の異なった結果があり得よう。

(担当：前田武史)

(e-mail address : tmaeda@us.mufg.jp)

以下の当行ホームページで過去 20 件のレポートがご覧になれます。

<https://reports.us.bk.mufg.jp/portal/site/menuitem.a896743d8f3a013a2afaace493ca16a0/>

本レポートは信頼できると思われる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。意見、判断の記述は現時点における当駐在所長の見解に基づくものです。本レポートの提供する情報の利用に関しては、利用者の責任においてご判断願います。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は、出所をご明記ください。

本レポートのE-mailによる直接の配信ご希望の場合は、当駐在所長、あるいは担当者にご連絡ください。

² Hilary Croke, Steven B. Kamin, and Sylvain Leduc, “Financial Market Developments and Economic Activity during Current Account Adjustments in Industrial Economies” 原文は以下のウェブサイトでも入手可：
<http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2005/827/ifdp827.pdf>

付録：NBER 論文シナリオ分析と結果概要

諸外国の対米純資産残高は、諸外国の対米グロス資産残高から米国の対外グロス資産残高を差し引いた額である。仮に米国全体の財産は潜在的 GDP の乗数 (λY) で表わされると仮定した場合、諸外国の純対米資産残高 (δ) は以下の等式で表される。

$$\delta_t = \alpha W_t^f - (1 - \alpha_{jj}) W_t^c = \left(\alpha \frac{W_t^f}{W_t^c} - (1 - \alpha_{jj}) \right) W_t^c$$

$$\theta = \frac{E W^{f*}}{W^c}$$

$$\gamma^* = (\alpha \theta - (1 - \alpha_{jj})) \lambda$$

$$\therefore \delta_t = \gamma^* Y \quad \dots \text{(等式 1)}$$

A	外国投資家の米国資産配分
α_{jj}	米国投資家の国内資産配分
W^f	諸外国全体の財産 (ドルベース)
W^{f*}	諸外国全体の財産 (外貨ベース)
W^c	米国の財産
E	名目為替交換率

経済均衡状態における諸外国の純対米資産残高は潜在的 GDP に占める割合 (γ) として表わされる。これは米国の純対外資産負債残高 (NIIP: Net International Investment Position) の符号を逆にして GDP 対比で見た値に相当する。米国の経常収支赤字は、諸外国の純対米資産残高 (δ) の年間変化量、すなわち米国経済の名目成長量全体に純対米資産残高比率 (γ) が占める割分に等しい。純対米資産残高比率 (γ) の変化は等式 3 に示す推移を米国経常収支赤字にもたらす。

$$CAD_t = \Delta \delta_t = (g + \pi) \gamma^* Y$$

$$\therefore \frac{CAD_t}{Y} = (g + \pi) \gamma^* \quad \dots \text{(等式 2)}$$

$$\left(\frac{CAD}{Y} \right)_t = (g + \pi) \gamma_t^* + \psi (\gamma_t^* - \gamma_{t-1}^*) - \kappa \left[\left(\frac{CAD}{Y} \right)_{t-1} - (g + \pi) \gamma_t^* \right]$$

CAD	米国経常赤字
g	米国経済の実質長期持続成長率
π	米国経済の長期インフレ率
Ψ	対米投資の調整速度
κ	自己補正機能係数

公的部門と民間部門を一緒にした場合、一国の経常収支は大きく貿易収支、所得収支、および純資金移転に分けることができる。米国経常収支赤字は、上記を基にした所得収支関数に貿易収支関数を加えた以下の開放マクロ経済モデルを用いて表わすことができる。

経常収支 = 貿易収支 + 所得収支 + 純資金移転

$$CAD_t = TD_t + i \delta_t + (i - i^*) F^d + NT_t = TD_t + i \gamma^* Y + (i - i^*) F^d + NT_t$$

$$\frac{CAD_t}{Y} = \frac{TD_t}{Y} + i \gamma^* + (i - i^*) \frac{F^d}{Y} + \frac{NT_t}{Y}$$

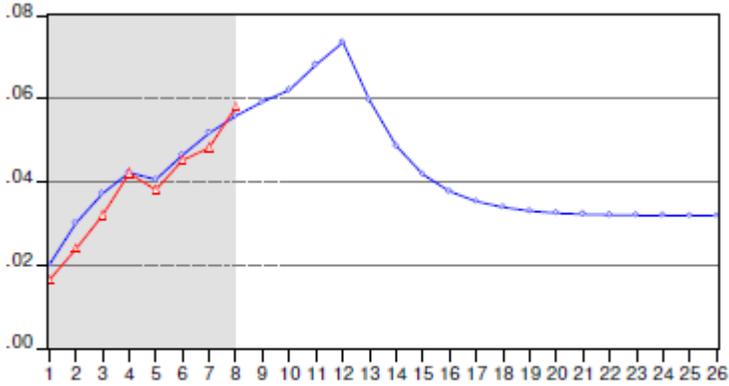
$$\Delta \left(\frac{CAD_t}{Y} \right) = \Delta \left(\frac{TD_t}{Y} \right) + \Delta (i \gamma^*) + \Delta \left((i - i^*) \frac{F^d}{Y} \right) + \Delta \left(\frac{NT_t}{Y} \right)$$

$$\Delta \left(\frac{TD_t}{Y} \right) = \{ \sigma_x (1 + \varepsilon_e) - \sigma_m (1 + \eta_e) \} \hat{e} + (\sigma_m - \sigma_x) (\pi - \pi^*) + \sigma_m \eta_e g - \sigma_x \varepsilon_{y^*} g^* + \sigma_m \hat{p}_m^* - \sigma_x \hat{p}_x^* - (\sigma_m - \sigma_x) (g + \pi)$$

σ_m	米国の輸入 GDP 比	η_e	米国輸入の価格弾力性
σ_x	米国の輸出 GDP 比	η_y	米国輸入の所得弾力性
\hat{e}	実質為替交換率の変化率	ε_e	米国輸出の価格弾力性
I	外国投資家が米国資産から得る収益率	ε_{y^*}	米国輸出の所得弾力性
i^*	米国投資家が外国資産から得る収益率	\hat{p}_m^*	輸入国際価格の変化率
		\hat{p}_x^*	輸出国際価格の変化率

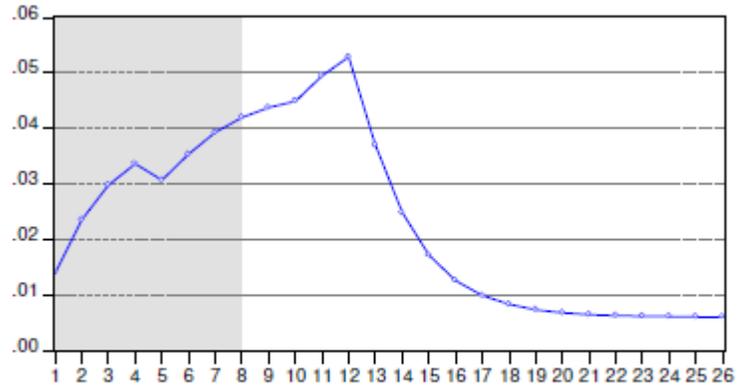
NBER 論文シナリオ分析の分析結果

経常収支赤字/GDP



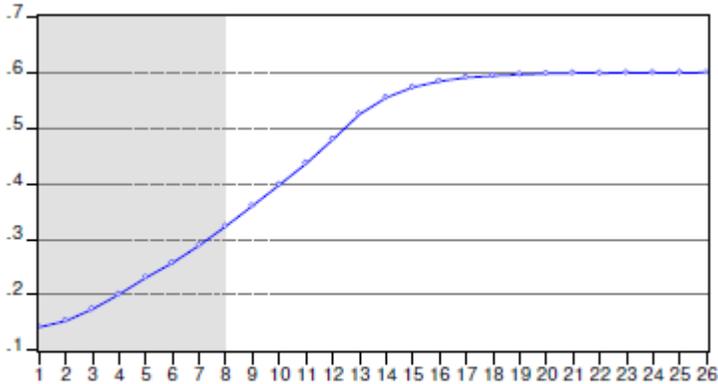
— 経常収支赤字/GDP (推算)
 — 経常収支赤字/GDP (実際)

貿易赤字/GDP



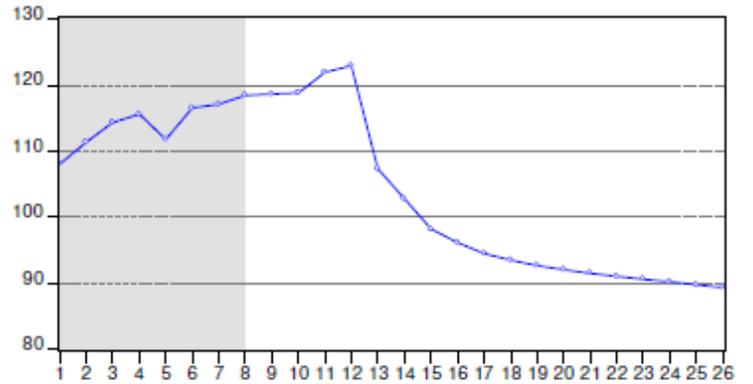
— 貿易赤字/GDP

米国純対外負債残高/GDP



— 純対外負債残高/GDP

実効為替相場指標 (2004年=100)



— 実効為替相場指標 (2004年=100)

出典：Sebastian Edwards, "Is the U.S. Current Account Deficit Sustainable?"