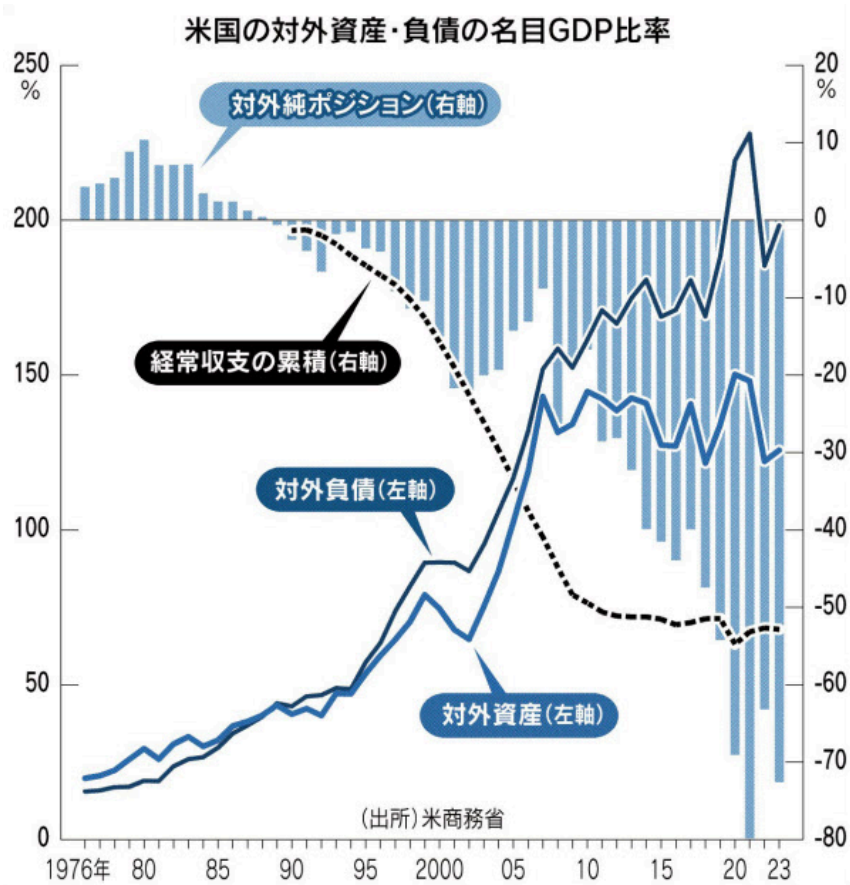


経済教室 強いドルいつまで(中) 対外純負債の急膨張に懸念

竹中正治・龍谷大学教授

2024/9/12付 | 日本経済新聞 朝刊

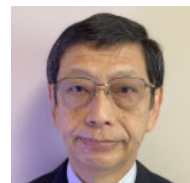


今日の米金融資本市場とドルの位置を検討する前に歴史を振り返ってみよう。

1971年8月、ニクソン米大統領が、他国政府に約束していたドルと金の交換性停止を一方向的に宣言したとき、戦後のブレトンウッズ体制と呼ばれたドルを基軸通貨にした固定相場制度は終わりを告げた。ドル相場を切り下げて固定相場制を維持しようとしたスミソニアン合意（71年12月）は持続せず、73年から主要国は全面的な変動相場制に移行した。当時は官民の市場関係者からアカデミズムまで「ドルは基軸通貨の地位を維持できなくなる」という議論であふれていた。

しかし変動相場制に移行した結果、固定相場維持のために厳しく規制されていた国境を越える資金移動が自由化された。80年代には、国境を越えた各種のマネーフロー（融資、預金、直接投資、証券投資など）が飛躍的に拡大し始めた。91年のソ連崩壊を経て「東西の壁」が消滅すると、マネー（資本）、人間、技術の3要素が国境を越えて大規模に移動する経済金融のグローバル化時代となった。

この過程でドルの基軸通貨の地位はどうなったか。80年代には米国の経常収支の赤字拡大と85年のプラザ合意後のドル相場の下落が重なり、「米国の経常収支赤字は長期的に維持不可能であり、ドルの事実上の基軸通貨の地位も損なわれていく」という見方が依然根強かった。だが国際取引におけるドルの基軸通貨としての機能は衰えていない。99年の欧州統一通貨ユーロの登場も、2008年の戦後最大の米国発の金融危機も、こうした状況に大きな変化をもたらしていない。



その背景にあるのが、米国の金融資本市場が国際的なマネーフローの中核となる構造の急速な成長だ。これを米国の対外資産・負債の推移で見よう。図は、米国の対外資産と負債、そしてその差額である対外純ポジションの推移を国内総生産（GDP）比率で示したものだ。80年代以降、米国の対外資産・負債はともに急速に拡大してきた。

実額では米国の対外資産は34.5兆ドル（23年末時点、以下同様）で世界最大であり、2位の英国17.2兆ドルの約2倍に及ぶ。日本は6位の10.6兆ドルだ。対外負債は米国が54.3兆ドルで、やはり2位の英国18.3兆ドルの約3倍だ。同時に米国の対外純負債も急増し19.8

兆ドル（GDP比73%）に達している。対外純負債の増加はもちろん、経常収支赤字の累積の結果だ。

驚くべきことに、世界最大の対外純負債国である米国は、対外資産と負債から生じる所得（利息や配当）の受け取りと支払いの差額である第1次所得収支で黒字（受け取り超過）を維持してきた。19～23年には、年平均1454億ドルの黒字だ。それが可能なのは、対外資産の所得リターンが対外負債のリターン（コスト）を上回るというプラスのリターン格差があるためだ。

米国の毎年の対外受け取り所得を資産残高（期初期末平均）で割り、支払い所得を負債残高で割って計算すると、プラスのリターン格差は長期にわたり安定しており、00～23年の平均値では1.5%だ。米国側のデータによれば、米国の対外資産の中でも直接投資が海外の対米直接投資より高いリターンを上げている。

米国の経常収支赤字と結果としての対外純負債の増加については、「長期的に持続不可能」という警告が繰り返されてきたが、現実には持続、拡大してきた。

国際的なマネーフローの最も大きな部分が米国の金融資本市場に流入し、米国からまた世界に再投資されるという構図の下で、それを担うビジネス主体の代表格が米国の巨大な資産運用会社だ。資産運用会社の運用資産額ランキング（21年末時点）によれば、米ブラックロック（総資産約10兆ドル）を筆頭に上位5位までを米国勢が占める。米系上位5社の運用資産総額は30兆ドルに及ぶ（米国から見て外一外の資産運用も含む）。

世界のマネーフローの中核としての米金融資本市場の機能と、その基底にあるドルの基軸通貨としての地位は変わらないのか。地政学的な視点からは世界の分極化が指摘されるが、金融投資活動の視点では近い将来米国に代わり得る国は存在しない。90年代以降、先進国の直接投資を積極的に引き込むことで経済的に台頭した中国も、国境を越える資金移動を自由化できない。仮に自由化すれば中国国内から海外への巨額の資本逃避が起きるからだ。

ただしマクロ的に見ると米国の対外資産・負債の拡大は限界を迎える兆しもある。図に示した黒の破線は、米国が対外純資産から純負債に転じた89年末を起点に毎年の経常収支赤字を累積したものだ。対外資産・負債の価格変動がなければ、対外純ポジションは経常収支の累計と一致する。

04年から17年は純負債残高が累積経常収支赤字より1兆ドル以上も小さく、その差はピーク時の10年には5兆ドルに達した。米国の対外資産価格が対外負債価格に比べ相対的に上昇し、5兆ドルもの評価益（キャピタルゲイン）を生んだ結果だ。この点は対外不均衡調整における「評価損益チャネル」としてピエール・オリビエ・グランシャ国際通貨基金（IMF）チーフエコノミストとヘレン・レイ英ロンドンビジネススクール教授の07年論文で注目された。

評価益効果の要因の一つは、ドル相場の全般的な下落によるものだ。米国の対外資産の過半は非ドル建てで、対外負債はほとんどドル建てだ。その結果、ドル相場の下落はドル換算の対外資産の増価をもたらす。もう一つの要因は、米国が海外に保有する株式など資産価格の上昇が、海外が米国に保有する資産価格の上昇を上回った結果だ。

しかし11年以降、この評価益は減少し、23年末時点では逆に5.4兆ドルの評価損に転じている。逆転をもたらした要因は上記の正反対であり、全般的なドル高と米国株式の相対的上昇率が海外株式を大きく上回った結果だ。米連邦準備理事会（FRB）のドル指数（名目ブロードドル指数）は12年末から23年末までに約30%も上昇している。

米国の相対的な株高やドル高が対外純負債を拡大するというのは皮肉にも思えるが、投資活動のグローバル化が進み、国家間で相互に株式を保有する状況では必然的に起きることだ。

さらに米国の対外純負債の急速な拡大により、対外資産・負債のリターン格差があっても、第1次所得収支黒字は17年の2579億ドルをピークに23年は670億ドルまで減った。23年実績を基に計算すると、対外純負債が今よりさらに2.5兆ドル増えると米国の第1次所得収支の黒字は消える。

こうした変化は米国にとって直ちに何らかの危機的な事態を意味するわけではない。日本を含め主要国の投資家層はグローバルな証券ポートフォリオの展開に熱心であり、その対象は必然的に最大規模の米国市場に傾斜する。ただし急膨張した米国の対外純負債に調整局面が訪れるとすれば、それは全般的なドル安となる可能性が高いだろう。

#### <ポイント>

- 経常収支赤字続くも所得収支の黒字維持
- 米金融資本市場はマネーフローの中核に
- 対外純負債の調整起きればドル全面安も

**たけなか・まさはる** 56年生まれ。京都大博士（経済学）。専門は国際金融論、米国経済

本サービスに関する知的財産権その他一切の権利は、日本経済新聞社またはその情報提供者に帰属します。また、本サービスに掲載の記事・写真等の無断複製・転載を禁じます。

Nikkei Inc. No reproduction without permission.