

米国『双子の赤字』の維持可能性

——世界の貯蓄・投資バランスの不均衡——

大 田 英 明

目 次

はじめに

1. 現在の世界経済と米国経済
2. 「双子の赤字」を支える国際資金フロー
3. 米国通貨と為替相場
4. 米国の貯蓄・投資バランスと国際資金
5. 米国の不均衡の維持可能性
6. 今後の課題と展望

は じ め に

米国の経常収支及び財政赤字の「双子の赤字」が拡大しており、今後の維持可能性 (sustainability) の問題について、多くの学者や金融関係者などの間で今後の方向性を含め様々な論議を呼んでいる。米国の双子の赤字は、その根本には民間・家計の過剰消費及び政府の支出拡大による同国の貯蓄・投資 ($I = S$) バランスの不均衡 (大幅な貯蓄不足) にある。米国内の $I = S$ バランスが当面大幅に改善する見通しが無い以上、その選択は、①政府の財政支出削減と歳入増加、②海外からの資金調達か、③米国の貿易・経常収支改善しか方法がない。しかし、イラク情勢など短期で米国が軍事支出を縮小できない見通しであり、現政権では、当面財政収支の改善は期待できない。したがって、現在の

状況が持続可能かどうかは、今後貿易・経常赤字を支える米国への大量な資金流入が継続する条件があるかどうか、あるいは、米ドル相場の大幅調整による輸入減少と輸出拡大による貿易・経常収支の改善が可能かどうかという問題となる。この点については、米ドルの大幅調整は理論的に不可避であるとする見方 (Obstfeld・Rogoff [2005 a, b]) があるものの、単に為替の調整ではなく貿易を含めた構造的な問題であるとする見解も根強い。米国の深刻な経常赤字の維持可能性については、米国よりむしろ外貨準備高を増加しているアジア諸国が現在の状況についてどのようなポジションを取るかによるとする見方¹⁾もあり、ユーロとの資金分散などを考慮したうえで国際的な不安定化をもたらしなない方向で調整されることが望ましい。

本稿では、こうした「双子の赤字」の維持可能性について検討したうえで、今後のありうるべき方向性について述べる。

1. 現在の世界経済と米国経済

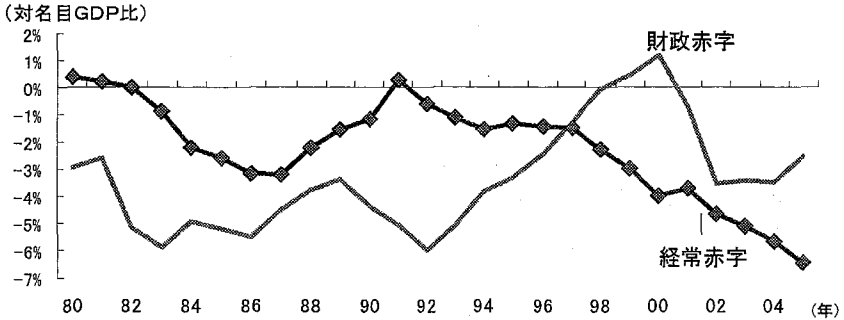
米国の財政赤字と貿易・経常赤字の「双子の赤字」が拡大し、通常の国であれば国際収支の不均衡が維持できない状況にありながら、2004/2005年の経済成長率はそれぞれ世界で5.3%、4.8%、米国で4.2%、3.5%と比較的高水準で推移した。米国の財政赤字は、2005年度には3,185億ドル (GDP比2.5%) に達し、経常収支赤字幅は前年に比べて20.5%増の8,049億4,500万ドル (同6.5%) と前年比0.7ポイント上昇し、過去最大の水準に拡大している。「双子の赤字」は1.1兆ドルを超えているが、その一方で経済は比較的好調を持続してきた。2005年の実質GDP成長率は、前年比3.5%の成長となり、2006年は減速しつつも3%台の成長が予想されている。

現在の「双子の赤字」は、1980年代前半のレーガン政権下でのそれに比べいくつかの点で異なっている。それは以下の点である。

1) Eichengreen [2004]

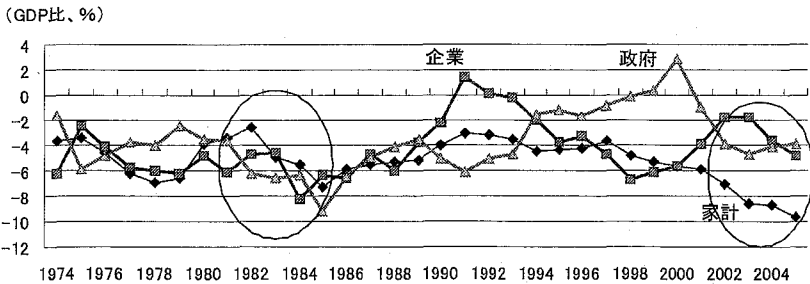
米国『双子の赤字』の維持可能性

図1 米国『双子の赤字』



(注) 財政収支は連邦及び州政府の合計。
 (出所) FRB, Bureau of Economic Analysis

図2 部門別金融バランスの推移



(注) FRB, 商務省

第一に、80年代には経常赤字はGDP比3%台にとどまっていたのに対し、財政赤字は6%（1983）に達していた。しかも、当時は現在のように海外からの資本流入がなく、国内で企業部門では高金利、資金不足の状況が続き、米国経済には深刻な問題であった。それに対して現在では経常赤字（GDP比6.4%）が財政赤字（同2.5%）を大幅に上回っており、このことが世界的な不均衡の拡大を深刻化させていることである。しかし、最近の「双子の赤字」は米国経済を悪化させておらず、むしろ世界的な低金利、流動性の拡大により米国では歴史的な低金利局面で好景気となり、国内の個人消費が大幅に拡大した結果、

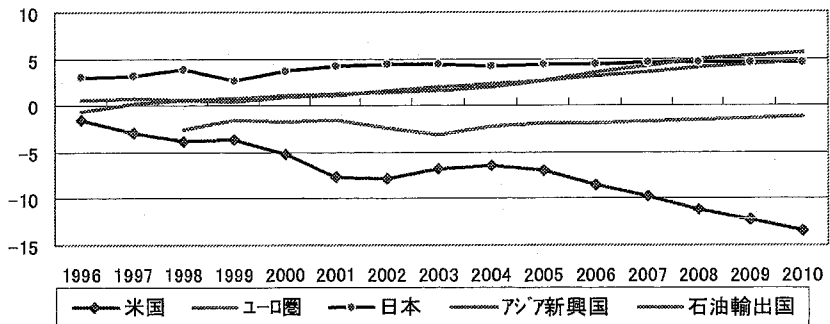
輸入消費財の増加に伴い貿易・経常収支が悪化し、海外への資金依存が進んでいる。

第二に、80年代では、家計のみならず企業部門の赤字が拡大し、資金不足から高金利に傾いた状況にあったのに比べ、現在では家計の収支バランスが大幅に悪化しているが、企業部門の赤字は80年代ほど拡大していない。この背景には、世界的な流動性の拡大と低金利局面により、米国金融市場では企業の資金の逼迫度が低下していることが挙げられよう。これは、日本の2001年以降の量的金利緩和政策（2006年4月に解除）による豊富な資金が米国をはじめ世界市場に調達されてきたことも背景の一つとなっている。

現在、世界経済は比較的堅調な経済状況を維持している。それは、米国の大幅な貿易・経常赤字と財政赤字という「双子の赤字」の大部分が、世界的な流動性の上昇、すなわち資金量の拡大によって供給・補填がされてきた。すなわち、本来世界最大の先進国である米国が世界に資金供給するべきところを、逆に東アジア及び原油高を背景としたオイルマネーが米国市場に資金を供給している構図となっている（図3）。しかも、米国の経常収支赤字は、個人消費拡大を背景としており、赤字を補填するための資金は海外からの流入に依存している（図4）。

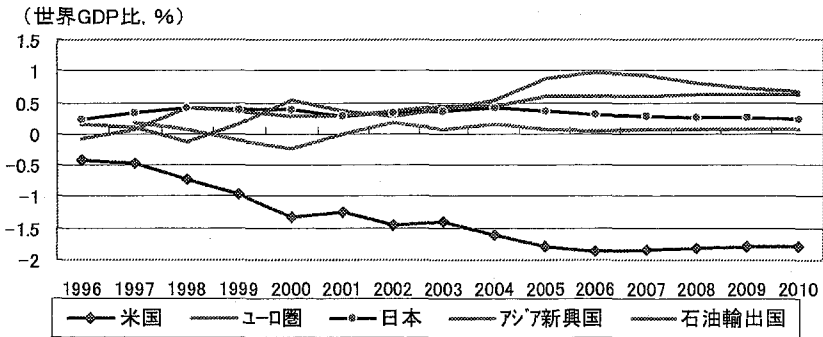
2001年にはITバブルの崩壊と9.11テロ以降の米国経済の悪化によって世

図3 対外純資産の推移



(出所) IMF, “World Economic Outlook” (2006.4) Box 1.4

図4 経常収支の推移



(出所) IMF, “World Economic Outlook” (2006.4) Box 1.4

界経済は大きく後退したが、その後、グリーンズパンFRB 議長の絶妙な金融政策、特に果敢な利下げの断続的实施によって景気は上向き、さらに日本がゼロ金利に加え量的緩和策を採用したため、豊富な資金を日本市場から調達して世界の主要市場で資金運用する、いわゆる「キャリートレード」が拡大した²⁾。その結果、先進国市場のみならず途上国ではエマージング（新興）市場諸国を中心に大幅に資本流入が増加し、株価・債券とも上昇してきた（図5-1～5-6）。

米国では、足下まで堅調な成長を維持してきたが、これは住宅建設や耐久消費財を中心とした個人消費の拡大が景気を下支えしてきたことが大きい³⁾。しかし、2006年に入り、最近まで個人消費拡大に貢献してきた米国内の住宅販売は既にピークアウトし、個人消費の鈍化も相まって2006年4-6月期のGDP成長率は前期比（年率、季節調整済）、2.5%と前期の5.6%（同）を大幅に下

2) 2006年4月に日本銀行は2001年以降継続してきた量的緩和政策を解除した。さらに、インフレ率がプラスに転じてきたことから金利上昇期待が生じている。このため、これまで日本市場で豊富な低利資金を調達してきた海外機関投資家の動きが変化するとみられ、これが米国や新興国（エマージング）市場への資金配分に影響を与えつつある。

3) 米国では住宅ローン保有者の低金利住宅ローンへの借換（リファイナンス）や、住宅担保ローン（ホームエクイティローン）のスキームによって、住宅価格上昇分が資産効果を生み、さらに消費を拡大させてきた。これが家計の貯蓄率を大幅に低下させるよう拍車をかけてきた。

図 5-1 先進国市場 (株式)

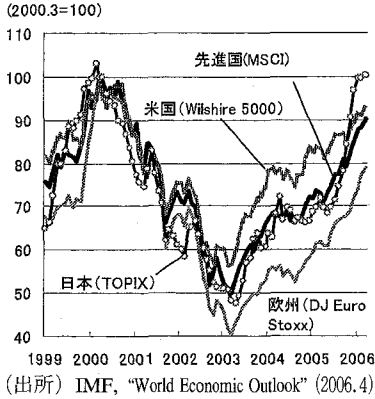


図 5-2 先進国市場 (長期金利)

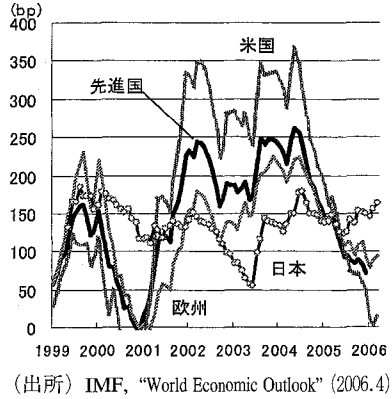


図 5-3 新興国市場向け資金流入

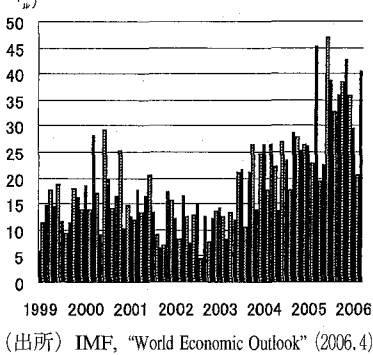


図 5-4 新興国市場スプレッドの推移

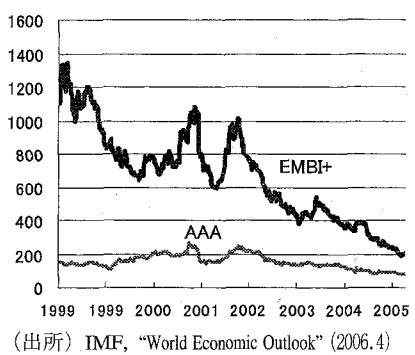


図 5-5 新興国株式市場の推移

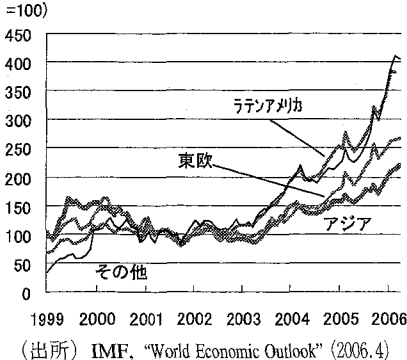
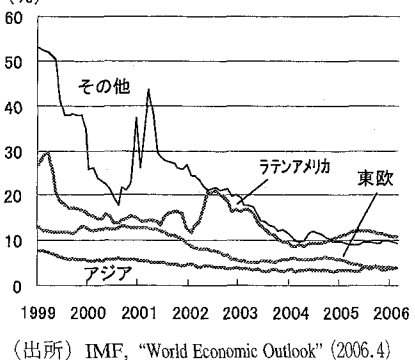


図 5-6 新興国短期金利



回った。既に、2006年5月には中古住宅販売は前年同期比-6.6%（前月比-1.2%）と大幅に鈍化している。さらに、家計の貯蓄率は低下しており、長期的トレンドとして増加してきた家計の消費も頭打ちとなるとみられる。こうした状況に加え、原油価格の高騰が依然継続しており、インフレリスクが高まる中、消費への影響も大きく、来年以降景気は悪化する懸念がある。

以上から、今後消費が低下した場合、多少とも輸入減少によって貿易・経常赤字が縮小する可能性はあるものの、根本的問題である国内の $I = S$ バランスの不均衡は容易に解消・是正される可能性は低い。従って、根本的に資本流入を継続することは必要であるが、その必要となる貿易・経常収支のバランスを改善することが次善（セカンド・ベスト）の策となりうる。

2. 「双子の赤字」を支える国際資金フロー

米国は、最近まで大幅な貿易・経常収支赤字を大量の資本流入で埋め合わせてきた。米国の対外純負債は2.5兆ドル（2004年）で世界最大の債務国である。その一方、日本の対外純資産は1.8兆ドルと、依然世界最大の債権国となっており、続いて中国など東アジア諸国による米国債投資による米国への資金還流が米国を支えている（図6-1、6-2）。

しかし、米国が世界最大の債務国であり続けることが可能となった背景には2001年以降の国際的な流動性の拡大がある。さらに、米国への資金流入が成功してきたのは、2001年以降の断続的なFRBによる金利引上げによって世界の資金を米国に流入させてきたことがある。日本は折しも「構造改革」路線による緊縮財政政策によって景気が低迷するなか、通貨当局による量的緩和政策とゼロ金利政策によって、日本は世界の資金供給の格好の場所となった。一方、EU経済もユーロ導入後、財政政策は緊縮気味で景気は低迷してきたため、金利は長らく低水準にとどまってきた。このことも米国が主要先進である日本と

4) 2003年までの10年間で、米国は累計2.78兆ドルの経常収支の赤字を、資本収支の黒字（2.82兆ドル）で補填し、資金流入余剰を実現してきた。

図 6-1 資本輸出国 (2003)

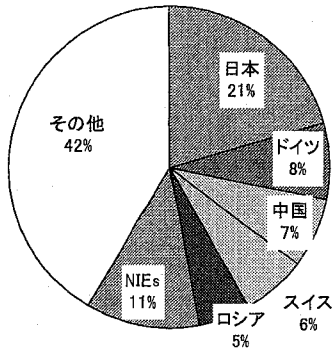
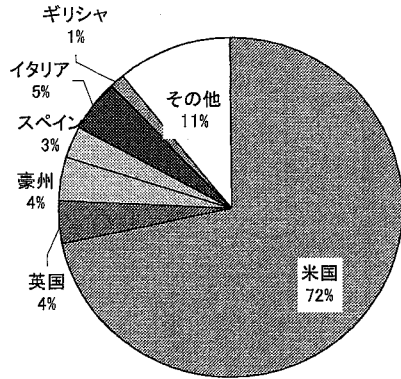


図 6-2 資本輸入国 (2003)



(出所) IMF, “World Economic Outlook” (2005.4) (出所) IMF, “World Economic Outlook” (2005.4)

欧州との金利差を維持することに幸いした。

さらに、アジア危機以降、東アジア諸国では、国内投資が低迷し、貯蓄・投資 ($I = S$) バランスは貯蓄超過 (投資不足) の状況に転じ、余剰資金が米国債に流れる構図が生じた。

加えて、米国政府は、資本を米国内に「回帰」させるよう企業税制上の施策を導入した⁵⁾。この結果、米国には大量の資本流入が実現し、経常収支の赤字を補填している。債務国たる米国の05年末の外貨準備は、わずかに651億ドルで、日本の8,469億ドル、中国の8,189億ドル、韓国の2,104億ドルに比べて非常に少ない。しかし、基軸通貨国である米国は信用不安に陥るどころか、貿易黒字、経常黒字を蓄積した国々の資金をドル資産保有という形で米国に引きつけて経済を回しているのである。それが先述の資本収支の黒字の累積である。

しかし、最近まで「双子の赤字」を支えて続けてきた世界の資金フローを

5) 時限立法として「ホームランド投資法」が発動され、海外に展開している米系多国籍企業が本国に資金を還流させた場合に税制面でインセンティブを付け、還流効果3,000億ドル以上を挙げたとされる。

めぐる環境は、以下のように今後大幅に変化する可能性がでてい

第一に、2001年以降、日本の金融当局が継続してきたゼロ金利+量的緩和が、2006年3月に量的緩和策、さらに7月にゼロ金利政策を解除したことである。これは、世界に低利で豊富な資金を提供してきた供給源が今後は先細る可能性が強くなったことを意味する。このことは、従来のように無制限に日本市場で低利で豊富な資金を調達可能であった環境が一変することを意味する。世界的に低利で流動性が豊富な状況が一変し、米国をはじめとする機関投資家による米国市場での資金運用のみならずエマージング市場への資金配分にも大きく影響を与え、最近までの流動性市場の終焉が見込まれる。

第二に、世界的に石油価格の高騰に伴うコスト高でインフレ圧力が上昇しており、これに対して金利の引上げが主要先進国・地域で見込まれることである。このことは、低金利を背景とした先進国やエマージング諸国への国際的な株式投資が調整を余儀なくされる可能性が強まっていることである⁶⁾。

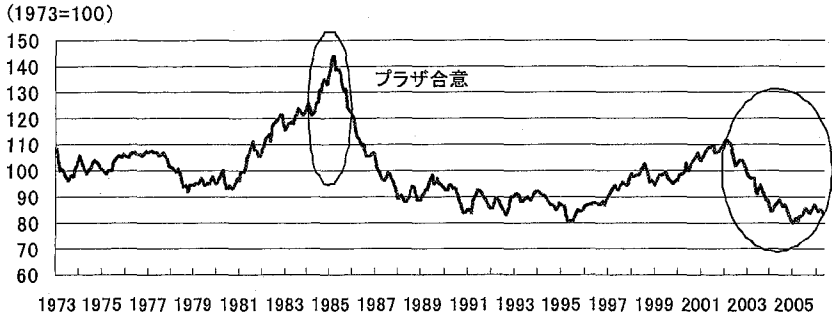
従って、2007年に向けて世界の資金フローは大幅に変化する可能性がある。

3. 米国通貨と為替相場

現在、米国の貿易・経常収支赤字の縮小のためには為替調整が必要となっているとされるが、最近の動きを歴史的にみても、1985年11月のプラザ合意によるドル高修正（円安修正）による急激なドル下落に至る実質実効相場の動きと比べて、最近のドルの実質実効相場は当時ほどの実質高の水準まで達していない。1985年の時点では1980年初に比べ主要5カ国を対象とした実効相場（貿易比重）では、1980年初から1985年3月のピーク時まで約51%ドル相場の上昇がみられ、その後のプラザ合意が必要な背景となった。しかし、2006年4月までの時点で、2002年初のドル高のピーク時に比べ25%程度低下しており、歴史的水準からみれば決して高い水準ではない（図7）。このこと自体

6) 既に2006年5月中旬以降、世界の主要市場では先進国・途上国とも一斉に調整局面に入っている。

図7 米ドルの実質実効相場（主要5通貨）



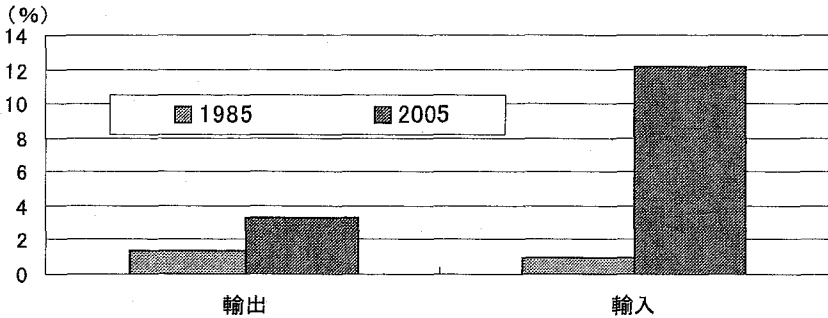
(出所) FRB St. Louis

は、1985年ほどの急速なドル修正は不均衡是正のために市場における外的圧力によってドル相場が急激に変化しにくい状況にあることを示す。

ところが、1985年プラザ合意時点では、現在のように中国やNIEs及び東南アジア諸国の貿易ウエイトは高くなかった。まして中国などは米国の貿易相手国として全く無視できるほど小さな割合であった。しかし、現在ではアジア諸国との貿易が急速に増加し、米国輸入に占める消費財の割合は比較にならないほど増加している。2006年1-3月では、アジア諸国の米国輸出の割合は25%、輸入同31%と非常に高くなっている。さらに、アジア通貨は1997/8年のアジア危機以降、米ドルとむしろリンクを強め、米ドルの上昇につれてアジア通貨も他地域の通貨に対して上昇している。中国は米国の貿易赤字対象国で最大の国であり、およそ26%を占め、EU（同16%）、OPEC（12%）、日本（10.8%）を大幅に上回っている。

こうした貿易構造は、米国の輸入消費財はそのほとんどがアジア間で部品から中間財、製品に至るまで貿易され、最終製品が米国に向かうことが背景にあり、中国と米国の二国間では最終製品ベースでの中国の対米輸入はほとんどない。従って、米国からすれば、中国からの輸入に対する為替調整によって貿易赤字を縮小させるという米国政府の論理がでてくる背景となっている。しかし、米国自身の輸入が過大となりやすい構造を抱えている限り、対人民元のみ

図8 アメリカの対中国貿易比率



(出所) U. S. Census Bureau

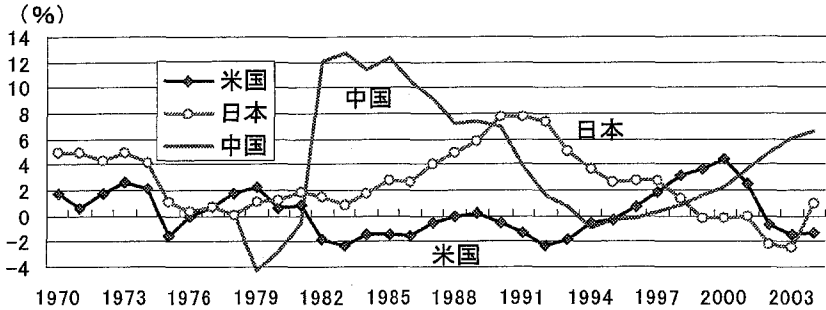
調整しても国際貿易理論の観点から意味を持たない⁷⁾。政治的には、米ドル相場の対アジア通貨の動き、特に中国人民幣の対ドル相場の調整への圧力は今後とも継続的に高まるものとみられる。ただし、その場合でも「望ましい」相場の水準について、またその調整時期については見解が分かれよう。

4. 米国の貯蓄・投資バランスと国際資金

現在大幅に拡大している米国の経常赤字は、一国の政府、家計及び企業部門の貯蓄・投資 ($I = S$) バランスは経常収支に等しいとすれば、足下での貯蓄・投資不足にその背景があることは明らかであり、実際過去数十年にわたり私米国の政府部門および家計部門はマイナス幅を拡大している (図9-1, 9-2)。この背景には、①政府部門の支出拡大と大幅減税による財政収支悪化に加え、②2001年以降の歴史的に低金利 (最近は是正されつつあるものの) に伴う住宅需要の増加による資産価格の上昇などから個人消費が拡大し、家計部門の貯蓄・投資バランスが大幅に悪化したことなどがある。

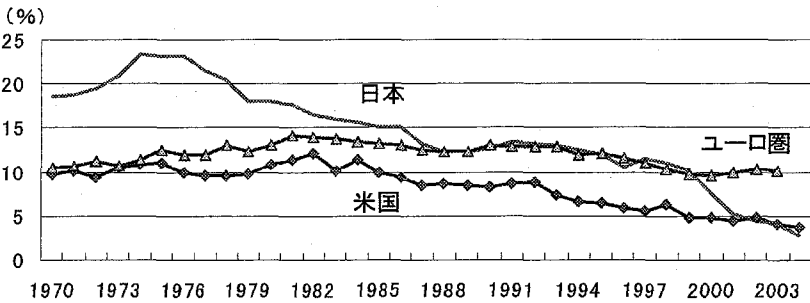
7) 米国は、消費財を中国のみならず、インドやベトナムなど低賃金の消費財を輸入することができるわけであり (例: 衣料品)、米国の消費性向が高い限り、輸入拡大が継続する可能性が高い。

図 9-1 政府部門貯蓄率の推移 (GDP 比)



(出所) IMF, "World Economic Outlook" (2005 September)

図 9-2 家計部門貯蓄率の推移 (GDP 比)

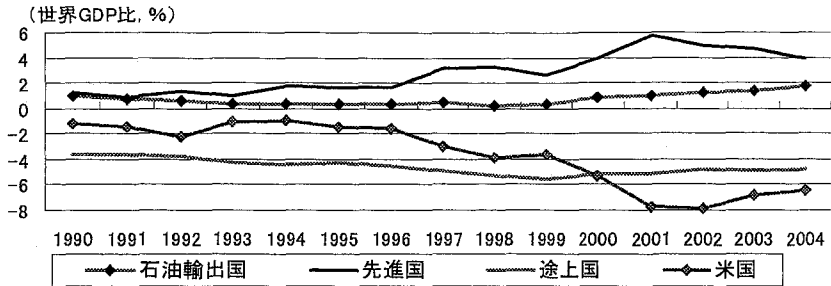


(出所) IMF, "World Economic Outlook" (2005 September), 内閣府より作成

このため、米国の対外債務は GDP 比 25%にも達している。しかも、当分の間米国の対外純債務は減少しない見通しである。これは、欧州や日本などの主要先進国の内需拡大による輸入拡大効果などを考慮してもそれは非常に微々たる影響しか及ぼさない。

一方、2004/5 年以降、世界的流動性の拡大と低金利によって世界全体では貯蓄過剰となり、実物投資に向かわず、それが米国債などの購入に当てられ、それが米国に資金流入を引き起こしている。米国は対外借入増加によって対外純資産は大幅な赤字となっている (図 10)⁸⁾ このことは、日本やアジア諸国にとって本来国内投資に向かうべき資金が米国の貯蓄不足に起因する赤字補填に

図10 拡大する米国の対外債務（純対外資産）



(注) 先進国は米国、途上国は中国を除く。
 (出所) IMF, “World Economic Outlook” (2006.4)

使われていることになり、長期的に維持されるべき状況ではないといえる。こうした現状にもかかわらず、日本は簡単にドル資産を売却することはできない。それは、更なるドル下落により一層損失をこうむる恐れがあるからである⁸⁾

5. 米国の不均衡の維持可能性

前章まで主に米国の「双子の赤字」を維持してきた構造を見てきたが、果たしてこうした構造について「維持可能 (sustainable)」であるか検証してみよう。現在の米国の「双子の赤字」、とりわけ経常赤字の維持可能性の問題は、もはやその調整が「いつ」どのような形で起こりうるかという問題となっている。米国の資産、すなわち大部分が米国債として購入する意欲が衰えない限り、途

8) 吉富 (2006) は、米国の対外債務が拡大しているにもかかわらず (GDP に対する対外債務 (ネット) 比率が 05 年で 20% にのぼる) それが維持可能である理由として、ネットの対外金利払いが依然としてゼロであることを指摘する。さらに、米国の対外投資 (主に直接投資や株式投資) から上がる収益率のほうが、米国が海外から借りている金利 (主に米国債券) より高いことが指摘される。

9) 過去のプラザ合意以降の長期的円高により、85 年から 20 年間の日本の対外純資産を取得時点での為替レートで累積すると約 245 兆円であったが、円相場の上昇 (ドルの下落) によって約 190 兆円と目減りしている。

上国の通貨・金融危機で経験したような「資本の逆流 (capital account reversal)」が起きる可能性は低い¹⁰⁾

米国の経常収支赤字はその大部分が貿易赤字であり、しかも同国の長期の輸入の所得弾力性は1.8と輸出の弾力性(0.8)に比べ非常に高いとされる¹¹⁾。従って、米国の消費性向が低下することが困難な状況では、金利の大幅上昇による消費は冷却するほかないが、これは現在グローバル規模で金利が中長期的に上昇局面にあることから、米国市場及び経済への影響は否めないであろう。さらに、米国の経常収支赤字が長期的に安定しないことは、既に理論的にも明らかとなっている¹²⁾

米国への資金流入がこれまでのように継続する条件は最近では徐々に厳しくなっている。

第一に、米国の膨大な経常赤字を補填してきた資金流入が先細る可能性もでてきている。日本の量的緩和策の解除によってグローバル・キャリートレードのための資金供給源が縮小している。従来著しく投資リターンが低い日本市場から低利で豊富な資金を調達して米国債やエマージング市場への投資を拡大してきたが、これが変化する可能性が高い。

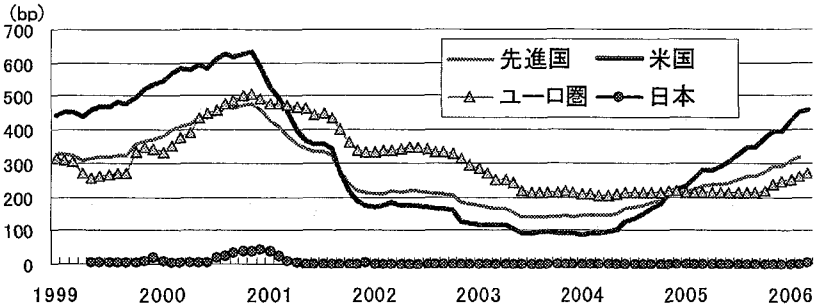
第二に、これまで拡大してきた日米欧の金利格差が縮小する可能性が高まっていることである。米国ではFRB短期金利は近いうちに利上げが停止させる可能性があり、その場合、主要経済圏であるユーロ圏や日本などの金利格差

10) Edwards (2006) は、米国で「資本の逆流」が起きる可能性は1999年以降高まっているものの、その確率は14.9% (2006)にとどまると推定している。

11) Hooper, Johnson and Markquez (2000)

12) 小川 (2005) は、日本経済研究センターにおける分析において、経常収支の水準が定常(発散せず)に何らかの水準に収束することかどうか、財・サービス収支や所得収支など経常収支を構成する要素の間に長期的に安定した関係があるかどうかについて、「共和分分析」という手法を使い検討した結果、「米国の経常赤字には長期的に安定した関係が見いだされず、このままの状態を維持することはできず、さらに具体的に維持不可能である確率を計算するために「マルコフ・スイッチング・モデル」という手法を使い分析したところ、2005年の経常赤字の維持不可能確率は95%と高い水準にあることも明らかになった」としている。

図11 先進国の短期金利の推移



(出所) IMF, “World Economic Outlook” (2006. 4)

が一層縮小し、その結果、米国債の相対的リターンが低下することになる¹³⁾

第三は、アジア諸国を含む途上国において、ようやく国内投資が本格的に回復する条件が整いつつあることである。国債の相対的なリターンが低下することによって、国内への投資機会が増加し、米国債投資が減少する可能性がある。

Obstfeld & Rogoff (2005 a) は、米国の経常赤字を均衡させるためには為替の調整が有効であり、それは、欧州が米国に対して名目で約 30%、アジア通貨は 37% の調整が必要であり、また、経常収支赤字を現在の半分まで縮小するためには、欧州の実質レートが 14% 上昇、アジアは同 18% 上昇することが必要となるとしている。しかし、こうした推計はあくまで「静的」な推定によるものであり、実際には、今後のグローバル市場の流動性の増減や、市場の不透明性の程度、さらに米国の貿易構造など様々な要因が変化を及ぼす可能性がある¹⁴⁾

6. 今後の課題と展望

米国政府の現在の財政収支の見通しでは、2012 年には財政収支は黒字に転

13) 2006 年 8 月 8 日、FRB の連邦公開市場委員会 (FOMC) は過去数年間継続して引上げてきた FF 金利を 5.25% のまま据え置くことを決定した。

換ずるとしているが、実際には達成は困難であろう¹⁴⁾ 米国の経常赤字ファイナンスの可能性はおよそ以下のシナリオとなろう。

第一に、今後、米国に向けた資金が徐々に「ドル離れ」を起こすとした場合、どこまで米ドル資産を残すかという各国政府・通貨当局及び投資家などの判断に関わる問題である。同時に、各国／地域、特にアジアや日本及びユーロ圏などがどこまで国内の貯蓄・投資比率を変化させてゆくかという問題にもかかっている。ユーロ圏の景気は最悪期を脱して徐々に回復しており、長らく据え置かれてきた金利は徐々に上昇する可能性が高い。このことは中長期的にみても米ドル資産の分散化傾向と相まって米ドル資産に対してマイナスに作用する。

一方、日本の家計貯蓄率は低下しているが、民間部門の貯蓄・投資比率は依然黒字であり、東アジア諸国も当面貯蓄・投資バランスは貯蓄超過気味に推移するとすれば、米国への資金流入はある程度継続する可能性もある。しかし、今後、アジア諸国が国内投資をさらに活発化し、さらに対外証券保有の比率をユーロにシフトさせる傾向が継続すれば、長期的に米ドル資産保有の比率が低下し、それが米国内に還流するドル資金不足を引き起こす可能性がある。これは、従来維持されてきた微妙な均衡が次第に崩れてゆくきっかけとなろう。

さらに、最近まで原油高騰に伴う産油国が、その収益をグローバル市場で資

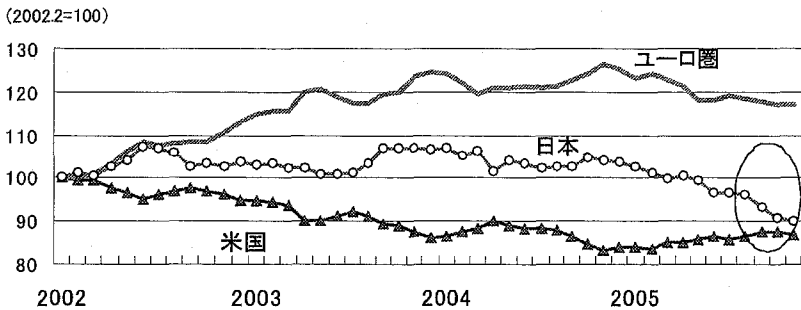
14) 吉富 (2006) は、「ドル相場が下落しても、ドル下落が米国の貿易収支 (名目金額) を改善する保証は全くない」と指摘し、「輸出と輸入の価格弾力性が十分に大きく、両者 (絶対値) の和が1を超えるかどうか (マーシャル・ラーナー条件) が為替レートの変化が貿易赤字を縮小してくれるかどうかの鍵を握る」とする。さらに、「多くの実証研究によると、米国の場合、この条件が満たされていないことや、マーシャル・ラーナー条件は貿易収支が均衡している場合に限るため、今日の米国のように輸入が輸出の1.5倍もあるときには、上記の弾性値の和が1をはるかに超えていない限り、ドルが弱くなっても、米国の貿易収支赤字 (金額) は減らないどころか、かえって増加する」と指摘している。

15) 小川 (2006) は、「現実的な前提条件として(1)非国防費を GDP 比一定とする(2)イラク駐留経費の追加負担を織り込む(3)将来の税収を過大に見積もる要因になっている「代替ミニマム課税 (AMT=高所得者にかかわる税制度)」の適正化、のもとで、財政収支見通しを再検討すると、2009年度に財政赤字を半減するというブッシュ大統領の公約は達成困難と予測され、今後10年間の基礎的財政収支の改善幅を GDP 比で2%弱とした日本経済研究センターの中期予測をもとに財政収支改善が経常収支に及ぼす効果を分析すると、経常収支の改善幅は対 GDP 比で1%未満にとどまる」としている。

米国『双子の赤字』の維持可能性

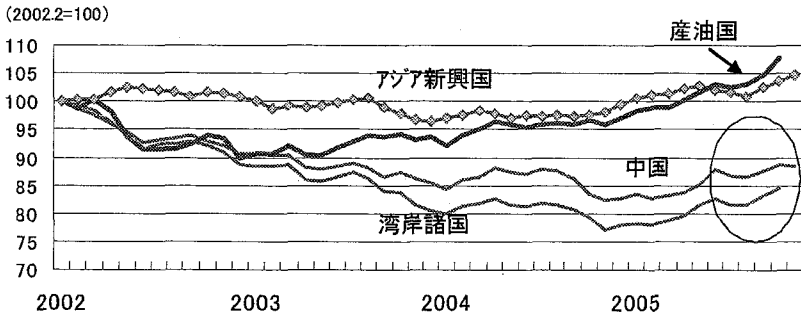
金分散してきた結果、米国債にも資金が環流してきた状況が、今後変化するかどうかも注目される。今後、2007年にかけて米国市場で株式や債券とも頭打ちとなる可能性が高く、2006年後半以降は景気減速が予想され、FRBの利上げが期待できず、資金分散の観点からその一部を今後の堅調な需要の見込まれる原油先物への投資を維持する可能性も高い。このため、産油国からのグローバル資金分散は少なくとも数年間継続すると考えられる。従って、今後の動向は、全体的に東アジアからの資金流入の継続性およびユーロ資産への分散の度合いが大きな鍵を握ろう。ただし、中国を含む東アジア諸国では、米国債への投資の急激な減少はかえってドル相場の急激な下落による評価損を招くため、

図12-1 実質実効レートの推移（日米欧）



(出所) IMF, “World Economic Outlook” (2006. 4)

図12-2 実質実効レートの推移（途上国）



(出所) IMF, “World Economic Outlook” (2006. 4)

ユーロへの資金シフトは今後とも緩やかに進むものとみられる。日本の場合は、依然として金利水準は低く、米国債の相対的な信用度はまだ高いため、主な資産運用先として大幅な減少はないとみられる。しかし、米国債への投資が最大の東アジア諸国（日本、中国等）や、中東産油国（湾岸諸国）の最近の実質実効レートは、2002年のそれに比べ低下しているため、今後調整される（切り上がる）可能性が高く、これが、米国への投資減少に圧力がかかる構図となる（図12-1、12-2）。

一方、米国側ではもう一方の「双子の赤字」である財政赤字は、ブッシュ政権の恒久減税策に伴う税収減とイラク派遣による赤字はピークを超えながらも大幅な軍事支出の負担が継続する可能性も高く、当面赤字の縮小は期待できない。従って、2008年秋の大統領選挙の結果、現政権の軍事費拡大や減税策を大幅に転換し、軍事支出削減策など財政赤字縮小をはかる政策を導入した場合、財政赤字拡大に歯止めがかかる可能性がある。

以上から、米国の「双子の赤字」を縮小させるための要因として、①米国内の消費ブームの終焉、②米国財政政策の転換（支出削減及び減税策の撤廃）、などが必要とされる。

①については、今後米国経済がスタグフレーション（物価が上昇するなかで金利も上昇し景気が悪化する状況）に陥る可能性もあるため、それが急激に起きた場合には、経済活動の急速な冷え込みによって輸入が減少するため、貿易・経常収支赤字は縮小しよう。しかし、世界経済の安定性からみるとこのシナリオは好ましくないため、向こう数年間現政権の財政スタンスが大きく変化しないとすれば、FRBの金融政策の舵取りがソフトランディングに導くことができるかどうかにかかっているが、これまでのバーナンキ議長の言動からは、それはあまり期待できないとみられる¹⁶⁾ このことは、「市場との対話」の点で成

16) 最近のFRBバーナンキ議長の発言によって市場運営があまり適切でないとの評価が高まっており、前任のグリーンズパン時代のような微妙な市場へのメッセージでコントロールすることは困難であろう。従って、FRBの金融政策と市場へのメッセージなどからソフトランディングに導く可能性は低下している。

功したグリーンスパン時代に比べ調整リスクは比較的高まっているといえる。

②については米国現政権が継続する 2008 年まで基本的に縮小する可能性が低いいため、大幅な貯蓄・投資面での不均衡は是正されない可能性が高い。為替面では、全体的に米ドルの実質高とは言えず、むしろ最近の実質実効レートは低下しており、大幅に名目レートが大幅に修正される必要性が低い(図7)。このことは、短期的にドルが大暴落する可能性は低いことを示唆する。もちろん、これは中長期的に維持可能であることを意味しない。対東アジアの大幅赤字対象国である中国人民元や日本円に対しては、一定規模の調整が起こる可能性は高い。

総じて、為替レートの調整による貿易・経常収支赤字改善の可能性は低いですが、むしろ最初に挙げた景気悪化に伴う米国の輸入減少による経常収支赤字縮小の可能性の方が高いといえよう。しかし、このシナリオは、日本や中国などアジア諸国の輸出の減少という副作用をもたらすため、米国経済よりむしろ世界経済にとってはリスクの高いものとなる¹⁷⁾

中期的には、ここ数年継続してきた米国への資金流入は、足下での世界的流動相場の終焉、金利上昇による米国債への独占的な資金流入が縮小することを鑑みれば、今後米国が「双子の赤字」を継続しにくい状況が出現する可能性は徐々に高まっている。仮に、①「双子の赤字」のうち財政赤字を縮小させるよう軍事支出を減少させる、②金利上昇による住宅など家計の長期借入が縮小する局面になれば、東アジアや産油国から流入する資金量の必要量も減少しよう。今後、中長期的な動向を左右するのはアジア諸国の貯蓄・投資バランスが現在の投資不足から次第に均衡に向かう(すなわち投資が増加する)可能性であり、また産油国の資金が国際市場での運用を中心としたものから国内におけ

17) Balanchard and Giavazzi (2005) は、米国の経常赤字の維持可能性は基本的に①米国の財輸入需要の大きさ、②米国資産(米国債など)への外国の需要に起因しているが、ドル相場下落は理論的に立証され、その影響は米国(為替下落による輸出競争力改善などプラス効果が見込まれる)よりむしろ日本、アジア及び欧州など海外の経済に及ぼす影響が大きいとしている。

る投資の拡大に向けられるかどうかということである。

2008/9年に米国で政権交代に伴う政策転換が行われれば、財政赤字の縮小は進む可能性もあるが、米国の経常収支赤字の縮小は容易ではない。仮に、中国等東アジア諸国による米国債離れが進んだ場合、米国にとって赤字補填のために「最後の砦」である日本から資金を調達することが一層重要となる¹⁸⁾。一方、これまでの日本政府の前例として最後まで米国の政策に追随すること（米ドル買支えと米国債購入継続）が予想されるため、米ドルからの国際資金分散は遅れ、結局米国の双子の赤字を継続させることになる。これは、長期的には維持が困難なドル相場の調整を遅らせ、中長期的に大幅な為替調整が起きた場合、米ドル調整後の資産減少の最大の損失は日本に及ぶリスクを高める。日本にとって大きな国富の損失というバブル崩壊後の日本が経験した失敗を再び繰り返さないためには、向こう数年間、市場による米ドル相場調整（＝円高調整）に当局が積極介入することはせず、徐々に相場をドル安に向かうようにさせる必要がある。これにより、急激なドル調整による米国経済のみならず、日本・アジアや欧州など世界経済への調整ショックをある程度緩和することができよう¹⁹⁾。

参 考 文 献

- 岩田一政、服部哲也（2003）「アメリカの経常収支赤字の是正策」（『わが国の国際収支における中長期的な分析』2003年3月、財務省委嘱研究、財財政経済協会）
- 小川英治（2006）「米経常赤字」研究報告 現在の不均衡 持続困難』日本経済新聞『経済教室』2006年4月14日
- 吉富 勝（2006）「米国の経常赤字が持続可能ではなくなるとき」、『週刊エコノミスト』（毎

18) 今後、米国側から積極的に日本の郵便貯金・簡保の資金を米国債で運用すること、すなわち、民営化した郵貯銀行に対して米国債を購入させる圧力が増そう。

19) いずれにしても、日本はその過程において、短期的には米国やアジア向け輸出が減少し、景気後退局面を経験することになる。問題は、それが大幅で突然起きるショックではなく、経済変動リスクを最小限に抑制できるかどうかの問題である。

米国『双子の赤字』の維持可能性

日新聞社) 2006年5月22日号

Blanchard, Olivier and Giavazzi, Francesco (2005), "The U. S. Current Account and the Dollar", *NBER Working Paper*, No. 11137, February

Edwards, Sebastian (2006), "The U. S. Current Account Deficit: Gradual Correction or Abrupt Adjustment?", *NBER Working Paper* No. 12154, March

Eichengreen, Barry (2004), "Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods", *NBER Working Paper*, No. 10497, May

Hooper, P. Johnson, K and J. Marquez (2000), "Trade Elasticities for the G-7 Countries", Princeton Studies in International Economics, No. 87

IMF (2006), "World Economic Outlook", April

IMF (2006), "Global Financial Stability Report", April

Obstfeld, Maurice and Rogoff, Kenneth (2005 a), "Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments", May 17

Obstfeld, Maurice and Rogoff, Kenneth (2005 b), "The Unsustainable US Current Account Position Revisited" (Revised), *NBER Working Paper* No. 10869, November 30

World Bank (2006), "Global Development Finance", April