

米国の経常赤字拡大をどう見るか

担当：金木（kaneki@sumitomotrust.co.jp）

米国景気の回復とともに、今後、米国の経常赤字は大幅に拡大すると見込まれる。米国の経常赤字は、現時点では持続可能性（サステナビリティ）を全く失ったわけではないが、これを損なう面も出始めている。米国が過剰消費体質を改め、財政赤字拡大に歯止めをかけるような改革を怠る場合には、中期的にはドル安圧力が高まる可能性がある。

1．大幅な拡大が見込まれる米国の経常赤字

米国景気は、個人消費が堅調に推移し、生産指数も1月以降4ヶ月連続して上昇するなど回復軌道を歩みつつあるが、同時に国際収支の赤字も拡大傾向を示し始めた。

米国の財・サービス貿易赤字は1月以降連続して増加、OECDの世界経済見通しにおいても、米国の経常赤字は2001年：▲4174億ドル（名目GDP比▲4.1%）→2002年：▲4700億ドル（同▲4.4%）→2003年：▲5450億ドル（同▲4.9%）と未曾有の規模に達すると予想されている。市場でも、こうした米国の経常赤字の拡大を懸念する声が出始めている。

経常赤字そのものは必ずしも悪いとは言えず、問題とすべきはそれが将来にわたって続けられるかどうか、すなわち持続可能性（サステナビリティ）があるかどうか、という点である。

そこで以下では、米国の経常赤字の持続可能性について、検討してみよう。

2．赤字に転じたプライマリーバランス

経常赤字の持続可能性を検討する場合には、次の点がポイントとなる。

第1は、マクロの名目所得と金利水準との関係である。経常収支の赤字は海外からの資本流入で埋めあわせられるので、対外負債は増加する。マクロの名目所得の伸びより負債の金利が高いと、プライマリーバランス（後述）が均衡しても、所得に対する負債残高の比率が上昇し続ける。こうした状態はいつまでも続けることはできない（持続可能性がない）。

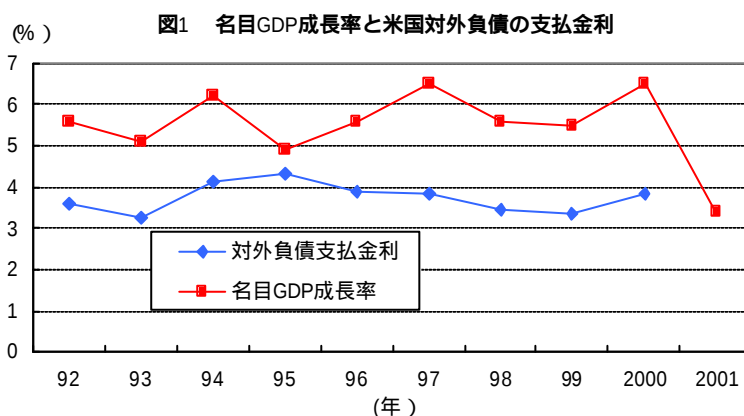
米国は恒常的な経常赤字国なので、約 10 兆ドルの対外負債を抱えているが（表 1）、米国の名目 GDP の伸びと、対外負債残高の金利（負の収益率）の推移を見ると、比較可能な 2000 年までは前者が後者を上回る状態が続いている（図 1）。所得と金利との関係においては、米国の経常赤字は持続可能性がない状態になっているわけではない。

表1 米国の対内対外資産残高と所得収支の推移

(10億ドル)

年	95	96	97	98	99	2000
対外資産残高	3873.6	4549.2	5278.0	6063.2	7206.3	7189.8
直接投資	1307.2	1526.2	1778.2	2168.3	2613.2	2467.8
有価証券	1169.6	1468.0	1751.2	2052.9	2604.4	2406.5
対外負債残高	4292.3	5091.4	6354.2	7487.2	8731.7	9377.2
直接投資	1005.7	1229.1	1637.4	2179.0	2805.2	2736.9
米国債	358.5	502.6	662.2	729.7	660.7	639.7
有価証券	971.4	1199.5	1578.7	2012.4	2522.0	2964.0
対外純資産残高	-418.7	-542.2	-1076.2	-1424.0	-1525.4	-2187.4
所得収支受取	209.7	224.1	258.8	257.3	283.1	350.5
所得収支支払	184.7	198.6	245.1	258.5	291.6	360.1
所得収支尻	25.0	25.5	13.7	-1.2	-8.5	-9.6

（資料）米国商務省「Survey of Current Business」



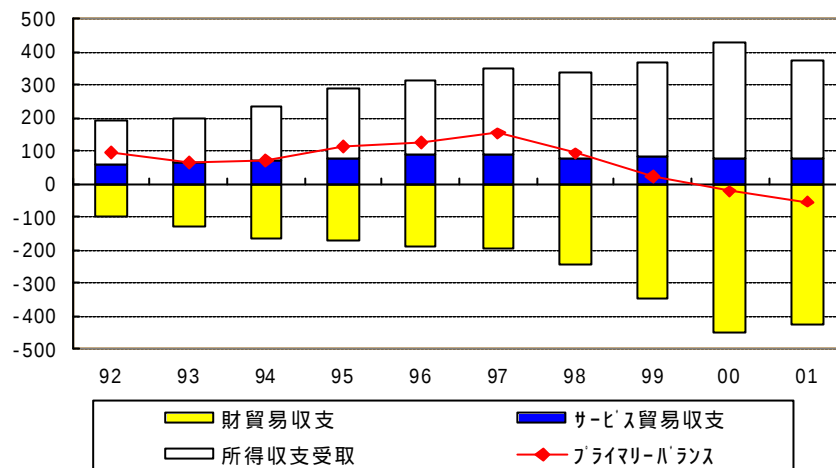
（注）対外負債支払金利 = 所得収支支払 / 対外負債残高

（資料）米国商務省「Survey of Current Business」

第 2 は、プライマリーバランス、すなわち利払い分を除いた支出と収入とのバランスである。国際収支上では「財・サービスの貿易収支 + 所得収支受取」に相当する。この部分で赤字が続くようだと、名目所得の伸びと金利が等しくても負債残高の所得に対する比率が上昇し続けるので、やはり持続可能性を喪失してしまう。

米国の国際収支上のプライマリーバランスを見ると、98 年以降黒字幅が急速に縮小し、2000 年には赤字に転じ、2001 年には赤字幅がさらに拡大している（図 2）。

図2 米国国際収支のプライマリーバランスの推移

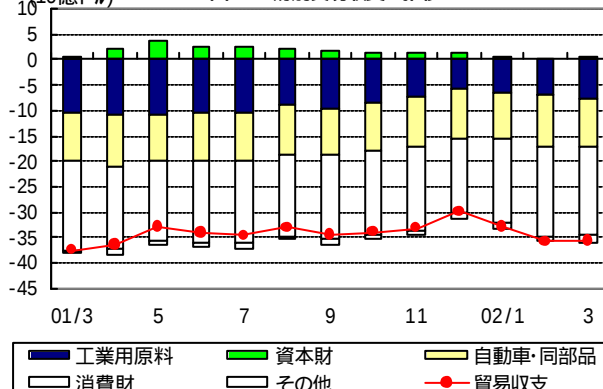


(注) プライマリーバランス = 財・サービス収支 + 所得収支受取
(資料) 米国商務省「Survey of Current Business」

この赤字転落は一時的なものではなく、構造的な性格を強めつつあるようだ。これは、赤字転落の主因は財の貿易収支の赤字拡大にあること、財収支赤字の7～8割は「自動車・同部品」と「消費財」が占めていること（図3）、両者とも貿易特化係数の低下が示すように輸入特化度を高めており、今後も大幅な輸入超過が続くと考えられること（図4）、サービス貿易収支は、旅客・輸送サービスが98年から赤字に転じたことから、黒字幅は頭打ちとなっていること（図5）- のためである。

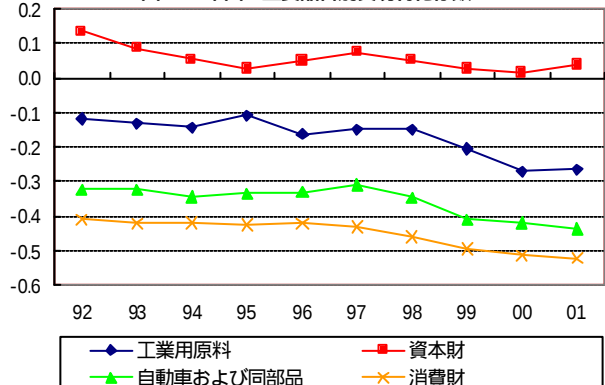
このように、国際収支上のプライマリーバランスの観点から見ると、米国の経常赤字は持続可能性を失いつつあると言える。

図3 財別貿易収支の推移

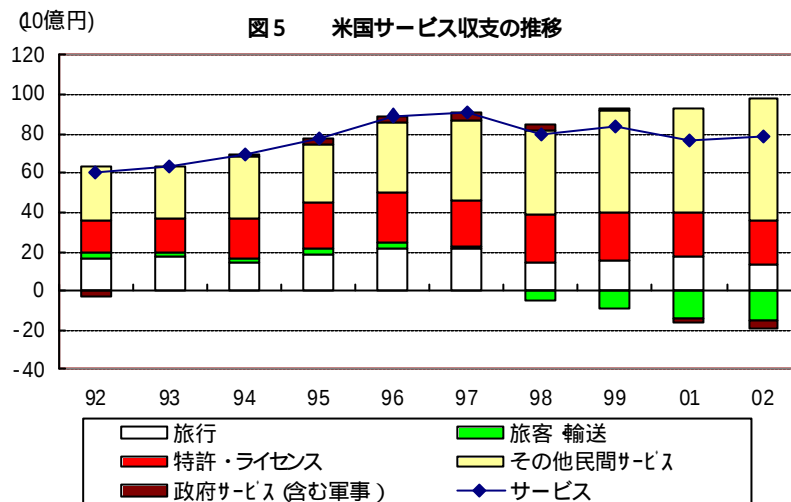


(資料) 米国商務省「Survey of Current Business」

図4 米国の主要品目別貿易特化係数



(注) 貿易特化係数 = (輸出 - 輸入) / (輸出 + 輸入)
(資料) 米国商務省「Survey of Current Business」



3. 高まる海外資本への依存度

第3は、海外から流入した資本の中身と、米国経済の海外資本依存度である。

海外からの流入資本が資本ストックの増加や生産性上昇に寄与するものであれば、米国経済の成長力は高まり、債務返済力も高まる。しかし短期的・投機的な資金取引に偏重したり、生産性上昇に寄与するものであっても海外資本への依存度が高すぎると、海外投資家からの信認が低下して資本流入が細る（＝経常赤字を続けられなくなる）懸念がある。

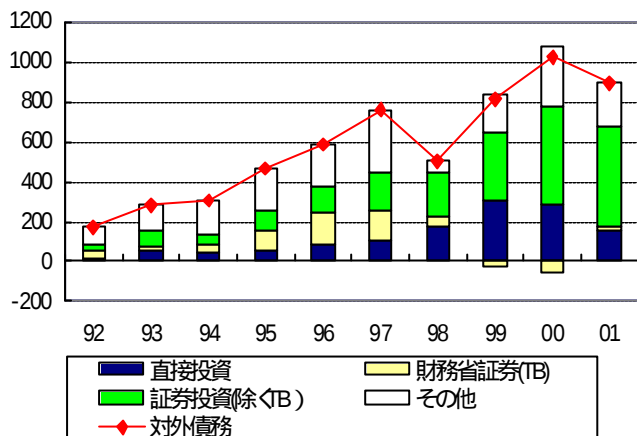
こうした観点から米国への流入資本の中身を見ると（図6）、資本ストックや生産性との関係が深い対内直接投資が拡大傾向にある、対内直接投資の投資効果は判断しにくい、投資利回りを見る限り3%前後の低水準で推移しており、特に向上しているとは言えない（図7）。一方、出入りの足が速く安定性に欠く証券投資（財務省証券を除く）も大幅に増加している、米国企業の資金調達及び米国株式保有者における海外依存度は近年上昇傾向にあり、直近では前者は約15%、後者は約11%となっている（表2、表3）- といった点が指摘できる。

米国への流入資本は、直接投資を中心に米国経済の生産性向上に資する部分もあったであろうが、その程度は格段に大きなものではなく、経済活動や資金調達における海外依存度も高まり、証券投資の増加により、海外資本の流出入に伴う市場の不安定性も高まったと見られる。

このため、近年の米国への資本流入は、海外投資家の信認を高める構造になっているとは、必ずしも言えないだろう。

(10億ドル)

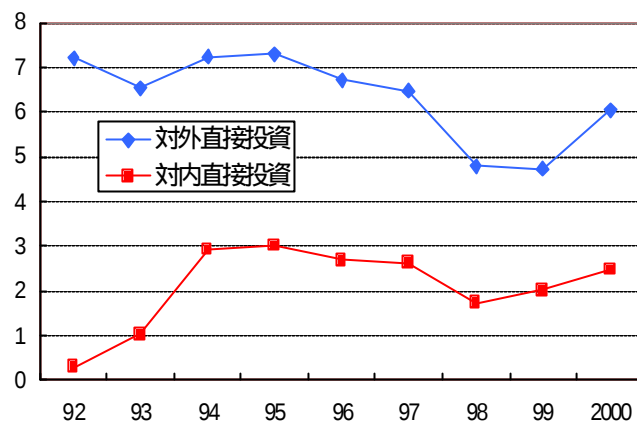
図6 米国への流入資本の推移



(資料) 米国商務省「Survey of Current Business」

(%)

図7 米国の対外・対内直接投資の利回りの推移



(資料) 米国商務省「Survey of Current Business」

表2 米国企業の資金調達と海外依存度

(10億ドル)

暦年末	97	98	99	00	01
債務残高 + 株式残高	16,403	19,064	23,270	21,547	20,064
社 債	1,611	1,830	2,060	2,231	2,559
海外保有	240	290	365	443	558
借 入	1,462	1,618	1,822	2,031	2,056
海外借入	143	142	120	117	116
企業間信用	992	1,050	1,194	1,297	1,237
対内直接投資	750	805	946	1,112	1,202
株 式	9,775	11,607	15,117	12,741	10,887
海外保有	676	876	1,187	1,268	1,214
その他	1,815	2,156	2,132	2,136	2,123
海外(+ + +)	1,809	2,112	2,617	2,941	3,089
< 構成比 % >	11.0%	11.1%	11.2%	13.6%	15.4%

(資料) 米国FRB「Flow of Funds Accounts」

表3 米国株式保有者の推移

(10億ドル)

暦年末	97	98	99	00	01
株式発行残高	13301.7	15577.3	19581.2	17566.4	15186
家 計	6302.5	7173.6	9197.3	7317.1	5832.2
年金・保険	2441	2924	3498.1	3330.2	3022.7
州政府退職者基金	1084.8	1233.9	1343.2	1335.1	1215.7
投資信託	2018.7	2506.2	3376.7	3226.9	2836.8
海 外	919.5	1175.1	1537.8	1748.3	1692.8
< 構成比 % >	6.9%	7.5%	7.9%	10.0%	11.1%

(注) 金額は市場価格。

(資料) 米国FRB「Flow of Funds Accounts」

4. 高まる中期的ドル安圧力

当面、米国の経常赤字は拡大していくと考えられる。

落ち込み続けていた輸入数量は輸出数量に先んじて底入れし、前年水準に近いところまで戻しつつある（輸出数量は前年比 10% 程度のマイナスが続いている - 図 8）。また、国際商品市況の回復を反映し、輸入物価のマイナス幅も急速に縮小している（図 8）。このため経常赤字の趨勢を基本的に規定する貿易赤字は、輸入金額の増加を主因に拡大傾向を辿るだろう。

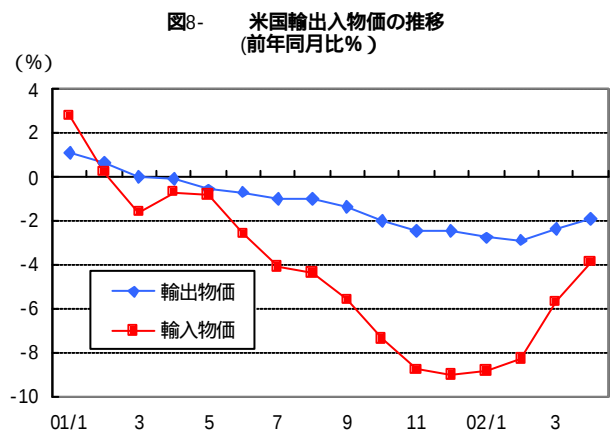
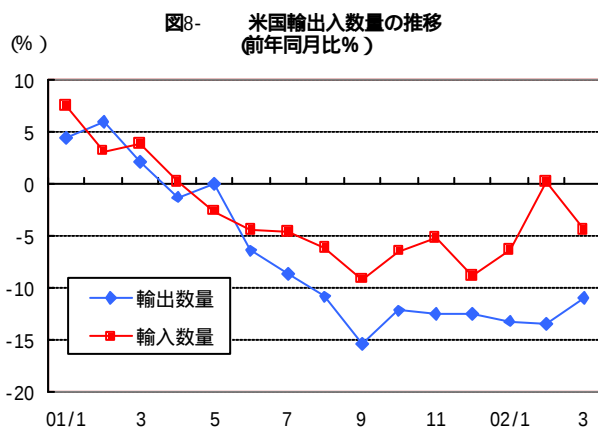
さらに、経常収支は国内貯蓄投資バランスの反映（経常赤字（黒字）＝国内貯蓄不足（超過））でもあるが、この面から見ても米国の経常赤字は拡大基調に入っていくと見られる。

これは、家計部門では足元で貯蓄率がやや持ち直していることから、若干の貯蓄超過となるものの、大型減税の実施やテロ対策・軍事費の増加等による財政事情の悪化（狭義の連邦政府予算(オバマ・ジットベ-ス)では約 1500 億ドルの赤字 - 表 4) により、政府部門が 98 年以来の貯蓄不足に陥り、昨年、貯蓄不足幅が大きく縮小した企業部門も、今後は設備投資の下げ止まりを背景に、国内貯蓄不足幅は拡大する - ためである（表 5）。

前節までの検討で見たように、現時点では米国の経常赤字は持続可能性を全く失ったわけではない。このため、当面の米国経常赤字の拡大が直ちに為替動向や国際マネーフローの攪乱要因になることはないだろう。

しかし、経常赤字の持続可能性を損なう面が出始めていることも確かである。このため、景気回復のもたつきや株価下落等をきっかけに、市場がこの持続可能性のほころびに目を向け始めた場合には、為替市場ではドル安が進み、海外から米国への資金流入が細り、実体経済にも悪影響を与える可能性もある。

米国経済が、経常赤字の根源と言える過剰消費体質及び財政赤字の改善を怠る場合には、中期的にはドル安圧力が強まる可能性があると言えよう。（以上）



(資料)米国商務省 Survey of Current Business

表4 米国の連邦政府財政収支の見通し

		見通し →			
		(10億ドル)			
会計年度	01	02	03	04	05
歳入	1991	2006	2086	2209	2342
オバジット	1484	1488	1540	1636	1740
歳出	1864	2001	2080	2148	2231
オバジット	1517	1640	1710	1769	1839
財政収支	127	5	6	61	111
オバジット	-34	-152	-170	-133	-100

(注) オバジット 郵便基金、地方電々基金等を除いた狭義の連邦予算。

(資料) 米国行政管理予算局

表5 米国の部門別貯蓄投資バランス

		(10億ドル)			
		98	99	00	01
家計部門		200.6	46.7	-54.6	1.1
総貯蓄		565.0	450.2	370.5	447.4
総投資		364.4	403.5	425.1	446.3
企業部門		-364.2	-335.3	-390.1	-254.5
総貯蓄		810.1	897.9	952.4	933.1
総投資		1174.3	1233.2	1342.5	1187.6
政府部門		-4.9	54.8	144.4	19.1
総貯蓄		272.2	359.4	462.7	360.3
総投資		277.1	304.6	318.3	341.2
国内貯蓄投資差額		-199.7	-306.6	-430.5	-384.1
統計上の不突合		-31.0	-72.7	-130.4	-149.8

(資料) 米国商務省「Survey of Current Business」

本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。