

第2節 国際資本移動の活発化と経常収支不均衡の拡大

ここでは、国際経済のリスク要因として指摘されている世界的な経常収支不均衡の拡大について

検討を加えるとともに、その背景となっている国際資本移動の活発化について分析する。

1. 拡大する経常収支不均衡

(1) 米国の膨大な経常収支赤字と東アジア諸国・地域及び中東諸国の経常収支黒字

世界の経常収支不均衡は拡大を続けている。家計の旺盛な消費が著しい米国が巨額（GDP比6.4%（2005年暫定））の経常収支赤字を計上しており、他方、高い経済成長を遂げている東アジア諸国及び原油価格高騰の影響を受けている中東諸国が経常収支黒字を拡大している。我が国も一貫して経常収支黒字を計上している（第1-2-1図）

状況について、政府部門と民間部門に分けて見ていく。

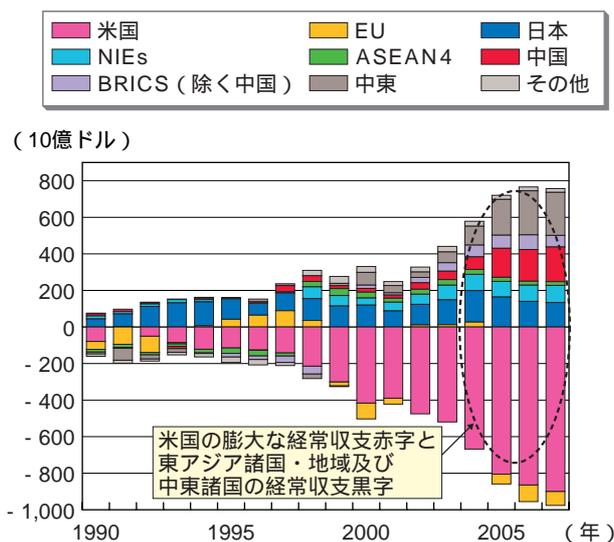
(政府部門における貯蓄投資バランスの悪化：財政赤字の拡大)

政府部門では、長期にわたる財政赤字を経験した後、1998年から2000年まで黒字転換に成功したが、2001年のITバブル崩壊後の景気対策としての所得減税の影響や対テロ戦争に向けた軍事費の拡大などにより、2001年以降再び財政赤字となった（第1-2-2図）。1990年代に行われていた財政赤字削減に向けての法制度面における政策¹が2002年10月以降継続されなくなったことも財政悪化の一因と指摘されている。

(2) 米国の経常収支赤字の原因

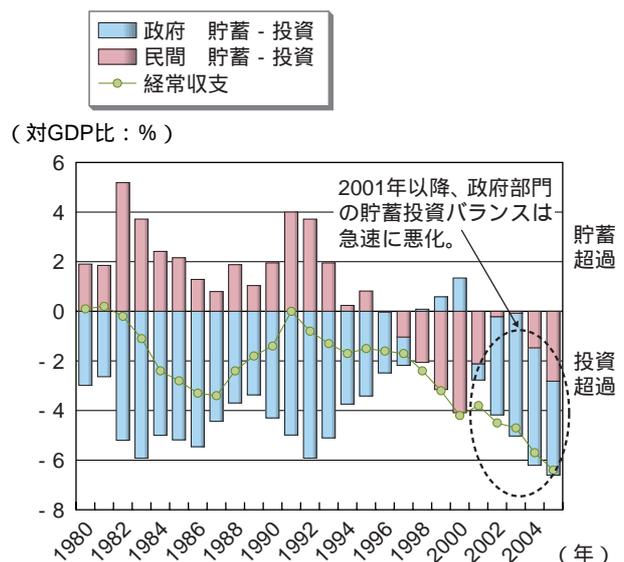
米国の大きな経常収支赤字は、米国内における貯蓄と投資の間の不均衡と表裏一体である。ここでは、米国の貯蓄投資バランス（ISバランス）の

第1-2-1図 世界の経常収支の推移



(備考) 2006年、2007年は見通し。
(資料) IMF「World Economic Outlook Database April 2006」から作成。

第1-2-2図 米国の経常収支とISバランス



(資料) IMF「World Economic Outlook Database April 2006」、米商務省経済分析局Webサイトから作成。

1 1990年予算執行法（BEA：Budget Enforcement Act）として、予算ルールに新たな法的枠組みを設けた。この予算ルールについての枠組みが、裁量的経費（議会在毎年可決する歳出法案（appropriation bill）の中でその金額が決められる）を3つのカテゴリー（国防費、国際費、国内費）に区分し、それぞれの支出上限を定めるCap原則と、義務的経費（毎年の立法措置がなくとも、現存する権限法（authorization act）によってその金額が決められる経費で、公的年金、メディケア、メディケイドなどがある）の増加や減税に係るスクラップ・アンド・ビルドを定めたpay-as-you-go原則である。Cap原則とpay-as-you-go原則は、ともに2002年9月末で失効している。

（民間部門における貯蓄投資バランスの悪化：旺盛な消費と貯蓄率の低下）

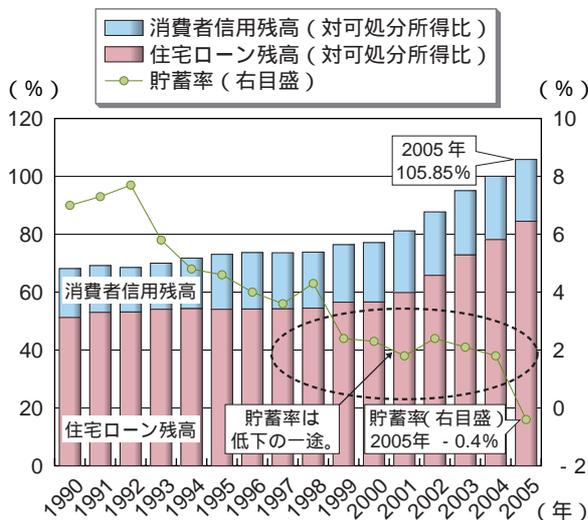
民間部門においても家計の旺盛な消費により貯蓄投資バランスは悪化している。特に、住宅価格の上昇と低金利を背景とした住宅ローンの借換え（リファイナンス）による資金調達や、住宅担保ローン（ホーム・エクイティ・ローン）などの利用が、減税による家計の可処分所得の上昇とあいまって消費を刺激した。消費の伸びにより、米国

の家計部門の貯蓄率は低下の一途をたどっている（第1-2-3図）。

（石油輸入の増加が経常収支赤字拡大の一因）

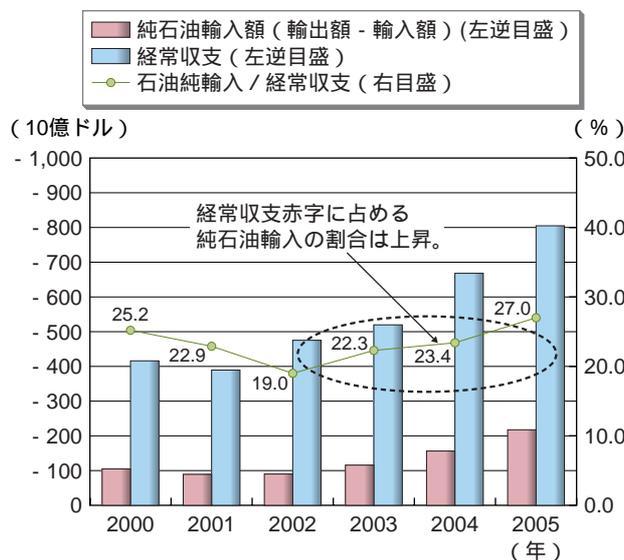
米国の経常収支赤字に占める純石油輸入額の割合を見ると、2002年の19%から2005年の27%まで増加している（第1-2-4図）。この間、石油価格は上昇基調にあり、石油輸入額の増加が経常収支赤字の一因となっていると考えられる。

第1-2-3図 米国の家計部門における債務残高と貯蓄率の推移



（備考）可処分所得は個人の総所得から税金や社会保険料などを差し引いた、消費支出と貯蓄の合計のこと。
（資料）FRB「Flow of Funds Accounts of the United States」、米国商務省経済分析局Webサイトから作成。

第1-2-4図 米国の石油輸入額と経常収支赤字



（資料）米国商務省経済分析局「Balance of Payments」、米国商務省統計局「Foreign Trade Statistics」から作成。

2. 経常収支不均衡の持続可能性への疑問

このような世界的な経常収支不均衡の拡大については、持続可能ではないという議論がなされてきた。持続可能性への疑問の根拠としては、米国債務のリスク・プレミアム拡大の懸念、東アジアなどにおける外貨準備の積上げと不胎化政策の問題、が指摘されている。

（1）経常収支不均衡の持続可能性に対する懸念（米国債務のリスク・プレミアムの拡大）

諸外国から米国に資金が流入するかどうかは、基本的には諸外国の投資家が「自国資産の期待収

益率」（自国で資金運用した場合の収益率）と「米国資産の期待収益率」（米国で資金運用した場合の収益率）とを比較して、いずれがより魅力的かによって決定される。しかし、米国資産への投資が増大していくと、ポートフォリオ分散から見たリスクが高まり、投資家はそのリスクを補うための「リスク・プレミアム」を求めるようになる。また、投資家は、自国通貨とドル²との「為替の期待減価率」（将来的にドル高になるなら、現在ドル建ての米国資産に投資することは有利となる）も勘案する。

2 以下、「ドル」とは米ドルのことを指す。

結局、以上を踏まえて単純化すれば、米国への資金流入は次のような式の比較により決定されると考えられる³。

$$\begin{aligned} & \boxed{\text{自国資産の期待収益率}} \geq \boxed{\text{米国資産の期待収益率}} \\ & - (\boxed{\text{リスク・プレミアム}} + \boxed{\text{為替の期待減価率}}) \end{aligned}$$

ここで、米国が膨大な赤字を計上する形での世界的な経常収支不均衡拡大は、諸外国が米国資産への投資を増大させていることにほかならず、その規模が拡大するにつれて投資家が求める「リスク・プレミアム」が高くなっていくことになる。

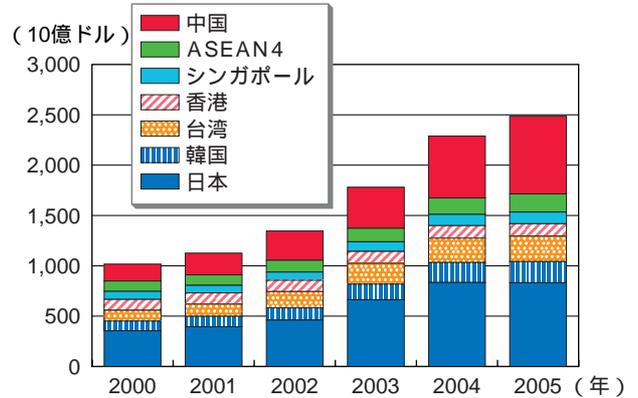
後述するように、現状においては米国投資の期待収益率の高さ等を背景に米国への資金流入が続いており、直ちにリスクが顕在化する可能性は低いと考えられるが、このまま経常収支不均衡が拡大していけば、この「リスク・プレミアム」が非現実的な高さになり、最終的には米国への資金流入が鈍化し、経常収支不均衡の調整過程に入らざるを得ないのではないかという指摘がなされているのである。

(東アジアなどの外貨準備積上げと不胎化政策の問題)

また、東アジア各国・地域が外貨準備を積み上げており(第1-2-5図)、その運用先として米国財務省証券へ投資し、ドル資産を積み上げていると考えられるが、こうした外貨準備の増大には自国のマネーサプライ増加によるインフレ圧力の上昇という問題が伴う。こうしたインフレ圧力を相殺するための不胎化政策⁴にも様々な問題が伴う可能性が指摘されている。

具体的には、市中銀行が中央銀行債券を多く保有することにより収益性が低下し、金融機能の信用配分が阻害されること、不胎化が不完全であった場合のインフレ上昇圧力、不胎化が完全であっても債券が市場へ過剰流入し、利率の上

第1-2-5図 東アジアの外貨準備保有高



(資料) IMF「IFS」、台湾中央銀行「台湾中央銀行統計」から作成。

昇により海外資本が流入しインフレ圧力が上昇(政策の自己矛盾説) 収益性の高い国内投資に資金が回らず資金配分の非効率性増大、などが指摘されている。このような問題があるため、外貨準備の増加が持続し、その運用という形で米国への資金流入が長期的に続くことには疑問の声もある。

ただし、一方で投資行動が急激に変化することは金融市場及び自国経済への影響が大きいため、通貨当局が現実的に投資行動を大きく変化させることは考えにくいとの指摘もある。

(2) 経常収支不均衡の調整経路

仮に経常収支不均衡が持続可能でなく、調整が起こるとした場合、その調整経路としては、ドルの減価、米国の「住宅バブル」の沈静化・崩壊による消費の減退、米国の財政収支赤字改善、などが考えられるが、いずれの場合にあっても国際経済への悪影響があり得る。

(ドルの減価)

経常収支不均衡の是正の経路として、ドルの減価による調整が考えられる。ドルの減価は米国の輸出の増大、輸入の減少を通じて経常収支赤字を改善するとの考え方がある⁵。

3 なお、実際には、投資先として第三国も考えられるなど、他の要因が複雑に連関して資金の流れが決定されるため、一般的に資金フローの決定要因について述べることは難しい。

4 為替市場への介入において、売却された自国通貨を、国債などの発行により吸収し、為替市場介入による金融への影響を中立化する政策。

5 ただし、米国のような景気の良い状態(ほぼ完全雇用とみなせる)においては、ドルの減価は物価にしか影響を与えず経常収支不均衡は調整できない可能性も高い。

ドルの減価による影響については、6年間でドルが22.5%減価⁶した場合の影響を試算した研究例がある(第1-2-6表)。この結果によれば米国のGDPへの影響はあまり大きくない(6年間累積で-0.3%)ものの、ドル減価による輸入価格の上昇から物価が大幅に上昇し(同5.1%)、物価上昇に対応して短期金利も上がる(同3.0%)としている。実際にはドルの下落過程では、インフレ圧力抑制のため政策金利引上げなどの内需抑制政策が同時に行われることが予想され、この試算よりも大きな景気減退の可能性もある。我が国では、ド

ル減価は円高として影響するため、経常収支が悪化し(同-0.8%)、GDP成長率が低下する(同-1.4%)一方で、輸入価格の低下から物価が下落する(同-1.7%)としている⁷。

ただし、経常収支不均衡の調整を為替レートの変更のみによって行うとすればドルの下落幅は大きくならざるを得ないとの指摘もあり、実際に経常収支不均衡を円滑かつ秩序ある形で解消していくためには、為替レートの変更のみによることは難しいと考えられる。不均衡の調整経路として為替調整だけを過度に強調する議論は、為替市場での思惑的投機をもたらす危険性もあることには注意が必要である。

**第1-2-6表 ドルの減価による
各国・地域経済への影響
(ベースラインからのかい離)**

(単位: %ポイント)

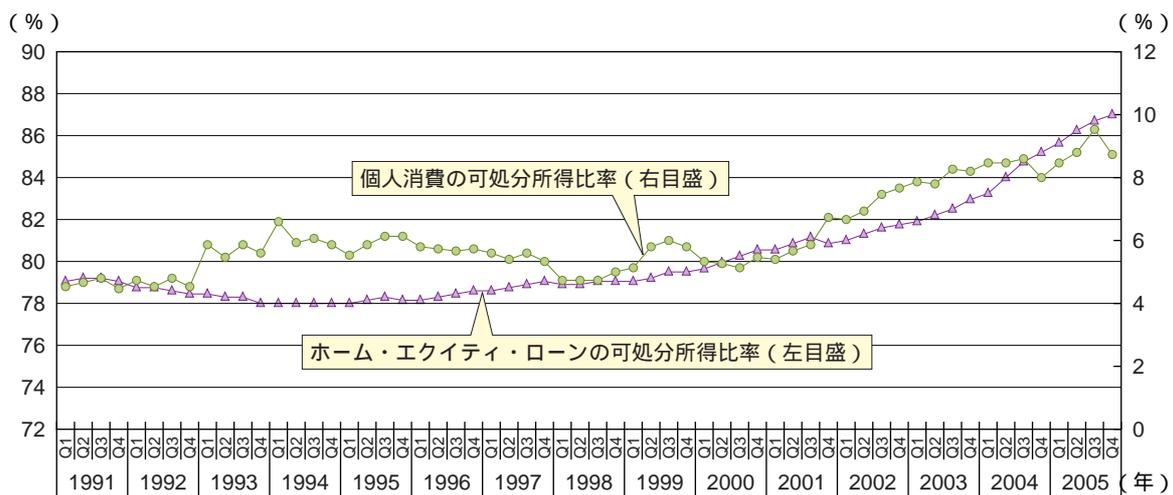
影響	米国	日本	ユーロ圏
実質GDP	-0.3	-1.4	-0.1
物価	5.1	-1.7	-0.6
経常収支	1.3	-0.8	-1.0
短期金利	3.0	0.0	-0.5

(備考) 1. ドルが22.5%減価した場合、貿易赤字の対GDP比2%減少に相当。
2. 2004~2009年までの累積影響。
(出所) Brook et al. (2004)「Channels for narrowing the US current deficit and implications for other economies」、OECD Economic Department Working Papers No.390 から作成。

(米国住宅市場の減退と消費の減少)

住宅担保ローン(ホーム・エクイティ・ローン)と個人消費との間には相関関係がある(第1-2-7図)。今後、政策金利の上昇から長期金利が上昇すれば米国住宅市場の減退も予想される。米国住宅市場が減退することになれば、米国家計の住宅ローンの借換えや住宅担保価値の余剰を通じた資金調達などが落ち込み、消費支出が後退し、米国への輸出の減速を通じて世界経済全体が負の影響

第1-2-7図 米国のホーム・エクイティ・ローンと個人消費との関係



(備考) 可処分所得は、個人の総所得から税金や社会保険料などを差し引いた、消費支出と貯蓄の合計のこと。
(資料) FRB「Flow of Funds Accounts of the United States」、米国商務省経済分析局Webサイトから作成。

6 この為替下落により、試算によれば6年間で貿易収支赤字の対GDP比が2%減少する。
7 この結果はあくまで一つの試算であり、実際には為替変動がもたらし得る複合的な影響について見通すことは困難であり、不均衡は正に必要な為替の調整幅を明確に判断することは難しい。

を受ける可能性がある。

足下での米国住宅市場の動向を見ると、住宅販売件数は減少の動きが見られる。その背景には、逐次引き上げ続けてきた政策金利の動向を反映し、これまで6%を切って推移してきたモーゲージ（30年固定）金利が緩やかに上昇している（第1-2-8図）ことが指摘されており、今後の政策金利及び住宅市場の動向には注視が必要である。

（米国の財政赤字縮小）

政府部門の財政赤字削減が、米国の貯蓄投資バランスの改善に寄与し、経常収支赤字が減少するという調整経路も考えられる。

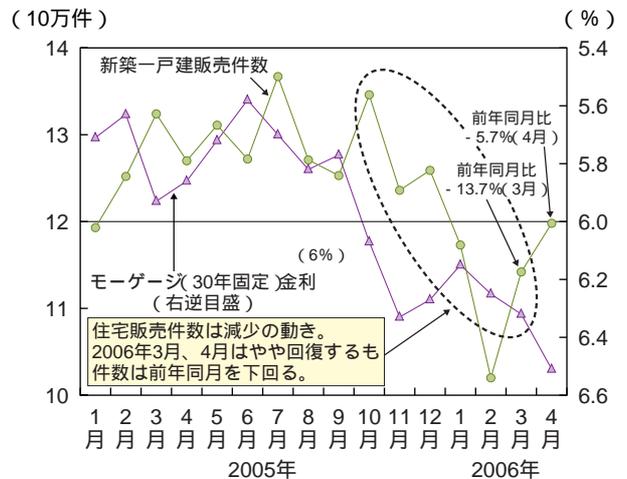
米国政府は、財政赤字を2009年度までに2004年度財政赤字見通し額（5,210億ドル）の半以下にまで削減する見通しであり⁸、また米国議会予算局（CBO）の財政収支見通しでも2009年度の財政赤字は1,940億ドルまで削減されると見ている。ただし、今後の削減幅については、国際政治情勢などの不確定要因があることには留意が必要である。

財政赤字が減少した場合の経済への影響については、6年間で財政赤字がGDP比6%減少⁹した場合の影響が試算されている（第1-2-9表）。これによれば、米国の財政赤字削減は、ドルの減価の場合に比べて、物価上昇はそれほど大きくない（6年間累積で1.5%）ものの、政府支出縮小を通じてGDP成長率を大きく低下（同 - 4.5%）させ、短期金利の引下げ（同 - 5.4%）をもたらすと見られている。また、米国のGDP成長率の低下は我が国のGDP成長率低下（同 - 2.0%）ももたらすという結果となっている。

（経常収支不均衡に関する米国の立場等）

膨大な経常収支赤字を計上している米国自身も問題の重要性を認識している。その解決へ向けて、2006年の米国大統領経済報告では、経常収支不均衡の問題は一国だけの政策行動では解決できず、複数の国の協力が必要であるとの認識に立ってい

第1-2-8図 米国の住宅販売件数の減少とモーゲージ金利の上昇



（資料）米国商務省統計局Webサイト、FRB Webサイトから作成。

第1-2-9表 米国の財政赤字改善を通じての調整による各国・地域経済への影響（ベースラインからのかい離）

（単位：%ポイント）

影響	国	米国	日本	ユーロ圏
実質GDP		- 4.5	- 2.0	- 0.4
物価		1.5	- 2.7	1.0
経常収支		2.6	- 1.3	- 1.5
短期金利		- 5.4	0.0	- 1.5

（備考）1．財政赤字が対GDP比6%改善した場合、貿易赤字の対GDP比2%減少に相当。
 2．2004 - 2009年までの累積影響。
 （出所）Brook et al. (2004)「Channels for narrowing the US current deficit and implications for other economies」, OECD Economic Department Working Papers No.390 から作成。

る。世界的な不均衡の減少に資する具体的な対応策として、米国の貯蓄率を増加させること、中国などアジア諸国・地域、我が国やドイツなどの貯蓄率を低下させること、原油輸出国が上流投資により余剰供給能力を増加させ、原油価格を安定化させることが挙げられており、国際的な対応の必要性を指摘している。

また、不均衡是正への取組については、2006年4月21日に開催されたG7財務大臣・中央銀行総裁会議等において、これまでもG7で合意されていた各国・地域における財政健全化や構造改革等の政策の重要性を確認している。

⁸ 2005年度予算教書（2004年2月）に発表した2004年度財政赤字見通しの5,210億ドルを2009年度までに半減すると公約しており、2007年度予算教書（2006年2月）では2009年度の財政赤字は2,080億ドルとなる見通しであり、公約は達成できるとしている。

⁹ この財政赤字減少により、試算によれば6年間で貿易収支赤字の対GDP比が2%減少する。

3. 経常収支不均衡の持続的拡大から見える構造変化

しかしながら、リスクとして、つとに指摘されながらも経常収支不均衡はかつてないほどに拡大している。リスクとして注視していくことは必要だが、他方で、その背景にある国際資本移動の活発化などを見逃してはならない。

経常収支不均衡の持続的拡大の背景には、国際的な過剰流動性の増加、国際資本移動の活発化、の2点を前提として、投資先として米国が魅力的であること、がある。

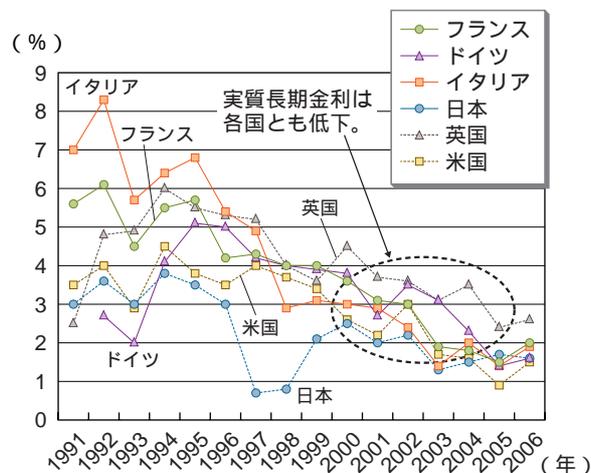
(1) 国際的な過剰流動性の増加

近年、米国などの金融緩和、東アジアの経常収支黒字の積み上げ、原油価格の高騰による新たなオイルマネーの増加¹⁰などにより、国際的な過剰流動性が増加している¹¹。このため、長期金利は各国とも緩やかに低下してきた(第1-2-10図)。このような国際的な過剰流動性の拡大が経常収支不均衡の拡大を「量」の面から支えている。

(2) 国際資本移動の活発化

情報通信技術の進歩による市場間距離短縮、投資関連情報の取得の容易化、国際資本市場の整備などによって、国内貯蓄の投資先として国内が選好される傾向(ホーム・バイアス)が低下し、国際資本移動が活発化している。このため、過去と比較して経常収支不均衡が大きくなって、他国

第1-2-10図 主要先進国の実質長期金利の推移



(備考) 実質金利 = 名目10年国債利回り - CPI前年比。
(資料) OECD「Economic Outlook」、Bloombergから作成。

からの資金流入が持続することとなり、不均衡が持続拡大することが可能となっている。

(国際資本移動の活発化の論拠：一国における貯蓄と投資の関係性の弱まり)

一国における貯蓄と投資の関係¹²を見ると、近年、OECD諸国においても我が国においても「一国の投資がその国の貯蓄に制限される」という関係が弱まり、貯蓄と投資の関係が弱くなっており、国際資本移動が活発化していることが分かる(第1-2-11表)。

第1-2-11表 OECD諸国及び我が国における貯蓄と投資の相関

期間	OECD諸国における係数 の推計値		
	係数	係数の t 値	補正R ² 値
1970 - 1974	0.736	5.596	0.569
1975 - 1979	0.653	4.955	0.506
1980 - 1984	0.495	3.892	0.381
1985 - 1989	0.648	5.361	0.547
1990 - 1994	0.346	2.717	0.217
1995 - 2000	0.079	0.780	-0.017
2001 - 2003	0.059	0.699	-0.023

(備考) 1. 各OECD加盟国の5年間平均データから分析。
2. 網掛け部分は、係数が有意でないことを示す。
(資料) 世界銀行「WDI」から作成。

期間	我が国における係数 の推計値		
	係数	係数の t 値	補正R ² 値
1980 - 2003	0.835	17.580	0.766
1980 - 1983	1.220	5.670	0.690
1984 - 1988	0.776	3.029	0.301
1989 - 1993	0.799	3.755	0.408
1994 - 1998	0.086	0.540	-0.039
1999 - 2003	0.544	3.604	0.387

(備考) 1. 各期間の四半期データ(三期移動平均)から分析。
2. 貯蓄 = 純貯蓄 + 固定資本減耗。
投資 = 国内総固定資本形成 + 在庫品増加。
3. 網掛け部分は、係数が有意でないことを示す。
(資料) 内閣府「国民経済計算」から作成。

10 第1章第3節参照。

11 第1章第1節参照。

12 国際資本移動が活発化している場合には各国の貯蓄と投資の関係が弱くなる、という考え方に基づくフェルドシュタイン・ハリオカのバズルであるが、こうした考え方については、例えば貯蓄は高齢化、投資は投資機会などそれぞれ異なる要因の影響を受けるため、そもそも関係があるということを前提に議論をすることに無理があるとの指摘がある。

(国際資本移動の活発化の論拠：各国間の生産の相関に比較して消費の伸びの相関が強い)

国際資本移動の活発化を生産と消費の関係から見てみよう。国際資本移動が活発であれば、自国の生産が落ち込んだ場合にも、外国からの資金流入によって消費水準を維持することが可能とな

る。このような場合、各国間で生産に比較して消費の方が似たような動きを示すと考えられる。

そこで近年の傾向を見ると、各国間の生産の相関に比べて、消費の相関の方が強い¹³場合が多くっており、国際資本移動が活発化していると考えられる(第1-2-12表)。

第1-2-12表 主要先進国間の消費の相関係数と生産の相関係数の比較

	フランス	ドイツ	イタリア	日本	英国	米国
カナダ	0.26 (0.078)	0.25 (0.19)	0.70 (-0.14)	-0.44 (-0.14)	0.08 (0.24)	0.67 (0.57)
フランス		0.71 (0.53)	0.62 (-0.11)	-0.46 (-0.19)	-0.26 (-0.29)	0.48 (0.47)
ドイツ			0.55 (-0.05)	-0.32 (-0.30)	0.07 (0.05)	0.37 (0.26)
イタリア				-0.32 (-0.15)	-0.23 (0.41)	0.40 (0.05)
日本					0.44 (-0.01)	-0.45 (0.12)
英国						-0.06 (0.31)

(備考) 1. 上段の数字は各国間の一人当たり消費の伸び率の相関係数、下段の括弧内の数字は生産の伸び率の相関係数を表す。
 2. 生産については、一人当たりGDPから固定資本投資、政府支出相当分を除いたものを利用した。
 3. 網掛け部分は消費の相関が生産の相関よりも強い組合せを示す。
 4. 上記の数値は1993年～2003年のもの。
 5. Obstfeld and Rogoff (2000) を参考とした。
 (資料) 世界銀行「WDI」から作成。

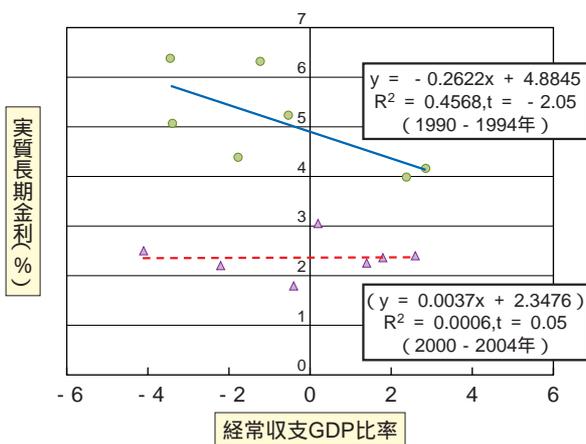
(金利の低位収れんと経常収支赤字の持続拡大)

過剰流動性資金の増加による長期金利の低下及び国際資本移動の活発化による長期金利の収れんにより、ある国の経常収支赤字が拡大しても、その国の実質金利が上昇せず低位にとどまるようになっている(第1-2-13図)。このことは、経常収支赤字を計上していても、金利を上昇させないまま外国からの資本流入が持続し、海外から流入した資金によって投資、消費を行うことが可能となっていることを意味している。このような国際資本移動の活発化が、経常収支赤字国が安定的に赤字を持続拡大させている前提条件となっている。

(3) 米国への資金流入が持続拡大する理由

以上見てきたように、国際的な過剰流動性が増加する一方で、国際的な資本移動が活発化していることが経常収支不均衡拡大の前提条件である。その上で、米国が投資先として魅力的であること、緩やかなドルの減価傾向が続いてきたため米国対外純債務の増加が軽減されていること、米国の経常収支赤字が拡大しつつも所得収支黒字が継続していること、が相まって、米国への資金流入が継続し、経常収支不均衡が拡大している(第1-2-14図)。

第1-2-13図 G7の経常収支GDP比率と実質長期金利



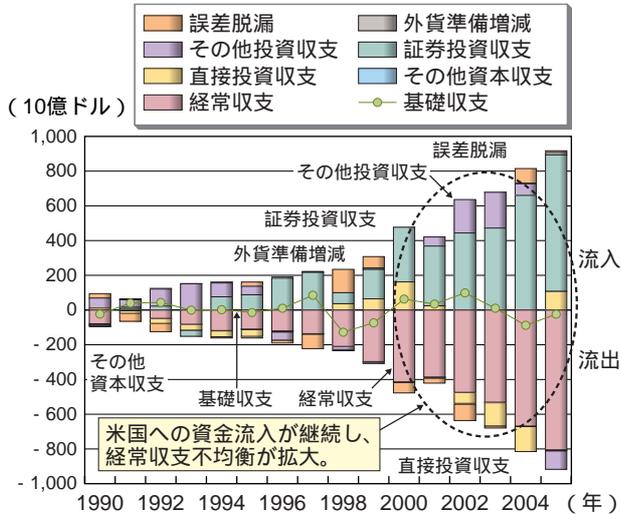
(資料) OECD「Economic Outlook」から作成。
 (出所) 水野(2005)「二つのドルを使い分ける米通貨戦略と米国長期金利低下の「謎」」から作成。

(株式と直接投資流入は米国の景気動向に反応)

米国への資金流入の内訳を見ると(第1-2-15図)、2001年まではIT革命による好景気に端を発した欧州勢を中心とした株式投資やM&Aが進んだが、2001年以降、ITブームの崩壊により直接投資、株式投資の流入は減少した。2003年以降は再び米株

13 正確には、生産のうち消費に使われる量 (GDP - 国内投資 - 政府消費支出) の一人当たり伸び率の相関と一人当たり消費の伸び率の相関とを比較した。

第1-2-14図 米国の国際収支の推移



(資料) IMF「IFS」から作成。

高が進み(第1-2-16図)、株式投資、直接投資流入が緩やかに回復している。

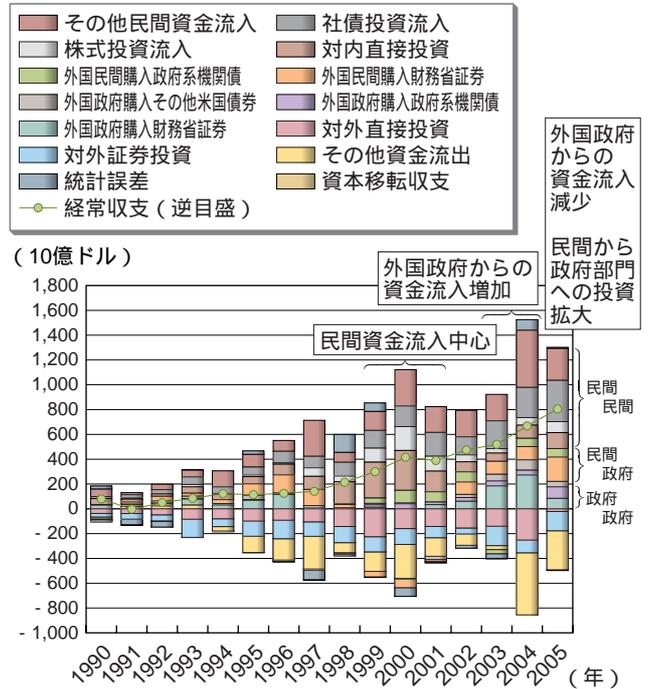
(近年は社債と政府系機関債への投資が住宅金融を下支え)

1990年代後半以降は社債への資金流入が増加している(第1-2-15図)。海外からの社債への資金流入の増加と資産担保証券の発行額の増加には相関が見られることから、近年の社債向けの投資の多くは住宅担保証券を中心とした資産担保証券への投資であるとの指摘がある。また、2005年には、米国の継続的な利上げを受けて、政府系機関債¹⁴の購入が増加している。こうした社債や政府系機関債への投資を通じて、外国からの資金が住宅市場に流入している可能性が指摘できる。

(外貨準備の運用による外国政府部門からの資金流入の動向)

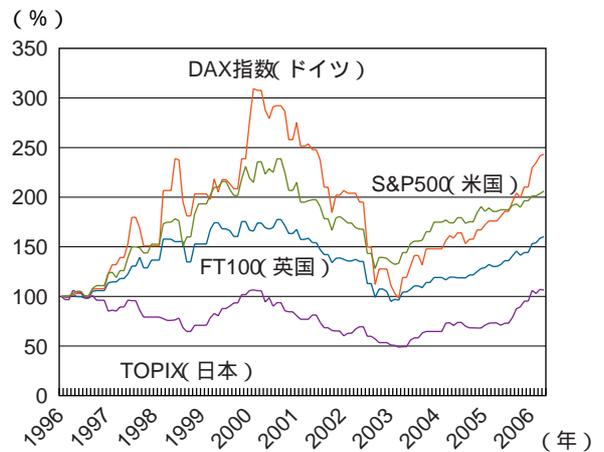
2000年以降の米国への資金流入においては、主に外貨準備の運用によると考えられる外国政府の米国財務省証券への投資の割合が高まってきたが、2005年は外国政府部門による米国財務省証券購入は減少しており、代わって民間部門によって

第1-2-15図 米国の資金流入・流出と経常収支



(資料) 米国商務省経済分析局「Balance of Payments」から作成。

第1-2-16図 主要先進国の株価指数の比較



(備考) 1996年1月 = 100として計算。
(資料) Bloombergから作成。

米国財務省証券購入が増加している(第1-2-15図)。各国・地域の米国財務省証券保有高推移から各国・地域の投資動向を見ると、2000年から2004年にかけてはアジア各国・地域の米国財務省証券購入が増加している(第1-2-17図)。

アジア各国・地域の中では我が国の保有割合が

¹⁴ 政府系機関債の多くは、政府機関である連邦政府抵当金庫(ジニーメイ)、政府支援機関である連邦住宅抵当公庫(ファニーメイ)、連邦住宅金融抵当金庫(フレディマック)の発行するモーゲージ債券であると見られている。

大きい、2004年以降保有高は増加していない。現在は、中国の財務省証券保有高が増加を続けている¹⁵。

また、2004年から2005年にかけて中東諸国の経常収支黒字シェアが増加している（前掲第1-2-1図）。中東諸国の経常収支黒字は直接米国へ資金流入するほか、英国、カリブ海諸国のヘッジファンドなどを通じて米国証券市場へ環流している可能性がある¹⁶。

米国財務省証券への投資が活発化した背景としては、米国財務省証券への投資の収益率が安定的

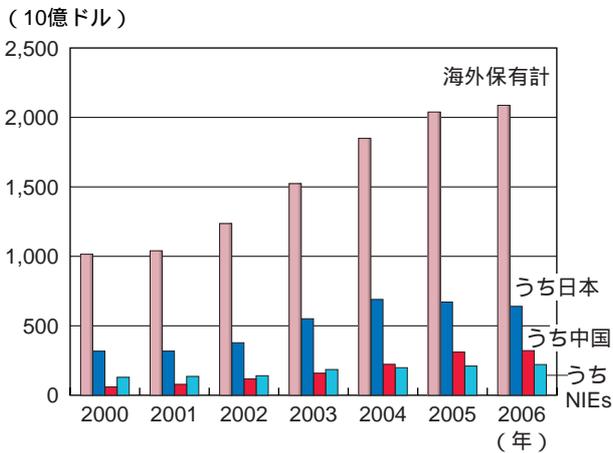
に高水準で推移してきたことが考えられる（第1-2-18図）。

以上見てきたように、米国への資金流入は各時点での世界経済及び米国経済の状況に対応して、資金の出し手や米国内の受入先を変えながら持続拡大してきている。その背景としては、好調な米国経済に裏打ちされた株式投資など米国への投資の高収益性、財務省証券への投資の安定性、米国が金利上昇に転じたことによる米国債券の金利高、が指摘される。

（ドルの緩やかな減価傾向による米国対外債務の軽減）

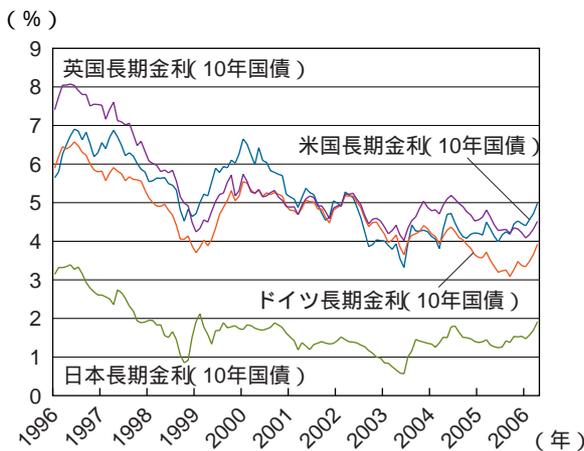
米国の対外債務はドル建てが大半であるため、ドルが減価した場合には外国通貨で見た米国債務の評価額が減少し、米国債務の増加が抑制される。2002年以降、ドルはユーロ、円などに対して緩やかに減価を続けており、米国債務の増加がある程度抑制され、経常収支不均衡の持続の一助となっている（第1-2-19図）。

第1-2-17図 米国財務省証券保有高の推移



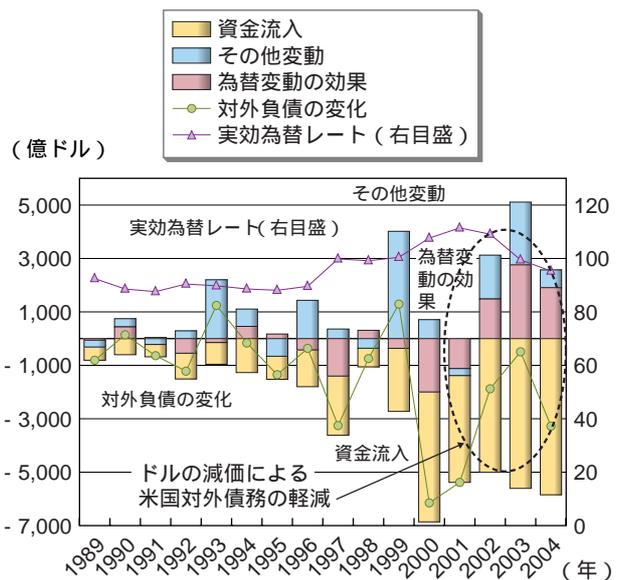
（備考）2006年3月分までの数値。
（資料）米国財務省「Major Foreign Holders of Treasury Securities」から作成。

第1-2-18図 主要先進国の国債利回りの比較



（資料）Bloombergから作成。

第1-2-19図 米国の対外負債残高増減と為替変動の効果



（資料）米国商務省経済分析局「International Investment Position」、FRB Webサイトから作成。

15 中国は外貨準備を増加させており（2006年3月現在、世界最大の外貨準備保有国となっている）、米国財務省証券による運用のウェイトが高いと思われる。2006年1月に中国外貨管理局は今後の重点事業の一つとして「外貨準備の資産を有効に活用する方法を更に積極的に探る」と発表したが、中国人民銀行総裁は、この事業の具体的行動について、外貨準備、特に現在保有するドル資産の運用見直しを行うことと理解する見方については否定している。

16 第1章第3節参照。

（対外純債務を抱えるにもかかわらず所得収支黒字を続ける米国）

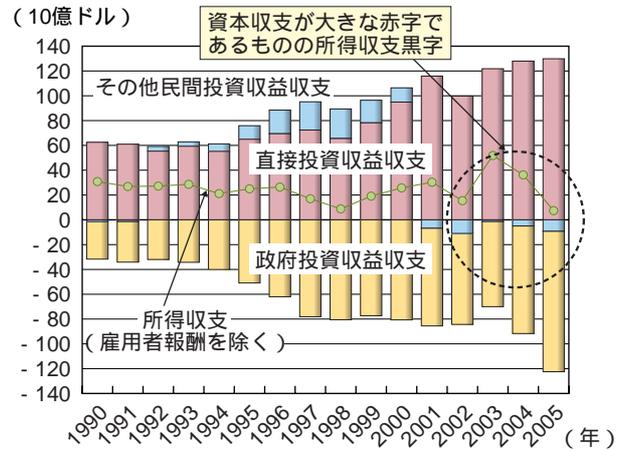
また、米国は大量に保有する対外直接投資からの収益率が高く¹⁷、その結果、資本収支は大きな赤字であるにもかかわらず、所得収支黒字、すなわち対外純債務支払がマイナスという状況が継続している（第1-2-20図）。このような状況では、対外純債務残高が高水準で推移していても近い将来には債務の利払は困難化しないため、米国債務のリスクが上昇せず米国への資金流入が継続している。

（今後へ向けて）

これまで見てきたように、経常収支不均衡は確かにリスクではあるものの、その背景には経済合理的な判断がある。

リスクとして見ると、国際基軸通貨を発行する米国自体の債務支払が困難化する可能性は極めて低い。経常収支不均衡の調整過程によっては世界経済への悪影響も懸念される。こうしたリスク

第1-2-20図 米国の所得収支内訳



（資料）米国商務省経済分析局「Balance of Payments」から作成。

に対して警戒的であることが必要である。

他方で、経常収支不均衡拡大から確認される国際資本移動の活発化の潮流に乗り、我が国へ世界の資金を呼び込むとともに、我が国の対外投資からの投資収益を戦略的に拡大していくことが重要である。

¹⁷ Gourinchas, Rey (2005) は、国際収支統計を用いて長期の対米投資及び米国対外投資収益率を計算し、1973年から2004年の期間平均で、外国の対米投資収益は4.11%であったのに対し、米国の対外投資収益は6.82%と高かったという結果を得ている。これは、一般的には米国への投資の収益率が高いことと合わせると、米国が過去に積み上げた投資の効率が良く、投資収益率が世界平均と比較して非常に高かったことを示している。