

米国の大幅な経常収支赤字の持続可能性

予算委員会調査室 小野 亮治

2000年以降、再び米国の経常収支赤字（以下「経常赤字」という。）の拡大が顕著になり、近年、その額は年間8,000億ドル超となり、対GDP比は5～6%に達し、これまでにない水準で推移している。米国の大幅な経常赤字は海外からの資金流入によりファイナンスされているが、こうした状況をいつまでも維持できるのかどうか、その持続可能性については、かねてから多くの疑念が提起されてきた。経済、そして金融・資本のグローバル化が進み、近年、証券化を活用した金融商品の拡大等もあって、金融・資本市場がかつてない規模に膨らんでいる。それだけに、いったん、米国への資金流入など世界的なマネーの動きが逆流し始めると、そうした動きが一気に広がっていく可能性が高い。

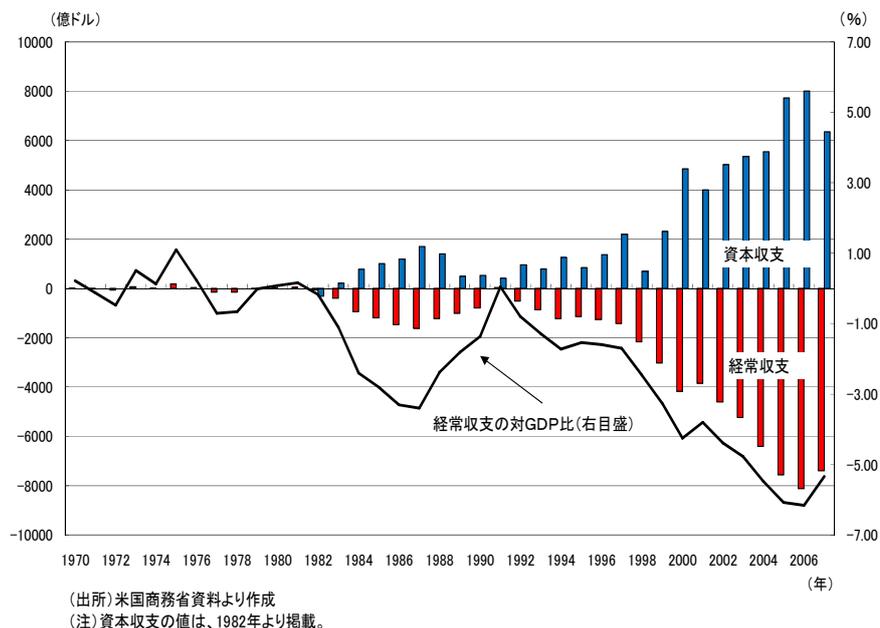
既に、2007年夏には米国のサブプライム問題に端を発し、ヨーロッパ、アジアなど世界的に金融・為替市場等が動揺することとなり、主要国の中央銀行が資金供給に踏み切る事態が生じた。さらに、08年に入ると、米国経済の景気後退感が強まる中、世界同時株安の状況を招くなど、世界経済の先行き不透明感が一段と強まることとなった。その後も、サブプライム問題に端を発した金融機関の不良債権が拡大し、信用収縮が深刻化するなど金融不安が広がる中、米国政府は総額1,500億ドルの景気対策を発表し、米連邦準備理事会（FRB）も相次いで利下げを実施する等の対応を講じているが、為替相場はなおドル安の基調が続いている。本稿では、このような状況の下での米国の巨額に上る経常赤字の現状と課題について考えてみたい。

1. 大幅に拡大した米国の国際収支不均衡

1-1 過去最高水準の経常赤字

近年、米国の経常赤字の大きさが再び注目されるようになっている。米国の経常収支は1960年代には黒字だったが、その後、日本やヨーロッパ諸国が経済成長とともに台頭する中、70年代に入ると赤字になることが多くなった。そして、80年代には、経常赤字がほぼ常態化するようになり、対GDP比では3%に達し、財政収支の赤字とともに「双子の赤字」の問題として注目されるようになった。その過程では、赤字抑制のため、特に日本とは激しい対外貿易摩擦が絶えず、1985年9月には、プラザ合意によるドルの実質的切下げも行われた。

図表1 米国の経常収支及び資本収支の推移



その後、80年代末頃から90年代前半にかけて、いったん、経常赤字は縮小し、対GDP比も総じて2%以下に低下したが、90年代後半に入ると輸入の大幅増加等から経常赤字の拡大が再び目立ち始めた。特に、2000年以降は、その水準が対GDP比でほぼ4%超となり、2006年には6%程度まで上昇、赤字額は8,000億ドルと、かつてない水準に達した。2007年には米国の景気が減速する中、赤字額はやや縮小したが、依然、高い水準が続いている(図表1)。ただし、90年代半ば以降は、巨額の経常赤字を海外から米国への資本流入で埋め合わせる形が定着する中で、かつてのような相手国への強い市場開放要求など貿易摩擦は影を潜め、そういう状況下で、米国の経常赤字は一気に拡大することとなった。

経常収支を大きく左右する輸出入の状況を構成比で見ると、近年の米国の主な貿易相手国は、輸出ではヨーロッパ(約24%)とカナダ(約23%)でおおむね50%を占め、そのほかラテンアメリカ約22%、アジア・大洋州27%等となっている。他方、輸入は、ヨーロッパ(約22%)とカナダ(約18%)でほぼ40%を占め、他はラテンアメリカ約18%、アジア・大洋州約37%で、日本に加え、近年、労働コストの低い中国等からの輸入が目立っている(図表2)。

米国の貿易相手国は、1980年代頃までは、ヨーロッパと南北アメリカ大陸の国々、そしてアジアでは日本が中心であった。しかし、経済のグローバル化が一段と進む中、近年、相対的にヨーロッパの比重が低下する一方、中国などア

アジア諸国との貿易が活発化しており、今やアジア諸国等からの輸入が全体の3分の1以上を占めている。

図表2-1 米国の輸出の推移(国別)

(100万ドル、%)

年	1960~69		1970~79		1980~89		1990~99		2000~07	
	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比
米国からの輸出合計	264,789	100.0	974,048	100.0	2,463,789	100.0	5,420,981	100.0	6,761,007	100.0
ヨーロッパ	89,294	33.7	307,107	31.5	710,486	28.8	1,371,087	25.3	1,610,748	23.8
カナダ	58,137	22.0	220,485	22.6	552,479	22.4	1,212,515	22.4	1,555,854	23.0
ラテンアメリカ	43,550	16.4	148,483	15.2	359,142	14.6	988,068	18.2	1,456,474	21.5
アジア・大洋州	-	-	-	-	-	-	-	-	1,825,756	27.0
日本	21,998	8.3	93,670	9.6	265,623	10.8	548,774	10.1	443,329	6.6
中国	-	-	-	-	-	-	-	-	282,128	4.2
中東	-	-	-	-	-	-	-	-	201,859	3.0

図表2-2 米国の輸入の推移(国別)

(100万ドル、%)

年	1960~69		1970~79		1980~89		1990~99		2000~07	
	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比
米国への輸入合計	223,970	100.0	1,077,881	100.0	3,404,910	100.0	7,163,772	100.0	11,791,430	100.0
ヨーロッパ	66,631	29.7	242,781	22.5	765,770	22.5	1,532,291	21.4	2,534,437	21.5
カナダ	53,628	23.9	229,058	21.3	650,790	19.1	1,384,933	19.3	2,067,144	17.5
ラテンアメリカ	43,948	19.6	155,545	14.4	450,415	13.2	1,045,617	14.6	2,069,654	17.6
アジア・大洋州	-	-	-	-	-	-	-	-	4,315,399	36.6
日本	24,269	10.8	140,472	13.0	624,424	18.3	1,119,950	15.6	1,076,239	9.1
中国	-	-	-	-	-	-	-	-	1,531,193	13.0
中東	-	-	-	-	-	-	-	-	414,267	3.5

(出所)米国商務省資料より作成。

(注)金額は累計額。合計金額中に含まれる国には変更がある。

1-2 多様化する米国への資本流入

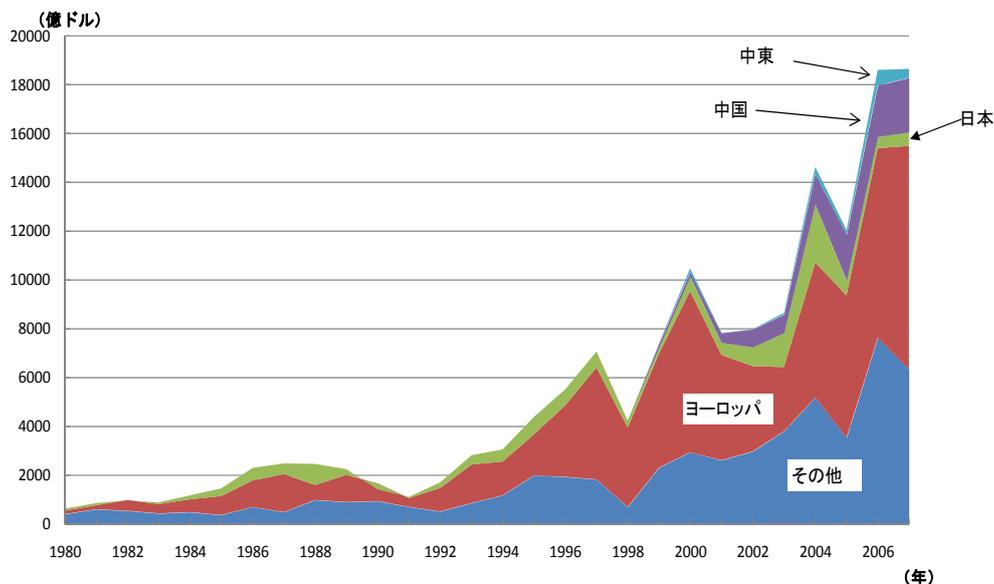
一方、米国の経常赤字を埋め合わせる形で、米国への資金の流入が拡大している。1980年代には、通常、途上国は経常赤字で、先進国の赤字は主に先進国の黒字でファイナンスするケースが一般的であった。すなわち、当時、米国へ入ってくる資金は、ヨーロッパや日本からのものが大部分であった¹(図表3)。

しかし、近年は、ヨーロッパや日本だけでなく、新興国・途上国の経済発展や原油高騰等を背景に、中国、中東等からも多額の資金が流入するようになった。

¹ ただし、ヨーロッパからの資金の中には、中東からのオイルマネーが含まれると言われている。

てきている²。また、ヨーロッパからの資金流入にも、中東からの資金がヨーロッパ経由で流入しているものが相当あると言われている。このように先進国だけでなく、新興国・途上国からの資金流入も増えており、かつてとは世界の資金の流れが大きく変化してきている。

図表3 米国への資本流入状況



(出所)米国商務省資料より作成。
(注)中東、中国の数値は1998年までは未掲載。

2. モノのグローバル化から金融のグローバル化へ

2-1 戦後の国際体制下で進んだ貿易の自由化

近年、世界をめぐる資金の流れが大きく変化してきているが、その直接的な背景に触れる前に、第2次大戦後の主として貿易や金融・資本の自由化・グローバル化といった大きな動きについて整理することとする。今日の世界経済の枠組みが形づくられるまでには、まず、第2次大戦後、主としてIMF・ガット体制の下で進められてきた、モノ、そしてカネの自由化・グローバル化といった大きな動きがあろう。すなわち、IMF・ガット体制の下、貿易面では、ガットが関税引下げ、非関税障壁の除去等を推進する一方、金融面では、ブレトン・ウッズ体制の下、IMFと世界銀行を中心に為替安定、途上国への資金援助等を行い、米ドルを実質的な基軸通貨（固定相場制：金と交換性のあるドルに対し各国通貨の為替相場を固定）として、自由貿易をマネーの面から支え

² なお、中南米（図表3では「その他」に含まれる）からの資金には、ヘッジファンドによる租税回避地からの資金流入もかなり含まれると言われている。

る体制が採られた。

その後の世界貿易額の推移をみると、1970年の約3,000億ドルから80年には2兆ドル弱、90年には約3.5兆ドル、2000年には約6兆ドルへと増加し、2005年には10兆ドルを超えた。この間、70～80年の10年間で約6倍、その後、80～90年までの10年間で1.8倍、90～2000年までの10年間で1.7倍に拡大した後、2000年以降はわずか5年で1.6倍に増加し、再び貿易拡大のテンポが増してきている。戦後、IMF・ガット体制の下で始められた自由貿易の推進により、貿易額は大幅に拡大してきており、モノのグローバル化が飛躍的に進んできた。

2-2 金融・資本の自由化・グローバル化の進展

モノのグローバル化を追いかけるかのように、金融（カネ）のグローバル化も進んできている。戦後、世界貿易の拡大に伴い、次第に国際流動性としての金と交換性のあるドルの供給を続けていくジレンマが目立つようになり、いわゆるドル不安が指摘されるようになった。1970年代に入ると、71年のニクソンショック（金とドルの交換停止）、スミソニアン体制（金と交換性のないドルに対し各国通貨の為替相場を固定）等を経て、1973年に主要先進国では固定相場制から変動相場制へ移行し、固定相場制を基本とした戦後のブレトン・ウッズ体制は崩壊することとなった。

変動相場制への移行に伴い、国際的に資本取引の規制を行う必要性が薄まり、先進国の間では資本の自由化が進んだ。74年に米国で対外投資規制が撤廃されたほか、79年にはイギリスの為替管理が撤廃され、我が国でも80年に外国為替取引が原則自由化された。また、86年の単一欧州議定書では、92年までに財、サービス、資本、人の自由な移動を目指す方向が示された。

こうした中、次第に途上国の間でも、外資導入により経済発展を進める政策が採られるようになり、従来の直接投資に加え、金融市場の自由化を進め資金流入を図る動きもみられるようになった。そして、金融技術の進展、年金基金や生保など巨大な機関投資家の誕生、さらに証券化の進展等に伴う多くの金融新商品の開発などがあいまって、90年代以降、国際間の資本移動が急速に拡大した。なお、資本の急激な移動が進む中で、94年にはメキシコ通貨危機、97年にはアジア通貨危機も発生している。

近年は、米国の長期にわたる好景気、単一通貨ユーロの誕生に加え、中国やインドなどアジアの急速な経済発展等を背景に国際的な資金の移動が大幅に増加してきており、「モノ」のグローバル化に加え、「カネ」のグローバル化の世界的な広がりが顕著になってきている。さらに、2000年代初めにかけて世界

的なデフレ懸念が高まる中、先進国を中心に金融緩和基調が続き、総じて資金余剰の状態にあったことも、資金の活発な動きに拍車をかけることとなった。

日本の超低金利に起因する、いわゆる円キャリートレードの拡大も注目された。

近年の世界貿易と主要金融市場の取引高の推移をみると、世界貿易は、1989年の約3兆ドルが95年に約5兆ドル、そして2004年に約9兆ドルに増加したのに対し、この間、金融取引の規模は約148兆ドルから約348兆ドル、そして775兆ドルに増加した。貿易額と金融取引高との倍率は、1989年の約50倍から2004年には約85倍へと拡大し、金融市場の規模がモノの取引を大幅に上回るスピードで増加しており、その規模はモノの取引の80～90倍にまで膨らんでいる（図表4）。

図表4 世界の主要金融市場の規模(平均取引高)と世界貿易額
(単位:兆円、倍)

年	外為取引 (年間)	デリバティブ 取引(年間)	主要金融市場の取引の 合計(A)	世界貿易 (B)	(A)／(B)
1989	147.5	-	147.5	3.0	49.2
1992	205.0	-	205.0	3.7	55.4
1995	297.5	50.0	347.5	5.1	68.1
1998	372.5	93.8	466.3	5.4	86.3
2001	300.0	143.8	443.8	6.1	72.7
2004	470.0	305.0	775.0	9.1	85.2

(出所)日本銀行資料及びBIS資料より作成。

(注)本資料の1営業日は、特定の月の平均値で、サンプル調査。また、年間取引高は、1営業日取引高を250倍したもの(休日等除く年間の営業日を250日と想定)。世界貿易は世界輸出の値。

しかし、金融・資本の自由化・グローバル化が進む中、各国政府の金融に対する規制が減少し、金融市場等をコントロールする力が大きく減衰する一方、金融市場は、今や株主・ファンドの意向が色濃く反映されるようになり、結果として、金融市場の価格変動（ボラティリティ）が大きく増幅していると言われている。証券化やデリバティブ関連商品の拡大等もあって金融・資本市場の規模がこれまでになく膨らんでいるだけに、いったん、世界的な資金の流れが逆流し始めると、そうした動きが加速度的に広がっていく可能性が高くなってきていると言えよう。

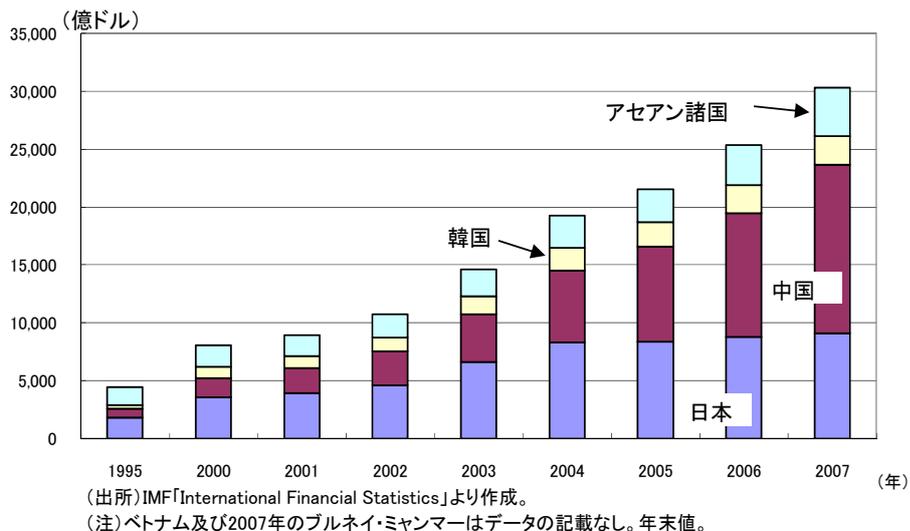
3. 外貨準備の運用多様化

米国の経常赤字の一部は、日本など諸外国の外貨準備によってファイナンス

されている。日本、中国、韓国にアセアン諸国を加えた外貨準備高は、1995年の約4,500億ドルから2000年には約8,000億ドル、そして2007年には3兆ドルを超え、この10年余の間に約7倍に膨らんでいる。内訳（2007年末時点）は、日本の約9,000億ドルのほか、中国が約1兆5,000億ドル、韓国が約2,500億ドル、シンガポールが約1,500億ドルなどとなっており、近年、特に、人民元レートの安定化を図る為替介入等により、中国の増加が目立っている（図表5）。

アジア諸国の外貨準備が増加する中、運用効率、リスク分散等の観点から、新興国を中心に外貨準備など国家資金の運用多様化を検討する動きが広がっている。国家資金の運用については、従来、中東諸国等での国の原油関連収入を運用するファンドやシンガポール等の外貨準備を財源とするファンドが知られていた³。加えて最近、中国でも外貨準備の運用会社を設立し、債券だけでなく、株式、商品等に分散投資するなど、運用効率の向上を図る動きが進んでいる。

図表5 日本、中国、韓国及びアセアン諸国の外貨準備



日本、中国等の外貨準備は、米国債等での運用が中心と言われており、米国の巨額の経常赤字は、ヨーロッパのほか、中東のオイルマネーとアジアの経常黒字国で積み上がった外貨準備等でもファイナンスされる形となっており、最

³ 外貨準備や年金、石油輸出収入などの政府資金を元手に、債券や株式等の外国資産に投資する運用・管理機関は、SWF（ソブリン・ウェルス・ファンド、政府系ファンドなどとも呼ばれている）といわれ、規模拡大とともに、サブプライム問題で不良債権を抱えた金融機関の資本増強を引き受けるところも現れるなど、最近、特にその動向が注目されるようになっている。

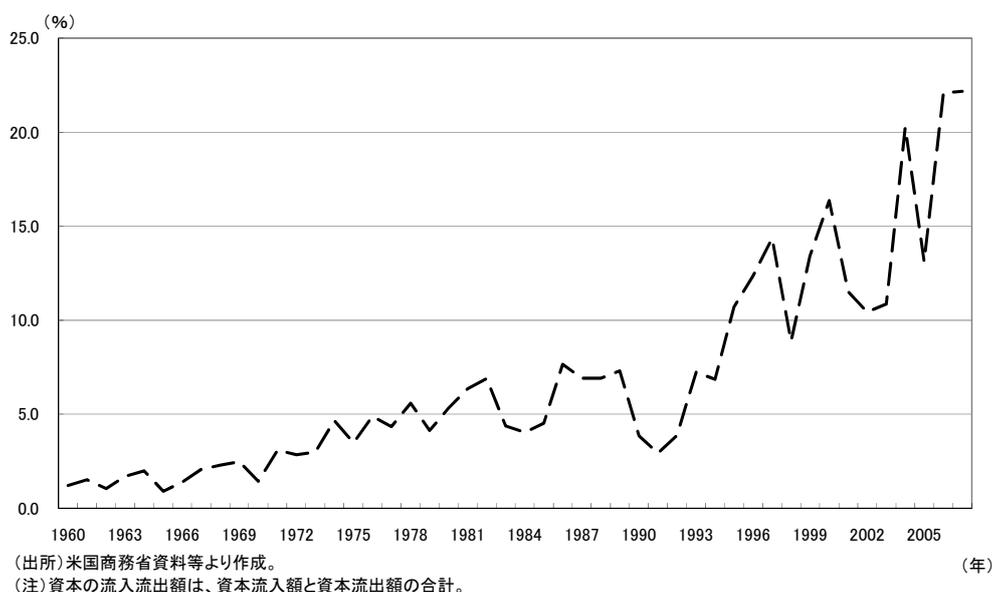
近は、とりわけ新興国の政府系ファンドの動きが活発になっている⁴。今後、中国等の外貨準備の運用の多様化が進み、あるいはオイルマネーの運用次第では、こうした資金の米国債・米ドル離れも懸念されている。これまでのところ、こうした国々も米国への投資を続けているが、これからも米国への安定的な資金の流入が続くのかどうか、ドル不安が言われる理由の一つである。

4. 増加する海外からの米国金融市場への投資

4-1 米国金融市場の拡大

金融・資本の自由化・グローバル化を背景に、近年、米国の資本の流入流出額の規模が一段と増加してきている。資本の流入流出額の対GDP比は、60年代から70年代前半で1～3%程度、80年代でも5%程度であったが、金融・資本の自由化・グローバル化を背景とした、国際的な金融・資本取引が活発化する中で、90年代以降、急激に上昇し、2000年以降は15～20%程度にまで上昇している（図表6）。

図表6 米国の資本の流入流出額の推移(対GDP比)



⁴ 我が国では、政府が2005年4月に外貨準備の運用指針をまとめ、その中では、金融・為替市場へのかく乱的な影響を及ぼさないよう最大限配慮する等として、ドル中心の運用は変えないものの、ドル建て資産の中では米国債以外にも運用の多様化を進める旨の方向が示唆されている。その後も、政府内部では外貨準備の運用の多様化・弾力化の議論はありと伝えられるが、アジアの新興国のドル離れが懸念される中、政治的には、ドル市場への影響等への配慮から、今直ちにドル以外の資産へ運用を広げる状況にはないというのが現状とみられている。しかし、外貨準備はその資産の対価としての負債（政府短期証券）を伴うものであり、仮にドル暴落などで、多額の為替差損を負うことになれば、それは国民の負担につながる可能性も否定できず、いかにリスク管理を行っていくかが課題となっている。

従来、日本政府の為替介入により積み上がった外貨準備としてのドルは、そのほとんどが米国債で運用され、中国の外貨準備もこれまでは米国債での運用が大半といわれている。また、近年は、モーゲージ市場の拡大などもあり、米国証券金融市場が一段と膨らむ中、原油高騰により膨らんだオイルマネーが大量に米国市場に流れ込んだとみられている。海外から米国への資金流入が一段と膨張し、また、資金の出し手も多様化してきており、近年、米国経済において国際金融取引の占める割合がかつてないほどに拡大してきている。

4-2 サブプライム住宅ローン問題

米国では、政府関連機関や民間投資銀行が、複数の住宅ローン債権を束ねたり、組み直したりしてつくる住宅ローン担保証券の発行が活発化した。近年、こうしたモーゲージ市場の拡大、そしてモーゲージ関連商品を組み込んだ金融商品の増加等もあって、米国の証券金融市場は総じて拡大を続け、海外からの資金流入も増加してきた⁵。

しかし、2006年に入ると、住宅ローンの延滞率の上昇が顕著になり、特に、信用力が低い低所得層などを対象としたサブプライムローンの延滞率が15%程度まで上昇した。07年7月には、FRBのバーナンキ議長から、議会証言でサブプライムローンの焦げ付きによる金融機関の損失リスクが最大で500~1,000億ドル(約6~12兆円)との試算が示された。なお、同年9月にはIMFから金融機関等に最大2,000億ドル(約23兆円)の損失発生の可能性があるとの試算が、同年11月には経済協力開発機構(OECD)から最大3,000億ドル(約33兆円)に損失が膨らむとの見通しが相次いで出された⁶。

金融の自由化・グローバル化が進み、住宅ローン証券等を組み込んだ金融商品が国際的に拡大する中、こうした金融商品を購入していたヘッジファンドの経営悪化問題が浮上した。07年8月以降、サブプライム問題に絡んだ信用収縮懸念に対応して、主要中央銀行が相次いで市場への資金供給を実施し、9月には、米連邦準備理事会が金利引下げに踏み切るほか、英国の中堅銀行で預金取付け騒ぎまで起こるなど、米国はもとより諸外国を含めて、サブプライム問題の影響が一段と懸念されるようになった。

さらに、08年に入ると、米国の景気後退を懸念して株価の下落が米国のみならず、ヨーロッパ、アジアにまで広がり、世界同時株安の状況を招くこととな

⁵ 米国のニューヨーク市場では、2001年から2006年の5年間で、株式時価総額が11兆ドルから15兆ドルへと1.5倍に拡大した。

⁶ 2008年に入ると、米国ではサブプライム問題に端を発した金融機関の損失が、金融保証会社(モノライン)にまで波及・拡大することが懸念されるに至っている。

った。その後も、米国を中心に、サブプライム問題に端を発した金融機関の損失が拡がり⁷、信用収縮も深刻化する中、2月に米国政府は、所得税減税など総額1,500億ドル（約16兆円）の景気対策をまとめ、この間、FRBも相次いで利下げを実施し、欧米主要中央銀行は資金供給を拡大する等の措置を講じてきている。

5. 注目される米国国際収支の行方

5-1 米国経常赤字の光と影

米国の経常赤字が拡大の一途をたどり、年間8,000億ドルもの赤字を計上することが可能であった背景には、経常赤字を埋め合わせる（ファイナンスする）資本の流入（借金）があったが、こうした経常赤字と資本流入の拡大は、以下のようなプラス面とマイナス面を合わせ持っている。すなわち、米国の巨額の経常赤字により、米国は世界の需要者として、各国の輸出先となり、各国の経済成長に大きく貢献してきた。近年の中国をはじめとする新興国の経済発展は、輸出品の買い手としての米国の存在によるところが大きく、同時に、米国民も新興国からの安価な商品を輸入することで利益を受けてきた。

他方、膨大な経常赤字を計上したことの反面であるドルの放出は、日本や中国等の外貨準備の拡大をもたらすことになった。海外に出たドルが米国へスムーズに還流している間はよいが、その還流に支障が生ずれば、米国の資金調達が困難になるだけでなく、ドル放出に伴う潜在的なドル価値低下の危険性も大きく顕現化することになる。

このように米国の経常赤字は、対外的には、各国の輸出拡大に資するなど世界経済の牽引役になるとともに、対内的には、中国、東南アジア諸国等から安価な商品を大量に買入れ消費するという形で、豊かな消費生活を謳歌できたというプラスの面があった。しかし、巨額の資本流入を前提とした米国経済は、海外からの資本流入が生命線であり、①世界の資本の流れに変化が生じたり、②世界において信用収縮が起きたりすれば、米国の資金調達が難しくなり、ドル下落を招くなど、米国経済にとって大きな脅威になりうる。こうした脆弱性を背負い込むといったマイナス面も併せ持っていたと言えよう。

⁷ 米財務省は、サブプライム問題に絡み、世界の金融機関が公表した損失額が2,000億ドル（約20.7兆円）を超すとの集計を明らかにした（『日本経済新聞』（2008.3.4）夕刊）。また、08年4月には、IMFからサブプライム問題による世界の金融機関の損失額は約9,450億ドル（約97兆円）に上るとの推計が出されている（『日本経済新聞』（2008.4.9））。

5-2 米国への資本流入を取り巻く環境の変化

近年、米国への資本流入を取り巻く状況は、大きく変わってきている。第1に、米国の経常赤字をファイナンスする資金の出し手が、多様化してきていることが挙げられる。1980年代には、日本やヨーロッパなど主要先進国からの資金流入が主体で、こうした国々（いわゆるG7諸国）ならば、為替リスクが膨らんだとしても、米国との関係から、各国政府部門の資金等が短期間かつ大幅に引き揚げられる可能性は低かろう⁸。当時の東西冷戦の状況下ではなおさらである。それゆえ、米国の経常赤字の拡大が続いても、当面、米国への資金流入は続くものとの想定が可能であった⁹。

しかし、今や米国への資金の出し手は多様化している。投資国が多様化すると、幅広い国々からの資金流入が期待できる反面、より客観的なリスク判断等により米国への投資を判断し、場合によっては米国への投資を控え、あるいは米国から資金を引き揚げる国が出てきたり、あるいは逆に様々な政治的思惑で投資を判断したりする国が出てくる可能性が高まるのではないかと。また、新興国・途上国は総じて経済変動が大きく、投資が不安定になりやすい面もあろう。

第2に、金融市場の不安定性が増してきているという点である。金融・資本の自由化・グローバル化が進む中、各国政府が金融市場等をコントロールする力が低下する一方、金融市場は株主・ファンドの意向が色濃く反映されるようになり、金融市場の価格変動（ボラティリティ）が増幅している可能性も指摘されてきた。今回のサブプライム問題にしても、住宅ローンの複雑な証券化とその転売などにより、リスクの所在等が分かりにくくなり、多くの投資家が疑心暗鬼に陥って、市場が大きく動揺することとなった。しかも、元々は米国の住宅融資の焦げ付きに端を発した問題が、ヨーロッパの市場で顕在化するようになり、金融のグローバル化はリスクのグローバル化も伴っている。

第3として、第2の問題とも関連するが、サブプライム問題に起因して信用収縮が生じ、国際金融市場における流動性確保が不安視される状況が続いている点が挙げられる。今回、サブプライム問題に対する懸念が米欧の金融機関の資金繰り難等につながって、世界的に信用不安が広がり、主要中央銀行が相次いで短期金融市場への資金供給に踏み切ることとなった。08年に入り、サブプライム問題が一段と深刻化する中、既に、為替相場はドル安基調で推移してい

⁸ ただし、ヨーロッパからの資金流入には、オイルマネーが含まれているとみられている。また、現在、ヨーロッパではユーロが導入され、その国際的な存在感が高まっており、こうした1980年代当時との状況の変化を指摘する意見もある。

⁹ 1997年当時の橋本総理の、いわゆる「米国債売却の誘惑」発言は、一時的に米国株式市場に影響を与えるなど、注目を集めることとなった。

る¹⁰。仮に今後、信用収縮が更に深刻化し、金融市場の規模が急速に縮小する等により、米国への資金供給が細くなり、あるいは米国からの資金流出が加速するような事態になれば、株価に下落圧力がかかる中、ドルの下落が一段と進む可能性も否定できない。

このように、米国への資本流入をめぐる環境がかつてとは大きく変化する中、今後も米国の大幅な経常赤字は続くのか、そしてドルの行方はどうなるのか、その動向が一段と注目されている（図表7）。



5-3 米国経常赤字の持続可能性

今回の米国のサブプライムローンに端を発した米国の金融不安は、正に海外からの資本流入に変化を及ぼす重大な問題となった。これまでのところ、ドル価値の低下に伴う各国の行動としては、ドルを大量に保有している国々の中には、積極的にドル下落を防ぐよう行動している国がみられる。最近、オイルマネーで潤う中東諸国の政府系ファンドなどが、サブプライム問題で不良債権を抱えた米国金融機関への資金提供者になった例などが挙げられる。また、そのほかの国々でも、米国が世界経済の中で、果たしている最終需要者としての役

¹⁰ サブプライムローンの焦げ付き増問題をきっかけに、米ドルの先安感が台頭し、ドル資産を売却し原油や金など商品への投資を増やす動きが顕在化した。

割が依然大きく、急激に景気後退してしまうことへの警戒から、保有しているドルを一気に放出し手放すことは差し控えているというのが現状である。この中には、米国との関係から、ドル価値の維持に協力することが不可避な国々もあろう。

こうした中、米国への資本流入の危機は、主に二つのルートによってもたらされると考えられる。一つは、米国の信用不安そのものが原因となるものであり、もう一つが、米国の実体経済の下振れリスクが高まり、海外からの投資が減少することによるものである。米国の信用不安、さらには実体経済の下振れリスクの高まりは、各国の対米輸出の減少等を通じて世界経済への影響は避けられず、それは必然的に米国の経常赤字の縮小をもたらすこととなり、そうした動きは既に見られている。

今後も米国が巨額の経常赤字を抱えつつ、世界の需要者としての役割を果たし、そして対内的には、豊かな消費生活を持続することができるようにするためには、一刻も早く信用不安を解消することが必須の条件となる。それには、今はブッシュ政権が渋っている不良債権処理への公的資金の注入にいつ踏み切って、まずは連鎖的な不安を断ち切り、損失をどの程度に抑えることができるかにかかっている。しかしながら、この場合、依然として大幅な経常赤字と海外からの資本流入という巨大な国際的不均衡は解消せず、大きな国際収支の歪みが存続することになる。無論、こうした不均衡、歪みを拡大させつつ、いつまでも続けていくことはできず、問題の先送りにすぎないとも言えよう。

もう一つの可能性は、このまま海外からの資本流入が減少し、経常赤字の縮小が続くことが考えられる。そうなれば、巨大な国際収支の不均衡という歪みは、徐々に解消していくことになる。ただし、これまで米国は世界各国の輸出先となり、各国の経済成長に大きく貢献してきたが、こうした米国の世界経済を引っ張っていく力が、大幅に低下することは避けられないであろう¹¹。

昨今、世界的な資金余剰の中で、株、債券、そして原油など商品、食糧などの中で、マネーが大きく揺れ動いている。今回のサブプライム問題による米国の信用不安と実体経済の下振れリスクの高まりは、これ以上、大幅な国際収支の不均衡を続けることが困難であるという、言わば、これまでの米国経済の矛盾が噴出したものととらえることもできる。巨額の経常赤字に縮小の動きが見え始める中、今後、米国経済が、大幅な不均衡の解消という道を歩み続けていくことになるのかどうか、その行方が注目されている。

¹¹ 米国への資本流入が減少し、経常赤字が縮小する場合、ソフトランディングのケースとドル暴落といったハードランディングのケースが指摘されている。

【参考文献】

- 川崎龍一「運用先多角化・ドル離れ進める国家資金」『金融財政』2007.8.9
- 木村俊文「米国サブプライム住宅ローン問題」『農林金融』2007.6
- 齋藤淳「新興諸国、国際金融混乱なら大打撃も」『金融財政』2007.8.9
- ジャン・ペイルルヴァッド著、宇野彰洋・山田雅俊監修、林昌宏訳、『世界を壊す金融資本主義』NTT出版、2007.6
- 土肥原晋「最近の米国における資本流出入の動向」『ニッセイ基礎研 REPORT』2007.8
- 武者陵司『新帝国主義論』東洋経済新報社、2007.5
- みずほ総合研究所編『サブプライム金融危機』日本経済新聞社、2007.12

(内線 3122)