

米国の対外純負債の持続可能性を再考する（下）

——対外資産・負債の投資リターン格差と持続可能な貿易赤字の規模——

竹 中 正 治

概 要

本稿「上」¹⁾ 竹中（2009）では、対外資産・負債の対名目 GDP 比率で測った規模、並びに資産・負債の投資リターン格差を勘案した「長期的に持続可能な貿易収支比率（対 GDP）（STBR: Sustainable Trade Balance Ratio）」の概念を提示し、これが米国経済の対外予算制約条件として働いていることを指摘した。

この視点に基づき、90年代以降の米国の経常収支赤字の膨張は、その全てが無軌道な膨張ではなく、STBR が赤字方向に許容度を大きく上昇させた結果だという理解を提示した。また、対外純負債の動向を決定する主要な変数の過去20年間の平均実績値を前提に試算すると（ケース1）、2008年末時点の米国の対外純負債（名目 GDP の24%）は、将来10年未満で解消する（対外資産負債が均衡すること、さらに過去20年の実績値よりある程度悲観的な想定の下でも（ケース2）将来20年で対外資産負債が均衡に近づくことを示した。

総括すると対外純負債比率の安定化条件として、貿易収支赤字比率（対 GDP）の安定化に加えて、対外資産負債間のプラスの投資リターン格差の持続、対外資産・負債比率（対 GDP）の拡張基調の持続、ドル相場の過大評価の回避が重要である。（以上、竹中（2009））

本稿「下」では、① 米国の対外資産の対 GDP 比での拡大余地、② 対外資産・負債間のプラスの投資リターンの要因と持続性に関して概括的な考察を行う。

まず1990年代以降の対外資産の急速な拡大については、対外資産・負債両建ての拡大として生じており、これは金融・投資活動のグローバル化、投資家のホームバイアスの低下を背景にしていると考えられる。米国の対外資産が対 GDP 比でどこまで拡大が可能かを考える際、米国投資家のホームバイアスがゼロとなる水準がひとつの原理上の上限となると考えられる。現状の水準はまだこの上限に対してかなり余裕があり、今回の金融危機で対外資産・負債の拡大はいったん鈍化したものの、将来にわたる拡大の余地が大きいことを示唆する。

次に対外資産・負債間のプラスの投資リターン格差の要因と将来にわたる持続可能性を先行研究成果に依拠して考える。結論として、長期的にはプラスの投資格差がある程度縮小する可能性があるものの、海外投資家のドル資産に対する需要が相対的に弱まった際も、ドル相場下落自体が為替相場の評価価値の変化を通じて米国の対外資産の総合投資リターンを引き上げ、プラスの投資格差を維持する安全弁として機能することを指摘する。

この事実が、1971年に終焉したブレントンウッズ体制と異なり、それ以降のデファクトとしてのドルの基軸通貨体制の安全弁としてこのシステムに強靱性を与えている点を強調する。逆に言うならば、ドル相場の持続的な上昇こそは対外純負債比率の発散的膨張の可能性を高める要因となり、将来のカスタロフィックな調整を不可避とする危険因子であることを指摘する。

1) 竹中正治「米国の対外純負債の持続可能性を再考する（上）」龍谷大学経済学論集第49巻第3号2009年12月。本稿は字数制約のため（上）（下）に分かれているが、一本の論文として執筆されたものである。（上）を併せてご覧頂きたい。

I. 対外資産・負債比率の拡大はどこまで可能か

竹中（2009）における検討から、米国の貿易赤字が GDP 比率である程度の赤字（想定した赤字比率は－4％）を維持しながらも、米国の対外純負債が発散せずに、長期的（想定したタイムスパンは20年）に解消可能な範囲にとどまるかどうかは、次の2点にかかっていることが明らかになった。① GDP 比率で100％を超える規模となった対外資産比率の今後の拡大余地、② 資産・負債間の米国有利な総合投資リターン格差の持続性。

前者のポイントから考えてみよう。もし対外資産比率が無限に上昇すると仮定すると、対外資産・負債のプラスの投資リターン格差が縮小を続けても、プラスの格差を保ち続ける限り、貿易収支が赤字でも時間軸を際限なく延長することで、最終的に資産・負債の均衡が実現される計算結果が得られる。もちろん、対外資産比率の無制限な上昇は非現実的な想定である。また、市場参加者の対米投資に関する判断の時間軸（タイムスパン）が数百年、ないしは無限という想定は非現実的であろう。

時間軸の問題については、仮定を置いて考える以上に検討する判断材料を筆者は持っていないので、対外資産比率の上限について考えてみよう。

1990年代以降の米国の対外資産・負債の急速な拡大は、米国外のサイドから見れば、対米資産・負債の拡大であり、投資の世界的なホームバイアスの低下の一環として位置付けることができよう。従って、ホームバイアスがゼロとなった状況が対外資産・負債拡大の原理的な上限をなすと考えられる。

その上限を推計する前提として世界全体の金融資産残高が必要になる。この点ではマッキンゼー（2008）に依ると²⁾、世界の金融資産規模（証券、債券、公債、銀行預金の総計）は、近年拡大テンポが著しく、2006年には総額167兆ドルに達した。実体経済（名目 GDP）に対する比率では、1990年の約2.0倍から2006年には約3.5倍へと拡大している。また米国の家計金融資産総額は48.0兆ドル（含む NPO、2006年末、FRB Flow of Funds）であるから、その世界金融資産に占める比率は29％である。

ホームバイアス・ゼロの状態とは投資家のポートフォリオの内訳で、自国の金融資産への投資比率が、世界における自国の金融資産のシェアと同じ水準になることを意味する³⁾。従って、

2) McKinsey & Company (2008a), "Mapping Global Capital Markets, Fourth Annual Report, Jan. 2008"

3) 金融資産の「ホームバイアス」を定量的に計測する指標として、「海外資産受容比率」(Foreign Asset Acceptance Ratio: FAAR)がある。自国の保有する総資産を A、自国の保有する自国資産を DA、同海外資産を FA とする ($A=DA+FA$)。また、世界全体の資産市場規模を W、自国の資産市場規模を D、自国を除く海外資産市場規模を F とする ($W=D+F$)。FAARは次の式の示す比率となり、ゼロに近いほど「ホームバイアス」は強く、反対に1の時、「ホームバイアス」はないとされる。

$$FAAR = (FA/A) / (F/W)$$

ホームバイアスがゼロの場合 ($FAAR=1$)、 $FA/A=F/W$ となる。

ホームバイアス・ゼロの状態では、米国家計の金融資産の71%（＝100%－29%）が対外投資されることになる。従ってホームバイアス・ゼロの下での米国の対外資産規模（2006年時点ベース）は以下の通り34.1兆ドル、名目 GDP 比率で254%になると推計される。

$$34.1 = 48.0 \times (1.00 - 0.29) \quad 34.1 / 13.4 \times 100 = 254 \text{ (単位: \%)}$$

(2006年名目 GDP 13.4兆ドル)

もちろん、現実にホームバイアス・ゼロの世界が将来実現するのかどうかは分からない。金融投資のグローバル化のトレンドが続いても、ある程度のホームバイアスが残る、バイアス・ゼロ状態の手前で止まると考える方が妥当かもしれない。そうしたことを考慮しても、米国の対外資産の GDP 比率は2007年130%、2008年138%なので、上限まではまだかなり余裕があると判断して良いだろう。また、この上限は米国外の世界の金融資産のシェアが将来拡大する場合、さらに上昇する。

II. 対外資産・負債の投資リターン格差の諸要因と持続可能性

次に、米国に有利なプラス総合投資リターン格差の持続性について考えてみよう（リターン推移については図表1参照）。このプラスの投資格差が今後縮小してゼロになる、あるいは逆転するという事態が起これば、米国は対外純負債の発散を防ぐためには貿易収支が黒字化するしかない。すなわち、国内貯蓄投資バランスの大きな調整（貯蓄率の大幅上昇と高水準の持続）が不可避となる。そこでまず、プラスの対外投資ギャップが生じている原因について、先行研究成果に基づいて確認しておこう。

1. インカム・リターンの格差要因

まず所得収支データ（米国商務省、Balance of Payments）から算出したインカム・リターンのプラスの投資リターン格差は1989年以降極めて安定しており、1.3～1.4%である。図表2に示した部門別の対外資産・負債のインカム・リターンが示す通り、プラスの投資格差の主要な原因は民間直接投資のリターン格差にあることが数年前から指摘されている。Hung and Muscaro (2004)⁴⁾

政府部門では米国政府の対外投資リターンは海外政府部門のそれを下回るが、米国政府部門の対外資産に占める比率は極めて低く、全体の投資リターン格差への影響は僅少である。一方、海

＼ $FA = A - DA$, $F = W - D$ であるので、 $DA/A = D/W$ が同時に成り立つ。すなわち、ホームバイアスゼロの場合、自国の資産への投資比率は、世界の資産市場における自国の資産市場シェアと等しくなる。もちろん、各国投資家のリスク選好の相違、各国資産市場のポートフォリオの相違などを想定すれば、現実にホームバイアスゼロの下でも上記の条件が完全に成り立つことはないだろう。

4) Juann H. Hung and Angelo Mascaro, Return on Cross-Border Investment: Why Does U. S. Investment Abroad Do Better? CBO Technical Paper 2004-17 (December 2004)

外政府部門の投資リターンが相対的に高いことは、その多くを占める外貨準備が米国の中長期国債に投じられている結果であろう。

図表2のデータに基づいて、米国の直接投資リターンが海外の対米直接投資リターンと同じ水準になったとして計算すると、米国の対外資産リターン全体は1.09ポイント低下する。すなわちプラスの投資格差の81% ($=1.09/1.34$) は直接投資利回り格差に起因すると言える。

こうした直投リターンの格差の原因については、次の3つの解釈が提示されている。

① 米国の対外 FDI と米国外からの対米 FDI の履歴の相違

米国の戦後の海外直接投資は早くは1960年代より活発になっており、対する西欧諸国や日本からの直接投資は1980年代以降に増加した。この結果、米国の直投は全体的に成熟期にあり、収益的にも高いリターンを上げている一方で、米国外からの対米直投は事業成長の途上にあるものが多く、相対的に投資リターンが低いという解釈である。Hung and Muscaro (2004) ただし、この要因理解が正しいとすると、米国外企業の対米直投事業が成熟化するにつれて、長期的には内外の投資格差は縮小に向かうと考えられる。

② 法人所得申告上のバイアス（企業の海外での相対的な過大申告と米国での相対的な過少申告）の可能性

米国の法人税は、対米投資を行っている海外諸国、あるいは米国企業の海外投資先諸国の法人税よりも加重平均値でみてやや高いという。その結果、米国企業も海外企業も海外でより多くの所得申告を行い、米国での所得を過少申告するバイアスが生じているとの解釈である。Hung and Muscaro (2004)

③ 米国の対外 FDI 諸国における投資のリスク・プレミアム（カントリー・リスク）の存在

米国の直投先の途上諸国でのカントリー・リスクは、米国内あるいは他先進諸国より高い。直投においてこれがリスク・プレミアムとして生じていると考えるものである。Congressional Budget Office (2005) の調査は、信用格付けの相違を勘案したリスク・スプレッドに基づいて、直投のリターン格差の0.8ポイントはカントリー・リスクに起因すると試算している⁵⁾。

2. 評価損益リターンの格差要因

対外資産・負債リターン格差の評価損益リターンについては、為替相場要因とそれ以外の評価損益要因に分けられる。為替評価損益要因については改めて取り上げるが、それが生じる原因は極めて明瞭である。米国の対外資産の約50%、あるいはそれ以上が外貨建てである一方、対外負債の90%以上はドル建てである。従って、名目ドル相場の変動に対して、ドルベースの対外負債価値はほとんど変わらない。一方、対外資産価値はドル相場下落で為替益、ドル相場上昇で為替損が生じる。

5) Congressional Budget Office 2005, "Why does US Investment Abroad Earn Higher Return than Foreign Investment in the United States?", Economic and Budget Issue Brief, Nov. 30 2005

商務省データ（International Investment Position）による限り、1989年-2008年の全期間ベースで、ドル相場要因はほぼ中立で、リターン格差は影響を与えていない（竹中（2009）図表3参照）。ただし短期並びに中期では大きな変動要因となっている。例えば、ドル相場が全般的に下落した2002-07年の期間では、対外資産の為替評価益が1.3兆ドル生じ、この期間の対外資産リターンを年平均で2.4%ポイントも引き上げている。ただし、2008年後半に生じた金融危機の最中のドル反発で、2008年には6810億ドルの評価損が対外資産から生じ、前6年間の為替評価益の半分を戻している。

それ以外の資産評価損益リターンの格差要因については、あいまいさが残っているが、一般には次のように理解されている。すなわち米国の対外資産の内訳は負債に比較して、直接投資、株式投資などのリスク性資産の比率が高く、確定利回り債券の比率は低い。一方、対外負債は逆に、債券投資の比率が高い。

このポートフォリオの非対称性が評価損益リターン格差の原因となっていると理解されている。すなわち直接投資及び、株式など相対的にハイリスクのエクイティに傾斜した対外資産からは、毎期の価値変動は大きいものの、長期的には高い評価益（キャピタル・ゲイン）がリスク・プレミアムとして生じている。一方、確定利回り債券投資の比重が高い海外投資家（米国の対外負債サイド）は、そうした評価益リターンが相対的に低くなる。

ポートフォリオ理論に基づけば、以上は全く論理的な結果である。しかしながら、この点については、米国の商務省データとは別に、米国、海外双方の投資家の有価証券ポートフォリオのデータに基づいて推計した結果、商務省データの示すような投資リターン格差は検証できなかったとする調査論文もあることに留意しておこう。Curcuro, Dvorak, and Warnock (2008)⁶⁾

3. 米国の対外投資リターン格差は持続可能か

それでは、以上のような要因による考えられる米国の対外資産・負債の投資リターン格差は今後も持続可能だろうか。あるいは縮小、逆転に向かうのだろうか。もちろん、これについては大括りな予想しかできないが、考えてみよう。

まずインカム・リターン格差は既に述べた通り、それが米国の対外 FDI と米国外からの対米 FDI の履歴の相違による部分は、長期的には縮小に向かうと考えられる。例えばトヨタに代表される日本の自動車メーカーは1980年代に米国に現地生産進出してから次第に売上、収益規模、収益率を向上させてきた。海外系資本も在米事業の成功企業は収益を伸ばし、失敗企業は撤退が進む。長期的には双方の収益率の収斂が進むであろう。

また、対外資産・負債のポートフォリオの非対称性から生じていると考えられている評価損益リターンの格差については、どうだろうか。今回の危機で日本の大手金融グループや途上国の SWF (Sovereign Wealth Fund) などが金融機関を含む米国企業への大口出資者として登場する

6) Stephanie E. Curcuro, Tomas Dvorak, Francis E. Warnock: CROSS-BORDER RETURNS DIFFERENTIALS Working Paper 13768 NBER February 2008

ことが注目された。仮にそうした傾向が今後も持続したとしても、20兆ドルを超える巨大な対外負債ポートフォリオの内訳が目立って変化するにはまだ長期的な時間を要するだろう。また、米国が基軸通貨である限り、外貨準備を米国債で保有するニーズも強く持続するだろう。

そのように考えると、対外資産・負債ポートフォリオの内訳の変化は極めて緩慢であり、商務省データが正しい限りにおいて、ポートフォリオの非対称性が生み出すリターン格差は長期的に縮小に向かう可能性はあるものの、格差自体は持続する可能性が高い。

また、今回の米国における金融危機がプラスの投資リターン格差を趨勢的に縮小、逆転させる契機になるだろうか。確かに2008年に限定すると、総合投資リターン格差はマイナス4.6%と逆転している。これは2008年9月のリーマンショック以降の世界的な株価急落を主因に、対外資産負債ネットで7201億ドルの評価損、また対円以外ほとんど全ての通貨に対するドル相場の急騰で5830億ドルの評価損、合計1.3兆ドルの評価損が生じたからである。すなわち既に見た通り、対外資産において株式、直接投資の比重が高く、通貨構成では外貨資産比率が高い構造の故に2008年の危機の局面において、対外資産の評価価値減少が対外負債の評価価値減少を上回った結果である。

しかし、こうした要因は2009年に双方とも反転している（世界的な株価回復、ドル相場の下落）。2009年の結果は商務省が発表する2010年6月まで待たざるを得ないが、2009年末時点の世界株価とドル相場を前提にすると、対外資産負債ポジションが前年比で大きく改善している（純負債が大きく減少し、リターン格差がプラスに転じている）のは間違いのないであろう（この点は2010年6月の新データ発表後に検証したい）。

4. ドル相場要因について

最後は、ドル相場下落要因による評価損益リターン格差について検証しよう。既に竹中(2009)で見た通り、1989-2008年の期間では、この要因はほぼ中立的だった。このため本件要因による対外純負債調整効果を短期、ないしは中期的なものとする論者もいる。Gourinchas and Rey (2005)

しかしながら、筆者はドル相場要因こそは、基軸通貨国米国の対外資産・負債における通貨構成の非対称性との組み合わせによって、米国の対外純負債調整の最後の安全弁、ひいてはドル基軸通貨システムの柔軟性と持続性を支える安全弁としての役割を果たしていると考えられる。この点は最後に取り上げる。

まず、対外資産・負債に占める外貨とドルの比率を確認しておこう。これについては通貨別に商務省の資産・負債データが開示されていないので、様々な推計研究がある。本稿では、FRBが公表する2種類の名目実効ドル相場指数（major and broad）の変化と商務省データ（International Investment Position）の為替評価損益の変化を照合することで、外貨比率を推計した⁷⁾。

7) 使用したデータのサイトは次の通り。

米国商務省 <http://www.bea.gov/international/index.htm#iip>

結果は図表3-1～4の通りである。対象期間は1989-2008年で（年末データ，サンプル数20），ドル相場指数の変化としては毎年12月の値の前年同月からの変化率を説明変数とし（変数X：横軸），被説明変数としての為替の評価損益リターンは前年末時点の対外資産（あるいは負債）を分母に当期の為替評価変化額を分子にして求め，単回帰分析を行った（変数Y：縦軸）。

FRBの公表するドル相場指数には，世界の外為市場での交換性，流動性のある円を含む主要先進国7通貨相場の加重平均指数（major）と，より広範な貿易相手諸国の通貨相場をカバーした加重平均指数（broad）の2種類がある。対外資産・負債から発生した為替評価損益リターンとの関係において，際立って高い相関関係を示すのはmajor指数である（対外資産・負債とも決定係数で0.95前後，t値とP値は有意を示している）。broad指数との相関は遥かに低くなる。

これは米国の対外資産に途上国通貨建てのエクスポージャーはあるものの，主要な部分はドル，並びに世界の外為市場で交換性，流動性に問題がないユーロ，円，ポンドなどから構成されている結果と考えられる。また，対外負債サイドでは外貨建てのシェア自体が極めて低いが，やはり同様の通貨構成と考えられる。また資産，負債の評価額は，直接投資残高をcurrent costで評価したものと，market valueで評価した2種類があり，認識される為替評価損益も多少異なってくるので双方計算した。

ドル相場指数（major）の通貨構成（貿易シェアウエイト）と対外資産の外貨部分の通貨構成がおおよそ同じだと想定すると，対外資産の外貨比率が100%の場合，ドル相場指数の1%の上昇（＝外貨相場の1%の下落）が対外資産価値1%の減少をもたらす。外貨比率が50%の場合は対外資産価値0.5%の減少をもたらす。すなわち，図表内に示した「線形近似線の傾き」＝「対外資産全体での外貨構成シェア」となる。

ただし，ドル相場指数は貿易ウエイトで加重平均されているので，対外資産の外貨構成と同じ保証はない。この点が本推計方式の弱点であるが，簡便な方法であり，かつ極めて高い相関度が出ている。このことは，貿易ウエイトと対外資産の外貨ウエイトが近似しているか，あるいはドル相場の主要諸通貨に対する変動率が近似していることを示唆している。

回帰分析から判断される結果は以下の通り。

対外資産：FDI current cost ベースで外貨比率は39%，

FDI market value ベースで48%

対外負債：FDI current cost ベース，FDI market value ベースともに5%前後

FDI market value ベースの方が，為替相場の変動についても時価にそのまま反映されているはずなので，外貨シェアの推計値としてはこちらの方（48%）の妥当性が高いだろう。本稿の暫定的な判断としては対外資産の外貨シェアは約50%，対外負債は5%前後としたい。

さて，このような対外資産の外貨シェアを前提にすると，ドル相場の年率1%の下落は，ドル換算された対外資産の投資リターンを+0.5%上昇させることが判る。もっとも，対外負債の投

資リターン（米国サイドのコスト）も0.05%上がるので、正確にはリターン格差は差引で+0.45%広がる。逆にドル相場の1%の上昇はリターン格差を0.45%縮める。こうした為替相場の変動により内外間の所得移転効果の大きさに注目した論文は、例えば竹中（2009）で示したように Gourinchas and Rey (2005) (2007), Garton (2007), など2000年代以降に発表されている。

もちろん、多くの論者が指摘するように対外資産の半分、あるいはそれ以上が外貨建てで、負債のほとんどがドル建てであるという非対称性は米ドルが基軸通貨であるが故の特権である。途上国、中進国の対外負債サイドは米ドルをはじめとする先進国通貨で構成されている。その結果、これら諸国の対外ポジションが負債超過である場合、なんらかの事情で経済・金融危機が生じると、資本の流出が当該国の通貨相場の下落を起し、そのことが自国通貨建てで評価された対外負債の膨張をもたらす。つまり、外貨負債ポジションを保有している企業や金融機関に生じる莫大な評価損が自己資本を毀損させ、危機を深刻化させる悪循環に陥る。

こうした事態は1997-98年のアジア通貨危機、2001年のアルゼンチン危機、今回の危機では中東欧諸国で典型的に起こったことである。米国は世界最大の対外純負債国であるが、唯一こうしたリスクを免れている特別な立場にある。そのおかげで、米国は対外純負債でありながら、自国経済に経済・金融的なストレスが加わった場合には、自国通貨相場の下落を懸念することなく、大胆な金融緩和を行うことができる。このことは米ドルの事実上の「基軸通貨特権」と認識されている。そこで最後に「ドル危機シナリオ」と関連して、この問題を考えてみよう。

III. ドルシステムの安全弁

「アメリカへの資本流入が減少し、さらにアメリカから資本が逆流すること自体、ドルの減価を引き起こす可能性を高める。（中略）アメリカの経常収支赤字の持続可能性の問題が露呈すれば、累積経常収支赤字が、リスク・プレミアムの増加を通じて為替相場に影響を及ぼし、ドル相場を一層減価させることになる」小川、工藤（2004）

これは過去繰り返されてきた典型的な「ドル危機シナリオ」である。もちろん、海外投資家の対米投資の急速な引揚げは米国の債券、株式など資産価格を引き下げる効果をもたらすであろう。従って、ドル相場、債券価格、株式相場の同時急落がドル危機シナリオの特徴である。

筆者はそうしたシナリオの現実性を全く否定するものではないが、蓋然性は低いと考えている。過去を振り返ると、極めて短期的な局面を除くと、こうしたシナリオは中期的持続的に生じたことはない。既に述べた通り、08年夏場以降の金融危機深刻化の局面でも、海外投資家の対米投資の急減は起こった。ところが米国投資家の海外投資の引揚げ（対米資金還流）でマネーフローは均衡した。その結果生じた現象は、多くのエコノミストや経済学者の予想を裏切ってドル急落ではなく、ドル急騰（ただし対円のみではドル急落）と全世界的な株式の急落だった⁸⁾。

8) 竹中正治「米国が金融危機に襲われてもドルが暴落しない理由」毎日新聞社「エコノミスト」2008年12月臨時増刊号

要するに次の要素が短期的にも長期的にも米国とドル基軸通貨システムの安全弁として機能していると考えられる。① 米国の20兆ドル、GDPの138%に及ぶ対外資産の規模、② 対外資産・負債のプラスの投資リターン格差の存在、③ 対外資産・負債の非対称な通貨構成。

なぜこうした条件がドルシステムの安全弁となるのか。まず海外投資家が対米投資を引き揚げようとする短期的な危機局面に対しては、それは米国内の金融資産価格を急落させる。その結果、損失を被った米国の投資機関、とりわけヘッジファンドなど金融レバレッジを利用している投資機関は全世界的に展開している投資ポートフォリオを縮小せざるを得ない。その結果、否応なしにはあるが、彼らの対外投資が取り崩されて、米国へ還流し、内外マネーフローがマクロ的に均衡する。この際、海外投資家のドル売りは米国投資家のドル買いで相殺されるので、ドル相場の一方向的な急落は起こらない。

海外投資家（在海外の金融機関やヘッジファンドなど）がドル資金を調達してグローバルな投資ポートフォリオを保有している場合には、海外投資家のグローバルなポートフォリオの縮小はドル売りではなく、ドル買いにすらなるであろう。

またこの時、米国投資家の海外金融資産の売却により、株価暴落が全世界的なものとして生じるので、主要諸国は金融、場合によっては財政政策の動員で危機対応を行う。その結果、世界の金融資産市場全体も最後には底支えされる。これはまさに2008年以降に起こったことである。

また、海外投資家の米国への投資フローの減少が長期的に比較的緩やかに進んだ場合はどうなるだろうか。この場合は、名目ドル相場の緩やかな下落基調が起こり得るだろう。実質ドル相場も下落基調になる可能性がある。名目ドル相場の趨勢的な下落は、米国の対外資産負債の投資リターン格差を拡大する（既に見た通り、このドル下落による効果は2002～07年に起こったことである）。

年率2%程度のドル相場下落でも、リターン格差は約1%拡大する。それは米国の対外純負債の長期的な安定化方向に作用する。1%程度のリターン格差拡大でも長期的には海外から米国への巨額の所得移転を起こし（対外資産20兆ドルとすれば単純計算で年間2000億ドル）、対外資産・負債の均衡化方向に寄与する。

もちろん、今日各国の政策当局はこうしたドル相場下落がもたらす米国への巨額の所得移転効果を十分意識しており、それ故に例えば外為市場でのドル買い介入で外貨準備が2兆ドルを超えた中国政府は、米国に対して「ドル価値の維持」を求め、米国政府は「ドル価値の維持」を標榜するわけである。

ところが、真実は逆で、趨勢的なドル相場の上昇こそは米国経済と世界経済双方にとって危機因子であると言えよう。というのは、貿易、もしくは経常収支赤字の黒字転換という米国の貯蓄投資バランスの劇的な変化を期待しない限り（そうした変化は米国の家計の消費性向の低下・貯蓄率上昇による不況の長期化をもたらす蓋然性が高い）、米国経済が対外純負債の発散的膨張を回避するためには、対外資産・負債の投資リターン格差の持続が必須の要件であるからだ。

そして、もしなんらかの要因変化でプラスの格差が将来大きく縮小傾向を辿る場合には、ドル

相場の趨勢的な下落こそが、リターン格差持続のための最後の安全弁になるだろう。ただし、それは典型的な「ドル危機シナリオ」が描くような激発性の危機シナリオを必ずしも意味しない。ドル相場下落によるプラスの投資リターン格差の拡大効果の大きさを考慮すれば、よほど政策的な失敗をしない限り、年率1～3%程度で趨勢的にドル相場が下落するようなソフト・ランディング・シナリオが可能である。

「よほどの政策的な失敗」とは米国のインフレ管理失敗による著しいインフレの高進であろう。その時にこそ、ドル相場下落とドル資産離れが悪循環を起こし得るだろう。逆に言うならば、米国のインフレ率が米国外の世界との平均的なインフレ率から大きく上方に乖離するような事態にならない限り、ドル危機シナリオは杞憂に終わるだろう。

振り返れば、戦後のブレトンウッズ・システムの本質的な欠陥は、米国政府がドルと金の交換を公定レートで保証し、他国はドル相場にペッグするという仕組みの結果、基軸通貨国が基礎的な不均衡に陥り、経常収支赤字と対外純負債を累積させた場合を想定した安全弁機能を欠いていた（他国は通貨相場の切り下げと言う安全弁があった）と言えよう。そうした基軸通貨国の安全弁を欠いた硬直性の故にブレトンウッズ・システムは終焉した。そのように考えると、変動相場制移行後のデファクト・スタンダード⁹⁾としてのドル基軸通貨システムは、旧ブレトンウッズ体制よりも柔軟かつ強靱であると言える。

危機因子は、むしろ経常収支赤字を持続したままの趨勢的なドル相場の上昇が起こることだ。米国の対外資産比率がかつてない規模に拡大した今日、名目ドル相場の上昇こそは長期にわたって米国の投資リターン格差を縮小させ、対外純負債を膨張させる要因となる。

実際、2008年後半の危機の最中のドル高は、ドル相場指数ベースで対前年12月比+9.5%となった。この結果、対外資産・負債にネットで5830億ドルの為替評価損を発生させ、投資リターン格差を3.25%ポイントもマイナスに押し下げた。仮にこのような状況が持続した場合に将来待ち受ける局面は、カストロフィックな対外純負債の調整しかないであろう。

結 論

竹中（2009）では、対外資産・負債の規模、投資リターンを勘案した「長期的に持続可能な貿易収支比率（対GDP）（STBR: Sustainable Trade Balance Ratio）」の概念を提示した。同時に、90年代以降の米国の経常収支赤字の膨張は、その全てが無軌道な膨張ではなく、対外予算制約条

9) 筆者が今日のドル基軸通貨システムがデファクト・スタンダードである点を強調するのは、言うまでもなく1971年に米国が金とドルの公定レートでの交換を放棄し、ブレトンウッズ体制が終焉し、主要国が変動相場制に移行してからは、各国がドルとの固定相場制を維持する義務が消滅した結果、それまでと異なり外貨準備をドルで保有する必然性も合意もなくなったからである。それにも関わらず、国際取引において決済通貨（媒介通貨）、価格表示通貨、価値の保蔵通貨の3面でドルの使用が支配的であるのが、現代のデファクトとしてのドル基軸通貨体制だと言える。詳しくは次の文献参照。国際通貨研究所・竹中正治編「これから10年外国為替はこう動く」「第2章 米ドルが凋落するというのは本当か」PHP研究所、2009年

件としての STBR が赤字方向に許容度を大きく上昇させた結果だという仮説を提示した。

さらに2008年を起点とした将来予想として、米国の対外純負債の将来動向を3つのケース（純負債の発散、資産負債均衡化、資産超過転換）に分けた試算を行い、それぞれの異なったコースに分岐する条件を示した。

その試算結果として、米国の貿易収支の赤字が今後黒字転換することなく、名目 GDP の4%程度を維持しただけでも、対外資産・負債の総合投資リターン格差が3%程度で持続すれば、20年間のタイムスパンで対外資産・負債はほぼ均衡することが判った。格差3.0%というのは、1989-2008年の実績値4.0%に比べると控えめな想定である。

本稿では、米国の対外純負債の持続性を支える要因となっている対外資産・負債の増加の原理的な上限、並びに米国の対外資産・負債のプラスの総合投資リターン格差の諸要因と持続性、さらにドル相場要因について検証した。結論として、米国商務省のデータを前提とする限り、投資リターン格差が近い将来縮小に向かう変化は現状までのところ観測されない。

仮にこの投資リターン格差にさらにある程度の縮小が将来起こったとしても、名目ドル相場の趨勢的かつ年率1~3%程度の穏やかな下落が生じれば、対外資産・負債の通貨建ての構成の非対称性の結果、それは投資リターン格差維持の重要な要因となる。そういう意味で、名目ドル相場の趨勢的かつ年率平均での穏やかな下落は、ドルシステムの安全弁であると言える。

しかも、安全弁として求められる長期的なドル相場（FRB 発表のドル相場指数）の下落は年間下落率にしておそらく（それ以外の投資格差要因が急激に悪化しない限り）1~3%であり、対外負債比率のソフトランディングが現実的に十分可能である。逆言うならば、ドル相場の持続的な上昇こそは対外純負債比率の発散的膨張を引き起こす要因となり、将来のカタストロフィックな調整を不可避とする危険因子であると言えよう。

参 考 文 献（上下共通）

- Congressional Budget Office 2005, "Why does US Investment Abroad Earn Higher Return than Foreign Investment in the United States?", Economic and Budget Issue Brief, Nov. 30, 2005
- Francis E. Warnock and Veronica C. Warnock (2005), "International Capital Flows and U.S. Interest Rates," Board of Governors of Federal Reserve System, International Finance Discussion Paper No. 840
- Francis E. Warnock and Veronica C. Warnock (2006), "International Capital Flows and U.S. Interest Rates," NBER Working Paper, No. 12560, October
- Gourinchas, Pierr-Olivier and Helene, Rey "From World Bankers to World venture Capitalist, U.S. External Adjustment and the Exorbitant Privilege" NBER Conference in G7 Current Account Imbalances, 2005
- Gourinchas, Pierr-Olivier and Helene, Rey "International Financial Adjustment" Journal of Political Economy, 2007 vol. 115, no. 4
- Juann H. Hung and Angelo Mascaro, Return on Cross-Border Investment: Why Does U.S. Investment Abroad Do Better?, CBO Technical Paper 2004-17 (December 2004)

McKinsey & Company (2008a), "Mapping Global Capital Markets, Fourth Annual Report, Jan. 2008"

Paul R. Krugman "Is the Strong Dollar Sustainable?" in the U. S. Dollar: Prospect and Policy Options, Federal Reserve Bank of Kansas City, 1985

"Exchange—Rate Instability" Massachusetts Institute of Technology, 1989

Phil Garton "Asymmetric Investment Returns and the Sustainability of US External Imbalance" Treasury Working Paper 2007-1 Feb. 2007

Stephanie E. Curcuru, Tomas Dvorak, Francis E. Warnock "CROSS-BORDER RETURNS DIFFERENTIALS", Working Paper 13768 NBER February 2008

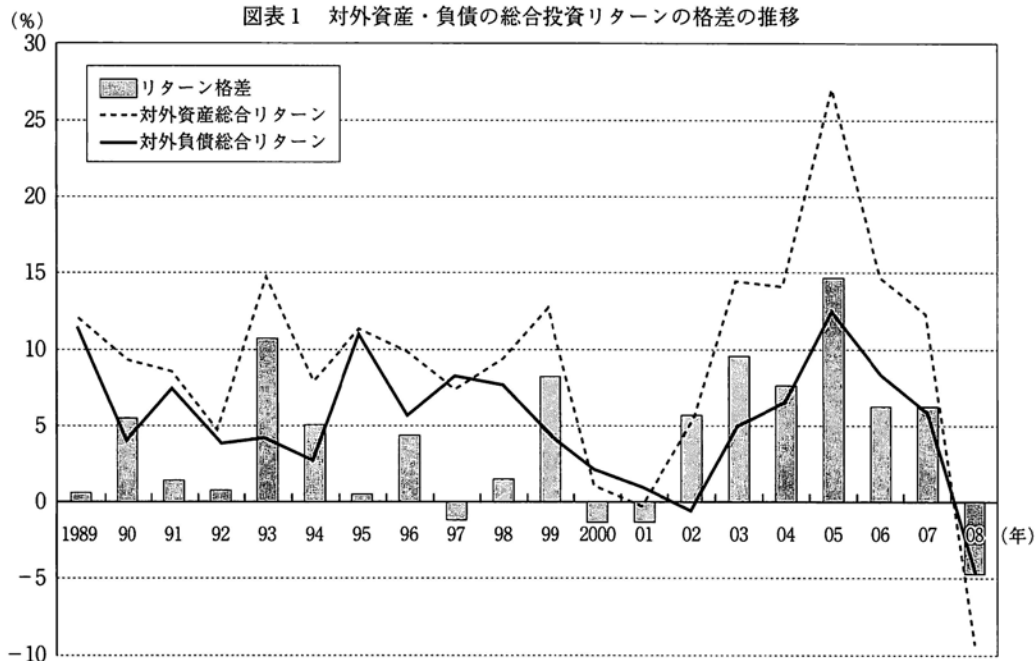
小川英治, 工藤 健 「アメリカへの資金流入の変化と世界経済への影響」アメリカ経済研究会提出論文, 財務省財務総合政策研究所, 2004

国際通貨研究所・竹中正治編「これから10年外国為替はこう動く」PHP 研究所, 2009年

竹中正治 「21世紀型複合金融危機の教訓」政策研究フォーラム「改革者」2008年12月

竹中正治 「米国が金融危機に襲われてもドルが暴落しない理由」毎日新聞社「エコノミスト」2008年12月臨時増刊号

図表1 対外資産・負債の総合投資リターンの格差の推移



データ：米国商務省, Bureau of Economic Analysis, International Investment Position 及び Balance of Payments より筆者算出

図表2 インカム・リターン格差

(単位：百万ドル)

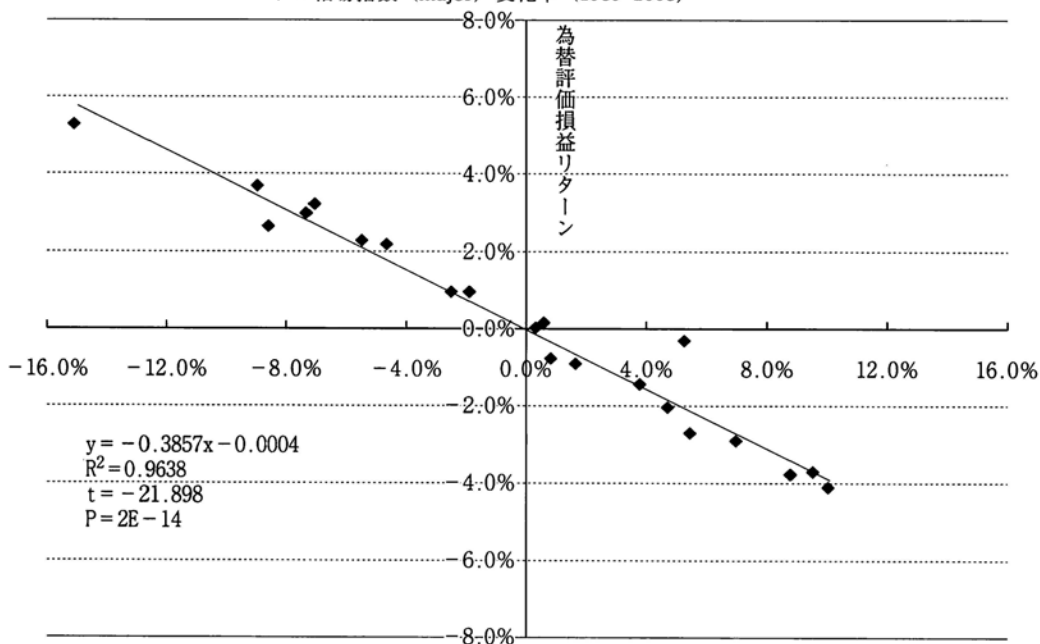
対象期間	2002-08	米国の対外投資 (米国の対外資産)	構成比 (%)	海外の対米投資 (米国の対外負債)	構成比 (%)
カテゴリー別 平均資産残高	政府部門	285,701	2.4%	2,215,732	15.6%
	民間直接投資	2,556,755	21.2%	1,884,009	13.3%
	民間投資 (除く直投)	9,211,580	76.4%	10,081,194	71.1%
	合 計	12,054,035	100.0%	14,180,934	100.0%
					格差
平均年率リターン (%)	政府部門	1.1%		5.16%	-4.06%
	民間直接投資	10.51%		5.38%	5.13%
	民間投資 (除く直投)	3.31%		2.79%	0.52%
	合 計	4.68%		3.34%	1.34%

データ：米国商務省から筆者算出（図表1と同様）

資産残高：対象期間の年末残高からの平均

平均年率リターン：対象期間の各年の年率リターンの平均を算出

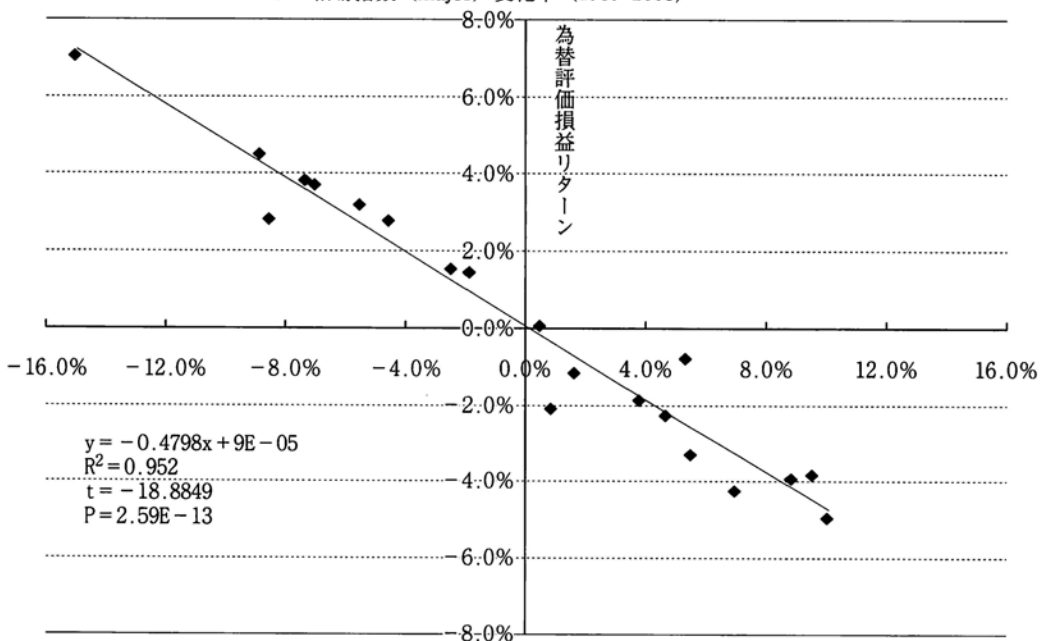
図表 3-1 対外資産為替評価損益リターン (FDI current cost base) と
ドル相場指数 (major) 変化率 (1989-2008)



横軸：名目ドル相場指数 (major) (12月値の前年同月比)

データ：FRB, 商務省

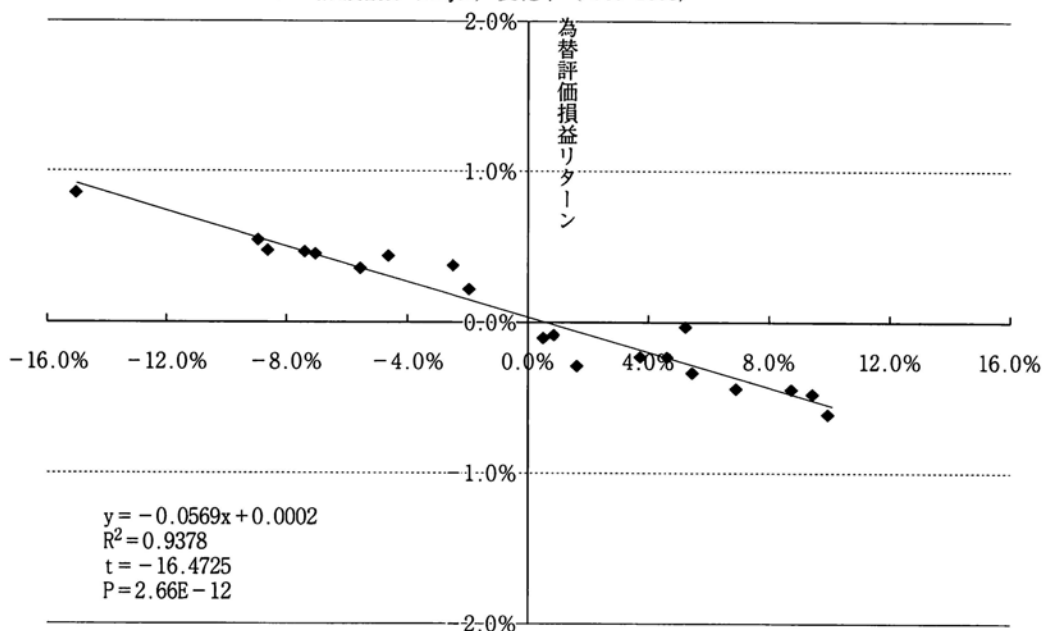
図表 3-2 対外資産為替評価損益リターン (FDI market value base) と
ドル相場指数 (major) 変化率 (1989-2008)



横軸：名目ドル相場指数 (major) (12月値の前年同月比)

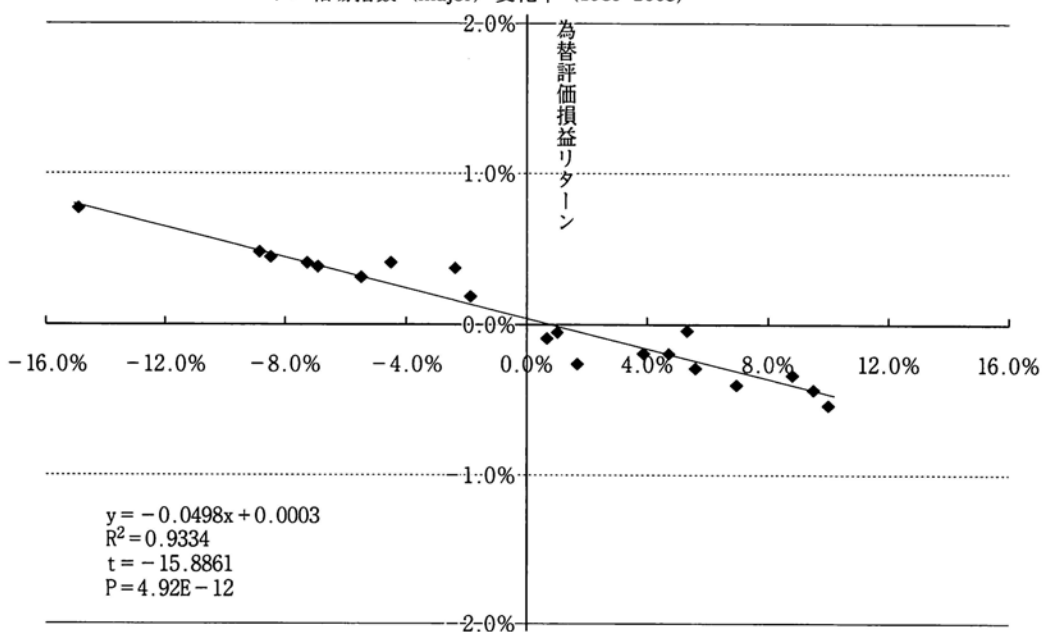
データ：FRB, 商務省

図表 3-3 対外負債為替評価損益リターン (FDI current cost base) と
ドル相場指数 (major) 変化率 (1989-2008)



横軸：名目ドル相場指数 (major) (12月値の前年同月比)
データ：FRB, 商務省

図表 3-4 対外負債為替評価損益リターン (FDI market value base) と
ドル相場指数 (major) 変化率 (1989-2008)



横軸：名目ドル相場指数 (major) (12月値の前年同月比)
データ：FRB, 商務省

(受付 2010年1月8日)