

学者が斬る

竹中 正治
(龍谷大学経済学部教授)



たけなか まさはる
1956年生まれ。79年東京大学経済学部卒業後、同年東京銀行入行(現三菱東京UFJ銀行)、為替資金部次長、調査部次長などを経て、2003年からワシントンDC事務所長。米国ではエコノミストとしても活動。07年に帰国し、国際通貨研究所経済調査部長・チーフエコノミストを務めた後、09年4月から現職。専門は米国経済論、国際金融論。最近の著書は『なぜ人は市場に踊らされるか?』(日本経済新聞出版社)など多数。

対外不均衡でもドル危機が起きない理由

ドル危機論が根強いが、対外資産・負債のデータに注目すると、違うシナリオが見えてくる。

ア

カデミズムの世界でも、「ドル危機シナリオ」は従前から根強い。膨張した米国の経常収支赤字の対外的なファイナンスがやがて困難になり、ドル相場と米国資本市場の暴落がスパイラルに進行し、ついには米ドルが基軸通貨の地位から転落するという危機のシナリオだ。この問題を考えるうえで重要なデータに、米国商務省が毎年1回、6月下旬に発表する米国の対外資産・負債とその差額としての対外ネットポジションがある。直近では2009年末時点のデータが公開されている。

「経常収支赤字の累積」 対外純負債」にはならない

図1は、ドル実効相場指数(名目と実質)と米国の経常収支をGDP比率

対する市場の反応はとても鈍い。おそらく月次や四半期データを中心に市場の短期的な変動を追いかけている多くの市場参加者には、年1回というサイクルは長過ぎて、間尺に合わないのだろう。しかし対外資産・負債というストックのデータに注目すると「ドル危機論」や「米ドル凋落論」とはかなり違った「代替シナリオ」が見えてくる。これを説明しよう。

で示したものだ。経常収支赤字は06年のピーク時の6%から09年以降は3%弱の水準に半減した。「縮小したとはいえ赤字は赤字。毎年の経常収支赤字の分だけ米国の対外純負債が膨張を続けられ、いずれ限界に達する。その時にドル危機が始まるのではないか。そう考える人は少なくない。

確かに、対外資産・負債価格に変化がなければ、対外純負債(資産と負債の差額)対外ネットポジション)は、毎年の経常収支赤字(貿易収支+所得収支+経常移転収支)の分だけ増える。実際、1980年代までは経常収支の累積で対外ポジションの変化をほ

とんど説明できた。しかし、金融・投資のグローバル化によって対外資産・負債の規模がGDP比でケタ違いに大きくなった90年代以降は、事情が大きく変わっている。

例えば、09年の米国の経常収支赤字は3784億ドルだが、対外純負債は08年末の3・5兆ドルから09年末の2・7兆ドルへと、逆に7560億ドルも減少している。さらに、80年の対外ネットポジション(純資産3603億ドル)を起点に09年までの経常収支を累積すると、純負債の7・0兆ドルになる。ところが、商務省が発表した09年末の対外純負債は2・7兆ドルに過ぎず、その差

図1 米国の経常収支とドル実効相場指数



(注) 四半期ベース、2010年第1四半期時点
(出所) 米国商務省、FRB

表 米国の対外資産・負債利回り

	1989 ~2009	89~01	02~09
対外資産総合リターン①=②+③	9.3	8.3	11.3
受け取りインカム・リターン②	5.5	6.1	4.5
資産価格変動リターン③	3.7	2.2	6.5
価格変動要因	1.8	1.6	2.1
為替相場変動要因	0.1	-0.8	1.5
その他要因	2.0	1.3	3.1
対外負債総合リターン(コスト)④=⑤+⑥	5.4	5.8	4.8
支払いインカム・リターン⑤	4.2	4.8	3.3
負債価格変動リターン⑥	1.2	1.0	1.6
価格変動要因	1.3	1.8	0.4
為替相場変動要因	0.0	-0.1	0.2
その他要因	-0.1	-0.8	0.9
対外資産・負債総合リターン格差⑦=①-④	3.9	2.5	6.5
受け取り・支払いインカム・リターン格差⑧=②-⑤	1.3	1.3	1.3
対外資産・負債価格変動リターン格差⑨=③-⑥	2.5	1.2	5.0

(注) 計算の前提は以下の通り。

②=国際収支の経常勘定の受け取りインカム/対外資産(期初残と期末残の平均)
⑤=国際収支の経常勘定の支払いインカム/対外負債(期初残と期末残の平均)

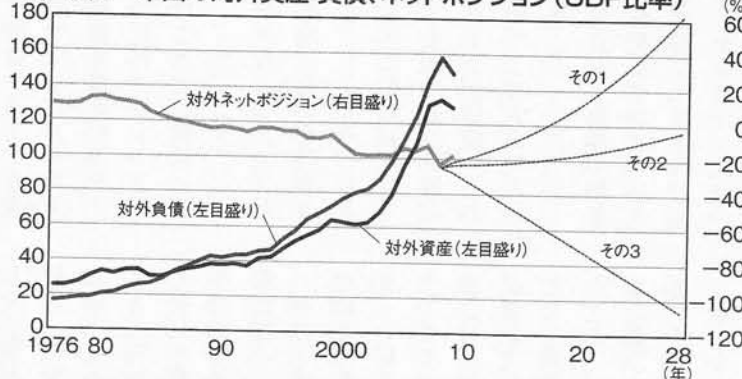
③=商務省推計の資産評価変化額/期初対外資産

⑥=商務省推計の負債評価変化額/期初対外負債

直接投資残高の評価は current cost ベースのデータを使用

(出所) 米国商務省データに基づき筆者が算出

図2 米国の対外資産・負債、ネットポジション(GDP比率)



将来試算の想定	その1	その2	その3
貿易収支(含む経常移転収支)の名目GDP比率	-3.45%	1989~2008 年平均值	-4.00%
名目GDP成長率	5.16%	同上	4.75%
総合対外資産リターン	9.30%	同上	7.00%
総合対外負債リターン	5.30%	同上	5.00%
対外資産GDP比率	137.7%	2008年末実績	
対外負債GDP比率	161.7%	同上	
対外純負債GDP比率	-24.0%	同上	

(注) 2009年までの実績値と将来試算値(08年起点)、試算方法の詳細は、竹中正治「グローバル・インバランスとドル基軸通貨体制の行方」(日本総合研究所Business&Economic Review, 2010年2月号)論文を参照
(出所) 米国商務省データに基づき筆者が作成

額は4・3兆ドルに及ぶ。
なぜか? 米国の対外的な搾取か? 商務省がデータを偽っているのか?
だが、搾取でも偽りでもない。図2の対外ネットポジションの過去実績値が示すように、米国の対外資産・負債は90年代以降、急拡大を遂げてきた。この対外資産・負債の価格変化が米国に4・3兆ドルもの莫大なキャピタルゲインをもたらしたのであり、商務省はその内訳を公開している。(ただし、米

国商務省のデータに集計技術上などのバイアスが生じている可能性を指摘する研究論文もある。本稿ではとりあえず商務省データの妥当性を前提に議論を進める)
対外資産・負債が生み出している投資リターンを、インカム・リターン(配当や利息などの対外所得の投資リターン)であり、対外所得は経常収支に含まれる)と、キャピタル・リターン(為替相場を含む価格変動による投資リター

ンであり、経常収支には含まれない)に分けて計算したものが表である。
89年から09年の期間で見ると、対外資産の総合リターンは、負債のそれよりも3・9%高い。つまり米国に有利なプラスの総合リターン格差がある。そのうち、キャピタル・リターンの格差が2・5%である。このプラスの投資リターン格差は、00年代にさらに拡大した。資産と負債の総合投資リターンの年ごとの推移を見ると、08年は対

外資産と負債の双方の総合リターンがマイナスとなったが、資産リターンの落ち込みの方が大きく、リターン格差はマイナス5・3%とマイナスになった。これは主に2つの原因による。
第1は、08年9月のリーマン・ショック後の世界的な株価の急落だ。米国の対外資産に占める株式と直接投資の比率は、対外負債に占める同比率(つまり海外投資家の対米株式投資と直接投資)の比率よりずっと高い。その結

フローの赤字が持続しても対外純負債比率は安定化できる

果、世界の株価下落率が同じでも、米国の対外資産のキャピタルロスの方が対外負債の減少（海外投資家の損失）より大きくなる。

第2の原因は、リーマン・ショック後のドル相場の（対円を除く）ほとんど全ての主要通貨に対する急騰である。この時のドル急騰は名目実効相場ベースで10%以上のものだった（図1）。

なぜドル相場の急騰が米国のキャピタルロスになるのか。これは対外資産の50%以上は外貨（非ドル）建てである一方で、対外負債のほとんどはドル建てだからだ。通貨構成のこの非対称性の結果、ドル相場の上昇（外貨相場下落）は米国にとってネットでキャピタルロスとなる。

対外資産と負債のプラスの投資リターン格差は健在

以上の事情が分かれば、09年に投資リターン格差が再び大きくプラス（プラス6・5%）に転換している原因も分かるだろう。09年の世界的な株価の回復と名目ドル相場の反落が、米国に巨額のキャピタルゲインの回復をもたらしたのだ。08年の金融危機を契機に、米国のプラスの投資リターン格差は縮小、あるいは逆転に向かうと予想した論者もいるのだが、そのような事態が持続するためには、世界的な株価の下落とドル相場の上昇が持続する必要がある。そして現実はそのような方向には向かっていない。

単純化して言うと、米国の対外資産は株式投資と直接投資の比重が高く、国債や社債などの確定利回りの債券投資の比率は相対的に小さい。反対に対外負債（海外の対米資産）では、この比率が逆で債券投資に傾斜している。中国や日本をはじめ、海外政府がドルの外貨準備のほとんどを米国債などで保有していることも大きい。株式などのエクイティ

投資は、短期的には投資リターンの変動性が高いが、長期ではリスクプレミアム（の分だけ確定利回り債券のリターンを上回る。米国の対外ポジションのキャピタルゲインはこうした構図に支えられている）。

補足すると、インカム・リターンだけを取り出しても米国に有利な投資リターン格差が存在し、しかもその格差は表が示すように1・3%と安定している。この理由は、米国の対外直接投資のインカム・リターンが負債（海外資本の対米直接投資）よりも高いこと

でほとんど説明できる。

以上に述べた対外資産・負債の増加トレンドと米国に有利なプラスのリターン格差の存在を前提に、将来の対外ポジションを試算したものが、図2の「将来試算の想定その1、2、3」である。

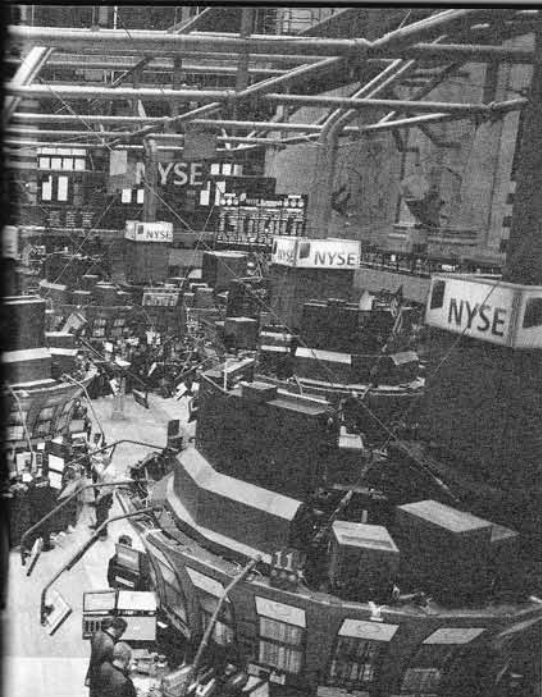
その1は、08年末を起点に将来20年間にわたって、①米国の貿易収支赤字（正確には貿易収支に経常移転収支を加えたもの）の名目GDP比率、②名目GDP成長率、③対外資産・負債総合リターン格差が過去20年の平均と同じと想定した場合である。驚くべきことに、17年には対外純負債から対外純資産に転じる。

その2は、その1の想定よりやや厳

しく、貿易赤字比率はマイナス4%に拡大、投資リターン格差はプラス3%に縮小するケース。名目GDP成長率も4・75%に低下させた。この場合、今後10年間ほど対外純負債のGDP比率は20%前後で安定化し、その後は次第に縮小、資産負債均衡に向かう。

その3は、さらに厳しい想定であり、その2の想定のうち、プラスの投資リターン格差を消滅させフラットにしたケースである。この場合は、貿易収支赤字に所得収支を加えたもの（つまり経常収支赤字）がそのまま対外純負債として累積し、純負債は発散コースをたどる。つまり持続不可能であり、「ドル危機」「米ドルの凋落」が現実的になるコースである。

以上から、米国が貿易、経常収支赤字を長期にわたって持続しても、赤字がGDP比でほとんどの範囲（その2の想定では貿易収支+経常移転収支がGDP比率でマイナス4%）にとどまり、対外資産・負債のポートフォリオの非対称性が生み出すプラスの投資リターン格差（その2のケースでプラス3%）が持続すれば、米国の対外純負債は安定化し得る、あるいは縮小することさえ十分現実的であることをご理解頂けたらう。これが「ドル危機」「ドル凋落」に対する代替シナリオであ



Bloomberg



米ニューヨーク証券取引所

る。

ところで、日本やユーロなど他の主要通貨国の対外資産・負債の投資リターン格差はどうなっているだろうか。これについては欧州中央銀行(ECB)が今年7月に発表したばかりの最新リポートで扱っている。

対外資産・負債が両建てで拡大する傾向は米国だけではなく、内外の資本移動を自由化している日本を含む主要国に90年代以降、共通して見られる。ただし、米国の対外資産・負債の間にあるプラスの投資リターン格差は、①米ドルが世界の外為市場で自由に売買できる国際通貨であり、かつ世界の基軸通貨である、②米国の金融資本市場が国際金融市場の中核にある、この2つの事実に基づいているとECBのリ

ポートは理解している。

従って、ユーロが米ドルに準じた基軸通貨の役割を広げるにつれ、ユーロ圏の対外資産・負債にも同様のプラスの投資リターン格差が生じると期待できるのではないか。これがECBリポートの問題意識の根底にあるようだ。

ところが、81年から08年の期間を見ると、インカム・

リターン格差がプラスの国は、米国がプラス1・27%、スイスがプラス1・06%、日本がプラス0・84%である一方、ユーロ圏はマイナス1・17%のマイナス格差である。さらにキャピタルゲインを含む総合リターン格差で見ると、米国がプラス3・08%、豪州がプラス1・07%、スイスがマイナス1・3%、日本がマイナス1・73%、ユーロ圏がマイナス1・91%となり、ユーロ圏は最もマイナス格差が大きい。

これは、ユーロの国際的な利用の拡大により、マクロ的なメリットを追求する観点からは失望的な結果と言わざるを得ない。それでもユーロ圏のインカム・リターンのマイナス格差は、00年代に縮小ないしは僅少ながらプラスに転じる兆しが見られることをリポー

トは指摘している。

「ドル危機」の可能性は低い

以上の事実と試算のドル相場への含意を最後に考えよう。長期的な時間軸での含意としては、米国経済は国内貯蓄率の長期にわたる大幅な上昇と経常収支赤字の黒字転換という厳しい調整を前提とせずとも、対外純負債比率のソフトランディング的な調整、安定化が可能であること示唆している。

この点で、ソフトランディングシナリオを脅かすリスク要因は、ドル相場の下落よりもむしろ過大評価が持続することである。現在のドル相場はそういう水準ではないが(図1の実質相場を参照)、将来再び過大評価水準が持続すれば、経常収支赤字の再拡大と対外ポジションのキャピタルロス拡大という2つの経路で米国の対外純負債が拡大する。

また、今回のような金融危機に伴った「ドル危機」が生じる可能性については、可能性ゼロとは言わないが、それを過度に心配する必要はないということだ。

実際、今回の金融危機は米国経済に起り得る最悪のケースのひとつだった。ところが、リーマン・ショック後

のドル相場は多くの論者の予想に反し、円以外の全ての通貨に対するドル急騰だった。これは、ドル急落を予想した多くの論者が、米国は世界最大の対外負債国(21・1兆ドル)であると同時に、世界最大の対外資産国(18・4兆ドル)でもあるという両建て構造の意味を十分理解していなかったからだ。

海外の投資家が、仮に1兆ドルの対米資産を売って本国に引き揚げれば(ドル売り)、米国の株式と債券価格は下落するだろうが、それは米国の投資家がグローバルに資産を売って本国に引き揚げる動きも同時に誘発し(ドル買い)、米国の対外マネーフローはバランスしてしまう。米国外のタックスヘイブン(租税回避地)に籍を置くヘッジファンドなどが、米ドル建て借入れを拡大し、グローバルなポートフォリオを展開しているケースも多い。この場合、ヘッジファンドは米国にとって非居住者なので、そのポートフォリオの縮小は非居住者のドル買い・外貨売りになり、米国の金融危機がドル高をもたらずパラドックスをもたらしたのだ。

世界最大の対外純資産国家でありながら低成長、低投資リターンにあえいでいる日本にとって、米国のしたたかな構造に学ぶ点は少なくない。

ユーロ圏の対外資産・負債の投資リターン格差はマイナス