



縮小基調を辿る米国の経常収支赤字

～ 経済成長率格差と米国の経常収支不均衡をめぐる真実～

(財)国際通貨研究所

経済調査部長・チーフエコノミスト 竹中正治

takenaka@iima.or.jp

要旨

「ドル離れ」「ドルの凋落」がしきりと話題になっているが、遅ればせながらも米国経常収支赤字の縮小傾向は鮮明になって来ている。現在のドル下落基調が継続すれば、今後2～3年で米国経常収支赤字は対GDP比率で目立った縮小を見る公算が高い。こうした変化は、ドル相場下落に加えて、米国経済成長率の鈍化と発展途上国を含む貿易相手諸国の相対的な高成長という成長率格差の変化から生じた「所得効果」によっても助長されていると一般には考えられている。80年代にも見られたこうした所得効果による米国経常収支調整が、米国の輸出増加、輸入抑制という形で現在短期的に作用していることは否定できない。

しかしながら、成長率格差変化による所得効果は、趨勢的要因としては90年代以降表面化しなくなっている。一般に受け入れられているイメージとは異なり、90年代以降の事実は、貿易相手諸国の経済成長率の米国に対する相対的な上昇傾向と米国の貿易赤字の拡大の並存である。本レポートでは、この逆転現象は米国の対外直接投資の増加による貿易相手国への生産の移転によって生じたものであること、また所得効果よりも直接投資による生産の海外シフトの効果の方が米国の経常収支動向に大きな影響を与えていることを示す。同時に、米国の経常収支不均衡の中期的将来推計を行う。

【足元で進む経常収支赤字の縮小】

12月17日に発表された米国第3四半期の経常収支赤字は1784.5億ドル(19.6兆円)となり、前年同期比で17.9%の減少となった。仮に第4四半期の経常収支赤字も前年同期比で10%程度減少すると見込むと、2007年通年の経常収支赤字の対GDP比率は5.3%程度となり、2006年の6.1%から大きく縮小する(第3四半期のみと同比率は5.1%である)。(図表1参照)

一般に経常収支不均衡の調整は、為替相場の変動による効果(為替相場効果、あるいは価格効果)と貿易相手諸国との内需成長率格差による効果(所得効果)によると考えられている。ここで言う所得効果とは、正確に言うならば、自国でのGDP潜在成長率よりも低い内需成長率、あるいは貿易相手諸国でのGDP潜在成長率よりも高い内需成長率、もしくはその双方が同時に生じる場合

に、自国の経常収支赤字の縮小、あるいは黒字の増加がもたらされるものである。

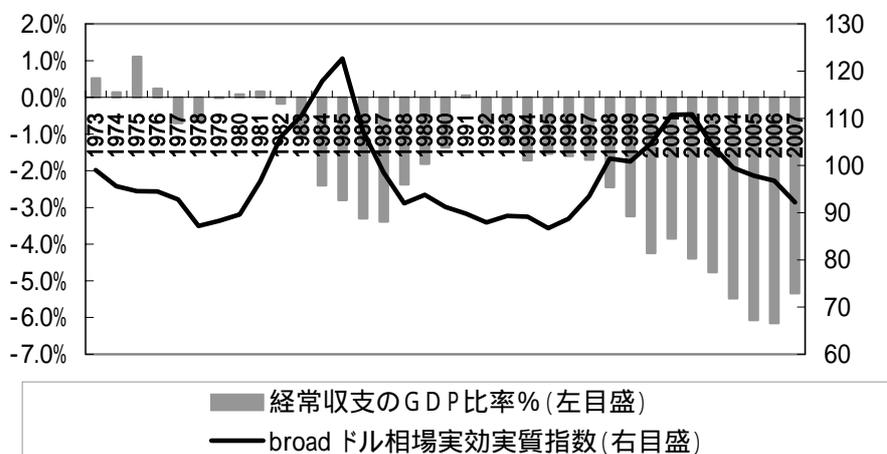
現在の米国の経常収支調整は、ドル相場の全般的な下落のみならず(為替相場効果)、住宅不況とサブプライム危機の影響で米国経済の内需がスローダウンする一方で、貿易相手諸国の経済成長率(内需成長率)が比較的高い水準を維持していることによる所得効果により助長されていると一般には考えられている。

確かに 2007 年 1-9 月の対前年同期比での経常収支赤字減少額 590 億ドルの内、財の貿易赤字縮小による部分は 56.1%、サービス貿易収支による部分は 32.6%を占める。とりわけ財とサービスの輸出の伸びが顕著である(財輸出の前年同期比増加率 + 12.0%、サービス輸出同 + 12.1%、財輸入同 + 4.1%、サービス輸入同 + 7.2%)。更に財の輸出で伸びの大きなカテゴリーは生産財と資本財であり、途上国での建設を含む固定資本投資の急速な需要拡大に牽引されていると考えられる(図表2)。

生産財の輸出増加の上位品目は、工業用金、有機化学品、プラスチック製品、鉄鋼製造中間財など、同様に資本財の輸出増加上位品目は、民生用航空機、産業用機械、原油採掘関係装置、掘削機械などである。一方、半導体輸出は同マイナス 9.5%、コンピューターソフト同マイナス 19.3% となっており、IT ブーム期とは大きく異なる点が興味深い。

図表 1

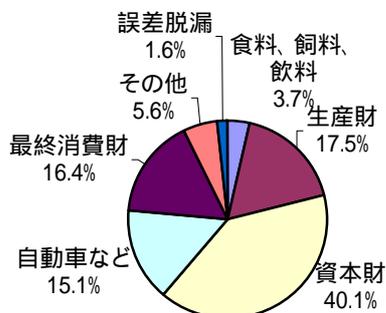
米国の経常収支(対GDP比率)と実質実効ドル相場指標
(2007年の経常収支は見込み)
(ドル相場指標は11月までの年間平均)
2007年12月直近時点のドル相場指数: 87.99



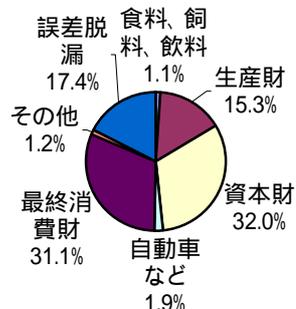
データ: 米国商務省、FRBデータより筆者作成

図表 2

米国のカテゴリー別実質輸出
2007年1-10月対前年同期比の増加額
637億ドルの内訳



米国のカテゴリー別実質輸入
2007年1-10月対前年同期比増加
259億ドルの内訳



データ: 米国商務省

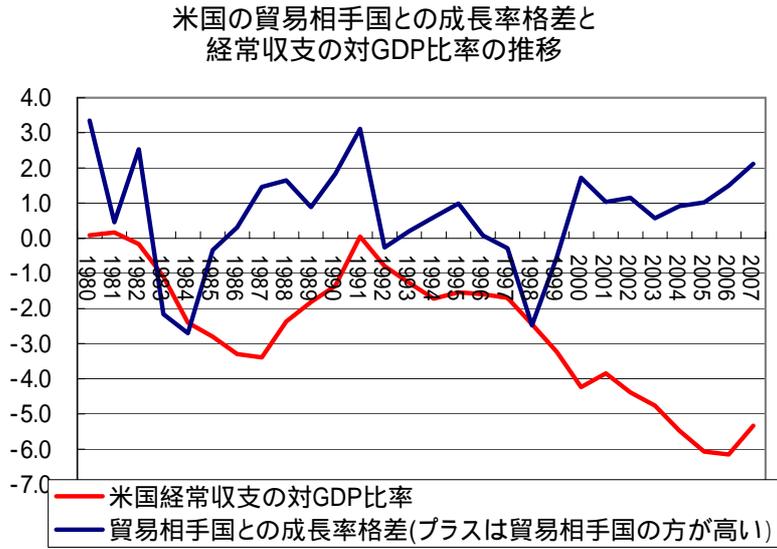
【米国経常収支赤字拡大と貿易相手諸国に対する相対的経済成長率低下のパラドックス】

ところが、中長期的な時間軸で見ると、80年代に典型的に見られた経常収支の不均衡調整における所得効果は、実は90年代以降には見られない。図表3は、米国の経常収支の対GDP比率、貿易相手諸国の貿易シェアで加重平均した実質GDP成長率と米国の実質GDP成長率の格差を示したものである。プラス値は貿易相手諸国の成長率の方が米国より高い状態を示す。(貿易シェアにはFRBのドル実効相場指数“broad”算出に使用されるウエイトを使用した。)

図表3が示す通り、90年代末以降、現実には生じている変化は、「貿易相手諸国の実質GDP成長率 > 米国の実質GDP成長率」という形での格差の趨勢的な拡大と米国経常収支の赤字拡大トレンドである。言うまでもなく、これは所得効果から単純に導かれる結果とは逆の現象である。更に図表3-1と3-2は80年以降の成長率格差を横軸、米国の経常収支赤字(対GDP比率)を縦軸にとり、各年の値を示したものである。

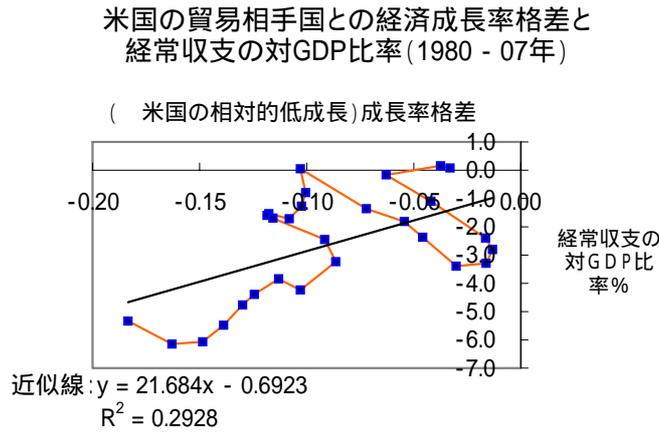
成長率格差: 1979年の米国と貿易相手諸国(加重平均ベース)の実質GDPを100と置いて指数化し、[各年の米国実質GDP指数 / 貿易相手諸国の実質GDP指数]の値を対数表示した。横軸はマイナスの値が大きいほど米国の実質経済成長率が相対的に低い(=貿易相手諸国の成長率が相対的に高い)ことを示している。例えば、-0.10から-0.15に0.05減少することは、その期間、累積で米国の成長率が貿易相手諸国の成長率を5%下回ることを意味する。また、正確に所得効果を計測するためには実質GDPではなく、「内需」を基に計測すべきであるが、GDPの内需比率は安定していると見て、内需変化 = GDP変化と見立てている。

図表 3

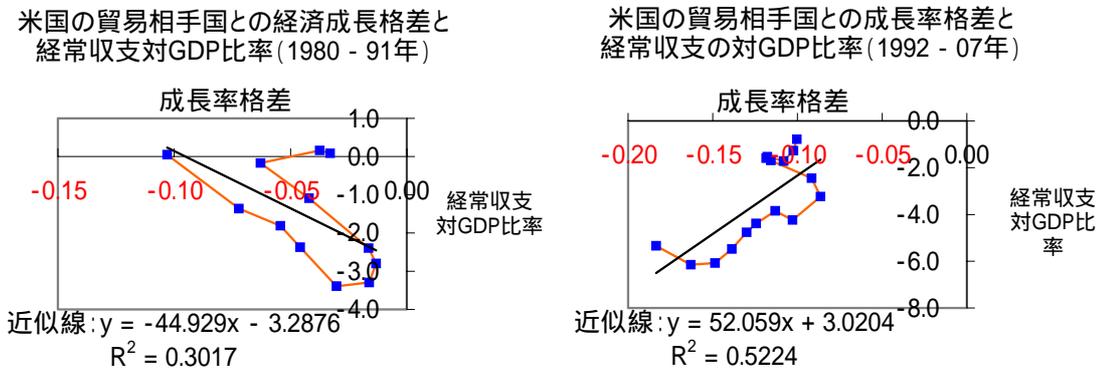


データ: 米国商務省、F R B、IMF World Economic Outlook Dataより筆者作成

図表 3 - 1



図表 3-2



データ: 米国商務省、F R B、IMF World Economic Outlook Dataより筆者作成

図表 3-1 と 3-2 が示す通り、80 - 91 年の期間と 92 - 07 年の期間では、成長率格差と米国経常収支赤字との相関関係が完全に逆転している。すなわち、80 年代には貿易相手諸国に対する米国の成長率の相対的な低下（米国経常収支赤字の縮小（逆は逆）という相関関係が見られた。ところが、90 年代以降では米国の貿易相手諸国に対する経済成長率の相対的な低下と経常収支赤字の趨勢的な拡大が同時進行し、80 年代の相関関係とは係数の正負が逆転している。

この事実は、90 年代後半以降、米国の経済評論家や政治家らがグローバル・インバランス問題でよく口にしてきた言説、すなわち「米国の経常収支赤字の拡大は米国が貿易相手諸国よりも高い経済成長率を実現している結果である」という主張が、「都合の良い虚構」であることを物語っている¹。

【成長率格差と経常収支不均衡の変化はなぜ 90 年代以降に逆転したのか？】

では、所得効果からのこうした逆転現象は 90 年代以降になぜ生じたのであろうか？ 従来から、ドル相場下落や成長率格差の変化が米国の経常収支を十分に縮小させない要因として、米国と貿易相手諸国の所得に対する輸入弾力性の相違が指摘されてきた。すなわち、米国の所得に対する輸入弾力性は貿易相手諸国よりも高く、経済成長率に格差がなくても、米国の輸入は増加（貿易相手諸国は輸出が増加）してしまう傾向があるという指摘である。しかし、この点が事実であっても、それで説明できるのは経済成長率格差が経常収支不均衡を縮小する方向に変化した場合の効果の減少までであり、逆転現象は説明できない。

ひとつ考えられる説明として、貿易相手諸国の潜在経済成長率が趨勢的に米国を上回って上昇しているならば、実績値としての成長率格差における「貿易相手諸国 > 米国」の趨勢的な変化と米国貿易赤字の趨勢的な拡大が並存し得る。

本稿が指摘するこのパラドックスは、90 年代以降に米国から貿易相手諸国（特に発展途上国）への直接投資が一層拡大し、米国の製造業の生産能力が貿易相手諸国に大規模に移転した結果であると考えられる（米国の対外直接投資残高の推移は末尾の図表 7 参照）。対外直接投資の増加は、米国にとっては配当や利息の形で将来の所得収支の受取りを増やす効果もある。しかし、それ以上に資本と技術の移動を伴って米国の生産能力が相手諸国に移転する場合、相手諸国での経済成長率の上昇と米国への輸出の増加（＝米国の輸入の増加）を同時にもたらす。従って、この仮説は上記の「貿易相手諸国の潜在成長率の趨勢的な上昇」という説明を包含するものでもある。

また、80 年代に典型的な所得効果が見られた原因は、当時の米国の主要な貿易赤字対象国だった日本や西ドイツの対米輸出増加が、米国からの直接投資ではなく、これら諸国の自前の資本と企業によるものだったことであることを考えれば納得できる。

おそらく 90 年代以降の現実は、所得効果が消えてしまったというよりは、所得効果は働いているのだが、直接投資の増加により、それによる生産能力の移転効果の方が大きくなったので、単純な成長率の比較からは計測できなくなったと考えるべきであろう²。

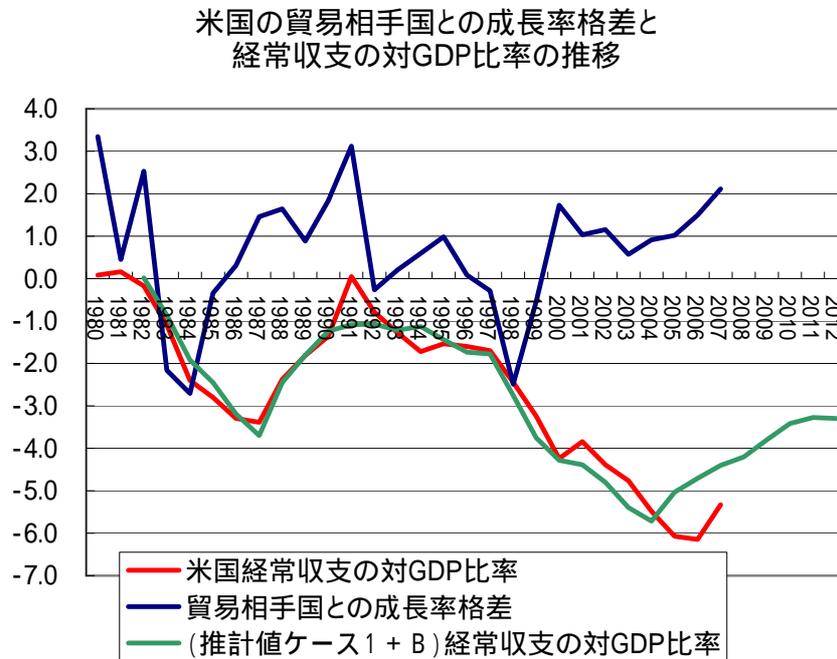
¹ この種の俗流経済解説の例としてひとつだけあげると、Business Week (August 23, 2003) “Stronger demand will lift imports as weakness abroad pummels exports.”

² この仮説の十分な検証にはマクロ的なアプローチに加えて直接投資に関わる米国産業構造の変化、米系

【米国経常収支赤字動向の推計】

こうした認識を念頭に置いて、変数X1:米国と貿易相手諸国のそれぞれの潜在成長率からの実質 GDP 成長率の乖離(所得効果)、変数X2:実質実効ドル相場(為替相場効果)、変数X3:米国の対外直接投資残高の変化、これら3つを独立変数に置き、米国の経常収支(対 GDP 比率)を従属変数(被説明変数)とした回帰分析を行った(図表4)。決定係数 R^2 は0.906となり、かなり高い値となる。P-値も十分に低く、この推計は有意である(ただし上記の所得効果に関わる変数X1のP-値がやや高めで有意性が低い。この点は後述)。グラフに表示した通り、緑線で示した推計値はかなり忠実に実績値をなぞっている(2008年以降の推計値は後述する将来推計)。

図表4



データ:米国商務省、FRB、IMF World Economic Outlook Dataより筆者作成

企業の行動などセミマクロ、ミクロのレベルでの分析が必要かもしれない。この点で末尾の参考文献が興味深い。

推計結果

回帰統計	
重相関 R	0.952217
重決定 R2	0.906718
補正 R2	0.893392
標準誤差	0.005674
観測数	25

分散分析表

	自由度	変動	分散	観測された分散比	有意 F
回帰	3	0.006573	0.002191	68.04103	5.52E-11
残差	21	0.000676	3.22E-05		
合計	24	0.007249			

	係数	標準誤差	t	P-値	下限 95%	上限 95%	下限 95.0%	上限 95.0%
切片	0.2657	0.071987	3.690939	0.001357	0.115995	0.415406	0.115995	0.415406
X 値 1	-0.17798	0.08059	-2.20839	0.038469	-0.34557	-0.01038	-0.34557	-0.01038
X 値 2	-0.07791	0.016324	-4.77302	0.000103	-0.11186	-0.04397	-0.11186	-0.04397
X 値 3	-0.02772	0.003605	-7.68986	1.54E-07	-0.03522	-0.02023	-0.03522	-0.02023

推計式： $Y=0.2657-0.17798(X1)-0.07791(X2)-0.02772(X3)$

Y：米国経常収支の対 GDP 比率

X1：Log（（米国の GDP 実績値 / 米国の潜在 GDP） / （貿易相手諸国の GDP 実績値 / 貿易相手諸国の潜在 GDP））

GDP（実質）は 1979 年水準を 100 として指数化した。

潜在成長率は 80 年から 06 年までの実績値から線形近似した値を使用した。

X2：Log（FRB 実質実効ドル指標）

X3：Log(対外直接投資残高) historical cost

更に以下の 4 通りの想定を置いて 2008 年から 12 年までの経常収支(対 GDP 比率)の推計を行った。

図表 5

推計の想定と結果			2008年	09年	10年	11年	12年
想定	実質 GDP 成長率	米国	2.2	2.7	3.0	3.0	3.0
	%	貿易相手諸国	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2
	実質実効ドル相場	ケース 1	-5.0	-2.0	0.0		
	対前年平均比%	ケース 2	-10.0	-5.0	0.0		
推計結果	米国の対外直接投資残高前年比伸び率%	ケース A	11.8	11.8	11.8	11.8	11.8
	経常収支対 GDP 比率%	ケース B	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
	ケース 1 + A		-4.6	-4.2	-4.0	-4.0	-4.2
	ケース 2 + A		-4.5	-4.2	-3.6	-3.4	-3.5
	ケース 1 + B		-4.2	-3.8	-3.4	-3.3	-3.3
	ケース 2 + B		-4.2	-3.8	-3.0	-2.6	-2.6

米国の実質 GDP 成長率は 2008 年に 2.2% に鈍化した後、2010 年に長期趨勢的な潜在成長率と考えられる 3% を回復すると想定、また貿易相手諸国の成長率は 2007 年までの過去 5 年間の平均が継続すると想定している。

実質実効ドル相場の変化と経常収支赤字の対 GDP 比率の変化は、年間平均ベースで見ると、ドル相場の変化が 2 年のタイムラグを伴って経常収支に変化を与えると想定した場合に最も相関

度が高まるので、2期ずれベースで推計した(2011年と12年にドル相場変動の想定がblankになっているのは、2期ずれ推計のため、両年のドル相場は推計結果に影響を与えないからである)³。73年以降の変動相場制の歴史の中で最も下落率が大きかったのはプラザ合意翌年の86年の12.5%であり、ケース2が想定する2008年の実質実効ドル相手を前年比10%の下落は86年に次ぐ下落率である。

対外直接投資残高(historical cost base)変化は、過去10年間の年間平均伸び率が11.8%であり、ケースAはこれが継続する場合、ケースBでは伸び率が約半減して6%になる場合を想定している。

【意外に小さい所得効果と影響度の高い対外直接投資残高の変化】

図表5に示した4通りの想定の違いにより、相応開きはあるものの、推計結果は2010年までに経常収支赤字の対GDP比率は3%から4%まで縮小することを予想している(過去の年間ピークは2006年の6.1%)。

また、3つの変数の中では、所得効果(変数X1)の影響度が最も小さく、例えば2008年の米国GDP成長率が2.2%から1.2%に下がっても、同年の経常収支赤字の対GDP比率は4.21%から4.06%にわずか0.15%しか縮小しない(ケース1+Bの場合)。一方、為替効果(変数X2)と直接投資残高変化(変数X3)の影響度は相応に大きい。対外直接投資残高の伸び率が年率6%と過去10年の平均値から半分に減速する場合(ケースB)は、比較的穏やかな下落基調をドル相場がたどる場合(ケース1)であっても、2010年には経常収支赤字比率は3%前半となり、2006年の6.1%の半分近い水準まで縮小する(ケース1+B)。前掲図表4に表示した2008年以降の予想推計値はこのケース1+Bを表示してある。

一方、こうした90年代以降の対外直接投資増加のトレンドに大きな変化がないとすると、(所得効果は小さいので)米国の経常収支赤字の調整はドル相場の下落のみに依存したものとならざるを得ない。従って、不均衡の調整に要するドル相場の下落幅は80年代後半よりも相対的に大きなものになる可能性が高まる。

その場合、ドル相場の大幅下落に誘発された金融・資本市場の調整が实体经济に大きな混乱を与えるほどのものになるかどうかは、意見が分かれる。実際、80年代後半の急速なドル相場の下落局面で、株価の突発的な暴落、ブラックマンデー(1987年)はあったものの、同時期に米国経済は概ね3%程度の経済成長を継続したことを想起しておこう。この点で、米国エコノミストには楽観論が多い(末尾参考文献 参照)。ただし「米国エコノミストの楽観論」は、今回のサブプライム危機で米国の金融ビジネス以上に信用を失墜している点が気になる。

最後に言い添えると、本稿の推計期間である2012年までの時間軸では、米国の経常収支赤字はGDP比で大きく縮小するものの、黒字にはならない。しかし、それは米国の純対外債務が膨張・発散コースを辿ることを必ずしも意味しない。米国の対外債権と債務の間にある大きな利回り格差(債権利回り>債務コスト)、並びにドル相場下落を含む価格変化により米国にもたらされるマクロ的なキャピタルゲインを勘案すれば、経常収支が均衡化しなくとも米国の対外純債務残高はGDP比率で安定化し得る。この点については以下の別件レポートをご参照頂きたい。

³ 四半期ベースで計測するとラグは2年よりやや短い可能性がある。末尾参考文献 参照。

図表6

Table A. Direct Investment Positions on a Historical-Cost Basis, 1982–2006

Yearend	Billions of dollars		Percent change from preceding year	
	Outward position ¹	Inward position ²	Outward position ¹	Inward position ²
1982	207.8	124.7		
1983	212.2	137.1	2.1	9.9
1984	218.1	164.6	2.8	20.1
1985	238.4	184.6	9.3	12.2
1986	270.5	220.4	13.5	19.4
1987	326.3	263.4	20.6	19.5
1988	347.2	314.8	6.4	19.5
1989	381.8	368.9	10.0	17.2
1990	430.5	394.9	12.8	7.0
1991	467.8	419.1	8.7	6.1
1992	502.1	423.1	7.3	1.0
1993	564.3	467.4	12.4	10.5
1994	612.9	480.7	(³)	(³)
1995	699.0	535.6	14.1	11.4
1996	795.2	598.0	13.8	11.7
1997	871.3	681.8	9.6	14.0
1998	1,000.7	778.4	14.8	14.2
1999	1,216.0	955.7	21.5	22.8
2000	1,316.2	1,256.9	8.2	31.5
2001	1,460.4	1,344.0	10.9	6.9
2002	1,616.5	1,327.2	10.7	-1.3
2003	1,769.6	1,395.2	9.5	5.1
2004	2,124.8 ^r	1,520.3 ^r	20.1	9.0
2005	2,135.5 ^r	1,594.5 ^r	0.5	4.9
2006	2,384.0 ^p	1,789.1 ^p	11.6	12.2

p Preliminary

r Revised

1. U.S. direct investment position abroad.

2. Foreign direct investment position in the United States.

3. The direct investment positions reflect a discontinuity between 1993 and 1994 because of the reclassification of intercompany debt between parent companies and affiliates that are nondepository financial intermediaries from direct investment to other investment accounts.

出所：米国商務省“Direct Investment Position in 2007”

参考文献

「米国経常収支と米国産業の構造変化に関する調査」

(財)国際金融情報センター、2006年3月

Sebastian Edwards, “Is the U.S. Current Account Deficit Sustainable? And If Not, How Costly Is Adjustment Likely to Be?” NBER, March 2006

(<http://www.nber.org/papers/w11541>)

Hilary Croke, Steven B. Kamin, and Sylvain Leduc, “Financial Market Developments and Economic Activity during Current Account Adjustments in Industrial Economies” February 2005, FRB (<http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2005/827/ifdp827.pdf>)

Marilyn Ibarra and Jennifer Koncz, “Direct Investment Positions for 2006” Commerce Department, July 2007

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいませよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。