

急拡大する米国経常赤字の動向と為替調整

経済調査部門 土肥原 晋
doihara@nli-research.co.jp

はじめに

米国経済の課題として、経常赤字問題が取り上げられて久しいが、実態は、今なお急速な拡大を続けており、2004年は6,681億ドル、GDP比5.7%（2004年）に相当するなど、歴史的に見ても突出した水準にある。

半面、米国の貿易相手国にとっては経常赤字につながっているわけで、世界経済への「貢献」も見逃せず、米国の景気動向が世界経済に与える影響は従来にも増して大きくなっている。本稿では、米国の経常赤字拡大の背景と為替面への影響について検証を試みた。

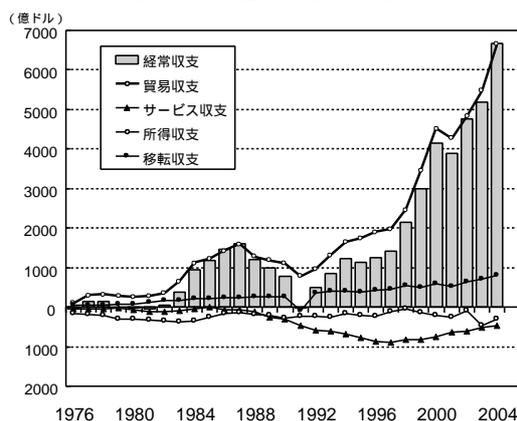
1. 拡大する経常赤字

(1) 経常赤字拡大の主要因

経常収支を構成する収支別の推移を見ると、大部分を貿易赤字が占めており、また、ほとんどの年次において貿易赤字が経常赤字を上回っている。その他では、移転収支の赤字が年々増大しており、サービス収支は黒字ながら横直し、所得収支の黒字は縮小気味に推移、等の動きを見せているが、経常赤字全体への影響は大きくない。このため、経常赤字増大の主要因は、貿

易赤字の拡大に帰すると言え、以下では貿易収支を中心にその動向を見ていく（図表 - 1）。

図表 - 1 経常収支の内訳



(資料) 商務省

(2) 貿易収支の動向

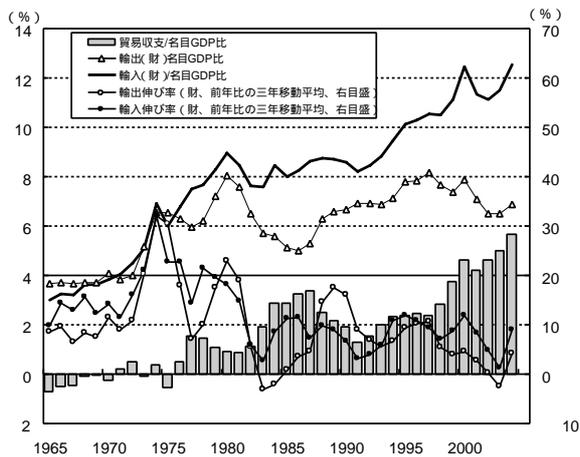
輸入の伸びに追いつかない輸出

米国の貿易赤字の過去の推移を辿ると、70年代前半までは貿易黒字の年も見られたのであるが、1976年に輸入が輸出を上回る（国際収支ベース）とその後一度も逆転することなく現在に至る。また、92年に輸入の伸び率が輸出を上回ると、その後95年と97年を除いてこの状態が続くこととなる。つまり、もともと金額の大きい輸入の伸びが輸出の伸びを上回り、その差額である貿易赤字は年々拡大を続けたのである。この結果、1976年には僅差であった輸出入は、

2004年には輸出が輸入の54.8%、2005年（1～3Q累計）は53.7%と、その差は2：1に接近しつつある。

輸出が輸入の半分になると、既に輸出額の86%（2005年1～3Q累計）に相当する貿易赤字額が、輸出額に並ぶこととなる。この場合、仮に輸出の伸びが輸入の2倍の伸びを見せても、現在と同規模の貿易赤字額が続くこととなる。しかし、現状は、前記のとおり、輸入の伸びが輸出を上回る状況が常態化しており、経済・貿易の構図に相当の変化が生じない限り、貿易赤字額の増加が続く可能性が強い（図表 - 2）

図表 - 2 貿易（財）収支の推移（年別）



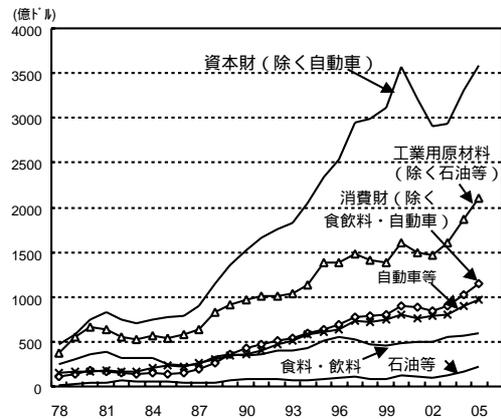
（資料）商務省

貿易収支の財別推移

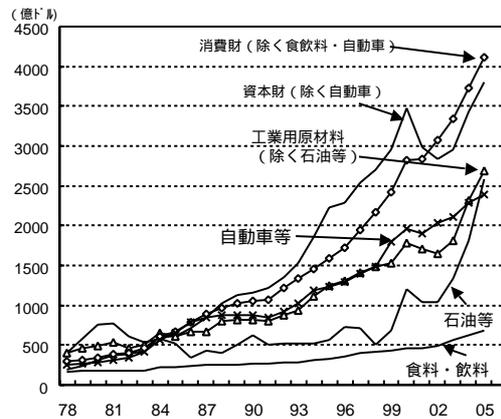
次に、輸出入の財別内訳を見ると、輸出については、資本財（自動車を除く）が最大の項目であるが、2001年のリセッションで急減少し、その後、2004年に以前のピークを回復した。一方、資本財の輸入も同様に減少した後、近年は増加が著しく、資本財収支は2003年以降赤字に転落した。また、規模は大きくないが、資本財同様に長年黒字を続けていた食料・飲料も2002年以降は赤字に転落し、その後も赤字額を増加させている。なお、資本財に続く輸出品である工業用原材料も同様で、結局、これまで黒字だ

った主要品目が軒並み赤字に転落している（図表 - 3～5）

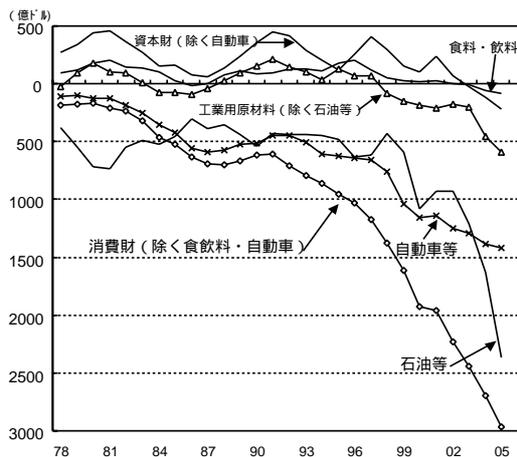
図表 - 3 財別輸出の推移（年別、億ドル）



図表 - 4 財別輸入の推移（年別、億ドル）



図表 - 5 財別貿易収支の推移（年別、億ドル）



（資料）以上、商務省、セザバース、2005年は実績見込み

一方、輸入面に注目すると、2001年のリセッション時に減少した資本財に代わり、消費財（除く食飲料・自動車）が首位にある。消費財

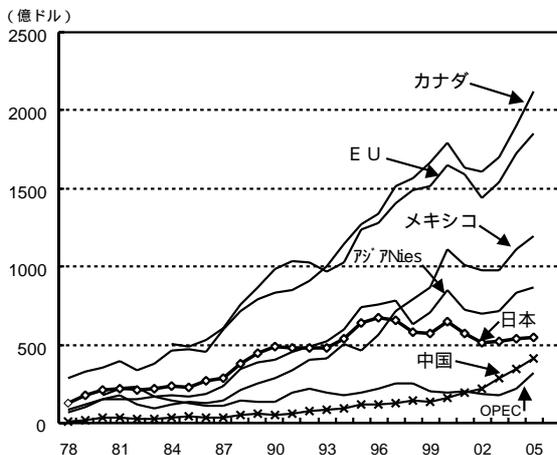
は輸出の規模が小さいため、赤字額においても、80年代半ばに石油輸入を上回った後、首位を続けている。消費財に次ぐ赤字額は石油等であるが、近年は、価格高騰により輸入額が急増しており、消費財と並んで貿易赤字拡大要因の筆頭に挙げられる。なお、石油に続く赤字額は自動車であり、伸び率は大きくないものの着実な赤字拡大を見せている。

地域別貿易収支の推移

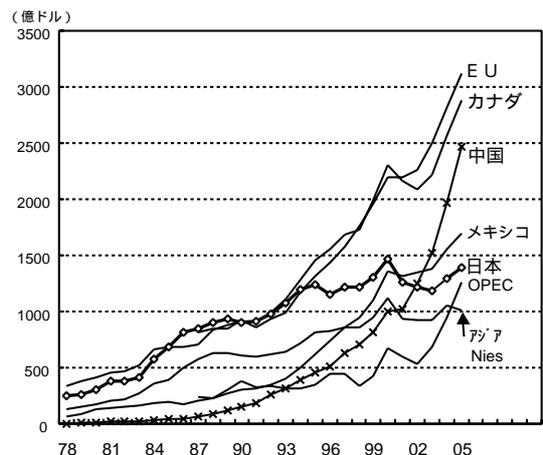
国・地域別輸入先で上位にあるのはEU、カナダ、中国、メキシコである。しかし、カナダ・メキシコは北米自由貿易協定（NAFTA）の施行（94/1）により、輸入だけでなく米国からの輸出も伸びており、対米黒字額では日本を下回る。

一方、対中貿易では、輸出が小規模な反面、輸入が急拡大している。対中赤字は、長年首位にあった日本を2000年に上回ると、その後も急拡大して2005年には対日赤字額の2倍を越え、2000億ドルに達したと見られる。なお、対中輸入品目では、電化製品、玩具、シューズ等の消費財が中心だが、日用品等の消費財は景気の波を受けにくいこともあって一貫した輸入増を見せており、今後も増加を辿ると見られる（図表 - 6 ~ 8）

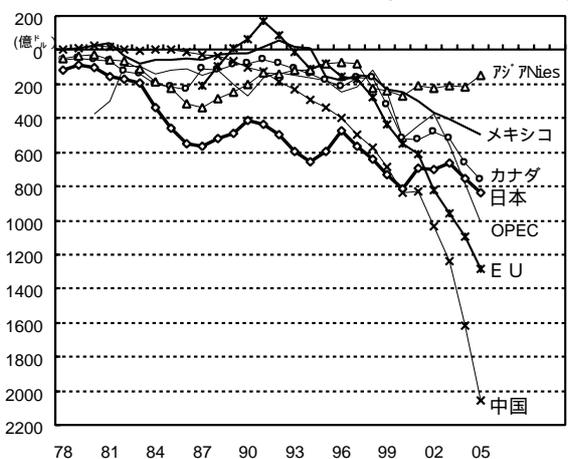
図表 - 6 国別貿易財の輸出先の推移
（年別、億ドル）



図表 - 7 国別貿易財の輸入の推移（年別、億ドル）



図表 - 8 国別貿易財収支の推移（年別、億ドル）



（資料）以上、商務省、セゾン・ス、2005年は実績見込み

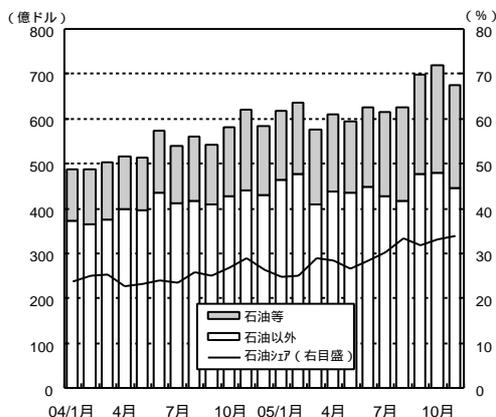
（3）最近の貿易赤字急増の主要因

中国以外の対米黒字国・地域ではOPECの急伸が目立つが、やはり原油価格高騰の影響が大きい。原油価格はこれまでの一時的な高騰時と異なり、中国・インド等の今後の石油大消費国の台頭を背景に、高止まりの予想が多くなっており、今後も米国の貿易収支を圧迫しそうだ。

なお、2005年の1～11月までの累計貿易赤字（サービス含む）は6,618億ドルに達し、過去最高を記録した2004年の年間貿易赤字6,176億ドルを既に上回っている。最近の赤字増は、原油価格の高騰と中国からの輸入増による所が大きい。1～11月までの石油等の輸入額は、前年同期比で+39.9%増に達し、石油等の赤字額は1

～11月までの貿易赤字額（サービス除き）の29.6%を占めている（図表 - 9）

図表 - 9 貿易(財)収支中の石油収支シェア(月別)



(資料) 商務省、セサベース、季節調整済

また、国・地域別の貿易収支では、2005年（11月まで）の対中赤字は1,853億ドル（セサベース、サービス除き）と貿易赤字の26.4%を占めた。国別では第二位の対日赤字759億ドルの2.4倍にあたり、依然、際立った突出を見せている。

このため、当面の対処策としては、最近の貿易赤字拡大の主要因である対中赤字と石油輸入の拡大を抑制することとなろう。米国としては、昨年7月の中国の2%幅の為替調整に満足しているわけではなく、更なる要求を強めていくと思われる。中国は、既に外貨準備では世界最大級となっており、対ドルレートに固定に固執する理由も以前ほど強くないため、今後は段階的に元レートの調整が進むこととなろう。

一方、石油問題は直ぐには解決できない。価格低下があればベストであるが、将来的な原油価格の先高見通しは、以前より強まっている。このため、米国政府は、これまでのアラスカ等での原油開発、水素等のクリーンエネルギー開発、等の中長期的対策に加えて、ハイブリッド車への資金援助等、より身近な政策にも乗り出している。

2. 貿易収支悪化の構造的な背景

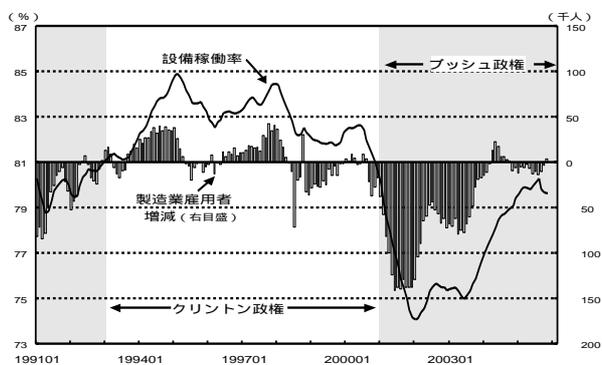
(1) グローバリゼーションの進行

米国のグローバリゼーションの流れは、2001年のリセッションにより加速したと思われる。不況下でのコスト競争の激化により、米国企業は生産コストの低下を求めて海外へ進出し、また、労働コスト集約的な消費財を中心に海外へのアウトソーシングを進めたが、それがNAFTA締結国や中国等への生産拠点の移行を加速した。

特に製造業では、2001年のリセッション以降も雇用減が続き、その後の生産・稼働率回復の中でも雇用はほとんど増加していない。このため生産性は向上したものの、労働集約的な消費財は、海外への生産拠点移行が進み、消費財を中心に貿易赤字は拡大を見せた。また、消費財の輸入先が主に中国であったため、対中赤字の拡大が急増した。

こうした輸入品については、今後、中国の所得向上により労働コストが上昇しても、別のコストの安価な国からの調達に切り替えられ、米国における海外からの調達構造は基本的には変化しないと思われる。

図表 - 10 製造業の雇用と稼働率の推移(月別)



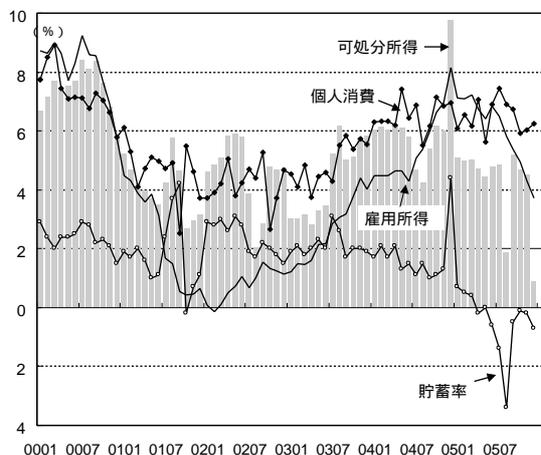
(資料) FRB、労働省、稼働率・雇用とも3ヵ月移動平均

(2) 過剰な消費構造

2001年のリセッション後、大型減税の実施にもかかわらず、雇用回復の遅れもあって、景気はなかなか芳しい回復を見せなかった。このため、米国では、2003年に再減税（中身は2001年の減税スケジュールの前倒しを中心だったが）を行うとともに、デフレを警戒した金融緩和が進められて政策金利は1%に引き下げられ、長期金利も一時4%割れを見せるなど歴史的な低水準となった。この影響で、住宅ローン金利が低下し、住宅価格が上昇したのであるが、このことが既存の住宅ローン保有者の低金利住宅ローンへの乗り換え（リファイナンス）需要を喚起し、家計は、利払い負担を大きく削減することに成功した。

また、リファイナンスやホームエクイティローン（住宅担保ローン）を利用して、住宅価格上昇による担保余裕分でローンの借り増しを行った家計も多く、そうした家計では、多額のキャッシュを手にした。リセッション後、家計が、雇用減で減速した可処分所得を上回る消費を続け、景気を下支えしてきたのは、こうした背景があったからである。ただし、高水準の消費支出が続いたため、最近では、貯蓄率のマイナスという異常な状況が続いている（図表 - 11）。

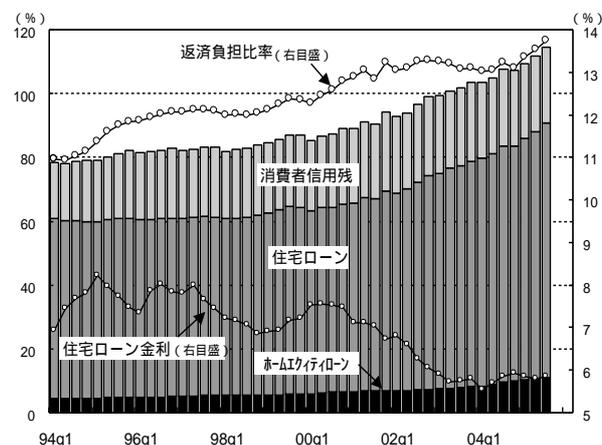
図表 - 11 可処分所得を上回る最近の消費支出



(資料) 商務省、前年同月比

一方、上記のように、家計が様々な手段で負債を膨らませてきたため、対可処分所得比で見た家計の負債比率は上昇を続け、景気回復に入る直前の2001/3Qの91%から、2005/3Qには115%へと24%ポイントも上昇した。この間、金利の低下と住宅ローンのリファイナンスにより、借入増の中でも対可処分所得比の返済負担率は横ばいに留まっていたが、2004/1Qに住宅ローン金利がボトムをつけた後は、一転、上昇を見せており、今後、過剰な消費にもブレーキがかかりそうである（図表 - 12）。

図表 - 12 家計負債の対可処分所得比の推移



(資料) 米国商務省、F R B、四半期別

3. 経常赤字と金融バランス

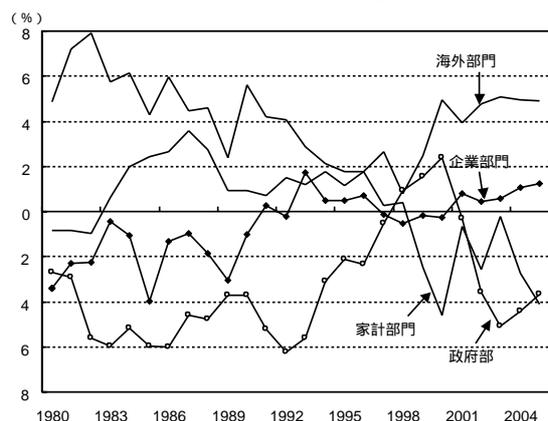
上記のような過剰消費と経常赤字の資金的な構図は、部門毎の金融バランス(資金過不足表に該当)を見ると分かり易い。各部門の資金過不足状況は、金融投資と負債の差額である金融バランスによって示され、経常赤字は、海外部門の資金余剰となって現れる。以下では、この金融バランスを中心に海外部門の役割を確認したい。

(1) 90年代後半に様変わりした金融バランス
ブッシュ政権になってから、財政赤字が急拡

大し、双子の赤字状態が再現されたため、経常赤字が注目されたのもこの時期に入ってからのこととされる。しかし、部門毎の金融バランスを見ると、90年代後半に大幅な変化が見られる。この時期は、米国ではニューエコノミーと言われるインフレなき成長を謳歌し、4%台の高成長を続けていた。活発なIT投資で企業部門は資金不足となり、失業率の低下もあって消費は堅調で、長年にわたり資金余剰部門であった家計部門が、1999年には資金不足に陥った。こうした資金不足を支えたのが、歳入増で黒字転換を果たした政府部門と海外からの資本流入であった。

その後、リセッション入りとなり、ストック調整下で企業は資金余剰に転じ、財政は再び資金不足に陥ったのであるが、こうした中でも変わらなかったのが、家計の資金不足と海外の資金余剰である。この家計と政府の資金不足を、海外と企業の資金余剰で補う金融バランスは、現在に至るまで続いており、家計が、資金調達部門である企業に資金供給するという伝統的構図は、すでに、この時期に逆転していたのである。

図表 - 13 部門別金融バランス(対名目GDP比)



(資料) FRB、商務省、年ベース、2005年は3Qまで

(2) 再現された「双子の赤字」

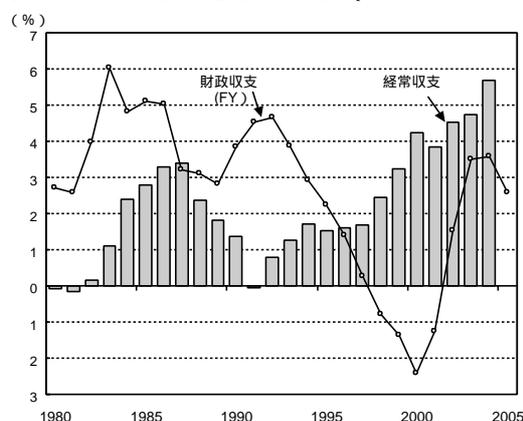
一方、海外部門と政府部門に注目すると、政府の赤字を海外が補う形が窺える。ブッシュ政権になると、リセッション入りにより歳入が減

少したが、これに二度にわたる大型減税が拍車をかけた。また、2001年にテロ攻撃を受けた後、アフガニスタンやイラクに進攻したことにより、国防費を中心に歳出が増加した。このため、クリントン政権下で一時黒字となった財政収支が赤字に転じ、90年以降増加を続けていた経常赤字とともに、2003年には名目GDPの3%を超え「双子の赤字」が再現されたのである(図表-14)。

しかし、今回の「双子の赤字」を80年代と比較すると、経常赤字の増加が著しく、財政赤字の規模を大きく上回る点で相違を見せている。80年代の経常赤字のピークは名目GDP比で87年の3.4%であったが、今回、2004年には同5.7%に達している。半面、財政赤字は83年度の同6.0%をピークに今回は2004年度の同3.6%に留まった。(2005年度は同2.6%に低下後、2006年度は同3.2%とハリケーンの影響等で増加が予想される。)

このため、今回の財政・経常赤字についても、「双子の赤字」としては80年代と匹敵する規模でありながら、海外からの資金流入を企業と政府が取り合って高金利を招いた当時とは様変わりの資金状況にある。米国への資金流入は潤沢で長期金利は低水準にあり、「双子の赤字」として財政赤字と経常赤字を結びつけた批判的な論調も、当時に比べると少ない。

図表 - 14 双子の赤字の推移(対名目GDP比)



(資料) 商務省、財務省、年別

4. 経常赤字拡大の問題点

(1) 為替レートへの影響

米国の経常赤字は、為替レートに大きな影響を及ぼすため、世界経済のリスク要因とされている。一般的には、貿易赤字国は支払い超過となるため、その状態が続けば対外債務が拡大して破綻する可能性が高まり、通貨価値が下落を続けることとなる。しかし、基軸通貨国である米国は、貿易代金を自国通貨で支払うことが可能である。貿易相手国も準備通貨として一定の外貨が必要で、外貨準備の増加が、当該国通貨の信認にもつながるため、ドル資産の積み増しには余念がない。

経常赤字の拡大はドル安要因ではあるが、実際には、米国への資金還流が順調に行われていることから、必ずしもドル安の動きとはなっていない。

(2) インフレ的であるとの批判

過剰消費や財政赤字拡大の結果として、海外からの資金を用いて過度な成長を遂げているとの解釈から、米国経常赤字はインフレ的であるとの批判も見られる。インフレを懸念する連銀のスタンスは、経常赤字にも警戒的である。ただし、実際には最近の原油価格上昇下でも、緩やかなインフレに留まっている。

70年代の米国のように、インフレーションに巻き込まれて経済が弱体化するとドルへの信認の問題が生ずるが、90年代後半の高成長期を経て米国の世界経済における立場が好転している現在、米国経済への信認が直ぐに揺らぐ可能性は低い。米国の経常赤字は、中長期的な国際経済の波乱要因として、その早めの対策が、求められていると言えよう。

(3) サステナビリティの問題

グリーンズパン前議長が、先ごろ経常赤字問題に言及した時は、「現在、問題となっているわけではないが、いつまでも続けられるものではない」としてその持続可能性（サステナビリティ）を問題にしていた。

サステナビリティの問題には二通りある。一つは、毎年GDPの6%を越える経常赤字を積み上げれば、あと10年も経つとGDPの100%に近づき、破綻した累積債務国と同様な道をたどる可能性がある、というものである。

もう一つは、フロー面への影響であろう。海外からの流入資金の主要投資先に財務省証券があるが、そうした利息が海外に送金されるのであれば、経常収支中の所得収支を悪化させる。つまり、米国への投資残高増が、経常赤字そのものを拡大させる方向に働き、悪循環する構造となる。利払い額が小さいうちはよいが、金額が膨らむとスパイラル的に経常赤字が増加することとなる。

もっとも、債券や株式に投入された海外資金の果実が、全て海外流出するとは限らず、米国に再投資される可能性もあるが、これには米国経済への信認が維持され、強いパフォーマンスが期待されることが前提である。ただし、この場合は、その分、海外保有の在米資産の拡大が加速するため、米国の対外投資ポジションの悪化が早まることとなる。

5. 対外投資ポジションと為替調整

(1) 悪化するネット対外投資ポジション

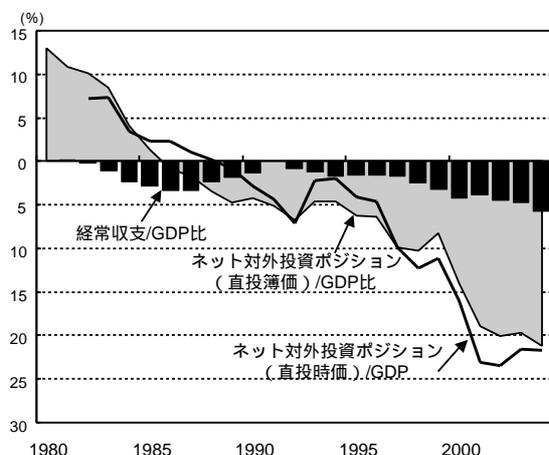
米国の経常赤字は、その影響が為替やインフレ、米国への資本流入、等に支障が生じるまでは、放置される可能性がある。このため、経常赤字がいつまで続けられるのか、という上記の

サステナビリティの問題が議論されている。

このとき指摘されるのが、対外投資ポジションの問題である。毎年GDPの6%にも昇る経常赤字を出せば、その分、米国の累積経常赤字が積み上がり、すでに22%程度の対外純債務（以下、ネット対外投資ポジションと呼ぶ）も年々悪化する。このことが、ドルレート下落要因となるというものである（図表 - 15）。

前記のとおり、米国が、外貨が枯渇して破綻した累積債務国と区別されるのは、基軸通貨国であり、ドルが準備通貨として貯蔵・取引されることであろう。結局、米国にとっての危険ラインとは、基軸通貨として信認を維持できる限度となるが、前例があるわけではなく、GDPの何パーセントが危険ラインであるかを検証するのは難しい。ただし、年々近づいていることは確かであり、放置して済む問題ではない。

図表 - 15 ネット対外投資ポジションの推移



（資料）商務省、年別、GDPは名目値

（2）対外投資ポジションの変動要因

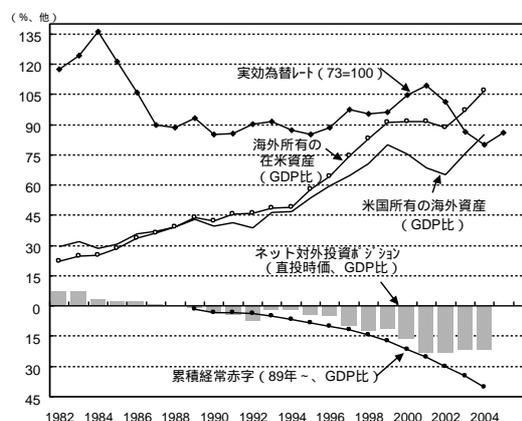
対外投資ポジションは、直接投資を簿価で見たものと、市場価格で計算したものに分かれる。市場価格の米国保有の海外資産は2004年末でGDPの85%、一方海外保有の在米資産は107%で、この差の22%がネット対外投資ポジションとなる。ただし、ネット対外投資ポジションは、毎

年の経常赤字分がそのまま純債務として積み上げられるわけではなく、近年は経常赤字が急拡大しているにもかかわらず、2002年をピークにGDP比では横這いに留まっている（図表 - 15）。

これは、GDP比で海外保有の在米資産が増加した以上に、米国保有の海外資産が増加したためである。経常赤字下でも米国の海外資産が増えるか、海外保有の在米資産が減少すれば、ネット対外投資ポジションは悪化しないケースも有り得る。その主要因は、海外資産をドル換算することにある。その他、海外の株価上昇時に米国の株価が下落するというような、相反する動きが生じた時にも起こるが、経済・金融のグローバル化が進んだ現在、内外金融市場の連動性はむしろ強まっている。

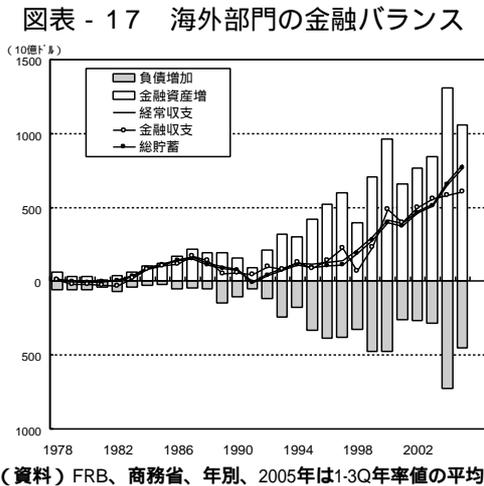
そこで、ドルの実効為替レートを見ると、2001年をピークにドル安に転じたが、これによって米国の海外資産も増加に転じた。一方、海外保有の在米資産も経常赤字増に伴い増加したのであるが、この増加分（GDP比）を米国の海外資産のドル換算レートでの増加が上回ったため、この時期のネット対外投資ポジションは悪化しなかった。ただし、2005年はドル高に転じており、ネット対外投資ポジションの悪化が懸念される（図表 - 16）。

図表 - 16 ネット対外投資ポジションと為替レート



（資料）FRB、商務省、年別、GDPは名目値、実効為替レートはFRB Major currenciesの年末月

なお、海外部門の金融バランスを見ると、経常赤字額を大幅に上回る金額が米国に資金流入しており、超過分が再び海外へ還流している。その分、米国の海外資産も相当額が毎年積み上げられることとなる（図表 - 17）



(3) 望まれる早めの為替調整

前記のように、米国の海外資産は、海外保有の在米資産の78%（2004年）に相当する。このことは、2割強のドルの減価によって、米国保有の海外資産のドル換算価値を、海外保有の在米資産と同等にすることが可能であることを意味する。逆の言い方をすれば、既に、ドルは2割強の為替下落リスクに直面しているとの見方もできよう。

実際には、米国の海外資産の相当額がドルで保有されているという事情もあって、上記のドル下落幅では不足が生じよう。ただ、計算上は、米国のネット対外投資ポジションのマイナスは為替の調整で帳消しにすることが可能であり、この点、際限なく為替レートが下落する恐れのある累積債務国とは異なる。

ただし、現実的にドルの下落を狙った為替の調整は容易ではない。主要国通貨とは変動レートが定着しているし、貿易相手国によっては自国通貨をドルにペッグしている国も多い。無理

に調整すれば、これまで順調に還流してきた資本の流れに水を差すことにもなりかねない。また、実際にドル下落が想定されれば、在米の海外資産のみならず、米国内の金融資産の海外流出や、株価急落等の市場の混乱も考えられる。

今後も、相当額の経常赤字が持続する可能性が高い以上、市場の異変が起きる前に、ドル安方向での緩やかな為替調整の進展が望まれるところである。

おわりに

「双子の赤字」のうち、財政赤字は、歳入見込み以上の予算を組むことによって生ずる人為的な側面が強く、経常赤字は、外国との取引に応じて増減する市場取引による側面が強い。このため、米国では、財政赤字は均衡を欠いた歳出によるものとして批判が強いが、経常赤字は、外国との不公平な取引や為替面等での市場操作等がない限り、自由な市場取引の結果とされる。また、この背景には、経常赤字の拡大も為替によって市場で調整されるはずとの目論見もある。

この点、米国では、経常赤字によってより高い成長率を達成できたとし、米国の成長や経常赤字の恩恵にあずかっているのは、海外諸国も同様であり、そもそも、主要な貿易相手国がより高い経済成長をしていれば、米国の輸出は改善し、経常赤字もこれほど拡大はしなかった、との主張も見られる。

一方、海外からの経常赤字への懸念は強まっている。今や、財政だけでなく家計も海外資金に頼っているわけで、IMF等では、折にふれて米国の経常赤字を問題にしている。しかし、米政権としては、インフレ対策としての利上げを別にすれば、特段の問題が生じていない時に

経常赤字対策として消費を抑制して成長率を抑えるわけにもいかない。そもそも、こうした循環を可能にしているのが、海外からの好調な資本流入であることを考えれば、海外からの批判自体が矛盾していると見えるのであろう。

結局、この問題を現実的に眺めると、米国としては、最近の経常赤字拡大の主要因への対策として、対中為替調整や石油消費減への対応を進めながらも、経常赤字の弊害で金融市場に大きな影響（為替レートの急変・金利上昇等）が見られるまでは、経常赤字の大きさを問題に、思い切った対策が取られる可能性は低いと思われる。

このまま、経常赤字拡大の流れが続くのであれば、米国の海外依存度は益々高まることとなり、その分、海外経済の影響も受け易くなる。経常赤字に伴うリスクも年々拡大するため、急激な為替の調整といったかつての道を辿る可能性も、年々拡大していると言えよう。