

# Weekly エコノミスト・ レター

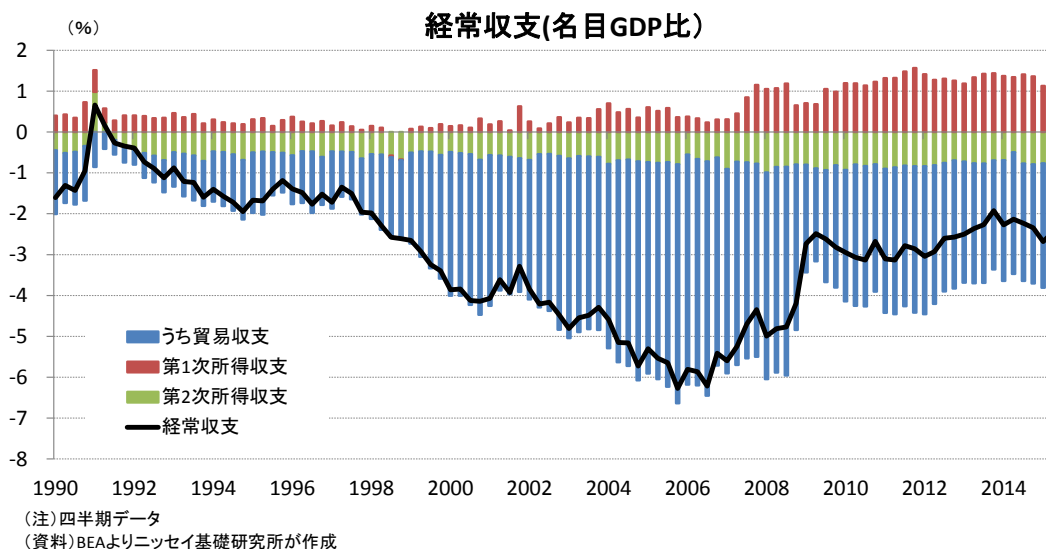
## 米国国際収支の動向

— 金融危機後に経常赤字縮小も当面は経常赤字が拡大の見込み

経済研究部 主任研究員 窪谷 浩  
(03)3512-1824 kubotani@nli-research.co.jp

1. 米国の経常収支は、90年代前半から赤字基調が持続しており、金融危機前の05～06年にかけてはGDP比6%超まで赤字幅が拡大した。しかし、金融危機に伴い米国の内需が落ち込んだこともあり、金融危機後は、概ね2%台まで赤字幅が縮小して推移している。
2. また、シェールオイルの国内生産が増加したことも、石油関連の貿易赤字縮小を通じて、経常赤字の縮小に寄与してきた。
3. もっとも、足元では経常赤字が拡大基調に復しているとみられる。これは、米経済が相対的に堅調を維持しているほか、米金利先高観測に伴うドル高が影響しているためだ。また、これらは米国証券市場への資金流入を促し、経常収支と表裏一体である金融収支の負債超過額の拡大要因でもある。
4. さらに、原油価格の下落に伴い、シェールオイルの生産拡大に陰りがみられており、石油関連収支の改善ペースが鈍化する可能性もでてきた。
5. 米政策金利の引き上げは、ドル高を更に加速させる可能性があるため、海外経済に不安を抱える中でFRBは難しい舵取りを迫られよう。

(図表1)



# 1. はじめに

米国の経常収支は、金融危機が顕在化する以前の05～06年には一時GDP比で6%台をつける水準まで赤字幅が拡大した。当時は、日本や中国で経常黒字が拡大したほか、資源価格高騰に伴い資源国でも経常黒字が拡大したため、米国の経常赤字が突出する形となり、世界的な経常収支の不均衡（グローバル・インバランス）が問題視された。

米国ではその後金融危機が発生したことから、内需が落ち込んだほか、シェールオイルの開発に伴う石油関連収支の赤字減少もあって、経常赤字は2%台まで縮小した。このため、現在ではグローバル・インバランスの問題は以前に比べて重要視されていない。

もっとも、米国では金融危機以前と比べて水準は大幅に抑制されているものの、14年以降は再び経常赤字が拡大に転じている。FRBは9月に政策金利の引き上げを見送った要因として、海外経済の不透明感について言及しており、金融政策の意思決定における経常収支の重要性は高まっているとみられる。本稿では、米国の経常収支の状況を貿易収支を中心に振り返るとともに、今後の見通しについて説明している。

## 2. 米国経常収支の動向

### ① 主要項目別収支：経常赤字は金融危機後に大幅減少、その後は概ね2%台で推移

米国の経常収支（名目GDP比）の推移をみると、90年代前半には一時経常黒字となったものの、その後は経常赤字が常態化しており、05年10-12月期に6%台前半をつけるなど、金融危機によって赤字幅が縮小するまで、経常赤字の拡大基調が持続した（図表1）。

08年のリーマン・ショックなどを受けた金融危機に伴い、経常赤字は08年10-12月期の4%台前半から09年1-3月期には2%台後半まで急激に赤字幅を縮小した。その後も、経常赤字は概ね2%台で推移しており、金融危機前に比べて赤字幅の抑制された状況が持続している。

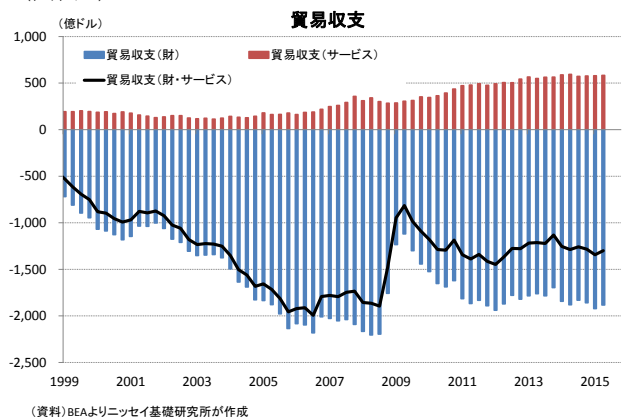
経常収支を貿易収支、第一次所得収支、第二次所得収支（資本移転収支を含む）に分けてみると、貿易収支の赤字幅は足元で3%程度で推移しており、金融危機前の5%台に比べて依然として低い水準となっているものの、金融危機後の2%台前半に比べると拡大がみられる。一方、第一次所得収支は黒字基調が持続しており、足元では1%を超える黒字幅となっている。それでは経常収支の中身についてもう少し詳しくみてみよう。

### ② 貿易収支の動向：財収支の赤字額は、ほぼ金融危機前の水準近くまで増加

貿易収支を財とサービス収支に分けて推移をみると、財収支の赤字額は直近（15年4-6月期）で1,900億ドル程度となっており、金融危機前の2,000億ドル超に比べて若干低いものの、金融危機後に一時1,100億ドルまで縮小した水準からは大幅に増加していることが分かる（図表2）。

さらに、財収支について実質ベースの輸出入の伸び（前年同期比）と、米ドル実質実効為替レート、および実質GDP成長率の推移を比較してみよう（図表3、4）。

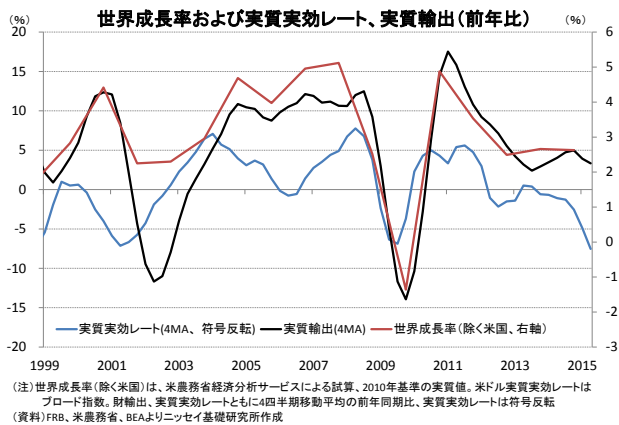
（図表2）



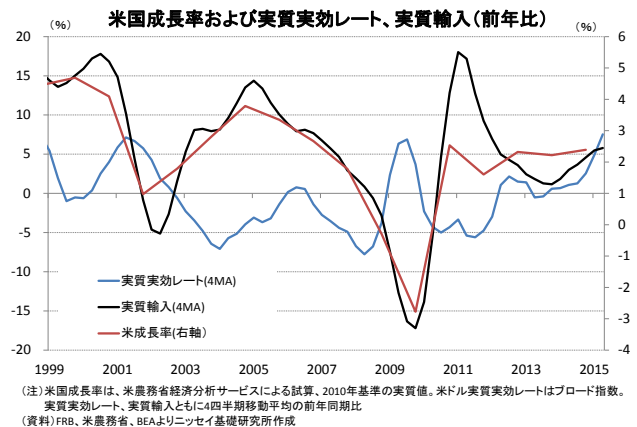
財輸出では、成長率について米国を除いた世界の成長率でみているが、輸出の伸びと、成長率や為替レートには概ね連動がみられており、成長率の加速やドル安となる局面で輸出の伸びの加速がみられる。実際、10年以降に輸出の伸び鈍化がしているが、成長率の低下や為替レートでドル高となっている動きと整合的である。

一方、財輸入をみると、米国の成長率との連動はみられるものの、00年代前半や金融危機直後には為替レートの変動と乖離が生じており、財輸出ほど為替との連動は明確ではない。もっとも、14年以降は輸入の伸び加速と成長率、為替には整合的な動きがみられる。

(図表 3)



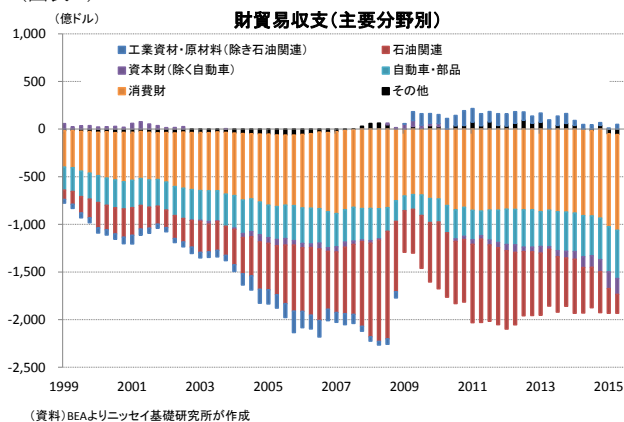
(図表 4)



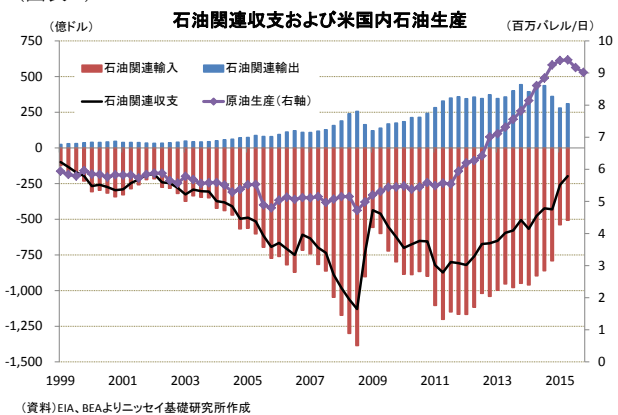
次に、財収支の主要分野別の内訳をみると、金融危機後に落込んだ消費財や自動車・自動車部品では、既に危機前の水準を上回る赤字額となっている一方、石油関連収支では赤字額が大幅に減少していることが分かる(図表 5)。さらに、石油関連収支について輸出入毎にみると、11年以降にシェールオイルを中心に米国内の原油生産が大幅に増加する中で石油関連の輸入の減少が顕著になっている(図表 6)。

もっとも、今般の原油価格の下落に伴い、採算割れとなった油田の掘削が抑制されるなど、国内の原油生産は15年前半から減少に転じており、石油関連収支の改善ペースが鈍る可能性がでてきた。

(図表 5)



(図表 6)



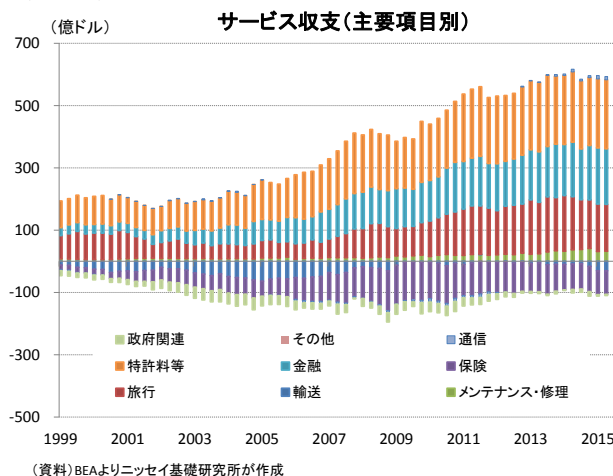
米国の石油関連収支は、依然として赤字となっているため、原油価格の下落は原油輸出国からの所得移転を通じて米経済にプラスに働く。もっとも、赤字額が減少しているほか、資源関連における国内の設備投資減少が、経済にマイナスに働くため、原油価格下落のメリットは以前に比べて減

少しているとみられる。

次に、サービス収支の推移をみると、収支は黒字で推移しており、黒字額は増加基調が持続している（図表 2）。このため、サービス収支は、貿易赤字を抑制する方向に働いている。

また、サービス収支の内訳をみると、金融サービスや旅行、特許料等の黒字が拡大している（図表 7）。10 月 5 日に 12 カ国が大筋合意した環太平洋経済連携協定（TPP）では、金融サービス分野や知的財産権に関する合意も含まれており、米国のサービス業に対する恩恵が大きいとみられている。ピーターソン国際経済研究所が 12 年に行った TPP による経済効果の試算<sup>1</sup>では、25 年までの 10 年間で米国のサービス輸出の増加見込額は 680 億ドルと、製造業の 530 億ドルを上回るとしており、サービス収支は今後も黒字額の増加が見込まれる。

（図表 7）

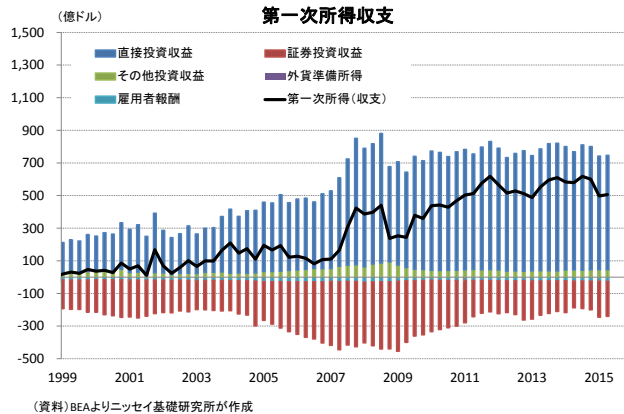


### ③ 第一次所得収支の動向：直接投資からの収益により黒字基調が持続

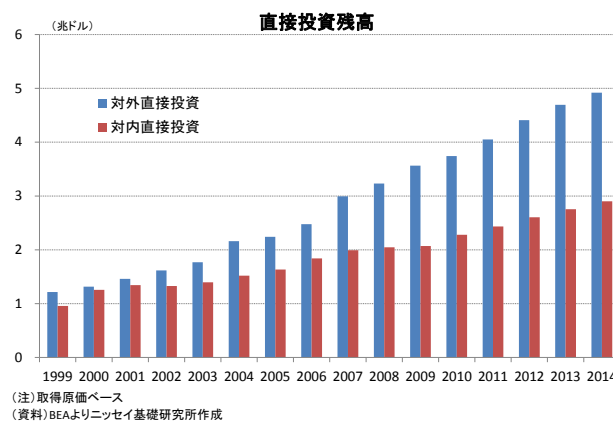
対外金融債権・債務から生じる利子・配当金等の収支状況を示す第一次所得収支は、黒字で推移しており、黒字額は 00 年代前半に比べて大幅に増加している（図表 8）。第一次所得収支の内訳をみると、証券投資収益の赤字額が低位に留まる一方、直接投資収益の黒字額の増加が寄与していることが分かる。

実際、米国から海外への直接投資（対外直接投資）と、海外から米国への直接投資（対内直接投資）における投資残高の推移をみると、対外直接投資の増加ペースが対内直接投資を上回っており、乖離額は増加している（図表 9）。直接投資は流動性がある証券投資と異なり、流動性が限定的であることから、直接投資の大幅な減少は想定し難い。このため、対内直接投資の増加ペースが今後大幅に加速しない限り、直接投資収益の黒字基調は持続するとみられる。

（図表 8）



（図表 9）



<sup>1</sup> “The Trans-Pacific Partnership and Asia-Pacific Integration: A quantitative Assessment”(Peterson Institute for International Economics, 2012)

一方、次の章で説明するように海外投資家による米国債券保有残高が増加しており、今後米金利が相対的に上昇する局面では、証券投資収益の赤字が拡大する可能性が高いことから、第一次所得収支の黒字幅は減少する可能性もある。

### 3. 米国金融収支の動向

次に経常収支と表裏一体である金融収支の動向について確認しよう。金融派生商品も含めた金融収支（資産－負債）の推移をみると、変動が大きく動きが掴み難いものの、負債超過額は、00年代前半に比べて足元で低下している（図表10）。

金融収支の内訳をみると、証券投資のうち、債券については概ね負債超過で推移しており、海外から米市場への資金流入がコンスタントにみられる。また、株式・投資については13年以降に資産超過額が増加しており、米国から海外の株式市場などへの投資が加速しているとみられる。

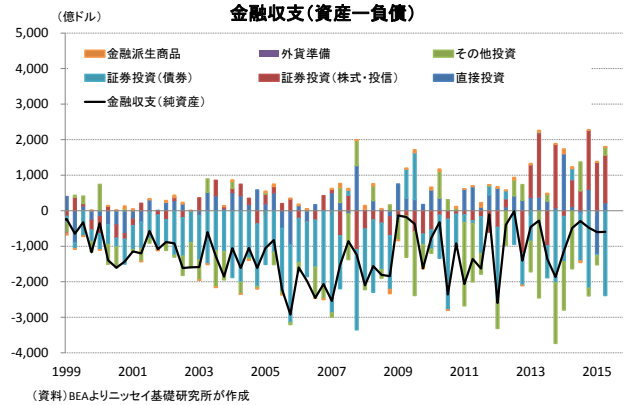
さらに、金融収支のうち負債に注目し、海外から米国市場証券市場に対する投資額の推移をみると、株式・投資については、金融危機後に米株式市場が大幅に下落する局面でも米市場から資金流出がみられなかったことが分かる（図表11）。

一方、長期債については、金融危機後に一時的な資金流出がみられるものの、それ以外の期間では、証券投資における資金流入額の大部分を占めており、米国債の信用や流動性の高さを背景に海外投資家の投資需要が高いことを示している。

実際、外国人投資家が保有する米国債の残高推移をみると、金融危機直後には横這いとなったものの、その後は残高の急増がみられる（図表12）。当該期間に米金利は低下しており、債券価格の上昇を加味する必要はあるものの、世界的に金利低下がみられる中でも、米金利は相対的に高い水準を維持していることが、米国債への投資を増加させる要因の一つと考えられる。

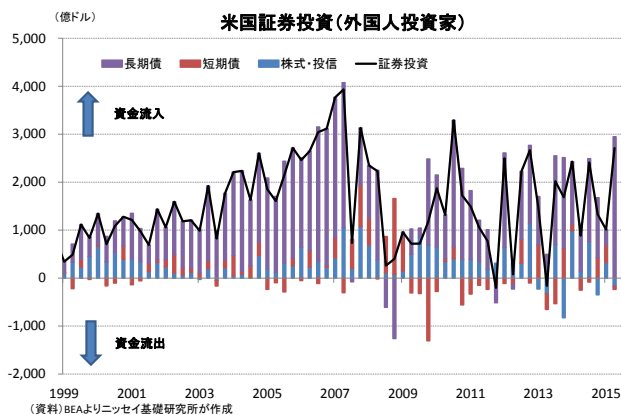
当面、ユーロ圏や日本をはじめ主要国で政策金利の引き上げが見込めない中、米国では政策金利の引き上げが見込まれるため、相対的に米金利が有利な状況が続くと予想される。このため、米国債券市場に対する資金流入は持続するとみられる。

(図表10)



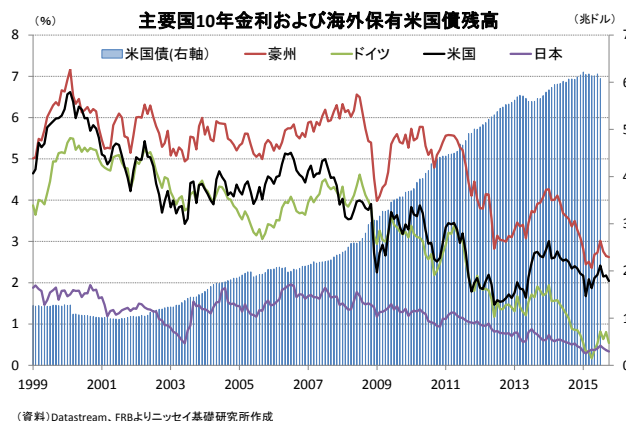
(資料) BEAよりニッセイ基礎研究所が作成

(図表11)



(資料) BEAよりニッセイ基礎研究所が作成

(図表12)



(資料) Datastream, FRBよりニッセイ基礎研究所作成

## 4. 今後の見通し

米国の経常収支は、当面赤字幅の拡大が見込まれる。これまでみてきたように、経常収支の大部分を占める貿易収支については、米国経済が海外経済に比べて相対的に堅調な状況が見込まれるほか、為替レートについても米金利先高観測を背景にドルの堅調推移が見込まれているためだ。これらは財収支赤字の拡大要因となる。また、国内原油生産の拡大を背景に改善してきた石油関連収支についても、原油価格の下落に伴う国内生産の減少に伴い、これまでの赤字縮小ペースが鈍化する可能性があることも、貿易赤字の増加を後押しする要因となろう。

さらに、金融収支についても、米金利先高観測やドル高期待から米国内に資金が流入し易い状況が持続するとみられており、これらも経常収支の赤字が拡大し易い要因とみられる。

一方、米国の経常赤字の拡大は見込まれるものの、金融危機前にみられたような赤字幅は想定し難い。足元では中国の貿易黒字が縮小しているほか、資源価格の下落に伴い資源国の経常黒字も縮小しているため、グローバル・インバランスが問題となった当時の状況とは大きく異なっているためだ。

もっとも、米政策金利の引き上げはドル高を更に加速させる可能性もあり、中国経済をはじめ海外経済の不透明感が増す中で、経常赤字の拡大は、FRBによる政策金利引き上げの判断を益々難しくするだろう。金融政策に影響する点も含めて今後の経常収支の状況が注目される。

---

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。