

米国の貿易赤字の拡大

伊豆 久

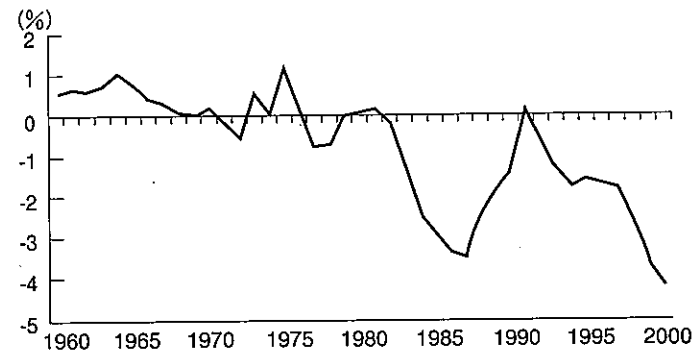
はじめに

米国の対外経常収支赤字が拡大している。図1が示すように、対GDP比で見ても、八〇年代の最悪期をすでに上回っており、九九年から二年連続して記録を更新している。

ところが、これをどう見るか、と言う点で、議論は大きく分かれている。一方には、対外収支の悪化は、家計部門の赤字とともに新しい「双子の赤字」となっており、好調を続けてきた米国経済の隠れたアキレス腱であるとの見方があるが、現状では少数派である。米国で主流となっているのは、全く反対に、現在の経常収支赤字は米国経済の強さを表すものであって、心配する必要はない、というものである。

昨年後半から景気減速、株価の動揺が続く中で、拡大してきた経常収支赤字をどのように捉えるべきなのか、最近の議論を整理してみよう。

図1 米国の経常収支 (対GDP比)



(出所) U. S. Trade Deficit Review Commission, *The U. S. Trade Deficit*.

1 経常収支赤字の推移

米国の経常収支赤字⁽¹⁾といえば、八〇年代前半、レーガノミクス下での貿易赤字の拡大が記憶に新しい。これが、結局は、八五年九月のプラザ合意という形で為替レートの大幅な調整につながったのである。

今回の経常赤字はこれを上回っている。八〇年代の赤字は、最大となった八七年でGDP比三・五%であったが、最近のそれは、九七年、九八年こそ、それぞれ一・七%、二・五%にとどまっていたものの、九九年には三・六%と八七年の赤字を上回ったのである。そして、二〇〇年には四%台となることが確実である。こうした事態を受けて、米国会議では、九八年一〇月に成立した法律に基づき貿易赤字検討委員会 (US Trade Deficit Review Commission)⁽²⁾が設立され、すでに大部の報告書が発表されている。

2 八〇年代との違い

しかしながら、現在の経常赤字拡大には、八〇年代と大きく異なる点がある。巨額の財政赤字が、今は存在しないのである。八〇年代の米国経済の問題は、財政赤字と経常赤字の「双子の赤字」にあり、そこからの脱却が最重要課題とされていた。すなわち、貿易赤字の主たる原因が、①財政からの景気刺激策→輸入超過、②財政赤字をファイナンスするための高金利→外国からの財務省証券投資拡大→ドル高、にある以上、その解消には財政政策の転換が不可欠であったものの、それを容易に実行できないことは明らかであった。また、将来の生産性上昇(による輸出競争力の増大)を期待することも難しく、結局、対外赤字の調整コストは為替レートに押し付けられ、プラザ合意という形で解決が図られたのである。

ところが、今回の赤字拡大は、確かに規模こそ八〇年代を上回っているものの、財政赤字が存在しない(九七

年以降黒字化)。そこから、現在の経常収支赤字は、財政という人為的要素に原因があった八〇年代の赤字とは性格の異なる、民間経済主体の合理的な選択の結果であつて、いわば「市場」の中で完結した現象である、したがつて、そこに大きな問題はない、との主張がいわば通説となつていのである。

3 経常収支赤字の見方

とはいえ、今日の経常収支赤字の原因・性格をめぐつては、様々な議論がある。それを検討する前に、貿易収支と国内マクロ経済、資本収支との関係を確認しておこう。

まず、貿易収支を国内マクロ経済との関係でみれば、

貿易収支Ⅱ(輸出―輸入)Ⅱ(貯蓄―投資)Ⅱ(税収―政府支出)

という恒等式が成り立つ。したがつて、米国の貿易収支赤字は、①直接的に、米国の輸出が伸びず、輸入が拡大しているため、と見ることができただけでなく、②米国国内の貯蓄が少なく、投資が多いため、だと言ふこともできる。(八〇年代前半であれば、右辺最後の項目である財政収支が重要であつたが、現在の財政収支はほぼゼロであるため、ここでは触れない)。

また、国際収支との関係で見れば、経常収支は、

経常収支Ⅱ(資本輸出―資本輸入)Ⅱ(外貨準備増減)

という関係にある。つまり、経常収支赤字は、外貨準備の変化を無視すれば、③米国の資本輸出が少なく、反対に米国に流入する資本の額が大きいため、と言ふこともできるのである。

実際、現在の経常収支赤字をめぐる議論も、大きく、上記①の(仮に名前を付ければ)輸出・輸入論、②の貯

蓄・投資バランス論、③の資本収支論、の三つに分けることができるのである。本稿では、このうち①と②を検討することとする。(③の資本収支については、次の機会に取り上げる)。

4 輸出・輸入論

経常収支赤字を、直接的に、米国の輸出の伸び悩みと輸入の増大から説明する主張は、第一に、世界経済が低迷する中で米国が史上空前の好景気にあることを強調する。米国の景気拡大にもなつて輸入が増えるのは当然であり、それに対して、アジア通貨危機以降、同地域では、通貨の下落もあいつつて、輸入の減少、輸出の増大が顕著である。日本の景気低迷は未だ出口が見えず、欧州経済も米国と並んで世界経済を牽引するまでには至っていない。つまり、景気状況のズレによつて、米国が「世界の買い手」として機能しているというわけである。

しかしながら、輸出・輸入そのものの大きさに着目する議論は、これにとどまらない。先に触れた議会の貿易赤字検討委員会報告書では、共和党・民主党それぞれの意見が併記されているが、その中で民主党は、貿易相手国との「不平等な関係」、いわゆる不公正貿易論を強く主張している。すなわち、米国の貿易赤字の長期的構造的原因は、外国のダンピング的輸出攻勢と非関税輸入障壁にあり、その背景には、労働者の権利や環境への配慮を軽視した生産コストの引き下げ、政府による過剰な補助金、ケイレッツなどの閉鎖的取引関係などがある、との主張である。⁽³⁾現時点では、こうした主張は大きな支持を集めるには至っていないが、それは、現在の米国では、企業業績がよく失業率も低いからであらう。過去三〇年間の米国の通商政策が示しているように、失業率や企業業績が悪化しはじめれば(さらにそれに選挙が重なれば)、貿易赤字という経済問題が政治問題に転化され、通商・通貨をめぐる外交交渉に解決が求められるようになる可能性も否定できないであらう。

現在、より有力なのは、貿易赤字の原因を米国内における貯蓄と投資のアンバランスに求める見解である。すでに見たように、財政が均衡していれば、貿易収支は、民間の貯蓄と投資の差額に等しいわけであるから、貿易赤字の原因は、設備投資が多いか、貯蓄が少ないかのどちらか（あるいはその両方）にあることになる。仮に前者をIT革命説、後者を過小貯蓄説と言うことができるであろう。後者はさらに家計部門の過剰消費を重視する見方と企業の過剰債務を強調する説に分かれる。

(1) IT革命説

ここでいうIT革命説とは、情報通信革命への期待が、米国の期待利潤率を高め、IT投資を中心とする設備投資の増大をもたらしているというものである。⁽⁴⁾ その対外収支への影響を、実物タームで考えれば、設備投資（すなわち資本財への需要）が国内の資本財生産を上回っているために、情報通信機器等の資本財を中心に輸入が増えているということになる。また、金融タームで見れば、設備投資資金が国内貯蓄を上回っているために海外からも資金が調達されている、あるいは、米国の期待収益率の上昇に海外からも資金が流入している、ということになる。資金流入の増大によるドル高は、貿易収支赤字をさらに大きくする方向に働く。

そして、活発な設備投資によって生産性が上昇すれば、それは将来の輸出競争力の上昇、貿易収支の改善につながる。すなわち、今回の貿易赤字は、それ自身の内にそれを解消するメカニズムを含んでいるのであって、この点で、八〇年代前半の財政赤字による貿易赤字とは大きく異なるのである。

したがって、現在の貿易赤字は、米国内の貿易赤字を表すものではなく、全く逆に、IT革命に主導されたさら

表1 実質GDPと各構成要素の成長率（対前期比・年率、季節調整済み）（%）

	97年	98年	99年	00年	00年 1-3月	4-6月	7-9月	10-12月
GDP	4.4	4.4	4.2	5.0	4.8	5.6	2.2	1.4
個人消費	3.6	4.7	5.3	5.3	7.6	3.1	4.5	2.9
民間設備投資	12.2	13.0	10.1	12.5	21.0	14.6	7.7	-1.5
民間住宅投資	2.0	8.3	6.4	-0.5	3.2	1.3	-10.6	-2.5
政府支出	2.4	2.1	3.3	2.8	-1.1	4.8	-1.4	2.9

(出所) Bureau of Economic Analysis (www.bea.doc.gov/bea/rels.htm)

なる成長期待の対外的現れに過ぎず、政策的対応の必要な問題ではない、ということになる。投資機会の急速な拡大に対して海外からも資金や商品が集まっていることが、貿易赤字（や資本流入の増大）となって現れているのであって、それは期待収益率の上昇に対する市場メカニズムの健全な反応（資源の最適配分の実現）⁽⁵⁾ 以外の何者でもない。「現在の経常収支赤字の拡大は、強い米国内経済の反映」なのである。

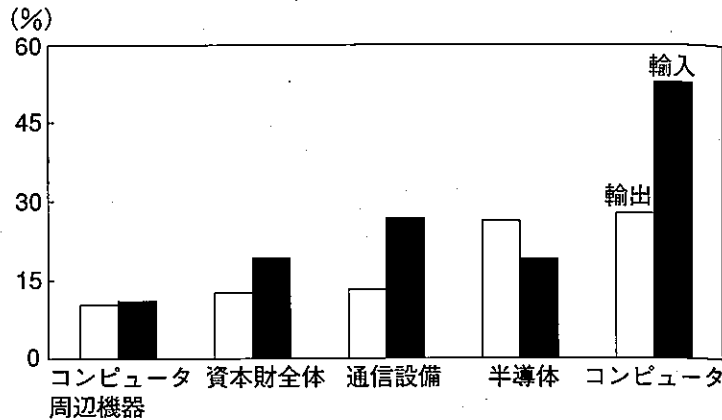
こうした主張の根拠とされるのは、①現在の好景気の主な原因が、財政支出や消費ではなく設備投資にあること、②貿易の中身を見ても、輸入品に占める資本財の比率が上昇していること、である。

確かに、今回の米国内景気において特筆されるべきは、表1が示すように、一〇%を超える伸びを続ける設備投資であろう。米国で設備投資が三年以上連続して二桁の伸びを記録したのは、一九六四―六六年以来である。IT投資を中心とするこうした設備投資主導型の好景気が輸入を増大させているのである。実際、歴史的に見ても、固定投資（設備投資＋住宅投資）は、国内景気を媒介に貿易収支と強い相関関係にあるのであって、設備投資が空前の増加を続けている以上、貿易赤字も同様の水準に達したとして不思議はない（図2）。さらに、輸入商品をカテゴリー別に見ると、この五年間で最も伸びが大きかったのは資本財であり（図3）、その中でも、通信設備やコンピュータなどのIT関連商品の輸入が突出して増えているのである（図4）。すなわち、輸入が増大しているといっても、消費財ではなく、設備投資を支える資本財が大きく

個人消費の増大を重視する見方は、今日の米国景況をITバブルに踊る個人消費主導型と特徴づけ、その脆弱性に警告を発している。また、企業金融に着目すれば、米国ではROEや株価が上昇する一方で自己資本比率の

とである。

図4 IT関連貿易の変化



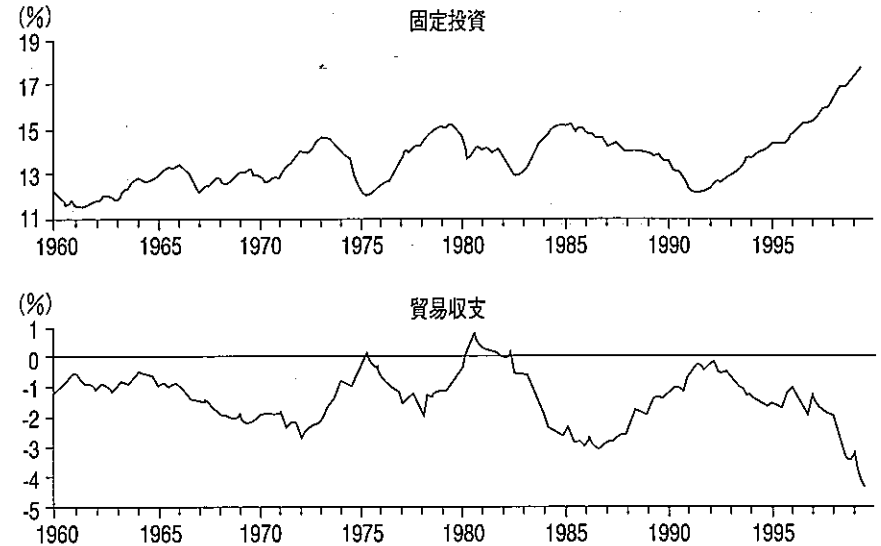
- 1) 1996-2000年の輸出入額の変化(年率)。
- 2) 2000年は1-9月ベース。

(出所) 図3に同じ。

(2) 過小貯蓄説

その一方で、貿易赤字、すなわち投資が貯蓄を上回っているのは、IT革命説の言う設備投資の増大ではなく、貯蓄の低下に原因がある、という主張も一つの有力説となっている。⁽⁶⁾貯蓄は、政府部門を除けば、家計の貯蓄と企業の貯蓄から成る。したがって、貯蓄が少ないということは、家計の貯蓄が少ないか(すなわち、個人消費の増大)、企業の貯蓄が少ないか(すなわちマイナスの貯蓄である債務の増大)というこ

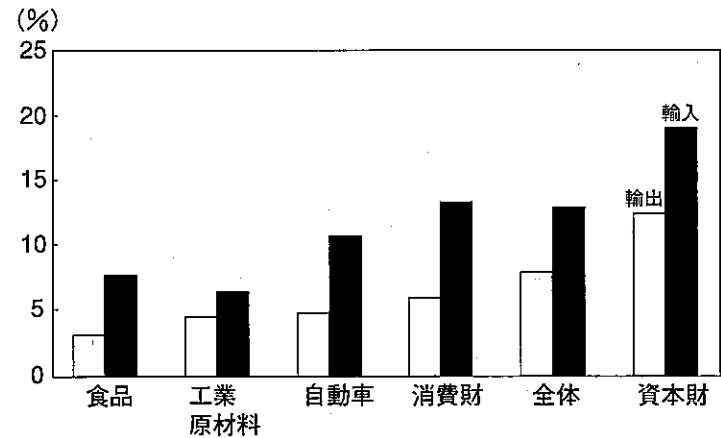
図2 固定投資と貿易収支(対GDP比)



(注) 固定投資=設備投資+住宅投資

(出所) Michael R. Pakko, "The U. S. Trade Deficit and the 'New Economy'", Review (FRB of st. Louis), Sep./Oct. 1999.

図3 商品別輸出入の変化



- 1) 1996-2000年の輸出入額の変化(年率)。
- 2) 2000年は1-9月ベース。

(出所) Economic Report of the President, Jan. 2001.

表2 実質GDP成長率への寄与度 (年率・季節調整済み) (%)

	98年	99年	00年	00年 1-3月	4-6月	7-9月	10-12月
GDP成長率	4.4	4.2	5.0	4.8	5.6	2.2	1.4
個人消費	3.12	3.52	3.57	5.03	2.14	2.99	1.92
民間設備投資	1.54	1.26	1.60	2.54	1.87	1.02	-0.20
民間住宅投資	0.33	0.27	-0.02	0.14	0.06	-0.47	-0.10
在庫投資	0.20	-0.37	0.24	-1.76	1.73	-0.22	-0.18
貿易収支	-1.20	-1.03	-0.87	-0.94	-1.00	-0.90	-0.56
政府支出	0.38	0.59	0.50	-0.18	0.85	-0.24	0.50

(出所) 表1に同じ。

要因をどこまで評価するか、あるいは消費による現在の需要要因をどこまで重視するかによって、結論は異なってしまうのである。

米国経済におけるもう一つの貯蓄不足、すなわち企業債務の増加も軽視することはできない。

図5は、米国の企業金融の動向を示したものであるが、これを見ると、九〇年代の株式市場はマクロ的には資金調達の間として機能していないことがわかる。個別にはベンチャー企業のIPOが盛んに行われてはいるものの、市場全体では、自社株買いやM&Aなどによって、企業から株主に資金が「還流」されているのである。その一方で、社債の発行など債務の調達が増加している。

つまり、米国企業の旺盛な設備投資と自社株買いは、内部資金だけではまかなえておらず、外部資金に大きく依存しているのである。その結果、自己資本比率の低下が生じ、財務の不安定化が進行している。図6は、低格付け債券の国債とスワップ・レートに対するスプレッドの推移を見たものであるが、現在、すでに九八年のヘッジファンド危機の際の水準を越えていることがわかる。

こうした現象、株価の上昇と信用リスクの上昇が同時に生じているのはどのよ

低下が顕著であり、市場でも株価の上昇と信用リスクの上昇が同時に生じている。対外赤字の増大は、こうした米国経済の歪みの反映ではないか、との見方である。

家計部門の貯蓄率(可処分所得に占める貯蓄の比率)を見ると、九八年の四・二%から九九年には二・二%に低下、そして二〇〇〇年はマイナス〇・一%に転落している。米国の家計部門は、所得を上回る消費を続けているのである。その背景にあるのは、言うまでもなく株価の上昇による資産効果であり、家計は、保有株式の含み益の増大を抛り所に消費を拡大させているのである。

これが経常収支赤字の主たる原因であるとすれば、消費の伸びは将来の生産性の伸びをもたらさないため、IT革命説と異なっており、貿易赤字そのものに将来の黒字転換の論理が内包されていないことになる。となれば、現在の貿易赤字は、景気の引締めによってしか解消しようのない、「悪い貿易赤字」である。その時、ソフト・ランディングは可能なであろうか。景気の悪化は、株価の急落を招き、逆資産効果が働いて消費が急減する可能性も否定できない。その時には経常収支は改善するであろうが、それは米国経済のハード・ランディングを意味する。それが、過剰消費説(バブル消費説と言つてよいかもしれない)が懸念する展開である。

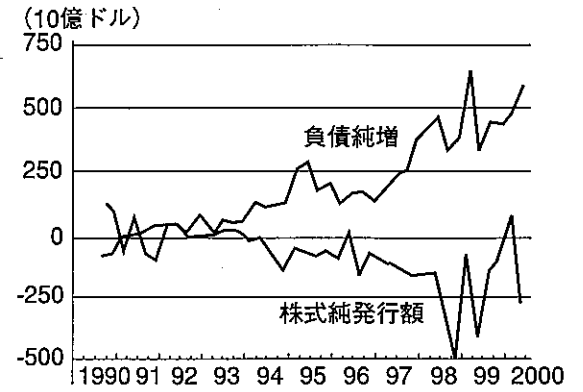
これは、先ほどのIT革命説と全く逆のストーリーである。なぜ、客観的なマクロデータに基づきながら異なった結論が導かれるのだろうか。表1を見れば、九〇年代後半の米国の景気が設備投資に牽引されたことは疑いもないようであるが、しかし、成長率への貢献度という観点から見ると(表2)、個人消費のほうがはるかに大きい。消費は、GDPに占めるシェアが極めて大きい(表3)、わずかな伸びで景気全体を左右してしまうのである。他方、設備投資には生産能力を高める機能があるとはいえ、総需要におけるシェアは小さい。設備投資が駆動因となり、それに消費が応えて、好景気を実現しているわけであるが、結局は、設備投資の将来の供給

表3 GDPの構成 (10億ドル)

	2000年
GDP	9,966 (100%)
個人消費	6,759 (67.8%)
民間設備投資	1,361 (13.7%)
民間住宅投資	416 (4.2%)
在庫投資	57 (0.6%)
貿易・サービス収支	-370 (-3.7%)
政府支出	1,743 (17.5%)

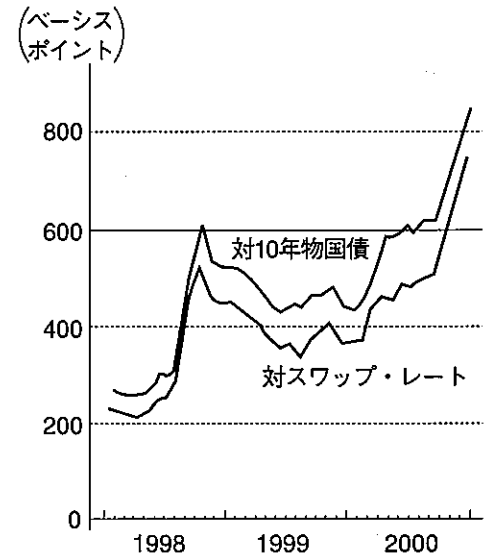
(出所) 表1に同じ。

図5 米国企業の資金調達



(出所) Economist, Jan. 27, 2001.

図6 ハイイールド債の利回り格差



(出所) 図5に同じ。

うに解釈すればよいのであろうか。株価の上昇を裏付けるROEの上昇は、利潤率の上昇のみではなく、外部資金の積極的な取り入れによる総資本の拡大、つまりはテコの原理に依存するところが大きい。その結果生じる自己資本比率の低下が信用リスクを高めているのである。そして、相反する両者をつなぐ役割を果たしていたのがIT革命という「神話」だということになる。財務の脆弱化は「神話」の実現によってカバーされると信じるものは、株価の上昇を確信し、「神話」に疑問を感じるものは、信用リスクの上昇という現実を重視しているということであろう。

現在までの成長が、たとえ設備投資主導型であったとしても、それが、急激な信用リスクの上昇を伴うものであり、しかも、そのギャップを埋める「神話」があくまで「神話」にすぎないとすれば、現在の貿易赤字は、企業の赤字との「双子の赤字」として残ってしまうことになるのではないか。企業債務の増大に着目する議論は、こうした懸念を指摘しているのである。

おわりに

以上、米国の経常収支赤字の原因をめぐりいくつかの見解を整理してみた。現時点では、それぞれが現在の米国経済の一面を指摘していると言うほかないが、今年に入り、米国経済の変調が明らかとなってきた。昨年末の設備投資の急落、成長率の低下(表1参照)は、「米国経済は景気循環なき成長を始めた」とするニューエコノミー論に疑問符をつけることとなった。とはいえ、黒字化している財政、引き下げ余地の大きい金融のどちらを見ても、政策選択の幅は大きく、日本型のバブル崩壊が生じる可能性は小さいであろう。しかし、外国資本への依存度の高さは、日本にはない別の問題をはらんでいるとも言える。海外からの資本流入が停滞することになれば、巨額に膨れ上がった対外収支赤字を維持することはできず、その調整コストは、国内経済もしくは為替レートが負わざるをえない。では、現在の米国の対外資本取引にはどのような特徴があるのか、次号でそれを見てみよう。

注

(1) 経常収支とは何かを確認しておこう。経常収支は、①貿易収支、②サービス収支、③所得収支、④経常移転収支の四

つに分かれる（国際収支の見方については日本銀行国際収支統計研究会「入門国際収支」東洋経済新報社、二〇〇〇年参照）。①貿易収支は、財の輸出と輸入の差であり、米国は一九七一年以降、ほぼ一貫して赤字となっている。②サービス収支は、旅行、旅客輸送、特許使用料、金融サービス、コンサルタント収入などの収支。米国の経常収支では唯一の黒字項目で、しかも拡大基調にある。特に、コンサルタント、データベース、金融サービス関係の収入の伸びが大きい。③所得収支は、対外金融債権債務の利子・配当などの受払いの収支。米国は八八年から純債務国に転落していることから（時価ベース）、九八年以降、この項目も赤字となっている。④経常移転収支は、政府の公的援助が中心である。米国は、通常、赤字であるが、九一年は湾岸戦争にからむ協力資金四二五億ドルの受け取りがあったため例外的に黒字となった。

(2) 九九年八月に第一回会議をもった同委員会は、昨年十一月一日に、二〇〇頁を超える報告書を発表した。同委員会のウェブサイトを (www.usitdrc.gov/index.html) には、報告書全文のほか多くの関連文献が掲載されており有益である。

(13)

(3) U.S.Trade Deficit Review Commission, *The U.S. Trade Deficit*, Nov. 2000, pp. 41-83.

(4) IT革命による設備投資増大に貿易赤字の原因を求める見解については、以下の文献を参照。Jack L. Hervey and Loula S. Merkel, "A record current deficit: Causes and Implications", *Economic Perspectives* (FRB of Chicago), Fourth Quarterly 2000; Michael R. Pakko, "The U.S. Trade Deficit and the 'New Economy'", *Review* (FRB of St. Louis), Sept./Oct. 199; Paul Bergin, "Should We Worry about the Large U.S. Current Account Deficit", *Economic Letter* (FRB of San Francisco), Dec. 22, 2000.

(5) Pakko, "The U.S. Trade Deficit", p.19.

(6) 証券不足問題の調査報告書 "Survey of Corporate Finance", *Economist*, Jan 27, 2001.

(5) 中野 啓之助・主任研究員