

米国の「双子の赤字」と国際資本移動

伊豆 久

はじめに

米国経済に、再び「双子の赤字」が現れつつある。

「双子の赤字」といえば、一九八〇年代前半、レーガノミクス下のそれがよく知られている。スタグフレーションを克服するためにとられた高金利・ドル高政策に減税等の財政刺激策が重なり、米国は巨額の財政赤字と經常収支赤字を抱えた。それが、八五年のプラザ合意（ドル安への方向転換）、八七年二月のルーブル合意（下がりにすぎたドルを支えるための政策協調）とその破綻によるブラックマンデーへとつながったのである。

当時と比較して、現在の「双子の赤字」はどのような状況にあるのだろうか。

經常収支赤字から見てみよう。九〇年代末のイーバブル期、米国は、好景気を背景に輸入を膨らませ、二〇〇〇年の經常収支赤字はGDP比で四・二%と八〇年代前半のピークを上回った。しかしこの頃は、貿易赤字の拡大の原因は、米国経済の高い成長性に期待した海外からの旺盛な資本流入と活発な設備投資であるため、問題ではない、八〇年代は財政赤字という公的要因が大きかったが、九〇年代末の貿易赤字は民間ベースの取引であり、市場メカニズムによる最適な資源配分の結果にすぎないとする意見が多かった。¹⁾ところがバブル崩壊後も米国の輸入は減少せず、昨年は五〇三〇億ドル（GDP比四・八%）に達し、さらに今年の一 三月期は一三六一億ドル（同五・一%）で、絶対額、GDP比ともに過去最高を記録している。景気低迷期であるにもかかわ

らず貿易赤字が拡大しつづけているのであって、この点、ＥＴバブル期とはやや性格が変わりつつあるように思われる。

その上、財政赤字も急速に拡大している。九八年度から二〇〇一年度までは、クリントン政権の財政改革に好景気が重なって黒字転換に成功したが、昨年度は一五八〇億ドルの赤字に転落。今年度は二月の予算教書の段階では三〇四〇億ドルの赤字にとどまるはずであったが、六月までの九ヶ月間（米国の会計年度は一〇月から九月まで）ですでに二七〇〇億ドルに達している。景気低迷による税収減少にイラク戦争関連の歳出増加が重なったためであるが、通年で四五〇〇億ドル（ＧＤＰ比で四％超）となる模様であり、来年度はさらに増える予想されている。八〇年代初めの財政赤字（対ＧＤＰ比で六％近く）には至っていないが、楽観が許される数字ではなくなっている。

このように、米国経済はおよそ二〇年ぶりに「双子の赤字」に見舞われているのであるが、では今回も、前回と同様にドルの大幅な調整を必要とするのだろうか。その力ギを握るのは米国への資本移動であると思われるが、ここで関連するいくつかの論点を整理してみよう。

1 経常収支赤字とドル

国際資本取引が活発な現代では、経常収支赤字がただちに通貨安をもたらすわけではない。大量の資本流入があれば、自国通貨を高く維持することも可能である。

また、国際通貨ドルを擁する米国の場合、貿易依存度が低いこともあいまって、経常収支赤字は、国内では大きな問題とされない傾向がある。原則的には経常収支赤字に対してとられる経済政策は財政・金融の引締め政策

でなければならぬが、変動相場制以降、米国がそうした政策をとることはなかった。ピナインニグレクト（優雅なる無視）政策である。過去最大の経常収支赤字を抱える現在も、米国の政策は、常識とは反対に、景気刺激のための財政・金融の緩和政策である。対外的な不均衡（貿易赤字）と国内的な不均衡（デフレ）の矛盾に悩むことなく、ストリートに後者が追求されているのである。米国にとって、経常収支赤字は、ミクロ的な「不公正」貿易の問題とされることはあっても、マクロ的な問題としては認識されないのである。

しかしながら、そうした認識が可能であるのは、他国からの資本流入がドルを買い支え続け、かつ輸入財と競合する国内産業がそれを許容する場合に限られる。それが満たされなくなれば、ドルに対する引き下げ圧力（他国通貨の引上げ圧力）が高まることになるのであるが、では、現在の米国への資本流入はどうなっているのだろうか。

2 欧米間の資本取引

ユーロの対ドル相場は、九九年一月のユーロ＝一・一三ドル以来下落しつづけ二〇〇〇年から〇一年にかけては〇・八四ドルに達したが、それを底に反転、今年春には発足時を上回る一・一七ドルまで上昇した。こうしたユーロの下落と上昇の原因として、欧州の景気動向や欧州中央銀行への信認など様々な点が指摘されてきたが、もっとも重要なのは、九九年、二〇〇〇年と続いた欧州から米国への巨額の資本移動と、〇一年からのその停滞であると思われる。

その資本移動の中心は直接投資、とりわけ、世界的なＩＴブームと企業間競争のグローバル化を背景とした、欧州企業による米国企業の買収であった。株高のなかで、株式交換方式による買収が相次いだのであるが、それ

が、九九年から二〇〇〇年にかけてのユーロ安ドル高をもたらしたのである。⁽²⁾

これは、前回、八〇年代初めの「双子の赤字」を支えた対米資本流入と大きく異なる。当時の米国への資本移動の中心となったのは、日本からの米国債投資であり、直接投資では日本企業（家電・自動車など）による貿易摩擦回避を目的とする対米進出であった。ところが、九〇年代末には、財政黒字を達成した米国への国債投資は急減し、また日本企業は対米進出よりもストラに追われる状況にあり、その一方で欧州企業は、米国流の株式文化に乗る形で、株式交換方式によるM&Aを積極的に進めたのである。

しかしながら、株価に依存したこうした資本移動は、ブームが去り株価が急落すれば、それにともない急速に縮小することになる。欧州から米国への直接投資は、九七年の七五六億ドルから二〇〇〇年には二五一一〇億ドルへ急増したが、〇一年には半減、〇二年にはさらに五分の一の二六〇億ドルへと激減している。この対米直接投資の減少が、ここ一年余り続くユーロの対ドル相場の反転をもたらしているのである。

こうした八〇年代と九〇年代における資本移動の性格を比較すると、八〇年代は、国債を中心とする債券投資のウエイトが高く、したがって、金利が、資本移動と為替レートを大きく動かした時代であり、そのため各国の通貨当局が市場に合わせた政策運営を余儀なくされた時代であったのに対して、九〇年代末には、株価が国際資本取引と為替レートをリードし、したがって、株式のグローバル化（それは、株価の国際的収斂にとどまらず、会計や企業ガバナンスのグローバル化を意味する）が進展したと言えるであろう。金融のグローバル化が、金利規制や金融政策といったマクロ的なレベルから、個別企業の地球規模での再編というミクロレベルへと深化したことが、八〇年代とは異なるこうした九〇年代の特徴を生み出したのである。

3 米国・アジア間の資本取引

次に、日本を含む東アジア諸国と米国間の資本取引を見てみよう。

アジアの対米資本取引における最近の特徴は、通貨当局による巨額のドル買い市場介入である。日本の市場介入額は、今年七月末までで九兆円を超え過去最高となっているが、昨年一年間の日本の貿易黒字額が一二兆円であることを考えると、その規模の大きさを知らることができる。他のアジア諸国も、自国通貨の対ドルベースでの安定を目的に市場介入を繰り返し、外貨準備を積み上げている。

こうした為替政策は、果たしてどこまで持続的なのだろうか。ここでは二つの点を取り上げてみよう。一つは貿易との関係であり、もう一つは資本フロー上の問題である。

米国の経常収支赤字を相手国別に分けると(二〇〇二年)、東アジア二四%、日本二二%、EU一〇%である。⁽³⁾このうち、対ユーロでは相当程度の為替調整がなされたわけであるが、わずか一〇%のシェアしかない欧州通貨ユーロの上昇では、米国の経常収支赤字全体への効果は小さい。その一方で、アジア諸国は巨額の市場介入を行い、中国人民元は一ドル八・三元近辺に固定されており、円も一五円から二二〇円のレンジに収められている。いわば欧州だけがドルの調整コストを負担しているのであって、欧州では不満も高まりつつある。米国は、対イラク戦争等との関連もあり、これまで中国や日本の為替政策に表立った批判は控えてきたが、産業界から批判が高まれば、いつまでも余裕ある態度を維持できるとは限らない。

次に、アジア諸国による市場介入を資本フローとの関係で見えてみよう。アジア諸国が市場介入によって獲得したドルは、米国債等で運用されている。その一方で、米国からアジアへは巨額の直接投資がなされてきた。つまり、図式化すると、アジアから米国には国債等の債券や預金などの安全資産の形で資本が流入し、反対に米国が

らアジアには、直接投資や株式等のリスク資産の形で投資がなされているのである。これは、一九六〇年代頃から続く、米国の「世界の銀行」としての機能と言われるものである。しかし、前述のように、欧州はこうしたパートナーからは脱却しているため、正しくは、「世界の銀行」ではなく「アジアの銀行」あるいは中南米を含めて「途上国の銀行」と呼ぶべきであろう（そこには日本も含まれる）。

いずれにせよこの「銀行」機能は、米国にとっては、ドルレートを維持し、債券市場を支え、長期金利の上昇を抑制する効果をもつ。ドル安にとまなう最大の懸念材料は、ドル安 長期金利上昇 景気回復の腰折れであるから、その意味では、アジアの対米貿易黒字は、それが米国に還流する限り不快なものではないはずである。むしろ米国にとってのアジアは、輸出によって消費財市場を、市場介入によってドルと債券市場を支えてくれるありがたい地域とも言えるであろう。現在は、その微妙なバランスの上に立っているのであるが、アジアからの輸入に対する国内産業界からの批判が強まってくれば、相手国に市場開放要求と通貨の切り上げを要請せざるをえなくなるが、その時には、このバランスが大きく揺らぐ可能性が出てくるであろう。

米国の「銀行」機能をアジアの側から見ると、全く逆の性格が現れる。アジア各国は、リスクキャピタルの供給を米国に依存し、逆に、米国の債券市場を支えているのであって、このミスマッチの解消が、アジア危機後の大きな課題となっている。極端にいえば、外貨準備の米国債市場での運用は、米国市場の拡大に貢献する一方で、その分、アジア地域における国際的債券市場の発達を阻害していることになるからである。⁴⁾ だからこそ、現在、アジア債券市場の創設が議論されているのであるが、それがドル離れにまで進むことになれば、アジアと米国との資本移動のリンクに、したがってドルの役割に、大きなインパクトを与えることになるであろう。

おわりに

では、今後のドル相場を左右する要因はどのようなものだろうか。

ドル高に作用する最大の要因は、ハイテク企業の立ち直りが伝えられるなか米国景気の回復が順調に進む可能性であろう。日本、欧州と比べた米国経済の相対的な優位は間違いなく、その上で循環的にも景気の回復が進めば、ドルへの期待が高まることになるであろう。とはいえ、ＥＴバブル期のような対米投資がただちに復活するとは考えにくいのではないだろうか。

また、景気回復を先取りする形で六月より長期金利の上昇が続いており（六月中旬の三・一％から七月には一時四・五％へ）、日欧との金利格差に注目したドル債投資が拡大する可能性がある。しかし、すでに政府機関債を中心に海外からのドル債投資はかなりの規模に達しており、長期金利の上昇（＝債券価格の下落）に直面した機関投資家の売りの拡大も伝えられている。

注目されるのは、ユーロよりもアジア、特に日本と中国であろう。市場介入、固定相場制がどこまで続くのか、それを米国がどこまで許容するのが大きなポイントである。円に関しては、日本の総選挙までは米国が日本に協力して円安を維持し、その後は、米大統領選に向けて今度は日本が米国に協力してドル安へのうかがった見方も出ている（『日経金融新聞』〇三年八月一日）。人民元に関しては、米国からの引上げ要求が日に日に強まっている状況にあり、また、中国側でも市場介入にともなうマネーサプライの増加が不動産バブルを起こしかけているとも伝えられている。失業（農村部の余剰労働力）や不良債権問題を抱える中国にとって、難しい判断を迫られることになるであろう。

注

- (1) エイバブル期の貿易赤字については、拙稿「『ニューエコノミー』期米国の国際収支」、『証券経済研究』三二号、二〇〇一年五月参照。
- (2) 株式交換による買収は、現金を使わないため、直接的なユーロ売りドル買いをもたらすわけではない。しかしそれは、欧州企業の米国経済への高い信頼を意味し、その高いアナウンスメント効果がドルを押し上げたのである。拙稿「エイバブル後の国際資本移動について」本誌一六〇九号、二〇〇二年八月。
- (3) S. B. Kamini, "U. S. International Transactions in 2002," *Federal Reserve Bulletin*, May 2003.
- (4) R. N. McCauley, "Capital flows in East Asia since the 1997 crisis," *BIS Quarterly Review*, June 2003.

(いず ひさし・客員研究員)