

# 金融危機後の米国の縮小する経常収支赤字と 対外純負債急膨張のパラドックス

龍谷大学 竹中正治

2008年の金融危機以降、米国の経常収支赤字は急速に縮小し、名目GDP比率で2006年の赤字のピーク5.8%から2013年には2.4%まで縮小、改善した。一方で対外純負債（対外資産と負債の差額）は大きく振幅しながらも、GDP比率で2006年末の13.1%から2013年末の32.1%に急膨張し、その膨張は経常収支の同期間の累積を遥かに上回る規模となった。

このような経常収支の累積ベースと対外純ポジションの乖離は、Gourinchas、Pierre-Olivier and Ray(2007)によって対外資産・負債の評価損益効果（evaluation effect）として強調され、注目されるようになったものである。ただし当時は、米国の対外資産が対外負債を上回る大きなキャピタルゲインを長期にわたって上げていた。そのため米国の対外純負債が経常収支の長期にわたる累積額より大幅に小さくなる点に注目が集まった。

筆者は竹中（2009）（2012）で、米国の対外資産と負債の総合投資リターンの間に長期にわたって存在しているプラスのリターン格差が、ある程度の幅（試算例では3.0%）で持続することを想定するならば、GDP比率で4%程度の貿易収支（プラス経常移転収支）の赤字は、将来20年間ほどのタイムスパンの下で米国の対外純負債を膨張・発散させることなく収束させ、あるいは対外純資産への転換すらあり得ることを試算例として示した。

ところが2011年以降起こっていることは、その逆であり、対外純負債が経常収支赤字の累積額を遥かに超えて急膨張した。本稿ではまずその原因として当該期間における米国と米国外の株式市場の価格上昇率の違いに注目し、代表的な株価指数を使用して対外資産と負債間で同期間に生じたキャピタルゲインの相違で説明できることを示す。同時にキャピタルゲイン・ロスから生じる投資リターンの変移が米国内外の代表的な株価指数の変化比で説明できることを示す。次にこのような近年の状況は、米国優位の投資リターン格差の変調、終焉を示唆するものか、あるいは一時的なものかを検証する。

結論として、2011年以降の米国の対外純負債の急膨張をもたらした主因である「米国株価の上昇率>海外株価の上昇率」というパターンは、過去も繰り返し見られた一時的なものである公算が大きい。内外株価成長率の格差が長期的趨勢的な傾向に回帰することを前提にすると、総合投資リターンで見たプラスの投資リターン格差は2000年代後半の推計値よりは縮小するものの、持続すると見込まれる。

最後にその結果を踏まえ2013年末時点を起点とした対外純負債残高（対GDP比率）の将来20年間の試算をケース分けして提示する。その結果として対外純負債が発散・膨張を続けるシナリオよりも、一定の水準で安定、あるいは減少する可能性が十分にあることを示唆する。