HOKKAIDO UNIVERSITY

Title	米国の経常収支問題によせて
Author(s)	佐藤, 秀夫
Citation	經濟學研究, 58(3), 11-20
Issue Date	2008-12-11
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/35094
Type	departmental bulletin paper
File Information	011-020_sato.pdf

Hokkaido University Collection of Scholarly and Academic Papers : HUSCAP

経済学研究 58－3
北海道大学 2008.12

米国の経常収支問題によせて

佐 藤 秀 夫

はじめに

1990年代以降の米国の経常収支は，1991年に29億ドルの黒字を記録したあと急速に赤字を拡大し，2006年には7,881億ドル，GDP比で6%にも達した。2007年にはやや改善されたが，これほどの規模の赤字は歴史的にも例を見ないきわめて特異なケースだ。ドルが基軸通貨であるために，経常収支赤字は負債決済というかたちで自動的にファイナンスされる。それで，このようなことが可能となる。経常収支赤字は，各種の調整を除けば，ほぼ純債務の増加と等しくなる。米国の経常収支赤字は，91年を除いて1982年から続くもので四半世紀にも及ぶ。このため，米国は世界最大の純債務国となってすでに久しい。

このような状況については，懸念を示す立場と楽観する立場とがある。前者の代表はモーリス・オブストフェルドとケネス・ロゴフ（Obstfeld［2004，2005］，Obstfeld and Rogoff［2005］）で，調整のためにはドルの実質為替レートを大幅に切り下げる必要がある，としている。後者の代表はグリーンスパン前FRB議長やバーナンキ現議長。グリーンスパンは，経常収支不均衡は1980年代後半と同様にそれほどの混乱を伴うことなく市場が調整してくれる，米国の経常収支と家計債務の問題はそれほど心配していない，心配なのは財政赤字の方だ，と主張した（Greenspan［2005 a，2005 b］，アラン・グリーンスパン［2007］第18章）。バーナンキは，黒字国の貯蓄超過，米国資産市場の魅力，米国の所得収支が黒字であることなどを強調し，やはり市場での調整に期待する（Bernanke［2005，2007］）。

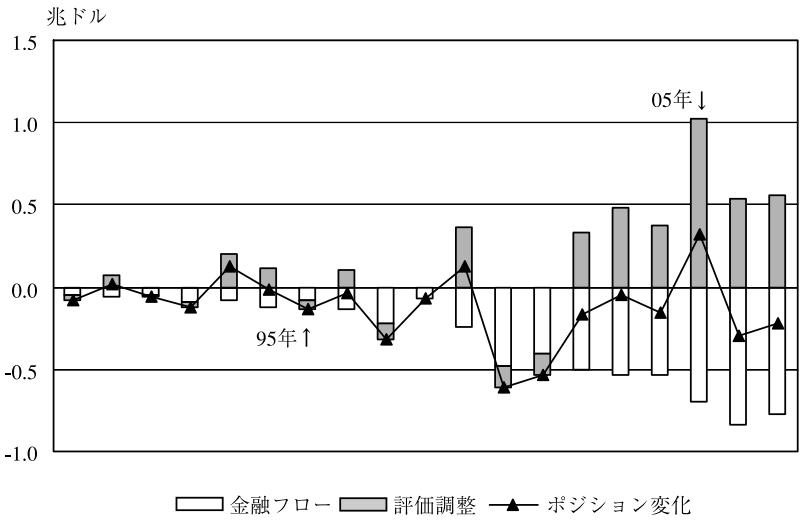
この問題が今後どのように推移していくのか，非常に関心を惹くところだが，これまでの経過においてもいくつか興味深いことがある。第1に，ドルの実質為替レートの動向。1990年代以降のドルの実質為替レートは，2002年まで横ばいないし増価傾向にあった。2003年以降2007年までゆっくりと減価しているが，2007年時点のそれは90年代前半とほぼ同じレベルなのである。経常収支赤字の拡大と実質為替レートのこうした動向はどのように説明できるのか。第2に，世界最大の純債務国になって久しいにもかかわらず，米国の投資収益収支はいまだに黒字を保っている。それはなぜなのか，また，いつまでこの状態が続けられるのか。第3に，あとで見ていくように，現在の純債務残高は経常収支赤字の累積額に比べるとはるかに少ないのだが，これはなぜなのか。

以下ではこれらの問題を取り上げる。定性的にはいずれも比較的容易に答えが出る。つまり，資本収支の動向，投資収益率の違い，資産・負債の評価調整の存在だ。本稿では，これらの問題に定量的にアプローチすることにより，米国経常収支問題の具体的なイメージを呈示したい。

Ⅰ 国際投資ポジションと投資収益収支

まず，米国の国際投資ポジションについて基本的なことがらを確認する。現在の国際投資ポジションは，債権・債務ともに「前年末の残高

図 1：米国純債務の変化(1989–2007 年末)



出所）米国商務省経済分析局データより作成。

＋金融フロー＋価値変動分の調整額＝年末残高]となっており，調整額は，価格変動によるもの，為替相場変動によるもの，その他の調整額，という三つのカテゴリーに区分されている。金融フローは，国際収支統計で米国の在外資産増加と諸外国の在米資産増加の差額として定義される金融収支 Financial account, net と同じである。米国の国際収支統計では「経常収支＋金融収支＋資本移転取引等収支 Capital account transactions, net＋誤差脱漏＝0」となるように定義されている。資本移転取引等収支はマイナーな金額なので，誤差脱漏が少なければ，経常収支と金融収支の絶対額はほぼ等しくなり，経常収支のマイナスは金融収支のプラス，つまり，米国の純債務増加の基本要因となる[1)]。

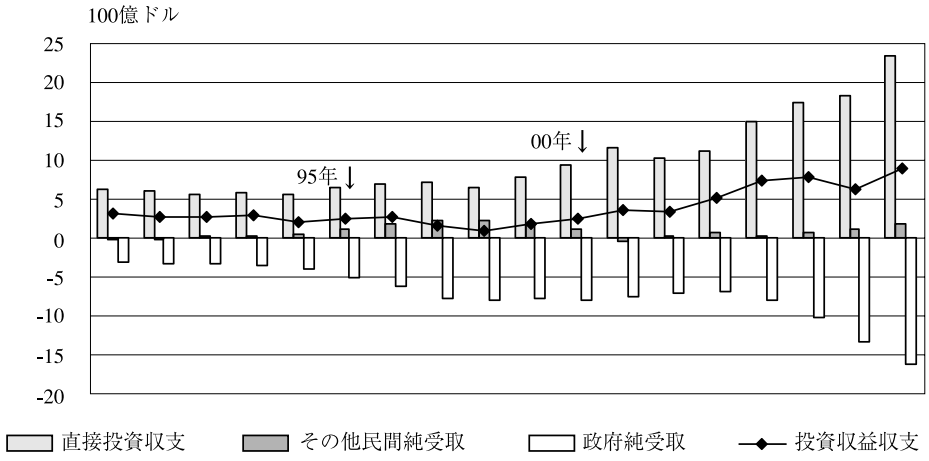
対外債権(米国の在外資産)と対外債務(外国の在米資産)の残高は金融フロー額と各種の価値変動に伴う調整額とによって変化していく。為替相場の変動が大きいときには，米国在外資産の「為替相場変動による調整」が大きくなるし，証券投資の中の株式は株価変動が大きいときに「価格変動による調整」が大きくなる。たとえば，1994 年末から 1997 年末にかけて，外国による米国株式保有残高は 5,310 億ドル増えたが，株式購入によって増えた分は 900 億ドルだけで，4,410 億ドルは株価騰貴による増加分だった[2)]。一般に，債権債務のフローに比してストックが大きくなると，価値変動による調整額が大きな役割を演じるようになる。調整はストック全体に及ぶからだ[3)]。実際，1988 年末から 2007 年末にかけての米国純債務の増加額は 2 兆 2,810 億ドルだが，金融フローだけなら 5 兆 9,460 億ドル増える計算。だが，価値変動による評価増調整が米国対外債権の方でより大きかったため，3 兆 6,650 億ドルがこれによって穴埋めされた(図 1)。これは，金融フローの実に 62% に及ぶ。

1）米国の場合，誤差脱漏が毎年数百億ドルに達するので両者のギャップはかなり大きい。

2）U.S. Department of the Treasury［na］.

3）Swiston［2005］によれば，米国および米国以外の国についても最近の純国際投資ポジション変化と経常収支の相関は，0.1 にすぎない。

図2：米国投資収益収支の推移（1990–2007年）



出所）図1に同じ。

米国の純国際投資ポジション（以下，直接投資はcurrent costベース）の推移を振り返ろう。1980年末に史上最高となる3,608億ドル（GDP比12.9%）の純債権を記録したのち，連年，純債権を減少させ，86年に純債務国となる。その後，趨勢的に純債務を増大させ，1990年末に2,234億ドル（同3.8%），95年末に4,229億ドル（同5.7%），2000年末に1兆3,306億ドル（同13.6%），2007年末に2兆4,418億ドル（同17.6%）という膨大な金額に及んでいる。通常の場合，純債務がこれほどの規模に達すれば，投資収益の支払いがかさみ，投資収益収支が大幅なマイナスを記録するはず。ところが，米国の場合，一貫して黒字なのだ。

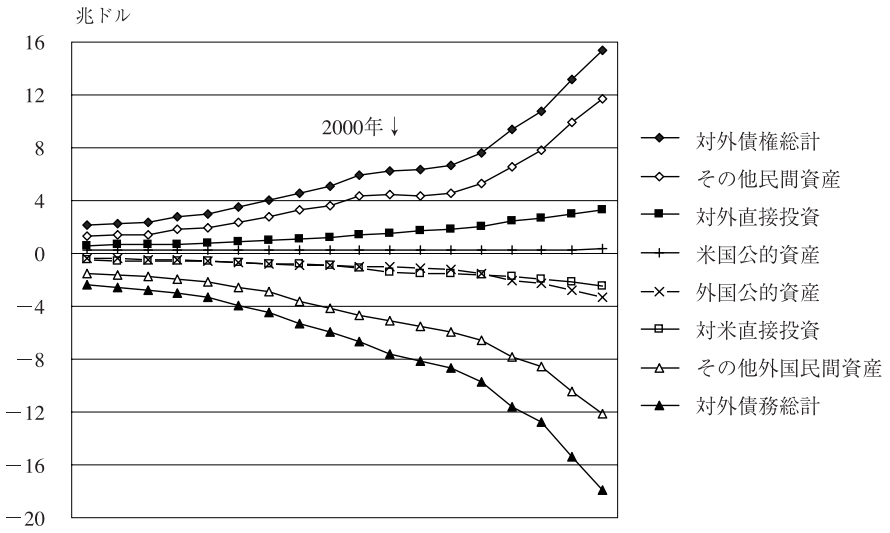
図2に，1990年から2007年までの米国の投資収益収支の推移を示した。米国統計では，投資収益収支が三つのカテゴリーに分かれている。直接投資収支，それ以外の民間部門の受取と支払の差額（その他民間純受取），政府部門の受取と支払の差額（政府純受取）。図2では，これらのカテゴリーごとに示したが，非常にはっきりした特徴が見て取れる。直接投資部門では圧倒的な受取超過，それ以外の民間部門では収支トントンないし若干の受取超過，政府部門は一貫して支払超過。全体の純債務額が1990年末から2007年末にかけて11倍に増えているのに，全体の収支は悪化どころか，改善されている。

この不可思議な現象を理解するには債権債務構造と投資収益の詳細に立ち入る必要がある。まず，1990年から2007年にいたる米国の国際投資ポジションの構成を図示しよう。図3がそれで，一番外側の線が米国の対外債権総計と対外債務総計だ（以下同様だが，特に断らない限り金融派生商品は含めない）。それぞれの内訳は，公的保有資産，直接投資，直接投資以外の民間保有資産に三区分してある[4]。

米国公的資産は，国際投資ポジション表の公的準備資産U.S. official reserve assetsとその他政府資産U.S. Government assets, other than official reserve assetsとを合わせたもの。その他民間資産は，同表の米国民間資産U.S. private assetsから直接投資部分を除いたもの。

4）ここでの「公的」と「民間」の区分は，双方とも債権者に即してなされているが，すぐあとで見るように，債務者に即して定義することもできる。

図 3：米国の国際投資ポジション（1990–2007 年末）



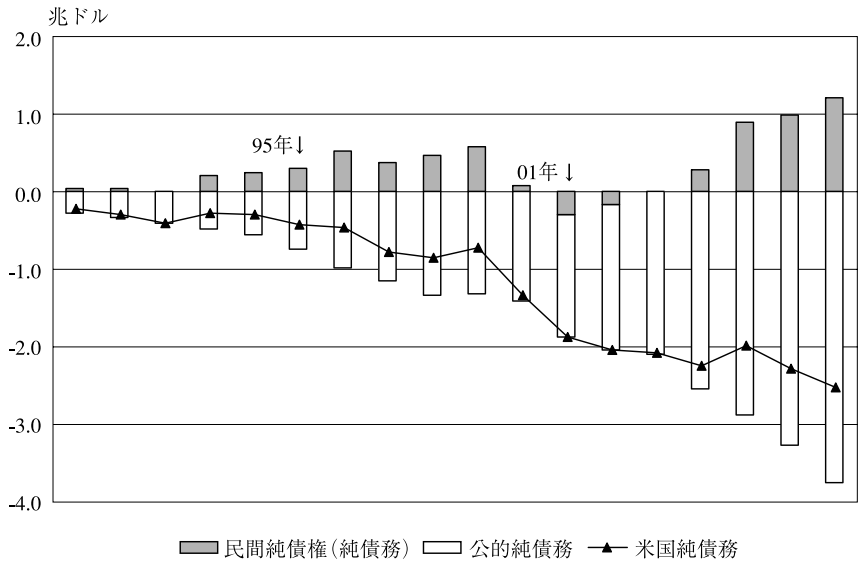
出所）図 1 に同じ。

外国公的資産は外国公的部門の資産 Foreign official assets in the United States。その他外国民間資産は，外国の在米資産が二大別されたうちの一つ，その他の外国資産 Other foreign assets から直接投資部分を除いたもの。厳密ではないが，これは直接投資以外の外国の民間保有資産と見なしてよいだろう。

この図と原データから読み取れることをまとめよう。第 1，対外債務ばかりでなく対外債権も急速に増大している。ただ，前者の伸びの方がやや大きいので純債務が急増したのである。この間の対外債務の伸びは 6.2 倍，対外債権のそれは 5.7 倍だった[5)]。第 2，公的保有資産に関しては，米国保有資産と外国保有資産とできわめて対照的な動向を示した。図からはおよそのことしか読み取れないが，各内訳ごとに計算すると，この間にそれぞれ以下のような伸びを記録している。米国の公的資産 1.1 倍，米国の対外直接投資 4.6 倍，直接投資以外の米国民間資産 7.2 倍，外国の公的資産 7.4 倍，諸外国の対米直接投資 4.2 倍，その他の外国資産 6.6 倍。つまり，米国の公的資産はほとんど増えていないのに，外国の公的資産は最大の伸びを示した。外国公的資産の大部分は，保有国側から見れば外貨準備であり，資産の 3／4 程度は米国政府に対する債権として保有されており，そ

5）ホームバイアス（HB）は，通常，HB＝（A*/A）／（1－D/W）で定義される。ここで，A*は自国の保有する外国資産，A は自国の保有する全資産，D は自国の市場規模，W は世界全体の市場規模。Swiston［2005］は，さらに外国の保有する自国資産を L*とし，1990－2003 年の先進国について，ポートフォリオ市場の国際化率を「（［A*＋L*］／2A）／（1－D/W）×100」で測った。それによれば，この間に米国もそれ以外の先進国も国際化率は趨勢的に上昇し続けたが，先進国全体の国際化率は一貫して米国単独のそれよりも高かった。さらに，90 年代以降には各国の金融深化（「金融市場の規模／GDP」が増大すること）が進んだ。つまり，対外債権／債務の両建てでの増大は，独り米国のみの現象ではないこと，これは金融深化とホームバイアスの低下（グローバリゼーションと言い換えてもいい）の相乗作用であること，この 2 点が重要である。

図 4：米国純債務の構成（1990–2007 年末）



出所）図 1 に同じ。

の中心は財務省証券である。第 3，直接投資を含む民間資産だけに限定すると，米国保有資産と外国保有資産の伸びはそれぞれ 6.4 倍と 6.0 倍で，米国保有資産の方がわずかながらも上回った。

次に，資産ごとの投資収益率を推計してみよう。ここでの収益率は「国際収支統計に計上される各年の投資収益／前年末の資産額」として定義する。そのためには，国際収支統計の分類にあわせて国際投資ポジション表の分類を組み替える必要がある。米国の在外資産については問題ないのでそのままとし，外国の在米資産については，以下のようにする。外国公的部門の資産のうち米国政府証券 U.S. Government securities とその他米国政府負債 Other U.S. Government liabilities, その他の外国資産のうち米国財務省証券 U.S. Treasury securities と米国通貨 U.S. currency, さらに米国政府機関債 U.S. agency bonds, この 5 者を「米国公的負債」とし，国際収支統計経常勘定の米国政府支払 U.S. Government payments に対応させる。外国の在米資産全体から，この米国公的負債と対米直接投資とを除いたものを「その他民間負債」とし，国際収支統計経常勘定のその他民間支払 Other private payments に対応させる。直接投資はそのまま。

ただし，1990－97 年の期間については，米国政府機関債のデータが得られないので，これが「その他民間負債」の方に含まれる[6]。このため，この期間については，米国公的負債が（10% 程度）過小に，その他民間負債が（数%）過大に評価されている。

ところで，米国公的資産と米国公的負債の差

6）米国財務省証券以外の証券 U.S. securities other than U.S. Treasury securities は Corporate and other bonds と株式 Corporate stocks とに二大別される。Corporate and other bonds には米国社債 U.S. corporate bonds とともに米国政府機関債が含まれるが，手元統計ではそれらが分離されずに一括されている。Bach［2005, 2008］から分離した数値を知ることができるが，その期間は 1998 年以降だけである。一応金額を上げておくと，1998 年末の 1,491 億ドルから連年増え続け，2007 年末には 5,871 億ドルになっている。

額を「公的純債務ないし純債権」と定義しよう。また，「対米直接投資＋その他民間負債」を「米国民間負債」，これと米国民間資産の差額を「民間純債務ないし純債権」と定義しよう。これは，利子，配当，利潤など資産所得の受取および支払主体を米国側からみて定義したものといえる。米国全体の純債務をこの区分からみていくと，非常に興味深い事態が浮かび上がってくる。

図4は，民間純債権(債務)，公的純債務，全体の純債務の推移を示したものだが，米国純債務の増大がほぼ公的純債務の増大によるものであることを見て取れる。民間の方は，2001／02年に一時的に純債務となるが，それ以外は純債権である。つまり，米国の膨大な純債務は政府部門が一手に引き受けている。

さて，投資収益率だが，90年代とそれ以降の単純平均を表1に示した。表中で括弧内に示した数値は，スラッシュの前のそれが収益受取ないし支払の平均年額(単純平均で10億ドル単位)，あとのそれが資産ないし負債の平均年額(同上)。公的資産／負債やその他民間資産／負債は，種々の資産を集計したものであることに注意して欲しい。たとえば米国公的資産の2／3を占める公的準備資産は，金を初めとしてほとんど収益を生まない資産である(参考までに，金，SDR，IMF一般引き出し権を除外して計算したものも示した)。米国公的負債に含まれる米国通貨も収益を生まない。外国の通貨当局や為替銀行が，為替業務や為替操作のために米国所在の銀行に保有する当座預金勘定も収益を生むことはない。表1の平均収益率はこれらもろもろを平均したものだ。なお，実現されたキャピタルゲイン／ロスは，投資収益には含まれない。これは，経常勘定ではなく，金融勘定として処理される。未実現のキャピタルゲイン／ロスは国際投資ポジション表の価値変動による調整に反映される。

一つずつ比較していこう。まず，直接投資。これには歴然たる格差がある。90年代の対米直接投資の収益率は米国対外直接投資の1／3に満たず，2000年以降も1／2以下だ。

次に，その他民間資産と負債。1997年以前については，先述したように負債が少しばかり過大評価になっているが，この期間を通じて資産と負債の開きはそれほど大きくない。増加率もほとんど同じでともに急速な拡大を見ている。収益率は資産の方がやや高いものの，その差は小さい。世界的な金利低下傾向を受けて，ともに90年代よりも2000年以降の方が収益率が低下している。

その他民間資産とその他民間負債の収益は，社債利子，株式配当，銀行債権に対する利子，非銀行債権に対する利子の四つに区分できる。

表1　投資収益率の動向(1990–2007年)

(単位：%，10億ドル)

		1990－99年	2000－07年
米国資産	対外直接投資	10.7(88／813)	11.0(232／2052)
	その他民間資産	5.2(106／2122)	3.7(224／5821)
	米国公的資産1	2.2(5／244)	1.3(3／249)
	米国公的資産2	4.3(5／127)	2.7(3／118)
	米国資産全体	6.4(199／3179)	5.5(459／8122)
米国債務	対米直接投資	3.2(23／643)	5.2(86／1604)
	その他民間負債	4.8(95／2067)	3.5(217／6033)
	米国公的負債	6.4(57／924)	4.2(100／2421)
	米国負債全体	4.9(176／3634)	3.9(403／10058)

(注) 米国公的資産1は米国国際投資ポジション表の数値をそのまま分母としたもの，2はその中に含まれている「金，SDR，IMF一般引き出し権」を除外した数値を分母としたもの。
(出所) 図1に同じ。

1999－2007年の期間については，それぞれの収益率を知ることができるので，これを示そう。まず，米国資産。社債投資の収益率（受取社債利子／前年末の保有社債総額），株式投資の配当収益率（受取配当／前年末の保有株価総額），銀行債権の収益率（銀行債権に対する利子受取／前年末の銀行債権），非銀行債権の収益率（非銀行債権に対する利子受取／前年末の非銀行債権）は，9年間の単純平均でそれぞれ6.4%，2.4%，4.1%，5.1%。米国負債に関しても同様の方法で計算すると，それぞれ6.2%，1.8%，4.1%，4.2%。米国資産の方が収益率が高いがそれほど大きな違いはない。なお，株式投資の配当収益率については，これがそのまま株式投資の収益率ではないことに注意しよう。株式投資のもう一つの収益源であるキャピタルゲインが，ここには含まれていないからだ。

公的資産と公的負債では，投資額，収益率ともに大きな格差がある。公的資産はほとんど変化していない。公的負債は，民間負債とほぼ同ペースで急速に拡大した。90年代には公的負債の8割程度が，最近では6割程度が財務省証券の形態をとっている。また，公的負債の保有主体で見ると，この期間を通じて5割前後が外国公的部門によって保有されている。公的負債の収益率が比較的高いが，この水準は10年もの米国債金利（90年代の単純平均で6.7%，2000年以降のそれが4.7%）を少し下回る水準であり，諸国の外貨準備が10年もの国債を中心に運用されていることを窺わせる[7]。米国公的資産の収益率はかなり低いが，資産全体に占めるウエイトが非常に小さいので，全体の収益率にはほとんど影響していない。

結果的に，全体を加重平均した投資収益率は90年代で1.3倍，2000年以降で1.4倍だけ米国資産の方が高くなっている[8]。ここで簡単な計算をしてみよう。米国の資産収益率をa，資産総額をA，外国保有資産（米国負債）の収益率をb，資産総額をBとすると，米国の投資収益受取りはaA，投資収益支払いはbBとなる。これまでのところ，a/b＞B/Aなので米国の投資収益収支は黒字を保っているわけだ。今後の収益率格差がどの程度になるかは予測不可能だが，仮にa/bを1.4としよう。B/Aが1.4を超えない限り，つまり，米国負債が米国資産の1.4倍を超えない限り，米国の投資収益収支は黒字を続けるが，1.4倍を超えたときは赤字に転落する。サービス収支とともに数少ない黒字要因たる投資収益収支の赤字化は，経常収支問題をきわめて深刻な事態とするに違いない。米国のB/Aの推移を見ると，1990年の1.11から趨勢的に増加し，2002年の1.31でピークをつけたあと，2006年末現在の1.21倍まで低下を続けている。先の図2で示したように，経常収支赤字の拡大が続いたにもかかわらず，評価増による調整が大きく貢献したからである。2007年には経常収支赤字も縮小している。国際不均衡の拡大に歯止めがかかったのかどうか，もう少し推移を見守る必要がある。

Ⅱ 経常収支赤字の金融と実質為替相場

経常収支の赤字（黒字）は，外国為替取引のメ

7）米国公的債務の中心をなす米国財務省証券の大部分は，短期国債よりも中長期国債の保有が多い。それぞれの6月末時点で見ると，外国の保有する財務省証券全体に占める中長期債の比率は2002年の80%から年々比率を高め2007年には90%に達している（U.S. Department of the Treasury, Federal Reserve Bank of New York and Board of Governors of the Federal Reserve System［2008］）。

8）国際投資ポジション表にでてくる評価調整額を広義の投資収益とみなして，これを本来の投資収益に加えて投資収益率を計算することができる。この広義の投資収益率は，1983－2003年間の年平均で米国資産の方が在米資産よりも3.1%ポイント高くなるという（Obstfeld and Rogoff［2005］）。同様の計算を1990－2007年間について行うと，米国在外資産の収益率は年間の単純平均で10.7%，在米資産のそれが5.9%で，両者の開きは4.8%ポイントに達した。

カニズム上，公的部門を含む資本収支の黒字(赤字)と必ず一致する。しかし，公的部門以外の資本取引には自発的資本取引と非自発的資本取引の2種類がある。両者は区別しなければならない。ここで非自発的資本取引というのは，対顧客取引に伴う外国為替業務によって発生する外国為替銀行(以下，為銀)の資本取引のことで，それ以外は自発的取引と考えてもらえばよい[9]。もちろん，為銀自身も自発的取引を行うので，実際の国際収支統計で両者を区別することはできない。あくまでも概念的な区分である。

さて，米国の経常収支赤字をD，自発的資本収支の黒字をSとしよう。両者が一致する場合は問題ないので，不一致の場合にどうなるかを考えてみる。米国の取引相手国をA国として，D＞Sなら，A国為銀の短期対米債権は増加する。①為銀はそれが日常の為替業務に必要と判断する限り，それをそのままにしておくだろう(これは，米国銀行部門の金融収支が黒字となることを意味する)。必要ないと判断すれば，②米国財務省証券などの収益を生む資産に転換するか，③為替市場でドルを売って自国通貨なり別の外貨(たとえばユーロ)に転換する。②は，為銀が短期債権を自発的に運用するケースでドル相場に影響を与えることはない。③では，ドル安圧力が発生し，A国がドルにリンクした固定相場制を採用していたり，変動制であってもA国通貨当局がドル安を好ましくないと判断すれば，ドル買い介入が発生する。この介入は，米国公的収支の黒字を伴う。

逆に，D＜Sならば，A国為銀は，④米国銀行からドルの借り入れを行うか，⑤為替市場でドルの調達を行う。④では，米国銀行の対外貸し付け＝対外債権増加(米国銀行部門の金融収支赤字)が発生し，これは為替相場に影響を与えない。⑤では，為替市場にドル買いが発生しドル高となる。ほとんどの場合，米国通貨当局はこれを放置する。通常は，A国通貨当局も放置する。自国通貨安が対米輸出を伸張させ自国経済を活性化すると考えるからだ。

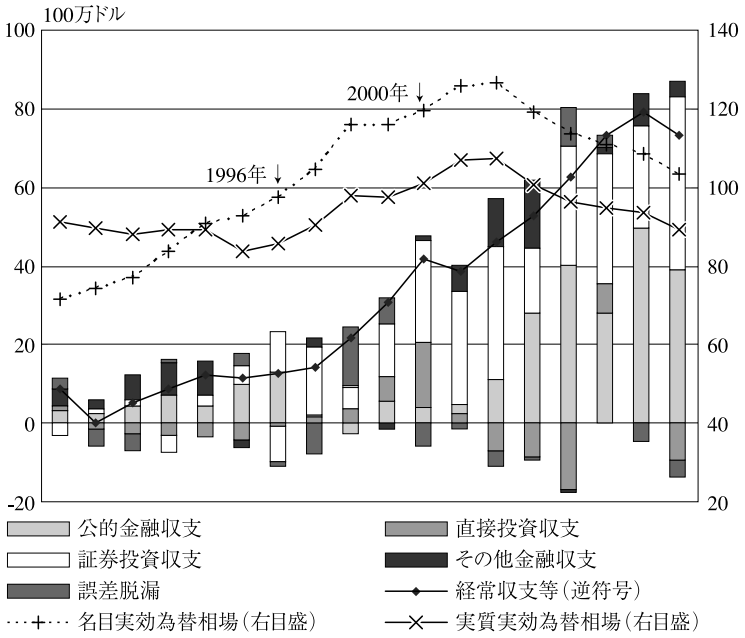
図5は，米国経常収支等(経常収支と資本移転等収支の合計)の赤字が，どの金融勘定項目によってファイナンスされているかを示している。経常収支等の赤字は逆符号で折れ線グラフとして表示した。また，実効為替相場の推移を右目盛りで書き入れてある。一応，名目と実質の双方を書き入れてあるが，この実効相場にはインフレ率が高く通貨減価率の高い途上国通貨が含まれているので，名目相場はあまり参考にならない。参照すべきは実質為替相場の方だ。

まず，実質為替相場の方からみていくと，1995まではやや減価気味だが比較的安定している。96年から2001年にかけて緩やかに上昇し，2002年の横ばいのあと，2003以降の下落，と推移する。

次に，経常収支赤字の金融。年によってかなり差があるが，おおざっぱに3期間に分けることができようか。第1の期間は95年まで。この期間の経常収支赤字のかなりの割合を公的金融収支の黒字とその他金融収支の黒字とがファイナンスした。第2の期間は1996－2001年。この期間は直接投資と証券投資の黒字，特に後者が経常収支赤字をファイナンスした。これらの自発的資本取引が旺盛なドル需要を呼び，それがドルの実質増価を進行させた。そのため，外国公的部門は為替市場でのドル買い介入を通じる米国金融資産取得の必要をそれほど感じなかった。また，この期間の銀行部門の金融収支は総計で1,132億ドルの赤字だった(第1の期間は1,602億ドルの黒字，第3の期間は206億ドルの赤字)。第3は2002年以降。証券投資の米国への純流入は続いたが，直接投資が純流出となり，また，経常収支赤字の規模が拡大したため，公的金融の役割が再び大きくなった。

9) 現実の国際資本移動の総体を論じるときに，この区別をしない叙述はほとんど無意味である。なお，これについては佐藤[2007]第8章及び第9章を参照。

図 5：経常収支赤字の金融と為替相場の推移（1990–2007 年）



注）経常収支等は「経常収支＋資本移転等収支」であり，符号を逆にしてある。
　　実効為替相場は，途上国を含む総合指数 Broad index で，名目の方は 1997 年 1 月=100，
　　実質の方は 1973 年 3 月＝100，ともに数値の上昇はドル高方向への変化を表す。その他金
　　融収支には 2006 年以降金融デリバティブを含む。
出所）米国商務省経済分析局データ及び米国経済白書の付表より作成。

ゆっくりとだが実質ドル減価も進行したため，活発なドル買い介入がなされ，外国公的部門の在米資産増加は著しいものとなった。

以上の動向から判断すると，第 1 の期間は，D＞S であり，外国為銀はそれぞれの事情に応じて①～③の動きを示したといえるだろう。第 2 の期間は，D＜S であり，④と⑤の双方の動きが見られた。第 3 の期間は，再び D＞S となり，外国為銀と外国通貨当局は③の行動パターンをとった。ドル買い介入の中心はもちろん中国だが，2003／04 年には日本の通貨当局も 35 兆円に及ぶ大規模なドル買い介入を実施している。

以上のように，米国の経常収支ファイナンスは時期によって異なる局面を示すが，ここ数年は，半ば以上が外国通貨当局のドル買い介入によって賄われている。これは外国通貨当局の意思によるものだが，いつまでも持続できるというものではない。すでに日本は 2004 年 4 月以降介入をまったく行っていないし，依然として介入を続けている中国では不胎化の失敗が表面化し，インフレ懸念が強まってきている。原油と食糧価格の高騰が続いているので，各国とも従来のように自国通貨安を選好することはしなくなるだろう。通貨当局とは異なり，民間投資家はドル安リスクに敏感なので，GDP 比 5，6% 規模の経常収支赤字を自発的資本収支の黒字で賄うことも難しい。米国投資の評価調整増という要因によって純債務残高の拡大ペースが相当程度抑制されてきたことも見てきたが，これとてそう続くものではない。

すべてこれらのことは，米国経常収支の拡大が限界に達したこと，調整過程が始まったことを示していると思われる。資源価格の高騰とい

う波乱要因はあるが，今後は実質ドル減価がいっそう進むと予想される。

参考文献

Bach, C. L. [2005], "Annual Revision of the U.S. International Accounts, 1991－2004," *Survey of Current Business*, July.

Bach, C. L. [2008], "Annual Revision of the U.S. International Accounts, 1974－2007," *Survey of Current Business*, July.

Bernanke, Ben S. [2005], "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit," speech delivered for the Sandridge Lecture at the Virginia Association of Economists, available from the website of FRB.

Bernanke, Ben S. [2007], "Global Imbalances: Recent Developments and Prospects," speech at the Bundesbank Lecture, available from the website of FRB.

Greenspan, A. [2005 a], "Globalization," remarks at the Council on Foreign Relations, available from the website of FRB.

Greenspan, A. [2005 b], "International Imbalances," remarks before the Advancing Enterprise Conference, available from the website of FRB.

Obstfeld, M. [2004], "External Adjustment," *Review of World Economies*, Vol.140 (4).

Obstfeld, M. [2005], "America's Deficits, the World's Problem," *Monetary and economic studies*, Vol.23 No. S－1 Special ed.(日本銀行金融研究所『金融研究』第 24 巻第 3 号に邦訳掲載)。

Obstfeld, M. and K. S. Rogoff [2005], "Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments," *Brookings Papers on Economic Activity* 1.

Swiston, A. [2005], "A Global View of the U.S. Investment Position," *IMF Working Paper* WP／05／181.

U.S. Department of the Treasury [na], "Summary of Report on Foreign Portfolio Investment in the United States as of December 31,1997," available on the Internet at http://www.treas.gov/tic/shl 94 sum.html.

U.S. Department of the Treasury, Federal Reserve Bank of New York and Board of Governors of the Federal Reserve System [2008], *Report on Foreign Portfolio Holdings of U.S. Securities as of June 30, 2007.*

アラン・グリーンスパン著／山岡洋一・高遠裕子訳 [2007]『波乱の時代』日本経済新聞出版社(Alan Greenspan, *The Age of Turbulence: Adventures in a New World*, 2007)。

佐藤秀夫 [2007]『国際経済――理論と現実』ミネルヴァ書房。