

# 米国の対外赤字の拡大と今後のリスク

～ ドル安の懸念は後退したのか～

## < 要 旨 >

- 1 . 米国の経常収支の赤字は 2005 年 4-6 月期に 1,957 億ドル（年率換算で 7,828 億ドル）となり、前期に次いで過去 2 番目に高い水準となった。経常収支の赤字の内訳をみると貿易・サービス収支の赤字が 1,733 億ドルと、経常赤字全体の約 9 割を占めた。こうした経常収支赤字は海外マネーの流入によって穴埋めされている。
- 2 . 海外マネーは、米国債の最大の投資家、住宅投資や設備投資などの投資の原資、ドル相場を左右する存在、としてその動向が極めて重要である。
- 3 . 米国の経常収支の赤字と海外からの資本流入が持続する中で、対外負債残高も拡大している。過去 2 年では対外負債残高の拡大に伴う利払い負担の増加により、所得収支は黒字幅が縮小し、2005 年 4-6 月期には赤字となった。仮に所得収支の赤字が継続すれば、経常収支赤字が一段と拡大し、対外赤字の持続可能性への懸念からドル安圧力が強まる恐れもあり注意が必要である。
- 4 . 海外マネーについては、量的な拡大だけでなく、質的な面で変化の兆しもみられる。すなわち、資本の供給主体として、02～03 年に弱含んだ民間部門が堅調になってきていること、資本の供給国・地域として、アジアのみならず、原油高の恩恵を受けた中東諸国が再び存在感を高めていること、が指摘できる。
- 5 . 足元でドル相場が上昇傾向にあるが、ドル高は米国の経常収支赤字や対外純負債をさらに増加させる方向に働く。このため、米国の対外赤字をどのようにファイナンスするのかという問題は今後一段と大きな課題であり、中長期的なドル安リスクは依然として残っているとみられる。



お問合せ先 調査部（東京）西垣秀樹

E-mail: [hideki.nishigaki@ufji.co.jp](mailto:hideki.nishigaki@ufji.co.jp)

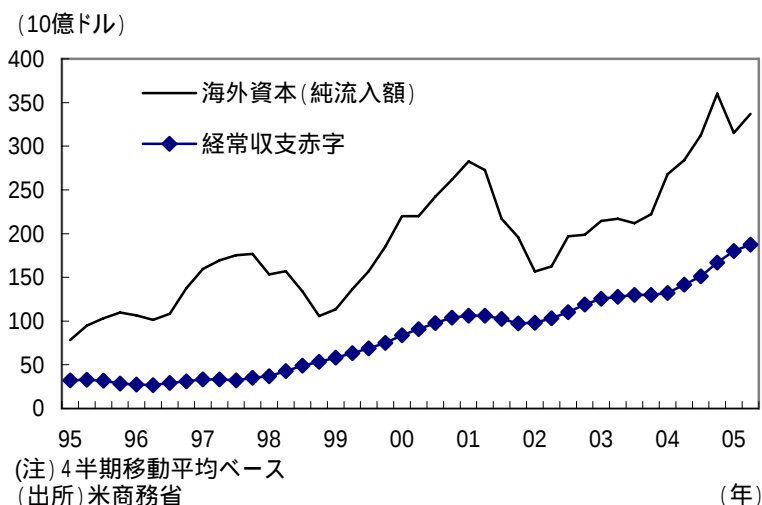
## 1. 拡大が続く経常収支赤字と海外マネー

米国の経常収支の赤字は2005年4-6月期に1,957億ドル（季節調整値、年率換算で7,828億ドル）となり、前期に次いで過去2番目に高い水準となった。経常収支の赤字の内訳をみると、貿易・サービス収支の赤字が1,733億ドルと、経常赤字全体の約9割を占めた。

米国の経常収支の赤字をファイナンスしているのは、海外資本と米国資本の動きを示す投資収支の黒字（資本流入超）である<sup>1</sup>が、このうち、海外資本（海外マネー）に注目すると、2005年4-6月期は3,931億ドルの流入超と、経常収支赤字の約2倍の水準に達した（図表1）。米国では、経常収支赤字の拡大とともに、それ以上のテンポで海外からの資本流入が拡大している。

足元でドル相場が上昇基調で推移しており、米国の輸入が増加しやすい状況にある。こうした中、米国の経常収支の赤字は今後も拡大する可能性が高い。

図表1 米国の経常赤字と海外資本の流入



<sup>1</sup> 国際収支の項目には定義上、経常収支 + 資本の純流入 + 誤差脱漏 = 0 という関係がある。2005年4-6月期についてみると、経常収支が▲1,957億ドル、資本純流入が1,420億ドル、誤差脱漏536億ドルとなっている。資本純流入の大部分は投資収支の黒字が占めるが、投資収支の黒字を公的部門と民間部門に分けてみると、公的部門（外貨準備の変動を含む）が818億ドル、民間部門が605億ドルとなっている。

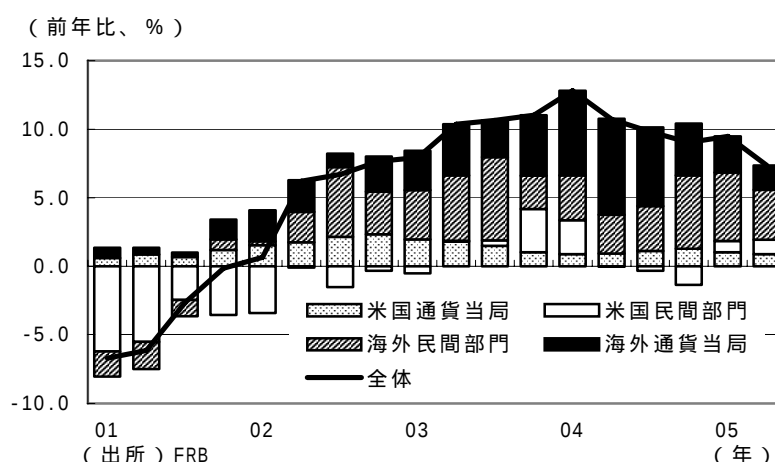
## 2. 米国経済に対して大きな影響をもつようになった海外マネー

経常収支の赤字が持続可能であるかという問題は、国際収支の観点からは、海外資本（海外マネー）が安定的に流入するかという問題と同義である。海外マネーは、米国債の最大の投資家、米国内投資の有力な資金源、ドル相場の重要な決定要因として、その動向が大きな影響力をもつようになっている。

### （1）海外マネーは米国債の最大の投資家

第1に、海外マネーは米国金融市場で主要プレーヤーとして大きな影響力をもっている。近年、米国債投資の伸びをけん引してきたのは、米国の投資家ではなく、海外の投資家である。特に2003年から2004年には海外の公的部門（通貨当局）の米国債投資残高の伸びが高まった（図表2）。一般に海外公的部門によるドル資産への投資は自国通貨の過度な上昇・ドル安の進行を防ぐことに大きな目的があり、投資のリターンを最大化することが基本的なスタンスである民間部門の投資とは性格が異なっている。海外公的部門を中心とする海外マネーによる米国債投資が活発化する中で、米国債の価格は上昇し、長期金利が低下するという傾向がみられた。米国では2004年6月末以来、FF金利が1.0%から足元3.75%まで引き上げられたにもかかわらず、この間、長期金利はほとんど変化していない。こうした「長期金利安定の謎」の一因として、FRB（米連邦準備制度理事会）のグリーンズパン議長は海外からの積極的な投資を挙げている。裏返せば、海外マネーが米国債を積極的に購入し続けるかどうかは米国の長期金利を左右するということであり、結果的に海外マネーの動向が住宅投資や個人消費などにも影響を与えるといえよう。

図表2 米国債投資残高の前年比の要因分解

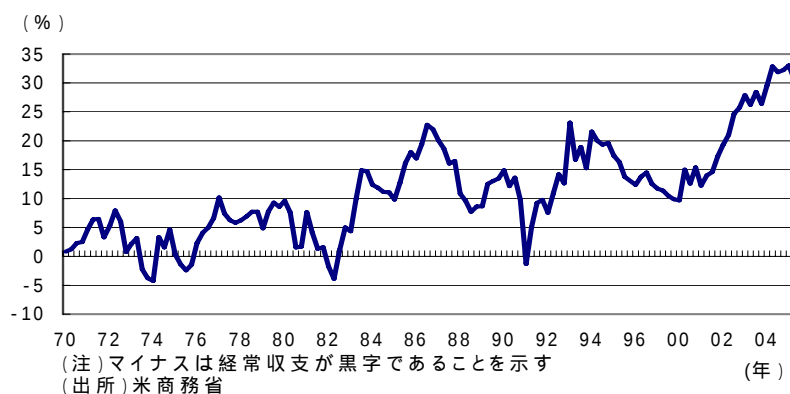


## ( 2 ) 国内投資の源泉としての海外マネー

第2に、海外マネーは米国の住宅投資や設備投資などの投資資金となることで米国経済を押し上げる役割を果たしている。

米国で行われている国内投資（グロスベース）の資金源は、国内貯蓄か海外貯蓄（資本純流入）である<sup>2</sup>。2005年4-6月期時点で見ると、米国では国内投資（年率）が2兆4,552億ドル、これに対して、国内貯蓄は1兆7,028億ドル、海外貯蓄（誤差脱漏を含む）は7,524億ドルである。海外貯蓄が国内投資をカバーする割合は2002年から2004にかけて急速に上昇し、足元では30%を超える高水準となっている（図表3）。国内貯蓄が増加しない限り、仮に海外からの資金流入が落ち込めば、国内投資の水準が低下することになる。海外マネーの流入が持続的であるかどうか国内投資の動向をみる上でも重要になってきている。

図表3 米国の国内投資に対する海外貯蓄の比率



## ( 3 ) ドル相場を左右する海外マネー

第3に、海外マネーの流入、及び米国の経常収支赤字の拡大継続は、米国の対外債務残高を増加させ、結果的にドル安圧力を高める可能性がある。

経常収支の赤字の拡大が持続し、米国の対外債務残高が増加すると、利払い負担が増える（所得収支の悪化要因）結果、経常収支赤字が一段と拡大していく可能性がある。こうした状態が続くと、市場では米国の経常収支赤字の拡大が持続可能でないとドル安予想が強まり、ドル相場が急落することもあり得よう。ドルの急落がどのタイミングで生じるかを特定することは困難であるが、当局関係者の発言や何らかのショックを契機に、米国の対外負債の問題に焦点が集まることで、かなりの程度ドル安が進行するシナリオは考えられる。ドル安は米国にとっては輸出競争力を高めるプラスの側面もあるものの、海外の投資家からすると、自国通貨建ての資産価値を下落させ、増大した対

<sup>2</sup> 支出面では  $GDP（支出）＝個人消費＋国内投資＋政府消費＋純輸出（財サービス貿易収支）$  という関係式があるが、これに、国内貯蓄と海外貯蓄の定義式、すなわち、 $国内貯蓄＝GDP（所得）－個人消費－政府消費、純輸出＝－海外貯蓄$  という式を代入すると、最終的に、 $国内投資＝国内貯蓄＋海外貯蓄$  という関係式が得られる。

外資産の保有リスクを高めることになる。このためドル安予想が広がる場合には、海外の投資家の対米投資の意欲が減退しよう。資本純流入が細れば、米国経済にとってマイナスの影響が強まり、その結果、世界経済全体に大きな混乱が及ぶことも考えられる。

### 3．米国の対外負債（ストックベース）の拡大

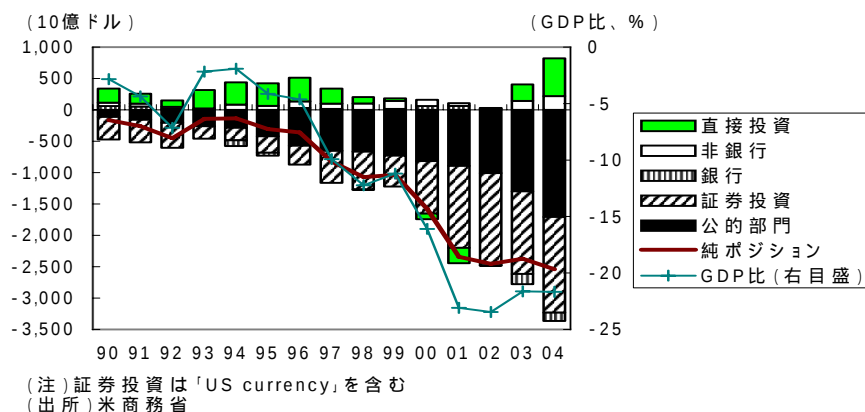
海外マネーは大幅に拡大してきたが、今後も拡大し続けるのだろうか。今後、ドル相場が急落しても、公的部門がドル買い介入を実施すれば何ら問題ないという見方もある。公的部門の介入によってドル安に歯止めがかかれば、民間部門の投資が再び増加することが期待できるためである。しかし、最近では、これまでの公的部門の大規模なドル買い介入などによってドル相場が上昇基調に転じるとともに、米国の対外負債の水準が大きく拡大したために、対外バランスを一段と悪化させる恐れも出てきている。

#### （１）悪化する国際投資ポジション

米国の経常収支の赤字と海外からの資本流入の増加が持続する中で、近年、米国の対外バランスはフローの面だけでなくストックの面においても悪化してきた<sup>3</sup>。

米国の対外純負債(対外負債 - 対外資産)は足元にかけて拡大し、2004年末で2兆5,422億ドル(市場価格ベース)とGDP比ベースでは21.7%に達している(図表4)。

図表4 米国の対外純負債の推移



<sup>3</sup> ただし、対外純負債は経常収支赤字の累積によって増加するが、為替や価格（キャピタルゲイン、ロス）の変動の影響も受けることになる。例えば2004年の対外純負債はフローの要因すなわち経常収支赤字の要因で5,846億ドル押し上げられたが、為替や価格の変動（評価調整）の要因で4,147億ドルの縮小要因があったため、最終的に対外純負債は前年から1,699億ドル増加しただけであった。2004年に対外純負債を減らす方向に寄与した評価調整の内容をみると、為替要因（ドル安要因）が2,722億ドル、価格要因が1,465億ドル、その他41億ドルとなった。すなわち、ドル安や対外資産の値上がり、米国の対外資産の価値の増加をもたらした、米国の対外純負債残高の拡大を抑制した。

もっとも、米国の対外純負債は拡大してきたものの、米国が海外に保有する資産（対外資産）は、海外が米国に保有する資産（米国の対外負債）とは構成が異なるため、米国の対外投資のリターンは海外の対米投資に比べて高いという特徴がある。したがって、米国の対外負債の拡大そのものには特段問題はないという見方もあった。

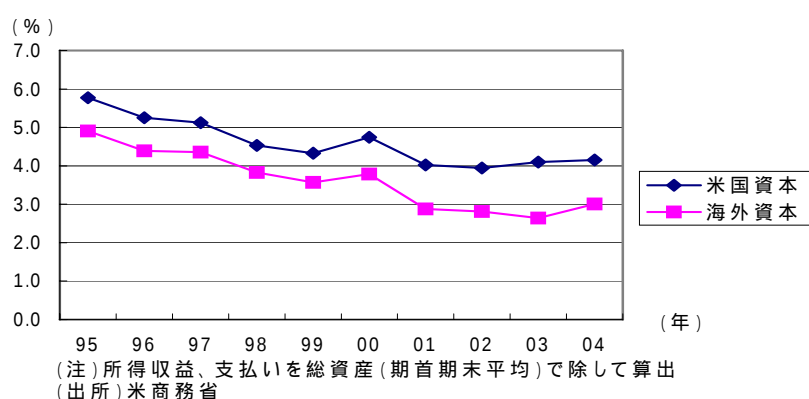
実際、米国が海外に保有する資産は2004年末で9兆9728億ドルに上るが、資産の構成に注目すると、比較的风险が高く、収益率も高いとみられる民間直接投資（3兆2,874億ドル：シェアは33%）、民間株式投資（2兆5,200億ドル：同25%）で、全体の約6割を占めている。民間債券投資は0.9兆ドルでシェアは10%にすぎない。

一方、諸外国が米国に保有する資産（米国の対外負債）は2004年末に12兆5,150億ドルとなったが、このうち、民間直接投資（2兆6,869億ドル：21%）、民間株式投資（1兆9,285億ドル：15%）が全体の占めるシェアは36%にとどまっている。

このように、米国は債券を中心に資本を調達する一方で、直接投資や株式投資を中心に運用するという構造になっている。

米国が保有する対外資産（米国資本）と諸外国が保有する米国資産（海外資本）の収益率を計算してみると、2004年の民間部門の投資収益率<sup>4</sup>は、米国資本が4.2%であるのに対して海外資本が3.0%、直接投資に限ってみれば、米国資本の7.8%に対して海外資本が4.1%と倍の開きがある（図表5）。このため、米国が対外負債を拡大させても資産を効率的に運用し、高いリターンを得ることができるため、対外負債の拡大は深刻なものではないとみられてきた。実際、利子・配当金等の受払いを計上する所得収支は最近まで黒字基調で推移してきた。

図表5 米国資本と海外資本の資産収益率

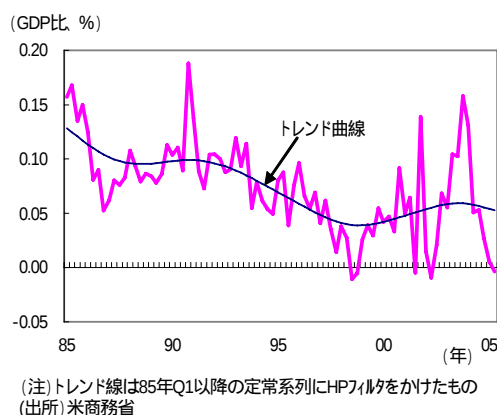


<sup>4</sup> 所得収支を、期首期末資産残高平均で除して算出した

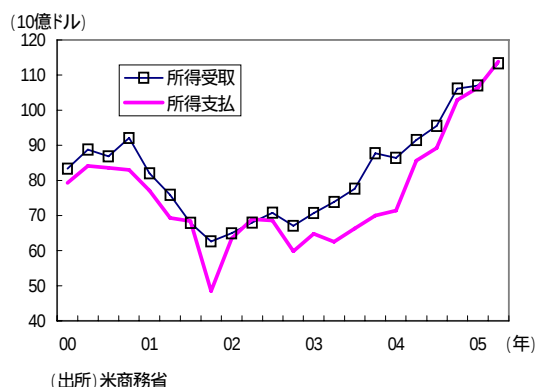
## (2) マイナスに転じた所得収支

しかし、米国の所得収支は、2002 年後半から 2003 年末にかけて米国金利の低下による所得支払の減少を背景に黒字幅が拡大したが、その後は 2003 年末をピークに黒字幅が縮小し、2005 年 4-6 月期には 4.5 億ドル（季節調整値）の赤字と、2002 年 4-6 月期以来、3 年ぶりにマイナスとなった（図表 6）。米国の所得収支はトレンド曲線で見ると、依然として黒字を維持しているものの、黒字幅が 2003 年後半をピークに縮小傾向にあることがうかがえる。所得収支の変化を受取と支払の要因に分けてみると、2003 年末以降、所得受取は、海外の株価上昇や直接投資収益の拡大などを背景に増加したが、所得支払は、海外からの米国債や政府機関債等への証券投資や銀行・非銀行取引の拡大などから、所得受取以上に増加した（図表 7）。

図表 6 米国の所得収支（GDP 比）



図表 7 米国の所得受取と所得支払



所得支払は 2002 年から 2004 年の 2 年間で 883 億ドル増加したが、この要因を、負債残高要因、金利要因に分けて推計してみると、金利要因は長期金利が低下したためにマイナス 151 億ドルと支払を減らす方向に寄与したが、負債残高要因が 827 億ドルと支払を増やす方向に働いたことがうかがえる（図表 8）<sup>5</sup>。

図表 8 米国の所得支払が増加した理由（02 年から 04 年の増加要因）

|           |          |
|-----------|----------|
| 所得支払の増加分  | 883 億ドル  |
| 負債残高の変動要因 | 827 億ドル  |
| 金利の変動要因   | -151 億ドル |
| その他の要因    | 207 億ドル  |

（注）UFJ 総合研究所推計

なお、米国の長期金利は 2002 年以降、低水準で推移しているが、今後については、インフレ予想が強まることなどを契機に上昇する余地があり、その場合には米国の対外負債（利払い負担）を一段と押し上げることになると予想される。したがって、今後、所得支払の増加に見合って所得受取が順調に拡大を続けるか注視する必要がある<sup>6</sup>。

<sup>5</sup> 推計期間は 1983 年から 2004 年とし、最小 2 乗法で推計した。

<sup>6</sup> 米国の所得収支の悪化については、過去にも 1998 年末の例があげられる。ただし、当時の所得収支の悪化は、アジア通貨危機という一時的なショックにより、米国の直接投資受け取りが減少した

### (3) 所得収支の悪化が続くとドル安圧力が強まる恐れ

仮に所得収支の赤字が継続的なものになるとすれば、経常収支の赤字は貿易・サービス収支の赤字だけでなく、所得収支の赤字によっても一段と増加することになる。2004年後半以降の利上げの継続に伴って、海外民間部門の投資が拡大し、ドル相場も上昇傾向となっていることを踏まえると、今後の米国の経常収支赤字はこれまで以上に増加テンポが大きくなることが予想される。もっとも、足元ではドル高傾向であるとはいえ、所得収支の赤字が継続し、「経常収支赤字の長期化→対外債務残高の増加→利払い負担の増加→経常収支赤字の拡大」という循環が先行き定着するとの見方が市場で多くなれば、ドル安予想が広がる可能性もある。

ところで、所得収支の赤字と貿易収支の赤字を比較してみると、いずれも経常収支の赤字を意味する点では同じであるが、意味合いは異なると考えられる。米国の貿易収支の赤字は、米国と海外との成長率格差（実物面における米国経済の相対的な強さ）を反映したものであるため、貿易赤字の拡大は必ずしも米国の弱さを意味しない。一方、所得収支の赤字は、米国が投資収益（利子・配当金等の受取）をネットで減少させ、純負債を増加させるという意味で、金融面における米国の相対的な弱さを示すとみることができよう。こうした違いが何らかの形で金融市場にも織り込まれているとすれば、貿易収支と所得収支の赤字がドル相場に与える影響も異なってくると考えられる。

そこで、1973年以降の四半期データを用いて、所得収支の変化、貿易・サービス収支の変化、長期金利の3つの要因を説明変数にして短期的なドル相場の変化を推計してみた。推計結果をみると、貿易収支が悪化してもドル安要因とはならないが、所得収支の悪化はドル安圧力を高める方向に寄与するという結果が得られる（図表9）。この結果からすると、所得収支の悪化が続けば、こうしたドル安圧力が累積されていくため、ドル相場の水準を維持するためには長期金利の上昇が必要になる可能性もある。

図表9 ドル相場と貿易サービス収支、所得収支の変動の関係

| 説明変数         | 推定係数  | t値    |    |
|--------------|-------|-------|----|
| 定数項          | -0.08 | -0.27 |    |
| 貿易サービス収支(-1) | -0.19 | -0.22 |    |
| 貿易サービス収支(-2) | 0.94  | 1.08  |    |
| 所得収支(-1)     | 3.12  | 1.90  | *  |
| 所得収支(-2)     | 3.25  | 1.56  |    |
| 長期金利(0)      | 0.99  | 2.13  | ** |
| 長期金利(-1)     | -0.16 | -0.30 |    |

(注) 推計期間 1973Q2～2005Q2

\*\*は5%有意、\*は10%有意を示す

変数は階差、為替は対数階差、(-1)は1四半期前の変数を示す

貿易サービス収支、所得収支はGDP比(年率)ベース

この影響が大きかった。これに対して、足元の所得収支の悪化は、一時的なものというよりは2002年以降の対外負債ストックの拡大に伴って生じている慢性的なものである可能性がある。もっとも米国の対外資産は資産収益率が比較的高いため、所得受取が大きく落ち込み、所得収支の悪化が急速に進むことは考えにくい。

#### 4. 経常収支赤字を穴埋めする海外マネーに質的な変化の兆し

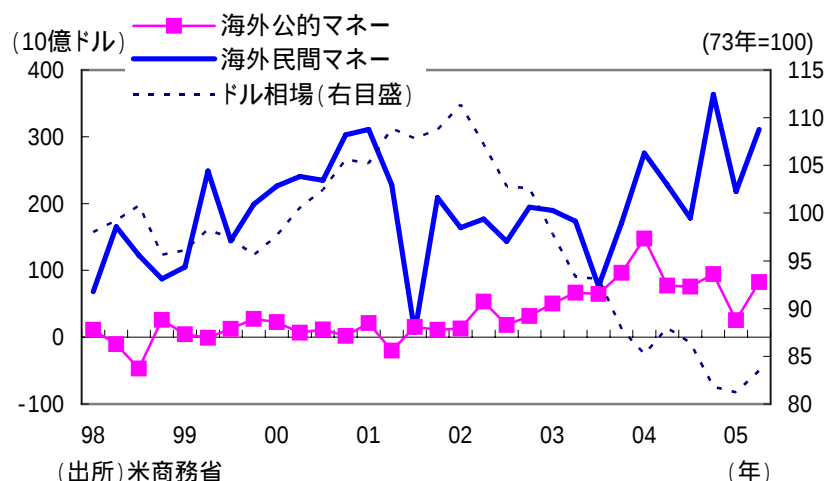
##### (1) 変化1：海外マネーを供給する投資主体の変化

第1に、最近では海外の資本供給主体にも変化の兆しがみられる。

2002年から2004年初めころまでは、米国の双子の赤字（財政赤字と経常収支赤字）のリスクを敬遠し、海外民間部門の投資が低迷する一方、ドル安の進行に伴ってアジアを中心とする中央銀行による公的部門の投資（ドル買い介入）の水準が高まった。しかし、2004年後半からは財政の悪化やドル安に歯止めがかかったことなどを背景に、海外公的部門の投資が減速気味になる一方、民間部門の投資が比較的堅調となっている（図表10）。

2005年4-6月期についてみると、公的部門の純投資が823億ドルにとどまるなか、民間部門の純投資は3,107億ドルとなった。海外民間部門の純投資の中身をみると、直接投資が176億ドル、証券投資の1,202億ドルに対して、銀行やノンバンクのマネー（預金等）が1,729億ドルと、高い水準となっている。こうした資金はカリブ・バンキングセンターなど、ヘッジファンドの拠点とされるオフショア市場を通じて米国に流入してくるものが多い<sup>7</sup>。

図表10 海外の公的マネーと民間マネー



<sup>7</sup>最近では海外の銀行や証券ブローカーによる対米投資が足元で大幅に増加している。2005年4-6月期は1,689億ドルと過去最高を記録し、海外からの投資資金全体の43%を占めた。銀行や証券ブローカーの投資は大半がドル建てであるが、預金や仲介業務に伴う手数料や預金債権が1,118億ドル増加している。こうした投資資金は世界に向かう部分もあるが、米国に還流することで国内経済活動を支える要因となっている。

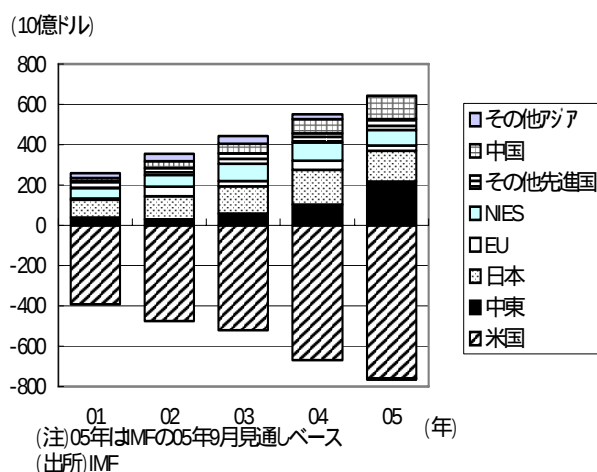
## ( 2 ) 変化 2 : 海外マネーを供給する国・地域の変化

第 2 に、米国の経常収支赤字をファイナンスする資本の供給国（貯蓄超過国）に注目すると、最近原油高を背景に對外黒字を大幅に増加させている中東諸国（石油輸出国）の存在が無視できなくなっている。

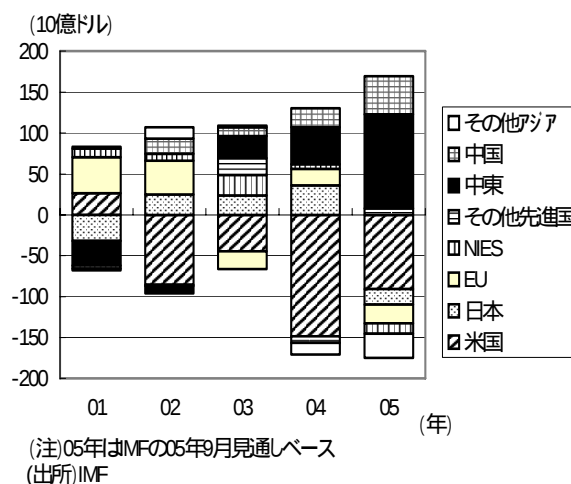
米国の経常収支赤字（貯蓄不足）拡大は、米国以外の国に経常黒字（資本供給）拡大をもたらす。IMF が 2005 年 9 月に発表した見通しによれば、米国の経常収支赤字は 2005 年に 7,590 億ドルに達する見込みである。これに対して、経常収支の黒字を計上する地域として目立つのが中東諸国である。中東諸国の経常黒字は 2002 年には 300 億ドルにすぎなかったが、2004 年に 1,028 億ドルに拡大し、さらに 2005 年には 2,176 億ドルと、日本の 1,531 億ドル、中国の 1,156 億ドル、NIES の 780 億ドル、欧州先進国の 237 億ドルを大きく上回ると見込まれている（図表 11）。

中東諸国の動向が米国の経常赤字拡大との関連で重要とみられることは 2004 年から 2005 年にかけての限界的な変化に注目すると一段と明らかになる。世界各国の経常収支の変化（前年差）の推移をみると、2005 年は米国の経常赤字が前年から 910 億ドル拡大する一方で、中東諸国の経常黒字は 1,150 億ドル増加する見通しである（図表 12）<sup>8</sup>。米国の経常赤字のファイナンスについては、2002 年から 2004 年までは、日本やアジア諸国の経常黒字（＝貯蓄）の増加に依存するという形で比較的分散されていたが、2005 年は中東諸国の黒字に対する依存を強める形になっている。

図表 11 世界各国の経常収支



図表 12 世界各国の経常収支の前年差



<sup>8</sup>中東の中で最も有力なサウジアラビアでは経常収支の GDP 比が 2001 年の 5.1% から 2004 年には 20.5% に上昇、2005 年も 32.4% と見込まれている。

実際、国際金融市場において中東諸国は資本輸出国としての役割を高めてきている。2001年と2004年を比較してみると、資本輸入国の中で米国のシェアは全体の約70%と変化していないのに対して、資本輸出国の中でサウジアラビアが占めるシェアは2001年時点の3.3%から2004年には5.9%と世界第5位に上昇している（図表13）。また、足元でもサウジアラビア通貨庁の対外証券投資は、原油高を背景に2004年後半から急増する傾向にある（図表14）。こうした中東諸国をはじめとする石油輸出国の対外証券投資は、オフショア市場などを経由して米国に還流し、米国債だけでなく政府機関債、株式、社債等で運用されている。

以上、米国の経常収支赤字のファイナンスに関する質的变化の兆しの内容をまとめると、資本の供給主体としては、02～03年に一旦後退した民間部門のウェイトが高まってきたこと、資本の供給国としては、中国などアジアのみならず原油高の恩恵を受けた中東諸国など石油輸出国の影響が高まってきたこと、が指摘できる。

中東諸国など石油輸出国の経常収支の動向は原油価格によって左右される面がある。現在の原油価格が一時的な投機要因によって押し上げられているとすれば、今後、原油価格の低下に伴い中東諸国の経常収支黒字が縮小する可能性がある。その結果、米国に向かうマネーが縮小すれば、米国の金融市場や投資にも影響が及ぶ可能性がある。

図表13 世界の資本の出し手と受け手

資本の出し手(輸出国)

資本の受け手(輸入国)

(単位: %)

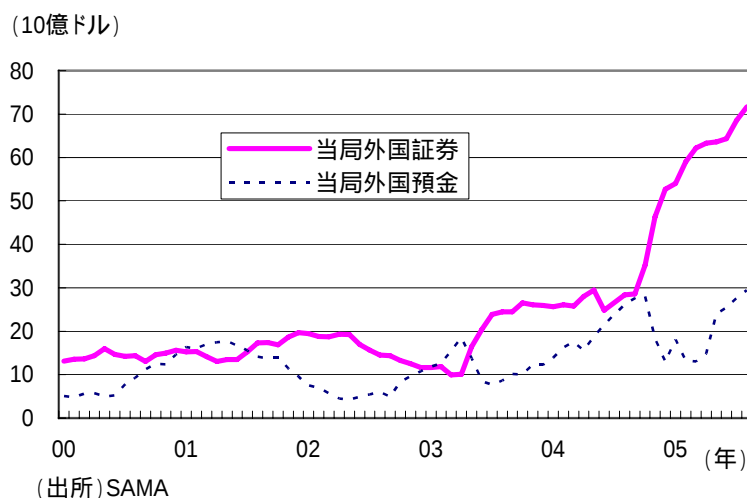
| 順位 | 国名      | 2001年 | 国名      | 2004年 |
|----|---------|-------|---------|-------|
| 1  | 日本      | 20.2  | 日本      | 19.7  |
| 2  | ロシア     | 7.3   | ドイツ     | 11.9  |
| 3  | ルウエイ    | 6.0   | 中国      | 7.9   |
| 4  | スイス     | 5.7   | ロシア     | 6.9   |
| 5  | フランス    | 5.5   | サウジアラビア | 5.9   |
| 6  | カナダ     | 4.5   | スイス     | 4.9   |
| 7  | 台湾      | 4.4   | ルウエイ    | 3.9   |
| 8  | シンガポール  | 4.0   | スウェーデン  | 3.3   |
| 9  | 中国      | 4.0   | シンガポール  | 3.2   |
| 10 | サウジアラビア | 3.3   | 韓国      | 3.2   |
| 11 | ベルギー    | 3.0   | カナダ     | 2.5   |
| 12 | 香港      | 2.8   | オランダ    | 2.3   |
| 13 | オランダ    | 2.4   | 台湾      | 2.1   |
| 14 | クエイト    | 2.4   | ***     | ***   |
| -  | その他     | 24.5  | その他     | 22.2  |

(単位: %)

| 順位 | 国名    | 2001年 | 国名    | 2004年 |
|----|-------|-------|-------|-------|
| 1  | 米国    | 69.2  | 米国    | 70.1  |
| 2  | 英国    | 5.2   | スペイン  | 5.8   |
| 3  | ブラジル  | 4.1   | 英国    | 4.4   |
| 4  | メキシコ  | 3.1   | 豪州    | 4.2   |
| 5  | スペイン  | 2.7   | トルコ   | 1.6   |
| 6  | ポルトガル | 1.8   | イタリア  | 1.6   |
| 7  | 豪州    | 1.6   | ポルトガル | 1.3   |
| -  | その他   | 12.3  | その他   | 11.0  |

(注) 資本の輸出は経常収支黒字、資本の輸入は経常収支赤字(いずれも誤差脱漏も含む)で測った  
であり、IMFの算出・公表ベース  
(出所) IMF

図表 14 サウジアラビア通貨庁の対外投資残高（ストック）

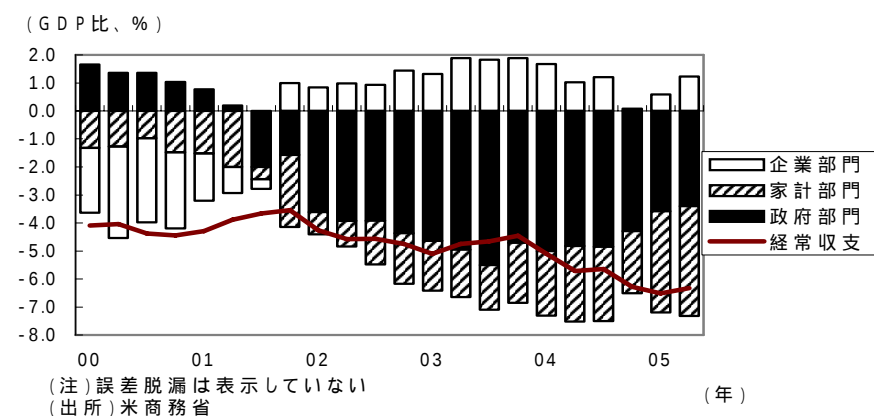


## おわりに

米国の経常収支赤字は今後も海外民間部門の投資増加とドル高とともに一段と拡大する可能性がある。本稿では触れなかったが、海外マネーに関して注目される点を指摘しておきたい。

第 1 に、米国に流入した海外マネー（海外貯蓄）は米国のいずれかの経済主体（赤字主体）が必要することになるが、海外貯蓄を利用（需要）する主体が企業から政府、政府から家計へと変化する兆しがみられることである。投資・貯蓄（IS）バランスを部門別にみると、企業部門が 2001 年以来、貯蓄超過で推移しているのに対して、政府部門と家計部門は投資超過で推移している。ただし、2002 年から 2004 年頃までは財政赤字により政府部門の投資超過幅が拡大する傾向にあったが、2005 年以降は、政府部門の投資超過幅が縮小するとともに、家計部門の投資超過幅が拡大する傾向にある（図表 15）。

図表 15 米国の資金需要の主体（貯蓄・投資バランス）



家計部門の投資超過幅(GDP比)は02年4-6月期の0.9%から05年4-6月期には3.9%に高まった。家計部門の資金需要の拡大は住宅投資が大幅に増加したためである。2005年4-6月期には住宅投資のGDP比は6.0%ポイントと過去最高を更新した。

こうしたなか、最近では、海外マネーの動向は家計部門の資金需要に应运えていけるかどうか大きな問題になってきている。

第2に、海外マネーの流入額は米国の経常収支赤字を大幅に上回っており、海外資本の純流入と経常収支赤字の差額(海外資本の超過分)が、米国資本の純流出(2,508億ドル)として世界に再投資されるマネーも増えていることである。すなわち、米国は経常収支赤字のファイナンスを海外マネーの流入によって可能にするとともに、余った分を世界に再輸出するという国際的な金融仲介機能を果たしている。しかし、米国では今後、原油価格の高騰などを背景にインフレ予想が一段と広がり、長期金利が大きく上昇するシナリオも考えられる。その場合には、株価や需要が下押しされることで、米国経済の成長の抑制要因となるばかりでなく、世界に再輸出されてきた資本が米国に回帰して日本をはじめとする世界の株式市場にマイナスの影響を与える可能性もある。

なお、最近の国際マネーフローの動向に関しては、比較的流動性が高いもので運用する傾向があるとされるヘッジファンドの影響力が再び強まっている点も注目される。原油価格の高騰については、ドイツのクレメント経済労働相が指摘するようにヘッジファンドの投機が一因である可能性がある。

足元でドル相場が上昇基調にあるが、ドル高は米国の経常収支赤字や対外純負債を一段と増加させる方向に働く。拡大する米国の対外赤字をどのようにファイナンスするのかわという問題は一段と大きな課題になっており、中長期的なドル安リスクは依然として残っているとみられる。

以 上