

## 【研究ノート】

## 米英の Exorbitant Privilege について\*

大野 正 智

(要約)

対外資産債務において、米英とも債務超過国である。しかしながら、近年、両国の国際収支については大きな相違が見られる。米国は債権取崩国の状態であるが、フローベースの対外資産からの収益が対外負債からの支払いを安定的に越えており、引き続き、債券取崩国が継続されるものとみられる。この点で、米国は超過収益を得るという Exorbitant Privilege を享受していると言える。一方、英国にも対外資産債務の全体としては Exorbitant Privilege の特徴が見られるもののその内訳は米国とは異なる。例えば、対外資産負債からのフローベースの超過収益は低下傾向にあり、特に、2010年代に入って超過収益のマイナスが顕著になってきている。国際収支発展段階説で言えば、英国は債権取崩国から未成熟債務国へ移行した可能性がある。

1. はじめに
2. 国際収支統計について
3. 米国の Exorbitant Privilege
4. 英国の Exorbitant Privilege

## 1. はじめに

図1にあるように、米国の国際収支は、貿易・サービス収支はマイナス、投資収益収支はプラス、金融収支はマイナス、という状況がこのところ続いている。この状況は、表1の国際収支発展段階説に基づくと、第6段階である債券取崩国に該当する。<sup>1</sup>

一方、対外資産負債の状況を図2で見ると、対外負債が対外資産を上回っている状況であり、対外純資産（＝対外資産－対外負債）はマイナスの状況が続いている。したがって、もし、対外資産の収益率（受取）と対外負債の収益率（支払）が同じならば、投資収益収支はマイナスのはずである。つまり、この場合、表1にあるように、第1段階である未成熟債務国にな

\* 本研究はJSPS科研費15K03455の助成を受けたものである。

<sup>1</sup> 世界各国についての国際収支による発展段階については、Ono (2014) を参照。

るはずである。しかしながら、図1で指摘したように投資収益収支はプラスを推移しており、米国は、第6段階である債券取崩国であり続けている。

図1. 米国の国際収支3項目 (単位：100万ドル, BEA)

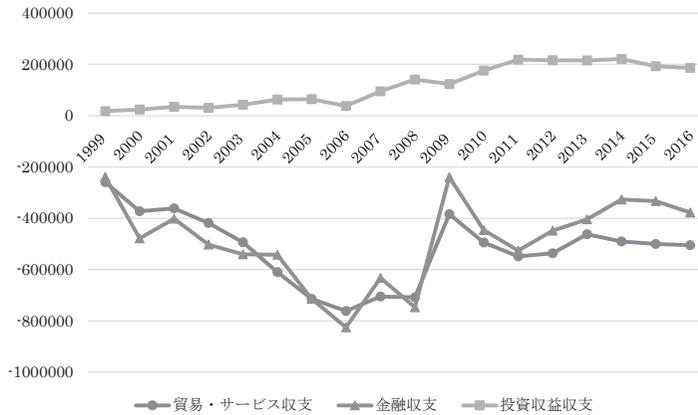
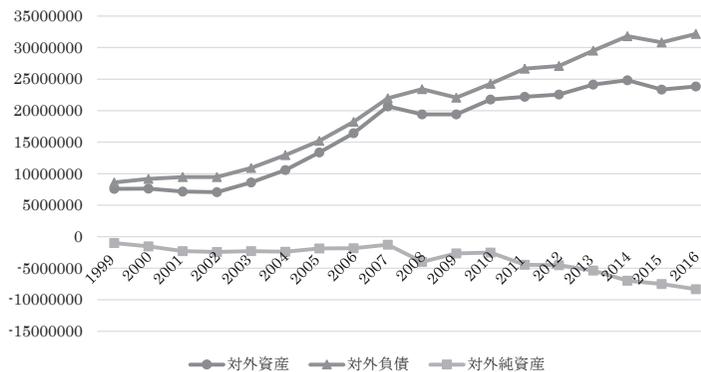


表1. 6分類の国際収支発展段階説

段階	分類	貿易・サービス収支	投資収益収支	金融収支
1	未成熟債務国	-	-	-
2	成熟債務国	+	-	-
3	債務返済国	+	-	+
4	未成熟債権国	+	+	+
5	成熟債権国	-	+	+
6	債権取崩国	-	+	-

図2. 米国の対外資産・負債 (単位：100万ドル, BEA)



この原因は、対外資産の収益率（受取）が対外負債の収益率（支払）より高く、その高低差が投資収益収支をプラスにするまでの程度にまで達していることに起因するものと言える。しかし、対外資産負債を考慮した理論モデルでは双方の収益率は同じであると簡略化されることが多い。<sup>2</sup>そこで、本研究では、具体的にどの程度の高低差が生じているのかを検証することを第1目的とする。また、こうした配当・利子所得等のフローベースによる収益に加えて、資産の価格や構成の変化等ストックベースによる収益も含めた合計収益率の対外資産と対外負債の高低差が米国で特に大きいことが、近年、Exorbitant privilegeとして注目されている。<sup>3</sup>したがって、本研究の第2の目的として、こうしたストックベースでの変化も含めた対外資産の収益率（受取）と対外負債の収益率（支払）との高低差についても検証を行う。さらに、論文の後半では米国と同様に第6段階にあるとされてきた英国の状況についても同様の分析を行う。

## 2. 国際収支統計について

ここでは、対外資産負債に関わるフローベースとストックベースが国際収支統計とどのように対応しているかについて説明する。現行の国際収支統計は、IMF（2009）の国際収支マニュアル第6版のルールに基づいており、それに従うと、第1に、

$$\text{経常収支} + \text{資本移転等収支} - \text{金融収支} + \text{誤差脱漏} = 0$$

の関係が成立している。<sup>4</sup>そして、

$$\text{経常収支} = \text{貿易・サービス収支} + \text{第一次所得収支} + \text{第二次所得収支}$$

であり、さらに、

$$\text{第一次所得収支} = \text{雇用者報酬収支} + \text{投資収益収支} + \text{その他第一次所得収支}$$

となっている。そして、

$$\text{投資収益収支} = \text{投資収益（受取）} - \text{投資収益（支払）}$$

ここで、投資収益（受取）が対外資産からの配当・利子所得等の受取となり自国のインカム・ゲインとなる。そして、投資収益（支払）が対外負債に起因する配当・利子所得等の外国への支払となり外国にとってのインカム・ゲインとなる。

一方、

$$\begin{aligned} \text{金融収支} &= \text{対外純資産のフローベース増加} \\ &= \text{対外資産フローベース純増} - \text{対外負債フローベース純増} \end{aligned}$$

<sup>2</sup> Hori and Stein (1977) 及び Onitsuka (1974) を参照。

<sup>3</sup> Gourinchas and Rey (2014) を参照。

<sup>4</sup> IMFの国際収支マニュアル第6版とそれに基づく日本の国際収支の状況については、大野（2016）を参照。

となっている。これらは金融収支以外の項目での取引による対外資産の増減あるいは対外負債の増減を反映している。例えば、輸出100（これにより、経常収支+100）の代金として自国通貨100を受け取れば、対外負債が100減となる。つまり、金融収支+100となる。

ここで、 $t-1$ 期末の対外資産に対する $t$ 期間の投資収益（受取）の比率をフローベースの収益率（受取）として、

$$fr^A = \frac{t \text{ 期間における投資収益（受取）}}{t-1 \text{ 期末の対外資産}}$$

とする。一方、 $t-1$ 期末の対外負債に対する $t$ 期間の投資収益（支払）の比率をフローベースの収益率（支払）として、

$$fr^L = \frac{t \text{ 期間における投資収益（支払）}}{t-1 \text{ 期末の対外負債}}$$

とする。そして、キャピタル・ゲインに相当するストックベースの収益率（受取）は、対外資産の統計値が時価評価であることを利用し、

$$sr^A = \frac{t \text{ 期末の対外資産} - t-1 \text{ 期末の対外資産} - t \text{ 期の金融収支（対外資産フローベース純増）}}{t-1 \text{ 期末の対外資産}}$$

となる。厳密に言えば、右辺の分子である（ $t$ 期末の対外資産 -  $t-1$ 期末の対外資産 -  $t$ 期の金融収支）は、資産価格や資産構成の変化のみではなく、統計上の誤差などが含まれるのでその解釈には注意を要するが、本論文ではRogoff and Tashiro (2015) に倣い上記のように $sr^A$ を定義する。同様に、対外負債に関するストックベースの収益率（支払）は、

$$sr^L = \frac{t \text{ 期末の対外負債} - t-1 \text{ 期末の対外負債} - t \text{ 期の金融収支（対外負債フローベース純増）}}{t-1 \text{ 期末の対外負債}}$$

となる。

### 3. 米国のExorbitant Privilege

一般に、Exorbitant Privilegeは、全資産に基づく収益率（受取）である $tr^A (=fr^A + sr^A)$ から全負債に基づく収益率（支払）である $tr^L (=fr^L + sr^L)$ を差し引いた超過収益率（ $=tr^A - tr^L$ ）がどの程度プラスの値なのかによって計測される。<sup>5</sup> 本節では、まず、国際収支発展段階説による分類と関係のあるフローベースでの超過収益率（ $fr^A - fr^L$ ）とともに、ストックベースとの合計である超過収益率（ $tr^A - tr^L$ ）を計測する。なお、本研究のデータは、米国のBureau of

<sup>5</sup> Gourinchas and Rey (2014), McCauley (2015), 及び, Rogoff and Tashiro (2015) を参照。なお、超過収益率がプラスの値であることは、当初、米国に限ったPrivilegeとして議論されてきたが、Rogoff and Tashiro (2015) は、日本もプラスの値として超過収益率を享受していると報告している。さらに、McCauley (2015) は、米国のプラスの超過収益率は米ドルが国際通貨として使用されていることとは無関係であるとしている。

Economic Analysis (BEA) の公表値を使用する。そして、現行のIMF (2009) 国際収支マニュアル第6版のもとで米国の国際収支統計は1999年から入手可能なので、本研究のデータ開始年も1999年としている。

図3は、米国の $fr^A$ と $fr^L$ の推移を示しており、その差であるフローベースの超過収益率 $fr^A - fr^L$ がおおむね1%前後を保っていることがわかる。一方、図4を見ると、図3と比べ大きな変動を示している。その差であるストックベースの超過収益率 $sr^A - sr^L$ は、何度か一時的にマイナスとなっている。図5はフローとストックの合計ベースで見た推移であるが、図4で示したストックベースでの変動を大きく反映した動きとなっている。

図3. 米国の対外資産負債のフローベース収益率, BEA

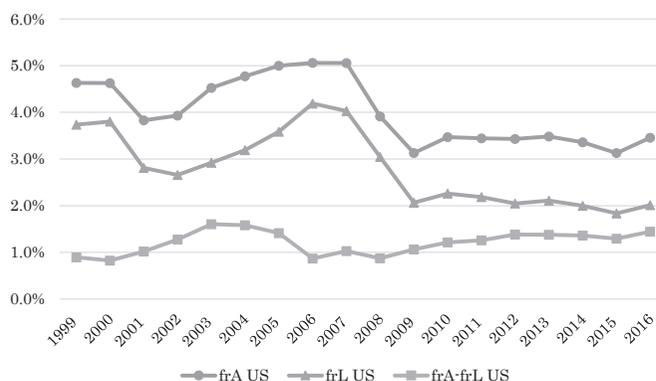


図4. 米国の対外資産負債ストックベースの収益率, BEA

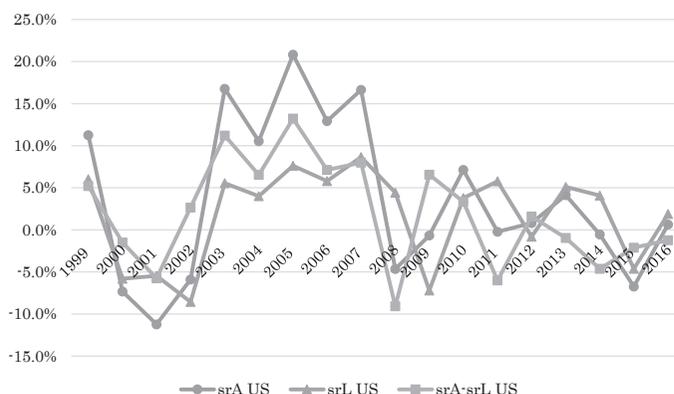


図5. 米国の対外資産負債フロー・ストック合計ベースの収益率, BEA

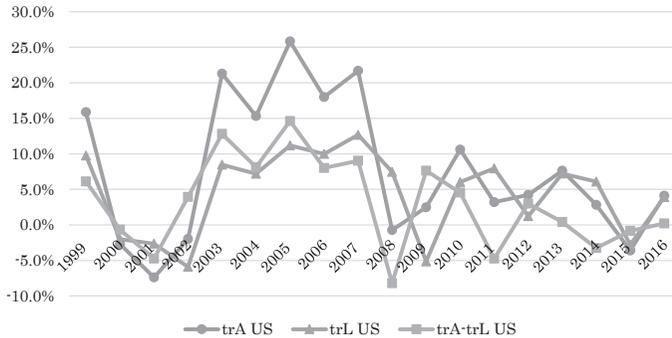


表2は、期間にわたるそれぞれの平均値を比較している。フローベースの超過収益率 ( $fr^A - fr^L$ ) は平均1.2%であり、t値は20.58である。t検定の帰無仮説は平均ゼロであるので、ここでは、有意水準1%で帰無仮説を棄却できる。つまり、平均1.2%は統計的に有意である。一方、ストックベースの超過収益率 ( $sr^A - sr^L$ ) では平均1.9%でt値を見ると統計的に有意ではない。結果、合計ベースの超過収益率 ( $tr^A - tr^L$ ) では平均3.1%でありt検定10%水準で有意となっている。<sup>6</sup>したがって、米国のExorbitant Privilegeとは、平均値の大きさからすると、ストックベースによるところの方が大きいのが、統計的有意性からするとフローベースの方で強く現れているという特徴になっている。

表2. 米国の対外資産負債についての超過収益率平均のt検定 (1999～2016年)

	$fr^A - fr^L$ US	$sr^A - sr^L$ US	$tr^A - tr^L$ US
平均	1.2%	1.9%	3.1%
標準偏差	0.25	6.26	6.33
標本数	18	18	18
t 値	20.58 ***	1.29	2.08 *

(注) 記号	両側確率	t 値
***	1%	2.90
**	5%	2.11
*	10%	1.74

ここで、投資収益収支がゼロになるような  $fr^L$  を  $\bar{fr}^L$  とする。つまり、

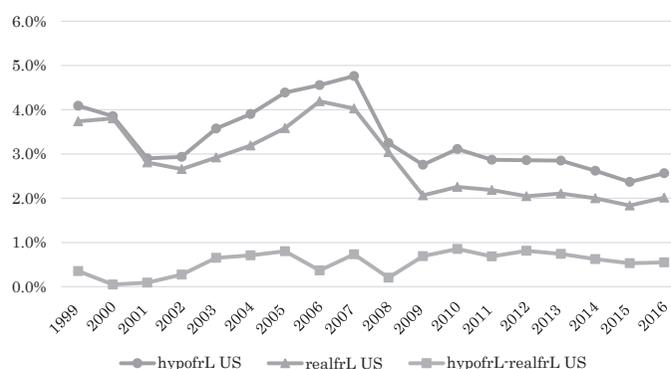
$$fr^A = \bar{fr}^L$$

$$\bar{fr}^L = fr^A / L$$

<sup>6</sup> Curcuru et al. (2013, Table 1) によれば、同様の定義からの米国の合計ベースの超過リターンは平均2.7～3.7%であり、平均値の大きさとしては本研究と似たような結果となっている。

とし、実際（real）の $fr^L$ が仮想（hypo）の $fr^L$ とどの程度異なるかを図6は示している。2005年前後及び2009年以降は1%近い水準を示している。仮想（hypo）の $fr^L$ から実際（real）の $fr^L$ が仮想（hypo）の $fr^L$ の差の平均値は0.5%と小さいが、帰無仮説をゼロとするt値は9.01である。したがって、0.5%がゼロと異なることが統計的に有意であることは明らかである。言い換えると、米国の投資収益収支がゼロになるようなことは、ほとんど起こりえない状況となっている。したがって、米国が国際収支発展段階説で第6段階であり続けており、投資収益収支がマイナスになるような第1段階に米国が移行する可能性は現時点では極めて低いと言える。

図6. 米国の収益率（支払）の収支均衡値と現実値



#### 4. 英国のExorbitant Privilege

本節では、米国について行った分析を英国について行ってみる。Ono (2014) は、2005～2009年のIMFによるデータを使って米国と並んで英国も第6段階と分類している。<sup>7</sup>なお、本研究でのデータは、英国のOffice for National Statistics (ONS) の公表値を使用する。そして、現行のIMF (2009) 国際収支マニュアル第6版のもとで英国の国際収支統計は1999年から入手可能なので、本研究のデータ開始年も1999年としている。

図7は、英国の国際収支3項目を示しているが、貿易・サービス収支はマイナス、金融収支もマイナスである。一方、投資収益収支は上昇傾向の米国とは対照的に低下傾向である。そして、2012年以降連続して収支はマイナスを記録している。したがって、表1の国際収支発展段階説に基づいて言えば、2012年を境に、英国は第6段階から第1段階へ移行したと言え

<sup>7</sup> ただし、分類の拠りどころとなる収支項目の定義については本論文とは多少の相違がある。

る。言うまでもなく、第1段階として定着したかどうかは今後の経過を見る必要がある。一方、対外資産負債の状況を図8で見ると、対外負債が対外資産を上回っている状況であり、対外純資産(=対外資産-対外負債)はマイナスの状況が続いている。この点は米国と同じである。

図7. 英国の国際収支3項目 (単位: 100万ポンド, ONS)

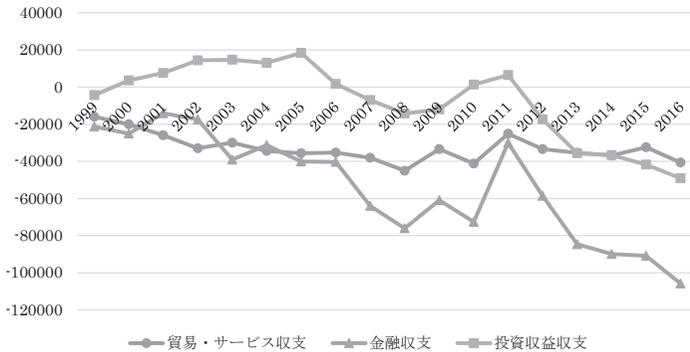


図8. 英国の対外資産・負債 (単位: 10億ポンド, ONS)

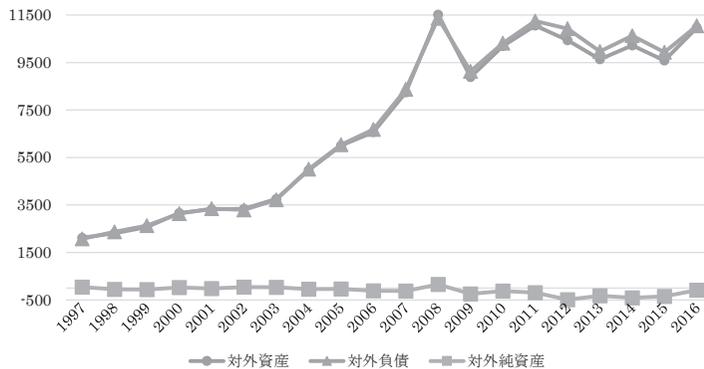


図9は、英国の  $fr^A$  と  $fr^L$  の推移を示しており、その差である  $fr^A - fr^L$  は2000年代前半でプラスであったものの、その後、ゼロ近傍となりさらにマイナスへと転じている。一方、図10のストックベースを見ると、図9と比べ大きな変動を示している。差である  $sr^A - sr^L$  は、プラスやマイナスを繰り返している。図11は合計で見た推移であるが、図10で示したストックベースでの変動を大きく反映した動きとなっているのは米国と同じパターンである。

図9. 英国の対外資産負債のフローベース収益率, ONS

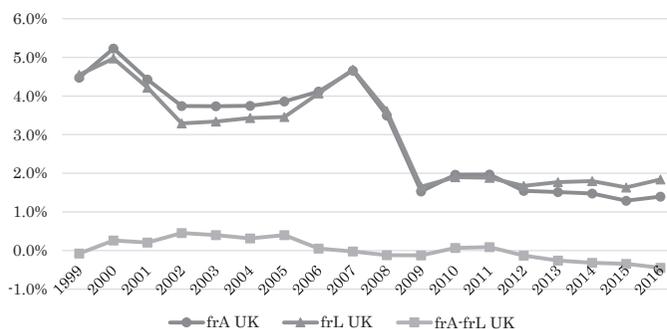


図10. 英国の対外資産負債ストックベースの収益率, ONS

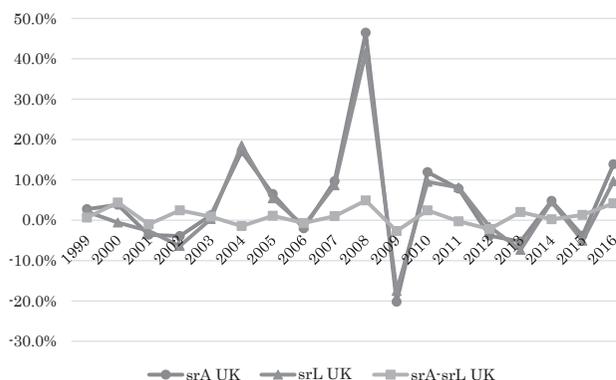


表3は、期間にわたるそれぞれの平均値を比較している。フローベースの超過収益率 ( $fr^A - fr^L$ ) は平均0.0%で帰無仮説の平均ゼロと異なることは統計的にそもそも有意ではない。一方、ストックベースの超過収益率 ( $sr^A - sr^L$ ) では平均1.0%で10%水準で統計的に有意である。結果、合計ベースの超過収益率 ( $tr^A - tr^L$ ) でも平均1.0%であり10%水準で統計的に有意となっている。前節で、米国の合計ベースの超過収益率平均3.1%が10%水準で統計的に有意であったことを考えれば、超過収益率の両国の相違は有意性よりは平均値そのものの大小のみに帰着されるように一見見える。しかしながら、超過収益率の内訳で見ると、英国のExorbitant Privilegeとは、平均値そのものの大きさとしてはストックベースによるところの方が大きく、かつ、統計的有意性からしてもストックベースの方で強く現れているという特徴が米国とは異なっている。

図11. 英国の対外資産負債のフロー・ストック合計ベースの収益率, ONS

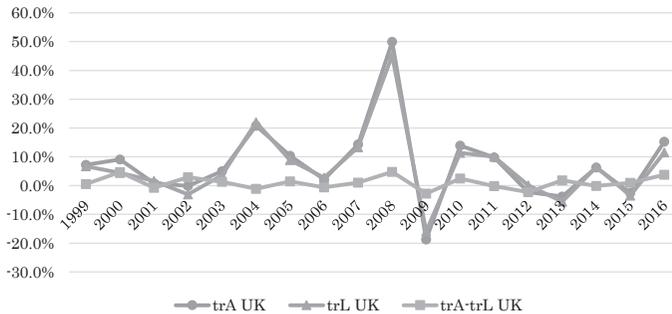


表3. 英国の対外資産負債についての超過収益率平均の t 検定 (1999 ~ 2016年)

	$fr^A - fr^L$ UK	$sr^A - sr^L$ UK	$tr^A - tr^L$ UK
平均	0.0%	1.0%	1.0%
標準偏差	0.00	0.02	0.02
標本数	18	18	18
t 値	0.34	1.85 *	1.90 *

(注) 記号 両側確率 t 値  
 \*\*\* 1% 2.90  
 \*\* 5% 2.11  
 \* 10% 1.74

図12. 英国の収益率 (支払) の収支均衡値と現実値

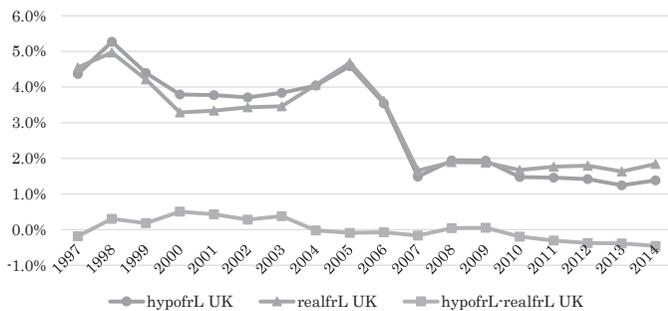


図12は、実際 (real) の  $fr^L$  が第3節で定義した仮想 (hypo) の  $fr^L$  と英国ではどの程度異なるかを示している。2000年代前半は収支均衡値の方が現実値より高く、その差0.3 ~ 0.4%前後であったが、それ以降は、ゼロ、そして、マイナスに転じている。期間を通じた、仮想 (hypo)  $fr^L$  - 実際 (real)  $fr^L$  の平均値は0%であり、帰無仮説でその値をゼロとする t 値は -0.07 である。明らかに統計的に有意ではない。現実には、英国の投資収益収支がゼロ、あるいは、マイナス

になるようなことは起きており、英国が今後、国際収支発展段階説で第1段階に定着するかを見ていく必要がある。

(成蹊大学経済学部教授)

データ出所

- ・ USA Bureau of Economic Analysis (BEA) <https://www.bea.gov/index.htm>,
- ・ UK Office for National Statistics (ONS) <https://www.ons.gov.uk/>

### 参考文献

- 大野正智 (2016), 「新しい国際収支について」, 『成蹊大学経済学部論集』, 47巻, 207-218頁。
- Curcuro, S.E., Thomas, C.P., and Warnock, F.E. (2013). “On Returns Differentials,” *Journal of International Money and Finance*, 36, pp. 1–25.
- Gourinchas, P.-O., and Rey, H. (2014) “External Adjustment, Global Imbalances, Valuation Effects,” *Handbook of International Economics*, Vol. 4, pp. 585-645.
- Hori, H., and Stein, J. L. (1977). “International growth with free trade in equities and goods,” *International Economic Review*, Vol. 18, No. 1, pp. 83–100.
- IMF (2009). *Balance of Payments and International Investment Position Manual*, sixth edition (BPM6), Washington, D.C.: IMF.
- McCauley, R.N. (2015). “Does the US dollar confer an exorbitant privilege?” *Journal of International Money and Finance*, 57, pp. 1–14
- Onitsuka, Y. (1974). “International capital movements and the patterns of economic growth,” *American Economic Review*, Vol. 64, No. 1, pp. 24–36.
- Ono, M. (2014). “Examining the ‘Balance of Payments Stages’ Hypothesis,” *Global Economy Journal*, 14, pp. 373–397.
- Rogoff K.S. and Tashiro, T. (2015) “Japan’s exorbitant privilege,” *J. Japanese Int. Economies*, 35, pp.43–61.