

米国の経常収支赤字と急激な調整のリスク

～ Ogawa & Kudo論文、Brook他論文へのコメント～

東條 吉朗

経済産業省経済産業審議官室長

RIETI 政策シンポジウム 「新たな世界的不均衡とアジアの経済統合」
セッション 1: 米国対外赤字の持続可能性の決定要因とその調整のためのポリシーミックス

2004年6月17日

米国の経常収支赤字について、我々が知りたいことは以下の3点である。

- ① 米国の経常収支赤字は持続可能か？
- ② 持続可能でないなら、調整はいつ始まり、どのような形を取るのか？
- ③ 調整に伴うコストを引き下げるために、我々がなすべきことは何か？

今次2論文は、上記の問いに対して対照的な接近をしているが、共に多くの示唆を与えてくれる優れた論稿である。

Ogawa & Kudo (2004) は、過去10年の間に応用範囲を増した単位根・共和分分析の手法を用いて、米国の持続可能性を評価している。特に、VAR分析に基づく将来シミュレーションを組み合わせることで、単位根・共和分分析手法から豊かな政策的含意を引き出そうという試みは意欲的である。

Brook et al (2004) 論文は、オーソドックスなマクロ経済モデルを用いて、調整経路が各国経済に与える効果を網羅的に分析し、政策論のために優れた土俵を提供している。特に、巷間唱導される米国以外の地域の成長加速や米国の財政赤字削減という調整経路が、前者については改善効果に乏しく、後者についてはドル減価によるものと比べて各国経済に痛みが大きい、というシミュレーション結果は注目に値する。

1. 歴史的な米国の経常収支赤字

2003年の米国の経常収支赤字は5000億ドルを超え、対GDP比でも5%と過去最高の水準に達し、少なくとも一両年は引き続き高水準にとどまる見通しである。

このような経常収支の拡大は、1990年代後半に米国が情報通信技術 (ICT) 革新を背景に生産性を高めたいわゆる「new economy」ブーム下においては、むしろ米国経済の強さの象徴と捉えられた。実際に、米国の高い生産性が世界

の資本を引き付け、米国の経常収支赤字は専ら増加した民間資本流入でファイナンスされた。しかし、2001年第3四半期以降、米国への資本流入は減少に転じ、特にEUからの流入が激減した。他方、日本を含む東アジア諸国からの資本流入は大きな減少を見せず、主に通貨当局による米国債購入等を通じて還流が続いている。

1987~1997年の間に生じた経常収支赤字調整25事例を分析したFreund (2000) は、概ね5%を超えると調整が始まる事例が多いと結論づけている。1980年に3.5%に過ぎなかった赤字がドルに減価圧力をかけ、プラザ合意を契機にして1985~88年の間に32%のドル急落を招いたことを想起すれば、近時の経常収支赤字がドルの急落を伴う大幅な調整を帰結する可能性に対して市場が敏感になっていることも肯げよう。

他方、近時発展・深化著しい国際的な資本市場が経常収支不均衡の許容度を広げており、米国の現状規模の赤字も暫くの間は持続可能であり、調整も緩やかな形で行われ得るとの見方も有力である。Greenspan (2003) は、Feldstein and Horioka (1980) が示した貯蓄率と投資率の相関がOECD諸国の加重平均でみて1990年代を通じて有意に低下 (1992年 0.96→2002年 0.8) したことを指摘し、これに表象されるホーム・バイアスの低下が、経常収支不均衡の持続可能性を高めるとの見方を示している。

国際資本市場の成熟と並んで、米国の経常収支赤字の持続可能性を高める要因として、米国が機軸通貨国という特殊な地位にあることがあげられる。McKinnon (2001) は、ドルは国際的な名目アンカーとして購買力が安定しており、ドル建て資産の流動性も高く、準備資産としても有用であるから、「ドル危機」のような急速な調整は起こりにくいと主張する。

Freund (2000) の赤字事例においても、調整が始まる経常収支赤字幅には2.2%から16.8%までのばらつきがあり、基軸通貨国である米国が21世紀の金融市場の下で5%の経常収支赤字を記録したとしても、これが直ちにドル暴落の危険を現実のものとするとはいえない。

もちろん、Mann (2002) や小川・工藤 (2003) が正しく指摘するように、いわゆる「ドル体制」が永続する保証はなく、米経済全体の対外債務の返済可能性が問われる際には、ドル建て資産間の代替可能性は問題を根本的に解決することはない。そのような状況の下では、国際資本移動の障壁の低さがかえってドルの下落を加速する可能性さえある。このような意味では、米国の経常収支赤字の長期的持続可能性について他の国々とほぼ同じ枠組みで議論することが可能であって、中長期的にみれば経常収支調整が不可避であり、その過程はドルの減価を含むという点では、多くの論者は概ね一致している。

米国経常収支赤字の持続可能性に関する意見の隔たりは、想定している調整

の始期と、調整過程が穏やかなものとなるか非連続的变化を含む急激なものとなるかという点にある。政策論としては、足下の需要減退や調整コストといったトレード・オフを踏まえても、なお何らかの積極的な政策的対応が必要かどうかという判断が求められる。現状を放置するリスクの定量的に評価し、米国の経常収支赤字に関する政策的含意を引き出す上では、まず「持続可能性」という概念について精査することが有益である。

2. 「持続可能」とはどういうことか？

Milesi-Ferretti and Razin (1996) は、広義の持続可能性を「返済可能性 (solvency)」、「持続可能性 (sustainability)」および「(赤字の) 過剰性 (excessiveness)」の3つの概念に整理して定義している。

「返済可能性」は、異時点間の予算制約 (非Ponzi条件) と同義であり、対外債務返済に充当される将来資金流列の割引現在価値が対外純債務を上回れば返済可能 (solvent) であると定義される。開放マクロ経済の恒等式から、将来資金流列は将来にわたる国内貯蓄投資 (I-S) バランス、貿易収支、国際資本収支の3つの視座から捉えることができる。

返済可能性に着目した分析で留意しておくべきは、対象とする変数の将来流列には無限の可能性があり、(極端な調整も考慮に入れれば) どのような初期状態からでも返済可能な流列を描くことが可能となるという点である。したがって、返済可能性の判別に当たっては、変数相互の構造を現状のまま固定して将来に延伸して分析を行うこととなる。例えば、財政収支の持続可能性を論ずる場合には、歳出・歳入について租税制度と財政支出という政策変数で各々ある程度の将来流列が描けるが、国際収支の場合には政府のみならず民間主体の貯蓄投資決定や海外主体の投資決定など様々な要因が将来流列に影響を及ぼすため、現状の延伸は自明ではない。

今次発表のOgawa and Kudo (2004) が前半部分で引用している小川・工藤 (2003) は、過去の変数流列の相互関係 (共和分ベクトル) が現状の構造に関する情報を含んでいると考えて、国際収支に関わる3つの視座 (I-S バランス、貿易収支、資本流入) に立って諸変数間の共和分分析を行い、何れの視座に立っても米国の経常収支赤字は返済可能性を満たさないと結論付けている。(小川等の使用した共和分ベクトルに基づく判定が返済可能性の有無と同値になるためには、各系列がランク1の和分過程I(1)であるなど、特定の前提が必要となる。)

返済可能性がないという判断が**確定すれば**経常収支赤字はもはや持続可能でなくなるが、「持続可能性」が失われる事態はこれに限らない。企業倒産の事例をみれば明らかのように、事業事態は順調でも短期の資金繰りに失敗

すれば会社は簡単に傾く。同様に、経常収支赤字の場合も、海外経済主体の行動が変化し赤字を支える資本流入が縮小すれば、現行の赤字と国内金利水準や自国通貨価値の組み合わせは持続不可能となる。

このような状況を含めた持続可能性条件は返済可能性条件よりも厳しく、現行の赤字水準が将来「急激な」政策変更や「危機的」状況を招く場合には、持続可能でないと評価される。返済可能性の枠組みに引き直せば、返済可能性を判断する際の（通常は無限遠方にある）時間的視野が極端に短くなる事態を考慮して評価することと言い直すこともできる。

一定程度の効率性を有する市場の下では、持続可能性は確率的にしか評価できない。なぜなら、予測に基づいて行動する経済主体（forward-looking agent）が参加する市場にあっては、確定的な将来事象は既に現在の構造に反映されているものと考えられるからである。言い換えれば、現状の構造には緩やかな調整の可能性が常に残されている。

持続可能性の破綻確率（hazard-rate）を求める一つの接近法として、現実の経常収支赤字の「過剰性」を、何らかの均衡値からの乖離で量的に評価する手法が考えられる。経済主体の異時点間最適化行動を考えれば、一国の経常収支が均衡しないことは寧ろ常態であって、各国間の景気循環の位相差や生産性格差、人口動態の相違などに応じて海外貯蓄を積み上げあるいは取り崩すことで各国経済は厚生改善を図ることができる。こうした最適化行動の結果として生ずる純資本流入即ち経常収支赤字は、「自然な」と評価できよう。「自然な」経常収支赤字の特定と、それからの乖離が期待形成に与える影響を盛り込んだ行動方程式に基づく破綻確率のモデル化は、今後のあり得べき研究の方向性の一つを示唆している。

3. 米国の経常収支赤字調整

米国の現行の経常収支赤字が（一定の確率で）持続可能でないと評価される場合、どのような過程で赤字の縮小が行われるかは一意には決まらない。米国の経常収支調整手段について網羅的な評価を行った研究が、今次発表のBrook et al（2004）である。Brook等は、OECDのinterlink modelを用いて米国の経常収支赤字を今後5年間で基準ケースから2%改善するために必要な調整手段のシミュレーションを行った。結果は以下のとおりである。

第1のシナリオは、ドルの減価である。Jカーブ効果や為替の価格転嫁（path through）の低さも勘案して、2%の経常収支改善のためにはドルが実効為替レートで22.5%減価することが必要と計算された。仮に、人民元をはじめ非OECD通貨がドルに連動して動く場合には、OECD諸国通貨の対ドル切り上げ幅は30%に達する（実効レートでは円22%、ユーロ11%の上昇）。他方、非

OECD通貨もドルに対して同様に切り上がる場合には、円とユーロの実効為替レート変動率は各々5.5%と4%にとどまる。日本は、非OECD圏であるアジア貿易依存率が高く、ドル下落に伴うデフレ圧力を緩和する金利低下余地も乏しいため、アジア諸国通貨が追随しないケースでは、追加的に毎年0.1%の累積的な景気下押し効果が発現する。

米国の経常収支赤字調整に必要なドル減価幅を試算した先行研究には貿易財と非貿易財の代替の弾力性を用いたObstfeld and Rogoff (2000) や、均衡年からの実効レート変化を用いたKrugman (1985) が良く知られている。手法は様々であるが、上記interlink modelの推計結果も含め、概ね1%の経常収支調整に10%程度のドル実効レートの減価が必要であるとしているのは興味深い。

Brook et al. (2004) の第2のシナリオは、米国が財政緊縮政策を通じて経常収支を改善する場合である。貿易収支を2%改善するために必要な財政赤字縮小幅は、増税4.5%と歳出削減1.5%で計6%と試算された。米国の需要減少は米国の貿易相手国のGDPを押し下げて米国の貿易収支に悪影響を与えるため、先のドル減価シナリオにおける米国経済の成長鈍化が5年間累積で0.5%以下に留まったのに対し、財政緊縮シナリオでは同4.5%と米国経済に大きな減速を要求する。対OECD諸国通貨に対する15%のドル減価と組み合わせた場合には、財政赤字縮小幅は4%で足り、米国の経済成長鈍化も累積3.2%に留まるが、なお、ドル減価シナリオに対して世界経済に与える悪影響は大きい。

この他、シミュレーションにおいては、米国製品の競争力が米国内外で大幅に改善するケースや米国以外の諸国の経済成長が加速するケースについても検討を行っている。米国は、景気拡大に伴って貿易赤字が拡大する傾向にあり、輸出入の所得弾力性は輸入の方が顕著に大きい。これが仮に逆転すれば、海外における米国製品シェアの大幅な拡大と、米国内における自国製品需要の伸びによって、貿易収支は2%改善する計算となる。ただし、Brook他自身が認めているように、これは海外諸国の米国製品に対する所得弾力性がモデル上1.8から3.6に上昇することを意味し、現実的な想定ではない。また、仮に米国以外の経済成長が全要素生産性(TFP)の追加的な0.5%上昇を通じて加速したとしても、米国の輸出拡大が米国自身の経済成長加速を通じて輸入を増加させ、経常収支赤字は0.2%しか改善しない。

経常収支赤字の調整経路選択については、調整に伴う各国経済の負担を小さく留める観点から、米国以外の地域の成長促進や米国財政赤字の削減が唱道されるが、前者については改善効果に乏しく、後者についてはドル減価によるものと比べて各国経済に痛みが大きい、というシミュレーション結果は注目に値する。また、Brook氏は発表の中で、ドル減価シナリオにおいて、日本をはじ

めとするOECD諸国の負担を軽減する観点から、アジア通貨が共にドルに対して切り上がることを懸念しているが、最も影響の大きい日本経済でさえ、アジア通貨の追随の有無は年率成長率にして0.1%の違いしか生じない結果となっている。Interlink modelは、貿易関係を除いてアジア経済部門を顕わに持たないため、通貨切り上げに伴うアジア諸国側の調整コストについては残念ながら評価できない。調整経路の違いがアジア経済に与える影響も評価できるモデルでの追試が望まれる。

4. 今後の研究課題

米国の経常収支赤字について評価し、そこから政策的含意を引き出すためには、米国の経常収支赤字の持続性を精査し、調整の時期と態様を（確率的表現でよいから）特定した上で、各種の政策対応がもたらす経済厚生上の評価を行うことが必要となる。

先行研究は、本研究報告に所収の論稿を含め、現状を延長した姿は中長期的には持続可能でないことで概ね一致しているものの、調整時期と態様については十分な回答が用意されていない。他方、経常収支調整に必要なドル減価、財政緊縮などの組み合わせとその効果については、ある程度の研究蓄積が存在する。したがって、焦眉の課題は、経常収支調整の時期と態様について何らかの示唆を与えることのできる分析を行うことにある。

上述したように、当該分析枠組みは最終的には確率的な行動方程式の定立と集団的行動（herding behavior）のモデル化を含むものとなろうが、まずは、将来期待に影響を与える経常収支赤字の過剰性の評価、裏返していえば「自然な」経常収支赤字幅の特定から始めるべきであろう。最適化行動に基づく経常収支赤字を試算するための理論枠組みとしては、最適分散投資（optimal portfolio）や消費平準化（consumption smoothing）が考えられる。残念ながら何れの枠組みも実証的裏付けが十分とはいえないが、現時点での第1次接近としては有望であろう。

今次のOgawa and Kudo（2004）は、このような方向とは異なり、経済構造に関する特定のモデルを前提とせずに過去の時系列から本問題に接近しようとする意欲的な取り組みである。この中で小川等は、ベクトル自己回帰（VAR）モデルを使って為替変動と経常収支を構成する諸変数との関係を特定した上で、特定の為替変動を踏まえた将来系列をシミュレートした。その上で、将来系列を含む諸変数流列に対してADF単位根検定を実施し、経常収支が「持続可能」となるような為替変動幅の特定を試みている。

本問題にかかる従来の共和分分析・単位根検定は、多くが無限遠方の将来にわたる返済可能性という観点からの評価を行うのみで、経済モデルの不在

も手伝って政策的含意に乏しかった。Ogawa and Kudo (2004) の成果は、同様の枠組みを用いながら、所要の為替調整幅の特定という政策判断に直結する結論を導くこうと試みたもので、共和分分析・単位根検定に新たな地平を開くものと評価される。しかしながら、為替変動後の経常収支の「持続可能性」は何らかのトレンド周りの定常過程である（発散過程であるとの対立仮説が棄却される）との評価に留まっており、返済可能性の十分条件を満たすものとなっていないことには若干の不満が残る。同論稿の前半部分で引用されている小川・工藤（2003）の共和分分析は、限定された前提の下とはいえ返済可能性の必要十分条件検定であった。今後、議論のさらなる深化が期待される。

<参考文献>

- 小川英治・工藤健（2003）, 「アメリカへの資金流入の変化と世界経済への影響」, 伊藤隆敏・財務省財務総合研究所編『検証・アメリカ経済 ～ バブル崩壊、不正会計問題は克服できるか』, 日本評論社
- Freund, C. (2000), “Current Accounts Adjustment in Industrialized Countries”, *International Finance Discussion Papers*, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Brook, A., F. Sédillot, and P. Ollivaud (2004), “Channels for Narrowing the US Current Account Deficit and Implications for Other Economies”, OECD Economics Department Working Papers No 390, paper prepared for the RIETI Policy Symposium “Resolving New Global and Regional Imbalances in an Era of Asian Integration”, on June 17-18, 2004.
- Feldstein, M. and Charles Horioka (1980), “domestic savings and international capital flows”, *Economic Journal* 90 (June): 314-29.
- Greenspan, A. (2003), Remarks at the 21st Annual Monetary Conference, cosponsored by the Cato Institute and the Economist, Nov. 20, 2003. <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003/20031120/default.htm>
- Krugman, P. (1985), *Is the Strong Dollar Sustainable?*, NBER Working Paper No. 1644.
- Mann, C. L. (2002), “Perspectives on the U.S. Current Account Deficit and Sustainability”, *Journal of Economic Perspectives* 16, pp. 131-152.
- McKinnon, R. I. (2001), “The International Dollar Standard and the Sustainability of the U.S. Current Account Deficit”, *Brookings Papers on Economic Analysis*, 2001(1), pp. 227-239.
- Milesi-Ferretti, G. M. and A. Razin (1996), *Current-Account Sustainability*, Princeton Studies in International Finance, 81.
- Ogawa, E. and T. Kudo (2004), “How much depreciation of the US dollar for sustainability of the current accounts?”, paper prepared for the RIETI Policy Symposium “Resolving New Global and Regional Imbalances in an Era of Asian Integration”, on June 17-18, 2004.