

アメリカ経常収支赤字の持続可能性

ーキャピタルゲインと評価効果の視点からー*

京都大学大学院経済学研究科

教授 岩本 武和

I はじめに

アメリカの経常収支赤字は、1998 年頃から急拡大し、2006 年に対 GDP 比 6.1%、対外純債務は同年末に 19.2%(推計値)に達した。このような経常収支赤字の持続可能性については、Mann[1999]を嚆矢として多くの疑問が投げかけられてきた。

しかし、Greenspan[2004]を嚆矢として、1990 年代以降金融市場がグローバルに統合され、クロスボーダーの資産取引が拡大したことに注目する一連の実証研究(Cavallo and Tille [2006]、Gourinchas and Rey [2005a,b]、Lane and Milesi-Ferretti [2005a,b]、Tille[2005])は、アメリカの経常収支赤字の持続可能性を支持する有力な楽観論となっている(以下「金融統合仮説」と略)。彼らは、①ストックの意味での対外資産および対外負債の双方が 1990 年代以降急激に増大したことによって、フローの意味でのグローバル・インバランスの調整メカニズムが大きく変化し、②グロスの意味での対外資産および対外負債のポートフォリオ構成や建値通貨のミスマッチが、為替レートによる調整過程において「評価効果」を発生させ、アメリカに巨額のキャピタルゲインをもたらすことによって、ネットの意味での対外純投資ポジションの意味も大きく変化したことを強調する。

他方、Obstfeld [2005]は、こうした楽観論の限界を指摘し、Obstfeld and Rogoff [2005]は、アメリカの経常収支が均衡し、現在のグローバル・インバランスが解消するためには、ドルの実質実効為替レートが 33%減価しなければならない、というシナリオを示した(以下「O-R モデル」と略)。彼らは、「評価効果」によるキャピタルゲインが、アメリカが支払うべき金利の反転上昇による「金利効果」によって打ち消されることを強調する。

本稿は、この「金融統合仮説」と「O-R モデル」を対比し、アメリカの経常収支赤字が、グローバル経済に吊されたダモクレスの剣であるという後者の警告(Obstfeld and Rogoff [2005],p.69)を支持する。II では、いくつかの定型化された事実を明らかにすることによって問題の所在を確認し、III では、金融統合仮説に依拠しながら、近年におけるアメリカの

* 本稿は、日本国際経済学会第 49 回関西支部総会(2007 年 6 月 9 日、岡山大学)における学会発表にもとづき、その後入手したデータ等を更新して書き下ろしたものである。学会報告の機会を与えていただいたプログラム委員長である春名章二教授(岡山大学)、および討論者を引き受けていただいた藤田誠一教授(神戸大学)に感謝する。

なお、本稿は、平成 17-19 年度科学研究費補助金(基盤研究 C)「国際資本移動のプロシクリシティに関する研究」(課題番号: 17530176 研究代表者: 岩本武和)による研究成果の一部である。

対外純資産の要因分解を行い、Ⅳでは、O-R モデルに依拠しながら、評価効果を組み込んだ場合のドル減価のシナリオを考察し、Ⅴでは、結論が述べられる。

Ⅱ 定型化された事実と問題の所在

ここでは、基本的な資料から、以下の4つの定型化された事実を指摘しておこう。

〈図1挿入〉

第一は、アメリカの対外総資産および対外総負債が、ともに1990年代から飛躍的に増加を続けていることである。図1に示されているように、1991年から2005年の15年間に、対外総資産は2兆2860億ドルから11兆5760億ドルへ(対GDP比で38.1%から92.9%へ)、対外総負債は2兆5960億ドルから13兆8150億ドル(対GDP比で43.3%から110.9%へ)、ともに絶対額で5倍以上(対GDP比で2倍以上)も増加している。この増加率は、1990年代以前の増加率とは比較にならない大きさである。この傾向は、アメリカだけではなく、多くの先進諸国でも確認される傾向である(IMF[2005])。これは、1990年代以降、金融市場がグローバルに統合された結果、クロスボーダーの資産取引がグロスで拡大したことを意味している¹。

〈図2挿入〉

第二は、経常収支と対外純資産の関係が曖昧になってきたことである。もしも、対外資産・負債に評価損益がないならば、原理的には、アメリカが経常収支赤字を続けている限り、対外純債務も増加を続けなければならないはずである。しかし、近年この関係が曖昧になってきている。図2に示されているように、2001年から2005年に、経常収支赤字は3.8%から6.1%へ拡大し続けたのに対し、同じ時期に対外純債務は20%をわずかに下回る水準で低位安定している。このことは、対外資産・負債に大きな評価益(キャピタルゲイン)が生じていることを推測させる。

〈図3、図4、表1、表2挿入〉

第三は、このキャピタルゲインがどこから生じたかである。図3と図4は、アメリカのグロスの対外資産・負債のポートフォリオ構成を、表1と表2は、どの通貨建てで対外資産・負債を保有しているかを示している。ここから次のことが分かる。アメリカは、対外資産の54%を海外直接投資(FDI)と株式の形態で保有しており、それに対応して対外資産の65%を外貨建てで保有している。これに対して、対外債務のうちFDIと株式の占める割合は29%に止まり、多くは債券や銀行融資などの形態であり、しかもほぼ100%ドル建ての債務である。すなわち、アメリカの対外債権は、外貨建てのリスク証券である equity instruments の形態で保有し、対外債務は、ドル建ての無リスク証券である debt instruments の形態で保有し

¹ Obstfeld[2004]は、産業内貿易に関するグローバル=ロイド指数(GL指数)を模した次の指数を金融統合の尺度として提案している。

$$GL = 1 - \frac{|A - L|}{A + L}, \quad A: \text{対外総資産}, \quad L: \text{対外総債務}$$

$A=L$ のとき $GL=1$ となる。

ている。ドル建ての債務は、為替レートが変動してもドル表示の価値額に影響しないが、外貨建ての資産は、ドル減価によってドル表示の価値額が増加する。このような対外資産および対外負債のポートフォリオ構成や建値通貨のミスマッチが、アメリカにキャピタルゲインをもたらしているのである。

〈図5、図6挿入〉

第四は、キャピタルゲインの額、および為替レートの変動との関係である。図5は、インカムゲイン(所得収支)とキャピタルゲインの推移を示している²。まず、所得収支は一貫してわずかながら黒字を続けている。「対外純資産がマイナスである純債務国の所得収支が黒字である」ということ事態が奇妙な現象を可能にしているのが、巨額のキャピタルゲインの存在である。キャピタルゲインは、非常に大きなボラティリティを伴いながらも、平均すればインカムゲインよりはるかに高い収益をアメリカにもたらしている。2005年のキャピタルゲインは8330億ドル(対GDP比6.7%)で、経常収支赤字の7550億ドル(同じく6.1%)をも凌駕している³。

図6は、キャピタルゲインの推移と実質実効為替レート(REEX)の推移を重ねたものである。注目すべきは、1999年以降、ドルの増価に伴いキャピタルゲインも大きく減少していること、しかし2002年以降、ドルの減価が始まるとキャピタルゲインも急上昇していることである。この間一貫して経常収支赤字は増加を続けているが、第一の時期に、Mann[1999]を嚆矢として、アメリカの経常収支赤字の持続可能性が疑問視され始めた。しかし、第二の時期である2002年頃より、REEXとキャピタルゲインの関係が反転し、それを契機に、アメリカの経常収支赤字の持続可能性について、「金融統合仮説」という有力な楽観論が提示されたのである。彼らによると、経常収支赤字は増加し続けているにもかかわらず、対外純債務が低位安定的に維持されている最大の要因こそ、ドルの減価によるキャピタルゲインの増加、すなわち「評価効果」(evaluation effect)なのである。

Ⅲ 対外純資産の要因分解とキャピタルゲイン

「金融統合仮説」の分析枠組みの一つは、対外純資産(NFA)の増減の要因分解であり、それによって、キャピタルゲインがNFAの増減に最も寄与していることを明らかにすること

² キャピタルゲインは次のようにして求めた(Obstfeld and Rogoff [2005], pp.81-82, fn.15)。まず国際収支表から「資本収支」を、次に対外投資ポジションから「対外純債務の変化」を求め、両者の差額をキャピタルゲインと定義し算出した。キャピタルゲインが存在しなければ、「資本収支の黒字額＝対外純債務の増加額」となるはずである。

³ 2004年末および2005年末の対外純債務は、2兆2940億ドル、2兆2380億ドルであるから、2005年中に対外純債務は560億ドル減少している。他方、同年の資本収支は7770億ドルの黒字(資本の純流入)である。国際収支表(フロー)からだけ見ると、7770億ドルだけネットで対外債務が増加していなければならないはずが、対外投資ポジション(ストック)から見ると、ネットで対外債務が560億ドル減少している。したがって、8330億ドルの差額がキャピタルゲインとなる。

である。以下では、Lane and Milesi-Ferretti [2005a,b]に依拠して、これを検討しよう。

まず、 t 期における対外純資産 B の変化を

$$B_t - B_{t-1} = CA_t + KG_t + E_t \quad (3-1)$$

と定義する。ここで、 CA_t は経常収支=財サービス収支($BGST_t$)+投資所得、 KG_t はキャピタルゲイン、 E_t は資本移転(KA_t)+誤差脱漏(EO_t)である。

対 GDY 比を全て小文字で表記すると、(3-1)式は、

$$b_t - b_{t-1} = bgst_t + \frac{i^A A_{t-1} - i^L L_{t-1}}{Y_t} + \frac{KG_t}{Y_t} - \frac{\gamma_t}{1 + \gamma_t} b_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3-2)$$

$$b_t - b_{t-1} = bgst_t + \frac{i^A A_{t-1} - i^L L_{t-1}}{Y_t} + \frac{k_t^A A_{t-1} - k_t^L L_{t-1}}{Y_t} - \frac{g_t + \pi_t}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)} b_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3-3)$$

と変形される。ここで、 Y_t は名目GDP、 γ_t は名目GDP成長率、 g_t は実質GDP成長率、 π_t はインフレ率を表す⁴。また、 A_t (L_t)は対外総資産(負債)、 i_t^A (i_t^L)は対外総資産(負債)に対する名目利益率を表し、 k_t^A (k_t^L)は対外総資産(負債)に対するキャピタルゲイン率を表すので、

$$\text{所得収支(インカムゲイン)} = i_t^A A_{t-1} - i_t^L L_{t-1}$$

$$\text{キャピタルゲイン} = k_t^A A_{t-1} - k_t^L L_{t-1}$$

と表される。

さらに、(3-3)式は、

$$b_t - b_{t-1} = bgst_t + \frac{r_t^L - g_t}{1 + g_t} b_{t-1} + \frac{r_t^A - r_t^L}{1 + g_t} a_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3-4)$$

と変形できる。ここで、 r_t^A (r_t^L)は対外総資産(負債)に対する実質収益率(インカムゲイン+キャピタルゲイン)を表す。

〈表3、表4挿入〉

表3は、(3-2)式と(3-3)式の要因分解を使って、過去10年間(1995年-2000年および2001年-2005年)、アメリカのNFAの変化に、5つの要因(貿易収支、投資所得、資本移転等、成長率、キャピタルゲイン)のうち、どの要因が最も大きく寄与したかを実証したものである。また表4は、(3-4)式の右辺第2項(第2列の収益率効果=表3の投資所得+キャピタルゲイン)と、第3項(第5、6列)だけを抜き出し、これに影響を与えた2つの要因、すなわち為替レートの変化と株価の変化を追加したものである。ここから、以下のことが分かる。

(1)1995年から2000年の間に、NFAは13.5%悪化した。最大の要因は、財サービス収支の15.9%の悪化であるが、2.4%のキャピロスが生じていることも無視できない。その原因は、1990年代後半のドル高によって対外資産に評価損が生じたこと、アメリカの株高によってアメリカの対外株式投資より外国による対米株式投資が相対的に有利になっていたことに求められる。ただし、この時期を通じてアメリカのNFAはマイナスのポジションであったにもかかわらず、投資所得は1%以上のプラスになっている。

(2)2001年から2005年の間に、財サービス収支は19.8%も悪化したにもかかわらず、NFAの悪

⁴ (3-2)式および(3-3)式の右辺第4項は、 $1 + \gamma_t = (1 + g_t)(1 + \pi_t) \therefore g_t = \gamma_t - \pi_t$ より求められる。

化は 5.8%にとどまっている。その最大の要因は、10.1%ものキャピタルゲインが発生していたことであり、その原因は 21 世紀に入ってからドル安によって対外資産に評価益が生じたことに求められる(ユーロエリアや日本と比較して、この時期にこれほど大きなキャピタルゲインを稼得したのはアメリカ以外に存在しない)。しかも、インカムゲインを示す投資所得は、やはり 1%のプラスを維持しているので、アメリカの対外資産に対する収益率はかなり高かったはずである。すなわち「ドル安⇒対外資産に対する評価効果⇒貿易収支の悪化を相殺」というメカニズムが、この時期アメリカの経常収支悪化を持続可能にしていた要因であった。

IV ドルの減価と評価効果および金利効果

アメリカの経常収支赤字の持続可能性について、オブストフェルドとログオフは、早い時期から独自の静学モデル(O-R モデル)を開発してきた。ここでは、Obstfeld and Rogoff [2005]に依拠して、ドルの減価がアメリカの対外資産に及ぼす「評価効果」と、アメリカが対外債務に対して支払うべき「金利効果」を検討しよう。

(i)金利効果

O-R モデルでは、評価効果を重視する金融統合仮説を、現状を肯定する楽観論として批判し、「評価効果」が経常収支赤字を持続可能にするメカニズムは、ほんの副次的なものに過ぎず、アメリカ国内の金利の反転上昇による「金利効果」が、評価効果の多くを打ち消す可能性があることを指摘する。

確かに、図 5 や図 6 に示されているキャピタルゲインの存在によって、アメリカが対外資産(A)から受け取る収益率(r^W)は、対外債務(L)に対して支払う収益率(r^U)を、年平均(1983年から 2003 年の間)で 3.1.%も上回ってきた。ここで、対外純資産(F)から得られるネットの総収益(インカムゲイン+キャピタルゲイン)は、

$$r^W A - r^U L = r^W (F + L) - r^U L = r^W F + (r^W - r^U) L$$

と表される。したがって第一に、現在のアメリカのように、 $F < 0$ であっても、 $r^W > r^U$ かつLが十分に大きければ、ネットの総収益 > 0 となりうる。しかし第二に、Lが大きくなりすぎると、 r^U が上昇に転じ、 $r^W > r^U$ に反転すれば、ネットの総収益 < 0 となる。

このように、O-R モデルでは、アメリカが対外債務に支払う金利が低いことが、たまたま経常収支赤字を持続可能にしているに過ぎず、アメリカの金利が反転上昇すれば、その「金利効果」が「評価効果」を相殺し、より大きなドル減価が必要となる可能性を指摘する。

(ii)O-R モデルの概略とパラメータの設定

O-Rモデルは、アメリカ(U)、ヨーロッパ(E)、アジア(A)の3地域が、貿易財(T)と非貿易財(N)を、生産・消費し、互いに貿易財を輸出入することによって、各地域が貿易および対

外資産・負債のマトリックスでリンクしているモデルである。各地域とも、貿易財と非貿易財を γ および $1-\gamma$ のウェイトで消費し、貿易財と非貿易財の代替の弾力性を θ とすると、第 i 国($i=U,E,A$)の消費 C^i は、次のようなCES型の消費関数として表される(紙面の関係上、アメリカのみ示す)。

$$C^U = \left[\gamma^{\frac{1}{\theta}} (C_T^U)^{\frac{\theta-1}{\theta}} + (1-\gamma)^{\frac{1}{\theta}} (C_N^U)^{\frac{\theta-1}{\theta}} \right]^{\frac{\theta}{\theta-1}} \quad (4-1)$$

また、自国および外国の貿易財を消費するウェイトを α 、 β 、 δ とし、自国の貿易財と外国自国の貿易財と外国の貿易財の代替の弾力性を η とすると、貿易財の消費 C_T^i は、次のようなCES型の消費関数として表される。

$$C_T^U = \left[\alpha^{\frac{1}{\eta}} (C_U^U)^{\frac{\eta-1}{\eta}} + (\beta-\alpha)^{\frac{1}{\eta}} (C_E^U)^{\frac{\eta-1}{\eta}} + (1-\beta)^{\frac{1}{\eta}} (C_A^U)^{\frac{\eta-1}{\eta}} \right]^{\frac{\eta}{\eta-1}} \quad (4-2)$$

次に、消費財物価指数(CPI) P_c^i は、次のように求めることができる⁵。

$$P_c^U = \left[\gamma (P_T^U)^{1-\theta} + (1-\gamma) (P_N^U)^{1-\theta} \right]^{\frac{1}{1-\theta}} \quad (4-3)$$

同様に、貿易財物価指数 P_T^i は、 P_i ($i=U,E,A$)を第 i 国で生産された貿易財価格とすると、次のように求めることができる。

$$P_T^U = \left[\alpha P_U^{1-\eta} + (\beta-\alpha) P_E^{1-\eta} + (1-\beta) P_A^{1-\eta} \right]^{\frac{1}{1-\eta}} \quad (4-4)$$

さらに、二国間の交易条件(τ)、実質為替レート(q)、は、次のように求めることができる。

$$\tau_{U,E} = \frac{P_E}{P_U}, \quad \tau_{U,A} = \frac{P_A}{P_U}, \quad \tau_{E,A} = \frac{P_A}{P_E} = \frac{\tau_{U,A}}{\tau_{U,E}} \quad (4-5)$$

$$q_{U,E} = \frac{P_c^E}{P_c^U}, \quad q_{U,A} = \frac{P_c^A}{P_c^U}, \quad q_{E,A} = \frac{P_c^A}{P_c^E} = \frac{q_{U,A}}{q_{U,E}} \quad (4-6)$$

例えば、 $\tau_{U,E}$ の上昇は、アメリカの貿易財価格で測ったヨーロッパの貿易財価格の上昇であるから、アメリカの交易条件の悪化を意味する。また、 $q_{U,E}$ の上昇は、アメリカの消費財バ

⁵ (4-3)式を導出するためには、(4-1)式を制約条件とする次の最適化問題を解けばよい。

$$\begin{aligned} \text{Min} \quad & P_T^U C_T^U + P_N^U C_N^U \\ \text{s.t.} \quad & C^U = \left[\gamma^{\frac{1}{\theta}} (C_T^U)^{\frac{\theta-1}{\theta}} + (1-\gamma)^{\frac{1}{\theta}} (C_N^U)^{\frac{\theta-1}{\theta}} \right]^{\frac{\theta}{\theta-1}} \end{aligned}$$

(4-4)式の導出も同様である。

スケットで測ったヨーロッパの消費財バスケット価格の上昇であるから、ドルの実質減価を意味する。

ここで、シミュレーションのため、パラメータを次のように設定する。第一に、代替の弾力性については、 $\theta=1$ および $\eta=2$ とおく。 θ や η の値が小さいほど、消費の変化に対応するために必要な価格調整(為替レート調整)は大きくなる。第二に、貿易財と非貿易財の消費については、 $\gamma=0.25$ とおく。すなわち、3 カ国とも、貿易財を 25%、非貿易財を 75%消費する。第三に、貿易財の消費については、国産品を強く選好するというホームバイアスを仮定し、 $\alpha=\delta=0.7$ 、 $\beta=0.8$ とおく。すなわち、アメリカ(ヨーロッパ)は、自国の貿易財を 70%、ヨーロッパ(アメリカ)の貿易財を 10%、アジアの貿易財を 20%のウェイトで消費し、アジアは、自国の貿易財を 70%、アメリカおよびヨーロッパの貿易財を 15%ずつのウェイトで消費することになる。このホームバイアスの仮定は、「交易条件に対するトランスファー効果」(アメリカの経常収支赤字の削減⇒アメリカ以外の地域における貿易財需要の増加⇒アメリカの貿易財価格の下落⇒アメリカの交易条件の悪化⇒ドルの実質減価)として作用する。さて、アメリカの経常収支は、

$$CA^U = P_U Y_T^U + rF^U - P_T^U C_T^U \quad (\text{ただし, } rF^U = r^W H^U - r^U L^U) \quad (4\cdot7)$$

と表される。ここで、 rF^U は所得収支を示し、 F^U は対外純資産、 H^U は対外総資産、 L^U は対外総負債で、 r^W はアメリカが稼得する利子率、 r^U はアメリカが支払う利子率を表す。ドル減価による「評価効果」は、主として H^U (部分的に L^U)に作用し、ドル減価による rF^U を大きくする。対照的に「金利効果」は、 r^U が上昇(シミュレーションでは 3.75%から 5.00%)にすることによって rF^U を小さくし、評価効果を相殺するように作用する。

(iii)シミュレーションの結果

O-Rモデルでは、アメリカの経常収支赤字削減に必要なドルの減価を、3つのシナリオを想定してシミュレーションを行っているが、ここではベースラインとなる 1つのシナリオ(アメリカ、ヨーロッパ、アジアの経常収支がゼロとなる「グローバルリバランス・シナリオ」)のみを取り上げる⁶。そして、このシナリオについて、ドル減価によるキャピタルゲインが、ドル減価を緩和する「評価効果」がある場合とない場合、およびアメリカが対外債務に対して支払うべき金利の反転上昇を考慮した「金利効果」がある場合とない場合を比較して、O-Rモデルと金融統合仮説を対比させよう。

〈表 5、表 6 挿入〉

表 5 は、上記のベースライン・シナリオに基づいたドルの減価について、実質、名目、

⁶ その他 2つのシナリオは、「ブレトンウッズⅡシナリオ」(アジアがドルペッグを維持し、アジア通貨の対ドル名目為替レートに変化がないため、ヨーロッパ通貨が大幅増価するシナリオ)、「控え目なブレトンウッズⅡシナリオ」(アジアが経常収支を現行水準で一定に保つシナリオ)である。

実効為替レートについてまとめたものがある。このシミュレーションには、全てキャピタルゲインによる評価効果が含まれている。これによると、3地域の経常収支が均衡するためには、アメリカの実質実効為替レートは33.0%減価しなければならない。

表6は、同じくベースライン・シナリオに基づいたドルの減価について、評価効果および金利効果が含まれるケースと含まれないケースを比較したものである(第1列は表5と同じ)。ここから次のことが分かる。

(1)評価効果を考慮に入れないケース(第2列)では、評価効果を考慮に入れたケース(第1列)より、より大幅なドルの減価を必要とする(例えば、実質実効為替レートでは、33.0%減価<37.8%減価)。したがって、確かに金融統合仮説が指摘するとおり、キャピタルゲインによる評価効果は、経常収支赤字を削減するために必要なドルの減価を緩和する。

(2)しかし、金利効果を考慮に入れたケース(第3列)では、金利効果を考慮に入れないケース(第1列)より、より大幅なドルの減価を必要とする(例えばアメリカのヨーロッパに対する実質為替レートでは、28.6%減価<30.1%減価、アジアに対する実質為替レートでは、35.2%減価<37.2%減価)。したがって、アメリカが外国から受け取るキャピタルゲインによる評価効果は、アメリカが外国に支払うべき金利の反転上昇金利効果によって、かなりの程度相殺される。

V おわりに

本稿は、アメリカの経常収支赤字の持続可能性について、基本的な資料を確認することを通じて問題の所在を明確にした上で、「金融統合仮説」と「O-Rモデル」という2つの対立する見解を検討した。これらの実証研究およびシミュレーションから得られた結論を、最後にまとめておこう。

(1)アメリカの経常収支赤字の持続可能性について、「金融統合仮説」は、グロスの対外資産からアメリカにもたらされているキャピタルゲイン(とりわけドル減価による「評価効果」)に注目した。経常収支赤字を凌駕する額のキャピタルゲインの存在こそ、金融統合仮説の楽観論を裏付ける強力な事実認識であろう。

この事実認識に対しては、多くの解釈が可能であろう。Gourinchas and Rey [2005b]は、アメリカが今なお享受している「法外な特権」(exorbitant privilege)の根拠を、アメリカが「世界の銀行家」(world banker)の地位から「世界のベンチャーキャピタル(VC)」(world venture capitalist)の地位へ変化していることにある、と表現した。すなわち、かつてアメリカは、一国全体で外国に対して「短期借り・長期貸し」(borrowing short, lending long)という銀行業の役割を果たしているという意味で「世界の銀行家」であった(Kindleberger [1965])。これに対して、現在アメリカは、「債券の売り越し・株式の買い越し」(short on debt instruments, long on equity instruments)という意味で「世界のVC」になったのである。

(2)確かに、「金融統合仮説」は、アメリカ一国全体のバランスシートの認識としては、正しいであろう。しかし、それが今後も、アメリカの経常収支赤字を持続可能なものとする

かどうかについては、楽観的に過ぎるかもしれない。

その意味で「O-R モデル」の方が、よりバランスのとれた予測を提示していると思われる。O-R モデルは、「評価効果」も明示的に取り入れており、確かに、「評価効果」を入れたシナリオは、それを入れないシナリオよりも、ドル減価の大きさを緩和する。しかし、アメリカ一国全体のバランスシートには大きなレバレッジがかかっており、今後アメリカが対外債務に対して支払うべき金利が反転上昇する可能性、すなわち「金利効果」を考慮にいれば、経常収支赤字の持続可能性は疑わしくなる。経常収支赤字の持続可能性について、+の影響を与える「評価効果」が、-の影響を与える「金利効果」によって相殺される可能性が否定できない限り、結局のところ、O-R モデルのベースライン・シナリオである実質実効為替レートで 33% のドル減価は、意味のある数字となろう。

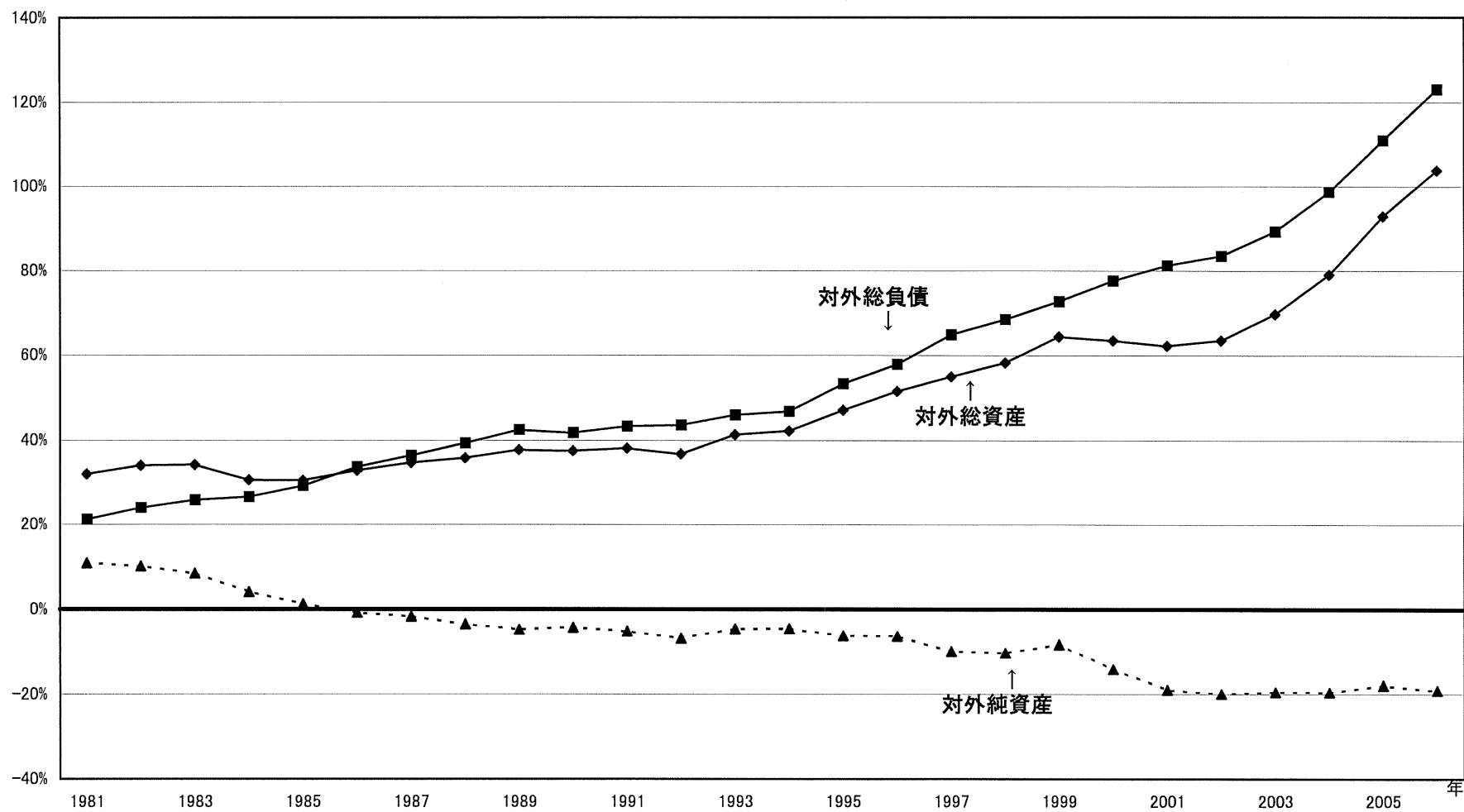
したがって、アメリカの経常収支赤字については、グローバル経済に吊された「ダモクレスの剣」であるとする見解(Obstfeld and Rogoff [2005]p.69)が、今の時点では最もバランスのとれた見方であるというのが、本稿の結論である。

参考文献

- Cavallo, M. and C. Tille [2006], Capital Gains Smooth a Current Account Rebalancing ?” *FRB New York Staff Report*, No.237, January.
- Council of Economic Advisers [2006], “The U.S. Capital Account Surplus,” in Economic Report of President, chapter 6, February 2006, pp.125-147.
- Gourinchas, P.O. and H. Rey [2005a], “International Financial Adjustment,” *NBER Working Paper*, No.11155, February.
- [2005b], “From World Banker to World Venture Capitalist: U.S. External Adjustment and the Exorbitant Privilege,” *NBER Working Paper*, No.11563, August.
- Greenspan, A. [2004], “The Evolving U.S. Payments Imbalance and Its Impact on Europe and the Rest of the World,” *Cato Journal*, Vol.24, No.1-2, Spring-Summer, pp. 1-11.
- International Monetary Fund [2005], “Globalization and external imbalances,” in *World Economic Outlook*, chapter III, April 2005, pp 109-156.
- Lane, P.R. and G.M. Milesi-Ferretti [2005a], “Financial Globalization and Exchange Rates,” *IMF Working Paper*, No. 05/3.
- , [2005b], “A Global Perspective on External Positions,” *IMF Working Paper*, No. 05/161.
- Mann, C. [1999], *Is the U.S. Trade Deficit Sustainable?* Institute for International Economics.
- Kindleberger, C. [1965], “Balance of Payments Deficits and the International Market for Liquidity,” *Essays in International Finance*, No.46, May.
- Obstfeld, M. [2004], “External Adjustment,” *Review of World Economics*, Vol.140, No4, pp. 541-568.
- [2005], “America's Deficit, the World's Problem,” *Monetary and Economic Studies*, Vol.23, No.S-1, October, pp.25-35 (モーリス・オブストフェルド「米国の対外赤字は世界全体の問題か」『金融研究』第23巻第2号, 2005年10月, 55頁-67頁).
- and K. Rogoff [2005], “Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustment,” *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 2005, pp. 67-123.
- Tille, C. [2005], “Financial Integration and the Wealth Effect of Exchange Rate Fluctuations,” *FRB New York Staff Report*, No.226, October.

図1 対外投資ポジション(1981年-2006年)

対GDP比(%)



経常収支(対GDP比)

図2 経常収支と対外純資産(1981年-2006年)

対外純資産(対GDP比)

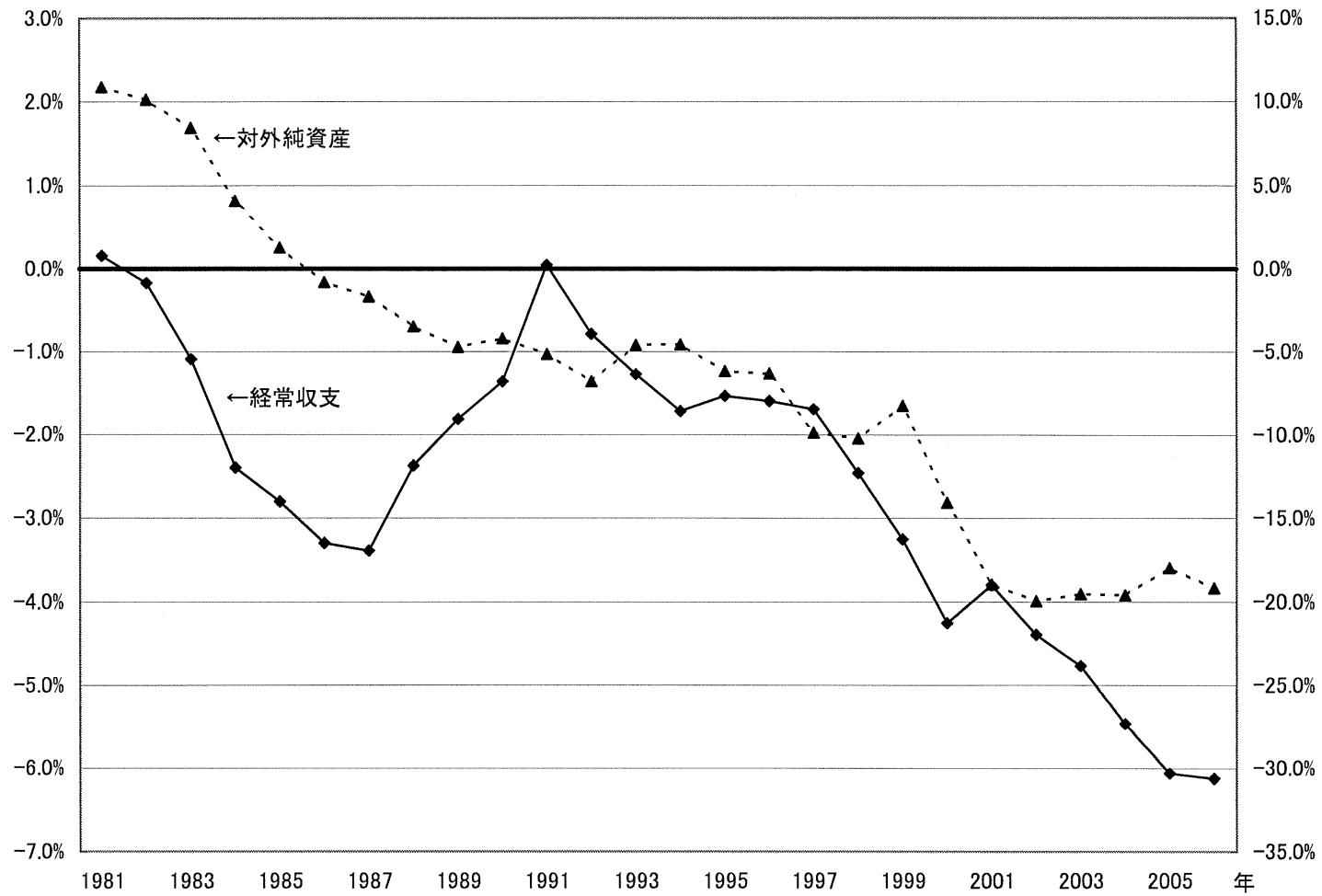


図3 対外資産のポートフォリオ別内訳(2004年)

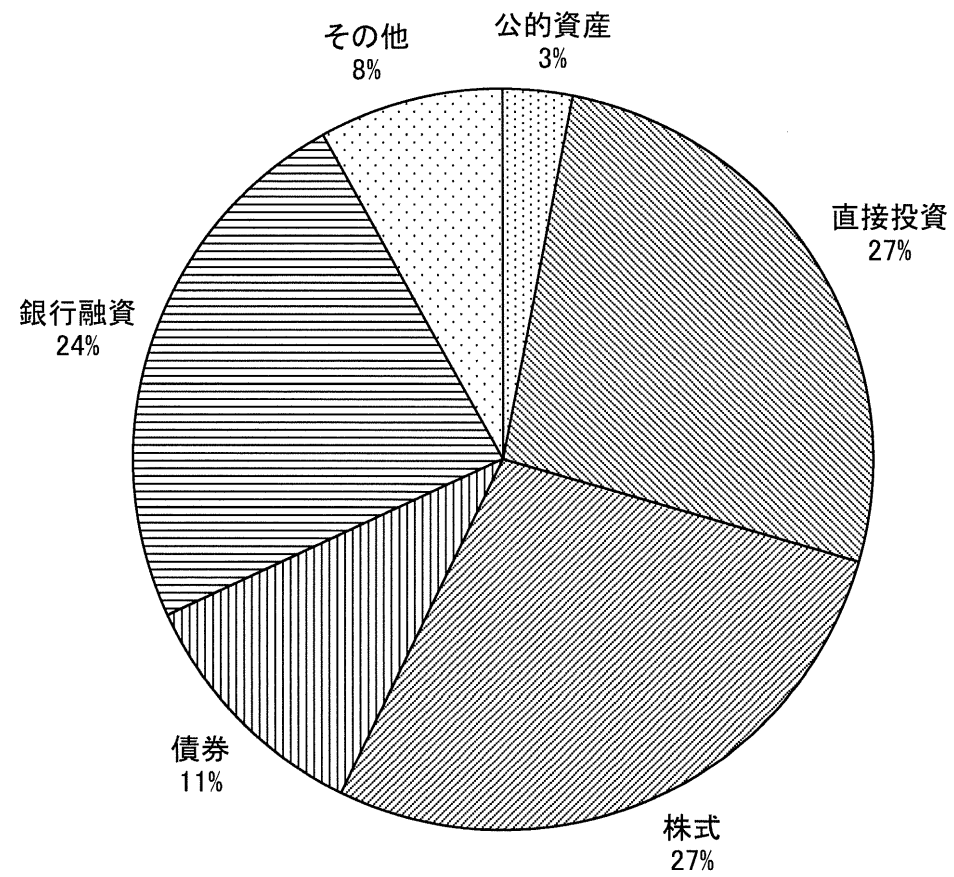
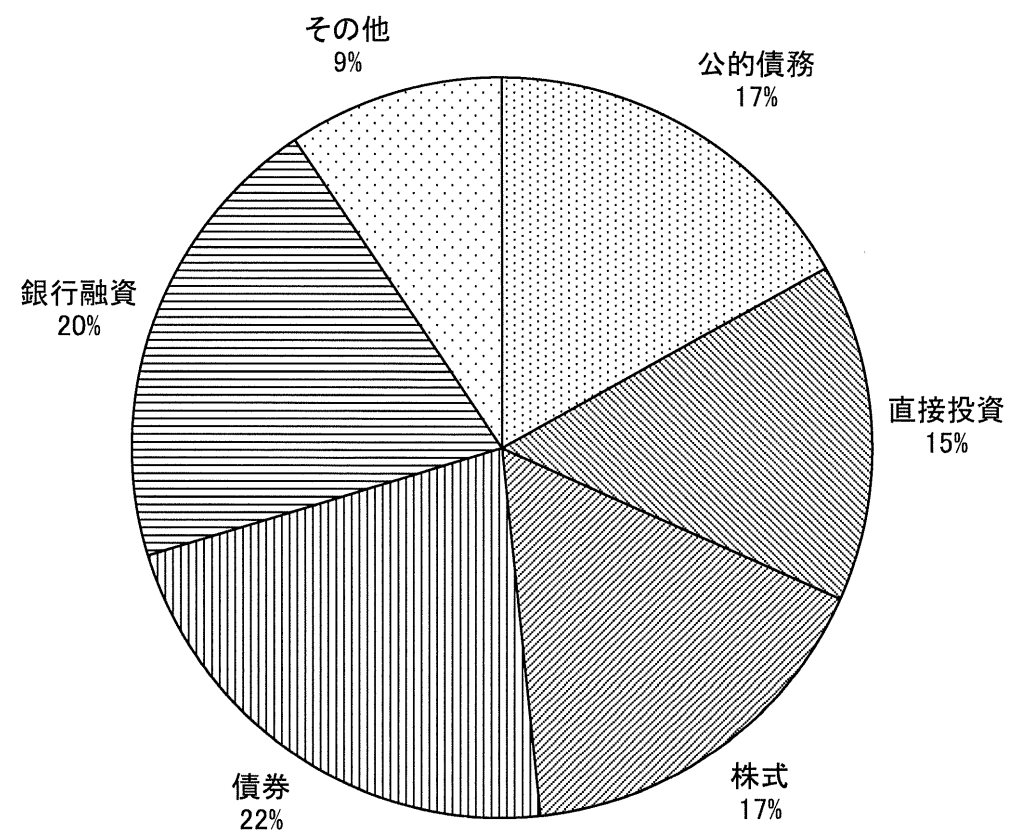


図4 対外債務のポートフォリオ別内訳



10億ドル

図5 インカムゲインとキャピタルゲイン



キャピタルゲイン(10億ドル)

図6 キャピタルゲインと実質実効為替レート

実質実効為替レート

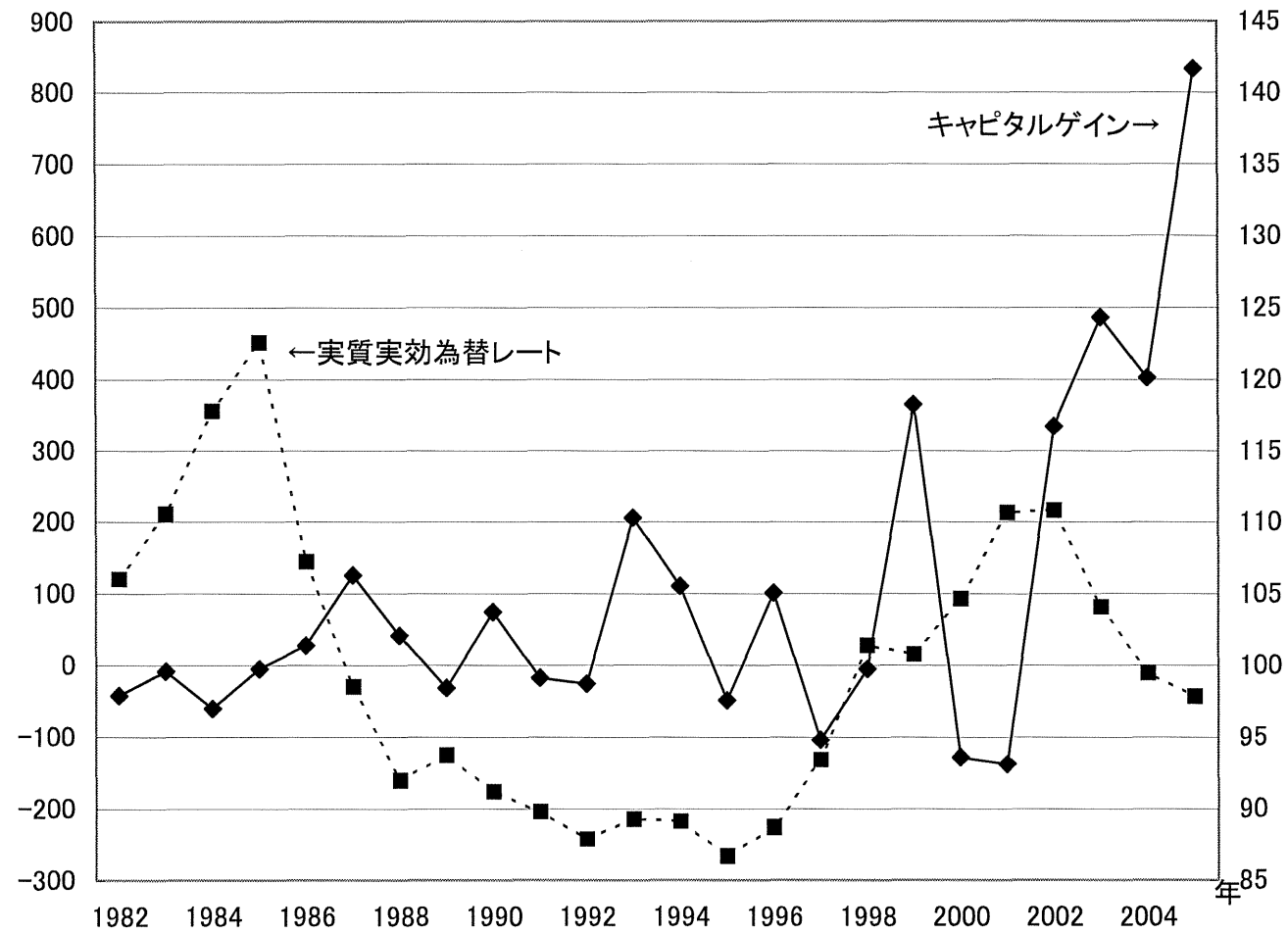


表1 対外資産の建値通貨別分類(2004年末、10億ドル)

	公的資産	FDI	株式	債券	銀行ローン	その他	合計
ドル建て	194	14	22	606	2019	622	3476(35%)
外貨建て	79	3274	2498	311	155	180	6497(65%)
合計	273	3287	2520	917	2174	802	9972(100%)

出所: Tille [2005]

表2 対外資産の建値通貨別分類(2004年末、10億ドル)

	公的資産	FDI	株式	債券	財務省証券	銀行ローン	その他	合計
ドル建て	1982	2687	1929	1595	640	2213	824	1869(95%)
外貨建て	0	0	0	464	0	92	90	646(5%)
合計	1982	2687	1929	2059	640	2305	914	515(100%)

出所: Tille [2005]

表3 NFA変化の要因分解(1)

	前期末のNFA	NFAの変化	経常収支の効果		その他の効果		
			貿易収支	投資所得	資本移転等	成長率	キャピタルゲイン
US(1995年-2000年)	-3.3	-13.5	-15.9	1.4	0.6	2.7	-2.4
US(2001年-2005年)	-16.7	-5.8	-19.8	1	-0.9	3.9	10.1
ユ ー ロ 圏 (2001-	-9.8	-5.6	3.9	-2.3	0.4	1.4	-9
日本(2001-2005)	24.3	14.5	5	6.8	-1.2	0.3	3.7

出所: Lane and Milesi-Ferretti [2005b]

表4 NFA変化の要因分解(2)

	NFAの変 化	収益率効 果	REEXの変 化	株価の変 化	対外資産からの 実質収益率	対 外 債 務 へ の実質金利
US(1995年-2000年)	-13.5	-0.9	26.4	-143	8.8	7.9
US(2001年-2005年)	-5.8	11.1	-14.8	11.6	4.8	-0.4
ユ ー ロ 圏 (2001-	-5.6	-11.3	31.5	4.4	-2.7	-0.5
日本(2001-2005)	14.5	10.5	-16.8	-0.6	5.9	5

出所: Lane and Milesi-Ferretti [2005b]

表5 O-Rモデルのシミュレーション1

実質為替レート	
アメリカ/ヨーロッパ	28.6
アメリカ/アジア	35.2
ヨーロッパ/アジア	6.7
名目為替レート	
アメリカ/ヨーロッパ	30.0
アメリカ/アジア	36.9
ヨーロッパ/アジア	6.9
実効為替レート	
アメリカ(実質)	-33.0
アメリカ(名目)	-34.6
ヨーロッパ(実質)	5.1
ヨーロッパ(名目)	5.4
アジア(実質)	20.9
アジア(名目)	21.9

出所: Obstfeld and Rogoff [2005]

表6 O-Rモデルのシミュレーション2

	評価効果を含む	評価効果を含まない	評価効果と金利効果を含む
実質為替レート			
アメリカ/ヨーロッパ	28.6	33.7	30.1
アメリカ/アジア	35.2	40.7	37.2
ヨーロッパ/アジア	6.7	7.0	6.3
実質実効為替レート(US)	-33.0	-37.8	n.a

出所: Obstfeld and Rogoff [2005]