

(続紙 1)

京都大学	博士（経済学）	氏名	竹中 正治
論文題目	米国の対外不均衡の真実		
（論文内容の要旨） 米国の経常収支赤字が持続不可能という主張が、過去繰り返し指摘されながら、実際には現在まで持続されてきた理由をどう考えるか、そしてそれが将来長期的にも持続し得るか、持続し得るとするとどの程度までの米国の対外不均衡が許容されるのか。これが本論文の分析と論考の対象である。 第1章では、「長期的に持続可能な貿易収支比率(STBR : Sustainable Trade Balance Ratio)」(①対外純負債のGDP比率を長期で一定にするSTBR1、②純負債を解消する=対外資産・負債が均衡するSTBR2)を「対外純負債の持続性の判定基準」とした上で、貿易収支がGDP比率でどれだけ収支均衡から乖離し得るかを示した。その乖離は、想定期間(本論文では20年間)に生じる所得収支と対外資産・負債の評価損益の総額に依存する。この際にポイントとなる条件は、米国の対外収益率格差(対外資産・負債のネット・リターン)がプラスを維持できるかどうかである。さらに米国の対外ネットポジションの将来シミュレーションを3ケースに分けて提示した。その結果が示唆するのは、米国の対外不均衡の脆弱性ではなく、むしろその安定性である。 第2章では、本章に関わる限りで、米国の対外不均衡に関する先行研究のレビューを行い、その上で2000年代にGDP比率で見て対外不均衡を一段と拡大させた趨勢的な要因を考察している。米国と貿易相手諸国間の所得成長率格差要因と実質実効ベースの為替相場要因という標準的に考えられる循環的な2要因に加え、2000年代に経常収支赤字の趨勢的な水準をシフトさせた要因候補として、対外ポジションから生じている莫大な評価損益チャネル(Gourinchas and Rey[2007])に注目し、①米国の貿易収支は長期的な対外的予算制約条件を示すSTBRの水準から短期・中期的には乖離しながらも長期的には収斂すること、②貿易収支の対GDP比率からSTBRを差し引いた部分が、前述の循環的な2要因によってより説明度の高い回帰ができることを示した。 第3章では、米国の対外不均衡をもたらす国内要因として、家計の趨勢的な貯蓄率の低下と2008年以降の変化(貯蓄率の上昇)を対象とし、家計の資産総額から負債を引いた純資産の対GDP比率と貯蓄率の相関関係から、家計のバランスシート調整を論じている。今後の起こり得るシナリオは、米国の住宅価格や株価の動向に依存するが、バランスシート調整期間中に、ゼロ成長や低成長を強いられるという悲観的なシナリオよりも、楽観的なシナリオに十分な可能性があることを示している。 第4章では、戦後の国際通貨システムと、将来の起こり得る変貌を考察している。金との交換性を放棄した変動相場制下におけるデファクトとしてのドル基軸通貨システムは、ブレトンウッズ体制よりも、調整力が働き強靱であることを示している。現在のレジームにとって代わるものは現実性が乏しく、国際的取引におけるユーロ使用の一定の上昇、人民元の段階的かつ部分的な国際化が進展するとしても、現行のドル体制が持続する可能性が高いことを論じている。			

(論文審査の結果の要旨)

米国の経常収支赤字を中心とするグローバルインバランスの研究は、まさに汗牛充棟の感があるが、その中でも注目されるのは、経常収支の拡大というフローの側面からではなく、国際投資ポジションの肥大化というストックの側面からの分析である。とりわけ一国の対外バランスシートの肥大化から発生する「評価効果」や、為替レートが経常収支調整に及ぼす伝統的な貿易経路だけでなく、ストックとしての対外インバランス調整に及ぼす追加的な「評価経路」が重視されて始めている。本論文もまた、こうした近年の先行研究の流れに位置づけられるものであるが、以下のようなユニークな貢献が認められる。

第一に、本稿の中核をなす第1章において、長期的に持続可能な貿易収支比率(STBR: Sustainable Trade Balance Ratio)という概念を提示し、今後20年間に渡る米国の対外純資産を3つのケースに分けてシミュレートし、その結果、2つのケースにおいて米国の対外純資産が安定的に推移ないしは改善することを示したことである。

第二に、もう一つ本稿の中核となる第2章において、経常収支の変動を趨勢的部分と循環的部分に分けて分析する小宮(1994)および松林(2010)の先行研究にしたがい、第1章で提示されたSTBRを趨勢的貿易収支にとらえ直し、短期的に貿易収支比率はSTBRと乖離するが、長期的にはその水準に回帰すること(先行研究との整合性)を示した上で、貿易収支を趨勢的に拡大させうる要因が、先行研究が対象としている1980年代とは異なり、グロスの対外資産・負債の拡大によるキャピタルゲインであるという仮説を提示したことである。

第三に、それまでの米国一国の対外バランスシートの肥大化に伴う分析から、第3章では米国の家計のバランスシート調整を分析対象とし、家計の資産総額から負債を引いた純資産の対GDP比率と貯蓄率の相関関係から、今後の起こり得るシナリオとして、家計のバランスシート調整中に低成長を強いられるという悲観的なシナリオよりも、楽観的なシナリオの方が十分に可能性があることを示したことである。

しかし、本論文には、今後一層の改善が必要とされる以下のような問題点も指摘される。第一に、本稿では対外収益率格差を「所得収支として表されるインカムゲインとグロスの対外資産・負債から得られるキャピタルゲイン」の合計として一国全体のデータ(商務省)を用いているが、近年の研究では、資産および負債のポートフォリオ(FDI、証券投資、銀行ローン等)ごとのデータを収集して分析を精緻化している。米国が稼得してきた巨額のキャピタルゲインの源泉が、その資産の過半をFDIなどのequity instrumentsで保有し、負債のほとんどは財務省証券をはじめとするdebt instrumentsであることにあらずば、やはり表1-4や1-5で示されているようなポートフォリオごとの収益率格差を使ってシミュレートするべきであろう。

第二に、本稿で提示された仮説は、第2章で異時点間貿易モデル(動学モデル)としても分析されているが、それは成功しているとは言い難い。確かに、巨額のキャピタルゲインが異時点間の対外予算制約を大きく緩和しているのは事実であろうが、第1章で提示されたSTBRのうちSTBR2(対外純資産がゼロとなる)は、動学モデルにお

ける横断性条件(transversality condition)であり、そのことがモデルでは全く活かされていない。

第三に、第4章で「現行のドルを基軸通貨とする国際通貨システムは安定」という筆者の結論を急ぐ余り、第1章や第2章での将来に渡る試算が楽観的に過ぎると考えられる。米国がプラスの対外収益率格差を維持できる条件は、第1章の④式($r^a A - r^l L > 0 \Rightarrow r^a / r^l > L / A$)である。これは、筆者も大きく依拠しているGourinchas and Rey (2007)がtripping point(転換点)として示した条件であり、その意味は、「対外収益率の比率が対外資産・負債比率(レバレッジ比率)を上回っていること」である。1990年代の後半から2007年まで、米国はこの条件を満たせたバブリーな時代であった。しかし、Gourinchas and Reyも指摘するように、 L/A が大きくなりすぎると、 r^l が大きくなり(リスクプレミアムが付くようになり)、バブルが崩壊すると r^a が小さくなる可能性もあり、そのときには上記の不等号は逆転するかもしれない(2008年がそうであった)。しかし、本稿での試算は、1989-2008年の対外収益率格差($r^a - r^l$)の平均値(またはそれよりも若干小さい値)が、今後20年持続されることという想定でシミュレートされ、2010年代後半に米国は純債権国(若干小さい値では2028年に均衡化)に転じることが示されている。この結論はいささか性急すぎるのではないかと考えられる。

しかしながら、これらの問題点と課題は、将来に向けた研究の発展方向性を示唆したものであって、本論文のユニークな学術的価値を損なうものではない。よって、本論文は博士(経済学)の学位論文として認める。

なお、平成24年6月7日、論文内容とそれに関連した試問を行った結果、合格と認めた。

様式 4（論文博士用）

学 識 確 認 の た め の 試 問 の 結 果

氏 名 竹中 正治			
(試問の科目・方法・判定)			
	(科 目)	(方 法)	(判 定) (備 考)
<u>専攻学術</u>			
	国際金融論	口頭	合格
	アメリカ経済論	口頭	合格
	現代投資理論	口頭	合格
<u>外 国 語</u>			
	英語	口頭	合格
	中国語	口頭	合格
(試問の結果の要旨)			
上記のとおり、専攻学術及び外国語の学力に関する試問の結果、本学大学院博士課程を修了した者と同等以上の学力を有することを確認した。			
平成24年 6 月 7 日			
試問担当者氏名	岩本 武和 島本 哲朗 澤邊 紀生		