

## 科学研究費助成事業 研究成果報告書

令和 2 年 6 月 1 日現在

機関番号：12601

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2016～2019

課題番号：16K03735

研究課題名(和文) 対外資産・負債の動向：構造的要因と世界経済への影響

研究課題名(英文) Movements in External Assets/Liability: Structural Factors and Effects on the World Economy

研究代表者

植田 健一 (Ueda, Kenichi)

東京大学・大学院経済学研究科(経済学部)・准教授

研究者番号：40750807

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,500,000円

研究成果の概要(和文)：日本、中国やドイツなどに、通常の理論では説明できないほどの経常収支黒字や対外資産があり、それらの世界的な偏在(グローバル・インバランス)が国際的な論争になっている。その論争は植田と服部(2018、2019)で既存文献や国際通貨基金による分析を中心にまとめた。

Monge-Naranjo and Ueda (2017)では、新しい理論によりグローバル・インバランスを正当化した。具体的には、国際通貨制約下で急速な工業化にある国は、対外資産も大きく増加することになる国際マクロ経済モデルを提示した。この理論は複雑でさらなる解析的な分析やシミュレーション分析も困難だが、次の段階として研究を続けている。

研究成果の学術的意義や社会的意義

学術的には、これまでの理論では、世界の工場と呼ばれる国には、各国から投資が集まるはずであり、対外負債を持つという結論になる。しかし、現実には、日本、中国やドイツなどは対外資産を蓄えている。それに対し、我々の研究は、理論的にどのような条件の下でそうなるかを初めて明らかにした。

社会的には、世界金融危機以来、米国や南欧など恒常的な対外債務国から不満が大きくなり、直近はさらにエスカレートし、黒字国が何か悪いことをしていると考え、国際経済取引の障壁が高まってきている。こうした中、現状の世界的な対外資産の偏在が実は理論的におかしいことではないことを示すことで、理知的な政策議論を促すことができる。

研究成果の概要(英文)：Japan, China, Germany, and some other countries obtain too large current account surpluses and accumulate too big external assets to be explained by a usual economic theory.

This global imbalance has been hotly debated internationally. Ueda and Hattori (2018, 2019) summarized the debate primarily based on existing literature and analyses by the International Monetary Fund.

Monge-Naranjo and Ueda (2017) proposed a new theory to justify the global imbalance. Specifically, they proposed an international macroeconomic model in which fast-industrializing countries accumulate their external assets rapidly under the hard currency constraint. This theory turns out complex and makes further analysis or simulation study difficult. Still, we keep working on it further as the next step.

研究分野：金融、マクロ経済、国際金融、開発経済

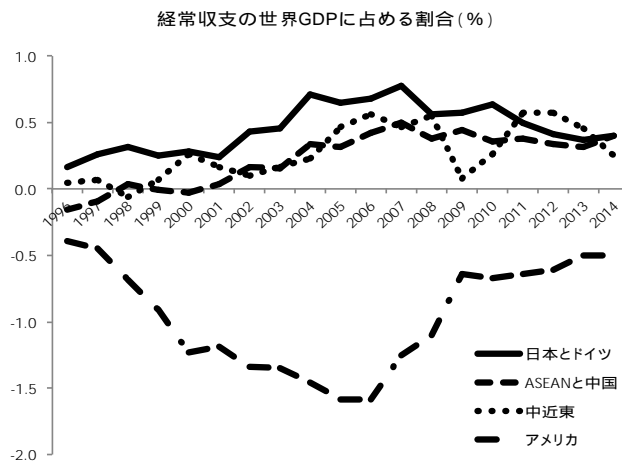
キーワード：グローバル・インバランス 対外資産 工業化 産業革命

## 様式 C - 19、F - 19 - 1、Z - 19 (共通)

### 1. 研究開始当初の背景

2008年以降グローバルな金融危機及び国家債務危機が起き、ヨーロッパの国々を中心に世界は未だに後遺症から抜けきっていない。そして、このような危機がどうして起きたかの根本的なメカニズムはまだよく解明されたとはいえない。国際金融の側面では、2008年の金融危機の序章となった2000年代の欧米の資産価格上昇の一因に世界的な資金余剰、とりわけ日本、中国をはじめとする東アジア諸国(及びドイツと産油国)の必要以上の欧米の債務への投資が挙げられることが多々ある(例えば Taylor, 2014)。Bernanke 前米連銀総裁も2005年のスピーチですでに懸念を表明しており(“global savings glut” speech)、最近(2015年4月)も依然として懸念している。また、Rogoff ハーバード大学教授(元国際通貨基金チーフエコノミスト)も例えば下の図1(データはIMFによる)とよく似たものをプレゼンテーションに使用する(Rogoff 教授のウェブページ参照)など、世界的な貯蓄と投資のインパルスと世界経済の脆弱性を指摘してきた。(すなわち、日独という輸出に強い先進国、中国とASEANという東アジアの新興国、石油を主産業とする中近東の3つのグループは90年半ばより一貫して経常収支黒字で、今般の危機の勃発まで拡大基調であったのに対し、米国はそのミラーイメージの経常収支赤字であった。その裏では国際的な金融資本投資の流れが米国等に集中していたこととなる。)

図1



しかしながら、東アジア諸国等の貿易黒字を原資とした欧米への国際投資が、どの程度理論的に「必要以上」でまた「有害」かという点については、論争が尽きない。例えば、Jeanne and Ranciere (2011) では、危機前のデータを使うと一部の国々の外貨準備のレベルは過度とみなしているが、危機後は、少なくともそれが一部の新興市場国の安定につながったとの見方もある(De Gregorio, 2014)。また、Ju and Wei (2010) では(中国の)国内資本市場の不完全性のもとで、その国民が国外へ投資するのは理にかなっていることを示している。

### 2. 研究の目的

世界の様々な国(主に東アジアと欧米の諸国)の対外資産・負債残高の動向を、その構造的要因と世界経済への影響につき、理論と実証の双方から明らかにする。先行研究では、理論面では短期的な景気循環論に基づくものがほとんどであるのに対し、本研究では中長期的な構造的要因にフォーカスを当てる。実証研究では、世界的な対外投資と貯蓄の不均衡が指摘されてきた。とりわけ東アジア諸国の米国に対する投資や、ドイツの南欧諸国に対する投資などは過剰とされ、2008年以降の経済危機を引き起こしたと主張する学者や政策担当者も多い。短期的な視点に立つ理論ではそうした説がサポートされるが、中長期的な視点では異なることを示す。

### 3. 研究の方法

理論面においては、研究者により幅広く受け入れられている経済成長理論に基づき、多国間の対外資産・負債の動向を解明する包括的な理論モデルを構築する。具体的には、試行錯誤を繰り返すなかで、もっとも簡潔でありながら、現実のデータをできる限り良く説明するものを作り上げていくこととなる。実証も同時に行うため、主要国に関しては、できれば19世紀中頃まで対外資産・負債のデータを探索、電子化して、理論との整合性を確かめる。また、ある程度のドラフトができてからは、セミナーやコンファレンスでの発表などを通じて、内外の研究者から多くの意見を吸収し、論文を完成していく。

### 4. 研究成果

日本、中国やドイツなどに、通常の理論では説明できないほどの経常収支黒字や対外資産があり、それらの世界的な偏在(グローバル・インパルス)が国際的な論争になっている。その論争は、植田と服部(2018, 2019)で、既存文献や国際通貨基金による分析を中心にまとめた。例えば、2018年の国際通貨基金の判断では、通常の理論や実証結果を使えば、中国、韓国、タイなどの東アジア諸国やドイツ、オランダなど中北欧諸国の経常収支黒字は異常であるとされている。日本は、2018年現在ではそのような判断は受けていないが、本研究計画が立てられた頃の評価では、そうであった。

Monge-Naranjo and Ueda (2017)では、まず長期的な視点で対外資産の不均衡の推移をみた。図2では、1970年以降における先進諸国の対外資産の世界におけるシェアの推移についてみたものである。日本はここ35年ほど対外資産の世界シェアがトップであり、そうなったタイミングは1980年中盤である。それまで対外資産の世界一を誇っていた国は米国であることがわかる。

それは第二次大戦のためという説明もありうるので、さらに昔にさかのぼり、戦前の対外資産について調べてみた。戦前は、金本位制だったので金保有の世界シェアである（図3）。なお、戦前の国家間の国債保有シェアはデータが少ないものの、この金保有のシェアと比例していることも分かった。なお、1970年以降のデータはLane and Milesi-Ferretti (2007)のアップデートによったが、戦前のデータについては、本研究計画の下で古書などから収集したものである。

図2と3からは、米国の世界的な対外資産も一時的なものであることがわかる。そもそも振り返ると、英国が産業革命直後の19世期中盤に圧倒的に対外資産を保有していた。その後、19世紀後半におそらく産業革命に伴いフランス、ドイツが、そして米国が20世期初頭にはとって変わってきたことがわかる。つまり、世界の工場に急速になった国々が、対外資産を増加させてきたことが見て取れる。

Monge-Naranjo and Ueda (2017)は、こうした長期的データの特徴に鑑み、国々が高度成長軌道に順番に乗り、そしてその時に高度に成長し世界の工場となっている国が、対外資産を積み上げるといふ国際マクロ経済理論モデルを提示した。特に、通常の理論モデルでは、むしろ高度成長をしているような生産性の高い国には、投資が他国から集中するため、対外負債を抱えることを指摘した。その上で、そうした国が対外資産を積み上げる条件は、ハード・カレンシーの制約（国際収支の天井）と、工業化という事象に対する保険の不存在、という二つの国際金融市場における不完備性であることを、理論的に示した。

なお、この理論モデルでは、多くの国が工業化という移行過程にあり、世界金利が一般均衡で決まるなど、複雑でさらなる解析的な分析ができない。数量的なシミュレーション分析も困難を極める状況であり、これについては、引き続き研究を継続している。

本研究の分析をベースにすると、現在、我が国が対外資産を積み上げている背景には、以前日本経済が高度成長していたことが要因としてあり、決して現辞典において、経常収支の偏在や為替水準の行きすぎとはいえないと判断できる。これは、近年の韓国や中国に関しても同様であろう。また逆に、米国が高い対外資産を有したものの、それが次第に減少していったことを考えると、我が国の対外資産についても米国と同様、今後経済成長を担う国にとって代わられる可能性があることを示唆している。

図2 1970年以降の対外資産の世界シェア

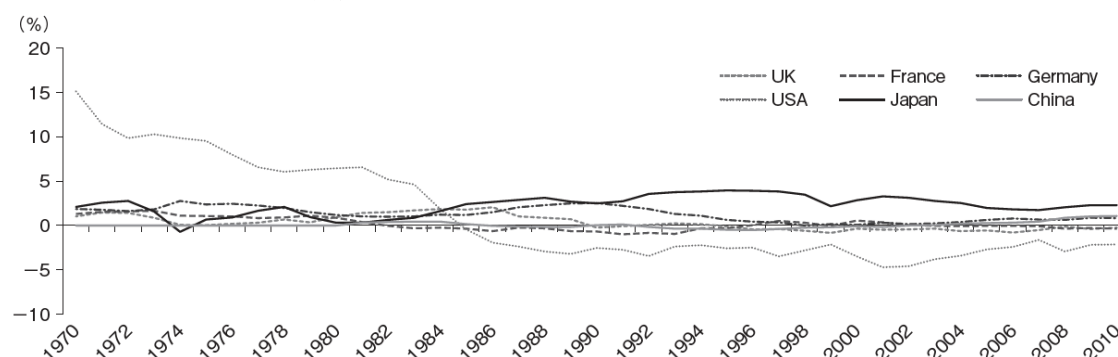
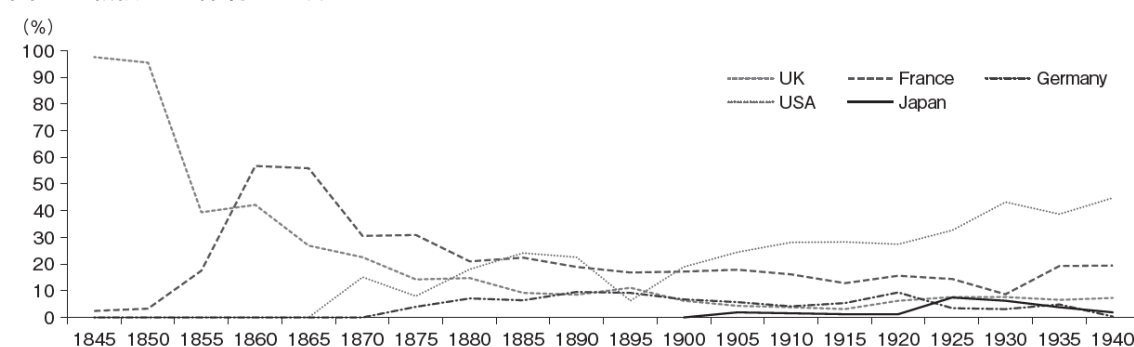


図3 戦前の金保有の世界シェア



< 引用文献 >

Claessens, S., Kose, M.A., Laeven, L., and Valencia, F., eds, 2014, *Financial Crisis: Causes, Consequences, and Policy Responses*, (Washington D.C.: International Monetary Fund).

De Gregorio, J., 2014, "Resilience in Latin America: Lessons from Macroeconomic Management and Financial Policies," Chapter 5 in Claessens et al. eds, *ibid.*, 2014.

Jeanne, O., and Ranciere, R., 2011, "The Optimal Level of International Reserves for

Emerging Market Countries: A New Formula and Some Applications,” *Economic Journal*, 121, 905-930.

Ju, J., and Wei S., 2010, “Domestic Institutions and the Bypass Effect of Financial Globalization,” *American Economic Journal: Economic Policy*, 2, 173-204.

Lane, P.R. and Milesi-Ferretti, G.M., 2007, "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004", *Journal of International Economics*, 73, November, 223-250.

Monge-Naranjo, A. and Ueda, K., 2017, “Industrial Revolutions and Global Imbalances,” *RIETI Discussion Paper*, 17-E-067.

Taylor, A. M., 2013, “External Imbalances and Financial Crisis,” Chapter 6 in Claessens et al. eds, *ibid.*, 2013.

植田健一、服部孝洋、2018、「IMFによる対外不均衡の評価について」、ファイナンス、2018年6月号、66-73.

植田健一、服部孝洋、2019、「グローバル・インバランスと IMF による対外バランス評価(EBA)モデルについて」、*PRI Discussion Paper*, No.19A-06.

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計3件（うち査読付論文 0件/うち国際共著 1件/うちオープンアクセス 3件）

1. 著者名 植田健一、服部孝洋	4. 巻 6月
2. 論文標題 IMFによる対外不均衡の評価 について	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 ファイナンス	6. 最初と最後の頁 66-73
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -

1. 著者名 Alexander Monge-Naranjo and Kenichi Ueda	4. 巻 17-E-067
2. 論文標題 Industrial Revolutions and Global Imbalances	5. 発行年 2017年
3. 雑誌名 RIETI Discussion Paper	6. 最初と最後の頁 1-22
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 該当する

1. 著者名 植田健一、服部孝洋	4. 巻 19A-06
2. 論文標題 グローバル・インバランスと IMF による対外バランス評価（EBA）モデルについて	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 PRI Discussion Paper	6. 最初と最後の頁 1-34
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -

〔学会発表〕 計5件（うち招待講演 1件/うち国際学会 4件）

1. 発表者名 Kenichi Ueda
2. 発表標題 Industrial Revolutions and Global Imbalances
3. 学会等名 Tokyo Workshop on International and Development Economics
4. 発表年 2019年

1. 発表者名 Kenichi Ueda
2. 発表標題 Industrial Revolutions and Global Imbalances
3. 学会等名 4th annual International Conference on New Structural Economics at Peking University (招待講演) (国際学会)
4. 発表年 2017年

1. 発表者名 Kenichi Ueda
2. 発表標題 Industrial Revolutions and Global Imbalances
3. 学会等名 RIETI Conference on Long-term Growth and Secular Stagnation (国際学会)
4. 発表年 2018年

1. 発表者名 Alexander Monge-Naranjo and Kenichi Ueda
2. 発表標題 Industrial Revolutions and Global Imbalances
3. 学会等名 ABFER 7th Annual Conference (国際学会)
4. 発表年 2019年

1. 発表者名 Alexander Monge-Naranjo
2. 発表標題 Industrial Revolutions and Global Imbalances
3. 学会等名 FRB St. Louis Seminar (国際学会)
4. 発表年 2019年

〔図書〕 計0件

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

	氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
研究協力者	モンヘーナランホ アレクサンダー (Monge-Naranjo Alexander)	セントルイス連銀・Research Division・Research Officer	
研究協力者	服部 孝洋 (Hattori Takahiro)	財務総合研究所・研究員	