

平成21年 5月30日現在

研究種目：若手研究 (B)

研究期間：2006 ～ 2008

課題番号：18730226

研究課題名 (和文) 国際資本移動の拡大要因とアメリカの経常収支赤字

研究課題名 (英文) Drivers of International Financial Integration and the U.S. Current Account Deficit

研究代表者

五百旗頭 真吾 (IOKIBE SHINGO)

同志社大学商学部商学科 准教授

研究者番号：30411060

研究成果の概要：90年代末以降急拡大したアメリカの経常収支赤字が今後縮小するとしても、名目ドル相場急落の可能性は低い。その理由は、(1)為替相場変動の輸入物価への浸透効果が近年低下したこと、(2)アメリカの場合、輸出入の相対価格に対する感応度と消費の金利変化に対する感応度がともに小さいことの二つである。また経常収支赤字が株価バブルにより引き起こされた場合、バブル崩壊後、急激に赤字が縮小する可能性がある。アメリカの経常収支赤字拡大がITバブルと住宅バブルを伴った点を考えると、今後赤字が反転する可能性は十分にある。

交付額

(金額単位：円)

	直接経費	間接経費	合計
2006年度	1,400,000	0	1,400,000
2007年度	1,000,000	0	1,000,000
2008年度	1,000,000	300,000	1,300,000
年度			
年度			
総計	3,400,000	300,000	3,700,000

研究分野：金融論、マクロ経済学

科研費の分科・細目：経済学、財政学・金融論

キーワード：経常収支、グローバル・インバランス、国際資本移動、為替レート、輸入物価、株式バブル、国際流動性、新しい開放マクロ経済学

## 1. 研究開始当初の背景

(1) アメリカの経常収支赤字の著しい拡大  
(グローバル・インバランス)

アジア通貨危機の発生した1997年～98年を境に急拡大し始めたアメリカの経常収支赤字は、2005年時点において7300億ドルまで膨らみ、対GDP比でも約6%に達していた。金額でみると、日本・中国をはじめとする東アジア諸国と中東・ロシアなど産油国の余剰資金(経常収支黒字)をアメリカ一国が

吸収するという、前例のない規模の赤字であった。

先進国に関しては、経常収支赤字が対GDP比5%を超えると経常収支の反転(赤字の急激な縮小)が起こりやすいことが、過去の実証研究により示されている。これに従えば、近い将来アメリカの経常収支赤字が急激に縮小することとなるが、そうなった際にはドル相場の急落、ドル金利の急騰、アメリカの経済成長率の急激な低下など、痛みを伴う調

整が避けられないのではないかとの懸念が高まっていた。

### (2) 先進諸国のグロスの対外投資ポジションの膨張

1990年代半ば以降、先進諸国の対外投資ポジションが急激に膨張していた。1990年において先進諸国のグロスの対外資産負債残高の合計額は、同諸国全体のGDPの1.2倍であった。だが、2000年には2.4倍、2004年には3.0倍まで急増していた。

## 2. 研究の目的

### (1) グローバル・インバランスの帰結の類推

将来的にアメリカの経常収支赤字が縮小に向かう際に、ドル暴落やドル金利高騰など、危惧されている事態が本当に生じるかどうかをあらゆる角度から考察しておくことが重要である。

そこで、輸入物価への為替レート・パススルー効果（輸入物価が名目為替レート減価に応じてどの程度上昇するか）が90年代以降低下している事実を踏まえ、その事実がアメリカの経常収支赤字縮小に伴うドル相場調整のあり方に及ぼす影響を、価格硬直性を考慮に入れた動学的一般均衡開放マクロ経済モデルを用いて考察した。

### (2) アメリカの経常収支赤字拡大要因の解明

アメリカの経常収支赤字拡大の要因については様々な可能性が指摘されてきた。情報通信産業を中心とするアメリカの生産性の上昇、アジア通貨危機後の東アジア諸国における貯蓄の増大（実物投資の減少）、9.11同時テロ後のアメリカの財政赤字拡大、原油価格高騰による産油国の余剰貯蓄のアメリカへの還流、アメリカの金融資本市場の優位性などである。

経常収支の不均衡とは、自国と外国それぞれの国内の様々な部門におけるマクロ的不均衡（財市場、金融市場、労働市場などにおける不均衡）が集計された結果であるので、上記の要因はすべて一面的には正しい。

だが、いずれの要因もグロスの対外投資ポジション拡大との関連性は不明確である。グロスの対外投資ポジション拡大と米国の経常収支赤字拡大が同時期に生じてきたことを考えると、グロスの対外投資ポジションの拡大から米国の経常収支赤字拡大への因果関係の存在も十分に考えられる。その可能性を、ドルの基軸通貨としての役割と絡めつつ探究した。

また、恒常的な経常収支赤字が突如として急激に縮小する「経常収支の反転」は過去に多くの国において起こってきた現象である。今後のアメリカの赤字拡大期にはITバブル

（株バブル）と住宅バブルが連続して発生した。90年代前半のEMS通貨危機時におけるスウェーデンとフィンランドの経験を鑑みると、バブルの発生が経常収支赤字の大幅な拡大を生み、その後バブル崩壊とともに経常収支が反転するという可能性を否定できない。そこで、バブル発生が大幅な経常収支赤字を生む可能性の理論付けも試みた。

### (3) グロスの対外投資ポジション拡大の原因解明

そもそもなぜグロスの対外投資ポジションが拡大するのかは、まだ十分に明らかにされていない。

既存の開放マクロ経済理論は、資本移動の自由化（資本移動規制および障壁の除去）が金利平価の成立や経常収支不均衡の拡大（貯蓄と投資の乖離）をもたらすことをうまく説明できる。しかし、資本移動自由化がグロスの対外投資ポジションの拡大をもたらすメカニズムについては、明確な解答を与えていない。

確かに、グロスの対外投資ポジションの拡大とは国際間での資産持合いの拡大に等しく、国際的なリスク・シェアリングが進んだ結果と理解できる。よって、いわゆる完備市場（complete market）に近づいたことがグロスの対外投資ポジション拡大の一因かもしれない。だが、どの程度完備市場に近づいたのか、なぜ90年代半ば以降急激に進んだのかは明らかでないため、これらの点を理論・実証的に解明することを試みた。

## 3. 研究の方法

### (1) 新しい開放マクロ経済学の拡張

為替レート・パススルーの大きさが経常収支調整時の為替レート変動のあり方に及ぼす影響を分析するに当たっては、「新しい開放マクロ経済学（New Open Economy Macroeconomics、以下NOEM）」と呼ばれるモデルを用いた。その理由は以下のとおりである。

第一に、為替レート・パススルー効果とは名目為替レート変化に対する輸入物価の反応度のことであるため、価格の硬直性の問題であること。第二に、年単位の変動を考える限り為替レートと経常収支は同時決定されると考えたほうがよいこと。第三に、名目為替レートという名目変数の動きを分析するためには貨幣量をモデルに取り込む必要があること。

以上の三点より、価格硬直性を考慮した動学的一般均衡開放マクロ経済モデルであるNOEMモデルを分析ツールとして用いるのが妥当と考えた。

### (2) データ収集と先行実証研究のサーベイを

もとにした、理論研究に向けた着想の探索  
理論研究上の着想を膨らますために、世界各国の経常収支、資産の種類別の国際資金フロー（債券・株式・直接投資・現預金等）、対外資産負債残高などのデータ収集を行った。

#### 4. 研究成果

以下の四点を明らかにした。

(1) 為替レート・パススルー効果の低下が経常収支赤字縮小に伴う名目為替レート減価の程度を強めるかどうかは、輸出入の価格弾力性と消費の異時点間代替弾力性の大きさに依存する。

輸入物価への為替レート・パススルーの低下は名目為替レートの経常収支調整機能を必ず弱めるのだろうか。この点を硬直価格・動学的一般均衡開放マクロ・モデルである NOEM モデルを用いて理論的に分析した。

恒久的なショックによって名目為替レートと経常収支が変動するとき、名目為替レート減価に付随する経常収支赤字の程度が弱まるのは、自国財と外国財が十分に代替的である（「(a)輸出入の価格弾力性」が十分に大きく）、消費が実質金利変化に対し感応的な（「(b)消費の異時点間代替弾力性」が大きい）場合に限られることが明らかとなった。つまり、この場合に限り、パススルーの低下は名目為替レートの経常収支調整機能を弱めるのである。

逆に、自国財と外国財の代替性が低く、消費が金利変化に対しわずかしき反応しない場合には、名目為替レート減価と経常収支赤字の関係はパススルー低下により強まる。言い換えれば、パススルーの低下は名目為替レートの経常収支調整機能を弱めない。むしろそれどころか、パススルーの低下は同機能を強めるのである。

これはなぜか。経常収支がマクロ経済全体で考えた所得と支出の差額に等しいことを念頭に整理すると、以下のとおりとなる。

まず名目所得の変化は、おおよそ「輸出量－輸入量」の変化と「輸出金額－輸入金額」の変化の和で求められる。自国通貨が減価し経常収支赤字が縮小する場合、パススルーの低下は外国財から自国財への需要転換を弱めることで「輸出量－輸入量」の増加を抑制すると同時に、自国通貨建て輸出価格を上昇させ、かつ自国通貨建て輸入価格を安定化することで「輸出金額－輸入金額」の減少を抑制する。だが、自国財と外国財の代替性が低ければ、需要転換自体がそもそも小さいため、外国財から自国財への需要転換効果はパススルーが低下してもさほど抑制されない。よって、「輸出量－輸入量」は大して増えない。したがって、自国財と外国財の代替性が低い

場合、パススルーの低下は自国通貨減価時の所得増加をさほど抑制しない。

一方、名目支出の変化は、物価の変化と実質消費の変化に分割できる。パススルーの低下は自国通貨減価時の物価上昇を抑制する。反面、パススルーの低下は、将来にかけて物価が上昇するとの予想を生じさせることにより実質金利を低下させるため、消費を刺激する効果も持つ。だが、実質消費が実質金利変化に不感応であれば、後者の消費刺激効果は小さい。そのため全体として名目消費は抑制される。

このようにパススルーの低下が名目所得を増大させ名目消費を抑制する結果、自国通貨減価に伴う経常収支赤字化の程度が大きくなる。

以上の結果は、「新しい開放マクロ経済学」を用いた一連の先行研究の分析結果をより一般化したものと位置付けることができる。

(2) 輸入物価への為替レート・パススルー効果が低下している事実から判断して、アメリカの経常収支赤字が縮小する際に名目ドル相場が大幅に下落する可能性は小さい。

既存の実証研究を広くサーベイした結果、アメリカに関しては「(a)輸出入の価格弾力性」と「(b)消費の異時点間代替弾力性」がともに小さいことが明らかとなった。また、輸入物価への為替レート・パススルー効果も 90 年代に入り一層と低下している。

よって、今後アメリカの生産性上昇率の相対的な低下や財政赤字削減により、アメリカの経常収支赤字が縮小する際に名目ドル相場が下落するとしても、下落率は近年のパススルー低下により抑制されると考えられる。つまり、名目ドル相場暴落の可能性は低い。

(3) 経常収支赤字が株価バブルにより引き起こされた場合、バブル崩壊後、経常収支は反転し、急激に赤字を縮小させる可能性がある。もし 90 年代末以降のアメリカの経常収支赤字が IT バブルや住宅バブルによって引き起こされたものであれば、今後赤字は急激に反転する可能性がある。

株価バブルは、経済主体が一国の平均的な生産性を過大評価することによって、すなわち、恒久的な生産性上昇ショックが起こったと人々が錯覚することによって発生する。そのためバブルは経常収支赤字を生む。逆にバブル崩壊は人々はその錯覚に気付くことなので、生産性低下ショック同様、経常収支赤字を生む。

だが、この場合の経常収支変動は、生産性上昇・低下ショックが現実起こった場合に比べて過大になる。なぜなら、バブル期には現実の生産量がさほど増えないにも関わらず投資・消費が増加するため経常収支赤字が過

大になり、バブル崩壊後はそれまでの過剰投資・過剰消費の付けを払う形で投資・消費が急減するため経常収支黒字が過大になるからである。

たとえば、1990年代前半のEMS通貨危機前後におけるスウェーデンとフィンランドの経験がその一例である。

90年代末以降、アメリカの経常収支赤字が急拡大してきた背後にもITバブルや住宅バブルが発生していた。その点を鑑みると、サブプライム・ショックにより一連のバブルがはじけたいま、いずれアメリカの経常収支赤字が「反転」する可能性は十分に考えられる。

バブルの崩壊が生産性低下ショックと同様の影響を持つ点はすでに多くの論者によって指摘されてきた。本研究の貢献は、バブルの経常収支に対する影響に焦点を当て、通常の生産性ショックよりも「バブルを伴う生産性ショック」の方が経常収支の振幅をより大きくする可能性を理論的に示した点にある。

(4) グロスの対外投資ポジションの増大が、国際流動性資産としての米ドル建て資産に対する需要を高め、結果としてアメリカの経常収支赤字拡大をもたらす一因となっている。

グロスの国際資本移動の急増により、グロスの対外資産と対外負債の和の対GDP比率が、特に先進国で90年代末以降著しく増加している。グロスの資本移動拡大は、資産売買を迅速に行う必要性を高め、流動性の高い対外資産であるドル建て資産への需要を高める。対外純債権国の場合、ドル建て流動性資産需要の高まりはさらなる経常収支黒字拡大をもたらす。対外純債務国の場合は、ドル建て流動性資産需要の高まりに伴う経常収支の動きは理論的には確定しない。

#### (5) 今後の課題

当初の研究目的として挙げた「(3) グロスの対外投資ポジション拡大の原因解明」については、十分な成果を出すに至らなかった。だが、その今日の重要性はさらに増してきたと考えられるため、今後も引き続き研究していく予定である。

2007年夏以降の世界金融危機が拡大・深化する過程で明らかとなった、投資銀行やヘッジファンドの高レバレッジ戦略と、AAA格の債務担保証券(CDO)を組成するために再証券化を繰り返す商品設計戦略は、ともにグロスの対外投資ポジション拡大に貢献したにちがいない。つまり、今回の世界金融危機の背景を明らかにするうえで、グロスの対外投資ポジション拡大の要因解明は一つの鍵となる。

そこで、90年代半ば以降のグロスの対外投

資ポジション拡大を資産価格上昇要因と資産取引増加要因に分解すること、レバレッジの高まりや証券化の進展がグロスの対外投資ポジション拡大につながることの理論付けを行うこと、の二点を今後取り組むべき最重要課題と考えている。

#### 5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文] (計 3 件)

- ① 五百旗頭真吾、経常収支の反転—株価バブルとの関連性—、社会科学、82巻、59-85、2008、査読無
- ② 五百旗頭真吾、パススルーの低下は為替レートの経常収支調整機能を弱めるのか、金融経済研究、25号、34-54、2007、査読有
- ③ Shingo Iokibe, The U. S. Current Account Deficit and the Dollar: Another Implication of an Incomplete Pass-Through, The International Economy, No. 10, 15-33, 2006, 査読有

[学会発表] (計 1 件)

- ① 五百旗頭真吾、International Financial Integration and Increasing Demand for International Liquidity、日本国際経済学会全国大会、2006年

[図書] (計 0 件)

[産業財産権]

○出願状況 (計 0 件)

名称：  
発明者：  
権利者：  
種類：  
番号：  
出願年月日：  
国内外の別：

○取得状況 (計 0 件)

名称：  
発明者：  
権利者：  
種類：  
番号：  
取得年月日：  
国内外の別：

[その他]

ホームページ等

6. 研究組織

(1) 研究代表者

五百旗頭 真吾 (IOKIBE SHINGO)

同志社大学商学部商学科 准教授

研究者番号 : 30411060

研究者番号 :

(2) 研究分担者

なし

(3) 連携研究者

なし