

科学研究費助成事業（科学研究費補助金）研究成果報告書

平成25年5月27日現在

機関番号：14301

研究種目：基盤研究（C）

研究期間：2010～2012

課題番号：22530309

研究課題名（和文） 評価効果による対外調整メカニズムに関する理論的・実証的研究

研究課題名（英文） A Theoretical and Empirical Study on the Valuation Effects of the External Adjustment

研究代表者

岩本 武和 (IWAMOTO TAKEKAZU)

京都大学・大学院経済学研究科・教授

研究者番号：80223428

研究成果の概要（和文）：

過去20年以上の間における国際金融上の顕著な特徴は、(i)双方向での国際資産取引が爆発的に拡大したこと、(ii)グロスの資本フローが流入および流出ともに著しく増加したこと、および(iii)グロスの対外資産・負債が、両建てで飛躍的に拡大したことである。この新しい定型化された事実は、とりわけ先進工業国において顕著に観察されてきた。その結果、アカデミズムにおける対外インバランスの分析も、ネットのフロー分析からグロスのストック分析が重視されるようになってきた。

とりわけ一国の対外バランスシートとしての国際投資ポジション(IIP)が肥大化したことから発生する「評価効果」に注目する研究が現れてきている。例えば、過去の対外調整に関する過去の研究は、為替レートが経常収支調整に及ぼす伝統的な「貿易経路」を重視してきた。しかし、近年の研究は、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」が重視され始めている。

本研究の目的は、2007年以降の世界金融危機を挟んだ1995年から2010年までを対象とし、日米のIIP構造や対外収益率格差の違いなどを分析することによって、日米の評価効果が完全に非対称であることを示すことである。さらに、貿易収支の縮小と所得収支の拡大という経常収支構造に転換しながらも、今なお米国とは対照的なIIP構造を持つ日本にとっての示唆を考察する。

研究成果の概要（英文）：

A prominent feature of international monetary evolution over the past two decades is that: (i) cross-border asset trade as *two-way* trade has expand explosively; (ii) *gross* financial inflows and outflows have increased even more dramatically; (iii) *gross* stocks of external asset and liability have ballooned to unprecedented levels. These new stylized facts are most evident for the high-income industrial countries. As a result, recent studies of external imbalances and their adjustment have put emphasis on the analysis of gross flows and stocks rather than net flows (current account).

In the last few years, several studies have been made on the *valuation effects* derived from the ballooning of the international investment position (IIP) as the external balance sheet. For example, the past study of external adjustment focused on the *traditional* ‘trade channel’ that was the influence of the exchange rate movements on the current account (CA) adjustment. The recent study, however, begins to pay attention to the changes in a country’s net foreign asset position through the *additional* ‘valuation channel’ of external adjustment, namely capital gains and losses on the country’s external assets and liabilities.

The purpose of this study is to analyze the IIP structure and the external return differentials in Japan and US from 1995 to 2010 and to show the asymmetry of the valuation effects between these two

countries. Our concern is to consider some suggestions for Japan facing the similar CA structure as the US (the decrease of trade balance and increase of income balance) and still having the different IIP structure from the US.

交付決定額

(金額単位：円)

	直接経費	間接経費	合計
2010年度	1,000,000	300,000	1,300,000
2011年度	800,000	240,000	1,040,000
2012年度	700,000	210,000	910,000
年度			
年度			
総計	2,500,000	750,000	3,250,000

研究分野：社会科学

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、国際投資ポジション、対外不均衡、評価効果

1. 研究開始当初の背景

米国の経常収支赤字を中心とする世界の経常収支不均衡(グローバルインバランス)の持続可能性については、楽観論から悲観論まで広範な論争がある(Clarida [2007]、岩本[2007])。また、2007年-08年の世界金融危機後には、金融危機とグローバルインバランスの因果関係や、前者が後者に及ぼす影響といった新たな論点加わって、この論争は継続されており、グローバルインバランスがどの程度持続可能かといった問題は未解決のままである(例えば下記のジャーナルで特集が組まれている。 *Journal of International Money and Finance*, 26-4, June 2007、 *Review of International Economics*, 16-3, Aug. 2008、 *Economic Notes*, 37- 3, Nov. 2008)。

米国の対外不均衡について、金融危機前に観察された「定型化された事実」には、危機後に劇的な変化が生じているが、本研究にとっては以下の2点が重要である。第一に、世界金融危機は、結果として、拡大し続けたグローバルインバランスを劇的に縮小させた。米国の経常収支赤字も、ネットでの資金フローも、2007年から減少に転じた。さらに拡大の一途を辿ってきたクロスでの資金フローは、流出・流入とも2008年に劇的に減少した。第二に、米国の対外不均衡が持続可能であったのは、経常収支赤字額を上回る巨額のキャピタルゲインの存在であり、それ故に、経常収支赤字は悪化しているにもかかわらず、対外純負債は改善していたからである。これに対して危機後には、2008年だけで8000億ドル近いキャピタルロスを経上したことによって、経常収支赤字は改善したにもかかわらず、対外純負債は大幅に悪化した。

このような劇的な変化の背景には、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クロスで拡大し、その結果、過去15年間近くの間、世界全体のグロスの資産・負債が両建てで急増し、一国の対外資産と対外負債も、両建てで急拡大してきたことがある。米国の対外総資産・総負債も1995年頃に対GDP比で50%を超え、2005年頃に100%を超えた。そして、グロスの対外資産・負債のポートフォリオや建値通貨のミスマッチにより、一国の対外ポジションが、非常に巨額かつvolatileなキャピタルゲイン・ロスに依存する構造になってきたのである。

2. 研究の目的

本研究は、(1)米国の経常収支赤字を中心とした世界の経常収支不均衡(グローバルインバランス)が、2007-08年の世界金融危機によって、劇的な調整過程に入ったことを対象に、(2)対外不均衡の調整(external adjustment)において「評価効果」(valuation effects)、すなわち、グロスの対外資産・負債のポートフォリオ構成のミスマッチから生じる資産価格・為替相場・収益率などの変動が、対外純資産の増減に及ぼす効果(国際収支統計は現れない)が果たす役割を理論的・実証的に分析し、(3)いわゆる「金融立国モデル」に共通する「高レバレッジ型対外ポジション」の脆弱性を、主として米・英・日の比較研究に基づいて解明する。

3. 研究の方法

本研究は、岩本[2009]を発展的に継承し、(1)1995-2005年の米国の対外不均衡(経常収支および評価効果を含んだ対外純資産)調整

の要因分析を行うことによって、「Bernanke 仮説」(世界的な実質金利低下を世界的な貯蓄過剰で説明)を検討し、(2)米国の対外衡調整の要因分析を、金融危機後の米国についても継続すると同時に、(3)それらを英国や日本、さらにユーロ圏の一部の国のように、グロスの対外ポジションが大きい国・地域にまで拡大し、比較研究する。

本研究が基本的に依拠する Lane and Milesi-Ferretti(2007) 及び Gourinchas and Rey(2007)(2010)による共同研究は、ブレトンウッズ期から、グローバルインバランスが最も拡大した 2005 年頃までの、長いタイムスパンを対象にしている。本研究では、2007-08 年の世界金融危機の前後を比較研究することを目的としているので、金融危機前の米国の対外不均衡(経常収支および評価効果を含んだ対外純資産)調整の要因分析を、1995 年を起点とった約 10 年間について、詳細に実証する。そして、グローバルインバランスと金融危機は、「世界的な貯蓄過剰」(global saving glut)という同じコインの裏表という「Bernanke 仮説」を、1995 年の「逆プラザ合意」(Reverse Plaza Accord)を起点に実証的に検証する。

その上で、「対外不均衡の調整メカニズム」において、「評価効果」が果たす役割について、理論的・実証的に検討する。国際マクロ経済学では、経常収支の不均衡(imbalance)を予算制約に組み込み、その下で異時点間の効用を最大化する消費や投資の均衡(equilibrium)を求める。近年のグローバルインバランス拡大の背景にある問題には、伝統的な対外不均衡の調整メカニズムとは異なる、したがって、経常収支が異時点間の予算制約としては適当でないメカニズムがあるかもしれないことが重要である。こうした米国の対外衡調整の要因分析を、金融危機後の米国についても継続すると同時に、それらを英国や日本、さらにユーロ圏の一部の国のように、グロスの対外ポジションが大きい国・地域にまで拡大し、比較研究する。

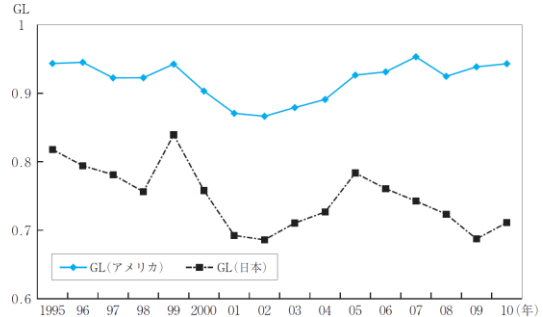
4. 研究成果

本研究の分析・考察は以下のようにまとめられる。

(1)日米の国際投資ポジション(IIP)を比較すると、米国は双方向での対外資産取引を拡大してきたのに対し、日本は一方での対外資産取引を拡大してきた。米国はグロスの対外資産・負債を両建てで増加させ、対外バランスシートに大きなレバレッジがかかっていた。図 1 は、産業内貿易指数(Gruble-Lloyd index)を模した GL 指数 $[GL=1-|A-L|/(A+L)]$ の日米比較である。ある国が、 $A=0$ または $L=0$ という完全に一方的な

国際資産取引だけならば $GL=0$ となり、 $A=L$ という完全に双方向的な国際資産取引を行っているならば $GL=1$ となる。これによると、米国の GL 指数は、ほとんど 0.9 を越えているのに対して、日本の GL 指数は、はるかに低く 0.7 を下回っている年さえある。

図 1



(2)日米の評価効果を比較すると、米国の対外純資産(NFA)には巨額のキャピタルゲインが付加され、経常収支赤字が継続・累積しても、2000 年以降 NFA は安定ないし改善しているが、日本の NFA にはキャピタルロスが発生し、経常収支黒字が継続・累積しても、NFA は悪化することさえあった。

図 2

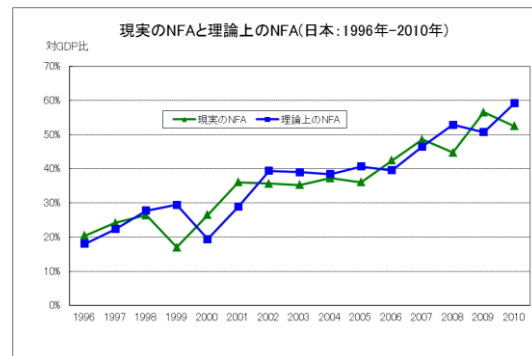
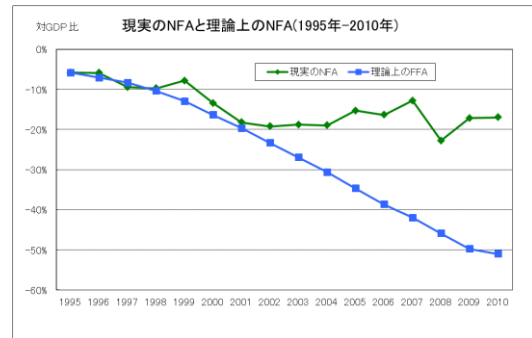


図 2 は、①式で示される現実の対外純資産(NFA)の推移と、②式で想定されるいわば理論上の NFA の推移を比較したものである。

$$NFA_n = NFA_t + \sum_{i=t+1}^n (CA_i + KG_i) \quad ①$$

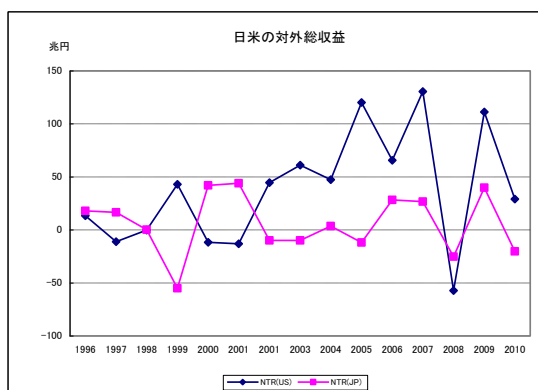
$$NFA_n = NFA_t + \sum_{i=t+1}^n CA_i \quad ②$$

図 2 の上図が示すように、米国が経常収支

赤字を継続している限り、後者は単調な右下がりのグラフで示されるが、現実のNFAとの乖離は広がる一方であり、このことは、やはり理論的にも(4)式で考えなければ、現実との乖離が大きすぎることを物語っている。言うまでもなく、この乖離が評価効果である。これに対し、図2の下図が示すように、日本の場合、現実のNFAと理論上のNFAはほぼ一致するか、ないしは評価効果がマイナスになっている場合もある。

(3) 日米の対外収益率構造を比較すると、米国はキャピタルゲインに依存し、日本はインカムゲイン(所得収支)に依存している。米国は、対外資産を資本性金融商品(直接投資や株式投資)で、対外債務を負債性金融商品(債券や銀行融資)で保有しており(低金利で調達し高収益率で運用)、ハイリスク・ハイリターンの資産運用をしていることが、純債務国でありながら対外総収益率がネットでプラスであるという法外な特権を享受できた要因である。

図3

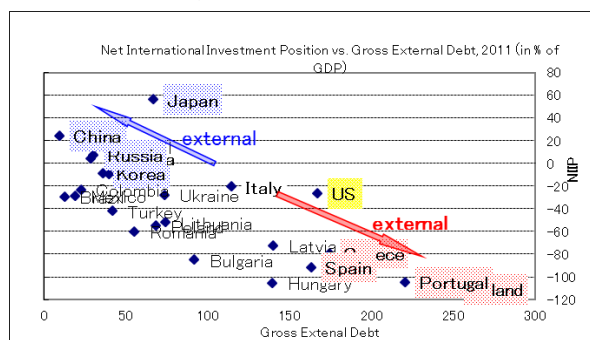


(4) 図3は、対外総収益(インカムゲイン+キャピタルゲイン)の日米比較である。金融危機前までの日米の評価効果は、完全に非対称的であり、米国の評価効果がプラス(マイナス)に動いた時は、日本の評価効果はマイナス(プラス)に動いている。これは日米間の富の移転を意味するかどうかかわからないが、為替レートの動きから類推できることは、ドルが減価すれば、外貨建てで保有している米国の直接投資や株式投資などの対外資産に為替差益が発生し、それがキャピタルゲインの源泉になっているという「評価経路」である。

(5) 図4は、いくつかの国の対外純資産(NIIP)と対外総債務(GED)の組み合わせを散布図で示したものである。ここで、右下に位置している国ほど対外的なレバレッジが高く、左上に位置している国ほど対外的なレバレッジが低い国である。この図から、イタリアを除いたアイルランド、ポルトガル、ギリシャ、スペインというGIIPS諸国や米国は、対外的な脆弱性が高く、中国、韓国、マレー

シア、ロシアといった新興市場諸国や日本は、対外的な健全性が高いことが分かる。金融グローバル化の深化と対外的な脆弱性の高まりとの間には、正の相関があるのかもしれない。

図4



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4件)

- ① 岩本武和、グロスの資本フローと国際投資ポジションからみた世界の構造転換、内閣府経済社会総合研究所、平成24年度国際共同研究プロジェクト「世界経済の構造転換が東アジア地域に与える影響」報告書、査読無し、2013年4月、1-36
http://www.esri.go.jp/jp/prj/int_prj/2013/prj2013_01_04.pdf
- ② 岩本武和、グローバル・インバランスのグロス=ストック分析、原正彦編『グローバル・クライシス』青山社、査読無し、2012年11月、197-213
- ③ 岩本武和、対外インバランスと富の移転：日米における評価効果の非対称性、貝塚啓明・財務省財務総合研究所編『国際的マネーフローの研究：世界金融危機をもたらした構造的課題』中央経済社、査読無し、2012年11月、127-151
- ④ 岩本武和、対外不均衡と評価効果の非対称性—『富の移転』に関する日米比較—、財務省財政総合研究所『「国際的な資金フローに関する研究会」報告書』、査読無し、2012年6月、113-133
http://www.mof.go.jp/pri/research/conference/zk093/zk093_17.pdf

〔学会発表〕(計3件)

- ① 岩本武和、対外インバランスについての新しいアプローチ—ユーロ導入およびユーロ危機の影響を中心に—、ケインズ学会企画交流委員会企画・第2回パネル・ディスカッション(招待講演)、2013年02月9日、龍谷大学
- ② 岩本武和、『富の移転』に関する日米比較

- ー対外インバランスなどの視点から、
2011年12月22日、三菱総合研究所
- ③ 岩本武和、「対外不均衡と評価効果の非対称性－『富の移転』に関する日米比較－」
財務省財政総合研究所「第2回国際的な資金フローに関する研究会」、2011年11月1日、財務省財政総合研究所
http://www.mof.go.jp/pri/research/conference/zk093/zk093_03.pdf

〔図書〕（計1件）

- ① 岩本武和、ミネルヴァ書房、国際経済学
国際金融編、2012年、288

〔その他〕

ホームページ等

<http://www.econ.kyoto-u.ac.jp/~iwamoto/>

6. 研究組織

(1) 研究代表者

岩本 武和 (IWAMOTO TAKEKAZU)

京都大学・大学院経済学研究科・教授

研究者番号：80223428