

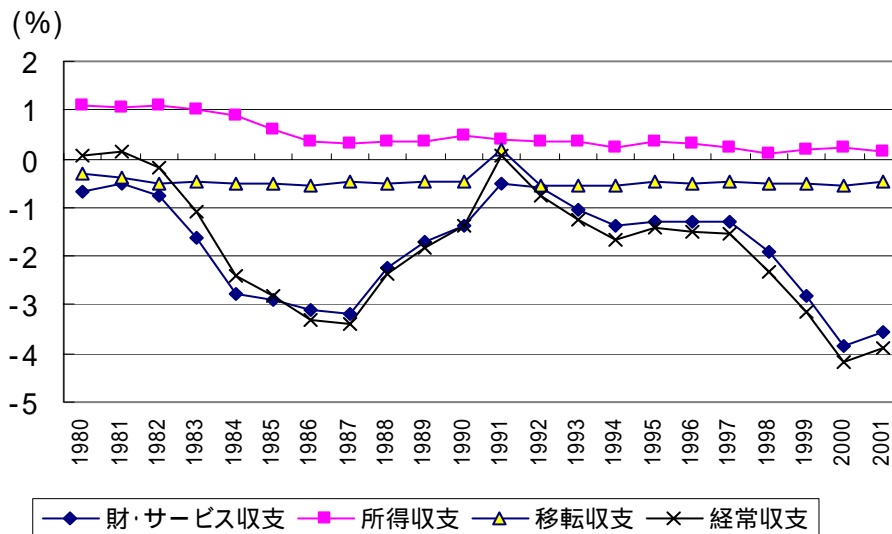
## 5章 アメリカの経常収支赤字の是正策

岩田 一政<sup>\*1</sup>・服部 哲也<sup>\*2</sup>

### 5 - 1 . はじめに

2002年において、米国の経常収支赤字は5,034億ドルに増加し、これは対GDP比で見ても、4.8%を越える水準にも達しており、その後もその規模を拡大しつつある。1980年代半ばには、米国の経常収支赤字の拡大により、ドルの下落が生じるのではないかとということが盛んに議論されていた（Krugman(1985)、Krugman and Baldwin(1987)）が、1980年代半ばにおける米国の経常収支赤字は対GDP比3%台前半であり、現在の米国の経常収支の赤字幅は当時のものよりさらに大きく、過去最大の規模に達している。

図5 - 1 . 米国の経常収支(対GDP比)



(出所) Bureau of Economic Analysis, U.S. Department of Commerce.

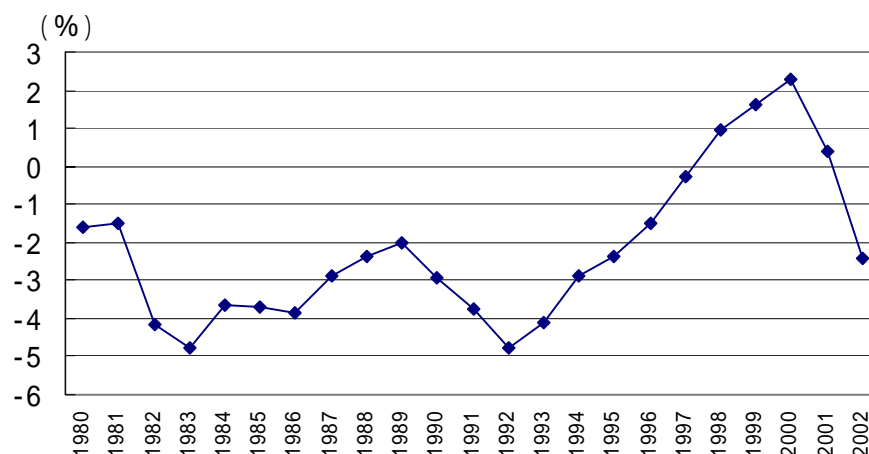
また、米国の経常収支赤字の拡大とともに問題とされているのが米国の財政赤字である。2002年において、米国の財政赤字は2,514億ドルに増加し、対GDP比2.4%に達している。しかし、これを1980年代半ばの米国の財政赤字と比較すると、当時の財政赤字は対GDP

\*1 東京大学大学院総合文化研究科

\*2 東京大学大学院総合文化研究科博士課程

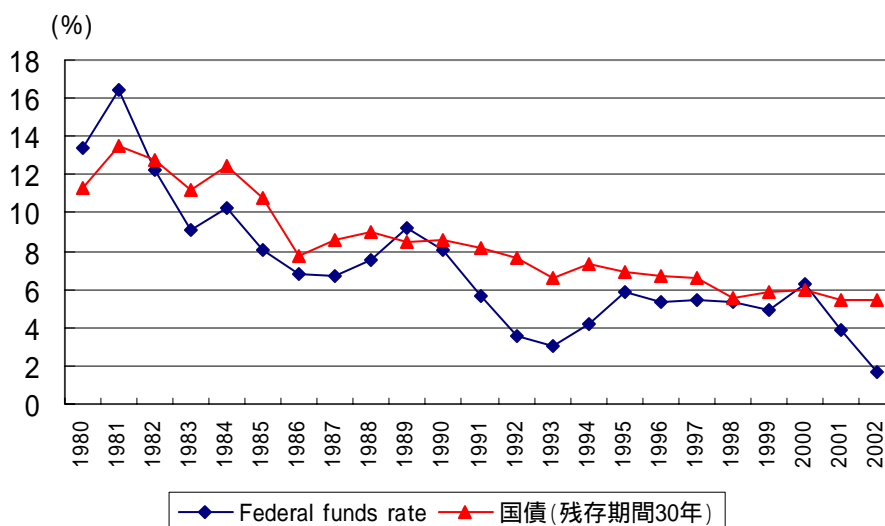
比で5%近くにまで達しており、現在の米国の財政赤字の規模は対GDP比で見て、当時の半分程度である。また、長期金利の動向を見ると、2002年に財政収支が赤字に転じたにもかかわらず、現在のところ、それは全く反応していない。

図5 - 2 . 米国の財政収支(対GDP比)



(出所) Bureau of Economic Analysis, U.S. Department of Commerce.

図5 - 3 . 米国の主要市場金利



(出所) Federal Reserve Board.

しかしながら、今後、ブッシュ政権の減税政策やイラク戦争の戦費の支出などにより、財政赤字がさらに拡大して、1980年代半ばのように、財政赤字の拡大が長期金利の上昇を招き、それが資金調達コストを上昇させ、民間の投資を減退させ、景気後退を招くのでは

ないかということについての疑念が高まっている。つまり、1980年代には、米国の経常収支赤字及び財政収支赤字は「双子の赤字」として、米国経済の低迷、ドルの下落を招くこととなったが、現在の米国の経常収支赤字及び財政収支赤字の拡大に直面し、その当時と同様のことが起こるのではないかということに対する懸念が広がっている。

1980年以降、米国の貿易・サービス収支は一貫して赤字であるが、1980年代初めには、対外金融債権からの利子や配当等の受取などからなる所得収支が貿易・サービス収支の赤字を相殺し、経常収支は若干の黒字であった。しかし、貿易・サービス収支の赤字の拡大に伴い、それに沿う形で、米国の経常収支赤字が拡大し、さらには、経常収支の赤字の持続は、対外債務を累積させることとなり、所得収支の黒字幅も減少傾向にある<sup>1</sup>。つまり、米国の経常収支赤字の構造を見ると、その大部分を貿易・サービス収支の赤字が占めていることがわかる。

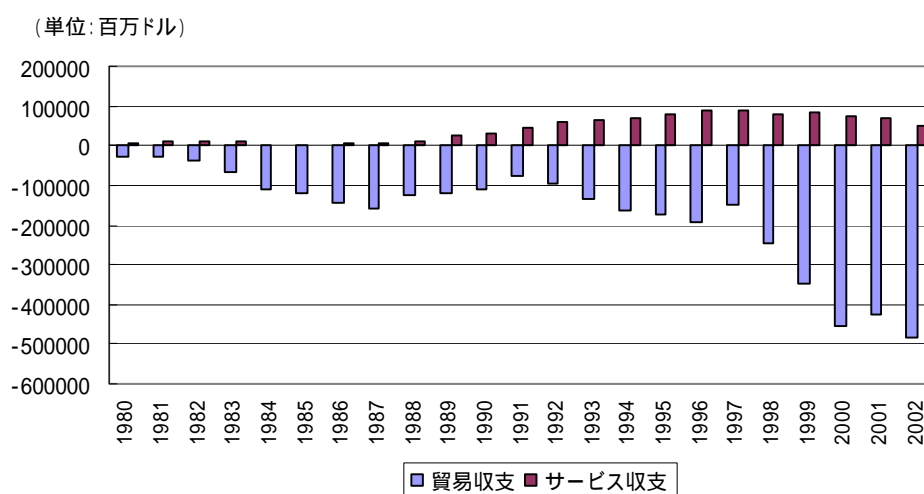
米国の貿易・サービス収支が恒常的に赤字である理由の一つとして、輸入の所得弾力性が輸出の所得弾力性よりも高いということが挙げられる。例えば、Hooper, Johnson, and Marquez(2000)は、米国の長期の輸出の所得弾力性が0.80であるのに対して、米国の長期の輸入の所得弾力性が1.80であり、輸出と輸入の所得弾力性の非対称性が長期に渡り存在するという結果を得ている。この輸出と輸入の所得弾力性の格差ゆえに、仮に、米国の成長率と外国の成長率が同じであったとしても、必ず、米国の貿易収支は赤字になることになる。この所得弾力性との関係で、米国の貿易・サービス収支の推移を考えたときに、外国の成長率よりも米国の成長率が高いと、経常収支赤字は拡大し、外国の成長率よりも米国の成長率が低いと、経常収支赤字は縮小することになる。例えば、1991 - 2001年の貿易相手国の国内需要の伸び率は3.0%であって、米国の3.7%を下回っており、その期間の米国の貿易・サービス収支の赤字は拡大基調であった。また、1991年に経常収支赤字が急激に縮小したが、これは湾岸戦争の影響で米国の成長率が落ち込んだためであると考えられる。ただし、貿易・サービス収支に関して、それを財とサービスに分けて見たときに、財については、米国の輸入の所得弾力性が輸出の所得弾力性よりも高いが、サービスについては、このような非対称性が見られないか、あるいは、逆に、輸出の所得弾力性が輸入の所得弾力性よりも、わずかに高くなっている。例えば、Wren-Lewis and Driver(1998)によると、米国の財の輸出の所得弾力性が1.21であるのに対して、輸入の所得弾力性は2.36であり、そこには大きな格差が存在するが、米国のサービス輸出の所得弾力性が1.95であるのに対して、サービス輸入の所得弾力性は1.71であり、逆に、サービスに関しては、輸出の所得弾力性が輸入の所得弾力性よりも高い。米国の貿易・サービス収支の推移を貿易収支とサービス収支に分けて見たときに、1980年以降、貿易収支は継続的に赤字である一方

---

<sup>1</sup> ただ、米国の対外純債務がGDP比20%を越える程度にまで達しているにもかかわらず、所得収支がマイナスにならず、若干のプラスであるということはある意味で一つのパズルであると言える。その理由としては、米国に投資する企業は本国に送金せず、米国に再投資を行うからである、所得収支の中で、ライセンスなどの比率が高く、対外債務の増加に直接関係なく所得を得られるからである、ということが考えられる。

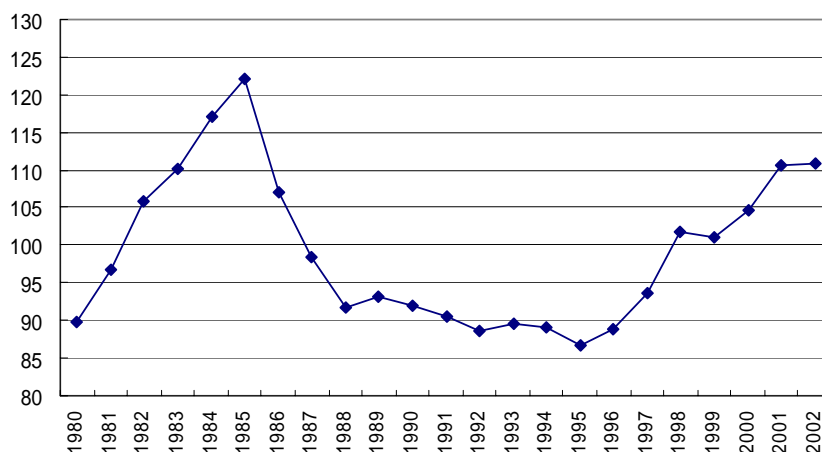
で、逆に、サービス収支は、一貫して黒字であり、財に関する輸出入の所得弾力性の相違とサービスに関する輸出入の所得弾力性の相違がその要因の一つであると考えられる（図5 - 4 参照）。また、現在の米国の貿易収支赤字の要因の一つとして、実質為替レートの変動が挙げられる（図5 - 5 参照）。1995 年以降、米国の生産性が他国よりも高かったために、実質ドル・レートは増価傾向にあり、その結果、米国の輸出財価格は相対的に割高になる一方で、輸入財価格は相対的に割安になり、そのことも米国の貿易収支赤字が拡大した要因の一つであると考えられる。

図5 - 4 . 米国の貿易収支とサービス収支



(出所) Bureau of Economic Analysis, U.S. Department of Commerce.

図5 - 5 . 実質為替レート(米国ドル)



(出所) Federal Reserve Board.

本論では、まず、中長期の米国の経常収支は基本的に米国国内の貯蓄・投資バランスで決定されると考え、貯蓄・投資バランスからその動向を検討する。次に、米国の経常収支赤字をファイナンスする資本収支構造がどのように変化しているのかを見た後で、日米の経常収支に焦点を当て、新古典派成長論に基づいて、それがどのように決定されるのか、今後どうなるのかを分析する。その上で、米国の経常収支赤字を維持可能にするための政策対応について検討し、現在の米国の経常収支赤字の水準を維持することが可能なのかということについて論じることにはしたい。

## 5 - 2 . 貯蓄・投資バランス論から見た米国の経常収支赤字の動向

一般に、経常収支の不均衡が持続しても、内外資産間の代替性が高ければ、投資家はその資産保有構成を変えようとするインセンティブが弱いために、急激に為替レートは変動せず、為替レートの変動が経常収支の不均衡を調整するメカニズムが働きにくい。そのために、国内の貯蓄・投資バランスにより生じる経常収支の不均衡がそのまま持続することになる。つまり、内外資産の代替性が高い国の経常収支の不均衡は、基本的に国内の貯蓄・投資バランスで考えることができる。米国は、非常に整備され、自由化された資本市場を持つので、内外資産間の代替性は非常に高いと考えられ、ゆえに、その経常収支は貯蓄・投資バランスで決定される。

国民経済計算において、以下の貯蓄・投資バランス式が成り立つ。

$$(S - I) + (G - T) = X - M \quad (5.1)$$

これは恒等式であり、事後的には必ず成立する。よって、国内の総投資が総貯蓄を上回るときに、それは必ず経常収支赤字となり、国内の総投資が拡大し、総貯蓄を大きく上回るようになれば、それだけ経常収支赤字が拡大することになる。米国の貯蓄・投資バランスを見ると、国内の総投資が国内の総貯蓄を絶えず上回っており、それが米国の経常収支赤字となって現れていることがわかる（図5 - 6参照）。

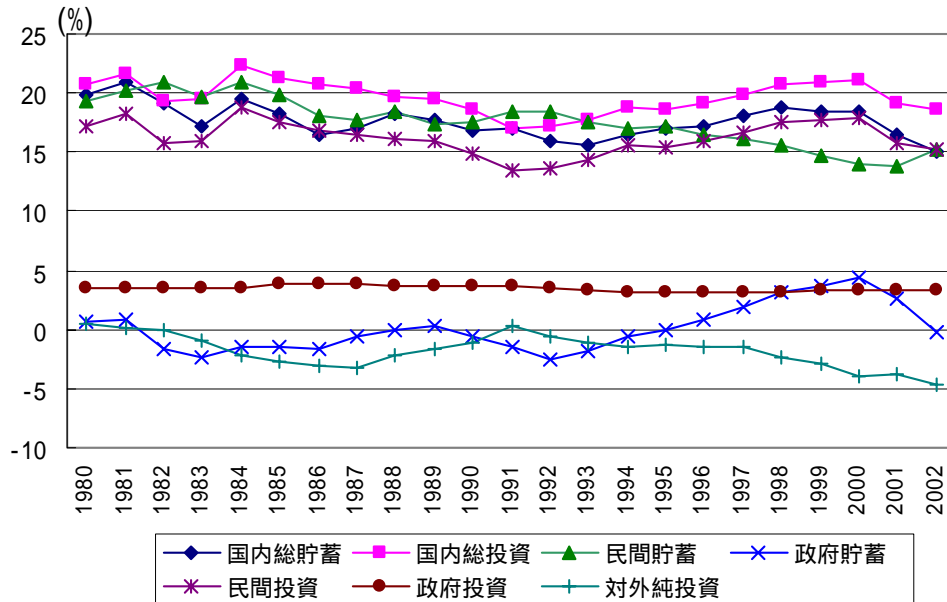
米国は、国内の総投資が総貯蓄を上回っているために、その経常収支は赤字基調であり、特に、1980年代半ばと同様に、1990年代後半以降、経常収支赤字の規模が拡大している。しかし、1980年代半ばの経常収支赤字の拡大と1990年代後半の経常収支赤字の拡大ではその要因が異なっている。

(5.1)式は、

$$S + (M - X) = I + (G - T) \quad (5.2)$$

とおける。つまり、事後的には、国内の総貯蓄と経常収支赤字に対応する対外借り入れによって、国内総投資と財政赤字がまかなわれることになる。

図5 - 6 . 米国の貯蓄・投資バランス(対 GDP 比)



(出所) Bureau of Economic Analysis, U.S. Department of Commerce.

1980年代において、米国では個人所得税や法人税の減税などにより、財政赤字が対GDP比5%近くまで拡大した。さらに、サプライサイド強化のための減税政策により、80年代の米国は高いGDP成長率を達成する一方で、通貨供給量を重視して金融政策は引き締められたので、それは利子率の上昇を招くこととなった。米国の高い利子率は他国からの資本流入を生じさせ、それがドル高を招き、ドルの増価に伴う米国の輸出財価格の相対的な上昇、輸入財価格の相対的な下落を通じて、米国の経常収支赤字が拡大した。そして、こうして生じた米国の財政赤字と経常収支赤字が「双子の赤字」として問題とされるようになった。利子率の上昇は、資金調達コストを高め、投資を減退させることとなり、それが最終的に米国の景気後退をもたらすこととなった。このように、80年代半ばの米国の経常収支赤字の拡大は、主に財政赤字の拡大の結果として生じたものであった。

その後、「双子の赤字」の解消を目指し、1990年の包括財政調整法が制定され、国防費や農業補助金等の削減、裁量の経費へのCAPの設定などにより、財政支出が抑制されるようになると、それは利子率を低下させることとなり、それがドル建て資産への需要を減退させ、ドル安を招き、米国の成長率の低下とドルの減価を通じて、80年代半ば以降に拡大した米国の経常収支赤字が調整されることになった。

しかし、1990年代後半になると、IT化やグローバル化に伴う米国の生産性の上昇が投資収益率を高め、IT関連産業を中心にして、米国の民間投資を活発化させ、米国の資産価格を上昇させた。米国の資産価格の上昇は、資産効果を通じて米国の貯蓄率を一層低下させ

るとともに、米国の利子率が低いにもかかわらず、他国から米国の資産市場へと流入する資本が拡大し、それがさらに民間投資を活発化させ、高い成長率を支えることとなった。つまり、90年代後半には米国の財政収支が黒字化していたにもかかわらず、米国の経常収支赤字は拡大しているが、これは80年代半ばの経常収支赤字の拡大とは異なり、生産性上昇に伴う民間投資の活発化によってもたらされたものである。

2001年以降、米国の景気後退によって、民間投資が落ち込んでいるにもかかわらず、経常収支赤字が拡大している。しかし、先進国では、民間投資と経常収支は逆相関の関係にあることが知られており、各国の全要素生産性が上昇すると、民間投資が増加し、経常収支赤字が拡大するという関係が安定的に見られる。2001年以降の米国の経常収支赤字の拡大は、それらの安定的に見られる事実とは異なるものであり、何らかの付加的な説明を必要とするであろう。

### 5 - 3 . 米国の資本収支構造の変化

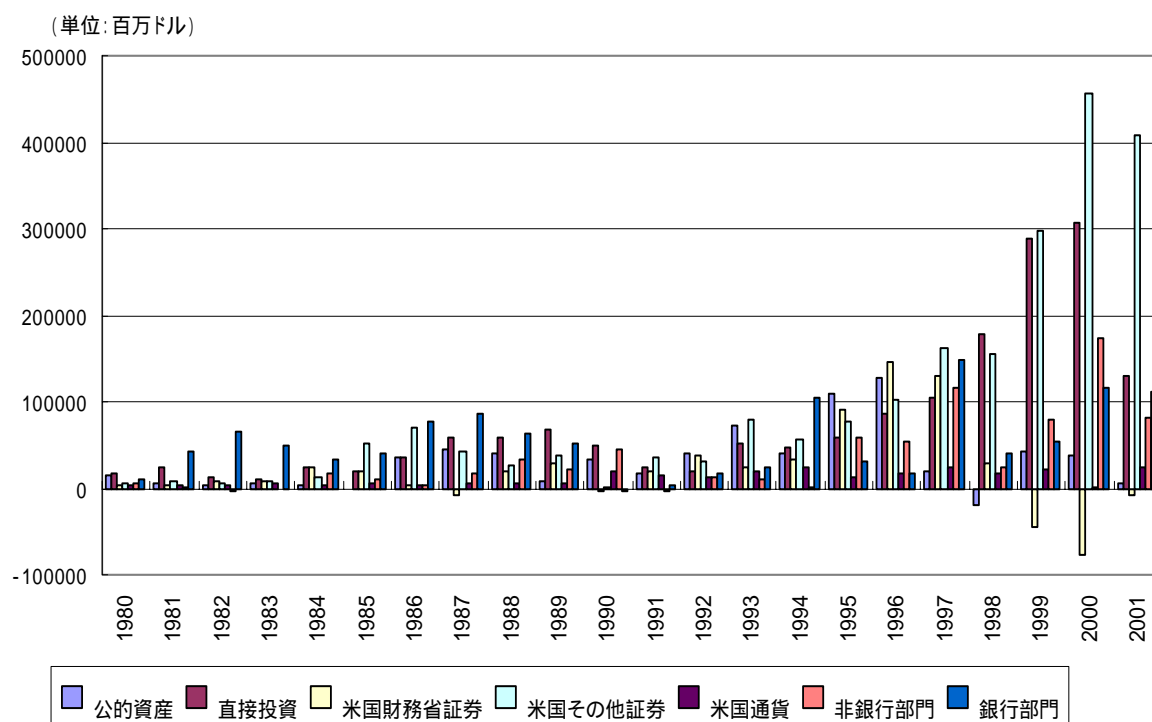
1980年以降、米国では趨勢的に貯蓄不足であり、米国は他国からの対外借り入れによって、その経常収支赤字をまかなってきた。そこで、長期国債や社債、株式などの証券への米国の内外投資の差額である純資本流入を見ると、1994年くらいまではほとんどゼロであったが、その後、徐々に増加している。つまり、1994年までは、米国へのポートフォリオ投資はほぼバランスしていたが、1995年以降のIT化などによる米国の生産性の上昇、景気拡大、ドル建て資産価格の上昇により、他国から米国への投資が拡大し、それが米国の経常収支赤字をファイナンスしてきたと言える。

そこで、次に、他国が所有する米国資産の純増の内訳を見ると、90年代後半に、他国が米国において直接投資を活発に行うようになったことがわかる（図5 - 7参照）。これは、一つには、前述したように、IT化により、米国の生産性が高まったことによるものである。また、欧州企業が米国への進出を積極化したことも大きく作用している。1993年の欧州単一市場の形成に際して、それが閉じた市場になるのではないかと懸念されていたが、実際には、逆に、欧州企業は欧州単一市場が形成されると欧州内部だけで企業展開しては生きていけないとして、グローバルに企業展開するようになった。欧州企業の企業戦略が国際化へシフトしたことによって、欧州から米国への直接投資が急激に増加した。

しかしながら、米国への直接投資は、2000年の3,077億ドルをピークとして、米国でのITバブルの崩壊に伴い、それ以降、減少傾向にある。その一方で、この直接投資の減少を補う形で、米国政府証券などへの証券投資が増加してきており、全体として、海外から米国への純資本流入がそれほど減少していないのはそのためである。つまり、2000年以降の米国の資本収支の構造を見ると、米国への純資本流入が直接投資を主とするものから証券投資を主とするものへと変化している。さらに、米国への証券投資を公的部門と民間部門

に分けて見てみると、民間部門は2002年第1四半期から第3四半期にかけて年率換算すると5,360億ドル購入しているが、これを2000年と比較すると、4,310億ドルも減少していることになる。特に、欧州からの証券投資は、2002年の第2四半期に93億ドルだったものが、第3四半期には18億ドルに急激に減少し、大きく落ち込んでいる。そして、この民間部門の証券投資の減少を補っているのが、外貨準備の増加である。2002年第3四半期には、全世界の外貨準備残高2.3兆ドルに占めるドルのシェアは73%にも達し、そのうち、日本が4,431億ドル、中国全体で5,268億ドル保有しており、アジア全体で58%を保有している。これは日本やアジア各国の通貨当局が自国の為替レートが増価しないように介入しているためであり、Martin Wolf の言葉を借りれば、「為替レート保護主義の帰結 (exchange rate protectionism)」であるといえる。つまり、欧州は対米投資に対してマイナスのポジションをとり、対米投資を抑制しており、民間部門の対米投資が落ち込んでいるにもかかわらず、日本や中国などのアジア各国の公的部門がその落ち込みを補う形で埋め合わせ、米国の経常収支赤字を資金面から支えているという図式が成り立っている<sup>2</sup>。

図5 - 7 . 在外米国資産の純増



(出所) Bureau of Economic Analysis, U.S. Department of Commerce.

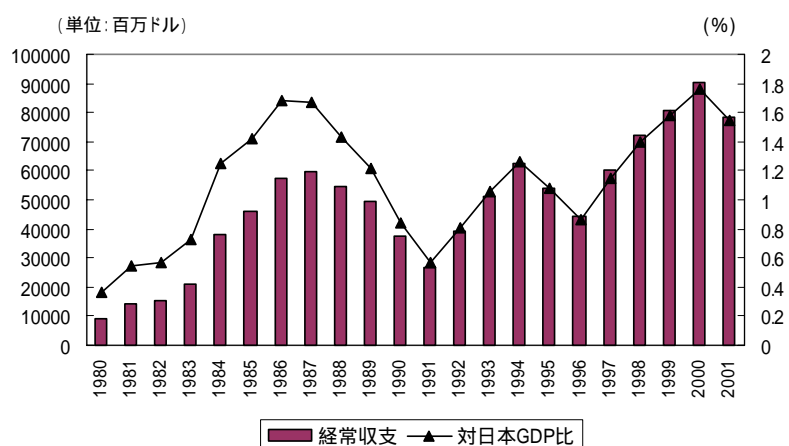
<sup>2</sup> Stiglitz は、外貨準備の増加が世界的なデフレ傾向を助長しており、経常収支黒字国に対し、経済拡大の措置を採ることを要請するか、または、ケインズが主張した経常収支黒字国に対する稀少通貨条項に類似した措置を求めるべきだと論じている。

## 5 - 4 . 開放経済の下での成長理論から見た日米経常収支の決定要因

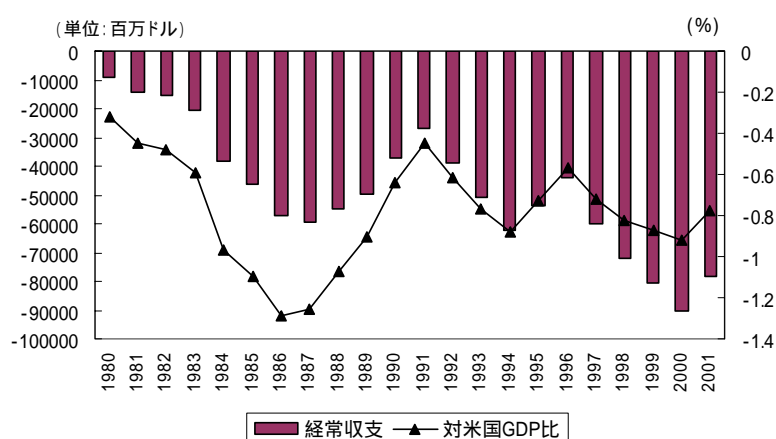
日米間の経常収支を日本側から見ると、日本の対米経常収支黒字は対 GDP 比 1.6%であり、これは日本の経常収支黒字全体が対 GDP 比 2.8%であることと比較すると、大きな比重を占めている。一方で、それを米国側から見ると、米国の対日経常収支赤字は対 GDP 比 0.8%であり、米国の GDP の規模が大きい分、その比重は小さい(図5 - 8 参照)。本節では、日米の経常収支に焦点を当て、開放経済の下での新古典派成長理論に基づいて、経常収支がどのように決定されるのかを検討する。

図5 - 8 . 日米の経常収支

### A . 日本の対米経常収支



### B . 米国の対日経常収支



(出所) Bureau of Economic Analysis, U.S. Department of Commerce.

IMF, *International Financial Statistics*.

2 国 1 財 2 生産要素モデルに基づいて、対外バランスの決定要因を分析する<sup>3</sup>。世界には、自国と他国が存在するとする（ここでは、自国を米国、他国を日本と考え、他国には\*を付すとする）。このとき、自国は経常収支赤字に伴い、他国から資本を輸入していると考えられる。生産要素を資本（ $K$ ）労働（ $L$ ）とし、両国は同じ一次同次の生産関数によって、同一の財を生産すると仮定すると、自国と他国の国内総生産はそれぞれ、

$$Y = F(K, L) \tag{5.3}$$

$$Y^* = F(K^*, L^*)$$

となる。

また、貯蓄（ $S$ ）は、国内総生産から投資収益を調整した国民総生産に依存するとするならば<sup>4</sup>、実質利子率を  $r$ 、ストックでの対外借入を  $B$  として、

$$S = s(Y - rB) \tag{5.4}$$

$$S^* = s^*(Y^* + rB)$$

世界全体の資本を  $K_w$  とすると、それは、両国の資本量の総和に等しい。

$$K_w = K + K^* \tag{5.4}$$

さらに、世界全体の資本の増加を  $\dot{K}_w$  とすると、それは両国の貯蓄の総和に等しいから、

$$\dot{K}_w = sY + s^*Y^* + (s^* - s)rB \tag{5.6}$$

自国のフローでの対外借入  $\dot{B}$  は、

<sup>3</sup> ここでの議論は、Hamada and Iwata(1989)に基づくものである。

<sup>4</sup> ここでは、貯蓄率  $s$  が外生的に決められているが、本来貯蓄率はモデルの中で内生的に求められ、資本収益率と時間選好率に依存する形で定式化される。さらに、時間選好率も国内総生産の関数として表され、例えば、宇沢型の時間選好率を想定すると、それは国内総生産の増加関数として捉えられ、時間選好率の減少関数である貯蓄率は経済成長するに従って減少すると考えられるが、フィッシャー型の時間選好率を想定すると、それは国内総生産の減少関数として捉えられるので、逆に経済成長するとともに、貯蓄率は増加すると考えられる。一般に、国内総生産が高い段階では宇沢型の時間選好率が、低い段階ではフィッシャー型の時間選好率が当てはまると考えられる。

$$\dot{B} = \dot{K} - S \quad (5.7)$$

となる。両国間で資本が完全に自由に移動するとするならば、両国の資本収益率は等しくなるので、

$$\frac{dY}{dK} = \frac{dY^*}{dK^*} = r \quad (5.8)$$

また、両国の効率単位で測った人口増加率を  $\lambda$  とすると、両国で資本の収益率が等しくなることにより、両国の資本・労働比率も等しくなるから、初期時点での労働を  $\bar{L}$  とすると、

$$\frac{K}{K^*} = \frac{L}{L^*} = \frac{\bar{L}e^{\lambda t}}{\bar{L}^*e^{\lambda^* t}} \quad (5.9)$$

上式の両辺の対数をとって、時間に関して微分すると、

$$\left( \frac{K^*}{K} \right) \left( \frac{K^* \dot{K} - K \dot{K}^*}{K^{*2}} \right) = (\lambda - \lambda^*) \quad (5.10)$$

さらに、(5.10)式を整理して、その両辺を  $K_w$  で割ると、

$$\dot{K} = \frac{K \dot{K}_w}{K_w} + \left( \frac{K K^*}{K_w} \right) (\lambda - \lambda^*) \quad (5.11)$$

従って、(5.6)式、(5.7)式、(5.11)式より、世界全体の国内総生産を  $Y_w$  として、

$$\dot{B} = (s^* - s) \left( \frac{K K^*}{K_w} \right) \left( \frac{Y_w}{K_w} \right) + (\lambda - \lambda^*) \left( \frac{K K^*}{K_w} \right) + \left( \frac{s K^* + s^* K}{K_w} \right) r B \quad (5.12)$$

が得られる。

ゆえに、2国が同一の生産関数で同一の財を生産するとき、2国間で資本が自由に移動するならば、対外借り入れの増加は、貯蓄率格差、効率単位で測った人口増加率格差、利払い費によって決定されることがわかる。さらに、人口増加率を  $n$ 、ハロッド中立的技術進歩率を  $t$  とすると、効率単位で測った人口増加率格差は、

$$\lambda - \lambda^* = (n - n^*) + (t - t^*) \quad (5.13)$$

とおける。よって、対外借り入れがどうなるかということは、2国間の貯蓄率格差、人口増加率格差、技術進歩率格差に依存するということがわかる<sup>5</sup>。

従って、新古典派成長理論で見たときに、米国の対日経常収支赤字は、米国の貯蓄率が日本の貯蓄率よりも低ければ低いほど、また、米国の人口増加率及び技術進歩率が日本のそれよりも高ければ高いほど、拡大することになる（表5 - 1参照）。これは、米国の貯蓄率が高ければ、貯蓄・投資バランスから見て、経常収支赤字が縮小する一方で、米国の人口増加率が高ければ、労働者一人当たりの資本・労働比率を維持するために、投資を増やすことになり、また、技術進歩率が高ければ、それだけ国内で投資が活発に行われることを意味するので、貯蓄・投資バランスから見て、経常収支赤字が拡大することになるからである。

表5 - 1 . 米国の経常収支赤字に与える影響

	経常収支赤字
貯蓄率	-
人口増加率	+
技術進歩率	+

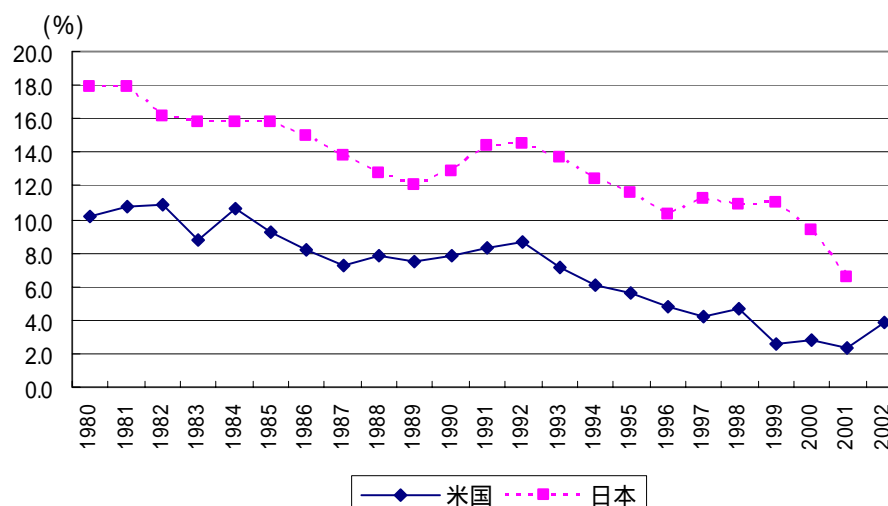
(注) + は経常収支赤字拡大を、- は経常収支赤字縮小を表す。

まず、日米の国民貯蓄率を見ると、1980年代以降、それはともに傾向的に低下しており、その理由は、主として家計貯蓄率の傾向的な低下で説明できる（図5 - 9参照）。米国の貯蓄率は日本の貯蓄率よりも趨勢的に低かったが、現在、家計貯蓄率は米国が3.9%（2002年）、日本が6.6%（2001年）とその格差は急速に縮小している。さらに、日本の一般政府部門における社会保障勘定も、従来、名目GDP比で1~2%の黒字であったが、2001年にはマイナ

<sup>5</sup> このモデルは1財モデルなので、資本の国際移動があっても財の相対価格は変化しない。しかし、財市場が完全に統合されていないと考えると、貿易財に加えて非貿易財の存在をモデルの中に組み入れると、貿易財と非貿易財の相対価格が変化することになり、それが実質金利の変化をもたらす、それにより貯蓄率が変化することによって、対外バランスが調整されるという価格メカニズムが組み入れられることになる。また、2国1財3生産要素にモデルを拡張し、土地を生産要素として加えると、資本と土地について、資産保有の裁定条件を考えなければならないことになり、ここで示したものの他、土地・資本比率、土地価格が経常収支の決定要因として作用することになる(Iwata(1991a))。さらに、財政赤字や社会保障制度と対外バランスの関係を考えるためには、新古典派成長理論ではなく、世代重複モデルに基づいて論考されるべきである。Iwata(1991b)では、世代重複モデルに基づいて、財政赤字と社会保障部門の赤字を入れて、日本の対外バランスがどうなるのかということについてのシミュレーション分析を行っている。

スに転じている。しかし、そのような変化は見られるものの、日本の貯蓄率は未だに米国の貯蓄率を上回っている。

図5 - 9 . 日米の家計貯蓄率



(出所) Bureau of Economic Analysis, U.S. Department of Commerce.

内閣府、「国民経済計算年報」。

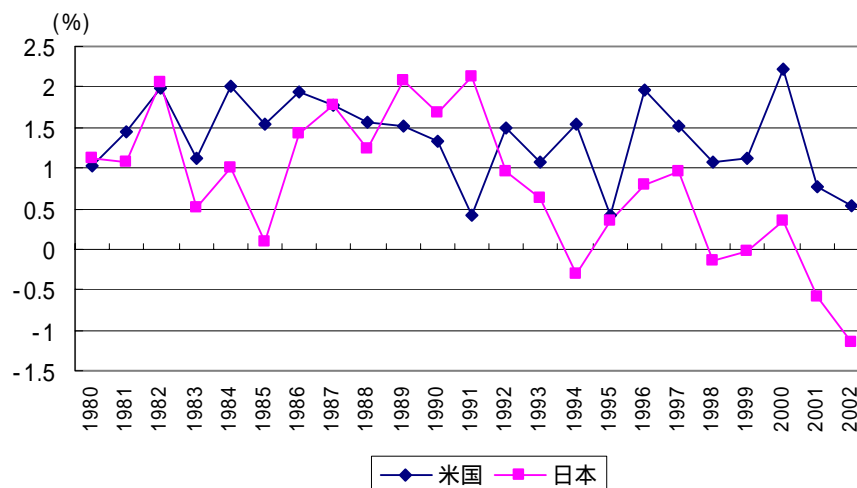
次に、日米の人口増加率を見ると、2000年において、日本が約0.2%、米国が約0.9%であり、米国の人口増加率の方が高い。これは米国が2001年度で106.4万人と高い水準で移民を受け入れているためである。特に労働人口成長率について、日米の比較を行うと、80年代初めには日米ともに1~2%の間でそれほど差がなかったが、1990年代後半以降、その格差が拡大している(図5 - 10)。少子高齢化の進行もあって、日本の労働人口の伸びはマイナスに転じており、日米の労働人口成長率の格差は1.5%程度ある<sup>6</sup>。最後に、日米の全要素生産性の伸びがどのくらいあるのかということについてはいくつかの研究があるが<sup>7</sup>、CEAのレポートなどによると、全要素生産性の伸びは1.5%程度であるとされているのに

<sup>6</sup> 新古典派の成長理論では、黄金律の成長径路の下では人口増加は一人当たり消費を引き下げることになるので、少子化すればするほど、消費者の効用が増えるというややパラドキシカルな結論に達する。しかし、重複世代モデルでは、退役世代の消費は貯蓄に依存するので、人口の増加が資本収益率を高め、退役後の所得を高めることによって生涯を通じての効用を高める可能性がある。少子化が直ちに経済効用を高めることにはならない。世代重複モデルを用いて、人口の減少による効用の増加と資本収益率の低下を通じての退役世代の効用の減少の両方を考慮した最適な人口成長率を内生的に求めることができる。岩田(2001)では、一代を30年、時間選好率をゼロ、資本分配率を0.3としたときに、最適な人口成長率は6.7%とかなり高い値となることが示されている。

<sup>7</sup> 例えば、Jorgenson, Ho, and Stiroh(2003)では、1995~2001年にかけての全要素生産性の伸びを0.4%と推計しており、その値はやや小さいが、これはIT関連の投資を別途除いて考察しているためであり、CEAのレポートなどでは単純にGDP成長率に対する労働と資本の寄与度の残差を全要素生産性として出しているためにこの値よりも大きくなっている。

対して、日本の全要素生産性の伸びは0.5%程度しかない。よって、日米の全要素生産性の差は1%程度あることになる。以上より、日米間の貯蓄率格差、人口増加率格差、技術進歩率格差のいずれの要因も、米国の経常収支赤字を拡大する方向に作用していることから、米国の対日経常収支赤字は相当期間持続し続けるであろうことが予想される<sup>8</sup>。

図5 - 10 . 日米の労働人口成長率



(出所) Bureau of Labor Statistics, U.S. Department of Labor.

総務省、「労働力調査」。

## 5 - 5 . 米国の経常収支赤字の維持可能性

米国の経常収支赤字が持続するとするならば、次に、米国の経常収支赤字の維持可能性が問題となってくる<sup>9</sup>。このとき、米国の経常収支赤字の持続は対外債務を累積させることになり、その利子支払いが米国の輸出額を上回るという債務不履行リスクがあるかどうかという点については、現在の米国の所得収支は黒字なので、近い将来においては存在しない。そこで、問題となってくるのは、資本収支から見たときに、今後も米国の経常収支を支えるだけの国外から米国への資本流入があるのかどうかということである。

<sup>8</sup> Hamada and Iwata(1989)では、いくつかのケースに分けて、米国の対日経常収支赤字がどうなるのかということについてのシミュレーションを行っている。高齢化により2019年に日本の貯蓄率が10%になり、1995年に米国の貯蓄率が8%に上昇するというケースでは、2003年に、米国の経常収支赤字が700~800億ドル程度になるのではないかと予想されており、これは現在の米国の対日経常収支赤字と近い値である。

<sup>9</sup> この点について、例えば、Mann(2002)では、米国の経常収支赤字の維持可能性をめぐる議論が整理され、示されている。

国際分散投資の視点からすると、

- ( 1 ) 国際的な金融資本市場が完備している
- ( 2 ) 国際資本移動が自由である
- ( 3 ) 個人の効用関数において、異時点間の消費の代替の弾力性が一定である (iso-elastic utility)
- ( 4 ) 各国の個人の選好は同一である
- ( 5 ) 各国に非貿易財が存在しない

という強い仮定の下では、資産のポートフォリオ構成はどここの国でも等しくなるというグローバルなミューチュアル・ファンド定理(Global Mutual Fund Theorem)が存在する (Obstfeld and Rogoff(1996))。

また、国債に関しては、個人の合理的な資産選択に基づいた国際分散投資が行われており、現実に投資家のポートフォリオに占める外国の国債の保有比率は国際的な資本資産市場価格付けモデル (International Capital Asset Pricing Model: ICAPM) から求められる理論値と整合的であると言われている。

世界が自国と外国からなり、個人は自国で生産された財及び外国で生産された財を消費することができるとともに、自国の国債及び外国の国債を短期間保有することができる。また、短期の国債保有期間において、国内で生産された自国通貨建ての財の価格については確率的な変動にはさらされていないが、外国で生産された財については為替レートの確率的な変動にさらされているとする。さらに、個人の効用関数が保有する富の平均値とその分散によって表され、確率的に変動するのは為替レートのみであると仮定する。このとき、個人が自己の効用を最大化するときに、購買力平価が成立しているならば、自国の個人の保有する自国の国債の保有比率  $x^D$  は、自国の財の比率を  $a$ 、自国の国債の実質収益率を  $r_B$ 、外国の国債の実質収益率を  $r_B^*$ 、相対的リスク回避度を  $R$ 、保有資産の分散を  $V$  として、

$$x^D = (r_B - r_B^*) \frac{1}{RV} + a - \left( a - \frac{1}{2} \right) \frac{1}{R} \quad (5.14)$$

と表すことができる (Frankel(1983))。両国の個人の相対的リスク回避度が同一であるとすると、同様に、外国の個人が保有する、その貿易相手国である自国の国債の保有比率  $x^{*F}$  は、外国の消費における、その貿易相手国である自国の財の比率を  $a^*$  として、

$$x^{*F} = (r_B - r_B^*) \frac{1}{RV} + a^* - \left( a^* - \frac{1}{2} \right) \frac{1}{R} \quad (5.15)$$

となる。

(5.14)式から(5.15)式を引くと、以下のようになる。

$$x^D - x^{*F} = (a - a^*) \left( 1 - \frac{1}{R} \right) \quad (5.16)$$

このことから、消費に占める自国財の比率が高ければ、外国の国債の保有比率が低くなり、逆に、消費に占める貿易財の比率が高ければ、外国の国債の保有比率は高くなる。また、リスク回避度は外国の国債保有比率を押し下げることがわかる。さらに、(5.16)式より、消費に占める自国財の割合や相対的リスク回避度を想定することで、外国の国債保有比率の理論値を導出することができる。仮に相対的リスク回避度を 2 または 5 とするならば、消費に占める自国財の比率が 70% ~ 100% の場合、それに対応して外国の国債保有比率は 10 ~ 40% となる。現実の主要先進国の非居住者の国債保有比率は 20 ~ 40% に達しているもので、両者を比較すると、この理論値は現実の値にある程度一致する。よって、国債に関しては合理的な資産選択行動に基づいて国際分散投資が行われていることがわかる(岩田・上田(2000))。

グローバルなミューチュアル・ファンド定理が成り立つとするならば、世界の総資産に占めるドル建て資産の割合は 50% にも達しているもので、ドル建て資産への国際分散投資は今後も持続し、それにより、米国の経常収支赤字は維持可能となり、ドルが大きく下落することはないと考えられる<sup>10</sup>。

しかしながら、現実には、グローバルなミューチュアル・ファンド定理が成立する上での仮定が必ずしも成り立っているとは限らない。Feldstein and Horioka(1980)では OECD 各国の貯蓄率と投資率の間には有意性の高い正の相関があるという実証分析により、国際資本移動を妨げる要因があるということが示されている<sup>11</sup>。つまり、市場の不効率性、取引費用、非貿易財の存在、非市場取引資産の存在、情報の非対称性、海外直接投資の存在などから、投資家は効率的な国際分散投資を行っておらず、現実には投資家のポートフォリオに占める外国資産の保有比率は低いというホーム・バイアス・パズルが存在する。従って、2002 年における対 GDP 比 5% 近い米国の経常収支赤字が持続すれば、ある時点でドルの急落が生じるのではないかと推測される(ちなみに、ドルの実質実効為替レートは、1983 年とほぼ等しい水準にある(図 5 - 5 参照))。Obstfeld and Rogoff(2000)によると、非貿易財が 75% であるという経済を想定するならば、4.4% の米国の経常収支赤字を解消するためには、12 ~ 24% の名目ドル・レートの下落が必要になるということが主張されている。しかし、一般には、対 GDP 比 1% の経常収支赤字を解消するためには、10% の実質為替レートの下落が必要であると考えられており、例えば、1985 年に 120 強であった実質ド

<sup>10</sup> また、Cooper(2001)は、米国の経常収支赤字は世界全体の貯蓄の 10% 程度なので、それは十分にファイナンスすることができることを主張している。

<sup>11</sup> しかし、例えば、Blanchard and Giavazzi(2002)では、ユーロ圏では、貯蓄率と投資率の間の正の相関関係は年々低下しており、1991 ~ 2001 年において、その係数はわずか 0.14 であることが示されている。

ル・レートが、1988年に90強に下落することによって、1991年には米国の経常収支赤字はほぼゼロになった。この関係を前提とすると、4.4%の米国の経常収支赤字を解消するためには、44%の実質為替レートの下落が必要ということになる。この Obstfeld and Rogoff(2000)の推計値は一般に経常収支赤字を調整するために必要とされる下落幅よりもかなり小さいが、Obstfeld and Rogoff(2000)においても、価格硬直性が高く、輸入価格が短期には変わらないとするならば、4.4%の経常収支赤字を解消するためには45%程度の名目為替レートの下落が必要となるということが述べられている。

以上より、現在の米国の経常収支赤字を調整するためのドルの下落はある程度避けられないと考えられる。ドルの下落は米国の輸入価格を上昇させる一方で、輸出価格を下落させ、米国の経常収支赤字を縮小させる。しかし、問題は、2000年以降、米国の財政収支が急激に悪化しつつあることであり、ドルの下落とともに、利子率が高騰することである。利子率が高騰すると、それは米国の企業の資金調達コストの上昇を招き、それが投資を減退させ、米国の景気を後退させる。それは、米国の経常収支赤字を調整する一方で、世界全体の景気を後退させてしまうことになる。

そこで、これまでの議論を踏まえると、それを防ぐために、以下のような政策対応が考えられる。

- (1) 米国の貯蓄率を4%水準から8%水準にまで上昇させる
- (2) 米国の財政赤字を縮小させる
- (3) WTO や FTA などを通じてサービスの自由化を進展させる
- (4) アジア、日本、欧州など米国以外の国の成長率を高める

まず、米国の貯蓄率を引き上げることで、貯蓄・投資バランスの点から、米国の経常収支赤字を縮小させることが期待できる。しかし、政策対応によって、長期間に渡り、貯蓄率を上昇させることは非常に困難であり、さらには、家計による異時点間の予算制約の下での最適化行動の結果として決められる消費・投資の決定に政策介入することが望ましいことであるのかどうか疑問が残る。次に、米国の財政収支を縮小させるという点については、米国の景気後退による税収減に加えて、イラク戦争の戦費の拠出やブッシュ政権の減税政策は、いずれも財政赤字拡大要因であり、現実には当面は難しいであろう。さらに、サービスの自由化が推し進められれば、サービスに関しては、米国の輸出の所得弾力性が輸入の所得弾力性を上回るので、仮に、米国とその他の国々の成長率が等しいとするならば、米国の輸入よりも輸出を拡大することになり、その経常収支赤字を削減することになる。その上、サービスの自由化は、金融サービスの自由化をも含み、それは米国の経常収支赤字をファイナンスする上でもメリットが大きい。しかし、現在のところ、サービスの貿易はモノの貿易に比べると、サービスの特性ゆえに、その規模は小さく<sup>12</sup>、また、新たな

---

<sup>12</sup> ただし、これは、国際収支統計で見たものであり、ここにはGATSにおける商業拠点などが含まれていない。例えば、Karsenty(2000)によると、米国のサービス貿易をGATSの4つのモードに従って、推計すると、それは国際収支表で見たサービスの輸出の1.7倍にも達していることが示されている。

ドーハ作業プログラムでの交渉もその進捗状況は芳しくない。最後に、米国の貿易相手国の成長率を高めるという点については、中国を始めとするアジア各国については、米国を上回る成長率を維持することを期待できるものの、現在、日本、欧州ともに、景気は停滞しており、短期において、日本、欧州が米国の成長率を上回る成長を達成することは難しいであろう。

従って、今後も米国の経常収支赤字が持続し、さらには、政策対応により、米国の経常収支赤字を維持することが難しいとするならば、ある時点で、急激にドルが下落して、金利が高騰し、為替レートの減価、米国国内の景気後退によって、米国の経常収支赤字が維持可能な水準まで調整されるという1980年代半ばに生じたことと同じような調整が行われるリスクが高いであろう。

## 5 - 6 . むすび

米国の経常収支赤字解消の最も望ましい方法は、過度の為替レート変動を回避しつつ、貿易相手国の国内需要の伸び率が米国を上回ることである。欧州、日本に、米国を上回る成長を期待することは難しいが、中国を中心とするアジア諸国の経済・貿易規模の拡大によって、貿易相手国の国内需要の伸びが米国を上回るようになることが望まれる。ちなみに、1975 - 91年には、米国の国内需要の伸びは3.2%であったが、貿易相手国の伸びは3.9%であった。さらに、サービス貿易を中心とするWTO自由化交渉（発展ラウンド）の成功によって、貿易相手国の成長率や米国の輸出弾力性を高めることが期待される。長期的には、ホーム・バイアスの解消によって、米国の経常収支赤字が政策 이슈 にならなくなることを望ましいと言えよう。

他方、米国の成長率が、今後5年間、大統領経済報告が予測するように平均して3.3%であり、貿易相手国の成長率が過去5年間と同様であれば、2008年には米国の経常収支赤字、財政収支赤字幅はともに、名目GDP比で8%に達し、対外純負債は8兆ドル（名目GDP比60%）にも達する可能性がある（Godley(2003)）。しかし、このような事態が持続するとは思われない。日本と欧州は、外需に依存した成長を続けることは困難であり、経済の活性化を早期に実現する必要がある。

### 【参考文献】

- 岩田一政(2001)、「少子・高齢化と対外バランス」、『わが国の国際収支における中長期的な分析』、財団法人財政経済協会、pp.47-63。  
岩田一政・上田路子(2000)、「金融の国際化とホームバイアス・パズル」福田慎一・堀内昭義・岩田一政編『マクロ経済と金融システム』第6章、東京大学出版会、pp.127-161。

- Blanchard,O. and Giavazzi, F.(2002), "Current Account Deficits in the Euro Area. The End of the Feldstein Horioka Puzzle? ,"*Brookings Papers on Economic Activity* (forthcoming).
- Cooper,R. (2001), "Is the U.S. Current Account Deficit Sustainable? Will It Be Sustained?" *Brookings Papers on Economic Activity*, pp.217-226.
- Frankel,J.(1983), "Estimation of Portfolio-Balance Functions That Are Mean-Variance Optimizing: The Mark and the Dollar," *European Economic Review* 23(3), pp.315-327.
- Feldstein,M. and Horioka,C.(1980), "Domestic Savings and International Capital Flows," *Economic Journal*, vol.90, pp.314-329.
- Godley,W.(2003), "The US Economy: A Changing Strategic Predicament," The Levy Economics Institute.
- Hamada,K. and Iwata,K. (1989),"On the International Capital Ownership Pattern at the Turn of the Twenty-First Century," *European Economic Review*, Vol.33, pp.1055-1085.
- Hooper,P. Johnson,K. and J.Marquez(2000), "Trade Elasticities for the G-7 Countries," *Princeton Studies in International Economics* ,No. 87.
- Iwata,K.(1991a), "Land and External Balance," NIRA Research Output, vol.14(1).
- Iwata,K.(1991b), "Budgetary Balance, Aging, and External Balance: The Future of the United States-Japan External Imbalance," *Journal of the Japanese and International Economics*, vol.5, pp.473-497.
- Jorgenson,D, Ho,M. and K.Stiroh(2003), "Lesson from the U.S. Growth Resurgence," mimeo.
- Karseny,G.(2000), "Assessing Trade in Services by Mode of Supply," in P.Sauve and R.Stern(eds.), *Services 2000: New Directions in Services Trade Liberalization*, Brookings Institution, pp.33-56.
- Krugman,P.(1985), "Is the Strong Dollar Sustainable?," in *The U.S. Dollar: Recent Developments, Outlook, and Policy Options*, Federal Reserve Bank of Kansas City, pp.103-155.
- Krugman,P. and Baldwin,R. (1987), "The Persistence of the U.S. Trade Deficit," *Brookings Papers on Economic Activity*, pp.1-43.
- Mann,C.(2002), "Perspectives on the U.S. Current Account Deficit and Sustainability," *Journal of Economic Perspectives*, Vol.16(3), pp.131-152.
- Wolf, M.(2003), "Asia is Footing the Bill for American Guns and Butter," *The Financial Times*.
- Obstfeld,M. and Rogoff,K.. (1996), *Foundations of International Macroeconomics*, MIT Press.
- Obstfeld,M. and Rogoff,K. (2000), "Perspectives on OECD Economic Integration: Implications for U.S. Current Account Adjustment," *Global Economic Integration: Opportunities and Challenges*, Federal Reserve Bank of Kansas City, pp.168-209.

- Ventura,J.(2001), "A Portfolio View of the U.S. Current Account Deficit," *Brookings Papers on Economic Activity*, pp.241-253.
- Wren-Lewis,S. and Rebecca L.D.(1998), *Real Exchange Rates for the Year 2000*,  
Institute for International Economics.