

## 第4章 米国の経常収支赤字の持続可能性の検証

本章では時系列 VAR モデルを用いて米国経常収支の近い将来の推移についてシミュレーションをまじえた予測を行う<sup>14</sup>。現実的と思われるシナリオのもとで、今後米国経常収支はどんな系列をたどる事が予想されるのか、またどういった場合に米国経常収支は持続可能な系列をたどるのかについて考える。

なお、様々な分析方法があるなかで VAR モデルを採用している。また、貯蓄投資バランスのメカニズムや「経常収支赤字の累積 対外債務残高拡大 所得収支悪化 経常収支赤字の拡大」のメカニズムは、このモデルでは明示的には考慮されていない。したがって、ここでのシミュレーションの結果は、あくまでも、様々なシミュレーション結果の一つとして解釈すべきである。

### 1. 分析枠組み

ここでは米国の経常収支が持続可能か否かについて、VAR (Vector Autoregressive) モデルを使ったシミュレーション分析を行う<sup>15</sup>。ここで「経常収支が持続可能である」とは「シミュレーションによって導出した経常収支の系列が定常性を満たす（一定の値に収束する）」ということに対応している。すなわち、将来的に経常収支を拡大・縮小させる事なく、ある一定の水準に維持しながら運用できるということを示している。従って、ここで「経常収支が持続可能である」と言った場合、そのみでは何ら水準に関しての情報を与えるものではない。水準が赤字であっても、その赤字水準を維持しながらの運用が可能であるならば、ここでの定義から言えば経常収支は持続可能ということになる。しかしながら後述の分析では経常収支が黒字に向かうのはどういった状況かという観点からもシミュレーションを行っている。

本章の分析で注目するのは今後の対米・対外投資収益率の推移である。近年米国の経常収支赤字は GDP 比で約 5%の水準に達しているが、所得収支のみを見た場合、ゼロ近辺か若干のプラスの水準で推移している。貿易・サービス収支同様に所得収支までもが赤字水準で推移してきたとすれば、全体としての経常収支赤字は現在よりも更に大きなものとなっていたと考えられる。所得収支がこういった水準にあるのは対外投資収益率が対米投資収益率を上回っていることに起因している。本章では今後の投資収益率の先行きについていくつかのシナリオを想定し、それぞれのシナリオが現実にかつ起こった場合に、全体として経常収支はどの様に推移していくのか、という観点から分析を進める。この分析から、所得収支 (= 投資収益収支と想定) をどういった水準に誘導すれば経常収支の持続可能性確保が可能なのかに関して示唆を得ることが出来る。

本論で扱うモデルは 2 変数の VAR モデルで、ラグは 4 期(四半期ベース)である。

$$\begin{aligned} T_t &= \mu_01 + \sum_{i=1}^4 \alpha_{11}(i) T_{t-i} + \sum_{i=1}^4 a_{12}(i) I_{t-i} + e_{Tt} \\ I_t &= \mu_02 + \sum_{i=1}^4 a_{21}(i) T_{t-i} + \sum_{i=1}^4 a_{22}(i) I_{t-i} + e_{It} \end{aligned}$$

ここで  $T, I, \mu, a, e$  はそれぞれ貿易・サービス収支 (対 GDP 比)、所得収支 (対 GDP 比)、推定定数項、推定係数、推定残差を表す。VAR モデルではパラメータ  $\mu, a$  を推定すること

<sup>14</sup> 経常収支に関する分析を行った研究としては Ogawa and Kudo (2004)が挙げられる。

<sup>15</sup> 本節で用いるデータは全て米国商務省 Bureau of Economic Analysis ホームページ (<http://www.bea.doc.gov/>)より使用。

で、予測等を行うことが出来る。VAR モデルを使う利点は、全ての変数を内生的に扱うことが出来る点である。各変数の過去の系列がどうなっていたか、またそれらの動きは互いにどのような関係を持ってきたかという観点から各系列の関係を推定する。よって変数が内生的なものか外生的なものかが恣意的に決定されてしまう危険性は少ない。しかしながら VAR モデルは経済理論の裏づけが希薄であるという弱点もある。この点は留意すべきであるが、本章のモデルを用いた事後予測では実際の系列トレンドに対してある程度の説明力が得られていることから、同モデルによるシミュレーションには一定の信頼が置けると考えてよいであろう。

## 2. ベースライン・シナリオ

ここでは分析のベースラインとして、上述の推定された VAR モデルからの単純な外挿予測を考える。単純な外挿予測を行った米国経常収支の系列は非定常となり、赤字方向に発散していくことが分かる (図 4-1 ~ 図 4-3)。これは貿易・サービス収支と所得収支のそれぞれが現状のトレンドを維持して推移した場合には、貿易・サービス収支、所得収支はともに赤字拡大方向に発散し、全体としての経常収支も今以上に赤字幅を拡大していくであろうことを表している。こうしたことから、所得収支の今後の経路について、いくつかの場合を想定して、それが経常収支の持続可能性にどのような影響を及ぼすかについて検討することには一定の意味がある。

図 4-1 ベースライン・シナリオ:貿易・サービス収支

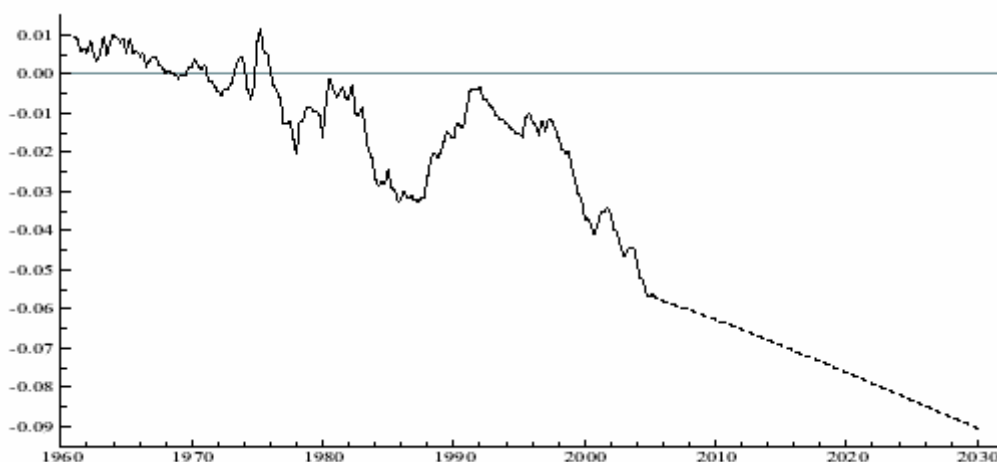


図 4-2 ベースライン・シナリオ:所得収支

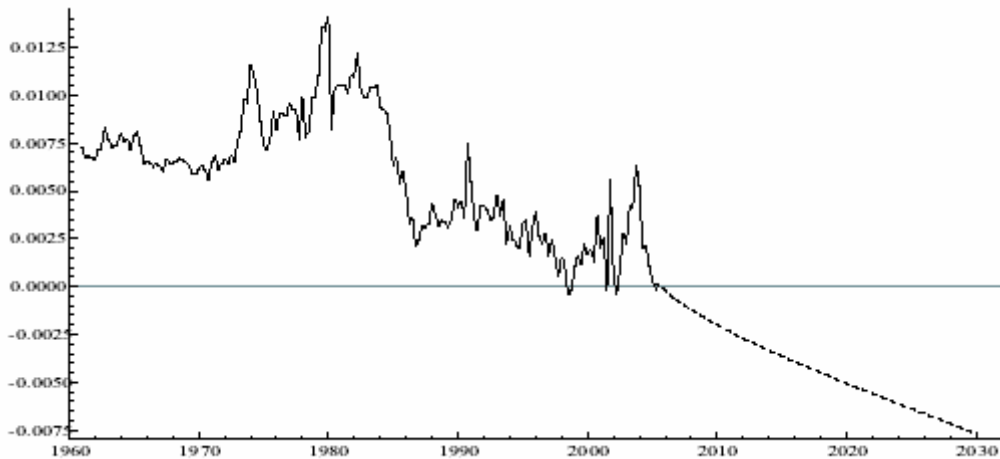


図 4-3 ベースライン・シナリオ:経常収支



### 3. オータナティブ・シナリオ

#### (1) 悲観的なシナリオ

現在の米国所得収支黒字の源泉は、対外投資収益率が対米投資収益率を上回っていることであると考えられる<sup>16</sup>。しかしながらこの対外投資の優位性は今後縮小していくことも否定できない。これは経常収支の赤字改善という観点からは望ましくないシナリオであるが、投資収益率に着目した場合には、非現実的なペシミスティックなシナリオとして単純に排除し得ないところがある。

1993年から2003年にかけて、対外投資収益率年平均は4.43%、対米投資収益率の年平均は3.42%である（収益率算出の際の投資残高は市場価格ベース）。対米投資収益率がほぼ横ばいであるのに対して対外投資収益率は若干の下落傾向にあると言える。これを受けてここでは対外投資収益率が毎年約0.34%ずつ段階的に下落し、2007年に現在の対米投資収益

<sup>16</sup> Hung and Macaro (2004) はこの収益率の差を生み出す源泉について分析を行っている。

率 3.42%に収束、以降同水準で安定的に推移するというシナリオを想定する。また、対外資産保有残高、対米資産保有残高は明らかな上昇傾向にあるので、利子率の推移に関するシナリオを置くだけでは不十分である。本シミュレーションではその点についても考慮した。具体的にはトレンドから両残高の系列予測を行い、その系列と想定した収益率の推移からこのシナリオにおける所得収支の推移を決定し、最初に推定した VAR モデルを使って経常収支全体の予測を行った。

分析結果はベースライン・シナリオと大きな違いはない(図 4-4~図 4-6)。これはベースライン・シナリオが現実的な所得収支の動きを反映していることを示している。言い換えれば VAR モデルで推定された各系列の動きの中で、既にこのペシミスティック・シナリオに似た経済の動きをある程度踏まえていると捉えることができる。

このようなペシミスティックなシナリオが起こった場合には、米国経常収支の維持可能性は確保できないと考えられる。それでは所得収支に関してどのような場合に米国経常収支の持続可能性は確保されるのであろうか。

図 4-4 悲観的なシナリオ:貿易・サービス収支

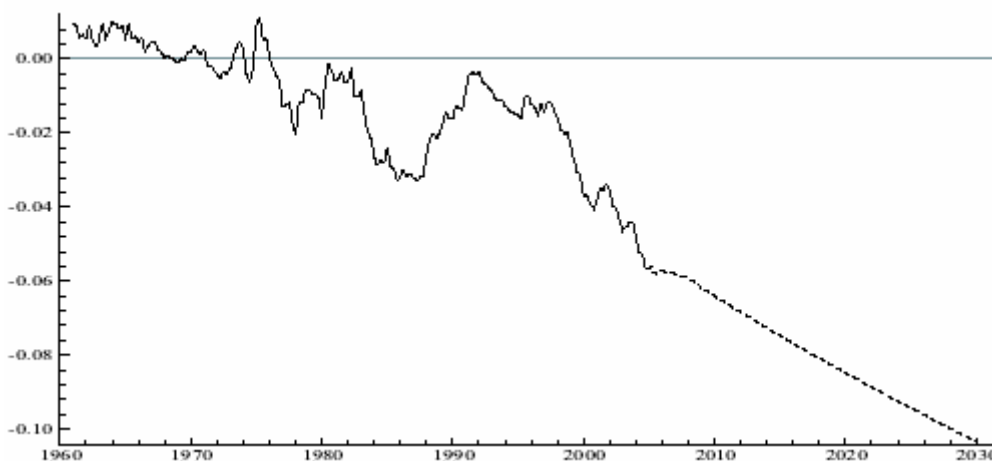


図 4-5 悲観的なシナリオ:所得収支

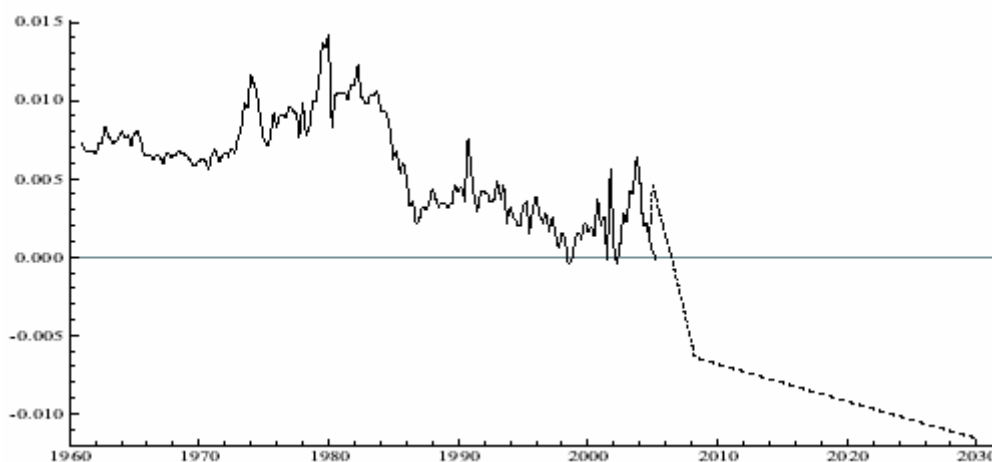
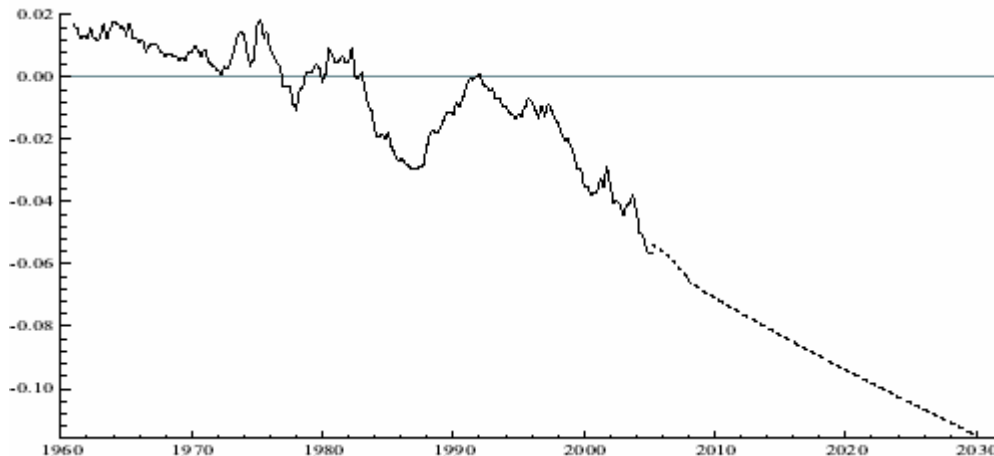


図 4-6 悲観的なシナリオ:経常収支



## (2) 持続可能性を確保し得るシナリオ

以下では所得収支の水準がどの程度のレベルで維持されれば米国経常収支は維持可能になるかを考える。そこで以下3通りのシナリオに基づいて再びシミュレーションを行う。

所得収支について2005年第2四半期実測値(対GDP比約0.01%赤字)を基準として、2007年第1四半期まで每期0.036%ずつ改善し2007年第1四半期以降0.25%の黒字で安定的に推移する。

同様に每期0.071%ずつ改善し2007年第1四半期以降0.5%の黒字で安定的に推移する。

同様に每期0.143%ずつ改善し2007年第1四半期以降1.0%の黒字で安定的に推移する。

それぞれの結果は図4-7~図4-9、図4-10~図4-12、図4-13~図4-15に示されている。それぞれのケースにおける経常収支の予測系列は図4-9、図4-12、図4-15に記されている。

のケースではまだ経常収支全体では赤字方向に発散してしまう(図4-9)。これは所得収支の黒字幅が充分でないと考えられる。対してのケースではちょうど経常収支系列が水平となっている(図4-12)。加えてのケースでは改善の方向に発散していることが分かる(図4-15)。これらの結果から、今後も貿易・サービス収支と所得収支の間の時系列的な関係が持続し、所得収支を対GDP比0.5%程度の黒字で安定的に推移させることが出来れば米国経常収支の持続可能性は確保されることが出来る。更に対GDP比0.5%以上の所得収支黒字を安定的に実現できるならば、経常収支赤字の縮小が可能となってくる事が理解できる。

図 4-7 2007 年 Q1 に所得収支 GDP 比 0.25%を達成:貿易・サービス収支

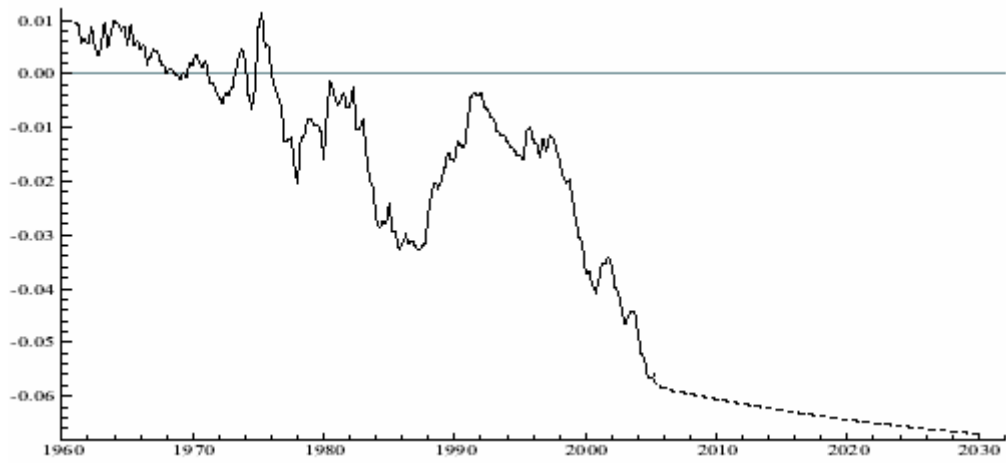


図 4-8 2007 年 Q1 に所得収支 GDP 比 0.25%を達成:所得収支

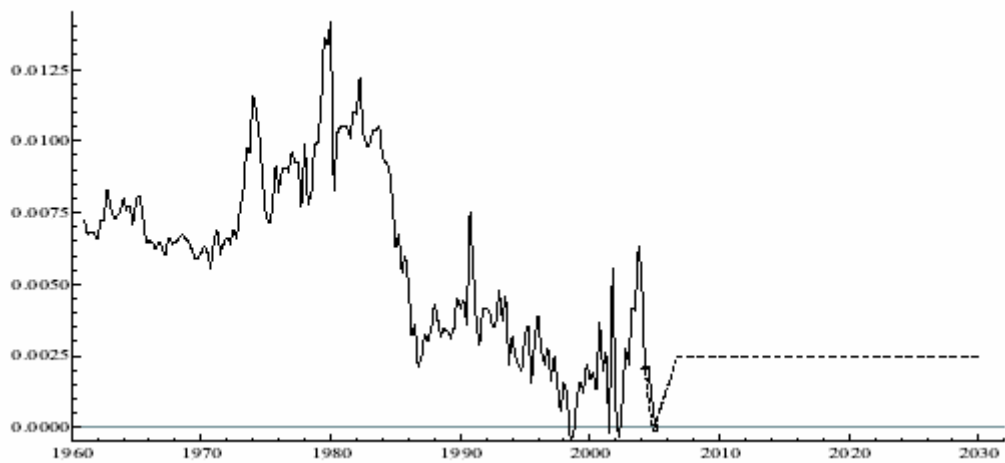


図 4-9 2007 年 Q1 に所得収支 GDP 比 0.25%を達成:経常収支



図 4-10 2007 年 Q1 に所得収支 GDP 比 0.5%を達成:貿易・サービス収支

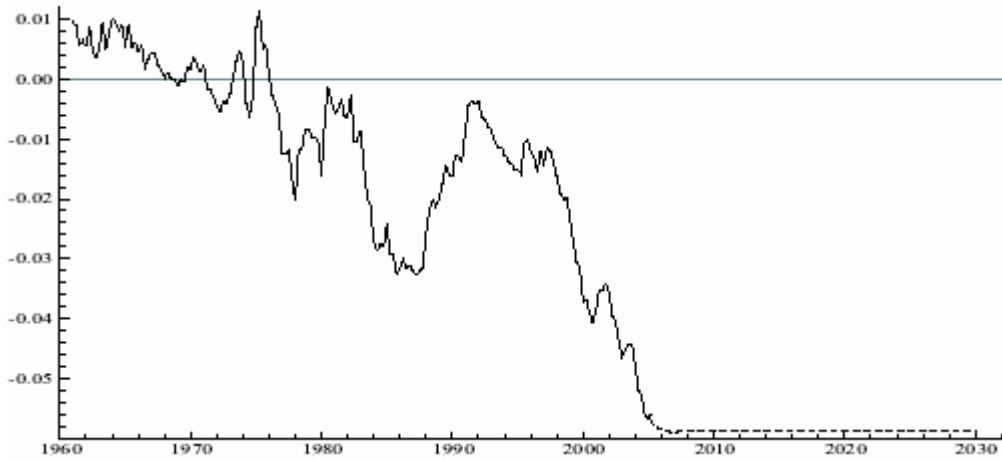


図 4-11 2007 年 Q1 に所得収支 GDP 比 0.5%を達成:所得収支

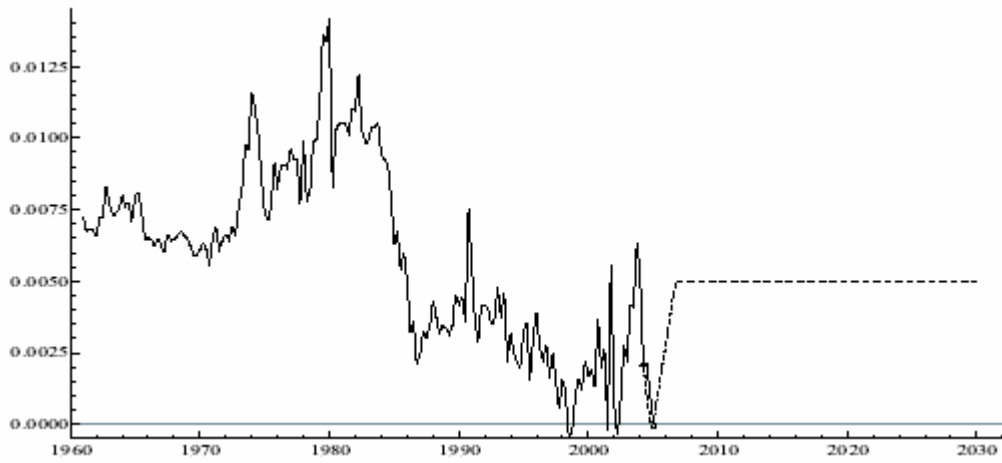


図 4-12 2007 年 Q1 に所得収支 GDP 比 0.5%を達成:経常収支

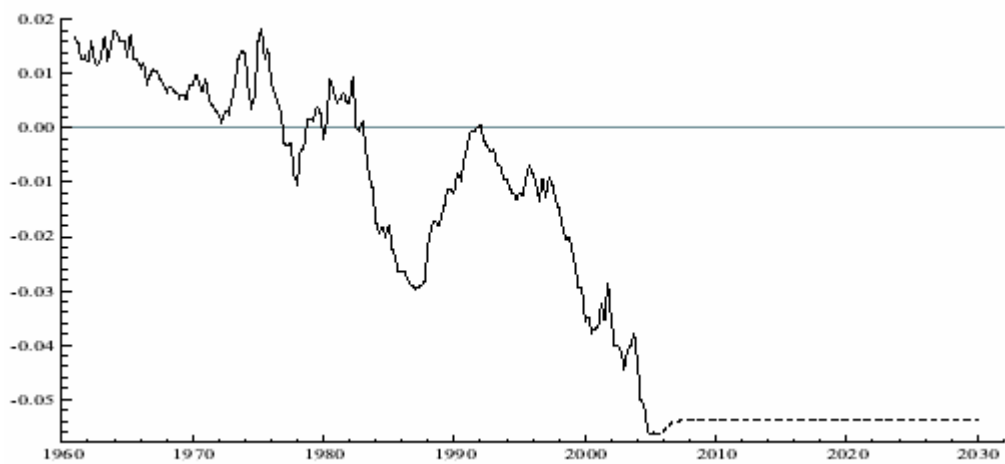


図 4-13 2007 年 Q1 に所得収支 GDP 比 1.0%を達成:貿易・サービス収支

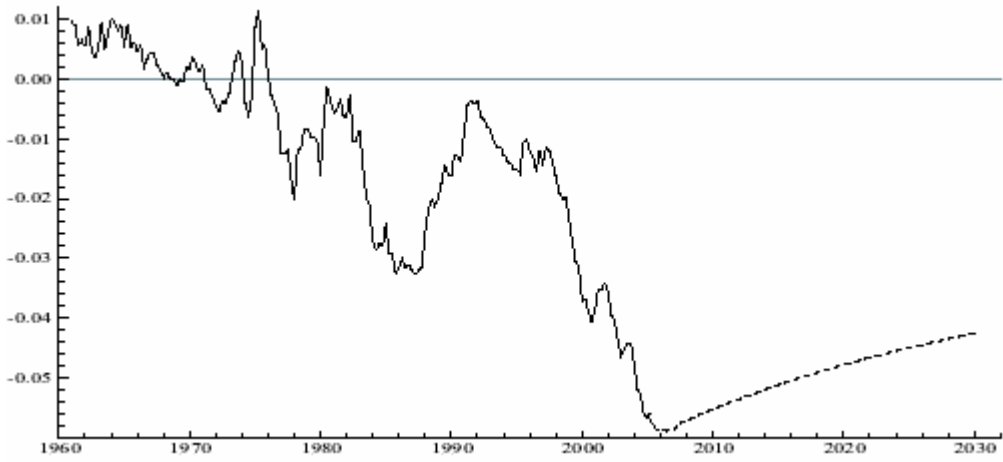


図 4-14 2007 年 Q1 に所得収支 GDP 比 1.0%を達成:所得収支

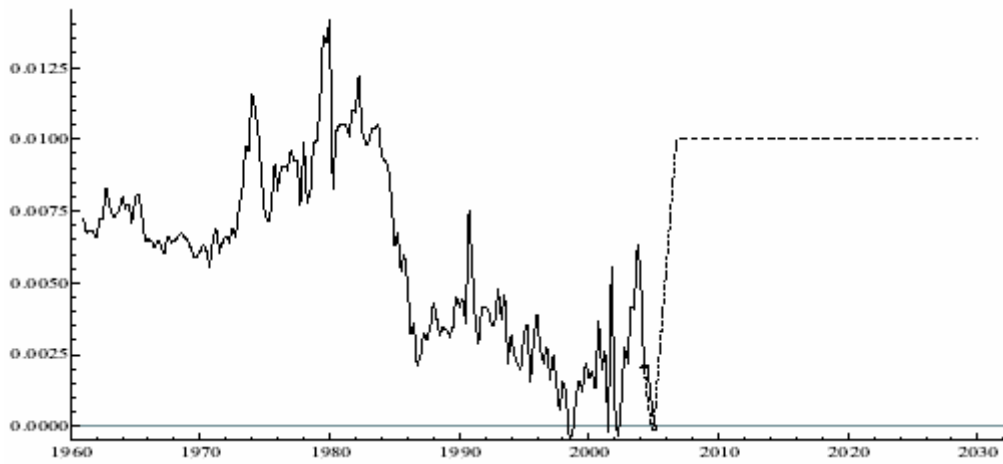
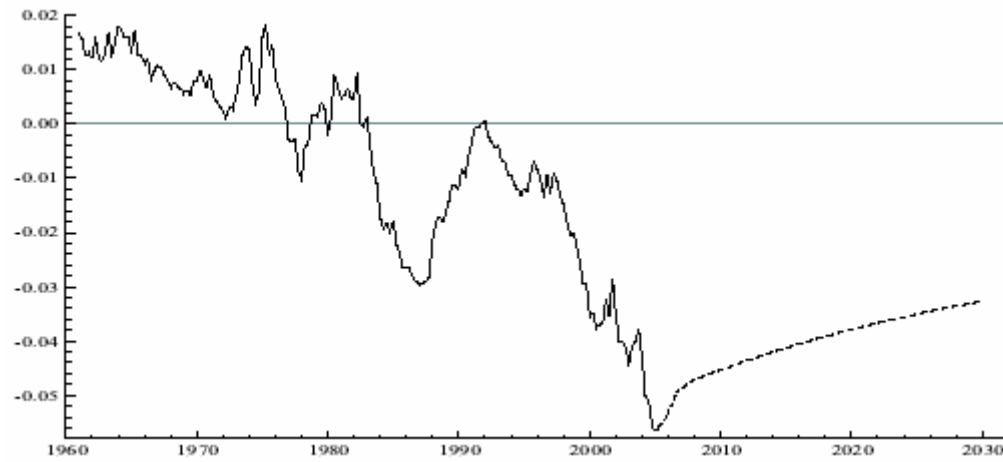


図 4-15 2007 年 Q1 に所得収支 GDP 比 1.0%を達成:経常収支





#### 4. 第4章のまとめ

本章の分析から得られた結論をまとめると以下の様になる。

貿易・サービス収支、所得収支に関して現状のトレンドが持続するならば、経常収支は持続可能性を確保できず、赤字幅は今後も拡大していく。

近い将来から所得収支を対 GDP 比 0.5%以上の黒字で安定的に推移させることが出来れば、経常収支は全体として持続可能性を確保し得る。

のシナリオは現実的なものであろうか。2004年の米国所得収支を見ると受取が 379,527 百万ドル (対 GDP 比 3.2%)、支払いが 349,088 百万ドル (対 GDP 比 3.0%)となっており、その差額である所得収支全体は対 GDP 比 0.2%の黒字になっている。この水準から考えれば、シナリオはそれほど非現実的なものとはいえず、可能性のある一つのシナリオとしてみなすことができるかもしれない。

本章の分析は所得収支の先行きのみ焦点を絞った点で不十分である。また、分析枠組みに、経常収支赤字の累積が対外純債務残高を拡大させるメカニズムを明示的に組み込んでいないという制約もある。米国経常収支における赤字の源泉は貿易・サービス収支にあり、今後の貿易・サービス収支の先行きによってはここでのシミュレーション結果と異なる現実が現れるであろう。しかし貿易・サービス収支の先行きを現状のトレンドに沿って考えるならば、所得収支に注目した本章のシミュレーション結果は一定の示唆を与えるものとなる。

- 本シミュレーションの結果は、VAR に基づくもので、この他にも様々な分析方法がある。
- 本 VAR のモデルで、明示的に考慮に入れることのできなかつた様々な要因があること。例えば、貯蓄投資バランスのメカニズムや「経常収支赤字の累積 対外債務残高拡大 所得収支悪化 経常収支赤字の拡大」のメカニズムは明示的には考慮されていない。
- したがって、シミュレーションの結果はそれを踏まえた結果であることを考慮する必要があり、様々なシミュレーション結果の一つとして解釈すべきである。