

最近の国際資本移動について

福田 慎一*¹

今 喜史*²

要 約

国際間の資本移動が自由化され、金融市場のグローバル化が進展した今日、国際資本移動のあり方は、世界経済の安定的・持続的成長の達成を考える上でますます重要になっている。本稿では、貯蓄・投資バランス・アプローチなど国際資本移動が各国の経常収支の動向を左右するという理論に依拠しながら、日本および最近の米国の経常収支の変化がいかなる要因によってもたらされたかを考察する。日本の経常収支は1980年代前半以降、ほぼ四半世紀の長きに渡って黒字を続けている。しかし、日本でも、経済の成熟国化、潜在成長率の低下、それに急速な高齢化によって、経常収支はまもなく黒字から赤字へ転ずるとする主張も多い。ただ、現状では、日本の経常収支にその兆候は見られていない。一方、米国は、1980年代から大きな経常赤字を持続してきたが、その赤字幅は、1990年代末以降、飛躍的に拡大し、主要先進国においてもその経常赤字は突出している。米国における巨額な経常赤字の蓄積は、その持続可能性とも関連して、今後の世界経済の安定性を予測する上でも、きわめて深刻な問題となっている。本稿では、最近の米国の経常赤字の増大の原因を考察することで、なぜ最近になっても日本の経常収支が黒字から赤字へ転ずる兆候が見られないのかにも言及する。

本稿の構成は、以下の通りである。まずⅡ節で貯蓄・投資バランス・アプローチの考え方を概観した後、Ⅲ節では日本の経済発展と経常収支を国際収支の発展段階説の観点から検討する。Ⅳ節では、最近の先進国における経常収支の動向を概観すると同時に、その中で米国の経常赤字が突出していることを指摘する。Ⅴ節では、なぜ米国の経常赤字が近年拡大したかを考察し、東アジア諸国を中心とする発展途上国によるドル建て外貨準備に対する急激な需要増大をその原因として指摘する。この仮説を検証するため、Ⅵ節では東アジア諸国の外貨準備および実質為替レートの動向を、またⅦ節ではバラッサ・サミュエルソン・モデルのインプリケーションを検討する。最後に、Ⅷ節では、全体のまとめを行うと同時に、そのインプリケーションを考察する。

本稿の後半で重要な論点は、最近の発展途上国からの資金流入に注目している点である。1990年代以降、発展途上国でも国際資本移動の自由化が行われた結果、民間資本のエマージング・マーケットへの投資は飛躍的に増加した。しかし、通貨危機後、発展途上国への資金の流れは一転した。なかでも、東アジア諸国など発展途上国の多くは、流動性不足のリスクを回避するため、大量の外貨準備を蓄積させた。世界経済におけるプレゼンスが飛躍的に増大した発展途上国の資産保有のスタンスの変化は、世界全体の資本移動の流れに

* 1 東京大学大学院経済学研究科教授

* 2 東京大学大学院経済学研究科博士課程

も大きな影響を及ぼす。特に、外貨準備の大半が依然として国際通貨である米ドル建てで保有されているという現状のもとでは、各国の外貨準備の蓄積は、米国への資本流入、米国の経常赤字の増大という形で顕在化することになる。近年の国際資本移動の問題を考察する上では、この点を考慮することが極めて重要である。

I. はじめに

国際間の資本移動が自由化され、金融市場のグローバル化が進展した今日、国際資本移動のあり方は、世界経済の安定的・持続的成長の達成を考える上でますます重要になっている。特に、1990年代以降は、発展途上国でも国際資本移動の自由化が行われた結果、民間資本のエマージング・マーケットへの投資は飛躍的に増加した。東アジア諸国もその例外ではなく、そのめざましい経済成長は東アジア向け投資を魅力的なものとし、1990年代前半から半ばを通じて流動性が高い民間銀行貸出やポートフォリオ投資を大量に東アジア諸国へと流入させた。その結果、通貨危機が起こる1997年には、東アジア諸国（例えば、タイ、インドネシア、韓国）は、莫大な短期の負債をヘッジしない形で蓄積することとなった。このような短期の対外負債の蓄積が東アジア諸国の通貨危機の原因の一つであったことは、今日では広く指摘されている（たとえば、Sachs and Radelet（1998）や Corsetti, Pesenti, and Roubini,（1999））。実際、タイ、インドネシア、韓国などの東アジア諸国では、危機以前に、利用可能な外貨準備高が短期の対外負債よりも低くなってしまったために、きわめて深刻な流動性不足の問題に直面することとなった。

通貨危機後、危機に直面した発展途上国は、危機の再発防止のため、さまざまな対策を採るようになった。なかでも、東アジア諸国など発展途上国の多くは、流動性不足のリスクを回避するため、大量の外貨準備を蓄積させた。近年の研究でも、Aizenman and Lee（2005）や Ro-

drik（2005）が、発展途上国が、予備的動機として過大な外貨準備を蓄積していると指摘している。しかしながら、世界経済におけるプレゼンスが飛躍的に増大した発展途上国の資産保有のスタンスの変化は、世界全体の資本移動の流れにも大きな影響を及ぼす。特に、外貨準備の大半が依然として国際通貨である米ドル建てで保有されているという現状のもとでは、各国の外貨準備の蓄積は、米国への資本流入、米国の経常赤字の増大という形で顕在化することになる。

本稿では、貯蓄・投資バランス・アプローチなど国際資本移動が各国の経常収支の動向を左右するという理論に依拠しながら、日本および最近の米国の経常収支の変化がいかなる要因によってもたらされたかを考察する。日本の経常収支は1980年代前半以降、ほぼ四半世紀の長きに渡って黒字を続けている。しかし、日本でも、経済の成熟国化、潜在成長率の低下、それに急速な高齢化によって、経常収支はまもなく黒字から赤字へ転ずるとする主張も多い。ただ、現状では、日本の経常収支にその兆候は見られていない。一方、米国は、1980年代から大きな経常赤字を持続してきたが、その赤字幅は、1990年代末以降、飛躍的に拡大し、主要先進国においてもその経常赤字は突出している。米国における巨額な経常赤字の蓄積は、その持続可能性とも関連して、今後の世界経済の安定性を予測する上でも、きわめて深刻な問題となっている。本稿では、最近の米国の経常赤字の増大の原因を考察することで、なぜ最近になっても日本の

経常収支が黒字から赤字へ転ずる兆候が見られないのかにも言及することにする。

本稿の構成は、以下の通りである。まずⅡ節で貯蓄・投資バランス・アプローチの考え方を概観した後、Ⅲ節では日本の経済発展と経常収支を国際収支の発展段階説の観点から検討する。Ⅳ節では、最近の先進国における経常収支の動向を概観すると同時に、その中で米国の経常赤字が突出していることを指摘する。Ⅴ節では、なぜ米国の経常赤字が近年拡大したかを考察し、

東アジア諸国を中心とする発展途上国によるドル建て外貨準備に対する急激な需要増大をその原因として指摘する。この仮説を検証するため、Ⅵ節では東アジア諸国の外貨準備および実質為替レートの動向を、またⅦ節ではバラッサ・サミュエルソン・モデルのインプリケーションを検討する。最後に、Ⅷ節では、全体のまとめを行うと同時に、そのインプリケーションを考察する。

Ⅱ. 貯蓄・投資バランス・アプローチ

伝統的な国際経済学では、経常収支の動向を考察するに際して、為替レートによる貿易収支の調整メカニズムを重視する弾力性アプローチや、国内総需要の変動と貿易収支の変動との関係を重視するアブソープション・アプローチが主流であった。しかし、1980年代以降、世界各国で国際資本移動の自由化が進展するにつれて、資本移動の額が貿易額を大幅に上回るようになると、経常収支の動向は資本収支の動向に強く影響を受けるようになり、貿易収支に影響を与えるショックから経常収支の動向を説明するアプローチは説明力を失うようになった。

国際収支では、経常収支＋資本収支＋外貨準備高の増減＝0、という関係が恒等式として成立する。特に、外貨準備高の増減＝0のとき、経常収支＝－資本収支となり、経常収支の黒字は資本収支の赤字に、経常収支の赤字は資本収支の黒字に、それぞれ対応して発生する。したがって、資本収支に影響を与える外生的なショックが経常収支に影響を与える外生的なショックよりはるかに大きくなれば、経常収支の動向を資本収支の観点から考えるアプローチがより説明力を高めることになる。そのようなアプローチの代表的なものが、貯蓄・投資バランス・アプローチ（IS バランス・アプローチ）である。

いま、 Y 、 C 、 I 、 G をそれぞれ国内総生産、国内消費、国内投資、国内政府支出、また、 X と M をそれぞれ輸出と輸入とすると、財市場では、 $Y = C + I + G + (X - M)$ 、という関係が成立する。租税を T とすると、この財市場の関係は、

$$X - M = [(Y - T - C) - I] + (T - G)$$

と変形することができる。ここで、 $Y - T - C$ は民間貯蓄、 I は民間投資である。したがって、経常収支 $X - M$ は、民間の貯蓄投資バランス $[(Y - T - C) - I]$ と財政黒字 $T - G$ の合計となる。もちろん、上式は恒等的に成立する式であり、右辺と左辺のどちらかがどちらかを決定するというものでは必ずしもない。しかし、貯蓄・投資バランス・アプローチ（IS バランス・アプローチ）では、右辺の変化が左辺の変化をもたらすと考え、国内貯蓄＞国内投資ならば経常収支の黒字、国内貯蓄＜国内投資ならば経常収支の赤字、という因果関係が、経常収支の動向をとらえる上で重要であるとする。

一般に、国内貯蓄が国内投資を上回るかどうかは、その国の所得水準や潜在成長率などに依存する。国際収支の発展段階説は、この観点から、貯蓄・投資バランス・アプローチの考え方を一国の発展段階に関連付けて、経常収支の動

向が国の発展段階に依存すると考えている。この理論は、家計の消費のパターンを説明するためのライフサイクル仮説の考え方を一国の消費と貯蓄のパターンを説明することに応用したもので、一国の消費水準を一定に保つにはどのような投資と貯蓄のバランスが発展段階に応じて実現されるのかを明らかにしたものである。

たとえば、ある国が発展途上にある場合、その国の生産水準は低く、消費水準を一定に保つためには、現在国内で生産できる以上の財を海外から需要する必要がある。特に、今後経済成長を達成していくためには資本ストックを蓄積する必要があり、そのためにも投資に必要な資金を海外から調達しなければならない。その結果、発展途上国では、国内投資が国内貯蓄を上回り、経常収支は赤字となる。

ただし、このような経常収支の赤字は、経済が成長し、所得水準が高くなるにつれて減っていく。一国が発展途上国から中進国へと移行する過程では、海外からの借入れの減少、経常

収支赤字の縮小という現象が観察されるのはこのためである。さらに、一国が中進国から若い先進国へと成長を持続させると、海外からの借入れは返済されるようになり、経常収支は黒字化する。すなわち、一国が成長し先進国の仲間入りを達成した段階では、国内には豊富な貯蓄があるが、国内の資本ストックはすでに十分に蓄積されているため、国内貯蓄を有効に活用できる投資機会が少なくなる。その結果、国内貯蓄が国内投資を上回るようになり、経常収支の黒字が定着していくのである。

もっとも、先進国の経常収支の黒字は永続するわけではない。経済発展を終えた国が成熟国へと移行していく場合、これまでのような消費水準を維持するためには、これまでに蓄積した貯蓄を取り崩し、国内生産の低下を補わなければならない。このため、高齢化等により経済成長率が低迷する成熟国では、再び経常収支は赤字化する。

Ⅲ. 日本の経済発展と経常収支

日本の経常収支の動向を長期的に見てみた場合、国際収支の発展段階説がある程度の説明力を持つ。まず、図1-1は、19世紀後半の日本の経常収支の推移を示したものである。明治維新以後、富国強兵・殖産興業のもと近代化への道を歩み始めた日本であったが、所得水準は依然として低かった。その結果、国内貯蓄は国内投資をまかなう上では十分なものは程遠く、海外からの借入れに依存しなければならない状態が続いていた。19世紀後半の日本の経常収支は、この状況を如実に反映して、日清戦争(1894-1895年)後など一部の時期を除いて、慢性的に赤字であった。

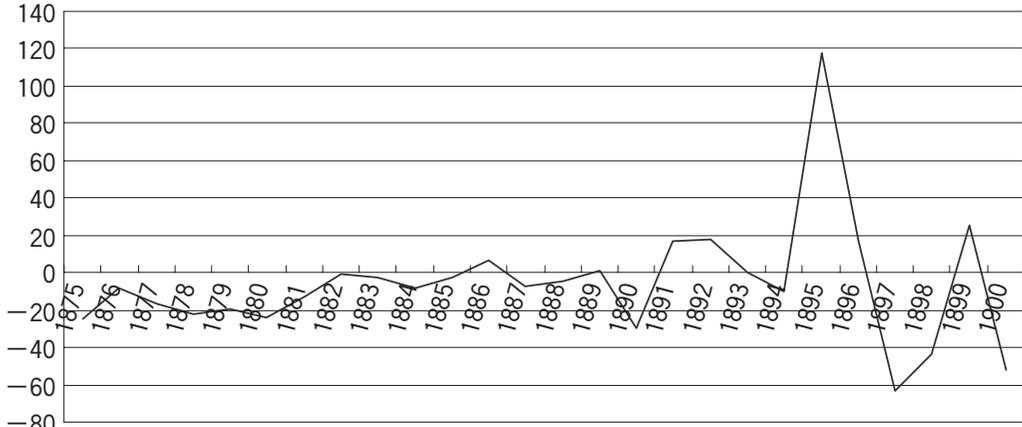
このような慢性的な日本の経常収支赤字の傾向は、20世紀に入っても続いた。図1-2は、20世紀前半の日本の経常収支の推移を示したもの

である。大正から昭和初期にかけて日本経済は、所得水準も以前に比べれば高くなったものの、依然として国内投資が国内貯蓄を上回ることが多い発展途上国であった。このため、20世紀前半の日本は依然として海外からの借入に依存する必要があり、海外からの特需があった第1次大戦期(1914-1919年)など一部の時期を除いて、経常収支は慢性的に赤字が続いたといえる。

第2次世界大戦終了後の日本経済は、戦争によって大きな打撃を受けたものの、その後目覚ましい高度成長を達成し、発展途上国から中進国へ、中進国から先進国へとようになっていく。日本の経常収支の動向も、まさにそのような日本経済の発展を反映して、赤字から黒字へとダイナミックに転じていくことになる。図1-3は、戦後から高度成長が終了する1970年代初めまで

図1-1 戦前の日本の経常収支 I (19世紀後半)

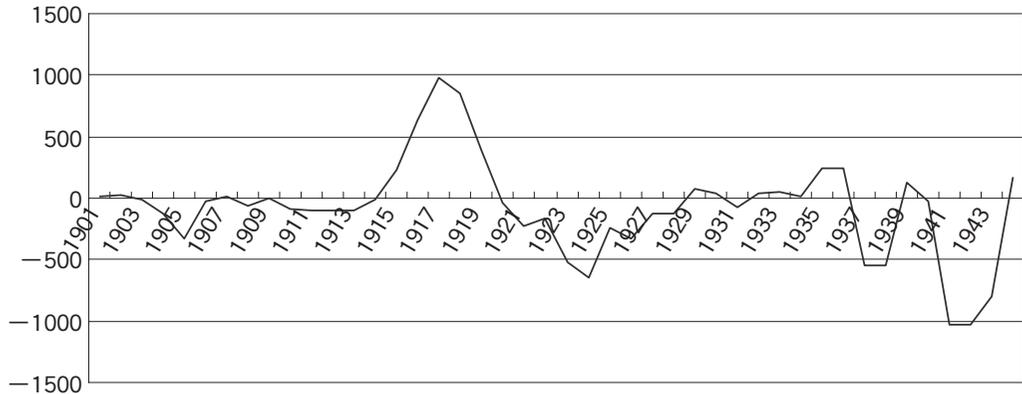
(単位：百万円)



出所：山澤逸平，山本有造『貿易と国際収支』東洋経済新報社，1994年

図1-2 戦前の日本の経常収支 II (20世紀前半)

(単位：百万円)

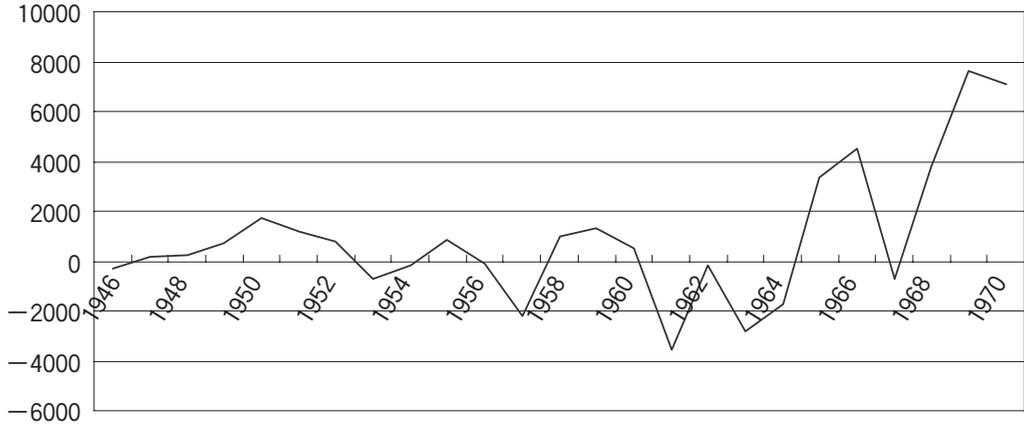


出所：山澤逸平，山本有造『貿易と国際収支』東洋経済新報社，1994年

の日本の経常収支の動向を示したものである。戦後の日本の経常収支は、朝鮮戦争前後には一時的にその当時としては大きな黒字を記録したものの、その後は赤字の時期と黒字の時期が交互に続いていた。景気が後退すると輸入が減少し、経常収支が黒字化する一方、景気が回復すると輸入が増加し、経常収支が逆に赤字になるというサイクルがしばらく続いたといえる。特に、1960年代前半の高度経済成長期には、国内貯蓄の伸び以上に国内投資が大幅に増加した結果、経常収支は比較的大きな赤字を記録した。

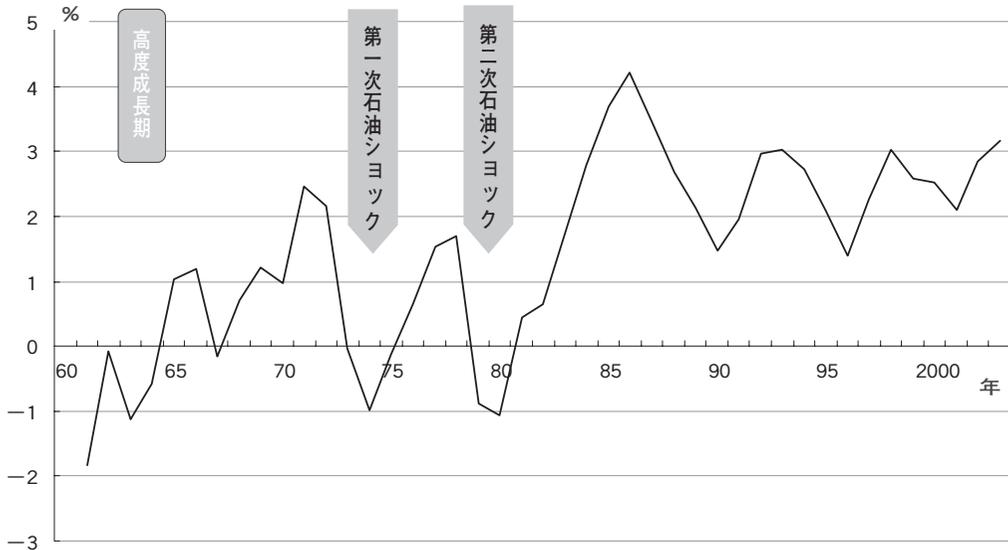
しかし、1960年代後半には、経常収支は逆に大幅な黒字へと転じている。日本経済で高度成長の果実が定着し、所得水準も先進国に大きく近づいた結果の現れである。このような日本の経常収支の黒字基調は、2回の石油ショック期を例外とすれば、その後も持続することになる(図1-4)。特に、1980年代前半以降、日本の経常黒字は、GDP比でおおむね2%と3%の間を、アップダウンを繰り返しながらも維持している。1980年代前半以降、日本の経常収支はほぼ四半世紀の長きに渡って黒字を続けている

図1-3 戦後の日本の経常収支（終戦から高度成長終わりまで）



出所：財務省『財政金融統計月報』国際収支特集号

図1-4 戦後の日本の経常収支（対GDP比）：（高度成長期から現在まで）



出所：財務省『財政金融統計月報』国際収支特集号

のである。

このように、これまでの日本の経常収支の動向を長期的に見てみた場合、いくつかの例外的な動きはあるものの、前節で説明した国際収支の発展段階説がある程度の説明力を持つといえる。ただし、国際収支の発展段階説に従って考えれば、日本の経常収支もまもなく赤字から赤字へ転ずることになる。その原因としては、日

本経済が成熟国化するにつれて、潜在成長率も低下すると考えられるからである。特に、日本では、急速な高齢化が心配されている。急速な高齢化は、貯蓄率の急速な低下の原因となり、国内貯蓄<国内投資の結果として経常収支の赤字につながる。

実際、1990年代の初めには20%を超えていた日本の国民貯蓄率は、1990年代を通じて急速に

下落し、2000年に入って10%を割り込んだ。最近の貯蓄率低下の要因には、高齢者の貯蓄率低下、働く世代の貯蓄率の安定、無貯蓄世帯の増加など、必ずしも潜在成長率の低下や高齢化に起因するとは言い難いところもある。しかし、ライフサイクル仮説が正しい限り、経済の成熟国化は、潜在成長率の低下や高齢化を通じて、

過去の貯蓄を取り崩す局面へと日本を導き、結果的に、日本は、国内貯蓄が国内投資を下回る経常収支の赤字国へととなると考えられる。ただ、そのスピードはHorioka（1992）など先行研究が予測したものよりははるかに遅く、現状では日本の経常収支に赤字化の兆候は明確には見られていない。

IV. 先進国の経常収支

国際収支の発展段階説から見た場合、日本の経常収支は、経済の成熟国化に伴って、少なくとも中長期的には、国内貯蓄が国内投資を下回る経常収支の赤字国になると予想される。実際、成熟国化や高齢化の進展が経常収支の赤字をもたらしという傾向は、いくつかの先進国ですでに観察されている。表1は、主要先進国における最近の経常収支の動向をまとめたものである。先進国では、表1-(1)で示された国々で、比較的赤字が顕著である。特に、米国、英国、オーストラリアなどが、慢性的に経常収支が赤字である。ただし、高齢化が進んだ成熟国でも、表1-(2)で示された国々のように、経常収支の黒字が比較的大きい国もある。特に、オランダ、ベルギー、スイスといった国々は、日本と同様

に、過去20年以上、経常収支の黒字が持続している。国際収支の発展段階説だけでは単純に経常収支の動向を説明できないことの1つの証左ともいえる。

一方、図2から、主要先進国における最近の経常収支の動向を絶対額で見ると、米国の経常赤字が突出している。しかも、その赤字幅は、1990年代末以降、大幅に拡大している。米国の経常収支は、レーガン政権の1980年代前半から金額的には大幅な赤字を続けてきた。しかし、1980年代の米国の経常赤字は、日本の経常黒字と西ドイツの経常黒字の合計にほぼ等しかった。また、1990年代になっても、1996年頃までは、米国の経常赤字は日本の経常黒字にほぼ等しかった。米国の経常赤字は、1990年代半ば

表1 先進国の経常収支（対GDP比、%）

(1) 赤字が顕在化している国々

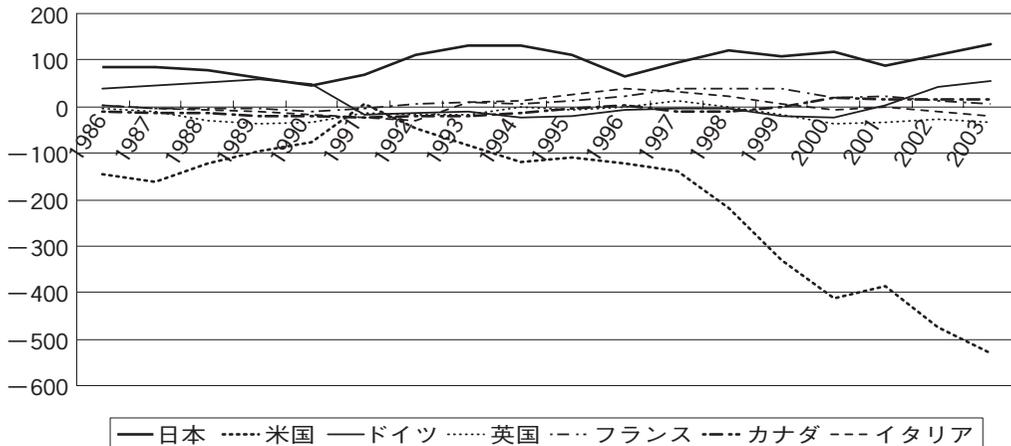
	米国	ドイツ	英国	カナダ	イタリア	オーストラリア	スペイン
1986	-3.51	4.52	-0.63	-3.10	0.36	-6.01	1.71
1989	-1.89	4.80	-4.58	-4.00	-1.34	-6.45	-2.87
1992	-0.81	-0.81	-1.71	-3.74	-2.40	-3.86	-3.76
1995	-1.57	-0.86	-0.54	-0.79	2.29	-5.62	0.04
1998	-2.49	-0.21	-0.01	-1.84	1.83	-4.91	-0.26
2001	-3.83	0.09	-2.25	2.30	-0.09	-2.25	-2.80
2003	-4.85	2.28	-1.86	2.00	-1.43	-5.71	-2.81

(2) 黒字基調となっている国々

	フランス	スウェーデン	オランダ	ベルギー	ノルウェー	スイス	日本
1986	0.33	0.00	2.45	2.69	-6.75	5.10	4.36
1989	-0.48	-1.64	4.20	1.70	-0.11	3.95	2.25
1992	0.36	-3.03	2.12	2.56	3.90	6.30	3.07
1995	0.72	3.08	6.55	4.23	3.35	6.99	2.17
1998	2.64	2.75	6.36	4.12	-1.29	9.82	3.17
2001	1.66	4.42	1.95	3.91	15.50	7.99	2.15
2003	0.40	6.43	2.95	4.21	12.90	13.24	3.15

出所：財務省『財政金融統計月報』国際経済特集号，日本のみ国際収支特集号

図2 先進国（G7）の経常収支（単位：10億ドル）



出所：財務省『財政金融統計月報』国際経済特集号

までは、平均すると毎年1000億ドル前後であり、日本を中心とした他の先進国の黒字でおおむねカバーできたといえる。

しかしながら、1997年以降、米国の経常赤字は急速に拡大し、その赤字幅は1998年に約2171億ドル、1999年に約3315億ドル、2000年に約4135億ドルとなり、他の先進国の経常黒字を大きく上回るようになった。しかも、その赤字幅は近年ますます拡大し、2003年には約5307億ドルに

まで達してしまった。

1980年代から続いている米国の大幅な経常赤字は、米国の成熟国化やIT革命による米国の潜在成長率の高まりを考慮すると、「国際収支の発展段階説」からある程度説明できる。国内投資の増加によって、海外からの借入が増加するからである。しかし、1997年以降のこのような経常赤字の急速な拡大は、米国の国際収支の発展段階説から説明することは難しい。

V. なぜ米国の経常赤字は拡大したか？

最近の米国の経常赤字の急速な拡大に対する一つの説明は、財政赤字の拡大など米国の国内要因である。しかしながら、米国で財政赤字が拡大したのは2000年代に入ってからである。1990年代後半は米国の財政は逆に黒字であり、当時の財政収支の見通しはむしろ楽観的であった。したがって、米国の国内要因は、2000年代に入ってから米国の経常赤字の更なる拡大を説明する上では有益であるといえるが、1997年から2000年初めにかけてなぜ米国の経常赤字が急速に拡大したかを説明する上では不十分ということになる¹⁾。また、国内要因によって米国の貯蓄不足が発生し、その結果として経常収支の赤字が拡大しているとするれば、米ドルは減価する傾向にあるはずである。しかし、次節および次々節でみるように、この期間、米ドルは逆に増価する傾向にあった。このため、1997年から2000年初めにかけての米国の経常赤字拡大の大きな要因としては、米国以外の国々の経常収支の動向、とりわけ、東アジアを中心とした発展途上国の経常収支の動向が注目されている。

Bernanke (2005) は、その代表的なものである。Bernanke は、1997年から2000年初めにかけて米国の経常赤字を拡大させた大きな要因は、東アジアを中心とした発展途上国の経常黒字にあるとした上で、それをもたらした大きな原因として1990年代半ばから90年代末にかけて発生した一連の通貨危機を挙げている²⁾。通貨危機が発生する以前、東アジア諸国をはじめとする発展途上国の多くは、慢性的に経常収支が赤字

で、資本流入が続いていた。しかし、通貨危機の苦い経験から、これらの国の多くは、危機を予防するため、経常収支の黒字を通じて外貨準備を蓄積した³⁾。その結果、東アジア諸国をはじめとする発展途上国が資本流入国から資本流出国に転じ、それが米国への資本流入という形で米国の経常赤字拡大の大きな要因となった。

もっとも、Bernanke の議論を理解するうえで注意すべき点は、東アジア諸国をはじめとする発展途上国が、通貨危機予防のために米ドル建ての外貨準備を蓄積したことである。米ドル建ての外貨準備の蓄積の結果、世界全体として米ドルに対する需要が大幅に増加し、1997年から2000年初めにかけて大幅な米ドル高を生み出す一方、米国の経常収支を拡大させたと考えられる。すなわち、Bernanke 自身は明示的に言及してはいないが、以上の Bernanke の議論では「基軸通貨としての米ドル」の存在が決定的に重要となっているのである。なぜなら、かりに東アジア諸国をはじめとする発展途上国が外貨準備を蓄積したとしても、外貨準備を米国債など米ドル建てで保有しなければ、米国のみが経常赤字を拡大させるという状況にはつながらないからである。

「基軸通貨としての米ドル」の存在によって、米国が巨額の経常赤字を抱えているにもかかわらず、本来であれば下がるはずの米ドルの価値は下落していない。それどころか、東アジア諸国をはじめとする発展途上国によるドル建て外貨準備に対する急激な需要増大によって、米ド

1) Erceg, Guerrieri, and Gust (2005) は、2000年代に入ってから米国の経常赤字の拡大も、財政赤字の拡大によって説明できる部分は限定的であると主張している。

2) 加えて、Bernanke (2005) は、最近の米国の経常赤字の拡大を説明する際に、原油価格の高騰による石油産油国の経常黒字の増加をもう1つの要因として挙げている。

3) この点に関しては、Rodrik (2005) も参照のこと。Rodrik は、近年、発展途上国が過剰な外貨準備を蓄積していること、それが大きな社会的コストを生み出していることを指摘している。

ルの価値はむしろ増価し、米国内の金利を低位に安定化させることによって、米国の経常赤字をさらに拡大させているともいえる。このよう

な米国の経常赤字の拡大は、世界的な貯蓄・投資バランスを歪めている可能性もある。

VI. 東アジア諸国の実質為替レートおよび外貨準備

前節では、「基軸通貨としてのドル」の存在が、東アジア諸国を中心とする発展途上国によるドル建て外貨準備に対する急激な需要増大によって、米国の経常赤字をさらに拡大させた可能性を指摘した。この仮説が正しいとすると、1997年から2000年初めにかけての米国の経常赤字を拡大させたのは、東アジア諸国を中心とする発展途上国から米国への資本移動であり、それがこれら発展途上国の経常収支黒字と米国の経常収支赤字を同時にもたらしたことになる。

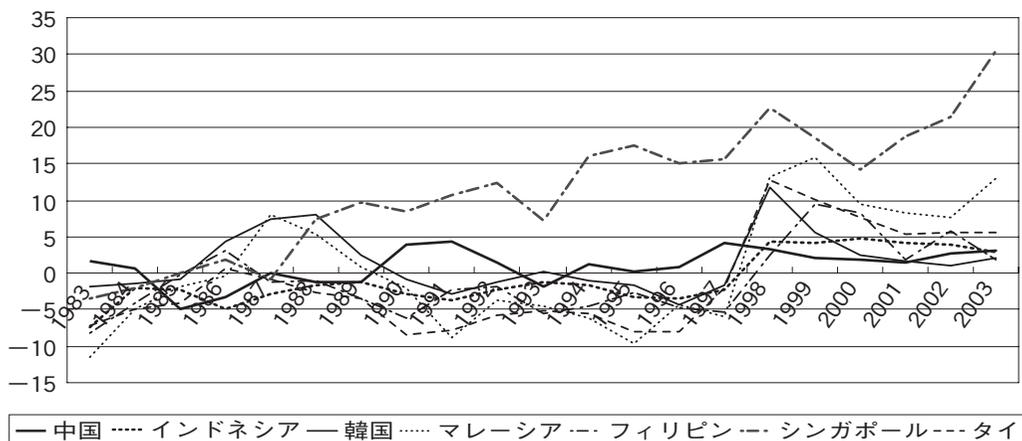
図3は、1980年代前半からの東アジア各国の経常収支の推移を示したものである。図から、1990年代は、1997年まで、中国とシンガポールを除けば、東アジア諸国の経常収支は慢性的に赤字であったことが読み取れる。これらの東アジア諸国は発展途上国であり、経済成長を達成していくために必要な国内投資が国内貯蓄

を上回った結果、経常収支が赤字になっていたという意味では、国際収支の発展段階説と整合的なものであったといえる。しかし、通貨危機後のすべての東アジア諸国の経常収支は黒字に転じ、その黒字幅はGDP比でみて非常に高いものになっている。また、危機前から経常収支が黒字であった中国も、危機後はその黒字幅を大幅に増加させている。

一方、図4は、東アジア各国の外貨準備残高の推移を示したものである。中国の外貨準備残高の伸びがもっとも顕著ではあるが、その他の東アジア諸国でも外貨準備残高が大きく増加しているのが読み取れる。特に、多くの国々で、通貨危機後に外貨準備高の増加が加速したことがわかる。

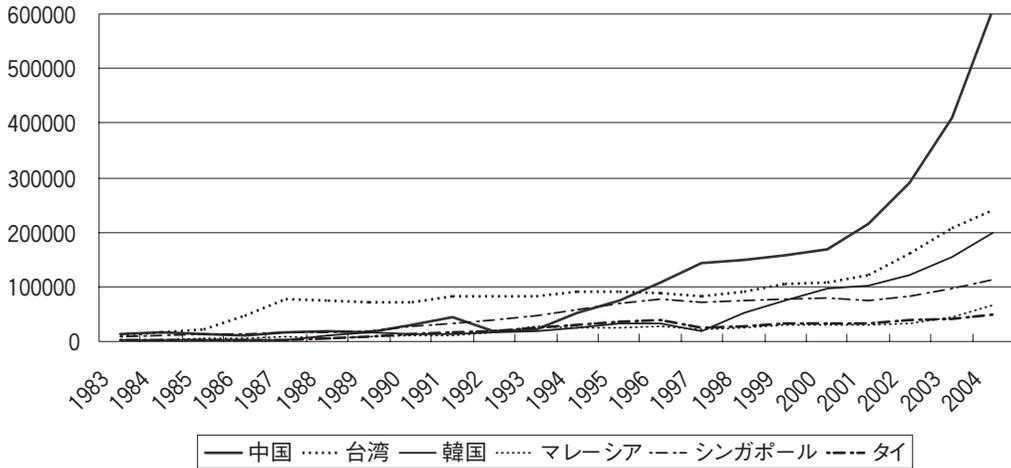
残念ながら、この時期、東アジア各国がどの通貨建ての外貨準備をそれぞれどれだけ増加さ

図3 東アジア諸国の経常収支の推移（対GDP比、%）



出所：IMF, International Financial Statistics.

図4 東アジア諸国の外貨準備高の推移（単位：百万ドル）



出所：IMF, International Financial Statistics.
 注：外貨準備高=total reserve minus gold.

表2 発展途上国における外貨準備の通貨構成比（単位：%）

	米ドル	日本円	英ポンド	スイスフラン	ユーロ	独マルク	その他
1995	70.3	7	2.2	0.7		14.4	5.5
1996	68.5	8.1	3.5	0.6		13	6.2
1997	72.4	5.7	3.3	0.6		12.5	5.6
1998	71.2	5.6	3.3	0.5		14.3	5.2
1999	68.2	6	3.7	0.4	19.9		1.7
2000	68.2	6	3.6	0.3	20.6		1.3
2001	68.6	4.9	3.6	0.3	21.8		0.9
2002	64	4.7	3.8	0.2	26.1		1.2
2003	60.7	4.4	3.9	0.2	28.9		1.9
2004	59.9	4.3	4.8	0.2	29.2		1.6

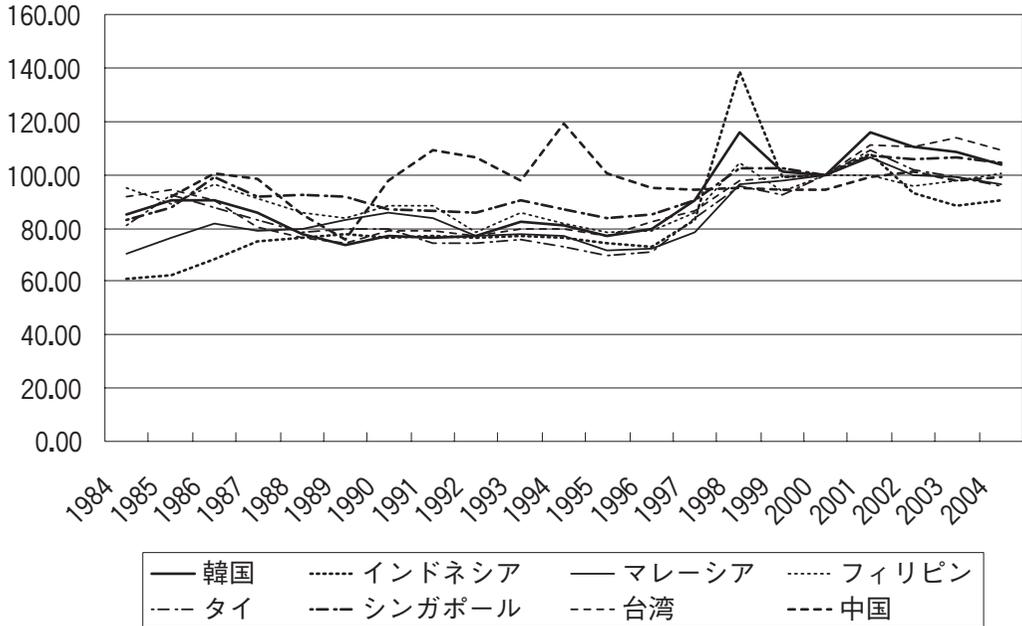
出所：IMF annual report.

せたかに関するデータは利用可能でない。しかし、IMF annual report から、発展途上国全体の外貨準備の通貨構成の推移に関するデータは利用可能である。表2は、その結果をまとめたものである。それによると、米ドルの比率は、1995年から2001年までは、約7割から7割弱と比較的安定している一方、日本円の比率はむしろ低下している。また、2002年以後は、ユーロの比率の増加によって、米ドルの比率は低下したが、それでも約6割程度になっている。外貨準備に

占めるユーロの比率の増加は、ユーロ圏とより密接な経済関係にある国々でより顕著であると考え合わせると⁴⁾、東アジア諸国などそれ以外の発展途上国では、米ドルが依然として外貨準備の通貨構成で大きなシェアを維持してきた可能性が示唆される。

東アジア諸国を中心とする発展途上国によるドル建て外貨準備に対する急激な需要増大が米国の経常赤字をさらに拡大させたとする仮説は、対米ドル実質為替レートからもサポートできる。

図5 東アジア諸国の実質為替レート



出所：IMF, International Financial Statistics.

注1：為替レートはすべて邦貨建て（1ドルに対する当該国通貨）、また、年平均の数値。2000年を基準とし、数字が小さいほどその通貨高を表す。

注2：物価水準は2000年を100とし、基本的に企業物価指数をつかった。ただし、中国のみ（利用できなかったため）消費者物価指数で、基準が1985年となっていたので2000年が100となるよう換算した。また、フィリピンについても同様に、93年以前のデータは基準が1990年だったので、2000年が100となるよう換算した。

図5は、日本を除く東アジア各国の対米ドル実質為替レート（すべて邦貨建て、すなわち1ドルに対する当該国通貨の実質価値）の推移を、2000年の値を100に正規化して示したものである。図からまず読み取れることは、1990年代前半から通貨危機が発生するまでは、中国を除く東アジア各国の対米ドル実質為替レートが、2割から3割程度（シンガポールは1.5割程度）、2000年の水準よりも本国通貨高であったことである。このような危機前の東アジア諸国の通貨高は、各国の経常収支の赤字をもたらしていたともいえる。

一方、これら東アジア各国の対米ドル実質為替レートは、通貨危機によって大幅に減価しただけでなく、その後に各国が経常収支黒字や高い経済成長率を達成するようになってからも、本国通貨安の傾向は続いている。他の条件が一定であれば、経常収支黒字はその国の実質為替レートを増価させる。また、バラッサ・サミュエルソン・モデルに従えば、貿易財セクターの生産性上昇を伴う高い経済成長率はその国の実質為替レートを増価させるはずである。通貨危機後、東アジア各国の対米ドル実質為替レートが本国通貨安の水準で安定していたという事実

4) 欧州では、スウェーデンが2006年になって外貨準備の通貨構成比を見直し、それまでのユーロと米ドルがともに37%であったものを、ユーロを50%へ上昇させる一方、米ドルを20%へと低下させた。なお、この組み換えに伴って、日本円の構成比はそれまでの8%から0%になってしまった（Riksbank Press Release, April 21, 2006）。

は、この時期の東アジア各国の実質為替レートが、經常収支や経済成長率のショックではなく、米ドルに対する需要の増加という国際資本移動のショックによって影響されていることを示唆する。

VII. バラッサ・サミュエルソン・モデルからのインプリケーション

バラッサ・サミュエルソン・モデルに従えば、貿易財セクターの生産性上昇を伴う高い経済成長率はその国の実質為替レートを増価させる。また、一国の経済成長の源泉は、多くの場合、貿易財セクターの生産性上昇である。Rogoff (1996) はこれらの点に注目して、1990年時点での世界各国の実質為替レートと所得水準の関係进行分析し、両者に密接な正の相関関係が存在することを示し、バラッサ・サミュエルソン・モデルがデータからも支持されると主張した。以下では、このRogoffが示した関係が通貨危機前と後で如何に変化したかを見ることによって、東アジア諸国を中心とする発展途上国の対米ドル実質為替レートの水準が、バラッサ・サミュエルソン・モデルの観点から見て通貨危機後に適切な水準にあったかどうかを検討する⁵⁾。

具体的には、Penn World Tables6.1からデータのそろった国のデータをすべて用いて、通貨危機前の1994年と1995年および通貨危機後の1998年と1999年の計4時点に関して、クロスセクション推計をそれぞれ行った。推計式では、各国の対米実質為替レート（PPPベースの各国の物価水準の対米価格比）の対数値を被説明変数に、各国の一人当たり名目GDPの米国比（PPPベース）の対数値を説明変数として、定数項を含む最小自乗法で推計を行った。各年の推計結果を示したのが表3、そのプロットを示したのが図6である。図の縦軸は、数字が小さいほどその通貨安を表す。

図から、通貨危機前の1994年と1995年では、アフリカ・中東諸国や旧ソ連諸国などではずれ値が見られるが、おおむね安定した関係が観察される。特に、東アジア諸国では、中国が自国通貨安の方向に若干はずれ値気味であるが、残りの国々はほぼ回帰式から予想される関係を満たしている（そのなかでは、香港、韓国、シンガポールがわずかに自国通貨高、マレーシア、タイ、フィリピン、インドネシアがわずかに通貨安となっている）。

これに対して、通貨危機後の1998年と1999年では、アフリカ・中東諸国や旧ソ連諸国などが依然としてはずれ値であるのに加えて、比較的所得水準が低い国々で多くのはずれ値が観察されている。また、通貨危機前の1995年の回帰分析の結果と比較すると、回帰直線の下方シフトが起こっており、そのシフト幅は1998年より1999年が大きくなっている。特に、回帰直線の下方シフトの度合いは、比較的所得水準が低い国々でより顕著となっている。以上の結果は、通貨危機後、米ドル建ての外貨準備など米ドル建て資産に対する需要が原因で、バラッサ・サミュエルソン・モデルでは説明できない対米実質為替レートの減価が、発展途上国を中心に世界全体で起こったことを示唆している。

一方、東アジア諸国に目を向けると、通貨危機後の1998年と1999年では、インドネシアが、回帰直線から下方に大きく乖離している。また、中国だけでなく、フィリピン、タイ、マレーシアも、回帰直線からの下方への乖離幅を拡大し

5) Frankel (2005) は同様の関係を2000年時点でのデータを用いて検証し、中国の人民元が過大評価されていることを示している。

表3 バラッサ・サミュエルソン効果の推計結果

推計式 $\text{LogRER} = \alpha + \beta \cdot \text{LogGDP}$

推計結果

Year	Number of obs		Coef.	Std.err.	t	R-squared
1994	148	LogGDP	0.3700	0.0406	9.11	0.3623
		const.	-0.2045	0.0886	-2.31	
1995	150	LogGDP	0.3887	0.0314	12.38	0.5094
		const.	-0.0781	0.0681	-1.15	
1998	147	LogGDP	0.3828	0.0311	12.31	0.5113
		const.	-0.1420	0.0678	-2.09	
1999	141	LogGDP	0.4027	0.0334	12.06	0.5107
		const.	-0.1649	0.0727	-2.27	

注：データの定義

・RER — 対米実質為替レート

Penn World Table の変数 P (Price Level of GDP) の対米比： $\frac{P_i}{P_{us}}$

・LogRER — RER の自然対数

・GDP — 1人当たり名目国内総生産

Penn World Table の変数 y (CGDP relative to the U.S.) の対米比： $\frac{y_i}{y_{us}}$

・LogGDP — GDP の自然対数

データ元

Alan Heston, Robert Summers and Bettina Aten, Penn World Table Version 6.1, Centre for International Comparison at the University of Pennsylvania (CICUP), October 2002

ている。さらに、1994年と1995年には回帰直線の上側にあった韓国とシンガポールも、1998年と1999年にはほぼ回帰直線上にまで減価している。これら東アジア諸国の変化は、世界的にこの時期観察された対米実質為替レートの減価が、東アジア諸国でより顕著に見られたことを示すものである。

通貨危機後、東アジア諸国を中心に対米実質為替レートの減価と外貨準備の蓄積が見られた理由としては、これらの国々が自国の輸出促進のために外国為替市場へ積極的に介入し、自国通貨安に誘導した可能性も否定できない（たと

えば、Roubini and Setser (2004))。特に、中国の人民元に関しては、厳しい為替管理の下で、このような通貨安誘導政策が行われてきた側面はあったと考えられる。しかし、今日、多くの発展途上国では国際資本移動はほぼ自由化されており、通貨安誘導政策の効果が何年にも渡って持続するとは考えにくい。したがって、以上の結果は、通貨危機後、東アジア諸国が米ドル建ての外貨準備など米ドル建て資産に対する需要を増加させた結果、それらの国々で対米実質為替レートが減価したとする仮説と整合的であるといえる。

図6 バラッサ・サミュエルソン・モデルの実質為替レート

(1) 1994年

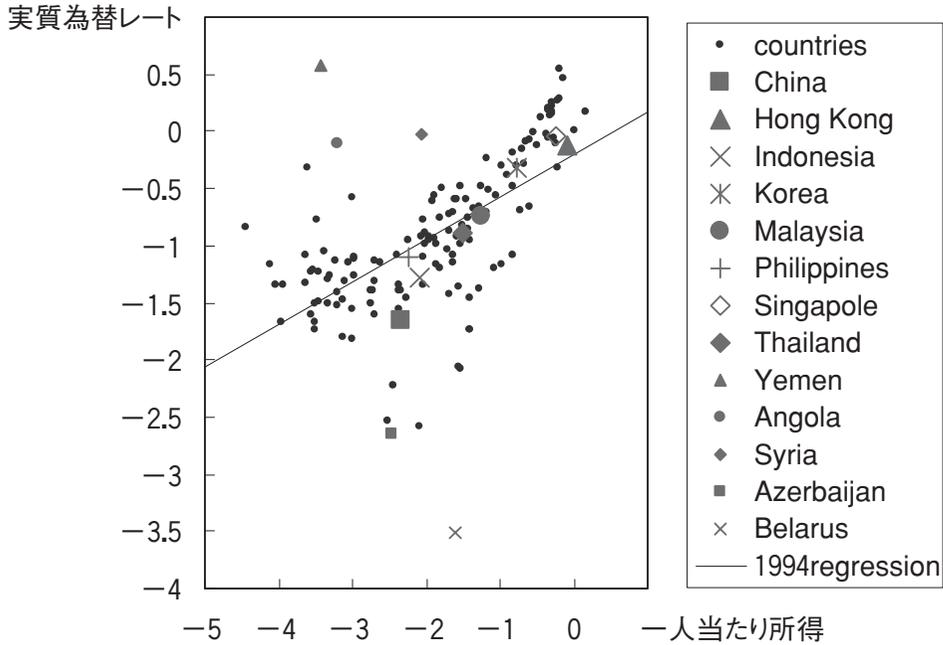


図6 バラッサ・サミュエルソン・モデルの実質為替レート (続)

(2) 1995年

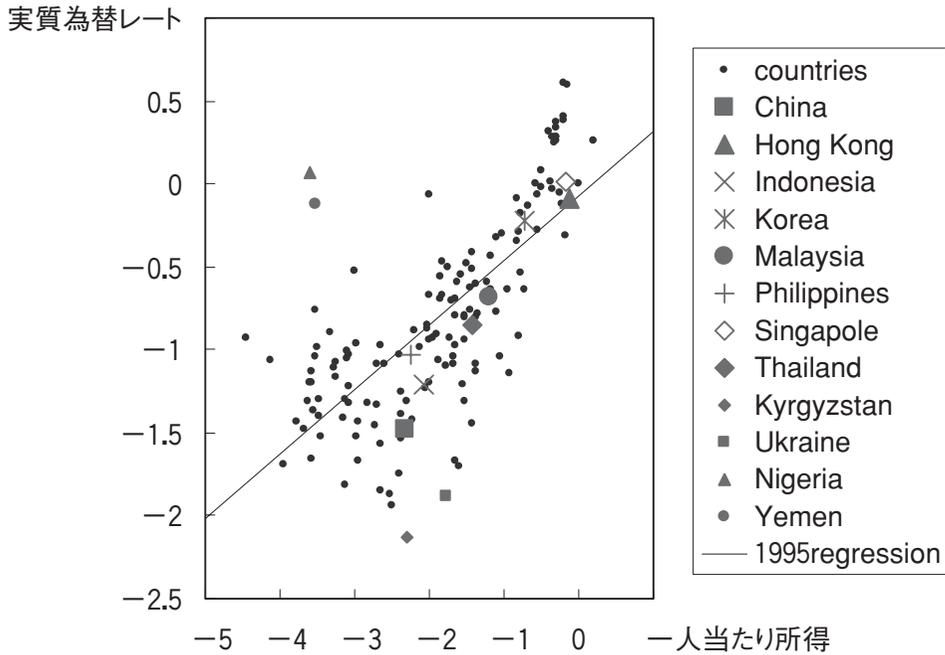


図6 バラッサ・サミュエルソン・モデルの実質為替レート (続)

(3) 1998年

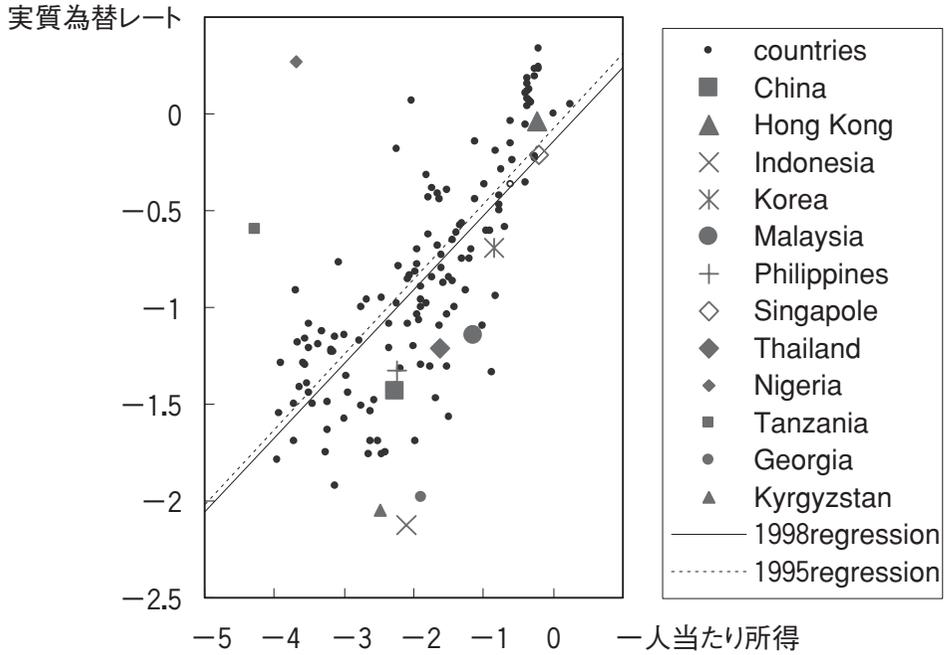
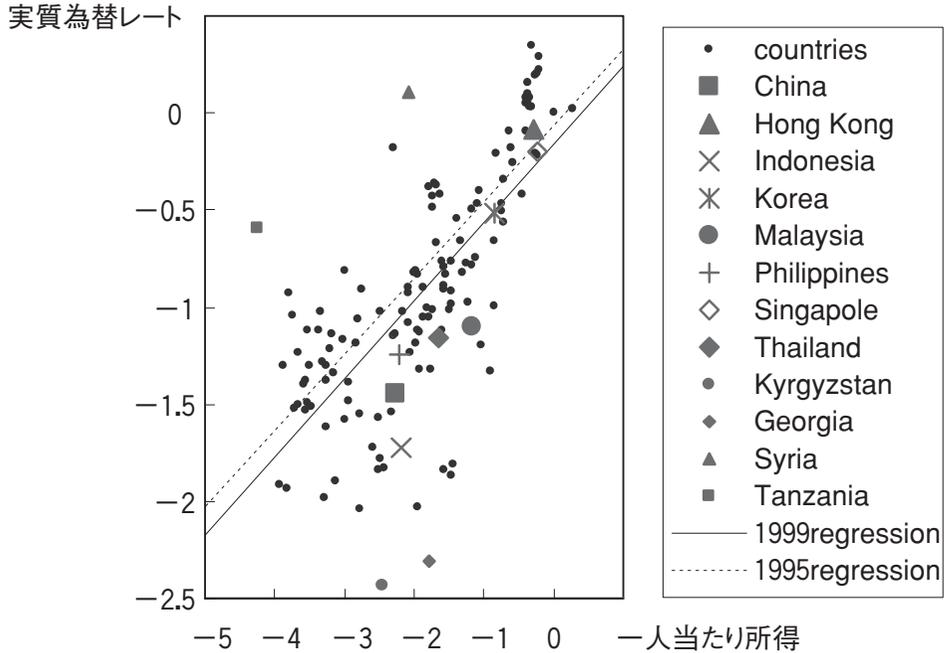


図6 バラッサ・サミュエルソン・モデルの実質為替レート (続)

(4) 1999年



VIII. おわりに

本稿では、貯蓄・投資バランス・アプローチなど国際資本移動が各国の経常収支の動向を左右するという理論に依拠しながら、日本および最近の米国の経常収支の変化がいかなる要因によってもたらされたかを考察した。その結果、日本の中長期的な経常収支の動向は、おおむね貯蓄・投資バランス・アプローチや国際収支の発展段階説で説明できるものの、現状では、日本の成熟国化、潜在成長率の低下、それに急速な高齢化によって、経常収支が黒字から赤字へ転ずる兆候が見られていないことを明らかにした。一方、米国は、1980年代から大きな経常赤字を持続してきたが、その赤字幅は、1990年代末以降、飛躍的に拡大し、主要先進国においてもその経常赤字は突出していることを示した。さらに、本稿では、最近の米国の経常赤字の増大の原因が、通貨危機後の発展途上国における外貨準備の蓄積および「基軸通貨としてのドル」の存在にある可能性が高いことも明らかにした。

通貨危機後の発展途上国を中心とした米ドル建ての外貨準備の蓄積は、世界全体として対米実質為替レートが減価する傾向を生み出している。その結果、米国にとっては低金利による海外からの資金調達を可能にするというベネフィットがある反面、経常赤字が近年大幅に拡大している。一方、他の国々では、発展途上国を中心に経常収支の黒字化と利回りの低い米ドル建て金融資産の大幅な蓄積の傾向をもたらしている。国際収支の発展段階説に立てば、発展途上国の経常収支は赤字となる傾向が強いはずなので、近年のこのような傾向は、世界的な貯蓄・投資バランスを歪めている可能性もある。また、目を日本に向けた場合、日本の成熟国化、潜在成長率の低下、それに急速な高齢化によって、経常収支が黒字から赤字へ転ずる環境は整って

きたが、現在のところ、経常収支赤字化の兆候は見られていない。これは、世界的な対米実質為替レートの減価、すなわち、米ドルの独歩高が、日本の対米実質為替レートを本来の貯蓄・投資バランスから考えられる均衡水準よりも減価させ、その結果、日本の経常収支黒字を高止まりさせている可能性を示唆するものである。

もっとも、「基軸通貨としてのドル」の存在は、今日の国際金融の世界では必ずしも磐石のものではない。とりわけ、ユーロの台頭は、基軸通貨が米ドルからユーロへと移行する可能性を高めた(たとえば、Chinn and Frankel, (2005))。かりに発展途上国でも基軸通貨がユーロへと移行するような事態が支配的になれば、外貨準備としての米ドルに対する需要減、それによる米ドルの暴落が新たなリスク要因となる。その影響は、日本でも円の対米ドル・レート的大幅な上昇という形で現れる可能性が高く、その影響は、米国だけでなく、世界経済全体にとっても決して小さくないと懸念される。

今後の世界経済を見通した場合、米国が巨額の経常収支赤字をいつまでも持続することはできない。やがては、何らかの形で調整は不可避であると考えられる。日本も含めて世界経済全体としてみた場合、そのような調整がハードランディングとして起こることは、決して好ましいことではない。世界各国が政策協調を行いながら、事態のソフトランディング的解決が望まれるところである。ただ、米国の経常収支赤字の大きな原因が発展途上国から米国への資本流入となっている今日、その際に必要な政策協調は、G7のような先進国間の話し合いだけでは不十分である。東アジア諸国や他の発展途上国を含めた幅広い政策協調を行うという視点が政策当局者に望まれるところである。

参 考 文 献

- Aizenman, Joshua, and Jaewoo Lee, (2005), “International Reserves: Precautionary versus Mercantilist Views, Theory and Evidence,” NBER Working Papers: 11366.
- Bernanke, B.S., (2005), “The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit,” The Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia.
- Chinn, M., and J. Frankel, (2005), “Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency?” forthcoming, Richard Clarida ed. *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, University of Chicago Press (also available at NBER WP 11510).
- Corsetti, G., P. Pesenti, and N. Roubini, (1999), “What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?,” *Japan and the World Economy* 11, pp. 305–373.
- Erceg, C., L. Guerrieri, and C. Gust, (2005), “Expansionary Fiscal Shocks and the Trade Deficit,” International Finance Discussion Paper 2005–825, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Frankel, J., (2005), “On the Renminbi: The Choice between Adjustment under a Fixed Exchange Rate and Adjustment under a Flexible Rate,” NBER Working Paper No.11274.
- Horioka, C.Y., (1992), “Future Trends in Japan’s Saving Rate and the Implications Thereof for Japan’s External Imbalance,” *Japan and the World Economy*, vol. 3, no. 4, pp. 307–330
- Rodrik, D., (2005), “The Social Cost of Foreign Exchange Reserves,” forthcoming in the *International Economic Journal*.
- Rogoff, Kenneth, (1996), “The Purchasing Power Parity Puzzle,” *Journal of Economic Literature*, v. 34, iss. 2, pp. 647–68.
- Roubini, N., and B. Setser, (2004), “The US as a Net Debtor: The Sustainability of the US External Imbalances,” unpublished draft.
- Sachs, Jeffrey, and Steve Radelet, (1998), “The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects,” *Brookings Papers on Economic Activity*, Issue 1.