

米国為替政策の行方 ～ クルーグマン・モデル再考～

[要 旨]

1. 本稿では、対外不均衡の調整と為替レートの役割、及び米国の「強いドル政策」に焦点を当て、米国の為替政策の行方を考察した。
2. 対外純債務がどれほどまで、またどのようなテンポで膨らんでいくのかを考えるため、クルーグマン・モデルを用いてシミュレーションを行った。1980 年を貿易赤字が均衡していた基準年とすると、ドルの実質実効レートは 04 年 7～9 月時点で 11%ほど過大評価である。各種パラメーターを計測し、シミュレーションを行なうと、対外純債務 / GDP 比率は最大で 100%超、またそれが均衡するのは 130 年後との結果が得られた。
3. クルーグマン・モデルは、為替レートによる対外不均衡の調整メカニズムが機能することを前提としていたが、90 年代、こうした調整メカニズムが働きにくくなっている可能性がある。米国の交易条件は実質為替レートの変動とはほぼ無関係に改善の一途を辿り、貿易赤字の拡大に寄与しているのである。こうした交易条件の動きは、近年、為替レートから輸入物価へのパス・スルーが低下していることに起因している。米国の輸入の中身が、パス・スルーの低い財にシフトしているためである。
4. 交易条件以外の要因をみるために、純輸出 / GDP 比を被説明変数とし、交易条件、内外成長率格差、対中貿易赤字の代理変数を説明変数として推計を行った。いずれの要因も統計的な有意性が確認されたが、純輸出 / GDP 比に対する寄与度をみると、80 年代は交易条件による影響が極めて大きい一方、90 年代は内外成長率格差の影響が大きく、また対中貿易赤字の影響も無視できない。これらの結果のインプリケーションは次の通りである。
5. 為替レートの変動を通じた交易条件の変化による国際収支調整は現在も機能している。ドルを減価させ、米国の交易条件を悪化することができれば、米国の貿易赤字は改善に向かう。したがって、中国・人民元の切り上げが実現するならば、輸入物価指数へのパス・スルーを通じて、米国の貿易赤字には縮小圧力が働くであろう。もっとも、人民元の大幅な切り上げが非現実的である現段階においては、為替レートによる調整は大きなものとはなり得ない。
6. そもそも為替レートから輸入物価へのパス・スルーは 90 年代後半に弱まっており、80 年代と同じだけの為替レートの変動があっても、貿易赤字の縮小度合いはより小さくなっている。これは米国の輸入が高度化し、為替変動を受けにくい高付加価値な財の輸入シェアが増大していることに起因している。これは不可逆的な動きであり、今後もパス・スルーは弱まる方向に向かうだろう。
7. より重要なポイントは、90 年代の貿易赤字は、内外成長率格差によって生じた部分が極めて大きい点である。貿易赤字の解消を為替レートによる調整に期待するより、む

しろ、内外成長率格差を縮小する各国のマクロ経済政策を待つべきであろう。

8. ルービン「強いドル政策」について、経済のファンダメンタルズが為替レートの水
準を決定するとの考えの下、「米国経済のパフォーマンスを高める経済政策の採用」
と定義したが、スノーは「国際通貨としてのドルの魅力を高める政策」と再定義した。
しかし両者は本質的には変わらない。現在までのところ、ブッシュ政権下の「強い
ドル」へのコミットメントは弱い。今後、公約に掲げている経済政策を実現するた
めに、「強いドル」へのコミットメントは再び強まる可能性がある。

経済調査部 シニアエコノミスト 小野 亮

Tel : 03-3201-0544

E-Mail : makoto.ono@mizuho-ri.co.jp

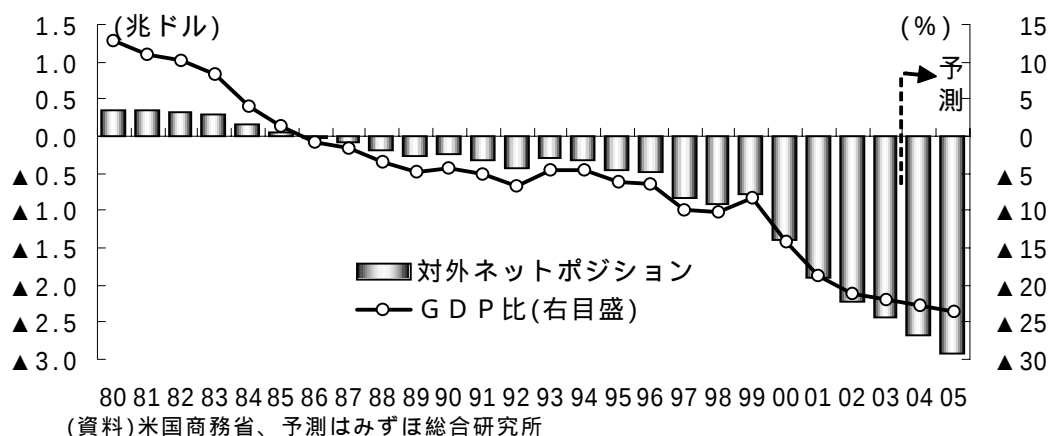
[目 次]

1. 「双子の赤字」の再来	4
2. クルーグマン・モデルによるシミュレーション	5
(1) 景気回復下で減価するドル	5
(2) クルーグマン・モデル	6
(3) ドルの過大評価率	8
(4) 各種パラメーターの状況	9
(5) 対外不均衡是正のシミュレーション	10
3. 対外不均衡調整の現実	11
(1) 為替レート調整は機能するか	11
a. 実質実効レートと交易条件	11
b. 輸入物価指数とコンピューター価格	13
c. 為替レートのパス・スルー	14
d. 輸出物価指数	17
(2) 内外成長率格差	19
(3) 為替レート調整は効果的か	21
4. 米国為替政策の行方	22
(1) 変化する「強いドル政策」	22
a. ルービンによる定義	22
b. スノーによる定義	23
(2) 再定義された「強いドル」の本質	24
(3) 米国為替政策の行方	26
a. ブッシュ政権の経済政策	26
b. おわりに	27

1. 「双子の赤字」の再来

米国商務省のGDP速報によれば、2004年7～9月期の純輸出は年率▲6,278億ドル、名目GDP比▲5.3%と過去最大の赤字に拡大した。こうした巨額の赤字に達している貿易収支に所得収支、移転収支を加えた経常収支は、当社の予測では05年に▲6,400億ドル、名目GDP比▲5.2%にまで悪化し、経常赤字の累積である対外純債務残高は2.9兆ドル、名目GDP比23.6%に達する見込みである（図表1）。

図表1：米国の対外ネットポジション



経常赤字と共に財政赤字も膨張しており、04年度には▲4,126億ドルと過去最大の赤字幅となった。経常赤字と財政赤字といういわゆる「双子の赤字」の再来である。経常赤字は、米国内の貯蓄不足（投資超過）の現れであり、貯蓄不足を補うために海外から多くの資本流入を呼び込む必要がある。財政赤字も連邦政府の借入れ（米国債の発行）を意味するが、永遠に借入れを続けることは不可能であり、いずれその返済をしなければならない。

「双子の赤字」の問題は、その解消が可能であるのか（支払能力）、可能であるとすればどれくらいの期間が必要なのか、投資家はそれまでファイナンスを続けてくれるのかどうか（維持可能性）、にある。もし、米国経済や連邦政府の支払能力や、ファイナンスの維持可能性に対する疑念が高まれば、海外からの資本流入が円滑に進まず、ドルが大幅に減価するとともに、国内では資本不足から実質金利が上昇し、民間投資がクラウディング・アウトされ、消費が大きく落ち込んでしまうという事態に陥ってしまう。

果たして米国は、こうしたドル危機の危険性をも孕むハードラングディングを避け、緩やかな調整が可能なのか。緩やかな調整のためには、どのような政策が求められるのだろうか。特に、米政府は「強いドル政策」を放棄すべきなのか、維持すべきか。

本稿では、対外不均衡の調整と為替レートの役割、及び米国の「強いドル政策」に焦点を当て、米国の為替政策の行方を考察する。

* 本稿は2004年度日本金融学会秋季大会国際金融パネル「アメリカ経常収支赤字と国際通貨システムの安定性」（座長 藤田誠一教授（神戸大学））向けに用意した論文を大幅に加筆修正したものである。パネルで多くの有益なコメントを頂いた藤田教授をはじめ、小川英治教授（一橋大学）、田中素香教授（中央大学）、東條吉朗氏（経済産業省）に感謝申し上げたい。

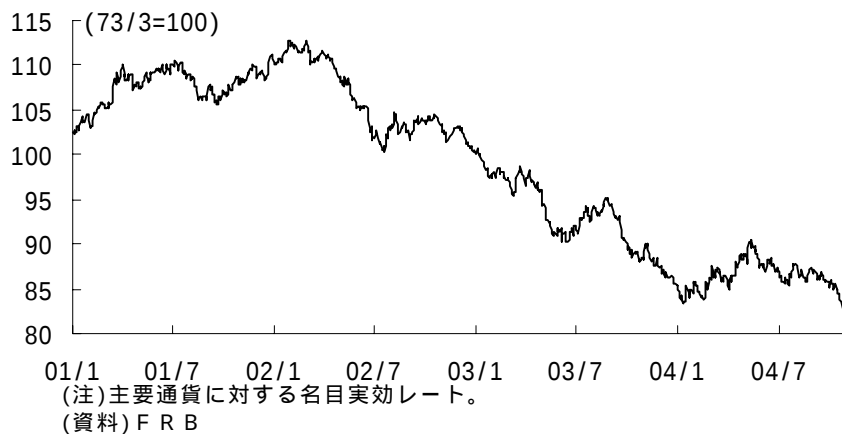
2. クルグマン・モデルによるシミュレーション

(1) 景気回復下で減価するドル

ドルはかつて、ITバブル崩壊と景気後退、同時多発テロの発生という連続的かつ大きな外的ショックに襲われたにもかかわらず、なお暫く上昇が続いたことから、その耐久性になぞらえて「テフロン・カレンシー」(Business Week [2002])と称された。

しかし皮肉にも、「テフロン・カレンシー」と呼ばれた時期と相前後して、ドルは下落基調へと転じたのである。FRBによれば、主要通貨に対するドルの名目実効レートは02年1月28日にピークをつけ、今年初めのボトム(04年1月9日)までの間に26%ほど下落した。その後は横ばい圏内の推移が続いたが、11月の大統領選挙が終わると、ドルの下げ足は急速に強まり始めている状況である(図表2)。

図表 2：景気回復下で減価するドル



米国景気が回復している中でドルの減価が持続するという状況は、70年代以降、初めてのことである。一つの要因は、FRBが超低金利政策を持続してきた理由でもあったが、景気回復の持続性が疑問視されたことである。ジョブレスリカバリー(雇用なき景気回復)と呼ばれるように、景気回復にもかかわらず雇用情勢が長期にわたって低迷を続け、また低位にあったインフレ率がさらに鈍化し、一時はデフレリスクの懸念も高まった。こうした中で、長期金利は低位に留まり、米国経済の先行きに対する不安と相まって、ドルの減価をもたらしたものと見られる。

しかし、もう一つの重要な要因は、市場におけるドルの過大評価に対する懸念である。90年代後半以降、いわゆる「強いドル政策」の下でドルは増価してきたが、景気の低迷や高水準の経常赤字に直面し、01年頃から「強いドル政策」の転換を求める声が強まった。「景気の実勢や経常赤字の水準からみれば、ドルが過大評価されている」との見方であり、「強いドル政策」がドル暴落のリスクを高めているとの指摘である。ドルが減価し始めた02年以降も経常赤字・財政赤字は膨らみ続けており、ドルへの不安をさらに強める状況にある。

(2) クルーグマン・モデル

果たしてドルは、どの程度、過大評価されているのか。また、経常赤字は永遠に膨らみ続けてしまうのか、それともいつかの時点で縮小し始めるのだろうか。こうした問いに答えるためのモデルの一つに、クルーグマンが示した思考モデル¹（以下、クルーグマン・モデル）が挙げられる。

80年代前半、米国ではレーガン政権の大幅減税によって財政赤字が拡大し、それが経常赤字の悪化をもたらす「双子の赤字」が問題視されていた。フェルドシュタインが指摘したように、財政赤字は米国の実質金利上昇をもたらし、ドルが増価した。こうしたドルの増価が貿易赤字の拡大を生んだのである²。貿易赤字の拡大とドルの増価は、米国内における純投資の2倍の規模に達する1,000億ドルもの資本流入をもたらし、実質金利がさらに上昇するのを防いだほか、輸入物価の低下がインフレ率を1%ほど押し下げるという恩恵もあった。しかし、フェルドシュタインは、資本流入とドルの増価は、米国民に「生活の質に対する過った認識（a false sense of well-being）を与える危険を伴っている」と警告を発し、「80年時点から70%も増価したドルは、いずれ減価しなければならない」と指摘した。

こうした状況下、クルーグマンは「経常赤字の膨張は永遠に続くものではない。ドルが今後、内外金利格差に織り込まれたような緩慢なペースで減価するのであれば、経常赤字の是正には非常に長い時間がかかってしまう」ということをシミュレーションによって示したのである。

クルーグマン・モデルの仮定は次の通りである。金融市場では、金利平価条件と為替レートに関する合理的期待により、ドルが内外実質金利格差に等しい率で今後、減価していくと予想されている。またドルには貿易収支を均衡させる水準があり、この水準からの乖離度合いに比例して貿易収支は変動する。したがって、現在ドルが過大評価されていれば、それに見合った貿易赤字が発生しているが、将来にわたって内外実質金利格差に等しい率でドルが減価するため、それにつれて貿易赤字も縮小していく。ただし貿易赤字が続く限り、対外純債務は累積する。ある時点で発生した貿易赤字（GDP比）は、その期以降、新たな対外純債務として国内実質金利と実質GDP成長率の格差に相当する率で膨張する。

こうしたドルの過大評価率、内外実質金利格差、国内実質金利・実質GDP成長率格差を所与とすると、対外純債務がどれほどまで、またどのようなテンポで膨らんでいくのがモデルによって示されるのである。市場金利や為替レートには、これらのシナリオが暗黙の内に織り込まれていることになる。

以下、具体的に述べる。実質実効ドルレートは内外金利格差に等しい率で減価するとの予想が成立しているとの仮定から、 t 期及び当期（ $t=0$ ）の実質実効レートをそれぞれ E_t と E_0 、米国及び海外の実質金利をそれぞれ r 、 r^* とおくと

¹ Krugman [1985]

² Feldstein [1985]

$$(1) \quad E_t = E_0 - (r - r^*)t$$

貿易収支を均衡させる実質実効レートの水準（均衡レート、 $\bar{E}$ ）が存在し、貿易赤字の GDP 比（ B_t ）は実質実効ドルレートの均衡水準からの乖離幅に比例するとの仮定から、

$$(2) \quad B_t = \gamma (E_t - \bar{E})$$

γ は実質実効レートの過大評価率に対する貿易赤字の感応度を表すパラメーターである。

さらに、T 期（ $T > 0$ ）における対外純債務の GDP 比（ D_T ）は、当期における対外純債務（ D_0 ）と、各期における貿易収支（ B_t ）の累積の和であり、それぞれが国内金利と実質 GDP 成長率（ g ）の差に等しい率で膨張していくとの仮定から、

$$(3) \quad D_T = \int_0^T B_t e^{(r-g)(T-t)} dt + D_0 e^{(r-g)T}$$

(1)～(3)式を解くと、

$$(4) \quad D_T = \frac{\gamma}{r-g} \left\{ \left[e^{(r-g)T} - 1 \right] \left[\varepsilon - \frac{\alpha}{r-g} \right] + \alpha T \right\} + D_0 e^{(r-g)T}$$

ただし

$$\varepsilon = E_0 - \bar{E}, \quad \alpha = r - r^*$$

(4)式を $\frac{dD}{dT} = 0$ として解くと、対外純債務はある時点 $T_{\max}$ において、最大値 $D_{T_{\max}}$ に

達し、それ以降は縮小、改善に向かう。

$$(6) \quad T_{\max} = \frac{1}{r-g} \log \left[\frac{\alpha}{\alpha - \varepsilon (r-g)} \right]$$

$$(7) \quad D_{T_{\max}} = \frac{\gamma}{r-g} \left[\frac{\alpha}{r-g} \log \frac{\alpha}{\alpha - \varepsilon (r-g)} - \varepsilon \right]$$

(3) ドルの過大評価率

貿易収支が均衡していた基準年として、クルーグマンは 80 年を選択し³、80 年の実質実効ドルレートを均衡レートとした。本稿でもこれに倣いながら、クルーグマン・モデルを 01 年、及び 04 年 1～3 月期に適用していく。参考として、筆者が 01 年に行なった試算結果⁴と、F R B による実質実効レートの推移も合わせて見ていこう。

なお、本稿における実質実効レートは、カナダ、日本、ベルギー、フランス、ドイツ、イタリア、オランダ、英国の各国通貨の対ドルレートを米国とのインフレ率格差によって実質化した後、F R B が発表している貿易ウェイト⁵を用いて加重平均して算出した。これらの主要 8 カ国を選んだのは、クルーグマンとの比較を容易にするためであるが、貿易ウェイトの合計は 80 年の 61.1% から 03 年の 47.7% に低下しており、本来の実質実効レートの動きを十分には反映できていない可能性に留意されたい。

クルーグマンによれば、85 年 5 月時点のドルは 33% ほど過大評価されていた。本稿の試算による過大評価率も 34% (85 年 4～6 月期) となり、クルーグマンとほぼ同じ結果が得られることが確認できる (図表 3)。

近年はどうか。01 年時点の推計値は 37% であり、85 年当時よりも 3 ポイントほど過大評価率が高まっている。01 年当時の筆者の推計でも 40% という値が得られており、こうしたドルの過大評価率の上ぶりは、米政権による「強いドル」政策がもたらした可能性も考えられよう。

図表 3：実質実効レートの過大評価率

	試算結果	参考	F R B 実質実効レート	
			主要通貨	広義
85 年	4～6 月期 34%	Krugman[1985], 5 月 33%	4～6 月期 31%	4～6 月期 32%
01 年	37%	小野[2001] 40%	25%	25%
04 年	7～9 月期 11%	-	7～9 月期 2%	7～9 月期 13%

(注) F R B 実質実効レートは 1980 年からの変化率。

(出所) Krugman[1985]、小野[2001]、F R B

³ クルーグマンは 80 年を選ぶことについて、次のように述べている。80 年には経常収支がバランスしていたが、もしドルがその水準に保たれていたとすれば、米国は大幅な経常収支黒字を計上したはずであると考える識者も多い。すなわち長期的視点に立てば、80 年のドルは過小評価されていた可能性がある。とは逆に、80 年以降の世界経済は、米国の輸出需要を減退させる方向 (すなわち停滞) に動いていた。欧州の低成長や第三世界における債務問題を踏まえると、他の条件を一定とした場合、米国の経常収支がバランスするためにはドルの下落が必要であった可能性がある。80 年時点は、対外資産からの収益によって経常収支が部分的に維持されてきた。しかしその後の経常収支赤字の拡大によって、米国の対外純債権国としての立場はなくなった (対外純債務国に転落した) と広く信じられている。Krugman [1985]

⁴ 小野[2001]

⁵ 詳細は Leahy [1998] を参照。

足もと(04年7~9月期)では、ドルの過大評価率は11%にまで縮小している。これは、02年以降のドル減価を通じて、過大評価の修正が進んだ結果である。なお、参考として挙げたF R Bの実質実効ドルレートを見ると、01年当時の過大評価率(1980年と比べた変化率で代替)が主要通貨ベース、広義ベースともに25%と肩を並べていたが、04年7~9月期には主要通貨ベースの過大評価率がわずか2%にまで縮小したのに対して、広義ベースは依然として13%ほど過大評価されている。これは、02年以降のドル減価が、主要国通貨に対して進んだものの、非主要国通貨に対する調整が進んでいないためであり、特に貿易ウェイトが9.8%(03年、F R B)と大きい中国の人民元が事実上のドル・ペッグとなっている影響が表れているとみられる。

(4) 各種パラメーターの状況

次に、クルーグマン・モデルに用いる貿易赤字/GDP比⁶の為替感応度、内外実質金利格差、国内実質金利・実質GDP成長率格差の各パラメーターについて見てみよう(図表4)。

貿易赤字/GDP比率の為替感応度は、クルーグマンや01年時点の推計ともに10%であったが、足もとでは40%にも達している。こうした為替感応度の異常な高さは、01年と比べた場合、ドルが減価し実質実効レートの過大評価率が縮小しているにもかかわらず、その間、貿易赤字が拡大してきたことに起因している。モデル上、為替感応度は当期における実質実効レートの過大評価率と貿易赤字の瞬間的な関係から求められているが、実際に実質実効レートの変動が貿易収支に影響を及ぼすまでには2年ほどのラグがあると指摘されている。02年以降の貿易赤字拡大は、“それ以前”における実質実効レートの上昇によるものである可能性が高く、その分だけ為替感応度が上ぶれしているとみられる。

内外実質金利格差(米国と主要8カ国との間のそれぞれの実質長期金利格差を、実質実効レートの算出に用いた貿易ウェイトで加重平均したもの)は、足もとで0.1%と極めて小

図表4：クルーグマン・モデルのパラメーター

	85年5月 Krugman [1985]	2001年		2004年 7~9月期
		小野 [2001]	再推計	
・ 貿易赤字/GDP比の為替感応度： γ	10%	10%	10%	40%
・ 内外実質金利格差(実質実効レートの減価率)： $r - r^*$	2.4%	0.3%	▲0.4%	0.1%
・ 国内実質金利・実質GDP成長率格差(対外純 債務残高/GDP比の膨張率)： $r - g$	5%	▲0.3%	1.8%	▲1.7%

(出所)Krugman[1985]、小野[2001]

⁶ 本稿での試算における貿易赤字は、農産物を除く輸出と石油を除く輸入の差で求めたものである。農産物輸出と石油輸入を除くのは、他の輸出入財が貿易国間の市場で市場メカニズムによって決定されるのに対し、前者の価格が国際的なオークション市場によって決定され、後者の価格も国際的なカルテルによって決定されるという違いに基づいたものであり、通常の実証研究でも一般的な取り扱いである。

さく、今後予想される実質実効レートの減価が極めて緩慢であることを示している。クルーグマンによる推計値が 2.4%であったのとは極めて大きな違いであるが、すでに述べたように当時は財政赤字の拡大によって米国の実質金利が異常高となっていたが、現在は財政赤字による実質金利高という状況には至っていない。もっとも、足もとにおける貿易赤字の為替感応度が計測された 40%ではなく、クルーグマンや 01 年の推計値にみられた 10%程度であるとみるのが妥当ならば、低位にある内外実質金利格差と相まって、対外純債務の解消テンポが極めて鈍いことが示唆される。

国内実質金利・実質 GDP 成長率格差（＝対外純債務残高 / GDP 比の膨張率）は、01 年における推計やクルーグマンではプラスとなっていたが、足もとは▲1.7%とマイナスである。これは実質 GDP 成長率が高いにもかかわらず、実質長期金利が FRB による緩和的金融政策がアンカーとなって低位に留まっているためである（前述した内外実質金利格差が小幅であるのも、FRB による金融政策が原因である）。

以上より、実質実効ドルレートの減価テンポは極めて緩慢に留まるが、対外純債務残高の膨張率も低く抑えられていることが明らかとなった。したがって、対外純債務の解消が超長期にわたるものの、対外純債務残高の最大値は従来よりも小さいことが予想されよう。

(5) 対外不均衡是正のシミュレーション

クルーグマン・モデルの(6)式、(7)式に、実質実効レートの過大評価率、貿易赤字 / GDP 比の為替感応度、内外実質金利格差、国内実質金利・実質 GDP 成長率格差これらの数値を入れたものが図表 5 である。

対外純債務残高 / GDP 比がピークに達するのは 53 年後であり、その時点における対外純債務残高 / GDP 比は 101%に達する。少なくとも、これだけ待てば対外不均衡問題は解決に向かうということであり、対外不均衡の支払能力（ソルベンシー）は担保されているということになる。これに対し、01 年の再推計値は、 $T_{\max}$ がマイナスとなり、対外純債務残高が発散することを示している（図表 5 では NA と表記）。01 年当時に筆者が行った試算も、85 年に関する試算結果と比べてネガティブな結果が得られており、01 年の対外不均衡を巡る状況は極めて深刻な危機にあったことが示唆されよう。

もっとも、足もとにおいても、01 年と比べればやや改善しているとは言え、半世紀を待

図表 5：対外不均衡のピークとそのタイミング

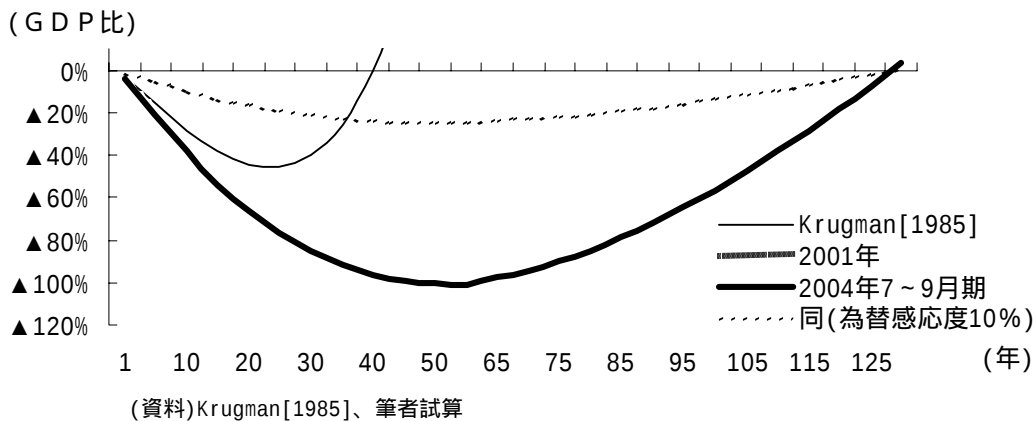
	85 年 5 月 Krugman [1985]	2001 年		2004 年 7～9 月期
		小野 [2001]	再推計	
・ 対外純債務残高 / GDP 比が拡大から縮小に転じる 時期： $T_{\max}$	23.3 年	129 年	NA	53 年
・ 対外純債務残高 / GDP 比の最大値： $D_{T_{\max}}$	45.7%	225.5%	NA	101%

(出所)Krugman[1985]、小野[2001]

ってようやく対外ネットポジションが改善し始めるというのは悠長な話との批判が出てもおかしくない。仮に経常赤字をファイナンスしている海外投資家が、そうした寛容さを持たない場合、対外不均衡の維持可能性には疑問符が投げかけられ、経常赤字のファイナンスは円滑に進まない状況に陥る危険がある。02 年以降のドル減価は、対外不均衡の支払能力や維持可能性に対する投資家の不安の表れであることを示唆する結果である。

他方、クルーグマン・モデルは用いるパラメーターに極めて敏感である点に注意が必要である。特に、貿易赤字の為替感応度については、すでに指摘したように、足もとにおける 40% という水準は為替変動が輸出入価格に反映されるまでの時間的ラグを考慮しないための過大推計である可能性が指摘できる。貿易赤字の為替感応度が短期間で大きく変動するとは考えにくい以上、為替感応度は 40% ではなく従来観察された 10% 程度であるとみられ、もしこの見方が正しければ、(7) 式から明らかなように対外純債務残高 / GDP 比の最大値はシミュレーション結果の 4 分の 1 に留まることになる (図表 6)。

図表 6：対外純債務残高 / GDP 比の推移



3. 対外不均衡調整の現実

(1) 為替レート調整は機能するか

a. 実質実効レートと交易条件

クルーグマン・モデルは、為替レートによる対外不均衡の調整を極めて単純にモデル化したものであった。より精緻な理論としては、クルーグマンがマサチューセッツ・アベニュー・モデル⁷と称した国際マクロ経済モデルによって、実質為替レートの政策的な誘導(為替政策)によっても、対外不均衡の調整が行なわれることが示されている。60 年代に考案されたマンデル＝フレミング・モデルに、インフレと為替変動に対する市場の期待を組み込んだものである。マサチューセッツ・アベニュー・モデルでは、実質為替レートが長期期待為替レートに収束していくとの仮定に立ち、政策当局による発言や市場の思惑によっ

⁷ Krugman [1991] (邦訳：林・河野[1998])

て長期期待為替レートが下落すれば、国内金利が不変でも実質為替レートの水準が下方にシフトし、純輸出を刺激するため、対外不均衡が改善することが示される。

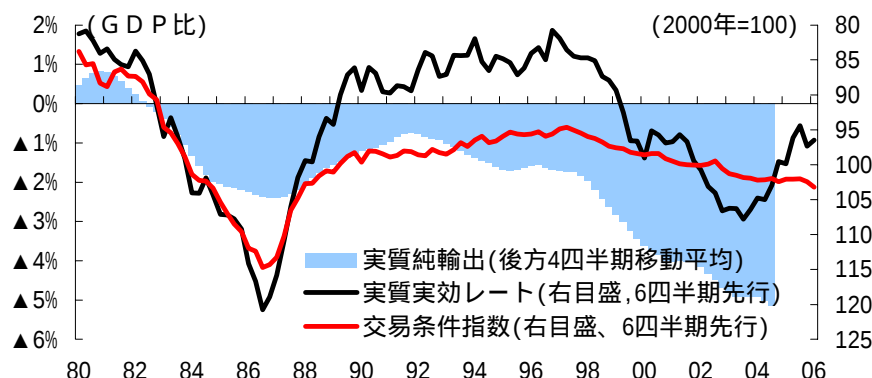
実際に、純輸出 / GDP 比（農産品を除く実質財輸出と石油を除く実質財輸入の差をとり、実質 GDP で除したもの）と実質実効レート（図表 7）の関係をみると（図表 7）、80 年代以降、およそ 6 四半期ほど実質実効レートが先行する形で純輸出 / GDP 比率に影響を与えている様子がうかがえる。

しかし、ここで注意したいのは、実質為替レートが純輸出を刺激するためには、実質為替レートの変動によって交易条件（terms of trade）が変化しなければならないという点である。交易条件とは、「輸出品 1 単位と交換される輸入品の量の比率」⁸であり、輸出物価指数を輸入物価指数で除した交易条件指数が上昇（下落）すれば交易条件が有利（不利）になる。実質為替レートが変化しても、交易条件が変らなければ純輸出への影響はない。

このことは、交易条件指数を構成する輸出物価指数と輸入物価指数とに分けて考えれば容易に理解できる。90 年代初頭までの多くの実証研究⁹によれば、ドルが減価すると、国内のインフレ率へのパス・スルーを通じて生産コストが上昇するため、ドル建ての輸出物価が押し上げられるが、それは小幅に留まることが示されている。輸出企業が生産コストの上昇を吸収するためである。海外の顧客から見れば自国通貨建ての米国財価格はドルの減価とともに低下するため、米国からの輸出が刺激される。一方、ドルの減価は海外の輸出企業によってほぼそのままドル建ての輸入物価へと転嫁されることが明らかとなっており、米国の輸入が抑制される。ドルの変化に対する輸入物価の感応度が高いため、ドルが減価した場合、米国の交易条件は悪化し純輸出が改善するのである。

確かに図表 7 を見ると、80 年代には米国の交易条件指数が実質実効レートの変動に合わせて変化し、純輸出の増減をもたらしたことがうかがえる。しかし 90 年代、特に半ば以降は、実質実効レートの変化にもかかわらず、米国の交易条件指数がほぼ一貫して緩やかに

図表 7：純輸出、実質実効レート、交易条件指数



(注) 純輸出 = 農産品を除く財輸出 - 石油を除く財輸入。実質実効レートは広義。
 交易条件指数 = 農産品を除く財輸出物価指数 ÷ 石油を除く財輸入物価指数。
 (資料) 米商務省、FRB

⁸ 伊藤編[2004]

⁹ Krugman [1991] (邦訳：林・河野[1998])、Lawrence[1990]

上昇し、交易条件の改善が続いている。また、交易条件指数の改善によって貿易赤字の拡大を招く様子は 80 年代と 90 年代以降の両方で確認できるが、90 年代以降は、80 年代と比べて交易条件の変化が緩慢にもかかわらず、貿易赤字の規模が 80 年代をはるかに凌駕する大きさとなっている。これは、交易条件以外の要因が貿易赤字の拡大に大きく寄与していることを示唆している。

以下では、まず交易条件指数がなぜ近年一貫して上昇を続けているのかについて考察し、その後、交易条件以外に純輸出の悪化をもたらした要因、内外成長率格差について考えていく。

b. 輸入物価指数とコンピューター価格

85 年 9 月のプラザ合意以降にいわゆる「ドル高」が是正されても、しばらくの間、米国の貿易赤字が増え続けたことはよく知られた事実である。これに対して当時、為替レートによる国際収支調整への疑問が投げかけられた。

この問題が、輸入物価指数の過小推計に起因することを示唆したのが、ローレンスであった¹⁰。ローレンスは、技術進歩が著しく、推計に困難を極めるコンピューターの価格が、輸入物価指数に下方バイアスをもたらしていることを示した。輸入物価指数が過小推計されれば、その分だけ実質輸入は過大に評価されるため、ドルが減価しても純輸出は予想されたようには「改善していないように見えるだけ」という指摘である。ローレンスは、コンピューターと石油を除く輸入物価指数がドルの減価とともに上昇していることを示し、それまでの実証研究の結果が示したようにドルの減価分の多くが輸入価格に反映（パス・スルー）されていることを見いだした。では果たして、足もとにおいても、同じような問題によって「見かけ上」輸入物価指数の上昇が抑制され、その結果、交易条件の悪化（交易条件指数の低下）が防げられているのであろうか。

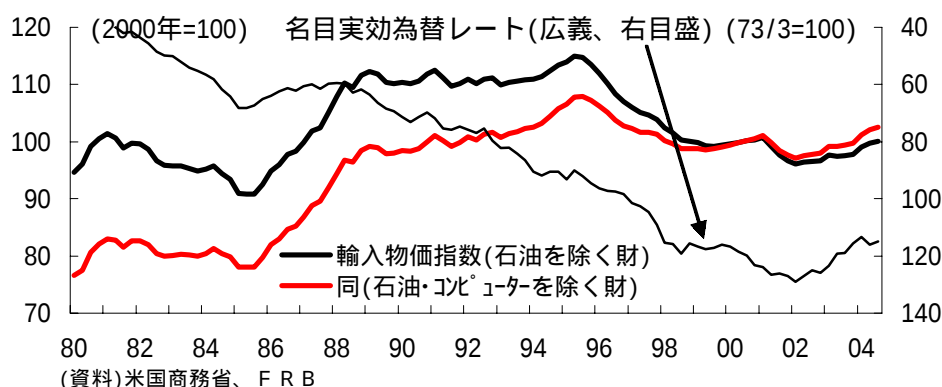
米国商務省によるコンピューターと石油を除く財別の輸入物価指数の前期比上昇率を当該財の実質輸入額のシェアによって加重平均し、新たな輸入物価指数を作成した（図表 8¹¹）。なお財別実質輸入額のシェアは当期と前期の値を幾何平均している。

この修正輸入物価指数を見ると、ローレンスが指摘したコンピューターによる輸入物価指数の下方バイアスが 80 年代以降、一貫して存在することが確認できる（図表 8）。例えばドルが減価した 85 年～88 年の動きをみると、輸入物価指数（石油を除く財）は年率 + 6.4% のスピードで上昇したが、修正輸入物価指数の上昇率は年率 + 7.1% とおよそ 0.6% ポイント高い。また、01 年 1～3 月期以降のドル減価の時期も、輸入物価指数（石油を除く

¹⁰ Lawrence [1990]

¹¹ 新たな輸入物価指数は、各財の輸入物価指数（連鎖式）を 2000 年基準の実質輸入額（連鎖式）によって加重平均しているため（より詳細には、各財輸出シェアの前期・当期の幾何平均値を利用）、基準年から離れるに従って各財間の数量比は実際とは異なってくるという問題がある。そのため 80 年代後半の輸入物価指数の動きには歪みが生じている可能性が指摘できるが、少なくとも直近については大きな問題ではないであろう。

図表 8：輸入物価指数（石油を除く財）の下方バイアス



(年率)	80年-85年	85年-88年	95年-01年	直近
名目実効レート(広義)	13.1%	▲3.2%	5.3%	▲2.1%
輸入物価指数(石油を除く財)	▲1.3%	6.4%	▲2.4%	▲0.2%
同(石油・コンピューターを除く財)	▲0.2%	7.1%	▲1.3%	0.4%

(注)直近は01年1～3月期から04年7～9月期の変化率

財)が年率▲0.2%と下落しているのに対して、コンピューターを除く修正輸入物価指数は年率+0.4%であり、コンピューター価格の押し下げ効果は年率▲0.6%ポイントで、これは80年代後半にドルが減価した時期と同じ大きさである。

もし、近年においてもコンピューター価格に関する推計に誤差が大きいとすれば、そうした誤差によって輸入物価指数や交易条件指数には見かけ上の「下方バイアス」が存在することになる。

しかし、こうしたコンピューター価格の影響を除去した修正輸入物価指数でみても、近年は為替レートのパス・スルーが低下している可能性が示唆される。名目実効レートに対する修正輸入物価指数の弾性値をみると、80年～85年には0.02(0.2%÷13.1%)と極めて小さかったが85年～88年には2.2(7.1%÷3.1%)へと急上昇し、その後95年～01年には0.25(1.3%÷5.3%)、直近は0.19(0.4%÷2.1%)と再び低下している。

c. 為替レートのパス・スルー

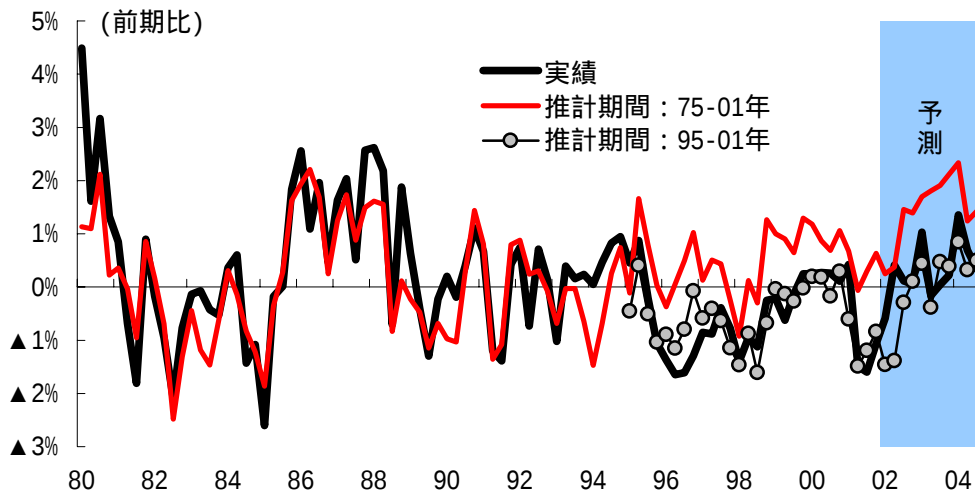
上記の観察結果を踏まえつつ、名目実効レートと輸入物価指数の関係(為替レートのパス・スルー効果)を定量的に捉えるために、先行研究¹²をもとに輸入物価関数を推計した。具体的には、輸入物価指数(石油を除く財)を被説明変数とし、説明変数には名目実効レート(広義)のほか、貿易相手国における限界費用と需要ショックを加えた。限界費用は貿易相手国における一般物価の加重平均値であるとし、米国GDPデフレーター×実質実効レート÷名目実効レートとして求めている。また需要ショックとして鉱工業生産指数(最終財)を代理変数とした。いずれの変数も対数階差をとり、推計期間は75年1～3期から

¹² Campa and Goldberg [2002]

01 年 10～12 月期とした。また名目実効レートと限界費用は、当期及び 4 期のラグを取った。推計結果によれば、短期パス・スルー（当期名目実効レートの係数）は 0.27（標準誤差 0.05）、長期パス・スルー（各期における名目実効レートに対する係数の和）は 0.54（標準誤差 0.09）となった。この結果は先行研究とほぼ同じであり¹³、推計期間を通じてみれば、為替レートのパス・スルーが存在することが確認できる。

しかし、**図表 9** から明らかなように、90 年代後半以降、実際の輸入物価指数の動きは推計結果と比べて上昇率が低位に留まっている。そこで 95 年～01 年を対象として輸入物価関数を再推計すると、短期パス・スルーは 0.13（標準誤差 0.08）、長期パス・スルーは 0.40（標準誤差 0.21）となり、90 年代後半以降に為替レートのパス・スルーが低下している可能性が示唆されるのである。95 年～01 年を対象とする推計結果は当該期間における輸入物価指数の動きをよくトレースしているほか、02 年以降の予測精度は高い。

図表 9：輸入物価関数の推計



(注)推計式の概要は次の通り。

石油を除く財輸入物価 = 定数項 + $\sum \alpha \times$ 名目実効レート + $\sum \beta \times$ 限界費用 + $\gamma \times$ 需要ショック
 なお各変数は対数階差で名目実効レートと限界費用は当期と4期のラグを考慮している。

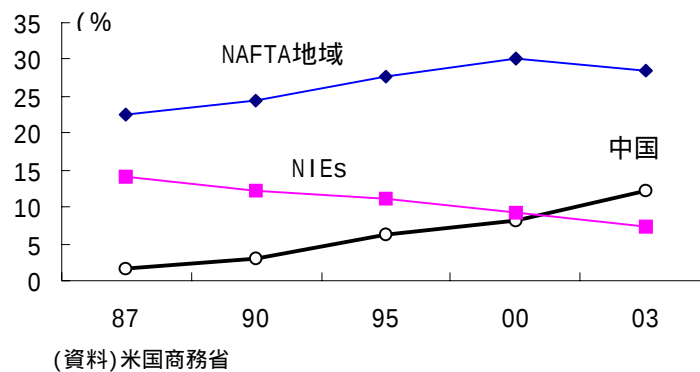
(資料)米国商務省

では、90 年代後半にみられる為替レートのパス・スルーの低下は、なぜ生じているのだろうか。過去 10 年における米国の輸入に関して見逃せない変化は、NAFTA（94 年発効）¹⁴と中国の台頭である（**図表 10**）。カナダ、メキシコからの輸入シェアは 90 年の 24.5% から 00 年には 30.1%にまで拡大した。中国からの輸入シェアも、90 年の 3.1%から 00 年に 8.2%、03 年には 12.1%と上昇しており、アジアからの輸入はNIEsから中国へと大きくシフトしている。

¹³ Campa and Goldberg [2002]によれば短期パス・スルーは 0.26、長期パス・スルーは 0.41。

¹⁴ カナダと米国の間では、NAFTA以前に成立している米加FTAによる関税撤廃スケジュールがそのまま適用され、98 年に関税が完全撤廃された。メキシコからの輸入品に対する関税も、98 年までに 99%が撤廃された。

図表 10：地域別輸入シェア



だが、本稿で用いた名目実効レートは主要先進国通貨のみならず、広範な貿易相手国通貨との関係を考慮したもの（いわゆる「広義」）である。したがって、NAFTA や中国の輸入シェアの拡大はすでに名目実効レートの変動に反映されており、90 年代後半における為替レートのパス・スルーが低下した直接的な要因とは言い難い。しかしながら、同期間における輸入物価指数の低位推移が輸入相手国の変化に起因するものでないとは言い切れない。本稿で用いた名目実効レートは国別の輸入シェアの変化を反映してはいるが、その中身の変化までは追いついていないためである。

別の先行研究¹⁵によれば、輸入財別にみた為替レートのパス・スルーは一次原材料の 90% からエレクトロニクス製品の 15% まで多様である。財別のパス・スルーは、当該市場における企業の競争度合いによって左右され、エレクトロニクス製品のように市場競争が激しい財ほど、為替レートの変動は輸出企業によって吸収され易く、当該財を輸入する国の通貨建て価格は為替の変動を受けにくい。付加価値が高く、非価格競争が激しい財の場合にも、その輸入価格に対する為替の影響は小さいだろう。こうした「低パス・スルー財」の輸入全体に占めるシェアが高まれば、その分だけ輸入財全体でみた為替のパス・スルーは低下する。先行研究によれば、米国の石油を除く輸入に占める資本財（除く自動車）のシェアは 80 年の 19% から 00 年の 32% に上昇する一方、エネルギーを除く産業用原材料のシェアは 29% から 14% に低下している。資本財のパス・スルーは、産業用資材のパス・スルーと比べて低いため、その結果、平均パス・スルーが低下すると見られるのである。

こうした輸入財の変化が、米国の貿易相手国としての地位を高めた NAFTA 地域や中国からの輸入においても生じていれば、輸入財の変化によるパス・スルーの低下はより一層加速するであろう。実際、こうした輸入品目の「高度化」は、対中国貿易において顕著であり、中国からの輸入に占める「機械及び輸送機器」（SIC 1 桁）のシェアをみると、96 年の 27.2% から 03 年には 39.9% へと一貫して拡大しているのである。

米国の輸入物価指数は、90 年代後半以降も為替レートによる変動を受けている。しかし

¹⁵ Valderrama [2004]

その度合い（パス・スルー）は小さくなっている。その背景には、米国の輸入財における構成変化があり、為替変動の影響を受けやすい一次産品から、影響を受けにくい資本財等の高付加価値な財にシフトしていること（輸入の高度化）が指摘できる。さらに米国の貿易相手国としてのシェアが高まりつつある中国からの輸入においても、輸入の高度化が進んでおり、パス・スルーの低下が複合的に生じているものとみられる。

現在、中国・人民元の切り上げ圧力が高まっているが、こうした結果から得られるインプリケーションは次の通りである。中国・人民元が切り上げられれば、名目実効レートの減価を通じて米国の輸入物価指数が上昇、交易条件が悪化し、実質輸入の抑制、純輸出の改善が期待できる。しかし、人民元の切り上げによっても、中国をはじめとする世界各国からの輸入の高度化が進む限り、パス・スルーの低下傾向が続き、輸入物価指数は名目実効レートの動きから予想されたほどには変化せず、交易条件は悪化しないだろう。人民元切り上げが米国の交易条件改善にもたらす影響に対する過度な期待は禁物である。

d. 輸出物価指数

(a) ドル高是正の政治的圧力

通常、自国通貨が他国通貨に対して増価した場合、他の条件を一定とすれば、他国通貨建ての輸出価格が上昇し、自国の財・サービスは他国に比べて割高となるため、輸出産業は価格競争力を失ってしまう。したがって、自国通貨が増価すると、労働組合をベースに強い政治力を持つ輸出産業からは政府に対して自国通貨安の誘導を求める声が強まることになる。

実際、ドルの増価が続いた 02 年初めまで、全米製造業者協会（N A M）を中心とする米輸出産業は、ドル高是正を求める書簡を財務長官や大統領に送りつけていた。01 年 8 月には「健全なドルを求める連合（the Coalition for a Sound Dollar）」という団体が設立され、現在もお活動が進められている。N A M によれば、97 年以降、ドルが主要通貨に対して 30% 上昇した結果、輸出が悪化し、G D P の 1 % が奪われ、農業では 10 万人分の職が失われたという。ドルの過大評価がもたらすリスクに対する I M F の懸念なども引用しながら 85 年のプラザ合意のような国際協調がドル高是正に有効だと訴えた。

最近では、批判の矛先が、米国自身の為替政策から、海外、とりわけ中国の為替政策に移ってきている。「公正通貨同盟（the Fair Currency Alliance、F C A）」は、95 年からドル・ペッグを維持している中国人民元が 40% ほど過小評価されているとして、03 年から 04 年春先にかけて、74 年通商法 301 条（外国の輸入制限及び輸出補助に対する対抗措置）に基づく調査を行なうよう米政権に働きかけてきた。ブッシュ大統領は 04 年 4 月末にこれを拒否したが、現在も「中国人民元のドル・ペッグは W T O 違反」との批判を続けており、通商法 301 条調査の実施に向けた働きかけも行われている模様である¹⁶。

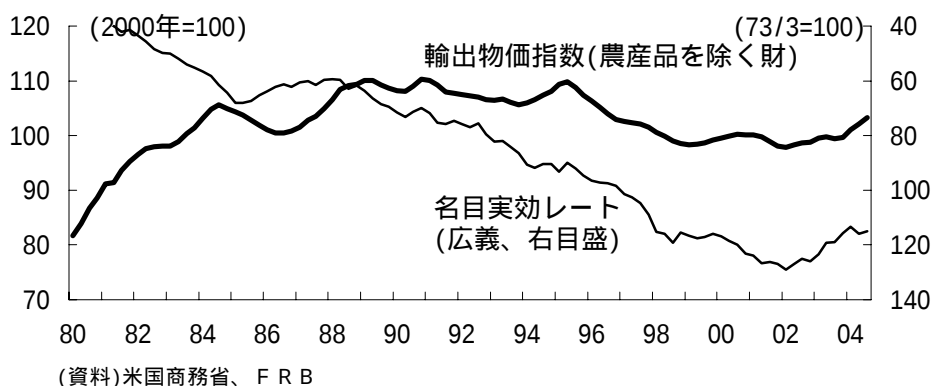
¹⁶ Fair Currency Alliance [2004]

(b) 輸出物価指数の変動

80年代半ば以降の輸出物価は、ドルの増価（減価）に対して低下（上昇）しており、本節の問題であった近年における交易条件指数の一貫した低下基調を説明する特殊要因は、輸出物価指数に関する限り見あたらない（図表 11）。

ただ、80年代前半はドルの増価とともに輸出物価も大幅に上昇しており、他の時期と大きな隔たりがある。本節ではこの点について考察しよう。

図表 11：輸出物価指数（農産品を除く財）



(年率)	80年-85年	85年-88年	95年-01年	直近
名目実効レート(広義)	13.1%	▲3.2%	5.3%	▲2.1%
輸出物価指数(農産品を除く財)	3.9%	1.6%	▲1.5%	0.9%

(注)直近は01年1～3月期から04年7～9月期の変化率

80年代を中心とする実証研究によれば、ドルレート（ドル建ての世界輸出物価）と米国の輸出物価との間には「1：0.2」の関係があると言われてきた。ドルが1%増価（減価）すると、輸出物価が0.2%下落（上昇）するというものである。ドルが増価した場合、米輸出産業は、収益悪化を覚悟で、ドル建て価格を引き下げようとするが、その度合いはドル上昇分の2割に留まり、残りの8割は、海外の消費者に対する実質的な値上げになってしまう。しかし、80年代前半、こうした指摘とは裏腹に、米輸出産業はドルの増価にもかかわらず、輸出物価を大幅に引き上げたのである。

米輸出産業がこうした行動を取った理由はなぜだろうか。その理由の一つとして、国内インフレ率（生産コスト）の上昇が指摘できる。先に紹介したローレンスの研究によれば、国内生産者価格（最終財PPI、除く食品）が1%上昇すると、輸出物価（除く農産品）が0.67%押し上げられる。一方、ドルが1%増価した場合には、他国の輸出価格を一定とすると、米国のドル建て輸出価格は0.24%押し下げられるに留まる。すなわち輸出物価は、ドルの動きよりも生産コストの影響を強く受け易いのである。

そこでドルが増価した80年代前半と90年代後半との間で、国内の生産コストを巡る状況がどのように異なるかを確かめてみると（図表 12）、80年代前半には食品を除く国内生産者物価が年率+3.8%と上昇しており、単位労働コストも同+4.2%と高まっていた。

図表 12：生産コスト

(年率)	80年-85年	85年-88年	95年-01年	直近
名目実効レート(広義)	13.1%	▲3.2%	5.3%	▲2.1%
輸出物価指数(除く農産品)	3.9%	1.6%	▲1.5%	0.9%
P P I (食品除く最終財)	3.8%	0.6%	1.6%	1.1%
単位労働コスト(非農業民間部門)	4.2%	2.8%	2.1%	▲0.6%
実質輸出(除く農産品)	▲2.8%	12.4%	5.9%	0.5%

(注)直近は01年1～3月期から04年7～9月期の変化率

(資料)米国商務省、米国労働省、F R B

ドルの増価に直面した米輸出産業は、本来であれば輸出物価を切り下げるべきであったが、国内生産コストの強い上昇圧力を受けて輸出物価を引き上げざるを得なかった。その結果、価格競争力が低迷し、実質輸出が悪化したと考えられる。

一方、90年代後半にドルが増価した時期には、労働生産性上昇率の改善を通じて単位労働コストの上昇が抑制され(年率+2.1%)、食品を除く国内生産者物価は極めて低位に留まった(年率+1.6%)。米輸出産業にとって生産コストの上昇は大きな問題ではなかったとみられるのである。その結果、部分的ではあるが、米輸出産業はドルの増価による影響を相殺するために輸出物価を引き下げる(年率▲1.5%)ことが可能となった。価格競争力を完全ではないにせよ維持することで、実質輸出が拡大し、この数量効果によって輸出価格引き下げによる利益への影響を補ったとみられる。

このように、ドルが増価した二つの時期を比較すると、米輸出産業の競争力が、為替政策よりも安定した国内マクロ政策や、労働市場の効率化等を目指したミクロ政策にその基盤が求められることが示唆される。足もとでは、80年代後半と同程度の弾力性(感応度)でドルの減価に対応した輸出物価の小幅な上昇がみられるが、生産コストの多くを占める単位労働コストが低下しており、価格上昇によっても輸出産業の利益マージンが維持された可能性がある。

(2) 内外成長率格差

以上では、90年代後半以降における交易条件指数の一貫した、かつ緩やかな上昇は、輸入物価に対する為替レートのパス・スルーが低下していること、その背景には米国における輸入の高度化が指摘できることを述べてきた。

次に、交易条件の緩やかな悪化では説明できない貿易赤字の拡大要因について考察しよう。純輸出を左右する要因として容易に思い浮かぶのは、内外成長率格差である。クルーグマン・モデルは、この内外成長率格差を敢えて無視し、ドルの過大評価の修正によってどれほど対外不均衡が調整されるのかを捉えようとしたものであった。しかし、交易条件によっては説明できない貿易赤字の拡大が観察される現状において、貿易赤字の拡大要因としての内外成長率格差を無視するという仮定は、果たして妥当であるのだろうか。

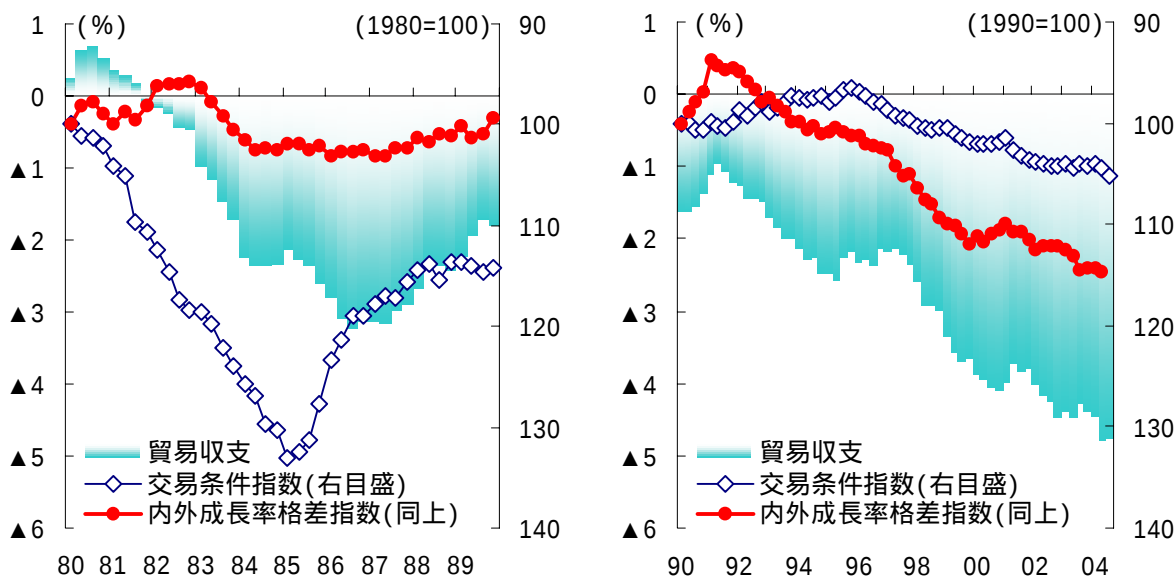
この点を確認するために、内外成長率格差を示す指標を作成し、純輸出と交易条件指数の動きと比較してみよう。図表 13 によれば、80年代前半、交易条件指数はドルの増価に

歩調を合わせるように急速に上昇し、80年1～3月期と比べた変化率は85年1～3月期には+33%に達した。これに対して内外成長率格差指数の変化は、せいぜい+3%に留まっている。80年代の貿易赤字の要因を分析する限りにおいて、内外成長率格差は無視しえた要因であり、対外不均衡の拡大はひとえに為替の問題であったと言える。クルーグマン・モデルで内外成長率格差を無視したのは妥当であったのである。

90年代はどうか。図表13が示すように、貿易収支赤字がこれまでになく膨らむ中、交易条件指数の変化は80年代と比べて極めて小幅に留まっていること、一方、内外成長率格差指数は交易条件指数の動きよりも大きく、かつ貿易赤字を拡大させる方向に変化していることが指摘できる。交易条件指数は90年代初頭から半ばまでの間低下しており、貿易赤字を縮小させる方向にあった。足もとでも、90年代初頭と比べてわずか+5%ほど高まっているに過ぎない。これに対し、内外成長率格差指数は+15%にまで拡大しており、交易条件指数の変化を大きく上回っているのである。

90年代以降の対外不均衡は、為替の問題ではなく、それ以上に米国と諸外国の成長率格差に起因する問題なのである。第一章で用いたクルーグマン・モデルは内外成長率格差を無視していたが、それは80年代の考察に大きな影響を与えず、クルーグマン・モデルは有益なツールであった。しかし、90年代以降の考察においてクルーグマン・モデルを用いることは、為替レートによる対外不均衡の調整に対する過度な期待を生み易く、妥当性に欠いていると言えるだろう。

図表 13：貿易収支、交易条件、内外成長率格差



(注) 内外成長率格差指数 = 主要6カ国(英, 独, 仏, 伊, 加, 日)の実質GDP成長率を80年時点の名目GDPで加重平均したものを指数化した上で、米国の実質GDPを当該指数によって除したもの。交易条件指数 = 農産物を除く財輸出物価指数 ÷ 石油を除く財輸入物価指数。貿易収支 = (農産物を除く実質財輸出 - 石油を除く実質財輸入) ÷ 実質GDP。
(資料) 米国商務省、IMF

(3) 為替レート調整は効果的か

貿易収支の主たる変動要因が 80 年代と 90 年代以降とで大きく異なることを見たが、ここで簡単な関数推計によって、各要因による貿易収支への影響度合いを定量化してみよう。なお分析に当たっては、輸入物価指数の低下基調の背景として考えられる中国との貿易の影響を考慮し、対中貿易収支（財のみ）が米国の貿易収支（同）全体に占めるシェアを説明変数に加えている。

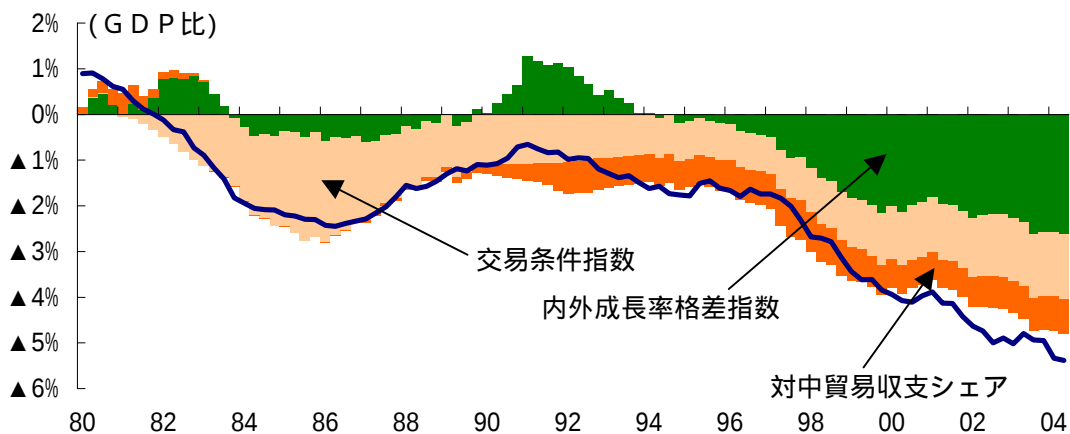
推計結果（図表 14）によれば、交易条件指数の係数は統計的に有意であり、為替レートによる対外不均衡の調整が一貫して機能していることを示している。説明変数の寄与度をみると、特に 80 年代には、貿易赤字変動のほとんどが交易条件指数の変化、すなわちドルの変動によって説明できる。

しかし、内外成長率格差に対する弾性値は交易条件指数に対する弾性値よりも大きく、90 年代に米国と海外経済との成長格差が拡大するにつれて、米国の貿易赤字は急速に悪化し、過去最大規模に拡大した様子が見て取れる。

また中国との貿易による影響も統計的に有意であることが確認できる。90 年代以降の貿易赤字の無視し得ない部分が、ドル・ペッグのもとで拡大する対中貿易赤字に起因していることが示されるのである。

本章の分析から得られるインプリケーションは次の通りである。為替レートの変動を通じた交易条件の変化による国際収支調整は現在も機能している。ドルを減価させ、米国の

図表 14：貿易収支の変動要因



(注)貿易収支は「農産品を除く実質財輸出 - 石油を除く実質財輸入」で実質GDPに対する比率。
 交易条件指数は1980年平均、内外成長率格差指数は1980年1～3月期をそれぞれ基準として対数化し
 推計。交易条件指数についてはアーモラグ（ラグ＝7、次数＝2、端点制約有り）を利用。
 対中貿易シェアは対中国・財貿易収支が全体の財貿易収支に占めるシェア。
 推計式の[]内数値はt値。
 推計期間：1980年1-3月期～2004年4-6月期，Adj-R²:0.908，SE:0.00457

$$\text{貿易収支/GDP比} = 0.00208 - 0.19421 \times \text{内外成長率格差指数} - 0.0902 \times \Sigma \text{PDL(交易条件指数)}$$

$$[-3.37] \quad [-25.25] \quad [-13.26]$$

$$-0.03141 \times \text{対中貿易収支シェア}$$

$$[-9.03]$$

(資料)FRB、米国商務省

交易条件を悪化することができれば、米国の貿易赤字は改善に向かう。したがって、中国・人民元の切り上げが実現するならば、輸入物価指数へのパス・スルーを通じて、米国の貿易赤字には縮小圧力が働くであろう。もっとも、人民元の大幅な切り上げが非現実的である現段階においては、為替レートによる調整は大きなものとはなり得ない。

そもそも為替レートから輸入物価へのパス・スルーは 90 年代後半に弱まっており、80 年代と同じだけの為替レートの変動があっても、貿易赤字の縮小度合いはより小さくなっている。これは米国の輸入が高度化し、為替変動を受けにくい高付加価値な財の輸入シェアが増大していることに起因している。これは不可逆的な動きであり、今後もパス・スルーは弱まる方向に向かうだろう。

より重要なポイントは、90 年代の貿易赤字は、内外成長率格差によって生じた部分が極めて大きい点である。貿易赤字の解消を為替レートによる調整に期待するより、むしろ、内外成長率格差を縮小する各国のマクロ経済政策を待つべきであろう。

4. 米国為替政策の行方

前章までにおいて、為替レートの変動による対外不均衡（貿易赤字）の調整が機能するのか、機能するとすればそれはどれほどの効果があるのか、といった点について分析し、そのインプリケーションを考察した。以下では、これを踏まえて、第二期ブッシュ政権による為替政策について考えてみたい。

(1) 変化する「強いドル政策」

a. ルービンによる定義

米政権による「強いドル政策（Strong Dollar Policy）」は、クリントン政権時代のアルトマン財務副長官が名付けたと言われる¹⁷。94 年まで、クリントン政権は「ドル安（Weak Dollar）」指向にあったが、ドルの減価は、短期的に J カーブ効果によって貿易赤字の拡大をもたらすほか、インフレ懸念を引き起こし、経常赤字の維持可能性への疑念と相まって金利を上昇させ、金融市場を不安定にするという問題が膨らみつつあった。中所得者層に対する減税と、インフラ・教育投資によって経済成長を促進することを公約に掲げていたクリントン大統領にとっては、ドルの水準を引き上げ、金利低下を促し民間投資を刺激することが重要な政策課題であった。クリントン大統領は、その当初、貿易赤字と雇用問題への対応から、ベンツェン財務長官の下で「ドル安政策」を採りつつも、他方では 92 年末時点で「強いドルを支持する」と発言していたのである。95 年初頭、政権の経済政策を取り仕切る財務長官がベンツェンからルービンに交替すると、クリントン大統領が掲げる経済成長に向けた政策を実現するための「強いドル政策」が、前面に押し出されることになった。

¹⁷ DeLong and Eichengreen [2002]

ルービン¹⁸によれば、「強いドル政策」は、経済のファンダメンタルズが為替レートの水準を決定するとの考えのもとで、米国経済のパフォーマンスを高める経済政策を採用することとされる。こうした政策によってドルの水準が高まれば、米国の消費者や企業がより安価に輸入財・サービスを利用でき、インフレ率や金利が低下する。米国の産業に対しても、ドルの水準が高ければ、生産性や競争力を向上させる圧力をもたらすこととなる。これらが相まってドルに対する信認が高まり、より容易に海外資本が米国に流入する。「強いドル」によって拡大しやすい経常赤字についても、ルービンは「米国内の貯蓄・投資ギャップを含む多くの根本的な問題に起因する」と考えていた。

クリントン政権による「強いドル政策」への転換は、95年3月から4月にかけて実施されたドル買い介入と、ルービンが財務長官として議長を務めた95年4月25日の7か国蔵相・中央銀行総裁会議（ワシントンD.C.）声明によって実体的な裏付けを確保した。声明では「（ドルの減価が進展している）為替市場における最近の動向について懸念を表明」し、「最近の（ドル減価という）変動は、主要国における基礎的な経済状況によって正當化される水準を超えて」おり「こうした変動を秩序ある形で反転させ（ドルを増価させ）ることが望ましい」と明記され、それまで根強かった市場のドル安期待は反転した¹⁹。またルービンは、ドル買い介入について「強いドルに対する各国間で共有されたコミットメント」と表し、「強いドルは世界経済の最も一般的な利益である」と述べた。

b. スノーによる定義

ルービンによる「強いドル政策」は、サマーズを経て、ブッシュ政権にも引き継がれた。しかし、第一期ブッシュ政権は「強いドル」を唱えつつも、為替については「市場が決めるもの」とし放任的な姿勢を示した。02年初めよりドルが減価し始めたが、財務長官の座に就いたオニールとスノーは「慇懃なる無視（benign neglect）」の立場を採った。

こうした中で特筆されるのは、03年5月16日から17日にかけて開催されたサミット財務大臣会合（エビアン・サミット準備会合、フランス・ドゥービル）後の記者会見におけるスノーの発言である。スノーは「強いドル」の考え方について次のように述べた。

——通貨の強さとは、通貨に対する信認を得られることであり、人々によって取引のための良好な媒体（*a good medium of exchange*）と見なされることである。またその通貨が良好な価値保存手段（*a good store of value*）であり、人々が所有したいと思うものでなければならない。強い通貨とは偽造しにくいものでなければならない。これらは通貨が持つ質の問題である。

——通貨の強さは、通貨の需給というファンダメンタルズを反映する。

¹⁸ Rubin [2003]

¹⁹ なお円ドル相場は95年4月18日に1ドル＝80.63円の最高値をつけた。

スノー発言の中核は、「強いドル」が通貨の“質”の維持を意味するとした点である。スノー発言の真意がどこにあるのか確かではないが、発言を文字通り解釈すれば、「強いドル」はルービン時代の「（良好な経済政策と経済パフォーマンスの結果としての）ドルの“水準の高さ”」を示すものから、「ドルが国際通貨²⁰としての基本的な機能（図表 15）を維持・強化し、ユーロや円の追隨を許さないことを示すもの」へ再定義されたことになろう²¹。金融市場では、この発言を実質的に「ドル減価を容認する」姿勢の表明であると捉えた。

さらに、同年 9 月の 7 か国財務大臣・中央銀行総裁会議（ドバイ）では、その声明文において「為替レートの更なる柔軟性が、主要な国・経済地域にとって、国際金融システムにおいて市場メカニズムに基づき円滑かつ広範な調整を進めるために望ましい」ことが確認されたことについて、スノーは「画期的な変化（milestone change）」と評し、米政権が「ドル減価を容認している」との金融市場の思惑をさらに強めることとなった。

（2）再定義された「強いドル」の本質

ルービンとスノーとの間の「強いドル」に対する説明の違いは、後者の発言が金融市場でドルの減価を招いたほど、果たして為替政策の本質的な転換を意味するのだろうか。

そもそもルービンによる「強いドル政策」は、為替政策というよりも、直接的には経済パフォーマンスを高める経済政策に焦点が当てられたものであった。財務長官就任当初の為替介入も、ファンダメンタルズから乖離した為替レートを修正するための非常手段であり、その後、米国は一度も為替介入を行なっておらず、ルービン自身、為替介入には否定的である。財政赤字を削減し、米国経済の体質強化を図ることで、「強いドル政策」が担保されたのである。

ではスノーによる「強いドル」はどのような政策によって担保・達成されるのか。スノーによる「強いドル政策」は国際通貨としてのドルの魅力を高めることであり、そのためには、非インフレ的・安定的なマクロ経済政策を運営することが求められる。これは、ルービンによる「強いドル政策」と何ら変わりがないと言える。

図表 15：国際通貨の基本的機能

機能 \ 経済主体	民間部門	公的部門
計 算 単 位	表示通貨・契約通貨	公的基準通貨
支 払 手 段	媒介通貨・取引通貨・決済通貨	介入通貨・公的決済通貨
価 値 保 蔵 手 段	資産通貨	準備通貨

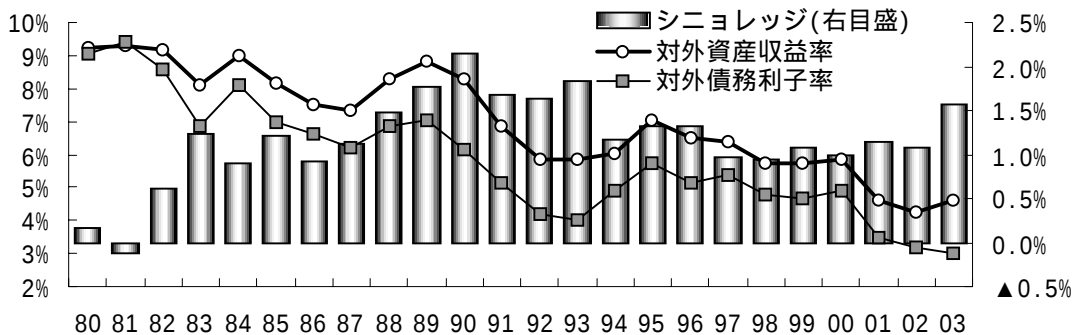
（出所）河合[1994]

²⁰ 河合[1994]によれば、国際通貨とは「国際経済取引や為替取引の目的で使用・保有される国民通貨、流動性資産」と定義される。

²¹ 吉川[2004]では、本稿とは異なり、スノーは「強いドル」を『国内的な概念』に再定義したと指摘している。

国際通貨としてのドルが米国にもたらす便益は大きく、スノーの意味での「強いドル」を維持するインセンティブとなる。第一の便益はシニョレージ (seigniorege; 通貨発行利益) である。シニョレージとは「当局が不換通貨を発行することによって、民間部門から獲得する実物資源」²²を指す。河合²³によれば、非居住者は、国際通貨を現金や要求払い預金という形だけではなく短期流動資産としても保有する。国際通貨発行国から見ると、短期借入れを行なうことになり、こうして借入れた資金を長期投資に用いれば長短利子率格差の分だけ恩恵を受けることが出来る。これが国際通貨発行国にとってのシニョレージである。米国の所得収支と対外ネットポジションの関係を見ると、米国が「世界の金融ビークル」としてシニョレージを享受していることがうかがえる (図表 16)。

図表 16：米国が享受するシニョレージ



(注) 対外資産収益率 = 当該年の受取所得 ÷ 前年末の対外資産残高。対外債務利子率 = 当該年の支払所得 ÷ 前年末の対外債務残高。シニョレージ = 対外資産収益率 - 対外債務利子率。
(資料) 米国商務省

第二の便益は、ドルが国際通貨であるため、米国は自国通貨建ての短期対外負債 (非居住者にとっての流動性資産) を持つことができ、それが国際的な流動性リスクを減少させることができる点というである。米国の経常赤字が拡大した 80 年代前半において、米国が「それほどの苦痛なしに赤字をファイナンスできたのは、まさにこのためだった。」²⁴。

足もとにおける米国の経常赤字は年率 6,000 億ドル超に達しており、財政赤字を抱える中でそのファイナンスに再び金融市場の関心が高まっている。

近年の対米資本流入の中身をみると、90 年代後半の財政収支の好転を背景として、外国政府や海外民間部門による米国債投資の比重が減少し、その分を補う形で海外民間部門による直接投資や証券投資の比重が極めて大きくなった (図表 17)。しかしその後、財政収支の悪化による米国債の発行増に伴い、米国債への投資比重が再び高まる一方、米国企業の投資抑制 (実際、米国企業は貯蓄超過主体となっている) や企業収益への懸念が相まって、直接投資や証券投資の比重が低下している。

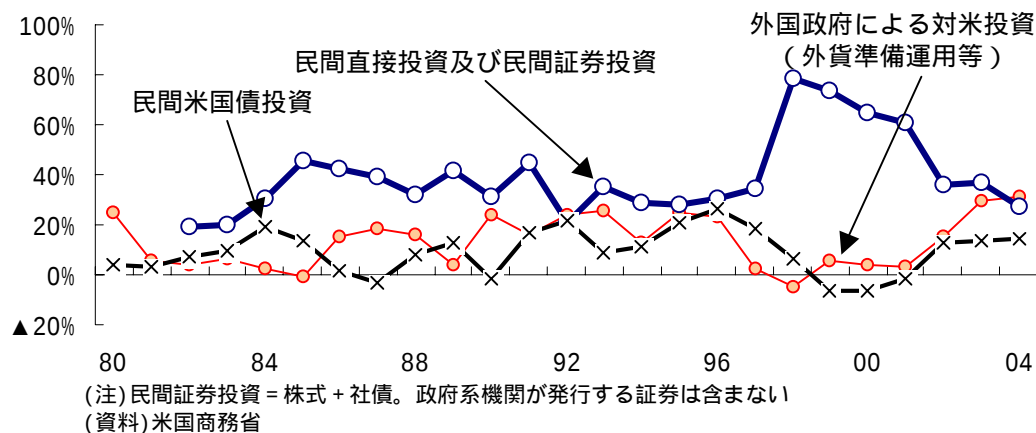
注目されるのは外国政府による対米投資の拡大であり、これはデフレ防止を目的として

²² 河合[1994]

²³ 河合[1994]

²⁴ 河合[1994]

図表 17：対米資本流入（グロス）の内訳



過度な為替変動を抑制するために実施された日本政府のドル買い介入や、中国政府による人民元の実質的ドル・ペッグ維持のためのドル買い介入がもたしたものである。日本政府による介入は、円高圧力が遠のいたことから 04 年 4 月以降実施されていないが、中国政府による介入は現在もなお続いているとみられる。

人民元にはドル・ペッグの段階的な柔軟化が求められている状況であるが、米国の経常赤字が持続的な海外政府の介入資金によって支えられているという構造は、リスク・リターンに応じた資源配分が行われないという意味で非効率を生み出す。

米国が抱える経常赤字ファイナンスの課題は、効率的資源配分を可能とする対米民間投資の比重を増やすことであると言い換えることができ、米国企業部門が生産性や競争力を強化するための経済政策を選択し、国際通貨としてのドルの魅力を高めることでもある。

このようにして見れば、結局のところ、スノーとルービンとの間の「強いドル」をもたらす政策の定義には、本質的な違いがないことが明らかとなるのである。

(3) 米国為替政策の行方

a. ブッシュ政権の経済政策

ブッシュ政権下の「強いドル政策」は、今までのところ、ドル買い介入を伴わない口先介入 (jawboning) に過ぎない。導入初期にドル買い介入を行ったルービンの「強いドル政策」と比べると、「強いドル」に対するコミットメントが弱いと言える。むしろ、米政権からは「ドルの減価を容認する」シグナルすら発せられている。現在は、こうした「強いドル」への弱いコミットメントと「ドル減価容認」のシグナルが共存することで、緩やかなドル減価が生じつつも、海外民間部門によるファイナンスが持続していると言える。

では、今後も「強いドル政策」に対するコミットメントは弱いままなのだろうか。

ブッシュ大統領は、財政赤字を今後 4 年間で半減させることを公約しつつも、そのシナリオには財政面での負担が極めて大きい「公的年金制度改革（「個人退職勘定」の創設）」

が含まれていない。改革のコストは 10 年間で 1 兆ドルから 2 兆ドルと言われ、公的年金制度改革の骨格が示される来年の三大教書（大統領一般教書演説、予算教書、大統領経済報告）への関心は極めて高い。「個人退職勘定」の導入コストは、かつての S&L 救済のための財政支出のように、隠れ借金を顕在化させるだけで、超長期的には一国の貯蓄を減ずるものではないかも知れない。しかし足もとの財政収支への影響は多大である。

加えて、国内の貯蓄投資バランス上、公的年金制度改革による財政赤字の拡大を、民間部門の貯蓄投資バランス改善で相殺するのは困難である可能性が高い。住宅ブームが大幅に冷え込むことや、「個人退職勘定」の創設を期に、急に家計貯蓄率が上昇するとは考えにくいためである。したがって「個人退職勘定」導入のコストは足もとにおける国内貯蓄投資バランスを悪化させ、その裏返しとして、経常赤字の拡大をもたらすだろう。

足もとでは、ドルが減価する中、80 年代後半の「ブラザ戦略」（ドル安誘導と国際的なマクロ政策協調）の再来を指摘する向きが強まってきている。しかし、かつての米国のブラザ戦略が海外主要国による政策協調への同意を得ることができた大きな要因の一つは、財政赤字削減目標の設定と目標を達成できない場合に財政支出の一律削減を決めたグラム・ラドマン・ホリングス法（GRH 法）の成立（85 年）であった。現在確認される GRH 法の財政赤字削減効果はともかく、当時は、GRH 法の成立が米国の財政赤字削減に向けた信頼度を高め、政策協調への重要な推進力となったのである。

翻ってブッシュ政権による財政赤字削減への取り組みは歳出抑制に偏る不完全なものであり、信頼が置かれているのかどうか疑問である。こうした状況下で、ブッシュ大統領は、中期的な財政収支へのインパクトが極めて大きい公的年金制度改革を、第二期政権の経済政策の目玉に掲げている。野放図な財政政策のままだでは、政策協調はおぼつかない。

また、第二のブラザ戦略のための「必要条件」である日本やユーロ圏の政策協調の可能性に眼を転じて、自国通貨高に対する経済の耐久力、自国通貨高に伴うデフレ効果を軽減するための財政政策・金融政策の出動余地のいずれにおいても、第二のブラザ戦略の実現可能性が低いことを示唆している。

結局、ブッシュ大統領が公的年金制度改革の実現を目指すためには、海外からのファイナンスにこれまで以上に神経質になり、ドルへの信認を維持し、対米投資を魅力あるものにする必要があるということになる。経済パフォーマンスを高め、国際通貨としてのドルの魅力を高める政策としての「強いドル政策」へのコミットメントは、むしろ今後、強まる可能性が指摘できるのである。

b. おわりに

現在の為替レートや内外金利等を前提にすると、為替レートの調整による対外不均衡の是正は 100 年以上かかる。しかし、米国の輸入の高度化を通じて、為替レートの変動が米国の交易条件に与える影響は低下している。そもそも 90 年代の貿易赤字は為替変動よりも内外成長率格差によって生じた部分が大きく、したがってその解消も、世界経済の成長に

よって解決されるべきであろう。米国の「強いドル政策」は、その定義が変化したように見えるが本質的には同一であり、経済パフォーマンスを高めるための総合的な経済政策パッケージを指している。第二期ブッシュ政権の経済政策が、海外からのファイナンスへの依存を強めるものである以上、「強いドル」へのコミットメントは再び高まる可能性が指摘できる。

[参考文献]

- 伊藤隆俊『世界経済に地政学リスク』（日本経済新聞「経済教室」、2004 年 6 月 4 日）
伊藤光晴編「現代 経済学辞典」岩波書店、2004 年
大谷聡、白塚重典、代田豊一郎「為替レートのパス・スルー低下：わが国輸入物価による
検証」日本銀行金融研究所、金融研究、2003 年 9 月
小野亮「ドル高政策の行方」富士総合研究所、Occasional Report、2001 年 9 月、富士
総合研究所
河合正弘「国際金融論」東京大学出版会、1994 年
吉川雅幸「ドルリスク」日本経済新聞社、2004 年
舟橋洋一「通貨烈々」朝日新聞社、1988 年
みずほ総合研究所「中国人民元の挑戦」東洋経済新報社、2004 年

- Ang, Andrew and Geer Bekaert, “The Term Structure of Real Rates and Expected
Inflation,” Presented at the conference on “Interest Rates and Monetary
Policy” held at the Federal Reserve Bank of San Francisco on March 19 and
20, 2004.
Bergsten, C. Fred, “Strong Dollar, Weak Policy,” Institute for International Economics,
The International Economy, July 2001
———“The IMF and Exchange Rate,” Testimony before the Senate Committee on
Banking, Housing, and Urban Affairs, May 19, 2004
Business Week, “THE GREENBACK'S SETBACK: CAUSE FOR CONCERN?” May 20,
2002
Campa, Jose Manuel, and Linda S. Goldberg, “Exchange Rate Pass-through into
Import Prices: A Macro or Micro Phenomenon?” NBER Working Paper Series,
No. 8934, NBER, 2002.
Congressional Budget Office, The Long-Term Budget Outlook, 2003
Dudley, William, 2001, “US Policymakers Risk Losing Credibility If They Continue To
Talk up The Currency, Believes,” Financial Times, August 8, 2001
DeLong, J. Bradford and Barry Eichengreen, “Between Meltdown and Moral Hazard:
The International Monetary and Financial Policies of the Clinton
Administration” (Frankel, Jeffrey A. and Peter R. Orszag, ed., American
Economic Policy In the 1990s, MIT Press, 2002)
Fair Currency Alliance, “China's Undervalued Exchange-Rate Regime Is a Prohibited
Export Subsidy,” Brief No. 4, 2004
Federal Reserve Board, Monetary Policy Report to the Congress, July 2004

- Feldstein, Martin, "American Economic Policy and the World Economy," the Council on Foreign Relations, Foreign Affairs, Vol.63, No.5, Summer 1985
- Goldman Sachs, "US Balance of Payments. Unsustainable, But...," Global Economics Paper No: 104, 2004
- Greenspan, Alan, Remarks on "Global Demographic Change," Presented at a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City held at Jackson Hole, Wyoming, August 27, 2004
- IMF, United States: 2001 Article IV Consultation" Country Report No. 01/145, 2001
- Krugman, Paul R., 1985, "Is the Strong Dollar Sustainable?" NBER Working Paper, No. 1644
- "Has the Adjustment Process Worked?" Institute for International Economics, Policy Analysis in International Economics, Vol.34, 1991 (邦訳「通貨政策の経済学」林康史、河野龍太郎 (訳)、東洋経済、1998 年)
- "Blessed Are the Weak," New York Times, August 1, 2001
- Laubach, Thomas, and John C. Williams, "Measuring the Natural Rate of Interest," Board of Governors of the Federal Reserve System, Federal Reserve Economics and Finance Discussion Paper No. 2001-56, December 2001
- Lawrence, Robert Z., "U.S. Current Account Adjustment: An Appraisal," Brookings Papers on Economic Activity 2: 343-392, 1990
- Leahy, Michael P., "New Summary Measures of the Foreign Exchange," Federal Reserve Board, Federal Reserve Bulletin, October 1998
- Lindsey, Lawrence B., "Hands Off The Dollar!" Institute for International Economics, The International Economy, July 2001
- Olivei, Giovanni P., "Exchange Rates and the Prices of Manufacturing Products Imported into the United States," Federal Reserve Bank of Boston, New England Economic Review, 1st Quarter, 2002.
- Posen, Adam S., "Avoiding a Currency War," Institute for International Economics, The International Economy, Summer 2004
- Rubin, E. Robert and Jacob Weisberg, In an Uncertain World, Random House, 2003
- Valderrama, Diego, "Does a Fall in the Dollar Mean Higher U.S. Consumer Prices?" Federal Reserve Bank of San Francisco, FRBSF Economic Letter, No. 2004-21, August 13, 2004