

IMES DISCUSSION PAPER SERIES

日本の経常収支調整が円レートに与える影響

モーリス・オブストフェルド

Discussion Paper No. 2006-J-19

IMES

INSTITUTE FOR MONETARY AND ECONOMIC STUDIES

BANK OF JAPAN

日本銀行金融研究所

〒103-8660 日本橋郵便局私書箱 30 号

日本銀行金融研究所が刊行している論文等はホームページからダウンロードできます。

<http://www.imes.boj.or.jp>

無断での転載・複製はご遠慮下さい。

備考： 日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー・シリーズは、金融研究所スタッフおよび外部研究者による研究成果をとりまとめたもので、学界、研究機関等、関連する方々から幅広くコメントを頂戴することを意図している。ただし、ディスカッション・ペーパーの内容や意見は、執筆者個人に属し、日本銀行あるいは金融研究所の公式見解を示すものではない。

日本の経常収支調整が円レートに与える影響

モーリス・オブストフェルド*

要 旨

本稿では、日本の経常収支が均衡するような複数の代替的なシナリオが円レートに与える影響を定量的に評価する。分析の枠組みには、Obstfeld and Rogoff [2005a, 2005b]に密接に依拠した、貿易財の世界市場と非貿易財の国内市場とを相対価格が変動して均衡させるグローバルな一般均衡モデルを用いる。分析の結果、モデル中で重要な役割を果たす代替の弾力性に関する仮定に応じて、GDP比1%分の経常収支黒字減少に対して円レートの増価は10%にも達しうることが明らかになった。円レートへの影響は、代替の弾力性が大きい場合、あるいは為替の調整が日本の非貿易財生産の拡大を伴う場合には小さくなる。後者の場合については、非貿易財産業でより効率的な労働利用が実現すると仮定していることになる。

キーワード：経常収支調整、国際資本フロー、日本円の為替レート

JEL classification: F32

* カリフォルニア大学バークレイ校

ケネス・ロゴフ氏には、われわれの共同研究に依拠させて頂いたことに感謝の意を表したい。本稿のもととなった原稿は、2005年9月14日に東京の内閣府で開催された全米経済研究所（NBER）と内閣府経済社会総合研究所（ESRI）共催の会議のために準備された。討論者の河合正弘氏および会議の参加者からは、その機会に大変有益なコメントを頂いた。この改訂原稿は2006年6月1、2日に東京で開催された日本銀行金融研究所主催の第13回国際コンファランスでの基調講演のために準備された。

本稿は、日本銀行金融研究所が著者の同意を得て翻訳したものである（文責：日本銀行金融研究所）。

過去5年間の3つの論文において、ケネス・ロゴフと私は、米国の経常収支の急速な均衡への回帰が、為替レートへ与える影響について分析してきた(Obstfeld and Rogoff[2000, 2005a, 2005b])。2000年時点では、米国の経常収支赤字は(歴史的な高水準にあったものの)現在より小さかった。また、Lane and Milesi-Ferretti [2001, 2005]による、資産・負債状況に関する国際比較が可能なデータ・セット作成という大変重要な業績によって明らかにされたように、ネットのグローバルな対外不均衡の拡大は、グロスの国際的なポジションの急増を伴った。この急増は、多くの国が一エマージング市場国でも増えているが、特に先進工業国が -、グロスの対外負債額をいっそう増加させることで、ますます多額のグロスの対外資産を効率的にファイナンスし、国際的なポジションにレバレッジをきかせていることにより生じた。このような国際金融市場の動向は、予期せぬ為替相場の変動が国家間での多額の富の再分配を起こす条件を作り出すこともあって、経済的相互依存を大きく拡大させてきた。

国際金融市場の厚みが拡大することによって、多額の対外不均衡は、政策担当者間の懸念事項の1つとしての重要度を弱めるはずだと主張する論者がいる(特にGreenspan [2004])。彼らは、金融市場参加者が外国債権保有残高を積み増すことに明らかにより積極的になっていることを踏まえると、今以上の規模の対外不均衡もいっそう容易にファイナンスできるとまで主張する。一方、ロゴフと私は、経常収支赤字の調整が実際に起こったとしても、その為替レートへの影響は、グローバルな資産市場の統合度合いには二次的に依存するにすぎず、むしろ、(特に国際市場においては)短期的にみると限定的なものにとどまっている国内市場・国際市場における財市場の調整の円滑さの度合いに依存すると主張している。グローバルな資産市場の調整速度がグローバルな財市場の調整速度をいまや大きく上回っていることは、危機を生み出す。すなわち、資産

市場が大規模な所得・支出の不均衡を許容するならば、大幅な為替レートの調整圧力がかかりうることにより、結果として国際金融フローの急激な変動、場合によってはパニックさえ引き起こすかもしれない。そのような変動を回避できるかどうかは、資産市場の参加者が、どれだけ確固として、長期的な視野を持ち、かつグローバルな不均衡の長期的で緩やかな調整に必要な資金を提供するかにかかっている。私とロゴフによるこの調整に関する研究の1つの目的は、グローバルな投資家が不安定で、移り気であったときに生じうるさまざまな市場への圧力を検討することにある。

日本は経常黒字を拡大してきた国々の1つで、2001年にGDP比2%だった経常黒字は、2005年にはGDP比3.5%以上に拡大している。図1は、この動向を円の実質実効為替レート指数の動きとともに示している（データの出所はOECD、上方向への動きは増価を示す）¹。2000～04年の期間で、円は貿易相手国の通貨に対して、実質で約15%以上も減価した。実際に、日本の場合、実質為替レート指数と経常収支黒字の負の相関関係の高さは顕著であり、経常収支黒字が拡大するときに実質減価が生じている²。1990年代後半以来、世界全体で貯蓄が増加しており、それが世界利子率を低位安定させているかもしれないとの主張(Bernanke[2005])があるが、日本はこのグローバルな貯蓄の増加に寄与していない。日本のグロスの貯蓄率は、1997年の対GDP比30.9%から、2005年には推計で同26.8%に低下した（対GDP比4.1%減）一方、投資率は対GDP比28.7%から同23.2%に減少した（対GDP比5.5%減）。つまり、この間1.4%の対外余剰が増加し

¹ 経常収支に関するデータは、国際通貨基金（IMF）の世界経済見通し（World Economic Outlook）の各号から取っている。この段落で後に引用する日本の貯蓄・投資に関するデータの出所も同じである。実質実効為替レートの時系列データは、経済協力開発機構（OECD）の主要経済指標（Main Economic Indicator）から取っている。

² 図1に示された期間について、1年後の実質為替レートと経常収支率の相関係数は-0.62である。

たことになる。

日本の経常黒字が急速に縮小した場合、円レートに与える影響はどのようなものだろうか。このような黒字の縮小は、外国の経常収支赤字を急激に縮小させるような海外での住宅価格の急落などといった突発的な出来事によって発生しうる。この問いに答えるための伝統的な方法は、貿易モデルや、国際取引に焦点を当てた他の幾つかの枠組みのもとで、計量経済学的な推計手法を用いることである。しかし、以下で展開する、本稿の分析に用いる方法はそうした伝統的な方法とは異なる。具体的には、貿易財と非貿易財の相対価格が実質為替レートの主要な構成要素である点と、現代におけるGDPのほとんどは、サービスとその他の非貿易財で構成されている点を考慮している。もちろん、われわれのモデルは国際貿易を考慮しているが、後に明らかになるように、国際貿易によって為替レート調整の全て、あるいはそのほとんどがなされるわけではない。

Obstfeld and Rogoff [2005b]で議論したように、経常収支の変化に伴って為替レートがどれだけ変化するかという設問に対する唯一の答えはない。基礎的なパラメータを固定した場合でも、為替レートの変化の度合いは、調整が起こるシナリオ次第で異なる。もっと意味の無い設問は、為替レートの変化によってどれだけ経常収支の調整が起こるかという問いである。なぜなら、為替レートは、経常収支の変化を引き起こす外生的なショックに対して反応する多くの内生変数の1つに過ぎないからである。以下で検討されるモデルは、(貿易財・非貿易財間、各種貿易財間の)代替の弾力性が十分に低く、各部門の生産水準を一定とし主要なショックが貯蓄行動の変化となるように設定したシナリオ下では、日本の経常収支黒字のGDP比1%分の減少は10%もの円レートの増価を伴うことを示唆する(偶然ながら、一見したところ、この数字は図1に示された相関関係と大きく異なるようにはみえない)。なお、経常収支の変化に伴って、日本の

非貿易財生産の増加が完全雇用回復への動きの一部として生じた場合、為替レートへの影響はやや小さくなるであろう。

日本は他の先進工業国と同様に、グロスの海外資産とグロスの海外負債を大きく拡大させてきたことから、海外に外国通貨建て資産をかなりの規模で保有しており、円レートの変化は日本の対外純資産に大きな影響を与えうる。経常収支が予想せぬ完全な調整によって均衡する場合、日本にとってのコストは、年間のGDPのかなりの部分に達するであろう。

本稿の構成は以下のとおりである。1節では、モデルを紹介する。2節では、コアとなるシミュレーションを行う。最後に3節では、幾つかの注意点を挙げ結論を述べる。

1. モデル

本稿では、Obstfeld and Rogoff[2005a]の2地域モデルを、日本と貿易相手国全体との関係に適用する。ここではモデルの主要な特徴を概説するにとどめる。詳細で技術的な議論について関心のある読者は先行研究を参照されたい。

自国と外国の2つの地域がある。両地域は1種類の非貿易財と1種類の輸出財を生産し、その輸出財と不完全代替関係にある他地域の輸出財を輸入している(例えば、日本とそれ以外の世界を2つの地域と考える)。

モデルでは、各種の生産に用いられる初期賦存量は外生的に与えられている。この設定のもとでは、短期的には、資本と労働の部門間の移動が不可能と暗黙に仮定することとなる。一方長期的には、部門間の要素の移動可能性が実質為替レートに与える影響を弱めると予想できる。コアとなる分析では、名目価格は完全に伸縮的であることも仮定している。この仮定により、経常収支の反転が実質為替レートに与えうる影響を過小評価することになる。

自国の消費指数は、自国・外国の貿易財と、自国の非貿易財に依存し、以下の
ように貿易財と非貿易財を共に組み込んだ形で表される。

$$C = \left[\gamma^{\frac{1}{\theta}} C_T^{\frac{\theta-1}{\theta}} + (1-\gamma)^{\frac{1}{\theta}} C_N^{\frac{\theta-1}{\theta}} \right]^{\frac{\theta}{\theta-1}}$$

ここで、 C_N は非貿易財消費、 C_T は以下のように定義された指数である。

$$C_T = \left[\alpha^{\frac{1}{\eta}} C_H^{\frac{\eta-1}{\eta}} + (1-\alpha)^{\frac{1}{\eta}} C_F^{\frac{\eta-1}{\eta}} \right]^{\frac{\eta}{\eta-1}}$$

ここで、 C_H は自国の貿易財の自国での消費、 C_F は外国の貿易財の自国での消費、 $\alpha > 1/2$ である。外国も同様の指数を持つが、外国の輸出財の消費については α^* ($\alpha^* > 1/2$) のウェイトを持つ。自国と外国が同様の貿易財に関する消費バスケットを持つのではなく、それぞれが自国の輸出財の消費を愛好すると仮定することによって、貿易財間においても消費のホーム・バイアスが生じる。この設定は、さらに移転効果を発生させる。すなわち、他の条件が一定であれば、ある国の支出の増加は、その国の国際的な交易条件を改善させる。さらに、他の条件が一定であれば、ある国の交易条件の改善は、その国の通貨の実質増価を伴う。なぜなら、自国の輸出財が、自国の貿易財の消費者物価指数（CPI）の中で圧倒的なウェイトを占めるからである³。

パラメータの θ と η は、われわれの分析で中心的役割を果たす。 θ は貿易財と非貿易財の（一定の）代替の弾力性である。 η は、自国の貿易財と外国の貿易財の（一定の）代替の弾力性である。この2つのパラメータが、数量調整に対する価

³ 厳密にいうと（次の公式から明らかになるように）移転効果は $\alpha + \alpha^* > 1$ の場合は常に生じる。例えば、ホーム・バイアスのない大変基本的かつ対称的な2国間の独占的競争モデルでは、世界中の消費者によるある財への愛好ウェイトは、世界生産量に占めるその財のシェアを反映し、このとき $\alpha + \alpha^* = 1$ となる。例えば、Krugman [1989] を参照。この場合、移転効果は生じない。

格の反応の大きさを決定する。代替の弾力性が低いほど、消費数量のある一定の変化を吸収するために、より大きな価格の変化が必要であることが示唆される。

前述の消費指数 C に対応する自国通貨単位で計測した自国のCPIは、貿易財と非貿易財の価格に依存し、以下のように示される。

$$P = [\gamma P_T^{1-\theta} + (1-\gamma)P_N^{1-\theta}]^{\frac{1}{1-\theta}}$$

ここで、 P_N は非貿易財の自国通貨建て価格、 P_T は貿易財の物価指数である。以下の公式で示されるように、 P_T は自国の貿易財と外国の貿易財の現地価格である P_H と P_F によって決まる。

$$P_T = [\alpha P_H^{1-\eta} + (1-\alpha)P_F^{1-\eta}]^{\frac{1}{1-\eta}}$$

外国でも、自国と同様のCPIと貿易財価格の指数があるが、後者は外国の輸出財に対して $\alpha^* > 1/2$ のウェイトを与えている。これらの物価指数は、実質為替レートを定義する際に大変重要である。

貿易財について一物一価の法則を仮定すると、 $P_F = \varepsilon P_F^*$ かつ $P_H^* = P_H / \varepsilon$ である。ここで、 ε は外国通貨の自国通貨建て価格、すなわち名目為替レートである（アスタリスクは、外国の名目価格を示す）。

交易条件は次のように定義される。

$$\tau = \frac{P_F}{P_H} = \frac{P_F^*}{P_H^*}$$

実質為替レートは次のように定義される。

$$q = \frac{\varepsilon P^*}{P}$$

個々の貿易財について、一物一価の法則が成り立つ場合でも、貿易財消費のホーム・バイアスのため、購買力平價説（PPP）は、各国消費者が選好する異なっ

た貿易財のバスケットに対して成立しないことに注意が必要である。モデルの式を使うと、 $P_T \neq \varepsilon P_T^*$ である。

ここで仮定されている効用関数からは、それぞれの初期賦存財に対して一定の需要の価格弾力性を持つことが示されるので、以下の条件が満たされた場合、自国で生産される財のグローバル市場は均衡すると結論できる。

$$Y_H = \alpha \left(\frac{P_H}{P_T} \right)^{-\eta} C_T + (1 - \alpha^*) \left(\frac{P_H / \varepsilon}{P_T^*} \right)^{-\eta} C_T^*$$

ここで、 Y_H は自国の貿易財生産の初期賦存量である。これに対応して、外国が生産する貿易財供給 Y_F に関しても、グローバル市場の均衡条件が成立する。自国の非貿易財については以下の市場均衡条件が成立する。

$$Y_N = \frac{(1 - \gamma)}{\gamma} \left(\frac{P_N}{P_T} \right)^{-\theta} C_T$$

もちろん外国の非貿易財についても同様の条件が成立する。

このモデルでは、自国と外国の貯蓄・消費の決定要因を捨象している。したがって、貿易財の消費水準 C_T と C_T^* 、初期賦存量 Y_H 、 Y_F 、 Y_N と Y_N^* は所与とされる。その結果、前述の市場均衡条件を相対価格について解くことができる。重要な相対価格は、3つある。すなわち、両国における輸出財の非貿易財に対する相対価格と交易条件である。そして、ワルラス法則により、4つの市場均衡条件（2つの貿易財および2つの非貿易財についての市場均衡条件）から、3つの相対価格を決定する3つの独立した条件を導出できる。

対外不均衡の水準は、これらの財市場にどのように依存するのだろうか。自国の経常収支赤字 CA は、自国通貨建てでみると、

$$CA = P_H Y_H + iF - P_T C_T$$

ここで、 F は自国の海外純資産（自国通貨建て）、 i は対応する利子率を表す。したがって、貿易財の消費は経常収支の関数として以下のように表すことができ

る。

$$C_T = \frac{P_H Y_H + iF - CA}{P_T}$$

もちろん外国部門について、これに対応する関係式は以下ようになる。

$$\varepsilon CA^* = \varepsilon P_F^* Y_F - iF - \varepsilon P_T^* C_T^* = -CA$$

CA を変化させることによって、他の条件を一定とした場合の消費行動の変化の影響を確かめることができる。より複雑なシナリオ—例えば、生産性の変化を伴うもの—は、 CA を生産要素の初期賦存とともに変化させることによって分析できる。 CA をゼロにすると、対外不均衡が完全に調整された場合（経常収支ゼロの状態への変化）の影響がわかる。諸変数への定量的な影響は概ね線形であるため、部分的な経常収支の調整の影響は、完全な調整の影響を比例配分することによって計測できる。

モデルのキーとなるのは、実質為替レートの変化、交易条件の変化と非貿易財の相対価格の変化との間の関係である。この関係は、以下のように近似できる。

$$\Delta \log q = \gamma(\alpha + \alpha^* - 1)\Delta \log \tau + (1 - \gamma)\Delta \log(\varepsilon P_N^* / P_N)$$

自国の相対実質通貨価値の下落は、同じ通貨建てで測った、外国と自国の貿易財価格のインフレ率（ウェイトは γ ）と、外国と自国の非貿易財価格のインフレ率（ウェイトは $1 - \gamma$ ）によって決まる。国家間で貿易財に関する選好に非対称性があるため、自国の貿易財価格のインフレ率と対比した外国の貿易財価格のインフレ率は、逆に自国に対する外国の交易条件の改善率である $\Delta \log \tau$ の増加関数となる。この国家間での選好の非対称性は、数学的には $\alpha + \alpha^* - 1$ として示される（ $\alpha = \alpha^* = 1/2$ となる自国と外国の選好が同一の場合は、非対称性は0）。

2. グローバルな経常収支不均衡の解消についての計数的評価

前述の枠組みを用いると、多くの代替的なシミュレーションを行うことが可能となる。例えば、すでに議論したように、 CA をゼロにするだけで、純粋な相対需要の変化による経常収支黒字減少の（つまり、米国の総需要が減少する一方で、外国の総需要が増加するために経常収支が調整される）効果のシミュレーションができる。そして、すでに示唆したとおり、経常収支をゼロにすると同時に自国と外国の相対生産量を変化させることにより、付随的に発生する相対的な生産性ショックの影響についてのシミュレーションができる。

われわれのカリブレーションでは、日本について $P_H Y_H / (P_H Y_H + P_N Y_N) \approx 0.2$ と仮定している結果、経常黒字・貿易財生産額比率 $CA / P_H Y_H = 0.035 / 0.2 = 0.175$ が、概ね日本の対外経常黒字と一致する。財務省によると、日本の対外純資産は、2004年末現在、グロスの対外資産433.9兆円とグロスの対外負債248.7兆円の差で、185.8兆円である。したがって、日本の対外純資産（円建て） F の初期値を円建ての貿易財生産額 $P_H Y_H$ で割った1.85であるとし、対外純資産の名目収益率は年率5%と仮定する（以下に明らかになるように、合理的な範囲の収益率であれば、最後の仮定は計算結果に大きな影響を与えない）。また、日本で生産される貿易財の米ドル換算価値が、全世界の貿易財売上高の米ドル換算価値の約12%になるように、日本と外国の相対的な生産量を設定する。

選好ウエイトについては、 $\gamma = 0.2$ 、 $\alpha = 0.8$ とする。また、外国の貿易財に対する消費のホーム・バイアスと、世界の貿易財生産に占める日本の割合の両方を反映させ、 $\alpha^* = 0.975$ とした。（Obstfeld and Rogoff [2005a]では、米国を自国とする2地域モデルにおいて、同パラメータを0.925とした）。代替の弾力性については、幾つかの値を検討した。異なる地域の貿易財間の代替の弾力性 η については、2か3とした。これらの数字は、マクロ・データを用いた計量経済分析か

ら示唆される数字に比べて大きい。しかし、Obstfeld and Rogoff [2005b]で議論された複数の理由から、国レベルの貿易方程式に関する既存研究でよく使われる、1やそれ以下という推計値よりも、これらの数字の方が理にかなっているように思われる。いずれにしても、低い代替の弾力性は、より急激な交易条件と為替レートの動きを示唆する。貿易財・非貿易財間の代替の弾力性 θ については、 $\theta=1$ か2を利用する。

最後の論点は、モデル中にあらわれる実質為替レートと名目為替レートの関係に関するものである。モデル中でこの関係が成立するためには、金融政策についての仮定を加えなければならない。最も単純な仮定は、中央銀行がCPIのインフレ率を目標とするもので、その場合、価格が伸縮的ならば、 $\Delta \log \varepsilon = \Delta \log q$ となる。

表1は、突然の相対的な需要ショックによって日本の経常収支黒字がゼロになった場合（GDP比3.5%から0%への減少）何が起きるかという問いに対する答えである。この最初のシミュレーションでは、生産量は変化させておらず、為替レートの変化による日本の対外資産・負債の評価損益も考慮されていない。

表1：対外均衡への回帰（最も単純な場合）

θ	η	交易条件の改善 (%)	実質円レートの増価 (%)
1	2	24.2	37.5
2	2	24.2	26.7
1	3	14.6	28.5
2	3	14.6	18.6

弾力性が最も低いシナリオ（表1の上から1行目）では、実質円レートで37.5%の増価、つまり、経常収支黒字のGDP比率が1%減少すると円レートが10%増価するとの結果となった。 θ の値を大きくしても本シミュレーションの交易条件は変化しないが、均衡を回復するために必要な日本の貿易財に対する非貿易財の価格の上昇分が減少することによって、必要となる実質円レートの増価の度合いは低下する。同時に、国際貿易の弾力性の上昇は、交易条件の改善幅を急激に低下させるが、必要な実質円レートの増価の度合いに対しては比例的影響よりも小さな影響しか与えず、必要な実質円レートの増価の度合いは、 $\theta=1$ の場合で約30%にとどまる。弾力性が最も高い場合（表1の下から1行目）では、交易条件が14.6%改善し、実質円レートが18.6%増価する。これらの数字は、過去の経験に照らすと、やや小さすぎて信憑性を欠くかもしれない。

最近の研究であるTille [2003]、Gourinchas and Rey [2006]、Lane and Milesi-Ferretti [2004]では、資産価格の変化、特に為替レートの変化が、国家間の純ポジションに与える影響が強調されている。表2に報告されたシミュレーション結果は、日本の国際的にレバレッジされたポートフォリオの構成を考慮し、予期せぬグローバルな経常収支の均衡が起こった場合の為替変動による対外資産の評価損益を考慮している。シミュレーションでは、日本の全対外負債は円建てである一方、（IMFのCoordinated Portfolio Investment Survey <2001年版>に示されているように）日本の対外資産の75%は、円以外の通貨建てであることを仮定している。純ポジションに対する含意は、定量的に顕著である。もし円が外国通貨に対して例えば一律10%増価した場合、それに伴う外国人への富の移転が、433.9兆円のグロスの対外資産の7.5%になる。この移転は、日本のGDPの約6.5%に相当するものである！以下に示される為替レートの変化を評価する際には、この数字を念頭におくとよい。

表2：対外均衡への回帰（資産の評価損益を考慮した場合）

θ	η	交易条件の改善 (%)	実質円レートの増価 (%)
1	2	18.8	29.6
2	2	19.7	21.8
1	3	12.2	24.0
2	3	12.7	16.2

表2は、対外純ポジションの評価損益を考慮すると、日本の交易条件と実質円レート上昇の度合いは低下するが、どちらの上昇度合いも依然として大きいことを示している。この点は、（為替レートの変化を予想した金利の調整がその前に起こらないと仮定して）外国人への富の移転が、対外純資産の初期値の40%近くにも達する場合（表2の1行目）にさえ当てはまる。相対価格変化への影響が幾分か小さくなる理由は、基本的なものである。すなわち、GDPに対するグロスの資産・負債の比率が十分に大きくない限り、大幅な為替レートの変化だけが、一国の富の大きな削減をもたらす。

しかし、この均衡の結果は直感に合致する。円レートの増価は国富を減少させるため、日本の消費は外国の消費と比較して減少し、交易条件の改善による円レートの増価幅と、非貿易財の相対価格の上昇幅はそれぞれより小さくなる。その結果、円の実質増価幅も小さくなる。定性的にいうと、変化は表1と同様に起こるが、幾分か抑制される。

表1と表2の結果を比較して興味深いのは、表2においては、 θ の値に応じて、交易条件の変化幅も異なる点である。この違いはなぜ生じるのだろうか。表2にお

いては、 θ の変化が円レートの増価幅を名目・実質ともに変化させ、海外純資産も変化させる。海外純資産の変化は、貿易財市場に直接影響を与える（海外純資産が小さくなるということは、経常収支が均衡するためには貿易赤字の縮小が必要であることを意味する）ため、今度は国際貿易の交易条件が影響を受ける。表2は、円の増価幅の拡大とその結果としての海外純資産の減少幅の拡大が、（ここでも定量的な違いは小さいものの）より小幅の交易条件の改善を伴うことを示している。

ここまで、日本が国内均衡・対外余剰から、国内・対外均衡へ変化する状況を分析してきた。しかし、日本が依然としてデフレ圧力下であり、現在の状況は対外余剰と国内デフレだ、という議論が可能かもしれない。そうした場合、経済学の教科書の「経済的不快の4ゾーン（Four zones of economic discomfort）」の図でよく知られたように、国内均衡と対外均衡は、概念的には為替レート調整を全く伴うことなく達成できる。

現在のモデルは、厳密に言えば、完全雇用を前提としているため、この可能性を直接評価することは難しい。そこで、以下の間接的方法を検討してみよう。デフレ圧力下の状況は、非貿易財の相対価格が高すぎるため、その需給が均衡せず、経済に他の変化が起これなければ非貿易財価格のデフレが発生する状況と解釈できる。こうしたケースでは、日本の支出が増加しても、非貿易財価格は上昇せず、ただ単に非貿易財価格に対する低下圧力がなくなるだけであろう。このような価格の低下圧力を（本稿のモデルで）描写する1つの方法は、日本の経常収支が均衡に向かうと同時に非貿易財の供給が増加すると仮定することである。実際に日本経済の現状に照らせば、この供給増加は、非貿易財部門の潜在失業が解消されること、つまり現在雇用されてはいるが非生産的な労働者が、実際に価値の高い生産物を生産し始めることに対応する。

表3：対外均衡への回帰（非貿易財の生産量が増加する場合）

θ	η	交易条件の改善 (%)	実質円レートの増価 (%)
1	2	19.4	23.3
2	2	19.9	19.1
1	3	12.6	17.6
2	3	12.9	13.4

表3は（海外純資産ポジションの評価損益を考慮済みのものであるが）この可能性を取り上げている。このシミュレーションは、経常収支黒字が解消するにつれて、非貿易財の生産量は10%も増加すると仮定している。非貿易財生産量のこの大きな増加によってさえ、その程度こそかなり縮小するものの、円レートが増価することが依然として示される。例えば、表3の上から1行目の代替の弾力性が低い場合でも、表2で29.6%だった円レートの増価と比較して、依然として23.3%の円レートの増価が示されている。

3. 注意点と結論

本稿では、現在GDPの約3.5%の黒字となっている日本の経常収支に急激な調整が起こった場合の、為替レートと交易条件への含意について分析してきた。比較的低い代替の弾力性（これは標準的な実証研究の推計の範囲に十分収まるものではあるが）の想定下では、予期せぬ円レートの増価によって日本の多額の対外純資産が減少する可能性を勘案しても、日本の経常収支に急激な調整が起こった場合の円レートへの影響は実質30%もの増価となる。分析の枠組みに

は、非貿易財と製品差別化された貿易財からなる2地域のグローバルな均衡モデルを用いた。

本稿で用いたモデルは国家間と、特に国内の要素移動を捨象しているため、緩やかかつ予期された調整が生じる場合の、実質円レートの増価幅が過大評価されている。一方で、このモデルは、国際市場における名目変数の硬直性や、(例えば、国際的に活動する企業のPTM < pricing-to-market > に基づく価格設定行動のような)一物一価の法則からの乖離も考慮していない。これらの要素により、急激な経常収支黒字減少の影響を確実に過小評価することになる。短期での変動を十分に分析するためには、国家間の資産市場のつながりを十分に特定した、より一層詳細なモデルを構築せねばならない。対外不均衡の持続可能性を評価する際に多くの議論が行われてきた金融市場の要因が、最大の影響をもつのはこの点においてである。しかし、現在のモデルは、明示的な価格の粘着性とPTMを考慮しない場合でさえも、財市場の不完全性が国際相対価格の大きな変動を発生させるのに十分であることを示している。

参考文献

- Bernanke, Ben S., "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit," Sandridge Lecture, March 10, 2005. <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/default.htm>>
- Gourinchas, Pierre-Olivier and Hélène Rey, "International Financial Adjustment," mimeo, University of California, Berkeley and Princeton University, March, 2006.
- Greenspan, Alan, "The Evolving U.S. Payments Imbalance and Its Impact on Europe and the Rest of the World," *Cato Journal*, Vol. 24, Spring-Summer, 2004, pp.1-11.
- Krugman, Paul R., "Differences in Income Elasticities and Trends in Real Exchange Rates," *European Economic Review*, Vol.33, May, 1989, pp.1031-54.

- Lane, Philip R. and Gian Maria Milesi-Ferretti, "The External Wealth of Nations: Measures of Foreign Assets and Liabilities for Industrial and Developing Nations," *Journal of International Economics*, Vol. 55, December, 2001, pp. 263-94.
- , "Financial Globalization and Exchange Rates," mimeo, Trinity College, Dublin and IMF, 2004.
- , "The External Wealth of Nations: Mark II," mimeo, Trinity College, Dublin and IMF, 2005.
- Obstfeld, Maurice and Kenneth Rogoff, "Perspectives on OECD Capital Market Integration: Implications for U.S. Current Account Adjustment," in *Global Economic Integration: Opportunities and Challenges*, Federal Reserve Bank of Kansas City, March, 2000, pp. 169-208.
- , "The Unsustainable US Current Account Position Revisited," paper presented at the NBER conference on G-7 Current Account Imbalances, Newport, RI; revised version, November, 2005a.
- , "Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustment," *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 2005b, pp. 67-146.
- Tille, Cédric, "The Impact of Exchange Rate Movements on U.S. Foreign Debt," *Current Issues in Economics and Finance*, Vol. 9, January, 2003, Federal Reserve Bank of New York.

