

米国の経常収支の調整に関する政策分析

(要 旨)

西垣 秀樹

米国の経常収支は 1990 年代以降、赤字基調が続き、2000 年代半ばにかけて大幅に赤字が拡大するなかで、その持続性や問題点が議論されてきた。

経常収支は通時的な現象である。経常収支の不均衡はそれ自体、悪いものではなく、基本的には経済主体が異時点間にわたる効用の最大化を目指した結果として発生したものとみられる。自由な国際資本移動が可能な開放経済のもとではより高い効用水準を達成することが可能である。

しかし、経常収支の不均衡が長期にわたり恒常的に続く場合、最終的には大きな調整が必要になる場合がある。予算制約式が必ず満たされるという保証はないからである。また現在の消費を実質的にファイナンスしている海外の投資家が経常収支赤字国の将来の生産水準と元利返済能力を正確に予測できるとは限らず、元利返済能力について懸念を強める可能性もある。経常収支の不均衡が長期にわたって続くほど、将来の調整リスクが大きくなり、それが突然生じることも考えられる。仮に海外からの投資が減少し、ドル安が短期間で生じた場合には、金融市場では無秩序的に米国の株価や債券が大幅に下落し、米国経済や世界経済が大きな調整を受ける可能性がある。このため経常収支不均衡は世界経済にとって潜在的なコストが大きいものとなる。

本論文で経常収支の不均衡をテーマにとりあげるのは、経常収支不均衡はこのように世界経済の持続的成長にとって大きな不安定要因となる可能性があるためである。

経常収支の持続可能性を分析するフレームワークとしては、共和分分析が用いられ、共和分関係の存在が持続可能性の必要十分条件とされる。具体的には輸出、輸入、純利子収入の間に $(1, -1, 1)$ の共和分ベクトルをもつ共和分関係が存在するかどうかテストされるが、これは経常収支に対する単位根検定に相当する。経常収支のデータについて単位根をもつという帰無仮説を有意に棄却することができない場合には経常収支の持続可能性の条件は支持されないと判断される。この場合には、経常赤字が過剰であって対外負債が全体として返済できない可能性が懸念されることとなり、経常収支赤字が持続可能となるよう、何らかの政策対応が急がれることになる。

本論文の目的は近年の米国における経常収支不均衡の拡大について、その背景や特徴、是正策等を実証的に分析することにより、政策的なインプリケーションを導き出すことにある。米国の経常収支不均衡の背景にはマクロ政策（財政政策と金融政策）が関わっているが、米国や（米国以外の）海外の財政政策、金融政策が経常収支に与える影響を分析することによって経常収支不均衡の原因や是正策を明らかにしたい。具体的なテーマとしては主に以下の 3 点である。

第 1 に、米国の財政政策が経常収支に与える影響である。特に米国の財政赤字の削減は経常収支赤字の縮小につながるのか。

第 2 に、米国の金融政策が貿易収支に与える影響である。特に貿易収支赤字を縮小させるためには、金融緩和か、それとも金融引き締めかどちらが有効であるのか。

第 3 に、米国以外の海外の財政政策や金融政策さらに為替レートの調整が経常収支に与える影響である。経常収支不均衡の是正のための G6（米国を除く G7）諸国や中国の具体的役割は何であるのか。

本論文では、分析を進めるにあたり以下の点に留意した。

第 1 は、米国の経常収支の不均衡について主に貯蓄投資 (IS) バランスの側面に注目しながら米国の財政政策や金融政策に対する民間部門（民間支出）の反応を分析し、民間部門の反応が近年変化した可能性を示すことである。特に政府債務残高の GDP 比が大幅に上昇した近年において、

家計の将来に対する期待が変化し、財政政策が民間支出や経常収支に与える影響は政府債務残高の GDP 比が低い場合と異なっている可能性がある。言い換えれば、かつては「常識」とみられていた政策がもはや妥当しなくなっている可能性である。この点を軽視すれば、経常収支の不均衡を是正しようとしても予想に反する結果を招くことになり、不均衡を是正できないだろう。

第2は、経常収支に関連する経済変数の間の相互関係をダイナミックに捉えることで経常収支不均衡の調整過程を出来るだけ明確にすることである。貿易収支不均衡を調整する手段としては、これまでさまざまな政策オプションが指摘されてきた。しかしそれぞれの政策手段の貿易収支に対する効果は必ずしも明らかではなく、貿易不均衡の調整が起こったときに貿易収支に関連する他の変数、例えば為替レートや実質 GDP がどのように変化するか、ダイナミックな側面（動学的経路）については必ずしも十分な研究の蓄積があるわけではない。こうしたなか、貿易収支不均衡の調整が米国経済や世界経済に与える影響について不透明感がある。しかし、このように貿易収支不均衡の調整がもたらす影響への理解が不十分のまま、本来必要な不均衡の調整を先送りするとすれば、結果的に将来に大きな調整圧力をもたらすことになりかねない。

第3は、第2とも関連するが、経常収支不均衡を是正する上で経済全体への負荷をできるだけ小さくするという視点に立って是正策を考察することである。例えば、経常収支不均衡の是正という国際的なマクロ政策協調のために国内の政策や景気が結果的に犠牲になるならば、政策協調は失敗だったことになりかねない。こうした観点からも、経常収支不均衡を是正する過程で経常収支の軌道だけでなく、経常収支に関連する他の経済変数、GDP などの経済変数が中期的にどのように変化するかについて詳細に分析する意義は大きいだろう。

本論文の構成は以下のとおりである。

第1章では、経常収支の分析に関する最近の研究動向を概観する。経常収支と財政政策、財政政策が GDP や民間消費、民間投資、金利、為替レートに与える影響や、金融政策と経常収支、為替レートと経常収支に関する研究動向等についてサーベイする。

第2章では、政策変数として財政政策に注目し、税負担が将来に先送りされているケースの影響を考慮しながら財政政策（政府収入）と経常収支の関係について分析する。ここでは世代重複モデルと Glick and Rogoff(1995)、Bussiere, Fratzscher and Müller (2010)のモデルをベースにして、政府債務残高 GDP 比や政府収入（税金）の中身の違いを考慮し、財政政策の経常収支に対する影響を実証的に分析している。その結果、①財政政策（政府収入）が経常収支に与える影響は総じて小さいこと、②財政政策の経常収支に与える影響は、（前期の）政府債務残高 GDP 比の水準や増加速度、政府収入の中身によって異なることを明らかにしている。政府収入のうち、個人所得税、社会保障負担、消費税のいずれでみても政府債務残高 GDP 比の閾値効果がみられ、特に消費税の効果が大きいことが確認できる。政府債務残高の水準がそれほど大きくないときには個人所得税の増税は民間消費を減少させ、経常収支を有意に改善させるが、その場合でも個人所得税の増税による経常収支改善効果は小さい。一方、政府債務残高の水準や増加速度が大きく、異時点間の税負担の配分が課税平準化のもとでの望ましい配分から乖離し、税負担が将来に先送りされている状況や財政の持続性に不安があるような状況下での増税は家計の将来の実質的所得に対する見通しを改善させることを通じて民間消費を増加させ（非ケインズ効果）、かえって経常収支を悪化させる可能性が指摘される。

2007 年のサブプライム問題発生以降、金融危機を経て米国の政府債務残高は大幅に拡大したが、

こうした状況下では租税や社会保障の負担の増加が逆説的であるが民間消費の拡大を通じて経常収支の赤字を拡大させる可能性があることが示唆される。一方、政府債務残高の水準が高く、財政の持続性が懸念される状況の下で財政赤字を増加させた場合には民間消費を抑制することで経常収支を改善させるが、政府債務残高の規模が一段と拡大することで財政の持続性への懸念はさらに強まることになるという問題点が明らかになる。

第3章から第6章では、米国の経常収支（貿易収支）不均衡を是正するための有効な政策手段について構造 VAR モデルを用いた時系列分析によって検討している。このうち第3章と第4章は第5章の分析のための準備の章に相当する。

第3章では、引き続き米国の財政政策の経常収支に与える影響について、Kim and Roubini(2008)の構造 VAR モデルの推計結果を再検討している。ここでは Kim and Roubini(2008)で考慮されなかった推計期間を変えた場合の相違点や家計の期待に影響を及ぼし得る政府債務残高の水準が財政収支と経常収支の関係をどのように変化させるかについて考察している。構造 VAR の推計を通じて、財政赤字の増加ショックが実質 GDP や民間消費、民間投資、経常収支等に与える影響が1980年代までと1990年代以降ではかなり変化した可能性が高いことを示している。

すなわち1980年代まではプライマリーの財政赤字の増加ショックは、民間消費や民間投資の増加（すなわち所得の増加）と実質金利の上昇、実質為替レートを増価をもたらし、経常収支を中期的に悪化させる方向に寄与するなど、マンデルフレミングモデルから示唆される動きと概ね整合的な変化をもたらし、またプライマリーの財政赤字の増加ショックが加わっても赤字は一時的であり、プライマリー財政収支はやがて改善する傾向を示していた。

一方、1990年代以降は、財政赤字の増加ショックが民間消費や民間投資の減少（すなわち所得の減少）と実質金利の低下、実質為替レートの減価をもたらし、経常収支を中期的に改善させるようになり、マンデルフレミングモデルが示唆する結果と逆の関係がみられるようになった。またプライマリーの財政赤字は一旦、増加（縮小）すると縮小（増加）に転じるまでに時間がかかるようになったことが確認される。こうした推計結果は、近年になって現在の可処分所得よりも生涯の可処分所得を考慮してフォワードルッキングに消費を決定するリカード家計の割合が増加していることを示唆している。

さらに財政政策が経常収支に与える影響を評価する上では、政府債務残高の水準が家計の期待に影響を与える可能性がある点を十分に踏まえることが重要であることを指摘している。

第4章では、米国の金融政策が貿易収支に与える影響について検討している。金融政策が貿易収支に与える影響は、一般には金融緩和（FF レートの低下）がドル安を誘導し、貿易収支を改善させる効果（「支出スイッチング効果」(expenditure-switching effect)）がある一方で、金融緩和が内需を増加させることで輸入を誘発し、貿易収支を悪化させる効果（「所得・内需効果」(income-absorption effect)）がある。どちらの効果が大きいかは実証的な問題であり、この点を検証することは経常収支不均衡の原因や是正策を考察する上で重要な意味をもっている。

Kim(2001)が行った1974年から1996年までの四半期データを用いた構造 VAR の推計結果によれば、金融緩和（引き締め）は1年程度の短期でみた場合には所得を増加（減少）させることで、輸入を増加（減少）させ、貿易収支を悪化（改善）させる効果（「所得・内需効果」）が確認される。一方で、5～6年の長期でみると、金融緩和（引き締め）は実質為替レートの減価（増価）を

通じて貿易収支を改善（悪化）させる効果（「支出スイッチング効果」）を有するとされる。

しかし第 4 章の 1974 年から 2010 年までの四半期データを用いた構造 VAR モデルの推計結果からは、FF レートの低下ショックは国内支出を刺激することで輸入を誘発し、貿易収支を悪化させる方向に作用する一方、金融緩和による為替レートの減価効果は有意ではないことが示される。このように「所得・内需効果」は「支出スイッチング効果」よりも強いと判断され、Kim(2001)と対立する結果が得られている。Kim(2001)と対立する結果となった理由の一つとしては、Kim(2001)では 1990 年代後半から 2000 年代における家計をとりまく金融環境の変化（バランスシートの拡大や資産構成の変化などを背景に借入れが増加し、家計の流動性制約が大きく緩和された可能性）が過小評価されているためかもしれない。

また金融政策（FF レート）の変化が貿易収支に与える影響は、第 3 章の財政政策の変化の影響と同様に、1980 年代までと 1990 年代以降で異なることを示している。すなわち 1990 年代以降のサンプルを用いた推計によれば、FF レートの低下ショックが国内支出を増加させ、貿易収支を悪化させる「所得・内需効果」が拡大していることが示唆される。こうした推計結果からは 1990 年代以降、家計が生涯の可処分所得を通じて消費を拡大させる行動が金融面から支えられた可能性が考えられる。

第 5 章では、米国の財政政策、金融政策に加えて、為替レートや海外 GDP のショックが米国の貿易収支に与える影響について構造 VAR モデルで分析し、景気安定と貿易収支不均衡の是正を両立させる政策手段の組み合わせについて検討している。1975 年第 1 四半期から 2010 年第 4 四半期までのサンプルを用いて 6 変数構造 VAR モデルを推計したところ、米国の財政政策は貿易収支に対して有意な影響を与えないが、FF レートの変化は貿易収支に対して有意な影響を与えるという、第 3 章、第 4 章の推計結果と整合的な結論を得ている。

第 5 章で注目するのは景気を下押しせずに貿易収支の不均衡を是正する政策手段の組み合わせである。構造 VAR モデルの推計結果からは米国の貿易赤字を縮小させるには FF レートの引き上げが必要であるが、景気を下押しする可能性が高いため、採用が困難と考えられる。このため、米国や海外の景気を下押しせずに米国の貿易赤字の縮小を達成するためにはドル安や海外 GDP の増加が重要な手段となることを具体的な数値例で示している。

第 6 章では、米国をはじめとする主要国の経常収支の持続可能性を検討するとともに、第 5 章では直接扱っていない海外の政策変数として G6 諸国（日本、ドイツ、フランス、イタリア、英国、カナダの 6 カ国）及び中国の財政政策、金融政策、及び為替レートを構造 VAR モデルに明示的に織り込み、G6 諸国や中国の政策変更が米国の貿易収支に与える影響を実証的に分析している。

足元の米国の経常収支赤字は 2000 年代半ばのピークから縮小したとはいえ、2011 年第 2 四半期までのデータに関する単位根検定の結果によれば米国の経常収支赤字は依然として持続可能ではないと判断される。またドイツ及び中国の経常収支黒字も持続可能でないと考えられる。これらの検定結果は、米国や G6 諸国、中国等の政策努力によって経常収支を持続可能なものとする必要性が高まっていることを示唆している。次に、G7 モデルの推計結果によれば、米国の貿易収支を改善させるための有力な政策手段としては、米国の FF レートの上昇と G6 諸国の対ドル為替レートの増価であることが示唆される。ただし、FF レートの上昇は米国の実質 GDP を有意

に減少させるのに対して、G6 諸国の対ドルレートの増価ショックは G6 諸国の実質 GDP に対して有意な影響を与えないという違いがある。一方、中国モデルの推計結果によれば、米国の貿易収支を改善させるためには、中国の実質 GDP の増加や政府支出の増加が有効であり、政策金利の低下や為替レートの増価の貿易収支改善効果は小さいという結果が得られる。

終章では、本論文の実証分析の結果を踏まえた上で、まとめと米国の経常収支不均衡の是正のための政策提言を行っている。第 1 に、米国の財政政策については民間部門の反応によってオフセットされる部分が少なくないため、財政赤字の削減は経常収支を改善させる上で有効な政策手段ではないことを確認すべきである。むしろ現在のように政府債務残高の水準が高く、異時点間の税負担の配分が課税平準化のもとでの望ましい配分から乖離し、財政の持続性に不安があるような状況下では財政赤字を削減すれば、(逆説的ではあるが) 家計の生涯の実質的所得に対する見通しを改善させることなどを通じて民間消費を増加させ、経常収支を悪化させる効果をもたらす可能性がある点に注意すべきである。第 2 に、米国の金融政策について、FF レートの引き上げは民間の貯蓄投資バランスの改善を通じた経常収支不均衡の是正に有効であることを認識すべきである。FF レートの引き上げは景気を下押しするため、米国景気が十分に回復するまでは採用が困難であるが、FF レートの政策変更が国内支出に影響を与えるには 1~2 年程度のラグがある点を踏まえると、経常収支不均衡の是正の観点からは、今後は景気回復やインフレ期待の状況に応じて適切な時期に(遅れずに) FF レートの水準を引き上げることが求められる。第 3 に、米国景気が十分に回復するまではドル安と米国以外の海外 GDP の増加によって米国の経常収支赤字を減少させることが望ましいということである。ドル安ショックや海外 GDP の増加ショックは短期的には米国 GDP を増加させる方向に寄与する。またドル安ショックは中期的にみて米国や海外の GDP を有意に下押しするわけではなく、景気への負の影響を過度に懸念することはないと判断される。

とりわけ中国の GDP や政府支出の増加ショックは米国の貿易収支を改善させる効果があるとみられるうえに、先進国の中国向け輸出の拡大を通じて景気を下支えする効果も期待できよう。経常収支不均衡の是正における中国の役割に関して、米国をはじめ国際社会としては、米国の貿易収支改善効果が限定的である人民元の切り上げを求めるよりも、中国政府が拡張的な財政政策と社会的な制度改革を進めながら、民間消費や民間投資など国内支出(内需)を拡大させることで米国の経常収支不均衡の是正を図っていくという考え方を共有することが重要と考えられる。

今後の課題としては、本論文の構造 VAR モデルによる政策分析の結果について、明示的なマイクロファンデーションに基づくモデル分析等による検証が重要になる。特に家計全体の中でフォワードルッキングに消費の最適化行動を行うリカード的家計の割合が近年高まったことを明確に示す必要がある。また本論文では財政政策のショックが民間支出や経常収支に与える影響を分析したが、政府支出の中身の違いについては議論できなかった。政府支出の中身によって民間消費の代替の程度が異なるため、政府支出の増加ショックが民間支出に与える影響を評価する上では政府支出の中身の違いに着目した精度の高い分析が必要である。

なお 2008 年秋に発生したリーマンショック以降は、経常収支不均衡と金融危機の関係が大きなテーマになりつつある。経常収支不均衡は複合的なテーマであり、今後は金融市場や金融システムの安定性の観点からも経常収支不均衡を捉え直してみたい。

以上