

米国の対外純負債の持続可能性を再考する

～対外資産・負債の投資リターン格差と持続可能な貿易赤字の規模～



日本金融学会
2010年度 春季大会
2010年5月15日
竹中正治

龍谷大学経済学部教授
(財)国際通貨研究所客員研究員
m-takenaka@econ.ryukoku.ac.jp
takenaka1221@yahoo.co.jp

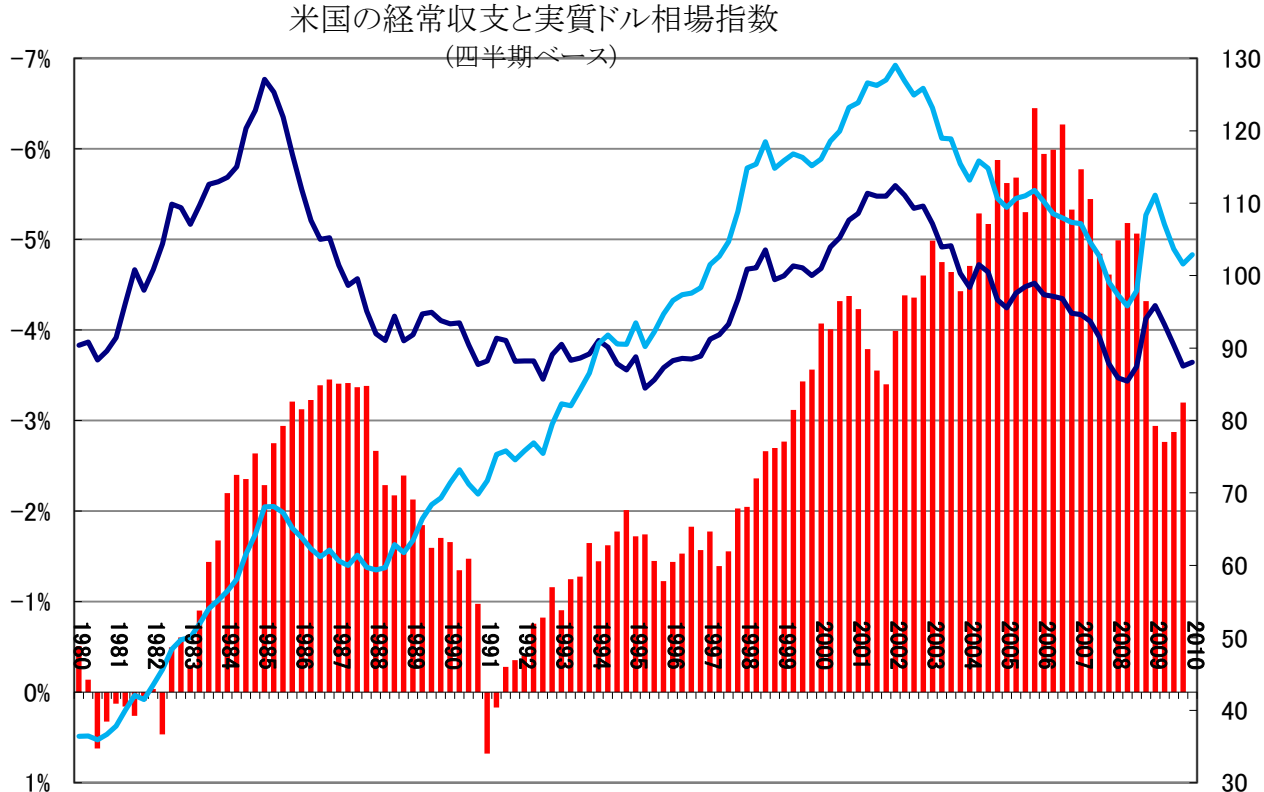


米国の対外不均衡とドル基軸通貨の地位に関する最近の議論

- ・ **ドル基軸通貨の地位の持続性に対する懸念**
 - ← 経常収支赤字の持続可能性への懸念
 - ← ドル相場の減価への懸念 (ドル離れ)
 - ← 「世界経済の重心のシフト」(BRICsの台頭、米国、ユーロ圏、日本のシェア縮小)
- ・ **典型的なドル凋落論・ドル危機シナリオ**: 米国の経常収支赤字をファイナンスする海外からの対米投資マネーフローが細る、あるいは引き揚げられる。
 - ドル相場と米国資産価格(株や債券など)の急落
 - ドルへの信認の低下・崩壊 ↑ (悪循環) → 米ドル基軸通貨体制の凋落
- ・ そうしたドル危機シナリオは、1970年以降繰り返し語られてきたが、今回の危機を含めて極めて短期的な局面を除くと中長期的現象として起こったことがない。しかし、今回の危機を契機に長期的にはドルは基軸通貨の地位から凋落し、ドル危機が起こるリスクも高まるとの議論が根強い。Bergsten(2009)、小川・工藤(2004)他
- ・ 報告者はそうした論説に対して極めて懐疑的であり、米国の経常収支赤字と純対外負債の持続可能性の条件について再考する。

経常収支赤字とドル相場の推移

2006年(名目GDP比率6.0%)をピークに足下、急速に縮小してきた経常収支赤字(四半期ベースで2%台後半～3%前後)。



■ 経常収支の対GDP比率(左目盛)

■ 実質実効ドル相場指数 (broad) (右目盛)

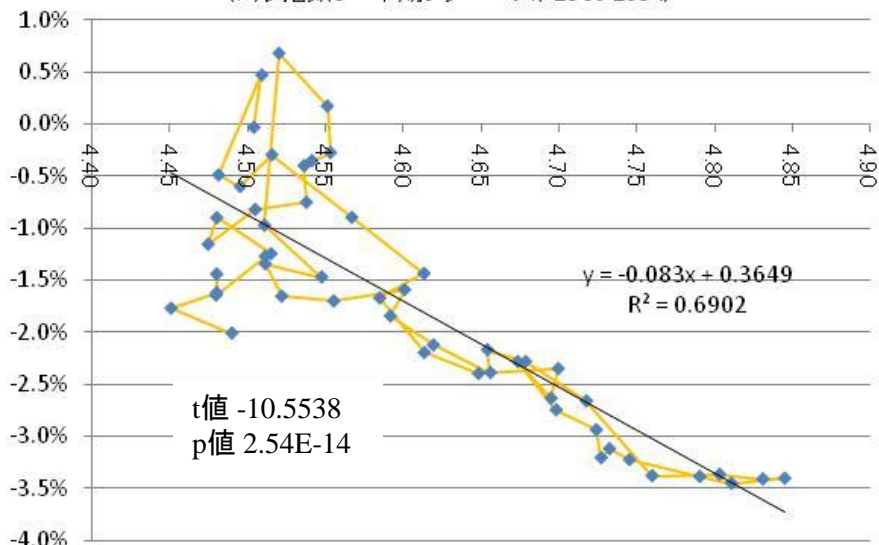
■ 名目実効ドル相場指数 (broad) (右目盛)

データ: 米国商務省、FRB

経常収支赤字とドル相場の相関関係:ドル相場(実質実効ベース)がタイムラグを伴いながら経常収支変化の主要因であることに変わりはない。これは経常収支変化の要因として、マネーフロー要因を軽視することを意味しない。むしろ逆である。

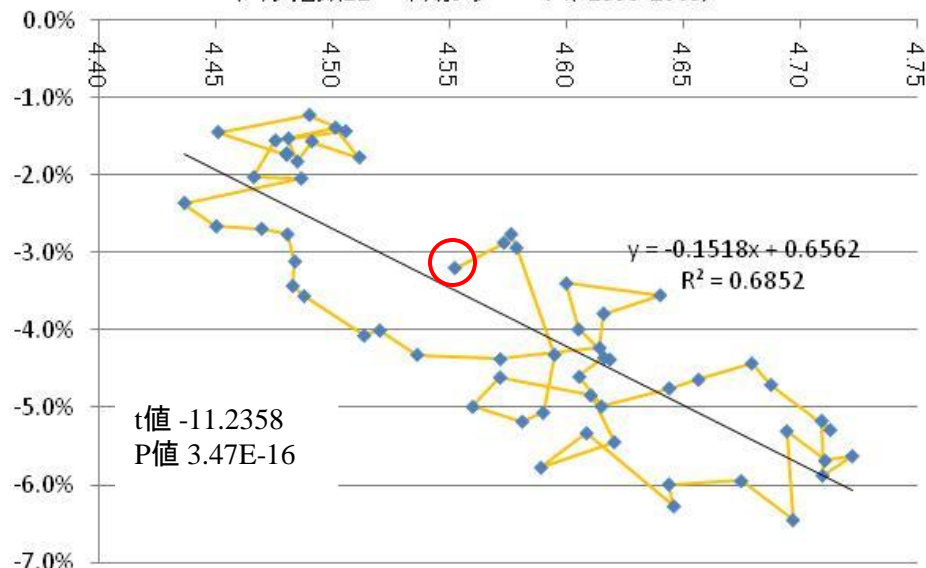
マネーフロー要因が中長期的にも強くなった結果として、「ドル相場変化→経常収支変化」のタイムラグは90年代後半以降、それ以前に比べると長くなっている。言い換えると、金融投資のグローバル化による米国の対外予算制約条件が緩和・拡大した。

米国経常収支(GDP比率)とドル実質実効相場指数
(ドル指数8四半期ラグベース、1980-1994)



←ドル安 ドル実質実効相場指数broad(対数表示) →ドル高
データ: 米国商務省、FRB

米国経常収支(GDP比率)とドル実質実効相場指数
(ドル指数12四半期ラグベース、1995-2009)



←ドル安 ドル実質実効相場指数broad(対数表示) →ドル高
データ: 米国商務省、FRB

横軸:対数表示の0.1の変化は10%の実質実効ドル相場の変化を意味する。

「対外純負債が持続可能」とはどういうことか？

小川・工藤(2004)による先行研究の整理

「対外債務が返済可能であるためには、貿易収支の輸出項目と輸入項目が共和分関係にあることが必要条件」であり、また「対外債務水準(の時系列値)が定常であることが、債務返済を可能とすることにとっての十分条件になる。」→米国の経常収支赤字は長期的に持続不可能

- ・ 諸変数の現在までの時系列データの形状から判定する手法。しかし「持続不可能」と判定した結果、持続可能な状態に戻るためにはどのような与件の変化が起こり得るかを考え、さらに幾つかの想定に基づき対外純負債の将来動向の試算をすることには不向き。

発表者(竹中)の定義:

- ・ 標準的な定義: 異時点間の予算制約を満たす。すなわち経常収支赤字などの増加で対外純負債がGDP比で拡大する時期があっても、将来的には経常収支の黒字、あるいは対外資産の負債に対する相対的な拡大で、純負債がGDP比率で現状水準を維持する。
- ・ より強い制約条件による定義: 上記の異時点間の予算制約条件を満たし、かつ将来時点において対外資産と負債の均衡(純負債が解消される)が実現する。

経常収支赤字(フロー)の持続可能性の問題は、ストックとしての対外純負債の持続可能性の問題に収斂する。

予算制約条件のタイムスパンとして、どの程度の期間の想定が妥当か。

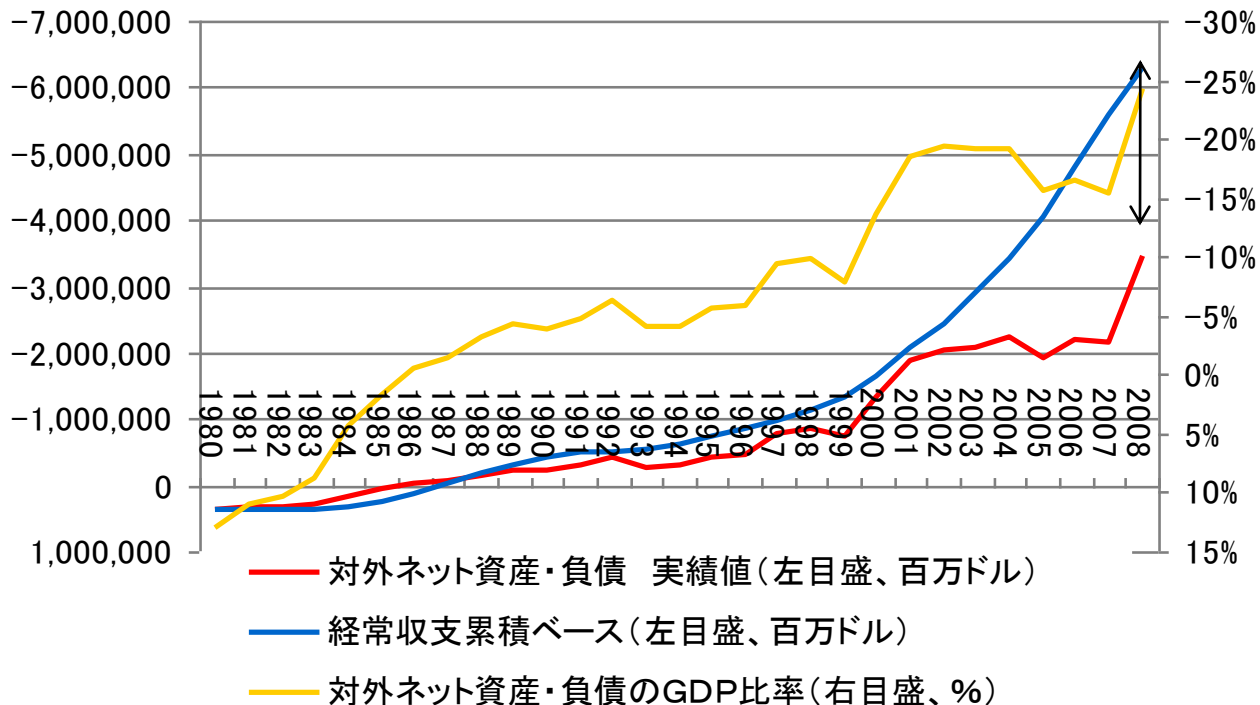
理論的には無限期間の想定もあり得るが、現実には対米投資を行う海外投資家の判断に依存している問題であり、無限期間の想定は非現実的だろう。推計は難しいが、5年では短すぎる。50年では長すぎる。本論では20年と仮定を置いて進める。

経常収支ばかり見ていると対外不均衡問題を見誤る。

過去20年間の対外純負債<経常収支赤字の累積、その差約3兆ドルはどこから生まれた？

←対外資産20.0兆ドル、対外負債23.4兆ドル(2008年末)が生み出す資産・負債評価損益。資産・負債の価格変動を含めた総合投資リターンとその格差を考慮したモデルで考える必要がある。

米国の対外ネット資産・負債
逆メモリ(マイナスはネット負債)



データ: 米国商務省

米国の貿易収支、ないしは経常収支赤字と対外純負債の持続可能性の過去の議論と発表者の視点

1990年代までは経常収支赤字というフローの分析に焦点を当てたアプローチが一般的であり、「経常収支赤字の累積＝対外純債務」という関係がそれまで成り立つ限りで合理的だった。

また対外負債の持続性についても、対外純負債を1変数としてその負債コスト(利子率)を考慮するだけだった。Krugman (1985) (1989)

2000年代に入って、対外資産と負債のポートフォリオの相違、資産・負債の総合投資リターンの格差、これらの貿易収支以外の要因による対外純負債の変動に着目した視点が登場した。Gourinchas and Rey (2005) (2007), Garton (2007)

金融・投資活動のグローバル化に伴って、米国の対外資産と負債のグロス残高は、その絶対額で見ても、名目GDPとの比率で見ても90年代以降に顕著な拡大を遂げた。

この結果、対外資産・負債が生み出す所得、並びに資産・負債評価損益の投資リターン、資産と負債で通貨構成が非対称となる場合の為替評価損益などの諸要因が、貿易収支要因に比較して、次第に影響度を上げてきた。

こうした新しい諸要因は当該分野の研究者の間では注目されるようになって来たが、対外不均衡問題にそれがもたらすその含意はまだ十分に汲みつくされていないようである。

筆者の視点:こうした非貿易収支要因に注目して、米国の純対外負債の持続性を再検討する。

対外純負債を試算する計算式

資産負債のリターンと貿易赤字のみで構成、新規フローを考慮しない場合
所得収支要因は資産負債のリターン(所得リターンとキャピタル損益)に含まれる。

$$D_{t+1} = B_{t+1} + A_t(1+r_a) - L_t(1+r_l) \quad \text{赤字はマイナス表示} \quad \textcircled{1}$$

D_{t+1} : t+1期末の対外純ポジション(純負債はマイナス表示)、 d_{t+1} : 同名目GDP比率

B_{t+1} : t+1期の貿易収支(赤字はマイナス表示)、 b_{t+1} : 同名目GDP比率

A_t : t期末の対外資産、 a_t : 同名目GDP比率

L_t : t期末の対外負債、 l_t : 同名目GDP比率

r_a : 対外資産の総合利回り(含む評価損益)

r_l : 対外負債の総合利回りコスト(含む評価損益)

g : 名目GDP成長率(各期一定の前提)

全て名目GDP比率で表示すると①は以下の通りとなる。

$$d_{t+1} = b_{t+1} + \{a_t(1+r_a) - l_t(1+r_l)\} / (1+g) \quad \textcircled{2}$$

持続可能な貿易収支比率 (Sustainable Trade Balance Ratio: STBR)

STBR1: ②式に基づき、タイムスパンを20年と仮定して、20年後の米国の対外純負債比率(対GDP)が起点時点と同じ水準になる ($d_{20}=d_1$) 貿易収支の名目GDP比率を計算する。

標準的な予算制約条件

STBR2: 同様に20年後の米国の対外純負債比率がゼロになる(資産・負債均衡する: $d_{20}=0$) になる貿易収支比率を計算する。

より強い予算制約条件

対外純負債比率が前年比で増加しない条件: PTBR (Primary Trade Balance Ratio)

$d_{t+1}-d_t=0$ (ネット負債はマイナス表示) これに②を代入して展開すると

$$b_{t+1} + \{a_t(1+r_a) - l_t(1+r_l)\} / (1+g) - (a_t - l_t) = 0$$

$$b_{t+1} + a_t \{(1+r_a)/(1+g) - 1\} - l_t \{(1+r_l)/(1+g) - 1\} = 0 \quad \textcircled{3}$$

総合投資収支(含む評価損益)黒字の条件:

$$a_t r_a - l_t r_l > 0$$

$$a/l > r_l/r_a \quad \textcircled{4}$$

以上の関係式の含意(読み解き)

対外資産・負債リターンの関係が $r_a > r_f$ で一定であり、かつ対外資産の負債に対する比率が関係式④(総合投資収支黒字条件)を満たす場合には、対外資産のGDP比率(a)の拡大に連れて、対外予算制約条件としてのSTBR(赤字はマイナス値)もマイナスが拡大する。

つまり持続可能な貿易収支赤字比率は大きくなる。

また、試算の都合上、算出するSTBRは貿易収支に経常移転収支(米国では政府対外援助などにより通常は赤字)を加えたものとする(以後本稿で、「貿易収支赤字比率」と記載した場合は全て経常移転収支を含む収支の名目GDP比率である)。

これは経常収支のうち所得収支は、対外資産・負債の変化に連れて増減するため、対GDP比率で一定値と想定する変数は経常収支から所得収支を除いた部分、つまり貿易収支と経常移転収支の合計とする方が、計算が簡単になるためである。

STBR計算の前提として対外資産・負債の総合投資リターンの計算

図表3、米国の対外資産・負債利回り	(%, 年平均)		
	1989～08	1989～01	2002～08
対外資産総合リターン ①=②+③	9.3%	8.3%	11.2%
受取インカム・リターン ②	5.6%	6.1%	4.7%
資産価格変動リターン ③	3.7%	2.2%	6.5%
価格変動要因	1.6%	1.6%	1.7%
為替相場変動要因	0.0%	-0.8%	1.5%
その他要因	2.0%	1.3%	3.3%
対外負債総合リターン(コスト) ④=⑤+⑥	5.3%	5.6%	4.8%
支払インカム・リターン ⑤	4.2%	4.7%	3.3%
負債価格変動リターン ⑥	1.1%	1.0%	1.4%
価格変動要因	1.3%	1.8%	0.2%
為替相場変動要因	0.0%	-0.1%	0.2%
その他要因	-0.1%	-0.8%	1.0%
対外資産・負債総合リターン格差 ⑦=①-④	4.0%	2.7%	6.4%
受取・支払インカム・リターン格差 ⑧=②-⑤	1.4%	1.5%	1.4%
対外資産・負債価格変動リターン格差 ⑨=③-⑥	2.5%	1.2%	5.1%

データ: 米国商務省に基づき筆者が算出

注: 計算の前提は以下の通り。

②= 国際収支の経常勘定の受取インカム / 対外資産(期初残と期末残の平均)

⑤= 国際収支の経常勘定の支払インカム / 対外負債(期初残と期末残の平均)

③= 商務省推計の資産評価変化額 / 期初対外資産

⑥= 商務省推計の負債評価変化額 / 期初対外負債

直接投資残高の評価はcurrent costベースのデータを使用

計算式②が現実の 対外純負債を近似 することの検証

②のまま計算すると1989年を起点にした08年値は $d = -30.8\%$ となり、実績値より純負債比率が大きくなる。

一致するための修正(新規マネーフローの追加)

$$F + C = Fa = Fl$$

C: 経常収支(赤字はマイナス表示)

Fa: ネット新規フローによる対外資産の増加

Fl: 同対外負債の増加

$f + c = fa = fl$ (対名目GDP比で表示)

$$a_{t+1} = a_t(1+r_a) + fa$$

$$l_{t+1} = l_t(1+r_l) / (1+g) -$$

$$b_{t+1} + fl$$

$$d_{t+1} = a_{t+1} - l_{t+1} \quad \textcircled{5}$$

ただし後で示す将来試算は②のまま行う。

図表2、1989年を起点にしたシミュレーション

	ネット新規フローによる対外資産の増加(GDP比)	fa	0.80%		調整項目として設定
	同対外負債の増加(GDP比)	fl	0.80%		同上
各変数並びに初期値	貿易収支(含む経常移転収支)比率	b	-3.45%		1989-08年平均値
	名目GDP成長率	g	5.16%		同上
	対外資産比率(1989年)	a	37.8%		起点時点実績値
	対外負債比率(1989年)	l	42.1%		同上
	対外資産総合投資リターン	ra	9.3%		1989-08年平均値
	対外負債総合投資リターン	rl	5.3%		同上
		d	a	l	対外純負債比率実績値
1989		-4.3%	37.8%	42.1%	-4.4%
1990		-6.3%	40.1%	46.4%	-3.9%
1991		-8.3%	42.5%	50.7%	-4.8%
1992		-10.1%	44.9%	55.0%	-6.4%
1993		-11.9%	47.5%	59.4%	-4.2%
1994		-13.5%	50.2%	63.7%	-4.1%
1995		-15.1%	53.0%	68.0%	-5.7%
1996		-16.5%	55.8%	72.4%	-5.8%
1997		-17.9%	58.8%	76.7%	-9.4%
1998		-19.1%	62.0%	81.1%	-9.7%
1999		-20.2%	65.2%	85.4%	-7.7%
2000		-21.2%	68.6%	89.8%	-13.4%
2001		-22.1%	72.1%	94.2%	-18.2%
2002		-22.8%	75.7%	98.5%	-19.1%
2003		-23.4%	79.5%	102.9%	-18.7%
2004		-23.9%	83.4%	107.3%	-18.9%
2005		-24.2%	87.5%	111.7%	-15.2%
2006		-24.4%	91.7%	116.1%	-16.3%
2007		-24.4%	96.1%	120.5%	-15.2%
2008		-24.2%	100.7%	124.9%	-24.0%

持続可能な貿易収支比率(STBR1と2)の過去に遡った試算結果

「持続可能な貿易収支比率(STBR)」の試算結果										
年	過去実績値					いずれも対名目GDP比率				
	対外資産(百万ドル)	対外負債(百万ドル)	対外資産GDP比率(左目盛)	対外負債GDP比率(左目盛)	純ポジションGDP比率(マイナスは純負債)(右目盛)	名目GDP(10億ドル)	(貿易収支+経常移転収支)比率の実績値	PTBR:前年比純負債比率増減ゼロベース	STBR2:将来20年間で純負債解消ベース	STBR1:将来20年間で純負債比率不変ベース
1989	2,070,868	2,310,661	37.8%	42.1%	-4.4%	5,482	-2.2%	-1.4%	-1.8%	-2.1%
1990	2,178,978	2,402,383	37.6%	41.4%	-3.9%	5,801	-1.9%	-1.4%	-1.9%	-2.1%
1991	2,286,456	2,571,202	38.2%	42.9%	-4.8%	5,992	-0.4%	-1.4%	-1.9%	-2.1%
1992	2,331,696	2,735,980	36.8%	43.1%	-6.4%	6,342	-1.2%	-1.4%	-1.7%	-2.0%
1993	2,753,648	3,031,378	41.3%	45.5%	-4.2%	6,667	-1.7%	-1.6%	-2.1%	-2.3%
1994	2,987,118	3,278,423	42.2%	46.3%	-4.1%	7,085	-2.0%	-1.6%	-2.2%	-2.3%
1995	3,486,272	3,909,183	47.0%	52.7%	-5.7%	7,415	-1.8%	-1.8%	-2.3%	-2.6%
1996	4,032,307	4,488,600	51.4%	57.3%	-5.8%	7,839	-1.9%	-1.9%	-2.6%	-2.8%
1997	4,567,906	5,347,469	54.8%	64.2%	-9.4%	8,332	-1.8%	-2.1%	-2.6%	-3.0%
1998	5,095,546	5,947,010	57.9%	67.6%	-9.7%	8,794	-2.5%	-2.2%	-2.7%	-3.2%
1999	5,974,394	6,698,737	63.9%	71.6%	-7.7%	9,354	-3.4%	-2.4%	-3.2%	-3.5%
2000	6,238,785	7,569,415	62.7%	76.1%	-13.4%	9,952	-4.4%	-2.4%	-2.8%	-3.4%
2001	6,308,681	8,177,556	61.3%	79.5%	-18.2%	10,286	-4.2%	-2.3%	-2.5%	-3.3%
2002	6,649,079	8,687,049	62.5%	81.6%	-19.1%	10,642	-4.6%	-2.4%	-2.5%	-3.4%
2003	7,638,086	9,724,599	68.6%	87.3%	-18.7%	11,142	-5.1%	-2.6%	-2.9%	-3.7%
2004	9,340,634	11,586,051	78.7%	97.6%	-18.9%	11,868	-5.9%	-3.0%	-3.4%	-4.3%
2005	11,961,552	13,886,698	94.6%	109.9%	-15.2%	12,638	-6.5%	-3.6%	-4.5%	-5.2%
2006	14,428,137	16,612,419	107.7%	124.0%	-16.3%	13,399	-6.4%	-4.1%	-5.2%	-5.9%
2007	18,278,842	20,418,758	129.8%	145.0%	-15.2%	14,078	-5.8%	-4.9%	-6.5%	-7.2%
2008	19,888,158	23,357,404	137.7%	161.7%	-24.0%	14,441	-5.7%	-5.2%	-6.5%	-7.5%

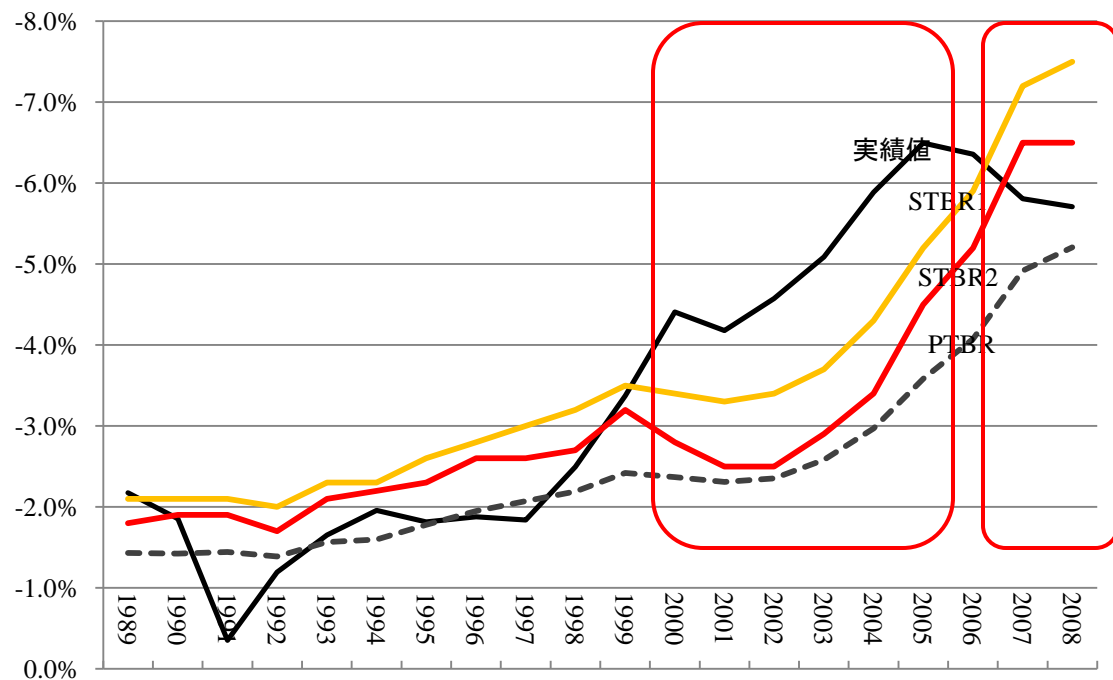
過去実績データ: 商務省
 試算の想定: 名目GDP伸び率5.16%、対外投資総合リターン9.3%、同負債5.3%(いずれも上記期間の平均実績値)

貿易収支比率実績値とSTBR(持続可能な貿易収支比率)の推移

含意: 1990年代から2000年代にかけての米国の対外不均衡の拡大は必ずしも無軌道なものではなく、対外資産・負債両建ての急速な拡大と対外投資リターン格差の存在による対外予算制約条件の拡大を映したものだだったという理解が可能になる。

ただし99年～2006年の貿易赤字比率の拡大は、STBR1と2双方の対外制約条件を超える持続不可能な域に達していた。
07年以降はその調整局面と考えられ、米国の貿易赤字比率は双方の制約条件内に回帰している。

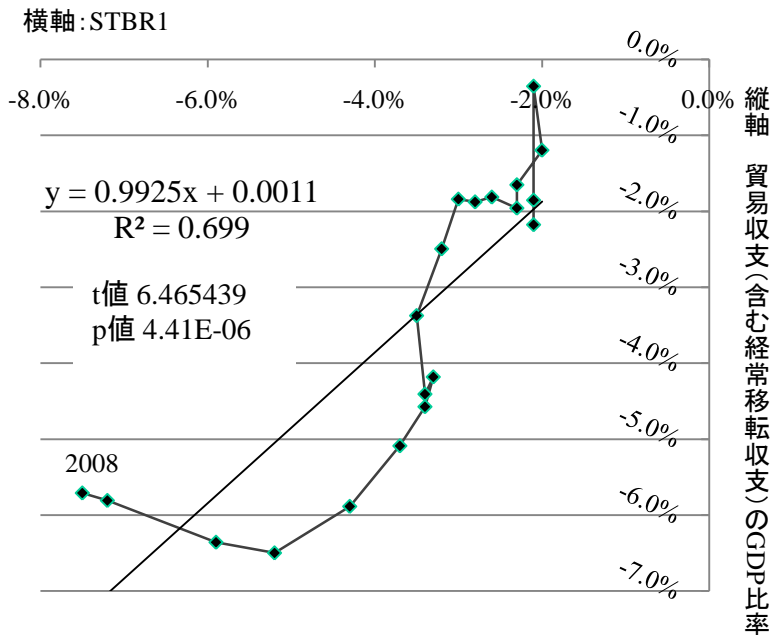
貿易収支(含む経常移転収支)実績と「持続可能貿易収支」理論値の推移



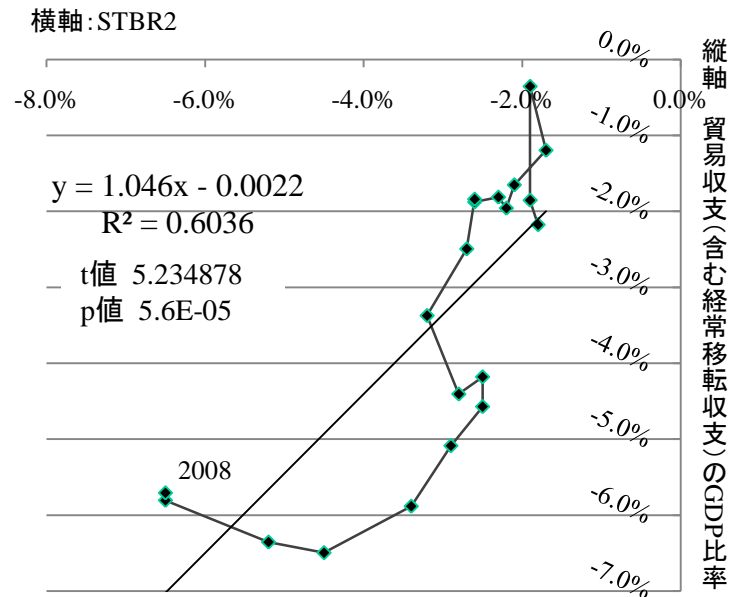
- (貿易収支+経常移転収支)比率の実績値
- - - PTBR: 前年比純負債比率増減ゼロベース
- STBR2: 将来20年間で純負債解消ベース
- STBR1: 将来20年間で純負債比率不変ベース

1989年以降の米国の貿易収支比率実績値(年間ベース)の変化は、STBR1と2、あるいはPTBRを説明変数にして単回帰するだけで、60%から70%が説明できる。

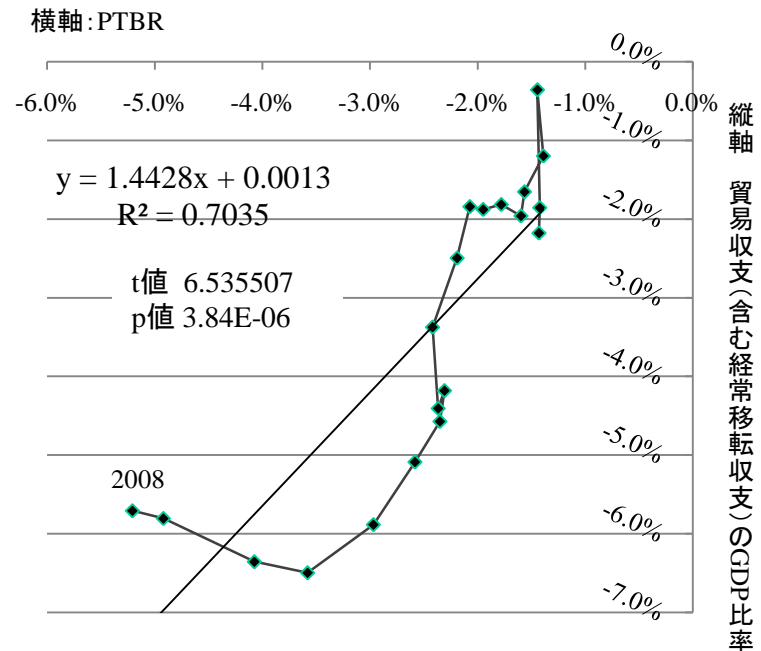
貿易収支比率実績値とSTBR1



貿易収支比率実績値とSTBR2



貿易収支比率実績値とPTBR



投資リターン格差を考慮した対外純負債の3つの将来コースの試算

(前掲②式に基づく対外ポジションの将来試算)

その1: 純資産転換コース

諸変数を過去20年間の平均値で想定すると10年足らずで対外純負債は純資産に転換する。

その2: 資産・負債均衡コース

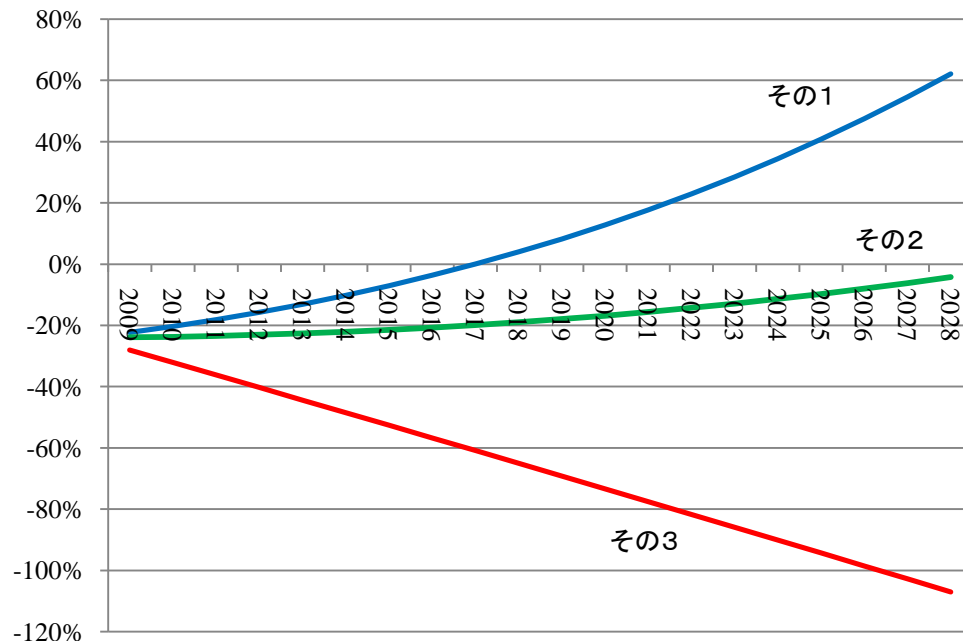
諸変数を過去20年間平均値よりやや不利に想定

その3: 対外負債発散(膨張)コース

その2の条件からさらに投資リターンがフラットになる不利な想定

→含意: 対外資産負債のプラスの投資リターン格差と資産負債両建ての増加基調は、対外不均衡のソフトランディング調整のための米国の生命線

図表5、米国の対外純負債(対GDP比率)の将来試算



将来試算の想定 ー その1 ー その2 ー その3

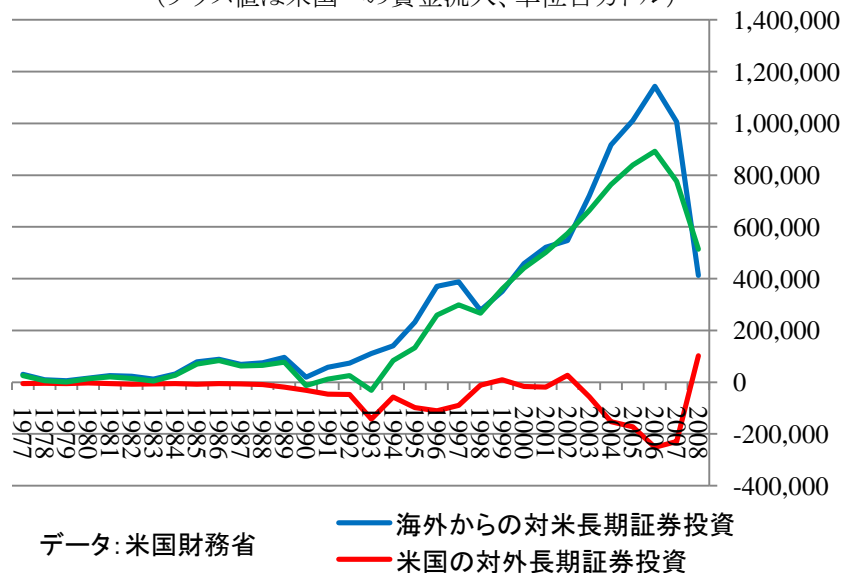
	その1	その2	その3
貿易収支(含む経常移転収支)の名目GDP比率	-3.45% 1989-2008年平均値	-4.00%	-4.00%
名目GDP成長率	5.16% 同上	4.75%	4.75%
総合対外資産リターン	9.30% 1989-2008年平均値	7.00%	5.00%
総合対外負債リターン	5.30% 1989-2008年平均値	4.00%	5.00%
対外資産比率	137.7% 2008年末実績		
対外負債比率	161.7% 同上		
対外純負債比率	-24.0% 同上		

米国の対外予算制約条件を大幅に緩和した諸条件は継続するか？

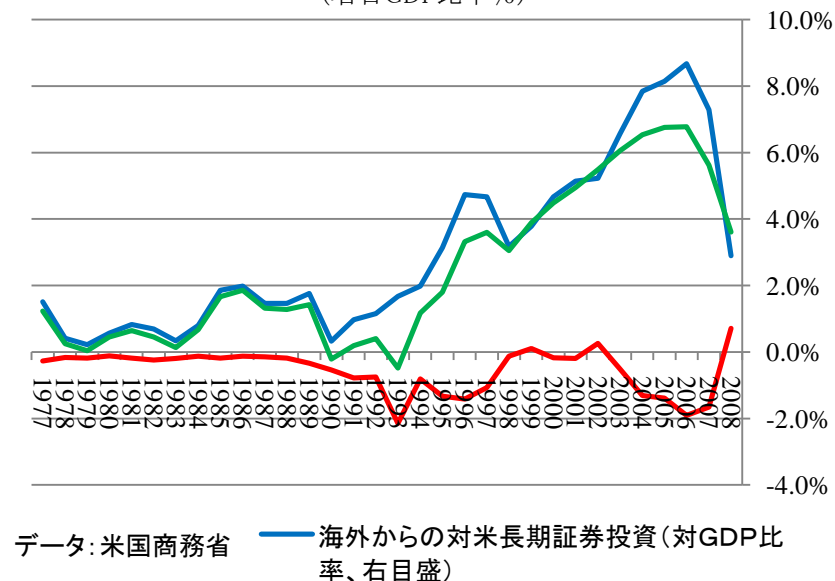
(a) 90年代以降急拡大した対外、対米投資フロー、対外資産・負債両建ての拡張基調は今後も続くか？

金融・投資のグローバル化(ホームバイアスの低下)を背景にした米国をめぐる対外・対米投資フローは、2008年の危機でスローダウンしたが・・・

米国の対外・対内長期証券投資フロー
(プラス値は米国への資金流入、単位百万ドル)

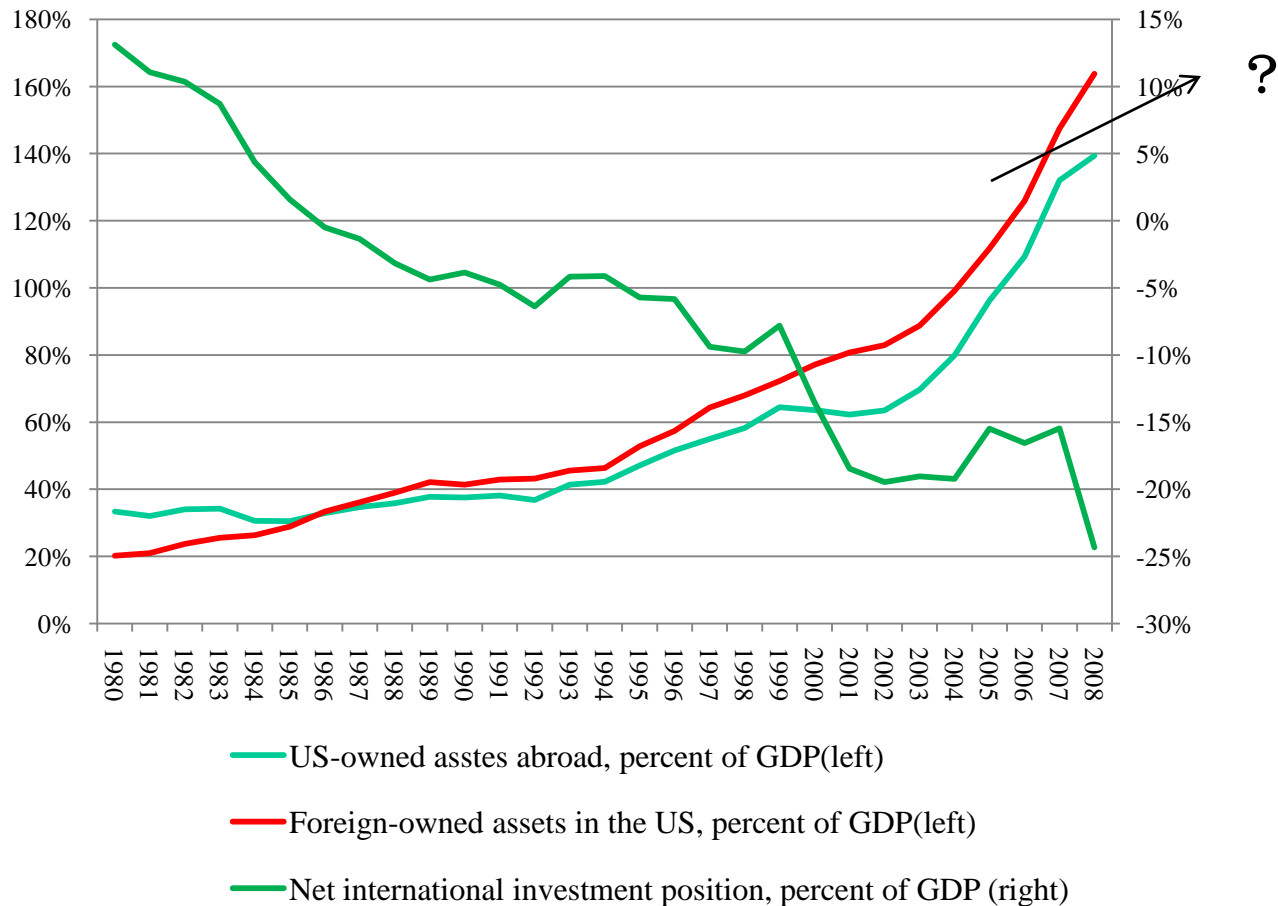


米国の対外・対内長期証券投資フロー
(名目GDP比率%)



それでも対外資産・負債(ストック)のGDP比率は増加を続けている。
 投資の世界的なホームバイアスの低下基調を想定するなら、対外資産負債両建て
 拡張はまだ続く(ホーム・バイアス・ゼロポイントまでまだかなり距離がある)。

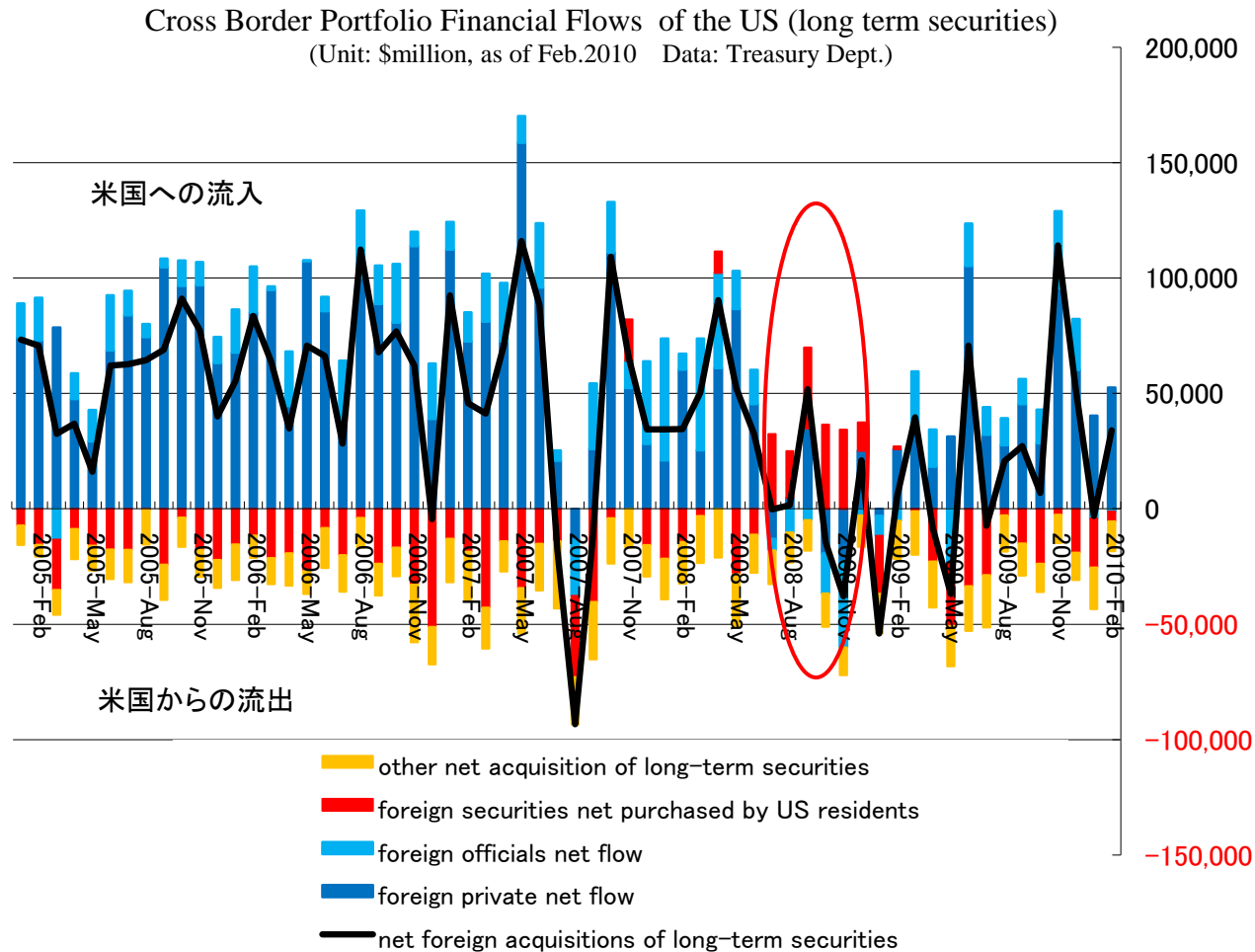
International investment position of the US



復調に向かっている対外・対米投資フロー

危機の局面:リーマンショックで対外投資フロー引き揚げた米国投資家→危機下のドル高の原因
竹中(2008)

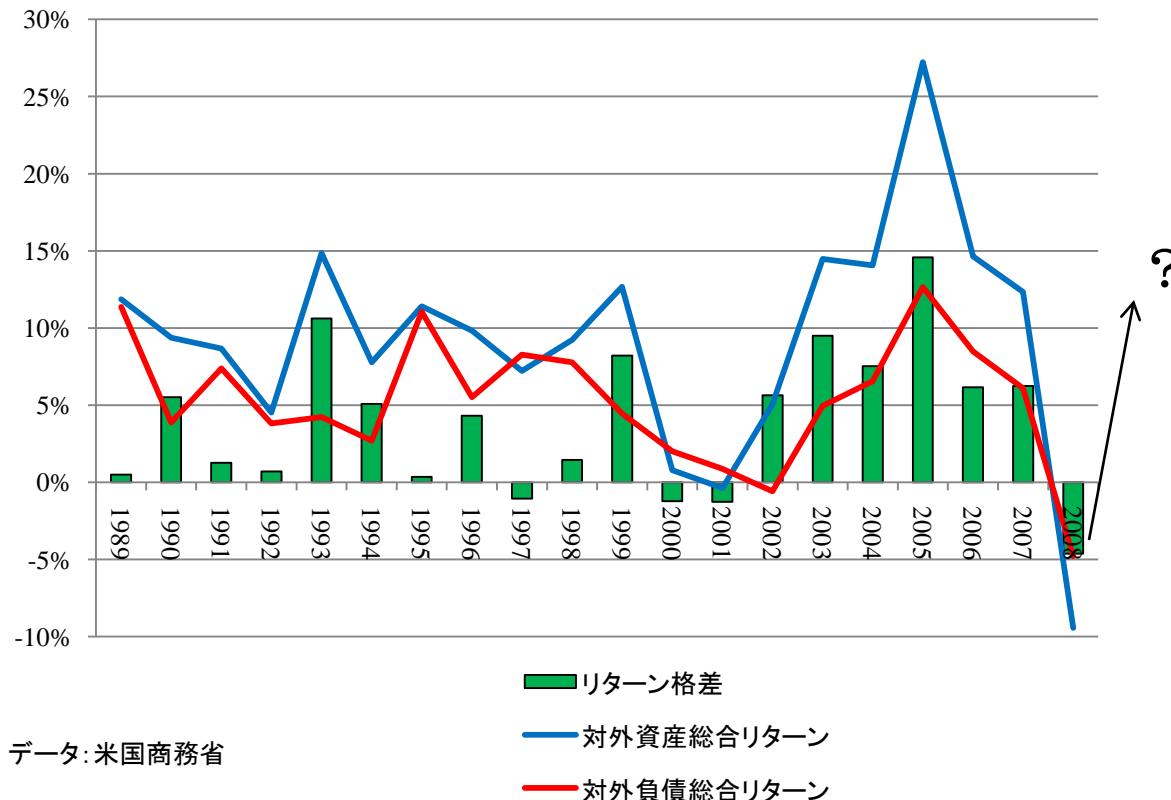
09年春以降の正常化局面:海外の対米投資と米国の投資家の対外投資再拡大、ネット資金流入額は半減しているが、経常収支赤字が半減している結果を反映している。



(b) 今回の危機は対外投資リターン格差の縮小、逆転への契機になるか？
おそろくない。

2008年は世界株暴落とドル高でリターン格差マイナスだが、09年は株価回復とドル安でリターン格差がプラスに戻ると見込める。(その確認には米国商務省の2009年末対外ポジションの公表2010年6月下旬まで待つ必要がある)。米国の対外資産・負債構造は、世界経済の回復が持続する場合、海外収益増加、海外株高の恩恵を受けるポートフォリオになっている。

図表7、対外資産・負債の総合投資リターンの格差の推移



対外投資リターンのプラス格差の原因:

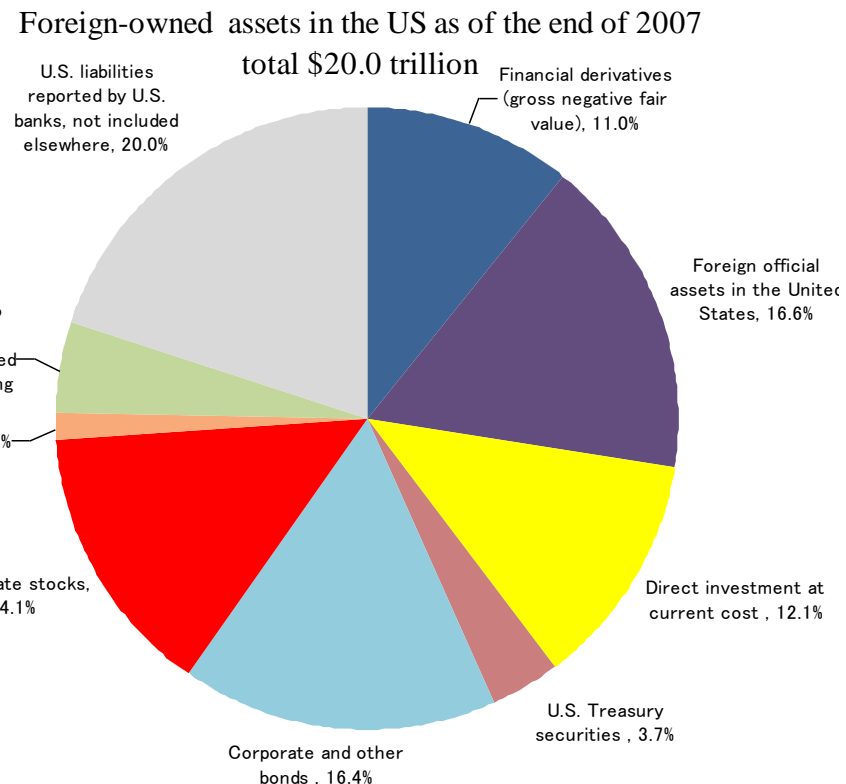
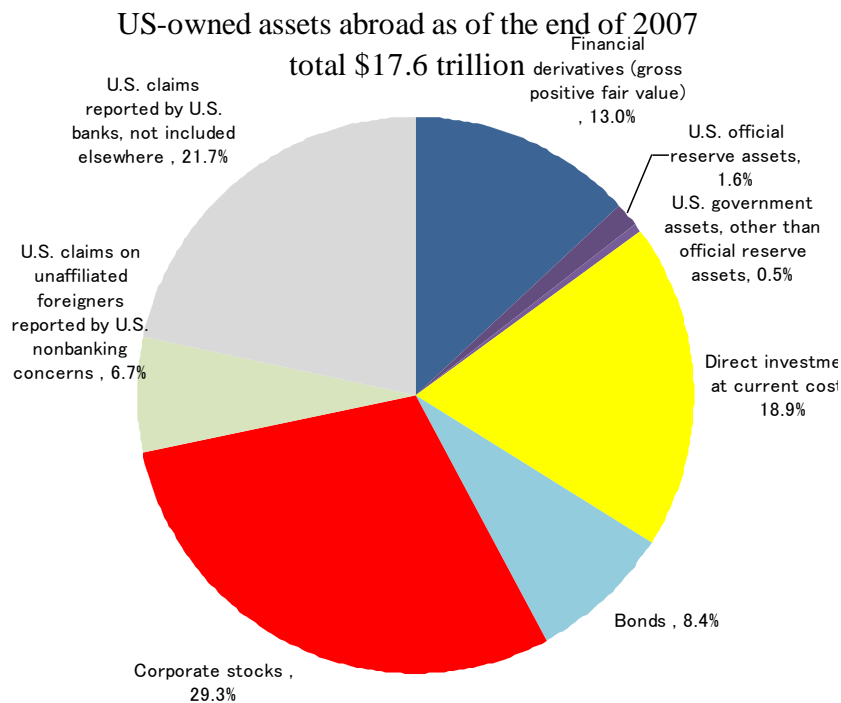
①米国の対外資産負債のリスク構成の違い

直接投資と株式保有のリスク性資産に傾斜する対外資産→ハイリスク/ハイリターン
 債券(米国債と社債など確定利回り証券に傾斜した対外負債→ローリスク/ローリターン

②直接投資リターンの格差

③対外資産負債の通貨構成の違い:

対外資産:50%以上が外貨建て(ドルの下落→対外資産から莫大な評価益)
 対外負債:90%以上がドル建て(ドル相場に損益的に中立、海外投資家が為替リスクを負う)



インカムリターンについては米国のFDI投資リターンが高いことが、プラスの投資リターンの主要な要因

Congressional Budget Office (2005)

Hung and Mascaro (2004)

米国のFDIリターンが海外の対米FDIリターンと同じ水準になったとして計算すると、米国の対外資産リターン全体は1.09%ポイント低下する。すなわちプラスの投資格差の81% (=1.09/1.34)は直接投資利回り格差に起因すると言える。

インカム・リターン格差

単位:百万ドル

対象期間	2002-08	米国の対外投資(米国の対外資産)	構成比 (%)	海外の対米投資(米国の対外負債)	構成比 (%)
カテゴリー別 平均資産残高	政府部門	285,701	2.4%	2,215,732	15.6%
	民間直接投資	2,556,755	21.2%	1,884,009	13.3%
	民間投資(除く直投)	9,211,580	76.4%	10,081,194	71.1%
	合計	12,054,035	100.0%	14,180,934	100.0%
平均年率リターン%					格差
	政府部門	1.10%		5.16%	-4.06%
	民間直接投資	10.51%		5.38%	5.13%
	民間投資(除く直投)	3.31%		2.79%	0.52%
	合計	4.68%		3.34%	1.34%

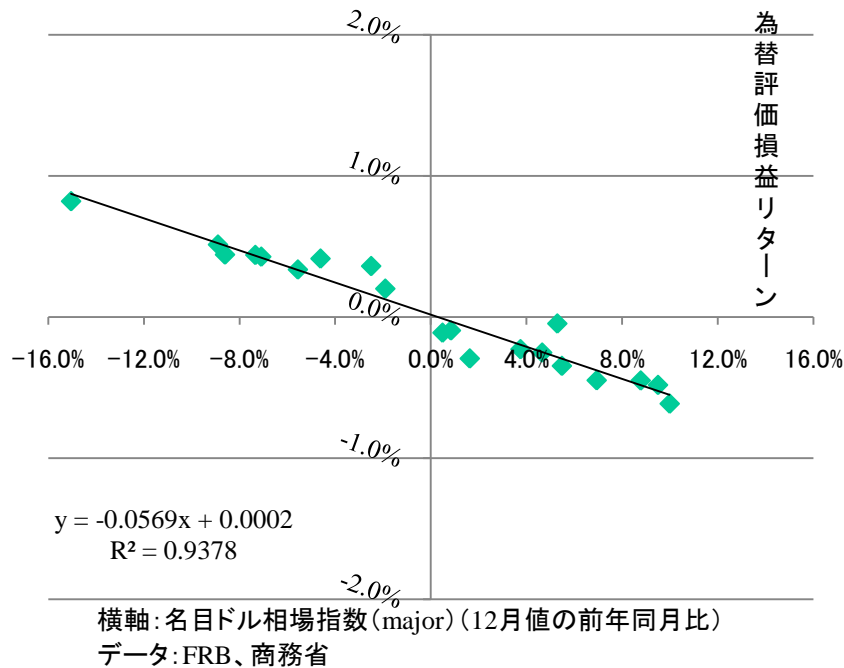
データ: 米国商務省データから筆者算出

資産残高: 対象期間の年末残高の平均

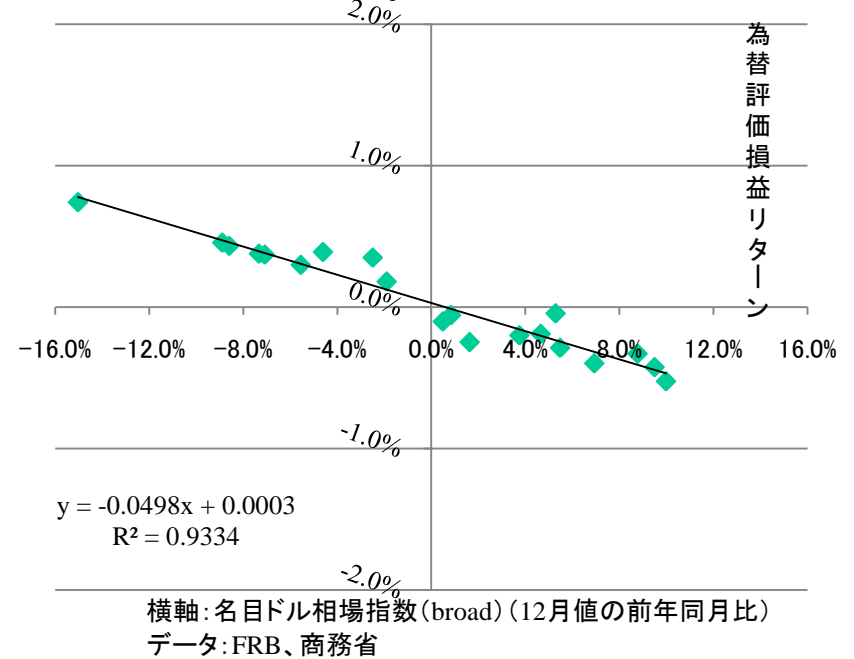
平均年率リターン: 対象期間の各年の年率リターンの平均を算出(図表2の算出法と同じ)

同様に対外負債の外貨比率は10%未満(ドル建て比率90%以上)と推計される。

対外負債為替評価損益リターン(FDI current cost base)と
ドル相場指数(major)変化率(1989-2008)



対外負債為替評価損益リターン(FDI market value base)と
ドル相場指数(major)変化率(1989-2008)

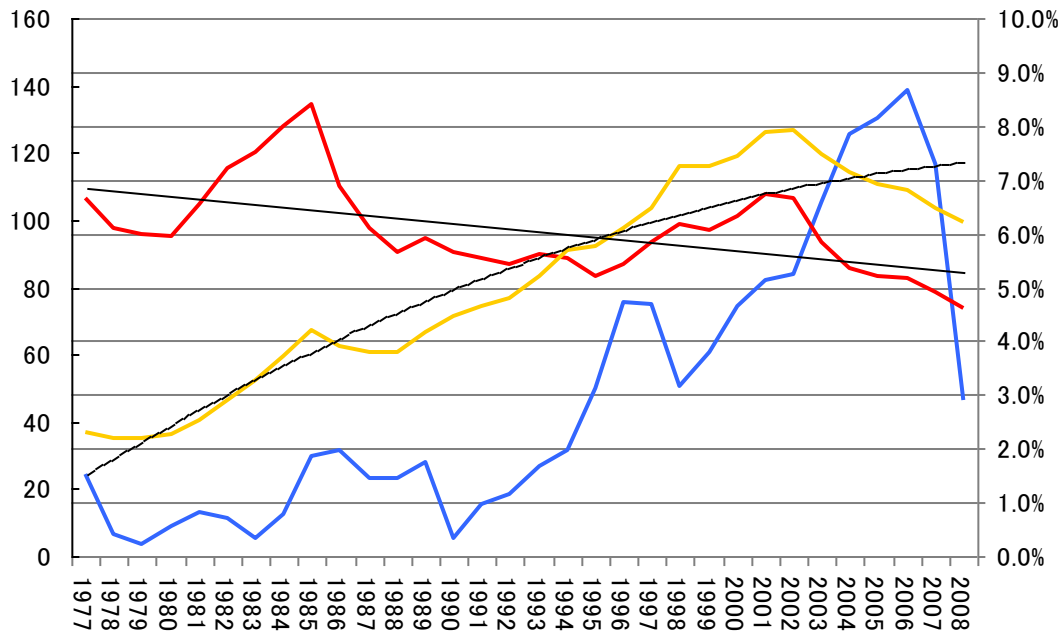


「ドル相場の変動＝ドル基軸通貨の凋落」ではない。

ドル相場の変動と対米投資フローの変化には長期的には相関関係が観測されない。基軸通貨に求められる価値の安定性とは、通貨の購買力の相対的安定性である。従って、米国のインフレ高進は安定性条件を損なう。

米国のインフレ率が米国外の世界のインフレ率とほぼ同じレンジにとどまるなら問題はない。逆に言うと、「ドル下落→ドル基軸通貨の終焉」のためには、米国のインフレが相対的かつ顕著に高進することが条件。

米国の対外・対内長期証券投資フロー
(名目GDP比率%)



データ: 米国財務省、商務省

- 海外からの対米長期証券投資(対GDP比率、右目盛)
- Dollar index nominal major(左目盛)
- Dollar index nominal broad(左目盛)

基軸通貨ドルの地位の持続可能性 通貨の3つの機能に分けて基軸通貨の役割を考えると

- ・ ①価値の表示機能、②交換媒介機能、③価値の保蔵機能
- ・ 変動相場制の下では主要通貨間の自由な交換性が実現されていれば、単一通貨に準備通貨の役割が集中する必然性は相対的に弱い。むしろ、外貨準備は複数の主要通貨に分散して保有し、必要に応じて交換する運営が合理的 → 準備通貨(価値の保蔵機能)の多極化はある程度進む
- ・ ①価値の表示機能と②交換媒介機能は、ネットワークの正の外部性効果が働くので、ひとつの通貨に収斂する強い傾向が生まれる。

IMFが発表している各国の外貨準備金における通貨のシェア:1999年のユーロ発足時には約18%であったユーロ建ての外貨準備は2007年末現在で26%に増加し、それに見合ってドルのシェアは低下

一方、外為市場での取引相手通貨(媒介通貨機能)としては90年代も今日も80%を超える圧倒的なドルシェアがほとんど変わらない(ドルの同シェアは95年84%、07年86%)。国際言語に働いていると同様のネットワークの外部性が国際通貨についても働いている。

米ドルに代わる基軸通貨候補はまだ見いだせない。

① 中国の挑戦？人民銀行周総裁論文(2009)の奇妙な論理

ブレトンウッズ体制終焉後はデファクトなドル基軸通貨体制である。

大規模介入でドルを外貨準備として累積しているのは中国政府・人民銀行の自発的な選択に過ぎない。←介入を減らして中国元の切り上げを受け入れるようにとの米国政府の主張

② 基軸通貨の多極化が国際金融システムの安定性を高める理由はない。

世界平和研究所の提言書(2009)の論理的問題点

③ 多極的基軸通貨体制はむしろ不安定化要因かもしれない。

複数基軸通貨間の大規模な資金シフトがもたらす金融、実体経済へのインパクト

国連における専門家委員会報告書(United Nations 2009)の指摘

④ ドルに代わる基軸通貨候補はあるのか？

ユーロの限界:統一された政治意思の欠如、NYやLDNに匹敵する国際金融投資市場(金融センター)の欠如、軍事力の脆弱性

あまりに空想的な「SDR基軸通貨体制」:十分な規模と流動性をもった金融/資本市場のない合成通貨は基軸通貨にはなり得ない。

人民元の台頭?:中国共産党は内外資本移動の自由化を忌避し続ける。産業的な勃興と通貨・金融的な覇権は同じではない。

内外金融の自由化=国家・共産党支配→市場原理の支配

参考文献

- Congressional Budget Office 2005, “Why does US Investment Abroad Earn Higher Return than Foreign Investment in the United States?”, Economic and Budget Issue Brief, Nov.30 2005
- C. Fred Bergsten “The Dollar and the Deficits: How Washington Can Prevent the Next Crisis” Foreign Affairs, Volume 88 No. 6, November/December 2009, “The Global Crisis and the International Economic Position of the United States” in Special Report 20 “The Long-Term International Economic Position of the United States” May 2009
- Juann H. Hung and Angelo Mascaro, Return on Cross-Border Investment: Why Does U.S. Investment Abroad Do Better? CBO Technical Paper 2004-17 (December 2004)
- Paul R. Krugman “Is the Strong Dollar Sustainable?” in the U.S. Dollar: Prospect and Policy Options, Federal Reserve Bank of Kansas City,1985
- Paul R. Krugman “Exchange Rate Instability” Massachusetts Institute of Technology,1989
- Phil Garton “Asymmetric Investment Returns and the Sustainability of US External Imbalance” Treasury Working Paper 2007-1 Feb.2007
- Pierr-Olivier Gourinchas and Helene Rey “From World Bankers to World venture Capitalist, U.S. External Adjustment and the Exorbitant Privilege ” NBER Conference in G7 Current Account Imbalances,2005
- Pierr-Olivier Gourinchas and Helene Rey “International Financial Adjustment” Journal of Political Economy, 2007 vol.115, no.4
- Stephanie E. Curcuru, Tomas Dvorak, Francis E. Warnock “CROSS-BORDER RETURNS DIFFERENTIALS”, Working Paper 13768 NBER February 2008
- United Nations “Report of the Commission of Experts of the Presidents of the United Nations of General Assembly on Reforms of the International Monetary System” September 21 2009
- Zhou Xiaochuan “Reform the International Monetary System” The People`s Bank of China, March 2009
- 小川英治、工藤健「アメリカへの資金流入の変化と世界経済への影響」アメリカ経済研究会提出論文、財務省財務総合政策研究所、2004
- 財団法人世界平和研究所「2030年を見据えた国際経済・金融体制の展望」2009年3月
- 竹中正治「米国が金融危機に襲われてもドルが暴落しない理由」毎日新聞社「エコノミスト」2008年12月臨時増刊号
- 竹中正治「米国の対外純負債の持続可能性を再考する(上)(下)」龍谷大学経済学論集第49巻第3号2009年12月(上)、第4号2010年4月(下)