

PEO 構造問題プロジェクト 研究成果概要
「太平洋地域における経済統合化で変わる対外調整メカニズム」
(External Adjustments under Increasing Integration in the Pacific Region)

金融市場統合化と米国対外赤字の持続可能性

米国の大幅対外赤字が意図的に調整されるべきかどうかは、それが持続可能かどうかには依存する。しかしながら、持続可能性はグローバル金融市場統合化のインパクトに依存しており、インバランス自体が金融統合化の結果に他ならない。

第1に、金融統合化はリスク負担行動を促し、資産市場バブルの発生確率を高める。従って、金融バブル崩壊による損失を最小化するためには、一般物価だけではなく、資産価格動向をも配慮した予防的マクロ経済運営を実施すること、および、新しい市場環境に相応しい金融規制システムを構築すること、の両方が必要となる。

第2に、金融統合化は経済の各部門におけるバランスシート効果の重要性を高める。その意味で、アジア危機以降、新興市場経済が対外投資を奨励するよりは公的外貨準備蓄積による保険行動をとっていることには一定の合理性が認められる。他方、民間企業部門は物的投資よりもバランスシートの再生強化に励んでいる。その結果、民間貯蓄の中で企業貯蓄が家計貯蓄を代替し、また総貯蓄が投資を上回る結果となっている。

第3に、金融統合化はグロースペースの資本フローを急増させており、その結果、経常収支における所得収支の重要性が急速に拡大している。とくに、先進国と高所得新興市場でその傾向が強い。この結果は、他方で、為替変動による資産効果を見逃すことができないものにしており、それはしばしば各国間で非対称的である。

第4に、金融統合化は、少なくともこれまで、「グローバル・ファンド・マネージャー」としての比較優位をもつ米国によって推進されてきた。ポスト・ブレトンウッズ体制では、米国は、ドル預金を受け入れて、流動性を供給しながら、それを対外投資する「グローバル・バンカー」から卒業し、いまや自ら資金調達しながら、それを源泉として対外投資する「グローバル・ファンド・マネージャー」の役割を果たしている。対外インバランスを大幅に修正する必要があるとすれば、このようなグローバル資金フローの構造自体が大きく変化する必要があるが、当面、この構造が変化する可能性は低い。

為替レート調整

グローバル・インバランスを巡る議論の中で、経常収支インバランスを解消するためにどの程度の通貨調整（アラインメント）が必要なのかが論議されてきた。ここでは、統合の進展のもとで、対外調整に果たす為替レートの役割が大きく変化してきていることに注目したい。生産物市場における垂直国際分業の増大と経常収支における貿易収支の重要性の低下は為替レート変化が経常収支調整に果たす余地を小さくしている。さらに、外国為替市場では金融勘定取引が経常勘定取引を圧倒しており、国際投資家が、収益率、リスク、

流動性などから判断して米国などに投資を続ける以上、相対的に強い米国ドルと米国への資本純流入は当分、継続するものと思われる。

金融開放

最近のアジア新興市場における持続的かつ大幅な経常黒字の原因をこれら諸国の金融システムの閉鎖性や通貨安に求める論調がある。けれども、（アジア通貨危機の根本原因とされた）これら諸国の国内金融システムの脆弱性を差し当たり所与とするとき、金融システムや対外資本取引をどの程度、どれくらいのペースで開放して行くかという課題はなかなか一筋縄ではいかない複雑な問題である。従って、当面は、外貨蓄積は通貨安戦略の結果というよりは潜在的な国際金融リスクに対する必要な保険であり、持続的な経常収支黒字は国際資本市場の構造変化に備えた、合理的な予防的スタンスだと言える。

マクロ経済政策の選択肢

いくつかの標準的なグローバル一般均衡モデルが示唆するところでは、米国の経常趣旨赤字削減および日本、アジアの黒字削減にもっとも直接的かつ現実的な政策の選択は赤字国・米国の貯蓄率上昇であると思われる。むろん、黒字国・日本の成長回復やアジアの投資回復があれば、それもグローバル・インバランス解消に役立つであろうが、現時点ではそれらはあまり現実的で合理的な選択ではないだろう。

米国の貯蓄率上昇は財政再建あるいは家計貯蓄の回復があれば達成できる。現在の不況を考慮すれば、後者の方が現実的なシナリオかもしれない、というのも、株価と住宅価格の下落により、家計は最適資産所得水準の回復のために貯蓄を増加させられるからである。近い将来も世界不況が持続するとすれば、黒字国の産出成長と実質為替増価は現実的な政策選択肢ではないだろう。とりわけ、新興市場では、実質レートの増価は、短期的にはインバランス解消に有効かもしれないが、長期的な生産性の向上を損なうことが懸念されている。