

## 米国の経常収支赤字とドル：「新しい開放マクロ経済学」に基づくアプローチ

同志社大学

五百旗頭 真吾

近年、米国の経常収支赤字が過去に例のない規模にまで拡大している。すなわち、2004年の経常収支赤字は6700億ドル・対GDP比5.7%、同年末時点（速報値）における対外純債務残高（現行コスト・ベース）は2兆5000億ドル・対GDP比21%にまで及んでいる。そのため、いずれドルが急落するのではないかという危惧が高まっている。また一方で、いくつかの実証研究により、先進諸国において輸入物価への為替レート・パススルーが大幅に低下してきている可能性が指摘されている。本稿ではこれらの事実を鑑み、「新しい開放マクロ経済学」に基づいて90年代後半以降の米国の経常収支と名目ドル相場の動きを分析し、パススルー低下が持つインプリケーションを考察した。そして、仮に今後米国の経常収支赤字が縮小するとしても、名目ドル相場の急落を伴う必然性は必ずしも存在しない点を明らかにした。

本稿の特徴として三点挙げられる。一つは、実質為替レート減価ではなく名目為替レート減価の可能性を考察した点である。現在の一番の問題は、ドルが中長期的に大幅実質減価する可能性よりも、ドルが短期的に大幅名目減価する可能性にあると考えたためである。

二点目は、硬直価格・動学的一般均衡モデルに依拠することで、弾力性アプローチのように為替レートから経常収支への一方向の因果関係を見るのではなく、為替レートと経常収支の同時決定性を考慮し、そのなかで為替レート・パススルー低下が名目為替レートと経常収支の関係に与える影響を考察した点である。弾力性アプローチに基づく従来の議論では、相対価格変化に基づく輸出入変化とそれに対するパススルー低下の影響しか考慮していなかった。それに対し本稿では、実質金利変化を通じた消費支出の変動とそれに対するパススルー低下の影響にも光を当て、今まで考えられていなかった可能性を明らかにした。

三点目は、 $SS$  曲線と  $LL$  曲線を用いて経常収支と名目為替レートの動きを分析した点である。 $SS$  ( $LL$ ) 曲線とは、短期（長期）においてすべての市場を均衡させる経常収支と名目為替レートの組み合わせをプロットしたものである。これらを用いることで、ショックの違いと、パススルー低下の影響を、より明快に示すことができた。

1998年頃から2001年頃までの経常収支赤字急拡大と緩やかなドル高は、米国の恒久的な生産性上昇とそれに誘発された米国製品への需要シフトによってもたらされ、2001年以降の経常収支赤字拡大とドル安は米国の一時的な政府支出増大によってもたらされている可能性が高い。このように理解すると、今後経常収支赤字が縮小するには、(1)ユーロ域・東アジア等の恒久的な生産性上昇か、(2)米国の一時的な政府支出増大の終了が必要となる。(2)の場合にはドルが名目増価することはあっても減価する可能性は低い。一方、(1)の場合にはドルは名目減価すると予想されるが、それでも輸入物価へのパススルーの低下が名目

減価の程度を小幅に抑える可能性があり、ドル急落の必然性は存在しない。

一般に、パススルーの低下は「一定の名目為替レート減価がもたらす経常収支黒字化の程度を弱める」と考えられている。だが動学的一般均衡モデルで考えると、この命題の成立は自国財・外国財間の代替弾力性 と消費の異時点間代替弾力性 の間に  $-1 > 1 -$  の関係が成り立つ場合に限られることが明らかとなる。逆に、 $-1 < 1 -$  が成り立つ場合には、パススルー低下により一定の名目為替レート減価に伴う経常収支黒字化の程度はむしろ強まる。米国の場合、消費の異時点間代替弾力性 が非常に小さいという実証結果が多く得られていることと、90年代後半以降の経常収支とドル相場の動きから判断して、 $-1 < 1 -$  の可能性を否定することはできない。したがって、米国の生産性の相対的低下によってもたらされる経常赤字縮小に付随するドル安は、パススルー低下のおかげで小幅に止まる可能性があると考えられるのである。

もう少し詳しく説明しよう。経常収支は所得・支出差額に等しい。また、輸入物価への為替レート・パススルー低下は所得と支出それぞれに対し二つの経路を通じて影響する。ドルが名目減価する状況を考えよう。

ドルが減価すると米国財が安くなるため、米国の輸出が増加、輸入が減少し、米国の所得が相対的に増大する。だが、パススルーが低下すると相対価格変化が抑制されるため、この効果は弱められる。つまり、パススルーの低下は米国の所得を相対的に減少させる。この所得引き下げ効果の大きさは自国財・外国財間の代替弾力性 で測られる。一方、パススルーの低下は米国企業が輸出価格を外国通貨建てで安定化させ、外国企業が米国向け輸出価格をドル建てで安定化させている状況に等しい。そのため、ドルが減価すると米国企業はマークアップを引き上げ、外国企業はマークアップを引き下げることになる。ゆえに、パススルーの低下は米国の所得を相対的に増加させる。この所得増大効果の大きさは常に1となる。

輸入物価へのパススルーが100%であれば、ドルの名目減価率と同じ率だけ米国の一般物価は外国のそれに比べて上昇する。パススルーが低下すると米国の一般物価の相対的上昇も抑制され、米国の支出(額)を相対的に低下させる。この支出低下効果も常に1となる。一方、パススルーの低下は米国の実質金利を相対的に引き下げる。なぜなら、短期的に物価の相対的上昇が抑制される結果、期待インフレ率が相対的に上昇するためである。実質金利の低下は消費支出を刺激する。この支出増大効果は異時点間代替の弾力性 で測られる。

名目為替レート減価による所得増大をパススルー低下が抑制する効果( $-1$ )が、パススルー低下が消費支出を抑制する効果( $1 -$ )を上(下)回れば、パススルー低下は一定の名目為替レート減価に付随する経常収支黒字化の大きさをより小さく(大きく)する。よって、 $-1 > 1 -$  が十分に小さい場合には、支出抑制効果が強く働く(支出増大効果が働かない)ため、パススルー低下は経常収支を赤字方向ではなく黒字方向に動かすことになるのである。