

《研究ノート》

米ドル過大評価について

大阪大学名誉教授 新 開 陽 一

米ドルの過大評価の問題は、同国の経常収支赤字とのかねあいで、以前からかなりの関心を引いてきた。この研究ノートは、比較的新しい文献をいくつか参照しながら、本問題についての分析枠組みを筆者なりに整理するものである。

問題の所在、すなわち過大評価の大きさと、その是正のための調整コストにかんしては、やや古いですが、Bergsten and Williamson 編の二冊がまとまっている。なお最近、筆者は未見の（参考文献にも挙げない）新著が、同じ編者によって発刊されているはずである。以下で参照する論文も、多くはサーベイ的な叙述を含んでいるから、ここであえて問題そのものを紹介する必要はないであろう。

実物経済からの推計

国際収支と為替レートが貨幣的現象である点には異論がないが、貨幣現象として名目為替レートを分析するのは、意外に困難である。最大の難点は、名目レートの説得力ある理論（あるいは実証）モデルがないことである。ついであるが、実質実効レートについての推計が得られたとき、それを二国間名目レートに翻訳するのも容易でない。この点には深入りしないが、Wren-Lewis (2004) を参照されたい。

そこで名目レート・国際収支にかんする代表的研究者の Obstfeld and Rogoff (2004) などは、実物経済からドル過大評価を推計する手法をとっている。ただし経常赤字が維持不能であると論じるさいは、名目値をもちいて、現在の赤字が続けば2025年ころの米国の対外純債務の GDP 比は60%になると指摘する。これは破綻したアイルランドの80年代の値に近いというのである。

なお対外純債務などのストック値の推計にも、小さいが問題はある。推計自体は Lane and Maresi-Ferretti (2007) らの研究で充実してきているが、米国純債務については、債権が外貨建て、債務がドル建て中心なので、ドル減価におうじて純債務は縮小の傾向があると論じるむきがある。これは特定の年次では大きな値になりうる（したがって経常赤字と純債務増加は一致しない）ものの、長期にわたって経常赤字と純債務増加が大きく乖離することはなさそうである。Ghironi et al. (2007) を参照のこと。ただし上記の Lane らは、ドル減価以外の評価変化は重要であると論じている。

さて Obstfeld and Rogoff の手法はある意味で単純である。対 GDP 比 5% 程度の経常赤字が維持不可能ならば、経常（あるいは貿易）赤字を 5% 減少させればよい。実物経済が貿易財部門と非貿易財部門から成るというアメリカ学者の通例のモデルでは、前者の生産が増加し、その消費が減少し

て、貿易赤字が縮小しなければならない。それには貿易財の対非貿易財相対価格の上昇（すなわち実質為替レートの減価）が必要である。そこから先の数値計算はいろいろ論議がありうるが、結論は米ドルの実質実効レートが10%から30%ていど減価しなければならない、ということになる。

正確な推計はむろん望めなく、重要なのはドルの大幅下落が含意されていること、そうして推計が実物モデルを用いてなされたことである。実物モデルが用いられる例は以下でもでてくる。

ドル資産への需要

経常赤字の裏側はドル資産への外国需要増であり、ここに着目するのがむしろ正統な接近法であろうか。文献はいくつもあるが、以下でとりあげる Edwards (2005) はサーベイをふくみ、中期の資産需要変動に焦点をあわせた、有用な研究である。

Obstfeld and Rogoff のいう2025年などはおそらく長期で、いわゆるドーマー定理が適用可能であるから、経常収支赤字と純対外資産の関係は簡単である。Edwards は一方では10年前後の中期を念頭におき、他方では外国のドル資産需要が外生的におおしく増加しても、なおかつドル相場下落は不可避であるとの、数値シミュレーションを行っている。

ひとつだけ結果を紹介しておく、外国資産の関数としてのドル資産需要が、標準値の0.3から0.4に増加したとしても、10年程度のあいだに、1. 米国経常収支赤字は大きく縮小（いわゆる反転）し、2. 実質ドル相場は30%のオーダーで減価し、3. 成長率は3-4%のオーダーで低下する。最後の点が経常収支調整のコストであるが（なお Williamson (2004) をもみよ）、この数字は別のモデルから導いたもので、必ずしもドル相場の結果と整合的であるとはいえない。

外国のドル資産需要が外国資産だけの関数なのは、アンカパー利子平価を仮定したため（さらに後述）、資産選択理論の適用が意外に難物であることを示唆する。また実質レートの算出では実物経済の情報に依存せざるをえない。さらにドル資産需要が民間のか当局のかの区別も明示されていない。最後の点をつぎに論じよう。

ブレトンウツズ再來說

外国当局のドル需要が価格弾力的であるとして、米経常赤字が当分は維持可能であると主張するのが、ブレトンウツズ再來說である。文献は Eichengreen (2004) などに詳しいが、簡単明瞭なのは主張者の Dooley et al. (2005) であろう。かれらはユーロをも念頭においているようであるが、最近のユーロの動きをみれば、とてもブレトンウツズ再来とはいえない。しかし中国や日本をみると、前者は外国為替市場への強力介入、後者は超低金利による円安維持政策で、ともにドル安定を志向しているかのごとくである。Eichengreen の批判は、外国が多数あるので、集団でドル安定政策をとることはない、というものである。けれども中日などのアジア数カ国が、暗黙の協調でドル低下を防止することは、十分に考えられる。

ではどれくらい長期にわたってか。また当局の資産選択はどのような原理にもとづいているか。まづ

後者についてはあまり研究がないが、Papaioannou et al. (2006) が最近の成果である。ドルを安全資産と仮定し、ペッグ対象通貨と貿易使用通貨の重用をも考慮した資産選択モデルを解くと、1. ドル大量保有が最適、2. ユーロシェアの現状はモデル解よりかなり少ない、3. こんごユーロの保有は増加しうる、となる。当局のドル保有はいちおう正当化されるのである。

為替予想のあつかいは厄介で、短期に妥当なランダムウォークを仮定すると結果が不安定になり、中期にいちおう妥当なアンカバー利子平価を仮定すると期待収益率が同一になる。(さきの Edwards の、ドル需要が富だけの関数という想定)。完全予見を仮定しても不安定になるという。要するに、国際資産選択モデルは為替モデル次第ということになる。

つぎにどれくらい長期を考えるか。これについての研究を筆者は知らないが、長期の投資貯蓄バランスにかんする論文に言及してみよう。Fehr et al. (2005) がそれで、お断りしておきたいのは、ドル過大評価を対象にした研究ではないことである。米・欧・日・中の4地域の貯蓄・投資を、人口動向と社会保障の効果をふくめて、長期にわたり推計するのが目的であり、その副産物として各地域の経常収支アンバランスの推計がえられる。たとえば10年単位で、米国の経常赤字のGDP比(正確には国民所得比)は、ときに14%や17%になる。

ブレトンウッズ再來說をとり、数十年つづくとすれば、これだけの経常赤字が出現しうる。アジア諸国のドル安定政策がこの赤字のストレスに耐えうるであろうか。耐え得ないと判断するなら、ブレトンウッズ再來說は長期にわたって妥当性をもちえない、と結論するしかない。またこの結論が、貯蓄・投資など実物経済の情報から導かれたことも、指摘しておくべきであろう。

References

- Bergsten, C. F. and J. Williamson eds., *Dollar Overvaluation and the World Economy*, Washington, D.C., Institute for International Economics, Feb. 2003.
- Bergsten, C. F. and J. Williamson eds., *Dollar Adjustment: How Far? Against What?*, Washington, D.C., Institute for International Economics, Nov. 2004.
- Dooley, M. P., D. Folkerts-Landau, and P. M. Garber, "Savings Gluts and Interest Rates: The Missing Link to Europe", NBER WP # 11520, July 2005.
- Edwards, S., "Is the U.S. Current Account Deficit Sustainable? And If Not, How Costly Is Adjustment Likely to Be?", NBER WP # 11541, Aug. 2005.
- Eichengreen, B., "Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods", NBER WP #10497, May 2004.
- Fehr, H., S. Jokisch, and L. J. Kotlikoff, "Will China Eat our Lunch or Take Us Out to Dinner? Simulating the Transition Path of the U.S., EU, Japan, and China", NBER WP #11668, Sept. 2005.
- Ghironi, F., J. Lee, and A. Rebucci, "The Valuation Channel of External Adjustment", NBER WP #12937, Feb. 2007.
- Lane, P. R., and G. M. Malesi-Ferretti, "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004", *Jour. of Inter. Economics*, in press 2007.
- Obstfeld, M., and K. Rogoff, "The Unsustainable US Current Account Position Revisited", NBER WP #10869, Oct. 2004.
- Papaioannou, E., R. Portes, and G. Siourounis, "Optimal Currency Shares in International Reserves: The Impact of the Euro and the Prospect for the Dollar", NBER WP #12333, June 2006.
- Williamson, J., "Current Account Objectives: Who Should Adjust?", in Bergsten and Williamson 2004.
- Wren-Lewis, S., "The Needed Changes in Bilateral Exchange Rates", in Bergsten and Williamson 2004.

A Note on the Over-valuation of the US Dollar

Yoichi Shinkai

I examine the frameworks of analyzing this problem, referring to some representative papers, and point out that information on the real (as opposed to monetary) economies plays a surprisingly large role.