

第56回 内閣府経済社会総合研究所 経済政策フォーラム

「世界的な対外不均衡の趨勢と今後の展望」

# 最近のグローバル・インバランスの動向とその影響について

2019.2.5

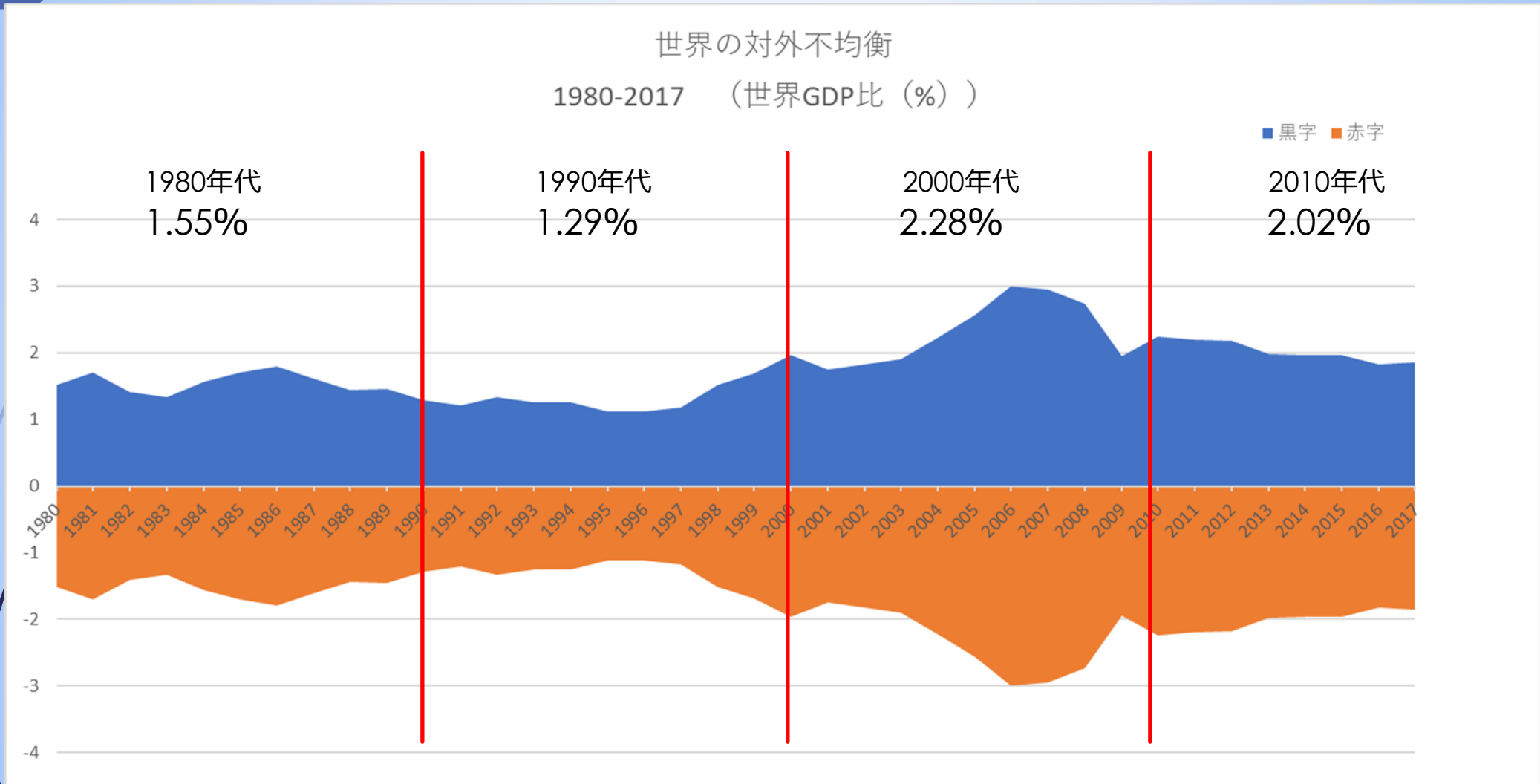
神戸大学大学院経済学研究科

松林 洋一

# 展開

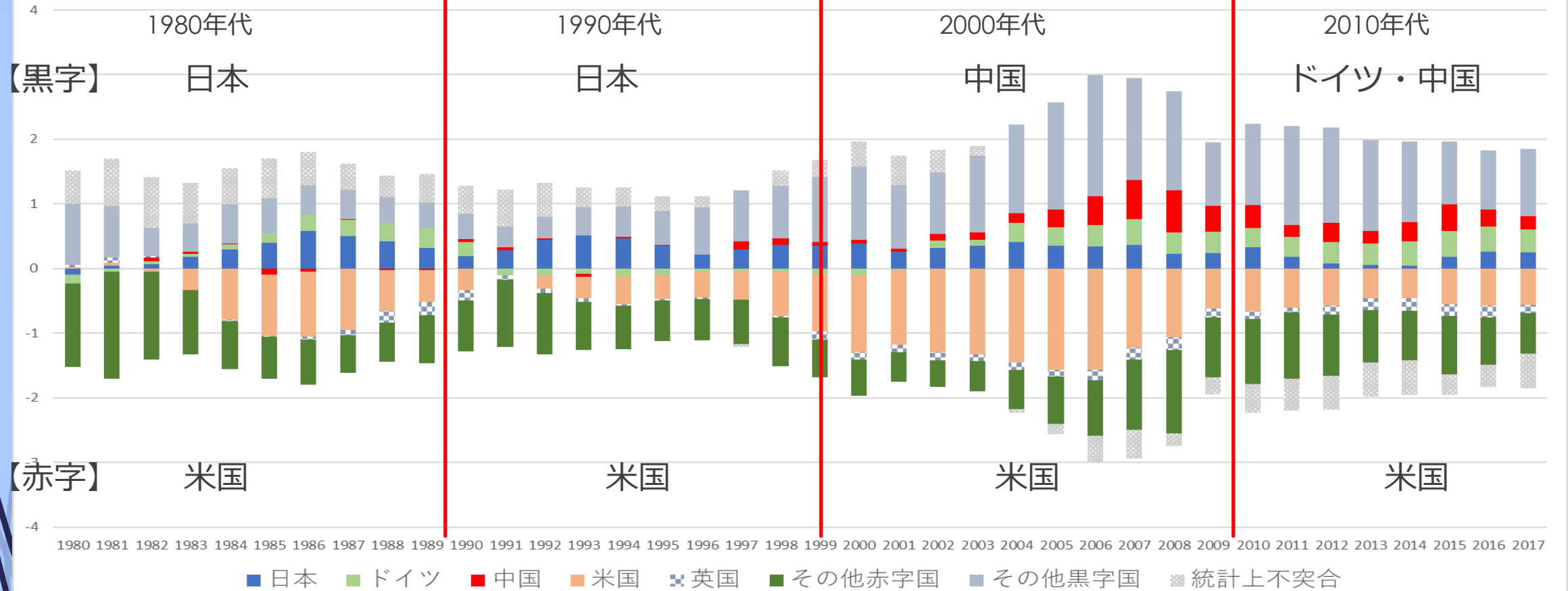
- I 俯瞰
  - II 1980年代と2010年代の比較
  - III 2000年代と2010年代の比較
  - IV 教訓
- 参考文献

# I 俯瞰



# 世界の対外不均衡

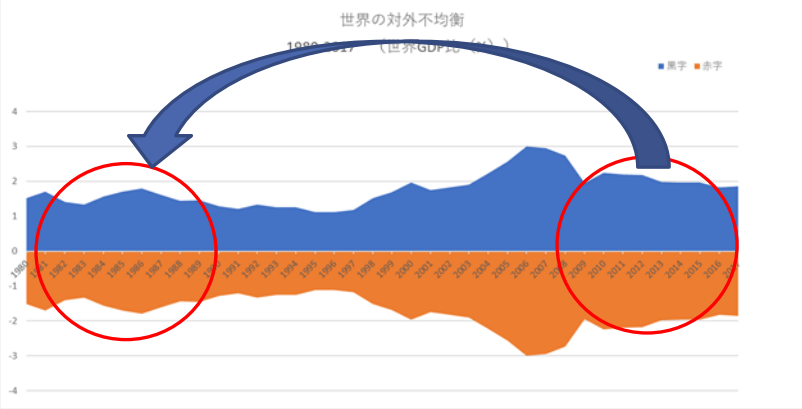
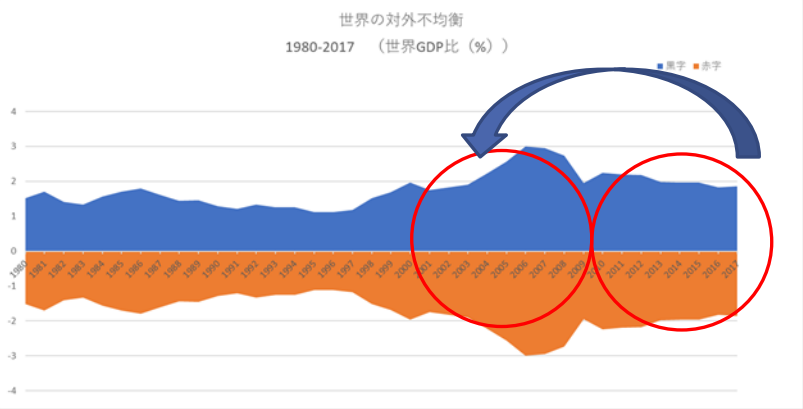
1980-2017 (世界GDP比 (%))



# グローバル・インバランスの問題点

	問題点	ポイント	考察の鍵
<1>	過剰な不均衡	過剰 (excessive) な経常収支赤字・黒字の発生は、中長期的には持続可能とは言えず、早晩何らかの経済的調整を余儀なくされる可能性がある。	経常収支の趨勢的 (構造的) 要因・循環的要因・過剰要因の識別  IMF(2018)
<2>	金融リスク	<1>の背後で、各国の金融市場・資本市場および国際金融市場において様々なリスクが生じ、世界的な金融危機の引き金となる可能性がある。	経常収支の国際資金フロー面からの把握
<3>	政治問題	<1>の背後で、各国間の貿易摩擦が顕在化する可能性がある。	経常収支の多面的なアングル (貿易面・貯蓄・投資バランス面) からの考察

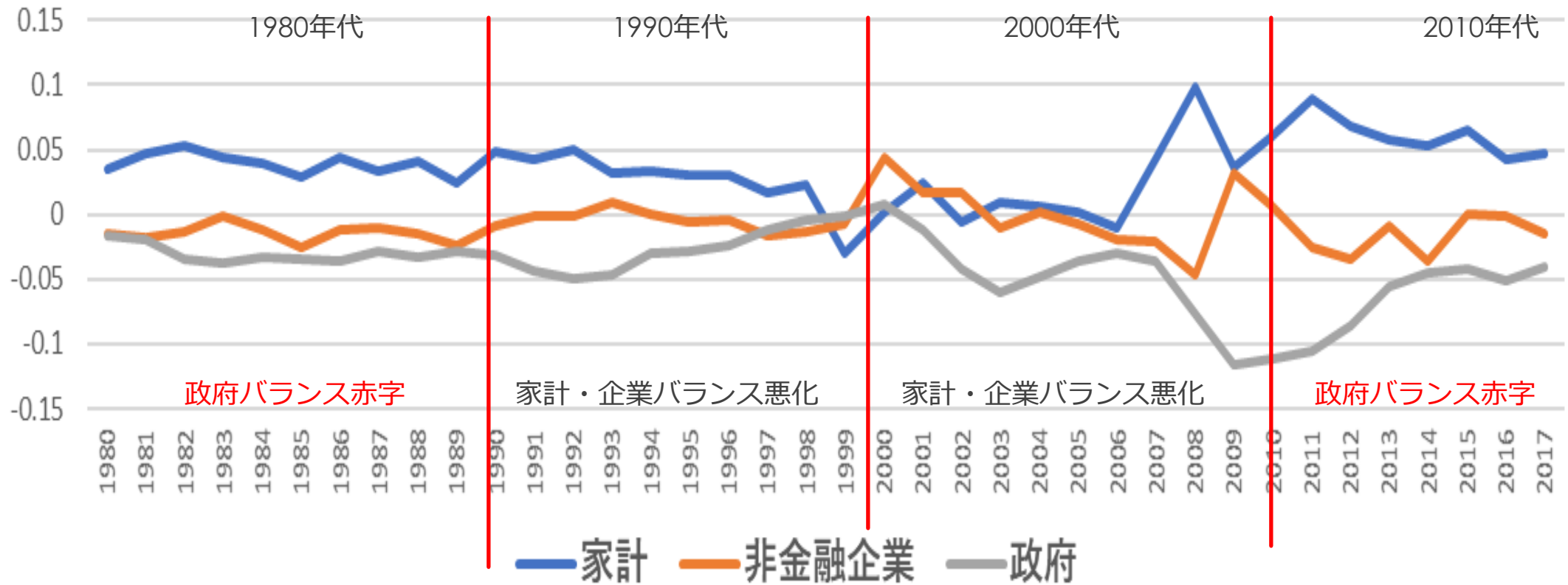
# 比較

	1980年代と2010年代	2000年代と2010年代
イメージ	 <p>世界の対外不均衡 1980-2017 (世界GDP比 (%))</p>	 <p>世界の対外不均衡 1980-2017 (世界GDP比 (%))</p>
ポイント	貿易摩擦	金融危機
参考	McKibbin et al. (1989) IMF(2018) Obstfeld(2018)	Chinn (2017)

## Ⅱ 1980年代と2010年代の比較

### 米国の部門別貯蓄・投資バランス

1980-2017



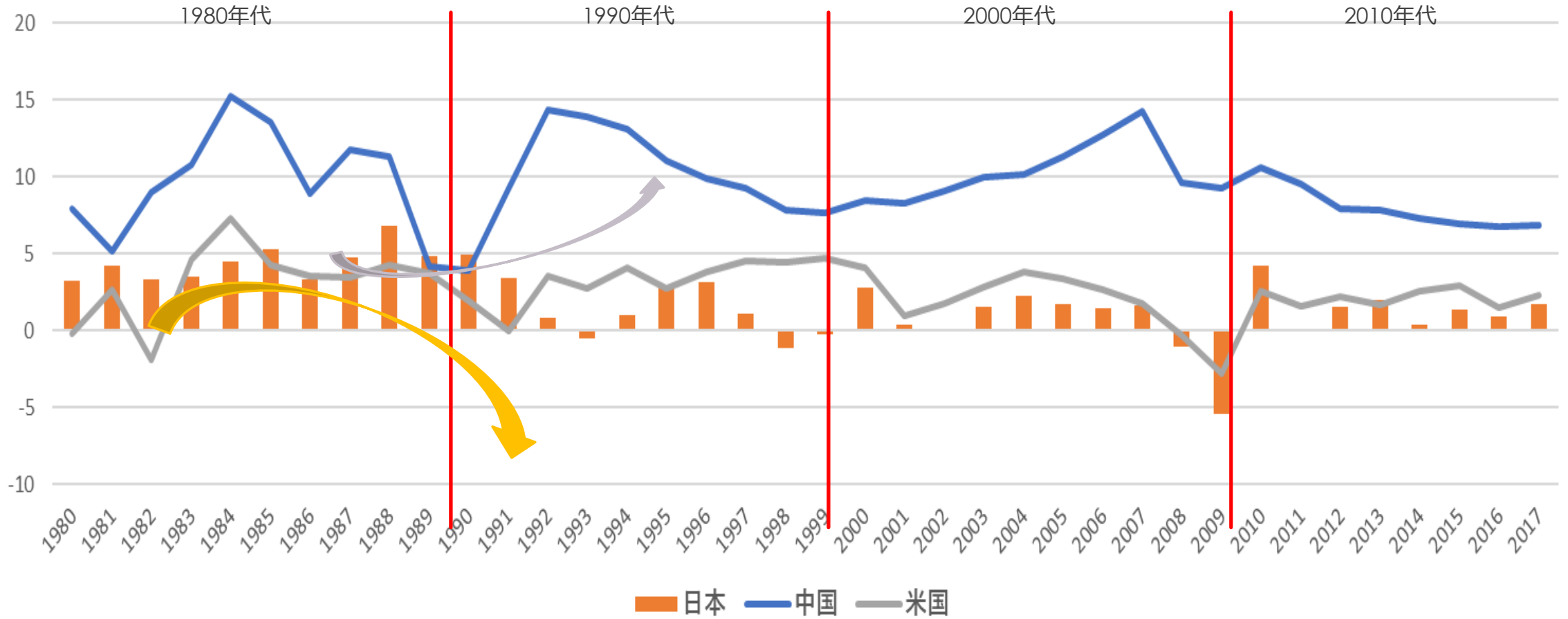
# 整理

	1980年代	2010年代
黒字国	日本	中国
赤字国	米国	米国
米国の主要黒字国からの 輸入品	日本から 自動車・半導体・PCなど	中国から 電気機器・雑貨・自動車部品など
米国の貯蓄・投資バランス (注目すべき部門)	財政部門の赤字	財政部門の赤字



		1980年代	2010年代
米国政権		レーガン (共) ブッシュ (共) クリントン (民)	トランプ (共)
不均衡是正	マクロ経済政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 為替調整</li> <li>・ マクロ政策協調</li> <li>・ 構造調整</li> </ul>	
	通商政策	個別交渉→包括交渉	関税政策 輸入規制
摩擦終焉の背景	黒字国	日本の経済成長低迷	中国の経済成長 . . .
	赤字国	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 米国の経済成長回復</li> <li>・ 財政部門の収支改善</li> <li>・ ハイテク技術の優位性回復</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 米国の経済成長 . . .</li> <li>・ 財政部門の収支 . . .</li> <li>・ ハイテク技術の優位性 . . .</li> </ul>
摩擦の期間		約15年	

# 米国・日本・中国の実質経済成長率 1980-2017



# 財政収支と経常収支：

# 『双子の赤字』

一般的な理解	厳密な理解
財政赤字と経常収支がともに悪化している状況	財政収支の悪化が原因でマクロ諸変数が変動し、その結果として経常収支が悪化する状況
相関関係	因果関係
財政収支↓ ⇔ 経常収支↓	例 政府支出↑（財政収支↓） ⇒ 所得↑ ⇒ 輸入↑ ⇒ 経常収支↓

## 財政収支と経常収支に関する理論的モデル

$$CA_t = \alpha BDEF_t$$

$CA_t$  : 経常収支

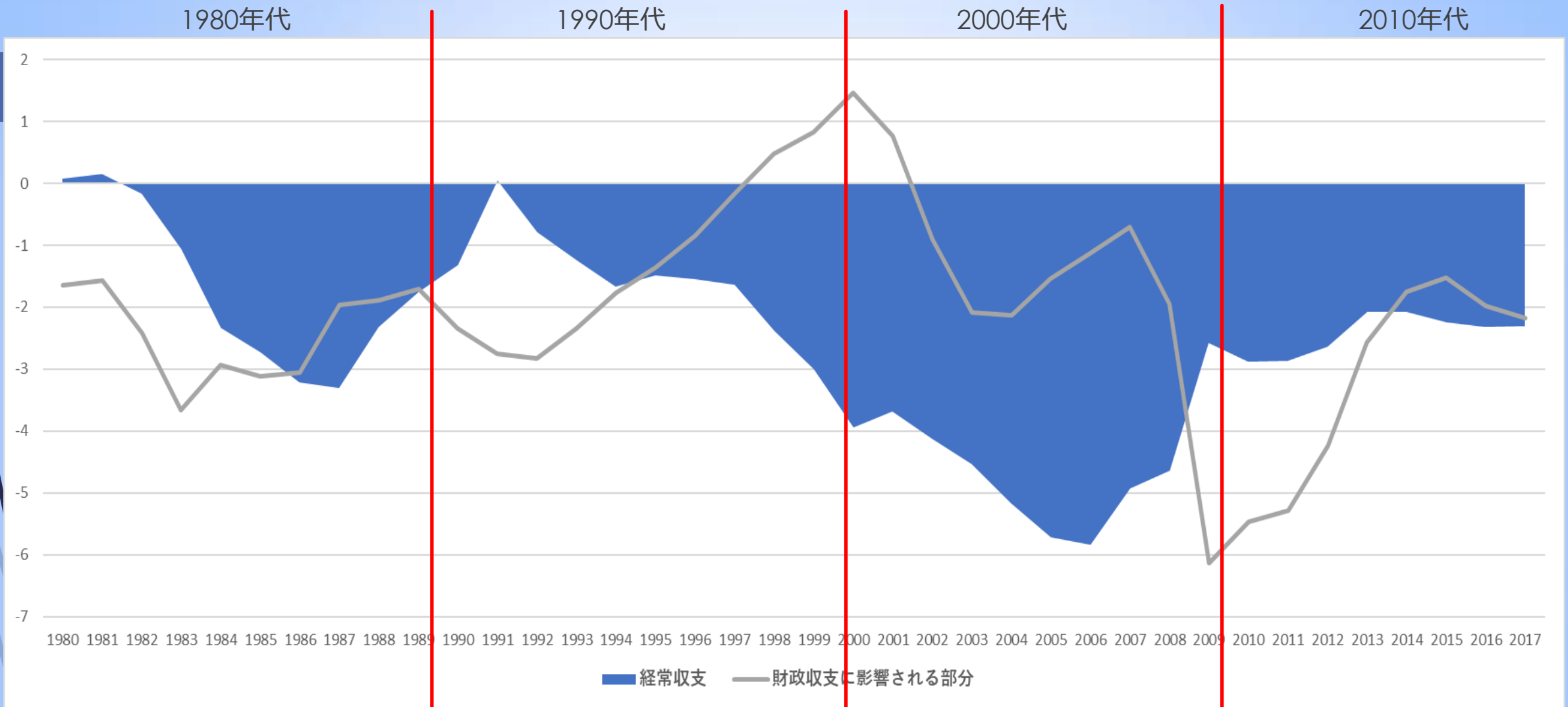
$BDEF_t$  : 財政収支

$$\alpha = \frac{\lambda}{1 - (1 - \lambda)\gamma} = 0.625$$

$\lambda$  : 家計の流動性制約比率 (0.40)

$\gamma$  : 家計の習慣形成度 (0.90)

松林 (2010) 第8章

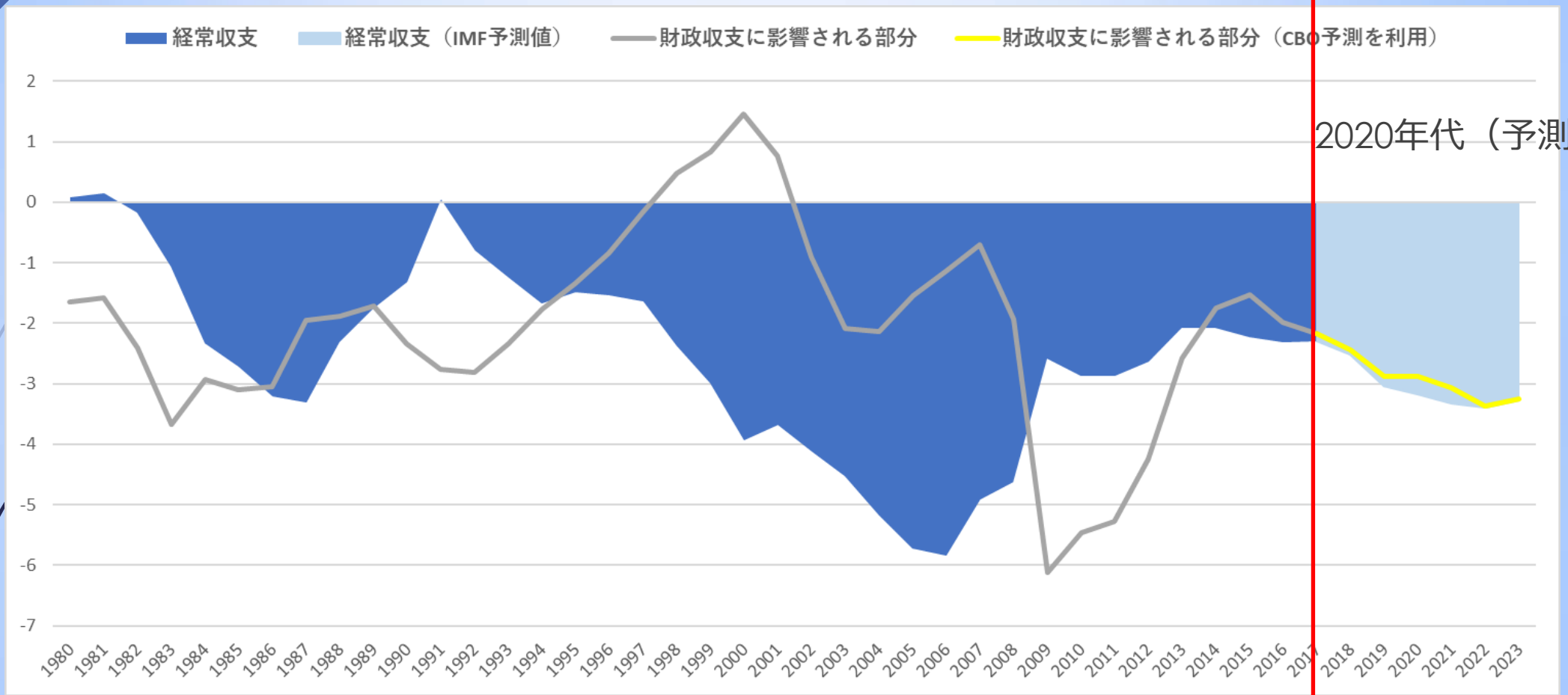


【財性収支】 強く影響する

影響せず

あまり影響せず

強く影響する



2020年代 (予測)

★ 2020年代も「双子の赤字」が持続し、経常収支は悪化の見通し。

## 整理

- 1) 1980年代、2010年代ともに、経常収支赤字拡大の主因は、**財政収支赤字の拡大**である。
- 2) 1980年代前半と異なり、現在の拡張的財政スタンス（特に大型減税）は、好況期における更なる景気後押しとなっている。
- 3) 1980年代と同様に、2010年代の「双子の赤字」の現象は大きい。
- 4) 経常収支（貿易収支）の一層の悪化は、貿易摩擦をさらに激化させる。

5) 貿易摩擦の激化にともなう（世界経済ひいては）米国の景気後退は、さらなる拡張的財政スタンスに拍車をかける可能性ある。

6) 5) によって、「双子の赤字」はさらに拡大する。

7) 1) ~ 6) は一種の自己矛盾的なプロセス。

★財政収支の抜本的な改善がなければ、米国の経常収支赤字の改善は困難であり、貿易摩擦は長期化する可能性が高い。



### III 2000年代と2010年代の比較

項目	2000年代半ば 2003-2007	2010年代 2013-2017
世界経済の成長	先進国・新興国ともに順調な成長 ↓ 安定成長のもとでの不均衡拡大	実感のない景気回復（長期停滞） ↓ 低成長のもとでの不均衡拡大
経常収支黒字国	<ul style="list-style-type: none"> <li>・新興国（中国・産油国・アジア新興国）</li> </ul> <p>★主に貯蓄の増加</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・先進国（ドイツ・日本）</li> <li>・中国</li> </ul> <p>★主に投資の縮小 <span style="float: right;">松林（2018）</span></p>
経常収支赤字国	<ul style="list-style-type: none"> <li>・米国</li> </ul> <p>★民間部門収支の悪化</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・米国</li> </ul> <p>★政府部門収支の悪化</p>
世界的な対外不均衡	先進国 ↔ 新興国	先進国 ↔ 先進国

		2000年代半ば 2003-2007 (平均)	2010年代 2013-2017 (平均)
株式	VIX (index)	14.58	14.63
	MSCI (index)	1298.08	1706.73
	バフェット日本 (index)	77.19	86.00
	バフェット米国 (index)	119.08	131.51
債券 (米国ハイイールド債) (%)	3.45	4.01	
不動産 (GPR250) (index)	657.36	1211.80	
過剰流動性 (世界全体 (対GDP比)) (%)	96.91	119.13	
非金融民間債務 (世界全体 (対GDP比)) (%)	120	150	
米国資本移動	流出 (対EU gross) (million)	617567.8	206198.0
	流入 (対EU gross) (million)	730146.0	496069.0

項目		2000年代半ば 2003-2007	2010年代 2013-2017
金融市場	民間債務 <small>内閣府（2018）</small>		
	過剰流動性		
	株式・不動産市場の活況		
	米国での顕著なローン形態	サブプライムローン	コブライトローン レバレッジドローン など
	金融機関	規制緩和	規制強化
国際資本 フロー	フロー	拡大	拡大
	グロス	拡大	縮小維持

# 整理

- ① 金融市場のパフォーマンス (return・volatility) はリーマンショック前と類似している。
- ② マクロ経済における実体経済と金融経済のアンバランス (excess liquidity) はリーマンショック前よりも拡大している。
- ③ ①②は、低成長下での世界的な不均衡拡大において憂慮すべきである。
- ④ 金融機関 (銀行) の行動パターンはリーマンショック前と大きくは変わっていない (規制はかなり強化)。
- ⑤ シャドー・バンクの拡大がリーマンショック前よりも顕著である。



(1) 直近において世界規模での金融危機が発生する可能性は高いとはいえない (④)

(2) ただし金融危機が発生するいくつかの要因は無視できない (①・②・③・⑤)

	黒字国	赤字国	ポイント	
			金融危機	貿易摩擦
1980年代	先進国	先進国		○
2000年代	新興国	先進国	○	
2010年代	先進国	先進国	○	◎

## IV 教訓

- ① 世界的な対外不均衡の原因・影響・是正策を巡る議論の際には、**多面的なアングルとアプローチ**が不可欠である。具体的には、
  - ・貿易面・貯蓄投資バランス・資本フローというアングル
  - ・趨勢的（構造的）要因・循環的要因・過剰要因の識別というアプローチ
  
- ② 各国が是正策について共通の理解を持ち、協調的な政策を構想・実践していくためには、まずは ①の視点を共有した上で、**現状の問題点・論点の丁寧な整理と説明**が大切である。
  
- ③ その際、現下の世界的な対外不均衡の拡大は、**1980年代、2000年代よりも複雑な様相**を呈しており、**複合的リスク**（貿易摩擦・金融危機）となる得る点を認識しておくことが肝要である。

## 参考文献

内閣府（2018）『世界経済の潮流 2018年 I』

第1章「民間債務の増加がもたらす世界経済のリスクの点検」

松林洋一（2010）『対外不均衡とマクロ経済 理論と実証』東洋経済新報社。

松林洋一（2017）「国際資金余剰・世界金利・長期停滞」『経済分析』193号, pp.131-160, 内閣府経済社会総合研究所。

Chinn, M(2017), "The Once and Future Global Imbalances? Interpreting the Post-Crisis Record" Jackson Hall Symposium, September, 2017.

IMF(2018) 2017 External Sector Report.

McKibbin, W., N. Roubini and J. D. Sachs (1989), "Correcting Global Imbalances: A Simulation Approach," Stern, R.M. ed (1989) *Trade and Investment Relations among the United States, Canada and Japan*, The University of Chicago Press, Chicago and London.

Obstfeld(2018),"Addressing Global Imbalances Requires Corporation,"IMF, Blog,July,24.