

ポートフォリオの連続的シフトと 経常収支の不均衡

—アジアの通貨危機における急激な外貨流出を踏まえて—

沈 徹

1. はじめに

アジアの通貨危機は、タイ・バーツが1997年7月に事実上のドルリンクから管理フロートへ移行したのを契機として始まり、ほどなくしてその他の東アジア、東南アジア諸国へと波及していった。この地域は、「四匹の龍」とたとえられる、韓国、台湾、香港、シンガポールばかりでなく、「エマージングマーケット（新興市場経済）」に数えられるタイ、インドネシア、マレーシアを含んでおり、「世界の成長センター」と形容されるほどの高成長を長く続けていた地域であった。

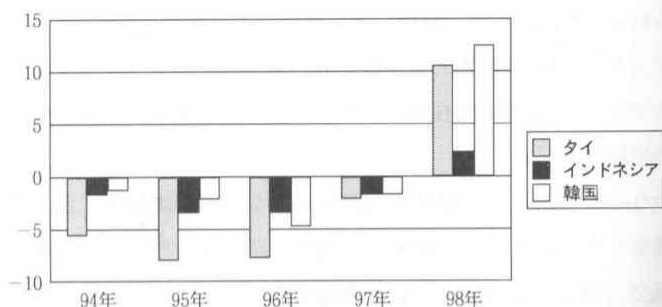
そういうこともあり、危機発生当初より、なぜこの地域でこれほどの通貨危機が発生したのかについて数多くの調査・研究が行われたが、例えば外国為替審議会（1998）は、タイでなぜ通貨危機が発生したのかについては、通説での理解が可能であるとしている。ここで通説での理解とは、経常収支の赤字がGDP比でどれほどの規模になっているのかに注目し、それが5%を超えれば、その国は持続不可能な経常収支の赤字を計上しており対外支払い等に関して「危険水域」にあるとするものである。事実、1994年に通貨危機を経験したメキシコでも5%を上回っていた。

しかし、タイで生じた危機が、なぜ近隣諸国、とりわけ影響の大きかった

韓国やインドネシアへと波及していったのかについては、通説で説明することができず、したがってアジアの通貨危機は、今までにはない新たな要因による危機という意味で、「21世紀型」の危機といわれている。今回の危機でとりわけ特徴的であったのは、経済のファンダメンタルズに問題はないとされていた国¹であっても、市場参加者のその国への信認の急速な低下により、外貨資金（特に短期資金）が劇的かつ急速に流出していったという事実である。

本稿では、通説では説明できない危機を経験した国々で共通に起こった現象、すなわち外貨資金の劇的かつ急速な流出という現象（及びそれに伴う急激な経常収支の黒字化）を、簡単な理論モデルにより説明し、その結果、経常収支の不均衡をどのように解釈するのかが、今回のような「21世紀型」危機を理解する上で重要となるという点を明らかにしていきたい。表1に見られるような、1998年の急激な経常収支の黒字化が何によってもたらされたのかを明らかにしたいわけである。

表1 経常収支対GDP比(%)



(注) 98年の数値は、IMF, World Economic Outlook, October, 1998による見通し。

資料：外国為替審議会（1998）

¹ 通貨危機が韓国を襲うわずか一ヶ月前（1997年9月）に公表されたIMFレポート（1997）は、「韓国のマクロ経済状況は引き続き良好であり、財政の健全さに関しては称賛に値する」と述べる一方、事後的（危機発生後）に韓国経済の問題点として指摘された、財閥による過剰投資、前近代的なコーポレートガバナンス、金融機関経営の不透明さなどについては、何の記述もない。

以下、本稿の構成は次の通りである。まず2では、経常収支の不均衡が何を意味しているのかについて整理を行う。3では、持続的な経常収支不均衡の存在から派生する問題を的確に理解するためには、動学的分析が重要となるという点を、マンデル＝フレミングモデルを例にとり説明する。4ではアロー型債券を含んだ異時点間モデルを提示し、経常収支不均衡の意味を理解する場合には、動学的要素のみならず、生起する状態が重要である点を示す。5ではモデルから得られる政策的インプリケーションとして、国際間の資金移動が極めて迅速かつ巨額に及ぶ現代社会においては、経済主体の資産多様化（ポर्टフォリオの連続的シフト）の結果として経常収支の不均衡が生じるという結論を述べる。

2. 経常収支不均衡の意味

経常収支の不均衡が何を意味するのかに関しては、大まかに言って三通りの解釈がある。詳細に関しては国際経済学の教科書などを見ていただくとして、ここでは、そのエッセンスを簡潔に記しておく。

まず第一の、社会全体にとってもっともなじみのある解釈は、経常収支の黒字（赤字）を、貿易・サービス収支の黒字（赤字）、所得収支の黒字（赤字）、経常移転収支の黒字（赤字）の合計として捉えるというものである（実際のところこれは解釈というより定義にすぎないのだが）。ただ、海外からの利子所得の受け取りや海外への利払い、対外経済援助、外国人労働者の本国への送金などが経常収支の太宗を占める国というのは事実上存在しないので、経常収支の不均衡を貿易・サービス収支の不均衡と同義的に捉えて政策議論が行われることがある。このこと自体は、現実への近似としては妥当な単純化であろうが、しかし一方、経常収支の不均衡は貿易面での不均衡の結果であるという解釈に拘泥するあまり、しばしば激烈な政策問題を引き起こすことがある。1980年代の日米間に見られた貿易摩擦問題はその典型例であろう。

また、先に述べた通説も、実のところ経常収支の不均衡を貿易面での不均衡の結果として捉えているのである。

このような例からわかるように、一般的に経常収支の不均衡、とりわけ経常収支の赤字は望ましくないものとされており、その水準に細心の注意を払うということは、政策担当者、マスコミなどの間ではいわば常識化さえしている。

ではなぜ、このような根本的に誤りである解釈が常識化しているのでしょうか。それは経常収支が一通りではない数多くの定義が可能である概念であり、したがってその解釈如何では、時として誤った結論に到達してしまう危険性があるからであろう。例えば、貿易・サービス収支の赤字を是正するため外国からの輸入品の一部に関税をかけ、そうすれば経常収支の不均衡も是正されるという（初歩的な誤りである）議論等である²。

なぜこれが誤りなのかは、第二の解釈を考えれば容易に理解できよう。それは経常収支の不均衡を、貯蓄と投資の差額と捉えるというものであり、ISバランス論として知られているものである。これによれば、経済全体で貯蓄額より投資額のほうが多い（少ない）国はその差額分に相当する財やサービスを外国から獲得せざるを得ず、したがってその国の経常収支は赤字（黒字）となるのである。

第三の解釈は、経常収支の黒字が対外資産の蓄積（もしくは対外負債の減少）を意味するというものである。ある国が経常収支の黒字を計上している場合、その国は黒字分に見合った額の対外資産を獲得することになる。このような解釈の仕方は極めて重要である。というのも、視点を少し変えればこれは、どういう（正確にはどこの国の）資産を保有すべきかという意志決定に関する情報を経常収支の不均衡が与えてくれることになるからである。つまり、ある国の資産を保有する経済主体が多いほどその国の経常収支は赤字

² この点に関して、小宮（1994）に明快な解説がある。

傾向を持つことになるからである。

以上の三つの解釈は、実はいずれも正しいのであって、経常収支の不均衡という事実をただ単に異なる視点から解釈しただけの違いでしかない。また、いずれの場合も、因果関係にまで立ち入った解釈ではないので、例えば、経常収支の赤字国は、①（所得収支と経常移転収支を無視すれば）貿易収支の赤字国であり、②その国全体としての貯蓄額が投資額を下回っており、③その国の対外資産は減少（あるいは対外負債が増加）しているし、逆に①、②、③の国の経常収支は赤字となっているのである。つまり、三つの解釈ともに、関係を右から読んでも左から読んでも結論は同じなのであるが、本稿で提示したい解釈は、経常収支の不均衡が、経済主体の資産多様化（ポर्टフォリオの連続的シフト）の結果として生じるという解釈なのである。

3. マンデル＝フレミングモデル

ところで、経常収支の不均衡がなぜ拡大したり縮小したりするのかという問題に、初めて理論的な説明を与えたのはマンデルとフレミングであった³。彼らによれば、財政政策や金融政策が発動されると、金利や産出量に変化し、その結果経常収支も変化する⁴。この理論は今なお実際の政策面でも広範に利用されており、例えば日本の経常収支黒字に対する批判にしても、日本は景気を上向かせ内需を拡大することで大幅な黒字を減らすべきだという議論になることが多いが、それはマンデル＝フレミングのモデルを前提にした議論

¹ 詳しくは、Mundell(1963)、Fleming(1962)を参照せよ。なお、彼らの議論はマンデル＝フレミングモデルとして、多くの教科書で紹介されている。代表的なものとしては、Dornbush and Fisher(1990)等がある。

⁴ ただし彼らのモデルで経常収支にどのような変化が生じるかは、為替レートがどのように決まるのか（変動相場か固定相場か）という点と、国際間の資本移動が制度的に制限されているのか自由なのかといった点に決定的に依存している。

なのである⁵。

ただ、いかに実用的なモデルであっても彼らのモデルには非常に大きな欠点がある。それは、モデルが静学的であるという点である。したがって、彼らのモデルは、経常収支の異時点間にわたる動きを、すなわち、経常収支の不均衡を中長期的に持ち続ける国々を分析するには不向きなのである。

しかし、この点は以下の例を考えると極めて重要なポイントである。つまり、ある国が持続的に経常収支の赤字を計上している場合、年々その国には対外債務が蓄積されることになる。もしこの経常収支の赤字によってこの国にもたらされた財・サービス、あるいは資金が将来のこの国の成長にとって望ましい形態で利用されるならば問題はない。しかし、ひとたび望ましい形態で利用されない場合、この国は対外債務の返済に困窮することになってしまう危険性がある。事実メキシコでは、経常収支の赤字が過剰消費につながったため、またタイでは、資産バブルをもたらしたため、各々通貨危機を迎えることになったのである。

このメキシコやタイの例は開発途上の国々の経済運営に関して多くの示唆を与える事例ではあるが、しかし、両国のような望ましくない形態で経常収支の赤字相当分を使っていたわけではない国々にまで通貨危機が及んでしまったということを解明しない限り、アジアの通貨危機の本質は見えてこない。

4. アロー型債券の異時点間モデル

この節では、簡単なモデルを提示し、通説では理解できないような急激な資本流出がどういう場合に起こりうるのかを示していきたい。以下では、

⁵ Krugman (1991) はこれの現代版を Massachusetts Avenue Model と呼んでいる。

Obstfeld and Rogoff (1996) に従い、リスクのある金融資産を取引する小国経済を考えるが、その経済は第1期と第2期の離散的2期間で構成されており、生産される財も消費される財も1種類しかないとしよう。

さて、ここで想定する金融資産は、いわゆるアロー型債券 (Arrow securities) である⁶。アローによれば、われわれは将来生じうるあらゆる状態を列挙して、そのひとつひとつに対応する「条件付き債券」を売買する市場を創設できる。この条件付き債券は、それが明示的に指定している状態が実際に生じた場合にのみ、その債券の保有者に一定単位の金額を与えるという債券である。したがって、この債券は一種の保険であるとイメージするのが適当であろう。アローが想定する理想的な市場では、人々は全く自由に、各種の条件付き債券を供給したり、需要したりできる。条件付き債券の市場価格は、人々の各状態の起こりやすさについての判断・評価、そして人々のリスク回避の選好とによって規定される。いずれにしても、人々は条件付き債券市場における自由な取引を通じて、リスク負担の好ましい配分 (パレート最適の配分) を達成できる。

本稿でも、条件付き債券を売買する世界市場が存在しており、第1期にわれわれが売買する債券に関して、次のような利得が存在するとしよう。すなわち、債券の買い手 (売り手) は第2期において状態 s が生じる場合においてのみ、第2期に1単位の産出を受け取る (支払う) ものとし、その他の状態が生じる場合には何も受け取ったり支払ったりすることはない。単純化のため、第2期に生じる状態 s は二通りしかなく ($s=1, 2$)、各々 $\pi(1)$ 、 $\pi(2)$ の確率で生じるものとしよう。

この2期間モデルの効用関数を対数型で示すと、

$$U_1 = \log(C_1) + \pi(1)\beta \log[C_2(1)] + \pi(2)\beta \log[C_2(2)] \quad (1)$$

⁶ 詳細については、Arrow (1964) を参照せよ。

となる。ここで、 C_1 と C_2 は各々、第 1 期と第 2 期の消費を、 β は異時点間選好率を表している。また、 $C_2(1)$ と $C_2(2)$ は、第 2 期における消費はどの状態が実現したかに依存するというを表している。代表的経済主体の 2 期間制約条件は、

$$C_1 + \frac{p(1)C_2(1) + p(2)C_2(2)}{1+r} = Y_1 + \frac{p(1)Y_2(1) + p(2)Y_2(2)}{1+r} \quad (2)$$

である。 Y は GDP であり、 $p(1)/(1+r)$ は第 2 期に状態 1 が生じた場合に 1 単位の産出をもたらす債券の価格であり、 $p(2)/(1+r)$ も同様に定義される。 r は割引ファクターであるが、このモデルの場合それは、第 1 期に価格が 1 となるようなリスクのない債券の実質収益率を表している。 W_1 を、第 1 期に保有している生涯資産の現在価値とすると、

$$W_1 = Y_1 + \frac{p(1)Y_2(1) + p(2)Y_2(2)}{1+r}$$

となるが、効用関数が対数型であるから、代表的経済主体が (1) で表されるような選好を持っているような国は、 C_1 として $W_1/(1+\beta)$ 、 $C_2(1)$ として $\pi(1)\beta W_1/(1+\beta)$ 、 $C_2(2)$ として $\pi(2)\beta W_1/(1+\beta)$ を消費することになる。したがって、消費需要は、

$$C_1 = \frac{1}{1+\beta} \left[Y_1 + \frac{p(1)Y_2(1) + p(2)Y_2(2)}{1+r} \right] \quad (3)$$

$$\frac{p(s)}{1+r} C_2(s) = \frac{\pi(s)\beta}{1+\beta} \left[Y_1 + \frac{p(1)Y_2(1) + p(2)Y_2(2)}{1+r} \right], \quad s=1, 2. \quad (4)$$

となる。(3) と (4) より、代表的経済主体の効用を最大化するための一階の条件は、

$$\pi(s) \frac{C_1}{C_2(s)} = \frac{p(s)}{\beta(1+r)} \quad s=1, 2 \quad (5)$$

であり、第1期の経常収支 (CA_1) は、

$$CA_1 = Y_1 - C_1 = \frac{\beta}{1+\beta} Y_1 - \frac{1}{1+\beta} \left[\frac{p(1)}{1+r} Y_2(1) + \frac{p(2)}{1+r} Y_2(2) \right] \quad (6)$$

となる。

ここで、リスクのない金融資産の収益率と異時点間代替率が一定であれば、あるいは、それらが時間の経過とともに極めて緩慢にしか変化しないのであれば、経常収支はアロー型債券の価格のみによって記述できることを(6)は示している。(5)の一階の条件から次のような均衡条件が得られる。

$$\frac{\pi(1)C_2(2)}{\pi(2)C_2(1)} = \frac{p(1)}{p(2)} \quad (7)$$

(7)によれば、アロー型債券の価格は二つの状態1, 2が起こる確率に依存することがわかる。もっとも現実の世界では、将来起こりうる状態が二つというわけではない。恐らくそれは無限大の多さとでも言えようし、その場合には、新しい情報が市場に到着するたびごとに各々の状態の生起確率が再計算され、それに併せて、資産選択も再調整されることであろう。

とはいえ、(6)と(7)において $\pi(1)$ と $\pi(2)$ の役割を強調することにより、将来起こりうる状態が二つしかないという極めて単純なアロー型債券のモデルを使えば、リスクに対する評価が、マクロ経済変数に関する情報不足、金融システムの脆弱性、節度も一貫性もない財政政策、法令などの不備により複雑になってしまっているような国々で、なぜ資本流出入の向きが変わりがちになるかを見事に説明できるのである。

一方、アジアの通貨危機の際に見られたような、一方向かつ巨額な資本流

出入は、債券の国境を越えた売買を認めないという意味での「自給自足」型経済における一階の条件により、説明することが可能である。自給自足型の場合、一階の条件は、

$$\frac{p(s)^A}{1+r^A} = \frac{\pi(s)\beta Y_1}{Y_2(s)} \quad s=1, 2 \quad (8)$$

となる。ここで上添字 A は自給自足を表している。この式から、経常収支に関して次の式が得られる。

$$CA_1 = \frac{Y_2(1)}{1+\beta} \left[\frac{p(1)^A}{1+r^A} - \frac{p(1)}{1+r} \right] + \frac{Y_2(2)}{1+\beta} \left[\frac{p(2)^A}{1+r^A} - \frac{p(2)}{1+r} \right] \quad (9)$$

(9) は、経常収支がアロー型債券の価格差（自給自足の場合の価格とそうでないときの価格の差）で決まることを示している。したがって、資本移動に対する制限が緩和された場合、危険回避的な投資家はある特定の国に全資産をとどめておくということ避け、債券の保有を（いろいろな国へと分散投資するという意味で）多様化しようとする。そして投資家が国際的な分散投資を行えば行うほど、より大きな資本流出入が生じるのである。この投資家の危険回避的な行動の結果として、経常収支の赤字（あるいは黒字）が生まれるのであり、言い換えればそれは、資本流出入の水準及びその裏返しである経常収支の不均衡は、財・サービスの受け渡しといった要因によってはさほどの影響を受けなくなりがちということになるのである。

5. 政策的インプリケーション

前節のモデルから得られる政策的インプリケーションは極めて明白である。言うまでもないことであるが、経常収支の赤字それ自体は、望ましいことであるとも望ましくないことであるとも、どちらとも言えない。ただ、経

常収支の赤字を計上している国（したがって、外国から資本を借りている国）は、外国から資本を借りることを可能とするような、したがって、自国の金融市場が魅力的となるような諸政策を施す必要がある。

端的に言えばそれらは、健全な財政政策や金融政策が運営されることを意味するが、それら以外にも、市場の機能や透明性を高めることにより、市場参加者が確率 $\pi(s)$ の正しい計算をより容易に得ることを可能とするような政策スタンスが重要となるのである。このような視点が欠けてしまうと、市場参加者は正しい情報に基づいて確率 $\pi(s)$ を計算することができなくなってしまい（場合によっては間違った、あるいはバイアスのかかった情報に基づいて確率を計算することにもなる）、ひいては市場参加者のリスクに対する評価を変えてしまうことになるのである⁷。

本稿のモデルが示したように、資産保有者によるポートフォリオの連続的シフトが極めて大きな資本の移動をもたらすのであり、その結果として経常収支の大幅な赤字や黒字が発生するのである。

この見方に立てば、現在のアメリカが巨額の経常収支赤字を計上しているのは、アメリカの金融資産に対する需要が増しているからだということになるし、また、現在の日本が巨額の経常収支黒字を計上しているのは、日本の金融資産への投資が投資家にとっては魅力のないものとなっているということの意味している。そしてもし、ある国の資産保有についての投資家の選好がリスクに対する評価という点で大幅に変わる場合には、その結果として大幅な経常収支の不均衡が発生することになるのである。

⁷ 外国為替審議会（1998）でも今回の通貨危機から得られた教訓として、①健全なマクロ経済運営、②経済政策の透明性・情報開示の徹底、③国内資本市場の整備、④適切に順序づけられた資本自由化等をあげている。

6. 結 び

本稿では、アロー型債券の2期間モデルを用いて、資産保有者（もしくは投資家や投機家）によるポートフォリオの連続的シフトが経常収支の不均衡をもたらすということを明らかにした。すなわち、マネー面の変化によって経常収支不均衡を説明しようとしたわけである。ただし、このような見方で経常収支の不均衡をすべて説明できるわけではない。

例えば、現在のアメリカの経常収支赤字は、確かに国際的なポートフォリオのシフトにより生じているのかもしれないが、かといって、経常収支の赤字を説明するその他の要因、すなわち、アメリカの貯蓄率が低いという要因がより重要視される局面も当然あり得る。事実、日米貿易摩擦問題が盛んに世上を賑わせていた1980年代後半には、アメリカの経常収支赤字の主原因はアメリカの低貯蓄率にあるというのが定説となっていた。

しかし一方、東・東南アジア地域では、IS バランスの観点からはさほど問題とされなかった程度の経常収支の赤字が、市場に対する評価の急変により、ついには通貨危機にまで発展するような大規模な資本流出を（したがって巨額の経常収支の黒字を）もたらしたというのもまた事実である。

したがってわれわれは、経常収支の不均衡が何を意味しているのかを数ある選択肢の中からの確に選び出し、それに基づいて対策を練るということをしなければならない。実はこの点は、IMF が通貨危機後の韓国やインドネシアに対して行った対応策（極度の引き締め策の実行を、IMF コンディショナリティー発動の条件としたこと）への批判へとつながる議論であるが、これについては別の機会に論じることにする。

参考文献

外国為替等審議会(1998)『アジア通貨危機に学ぶ』、大蔵省ホームページよりダウン

ロード: <http://www.mof.go.jp>

小宮隆太郎(1994)『貿易黒字・赤字の経済学』東洋経済新報社

Arrow, K. (1964), "The role of securities in the optimal allocation of risk bearing", *Review of Economic Studies* 31: 91-96.

Dornbush, R. and S. Fisher (1990), *Macroeconomics 5th edition*, McGrawhill.

Fleming, J. (1962), "Domestic financial policies under fixed and under floating exchange rates," *IMF Staff Papers* 9: 369-79.

Krugman, P. (1991), *Has the adjustment process worked?*, Institute for International Economics.

Mundell, R. (1963), "Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates," *Canadian Journal of Economics and Political Science* 29: 475-85.

IMF (1997), *Annual Report 1997*.

Obstfeld, M. and K. Rogoff, *Foundations of International Macroeconomics*, MIT Press.