

米国の対外不均衡と採るべき為替政策 (ウィリアム・ブランソン教授インタビュー)

ニッセイ基礎研究所 N Y 事務所にて
1988年12月30日

米国の対外不均衡、米国のとりうるマクロ経済政策、為替政策、国際協調等の問題について、当研究所ニューヨーク事務所駐在の熊坂主任研究員がウィリアム・ブランソン教授にインタビューを行った。

〔ウィリアム・ブランソン教授略歴〕 Branson, William H. (1938～)

アメリカの国際経済学者。1964年カリフォルニア大学（バークレー校）卒業、1967年マサチューセッツ工科大学で博士号の学位を取得。その後プリンストン大学にて教鞭（現在同大学の経済学と国際問題の教授）を執る傍ら、NBERの理事を始め各種の研究活動や、FRB・米国財務省等の顧問として活躍中。現在は国際資本移動と為替レート、国際貿易取引と米国の対外政策、発展途上国の経済・財政政策などが研究の重点。

〔Ⅰ〕米国の対外不均衡

(米国の対外不均衡是正の方法)

熊坂：'88年の第4四半期に入り、日米の名目ベースでの貿易不均衡の調整が止まったように思えるが？

ブランソン教授：調整が止まったとは思わない。Paul Krugman教授が言うように為替レートによる現実の調整ラグは計量モデルが示すよりかなり長い。現在の為替レートの水準でさえ、米国の貿易収支の改善は進むと思う。ただ大事なことは、貿易不均衡の調整ばかりか、為替レートそのものも調整プロセスにあるということである。

熊：では、今後更にドル安・円高が進むと思うか？

ブ：私はそう思っている。

熊：米国経済が非常に高い稼働率にある今、一層のドル安はインフレに結びつかないか？

ブ：確かにすでに完全操業度に近い米国経済において、これ以上のドル安が生じてもインフレを生じるだけかもしれない。それをさけるために財政削減を行ない輸出増による需要増を相殺する必要がある。しかし、それが今できないので連銀は金融を引き締めているのである。この場合、問題なのは金利高からドルが高めになり、対

外不均衡の是正が遅れることである。であるから、グリーンスパンは金融引締めでなく財政削減が必要不可欠と言っている。

熊：金融引締めが続くと、供給力増加のための投資が落ち込むのでは？

ブ：そのようなことはないと思う。ドル安による輸出増があり、それが投資を増加させる。連銀が直面している問題は米国経済にとって供給能力を上回る需要があるのではないかということである。そのため、今の高金利政策は超過需要を適正な水準にまで下げようとするものである。言いかえれば、連銀が今金融を引き締めておけば、潜在的なインフレを抑えることができ、大きな景気後退につながることはないと思う。

（経常収支赤字とサステナビリティ）

熊：対外不均衡の話に戻るが、その調整が止まっていなくても、IMFその他の経済予測によれば、現在の経済政策、為替レートのもとで、米国貿易赤字はこの先2～3年以内に1000億ドルを下回ることはいないし、日本の対外黒字にしても600～700億ドル以下に減ることはいないとしている。このような経済状態はサステナブルとはいえないのでは？

ブ：確かにそうである。それ故、これらの対外不均衡是正のためにドルが一層安くなると思っている。1000億ドルの赤字が続くというのは実に大きな債務増加である。したがって、米国の経常収支が縮小するために、貿易赤字の減少が利子支払いの増加よりも速くなるように十分なドル安が今後生じる必要がある。

熊：経済学でいうサステナビリティと市場センチメントが受けいれる状態、あるいは政治的な意味でのサステナビリティとの間には相違があると思うが？

ブ：経済学では明らかに債務／GNP比率の安定化をしてサステナビリティとしてよい。1989年のドルで言えば1000億ドルの経常収支赤字は多すぎる。500億ドル程度が経済的にサステナブルかと思う。しかし、経常収支赤字の裏には海外からの資本流入があり、それがどの程度続くかが政治的な意味でのサステナビリティといえる。このことから、仮りに500億ドルの赤字が経済的にサステナブルとしても、それは政治的にそうではないかもしれない。

熊：米国経済が今少なくとも経済学的に言ってサステナブルでない時に、又、双子の赤字縮小の新しい経済政策がでていない時に、日本の投資家はどうすべきであろうか？

ブ：2～5年の長期的な観点から、ドルは実質レートで下落する。米国のインフレ率が日本のそれより高いことから名目でドルはかなり下落する。おそらくドル資産の期待収益はマイナスになると思う。ただドル資産を投資の多様化からの目的で保有

することは考えられるが。それ故、米国国債よりも不動産投資の方が良いと思う。むしろ、ドイツマルク資産が魅力的だ。ヨーロッパ内をみれば分かるように、ドイツマルクは今後更に強くなるだろう。一方、この先6ヶ月程度の短期では、連銀が金融を引締めているのでドルは下がらないかもしれない。しかし対外不均衡是正のためドルは結局下がることになるだろう。

(日本の金融当局のとりべき方策)

熊：では、日本の金融当局はどうすべきか？

ブ：対外不均衡是正のため、ドルが更に下がるということを考えれば、ドルの下落は延ばされるよりも早く生じた方がよい。早ければそれだけ調整も少なくすむ。調整が長引けば、それだけ対外債務残高は増えるし、利子支払も膨らむ。それ故、一層の調整負担が貿易にかかることになる。結局、日銀は今ドルをサポートするよりもむしろしない方がよいだろう。

〔Ⅱ〕米国のとりうるマクロ経済政策

(米国のとりべき経済政策)

熊：今後、米国がとるべき経済政策は？

ブ：第一の優先は政府の赤字削減策の導入である。

熊：具体的には？

ブ：増税が必要だ。消費税を上げることになるだろう。ガソリン、タバコ、アルコールなどへの税率が上げられよう。いろいろある政府施設の使用料の値上げも考えられる。高所得者層の所得税率の引き上げがあってもよいだろう。

熊：社会保障費はどうか？

ブ：社会保障費への課税、いろいろな給付金への課税が考えられる。又、軍事支出の大巾カットが必要である。軍需支出、社会保障費、利子支払いで連邦政府支出の75%を占めるので、前2つの項目をカットしなければ他にいい方法があるとは思えない。

熊：貯蓄貸付金融機関の緊急救済が政府支出に影響を与えると思うが？

ブ：先週、連邦住宅ローン銀行は約80億ドルの緊急救済を行なったが、結局それは政府の支出となる。貯蓄貸付機関にはいろいろ問題があるし、政府の予算計画に含まれていない連邦保証制度には、多くの潜在的な支出増となる要因がある。実際のところ、政府支出の削減は非常に困難といえる。

（米国の経済目標）

熊：では、米国が達成しうる今後の経済目標というところ？

ブ：実質経済成長率を2.5%程度に維持し、インフレを今以上にあげないことだ。むしろ今の5%から下げて、2%～3%にまでもっていくことだ。しかし、今の失業率は自然失業率以下と思われるので今後失業率は上昇するだろう。

熊：いかにこれらを達成するかが問題だが？

ブ：財政赤字が減少しない時、これらの目標を達成するためには連銀が金融を引き締めざるを得ず、高金利が生じる。しかし、財政削減がうまくいけば、連銀は金融を緩和できる。結局、米国の今後のポリシーミックスは財政赤字の削減次第といえる。

〔Ⅲ〕為替政策について

（為替政策のあり方）

熊：対外不均衡是正のために、ターゲットゾーンを設定することについてはどう考えるか？

ブ：私はターゲットゾーンの信奉者でもないし、完全なフロート制の支持者でもない。連銀は為替市場の変動をスムーズにするように介入すべきだと思う。現実には、各国間の交渉のむずかしさから、ターゲットゾーンを発表できるとは思わない。私は、今後も現在の制度（G7による暗示的なターゲットゾーンがあり、各国の中央銀行が介入により為替市場の変動をスムーズにする）が続くと思う。ターゲットゾーンの問題点は、現在経済が均衡の状態にないということだ。もしもターゲットゾーンを始めるならば、均衡点から出発したいであろう。私が思うに今ドルはまだ過大評価をされているし、更にドル安になる必要がある。私は、為替レートの変動をスムーズにするための協調的介入は支持するが、マーケットのトレンドにさからうような介入は支持しない。

熊：G7はリファレンスレインジについても発表すべきではないのか？

ブ：G7はリファレンスレインジについて話し合うべきではない。G7の目的は経常収支の不均衡を是正すべく実質為替レートを調整することにある。もしもG7がリファレンスレインジを発表すれば、G7は実質為替レートに調整をさせるために、名目為替レートのリファレンスレインジを変更し続けざるを得ないであろう。その結果、発表されたリファレンスレインジの信頼性を失うことになる。要するに、G7が発表することは、『経常収支不均衡の改善にはG7は実質為替レートの変化で対応する。そして、実質為替レートのトレンドにさからって市場に介入するのではなく、そのトレンドの動きをスムーズにするような介入をする』ということだ。

(為替政策とインフレの国際移転)

熊：為替レートの目標が実質レートとすると一国が他国からのインフレを輸入することにならないか？

ブ：もしも、目標が一定の実質レートを保つことにあれば、仮りに米国のインフレは日本のインフレによって相殺されもするが、ドルの減価にもよるわけだから、米国のインフレが必ず日本のインフレになるわけではない。むしろ、実質為替レートを一定に保つということは一国のインフレが他国へ移るのを遮断するものと考えられる。

熊：為替市場は主に名目為替レートを目標に考えているように思えるが？

ブ：為替政策は実質為替レートを目標にすべきだ。しかし、短期的にインフレの変動はスムーズであるため、実質為替レートの変動は名目為替レートの変動による。市場が決定する名目為替レートのトレンドにさからわずに、短期の変動部分をスムーズにすることが金融当局にとって大事だ。

〔IV〕国際協調

(国際政策協調)

熊：国際協調のためにG 7は金融政策を国内の生産・インフレ対策にもちいるよりも為替レートの安定という中間目標に利用し過ぎている気がするが？

ブ：Jacob Frankel教授も指摘しているように、金融政策に為替レートの安定化、インフレの沈静、失業の低下など多くのことを頼り過ぎている。金融政策がこれらすべてを同時に達成することはできない。昨年11月の連銀のコンサルティング会議で私は金融政策はインフレを目標にすべきであり為替レートを目標にすべきではないとアドバイスした。

熊：米国が輸入を減らし対外不均衡が是正しはじめると、それはかなり他国経済にデフレ的な影響を与えるのでは？

ブ：確かに、米国の貿易赤字削減は他国の貿易黒字の減少だし、デフレ効果となる。しかし、重要なことはいかにそれがなされるかである。もしも、米国が財政赤字を削減することによって貿易赤字を縮小させれば、世界の貯蓄が増え、米国ばかりか他の国々の金利を下げることになるだろう。この時はデフレ的でなく逆に景気刺激的となる。しかし為替レートの変化を考慮すると幾分複雑になる。為替レートと金利が逆の方向に動くため一国の財政赤字削減が他国の経済にとってデフレ的か景気刺激的かははっきりしない。米国金利が下がったためにドルが減価すれば、そのことは他国経済に対して景気抑制的だ。すなわち、金利上昇を伴う形で米国が対外不均衡を是正すれば明らかに世界経済にとってデフレ的だが、金利を下げる形で米国の対

外不均衡是正がなされればこれは必ずしも世界経済にとってデフレ的ではない。

熊：G7の合意のためには、まず米国の財政赤字削減策の提示が必要条件と思えるが？

ブ：米国は自分自身のために双子の赤字削減が必要だし、日独とは無関係に米国がそれにとりくむには別に国際的な合意をとる必要はない。日本にしても、自分自身のために内需拡大策を選択していることは確かだ。今各国が国際的合意を必要としないのに、各国が国際的合意を必要とする印象を与えることは、もしもそれが行なわれなかった時に人々に何か間違っていると錯覚を起させるので危険だ。

熊：ポリシーコーディネーションに関してはどうか？

ブ：Cooperation、Coordinationという言葉はよく然と使われているが、Coordinationという場合、各国が協同しなければ独自で目的が達成されない場合をいう。このようなケースは非常にまれだと思う。一方、Cooperationといった場合、情報の交換、政策変更・経済見通しについての話し合いなどを指す。この意味では各国はいつでもCooperationをしている。

（累積債務問題に対する日本の役割）

熊：今後の日米関係において、日米は発展途上国の累積債務問題、日米自由貿易などのグローバルな問題でいかにリーダーシップを分けあうべきか？

ブ：ブッシュ政権下では、ジム・ベーカーがこれらの問題に対してリーダーシップをとりたいと思っているように思える。しかし、今日本は主要な資金供給国だから、日本政府は具体的に累積債務をいかに処理するかを公式に示し実行するべきである。主要な資金供給国ならば、累積債務問題でリーダーシップを分けあうことはない。主要な資金供給国がデシジョンメーカーになるのは当然のことだ。

熊：米国の銀行、政府にくらべ日本のそれらは累積債務問題に関して情報量が少ないのではないか？

ブ：そんなことはないと思う。たとえば、シティバンクが米国政府と情報を交換しているとも思えない。仮りにそうだとすると、つまるところ主要な米国銀行の主な仕事は発展途上国の債務救済の方法を考えることだ。それ故、日本は彼らへのローンが返済される確率を高める方法を考えだせばよい。大事なことは米国がどのような情報をもっているかでなく、日本が資金を貸付ける国々に対して独自の情報ルートを開発していくことにある。このためには、世界銀行と協力していくのも一つの方法だ。

熊：日本のエコノミストの中には、日本はまだ米国に比べると、ただ急成長している赤子だという人もいるが？

ブ：日本は自分自身の見解をもち、政策を決定し、それを明確な形で米国に表明し、

米国政府の協力を得るべきだ。累積債務の問題は典型的な例となりうる。日本政府は輸出入銀行、その他の政府あるいは民間金融機関を通してどの債務国に資金を貸すかを決定し、米国の負担を減じる形で米国の協力をうながすことだ。累積債務問題の救済策は主要貸手である日本からでるべきだ。日本は米国政府の決定に反応するというのではなく、自分自身の見解をもち、それを表明し実行することだ。

(自由貿易圏)

熊：では、日米自由貿易の可能性はどうか？

ブ：非現実的だと思う。たとえば、ベニヤ板のように日本で非常に労働集約的に作られる製品が米国内で安く作られるために、それらが自由貿易の場合には日本へ輸出されるということを想像すればうなづけると思う。お互いの国に異なる産業組織が存在する限り自由貿易はむづかしい。つまり、自由貿易を行うと同時に国内産業を保護することはきわめてむづかしい。自由貿易に参加するならば国内の産業構造を調整する意志が必要だ。

熊：ヨーロッパの1992年の統合のケースはどうか？

ブ：1992年のEC統合は各国の産業組織の競合であり、最も低いコストで生産する組織が勝ち残るようにEC全体の産業組織が調整されていくだろう。ヨーロッパの人々にとってこのことは明らかだ。しかし、日本の場合このような日米での競合・調整は不可能であろう。

熊：日米自由貿易よりアジア諸国との統合が望ましいのでは？

ブ：たしかに、日本は環太平洋アジア諸国（韓国、台湾、香港、ASEAN）との統合が自然な方向だと思う。これらの国々は、資本、技術労働者、非技術労働者、技術、原材料という各経済要素で補い合うものがある。ただし、安全保障の問題がでてくることは確かだ。日本がいつまでも経済の競争相手に自分の国の安全保障を依存しつづけるということは政治的にサステナブルとは言えないであろう。

熊：長い間ありがとうございました。

(ニッセイ基礎研究所ニューヨーク事務所：熊坂 有三)