

[論文]

日本は米国債を愛す

“Japan loves US Treasury.”

玉山和夫

要 旨

1997年6月23日橋本龍太郎総理（当時）の、「米国債を売却する誘惑にかられたことが何度かある」との発言が、米国債市場および株式市場を混乱に陥れたことは、いまだに語り草となっている。はたして日本はそれほどの影響力をアメリカの市場に対してもっているのでしょうか。本稿では、日米の長期国債利回りそれぞれの対外純資産または資産・負債それぞれの名目GDP比の間の関係を調べることで、日本の影響力を論じる。

結論から言えば、アメリカの長期国債利回りは日本の対外純資産/名目GDP比が増加（減少）する時に低下（上昇）する。より詳しく見れば、日本の対外資産/名目GDP比の増加（減少）および同対外負債/名目GDP比の減少（増加）に対応して、米国長期債利回りは低下（上昇）する。つまり、日本のISバランスが貯蓄超過に向かう時、その余剰資金は日本からアメリカの国債購入に向かうのである。アメリカの長期国債利回りは、世界の金利の基準である。その世界金利を左右するのが、日本の貯蓄超過であるという事実は、日本の高齢化がもたらすであろう貯蓄超過の解消を想定する時、世界にとって聊か不都合である。

1. 先行研究と本稿の取り組み

「世界的な過剰貯蓄がアメリカの安全資産である米国債に投入され、安全資産の利回り低下が高いレバレッジの投資を誘発して、2008年の危機に至らしめた。」と、Caballero and Krishnamurthy 2009は主張する。つまりアメリカ以外の国に蓄積された過剰貯蓄がアメリカの国債を買ったのだと。このストーリーは、本稿が日本に焦点をあてて論じている事を、一般化したものと言える。Caballero and Krishnamurthy 2009のストーリーを2003年から2007年のアメリカ債券市場に焦点をあてて論じたのがBernanke et al 2011である。Bernankeは先にBernanke 2005, Bernanke 2007で、Global Saving Glut (GSG) Hypothesisを提唱し、アジアの新興国や資源輸出国を含む貯蓄超過国からの資本輸入がアメリカの長期金利を押し下げたと主張していた。Bernanke et al 2011ではこのことを、2003年から2007年のアメリカ市場で検証した。それによれば、GSG諸国は、アメリカの財務省証券、政府系機関債、政府系機関不動産担保証券のうちかなりの部分を購入していた。GSG諸国からの資金流入によるアメ

リカ財務省証券の利回り低下は、その他の外国投資家からの証券投資によってさらに促進された。ヨーロッパに焦点を当てれば、これら大きな経常黒字を抱えるわけでもないヨーロッパ諸国の投資家は、外債発行によって得た資金で、レバレッジを掛けて外見上は安全なアメリカの私的不動産担保証券やその他の確定利付き債券を大量に買い付けていた。以上の論考は状況を知るものにとって、説得力をもつものの、統計的な分析が不十分と言える。また、過剰貯蓄というからには、フローではなくストックで論じるべきところを、経常収支の黒字というフロー概念で論じている。さらに言えば、財務省証券の利回りが傾向的に低下していくことを説明できるほど、産油国以外のGSG諸国の経常収支黒字が増大し続けたとは言い難い。

以上を鑑みて、本稿ではアメリカの長期国債利回りを、各国の対外純資産の対名目GDP比で回帰分析する。そこから、より個別的具体的なアメリカ国債利回りの決定要因のひとつが導かれる。ちなみに説明変数が対外純資産の対名目GDP比であることは、次に述べる理由による。

そもそも国債の供給量は、その残高である。また

国債への需要は、まさしく資金余剰であり、それは各国の対外純資産残高が制約条件となる。しかもこれら受給条件は、経済規模にたいする相対的な規模でなければ合理的でない。

2. 本稿の展開

つぎの3. で使用データを紹介する。

4. では、経常収支黒字国を中心に、各国の対外純資産/名目 GDP 比がアメリカ国債利回りの説明変数であるかどうかを検証する。結論から言えば、アメリカの長期国債利回りを最も高い統計的有意性をもって説明するのは、日本の対外純資産対名目 GDP 比である。よりつぶさに見るならば、日本の対外資産対名目 GDP 比と対外負債対名目 GDP 比の二つを説明変数とした場合、きわめて有意な統計的関連性が示された。

ところで、日本の長期国債利回りは、日本の対外純資産の増加に伴って低下するのであろうか。それを5で論じる。残念ながら日本の対外純資産は、アメリカの金利を説明したほどの有意性をもって、日本の金利を説明してはいない。同じ5のなかでは、アメリカの対外純資産が日本の長期国債利回りを説明しうるかも検証する。これもそれほどの有意性は見いだせなかった。

6では、日本と同様に対外純資産を積み上げてきたドイツと直近でそれを増加させている中国が、日本と同様にアメリカの金利を説明できるかどうかを検証する。これも有意な結論をえることは無かった。

7で全体を改めてまとめる。ここでは改めて、何故日本の貯蓄超過がアメリカ国債購入に向かうのか、その合理的説明を試みる。肝は、金利差であり、それは為替レート変動率と金利の間の裁定から生まれる。

3. 使用データ

以下において、ほとんどのデータは、IMF IFS (International Monetary Fund, International Financial Statistics) による。例外は、アメリカの連邦債残高に占める日中の保有割合のデータである。これは、US Treasury Department より得た。

また、特に断りが無い限り数値はすべて暦年または年度平均である。データ収録期間も断りが無い限り、1980年から2016年までである。

時系列データは、多くの場合非定常系列であり、通常の回帰分析では、見せかけの回帰という問題が発生する。本稿では、データ間の安定的関係性を見

るための共和分検定と、最小二乗法による回帰分析を併用して、何が長期国債利回りを説明するのかを検証していく。

本稿の統計分析には、Eviews 9.0 を用いた。

4. アメリカの長期国債利回り

4.1 世界の流動性との関係

アメリカの国債利回りは、世界の金利の基準である。この利回りを説明するに相応しいと考えられるのは、世界の過剰流動性であろう。本稿では世界の流動性の動きを表すものとして、世界の外貨準備とSDR (IMF 特別引出権) の合計とした。そして、「過剰」流動性は、この流動性を世界の輸入額合計で除した値とした。つまり実物に投下されないお金の動きである。1953年第2四半期から2017年第1四半期までの、アメリカ長期国債利回りと世界過剰流動性の関係を図表1にチャートで示した。1980年代からの金利低下局面で、両者には趨勢的な同方向性が見られる。これを共和分検定してみたのが、図表2である。確かに、1980年以降、データに2次のトレンドがありテスト形式にも切片とトレンドを適応させたとき、共和分関係が見られる。流動性は、長期金利決定要因のひとつであることが分かった。

4.2 対外純資産とアメリカ長期国債利回り

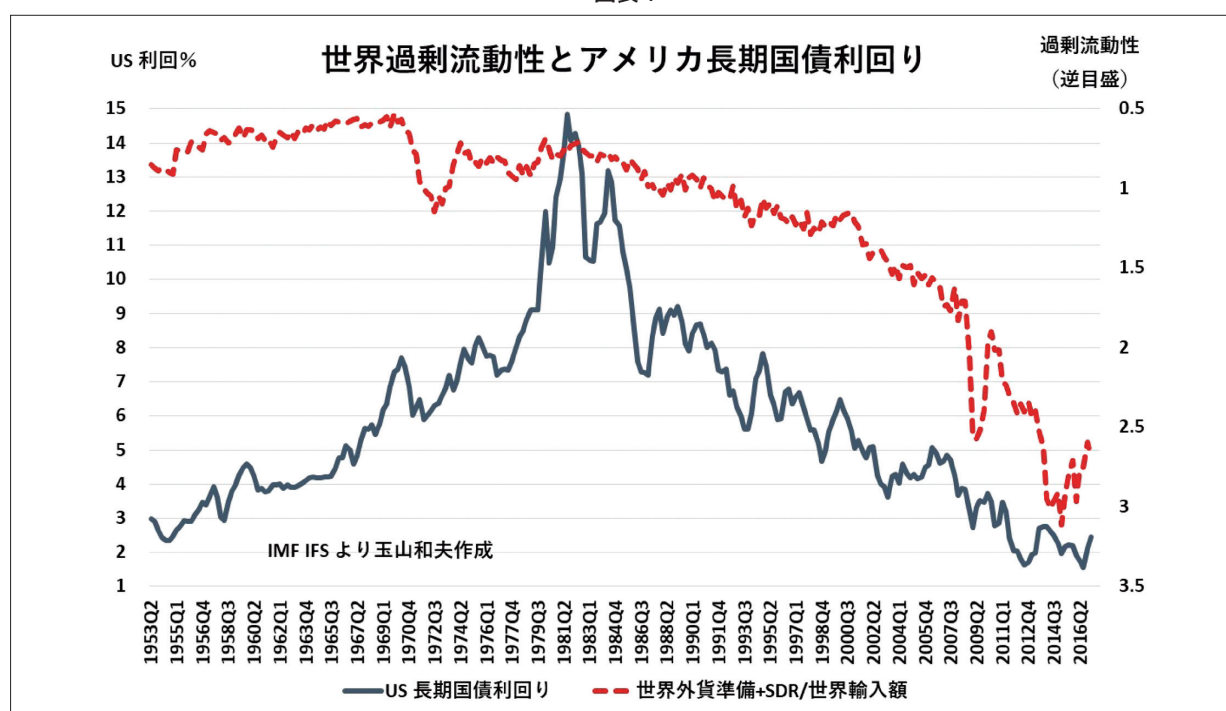
世界過剰流動性で金利を説明することに一定の合理性があることは示されたが、現実問題として、資金は世界的には遍在している。この遍在するお金がどのように金利を説明するのかを、検証したい。

常識的に考えれば、経常収支の黒字国には流動性も潤沢に存在し、金利も低く抑えられるはずである。さらに言えば経常収支の累積である対外純資産が豊富であれば、当該国の金利は低いことであろう。対外純資産とは、対外資産から対外負債を差し引いたものである。これも常識的に考えるなら、対外資産は当該国の金利低下に、対外負債は金利上昇に作用するだろう。

4.2.1 アメリカの対外純資産とアメリカの金利

前項の「常識」が果たしてアメリカで通用するかどうかを検証してみる。図表3には、アメリカの対外純資産の対名目 GDP 比と同長期国債利回りの関係を示した。驚くべきことに、アメリカでは、対外純資産の減少に伴って金利は低下してきたのである。修正決定係数も0.7816と高い関係性を示している。ただし、図表4に見られるように、ここには

図表 1



図表 2

共和分検定結果

従属変数: アメリカ長期国債利回り

説明変数: 世界過剰流動性

Selected (0.05 level*) Number of Cointegrating Relations by Model

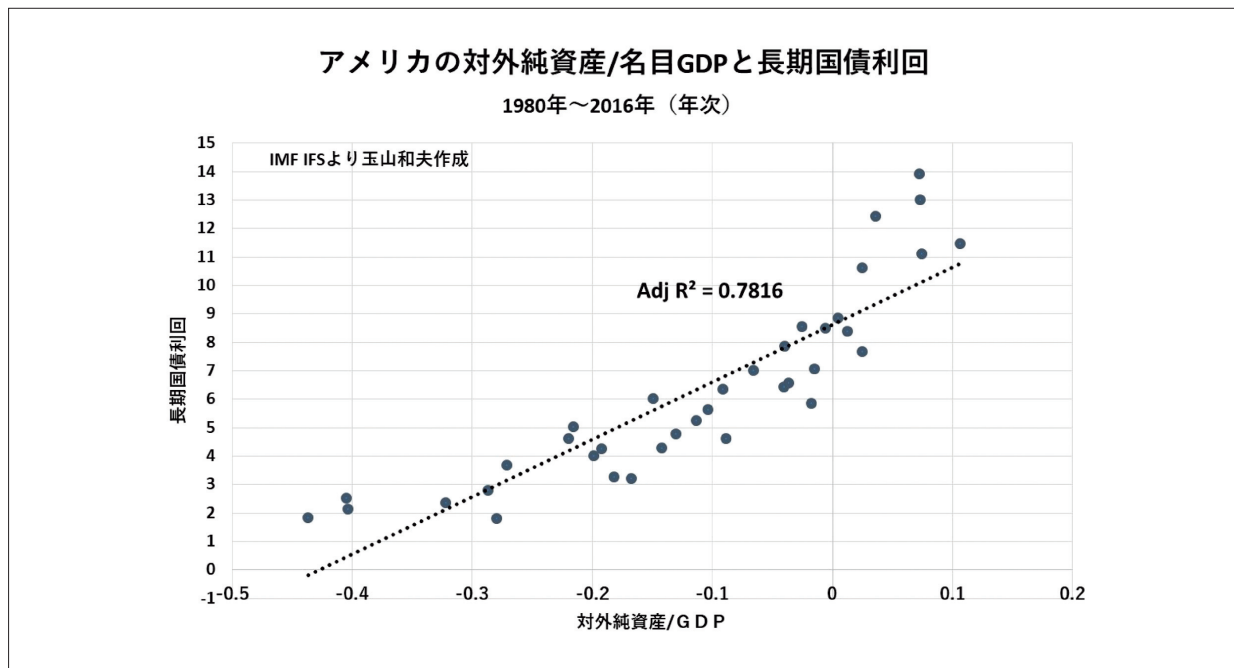
*Critical values based on MacKinnon-Haug-Michelis (1999)

Data Trend:	None	None	Linear	Linear	Quadratic
Test Type	No Intercept No Trend	Intercept No Trend	Intercept No Trend	Intercept Trend	Intercept Trend
2q1953~1q2017					
Trace	0	0	0	0	0
Max-Eig	0	0	0	0	0
1q1970~1q2017					
Trace	0	0	0	0	0
Max-Eig	0	0	0	0	0
1q1975~1q2017					
Trace	0	0	0	0	0
Max-Eig	0	0	0	0	0
1q1980~1q2017					
Trace	0	0	0	0	2
Max-Eig	0	0	0	0	2
1q1990~1q2017					
Trace	0	0	0	0	2
Max-Eig	0	0	0	0	0

該当する条件下での共和分関係は見られない。データにはトレンドがあり、テスト形式も 1 次または 2 次のトレンドをもつことを容認すべきであるが、これらを満たす共和分関係は無い。唯一存在する共和

分関係は、データにトレンドは無くテスト形式もトレンドがない場合である。とは言え、図表 3 に現れた事実は、無視できない。考えてみれば、アメリカという国は、世界から投資を呼び込む魅力を備えて

図表 3



図表 4

共和分検定結果

Date: 01/07/18 Time: 09:26

Sample: 1980 2016

Included observations: 35

従属変数: US長期国債利回り

説明変数: US対外純資産/名目GDP比

Lags interval: 1 to 1

Selected (0.05 level*) Number of Cointegrating Relations by Model

Data Trend:	None	None	Linear	Linear	Quadratic
Test Type	No Intercept	Intercept	Intercept	Intercept	Intercept
	No Trend	No Trend	No Trend	Trend	Trend
Trace	1	0	0	0	0
Max-Eig	0	0	0	0	0

図表 5

回帰分析結果

従属変数: US長期国債利回り

Method: Least Squares

Date: 01/07/18 Time: 11:09

Sample: 1980 2016

R-squared 0.8296

Adjusted R-squared 0.8196

Included observations: 37

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
US対外資産/名目GDP比	10.1710	3.8073	2.6715	0.0115
US対外負債/名目GDP比	-13.0436	2.9373	-4.4407	0.0001
C	10.0317	0.5692	17.6235	0.0000

いる。この国の国債は、世界中の投資家によって購入されている。要はアメリカの国債は、世界からお金が流入するが故に価格が上昇して利回りが低下するのである。そのことは図表 5 に、より鮮明に表れている。ここでは、純資産では無く資産と負債を別々の説明変数として、回帰分析を行っている。アメリカの金利は、対外負債の増加に伴って低下し、対外資産の増加によって上昇しているのである。まさしく負債の増加＝海外からの投資によって価格が上昇し、資産の増加＝海外への資金流出によって価格が低下しているのが見て取れる。同じように対外純資産対名目 GDP 比の低下に伴って金利が低下する国には、イギリスがある。アメリカは現在の基軸通貨国であり、イギリスはかつての基軸通貨国である。基軸通貨国とは、外からの投資を呼び込める国の事と言えるのだらう。じつはオーストラリアも対外純資産対名目 GDP 比の減少が金利の低下を伴っているが、資産・負債の二つを説明変数としたときには資産増が金利低下、負債増が金利上昇という「常識的」な動きをしており、アメリカやイギリスとは決定的に違う。そもそも、これら 2 変数の係数に関する p 値は驚くほど高く、統計的有意性もない。

4.2.2 日本の対外純資産とアメリカの長期国債利回り

では、アメリカの国債を買っている外国資本とはどこの国か。直近の第一候補は中国である。しかし、後に見るように、ここ 10 年余りでも、有意な証拠はない。ドイツもしかりである。実は、日本の対外純資産対名目 GDP 比こそがアメリカ国債の利回りを最もよく説明する変数である。図表 6 に示すように、日本の対外純資産対名目 GDP 比の上昇（低下）は、修正決定係数 0.8064 という高い数値で、アメリカの長期国債利回り低下（上昇）を説明している。そしてこの二つの変数の間には、ほとんどの条件の下で共和分関係が存在している（図表 7）。特に、データに 1 次のトレンドがあり、テスト形式も切片・トレンドを持つ場合にも共和分関係が存在するという結果は、アメリカの対外純資産とアメリカ長期国債利回りの関係には、見られなかったものである。これは、図表 2 の世界過剰流動性とアメリカ長期国債利回りの間にも存在しなかった関係である。

対外資産と対外負債に分けてみた場合はどうなるであろうか。図表 8 に示すように、日本の対外資産が増加する過程でアメリカの金利は低下し、日本の対外負債が増加するときにアメリカの金利は上昇し

ている。いずれの係数についても p 値は 1 % 水準以下で有意である。日本は持てる資産で積極的にアメリカ国債を買い続けているのである。

5. 日本の長期国債利回りと対外純資産

5.1 日本の対外純資産と日本の長期国債利回り

図表 9 を見る限り、日本の対外純資産が増加するにしたがって日本の長期国債利回りは低下している。これは提起した「常識」に沿うものと言える。ただ、修正決定係数 0.6856 は、図表 6 に見られる日本の純資産とアメリカの金利の間の修正決定係数 0.8064 にはおよばない。しかも日本の純資産と日本の金利の間には、2 次のトレンドを想定した以外の共和分関係がない（図表 10）。救いは、図表 11 に示されるように、日本の対外資産の増加は日本の金利低下を、対外負債の増加は日本の金利上昇を伴っていることであるが、これとて修正決定係数を見る限り、満足できるものではない。日本の資産・負債と金利の間の修正決定係数は 0.6818 でしかないにも関わらず、日本の資産・負債とアメリカの金利との間の修正決定係数は 0.8014 なのである。

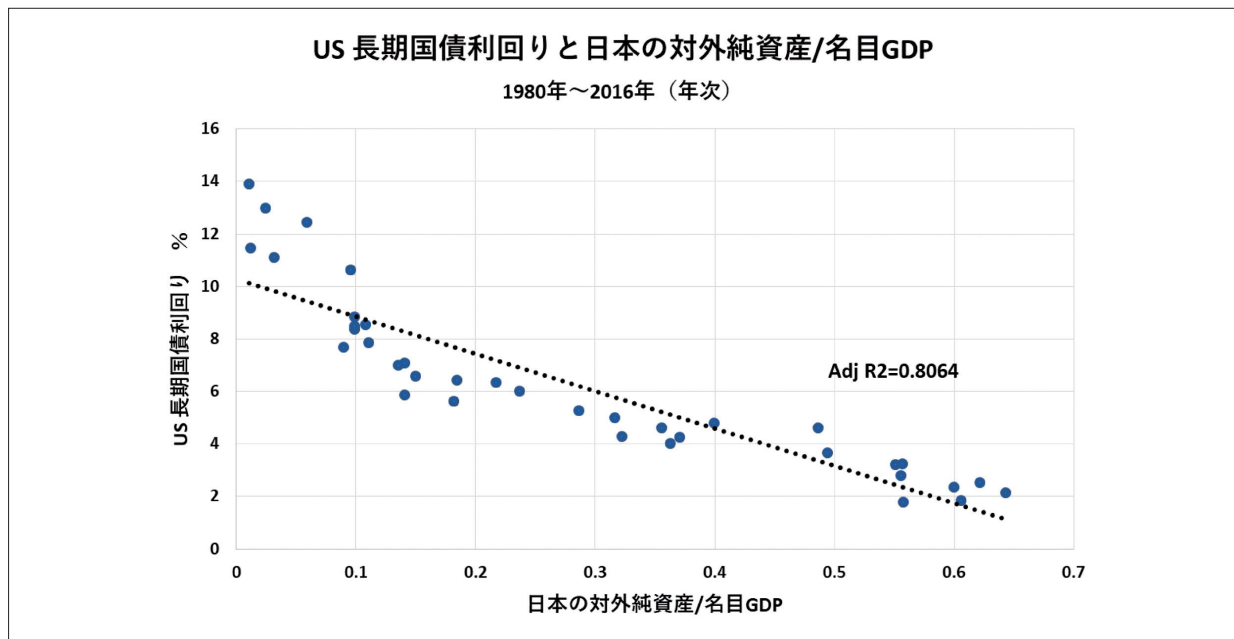
これらの意味するところは私の「常識」を見直させるに十分である。日本は経常収支で稼いだお金で、日本国債を買うよりもまずはアメリカ国債を買っていたのだらう。そして、自分のお金で買いあがったアメリカ国債の利回り低下に沿って、日本の国債利回りが低下していったとみるのが自然かもしれない。

すなわち、4.2.1、4.2.2 と 5.1 が示唆するところこそが、Caballero and Krishnamurthy 2009 や Bernanke 2005, Bernanke 2007, Bernanke 2011 が言う Global Saving Glut の統計的検証結果といえる。

5.2 アメリカの対外純資産と日本の長期国債利回り

では、逆にアメリカの対外純資産は日本の長期国債利回りを説明しているであろうか。これまでの検証結果から想定される答えは、アメリカの対外純資産が減少するに従い日本の長期国債利回りは低下するというものである。つまり、アメリカの対外純資産の減少は日本の対外純資産の増加を伴うことを意味しているから、4.2.2 および 5.1 で示すように結果として日本の金利は低下するはずである。とはいえ、アメリカの対外純資産減少の全てが日本の対外純資産の増加分ではない。であるからには、アメリ

図表 6



図表 7

共和分検定結果

Date: 01/05/18 Time: 15:23

Sample: 1980 2016

Included observations: 35

従属変数: US長期国債利回り

説明変数: 日本の対外純資産/名目GDP比

Lags interval: 1 to 1

Selected (0.05 level*) Number of Cointegrating Relations by Model

Data Trend:	None	None	Linear	Linear	Quadratic
Test Type	No Intercept	Intercept	Intercept	Intercept	Intercept
	No Trend	No Trend	No Trend	Trend	Trend
Trace	1	1	0	1	2
Max-Eig	1	0	0	0	2

図表 8

回帰分析結果

従属変数: US長期国債利回り

Method: Least Squares

Date: 01/05/18 Time: 15:12

Sample: 1980 2016

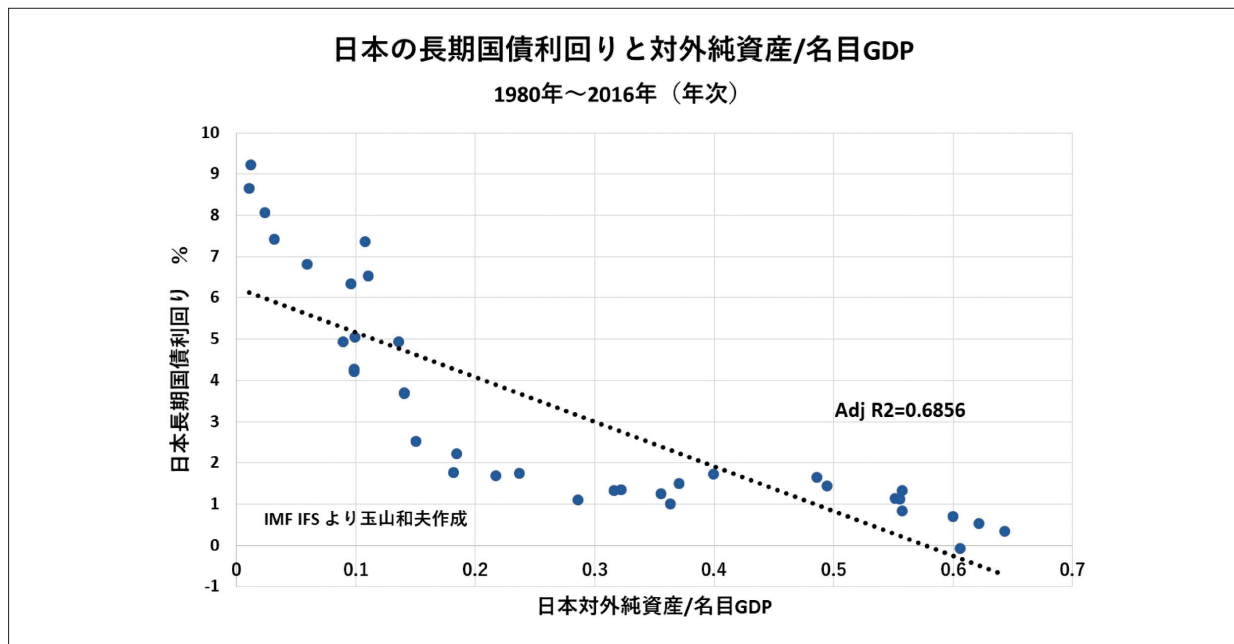
R-squared 0.8124

Adjusted R-squared 0.8014

Included observations: 37

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
日本の対外資産/名目GDP比	-13.5145	2.4629	-5.4872	0.0000
日本の対外負債/名目GDP比	12.7998	4.3696	2.9293	0.0060
C	10.4333	0.5654	18.4520	0.0000

図表 9



図表 10

共積分検定結果

Date: 01/05/18 Time: 15:23

Sample: 1980 2016

Included observations: 35

従属変数: 日本 長期国債利回り

説明変数: 日本の対外純資産/名目GDP比

Lags interval: 1 to 1

Selected (0.05 level*) Number of Cointegrating Relations by Model

Data Trend:	None	None	Linear	Linear	Quadratic
Test Type	No Intercept	Intercept	Intercept	Intercept	Intercept
	No Trend	No Trend	No Trend	Trend	Trend
Trace	0	0	0	0	2
Max-Eig	0	0	0	0	0

図表 11

回帰分析結果

従属変数: 日本 長期国債利回り

Method: Least Squares

Date: 01/05/18 Time: 15:14

Sample: 1980 2016

R-squared 0.6995

Adjusted R-squared 0.6818

Included observations: 37

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
日本の対外資産/名目GDP比	-12.5352	2.5561	-4.9041	0.0000
日本の対外負債/名目GDP比	14.1553	4.5348	3.1215	0.0037
C	5.9326	0.5868	10.1101	0.0000

カの対外純資産減少が日本の長期国債利回り低下を説明する有意性は高くはないだろう。

検証結果は図表 12 と図表 13 に示されている。図表 12 によれば、確かにアメリカの対外純資産減少は日本の長期国債利回りの低下と相関がある。ただし、その修正決定係数は 0.6948 と、日本の対外純資産がアメリカの長期国債利回りを説明する修正決定係数 0.8064 に及ばない。また、アメリカの対外純資産と日本の長期国債利回りの間には、どの条件下

でも共和分関係は見いだせない。

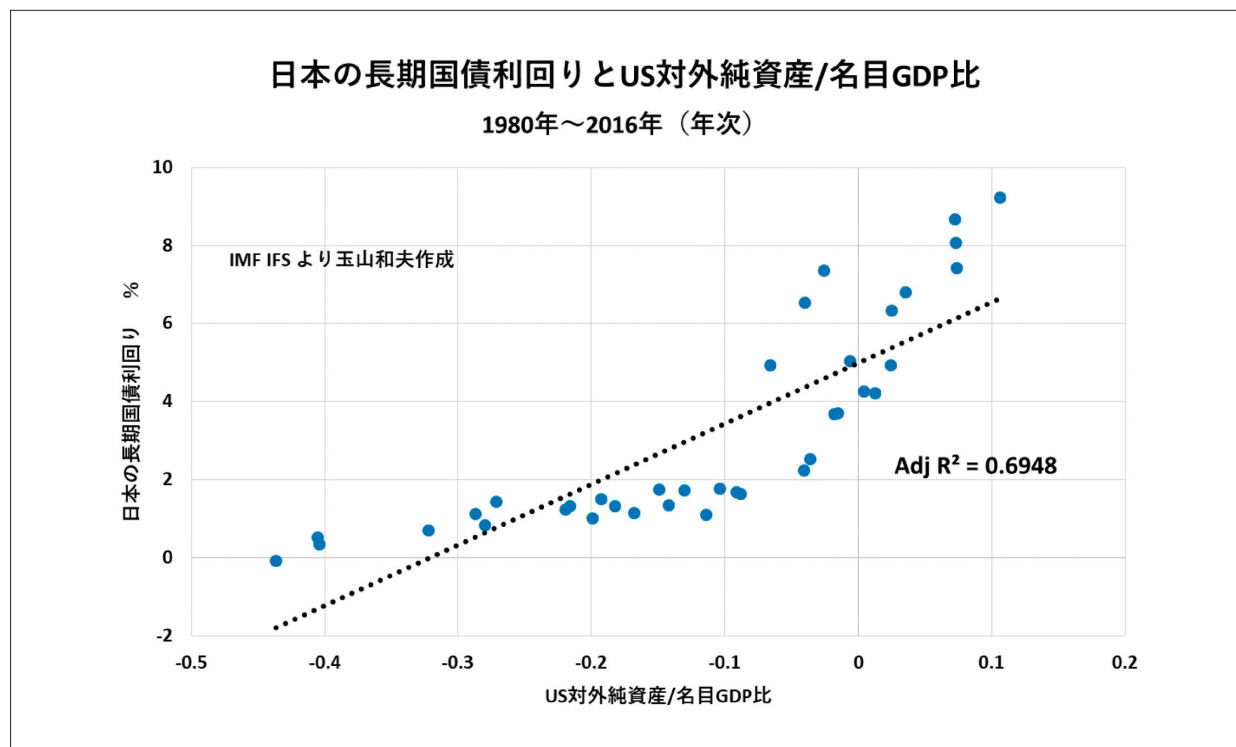
検証結果は、当初の想定を裏付けるものとなった。

6. その他の対外純資産国からアメリカ長期国債利回りへの影響

6.1 ドイツの対外純資産とアメリカ長期国債利回り

かつて日本と同様に、アメリカから国際収支の不

図表 12



図表 13

共和分検定結果

Date: 01/29/18 Time: 05:34

Sample: 1980 2016

Included observations: 35

従属変数：日本の長期国債利回り

説明変数：US対外純資産/名目GDP比

Lags interval: 1 to 1

Selected (0.05 level*) Number of Cointegrating Relations by Model

Data Trend:	None	None	Linear	Linear	Quadratic
Test Type	No Intercept	Intercept	Intercept	Intercept	Intercept
	No Trend	No Trend	No Trend	Trend	Trend
Trace	0	0	0	0	0
Max-Eig	0	0	0	0	0

均衡を責められた国であるドイツの対外純資産とアメリカの金利の関係はどうであったろうか。図表 14 を見る限り、これらの間に強い相関は存在しない。修正決定係数は 0.2295 であり、トレンドがある時系列としては極めて低い。図表には示していないが、ドイツの対外資産/名目 GDP 比と対外負債/名目 GDP 比でアメリカ長期国債利回りを回帰したところ、資産の係数が -2.3040 であると同時に負債の係数も -1.8236 と、資産の増加も負債の増加もアメリカの金利低下を説明するという整合性のない検証結果となった。またこれらの p 値自体もそれぞれ 0.2389, 0.3957 と有意性がほとんどない。

ドイツの貯蓄は、アメリカの金利を説明する変数としては、不十分といえる。

そもそも、ドイツの対外純資産/名目 GDP 比とドイツの長期国債利回りの間にも、負の相関があって純資産の増加が金利低下を示唆してはいるが、その間の修正決定係数は 0.3188 と、日本でのそれに比しても極めて低い。ドイツの貯蓄は、国内の金利の説明要因としても主要なものとは位置付けられるほどではないといえる。

6.2 中国の対外純資産とアメリカ長期国債利回り

最近におけるアメリカ側からの国際収支不均衡論のターゲットは中国である。では彼らの貯蓄の累積である対外純資産はアメリカの金利に影響を与えて

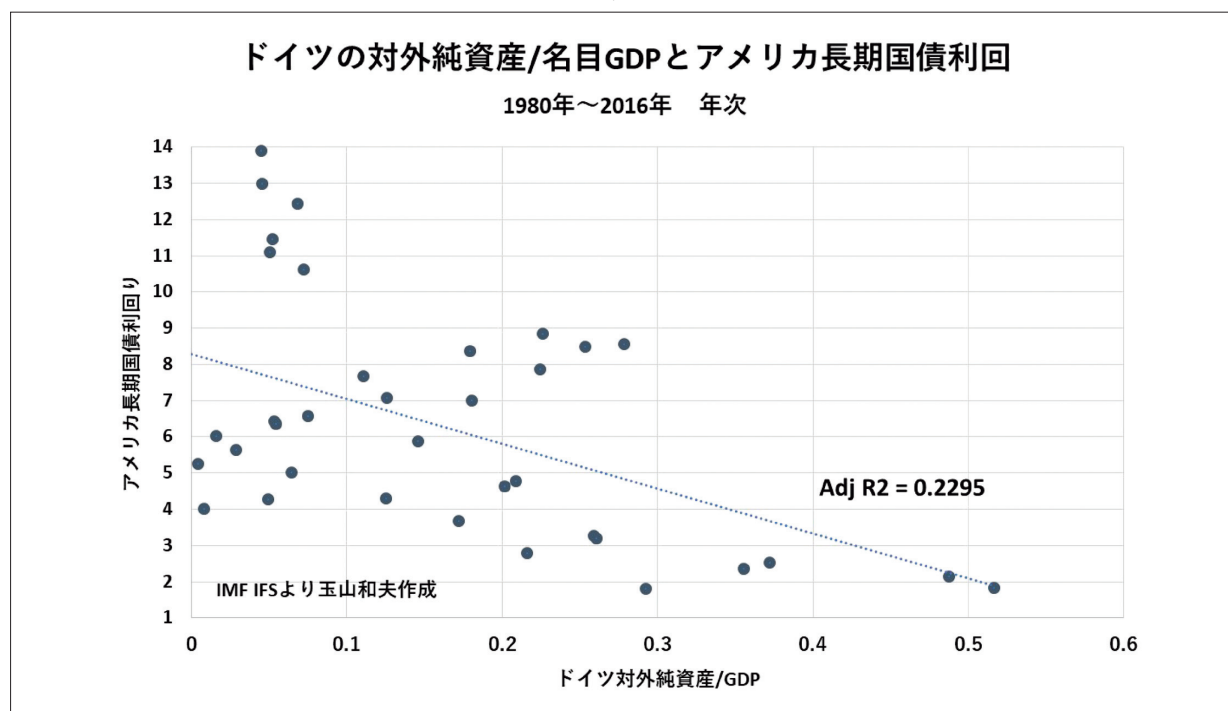
いたであろうか。結果は、図表 15 に示す通りである。中国の対外純資産/名目 GDP 比とアメリカ国債利回りとの間の決定係数はわずか 0.0057 であり、相関関係はほとんどない。

中国の対外純資産は中国の長期金利（貸出金利）との間でも、有意な相関関係を持つてはいない。中国の対外純資産/名目 GDP 比と中国の貸出金利の間の修正決定係数はわずか 0.1327 である。

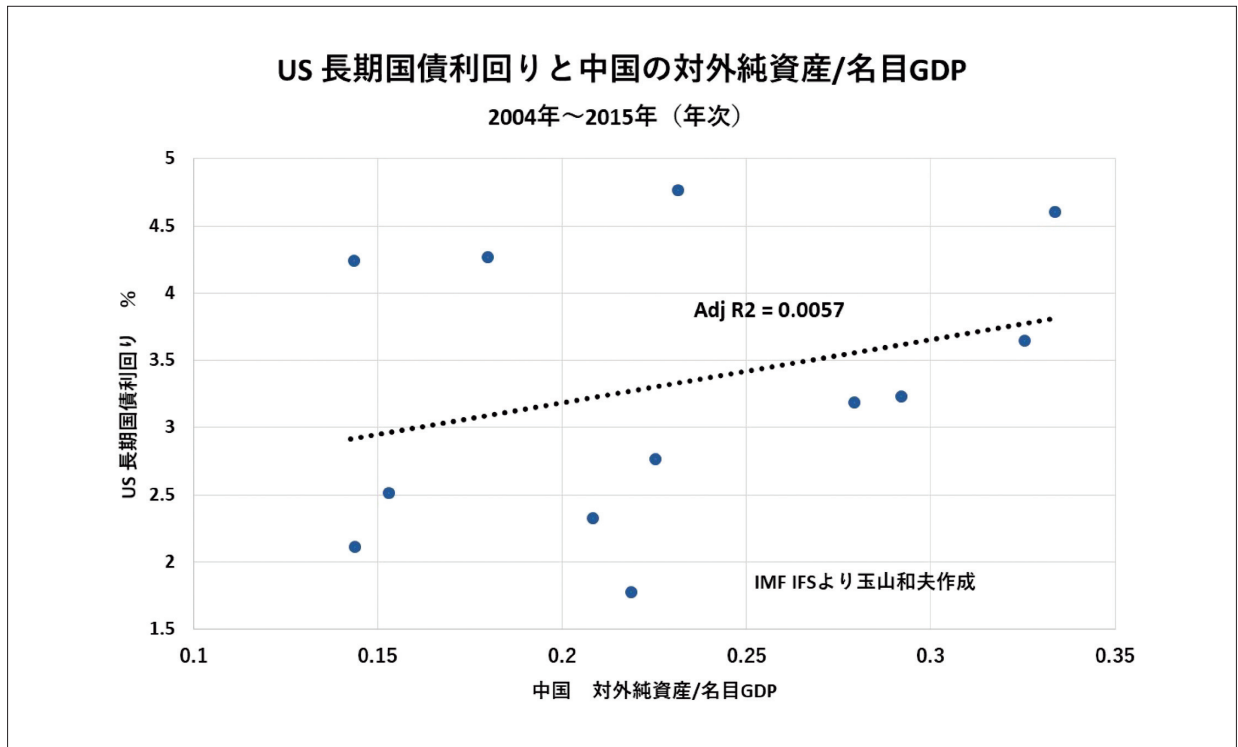
対外資産/名目 GDP 比、対外負債/名目 GDP 比と貸出金利の回帰結果は、さらに曖昧である。資産の係数は 5.4615, p 値 0.1717, 負債の係数は -4.2646 , p 値 0.4687 で、いずれも有意性はほとんどない。修正決定係数も 0.04 と、ほぼ無相関と言える。

参考までに 2000 年から 2017 年 9 月までの中国と日本の、アメリカ連邦債残高に占める保有割合を時系列で図表 16 に示した。日本は 2004 年のピーク時に約 13% を保有しており、その後落ち込み 2011 年までに僅かながら持ち直したものの、その後は再び低下し 2017 年 9 月時点では 7% を下回っている。中国は 2010 年まではほぼ一貫して保有割合を高めていったが、その後は低下して 2017 年 9 月までには、7% 台にまでに減少した。とは言え、両国合わせると約 14% の保有割合であり、存在感は大きい。それでも、統計的な有意性の検証からは、中国の貯蓄がアメリカの長期国債利回りに影響を与えているとは言い難い。

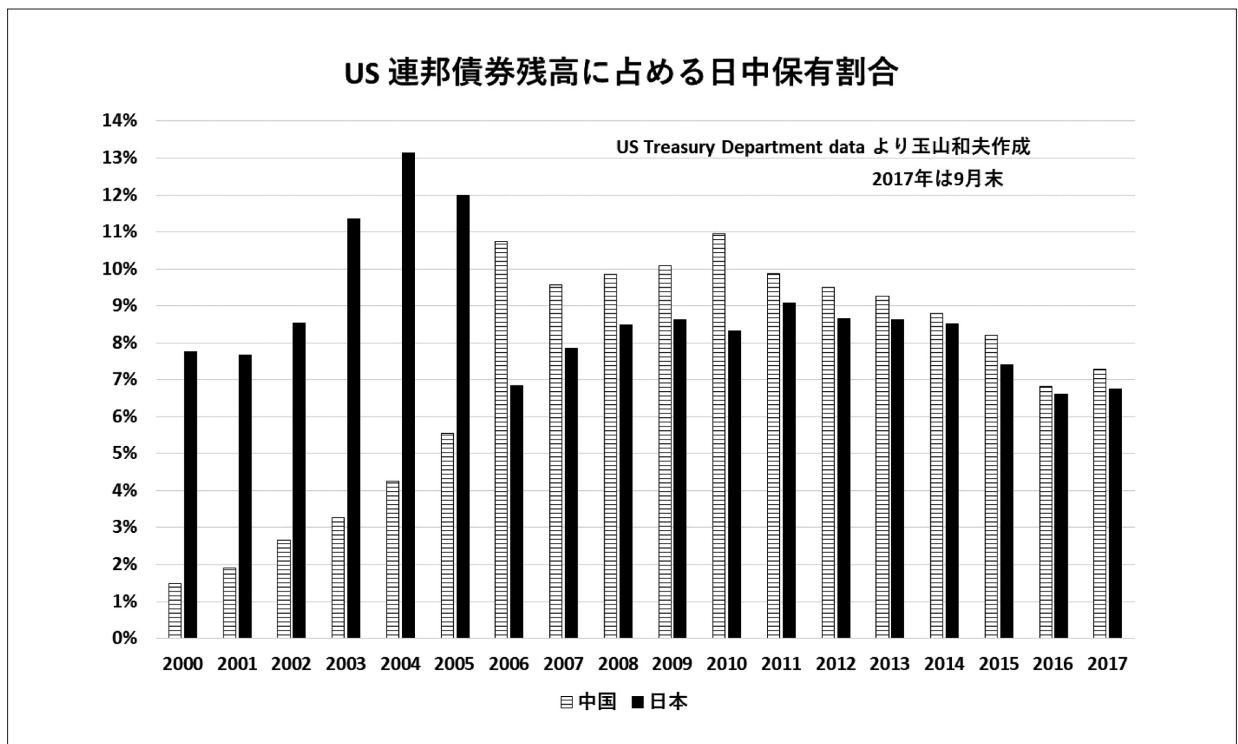
図表 14



図表 15



図表 16



7. まとめ

Caballero and Krishnamurthy 2009 や Bernanke 2005, Bernanke 2007, Bernanke 2011 が言う Global Saving Glut の代表的な国である日本、ドイツ、中国について、アメリカの長期国債利回りと各国の対外純資産または対外資産対外負債の対名目GDP 比がどのような関係にあるかを統計的に検証してきた。結果として、日本の貯蓄がアメリカの金利を最もよく説明することが分かった。しかもそれ

ツ、中国について、アメリカの長期国債利回りと各国の対外純資産または対外資産対外負債の対名目GDP 比がどのような関係にあるかを統計的に検証してきた。結果として、日本の貯蓄がアメリカの金利を最もよく説明することが分かった。しかもそれ

は、アメリカ自体の貯蓄よりもより高い説明力をもっている。さらに言えば、日本の貯蓄は日本の金利以上にアメリカの金利を説明している。

7.1 日本の貯蓄超過がアメリカ国債に向かうストーリー

あえてストーリーとして語るなら、次のようなことが起こっていることになる。

- ① アメリカの経常収支悪化
- ② 日本の経常収支改善
- ③ 日本の対外純資産増加
- ④ 日本の超過貯蓄がアメリカ国債に投下される
- ⑤ アメリカの金利低下
- ⑥ アメリカの金利の動きに連動して日本の金利低下

アメリカの経常収支が改善されるときは、上記の逆のパターンとなる。ただし、①アメリカの経常収支（アメリカの IS バランス）の変化が、②日本の経常収支（日本の IS バランス）の変化に必ず必要であるわけではない。

つまりアメリカは国内の IS バランスが貯蓄不足を来しても、これを日本がファイナンスしている限り、金利の上昇を見ることは無い。むしろ IS バランスが貯蓄不足に陥るような事態すなわち経常赤字でこそ、それが日本の貯蓄超過を生み、アメリカの長期国債購入に向かわしめたのである。

また、⑤から⑥つまりアメリカの金利が日本に先行することについては、図表 17 に示すようにグレンジャーの因果性テストから有意に検証されている。p 値で見れば、日本がアメリカに先行しないという帰無仮説の可能性が 10.85% 存在するのに比べ、アメリカが日本に先行しないという仮説の可能性は 0.14% でしかない。

7.2 何故日本の貯蓄超過はアメリカ国債に向かうのか

ところで日本は何故アメリカの長期国債を買い続けているのだろうか。ほかに選択肢もあろうに。

Bernanke 2005, Bernanke 2007, Bernanke 2011 は Global Saving Glut な国は、アメリカ国債を安全資産として評価しこれを購入したと説いている。しかしこれだけだと、同じく貯蓄超過のドイツがアメリカ国債の金利に与える影響に有意な統計結果を見いだせない理由が分からなくなる。中国もしかりである。

ひとつの答えが図表 18 にある。これはアメリカ、日本、ドイツ、中国の長期金利を並べたチャートである。日本の長期金利はアメリカより常にかなり低い傾向にある。この金利差が、日本の貯蓄超過をして、アメリカ国債に向かわせる要因のひとつであることは間違いない。

では何故日本の長期金利はアメリカのそれよりも低いのか。裁定理論から見れば、為替変動と債券投資収益の総合リターンは長期的に均衡する。つまり円高ドル安予想が長期的に成立している時、金利は日本がアメリカより低くなる。実際、相対購買力平価でみればアメリカに対する日本の相対的低インフレ率は、円高を支持している。これら日米金利差および円高予想との関連については、マッキノン・大野 1998 がすでに指摘している。付け加えるなら、経常収支の黒字国である日本の円が外国為替市場で評価されることも、円高を説明するおおきな要因である。今一度本質に迫って問い直せば、低いインフレ率も経常収支の黒字も、日本のような低消費低投資に起因する貯蓄超過がもたらすものと言える。一方日本の経常収支の黒字はその大きな部分をアメリカの経常収支赤字によっている。つまり 7.1 で述べたストーリーは、円高、相対的アメリカ金利高とい

図表 17

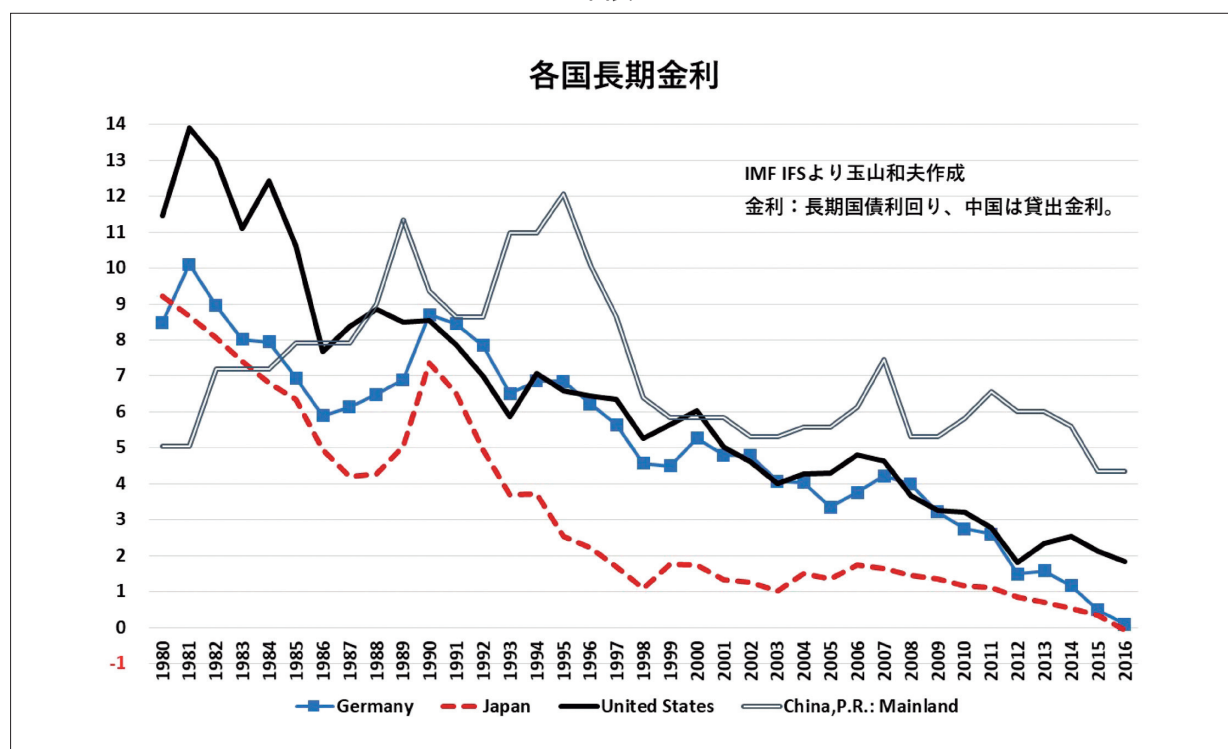
日米長期国債利回り

グレンジャーの因果性テスト結果

Lags: 2

Null Hypothesis:	Probability	
	Jan 1970-Dec 2016	Jan 1980-Dec 2016
JAPAN does not Granger Cause USA	0.0690	0.1085
USA does not Granger Cause JAPAN	0.0022	0.0014

図表 18



う裁定にも関わるものだったのである。

ある。

7.3 日本がアメリカ国債を買わなくなる時

本稿が解明したのは、日本の貯蓄超過を表す対外純資産または対外資産・対外負債が、アメリカの長期国債利回りを比較対象とした他の要因よりも統計的有意性をもって説明した、という事実である。そのこと自体は、十分に価値ある発見であると信じている。

そして、その背景にある為替予想との間の裁定を介した金利差に注目した。さらに為替レートの高ドル安は、理論的にも実体的にも日本の貯蓄超過に起因している。

ライフサイクル仮説に従えば、日本の高齢化はいずれ日本の貯蓄超過を解消させる。それは、円高ドル安に伴う日米金利差を縮小させ、日本からアメリカ長期国債への投資を減退させる。そもそもその時日本に海外投資に向かう超過貯蓄は存在しない。その時が来た時、アメリカの財政赤字をファイナンスする日本に替わる外国資本が存在するだろうか。

アメリカの長期国債利回りが、不安定な動きをするようになれば、世界の金融市場が変調を来す。

日本の貯蓄超過の解消は、世界経済の混乱要因で

参考文献

- Bernanke, Ben S. "The Global Saving Glut and the U. S. Current Account Deficit." speech delivered at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Va., March 10. 2005
- Bernanke, Ben S. "Global Imbalances: Recent Developments and Prospects," speech delivered at the Bundesbank Lecture, Berlin, Germany, September 11 2007
- Bernanke, Ben.S, et al "International Capital Flows and the Returns of Safe Assets in the United States 2003-2007" Board of Governors of the Federal Reserve System. February 2011
- Caballer, Ricardo J, and Arvind Krishnamurthy "Global Imbalance and Financial Fragility" American Economic Review Vol.99. No.2 2009
- マッキノン・ドナルド, 大野健一「ドルと円 日米通商摩擦と為替レートの政治経済学」日本経済新聞社 1998 年

(たまやま かずお ファイナンス理論専攻)