

〈特集〉 グローバリゼーションは世界に何をもたらすか*

グローバル・インバランスとアメリカ経済

鳴 瀬 成 洋

目次

はじめに

1. グローバル・インバランスの特徴
2. 貯蓄・投資バランス論
3. 法外な特権——評価効果と対外資産・負債の収益の非対称性——
4. 世界的貯蓄過剰
5. 復活したブレトンウッズ体制
6. グローバル・インバランスから世界金融危機，世界不況へ

はじめに

アメリカ中央情報局（CIA）は、2008年の経常収支の国別ランキングを発表している。それによると、第1位中国3,682億ドル、第2位ドイツ2,671億ドル、第3位日本1,878億ドル、第4位サウジアラビア1,410億ドル、第5位ロシア976億ドル、と続き、アメリカは最下位の第188位で、その額-5,688億ドルは第186位イギリスの-725億ドル、第187位スペインの-1,525億ドルを大きく引き離し群を抜いている¹⁾。

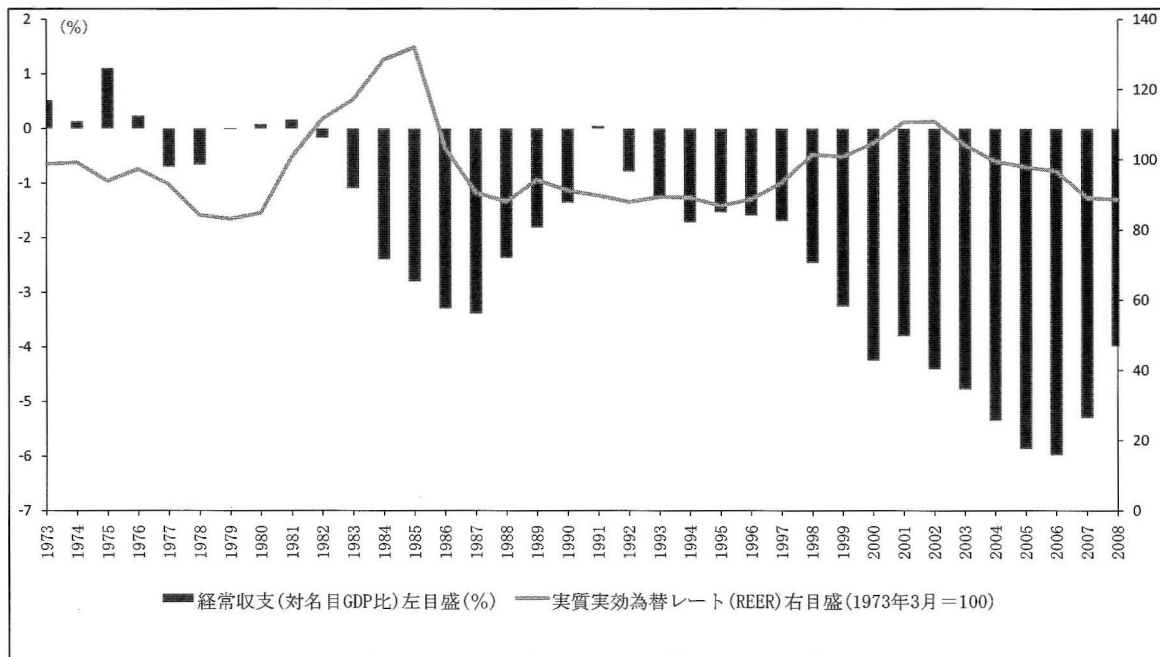
アメリカの経常収支赤字は、レーガノミクスの本格化を受けて1983年代以降顕著に拡大した。経常収支の累積は対外純資産（負債）であり、アメリカは1983年には2,574億ドルという最大の対外純資産額を記録していたが、そのわずか6年後の89年には債務国に転落するとともに、1980年代には経常収支赤字の持続可能性が問題となった。しかし、ブラザ合意に基づく各国の協調介入によるドル安誘導が効果を発揮して、1980年代の終わりから経常収支赤字が大幅に減少し、91年には湾岸戦争平和拠出金の受取りもありわずかに黒字を記録し、また、1987年のブラック・マンデー後も、日本が低金利政策を採り続けアメリカに資本を供給する役割を果たしたことから、経常収支赤字の持続可能性という問題は後景に退いた。1993年頃からアメリカの経常収支赤字は膨らむが、それを懸念する声は、赤字の増加はこれまでにない長期の好況に随伴する現象だという強気にかき消された。

その持続可能性に再び焦点が当てられるようになったのは、アメリカが2001年のITバブルの崩壊から急速に立ち直り、同年11月から景気が拡大する中で、経常収支赤字が増加する過程においてであった。このとき注目されたのは、何よりも、対名目GDP比で5～6%に上る経常収支赤字の大きさであった。しかし、より重要なことがある。それは、2000年代においては、世界の経常収支不均衡の構造は、グロ

* 2008年10月4日から11月1日にかけて、神奈川大学経済貿易研究所の主催により「グローバリゼーションは世界に何をもたらすか」というテーマで、生涯学習エクステンション講座を開催した。以下に掲載する論説は、同講座での各講師の講演をもとにまとめたものである。

1) <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2187rank.html> ただし、アメリカ商務省発表の数字とは異なる。

図 1 アメリカの経常収支とドルの実質実効為替レート



(資料) U. S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis, Website より作成

ーバリゼーションが1990年代にもたらした事態、すなわち、巨額の国際資本移動を原因とする一連の通貨危機、ロシアや東アジア等の新興諸国の世界市場への参入、そして、中国の経済大国化といった事態によって、1980年代とは大きく異なるものになった、ということである。各国ごとに経常収支と同義である貯蓄と投資のバランスがとれていないというだけでなく、1990年代以降のグローバルゼーションによって生み出された、80年代とは異なる2000年代における世界の経常収支不均衡の構造が、グローバル・インバランス (Global Imbalances) といわれるものであり、現在は、アメリカの経常収支赤字の持続可能性が、グローバル・インバランスという構造の中で、問われているのである。本稿では、グローバル・インバランスの特徴を明らかにするとともに、アメリカの経常収支赤字の持続可能性に関する代表的見解について検討する。

1. グローバル・インバランスの特徴

グローバル・インバランスの特徴としてまず挙げられるのは、アメリカの経常収支赤字の大きさである。1990年代末からアメリカの経常収支は急激に悪化し、2006年には、-7,881億ドル、対名目GDP比-6.0%と過去最大の赤字を記録した (景気減速の影響を受け、経常収支赤字は2007年には7,312億ドル、対名目GDP比5.3%、2008年には6,733億ドル、同4.7%に縮小)。対名目GDP比で見てこれまでの最も高い値である-3.4% (1987年) と比較すれば、その大きさは桁はずれであり、持続可能性が問題となるのも当然である。また、経常収支赤字の9割以上を占める貿易・サービス収支赤字も、2006年には-7,532億ドル (対名目GDP比-5.7%) と過去最高を記録した。経常収支の黒字要因である所得収支は、2004年の844億ドルをピークに、05年481億ドル、06年366億ドルと2年連続で減少している²⁾。

2) 2005・06年に所得収支の黒字が減少したのは、米国債や米国政府機関債への海外からの投資が年々拡大し、2004年以降短期金利が、2005年以降は長期金利も上昇基調となり、それによる利払いが増加していることによる (経済産業省 2007, 22 ページ)。

表 1 アメリカの主要国・地域別経常収支

(単位: 100 万ドル)

年	日本	中国	NIEs	ヨーロッパ		中南米	OPEC	アメリカ
					EU			
1999	-80,569	-72,743	-25,125	-54,193	-40,306	-20,004	-14,256	-310,630
2000	-90,705	-88,041	-24,137	-74,922	-54,093	-32,997	-42,495	-417,426
2001	-77,544	-88,657	-17,085	-65,847	-51,852	-41,061	-35,259	-384,699
2002	-80,618	-109,902	-16,990	-92,573	-73,962	-61,904	-32,294	-461,275
2003	-74,597	-131,830	-15,010	-104,748	-89,587	-70,349	-51,042	-523,472
2004	-90,197	-172,029	-14,392	-99,944	-86,258	-81,265	-72,898	-624,993
2005	-95,797	-218,468	-1,231	-120,984	-107,259	-96,407	-100,023	-728,993
2006	-111,141	-257,895	3,746	-105,824	-86,877	-115,492	-111,383	-788,117
2007	-110,252	-289,703	14,916	-53,245	-42,365	-93,174	-128,410	-731,214

(注) NIEsは韓国, 台湾, 香港, シンガポール

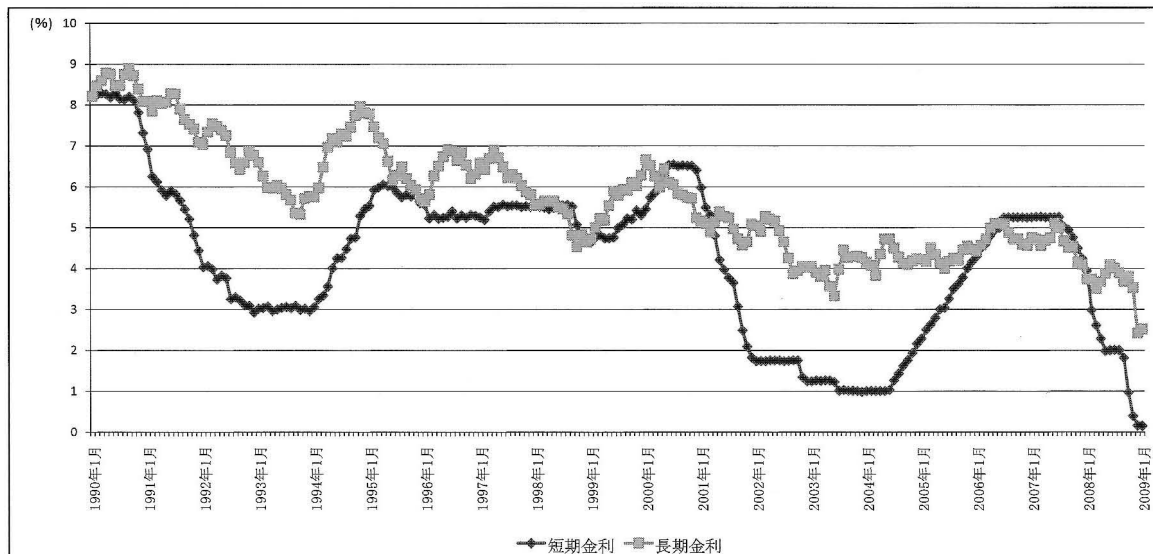
(資料) U. S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis, Websiteより作成

実質実効為替レート (REER) との関係で見ると, 1980 年代から 90 年代初めの期間は, REER が上昇 (下落) すると経常収支赤字が増加 (減少) するという関係が見られたが, 1990 年代以降, 両者のこのような明瞭な関係は失われた。1992 ~ 98 年には REER は横ばいであるが, 経常収支赤字は着実に増加し, 1998 ~ 2002 年には REER は 10 ポイント程度上昇するが, 経常収支赤字は急激に増加した。そして, 2002 年以降は REER が下落するにもかかわらず, 経常収支赤字は著しく増加した (図 1)。1990 年代以降, REER と経常収支の間の関係が失われた原因の一つとして, 国際資本移動の増加を挙げることができる。世界の経常収支の不均衡でアメリカの赤字と並んで目を惹くのが中国の大幅な黒字である。中国の経常収支黒字は, 2007 年には対名目 GDP 比 11.3% に達しており, これは 1986 年の日本 (4.5%) の 2 倍以上である。対米関係についても, 日欧に対するアメリカの経常収支赤字が頭打ちになる中で, 2001 年以降, 中国は日本を抜いてアメリカの最大の経常収支赤字国になっている。また, 中南米と OPEC に対するアメリカの赤字も倍加している (表 1)。1980 年代は, 日本の経常収支黒字とアメリカの赤字が鏡像をなしていたが, 2000 年以降は, 赤字がアメリカに集中する一方, 黒字国は多くの国・地域に分散している。

次に, 経常収支赤字のファイナンスについて見よう。2000 年以降のアメリカの経常収支赤字のファイナンスにおいて大きな役割を果たしたのは, 中国, 東アジア, 産油国といった経常収支黒字国・地域の通貨当局である。これらの国・地域は, 為替市場に介入してドルを買い支えている。その結果, 外貨準備は増加し, その多くは米国債で運用されている。このような対米投資は, 経常収支赤字をファイナンスすると同時に, アメリカの長期金利の低位安定をもたらししている (図 2)。そして, 長期金利の低位安定は住宅価格の上昇をもたらし, それは消費を拡大して景気拡大を支え, 輸入の増加をもたらし。こうしてアメリカの経常収支赤字と途上国の黒字が持続し, 途上国がアメリカの赤字をファイナンスする奇形的構造が出来上がる³⁾。

3) アメリカの経常収支赤字をファイナンスするうえで, アジアや産油国の比重が大きくなっているとはいえ, 最も大きな比重を占めるのは, 欧州からアメリカへの資金の流れである。2005 年においてアメリカに向かう資金フローを地域別に見ると, 次のようになっている。7,548 億ドルのアメリカの経常収支赤字に対し, 中国から 1,833 億ドル, 日本から 71 億ドル, 産油国から 190 億ドル, ASEAN4, NIEs から 604 億ドル, イギリス・ユーロ圏から 3,592 億ドル, その他諸国・地域から 1,302 億ドルの流入となっている。経常収支が赤字であるイギリスやユーロ圏がアメリカに資金を供給しているのは, 産油国からオイルマネーを受け入れていることによる (経済産業省 2007, 25 ページ)。

図2 アメリカの短期金利と長期金利の推移



(注) 短期金利はFFレート，長期金利は10年もの財務省証券金利

(資料) Board of Governor of the Federal Reserve System, Website より作成

2. 貯蓄・投資バランス論

経常収支 ($X - M$) は民間の貯蓄・投資バランス ($S - I$) と財政収支 ($T - G$) の合計，すなわち，一国全体の貯蓄・投資バランスに等しいという恒等式が成り立つ。正統派はこの恒等式に基づいて，アメリカの経常収支赤字を次のように説明する。

2001年に発足したブッシュ政権は，財政黒字を国民に還元すべく，減税を経済政策の最優先課題に位置付け，景気後退で税収が減少する中で，「2001年経済成長・減税リコンシレーション法」，「2002年雇用創出・勤労者支援法」等を成立させ，大幅な減税を実施した。その内容は，最高税率の引下げ（39.6%から35%へ），高額所得層向けの税率引下げ，低所得層への減税を意味する10%の最低税率の新設などの個人所得税の大幅減税，個人所得課税への加速度償却制度の導入，配当減税，キャピタルゲイン減税などである。また，9.11同時多発テロ後のアフガニスタン戦争，イラク戦争により，2001～08年の累計で，戦費は8,000億ドル，軍事費総額は3兆8,000億ドルに膨らんだ（河音2008）。その結果，財政収支は，対名目GDP比で2000年の2.4%から2004年には-3.6%へと悪化した。

他方，金融面では，ITバブルの崩壊を契機とする景気後退に対処するために，政策金利が2001年から03年にかけて6.5%から1%に引下げられ低金利政策が実施されたことや，海外からの資本流入の増加などを背景にして，長期金利，住宅ローン金利も低下し，住宅バブルが生じた。家計部門は，低金利と住宅価格の上昇を背景に，キャッシュ・アウト（担保である住宅価格の上昇分を利用した増額借換えを行い，その一部を現金化する方法）やホーム・エクイティ・ローン（保有する住宅資産価値が既存のローン残高を上回る部分を担保に借入れを行うこと）を利用して借入を増大させ，消費を拡大した。その結果，家計貯蓄率は2000年の2.3%から06年には0.4%に低下した。減税と財政支出の拡大による財政収支の悪化と，家計貯蓄率の低下による民間の貯蓄・投資バランスの悪化の結果，経常収支赤字は拡大した。

以上の貯蓄・投資バランス論が立脚する $(X - M) = (S - I) + (T - G)$ という恒等式は，様々の取引が様々の変数に媒介されて行われた結果として成立する関係を示している。この式は，貯蓄不足と経常収支赤字が対応していることを示している，それは前者が後者の原因であることを意味するものではない。

いが、正統派はアメリカの経常収支赤字の原因を貯蓄不足に求める。また、正統派は、世界的に統合された金融市場の問題を明示的に取り入れることなく、経常収支赤字の調整に直面した場合に、財市場の均衡が維持されるために必要な相対価格の動きに焦点を当てることにより、経常収支不均衡が調整されるとした場合のコストを求めている。例えば、Obstfeld, Rogoff (2007) は、アメリカの経常収支不均衡が解消するためには、パススルー率（名目為替レートの変化が価格に転嫁される比率）が100%である場合にはドルがREERで12～35%、パススルー率が50%である場合には23～71%低下することが必要だとした⁴⁾。以上より、正統派の見解の特徴は次の3点にまとめられる。(1) 経常収支赤字をファイナンスする統合された金融市場の役割を考慮していない。これを考慮に入れるならば、経常収支不均衡の持続可能性の意味は変わってくる。(2) アメリカの経常収支赤字の原因を財政収支の悪化、家計貯蓄率の低下という国内要因に求める。(3) アメリカの経常収支赤字は持続不可能であるとする。これらは貯蓄・投資バランス論の特徴であるとともに、その妥当性が問われる論点でもある。以下では、これらの点について論じ、正統派に対して一定の留保を要求する、あるいは、批判的立場に立つ見解を取り上げる。

3. 法外な特権——評価効果と対外資産・負債の収益の非対称性——

経常収支赤字が拡大しても、それをファイナンスする資本を海外から取り入れることができれば、その調整圧力を回避することができる。このような役割を果たす統合化された金融市場の役割を考慮に入れるならば、経常収支赤字の持続可能性の意味は次のようになる。経常収支赤字が持続し対名目GDP比で見た対外純債務が増加すると、海外の債権者は元利返済のリスクに備えてプレミアムの引上げを要求する。これがある限度を超えると、海外への利子・配当の支払いが対外資産から生まれる収益を上回り、経常収支赤字を海外資本によりファイナンスすればするほど経常収支赤字が拡大し、赤字を縮小させる諸力が積み上がっていく。

このような観点からその持続可能性について考える場合、アメリカの経常収支に関する次の2つの謎が生じる。経常収支の積み上がりが対外純資産（負債）であるが、アメリカの対外純負債は2002年に2兆ドルを超え、その後も大幅な経常収支赤字が持続しているにもかかわらず、対外純負債は2兆1,000億～2兆2,000億ドルと比較的安定している。これが第一の謎である。第二の謎は、2006年において、アメリカは13.8兆ドルの対外資産、16.3兆ドルの対外負債を持ち、したがって2兆5,000億ドルという膨大な対外純債務を抱えるにもかかわらず、所得収支は受取超過を記録していることである。

これらの謎は次の二つの要因によって説明される。第一は評価効果である。アメリカの対外資産の約7割が外貨（現地通貨）建てであるので、その分が為替レート変動の影響を受ける。しかし、基軸通貨国であるアメリカは対外負債のほとんどをドル建てで受け入れることができ、対外負債については為替レート変動の影響をほとんど受けない。したがって、ドル安・外貨高になると、対外資産のドル建て再評価額が増加するが対外負債は変化せず、対外純負債残高が目減りする。また、ドル安により対外債務に対する所得の支払いはドル建てで変わらないが、対外資産から生じる所得の受取り（現地通貨建て）はドル建てで増加し、所得収支が増加する。例えば、2002～04年のドル高期では、対外債務の悪化要因である資本フロー（ほぼ経常収支に相当）は4.9%（対名目GDP比）であったが、ドル安による調整が1.9%、その他調

4) N を名目対外純負債、 Y を名目GDP、 g を名目GDP成長率、 C を経常収支赤字、 $c = C/Y$ を経常収支赤字の対名目GDP比、 $n = N/Y$ を名目対外純負債の対名目GDP比とする。経常収支赤字が対外純負債の増分となるので、 $\Delta N = C = cY$ 、 $\Delta Y = gY$ となる。したがって、 $\Delta N / \Delta Y = cY / gY = N/Y = n$ となる。すなわち、 $ng = c$ という関係が成り立つ。名目GDP成長率が5%、経常収支赤字の対名目GDP比が2.5%であるならば、名目対外純負債の対名目GDP比は50%となり、この比率はアメリカのように対外借入のほとんどを自国通貨で行うことのできる国にとっては、維持可能な水準である。Obstfeld, Rogoff (2007) はアメリカの経常収支赤字が解消するという前提でそのコストを求めたが、アメリカが対外負債を管理可能な水準に維持するためには経常収支赤字が現状の5%から2.5%に減少すれば十分であるとするならば、それに必要なドル相場下落率も、パススルー率が100%の場合は6～18%、パススルー率が50%の場合は12～35%と、半分になる (Forbes 2007, pp.372～373)。

整が1.6%など、評価効果が合計で3.6%となり、対外純債務の悪化は1.3%にとどまった⁵⁾。

もう一つの要因は、対外資産と対外負債から生まれる収益の相違である。かつてアメリカは「短期借り・長期貸し」という業務を行っているという意味で世界の銀行家であったが、次第にその資産を長期の銀行貸付けから高収益の直接投資へ、さらに、1990年代以降は直接投資と株式へとシフトさせる一方で、負債側では、依然として、銀行貸付けや債券といった低収益の安全資産の占める割合が相対的に高かった。アメリカは伝統的な世界の銀行から、安価な資金を取り入れ高収益の資産に投資する世界的ヴェンチャー・キャピタリストになったとすることができる (Gourinchas, Rey 2007, p. 24)。アメリカの場合、対外負債では米財務省証券などの低利の確定利付き証券の割合が高いのに対して、対外資産では高収益の直接投資や株式の割合が高い。その結果、対外資産から生まれる所得の受取りは対外負債から生じる所得の支払いより大きくなる。

アメリカは、負債決済が可能であることから、ドル相場の低下により対外資産価値が増加するという評価効果を受けることができ、また、安価な資金を取り入れ高収益の資産に投資するヴェンチャー・キャピタリストとして行動している。Gourinchas, Rey (2007) は、これらのことを「法外な特権」(exorbitant privilege)と呼んでおり、これらはアメリカの対外純負債の増加に一定の抑制をかけ、所得収支の黒字を支え、経常収支不均衡が持続する一因となっている。

しかし、以上の分析は、アメリカの経常収支赤字の持続可能性について楽観論に導くものではない。2005年以降、ドルの名目実効為替レートは横ばいに転じ評価効果は薄れていること、貿易収支は引き続き悪化していること、アメリカの対外資産の中で相対的に高いシェアを占める株式から高収益が生み出され続ける保証はないこと、2005年から2年連続で所得収支の黒字幅が減少していることから、対外純債務の対名目GDPが上昇すると、海外の投資家はより高いリスクプレミアムを要求し、またユーロなどの資産へ逃避するようになり、アメリカは経常収支赤字の縮小を迫られるようになる可能性がある。

A, Lをアメリカの対外総資産、対外総負債、 r^a , r^l を1952～2004年におけるアメリカの対外資産・負債に対する名目収益率とすると、 $r^a = 9.15\%$, $r^l = 7.04\%$ となる。これに基づいて、投資収益が受取り超過から支払い超過へ転じる臨界点を求めると、それは、 $L/A > r^a/r^l = 1.30$ となる点であり (Gourinchas, Rey 2007, p. 20)、2006年ではこの値は1.18である⁶⁾。

4. 世界的貯蓄過剰

Bernanke (2005) は、アメリカの対外インバランスの深刻さを訴え、その原因であり解決にもつながる財政政策の役割を強調する正統派の見解に真っ向から対立する議論を展開した。バーナンキは、アメリカの経常収支赤字がアメリカの経済政策や国内の経済事情の反映であるという正統派の見解を否定し、過去10年間に生じた世界的貯蓄過剰 (global saving glut) がアメリカの経常収支赤字と世界の低い長期実質利子率を説明すると考える。正統派の見解で経常収支赤字の原因とされる貯蓄不足も、アメリカの外部の諸事情に対するリアクションであるとされる。世界的過剰貯蓄をもたらした一つの要因は、高齢化しつつある富裕国の強い貯蓄動機であるが、それ以上に重要なのが、開発途上国が経常収支赤字国から黒字国へと、したがって、貯蓄不足国から貯蓄過剰国へと変わり、国際金融市場で資金の利用者から供給者へ変貌を遂げたことである。1996年から2003年にかけて、アメリカの経常収支赤字は1,200億ドルから53,00億ドルへと4,100億ドル拡大したが、その主要なカウンターパートは途上国であり、途上国の経常収支は880億ドルの赤字から2050億ドルの黒字へと転換し、ネットの変化は2,930億ドルであった。このよう

5) 谷村真「ドル安で借金が減る米国」『エコノミスト』2006年8月14日、27ページ

6) Gourinchas, Reyと同様の観点からアメリカ経常収支赤字の持続可能性について論じたものとして、石山嘉英・白川浩道「米への資本流入の可能性 所得収支の動向カギ」『日本経済新聞』2008年6月27日、がある。

な途上国の変化をもたらしたのは、東アジア・ロシア（1997・98年）、ブラジル（99年）、アルゼンチン（2001・02年）を襲った通貨危機である。通貨危機に襲われた途上国は、経常収支黒字（すなわち貯蓄過剰）を実現し、将来の金融危機に備えるために外貨準備を蓄積した。途上国の中でも東アジア諸国は、国内投資が低下する中で高い貯蓄率を維持し、経常収支黒字を増加させる一方で、輸出主導型成長を促進するために為替レートの上昇を抑える目的で為替市場へ介入した結果、外貨準備を蓄積した。

また、世界的過剰貯蓄は国際金融市場を介してアメリカに流入しアメリカの長期金利を低下させ、住宅ブームをもたらした。そして、住宅価格の上昇により、アメリカの家計の富・所得比率（wealth - to - income ratio）は、ピークである1999年の6.2には及ばないが、1960～2003年の平均である4.8から5.4へと上昇している。

「アメリカ経常収支の近年の動向をもたらしている諸要因の一つは、開発途上国と新興市場国における経常収支の劇的な転換であり、その転換は、それらの諸国を国際資本市場における借手から大きな貸手へと変貌させている。このような開発途上国の転換は、ドイツ、日本、そして他の主要工業諸国の高い貯蓄性向とともに、世界的過剰貯蓄をもたらした。この貯蓄供給の増加は、株式市場のブーム期においては、株主資本価値を押し上げ、より最近では、住宅価値を上昇させ、アメリカの国民貯蓄を低下させ、経常収支赤字の拡大をもたらしている。」（Bernanke 2005, p.8）

以上の認識は次のような政策的対応へとバーナンキを導く。途上国が経常収支黒字と同義である過剰貯蓄を、貯蓄不足と同義である経常収支赤字を抱えるアメリカに貸し付けている状態は望ましくない。資本は収益率の低い先進国から収益率の高い途上国へと向かうのが自然であるからである。しかし、アメリカの経常収支赤字の根本的原因が国外にある以上、国内的政策では問題は解決しない。財政赤字改善の経常収支に及ぼす効果についても、財政赤字の1ドルの削減によってもたらされる経常収支赤字の減少は20セント以下に過ぎず、財政収支が均衡しても経常収支赤字の減少は1%以下であるという計量分析が示すように、財政政策の効果はそれほど大きいものではない。問題の解決のためには、途上国を支援して投資環境を改善し、国際資本市場で途上国が貸手ではなく借手として登場するように仕向けること、言い換えれば、世界の貯蓄がアメリカから途上国へ向かう状況をつくり出すことが必要である。

アメリカの経常収支赤字の原因を外部の事情に求めるバーナンキの主張は、アメリカの経常収支赤字、すなわち貯蓄不足の原因は、途上国の経常収支黒字、すなわち貯蓄過剰である、ということに帰着する。経常収支黒字国があれば赤字国がある。黒字国は一国全体で見て貯蓄過剰であり、赤字国は貯蓄不足である。また、誤差脱漏がないとすれば、経常収支＋資本収支＋外貨準備増減＝0であるから、経常収支黒字国は、黒字を資本輸出や外貨準備増という形で海外に還元し、その額は貯蓄過剰額に一致する。経常収支赤字国は、赤字を資本輸入や外貨準備減という形で埋め合わせ、その額は貯蓄不足額に一致する。統計上の不突合がなければ、経常収支の黒字と赤字は一致し、したがって黒字国の貯蓄過剰額（資本輸出と外貨準備増）と赤字国の貯蓄不足額（資本輸入と外貨準備減）も一致する。これは、因果関係ではなく様々の取引が行われた結果成立する自明の関係を示している。バーナンキの議論はこのような自明の関係を踏まえたものであるという意味で、真理を含んでいる。しかし、この自明の関係に因果関係を読み取り、アメリカの経常収支赤字の原因、すなわちアメリカの貯蓄不足を途上国の貯蓄過剰（儉約）に帰すことは説得的ではない。自明の関係から言えることは、2000年以降のアメリカの巨額の経常収支赤字は、赤字拡大のリスクに敏感になった民間部門からの十分な資本の還流がない状況の中で、公的部門によってファイナンスされた、ということである。

通貨危機に見舞われた途上国の貯蓄過剰がアメリカの貯蓄不足をもたらしたというバーナンキの主張は、因果関係としては成り立たないし、成り立つとしても実証的には支持しがたい。NIEs（韓国、台湾、香港、シンガポール）、ASEAN4（インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ）、ラテンアメリカ（以

下、NAL)を通貨危機国とすると、1997年には、対名目GDP比で見て(以下同じ)NALの貯蓄は24.6%、投資は27.9%で、3.3%の貯蓄不足であったが、2004年には、貯蓄は24.9%と変わらないけれども、投資が21.7%と落ち込んだため、3.3%の貯蓄過剰となった。1997年から2004年にかけてNALは6.6%の過剰貯蓄を生み出した。2004年のNALのGDPは36.6億ドルなので、6.6%過剰貯蓄は2.56億ドルとなる。また、NAL以外の地域のGDPは36.8兆ドルなので、NALの生み出した過剰貯蓄は他の地域のGDPに対して0.7%に相当する。以上のことは、NALの過剰貯蓄が他の地域に均等に散布されたとすると、それはアメリカの貯蓄不足を0.7%増加させたことを意味する。しかるに、アメリカの貯蓄不足は1997年の2.2%(貯蓄17.6%、投資19.8%)から2004年6.0%(貯蓄13.6%、投資19.6%)へと、3.8%増加している。NALの過剰貯蓄はアメリカの3.8%の貯蓄不足の増加の0.7%しか説明し得ないのである。バーナンキは投資先としての魅力から、途上国の貯蓄がますますアメリカに流れるようになったと言うが、アメリカが世界平均の2倍の過剰貯蓄を吸収したとしても、それによってもたらされた貯蓄不足の増加は3.8%のうちの1.4%にとどまる(Cline 2005, pp. 205 ~ 207)。低い為替レートや投資の減退により通貨危機国の輸出が増加し、経常収支の黒字が拡大しても、財政赤字などのアメリカ国内の要因がなければ、途上国の経常収支黒字の拡大が、アメリカの巨額の対外インバランスとなって集中的に現れることはない。

バーナンキのもう一つの主張は、世界的過剰貯蓄がアメリカに流入した結果、長期金利が低く維持され住宅バブルが生じ、消費が拡大した、というものである。この主張は、2006年から米連邦準備理事会(FRB)議長を務めるバーナンキの前任者であるグリーンズパンが提起した「謎」(conundrum)に通底する。FRBは2004年6月に4年ぶりに政策金利の引上げに乗り出すが、長期金利は上昇するどころか低下した。グリーンズパンはこの現象を「謎」と呼び、その原因を(1)旧社会主義圏が世界経済に組み込まれ、低賃金労働力が世界市場に参入し、賃金の伸びが抑えられた結果、予想インフレ率が低下したこと、(2)途上国を中心に膨らんだ過剰貯蓄が金融市場に流れ込み金利を低下させたこと、に求めた。インフレ期待の低下と日本、中国をはじめとする諸国が米国債を買い支えていることが、長期金利を低位安定させた要因であることは否定できない。しかし、このことは、FRBの政策的責任を免罪するものではない。2004年以降、FRBは住宅ブームを緩和すべく政策金利を引き上げるが、問題はその政策が実際にタイトであったかどうかである。図3は、アメリカの名目GDP成長率の2カ年平均とFFレートを示したものである。これによると、1970年代と同じように、2001年から05年にかけて、政策金利は経済成長率よりもかなり低く維持されている。急ピッチで金利が引き上げられる2005、06年の名目GDPの平均成長率は6.3%である。歴史的に見て、政策金利の名目成長率より0.5%程度低いとき金利は中立的であるといわれるが、この時期の政策金利は最も高いときでも5.25%であり中立的とは言えない。

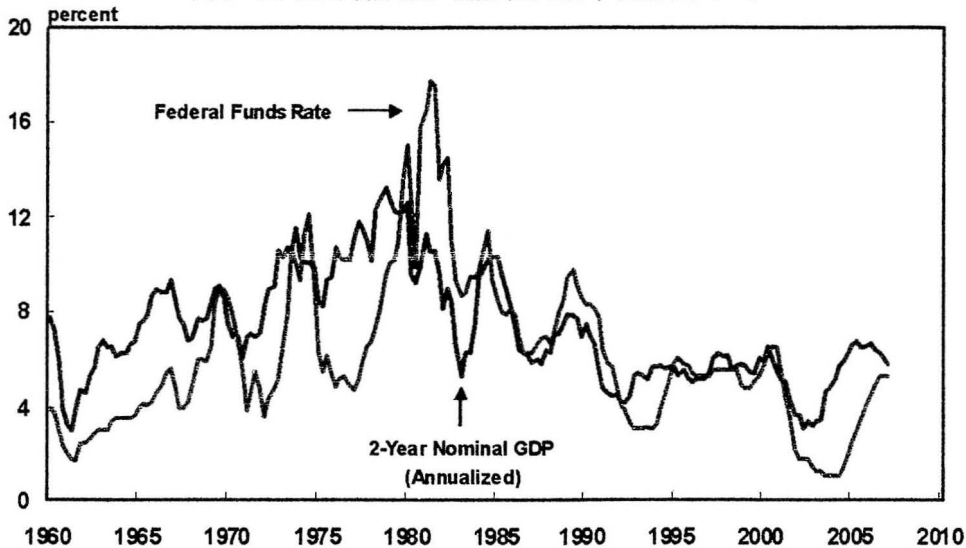
世界的貯蓄過剰論の政策的含意の問題点も明らかである。バーナンキが、経常収支に及ぼす財政政策の効果を否定しないまでもそれに第二義的意義しか与えず、途上国の投資環境を整備し、途上国を従来の資本受入国に戻すことをその解決策とすることは、アメリカ国内の経済政策に対する責任を回避しているという点で、benign neglect政策の系譜に属するものである。グリーンズパンについても同様である。「世界的な力がインフレ期待を押し下げ、長期金利を低下させ、不動産や株の価格を押し上げているのなら、それに立ち向かうのは非常に難しい」⁷⁾と言うのは、「グリーンズパン議長は自由に金融政策を決める立場ではなく、市場の力で決まった政策をとったにすぎない」(Morris 2008, 訳135ページ)と言うに等しい。

5. 復活したブレトンウッズ体制

アメリカの経常収支赤字が再び拡大し始めた2000年以降、正統派はその持続不可能性を強調し、ドル

7) アラン・グリーンズパン「私の履歴書」②『日本経済新聞』2008年1月28日

図3 アメリカの名目 GDP 成長率の2カ年平均とFFレート



(資料) U. S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis, Board of Governors of Federal Reserve System

(出所) *Economic Commentary*, August 8 2007

暴落の危険に警鐘を鳴らし続けた。しかし、対外不均衡が拡大する一方、ドルレートは緩やかに低下するにとどまった。2002年以降、民間資本の流入が滞る中で、アメリカの経常収支赤字のファイナンスにおいて大きな役割を果たしたのは公的部門であり、公的部門による経常収支赤字のファイナンスは外貨準備の増加となって表われる。そして、この時期、外貨準備を増加させたのはアジアの新興市場諸国である。以上のことから、アジア諸国の外貨準備の増加という形での公的部門の資本輸出によりアメリカの経常収支赤字は安定的にファイナンスされるという見解が登場した。Dooley, Folkerts-Landau, Garber (2004) (以下、DFG) による「復活したブレトンウッズ体制 (revived Bretton Woods System)」論である。戦後のブレトンウッズ体制がアメリカを中心とし欧州・日本を周辺とする固定相場制であったのに対して、現在の国際金融体制は、アメリカ (中心) とアジア諸国 (周辺) の間の事実上の固定相場制に支えられていることから、「復活したブレトンウッズ体制」あるいはBW2と呼ばれる。

DFGによれば、アメリカの周囲に貿易収支地域 (アジア: 中国, NIEs, マレーシア, 日本) と資本収支地域 (ヨーロッパ, カナダ, オーストラリア, ラテンアメリカ) が位置している。貿易収支地域はアメリカへの輸出に、資本収支地域は国際資本投資に強い関心を持つ地域である。そして、貿易収支国は通貨当局による対米投資によって、資本収支国は民間部門による対米投資によって、アメリカの経常収支赤字をファイナンスしている。「復活したブレトンウッズ体制」の下では、アメリカの経常収支赤字の拡大によるリスクのために、資本収支国からの民間投資が減少しても、それは貿易収支国の通貨当局による対米投資によって補われる。というのは、アジアの通貨当局はアメリカとの間で暗黙の合意を交わしているからである。周辺は為替市場に介入してドル準備を蓄積し、自国通貨を低位に保ち、それと引き換えに、アメリカは周辺の工業製品の輸出を吸収する。それにより周辺は輸出主導型成長を持続し、とりわけ中国は無制限労働供給を吸収することができる。他方、アメリカにとっては、ドルレートはユーロなどのフロート制を採用している通貨に対して低下するかもしれないが、経常収支赤字はファイナンスされる。

しかし、このような合意にはコストが伴う。東アジアにとっては不胎化に伴うコストが問題となる。外貨準備の蓄積がマネタリーベースの増加をもたらしえないようにするために、東アジアの中央銀行は債券を発行してそれを吸収し、為替市場への介入を不胎化しなければならない。不胎化を行うことは、東アジア

は高い収益を生む債券を発行して低い収益しか生まない膨大なドル資産を購入していることを意味し、中央銀行が債券に支払う高い金利とドル資産から受け取る低い金利の差は財政的コストとなる。また、自国通貨が上昇するとドル資産の価値に損失が生じる。さらに、中央銀行が不胎化のために大量の国債や債券を市場に売ると、供給過剰からそれらの価格が低下し利子率が上昇して資本流入を招き、為替レートの上昇を防ぐために介入すると外貨準備とマネタリーベースが再び増加してしまう。他方、アメリカにとってのコストは、アジア通貨が割安に維持されることにより、輸入競争産業が打撃を受けることである。このようなコストにもかかわらずアメリカ・東アジア枢軸が維持されていることは、東アジアは、ドルを買い支える財政上の負担やキャピタルロス危険よりも輸出主導型成長を持続することに関心があり、アメリカは国内産業の被る打撃よりも低い利払いで経常収支赤字をファイナンスできる利点を高く評価していることを意味する。

東アジアの通貨当局が外貨準備を蓄積しアメリカの経常収支赤字を支えているという関係は存在するが、「復活したブレトンウッズ体制」の安定性については議論が対立している。DFG は、中国は2億人ともいわれる過剰人口を吸収するまでは輸出主導型成長を継続しなければならず、その期間（20年）は、「復活したブレトンウッズ体制」は機能すると考える。これに対して批判者は、「復活したブレトンウッズ体制」における東アジアによるドルの買い支えは、戦後のブレトンウッズ体制における日欧によるドルの買い支えのように制度化されたものではないこと、アジア通貨の切上げを迫ったり為替操作に対して罰則的関税を課したりするなどの保護主義の圧力が、先進国から生じるであろうことなどを理由に、この体制は安定的でないと判断する。しかし、最も現実的な問題は東アジアが巨額の外貨準備を蓄積することのジレンマであり、東アジアが負う不胎化のコストであろう。これらの問題は東アジアの中でも、外貨準備高において世界一であり、不胎化に必要な十分な国債を持たない中国において、とりわけ顕著に表われる。

中国は経常収支、資本・金融収支ともに黒字を記録している。そのため人民元レートを維持するためには大量の人民元売りドル買いの介入を行わねばならず、外貨準備が急増している。中国の外貨準備は2006年2月に8,537億ドルを記録し、日本の8,501億ドルを抜いて世界一となり、2007年末には1兆5,303億ドル、2008年末には1兆9,460億ドルに達した。（2009年1月末は1兆9,000億ドル）。米国債の保有については、2007年末は、中国の米国債保有残高は4,776億ドルで、日本の5,800億ドルに次いで第二位であったが、2008年末には、中国は6,962億ドルとなり、日本の5,783億ドルを抜いて首位に立った。海外投資家による米国債保有残高が3兆ドルであるから、中国と日本でその40%を占めていることになる。元レートを維持するために為替市場に介入して2兆ドル近い外貨準備を蓄積し、その3分の2にも上る額を低収益で価値の不安定な米国債をはじめとするドル資産で保有していることは、中国にとって大きなジレンマである。中国銀行業監督管理委員会長官のLuo Ping（羅平）が次のように述べたのはその表われである。「米国債以外に何を保有しろと言うのですか。金だって？ 日本やイギリスの国債なんて持ちませんよ。米国債こそが安全な避難場所です。中国を含め誰にとっても米国債が唯一のオプションです。だけど、アメリカには手を焼いているのですが、1,2兆ドルも国債が発行されると、ドルが下がり始めることは百も承知しています。だからアメリカにはほとんど困っているのですが、仕方ないのです。」⁸⁾（2009年2月11日、ニューヨークにて）

中国が巨額のドル建て資産保有していることは、米中関係に変化をもたらしている。2008年にブッシュ政権が、Fannie Mae（連邦住宅抵当公庫）とFreddie Mac（連邦住宅金融抵当金庫）の資本増強に踏み切った理由の一つは、中国が米国債を選好してこれらの政府機関債を売却し始めたことにある。しかし、中国がアメリカの政策に影響を及ぼすようになっているとはいえ、それは、アメリカが基軸通貨国であり

8) *Financial Times*, February 12 2009

負債決済を行いうることや、元レートの上昇を防ぐためには中国はドルを買い支えざるを得ない立場にあることによって制約を受ける。また、従来の米中関係は、アメリカが人民元の過小評価や閉鎖的金融市場について説教を垂れるという一方的なものであったが、現在は、中国がアメリカのインフレやドルの脆弱性に対して警告を発するという関係を含むようになってきている。その一例として最近では次の事実がある。中国は2007年初めから外貨準備運用の多角化を図り、国家外貨管理局（SAFE）は外国株式を大量に購入するようになった。この動きはサブプライム危機によって減速するのではなく、Fannie Mae と Freddie Mac が破綻する2008年7月まで続いた。このときまでにSAFEは1兆8,000億ドルの外貨準備の15%以上を株式や社債を含むリスク資産に移しており、これが災いして、世界金融危機により800億ドル以上の損失が生じた。SAFEの外国株式保有額は1,600億ドルであるから、その半分が株式市場の低迷によって失われたことになる。このような事態が発生したことを意識して、2009年3月13日、温家宝首相は、金融危機に対処するためにアメリカが大量の国債を増発し、米国債の価格下落のリスクが高まる中で、「中国の在米資産の安全を保証するよう求める」と牽制し、3月18日にFRBが連邦公開市場委員会（FOMC）で、長期国債を向こう半年で最大3,000億ドル購入することを決定した際には、中国への政治的配慮が背景にあるのではないかと、との観測が流れたほどである⁹⁾。

次に中国の不胎化政策について見よう。DFGは、中国の不胎化政策について、預金準備率の引上げによりマネーサプライの増加は押さえられていると言うが、その実態はどうであろうか¹⁰⁾。中国人民銀行はドル買い介入によるリザーブマネー（中国ではマネタリーベースをこう呼ぶ）の増加を防ぐために、国債を売却して不胎化政策を行ってきたが、売却可能な国債が少なくなったため、2002年9月から中央銀行手形を発行するようになった。さらに、2003年9月以降は、預金準備率を引き上げることによって、リザーブマネーの増加が銀行貸出の増加につながることを防ぐようになり、05年末に7.5%であった預金準備率は06年には9.0%、07年には14.5%、08年には17.5%に引き上げられた。これにより、2004～06年には外貨準備が急増したが、リザーブマネーの伸びは平均以下に抑えられた。中国におけるマネーサプライの増加は信用乗数の上昇によるものである。

しかし、以上の政策には次のような問題がある。(1) 不胎化介入に用いられる人民銀行手形の発行残高は2005年末2.1兆元、06年末3.2兆元、07年6月末4.0兆元と増加する中で、人民銀行手形の金利（1年もの）は、2005年末1.91%、06年末2.80%、07年6月末3.09%と上昇し、中国の金融政策が前提としている金利の安定を脅かすようになってきている。(2) 中央銀行手形は比較的流動性が高い資産であるため、商業銀行は超過準備の規模を減らすことができる。また、金融機関はこれを担保とすることで信用規模を拡大することができる。そのため、リザーブマネーが適切に調整されたとしてもインフレを助長する恐れがある。(3) 中央銀行手形を用いた不胎化のコストは米中金利差と元・ドルレートで決まるが、中央銀行手形金利が上昇し、元レートも高くなっている状況では、外貨運用の逆鞘が拡大する。また、預金準備率の引上げは、貸出しから得られる収益の機会を民間金融機関から奪うものであり、民間金融機関の負担となる。これらのコストは、マネーサプライの増加を抑制するためにより強力な不胎化政策を行うことを妨げるものとなる。このような困難から、批判者は、金融抑圧と為替相場の過小評価に基づいた重商主義的發展戦略を改め、金融改革と為替相場の弾力化を進めるべきであると主張する¹¹⁾。

9) *Financial Times*, February 23 2009, March 16 2009

10) 中国の不胎化政策については、深尾（2008）、夏・陳（2007）、みずほ総合研究所（2007）、斉（2007）などを参照した。

11) 批判者は、BW2仮説の中国に関する事実認識が間違っているとして、次の点を指摘している。①中国の輸出競争力にとって重要なのは貿易量で加重した実質為替レートであるが、それは1994～2002年の間はおよそ30%増価してした。BW2仮説は、人民元は10年にわたり過小評価されていたとするが、人民元の過小評価は2002年以降のことである。②BW2仮説は、人民元を過小評価することによる利益として、直接投資を誘致することを挙げるが、中国では固定資本投資に占める直接投資の比率は5%にも満たない。中国の開発戦略を「外資誘致型」とするのは量的実感に乏しい（Goldstein, Lardy 2005）。

6. グローバル・インバランスから世界金融危機、世界不況へ

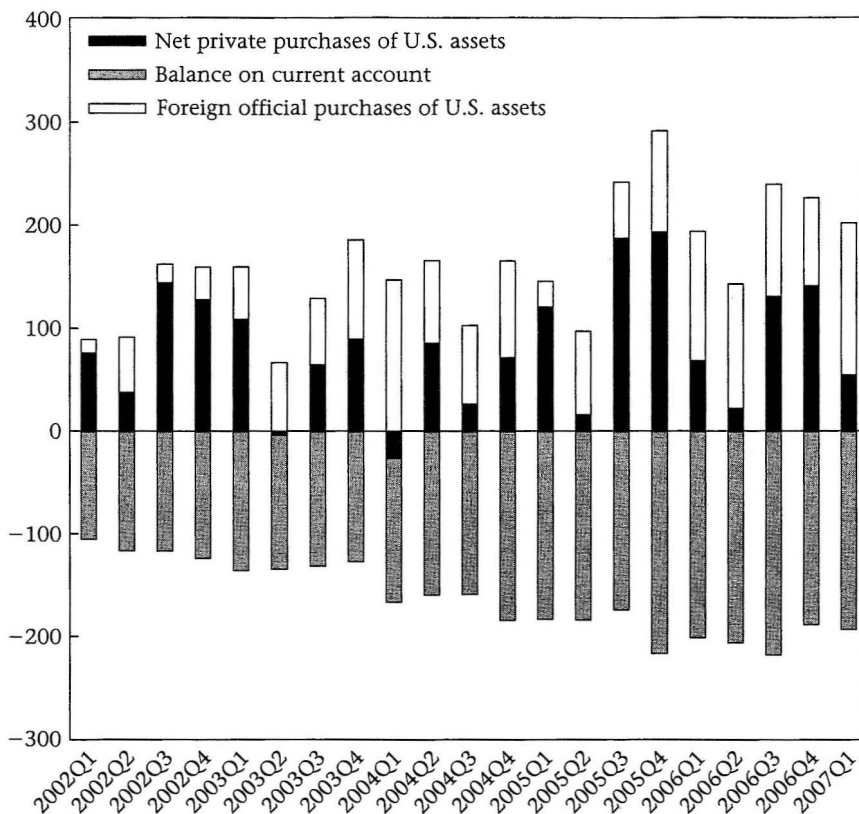
ドルが国際通貨であるとは、アメリカを一方の相手国とする取引だけでなく、第三国間の取引の決済が、諸外国がアメリカに保有するドル預金の振替を通じて行われることを意味する。このような国際決済の構造のために、基軸通貨国アメリカは負債決済を行うことができる。アメリカの経常収支の赤字は、黒字国の銀行がアメリカの銀行にドル預金という形で対外流動性債権（アメリカから見れば対外債務）を積み上げることによって決済される。ドル残高が作り出されるのはアメリカの銀行システム内部であり、その増加に直接制限を加えるものはない。しかし、ドル残高が大きくなると、黒字国の銀行は持高調整や資金調整を行い銀行間市場でドルを売ようになる。このとき、ドル売りに見合う需要がなければドルレートは下落する。ドル売りに対して、直接投資や証券投資などの形で民間部門からドル需要が生じるならば、あるいは、通貨当局が為替市場に介入してドルを買い支えるならば、ドルレートは維持される。そして、黒字国の通貨当局がドルレートを維持するために為替市場に介入すると、それは黒字国のマネタリーベースの増加につながる。すなわち、アメリカの「経常収支赤字は一種の信用創造によってドル取得国に資金を積み上げ、同時に米国内金融市場にも資金を供給しているのである」（木下 2007, 24 ページ）。このような負債決済の構造のゆえに、アメリカは対外債務のほとんどをドル建てで受け入れることができ、したがって、ドルレートの低下によって対外資産は増加するが対外負債は影響を受けず、対外純負債が減少するという「特権」を行使することができる。

2000 年以降アメリカの経常収支赤字が拡大する中で、その持続不可能性、ドル暴落、金利上昇という憂鬱な予想が繰り返されてきたが、それは実現には至らなかった。その理由は、海外から資本が還流することにより経常収支の赤字がファイナンスされたからであるが、「経常収支赤字をファイナンスする資本が還流する」とは、上述のように、黒字国の対外資産が持ち手を変えながら、流動性預金の形で維持され、ドル建て証券や米国債などで運用されることである。そして、2000 年以降におけるアメリカの経常収支赤字のファイナンスの特徴は、拡大する経常収支赤字に対するリスクが高まり、また、IT バブルの崩壊により対米投資の収益が低下したために、2002 年頃から経常収支赤字をファイナンスするのに十分な民間資本の対米投資が望めない中で、通貨危機後、輸出主導型成長を維持するために為替市場に介入して外貨準備を蓄積した東アジア諸国の通貨当局による対米投資がそれを補った、という点にある。2002 年から 2007 年第 2 四半期までの期間、外国政府は 16.4 兆ドルをアメリカに投資し、その 81% が米国債に向かった。外国政府はネットベースでは、アメリカの経常収支赤字の 48% をファイナンスし、グロスベースでも、対外ファイナンスの 24% を供給した（図 4）（Wolf 2008, p.123）。

アメリカの経常収支赤字の拡大、途上国の経常収支黒字国への移行、低い長期金利というグローバル・インバランスの特徴を示す事態は、伝統的見解ではアノマリーなことであるが、通貨危機後の新たな事態やグローバルな資本移動を考慮すれば、それは存続可能である。しかし、このような形でアメリカの経常収支赤字が維持されたことは、アメリカ、東アジアの双方に大きな影響をもたらした。東アジア、とりわけ中国にとっては不胎化のコストが大きな負担となった。そのコストの重荷で不胎化が限界に達すると、対外インバランスを縮小しなければならず、そのためには、アメリカがマクロ経済バランス回復することと並んで、東アジアは通貨調整を迫られるようになる。アメリカが対外インバランスを解消するためには、ドルは 30% 切り下げられねばならないという Obstfeld, Rogoff の見解を受け入れてみよう。東アジアのすべての通貨がドルに対して 30% 切り上がることは、東アジアにとって大きすぎる負担のように思われる。しかし、東アジアでは域内貿易比率が 50% を超えており、このことは、通貨切上げの半分は域内貿易で相殺され、実効為替レートでは 15% の切上げで済むことを意味する。この程度の切上げであれば十分に対応可能である。また、為替相場制度については、貿易依存度の高い東アジアにとっては固定相場制

図4 アメリカ経常収支のファイナンス

Trillions of US\$ (without statistical discrepancy)



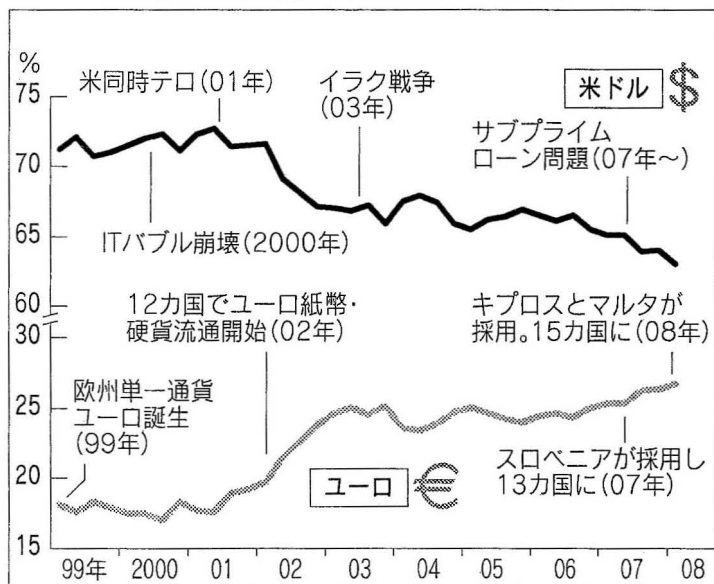
(資料) U. S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis

(出所) Wolf (2008) p. 128

が望ましいことは言うまでもないが、それには大きなコストがかかる。かといって、金融・資本市場が未発達でヘッジ機能が弱い東アジアが完全変動相場制を採用することは無理である。そこで、政策の自律性、為替相場の安定、国際資本移動の自由の三者を少しずつ犠牲にした、固定相場制と変動相場制の間にある中間的為替制度、——例えば、①為替相場安定化の基準として通貨バスケットを採用し、②基準レートを中心に±10%程度のワイドな変動幅（バンド）を設け、③基準レートと変動幅を小刻みに調整（クロール）するBBC方式——を採用することが、東アジアの現実的選択となる。

東アジアの通貨当局による対米投資のアメリカへの影響は、それにより米国債が買い支えられ、2004年以降政策金利が引き上げられる中で長期金利は低位安定を保ったことである。それは住宅バブルを加速し、住宅価格の上昇はサブプライムローンの拡大を招いた。サブプライムローンをはじめとする住宅ローンは、証券化技術の発展により、住宅ローン担保証券（RMBS）として証券化され、さらに、RMBSを他の証券化商品と組み合わせ組成された債務担保証券（CDO）がつくられ、世界中に売り捌かれた。そして、これを支えたのが、レバレッジや会計上の別組織であるSIVを駆使した投資銀行、格付け機関、デフォルトリスクを売買の対象としたクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）などである。RMBSやCDOなどの証券化商品は健全なものに仮装されても、低所得層への貸付けが原債権である限り、2006年をピークに住宅価格が低下し、ローン借換えのマジックがきかなくなり返済が滞ると、証券化商品の健全性の仮装ははげ落ち、これらを購入したSIVやヘッジファンドは大きな損失を被った。そして、その影響はSIVにクレジットラインを提供している金融機関にも及んだ。こうして金融機関が経営危機陥ると、

図5 外貨準備に占めるドルとユーロの比率



(資料) IMF

(出所) 『日本経済新聞』2008年8月23日

どの金融機関も現金を退蔵しようとするため、インターバンク市場取引は麻痺した。サブプライムローンの返済不能は、アメリカの住宅金融市場の問題に過ぎないが、それにより崩壊したのは複雑に組み上げられた金融市場の構造そのものであり、証券化によりその影響は世界に波及し世界金融危機へと発展した。さらに実体経済も収縮し、事態は世界不況の様相を呈している。

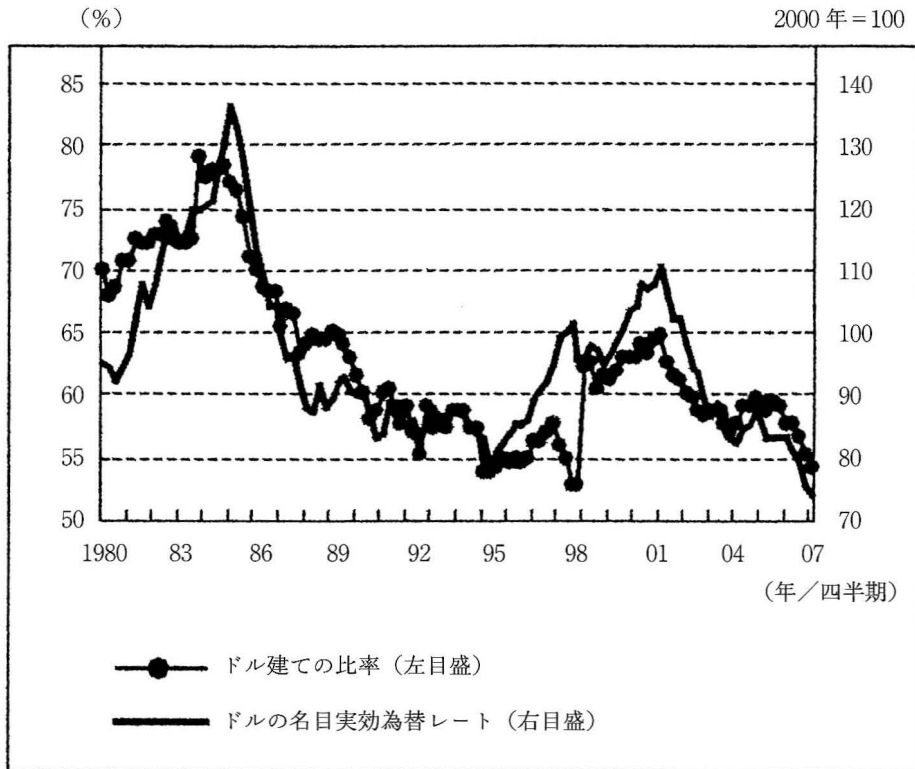
このような中でドル離れが起きている。円・ドルレートは2008年3月13日には10年ぶりに1ドル＝100円を割り込み、JPモルガン・チェースによるペアー・スターンズの買収が発表された翌日の3月17日には1ドル＝95円となった。このような事態を受け、日米欧の通貨当局は2000年9月以降協調介入を実施していなかったが、3月中旬にドル買い協調介入を実施するとの秘密合意を行っていたことが明らかとなった¹²⁾。また、外貨準備に占めるドルの比率を見ると、ユーロが発足した1999年当時は70%であったが、2001年6月の73%をピークに下落に転じ、2008年3月には63%まで下がっている。この間、ユーロの比率は18%から27%へと上昇している（円の比率は6%から3%に半減）（図5）。そして、国際金融市場におけるドル建て取引の割合は、ドルの名目実効為替レートと相関を示しており、1983年の79%から2008年3月末には54%に低下している（図6）。さらに、ドルペッグ制を採用しているサウジアラビアは、ドル安でインフレが進行することから、ドル連動制を見直すことを検討したが、ドルレートの急落を避けるために、ドルペッグ制を維持することになった¹³⁾。

東アジアに目を向けると、通貨切上げの負担を半減させるなどの効果を持つ域内貿易の拡大が東アジアの強みであったが、域内貿易が世界不況の影響で縮小している。2008年12月の日本の輸出は、アメリカ向け（36.9%減）だけでなく輸出シェアの半分を占めるアジア向け（36.5%減）が減少したことが響き、前年同月比で35.1%減少した。アジア向けでは特に台湾（48%減）、韓国（39.8%減）向けの悪化が目立つ。韓国、台湾の12月輸出もそれぞれ2割、4割減少しており、その最大の原因は、最大の輸出先である中国の12月の輸入が21%減少したことによる（2009年1月の中国の輸入は前年同月比43.1%減）。こ

12) 『日本経済新聞』2008年8月28日

13) 『日本経済新聞』2008年3月4日

図6 国際金融市場におけるドル建て取引の割合とドルの名目実効為替レート



(資料) BIS, Website

(出所) 高安健一「国際金融市場における新興成長地域 (BRICs および資源輸出国) の資金調達活動 (2002年～2008年3月)」『環太平洋ビジネス情報 RIM』2008 Vol. 8 No. 31, 64 ページ

のようなドミノ現象の背景には、international product fragmentationがある。東アジアでは、素材、部品の生産拠点が国境を越えて配置され、それが中国などで最終財へと組み立てられるという工程間分業が発展している。その結果、域内貿易比率は1980年代の30%台から2005年には56%に上昇したが、最終財でみると、域内への輸出比率は35%にとどまっている (EUは67%)。東アジア域内に分散した生産ネットワークを形成しながら最終財需要の大半は欧米に依存しているという構造のため、欧米の不況の影響が増幅されて東アジアに伝搬しているのである。そのため、部品の域内での相互供給が減少するとともに、東アジアの鉱工業生産の落ち込みは欧米よりも大きいものになっている¹⁴⁾。

アメリカの経常収支赤字の限界として、投資収益が受取り超過から支払い超過へ転じる点 ($L/A > r^*/r^l$) を設定することはできる。リスクプレミアムが上昇すれば、その天井は低くなる。しかし、それは形式的限界である。重要なのは、形式的限界に達する以前に現れる現実的限界であろう。現実的限界は、アメリカの経常収支赤字が維持されること自体、言い換えれば、経常収支黒字国と赤字国アメリカの双方にドル流動性の供給の増加をもたらすという負債決済の構造から生み出される事態に見出されるべきであり、それは、中国における不胎化のコストであり、アメリカの長期金利が低位安定的に維持されたことによる住宅バブルの発生後の一連の事態である。

また、アメリカが負債決済を行いうることは、ドル離れの可能性を排除するものではない。ドルレー

14) 2008年1月～11月の各国・地域の鉱工業生産の落ち込みは、アメリカ5.8%、ユーロ圏4.6%であるのに対して、台湾24.9%、韓国14.3%、日本13.4%、シンガポール12.6%、タイ8.7%である (ユーロ圏は10月まで)。杉浦哲郎「景気はなぜかくも急激に悪化しているのか?」『みずほリサーチ』February, 2009。また、「東アジア貿易、米欧需要減で縮小」『日本経済新聞』2009年1月28日を参照。

トの低下はドル資産からドル以外の通貨や商品への乗換えやディペッグの動きなどを引き起こす。そのため、アメリカ政府、ウォール街、IMF が一体となった権力構造のもとで、政策的介入を通じて金融的安定が図られている。この点に関し、今回のサブプライムローン問題で注目すべきは次のことである。

SIV は長期証券である債務担保証券（CDO）や資産担保証券（ADS）に投資するもので、その購入資金はこれらの長期証券を組み入れた短期証券である資産担保コマーシャルペーパー（ABCP）を発行して調達しており、両者の利鞘で利益を上げてきた。ところが、保有するサブプライム関係の証券化商品の価格が下落したため、SIV はそれを裏付けとして ABCP を発行することができなくなった。そこで、銀行が SIV に流動性を供給せざるを得なくなり、多額の現金を必要とするようになったため、銀行間市場での金利が急騰した。しかし、激しいドル不足に直面したのはアメリカの銀行よりもむしろ欧州の銀行であった。それは次の事情による。アメリカでは、証券化商品を含む多様な投資対象が用意されている一方で、国債だけでなく各種証券化商品を担保に資金を調達できるレポ市場などの機能的な銀行間市場が整備されている。そのため、欧州の銀行がドル市場で高いレバレッジをかけてサブプライムローン関係の証券化商品を取り引きすることが可能となった。しかし、サブプライムローン問題が顕在化すると、保有資産を売却できずドルの借換えも困難になり、一斉にドルの確保に向かった。しかし、欧州の銀行は自らドルを供給することができず、市場を通じたドルの調達に頼らざるを得ないが、カウンターパーティーリスクの増大からドル資金調達が困難になり、流動性不足に陥ったのである（伊豆 2009, 18 ページ）。こうしてドル需要が急増したことから、2008 年になってユーロ、ボンドはドルに対して急落したのである。そして、ドル不足を解消するために、FRB は ECB や各国中央銀行とスワップ協定を結び、ドルを供給している。サブプライム関連のドル建て証券化商品を大量に購入した欧州の金融機関が、その取引の決済のためにドルを必要とするのは当然であるが、以上のことは、ドル離れの中でのドルの強さとユーロの脆弱さを示している。しかし、FRB によるドルの供給は accommodative な流動性供給に結びつき、将来におけるドル不安の増幅する恐れがある。また、CDO などの証券化商品から逃避した流動性の向う先がドル建てで取引される原油であれば、直接にはドル体制を脅かすものとはならないが、産油国がドル低下による収入の減少を避けるために、原油取引をユーロ建てに変更すると、それはドル体制の脅威となる。このような場合、イラク戦争が示したように、ドル体制の脅威を取り除くために、アメリカは戦争に訴えることも辞さない。我々の眼前に広がるドルの世界はこのような頑健性と制約を持ったものである。

参考文献

- [1] Bernanke, Benn S. (2005) “Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit”, at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, 10 March 2005, *BIS Review*, 16/2005. 岡本恵也・松田英明訳「ベン・S・バーナンキ 世界的過剰貯蓄と米国の経常収支赤字」『熊本学園大学経済論集』第13巻第3・4合併号, 2007年3月
- [2] ——— (2007) “Global Imbalances: Recent Developments and Prospects”, at the Bundesbank Lecture, Berlin, 11 September 2007, *BIS Review*, 99/2007
- [3] Clarida, Richard H. (ed.) (2007) *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, The University of Chicago Press
- [4] Cline, William R. (2005) *The United States as a Debtor Nation: Risks and Policy Response*, Institute for International Economics and the Center for Global Development
- [5] Council of Economic Advisers (2007), (2008) *Economic Report of the President*, 萩原伸次郎監訳『米国経済白書』2007年, 2008年, 『エコノミスト 臨時増刊』毎日新聞社, 2007年, 2008年
- [6] Dooley, Michael P., David Folkerts-Landau, Peter Garber (2003) “An Essay on the Revived Bretton Woods System”, *NBER Working Paper*, No.9971, National Bureau of Economic Research, September 2003
- [7] ——— (2004) “The Revived Bretton Woods System: The Effect of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest and Exchange Rate in Center Countries”, *NBER Working Paper*, No. 10332, National Bureau of Economic Research, March 2004

- [8] ——— (2007) “Direct Investment, Rising Real Wage, and the Absorption of Excess Labor in the Periphery”, in Clarida (ed.) (2007)
- [9] Forbes, Kristin J. (2007) “Comment”, in Clarida (ed.) (2007)
- [10] Goldstein, Morris, Nicholas R. Lardy (2005) “China’s Role in the Revived Bretton Woods System: A Case of Mistaken Identity”, *Working Paper Series*, Institute of International Economics, March 2005
- [11] Gourinchas, Pierre – Olivier, Helene Rey (2007) “From World Banker to World Venture Capitalist: U.S. External Adjustment and Exorbitant Privilege”, in Clarida (ed.) (2007)
- [12] Greenspan, Alan (2007, 2008) *The Age of Turbulence: Adventures in a New World*, Penguin Group, 山岡洋一・高遠裕子訳『波乱の時代』(上), (下), (特別版), 日本経済新聞出版社, 2007・08年
- [13] Morris, Charles R. (2008) *The Trillion Dollar Meltdown*, The Perseus Book Group, 山岡洋一訳『なぜ、アメリカ経済は崩壊に向かうのか——信用バブルという怪物——』日本経済新聞出版社, 2008年
- [14] オブズフェルド, モーリス (日本銀行金融研究所訳) (2005) 「米国の対外赤字は世界全体の問題か」『金融研究』2005年10月
- [15] Obstfeld, Maurice, Kenneth Rogoff (2007) “The Unsustainable U.S. Current Account Position Revised”, in Clarida (ed.) (2007)
- [16] Roubini, Nouriel, Brad Setser (2004) “The US as a Net Debtor : The Sustainability of the US External Imbalances”
- [17] Wolf, Martin (2007) *Fixing Global Finance*, The Johns Hopkins University Press
- [18] Xafa, Miranda (2007a) “Global Imbalances and Financial Stability”, *IMF Working Paper*, WP/07/111
- [19] ——— (2007b) “Global Imbalances : Do They Matter?”, *Cato Journal* 27 (1), Winter 2007
- [20] 深尾光洋 (2008) 「中国人民銀行のバランスシート」『日本経済研究センター会報』2008年10月
- [21] 伊豆久 (2009) 「国際金融危機と短期金融市場」『証券レポート』2009年2月
- [22] 河音琢郎 (2008) 「租税・財政政策」河音琢郎・藤木剛康『W・G・プッシュ政権の経済政策』ミネルヴァ書房, 2008年
- [23] 夏斌, 陳道富 (2007) 「中国の過剰流動性に関する報告」『季刊 中国資本市場研究』2007, Autumn
- [24] 経済産業省 (2005), (2006), (2007) 『通商白書』各年版, ぎょうせい
- [25] 木下悦二 (2007) 「世界不均衡を巡って——世界経済の構造変化の視点から」『世界経済評論』2007年9月
- [26] ——— (2008) 「二一世紀初頭における『金融資本主義』とその挫折——信用デリバティブに焦点を当てて」(上)(下)『世界経済評論』2008年9月, 10月
- [27] みずほ総合研究所 (2007) 「中国の国家ファンド設立——今後、国際金融市場で高まる中国のプレゼンス」『みずほアジアインサイト』2007年8月3日
- [28] 斉中凌 (2007) 「中国人民銀行の外国為替市場介入コスト」『三田商学研究』第50巻第4号, 2007年10月
- [29] 田中素香 (2008) 「グローバル・インバランス——『世界不均衡』の性格の解明に向けて——」田中素香・岩田健治編『現代国際金融論』有斐閣, 2008年