

# グローバル・インバランスとドル体制

山 上 宏 人

## Ⅰ はじめに

アジア通貨危機（1997年）後の世界経済は米国の成長に牽引されて拡大を続けたが、2000年代半ばには中国など新興国の成長が加わって力強い拡大を続けた。この拡大のなかで世界的な経常収支不均衡が拡大していった。これはグローバル・インバランスと呼ばれるものであり、一方に米国の経常収支赤字の大規模な拡大があり、これに対して日本、欧州、中国、他の東アジア諸国、そして産油国に経常収支の大幅な黒字が発生した。そこでの最大の問題は、米国の経常収支赤字の持続可能性であり、ドル暴落と世界不況に世界経済が巻き込まれる危険であった。しかし、ドル暴落の懸念にもかかわらず、米国への資本流入は継続し、米国の住宅ブームによる好景気を加熱していった。そして米国の住宅バブル崩壊による銀行の信用収縮は米国だけでなく欧州にも広がりを見せて、世界金融危機、世界不況に導いたのである。

このグローバル・インバランスと世界経済危機の関係について、前者を後者の根本的原因とすることには否定的見解もある。しかし、両者は密接に関連しており、前者は後者に対して補助的あるいは補完的な役割を果たしており、後者を増幅させたとする見解が支配的である。確かに、金融危機はグローバル・インバランスを前提にしなくても生じるものであり、根本原因は超緩和的な金融政策と銀行監督体制の不備にあったのであろう。しかし、グローバル・インバランスによる米国への大規模な資本流入がなければ、世界的な金融危機に発

展することもなかったであろう。本稿では、グローバル・インバランスの拡大による世界経済危機の発生という現代の世界経済の構造を明らかにしたい。

## II グローバル・インバランスの展開

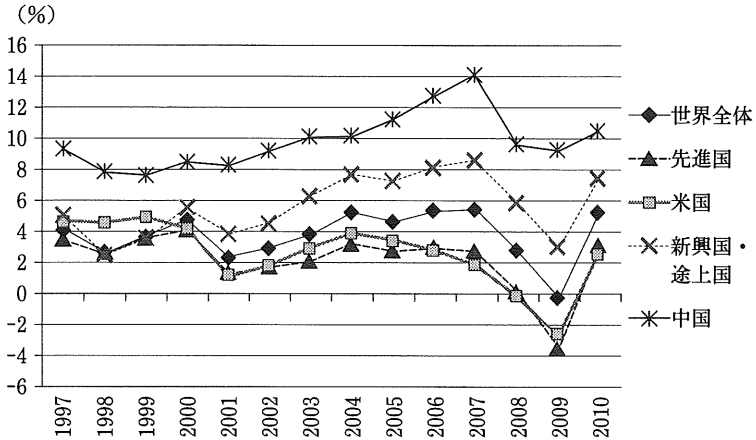
### 1. 世界経済の拡大—米国中心の世界経済成長—

1990年代後半から2000年代末の世界金融危機（2008年）にかけて、米国 IT バブル崩壊（2001年）による景気後退を挟んで、先進国も新興国・途上国も力強い成長が見られた。世界経済は世界の GDP の約4分の1を占める米国と同5%程度だが年率10%を超える高成長を続ける中国が2つの成長エンジンとなって拡大を続けた。内需主導型の米国の成長が輸出主導型の中国の輸出を呼び込んでその成長を牽引し、米国の経済成長が世界経済において主導的な役割を担う体制が成立していたのである（図表1参照）。

アジア通貨危機（1997年）による景気後退以降、世界の成長は米国に集中して世界経済はあたかも「片肺飛行（Flying on One Engine）」状態であった。「グローバルな繁栄は圧倒的に米国の需要に依存している。もしそれが著しく下落すると、世界は不況に突入する恐れがある」のである（Economisit 2003, p.3）。このように警告した The Economist 紙も、2007年には米国の景気に陰りの出てきた中で、「過去には典型的に米国が弱ると残りの世界はすぐに衰える。しかしこのたびは様子が違う。たとえ米国のエンジンが衰えても世界の他の国々がスピードアップした。……世界経済が米国のスーパーマーケットの手押し車に押されているという考えは常に誇張である。……世界経済は米国の買い物客なしにやっていけるかもしれない」と述べている（Economisit 2007, p.14）。先進国も新興国・途上国も自立的な成長パターンに乗った感があったのである。

この世界経済の拡大とともに、2001年以降、資源、食糧などの国際商品の価格の騰貴傾向がみられる。特に、原油価格の高騰が起こっている。この背景には、世界的な経済成長による需要拡大と共に、一方での世界的な過剰流動性

図表1 世界の経済成長



(出所) IMF, World Economic Outlook Database, Oct. 2013 より作成。

(金余り) による投機的需要の拡大があったのである。

## 2. 経常収支不均衡の拡大—グローバル・インバランス—

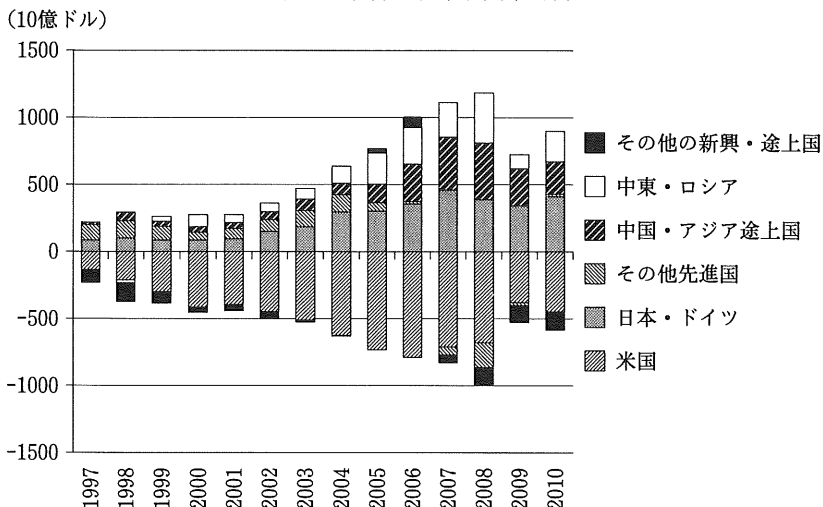
このような米国が主導する世界経済の拡大の中で、世界の経常収支赤字は米国に一極集中して拡大を続けて、かつてない規模にまで拡大していった。一方で、経常収支の黒字は、日本、中国をはじめとするアジア、ドイツをはじめとするEU、中東、ロシアなど産油国を中心に拡大していった（これを「グローバル・インバランス」と呼んでいる。図表2参照）。

米国の経常収支赤字は国内の支出超過による貯蓄不足を反映しており、世界の国々からの米国への投資流入を促している。一方で、アジアを初めとする国々の経常収支黒字は国内の支出不足による貯蓄超過を反映して対外投資を促し、この米国の貯蓄需要をファイナンスしているのである。

米国の『大統領経済報告書（2006年）』（Economic Report of the President 2006）によってその要因を概括しておこう。

米国は先進国のなかで最低の貯蓄率（対GDP比で、1998年18%、2004年13

図表 2 世界の経常収支不均衡



(出所) IMF, World Economic Outlook Database, Oct. 2013 より作成。

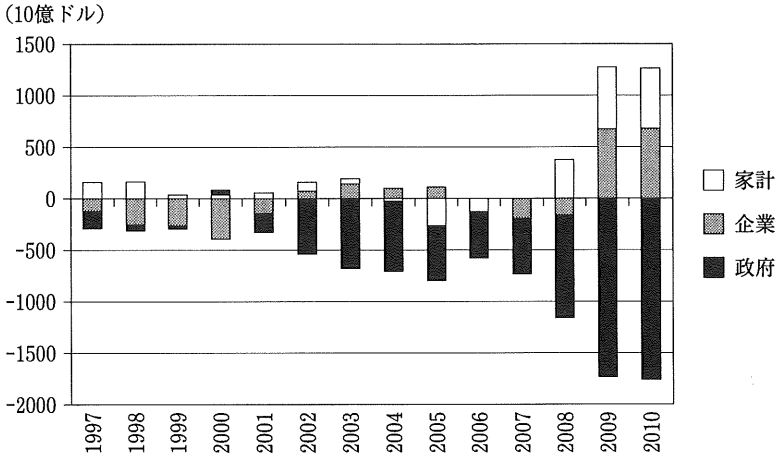
%) に対して国内投資が超過している (対 GDP 比でほぼ20%)。その結果、国内の貯蓄不足による外国貯蓄への需要が発生して、海外からの資本輸入によってこれを満たしている。

低い貯蓄率の要因として、個人消費の上昇がある (対 GDP 比で、1998年67%から2004年70%に上昇)。その結果、個人貯蓄率は低下している (対 GDP 比で、1998年3.4%から2004年1.3%へと低下)。また、2000年代に入って連邦政府の財政赤字は拡大して (政府貯蓄率は、対 GDP 比で2000年2.4%から2004年にはマイナス3.6%に転換している)、いわゆる財政収支と経常収支の「双子の赤字」が生じている (図表 3 参照)。

このような国内貯蓄不足を海外からの資本流入による外国貯蓄によってファイナンスできている背景には、①米国経済の高成長と高生産性による高投資利益の配分、②大規模で効率的な金融市場と基軸通貨ドルの提供、がある。

一方で、日本やドイツでの貯蓄超過の要因として国内投資の停滞 (投資率低下) がある。

図表3 米国の部門別貯蓄・投資バランスの推移



(注) 貯蓄超過 (+), 投資超過 (-)。

(出所) U.S. Bureau of Economic Analysis, Sept. 2013 より作成。

日本は先進国のなかで国内貯蓄率の高い国であるが、近年低下傾向が見られるにもかかわらず（対 GDP 比で、1995年30%、2004年28%）、一層の国内投資率の低下によって（対 GDP 比で、1995年28%、2004年23%）、むしろ貯蓄超過は拡大している。この新規投資停滞の背景には、①80年代のバブル期における過剰設備投資、②90年代におけるバブル崩壊後の不良債権の拡大、③低成長とデフレ圧力による投資抑制、がある。

ドイツの国内貯蓄率はほぼ安定しているが（対 GDP 比で21%）、国内投資率が低下して（対 GDP 比で、1995年22%、2004年で17%）貯蓄過剰となっている。この背景には労働市場の硬直性があり、新規ビジネス設立および投資の抑制が引き起こされており、高い失業率（2005年で9.5%）となって現れている。

新興国、産油国の貯蓄超過の要因は、輸出の拡大による高い経済成長と国内の高い貯蓄率である。

中国では、国内投資率は急上昇しているが（2005年で対 GDP 比46%）、し

## グローバル・インバランスとドル体制

かし、世界の最高水準にある貯蓄率はさらに急上昇している（2005年で対GDP比52%）。海外の民間直接投資の流入と共に、輸出拡大、投資拡大による高成長が続いており、国内所得の拡大による貯蓄の拡大がおこっている。また、年金・健康保険などの社会保障の不備、消費者信用・ローンの不備などによって、家計の貯蓄を高めている。

ロシアや中東の産油国では、石油・天然ガス価格の上昇による輸出収入の拡大（オイルダラー）によって、国内貯蓄率の上昇と財政収支黒字の拡大がみられるのである。

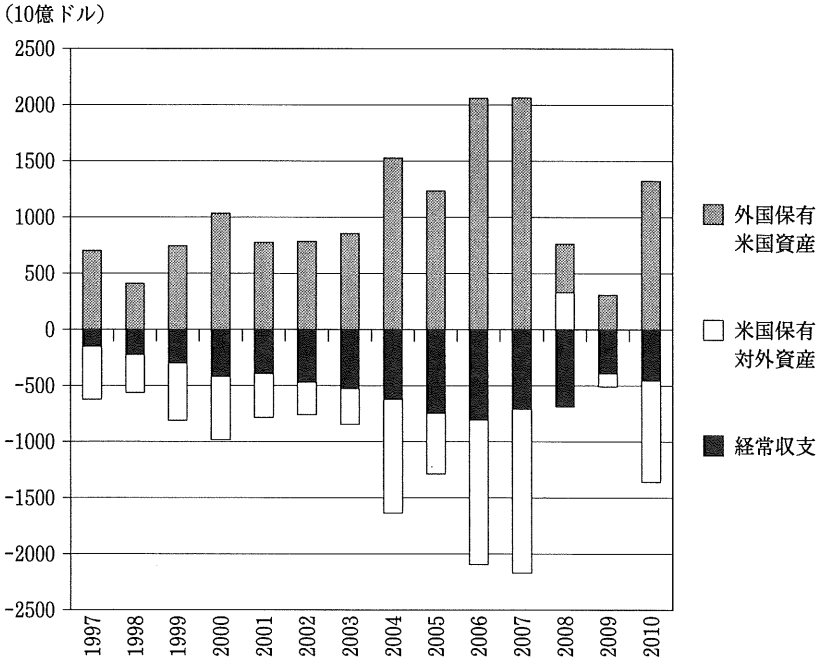
このようなグローバル・インバランスは、米国の過剰消費（浪費）によるものか、アジアなどの過剰貯蓄（節約）によるものなのか。世界経済における米国の経常収支赤字（支出超過）は「世界におけるケインズ主義的な安定化政策の役割」（Corden 2006, p. 16）を果たしている（これを「グローバル・ケインズ主義」と呼んでおく。米国は「双子の赤字」状態にあり、米国の財政政策はまさに内外にわたってケインズ主義を実行していたことになる）。米国はまさに世界経済の覇権国の任務として「世界の最後の消費者」（Economist 2005, pp. 21-22）の役割を果たしているのである。もしEU、日本、アジア新興国・途上国などに過剰貯蓄があり、世界的に需要不足にあるとすれば、米国のグローバル・ケインズ主義は世界の雇用安定に貢献することになる。もし米国の過剰消費によって世界的に需要超過にあるとすれば、米国のグローバル・ケインズ主義は世界的にインフレやバブルを引き起こす恐れがある。グローバル・インバランスはいずれの状況でも起こりうるものであり、したがって米国のグローバル・ケインズ主義が適切に機能しているのかどうか問われている。

### III グローバル・インバランスとドル危機

#### 1. 米国の経常収支赤字累積と対外投資ポジション

グローバル・インバランスにおける米国の経常収支赤字は、レーガン政権下における80年代と比べてもその規模をはるかに上回って拡大を続けた（ピーク

図表4 米国の経常収支と資本収支の推移



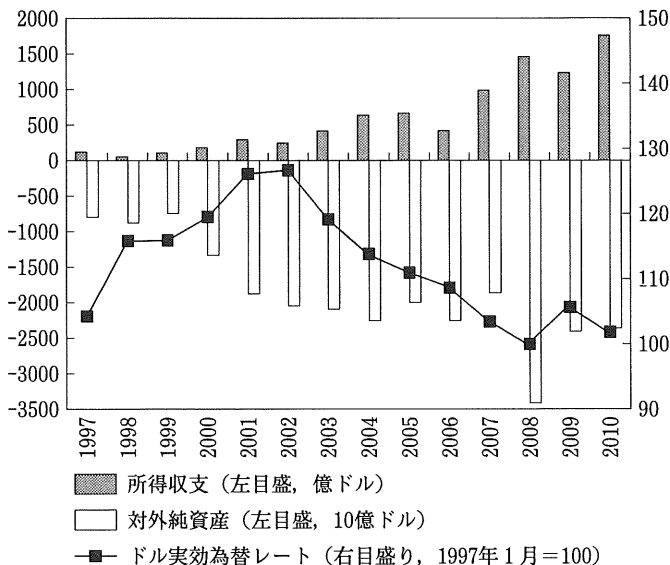
(注) 外国保有米国資産増加／資本流入 (+), 米国保有対外資産増加／資本流出 (-)。  
 (出所) U.S. Bureau of Economic Analysis, Sept. 2013 より作成。

の87年の1600億ドル，対 GDP 比3.3%に対して，2006年で8000億ドル，対 GDP 比 5.8%である。図表4 参照）。このような経常収支の赤字累積によって米国の国際投資状況は悪化していった。米国の対外純債務残高は大きく上昇している（対 GDP 比で，1995年で4%，2005年で22%）。しかし投資収益を含む所得収支は黒字を維持していた（1998年に対 GDP 比0.05%と最低となったが，その後はむしろ拡大している。図表5 参照）。

ところで，このような米国の国際投資状況は，経常収支赤字の累積をそのまま反映していないことがわかる。これは基軸通貨国である米国の特殊な事情を反映しているのである。

米国には経常収支赤字を上回る世界の国々の米国資産保有（公的準備資産の

図表5 米国の対外純債務残高と所得収支



(出所) U.S. Bureau of Economic Analysis, Sept. 2013 より作成。

ほかに民間対米資産の保有がある)の増加(資本流入)があり、国際収支上、この超過分は米国保有の対外資産の増加(資本流出)となっている(図表4参照)。2005年の国際収支表で見ると、経常収支赤字7398億ドルに対して、資本収支黒字(流入超)7007億ドル、その構成は、外国保有米国資産増加1兆2473億ドル(うち、外国公的資産増加2593億ドル、その他外国資産増加9881億ドル)、米国保有対外資産増加5466億ドル(うち、米国政府資産減少196億ドル、米国民間資産増加5663億ドル)となっている。これを対外投資残高で見ると、対外負債(外国保有米国資産)は主に財務省証券および民間債券・銀行債務(短期・ドル建て)の流動債務、対外資産は主に直接投資・株式(長期・現地通貨建て)のリスク資産で構成されている(図表6参照)。

米国は単に経常収支赤字ファイナンスのために対外借入を行っているのではなく、巨大な国際的金融仲介者として、積極的に世界の国々に対して短期借り・



図表6 米国の対外資産・負債構成

(10億ドル, %:2005年)

資産		負債		純額	
米国政府資産	265	(2.5)	外国公的資産	2,313 (18.1)	△2,048
公的準備資産	188		米国政府証券	1,725	
その他資産	77		銀行債務その他	587	
米国民間資産	10,505	(97.5)	外国その他資産	10,448 (81.9)	57
直接投資	2,651	(24.6)	直接投資	1,906 (14.9)	
株式	3,317	(30.8)	米国財務省証券	644 (5.0)	
債券	1,011	(9.4)	株式	2,110 (16.5)	
貸付	3,524	(32.7)	債券	2,243 (17.6)	
うち銀行	2,506	(23.3)	銀行債務その他	3,545 (27.8)	
合計	10,772	(100%)		12,762 (100%)	△1,990

(出所) U.S. Bureau of Economic Analysis, Sept. 2013 より作成。

長期貸しによる流動性とリスクの変換を行っている。米国は基軸通貨発行国（世界の銀行）として自己あてのドル債務による負債決済によって国際収支赤字の自動的ファイナンスが可能であると同時に、国際金融センター（国際資金の回転台）として大規模な国際資金の導入と対外投資を行っているのである。ロンドンのような国際金融センターはオフショア市場として米ドルなどの外貨建てでの資金の調達と運用によるその利ざや稼ぎを行っているに過ぎない。この点で、基軸通貨国米国は国際通貨発行機能を持った国際金融センターであり、本国通貨であるドル建て債務による資金変換を行うという意味で基軸通貨国（ドル）の特権がある。これによって米国には、外国政府の外貨準備保有増加（ドル債務）を通じた国際収支（公的決済収支）赤字のファイナンスによる「シニョリッジ（国際通貨発行利益）」の存在（対外投資超過あるいは輸入超過による利益）、そしてドル建て・短期債務資金の導入と外貨建て・長期資産への対外投資による大幅利益の獲得と言う「法外な利益」が存在するのである（これを「法外な特権」(exorbitant privilege) と呼んでいる<sup>(1)</sup>）。

米国の国際投資状況はこの「法外な特権」の存在によって極めて有利な状態

を維持できる。米国の対外総資産・負債に対する総利益は、①対外負債に対する対外資産の超過投資収益（この超過投資収益はほぼ所得収支に相当する）と、②資産価格および為替レートの変動によるドル資本利得・損失（キャピタル・ゲインおよびロス）、の2つで構成される。前者は「収益効果」(return effect, 各種資産内での高収益)と「構成効果」(composition effect, 負債側に低収益資産を持つバランス・シート上の非対称性)に分かれる。後者を「評価効果」(valuation effect)と呼ぶ(Gourinchas and Rey 2005, pp. 3-4)。米国はこれらの効果によって、所得収支および対外純債務残高において有利な影響を受けるのである。

Gourinchas and Rey (2005)によると、米国の対外投資残高の総利益(1952-2004年)には次のような特徴がある。第1に、所得収支に比べて総利益の浮動性(volatility)が大きいことである。総利益の対GDP比は-3.4%から6.4%の間をプラス、マイナスに大きく変動しているが、所得収支の対GDP比は0.09%から1.2%の間に安定している。したがって、総利益は評価効果(主に為替相場変動による)に大きく左右される。第2に、総利益はドル増価期には大きなマイナスが続く。第3に、相当の浮動性にもかかわらず、平均総利益は所得収支と一致して相当のプラスである(総負債の平均実質利益率3.61%に対して総資産の平均実質利益率5.72%であり、2.11%プラス)。ブレトンウッズ体制下の総資産の平均利益率(4.04%)は総負債の平均利益率(3.78%)よりもわずかに大きいだけであるが、変動相場に移った1973年以降のポスト・ブレトンウッズ体制下では、大きな平均総資産利益率(6.82%)に対して平均総負債利益率(3.50%)は小さく、そのギャップ(3.32%)は拡大している(Gourinchas and Rey 2005, p. 10)。したがって、為替相場の変動拡大によって総利益の超過利益が拡大しており、ドル減価のプラスの効果が大きく影響していると言えるのである。その結果、経常収支赤字の累積による対外純債務残高の理論値とその実績値の間には大きなギャップが生じている。

対外純債務残高をみると、2002年以降は、経常収支赤字が5000億ドルを超え

て拡大を続けているにもかかわらず、ほとんど上昇がみられない（対GDP比ではむしろ下落している。図表4・5参照）。これは1995年以降上昇を続けていたドル相場が2002年以降に下落に転じたことの結果である。米国は、グロスでの対外負債を大規模に受け入れると同時に、グロスでの対外資産を大規模に保有している。その対外負債は自国通貨のドル建てであり、対外資産は外国通貨建てであることから、ドル下落によってドル建ての対外純債務残高は下落するのである。

所得収支をみても、純債務国である米国にとってそれは赤字であってもよいのだが、対外純債務残高の上昇にもかかわらず黒字が続いている。これは、米国が外貨準備、民間債券、銀行預金などで短期資金を預かって、対外直接投資や証券投資などを行う国際的ベンチャー・キャピタル機能（Gourinchas and Rey 2005）を果たしていることから、対外債務利子などの支払いに対して対外資産収益の受け取りが高いからである。

このような米国の国際投資状況からみると、財・サービス収支の赤字によって対外純債務残高が拡大していても、ドル減価によってこれを相殺するように対外純債務残高は縮小し、所得収支も黒字を続けるのである。したがって米国の経常収支の赤字が拡大していても、対外純債務残高が急上昇して海外資金の流入がストップするとか、債務不履行（デフォルト）におちいるとかいう状況にはならないのである。このことから、米国の大規模に拡大を続ける経常収支赤字の持続可能性について当初から懸念が表明されてきたのであるが、楽観的な見方も多く聞かれるようになるのである。

## 2. 米国経常収支赤字の持続可能性

The Economist 紙は再三にわたって米国に依存した世界経済のドル暴落の危険について警告を続けてきた。

海外から加速する率で借り入れることは永くは続けられない。最終的には債務の利子負担が大きくなる。しかし、それより前に外国人は必要な資本の供給に躊躇

## グローバル・インバランスとドル体制

することになるだろう。……アジアの中央銀行はその通貨を弱く維持してアジアの米国への輸出を支持した。しかし米国の貿易赤字の拡大は今や特に中国に対する国内の保護主義的圧力となっている。……アジアの通貨が調整しなければならぬか、米国が自由貿易から撤退するかのいずれかである。政治的理由でも経済的理由でも、世界が1つのエンジン（米国）に依存するのは限界に達しつつある（Economist 2003, p. 4）。

ドル急落の予言を続けることについて「オオカミが出たぞと何度も叫ぶこと（crying wolf too often）で困るのは人々の信用を失うことだ」としながら、ドルの急落はないという楽観論に対して、「私たちに信じなさい。オオカミは本当にいる」と警告している。「1985年からの3年間にドルは他の通貨に対して50%下落した。インフレと債券収益は上昇し、1987年10月には株式市場は崩壊した。米国の経常収支赤字は今やその時の倍ほど大きく、したがってドルの全体下落、そして他の金融市場への影響ももっと大きいはずである。オオカミは舌なめずりしている」（Economist 2004, pp. 75-76）。

### （1）持続可能性の3つの制約

大規模に拡大を続ける米国の経常収支赤字の持続可能性について早くから警告を発したのは Mann (1999) である。「持続可能（sustainable）とは平衡状態（stasis）のことであり、対外収支がその軌道を変化させるようなそれ自身の経済諸力を生みださないような安定状態あるいは安定経路である」。持続可能な経常収支は、経常収支と為替相場、利子率の間のフィードバック関係によってマクロ経済諸力に安定した関係を維持している状態である。もし大規模な経常収支赤字は返済されないかもしれないとの心配を投資家に引き起こすと、彼らが多少の資産の売却を決めることで利子率上昇圧力あるいは為替相場減価圧力を生み出す。この場合、この定義によって経常収支赤字は持続可能ではない（Mann 1999, p. 151）。

経常収支不均衡が持続可能かどうかは、借入国（経常収支赤字国）および投資国（経常収支黒字国）からみた経済的制約と通商摩擦などの政治的制約が考えられる（Mann 1999, pp. 152-155）。

借入国側の制約は、経常収支赤字の累積によってマイナスの純国際投資ポジション（NIIP）を無制限には拡大できないことである。マイナスのNIIPに対する純投資収益支払によってその経済のすべての資源を必要とすることになり、国内消費のために何も残らないからである。そこでの基準はNIIPに対して債務返済の手段となるGDPの比率、つまりNIIPの対GDP比（NIIP/GDP）となる。GDPが成長するかぎりNIIPの拡大は可能であり、したがって資本流入、つまり経常収支赤字は継続可能である。また、NIIPの債務構成の特性を考えると、債務証券の利利率が低いほど、そして株式証券のシェアが高いほど、また自国通貨建ての債務シェアが高いほど債務返済の負担が小さいから、それだけ経常収支赤字の継続が可能となる。

投資国側の制約はそのポートフォリオ制約にあり、その成長と構成が影響を及ぼす。投資国の成長でその富のポートフォリオは成長し、外国への貸付けは全体に増加する。一方で、投資国のリスク・収益に対する態度と投資分散の要求は借入国（米国）資産への需要に影響する。米国資産が高収益を提供すれば、外国の投資家はそれを一層購入する用意があるかもしれない。しかし、ある時点でポートフォリオ分散の要求がそれを制限するかもしれない。外国投資に対する収益率の変動（利利率あるいは為替相場の変動による）が大きいと、外国資産への投資は一般に低下する。米国金融資産（ドル建て）の保有に関して、米国がインフレ・為替減価（ドル安）によって外国人保有資産の価値没収の強い誘因<sup>(2)</sup>を持つかもしれないという外国投資家の不安はその投資のブレーキとなるかもしれない（Eichengreen 2006, p. 646）。借入国（米国）資産への需要が小さすぎると（したがって借入国の経常収支赤字が大きすぎる）、投資国と借入国の要求がマッチしなくなり、資産価格（利利率および為替相場）の調整が必要となる。

しかし、外国の米国資産保有に関してドル本位制の基盤は強固である。いかなる発端のドル取り付けも、自国通貨の増価防止のためにドル買いを支持する外国の中央銀行によって相殺される。なぜなら、ドル買い支持を行わなければ

その国の国際通商上の競争力を喪失することになるからである。また、米国経済の成長の減速によって米国への資本流入が減速するとしても、世界の国々のもっと早い成長がまた国際流動性の需要を拡大する。外国の企業と金融機関（中央銀行を含む）は、ドル預金残高、米国財務省証券などをなお一層蓄積しようとするようになる。この流動性の供給は米国に還流する相殺的資本に匹敵するものである。したがって、世界ドル本位制の視点からすると、ドル、そして世界経済におけるその特殊な地位は、米国経済の相対的減速のたぐいに対して脆弱ではないのである（McKinnon 2001, p. 237）。

政治的制約に関しては、経常収支赤字の実物的側面と貨幣的側面から被る赤字国居住者の負担の許容度が問題である。貿易収支の赤字に関しては、「一国の貿易収支赤字が大きくなって、ある部門に与える影響が異なると、貿易協議事項に関する政治活動（議会でも政府でも）がしばしばある国内市場の保護を意図して増加する」（Mann 1999, p. 155）。また、経常収支赤字国は資本輸入国であるが、外国人が自国の資本ストックの相当部分（直接投資に基づく）を保有することを容認するかどうかである。

米国での生産的資産の広範な外国所有（外国人による「米国経済の買い占め」）に対して強い拒否反応が起こりそうである（Eichengreen 2006, p. 646）。米国の経常収支赤字に関しては、その政治的持続可能性は借入国あるいは投資国の視点での経済的持続可能性よりもはるかに早く崩壊するようである。プラザ合意（1985年）によるドル切り下げ当時の米国の経常収支赤字は対GDP比で3%に過ぎなかったのであるが、米国には貿易協議事項に関する保護主義的立法であふれており、これと相乗効果をもって日本企業による米国企業買収に対して「日本が米国を買う」という反日キャンペーンが盛り上がったのである。

2000年代の米国経常収支赤字が80年代の赤字に比べて、政治的持続可能性の問題に発展しなかったのは赤字の相手国の違いがあるだろう。80年代の日米通商摩擦は米国の基幹産業部門（自動車、鉄鋼）での衝突となって、極めて政治イシューとなりやすい状況であった。2000年代の通商摩擦は主に米中間のもの

であったが、産業間の衝突は顕著ではなかったのである。

## （2）ソフトランディング、ハードランディング？

米国の経常収支赤字が持続不可能になれば、そこに調整がはじまる<sup>(3)</sup>。調整は資産価格（利子率および為替相場）の変更と支出変更によって経常収支不均衡の持続可能なポジションへの回帰を促す。この調整が漸進的にスムーズに進むか（ソフトランディング）、あるいは突然の危機によって強制されるか（ハードランディング）、これは諸変数のフィードバック関係の状況によって異なってくる。

ソフトランディングのシナリオによると、米国ではドル減価と利子率上昇によって家計貯蓄の引き上げ（特に住宅価格上昇減速の効果）がおり、これに財政赤字削減が加わって国内貯蓄の拡大が始まる。新興国・途上国での内需拡大は、投資の質の改善とレベル向上を支援する金融部門改革によって促進する。消費拡大は消費者信用の拡大、安全網の確立によって実現し、高貯蓄率は低下する。為替レート増価は国内購買力を高めるのに貢献する。欧日も構造改革が進んで国内投資・消費が拡大する。米国の経常収支赤字縮小の見通しは外国の民間投資家に対して米国のドル資産購入に満足を与えて、経常収支赤字の漸進的な調整に資することになる。

これに対して、ハードランディングはドル暴落のシナリオである。外国の投資家は米国の経常収支赤字拡大が継続するなかで赤字削減の見通しがないと分かると、一層大幅のドル減価を予想して直ちにドル資産の売却に動くことになる。米国への資本流入が停止して逆転つまり資本流出が生じて、米国の利子率は外国投資家を引きもどすために急上昇する。そしてドルの為替レートはオーバーシュートしてドル暴落がおこる。これは短期間での調整を強制するものであり、米国の金利は急上昇して景気後退が起り、ドル下落とあいまって世界経済の景気後退に波及する。これによって世界経済に急激な調整をもたらす、米国の経常収支赤字を一挙に削減することになる。

ハードランディングは外国の投資家が米国当局による経常収支赤字削減の政

策に疑いを持つことに始まる。Krugman (2007) はドル暴落がおこるのは「外国投資家の近視眼的行動」(大幅なドル減価を予想しない米国資産購入) が前提となるとしている。

投資家が近視眼的である可能性を導入すれば、この近視眼が結局は成り行きによって修正される可能性が導入される。ある時点で投資家にはドルが急落しなければならないことが明白になる。そしてその時点は突然である。……ドル急落を予測する唯一の理由は、今日の資本流入が非合理的な期待に基づいている、つまり投資家の期待する将来の為替相場の経路が国際収支の調整可能な経路と一致しないと信じられているかどうかである。もし市場が必要な将来のドル下落を考慮に入れそなっていれば、見渡して通貨を支持するものが何もないと気づくときに、結局「ワイリー・コヨーテの瞬間\*」が来るであろう。その時点でドルは急落するだろう (Krugman 2007, pp. 439-440)。

\* うまくいきそうな企てが最後の最後に失敗する瞬間。

### (3) ドル暴落シナリオ

ドル暴落説には、途上国への資本流入の急停止(サドン・ストップ)と通貨急落、そして大幅の景気後退という「サドン・ストップ論」<sup>(4)</sup>との類似性がある。

途上国への巨額の資本流入には、金融危機(債務不履行)だけでなく通貨危機(通貨暴落)、銀行危機(銀行倒産)、インフレ危機(インフレーション)を伴うものである。巨額の資本流入とともに、国内銀行信用の拡大、経常収支悪化、実質為替レート増価、資産価格上昇(それは資産価格ブームあるいはバブルを起こすかもしれない)、GDP成長率の上昇が、通貨・銀行危機、そしてサドン・ストップの前夜に現れる。そして資本流入の急停止と逆流(海外への純金融資産移転)とともに国内銀行信用も縮小に転じ、急激な経常収支調整と実質為替レート減価がおこる。国内投資水準は下落し、GDP成長率も急落する。

資本流入は経常収支赤字と外貨準備の蓄積とも連動している。それは通常資本流入とともに生じる為替レート増価の傾向を回避あるいは緩和しようとする中央銀行のドル買い支持の継続によるものである(これは「為替フロートの恐怖(fear of floating)」あるいは「為替増価の恐怖(fear of appreciation)」と呼



ばれている<sup>(5)</sup>。

この途上国への資本流入の急停止による為替下落の効果に関しては、経済開放性と債務ドル化の2つの要因が重要となる。開放的経済に比べて閉鎖的経済ほどサドン・ストップに対応すべき為替下落の程度は大きくなければならない。また対外債務の通貨ミスマッチの問題があり、債務ドル化の比率が高いほどハードカレンシー（ドル）での所得獲得のために貿易部門の拡大が必要である。したがってドル債務比率が高い閉鎖型経済の途上国ほどサドン・ストップに対して脆弱であり、通貨下落の影響も大きいのである（Calvo and Talvi 2005, pp. 20-23）。

しかし、このサドン・ストップ論によってドル暴落を類推するには制約がある。経済開放性の要因を考えると大国米国は閉鎖型の経済であり、為替レート調整による変動は大きく、経常収支赤字の拡大に応じて大幅なドル下落の必要性が警告されるところである。ところが、対外債務の通貨ミスマッチの問題<sup>(6)</sup>に関しては、米国にとってほとんどがドル建て（自国通貨建て）であることから問題とならない。多くの国が持続可能性の危機に直面するのは、自国通貨を支払いに必要なハードカレンシー（ドル）に交換不可能であることであり、対外債務がほとんどドル建ての米国にとっては問題とならないのである。もし投資家はそのポートフォリオの中で望ましいシェアに達すると、米国は投資家を引き付けるためにより高い利率を提供すべき状況にあり、経常収支赤字の持続可能性が問題になっているが、直ちに危機（ドル暴落）にはつながらないと思われる。

また米国の債務構成が重要である。米国の対外債務のうちで外国民間投資のほぼ4分の3は長期のより安定した投資、つまり直接投資、株式、そして長期債券（1年以上の満期）である。もし短期貸付であれば信認を無くした投資家は新規債務への乗り換えを拒否するだろう。しかし長期投資の場合には資産価値は下落するだろうが（もし投資家がこれを売れば資産価格の下落が起こる）、投資家が貸付を継続しなかった場合に比べてそれほど深刻ではない。これは持

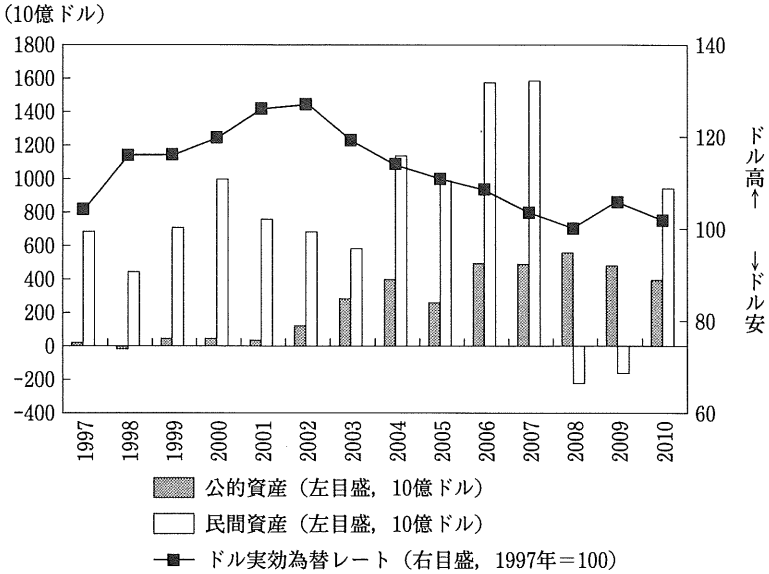
続不可能な状況での調整の現れではあるが必ずしも危機を意味しないのである。

米国財務省証券に関しては、国内およびグローバル市場は世界で最も成熟した市場であり、外国保有者による売却決意が利子率上昇や為替減価の圧力につながることはない。このような状況では国内および国際投資家集団の残りの者が格安価格となった証券を購入できる状態にあるからである。「為替増価の恐怖」をもつ途上国政府は自己通貨増価を防止する市場介入によってドル買支えを行うことから、米国政府証券への投資を通じてドル減価による米国の対外均衡調整の促進を防ごうとする諸外国の重商主義的方策によってもドル暴落への抑制が働いている。

実際にドル暴落はおこらなかった。しかしすでに2002年からドルは下落に転じていたのである。1995年以降、「強いドル政策」に転じたクリントン政権（ルービン財務長官）のもとで、日欧の低金利資金は米国に流入し、97年のアジア通貨危機以降は新興国からの米国への資金還流が起こる。これはIT景気による米国のニュー・エコノミーを推進した。米国への資本流入に伴ってドル高がおこるが、ITバブル崩壊で民間資本流入は減少に転じ、為替レートも2002年をピークにドル安に転じた。5000億ドルを超えて拡大する経常収支の赤字をカバーできない部分は公的部門（外国政府の外貨準備の増加）によって埋め合わされることになるのである（米国への資本流入と為替相場に関して、図表7参照）。

欧州の民間投資家は対外投資リスクに対して敏感である。米国のITバブルの終焉と共に欧州から米国への資本流入は鈍化する。欧州中央銀行がユーロの為替変動を容認することから2003年よりユーロ高が進んだ。これに対して東アジア諸国は輸出志向の成長政策をとる傾向にあり、為替増価（ドル安・自国通貨高）を回避するために市場介入して為替安定を図る。東アジア（日本を除く）では民間対外投資は低調であり、経常収支黒字は公的対外投資（外貨準備増加）で吸収されることになる。世界の外貨準備の増加はほとんどこの地域で発生しており、対ドル・レートは安定しているのである。

図表7 米国への資本流入とドル為替レート



(出所) U.S. Bureau of Economic Analysis, Sept. 2013 より作成。

#### IV グローバル・インバランスと世界金融危機

##### 1. 国際金融市場統合とグローバル・インバランス

米国の経常収支赤字の持続可能性に関して、当初の警告にもかかわらず明確な調整傾向が見られないなかで、米国経済の高い生産性と収益性、また米国金融市場の信頼性が世界の投資家から資金を引き付け続けることで持続可能であると楽観論が現れてきた。つまり、グローバル・インバランスは国際金融市場統合のもとでのグローバルな貯蓄・投資均衡の表れであり、その意味で米国の経常収支赤字は持続可能なものなのである。

当時のFRB議長グリーンSPANの見解では、当面は米国の経常収支赤字の拡大は不都合なく順調であり、この赤字のファイナンスへの不安となるような証拠は見当たらない。国際金融市場におけるグローバルな金融規制緩和と情報・通信技術進歩、透明性・開放性と投資家保護支援システムによって、国際金融

仲介コスト削減による長期金融仲介の増大と「ホームバイアス」(収益率格差と無関係に、国内貯蓄の不釣り合いに大きい部分を国内資本資産に投資すること)の縮小による投資家の範囲の拡大によって、対外負債による資金調達能力は増大するのである。そして「グローバリゼーションの進行による一層伸縮的な国際金融システムの創出によって、現在の不均衡がほとんど混乱もなく緩和されることを歴史は示している」とソフトランディングを予想しているのである (Greenspan 2004, pp. 6-10)。

楽観論の先陣は Cooper (2001, 2005) であった。「米国投資は世界中で有望だと見られているが、それは米国経済が良好で堅実なパフォーマンスを実現しているからである。その結果、投資資金の流入がドルを高騰させる。そして、それが外国品の競争力を一層高めて、米国の経常収支赤字を拡大するのである。つまり米国への資本流入は経常収支赤字の原因であって、経常収支赤字の補填のためではないのである (Cooper 2001, p. 222)。「米国経済は世界の国内総生産の4分の1以上、世界の市場性金融資産のほぼ半分を占めている。さらに、それは欧日よりも高い実質資本収益と、新興国が提供するよりも一層信頼性のある確実な収益を提供する。財産権はしっかりと確立しており、紛争解決は他の国に比べて公平である。市場はよく発達して比較的流動性も高い」。新興国にとって海外投資機会が利用可能となれば、米国の投資機会は極めて魅力的でありさらに拡大可能と考えられる。流入資金が米国経済の生産能力の改善と革新に投資されて、対外純債務の平均利回り水準をこえる GDP 成長率を実現するかぎり、経常収支赤字の拡大は問題ではない。「米国が心配すべきは、国内投資よりも大規模の財政赤字をファイナンスするための海外借入なのである」(Cooper 2005, pp. 3-6)。

まさに IT 景気と「ニュー・エコノミー」を標榜する米国には、97年アジア通貨危機以降、新興国からの資金還流がおこったのである。「ニュー・エコノミー」による急な生産性成長と高い企業収益性が米国の急成長と外国資本の誘引を実現することで、米国の対外負債の対 GDP 比率が急上昇することはない

であろう。しかしITバブル崩壊によって米国の投資は後退する。これに代わって米国の経常収支赤字は国内貯蓄の減少（消費拡大，政府赤字拡大）を反映したものとなる。これに加えて，外国の投資も生産性と収益性によって刺激される民間株式投資よりも債券投資が増えており，特に政府の外貨準備蓄積が優勢になるのである。したがって「ニュー・エコノミー」による経常収支赤字持続可能論は根拠を失うのである（Eichengreen 2006, p. 648）。

次に登場するのが新FRB議長バーナンキによる「世界的貯蓄過剰（global saving glut）説」であり，米国の経常収支赤字の拡大と世界的な長期金利の低下傾向を説明するものである。世界にはふんだんに貯蓄があり，米国はその最適の投資先となり，巨額の経常収支の赤字を続けることができるというものである（Bernanke 2005）。欧日を初めとして，新興国，産油国にも国内投資機会が不足して国内貯蓄が過剰となり，輸出超過（経常収支黒字）を通じて海外に向かっている。米国では，この貯蓄供給の増加が資本流入を通じて株式市場ブーム期に株価を押し上げ，続いて住宅価格の上昇を助けて，その結果として消費拡大・貯蓄率低下を引き起こし，経常収支赤字の拡大に貢献したのである。つまり，米国の経常収支赤字拡大の原因は米国外にあり，国内指向の政策（貯蓄率引き上げ策）は世界経済に対してデフレ効果を持つだけであって，この問題の解決とはならない。米国の経常収支改善の直接的アプローチとして，途上国が借り手（経常収支赤字国）として国際資本市場に再参入するような投資環境の改善が必要なのである。

ところでこの世界の貯蓄供給拡大の重要な要因が，新興国の資金純使用者（資本輸入国）から純供給者（資本輸出国）への変容であるとされる。その主な理由が1990年代におこったアジア通貨危機（1997年）における資本流入のサドン・ストップ，通貨下落，金融危機であり，これに対する新管理戦略が資本流出に対するバッファーとしての外貨準備の蓄積である。アジア諸国ではこれを契機に輸出主導型成長による経常収支黒字の拡大と外貨準備の蓄積が進んだのである。

## グローバル・インバランスとドル体制

この新興アジア諸国（特に中国）におけるドル・ペッグの輸出主導型開発戦略に注目したのが「復活ブレトンウッズ・モデル」(Dooley et al. 2003)である。これらの国は工業化を支える先進国からの直接投資を呼び込む一方で後進地域における余剰労働力を工業部門に引き込み、ドル・ペッグ（固定相場制あるいは管理フロート）下での過小評価の為替レートで米国への輸出を促進して経済成長を図るとともに、ドル準備を蓄積するのである。米国の経常収支赤字拡大に伴って欧州などで米国への投資が減少してドル減価、利子率上昇による調整がおこるとしても、アジアが欧州にとって代わって米国への輸出を拡大し、ドル減価（自国通貨増価）に抵抗して一層大きな米国証券への投資を受け入れることになる。これによってアジア全体で公的準備資産の形態での米国金融資産（主に財務省証券）への無制限な需要を形成する。米国にとっては、国内の商品および金融市場を開放することで、ドル準備資産の提供による債務決済によって経常収支赤字を続けることができる。この体制は米国とアジア新興国の双方にとって整合的であり持続可能なものなのである。

「グローバル安全資産不足説」(Caballero et al. 2006)は、米国が安全で流動的な金融資産の提供者であり、アジア新興国の高い貯蓄がここに投資先を求めたものとして、この世界的な貯蓄過剰と長期利子率の低下の図式を描いている<sup>(7)</sup>。アジア通貨危機によって、バブル崩壊、コーポレート・ガバナンス不良、情報に通じた仲介資本の喪失、クローニー資本主義、財産権保護の後退などを背景に、金融市場が未発達のアジア新興国では適切な投資手段の喪失（資産創出能力崩壊）が起こったのである。これらの国では適切な資産供給が減少すると同時にその需要増加がおこる。これによってアジア新興国から米国に向けての貯蓄の再配分（資本流出）と低金利が実現するのである。このような状況が続く限り、米国の経常収支赤字の拡大、対外債務の累積は継続するであろう。しかし、状況が逆転すれば、米国からの急激な資本流出、利子率上昇、そしてドル下落が起こることになるのである。

米国の経常収支赤字の原因を海外の貯蓄過剰に求めるこれらの議論によると、

「グローバル・インバランス」は国際金融市場統合のもとでのグローバルな貯蓄・投資の不均衡調整の経済的帰結であり、したがって米国の経常収支赤字はグローバルな貯蓄・投資均衡化の表れであり持続可能なものなのである。それによって米国の経常収支赤字の原因が米国内の過剰な支出（つまり「浪費」）にあるという非難を回避するものである。

しかし、この議論は誇張されたものである。米国がアジア諸国（特に中国）の輸出主導型成長による外貨準備獲得の目標を達成するために経常収支赤字を受け入れ続けることはないであろう。これは早晩通商摩擦によって維持不可能になるのではないか。これが受け入れられたのは、米国側に経済拡大があり、これによって中国側に経常収支黒字を生み出したのであって、その逆ではないのである。また、アジア諸国の貯蓄過剰が米国金融資産への需要拡大となって米国の経常収支赤字を維持したとしても、それはアジア通貨危機後に生じた過剰な貯蓄の再分配による一時的な資本流出にすぎないものである。その貯蓄過剰がアジア自身の経済拡大によって生まれたものでないかぎり米国の経常収支赤字を継続的に維持できないであろう。したがって、米国側での経済拡大に誘発されたアジア側（日本も含めて）での輸出拡大という連関を抜きにしては、アジアからの資本流入による米国の経常収支赤字の維持という循環は継続しないであろう。

もし米国が輸入超過（経常収支赤字）によってグローバルな貯蓄過剰を吸収しなければ、それは世界的な経済停滞、不況である。米国の高消費と財政赤字はこの世界からの余剰を吸収するのに役立っており、米国の貯蓄を増加させて経常収支赤字を縮小させるという国内のいかなる試みも、世界経済に対してデフレ効果をもたらすということになる。しかし、グローバルな貯蓄過剰を吸収するのに米国の国内支出が過大になり過ぎるとすれば、そこには米国経済自身の破綻によって経常収支赤字の維持も困難となるリスクが存在する。米国はそちらの方に向かって進んだことになる。

## 2. グローバル・インバランスとサブプライム危機・世界金融危機

ドル危機を警告し続けてきた The Economist 紙も世界的な節約シフト (thrift shift), つまりグローバルな貯蓄過剰に戸惑っており, このまま米国の経常収支赤字の拡大が続くようであれば世界金融恐慌さえ起こしかねないと不吉な予言をしている。

世界はグローバルな貯蓄過剰に悩んでいるのかもしれない。……米国の経常収支赤字は米国の浪費を警告しているよりもむしろ, 単に海外の節約の片割れかもしれない。……最近のグローバル貯蓄・投資パターンのシフトは恒久的ではないが, しかしそれは一夜にして逆転しそうでもない。……米国の対外借入の持続可能性について心配を止める時だろうか。……しかし, 救済は間違った反応である。米国が海外から低利資金を獲得できるかぎり, 米国はその経済の均衡回復の誘因をほとんど持たないだろう。したがって, このグローバルな経済不均衡が最終的に解消するときに, それはさらに一層傷つくだらう。……現在の経常収支赤字は過大であり, 危険である。ほっておけば, それは最終的に世界的景気後退, 凶暴な保護主義, そして破壊的な金融恐慌さえも起こしかねない (Economist 2005, pp. 3-24)。

実際に, グローバル・インバランスは, 米国への資本流入停止, ドル下落から世界経済不況へという筋書きとは異なって, 米国のサブプライム危機 (2007年) から世界金融危機 (2008年) への波及, そして世界不況という形で調整が起ることになったのである。

確かに, グローバル・インバランスにおける米国の経常収支赤字と米国への資本流入は不均衡化というよりも国際金融市場での均衡化の現れであり, グローバルな貯蓄過剰はそのアブゾーバーとして米国での国内超過需要を必要としていたのである。因果の始まりは米国側にあり, 米国はアジアのファイナンスがあるが故に国内貯蓄なしに成長可能であったのであり, もしグローバル・リセッションからの脱却がおこってればこの成長を続けることはできなかったのである。

その間に米国経済にはサブプライム危機, そして世界金融危機として噴出するマグマが溜まっていった。米国金融業はグローバルな貯蓄過剰における安全資産ギャップを埋めるために, 低品質のサブプライム・ローンの証券化によ



て安全資産を創造したのであるが、それは欧州の金融機関をも巻き込んで国際金融システム全体をパニックに陥れるという代償を伴っていた。したがって、グローバル・インバランスが世界金融危機に発展した要因として、まずグローバル・インバランスによる米国への資本流入が米国の金融危機（サブプライム危機）を増幅したこと、そして米国の金融イノベーションによる世界的な資金フローの拡散が欧州の金融機関をも巻き込んだサブプライム危機の世界金融危機への波及を生んだことを考えなければならないのである。

#### （1）資本流入、金利低下、住宅ブーム

1990年代末のITブームの終息とともに、米国では2000年をピークに株価の下落、長期実質金利の低下がおこる。長期金利の低下は住宅ローン金利を引き下げて、住宅価格上昇、住宅投資拡大に強大な影響を与えた。金融政策も順応的スタンスに転じて政策金利も引き下げられ、この動きを促進した。米国では1990年代半ばから住宅価格は持続的に上昇してきたが、金利低下はその急激な<sup>(8)</sup>上昇を促した。米国では、低金利は住宅金融市場における異常な期待によって住宅価格の高騰を生み出し、広範な住宅所有と比較的容易な住宅純資産(housing equity)を担保にしたホームエクイティ・ローンによって、消費者支出の急増(貯蓄率の急落)をもたらした。また、不動産価格の上昇とともに住宅投資も増加して、設備投資に代わって国内投資を主導することになる。こうして住宅ブームによる国内支出増加が一層の経常収支赤字の拡大を促したのである。

住宅ローン債務残高は急拡大したが、同時に、米国での住宅ローンの質も悪化した。2004年にはサブプライム、ノンプライムの住宅ローン設定が急増した。同時に、証券化したサブプライム設定が拡大して、2005年、2006年には80%以上に達した。低金利のもとでは、変動金利住宅ローン(ARMs)のシェアも拡大した。これらは多くの場合、住宅価格が下落しないとの仮定のもとに借換えの事態が含意されていた。米国の住宅価格は2004年、2005年には二桁のレートで上昇し、住宅投資と住宅ローン債務も急増した。

このような住宅ローン債務の急増を支えたのは証券化であった。住宅ローン債権を裏付けとする住宅ローン担保証券（RMBS）はそのままではリスクの高いサブプライム・ローンを拡大できない。そこで、住宅ローン担保証券を、優良貸付先のプライム、中間層向けのオルトA、低所得者向けのサブプライムというように、ローンをリスクに応じて分けて、さらに支払優先順位にしたがってトランシェ（シニア債、メザニン債、劣後債）に切り分ける。次に、これを自動車ローンや消費者ローン、中小企業ローンなどの担保証券と適切に組み合わせる顧客のニーズに合わせた債務担保証券（CDO）を作れるのである。

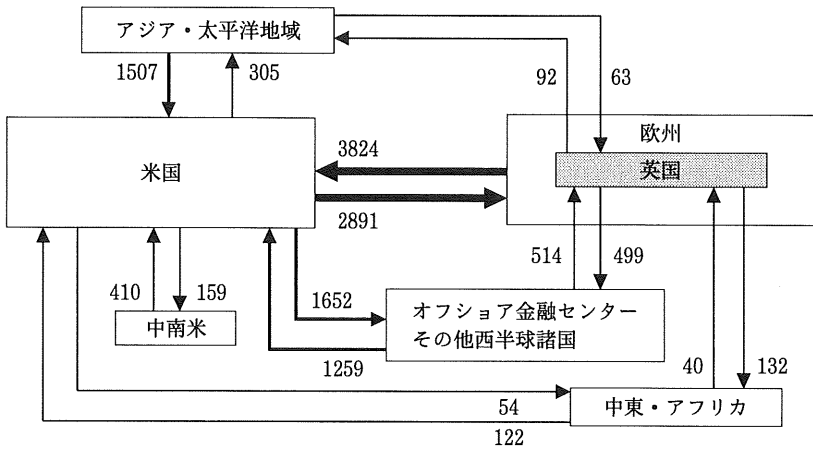
通貨当局は低金利政策に関してインフレ、金融不安定化の懸念をもつようになった。2004年には金融引き締め（政策金利の引き上げ）に転じたが、長期金利は低水準を維持したままであった<sup>(9)</sup>（これは「グリーンスパンの謎」と呼ばれた）。これには2004年頃に始まる世界的な貯蓄過剰、新興国・途上国によるドル準備蓄積の急拡大による米国への資本流入が重要な役割を果たしており、この住宅ブームの支えとなったのは間違いのないであろう<sup>(10)</sup>。

欧州の銀行は、バーゼルⅡの枠組みのもとに必要な規制される資本の削減を期待して、熱心にAAA格の（しかしリスクで不透明な）仕組み商品（structured products）を獲得した。このような規制裁定（regulatory arbitrage）は欧州のグロス対外資産・負債の急増のもとになる1要素である。欧州銀行は、米国の仕組み商品のドル・ポジションを米国のMMFとのレポ取引を通じて獲得したドル資金で調達した。このようなグロス・フローの対米資本流出は米国の金融市場の金融過多（financial excess）と利回り追求（search for yield）を一層煽るものであった（Obstfeld and Rogoff 2009, pp. 26-28）。

銀行危機の前段階に共通する特徴の1つに資本流入がかなりの期間にわたって急増する「資本流入ラッシュ」(capital flow bonanza)がある(Reinhart and Reinhart 2008a)。この流入ラッシュ前後3年間の条件付きの銀行危機発生確率は、無条件の発生確率よりも高いこと、また条件付き発生確率が無条件発生確率より高い国の比率は半数をゆうに上回ること(61%)が指摘されている

図表8 主要国・地域間の資金フロー

(2007年第2四半期, 単位: 億ドル)



(注) ①投資収支（直接投資，証券投資等の合計）から見た資金の流れ。

②データの制約から，アジア・太平洋地域，中東・アフリカ，およびオフショア金融センターは，英国との銀行部門のみを記載。

(出所) 経済産業省『通商白書2010』(2010年7月，8頁)より作成。

(Reinhart and Rogoff 2009, pp. 157-158)。米国もこれにたがわず住宅ブームからサブプライム危機，そして世界金融危機に至るのである。

(2) サブプライム危機から世界金融危機へ

米国のサブプライム危機が世界金融危機に発展した要因を考えるのに，まず米国へのグロス資本流入を概観しておこう（図表8参照）。そこではいくつかの特徴を指摘できる。まず第1に，危機以前（1996-2007年）には経常収支赤字（したがってネット資本流入）のほぼ3倍の規模のグロス資本流入がある。第2に，グロス資本流入の大部分は公的部門ではなく民間部門からのものである。第3に，グロス資本流入の源泉は圧倒的に欧州であって新興国ではない。第4に，危機発生後も経常収支赤字（したがってネット資本流入）は続くが，これと対照的にグロス資本流出はほぼ消失する。グロス資本フローの減少のほとんどは米欧間のものである。第5に，危機直前での米国証券の外国人保有

の全体のほぼ半分は欧州居住者によって占められている (Borio and Disyatat 2011, pp. 13-16)。

この米国への資本流入の構図から明らかなことは、サブプライム危機から世界金融危機への波及において重要な役割を果たしたのは経常収支黒字国 (新興国) のネット資本流入ではなく、欧州民間のグロス資本流入である。経常収支黒字国 (新興国) のネット資本流入は、米国でのサブプライム危機を増幅するのに重要な役割を果たしていたと考えられるのである。

米国の経常収支赤字の拡大、したがって経常収支黒字国 (新興国) からのネット資本流入の拡大がサブプライム危機を増幅する要因となったのは、グローバル・インバランスからおこる資産需給の構造的ミスマッチの大規模な拡大があったからである。米国の経常収支赤字は家計消費と住宅建設の旺盛な拡大による国内支出の増加によって生じたものであるが、この国内支出超過は主に抵当権付債券 (mortgage debt) によってファイナンスされた。米国側には証券化を通じて大量の民間長期資産 (多くは30年) が提供されたが、この長期資産の供給に対応する需要が中国などの新興国の黒字国側には存在しなかったのである。中国などの新興国からの超過貯蓄はほとんどがその中央銀行によって仲介され、大規模の外貨準備が蓄積された。これらの準備はほぼ全部が短期・中期の安全・流動証券、つまり米国財務省証券、および米国代理機関発行の資産担保証券 (ABS) に投資された (両資産は名目上は長期証券であるが、実際に、外国人保有の米国負債のほぼ3分の2は満期まで4年以下であった)。新興国中央銀行による米国政府証券の大量購入による利回り低下でクラウド・アウトされた先進諸国の投資家 (主に米国・欧州・日本) による安全・短期・流動資産の「利回り追求」 (search for yield) に対応して、この超過需要を満たすために大規模の満期・リスク転換が必要となった。これを可能にしたのが「影の銀行システム」 (shadow banking system) である (Gros 2009, p. 5)。

この「影の銀行システム」を構成する資産担保コマーシャルペーパー・コンデュイト (ABCP Conduit) 構造は次の通りである (Acharya and Schnabl

2009)。スポンサー金融機関（sponsoring financial institution、主に大手商業銀行。主な国籍は米国、英国、ドイツその他欧州諸国）によって設立されたコンデュイットは、原資産所有者であるオリジネーター（asset originator）から資産担保証券（ABS）を購入する（その大半は住宅ローン担保証券（RMBS）、商業用不動産担保証券（CMBS）。AAA格の証券化商品、あるいは同格のスポンサー提供資産）。これらの資産のほとんどは経常収支赤字国である米国や英国で創設されたものである。コンデュイットはこの購入資産を裏付けに資産担保コマーシャルペーパー（ABCP）を発行して外部投資家（outside conduit investor、主にマネー・マーケット・ファンド（MMF）、退職年金基金など、短期金融市場のリスクに敏感な投資家）に売って自ら資金を調達する。スポンサー金融機関は、コンデュイットに対して管理サービス（購入資産の選択とABCP発行業務）を提供して対価として手数料を受け取る。また外部投資家に対しては信用保証を提供するのである。

コンデュイットは、短期債務で調達した資金で中長期資産を購入・保有する目的でスポンサー金融機関によって設立されたオフバランスシート機関である。これによってスポンサー金融機関は銀行と同様の流動性と満期転換のサービスを提供できるだけでなく、オフバランスシートを通じた資金調達による資産購入によって自己資本比率規制を回避できるのである。スポンサー金融機関はコンデュイットを通じて相対的に低金利のABCPを発行して、これで高利回りの住宅ローン担保証券（RMBS）を買う。そうするだけで短期金利と長期の利回りの金利差を利用して自動的に利ざやが稼げる。さらに新しく購入しRMBSを裏付けにまた短期のABCPを発行してまた長期のRMBSを買う。こうしてバランスシートの債権・債務の巨額の増加、そして高レバレッジと短期資金依存のリスクが拡大するのである。

このコンデュイットを通じた資産担保コマーシャルペーパー（ABCP）の供給によって、本来長期・非流動・危険資産である住宅ローン担保証券（RMBS）の安全・短期・流動資産への転換が可能となる。しかしコンデュイッ

トは「リスク移転のない証券化」である。銀行ローンの証券化は、通常、銀行によるローン債権の「組成・保有」(originate-to-hold)モデルからそれを証券化商品にして他の投資家に売る「組成・転売」(originate-to-distribute)モデルへの転換によって、銀行部門から外部投資家へのリスク移転を意味している。ところがコンデュイットの場合に外部投資家が損失を被るのは、スポンサーの提供する信用保証とコンデュイット保有資産の価値が ABCP 払戻しに不足する場合だけである。コンデュイットの大半は完全流動性支援の「一般目的複数販売者 (General purpose multi-seller)」タイプおよび「証券裁定 (Securities arbitrage)」タイプのものである<sup>(11)</sup>。したがってスポンサー金融機関には過大なリスクが残るのである。もしリスクが高まってくれば、このレバレッジの拡大は強力なリスク増幅器となる。

ABCP 市場は2004年以降急膨張を続けてきたが2007年夏(7月)に破裂して急速に収縮してしまっ<sup>(12)</sup>た。米国の住宅価格は2006年半ばにピークを迎えた後に下落に転じると、ローン滞納率や差し押えの数が増加して住宅ローン会社が経営危機に陥り、2007年4月に大手のニュー・センチュリー・フィナンシャル社が破綻する。2007年6月には米国大手証券会社ベアスターンズ社の住宅ヘッジファンド2社が経営破綻した。8月にはフランスのBNPパリバが傘下の3つのモーゲージ担保証券の投資ファンドの資産を凍結、9月にはリーマン・ブラザーズを通じてサブプライム・ローンに参入していたイギリスのノーザン・ロック銀行が資金繰り悪化で取付けに合い、サブプライム危機は欧州を巻き込んだものであることが明白になる。2008年3月にはベアスターンズ社は事実上破綻してJPモルガン銀行に吸収合併される。9月には米国政府系住宅金融機関フレディマックとファニーメイの事実上の破綻、そして米国の大手商業銀行・投資銀行の経営危機が顕在化し、大手投資銀行リーマン・ブラザーズが破綻した(リーマン・ショック)。世界中での信用収縮がおこって世界金融危機、世界同時不況に発展するのである。

ここでもドル危機は台本通りには進まなかった。米国でも2007年のサブプラ

イム危機の発生から世界金融危機（2008年）に至る間、ドルは予想通り金融危機の進行とともに急落するのだが、ひとたび危機が深刻になるとドルは急速に押し上げられ、金利は下がったのである。これは米ドルが世界の基軸通貨であることを証明することとなった。世界中の投資家は安全避難所を米国財務省証券に求めたのである。さらにドル押し上げ圧力を加えたのは厳しいドル調達資金不足であった。それは世界中の銀行（特に欧州の銀行）が長期資産ポジションを銀行間市場での短期ドル借入で資金調達を続けており、その市場がフリーズした時に重大な資金調達クライシスが生じたからである。

## V ドル体制の不安定性

### 1. 法外な特権

米国はグローバル・ケインズ主義のもとに、世界のグローバル・インバランスと世界金融危機の主演を演じたにもかかわらずドル暴落もデフォルトもおこらなかった。もし米国が新興国であったなら、「資本流入ラッシュ」(capital flow bonanza) にあって金融危機に陥ると、国際資本市場へのアクセスは「サドン・ストップ」し、通貨価値は急落し、金利は急上昇していたであろう。だが実際にサブプライム危機（2007年）の1年後に起きたのは正反対のことであった。ドルは上がり、金利は下がったのである。これは金融危機の結果として「安全地への逃避」(flight to safety) またドル流動性入手機会の欠如による米国政府証券の購入ラッシュによって起こったが、これはまさに米国の「法外の特権」である。「米国はあまりにも大きすぎてつぶすわけにはいかない。ドルは米国の通貨であるが、問題は関係国で解決しなければならない。現存株式の資本損失の恐れがあって外国投資家は米国政府証券に釘付けになる。……これには多大な救済コストがかかるのであり、米国当局者は基軸通貨国の責任を認識すべきである」(Reinhart and Reinhart 2008b)。

米ドルを基軸通貨とするドル体制において、米国は国際通貨体制に責任を持つ覇権国（リーダー国）として、世界市場の危機において「最後の貸し手」と

して国際流動性を提供し、また「最後の買い手」として国内商品市場を世界に開放しなければならない (Kindleberger 1973, pp. 291-292)。しかし、平時において国内商品市場を世界に広く開放して世界経済の牽引役となり、国際収支(公的決済収支)赤字を通じて国際流動性を提供し続けることで、ドル体制はたえず不安定性をかかえてきた。覇権国として米国の過剰なコミットメントがおこれば、このドル覇権体制は危機に陥る恐れがあるのである。

米国には、国際流動性創出による経常収支赤字の自動的ファイナンス、そしてドル建て・短期債務資金の導入と外貨建て・長期資産運用による大幅利益の獲得と言う「法外な特権」が存在する。それゆえに米国は大規模な財政赤字と経常収支赤字の「双子の赤字」を続けてきたが、アメリカへの貸し付けが急停止して、ドルは急落し、金利は上昇し、アメリカ経済、そして世界経済のハードランディングを引き起こすことは回避されてきた。しかし、大規模な外国からの資金流入が低金利政策、過剰流動性、金融緩和策へとつながり、これが金融監督体制の不備と重なって、オーバー・レバレッジ、リスクの過小評価という風潮が蔓延し、結局、金融メルトダウンを起こしてしまったのである。

米国のグローバル・ケインズ主義(双子の赤字)によるグローバル・インバランスの世界経済は、「法外な特権」を持つ米国の覇権の過剰行使によって極めて不安定となる体制であり、世界をドル暴落あるいは金融危機によるハードランディングに導く恐れがある。Bergsten (2009) も指摘するように、「アメリカの政策決定者は、大規模な対外赤字、支配的準備通貨としてのドル、そして対外赤字とドルの覇権を必然とする大規模な資本流入は、もはやアメリカの国益に合致しないことを認識しなければならない」(Bergsten 2009, p. 21)。

## 2. 市場調整の暴力性

1970年代以降のポスト・ブレトンウッズ体制は、基軸通貨ドルの変動相場レジームと基軸通貨国である米国の大幅な経常収支赤字をベースとするドル体制である。この国際通貨システムはしばしば国際流動性、信認、調整に関するルー



ルを欠いた「ノンシステム」と称される。実際には、米国による国際収支赤字を通じた国際流動性の供給と物価および為替安定によるドルの信認の維持、そして為替市場での為替相場の変動を通じた調整という国際通貨システムによって運営されてきた。しかし、為替相場の変動による調整は継続的には進まないで、その不均衡の累積によって市場調整は一挙に暴力的に強制されることになる。1980年代の経常収支不均衡は、日米間の通商摩擦の高まりの中で、プラザ合意を引き金としたドル暴落によって暴力的にその不均衡の解消を求められた。その後はG7多角的サーベイランスによる政策協調システムによって調整機構は補完されることになる。しかし、1990年代後半からのグローバル・インバランスにおいても、ドル下落の進行する中で米国の金融危機の爆発に至って一挙にその不均衡は解消されたのである。

米国のグローバル・ケインズ主義のもとでの経常収支赤字の拡大（双子の赤字）は、為替相場の変動によるソフトランディングではなく、ドル暴落あるいは金融危機によるハードランディングによって暴力的に終息させられることになる。これによって世界経済は大幅な変動と混乱を被ることになる。世界経済をこの市場調整の暴力性に任せられないとすれば、そこに政策的調整が求められる。

第1のシナリオとして、米国が財政赤字を大幅に削減するとして、世界の多くの経常収支黒字国の貯蓄過剰が継続するとすれば、「ケインジアン状況」つまり世界的リセッションで失業を拡大するかもしれない。米国がドル切り下げ策をとれば、輸出主導型成長を図る黒字国とは衝突するであろう。第2のシナリオは、経常収支黒字国側での内需拡大策によって貯蓄過剰が減少するが、米国の財政赤字の減少も民間部門の借入ブームの終息もないとすれば、世界の実質金利の上昇がおこる。米国の民間支出は下落し、また財政政策の引き締めが誘発され、経常収支赤字は縮小するであろう。しかし輸出主導型の黒字国側では、内需拡大策への転換と大規模の需要創出は困難な課題であり、自発的な政策変更は期待できないところである。その結果、いずれの側での政策調整も

ないまま市場調整の暴力性に委ねられることになる。

したがって市場調整の暴力性に委ねない新しいシステムの構築が重要である。それは第3の協調シナリオであり、米国は国内支出を削減し、経常収支黒字国は国内支出を拡大することでグローバル・インバランスは縮小する。しかし両者が協調的政策をとるのは偶然であり、その実現を期待するのは現実的ではない。そこで重要となるのはこの協調シナリオが実現するような政策協調制度を導入することである（たとえば経常収支キャップ制）。それにはドル体制の覇権国米国のリーダーシップが求められるところである。Bergsten (2009) によると、「アメリカは内外の経済条件が許す限り、できるだけ早くその（経常収支赤字）拡大の制限あるいは逆転を求めるべきである。……オバマ政権は“消費志向よりも輸出促進”のアメリカの回復を求めた。それは“世界の最後の消費者”としてのアメリカの役割の復活を拒否し、他国に対して輸出主導成長に依存するよりも国内需要拡大による自身の回復を追求するように勧告した」（Bergsten 2009, p. 32）。ただ黒字国側での輸出から消費への転換は相当の調整を必要とすることから、米国の一方的な要請ではその実現は困難であり、関係国の国益の妥協を図った政策協調制度の実現に努力すべきである。

## 注

- (1) 従来は前者の「シニョリッジ」の意味で使われていたが、Gourinchas and Rey (2005) によって後者の「過大な対外投資利益」の意味で使われている。
- (2) 米国は基軸通貨国として外国政府保有の外貨準備を提供する立場にあり、これは国際通貨発行のシニョリッジを生み出すが、ドル下落分は相手国に対するインフレ・タックスとなる (Mundell 1971, ch. 15 参照)。
- (3) 米国の経常収支赤字の持続可能性を問題にしたのは、Mann (1999) のほかに、Roubini and Setser (2004), Blanchard et al. (2005), Edwards (2005), Obstfeld and Rogoff (2005), Krugman (2007) がある。
- (4) サドン・ストップ論については、Calvo and Talvi (2005), Reinhart and Reinhart (2008a) 参照。
- (5) 「為替フロートの恐怖」はもともと途上国において自国通貨がドルに対して弱くなると対外短期ドル債務の返済に困難を感じることから、為替相場を対ドルで自

- 由に変動させることに躊躇することをさしている（Calvo and Reinhart 2002）。最近の資本流入による為替増価による輸出困難への不安からドル下落を防止するのを「為替増価の恐怖」とよんでいる。
- (6) Obstfeld and Rogoff (2005) では経常収支均衡回復に実質実効為替レートの33%の切下げが必要としている。Blanchard et al. (2005) はそれが40%から90%のレンジにあると推定している。Roubini and Setser (2004) では持続可能な経常収支赤字（対GDP比4.3%）の実現に実質実効為替レートの50%減価が必要である。Edward (2005) はそれには（対GDP比3.18%赤字）28%の減価が必要としている。
- (7) 米国への投資要因として現地の資本市場が未発達である点が重要であることを検証したものとして、Forbes (2010) 参照。
- (8) 米国の住宅価格はほぼ10年間にわたって着実に上昇してきた。1997年3月から2006年7月の間に、ケース・シラー住宅価格指数はわずか2カ月（1998年11月と2001年12月）下落しただけである。その間に2.3倍に上昇した。
- (9) フェデラルファンド・レートの目標値は2001年1月から引下げに転じて6%から12月には1.75%まで引き下げられた。さらに2003年7月までに1%の水準まで引き下げられた。2004年6月に引き上げに転じて2006年6月には5.25%まで引き上げられた。この間に長期金利は4~5%の水準にあった。
- (10) 米国財務省証券の外国購入がこの時期の米国の長期金利に重大な影響を及ぼしたこと、もし大規模の外国資本の流入がなければ政府債券（10年もの財務省証券）の利回りは92ベースポイント高かったと推定されている（Warnock and Warnock 2006）。
- (11) 2007年7月時点の資産残高では、前者が45%、後者が13%、その他のタイプでは、単独販売者（Single-seller）13%、SIV（Structured Investment Service）7%、CDO（Collateralized debt obligations）4%である（Covitz et al. 2009, p. 38）。
- (12) 2004年1月の6500億ドルから2007年7月の1.2兆ドルへと1.8倍の拡大、これが2007年12月には8330億ドルに縮小、2008年9月には元の6500億ドルの水準にまで縮小（Acharya and Schnabl 2009, p. 40）。

#### 参 考 文 献

- 小川英治編著（2013）『グローバル・インバランスと国際通貨体制』東洋経済新報社。
- 貝塚啓明・財務省財務総合政策研究所編著（2012）『国際的マネーフローの研究』中央経済社。
- 藤田誠一・岩壺健太郎編（2010）『グローバル・インバランスの経済分析』有斐閣。
- Acharya, V. and P. Schnabl (2009), "Do Global Banks Spread Global Imbalances? The Case of Asset-Backed Commercial Paper During the Financial Crisis of 2007-2009," 10th Jacques Polak Annual Research Conference, Hosted by the International Monetary Fund, Nov. 5-6.

- Bergsten, C. F. (2009), "The Dollar and the Deficits," *Foreign Affairs*, Vol. 88, No. 6, Nov./Dec.
- Bernanke, B. S. (2005), "Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit," Speech given at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, March 10.
- Blanchard, O., F. Giavazzi and F. Sa (2005), "International Investors, the U.S. Current Account, and the Dollar," *Brookings Papers on Economic Activity*, 1.
- Borio, C. and P. Disyatat (2011), "Global Imbalances and the Financial Crisis: Link or No Link?" *BIS Working Papers*, No. 346, May.
- Caballero, R., E. Farhi and P. Gourinchas (2006), "An Equilibrium Model of "Global Imbalances" and Low Interest Rates," *NBER Working Paper*, No. 11996, Jan.
- Calvo, G. A. and C. M. Reinhart (2002), "Fear of Floating," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117, Issue 2, May.
- Calvo, G. and E. Talvi (2005), "Sudden Stop, Financial Factors and Economic Collapse in Latin America: Learning from Argentina and Chile," *NBER Working Paper*, No. 11153, Feb.
- Cooper, R. N. (2001), "Is the U.S. Current Account Deficit Sustainable? Will It Be Sustained?" *Brookings Papers on Economic Activity*, 1.
- (2005), "The Sustainability of the US External Deficit," *CESifo Forum*, Vol. 6, No. 1, Spring.
- Corden, W. M. (2006), "Those Current Account Imbalances; A Sceptical View," *Melbourne Institute Working Paper*, No. 13/06, June.
- Covitz, D. M., N. Liang and G. A. Suarez (2009), "The Evolution of a Financial Crisis: Panic in the Asset-Backed Commercial Paper Market," *Finance and Economics Discussion Series*, Division of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board.
- Dooley, M. P., D. Folkerts-Landau and P. Garber (2003), "An Essay on the Revived Bretton Woods System," *NBER Working Paper*, No. 9971, Sept.
- Economist, The (2003), "A survey of the World Economy: Flying on one engine," September 20.
- (2004), "The wolf at the door," October 30.
- (2005), "A survey of the World Economy: The great thrift shift," September 24.
- (2007), "Switching engines," February 24.
- Economic Report of the President (2006), Transmitted to the Congress, together with The Annual Report of the Council of Economic Advisers, United States Government Printing Office, Feb.
- Edwards, S. (2005), "Is the U.S. Current Account Deficit Sustainable? If Not, How Costly Is Adjustment Likely to Be?" *Brookings papers on Economic Activity*, 1.

- Eichengreen, B. (2006), "Global Imbalances: The New Economy, the Dark Matter, the Savvy Investor, and the Standard Analysis," *Journal of Policy Modeling*, Vol. 28, Issue 6, Sept.
- Forbes, K. J. (2010), "Why Do Foreigners Invest in the United States?" *Journal of International Economics*, Vol. 80, No. 1.
- Greenspan, A. (2004), "The Evolving U.S. Payments Imbalance and Its Impact on Europe and the Rest of the World," *Cato Journal*, Vol. 24, Nos. 1-2, Spring/Summer.
- Gros, D. (2009), "Global Imbalances and the Accumulation of Risk," *CEPS Policy Brief*, No. 189, June.
- Kindleberger, C. P. (1973), *The World in Depression 1929-39*, University of California Press (石崎昭彦・木村一朗訳『大不況の世界 1929-1939』東京大学出版会, 1982年).
- Krugman, P. (2007), "Will There Be a Dollar Crisis?" *Economic Policy*, 51, July.
- Mann, C. L. (1999), *Is the U.S. Trade Deficit Sustainable?* Institute for International Economics, Sept.
- McKinnon, R. (2001), "The International Dollar Standard and the Sustainability of the U.S. Current Account Deficit," *Brookings Papers on Economic Activity*, 1.
- Mundell, R. A. (1971), *Monetary Theory: Inflation, Interest, and Growth in the World Economy*, Goodyear Publishing Company (柴田裕訳『国際経済の貨幣的分析』東洋経済新報社, 1976年).
- Obstfeld, M. and K. Rogoff (2005), "Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments," *Brookings Papers on Economic Activity*, 1.
- (2009), "Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes," *CEPR Discussion Papers*, No. 7606, Dec.
- Reinhart, C. and V. R. Reinhart (2008a), "Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present," *NBER Working Paper*, No. 14321, Sept.
- (2008b), "Is the US too Big to Fail?" *MPRA Paper*, No. 1297, Nov.
- Reinhart, C. and K. S. Rogoff (2009), *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press (村井章子訳『国家は破綻する 金融危機の800年』日経BP社, 2011年).
- Roubini, N. and B. Setser (2004), "The US as a Net Debtor: The Sustainability of the US External Imbalances," Stern School of Business, New York University, and University College, Oxford, Revised draft, Nov.
- Warnock, F. and V. C. Warnock (2006), "International Capital Flows and U.S. Interest Rates," *NBER Working Paper*, No. 12560, Oct.