

## 「グローバル・インバランス」の論じ方

星野智樹（立教大学経済学部）

はじめに

第 1 章 アメリカの国際収支の推移

第 2 章 「従来型 GI」論の整理

第 3 章 「新 GFI」論の整理

おわりに

はじめに

「グローバル・インバランス (Global Imbalances)」論<sup>1</sup>は、今日の国際経済論・世界経済論の主要なテーマの 1 つといえる。

最初に、「グローバル・インバランス」論が出てきた文脈を整理しておこう<sup>2</sup>。アメリカの経常収支赤字やドル相場の問題は古くから議論されてきたが、2000 年代初頭に Mann ([2002]) がこの論点を検討する包括的な文献を出したのちに、2000 年代中期に、アメリカの経常収支赤字拡大の裏側でアジアや産油国の経常収支黒字が拡大する現象が出現し、これを「グローバル・インバランス」ととらえる議論が活発化した。そこでは、広くいえば国際金融システムの安定性やリスク、より直接的にはアメリカの経常収支赤字とそのファイナンスおよび対外純債務の持続可能性、ドル相場の安定性が論点となった。こうした「グローバル・インバランス」論をめぐる議論は、大きく「正統派 (Traditional View)」と「新パラダイム派 (New Paradigm View)」の 2 つにわけることができる<sup>3</sup>。これらの「正統派」と「新パラダイム派」を含めた議論・論争を本稿では「従来型 GI」論と表記する。まず、「正統派」は、① 経常収支赤字の要因を、財政赤字や貯蓄不足といったアメリカ国内要因に求めたうえで、② Obstfeld and Rogoff ([2004]) に代表されるように、何も対策をとらなければドル下落やそれによるリスクプレミアムの上昇が金利の上昇を引き起こすといったハード・ランディング・シナリオを描いた。それに対して、「新パラダイム派」は、① 「正

---

<sup>1</sup> 本稿では、「グローバル・インバランス」論を、広い意味で、以下で見る「従来型 GI」論と「新 GFI」論の両方を含めて定義する。当初は、「グローバル・インバランス」論は「従来型 GI」論のみを指す言葉であったといえる。また、日本でおおく使われている用語法にそくして、「グローバル・インバランス」は、アメリカの経常収支赤字拡大の裏側でアジアや産油国の経常収支黒字が拡大する現象として定義する（後ろで見るように「新 GFI 論」は経常収支次元で議論することを批判している）。なお、「グローバル・インバランス」という言葉は、2000 年代中期あたりの研究で出現するようになった。

<sup>2</sup> 整理する際には、岩本[2012b] (142 - 144 頁)、松林[2010]、鳴瀬[2009]、Xafa[2007] (pp.5-6, p.8, p.12, p.15) を参考にした。

<sup>3</sup> 類型化は Xafa[2007]、鳴瀬[2009] (82-83 頁) に依っている

統派」が分析において財市場だけをみているのに対して金融市場の役割を重視<sup>4</sup>している点、② アメリカの経常収支赤字のファイナンスが安定していること、経常収支赤字の規模と比較してアメリカの対外純債務の増加ペースが緩やかであること、国際マクロ経済環境としてはドル相場の安定や長期金利の低位安定化がみられることを「定型化された事実 (Stylized Fact)」、「謎<sup>5</sup> (Conundrum あるいは Puzzle)」、「特異性」としてとらえている点、③ アメリカ以外の国・地域、とくに新興国や産油国にも目を向けている点、④ 国際通貨システムや、アメリカおよびそれ以外の国・地域の役割といった世界経済の構造 (変化) のなかで現象をとらえるべきだとしている点、これらの 4 点を議論の特徴として、結論としては「正統派」が描いたハード・ランディング・シナリオは起こらないとしている<sup>6</sup>。具体的には、Dooley, Folkerts-Landau, and Garber による「ブレトンウッズ体制復活 (Revised Brettonwoods System) あるいはブレトンウッズ体制 2 (Brettonwoods System II)」論、Bernanke による「グローバル過剰貯蓄 (Global Saving Glut)」論、Gourinchas and Rey による「法外な特権 (Exorbitant Privilege)」論が「新パラダイム派」の代表的な論者として出現<sup>7</sup>し、その後の議論・論争の原型を作った<sup>8</sup> (上記の 3 者をまとめて本稿では「オリジナルの議論」と表記する)。「オリジナルの議論」の出現を背景として「グローバル・インバランス」論 (この時点では「従来型 GI」論) は形成され、様々な角度から「グローバル・インバランス」を検討した Clarida eds[2007]の出版や各種のシンポジウムの開催など多くの反響をよび、多岐にわたって議論・論争されることになった。

次に、サブプライム問題が生じた 2007 年以降の一連の危機局面のなかでの議論である。

4 「正統派」のなかに整理した Obstfeld and Rogoff ([2004]pp.2-3,p20) は、金融市場は、財市場に比べてはるかに複雑な動きをしており、必ずしも楽観的な状況を生み出すとはかぎらず、むしろハード・ランディング・シナリオが起きる要因にもなりうるとしている。のちに彼ら自身は、Obstfeld and Rogoff[2012]において、金融市場の役割について「新 GFI」論として議論することになる。Obstfeld and Rogoff は「グローバル・インバランス」論において、その登場のきっかけを作るとともに、その後も、自己批判や反省もしながら現実には起きている問題にそくして自説を修正しつつ、各局面で重要な問題提起・議論を展開していくことになる。

5 このことは、当時 FRB 議長であったアラン・グリーンズパン氏が、2004 年以降に FRB が利上げを始めたにもかかわらず、長期金利が相対的には低位安定化している状況を「謎 (Conundrum)」と呼んだ(Greenspan[2005b])

ことに象徴的に示されている。また、Xafa[2007] (p.5) が自身の論文のなかで世界経済の展望をしている箇所で「謎 (ここでは puzzle と表記されている)」という言葉を用いている。

6 2007 年のサブプライム危機を発端とする危機局面のなかで、「正統派」が懸念していたドル暴落や金利高騰といったハード・ランディング・シナリオは起きず、逆にドル高・金利低下といった事態が生じることになった。

7 いずれも「Rivised」「Glut」「Exorbitant」など極端な言葉が含まれている。

8 これらの議論の課題設定は、本文に載せた順番に Dooley, Folkerts-Landau, and Garber.[2003] (pp.2-3, p.5)、Bernanke[2005] (邦訳 123-124 頁、129-130 頁)、Gourinchas and Rey[2005] (p.2,p.25) を参照。

「従来型 GI」論が、国際金融システムのリスクの分析を 1 つの論点にするとともに後ろでみるようにバブルのメカニズムに関する指摘を行っていたこと、また、現実にも過去に経常収支赤字を要因とする危機が起きた経験があることを考えれば必然的ともいえるが、「グローバル・インバランス」と危機の関係は「グローバル・インバランス」論の重要な論点の 1 つとなった。直感的には「グローバル・インバランス」が危機の（どのような形で）原因になったのかという点が論点になりそうだが、Obstfeld and Rogoff[2009]はいくつかの議論を整理したうえで、両者の「関係 (Nature of Connection)」を注意深くみる必要性を指摘している (p.2)。このことを踏まえて、先行研究にみられる言葉をヒントに両者の「関係」を整理すると、① 「グローバル・インバランス」が危機の原因 (“origins”、“cause”、“roots”、“behind”、“reflected in”、“reflection”) になった<sup>9</sup>、② 危機が「グローバル・インバランス」にどのような影響を与えるのか、③ 両者には相互作用が働いていた<sup>10</sup> (“Two Sides of the Same Coin”、“mutual reinforcement”、“close intertwining”)、④ 両者には共通の原因があった<sup>11</sup> (“Both have their Origins” “Co Determinant” “Product of Common Cause”)、⑤ 「グローバル・インバランス」は危機の兆候 (symptom) だった<sup>12</sup>、⑥ そもそも両者には関係はない<sup>13</sup>、以上の 6 点に整理できる。この論点は、「従来型 GI」論によるものと、新たに提起された「Global Financial Imbalances」論<sup>14</sup> (以下、「新 GFI」論) にわかれて議論されることになる。

本稿では、どのように「グローバル・インバランス」論を整理するべきなのか<sup>15</sup>、また、「グローバル・インバランス」論がどのような論点・議論を提起したのかという 2 点を踏まえたうえで、危機以前と以後の議論を念頭におきながら、「従来型 GI」論と「新 GFI」論の整理を通じて、「グローバル・インバランス」、さらには、2007 年以後の危機や世界経済をみる視角に関する問題提起を行う。その一方で、随所で用いているものの、データの使用は

<sup>9</sup> Obstfeld and Rogoff[2009] (p.1)、Bini Smaghi[2008] (p.2)。

<sup>10</sup> Bini Smaghi[2008] (p.1,p.3)

<sup>11</sup> Obstfeld and Rogoff[2009] (pp.1-2)

<sup>12</sup> Bini Smaghi[2008] (p.1) .

<sup>13</sup> Dooley, Folkerts-Landau, and Garber.[2009].

<sup>14</sup> 「従来型 GI」論が経常収支に着目した見解であるのに対して、「新 GFI」論が資本収支側 (厳密にはグロスの資本フローやストック) や金融面を重視する見解であることから本稿ではこの名称をつけることにした。これらのことは、一見当たり前のようにみえるが、「新 GFI」論によれば、「従来型 GI」論の次元での議論が支配的になるなかで見失われていた大事な点となる。「新 GFI」論は、具体的には、第 3 章で詳しく見るが、この分野を切り開いた代表的な論者が Borio and Disyatat[2010]、Obstfeld[2012]、Shin [2009,2012],Adrian and Shin[2008]である。日本での研究としては、この議論を紹介している松林[2012]および福田・松林[2013]、独自に早い時期から展開していた白川[2011]と米倉[2012]、対外資産負債残高の統計に基づいたグロス＝ストック分析を展開した岩本[2012b](127 - 128 頁)がある。

<sup>15</sup> 整理の仕方自体が重要であることは、中村[2013] (3 頁、31-32 頁)、松林[2010] (309 頁)、松林・福田[2013] (200 頁)、Luis Serven and Ha Nguyen[2013] (p.2) によっても示されている。

最低限にとどめることにする。ここで、「グローバル・インバランス」論の性格について若干ふれておく。GI 論は、決定的な議論や定説がなく、それぞれの議論にも限界がある<sup>16</sup>が、逆に、各議論は相互に排他的ではなく、補完的である<sup>17</sup>ことに着目して、組み立てることにしたい。

## 第 1 章 アメリカの国際収支の推移

本章では、補足的な意味でアメリカの国際収支の動きとして、経常収支と対外純債務、グロスの対外投資と対米投資の動向を簡単にみておこう<sup>18</sup>。

最初に、経常収支である（グラフ 1）。全般的には、経常収支は赤字が続いており、赤字額の変化をみると、2005 年（あるいはそれ以前）から 2006 年にかけて増加傾向（2006 年の約 8,000 億ドルが最高水準）にあったが、サブプライム危機が生じた 2007 年（7,100 億ドル）と 2008 年（6,771 億ドル）にわずかに減少し、2009 年に大きく落ち込んだ（3,766 億ドル）のちに、2010 年以降には増加幅はわずかであるが再増加（2002 年とほぼ同じ水準の 4,700 億ドル）している。経常収支赤字は 2009 年に大きく減少しているが、どの年も絶対水準では巨大な規模になっており、経常収支の赤字は一貫して続いている。対外純債務を経常収支との関連で見ると、対外純債務は、2007 年までは経常収支赤字の規模ほど拡大しなかったが、2008 年に経常収支赤字以上に拡大し、それ以降は 2000 年代前半から中期にかけて時期ほどではないが、経常収支赤字の規模ほど拡大しなかった状況になっている。

次に、グロスの資本フローのなかのアメリカからの対外投資（グラフ 2）である。アメリカからの対外投資は、① 2007 年までは積極的に展開されていたが、② 2008 年に民間部門による対外投資の回収・引き揚げ、公的部門の「登場」（FRB が各国通貨当局と結んだスワップ協定を反映）によって大きく変容した後に、③ 2009 年に公的部門が「撤退」する一方で、以前の 8 割くらいの水準で民間部門の対外投資が再開されたが、2011 年と 2012 年に減少傾向を示している。

最後に、外国からの対米投資（グラフ 3）は、① 2007 年まであらゆる形態で民間部門を中心に積極的に対米投資が行われていた（公的部門の水準は相対的には低い、絶対的には大きい）が、② 2008 年から 2009 年にかけて、公的部門による対米投資が維持される一方で、民間部門による対米投資の引き揚げ・回収によって 2007 年以前の構図が変化した

<sup>16</sup> 岩本[2012a]（134 頁）、中村[2013]（13 頁）。このことは、日本国内外を問わず「グローバル・インバランス」論を整理・紹介した文献、あるいは、「オリジナルの議論」で、各見解に対して「論・説」（Argument）や「仮説」（Hypothesis）、「見方」（View、Approach）といった言葉が頻繁に使われている点にも表れている。

<sup>17</sup> Luis Serven and Ha Nguyen[2013]（p.7）、Xafa[2007]（p.6）

<sup>18</sup> 2011 年までの動向に関しては、詳しくは星野[2012,2013]を参照。本稿では 2000 年から 2012 年までの時期をグラフに表示している。グロスの資本フローに関しては 2011 年と 2012 年にともに減少しているが、その解釈は今後の検討課題としたい。

のちに、③ 2010 年に「最盛期」の半分ほどの水準で対米投資が再開されたが、④ 2011 年以降にふたたび減少している。

## 第 2 章 「従来型 GI」論の整理

本章では、「従来型 GI」論、とくに「オリジナルの議論」を整理する。「従来型 GI」論の各議論の紹介・是非は、伊豆[2007]、田中[2008]、鳴瀬[2009]、Xafa[2007]といったすぐれた整理がすでに存在する<sup>19</sup>。

そこで本章では、以下の通りにする。第 1 節では、「従来型 GI」論、とくに危機以前における「オリジナルの議論」が、本稿の冒頭で述べた論点を世界経済の構図やそのなかにおける各国・地域の役割という視点<sup>20</sup>およびその背後にある事情<sup>21</sup>から検討していることに着目し、この視点でいくつかの先行研究で適宜補いながら整理する。第 1 節は、第 2 節以降の検討の準備作業としての位置づけにもなっている。第 2 節では、2007 年の危機後に「オリジナルの議論」がどのような議論を展開したのかを取り上げることを通じて危機後の「グローバル・インバランス」の動向にふれたのちに、Obstfeld and Rogoff[2009]の議論を参考にして「グローバル・インバランス」と危機の関係を考える。第 3 節では、第 1 節と第 2 節の内容をうけて、「従来型 GI」論から得られる示唆を整理する。

一見遠回りにみえるが、「オリジナルの議論」をもう一度ふれることを通じて、「論じ方」をつかむことが狙いである。

### 第 1 節 危機以前における議論

「従来型 GI」論は、アメリカを「中心国」として、先進国も含めたそれ以外の国・地域

<sup>19</sup> 議論の整理仕方自体が 1 つの論点となる。なお、本稿で言うところの「従来型 GI」論の枠組みでの、危機後の整理としては、Luis Serven and Ha Nguyen[2013]がある。

<sup>20</sup> この視点での問題提起は、すでに田中[2008]や木下[2007]によってなされている。田中[2008]は問題提起にとどまり、木下[2007]は独自の世界経済論に基づいて整理しているのに対し本稿では「オリジナルの議論」に即して整理する。筆者はかつて星野[2012] (70 頁)、星野[2013] (160 頁) で同様の視点にふれたが、本稿では全面的に取り上げることにする。

<sup>21</sup> 本稿と同様の視点でみることを指摘した研究としては、松林[2010] (i - iii 頁、29 頁、87 頁、159 頁、269 頁)、Obstfeld and Rogoff[2009] (p.4)、Luis Serven and Ha Nguyen[2013] (p.2,p.6,pp.16-17)、中村[2013]、IMF[2009]、Bracke, Bussière, Fidora, and Straub[2008]がある。なかでも、松林[2010]は、国際マクロ経済学の理論を詳細かつ丁寧に整理して、経常収支あるいは国内マクロ経済バランスの変動・決定要因を、「合理的な要因 (氏自身は構造的要因と呼んでいる)」、景気や為替相場の変動による「循環的要因」、合理的な理由では説明できない「その他要因」の 3 つから検討する分析枠組みを確立したうえで、この分析枠組みで「グローバル・インバランス」を詳細に検討している。松林[2010]は本稿で提起した視点の先駆的研究である。

を「周辺」として世界経済をとらえている。本稿では整理する際に、国際経済学の基本ともいえる貯蓄・投資バランス論（経常収支＝民間部門貯蓄投資バランス＋財政収支）と国際収支に沿って整理する。これらは共通して式や統計自体はあくまでも因果関係ではなく事後的に成立する恒等式を示しているだけなので読み取る際に注意を要する<sup>22</sup>が、① とくに国際収支は単なる記載上のテクニックではなく現実の取引過程を反映していること<sup>23</sup>、② これらを用いることで国内面と対外面のつながりが見えやすくなること、③ 「従来型 GI」論にはこれらの背後にある変動・決定のメカニズムを読み解く視点が存在することから、以上のことを組み合わせることで示唆を得ることができる。この視点は「グローバル・インバランス」の性格や、「グローバル・インバランス」と危機の関係を解明・理解するうえでも重要な視点といえる<sup>24</sup>。

以下、まず、「周辺」としてのアジア（産油国とヨーロッパ<sup>25</sup>もでてくるが、「従来型 GI」論で大きく取り上げられたのはアジアなので、産油国とヨーロッパは割愛する）、次に、中心国アメリカの順にみておこう。

## 1 アジア

### 1-1 動向

最初に、アジアおよび産油国からなる周辺国<sup>26</sup>である（ここではアジアを中心に取り上げ

<sup>22</sup> この点は多くのところが指摘されているが、とくに奥田宏氏は、貯蓄・投資バランスや国際収支を議論する際に、恒等式だけを見て、自動的・無条件に恒等関係が成立するかのようには考えることはできないとして、注意を促している（奥田[2012]第2章）。

<sup>23</sup> 佐藤[2010]（132 ページ）。

<sup>24</sup> Luis Serven and Ha Nguyen[2013]p.17

<sup>25</sup> Dooley, Folkerts-Landau, and Garber[2003]は、ヨーロッパがアメリカとの関係において資本移動に関心をもつ地域（資本勘定地域）としており、これは後から見れば非常に重要な指摘であった。それにもかかわらず、アメリカの経常収支赤字のファイナンスに関心が集まる中で、① 彼ら自身がその担い手としてアジアを重視し、逆に、当時のヨーロッパは副次的な役割に過ぎないとして米・欧間の資本フローの内実を十分に検討しなかったこと、② 現実にもヨーロッパとアメリカの間の国際収支では経常収支がほぼ均衡していることに対応して資本収支もほぼ均衡に近くヨーロッパはファイナンスの担い手としては扱われなかったことから、「従来型 GI」論における論争では、アジア（や産油国）による対米投資の評価や是非に注目が集まり、ヨーロッパは取り上げられることはなかった。ただし、鳴瀬[2009]は、経常収支赤字のファイナンスをみるうえでアジアや産油国の役割が重要である一方で、対米資本流入で最大シェアを占めるのはヨーロッパであるとしてヨーロッパの意味合いを過小評価できないと指摘している。（81 頁の脚注 3）。いずれにせよ、ネットでは見えにくいだが、ヨーロッパ・アメリカ間のグロスの資本フローは大きくなっており、この点のはちに「新 GFI」論が「従来型 GI」論を批判する形で取り上げることになる。

<sup>26</sup> 周辺国あるいは開発途上国を、Dooley, Folkerts-Landau, and Garber はアジアとしているのに対し、バーナンキはとくに明記しない。両者の議論の内容を踏まえれば、周辺国

ることとする)。アジアは、従来は経常収支赤字を出し、なおかつ、純債務国であったが、経常収支黒字国に転じ、外貨準備の蓄積を中心として純債権国・国際資金の純貸し手に変化している<sup>27</sup>。言い換えれば、アジアは、アメリカからみれば経常収支赤字の相手国および対米投資による経常収支赤字ファイナンスの主体となっているのである。このことを国際収支で表記すると、アジアは、経常収支の黒字=広義の資本収支の赤字(外貨準備増加)、具体的にいうと経常収支の黒字+グロスの対内投資=グロスの対外投資(左辺で獲得した資金の運用による在外資産の増加)+外貨準備増加となる。また、マクロ経済バランスでは貯蓄超過=経常収支黒字となっている。

前者の国際収支に関しては、アジアが自国通貨売り・外貨(ドル)買いの為替介入を行って自国の輸出に有利な為替相場を維持しているため、経常(貿易)収支が黒字化するとともに、(経常収支黒字および外国為替介入による)外貨準備の増加およびその運用のための対米投資(外貨準備増加)となっている。後者は、しばしば「過剰貯蓄」とも呼ばれる。国際経済学の IS バランス、つまり、経常収支  $(X-M) =$  民間部門の貯蓄投資バランス  $(S-I) +$  財政収支  $(T-G)$  で表すと、アジアでは上記の式の右辺がプラスであることに対応して経常収支黒字・外貨準備の増加になっている<sup>28</sup>。

## 1-2 背景

国際収支とマクロ経済バランスをみてきたが、これらは事後的に成立している恒等関係を示しているだけなので、次の問題は以上がどのような背景にもとに生じているのかという点にある<sup>29</sup>。この点を見てみよう。

第 1 に、政策的要因である<sup>30</sup>。具体的には、アジア各国が輸出主導型の経済政策(新重商

---

あるいは開発途上国をアジアおよび産油国としてとらえてさしつかえないだろう。

<sup>27</sup> Bernanke[2005] (邦訳 124 頁および 131 頁) および Dooley, Folkerts-Landau, and Garber.[2003] (p.2)。両者とも、これらの事態を、「見落としてはいけない、あるいは、今まで通説的な見解が見落としているのが不思議なほどの驚くべき世界経済の変化」としてとらえている。その一方で、Dooley, Folkerts-Landau, and Garber.[2003]は、いわゆる新興国の台頭を指摘しつつも、アメリカを「中心国」としており、世界経済におけるアメリカの重要性の大きさを重視するスタンスを示している。

<sup>28</sup> Bernanke[2005]はこの点に着目して、アメリカの経常収支赤字の要因をアジア側に求めている。

<sup>29</sup> 「オリジナルの議論」をベースにしながらも、整理する際には、Luis Serven and Ha Nguyen[2013]による各種の議論の紹介を参考にした。同文献では、各種の議論を実証研究とともに取り上げられている。

<sup>30</sup> Luis Serven and Ha Nguyen[2013] (pp.12-14) の整理による。同じ個所において、輸出主導型の政策と「危機への備え」のどちらが重要な要因なのかは、容易に答えが出るものではなく、時期や国によって異なるとしつつ、それぞれの立場の根拠が紹介されている。それによれば、前者に立つ論者は「危機への備え」としては外貨準備の量は多すぎると主張し、後者の立場では危機の教訓が根強く残っていることは否定できないとしている。

主義政策とも呼ばれる)をとっていること<sup>31</sup>、また、1997 年のアジア通貨危機による自国通貨暴落・金融システムの崩壊・国内不況といった苦い教訓を背景(危機に見舞われた国もそうでなかった国も)として突然の資本流出などの「危機への備え<sup>32</sup>」として外貨準備を蓄積しようとしていることである。

第 2 に、(直接的な経常収支黒字の要因ではないが、)対米投資の要因としては、アジアの国内金融市場が未発達であることから、ボラティリティやリスクが高く、また、リスクのヘッジ手段や投資家保護も乏しいため、富の貯蔵手段として不適切な状況な状況になっている点にある。つまり、アジアの金融市場が国内の資産保有者に対して魅力的な投資対象を生み出せない事情(「資産供給窮乏」仮説)と、外国(とくにアメリカ)の金融市場の安定性や魅力から生じるアジアの投資家による外国への資産需要が存在する事情(「資産需要」仮説)が組み合わさって、アメリカへの投資が生じる要因になっている<sup>33</sup>。

第 3 に、アジアの高貯蓄の背景には、経済成長による(貯蓄の原資となる)富の増加に加えて、社会的セーフティーネットや所得分配システムの不備が存在する(将来への不安が大きくなる)なかでの将来への備えのための貯蓄が大きくなること、また、消費文化が未浸透であることといった経済構造あるいは制度上の問題がある<sup>34</sup>。

こうした状況は、政策という国家意思によって生じること、また、短期間に解消されない要素が入っていることから、1-1 でみたことが長期的に持続することの根拠になっている<sup>35</sup>。

## 2 アメリカ

次に、中心国アメリカである。周知のように、アジアの対極として、アメリカは経常収支赤字と対外純債務国となっている。

このことを国際収支で示すと、誤差脱漏を無視すれば、(外貨準備増減を含めた)広義の資本収支の黒字=経常収支の赤字、国内マクロ経済バランスでは貯蓄不足=経常収支の赤

<sup>31</sup> Dooley, Folkerts-Landau, and Garber[2003] (Abstract、p.2)、Bernanke[2005] (邦訳 130 頁)。

<sup>32</sup> Bernanke[2005] (邦訳 130 頁)。

<sup>33</sup> Bernanke[2005] (邦訳 131-133 頁)、Luis Serven and Ha Nguyen[2013] (pp.11-12)。バーナンキは、本文でみたようにアメリカ以外の国・地域の金融市場の未発達を指摘し、政策論として金融市場の整備を提起している。この政策論自体は誤りではない(Luis Serven and Ha Nguyen[2013]p.12)。しかしながら、アメリカ側の金融システムの不備にも焦点を当てる見解(Luis Serven and Ha Nguyen[2013]p.20)もあり、アメリカ流の金融システムが必ずしも「模範」になるわけではない。

<sup>34</sup> 松林[2010] (335 頁、348 頁)、Greenspan[2007] (邦訳 23-24 頁)、Luis Serven and Ha Nguyen[2013] (p.12)。

<sup>35</sup> Bracke, Bussière, Fidora, and Straub[2008] (p.28)、IMF[2009] (p.34)、Luis Serven and Ha Nguyen[2013] (pp.1-2、p.6,pp.10-11)。

字となる。広義の資本収支黒字＝経常収支赤字＝貯蓄不足というのは国際収支やマクロ経済の計上原則としてだけでなく、事後的にみれば現実にも成立する（言い換えれば、様々なプロセスを経て成立した事後的な結果が国内マクロ経済バランスや国際収支として出てくる）ことになる<sup>36</sup>。アメリカへの資本流入には経常収支の赤字ファイナンス以上の意味があり、ここでのポイントは、① 国内マクロ経済バランスに留意しながら、なぜ広義の資本収支黒字（あるいはグロスの対内投資）が経常収支赤字を生み出すのか<sup>37</sup>、あるいは、そもそもなぜ経常収支赤字が発生しているのか、② 広義の資本収支をグロスの対外投資とグロスの対米投資にわけて考えた時の国際金融におけるアメリカの役割の 2 点である。以下で、順にみていこう。

## 2-1 アメリカにおける経常収支赤字の背景

アメリカの経常収支赤字が生まれる背景をみてみよう。

第 1 に、アメリカにおいて対米資本流入（その原資はアジアの「過剰貯蓄」とされている）、金利、資産価格や住宅価格がもつ意味合いとしての「トランスミッション・メカニズム」である<sup>38</sup>。この考え方によれば、対米資本流入による（長期）金利低下が、住宅価格（国内資産価格）高騰を生み出し、それが資産効果とともにさらなる借入を可能にすることを通じて、消費拡大・家計貯蓄率の低下につながり、経常収支赤字を生み出していることになる<sup>39</sup>。この指摘は、アメリカ以外の国の「過剰貯蓄」や外国からの資本流入と結びついているために<sup>40</sup>アメリカの住宅バブルや経常収支赤字の要因を対外要因に求めていること、また、

<sup>36</sup> ここには別の問題もひそんでいる。国際収支統計は、原則上はネットの経常収支赤字（黒字） $\equiv$ （誤差脱漏と外貨準備増減を含めた）ネットの広義資本収支黒字（赤字）となるように作られているため、① ネットの金融収支では、アメリカをめぐる資金循環の特徴であるグロスの対外投資・対米投資の大きさが見えにくくなってしまうこと、② 国際収支の計上原則からは、あたかもアメリカの経常収支赤字が広義資本収支の黒字によって「自動的に」ファイナンスされているようにみえてしまうことが問題となる。①の点のちに「新 GFI」論が大きく取り上げる。②の点に関しては、奥田氏（奥田[2012]第 3 - 4 章）や佐藤秀夫氏（佐藤[2008]17 - 20 頁）が批判的に取り上げ、こうした「誤解」を乗り越えるための国際収支の見方を提案している。

<sup>37</sup> 言い換えれば、広義の資本収支黒字が経常収支赤字と $\equiv$ になるプロセスをみることになる。

<sup>38</sup> Bernanke[2005]（邦訳 124 - 125 頁、132 - 133 頁）。

<sup>39</sup> グリーンスパン氏とバーナンキ氏は同じ FRB 内で仕事を経験があるからなのか、お互いに似た議論を展開したり、相互に依拠している部分が多く、同種のことはグリーンスパン氏によっても指摘されている、つまり、同じ時期にグリーンスパン氏は、過去と比べて今日の経済は資産価格やキャピタル・ゲイン（ロス）の動向によって左右される局面にある（Greenspan[2005c]p.6）、また、外国からアメリカへの資本流入が金利低下・住宅バブルを生み出すことを通じて経常収支の赤字につながった（Greenspan [2005a]）との認識を打ち出している。

<sup>40</sup> 住宅バブルと金融政策の関係をめぐっては、グリーンスパン氏の有名な「謎」発言以

アメリカ側の金融政策に要因を求めていることには検討の余地があるが、資産価格がアメリカのマクロ経済に与える影響を考えるうえで重要な指摘である。

第 2 に、上記に拍車をかけたのが、金融機関が高レバレッジ・高リスク・テーキング<sup>41</sup>を促すことになったアメリカの金融システムの問題、具体的には、格付け会社による不適切な格付け、証券化商品やオフバランス取引への規制・監督の不備、SEC による 2004 年の投資銀行業務の規制緩和（正味資本規制）の撤廃、金融革新に監督・規制がおいついていない状況である<sup>42</sup>。新興国側の金融市場の不備が貯蓄過剰や対米投資を生み出しているのと同様に、アメリカの金融システムの問題が、バブルを膨らませてアメリカの貯蓄不足および消費拡大、そして経常収支赤字を生み出す要因の 1 つになったのである<sup>43</sup>。

## 2-2 「世界のベンチャー・キャピタリスト」としてのアメリカ

「従来型 GI」論には国際金融におけるアメリカの役割をとらえる見方が存在し、その代表が Gourinchas and Rey による「世界のベンチャー・キャピタリスト (World Venture Capitalist)」論である<sup>44</sup>。かつてのアメリカは一国全体で、外国に対してネットで「短期借り・長期貸し」の状況にあり、この点から銀行業務に類似した役割を国際的に果たしているという意味で「世界の銀行 (Banker of the World)」だった<sup>45</sup>。これに対して、現在では、アメリカは、① ネットでは、「債券の売り越し・株式の買い越し」、より具体的にいえば、低リスク・低リターン of 確定的な元利支払いが予定されている債務（債券や外国公的在米資産）を負い、価格変動の激しい高リスク・高リターンの資産（直接投資や株式）を持つこと（グラフ 4 も参照）によって、② 「インカム・ゲイン」（所得収支の黒字）に加えて（対外資産残高と対外債務残高の評価変化 - Valuation Adjustments - によって生じる）巨額の

---

降、外国からの資本流入がアメリカの金融政策の攪乱要因となりバブル退治のための利上げの効果を弱めたとする見方と、そもそもの FRB の利上げが弱かったとする見方にわかれて論争が行われている。なお、この議論ではどちらの見解も最終的には長期金利を問題にしているが、短期金利が独自に持つ意味合いはのちに「新 GFI」論が取り上げることになる（本稿の第 3 章を参照）。

<sup>41</sup> NHK 取材班[2009]（第 1 章）は、当時のアメリカの金融機関の行動を、関係者の証言を紹介しながら、生々しく描いている。

<sup>42</sup> 松林[2010]（360 頁）、Luis Serven and Ha Nguyen[2013]（p.15）。

<sup>43</sup> 「オリジナルの議論」は、このことについて、意識的にか無意識的にか、必ずしもふれていない。とくに、Bernanke[2005]はアメリカの金融システムの魅力や安全性を指摘する一方で、本文でみたような問題について一切ふれていない

<sup>44</sup> Gourinchas and Rey[2005]（p.1,p12-13,pp.16-20,pp.25-26）,Gourinchas and Rey [2007]（pp.665-668）. この見解に依拠した 2002 年から 2011 年までの時期の分析は星野[2013]を参照。

<sup>45</sup> Gourinchas and Rey のこの見解は、1960 年代の国際通貨制度改革論争におけるキンドルバーガーらの当時「少数派」と呼ばれた見解（Despres, Kindleberger and Salant[1966]）に基づいている。

「キャピタル・ゲイン」の獲得を目指す「世界のベンチャー・キャピタリスト」となった。とくに②の点は、アメリカが経常収支赤字（フロー）の規模ほど対外純債務の規模（ストック）の規模が拡大していないこと（グラフ 1）、また、グラフの 5 では 2007 年までネットの評価効果が大幅なプラスになっていることに示されている。

### 3 国際通貨システム

「従来型 GI」論の世界経済の 1 つの枠組みとして出てくるのが、Dooley, Folkerts-Landau, and Garber.[2003]が「復活したブレトンウッズ体制」と呼ぶ国際通貨システムである。この考え方では、アジアの「過剰貯蓄」および為替政策といった政策的・構造的条件が、経常収支黒字と外貨準備増加を生み出し、それがアメリカからみれば経常収支赤字および対米資本流入、ドル相場の安定要因となることによって、戦後のブレトンウッズ体制に匹敵する事実上の固定相場制が出現しているとされている。1 点補足すれば、「オリジナルの議論」が指摘するアジア側の金融市場の未発達な状況に加えて、「オリジナルの議論」が必ずしも明確にふれないアメリカ側の金融市場の不備や、アジアがとる外国為替介入政策のコストや不胎化政策の限界<sup>46</sup>を考えると、「復活したブレトンウッズ体制」が持続可能であるとしても、それは必ずしも安定的というわけではなく、そこには「歪み」やコストを含んでいることもあわせて考える必要がある。

## 第 2 節 危機後の議論

本節では、2007 年の危機後に「オリジナルの議論」がどのような議論を展開したのかを取り上げることを通じて危機後の「グローバル・インバランス」の動向にふれたのちに、Obstfeld and Rogoff[2009]の議論を参考にして「グローバル・インバランス」と危機の関係を考える。

### 1 「オリジナルの議論」

最初に、前節では「オリジナルの議論」をある程度の体系として整理することを試みたが、ここでは論者別に各議論の特徴的な部分を重点的に取り上げておこう<sup>47</sup>。

第 1 に、「グローバル過剰貯蓄」論を展開したバーナンキである<sup>48</sup>。バーナンキの議論をみるうえでのポイントは、世界経済をとらえるために自身が展開した「グローバル過剰貯蓄」

<sup>46</sup> 鳴瀬[2009] (88-89 頁)、Luis Servén and Ha Nguyen[2013] (pp.21-23)。ただし、これらのことは、「復活したブレトンウッズ体制」論が成立しない要素としてではなく、むしろビルトインされた要素としてみるべきかもしれない。

<sup>47</sup> ただし、本稿ではその是非や妥当性の検証までは行わず、紹介にとどめることにする。

<sup>48</sup> アメリカで発足した金融危機調査委員会における証言 (Bernanke[2010])。

との関連で FRB の金融政策と危機の関係をどのようにとらえているのかにある。バーナンキは、IT バブル崩壊後の金融政策の景気回復への貢献と中央銀行の目的（物価の安定と雇用の維持<sup>49</sup>）にふれるとともに、危機の原因を含むアメリカの金融システムの問題（金融機関の過剰なリスクテイクおよび高レバレッジとその失敗による多額の損失、金融規制や監督の不備、格付け会社の問題）を認めたのちに、**Monetary Policy and Related Factors** と呼ばれる部分）で金融政策とバブルの関係の検討を行っている<sup>50</sup>。2つのポイントにまとめることができる。① 金融政策とバブルの結びつきは弱く（言い換えれば、金融政策はバブルの原因ではない）、バブルの真の原因としては、過度に楽観的な期待の浸透、金融革新の進展や外国からの資本流入といった金融政策では対処できない要素あるいは金融政策の影響を失わせる要素の存在が重要であった。② 中央銀行の役割という点である。中央銀行は、バブルが進展しているのか否かを見極めることは困難であり、もしバブルや資産価格の上昇を抑制しようとして利上げを行えば、実体経済にダメージを与える可能性がある。そして、こうしたことは、今日の世界経済の状況、つまり、マクロ経済が安定・好調ななかで資産価格の変動が激しいこと、また、資本移動が活発化していることをふまえると、より困難になっている。このような2点をみていくと、バーナンキ自身は、バブルや危機の原因として、アメリカ側の要因をいくつか認めながらも、FRB の金融政策に関してはその要因として認めず、外国からの資本流入（アジアだけでなく、ヨーロッパからの資本流入も加えている）という以前の「グローバル過剰貯蓄」論で提起したのと同じ視点を拡張して受け継いでいる。

第 2 に、「ブレトンウッズ体制復活」論をみてみよう（Dooley, Folkerts-Landau, and Garber.[2009]）。彼らは、① 「グローバル・インバランス」（あるいはブレトンウッズ体制Ⅱ）が危機の原因になったのか（あるいは両者はどう関係しているのか）、② 「ブレトンウッズ体制Ⅱ」は危機後に崩壊したのかという問いを設定する。①に関しては、バブル・危機の真の原因は、「ブレトンウッズ体制Ⅱ」や「グローバル・インバランス」ではなく、金融制度上の要因、具体的には、高利回りをもとめる金融機関による高レバレッジや高リスクの行動を抑制できなかった、あるいは、危機が生じた際の資産の「投げ売り」に効果的に対処できなかった金融規制・監督の不備にあるとしている。②に関しては、危機後に「グローバル・インバランス」のリスクシナリオとして指摘されていたのとは異なるドル高・長期金利低下という事態が生じたこと、経常収支の不均衡や新興国の対米資本流入は継続しているため「ブレトンウッズ体制Ⅱ」を崩壊に導く要素は生じていないこと（グラフ 1 と 3 を参照）、これに代わりうる制度が不在であることを根拠にして、「ブレトンウッズ体制Ⅱ」は維持・強化すらされているとしている。

第 3 に、「世界のベンチャー・キャピタリスト」論である（Gourinchas, Rey, and Govillot[2010]）。焦点は、アメリカの金融の「崩壊」といった極端な議論を生み出すこと

<sup>49</sup> 暗に、資産価格は中央銀行の政策の考慮に入れるべきではないとしている。

<sup>50</sup> Bernanke[2010] (pp.23-27) .

になった 2008 年にアメリカが多額の対外的な「キャピタル・ロス」を発生させた事実（グラフ 5 ではネットの評価変化がマイナスになっていること）の解釈にある<sup>51</sup>。彼らの解釈は 2 つの点に整理できる。① アメリカは「世界のベンチャー・キャピタリスト」として多額の対外的な「キャピタル・ゲイン」を稼ぐ「法外な特権」を享受していたが、危機後にはその役割に「世界への保険提供者（US provides insurance to the rest of the world）」が加わり、この役割を果たす際に「法外な特権」は「法外の負担（“exorbitant duty”）」に変化する。具体的には、2008 年にリーマン・ショックが発生して世界中の金融市場が凍り付く中で、アメリカは、米国債という安全資産や、ドル高が進んだことにみられるように米ドルという価値の安定した通貨（“insurance theory” of international currencies<sup>52</sup>）を世界に提供することになった。言い換えれば、アメリカの対外負債つまり外国の在米資産の価値は維持される（厳密には株式は大きく下落したので、米国債が該当する）一方で、アメリカがもつ対外資産は大幅に下落したために、ネットではアメリカが多額の損失を被ることになった。このことは、金融取引が「ゼロサムゲーム」であることを考えれば、アメリカから外国への大規模な「富の流出・所得移転」を意味している。② 従来アメリカが獲得していた金融収益は、「世界のベンチャー・キャピタリスト」としての行動に加えて、（事後的に見れば）「世界の保険提供者」としての役割を果たすために世界から徴収していた「保険料」収入となっている。以上のように整理できる。こうした Gourinchas, Rey, and Govillot の見解からは、危機後にも国際金融におけるアメリカの役割を「悲観視」することなく、むしろ新たな要素を加えて、2008 年にこうむった損失も含めて積極的に評価するスタンスがみえてくる。

以上をふまえて、危機後の「グローバル・インバランス」を展望すると、① グラフ 1 でみたように 2009 年の経常収支赤字の大幅な減少は「グローバル・リバランス」とも呼ばれたが、事実としてアメリカの経常収支赤字は継続している点、② このことは（やや単線的な考え方になるが）、「グローバル・インバランス」を成立させていた要因が消滅していないことを示している点<sup>53</sup>、③ 「オリジナルの議論」も国際金融におけるアメリカの役割（「世界への保険提供者」）を積極的に評価していることや「ブレトンウッズ体制Ⅱ」の構成要素がいまだに「健全」であることを指摘している点をあわせて考えると、危機後にも「グローバル・インバランス」は現実の問題としても、議論（上記はその一部であり、再び論争・議論の要因になりうる）としても、継続して存在していることになるだろう。

<sup>51</sup> 当時の詳しい動向は、星野[2013]を参照。

<sup>52</sup> 以前から言われていた「質への逃避」と意味は同じである。

<sup>53</sup> 明確な根拠まで踏み込んでいないが、Luis Serven and Ha Nguyen[2013] (pp.2-6, pp.16-18) でも同様のことが指摘されている。アメリカの経常収支赤字の要因となっていた資産価格の動向に関しては株価が歴史的最高水準を超えたことや、アジアとアメリカ双方の金融システムの問題が危機後に数年間で改善されるわけではない（とくに、アメリカは金融規制法案が骨抜きになっている可能性がある）ことを考えれば、「グローバル・インバランス」を成立させていた要因が消滅しているとはいえないだろう。

## 2 「グローバル・インバランス」と危機の関係をめぐって

では、「グローバル・インバランス」と危機はどのような関係にあるのだろうか。このことは「グローバル・インバランス」をどのように論じるのかに密接に関連しているので、整理しておこう。

第 1 に、「グローバル・インバランス」は、しばしば経常収支の赤字と黒字という形で定義されるが、2007 年以降に生じたサブプライム危機はアメリカの経常収支赤字そのものが直接的な要因になったわけではない。この意味では、「グローバル・インバランス」と危機は無関係だったことになり、なおかつ、経常収支の次元で定義される「グローバル・インバランス」は危機の要因を説明できないことになる<sup>54</sup>。

第 2 に、Obstfeld and Rogoff が提起した「Product of Common Cause」論である<sup>55</sup>。まず、Obstfeld and Rogoff は、本稿の冒頭でもふれたように、「グローバル・インバランス」そのもの（経常収支の赤字や黒字それ自体）と危機の関係をみるという論点の重要性にふれたうえで、「グローバル・インバランス」そのものと危機が無関係であったという見解を否定するとともに、（意外にも）「グローバル・インバランス」そのものが危機の原因になったという見解、あるいは、「グローバル・インバランス」そのものと危機が相互作用になっていたという見解をとともに否定し<sup>56</sup>、かわりに、「グローバル・インバランス」そのものと危機は共通の要因によって生じた現象だとしている（彼らは Product of Common Cause と呼んでいる）。その中身を簡単にみてみよう。Obstfeld and Rogoff によれば、彼らが「グローバル・インバランス」のピークとしてとらえる 2004 年 - 2008 年の時期には、（すでにバーナンキが指摘していたことと重なるが、）新興国からの対米資本流入が FRB の利上げの効果を弱め、アメリカにおける長期金利の低下を促したことに加えて、アメリカ側ではアメリカの金融政策が緩和的であった（利上げが弱かった）ことや、（後知恵ではあるが）サブプライム層への住宅融資が行われるとともに不適切な金融規制・監督制度のもとで生じた金融革新によって住宅関連証券および金融商品が生み出されている状況にあった。そして、こうした事情が複合的に組み合わさった結果として、それが、片一方で住宅バブルとその後危機を引き起こし、もう片一方で住宅価格の高騰が消費を刺激すること（バーナンキが指摘する「トランスミッション・メカニズム」）を通じて経常収支の赤字を増加させて「グローバル・インバランス」を拡大させることになった。このようにして、Obstfeld and Rogoff が指摘するような、「グローバル・インバランス」と危機の背後にある事情<sup>57</sup>が両者を引き

<sup>54</sup> アジアの「過剰貯蓄」がアメリカに流入し、アメリカのバブルの要因になったというバーナンキの有名な指摘も、経常収支を問題視しているわけではなく、資本フローの次元で議論されている。

<sup>55</sup> Obstfeld and Rogoff[2009]の文献全体がこの論点を検討しているが、とくに pp.1-3, pp.16-17, pp.25-26 に要約した記述がある。また、松林[2010]（313 - 316 頁）、福田・松林[2013]（207 頁）がこの見解の紹介を行っている。

<sup>56</sup> この部分の記述は、言葉のニュアンスの微妙な違いに注意されたい。

<sup>57</sup> こうした事情が生まれた背景は、「新 GFI」論の議論で補完することができる。

起こした共通の要因として存在したという視点が、「グローバル・インバランス」と危機の関係を考えるうえで重要といえる。

### 第 3 節 小括

以上、「従来型 GI」論を危機の分析との関連も含めてみてきた。「オリジナルの議論」を踏まえたうえで、「従来型 GI」論が提起する視点を整理しておこう。「従来型 GI」論における議論・論争は、「グローバル・インバランス」が持続可能か否か、楽観的（悲観的）なシナリオを描けるのか否かを論点としてその後も多くの論争を引き起こしたが、「グローバル・インバランス」を論じる際には、次の 2 点が重要である。

第 1 に、世界経済における各国・地域における役割という視点である（本章第 1 節はこの視点で整理した）。「オリジナルの議論」の根拠には検討の余地はあり、のちに「新 GFI」論が指摘するような見逃されている要素もあるが、「従来型 GI」論が提起した上記の視点の重要性は残る。

第 2 に、「グローバル・インバランス」の背後にある事情、具体的には、国内マクロ経済バランスや国際収支の決定・変動要因を軸に、それらを資産価格の動向<sup>58</sup>や、政策的要因および金融市場の発展度合・整備状況も加味したうえで検討する視点である。「オリジナルの議論」も、経常収支赤字と経常収支黒字（あるいは対米資本流入）の背後にある事情<sup>59</sup>から、アメリカの経常収支赤字とその要因およびファイナンスの持続可能性といった論点を検討したのであり、危機の分析において Obstfeld and Rogoff が主張した Product of Common Cause 論もこの延長で考えることができる<sup>60</sup>。この視点によって、「グローバル・インバランス」の性格や危機との関係がみえてくるのである。つまり、「グローバル・インバランス」

<sup>58</sup> 資産価格の変動は、現在の金融の特徴である「マネーゲーム」的側面を強く示すとともに、それがもつ実体経済への影響力は否定できない。その一方で、留意すべき点もある。ここでは考える「素材」としてスーザン・ストレンジとポール・クルーグマンの見解を紹介しておく。1930 年代の大不況の要因として 1929 年の株価大暴落がしばしば取り上げられる（逆にそれを否定する見解も多い）が、この点について、1930 年代の大不況の教訓について論じる文脈で、① スーザン・ストレンジは、大不況の要因をめぐる議論を整理する際に、資産価格の影響力については重要なのか否かを慎重にみる必要がある（過大評価すべきではない）としたうえで、株価暴落に加えてその他の複数の要因が重なった結果として大不況が生じたと指摘（Strange[1998]邦訳 162-164 頁、175 頁）しており、② ポール・クルーグマンも株価暴落ではなく、（現代の「シャドーバンキング」とパラレルに結びつけて）規制や監督の不備のもとで当時の銀行が無謀な高リスク行動をとった結果として生じた銀行倒産に注意を向けるべきだと指摘している（Krugman[2008]）。

<sup>59</sup> この視点での議論では、「オリジナルの議論」の根拠に妥当性を問うことに関心が集まり、背後にある事情という元々から提起されていた視点が見えにくくなっていった感がある。

<sup>60</sup> 同様の視点によって、本稿では詳しくはふれていないが、ユーロ圏内の経常収支不均衡である「リージョナル・インバランス」や、それと危機との関係を見ることが出来る。

は、アジア側の政策やアメリカの金融市場の魅力といった安定的な要素のみならず、経常収支赤字を生み出すことになるアメリカにおける住宅価格・資産価格高騰といったバブル的要素や、金融市場の未整備（短期間では変化しないので、客観的には持続可能な要因となる）といった不安定な要素が共存した結果として、危機の「芽」と共通した要因によって生じていたことになる。

### 第 3 章 「新 GFI」論の整理

本章では、最近海外で注目を集めている「新 GFI」論の分野の論者の見解の紹介を通じて、議論の組立および論点や方法の確認を行っておく。

#### 第 1 節 「新 GFI」論の概要

本節では、「新 GFI」論の概要として出現の背景および分析枠組みをみてみよう。

##### 1 背景

「新 GFI」論<sup>61</sup>と呼ばれる分野が出現した背景としては、現状の世界経済をとらえるうえでの「従来型 GI」論の限界への批判がある。以下 2 点みてみよう。

第 1 に、「従来型 GI」論の論争で論点となっていたドル暴落・金利高騰というシナリオ<sup>62</sup>（が生じるのか否かという議論）とは正反対に、実際の危機時（とくに 2008 年のリーマンショックの後）にはドル高・アメリカでの金利低下という事態が生じた。

第 2 に、「従来型 GI」論が、ネットの経常収支・資本収支あるいは国内マクロ経済バランスで検討し、アメリカとアジアや産油国の関係だけに焦点を当てた議論であることへの批

<sup>61</sup> 「新 GFI」論が出現したのは Obstfeld and Rogoff、Shin、Borio and Disyatat らの一連の論文が出始めた 2010 年頃と思われる。具体的な内容は以下でみていくが、「新 GFI」論は、この議論が出現する以前の時期、つまり危機前までさかのぼって分析しており、危機前から「従来型 GI」論とともに存在したら、危機の発生を予知できた可能性はあり、この反省から「新 GFI」論が出たともいえる。また、「グローバル・インバランス」は本稿の冒頭でみたような定義が共通認識になっているが、Global Financial Imbalances には明確な定義があるわけではない。おおよそ、本稿でみるような内容全体を指すと考えられる。

<sup>62</sup> この点では、「従来型 GI」論における「正統派」のシナリオではなく、「オリジナルの議論」のシナリオ（ドル暴落・金利高騰は生じない）通りになったのは確かである。だが、それは同時に「従来型 GI」論ではドル高・金利低下の発生要因を説明できないことも意味している。

判である<sup>63</sup>。具体的には、① 現実には、貯蓄・投資バランス論が示す国内貯蓄や国内投資、あるいは、ネットの経常収支・資本収支や対外純資産・負債をはるかに上回る金融資産・負債およびグロスの資本フロー・ストックが形成されていること<sup>64</sup>、② 「従来型 GI」論が言及している外貨準備増減を含めた広義のネットの資本収支は、確かに、金融面の動きをとらえてはいるが、国際収支の計上原則からは実物面を示す経常収支と対応<sup>65</sup>しており、実物面との対応で生じる資金フローのみをとらえてしまっていること（その結果、①でみたようなグロスの資本フロー<sup>66</sup>や金融機関の行動が見えにくくなっていること）、③ 以上をふまえて全般的にみれば「従来型 GI」論は実物面に焦点を当てた議論となってしまう金融面を軽視していること<sup>67</sup>である。

これら 2 つの点から、「新 GFI」論は、従来型「GI」論が危機や現実の世界経済の動きを十分に分析できないとして批判的に検討<sup>68</sup>し、それを乗り越える形で、金融システムの安定性へのリスクや危機の原因を考えるうえでは、グロスの資本移動、フロー面に加えてスト

<sup>63</sup> Obstfeld and Rogoff[2012] (p.2,p.5 . ,p.20,p.25)、Borio and Disyatat.[2010] (pp.206-207,pp.202-203)。

<sup>64</sup> 言い換えれば、必ずしも経常収支や貯蓄が金融取引の原資になるわけではなく、経常収支赤字国や貯蓄不足の国も、（とくに基軸通貨国アメリカは）グロスの対外投資をできるため、グロスの資本フローは必ずしも IS バランスや経常収支に対応しているわけではない。

<sup>65</sup> アメリカの経常収支赤字のファイナンスをめぐる議論で、しばしばネットの資本流入が減少（増加）すると記述がみられるが、ネットの資本流入が減少（増加）していれば、それに対応してネットの経常収支の赤字も減少（増加）していることになる。それだけでは資金フローの動向を読み解けないのである。ただし、このことと本文の記述の両方も、（第 2 章でみたように）無条件・スムーズに資本収支赤字（黒字）＝経常収支黒字（赤字）となるわけではなく、そこにいたるプロセスはさまざまであることには注意を要する。念のために補足しておく、「従来型 GI」論は、こうしたプロセスを、無視しているのではなく、むしろ説明する点に 1 つの意義（たとえば、「トランスミッション・メカニズム」）がある。

<sup>66</sup> たとえば、簡単な例を出せば、ネットでは資本収支が 0 であっても、その中身は対外投資と対内投資がともに 0 のために資本収支が 0 になる場合と、対外投資と対内投資がともに 100 でそれらが統計上は相殺されて 0 になる場合があり、いわゆる「数字のトリック」が働く可能性がある。

<sup>67</sup> 「従来型 GI」論には「金融資産供給窮乏」説や「金融資産需要」説といった金融面からとらえる議論があり、また、そもそもの「従来型 GI」論は「正統派」が金融面の動向を無視しているとして金融面の動向も考慮に入れた議論として登場した経緯があるが、そうした「従来型 GI」論も「新 GFI」論からみれば金融面を軽視しているということになるようである。

<sup>68</sup> むろん、新「GFI」論による「従来型 GI」論の整理・批判が適切なのか否かという論点も残る。言い換えれば、「従来型 GI」論のなかには、本稿の第 2 章でみたような視点の重要性はあり、また、新「GFI」論の指摘につながる議論（たとえば後で見るボリオの指摘する Financial Imbalances は、ある種、バーナンキが指摘した資産価格が实体经济に与える影響 - トランスミッション・メカニズム - の議論につながる部分がある）もなされている。このように考えると、「新 GFI」論による「従来型 GI」論への批判は行き過ぎている感もある。

ック面、アメリカとヨーロッパ間の金融面での関係に重点的に焦点を当てるべきだとする指摘を行っている<sup>69</sup>。こうした点は、多くの分野で指摘されてきたことであり、必ずしも「新 GFI」論にかぎったことではないが、ここには、国際金融論や国際経済学の世界で影響力をもった「従来型 GI」論が現実をうまく分析できなかったことへの批判とともに、それに対するかたちで「グローバル・インバランス」論のなかに金融面からのアプローチを明示的にいれようとする「新 GFI」論のスタンスが明確に示されている。

## 2 「新 GFI」論の枠組み

以上のような背景も踏まえたうえで、「新 GFI」論の分析枠組みをみてみよう。(やや議論の次元が異なるが、) 大きく 3 つに分けることができる。

1 つ目は、国内面と対外面のつながりとしては、国内マクロ経済バランスに代えて、金融機関の行動 (バランスシートやレバレッジの動き) や金融面のブーム&バーストが、国際資本フローの変動要因になるとともに、国内マクロ経済を変動させることを通じて「グローバル・インバランス」(ここでは経常収支赤字と経常収支黒字) の要因になるという見方 (Shin 自身はのちに “Global Banking Gult” と呼んでいる) である<sup>70</sup>。この考え方は、「新 GFI」論の代表的論者であるボリオが *Financial Imbalances*<sup>71</sup>、“Excess Elasticity” といった独自の言葉を使って表現した認識、具体的には、実体経済を超える金融活動が拡大するなかで、あるいは、きわめて資金調達しやすい環境のもとで、資産価格の上昇と外部資金調達 (レバレッジ) の拡大によって金融機関のバランスシートが膨張するとともに、過剰なリスク・テイクが行われ、長期的には持続しにくい金融現象となる信用ブームと資産価格ブームが発生し、それが崩壊すると逆の動きが発生することを通じて、金融活動がマクロ経済の振幅を大きくしているとの認識につながる<sup>72</sup>。

第 2 に、グロスの資本フローやストックへの着目である<sup>73</sup>。まず、Borio and Disyatat は、ネットではなくグロスで、国・地域別の動向、金融取引を担う部門・主体、金融取引の形態をみるべきだとしている<sup>74</sup>。また、Obstfeld and Rogoff はやや掘り下げて、グロスの資本フ

<sup>69</sup> 直接の課題設定は Borio and Disyatat [2010] (p.198,p.206) ,Obstfeld and Rogoff[2012] (p.5,p.39) , Shin[2012] (p.42) を参照。また、米倉[2012] (14 - 15 頁) が同様の指摘を行っている

<sup>70</sup> Shin[2009] (p.2,p.8 ,p.12 , p.15, pp.18-19,p.35)。

<sup>71</sup> ここでは「新 GFI」論ではなく、ボリオの独自の用語を指している。

<sup>72</sup> Borio and Disyatat [2010] (pp.198-199, p.200 ,p.203 ,p.211, pp.213-214) 。なお、この見解を紹介した本邦研究者の著作としては湯本[2010] (22-24 頁、81 頁) がある。

<sup>73</sup> 同様のことは、「グローバル・インバランス」論とは異なる文脈で、日本銀行・国際収支統計研究会[2000] (77 - 78 頁、189 頁、200 頁)、奥田[2012] (第 1 - 4 章)、小西[2006] (29 - 30 頁) の文献で指摘されている。「従来型 GI」論が支配的な見解になるなかで、やや見失われがちであった視点の重要性があらためて認識されたことになる。

<sup>74</sup> Borio and Disyatat.[2010] (pp.207-211)

ローの構成、具体的には銀行部門の役割や、資産と負債の建値通貨や期間構成（流動性リスクや為替リスクなどのエクスポージャーの状況）、形態（とくに株式よりも短期債務形態が多いことに着目）をみる必要性を指摘している<sup>75</sup>。これらは、国際金融市場が統合度・流動性・深みの面で目を見張る規模で拡大するなかで、しばしば「従来型 GI」論が対象とする経常収支や、それとの対応でとらえられるネットの資本収支ではとらえきれないグロスの資本フローとストックが拡大しているという「新 GFI」論の認識を背景とした分析枠組みである<sup>76</sup>。

第 3 に、金融取引を行う主体である金融機関の分析である。そのなかでも、今日注目を集めているいわゆる「シャドーバンキング」に関する記述を、Shin の文献にそって見てみよう<sup>77</sup>。彼の整理によれば、金融機関を、預金集め・貸出を行う伝統的な商業銀行 (commercial bank もしくは banking as traditionally) と、資金調達・運用ともに市場を中心に行うその他金融機関 (other financial intermediaries もしくは market-based banking system。以下「その他金融機関」) に分ける<sup>78</sup>。後者には、証券ブローカー・ディーラー、投資銀行、オフバランスシートビークル (コンデュットや SIV)、ヘッジファンド、そして今日注目を集めているシャドーバンキング<sup>79</sup>など広い範囲の金融機関が含まれる (ただし、伝統的な商業銀行も後者に近くなっている)。そして、「その他金融機関」は、規模自体は大きくはない

<sup>75</sup> Obstfeld and Rogoff [2012] (p.5, p.17, p.32, p.39)。なお、本稿でみてきた Obstfeld and Rogoff [2012] の論文は、ネットの経常収支よりもグロスの金融取引の重要性を取り上げたものだが、論文タイトルは「経常収支は今でも重要なのか - 意識すれば、今となっては経常収支の重要性はなくなったのか - (Does the Current Account Still Matter?)」となっており、その問いを受けて「なぜ今でも経常収支を議論の対象にするのか (“So Why Worry about Current Account Balances?”)」という小見出しをつけた箇所では経常収支の重要性が指摘されている。その内容は、① 経常収支とバブル・危機の関係においては (pp.25-29)、国内の信用拡張とそれによって生じたバブルを背景とする経常収支赤字が危機の兆候となっている可能性があること、経常収支が黒字でありかつバブルが発生していても (ユーロ危機におけるドイツのように) 危機になりうることに示されるように経常収支の赤字・黒字は必ずしもバブルや危機と関係しているわけではないこと、② 経常収支がもつマクロ経済上の意味合いとしては (pp.29-36)、そもそも経常収支は一国の総需要の反映であること、資本流出による調整が生じた際に経常収支の黒字国と赤字国では負担のかかり方が異なること (赤字国の負担が大きくなる)、過度に経常収支黒字を生み出す政策運営を行ったり逆に過度に経常収支赤字が発生している状況では「通商摩擦」や「通貨戦争」といった政治問題が生じること、③ Gourinchas and Rey が着目した「評価効果」は不安定であり、究極的には経常収支が対外純債務の決定要因になること (pp.36-38)、以上の 3 点に整理できる

<sup>76</sup> この指摘は、「新 GFI」論の文献の随所でみられる。たとえば、Obstfeld and Rogoff [2012] (pp.3-5, p.17, p.22, p.24, p.39)。

<sup>77</sup> Adrian and Shin [2008] および Shin [2009]。湯本 [2010] (67 - 69 頁) でも紹介が行われている

<sup>78</sup> Adrian and Shin [2008] (p.1, p.7)、Shin [2009] (p.2, p.19, pp.29-30, p.33, p.35)

<sup>79</sup> 当初、Shin は Adrian and Shin [2008] の文献の時点では「シャドーバンキング」という名称を使っていなかったが、その後「シャドーバンキング」に多くの注目が集まったからなのか、Shin [2009] 以降の文献ではこの名称を明示的に使うようになった。

が、金融システムの市場化が進むなか<sup>80</sup>で、信用供与や実体経済への影響で重要性が高まっている<sup>81</sup>。Shin が注目するのは、「その他金融機関」のバランスシートである。つまり、「その他金融機関」のバランスシート上では、負債側に（たとえば ABCP の発行やレポ取引を通じた）金融市場からの資金調達を反映した短期債務、そして、資産側には調達した資金で投資した長期資産（たとえば ABS や CDO）がそれぞれ計上されている<sup>82</sup>。「その他金融機関」は、これらの長短金利差を稼ぐことになる。Shin の議論で興味深いのは、「その他金融機関」のバランスシートの決定要因<sup>83</sup>を取り上げ、負債側の短期債務は短期金利の影響を強く受けることに着目して、「その他金融機関」の行動を規定する要因として短期金利を重視している点にある。つまり、「その他金融機関」は、短期金利（資金調達コスト）が低下する金融緩和局面では資金調度を拡大させてレバレッジを拡大させ、逆に、短期金利（資金調達コスト）が上昇する金融引締局面では資金調度を縮小させてレバレッジを縮小させることになる。金融政策の基本的な考え方では、中央銀行は政策金利となる短期金利の操作を通じて、長期金利を調整するとされており、多くの中央銀行は実際にそうしている（見方を変えれば、中央銀行は短期金利をコントロールできるが、長期金利は必ずしもコントロールできない）。それに対し、Shin は、短期金利が直接的に「その他金融機関」への影響を通じて金融市場全体また実体経済にも影響を与える点に着目し、短期金利（とくに FF 金利）それ自体がもつ意味合いの重要性を指摘しているのである。この点は後ろでも取り上げることにする。

## 第 2 節 分析例の紹介

本節では、「新 GFI」論の分析例のなかで、まず、危機前における国際的な資本フローの全体像とヨーロッパ・アメリカ間の資本フロー、次に、その含意を取り上げて紹介する<sup>84</sup>。危機前の状況をみることは危機の原因を理解するために重要なのである<sup>85</sup>。

### 1 資本フローの動向

最初に全体的な構図の把握である<sup>86</sup>（以下の内容をすべては網羅していないが、グラフ 2

<sup>80</sup> Adrian and Shin[2008] (pp.4-5,p.6,p.9)

<sup>81</sup> Adrian and Shin[2008] (pp.1-2,pp.5-6,pp.12-13.p.26,p.29)、Shin[2009] (p.2,p.5,p.8,pp.16-17, pp.32-34)

<sup>82</sup> Adrian and Shin[2008](p.2)、Shin[2009] (p.5,pp.18-21,p.33)

<sup>83</sup> Adrian and Shin[2008] (p.2,p.19,p.21,p.23,pp.26-27)

<sup>84</sup> 米倉[2012]は、リーマン・ショック時の金融機関の行動を具体的に取り上げて分析している。

<sup>85</sup> 危機後の資本フローは今後の検討課題としたい。

<sup>86</sup> Borio and Disyatat[2010] (pp.207-211)

と 3 も適宜参照)。ポイントは、① 国際マネーフローの主役は、途上国や新興国ではなく先進国同士であったこと、② (ネットの経常収支をうわまわる) アメリカをめぐるグロスの資本フローが拡大していること、言い換えれば、経常収支との関係だけではとらえきれない資本フローが発生していたこと、③ 部門別では公的部門も一定規模になっているが民間部門が主体であること、④ 地理的区分ではアメリカと途上国・新興国間ではなく、アメリカ・ヨーロッパ<sup>87</sup>間が主役 (もちろん、中国、アジア、OPEC の動向を無視できないのは確か) であったこと、⑤ クロスボーダーの資本取引では銀行部門の役割が大きかったことの 5 点にまとめることができる。こうした動きはネットの動きからみえない部分ともいえる。そして、ここにみえる資金フローは、「従来型 GI」論が、新興国の公的部門による米国債投資を資金フローの中心にしていたのとは対照的な姿である。

次に、上記を掘り下げて「新 GFI」論が重視するアメリカ - ヨーロッパ間の資本フローである<sup>88</sup>。ヨーロッパ・アメリカ間でドル建ての双方向の資本フローが形成されていた<sup>89</sup>。ヨーロッパの金融機関は、ヨーロッパの金融機関の在米拠点がアメリカのホールセール市場で調達した (具体的には、アメリカの MMF が ABCP を購入する形で提供された) 資金を本支店勘定を通じて本国親会社に送金し、このルートで獲得した資金をヨーロッパの金融機関は、米国内に作った SPV や「シャドバンキング」を通じて、住宅関連証券に投資していた。こうした金融機関の行動によって形成されたグロスの資本フローは、アメリカによるヨーロッパへの資金供給はアメリカ側での対ヨーロッパ向け資産とヨーロッパ側での対アメリカ負債となり、それを原資にしたヨーロッパからの対米投資はヨーロッパ側での対米資産とアメリカ側での対ヨーロッパ債務となり、米・欧の対外的なバランスシートの「ミラーイメージ<sup>90</sup>」的な状況を創り出すことになる。見方を変えれば、よく知られているとおりユーロ圏の対世界あるいは対アメリカの経常収支はほぼ均衡しており、それを反映してネットの資本収支もほぼ均衡<sup>91</sup>することになるが、以上を踏まえると経常収支の動向とは無関係にグロスの資本フローが拡大していたことになる<sup>92</sup>。

## 2 含意

次に、ヨーロッパ - アメリカ間の資本フロー、具体的には、ヨーロッパの金融機関がドル建てで資金調達をしてそれをそのままドル建てで運用したことの意味合いをみてみよう。4

<sup>87</sup> ヨーロッパは、ユーロ圏、イギリス、スイスを含む。以下も基本的に同じ扱いとする。

<sup>88</sup> Shin[2012] (pp.3-6, pp.9-23)、Obstfeld and Rogoff [2012] (pp.20-22)。

<sup>89</sup> ヨーロッパ側の要因は Shin[2012] (pp.8-9, pp.39-42) 。

<sup>90</sup> Obstfeld and Rogoff [2012] (p.21) 。

<sup>91</sup> 繰り返しになるが、ネットの経常収支が均衡すれば無条件でネットの資本収支が均衡するわけではなく、逆に、ネットの資本収支が均衡すれば無条件でネットの経常収支が均衡するわけではない。言い換えれば、経常収支 = 広義の資本収支は無条件で成立しているわけではなく、そこにいたるプロセスが大事である。

<sup>92</sup> Obstfeld and Rogoff [2012] (p.22)

点にまとめることができる。

第 1 に、ヨーロッパからアメリカへの投資がアメリカに与えた影響である。ヨーロッパの金融機関によるアメリカの住宅（サブプライム）関連証券の購入は住宅金融への資金供給を通じて、住宅価格高騰そして住宅バブルを支える要因の 1 つになった<sup>93</sup>。そのうえ、上述のようにこの取引は、「シャドーバンキング」を通じて規制・監督の枠外で行われていた<sup>94</sup>。すると、アメリカのバブルおよび危機の要因の 1 つはヨーロッパにあったということになる<sup>95</sup>。ただし、それはそれで否定できないが、この点はもう少し考える必要がある。

そこで、第 2 に、ヨーロッパの金融機関によるアメリカへの投資を可能にしたのはアメリカによる資金供給である<sup>96</sup>。まず、当然といえば当然であるが、ドルの発行国はアメリカであるため、ドル資金の究極的な源泉はアメリカ側、とくに FRB の金融政策・金融調節にある。また、統計上のグロスの資本フローだけを取り出せば因果関係は見えにくくなるが、現実にはアメリカがヨーロッパから資金を取り入れてそれをヨーロッパに再投資（欧→米→欧）したわけではなく、あるいは、ヨーロッパの金融機関がユーロや自国通貨（ポンドやスイスフラン）をドルに交換して対米投資（欧→米）を行ったわけでもなく、あくまでヨーロッパの金融機関がドル建てでアメリカから資金を取り入れ、それをアメリカにドル建てで投資する（米→欧→米）という流れが存在した。このようにみていくと、アメリカでバブルを創り出すことになるヨーロッパの金融機関による投資を可能にしたのは、アメリカによる資金供給ということになる。アメリカから供給された資金がヨーロッパといういわば迂回的なルートを通じてアメリカに再流入し、住宅バブルを作り出したのである。

第 3 に、以上の点は、ヨーロッパの金融機関が「シャドーバンキング」を通じた取引を行っていたことをあわせて考えると、アメリカの金融政策とバブルの関係を考えることにもつながる<sup>97</sup>。このことを考えるうえで参考になるのが、中央銀行が直接的に管理可能な短期金利そのものが「シャドーバンキング」の資金調達に直接的に影響を及ぼすという Shin の指摘である。つまり、短期金利が直接的に「シャドーバンキング」に影響を与える（あるいは、ヨーロッパの金融機関の資金調達源である MMF は短期金利に連動している）にもかかわらず、2004 年以降にアメリカが金融引き締めに転じたのちにすぐに「シャドーバンキ

<sup>93</sup> Shin[2012] (pp.7-9, pp.15-16 ,pp.22-23,p.42)

<sup>94</sup> こうした状況を、Shin 自身は、新興国が高貯蓄を背景とする対米投資によってアメリカの金融市場への影響力を強めたとする「グローバル過剰貯蓄」との対比を意識して、ヨーロッパの金融機関がアメリカの金融環境に大きな影響を与えたという意味をもたせて“Global Banking Glut”と呼んでいる。なお、Shin は 2008 年の文献において、伝統的な商業銀行と「その他金融機関」の区別の必要性を指摘していたが、のちの文献では、その区別の重要性を残しながらも、両者を含めて広く世界の金融の状況への影響力の強い金融機関を Global Banking という言葉で統一して表現することもみられるようになった。

<sup>95</sup> このことは Bernanke[2010]が指摘することでもある。

<sup>96</sup> これは、国際資金フローの起点をめぐる議論にもつながる（小西[2006]29 - 32 頁を参照）。

<sup>97</sup> Borio and Disyatat. [2010] (p.204) ,Shin[2009] (pp.18-19) .

ング」の資金調達難が生じなかったこと<sup>98</sup>は、(その良し悪しはともかくとして、客観的にみれば) 2004 年以降に住宅バブルがさらに過熱し住宅関連証券の価値が維持されたことに加えて、アメリカの金利引き上げが弱かったことを示唆している。ここまでみると、アメリカのバブルにおけるヨーロッパ側の要因に加えて、アメリカの金融機関による資金供給と金融政策という要因が浮かびあがるのである。

第 4 に、欧米間の資本フローが、2007 年の危機以降、とくに、2008 年のリーマン・ショック時にヨーロッパに与えた影響である<sup>99</sup>。ヨーロッパの金融機関は、長短の期間のミスマッチを抱える状態(いわゆる「短期借・長期貸」)のもとで、短期の金融市場がマヒして負債側で資金調達が困難になると、ドル資金を調達するために資産側で保有する資産を売却することになるが、それが「投げ売り」を通じた資産価値下落を引き起こしドル資金調達のさらなる困難に直面することになる。このことが、ヨーロッパにおける「ドル不足」あるいはドル高の要因になるとともに、アメリカの危機がヨーロッパに波及したルートの 1 つとなった<sup>100</sup>。さらに、ヨーロッパの金融機関はドル建てで資金調達をしてドル建てで資産運用をしていたことから為替リスクは存在しないようにみえたが、ユーロ圏の金融機関は ECB (あるいはユーロシステム) が危機対策として供給したユーロ資金を直物市場でドルに換金してドル資金を調達しようとしたために、ユーロ安・ドル高が発生し、為替相場という面でもドル資金調達の困難に直面することになった<sup>101</sup>。そして、以上のような金融市場で発生した「ドル不足」と、それをユーロシステムの危機対策がかえってユーロ安ドル高を発生させることによって為替の面でもドル資金調達を困難にして「ドル不足」を深刻化させたことが、究極的なドルの発行体であるアメリカによる資金供給、具体的には、2008 年に ECB と FRB の間で結ばれたスワップ協定の背景となっているのである<sup>102</sup>。「従来型 GI」論で議論になっていた(あるいは「正統派」のシナリオである)ドル暴落・金利上昇ではなく、現実にはドル高・金利低下が生じた要因は以上の構図をみることで理解できるのである。

<sup>98</sup> Shin はアメリカの金融政策の重要性を指摘しているが、2004 年以降についてはとくに言及していない。

<sup>99</sup> Obstfeld and Rogoff [2012] (p.21) ,Borio and Disyatat.[2010] (pp.210-211)

<sup>100</sup> ヨーロッパの金融機関の損失に関しては、ユーロ圏の財政・国債の問題や、ヨーロッパ側で独自に発生していたバブルが破裂した影響に求める見解もある(これはこれで誤りではない)が、本文でみた欧米間の資本フローをみるとアメリカの危機がヨーロッパに波及したルートが明確にみえるのである。

<sup>101</sup> このルートは Obstfeld and Rogoff [2012] (p.21) が記している。

<sup>102</sup> こうしたことは、ドルの強さを示しているが、やや留意すれば、必ずしも「ドル復権」を意味しない(本山[2012]27 頁)、あるいは、危機後の大幅な金融緩和とあいまっていずれ「ドル離れ」を引き起こす可能性のあるドル供給であるためにドルの「頑健性」と「制約性」の共存(鳴瀬[2009]94 頁)との評価がある。なお、「スワップ協定」の動きは、当時のアメリカの国際収支上では、グラフ 2 において 2008 年に米国公的在外資産がマイナスになっている(外国に資金供給している)ことに表れている。

### 第 3 節 小括

本節では、本章の結論にかえて、バブルと危機の要因を中心に「新 GFI」論と「従来型 GI」論の比較を行っておく。

第 1 に、アメリカにおけるバブルの原因をめぐる論点である。「従来型 GI」論では、アジアをはじめとする新興国の「過剰貯蓄」が対米投資としてアメリカに流入することによって、アメリカの経常収支赤字をファイナンスするとともに（2004 年以降に FRB が利上げを始めたにもかかわらず）相対的に低い長期金利が維持されたことがバブルの原因になったとされている<sup>103</sup>。それに対し、「新 GFI」論は、むしろ新興国の影響力を過大評価するべきではなく、ヨーロッパからの対米投資こそが住宅バブルの原因になったのであり、また、そのヨーロッパに資金を供給したアメリカの金融機関やアメリカの金融政策も含めて、ヨーロッパそしてアメリカ側の要因を重視している。

第 2 に、金融資産あるいは金融市場という点からみた対米投資の要因である<sup>104</sup>。「従来型 GI」論では、アジアが対米投資を行う要因として、「過剰貯蓄」の存在に加えて、国内での魅力的かつ安全な金融資産の供給能力の不足（「資産供給窮乏」仮説）や、安全資産への需要の存在（「資産需要」仮説）が組み合わさった（両者とも広くみれば資産需要“demand pull”）結果として対米投資が行われたとされている。見方を変えれば、この見解ではアメリカは魅力的かつ安全な金融資産を提供する主体として描かれ、このことが対米投資をめぐるアメリカ側の（称賛されるべき）要因として扱われ、アジアの金融市場の未整備のほうに強調されている<sup>105</sup>。それに対し、「新 GFI」論は、アメリカの金融市場の魅力や安定性という点を認めつつも<sup>106</sup>、それに加えて、アメリカ側における住宅向け貸出を行うための資金調達需要やそのための住宅関連証券の販売、規制や監督の外側で作られた様々な金融商品があいまって生じたアメリカによる過剰ともいえるほどの金融資産供給（“supply push”）こそが、バブルの原因を作り出す対米投資の要因になったとしている。

第 3 に、「従来型 GI」論が提起した「世界のベンチャー・キャピタリスト」論の再考である。第 2 章でみたように、この見解では、アメリカはネットでは「債券の売り越し・株式の買い越し」、具体的には低リスク・低リターン資産を外国に提供するとともに、ハイリスク・ハイリターンの投資を外国に行い、これが対外的な金融収益の源泉としてとらえられた。この見解は、「新 GFI」論の議論から考えると、バブルや危機の要因を分析する際に十分とはいえない<sup>107</sup>。つまり、「世界のベンチャー・キャピタリスト」論におけるアメリカの対外

<sup>103</sup> たとえば、バーナンキは 2010 年の時点でも同様の指摘を行っている。

<sup>104</sup> Shin[2009] (pp.17-18, pp.34-35)

<sup>105</sup> Luis Servén and Ha Nguyen[2013] (p.12)

<sup>106</sup> ただし、「新 GFI」論は、「従来型 GI」論の議論を否定しているわけではなく、むしろ補完することになるとしている (Shin[2009]p.18)。

<sup>107</sup> 「世界のベンチャー・キャピタリスト」論は、国際金融におけるアメリカの役割を考えると、そのうたえでしばしば言及される。このとらえ方自体に誤りはない。とうぜん、その良し悪

的なポートフォリオ構成の分析では、① アメリカの資産側の主たる構成要素として重視される株式と直接投資がハイリスクな投資であることは否定できないとしてもこれらは 2000 年代のバブルやその後の危機の直接的な要因ではないこと、② アメリカの負債側で重視される低リスク・低リターン（言い換えれば、安全かつ相対的に高利回り）の安全資産としてアメリカから外国に提供されていた金融資産にはむしろサブプライム関連証券などリスクが高いものも含まれていたこと、③ グラフ 6 と 7 にみられるように、アメリカはグロスでは債券や銀行部門による対外投資を行っていること<sup>108</sup>、④ 米・欧間で形成されていたと思われる金融デリバティブが両建てで巨額になっていること（グラフ 6 と 7）、これらが見逃されてしまうのである。逆にいえば、上記の点を考慮に入れて、国際金融におけるアメリカの役割を考える必要があるのだ。

## おわりに

本稿では、「従来型 GI」論と「新 GFI」論の両方を整理することを通じて、① 「従来型 GI」論では世界経済における各国・地域の役割という視点や、国内マクロ経済バランスや国際収支の決定・変動要因をみるという視点、② 「新 GFI」論では、金融面を重視し、グロスの資本フロー・ストックや金融機関の行動からみる視点を提起した。

後者の「新 GFI」論は、「従来型 GI」論がネットの経常収支と資本収支あるいは実物経済の視点で見ることに批判として登場しているが、これはそのまま逆に、「新 GFI」論では経済の実物的側面<sup>109</sup>や新興国の意義が見えにくくなることを意味している。その一方で、前者の「従来型 GI」論が提起した視点は「新 GFI」論の見解も考慮に入れることで深みが増す。

このようにみていくと、「従来型 GI」論と「新 GFI」論の両者を、対立としてみるのではなく補完していくことで、世界経済をみる視点をつくることのできるものである。この点を本稿の結論にすると同時に、今後の検討課題として問題提起したい。

---

しをめぐると楽観視できない要素への指摘もあるが、（こうした議論のなかでもあまり見られないが）むしろ本文で書いたような視点も加味して議論する必要がある。でないと、バブルや危機をめぐると議論がミスリーディングになる可能性がある。

<sup>108</sup> 前節でもみたように、ヨーロッパ-アメリカ間の資本フローはネットで見ればほぼ均衡していた。

<sup>109</sup> 本稿では十分にふれることができず、(Gave, Kaletsky and Gave [2005]や彼に依拠した木下[2007]を例外として)「従来型 GI」論でもあまりみられないが、貿易取引において、在米外資系企業の本国からの輸入および米系多国籍企業の在外子会社からの（逆）輸入といった多国籍企業内取引に着目することもアメリカの経常収支赤字の問題をみるうえで重要である（多国籍企業研究の一貫として詳細に検討したものとしては関下[2012]がある）。

参考文献

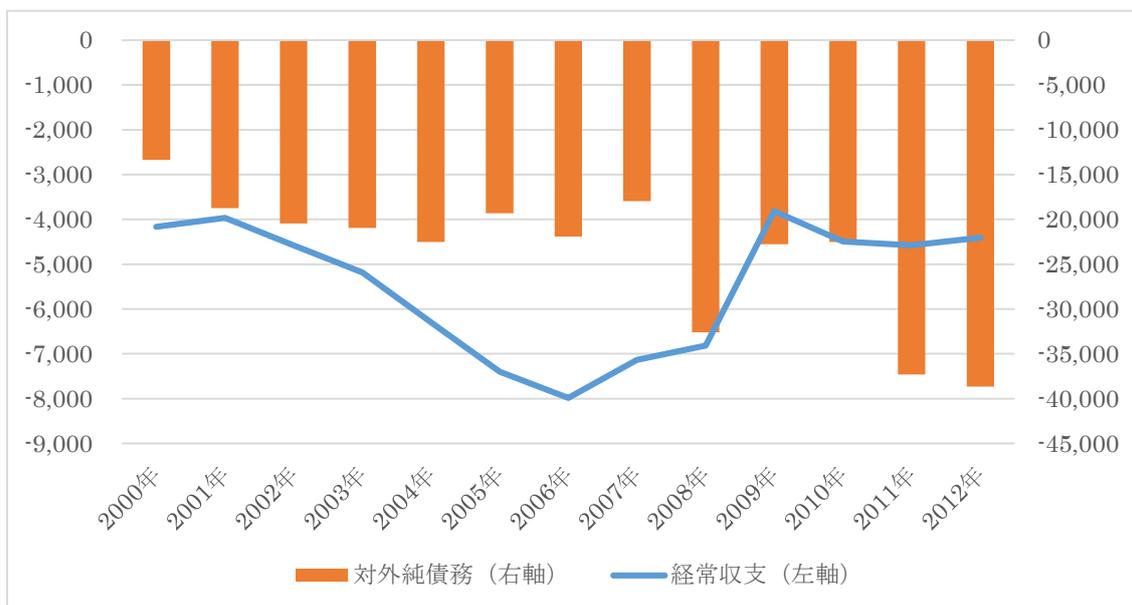
- 伊豆久[2005]「ブレトンウッズ体制の「復活」?～アメリカの対外不均衡をめぐって～」『証  
研レポート』1630号、2005年6月。
- 伊豆久[2007]「世界的不均衡の拡大について—米国と中国等新興経済国の動向を中心として  
— (講演録)」『証券レビュー』1月号。
- 岩本武和[2007]「アメリカ経常収支赤字の持続可能性・キャピタルゲインと評価効果の視点  
から」『世界経済評論』、9月号。
- 岩本武和[2009]「金融危機とグローバルインバランス—米国の高レバレッジ型対外ポジシ  
ョンの脆弱性を中心に」『JBIC 国際調査室報』第3号、11月。
- 岩本武和[2012a]『国際経済学 国際金融編』ミネルヴァ書房。
- 岩本武和[2012b]「対外インバランスと富の移転：日米における評価効果の非対称性」貝塚  
啓明+財務省財務総合政策研究所編著『国際的マネーフローの研究 世界的金融危機を  
もたらした構造的課題』中央経済社。
- NHK取材班[2009]『NHK スペシャル マネー資本主義』日本放送協会出版会。
- 奥田宏司[2012]『現代国際通貨体制』日本経済評論社。
- 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』、  
9月号。
- 小西一雄[2006]「アメリカの対外債務累積と『カジノ資本主義』の新段階 - その構造・意味・  
限界 - 」『季刊 経済理論』第43巻第2号、7月。
- 佐藤秀夫[2008]「米国の経常収支問題によせて」『北海道大学 経済学研究』第58巻第3号、  
12月。
- 佐藤秀夫[2010]「第10章 国際収支と国際投資ポジション - 対外経済関係の鳥瞰図 - 」石  
田修・板本雅彦・櫻井公人・中本悟編『現代世界経済をとらえる Ver5』東洋経済新報社。
- 白川方明[2011]「グローバル・インバランスと経常収支不均衡」(フランス銀行“Financial  
Stability Reveiw”2011年2月号掲載論文の日本銀行による翻訳)、日本銀行、2月18日。
- 関下稔[2012]『21世紀の多国籍企業: アメリカ企業の変容とグローバリゼーションの深化』  
文眞堂。
- 田中素香[2008]「第12章 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』有斐閣。
- 中村周史[2013]「第1章 グローバル・インバランスとマクロ経済の関係」小川英治編著  
『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。
- 鳴瀬成洋[2009]「グローバル・インバランスとアメリカ経済 (特集 グローバリゼーション  
は世界に何をもたらすか)」『経済貿易研究』No. 35、3月。
- 日本銀行・国際収支統計研究会[2000]『入門 国際収支 - 統計の見方・使い方と実践的活用  
法』東洋経済新報社。

- 福田慎一・松林洋一[2013]「第 8 章 金融危機とグローバル・インバランス」櫻川昌哉・福田慎一『なぜ金融危機は起こるのか 金融経済研究のフロンティア』東洋経済新報社。
- 星野智樹[2012]「グローバル危機下におけるアメリカの対外経済関係 - 国際収支分析による準備的検討」『立教経済学研究』第 66 巻第 2 号、10 月。
- 星野智樹[2013]「現代アメリカの国際金融上の地位 - 対外資産負債残高の分析を中心として」『立教経済学研究』第 66 巻第 4 号、3 月。
- 松林洋一[2010]『対外不均衡とマクロ経済 理論と実証』東洋経済新報社。
- 松林洋一[2012]「第 4 章 対外不均衡と国際的なマネーフロー: グローバル・インバランス論を超えて」貝塚啓明+財務省財務総合政策研究所編著『国際的マネーフローの研究 世界的金融危機をもたらした構造的課題』中央経済社。
- 本山美彦[2012]「衰えていない悪しき投機」『世界経済評論』第 56 巻第 2 号、3・4 月号。
- 米倉茂[2012]「国際金融危機の淵源なる『グローバル・インバランス』の深層— “global imbalances” から “global financial imbalances” への視角転移」『国際金融』第 1237 号、6 月。
- 湯本雅士[2010]『サブプライム危機後の金融財政政策』岩波書店。
- Adrian, Tobias. and Shin, Hyun Song.[2008], “Financial Intermediaries, Financial Stability, and Monetary Policy”, *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, No.346, September.
- Bernanke, Ben S. [2005], “The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit”, at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, 10 March 2005, *BIS Review* 16/2005 (岡本恵也・松田英明共訳[2007]「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 4 号 (123-140 頁)、3 月) .
- Bernanke, Ben S.[2010], “Statement by Chairman Board of Governors of the Federal Reserve System”, *Before the Financial Crisis Inquiry Commission Washington, D.C.*, September 2.
- Bini Smaghi, Lorenzo.[2008], “The Financial Crisis and Global Imbalances: Two Sides of the Same Coin”, Speech by Member of the Executive Board of the ECB Asia Europe Economic Forum conference “The Global Financial Crisis: Policy choices in Asia and Europe” Beijing, 9 December 2008(*BIS Review* 156).
- Borio, Claudio. and Disyatat, Piti.[2010] “Global Imbalances and the Financial Crisis: Reassessing the Role of International Finance”, *Asian Economic Policy Review* (2010) 5, 198-216.
- Bracke, Thierry., Bussière, Matthieu., Fidora, Michael., and Straub, Roland.[2008], “A Framework for Assessing Global Imbalances”, *ECB Occasional Paper Series*, No 78, January.

- Clarida, Richard H. eds[2007], *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, University of Chicago Press.
- Despres, Emile., Kindleberger, Charles P., and Salant, Walter S. [1966], “The Dollar and World Liquidity : A minority view” , *The Economist*, February 5.
- Dooley, Michael., Folkerts-Landau, David, and Garber, Peter. [2003], “An Essay on the Revived Bretton Woods System” , *NBER Working Paper* 9971, September.
- Dooley, Michael., Folkerts-Landau, David, and Garber, Peter. [2009], “Bretton Woods II Still Defines The International Monetary System”, *NBER Working Paper* 14731, February.
- Dunaway, Steven. [2009], “Global Imbalances and the Financial Crisis”, *Council Special Report*, No. 44, March.
- Gave, Charles., Kaletsky, Anatole., and Gave, Louis-Vincent [2005], *Our Brave New World*, GaveKal Research.
- Gourinchas, Pierre-Olivier [2008], “Valuation Effects and External Adjustment : a Review,” in Cowan, K., et al. eds., *Current Account and External Financing*, Banco Central de Chile.
- Gourinchas, Pierre-Olivier., and Rey, Hélène. [2005], “From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and the Exorbitant Privilege”, *NBER Working Paper* , No. 11563.
- Gourinchas, Pierre-Olivier., and Rey, Hélène. [2007], “International Financial Adjustment,” *Journal of Political Economy*, 115 (4) .
- Gourinchas, Pierre-Olivier., Rey, Hélène., and Govillot, Nicolas. [2010], Exorbitant Privilege and Exorbitant Duty, *IMES (Bank of Japan) Discussion Paper* , No. 2010-E-20.
- Greenspan, Alan [2005a], *Current account*, Remarks at Advancing Enterprise 2005 Conference, London, England, February 4.
- Greenspan, Alan [2005b], “Chairman Greenspan presented identical testimony”, *before the Committee on Financial Services, Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate U.S. House of Representatives*, on February 17.
- Greenspan, Alan [2005c], “Opening Remarks”, *at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium Conference*, August 25-27.
- Greenspan, Alan [2007], *The Age of Turbulence*, Penguin Press (山岡洋一・高遠裕子訳 [2007] 『波乱の時代 上』 日本経済新聞社) .
- Higgins, Matthew., Klitgaard, Thomas. and Tille, Cédric. [2006], “Borrowing without Debt? Understanding the U.S. International Investment Position”, *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, No. 271, December.

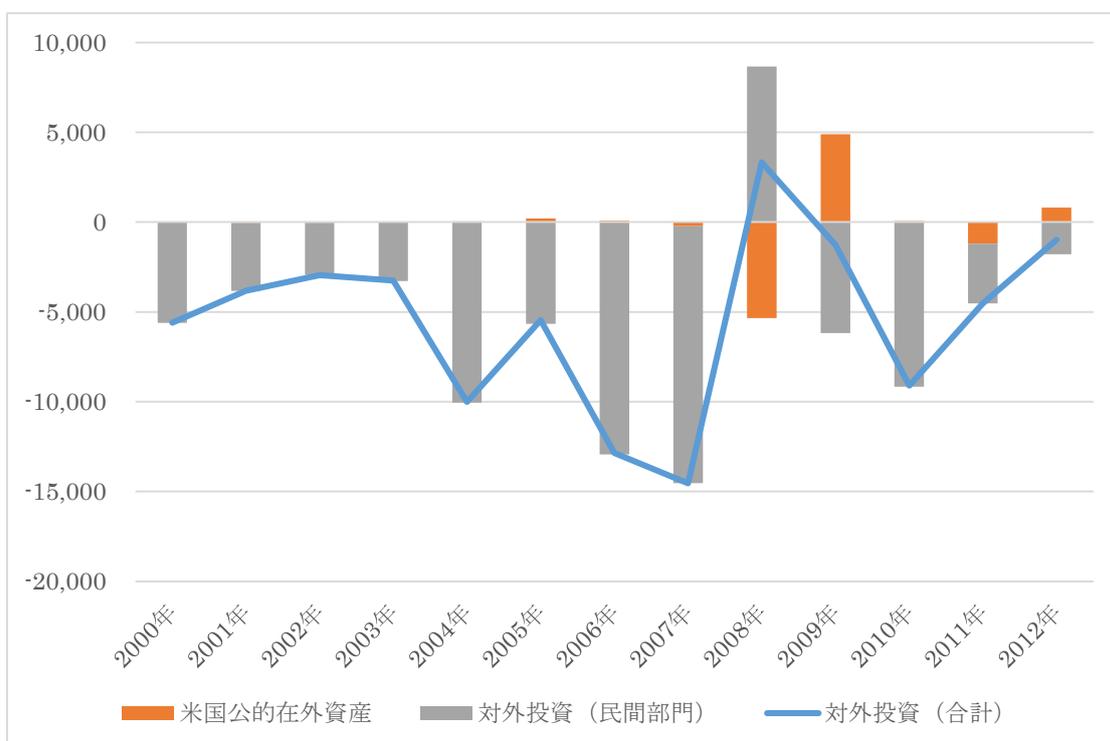
- IMF[1997], *International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues*, November.
- IMF[2009], “Box 1.4. Global Imbalances and the Financial Crisis” , *World Economic Outlook Crisis and Recovery*, April.
- Krugman, Paul[2008], “Partying Like It’s 1929”, *The New York Times*, March 21.
- Luis Servén and Ha Nguyen[2013], *Global Imbalances: Origins and Prospects*, The World Bank Research Observer Advance Access, February 18.
- Lane, Philip R. and Milesi-Ferretti, Gian Maria.[2006], “The external wealth of nations mark II : Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970–2004”, *IMF Working Papers*/06/69.
- Mann, Catherine L.[2002], “Perspectives on the U.S. Current Account Deficit and Sustainability”, *Journal of Economic Perspectives*, Volume 16, Number 3, Summer (pp.131–152).
- Obstfeld, Maurice.,and Rogoff, Kenneth[2004], “The Unsustainable Us Current Account Position Revisited” , *NBER Working Paper*, 10869, October.
- Obstfeld, Maurice and Rogoff, Kenneth.[2009], *Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes*, Paper prepared for the Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference, Santa Barbara, CA(October 18-20), November.
- Obstfeld, Maurice and Rogoff, Kenneth. [2012], “Does the Current Account Still Matter?”, *Richard T. Ely Lecture, American Economic Association Annual Meeting, Chicago, IL*, January 6, 2012.
- Shin, Hyun Song.[2009], “Global Imbalances, Twin Crises and the Financial Stability Role of Monetary Policy”, *Paper prepared for the KIEP/CEPR conference, The World Economy with the G20*, Seoul November 20<sup>th</sup>.
- Shin, Hyun Song.[2012], *Global Banking Glut and Loan Risk Premium*, Mundell-Fleming Lecture, presented at the 2011 IMF Annual Research Conference, November 10-11, 2011 (Paper published in 2012 January) .
- Strange, Susan [1998], *Mad money*, Manchester University Press (櫻井公人・櫻井純理・高嶋正晴訳[2009] 『マッド・マネー カジノ資本主義の現段階』 岩波書店) .

グラフ 1 アメリカの経常収支と対外純債務の推移（単位：億ドル）



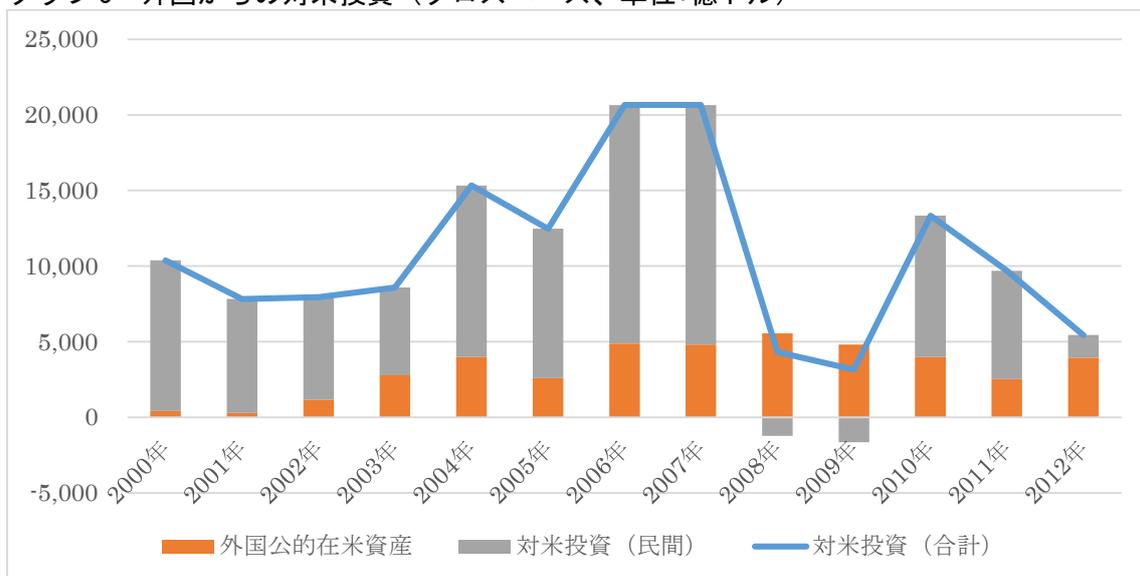
出所) U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis.以下、特に断りのない限り同じ出所とし、明記しないことにする。

グラフ 2 アメリカからの対外投資（グロスベース、単位：億ドル）



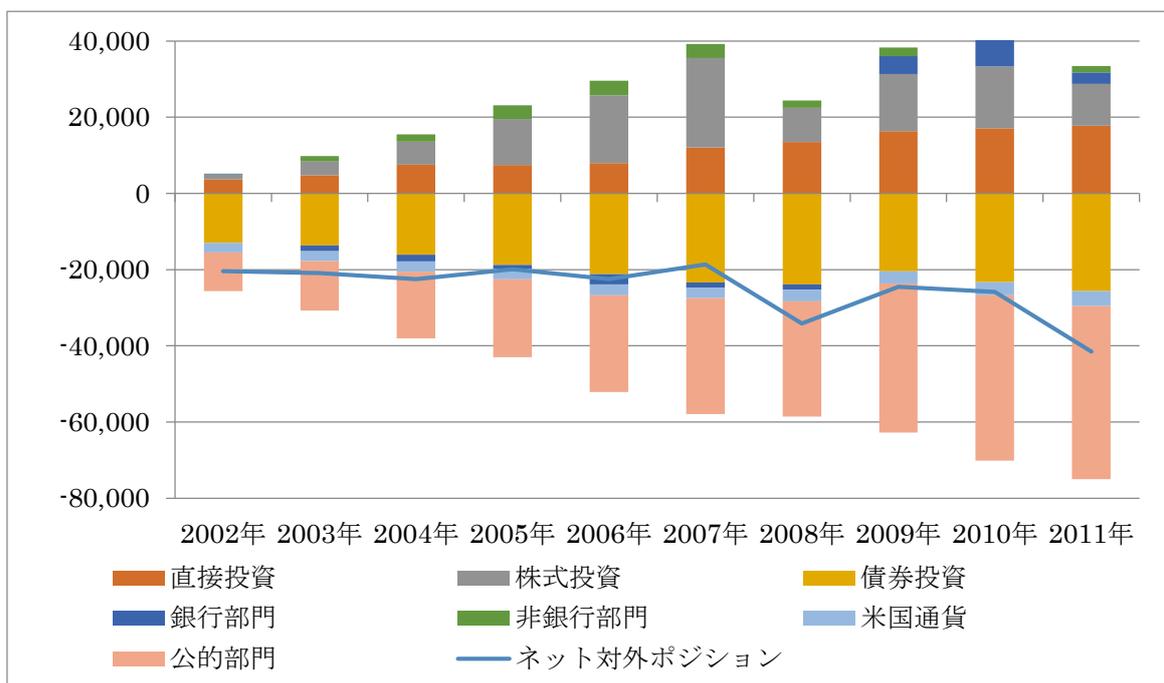
注) マイナスの符号はアメリカからの対外投資、プラスの符号はアメリカからの対外投資の回収・引き揚げを示す

グラフ 3 外国からの対米投資（グロスベース、単位：億ドル）



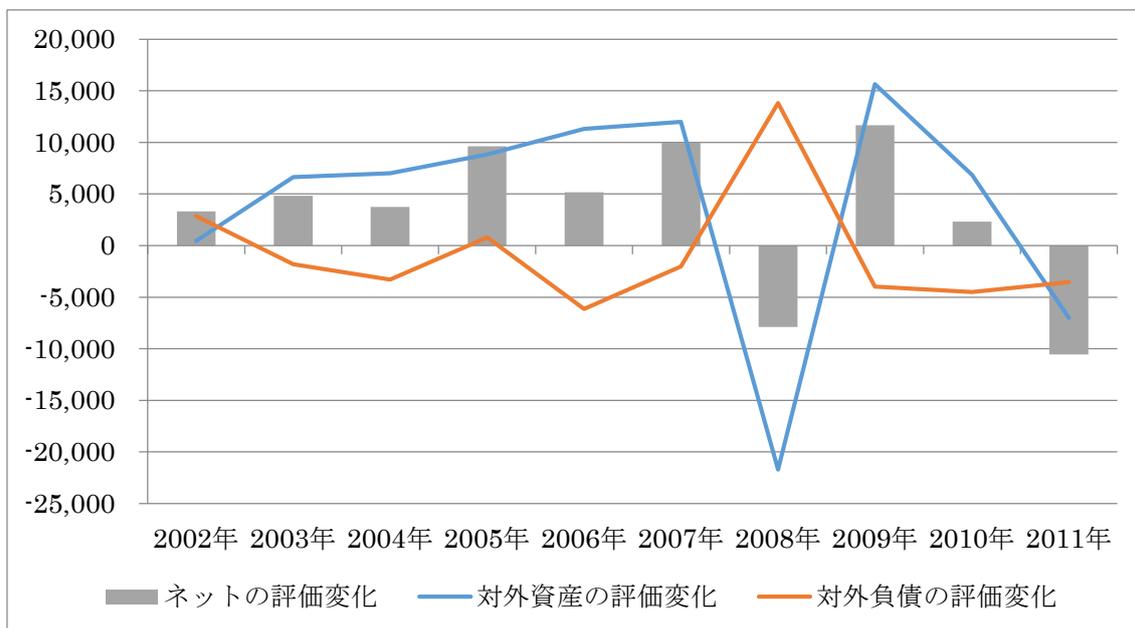
注) プラスの符号は外国からの対米投資、マイナスの符号は外国からの対米投資の回収・引き揚げを示す

グラフ 4 アメリカの対外的なポートフォリオ構成（ネット・残高ベース、単位：億ドル）



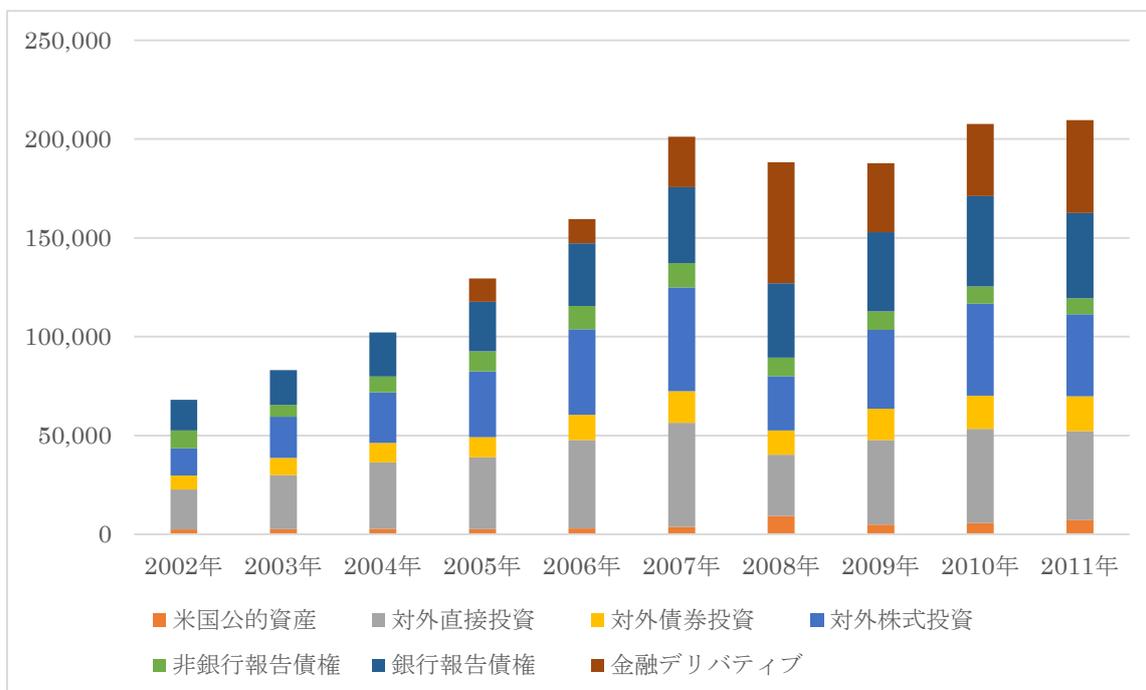
注 1) 各項目は、米国在外資産から外国在米資産（米国負債）を引いたネットの値。  
 注 2) 各項目のプラスの符号はアメリカの資産超過、マイナスの符号はアメリカの負債超過を示す。  
 注 3) 債券投資のなかの対米債権投資には、米国財務省証券（民間保有）とその他米国債権が含まれている  
 注 4) 金融デリバティブはいずれの項目にも含んでおらず、米国通貨は米国負債のみの数字を用いている

グラフ5 アメリカの「キャピタル・ゲイン（ロス）」（単位：億ドル）



注1) いずれの項目もアメリカにとって、プラスの符号は「キャピタル・ゲイン」（資産の増加、負債の減少、ネットの評価益）、マイナスの符号は「キャピタル・ロス」（資産の減少、負債の増加、ネットの評価損）を示す  
 注2) データは新規フローによる残高の変化は含まず、評価変化による残高の変化のみ

グラフ6 アメリカの対外総資産残高の構成（残高ベース、単位：億ドル）



注) 金融デリバティブは2005年以降から独立した項目として採録可能となった。そのため、2005年前後でデータに継続性がない可能性がある（グラフ7も同じ）。

グラフ7 アメリカの対外総負債残高の構成（残高ベース、単位：億ドル）

