

金融危機後のグローバルインバランス

Global Imbalances after the Financial Crisis

講師 岩 本 武 和

（京都大学大学院経済学研究科教授）

I 金融危機とグローバルインバランス

1990年代後半以降、急激に拡大した世界の経常収支不均衡（グローバルインバランス）は、2007年-08年の世界金融危機後に、劇的に縮小した（グローバルインバランス）。金融危機とグローバルインバランスは、同じコインの裏表であるという側面がある。そこで、まず両者の共通の要因となる背景を、1995年～2005年の10年間について振り返ろう。

（1）全ての起点は、1995年のルービン財務長官（当時）による「逆プラザ合意」と呼ばれるドル高政策にとることができる。1995年4月19日に戦後最高値の1ドル=79.75円を記録したことに対し、同月25日のG7において、ドルの下落に対する「秩序ある反転」について合意、7月7日にはNY市場で協調介入を実施した。これ以降ドル相場が反転し、98年8月には147円台までドル高が進行した。この為替政策の転換は、世界中から巨額の資金が米国に流入する契機となり、これ以降米国は明白に「金融立国」への道を歩み始めることとなる。と同時に、米国の経常収支赤字は、1995年の1136億ドル（対GDP比1.5%）から、2000年には4174億ドル（同4.2%）にまで急拡大した。

（2）1990年代後半のインターネット関連企業への過剰投資により、1996年には1000ドル前後で推移していたNASDAQの平均株価は、1999年には2000ドルを突破、2000年3月10日には5048ドルの最高値を付けた（ITバブル）。しかし、2000年4月より株価は大きく反転し、ITバブルは崩壊した。これを受け、FRBはFFレート誘導目標を2001年1月から2003年6月までに14回に渡って、6.5%から1%まで引き下げ、約1年間この水準で据え置いた。

このITバブル崩壊後の金融緩和が、住宅バブルを引き起こしたことは周知の通りである。住宅バブルの沈静化をはかるため、FRBは誘導金利を2004年6月から2006年6月までに17回に渡って、1%から5.25%まで引き上げ、1年3ヶ月近くこの水準に据え置いた。しかし他方で、長期国債（10年物）の利回りは、誘導金利を引き上げた2004年6月の4.89%から、1年後の2005年6月には3.90%まで、逆に下落した。

「長期金利の謎」として知られる証言がグリーンズパン議長（当時）によって上院で行われたのは、2005年2月のことであった。ここで言う謎とは、短期の政策金利を引き上げたにもかかわらず、

長期金利が低下したことを意味する。さらに、「世界的貯蓄過剰」として知られるバーナンキ理事（当時）のスピーチが行われたのは、1ヶ月後の2005年3月のことであった。「世界的貯蓄過剰」は「長期金利の謎」の解答のようにも思える。しかし、謎の原因が、「世界的貯蓄過剰」か、金融緩和とそれによる「世界的過剰流動性」かは、理論的にも実証的にも未解決問題である。

II 金融危機前のグローバルインバランスと危機後のグローバルリバランス

次に、1990年代以降、ストックとしての対外バランスシートが、米国を含め、多くの先進国において両建てで拡大し、それによってもたらされた巨額のキャピタルゲイン（評価益）が、フローとしての経常収支不均衡を持続可能にしていたこと、金融危機後は、この評価益がキャピタルロス（評価損）に転じることによって、グローバルインバランスは持続不可能になったことを明らかにしよう。

(1) 1995年に米国の対外総資産および総負債の対GDP比は47%、53%に過ぎなかったが、2008年にはそれぞれ157%、133%にまで急拡大している。米国がネットで世界最大の債務国であること以上に、米国は巨額の対外資産および対外債務をグロスで保有していることの認識が重要である。対外総資産・総負債の内訳を見ると、前者はその過半を株式の形態で保有し、かつ65%は外貨建てである。これに対し、後者の過半は債券の形態、かつ95%はドル建てである。つまり、米国は一国全体で安い金利で資金を調達し、それを高い収益率で運用（高レバレッジ国家）、しかも外貨建ての資産は、ドルの減価によっても、米国に評価益をもたらしている。

(2) このことは、対外純資産がマイナスである債務国の米国の所得収支が黒字である、という奇妙な現象を生じさせている。しかも、評価益は、大きなボラティリティを伴いながらも、平均すれば所得収支とは比較にならないくらい巨額である。このことは、2001年以降、経常収支赤字は拡大し続けているのに対し、対外純債務は改善（ないしは安定的に推移）している、というこれもまた奇妙な現象を生じさせている。

理論的には、対外純資産の変化は、経常収支に等しい。しかし実際には、例えば、2005年の経常収支は、約7500億ドルの赤字であるにもかかわらず、対外純債務は約2600億ドルも改善した。このことは、2005年の1年間だけで1兆ドル以上（対GDP比8.1%）もの評価益を稼ぎ出したことを意味し、それは同年の経常収支赤字7500億ドル（同5.9%）をはるかに凌駕する巨額の値である。

(3) これらの事実、金融危機後に全て逆転した。2007年から減少傾向に転じた経常収支赤字は、2008年には6700億ドル（対GDP比4.7%）、2009年には3800億ドル（同2.7%）まで改善した。しかし、対外純債務は、2007年の1.9兆ドル（同15.2%）から、2008年には3.5兆ドル（同24.0%）へと大幅に悪化（2008年には2.7兆ドルとやや改善）。すなわち、金融危機前の「経常収支赤字の悪化+対外純債務の改善ないしは安定」という組み合わせから、金融危機後には「経常収支赤字の改善+対外純債務の悪化」という組み合わせに逆転した。その理由は、2007年には9100億ドル（同8.5%）もの評価益を計上していたが、2008年には、一転して9700億ドル（同8.7%）もの評価損を計上したことにある。単年度で1.8兆ドルもの評価損益の減少は、過去最大である。この評価効果

の劇的な悪化が、対外純債務の大幅な悪化につながった。

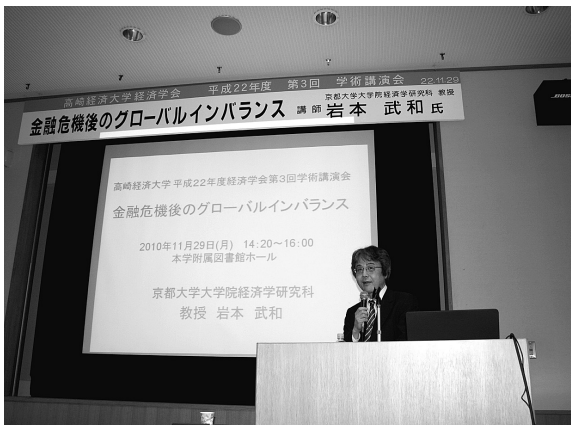
Ⅲ 日米比較と結論

最後に、上記で観察された米国の対外不均衡に関する事実と、日本において観察される事実と比較し、そのインプリケーションを考察しよう。

①日本の経常収支黒字は金融危機とは別の要因で減少を続けており、その最大の要因は貿易収支黒字の激減にあるのに対し、所得収支は増加の一途を辿っている。②しかし、米国とは逆に、日本の場合、所得収支の規模が拡大しているのに対し、キャピタルゲインの規模は所得収支ほど大きくはない。③しかも、日米のキャピタルゲインが、ほとんど非対称的な（逆の）動きを示している（例えば、米国が大幅な評価益を獲得している時期に、日本は大幅な評価損を計上している）。インカムゲインと異なり、キャピタルゲインは、新たな付加価値の創出ではなく、「富の移転」を意味し、得をした人・国があれば、損をした人・国があるゼロサムの世界である。このことは、日本から米国へ「富の移転」があったことを意味するのであろうか？

ここから、直ちに次の2つのナショナリスティックな反応が予想される。第一は、日本も米国型の「金融立国」を目指すべきであるという反応である。ただし、そのためには、いわゆる「円の国際化」が前提であり、少なくとも、日本の対外債権を「ドル建て」から「円建て」に変えること（円建て外債やユーロ円債）が不可欠である。第二は、日本は「技術立国」「ものづくり国家」に戻すべきであるという反応である。確かに「ジャラパゴス」（日本の技術の「ガラパゴス化」）という用語は、自虐的に用いられる場合はあるが、今後重要なことは、アジアの新興国と上手な国際分業ネットワークを形成することにある。

しかし、今ははっきりとしていることは、「肥大化した貨幣経済・バランスシートとどう付き合うか」が、まだ分かっていない時代であるということである。例えば、中央銀行の役割の再定義、金融規制の国際的不統一、国際監督機関の未整備などである。これらの問題に迅速かつ着実に答えていくことが喫緊の課題である。



平成22年11月29日 於 附属図書館ホール