

世界経済の成長とグローバルマネー

Global Economic Growth and Global Money

90年代以降の世界経済の持続的な成長は、供給力が新興諸国で増大する一方、それを先進諸国の強い需要が吸収するという形で実現した。先進諸国にとっては、好況を謳歌しても従来なら引き起こされていたはずのインフレに見舞われなかったために、需要の増加にブレーキを踏む必要が生じなかった。そのことは、輸出主導で成長する新興諸国の成長率をいっそう高めることとなった。誰にとっても望ましい循環が機能していたと言っていいだろう。

とはいえ、定義上、どこかの国の輸出はその相手国の輸入に一致するわけで、全体で見れば所得は増加しない。したがって、貿易取引が行われることが世界経済の成長率を高める必然性はない。

それでも貿易の拡大が世界経済の成長に寄与するのだとすれば、おそらくその大きな理由は、先進国への輸出で外貨を手にした新興国がその外貨を先進国に投資することによって、先進国経済が成長力を高めさらに輸入を増やすという循環が機能しているからだろう。現実には、この循環は「アメリカの赤字vs.世界の黒字」という形をとっている。アメリカが供給する金融資産にはそれだけの魅力があり、そうした形でマネーが流入してくることがアメリカ経済を活性化させているのだと考えられる。

こう考えれば、ドルの流動性を供給しているのはアメリカであって、そのコントロールはFRBが一義的に行っていることは明らかである。それでも流動性が過剰となりうるのは、流動性の総量ではなく回転率が大幅に上昇しているからだと考えられる。近年流動性の回転率が著しく上昇した背景としては証券化の進展が指摘できる。



The sustained growth of the global economy since the 1990's was brought about by the expansion of supply capacity of the newly emerging nations, and the absorption of the increased supply by the strong demand in the advanced countries. For the advanced countries, in spite of enjoying strong performance, which historically would have led to inflation, they escaped such fate, therefore, the need to put a damper on the expansion in demand did not arise. This led to a further encouragement of an accelerated growth rate in the emerging countries whose economies were led by exports. It can be said that this led to a virtuous cycle for all parties. That being said, by definition, a country's exports coincide with imports for the counterpart country, and overall, this will not lead to increased incomes. Therefore, simply carrying on trade does not necessarily boost the growth rate of the global economy. If expansion of trade contributes to the global economic growth, the likely cause of such growth is the creation of a cycle in which the emerging countries who obtain foreign currencies from exports to advanced countries utilize such foreign currency to make investments into the advanced countries and the advanced countries thereby enjoy a boost to their rate of economic expansion which consequently leads to an increase in their imports. In reality, this cycle has taken the form of "US deficits vs. global surplus". Financial assets supplied by the United States are attractive and the fact that money flows in such a form can be considered to have been providing a stimulus to the US economy. If considered in this light, it is patently clear that the supplier of dollar liquidity is the United States, and the Federal Reserve Board has been exercising principal control over this supply. That such liquidity may become excessive is due not to the gross volume of liquidity but is thought that it is due to the significant rise in the speed of the turnover of such liquidity. Advances in securitization can be raised as a background factor supporting the marked acceleration of liquidity turnover.

1 はじめに

アメリカに端を発するサブプライム問題が世界の金融市場、ひいては実体経済に大きな悪影響を及ぼすことが懸念されている。本稿の執筆時点（2007年12月下旬）ではまだまだ先行きは不透明であるが、大方の見方は、またしても一つのバブルが大きく膨張し、その崩壊が世界経済を揺るがしかねないというものだ。

現段階でもある程度まで想像がつくのは、実際にバブルがあったのだとすれば、その所在地はアメリカの住宅市場だというよりは、住宅ローンという金融資産（負債）を元にした証券市場だったということである。換言すれば、価格が理屈を超えた水準にまで上昇していたのは、住宅価格よりも、むしろ住宅ローンから派生した証券化商品の価格だったのである。

この商品は容易に国境を越えて売買されるだけに、その価格の暴落の影響はアメリカ国内にとどまらない。このことを見ても、グローバル化し巨大化する金融は、世界経済の成長に寄与する一方で、時として経済を世界規模で大きな困難に晒す危険性も併せ持っていると言える。

以下、本稿では、そうしたグローバルマネーの本質や

功罪を考察することにする。

2 世界経済の高成長の原動力は何か

（1）30年来の高成長を実現している世界経済

①1990年以降加速してきた成長率

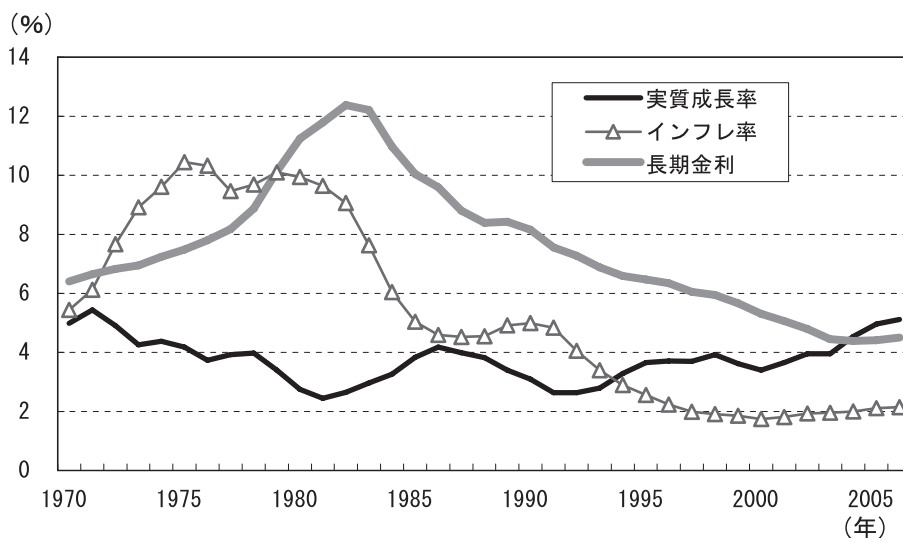
過去10数年にわたって世界経済の成長率が高まってきている。5年移動平均で見ると、1991年代の初めには1%台だった成長率が時間の経過とともに徐々に加速し、2006年には5%を超えた（図表1）。振り返って見ると、世界経済の成長率が5%を超えたのは、第一次石油危機直前の1970年代初めことだから、まさに30年ぶりの高成長が実現しているのである。

この成長を国・地域別の寄与度に分解してみると、言うまでもなく中国をはじめとする新興諸国の寄与が着実に拡大してきており、逆に先進諸国の寄与度は相対的に縮小している。しかしそのことが、直ちに世界経済における先進諸国の地盤沈下を意味するわけではない。むしろこの期間の大半は、先進国にとっても非常に恵まれた、望ましい環境が続いたのである。

②低下したインフレ率と金利

その状況を一言で表現すれば、「インフレなき成長」が

図表1 実質成長率・インフレ率・長期金利のトレンド



注：世界経済の実質GDP成長率、先進国の消費者物価上昇率、米国の10年物金利の5年移動平均値
出所：World Bank/IMF

続いたということだ。再び図表1を見ると、90年代以来現在に至るまで、経済成長率の加速と物価上昇率の低下ないし低位安定が同時に達成されていることがわかる。

通常、経済成長率の加速はインフレ率の上昇をもたらしやすい。これは、好況下ではモノ（製品・サービスや原材料など）やヒト（雇用）の需給が逼迫しがちになるからである。逆に言えば、90年代に先進諸国で「インフレなき成長」が実現したということは、それがそうした需給の逼迫をもたらさない経済成長であった可能性を示唆する。

「インフレなき成長」は長期金利の持続的な低下をもたらした。もちろん、インフレ率の低下が長期金利低下の唯一の理由ではない。しかし70年代および80年代前半の高インフレ時代が終焉し、物価安定が持続したことが長期金利の低下に寄与したのは疑いないところだ。

長期金利の低下は、設備投資や住宅投資を押し上げるとともに、家計の耐久財購入を促す効果があるとも見られるから、経済の持続的な成長に寄与するのは間違いない。このように、この時期を通じて、成長と低インフレ・低金利の好循環が持続したのである。

（2）経済のグローバル化と供給力の拡大

①グローバル化の進展と物価の落ち着き

図表1で確認したように、インフレ率の明らかな低下は90年代に入ってすぐに始まっていた。IT革命と呼ばれる情報通信技術の急激な進歩が起こるのは90年代後半以降のことだから、インフレ率の低下にはすでに別の要因が働いていたことになる。

需給を逼迫させない経済成長が進んでいたことと考え合わせると、供給力が増加したことが「インフレなき成長」をもたらしたことは明かだ。その場合、生産性の上昇率が加速すればもちろんそうした効果が生じるのであるが、実際にはこの時期に世界的な供給力の増加をもたらしたのは「冷戦の終結」であった。

すなわち、ベルリンの壁の崩壊が象徴するように、社会主義経済諸国が雪崩を打って市場経済化し始めたのである。それまでは「東側」のブロックの中で、競争とは

無縁の計画経済を続けてきたこれらの国が、西側との壁を取り払ったわけだ。

東西ドイツの統一が好例だが、膨大な労働力が市場経済の仲間入りをした。当初は、失業率の急騰という形で統一政府の負担が増したのと言うまでもないが、コストの安い労働力が賃金の上昇を抑制する効果を持ったのも確かだ。労働コストの上昇がインフレ率を上昇させるとい、従来からの典型的なインフレ発生のルートに楔が打ち込まれたのである。

こうした一連の動きは経済のグローバル化の大きな柱を成している。もっとも、グローバル化の対象は東側諸国だけではない。たとえば中国は、もちろん西側の国ではないが、すでに70年代の終わり頃から独自に市場経済化をスタートさせていた。90年代にはその流れに弾みがついたのである。先進各国の企業が積極的に直接投資を行い、中国の「工場化」が急速に進んだ。

先進諸国から見ると、グローバル化の進展は安価な商品の供給を増加させる一方、賃金の上昇を抑制する効果を持った。輸入品との競争を強いられる企業にとっては、製品価格の引き上げが困難になるとともに、生産コストの上昇を回避するために賃金を抑えるインセンティブが働いた。またそうした状況が持続すると、国内で生産することを断念して生産拠点をますます海外に求めざるをえなくなる。その結果、国内の労働需給が緩和して賃金の上昇がさらに抑制されるという循環まで生まれたと考えられる。

他方、先進諸国に安価な製品を提供する工場となった新興国は、輸出主導の経済成長を実現してきた。一番の成功者と言える中国の場合、89年に10%程度であったGDPに占める輸出の比率は、90年代半ばには20%台に乗り、その後も急速にシェアを上昇させて現在では40%に達している。

このように、グローバル化の進展によって先進国に物価の落ち着きがもたらされ、そのことが政策金利の引き上げを少ないものにし、結果としてインフレ期待を抑制し、長期金利を低位安定化させたのである。

②貿易の拡大は成長率を高めるか

ところで、グローバル化の進展が新興諸国の成長率を輸出主導で高めたのは明らかだとしても、そのことが逆に先進諸国の成長のブレーキにはならなかったのだろうか。なぜなら、先進諸国にとっては輸入の分だけ所得が失われるからだ。原理的には新興国の輸出は先進国の輸入に一致するわけで、世界経済全体で見れば成長には中立であるようにも思える。

この点については、新興国と先進国間の貿易が盛んになり取引額が増えるほど、輸出国のみならず輸入国である先進国の景気も刺激され、輸入のマイナス効果を上回るプラス効果が生まれるのだと考えられる。たとえばアメリカのように国内総需要が国内総生産（GDP）を上回っている国では、不足する供給を輸入で補わない限り需給が均衡しない。しかしその際、必要な輸入が新興国からの安価な製品で賄われるのであれば、インフレを伴わない形で国内の需給をバランスさせることが可能だ。それどころか、国内の供給をこうした輸入で継続的に代替することによって、物価水準を引き下げること也不可能ではない。需要の超過状態がインフレにつながることもなく、むしろ長期金利の低位安定をもたらすのであれば、先進国の成長率が上昇するのは自然なことだ。

このように90年代以降の世界経済の持続的な成長は、供給力が新興諸国で増大する一方、それを先進諸国の強い需要が吸収するという形で実現したのである。先進諸国にとっては、好況を謳歌しても従来なら引き起こされていたインフレに見舞われなかったために、需要の増加にブレーキを踏む必要が生じなかった。そのことは、輸出主導で成長する新興諸国の成長率をいっそう高めることとなった。誰にとっても望ましい循環が機能していたと言っていいだろう。

3 | 世界経済の高成長を支えたマネーの流れ

(1) アメリカの「強いドル」政策への転換

①「ニューエコノミー」信仰

新興諸国を中心に増大した供給力が製品の供給として

実現するためには、先進諸国の需要が見合って増加する必要があることは上で述べたとおりだ。言うまでもなく、その需要の最大の担い手はアメリカであった。アメリカ経済の規模は世界最大であると同時に、輸入額も世界最大である。アメリカ経済が好調を維持することは世界経済が成長するための主要な原動力だったと言ってよい。幸いなことに、経済のグローバル化の進展に加えて、90年代の半ば以降にはさらに二つほどの要因も加わってアメリカ経済の好調が持続した。

その要因の一つはIT革命の進展である。きっかけとも言えるのが95年のウィンドウズ95の登場だが、このOSはパソコンのパワーを飛躍的に高めた。その後機器の技術革新も文字通り日進月歩で進み、企業でも家庭でもパソコンが爆発的に売れ、情報関連投資も飛躍的に増加した。パソコンなどは半年とは経たないうちに機能が大幅に向上し、かつ値段は逆に下がることが一般的であった。統計上、機能（質）の向上は価格の下落として扱われるため、実際の購入金額の増加ペース以上に実質ベースの購入額が増加するという効果があった。逆に言えば、情報関連投資が増えれば増えるほど、統計上はインフレ率が低下することにもなったのである。

こうして、グローバル化の進展とも相俟って「インフレなき成長」がより確かなものとなり、人々の間で「ニューエコノミー」の時代に入ったのではないかとの見方が広がったのもこの時期だ。その後、株価が大幅に上昇していったのは、市場参加者の多くがこうした超楽観論に与したことが大きく寄与したと考えられる。

②ルービン財務長官の登場

アメリカ経済が好調を持続し、ひいては新興国の経済をもけん引できたもう一つの要因は、「強いドル」を目指した政策転換であった。これはルービン財務長官（当時）が主導した政策である。彼は歴代の財務長官とは違って、本気で、一貫して「強いドルが国益だ」と言い続けた人物だった。このブレのなさが時間の経過とともに外国人投資家の信頼を獲得していった。

この政策の目的は、海外から安定的に資本をアメリカ

に流入させることである。恒常的に国内需要が国内生産を上回っているアメリカ経済は、必然的に経常収支が赤字に陥っている。この赤字をファイナンスするためには海外からの資本流入が不可欠であることは言うまでもない。アメリカ政府が、保証はしないまでも、本気で「強いドル」を望んでいるというメッセージが市場に伝われば、外国人投資家にとっては対米投資の為替リスクが低下する。そのことを通じてアメリカへの資本流入を促そうとした政策であった。

アメリカの経常赤字の9割以上は貿易赤字である。そのため従来は、経常赤字を減らすためには貿易赤字を減らす必要があり、そのために為替市場でドル安を促すという政策が取られがちであった。85年にアメリカが主導して先進5カ国間でプラザ合意が結ばれ、人為的に（為替市場介入を伴って）、大幅かつ急激なドル安誘導が行われたのはその典型である。

しかしルービン財務長官の下で取られた政策は、貿易赤字を減らすことを直接の目的とするのではなく、貿易赤字のファイナンスをスムーズに行うことを目指したものであった。そこには、貿易の拡大はアメリカにとっても世界にとっても利益をもたらすという考え方があったと

思われる。アメリカへの資本流入が順調であれば、長期金利の低下（債券価格の上昇）や株価の上昇が期待できる。それはアメリカ経済の成長率を高め、アメリカの輸入を拡大させる一方で、アメリカへの輸出で潤う新興諸国に対米投資の原資を与えることにも通じるというわけだ。

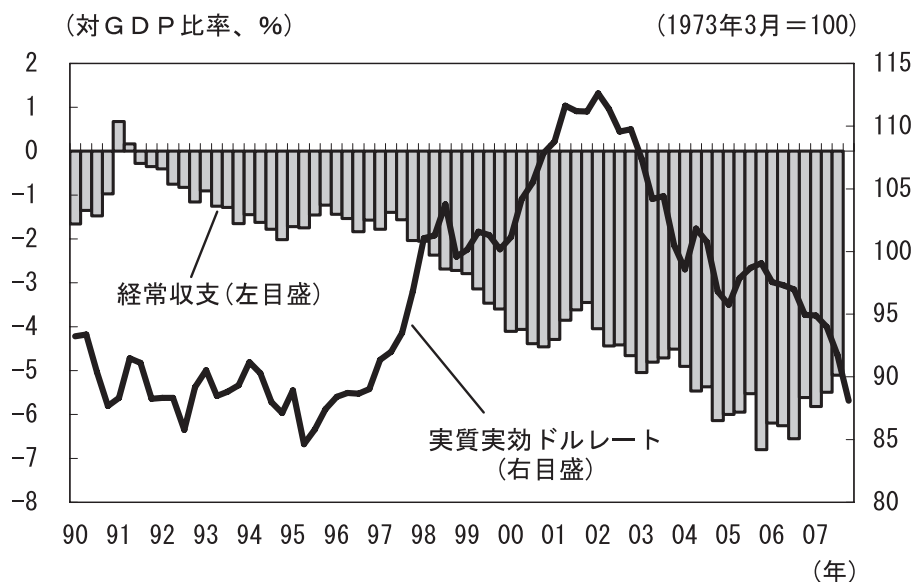
（２）アメリカの経常赤字とドル相場

①「強いドル」政策はドルを強くしたか

アメリカの政策転換は見事に功を奏したと言ってよい。アメリカには大量の資本が流入し、株価や債券相場を押し上げた。とくに著しい上昇振りを示したのが株価である。95～99年までの5年間で、アメリカの家計が得た株のキャピタルゲインの額は平均すると毎年、世帯あたり可処分所得の24%にのぼった。家計はその間給料とは別に年収の4分の1にも及ぶ株の値上がり益（未実現のものを含む）を、5年にもわたって享受し続けたわけだ。

結果として家計の貯蓄率が低下（消費性向が上昇）した。さらに、上述したように企業のIT関連投資が大幅に増加していたから、経常収支の赤字は急拡大した。しかし幸いにしてその赤字は高い投資リターンと「強いドル」政策のおかげで、海外から大量の資本が入ってくること

図表２ 米国の経常収支と実質実効ドルレート



出所：米商務省、FRB

で順調にファイナンスされたのである。アメリカの好況が世界経済の成長を促すというメカニズムが、資金の流れからもサポートされたと言える。

しかし他方で、一国の経常収支の赤字の拡大は通貨安の原因だとされている。アメリカ政府が「強いドル」を標榜していたとはいえ、経常赤字の拡大がドル安を招くことはなかったのだろうか。以下、その点を検討してみよう。

②対外赤字が拡大しても上昇したドル

図表2で示されているように、90年代前半の赤字の規模は、その後の拡大ぶりと比較すればそれほど大きくはなかったし、対GDP比率でも比較的安定していたと言える。ところが97年頃から赤字は急激に拡大し始めた。そのような環境ではドルは下落すると考えるのが常識であろう。かりに海外からの資本流入が減少すれば、アメリカ経済の支出超過幅（国内総需要－国内総生産）が強制的に縮小される筋合いにあるからだ。換言すれば、海外からの資本流入への依存度を高めている経済は、いわゆる経済ファンダメンタルズが悪化していると評価される

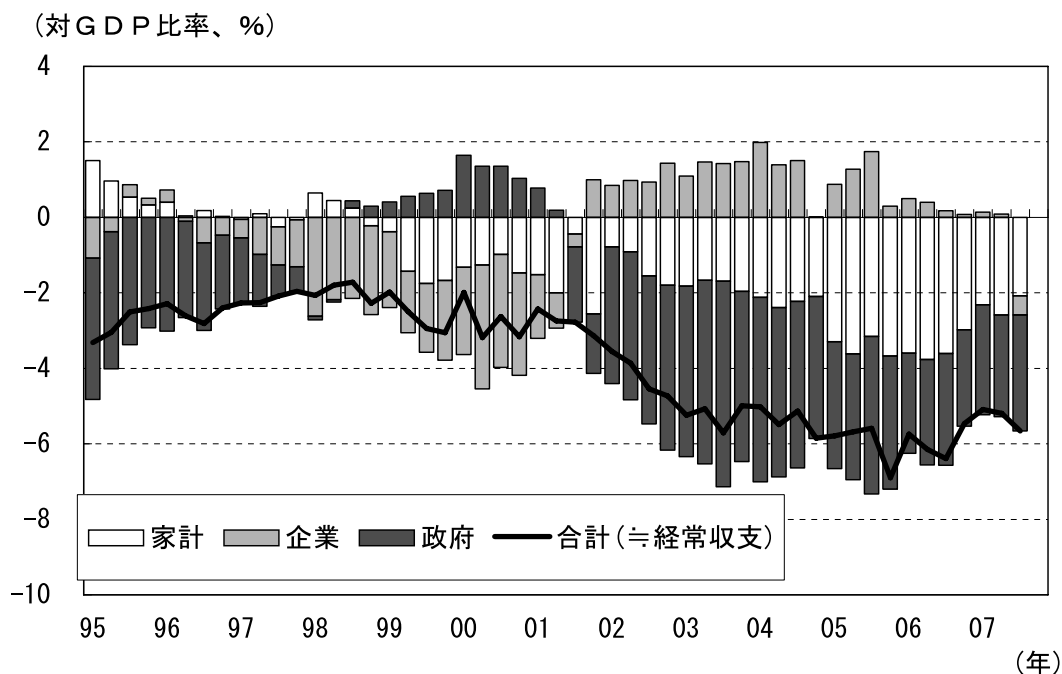
可能性が高いということだ。

実際にはどうであったか。同じ図で実質実効ドルレートを示したが、赤字が比較的小幅にとどまっていた90年代前半は、ドルも狭い幅の中で強弱を繰り返していた。しかし97年頃から赤字が加速度的に大きくなっていくと、ドルは常識に反するように急激に上昇していった。しかしその後、02年になって流れが変わる。経常赤字が一段と拡大する一方で、今度は一転してドルは下落し始める。赤字の拡大とドルの下落の同時進行であるから、これは常識に沿った動きだと言えるだろう。米国経済のファンダメンタルズの悪化を反映してドルが売られていることを意味するからだ。

③経常収支の赤字の中身

では97年頃から5年間もドル高が続いたのはなぜか。図表3は経常収支とその中身（家計、企業、政府の各部門の貯蓄投資バランス）の推移を示している。このグラフから明らかなのは、その期間中の経常赤字の主たる中身が企業の支出超過であったことである。キャッシュフローを上回る設備投資をする状況だったということだが、

図表3 米国の経常収支とその内訳



企業にとってみれば借入れをするか、社債発行や増資をするか、とにかく外部資金を取り入れないと必要な設備投資ができなかったのである。しかも、企業部門のその資金不足額がアメリカ全体の資金不足額の中心だったわけだ。

海外からのファイナンスを必ず必要とする経常収支の赤字の中身が、主として企業部門のものであったのである。つまり借入れ、社債発行、増資などによる資金調達に依拠してくれる海外の投資家が必要だったということだ。

しかし幸いなことに、この時期は海外の投資家からみてアメリカの企業の資金需要に応えることに「うまみ」があった。IT革命が急速に進み、次々に新興企業が誕生し、中には大化けする企業も現れていた。投資家から見れば、米国企業への投資に対して期待できるリターンが非常に大きかったわけだ。株価は急角度で上昇していた。中でもハイテク株が多く入っているナスダック指数の上昇ぶりを見張るものだった。アメリカ企業の株式を買うという投資に海外の投資家は喜んで応じたわけで、そのことがアメリカの経常収支赤字の穴埋めそのものになったのである。

当然のことながら、アメリカに投資するにはドルでしかできない。海外の投資家がアメリカ企業の株を喜んで買うということは、喜んでドルを買うことに他ならない。ドルが上昇したことに不思議はないわけだ。一般論としては、海外の資本に頼らないと経済が回らない状況が加速度的に進んでいる国の通貨は下落してしかるべきである。しかしアメリカで起こったことは逆だった。その理由は、海外の投資家から見て当時のアメリカに投資することにうまみがあったからである。積極的な対米投資がドルを上昇させたのである。

④拡大する財政赤字がドル安の原因？

ところが2002年以降流れが変わった。経常赤字が一段と拡大する中で、一転してドルが下落し始めたのである。再び図表3を見ると、ちょうどその頃から経常赤字の中身が変わっていることが分かる。企業部門はそれまでの支出超過から収入超過に転じ、代わって今度は政府

部門の支出超過が拡大している。つまり財政赤字が拡大したわけだ。

01年1月にブッシュ政権が誕生し、その年の半ばから公約通りに大減税がスタートした。また同じ年の9月には同時テロが起こった。アフガニスタン攻撃、イラク攻撃と続き、国防・安全保障関連の支出が急増した。これで歳入が減り、歳出が増えて、財政赤字が一気に膨らんだのである。

財政赤字の調達は国債発行で賄うから、今度は海外の投資家たちに米国債を購入してもらう必要が出てきたわけだ。しかし海外の投資家たちから見て、米国債に投資することのうまみは少なかった。企業の株に投資するような高い利回りはとても期待できないからである。しかもアメリカが必要とする資本の流入額（経常赤字額）は急速に拡大していった。魅力の少ないものを大量に買わせるためには値下げするしかない。ドルの下落は必然の結果だったと言える。

改めて整理すれば、アメリカの対外赤字（貿易収支赤字、経常収支赤字）の拡大が必ずしもドル安の原因ではない。重要なポイントは赤字の中身である。家計、企業、政府という3部門の貯蓄投資バランスの合計が経常収支である。経常収支赤字の穴埋めとして海外から流入する資本は、結果としてそれら3つの収支のうち赤字に陥っているものの穴埋めをすることになる。その投資が魅力的であるかどうか、つまり投資の期待収益率が高いかがドル相場と深い関係を持っている。それが高い利回りが期待できるものであるときには、必要な調達額が大きくても、つまり経常収支赤字の額が大きくてもドルは強くなりうるのである。

（3）アメリカの赤字と世界の黒字

①世界の赤字の7割はアメリカ

当前のことだが、世界中の貿易黒字国の黒字の合計と貿易赤字国の赤字の合計は、統計上の制約を別にすれば一致する。現状はどうかと言えば、アメリカの貿易赤字が断トツに大きくて、世界全体の貿易赤字の約7割を占めている。一方、世界最大の貿易黒字国は日本であった

が、2005年から貿易黒字に関しては中国が日本の黒字額を抜いている。中国の貿易黒字はとくにアメリカとの間で大きく、06年の実績では、アメリカの貿易赤字の3割が対中国赤字という状況である。このことが米中間で貿易摩擦を引き起こしているのは周知のとおりだ。

赤字国は不足する資金を海外からの資本流入で賄うわけだから、アメリカは世界の貿易黒字という資金の約7割を独占していることになる。単純化して、世界の貿易取引はすべてドルで行われていると仮定すると、貿易黒字国には日々ドルが流入してくる。これらの国はそのドルを運用するわけだが、その運用先は本来的にはアメリカである。もちろん中にはアメリカで運用するのを嫌って他の国で運用する黒字国もありえよう。しかし、回りまわって最終的にはアメリカにドルが還流するのは間違いない。

貿易は本来、メリットがあるから行われるものである。アメリカは、自国で作るよりは輸入したほうがコストが安いモノは国内では生産しないという傾向が強い。こうした考え方にしがって工場を海外にシフトさせ、国内

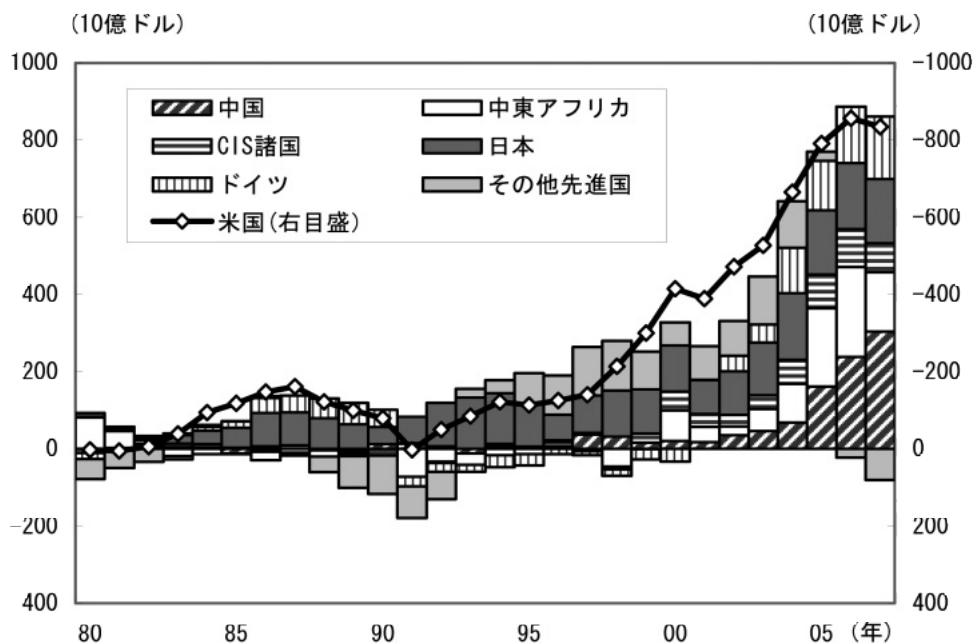
への供給を輸入に依存する傾向を強めてきた。それがアメリカ経済にとっても世界経済にとっても望ましいと考えていることはすでに述べた。いささか赤字が大きくなりすぎたという問題はあるかもしれないが、アメリカ国民が輸入を通じて大きなメリットを得ていることは間違いないだろう。

②赤字ファイナンス（穴埋め）の本当の意味

さて世界の貿易バランスは、やや誇張した言い方をすれば、アメリカの赤字と世界（アメリカ以外の国々）の黒字という図式になっている（図表4）。この不均衡が大きくなりすぎると、赤字のファイナンスがスムーズに行われなくなる可能性が高まると言われている。何しろ、フローで見て世界の貯蓄の約7割がアメリカで運用されていることになるのであるから。

では、アメリカの巨額の赤字は具体的にはどのようにファイナンスされるのだろうか。この点にはすでに言及したが、改めて、もう少し具体的に考えてみたい。国全体で支出超過に陥って対外収支が赤字になると、対外支払いによってアメリカ人の預金が減少する。アメリカが

図表4 国・地域別の経常収支



注：2007年はIMFの予測値（2007年4月）
出所：IMF

輸入して赤字を計上する場合を想定すれば分かりやすいだろう。より詳しく言えば、米銀の中でアメリカ人の口座から外国人（または外国銀行）の口座にお金に移るわけだ。輸出代金を受け取るこの外国人が米銀に口座を持っていない場合でも、この外国人の取引銀行が米銀に持っている口座に振り込まれる。

実は、以上がアメリカの赤字のファイナンスそのものである。アメリカ人が外国人に輸入代金を支払う（対外赤字の発生、預金の減少）のと同時に、外国人（または外国銀行）が米銀に持つ口座に資金が入る（預金の米国流入、ファイナンスの完了）のである。見方を変えれば、アメリカが対外赤字をファイナンスできるかどうかは、アメリカ人が輸入代金を支払えるかどうかと同義であることがわかる。

もっとも、ドルを受け取った外国人（さらにそのドルを受け取った別の外国人）が預金のままで保有し続けるとは限らない。この外国人がそのお金でアメリカの資産（株式、債券、不動産など）を購入すると、今度はドル預金の持ち手が外国人からアメリカ人（その資産の売り手）に戻る。つまり、アメリカの赤字のファイナンス自体はすでに終わっているのだが、外国人がアメリカの預金以外の資産を購入すると、赤字のファイナンスの仕方が預金から別の形、たとえば債券に替わるのである。しかし保有資産が替わることがファイナンスなのではない。

とはいえアメリカの赤字のファイナンスが外国人（および外国銀行）からの預金だけであれば、そのファイナンスはかなり不安定なものと言わざるを得ない。なぜなら預金の魅力は流動性であるからだ。株や債券や直接投資などとは違って、預金は値上がり期待や大きな配当への期待は持てない。利回りの点で魅力が薄いわけである。つまりいつでも逃げられる流動性の高い資産が預金であり、投資家が保有資産にそれを選ぶということは、それだけ有事にはドルの下落につながる可能性が高いと言える。

逆に、外国人（投資家）が、流動性が高い預金ではなく期待収益率の高そうな運用手段で保有する割合が高い

場合は、彼らがそれだけアメリカの金融市場の先行きに信頼を置いていることを意味する。あえて流動性が低い資産の形で保有しているのだから、それだけファイナンスは安定するし、ドルも下落しにくいと言えるだろう。

③不均衡の原因はどちら側にあるのか

アメリカの赤字対世界の黒字という関係が著しい不均衡だとすると、その原因は黒字国と赤字国のどちら側にあるのだろうか。国全体で支出超過だからアメリカは赤字なのである。大規模な減税をしたり、大幅な利下げをしたりしたことが過剰消費（支出）につながっているのだとすれば、不均衡を生んでいる原因はアメリカの方にあると言えるだろう。

しかし逆に、海外からお金が入ってきているからこそ赤字が出せる、収入以上の支出ができるというのももう一つの真実である。大量の対米投資がアメリカで相場を上昇（株価の上昇、長期金利の低下）させ、ひいては景気を押し上げて、過剰支出を助長していることは否定できない。

どちらに原因があるかと考えるかによって、不均衡の是正策も違ってくる。アメリカに原因があると考えたら、採るべき方策は需要の抑制と貯蓄の増強である。この点に関してよく指摘されるのが財政赤字の削減だ。しかし財政収支の変化は家計の収支や企業の収支にも影響を及ぼすから、結果として財政赤字の縮小が経常赤字の縮小につながるとは限らない。

たとえば景気が好調で税収が増えているような場合、歳出を抑制気味にすれば財政赤字は縮小する。しかし景気が好調なのだから、すでに収入以上に支出している家計がさらに支出を増やすことは確実だし、企業も設備投資を活発化すれば、結果として経常収支の赤字が一段と拡大する可能性は十分ある。実際ここ数年を振り返ると、財政赤字の縮小と経常赤字の拡大が同時進行していることがわかる。むしろ増税して税収を増やす一方で、企業や家計の支出抑制を図るほうが確実に経常赤字を縮小させることができるだろう。

いずれにせよ、経常赤字拡大の原因がもっぱらアメリ

力側にある場合は、財政と金融の両面から景気にブレーキをかけることが必要である。しかし政府としては、わざわざ景気を悪くするような政策をとることは政治的に極めて困難だ。しかもそれは世界経済の成長率を低下させる「縮小均衡」の発想であり、アメリカとしては避けたい道だろう。

そこで不均衡の原因を黒字国の側に求める考え方が出てくる。上述したようにそうした主張にも一理あるから、「拡大均衡」的に問題を解決しようという印象のよい方策が探られることになる。その方策とは、黒字国の内需拡大である。とくに貿易黒字で得たドルを、アメリカに投資するのではなく国内投資に向かわせることである。アメリカの思惑としては、①黒字国が投資を増やせば、アメリカは設備投資財の輸出が増やせる可能性が高い、②黒字国の内需が拡大すれば、アメリカ向けの輸出が減る可能性が高い、といったことがあるだろう。

私見では、この世界的な不均衡を是正しようとするなら、やはり縮小均衡しかないだろう。しかしそれはアメリカが輸入を減らすという道だから、アメリカに輸出することで潤っている国々には大きな打撃だ。何しろ世界の赤字の7割を抱えている国が縮小政策を取るのである。あるいはそうした市場の力が働くのだ。世界的な不況は免れないだろう。

だからこそどの国も望まないのだ。これまで何年にもわたって、不均衡拡大のリスクが指摘されながら、それでも世界経済は成長を続けてきた。皮肉にも、不均衡の拡大が世界経済に繁栄という恩恵をもたらしてきたとも言える。今後もその状況は簡単には変わらないだろう。しかし永遠に大丈夫である保証はない。どこかの段階でブレーキがかかる可能性はあるだろう。

（４）世界を巡る流動性とは何か

①アメリカの赤字が成長の原動力？

「アメリカの赤字vs.世界の黒字」という図式が世界経済の成長の原動力になっているのは、赤字の国がアメリカであるからこそであるとも言える。定義上、どこかの国の輸出はその相手国の輸入に一致するわけで、全体で

見れば所得は増加しない。したがって、貿易取引が行われることが世界経済の成長率を高める必然性はない。

それでも貿易の拡大が世界経済の成長に寄与するのであれば、その理由の一つとして、各国が互いに比較優位にある製品を輸出し、劣位にある製品を輸入することができているのかもしれない。たとえば軽工業品は新興国に比較優位があって、アメリカはその生産を新興国に委ねるといったことだ。

しかしおそらくそれ以上に大きな理由は、アメリカへの輸出でドルを手にした新興国がそのドルをアメリカに投資することによって、アメリカ経済が成長力を高めさらに輸入を増やすという循環が機能しているからだろう。上述したように、アメリカの赤字のファイナンス自体は、アメリカ企業が輸入代金を支払った段階で完結している。重要なのは、アメリカへの資本流入がそうした預金にとどまらず、債券や株式、さらには直接投資という形態に変わっていくことだ。アメリカが供給する金融資産にはそれだけの魅力があり、そうした形でマネーが流入してくることがアメリカ経済を活性化させているのだと考えられる。

②外貨準備は流動性なのか

これまでの検討によって、世界経済が成長していく上では、マネーが国境を越えて必要な場所に流れる必要があることは明らかである。その場合、マネーとは何だろうか。しばしば流動性と呼ばれ、最近では、過剰流動性が世界中を飛び回っているといった表現を目にすることも多かった。

ドルに関して言えば、米銀が中央銀行であるFRBに持つリザーブ（中央銀行への預け金）と海外諸国が持つドル建ての外貨準備高の合計を流動性と呼ぶケースも多いようだ。リザーブはドルの信用創造の核になるものだからまだ理解しやすいが、ドル建ての外貨準備がなぜドルの流動性なのだろうか。

外貨準備とは、国が保有している外貨や金などの資産のことである。輸出してドル（外貨）を得るのは民間の企業だから、輸出がいくら膨らんでも国がドルを手にし

るわけではない。したがって貿易黒字が膨らんだだけでは外貨準備は増えない。逆に、貿易赤字がいくら増えたとしても外貨準備は減らない。国が保有する外貨が増減するかどうかポイントである。

一方、国が保有する外貨「資産」が外貨準備である以上、対応する「負債」があるはずだ。それが、たとえば日本の場合は外国為替証券（為券）と呼ばれる短期国債（政府の負債）である。

国が民間から外貨を買い上げる（これが為替市場介入である）と外貨準備が増える。ただし取り上げるのではないから、対価が支払われる。そこで、為券を市場で発行して円を調達し、その円を外貨と交換するわけだ。一連の取引の結果、政府のバランスシートには、資産側に外貨、負債側に為券が計上される。この資産側の外貨のことを外貨準備と呼んでいるのである。

したがって、外貨準備が増えるということは、為券の発行額が同じだけ増えることを意味する。借金をして同額の資産を購入するのだから差し引きゼロ。政府の資産が純増するわけではない。対外資産が増えた分だけ対内負債も増えているからである。外貨準備が多いのはたくさん外貨買い介入したことを意味するに過ぎず、必ずしもその国の経済力を表すとは言えないことは明らかだ。

③ドルの流動性をコントロールするのはFRB

07年11月末時点での中国の外貨準備高は1兆4000億ドルあり、もちろん世界一の水準である。このうちドル建てで保有されている割合がどの程度であるかは不明だが、ほとんどがそうであることは確実だ。

問題は、たとえば中国当局が保有するドル建ての外貨準備（その大半は米国債に運用されている）をドルの流動性だと言ってしまっているのかどうかである。ドルの流動性とは、様々なドル建ての資産を購入するための直接的な手段であるから、当局が為替介入でドル預金を獲得した時点では流動性そのものだと言ってよい。しかし、それを米国債に運用してしまった後までドルの流動性にカウントするのは適当ではないだろう。なぜなら米国債で他の資産を購入することはできないからである。

ところで中国当局が介入で手に入れるドルはそもそもどこから来るのか。すでに検討したように、それが中国の対米輸出によるものであるなら、そのドルは、元はアメリカの輸入業者が保有していたものである。あるいは、アメリカから中国への投資という形で入ってきたドルについては、これも米銀の中でアメリカ人から中国人の口座にドルが移転したものである。

このように考えれば、中国当局が外貨準備として手に入れるドルは、元はアメリカ人が保有していたドルであることがわかる。さらに中国がその外貨準備を米国債に投資すれば、その時点でドルは再びアメリカ人の元に戻るわけだ。

結局、中国に限らず海外諸国が、いくら外貨準備を増やしたとしても、そのことは決して世界の金融市場に存在するドルの量を増やすことにはつながらないのである。ドル建ての外貨準備の総額が増えていくことが、まるで世界中にドルを溢れさせるような（過剰流動性の）イメージを与えることが多いが、全くの見当違いであることは明らかだ。元はアメリカ人が保有していたドルであるということは、その総量は常に、誰が持っていようと、FRBがコントロールできるものなのである。

④金融の証券化と流動性

外貨準備がいくら増えても流動性の総額が変わるわけではないとすると、過剰流動性と呼ばれるものは一体何なのか。この点を明らかにするためには、流動性という言葉を再定義する必要があると思われる。流動性＝マネー（お金）と定義してしまうと、その中身は現金と預金だということになる。つまりはマネーサプライである。

確かに中国などを見ると、マネーサプライが過剰な水準にまで増加してしまうこともありうるとは考えられる。しかし世界の金融市場全体を対象としても、ドルの現金と預金の総量はFRBのコントロール下にある。ドルのマネーサプライの伸びを見ても、それが過剰状態にあるとは考えられない。

そこで必要になるのが流動性の再定義である。私見では、流動性とは「マネーの流れ方がどれくらい速いかの

程度や様子」である。マネーの総量が変わらなくても、マネーが次々にその持ち手（所有者）を変えていくような状態を流動「性」が高いと言うのである。

マネーの所有者が変わるということは、マネーが何かの資産を購入する対価として使われることを意味する。したがって流動性が高い状態とは、資産の持ち主が次々に替わる状況でもあるわけだ。そのスピードが速すぎる場合を過剰流動性の状態と言うことができる。そうした場合は、資産の持ち手が替わっていく過程で資産価格も上昇しやすい。これが過剰流動性相場である。

近年、その資産の一つとして急激にその規模を拡大してきたのが証券である。証券の一番大きな役割は、当面マネーを使用する予定のない人から、今それを必要とする人にマネーを移転することだ。必ずしも世の中のマネーの総量を増やす必要はない。証券を発行して眠っているマネーを覚醒させればよいのである。しかも証券を通じてそれぞれは小口の資金から大きな金額を調達することもできる。マネーの総量を増やすこと（信用創造）は銀行にしかできないが、証券化の進展は、銀行を通じな

いでマネーを手に入れることを可能にする。与信リスクを銀行に集中させないで、多数の証券保有者に分散できる。しかし他方で、中央銀行のコントロールが及びにくいところでリスクが膨らみかねないという問題点も指摘できる。過剰流動性という状況が生まれたのは、証券化の進展と密接な関係があると考えられる。

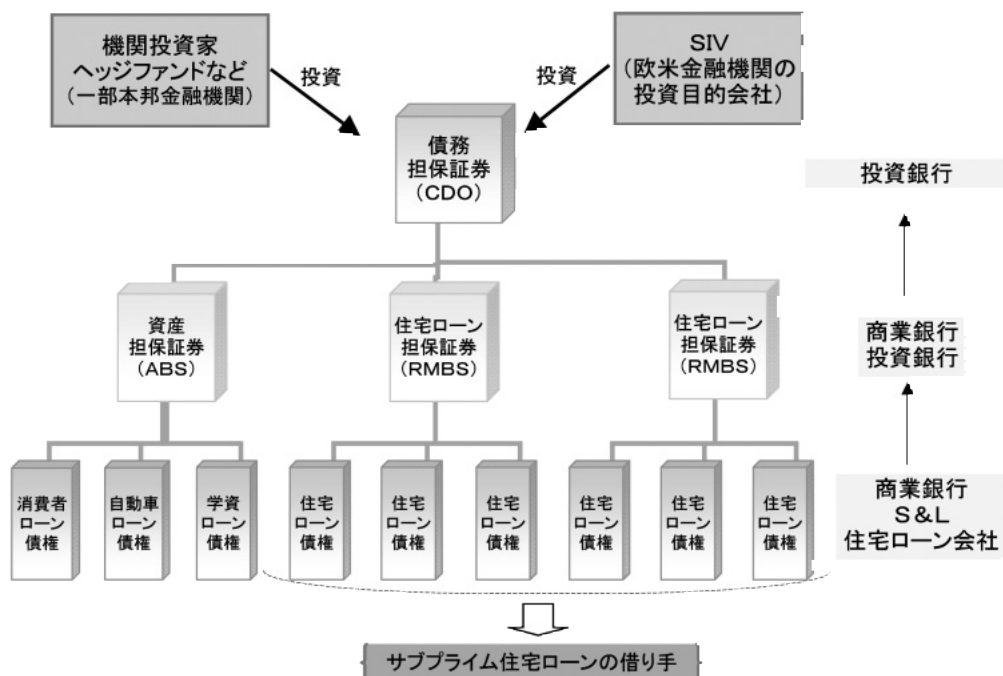
（５）甘いリスク評価がもたらした金融危機

①サブプライムローン問題の概要

サブプライムローン問題は、証券化が引き起こした問題の典型だろう。これは、本来はアメリカの住宅市場の問題にすぎないはずだが、証券化というスキームによってサブプライムローンの与信リスクが世界中に拡散した。しかもその際のリスク評価が甘く、顕在化したリスクが想定をはるかに上回ってしまったということだ。

図表5にサブプライム問題の概図を示した。右下の商業銀行、S&L、住宅ローン会社などが家計にサブプライムローンを融資する。しかしこれらの金融機関はそのローン債権の大半を売却してしまうのが一般的だ。そして証券化ビジネスを営む商業銀行や投資銀行がこれらのロ

図表 5 サブプライム問題の概念図



ローン債権を購入して証券化し（住宅ローン担保証券、RMBS）、世界中の投資家に販売するのである。

ところがここ数年は、住宅ローン担保証券をも一部に含むようなさらに複雑な証券（債務担保証券、CDO）が組成されるようになっていく。CDOはリスクの低いモノから順にシニア、メザニン、エクイティという大まかには3つの部分に切り分けて販売されている。元はサブプライムローンだとはいえ、こうした手法によってリスクの小さい証券化商品が作り出されているのである。実際、このシニア部分は格付け会社からAAAが与えられており、世界の投資家は安心して購入してきたのである。

CDOの主要な購入者の中にヘッジファンドがある。しかし彼らはAAA格のCDOをただ購入するだけでは顧客の期待に応えられない。そこでメザニン部分や、場合によってはエクイティ部分にまで投資を広げる。その上、レバレッジを効かせた投資をすることも多い。顧客から預かった10の資金に90の借入れを加え、100の運用をするといった具合だ。ここで生まれた利益を顧客に還元すれば、その利回りは極めて高い水準になるわけだ。

さらに、投資銀行や商業銀行が設立した投資機関（Structured Investment Vehicle）もCDOに運用していた。このSIVの主たる調達手段は、保有する資産（CDOなど）を担保とする資産担保コマーシャルペーパー（ABCP）であった。ここでも、短期資金によってレバレッジを効かせた運用が行われていたのである。

②広がったモラルハザード

証券化はリスクを転嫁し、分散化する効果を持っている。そのことが裏目に出たのがこの問題の本質だろう。住宅ローンを提供する金融機関にとっては、最初から転売するつもりならローンの審査は甘くなりがちだ。その

ローンを購入する証券化ビジネス業者も、証券化商品を組成して投資家に売却してしまえばリスクから逃れられる。それらの商品に投資する投資家も、格付けを頼りに、中身を十分に吟味しないまま購入していたのである。

こうした甘いリスク評価の下で住宅ローン債権の証券化商品が世界の市場に拡散していった。利回りは高いほうが望ましいから、プライムローンよりはサブプライムローンへの需要が強かったわけだ。サブプライムローンは04年から急増しているが、とりわけ06年に実行されたローンの質が悪い。サブプライムローンの貸出金利は、最初の2年間は低水準で3年目に跳ね上がるというケースが多い。そうであれば、06年のローンの金利が上昇するのは08年であるはずなのに、早々と延滞率が急騰してきているのがこの年のローンだ。相当無理な貸し出しが行われた可能性が高い。

様々な人々や機関が痛手を受けている。無理なローンを組んでしまった個人、甘い審査で住宅ローンを貸した金融機関、証券化ビジネスとその証券化商品への投資の両方にのめりこんでいた投資銀行や商業銀行、等々。証券化という手段の存在が、本来なら住宅ローンの貸し手と借り手の間にとどまっていたはずの問題を世界に広げた。レバレッジという手法も加わって、債権債務関係がさらに複雑なものとなっていたのである。

しかし、これは手段や手法に問題があるというよりはリスク評価の問題であろう。実際、証券化の進展を止めることはできないし、望ましいことでもあるまい。武器はその取り扱いに細心の注意を払うという常識がないがしろにされてしまったのである。今後の教訓とすべきであろう。