



SHIGA UNIVERSITY

CRR WORKING PAPER SERIES J

Working Paper No. J-8

国際経済リスク要因と対外収支バランスの動向—日中米の比較研究

小田野 純丸

2009年11月

Center for Risk Research
Faculty of Economics
SHIGA UNIVERSITY

1-1-1 BANBA, HIKONE,
SHIGA 522-8522, JAPAN

滋賀大学経済学部附属リスク研究センター
〒522-8522 滋賀県彦根市馬場 1-1-1

「国際経済リスク要因と対外収支バランスの動向—日中米の比較研究」*

滋賀大学経済学部リスク研究センター

小田野 純丸

I. はじめに

米国発の金融危機の影響によって、世界経済は将来の展望が描ききれない低迷状態に追い込まれている。主要 OECD 加盟国の最近時の経済成長率を比較検討すると、その低迷振りが明らかである（表 1 を参照）。特に、危機の深刻さが多くの国で共通に懸念された 2008 年第 4 四半期と 2009 年の第 1 四半期では、いずれの国もマイナス幅が拡大していることが明白である。しかし、最近時点の成長率を概観すると、英国の GDP 成長率にマイナス数値が残るものの、表にある 5 カ国のマクロ経済状況にはとりあえず改善の兆しが見え始めていることが伺える。¹

一時は大恐慌（great depression）の到来という恐れも心配されたが、関係諸国の迅速かつ大規模な財政支出や資金供給という緊急出動が功を奏したことから、経済不況（recession）の範囲に留まっているというのが実際のところである。²一方で、世界の経済成長のエンジンと期待されている中国経済は、多少の成長減速が観測されたものの、それなりに高い成長ペースを維持していることが注目される（同表 1 の最下欄にある中国数値を参照）。

危機の荒波は突如の出来事のように登場した感がある。それまでは、米国の住宅市場の加熱状態について市場の中には懸念を抱く専門家がいたものの、危機と隣り合わせにあるという理解には結びつくものではなかった。³サブプライム関連の懸念が表面化することになったのが 2007 年 7 月のベア・スターンズ証券傘下のファンドの破綻であった。それ以降、危機の連鎖が世界金融市場を駆け巡ることになった。⁴極めつけは、2008 年 9 月のリーマ

* 本論文は、2009 年 9 月に中国大連市の東北財経大学にて開催された滋賀大学経済学部附属リスク研究センターと東北財経大学との共同研究報告会での発表をベースにしたものである。

¹ 最近の Newsweek 誌（August 3, 2009）は、“The Recession is Over: Now What We Need is a New Kind of Recover”，と題する記事を掲載している。経済再生に向けて取り組まなければならない課題に挑戦することで、米国社会の閉塞状況から全快する道筋を描いたものである。

² Martin Wolf, “The Recession tracks the Great Depression”, Financial Times (Internet version) June 16, 2009.

³ 中には New York University の N. Roubini 教授のように金融市場の展開に超悲観的な見方をするものもいる。Yale University の Robert Shiller 教授は、不動産価格の推移を追跡する中で、早くからバブルの様相について警鐘を発していた。

⁴ 金融危機を解説する著書は多数に上る。例えば、Charles R. Morris, The Two Trillion Dollar Meltdown, Public Affairs, New York, 2008 や Gillian Tett, Fool's Gold, Little Brown, London, 2009, などは金融危機の背景や展開について詳細に記録している。

ン・ブラザース証券の破綻であった。直接的には米国財務相ポールソンが救済措置を断念したことがあり、全米の金融機関そのものに危機感が蔓延してしまった。全米主要金融機関をどのように処遇すべきかという米国内の政治論議が熱を帯びる中、連動するシステムによって組み立てられている国際金融市場そのものが大きく揺らぎ始めていた。

危機の起きる直前まで、米国経済は消費ブームと住宅投資ブームで沸いていた。イラクでの戦況が一向に改善する様子を見せない一方で、世界は一極化したと評されてきたように米国が世界の主導者的位置づけを満喫していた。大幅な減税があり、人々は高騰する住宅価格や不動産価格を抛り所に、有利な銀行融資に容易に接近できることから消費活動が更に活発化していった。バブルという熱狂の中ではその行く末に警鐘を鳴らしてもなかなか冷静にそれを受け止める雰囲気にはならないのが常である。⁵日本の不動産バブルのときも似たような現象が観察された。米国社会は、活発な消費活動を根拠に好景気が続いていた。しかし、GDPの主要構成項目である消費（consumption）の加熱は、多くのマクロ経済学の教科書が指摘するように、輸入の拡大に直結することになる。米国の対外収支バランスが目に見えて悪化し始めていた。1980年台のレーガン大統領の時代、「双子の赤字」と呼ばれる現象について、多くのエコノミストは米国経済のアキレス腱として警鐘を鳴らしていた。⁶住宅バブルの登場とあわせて、その現象の再来という議論が高まることになった。経済の過熱から生み出される貿易赤字の拡大と、ポスト・バブル経済の救済に巨額の財政資金を投入せざるを得ない今の米国にとって、財政バランスの悪化は避けられないところである。

本論文は、米国の対外収支の悪化現象を単独に取り上げるのではなく、その問題と深く関連している日本と中国の動向について検証するものである。米国の好況はそれがバブルによるものであったにしても、輸出政策に肩入れしてきた日本と中国の双方にとって様々な影響を及ぼしてきている。同時に、ポスト・バブル期の経済調整の段階で、日本と中国双方は大規模な構造調整の要請を内外から受けている。言い換えると、世界の上位三大経済国である米国、日本、中国の関係は密接に関わりを有しながら、それぞれの国のあり方を模索し始めていることになる。こうした大掛かりな構造調整が避けて通れないプロセスは国際経済リスクの生起という視点から考察することが可能で、三国の対応は多くの周辺諸国にリスク要因として波及する可能性を孕んでいる。以下では、利用可能な経済統計を

⁵ 米国連邦準備制度のAlan Greenspan前理事長は、1996年12月の講演の中で、株式市場について有名なフレーズとなったirrational exuberanceという表現を使って過熱気味にある市場に警鐘を鳴らした。

⁶ 双子の赤字を扱った文献として、Robert A. Blecker, *Beyond the Twin Deficits*, Economic Policy Institute, M.E. Sharpe, 1992, がある。また、Douglas B. Bernheim, “Budget Deficits and the Balance of Trade”, in *Tax Policy and the Economy*, National Bureau of Economic Research, Vol.2, 1988, pp. 1-31、が参考になる。

ベースにしながら日米中の三カ国の相互依存関係について検討することにする。

II. アメリカ・リスクの始まりー「双子の赤字」

米国経済は、特にレーガン政権以降、時の政権の姿勢と政策に大きく影響を受ける形で展開を見せてきた。1981年に始まるレーガン政権は共和党の基本姿勢である小さな政府を標榜して減税を柱に据えた経済政策を展開した。政治・外交姿勢は「強いアメリカ」が目標であったことから、軍事面での強化が徹底されたために大幅な財政支出が止むを得ない選択であった。減税はラフファー仮説に支えられたもので、結果として大幅な財政赤字現象を引き起こすことになった。⁷同時に、強いアメリカのシンボルとして強いドル政策が追求されたことから、米国産業の価格競争力は大きく後退することになった。この政策は、日本の製造業にとっては棚ぼた的な追い風として働くことになり、日本からの対米輸出が急拡大する大きなきっかけとなった。その結果、双子の赤字現象が顕著となり、対外的には1985年9月の「プラザ合意」を必要とするまでに追い込まれることになった。⁸

プラザ合意の意味するところは、アメリカを含め先進工業国が対外収支の不均衡を是正させるために為替レートの協調的調整を受け入れたことであり、米国がドルの相対的引き下げを受忍したものであった。この調整プロセスは、1971年のニクソン・ショック、1973年の為替の変動相場制への移行と並んで、戦後の国際金融の出来事の中でも大きな意義を持つものである。当時は、日本経済の絶頂期を迎える時期で、日本的経営が注目されるきっかけとなっていた。レーガン政権も「ヤング委員会」を組織して日本的経営や経済の長所を徹底的に解明する姿勢を見せていた。⁹さらに、MITは同大学の碩学を集めてアメリカの再生と再建のために米国内の劣位条件などについて徹底的に検証を行い、必要な諸課題を明らかにさせながら取り組むべきテーマについて提言を行った。¹⁰政治・外交面では、レーガン政策は東西冷戦を終結させる作用を生み出し、やがて旧ソ連邦の崩壊を演出するこ

⁷ 南カリフォルニア大学の A. Laffer 教授が提唱した税率と税収の関係を明示したものを Laffer Curve (ラフファー曲線)と呼んでいる。縦軸に税収、横軸に税率をとって両者の関係を見ると、逆 U 字型のパターンを見せるという主張を展開した。そのとき、縦軸の税収を増加させるには税率の引き上げではなく引き下げが望ましいという選択肢を提唱した。実証研究による検証はラフファー仮説を裏付けていないが、Reagan 大統領や共和党の議員からの支持が集まることになった。

⁸ プラザ合意についての解説は多数ある。介入政策の有効性という観点から理論的な説明をしたものとして、Lucio Sarno and Mark P. Taylor, The Economics of Exchange Rates, Cambridge University Press, 2003, chap. 7. が挙げられる。

⁹ Hewlett Packard の Young 会長を座長とする国際競争力に関する調査委員会は、米国産業の競争力強化と再生を念頭に、様々な角度から検証を加えている。それを取りまとめた報告書がヤング・レポートと呼ばれるものである。

¹⁰ M.L. Dertouzos, R.K. Lester and R.M. Solow, Made in America, The MIT Press, 1988.

とに大きく貢献することになった。

しかし、レーガン時代が終わるまでに経常収支と財政赤字が改善を見せることはなかった。それはレーガン後の先代ブッシュ大統領の四年間を通じて大きく変わることはなかった。その傾向が大きく転換する段階を迎えるのがクリントン大統領の 8 年間であった。クリントノミックス（クリントン経済学）は財政バランスの均衡化に向けて取り組むことになった。特に、ウォール街出身のルービンを中心とする経済政策チームは、財政の建て直しが急務と考えていた。証券市場に精通していたルービン財務長官（クリントン政権発足時は国家経済会議議長）は、財政赤字が財務省証券の累積問題を通じて金利に悪影響をもたらすものと考えていた。債券市場の金利は金融政策手段ではコントロールできないことを熟知していたためである。従って、この悪循環を断ち切るためには、累積赤字国債の解消に積極的に取り組む必要があると考えていた。実際、図 1 が示すように、クリントン政権の 8 年間で米国の財政赤字は完全に解消し、政権終了段階では対 GDP 比で 2 パーセントを超える黒字転換に成功することができた。¹¹情報ハイウェーと呼ばれる IT 関連産業が躍進する時代を迎えていたことも経済活性化に大きく寄与することになった。¹²

しかし、クリントン時代を通じて、対外収支が大きく改善することはなかった。政府の役割を受け入れる民主党政策は、産業政策的アプローチにも肩入れをしていた。日本に対しては厳しい要求を突きつける局面が多発していた。ジャパン・バッシングと呼ばれる強硬姿勢があからさまに展開された。¹³民主党系のエコノミストは円の切り上げ圧力を強める発言を展開していた。¹⁴その背後には、バブル崩壊後の日本経済がなかなか改善の兆しを見せない中で、相変わらず輸出依存体質に偏った政策を進めているという批判が高まっていたことがある。確かに、日本の GDP の成長率の変遷を見ると、GDP 成長率はクリントン第二期を通じて低迷していた。1998 年にはバブル崩壊後の最悪の経済状況に直面することになってしまった。そのために、日本銀行は短期金利を 0.15% に引き下げ、いわゆるゼロ金利政策の導入に踏み切る選択を受け入れた。¹⁵図 2 が示すように、日米金利差を反映して円の対ドル相場は一気に円安に流れていった。それと関連して、図 3 が示しているよう

¹¹ クリントン政権の最終段階の 2000 年度では 2,362 億ドルの黒字を計上するまでに改善を見せることができた。

¹² レーガン、クリントンの時代の経済政策の基礎的思考については、小田野純丸著、資本逃避リスクの政治経済学、ミネルヴァ書房、2008 年、第 2 章にも解説がある。

¹³ 外交面では、クリントン政権はどちらかと言うと中国との関係強化に軸足を置く姿勢を見せたと言われている。

¹⁴ 例えば、Institute of International Economics の Fred Bergsten 所長はその当時、円高調整の必要性を声高に主張する論陣を張ってきた。

¹⁵ ゼロ金利という表現は、当時の速水日銀総裁が「ゼロでもよい」という発言からそう呼ばれるようになった。

に、米国の対日貿易・サービス勘定と経常収支勘定が目だって改善する気配は見られなかった。日本の政策当局は、米国の IT 景気頼みの姿勢を貫く以外に経済浮揚の方策はないという立場にあったと考えられる。

米国経済の動向に懸念材料（リスク要因）の存在が心配されるのは、取りも直さず改善の兆しが見えない対外勘定の不均衡と財政不均衡の悪化にある。両者に一対一の関係が有るわけではないが、マクロ経済学の教科書が説明するように、経常収支と財政収支は IS バランスと呼ばれるマクロ経済関係式の中で相互に関わりを持つ関係にある。貿易収支、若しくは経常収支勘定に悪化の傾向が見られるのは、輸出行動や輸入行動に関わる政策姿勢によって決定されるわけではなく、その国の貯蓄と投資の差と財政収支の差と深い関係があるというものである。¹⁶同時に、貿易収支や経常収支が持続的に悪化傾向を辿ることは、その国の通貨の対外価値を毀損させてしまう可能性を暗示していることにも注意が必要である。また、持続的に財政収支が悪化することは、国債価値を引き下げるリスクを生み出す危険性がある。その場合、市場での債券金利の上昇を生み出す可能性に直面することになる。以下で触れるように、このアメリカ・リスクの要因は、世界経済の安定と発展にとって無視できない要因となり得るものである。世界経済は、アメリカ・リスクと隣りあわせにあることが徐々に明らかになってきた。

ブッシュ政権が始まった 2001 年には、それまで好調を持続させてきた IT 部門のバブル崩壊の影響が報じられ、テロ対策強化に乗り出すきっかけとなった 9.11 事件を経験することになる。しかし、経済面での最大の関心事は、ブッシュ減税におかれていた。共和党の大統領であるブッシュはクリントン時代に達成された財政（黒字）資金について、国民に還元すべきものというロジックから大掛かりな減税策を断行することになった。新保守主義に立つブッシュ政策の姿勢は、対テロ戦争を優先させたことから、イラク攻撃などでの拡大する戦費向けの補正予算の増大、そして減税による税収減と重なり合って、財政収支に大きな不均衡を引き起こすことになった。しかし、ブッシュ大統領は、当時のアメリカ経済の不況こそが税収不足の基本的理由であるという現状認識に立っていた。ブッシュ減税が恒久的減税を求めたのに対し、議会の抵抗によって 2010 年末までのサンセット減税で決着を見ることになった。この妥協の産物によって、段階的減税措置を採らざるを得なかったブッシュ財政は、減税によって本来的に期待された景気浮揚を達成させるには程遠いものとなり、成長から期待される税収増を達成させられない中途半端な方式となってしま

¹⁶ 多くのマクロ経済学の教科書が IS バランスの導出について解説をしている。例えば、R.E. Caves, J.A. Frankel and R.W. Jones, World Trade and Payments, Addison-Wesley, 1999, pp. 302-03. 中谷巖著、入門マクロ経済学（第 4 版）、日本評論社、2000 年、pp. 176-77。

った。結果として、図 4 が示すように、ブッシュ時代を通じて財政収支に目立った改善は見られなかった。むしろ、政権最終段階での財政赤字の対 GDP 比は戦後米国史の中で最悪に近い状況を迎えるに至っている。

財政収支課題に加えて、世界が注目しているのが米国の対外収支の悪化傾向である。2002 年以降、アメリカの貿易収支と経常収支の赤字幅は急速に拡大を見せてきている。貿易収支の赤字は 2005 年に 8000 億ドル前後の水準に達してしまった。図 5 が示すように、所得収支はプラスの上昇傾向にあるため、それが経常収支の改善に多少の貢献となっている。¹⁷

米国の経常収支テーマを振り返ってみると、特に個別産業の貿易不均衡問題として遡上に載せられることがあった。それらは、経済合理性のある議論というより、時に個別産業の不振もしくは輸出の停滞と深く関係する傾向があった。¹⁸日本との関係で述べれば、繊維戦争、オレンジ戦争、自動車戦争などと呼ばれる貿易問題として注目されてきた。特に、1980 年代に、レーガン政策の影響を受けて、日本の対米輸出の急増が批判の対象として取り上げられた。折からの円安を受けて、電子機器、自動車や機械類の米国向け輸出が急速に拡大することになった。1985 年のプラザ合意に基づく為替調整が急速に進んだ一方で、オイル危機や為替リスクを経験してきた日本の産業は、コスト削減努力や合理化を徹底させて、競争力の強化に努めてきた。そのため、図 3 が示すように、1986 年以降の時期に日本の対米貿易（経常収支）不均衡は顕著に拡大することになった。

III. 日米の対立と協調

日本は、米国との間で各種の激しい貿易摩擦問題に直面することになった。為替の変動が激しかったことから、円・ベースで見る以上にドル・ベースで見た対日貿易赤字幅は突出する結果を生み、米国側から猛烈な批判を受ける対象となってしまった。1986 年の中間選挙で米国議会は上下両院とも民主党が多数を占める構成となった。労働組合などを支持基盤にもつ民主党議員は通商問題が最重要課題であるという問題意識を共有していた。次々と提出される法案の中には、大統領に対抗措置を義務付ける保護主義的なものも含ま

¹⁷ 米国の経常収支の不均衡に関する研究論文は多数に上る。最近時点での成果から、A. Barnett and R. Straub, “What Drives U.S. Current Account Fluctuations?”, Working Paper Series No. 959, Nov. 2008, European Central Bank, や、C. C. Bertraut, S.B. Kamin and C.P. Thomas, “How Long Can the Unsustainable U.S. Current Account Deficit Be Sustained?”, International Finance Discussion Papers No. 935, July 2008, Board of Governors of the Federal Reserve System.

¹⁸ 広大な地域に産業が点在する米国では、貿易不均衡は地域経済に大きな影響を及ぼすと考えられる。鉄鋼のオハイオ州、自動車のミシガン州、柑橘類のカリフォルニア州とフロリダ州などを取り上げれば、産業が地域に特化した特徴を理解することができる。また、両院の議員は小選挙区から選出されてくるため、地域（産業）の代弁者として地域の不利、有利に関して敏感に反応する傾向がある。

れていた。中でも、「74年通商法第301条」は貿易相手国政府の不公正慣行を是正させる内容を含み、相互主義に立脚する考え方は当時の「貿易と関税に関する一般協定（GATT）」の基本理念とは相容れない性格を持っていた。その延長線上に、1988年に施行された「包括通商・競争力強化法（Omnibus Foreign Trade and Competitiveness ACT）」の一部である「スーパー301条」がある。問題解決に至らない場合の制裁措置を定めた、強力な報復措置を持つ条項である。

この間、日米両国は様々な形の協定や検討を繰り返してきた。その一つが「市場分野別個別協議（Market-Oriented Sector-Selective Talks, MOSS）」である。1985年から、電気通信、医療機器・医薬品、エレクトロニクス、林産物について協議が繰り返されてきた。86年に自動車部品を含む輸送機器分野が追加された。両国政府は産業の取組み努力を促進させ、米国は各分野での対日輸出の拡大にそれなりの評価を与える効果を生み出すことができた。

日米貿易摩擦の解消という課題を前にして、先代ブッシュ大統領は1989年7月の日米首脳会談の席上で「日米構造協議（Structural Impediments Initiative, SII）」を提唱した。¹⁹一向に改善しない貿易不均衡について、その原因を日本市場の閉鎖性にあると想定して、日本の経済構造の改造と市場の開放を積極的に迫る内容のものとなっていた。日本の商慣習、流通構造、土地税制、公共投資、大規模小売店舗法、文化など多岐にわたる範囲に拡大をした日本への改造要請であった。協議は1990年6月に最終報告書の形でとりまとめられた。金融の分野では、1983年11月に「日米円ドル委員会」が設置され、日本の金融の自由化、国際化を強力に推進させるきっかけとなった。²⁰英国では、サッチャー政権によるビッグ・バンと呼ばれる大規模な金融規制緩和が進んでいた。

1992年にクリントン政権が誕生すると、情報分野の発展と金融分野の活用を強力に進めながら、財政不均衡の改善に向けて着実に政策展開が始まった。それまで12年間続いた共和党政権の基本姿勢を否定する形で、政府の役割を再認識させるクリントノミックス（クリントン経済学）を展開する方針を明確に打ち出していた。直前のブッシュ政権は湾岸戦争に勝利する成果を勝ち得ていたものの、ほぼ1兆ドルに近い財政赤字を生み出してしまった。²¹しかし、国民の間には国内経済の再生を希望する声が高まっていたことから、ブッシュ再選が実現することはなかった。クリントン施政の基本目標は、増税を柱として雇用の創出に置かれていた。レーガン経済学とは真っ向から対立する政策思考を背景にしてい

¹⁹ 当時の日本の首相は滋賀大学卒業生である宇野宗佑総理であった。

²⁰ 委員会報告によって、①大口預金金利の自由化、②外貨の円転換規制の撤廃、③円建てBA市場の創設、④外国銀行単独での信託業務進出の認可、などが実施されることになった。

²¹ 軍事大国の米国をアピールできた一方で、累積財政赤字は4兆ドルを上回ってしまった。

た。そのために、増税と巨額の景気刺激策を併用させて 96 年までに 800 万人の雇用を創出する目標を打ち出した。富裕層への増税、年収 2 万ドル以下の低所得層には減税、中間所得層には抑制気味の増税が組み合わせられていた。結果として、政府増収部分のうち 8 割が年収 20 万ドルの超富裕層から徴収されたことになり、財政収支の改善に大きく寄与することになった。こうした財政政策の背景には、次の三つの基本思想が潜んでいた。それは、①政府の介入と公共投資の導入によって、新時代に求められる産業構造に相応しい社会・経済・技術基盤を作り上げること、②「忘れられた普通の人々」に目配りをすることは失業、犯罪、疾病という社会不安を除去することに深く関わっていて、経済の再生と社会の蘇生を一体化させて取り組むこと、③グローバル化が進む国際経済関係の中では、政府の積極的な関わりなくして国富の増大は望むべくもなく、「産業政策」²²を積極的に導入することで貿易収支の改善と米国の国益に繋がる市場開放を強く求めていく、という方針に現れている。投資減税政策は、中小企業向けの投資減税を念頭に置いたもので、ベンチャー企業にとって有利なものであった。戦略的にも、このようなアプローチは将来の技術開発戦略にとって基盤となると受け止められていて、国家がイニシアティブをとる必要がある分野であると考えられていた。

IV. 繁栄のアメリカの復権：国際リスクの温床？

クリントン時代のアメリカ経済を簡単に表現すると、中間所得層の減税効果によって消費ブームが登場し、長期にわたる株高現象が続き、輝ける繁栄の時代を作り上げたということであろう。レーガン、ブッシュ両政権とは異なり、大きな外交・軍事問題に翻弄されることがなかったことはクリントン時代にとっては幸運なことであった。安定して強いアメリカというイメージは、世界の資金をアメリカに引き寄せる大きな根拠となっていた。この時代の成長率の動向は図 6 に示されているように 4%から 5%前後の高い水準にあった。このことは、米国の貿易収支の改善には直結しない。米国の経常収支の赤字状況は図 7 に示されている。また、対日本との貿易収支と経常収支の不均衡は図 3 に掲載されている。繁栄するアメリカ経済ではあったが、貿易関係で赤字状態を改善させたという傾向を見ることができない。

²² 経済諮問委員会の委員長に Laura Tyson (カリフォルニア大学教授) を指名し、大統領経済顧問として Ira Magaziner が就任することになり、市場重視型の共和党思想とは全く異なる産業政策の必要性が強調されることになった。しかし、クリントンの産業政策は伝統産業の温存を目指した英国型ものではなく、産業構造の転換を押し進める政策そのものであって、情報ハイウエーの強化に繋がるハイテク産業の育成を企図したものと受け止めるべきものである。

しかし、為替市場では 1985 年中盤に「超円高」と呼ばれる現象が登場することになった。バブル崩壊の後遺症から確実に脱却できていない日本経済、活況を呈するアメリカ経済、この対極にある二つの経済の中でなぜ円高現象が登場したのであろうか。クリントン大統領にとって懸案事項の一つが低迷する自動車産業などの製造業の存在であった。日米経済関係の中で度々登場したように、両国間の為替レートの問題は政治的理由によって大きく影響を受けたことは否定できない。図 8 が明らかにしているように、クリントン政権の始まりから米国の経常収支の悪化傾向が指摘されていた。特に、1993 年から米国の対日経常収支は目だって悪化する傾向にあった。大統領の主政策目標が米国内の雇用創出に置かれていたことから、日本の自動車産業を中心に輸出産業に圧力をかける姿勢を強化していた。同時に、ドル安を容認する発言を繰り返すことで、市場では米国政府が円高を想定しているというメッセージとして受け止められた。日米間の債券金利（図 9 を参照）や政策金利（図 2 を参照）は拡大する傾向にあったのに、大統領の口先介入は円の対ドル・レートについて 80 円を切る水準にまで一気に誘導することに成功した。為替リスクに翻弄されてきた日本の産業界は、円高を背景に海外投資を拡大させる戦略を採らざるを得なくなっていた。日本の海外直接投資ブームの背景には日米不均衡問題の存在が潜んでいたことと無関係ではない。その効果もあって、1996 年以降の米国の対日貿易収支はとりあえず改善を見せることになった。

しかし、ルービン財務長官は「強いドル」がアメリカの国益に適うものであるという信念を持っていたと考えられる。金融市場が活況を示すことで、世界の資金がウォール・ストリートに流入し、それが米国経済の繁栄に直結することになった。米国の経済成長率はすでに 3% の水準を超え始めていた。消費ブームが続き、アメリカ経済に自信が広がっていた。このことは、図 7 に示されているように、米国の経常収支の赤字が着実に拡大することを意味していた。しかし、米国に流入する巨額の投資資金の存在が対外不均衡問題の関心を後退させていくことになった（図 10 を参照）。

ブッシュ政権の経済政策のスタンスについては上述した。新保守主義と呼ばれるグループを中心に据えた陣容を敷き、市場重視の経済政策を展開した。ルービン財務長官と同じ出身金融機関であるゴールドマン・サックス証券の元会長スティーブン・フリードマンを大統領の経済担当補佐官に指名し、アラン・グリーンズパン連邦準備制度理事長とともに金融自由化を強力に推し進める後ろ盾となった。当初の財務長官は実業家のオニールであった。しかし、ブッシュ政権時代の経済運営について語るときに、神格化された感のあるグリーンズパンの金融市場の管理運営がアメリカの金融経済化に大きく影響を与えていたことには異論が少ないと思われる。IT バブル崩壊や 9.11 事件を経験したものの、ブッシュ

一期目の経済成長はまずまずの業績であった。

米国を中心にする金融経済の時代の幕開けは、ルービン財務長官の「強いドル」がきっかけであるとする専門家は多い。それが、金融工学の技術的發展に呼応する形で、やがて証券化（securitization）の流れを作り上げることになる。米国中心の一極化した世界構造と思われ始めていた世界は、強いドルの登場によってアメリカ投資への信頼を厚くすることに寄与していた。円対ドル・レートはほぼ 120 円前後で推移することになり、日本の企業は米国を中心にした輸出戦略を強化させることができた。より正確には、中国や東南アジア経済も確実な成長を達成させていたことから、アメリカに偏重した輸出行動ではなく、周辺諸国への輸出多様化も同時的に進行させていた。この間の輸出好調による日本のマクロ経済運営が、本来的に必要な構造調整を遅らせることになってしまった。必要と思われた政策は内需拡大を実現させるための政策調整であった。²³しかし、円安と好調な輸出業績によって、内需拡大の必要性という問題意識を後退させてしまった。この点については、世界金融危機の荒波を経験した後に、改めて日本のあるべき針路は如何なるべきであるかという問題提起として多くの意見が提起されている。²⁴

V. 金融リスクの時代と中国の台頭

これまでの 10 年ほどの期間に、世界は「金融の時代」に変容してしまっていた。世界の金融資産のストックは実物経済の規模の 3 倍を超えるまでに膨張してしまった（図 11 を参照のこと）。商品や金融資産などの価格の決定には資金移動が大きく影響を持ち始めていた。従来から投機資金などの影響は無視できない存在ではあった。しかし、21 世紀の世界では、実需を越えて資金フローの流れが経済活動により大きな影響を持つ構造が出来上がってしまった。金（Gold）の価格は伝統的にドルの代替価値を持つものという位置づけが与えられていた。円高（ドル安）やユーロ高（ドル安）の際には、ドルから金にポジションを代える投資家が多かった。しかし、図 12、図 13 が示すように、2002 年頃から為替の変動とは直接的に相関することなく金価格が上昇し始めている。原油や鉄鉱石という商品についても同様の傾向が明らかである（図 14 を参照のこと）。潤沢な資金がより有利な投資

²³ 同時に、ゼロ金利政策の功罪についても検証が必要である。国内資産保有者や海外の投資家は内外の金利差を利用してキャリー・トレード（Carry Trade）と呼ばれる運用方式を活用していた。金融資源が国内投資機会から海外の投資機会に流出するという現象が注目を集めることになった。詳細な解説は、C. Winters, “The Carry Trade, Portfolio Diversification, and the Adjustment of the Japanese Yen”, Discussion Paper 2008-2, Bank of Canada、を参照のこと。

²⁴ 例えば、野口悠紀雄著、世界経済危機：日本の罪と罰、ダイヤモンド社、2008 年 12 月、を参照のこと。

機会を求めて移動していると考えられている。BRICs とか VISTA と呼ばれる新興工業国の発展に伴うこれらの商品の実需の増加は間違いなく認められる。しかし、これらの商品の価格上昇のペースはそういった実需の見通しをはるかに凌駕したものである。

米国のサブ・プライム問題が従来の常識の水準を遥かに超える規模で拡大したのも、その背後に新しい金融の世界の登場があったためと考えられる。まず、リスク商品について、リスクとリターンを組み合わせというポートフォリオ計算の世界の中でうまくそこに織り込むことに成功していた。²⁵それは複雑なデリバティブ技法 (derivative) で、そこにあるリスク商品を薄く広く作り上げた新商品の中に織り込むことであった。リスクは薄く、リターンはより有利にという夢のような資産選択が生み出されていた。手元資金が潤沢な機関投資家を中心に、世界中の投資家がこぞってそれに投資をしたと言われている。バブル崩壊後に判ったことであるが、本来のリスク商品の所有主体や責任体系すら判然としない世界がそこには出来上がってしまっていた。それだけ、容易に理解されることのない複雑な商品組成となっていたということである。この問題は本論の直接的テーマでないので、別の機会に詳しく検討することにする。しかし、この証券化の浸透のおかげで、アメリカ経済は未曾有の消費ブームを享受し、住宅投資ブームが続くことになった。住宅を含む不動産価格の高騰は担保価値を押し上げる作用を果たした。資産価値をベースにした銀行融資が湯水のごとく供給されたために、消費ブームはますます活況を見せていった。しかし、実際には不動産価格次第では、不良債権が管理不能な水準にまで積み上げられる可能性を秘めていた。実際、不動産を中心にして不良債権の実態が露呈するのにそれほどの時間はかからなかった。この要因は、米国の金融危機を全国規模で拡大させる直接的な起因となっていた。

日本経済がデフレと低成長などで悩まされている間に、世界経済における中国の存在が一気に注目を集めることになった。高い経済成長率、人口規模、将来の経済規模への期待などの要因によって、世界経済の動向を見極めるときに中国の存在を抜きにしては考えられない環境が出来上がっていた。WTO に加盟が認められ、世界貿易のルールに従って国際貿易の拡大路線に弾みをつけたのが 2001 年 12 月であった。WTO 加盟が一つの大きな目標であったこともあり、それをきっかけにして中国の輸出活動はますます活況を見せることになった。特に、貿易収支の黒字拡大のペースにその実勢が反映されている (図 15 を参照)。外貨準備保有高も 2003 年に 4000 億ドルの水準に到達して以降、その後わずか 5 年

²⁵ メリル・リンチ、JP モルガンといった有力証券会社は、理論物理やロケット工学の専門家を大量に採用し複雑な金融商品の開発にしのぎを削ってきたといわれている。MBA 卒業予定者の人気就職先がウォール街の投資銀行であったことが思い出される。彼らの初任給は 15 万ドルとか 20 万ドルとも言われていた。

間の期間で2兆ドルを上回る水準までに増大をしている(図16を参照)。²⁶米国の対中国貿易収支と経常収支のバランスを参照すると、一方的に中国の黒字が報告されている(図17を参照)。2008年末で米国の対中貿易収支の赤字は2500億ドルを上回っている。当然のことながら、米国側からは中国サイドの輸出偏重政策に対する批判が高まってくる。と同時に、中国人民元の取り扱いに対しても不満が鬱積し始めている。中国当局は、対ドル為替レートとして人民元を8.4前後に維持する政策を長らく堅持してきた。管理フロート制度に正式に移行したのが2005年5月のことである。中国通貨当局は、人民元の乱高下の可能性について、予想される悪影響に強い懸念を示してきた。従って、大幅な為替変動に対しては強固かつ慎重な姿勢を崩していない。このような視点から、急速な変動についてはそれを受け入れないことを事あるごとに表明してきた。当然、人民元が切り上げ圧力を受けていたとしても、断固たる介入政策を使って人民元の安定的推移を管理する手法を採用している。米国は繰り返し人民元の切り上げを要求してきている。

こうした中国当局の姿勢を、かつて円高介入で批判を浴びた日本の事例と比較したものが表2である。1パーセントの通貨高に対し、外貨準備の増加は日本が3.35パーセント、中国は17.17パーセントである。この比較は、中国当局が為替の安定のために、日本以上に巨額の外貨の買い入れに動いていたことを物語っている。推計方式は単純なものではあるが、結果の違いについては興味あるメッセージを伝えている。成長戦略の中で輸出部門の展開は中国经济にとってきわめて重要なものであったことが裏付けられている。沿海地域を中心に発展した電気・電子産業や、玩具や履物や繊維製品といった軽工業品産業は中国を代表する輸出産業であり、成長の基盤であった。このことは、こうした製造業部門が雇用の主要な受け皿として認識されてきたことと深く関係している。改革開放以後の経済政策に沿って生み出されてきた経済構造を持続させるためには、為替の安定的推移は殊のほか重要な要因として受け止められてきた。為替レートと産業構造の転換という課題について、中国当局の担当者は1970年代以降の日本が経験した様々な苦渋の選択を注意深く研究しているとも伝えられている。

悪化傾向を辿るアメリカの経常収支と財政収支、膨大な水準に膨れ上がっていく中国の外貨準備という二つの事象を前提に、世界経済構造の不均衡の存在に議論が集中することになった。膨張を続ける金融資産について、現連邦準備制度理事長ベン・バーナンキ(Ben

²⁶ 中国の外貨準備の積み上げについては、様々な論評がなされている。外貨準備の需要動機は、本来的には対外不均衡の調整の役割にその根拠が認められてきた。しかし、中国当局が急速に外貨準備を蓄積する戦略を採用してきたことから、その経済的、政治的意味合いについて議論が高まってきている。最近の文献から、E. Prasad and E. Sorkin, "Sky's the Limit? National and Global Implications of China's Reserve Accumulation", Brookings Institution Article, August 20, 2009.

Bernanke) は供給過多の貯蓄 (Saving Glut) 仮説を提唱した。²⁷米国が生み出す赤字を融資する資金は、新興工業国や資源輸出国などからの資金の流入によるものであることを指摘している。消費などの内需に資金が回る以外に、これらの国では高い貯蓄率が持続される結果、魅力ある資産や投資機会を提供してきた米国市場に資金が流れ込んでいる現象を **Saving Glut** と呼んだものである。²⁸原油などの資源輸出国は従来からドルのリサイクルとして余剰資金をアメリカ市場に還流させてきた。更に、多くの東アジア諸国は 1997 年のアジア通貨危機の経験から、経常収支の黒字化に努め、潤沢な外貨準備保有と高水準の国内貯蓄率の維持に腐心してきている。また、中国は巨額の外貨準備保有を積み上げることで米国政府証券などへの積極的な投資を進めてきていた。²⁹経済学者の数量分析結果は、供給過多の貯蓄と米国の赤字の間に有意な関係が存在することを支持する結果を示している。しかし、これらの研究結果は、フローとしての資金の役割を明かしたものに過ぎず、蓄積されていく投資残高がこのまま持続可能かどうかという議論にまでは踏み込んでいない。

中国人民銀行の高官が明言したように、アメリカの通貨ドルの価値の持続性は資金供給を担っている多くの国にとっては関心ある課題である。言い換えると、経常収支の赤字の持続性について厳密な検証が必要であり、その可能性について米国当局からの何らかの対応措置などが約束される必要がある段階を迎えている。同時に、米国の財政赤字の展望は債券価格に大きな影響を持ち込む可能性が高くなる。それは、米国の金利水準に大きな変化を及ぼす可能性を指している。このような懸念は、実際の統計数値から容易に推察することができる。

米国政府証券 (Treasury Securities : Bond, Notes, Bill を含む) の発行残高の最近の推移が図 10 に明示されている。2002 年から急速に増大していることが判明する。同図には、外国保有の割合も示されている。こちらは 2003 年から急拡大している。続く図 18 は外国保有部分の主要国別、地域別区分である。2008 年 6 月と 2009 年 6 月の比較となっている。2008 年時点で最大の米国政府証券の保有国は日本であった。しかし、その後一年間の間に、中国が最大の保有国として台頭してきている。日本と中国の二カ国で、外国保有分の 4 割

²⁷ B. Bernanke, “The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficits”, Homer Jones Lecture St. Louis, April 14, 2005.

²⁸ 一般的解説については、S. Dunaway, “Global Imbalances and the Financial Crisis”, Council on Foreign Relations, Special Report No. 44, March 2009, が参考になる。

²⁹ 昨今、Sovereign Wealth Fund (SWF) が注目されている。政府系資産ファンドは政府資金、その原資は外貨準備や資源輸出からの外貨収入など、によって構成され、積極的に海外投資を展開することで、有利な投資収益の獲得を目指していると言われていた。中国、シンガポール、中東諸国などの SWF が知られている。実態についての透明性は制約が多いものの、SWF が必ずしも好成績を収めているというわけではない。例えば、シンガポールの SWF の一つである Temasek は今回の世界金融危機で膨大なロスが発生させたと報じられている。

強を占めていることが判る。中国も日本も、それぞれ 7000 億ドル以上の米国政府証券投資に資金を投入していることになる。³⁰中国通貨当局の高官が懸念するように、ドル通貨の減価が発生すれば、保有証券のキャピタル・ロスに直結することは明らかである。果たして、ドルの減価の可能性はどれだけあるのであろうか。

今のところ、米国政府の経済政策担当者は、金融危機から派生するデフレの可能性を視野に入れて、その回避に全力投球をしている。財政刺激策もそうであるが、連邦準備銀行も政策金利を極端に低く抑えることで、デフレ危機に対処をする姿勢を固めている。海外からの米国機関証券（Fannie Mae や Freddie Mac などの）の投資需要は明らかに減退したものの、リスクが低いとみなされている政府証券への投資は安定的に推移している。しかし、これも上で述べたように、ドル通貨の対外価値が大きく変動しないという前提によって支えられていると考えるべきである。ドルのリスクは債券市場のリスクと密接に関連している。政府証券が売り込まれる事態になれば、それは偏に「ドル危機」に直結することが容易に想像される。³¹それは、危機が他の金融市場に一気に波及することであり、米国は瞬く間に「信用危機」に落ち込む可能性を暗示している。こうした事態が展開することになれば、米国に投資をしている主体からアメリカに向けられる「信任 (credibility)」は急速に吹き飛んでしまう。

米国の政策的オプションを考えると、限られた幾つかの可能性に行き着くことになる。米国政府は、日本や中国のように大量の外国証券を保有しているわけではない。仮にそれがあるとする、ドル売りに際しては、準備資産 (buffer) である外国証券を売却することで相殺できる手段を有していることになる。実際にはその可能性がないことから、米国政府が行使できる手段の一つは、外貨を容易に借り入れできる手段を作り上げておくことである。そのためには、外国通貨建ての財務省証券の発行が考えられる。また、主要中央銀行間で通貨のスワップ取り決めを拡充・強化させておくことも考えられる。³²いずれにしても、米国政府にとっては、主要国との強い協調関係を維持させていく枠組みを作り上げることに尽きる。これは、経済面でも一極中心主義からの離脱を示唆している。グローバル化した世界経済構造の中では、覇権を前提にした経済運営は成り立たなくなっている。米国は双子の赤字の問題から、こうした現実的課題とあるべき国の成り立ちについて冷静に考え直す時期を迎えている。

³⁰ Dollar Exposure による為替リスクを指している。

³¹ 双子の赤字が米国の覇権を毀損する可能性に言及した文献として、Jeffrey Frankel, “Could the Twin Deficits Jeopardize US Hegemony?”, mimeo, Harvard University, July 2006.

³² ドル危機の可能性に言及した文献として、Brad W. Setser, “If the U.S. Dollar Plummet”, Council on Foreign Relations, April 2009 がある。また、Richard Duncan, The Dollar Crisis, John Wiley & Sons (Asia), 2003 はドルの役割の限界を指摘した文献である。

この教訓は、日本と中国にも価値あるメッセージを提供している。相互依存関係が着実に進展している世界経済構造の中で、自国中心的な政策追求には限界がある。相互に信頼関係を深めることを念頭に置きながら、意見交換を頻繁に行い相互理解に努めることである。1960年代から米国が日本に見せてきた強圧的なアプローチは通用しなくなってきている。また、頑なに国益保守に努める閉鎖的と考えられる政策アプローチについても、グローバル社会の中では理解が得られにくくなっている。

VI. まとめ： 最近の展開と協調の模索

最近時点の展開を見ると、米国の家計貯蓄率がプラスを記録し、健全な家計再建に向けた方向性が見え始めたと言われている。米国のマクロ経済構造が改善に向かう兆候であれば、世界経済にとってはアメリカ・リスク要因の軽減に直結する安心感を与えることになる。日本については、少子高齢化の影響もあって貿易黒字の縮小が報告されている。どの国も経験したことのない急速な年齢構成の変化を前提に、日本の将来像を明瞭に描くことは世界が心配する日本リスクの軽減に結びつくものと考えられる。中国については、内需拡大を目指した巨額の財政支援策や融資拡大策が展開されている。これらの事象は、世界経済の健全な発展にとって望まれる選択として受け止められている。バランスの取れた中国経済の成長と構造に向けた取り組みは、中国ばかりでなく地域の発展と安定に大きく貢献することになる。

アジア太平洋地域に大きな影響力を有する米国、日本、中国の三カ国は、安定した地域の経済構造の構築のために、これまでの経験と成果を基礎にして今まで以上に信頼関係の強化に努めながら、自助努力を継続させていくことが求められている。安定した三国の関係は、世界経済にとって様々なリスク要因を軽減させることに直結することになると考えられる。多くの東アジアの関係者はそのように望んでいる。地域と世界経済の安定した発展にとって三カ国が担うべきと期待されている役割と責任には重いものがある。

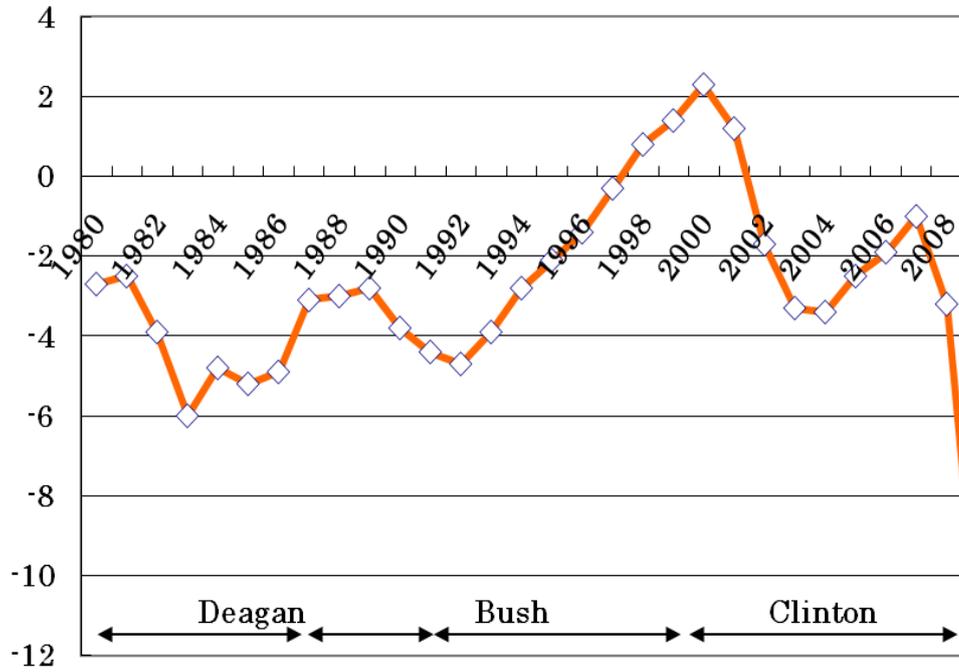
参考文献

B. Bernanke, "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficits", Homer Jones Lecture St. Louis, April 14, 2005.

Douglas B. Bernheim, "Budget Deficits and the Balance of Trade", in Tax Policy and the Economy, National Bureau of Economic Research, Vol.2, 1988, pp. 1-31

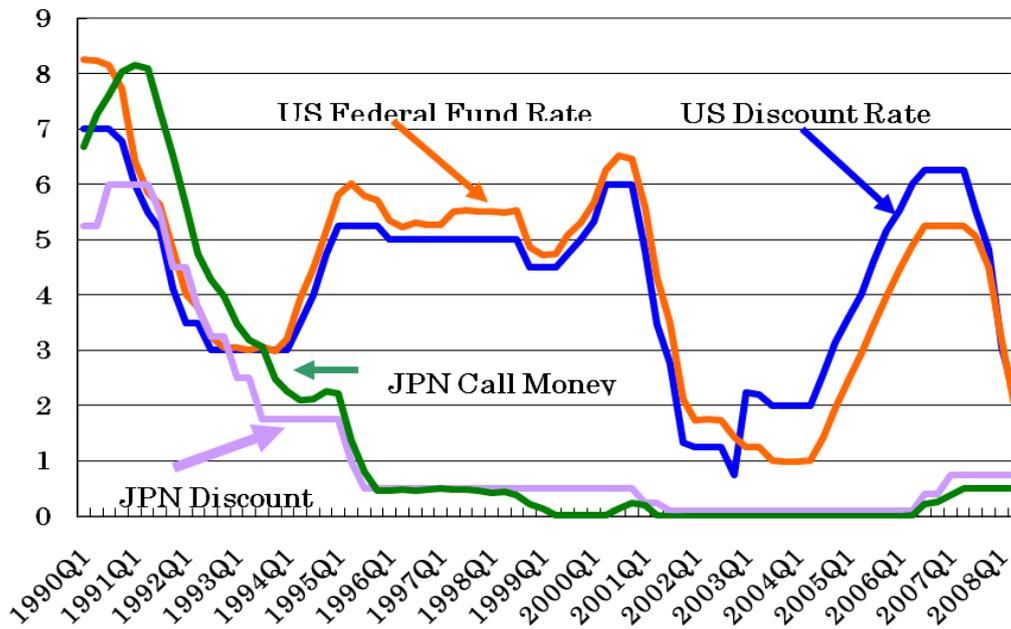
- C. C. Bertraut, S.B. Kamin and C.P. Thomas, “How Long Can the Unsustainable U.S. Current Account Deficit Be Sustained?”, International Finance Discussion Papers No. 935, July 2008, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Robert A. Blecker, Beyond the Twin Deficits, Economic Policy Institute, M.E. Sharpe, 1992,
- R.E. Caves, J.A. Frankel and R.W. Jones, World Trade and Payments, Addison-Wesley, 1999, pp. 302-03.
- M.L. Dertouzos, R.K. Lester and R.M. Solow, Made in America, The MIT Press, 1988.
- Richard Duncan, The Dollar Crisis, John Wiley & Sons (Asia), 2003
- S. Dunaway, “Global Imbalances and the Financial Crisis”, Council on Foreign Relations, Special Report No. 44, March 2009
- Jeffrey Frankel, “Could the Twin Deficits Jeopardize US Hegemony?”, mimeo, Harvard University, July 2006.
- Charles R. Morris, The Two Trillion Dollar Meltdown, Public Affairs, New York, 2008
- E. Prasad and E. Sorkin, ”Sky’s the Limit? National and Global Implications of China’s Reserve Accumulation”, Brookings Institution Article, August 20, 2009.
- Lucio Sarno and Mark P. Taylor, The Economics of Exchange Rates, Cambridge University Press, 2003, chap. 7.
- Brad W. Setser, “If the U.S. Dollar Plummets”, Council on Foreign Relations, April 2009
- Barnett and R. Straub, “What Drives U.S. Current Account Fluctuations?”, Working Paper Series No. 959, Nov. 2008, European Central Bank,
- Gillian Tett, Fool’s Gold, Little Brown, London, 2009
- C. Winters, “The Carry Trade, Portfolio Diversification, and the Adjustment of the Japanese Yen”, Discussion Paper 2008-2, Bank of Canada
- Martin Wolf, “The Recession tracks the Great Depression”, Financial Times (Internet version) June 16, 2009.
- 小田野純丸著、資本逃避リスクの政治経済学、ミネルヴァ書房、2008年、第2章
- 中谷巖著、入門マクロ経済学（第4版）、日本評論社、2000年、pp. 176-77。
- 野口悠紀雄著、世界経済危機：日本の罪と罰、ダイヤモンド社、2008年12月

図1. 米国の財政赤字の推移(対GDP比、%)



Source: US Congressional Budget Office

図2. 日米の政策金利の推移



Source: IMF, International Financial Statistics, Database, June

図3. 米国の対日貿易収支と経常収支の推移
(100万ドル)

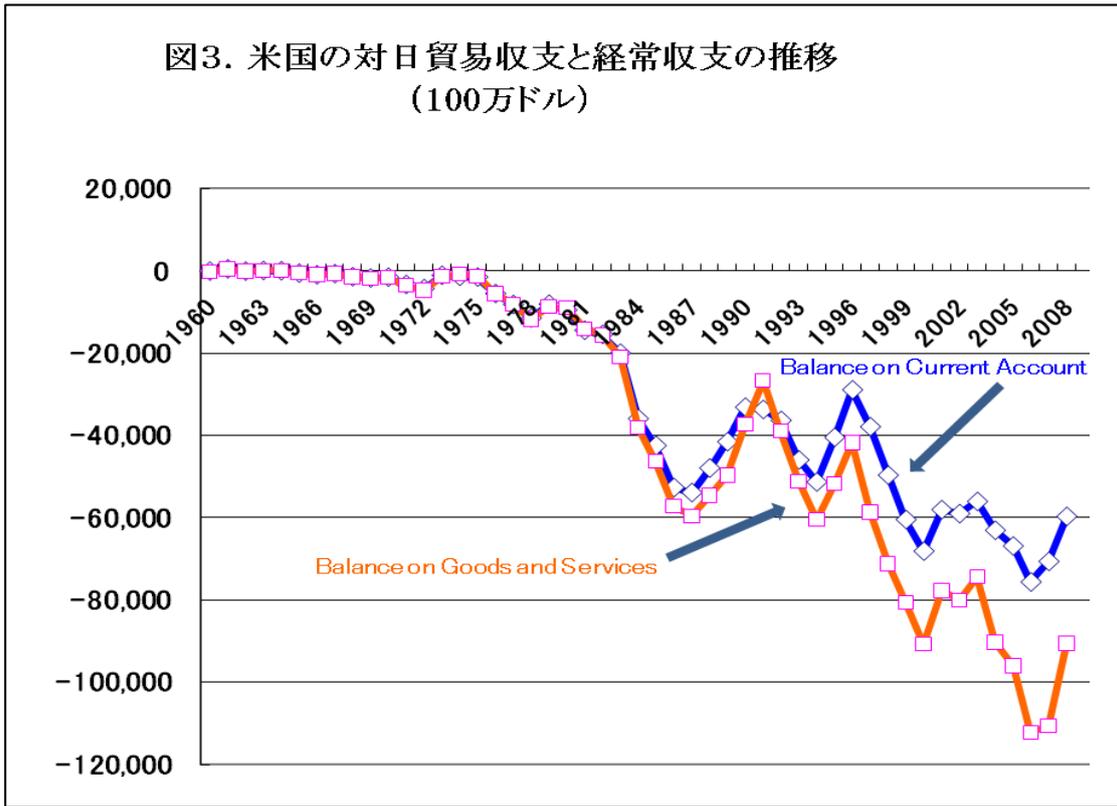


図4. 米国の連邦政府財政バランスの推移
(対GDP比、%)

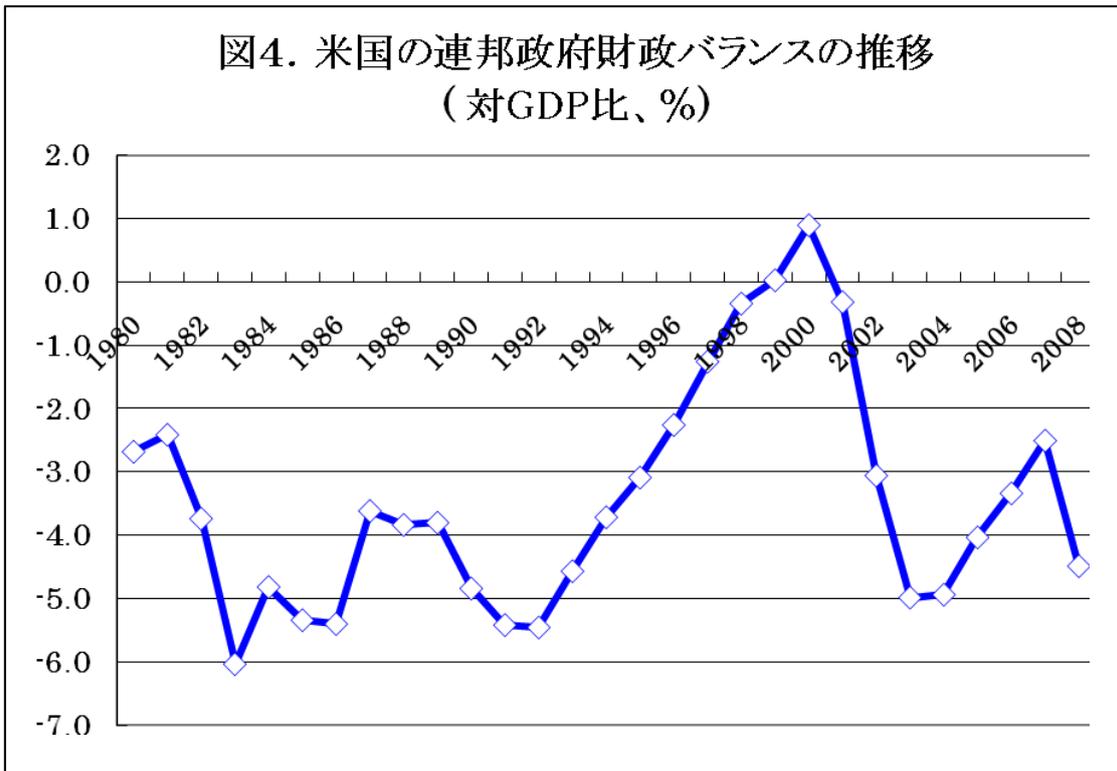


図5. 米国の財・サービス貿易収支と
所得収支の推移 (100万ドル)

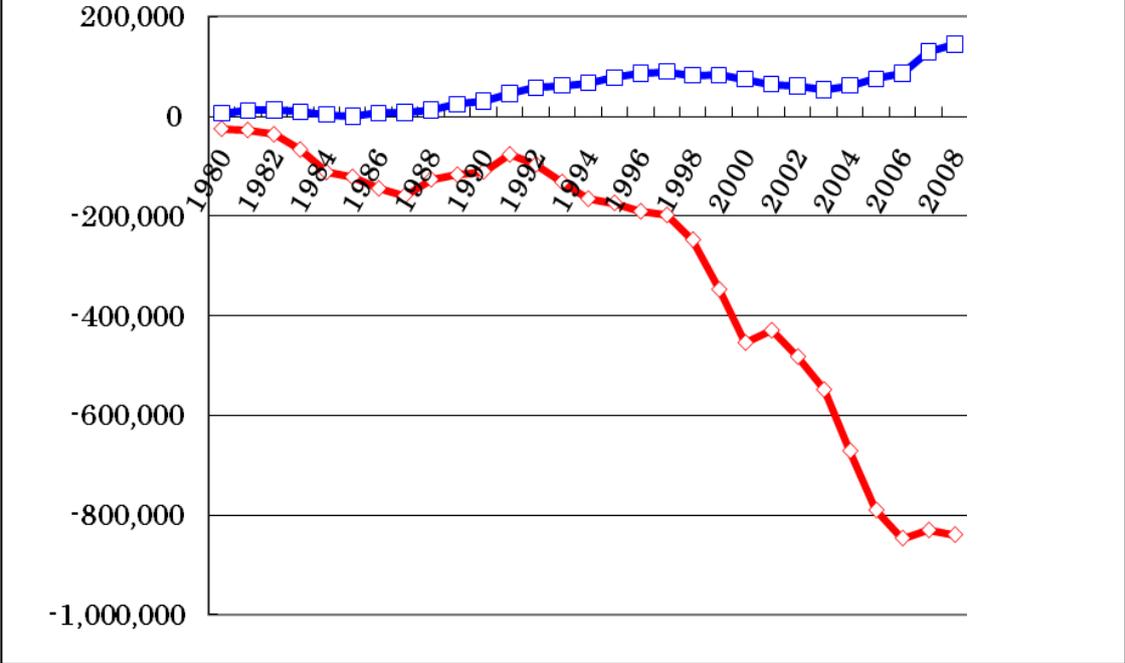


図6. 米国のGDP成長率
(%、2005年価格)

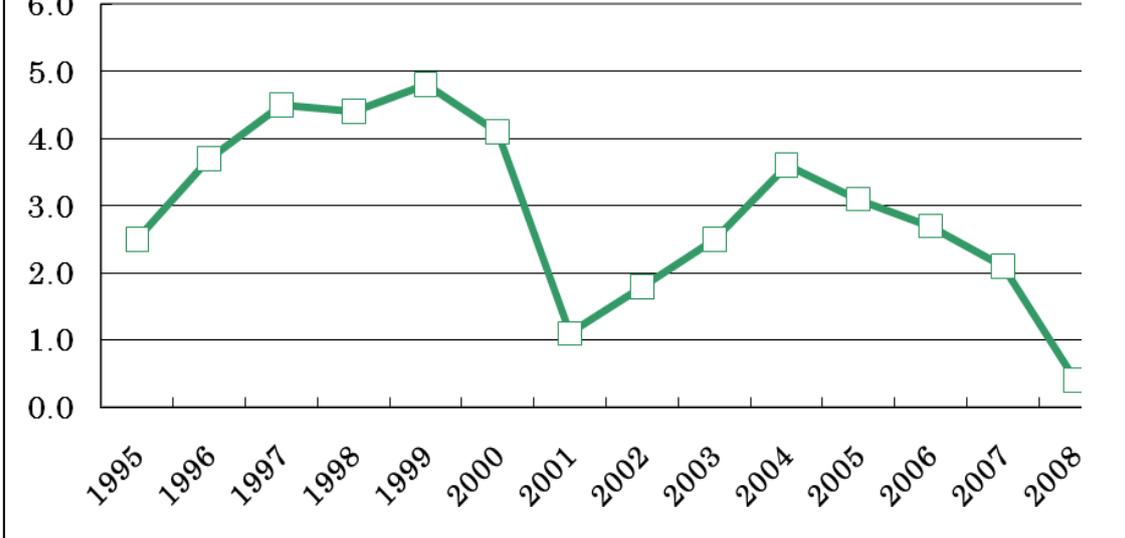


図7. 米国の経常収支バランスの推移 (100万ドル)

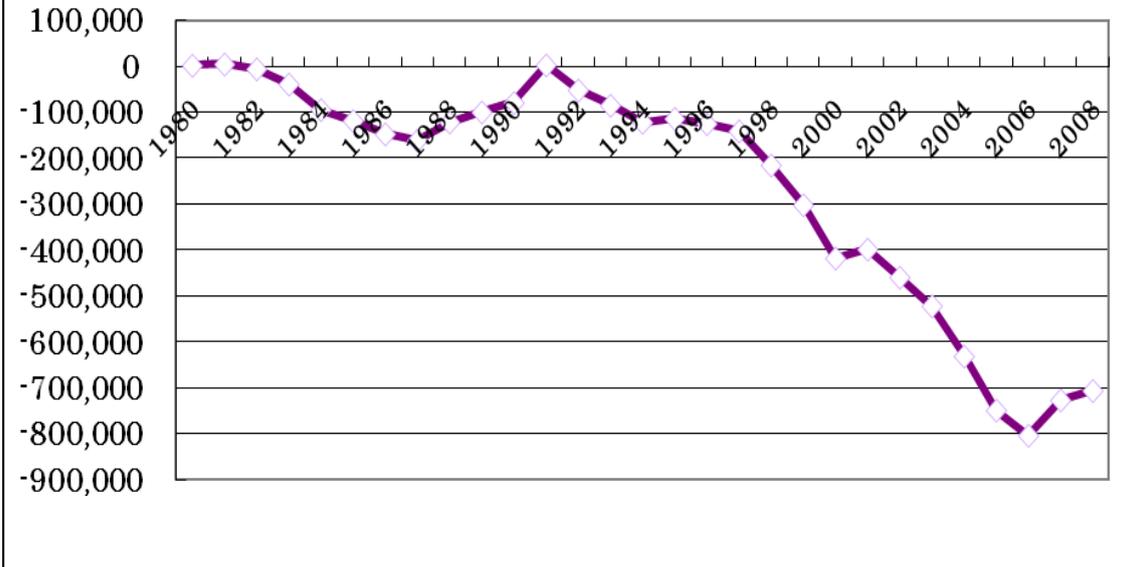


図8. 日本の経常収支と円ドル為替レートの推移

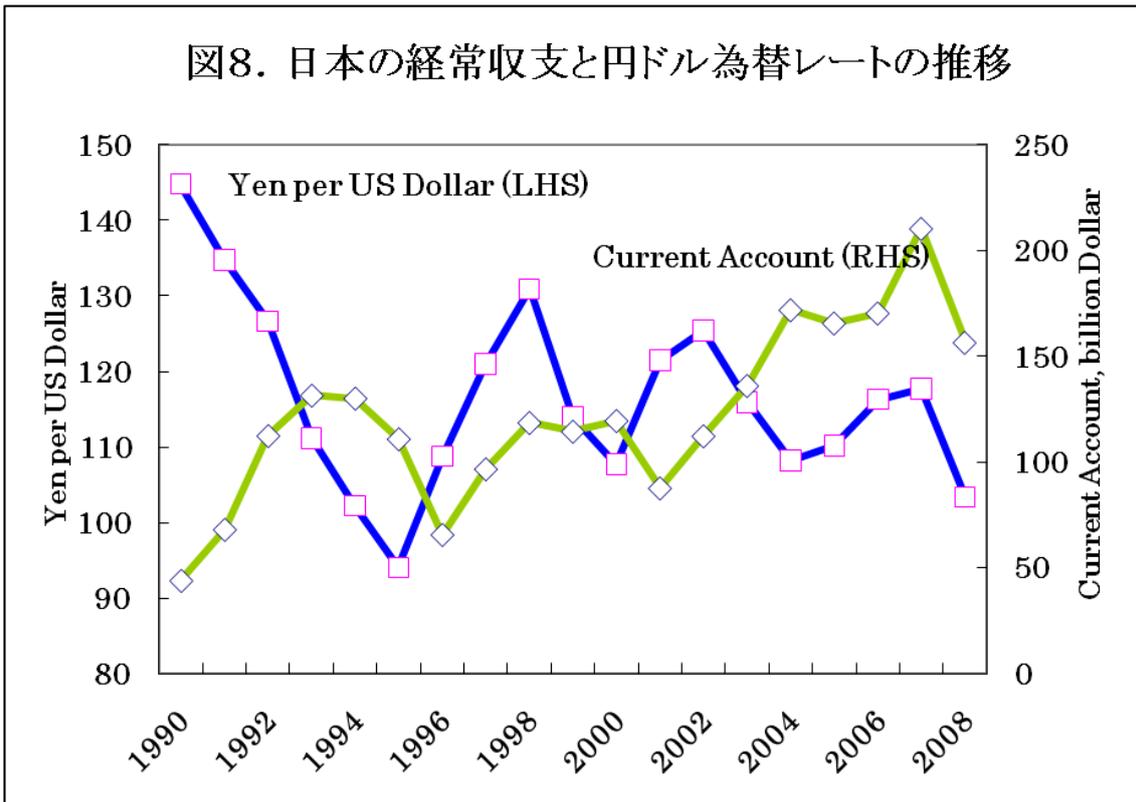


図9. 日本と米国の政府証券金利の推移

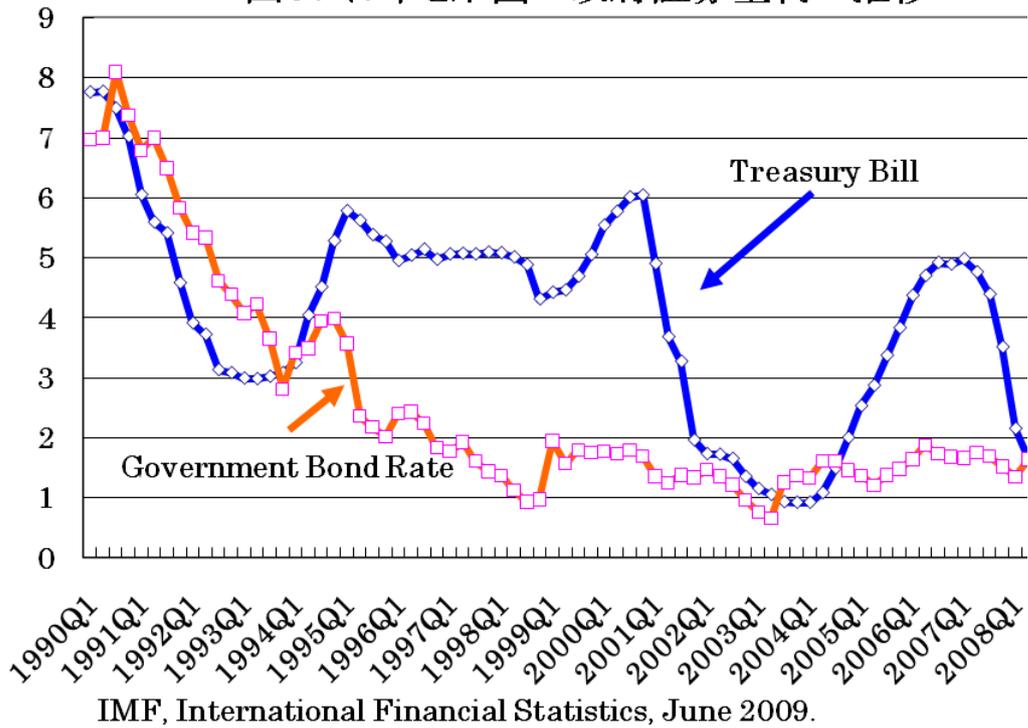


図10. 米国財務省証券の発行残高の推移
(billion US\$ at the end of the year)

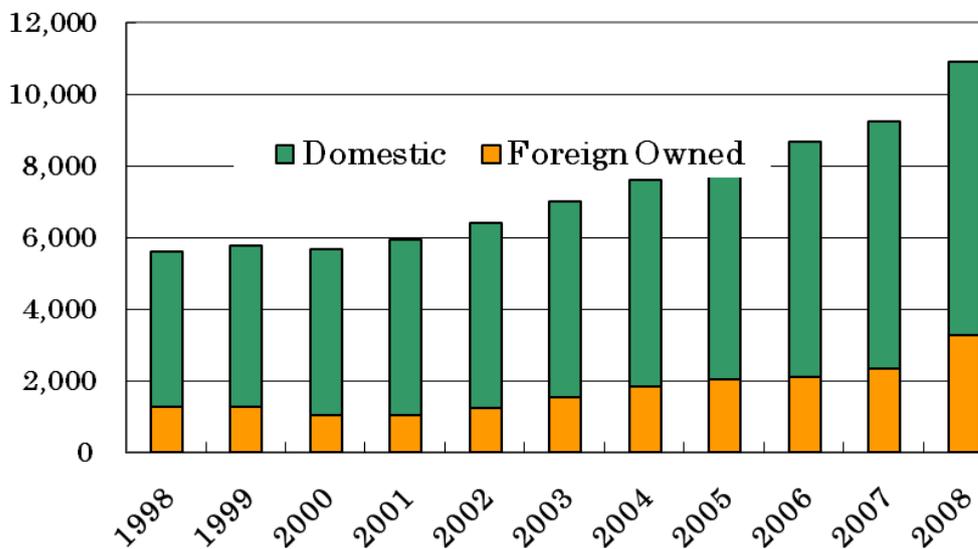


図11. 世界のGDPと金融資産の総額の推移
(兆ドル)

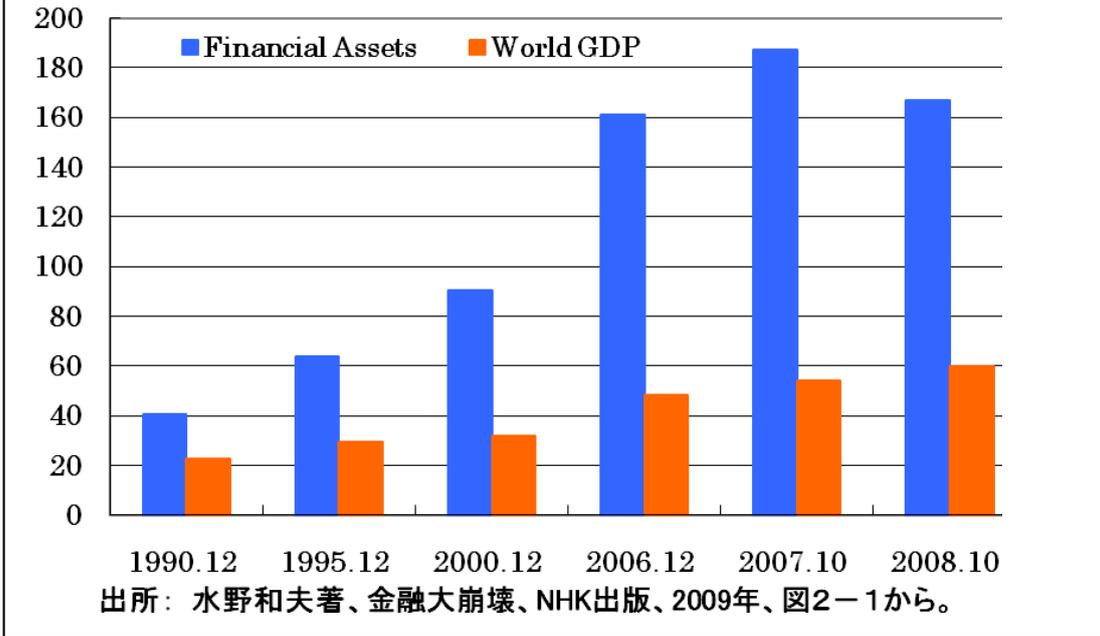


図12. 円の対ドル為替レートと金価格の動向

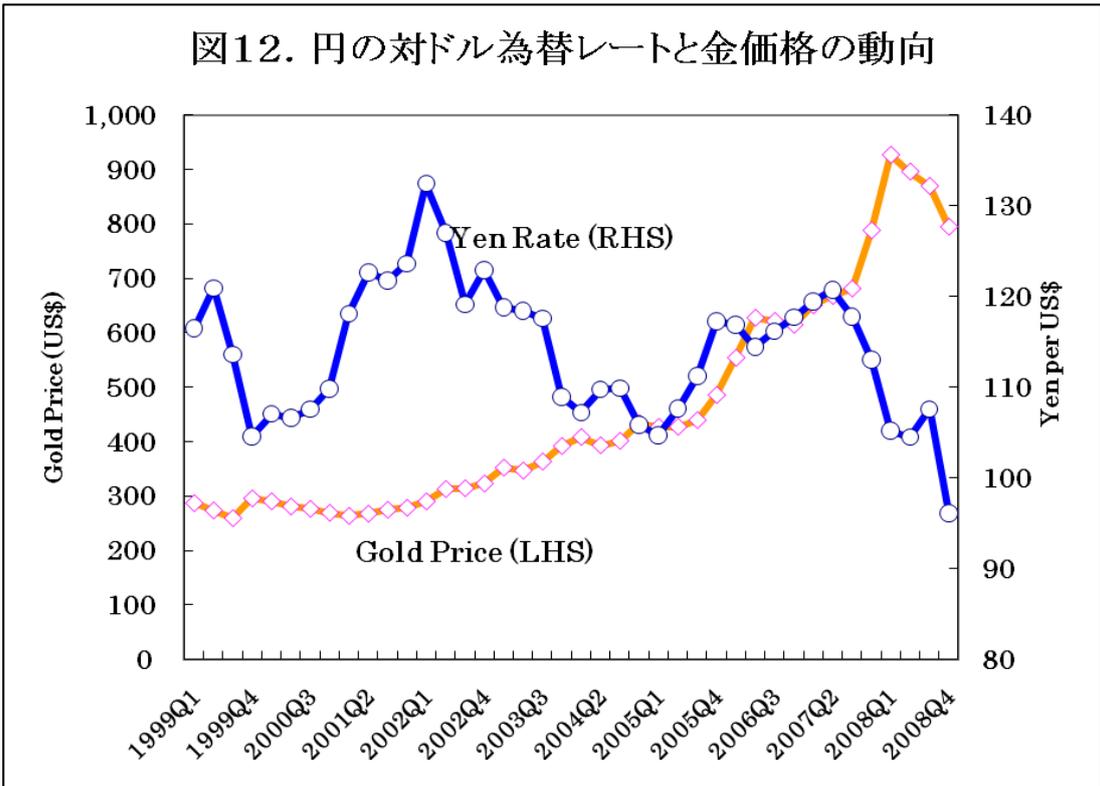


図13. ユーロの対ドル為替レートと金の価格の動向

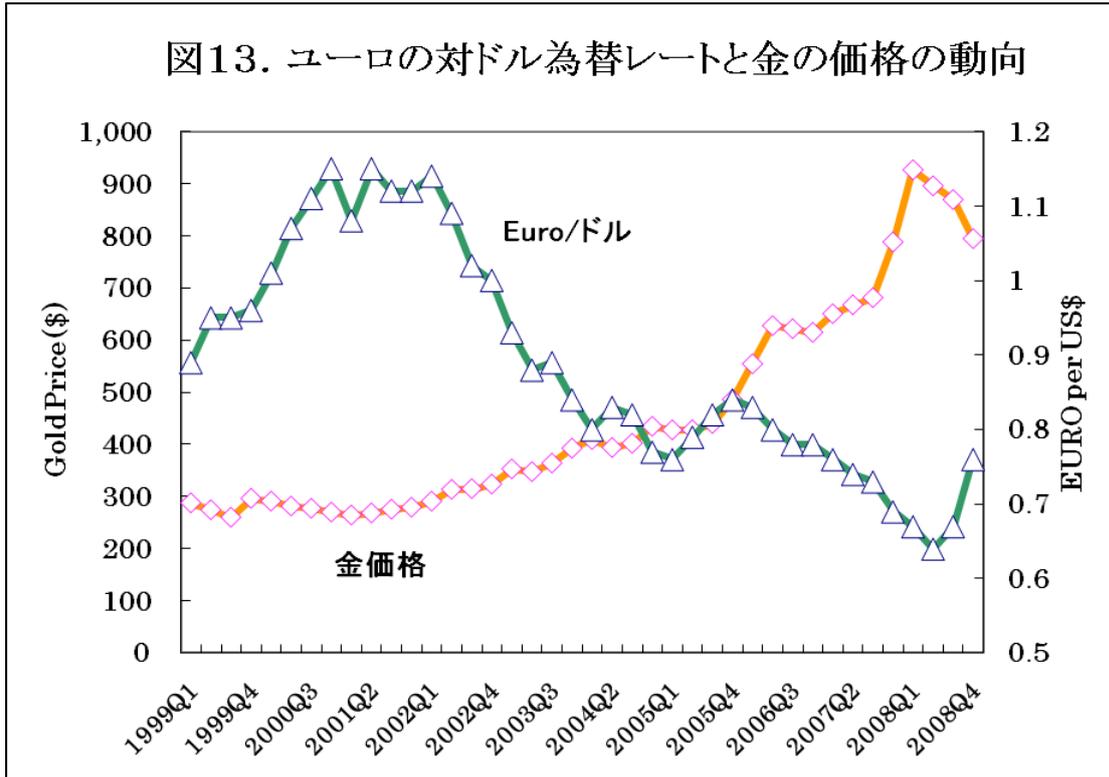


図14. 原油価格と鉄鉱石価格の動向

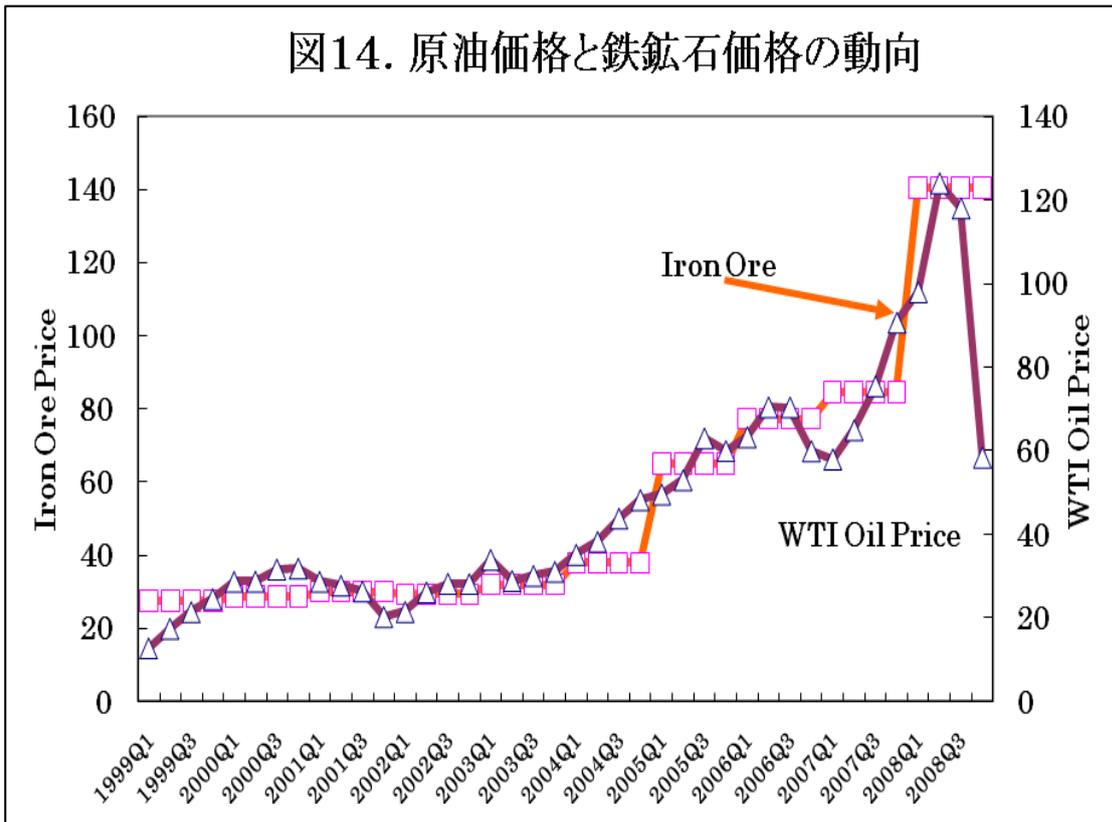
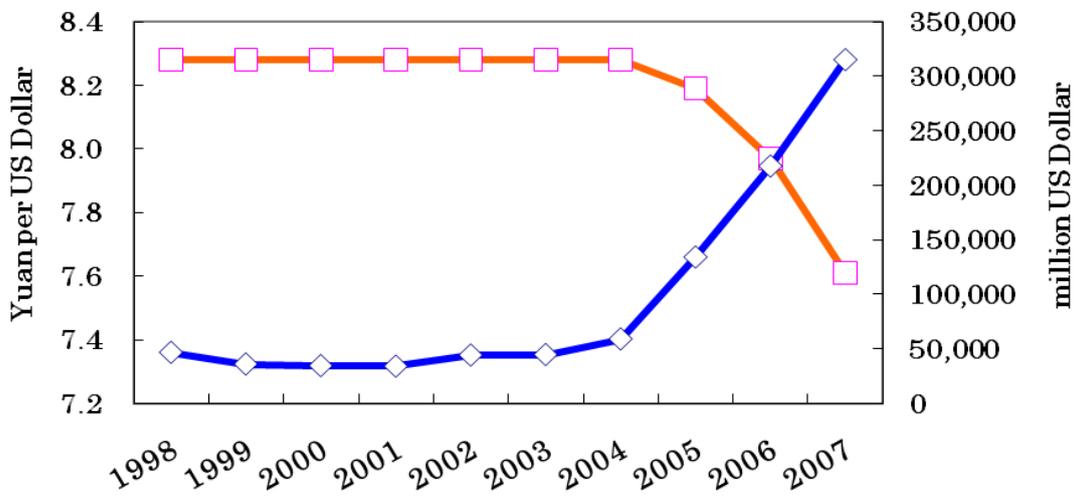
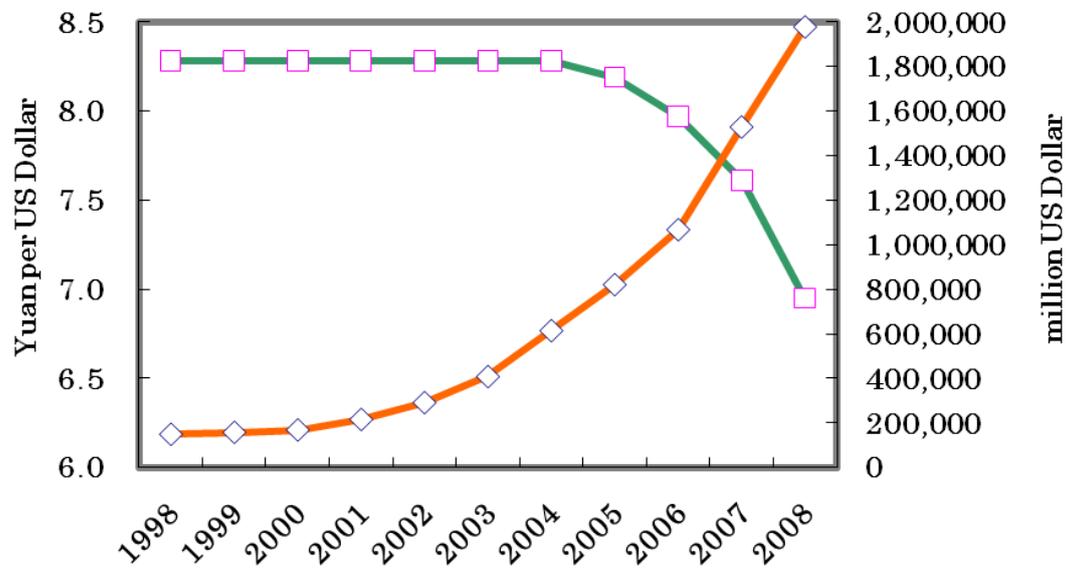


図15. 人民元と中国の貿易収支の動向



出所：米国 Bureau of Economic Analysis.

図16. 人民元と中国の外貨準備保有高の推移



出所：米国 Bureau of Economic Analysis.

図17. 米国の対中国貿易収支と経常収支の推移(100万ドル)

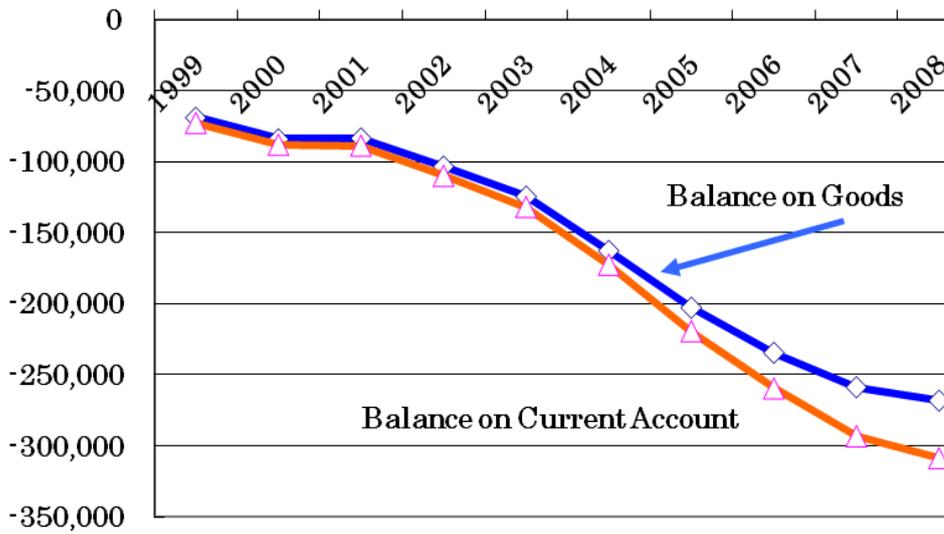


図18. 米国政府証券の外国保有の構成 (in billion US Dollar)

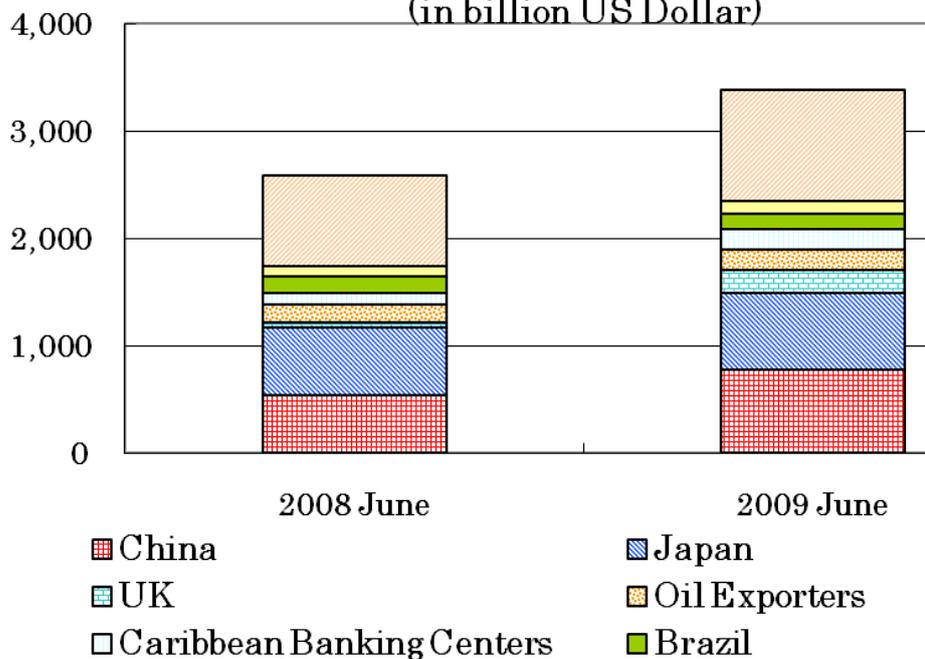


表 1. 主要 OECD 諸国の四半期別 GDP 成長率

(%)

	2007	2008				2009	
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
France	0.3	0.5	-0.5	-0.2	-1.4	-1.3	0.3
Germany	0.1	1.6	-0.6	-0.3	-2.4	-3.5	0.3
Japan	0.8	1.0	-1.1	-1.0	-3.5	-3.1	0.9
U. K.	0.5	0.8	-0.1	-0.7	-1.8	-2.4	-0.8
U. S. A.	0.5	-0.2	0.4	-0.7	-1.4	-1.6	-0.3
China	11.8	10.6	10.1	9.0	6.8	6.1	7.9

Source: OECD Countries data are taken from OECD National Accounts Report, August 2009.

China data are available in Nihon Soken, Asia Monthly, various issues.

表 2. 日本と中国の為替介入の弾力性比較

	日本	中国
為替の 介入弾力性	-3.354	-17.170
t-統計値	(-14.37)	(-6.99)
推計期間	1980年Q1～2008年Q4	1999年Q1～2008年Q4

統計出所: IMF, International Financial Statistics, CD-ROM Data, 2009.

注: 推計は期末外貨準備高と期間平均為替レートの単純回帰推計。

すべてのデータはログ変換をして推計してある。