

International Economic and Financial Review

国際経済金融論考



Institute for International Monetary Affairs (IIMA)
(財)国際通貨研究所

(2009 年第 1 号)

2009 年 2 月 2 日

「グローバル金融危機の原因は経常収支黒字諸国にある」という奇妙な議論

～米国で台頭する金融危機の責任転嫁論～

(財) 国際通貨研究所

経済調査部長・チーフエコノミスト 竹中正治

takenaka@iima.or.jp

経済調査部 主任研究員 西村陽造

nishimura@iima.or.jp

要旨

「中国を筆頭にした経常収支黒字諸国が増加する外貨準備などを米国の債券などに投資したことが、米国の実質金利の低下をもたらした。それによる過剰な金融緩和効果が米国の住宅バブルの根底にある。」このような論理で米国を震源地とする欧米の金融危機の要因として、経常収支黒字国の為替介入政策と外貨準備政策を指摘する議論が米国サイドのエコノミストなどから強調されるようになった。一種の「貸手責任論」であろう。マクロとミクロの違いはあるが、「多重債務者の破綻が生じたのは、金融機関が低金利で貸したからだ」という議論に似ている。

2004 年 7 月以降米国が金融引締めに向かっても、経常収支黒字諸国から米国への旺盛な資本流入が起こり、それが米国の長期金利の上げ幅を抑制する効果を持ったことは、ある程度検証できる事実である。しかし、その効果は単独で米国住宅バブルを起こすほど大きなものとは考え難い。また、米国への旺盛な資本の流入による長期金利の押下げ効果が住宅バブルの「要因のひとつ」と考える場合でも、それは金融引き締めで短期金利を 1.0%ほど追加的に引き上げれば解消できるほどのものに過ぎなかったと言える。

2002年以降の米国の景気回復・好況期でインフレが抑制され、実質長期金利が安定したことは望ましいこととして、当時の米国のエコノミストらの多くは「ゴルディロックス経済」と言って賞賛していた。「ゴルディロックス経済」を終焉させたバブルとその崩壊は、以下の諸要因の複合である。①住宅債務者の金融リテラシーの不足（無知）、②債務者の無知につけこんだモーゲッジ・ブローカーと貸手金融機関の貸出行動の問題、③不良ローンの増加を承知で証券化して売り捌いた投資銀行、④投資銀行の証券化ビジネスに加担して甘い格付け査定を行った格付け機関、⑤出資者の長期的な利益を犠牲にして、自身の短期的な利益に走ったヘッジファンドなどの投資運用者、⑥これら全ての非銀行金融部門で急膨張した債務とリスクポジションの著しい積み上がりに対して監督を放棄していた行政当局。

「世界的な経常収支の不均衡こそ金融危機の根底的原因」？

経常収支黒字諸国での外貨準備の増加とその米国債などへの投資が、現在の米国を震源地とした世界的な金融危機の根底にあるという主張の代表的な論者は、ファイナンシャル・タイムズ紙の経済チーフ・コメンテーター、マーチン・ウォルフ氏である。同氏は、新著『グローバルファイナンスを是正する（“Fixing Global Finance,” The John Hopkins University Press, 2008）』に関するインタビュー記事（“The Deep Roots of the Financial Crisis –Council on Foreign Relations,” October 21, 2008）で次のような議論を展開している。

「新興諸国の経常収支黒字が拡大し、実質金利が非常に低い状態にあったことと、先進諸国の多くで巨大な住宅バブルが誕生したのは偶然ではない。」1997年－98年のアジア通貨危機の教訓として、アジアの新興諸国の多くは経常収支赤字の拡大と海外の短期資本の流入への依存は危険という認識を強めた。というのは、海外の債権国の投資家や貸手がアジア通貨危機時のように何らかの事情で債務国の返済能力に懸念を持つ事態になると次のような危機プロセスが起こる可能性が高いからだ。

短期資金の一斉流出→自国通貨価値の急落→債務国の外貨債務の自国通貨建て価値の膨張→債務者の自己資本の棄損と債務破綻→金融・通貨危機。

こうした教訓の結果、中国を筆頭にアジアの新興国は自国通貨売り・ドル買い介入による自国通貨相場の上昇抑制と経常収支黒字、外貨準備の増加を政策的に志向した。米国債券市場はこうした外貨準備の投資先になり、米国債券市場は2004年7月以降のFRBによる金融引き締めにもかかわらず上昇幅が著しく抑制され、実質金利が非常に低い状態が続いた。低過ぎる実質金利は米国を含む欧州先進諸国の多くで巨大な住宅バブルが生まれることにつながった。

以上のような議論を展開するウォルフ氏であるが、「経常収支黒字国からの旺盛な投資資金の流入が住宅バブルの要因」という直截な表現は微妙に避け、次のような表現をしている。“That then created the conditions, in my view, for the financial crisis at the macroeconomic level.”

以上のマーチン・ウォルフ氏とほぼ同様の議論は、1月22日付け *Economist* 誌「流れが洪水になる時～金融危機の根底的な原因はグローバル・インバランスにある (When a flow becomes a flood～The deep causes of the financial crisis lie in global imbalances)」でも繰り返されている。同誌の表現はウォルフ氏の表現よりもよりストレートであり、米国の経常収支赤字と中国の経常黒字に代表されるグローバル不均衡の下で流入した対米投資資金が「現下の金融危機の根底的な原因 (the deep causes)」と言い切っている。

こうした議論は、2007年の金融危機勃発までは「世界的な貯蓄過剰 (Global Saving Glut)」として、2005年～06年の米国の好況下の金融引き締め局面で安定的なインフレ率と実質長期金利の上昇が抑制されたことの原因としてFRBでも語られていた。それが「現下の金融危機の根底的な原因」として指摘されるようになったのは、もちろん2007年夏以降の金融危機勃発以降である。

米国の経常収支赤字拡大と資本流入拡大の因果関係の方向性

まず基本的なことを確認しておこう。一国の経常収支は国内の貯蓄・投資バランスと表裏であり、経常収支の赤字には貯蓄不足、黒字には貯蓄超過が同額で対応している。また経常収支と資本収支は符号が反対で絶対値が同じになる（経常収支赤字＝資本収支黒字、もしくは、経常収支黒字＝資本収支赤字）¹。

2000年代の米国で起こったように、他の条件が同じであれば、家計部門の貯蓄率の低下（一時米国ではマイナス）は経常収支赤字の拡大＝資本収支黒字の拡大を伴う。こうした関係は常に恒等式として成り立つが、どちらが原因でどちらが結果であるのか、それを判断するのは現実にはそれほど容易ではない。この結果、「海外からの資金流入の強まり→経常収支赤字の拡大」に対して、「内需拡大（住宅バブル、貯蓄率低下）→経常収支赤字拡大」という正反対の因果関係が、政治・政策的な利害次第で主張されることが繰り返されてきた。

しかし、経済学の「識別可能性²」の考え方を使って、ドル相場や米国の実質金利との関係を検討すると、米国の経常収支赤字拡大には双方向の因果関係があり、どちらか一方ではない。この点は本稿末尾の補論を参照頂きたい。本論では「新興国の経常収支黒字拡大→米国の資本収支黒字拡大（米国への資金流入拡大）→米国の実質金利押し下げ」という効果がどの程度のものだったのか？それが米国住宅バ

¹ ここでは、説明を簡単にするため、資本収支に外貨準備増減も含めている。

² 養谷（1997）第7章参照。

ブルの主要因と言える程の効果があつたのか？また通常の金融引締めで回避、抑制できないものだったのかに絞って考えてみよう。

論点 1：経常収支黒字国からの投資資金流入は米国の実質長期金利をどの程度下げる効果があつたか？

2002 年以降の米国の景気回復・好況期に経常収支黒字国から米国債券市場に流入した資金が、米国の長期金利を低下させる方向に働き、2004 年 7 月以降に FRB 金融引き締めへ転じてからも長期金利の上昇を抑制する効果があつたとする点は合理的な推測である。では、その効果はどの程度だったのだろうか？信用膨張によるバブルの主因と言えるほどの効果があつたのだろうか？

この点については既に研究実績がある。F.E.Warnock, V.C.Warnock (2005)³は、1984 年 1 月～2005 年 5 月の約 20 年間に於ける米国 10 年物国債の利回り動向を対象に、Brian Sack 氏のマクロ経済金利モデルを基に、諸外国の対米証券投資と 10 年物国債利回りの統計学的関係を検証した。

B.Sack 氏の統計モデルは 10 年物国債利回りを国内マクロ経済諸要因から説明するもので、その説明変数としては、①期待インフレ率（1 年後および 10 年後）、②期待経済成長率（目先 1 年間）、③金利リスクプレミアム（過去 3 年間に於ける長期金利の標準偏差）、④FF金利、⑤構造的財政赤字（前年 GDP 対比）が用いられている。同論文によると、Sack 氏の国内マクロ経済モデルは過去 20 年間の 10 年物国債利回りの変動に概ね妥当な説明を与えるものだが（決定係数 $R^2 = 0.89$ ）、確かに 2004 年以降の長期金利（実績値）はモデル予測値から下方に乖離し、その幅は 2005 年時点で約 100bp となっていた。（Sack 氏のモデルは脚注参照⁴）

³ Warnock, Francis E. and Warnock, Veronica Cacdac “International Capital Flow and U.S. Interest Rates”
本論文は Virginia 大学教授で元 FRB 上級エコノミストの Francis Warnock 教授と Veronica Cacdac Warnock 教授による研究報告として、2005 年 10 月 6 日に FRB より発表された。

⁴ 具体的には以下の通り。

$$i_{t,10} = a + b\pi_{t+10}^e + (1-b)ff_t + c(\pi_{t+1}^e - \pi_{t+10}^e) + d(rp_t) + e(y_{t+1}^e) + f(deficit_{t-1}) + \varepsilon_t$$

$i_{t,10}$: 10 年物国債利回り

π_{t+1}^e : 1 年後の期待インフレ率

ff_t : FF 金利

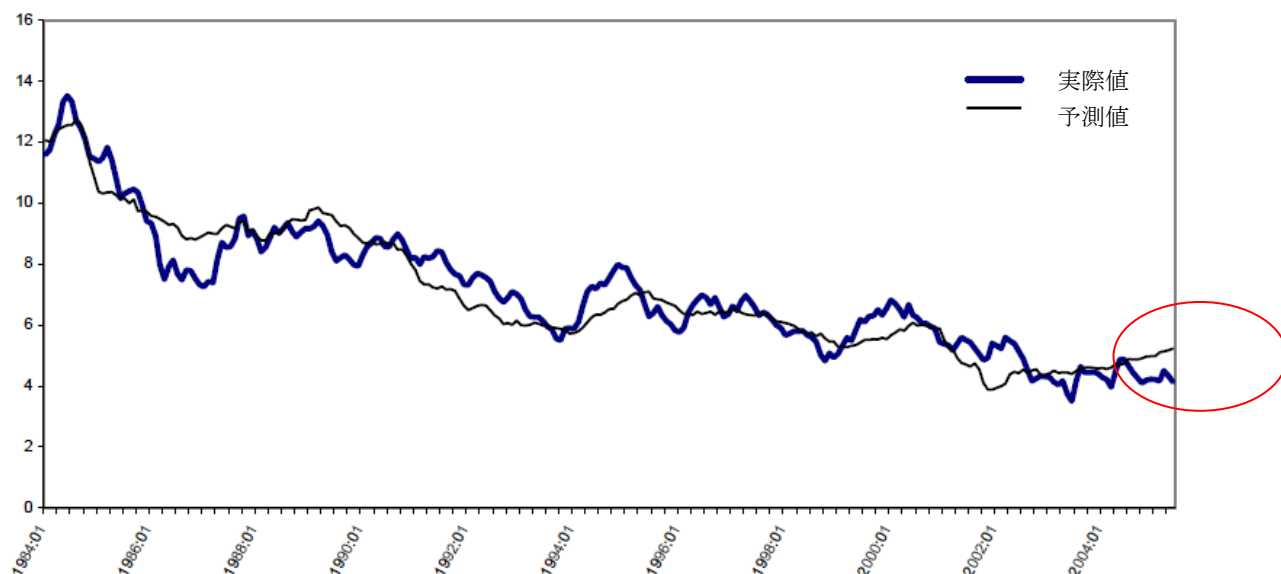
π_{t+10}^e : 10 年後の期待インフレ率

rp_t : 金利リスクプレミアム

y_{t+1}^e : 向後 1 年間の期待経済成長率

$deficit_{t-1}$: 構造的財政赤字

図表 1:理論値から逸脱する 10 年物国債利回り



出典：FRB, “International Capital Flow and U.S. Interest Rates”

Warnock (2005) は、対象期間の 10 年物国債利回りに対し、上述の国内マクロ経済モデルに対米証券投資を説明変数として加えた重回帰分析を行った⁵。対米証券投資の変数として分析に用いられたのは、①海外公的部門の財務省証券購入額、②民間部門を含む外国投資家全体の財務省証券購入額、③外国投資家による全ての米国債券購入額の 3 種類である。

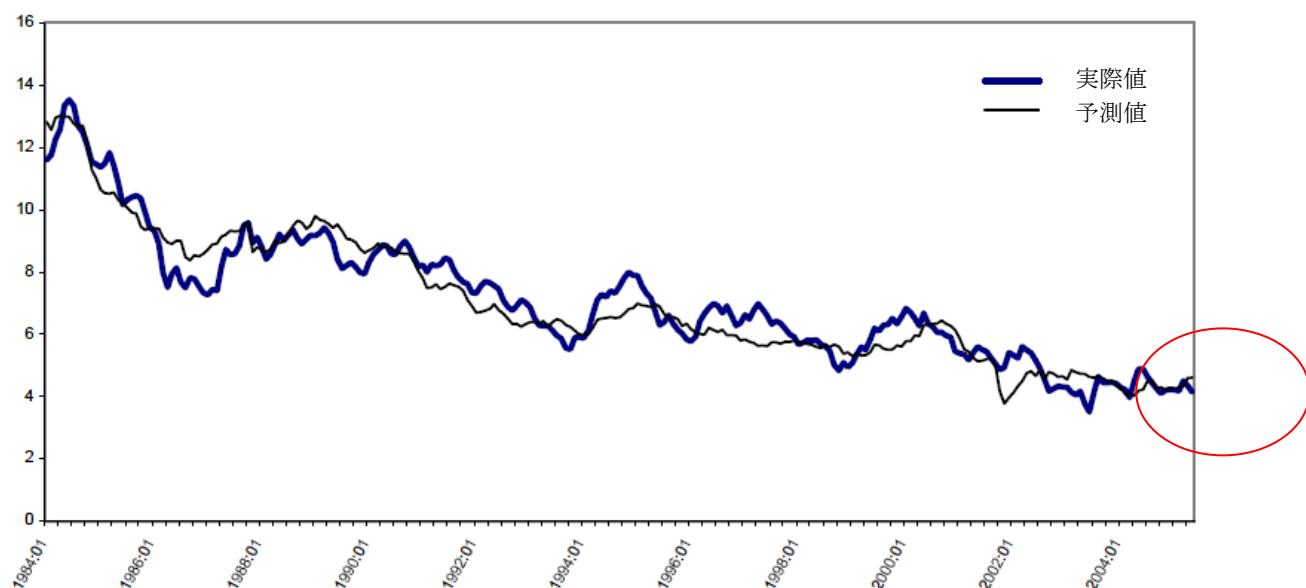
同論文はこれら対米証券投資要因の種類に応じて異なる 3 種類のモデルを検証し、証券投資のカテゴリーを広くとるほど決定係数が改善することが確認された (R^2 ① = 0.89、 R^2 ② = 0.90、 R^2 ③ = 0.91)。対米証券投資変数の係数はいずれも負の値 (対米証券投資増加に伴って国債利回りは低下する) で、統計学的にも有意である。

Sack 氏の国内マクロ経済モデルでは、短期インフレ期待率、および期待経済成長率と 10 年物国債利回りの間に有意な統計学的関係が検証できなかったが、対米証券投資要因を加えた修正モデルではこれらの説明変数にも有意性が認められた。とりわけ重要なことは、対米証券投資要因を加えた結果、過去数ヶ月間における予測利回りと実際値の乖離は解消されたことである。

⁵ 具体的には、上述のモデルに以下の通り対米投資変数 ($foreign_t$) を加えたモデルが用いられている。

$$i_{t,10} = a + b\pi_{t+10}^e + (1-b)ff_t + c(\pi_{t+1}^e - \pi_{t+10}^e) + d(rp_t) + e(y_{t+1}^e) + f(deficit_{t-1}) + g(foreign_t) + \varepsilon_t$$

図表 2:10 年物国債利回りの実際値と修正モデルの予測値



出典：FRB, “International Capital Flow and U.S. Interest Rates”

同論文によると、同期間の対米証券投資水準を過去平均の GDP 比 2%と仮定した場合、実際値と仮想予測値の乖離は 105bp となり、公的部門の対米証券投資は米国長期金利を 100bp 抑制したと推測されている。

また、Warnock両名は 2006 年 10 月にNBERから出された同じタイトルの論文改訂版で次のように結論している。「もし海外政府部門が 2005 年 5 月までの 12 か月の期間、米国政府債券の投資残高を累増させなければ、10 年物米国債の利回りは 90bp 実際より高くなっていたであろうことを我々の推計モデルは示唆している。追加的な分析によると、このインパクトの 3 分の 2 は東アジア諸国に由来している。」⁶

論点 2：実質 1%弱の長期金利押し下げ効果は、バブルの主因と呼べるか？

次に以上で推計された 1%弱の実質長期金利の押し下げ効果は、今回の住宅バブルを引き起こした主因（少なくとも要因のひとつ）と呼べるほどのものだったかどうかを問う必要がある。直感的には、住宅バブル崩壊に端を発した戦後最大級の金融危機の「根底的な原因」が実質長期金利わずか 1.0%弱の違いだったとは考え難い。

確かに好況と実質長期金利の低下の併存は、バブルが発生しやすい環境を生む。好況期には一般に資産からの所得収益率は向上するので、「資産の所得収益率 > 借入金利」という環境の下では、レバレッジ比率を上げて（＝債務を拡大して）、投

⁶ Warnock, Francis E. and Veronica C. Warnock (2006), “International Capital Flows and U.S. Interest Rates,” *NBER Working Paper* 12560, October.

資することで自己資本部分に対する投資収益率を引き上げる誘因が強まる。その結果生じる資産投資への需要の拡大により、資産価格の上昇と信用の膨張（＝借入増加）のスパイラルが生じやすい。

しかし、推計された 1%弱程度の実質長期金利の押下げ効果は、2000 年代の空前の住宅バブルの主因と言える程のものだろうか？ 過去を振り返ると、そもそも実質長期金利の高低と住宅・不動産ブームとバブル崩壊の様態の間に単純な因果関係があるわけではない。連邦住宅公社監督局（OFEHO）の 1975 年から公表されている住宅価格指数と実質長期金利の関係を見てみよう（図表 3、及び 4）。2004 年～06 年は景気の回復・好況局面であるにもかかわらず、10 年物国債の実質金利（＝名目金利－GDP デフレーター前年比）が 2.0%を割り込み、かなり低い水準に下がった。

図表 3:70 年代以降 3 回の住宅ブーム

ブーム時期	実質長期金利水準	住宅価格指数、ピーク時伸び率(前年同期比)	ブーム終了後の最低伸び率、あるいは下落率(前年同期)
1970年代後半	0-2%	15.1%	1.5%
1980年代後半	4-6%	7.6%	0.6%
2002年-06年	1-2%	12.1%	-4.0%

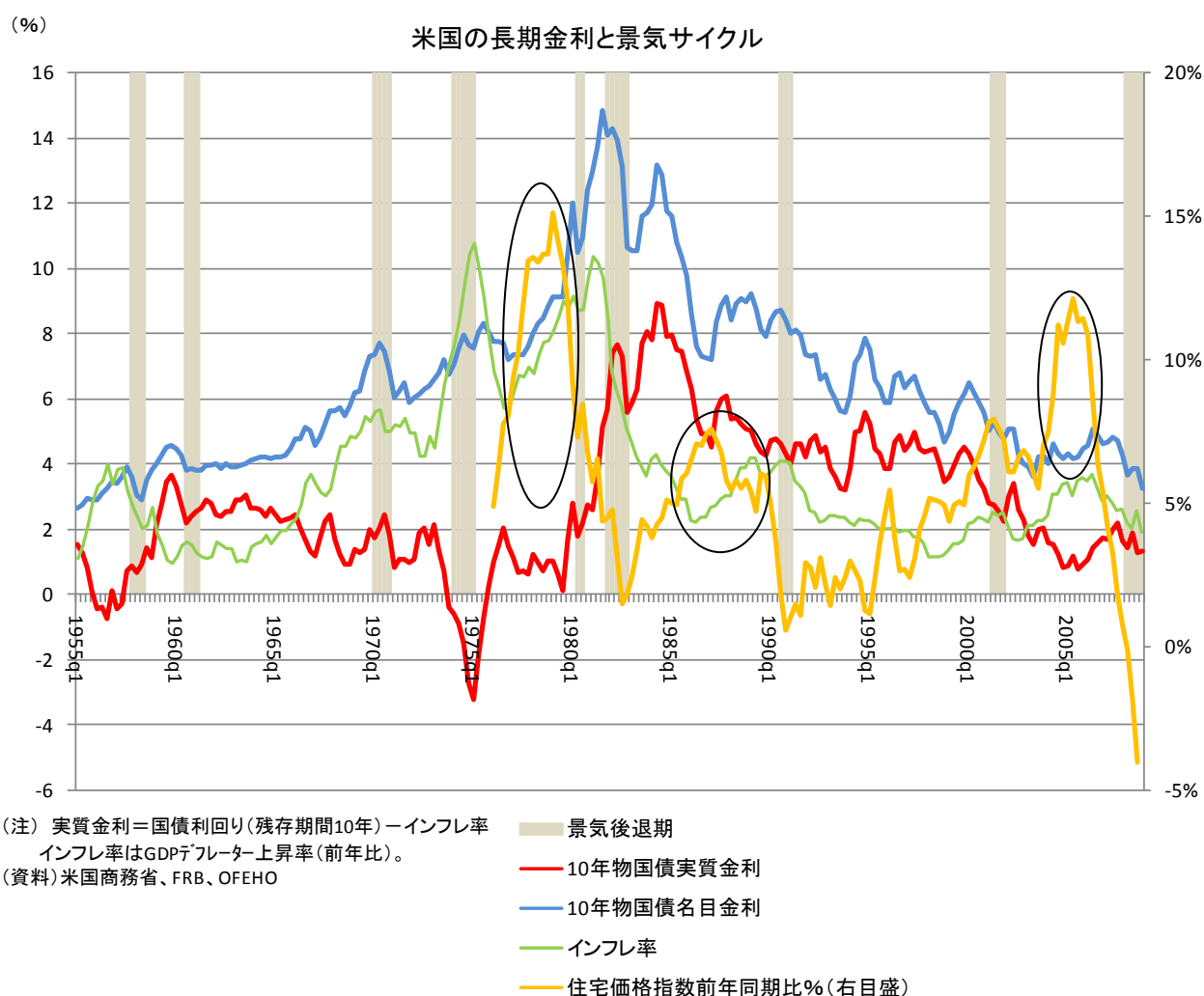
1975 年以降で全米規模の住宅・不動産ブームは 2000 年代を含めて 3 回起きている。インフレ退治のために採用された 80 年代初頭の厳しいマネーサプライ管理金融政策による金利の高騰により、70 年代後半の住宅ブームは不況に転じた。同時に金利の高騰により固定金利で長期の住宅ローンを提供していた銀行、S&L などが急速に財務内容を悪化させ、金融危機となった。この時期の実質金利は 2000 年代より低く、住宅価格の上げ幅はより大きかったが、ブーム終焉後も価格の伸び率はマイナスにならなかった。

80 年代後半のブームは 70 年代後半よりも高い実質長期金利の下で起こり、価格の上昇率は前後の 2 回より小さく、ブーム終了後の価格伸び率はゼロ近傍まで下がった。そして 2000 年代の今回は、実質長期金利の低さもピーク時の価格上昇率も前 2 つの局面の間であったが、ブーム終了後、価格は前年比マイナスと大きく下落し、2009 年 1 月の現時点でも価格の下落が続いているのが特徴だ。

以上見る限り、住宅価格指数が 1975 年からというデータの制約はあるものの、好況期に実質長期金利の低下が重なると住宅ブームを伴う傾向は一応認められる。しかし、ブームの規模とその後の調整局面の程度には大きなバラツキがある。言い換えれば、この時期に海外からの対米債券投資の累増がなく、その結果長期実質金利水準が 1%～2%ではなく、2%～3%までの低下にとどまれば、住宅バブルが起

こり得なかったと主張する根拠はどこにもない。そういう意味で「外からの旺盛な債券投資による実質長期金利の押下げ効果→住宅バブル」という因果関係の主張には、論理的な飛躍がある。

図表 4:1975 年以降の 3 回の住宅ブームと実質長期金利



実質金利の低下がバブルを生み出す効果は金融政策で十分回避できた

また対米証券投資による実質金利の押下げ効果の「バブル形成寄与度」をある程度認めるとしても、1.0%弱程度の長期金利の押下げ効果は、FRBが短期金利をあと1.0%ポイントほど引き上げれば概ね帳消しになるものだった。もちろん、FRBの金融政策で長期金利は操作できない。できるのはFF金利を通じた短期マネーマーケットの金利水準である。

しかし、モーゲッジ証券化商品を莫大に購入した投資家、諸金融機関には米国内

外の生損保や年金などの非レバレッジ投資家もいるが、ヘッジファンドや投資銀行、銀行が設立した SIV (Structured Investment Vehicle) などは高い比率のレバレッジ投資を行っていた。こうしたレバレッジ投資家の資金調達 (債務) は CP などの市場性の短期資金、あるいは短期ローンである。従って、短期金利をもう一段引き上げることで、彼らのレバレッジ投資を抑制、減退させ、バブル崩壊に至った信用の過度な膨張を抑制、回避することは十分に可能であった。

従って、「実質金利の過度の低下がバブルの主因であった」と説くならば、その主要な責任問題は当時の金融政策の妥当性に向かうのが道理である。この場合責任を問われるのは、2005 年に連邦議会で「現下の住宅ブームはバブルなのではないか?」と問われても「バブル的な要素は見られるものの、バブルではなくフロス (小さな泡の集まり) である (だからマクロ的なバブル崩壊リスクは現実的ではない)」と言い張り続けたグリーSPAN元FRB議長である。また住宅金融市場で横行していた劣悪なローンの急増と非銀行金融部門での信用の急膨張の危険性を過小評価していた金融監督当局全体とその制度欠陥も責任を負っている⁷。

実際、金融危機の教訓として米国政府自身がオバマ政権の下で、非銀行金融部門のモニタリングと監督に焦点を当てた金融規制改革に進もうとしている。既に昨年3月に発表された米国財務省の「金融規制改革ブループリント」にそうした方向性が見えている⁸。

ポスト危機後の課題：米国の経常収支赤字の拡大に依存しない世界経済の成長

ただし、金融危機の直接的な原因と教訓という文脈を一步離れば、米国の経常収支赤字を巡るグローバル・インバランスの調整が、現下の世界経済の直面している優先度の高い問題のひとつであることは言うまでもない。米国の経常収支赤字は名目 GDP 比率で見て 2006 年の 6.0% のピークから、07 年には 5.3%、08 年第 3 四半期には 4.8% と縮小トレンドに入っている。米国の内需の減退により赤字の縮小は中期的に一層進むだろう (図表 5)。

⁷ 住宅バブルの原因となった金融ビジネスとルール、監督体制の問題については本稿では省略するが、次の論考を参照されたい。竹中正治「21 世紀型複合金融危機の教訓」政策研究フォーラム「改革者」2008 年 12 月号

⁸ US Department of Treasury, Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Reform, March 2008 <http://www.treas.gov/offices/domestic-finance/regulatory-blueprint/>

図表 5: 世界の経常収支

(10億米ドル)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008(見込)
先進国	-264.8	-200.9	-213.2	-209.3	-206.1	-392.2	-454.0	-368.8	-430.2
米国	-417.4	-382.4	-461.3	-523.4	-625.0	-729.0	-788.1	-731.2	-664.1
ユーロ圏	-35.2	8.3	49.8	48.4	120.3	46.7	32.9	29.3	-65.5
日本	119.6	87.8	112.6	136.2	172.1	165.7	170.4	211.0	194.3
その他	68.2	85.4	85.7	129.6	126.5	124.5	130.8	122.1	105.2
新興・発展途上国	86.5	41.2	76.9	144.5	215.1	445.9	617.0	634.2	784.9
アフリカ	8.1	1.0	-8.8	-4.1	2.1	15.6	27.8	4.0	40.1
中東欧	-31.4	-15.5	-23.1	-36.8	-57.6	-59.4	-87.7	-120.7	-164.4
ロシア・CIS	48.3	33.0	30.3	36.0	63.8	88.3	97.7	74.3	127.9
アジア	38.6	36.6	64.6	82.5	89.3	161.5	277.6	403.4	380.0
中東	71.5	39.9	30.3	59.1	97.0	204.7	253.9	257.0	438.6
中南米	-48.5	-53.9	-16.3	7.8	20.6	35.2	47.7	16.2	-37.3

(注)韓国、台湾、香港、シンガポールは、先進国のその他に分類。

プラスは黒字、マイナスは赤字。

(資料)IMF, World Economic Outlook, October 2008

逆にいうと、これまで実質経済成長率の無視できない大きな部分を、輸出超過を通じた米国の内需拡大に依存してきた中国、日本、その他の経常収支黒字諸国は、内外需のバランスを変えない限り、海外需要の縮小による成長の減速、あるいは景気後退が不可避であり、それは現に今起こっていることである。自前の内需拡大による経済成長の実現が課題であることに議論の余地はない。

多くのエコノミストにはナショナリスティックなバイアスがある。このバイアスは政策担当者から新聞・雑誌の読者、TV視聴者まで広く共有されている。自国経済の失敗の全ては自国の政策の責任であるという厳しい認識を回避しよう、薄めようという傾向は何処の国でもある。そうしたバイアスは最も低俗な形態では「外国勢力の陰謀説（例、ユダヤ人陰謀説）」などの形で登場する。一方、一見もっともそうな経済論的な装いで登場する場合もある。ウォルフ氏の議論は後者の典型と言えるであろう。

(補論)

米国の経常収支赤字拡大は住宅バブル等による内需拡大の結果か、 資本流入拡大の結果か

西村陽造

住宅バブル崩壊までの米国経済については、「米国の内需拡大（住宅バブル、貯蓄率低下による）→経常収支赤字拡大→資本収支黒字の拡大」と、「海外から米国への資金流入の強まり→資本収支黒字の拡大→長期金利の低下と経常収支赤字の拡大」の全く正反対の見方がある。単純化すると「経常収支赤字拡大→資本収支黒字拡大」と「資本収支黒字拡大→経常収支赤字拡大」という2つの因果関係に関する見方である。最近では、本論で取り上げたウォルフ氏に代表される議論は後者の見方に傾斜している。

しかし、経済学の識別可能性⁹の考え方をを使うと、恒等式として「経常収支赤字＝資本収支黒字」¹⁰が成り立つことを踏まえて、経常収支赤字の拡大の原因が、経常収支赤字サイドの拡大によるものか、資本収支黒字サイドの拡大によるものかを、ドル相場や実質金利の動きから識別することができる。それによると、2002～2006年の米国の経常収支赤字の拡大は、両方の結果であり、どちらか一方のみでは説明できない。以下で、それを示す。

まず、ドル相場や実質金利が、この枠組みでどのように決定されるかを考えよう¹¹。

米国の経常収支赤字は、ドル相場が上昇すると輸出減・輸入増の効果を通じて、拡大する。一方、実質金利が上昇すると貯蓄増・投資減の効果を通じて縮小する。これに対して、米国の資本収支黒字は、ドル相場が上昇すると、先行きのドル相場上昇期待を低下させる、ないしは下落期待を高めるので、縮小する。一方、実質金利が上昇すると、高い金利を求めて海外から資金が流入するので、拡大する。

以上の関係をグラフにまとめると、図表6-1のようになる。経常収支赤字はドル相場のグラフでは、右上がりの曲線、実質金利のグラフでは右下がりの曲線になる（CA）。一方、資本収支黒字は、ドル相場のグラフでは、右下がりの曲線、実質金利のグラフでは右上がりの曲線になる（KA）。

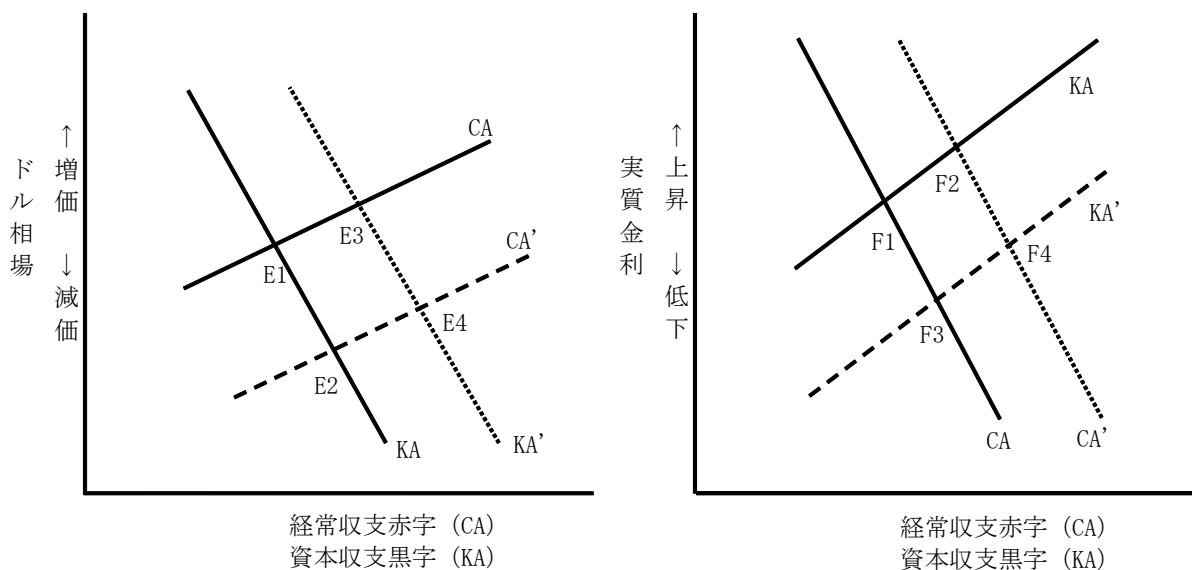
ドル相場も実質金利も、経常収支と資本収支が一致するところで決定される。それをグラフに示すと、経常収支赤字を示した実線（CA）と資本収支黒字を示した実線（KA）の交点で、ドル相場、実質金利が決まる。ドル相場は E1 であり、実質金利は F1 である。

⁹ 養谷（1997）第7章参照。

¹⁰ ここでは、資本収支に外貨準備増減も含めている。

¹¹ 白井（2002）第2章の枠組みを応用した。

図表6-1: 米国でのドル相場、実質金利と経常収支赤字、資本収支黒字との関係



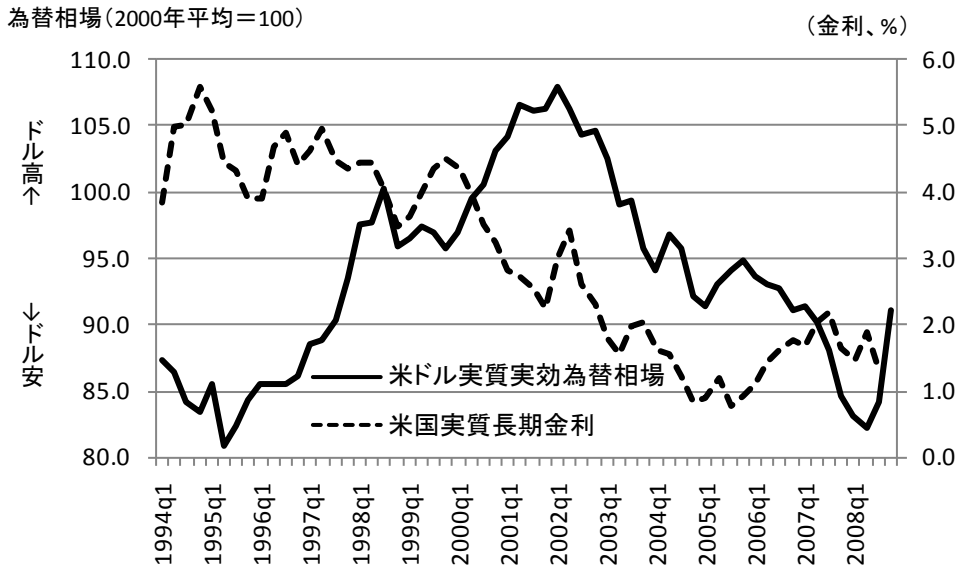
今、住宅バブルというドル相場、実質金利以外の要因によって、貯蓄減・投資増の効果を通じて、経常収支赤字が拡大したとしよう。これはグラフ上の経常収支赤字の曲線が右にシフトすることを意味する (CA から CA' へのシフト)。すると、図表 6-1 に示すように、ドル相場は下落 (E1→E2)、実質金利は上昇する (F1→F2)。このことは、経常収支赤字拡大によって、米国が必要とする海外からの資金流入額が拡大することを考えると、直観的にも理解できる。

一方、海外から米国への投資姿勢が、ドル相場、実質金利以外の要因によって積極的になることで、資本収支黒字が拡大したとしよう。新興国の公的部門からの米国債投資の拡大もこれに含まれる。これはグラフ上の資本収支黒字の曲線が右にシフトすることを意味する (KA から KA' へのシフト)。すると、図表 6-1 に示すように、ドル相場は上昇 (E1→E3)、実質金利は下落する (F1→F3)。このことは、資本収支黒字拡大によって、海外から米国への資金流入圧力が上昇することを考えると、直観的にも理解できる。

2002 年以降、米国では、経常収支赤字 (= 資本収支黒字) の拡大が続くなかで、ドル相場は下落基調、実質金利 (ここでは長期金利) は 2002 年第 2 四半期から 05 年第 3 四半期まで低下基調であった (図表 6-2)。このことは、経常収支赤字サイド、資本収支黒字サイド、ともに拡大したものの、ドル相場下落については経常収支赤字拡大 (グラフでの右へのシフト) の効果が大きかったこと、また実質金利の低下については、資本収支黒字拡大 (グラフでの右へのシフト) の効果がより大きく効いた結果であることを示唆している。イメージとして図表 6-1 で示すと、ドル相場については E1 から E4 へ、実質金利については F1 から F4 へ移動したと考

えられる¹²。

図表6-2: 米国のドル相場と実質金利



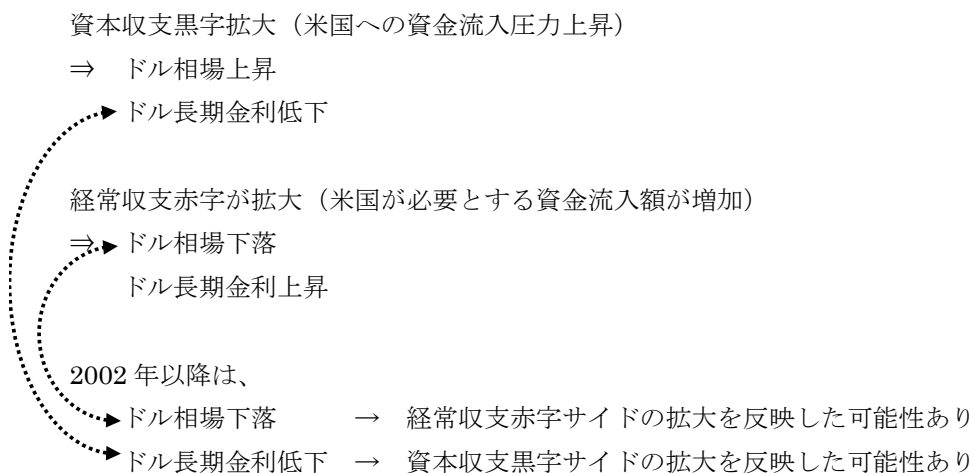
(注) 実質長期金利 = 名目長期金利 - インフレ率 (GDPデフレーター前年比上昇率)
(資料) 実効為替相場はBIS、名目長期金利はFRB、GDPデフレーターは米国商務省

以上の話をまとめると、図表6-3のようになる。米国の経常収支赤字拡大の背景には、経常収支サイドの要因と、資本収支サイドの要因の両方があり、いずれか一方のみで説明することはできない。この点が重要である。なぜなら、経常収支赤字拡大のサイドだけで説明すると、実質金利低下が説明できなくなる。一方、資本収支黒字拡大だけで説明すると、ドル相場下落が説明できなくなるからである。

¹² ここでは実質金利で議論をしている。しかし名目金利(10年物米国債利回り)で見ると、02年第1四半期から03年第2四半期まで下がったが、それ以降は強含み、概ね4.0~5.0%前後の水準で横ばい推移し、短期金利が上昇した結果、イールドがフラット化、ないしは逆イールド化した。これはやはりなんらかの長期名目金利の押下げ効果が働いたと考えられ、その要因としてこの時期の海外からの資金流入の積極化が考えられる。

図表6-3: 米国の経常収支赤字は、資本収支、経常収支の何れが原因か？

資本収支黒字 ≡ 経常収支赤字 (恒等式)



したがって、「経常収支赤字拡大→資本収支黒字拡大」と「資本収支赤字拡大→経常収支黒字拡大」の2つの因果関係が同時に存在したことがわかる。すなわち、米国では、冒頭に示したように、「米国の内需拡大（住宅バブル、貯蓄率低下による）→経常収支赤字拡大→資本収支黒字の拡大」と、「海外から米国への資金流入の強まり→資本収支黒字の拡大→長期金利の低下と経常収支赤字の拡大」の双方のメカニズムが働いたと考えられるのである。

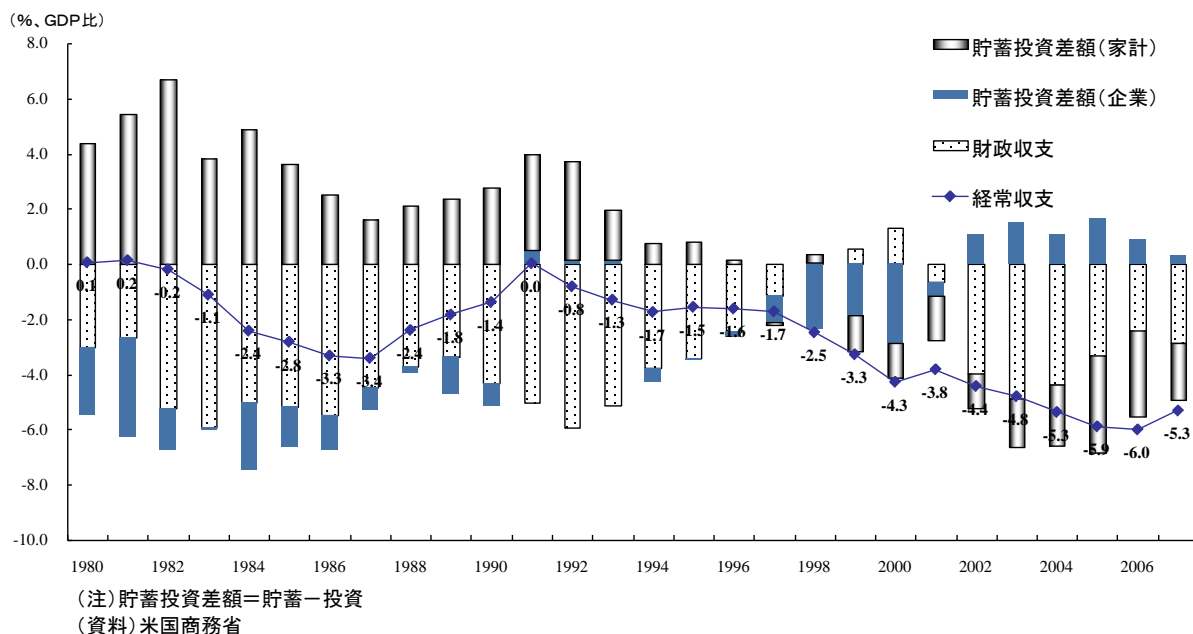
前者のメカニズムが働いたことは、米国の経常収支を、貯蓄・投資バランスとの対応でみると鮮明に浮かびあがる。なかでも2004年から2006年にかけての経常収支赤字の拡大局面では、財政赤字が大幅縮小したにもかかわらず、家計部門の貯蓄投資差額（＝貯蓄－投資）がマイナスで、そのマイナス幅の拡大が財政赤字縮小を上回ったのである（図表7）。日本を含めて多くの国では、家計部門は貯蓄の範囲内で投資をしており、貯蓄投資差額（＝貯蓄－投資）は、通常プラスであることを考えると、米国の住宅バブル、過剰消費（過小貯蓄）が極めて強かったことは明らかであり、それが米国の経常収支赤字拡大の一因となった。しかも、図表6-2に示すように、この時期、米ドル実質実効為替相場が下落していることから、この赤字拡大の少なくとも一部は資本収支黒字拡大（米国への資本流入）で説明できるものではない。

一方、後者のメカニズムが働いたことは、図表6-2に示す実質長期金利の低下から明らかである。

以上から、米国の経常収支赤字拡大は住宅バブル、貯蓄率低下等による内需拡大の結果であると同時に、資本流入拡大（新興国からのものを含む）の結果でもあることが示された。いずれか一方のみで説明することは、上記の論理に反する。この

補論では考慮していない要因があるとしても、少なくとも恣意的である可能性が高い。

図表7: 米国の経常収支と貯蓄投資バランス



参考文献

IMF (2008), *World Economic Outlook*, October.

Wolf, Martin (2008), *Fixing Global Finance*, The John Hopkins University Press.

Warnock, Francis E. and Veronica C. Warnock (2005), "International Capital Flows and U.S. Interest Rates," Board of Governors of Federal Reserve System, *International Finance Discussion Paper* No. 840.

Warnock, Francis E. and Veronica C. Warnock (2006), "International Capital Flows and U.S. Interest Rates," *NBER Working Paper*, No. 12560, October.

白井早由里 (2002) 『入門現代の国際金融 検証 経済危機と為替制度』、東洋経済新報社。

チャールズ・R・モリス著、山岡洋一訳 (2008) 『なぜ、アメリカ経済は崩壊に向かうのか 信用バブルという怪物』日本経済新聞社。

蓑谷千風彦 (1997) 『計量経済学』、多賀出版

竹中正治 (2008) 「21世紀型複合金融危機の教訓」政策研究フォーラム「改革者」2008年12月号

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2009 Institute for International Monetary Affairs (財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話 : 03-3245-6934 (代) ファックス : 03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>