

苦境に立つアメリカ

～基軸通貨国の憂鬱～

九州大学経済学部 経済・経営学科
岩田ゼミナール
中村謙吾・竹原宏樹・永住堂氏

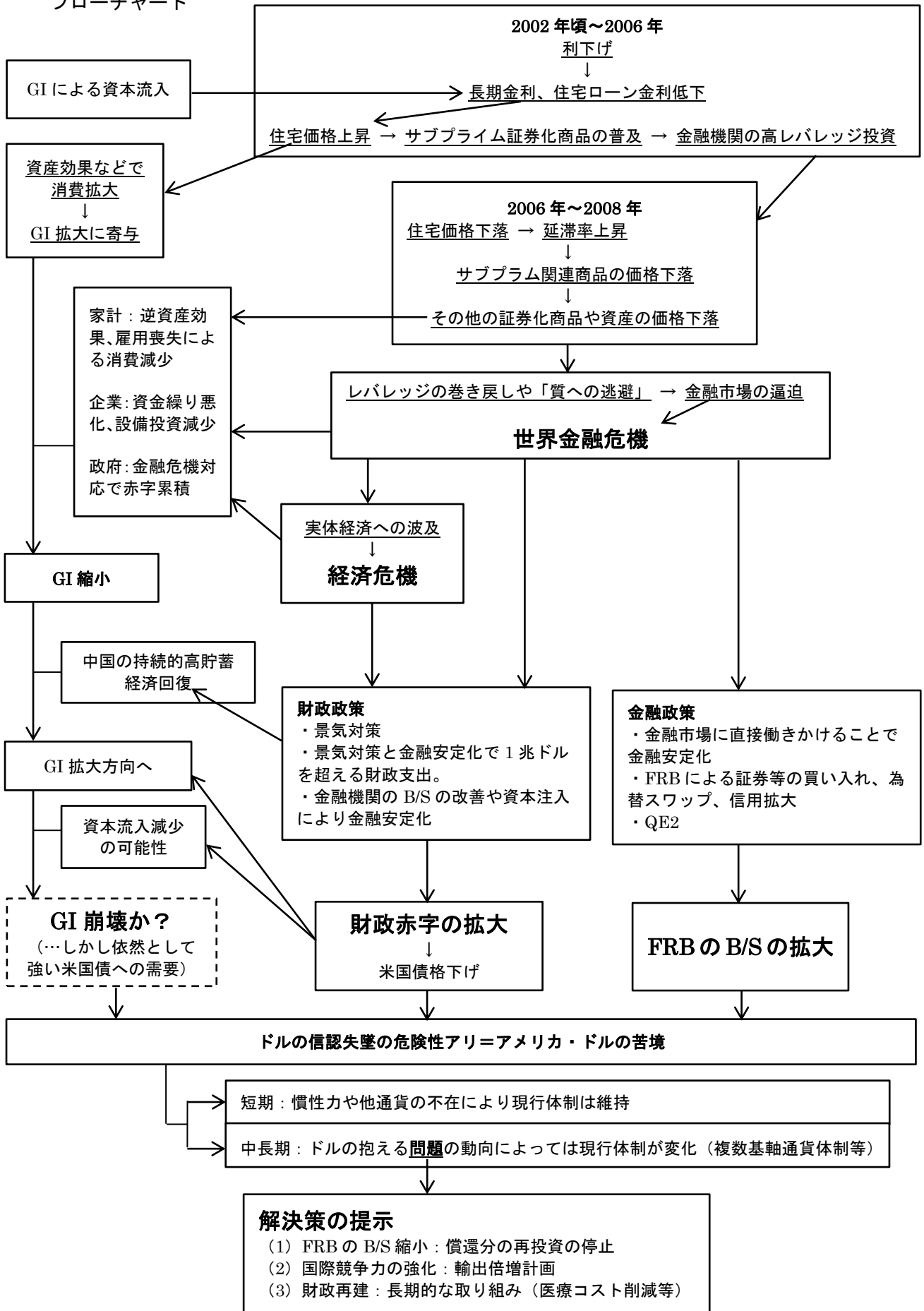
目次

はじめに.....	1
第 1 章 グローバル・インバランスと世界金融危機.....	2
1.1 はじめに.....	2
1.2 グローバル・インバランスの拡大.....	3
(1) 経常収支の 3 つの意味.....	3
(2) 貯蓄・投資バランスによる要因分析.....	4
(3) アメリカへの資本流入の形態.....	10
1.3 世界金融危機の背景.....	12
(1) アメリカの住宅市場と個人消費の拡大.....	12
(2) サブプライムローンの普及と証券化.....	14
(3) 格付けと保証.....	17
(4) 金融機関の不適切なリスク管理.....	19
1.4 世界金融危機の発生.....	20
(1) サブプライムローン問題の発生.....	20
(2) サブプライムローン問題の拡大.....	22
(3) リーマン・ショックの影響.....	23
第 2 章 金融危機対応の作用.....	29
2.1 はじめに.....	29
2.2 伝統的金融政策から非伝統的金融政策へ.....	29
(1) 伝統的金融政策を補完する非伝統的政策.....	29
(2) 非伝統的金融政策の深化：量的緩和.....	34
(3) QE2 実施の背景.....	35
2.3 財政政策の 2 つの側面.....	36
(1) 金融安定化策.....	36

目次

(2) 景気刺激策.....	41
2.4 政策の効果とその後の経過.....	44
(1) 危機直後の政策の効果.....	44
(2) QE2 はドル過剰やインフレを引き起こしたか？.....	51
第3章 ドルの将来.....	57
3.1 はじめに.....	57
3.2 出口戦略.....	57
(1) 米国債格下げについて.....	58
(2) 財政再建の指針.....	61
(3) FRB のバランスシートの縮小.....	66
(4) 出口戦略の提案：ポリシーミックス.....	69
3.3 グローバル・インバランス縮小の必要性.....	72
(1) 再拡大の兆しを見せるグローバル・インバランス.....	72
(2) グローバル・インバランスの持続可能性について.....	75
(3) グローバル・インバランスを縮小させるには.....	78
3.4 国際通貨体制とドルの地位.....	85
(1) 他通貨との比較.....	85
(2) 複数基軸通貨体制の是非.....	98
(3) ドルの行方.....	99
結びにかえて.....	101
参考文献.....	102
参考新聞記事.....	106
参考ホームページ.....	106

フローチャート



はじめに

はじめに

21 世紀に入ってから、アメリカは住宅バブルに沸いた。住宅バブルと金融工学が結びついたことでサブプライムローンや魅力的な証券化商品が普及した。アメリカの消費は経常収支を悪化させながら拡大し、その一方で証券化商品や米国債に向かって経常赤字を超える量の資本がアメリカに流入し、グローバル・インバランスが拡大していった。アメリカは世界の成長をけん引すると同時に、世界に対して優良な投資先を提供していた。しかしこの構造はアメリカの住宅バブルに頼り切った脆弱なものであった。

住宅バブルの崩壊後、証券化商品に広く組み込まれていたサブプライムローンの問題の顕在化により証券化商品の価格が下落し始め、2007 年 8 月の BNP パリバ傘下のファンドの資金凍結と 2008 年 9 月のリーマン・ブラザーズの破たんを経て、世界金融・経済危機が発生した。金融市場は機能不全に陥り、その影響を受けて実体経済は縮小した。なお、実体経済の縮小はグローバル・インバランスの縮小をもたらした。アメリカも含め各国当局は矢継ぎ早の政策を展開し、2009 年春ごろには危機は沈静化したのだが、その代償としてアメリカは財政赤字の拡大やそれによるグローバル・インバランスの再拡大、FRB のバランスシートの拡大というリスクを背負うこととなった。

財政赤字の持続可能性について疑いが生じれば国債の需要低下や長期金利の上昇が起こり、財政赤字のファイナンスや実体経済の回復に悪影響が及ぶ。また、FRB のバランスシートの拡大はインフレリスクを増加させる。さらに危機直後に縮小したアメリカの経常赤字（グローバル・インバランス）は再拡大に向かっており、それをファイナンスする資本流入が止まればドルの大幅な減価は避けられない。このようなリスクの存在がドルの信認を揺るがしている。危機以降、基軸通貨国アメリカは苦境に立たされているのである。

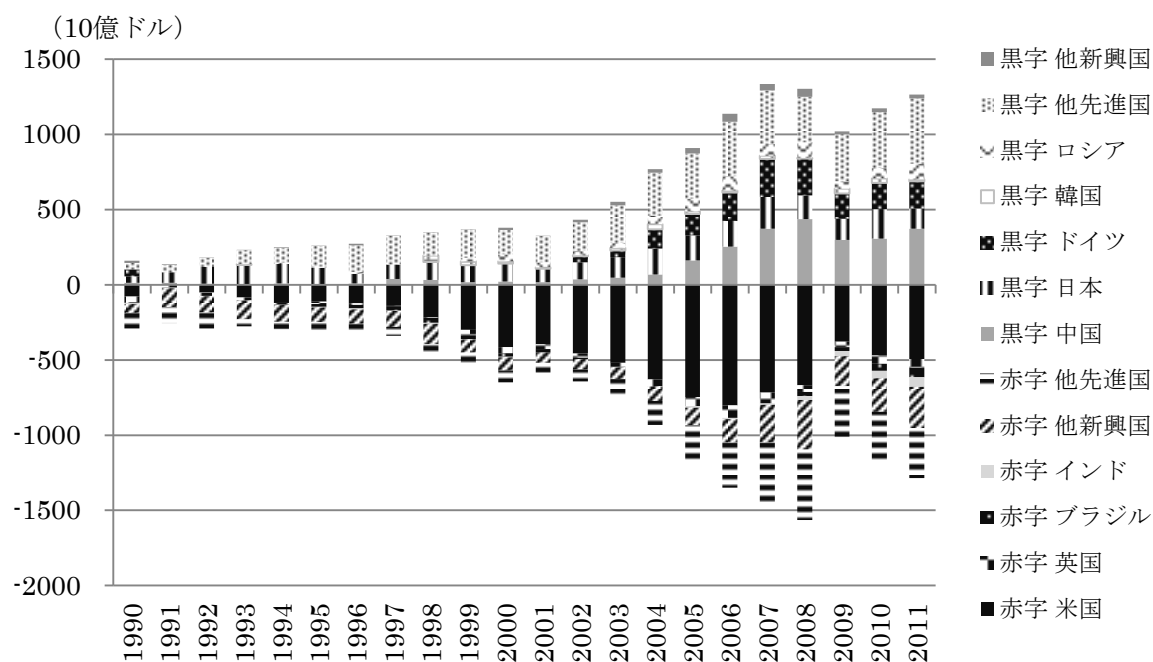
本稿では、まず世界金融・経済危機の構造（第 1 章）とその政策対応（第 2 章）、また同時にその裏側に存在するグローバル・インバランスの構造（第 1 章）を整理することで、アメリカ及びドルがなぜ現在の苦境に立たされることになったのかを明らかにする。その後、第 3 章にて財政赤字、FRB のバランスシート、グローバル・インバランスの問題の解決策を提示し、それらの同時解決の困難性を論じる。そして最後に、問題を抱えているドルがその他の通貨と比較して基軸通貨としてふさわしいものであるかを検証し、これからの国際通貨体制を展望していく。

第1章 グローバル・インバランスと世界金融危機

1.1 はじめに

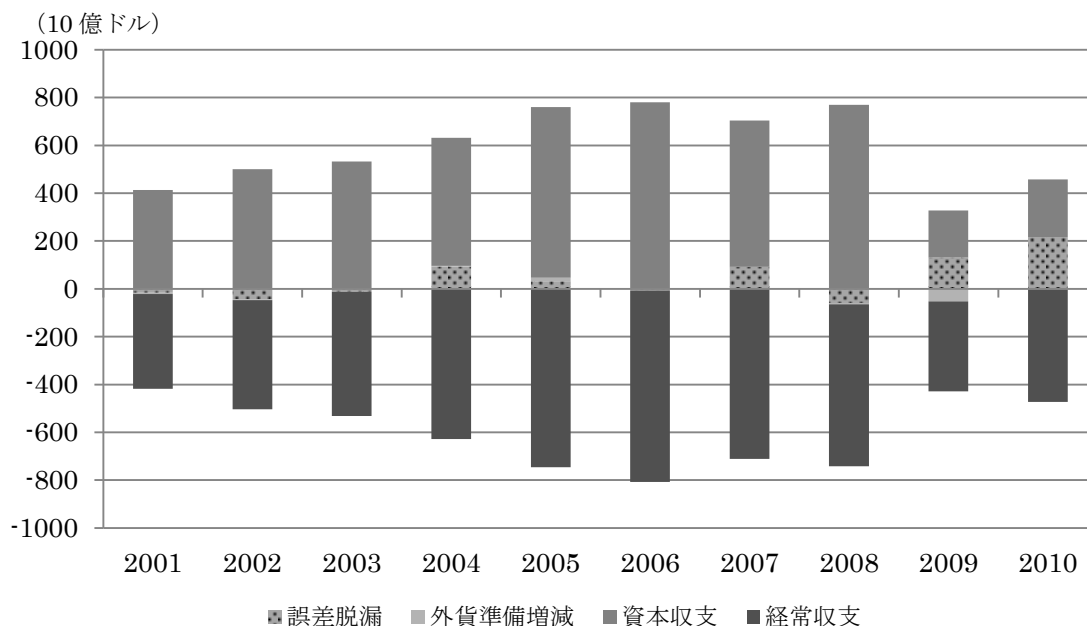
世界経済は現在グローバル・インバランスの状態にある。これは、アメリカを中心とする経常収支赤字国と中国を中心とする経常収支黒字国間の不均衡状態のことをいう（図表1-1-1）。また図表1-1-2はアメリカの国際収支を示したものだが、アメリカにおいては経常収支の赤字と資本収支の黒字が対比的である。グローバル・インバランスは経常収支黒字国から赤字国への資本流入で持続可能であった。不均衡は特に2000年代初めに拡大傾向を見せていた。一方でこの時期は低金利状態によって信用力の低いサブプライム層にまで資金の貸出が広まった。また、住宅需要も拡大し住宅価格が上昇することとなった。しかし、住宅バブルの崩壊によるサブプライムローン問題を引き金として、世界金融危機が発生した。本章ではグローバル・インバランスと世界金融危機に一定の関係があるという考えのもと、両者を説明し、その関連性についても論述する。

図表 1-1-1 主要国・地域の経常収支不均衡の推移（1990年-2011年）



(出所) 経済産業省[2011]より報告者作成。

図表 1-1-2 アメリカの国際収支（2001年-2010年）



（出所）OECDより報告者作成。

1.2 グローバル・インバランスの拡大

（1）経常収支の3つの意味

ここでは、谷内[2008]を参考に、経常収支の基本的性質について論述する。国際収支統計上、経常収支は貿易・サービス収支、所得収支、経常移転収支の3つからなる。貿易・サービス収支は財の輸出入の差額、そして海外とのサービス提供・購入の差額である。所得収支は居住者・非居住者間の雇用者報酬、投資収益の受取・支払の差額である。経常移転収支は実物資産や金融資産などの無償取引の差額である。これらが経常収支の国際収支統計上の定義であるが、経済学的には次の3つの意味を同時に持っている。

第1に経常収支¹は最も広義で捉えた輸出と輸入の差である。貿易・サービス収支は財やサービスの輸出入の差額である。所得収支は雇用者報酬や投資所得の受取と支払の差額である。これは資本や労働を輸出入した対価と考えることができる。経常移転収支は海外への無償援助²などであり、対価なしの輸出と考えることができる。以上より、経常収支は広い意味で捉えた輸出と輸入の差額であるということができる。

第2に経常収支は資本流入と資本流出の差額である。国際収支統計は複式簿記の原理で作成されている。統計の定義上、「経常収支+資本収支+外貨準備増減=0」という関係が成立する。「資本収支+外貨準備増減」は資本流入と資本流出の差額となっていて、プラス

¹ 経常収支赤字は貿易面での輸入超過を意味する。

² 具体的に、個人または政府間の財・サービスおよび現金の贈与などがある。

第1章 グローバル・インバランスと世界金融危機

は超過流入でマイナスは超過流出である³。ゆえに、経常収支が赤字（マイナス）であれば、「資本収支+外貨準備増減」はプラスとなり、その国にはネットで資本が流入していることになる。以上から、経常収支は資本流入と資本流出の差額であるということが出来る。

第3に経常収支は国内の貯蓄と投資の差額を意味する。このことに関して、 Y をGDP、 C を家計消費、 I_p を民間投資（設備投資、住宅投資、在庫投資） G を政府支出、 $X-M$ を純輸出として国民経済の恒等式から導いてみる。なお政府支出 G は政府消費 C_g と政府投資 I_g からなっており、 T は税収等である。国民所得の恒等式である(1)式は、以下のように変形できる。

$$Y=C+I_p+G+(X-M) \dots \dots \dots (1) \text{ 式}$$

$$(X-M)=Y-C-I_p-G \dots \dots \dots (2) \text{ 式}$$

$$(X-M)=(Y-T-C)+(T-C_g)-(I_p+I_g) \dots \dots \dots (3) \text{ 式}$$

$(Y-T-C)$ は、民間の可処分所得 $(Y-T)$ から家計消費を引いたものなので、民間貯蓄⁴である。 $(T-C_g)$ は政府の経常的収入から政府の経常的支出である政府消費を引いたものなので、政府貯蓄と呼ばれる。従って、 $(Y-T-C)+(T-C_g)$ は、民間貯蓄と政府貯蓄を合わせた国内貯蓄である。一方で、 (I_p+I_g) は、民間投資と政府投資を合わせた国内投資である。以上から(3)式は1国経済において「国内貯蓄-国内消費(投資)=純輸出」という関係が成り立つことを示している。貿易・サービス収支がおおむね経常収支に等しいとすれば、(3)式の関係から、経常収支は、国内貯蓄と国内投資の差額であるということが出来る。

また、(2)式を変形すると(2')式のようになる。

$$(X-M)=Y-(C+I_p+G) \dots \dots \dots (2') \text{ 式}$$

この右辺は国内所得と支出の差額である。つまり(2')式は、経常収支は国内所得と支出の差額であるといひ換えることが出来ることを示している。仮に左辺がマイナス（経常収支赤字）であるとするならば、右辺も必ずマイナス（所得<支出）となる。ゆえに、経常収支赤字国では、必ず支出が所得を上回っていることになる。この国は支出超過分を海外からの資本輸入（対外借入）で賄っている。

(2) 貯蓄・投資バランスによる要因分析

アメリカの経常収支赤字はITバブル崩壊後の2001年から世界金融危機直前の2006年にかけて増大し続けた。2006年には対GDP比マイナス6%を超え、大幅な経常収支赤字

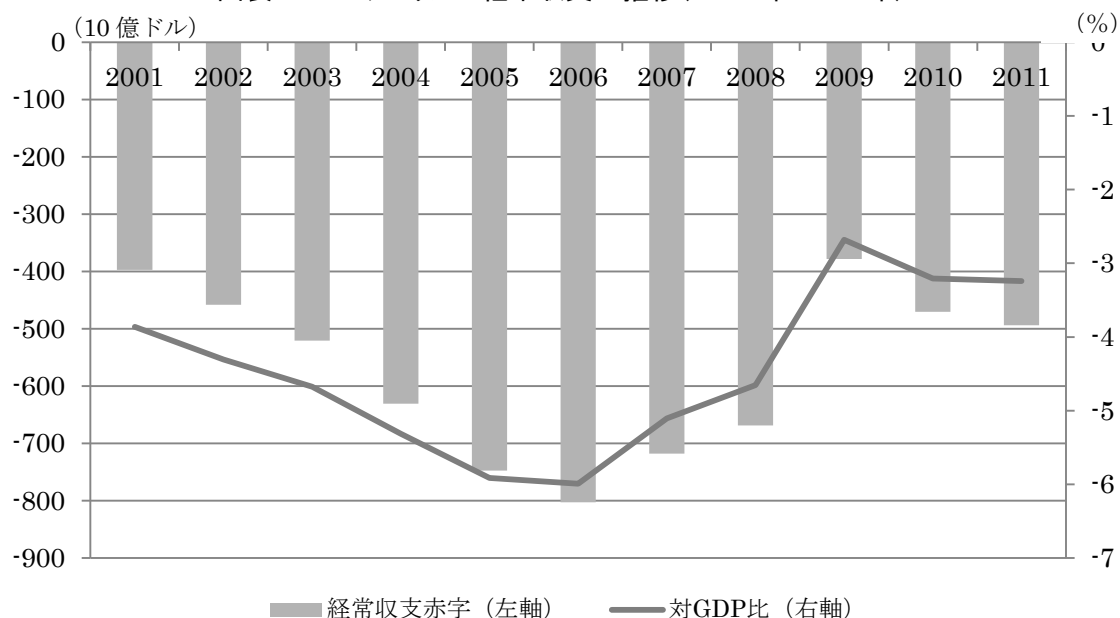
³ なお、外貨準備増加は資本流出を意味する。

⁴ 民間貯蓄は、家計貯蓄と企業貯蓄（留保利益）に分けることができる。

第1章 グローバル・インバランスと世界金融危機

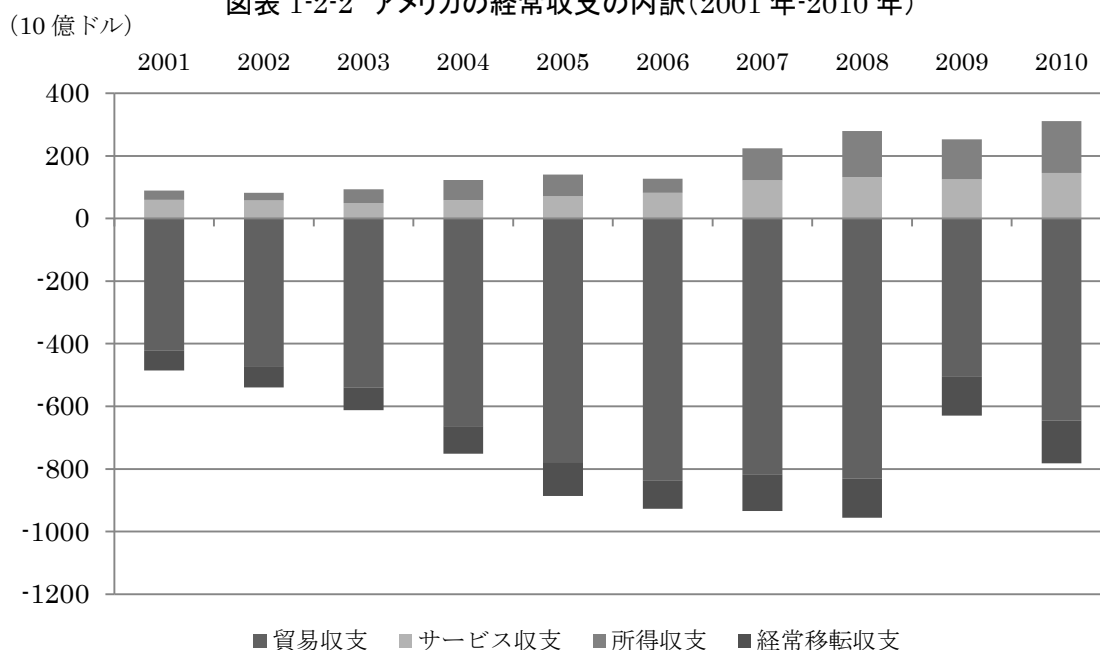
が長期間にわたって継続し、アメリカの経常収支赤字の持続可能性が懸念されるようになった（図表 1-2-1）。

図表 1-2-1 アメリカの経常収支の推移(2001年-2011年)



(注) 2011年は推定値。
(出所) IMFより報告者作成。

図表 1-2-2 アメリカの経常収支の内訳(2001年-2010年)



(出所) 米国商務省より報告者作成。

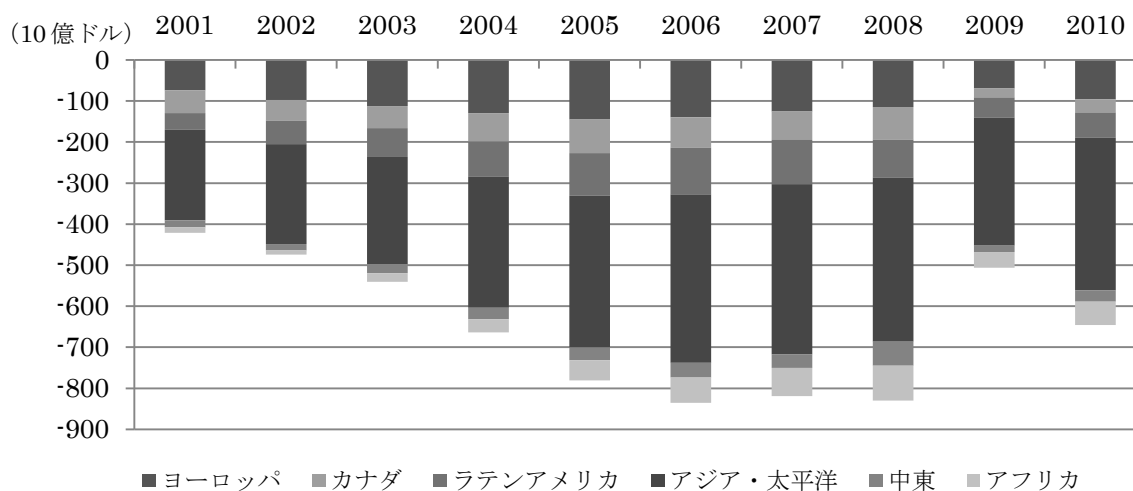
第1章 グローバル・インバランスと世界金融危機

また、図表 1-2-2 はアメリカの経常収支の内訳を示したものである。これによると、貿易収支と経常移転収支は赤字を計上している一方で、サービス収支と所得収支は黒字を計上している。特に貿易収支の赤字が経常収支赤字に大きく影響しているようである。また図表 1-2-3 より、アジア・太平洋地域⁵の赤字額が最も大きい。

アメリカの経常収支赤字を説明するには、主に 3 つのアプローチがある。第 1 は貿易の状況に着目する方法、第 2 は貯蓄・投資バランスの観点から分析する方法、第 3 は経常収支と表裏一体の関係にある資本収支の観点から分析する方法である。しかしながら、第 1 の貿易状況からのアプローチではアメリカの経常収支赤字の拡大を説明することは困難である。それは、輸出を削減し輸入を促進するような輸出入品の国際競争力の変化や貿易政策の変化があったとは考えにくいからである。むしろ、アメリカの経常収支赤字は貯蓄や投資の状況の変化から受動的に決まっていると考えられる⁶。

そこで、まずアメリカの経常収支赤字を貯蓄・投資バランスの観点から分析してみる。図表 1-2-4 によると、2000 年代初期は投資額に対し貯蓄額が大きく下落している。これは IT バブル崩壊後の不況による減税⁷で政府部門の貯蓄不足⁸、また、民間部門においては減税政策で多くの人々に資金の貸出が広まり、住宅価格が上昇し、ホームエクイティローンで家計の消費が拡大した。さらに高齢化に伴う医療支出の増加も関係し、アメリカの経常収支赤字は拡大した。

図表 1-2-3 貿易相手国・地域別経常収支赤字額(2001 年-2010 年)



(出所) 米国商務省より報告者作成。

⁵ 地域全体としては赤字を計上しているが、オーストラリア等に対しては黒字を計上している。ヨーロッパ地域についても同様に、ベルギーやオランダ等に対しては黒字を計上している。

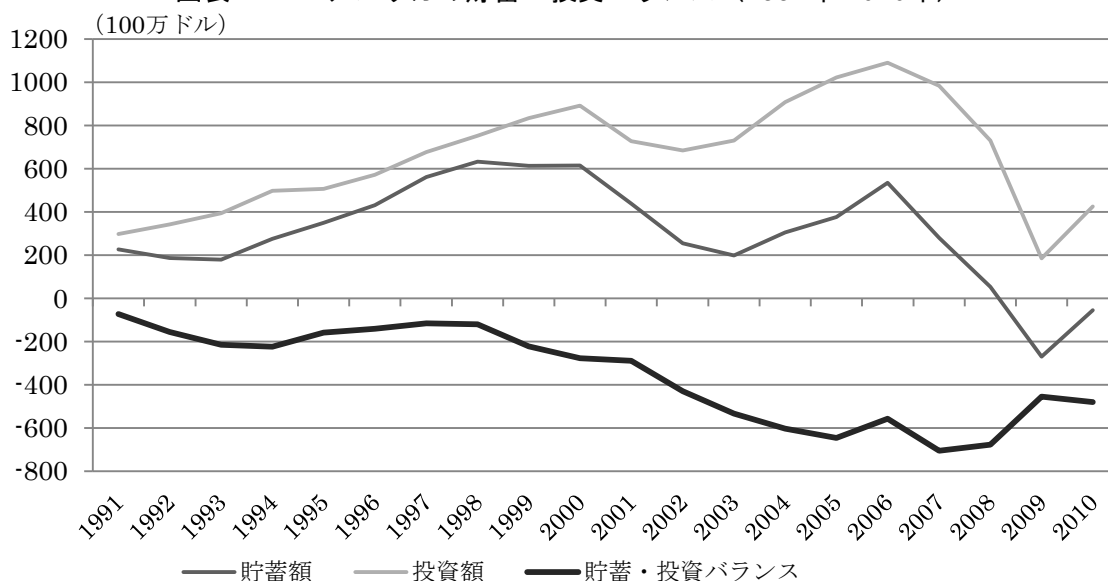
⁶ 谷内[2008]、白井[2010]。

⁷ 当時のブッシュ政権の政策によるものである。

⁸ 減税で税収が減収した。さらに、不況により政府支出が増加したこともあり、貯蓄不足となった。

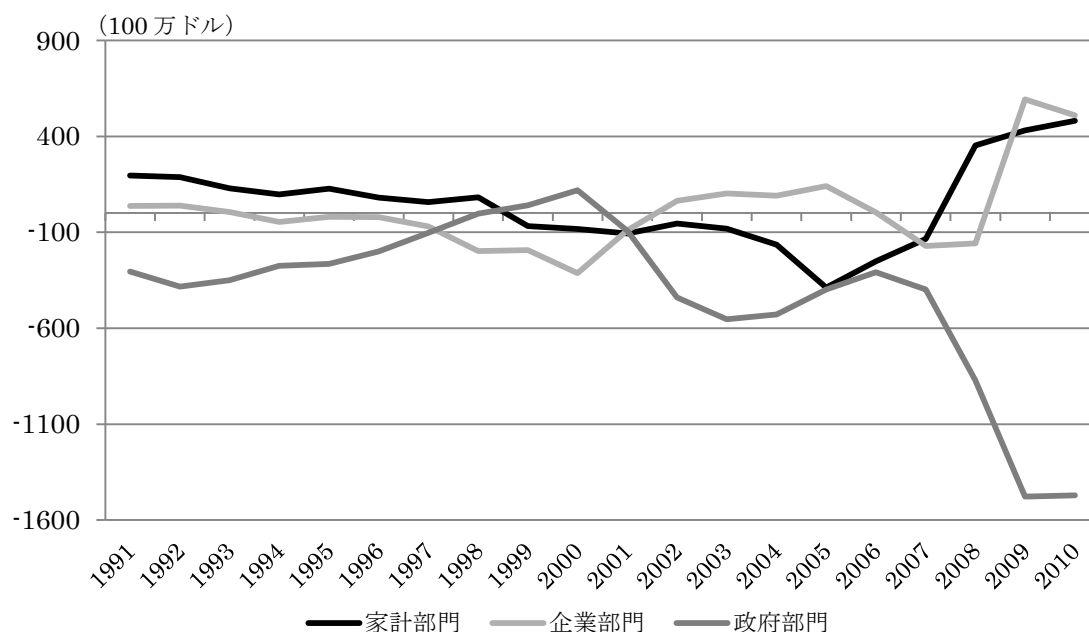
第1章 グローバル・インバランスと世界金融危機

図表1-2-4 アメリカの貯蓄・投資バランス（1991年-2010年）



(出所) 米国商務省より報告者作成。

図表 1-2-5 部門別貯蓄・投資バランス（1991年-2010年）



(出所) 米国商務省より報告者作成。

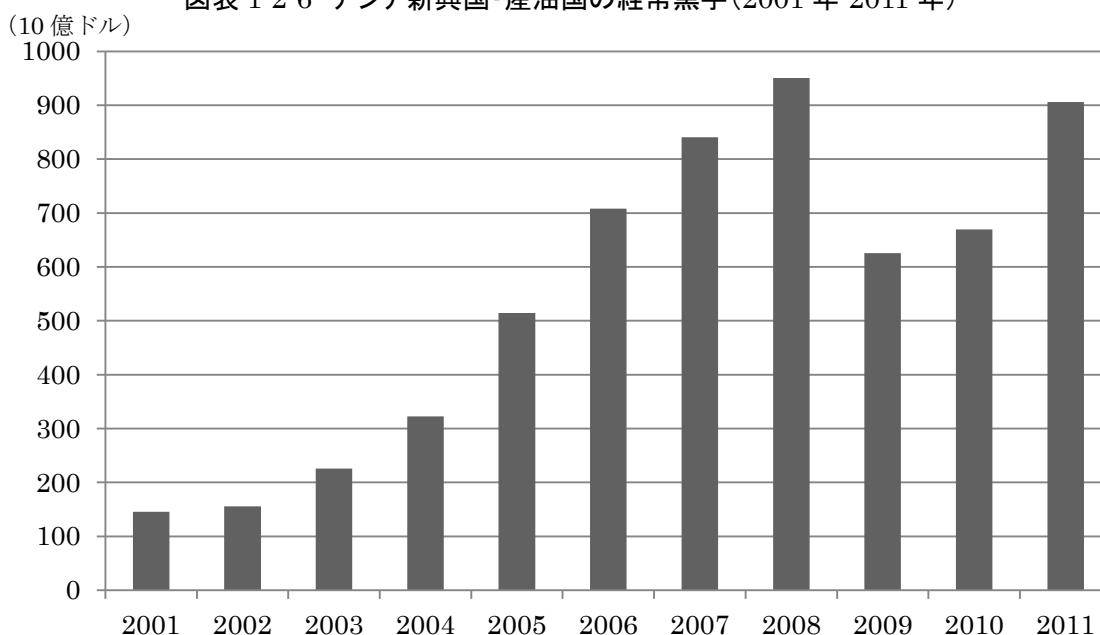
また、図表 1-2-5 はアメリカの貯蓄・投資バランスを部門別に表したものである。家計部門については、1990年代後半までは、貯蓄額のほうが高かったが、その後逆転し投資額が多くなった。企業部門に関しては1990年代半ばまで、貯蓄額と投資額はほぼ等しかったが、

第1章 グローバル・インバランスと世界金融危機

徐々に投資が多くなり 2000 年代初めに貯蓄が投資を超えた。政府部門は 2000 年付近を除き投資額と貯蓄額の差が大きくなっている（投資額>貯蓄額）。さらに貯蓄不足も顕著に目立っていて、図表 1-2-4 より 2000 年代に貯蓄・投資バランスが悪化しているが、特に政府部門が関与しているようである。

グローバル・インバランスが拡大した背景には、アメリカの経常赤字の拡大の一方で、中国を筆頭とするアジア新興国や産油国の経常収支黒字の急激な拡大があった。アジア諸国や産油国の経常収支を見てみると、ここ数年、慢性的な経常収支黒字を計上し、世界 GDP の 1%前後の黒字を継続している（図表 1-2-6）。特に中国は 90 年代後半以降、少額ながら黒字を維持していたが、2001 年末に世界貿易機構（WTO）への加入を果たし 2000 年代半ばより経常黒字額を急激に拡大させた（図表 1-2-7）。その後 2006 年に世界第一位の経常収支黒字国となると、2008 年にはその黒字額は世界 GDP の 0.7%となり、日本とドイツの黒字の合計を超える水準にまで拡大している。

図表 1-2-6 アジア新興国・産油国の経常黒字(2001 年-2011 年)

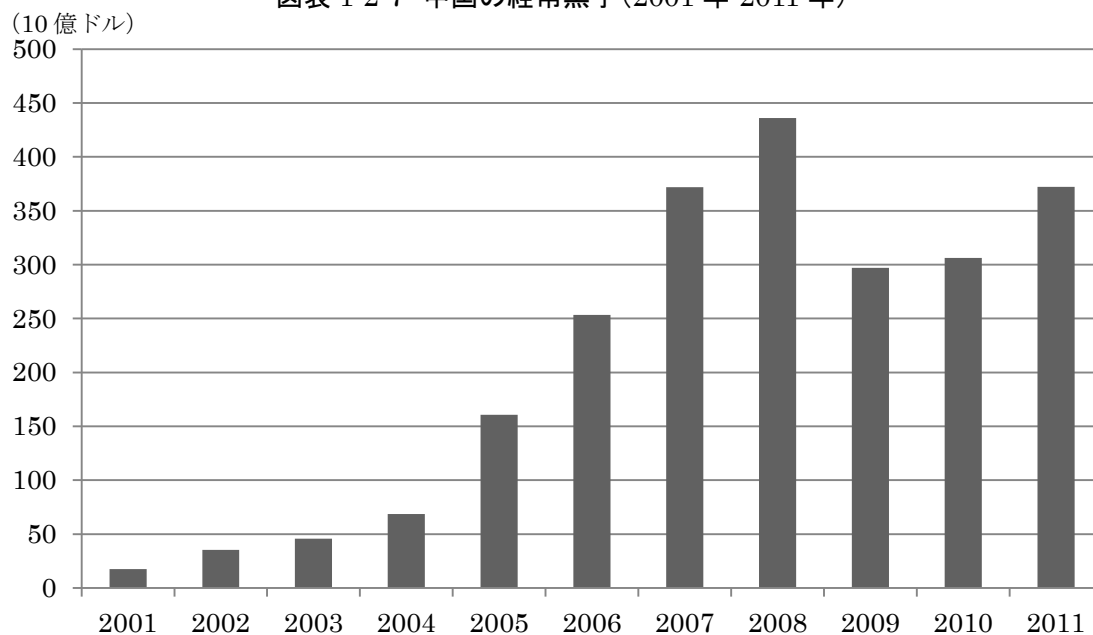


(注) 2009 年以降は推定値も含まれる。

(出所) IMF より報告者作成。

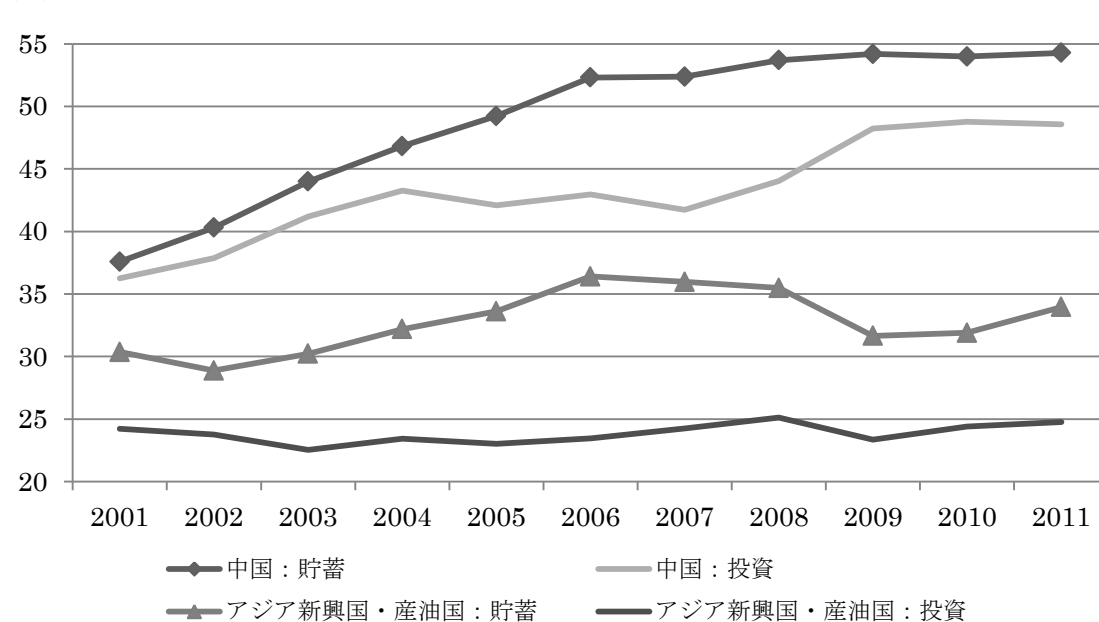
第1章 グローバル・インバランスと世界金融危機

図表 1-2-7 中国の経常黒字(2001年-2011年)



(注) 2011年は推定値。
 (出所) IMFより報告者作成。

図表 1-2-8 中国とアジア新興国・産油国の貯蓄・投資バランス(2001年-2011年)



(注) 総貯蓄、総投資の名目 GDP に占める比率。2009年以降は、推定値も含まれる。また、ここではアジア新興国に中国は含まれない。
 (出所) IMFより報告者作成。

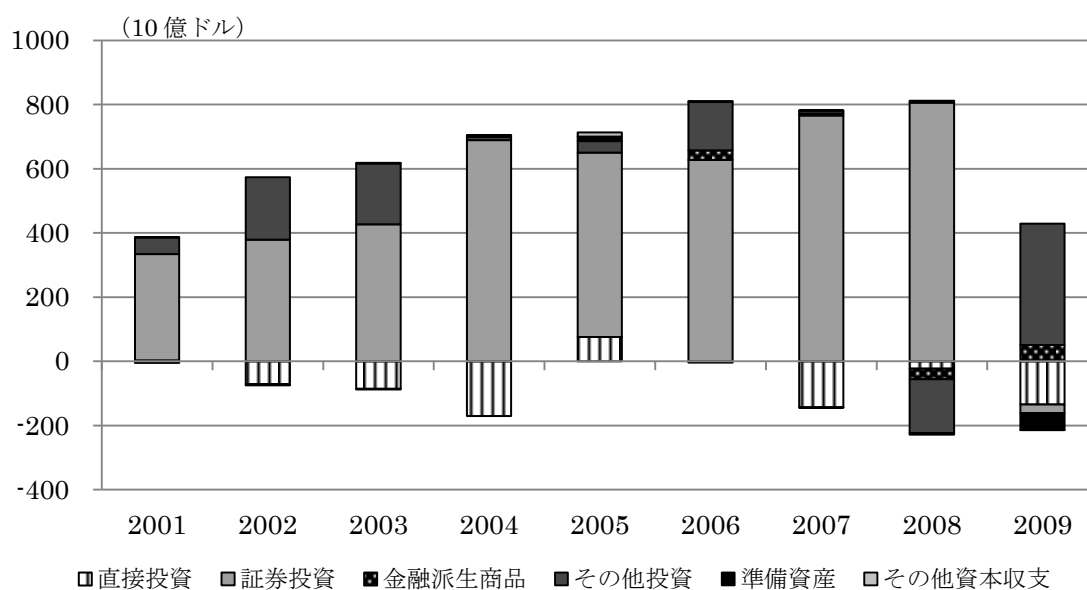
第1章 グローバル・インバランスと世界金融危機

次にアジア新興国や産油国の貯蓄・投資バランスについて考察してみる。図表 1-2-8 よりアジア新興国や産油国では 2000 年代初めより貯蓄超過傾向が見られる。アジア新興国や産油国の貯蓄はおおむね GDP 比 30%以上で安定的に推移しているが、投資は 20%台で推移している⁹。一方中国では貯蓄も投資も増加している。特に貯蓄の増加が著しく、その増加速度が投資の増加速度を上回っている。したがって、アジア新興国・産油国の経常収支黒字は過剰貯蓄というより過少投資により拡大したと言え、中国の経常収支黒字は過少投資というより過剰貯蓄により拡大したと考えることができる¹⁰。

(3) アメリカへの資本流入の形態

次に、アメリカの資本収支の観点から経常収支赤字を説明する。前述¹¹のように、経常収支と資本収支は表裏一体の関係にある。アメリカは貯蓄不足でグローバル・インバランスが拡大してきた。その貯蓄不足、つまり経常収支赤字を他国からの資本流入でファイナンスしてきたのである。資金需要が強く、また高収益率が期待できるアメリカに資金が流入する一方で、アメリカから海外に資金が還流して世界経済の成長を促進してきた¹²。そこで、ここでは、アメリカの資本収支を分析する。

図表 1-2-9 アメリカの資本収支¹³ (2001 年-2009 年)



(出所) IMF[2010]、IMF[2002]より報告者作成。

⁹ 1990 年代半ばはアジア新興国の投資率は 30%台半ばを記録していたが、アジア通貨危機で投資が減少し、その後回復していない。

¹⁰ 植田[2010]。

¹¹ 第 1 章第 2 項 (1) 経常収支の 3 つの意味の 2 番目を参照されたい。

¹² 植田[2010]。

¹³ 国際収支統計上、資本収支は投資収支とその他資本収支に大別される。投資収支はさらに、直接投資、証券投資、金融派生商品、その他投資に分類される。また、準備資産を資本収支に含むこともある。

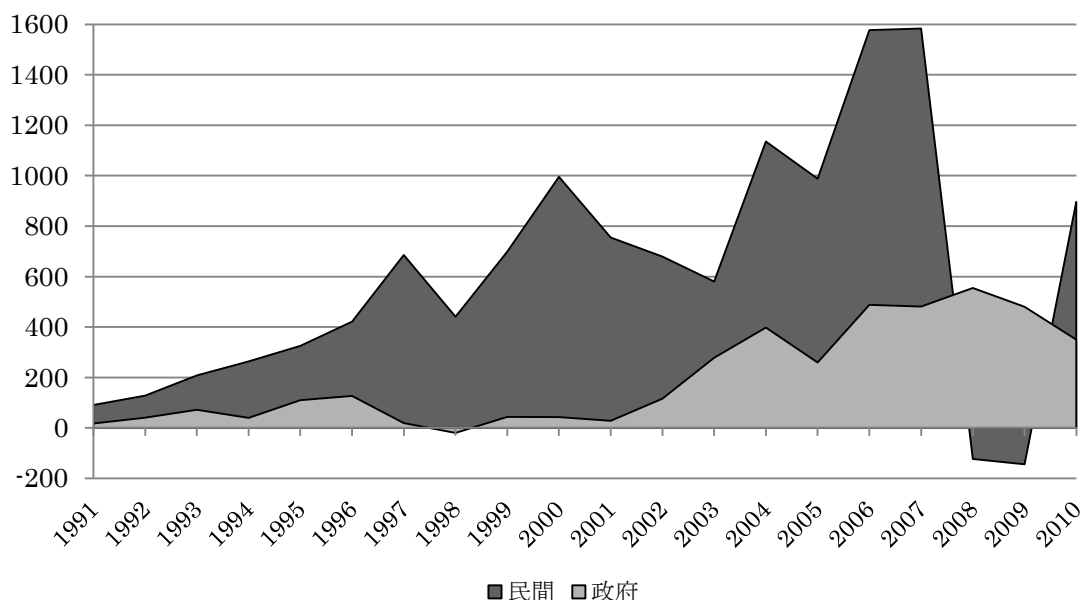
第1章 グローバル・インバランスと世界金融危機

図表 1-2-9 より、特に証券投資の黒字額が大きく、これが経常収支赤字のファイナンスに大きく貢献したようである。直接投資はおおむね赤字を計上していて、外国がアメリカに直接投資する額よりアメリカが他国に直接投資する額のほうが大きいことを示している。

次にどのような形態で資本流入しているか見てみたい。図表 1-2-10 より、アメリカへの資本流入は主に民間から賄われていることが分かる。2006 年は前年比 1.5 倍と急増した。民間からの資本流入の一部は産油国の経常黒字がロンドンを中心とするユーロダラー市場を経由する形で還流している。また、民間からの資本流入が 2008 年に急減している。これは金融危機に伴う証券化商品の価格下落によるものである。一方、政府部門は 2001 年以降、為替介入等で得た資金還流を中心に、外国政府による投資が急拡大したが、その後、ペースダウンしている¹⁴。

アメリカへの資本流入について、さらに詳細に分析する。図表 1-2-11 は民間部門、政府部門、それぞれからの資本流入の中身を示したものである。政府部門のアメリカへの投資は主に米国債、その他のエイジェンシー債等の資産からなる。一方、民間部門の対米投資は主に直接投資、証券投資、アメリカの銀行への貸付等に分かれる。全体としては、民間からのその他証券投資やその他投資の流入シェアが大きかったが 2008 年に流出に転じ、最近では流入してはいるがそのシェアは小さい。

(10 億ドル) 図表 1-2-10 海外からの官民別資本流入 1 (1991 年-2010 年)

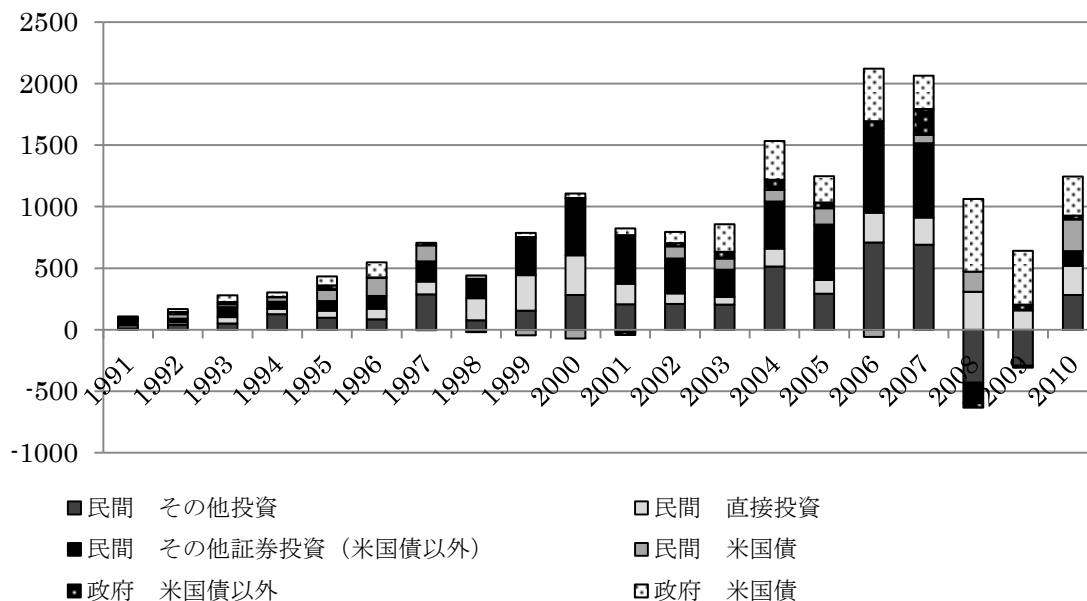


(出所) 米国商務省より報告者作成。

¹⁴ 土肥原[2007]。

図表 1-2-11 海外からの官民別資本流入 2 (1991年-2010年)

(10億ドル)



(出所) 米国商務省より報告者作成。

これまで述べてきたように、アメリカの経常収支赤字は特にアジア諸国から¹⁵の資本流入によりファイナンスされてきた。一方で、アメリカへの大量の資本流入は長期金利や住宅ローン金利の低下をもたらした。また、IT バブル崩壊後の減税政策で家計部門の購買力が上昇し住宅価格が高騰した。この低金利と住宅価格の上昇は住宅バブルをもたらした。さらに、信用力の低い個人に対しての住宅ローンが拡大した。しかしながら、住宅バブルが崩壊し、徐々に住宅ローンの返済不能が続出し世界金融危機へとつながった。グローバル・インバランスが世界金融危機の主要因であったとは言い難いが、一因であったことは確かだろう¹⁶。

1.3 世界金融危機の背景

(1) アメリカの住宅市場と個人消費の拡大

世界金融危機の背景として、まずアメリカの住宅市場の動向を見てみる。2000年代のアメリカの住宅価格は一貫して上昇する傾向をみせていた(図表 1-3-1)。その要因としてまず挙げられるのは、低い長期金利である(図表 1-3-2)。前節で述べたように、アメリカの経常収支赤字拡大は、海外からアメリカへの多額の資金流入でファイナンスされてきたが、その多額の資金流入はアメリカの長期金利の低下をもたらした。さらに、2000年のITバブル崩壊、2001年のアメリカ同時多発テロなどによって、米連邦公開市場委員会(FOMC)

¹⁵ 谷内[2005]。

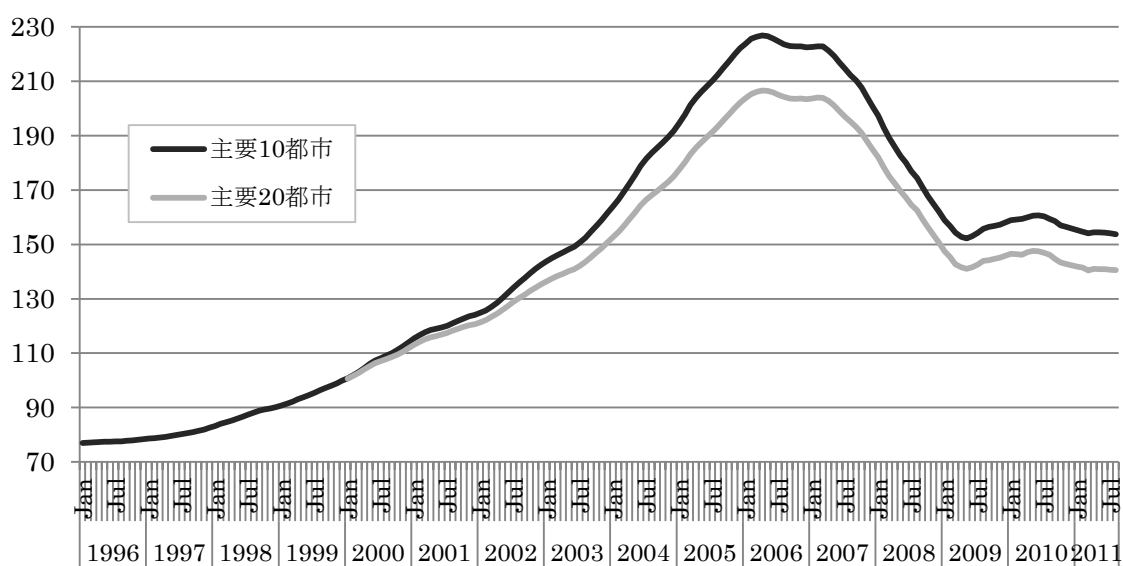
¹⁶ 住宅バブルや世界金融危機に関しては1章3節や4節に詳しい。

第1章 グローバル・インバランスと世界金融危機

がFFレートの誘導目標を引き下げたことも長期金利低下に寄与した。そして、長期金利低下に伴い住宅ローン金利も低下し、その低い住宅ローン金利が住宅資金借入れを容易にすることで住宅需要を刺激し住宅価格の上昇につながったといえる。他の要因としては、人口、世帯数の増加や、政府による住宅所得に関わる減税により住宅需要が増加したことが挙げられる。この減税は居住用住宅の場合、住宅ローンの利子支払部分が所得控除されて所得税が減税となるため、住宅ブームの拡大に寄与したと考えられる¹⁷。

また、この住宅ブームによる住宅価格上昇は家計の資産価値を高め、上昇した住宅価格を担保に取得した現金を消費に回すことで（ホームエクイティローン¹⁸等を利用）、アメリカの個人消費の拡大に貢献した。このように現金化された住宅資産は、グリーンSPAN前FRB議長らの分析によると、2005年当時で年率1兆ドルに上るとされ、引き出された現金の用途はFRBの調査によると4割が消費の押し上げに寄与したとみられ、さらにはその現金で資産投資も行っていたことも知られている¹⁹。したがって、グローバル・インバランスによる海外資金の流入が長期金利低下を通して住宅価格上昇の1つの要因となり、その住宅価格の上昇は消費の拡大を促し、アメリカの経常収支赤字拡大、グローバル・インバランス拡大の1つの要因であったと考えることができる。

図表 1-3-1 アメリカの住宅価格指数(2000年1月-2011年8月)



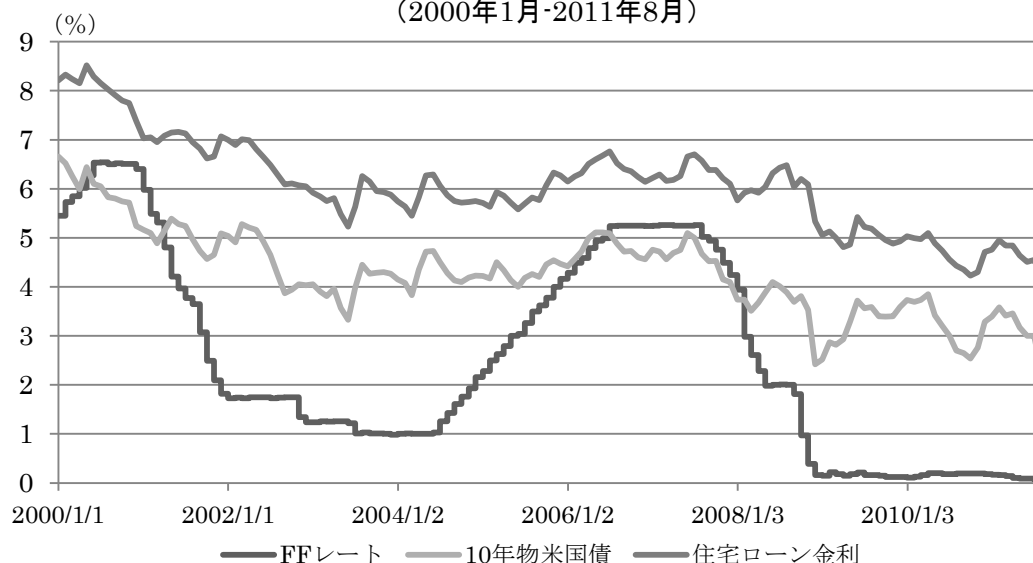
(出所) Standard&Poor'sより報告者作成。

¹⁷ 馬田・木村・田中[2010]。

¹⁸ ホームエクイティローンとは、住宅の純資産価値（住宅資産－住宅ローン未払い残高）を担保として、新規にローンを設定するものである。したがって住宅価格が上昇し続けている限りは住宅ローン金利の動向とは関係なく借入れが可能となる。

¹⁹ 三菱UFJリサーチ&コンサルティング調査レポート[2007]。

図表1-3-2 アメリカのFFレート、長期金利、住宅ローン金利の推移
(2000年1月-2011年8月)



(出所) OECD及びFRBより報告者作成。

(2) サブプライムローンの普及と証券化

サブプライムローンとは、アメリカにおいて FICO スコア²⁰の点数の低く、信用力の劣る「サブプライム層」と呼ばれる人々向けの住宅ローンであり、貸し手にとっては信用リスクが高いため、通常、金利は高めに設定される。しかし、多くのサブプライムローンは返済の当初数年間は返済金利が低く、後に金利が上がるというハイブリッド型の変動金利であり、返済の負担が一時的に軽減された。また、担保価値である住宅価格が上昇するというもとで貸し出しが行われていたため、返済不能の場合も住宅の転売をすれば債務は返済できるものとされていた。

住宅ブームの中、このサブプライムローンは急激に普及することになる(図表 1-3-3)。それを支えたのが住宅ローンを証券化した住宅ローン担保証券(RMBS)やさらにそれを他の証券と組み合わせて再証券化した債務担保証券(CDO)などの証券化²¹の進展である。住宅ブームの当初はプライム層向けの住宅ローンの証券化が進んでいたが、プライム層の住宅需要の増加が低迷するなか、サブプライムローンも証券化されるようになった²²。証券化の進展により、金融機関はリスクを移転することができ、信用リスクの高いサブプライム層にも積極的に融資できるようになったからである。しかし、サブプライムローン証券

²⁰ アメリカのフェア・アイザック社が開発した、借金情報と信用情報を数値化した信用スコア。

²¹ みずほ総合研究所によると、証券化とは、一般的には、企業や金融機関等が自己の保有する金銭債権や不動産等の資産を特別目的事業体(SPV)に譲渡し、当該事業体において譲り受けた資産が生み出すキャッシュフローに対する信用力を裏付けとする証券に転換し、それらを資本市場で売却することなどにより資金調達を行う方法をいう。

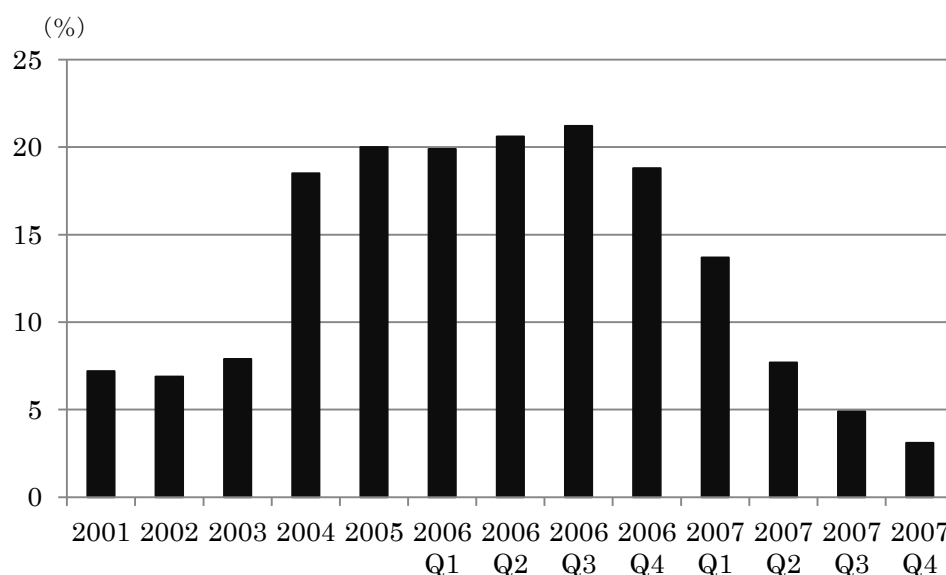
²² アメリカでは、住宅ローンの約6割が証券化され、サブプライムローンについては、約7~8割が証券化されていたとされる。

第1章 グローバル・インバランスと世界金融危機

化商品は原資であるサブプライムローンのデフォルト率が高いため、高格付けを得るのは難しい。そこで考案されたのが CDO である。CDO はサブプライムローン債権を集めて作った RMBS などの証券化商品をシニア（上）、メザニン（中）、エクイティ（下）のトランシェ²³に分け、証券の安全度や返済順位に優先劣後をつけ、他の金融資産も組み合わせることで高い格付けを得た。またリスク選好の異なる投資家に異なるリスクの CDO を販売できるというメリットもあった。

このような証券化商品は大量かつさまざまな住宅ローンをプールして組み合わせることでリスクを分散することができる。そのために証券発行主体は大量の住宅ローン債権が必要であった。この需要に応えるため、住宅ローン貸付機関は債権の売却を前提としてサブプライム層にも安易な審査で住宅ローン貸付を増やしていった（図表 1-3-5）。一方、住宅ローンの証券化を行う主体はファニーメイ、フレディマックなどの政府支援機関（GSE）と民間金融機関がある。政府支援機関が発行する証券がエイジェンシーMBS、民間金融機関が発行する証券がノンエイジェンシーMBS である。エイジェンシーMBS は主にプライムローン債権をベースにし、ノンエイジェンシーMBS はサブプライムローン債権をベースにしており、2000 年以降に急増している（図表 1-3-6）。では、なぜサブプライムローンを原資とするリスクの高い証券化商品がアメリカ内外の金融機関やヘッジファンド、投資家に多く購入されたのだろうか。その理由は先に述べたように証券化によりリスクが分散できると考えられたことに加え、格付会社と CDS（クレジット・デフォルト・スワップ）などの保証を提供するモノライン会社の存在が挙げられる。

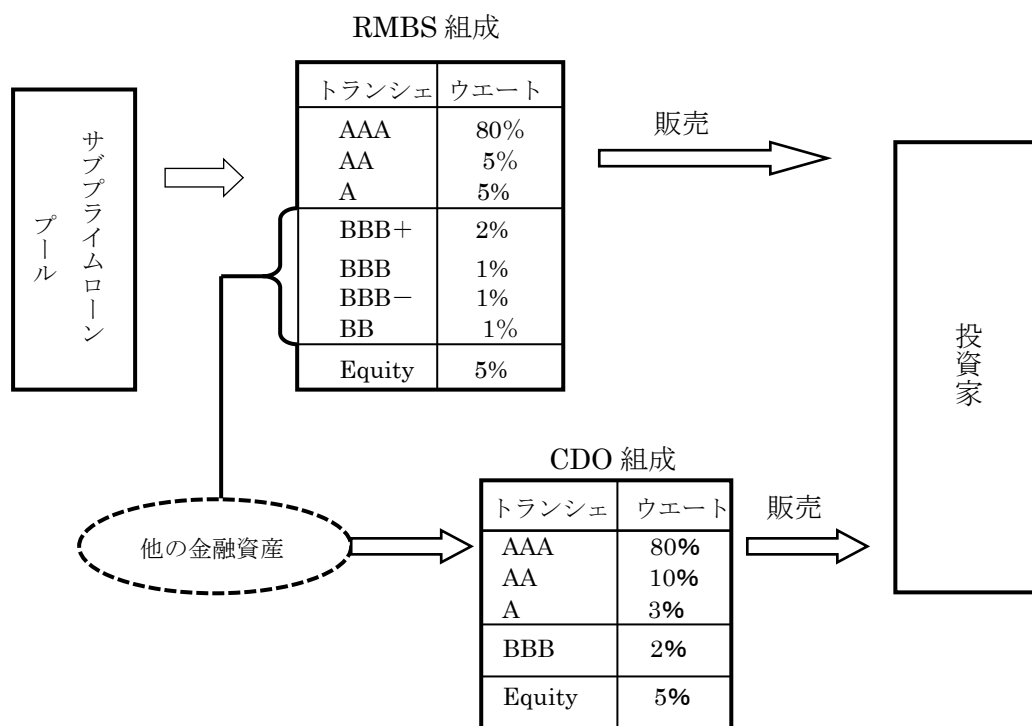
図表 1-3-3 住宅ローンに占めるサブプライムローンの割合(2001 年-2007Q4)



(出所) *The State of the Nation's Housing 2008* より報告者作成。

²³ トランシェとは証券化の際にリスクに応じて分けられた階層のこと。

図表 1-3-4 RMBS を裏づけとする CDO の組成



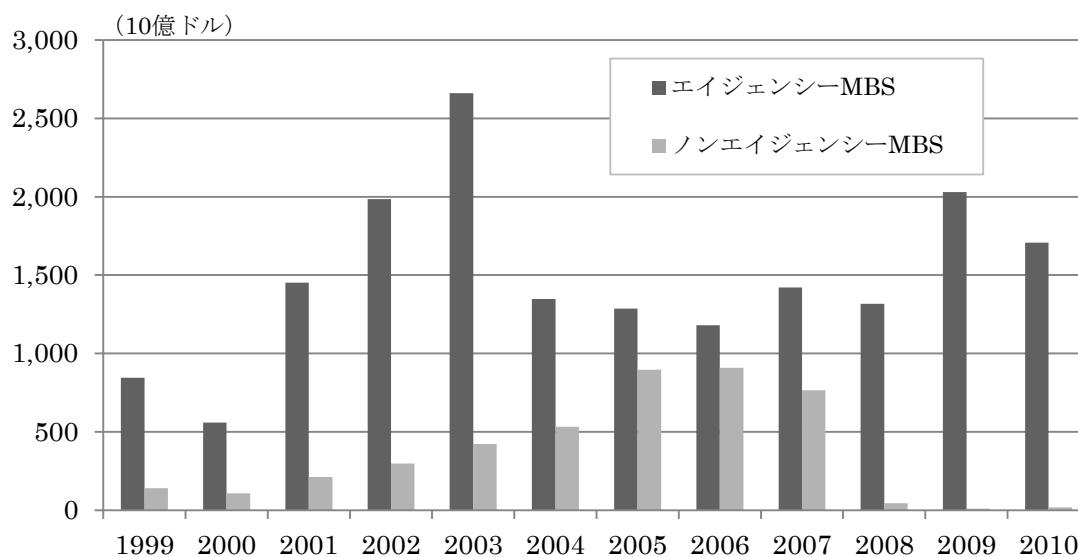
(注) 図は説明用に簡略化し、適当な数値を置いたものであり、実際の事例を正確にあらわしているわけではない。
 (出所) みずほ総合研究所より報告者作成。

図表 1-3-5 サブプライム貸出市場における貸出基準の変化

	十分な信用 のない貸し 出しシェア	返済額/所 得の平均	貸出額/不 動産価値の 平均	変動金利貸し 出しのシェア	利払いのみ貸出の シェア [Interest-only]
2001	28.5	39.7	84	73.8	0
2002	38.6	40.1	84.4	80	2.3
2003	42.8	40.5	86.1	80.1	8.6
2004	45.2	41.2	84.9	89.4	27.2
2005	50.7	41.8	83.2	93.3	37.8
2006	50.8	42.4	83.4	91.3	22.8

(出所) 植田[2010]より報告者作成。

図表 1-3-6 MBS 発行残高(1999年-2010年)



(出所) SIFMA より報告者作成。

(3) 格付けと保証

格付け会社は投資家に債権の情報や評価を提供する重要な業務を行う会社である。この格付け会社が RMBS や CDO に高格付けを与えたことは、これらの証券化商品の普及に大きく貢献したといえる。それは、米国債や社債の金利が低位で推移する中で、同じ AAA 格の商品であるのにも関わらず、他の AAA 格の債券より利回りが高いこれらの証券化商品は魅力的な運用対象といえたからである(図表 1-3-7)。しかし、格付け会社は証券発行主体から格付け手数料を得るため、不当に高い格付けを与えてしまうというインセンティブが働き、投資家に不利益を与えてしまう可能性があるという問題を持つ(「利益相反」問題)。また、MBS を加工した CDO のような金融商品の組成が複雑化・高度化する一方でそれを正確に格付けする方法が十分に確立されていなかったという問題もあった²⁴。このように格付け会社によるサブプライム関連商品の格付けは正確で客観的なものとはいえなかった。

一方、モノライン会社は金融商品の保証業務を行う会社である。サブプライムローン債権を証券化した商品が高リスクにも関わらず高い格付けであったことは、万が一デフォルトが発生してもモノラインが投資家に対して元利金の保証をしていたことも一因である。しかし、サブプライムローンの不良債権化が増え、元利金の支払いが増加するとモノライン自体の信用力が低下することになる。実際に大手モノライン会社アンバック・アシュアランスや MBIA が格下げされたことでこれらが保証するサブプライムローン債権や他の比較的優良な債権も格下げされ、金融市場に悪影響を与えることになった。

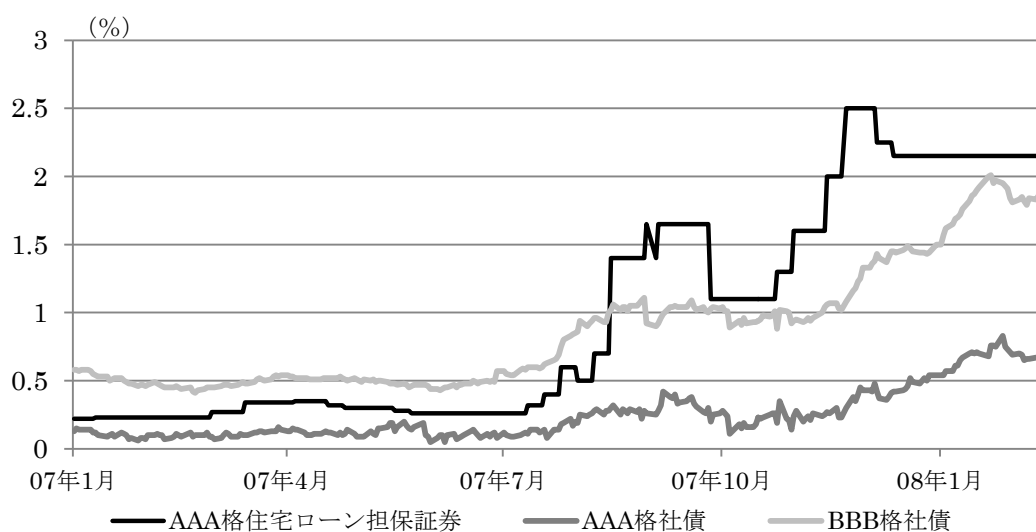
CDS とは多くのモノラインや金融機関が提供した金融派生商品であり、売り手は買い手から手数料を受け取ることでデフォルトの際に元本支払いを保証する。買い手は CDS を活

²⁴ 植田[2010]。

第1章 グローバル・インバランスと世界金融危機

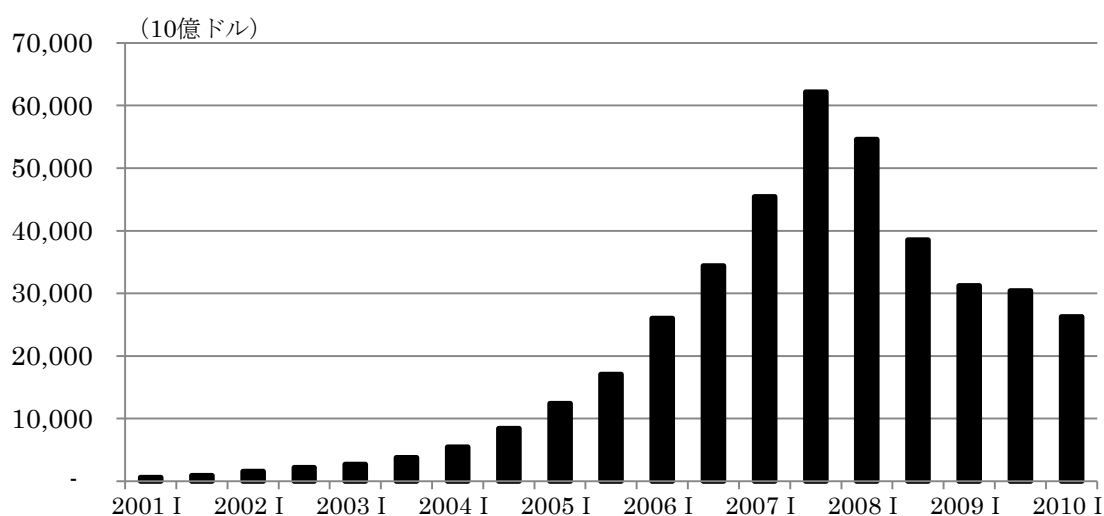
用することで大幅にリスクを軽減でき、また、銀行は保有資産が劣化した場合にも自己資本を積み増す必要がなくなるため、サブプライム関連のリスクの高い商品も購入しやすくなった。このため、CDS市場は2000年以降に急速に拡大し、ピーク時には60兆ドル以上取引されていた。また、AIGは2008年破綻の際には、4400億ドルものCDSを保有していたとされ、多大なリスクを抱えていた。

図表 1-3-7 RMBS(AAA格)と社債(AAA格、BBB格)の信用スプレッド
(2007年1月-2008年3月)



(注) 米国債利回りとの差。
(出所) IMFより報告者作成。

図表 1-3-8 CDS発行残高(2001年I-2010年I)



(出所) ISDAより報告者作成。

(4) 金融機関の不適切なリスク管理

今回の金融危機では、金融機関の不適切なリスク管理が指摘されている。その1つとして挙げられるのは金融機関のトレーディング業務などの「非伝統的投資銀行業務」に依存したビジネスモデルである。1999年のグラム・リーチ・ブライリー法（GLB法）によりそれまで禁止されていた銀行業務と証券業務の兼業が認められ、商業銀行が投資銀行へ参入するようになった。これにより投資銀行における伝統的業務²⁵の争いが激化し、収益性が低下することになった。そこで、他の収益源を求めて、証券化商品の組成・販売や自己勘定投資など「非伝統的投資銀行業務」が強化されるようになったのである。これらの業務は安定的な収益が見込みにくく不安定なため、住宅ブームや信用ブームに過度に依存した脆弱なものだったといえる²⁶。

2つ目は、SIVやコンデュイットといったオフバランス機関に関するリスク管理である。これはスポンサー銀行が自身のバランスシート上から切り離して設立した会社であり、スポンサー銀行は金融規制から逃れるため、これらの会社を通じてリスクの高い証券化商品の投資を行った。SIVは短期のABCP（資産担保手形）で資金調達を行い、RMBSやCDOなどの長期投資をし、そこで得た資産を担保にさらに資金調達を行い投資をするという方法を繰り返し、高いレバレッジ投資をしていた²⁷。しかし、この投資手法はハイリスク・ハイリターンであり資産価格が上昇している時は大きな収益をあげることができるが、担保でもある資産価格が下がると損失が何倍にも膨れる一方で、資金調達も困難になり、資金をスポンサー銀行に頼らざるを得なくなる。また、SIVなどが負った損失は契約によりスポンサー銀行が負担することになっていたためこのオフバランス機関はリスクの分散にはつながっていなかったといえる。

3つ目には、金融機関の報酬制度の問題がある。金融機関の報酬制度は短期的な業績の上昇に依存したものであり、中長期的な業績にリンクしたものではなかった。そのため、短期的な収益を上げるために過度なリスク・テイクを助長し、中長期的に安定した収益をあげるといった視点が欠けていた可能性がある。

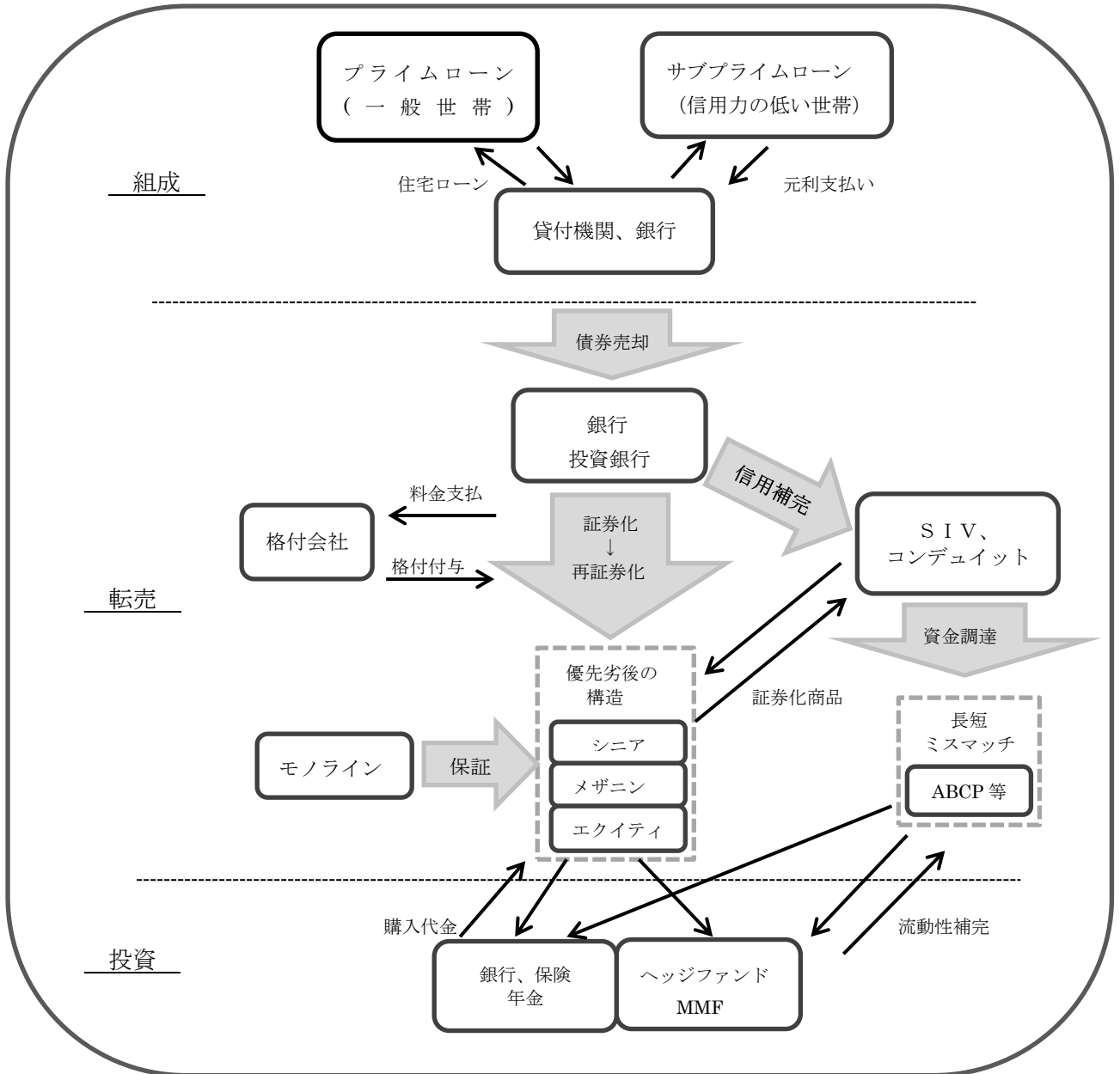
では、この節の最後にここまで述べてきた金融危機の背景を簡単にまとめたい。まず、海外からの資本流入による長期金利の低下などの諸要因が住宅価格の上昇に寄与した。住宅ローン貸付機関は住宅価格上昇を前提に信用力の低いサブプライム層にまで住宅資金の貸し付けを行い、金融機関がそれを証券化した。サブプライム証券化商品の普及の背景には、証券化の進展があり、この金融技術の発展によりサブプライムローン債権が高利回り、低リスク（とされていた）の金融商品に複雑に証券化され、それに高い格付けが加えられた。そして、金融機関は適切なリスク管理を行わずに、その商品に高レバレッジ投資を行ったのである。

²⁵ 投資銀行の伝統業務は債券・株式引受、M&A仲介などがある。

²⁶ 田中[2010]。

²⁷ このようにスポンサー銀行が、連結対象とならないよう簿外で設立した会社を通して、規制のかからない形でレバレッジを効かせた投資を行ってきたが、これを「影の銀行システム」と呼ぶ。

図表 1-3-9 サブプライムローンの証券化から転売まで構図



(出所) 日本銀行[2008]をもとに報告者作成。

1.4 世界金融危機の発生

(1) サブプライムローン問題の発生

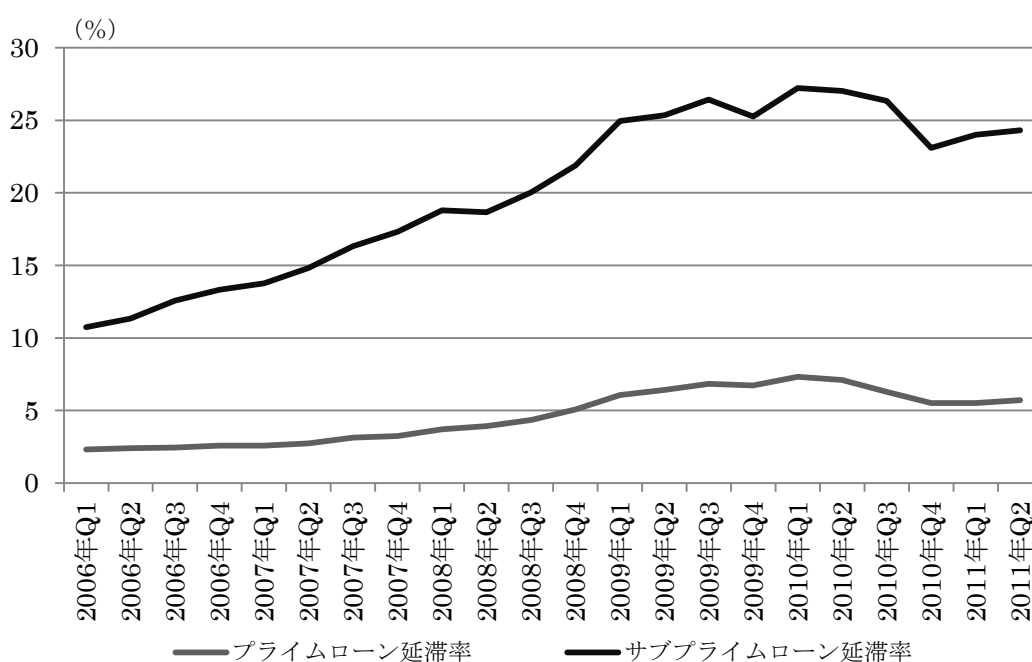
前掲図表 1-3-1 で見えてわかるように、それまで上昇していた住宅価格は 2006 年初めに頭打ちとなり 2007 年には下落に転じている。サブプライムローンは担保となる住宅価格の上昇が前提となって普及してきたため、この頭打ちでサブプライムローンの延滞率が上昇し始めた。また差し押さえられた担保物件は早期に売却されることで住宅価格の下落を加速

第1章 グローバル・インバランスと世界金融危機

させ、それに伴い延滞率もさらに上昇した（図表 1-4-1）。

しかし問題はこれだけではない。サブプライムローンの延滞率の上昇によって、サブプライムローンを裏付けとする RMBS や CDO などの証券化商品にも損失が生じることが懸念された。実際、2007年6月にベア・スターン傘下のヘッジファンド2社がCDOへの投資で損失を被った。そして、翌7月には格付け機関によってサブプライム関連証券化商品の大幅格下げが公表された（図表 1-4-2）。この格下げによって、金融機関や投資家のサブプライム関連の証券化商品に対する不安拡大だけでなく、格付け会社自体の信頼も疑われるようになった。それまでこれらの証券化商品の価格評価は格付け会社の情報に頼っていたため、価格形成が困難となり、流動性が低下するとともに商品保有者の投げ売りによって更なる証券化商品の価格下落を招いた²⁸。この価格の急落はこれら商品を保有する金融機関や投資家に多額の損失を与えた。特に、前述したようにSIVなどのオフバランス機関は、保有資産を担保に資金調達していたため担保価値の下落により借り換えが困難になり、スポンサー銀行自体に損失が出る恐れが生じた。スポンサー銀行の損失補填のための資金確保行動や金融機関の破たん懸念などにより金融機関同士が疑心暗鬼にかかり、信用収縮や短期金融市場で流動性が著しく悪化することとなった。

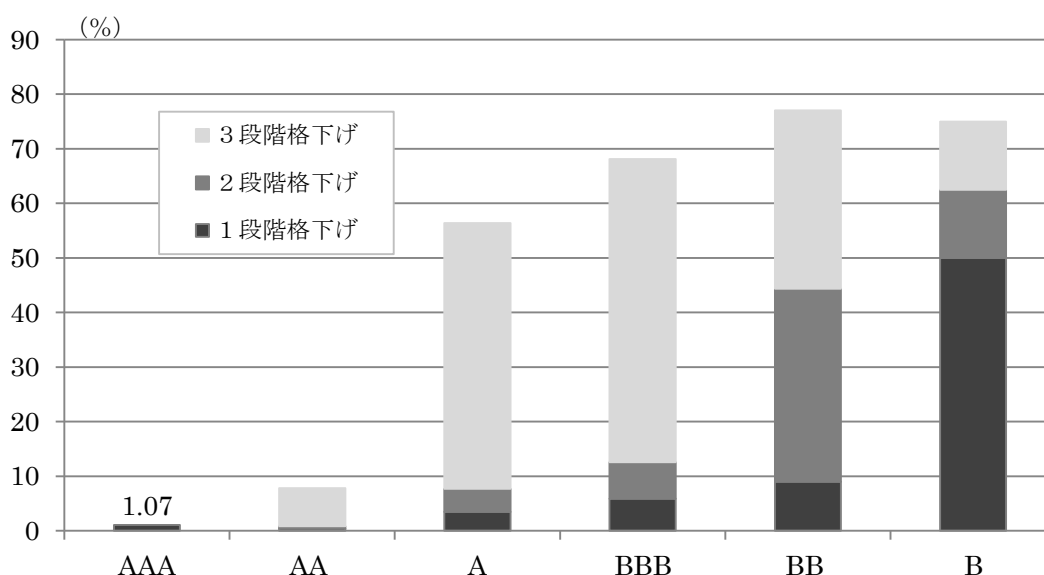
図表 1-4-1 住宅ローンの延滞率推移(2006年Q1-2011年Q2)



(出所) Standard&Poor's より報告者作成。

²⁸ 内閣府[2007]。

図表 1-4-2 格下げされたサブプライムローン担保証券の割合(2007年-2008年)



(出所) IMF より報告者作成。

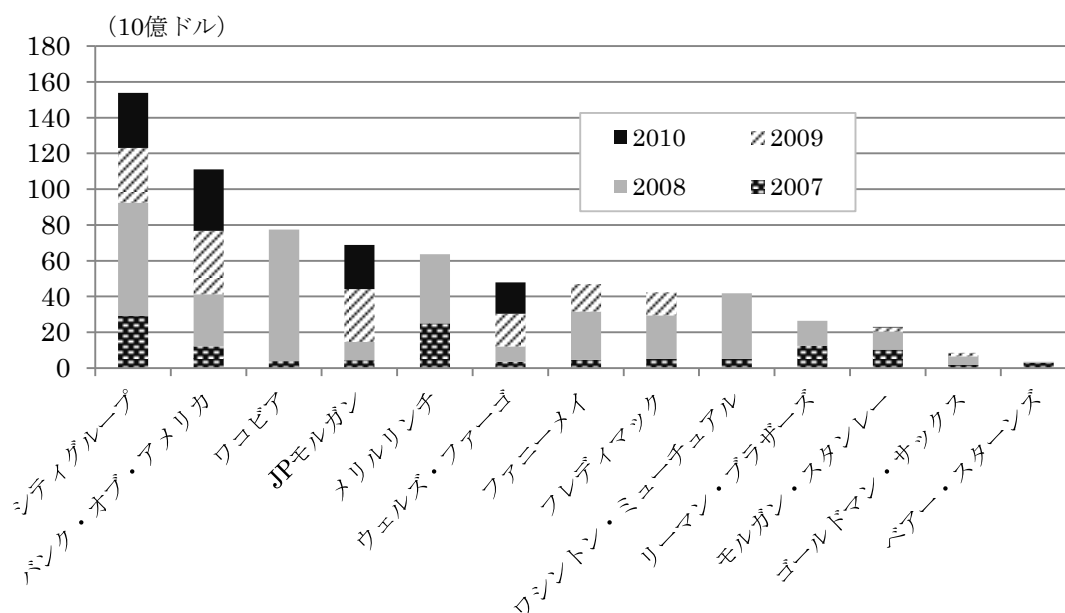
この動揺はヨーロッパでも起こった。2007年8月に仏大手銀行 BNP パリバが傘下ファンドの凍結を発表するという、いわゆるパリバ・ショックが発生する。このパリバ・ショックをきっかけに金融不安が広がり、混乱の度合いを深めることになった。サブプライムローン問題はアメリカの問題であったにも関わらずヨーロッパでも危機が発生したのは、ヨーロッパの金融機関もオフバランス取引などを通じてサブプライム関連の証券取引に深く関わっていたからである。そして、凍結されたこのファンドはサブプライム関連商品に多額の投資を行っていたため、大きな損失を抱えてしまったのである。また、ヨーロッパの金融機関はドル建てで投資を行っていたが、パリバ・ショック後、ドル資金の調達が困難になりドル不足が発生した。

このような金融市場の混乱に対し、各国の中央銀行は短期金融市場に大規模な流動性供給を行った。さらにアメリカは FF 金利を 5.25% から 4.75% へ引き下げるなど短期金融市場の混乱を収めようとした。

(2) サブプライムローン問題の拡大

サブプライムローン問題は、格付け会社への不信やモノライン会社の格下げ懸念などもあり、プライムローンを含む住宅ローン全体へと広がり、さらには商業不動産ローン担保証券などその他の問題のない証券化商品にまで影響し、証券化商品自体への投資が抑えられるようになった。特にファニーメイやフレディマックといった政府支援機関が発行するエイジェンシーMBS はリスクの低い安全資産とされてきたが急速に需要が落ち込むことに

図表 1-4-3 金融機関のサブプライム関連損失額



(注) ワコビアは2008年ウェルズ・ファーストにより、メリル・リンチは2009年1月にバンク・オブ・アメリカにより買収。ワシントン・ミュージュアルは2008年9月に事実上破たん。その後JPモルガンにより買収。
 (出所) Reutersより報告者作成。

なった。このエイジェンシー債は市場では「暗黙の政府保証」があるとされ、レポ市場において重要な担保ともされていた。そのためエイジェンシー債の価値低下は、担保価値の低下を通じ、レポ市場で資金調達を行ってきた金融機関の資金繰りが急速に逼迫するなどの悪影響を及ぼした。

このように危機が拡大する中、金融機関は多額の損失を受ける(図表1-4-3)。そして、3月にアメリカの大手投資銀行ベア・スターンズが経営難に陥り、市場の混乱を避けるため救済されるという事態が起きた。7月にはファニーメイ、フレディマックの2社の経営不安のため公的資金の注入が検討されているという緊急声明が発表され、エイジェンシー債は一層売られることになり、両社は9月には一時政府管理下におかれることになった。この2社はサブプライム問題後の政府の住宅ローン対策により、住宅ローン債権の買い取り額を増加させたが、それが経営不安を拡大させたのである。

(3) リーマン・ショックの影響

① 金融市場の混乱と实体经济への波及

これら一連の救済で金融危機が後退することが期待されたが、2008年9月15日アメリカ第4位の投資銀行リーマン・ブラザーズが破綻し、世界の金融市場に大打撃を加えた。いわゆる、リーマン・ショックである。それまで大手金融機関は、経営危機に陥っても政府によって救済されるだろうと考えられていた。それは、大きすぎてつぶせない (too big to

第1章 グローバル・インバランスと世界金融危機

fail)、他の金融機関との関係が密接すぎてつぶせない (too interconnected to fail) という考えがあったからだ。しかし、リーマン・ショックによってこの期待が裏切られたため、他の金融機関にも破たんリスクが顕在化し、大手金融機関に対する信用不安が拡大して金融市場が一層混乱した。そして、短期金融市場では、リーマン・ブラザーズの破綻を受けMMF²⁹のリザーブ・プライマリー・ファンドが元本割れを起こしたことにより、MMFは取り付け騒ぎに見舞われる。続く16日にはアメリカの大手保険会社AIGが救済される。AIGが救済されたのは、同社が多額のCDSを保有しており、CDSで元本保証を提供する同社の破たんによってCDSを購入した金融機関も保有債権のデフォルトのリスクを抱えることになるからである。

この一連の危機の間の信用スプレッドを見てみると(図表1-4-4)、2007年8月のパリバ・ショック直後や、その後の資金調達不安が高まった時期、ベア・スターンズが救済された時期といった金融市場の混乱局面において拡大してきたが、リーマン・ブラザーズ破綻、AIG救済を受けて最も拡大し、4倍近く跳ね上がった。この金融市場の混乱によって、金融市場で金融資産の売却が加速し、アメリカの株式市場は急激に下落した(図表1-4-5)。この下落は世界各国に波及し、資金を借りて投機を行ってきた金融機関や投資家は現金を求めて金融資産を売却して自国通貨建ての現金を確保しようとしたため世界中で株価の暴落(図表1-4-6)、為替相場の急変が生じた³⁰。この影響は特に海外資金への依存が高い新興国に大きく、急激な自国通貨、株価下落や投資資金の引き揚げを通じ実体経済にも危機が波及した。

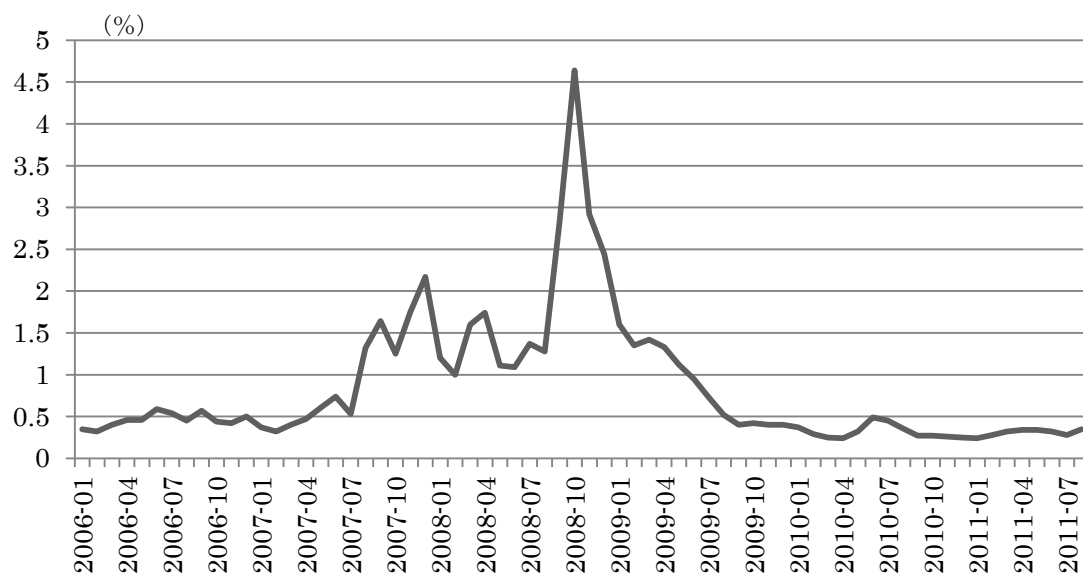
また、アメリカの個人消費の減少も実体経済へと影響を与えた。アメリカの個人消費は住宅価格や株式の上昇など、資産価格の上昇によって拡大してきた。しかし、金融危機以降、これら資産価格の急激な下落はアメリカの個人消費を減少させる要因となった。また、金融機関の家計や企業への貸出審査の厳格化も個人消費や設備投資の減少を通じ実体経済を悪化させた。そして、実体経済の悪化が資産価格の下落や賃金所得の低下などを通じ、さらに個人消費を減少させるという悪循環が生じた。さらに、アメリカの個人消費の減少はアメリカ経済だけでなく、各国の経済へも影響を与えた。それまでアメリカの個人消費が世界経済をけん引してきたため、アメリカの個人消費の減少によって、各国の輸出も減少したのである。その結果、金融市場で直接影響を受けなかった国にも実体経済悪化という影響を与え、世界経済全体を停滞させたのである。そしてその一方で、アメリカの個人消費の減少はグローバル・インバランスの縮小の要因ともなった。

図表 1-4-4 信用スプレッドの推移(2006年1月-2011年8月)

²⁹ 不特定多数による小口資金をプールして、短期証券に投資して運用する投資信託の事。元本の安全を確保しながら運用するため元本割れはないとされてきた。

³⁰ 馬田・木村・田中[2010]。

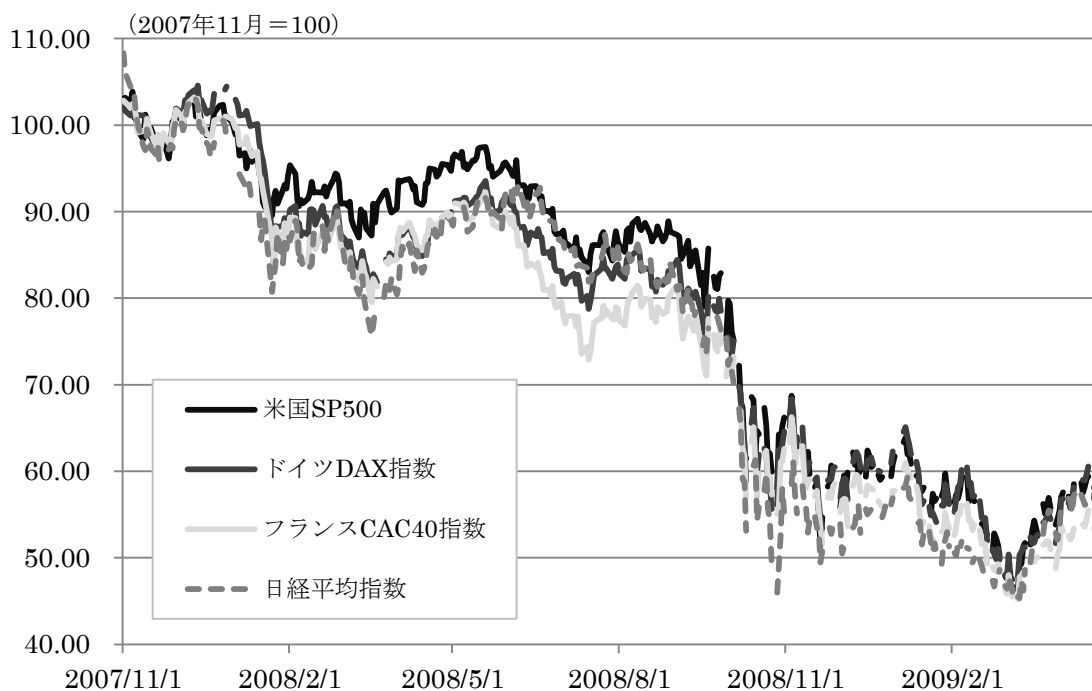
第1章 グローバル・インバランスと世界金融危機



(注) 信用スプレッドは、アメリカ財務省証券3か月物とユーロドル金利3か月物との利回り格差。

(出所) FRBより報告者作成。

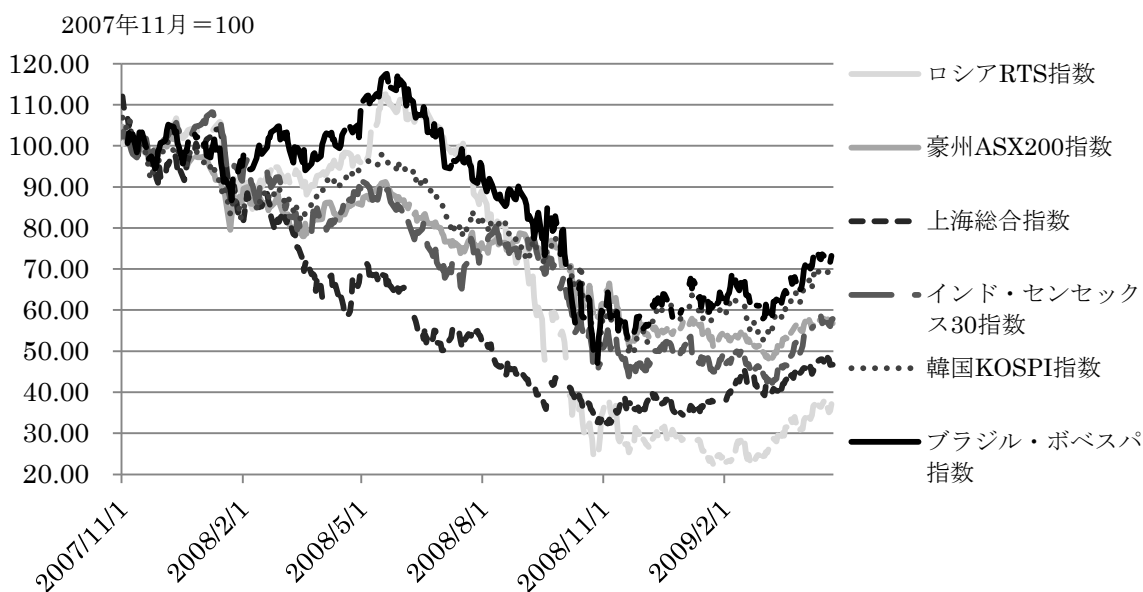
図表 1-4-5 各国の株価指数の推移 その1(2007年1月-2009年4月)



(出所) 経済産業省[2009]より報告者作成。

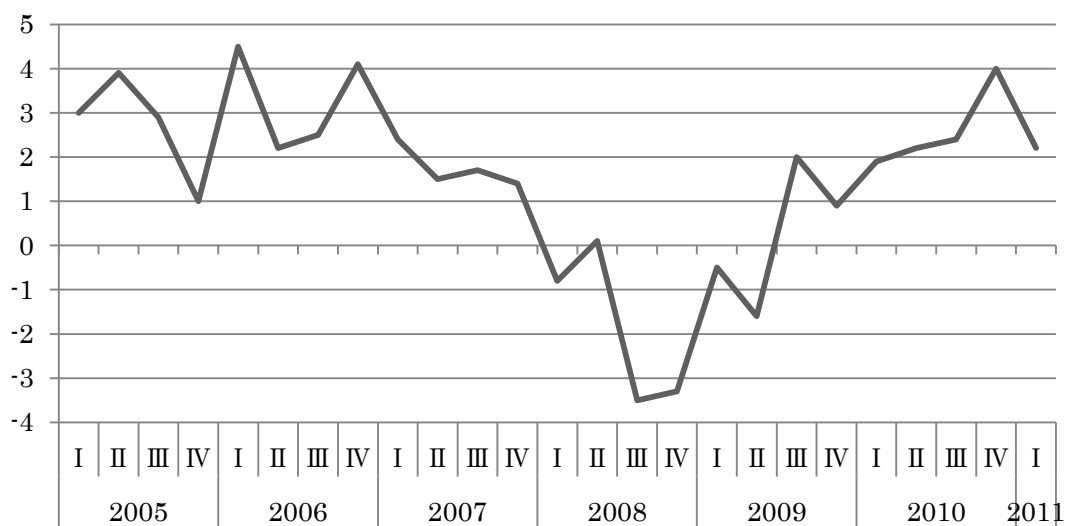
図表 1-4-6 各国の株価指数の推移 その2(2007年1月-2009年4月)

第1章 グローバル・インバランスと世界金融危機



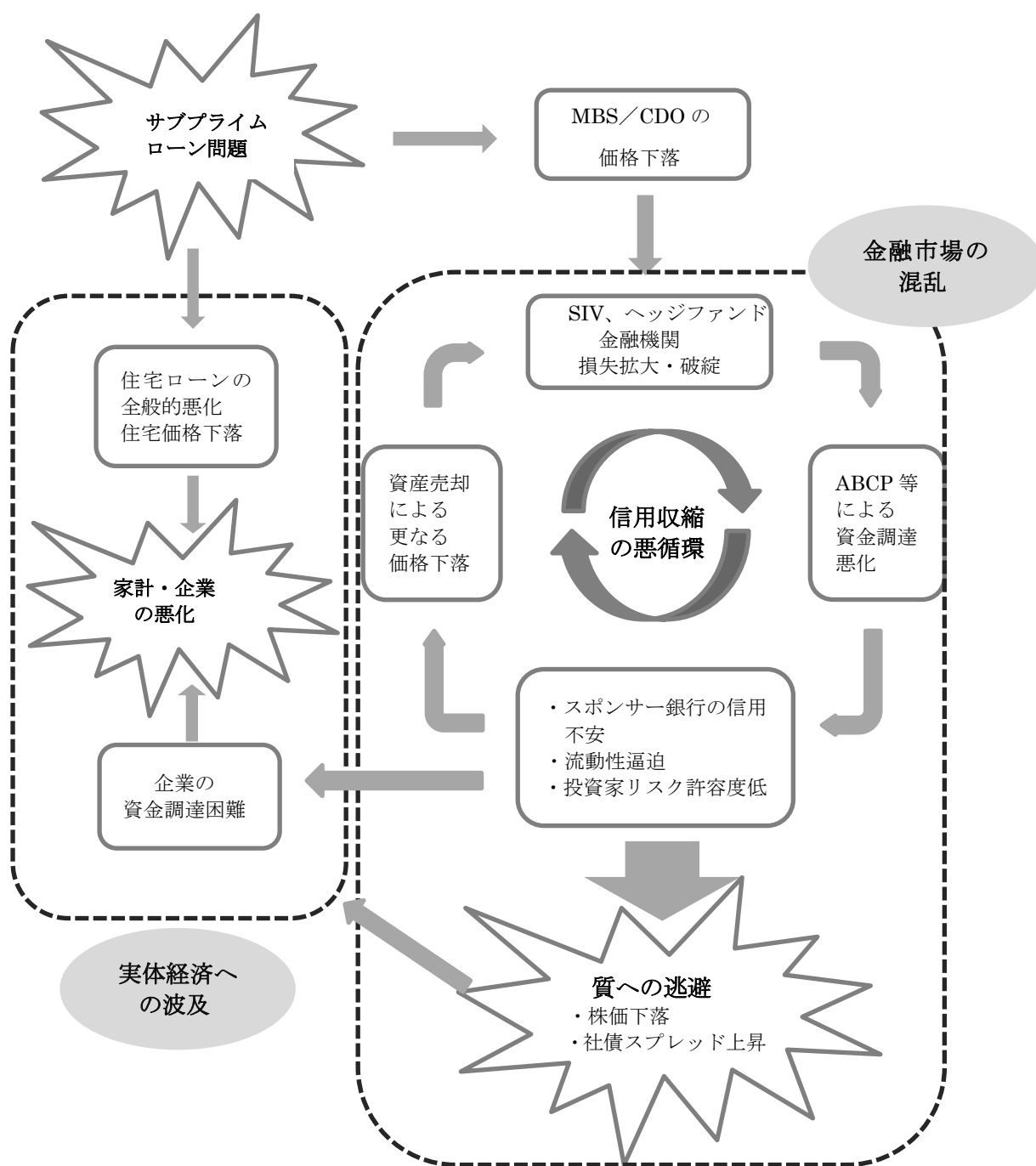
(出所) 経済産業省[2009]より報告者作成。

図表 1-4-7 アメリカの個人消費の伸び率(2005Q1年-2011年Q1)
(前期比、単位:%)



(出所) 経済産業省[2011]より報告者作成。

図表 1-4-8 サブプライムローン問題の波及経路



(出所) みずほ総合研究所[2007]を参考に報告者作成。

② 危機によるグローバル・インバランスの縮小

このたびの世界金融危機を経て、グローバル・インバランスは大幅に縮小した。前掲の図表 1-2-1 を参照されたい。アメリカの経常収支赤字は、2006 年の対 GDP 比で約マイナス 6.0% をピークに減少している。2009 年には同マイナス約 2.7% まで低下し半分以上に赤字が縮小した。アメリカでは資産価格が急落し、内需が急激に減少した。これにより経常

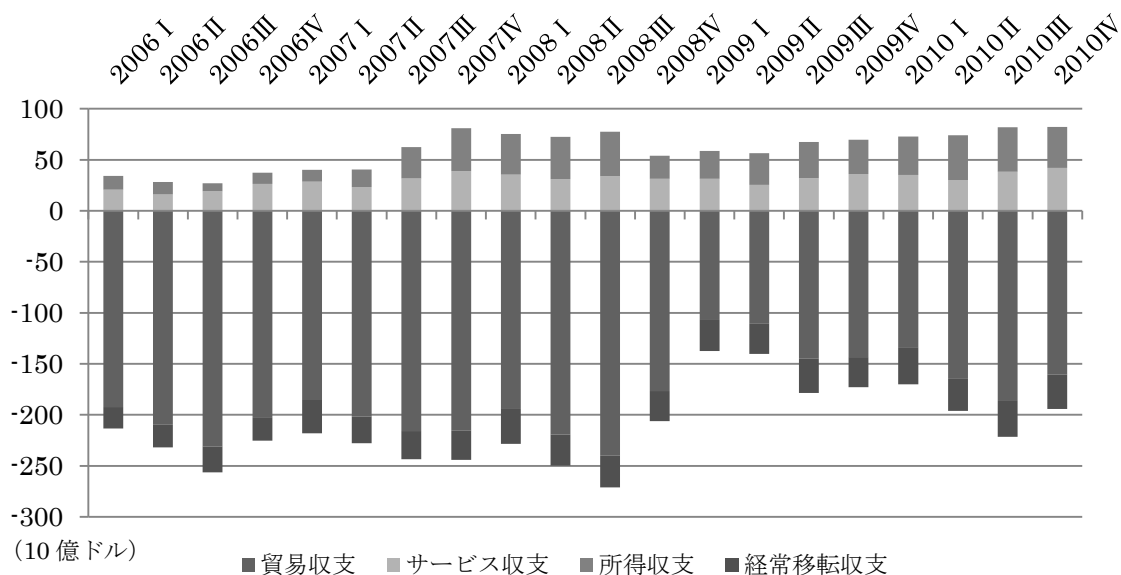
第1章 グローバル・インバランスと世界金融危機

収支が大幅に改善した。一方、中国などの経常収支黒字国では、耐久消費財や投資財の輸出が急減し、黒字幅が縮小した。また、石油価格が顕著に下落し、産油国の黒字が縮小するだけでなく、石油輸入国の赤字を縮小させる効果もあった³¹。

ここで、図表 1-4-9 はアメリカの経常収支を四半期ごとに見たものである。これよりアメリカの経常収支赤字は 2008 年第 3 四半期から 2009 年の第 1 四半期にかけて大きく減少したことが分かる。特に貿易収支の減少が著しく同時期においておよそ 45%減少している。経常移転収支には大きな変化は見られない。また、黒字側においても 2008 年第 4 四半期に所得収支の若干の減少が見られるが、全体としては大きな変化は見られない。

このような中、2008 年から 2009 年にかけて、アメリカの貯蓄・投資バランスにも大きな変化があった。アメリカの部門別の資金過不足を見ると、金融危機後、企業部門は設備投資を大幅に抑制したため資金余剰に転じた。また、家計部門は住宅価格の下落と不況の中で、消費や住宅投資を抑制してバランスシートを改善しているため資金余剰幅が大幅に拡大した。しかしながら、政府部門は景気後退で税収が減少する一方、景気対策³²による政府支出拡大で財政赤字が増加し資金不足が大幅に拡大している。企業部門と家計部門の資金余剰（貯蓄超過）の拡大が、政府部門の資金不足（貯蓄不足）の拡大を上回っているため、経常収支の赤字も縮小している³³。

図表 1-4-9 アメリカの四半期ごとの経常収支（2006 年 Q1-2010 年 Q4）



(出所) 米国商務省より報告者作成。

³¹ 植田[2010]。

³² 詳しくは第 2 章で述べる。

³³ 植田[2010]、白井[2009]。

第2章 金融危機対応の作用

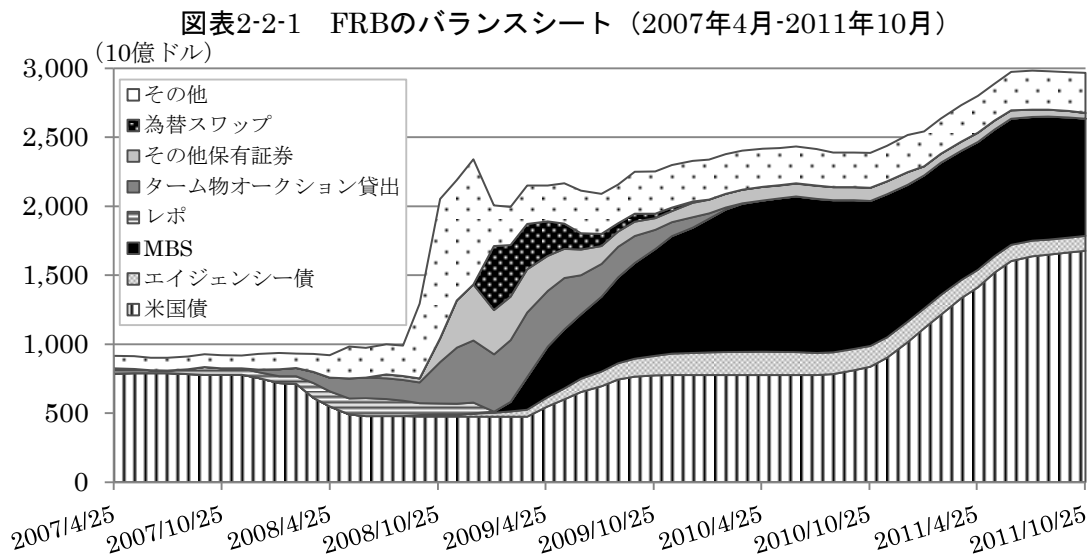
2.1 はじめに

リーマン・ブラザーズ倒産に始まった世界金融・経済危機は世界中の金融市場と経済を危機に陥れた。特に証券化商品が多く出回っていたアメリカとヨーロッパの金融市場の痛みは激しく、政府や中央銀行による支援が矢継ぎ早に施された。また金融市場の混乱は企業の資金調達を阻害し、それに伴う雇用喪失や資産価格下落による逆資産効果は家計の消費を冷え込ませるなど、実体経済にまで影響を与えた。アメリカにおいてはFRBによる大胆な「非伝統的」金融政策が行われ、また財政政策として金融安定化や経済回復を目的とした過去最大規模の財政支出が行われた。この結果2009年前半には危機が終息し、金融システム全体の崩壊は免れた。しかしそれらはまた、FRBの膨張したバランスシートと政府の巨額の財政赤字を残し、ドルの信認に悪影響をもたらすこととなった。この章では今回の危機でFRBが実施した伝統的金融政策と非伝統的金融政策との違いと、政府による財政政策の2つの側面を紹介し、それらの政策効果を評価する。

2.2 伝統的金融政策から非伝統的金融政策へ

(1) 伝統的金融政策を補完する非伝統的政策

FRBのバランスシート(図表2-2-1)を見てみよう。2008年8月までバランスシートの規模は9000億ドルを保っていた。その後リーマン・ショックに伴う金融危機対応のため、12月にはバランスシートの規模が2倍超の2兆3000億ドルまで膨れ上がった。しばらくその水準を保っていたが、QE2の実施によりバランスシートは3兆ドルにまで膨張した。



(注) その他保有証券にはCPFF、TALF、Maiden Laneでの保有証券を含む。

(出所) FRBより報告者作成。

第2章 金融危機対応の作用

図表 2-2-2 伝統的金融政策における資金供給方法

	公定歩合貸付（窓口貸出）	オペレーション
目的	市場で資金調達が困難となった金融機関への流動性供給・市場金利への上限設定	成長通貨の供給・日々の金融調節
形式	貸出（受動的）	買い切り・レポ（現先）
金利決定	公定歩合	入札
対象資産（担保）	企業向け融資債権を含むなど広範囲	国債（制度上はエイジェンシー債・同保証 MBS も可）
対象先	預金金融機関（約 7000 社）	プライマリーディーラー（大手証券約 20 社）

（出所）伊豆[2009d]より報告者作成。

① 伝統的金融政策

FRB の伝統的金融政策は政策金利操作と資金供給に大別され、資金供給方法としてはオペレーションと窓口貸出の2つに分けられる（図表 2-2-2）。FRB の政策金利の誘導目標は FF レートと公定歩合であり、FF レートは市中銀行の FRB への預け金を銀行間で取引する際に用いられる金利、公定歩合は FRB から金融機関への融資の際に用いられる金利である。公定歩合も政策金利ではあるが、以下で述べるように役割が希薄化し、現在では政策変更のアナウンス効果しか持っていない。

資金供給について見てみよう。窓口貸出は金融機関からの要請があった場合に公定歩合での融資を行う制度であるが、これを利用することは市場での資金調達が不可能であることを意味し（Stigma、烙印）、実際に利用されることは少ない。オペレーションは日々の金融調節を目的とし、プライマリーディーラーとの売りオペ（資金吸収）と買いオペ（資金供給）、もしくはレポにより実施されてきた。オペレーションの対象はほぼ国債に限定されていた（制度的にはファニーメイ債などのエイジェンシー債も対象となる）。よって伝統的金融政策においてはプライマリーディーラーの国債保有残高以上の資金供給は不可能であった。

パリバ・ショックが発生してからはいわゆる「質への逃避」やオペレーションの担保としての国債需要が高まり、それが民間市場においてエイジェンシー債が担保として受け入れられにくくなったことと相まって、FRB は自身の国債保有を減らし民間に供給した³⁴。リーマン・ショックの発生後には大規模なドル不足が発生したが、Stigma のために窓口貸出は機能せず、民間レポ市場の対象が国債に集中したためにオペレーションの対象でもある国債が不足し、FRB の伝統的な資金供給手段は機能しなくなった。ゆえに FRB は新たな資金供給方法として、以下のような非伝統的金融政策を実施することとなった。

³⁴ 伊豆[2009b]では、当時の FRB の認識は「不足していたのは国債であってドルではない」あるいは「市場に国債を供給すれば必要なドルは市場内部で融通可能だ」というものであったと推測している。

第2章 金融危機対応の作用

② 非伝統的金融政策³⁵

金融危機対策としての非伝統的金融政策は図表 2-2-3 のとおりである。詳しく見ていこう。以上で Stigma のために窓口貸出が機能しなかったと述べたが、その Stigma を解消するべく創設されたのが TAF (Term Auction Facility) である。これは預金取扱銀行を対象とするもので、FRB が銀行に貸し出しのオファーし、金利を入札によって決める制度である。多くの銀行が匿名で参加する金利入札方式による借り入れは Stigma を軽減し、連銀借り入れへの抵抗を緩和することが出来る。なお、窓口貸出は原則としてオーバーナイトであるが、TAF は最長 84 日である³⁶。また、PDCF (Primary Dealer Credit Facility) はプライマリーディーラーを対象とする「窓口貸出」であり、適格担保 (08 年 9 月 14 日にはほぼ全ての債券に拡大された) を保有していれば公定歩合での融資を受けられる。

国債不足による金融機関の流動性逼迫に対して実施された TSLF (Term Securities Lending Facility) は、エイジェンシー債、エイジェンシーMBS、ノンエイジェンシーMBS、ノンエイジェンシーCMBS などを担保に国債を貸し付ける制度である³⁷。金融機関は借りた国債で資金調達を行うことが出来る。

Single-Tranche Open Market Operations Program は通常オペの 3 段階構造 (第 1 に国債、第 2 にエイジェンシー債、第 3 にエイジェンシーMBS という優先順位) を 1 段階に集約し、事実上 MBS 対象のオペにするプログラムである。これにより金融機関の国債保有残高以上の資金供給を行うことが可能となった。

為替スワップ協定は世界各国、特に欧州の金融機関のドル不足に対応するために結ばれた。ヨーロッパの金融機関は短期金融市場でドルを調達して、それをサブプライム関連の証券を含む様々な金融商品 (ドル建て) の購入に充てていた。同時にそれらを担保とした ABCP などを発行し更なる資金調達も行っていた。ところが証券化商品に不安が生じるとそれを担保とした ABCP などによる資金調達は出来なくなり、ヨーロッパの金融機関はドル不足に陥ってしまった。短期ユーロダラー市場のドル金利は急騰し (図表 2-2-4)、ヨーロッパの銀行がドルを調達することが不可能となり、FRB と ECB の為替スワップ協定が結ばれることとなった³⁸。

ここまではパリバ・ショックからリーマン・ショック直前までの非伝統的金融政策である。これらの政策は、金融機関がより FRB からの資金供給を得られやすいように伝統的政策の持つ問題や制限 (Stigma や適格担保がほぼ国債に限られることなど) を緩めたものであると見る事が出来る。注目すべき点は、FRB は保有する国債と金融機関の持つ債券を交換するだけ³⁹で、直接に証券の買い取りを行わず (つまり国債供給策⁴⁰に終始していた)、

³⁵ 特に断りがない限り、この部分の記述は伊豆[2009b]を参考としている。

³⁶ 湯本[2010]。

³⁷ みずほ総合研究所[2008]。

³⁸ 伊豆[2009d]。また、FRB 自身もグローバル化したドルの金利を低下させるためにもヨーロッパへのドルの供給が不可欠だと考えたと推測される。

³⁹ 図表 2-2-1 を見ると、パリバ・ショック (07 年 8 月) からリーマン・ショック (08 年 9 月) まで国債の保有高が減っていることが分かる。

第2章 金融危機対応の作用

図表 2-2-3 FRB による非伝統的金融政策

	発表日	名称	対象先	適格担保	方式
リーマン・ショック前	2007/8/17	窓口貸出	預金金融機関	窓口貸出適格担保	スタンディング
	2007/12/12	TAF	預金金融機関	窓口貸出適格担保	入札
	2007/12/12	為替スワップ協定	外国中央銀行	外貨	-
	2008/3/7	Single-Tranche Open Market Operations Program	プライマリーディーラー	国債、エイジェンシー債、エイジェンシーMBS	入札
	2008/3/11	TSLF	プライマリーディーラー	トリプル A 格 MBS (設立時)	入札
	2008/3/16	PDCF	プライマリーディーラー	投資適格債券(設立時)	スタンディング
リーマン・ショック後	2008/9/19	AMLF	預金金融機関、銀行持ち株会社	発表日以降に MMF から買い取られた、格付け A1 以上の ABCP	スタンディング
	2008/10/7	CPFF	CP 発行体	格付け A1 以上の CP	スタンディング CP=OIS+100bp ABCP=OIS+300bp
	2008/10/21	MMIFF	マネーマーケット投資家(MMF 他)	残存期間 3 ヶ月以内の CD・CP	スタンディング
	2008/11/25	TALF	適格 ABS を保有する全てのアメリカ(法)人	格付け AAA の ABS	スタンディング
個別金融機関への融資	2008/3/24	Maiden Lane LLC	ベア・スターンズ資産を買い取るために設立された LLC(Limited Liability Company) 向け融資(08 年 6 月 26 日)。なお、Maiden Lane は FRBNY 所在地の通りの名。		
	2008/9/16	AIG 向け融資			
	2008/11/10	Maiden Lane II LLC	AIG の RMBS を買い取るために設立された LLC 向け融資(融資開始 08 年 12 月 12 日)。		
	2008/11/10	Maiden Lane III	AIG の CDO(CSD)を買い取るために設立された LLC 向け融資(融資開始 08 年 11 月 25 日)。		

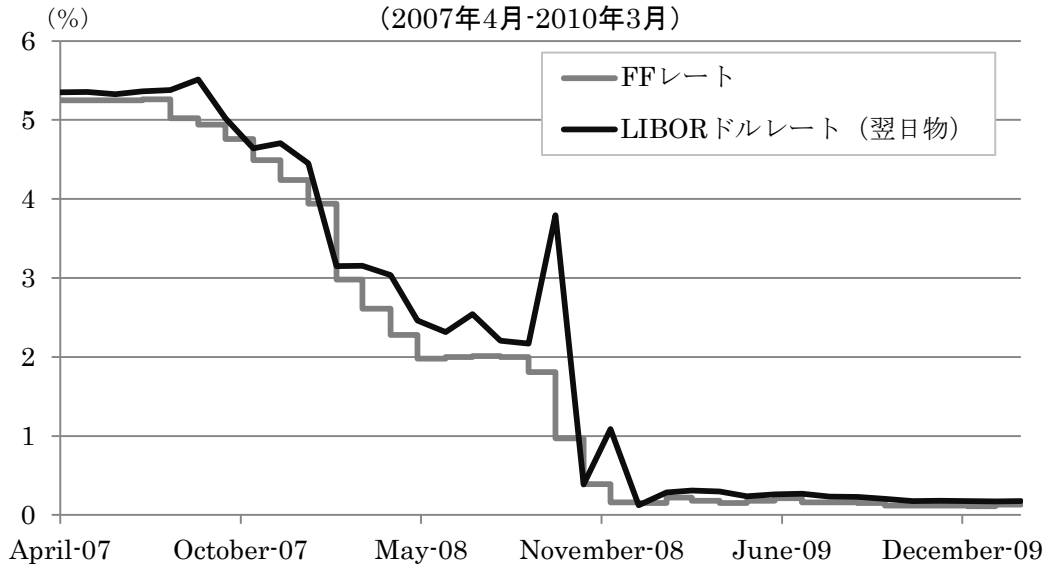
(出所) 伊豆[2009b]より報告者作成。

40 伊豆[2009d]によると、FRB の国債供給策として、売りオペと TSLF の他に SFA という 3 つの方策が実施された。SFA とは財務省が FRB に SFA という特別勘定を作り、短期国債を発行したらその代わり金をそのまま FRB の特別勘定に預金して、事実上凍結するというものである。

第2章 金融危機対応の作用

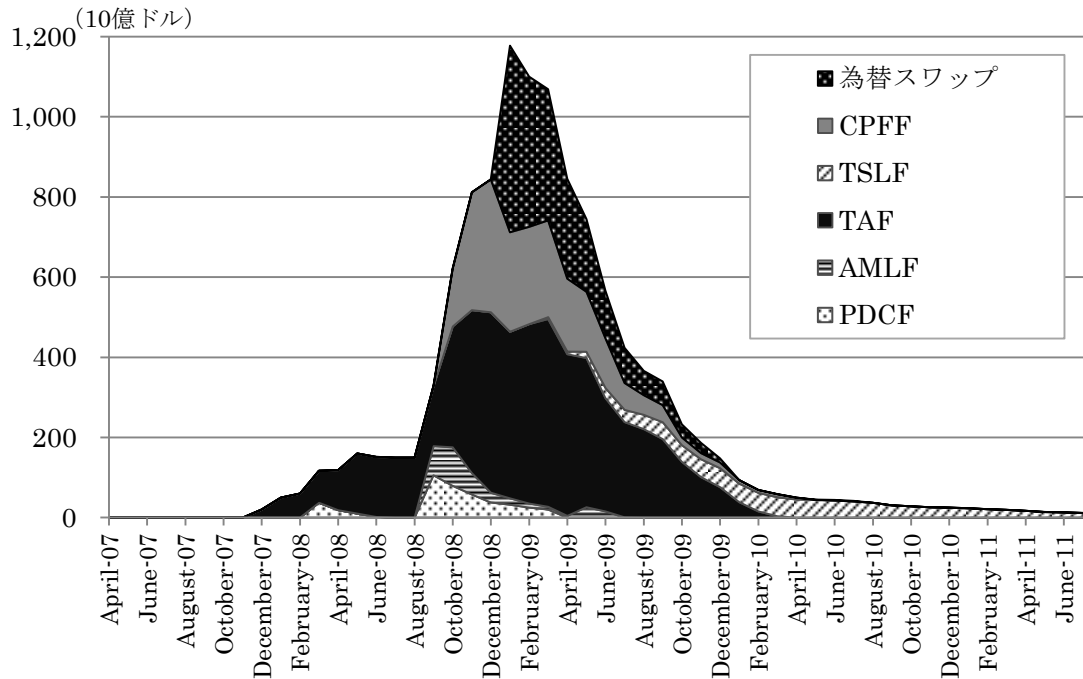
量的緩和を抑制していたことである。これはリーマン・ショック直前のギリギリまで市場の枠組みの中での流動性不足の解決が目指されたことの表れである。

図表2-2-4 FFレートとLIBORドルレートの乖離
(2007年4月-2010年3月)



(出所) OECDより報告者作成。

図表2-2-5 主な非伝統的金融政策の規模 (2007年4月-2011年7月)



(出所) FRBより報告者作成。

第2章 金融危機対応の作用

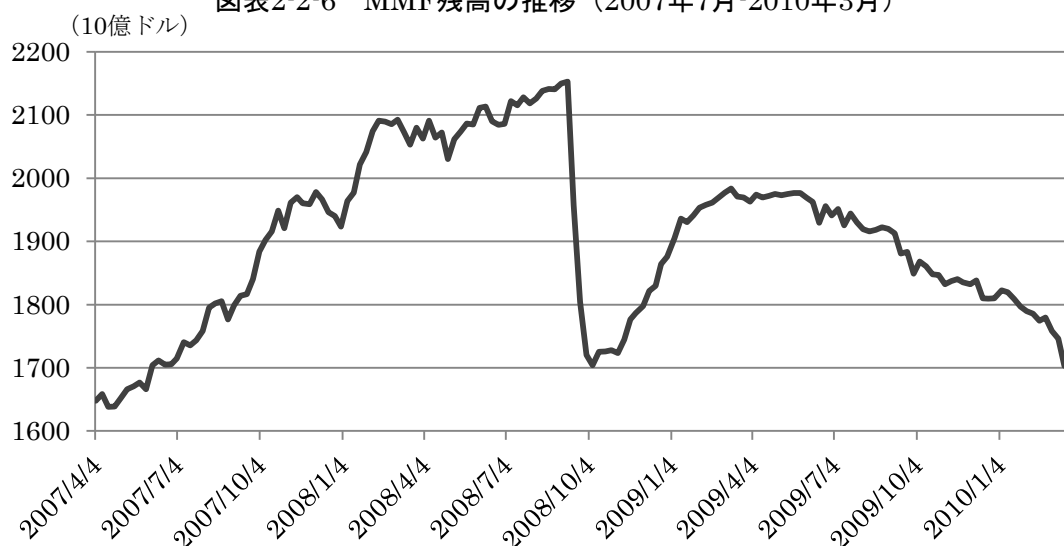
(2) 非伝統的金融政策の深化：量的緩和

ところがリーマン・ブラザーズの破たんにより、FRB は量的緩和へと政策の舵を切り、資金供給を急増（＝バランスシートを膨張）させていった。まず実施されたのが AMLF（ABCP Money Market Fund Liquidity Facility）である。これは MMF の運用会社から ABCP を買い取る資金を、金融機関に対して「窓口貸出」でノンリコース融資⁴¹を行うというものである。この制度が出来た背景には MMF の元本割れがある。MMF にはリーマン・ブラザーズの発行した証券が組み込まれており、リーマン・ブラザーズ破たんと同時に元本割れが発生したのである。このため MMF の解約が殺到し、機関投資家向けの MMF 残高はリーマン・ショック直後から10月初頭にかけて一気に3000億ドルほど解約された（図表2-2-6）。単純に考えれば MMF の運用会社は3000億ドルの ABCP や CP 等を売却する必要が生まれ、AMLF は売却を円滑に促すために創設された制度である⁴²。

金融機関向けの融資である ALMF の開始の翌月には、FRB が直接的に CP 発行体から CP を購入する CPFF（Commercial Paper Funding Facility）が開始された。FRB が SPV を作り資金を融資し、SPV は高格付けの CP を購入するという仕組みで、実質的に FRB が CP を買い取る仕組みである。さらに MMIFF（Money Market Investing Funding Facility）という制度も作られた。これは FRB が SPV を作り資金を融資し、高格付け機関の CD や CP を買い取るプログラムであったが、実際には利用されなかった。

TALF（Term Asset-Backed Securities Loan Facility）という制度は、学生ローン、カードローン、Small Business Administration 保証ローンなどの各種ローンにより組成される

図表2-2-6 MMF残高の推移（2007年7月-2010年3月）



(出所) 米財務省より報告者作成。

⁴¹ 伊豆[2009d]。ノンリコースとは債務不履行に陥った場合に担保以上の返済を行わなくてよいという意味である。したがって ABCP のリスク（キャッシュフローが止まるなど）は FRB が負うことになる。

⁴² 伊豆[2009c]、伊豆[2009d]に詳しい。

第2章 金融危機対応の作用

ABSを担保として、FRBが1年間の貸し出しを行う制度である。注目すべきは貸し出しが上記の適格ABSを保有する全てのアメリカ人やアメリカ法人を対象にしている点であろう。

さらにFRBはエイジェンシー債の買い入れ(2000億円)やMBSの買い入れ(1兆2500億ドル)、国債の買い入れ(3000億ドル)といった大規模な資産買い取りも行っている⁴³。なお個別の金融機関を対象とした融資も行われている。時間は戻るがベア・スターンズ危機を受けて3月24日にベア・スターンズ向けのMaiden Lane LLC、リーマン・ショックを受けて9月16日にAIG向け融資、11月10日にAIG向けのMaiden Lane II LLCとMaiden Lane III LLCを実施している。

さて、リーマン・ショック以前までの政策と比較すると、リーマン・ショック以前の政策が民間で取引出来なくなった証券と引き換えに国債を供給することを主たる目的としていたものが、以後は証券の大規模な買い入れを通じて通貨供給量自体を増加(バランスシートを膨張)させるといった量的緩和策がメインになっている。つまりFRBは、リーマン・ショック以前には金融機関そのものへの流動性供給が目的としていたのが、以後では銀行間のみならずABC Pを中心とする広義の短期金融市場への流動性供給を目的とした⁴⁴。この目的のためにFRBは「銀行の銀行」としての伝統的な中央銀行の役割を超えて、銀行以外にも「最後の貸し手」としての機能を発揮することとなったのである⁴⁵。

(3) QE2実施の背景

世界金融危機直後の政策ではないが、話題となったQE2について触れておく。金融危機以後の数々の政策対応により、金融市場の混乱は収束した。2010年6月にはいわゆるQE1が終了し、それ以降の金融政策の話題の焦点はもっぱら出口戦略に向かっていた。ところが政策効果の剥落やギリシャ発のヨーロッパ情勢の不安により経済見通しが不安定となった。雇用の伸びは鈍化しデフレリスクが膨らんできた⁴⁶。

そんな状況の中、2010年11月から2011年6月までQE2(量的緩和第2弾)が実施されることとなった。FRBが市場から6000億ドル分の米国債を買い上げるプログラムである(図表2-2-1)。目的としてはアメリカ経済が低インフレからデフレへ移行する懸念を消し去ること、また長期金利の低下及び資産価格上昇を通じた経済活性化やそれに伴う雇用の回復が挙げられる⁴⁷。特にFRB議長のバーナンキ氏はFRB理事に就任した直後の講演で

⁴³ この資産買い取りを一般にQE1(量的緩和第1弾)と呼ぶ。なお、これにより預金金融機関のFRBへの預金準備額が大幅に増えたため、それに対する付利も開始した。付利によりその金利以下での取引を抑制することで、市場金利を政策目標へ容易に誘導し、市場への流動性供給の拡大を可能とした。内閣府[2008]参照のこと。

⁴⁴ 世界金融危機の原因となった構造のためである。

⁴⁵ 為替スワップについては外国にまで「最後の貸し手」機能を発揮することとなった。

⁴⁶ 内閣府[2010b]。

⁴⁷ ポートフォリオ・バランス理論による。FRBが長期国債を買うことにより、一般の投資家がその他の資産、特に株式を購入するようになり、株価が上昇、その結果家計の資産が増大し消費が増え、GDPや雇用にプラスの影響を与える。荒川[2010]参照のこと。

第2章 金融危機対応の作用

デフレを絶対に起こさないようにしたいと発言しており⁴⁸、デフレ懸念の払しょくが QE2 実施の大きな目的であったと思われる。

2.3 財政政策の2つの側面

世界金融危機は実体経済にまでダメージを与えた。資産価格下落による逆資産効果のために消費が減退し、金融市場の機能不全や金融機関の融資態度の厳格化により企業は投資を行えず、景気が落ち込んでしまった。そこでアメリカ政府は大きく分けて2種類の財政出動を行い、経済の回復を図った。

(1) 金融安定化策

第1の財政出動は金融安定化策である。2008年10月3日に「緊急経済安定化法」が成立し、14日には第1次金融安定化策が発表された。金融機関は資産価格下落により多大な損失を被り、特に証券化商品については価格の先行きが不透明で損失が確定できなかった。このことが金融機関同士の相互不信を生みだし⁴⁹、金融機関は市場での資金調達が困難となっていた。同法は金融機関の損失の元である不良資産を買い取り、金融システムの安定化を実現しようとするものである。また第1次金融安定化策では財務省による金融機関への資本注入や FDIC（預金保険公社）による金融機関の債務保証決済用預金の全額保護、FRB による CP 購入プログラムが行われた。

緊急経済安定化法の中核をなすプログラムが TARP（Troubled Asset Relief Program、図表 2-3-1）⁵⁰である。このプログラムには最大 7000 億ドルが充てられ⁵¹、財務省内の金融安定化局が買い取りを実施する。しかし不良資産の買い取りは実行されなかった。というのも、資産の買い取り価格が金融機関のバランスシートに計上されている額以下に決まる可能性が高く、金融機関としては損失を計上しなければならず（自己資本は毀損される；図表 2-3-2）、資産買い取りに応じるインセンティブは失われるためである。そのまま不良資産買い取りを行おうものなら自己資本を毀損した金融機関が市場にあふれ、相互不信により流動性は枯渇し、政府による資本注入は避けられない。逆に、仮に買い取り価格がバランスシート上の価格より高くなると金融機関にはインセンティブが存在するが、政府（納税者、つまり国民）が損失を被る可能性が高まる。このジレンマの中で、買い取りを円滑

⁴⁸ 湯本[2010]。2002年11月にワシントンで行った講演、「Deflation: Making Sure 'It' Doesn't Happen Here」（この地では絶対に「それ」を起こさないように——この地＝アメリカ、それ＝デフレ）はかなり過激な発言であったと思われる。

⁴⁹ 内閣府[2008]。

⁵⁰ 同法には TARP の他に、不良資産に対する保証やプログラムに参加する金融機関の役員報酬の制限、差し押さえ軽減策がある。

⁵¹ 常時 2500 億ドル、大統領が必要と認めた場合に 1000 億ドル追加、さらに大統領が必要と考え議会の承認を得れば 3500 億ドル追加、合計 7000 億ドルとなる。なお 2009 年 1 月 15 日に議会の承認を得、利用可能な資金は 7000 億ドルとなった。

第2章 金融危機対応の作用

図表 2-3-1 TARP の内容・規模 (2011 年 6 月 30 日時点、億ドル)

プログラム	概要	TARP 資金	対策規模 総額
CPP (Capital Purchase Program) :2009 年 12 月 29 日終了。	707 行に資本注入、1806 億ドルの返済を 含む。	2049	2049
AIFP (Automotive Industry Financing Program)	GM, Chrysler, GMAC(現 Ally Financial Inc.), Chrysler Financial 向け緊急融資。	807	807
ASSP (Auto Supplier Support Program) :2010 年 4 月 7 日終了。	自動車部品会社の GM, Chrysler 向け売掛 債権保障	4	4
AWCP (Auto Warranty Commitment Program) :2009 年 7 月終了。	GM, Chrysler 車の購入者向けの品質保 証。	6	6
UCSB (Unlocked Credit for Small Business)	SBA(中小企業庁)ローン担保証券の買取	4	4
SSFI (Systemically Significant Failing Institutions Program)	AIG (American International Group)への資 本注入	698	698
TIP (Targeted Investment Program) :2009 年 12 月 31 日終了。	Citigroup, Bank of America への資本注入	400	400
AGP (Asset Guarantee Program) :2009 年 12 月 23 日終了。	Citigroup 特定資産の保証	50	3010
TALF (Term Asset-Backed Securities Loan Facility):2010 年 6 月 18 日終了。	ABSを担保とする NY 連銀によるノンリコー スローン	43	711
MHA (Making Home Affordable Program)	住宅ローンの融資条件見直し(返済負担 軽減)	456	706
CDCI (Community Development Capital Initiative):2010 年 10 月 3 日には終了。	CDFI への投資	6	6
PPIP (Public-Private Investment Program)	非流動性資産(legacy asset、ローンと証券 化商品)の処分	224	298
CAP (Capital Assistance Program) :2009 年 11 月 9 日終了。	ストレステストの実施、適格金融機関に対 する資本注入	0	0
合計		4748	8699

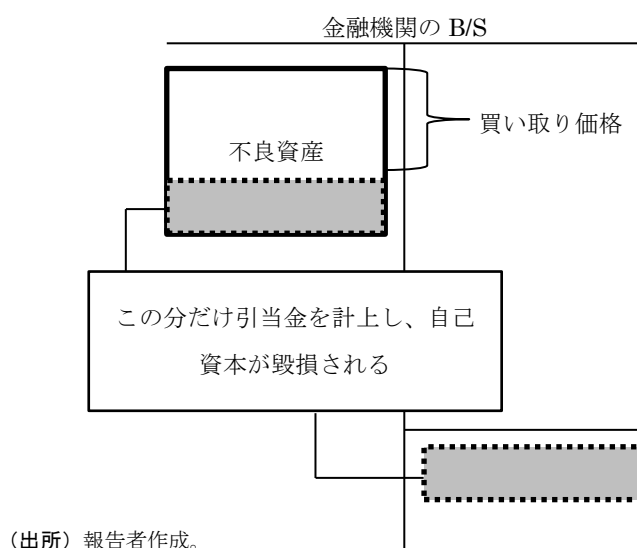
(出所) SIGTARP[2011]より報告者作成。

第2章 金融危機対応の作用

に進められるような価格形成の仕組みを作れなかった⁵²ことが不良資産買い取りの実施を妨げたのであった。

結果、資産買い取りプログラムを掲げた1週間後には資本注入実施が決まった⁵³。TARP資金7000億ドルのうち3500億ドルについては資産の買い取りではなく金融機関への資本注入を優先する指針が立てられた。またこの資本注入は金融機関のみならず、GMやクライスラーなど金融機関以外の企業に対しても行われた。通常ならば企業が資金調達をする際には資本市場で社債やCPを発行して投資家に買ってもらうが、リーマン・ショック時の投資家はリスクを嫌い、借入金の多い企業には投資をしなかった。金融機関からの融資も頼りに出来なかった。よって政府は企業に対して資本注入を行うことで経済危機のソフトランディングを図ることとなった⁵⁴。この点で企業に対する資本注入については金融安定化ではなく経済安定化と呼ぶ方が適当と思われる。

図表 2-3-2 不良資産買い取りに伴う金融機関の自己資本の毀損



⁵² 池田[2009]。日本のバブル崩壊以後の不良債権のように対象資産がローンであったならば資産査定の方法を明示したうえで資産の現在価値を算定出来ただろうが、今回問題になった不良資産は多種多様なローンが組み込まれ、かつ市場での流通を前提に価格が決められていた証券化商品であるため、市場取引の成立しない中での価格決定の困難さはローンの比ではない。

⁵³ 当時の財務長官であったポールソン氏は元々資本注入を行いたかったが、法案の審議中にそれが露見すると法案成立が見込めなかったため、不良資産買い取りを表に掲げたとの見方がある。池田[2009]を参照のこと。

⁵⁴ FRBは企業から直接CPを買い取った。企業に対しても「最後の貸し手」機能を発揮することとなった。

図表 2-3-3 緊急経済安定化法（抜粋）

Sec 3 Definition

(5) FINANCIAL INSTITUTION- The term “financial institution” means any institution, including but not limited to, any bank savings association, credit union, security broker or dealer, or insurance company, established and regulated under the laws of the United States….

(9) TROUBLED ASSETS- The term “troubled assets” means—

(A) residential or commercial mortgages and any securities, obligations, or other instruments that are based on or related to such mortgages, that in each case was originated or issued on or before March 14, 2008, the purchase of which the Secretary determines promotes financial market stability; and

(B) any other financial instrument that the Secretary, after consultation with the Chairman of the Board of Governors of the Federal Reserve System, determines the purchase of which is necessary to promote financial market stability, but only upon transmittal of such determination, in writing, to the appropriate committees of Congress.

なお、本来 TARP は「金融機関を対象」に「不良資産を買い取る」プログラムであるが、実際に行われたのは「金融機関以外をも対象」に含む「資本注入（融資）」であった⁵⁵。これは緊急経済安定化法の条文の解釈による。3 条（図表 2-3-3）によれば「他のあらゆる金融商品（any other financial instrument）」を購入できるとされており、資本注入すなわち金融機関から優先株等を購入する権限は排除されていないと解釈できる。また同じく 3 条より、同法における「金融機関」は「あらゆる機関（any institution）」を意味するとされ、それは銀行や貯蓄組合等を含むがそれに限らない（including but not limited to）とある。つまり一般的には金融機関と呼べない GM 等の企業も、同法においては「金融機関」と解釈できるわけである。

以上の解釈を経て TARP は不良資産の買い取りから資本注入へと姿を変えた。しかし資本強化のために金融機関にどれだけ資金を与えようと、金融機関の持つ不良資産の価格下落リスクがある限り金融機関の相互不信は解決しない。結局は不良資産を処分するしか解決策はないのである。そこで 2009 年 2 月 10 日に「第 2 次（包括的）金融安定化策⁵⁶」が発表され、その柱として財務省の金融安定化局に代わり官民投資ファンドが不良資産を買い取るスキーム（官民投資プログラム、PPIP）が発表された。PPIP での資産買い取り規

⁵⁵ この段落の記述はすべて池田[2009]を参考にした。

⁵⁶ PPIP の他、ストレステストと資本注入（後述）や消費者・企業向けの貸し出し促進策の拡充、住宅の取得支援と差押え防止策等が柱となっている。

第2章 金融危機対応の作用

模は官民合わせ最大1兆ドル規模とされ、そのうち財務省はTARP資金から最大1000億ドル拠出する。このスキームは政府が民間からの出資者を募集し、ローンと証券化商品をそれぞれ専門に買い取るファンドを複数設立する。ローンを買収するプログラムはレガシーローンプログラム（LLP）、証券化商品を買収するプログラムはレガシー証券プログラム（LSP）と呼ばれる。

買い取りの際の出資割合は図表2-3-4の通りである。民間出資者が10ドル拠出する場合、政府も同額の10ドルを出資し、官民の出資額の合計20ドルの最大6倍の額をFDICやFRBがノンリコース融資する（LSPでは財務省による優先債引き受けが行われる）。よって合計140ドル、民間出資者の拠出額の7倍もの資産を購入することができる。

このスキームのポイントとしては①ファンドはFDICの保証やFRBからの借入等でレバレッジをかけることができる、②財務省がTARP資金からの拠出で投資家と同額の出資をするため、利益・損失は政府（納税者、国民）と投資家で折半になる、③価格決定は複数の民間投資家やファンドマネージャーの入札により買い取り価格を提示し、資産の売り手がその価格を受け入れた場合に取引が成立する、の3点がある⁵⁷。①については、借入はノンリコース型であるため、投資家が出資額以上の負担を負うことはない。②については、

図表 2-3-4 官民投資ファンドのイメージ

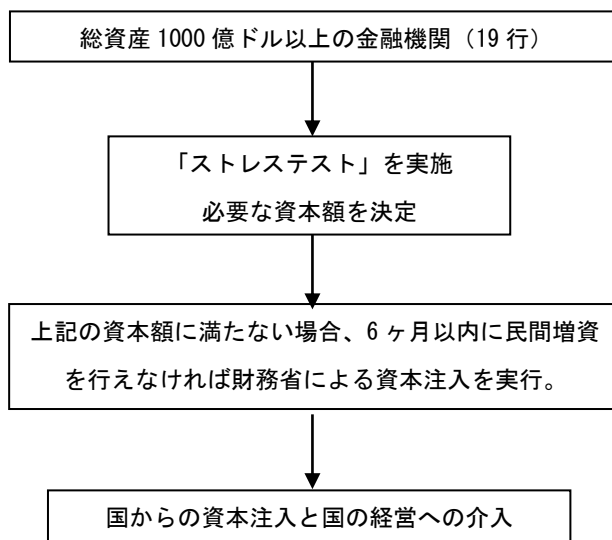
レガシーローンプログラム		レガシー証券プログラム	
民間出資者が FDIC の監督の下運用		民間出資者（ファンドマネージャー）が運用	
〈資産〉	〈負債〉	〈資産〉	〈負債〉
預金取扱金融機関が保有する債権のプール	FDIC 保証債	様々な機関が保有する証券（RMBS、ABS 等）	FRB からの TALF 借入れ （組成当初トリプル A 格だった RMBS、現時点でトリプル A 格の CMBS・ABS 等が対象）
（注）国外資本によって保有される銀行は対象外。	担保 最大 6 倍のレバレッジ 120		※レバレッジ比率は資産ごとに決定
	財務省による出資 10	財務省による優先債引き受け 10~20	
	民間出資者による出資 10	財務省による出資 10	
140	10	民間出資者による出資 10	10

（注）表中の数値は、例として、民間出資者が10ドル拠出すると仮定した場合の負担割合。

（出所）池田[2009]より報告者作成。

⁵⁷ 池田[2009]。

図表 2-3-5 Capital Assistance Program の流れ



(出所) 報告者作成。

投資家が利益を手にするときには政府にも利益が上がるので、政治的な理解を得られやすい。①②により資産の買い手側のインセンティブは十分に満たされている。

それでは③についてはどうであろうか。TARPでの資産買い取りにおける問題点は「不良資産買い取りに関する価格決定の方法」であったが、③では解決されていないように見える。この問題に対処すべく実施されたのがCAP (Capital Assistance Program、図表 2-3-1 及び 5) である。総資産 1000 億ドル以上の金融機関はストレステストを受け、保有する資本が必要とされる資本額に満たない場合は 6 ヶ月間で民間増資を行い、それでも満たない場合には TARP 資金による資本注入を受ける。更なる資本注入と国の経営への介入の可能性は金融機関がレガシーローンプログラムに参加するインセンティブを高める。またレガシー証券プログラムに関しては、多くの金融機関が時価会計に基づく保有証券化商品の減損処理を相当程度実行済みで、証券化商品の根本的な問題が流動性リスクの顕在化、すなわち「売りたいくても売れない」という点にあったことから、金融機関がレガシー証券プログラムを利用するインセンティブもあると考えられる⁵⁸。

(2) 景気刺激策

第 2 の財政出動は景気刺激策である。2009 年 2 月 17 日、オバマ大統領が就任してからすぐのことであるが、アメリカ再生・再投資法 (ARRA) が制定された。これは 300 万人から 400 万人の雇用の創出と維持⁵⁹、経済の回復、将来における成長力の引き上げなどを目

⁵⁸ 池田[2009]。

⁵⁹ リーマン・ショック以後の数ヶ月間で雇用の 200 万人減少し、これ以降さらに 300 万人から 500 万人の雇用喪失が予想されていた。中岡望『中岡望の目からウロコのアメリカ』2009/1/26 より。

第2章 金融危機対応の作用

標とする、減税2870億ドルと政府支出5000億ドルの総額7870億ドル(GDP比およそ6%)にも及ぶ過去最大規模の景気刺激策である⁶⁰。

同法における予算の内訳は図表2-3-6の通りである。政策の柱として、(1) クリーンで効率的なエネルギー開発、(2) 科学と技術に基づく経済への転換、(3) 道路や橋梁、交通、水路の近代化、(4) 21世紀に向けた教育、(5) 雇用創出のための減税、(6) 医療費の削減、(7) 失業で職を失った人の支援、(8) 公共部門の雇用の確保の8つを掲げている。

なお、世界金融危機直後の政策ではないが、2010年12月に第2次景気対策法が成立している。総額は8578億ドルでARRAを上回っており、減税8013億ドルと失業保険給付565億ドルの2本柱で構成されている⁶¹。

⁶⁰ 資料によって数値が若干異なっている場合がある。なお2012年には大統領予算等の変化により8400億ドルへ増加した。Recovery.govを参照のこと。

⁶¹ 滝井[2011]。

第2章 金融危機対応の作用

図表 2-3-6 アメリカ再生・再投資法の予算内訳（億ドル）

	総予算額(財政支出+減税)	7870		
財政支出	財政支出総額	5000		
	低所得世帯支援	1057	州政府支援	1487
	医療保険支援	28	メディケイド	866
	失業給付の延長等	359	財政支援	536
	COBRA 失業者医療保険補助	247	法執行のための財政支援	40
	フードスタンプ増額等	199	科学技術投資	215
	住宅供給者への税額控除	120	ブロードバンドの拡充	72
	失業者へのメディケイド支援	不詳	全米科学財団(NSF)	30
	職業訓練	51	国立保健研究所(NIH)	10
	障害者・高齢者対策	不詳	エネルギー省	20
	輸送・インフラ	890	バイオメディカル研究	100
	国土安全保障	28	航空宇宙局(NASA)	10
	内務省土地改良局	10	国立海洋大気管理局	8
	給排水システム	13	教育	449
	ハイウェイ、橋梁建設	280	幼稚園児から12年生の児童	252
	公共旅客輸送整備	84	学校建設・補強	不詳
	クリーン・ウォーター	60	高等教育支援	156
	国防省施設	23	初期ヘッドスタート・プログラム等	41
	工兵隊施設	46	エネルギー投資	414
	公共の土地、公園	31	エネルギー効率化計画	63
	航空	13	送電網近代化	110
	環境浄化	72	連邦ビル省エネ化	87
	鉄道	93	再生エネルギー融資	60
退役軍人病院・墓地	12	住宅断熱化	50	
医療	216	再生可能エネルギー研究	25	
医療記録のIT化	192	高性能電池開発	20	
減税	減税総額	2870		
	個人	2330	企業	100
	州地方政府	230	エネルギー・プロジェクト	210

(出所) 滝井[2009] (原資料は ProPublica, *ProPublica-Journalism in the Public Interest*) より報告者作成。

第2章 金融危機対応の作用

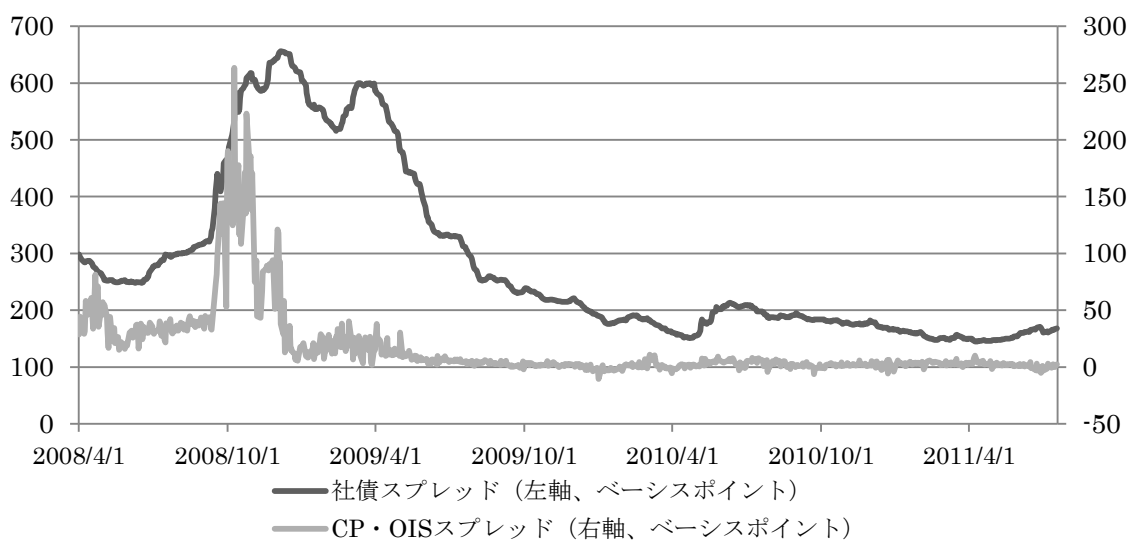
2.4 政策の効果とその後の経過

アメリカ政府やFRBによる政策対応を見てきた。次にそれらの対応の効果を見ていくことにするが、危機直後については短期間のうちに数多くの政策が実施されており、ある政策単体を取り出してその効果を測ることは不可能である。よって危機対応を総合して、様々なデータに基づいて金融市場やアメリカ経済にどのような変化が現れたのかを見ることにしたい。

(1) 危機直後の政策の効果

まず前掲図表 2-2-4 を見てみると、2008 年 10 月に急騰したユーロドル金利が 2008 年中には低下していることが分かる。図表 2-4-1 は CP 市場と社債市場のリスク指標を表している。どちらのリスク指標もリーマン・ショック直後に急騰したが、CP 市場については 2008 年中、社債市場については 2009 年 6 月頃には落ち着きを取り戻している。図表 2-4-2 は CP 残高の推移を示している。CP 残高は 2008 年末までは増加したが、その後低迷している。図表 2-4-3 は CMBS スプレッドの推移、図表 1-3-6 は MBS 新規発行額の推移を表している。CMBS スプレッドに関しては 2009 年 4 月以降に緩やかに回復していった。MBS 発行額についてはある程度維持はしているものの、発行はほぼエイジェンシーMBSのみとなった。

図表 2-4-1 社債スプレッドと CP・OIS⁶²のスプレッドの推移
(2008 年 4 月-2011 年 7 月)

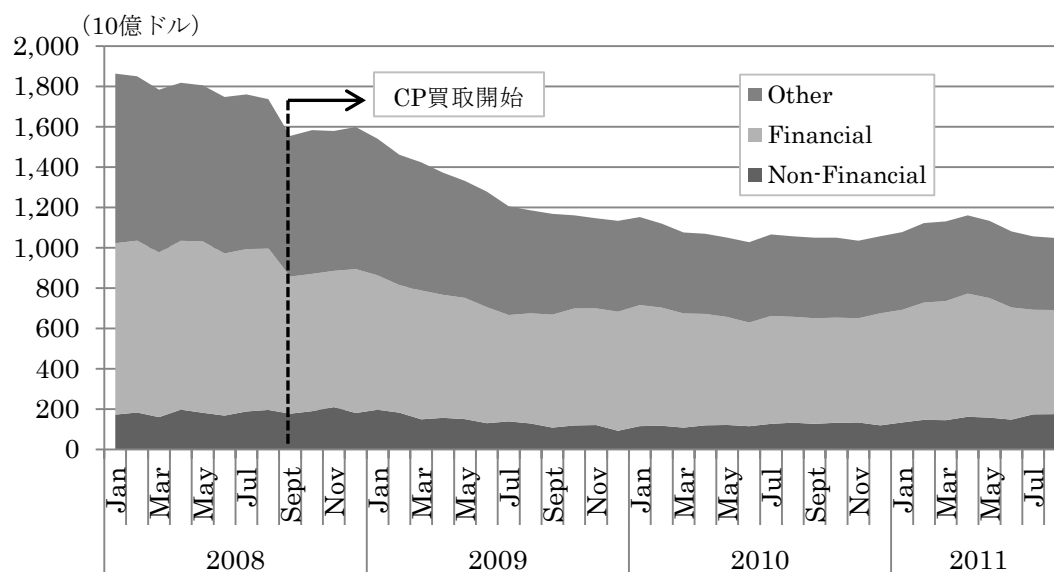


(注) 社債スプレッド=投資適格社債の利回り-米国債利回り。
(出所) 米国財務省より報告者作成。

⁶² OIS とは Overnight Indexed Swap の略で、「翌日物金利スワップ」と訳す。翌日物コールの将来のレートと固定金利をスワップする取引のこと。無リスクの金利 (伊豆[2009a]) である。

第2章 金融危機対応の作用

図表2-4-2 CP残高の推移（2007年1月-2011年8月）



(注) OtherにはABCP等を含む。

(出所) SIFMA（原資料はFRB）より報告者作成。

図表2-4-3 CMBSスプレッドの推移（2007年4月-2011年7月）



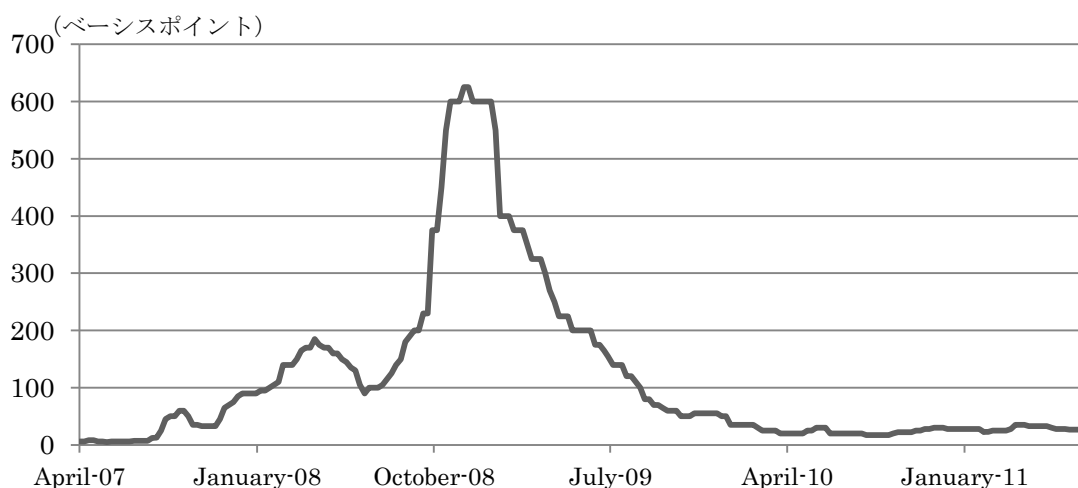
(注) Spread of 10-year 30% subordinated AAA Rated Commercial Mortgage Backed Security to Swaps.

(出所) 米国財務省より報告者作成。

第2章 金融危機対応の作用

図表 2-4-4、5、6 は ABS 市場についてのグラフである。自動車ローン ABS スプレッドは縮小した。しかし ABS 全体の新規発行額は激減している。これはホームエクイティローン担保 ABS の減少が大いに影響している。またクレジットカードローン担保 ABS の発行も減少している⁶³。残高についてはホームエクイティローン担保 ABS の残高が目に見えて減少している。

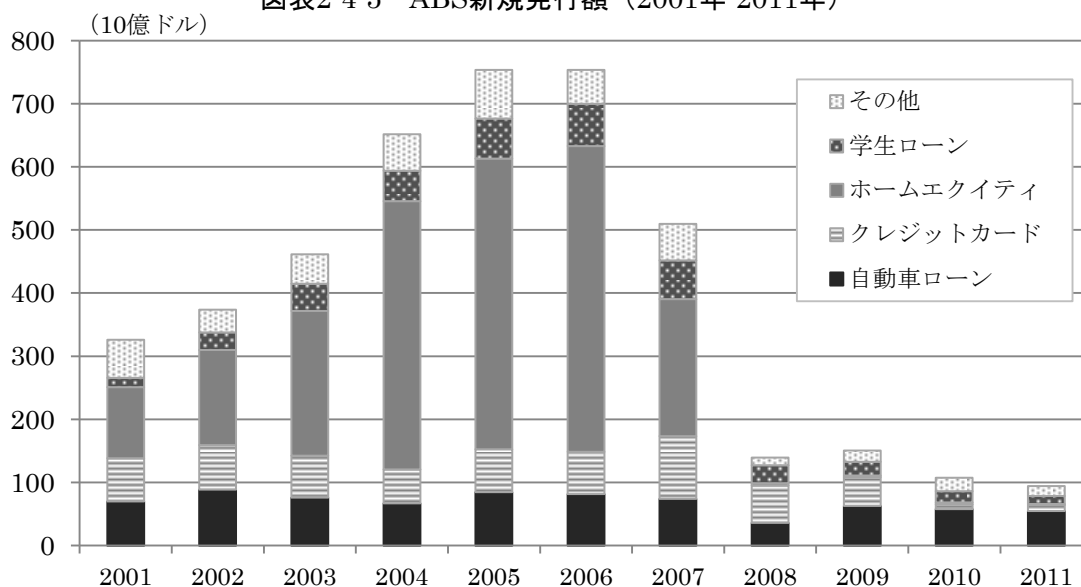
図表2-4-4 自動車ローンABSスプレッド（2007年4月-2011年7月）



(注) Spread of AAA-Rated Auto Loan ABS to 3-year swaps.

(出所) 米国財務省より報告者作成。

図表2-4-5 ABS新規発行額（2001年-2011年）

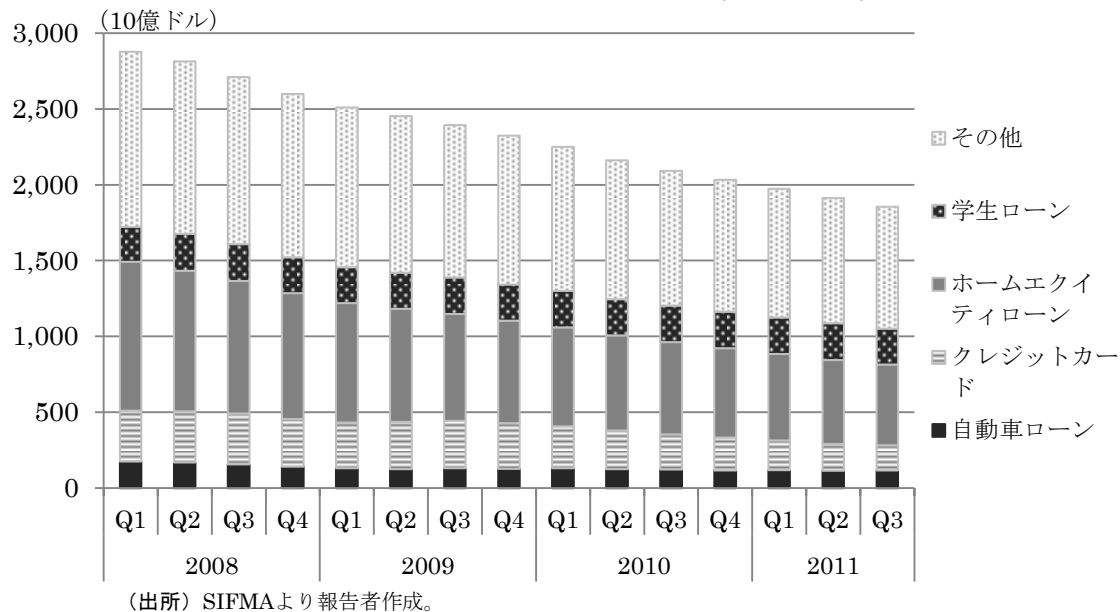


(出所) SIFMAより報告者作成。

⁶³ ホームエクイティローン担保 ABS とクレジットカードローン担保 ABS の発行額が減少しているということから、金融危機により家計の過剰消費が抑制されたと見ることができる。

第2章 金融危機対応の作用

図表2-4-6 ABS残高の推移（2008年Q1-2011年Q3）



以上のことより、FRBによる為替スワップは迅速に効果を発揮し、金融市場安定化策はスプレッドの低下に関しては効果が見られたものの、CPやABSの新規発行額を回復させるのに十分な効果は得られなかったと結論付けられる。ただしCP市場の縮小は金融市場の混乱だけでなく、実体経済の縮小に伴う資金需要の低迷にも起因するので、FRBの政策だけで完全に回復できるという性質のものではないと思われる。FRBの金融危機対応は十分に効果を発揮したと考えられる。

次に財務省による金融安定化策について見てみよう。財務省は不良資産を抱え自己資本を棄損した金融機関に対し、いわば対症療法的に資本注入を行った（図表2-4-7）。財務省による金融機関への資本注入とFRBによる金融市場への流動性供給が合わさり、危機後の金融市場の安定が得られたと考えられる。しかし所詮TARPは応急処置にすぎず、金融安定化には金融機関の抱える問題の根本である不良資産を取り除かなければならない。そこで実施されたのがPPIPによる不良資産買い取り（図表2-4-8）であるが、2011年9月30日時点の買い取り額は23億ドル程度、そのうち77%がノンエイジェンシーRMBS、残り23%がCMBSである。買い取り規模は1兆ドル以上とされていたが未だ少額に留まっている。不良資産買い取りの時期と回復の時期（図表2-4-9）を見比べると、不良資産買い取りが直接的に金融安定化につながったということは見取れない。

第2章 金融危機対応の作用

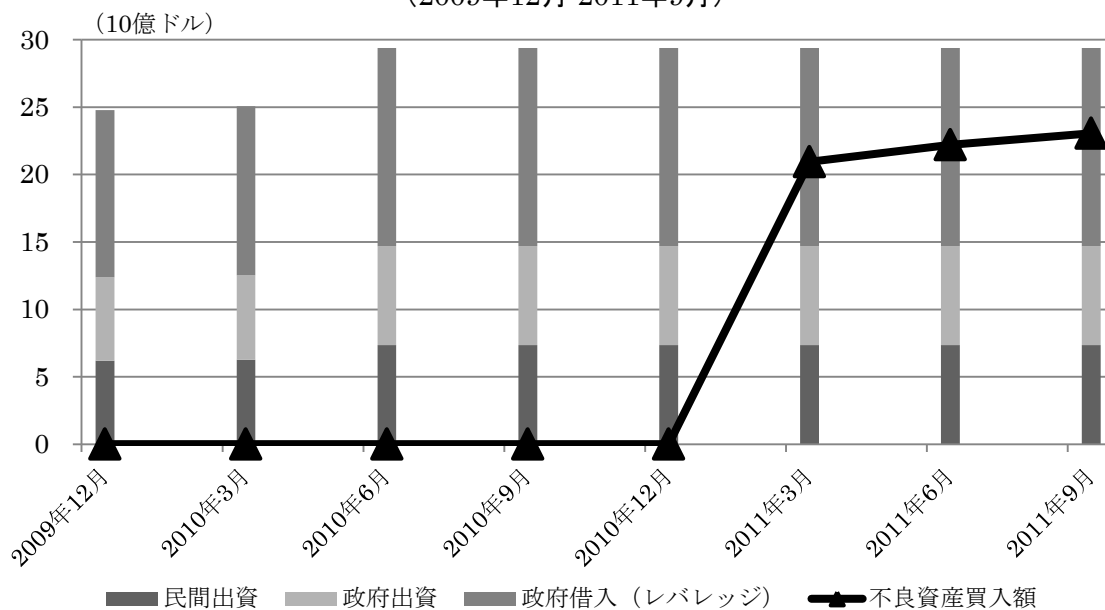
図表 2-4-7 金融機関 19 行のストレステストの結果（2009 年 5 月 7 日発表、億ドル）

対象金融機関	増資必要額	公的資本注入額
バンク・オブ・アメリカ	339	450
ウェルズ・ファーゴ	137	250
GMAC	115	50
シティ・グループ	55	450
リージョンズ	25	35
サントラスト・バンク	22	49
キーコープ	18	25
モルガン・スタンレー	18	100
フィフス・サード	11	34
PNC フィナンシャル	6	76
JP モルガン・チェース	0	250
ゴールドマン・サックス	0	100
US バンコープ	0	66
キャピタル・ワン	0	36
アメリカン・エクスプレス	0	34
BB&T	0	31
バンク・オブ・ニューヨーク・メロン	0	30
ステート・ストリート	0	20
メットライフ	0	0
合計	746	2,086

（出所）内閣府[2009b]（原資料は米国財務省）より報告者作成。

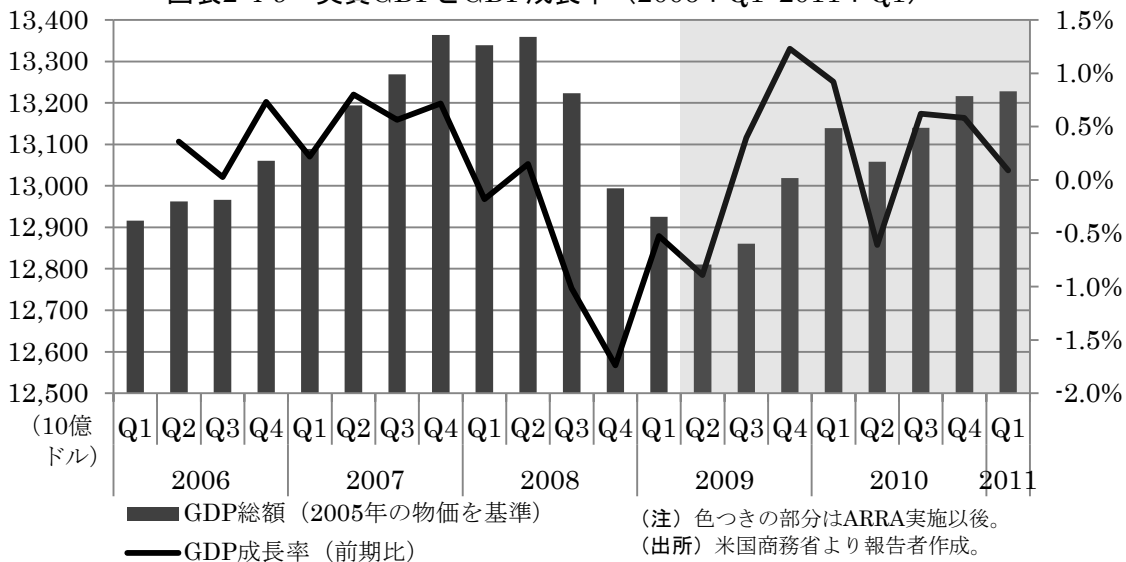
第2章 金融危機対応の作用

図表2-4-8 PPIPにおける官民出資額、不良資産買取額
(2009年12月-2011年9月)



(出所) 米国財務省 "LAGACY SECURITIES PUBLIC-PRIVATE INVESTMENT PROGRAM"より報告者作成。

図表2-4-9 実質GDPとGDP成長率 (2006 : Q1-2011 : Q1)

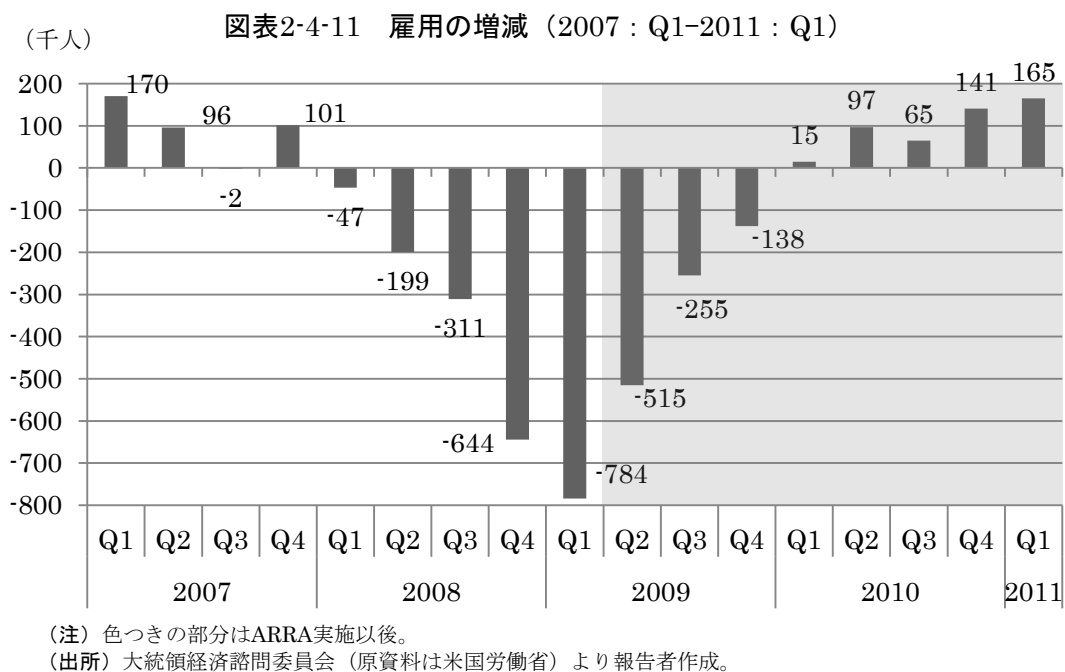
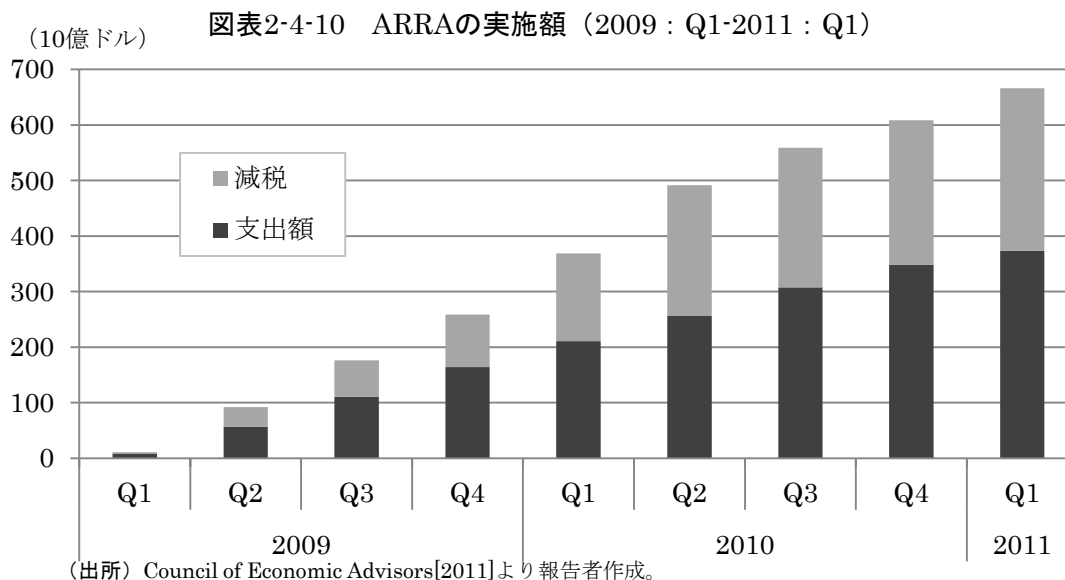


(注) 色つきの部分はARRA実施以後。
(出所) 米国商務省より報告者作成。

また景気対策として実施されたアメリカ再生・再投資法 (ARRA) についてであるが、図表 2-4-10 より ARRA の実施は着実に行われている。図表 2-4-9 を見ると実質 GDP は 2009 年第 2 四半期を底として回復に向かっており、また図表 2-4-11 からは雇用減少に歯止めがかかったことが分かるものの、現時点で ARRA は失われた雇用を回復するのに十分な効果を発揮していないことが読み取れる。第 2 次景気対策法については、減税及び失業保険給

第2章 金融危機対応の作用

付の期間延長がメインであったことから、消費を維持し景気が2番底に陥る危険性を回避する効果しかなかったとされる⁶⁴。



⁶⁴ 滝井[2011]。

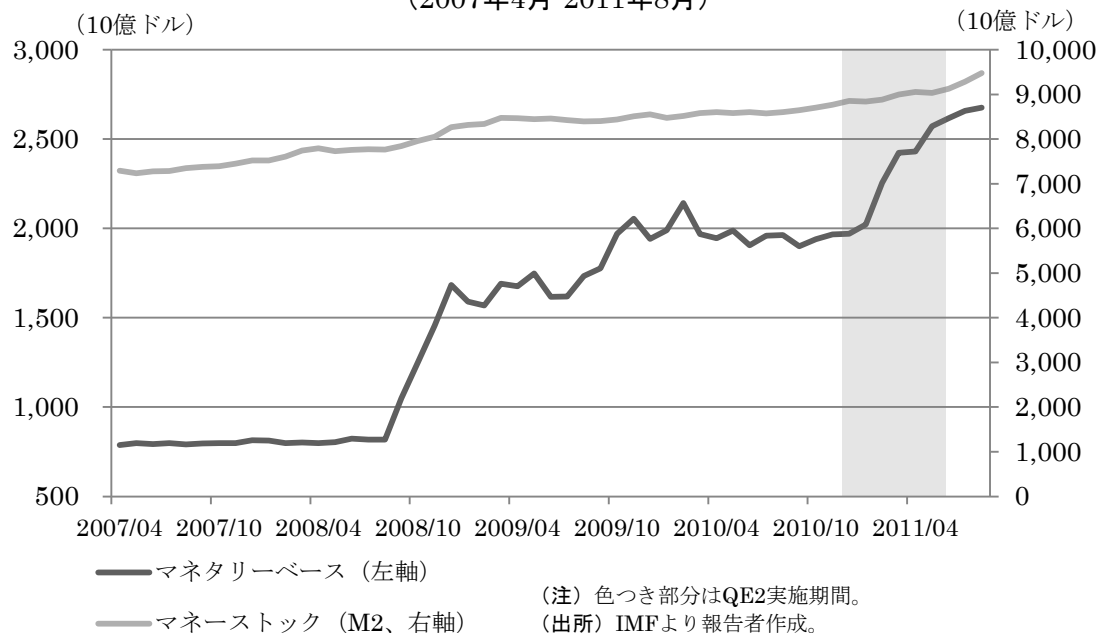
第2章 金融危機対応の作用

(2) QE2 はドル過剰やインフレを引き起こしたか？

次は QE2 についてである。金融危機時の FRB の非伝統的政策によりマネタリーベースが急増している（図表 2-4-12、13）。FRB は QE2 で 6000 億ドル分の国債を市場から買い取ったが、マネタリーベースもその分増加している。マネタリーベースが増加すれば信用創造を通してマネーストックが増加するはずであるが、マネタリーベースほどの変化は見られない。このことは信用乗数の極端な低下からも分かる。この理由として、金融機関が金融危機による損失計上からリスク許容度が低下したために貸出態度を厳格化したこと、消費者や企業が過剰債務の圧縮等のために資金需要を縮小させたことが挙げられる⁶⁵。このように、増加したマネタリーベースは金融機関にだぶつき、一部は投機へ向かうこととなった。

さて、QE2 の効果を検証しよう。QE2 の目的はデフレ懸念の払しょく、長期金利低下、資産価格上昇を通じた経済活性化や雇用回復であった。まずデフレ懸念の払しょくについてであるが、CPI 変化率（図表 2-4-14）を見ればわかるように、デフレ懸念払しょくどころかインフレ懸念が表れる水準にまで物価が上がった。特にエネルギー価格の上昇幅が大きい。米国債の利回り（図表 2-4-15）は上昇しており、長期金利低下という目標は果たせていない。株価の伸び（図表 2-4-16）は大きいものの、図表 2-4-9 及び 11 から経済や雇用の回復にはそれほど大きく寄与していないと思われる。

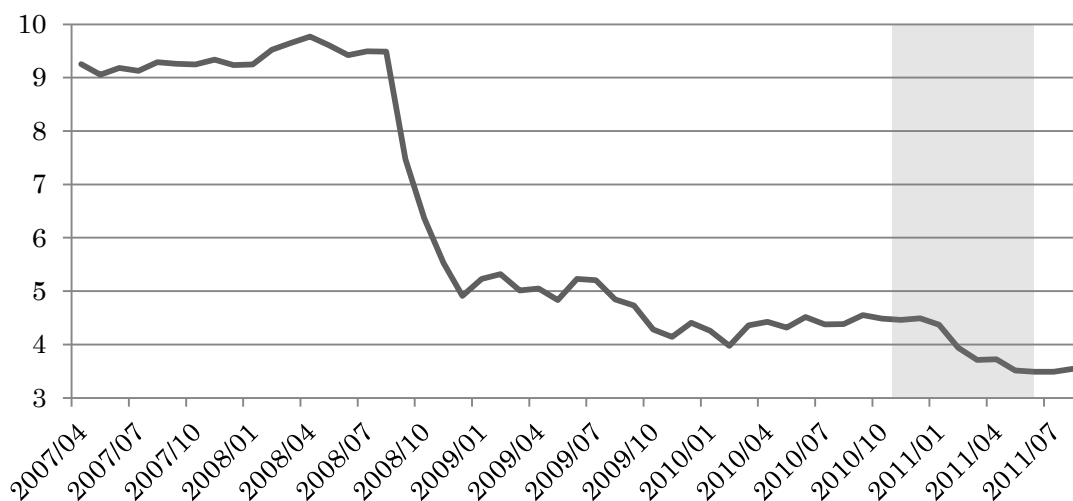
図表2-4-12 アメリカのマネタリーベースとマネーストックの推移
(2007年4月-2011年8月)



⁶⁵ 内閣府 [2009a]。

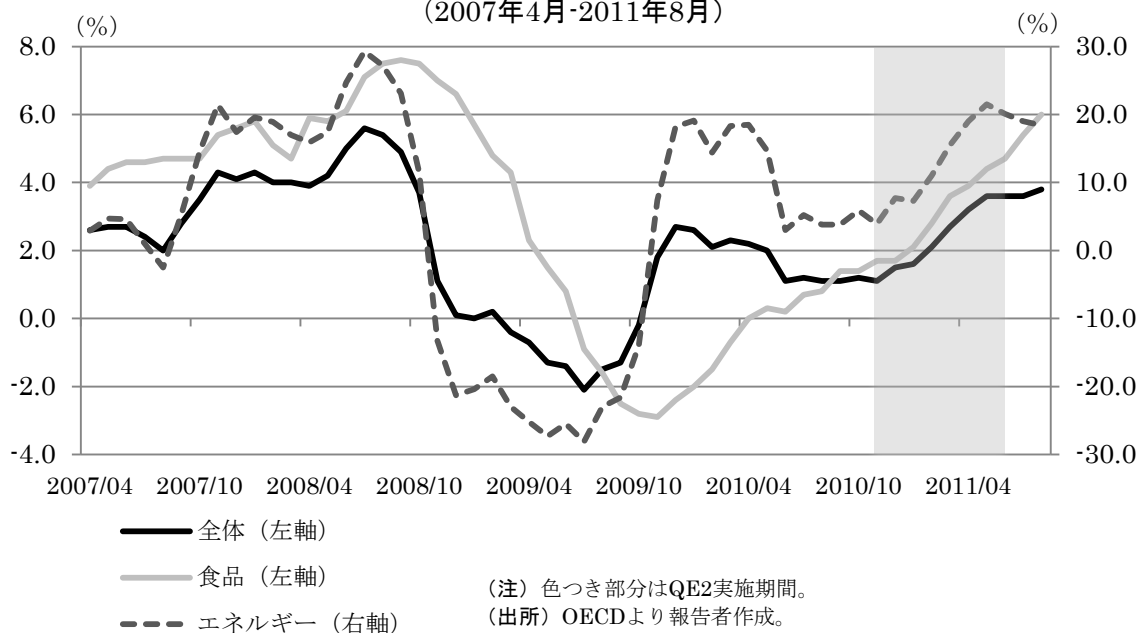
第2章 金融危機対応の作用

図表2-4-13 アメリカにおける信用乗数の推移
(2001年12月-2011年8月)



(注) 信用乗数=マネースtock ÷ マネタリーベース。色つき部分はQE2実施期間。
(出所) IMFより報告者作成。

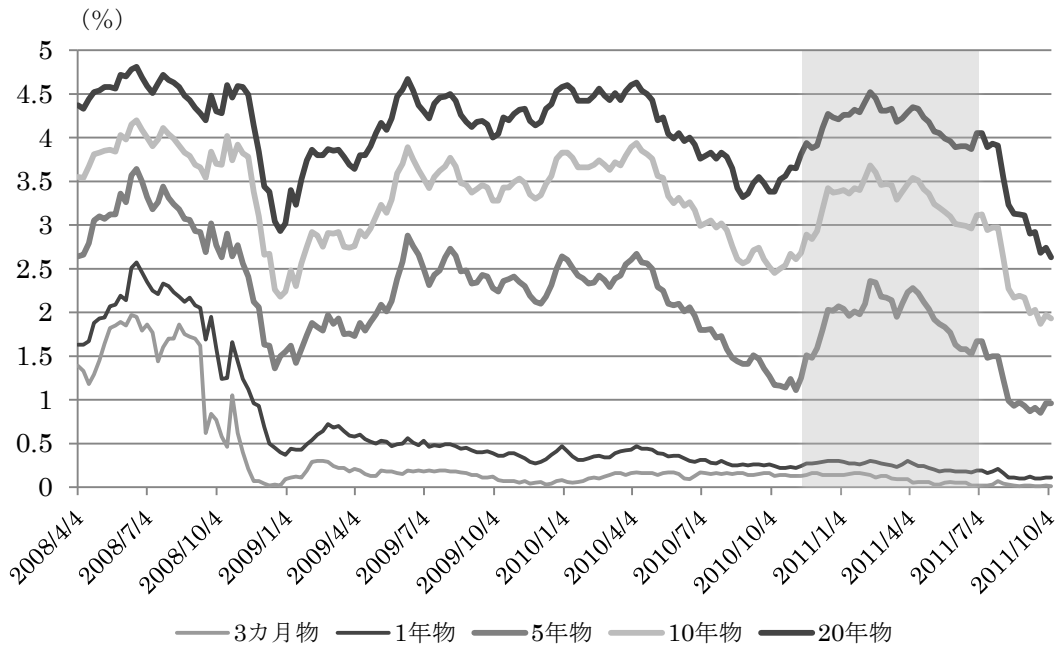
図表2-4-14 前年同月比で見たCPIの変化率
(2007年4月-2011年8月)



(注) 色つき部分はQE2実施期間。
(出所) OECDより報告者作成。

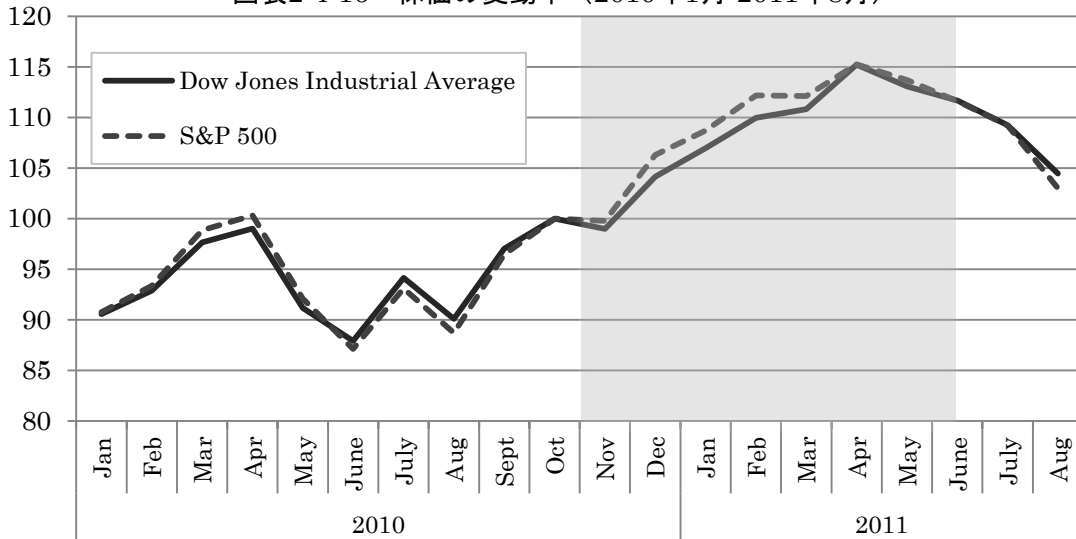
第2章 金融危機対応の作用

図表2-4-15 米国債の利回り（2008年4月-2011年10月）



(注) 色つき部分はQE2実施期間。
 (出所) FRBより報告者作成。

図表2-4-16 株価の変動率（2010年1月-2011年8月）



(注) 2010年10月=100とした指数。色つきの部分はQE2実施期間。
 (出所) SIFMAより報告者作成。

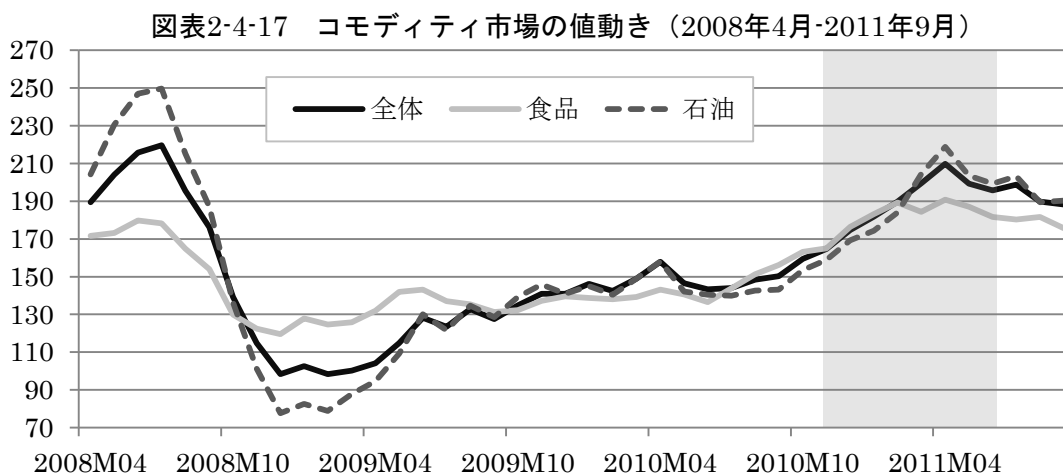
QE2 についてよく聞かれるのが、増刷しすぎて余ったドルがコモディティ市場へ流れたり、ドルが下落したりするという批判である。このことは現実に起こったのか、データを確認してみよう。

第2章 金融危機対応の作用

図表 2-4-17 はコモディティ市場の値動きを表している。金融危機直後に一気に価格が3分の1ほどに下落し、その後2009年10月以降は安定的であった。しかし2010年10月からQE2が始まるとコモディティ価格は軒並み上昇していく。2011年4月からは価格が下落傾向に向かった。これはQE2により金（ドル）余りとリスク・テイクの動きが起こったことの証左であると考えられる。QE2の終了が近くなってからコモディティ価格が下落し始めたのは、コモディティ市場からの資金の引き上げがあったからであろう。このようなコモディティ市場の動きは先ほど見たアメリカのCPI変化率（図表 2-4-14）に大いに影響を与えたと思われる。

なお、QE2と同時期中東各国で政変が起こった。大きなものを挙げれば、2010年12月から2011年1月にチュニジアでのジャスミン革命、2月にヨルダンでの政権交代とエジプトでのムバラク政権崩壊、それ以降リビアでカダフィ政権打倒の機運が高まるなどだ。中東には産油国が集中しており、今回の政治混乱で原油の安定的供給に不安が生じた。そのこともコモディティ価格上昇に寄与していると思われるものの、価格上昇自体はQE2開始とともに始まっていることから、QE2にはコモディティ価格を押し上げる効果があったと考えられる。

ドルの為替相場はどうであっただろうか。図表 2-4-18、19、20 はドル相場の変動を表している。金融危機時には円と人民元を除く全通貨に対してドルは上昇している。その後はユーロとポンド以外に対してはほぼ一貫して下落傾向にある。ユーロとポンドが2009年10月頃から2010年5月頃までドルに対して弱くなるなど他通貨と違う動きをしているのは、ギリシャ危機のためと思われる。さて、QE2の期間中を見てみると、ドルはユーロ以外に対しては特に大きく下落していない。ユーロに対してはQE2開始直後に上昇し、その後下落している。これはQE2の効果というよりはむしろユーロ域内の問題が原因であろう。よって、QE2はドルの減価を加速させるものではなかったといえる。

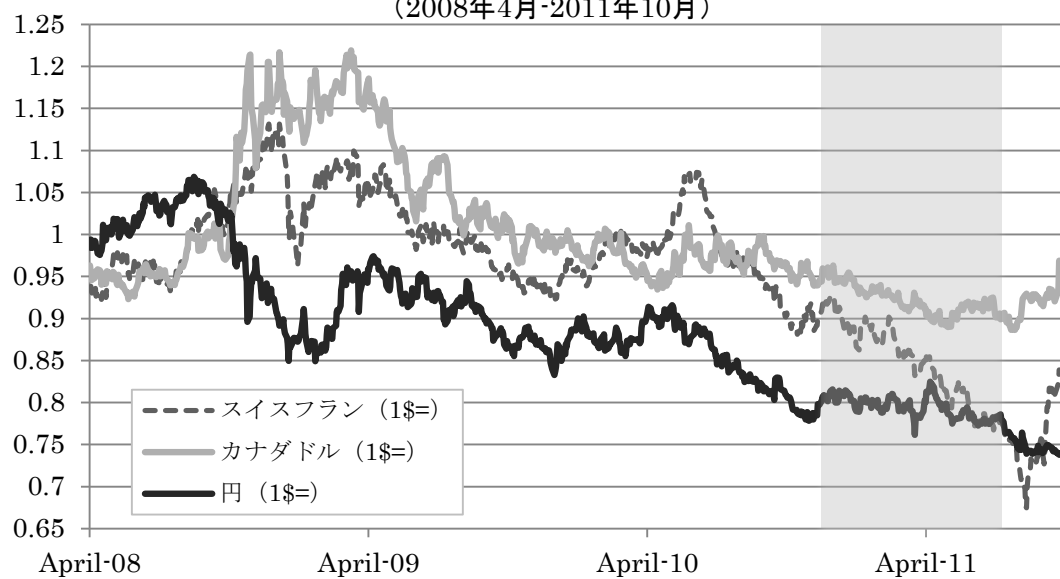


（注）2005年平均を100とした指数。色つきの部分はQE2実施期間。

（出所）IMFより報告者作成。

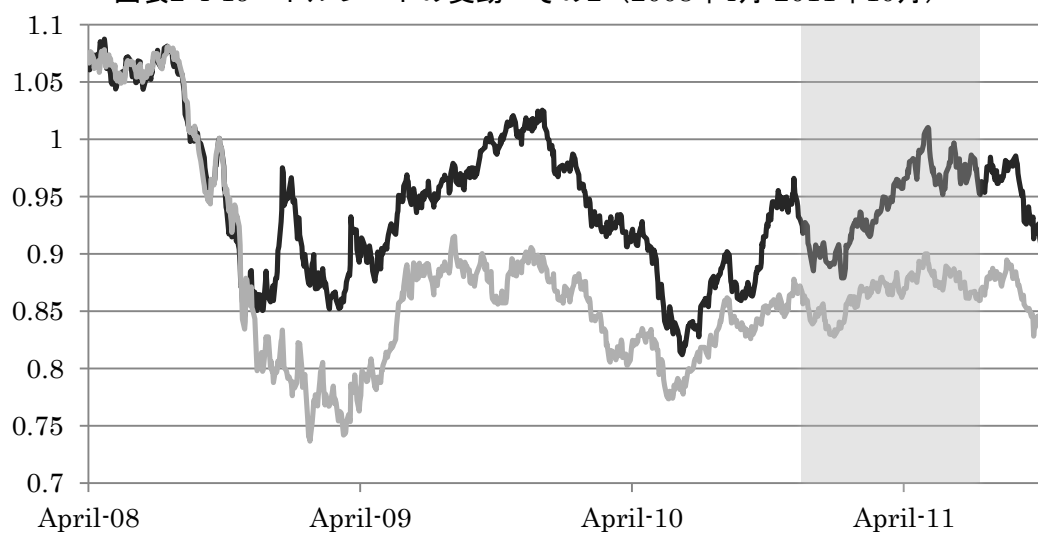
第2章 金融危機対応の作用

図表2-4-18 ドルレートの変動 その1
(2008年4月-2011年10月)



(注) 2008年平均=1。色つき部分はQE2実施期間。
(出所) FRBより報告者作成。

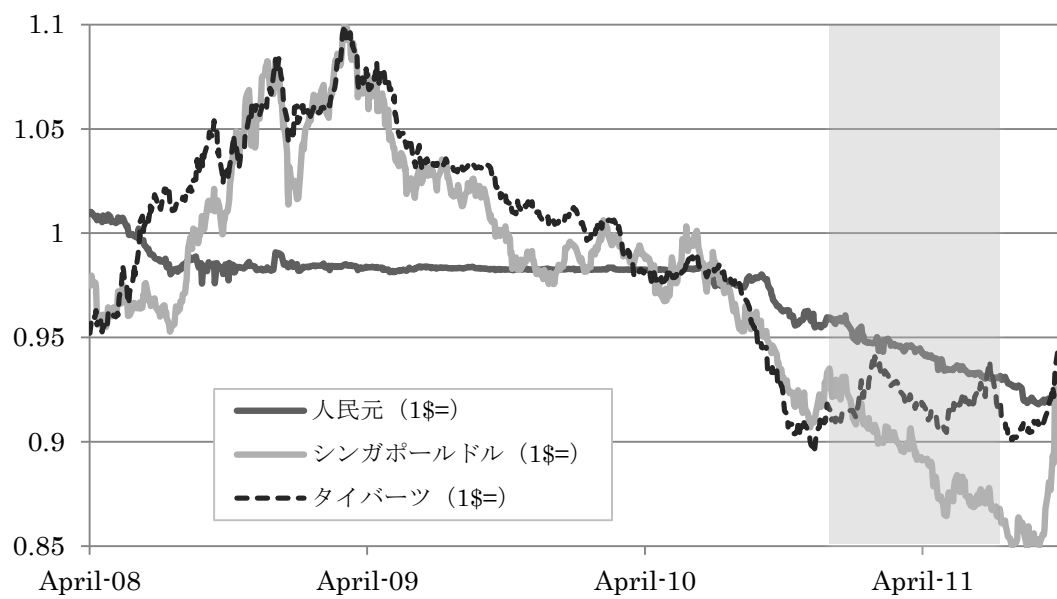
図表2-4-19 ドルレートの変動 その2 (2008年4月-2011年10月)



— ユーロ (1ユーロ=)
— ポンド (1ポンド=)

(注) 2008年平均=1。色つき部分はQE2実施期間。
(出所) FRBより報告者作成。

図表2-4-20 ドルレートの変動 その3 (2008年4月-2011年10月)



(注) 2008年平均=1。色つき部分はQE2実施期間。
(出所) FRBより報告者作成。

第3章 ドルの将来

3.1 はじめに

第2章で述べたように、世界金融危機の対策として、FRBは「非伝統的」金融政策によって資金供給を、そしてアメリカ政府は大規模な財政出動を行った。それは一定の成果を得たものの、FRBのバランスシート膨張、財政赤字の拡大といった問題を抱えることになった。また、危機後に縮小したグローバル・インバランスも再び拡大する兆しをみせており、これら3つの問題を放置することはドルの信認を揺るがし、ドル暴落の危険性さえ秘めている。それは、バランスシートの膨張はインフレリスクを内在しており、グローバル・インバランスと財政赤字の拡大は海外からの資本流入によるファイナンスを困難にする恐れがあるからだ。そこで、この章ではドルの信認を揺るがすこれらの問題の解決策を考える。そして最後の節では、基軸通貨の地位に君臨するドルが、現在どのような立ち位置にいるのか他通貨と比較しながら分析し、今後のドルの行方と国際通貨体制の明日を考えていきたい。

3.2 出口戦略

第2章で世界金融危機以降のアメリカにおける対応策を見てきた。応急処置的な政策措置を矢継ぎ早に展開したことで一定の効果得られたが、それらの政策はミクロ面では市場の資源配分機能を歪めて経済の効率性の低下を招き、マクロ面ではインフレや財政収支の悪化により長期金利を上昇させるといった副作用を持つ。だからと言って諸政策の拙速な解除は経済回復の腰折れや再び金融システム不安を発生させかねない。このことからいかにして金融危機対応の政策を解除し平常の政策に戻るかという「出口戦略」に関心が集まっている⁶⁶。

まず出口戦略の枠組みとして、IMFが2009年11月に出した指針がある（図表3-2-1）。金融政策よりは財政再建、特に基礎的財政収支の健全化を優先的に行うべきであり、財政に関しては危機関連の財政刺激を先に停止すべきだが、金融政策に関しては必ずしも非伝統的政策を先に停止しなければならないということではないと述べられている。また、出口の開始時期は経済や市場の状況を見極めて決めなければならない。出口に関わる国際協調も重要である。例えば金利引き上げのタイミングが各国で異なると資本フローをかく乱する可能性等があるからである⁶⁷。

さて、以下では金融危機以降の財政政策及び金融政策の適切な出口戦略を考察していく。今までにアメリカの表明してきた出口戦略を紹介し、総合的な評価を述べたい。

⁶⁶ 内閣府[2009b]。

⁶⁷ 内閣府[2009b]。

図表 3-2-1 IMF の出口戦略に関する指針 (2009 年 11 月 7 日)

1. 出口のタイミングは景気や金融システムの状態次第であり、さらなる需要の下支えや金融システムの改善を優先すべきである。出口戦略とその発動について市場と対話することによって、市場の期待を安定化したり、市場の不安を和らげることができる。
2. 若干の例外はあるものの、財政再建は、最も優先度の高い政策である。他方、金融政策は、全体的な景気刺激の水準に向けて、容易に調整できる。
3. 財政の出口戦略は、明確に特定された時間軸の中で政府債務を節度ある水準 (prudent levels) に引き下げる目標も含め、透明性が高く、包括的な形で、今、市場に明確に発信すべきである。
4. 基礎的財政収支の健全化が、財政再建の中心であり、まず危機に関連した財政刺激策をやめることから始めるべきである。
5. 伝統的金融政策の引き締め (金利の引き上げ) の前に、必ず非伝統的金融政策を解除しなければいけないというわけではない。
6. いつどのように金融システム安定化策を終了させるかについては、経済状況や金融システムの安定性、市場の機能の状況次第である。
7. 信頼性と一貫性のある出口戦略の策定は、各国の経済状況を向上させる。政策協調は必ずしも同時の出口を意味しないが、政策協調の欠如は悪い波及効果を生む可能性がある。

(注) 2009 年 11 月 6~7 日に英国で開催された G20 において配布された IMF の出口戦略に関する指針。
(出所) 内閣府[2009b] (原資料は IMF) より報告者作成。

(1) 米国債格下げについて

まずは財政政策の出口についてであるが、そのためには米国債の格下げの話題は避けて通れない。2011 年 8 月 5 日、米国債がスタンダード・アンド・プアーズ (S&P) により格下げされた。さらに格付け見通しを「ネガティブ (弱含み)」とし、今後さらなる格下げの可能性を示唆した。米国債が S&P のトリプル A の格付けを失ったのは 1941 年の格付け制度開始以降初めてのことであり、歴史的な出来事と言えるだろう。

証券の格付けはその証券及びその発行体に対する信用度を表す。格下げは信用度の低下を意味するので、通常であれば格下げされた証券への需要は低下する。格下げ前には米国債の格下げによってアメリカから資金が逃避するのではないかとの懸念もあった。もしそうならばグローバル・インバランスを支える官民からの資本流入が減少し、グローバル・インバランスの崩壊が実現する可能性もあった。しかし実際に格下げされてみると、米国債の需要は低下するどころか高まることとなった (図表 2-4-15)。

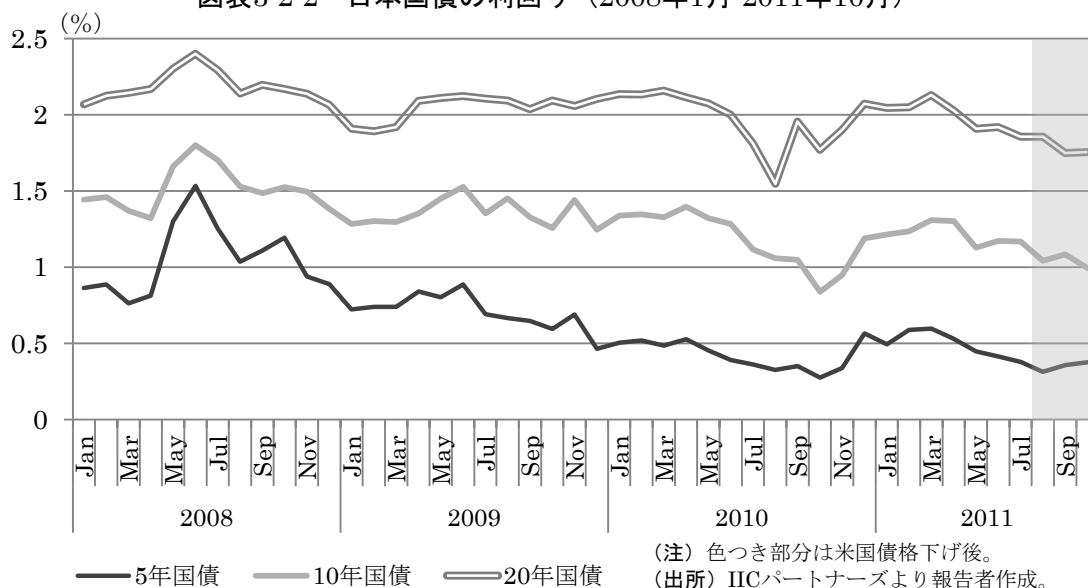
この理由として、まず S&P が米国債格下げをチラつかせていたため、格下げのショックが比較的小さかったということが挙げられる。S&P は 2011 年 4 月 18 日に米国債の格付け

第3章 ドルの将来

見通しをネガティブに変更していた。財政赤字と累積債務への対策が不透明であることを見直し変更の理由とした⁶⁸。市場としてもアメリカの財政赤字の問題は十分承知しており、格下げへの心の準備はできていたと思われる。また、ムーディーズやフィッチが米国債の格付けを最上位に据え置くことを発表したことも理由の1つであろう⁶⁹。しかしこれらは米国債需要の「維持」の理由にはなるものの、「増加」の説明にはならない。

米国債の需要増加の原因は、やはりギリシャをはじめとする PIIGS 諸国の問題による「質への逃避」であろう。通貨で取引量の多いものといえばドル、ユーロ、ポンド、円が挙げられるが、ユーロは PIIGS の問題、ポンドは財政赤字と貿易赤字といった問題を抱えており、消去法的にドルや円へ資金が集まるようになってきている（図表 2-4-15 及び 3-2-2）。したがって直近のドルレート（図表 2-4-18、19、20）は上昇に向かっている。また安全資産である金（gold）であるが、金価格（図表 3-2-5）を見てみると米国債の格下げ直後に急騰し、その後急落した⁷⁰。ヨーロッパ諸国の長期金利（図表 3-2-3、4）を見ると、PIIGS⁷¹諸国とイギリスの長期金利が上昇しており、資本流出の痕跡が見られる。

図表3-2-2 日本国債の利回り（2008年1月-2011年10月）



⁶⁸ 国際投信投資顧問[2011]。S&P は 10 年間で 4 兆ドル以上の歳出削減が望ましいとしていたが、米国財務省はこの試算には 2 兆ドル近い誤りがあると批判し、S&P も誤りを認めた。しかし同社は格下げの理由にアメリカの政策決定の安定性が弱まったと指摘しており、政府と議会が合意するまでの混乱を念頭に置いて格下げを決定したと考えられる。

⁶⁹ 両社はオバマ大統領が連邦政府の債務上限引き上げ法案に署名した直後に米国債の格付けの維持を決定した。

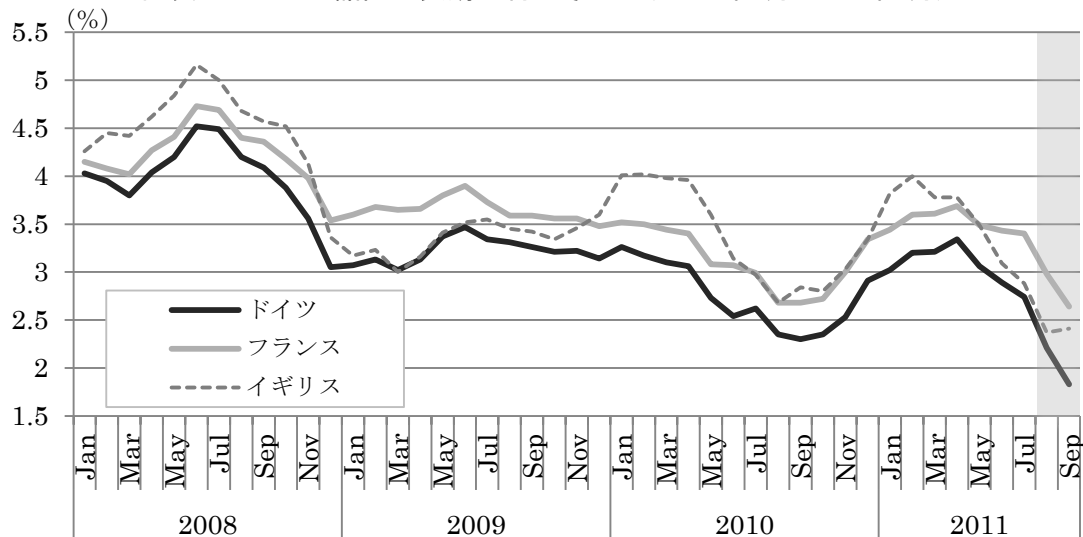
⁷⁰ ワールドゴールドカウンシル (WGC) 日本代表の豊島逸夫氏によると、金を安全資産として需要する者と、金を売り抜け利益を得ようとする投機家の動きがあったという。なお同氏は米国債への資金逃避を「質への逃避」と呼ばず「流動性への逃避」と呼び、金への資金逃避を「質への逃避」と呼んでいる。米国債の発行体であるアメリカが健全な状態であるとは言えないからである。

⁷¹ ポルトガル、アイルランド、イタリア、ギリシャ、スペイン。

第3章 ドルの将来

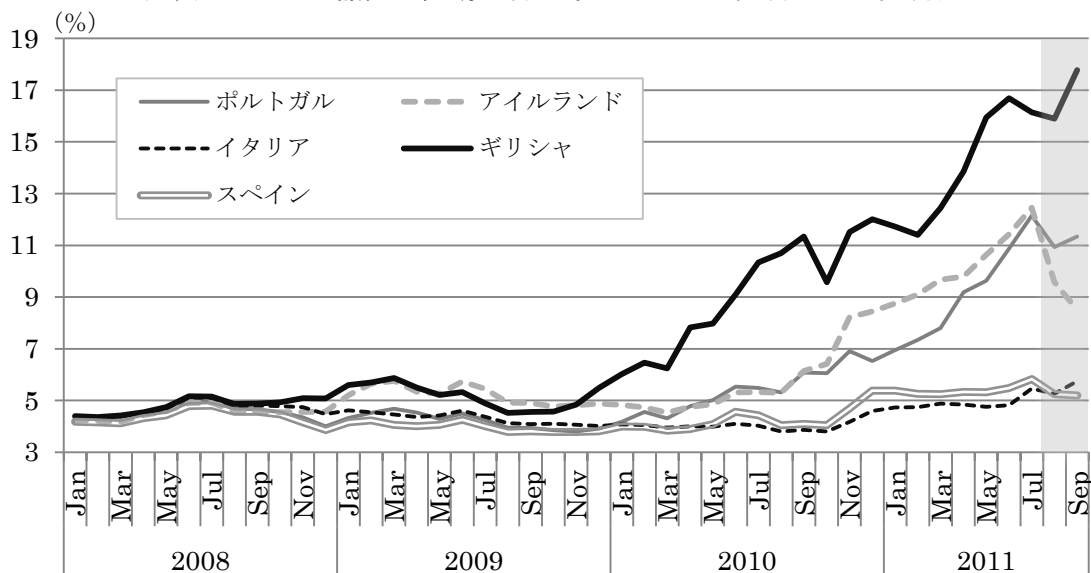
これからの米国債需要の動向は欧州の債務問題の進展による⁷²。債務問題が解決されればユーロからドルへの逃避は止まることが予想される。そうなれば米国債の需要は低下し、財政赤字のファイナンスに支障をきたす。そうならないためにも、なるべく早いうちに財政赤字の縮小に向かうべきである。

図表3-2-3 EU諸国の長期金利 その1 (2008年4月-2011年9月)



(注) 色つきの部分は米国債価格下げ後。
(出所) ECBより報告者作成。

図表3-2-4 EU諸国の長期金利 その2 (2008年4月-2011年9月)



(注) 色つきの部分は米国債価格下げ後。
(出所) ECBより報告者作成。

⁷² Bloomberg、Reuter 等の報道より。

図表3-2-5 金価格の推移（2008年4月1日-2011年10月14日）



(注) 色つき部分はQE2実施期間。
 (出所) World Gold Councilより報告者作成。

(2) 財政再建の指針

それでは本題の財政政策の出口について考えよう。財政再建は出来るだけ早いほうが望ましいが、拙速な出口戦略の開始は経済回復を腰折れされ、自律成長を抑制してしまう。よって出口戦略開始のタイミングを見極めることが非常に重要である。適切なタイミングを考える時、GDPギャップを見るのが1つの指針となる⁷³。

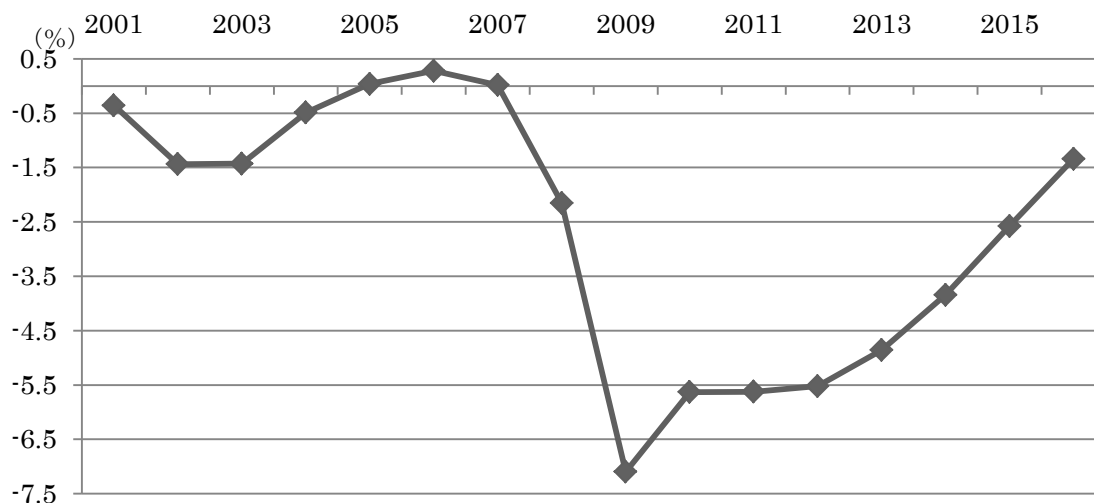
通常、成長率が加速(=GDPギャップが縮小)すると同時期に財政再建を始めるのがよい。財政再建実行までのタイムラグを考えると、若干フォワードルッキングな政策運営を行い、適切な経済見通しのもとで出口戦略の開始時期を考える必要がある。しかし金融危機以降の経済情勢の不安定さを考えると、足元の回復が確実であると確信できるまでは出口戦略を開始しない(バックワードルッキングな政策運営)ということも1つの手である。

こうした見方でアメリカのGDPギャップ(図表3-2-6)を見てみよう。GDPギャップは金融危機の直後にマイナス方向へ大幅に拡大し、回復には5年以上かかると見込まれている(IMF予測)。つまりGDPギャップを念頭に置いた場合、今はまだ出口戦略を開始するには時期尚早であると言え、GDPギャップの回復が始まる(と予想されている)2013年頃から財政再建を開始できるような政策立案をすることがよいと考えられる。

出口のタイミングと同様に、財政再建による回復の腰折れには気を配らなければならない。財政再建には増税か歳出削減の2通りの方法が考えられるが、短期的にはケインズの

⁷³ GDPギャップについての議論は内閣府[2009b]を参考にした。なお、出口戦略の開始時期は金融政策についても同様に重要な問題である。

図表3-2-6 アメリカのGDPギャップ（2001年-2016年）



(注) 2011年以降はIMFによる推計。

(出所) IMFより報告者作成。

な乗数効果による成長の腰折れが懸念される。これを抑制するには、金融政策等の他の政策を組み合わせ、財政再建による経済の押し下げを緩和することや、中長期的視点に立った財政再建への取り組みに対して信頼感を得られるようにすることが考えられる⁷⁴。

それでは、実際にアメリカ政府が立てている財政再建策を紹介し、その時期や方法が適切かどうかを評価していく。まず2009年2月に、オバマ大統領は任期中にブッシュ政権から引き継いだ1兆3000億ドルの財政赤字を半減させることを公約した。手段としては税制改革、海外軍事活動の縮小、医療保険制度改革、温室効果ガス排出権取引の導入、行政改革の徹底等によるコスト削減と、PAYGOルール⁷⁵導入による財政規律の強化が挙げられた。しかし景気動向や削減総額のかかなりの割合を占める軍事費の削減の進捗に大きく左右されることから、実現の可能性は低いと評価された⁷⁶。

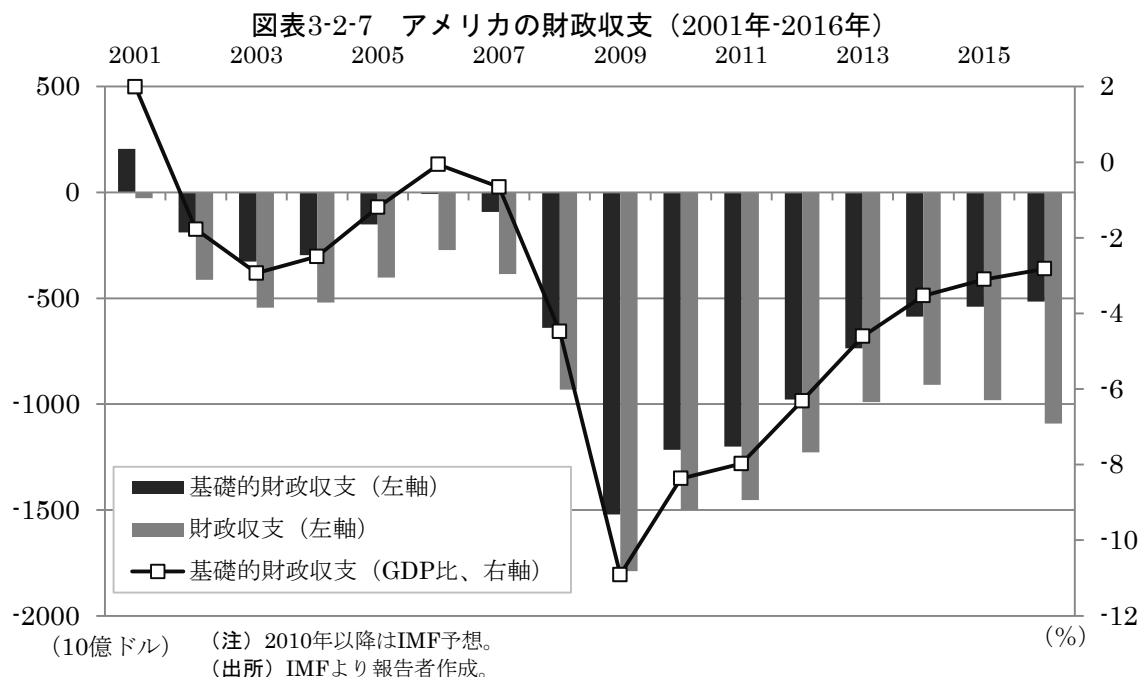
2010年2月には中期的な財政目標として2015年までに基礎的財政収支（図表3-2-7）を均衡（GDP比約3%）させることを掲げた。達成のための具体的な措置は、安全保障以外の裁量的経費の伸びの3年間凍結及びPAYGOルールの導入等による財政規律強化と、高所得層への増税、金融機関や保険業界への課税、医療保険制度の改革等によるコスト削減、歳入強化である。なお、大統領経済諮問委員会（CEA）は過去の教訓⁷⁷から今後の財政再建

⁷⁴ なお、内閣府[2010b]では伝統的なケインズ理論とは異なる経路で財政が需要へ波及効果をもたらすという非ケインズ効果について述べている。非ケインズ効果により、財政再建にも関わらず家計の消費が増加する可能性があるという。内閣府[2010b]参照。

⁷⁵ PAYGOルールとは Pay As You GO、つまり義務的経費を増加させたりや減税を実施したりする場合、その額に見合うだけの義務的経費の削減や増税を義務づけるというルールである。先代ブッシュ政権とクリントン政権時に導入され、財政再建を導いた。PAYGO関連法案は2009年7月に下院を通過している。

⁷⁶ 内閣府[2009b]。

⁷⁷ CEAの2010年2月の報告書の中で1937年の教訓を取り上げている。詳しくは内閣府[2010a]。



の基本的な考え方として「景気刺激的な財政再建」を示した。これは長期的な財政赤字要因となる問題に着手することにより、将来発生する財政赤字を削減していくという考え方である。長期的な財政動向に関わるものとしては医療保険・税制・財政規律等が挙げられる。これらの改革、すなわち財政再建への力強い取り組みを市場に見せることは、市場の信頼の獲得により長期金利上昇の抑制を通じて、その後の景気回復を支える要因となりうる⁷⁸。さて、この実現可能性についてであるが、やはり景気動向に左右される。景気回復が減速すれば税収減や失業保険の給付等により財政赤字が拡大する恐れがある。さらに金融機関や保険業界への課税には利害関係者の反発も強く、その動向によっても目標の達成は左右される。

そして今年2月に公表された2012年度予算教書の財政再建に関する内容が図表3-2-8である。財政再建を行いつつ、競争力の強化により経済の成長を促すという戦略のようである。注目すべきは2010年に提起した「景気刺激的な財政再建」の考えが反映されていることであろう。財政健全化に向けた長期的取り組みとしてGSE改革、医療コストの拡大抑制、法人税改革、富裕層向け減税の終了が挙げられている。住宅市場の低迷によりGSEの経営は悪化した。住宅市場の見通しが不明であるから金融機関は住宅ローンの供給を縮小させ、現在の住宅ローンの供給はほぼGSEに限定されている(図表1-3-6)⁷⁹。そしてGSEの経営悪化は住宅ローン供給を滞らせ、住宅市場の悪化につながるという負の連鎖が出来上が

⁷⁸ 実際、クリントン政権による財政再建への姿勢は市場に評価され、景気回復を支えることとなった。
⁷⁹ 図表1-3-6はMBSの発行額のグラフであるが、MBSは住宅ローン債権を担保に発行される証券であるため、MBSの発行額を住宅ローン供給に近似して考える。2008年以降、MBS発行のほとんどすべてがGSE (Agency) によって行われている。

第3章 ドルの将来

っているため、GSE の経営立て直しは迅速に行われなければならない。また、これから人口が高齢化していく中で医療コストの問題の解決は急務である。そして税制は歳入と経済に直接響くので、経済活動を停滞させない程度の税率を探らなければならない。

図表 3-2-8 2012 年度予算教書における財政再建の取り組み

1. 財政再建に向けた取り組み

(1) 財政再建目標

- ・前政権から引き継いだ 1.3 兆ドルの財政赤字を任期中（2013 年 1 月）までに半減させる

(2) 主な取り組み

- ・国防費以外の裁量的歳出の伸びを 5 年間凍結（10 年間で 4000 億ドル減）
- ・国防費の伸びを 5 年間実質ゼロ成長（5 年間で 780 億ドルの歳出減）
- ・高所得層の所得税の項目別控除の一律 30%削減

(3) 財政健全化に向けた長期的取り組み

- ・GSE 改革：住宅金融市場に対する政府関与の縮小
- ・医療コストの拡大抑制（2010 年に成立した医療制度改革関連法の着実な実施等）
- ・法人税改革の推進
- ・2012 年末以降の富裕層向けの減税措置の終了 等

2. 競争力強化に向けた取り組み

(1) 競争力のある労働力の育成

- ・理科系分野の教員増員（10 年間で 10 万人）
- ・中等教育終了後のさらなる教育機会の提供、学位取得支援、奨学金増額措置の継続 等

(2) 技術革新への投資

- ・クリーンエネルギー、ナノテクノロジー、サイバーセキュリティ、バイオメディカル等への投資拡大
- ・電気自動車の普及（2015 年までに 100 万台）
- ・投資及び雇用税制と優遇する経済成長特区の新設

(3) 21 世紀型インフラ整備

- ・高速鉄道網整備等の陸上交通整備（6 年間で 5560 億ドル）
- ・次世代高速無線通信網の整備
- ・次世代航空システム、電力供給システムへの投資 等

(4) その他

- ・国家輸出戦略の継続（輸出倍増計画を 2014 年までに達成）

（出所）内閣府[2011]より報告者作成。

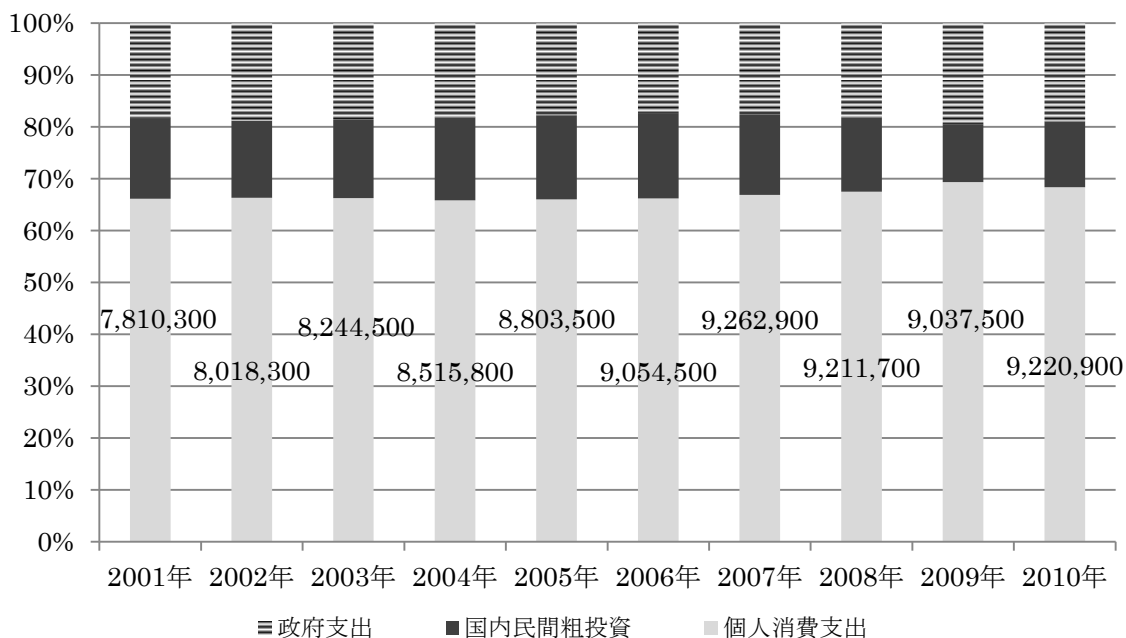
第3章 ドルの将来

さらに今年4月、オバマ政権は新たな財政再建案を発表した。12年間で4兆ドルの財政赤字を削減するという。しかしこれには2月発表の予算教書における提案（10年間で1.1兆ドルの削減）が含まれており、追加的な削減額は3兆ドル弱であると考えられる⁸⁰。医療保険費、国防費、社会保障費の削減と富裕層への課税強化を実施する一方、教育、通信インフラ、クリーンエネルギー投資に関しては積極的に行う姿勢を見せた。また9月には3兆ドルの財政赤字削減案を発表し、ブッシュ減税の廃止などの税制改革と、メディケア等の義務的経費や軍事費の削減を盛り込んだ。

以上のように様々に財政再建策が発表されたが、これらの策は適切なものといえるだろうか。まず出口の開始時期について考えよう。上記の案は今後5年から12年くらいの期間で行うということである。図表3-2-6を見てみると、GDPギャップの縮小が2012年以降に始まるので、GDPギャップを念頭に置いた場合、出口の開始は若干早すぎるかもしれない。ヨーロッパ情勢の不安定さを考慮すると回復がさらに遅れる可能性もあるので、足元の回復が堅調になったことが確信できても、なお慎重に出口戦略を進めるべきであろう。

税制改革と歳出削減では、民間の活動に直結する税制改革の方は慎重に行うべきである。図表3-2-9から分かるようにアメリカでは個人消費が内需の7割弱を占めているため、消費意欲を減退させるような税制改革は控えたい。例えばブッシュ減税が打ち切られると、相続税率が0%から最高55%に、所得税率は35%から39.6%に、富裕層向け配当課税率は

図表3-2-9 アメリカの内需の構成比（2001年-2010年）



(注) グラフ中の数字は個人消費支出の額、単位は100万ドル。

(出所) JETROより報告者作成。

⁸⁰ 東京財団[2011]。

第3章 ドルの将来

15%から 39.6%に跳ね上がる⁸¹。オバマ政権はブッシュ減税の廃止を目標に掲げるが、一気に打ち切った場合、大幅な消費減退は避けられない。景気と相談しつつ、ゆっくりとしたペースで税率を戻していくべきであろう。

歳出削減に関しては、これからの高齢化の進展を考えれば、医療費の削減が最重要課題である。また、無保険者問題にも対処しなければならない。アメリカの医療保険制度には高齢者向けのメディケアと低所得者向けのメディケイドがあり、この2つのどちらの対象ともならない人は職場や個人で医療保険の契約を結ぶことが通常である。しかし昨今の不況で医療保険費を払えず保険に加入できない無保険者の増加が問題となっている⁸²。無保険者は医療費を全額自己負担することになるためなかなか病院に行こうとせず、いざ医療を受けるときになると緊急入院になることも少なくなく、結果医療費は高額となる。一部の州では無保険者の医療費を負担しており、それが財政の圧迫につながっている。このような無保険者問題を放置したまま医療費の削減を行っても、真の医療費削減は実現されない。一時的に医療費の増大を許してでも無保険者問題の解決に取り組み、その後医療費削減に向かった方が経済厚生も高まると思われる。この点で、医療保険改革法の制定（2009年11月）は適切であると考えられる⁸³。

アメリカ政府の財政再建案の期間は5年間から12年間であった。税制改革にしる歳出削減にしる、景気の影響を大いに受ける。この期間中の景気動向のシナリオをいくつか並べ、シナリオに沿った政策運営が出来るのが理想である。ヨーロッパの不確実性が大きいので、悲観的なシナリオを意識しておいた方が経済へのショックは軽減できると考えられる。

またこの期間中に一貫して財政再建を行うだろうという市場からの信頼を得られるならば、非ケインズ効果を通して消費の拡大につながる可能性もある。問題はどのようにして市場の信頼を勝ち取るかであるが、迅速に法案をまとめ、納得のいく正しい試算が出来れば信頼は高まるはずである。これはオバマ大統領の政治手腕にかかっていると言ってよいだろう。

(3) FRBのバランスシートの縮小

次は金融政策の出口戦略について考察する。もう一度FRBのバランスシートの内容（図表2-2-1）を確認しておこう。パリバ・ショック以降はバランスシートの内訳の変化のみで、米国債の保有額が減少しターム物貸出やレポが増加した。リーマン・ショック以降はエイジェンシー債やMBS等の証券の買い入れ、為替スワップ等によりバランスシートは拡大した。2010年10月以降はQE2により国債が6000億ドル分増加した。バランスシートを拡大させるということは証券を買い入れて市場に資金を放出することと同義であるから、信

⁸¹ YOMIURI ONLINE「用語解説」『ニュースクリップ』より。

⁸² 2008年時点で人口の15.4%にあたる4630万人が無保険者となっている。内閣府[2009b]。

⁸³ ところが2011年8月12日、アトランタ連邦高裁で医療保険改革法に違憲判決が下った。国民に保険加入を義務付け、加入者への補助金の付与や保険会社への規制の強化を目指した法案だったが、裁判所は加入義務付けが違憲であると判断した。アメリカでは医療保険は民間保険会社が売る商品だという認識がある。

第3章 ドルの将来

用創造を通じてマネーストックが増加し、インフレが発生するはずだった。しかしながら、図表 2-4-12、13 で見たように、経済活動の停滞により信用創造のメカニズムは働かず、インフレもそこまで大きなものとはならなかった（図表 2-4-14）。しかし市場にマネタリーベースがあふれている状況は変わっておらず、経済回復とともにインフレが悪化するリスクが依然として残っている。したがって FRB のバランスシートを縮小させ、インフレリスクを取り除かねばならない。

バランスシートを縮小させるには保有証券の売却や預金準備率の引き上げ等の資金吸収以外に方法はない。2010 年 2 月にバーナンキ FRB 議長は金融政策の出口戦略として、準備預金金利の引き上げ、リバース・レポの活用、金融機関が FRB に資金を定期預金するような仕組みの検討、保有証券の売却等を挙げたが、まさしく資金吸収である。また FOMC メンバーは FRB のバランスシートについて、将来的には FRB の保有資産は金融危機以前のように米国債に限定することが適切であると述べた。同年 4 月に公開された FOMC 議事録では償還を迎えた米国債全てを再投資しないことで、今後数年間でバランスシートを縮小させる方法を検討していたことが示された⁸⁴。このように 2010 年春頃までは危機後の金融市場の混乱も落ち着いていたため、出口政策についての議論が盛んに行われていた。

ところが 2010 年春以降、政策効果の剥落等による景気回復ペースの鈍化やヨーロッパ情勢の不安定さを受け、バーナンキ議長は 8 月の FOMC でバランスシート縮小を抑制するために MBS の元本償還分を中長期国債に再投資することを発表するなど、再度金融緩和へ方針を転換した⁸⁵。この流れに乗って QE2 も実施された。今年の QE2 終了後も景気回復は遅く、基本的には出口戦略より追加緩和の方が熱心に議論された。また 2009 年 3 月の FOMC 以降、FRB は声明文において、「異例に低水準の FF レートがさらに長い期間妥当となる公算が大きい」と表現し、2011 年 8 月の FOMC からは「2013 年半ばまでゼロ金利を維持する」とゼロ金利期間を明示した。QE2 終了以降、FRB は量的緩和ではなく、長期間の低金利を約束することで長期金利を低下させる時間軸政策を強化することで金融緩和を行っている。そして 2011 年 9 月の FOMC では、4000 億ドルのツイストオペ実施を決定した⁸⁶。2012 年の 6 月までに 6~30 年以内に満期を迎える米国債 4000 億ドルを購入し、3 年以内に満期を迎える米国債を同額売却する。なお、市場では QE3 を望む声が多く、FOMC でも議題には上がったが、QE2 の時期と現在では状況が違うために実施は困難である⁸⁷。

以上のように、金融政策に関しては出口どころか追加緩和実施の是非でもめているような状態である。これはアメリカ経済の回復が非常に緩慢であることに由来する。FRB は物

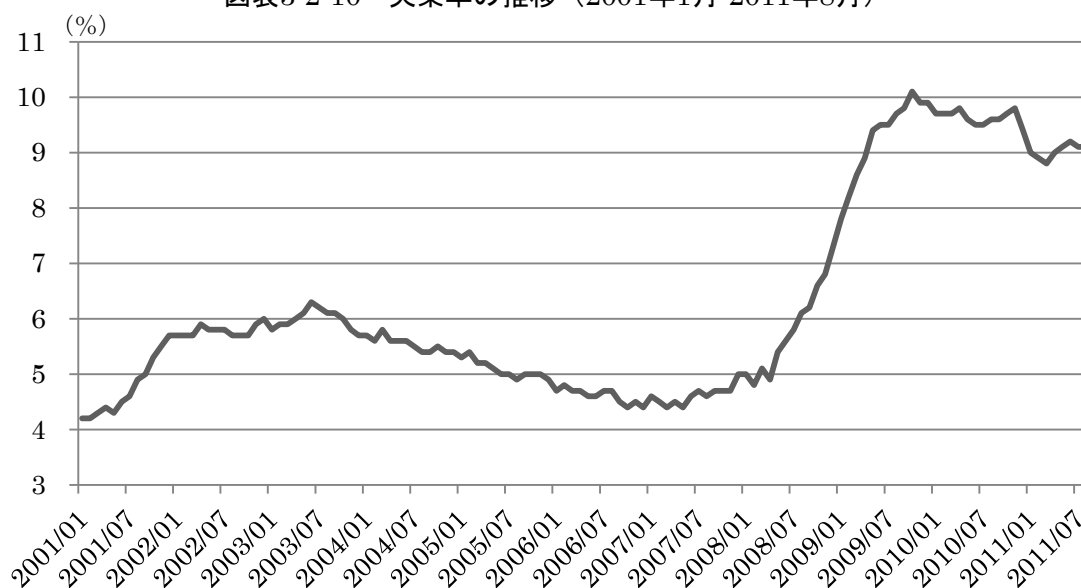
⁸⁴ 内閣府[2010a]。

⁸⁵ 内閣府[2010b]。

⁸⁶ ツイストオペとは短期証券売り長期証券買いを行うオペレーションのこと。これにより長期金利の低下を促す。短期金利の上昇が懸念される。

⁸⁷ QE2 の時期にはデフレリスクが存在したが、現在は逆にインフレリスクがある。また FOMC メンバーの 3 名（フィッシャー・ダラス地区連銀総裁、プロッサー・フィラデルフィア地区連銀総裁、コチャラコタ・ミネアポリス地区連銀総裁）が QE3 に大反対している。

図表3-2-10 失業率の推移（2001年1月-2011年8月）



（出所）OECDより報告者作成。

価安定と雇用最大化というデュアルマンドートを抱えており、その 2 つの間でバランスのとれた政策を行わなければならない。したがって今 FRB は、経済回復が不十分、つまり失業率の改善が不十分（図表 3-2-10）なうちに出口戦略を開始することはできないし、失業率の改善をしようにもインフレリスクが大きすぎて追加緩和を実施できないというジレンマに陥っている。少なくとも今は金融政策の出口を開始すべき時期ではない。

ではどのタイミングで金融政策の出口を開始すべきであろうか。FRB のデュアルマンドートに沿って考えてみよう⁸⁸。まずは雇用面である。図表 2-4-11 を見れば分かるように、雇用はほんの少しずつ回復してきているが、危機直後の大幅な失業を取り戻すまでには回復していない。また労働環境の悪化等を理由に労働市場から退出していた者が労働市場に戻ってきた場合、雇用改善にさらなる時間が必要となる。したがって 3 年か 5 年かは分からないが、相当の期間金融引き締めは実施出来ないと考えられる。

次に物価面である。図表 2-4-14 を見ると、8 月時点で CPI 上昇率は前年同月比で 3.8%、グラフは右上がりに推移している。これは QE2 のインフレ効果の名残と見ることができよう。しかし QE2 の時期に（もちろんそれ以前からではあるが）信用創造はあまり働いていなかったため、未だにインフレリスクが潜んでいる可能性が高い⁸⁹。そのためなるべく早くバランスシートを縮小させるべきである。

⁸⁸ 内閣府[2010b]の分析手法を参考にした。経済情勢が違うために結論は異なっている。

⁸⁹ 信用創造が危機以前のように働いていればマネーストックは QE2 により供給されたマネタリーベースの 9 倍超に増加し（図表 2-4-13）、インフレの嵐が吹き荒れたはずである。現在でも経済が好転するようになれば信用創造が働き、マネーストックが急増する可能性がある。後で詳細に述べる。

第3章 ドルの将来

(4) 出口戦略の提案：ポリシーミックス

これまでアメリカの出口戦略に関する議論をしてきた。財政赤字は削減されるべきで、FRBのバランスシートは縮小されるべきというのは当然であるが、問題は、出口戦略が結果として必ず経済の縮小をもたらすことである。とはいえ、出口戦略の途中で経済の縮小が起こってしまうと出口戦略を中断して新たな金融財政政策を行わざるを得ない。したがってこの項では出口戦略中に経済の縮小を軽度にも留めるようなポリシーミックスの提案を行い、その後経済が縮小する理由とその影響についてまとめる。

現状を簡単にまとめる。アメリカ政府は米国債が格下げされるほどの財政赤字を抱え、FRBはインフレリスクが懸念されるほど膨張したバランスシートを持っている。こうなった原因は世界金融危機及び経済危機による金融市場の混乱や実体経済の縮小への緊急対応である。この緊急対応は金融市場の安定化には寄与したが、主に雇用の回復が弱いことから実体経済への効果は薄かったと言える。緊急対応の次にはそれからの出口戦略を求められるが、非常に緩慢な経済回復の中での財政再建や金融引き締めは回復の腰折れを招き、インフレリスクの高まりから雇用回復（経済回復）のための追加金融緩和は危険である。

ではどのような出口戦略を考えるべきか。図表3-2-11に金融財政政策が経済に与える影響をまとめた。この中で最も危惧すべきはインフレの顕在化である。QE2のような追加緩和によりコモディティ市場が高騰することも心配ではあるが、特に信用創造の回復によるマネーストックの急増が懸念される。マネタリーベースがあふれた状態で信用創造の働きを取り戻すとマネーストックが現状の2倍強にまで増加し、インフレの嵐が吹き荒れる

図表 3-2-11 金融財政政策の経済に与える影響

		経済・雇用	インフレリスク
財政	拡大	景気回復に効果あり？	「景気回復→膨大なマネタリーベースによる信用創造→マネーストック増加→インフレ」の可能性
	縮小	回復の腰折れを招く危険性	
FRBのバランスシート	拡大	雇用面	「資産効果→消費拡大→景気(雇用)回復」の可能性
		物価面	更なるインフレリスクの蓄積、インフレの顕在化
	縮小	雇用面	回復(雇用)の腰折れを招く危険性
		物価面	インフレリスクの減退

(出所) 報告者作成。

第3章 ドルの将来

図表 3-2-12 信用乗数とマネーストック

信用乗数	マネーストック(10 億ドル)	実際(2011 年 8 月)のマネーストックの何倍か？
3	6825.6	0.72
3.5	7963.2	0.84
4	9100.8	0.96
4.5	10238.4	1.08
5	11376	1.20
5.5	12513.6	1.32
6	13651.2	1.44
6.5	14788.8	1.56
7	15926.4	1.68
7.5	17064	1.80
8	18201.6	1.92
8.5	19339.2	2.04
9	20476.8	2.16
9.5	21614.4	2.28

(注) 2011 年 8 月のマネタリーベース=2 兆 2752 億ドル、2011 年 8 月のマネーストック=9 兆 4794 億ドル。

(注) 端数が四捨五入されているため、計算結果には若干のずれがある。

(出所) IMF より報告者作成。

のは必至である。もちろん信用乗数の上昇には時間がかかるが、図表 3-2-12 のようにマネーストックの伸びは早い。リーマン・ショックのあった 2008 年 9 月以降、2011 年 8 月までにマネーストックが 1.2 倍しか増加していないことを考えると、現在のマネタリーベースにおける信用乗数の回復をもたらすマネーストックの増加は著しく速いことが分かる⁹⁰。

以上のように、信用乗数は経済が回復すれば次第と上昇し、高インフレに陥る可能性があるため、膨大なマネタリーベースを抱えたまま経済を回復させるのは危険と考えられる。よって金融財政政策の出口として最初にやるべきことは、FRB のバランスシートの縮小である。無論これは金融引き締めにあたり回復の腰を折る可能性がある一方で、バランスシートを縮小させる際には同時に財政政策による景気浮揚を実施するとよい。これにより FRB は物価面の問題から解放される⁹¹。

次にやるべきことは財政再建である。財政再建には増税か歳出削減の 2 通りがあるが、最

⁹⁰ 2008 年 9 月のマネーストックは 7 兆 8452 億ドルであった。

⁹¹ この議論はマネービューに基づくものである。マネービューとは

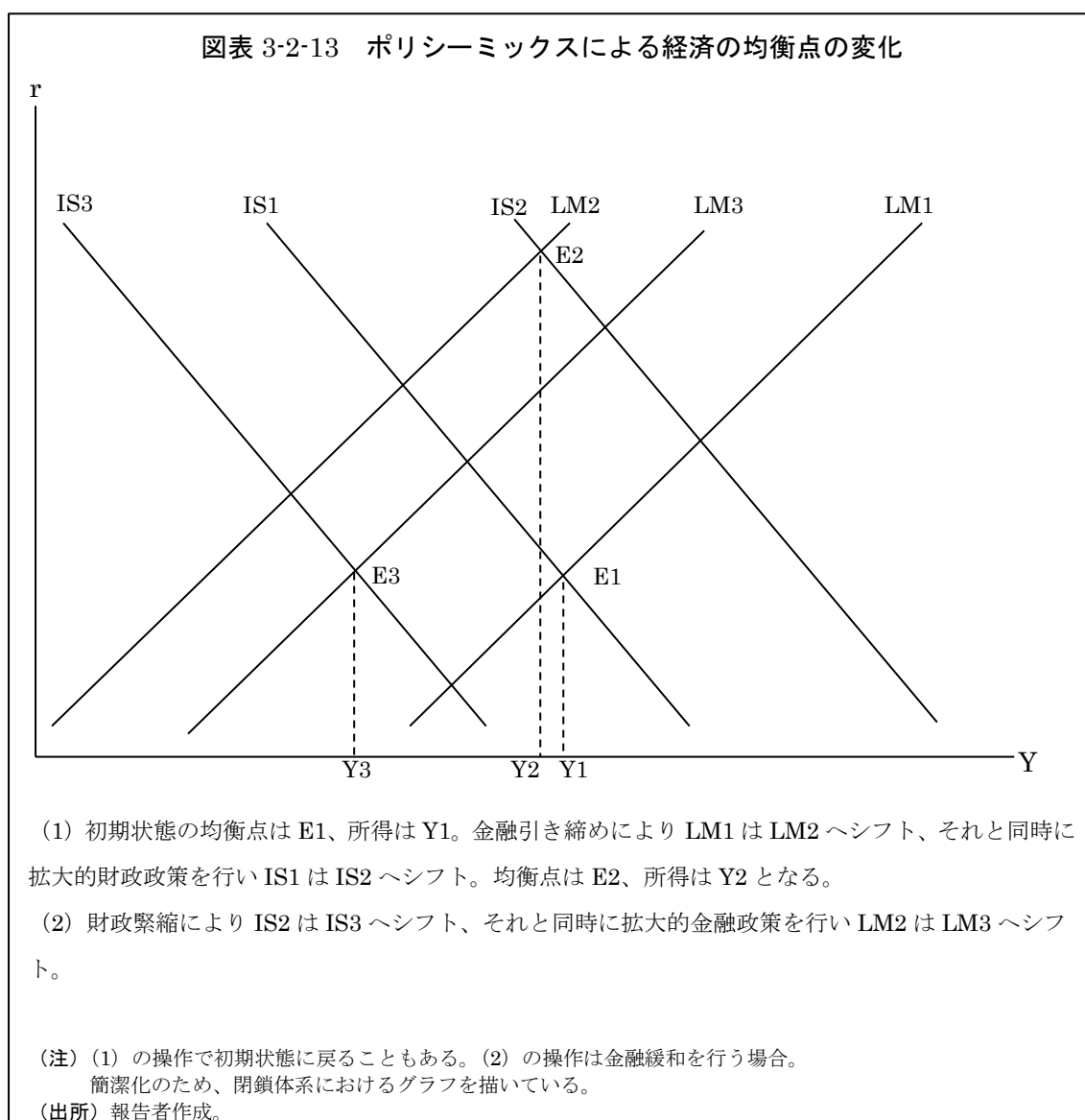
$$\text{マネーストック} = \text{マネタリーベース} \times \text{信用乗数}$$

という恒等式において、信用乗数は比較的安定している前提で、マネーストックはマネタリーベースの水準によってコントロールできるという考え方である。これに対する考え方としてクレジットビューというものがあり、これは先の恒等式における信用乗数はマネタリーベースとマネーストックの水準から事後的に決定される比率であるという考え方である。

第3章 ドルの将来

初のうちは消費マインドや企業マインドと密接に絡む増税は控えたほうがいいだろう。まずは裁量的経費の削減を行い、義務的経費については構造改革により削減する。それがある程度進むか、そのような計画が国民の信用を得られたならば、非ケインズ効果により増税をしても経済活動が縮小しない可能性もある。また回復の腰折れへのサポートとしてFRBが金融緩和の用意をしておくことも必要だ。

以上のポリシーミックスの流れを図で示したのが図表3-2-13である。このようにして得られる国民所得は出口戦略の開始前（初期状態）と比べると必ず小さくなる。これは金融政策と財政政策の両方が初期状態においてすでに拡大的であったからである⁹²。



⁹² 第2章で見たとおり、アメリカはかなりの規模の金融財政政策を行ってきた。その結果 IS 曲線と LM 曲線は右シフトした。

第3章 ドルの将来

問題はこのポリシーミックスがその過程で国内経済（特に家計の消費）や経常収支、為替レートにどのような影響を与えるかである。金融引き締めと拡大的財政政策はアメリカの金利を上昇させ、資本流入を促す可能性がある。資本流入はドル高を招き、輸出の減少と輸入の増加を引き起こし、経常赤字を膨らませる。なお、アメリカ一国のみの金融引き締めは他国との金利差を生み、国際資金フローをかく乱する可能性があるため、金融引き締めについては各中央銀行と協調して行うべきであろう⁹³。その後の財政再建はアメリカ経済の縮小を通じて国内消費や輸入を減少させ、経常赤字の削減につながる。また経済の縮小は同時に株安を促し、アメリカからの資本流出とドル安を招く可能性がある。財政問題を克服したという点だけ見ればアメリカへの信用は強くなり、中長期的にはドル高方向へ向かっていくことになるだろう。しかし経済の縮小は失業率の上昇や新たな財政支出の増加の可能性も有しており、この点ではアメリカへの信用は弱いままである。

また、このポリシーミックスをどのくらいのタイムスパンで実施するかも問題である。あれだけ拡大したFRBのバランスシートを縮小させるには1年や2年では短すぎるだろう。金利の急激な上昇を招かないように、無理なく保有証券を売却していかねばならない。またFRBは2011年8月のFOMCで「2013年半ばまでゼロ金利を維持する」と明言しており、FFレートの引き上げはしばらく待たねばならない。バランスシート縮小がある程度済めば、次は財政再建を始めることになる。バランスシートを縮小させている間に再建案を練ることはできると思われるので、こちらの方がすんなり進むかもしれない。それでもバランスシートの縮小も含め全体で10年かかるか15年かかるかは分からないので、中長期的な目標として着実に進めていかねばならない。ただし出口戦略の実施中に不測の事態が発生すれば出口戦略を中断することもあるだろう。そうすれば出口の終わりは遠のいてしまう。様々な事態を想定して、出来る限りの対策を打っておかねば出口戦略は頓挫する。

3.3 グローバル・インバランス縮小の必要性

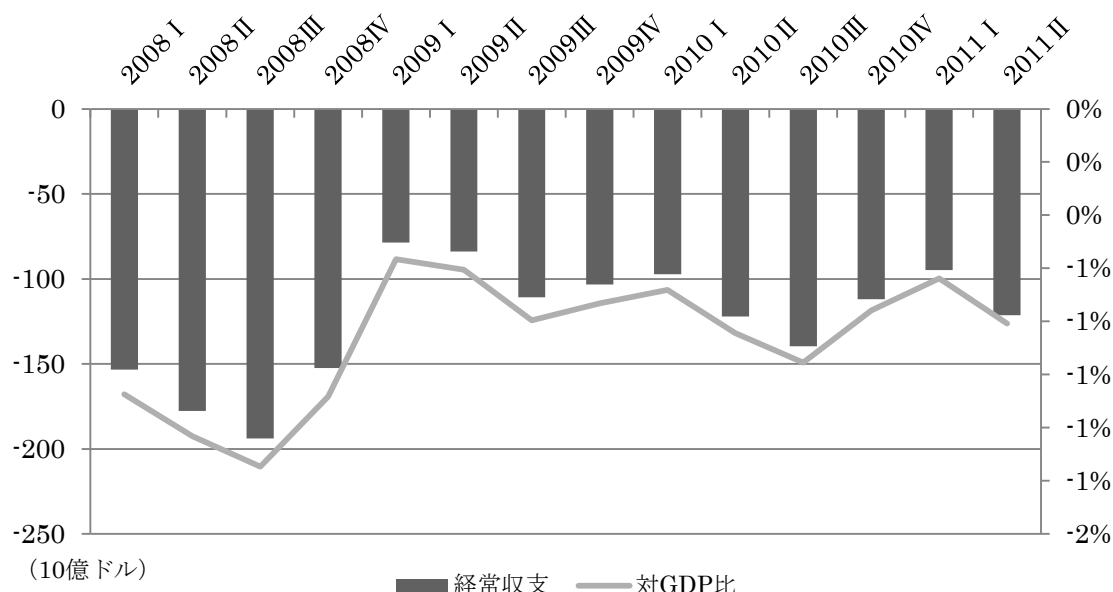
(1) 再拡大の兆しを見せるグローバル・インバランス

前述のように、アメリカの経常収支赤字は世界金融危機後、一旦縮小した。しかし、前掲図表1-2-2で示されているように、最近、再拡大の兆しを見せている。我々はこの不均衡状態は無視すべきではなく、解消されるべきだと考えている。また、前掲図表1-2-3より各国・地域に対する経常収支赤字が大幅に減少している中で、アジア・太平洋地域に対しても減少したが、その減少割合は他地域に比べ低く、さらに依然として高水準の赤字が続いている。

では、なぜ最近不均衡が拡大しているのだろうか。その背景について4つの要因を説明する。まず1つ目は、中国の持続的に高い貯蓄率である。中国では、自動車や家電の販売促進策など各種の消費刺激策が実施されてきているものの、年金や医療などの社会保障制度が不十分であることから、病気や失業に伴う収入減少や出費増加、想定以上の長生きに

⁹³ 内閣府[2009b]。

図表 3-3-1 最近のアメリカの経常収支（2008年Q1-2011年Q2）



(出所) 米国商務省より報告者作成。

対する備えといった将来の不確実性から行う予備的貯蓄もあると見られる。前掲図表 1-2-8 からも分かるように、中国の貯蓄率は投資率よりも非常に速い速度で上昇し続け、現在も高い貯蓄率を維持している。中国の高貯蓄率は不均衡を考えると時に無視できない指標である⁹⁴。

2つ目の背景として、為替調整について述べる。一般的に、自国通貨の減価は輸出を増加させ、経常収支黒字国ではその国の経常収支黒字をさらに拡大させる働きを持つ⁹⁵。一方で、輸出相手国では輸入が増加するため、経常収支赤字が拡大する⁹⁶。為替相場が十分に伸縮的であれば、経常収支黒字が拡大した国の通貨が増価することが予想され、それが当該国の輸出競争力を低下させて中期的には経常収支黒字の拡大が抑えられることが期待される。しかし、通貨当局による外国為替市場への不胎化介入⁹⁷のために市場による為替レートの調整が適切に働かず、経常収支黒字が拡大した国の通貨が増価しない場合には経常収支黒字額の拡大は抑えられず、結果として、グローバル・インバランスは拡大することになる。

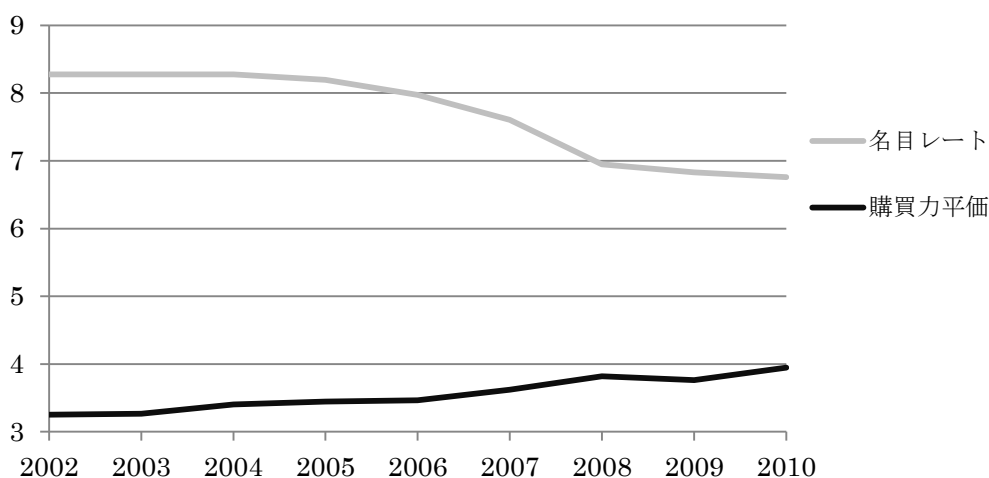
⁹⁴ 金森[2011]。

⁹⁵ 経常収支赤字国では赤字額が縮小する。

⁹⁶ 経常収支黒字国では黒字額が縮小する。

⁹⁷ 貿易の際の他国通貨調達や為替介入などで、自国通貨量に変化が生じる場合、その時の逆の取引を行い、自国通貨の増減を相殺する介入のこと。例えば円売りドル買い介入では、逆の売りオペで市場に出回った、増加した分の円を減少させる。また、円買いドル売り介入では、買いオペで、市場に減少した分の円を供給する。このようにマネーサプライに変化を生じないようにすることにより金利が急上昇したり急低下したりするのを防ぐことができる。

図表 3-3-2 人民元の対ドル為替レートの推移 (2005/1/1-2011/9/1)



(注) グラフ上部に近づくほど元高、下部に近づくほど元安となる。

(出所) FRB より報告者作成。

経常収支黒字国の為替として、例えば中国人民元をみると、その対ドル名目為替レートは徐々に切り上げられている (図表 3-3-2)。中国政府は、2005 年 7 月 21 日に、人民元の対ドルレートを 1 ドル=8.28 元から 1 ドル=8.11 元に約 2%切り上げ、同時にそれまでの事実上ドルにペッグをした管理為替相場制へ移行した。2008 年 7 月には世界的な景気後退を背景に一時的に変動幅を縮小した (事実上のドル・ペッグの復活) が、2010 年に 6 月 19 日には為替レートの柔軟化を発表し、人民元は再び徐々に増加した。2011 年 9 月 1 日時点での対ドル人民元レートは 1 ドル=6.39 元と 2005 年の切り上げ前と比べおよそ 30%切り上がっている。しかし為替介入を行っている人民元相場は市場による為替レートの調整が適切に働かず、購買力平価からみると過小評価されており (図表 3-3-2)、それがグローバル・インバランスを拡大させる要因であるため、人民元の更なる切り上げが必要との意見も多い。

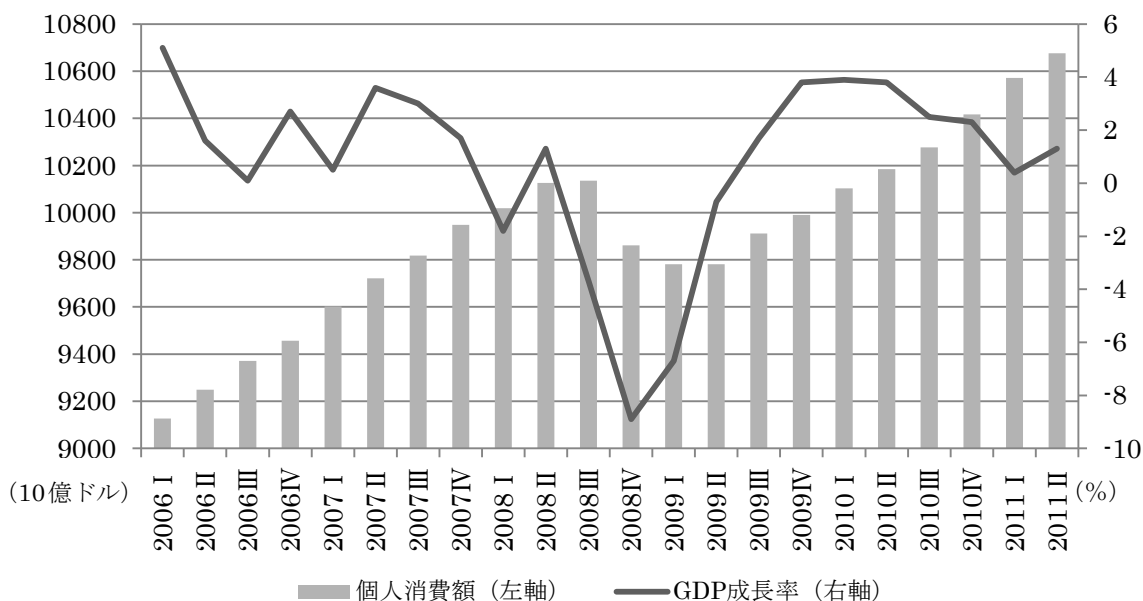
3 つ目の要因は、経済回復に伴う消費の増加により再びアメリカの経常収支赤字が拡大したことである。図表 3-3-3 を参照されたい。これは、世界金融危機前後のアメリカの GDP 成長率と個人消費の推移について示したものである⁹⁸。これから分かるように、世界金融危機後、一旦個人消費額は落ち込み、それに伴い経済成長率も著しく低下した。しかし、その後、個人消費額は一貫して上昇傾向にある。GDP 成長率についても危機前の水準にまで回復している。その個人消費の拡大が貿易収支の悪化につながり、グローバル・インバランスが再拡大している⁹⁹。

最後に 4 つ目の要因は、金融危機後の財政出動で財政赤字が拡大したことである。前掲図表 1-2-5 より政府部門の貯蓄減少が顕著で貯蓄・投資バランスが悪化したことが分かる。

⁹⁸ アメリカでは GDP の約 70%を個人消費が占めている。

⁹⁹ 3 つめの背景については経済産業省[2011]を参考にした。

図表 3-3-3 アメリカの GDP 成長率と個人消費の拡大 (2006 年 Q1-2011 年 Q2)



(出所) 米国商務省より報告者作成。

金融危機前は消費拡大によりグローバル・インバランスが拡大した。金融危機後も消費がインバランスの拡大に寄与しているが、その拡大は特に財政赤字によるところが大きい。

(2) グローバル・インバランスの持続可能性について

グローバル・インバランスについて、その持続可能性に関しては様々な議論が繰り広げられている。ここでは、特に、ブレトン・ウッズⅡ体制、ハードランディングリスク、インカムゲインとキャピタルゲインについて説明する。

まず前提としてブレトン・ウッズ体制を考えたい。第二次世界大戦末期にブレトン・ウッズ会議により国際通貨体制はドルを基軸通貨とする固定相場体制となった。これはドルが金と交換され、各国通貨はドルとの交換比率が固定されるというものだった。この状態は1973年まで続き¹⁰⁰、ブレトン・ウッズ体制と呼ばれた。

それではブレトン・ウッズⅡ体制とはなんだろうか。現在、日本やヨーロッパでは変動相場制が採られている。一方、中国をはじめいくつかのアジアの国々では自国通貨を対ドル相場で安定させている。また、そのレートについては、自国の輸出産業を保護するために適正レートよりも低いレートで固定している。そのために、外国為替市場に介入してドル買い自国通貨売りを行って、買ったドルは外貨準備として蓄積している。したがってアメリカに持続的に資本流入が生じ、アメリカの経常収支赤字をファイナンスすることができる。アジア諸国が輸出主導の経済成長を続ける限り、アメリカへの資本流入は続くと思

¹⁰⁰ これに先立ち、1971年にニクソンショックにより金とドルの交換が停止された。したがってブレトン・ウッズ体制は1971年で終わったという考え方もある。

第3章 ドルの将来

われ、グローバル・インバランスは持続可能だと考えられる。この構造のことをブレトン・ウッズⅡ体制と呼んでいる。

しかしながら、現在、ブレトン・ウッズⅡ体制はいつ崩壊してもおかしくない状態である。世界金融システムに影響を及ぼす主要国は多種多様であり、その数もブレトン・ウッズ体制の時代と比べ格段に増えている。したがって、国際通貨体制において各国が協調をとりにくくなっており、そのため不安定な状態になっている。

一方で、ブレトン・ウッズ体制が長く続いたのは、主要国が保有していたドル資産を金と交換しないとの合意があり、さらに主要国は当時アメリカの軍事同盟国であったため、一方的な行動的にでて抜け駆けすることができないという暗黙の了解があったためである。

次にハードランディングリスクについて説明する。今まで述べてきたように、アメリカの経常収支赤字は他国からの資本流入があったため持続可能であった。しかしながら、世界経済の不均衡状態は、何らかの理由でアメリカへの資本流入が突然ストップし、ドル暴落が発生し、世界規模の経済危機を引き起こされるかもしれないリスクを抱えている¹⁰¹。これをハードランディングリスクという。ハードランディングリスクが現実にかかる可能性は低い、そのリスクは常に把握しておかなければならない。

次に、インカムゲイン（所得収支黒字）とキャピタルゲイン（評価益）の点から述べる。現在、アメリカは世界最大の純債務国となっている。しかしながら、所得収支は黒字を計上し（インカムゲイン）¹⁰²、さらに、資産価値の上昇による巨額の利益（キャピタルゲイン）を得ている。これはアメリカの対外資産・債務の構成の違いによるものだと考えられている。アメリカの対外総資産の多くが、直接投資や株式などの形態で保有されている一方、対外純債務は、米国債のような債券や銀行融資の割合が大きい。したがって、アメリカは低コストで資金を借りてきて、ハイリスク・ハイリターンの資産に投資してキャピタルゲインを得ていると言える。さらに、対外債務のほとんどがドル建てで、為替が変動することによる損失を被らない一方、対外資産の大半は外貨建てであるためドルが減価すると対外資産はドル表示で増価することになる。これによりキャピタルゲインが生じる。

しかしながら、このような資産運用でキャピタルゲインを得て経常収支赤字をファイナンスすることは必ずしも持続可能とは言えない。それは、対外資産はボラティリティが高く脆弱的だからだ。世界金融危機前は経常収支赤字が悪化しているにもかかわらず、対外純資産は改善しているという一要因のため、アメリカの経常収支赤字は持続可能だった。しかし、金融危機後には経常収支赤字は一時的ではあるが改善したにもかかわらず、対外純債務は大幅に拡大した。また、もし為替レートがドル高に動けば、対外債務の拡大にもつながる。このように高リスクの資本流入によりアメリカの経常収支赤字を継続的にファイナンスできるとは言い難いだろう¹⁰³。

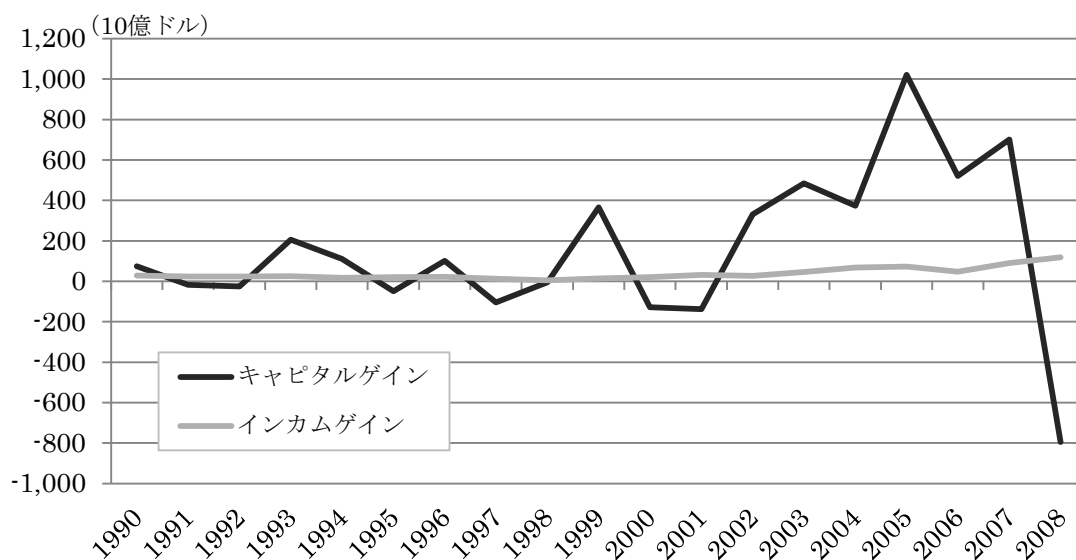
¹⁰¹ 植田[2010]、白井[2009]。

¹⁰² 図表 1-2-2 参照。

¹⁰³ 岩本[2009]、植田[2010]。

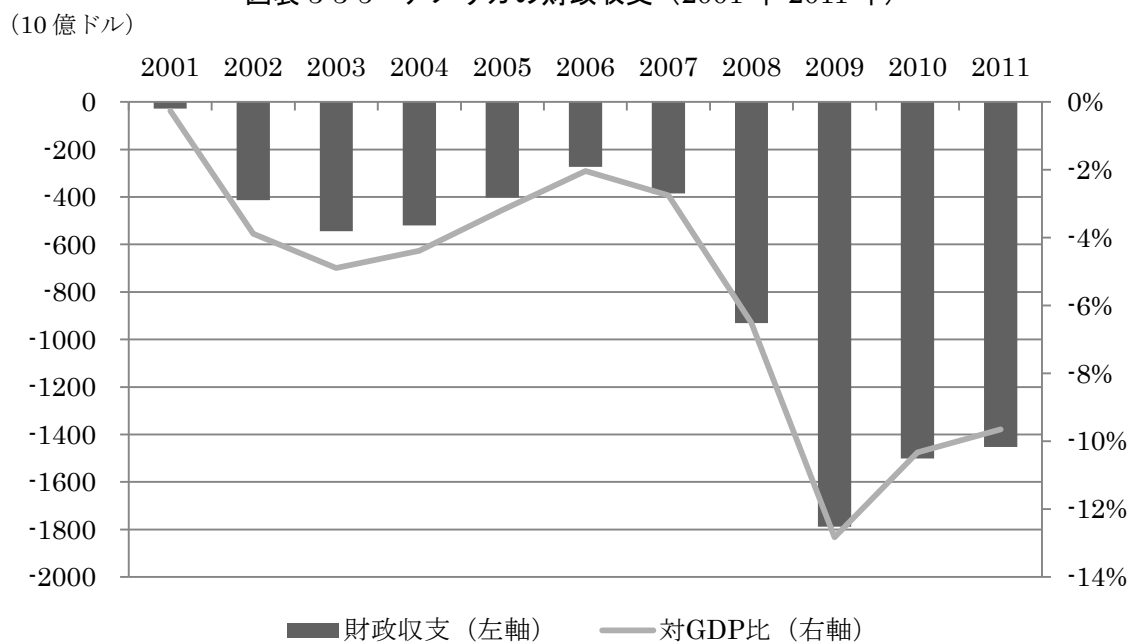
第3章 ドルの将来

図表3-3-4 インカムゲインとキャピタルゲイン（1990年-2008年）



(出所) 経済産業省[2010]より報告者作成。

図表 3-3-5 アメリカの財政収支（2001年-2011年）



(注) 2010年以降は推定値。
(出所) IMFより報告者作成。

結局のところ、グローバル・インバランスが持続可能となるためには、中国を筆頭とするアジア諸国の政府部門からのアメリカへの安定的な資本流入がカギとなる。それは、民間資本の移動速度が速く、安定した流入の確保が難しいためである。しかし政府部門からの資本流入が近年、減少傾向を見せている。つまり、現在、ブレトン・ウッズⅡ体制が揺

第3章 ドルの将来

らぎつつあり、グローバル・インバランスの持続可能性について懸念されている。そこで、なぜ資本流入がストップするリスクを負っているのか、アメリカの財政赤字の観点から論述したい¹⁰⁴。

近年、アメリカの財政赤字が大幅に拡大している（図表 3-3-5）。これは世界金融危機による景気後退に対処するための大規模な景気刺激策が行われたことが関係している¹⁰⁵。IMF では今後も 1 兆ドル、対 GDP 比ではマイナス 6% 近い規模の赤字が続くと予測されている。また、アメリカの財政赤字が拡大し、それを新興国や産油国からの資本流入でファイナンスし、グローバル・インバランスが拡大する構図となっている¹⁰⁶。8 月に米国債が格下げされた後も、米国債が海外から多く購入されている傾向は崩れていないようである。このように米国債が大量に買われることで国債利回りが低位に抑えられている。しかしながら、そうなることでアメリカの財政赤字は続き、財政規律そのものが失われる可能性がある。そうした中で、確率は高くないにしても海外の投資家による米国債への投資がストップする可能性が存在する。もし彼らのホームバイアスが強くなりアメリカへの資本流入がストップすると、アメリカの財政赤字をファイナンスできなくなり経常収支赤字も持続不可能となる。そうなればドルが暴落する恐れがある。

経常収支の黒字や赤字はそれ自体が悪いわけではない。経常収支は経済主体の様々な自発的な経済行動や、経済の発展段階、そして人口動態に影響を受けている。例えば、人口高齢化が進展する過程で将来の生活に備えて貯蓄を行っている国の経常収支が黒字になり、収益率の高い投資機会のある国々の中でも、流動性の高い金融市場を持つ国に他国の貯蓄が集まり経常収支が赤字になるのは、むしろ自然なことだ¹⁰⁷。経常収支の赤字は、それが持続不可能なものとなった場合に問題を引き起こすとされている¹⁰⁸。以上で述べてきたように、グローバル・インバランスの持続可能性について懸念が生じている。したがって、ここに持続不可能となる前に、グローバル・インバランスを縮小させる必要性が存在する。

(3) グローバル・インバランスを縮小させるには

2011 年 4 月 14～15 日に G20 財務相・中央銀行総裁会議で世界規模の不均衡是正に向け、不均衡を評価するためのガイドラインについて各国が同意した。今後、これに基づき、G20

¹⁰⁴ ここでの議論は岩本[2009]、経済産業省[2011]、内閣府[2011]、植田[2010]を参考にしている。

¹⁰⁵ さらに、減税に加え景気悪化による税収減が赤字拡大に加担した。

¹⁰⁶ 財政赤字と経常収支の関係について数式を用いて説明する。記号は 1 章 2 節 1 項の説明で用いたものと同じとするが、さらに S を貯蓄とする。

三面等価の原則より、

$$Y = C + S + T = C + I + G + X - M$$

$$S + T = I + G + X - M$$

$$(X - M) = (S - I) + (T - G)$$

これより、経常収支 = IS バランス + 財政収支という関係式が成り立つ。アメリカは経常収支の悪化は IS バランスの悪化と財政収支の悪化を伴っている。

¹⁰⁷ この例は植田[2010]を参考にした。

¹⁰⁸ 白川[2011]、経済産業省[2011]。

第3章 ドルの将来

の全ての国が、①公的債務と財政赤字、民間貯蓄率と民間債務、②経常収支、といった指標について不均衡の是正が求められる。つまり、世界的にもグローバル・インバランスの縮小の必要性が求められている。以下ではその方策について考えたい。

① 為替調整

グローバル・インバランスを縮小させるための方法として、まず為替調整を挙げる。この方法は、ドル減価によってアメリカの輸出拡大を促し、貿易収支を改善させようというものであり、同時に、前節で述べたようにアメリカの対外純負債を減少させる一面も持つ。また、輸入価格上昇により、国内の消費を抑えることで輸入の減少も期待される。実際に為替調整を行い、貿易不均衡を是正しようとした例として85年のプラザ合意が挙げられる。この時は、日本や西ドイツの経常黒字国の通貨をドルに対して切り上げさせ、アメリカの経常収支縮小を図った。この方法による不均衡是正は期待ほど縮小しなかったという意見もあるが、ポール・クルーグマンは、為替レートの変化に2年遅れて貿易収支が変化したことを確認し、この為替調整による不均衡是正は「機能したのであり、機能する」と総括した¹⁰⁹。実際にアメリカの経常収支は縮小している（図表 3-3-6）。縮小に時間を要したのは、Jカーブ効果が働いたと考えられる。ただし、経常収支赤字はいったん縮小したが、その後再び増加している。

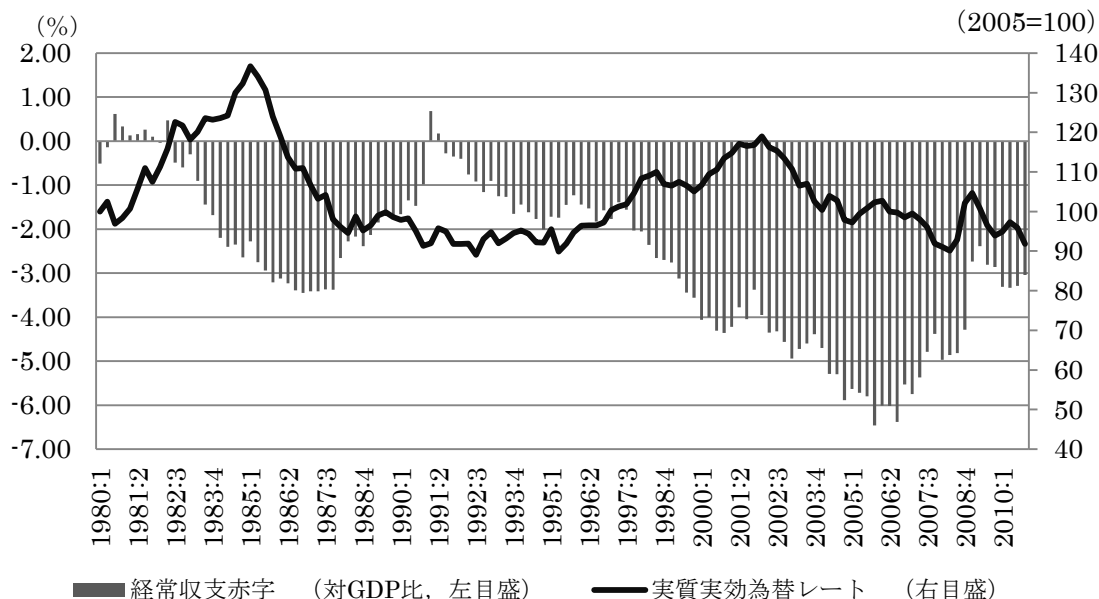
プラザ合意は、アメリカにとって為替調整による不均衡是正の成功例ともいえるが、当時とでは状況も違うため、現在、この方法を行う上でいくつかの問題点がある。1つ目は、世界経済において、新興国の存在感が増す中で、新興国との政策協調を行えるかということである。具体的にいうと、中国が人民元の切り上げに応じるかどうかである。もし、応じない場合はアメリカ単独で行動しなければならず、その効果も限られてくる。2つ目は、ドルの減価による輸出の拡大がどのくらい期待できるかである。グローバル化が進む現在で、アメリカでは国内製造業の空洞化が進んでおり、輸出競争力をもつ産業が海外に進出し、国内に少ない¹¹⁰。輸出競争力の強い産業が少ない場合には、輸出がさほど拡大しない可能性もある。3つ目は、縮小したとしてもその後再び拡大する恐れがあることだ。プラザ合意の場合もそうであるように、為替調整による不均衡是正は、仮に成功したとしても一時的なものである可能性が高い。4つ目は、ドル減価による副作用である。これは、ドル安が急激に進むようなら、インフレ懸念やアメリカへの資本流入を減少させる恐れがあるということだ。

このように、為替調整による方法は、グローバル・インバランスを是正させる可能性はあるものの、再拡大する恐れがあることや政策協調の可否、国内の産業構造、ドル減価の副作用などの問題点もある。よって、為替調整のみでの是正は難しいため、輸出を促進さ

¹⁰⁹ 石田[2011]。

¹¹⁰ 2008年のGDPに占める製造業のウエイトは、アメリカ12%、日本20%、ドイツ30%である。この数字から見ても、アメリカで製造業の空洞化が進んでいるのが分かる。

図表 3-3-6 アメリカの経常収支とドルの実質実効為替レート（1980年Q1-2010年Q1）



(出所) BIS、IMF より報告者作成。

せることや貯蓄・投資バランスを改善させることも必要だと考える。

② アメリカの貯蓄増加、中国の貯蓄減少策

本稿では、グローバル・インバランスの要因について貯蓄・投資バランスの観点から説明してきた。前掲図表 1-2-4、5 よりアメリカは貯蓄不足等により経常収支赤字が拡大してきた。特に最近では政府部門の貯蓄不足が甚だしい。図表 3-3-5 から近年の財政赤字の大きさが分かる。したがって、グローバル・インバランスを是正するためには財政赤字の削減し、国内の貯蓄不足を解消する必要がある¹¹¹。

貯蓄率を上昇させるために、消費を減少させるということが考えられる。政府部門は大幅な貯蓄不足だから貯蓄を増加させる必要がある。一方、家計部門と企業部門の貯蓄・投資バランスは今のところ貯蓄超過だから、貯蓄不足にならないようにする必要がある。一般に知られているように、アメリカの過剰な消費量は顕著であるから、家計消費を抑制する必要がある。しかしながら、デメリットとしてアメリカの GDP の約 70% を占める消費を抑制することは、景気悪化につながる可能性が挙げられる。以上より、あまり現実的ではない策だと思われる。

一方で、経常収支黒字国の側からも論述したい。今まで述べたようにアジア・太平洋地域の黒字額が大きく、中でも中国の黒字額が際立っている。その中国の黒字が拡大した要因については過剰貯蓄によるものだという事は今まで説明した通りだ。この過剰貯蓄を

¹¹¹ 植田[2010]、谷内[2011]。

第3章 ドルの将来

最近、問題視するような傾向があり、貯蓄率の縮小の必要性が叫ばれている¹¹²。中国では、家計部門、企業部門、政府部門、全ての貯蓄率が高く、特に家計部門と企業部門が高い。企業部門が高い理由には、輸出増加により利益率が上昇し、さらに安価な労働力を利用できることなどから余剰金が滞留していることなどが挙げられる。また家計部門については、様々な理由が考えられる。主に、社会保障が未整備な上、一人っ子政策で子供にも期待できず、将来の不安から貯蓄が増えている。一方で、先進国同様、富裕層程、貯蓄率が高く、格差が見受けられる¹¹³。そこで、中国の貯蓄率を減少させるためには、企業部門の過剰貯蓄をいかに効率的に家計に再分配し、家計の消費増加につなげるかがカギとなるだろう。仮に再分配が上手くいったとしたら、格差が是正されて、また、年金や社会保障の改善が進めば家計の将来の不安が解消され、貯蓄率が減少することが期待される。

③ 競争力強化策

次に、国内の供給量を増加させる策を提案する。貿易収支が赤字ということは輸出額より輸入額のほうが大きいことを意味する。これはアメリカ国内の過剰な消費を国内生産だけでは賄えないので他国からの輸入に頼っていると思われる。アメリカ国内の生産力をさらに増強して国内供給量を増加させることが望まれる。そのためには、アメリカの国際競争力を強化することが必要で、それが輸出増加にもつながることが期待される。

一方、2010年1月27日、オバマ大統領の一般教書演説で輸出倍增計画が打ち出された。この戦略では今後5年間で輸出を倍增させるとともに、200万人の新規雇用を創出することが目指されている。2010年9月には輸出促進会議（Export Promotion Cabinet）により、貿易使節団の派遣、中小企業への貿易支援拡大、輸出入銀行を通じての輸出信用の拡大などの実績が示された（図表3-3-7）。

しかしながら、近年ではまだ貿易収支の顕著な改善がみられるまでには至っていない。むしろ悪化している時期もある（前掲図表1-4-9）。それは、図表3-3-3よりアメリカの輸出額は順調に回復している一方で輸入額も上昇しているからであろう。この国家輸出戦略が出されるより前の2009年第3四半期から輸出の回復傾向が見られるが、経済産業省[2011]によると堅調な新興国需要に加えて、さらに政府が「国家輸出戦略」に基づいて輸出倍增計画を推進していることも背景となって、輸出が持続的に回復し、企業活動を支えていくことが期待されている。アメリカは国際競争力を強化し、輸出増加につなげることが求められる。また、2011年1月25日の一般教書演説では国際競争力強化に向けての改革が打ち出された。図表3-3-9を参照されたい。

まず、第1に、技術革新によりアメリカの競争力を強化することを目標としている。そのために、クリーンエネルギー向けの支援を強化し、また、次世代無線通信や高速鉄道の整備などインフラ投資を推進し、さらに教育体制を強化するために理数系教員を強化する

¹¹² 金森[2011]、日本経済新聞 2011年2月4日朝刊。

¹¹³ 金森[2011]。

図表 3-3-7 アメリカの国家輸出戦略の概要

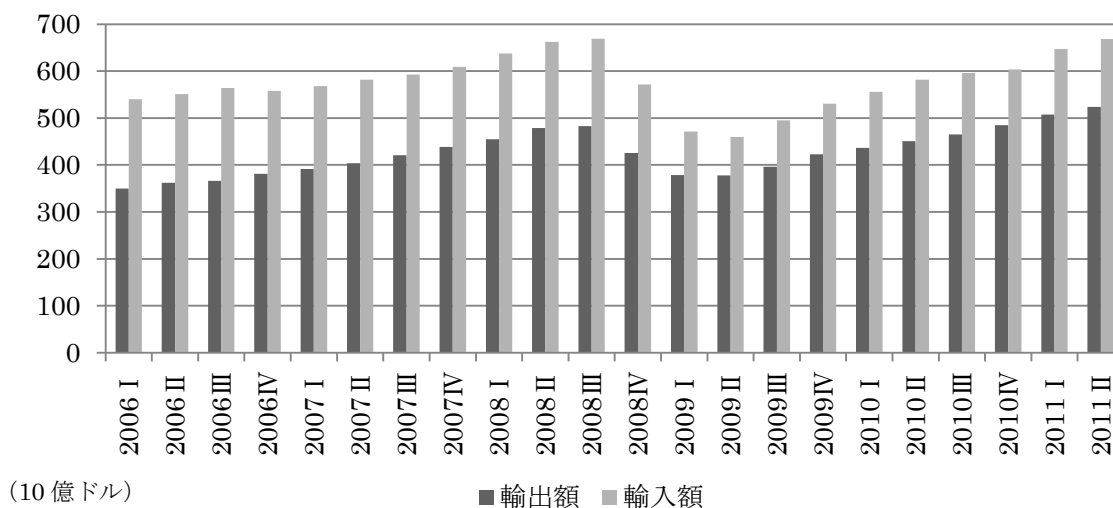
目標	今後5年間で輸出を倍増、国内雇用200万人創出
具体策	1. ハイレベルの輸出促進政策調整 ・輸出促進閣議 (Export Promotion Cabinet) の創設 ・大統領輸出評議会 (President's Export Council, PEC) の再開
	2. 輸出企業に対する金融支援 ・輸出入銀行の資金枠を5年間で倍増 (現行210億ドル) ・中小銀行の貿易金融支援制度 (年間20億ドル) 新設
	3. 政府横断の輸出支援：米政府高官レベルによる輸出促進への参画 ・貿易使節団派遣 ・新市場輸出戦略 (商務省主管) ・国際ビジネス・パートナーシップ・プログラム (USTDA 主管) ・在外公館における商業外交強化
	4. 将来的な輸出候補企業に対するリソース提供 ・輸出促進のためのワン・ストップ・サービス提供
	5. 自由で公正な市場アクセスの確保 ・通商法の執行強化 ・新市場の開放 ・堅固で持続可能なバランスのとれた成長の基盤づくり
	6. 輸出管理制度改革：国家安全保障と主要産業の競争力強化 ・暗号化製品の輸出審査迅速化 ・輸出相手国との規制調和

(出所) 経済産業省[2011]より報告者作成。原資料は The White House, "President Obama Details Administration Efforts to Support Two Million New Jobs by Promoting New Exports" (March 11, 2010)

第3章 ドルの将来

ことなどが提案された。第2に税制の見直しと規制緩和が表明された。成長や投資の障壁となる規制を撤廃する。そのために、比較的、高水準にある法人税を引下げ、企業の活性化を図る一方で、優遇税制を排除し財政赤字は増やさないとした。第3に貿易協定（FTA、TPP等）を推進し、輸出増加を図りさらに雇用の確保も狙う。

図表 3-3-8 近年のアメリカの輸出額と輸入額の推移（2006年Q1-2011年Q2）



(注) 季節調整済みデータによる。
 (出所) 米国商務省より報告者作成。

第3章 ドルの将来

図表 3-3-9 アメリカの国際競争力強化に向けた方策

今後実行すべき改革	主な具体案
(1) 未来を勝ち取るための改革	～雇用と新産業をかけた戦い
① イノベーションの奨励	<ul style="list-style-type: none"> ・生物医学、情報工学、クリーンエネルギー等への研究開発投資を支援。 ・石油依存から脱却→バイオ燃料開発、電気自動車を支援（石油関連企業への数十億ドルに昇る助成を廃止） (目標) 1. 2015年までに100万台の電気自動車が走行。 2. 2035年までに電力の80%をクリーンエネルギー化。
② 教育・技術への投資	<ul style="list-style-type: none"> ・今後10年、新規雇用の半が高卒以上の教育が必要とされる。特に、理数科目の教育向上が必要→そのため、ベビーブーマー退職後を担う人材育成に向け、理数系分野を中心に10万人新規教師を準備。
③ インフラ整備への投資	<ul style="list-style-type: none"> ・今後25年間で高速鉄道を80%のアメリカ人が利用できるようにする。 ・今後5年間で次世代高速無線を98%のアメリカ人が利用できるように支援。
(2) 成功を阻害する要因を除去	
① 税制改革（法人税の引下げ）	<ul style="list-style-type: none"> ・世界最高水準にある法人税を引下げ、優遇税制を廃止。税を簡素化して抜け道を塞ぎ、財政赤字の拡大を避ける。
② 規制緩和	<ul style="list-style-type: none"> ・成長と投資の障壁となる規制を見直し。
(3) 雇用対策	<ul style="list-style-type: none"> ・上記の手段により、未来を勝ち取り、雇用を創出。 ・アメリカ人労働者を守り、雇用創出に繋がる貿易協定を締結する。
(4) 財政赤字への取り組み	<ul style="list-style-type: none"> ・5年間支出を凍結（イノベーション・教育を除く）し、今後10年間で4000億ドルの財政赤字を削減。

(注) オバマ大統領の一般教書演説の内容。

(出所) 土肥原[2011]より報告者作成。

しかしこれらの改革には財政支出を伴い、さらに財政赤字が拡大する可能性が考えられ、グローバル・インバランスの持続可能性の問題も絡んでくる。そこで以下では、2節で述べたポリシーミックスと競争力強化策を合わせて実現可能性を検討する。

ポリシーミックスの第1段階では金融引き締め（FRBのバランスシートの縮小）と財政支出を行うのであったが、この財政支出に乗じて競争力強化を推し進めるとよい。第2段階では財政再建と、必要であれば金融緩和を行う。財政緊縮の際にIS曲線は左シフトし、経済は縮小することとなる。その一方で競争力強化の効果が表れればIS曲線は右シフトし、

第3章 ドルの将来

経済は拡大することとなる。仮に競争力強化の効果が財政緊縮の効果を上回ったとすれば、ポリシーミックスの結論に書いていたような経済の縮小は起こらない可能性もありうる。

しかしながら、ポリシーミックス自体の実施タイミングやポリシーミックスと競争力強化の進捗、さらに景気動向など様々な要因が複雑に絡み合っており、以上の議論はそれらの要因がすべて良好である場合を想定した楽観論である。アメリカの景気回復は「いらだつほど」緩慢で、FRBは未だに追加緩和の是非で揉めており出口など考えておらず、ユーロ域内の問題の解決は見えてこない。金融、財政、グローバル・インバランスの問題の同時解決の可能性は極めて低いと言わざるを得ない。

3.4 国際通貨体制とドルの地位

まず、基軸通貨について定義する¹¹⁴。通貨には、価値表示、交換媒介、価値の保存の3つの主要な機能がある。国際経済取引において、民間レベルと公的レベルでこれら3つの役割を果たす通貨を国際通貨とすると、基軸通貨とは国際通貨の中心的な通貨のことである。また、基軸通貨を語る上ではこれら3つの機能の中で為替媒介機能¹¹⁵が最も重視される。それは、ある国の通貨が媒介機能を持てば、それを価値表示として使用するだろうし、その通貨を価値保存としても使用する可能性が高くなるからであり、また、世界各国の貿易の契約通貨が多様化する一方で、為替銀行間の取引通貨が単一の為替媒介通貨に集中するという現実があるからである。また、ある国の通貨が基軸通貨として選ばれてくる条件としては、主に以下の3つが挙げられる。1つ目はその国の世界経済に占める経済規模が大きいこと、2つ目は通貨価値が安定していること、そして3つ目は規模や流動性の面において国際金融市場が発展しており、資本規制されておらず広範囲に自由に取引されていることである。

現在の国際通貨体制の中で、ドルは基軸通貨として機能している。しかし、近年そのドルに対する信認の低下が囁かれ、国際通貨体制の見直しの議論さえ出始めている。実際、これまで述べてきたようにドルはいくつかの問題を抱えている。それゆえに信認の低下しているドルは、その地位まで低下させているのだろうか。また、国際通貨体制が見直されるなら、ドルの代わりになる通貨はあるのだろうか。この節では他通貨と比較しながらドルの現状を分析したい。

(1) 他通貨との比較

① 為替レート・取引量による比較

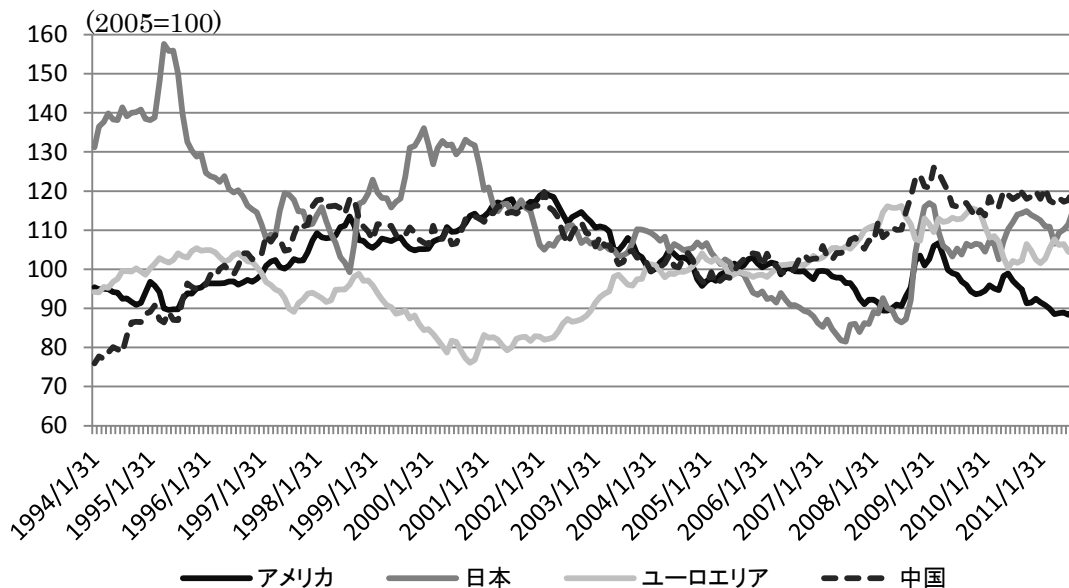
まず、為替レートによる比較を行う。為替レートは通貨の価値を表すものであり、基軸通貨ドルは国際経済取引において価値保存の手段として機能しているため、その通貨価値

¹¹⁴ 基軸通貨の定義には、上川[2010]を参考にした。

¹¹⁵ 為替媒介通貨とは、銀行間外国為替市場において間接交換の媒介として用いられる通貨のこと。また、銀行間外国為替市場は、通貨当局による為替介入を通じて、公的レベルの国際通貨の機能と民間レベルの国際通貨の機能を結びつける役割を果たしている。

第3章 ドルの将来

図表 3-4-1 実質実効為替レート（1994年1月-2011年8月）



(出所) BIS より報告者作成。

の安定はドルの信認につながる問題である。為替レートをみる上で、ここでは名目為替レートと実質実効為替レートを用的。名目為替レートは2通貨間の交換比率、実際に取引を行う際の比率であり、ある時点でのある外貨に対する自国通貨の価値を表している。実質実効為替レートは各国の物価の変動を考慮に入れた実質為替レート、複数通貨の動きをおさえた実効為替レートの両点を勘案しているため、名目為替レートよりも通貨の総合的な価値を適切にあらわしている。

まずは実質実効為替レートを見てみる(図表3-4-1)。実質実効為替レートで見るとアメリカは2002年以降、金融危機時を除いて、下落基調にあるといえる。金融危機時には、ドル不足が発生したことや「質への逃避」が起きたことで、ドルは上昇したと考えられるが、その後は下落し現在は歴史的に見ても低い水準にある。その一方で近年、中国の人民元が上昇してきている。

次に名目為替レートを見てみる(前掲図表2-4-18、19、20)。人民元は2005年の6月までドルとの固定相場制であり、その後通貨バスケット制を参考とする管理変動相場制を採用し、人民元の切り上げを行った。その後も人民元はドルに対して増価してきている。しかし、中国政府は、輸出を促進するために、為替介入を行い、人民元を低めに誘導する通貨政策を行っている。そのため、アメリカからの人民元の切り上げ要求を絶えず受けている。この切り上げ要求に加え、中国内のインフレ抑制のため、中国政府は自国通貨高を容認する姿勢も見せており、人民元は今後もドルに対して増価していくことが考えられる。

ユーロ、円に対しては、2002年頃からドル安の傾向が続いている。世界金融危機時にドルは、ユーロに対して短期的に上昇したが、これは金融危機によりドル不足が生じたため

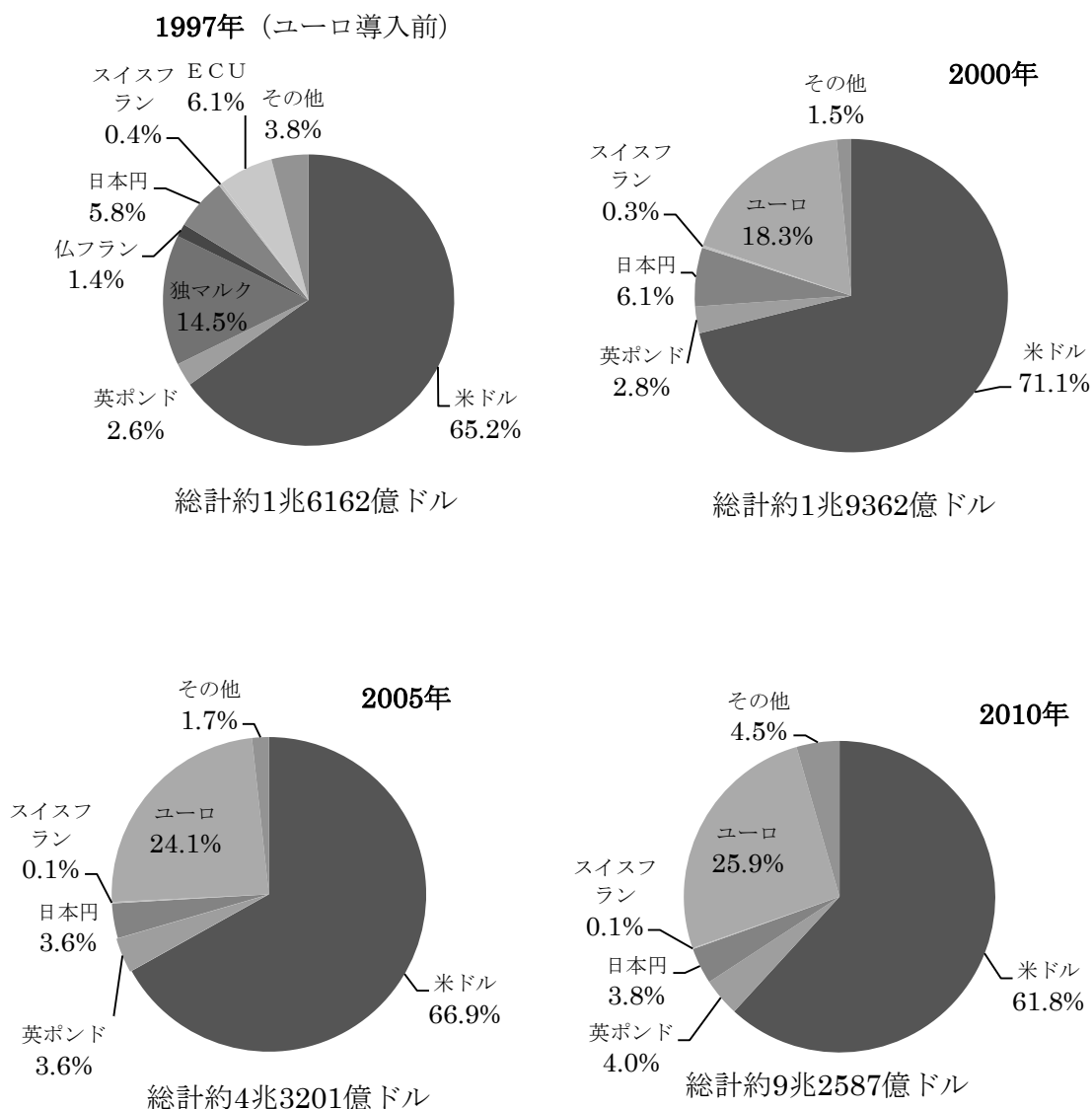
第3章 ドルの将来

であり、また、有事の際の安全資産としてドルが買われたこともドル相場を押し上げた。その後はヨーロッパの債務問題によりドルは再び上昇したが、また下落するなど上げ下げを繰り返している。今後は欧州の債務問題の進展によるところが多いだろう。

このように現時点までで考えると、ドルは主要通貨に対して下落傾向を見せている。アメリカ政府は、輸出倍増計画を掲げるなどドル安による景気回復を狙っていることもあり、このドル安傾向を容認するともとれる姿勢を見せている。しかし、ある国の自国通貨高ドル安（例えば円高ドル安）は、その国のドル資産の目減りを意味し、これ以上のドル安はドル離れを誘引する恐れがある。実際に、ドルは今でも世界の準備通貨として大きな地位を占めているが、外貨準備に占めるドルの割合は低下してきている（図表 3-4-2）。準備通貨としての役割は基軸通貨に求められる機能の 1 つであるため、このシェアの低下は基軸通貨としての地位低下を示唆しているといえる。また、ドル建て外貨準備の多くは、米国債の形態をとっているが、米国債最大の保有国である中国やロシアなどが、外貨準備が米国債へ集中することのリスクを回避するために米国債を一部売却し、外貨準備を多様化させることを表明している¹¹⁶。図表 3-4-3 を見てみると、中国は横ばいだが、ロシアは実際に米国債保有を減らしてきていることが分かる。今後、他国が外貨準備をドルからユーロなど他通貨へシフトしていくかどうかは欧州債務問題の行方に関係してくるだろうが、リスク分散の観点から考えると今後も準備通貨としてのドルのシェアは低下していくことが考えられる。ともあれ、価値の保存としての機能を考えると、ドルの価値安定は重要な課題であるといえる。

¹¹⁶ ニッセイ基礎研究所レポート[2010]。

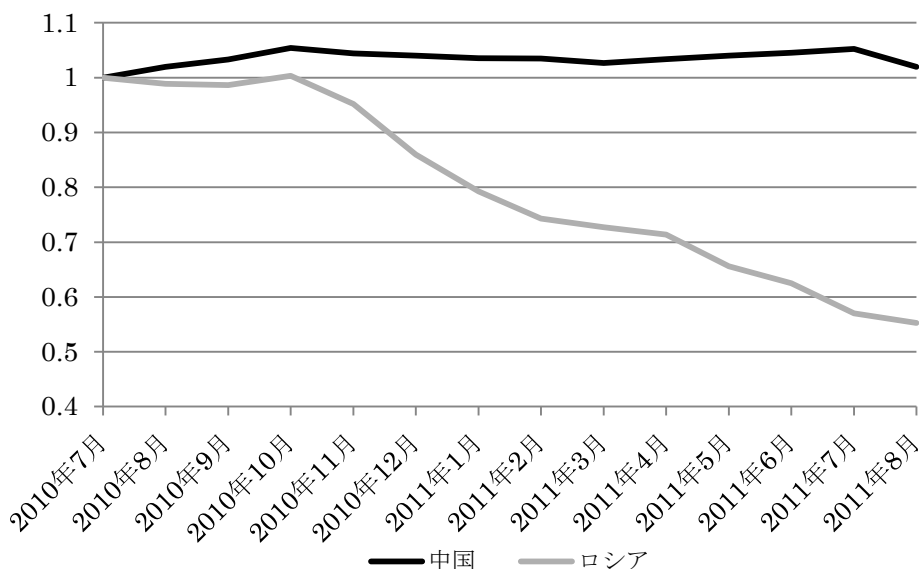
図表 3-4-2 外貨準備における主要通貨の割合



(出所) IMF より報告者作成。

第3章 ドルの将来

図表 3-4-3 中国、ロシアの米国債保有状況 (2010年7月-2011年8月末)
(2010年7月=1)



(注) 2010年7月時点では、中国が1兆1151億ドル、ロシアが1757億ドルの米国債を保有していたとされる。
(出所) 米国財務省より報告者作成。

次に取引量・取引シェアを見てみる(図表3-4-4、5)。取引量・取引シェアで見るとドルは、依然として最も有力な通貨である。取引シェアは少しずつ縮小してきているが、他通貨と比較すると、現在でも大きな存在感を示している。また、ドルの取引量・取引シェアが大きいのは、ドルが基軸通貨として重要な機能である為替媒介通貨としての役割を果たしているからである。この為替媒介通貨としての機能はネットワーク外部性¹¹⁷が作用する。よって、ひとたび高いシェアを得たドルには規模の経済が働き、取引量が増えることで取引コストは縮小する¹¹⁸。そのため、為替銀行間での取引は取引量の多いドルに集中することになる。よって、今後もドルが大きく価値を下げなければ、取引量・取引シェアでのドルの優位は変わらないだろう。したがって、取引量・取引シェアの面ではドルの地位は低下していないといえる。

次にユーロであるが、ユーロは少しシェアを拡大したが、ドルと比較するとまだまだと言わざるを得ない。それでもドル以外の通貨と比べると、その存在感は大きい。また、ユーロはヨーロッパ諸国の諸通貨にとっての媒介通貨の役割を果たしており、ドルだけでなく、円、英ポンド、スイスフランなどの主要通貨とも多くの直接取引をしている。ただ、グローバルなレベルで媒介通貨機能を果たしているドルと比べるとユーロは欧州を中心と

¹¹⁷ ある財やサービスの利用者が増加すると、その財やサービスの利便性や効用が増加すること。例えば、携帯電話などのサービスを利用する人が増えると、より多くの相手と連絡をとれるようになり、便利になる。

¹¹⁸ 現在、貿易の契約通貨が多様化する中、為替銀行は多数の通貨建てで預金を保有するようになってきたが、それぞれの市場規模は小さいため、為替の出合いは容易でなく取引コストは膨大になってしまう。この場合、特定の1通貨(現在ではドル)を選ぶことでコストを引き下げることができる。

第3章 ドルの将来

する地域内の諸通貨にとっての媒介通貨として機能しているにすぎない¹¹⁹。

それ以外の通貨を見てみると、円や英ポンドは一定のシェアを持つてはいるが、ユーロと比べてもそのシェアは小さい。実質実効為替レートでみると通貨価値が上がってきた中国の人民元も、取引面でみるとかなり少なく、まだグローバルで使用されている通貨とは言えない。

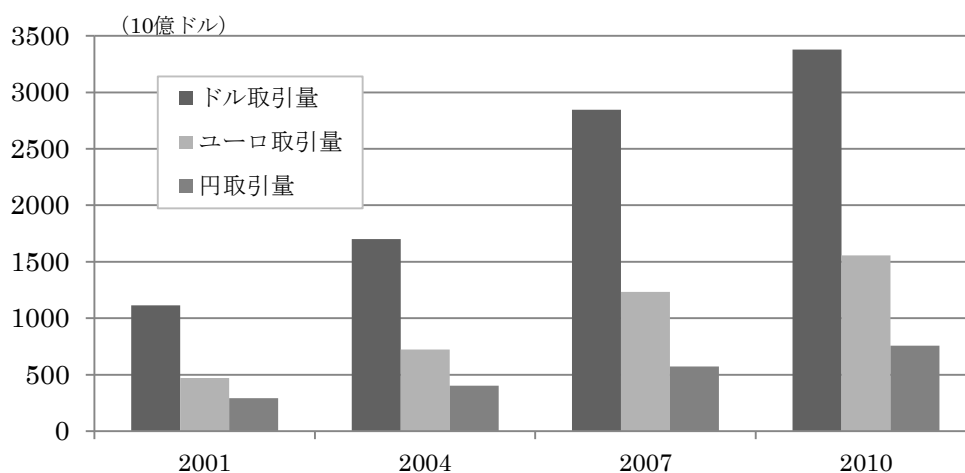
図表 3-4-4 外国為替取引における各通貨のシェア（1998年-2010年）
（単位：％）

	1998	2001	2004	2007	2010
ドル	86.8	89.9	88.0	85.6	84.9
ユーロ		37.9	37.4	37.0	39.1
独マルク	30.5				
仏フラン	5.0				
日本円	21.7	23.5	20.8	17.2	19.0
英ポンド	11.0	13.0	16.5	14.9	12.9
豪ドル	3.0	4.3	6.0	6.6	7.6
スイスフラン	7.1	6.0	6.0	6.8	6.4
人民元	0.0	0.0	0.1	0.5	0.3
全通貨	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0

（注）4月の1日の平均取引量を基に作成。また、各取引には通貨が2つ使用されるため、シェアの合計は200となる。

（出所）BISより報告者作成

図表 3-4-5 外国為替取引におけるドル、ユーロ、円関連取引量（2001年-2010年）



（注）4月の1日の平均取引量を基に作成。

（出所）BISより報告者作成。

¹¹⁹ 上川・藤田・向[2010]。

第3章 ドルの将来

② 各国のファンダメンタルズの比較

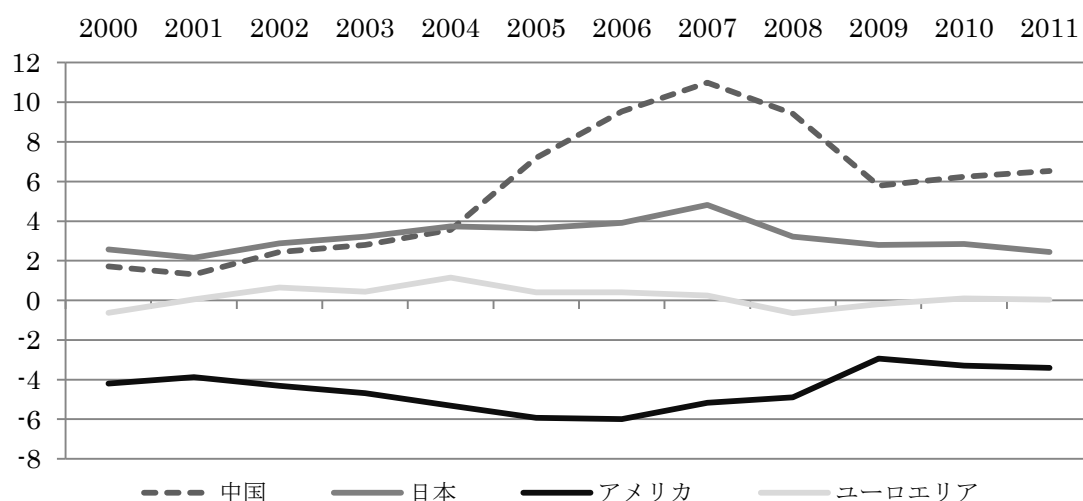
次に各国のファンダメンタルズを比較したい。通貨の価値を測っていくうえで経済のファンダメンタルズは重要な指標であると考えられる。ここでは、経常収支、インフレ率、財政収支、経済規模を見てみる。

まず経常収支を見てみる（図表 3-4-6）。経常収支の赤字はそれを相殺するだけの資本流入が無ければ、売りの圧力にさらされるため、多額の経常収支赤字を抱える国の通貨は中期的には低下する傾向にある¹²⁰。世界一の経常収支赤字国であるアメリカは、金融危機以降、資本流入が減少しており経常収支赤字の持続可能性が疑われている。中国と日本の経常収支は長年黒字であり、ユーロエリアはほぼ均衡している。

次にインフレ率を見てみる（図表 3-4-7）。インフレは一般的に、自国通貨価値の低下を意味する。そのため緩やかな物価上昇によるインフレが続くのは問題ないが、高いインフレ率が続くとその国の通貨の購買力が低下し通貨価値を大きく低下させる恐れがある。アメリカはユーロエリア、日本と比べると若干だが高い水準にある。これは、2章で述べたようにアメリカの量的緩和政策の影響が考えられる。中国では消費者物価指数が上昇してきており、インフレが懸念されている。また、インフレを抑制する為にも金利は高い水準にある（図表 3-4-8）。また、アメリカの場合は、2013年半ばまで長期間にわたって、低金利政策をとる可能性を示唆していることに加え、政策金利から物価上昇率を引いた値（実質金利）はマイナスとなっており、これはドル安の要因となっていると言える。

図表 3-4-6 各国の経常収支（2000年-2011年）

（対 GDP 比 単位：％）



（注）2011年は予測値。

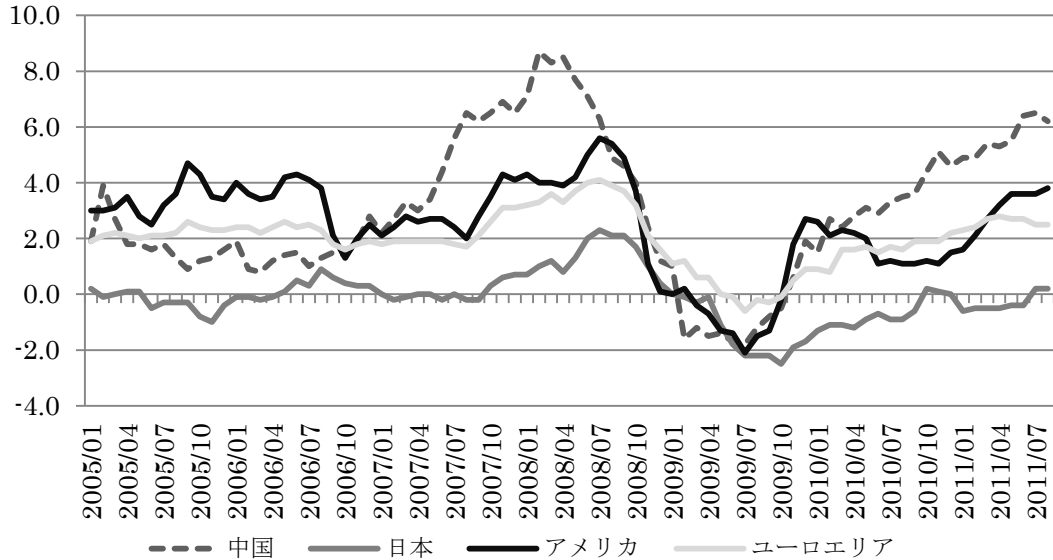
（出所）IMFより報告者作成。

¹²⁰ アメリカの場合は、基軸通貨国の特権である負債決済ができるため、アメリカの輸入代金は非居住者に対するドル預金にすぎず、経常赤字が増えても経常赤字のファイナンスに困難は生じない。したがって、ドル預金の外貨転換を相殺するだけの資本流入が無ければドル相場は下落することになる。

第3章 ドルの将来

図表 3-4-7 各国の消費者物価指数（2001年1月-2011年8月）

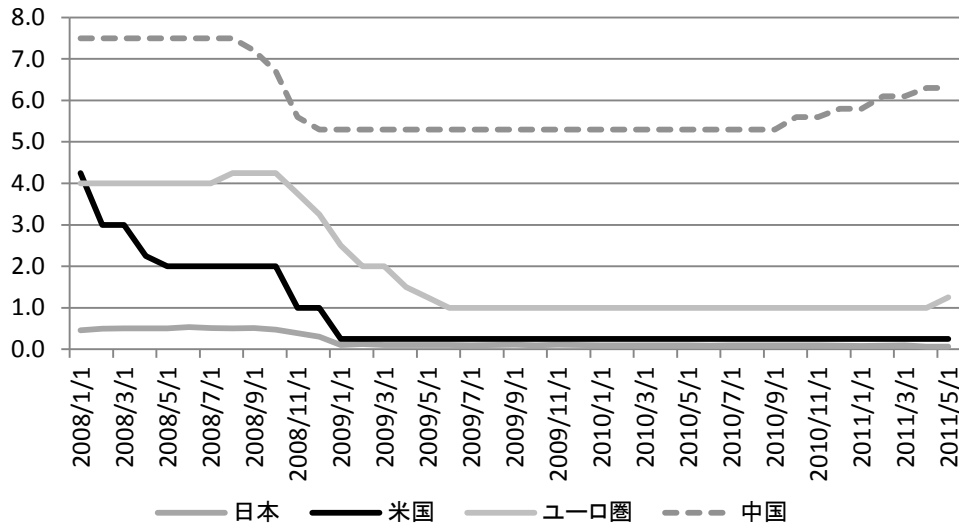
（前年度同月比 単位：％）



（出所）NEED-Financial QUEST より報告者作成。

図表 3-4-8 各国の政策金利（2008年1月-2011年5月）

（単位：％）



（出所）経済産業省[2011]より報告者作成。

次に財政収支について見てみる（図表 3-4-9）。財政赤字は国債で賄われるが、国債＝国の借金（信用）であり、国債の大量発行は、信用状態の悪化につながり、最終的には通貨にも影響を及ぼす可能性がある¹²¹。世界金融危機の後、世界各国は大胆な財政出動を実行

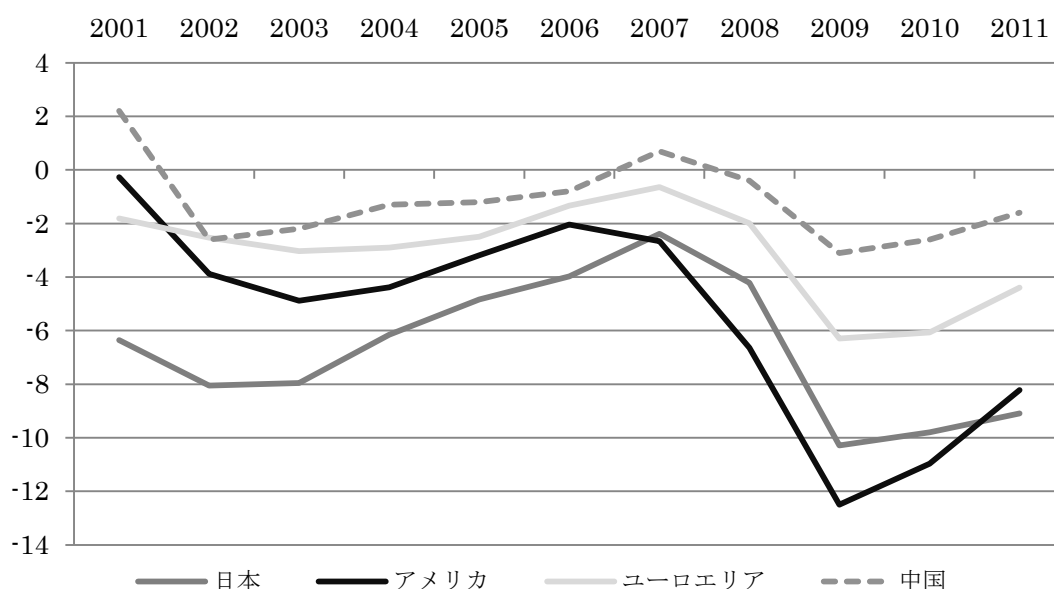
¹²¹ 宿輪[2010]。

第3章 ドルの将来

し経済の下支えをした。その結果、2008年以降の財政収支は悪化している。各国の財政収支、債務残高のグラフを見てみると（図表 3-4-9、10）、日本は財政収支の悪化が続き、債務残高も他国と比べてもきわめて高いことが分かる。アメリカも財政収支は悪化しており、また、格下げされたことから分かるように財政問題を抱えている。ユーロエリアは全体で見ると、日本、アメリカより比較的安定して推移しているが、国別で見ると債務残高が大きい国が多い。このように先進国の多くは財政の問題を抱えており、アメリカをはじめとして国債が格下げされるケースも増えてきた。アメリカの場合、財政赤字の持続可能性が疑問視され、米国債離れからのドル暴落の可能性も無視できない。これら諸国が財政問題に苦しむ中で中国は債務残高が低く、財政収支もおおむね均衡しており、健全な財政を維持している。

図表 3-4-9 各国の財政収支（2001年-2011年）

（対GDP比 単位：%）



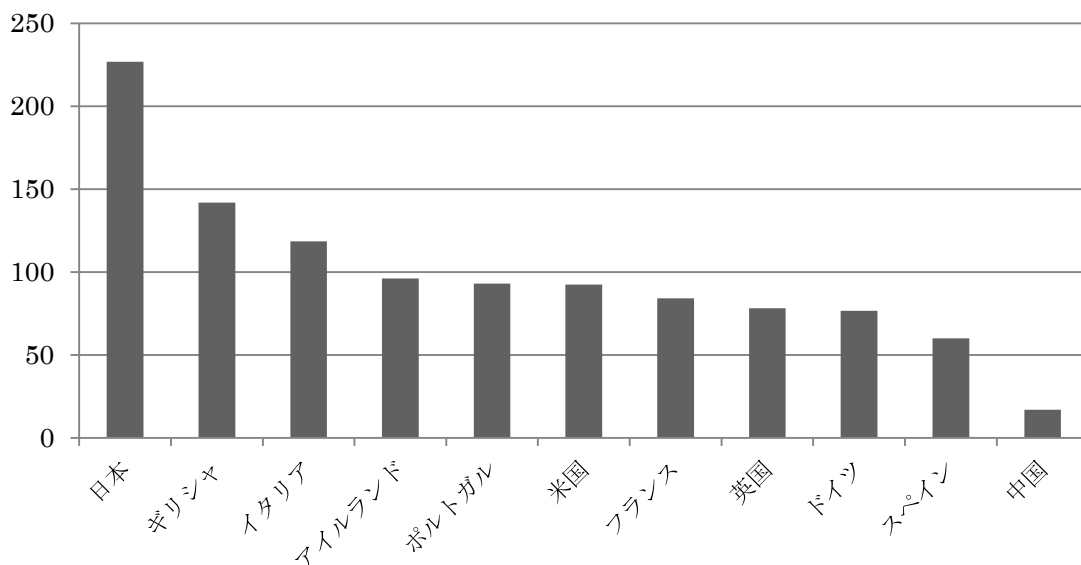
（注）2010年以降は予測値。

（出所）IMF、中国国家統計局より報告者作成。

第3章 ドルの将来

図表 3-4-10 各国の政府債務残高 (2010年時点)

(対GDP比 単位: %)



(出所) IMF より報告者作成。

図表 3-4-11 各国のS&Pによる主要国格付け (2011年10月時点)

AAA	ドイツ フランス 英国 オーストラリア カナダ
AA+	アメリカ、ベルギー
AA	ニュージーランド
AA-	スペイン、日本、中国
A+	チリ
A	韓国、イタリア
A-	ポーランド
BBB+	タイ、アイルランド

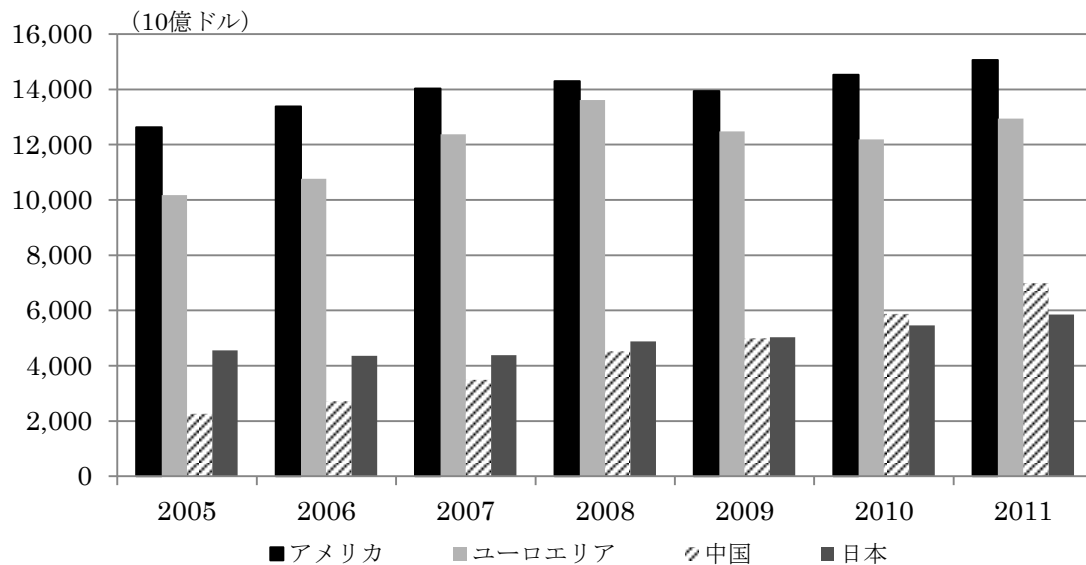
(注) 外貨建て格付け。

(出所) Standard&Poor's より報告者作成。

最後に経済規模について見てみる(図表 3-4-12)。アメリカは世界最大の経済大国であり、その圧倒的経済規模はドルの地位を支えてきた。しかし、近年中国など新興国が先進国を上回る高い経済成長を維持し続け、世界経済における影響力を強めてきた。特に中国はGDPで日本を抜き、近い将来にアメリカを超すという予測もされている。現時点では、アメリカ、ユーロエリアと中国とのGDPの差は大きいですが、中国をはじめ、新興国の高度成長が続くようならアメリカ経済力の相対的地位低下、そしてドルの存在感の低下につながる可能性もある。

第3章 ドルの将来

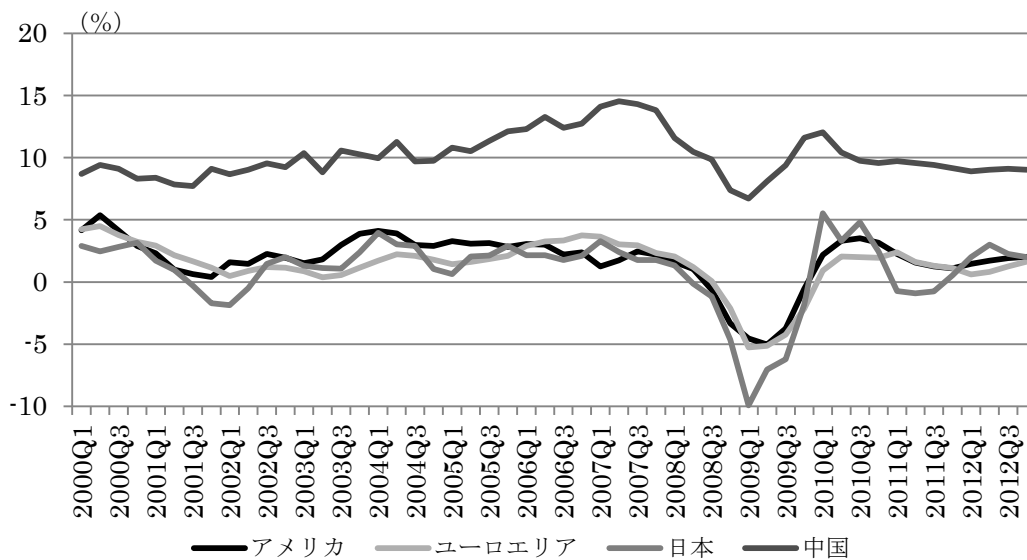
図表 3-4-12 各国の名目 GDP 推移 (2005年-2011年)



(注) 2011年はIMF予測値。

(出所) IMFより報告者作成。

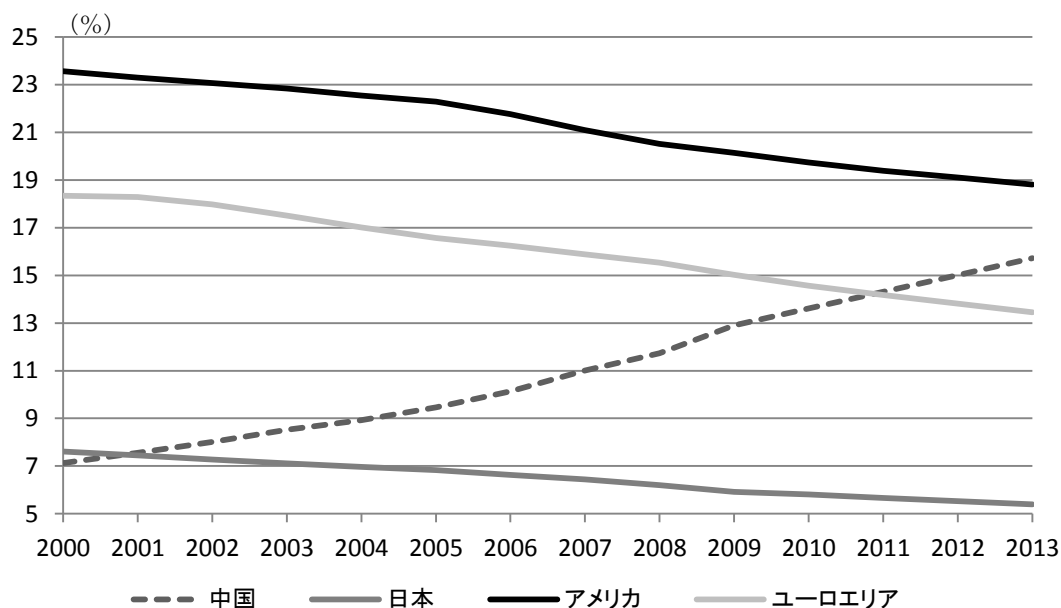
図表 3-4-13 各国の経済成長率 (2000年Q1-2012年Q4)



(出所) IMFより報告者作成。

第3章 ドルの将来

図表 3-4-14 世界に占める各国の GDP シェア（2000 年-2013 年；購買力平価ベース）



(注) 2010 年以降は予測値。

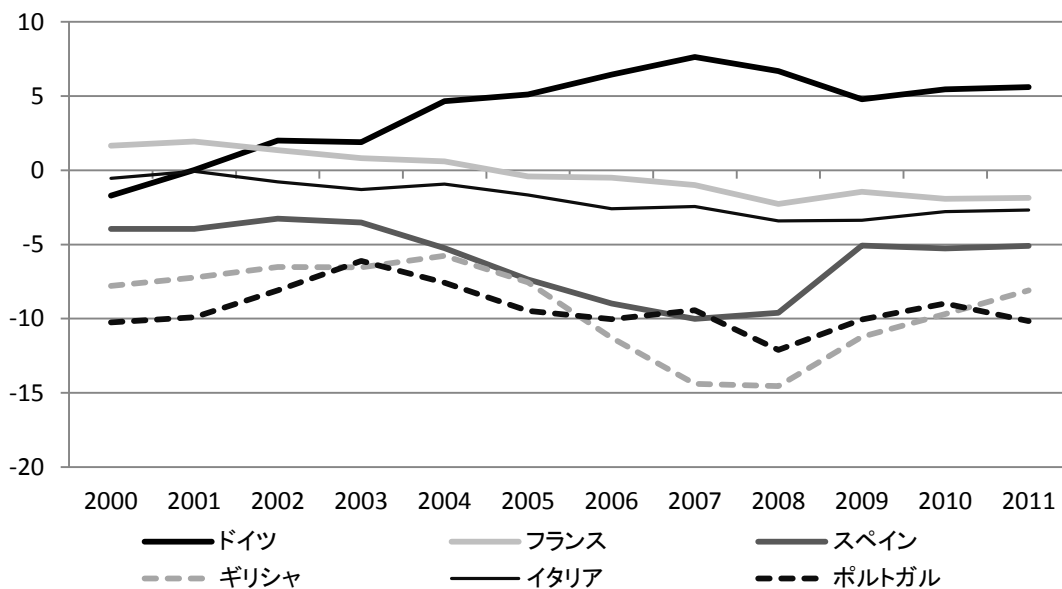
(出所) IMF より報告者作成。

ここまで、①、②でドルと他通貨との現状を比較してきたが、現時点ではドルに代わる通貨は見当たらないと考えられる。それは、ドルも問題を抱えているが、ユーロ、人民元、円もそれぞれに問題を抱えているからである。ユーロは、全体で見ると、通貨価値やファンダメンタルズは比較的安定しており、取引量・シェアでもドルの次に位置していることから、ドルに対抗する通貨として期待されている。しかし、現在ユーロは内部に問題を抱えている。その 1 つは域内不均衡であり、エリア全体としては均衡している経常収支も域内でみると格差が存在する (図表 3-4-15)。また、財政が統一されていないことに加え、国債利回りでの格差も存在する (図表 3-2-3、4)。そして、ギリシャの財政問題がユーロ全体の金融問題にまで直結、共通通貨ユーロを脅かす危機とまでなっている。したがって、ユーロは内部の問題解決が必要であり、ドルと並ぶ通貨となるまでには時間がかかると考えられる。人民元は、ファンダメンタルズは良好といえるが、取引量が少ないことに加え、中国の為替制度が完全な変動相場制でなく、資本取引も制限しているため、国際通貨とはいえない。人民元の国際通貨化もまだ時間がかかるだろう。円も、かつての勢いはなく、ドルの代わりにはなりえない。ドルは経常収支や財政収支に問題を抱え、主要通貨に対しては減価傾向を辿っていて、通貨価値の安定の面では揺らいでおり、価値の保存の面では若干の地位低下がみられる。けれどもドルはこれまで基軸通貨として、価値表示、交換媒介、価値の保存の 3 つの役割を果たしてきた。したがって、ドルがある程度価値を下げても、価値表示、交換媒介としての役割にはさほど影響を与えていないと考えることができる。これは、交換媒介機能にはネットワークの外部性が働いているからである。

第3章 ドルの将来

図表 3-4-15 ユーロエリア内の主な国の経常収支（2000年-2011年）

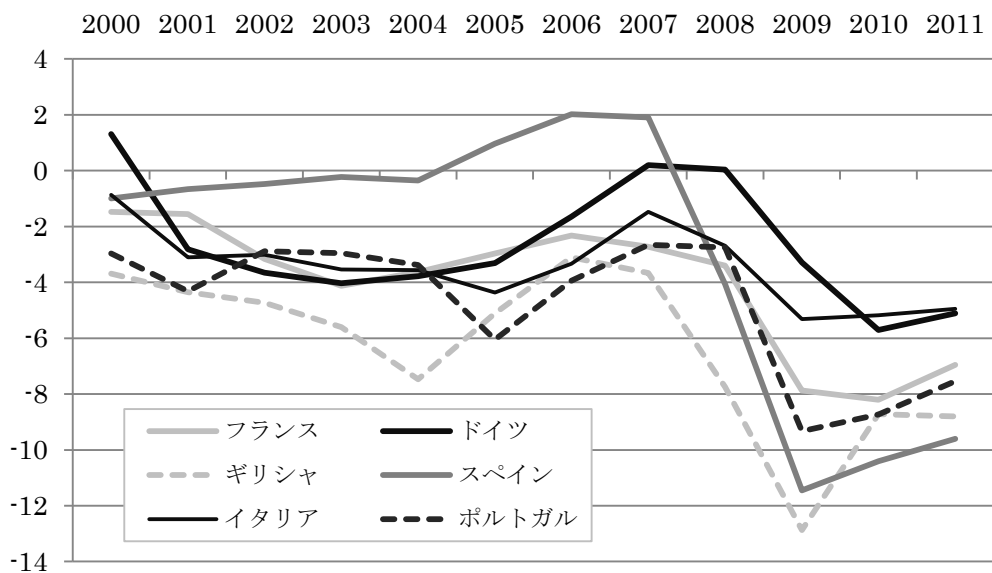
（対GDP比 単位：%）



（注）2011年は予測値。
（出所）IMFより報告者作成。

図表 3-4-16 ユーロエリア内の主な国の財政収支（2000年-2011年）

（対GDP比 単位：%）



（注）2010年以降は予測値。
（出所）IMFより報告者作成。

(2) 複数基軸通貨体制の是非

基軸通貨国であるアメリカで金融危機が起きたことや、アメリカの財政赤字、経常赤字によって今後もドルの価値が低下していくのではないかという懸念から、現在、国際通貨体制についての議論が行われているが、その中で、現行のドル基軸通貨体制から、複数基軸通貨体制への移行を望む議論がある。複数基軸通貨体制の実例としては、1920年代にポンドやドル、フランが並存する、安定的な複数基軸通貨体制が存在したことを挙げられる。しかし、金本位制を前提とした当時のシステムは、計算単位や支払い手段として複数通貨が使われていたとしても、各通貨の価値は最終的には金の価値に依拠しており、真の意味での複数基軸通貨と言えるのかどうかは疑問である¹²²。では、ここでいう複数基軸通貨体制とは、どのような通貨体制であるのだろうか。

現在、ドルとユーロの2種類の基軸通貨が存在するが、ユーロは先述したように、欧州を中心とした諸地域内として機能しており、2つの通貨には大きな差がある。そのためにドルが独占的に基軸通貨としての利益を享受してきた。ここでいう複数基軸通貨体制とは、ドルに過度に依存した現行体制から脱却し、有効な競争が働く基軸通貨が並立する体制である。現在、ドルに対して競争関係を働かせることができる通貨として期待されているのはユーロであり、より長期的にみると人民元である。ここで、まず複数基軸通貨体制が議論される際のメリット、デメリットをあげる¹²³。

メリットとして挙げられるのは、①複数の基軸通貨の通貨競争によって対外通貨政策（通貨の対外価値の安定）に規律が働くことが期待され、より安定的な通貨体制の実現が可能とされる¹²⁴。②複数の基軸通貨が存在することでリスク分散ができる。デメリットとしては、①複数基軸通貨間の為替相場の変動性という不安定要因がある。②1通貨の取引量が減るため、取引コストが増える、などが挙げられる。

実際にこの複数基軸通貨体制に移行するには、いくつかの問題点がある。1つ目は、現時点でドルと並ぶほどの通貨が見当たらないということだ。複数基軸通貨体制を担う通貨として、ユーロや人民元が期待されているが、これは先程述べたようにそれぞれに問題があり、国際経済取引においてドルと並ぶほどのシェアを持つには、仮に実現したとしても時間を要する。2つ目は、基軸通貨の慣性の法則である。交換媒介機能については基軸通貨が1つに収斂する強い正のネットワーク外部性が働く。したがって、ひとたび基軸通貨として大きなシェアを占めた通貨は、極めて堅固にその地位が維持されるため、インフレリスクの管理失敗などによって価値を暴落させない限りは、その地位を維持することになる¹²⁵。3つ目は、基軸通貨間の為替相場の変動性を抑えるための枠組み作りが必要であるこ

¹²² 中尾[2010]。

¹²³ メリット、デメリットについては、小川[2009]、竹中[2010a]を参照した。

¹²⁴ もし他に有効な競争関係にある複数の基軸通貨が存在するならば、ある基軸通貨発行国が通貨価値を低下させるような政策を行うと、世界経済における経済主体は、その基軸通貨を利用すること、及び保有することを止めてしまうため、通貨価値を低下させる政策を行うことは得策ではなくなる。そのため、基軸通貨国に対するガバナンスが働くことが期待される。

¹²⁵ 竹中[2010b]。

第3章 ドルの将来

図表 3-4-17 ドル、ユーロ、人民元の比較

強い← ○ □ △ × →弱い		ドル		ユーロ		人民元	
		現在	20年後 予想	現在	20年後 予想	現在	20年後 予想
国際通貨の条件	内外の資本移動自由	○	○	○	○	×	△
	通貨の自由な交換性	○	○	○	○	×	△
基軸通貨の経済 金融的条件	国際金融・資本市場 (流動性、効率性、規模)	○	○	△	△	×	△
	通貨購買力の安定性	○	□	○	□	□	□
	世界経済に占めるシェアの大きさ	○	□	○	□	△	□

(出所) 竹中[2010b]を参考に報告者作成。

とだ。これには各国の協調が必要となる。

このように考えると、短期的にはドルの優位が続くため複数基軸通貨体制になる可能性は低いだろう。また、現行のドル基軸通貨体制が安定していれば、通貨体制の移行は起こりにくいと考える。しかし、中長期的には、ドル不安がくすぶる中で他通貨の台頭やドルの価値が暴落するなどの現行体制への危険性が顕在化すれば、いくつかのデメリットを受け入れ、複数通貨体制へ移行することも考えられる。

(3) ドルの行方

今後のドルの行方は、3つのシナリオが考えられる。1つ目はこのままドルが現行体制を維持し続けるシナリオ、2つ目は前節で述べた複数基軸通貨体制へと移行するシナリオ、3つ目は基軸通貨から転落するシナリオである。では、3つのシナリオに沿って今後のドルの行方を考えてみる。

まずドルが現行体制を維持し続けるシナリオだが、これはアメリカが2節、3節で述べたように、適切に出口政策を進め、財政赤字、経常赤字、FRBのバランスシート膨張の問題を解決、つまり、ドルが復活していけば実現するだろう。有事の際、ドルが安全資産として選好されることは、依然としてドルの優位を示している。また、ドルの復活に時間がかかり、ドルの下落基調や信認問題がくすぶり続けてもこのシナリオは十分にあり得る。それは、基軸通貨の慣性効果や代替りの通貨の不在が原因である。ただし、ドルが基軸通貨として維持し続けても、ドル安の懸念、リスク分散の観点から価値保存の面での地位は低下し、準備通貨が多様化していくことが考えられる。

次に2つ目は、先程述べた複数基軸通貨体制に移行するシナリオである。これは、中長期的にはあり得るシナリオであり、経常赤字、財政赤字の問題が深刻化することやインフレの昂進などによって、ドルが大きく価値を下げ、ドル信認の問題が慣性効果を打ち消すほど強まった場合に考えられる。この場合には、ドルとユーロの「2極通貨体制」やドル、

第3章 ドルの将来

ユーロ、人民元の「3極通貨体制」などが考えられ、ドルの地位は低下し、複数基軸通貨体制のうちの一極を担う形となる。

次に3つ目はドルが基軸通貨ですらなくなるシナリオだが、ユーロまたはSDR¹²⁶などの人口通貨が基軸通貨となることでドルが基軸通貨の地位から転落する場合である。ユーロなどの一国の通貨がドルに代わって基軸通貨となる場合は、ドルからポンドに移行した時のように、いったんは2つの基軸通貨が併存している状況が続き、その後ドルが転落することが考えられる。ただし、この場合はポンドからドルへと移行した歴史を振り返っても、完全に移行するまで相当な時間を要したため、その実現には長い道のりが必要だろう¹²⁷。次に、SDRが基軸通貨となる場合だが、この可能性は低いと考える。それは通貨としての実体がなく、SDR建ての各種資本市場が発達する見込みも少ない。また、民間取引の事績がないことなどを考慮すると、現段階では現実感に乏しいと言わざるを得ない¹²⁸。

以上、ドルの行方として3つのシナリオを考えてみたが、短期的にみると1つ目のシナリオが最も実現の可能性が高いだろう。それは、他通貨の現状、ドルの現在の取引量、慣性効果を考えると現行体制がすぐに変わりうることは考えにくいからである。中長期的にみた場合は、ドルと他通貨の動向に左右されるだろう。つまり、ドルの信認が今以上に低下しドル離れが起きる中でユーロや人民元がドルに追いつくようなら現行体制の変更もありうるだろうし、逆に、ドルが復活するようなら現行体制は続くと考えられる。

¹²⁶ IMFによって創設されたドル、ユーロ、ポンド、円から構成されるバスケット通貨。

¹²⁷ 20世紀初頭、アメリカの経済規模はイギリスの2倍以上もあった。しかし、2度の大戦とそれによるイギリス経済の衰退期に、ブレトン・ウッズ体制によって制度的にドルが基軸通貨となることで、完全に基軸通貨が移行したとされる。このことから基軸通貨の変更は簡単には起こりえないと考える。

¹²⁸ 山中[2011]。

結びにかえて

結びにかえて

本稿ではアメリカ及びドルが苦境に立たされるまでの流れを追った。2000年代のグローバル・インバランスの拡大はアメリカの長期金利の低下を促し、住宅バブルを醸成させる一因となった。住宅バブルのもとで証券化の技術が進展し、アメリカは消費をいっそう過剰に伸ばした。アメリカはバブルを謳歌し世界の成長をけん引してきたが、住宅バブルの崩壊により世界金融危機が発生した。世界金融危機へのFRBの対応は金融市場の混乱を急速に沈静化させた点で評価できるものの、量的緩和政策によってインフレリスクを膨らませ、コモディティ市場を荒らしたことは反省すべきである。財政政策に関しては、1兆ドル近い規模の景気対策を複数打ち出したにもかかわらず効果が薄く、また財政赤字の積み上がりや米国債の格下げやグローバル・インバランスの再拡大を呼び込むなど新たな問題を引き起こすこととなった。さらに、財政赤字の拡大は外国の政府や投資家のアメリカへの不信感を膨らませ、資本流入がストップするリスクを増大させ、グローバル・インバランスの持続可能性に懸念が生じている。

このようにして生み出された問題はドルの信認を揺るがし、基軸通貨としての地位を脅かすものである。そこで我々は問題の解決策を打ち立てたが、その実現は極めて難しい。短期的には基軸通貨の慣性効果や他通貨の不在によりドルの地位は不変であるが、中長期的には問題の動向によって基軸通貨の地位から転落する恐れがある。

アメリカは大国として有能な人材を惹きつけ、新たなイノベーションを生み出し、これまで世界を引っ張り続けてきた。イノベーション自体は悪ではないが、それによる好景気がバブルへ至るのは、投資家の投機的な資金移動と家計の過剰消費が根底にある。また、アメリカは自らが世界の中心であると自負し、傲慢さを強めてきた。他国の事情を考慮しない政策運営や他国によるファイナンスをあてにした経常赤字の放置は、アメリカの傲慢さの表れであろう。アメリカでのバブル崩壊が全世界を巻き込む危機に発展するという事は今回の世界金融危機で証明された。今後もアメリカは様々な分野において先頭を走り続ける。しかしアメリカは今回の危機から教訓を得て責任ある行動をとらなければ、より深刻な危機を起こすだろう。

参考文献

参考文献

- 荒川章義[2010],「恐慌学者バーナンキの手にも余る世界不況 QE2 に懐疑的なアメリカの経済学者たち」毎日新聞社『週刊エコノミスト』12月14日号。
- 飯島寛之[2006a],「対米資本流入の特殊な性格—アメリカの経常収支赤字に関する資本流入からの資格—」嘉悦大学『嘉悦大学研究論集』第49巻第1号。
- 飯島寛之[2006b],「アメリカの経常収支赤字拡大の限界を画する要因」立教大学経済学部・経済学研究科『立教経済学研究』第59巻第1号。
- 飯野光浩・小浜裕久[2010],『アジア危機、世界経済危機とグローバル・インバランス』。
- 池田洋一郎[2009],「米国財務省による金融安定化策—不良資産救済の行方—」『財務省広報ファイナンス』平成21年5月号。
- 石田護[2011]「世界経済不均衡是正へ—米・中の責任と政策協調のあり方」外国為替貿易研究会『国際金融』1223号。
- 伊豆久[2009a],「ドル不足はなぜ生じたか—米国におけるレポ市場と通貨供給方法—」日本証券経済研究所『証研レポート』No.1653。
- 伊豆久[2009b],「バランスシートから見たFRBの金融危機対策」日本証券経済研究所『証研レポート』No.1654。
- 伊豆久[2009c],「リーマンショック・MMF・FRB」日本証券経済研究所『証研レポート』No.1656。
- 伊豆久[2009d],「金融危機とFRBの流動性対策」日本証券経済研究所『証券レビュー』第49巻第8号。
- 伊藤明彦[2004],「アメリカの経常赤字拡大と国際資金フロー」鹿児島国際大学大学院経済学会『地域経済政策研究』2004年3月号。
- 井上淳[2011],「不均衡構造がもたらす世界経済の不安定性」外国為替貿易研究会『国際金融』第1225号。
- 岩壺健太郎・藤田誠一編[2010],『グローバル・インバランスの経済分析』有斐閣。
- 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国際協力銀行『JBIC国際調査室報』第3号。
- 植田和男[2010],『世界金融・経済危機の全貌 原因・波及・政策対応』慶応義塾大学出版会。
- 上野剛志[2010],「ドルの信認低下と通貨のパワーバランス」ニッセイ基礎研究所『景況アンケート』2010年度上期。
- 馬田啓一・木村福成・田中素香[編著][2010],『検証・金融危機と世界経済 危機後の課題と展望』勁草書房。
- 奥田宏司[2009],「基軸通貨ドルとドル体制の行方—1つの「覚書」(2009年11月)」立命館大学国際関係学会『立命館国際研究』2009年22巻3号。

参考文献

- 小野亮[2010],「上限規制を一部緩和しつつ、最大規模の国債購入を打ち出した 11 月 FOMC」みずほ総合研究所『みずほマーケットインサイト』。
- 小野亮[2011a],「米国の連邦政府債務上限問題～空になる国庫と使い物にならない金準備」みずほ総合研究所『みずほマーケットインサイト』。
- 小野亮[2011b],「FRB による長期国債買い取り (QE2) 終了後の米国経済～日本化、インフレ、信用バブル、ドル離れ」みずほ総合研究所『みずほマーケットインサイト』。
- 小野亮[2011c],「国債準備通貨としてのドルの地位～鍵を握る中国と格付け機関の動き」みずほ総合研究所『みずほマーケットインサイト』。
- 金森俊樹[2011],「中国の貯蓄率はなぜ高いのか？」外国為替貿易研究会『国際金融』第 1225 号。
- 上川孝夫[2011],『国際通貨体制と世界金融危機 地域アプローチによる検証』日本経済評論社。
- 上川孝夫・藤田誠一・向壽一[編][2010],『現代国際金融論[第 3 版]』有斐閣ブックス。
- 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」世界経済研究協会『世界経済評論』625 号。
- 木下悦二[2010],「米国資本主義の構造変化と金融危機」世界経済研究協会『世界経済評論』9/10 月号。
- 経済産業省[2009],『通商白書 2009』。
- 経済産業省[2010],『通商白書 2010』。
- 経済産業省[2011],『通商白書 2011』。
- 国際投信投資顧問[2011],『米国債の格下げについて』。
- 小林正宏・大類雄司[2008],『世界金融危機はなぜ起こったか サブプライム問題から金融資本主義の崩壊へ』東洋経済新報社。
- 小林正宏・中林伸一著[2010],『通貨で読み解く世界経済 ドル、ユーロ、人民元、そして円』中公新書。
- 財務省国際局[2009],『最近の国際金融情勢について』。
- 酒井良清・鹿野嘉昭・榊原健一[2004],『金融政策』有斐閣アルマ。
- 佐藤秀夫[2008],「米国の経常収支問題によせて」北海道大学大学院経済学研究科『経済学研究』58 巻 3 号 pp.11-20。
- 柴田徳太郎[2011],「世界金融危機とドル体制の行方」比較経済体制学会『比較経済研究』第 48 巻第 1 号。
- 宿輪純一[2010],『通貨経済学入門』日本経済新聞出版社。
- 白井さゆり[2009],『世界経済危機とグローバル・インバランス－国際経済秩序へのインプリケーション－』慶應義塾大学湘南藤沢学会。
- 白川方明[2011],『グローバル・インバランスと経常収支不均衡』日本銀行。
- 滝井光夫[2009],「オバマ政権と議会：経済刺激法案審議と金融安定化策」国際貿易投資研

参考文献

- 究所『季刊 国際貿易と投資』Spring 2009/No.75。
- 滝井光夫[2011],「米国の第2次景気対策とその効果」国際貿易投資研究所『季刊 国際貿易と投資』Spring 2011/No.83。
- 竹中正治[2010a],「グローバル・インバランスとドル基軸通貨体制の行方」日本総研『Business & Economic Review』2010年2月号。
- 竹中正治[2010b],「対外不均衡でもドル危機が起きない理由」毎日新聞社『週刊エコノミスト』2010年8月31日号。
- 竹中正治[2011],「ゼロ金利下のQE2に効果あり」毎日新聞社『週刊エコノミスト』2011年3月1日号。
- 田代秀敏[2011],「膨れ上がったグローバル・インバランスは持続不可能な領域に入りつつある」毎日新聞社『週刊エコノミスト』2011年8月30日号。
- 田中素香編著[2010],『世界経済・金融危機とヨーロッパ』勁草書房。
- 田中素香・岩田健治編[2008],『現代国際金融』有斐閣。
- 谷内満[2005],「国際資本移動の変貌とアジア・グローバル・インバランスの中のアジア」国際協力機構『開発金融研究所報』第27号。
- 谷内満[2008]『グローバル不均衡とアジア経済』晃洋書房。
- 谷内満[2010]「グローバル不均衡ー世界金融危機との関係のゆくえー」慶應義塾大学/内閣府経済社会総合研究所『日本経済の主要な対外リスクに関する研究報告書Ⅲ』。
- 地主敏樹[2009],「ITバブル崩壊後の米国金融政策—2000年から2005年」吉川洋編集『デフレ経済と金融政策』慶應義塾大学出版会、11。
- 塚田裕昭[2010],「再拡大するグローバルインバランス」三菱UFJリサーチ&コンサルティング『国際マネーフローレポート』。
- 土肥原晋[2007],『最近の米国における資本流出入の動向』ニッセイ基礎研究所。
- 土肥原晋[2011],『任期後半に向け再始動の「オバマノミクス」～三大教書に見る今後の方針と課題』ニッセイ基礎研究所。
- 東京財団[2011],「オバマ政権の財政再建案～見極め難い共和党案との規模の差～」『アメリカNOW』第70号。
- 内閣府 [2008],『世界経済の潮流』2008年Ⅱ。
- 内閣府 [2009a],『世界経済の潮流』2009年Ⅰ。
- 内閣府 [2009b],『世界経済の潮流』2009年Ⅱ。
- 内閣府 [2010a],『世界経済の潮流』2010年Ⅰ。
- 内閣府 [2010b],『世界経済の潮流』2010年Ⅱ。
- 内閣府 [2011],『世界経済の潮流』2011年Ⅰ。
- 西川珠子[2009],「オバマ政権の金融危機対応と出口戦略」外国為替貿易研究会『国際金融』1204号。
- 日本銀行[2008],『金融システムレポート』2008年3月号。

参考文献

- 萩原景子[2008],『経常収支不均衡の調整過程：近年の理論的分析の展望』日本銀行金融研究所。
- 林伴子[2009],「世界金融・経済危機における各国の政策とその効果」内閣府経済社会総合研究所『「世界金融・経済危機に関する研究」報告書』。
- バリー・アイケングリーン著、松林洋一・畑瀬真理子翻訳[2010],『グローバル・インバランス』東洋経済新報社。
- 廣瀬淳子[2010],『【アメリカ】医療保険改革法成立』。
- 廣瀬淳子[2011],『【アメリカ】オバマ大統領の財政赤字削減策と2012年度予算の審議』。
- ブレンダン・ブラウン、田村勝省[訳][2007],『ドルはどこへ行くのか 国際資本移動のメカニズムと展望』春秋社。
- 前田直哉・西尾圭一郎[2010],「国際通貨ドルに対する信認と政策問題」世界経済研究協会『世界経済評論』11/12月号。
- 水野和夫[2009],「グローバル・インバランスとドル」日本国際経済学会『国際経済』第60号。
- みずほ総合研究所[2007],『サブプライム金融危機』日本経済新聞出版社。
- みずほ総合研究所[2008],『みずほ米国経済情報』2008年4月号。
- 三菱東京UFJ銀行[2010],『経済レビュー』NO.2010-19。
- 南武志[2010],「グローバル・インバランス問題に関する一考察」農林中央金庫『農林金融』2010年8月号 pp.16-31。
- 山中崇[2011],「ドルの中長期展望」公益財団法人国際通貨研究所『Newsletter』2011年6月。
- 湯本雅士[2010],『サブプライム危機後の金融財政政策 伝統的パラダイムの転換』岩波書店。
- 横山史生[2009],「住宅ローン関連不良資産買い取りスキームの困難性」日本証券経済研究所『証研レポート』No.1654。
- BIS[2010],”*Triennial Central Bank Survey*,” Dec.
- Congressional Budget Office[2011],”*The Macroeconomic and Budgetary Effects of an Illustrative Policy for Reducing the Federal Budget Deficit.*”
- Council of Economic Advisors[2011],”*THE ECONOMIC IMPACT OF THE AMERICAN RECOVERY AND REINVESTMENT ACT OF 2009*,” Seventh Quarterly Report.
- IMF[1994],”*Balance of Payments Statistics Yearbook*,” IMF.
- IMF[2002],”*Balance of Payments Statistics Yearbook*,” IMF.
- IMF[2010],”*Balance of Payments Statistics Yearbook*,” IMF.
- Joint Center for Housing Studies of Harvard University[2008],”*The State of the Nation’s Housing 2008.*”
- SIGTARP[2011],”*Quarterly Report to Congress*,” July 28, 2011.

参考文献

参考新聞記事

「過剰貯蓄の解消カギに」『日本経済新聞』2011年2月4日,朝刊。

「国際不均衡一段と」『日本経済新聞』2011年4月15日,朝刊。

参考ホームページ

東京財団 (<http://www.tkfd.or.jp/>)

米国財務省 (<http://www.treasury.gov/>)

米国商務省 (<http://www.commerce.gov/>)

BIS (<http://www.bis.org/>)

Bloomberg (<http://www.bloomberg.com/>)

FRB (<http://www.federalreserve.gov/>)

IMF (<http://www.imf.org/external/index.htm>)

ISDA (<http://www2.isda.org/>)

OECD (<http://www.oecd.org/>)

Recovery.gov (<http://www.recovery.gov/>)

Reuters (<http://www.reuters.com/>)

SIFMA (<http://www.sifma.org/>)

SIGTARP (<http://www.sigtar.gov/>)