

グローバル・インバランスとドル基軸通貨体制の行方

龍谷大学 経済学部教授 竹中 正治

目 次

- I. 米国の対外純負債の持続可能性を検証する
 - 1. 問題設定
 - 2. 米国の経常収支赤字の持続可能性に関する判断
 - 3. 対外資産・負債規模の拡大と投資リターン格差を変数に加えた「長期的に持続可能な貿易収支比率（対名目GDP）」
 - 4. 対外資産・負債比率の拡大はどこまで可能か？
 - 5. 対外資産・負債の投資リターン格差の諸要因と持続可能性
- II. ドル基軸通貨体制の行方
 - 1. 中国の挑戦？奇妙な論理
 - 2. 基軸通貨の多極化が安定性をもたらす理由はない
 - 3. 国連における専門家委員会報告書と今後の展望

竹中正治（たけなか まさはる） 龍谷大学経済学部教授（専門：アメリカ経済論、国際金融論）



【略歴】

1979年東京大学経済学部卒、同年東京銀行入行、東京三菱銀行（現三菱東京UFJ銀行）の為替資金部次長、調査部次長、米国ワシントン駐在員事務所所長、(財)国際通貨研究所チーフエコノミストなどを経て2009年4月より現職。

主要著書に「米国経済の真実」（東京三菱銀行調査室編）東洋経済新報社2002年、「マネーの動きで読み解く外国為替の実際」（国際通貨研究所編）PHP研究所2007年、「ラーメン屋vs.マクドナルド、エコノミストが読み解く日米の深層」新潮新書2008年、「今こそ知りたい資産運用のセオリー」光文社2008年など。

要 約

従来から典型的な「ドル危機シナリオ」は、膨張した米国の経常収支赤字の対外的なファイナンスが困難になり、ドル相場と米国資本市場の暴落がスパイラルに進行するという危機のパターンを予想して来た。しかしながら、今回の米国を震源地とする金融危機と世界不況は、そうしたパターンとは全く異なった様相を呈した。

2008年9月のリーマンショックは金融危機を深刻化し、欧米の金融市場を機能麻痺に追い込んだ。しかし、その過程で生じた現象は、ドル急落ではなく円以外の全ての通貨に対するドル急騰であった（注1）。その時問題となったのは、米国への資本流入の減少ではなく、ヘッジファンドなどに代表されるレバレッジ系投資機関による株式をはじめとするリスク性金融資産の世界的な規模での売却が引き起こした世界同時株式暴落と、海外から米国への資金回帰によるドル高の進行であった。また、米国金融機関のみならず、資金調達面で市場性の短期ドル資金に依存しながらドル建て証券投資を膨張させていた欧州の金融諸機関が深刻なドル資金の流動性不足に直面した。

つまり、今回の金融危機とグローバル・インバランスは、同一の因果系列上の出来事ではなく、別々の問題として生じているというべきだろう。にもかかわらず、今回の金融危機を契機に、①米国の対外負債の持続可能性への懸念、②ドル相場の趨勢的下落とその結果としてのドル基軸通貨体制の「終わりの始まり」を語る議論、③国際的な流動性、並びに外貨準備を米ドルがほぼ独占的に担っていることへの問題指摘などが、政治・政策論の論壇でもアカデミズムでも沸き上がっている。

これはなぜだろうか。ひとつには、深刻な経済・金融危機が起こるとその当事国と市場について金融危機の直接の原因ではなかったことまでまとめて問題として批判、指弾される傾向があることだ。これは1997—98年のアジア通貨危機でも、また日本の銀行の不良債権危機の時に見られた。

もうひとつは、今回の危機を契機に米国の金融資本市場、金融ビジネスモデルへの信頼が剥落し、自国の経常収支赤字をファイナンスするのみでなく、世界のリスクマネーの供給者としての役割を担うことで世界のマネーフローの中核となってきた米国の地位が崩れるのではないかという憶測を喚起しているからだろう。

つまり、このままだと米国の経常収支赤字のファイナンスが今後次第に困難になり、ドルの減価に伴ってドル基軸通貨体制の終焉に導くという「ドル危機シナリオ」が（今までは起こらなかったが）、ついに始まるという将来予想である。あるいは、国際通貨・金融システムの現状を批判する立場からは、国際準備通貨、さらには基軸通貨としてドルへの依存を減らす制度設計の議論が起こっている。本小論でこれらすべての論点に応えることはもとより不可能であるが、主要な諸議論のなかで盲点となっているポイントを指摘し、議論に貢献したいと思う。

具体的には、第1に米国の経常収支赤字の持続可能性の問題である。経常収支赤字というフローの持続性の問題はストックとしての対外純負債の持続可能性の問題に帰結する。その「対外純負債の持続可能性」とはどのように定義されるのが妥当か、その定義に基づいて米国の現状はどのように認識できるか、筆者の見解を示したい。

結論として現在の米国の対外純負債は直近の過去の実績を与件とする限り、持続可能である蓋然性が高いことを示す。同時に、ある程度のドル相場下落はシステムの不安定要因ではなく、不均衡の調整要因、あるいは現状システムの延命要因として機能することを強調する。

第2に国際準備通貨、あるいは基軸通貨としての米ドルの地位に関して最近の議論を批判的に検討する。この点で筆者の結論は次の3点である。①ドルに代わる将来の基軸通貨候補は現状存在していない。そのため各国政府の外貨準備の通貨分散の結果、準備通貨（価値の保蔵機能）としてのドルのシェアは相対的に減少しても、交換の媒介、価値の表示機能としてのドルの基軸通貨の地位に予想し得る将来に大きな変化は起こりそうにない。②複数基軸通貨による多極化は国際通貨・金融制度の安定化を意味しない（安易な「多極化議論」への批判）。③SDRなど人工合成通貨は、国際流動性の補完としては機能を拡大する余地があるが、世界中央銀行の設立とそこへの各国の通貨主権の委譲という現状では空想的な想定をしない限り、本格的な準備通貨にはなり得ない。事実上のドル基軸通貨体制に代わるものを世界はまだ見出してはいない。

（注1）竹中正治「米国が金融危機に襲われてもドルが暴落しない理由」毎日新聞社「エコノミスト」2008年12月臨時増刊号。

I. 米国の対外純負債の持続可能性を検証する（注2）

1. 問題設定

概略に言うならば、1980年代までの対外不均衡問題の分析は、フローとしての経常収支赤字の動向、その推計を中心とするものだった。しかしながら、フローとしての赤字（経常収支赤字）の持続可能性は、つきつめればストックとしての対外純負債の持続可能性の問題に包含される。

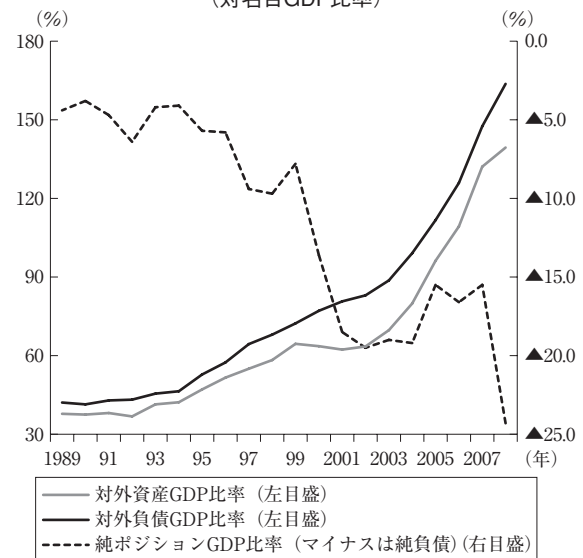
この点、Krugman [1985]（注3）は対外純負債とその利子率を含めたモデルと金利平価説に基づいて、米国の対外純負債は発散経路を辿ることから長期的に持続不可能であり、経常収支赤字を均衡に向かわせる与件の変化が不可避、つまりドル相場下落が不可避と説いた。当時のKrugmanのモデル（関係式）は、対外純負債を1変数として扱っており、資産と負債の2変数にする発想はまだなかった。

2000年代になると、米国の対外資産・負債から生じる総合投資リターンに米国に有利な格差（資産リターン>負債リターン：以下「プラスの投資リターン格差」と呼ぶ）が存在すること、さらに対外資産と負債の通貨構成の非対称性（対外資産における外貨比率の高さと負債におけるドル比率の圧倒的な高さ）の結果、ドル相場下落が米国の対外ポジションに莫大な為替評価益をもたらすことが注目されるようになった。例えば、Gourinchas and Rey [2005] [2007]（注4）は貿易収支を通じた調整チャンネル（trade channel）に加え、対外資産・負債の価格変動で生じる評価損益を通じたチャンネル（valuation channel）を強調した。

実際、米国商務省のデータに基づく限り、1989-2008年の期間に対外資産・負債のネット評価益は約3兆ドルにのぼっている。この結果、2008年末の対外純負債は当該期間の経常収支赤字の累積額をこの分（約3兆ドル）下回っている。金融・投資活動のグローバル化の結果、対名目GDP比で見た対外資産・負債規模が米国をはじめ先進国では90年代以降急速に拡大して来た。これに連れて対外資産・負債が生み出す所得と評価損益が貿易収支の影響度に比べて益々大きくなっていることを考えれば、このような研究視点の変化は当然のことであろう（図表1）。

本稿では、対外純負債の持続可能性の定義を確認した上で、まず「長期的に持続可能な貿易収支比率（対名目GDP）（STBR：Sustainable Trade Balance Ratio）」を提示する。

（図表1）対外資産・負債と純ポジション
（対名目GDP比率）



（資料）アメリカ商務省

（注2）本論Iの内容は次の論文の一部に基づいている。竹中正治「米国の対外純負債の持続可能性を再考する（上）」龍谷大学経済学論集第49巻第3号、2009年12月。

（注3）Paul R. Krugman “Is the Strong Dollar Sustainable?” in the U.S. Dollar: Prospect and Policy Options, Federal Reserve Bank of Kansas City, 1985.

“Exchange-Rate Instability” Massachusetts Institute of Technology, 1989.

(注4) Gourinchas, Pierr-Olivier and Helene, Rey “From World Bankers to World venture Capitalist, U.S. External Adjustment and the Exorbitant Privilege” NBER Conference in G7 Current Account Imbalances, 2005.

“International Financial Adjustment” Journal of Political Economy, 2007 vol.115, no.4.

2. 米国の経常収支赤字の持続可能性に関する判断

米国の対外純負債の持続可能性の可否は、計測時点の幾つかの主要な諸条件を与件とした上で、長期的に対外純負債が返済可能（=将来時点の資産・負債が均衡する）であるかどうかによると筆者は考える。「長期的」としてどの程度の時間の長さを考えるのが妥当なのかは、ひとまずここでは置いておこう。

小川・工藤 [2004] (注5) は先行諸研究を整理して、米国の対外債務が返済可能であるか否かの判定作業を行っている。紹介されている先行研究では、「対外債務が返済可能であるためには、貿易収支の輸出項目と輸入項目が共和分関係にあることが必要条件」であり、また「対外債務水準（の時系列値）が定常であることが、債務返済を可能とすることにとっての十分条件になる」などの判定基準が使われている。

その上で、小川・工藤 [2004] は、①国内貯蓄投資バランス、②貿易フロー、国際資本フローの3つの視点からピックアップされた諸変数間の共和分関係や定常性の検証を行い、結論として米国経常収支赤字は長期的に持続不可能であると結論している。

こうした判定方法は、諸変数の現在までの時系列データの形状から判定しているわけであるが、「持続不可能」と判定した結果、持続可能な状態に戻るためにはどのような与件の調整が起り得るかを考え、さらに幾つかの与件の基に対外純負債の将来動向の試算をすることには不向きのようなのである。そこで対外資産と負債に分けて対外純負債の動向を試算する簡単な関係式を作ってみることにしよう。

(注5) 小川英治、工藤健「アメリカへの資金流入の変化と世界経済への影響」アメリカ経済研究会提出論文、財務省財務総合政策研究所、2004。

3. 対外資産・負債規模の拡大と投資リターン格差を変数に加えた「長期的に持続可能な貿易収支比率（対名目GDP）」

まず対外純資産・負債の変化を数式化すると以下の通りである (①)。翌期の対外純負債は、前期末の資産とその増加分から同じく負債とその増加分を引き、翌期の貿易収支を加えたものである。これは一般的な関係式なので誰でも想定するものだろうが、先行論文ではGarton [2007] が、ほぼ同様の関係式を展開している (注6)。この関係式では新規の対内資本流入と対外資本流出が両建てで対外資産・負債を拡大していく部分を勘案していないが、とりあえずそれは問題にしない。

$$D_{t+1} = B_{t+1} + A_t(1+r_a) - L_t(1+r_l) \quad \text{赤字はマイナス表示} \quad \text{①}$$

D_{t+1} : t+1期末の対外純ポジション（純負債はマイナス表示）、 d_{t+1} : 同名目GDP比率

B_{t+1} : t+1期の貿易収支（赤字はマイナス表示）、 b_{t+1} : 同名目GDP比率

A_t : t期末の対外資産、 a_t : 同名目GDP比率

L_t : t期末の対外負債、 l_t : 同名目GDP比率

- r_a : 対外資産の総合利回り (含む評価損益)
 r_l : 対外負債の総合利回りコスト (含む評価損益)
 g : 名目GDP成長率 (各期一定の前提)

全て名目GDP比率で表示すると①は以下の通りとなる。

$$d_{t+1} = b_{t+1} + \{a_t(1+r_a) - l_t(1+r_l)\} / (1+g) \quad (2)$$

従って、対外純負債比率が前年比で減少する条件は次の式③で求められる。これは対外純負債が返済可能となる必要条件であり、これを満たす貿易収支比率をPTBR (Primary Trade Balance Ratio) と呼ぶことにしよう。

$$\begin{aligned}
 d_{t+1} - d_t > 0 \quad & \text{これに②を代入して展開すると} \\
 b_{t+1} + \{a_t(1+r_a) - l_t(1+r_l)\} / (1+g) - (a_t - l_t) > 0 \\
 b_{t+1} + a_t \{ (1+r_a) / (1+g) - 1 \} - l_t \{ (1+r_l) / (1+g) - 1 \} > 0 \quad (3)
 \end{aligned}$$

また、各期の所得収支は $(ar_a - lr_l)$ で計算されるので、所得収支が黒字となるのは、対外資産の負債に対する比率が以下の条件を満たす時である。(所得収支黒字条件)

$$\begin{aligned}
 ar_a - lr_l > 0 \\
 a/l > r_l/r_a \quad (4)
 \end{aligned}$$

さらに、長期的 (趨勢的) 名目成長率、対外資産・負債のそれぞれの総合投資リターンを所与とすると、一定の対外純債務からスタートして対外純負債がゼロとなる (解消する) 第n期は $d_n = 0$ となる値を計算することで求めることができる。具体的なタイムスパンとして第n年を決めれば、これは対外純負債が返済される十分条件であり、米国の対外予算制約条件となる。

念のために言い添えると、時間とともに与件として前提とした諸条件は変わるので、ある時点で成立した将来時点の「対外資産・負債均衡化」の判断は、現実の将来時点でのその実現を意味するものではない。

また、対外純債務の解消にどの程度のタイムスパンを想定するのが妥当であるかは、とりあえずわからない。それは対外純債務国に投資する実際の海外投資家の判断に依存するだろう。対米投資の場合、5年では短過ぎるが、50年では長過ぎるかもしれない。

そこで、仮にタイムスパンを20年と仮定して、米国の対外純負債を20年間でゼロにする (= 資産負債が均衡する) 貿易収支の名目GDP比率 (これを「持続可能な貿易収支比率 (Sustainable Trade Balance Ratio : STBR)」と呼ぶ) を各年時点で計算し、その時系列変化を次に示す。

試算の都合上、算出するSTBRは貿易収支に経常移転収支 (米国では政府対外援助などにより通常は赤字) を加えたものとする (以後本稿で、「貿易収支赤字比率」と記載した場合は全て経常移転収支を含む収支の名目GDP比率である)。これは経常収支のうち所得収支は、対外資産・負債の変化に連れて増減するため、対GDP比率で一定値と想定する変数は経常収支から所得収支を除いた部分、つまり貿

易収支と経常移転収支の合計とする方が、計算が簡単になるためである。

関係式③から予想される変化として、対外資産・負債リターンの関係が $r_a > r_l$ で一定であり、かつ対外資産の負債に対する比率が関係式④（所得収支黒字条件）を満たす場合には、対外資産のGDP比率(a)の拡大に連れて、STBR（赤字はマイナス値）もマイナスが拡大すると読み解ける。

次に進む前に念のために、②で示した関係式が長期のタイムスパンで現実を正しく近似することを確認しておこう。そのために1989年の実績初期値(a, l)を起点に、変数(r_a, r_l, g)に1989～2008年の期間の平均値を②に入力して算出した2008年の推計値(d_{20})と実績を比較すれば良いだろう。それを計算すると、2008年の対外純負債比率の推計値は-30.8%となり、実績値-24.0%より大きくなる。

これは次の理由による。当該期間の対米投資フロー(F)は、経常収支赤字(C)を超えており、両者の差額は米国からの対外投資フロー(Fa)に等しくなる（ただし統計データ上は誤差脱漏で完全には一致しない）。すなわち、関係式②が想定する以上に対外資産・負債は両建てで増加しており、その点を勘案していないことから生じる乖離だと考えられる。そこで②式を以下の⑤式に修正して、再計算してみよう。

$$F+C=Fa=Fl$$

C：経常収支（赤字はマイナス表示）

Fa：ネット新規フローによる対外資産の増加、Fl：同対外負債の増加

$$f+c=fa=fl \quad (\text{対名目GDP比で表示})$$

$$a_{t+1}=a_t(1+r_a)+fa$$

$$l_{t+1}=l_t(1+r_l)/(1+g)-b_{t+1}+fl$$

$$d_{t+1}=a_{t+1}-l_{t+1} \quad \text{⑤}$$

これで試算すると、 $fa=fl=0.8\%$ の想定で、2008年の対外純負債比率は24.2%となり、実績値24.0%とほぼ一致する（図表2）。もちろん1989-2008年の期間中の各年の実績値と乖離するのは、変数に同期間の平均値を使用しているためである。

STBRの試算の想定と結果

STBRの試算の対象期間は米国商務省が対外資産・負債の評価損益を含む詳細を公表している1989～2008年とする。試算の前提として、名目GDP伸び率は当該期間の平均値5.16%、対外資産・負債それぞれの総合投資リターン（年率換算%）は、同じく当該期間の商務省データから算出した平均値を使用する。この期間の対外資産・負債のリターン（所得リターン、評価損益リターン）の詳細と算出法は図表3の通りである。当該期間の対外資産の総合投資リターンは年平均9.3%、同対外負債は5.3%、リターン格差4.0%である。

ちなみに、2002～2008年の同リターンも計算すると、対外資産は11.2%、対外負債4.8%、リターン格差6.4%とそれ以前より拡大している。投資インカム・リターン格差はいずれの期間も1.4～1.5%で安定しており、総合リターンの変化は為替変動を含む評価項目の変化から主に生じている。

また、為替変動要因によるリターンは、1989～2008年の期間ではほぼゼロであるが、2002～2008年で

(図表2) 1989年を起点にしたシミュレーション

各変数並び に初期値	ネット新規フローによる対外 資産の増加 (GDP比)	fa	0.80%	調整項目として設定	
	同対外負債の増加 (GDP比)	fl	0.80%	同上	
	貿易収支 (含む経常移転収 支) 比率	b	▲3.45%	1989-2008年平均值	
	名目GDP成長率	g	5.16%	同上	
	対外資産比率 (1989年)	a	37.8%	起点時点実績値	
	対外負債比率 (1989年)	l	42.1%	同上	
	対外資産総合投資リターン	ra	9.3%	1989-2008年平均值	
	対外負債総合投資リターン	rl	5.3%	同上	
(年)		d	a	l	対外純負債 比率実績値
1989		▲4.3%	37.8%	42.1%	▲4.4%
90		▲6.3%	40.1%	46.4%	▲3.9%
91		▲8.3%	42.5%	50.7%	▲4.8%
92		▲10.1%	44.9%	55.0%	▲6.4%
93		▲11.9%	47.5%	59.4%	▲4.2%
94		▲13.5%	50.2%	63.7%	▲4.1%
95		▲15.1%	53.0%	68.0%	▲5.7%
96		▲16.5%	55.8%	72.4%	▲5.8%
97		▲17.9%	58.8%	76.7%	▲9.4%
98		▲19.1%	62.0%	81.1%	▲9.7%
99		▲20.2%	65.2%	85.4%	▲7.7%
2000		▲21.2%	68.6%	89.8%	▲13.4%
2001		▲22.1%	72.1%	94.2%	▲18.2%
2002		▲22.8%	75.7%	98.5%	▲19.1%
2003		▲23.4%	79.5%	102.9%	▲18.7%
2004		▲23.9%	83.4%	107.3%	▲18.9%
2005		▲24.2%	87.5%	111.7%	▲15.2%
2006		▲24.4%	91.7%	116.1%	▲16.3%
2007		▲24.4%	96.1%	120.5%	▲15.2%
2008		▲24.2%	100.7%	124.9%	▲24.0%

(資料) 筆者作成

(図表3) アメリカの対外資産・負債利回り

(%, 年平均)

	1989~2008	1989~2001	2002~2008
対外資産総合リターン ①=②+③	9.3	8.3	11.2
受取インカム・リターン ②	5.6	6.1	4.7
資産価格変動リターン ③	3.7	2.2	6.5
価格変動要因	1.6	1.6	1.7
為替相場変動要因	0.0	▲0.8	1.5
その他要因	2.0	1.3	3.3
対外負債総合リターン (コスト) ④=⑤+⑥	5.3	5.6	4.8
支払インカム・リターン ⑤	4.2	4.7	3.3
負債価格変動リターン ⑥	1.1	1.0	1.4
価格変動要因	1.3	1.8	0.2
為替相場変動要因	0.0	▲0.1	0.2
その他要因	▲0.1	▲0.8	1.0
対外資産・負債総合リターン格差 ⑦=①-④	4.0	2.7	6.4
受取・支払インカム・リターン格差 ⑧=②-⑤	1.4	1.5	1.4
対外資産・負債価格変動リターン格差 ⑨=③-⑥	2.5	1.2	5.1

(資料) アメリカ商務省に基づき筆者が算出

(注) 計算の前提は以下の通り。

- ② = 国際収支の経常勘定の受取インカム / 対外資産 (期初残と期末残の平均)
 ⑤ = 国際収支の経常勘定の支払インカム / 対外負債 (期初残と期末残の平均)
 ③ = 商務省推計の資産評価変化額 / 期初対外資産
 ⑥ = 商務省推計の負債評価変化額 / 期初対外負債
 直接投資残高の評価はcurrent costベースのデータを使用。

は資産サイドで1.5%、負債サイドで0.2%、差し引きで+1.3%生じており、この時期の対外投資リターンを押し上げる要因のひとつとなっている。こうした米国の対外投資リターンの格差の諸要因については後述する。

以上の想定に基づき計算されたSTBR、PTBRと貿易収支比率の実績値は図表4-1と4-2(グラフ)

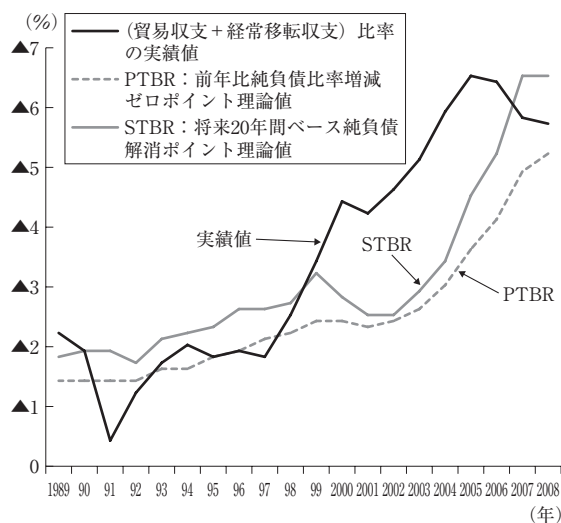
(図表4-1)「持続可能な貿易収支比率(STBR)」の試算結果

(年)	過去実績値					いずれも対名目GDP比率			
	対外資産 (百万ドル)	対外負債 (百万ドル)	対外資産 GDP比率 (左目盛)	対外負債 GDP比率 (左目盛)	純ポジション GDP比率(マ イナスは純負 債)(右目盛)	名目GDP (10億ドル)	(貿易収支 +経常移 転収支)比 率の実績値	PTBR:前 年比純負 債比率増 減ゼロポ イント理 論値	STBR:将 来20年間 ベース純 負債解 消ポイン ト理論値
1989	2,070,868	2,310,661	37.8%	42.1%	▲4.4%	5,482	▲2.2%	▲1.4%	▲1.8%
90	2,178,978	2,402,383	37.6%	41.4%	▲3.9%	5,801	▲1.9%	▲1.4%	▲1.9%
91	2,286,456	2,571,202	38.2%	42.9%	▲4.8%	5,992	▲0.4%	▲1.4%	▲1.9%
92	2,331,696	2,735,980	36.8%	43.1%	▲6.4%	6,342	▲1.2%	▲1.4%	▲1.7%
93	2,753,648	3,031,378	41.3%	45.5%	▲4.2%	6,667	▲1.7%	▲1.6%	▲2.1%
94	2,987,118	3,278,423	42.2%	46.3%	▲4.1%	7,085	▲2.0%	▲1.6%	▲2.2%
95	3,486,272	3,909,183	47.0%	52.7%	▲5.7%	7,415	▲1.8%	▲1.8%	▲2.3%
96	4,032,307	4,488,600	51.4%	57.3%	▲5.8%	7,839	▲1.9%	▲1.9%	▲2.6%
97	4,567,906	5,347,469	54.8%	64.2%	▲9.4%	8,332	▲1.8%	▲2.1%	▲2.6%
98	5,095,546	5,947,010	57.9%	67.6%	▲9.7%	8,794	▲2.5%	▲2.2%	▲2.7%
99	5,974,394	6,698,737	63.9%	71.6%	▲7.7%	9,354	▲3.4%	▲2.4%	▲3.2%
2000	6,238,785	7,569,415	62.7%	76.1%	▲13.4%	9,952	▲4.4%	▲2.4%	▲2.8%
2001	6,308,681	8,177,556	61.3%	79.5%	▲18.2%	10,286	▲4.2%	▲2.3%	▲2.5%
2002	6,649,079	8,687,049	62.5%	81.6%	▲19.1%	10,642	▲4.6%	▲2.4%	▲2.5%
2003	7,638,086	9,724,599	68.6%	87.3%	▲18.7%	11,142	▲5.1%	▲2.6%	▲2.9%
2004	9,340,634	11,586,051	78.7%	97.6%	▲18.9%	11,868	▲5.9%	▲3.0%	▲3.4%
2005	11,961,552	13,886,698	94.6%	109.9%	▲15.2%	12,638	▲6.5%	▲3.6%	▲4.5%
2006	14,428,137	16,612,419	107.7%	124.0%	▲16.3%	13,399	▲6.4%	▲4.1%	▲5.2%
2007	18,278,842	20,418,758	129.8%	145.0%	▲15.2%	14,078	▲5.8%	▲4.9%	▲6.5%
2008	19,888,158	23,357,404	137.7%	161.7%	▲24.0%	14,441	▲5.7%	▲5.2%	▲6.5%

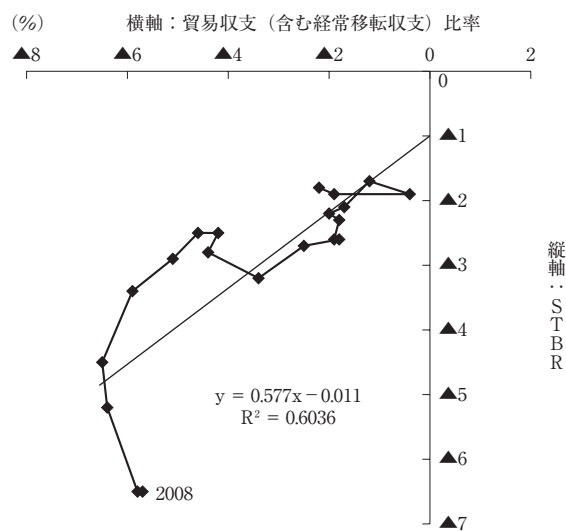
(資料) 過去実績データ：米商務省

(注) 試算の想定：名目GDP伸び率5.16%、対外投資総リターン9.3%、同負債5.3% (いずれも上記期間の平均実績値)。

(図表4-2) 貿易収支(含む経常移転収支)実績と「持続可能貿易収支」理論値の推移



(図表4-3) 貿易収支比率実績値とSTBR



に示した。また図表4-3はSTBRと貿易収支比率の相関を示す分布図である。これら図表に見る通り、貿易収支赤字比率は90年代以降拡大傾向を辿ったが、それは算出されたSTBRの変化（マイナス値の拡大）と概ね連動している。すなわち、この時期の米国の貿易収支赤字比率の拡大は必ずしも無軌道なものではなく、米国の長期的な対外予算制約条件の拡大を反映したものだという解釈が可能になる。

ただし、1999～2006年の期間については20年のタイムスパンで算出したSTBRをやや上回る貿易赤字比率になっている。この点では、程度の違いこそあれ、この時期の貿易赤字は長期的に持続不可能なものであったとする他研究諸成果とも一致する。

また、タイムスパン20年間で純負債解消（資産・負債均衡）のレベルを示すSTBRは、対外純負債比率の前年比フラットベースの貿易収支レベルを示すPTBRよりも、許容するマイナス幅が大きくなっている。これは一見矛盾しているように見えるが、 $r_a > r_l$ 、かつ、 $r_a > g$ であるため、20年間のタイムスパンでは対外資産比率(a)が起点時点よりも次第に大きくなる結果である。

言い換えると、PTBRは前年比の変化のみの概念であることに対して、STBRは20年間のタイムスパンを想定して定義している結果である。この点については、次に示す将来試算例でも同様になる。

対外純負債比率の将来試算（前掲②式を使って）

次に2008年を起点として、3つの異なる想定の基に、将来20年間の対外純負債比率の将来動向を試算してみよう。試算結果は図表5の通りである。

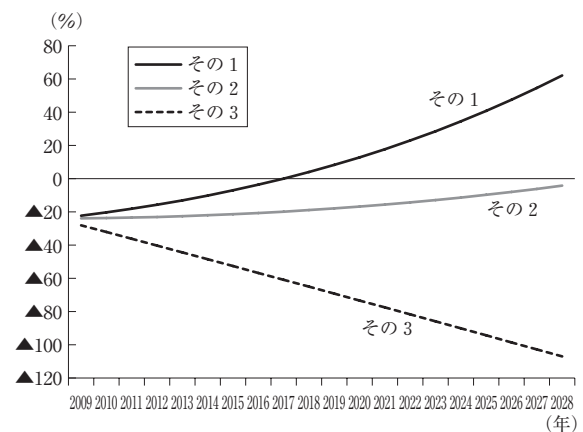
ケース1は、貿易赤字（含む経常移転収支）比率、名目GDP伸び率、対外資産・負債リターンの全てについて1989～2008年の平均実績値を適用し、対外資産・負債のみ2008年末の実績値にしたものである。2017年には対外純負債は解消し（資産・負債均衡）、2018年以降は対外純資産に転じる。

これはある意味で驚くべき結果である。従来これほど構造的、慢性的と言われてきた米国の対外純負債が、3つの諸変数が過去20年間の平均値に戻るだけで、10年足らずで解消してしまうのである。

その主要な理由は次の通り。

- ① プラスの投資リターン格差の持続：対外資産・負債の投資リターンにプラス4.0%の投資リターン格差（1989-2008年平均実績）が維持される。
- ② 対外資産が2008年の時点の名目GDP比138%から年率9.3%(r_a)で幾何級数的に増加し、

（図表5）アメリカの対外純負債(対GDP比率)の将来試算



将来試算の想定

	その1	その2	その3
貿易収支（含む経常移転収支）比率 b	▲3.45% 1989-2008年平均値	▲4.00%	▲4.00%
名目GDP成長率 g	5.16% 同上	4.75%	4.75%
総合対外資産リターン ra	9.30% 1989-2008年平均値	7.00%	5.00%
総合対外負債リターン rl	5.30% 1989-2008年平均値	4.00%	5.00%
対外資産比率 a	137.7% 2008年末実績		
対外負債比率 l	161.7% 同上		
対外純負債比率 d	▲24.0% 同上		

（資料）筆者作成

2017年には195%に達する。一方、対外負債の増加について幾何級数的増加率の部分は5.3% (r_1) であり、貿易赤字比率は3.45%でGDP比率ベースの算術級数的な増加となり、2017年には195%と対外資産に追いつかれる。

③貿易赤字比率もGDP比-3.45%の過去平均値に縮小する。

しかし、過去20年間の平均値というのはひとつの事実であっても、同じ条件を将来20年間に想定するのは楽観的過ぎるかもしれない。例えば、足元の貿易赤字比率は2005年の6.5%をピークに縮小傾向にあり（経常収支赤字比率のピークは2006年の6.0%）、2009年第1四半期は-3.46%、第2四半期-3.26%と試算の想定とほぼ同じか若干下回る水準となっている。しかし、戦後最大の景気後退下の実績であり、楽観的過ぎる可能性がある。

そこでケース2では、今後20年間の対外資産・負債リターンを7.0%と4.0%としてプラスのリターン格差を4.0%から3.0%に縮小し、かつ貿易赤字比率を-4.0%、名目経済成長率を4.75%（=実質成長率2.75%+デフレーター2.0%）と想定した。

このケース2の想定の間でも、対外純負債比率は2028年に-4.2%（対外資産比率210.7%、負債比率214.9%）となり、対外資産・負債はほぼ均衡に近づく。そのまま試算を延長すると、2030年に資産・負債は均衡する。今後20年間このケースが安定的に持続するとは思わないが、中期的な落ち着きどころとしては、筆者はこのケース2をかなり現実的な可能性の高い調整過程だと考える。ケース3は、対外資産負債の投資リターンが5%でフラットになるケースであり（その他の条件はケース2と同じ）、この場合は対外純負債比率は発散経路となる。

逆にいうならば、米国の対外純負債が膨張・発散経路を辿り、海外投資家の対米投資意欲が大きく減退し、その結果として典型的な「ドル危機論」のシナリオが実現するためには、次の変化のいずれか、あるいは複数が今後起こることが必要になる。

- ①対外資産・負債のプラスのリターン格差が今後劇的に縮小しフラットになる、あるいは逆転する。
- ②貿易赤字比率（現状-3.2%~-3.5%）が趨勢的に再拡大する。
- ③米国の対外資産・負債のGDP比率での拡大が停止、あるいは縮小に転じる。

（注6）Phil Garton “Asymmetric Investment Returns and the Sustainability of US External Imbalance” Treasury Working Paper 2007-1 Feb. 2007.

4. 対外資産・負債比率の拡大はどこまで可能か？

以上の検討から米国の貿易赤字がGDP比率である程度の赤字を維持しながらも、米国の対外純負債が発散せずに、長期的に解消可能な範囲にとどまるかどうかは、次の2点にかかっていることが明らかになった。①GDP比率で100%を大きく超える規模となった対外資産比率が持続、ないしはさらに上昇する。②資産・負債の間に米国有利な総合投資ギャップが持続する。

前者のポイントから考えてみよう。もし対外資産比率が無限に上昇すると仮定すると、対外資産・負債のプラスの投資リターン格差が縮小を続けても、プラスの格差を保ち続ける限り、貿易収支が赤字でも時間軸を際限なく延長することで、最終的に資産・負債の均衡が実現される計算結果が得られる。も

ちろん、対外資産比率の無制限な上昇は非現実的な想定である。また、市場参加者の対米投資に関する判断の時間軸（タイムスパン）が数百年、ないしは無限という想定も非現実的であろう。

時間軸の問題については、妥当そうな仮定を置いて考える以上に検討する判断材料を筆者は持っていないので、対外資産比率の上限について考えてみよう。

1990年代以降の米国の対外資産・負債の拡大は、海外サイドから見れば、対米資産・負債の拡大であり、投資の世界的なホームバイアスの低下の一環として位置付けることができよう。従って、ホームバイアスがゼロとなった状況が対外資産・負債拡大の原理的な上限をなすと考えられる。

極めて粗い推計だが、その上限を試算してみよう。まず世界全体の金融資産残高規模については信頼できるデータを知らないなので、世界全体の名目GDPの倍率でめどをつける。

世界の金融資産規模の推計値：約136兆ドル（2007年時点）

想定：世界の家計金融資産（グロス）＝世界の金融資産規模

かつ、世界の金融資産残高の名目GDP比率、約2.5倍

米国、2007年3.5倍、2008年2.8倍

日本、約3倍（家計金融資産1,400～1,500兆円、名目GDP約500兆円）

途上国、中進国は先進国よりも低いと考えられ、概算として世界全体では2.5倍前後と想定

世界の名目GDP規模54.6兆ドル（2007年、総務省統計局「世界の国内総生産」より）

従って、世界の金融資産規模136兆ドル＝54.6×2.5（注7）

米国家計の金融資産（＝金融資産規模）：2007年49.8兆ドル、2008年41.1兆ドル

米国の金融資産規模の世界シェア：37%＝49.8/136

ホームバイアス・ゼロとは投資家のポートフォリオの内訳で、自国の金融資産への投資比率が、世界における自国の金融資産のシェアと同じ水準になることを意味する。従って、ホームバイアス・ゼロの状態では、米国家計の金融資産の63%（＝100%－37%）が対外投資されることになるので、米国の対外資産規模（2007年時点ベース）は以下の通り31.4兆ドル、名目GDP比率で223%になると推計される。

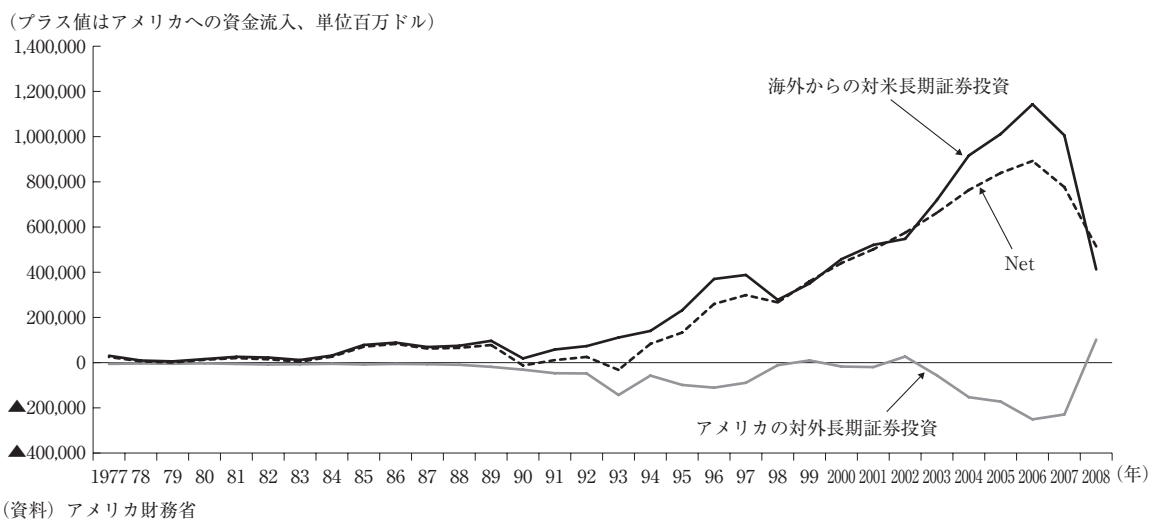
$$31.4 = 49.8 \times (1 - 0.37) \quad 31.4 / 14.1 \times 100 = 223\% \quad (2007年名目GDP14.1兆ドル)$$

以上は極めて粗い推計ではあるが、米国の対外資産比率は2007年130%、2008年138%なので、世界的な投資のホームバイアス低下傾向が持続する限り、上限まではまだ余裕があると判断して良いだろう。また、米国以外の地域での金融資産シェアの拡大は、上限を押し上げる。

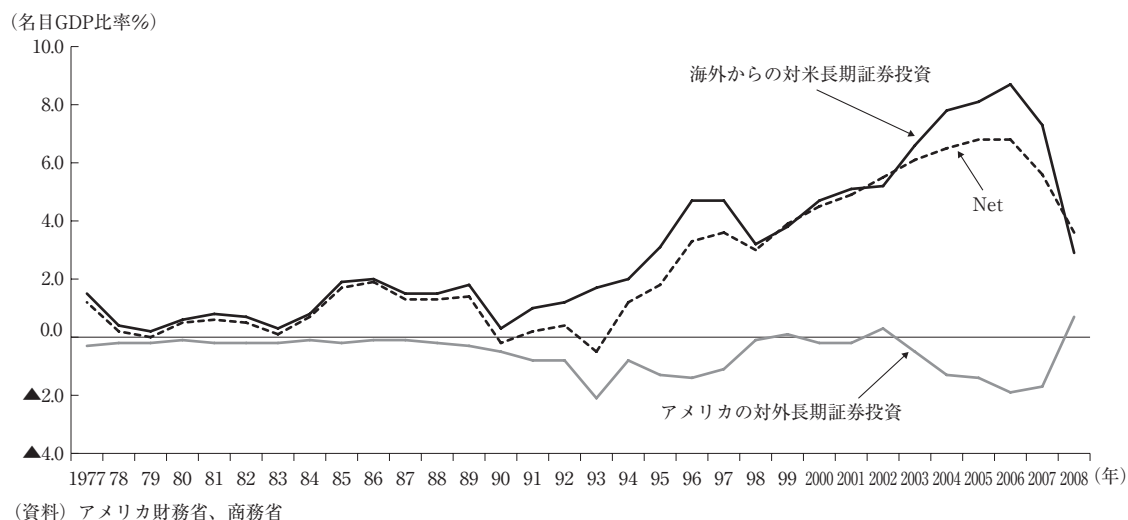
図表6-1、6-2に示した通り、フローで見た対外投資と対米投資は90年代以降急拡大した後、2008年には金融危機で大きく減少した。それでも2008年の対外資産・負債のGDP比率は前年比で増加している。また、月次データで見ると2009年春以降は対外投資、対米投資フローともに復調の傾向が観測される。

こうした米国の対外資産の拡大は、米国の経常収支の動向とは独立に、米国投資家の対外的なファイナンス（海外投資家の対米投資・ファイナンス）が可能で、かつ米国投資家のホームバイアスが低下す

(図表 6-1) 米国の対外・対内長期証券投資フロー



(図表 6-2) 米国の対外・対内長期証券投資フロー



る限り実現可能である。

(注7) 本稿を執筆後発見したマッキンゼーの調査レポートによると世界の金融資産規模は2006年時点で163兆ドルだという。
Mckinsey & company [2008a] "Mapping Global Capital Markets, Fourth Annual Report, Jan. 2008"

5. 対外資産・負債の投資リターン格差の諸要因と持続可能性

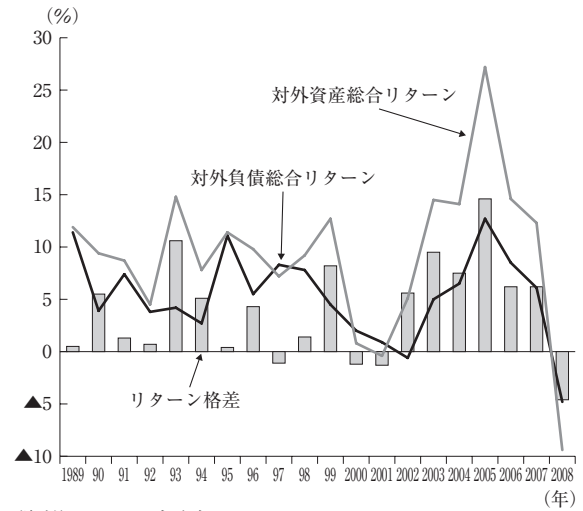
次に、米国有利な総合投資リターン格差の持続性について考えてみよう (リターン推移については図表7参照)。このプラスの投資格差が今後縮小してゼロになる、あるいは逆転するという事態が起これば、米国は対外純負債の発散を防ぐためには貿易収支が黒字化するしかない。その結果、国内貯蓄投資バランスの大きな調整 (貯蓄率の大幅上昇と高水準の持続) が不可避となり、外需が相殺するだけ拡大

しなければ、内需成長率の鈍化で低経済成長が中長期化する可能性が高まる。そこでまず、プラスの対外投資ギャップが生じている原因について、先行研究成果に基づいて確認しておこう。

インカム・リターンの格差要因

まず所得収支データから算出したインカム・リターンのプラスの投資リターン格差は1989年以降極めて安定しており、1.4~1.5%である。図表8に示した部門別の対外資産・負債のインカム・リターンが示す通り、プラスの投資格差の主要な原因は民間直接投資のリターン格差にあることが数年前から指摘されているHung and Muscaro [2004] (注8)。

(図表7) 対外資産・負債の総合投資リターンの格差の推移



(資料) アメリカ商務省

(図表8) インカム・リターン格差

対象期間	(百万ドル)				
	2002-2008	アメリカの対外投資 (アメリカの対外資産)	構成比(%)	海外の対米投資 (アメリカの対外負債)	構成比(%)
カテゴリー別 平均資産残高	政府部門	285,701	2.4%	2,215,732	15.6%
	民間直接投資	2,556,755	21.2%	1,884,009	13.3%
	民間投資 (除く直投)	9,211,580	76.4%	10,081,194	71.1%
	合計	12,054,035	100.0%	14,180,934	100.0%
平均年率リターン%					格差
	政府部門	1.10%		5.16%	▲4.06%
	民間直接投資	10.51%		5.38%	5.13%
	民間投資 (除く直投)	3.31%		2.79%	0.52%
	合計	4.68%		3.34%	1.34%

(資料) アメリカ商務省データから筆者算出

(注1) 資産残高: 対象期間の年末残高の平均。

(注2) 平均年率リターン: 対象期間の各年の年率リターンの平均を算出 (図表3の算出法と同じ)。

政府部門では米国政府の対外投資リターンは海外政府部門のそれを下回るが、米国政府部門の対外資産に占める比率は極めて低く、全体の投資リターン格差への影響は僅少である。一方、海外政府部門の投資リターンが相対的に高いことは、多くを占める外貨準備が米国の中長期国債に投じられている結果であろう。

図表8のデータに基づいて、米国の直接投資リターンが海外の対米直接投資リターンと同じ水準になったとして計算すると、米国の対外資産リターン全体は1.09%ポイント低下する。すなわちプラスの投資格差の81% (= 1.09/1.34) は直接投資利回り格差に起因すると言える。

こうした直投リターンの格差の原因については、次の3つの解釈が提示されている。

①米国の対外FDIと海外からの対米FDIの履歴の相違

米国の戦後の海外直接投資は早くは1960年代より活発になっており、対する西欧諸国や日本からの直接投資は1980年代以降に増加した。この結果、米国の直投は全体的に成熟期にあり、収益的にも高いリ

ターンを上げている一方で、海外からの直投は事業成長の途上にあるものが多く、相対的に投資リターンが低いという解釈である (Hung and Muscaro [2004])。

この要因理解が正しいとすると、海外企業の対米直投事業が成熟化するにつれて、長期的には内外の投資格差は縮小に向かうと考えられる。

②法人所得申告上のバイアス (企業の海外での相対的な過大申告と米国での相対的な過少申告) の可能性

米国の法人税は、対米投資を行っている海外諸国、あるいは米国企業の海外投資先諸国の法人税よりも加重平均値でみてやや高いという。その結果、米国企業も海外企業も海外でより多くの所得申告を行い、米国での所得を過少申告するバイアスが生じているとの解釈である (Hung and Muscaro [2004])。

③米国の対外FDI諸国における投資のリスク・プレミアム(カントリー・リスク)の存在

米国の直投先の途上諸国でのカントリー・リスクは、米国内あるいは他先進諸国より高い。直投においてこれがリスク・プレミアムとして生じていると考えるものである。CBO [2005] の調査は、信用格付けの相違を勘案したリスク・スプレッドに基づいて、直投のリターン格差の0.8%ポイントはカントリー・リスクに起因すると試算している (注9)。

評価損益リターンの格差要因

対外資産・負債リターン格差の評価損益リターンについては、為替相場要因とそれ以外の評価損益要因に分けられる。為替評価損益要因については後述するが、それが生じる原因は極めて明瞭である。米国の対外資産の約50%、あるいはそれ以上が外貨建てである一方、対外負債の90%以上はドル建てである。従って、名目ドル相場の変動に対して、ドルベースの対外負債価値はほとんど変わらないが、対外資産価値はドル相場の下落で為替益、ドル相場の上昇で為替損が生じる。

商務省データによる限り、1989年-2008年の全期間ベースで、ドル相場要因はほぼ中立で、リターン格差は影響を与えていない。ただし短期、中期では大きな変動要因となっている。例えば、ドル相場が全般的に下落した2002-2007年の期間では、対外資産の為替評価益が1.3兆ドル生じ、この期間の対外資産リターンを年平均で2.4%ポイントも引き上げている。逆に、2008年後半に生じた金融危機の最中のドル相場上昇で、2008年末時点では6,810億ドルの評価損が対外資産から生じ、前6年間の為替評価益の半分を戻している。

それ以外の資産評価損益リターンの格差要因については、あいまいさが残っているが、一般には次のように理解されている。すなわち米国の対外資産の内訳は負債に比較して、直接投資、株式投資の比率が高く、確定利回り債券の比率は低い。一方、対外負債は逆に、債券投資の比率が高い。

つまり、ポートフォリオのリスクの非対称性が評価損益リターン格差の原因となっていると理解されている。直投、株式など相対的にハイリスクのエクイティーに傾斜した対外資産からは、毎期の価値変動は大きいものの、長期的には高い評価益 (キャピタル・ゲイン) がリスク・プレミアムとして生じている。一方、確定利回り債券投資の比重が高い海外投資家 (米国の対外負債サイド) は、そうした評価損益リターンが相対的に低くなる。

ポートフォリオ理論に基づけば、以上は全く論理的な結果である。しかしながら、この点については、

米国の商務省データとは別に、米国、海外双方の投資家の有価証券ポートフォリオのデータに基づいて推計した結果、商務省データの示すような投資リターン格差は検証できなかったとする調査論文もあることに留意しておこうCurcuro, Dvorak, and Warnock [2008] (注10)。

米国の対外投資リターン格差は持続可能か？

それでは、以上のような要因による考えられる米国の対外資産・負債の投資リターン格差は今後も持続可能だろうか。あるいは縮小、逆転に向かうのだろうか。もちろん、これについては大雑把な予想しかできないが、考えてみよう。

まずインカム・リターン格差は既に述べた通り、それが直接投資の履歴要因による部分は、長期的には縮小に向かうと考えられる。また、対外資産・負債のポートフォリオの非対称性から生じていると考えられている評価損益リターンの格差については、どうだろうか。今回の危機で日本の大手金融グループや途上国のSWF (Sovereign Wealth Fund) などが金融機関を含む米国企業への大口出資者として登場することが注目された。仮にそうした傾向が今後も持続したとしても、20兆ドルを超える巨大な対外負債ポートフォリオの内訳が目立って変化するにはまだ長期的な時間を要するだろう。さらに、米国が基軸通貨である限り、外貨準備を米国債で保有するニーズも根強く持続するだろう。

そのように考えると、対外資産・負債ポートフォリオの内訳の変化は極めて緩慢であり、商務省データが正しい限りにおいて、ポートフォリオの非対称性が生み出すリターン格差は長期的に縮小に向かう可能性はあるものの、格差自体は持続する可能性が高い。

ドル相場要因について

最後は、ドル相場の下落要因による評価損益リターン格差である。既に見た通り、1989～2008年の期間では、この要因はほぼ中立だった。このため、本件要因による対外純負債調整効果を短期、ないしは中期的なものとする論者もいる (Gourinchas and Rey [2005])。

しかしながら、筆者はドル相場要因こそは、基軸通貨国米国の対外資産・負債における通貨構成の非対称性との組み合わせによって、米国の純負債調整の最後の安全弁、ひいては「ドル基軸通貨システム」の柔軟性と持続性を支える安全弁としての役割を果たすと考える。

まず、対外資産・負債に占める外貨とドルの比率を確認しておこう。これについては通貨別に商務省の資産・負債データが開示されていないので、様々な推計研究がある。本稿ではFRBの公表している実効ドル相場指数と商務省の対外ポジションデータで公表されている為替相場要因による資産負債評価損益の相関分析から筆者が推計した結果のみを示す。

推計方式は竹中 [2009] をご参照頂きたい。(商務省の公表する対外資産、負債の評価額は、直接投資 (FDI) 残高をcurrent costで評価したものと、market valueで評価した2種類があり、認識される為替評価損益も多少異なってくるので双方計算した。

推計結果：

対外資産：FDI current costベースで外貨比率は39%

FDI market valueベースで48%

対外負債：FDI current costベース、FDI market valueベースともに5%前後

FDI market valueベースの方が、為替相場の変動についても時価にそのまま反映されているはずなので、外貨シェアの推計値としてはこちらの方（48%）の妥当性が高いだろう。他研究では対外資産の外貨比率について50%を大きく超える推計も出ている。筆者の暫定的な判断としては対外資産の外貨シェアは約50%（あるいはそれ以上）、対外負債は5%前後としたい。

さて、このような対外資産の外貨シェアを前提にすると、ドル相場の年率1%の下落は、ドル換算された対外資産の投資リターンを+0.5%上昇させることが判る。もっとも、対外負債の投資リターン（米国サイドのコスト）も0.05%上がるので、正確にはリターン格差は差引で+0.45%広がる。逆にドル相場の1%の上昇はリターン格差を0.45%縮める。こうした為替相場の変動により内外間の所得移転効果の大きさに注目した論文は、例えば前掲Gourinchas and Rey [2005] [2007]、Garton [2007]、など2000年代以降に発表されている。

もちろん、多くの論者が指摘するように対外資産の半分、あるいはそれ以上が外貨建てで、負債のほとんどがドル建てであるという非対称性は米ドルが基軸通貨であるが故の特権である。

年率2%程度のドル相場の下落でも、リターン格差は約1%拡大する。その結果、STBRは赤字許容限度を拡大することで対外純負債の長期的な解消方向に作用する。言い換えると1%程度のリターン格差拡大でも長期的には海外から米国への巨額の所得移転を起こし（対外資産20兆ドルとすれば単純計算で年間2,000億ドル）、対外資産・負債の均衡化方向に寄与する。

もちろん、今日各国の政策当局はこうしたドル相場の下落がもたらす米国への巨額の所得移転効果を十分意識しており、それ故に例えば軸の外為市場でのドル買い介入で外貨準備が2兆ドルを超えた中国政府は、米国に対して「ドル価値の維持」を求め、米国政府は「ドル価値の維持」を標榜するわけである。

ところが、真実は逆で、趨勢的なドル相場の上昇こそは米国経済と世界経済双方にとって危機因子であると言えよう。というのは、貿易、もしくは経常収支赤字の黒字転換という米国の貯蓄投資バランスの劇的な変更を期待しない限り（そうした変化は米国の個人消費減退による不況の長期化をもたらす蓋然性が高い）、米国経済が対外純負債の発散的膨張を回避するためには、対外資産・負債の投資リターン格差の持続が必須の要件である。

ところが、趨勢的なドル高は為替評価損を通じて投資リターン格差の縮小要因として働く。従って、筆者はドル相場が80年代前半や90年代後半から2000年代初頭にかけて起こったようなドル相場の過大評価を回避し、下落し得ることこそ、「ドル危機シナリオ」という激発性の調整局面が将来到来する予防となると考える。

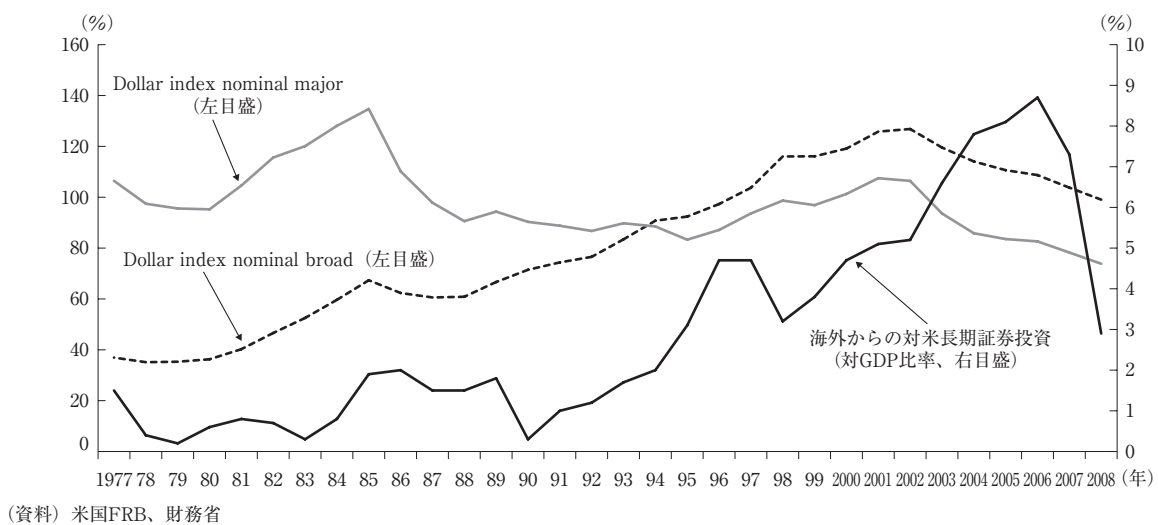
しかしながら、ドル相場の趨勢的な下落は民間と海外政府の外貨準備も含めた対米投資の投資リターンを低め、「ドル離れ」を加速することで対米投資フローを減少させ、最終的にはドル基軸通貨体制を終焉させる要因として働くと考えられる議論も根強い。

ドル相場の下落が対米投資フローを減少させるならば、両者の間にはある程度有意な相関関係が見出

せるはずである。しかし、この点について1977年～2008年の海外からの対米投資フローとドル実効相場 (nominal major and broad) の変化を様々に計測したが、有意な相関関係は見いだせなかった (図表9)。

基軸通貨ドルの地位を崩壊させるほどのドルの減価が起これば、米国の金融・財政政策がインフレ管理に失敗し、米国を除く世界の平均的なインフレ率を大きく上回るようなインフレに米国が陥る場合であろう。米国の現在の財政赤字と将来のその動向は懸念材料ではあるが、この点は日本を含め他の先進諸国も程度の差こそあれ同様であり、将来米国のみが相対的に高インフレとなることを予想する根拠は現状あるように思われない。

(図表9) ドル実効相場と米国の対米長期証券投資フロー



- (注8) Juann H. Hung and Angelo Mascaro, Return on Cross-Border Investment : Why Does U.S. Investment Abroad Do Better? CBO Technical Paper 2004-17 (December 2004).
- (注9) Congressional Budget Office 2005, "Why does US Investment Abroad Earn Higher Return than Foreign Investment in the United States?", Economic and Budget Issue Brief, Nov.30 2005
- (注10) Stephanie E. Curcuru, Tomas Dvorak, Francis E. Warnock: CROSS-BORDER RETURNS DIFFERENTIALS Working Paper 13768 NBER February 2008.

II. ドル基軸通貨体制の行方

1. 中国の挑戦? 奇妙な論理

以上の通り、米国の対外純負債の発散・膨張の回避は、財政・金融政策によるインフレ管理が持続でき、これに比較的穏やかなドル相場下落が組み合わされば十分実現可能なシナリオである。逆説的であるが、「ドル危機シナリオ」や基軸通貨としての「ドル凋落シナリオ」がドル相場下落傾向を生み出せば、それ自体が危機回避要因、現システムの調整・延命要因として働く。ここでいう現システムとはデファクトとしてのドル基軸通貨体制のことである。そこで、さらにこの点について最近の議論をみてみよう。

2009年3月に発表された中国人民銀行の周総裁の演説「国際通貨体制の改革」は、ご承知の通り、そ

の意図を含めて様々な波紋を起こした（注11）。筆者には周演説は奇妙な主張に見える。周演説によると、特定国の通貨が国際的な準備通貨としての地位を独占するのは、その発行が特定国の経済的な事情に左右されるので理論的にも望ましくないし、歴史的にも稀有なことだという。

1971年までのブレトンウッズ体制の下でならば、米国以外の各国はその通貨相場をドルに固定することが国際的な約定となっていた。各国は対ドルでの固定相場を維持するために為替市場に介入し、外貨準備もドルで保有する必然性があった。そのうえで米国はドルと金の交換を公定レートで保証し、金ドル本位制が制度として成り立っていた。

しかし、71年に米国がドルと金の交換保証を放棄し、73年から主要国が変動相場制に移行してブレトンウッズ体制が終焉してからは、外貨準備をドルで行う必然性も国際的な合意も何もない。中国政府と中国人民銀行は自らの意思で人民元の対ドル相場の上昇を抑えるために外為市場で莫大なドル買いをし、その結果2兆ドルを超える外貨準備の多くをドルで保有しているに過ぎない。他の選択肢があり得るのに自らの意思でやっていることに対して、国際金融制度が問題だから改革すべきだというのは奇妙ではなからうか。

周演説の要点は次の通りである。「国際準備通貨（international reserve currency）とは、理論上次の条件を満たすべきである。①安定した基準と明確な発行規則による秩序立った供給の保証、②その総供給の増減調整が需要の変化に基づきタイムリーかつ柔軟に行われること、③この調整が特定の一国の経済の状況や利益に左右されないこと」これが理想的な条件だというなら異論の余地はない。しかし、そもそもそのような「理想的な国際準備通貨」は歴史上存在したことがない。

金本位制時代は英ポンドもその他の主要通貨も金の政府保有残高による物理的な制約を受け、その「発行規則は明確」ではあった。しかし金本位制の故に英ポンドの世界的な供給は需要の変化に対応したタイムリーなものでも、柔軟なものともなり得なかった。資本主義経済は金本位制のもたらす非柔軟性に耐えきれなくなり、1930年代に各国は金本位制から最終的に離脱した。

周演説によると、米ドルを基軸通貨に据えたブレトンウッズ体制は、特定国の通貨を国際準備通貨にするというシステム上の矛盾により崩壊したのであり、米国案に対抗して非国籍通貨バンコールを提唱した英国ケインズ案の方が優れていたと言う。バンコールという非国籍通貨と事実上の世界中央銀行機能を提唱したケインズ案は、米国の覇権の前に実践されることはなかったのであるが、それが実践された場合にブレトンウッズ体制より良く機能したかどうかは全く別の問題である。

あるいは1971年のブレトンウッズ体制の終焉は、金ドル本位制として「金の尻尾」を引きずっていた国際通貨制度が、金を最終的に通貨の座から廃位することで「管理通貨体制を完成させた」と言うこともできる。

ともあれ、周演説が米ドル基軸通貨体制への挑戦なのか、あるいは各国政府が保有する国際的な外貨準備通貨として何が望ましいかを議論しているだけなのか、受け止める側でも意見が分かれているようだ。

自国が保有する外貨準備がドル中心だとドル相場下落で外貨準備の減価が生じ、政府（中国の場合は人民銀行）に莫大な損失が生じるから困るという主張のようにもとれる。それならば、自国の外貨準備の通貨分散を進めれば良いだけのことだ。現在のSDRの価値は米ドル、ユーロ、日本円、英ポンドの

主要各国通貨の合成に他ならない。従って準備通貨としてSDRの保有がより望ましいと考えるならば、SDRの通貨構成と同じ外貨準備構成をすれば一国限り、あるいは一機関限りで実現できる政策目標にすぎない。

あるいは、国際的金融市場での流動性としての基軸通貨の機能が、専ら米ドルによって担われていることが問題だと考えるならば、その代替として提唱されるSDRの機能強化にはSDRの発行量とその調整に責任を負う事実上の世界中央銀行が必要となる。それだけではない。SDR建てで発行される様々な金融資産・負債の極めて大規模でよく発達した市場、つまり米国の金融・資本市場に匹敵するSDR市場が求められることになるだろう。これはエスペラント語を事実上の世界共通言語にしようということ以上に空想的ではなかろうか。

(注11) Zhou Xiaochuan “Reform the International Monetary System” The People’s Bank of China, March 2009.

2. 基軸通貨の多極化が安定性をもたらす理由はない

ドル本位制に代わって基軸通貨の多極化を志向する議論も盛んだ。2009年3月に世界平和研究所（会長：中曽根康弘）が「2030年を見据えた国際経済・金融体制の展望」（注12）という提言書を発表した。この提言書では、今回の危機の原因として金融ビジネスのルールと監督の不備という教訓に加え、より大局的な教訓として、「開かれた多層的な国際経済・金融体制の構築が不可欠→将来的なアジア共通通貨（ACU）導入→ドル、ユーロ、ACUの複数基軸通貨体制の構築＝ドル基軸通貨体制をユーロと共にアジアの軸が補完する構造」という展望が提言されている。

提言書は関連学会の代表的な学者陣の議論を踏まえながらも、最終内容は同研究所の責任で発表されたものだ。しかし、「基軸通貨の多極化が国際通貨金融制度の安定化に寄与する」という点が、論証、検証抜きで前提とされている点が問題である。

既に1999年からユーロという広域共通通貨体制が欧州で成り立っているにもかかわらず、今回の米国を震源地とした危機においてユーロは危機の予防や防波堤にもならず、むしろ欧州での事態の展開は米国の危機の伝染と増幅となってしまった。これは何を意味するのだろうか。要するにドル一極体制に代わる複数基軸通貨体制それ自体には国際金融システムを安定化させる効果が備わっていないことを示唆していると考えべきではないのか。

ではどのような条件が付加されれば、複数基軸通貨体制が安定化効果を持つことができるのか。なぜ今のユーロにはそれが欠けているのか。あるいは、そもそも基軸通貨が単一であるか、複数であるかということと国際通貨金融市場の安定性とは別の問題ではないのか。こうした問題を解かず、「ドルを補完する複数基軸通貨体制の方が安定的になる」と言うのは、全く説得力がない。

(注12) 財団法人世界平和研究所「2030年を見据えた国際経済・金融体制の展望」2009年3月。

3. 国連における専門家委員会報告書と今後の展望

今回の金融危機に対応する一連の国際政策協調として国連における「国際通貨金融制度の改革に関する

る専門家委員会の報告」(2009年9月)も、ドル基軸通貨体制とグローバル不均衡問題の関係を論じている。その中で、複数基軸通貨体制については、前述の世界平和研究所の「複数基軸通貨体制(あるいは複数準備通貨)が国際通貨金融制度の安定性を増す」という含意とは反対の結論を導いている点が興味深い(注13)。以下はその部分の引用である。

「競合し合う複数の準備通貨に基づくシステムは現状のシステムの困難な問題を解決しないことを強調しておくべきだろう。(中略)複数準備通貨に基づくシステムは、もちろん、多様性(リスク分散)を生み出す優位点はあるのだが、準備諸通貨間の為替相場の変動性という不安定要因を追加的なコストとして生み出すだけだ。もし中央銀行や民間機関が彼らの外貨建て資産の構成を変えることによって、為替相場の変動に対応しようとするならば、そのことは為替相場の不安定性を助長することになる(p.114)。」

通貨の3つの機能として通常あげられる①価値の表示機能、②交換媒介機能、③価値の保蔵機能を基軸通貨についても当てはめて問題を整理する必要があるだろう。言うまでもなく準備通貨は③の価値の保蔵機能の問題であるが、準備通貨の多様化は、何も「国際準備通貨制度の改善」などなしで、各国政府の自主的な準備通貨構成の分散として実現可能なことに過ぎない。

また、変動相場制の下では主要通貨間の自由な交換性が実現されていれば、単一通貨にその役割が集中する必然性は相対的に弱い。むしろ、外貨準備は複数の主要通貨に分散して保有し、必要に応じて交換する運営が合理的であろう。日本政府が変動相場制移行後現在に至るまで米ドル中心の外貨準備を保有しているのは、旧ブレトンウッズ時代の遺制を引きずっているだけのように思える。ところが反対に、①価値の表示機能と②交換媒介機能は、ネットワークの正の外部性効果が働くので、ひとつの通貨に収斂する強い傾向が生まれる。

この点でよく引き合いにされるのが、IMFが発表している各国の外貨準備金における通貨のシェアである。これによると、1999年のユーロ発足時には約18%であったユーロ建ての外貨準備は2007年末現在で26%に増加し、それに見合ってドルのシェアは低下している。

ところが外為市場での取引相手通貨(媒介通貨機能)としては90年代も今日も80%を超える圧倒的なドルシェアがほとんど変わらない(ドルの同シェアは95年84%、2007年86%)。たとえて言うならば、ユーロ圏創設後、ユーロ圏での国際ビジネスに使われている言語は、ドイツ語でもフランス語でもなく、英語であるという国際言語に働いているのと同様のネットワークの外部性が国際通貨についても働いているのである。

また同報告書は、複数準備通貨間の固定相場制の導入についても否定的結論を語っている。「自由に資本が移動する世界で、これら主要通貨間の為替相場を固定化することは、現在の政治状況ではあり得ないような各国間の政策協調と金融政策における主権を放棄するというとてつもなく困難な課題となるだろう。(p.114)」

ただし、同報告書は超長期的な目標としてはドルに代わる新しい準備通貨の創設を語り、その点で周演説に極めて接近する。「その創出が特定国の対外ポジションに結び付いていない世界的な準備通貨は、以上で分析された不安定性を管理するより良い国際通貨金融システムとなり得るだろう。(p.113)」

ここで同報告書が指摘する不安定性とは、アジア通貨危機の教訓として典型的にはアジア諸国に強ま

った次のような為替政策である。すなわち、非米国諸国は資本の大規模流出による金融危機への抵抗力を増すために外為市場での自国通貨売り介入を通じて外貨準備（主要には米ドル）を積み上げ、その多くを米国債に投じるのでドル相場は過大評価水準に押し上げられる傾向が生まれる。同時にこれら諸国からの対米マネーフローの増加によって、米国の経常収支赤字が増加する余地が広がり、グローバル・インバランスが拡大する傾向が生じる。実際、これは本稿のIで2000年代の米国の対外予算制約条件を大幅に緩和した要因と考えられる。

ただし、そのような特定国通貨とは別の新準備通貨とそれによる世界的な流動性の供給、管理は世界中央銀行機能なしには不可能である。そのような世界中央銀行機能の本格的な創設は、現在の国際政治状況では現実的とは考えられない。その結果、同報告書の短期的に実現可能な提案は、IMFを通じたSDR建て流動性枠の各国への付与拡大など既に実施されているマイナーな改良にとどまっている。

現状システムに関する国連報告書のこの点での問題点の指摘は、米国シンクタンクのPIIE (Peterson Institute for International Economics) のC. Fred Bergsten氏の最近の主張とも近似している（注14）。同氏はドルが国際準備通貨の地位を独占している故に、ドル高圧力がかかり、米国の経常収支赤字の拡大と対外純負債の累積が起こったと総括する。さらにこのままだと対外純負債は対GDP比率でも膨張・発散コースを辿り、将来のより大きな危機の原因となると警鐘している。そうした事態を回避する政策対応としては、ドル以外の代替準備通貨のシェアを拡大することで、海外のドル買い圧力を弱めるべきだということになる。これは1990年代のルービン財務長官以来の「強いドルは米国の国益」政策の事実上の修正である。

オバマ政権は対外的には輸出の振興、経常収支赤字の縮小を視野に入れた政策に舵を切っており、ルービン流の強いドル政策は既に事実上修正されていると見るのが妥当であろう。ただし、そのことを明示的に政権が語ることは、市場の混乱と対立を招くのであり得ない。また、世界のマネーフローの中核としての米国金融・資本市場の地位と基軸通貨としてのドルの地位の維持が米国にとって生命線であることも、同政権は十分理解しており、この点については政策的な修正も揺らぎもないであろう。そして、インフレ管理に失敗しない限り、基軸通貨としてのドルの地位が損なわれることも起こらないであろう。世界はまだドル基軸通貨体制に代わるものを見出してはいないのだ。

(注13) United Nations "Report of the Commission of Experts of the Presidents of the United Nations of General Assembly on Reforms of the International Monetary System" September 21 2009.

本委員会の議長はJoseph E. Stiglitz氏、榊原英資氏が日本代表で参加している。Stiglitz氏の近年の主張は、あくまでも米国のナショナルインタレストを背景にした米国政策シンクタンクなどのエコノミストの主張とは異なり、途上国と先進国の経済格差の縮小などを強く意識したコスモポリタンな傾向を感じさせる。その分だけ、Obama政権内部の主流派の主張とは距離があるとも言えようか。

(注14) C. Fred Bergsten "The Dollar and the Deficits: How Washington Can Prevent the Next Crisis" Foreign Affairs, Volume 88 No. 6, November/December 2009, "The Global Crisis and the International Economic Position of the United States" Special Report 20 The Long-Term International Economic Position of the United States, May 2009.

(2009. 12. 15)

参考文献（引用順）

- ・竹中正治 [2008]. 「米国が金融危機に襲われてもドルが暴落しない理由」毎日新聞社「エコノミスト」2008年12月臨時増刊号
- ・竹中正治 [2009]. 「米国の対外純負債の持続可能性を再考する（上）」龍谷大学経済学論集第49巻第3号、2009年12月
- ・Paul R. Krugman [1985]. “Is the Strong Dollar Sustainable?” in the U.S. Dollar : Prospect and Policy Options, Federal Reserve Bank of Kansas City, 1985.
- ・Massachusetts Institute of Technology [1989]. “Exchange -Rate Instability” 1989.
- ・Gourinchas, Pierr-Olivier and Helene, Rey [2005]. “From World Bankers to World venture Capitalist, U.S. External Adjustment and the Exorbitant Privilege” NBER Conference in G7 Current Account Imbalances, 2005.
- ・Gourinchas, Pierr-Olivier and Helene, Rey [2007]. “International Financial Adjustment” Journal of Political Economy, 2007 vol.115, no.4.
- ・小川英治、工藤健 [2004]. 「アメリカへの資金流入の変化と世界経済への影響」アメリカ経済研究会提出論文、財務省財務総合政策研究所、2004年
- ・Phil Garton [2007]. “Asymmetric Investment Returns and the Sustainability of US External Imbalance” Treasury Working Paper 2007-1 Feb. 2007.
- ・Juann H. Hung and Angelo Mascaro [2004]. Return on Cross-Border Investment : Why Does U.S. Investment Abroad Do Better?, CBO Technical Paper 2004-17 (December 2004).
- ・Congressional Budget Office 2005 [2005]. “Why does US Investment Abroad Earn Higher Return than Foreign Investment in the United States?” Economic and Budget Issue Brief, Nov.30 2005.
- ・Stephanie E. Curcuru, Tomas Dvorak, Francis E. Warnock [2008]. “CROSS – BORDER RETURNS DIFFERENTIALS”, Working Paper 13768 NBER February 2008.
- ・Zhou Xiaochuan [2009]. “Reform the International Monetary System” The People’s Bank of China, March 2009.
- ・財団法人世界平和研究所 [2009]. 「2030年を見据えた国際経済・金融体制の展望」2009年3月
- ・United Nations [2009]. “Report of the Commission of Experts of the Presidents of the United Nations of General Assembly on Reforms of the International Monetary System” September 21 2009.
- ・C. Fred Bergsten [2009]. “The Dollar and the Deficits : How Washington Can Prevent the Next Crisis” Foreign Affairs, Volume 88 No. 6, November/December 2009, “The Global Crisis and the International Economic Position of the United States” in Special Report 20 “The Long-Term International Economic Position of the United States” May 2009.