

翻訳

P. R. レイン & G. M. ミレシ = フェラッティ

グローバル・インバランスについての検証 (全訳)

Philip R. Lane and Gian Maria Milesi-Feretti

“Examining Global Imbalances”, in *Globalization: The Impact on Trade, Policy, Labor, and Capital Flows*, edited by *Laura Wallace, IMF, 2007.*

木下俊和 楊枝嗣朗 共訳

対外不均衡と金融のグローバル化は、過去数年間において重要な国際政策課題となっている。確かにアメリカ連邦準備銀行前総裁のアラン・グリーンスパンやその後任のベン・バーナンキのような影響力のある観察者らは、過去 10 年間の国際金融システムの急速な統合が、これらの不均衡状態の継続を可能にし、ファイナンスを容易にするという意味で重要な役割を果たしてきたと論じてきた。しかも、これまで伝統的に外国資本の受け手であった新興市場経済国がネットで外国資本の主要な供給源となり、巨額で増大し続けるアメリカの経常収支赤字のファイナンスで、そろって重要な役割を果たしている。

では、現在の不均衡の輪郭が世界経済にとって新しく、しかも、持続可能な体制を表すことを意味するならば、金融のグローバル化は、何が問題なのであろうか。そのシステムは、不安定なのか、それともアナリストがグローバル・インバランスを過度に騒ぎたてているにすぎないのだろうか。これらの疑問に答えるのは少々、骨の折れる仕事である。我々は、国際的な金融集積の度合いを測り、どの国が純債権国で、どの国が純債務国であるのかを突き止め、そして、蓄積された対外資産の大きさを推定する必要がある。

その方法がわかっているとしても、この情報を明示することは、それほど簡単なことではない。例えば、近年の著しい進歩にもかかわらず、保有する外部資産と負債の入手しうるデータ (いわ

本稿は、大学院修士課程の講義「国際金融論特殊研究」でとりあげた論文を、楊枝の指導のもとに木下が解題を付けて訳出したものである。

ゆる一国の国際収支における国際投資ポジション)には、非常に大きなギャップがあり、過去数年間を見るだけでも、なお一層大きくなっている。これは、ひとつの大きな集まりをとってみても、我々はそれらのネットの対外的富も、また対外的なポートフォリオの大きさや構成をも知らないことを意味する。そのため、グローバル分析は非常に困難である。

我々は、1970年から2004年までの140カ国以上の対外資産と負債の推計を含むデータを構築することによって、この問題を改善しようと努めてきた。多くの国々において、国境を越える資本のフローと保有に関するデータの入手に制限があるので、測定誤差は大きいと思われるが、にもかかわらず、この広範囲にカバーしたデータは、国家間の対外資産保有とその配分について有意義な世界的展望を提示し、また、政策展望からみたグローバル不均衡の持続可能性についての分析を可能にしている。

脆弱性の考察

なぜ、ネットの対外ポジションや対外ポートフォリオの大きさやその構成に関する情報が重要なのであるのか。確かに、対外的な持続可能性の評価には、世界の他の国々に対する金融イクスポーチャーの知識が必要である。国際的なポートフォリオの大きさや構成についての情報は、国家間の相互依存と同様に、各国の金融の脆弱性を理解するためのカギでもある。

例えば、資本流入の急激な減少に直面した新興市場国は、その収益が国内経済の動向にリンクしていると、海外直接投資により多く依存している場合よりも、巨額の外貨建て債務を抱えている場合の方が、より危機に対して脆弱である。なぜならば、国内通貨での利子支払のコストが為替の下落とともに上昇するからである。

同じように、ポートフォリオの国際化は、ある国におけるショックが、その国によって発行された金融商品を所有している外国人投資家に直ちに影響することを意味している。そのような金融の相互依存は、国際的なリスク分担の望ましい増加の現れであるが、と同時に、国際的な出来事がより強い国内的反響をもたらし、また、大きな打撃がより全体的な意味合いをもつこととなり、規制当局や他の政策立案者による監視の必要を強めることになるだろう。

三つの大きな傾向

レインとミレシ＝フェラッティ(2006)においてより詳細に述べているように、我々は、我々の研究のために、資産と負債のデータを広いカテゴリー、つまり、普通株式投資のポートフォ

リオ、海外直接投資、外国為替準備、そしてローンや預金、貿易信用のような他の手段と同様に有価証券負債の組み合わせを含む負債に分けた。総対外資産と総対外負債との差によって与えられるネットの対外ポジションは、他の国々に対して純債権者であるのか、純債務者であるのかを測るものである。このデータベースにより我々はいくつかの広範な傾向、または、様式化された事実に達することができる。

第一に、国際金融の統合は、特に先進国経済において著しく進んだ。国際的な資産の売買が増加する傾向は1970年代初めより明らかであったのだけれども、その動きは1990年代半ばに加速した。先進国経済において、国境を越える資産保有の増加は債務とエクイティの両方において増加した(後者は海外直接投資とエクイティポートフォリオを含む)。新興国市場と開発途上国の経済においてもまた、国家間をまたぐエクイティ保有が急激に増加したが、全体的には債務ストック(公的準備高を含む資産と負債)は、1980年代の中ごろより比較的安定していた。明らかに、貿易関係の広がりや、資本規制の緩和、国内金融の発展、テレコミュニケーションの進歩、情報入手可能性の増大などの要素が、国際金融の統合を加速させる上で重要である。

二つ目の傾向は、アジアの新興国と石油輸出国が債権者となり、アメリカの純対外ポジションが悪化するとともに、過去数年の間にグローバル・インバランス(不均衡)が急激に広がってきたことである。しかしながら、アメリカの巨額の経常収支の赤字にもかかわらず、アメリカの対外ポジションは過去3年の間、驚くほど安定しており、そのことは、以下に述べるように謎である。それぞれのGDP水準に比べて、どの国が最大の債権国であり、債務国であろうか。より裕福な国ほど債権国になる傾向があるが、その相関関係は明確ではない。国の開発水準に加えて、いくつかの要素 例えば、人口統計や、財政赤字の規模、天然資源などがその国の対外ポジションに影響を与えうる。

三つ目の傾向は、対外資産と負債のGDPに対する割合が100%を超えることが最近ではしばしば発生するとともに、対外資産と負債との間の収益率の格差が国家間をまたぐ資源の大きなシフトを導いており、それは、国際金融統合の度合いが低かった時代よりもはるかに大きくなっている。例えば、対外資産と負債の割合が国内総生産に対して100%であるとするならば、資産と負債との間の2%の収益格差は、一国の対外ポジションにおいてGDPの2%の貿易黒字または赤字として同じだけの影響を与えることとなる。これらの収益の差は、通貨単位やポートフォリオの構成(例えば、一般的に、負債証券よりも、中期のより高い収益を生み出すようなエクイティ保有)などを含む様々な理由によって引き起こされる。より一般的には、より危険度の高いポートフォリオは、保守的なものよりも平均的により高い利益を生むだろう。

アメリカにとっては良くて、それは、持続するのか？

アメリカについて検討してみよう。たいていの場合、アメリカの投資家達は、彼らの負債での利子払いよりも資産での受け取り収益において、より高いリターンを稼いできた。特に2002年から2004年には。これらの収益率は投資収益、有価証券の配当や利子の受領などを含んでおり、それらは、経常勘定に記録されており、また資産と負債の価格の変動によって生み出されるキャピタルゲインとロスである。株価、利子率、または、為替相場の変動が引き金となるこれらの評価額の影響は、経常勘定には含まれていない。それゆえ、一国の海外からのネットの借入れがゼロであったとしても、それらの変動はネットの対外ポジションにおける変化を生み出すことができるのである。

これらの違いを理解するために、我々はアメリカの資産と債務のポートフォリオの構成をより詳細に見なければならない。2004年末時点において、アメリカの負債の大部分はデット・インストゥルメントであったが、アメリカの対外資産の大部分は、ポートフォリオ・エクイティと海外直接投資が占めていた。ドルが世界の準備通貨としての基軸的役割と、アメリカの債券市場の重要性から、ポートフォリオ・デット・インストゥルメントがアメリカの負債のなかで大きな(また増加している)シェアを占めていることは驚くことではない。アメリカの資産ポートフォリオにおいて考えると、エクイティ・インストゥルメントがより大きなウエイトを占め、負債ポートフォリオでデット・インストゥルメントがより大きなウエイトを占めることは、アメリカの資産と負債との間のプラスの収益格差を説明する手助けになる。

しかしながら、2002年から2004年の間、為替相場と資産価格の動きもまた、収益格差を説明するうえで、重要な役割を担っていた。アメリカの負債はもっぱらアメリカドル建てであるが、アメリカの資産(海外直接投資、ポートフォリオ・エクイティ、ポートフォリオ借入の一部、外貨準備など)のかなり大きな割合は、主にヨーロッパや他の先進国の通貨建てであった。2002年から2004年に、それらの先進国に対する大きなドル下落は、その価値径路を通して、アメリカの外国資産の収益を引き上げることとなり、また、そのことはアメリカ国内よりも外国においてより急激に値上がりした株価の相対的な動きによって増幅された。(しかし、平均的にアメリカの投資家たちが資産カテゴリー内でより多くの利益を稼いでいるという証拠もある。特に海外直接投資において。)

我々は今、なぜアメリカの対外ポジションが、2002年から2004年において巨額の純対外借入れにもかかわらず、大きく悪化していないかを理解することができる。「ドル圏」の観点から見ると、為替相場と資産価格の動きがアメリカの保有する海外資産の価値を引き上げ、他の

ヨーロッパから見ると、ドル建て負債金融商品保有者に大きなキャピタルロスを負わせたのである。

とすると、読者は 2005 年におけるドルの価値の回復はアメリカが為替相場に係るキャピタルロスを被ったと考えるかもしれない。しかし、そうではないのである。現段階で利用できる不完全なデータによると、その損失はアメリカよりも良好な世界の他の国々のエクイティ市場のパフォーマンス（ヨーロッパ、日本、そしてアジアの新興マーケットを含む）によって埋め合わせされたのである。そのため、2005 年はアメリカ経済にとって、重要なネットの対外キャピタルゲイン蓄積の 4 年目となる。2005 年、世界の株式市場（アメリカを除く）についての、モルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナル・インデックスは、ドル建てで、S&P 500 の 4% の上昇に比べて、12% も上昇した。

しかし、資産と負債における巨額な収益格差は、いつまで持続できるのだろうか。それゆえにアメリカは対外ポジションが大きく低下することなく、巨大な貿易赤字を計上し続けているのであるが。いくらかのプラスの収益格差がうまい具合に継続し、そして、金融統合が続くかぎり重要な役割を果たすだろうが、論理的には、過去 3 年から 4 年間にみられたそのような規模の収益格差が長期的に継続することはできないであろう。それらの収益格差はインフレ期待と利子率格差を組み合わせたドルの低下が持続することを必要とするだろう。そして、いずれ、より高い利子率と株式市場価格の世界的な低下は、収益格差を逆転させ、アメリカの対外ポジションの実質的な悪化を導くことになるだろう。かくして、アメリカ貿易赤字の大きな改善が、結果的には対外不均衡を是正するために必要となるであろう。

新興国市場の機会とリスク

これらアメリカの対外ポジションを安定させる“評価効果”が、過去に新興市場国の対外収支に大損害を与えたことはよく知られている。驚くほどの為替相場の下落は、典型的な新興市場経済に対して大きな障害となった。貿易収支は結果的に改善されるであろうが、もし外貨建て借入において純債務国であるとするならば、ネットの対外ポジションは悪化するだろう。貿易と評価チャネルのこの対立は、なぜ、新興市場経済が為替相場の不安定さを懸念しているのか、そして、なぜ、特に危機のときに適切な為替相場政策を決定することが困難であるのかを説明する助けとなる。また、それはリスクをより効果的にシェアする手段としての海外直接投資やポートフォリオ・エクイティの流入の役割を増やすことや、そのリターンが国内経済パフォーマンスに結びついた GDP 指標債券などのような別の金融手段の役割を増加させることで、現

地通貨建ての債権市場を促進することの重要性を明白にしている。

国家間にまたがるエクイティと直接投資保有の増大、国際的な貸借パターンのシフトは、新興市場の外的なショックに対する脆弱性を減らす要素としてみなすことができる。いまや、エクイティ負債（海外直接投資を含む）は、概ね新興市場および開発途上国における総対外負債のおよそ半分を占めている。それに加えて、新興市場は、大きな経常黒字と準備金を保有することにより、劇的に対外負債を減らしているばかりか、債権国となり、明らかに、金融危機のリスクを減らしている。それに対して、他の中央ヨーロッパや東ヨーロッパのほとんどの国々は、対外負債を急激に累積しているが、国内経済パフォーマンスに対して、対外負債における収益により密接にリンクすることによって、リスク分担を促す株式金融に大きく依存している。

同時に、国際金融集積の進展は、当然外的な金融ショックにさらされる度合いも増加させており、そのことは、洗練された金融システムが欠落している開発途上国において、バランスシートの脆弱性を注意深く監視する必要があることを意味している。

References

- Borensztein, Eduardo, and Paolo Mauro, 2002, “Reviving the Case for GDP-Indexed Bonds,” *IMF Policy Discussion Paper 02/10* (Washington: International Monetary Fund).
- Gourinchas, Pierre-Oliver, and Helene Rey, 2005, “International Financial Adjustment,” *NBER Working Paper 11155* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- International Monetary Fund, 2005, “Globalization and External Imbalances,” *World Economic Outlook, Chapter , April* (Washington).
- Lane, Philip R., and Gian Maria Milesi-Ferretti, 2001, “The External Wealth of Nations: Measures of Foreign Assets and Liabilities for Industrial and Developing Countries,” *Journal of International Economics, Vol. 55, pp. 263–94*.
- 2005 a, “Financial Globalization and Exchange Rates,” *IMF Working Paper 05/03* (Washington: International Monetary Fund).
- , 2005 b, “A Global Perspective on External Positions,” *IMF Working Paper 05/161* (Washington: International Monetary Fund).
- , 2006, “The External Wealth of Nations Mark : Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities,” *IMF Working Paper No. 06/69* (Washington: International Monetary Fund).
- Tille, Cedric, 2003, “The Impact of Exchange Rate Movements on U.S. Foreign Debt,” *Current Issues in Economics and Finance, Vol. 9, No. 1* (New York: Federal Reserve Bank of New York).

著者の紹介

フィリップ・R・レイン

ダブリン・トリニティ・カレッジ経済学部長

専門分野 国際経済学, 金融, アイルランド経済, マクロ経済学, 貿易開発経済, 国際金融,
経済学博士

ジャン・マリア・ミレシ=フェラッティ

IMF 調査部 アシスタントディレクター

専門分野 国際マクロ経済学, 国際金融統合, 財政政策, 政治経済学
経済学博士

解 題

1971年のニクソン・ショックによるブレトンウッズ体制の崩壊以降、金融の国際化が現れ始め、特に1980年代後半から90年代に国際化は加速した。通信手段の進歩が金融の国際化を後押しし、24時間、いつでもどこでも金融取引が可能となった。しかし、1980年代のアメリカは、経常収支赤字と財政赤字の“双子の赤字”という問題を抱えていた。98年に財政赤字は一旦黒字化し、経常収支の赤字幅も縮小するが、2000年代に入り再び赤字は拡大を始めた。

昨今の世界金融における、「米国の大幅な経常収支赤字とそれをファイナンスしている他国の経常収支黒字という世界的な経常収支不均衡」(谷内 2007)は、グローバル・インバランスと呼ばれ、議論が尽きない。米国が経常収支の赤字を抱え、新興国はその米国の赤字をファイナンスし続けることが可能であるのか否か、議論は大いに分かれるところである。大方は、米国の経常収支が今後拡大し続けることは、非常に危険であるとの見方が強い。

米国の経常収支赤字の大部分は輸入超過による貿易赤字である。90年代後半からの米国における住宅ブームは、アメリカの旺盛な消費意欲をかき立て、財政収支を一時的に黒字化した。同時に様々な金融工学を駆使して新たな金融商品が生み出され続けた。結果、サブプライム問題という形で、住宅ローンの焦げ付きが続出し、2008年のリーマン・ショックによりその影響は世界へと飛び火した。

米国の輸入超過の最大の相手国は中国である。中国は東南アジア諸国から中間財を輸入、それらを加工し米国を初めとした世界各国へ輸出している。中国は、外貨準備を蓄積し、蓄積された外貨準備は、中国国内はもとより、世界各国へ投資される。特に中国の外貨準備は、米国債の購入等で、米国の経常収支の赤字をファイナンスすることとなった。同じように、他のアジアの新興国も、98年の通貨危機以後、自己防衛のための外貨準備の蓄積を進め、それらも米国へと流入した。また、中東の産油国も原油高騰により、外貨準備を蓄積し、それらオイルマ

ネーは、旧宗主国のイギリス、ロンドン市場を経由して米国へと流入した。「現在のグローバル・インバランスは先進国であるアメリカに途上国から資金が流入するという形をとっている。経済学的に考えて逆のマネーフローであり、極めて不自然な状態ともいえる」(2007 大隈)と述べられ、そして、その状態は、「アメリカを中心としたグローバル・インバランスは規模の大ききゆえに、対外債務が収束しなくなり、持続不可能に陥った際に世界経済に与える悪影響は甚大である。アメリカに資金が還流しなくなればドルは暴落し、アメリカ発の不況が世界中に伝播する危険がある」(2007 大隈)という点で、この状態が継続することは望ましくないとされる。

一方で、アメリカに資金が還流し続ける限り、不均衡は持続され、米ドルの基軸通貨としての機能は失われまいとする議論がある。岩野は、「適度の純対外負債ならば、アメリカの経済の力と外国人投資家に対する魅力があれば問題となりえないだろう」(2009 岩野)と述べる。但し、岩野は、「その途方もない負債がGDP比以上に増大することを放任すれば、遅かれ早かれ外国人はさらに多くのドル資産を保有することを嫌がるだろう」(2009 岩野)との注意を促している。がしかし、「米国だけが先進国の中では唯一の人口増加国である。移民によるものであることは言うまでもない。・・・ヒスパニック系移民だけでなく、アジアからも、ヨーロッパからも、教育歴や技能のないグレイカラーの労働者だけではなく、高学歴の人々も引き付けてやまないのが米国である」(2009 松田・岡本)というように、米国は国家として魅力の尽きない国である。つまり、よほどのことが無い限り、米国からヒト、モノ、カネが流出することはないと考えるむきもある。とはいえ、大きすぎる不均衡は、危険であるという点では一致しているのではないだろうか。

ところで、米国の経常収支の赤字によるインバランスが是正された場合に、不安な点がある。米国の貿易収支の赤字は、言い換えると輸出国である新興国の貿易黒字である。新興国は輸出指向型産業によって外貨準備を蓄え、大きく経済発展を遂げている途上にある。米国の貿易収支が改善するという事は、米国の輸入が減少するか、または、米国の輸出が増加することを意味する。いずれにせよ、輸出指向型産業促進を進めてきた新興国は、外需主導から内需主導へと転換をせまられることとなる。それが可能なほどの経済的な力強さがあるのだろうか。98年の通貨危機以降、外貨を蓄積することにより自己防衛をしてきた新興国は、危機にたいして十分耐えうるだけの体力が備わっているのであろうか。答えが否であれば、本論文にも述べられているように、再び外貨建て債務を抱えることとなり、再び危機に対する脆弱性が増すこととなる。

グローバル・インバランスの議論の主役は、米国と中国であるとみられている。しかし、

「現在の対外不均衡は主役の米中間に限定されることなく、不均衡が世界中に拡散する重層的な構図を有している」(尾野 2006)。図1は、先進国の経常収支の状況をブラザ合意の前後の時期である1980年代半ばと2000年代半ばとの比較を示している。米中間以外の先進国の経常収支黒字国は黒字幅を、また赤字国は赤字幅を明らかに拡大させており、明らかに不均衡が拡大している。中でもアイスランドの経常収支の赤字幅の増大は深刻である。アイスランドは、EUメンバーの銀行支店を自由に置くことを認め、また、預金者にとって魅力的な金利を提供することで、海外からの資金流入に偏った金融政策を行い、世界でも上位の一人当たり国民総所得を得ていた(Wolf, 2010)。しかしながら、2008年の世界金融不安によりそれらの資金が流出した。それに伴い、国内3大銀行は倒産し、現在IMFや北欧諸国の融資に頼らざるをえない状況となっている。2007年に約58,000ドル¹⁾であった一人当たり国民総収入も2008年には、約40,000ドルにまで縮小してしまった。

同じEU圏のギリシャも経常収支赤字に苦しんでいる国の一つである。ギリシャの場合、欧州の通貨統合により、資本流入で内需を拡大させたものの、世界金融危機が引き金となり、市場において対外債務支払能力が不安視されることとなり、ギリシャ国債の信用格付けが低下した。しかし、欧州通貨統合に参加していることから為替相場と金利を調整することができず、財政緊縮策を採らざるをえないため、大幅な景気悪化が懸念されている(榊 2010)。

図2は、新興国地域の経常収支の状況を1990年代半ばと2000年代半ばとで比較したものである。東南アジア、ロシア、一部の産油国のような黒字国は黒字幅を拡大し、中東欧諸国の赤字国は赤字幅を明らかに拡大している。また、2008年の世界金融危機は、ロシアにも大きな影響を与えた。2009年の実質国内総生産で、ロシアはマイナス7.9%となり、2007年に約77兆ドル²⁾あった経常収支の黒字を、2008年には約1000億ドル³⁾にまで大幅に減少させた。

現在のグローバル・インバランスは単なる米国や中国だけの問題ではなく、世界中に不均衡が拡散した状態で存在しているといえる。1980年代にも南米などの巨大な債務を抱えた国々が存在したが、グローバル化により金融市場統合が進展した現在においては、それらの不安定要素が相互に作用する危険性を含んでいるといえる(尾野 2006)。

グローバル・インバランスは今や、単なる米国の経常収支赤字とそれをファイナンスしている新興国との関係が持続するかどうかというだけの問題ではない。金融の国際化が進展した現

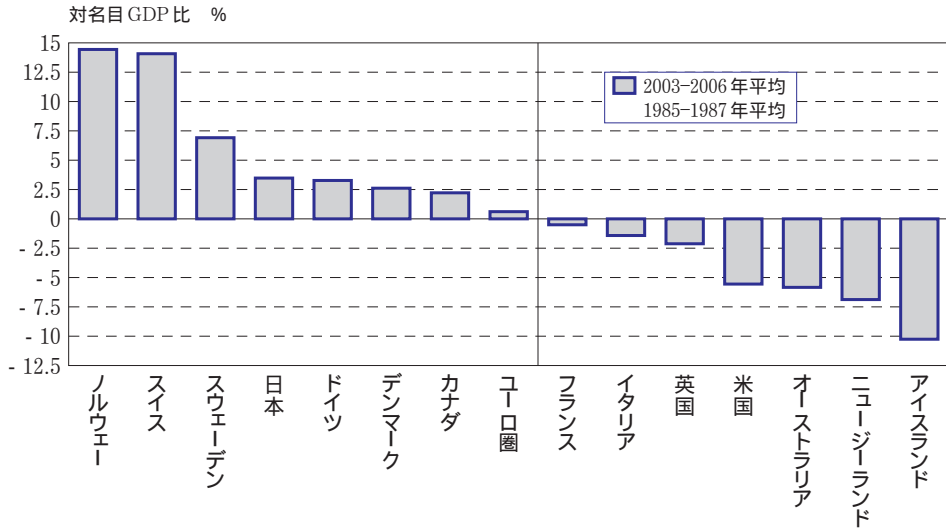
1) World Bank Data, <http://data.worldbank.org/> (2010年4月22日)

2) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, <http://www.imf.org/> (April 23 2010) より

3) 同上

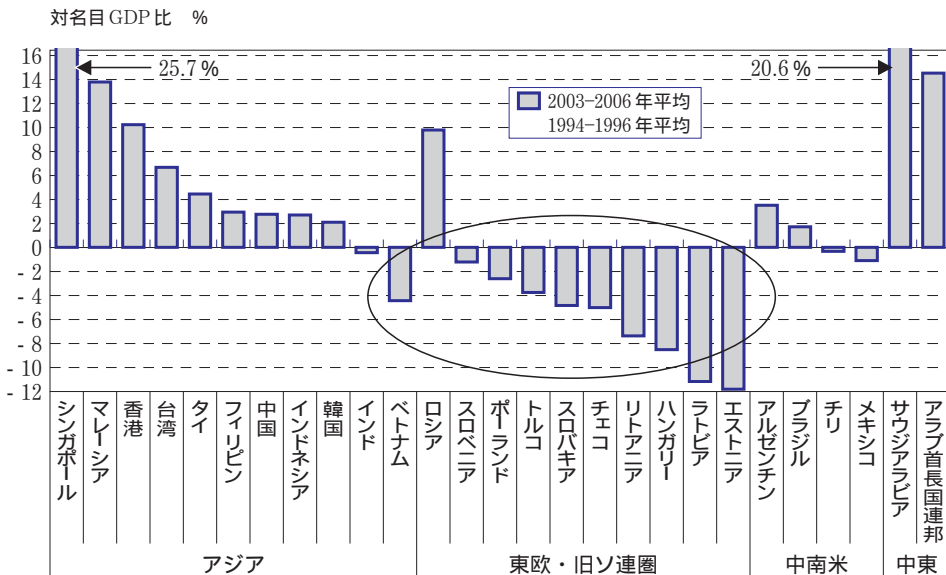
在、他の先進国はもとより、新興国を含む他の開発途上国に対する影響を含めた世界経済の重大な問題なのである。特に、脆弱性を抱えたままの新興国と他の途上国における影響を考慮した議論がなされるべきではないだろうか。

図1 先進国の経常収支



出所：大和総研 2006, 『資本市場調査部情報』「重層的な対外不均衡 (2)」, 2 頁

図2 新興地域の経常収支



出所：大和総研 2006, 『資本市場調査部情報』「重層的な対外不均衡 (2)」, 2 頁

< 参 考 文 献 >

- 岩野茂道, 2009, 「ドル本位制の帰趨」, 『佐賀大学経済論集』, 第 41 巻 第 6 号, 138 頁。
- 大隈拓也, 2007, 「グローバル・インバランスの持続可能性に関する一考察」, 岩本ゼミナール機関誌, 11: 4-26 5-9 頁。
- 小野有人, 「グローバル・インバランスと BRICs ~ 外貨準備増大を通じた資本輸出の持続可能性 ~」, 『みずほ政策インサイト』, みずほ総合研究所。
- 尾野功一, 2006, 「重層的な対外不均衡(1) (2)」, 『資本市場調査部情報』, 大和総研。
- 谷内 満, 2008, 「拡大するグローバル不均衡」, 『グローバル不均衡とアジア経済』, 晃洋書房, 1-20 頁。
- 松田英明, 岡本恵也, 2009, 「金融資本主義のダイナミズム ~ サブプライム金融危機は死に至る病か? ~」, 『九州経済学会年報』, 第 47 集, 31-32 頁。
- 和泉祐一, 「ロシア経済入門」, 『日本経済新聞』, (2010 年 3 月 10 日)。
- 榊 茂樹, 「通貨統合の代償」, 『日本経済新聞』, (2010 年 3 月 10 日)。
- Martin Wolf, “How the Icelandic saga should end”, *Financial Times*, (January 15, 2010).
- Martin Wolf, “How the eurozone debate affects the world economy”, *Financial Times*, (March 24, 2010).
- Nouriel Roubini, and Arnab Das, “Medicine for Europe’s sinking south”, *Financial Times*, (February 2, 2010).
- Gideon Rachman, “The euro’s big fat failed wedding”, *Financial Times*, (March 30, 2010).
- International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, (2010 年 4 月 22 日).
<http://www.imf.org/>
- World Bank Data, <http://data.worldbank.org/> (2010 年 4 月 22 日)