

翻訳

ベン・S・バーナンキ 世界的過剰貯蓄と米国の経常収支赤字*

岡本 憲也[†] 松田 英明^{††} 共訳

米国経済は多くの指標から見てよく機能しているように思われる。産出高は健全な水準に戻っており、労働市場は安定しており、インフレーションはよくコントロールされている。しかしながら、米国における経済パフォーマンスの1つの側面は、依然として経済学者と政策立案者の間に不安を喚起している。すなわち、巨額かつ拡大している経常収支赤字である。2004年の最初の3四半期において、米国の対外赤字は年率にして6,350億ドルであり、国内総生産の約5.5%に達していた。その赤字に対応して、米国の家計・企業・政府は、国際資本市場においてネットで6,350億ドルをファイナンスしなければならなかった¹⁾。近年、経常収支赤字は急拡大してきており、1996年の相対的に控えめな1,200億ドル(GDPの1.5パーセント)から2000年の4,140億ドル(GDPの4.2パーセント)に上昇し、現在の水準に至っている。多くのエコノミストは、経常収支の不均衡はよくてもゆっくりと調整され、従って、対外借入れの必要性は継続し、米国の対外純資産ポジションの減少も緩やかであると見ている。

世界最大の経済大国である米国は、国際市場において貸付けをすることがより自然と思われるのに、巨額の借入れを行っているのはなぜか？米国経常収支赤字と、その結果として生じる対外借入れへの依存は、米国と貿易相手国の経済パフォーマンスに対していかなる意味をもっているのだろうか？この状況を解決するために、もしあるとするならばいかなる政策が活用されるべきであろうか？今日の講演で、私はこれらの疑問に対するいくつかの仮説的的回答を提示

* Bernanke, B.S. "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit". At the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, March 10, 2005. Governor Bernanke presented similar remarks with updated data at the Homer Jones Lecture, St. Louis, Missouri, on April 14, 2005.

† 熊本学園大学経済学部教授 okamoto@kumagaku.ac.jp

†† 熊本学園大学大学院経済学研究科経済学専攻博士(後期)課程 de05102@d.kumagaku.ac.jp

1) 2004年の3四半期の米国の資本流出は年率で総額7,280億ドルなので、グロスでのファイナンスは1兆3,000億ドルを超えている。

したい。私の回答は型通りとは言えない。というのは、最近の米国経常収支の悪化が、主として米国の経済政策、並びに、米国内の経済事情を反映しているとする一般的な見方に反するからである。確かに国内経済事情も重要な役割を果たしているけれども、私が論じたいことは、最近の米国経常収支赤字急拡大に対する満足のいく説明は、米国外の事情をより十分に考慮したグローバルな視点を必要としているということである。より具体的に言うと、私が論じたいことは、過去 10 年間に様々な力が世界的な貯蓄供給の著しい増加（世界的過剰貯蓄）を生み出し、それは米国の経常収支赤字と今日の世界における相対的に低い水準の長期実質利子率の両方を説明するということである。多くの主要先進諸国における退職者・労働者比率の劇的な上昇の見通しは、高い水準の世界的貯蓄の重要な理由のひとつである。しかしながら、私が論じたいことは、世界的過剰貯蓄の特に興味深い一面が、開発途上国と新興国への債権の流れの著しい逆流であり、すなわち開発途上国や新興国を、国際資本市場において借手から巨額な純貸手へと転換させたシフトである。

明らかに、私は米国経常収支赤字の主因を米国国外に求めることによって、米国、外国人居住者、あるいは外国政府に関する価値判断をしているわけではない。むしろ私が確信しているのは、米国経常収支赤字におけるグローバルな要因の影響を理解することが、赤字の影響を理解し、赤字を解決するための政策立案に極めて重要であるということである。もちろん、いつものことであるが、今日私が述べる見方は、連銀の同僚と必ずしも共通しているとは限らない²⁾。

米国の経常収支赤字：2つの見方

米国の経常収支赤字を分析するためのバックグラウンドとして、2つの代替的な見方を検討することが有益であろう。1つは赤字を米国の貿易パターンに関連させるものであり、もう1つは貯蓄・投資・国際金融フローに焦点をあてるものである。経常収支分析におけるこれら2つの見方は、それぞれの特徴を評価することから生じており、かくして究極的には同じコインの表裏のようなものであるけれども、それぞれがこの問題を検討するための有益な見方を提供する。経常収支における第1の見方は、国際貿易のパターンに焦点を当てることである。近年、米国の外国からの財・サービス輸入が、米国の外国への財・サービス輸出を上回っており、米

2) 連銀スタッフであるデービッド・ボーマン、ジョセフ・ガニヨン、リンダ・コレ、マリア・ペロゼからの優れた助力に対して感謝する。

国が巨額の貿易不均衡に直面しているということはおそらくよく知られていることだろう。速報値によると、2004年において、米国は1兆7,600億ドルの財・サービスを輸入し、1兆1,500億ドルの財・サービスを輸出しているに過ぎない。この貿易不均衡を反映して、米国から外国への経常支出(主として輸入品への支出だけでなく、送金・利子・配当のように特定の他の種類の支出から構成される)は、米国が外国から受け取る経常的収入をはるかに超えている。定義上、一定期間に米国が受け取った以上に外国人に支払うこの差額は、米国の経常収支赤字に等しい。既に述べたように、経常収支赤字は2004年に6,350億ドルに達し、この金額は米国の輸入額が輸出額を上回る6,180億ドルに近い。

米国の輸出品からの受取とその他の経常的受取が、米国の輸入品への支払とその他の外国への支払を十分にカバーできないとき、米国の家計・企業・政府は国際資本市場において純差額を借りなければならない³⁾。従って、定義上、それぞれの時期における米国の純債務は米国の経常収支赤字に等しく、それは転じて米国の国際貿易不均衡と密接につながっている。

輸入額が輸出額を大きく上回っていることは広く理解されているが、このことは特に輸出・輸入競争企業の競争力に生活を依存している多くの米国人にとって懸念事項である。メディア等を通して貿易不均衡に向けられた大きな注目は、米国製品と外国製品の品質と構成における変化の要因が、経常収支赤字が拡大している要因ではないかとの関心を抱かせた。しかしながら、私が思うに(そして多くの経済学者が賛同するだろう)、はっきりと限定された貿易関連要因は、米国の経常収支不均衡の大きさと、最近のその急拡大のどちらも説明することができない。むしろ、米国の貿易収支はその大部分が諸変数の結果であり、外国と国内の所得・資産価格・利子率・為替レートによって決定される。そしてそれらは、またより基本的な諸力から生み出されたものである。次に、経常収支におけるもう1つの見方は、最近の経済事情を説明するためにより有益であるように思われる。この第2の見方で焦点をあてることは、国際金融フローと各期間内においては貯蓄と投資が必ずしも一致しないという基本的な事実である。

全ての国々と同じように、米国の経済成長においても新しい資本財への投資と古い資本設備の改善と更新を必要とする。資本投資の例としては、工場・オフィスビルの建設、コンピュータのためのドリルプレスから飛行機に及ぶ新しい設備の獲得を含む。また、新しい住宅・アパー

3) 単純化のために、経常収支赤字のファイナンスについて述べるために「対外純借手」という言葉を用いる。しかし、厳密に言えば、このファイナンスは外国人への債券の発行に加えて、海外・国内金融資産の売却を含む。脚注1のデータで示したように、グロスの借入れは国際収支赤字だけでなく米国の資本流出も十分に埋め合わせるに違いないので、米国のグロスの対外借入れはネットの対外借入れよりもかなり大きい。

トなどの住宅建設は資本投資と見なされる⁴⁾。

新しい資本財への全ての投資は、何らかの方法でファイナンスされなければならない。貿易あるいは国際資本フローのない閉鎖経済では、投資資金のファイナンスは全て国民貯蓄によって賄われるはずである。定義上、国民貯蓄は、家計の貯蓄（例えば、雇用者に支援された401k口座への積立を介して）と企業の貯蓄（内部留保の方式で）の総額から、政府の財政赤字（政府は貯蓄主体というよりも貯蓄の利用主体である）を控除したものである⁵⁾。

私が述べたいことは、閉鎖経済においてはそれぞれの時期の国内投資は国民貯蓄に等しくなるということである。しかし、実際には今日すべての経済は開放経済である。そして、よく発達した国際資本市場は、事実上、自国だけでなくどの国でも資本投資をしたいと望む人々への貯蓄の貸付けを可能にする。貯蓄は国境を越えることができるので、新規の国内投資と国民貯蓄は、それぞれの時期において必ずしも等しくなる必要はない。もしある年度に一国の国民貯蓄が国内投資を超過するならば、その差額は国際資本市場において貸付け可能な貯蓄超過を表している。同様に、もし一国の貯蓄が国内投資をファイナンスするために必要な額以下であるならば、その国は外国から借入れることによってそのギャップを埋めることができる。米国における現在の国民貯蓄は低水準であり、資本投資を賄うには極めて不足している。必然的に、この不足は外国からの純借入れによって埋め合わされる。要するに、国内投資をファイナンスするために外国人の貯蓄を利用することで埋め合わせている。既に見てきたように、米国の経常収支赤字は、それぞれの時期において米国が外国から借入れる純借入額に等しく、米国の対外純借入れは米国の国民貯蓄を上回る米国の資本投資の超過分に等しい。従って、一国の経常収支赤字は貯蓄を上回る投資の差額に等しいということになる。

要約すると、ここまでは経常収支赤字を説明するための2つの代替的見方を述べてきた。1つは貿易収支に基づく視点からの説明で、もう1つは投資と国民貯蓄の視点から説明したものである。一般的に、人がどのような見方をするかは慣れ親しんだ特定の分析に依存する。

既に述べてきたように、多くの経済学者は貿易関連要因よりもむしろ投資・貯蓄の行動を強

4) この資本投資の定義は、研究・開発支出のような多くの無形の投資の形態を無視している。また、教育支出のような人的資本投資を無視している。より包括的な投資の定義を用いると、米国における貯蓄・投資の傾向への認識は大幅に変化するだろう。その話題に関しては別の機会に残しておく。

5) 経済分析局は政府投資 - 例えば、道路や学校 - を、国民所得勘定における国民貯蓄の一部として扱っている。従って、厳密に言えば、国民貯蓄は政府赤字の総額によって減少するのではなく、政府投資を控除したネットの政府赤字によって減少する。この修正によって国内投資と国民貯蓄の間の差異は影響されない。なぜなら、政府投資による貯蓄の増額と国民貯蓄の減少が相殺され、修正がなされているからである。

調することによって高い水準で拡大している米国の経常収支赤字と、米国の対外借入れの説明をしてきた（そして私も今日同じことを強調している）。この文脈からして、一般的に米国の経常収支赤字は米国の国民貯蓄の急落から生じたものであるとよく聞く。近年、国民貯蓄は国内投資に資金を供給するために十分でない水準に落ち込んできているというものである。例えば、1985年における米国の国民総貯蓄はGDPの18%、1995年はGDPの16%、2004年はなんとGDPの14%以下であった。米国における低貯蓄を強調する人々の多くは、米国の経常収支赤字は「米国発」であり、世界中の経済事情から独立しているとししばしば断定し続けている。

米国の低い国民貯蓄水準が経常収支赤字の原因であるということは、ある程度は事実に違いない。しかし、実際にはその説明は一種の同語反復にすぎない。むしろ、貯蓄低下が経常収支赤字の拡大をもたらしているとする説明は、なぜ米国の貯蓄が低下したかという疑問に答えなければならない。特に、米国の貯蓄低下は米国の家計行動あるいは経済政策の変化を反映しているかもしれない。しかし、これからしばらくの間、提案・擁護していく仮説であるがそれはまたある程度は米国外部の様々な経済的諸要因に対するリアクションなのかもしれない。

国民貯蓄の低下と経常収支赤字の拡大を「米国発」であるとする1つの有力な議論は、増大している米国の国家予算赤字に焦点をあてている。2004年の米国の国家予算赤字は、国民貯蓄のプールから4,000億ドル以上を使い果たした。後ほど財政赤字と経常収支赤字の関連については詳細に論じたい。ここでは単に次の事実を指摘しておきたい。それは、政府の財政赤字が経常収支赤字の原因であるとするいわゆる双子の赤字仮説は、連邦予算の黒字が継続した1996年から2000年の間に、3,000億ドルまで拡大した米国の対外赤字についての事実を説明しえないということである。さらに言えば、双子の赤字仮説は、なぜドイツと日本を含む多くの主要先進諸国において、政府の財政赤字の規模が米国の財政赤字の規模（対GDP比）と似ているにもかかわらず、巨額の経常収支黒字を計上し続けているのかということの説明できない。そのため、米国の財政赤字の変化が、過去10年間における米国の経常収支の動きを十分に説明できるとは考えられない。

国際資本移動と世界的過剰貯蓄の変化の傾向

では、何が米国の経常収支赤字の急激な拡大を説明するのか？私自身が選択する説明は、過去8年から10年の間における世界的過剰貯蓄の発生と見なすものに焦点をあてることである。この過剰貯蓄は多種多様な経済活動の進展の結果である。後ほどより詳細に論じたいが、過剰貯蓄についてよく理解されている原因の1つは、高齢化しつつある成熟国における高齢者の強

い貯蓄インセンティブであり、現役労働者数に対する退職者数の近い将来の急増に備えなければならないというものである。資本・労働比率の高度化に加えて、労働力が緩やかに成長するかあるいは減少するにつれて、米国以外の多くの先進諸国は、国内投資機会の明らかな不足に直面している。意図された高水準の貯蓄と国内投資に対応した低い予想収益率の結果として、成熟工業経済圏は経常収支の黒字を計上し、かくして外国への貸付を志向している⁶⁾。

多くの先進国側における強い貯蓄インセンティブは、世界的過剰貯蓄に寄与している。しかし、これらの国々の貯蓄行動だけでは、過去 10 年間ににおける意図された世界的貯蓄の上昇の説明には十分になっていない。実際には、これらの多くの国々（日本が一例である）において、家計貯蓄は最近減少してきている。これから見ていくように、世界的な貯蓄供給の上昇について考えられるより重要な原因は、開発途上国が、国際資本市場において資金のネットの利用者からネットの供給者へと最近変貌していることである。

表 1 は、1996 年（米国の経常収支赤字が拡大する直前）と 2003 年（完全なデータが利用可能な最新の年）における異なる国・地域の経常収支を 10 億米ドルで示すことによって、世界の貯蓄と資金の流れの最近の変化に関する議論の根拠を示している。私が指摘したいことは、これらの経常収支が、事前的予想に基づいて意図された投資率と貯蓄率の変化よりも、実現された投資と貯蓄のパターンを必然的に反映しているということである。にもかかわらず、経常収支のパターンの変化は、実質利子率の変化の知識と相まって、世界的貯蓄の需給変化についての有益な手がかりを提供するはずである。

表 1 は、1996 年から 2003 年の間に米国の経常収支赤字が 4,100 億ドル急増していることをはっきりと示している（2004 年の第 3 四半期のデータは、経常収支赤字が前年よりも年 1,400 億ドル増加したことを意味している）。原則として、世界の国々の経常収支を足し合わせるとゼロになるはずである（表 1 の最後の列で示しているように、実際にはデータ収集の問題が大きな統計上の不一致をもたらしているが）。従って、1996 年から 2003 年の間に、米国における経常収支赤字の 4,100 億ドルの増加は、他の諸国において同規模の黒字への移行によって相殺されなければならない。どこの国がこの変化を経験したのか？

表 1 で推測したように、黒字への転換は先進諸国全体ではほとんど起こらなかった（ご覧のように、いくつかの先進諸国は黒字へと大きな動きを経験しているが）。1996 年から 2003 年の間に、先進諸国における経常収支の総額は 3,880 億ドル以上減少して 3,420 億ドルの赤字と

6) 「意図された高水準の貯蓄」という概念は、右方向にシフトとしている貯蓄供給曲線を指している。実際の貯蓄ないし実現された貯蓄は、実質金利と他の経済変数の均衡価格に依存する。

表1 1996年と2003年における世界の経常収支

(10億米ドル)

国	1996	2003
先進国	46.2	-342.3
アメリカ	-120.2	-530.7
日本	65.4	138.2
ユーロ圏	88.5	24.9
フランス	20.8	4.5
ドイツ	-13.4	55.1
イタリア	39.6	-20.7
スペイン	0.4	-23.6
その他	12.5	25.3
オーストラリア	-15.8	-30.4
カナダ	3.4	17.1
スイス	21.3	42.2
英国	-10.9	-30.5
開発途上国	-87.5	205.0
アジア	-40.8	148.3
中国	7.2	45.9
香港	-2.6	17.0
韓国	-23.1	11.9
台湾	10.9	29.3
タイ	-14.4	8.0
ラテンアメリカ	-39.1	3.8
アルゼンチン	-6.8	7.4
ブラジル	-23.2	4.0
メキシコ	-2.5	-8.7
中東・アフリカ	5.9	47.8
東ヨーロッパ・旧ソビエト	-13.5	5.1
統計上の不一致	41.3	137.2

なっており、これは米国において4,100億ドルに拡大した経常収支赤字の内、約220億ドルしか他の先進諸国における黒字の拡大で相殺されなかったことを意味している。表1が示すように、米国経常収支赤字の多額の増加は、開発途上国における経常収支状況の変化によって均衡を保たれている。1996年から2003年の間に、合計880億ドルの赤字が2,050億ドルの黒字へと転換し、ネットの変化は2,930億ドルであった⁷⁾。利用可能な統計が示していることは、開発途上国と新興市場国の経常収支が、2004年においてさらに600億ドル以上の黒字に転換していることである。

開発途上国における経常収支のこの驚くべき変化は、少なくとも3つの疑問を投げかけてい

7) 統計上の誤差は、ネットで実質960億ドル増加した。開発途上国の資産蓄積が先進国よりも完璧に測定されていないというわけではない。従って、開発途上国の経常収支は、誤差変化のかかなりの部分が黒字に向かうようにさらにシフトするかもしれない。

る。第1に、どんな出来事と要因がこの変化を引き起こしたのか？第2に、この変化と米国・他の先進諸国における経常収支の変化との間に、どのような因果関係が存在するのか？第3に、開発途上国における経常収支の黒字への転換は、他の先進諸国と比較して米国に対して異なる影響を持つようになってきており、その違いをどのように説明するのか？

私の見方では、開発途上国における経常収支の変化についての重要な理由は、これらの国々が過去10年ほどの間に経験した一連の金融危機である。1990年代半ばにおいて、多くの開発途上国は資本の純輸入国であった。表1が示しているように、1996年にアジア・ラテンアメリカの新興国は、国際資本市場において約800億ドルの純借入れを行っている。これらの借入れは常に生産的に使われたとは限らなかった。例えば、ある場合には、開発途上国政府は必要な財政再建を避けるために借入れた。別の場合には、不透明で不完全にしか管理されていない銀行システムは最も収益の見込めるプロジェクトに対して、これらの借入れ資金を配分することに失敗した。1994年のメキシコ、1997～98年の多くの東アジア諸国、1998年のロシア、1999年のブラジル、2002年のアルゼンチンでは、過大評価された固定為替レート、短期かつ外貨表示の負債等の諸要因も相まって、貸手の信用喪失は最終的に痛みを伴う金融危機へと発展した。これらの危機の影響は、急速な資本流出、通貨下落、国内資産価格の急落、弱体化した金融システム、景気後退をもたらした。

これらの危機に対応して、新興国は国際資本移動を管理するための新しい戦略を選択かつ強制された。一般的に、これらの戦略は、開発途上国を資本の純輸入国から純輸出国、場合によっては多額の純輸出国へと変貌させた。例えば、不安定な資本移動と為替レートに対応して、韓国とタイのような東アジア数カ国は、多額の外貨準備を蓄積し始め、国際金融市場からの資本流入の中断によって課された金融引締めを緩和後でさえそうし続けた。必然的に、外貨準備の増加をもたらすことは、その国の経常収支の黒字への転換、グロスでの資本流入の増加、グロスでの民間資本流出の減少、これらの要素のいくつかの組み合わせである。表1が示しているように、経常収支黒字は東アジアにおける外貨準備蓄積の重要な要因となってきている。

金融危機の最悪の状況から逃れたその地域の国々は、依然として将来の金融危機への不安が残っている。特に、中国も同じ様に外貨準備を蓄積している。外貨準備の「備え」は、将来の資本流出へのバッファとして用いられてきた。さらに、外貨準備の蓄積は為替レートの上昇を防止することによって、輸出主導型成長の促進を目的とする外国為替市場における介入のために行われた。これらの国々は、国内需要が国内資源を十分に利用するには不足しているとなししているため、輸出主導型成長を追求するのが典型的である。1997～98年の金融危機後においても、輸出を促進しようとしている多くの東アジア諸国は高い国民貯蓄率を達成し、当然

のことが歴史的標準に照らして、経常収支黒字の拡大と整合的な水準に国内資本投資を抑制した。

実際には、これらの国々は国民への国債発行という方法で外貨準備を増加させてきた。そうすることで国民貯蓄を操作し、その収入を利用して米国の財務省証券とその他の資産を購入した。政府は国民貯蓄の国内利用を回避して、国際資本市場へ媒介することにより、事実上、金融仲介機関として機能してきた。関連した戦略は、財政赤字削減と国内債券発行の組み合わせからもたらされる資金を利用して債務支払の減少に努め、対外債務負担を削減することに力を注いできた。また、この戦略は必然的に新興市場経済圏を経常収支黒字へと後押しした。さらに、東アジアとラテンアメリカにおける経常収支の転換は、表1に示されている地域別・国別データから明らかとなっている。

この過去数年間で、非工業国において経常収支黒字への転換に寄与してきた他の要因は、石油価格の急騰である。石油輸出国の経常収支黒字は、中東だけでなくロシア・ナイジェリア・ベネエズエラのような国々でも、石油収益の急騰によって拡大してきた。例えば、表1が示しているように、中東・アフリカにおける経常収支黒字の総額は、1996年から2003年の間に400億ドル以上増加している。しかも、石油価格が未だに上昇しているのに伴って、2004年においても増加し続けている。つまり、1990年代半ばからの出来事が、開発途上国における経常収支の総額に大きな変化をもたらし、多くの開発途上国と新興市場経済圏は、今や国際金融市場において純借手よりもむしろ大きな純貸手である。

もちろん、先進諸国が経常収支を減少させる場合に限り、開発途上国全体としては対応的に経常収支を増加させることができる。どのようにしてこのことが生じたのか？近年の先進諸国において、貯蓄への意欲が大幅に減少してきたという見方を支持する根拠はほとんどない。既に述べてきたように、実際には人口統計的な要因によって、先進諸国の貯蓄はより多く促されるはずである。次に、資産価格の変化の傾向が2000年の前後でやや異なるが、先進諸国全体の対外ポジションにおける必要なシフトは、資産価格と為替レートの調整によって容易になる。

1996年頃から2000年始めにかけて、株式価格は国際金融市場において均衡化の重要な役割を果たした。米国における低い政治的リスク、強い財産権、良い環境規制といった長期にわたる利点に加えて、新しい技術の発展・採用と生産性の上昇は、この間、国際投資家に対して米国経済を著しく魅了した。その結果、資本は急速に米国へ流れ、株価とドルの価格の大幅な高騰に火をつけた。株式市場における1人当たりの株式資本は、他の先進諸国では米国よりも極めて低いが、他の先進諸国においても株価指数は上昇した。

先進諸国の経常収支は、国際金融市場の変化に内生的な調整をもたらした。ここからは、米

国のケースに焦点をあてよう。米国経済は様々な調整のほとんどを生み出している。貿易に関しては、株式市場でもたらされた巨額の富は多数の輸入品を含めて財・サービスに対する米国消費者の購買意欲を増加させた。一方、強いドルは米国の輸入品を（ドル建てで）安くすることによって輸出品を（外貨建てで）高価にし、貿易不均衡の拡大を生み出している。米国の経常収支赤字の拡大は、（投資機会に促されて）資本投資が増加し、家計の富の急速な上昇と将来の所得への期待が、米国の国民に対して貯蓄の必要性を低下させたために生じた。1996年から2000年における米国の経常収支赤字の急拡大は、世界的な貯蓄の拡大と、米国へ投資している投資家側のより大きな関心によってかなり加速された。

2000年3月に始まった株式市場の衰退後に、新規の資本投資とファイナンスへの需要は、世界中で衰退している。しかしながら、意図された世界的貯蓄は強いままであった。教科書的な分析が示唆していることは、意図された貯蓄が意図された投資を上回るに伴い、実質利率は世界的貯蓄市場を均衡化するように下がるはずであるということである。事実、米国だけでなく海外においても、実質利率は近年相対的に低くなってきている。米国側の狭い視野だけでは、これらの長期金利が低いことは不可解である。グローバルな観点からは、長期金利が低いことはそれほど不可解ではない⁸⁾。

株価下落後の新規の資本投資の低調は、米国経常収支への世界的過剰貯蓄の純効果をほとんど変化させなかった。しかしながら、低い実質利率が高い株価よりもむしろ米国低貯蓄の主な原因となるにつれて、トランスミッション・メカニズムは変化してきた。特にこの数年間、住宅ローンの低い利率が住宅建設の記録的水準と住宅価格の上昇による高所得を支えているため、世界的過剰貯蓄の重要な資産価格効果は住宅投資市場で生じてきたように思われる。事実、最近の住宅価値の上昇は、米国家計の富・所得比率を、ピークであった1999年の6.2%に向けて、長期的平均（1960年～2003年）の4.8%から5.4%へ戻してきている。米国における家計の富の拡大は、キャッシュアウト・リファイナンスと住宅抵当融資限度額を通じて家計支出のための資金を容易に調達でき、米国の国民貯蓄率を低い水準に維持し、連邦予算の重大な悪化予想に加えて、さらに貯蓄率低下を促進するのに役立った。最近、住宅投資が強いままで米国の設備投資が循環的回復をし始めてきたため、国民貯蓄の不足は拡大し続けてきており、経常収支赤字の拡大と資本流入への依存拡大を示唆している⁹⁾。

8) 実質利率への世界的貯蓄の強い影響を指摘するからと言って、他の要因を除外するつもりはない。例えば、マクロ経済と金融安定性の上昇の結果生じているリスク・プレミアムの低下は、おそらく何らかの役割を果たすだろう。

9) グリーンスパン（2005）は、米国の不動産抵当負債と米国の経常収支赤字の間の強い相関関係を指摘している。

私がここまで概観してきたストーリーによると、米国国外において新興国を国際的借手から国際的貸手へ転換させた金融危機のような出来事は、株価・住宅価格・実質利子率・ドルの交換価値における内生的変化を通じたトランスミッション・メカニズムを通して、米国の経常収支赤字の拡大において重要な役割を果たしてきている。ある人は、なぜ意図された世界的貯蓄の増加による経常収支への効果は、他の先進国と比較して米国では大きいのかと尋ねる人がいるかもしれない。1990年代におけるハイテクブームの間に明らかに重要となってきたのは、投資先としての米国の魅力と金融市場の深化・高度化であった（それは、とりわけ家計の住宅の富へのアクセスを容易にさせた）。その他の要因は、米ドルの特別な国際的地位であった。ドルは主要な国際準備通貨であり、新興諸国が自国通貨の価値を管理する際の参考基準としてドルを用いたため、開発途上国から流れる貯蓄は相対的にますます米国財務省証券のようなドル建て資産へと導かれた。従って、流出資本の影響は、米国の利子率とドルに偏り過ぎていると思われるかもしれない。例えば、ドルは主要な準備通貨であったからこそ、そうでない場合よりも1990年代後半においてさらに強くなり、経常収支への影響を強めたのかもしれない。

しかしながら、興味深いことは、近年の米国の経験は人が当初思うほどに先進国間においてそれほどユニークではないということである。表1が示しているように、米国だけでなくフランス・イタリア・スペイン・オーストラリア・イギリスを含む他の多くの主要先進諸国も、1996年以降経常収支はかなりの赤字になっている。主要先進諸国間の中でこの傾向に対する主な例外はドイツと日本であり、両国の経常収支黒字は1996年から2003年の間にはかなり増加している。一般的に、この2つのグループの重要な違いは、経常収支が赤字となった国々が住宅価格高騰及び家計の富の増加を経験してきたのに対して、一方、低い利子率にもかかわらず成長が緩やかであったドイツと日本は、そのような経験をしてこなかったということである。例えば1996年以降、富・所得比率はフランスで14%、イタリアで12%、イギリスで27%まで上昇している。既に述べたように、これらの国々の経常収支は赤字となっている。それに対して、ドイツと日本の富・所得比率は横ばいのままである¹⁰⁾。家計の富の増加と経常収支が赤字になる傾向との明白な関連は、私が今日述べてきたメカニズムと一致している。

10) これらのデータは、OECD Economic Outlook, vol.76, 2004, p.226.の付表58である。利用可能な最新年のデータは、ドイツ・英国が2003年、フランス・イタリア・日本が2002年となっている。

経済的・政策的含意

今日私は高水準で拡大している米国経常収支赤字に関してやや一般的とは言えない説明をしてきた。私の立場は次のようなものである。最近の米国の経常収支の展開を推進している要因の1つは、開発途上国と新興国の経常収支が極めて大幅にシフトしてきており、そのシフトがこれらの国々を国際資本市場における借手から貸手へと変貌させているというものである。ドイツ・日本をはじめ、他の主要先進国における高い貯蓄性向に加えて、開発途上国における経常収支のシフトが世界的過剰貯蓄をもたらしている。この貯蓄供給の増加は、株式市場におけるブームの期間に米国の資産価値を押し上げ、より最近において米国の住宅価値を上昇させ、その結果米国の国民貯蓄を低下させ、経常収支赤字拡大に寄与している。

グローバルな観点から、このような展開は経済的に有益か有害か？確かに利益はあった。最も明らかなことは、開発途上国と新興市場国は、自国の対外債務を減らし、自国通貨を安定させ、金融危機のリスクを減らすために経常収支を黒字に転換したということである。ほとんどの国々は、それらの目的を達成することにおいて大いに成功を収めてきた。従って、新興国の借手から貸手への地位のシフトは、1990年代に新興国が直面した諸問題に対して、少なくとも短期的な処方箋を提供した。

しかしながら長期的には、国際資本移動の現在の傾向は、もし持続するとしたら生産的とは言えないことが明らかになるだろう。最も重要なことであるが、開発途上国がネットでかなりの額を成熟工業経済へ貸付けていることは、長期的な問題としては極めて望ましくない。開発途上国の労働者と比較すると、先進国の労働者は高品質で大量な資本で装備されている。さらに、既に述べたように、多くの先進諸国の人口は緩やかに成長しつつ、かつ急速に高齢化し、これから数十年の間に退職者・労働者比率が急激に上昇することを示唆している。例えば、最近の米国では、20歳から64歳の労働年齢人口100人当たり約21人が65歳以上となっている。国連の推計によると、2030年までに米国の人口は、20歳から64歳の労働年齢人口100人当たり34人が65歳以上となるであろう。ユーロ圏と日本においては、2030年におけるその数は、それぞれ46人と65人になるだろう。今世紀の残りにおいて、他の主要先進諸国の人口は、米国よりもかなり急速に高齢化が進むであろう。例えば、2050年において、米国の労働年齢人口100人当たりの退職者数は、2030年とほぼ同じくらいの約34人になるはずで、ユーロ圏は約60人、日本は約78人に増加すると推計されている。

多くの主要先進諸国（特に日本や西ヨーロッパ諸国）において、（将来の退職者支援を助けるために）貯蓄する理由があることと、（労働力が減少し、既に資本・労働比率が高いために）投

資機会が制約されていることがわかる。対照的に、多くの開発途上国は、相対的に低い労働・資本比率に加えて、若い労働力が急激に増加している状況は、これらの国々の資本収益が潜在的に極めて高いことを意味している¹¹⁾。従って、経済理論的には、長期的に工業国グループは基本的には経常収支黒字を計上して純貸手となるべきであってその逆ではない。もし、資本移動がこの「自然の」方向で流れるならば、工業国の貯蓄者は潜在的により高い収益を得て生活の多様性を享受するだろう。開発途上国における借手は、成長とより高い生活水準を促進するために必要な資本投資をするための資金を得ることになるだろう。後ほどもう少し言及するが、もちろん開発途上国への資本移動がこれらの利益を確実に生むためには、開発途上国は投資環境を改善する方向へより一層前進する必要があるだろう。

第2の問題は、米国と同じように、対外債務を有している他の先進国の国際的な資本の利用に関連している。近年、米国と他の多くの国々では、企業による設備と構造物への投資は相対的に低く、税・金融システムが持ち家促進を目的としているために、最近の先進国への資本流入の多くは、高い住宅建設率とより高い住宅価格を顕著にもたらしている。より高い住宅価格は、次に家計の消費を促進してきた。確かに、持ち家比率と家計消費の増加は良いことである。しかしながら、長期的には生産性の上昇は、住宅投資ではなく企業による新しい機械の購入によって決定されるはずである。資本流入が住宅投資と現行の消費支出を拡大する程度が大きければ大きいほど、対外負債を返済する将来の経済的負担はますます拡大しそうである。

資本移動パターンの第3の問題は、資本を受け入れる経済の部門構成への間接的効果から生じている。例えば、米国において、製造業のような輸出志向部門の成長は、米国の貿易不均衡によって抑制されてきた(ドルの最近の衰退がその圧力をやや軽減してきたが)。一方、非貿易財を生産する部門と住宅建設などのサービスは急速に伸びてきた。いつかは外国債権者へ返済しなければならないので、米国は大きくかつ健全な輸出産業を必要とするだろう。経常収支赤字が存在するとき、輸出産業の相対的縮小(当然、将来に備えなければならない縮小)は、調整の実質費用を輸出産業の企業と労働者に対して課している。

最後に、米国の巨額の経常収支赤字は、特に対外ファイナンスのための巨額の資金フローを必要としている。今日論じたように、米国の経常収支赤字の基本的な原因は、事柄の性格上、中期的かつ長期的に継続すると思われる。満足のいく程度に均衡を回復するには時間がかかるかもしれないが、最終的には状況が改善し始めるだろうということを示唆している。基本的に、

11) 開発途上国が若年人口を有するという一般化に対して、中国は重要な例外である。1970年代以降、出生率は低下しており、今世紀半ばまでに高齢者依存比率は米国を超えると予想される。

私は全体的過程が順調に進むはずがない理由はないと考えている。しかしながら、金融市場における無秩序な調整のリスクは常に存在するので、政策立案者のための適切かつ慎重な取り組みは、リスクのどんな展開に対しても防御となりうる。

どんな政策の選択肢が米国経常収支赤字に対応するために存在するのか？今日、私は米国における連邦財政赤字の役割を控えめに扱ってきた。私は、財政赤字を均衡化すること自体が経常収支問題を解決するとよく聞く見解には同意しない。特に、連邦予算の削減拡大は、利子率低下の程度によっては、重要な効果としては経常収支赤字削減効果よりむしろ消費・投資支出効果を増加させるかもしれない。事実、最近の研究は国家予算赤字における1ドルの減少は、経常収支赤字を20セント以下に減少させるにすぎないことを示している (Erceg, Guerrieri, and Gust, 2005)。これらの結果はたとえ明日連邦予算を均衡することができたとしても、中期的效果はGDPの1%以下の経常収支を減少させるに過ぎないことを示唆している。

私は連邦予算における短期的変化がありえても、経常収支赤字を解消するということを信じていないが、それでもやはり私が強調したいことは、連邦予算赤字を削減することは得策であるということである。財政赤字を抑制することによる経常収支への効果はおそらく相対的に控えめなものであろうが、少なくとも方向性としては正しいだろう。さらに、連邦予算赤字を削減させる他のもっともな理由がある。すなわち、将来の納税者によって返済されなければならない負債義務の減少である。例えば、家計貯蓄を増加させるための政策提言としての、貯蓄優遇税商品についても同じことが言えるだろう。貯蓄優遇税政策の効果は、米国経常収支赤字に対して劇的ではないかもしれないが、やはり方向性としては正しいだろう。さらに、米国の国民貯蓄が現在の低い水準から上昇することは、生産性と富の創出を支援し、将来的には我々の社会により良い条件をつくりだす助けとなるだろう。

しかしながら、今日論じたように、巨額の米国の経常収支赤字の根本的な理由は米国の外部にあり、純粋に国内的な政策はこの問題を解決しそうにない。従って、より直接的なアプローチは、貸手としてよりもむしろ借手としてのより自然な役割で国際資本市場に再び登場するように、開発途上国を支援・刺激することである。例えば、開発途上国はマクロ経済の安定・財産権の強化・汚職の削減・資本移動の自由なフローのための障壁の撤廃を継続することによって、投資環境を改善できるだろう。(例えば、銀行の規制と監視を改善すること及び金融の透明性を増すことによって) 金融機関強化のために開発途上国への支援を提供することは財政危機を抑制し、その結果それらの国が資本流入を受け入れる意欲と外国人がそこに投資する意欲の両方を増加させるだろう。金融自由化は国内消費に弾みをつけるために借手の制約を緩和することによって、また最も高い収益用途を見つけることができるように資本流入を手助けする

ことによって特に魅力的な選択である。他の変化は時間の経過の中で自然に生じるだろう。例えば、新興国は準備金の適切さを認識し、より柔軟な為替レートへ移行することによって、外貨準備金を蓄積するペースをスローダウンするだろう。しかしながら、米国経常収支赤字の基本となる要素は徐々に緩和していきそうである。しかも、世界的貯蓄のより高い割合が米国から離れて、開発途上国へ向きを変えることができるような状況を引き起こすように、我々は忍耐強く努力することを除いて選択肢はほとんどないだろう。

参考文献

- Erceg, Christopher, Luca Guerrieri, and Christopher Gust (2005). “Expansionary Fiscal Shocks and the Trade Deficit.” International Finance Discussion Paper 2005-825. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System (January).
- Greenspan, Alan (2005). “Current account.” Speech at Advancing Enterprise 2005 Conference, London, February 4.

訳者解題

本訳は、米国連邦準備制度理事会 (Federal Reserve Board; FRB) 議長のベン・S・バーナンキ (当時理事) が、2005年3月10日に米国バージニア州のバージニア経済協会にて行った講演録である。

はじめに、バーナンキの華麗な経歴を紹介しよう。バーナンキは1953年米国ジョージア州の生まれで、1975年にハーバード大学大学院を首席で卒業後、1979年にマサチューセッツ工科大学にて Ph.D. を取得、その後1979~1985年にスタンフォード大学、1985~2002年にプリンストン大学にて教鞭をとり、2002年からFRB理事、2005年に大統領経済諮問委員会 (Council of Economic Advisers; CEA) 委員長、2006年からFRB議長に就任し、現在に至る。

本翻訳を公表しようと思いついたのは、賛否を別にして、今や中央銀行、研究者間ではバーナンキによって常識となっている「世界的過剰貯蓄 (a global saving glut) という概念が、国際金融、米国の経常収支赤字問題理解の重要な分析視点となっているからである。

そこで本講演録の要点について述べよう。本講演録は、米国経常収支巨額赤字に対するバーナンキの見解が述べられている。バーナンキの視点は一般的な見方と異なっており、米国における経常収支巨額赤字の原因を米国国内の経済事情よりも、グローバルな視点 (a global perspective) から米国国外にその原因を求めている。すなわち1990年代に世界中で生じた一連の金融危機や石油価格高騰といった出来事が、国際資本市場における新興国・開発途上国・産油国の地位を借手から貸手に変貌させ、こうした米国外の事情が世界的過剰貯蓄 (a global saving glut) を生みだし、米国への巨額の資本流入が、米国国内の株価・住宅価格・実質利子率・ドルの交換価値を変化させ消費、投資行動への影響を通じたトランスミッション・メカニズムによって米国経常収支赤字は拡大してきたというものである。

バーナンキの分析よれば、現在の米国における経常収支巨額赤字、資本収支巨額黒字という国際収支構造は、経常収支の赤字が資本収支の黒字をもたらしているのではなく、世界的過剰貯蓄を基底的要因とした資本収支の黒字が経常収支の赤字をもたらしていると理解しなければならない。これは、現代グローバリゼーション下における米国の国際収支分析は、経常収支主導ではなく、資本収支主導へ視座を転換しなければならないことを意味している。

軽々にバーナンキを米国本位と批判しないように。バーナンキは現状を無条件に肯定しているわけではないからである。長期的には世界的過剰貯蓄を生み出している新興国・開発途上国でこそ貯蓄は活用されるべきだと明言しているからである。そのためには新興国・開発途上国の国内政治経済環境が改善されなければならないとも、世界的過剰貯蓄が先進国の過剰な住宅

投資とそれと連動する過剰な消費支出をもたらしていることにも警鐘を鳴らしている。先進国も巨額の対外債務の支払いを履行するためには製造業部門への投資を怠るべきでない。バーナンキの良識躍如である。

我々の見解では、米国経常収支の赤字は、よく聞く意見であるが「米国本位」に必ずしも利用されている、とだけとは必ずしもいえず、新興国・途上国の「輸出主導型経済成長」に市場を提供して、「援助より貿易」を奇しくも実現している。また世界的過剰貯蓄は金融危機、石油価格の高騰といった、一時的理由に基づくものではなく、グローバリゼーション下の世界経済の成長、拡大の結果であり、また原因でもある「構造的」なものではないかということである。世界的過剰貯蓄が牽引するグローバリゼーションの近未来は予測しがたいダイナミックな変化を予想させる。

最後に、重要な理論的インプリケーション。「世界的過剰貯蓄」という概念は、マルクス学派には既視感とでも言うべき「過剰資本」という概念と類似しているかのようである。しかし、似て非なるものである。決定的な差違はその概念の経済学的含意である。マルクス学派では「過剰資本」という概念は資本主義の「停滞」、「恐慌」と言った矛盾の権化、顕在化である。バーナンキにあっては「世界的過剰貯蓄」はまさにグローバリゼーション下の資本主義経済のダイナミズムを牽引するパワーであることである。我々はバーナンキ FRB 議長の卓見に深い感銘を覚える。

最後に、本講演録と関連している研究を紹介したい。本講演録と共に参照を乞う。

参考文献

- 岡本恵也「歴史としてのグローバリゼーション バーナンキ FRB 議長の「教養」と「見識」」『リーガルエコノミクス学科開設記念論文集』熊本学園大学経済学部，2007年3月，pp. 91-103。
- 岡本恵也・松田英明「グローバリゼーション下のドル本位制 米国と開発途上国の相互依存関係」『海外事情研究』熊本学園大学附属海外事情研究所，第34巻，第2号，2007年2月，pp. 15-32。
- 岡本恵也・松田英明「グローバリゼーション下の「ドル本位制」（上・下）「ドル危機論者」は「鳥」になる」『世界経済評論』世界経済研究協会，第51巻，第4・5号，2007年4・5月，pp. 34-40，pp. 33-38。
- 岡本恵也・松田英明「米国と開発途上国の相互依存関係 グローバリゼーション下のドル本位制」『九州経済学会年報』九州経済学会，第45集，2007年掲載予定。
- 早川博之「「ドル危機」説への疑問」『世界経済評論』第49巻，第4号，2005年4月，pp. 20-30。
- 早川博之「GDP統計から見たアメリカの消費・貯蓄・投資動向と「ドル危機」について」『世界経済評論』第49巻，第12号，2005年12月，pp.25-33。
- 早川博之「原油価格で遠のく「ドル危機」」『国際金融』外国為替貿易研究会，1,169号，2006年10月，

pp.48-53。

- 米倉茂「おぼれ沈む「ドル危機」論 ドル体制を批判をしたリュエフ説の破綻を手がかりに」『佐賀大学経済論集』佐賀大学経済学会，第37巻，第1号，2004年5月，pp.1-156。
- 米倉茂「基軸通貨ドルの信認の要因(上・下)「双子の赤字」にドル不安を求める見解の終焉」佐賀大学経済学会，第37巻，第3・4号，2004年9・11月，pp.1-106，pp.1-95。
- 米倉茂「米国の経常収支赤字ファイナンスの「謎」 グリーンスパン・ダラーの響き」『世界経済評論』世界経済研究協会，第50巻，第4号，2006年4月，pp.15-30。
- 米倉茂「ドル危機説の憂鬱」『国際金融』外国為替貿易研究会，1,177号，2007年6月，pp.34-40。
- Abel, A. B. and Bernanke, B. S., MACROECONOMICS, 5th edition, Addison-Wesley, 2005. (伊多波良雄・他ノ訳『エーベルノバーナンキ マクロ経済学 上 マクロ経済理論編 下 マクロ経済政策編(改訂第5版)』シーエーピー出版、2006・2007年。)
- Bernanke, B. S., “The Great Moderation”. At the meetings of the Eastern Economic Association, Washington, DC., 2004.
- Bernanke, B. S., “Global Economic Integration: What’s New and What’s Not?”. At the Federal Reserve Bank of Kansas City’s Thirtieth Annual Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, August 25, 2006.
- Kroszner, R. S., “International Capital Flows and the Emerging-Market Economies”. At the Banco Central de la Republica Argentina (BCRA) Seminar, Central Bank of Argentina, Buenos Aires, Argentina, May 15, 2007.
- Rogoff, K., “Impact of Globalization on Monetary Policy”. Symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City on. “The New Economic Geography: Effects and Policy Implications, ” Jackson Hole, Wyoming., 2005.