

グローバル・インバランス、世界金融危機と『大統領経済報告』

Global Imbalances and the Great Recession from the Perspective of
the Council of Economic Advisers

大 橋 陽

Akira Ohashi

目次

はじめに

1. グローバル・インバランス論
 - 1-1. 「新ブレトンウッズ体制」
 - 1-2. 「世界的貯蓄過剰」
 - 1-3. 「共通要因の産物」
2. 経常収支赤字と『米国経済白書』
 - 2-1. 2000年以前の経常収支赤字と『米国経済白書』
 - 2-2. 経常収支赤字と2006年『米国経済白書』
3. 世界金融危機とブッシュ政権の『米国経済白書』
 - 3-1. サブプライム問題と2008年『米国経済白書』
 - 3-2. 世界金融危機と2009年『米国経済白書』
4. グローバル・インバランスとオバマ政権の『米国経済白書』
 - 4-1. 世界金融危機からの脱出と2010年『米国経済白書』
 - 4-2. リ・バランスと2011年『米国経済白書』

おわりに

参考文献

はじめに

2008年11月4日、西海岸の投票が締め切られた東部時間午後11時、テレビ各局はバラク・オバマ (Barack Hussein Obama, Jr.) の

大統領選勝利を、人々の歓喜と感涙の映像と共に伝えた。シカゴでオバマは、「変革がアメリカに訪れた」と、20万にも上る聴衆を前に勝利宣言を行った。まさにアメリカ史に刻まれる偉業を成し遂げた瞬間であった。

この偉業は、「100年に1度」とか「大恐慌以来」と形容される世界金融危機によってもたらされたことは否定しえない¹⁾。2001年1月3日以降の継続的な利下げは、住宅バブルと資産効果による旺盛な消費をもたらした。だが、04年6月30日以降、インフレを懸念した利上げのために住宅価格の上昇は鈍り、07年初めからサブプライム問題を顕在化させることになった。同年夏のベア・スターンズ (Bear Stearns) 及びBNPパリバ (BNP Paribas) 傘下のヘッジファンドの破綻、08年3月16日のベア・スターンズの破綻は、振り返ってみれば予兆にすぎず、9月15日の「リーマン・ショック」で文字通りの世界金融危機となった。(世界金融危機の展開と政策対応のタイムラインは後掲表2を参照のこと)。

こうした中、9月26日にはテレビ討論会が予定されていた。共和党のジョン・マケイン (John Sidney McCain III) 候補は討論会

の中止を言い出し、国民に不安を与え、討論会でも牙えを見せなかった。「ペイリン旋風」で一時は支持率で逆転されていたオバマは、3度のテレビ討論会で優位に立ち、勝利をものにした。

さて、オバマ政権誕生の一因ともなった世界金融危機であるが、その原因には多くのものが挙げられている。大別して言えば、一方に、低所得者に対する収奪的なローン慣行、ローン申請者の情報不足、証券化商品の不透明性など、金融規制に欠陥があったとの考え方があり、他方にはまた、世界中からアメリカへ奔流のごとく押し寄せたマネーに問題があったとの考え方があり、すなわち、グローバル・インバランス（Global Imbalances）が問題だとする考え方である。グローバル・インバランスは、アメリカの国内的要因によるものなのか、それとも、他の諸国に内在する要因によるものなのかについては論争がある。だが、グローバル・インバランスと世界金融危機の因果関係には多くの関心が注がれている。

ここで、グローバル・インバランスとは、「2000年代に顕在化したアメリカの経常収支赤字の拡大と、日本、中国などのアジア新興市場国及び中近東における経常収支黒字の拡大」のことを言う。グローバル・インバランスについては多くの研究が積み重ねられており、白井（2009）、松林（2010）、藤田・岩壺編（2010）など、理論的、実証的に優れた邦語文献もすでに公刊されている。本論文では、内外の業績を参照しつつも、グローバル・インバランスそのものについて理論的あるいは実証的に論じるのではなく、アメリカの対外経済政策の観点からグローバル・インバランスを扱うことにしよう。すなわち、2000年代半ば以降、アメリカの政策立案者がグローバル・インバランスをどのように捉え、どのよ

うに対処しようとしてきたかを『大統領経済諮問委員会報告』（*Economic Report of the President*、以下、『米国経済白書』）により跡づけることを目的とする。

本論文の結論は主として次の3点である。第1に、Bernanke（2005）の「世界的貯蓄過剰」（global saving glut）を下敷きにした2006年版『米国経済白書』が、ブッシュ政権期においてグローバル・インバランスと世界金融危機の把握と政策対応を規定したことである。第2に、輸出重視の成長戦略は、第2期ブッシュ政権期に遡ることができるが、リ・バランスに向けた成長モデル転換はオバマ政権を待たねばならなかったことである。第3に、オバマ政権は、グローバル・インバランスを世界金融危機の一因とみなし、そのリ・バランスの一環として「国家輸出戦略」（National Export Initiative）を打ち出していることである。

以下、構成は次の通りである。第1章では、本論文の目的にとって必要な限りにおいてグローバル・インバランスをめぐる研究史を概観する。第2章では、2000年までの『米国経済白書』における経常収支赤字の捉え方を振り返ったうえで、06年版に見られる「世界的貯蓄過剰」論と政策対応を明らかにする。第3章では、ブッシュ政権期の世界金融危機の把握と政策対応、第4章では、オバマ政権のそれを追求し、最後に、アメリカの対外経済政策とグローバル・インバランスの関連について論じよう。

1. グローバル・インバランス論

グローバル・インバランスという言葉がいつ概念化し経済分析の対象となったのか正確なことは分からない。しかし、1980年代半ば以降、アメリカが債権国から債務国へ転換し巨額の経常収支赤字を計上し続けるなか、ドル

の暴落可能性をめぐって、また、経常収支赤字の維持可能性をめぐって論争が続いてきた。90年代に入ると、先進国全体としてみると経常収支は黒字基調となり、新興市場国・途上国では経常収支赤字が常態化した。ところが、97年のアジア通貨危機に発する一連の通貨・金融危機を境に、98年以降、先進国の経常収支は赤字に転じ、逆に新興市場国・途上国では黒字に転じ、00年代には時間の経過とともに対外不均衡の幅が拡大していった(図1)。

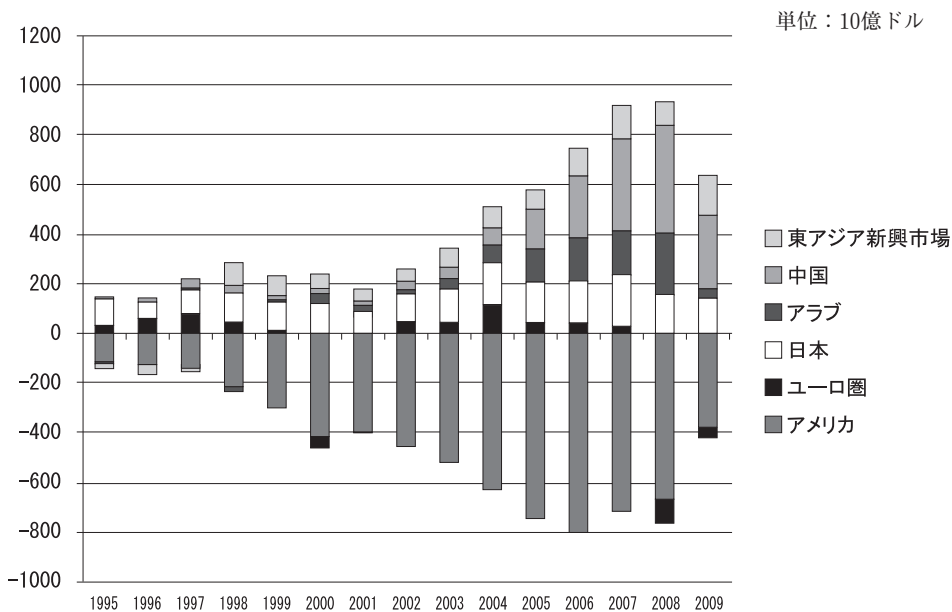
この00年代における不均衡の拡大はグローバル・インバランスと呼ばれるようになり、特異な様相は数多くの注目を集めた²⁾。ここでは研究史を網羅することではなく、アメリカの対外経済政策を論じる予備的考察として3つの説、「新ブレトンウッズ体制」、「世界的貯蓄過剰」、「共通要因の産物」を取り上げることしよう。ただし、「世界的貯蓄過剰」については2-2.においても論じるのでここではごく簡単に触れるにとどめる。

1-1. 「新ブレトンウッズ体制」

Dooley, Folkerts-Landau and Garber (2003) は、ブレトンウッズ体制とのアナロジーでグローバル・インバランスをとらえ、それを「新ブレトンウッズ体制」(Bretton Woods II) と呼んだ³⁾。

彼らの「新ブレトンウッズ体制」論によると、現代の国際金融システムはかつてのブレトンウッズ体制の時代と同様、Core-Periphery modelで記述されるような中心国(core) = アメリカ、周辺地域(periphery) = アジア新興市場諸国の相互依存関係で形成されているという。すなわち、中心国は自国通貨を外貨準備として発行できる「法外な特権」(Exorbitant Privilege) を行使し、経常収支赤字を計上し続け、諸外国に準備通貨を供与し、世界の輸出市場としての役割を果たしている。他方、周辺地域は自国通貨をドルにペッグして過小評価する輸出主導型成長戦略を採っており、両者は相補的な関係である。

図1 主要国・地域の経常収支：1995～2009年



(出所) International Monetary Fund, Balance of Payments Statistics Yearbook and data files.より作成

輸出主導型の経済成長戦略をとり続ける限り、それらの国は自国通貨の増価を望まないで、ドルが急速かつ突然減価する理由はない。アジアの新興市場諸国は外貨準備をドル建て資産の形で積み増しているため、ドルの減価は資産の目減りを意味するからである。したがって、中心国であるアメリカは通貨発行権を活かして経常収支赤字を計上し続けることができる。このインフォーマルであるが安定的な国際金融システムは「新ブレトンウッズ体制」と呼ぶに相応しいという。

この「新ブレトンウッズ体制」はブレトンウッズ体制と同様に永続的ではない。しかし、一定期間は安定的であるといえる。というのは、アジアの新興市場国は当分の間は輸出主導型の経済成長戦略を転換することはないからである。たとえば中国では農村部に2億人の失業者を抱えており、これらの失業者が世界水準の賃金の仕事を得るには10～20年かかるからである。

世界金融危機は「新ブレトンウッズ体制」の脆弱性、不安定性を露わにしたように見えるが、前述のように世界金融危機後においても彼らは見解を変えていない（Dooley, Folkerts-Landau and Garber 2009）。また、グローバル・インバランスは世界金融危機を直接的にも間接的にも引き起こしたとはいえないと主張し、金融規制の失敗を危機の原因とした。白井（2009）は、とくに中国などのアジア新興市場諸国について詳細に検討したうえで次のように結論づけた。

「米国の経常収支の赤字と中国などアジア諸国の経常収支の黒字が縮小している半面、ブレトンウッズ-II体制で特徴づけられる構造（アジア諸国の対ドル安定化政策と外貨準備の蓄積、アジアの輸出志向の経済成長戦略、米国政府のアジアを中心とする対外依存の拡

大）を維持しつづけながら、いつそれがハードランディング・シナリオへと転換するのかわからない不安定さが高まった状態が続いていく可能性が高い。」（白井 2009, p.43.）⁴¹

ところで、国際金融論の権威であるバリー・アイケングリーン（Barry Eichengreen）は、「新ブレトンウッズ体制論」を歴史的パースペクティブから批判した（Eichengreen 2007）。2000年代とブレトンウッズ体制の60年代の世界経済の構造の違いを踏まえ、「新ブレトンウッズ体制」というほど安定的な国際通貨・金融システムが成立していないと主張した。その論拠は次の4点に集約されるように思われる。

第1に、周辺地域の異質性である。ブレトンウッズ体制期には、周辺地域はヨーロッパ諸国と日本であり、冷戦期も相俟って比較的同質的であったのに対し、2000年代に結束の固い一群を想定するのは困難である。そのため、体制維持のための協調行動が期待できないという。ブレトンウッズ体制期の同質的な周辺地域さえも、体制の維持に協調行動がもっとも必要とされるまさにそのときに各国が国益を優先した経験がある。アイケングリーンはその歴史的事例として60年代の金プール協定を分析した。

第2に、ブレトンウッズ体制期にはドルに替わる準備通貨がなかったのに対し、現在はユーロが代替的な選択肢として浮上する可能性が高い。

第3に、アメリカが準備通貨の価値を維持するというコミットメントの強さに違いがある。ブレトンウッズ体制下では、ドルと金を固定レートで交換するという義務を負っていたが、現在ではアメリカの債務維持のコミットメントは相対的に弱い。

第4に、金融規制の自由化である。対外的

には資本規制の撤廃により各国の為替レート維持が困難になり、中央銀行の不胎化はより困難になっている。為替レートを低位に維持し高貯蓄率を維持したとしても、国内金融市場の自由化によって、輸出部門へ資金が回る保証はなくなり、不動産投資ブームを促進してしまう金融リスクを内包している。

2010年に出版された日本語版への序文において、アイケングリーンは次のように述べている。

「2000年代前半のグローバル・インバランスト、2000年代後半の金融危機、ドル下落、米国の経常収支赤字の縮小は密接に関係があることになる。新ブレトンウッズ体制なるものは、安定的な金融システムどころか、実際にはシステム崩壊のリスクを増大させるものだったのである。」(アイケングリーン 2010, p. iii.)

1-2. 「世界的貯蓄過剰」

「世界的貯蓄過剰」は、文字通り「世界的なカネ余り」とも言うべき捉え方で、ベン・バーナンキ (Ben S. Bernanke) によって主張されたものである。連邦準備制度は、ITバブルの崩壊、企業会計不正など、景気の下振れリスクを懸念し、2001年1月3日に0.25%利下げして6.00%としたのを皮切りに、03年6月25日の1.00%まで史上最速の大幅な利下げを行い、04年6月30日に1.25%に利上げするまで継続した⁵⁾。その後もエネルギー価格の上昇を懸念して利上げを継続したが、長期金利は上昇しなかった。当時の連邦準備制度理事会議長グリーンズパン (Allan Greenspan) は、05年の議会証言でこの事態を「謎」(conundrum) と呼んだ⁶⁾。当時、連邦準備制度理事会の理事であったバーナンキは、「世界的貯蓄過剰」を唱えることでグ

リーンズパンを援護する結果となった。

Bernanke (2005) は、「最近のアメリカの経常収支赤字の悪化は主としてアメリカ国内の経済政策やその他の経済事象を反映するという共通見解」を批判し、次のようにこの講演の目的を定めた。

「過去10年間、多様な諸要因の結合が貯蓄の世界的供給——世界的貯蓄過剰——の顕著な増加を創出し、それは、今日、アメリカの経常収支赤字を増大させるとともに、世界の長期金利水準を比較的低位にしていると論じるつもりである。」(Bernanke 2005)

最初に、主として輸出と輸入から成る貿易フローの観点の分析と、貯蓄と投資の観点からの分析の関係を原理的に説明した上で、1996年から04年までの期間を、①96～00年初め、②00年初め～04年に分けて考察している。①においては、国際金融市場を均衡させたのは株価であったという。すなわち、アジア通貨・金融危機を起点として、アジア新興市場諸国はその教訓から経常収支赤字から黒字へ転換し、中東諸国は資源価格上昇から経常収支黒字を計上するようになり、アメリカをはじめとする先進諸国に資本が流入し株価上昇を支えたという。株価上昇の基底には生産性の上昇があったという。それに対して②においては、世界的低金利に支えられたアメリカなどの住宅価格上昇が国際金融市場を均衡させることになった。いずれにしても、アジアの新興市場国と資源国の貯蓄過剰が世界的な金利低下傾向をもたらし、それらの資金が大量に米国に流入したと論じたのである。「世界的貯蓄過剰」については2-2.で再び立ち戻るが、経常収支不均衡の原因をアメリカの国内的要因ではなく(とりわけ「双子の赤字」(twin deficit)を否定して)、対外的要因に

求めたという特徴を強調しておく。

1-3. 「共通要因の産物」

モーリス・オブズフェルド（Maurice Obstfeld）とケネス・ロゴフ（Kenneth Rogoff）は、アメリカの経常収支赤字は維持不能であり、経常収支赤字の調整プロセスには実質為替レートの調整が伴うと主張してきた。2001年の論文では、アメリカの対GDP比4.4%の経常収支赤字は中期的には維持できず、その漸進的な調整局面には、為替のオーバーシュートがないとしても、12～14%のドルの減価を要すると推計した。世界金融危機の直前、アメリカは世界GDPの22%を占めていたが、経常収支赤字の調整局面は、控えめに見積もって貿易加重ドルの20～25%の減価、急激な反転が生じた場合には40～50%の減価をもたらさうと論じた（Obstfeld and Rogoff 2007）。

Obstfeld and Rogoff（2009）は、危機以前の論文で予測したようにはドルの減価が生じなかったことを認めつつ、グローバル・インバランスと世界金融危機は「共通要因の産物」（Products of Common Causes）だと論じた。そして、①1990年代半ば～03年、②04年～07年の2期間に分けて分析を行った。①は、Bernanke（2005）の考察期間全体とほぼ一致する。そしてBernanke（2005）のストーリーは有益であるとして大部分は受け入れる。しかし、いくつかの点において不完全であるという。つまり、00年以降の世界的な実質金利低下の主因が世界貯蓄の増加（世界貯蓄関数の外側へのシフト）であったという主張をデータは裏づけていないという。したがって、バーナンキがいう「世界的貯蓄過剰」は①の期間ではなく、②の期間に顕在化したというのがObstfeld and Rogoff（2009）の主張である。②の時期においては、

(a)中国の経常収支黒字の拡大と為替政策、
(b)世界的な商品価格の高騰、(c)証券化商品需要を高めた金融革新の加速が特徴的であった。

Obstfeld and Rogoff（2009）は、グローバル・インバランスが世界金融危機を引き起こしたとはいえませんが、両者は同じ諸原因をもつという。これを「共通要因の産物」として論文のサブタイトルにした。すなわち、いくつかの国の経済政策と、アメリカ及びグローバル金融市場を通じてこれらの経済政策の波及に影響を及ぼした歪みである。アメリカの国内的要因でいえば、連邦準備制度の金融緩和、低位の実質金利、信用市場の歪み、金融革新が挙げられる。国外の要因としては、中国など新興市場諸国が採った為替政策等の経済政策がある。これらによりアメリカには住宅市場バブルが出現した。バブルが破裂したとき、グローバル・インバランスもまた維持不能となったという。

以上、グローバル・インバランス論について、3つの見解を概観してきた。これらには、グローバル・インバランスの発生源をアメリカに求めるか海外に求めるか、それが維持可能か否か、グローバル・インバランスが世界金融危機を引き起こしたかどうか、などについて見解の相違があった。もちろん執筆時期は違うのでこうした問題をすべてが扱ったわけではない。次章では、これらアカデミズムの次元のグローバル・インバランス論を踏まえたうえで、『米国経済白書』に基づき、経済政策の次元でアメリカの経常収支赤字とグローバル・インバランスがどのようにとらえられてきたのかを追求していこう。

2. 経常収支赤字と『米国経済白書』

グローバル・インバランスという言葉が

『米国経済白書』で初めて使われたのは2010年版のことである。オバマ政権最初の『米国経済白書』であった。2011年版にも引き続きその言葉は使われている。しかし、アメリカの経常収支赤字問題はレーガン政権期まで遡る。興味深いことに、アメリカの経常収支赤字問題は、時期によって、政権によって、さらには執筆者によって異なる見方をされてきた。本章ではそれを振り返ったあと、グローバル・インバランス論との関連について論じよう。

2-1. 2000年以前の経常収支赤字と『米国経済白書』

レーガン政権期に財政赤字と経常収支赤字のいわゆる「双子の赤字」問題が生じてから、アメリカは絶えず経常収支赤字を抱えてきた。その間、経常収支赤字の維持可能性が経済学者の間で大きな争点であった。先に言及したObstfeld and Rogoff (2007) も、その問題を扱ったものの1つであることは言うまでもない。

だが、経済政策の次元では異なる見方をされてきたと言ってよい。1980年代後半から90年代初頭にかけて、アメリカの経常収支赤字問題は、二国間貿易赤字問題とほぼ同義であった。日米貿易摩擦が過熱していった時期である。クリントン政権初期までは、経常収支赤字（貿易赤字）の原因を、市場の開放性や閉鎖性の問題、不公正な貿易に求めてきた。クリントン政権発足時に、戦略的通商政策（新貿易理論）の旗手であったローラ・タイソン（Laura D'Andrea Tyson）が経済諮問委員会（CEA; Council of Economic Advisers）委員長となったのも必然であった。しかし、日米貿易摩擦がピークを迎える頃、タイソンは国家経済会議（National Economic Council）議長に転出し、『米国経済白書』に

おける経常収支赤字の捉え方に変化が見えるようになった。

1996年版は、ジョセフ・スティグリッツ（Joseph E. Stiglitz）がCEA委員長のときのものである。それは、経常収支を貯蓄・投資バランス（ISバランス）に即して説明した。すなわち、貿易自由化にかかわる市場開放問題と、マクロ経済にかかわる経常収支問題を切り離したのである。97年にジャネット・イエレン（Janet L. Yellen）委員長によって提出された『米国経済白書』では、経常収支赤字とコインの表裏の関係にある資本収支黒字を強調するに至った。すなわち、資本収支黒字の拡大は、アメリカが魅力的な投資機会をもつためであると論じたのである。これは、旺盛な民間投資需要を支える限り経常収支赤字は問題ないとする「ローソン・ドクトリン」と一致している（大橋 2005）。

第43代ジョージ・W・ブッシュ政権期に入ると、財政赤字と経常収支赤字の関連性に疑問が投げかけられるようになった。

ここで、グレゴリー・マンキュー（Nicholas Gregory Mankiw）によって執筆された2004年版を参照しよう。2004年版では、第12章「国際貿易と国際協調」、第13章「国際資本移動」、第14章「貿易と資本移動の結びつき」、この3つの章で国際経済が扱われている。第13章では、自由な資本移動、自律的な金融政策、固定為替相場は同時に成立しないという「不可能な三位一体（Impossible Trinity）」に基づき、国際資本移動の利益を実現するには、自由な資本移動と自律的な金融政策の組み合わせを選択し、通貨危機のリスクが高い固定為替相場制を放棄するのが望ましいと論じた。また、第14章では、経常収支と資本収支はコインの表裏の関係であり、アメリカの経常収支赤字＝資本収支黒字は、アメリカの貯蓄・投資バランスと魅力的な投資機会を表

すとした。

この時点において、アメリカの経常収支赤字は対GDP比約5%という歴史的な高水準に達していたため、経常収支赤字の調整が起こると予測された。だが、いつ、どのように、どのくらいの規模で起こるかは不明だとした。アメリカの経常収支赤字縮小は、貯蓄を増やすことによっても、投資を減らすことによっても達成できるが、前者の経路が望ましいと述べたにすぎなかった。

しかしながら、マンキューは、貯蓄を増やす重要な要因である財政赤字削減について、次のように論じている。

「それ（海外からの借入が経常収支赤字と資本収支黒字として反映されること——筆者）は、近年の米国の財政赤字拡大が経常収支赤字拡大と関連していることを示すかもしれないが、政府赤字と貿易赤字が関連するという歴史的証拠はさまざまに何ともいえない。多くの学術研究が示すところによると、その他の国内的あるいは国際的要因が、政府赤字よりも重要な影響を経常収支に与えているという。近年の米国の経験はこれを支持するものである。1990年代に、連邦財政黒字は増えつつあったが、経常収支赤字の大幅な拡大が生じた。97年から00年までに、経常収支赤字はおよそ3%ポイント拡大した。同じ時期に、財政収支は、わずかな赤字から対GDP比2.5%の黒字となった。00年以降、米国の財政は対GDP比で数%ポイント赤字となったが、経常収支赤字は対GDP比でわずか1%あまりしか拡大していない。これらの数字が示すのは、経常収支と連邦財政は密接な動きを示さないこと、そして財政赤字は、90年代以降における経常収支赤字拡大のいくつかの推進力の1つにすぎないということである。」（『米国経済白書』2004, pp.222-223.）

このような見解の下、ブッシュ政権期には「双子の赤字」問題を葬り去り、経常収支赤字問題は『米国経済白書』の中からほとんど消え去ってしまった。しかし、2期8年のブッシュ政権の中で、2006年版の『米国経済白書』だけは他の年と異なっていた。グローバル・インバランスという言葉は使われていないが、対外不均衡（external imbalances）が正面から論じられたのである。06年版は実質的にバーナンキによって執筆されたものであるが、これについては節を変えて詳しく見ていこう。

2-2. 経常収支赤字と2006年『米国経済白書』

バーナンキは、大恐慌研究やインフレ・ターゲット論などで著名なマクロ経済学者である。彼は、純粋にアカデミックな世界で活躍してきた学者であったが、2002年、連邦準備制度理事会理事に就任した。そして、05年には第23代のCEA委員長に就任した。CEA委員長としてバーナンキは特別な功績を残したわけではない。それは、グリーンズパンの後継者として、06年2月1日に第14代連邦準備制度理事会議長に就任する準備をするための期間であったとも言われている。『米国経済白書』を議会に提出する際にはすでに委員長を辞しており、06年版は委員長不在のまま提出されたおそらく唯一のものである（表1）。

とはいえ、バーナンキの見解は2006年版『米国経済白書』の中に明白に表れている。国際経済に関しては、第6章「米国の資本収支黒字」、第7章「国際貿易の歴史と将来」の2章にわたって論じられている。前者が国際金融、後者が国際貿易を扱うという分かりやすい分割の仕方である。それまでの『米国経済白書』では、通例、国際経済に関する章は1番最後に置かれていた。もう少し詳しく見てみると、第7章では国際貿易が総論として論じられ、以下の諸章は、もちろん貿易に

表1 『米国経済白書』の目次と大統領経済諮問委員会の構成：2006～2011年

年	『米国経済白書』の目次	経済諮問委員会の構成
2006年	概観 第1章 2005年の回顧と将来の見通し 第2章 米国労働力のための技能 第3章 退職後に備えての貯蓄 第4章 ヘルスケア支出におけるインセンティブの強化 第5章 国際的に見た米国税制 第6章 米国の資本収支黒字 第7章 国際貿易の歴史と将来 第8章 米国農業セクター 第9章 米国の金融サービスセクター 第10章 経済における知的財産の役割 第11章 近年のエネルギー開発	◎Ben S. Bernanke ○Matthew J. Slaughter Katherine Baicker
2007年	概観 第1章 2006年の回顧と将来の見通し 第2章 生産性の成長 第3章 成長促進的な租税政策 第4章 高齢者医療保険が直面する財政問題 第5章 大災害のリスク保険 第6章 運輸セクター：エネルギーとインフラ利用 第7章 通貨市場と為替レート 第8章 国際貿易と国際投資 第9章 移民	◎Edward P. Lazear ○Matthew J. Slaughter Katherine Baicker
2008年	概観 第1章 2007年の回顧と将来の見通し 第2章 信用市場と住宅市場 第3章 輸出成長の原因と結果 第4章 健康とヘルスケアの重要性 第5章 租税政策 第6章 わが国のインフラストラクチャー 第7章 代替エネルギーによる解決の追求 第8章 経済統計の改善	◎Edward P. Lazear
2009年	概観 第1章 2008年の回顧と将来の見通し 第2章 住宅市場と金融市場 第3章 エネルギーと環境 第4章 開かれた貿易と投資政策の利益 第5章 租税政策 第6章 資格給付支出の長期的課題 第7章 ヘルスケアにおける民間と公的役割のバランス 第8章 教育と労働 第9章 経済規制	◎Edward P. Lazear Donald B. Marron
2010年	第1章 救済・均衡回復・再建のために 第2章 大リセッションからの経済救済 第3章 世界経済における危機と回復 第4章 貯蓄と投資 第5章 長期の財政課題への取り組み 第6章 より安全な金融システムの構築 第7章 ヘルスケア改革 第8章 米国労働力の強化 第9章 エネルギー・セクターの転換と気候変動への取り組み 第10章 イノベーションと貿易による生産性成長の促進	◎Christina D. Romer Austan Goolsbee ○Cecilia Elena Rouse
2011年	第1章 危機から回復・成長へ 第2章 2010年の回顧と将来の見通し 第3章 成長の基盤 第4章 世界経済 第5章 ヘルスケア改革 第6章 クリーンエネルギー未来への移行 第7章 米国中小企業への支援	◎Austan Goolsbee ○Cecilia Elena Rouse

(出所) 『米国経済白書』各年版

(注) 経済諮問委員会の構成について、◎は委員長を示し、○は国際経済担当を示す
Ben S. Bernankeは『米国経済白書』提出前に辞任した。

ついでに論じているわけではないが、第8章「米国農業セクター」、第9章「米国の金融サービスセクター」、第10章「経済における知的財産の役割」、第11章「近年のエネルギー開発」と、国際競争力の強いセクターについて各論として論じられているとも読める。そのような構成に大きな特徴がある。

だが、構成にも増してバーナンキの影響が強く表れているのは第6章である。1-2.で見たBernanke (2005) がベースになっている。2006年版『米国経済白書』は、住宅価格の持続的上昇、連邦政府予算赤字、経常収支赤字の拡大等の脆弱性はあるものの、好調な経済を背景にリスクは限定的で対応できるものと考えていた。ケネス・ロゴフは国際経済に関する章の論評のなかで非常に高い評価を与えながらも次のように指摘している。

「事実、『米国経済白書』は、6,000億ドル超のアメリカの貿易赤字に自信をもって『資本収支黒字』という新しい名称を与えるほど、リスクを一貫して軽視している。」(Rogoff

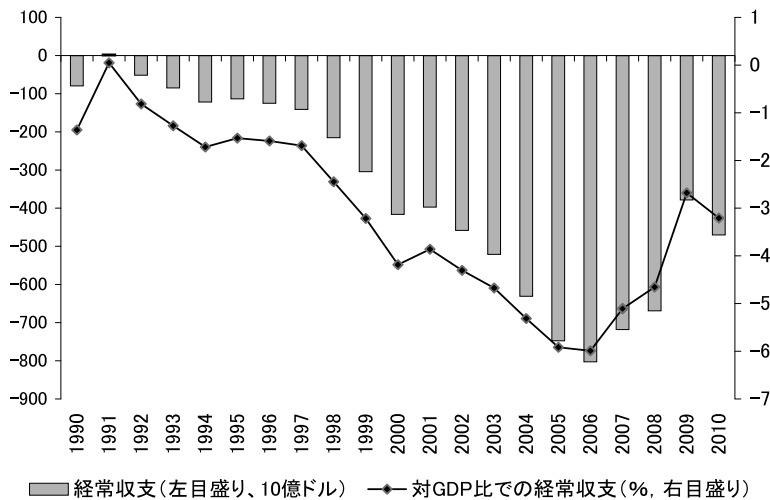
2006, p.690.)

図2は、アメリカの経常収支赤字を示している。経常収支赤字拡大とともに、純資本流入は増加していき、2004年に約6,880億ドルとなった。対GDP比での純資本流入は、95年にはわずか1.5%であったが、00年に4.2%、04年には5.7%となったのである。それを受けてこの章は、序論と結論を除いて、「グローバルな資本移動——原理——」、「グローバルな資本移動——最近のパターン——」、「グローバル資本輸出国」、「米国と純資本流入」、「米国の資本移動の維持可能性」の5節で構成されている。以下、各節のポイントを示そう。

グローバルな資本移動——原理——：

グローバルな資本移動は、貯蓄と投資機会のバランスの反映であり、純資本輸出国は、資本収支赤字と経常収支黒字を計上し、国内投資機会を上回る国内貯蓄をもち、過剰貯蓄を対外資産の獲得を通じて他国に輸出する。他方、純資本輸入国は、資本収支黒字と経常収支赤字を計上し、国内投資機会が国内貯蓄

図2 アメリカの経常収支赤字：1990～2010年



(出所) Department of Commerce (Bureau of Economic Analysis) より作成

の供給を上回る。これらの国は外国人投資家へ資産を売却することを通じて他国から貯蓄を輸入する。グローバルな資本移動は、純資本輸出国と純資本輸入国の相互作用の結果であり、貯蓄率や投資率の変化によって変動する。

グローバルな資本移動——最近のパターン——：

図3は、2004年の上位5カ国の純資本輸入国と純資本輸出国を示す。本節では95～04年の10年間におけるグローバルな貯蓄・投資パターンの変化を明らかにしている。

- ① 純資本輸出国の集中度の低下：日本及び上位5カ国のシェアは、95年には39%と70%、04年には20%と52%であった
- ② 純資本輸入国の集中度の上昇：アメリカ及び上位5カ国のシェアは、95年には33%と57%、04年には70%と86%であった
- ③ 一部の経済大国の純資本移動ポジションの変化：ドイツやサウジアラビアは純資本輸入国から純資本輸出国に転換した
- ④ 資本移動の地域構成の変化：アジア新興

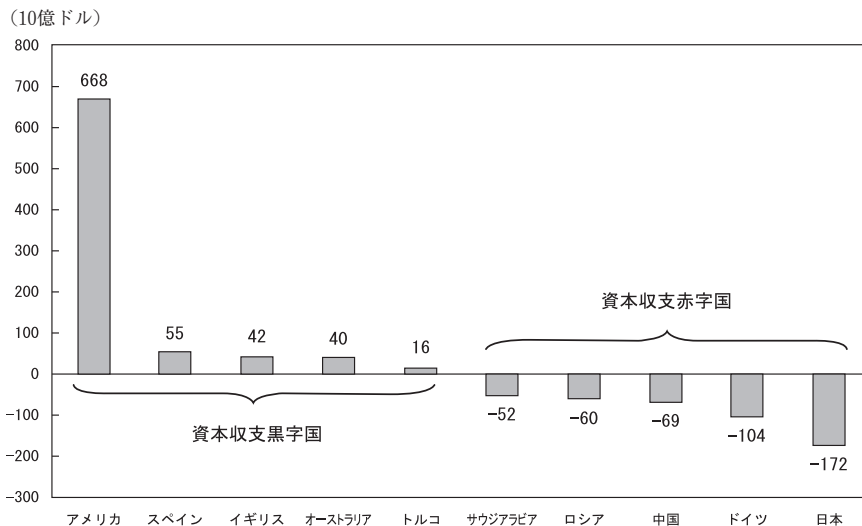
市場諸国は95年に420億ドルの純資本流入、04年には930億ドルの純資本流出、中国は95年の20億ドルから04年には690億ドルの純流出、中東諸国は95年の10億ドルの純流入から04年には1,030億ドルの純流出となった

- ⑤ 途上国・新興市場諸国からの純資本流出：95年には840億ドルの純資本流入であったが、04年には3,670億ドルの純資本流出となった。それは主に中央銀行によって行われる外貨準備資産の購入のためである
- ⑥ 世界全体の外貨準備水準の上昇：95年の1兆5,000億ドルから04年には3兆9,000億ドルへ増加した

グローバル資本輸出国：

図3の純資本輸出上位5カ国のうち日本、ドイツ、中国、ロシアは、対外資産の純取得を通じて4,000億ドル以上の国内貯蓄を海外に輸出した。それは純流出額の46%に相当した。国内貯蓄が国内投資を上回った理由は異なっている。日本はデフレーションと長期低

図3 上位5カ国の純資本輸入国及び純資本輸出国；2004年



(出所) Council of Economic Advisers 2007, p.57.

迷により投資率が低下したために、ドイツは労働市場をはじめとする経済の構造的硬直性のために投資率が低下した。中国は、人民元相場を維持するために行った介入の結果、中央銀行に外貨準備が蓄積された。貯蓄・投資バランスからみると、対GDP比46%の国内投資率を上回る対GDP比52%の国内貯蓄率を有している。ロシアは輸出の40%以上を占める石油と天然ガスの価格が上昇して、対GDP比5%の財政黒字により貯蓄率が上昇したために純資本輸出国となった。オイルダラーの大きな伸びは中東諸国をはじめ他の産油国でも見られた。

米国と純資本流入：

アメリカが純資本輸入国である原因は、その経済の強さと弱さの反映である。弱さとしては、低位かつ低下していく貯蓄である。国内投資率は対GDP比20%であるのに対して国内貯蓄率は13%である。国内貯蓄低下を3つの部分に分けると、1995年から04年までに、個人貯蓄は対GDP比3.4%から1.3%への低下、企業貯蓄は18%から19%へと安定的な推移、公的貯蓄は2.4%相当の黒字から3.6%相当の赤字への転換を示した。他方、強さとしては、高い生産性成長率、良好な経営環境とグローバルな競争力、大規模で効率的な金融市場、ドルの世界的な役割を挙げている。ドルの世界的な役割に関して、世界の準備保有に占めるドルの割合を見てみると、95年に59%、99年に71%、04年に66%とだいたい安定していたとしてユーロの成長は見られないとした。

米国の資本移動の維持可能性：

アメリカの対外純資産・債務残高（ストックの計測値）を見てみると、近年の経常収支赤字のために対外債務水準は1995年の対GDP比-4%から04年の-22%に拡大した。

フローの計測値である純外国所得を見てみると、04年にアメリカは2兆5,000億ドル相当の対外純債務残高を抱えていたにもかかわらず、300億ドルの外国所得を受け取った。日本は1兆8,000億ドル相当の対外純資産残高をもつにもかかわらず、860億ドルを受け取ったにすぎない。フローの計測値を見る限り、アメリカの対外純債務残高は重荷とはいえない。対GDP比6%以上という純資本流入は歴史的水準よりも異常に高いのでいずれ減少していくだろうが、問題はその速度と規模であり、結論で言及される政策調整が軟着陸の可能性を高めるであろう。

以上のような考察の結果、次のような結論に至る。

「グローバルな金融システムの相互依存性は、いかなる国も単独の政策措置によって対外不均衡を是正できないことを意味する。対外不均衡を是正するには、いくつかの国における措置が必要なのである。」（『米国経済白書』2006, p.136.）

そして具体的には、①アメリカの国内貯蓄率の上昇、②中国と他のアジア諸国の内需拡大政策による過剰貯蓄の削減、③日本、ドイツなどの先進国における構造改革を通じた内需拡大による経済成長、④産油国の国内投資水準の上昇、この4つの処方箋が説かれている。

さて、ここで1.で検討したグローバル・インバランス論との関係を若干整理しておこう。「世界的貯蓄余剰」との関係でいえば、Bernanke（2005）の内容がほとんど繰り返されていると言ってよい。大きな相違は、対外不均衡を、「経常収支赤字」ではなくタイトル通り「資本収支」の側面から論じている

ことである。「新ブレトンウッズ体制」論とは、各国の相互依存関係を重視する点で共通するが、アメリカの国内的要因よりもむしろ対外的要因に力点を置いているという相違がある。さらに、「新ブレトンウッズ体制」論は、グローバル・インバランスの維持可能性を想定しているのに対して、2006年版はその調整が不可避であるとし、ソフトランディングのための是正策が結論で言及されている。とはいえ、「米国の資本流入はいつまでも継続できる」というきわめて楽観的な見通しも同時に語られている（『米国経済白書』2006, p.135.）。

Obstfeld and Rogoff (2009) は、1-3. で見たように、Bernanke (2005) を補完したものと言えるので、2006年版との関係も同様といえよう。しかしながら、Obstfeld and Rogoff (2007) など一連の研究結果、すなわち、経常収支赤字の調整には為替レートの調整が伴うことは論じられていない。Rogoff (2006), Feldstein (2006) は好意的なトーンの中にも為替レート調整の議論が欠落していることを指摘している⁷⁾。

最後になったが「双子の赤字」についても言及しておく必要があるであろう。2006年版は、Bernanke (2005) と同様に、アメリカの財政赤字と経常収支赤字の「双子の赤字」がもはや成立しないという（『米国経済白書』2006, p.133. BOX 6-3 「財政赤字と貿易赤字の関連性」を参照せよ）。確かに、日本やドイツのように巨額の財政赤字を抱えながらも経常収支黒字を計上している国もある。さらに、連邦準備制度理事会スタッフによる実証研究 (Erceg, Guerrieri and Gust 2004) に依拠し、財政赤字が貿易赤字に与える影響はかなり小さいという。それによると、財政赤字が1ドル変化しても貿易赤字は20セント変化するにすぎず、1,000億ドル財政赤字を

削減しても、貿易赤字はわずかに200億ドルしか減少しないという。

3. 世界金融危機とブッシュ政権の『米国経済白書』

景気拡大期の只中にあった第2期ブッシュ政権は、『米国経済白書』で自由市場を信奉する基本理念とアジェンダを堂々と提示していた。2-2. で取り上げた2006年版もその1つであり、「経常収支赤字」を「資本収支黒字」と読み替えて分析して見せたのはその最たる例といえよう。もちろん、経常収支赤字の維持可能性という論争点について、いくつかのリスク要因を指摘はしていたが、為替レートの調整等について立ち入って分析することもなかった。

2007年版にはブッシュ政権の自信が漲っていた。06年に実質GDPは3.4%で成長し、失業率は4.6%に低下し、有給雇用は月平均18万7,000人のペースで増加し、エネルギー価格も急上昇のあと低下した。

かかる好調な経済を背景に、珍しいタイトルの第2章「生産性の成長」で、アメリカ経済の強さを分析した。それによると、近年の生産性成長はクリントン政権期の「ニューエコノミー」の時期を上回るという。労働生産性は、90～95年の1.5%、95～00年の2.7%に対して、00～05年には3.4%で成長した。労働生産性の伸びは、技能上昇、資本深化、効率性の上昇の3要因に分解できるが、近年の特徴は、効率性の上昇が大きいところにある。3.4%のうち、技能上昇は0.4%、資本深化は1.1%であったのに対して、効率性の上昇は1.9%であった。国際的に見たとき、生産性成長が著しいのはアメリカに限られる。それは柔軟な市場と企業家精神が発揮できる競争的環境のためであるとした。これは、02年版以来続く、サプライサイド重視の分析の現わ

れかもしれない⁸⁾。

しかし、2007年版が公表されたのち、2月には早くも株式市場が大きく値を下げ、グローバル金融市場は不安を示しはじめた。サブプライム問題が始まろうとしていたのである。

3-1. サブプライム問題と2008年『米国経済白書』

通例、政権を締めくくる『米国経済白書』は、8年間もしくは4年間の経済実績を誇り、それを導いた経済政策を自画自賛するものである。ビル・クリントン（William Jefferson Clinton）は、退任時の2001年版で「ニューエコノミー」と称されたアメリカ経済の強さを喧伝した⁹⁾。しかし、ブッシュ大統領の場合はそうはいかなかった。

2007年夏、グローバル金融市場は、住宅市場の落ち込みとサブプライム・モーゲージ（subprime mortgages）の債務返済不履行率の急上昇に端を発する混乱に見舞われた。08年版『米国経済白書』の第2章は、「信用市場と住宅市場」と題して、信用市場の仕組みを丁寧に解説することから始めて、この金融の混乱を分析し、政策対応について論じた。その要点は、次の4点に要約される（『米国経済白書』2009, p.61.）。

- ① リスクの過小評価と全面的なリスクの再評価：サブプライム・モーゲージの延滞増加により、リスクの過小評価が明白化したため、市場参加者は全面的なリスクの再評価を行い、信用市場が収縮した¹⁰⁾
- ② FRBは信用市場の混乱を受けて、流動性を供給し、金融市場の安定化をはかった。2007年8月17日に公定歩合を50bp、9月18日に公定歩合とFF金利誘導目標を50bp、10月31日に25bp、12月11日に25bp引き下げ、矢継ぎ早に金融緩和を行った。同時に

ターム物レポを開始し、他の中央銀行と為替スワップ協定を締結した

- ③ 住宅市場と住宅所有者を、変動金利型モーゲージ（ARM）の金利上昇による差し押さえから救済する施策、Hope Nowに包括されるFHA SecureとFHA近代化法などを進めた¹¹⁾
- ④ 住宅供給の減少と信用市場の混乱は、住宅投資の減少、逆資産効果による個人消費の低迷、融資基準厳格化による企業投資の抑制などの経路を通じて、マクロ経済へ悪影響を及ぼす可能性がある

以上のような分析と政策対応を叙述した上で、政府介入への躊躇と自由市場への信頼が示されている。

「本来的な性格によって、市場は優れた復元力と変化する経済状況への迅速な対応を可能とし、それは07年夏に始まった信用市場の混乱に対する市場の反応によって示された。市場の規律を軽んじて市場参加者を保護する政策は、貸し手も借り手も将来の金融取引を慎重に行うインセンティブを低下させてしまい、それは必要な調整を遅らせ、潜在的なモラルハザードの問題を作り出す危険を冒す。」（『米国経済白書』2008, p.81.）

「高い透明性を伴っていれば、市場はグローバルな金融界における米国の競争力維持に不可欠である積極的な金融革新を促進する一方、質の悪い金融商品の排除も行うことができるのである。」（『米国経済白書』2008, p.81.）

だが、2009年版では、クライマックスに達した世界金融危機に際し、「自由市場に判断を任せる」という基本哲学に反する対応が求められたことが語られている。以下では、ブッ

シュ政権最後の『米国経済白書』である2009年版から、経済諮問委員会がグローバル・インバランスと世界金融危機をどうとらえたのか跡づけることにしよう。

3-2. 世界金融危機と2009年『米国経済白書』

ブッシュ大統領は、退任間際に「大統領経済報告」を議会に送付した¹²⁾。静かに退任を迎えたはずであるが、サブプライムローン問題から世界金融危機へと転化した深刻な事態はそれを許さなかった。「大統領経済報告」は、「わが国経済は6年も、絶えることなき拡張を経験し、その間、連続して52カ月の雇用創出記録を作った」と成果を強調しながらも、「昨年、いくつかの要因によって、この成長が停止する事態となったが、それは、信用市場と住宅市場において、何年にもわたって作り上げられてきた諸力が収斂したために引き起こされたものであった」と、はっきりと世界金融危機を認めざるをえなかった(『米国経済白書』2009, p.34.)。そして、前述の通り、サブプライム問題を扱った08年版の第2章は、きわめて限定的な形の政府介入でさえ自由市場に及ばないと主張し、自由市場の機能によって金融革新の負の部分が時間の経過とともに排除されるとさえ主張したが、09年版では次のように「積極的な政府の対応」を正当化している。

「通常の事態ならば、自由市場に判断を任せ、時間をかけて調整していくというやり方を選択したかもしれない。しかし、政府は、わが国経済の広範な健全化と安定化を図る責任がある。金融危機によって作り出された尋常ならざる事態において、アメリカ人家計や企業への損害は計り知れなく大きく、かつてなかったような体系的、積極的な政府の対応が、その唯一責任ある政策選択だった。」

(『米国経済白書』2009, p.34.)

2009年版では、環境・エネルギー政策(第3章)、対外経済政策(第4章)、租税政策(第5章)、福祉政策・医療保険(第6章、第7章)、教育政策(第8章)について、基本理念とその成果が滔々と謳われている。最後に置かれた第9章「経済規制」では市場志向の哲学が語られている。

しかし、2009年版の中心は第2章「住宅市場と金融市場」であった。第2章は、序論と結論を除き、「危機の起源」、「金融危機のマクロ経済的帰結」、「非金融経済に対する金融危機の影響」、「金融危機への政策対応」、「現在までの成果」、「展望」という7つの節で構成されている。行論の関係上、「危機の起源」を中心に第2章の論旨を追ってこよう。

「危機の起源」と題された最初の節で次のように言明している。

「グローバルな金融危機の起源は、この10年より以前にさかのぼることができるが、その一端は発展途上国の貯蓄の上昇に求められる。」(『米国経済白書』2009, p.75.)

そして、「世界的貯蓄過剰」、「世界的な信用ブームと住宅市場」、「信用逼迫」、「レバレッジと短期資金への依存」という項を設けて、危機の発生経路と経過を辿っている¹³⁾。

世界的貯蓄過剰：

1990年代末以降、アジア諸国は将来再来する可能性のある危機へのバッファーを構築するために、中東諸国を含む産油国は石油価格の上昇のために、莫大な貯蓄をはじめた。それらの貯蓄は、アメリカをはじめとする先進国のリスク資産のほか、財務省証券、政府後援企業(GSE)債券、モーゲージ担保証券

(MBS; Mortgage Backed Securities) など低リスク資産の取得に向かった¹⁴⁾。1996年から07年までに、先進国は140億ドルの経常収支黒字から5,000億ドルの赤字へ転じ、他方、途上国は890億ドルの赤字から7,600億ドルの黒字へ転じた。そうして余剰資金は、金利を低下させ、クレジット・スプレッドを劇的に縮小させ、リスクの過小評価が生じた。

世界的な信用ブームと住宅市場：

リスクの過小評価の結果、高リスクの借り手さえ容易にローンを利用できるようになり、アメリカの住宅市場を震源地とする世界的な信用ブームが発生した。S&P/ケース・シラー住宅価格指数は、2002年に11%、03年に11%、04年に15%、05年に15%という驚くべきペースで上昇した。

プライマリー・モーゲージ市場のイノベーションと競争は激しく、たとえば変動金利型モーゲージはサブプライム層に広く浸透した。さらに、GSEをはじめとして、モーゲージの証券化が急速に変化した。かつては組成した

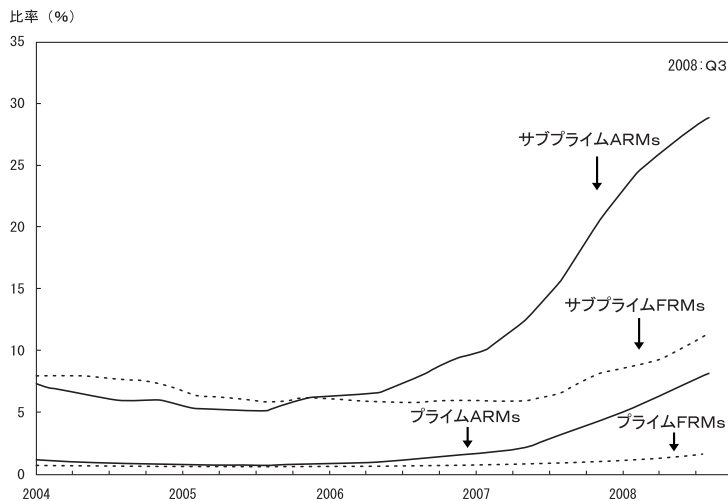
ローン債権を完済まで保有する "originate-to-hold model" が主流であったが、証券化は、"originate-to-distribute model" への移行を意味した。後者では、組成に際して債務不履行リスクを軽視していたが、そうした誤った情報に基づいて信用格付会社は証券化商品を格付けしていた。証券化商品は、より複雑な証券化商品を生み続け、リスクはほとんど見えなくなってしまった。

信用逼迫：

住宅市場の価格上昇は、2005年に鈍化しはじめた。06年には新規住宅着工件数が落ち込み始めて、ピーク時から08年11月までに75%以上減少した。住宅市場の低迷は、住宅評価額が住宅ローン残高を下回る状態 ("underwater") を生み出し、変動金利型モーゲージの金利再設定が金利上昇と相俟って返済額を増やし、債務不履行率は図4のように急上昇した。

債務不履行率の上昇のために、モーゲージ担保証券の保有者には損失が生じ、一段と高

図4 90日の延滞もしくは差し押さえ手続中のモーゲージの比率



((出所) Council of Economic Advisers 2009, p.70.

いリスク・プレミアムを要求するようになった。内外の銀行、保険会社は、モーゲージ関連商品への投資で、08年末には1兆ドルを超える損失を報告するに至った。

レバレッジと短期資金への依存：

モーゲージ担保証券など証券化商品の暴落は、金融システムに不安をもたらしたが、それは、高レバレッジと短期資金への依存により増幅された。大手投資銀行は25倍のレバレッジをかけていたため、保有資産の価格が4%低下しただけで自己資本が吹き飛ぶ状態であった。さらに、2~3週間ごとに借り換えを行っていた。ベア・スターンズは流動性に疑念をもたれた結果、2008年3月16日に破綻し、JPモルガン・チェース（JP Morgan Chase）によって買収された。

以上のように「危機の起源」を解説し、続く「金融危機のマクロ経済的帰結」と題された節において、2009年9月に生じた危機の経過が述べられている。危機の分析、政策対応について立ち入ることは本稿の目的から逸れることになるので控えることにしよう。ここで確認しておくべきことは、「世界的貯蓄過剰」が「危機の起源」として位置づけられていることである。しかしながら、09年版では、危機の分析と政策対応が整合的ではない。「金融危機への政策対応」、「展望」においては、FRBなど主要中央銀行による市場への流動性供給、GSE改革、借り手救済、国際協力などについては言及されている。なかでも重要なのは2008年10月に成立した緊急経済安定化法（EESA; Emergency Economic Stabilization Act of 2008）、7,000億ドルを上限とした不良資産救済プログラム（TARP; Troubled Asset Relief Program）である。同時に、08年3月に財務省が提示し

た金融市場の規制構造改革などについても論じられている（U.S. Department of the Treasury 2008）。しかし、グローバル・インバランスについては、「危機の起源」として槍玉にあげたにもかかわらず、何の政策対応も言及されなかった。09年版ではアメリカ経済のマクロ経済的特質の問題とのかかわりを論じることを回避し、「世界的貯蓄過剰」をブームと危機の起源として位置づけたにすぎず、イノベーションを阻害しない金融規制改革像と、危機に際して導入された時限措置の解除に議論を摩り替えたのである。

4. グローバル・インバランスとオバマ政権の『米国経済白書』

オバマ大統領が最初に議会に送付した2010年の「大統領経済報告」は、近年にしては長いものであった。世界金融危機を招いた前政権の経済政策を批判したうえで、危機からの回復だけでなく、新たな基盤の構築の必要性を説いた。

「これ [もういつもの通りに普通の仕事に戻ることはできないということ——筆者] が、なぜわれわれがこの危機に対応すべく努力しているときに、同時に繁栄のための新しい基盤を築くことを続けなければならないかの理由なのだ。中産階級が繁栄し、成長でき、もし好んで一生懸命働きければ、いい職を見つけ、家も持て、子どもを一流の学校に送り、質の高い医療を享受し、そして定年後の安定した生活を楽しむことができる、そうしたものを実現する基盤である。これこそが、アメリカン・ドリームの真髄なのだ。そして、これこそが、われわれの努力の中心にあって、この経済を立て直すだけではなく、前よりも強力に再建しなければならない理由なのだ。」（『米国経済白書』2010,

p.37.)

「アメリカン・ドリームの実現」を実現するためには、危機からの回復だけでなく、「繁栄のための新しい基盤」を築き続けなければならない。

ところで、オバマ大統領は、大恐慌研究の権威、クリスティーナ・ローマー（Christina D. Romer）をCEA委員長に指名した。ローマーは、2009年3月9日、ブルッキングス研究所で「2009年の経済回復のための大恐慌の教訓」という講演を行った（Romer 2009）。この講演はオバマ政権のスタンスを示すものとして大変な注目を集めた。ローマーは大恐慌からの教訓を次の6つにまとめた。

- ① 小規模な財政支出には小さな効果しかない
- ② 金利がゼロ近傍のときさえ、拡張的金融政策は景気回復を助けることができる
- ③ 時期尚早の支出削減には気をつけなくてはならない
- ④ 金融の回復と実体経済の回復は同時におこる
- ⑤ 世界的な拡張的政策は回復の負担と利益を共有する
- ⑥ 最も重要なことに大恐慌は最終的に終わった

ローマーの見解は、当然のことながら2010年『米国経済白書』にも反映されているが、以下では、ブッシュ政権との比較を念頭に置きながら、10年版と11年版の『米国経済白書』を順に見ていこう。

4-1. 世界金融危機からの脱出と2010年『米国経済白書』

オバマ大統領は、難産の末、2009年2月17日、「2009年アメリカ復興・再投資法」

（American Recovery and Reinvestment Act of 2009, 以下、復興法と省略する）に署名した。復興法は、大恐慌以来最悪の経済危機を緩和し、経済成長の新たな基盤を築くためのものである¹⁵⁾。復興法は総額8,250億ドル規模で、内訳は個人及び企業向けの減税2,750億ドル、公共事業5,500億ドルであり、次の8つの柱で構成されている（Committee on Appropriations 2009）。

- ① クリーンで効率的なエネルギー開発（430億ドル）
- ② 科学・技術での経済の転換
- ③ 道路、橋梁、輸送機関、水路（②と合わせて1,110億ドル）
- ④ 21世紀に向けた教育（530億ドル）
- ⑤ 報酬を増やし仕事を創出するための減税（2,880億ドル）
- ⑥ 医療コストの引き下げ（590億ドル）
- ⑦ 経済によって打撃を受けた労働者の支援（810億ドル）
- ⑧ 公的部門の仕事と不可欠なサービスの保全（1,440億ドル）

2010年版は、復興法の目的と主要内容について論じているといえる。急降下した経済について、総論が第1章「救済・均衡回復・再建のために」で、異例な財政・金融政策による対応、その政策効果が第2章「大リセッションからの回復」で、危機の国際的局勢が第3章「世界経済における危機と回復」で概観されている。経済の均衡回復について、過剰消費の状況が第4章「貯蓄と投資」で、連邦財政赤字の抑制が第5章「長期の財政課題への取り組み」で、金融危機の震源地たる金融セクターの規制改革が第6章「より安全な金融システムの構築」で論じられている。より強固な経済の再建は復興法の理念と整合的であ

るが、第7章「ヘルスケア改革」(復興法の⑥)、第8章「米国労働力の強化」(④、⑤、⑦)、第9章「エネルギー・セクターの転換と気候変動への取り組み」(①)、第10章「イノベーションと貿易による生産性成長の促進」(②)でそれぞれ議論されている。ここでは

包括的に見ることはできないので、本稿の筋道に沿って議論を進めていくことにする。

第3章「世界経済における危機と回復」に注目することにしよう。第3章は、序論と結論を除き、「危機の国際的局面」、「世界中での政策対応」、「国際的諸制度の役割」、「世界

表2 世界金融危機の展開と政策対応：2008年3月～2009年2月

2008年	3/6	JPモルガン・チェースがベアスターズ買収 FRBがプライマリーディーラー向け貸出制度を導入	
	7/13 7/30	財務省がGSE2社に対する支援策を発表 GSE2社へ対応する住宅・経済回復法成立	
	9/7 9/15	連邦住宅金融庁、財務省がGSE2社を公的管理下におく バンク・オブ・アメリカがメリルリンチを500億ドルで買収の発表 リーマン・ブラザーズが連邦破産法申請	
	9/16 9/18 9/21 9/25 9/29	FRBがAIGに融資 FRBが主要中央銀行とのスワップ枠を1800億ドルに拡大 ゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーの投資銀行から銀行持株会社への転換承認 JPモルガンが貯蓄金融機関最大手ワシントン・ミューチュアルの銀行業務買収を発表 米下院が金融安定化法否決、株価の世界的暴落 シティ・グループがワコビア買収を発表	
	10/3 10/6 10/7 10/8	緊急経済安定化法成立 アイスランド政府が非常事態宣言を発し、全民間銀行を国有化 FRBがコマーシャルペーパー融資制度を発表 AIGに対し最大378億ドルの追加支援策を発表	
	10/10 10/12 10/13 10/14	10カ国・地域の中央銀行が協調利下げ G7財務省・中央銀行会議が行動計画を発表 FRBがウェルズ・ファーゴによるワコビア買収を承認 イギリス政府が主要3行に370億ポンドの資本注入を発表 G7行動計画に応じてアメリカ政府が最大2500億ドル(大手9行に1200億ドル)の資本注入を発表	
	10/29	新興国のドル資金流動性確保のため、IMF、FRBが資金供給策を発表	
	11/3 11/5 11/9 11/10 11/15 11/23 11/24 11/25	韓国政府が14兆ウォン規模の経済対策を発表 ドイツ政府が500億ユーロ規模の経済対策を発表 中国政府が4兆元規模の経済対策を発表 財務省がAIGに対する支援拡大を発表 G20首脳会合で宣言を発表 財務省、FRBなどがシティグループに対する資本注入及び保有資産の政府保証を発表 イギリス政府が200億ポンド規模の経済対策を発表 FRBが2000億ドル規模のタム物資産担保証券貸出制度、最大6000億ドル規模のGSE支援策を発表	
	11/26	FRBがバンク・オブ・アメリカによるメリルリンチ買収を承認 欧州委員会が2000億ユーロ規模の経済対策を発表	
	12/4 12/16 12/9	フランス政府が260億ユーロ規模の経済対策を発表 FRBが政策金利を引き下げ、実質ゼロ金利政策を採用 GMとクライスラーに対する174億ドルの支援を発表	
	2009年	1/15 1/19	TARPの残額3500億ドルの利用を承認 イギリスが追加的な銀行救済策を発表
		2/10 2/17 2/18	新金融安定化策(ガイトナー・プラン)発表 アメリカ政府が7870億ドル規模の経済対策を発表 アメリカ政府が住宅ローン債務者救済策を発表

(出所) Federal Reserve Bank of St. Louis, The Financial Crisis: A Timeline of Events and Policy Responses; 『米国経済白書』2009、第2章より抜粋

中での回復の始まり」という節で構成されている。なお、表2には、世界金融危機の展開と政策対応をまとめている。

危機の国際的的局面：

2008年9月のリーマン・ブラザーズ破綻後、銀行間貸出金利はドルでもユーロでも暴騰し、資金調達は困難となった。ドルの流動性は枯渇し、通貨スワップ市場に圧力が加わった。さらに、キャリートレードの巻き戻しが生じ、「安全への逃避」からドルは著しく強くなった（ドルの貿易加重価値は08年7月から09年3月までに18%上昇した¹⁶⁾。他方、新興市場諸国においては、大幅かつ急速に通貨価値が変動した。ブラジル、韓国、メキシコでは鋭く下落したが一時的なものであった。だが、大幅な経常収支赤字を抱える国、たとえば東ヨーロッパでは、08年7月から09年2月までに50%以上下落した。

危機は金融セクターから発生したのであるが、貿易が危機の決定的な波及原因になった。2008年7月のピークから09年2月の底までに世界の名目商品輸出額は36%、アメリカの名

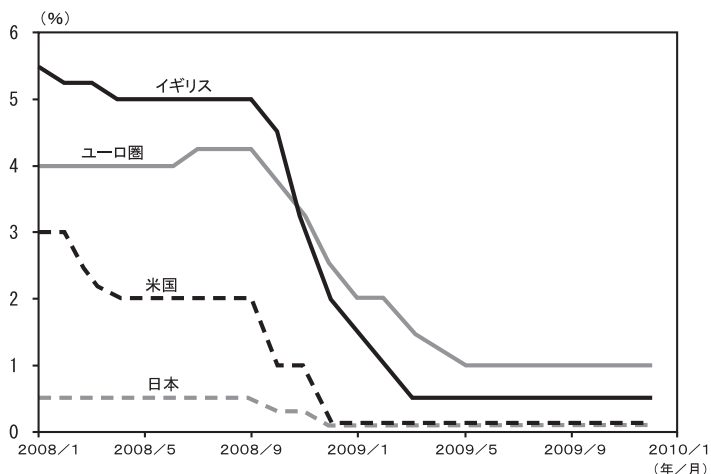
目商品輸出額は28%、輸入は38%下落した。貿易の異常な落ち込みは、グローバル・サプライ・チェーン（垂直的特化）、貿易金融の途絶、投資財と耐久消費財がかなりの部分を占めた商品貿易の構成（06年にアメリカの輸出の57%、輸入の49%）に原因がある。さらに、空前絶後の金融のディ・グローバル化（deglobalization）が生じた。

また、全世界において産出が減少した。世界GDPは2009年に年率1.1%で低下した。暦年ベースではおだやかに見えるが、08~09年の冬には年率6%以上で収縮した。先進国では、09年に3.4%（08年第4四半期に7.2%、09年第1四半期に8.4%）下落し、なかでも日本は悪い状態にあった。新興市場国と途上国は危機からすぐ回復し、09年に1.7%で拡大した。総需要の弱さとエネルギー価格の低下により、インフレ圧力は限定的であった。

世界中での政策対応：

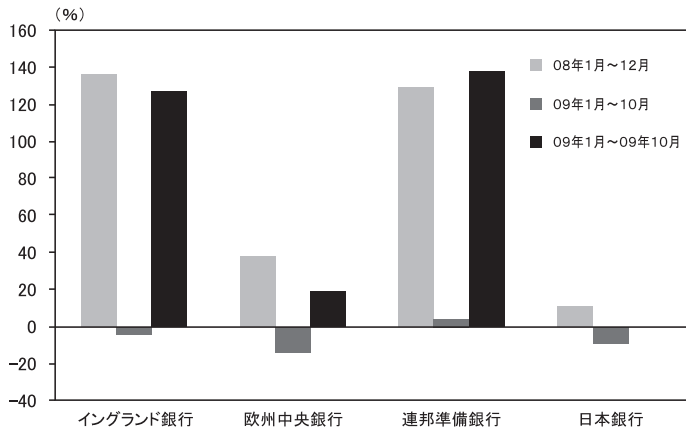
2008年10月8日、主要中央銀行は、50bpの大幅利下げで協調した。図5が示すように、09年3月までに、イングランド銀行は5%以

図5 主要中央銀行の政策金利



(出所)『米国経済白書』 2010, p.103.

図6 主要中央銀行の政策金利



(出所)『米国経済白書』2010, p.103.

上から0.5%まで急速に利下げを行い、連邦準備制度及び日本銀行はゼロ近傍まで引き下げ、少し遅れて欧州中央銀行は3%ポイント引き下げて1%とした。中央銀行は、金利を引き下げただけでなく、図6に示されているように、非伝統的な資産の取得を通じてバランスシートを大幅に拡大した。また、銀行システムの救済措置をとった。協調利下げに加えて、ドルの流動性不足に対応するため、中央銀行間で流動性スワップ協定が結ばれた。

拡張的な金融政策に加えて、2009年初めまでに多くの国が大規模な財政による景気刺激策を採った。09年に、財政による景気刺激策の規模は、G20参加国の平均で対GDP比2.0%であり、自動安定化装置（雇用保険、生活保護、報酬の減少による徴税額の減少）を補完した。

また、G20諸国は貿易に対して開放性を維持したままであった。

国際的諸制度の役割：

世界金融危機に際し、G20（19カ国と欧州連合）が、通商政策、金融政策、危機対応の調整の中心であった。最初のG20首脳会合は、

2008年11月にワシントンで開催され、市場開放の維持と金融セクターの安定化が公約された。2回目は、09年4月にロンドンで開催され、回復を確実にし、金融システムを修復し、資本移動の維持に向けて取り組む誓約を行った。なかでも8,000億ドル以上を多国間銀行に拠出し、そのうち5,000億ドルをIMFに配分するという公約が重要であった。続いて09年9月、ピッツバーグで開催されたG20首脳会合では、G20を国際経済協力の第一の協議体とすることが合意され、「持続的回復が確実になるまでわれわれの強力な政策対応を維持する」と誓約して、景気刺激策の時期尚早な撤回を避けることを公約した。さらに、極端な景気循環と現在の危機を生み出した慣行や脆弱性を避けるため、「強固かつ持続可能で均衡ある成長のための枠組み」(Framework for Strong, Sustainable, and Balanced Growth) に着手した。G20を経済的協調のための最高会議としたのは、中国やインドなど新興市場諸国の重要性が増しているというグローバル経済におけるシフトを反映しており、それはIMFと世界銀行の出資割当額などの再編にも現れている。

IMFは、ブレトンウッズ体制下の固定相場制の守護者から危機管理者へと変貌してきたが、大規模なシステミック危機を封じ込めるには資金が不足していた。G20サミットでは、IMF資金を3倍に増やして7,500億ドルとすること、2,500億ドルのSDRの新規配分を行うことが決定された。IMFは実際にコロンビア、メキシコ、ポーランドに800億ドル規模の弾力的与信枠を供与し、15カ国と750億ドルの借入予約協定を結んだため、流動性圧力は低下し、為替レート的大幅な変動は抑止された。

世界中での回復の始まり：

大恐慌とは対照的に、世界的な大規模な政策対応によって、金融市場は安定化し、GDPは成長しはじめ、貿易は立ち直りつつあったが、危機が過ぎ去ったとはとてもいえる状態ではなかった。表3は、財政政策のインパクトを示している。米国は、対GDP比28.0%の自動安定化装置をもち、対GDP比2.0%相当の景気刺激策を採った。危機の間（2008年第3四半期から09年第1四半期）の成長率は-5.9%であったが、09年第2四半期には-0.7%であった。同表によると、比較的大きな自動安定化装置をもち刺激策が小規模だった国よりも、自動安定化装置は小さいけれども刺激策が大きかった国のほうが危機からの回復が速かった。

積極果敢な政策対応と、世界貿易の鋭い上

昇可能性によって、GDPの成長経路は以前の趨勢的水準に戻ると見込まれる。だが、失業は懸念される。OECD加盟国の平均失業率は、09年に、前年から2.3%ポイント上昇して8.2%となっている。GDPが大幅に落ち込んだ国では失業率も大幅に上昇する傾向があった。だが、ドイツはGDPの収縮が大きかったにもかかわらず失業率はほとんど上昇しなかったが、アメリカは比較的軽微な収縮にもかかわらず失業率は大きく跳ね上がった。

危機には、アメリカ経済の問題の兆候に加え、グローバル・インバランスというはっきりとしたシグナルがあった（前掲図1）。Obstfeld and Rogoff（2009）に見られるように、グローバル・インバランスがどの程度まで危機の原因であったかについて、どの程度までさまざまな国の稚拙な政策選択の症状であったかについては活発な論争がある。そして、グローバル・インバランスと世界金融危機の関連について次のように言う。

「貯蓄は貧困国の非効率的な金融市場から富裕国のより効率的な市場へ流されたのでグローバル・インバランスは有益であったと論じる者もいる。反対に、ある者は、米国へのグローバル貯蓄の還流が、金利をあまりにも低く維持することによってインセンティブをゆがめ、借入超過と資産バブルをもたらしたと主張した。この見解によると、インバランスは危機において主導的役割を果たしたこと

表3 G20先進国における景気刺激策と成長率

	刺激策 (対GDP比, %)	自動安定化装置 (対GDP比, %)	成長率	
			危機(%)	09年第2四半期(%)
高刺激国	3.2	28.4	-7.1	5.4
中刺激国	1.7	35.3	-8.3	-1.3
低刺激国	0.3	43.2	-7.4	-0.3
米 国	2.0	28.0	-5.9	-0.7

(出所) Council of Economic Advisers 2010, p.104.

になる。

真実はほぼ確実にその中間のどこかにある。米国へのグローバル貯蓄の流入は、米国経済において借入金利を引き下げ、支出を増やし貯蓄を減らすように促した。これは、信用拡大とそれに関連した資産バブルを許して、それがなくなるときに実現しえたよりも長く続くようにしたかもしれない。同時に、たとえグローバル貯蓄がなんらかの意味において米国の借入につながったとしても、その借入を生産的に使えなかった金融システムの失敗と、リスクが適切に取り扱われていることを確保しえなかった規制の失敗は、確かに危機に対して部分的に責任がある。」(『米国経済白書』2010, p.116.)

このようにグローバル・インバランスと世界金融危機の関係を述べた上で、アメリカの借入とバブルに依存しない成長経路を見つけることで世界需要が再分配され、グローバル・インバランスを再現させないようにしなくてはならないという。他方、インバランスの是正だけでは将来の危機を予防できず、危機を規制及び政策の失敗として捉える必要があるという。危機からの回復過程において、経常収支黒字国では成長が強く黒字が減少しているためにグローバル・インバランスが是正されているが、こうしたシフトが永続的になるか、2000年代の政策と成長モデルに先祖帰りするかどうかが、政策協調にとって重要である。

以上、第3章「世界経済における危機と回復」の論旨を追ってきた。「アメリカ復興・再投資法」の背後にある「新しい成長基盤」を築くという方向性と、ローマーの講演に見られた大恐慌の教訓を踏まえた分析が特徴的である。そして、グローバル・インバランス

という言葉が『米国経済白書』で初めて使われ、慎重な言い回しながらも世界金融危機の一因として認識されており、国際協調が必要な課題だと位置づけられている。

これに関連して第4章「貯蓄と投資」では、景気回復と路線転換という2つの課題を念頭に、アメリカの総需要の分析を行っている。それによると、危機以前の成長パターンは、消費過剰、低貯蓄、過剰な住宅建設と持続不能な資産バブル、高水準の財政赤字と経常収支赤字、すなわち、高支出低貯蓄経済であった。財政赤字については第5章「長期の財政課題への取り組み」で論じられているがここでは省略して、第4章で経常収支赤字がどのように捉えられているか補足しておこう。

それによると、危機から回復しても経常収支赤字は2000年代半ばのピークの水準に戻ることはないという。アメリカの経常収支赤字は縮小して対GDP比3%を下回っている。アメリカ経済の均衡回復は、世界経済の均衡回復とともに進むであろうが、それには協調的な政策行動が必要である。それはアメリカの消費者を成長の原動力とせず、経常収支黒字国の消費拡大がもたらす世界経済の均衡ある成長モデルを実現するものである。世界経済の急成長と海外の経常収支黒字減少のためにアメリカの純輸出は増えるであろう。そのためオバマ政権は輸出促進のために具体的な行動を数多くとっているという。

4-2. リ・バランスと2011年『米国経済白書』

2011年『米国経済白書』は、オースタン・グルズビー (Austan D. Goolsbee) によって提出された。グルズビーは、シカゴ大学ビジネススクールの教授であり、大統領選挙中、オバマ陣営の経済顧問を務めた。IT、インターネット、メディアなどを研究対象とする新しいタイプの経済学者であり、1969年

8月18日生まれの彼は、オバマ政権最年少の閣僚である。

さて、2011年版は7章構成であるが、156ページという非常にコンパクトなものであった。とはいえ、2010年版で示されたオバマ政権の考え方がより鮮明になってきている部分も多い。2011年版は、危機から回復し成長への展望を開くという位置づけができるであろうが、危機以前のアメリカの高支出低貯蓄経済に戻るのではなく、新たな成長モデルを描こうとしている¹⁷⁾。

第4章「世界経済」を見ていこう。第4章は、序論と結論を除き、「世界的回復の状況」、「世界経済の進化」、「貿易政策」という3つの節で構成されている。

世界的回復の状況：

回復は急速に進んだが、2010年上半年期、G20の新興市場諸国の実質GDPは7.9%で成長したのに対し、G7諸国は3.3%であった。多くの先進国で失業率は受け入れがたいほど高いままであり、10年に、財政赤字はアメリカで対GDP比8.9%、ユーロ圏で6.3%、日本で7.7%に上った。新興市場諸国ではインフレの高進が問題である。10年6月までに世界経済は危機以前の産出水準に復帰したが、危機以前のトレンドを下回ったままである。危機の間に失われた産出を取り戻せるかどうかは不明である。

貿易はGDPよりも急速に回復し、予想を上回るV字型回復を遂げた。だが、危機以前のトレンドを下回ったままである。

各国は国際経済協調の第一の協議体としてG20を位置づけた。2010年6月のトロントでは、経常収支黒字国の需要喚起と、財政・金融システムの強化を公約し、10年11月のソウルでは、グローバル・インバランスを緩和するため、為替レートの柔軟化を含む政策を採

ることに合意した。またG20諸国は、IMFと世界銀行において、主要新興市場国の出資割当額と理事会の議席を増やすよう統治構造を変更した。

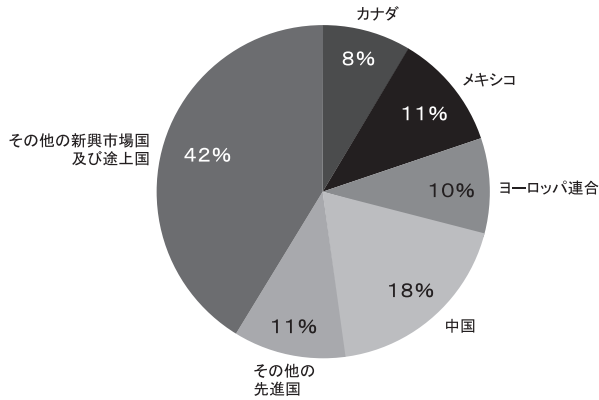
世界経済の進化：

グローバル・インバランスは、アメリカだけの問題ではなく、すべての国にとって問題である。1996年から06年まで、世界経済の成長の約22~23%はアメリカの消費から生じた。この間、アメリカの消費はGDPの70%に上り、個人貯蓄はきわめて低い水準で、企業の設備投資やソフトウェア投資は低迷した。さらに、連邦政府の財政状態は、90年代末のかんりの黒字から00年半ばのかんりの赤字へ転換した。アメリカの消費の急伸と貯蓄の減少は、海外からの借入増加と、経常収支赤字拡大を意味した。他方、他の多くの国は、こうしたアメリカ・モデルの鏡像であり、その結果、グローバル・インバランスは拡大した。危機はグローバル・インバランスを縮小させたが、再び拡大する兆候も現れている。しかし、G20諸国は、各国の政策に新たな方向づけを行っているので、成長はより均衡のとれた持続可能なものになるだろう。

そう考えたとき、(経常収支赤字国の)アメリカは、輸出を通して成長に拍車をかけるのによい位置にある。アメリカの輸出において、EU、カナダ、日本など、伝統的な貿易相手国が占めるシェアは趨勢的に低下してきている。それに対して、主要新興市場諸国が占めるシェアは依然として小さいものの、貿易自由化によって成長率はきわめて高い。

オバマ大統領は、2010年の一般教書演説で、財・サービス輸出を5年間で倍増させるという目標を設定した。09年の1兆5,700億ドルを14年末までに3兆1,400億ドルまで増やすことを意味している。年平均15%の成長が求

図7 名目商品輸出成長寄与率の予測シェア：2009～14年



(出所)『米国経済白書』2011, p.108.

められるが、現在のところそのペースを上回っている。輸出成長を推進する程度は、当該地域への輸出の成長率だけでなく、輸出規模も重要である。図7は、アメリカの輸出成長に占める国・地域のシェアを示している。欧州連合や他の先進国など伝統的な貿易相手国は依然として重要であるが、輸出成長の70%以上は、NAFTAを締結したカナダ、メキシコ、また中国、その他の新興市場国及び途上国から生じると予測されている。

貿易政策：

新規海外市場にアメリカ企業がうまく輸出できるかどうかの決定要因は、当該企業の生産性と輸出の固定費にあると学術研究は示している。国家輸出戦略は、企業が新規海外市場に輸出するために負わなければならないコストの一部を削減することを狙ったものである¹⁸⁾。それには、外国の関税削減と非関税貿易障壁の撤廃、既存の市場アクセス協定の実施、輸出企業のための宣伝・推奨 (advocacy) 及び信用供与がある。

えてきたが、グローバル・インバランスを縮小させる、すなわち、リ・バランスさせること (rebalancing) が重要課題として掲げられていることが分かるであろう。それは、一方で、アメリカの経済成長パターンの転換を求めるものであり、他方で、国際政策協調を求めるものである。リ・バランスを実現する政策として、アメリカが5年間で輸出を倍増させるという国家輸出戦略を位置づけている。第3章の結論を最後に引用して、論旨をより明確にしておこう。

「米国がより多くの輸出と投資に経済を向かわせるとき、輸出成長は、複雑で変貌していく世界経済との相互作用によって決定されるであろう。今日の貿易関係は、現在とは違う国が世界経済を牽引し、米国貿易で主役を演じた50年前とはほとんど別物である。そうした変貌を認識し、今日あるがままの世界に建設的に関与することは、来る数十年間の米国経済にとって重要な成長源となるであろう。」(『米国経済白書』2011, p.114.)

以上、第4章「世界経済」のポイントを抑

おわりに

世界金融危機以前から、グローバル・インバランス、すなわち、「2000年代に顕在化したアメリカの経常収支赤字の拡大と、日本、中国などのアジア新興市場国及び中近東における経常収支黒字の拡大」は経済学者の関心を引き起こし、その原因、持続可能性などが論争的となってきた。危機が起きた後には、焦点は、グローバル・インバランスが世界金融危機の原因なのかどうかに絞られてきたように思われる。本論文では、研究成果を踏まえたうえで、2000年代半ば以降、アメリカの政策立案者がグローバル・インバランスをどのように捉え、どのように対処しようとしてきたかについて、とくにブッシュ政権の06年版からオバマ政権の11年版に至る『米国経済白書』を丹念に追跡することで明らかにしてきた。主たる結論は、次の3つに集約されるように思われる。

第1に、Bernanke（2005）の「世界的貯蓄過剰」（global saving glut）を下敷きにした2006年版『米国経済白書』が、ブッシュ政権期におけるグローバル・インバランスと世界金融危機の把握と政策対応を規定した。「世界的貯蓄過剰」は、「危機の起源」として位置づけられたものの、それに対する政策対応は危機の前はもちろん、危機の後にも何にもとられてこなかった。

第2に、輸出重視の成長戦略は、オバマ政権以前の第2期ブッシュ政権期に遡ることができる。2008年『米国経済白書』の第3章は「輸出成長の原因と結果」と題されている。

「経済学者はしばしば、財・サービスの輸入から生じる貿易利益に注目するが、それらの利益は過去の『大統領経済報告』でも十分に例証されてきた。

先行する業績に基づき、本章では輸出に目

を転じ、財・サービスの輸出から生じる利益に焦点を合わせることにしよう。」（『米国経済白書』2008, p.82.）

このように述べ、過去数年にわたる輸出の劇的な増加、その要因、（外需の増加、国内生産の増加、交易条件の変化、国際取引コストの低減）、輸出拡大の利益について論じた。そして、アメリカはサービス貿易に優位性があることを明らかにし、グローバル・レベルのドーハ開発アジェンダとともに、地域内・二国間貿易自由化協定を進める利益を説いた。

しかしながら、アメリカの輸出とグローバル・インバランスとの関係はもちろん、経常収支赤字（対外不均衡）との関係はまったく議論に入らなかった。つまり、2000年代アメリカの経済成長モデルのリスクや脆弱性に目を向けることはなかったといえよう。「世界的貯蓄過剰」を取り上げた06年版でさえ、グローバル・インバランスのリスクよりも利益が強調され、経済の強さを背景にした自信が、「経常収支赤字」の「資本収支黒字」への「読み替え」までもたらしたと思われる。

加えるならば、財政赤字の拡大が経常収支赤字の拡大をもたらしという関係についても繰り返し疑念を挟んできた。

第3に、オバマ政権は、グローバル・インバランスを世界金融危機の一因とみなし、そのリ・バランスの一環として「国家輸出戦略」を打ち出している。グローバル・インバランスは、アメリカだけでなく、G20首脳会合でも問題だと見なされており、リ・バランスのための国際政策協調が必要とされている。「強固かつ持続可能で均衡ある成長のための枠組み」がそれである。「国家輸出戦略」はそうした目標に整合的であり、しかも、G7中心の世界経済からG20中心の世界経済への変貌を適切に反映したものである。現在の認

識によると、グローバル・インバランスは、Dooley, Folkerts-Landau and Garber (2003) などの「新ブレトンウッズ体制」とはまったく異なり、持続不能で解消さるべきものである。それは、アメリカ及び諸外国の成長モデルを2000年代のものから大きく転換することを求めている。

G20はこのようナリ・バランスに対する国際政策協調をとっている。しかし、世界金融危機が深刻かつ広範であったからこそ国際政策協調が成立したのかもしれない。Eichengreen (2007) は、周辺地域の構成国の異質性が増幅する国際協調の困難さを、「新ブレトンウッズ体制」論批判の1つの根拠としていた。しかし、逆説的ながら、リ・バランスに対する各国のコミットメントがどのように確保されるか不明である。危機以前の成長モデルへ回帰し、「新ブレトンウッズ体制」が続くかもしれない。

さて、経済が好調なとき、経済諮問委員会はその要因を生産性の上昇とそれを支えるアメリカ型の「カルチャー」に求めたがる傾向がある（たとえば3.を参照せよ）。それは現状肯定にほかならず、思考を停止させてしまうようだ。Obstfeld and Rogoff (2009) が示唆しているように、好循環が続くときには政策と政策を波及させる歪みに気づきにくい。経済が減速してはじめて政策の誤りやゆがみの深刻さを思い知ることになる。

経済諮問委員会は、伝統的に職業経済学者のポジションである。現在、経済学者は、財務省、商務省、労働省などの政府機関や連邦準備制度などにおいて、重要な役割を果たしている。こうした政府機関などと経済諮問委員会は一線を画している。それは伝統的に市民の立場を代弁するという重要な役割を負っているからである。経済諮問委員会は、一方でアカデミックな業績がもたらすフレームワー

クから現実を捉えている。しかし、他方で「政治」の要請から隔離されているわけではない。経済諮問委員会が大統領のよきアドバイザーでありつづけ、『米国経済白書』が市民にとって「よき教科書」でありつづけるためには、アカデミックなフレームワークが「政治」よって侵されてはならないのと同時に、現状肯定に陥らない批判精神が不可欠であろう。

【注】

- 1) 2007年夏に始まり2008年9月15日の「リーマン・ショック」(Lehman Shock)でクライマックスに達した一連の金融危機と不況のことを、一般に、"the Great Recession"もしくは"Late-2000s recession"と呼ぶ。"the Great Recession"には様々な訳語が充てられているが、日本でよく使われている「世界金融危機」という言葉を用いることにした。
- 2) グローバル・インバランスの諸説を統一的に理解する上で、松林 (2010a; 2010b) は有益である。それは、2国完全雇用開放モデルを用い、外生的ショックによって貯蓄関数や投資関数がシフトして生じる事前的な(実質金利が調整する前における)経常収支赤字国の貯蓄減少、あるいは、経常収支黒字国の投資増加が対外不均衡を拡大させることを明らかにした。そして、代表的な3つの見解について、同モデルによって同一の表現を用いて説明している。Bernanke (2005), Obstfeld and Rogoff (2009), そして、リカルド・カバレロ (Ricardo J. Caballero) らによる「資産窮乏」(Asset Shortage)である。
- 3) "Bretton Woods II" は、「ブレトンウッズ体制復活論」あるいは「ブレトンウッズII」などと訳出されることもある。
- 4) ハードランディング・シナリオとは、アメリカの対外債務への懸念が高まり、アメリカへの資本移動が突然停止するというものである。アジア諸国による外貨準備(ドル建て資産)の蓄積は、ドル買い・自国通貨売りを伴うのでマネーサプライの増加を伴う。当初は、中央銀行が不胎化政策を行うことでマネーサプライ増加とインフレ圧力を抑制できるが、外貨準備が積み増されるにつれて

不胎化政策は限界に至る。ドル建て資産が増えるにつれてドルが減価したときの評価損への懸念が深まり、争奪競争のインセンティブが高まる。

5) 2003年の日本による巨額のドル買い介入と、それに対するアメリカのビナイン・ニグレクトは、振り返ってみれば過剰流動性を生み出した大きな原因であったが、ここでは立ち入らない。

6) 「謎」(conundrum)について、グリーンズパンは回顧録で論及している(グリーンズパン 2007, 下, pp.168-186.)。

7) マーティン・フェルドシュタイン(Martin Feldstein)は、Feldstein(2006)で論及した諸点について、彼自身の見解をFeldstein(2008)で展開した。その主張の1つは、財政赤字削減や個人貯蓄率の上昇ではなく、米ドルの大幅な減価及び人民元の大幅な増価によって初めてアメリカの経常収支赤字が縮小しはじめ、グローバル・インバランスがリ・バランスしはじめるというものである。

なお、中国の為替政策については、2007年版『米国経済白書』第7章「通貨市場と為替レート」で柔軟化の要求がなされている。

8) 2001年版『米国経済白書』では、1991年3月から10年にわたる史上最長の好況を「ニューエコノミー」と総括した。「この『報告』は、テクノロジー、ビジネス慣行と経済政策における相互補強的な前進の結合から生じたパフォーマンスにおける顕著な成果——急速な生産性成長、所得の増加、低い失業率と適度なインフレーション——によってニューエコノミーを定義する」(『米国経済白書』2001, p.35.)。

クリントンを継いだブッシュ大統領は、すぐにリセッションに見舞われたが、最初の『米国経済白書』である2002年版では強気の見通しをしており、その根拠を生産性成長に求めた。「生産性成長は米国独自の優位性から発しているとはいえ、われわれの諸制度の強さとビジネス・カルチャーの柔軟性にそれは顕著に現れている。したがって、この『白書』は、それらの諸制度とそのカルチャーに焦点をあて、またその改善と使用に当たっての戦略を提起する」(『米国経済白書』2002, p.31)。

9) 2001年1月の政権交代後、ITバブルは崩壊し、企業会計不正事件が発覚し、同時多発テロが起こり、景気は落ち込みを見せた。

10) 2006年初めには、90日の延滞もしくは差し押

さえ手続き中のローン比率は、変動金利型モーゲージ(ARM; adjustable rate mortgages)も固定金利型モーゲージ(FRM; fixed rate mortgages)も6%程度であったが、後者はほぼ横ばいで推移したのに対して、前者は2007年第3四半期までに16%まで急上昇した。

11) Hope Nowについては、ウェブサイト(<http://www.hopenow.com/>)を参照せよ。

また、FHA Secureとは、ARMの金利再設定により返済が困難になる借り手、もしくは、金利再設定以前には期日通りに支払を行っていたが現在は滞っている借り手に、条件つきで借り換えを支援するものである。詳しくはFHA Refinance Program ウェブサイト(<http://www.fha-refinance-program.com/>)を参照せよ。

12) 大統領経済報告(Economic Report of the President)は、「議会へ」という言葉が添えられ、末尾に大統領の署名が添えられている「本体」部分と、大統領経済諮問委員会年次報告(Annual Report of the Council of Economic Advisers)から成る。本稿では、「本体」部分を「大統領経済報告」と表記し、両者を合わせたものを邦訳に合わせて『米国経済白書』と表記している。

13) 訳書とは異なる訳出をしたところがある。以下にも明示しないが同様の箇所がある。

14) 政府後援企業(GSE; Government Sponsored Enterprises)は、住宅、農業などの金融支援を行うために連邦議会によって設立された金融サービス会社のことを言う。代表的なのは、連邦住宅抵当公庫(FNMA; Fannie Mae; Federal National Mortgage Association)と連邦住宅金融抵当公庫(Freddie Mac; Federal Home Loan Mortgage Corporation)である。両社とともに、証券化に深く関わる業務を展開していたため、サブプライム問題で大きく動揺し、2008年9月7日に公的管理下に置かれた。

15) 復興法の第3条には次のように5つの目的が定められている。①仕事を守り創出し、経済回復を促進すること、②リセッションにもっとも悪影響を受けた人々を支援すること、③科学・医療分野の技術進歩を加速させることによって、経済効率の改善に必要な投資を提供すること、④長期的な経済利益をもたらす交通、環境保護、その他のインフラに投資すること、⑤不可欠なサービスの削

- 減と非生産的な州・地方政府の増税を最小化し回避するために、州・地方政府予算の安定化を図ること、以上の5つである。Public Law 111-5, American Recovery and Reinvestment Act of 2009 by the 111th Congress of the United States.
- 16) Obstfeld and Rogoff (2007) などの主張とは異なり、ドルの下落を伴うアメリカの経常収支赤字の調整は起こらず、世界金融危機に際してはドルが強くなった。
- 17) 第3章「成長の基盤」では、急速かつ持続可能な、そして広範囲な経済成長と質のよい雇用を将来にわたってもたらす政策について論じられている。それはイノベーション、インフラストラクチャー、スキルへの投資にほかならない。イノベーションを培うためには、基礎研究投資、知的財産権保護、反独占的規制、研究税額控除、企業家精神が重要であり、またクリーンエネルギーなどの国家的優先分野への投資も欠かさない。インフラには、21世紀の輸送、電気、情報技術などが含まれる。スキルは、グローバル経済における競争力を高めるためだけでなく、賃金格差を是正し、教育達成度の相対的低下を反転させるために不可欠である。これらは「アメリカ復興・再投資法」がカバーしているものだとと言える。
- 18) 国家輸出戦略についてはexport.gov, Helping U.S. Companies Exportを参照のこと。
- 【参考文献】**
- Bernanke, Ben S. (2005) "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit." Remarks by Governor Ben Bernanke at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, March 10. (<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/>)
- Claessens, Stijn, Simon J. Evenett and Bernard Hoekman. (2010) *Rebalancing the Global economy: A Primer for Policymaking*. London: Centre for Economic Policy Research.
- Committee on Appropriations. (2009) *Summary: American Recovery and Reinvestment*. February 13. (<http://www.oregon.gov/ENERGY/docs/HouseSummary02-13-09.pdf>)
- Council of Economic Advisers. (various years) *Economic Report of the President*. USGPO. (<http://www.gpoaccess.gov/eop/download.html>) (萩原伸次郎監訳. (various years) 『米国家経済白書』週間エコノミスト臨時増刊号, 毎日新聞社.)
- Dooley, Michael, David Folkerts-Landau, and Peter Garber. (2003) "An Essay on the Revive Bretton Woods System." NBER Working Paper, No. 9971, September.
- Dooley, Michael, David Folkerts-Landau, and Peter Garber. (2009) "Bretton Woods II Still Defines the International Monetary System." NBER Working Paper, No. 14731.
- Eichengreen, Barry. (2007) *Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods*. Cambridge, Massachusetts: MIT Press. (畑瀬真理子・松林洋一訳. (2010) 『グローバル・インバランス — 歴史からの教訓 —』東洋経済新報社.)
- Erceg, Christopher J., Luca Guerrieri and Christopher Gust. (2004) "Expansionary Fiscal Shocks and the Trade Deficit." International Finance Discussion Papers, No. 825, Board of Governors of the Federal Reserve System, January.
- Feldstein, Martin. (2008) "Resolving the Global Imbalance: The Dollar and the U.S. Saving Rate." *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 22, No. 3, pp. 113-125, Summer.
- . (2006) "The 2006 Economic Report of the President: Comment on Chapter One (The Year in Review) and Chapter Six (The Capital Account Surplus)." *Journal of Economic Literature*, Vol. 44, No. 3, pp. 673-679, September.
- Greenspan, Alan. (2007) *The Age of Turbulence: Adventures in a New World*. New York: Penguin Press. (山岡洋一・高遠裕子訳. (2007) 『波乱の時代・上 — わが半生とFRB —』『波乱の時代・下 — 世界と経済のゆくえ —』日本経済評論社.)
- Obstfeld, Maurice and Kenneth Rogoff. (2009) "Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes." prepared for

- the Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference, Santa Barbara, CA, October 18-20.
- . (2007) "The Unsustainable U.S. Current Account Position Revisited." In Richard H. Clarida, ed., *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*. Chicago: University of Chicago Press.
- Rogoff, Kenneth. (2006) "The 2006 Economic Report of the President: International Chapters." *Journal of Economic Literature*, Vol. 44, No. 3, pp. 690-693, September.
- Romer, Christina D. (2009) "Lessons from the Great Depression for Economic Recovery in 2009." by Chair of the Council of Economic Advisers, Christina D. Romer, at the Brookings Institution, Washington, D.C., March 9. (http://www.brookings.edu/~media/Files/events/2009/0309_lessons/0309_lessons_romer.pdf)
- U.S. Department of the Treasury. (2008) *Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure*. March. (<http://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Documents/Blueprint.pdf>)
- 大橋陽. (2008) 「第1期ブッシュ政権における経済諮問委員会の対外経済政策思想」, 『金城学院大学論集』社会科学編, 第4巻第2号, pp.1-25, 3月.
- . (2005) 「ブッシュおよびクリントン政権における対外経済政策レジームとその変遷」, 『金城学院大学論集』社会科学編, 第2巻第1号, pp.20-42, 9月.
- 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 —」 SFC ディスカッションペーパー, SFC-DP 2009-008.
- 藤田誠一・岩壺健太郎編. (2010) 『グローバル・インバランスの経済分析』東洋経済新報社.
- 松林洋一. (2010a) 『対外不均衡とマクロ経済 — 理論と実証 —』東洋経済新報社.
- 松林洋一. (2010b) 「グローバル・インバランス — 理論的展望 —」, 藤田誠一・岩壺健太郎編『グローバル・インバランスの経済分析』東洋経済新報社.

【ウェブサイト】

- Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis; <http://www.bea.gov/>
- Department of Commerce, Bureau of International Trade, TradeStats Express™; <http://tse.export.gov/TSE/TSEHome.aspx>
- export.gov, Helping U.S. Companies Export; <http://www.export.gov/nei/>
- Federal Reserve Bank of St. Louise, The Financial Crisis: A Timeline of Events and Policy Responses; <http://timeline.stlouisfed.org/>
- International Monetary Fund, Balance of Payments Statistics Yearbook and data files; <http://www.imf.org/external/data.htm>