

IMES DISCUSSION PAPER SERIES

米国の対外赤字は世界全体の問題か

モーリス・オブストフェルド

Discussion Paper No. 2005-J-13

IMES

INSTITUTE FOR MONETARY AND ECONOMIC STUDIES

BANK OF JAPAN

日本銀行金融研究所

〒103-8660 日本橋郵便局私書箱 30 号

日本銀行金融研究所が刊行している論文等はホームページからダウンロードできます。

<http://www.imes.boj.or.jp>

無断での転載・複製はご遠慮下さい

備考： 日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー・シリーズは、金融研究所スタッフおよび外部研究者による研究成果をとりまとめたもので、学界、研究機関等、関連する方々から幅広くコメントを頂戴することを意図している。ただし、ディスカッション・ペーパーの内容や意見は、執筆者個人に属し、日本銀行あるいは金融研究所の公式見解を示すものではない。

米国の対外赤字は世界全体の問題か

モーリス・オブストフェルド*

要 旨

米国の経常収支赤字は、年間 7,000 億ドルを超えており、19 世紀初頭以降、(米国の GDP 比でみて)かつてない水準に達している。この赤字は、世界全体で利用可能な対外余剰のほぼ 3/4 を吸収している。このペースで経常収支赤字が続けば、米国の対外負債・GDP 比はほぼ 1 に収束するであろう。経常収支を均衡させるように急速な調整を行なえば、非常に急激な米ドルの実質減価が必要になることを示唆する分析結果も出てきている。本稿では、ドルの「ソフト・ランディング」を予測する楽観的な議論の限界を検討する。特に、金融のグローバル化の進展によって、米国はさらに大規模な経常収支赤字をより長期にわたって容易に計上できるようになっているとの見方に焦点を当てる。実質金利差に基づく簡単な計算をいくつか行なってみると、市場では必要なドルの減価の大きさを過少評価している可能性が示唆される。

キーワード：経常収支調整、国際資本移動、為替レート

JEL 分類番号：F32

* カリフォルニア大学バークレイ校

本稿は、2005 年 5 月 30、31 日に東京で開催された日本銀行金融研究所主催の第 12 回国際コンファランスでの基調講演のために準備された。本稿の内容には、ケネス・ロゴフ氏との共同研究の成果の一部が反映されている。本稿の初稿作成時に滞在していた IMF 研究所の支援、およびカリフォルニア大バークレイ校 the Class of 1958 chair に感謝の意を表したい。馬場直彦氏からは、本講演で使われているデータの一部を入手するうえで支援を頂いた。

本稿は、日本銀行金融研究所が著者の同意を得て翻訳したものである(文責：日本銀行金融研究所)。

現在の米国の経常収支赤字を、国民所得対比で見ると、米国の建国当初の時期以降では、かつてない高水準にある。建国当初というのは、まさに、初代財務省長官であったアレキサンダー・ハミルトンが欧州資本市場において新興国家としての信用を確立しようとしていた時期である。もちろん、米国の赤字は、絶対水準で見れば、世界史上最大の赤字であり、中国、日本、ドイツ、ノルウェー、スイス等の国々が生み出している世界全体で利用可能な対外余剰のまるまる 3/4 を吸収してしまっている。

この歴史上まったく前例をみないような状況は、米国だけの問題なのであるのか、それとも米国以外の国々、あるいはわれわれ全員にとっての問題なのであるのか。歴史上まったく前例をみない（あるいは、少なくとも近年にはみられなかった）状況が常にそうであるように、見解は大きく分かれている。私は米国の経常収支赤字はもちろん米国自身にとっての問題であるが、それゆえに、世界経済全体の問題でもあると主張したい。今後、世界全体として支出パターンの大規模な調整が必要となることを踏まえると、通貨価値の「ソフト・ランディング」を巧みに実現することが、主要な貿易圏の国々の金融・財政当局者にとって、大きな課題となる。

今日における国際決済パターン

米国の対外赤字は何も新しい問題ではない。米国の経常収支は、1990 年代初頭以降、赤字が続いているし、1980 年代中には大幅な赤字であった。実際、振り返ってみると（図 1）、1990 年から 1998 年にかけての赤字が相対的に小さかった時期は例外的で、この時期を除けば、少なくとも 1970 年代初頭から一貫して赤字は拡大傾向にあったように見える。

2005 年 4 月に発行された IMF の世界経済見通し（*World Economic Outlook*）では、2005 年の米国の経常収支は 7,250 億ドルの赤字（米国の GDP 比で -5.8%）と予測されている。第 1 四半期の推計値からは、米国が 2005 年に入ってから今までのところ、さらに高い GDP 比 6.4%の赤字を計上していることがわかる。このような経済・軍事大国による歴史上まったく前例をみない水準の借入を、どの国がファイナンスするのであるだろうか。日本は全体のほぼ 22%、1,570 億ドル（日本の GDP 比で 3.3%）をファイナンスすると予想されている。ユーロ圏がファイナンスすると予想される金額は、501 億ドル（ユーロ圏の GDP 比で 0.4%）と比較的少ない。それ以外の先進諸国は、全体としても、日本よりやや少ない 1,360 億ドルを負担し、韓国、香港、台湾、シンガポールの

アジアの新興工業国が 920 億ドル（4 カ国総計の産出量の 6.8%）を負担する見通しである。

最後に、「それ以外の途上国」は、現在、国内では吸収しきれないほど所得が急速に拡大している一次産品輸出国を含んでおり、全体として、米国の必要とする借入のほぼ 42%、3,030 億ドルをカバーすることになる。これらの国々は、2004 年に米国の経常収支赤字の 37%という大きなシェアをファイナンスしており、さらにシェアが高まることになる。これらの国々の中には、例えばサウジアラビアやベネズエラのように、政治的に不安定にみえる国もある。

米国の対外赤字ファイナンスに関する流動性とリスクの構造は、エマージング市場諸国の蔵相たちにとって、夜も眠れないほどの心配の種となっているであろうし、また、ブレトン＝ウッズ期には米国内でも懸念を生じさせていたであろう。近年、途上国の外貨準備蓄積は、途上国から米国へのネットの資金流入を上回っている。例えば、2004 年には、途上国の米国に対するネット貸付は、米国の対外赤字の総額 6,660 億ドルのうち、約 2,460 億ドルであった。しかしながら、これらの国々は、2004 年にそれを上回るドルでの外貨準備を、主として流動的なドル建て資産である米国政府短期証券で積み上げている。米国の赤字ファイナンスを上回る外貨準備の増加分は、国際収支上、対外直接投資等のかたちで米国のグロスでみた対途上国債権の蓄積に対応している。このことは、米国が、赤字ファイナンスのためにネットで短期の借入を行っているだけでなく、流動性とリスクの変換を行っていることを意味している。

こうした米国対外収支の見通しは、かつて金融市場を震撼させたことがあったが、市場参加者は、今日では、米国の対外借入の規模や性格、そして持続可能性について、落ち着ついて態度で受け入れつつあるようにみえる。米国のネット対外債務は、GDP の 25%に達しており、それはさらに上昇するかもしれないが、それにもかかわらず、ドル建て長期金利には上昇圧力の兆候がみられないし、むしろ逆に低下している。米国の資金調達の実効性が増加している一方で、海外投資家は、そのポートフォリオに米国向けの債権を更に積み上げることに制約を感じているという証左はみられていない。米商務省による 2004 年の国際収支の暫定推計値によると、民間海外投資家が 1 兆 780 億ドルの米国資産を追加的に取得しているが、海外公的機関のドル購入がないとしても、これらの投資家が 6,660 億ドルの資産を購入すれば、経常収支赤字をファイナンスできる。もちろん、米国居住者が同時に 8,000 億ドルの海外資産を購入する一方、海外中央銀行が 4,000 億ドル以上のドルを購入しており、高い国際的な

レバレッジが米国の対外ポートフォリオを特徴付けるようになってきている（他の先進国も同様）。では、本当にリスクは見当たらないのであろうか、それとも、海外の民間・公的部門の米国に対する貸し手は、潜在的なリスクを単に大幅に割り引いてみているのであろうか。

この問題に関する主要なエコノミストの見方は、大きく分かれている。次節では、米国の対外収支ポジションの現状に関する楽観論の主要な内容を整理する。その際、特に金融統合の進展がもたらす含意に焦点をあてたい。何故なら金融統合の進展こそが、現在と過去を著しく異なる状況としているからである。同時に、こうした楽観論に懐疑的とならざるを得ないいくつかの理由を示す。

楽観論とその限界

これまで持続不可能と考えられてきた現象が、実際にはかなりの期間にわたって持続すると、その現象を持続可能かつ必要ならしめるような世界の変化が何故生じたのかという議論が展開されるようになる。こうした議論は一般にある程度もっともらしいものであるが、そうした議論は、市場は移り気で急激かつ突然に反転してしまうという厳然たる事実と直面している我々にある種の知的な安心感を提供することを主目的としている。市場の反転は、時には真の複数均衡を反映していることもあると考えられる。しかし、一意な均衡の存在するモデルであっても、例えば、固定為替レートのように突然の危機として顕現化するまでの間、長期的な政策の不整合性を大部分隠してしまうことがある¹。

楽観論を擁護する有力な議論の1つは、アラン・グリーンズパン FRB 議長によるものである(Greenspan [2004])。彼の見解を要約すると、国際金融市場は、非常に厚みがあり、効率的であるため、米国のように信用度の高い国については、より大きな経常収支不均衡を長期にわたって持続することが可能であり、このため、喫緊の政策介入は必要としないということになる。

過去 15 年の間に、いくつかの尺度でみて、国際的な金融統合が目覚しく進展していることは確かである²。図 2は、世界全体の対外資産・負債の動向を示

¹ こうした考え方に沿った例として、モラル・ハザードに起因するエマージング市場危機に関する Dooley [2000]のモデルがある。

² 長期にわたる歴史的観点からのより詳細な議論については、Obstfeld and Taylor (2004)を参照のこと。

している（負債が資産を上回っているのは、会計原則とは矛盾するが、利用可能なデータに基づく、世界全体の経常収支が赤字になるのと同様の統計上の問題によるものである）³。近年、世界全体の資産・負債は両建てで急増しており、国別にみても、対外資産と負債の GDP 比率は急上昇している。図 3 に示したように、米国の対外資産・GDP 比率は現在約 75% であるが、対外負債・GDP 比率は約 100% である。このため、米国全体のポートフォリオは、グロス対外債務がネット対外債務の 4 倍、グロス対外債権がネット対外債務の 3 倍と大きなレバレッジがかかっている。これらの資産・負債の構成は、お互い本質的に大きく異なっており、他国と比較してみると、米国は債券を売り越す一方、株式等を買って越している、グロスの資産が負債によって相殺されているわけではない。米国の資産・負債ポジションは、世界経済の情勢次第で異なる収益の受取りをもたらす、非常に特異なリスクと流動性を有している。

より小さな国家や主要な金融・銀行センターについては、米国よりもさらに極端な状況となっている。Obstfeld and Rogoff [2005] から引用した表 1 をみてみよう。途上国は一般に、グロスでみた資産・負債の GDP 比率は低く、資産スワップよりも異時点間取引がより大きい⁴。しかしながら、途上国グループ内においても、特に、中所得国から低所得国への直接投資が増加している。こうした資本移動は、その源泉となっている国で、国際的なレバレッジを高めるよう作用しているであろう。

こうしたグロスの投資ポジションの大幅な拡大は、ある程度までは、国際金融の教科書で強調されているリスク・シェアリング機能としての国際的な資産分散化の望ましい拡大につながっている。しかしながら、実質的な資産分散化の規模は数字上のみかけよりもずっと低い水準にある。その理由は、今日の国際化された先端的な金融取引では、一定の金融投資が行われると、最初の投資家と最終的なリスク資産が結び付けられるまでに、様々な国々のいくつもの金融仲介機関を経由するからである。

これまでの議論を総括すると、国際金融市場の統合進展が、米国の経常収支にもたらす含意は次の 2 点となる。第 1 に、国際資本市場は、これまでよりもはるかに許容性が高くなっており、米国が現状以上にネット対外負債を拡大させたとしても、経常収支の顕著な縮小に向けて、よりゆっくりとした調整を許

³ データは、Lane and Milesi-Ferretti [2005] の重要な業績から取っている。

⁴ この対照性について、Obstfeld [2004] でより詳細に検討している。

容する可能性がある。これは、「ソフト・ランディング」シナリオであり、米国には調整のための時間がこれからもふんだんにあり、突然の反転が惹起するような急激かつ破壊的な価格効果を最小化しよう、市場がそうした時間を喜んで提供してくれるという考え方である。

しかしながら、より厳密な検証を行うと、市場の動きは、ある種の「ハード・ランディング」の可能性についての評価に条件付けられているように思われ、この確率は、資産市場の統合よりも、財市場の統合により大きく依存している。財市場は、資産市場に比べて、国際的な統合度合いがはるかに低く、支出パターンの大きな変化　急激な米国の経常収支赤字の減少を伴うようなは、大規模な為替レート変動につながるであろう。ケネス・ロゴフと私は（Obstfeld and Rogoff [2005]を参照）米国、アジア、欧州の経常収支均衡化のための世界的な調整は、対ユーロで 30%、対アジア通貨バスケットで 35%のドル減価をもたらすと予測した。重要な点は、資産市場の統合度合いは、必要となる経常収支調整の規模に副次的な影響を及ぼすに過ぎず、上記の結果自体は、資産市場の統合度合いからはほとんど影響を受けないことである。さらに、現実的な価格粘着性と輸出企業の価格差別化（PTM、pricing-to-market）行動を考慮すれば、推計値はより大きなものとなるであろう。

これらの考察からは、金融市場の国際的統合が持つ第 2 の、そして、余り好ましくない含意が示唆される。大幅な為替レート変動の予想は、（すでにみたように）非常に大規模なものとなっているレバレッジのかかった国際的な資産・負債ポジションについて、大規模なキャピタル・ゲイン/ロスの予想をもたらす。米国の経常収支赤字が長期化し、大規模化するにつれて、潜在的なドル減価に対する影響は大きくなる。このため、市場センチメントの突然の反転　多くのエマージング市場が近年頻繁に経験しているような　による潜在的な影響も大きくなる。実際、流動的な国際資本市場は、低金利で米国に資金を供給しているが、これは将来、巻き戻さなくてはならないロープの長さをより長くしているかもしれない。

カウンターパーティ債権・債務の複雑な連鎖は、多くの場合、ヘッジ・ファンドやその他ノンバンクを巻き込み、監督当局の追跡を不可能にし、深刻なシステムミック・リスクをもたらす。ある時点に至るとドル急落が生じるであろうという市場の認識によって、さらに事態は悪化するであろう。こうした市場の認識は、Morris and Shin [1998]が固定為替レートに対する通貨アタックに応用したある種の非対称情報の設定にみられるように、ドル建て資産を売却しようと

する急激かつ広範な市場の動きを引き起こす可能性がある。1998年のロング・ターム・キャピタル破綻によるシステミック危機は、現在発生しうる危機に比べれば、ずっと小さなものである。

もちろん、金融統合の進展を論拠とした議論のほかにも、楽観論を擁護する考え方がある。世界にはふんだんに貯蓄があり、米国はその最適な投資先であるという議論もその1つである。米国は、巨額の経常収支赤字を出すことによってこうした海外からの投資流入を受け入れるほかないので、米国の貯蓄を増加させるいかなる試みも、世界経済に対してデフレ効果をもたらすという考え方である。

しかし、米国の経常収支赤字に関するこの理論は、事象の時間的な経過とは相容れない。IMFによれば、表2に示したとおり、世界全体のグロスの貯蓄は、1997年から2002年にかけて幾分減少した一方で、米国の経常収支赤字はこの間にGDP比で1.6%から4.5%に膨らんでいる。2003年には、世界全体の貯蓄は、ほぼ1997年の水準にまで急上昇し、2004年には、米国の対外収支がGDP比でほぼ1%悪化するのにつれて、世界全体の貯蓄も、世界全体のGDPの1%分だけさらに上昇している。このように、米国対外赤字の大部分は世界の高貯蓄とは関係がない。

世界全体の貯蓄増加の源泉は、その多くがエマージング市場諸国からもたらされている。世界の原油価格の最近の急上昇がその重要な推進力となっており（表2）短期的には、ベネズエラ、ナイジェリア、いくつかの中東諸国、そしてCIS諸国といった産油国の貯蓄が増加している⁵。同様の推進力は、2003年および特に2004年の原油以外の一次産品価格の急上昇からももたらされている。同時に、10年物インフレ連動国債金利でみた米国の実質金利は、2002年から2004年にかけて約100ベース・ポイント低下し、2005年6月現在、年率1.6~1.7%で推移している（インフレ連動国債金利は、1999~2000年頃には、おおよそ4%程度であった）。この最近の実質金利の動きは、1999~2000年頃と比べて投資採算が低下しているとの認識を反映しているかもしれないが、それよりも世界の貯蓄増加と関連している可能性が高い。国際的な投資需要は今後確実に回復すると思われるが、そうなれば、実質金利は確実に回復し、米国以外にもさらに魅力的な投資機会が生まれる。すると大きな対外債務を抱える米

⁵ 評論家の一部は、1970年代後半の米国実質金利の低下が、短期的な限界貯蓄性向の高い産油国への世界所得の移転に起因しているとした。

国は、むしろ国際的な金利上昇の悪影響を受けるであろう。最近の一次産品価格の上昇も将来反落すれば、一次産品輸入国の助けになるかもしれないが、世界の実質金利に対する追加的な上昇圧力となるであろう（そして、トリフィン効果を通じて、再び、債務を抱えたエマージング市場諸国に打撃を与えるであろう）。

いずれにせよ、米国資産に対する海外からのより大きな需要は、米国の貯蓄・投資バランスとはせいぜい間接的な関係があるに過ぎない。外国資産米国の対外債務の利払いに比べ、歴史的にみて、はるかに高い収益をもたらしてきた を米国が取得し続ける限り、仮に経常収支赤字がなくても、外国投資家は米国に投資できる⁶。

Dooley, Folkerts-Landau, and Garber [2003]が示した「ブレトン・ウッズの再興」という有力なモデルはどうであろうか。彼らは、経済大国としての中国の勃興は、すべてを変化させたと主張する。中国の関心は、元をペッグさせ、ドル建て準備を蓄積し、それによって、現在の工業化を支える先進国からの直接投資を呼び込み続ける一方で、後進地域における余剰労働力を工業部門へ引き込むことにある。この議論は、中国と米国の双方にとって誘引整合的であるため、この先5年、10年、あるいは20年以上にわかって持続しうるという主張である。

この議論もまた、誇張されているようにみえる。なぜ米国は、中国がその目標を達成するために、経常収支赤字を計上し続けなければならないのであろうか。中国よりも巨大なドル建て準備を保有する一方で、まったく異なる政策上の優先順位をもつ日本の立場はどうであろうか。中国は、すでに繊維製品の輸入関税を導入させた米国の保護主義圧力や、投機的な資本流入に伴う自国の物価上昇圧力といった危険に対処できるであろうか。現状がきわめて安定しているのであれば、中国はなぜ外国為替取引規制を5月に導入したのであろうか、また、香港は、同じ月に対ドル変動幅を拡大させたのであろうか。

おそらく、中国の「再興ブレトン・ウッズ」体制への参加は、米国がより大規模な経常収支赤字を計上できるために、必要でもないし、十分でもないということが重要である。このため、悩ましくかつ回答の見出されていない米国の

⁶ Obstfeld and Rogoff [2005]は、米国の対外資産にかかる受取りと対外負債にかかる支払いについて、為替レートと資産価格の変動によるキャピタル・ゲインを加味すると、1980年代初以降、平均して受取り収益が支払いを3.1%上回っていると推計している。

対外調整という問題に戻らざるを得ない。それは、どのくらい突然に、いつ生じ、そして米国と世界にどのような帰結をもたらすのであろうか。

市場は何を考えているか？

上述した分析が正しく、かつ、国際的な不均衡の解消が不可欠で、大幅なドル減価が必要とされるのであれば、なぜドルは既に急激に減価していないのであろうか。この問題を考える方法の 1 つは、クルーグマンが 20 年ほど前に、当時のドルの主要通貨に対する極めて割高な水準の持続可能性を検証するために提案した計算をもう一度やってみることである (Krugman [1985])。もしドルの急激な減価の可能性が資産価格や金利に反映されていなければ、市場はソフト・ランディングの結果について楽観的　そして、多分、過度に楽観的であると結論付けられる。

クルーグマンの計算は、金利平価が長期の金融商品について成立しているとの (無難ではない) 仮定をおいている。金利平価の含意は、米国との実質金利差がドルの外国通貨に対する期待実質減価に等しいということである。クルーグマンは、結果として暗黙的なドルの実質ベースの推移の見通しを検討し、それが米国による (不可能ではないが) 信じ難い高水準の海外債務の累積を意味すると結論付けた。そのうえで、クルーグマンは、市場は単に間違っている

市場がドル高の長期的な含意を理解すれば、ドルは大幅に減価する必要がある　と主張した。もちろん、それがその後、現実となったのである。

20 年後の現在、米国のネット対外負債は、クルーグマンが著しく非現実的であるとした水準 (例えば、GDP 比 50%) が既に視野に入ってきている。しかしながら、現在の低水準の米国の実質金利は、今日の一連の市場価格を、クルーグマンが論文を書いた頃よりも、さらにつじつまが合わないものとしている。ここでデータをみてみよう。我々は今日、クルーグマンに比べ、データに関して重要な強みをもっている。すなわち、米国、日本、そしてユーロ圏のインフレ連動政府債務証券の存在は、長期実質金利を直接観察可能としている⁷。

⁷ Krugman [1985]は、長期名目金利からその時点のインフレを差し引いた大雑把な代理変数を使った。その指標を今日に適用してみると、米国と欧州については、インフレ連動国債金利にかなり近い値となる。しかしながら、日本については、10 年物インフレ連動国債金利は、名目国債金利からその時点のインフレ率を差し引くことで計算した対応する実質金利を大きく下回っている。この先 10 年にわたる市場の期待は、日本のインフレ率がわずかなマイナスから年率 1%程度にまで近づくことを示唆している。ユーロ建てのインフ

表 3は、10 年物国債について金利平価を改定すると、先行き 10 年にわたって、市場はドルが円に対して年率平均 1.22%で減価すると予想していることを示している。予想されるドルのユーロに対する実質減価はずっと小さい。基本的には予想は変化がない。これまでの文献で一般に推計されている価格弾性値をもとにすると、これらの実質為替レートの経路は、米国に顕著な経常収支赤字の削減をもたらすものでもないし、日本に顕著な経常収支黒字の削減をもたらすものでもない。長期弾性値が短期弾性値を大きく上回るときに限って、金利差から予想される価格変化は長期にわたる経常収支調整と整合的となりうる。例えば、金利差から予想されるドルの実質減価が GDP 比 4.5%の米国の経常収支赤字の減少と整合的である一方で、米国の名目 GDP は年率 6%で成長するとしよう。この場合、予測は、米国のネット対外債務が GDP 比 75%、すなわち現在の 3 倍の水準で安定化しなければならない。現時点において、市場は長期にわたるドルの「ソフト・ランディング」とドルの将来の実質価値について、過度に楽観的であると結論付けてもおかしくないであろう。

結び

2004 年 6 月、米議会・共和党議員は、10 ドル札の肖像をアレキサンダー・ハミルトンから最近逝去したロナルド・レーガン元大統領に変更することを提案した。この提案は、現在の米国のマクロ経済・地政学上の難局を考えると、まさに皮肉に思える。不十分な財源のため、大陸軍が英国軍に対して敗北寸前となった状況を目の当たりにして、ハミルトンは、軍事力がまず何よりも先に資金調達力に依存していることを思い知った。このため彼は、財務長官として、海外における米国への信用を確立し、政府の徴税権を強固なものにすることを最優先課題とした。(これだけの理由ではないが) こうした業績によって、彼は 1929 年以来、10 ドル札の肖像に値する人物と考えられてきた⁸。

レーガンは対照的に、広範な減税と急激な連邦政府財政赤字、対外赤字を推進してきた。しかしながら、彼の名誉のために言っておくと、レーガンは、最後には、こうした不均衡の危険を認識し、財政赤字削減のための増税に同意し

レ連動国債は、フランスで発行されており、ユーロ圏に関するハーモナイズド CPI 除くタバコに連動している。

⁸ Chernow [2004] は、ハミルトンの類まれな人生と業績に関して現代的な解釈を示している。ハミルトンの米国財政・金融システムに対する貢献に焦点をあてたより簡潔な要約として、Bryan, Champ, and Ransom [2000]がある。

た。こうした方策は、1980年代後半における望ましい経常収支とドルの調整をもたらすことに貢献した（図1）。

米国は再び大幅な財政赤字となっており、経常収支ファイナンスの必要性は、レーガン時代の必要性がちっぽけに見えるまでの規模に達している。世界は、ますます危険になっているように思えるが、米国の海外での軍事的公約は、軍事力の限界をすでに超えている。増税は、政治的には勝算がない。実際、社会保障改革の一部として民間年金基金への資金援助を行なうことによる連邦債務の拡大圧力が生じている。そしてもちろん、米国が国内バランスと対外バランスを調整するという自らの問題を解決できたとしても、欧州や日本は、歓迎されざるデフレ圧力に直面することになるであろう。

現状は持続不可能であるように思われるが、しかしながら、それはどのようなにして、またいつ終末を迎えるのであろうか。私を含め一部には、強い不安にかられている人もいる。われわれは、例えば財政赤字削減のように、米国のネット対外借入（そして、欧州と日本の追加的な金融刺激策）を減少させる可能性のある政策行動を歓迎する。ハミルトンならどう考えたであろうか。簡単に察しはつくであろう。もう1人の元大統領であるジェラルド・フォードの言葉を借りれば、アレキサンダー・ハミルトンが生きていれば、彼は墓の中で悔し涙を流していることだろう。

参考文献

- Bryan, Michael, Bruce Champ, and Jennifer Ransom, "Who Is That Guy on the \$10 Bill?" *Economic Commentary*, Federal Reserve Bank of Cleveland, June 2000.
- Chernow, Ron. *Alexander Hamilton*. New York: Penguin Press, 2004.
- Dooley, Michael P. "A Model of Crises in Emerging Markets." *Economic Journal* 110 (January 2000), 256-272.
- Dooley, Michael P., David Folkerts-Landau, and Peter M. Garber. "An Essay on the Revived Bretton Woods System." Working Paper 9971, National Bureau of Economic Research, September 2003.
- Greenspan, Alan. "Evolving U.S. Payments Imbalance and Its Impact on Europe and the Rest of the World." *Cato Journal* 24 (Spring-Summer 2004), 1-11.
- Krugman, Paul. "Is the Strong Dollar Sustainable?" In *The U.S. Dollar – Recent*

- Developments, Outlook, and Policy Options*. Kansas City, MO: Federal Reserve Bank of Kansas City, 1985.
- Lane, Philip R. and Gian-Maria Milesi-Ferretti. "The External Wealth of Nations: Mark II." Manuscript, Trinity College, Dublin, and International Monetary Fund, 2005.
- Morris, Stephen and Hyun Song Shin. "Unique Equilibrium in a Model of Self-Fulfilling Currency Attacks." *American Economic Review* 88 (June 1998): 587-597.
- Obstfeld, Maurice. "External Adjustment." *Review of World Economics* 140 (December 2004), 541-568.
- Obstfeld, Maurice, and Kenneth Rogoff. "Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments." *Brookings Papers on Economic Activity* 1:2005, forthcoming.
- Obstfeld, Maurice, and Alan M. Taylor. *Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth*. Cambridge: Cambridge University Press, 2004.

表1 主要 OECD 諸国の国際投資ポジション(2003 年)

(GDP 比)

	資産	負債	純ポジション
カナダ	0.75	0.93	-0.18
フランス	1.79	1.72	0.07
ドイツ	1.48	1.41	0.06
イタリア	0.95	1.00	-0.05
日本	0.87	0.48	0.39
英国	3.26	3.29	-0.02
米国	0.71	0.96	-0.24
スイス	5.03	3.67	1.35
ユーロ圏	1.07	1.18	-0.10

資料 : International Monetary Fund, Net International Investment Position Data

表2 米国の経常収支赤字、世界全体のグロス貯蓄および原油価格

	米国経常収支 (GDP 比、%)	World saving (世界 GDP 比、%)	原油価格 (\$/バレル)
1997	-1.6	24	19.27
1998	-2.4	23	13.08
1999	-3.2	23.2	17.98
2000	-4.2	23.9	28.24
2001	-3.8	23.2	24.33
2002	-4.5	23.1	24.95
2003	-4.8	23.9	28.89
2004	-5.7	24.9	37.76

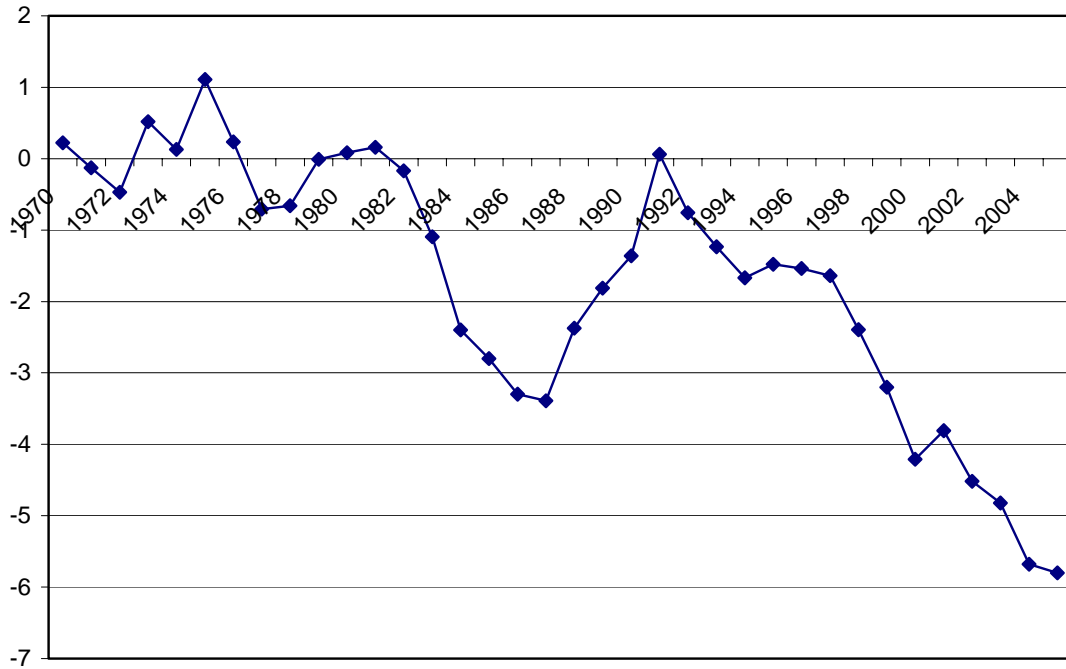
資料 : International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, various issues.

備考 : 世界貯蓄の指標は、各国のグロス貯蓄率の加重平均値。なお、ウエイトは、世界全体の PPP 調整済み GDP に対する各国の PPP 調整済み GDP のシェア。

表3 物価インデックス国債の収益率と収益率差（2005年6月6日）

米国 10 年債 (1)	日本 10 年債 (2)	(1) - (2)	米国 30 年債 (3)	仏 30 年債 (4)	(3) - (4)
1.57	0.35	1.22	1.68	1.56	0.12

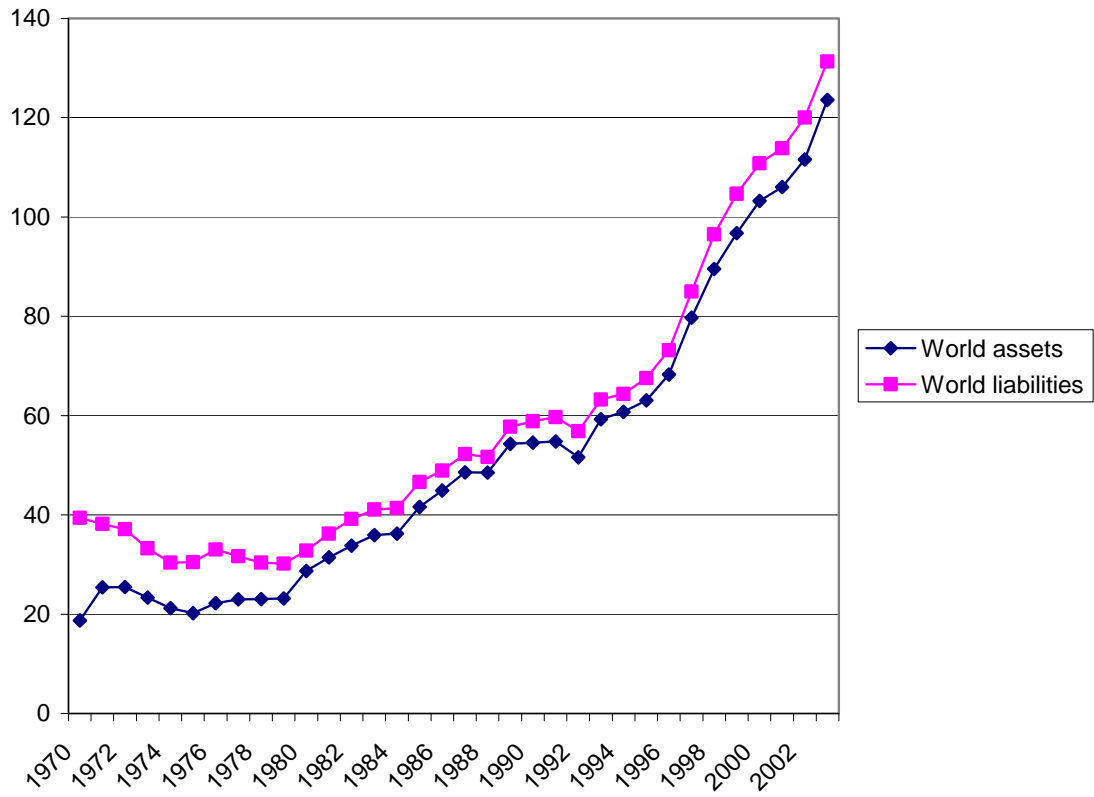
図1 米国の経常収支（GDP比）



資料：U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis.

備考：2005年の計数については、IMFによる2005年4月の暫定予測値。

図2 世界全体の対外資産・負債（GDP比）



資料：Lane and Milesi-Ferretti [2005]

図3 米国のグロス対外資産・負債およびネット対外資産（GDP比）

