

# グローバル金融危機後の 「グローバル・インバランス」論争

星野智樹

はじめに

1. 米国をめぐる経常収支とマネーフローの概観
  2. バナンの議論の展開: 「初期 GSG 論」から「拡大版 GSG 論」へ
  3. 「新 GFI 論」の展開
- おわりに

はじめに

2000年代に米国の経常収支赤字とその対極にあるアジア・産油国の経常収支黒字をめぐる議論として「グローバル・インバランス」論（以下、「GI 論」）が提起された。その代表的な議論が、各国・地域からの対米投資と米国の経常収支赤字ファイナンスに焦点をあてた「ブレトンウッズ体制復活論」（Dooley, Folkerts Landau and Garber[2003]）、米国が経常収支赤字国・対外純債務国であるにもかかわらず対外純債務の減少や所得収支黒字がみられる「謎」を検討した「世界のベンチャー・キャピタリスト論」（Gourinchas and Rey [2005]）、米国の経常収支赤字と世界的な長期金利低下の要因を新興国の過剰貯蓄に求めたバナンの「グローバル過剰貯蓄（Global Saving Glut, 以下、初期 GSG）論」（Bernanke [2005]）である。本稿では、以上の3つを含めた議論を「従来型 GI 論」と呼ぶことにする。「従来型 GI 論」は、経常収支・資本収支（ネットの資本移動）やマ

クロ経済における貯蓄・投資バランス、アジアからの対米投資に焦点を当てた点に特徴がある。

2007年にサブプライム危機、2008年にリーマン・ショックをはじめとする一連のグローバル金融危機が生じると、「GI 論」はバブルや危機の要因を説明する議論として展開<sup>1)</sup>されるようになった。この議論のなかで、どのような立場をとるにせよ、（とくに本邦研究者の間で）広くみられるのは、貯蓄超過・経常収支黒字にある（アジアを中心とする）新興国からの対米投資が米国の長期金利を引き下げ、それが米国における住宅バブルを加速させるとともに、金融危機の要因を作り出したとする見解である。

1) 若干の補足をしておこう。「従来型 GI 論」は、米国の経常収支赤字をめぐる問題を米国の基軸通貨国としての地位を念頭に置きながら展開された議論であり、直接的にバブルや危機を説明するために登場したわけではない。そのため、「従来型 GI 論」をバブルや危機に関連付けるためには、留意が必要である。まず、バブルや危機を分析するうえで有用な分析視点を抽出したうえで、バブルや危機を解明するために課題設定をし直す必要がある。また、「従来型 GI 論」ではバブルや危機を説明できないという批判もなされているが、むしろ問題にするべきなのは、たとえば、「ブレトンウッズ体制復活論」ではアジアに加えてのちに大きな注目を集める欧州の役割も取り上げられていたにもかかわらず、「従来型 GI 論」が危機を予見した議論にはならなかった点である。

ところが、最近では、こうした「従来型 GI 論」あるいはその代表的議論である「初期 GSG 論」を批判・修正する見解が出現している。まず、BIS（国際決済銀行）の主力エコノミストや米国の一部の論者によって、「従来型 GI 論」あるいは「初期 GSG 論」を批判的に検討し、バブルや危機の要因を解明するための新たな議論として、欧州の役割、グロスの資本移動や金融機関の活動を重視する「Global Financial Imbalances」論（「従来型 GI 論」との対置として、また、3でみる Financial Imbalances 論をベースとして展開されているため、本稿では「新 GFI 論」と表記する）が提起<sup>2)</sup>された。また、「初期 GSG 論」を提唱したバーナンキ自身も議論をアップデートし、バブルや危機の解明を明確な検討課題にした「拡大版 GSG 論」を展開するようになった。

こうした中、本稿では、バブルやグローバル金融危機をめぐる議論として展開されるようになった「GI 論」について<sup>3)</sup>、「拡大版 GSG 論」と「新 GFI 論」を中心に取り上げて議論・論争を整理する。その際には、主要な論点、提起された分析視角を確認すること、両者がかつて金融政策論争<sup>4)</sup>を展開し

た点も考慮に入れて見解の背後にある政策的な対立にも留意しながら論争の意味合いや議論が出てきた文脈を検討することの二つを狙う<sup>5)</sup>。

以下、1では米国をめぐる経常収支とマネーフローの動向を概観し、2では「初期 GSG 論」から「拡大版 GSG 論」へのバーナンキの議論の展開、3では「新 GFI 論」の展開をそれぞれ取り上げ、「おわりに」では本稿の結論を示す。なお、「拡大版 GSG 論」と「新 GFI 論」では重複した議論もあるが、本稿では、両者の議論をそれぞれの展開に沿って整理するため、記述の仕方が込み入ることをお断りしたい。

## 1. 米国をめぐる経常収支とマネーフローの概観

1では、図表1～3を用いて、2002年から2008年までの時期に留意しながら、米国をめぐる経常収支とマネーフローの動向を概観する<sup>6)</sup>。なお、国際収支に関して、現在では多

「新 GFI 論」につながる議論である。FED View と BIS View を取り上げた本邦研究者の文献としては、翁 [2011] (第5 6章)、白川 [2008] (第20章)、湯本 [2010] (第 部) がある。

2) 本邦研究者では岩本 [2013]、福田・松林 [2013]、藤田・松林・北野編 [2014] が、本稿でいう「新 GFI 論」における国際マネーフロー論を、「従来型 GI 論」の限界と対置させながら、取り上げている。

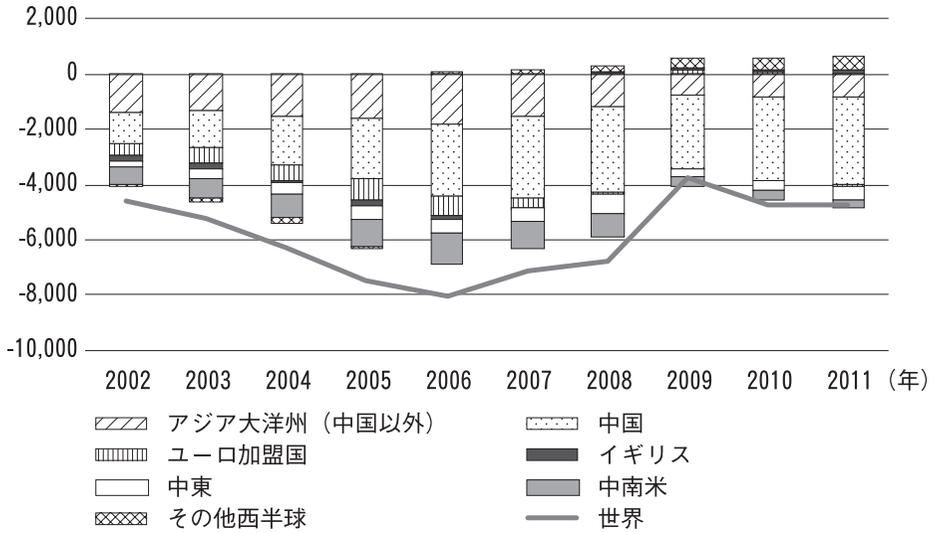
3) 念のために補足しておく、本稿で取り上げる「GI 論」が分析対象にしている時期は、金融危機が（一応は）収束したとされる2010年以降の時期ではなく、2000年代から危機局面となる2008年までの時期である。これ以降の時期における現実の動向については、藤田・松林・北野編 [2014] を参照されたい。

4) 2と3でみるように、金融政策をめぐる、米国の中央銀行である連邦準備制度（以下、FRB と表記）で広まっている FED View は「拡大版 GSG 論」につながり、BIS の一部のエコノミストで主張されている BIS View は

5) なお、本稿で取り上げる議論について、すでに本邦研究者によって紹介・依拠した議論が行われているが、そうした紹介・議論においては、国際マネーフロー論と金融政策論のどちらかの論点のみ（とくに「新 GFI 論」に関しては国際マネーフロー論のみ）の場合、また、角度を変えれば、国際マネーフロー論と金融政策論の両方にふれてはいるが「拡大版 GSG 論」と「新 GFI 論」のどちらかの論陣のみの場合が多いのも事実である。それに対し、論点としては国際マネーフロー論と金融政策論の両方に、また、論陣としては「拡大版 GSG 論」と「新 GFI 論」の両方にふれながら整理した点に本稿の意義がある。

6) ここでは、米国の国際収支のデータを基本にしつつ、Borio and Disyatat [2010] (pp. 207 211)、Obstfeld [2012] (pp. 20 22)、Shin [2012] (pp. 3 6, pp. 9 23) で補足した。

図表1 対主要国・地域別の米国の経常収支 (単位: 億ドル)

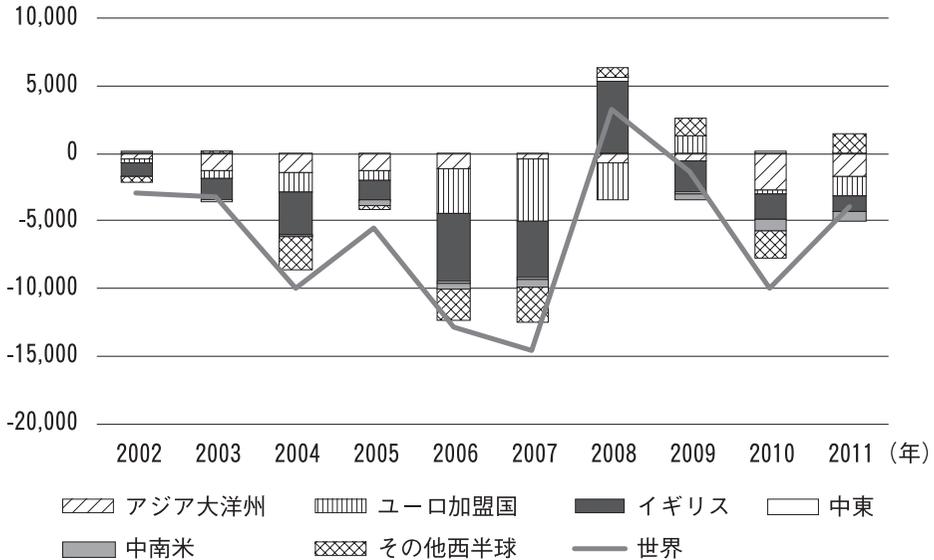


(注1) ユーロ加盟国は、発足当初の初期加盟国に加えて、2007年からスロベニア、2008年からマルタとキプロス、2009年からスロバキア、2011年からエストニアを含んでいる。以下の図表も同じ。

(注2) 主要な国・地域別のグラフであるため、グラフに記した国・地域別の合計と対世界の数値は必ずしも一致しない。以下の図表も同じ。

(出所) U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis より作成。

図表2 国・地域別の米国からの対外投資 (グロスベース, 単位: 億ドル)



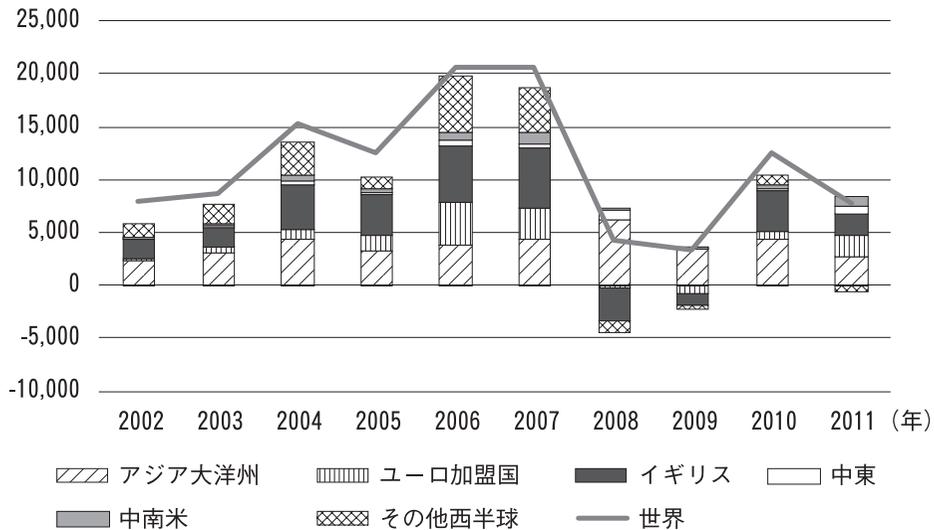
(注1) マイナスの符号は米国からの対外投資、プラスの符号は米国からの対外投資の回収・引き揚げを示す。

(注2) (直接投資における企業内融資など) 同一企業内の国際的な資金移動も含まれている。

(注3) 中国は独立した項目ではなく、アジア大洋州に含めている。

(出所) U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis より作成。

図表3 国・地域別の外国からの対米投資（グロスベース、単位：億ドル）



(注1) プラスの符号は外国からの対米投資，マイナスの符号は外国からの対米投資の回収・引き揚げを示す。

(注2) (直接投資における企業内融資など) 同一企業内の国際的な資金移動も含まれている。

(注3) 中国は独立した項目ではなく，アジア大洋州に含めている。

(出所) U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis より作成。

くの国で『IMF マニュアル第6版』に準拠した計上方法への移行が進みつつあるが、「新GFI論」と「拡大版GSG論」はともに『IMF マニュアル第5版』に準拠した統計を用いているため、本稿で国際収支の統計や議論を取り上げる際は『IMF マニュアル第5版』に準拠する。

最初に全体的な構図の把握である。第1に、米国の経常収支(図表1)の動向をみると、対アジア大洋州地域と中国で赤字の半分近くを占め、中南米地域に対する赤字も大きいのにに対し、ユーロ加盟国とイギリスに対してはわずかな赤字か黒字である。第2に、資本フロー(図表2と3)において、アジア大洋州地域からの対米投資は一定程度の規模だが米国からの同地域への対外投資は少ないこと、また、対ユーロ加盟国・イギリスでは対米投資・対外投資ともに巨額の規模に達していることを確認できる。このことは、米国をめぐるグロスの資本フローが拡大していること、

言い換えれば、経常収支との関係(ネットの資本移動)だけではとらえきれない資本フローが発生していたことを示している。第3に、図表2と3には表示されていないが、部門別では公的部門(外国の通貨当局による米国債および政府機関債への投資)も一定規模になっているが、対米投資・対外投資ともに民間部門が主体となっている。このように、「従来型GI論」が重視する経常収支の赤字相手国である中国およびアジア大洋州地域との資本フロー(公的部門 公的部門)が一定規模に達している一方で、経常収支がほぼ均衡しているユーロ加盟国とイギリス(さらにはオフショア・センターが多く含まれている「その他西半球」との間で巨額のグロスの資本フロー(民間部門 民間部門)が形成されていた。

次に、アジアと米国をめぐる資本フローに関しては「従来型GI論」をはじめすでに多くの研究があるが、これらの議論では十分に

取り上げられず、また、「拡大版 GSG 論」と「新 GFI 論」がともに重視する米国・欧州間の資本フローの具体的な中身をみておこう。欧州・米国間ではドル建ての双方向の資本フローが形成されていた。具体的には、欧州の金融機関の在米拠点は米国のホールセール（短期金融）市場で調達した資金を本支店取引によって本国親会社に送金（米国から欧州への資金の流れ）し、その資金を原資として欧州の金融機関は、米国内に作った「シャドーバンキング」を通じて、住宅関連証券をはじめとする各種の対米投資（欧州から米国への資金の流れ）を行っていた。こうした金融機関の行動によって形成されたグロスの資本フローは、米国の「長期借・短期貸」、欧州の「短期借・長期貸」となり、米・欧の対外的なバランスシートの「ミライメージ」的な状況を創り出していた。

このような欧米間の資本フローは、2007年の危機以降、とくに、2008年のリーマン・ショック時には欧州で生じた「ドル不足」の要因になった。バランスシートの観点からみると、欧州の金融機関は、長短の期間のミスマッチを抱える状態（いわゆる「短期借・長期貸」）のもとで、短期の金融市場がマヒして負債側で資金調達（借入や借換）が困難になると、ドル資金を調達するために資産側で保有する資産を売却することになるが、それが「投げ売り」を通じた資産価値下落を引き起こしドル資金調達のさらなる困難に直面した（これによって、バランスシートの資産側と負債側の両方が大きく収縮した）。このことが、欧州における「ドル不足」となった。さらに、欧州の金融機関はドル建てで資金調達をしてドル建てで資産運用をしていたことから為替リスクは存在しないようにみえたが、ユーロ加盟国の金融機関は欧州中央銀行制度（ユーロシステム）が危機対策として供給したユーロ資金を直物市場でドルに交換してドル資金を調達しようとしたために、ユーロ安

・ドル高が発生し、為替相場の面でもドル資金調達の困難に直面することになった。このようにして深刻化した「ドル不足」は、究極的なドルの発行体である米国による資金供給、具体的には、2008年に ECB（欧州中央銀行）と FRB の間で結ばれたスワップ協定によって対処されることになった。

以上、米国をめぐる経常収支と資本フローの動向をみてきた。「拡大版 GSG 論」と「新 GFI 論」がともにみているデータはほぼ上記に沿うものであり一致しているが、その意味の取り方、背景にある考え方では相違もみられる。以下、2と3でみていこう。

## 2. バナンキの議論の展開：「初期 GSG 論」から「拡大版 GSG 論」へ

バナンキは、周知のとおり2005年に「初期 GSG 論」（Bernanke [2005]）を提起したが、それをアップデートした議論として2010年以降に「拡大版 GSG 論<sup>7)</sup>」（Bernanke [2010], Bernanke et al. [2011]）を展開している。2では、バナンキの議論の展開をみてみよう。

### (1) バナンキの課題設定の変遷

最初に、バナンキの課題設定の変遷をみておく。

バナンキは当初、米国の経常収支赤字と世界的な長期金利低下の要因の解明を検討課題としていた<sup>8)</sup>。

その後、バナンキは、米国の住宅バブル

7) 3で見る「新 GFI 論」は、「初期 GSG 論」への批判を中心的論点にしているが、バナンキの議論と「新 GFI 論」の比較で論争の性格を考えるうえでは、(議論としての公平さを保つためにも) バナンキ自身による議論のアップデートまでみる必要がある。なお、バナンキの議論の展開を詳細に取り上げた本邦研究者による文献としては、関村 [2011] がある。

8) Bernanke [2005, 2007]。

につながった長期金利およびモーゲージ金利の低下と住宅投資のファイナンス（借り手からみれば資金調達）の容易化を可能にした要因、また、それとの関連で、2004年以降にFRBが金融政策を引き締めめに転換したにもかかわらず米国の長期金利（長期国債の利回り）が上昇しなかったこと（いわゆる「グリーンスパンの謎」）、モーゲージ債の発行残高が拡大したにもかかわらずモーゲージ金利が上昇しなかったことの要因の解明を検討課題として、パブルや危機について「GI論」の文脈で議論するようになった<sup>9)</sup>。そして、このときに、バーナンキはパブルや危機の要因として、米国の国内要因（とくに金融システムの問題）を認めているが、対外要因として資本フローも重要な要因としてみている。

次に、このような課題設定に基づく分析を、国際マネーフローの見方とその米国国内への影響の2つにわけてみてみよう。

## (2) 国際マネーフローの分析

国際マネーフローに対するバーナンキの見方について、1でみた国際マネーフローの解釈にもつながる対米投資を、その源泉国別にみてみよう<sup>10)</sup>。

第1の源泉国は、米国債（および住宅公社債）への投資主体としてのアジア新興国（第1のGSG諸国）である。マクロ経済的には、GSG諸国は、貯蓄超過＝経常収支の黒字、それを原資とした広義の資本収支赤字（具体的には、自国通貨売り・ドル買いの為替介入にともなう外貨準備増加）の状況にある。こうした状況の背景にあるのが政策的要因、具体的には、アジア各国が輸出主導型の経済政策をとっていること、また、1990年代後半における新興国の通貨危機・金融危機・経済危

機といった苦い教訓を背景に（危機に見舞われた国もそうでなかった国も）突然の資本流出などの危機への「備え」として外貨準備を蓄積（米国債および住宅公社債といった「安全資産」への需要が強くなった）していることである。こうしたGSG諸国の経常収支や対米資本フローは、「初期GSG論」やそれに依拠する論者が、米国の金融政策への制約や住宅パブルの要因として強調することである。

第2の源泉国は、石油価格上昇によって経常収支黒字を生み出す産油国（第2のGSG諸国）である。ただし、バーナンキは産油国に関しては深い分析を行っていない。

第3の源泉国は、住宅関連の証券化商品への投資主体としての欧州<sup>11)</sup>である。欧州と米国の関係において、マクロレベルでは経常収支不均衡が小さい中でグロスの資本フローが拡大していること、また、金融機関レベルでは欧州の金融機関がインターバンク取引での負債超過（米国からの MMMF [Money Market Mutual Fund] を経由した資金調達）、ノンバンクに対する資産超過（米国の住宅関連証券への投資）となっていることに着目して、欧州は「レバレッジをかけた国際金融仲介者」として描かれる<sup>12)</sup>。こうした取引が拡大した要因としては、欧州での長期金

11) ここでの欧州は、ユーロ加盟国とイギリスが想定されている。

12) ここで補足しておくが、バーナンキは直接的に言及をしていないが、GSG諸国（アジアと産油国の両方）と欧州をつなぐ議論も存在する。小川 [2013] (83-84頁) によれば、GSG諸国は直接米国に投資するだけではなく、資金の一部をロンドン市場に投じ、その資金を欧州の金融機関が取り入れて米国に投資する動きが存在した。このことを踏まえると、欧州の金融機関は、GSG諸国の資金を仲介しただけなのか、それとも、積極的に米国からドル資金を取り入れてドル建て投資を行ったのかという論点が提起される。

9) Bernanke [2010], Bernanke et al. [2011]。

10) 以下の記述は Bernanke [2010], Bernanke et al. [2011]による。

利低下によって相対的に高利回りで見かけ上は高格付けの（「安全資産」と思われた）米国証券が人気を集めたこと、欧州の投資家が金融グローバル化の進展のなかでホームバイアスを是正しはじめたこと、米国でオフバランス・ピークルを通じた取引を行っていた巨大グローバル銀行が在欧州であったこと、米国ではオフバランス・ピークルに対する資本課税制度が不十分でありこうした取引を行いやすかった（規制裁定）ことにある。

最後に、上記とはやや角度が異なるが、いずれの国・地域からも米国に投資が集まる要因として、米国の金融システムへの信頼・魅力（のちにバーナンキ自身がその問題点<sup>13)</sup>を認めることになるが、「初期 GSG 論」の段階では問題点に一切ふれられていなかった）、米ドルの基軸通貨としての地位、外国からの投資需要によって促された米国の金融機関による金融商品開発（米国で「毒入り資産」が作られた要因を対外的なファクターに求めている）が指摘される。

こうして、国際マネーフローに関して、「初期 GSG 論」の段階では中身が曖昧なまま実質的にネットベースでアジア・産油国に焦点を当てた議論になっていたが、「拡大版 GSG 論」の段階ではグロスの資本フローの規模と形態、対米投資の源泉国の選好と要因、投資対象となる金融資産の供給・需要構造まで分析を踏み込み、欧州の動向まで分析範囲を広げ、具体的に議論されることになった。

### (3) 米国国内への影響

次に、対米資本フローが米国国内に及ぼす影響である。ここで登場するのが金利、資産価格や住宅価格がもつ意味合いとしての「ト

ランスミッション・メカニズム」である<sup>14)</sup>。この考え方は次のように整理できる。まず、GSG 諸国からの資本流入（米国債と住宅公社債への投資）による長期金利とそれに連動するモーゲージ金利の低下、欧州からの資本流入（住宅関連の証券化商品の購入）によるサブプライムローン金利低下（クレジット・スプレッドの低下）、これらの組み合わせによる住宅投資ファイナンス（借り手からみれば資金調達）の容易化が、住宅価格（国内資産価格）高騰を生み出した。そして、それが「資産効果」と家計のさらなる借入を可能にすることによって、住宅バブルの拡大と、消費拡大・家計貯蓄率の低下を通じた経常収支赤字を生み出した。角度を変えれば、上記の「トランスミッション・メカニズム」は、対米資本流入によって米国の金融政策の効果が低下・喪失したとする議論にもつながっている。

この議論とも関連して、当時の米国の金融政策に対するバーナンキのスタンスをみてみよう<sup>15)</sup>。まず、バーナンキは、バブルの真の原因としては、過度に楽観的な期待の浸透、「シャドーバンキング」の拡大をはじめとした金融革新、外国からの資本流入が大事であり、こうした要素が金融政策では対処できない要素あるいは金融政策の効果を失わせる要素であったとしたうえで、米国の金融政策運営に問題はなかったとしている。また、バーナンキが金融政策とバブルの関係を認めない背景には、政策論上のロジック、具体的には、

中央銀行の目的は物価の安定と雇用の維持であり、資産価格を金融政策運営において考慮するべきではないこと、バブルの発生と金融政策が関係しているという証拠はないこと、中央銀行はバブルが進展しているのか

13) 具体的には、Bernanke [2010] において、米国における金融機関の過剰なリスクテイキングおよび高レバレッジとその失敗による多額の損失、金融規制や監督の不備、格付け会社の問題などが指摘されている。

14) Bernanke [2005] (邦訳124 125頁, 132 133 頁), Bernanke [2010] (p. 25)。

15) Bernanke [2010] (pp. 23 27)。

否かを見極めることは困難であり、もしバブルや資産価格の上昇を抑制しようとして金融引き締めを行えば、実体経済に深刻なダメージを与える可能性があること、バブルには金融政策ではなく金融規制や監督で対処すべきであることといった中央銀行論の分野で FED View と呼ばれる考え方もあった<sup>16)</sup>。

以上のことは、バーナンキの議論の変遷という点では次のように整理できる。「初期 GSG 論」の段階において、バーナンキは、

金利の対象として、自然利子率を(暗黙の内に)想定し、「トランスミッション・メカニズム」の議論では、住宅価格が高騰している状況を認めてもそれをバブルとして認識していたわけではなく、また、米国の金融政策が対米資本流入によって制約されていることを(暗に示唆していたものの)明示せず、

当時から金融政策論の分野で多く言及されていた FED View を、(見え隠れしていたものの)明確に持ち出さなかった。それに対し、「拡大版 GSG 論」において、バーナンキは、

金利の対象を米国長期国債とモーゲージ債の(実質)金利として明確にするとともに、これらの金利がマクロ経済(インフレ率、経済成長率、財政収支)の基準からみて異常に低い水準にあったとし(ただし、米国の政策金利である FF 金利への言及はなく、この点は「新 GFI 論」が焦点を当てる)、当時の住宅市場がバブル(bloom と表現している)であったことを明確に指摘したうえで、米国の金融政策に対する制約やバブルの要因を対米資本流入に明確に求めるとともに、この議論に FED View をつなげるようになった。

16) 危機が起きた後ではあまり言及されなくなったが、バブルへの対応において、バブルが破裂した後に思い切った金融緩和を行うことで、バブル崩壊による経済への悪影響を抑制できるという考え方(いわゆる「後始末戦略」)も FED View の一つの特徴である。

#### (4) 小 括

以上のように、一連のバーナンキの議論では、金融政策論と国際マネーフロー論が連結され、丹念なデータ分析に基づいて「初期 GSG 論」(や「従来型 GI 論」)では焦点が当たっていなかったグロスの資本フローや欧州の役割が取り上げられた(結果的には、これらを無視しているとした「新 GFI 論」による批判にこたえることになった)。その一方で、バーナンキの議論は、バブルや危機の要因を資本フローを中心とする対外要因に求める「米国の金融政策免罪論」や「ピナイン・ネグレクト」としての要素を含んでいること、また、金融政策論としての FED View との連結で展開されたことから、議論・論争を呼び起こす性格を持っている。

### 3. 「新 GFI 論」の展開

3 では、「新 GFI 論」の展開についてみてみよう<sup>17)</sup>。やや過去にさかのぼると、「新 GFI 論」は、「従来型 GI 論」が活発に議論されていた2000年代に、(当時直接は「GI 論争」に参加しなかったが、別の Imbalances 論として)独自に Financial Imbalances 論を展開するとともに、金融政策論の分野で米国の中央銀行関係者および主流派経済学者に対置される BIS View ともいべき論陣<sup>18)</sup>を形

17) 本稿では代表的な議論である Borio and Disyatat [2010], Shin [2012], Gourinchas [2011], Obstfeld [2012] を中心に取り上げる。

18) その代表的な議論が、Borio and White [2004], White [2006], White [2008]である。なお、BIS View は BIS 全体が持っている見解ではなく、のちに「新 GFI 論」を展開する Borio, Borio と多くの共同研究がある White, それにシンパシーをもつ Shin を中心とする議論と言える。金融政策論以外の分野でも、BIS View の論陣は、米国の金融システムが、情報技術と金融技術の発展によって様々な金融取引方法や金融商品(店頭取引、信用デリバティ

成していた。そして、2010年頃に、経常収支やネットの資本移動、マクロ経済面の貯蓄・投資バランス論に基づく「初期 GSG 論」（あるいは、「従来型 GI 論」）への批判を一つの論点にして、Financial Imbalances 論を中核とする BIS View と国際マネーフロー論が連結される形で、「新 GFI 論」が登場することになった。

(1) 「新 GFI 論」の原型としての BIS View 最初に、やや遠回りにみえるが、「新 GFI 論」の原型となる議論として、また、「拡大版 GSG 論」との対立関係をみる準備作業として、BIS View をみておこう。BIS View の最大の問題意識は、1980年代以降に主要国の中央銀行が物価安定に成功してきたが、低インフレの下でも「金融不均衡」が生じうることを踏まえて、この「謎」を解明するとともに、中央銀行が物価や雇用に加えて金融不均衡への対応に取り組む必要性を提起している点にみられる。こうした問題意識をもつ BIS View の内容は、大きく2点にまとめることができる<sup>19)</sup>。

ブや信用保証、証券化商品)の開発や、のちに「シャドーパーキング」として注目される金融仲介チャネルの形成によって複雑になっていたこと、低インフレが続く中で金融引き締めが必要さが低下して緩和的な金融政策環境が長期間継続したことや、資金調達手段の多様化によって信用膨張型の資産価格ブームが発生していたこと、「新時代論」や市場への信頼に基づく楽観的な期待が浸透していたこと、歴史的にみれば金融危機は先進国でも途上国でも、頻度・深刻さともに大きくなっている(危機は例外的かつ稀に起こるいわゆる「ブラック・スワン」ではない)こと、これらの事柄に着目し、サブプライム危機が起きる前の段階でバブルに警鐘をならして危機を予見していた。この点も BIS View のもつ特徴・意義である。

19) ここでは、その代表的な議論である Borio and White [2004], White [2006], White [2008] の文献を整理した。

第1に、金融不均衡 (Financial Imbalances) の概念である。金融不均衡は、資産価格の高騰や外部資金調達容易化 (“Elasticity”) にともなう信用膨張によるレバレッジの上昇・債務増加を通じた各経済主体のバランスシートの膨張、リスク認識の低下、金利スプレッドの低下、過大評価された格付といった金融面の動きが、歴史的な水準や均衡水準からみて異常に乖離した形で生じ、実体経済面からみて持続不可能な状態にあることを指す<sup>20)</sup>。そして、金融不均衡が生じている中での金融活動は、クレジット・サイクル(信用の変動)と資産価格の変動が各経済活動との相互作用をとめないながら累積的・自己強化的に進む性格を帯びたブーム・アンド・バースト的な状況を生み出し、これが実体経済面の景気循環と深く結びついてブーム期と崩壊期の影響を大きくする景気循環増幅作用 (Procyclicality) をもつ。こうした金融不均衡の概念は、マクロ経済(とくにインフレ率)が安定する下で資産価格の変動・高騰がみられることや、金融緩和の長期化がバブルの要因になりうることを理論的に説明する概念となる。

第2に、政策論として、BIS View は、低インフレ下での金融緩和の長期化が金融不均衡の要因になりうることを指摘したうえで、(とくに信用膨張をともなった)バブル崩壊後には、保有資産価値の下落に加えて、貸し手には不良債権、借り手には過重債務が残ることで金融仲介チャネルが毀損してしまう

20) 金融不均衡をどのように測定するのかという問題は残り、事実この点をめぐって FED View 側と論争が起きているが、「金融不均衡」という概念が提起されたことが重要であり、Borio and White [2004] (p.15) は民間部門の信用の対 GDP 比、インフレ調整済みの株価、Adrian and Shin [2008] (p.28) は信用市場と金融機関のバランスシートの動向を、それぞれ金融不均衡の指標として提案している。

ために金融緩和の効果が弱まることから、バブルへの対応では、崩壊後の事後対応ではなく、金融不均衡の事前防止こそが大事だとし、

金融規制や監督が金融不均衡を生み出す金融チャンネルに制約をかけるという意味では有効であるものの、金融不均衡を生み出す資金供給を行うのは究極的には中央銀行であることから金融政策の役割を重視し、中央銀行が、金融不均衡を探知し、インフレ傾向が出ていなくても金融不均衡が見られれば金融引き締めを行い、金融不均衡やバブルの拡大を防止 (Lean against the Build up of Financial Imbalances by Tightening Policy) することを提案している。

こうした BIS View の議論は、よく見かける議論にもみえるが、バブルや危機が歴史的に頻繁に生じていたとして経済史を教訓として、また、バブルや危機の現象を読み解く議論が古くから展開されていたとして経済学説史の議論を再構成して (言い換えれば、経済学説史のなかにすでにみられていたにもかかわらず、十分に取り上げられることのなかったバブルや危機をみる視点を現代的に復活させ)、現代の金融現象、とくにバブルや金融危機を明確な検討課題としている点に特徴<sup>21)</sup>がある。バブルや危機をめぐる議論・論争の中で「新 GFI 論」が登場した背景の一つにはこうした BIS View の問題意識があるのだ。

「新 GFI 論」は、以上の基本的な認識をもつ BIS View との関連で展開され、以下でみる Global Banking Glut や Excess Elasticity といった概念の提起や、2000年代における米国の金融政策への批判を行っていくことになる。

21) この主張は、とくに、Borio and Disyatat [2010] (p. 200, p. 203, p. 214) と White [2006] (p. 6, pp. 8 10) にみられる。

## (2) 貯蓄と金融の区別

(2) から「新 GFI」論として展開された議論をみていくが、最初に、Borio and Disyatat による貯蓄 (Saving) と金融 (Finance) の区別を念頭においた、「初期 GSG 論」の (批判的な) 整理をみておこう<sup>22)</sup>。貯蓄と金融を区別することは、「新 GFI 論」の理論的な基礎でもある。

さて、Borio and Disyatat によれば、「初期 GSG 論」について、「世界的過剰貯蓄」と呼ばれる現象における「貯蓄」は、直接的に金融資産を示しているわけではなく、「生産物のうちの消費されなかった部分」(生産物 - 消費 = 貯蓄) であり、国民所得勘定における実物タームの概念であること、(暗黙のうちに) 想定されている経済モデルは金融の役割が出てこない (あるいは、きわめて限定的な形でしか出てこない) 実物ベースであることに整理できる。

このことは、対外取引を含めたマクロ経済的には次のようになる<sup>23)</sup>。まず、マクロ経済の恒等式である貯蓄・投資バランス論で示せば、貯蓄・投資バランス = 経常収支、貯蓄過剰国 = 経常収支黒字国、貯蓄不足国 = 経常収支赤字国となり、貯蓄不足の国は貯蓄過剰の国から経常収支赤字の形で実物タームの「貯蓄」(生産物) を吸収することで貯蓄の不足

22) Borio and Disyatat [2010] (pp. 202 207) の議論に沿ってみていく。Borio and Disyatat による貯蓄と金融の区別を取り上げた本邦研究者による文献としては岩本 [2013] (7 8頁) がある。

23) ただし、ここには誤解してはいけない重要な点がある。つまり、国際収支やマクロ経済の式や統計が示すのは因果関係ではなくあくまでも事後的に成立する恒等関係であること、また、恒等関係は必ずしも自動的かつ無条件に成立するわけではなく様々な経済プロセスや局面 (スムーズな状況もあれば、危機的な状況もある) を通じて成立する可能性があることには注意しておく必要がある (奥田 [2012] 第2章を参照)。

部分を賄うことになる。別の見方をすれば、貯蓄・投資バランスは、「資金過不足」と表現されることもあるが、直接的には金融面の資産と負債の動向を示しているわけではなく、現実には実物タームの要素を貨幣換算した限りでの「資金過不足」である。また、経常収支 + 資本収支 + 外貨準備増減 + 誤差脱漏 = 0 で示される国際収支は、誤差脱漏を無視し、外貨準備増減を資本収支に含めて広義の資本収支とすれば、経常収支赤字（黒字）=（外貨準備増減を含んだ）広義の資本収支黒字（赤字）になることを考えると、広義の資本収支は、貯蓄・投資バランスによって示される実物面である経常収支に対応する資本フロー（ネットの資本フロー）のみを示すことになる<sup>24)</sup>。ここでは、経常収支赤字国が赤字部分の「支払い」をするために必要な資金調達となる資本輸入（広義の資本収支黒字）という形で金融取引が出てくるが、その金融取引は、あくまで実物面である経常収支に対応する金融取引のみを示す極めて限定的な形となる（財市場における決済を担っていることにとどまる）。

しかし、現実の経済、とくに今日の経済では金融の役割が非常に重要である。（ある意味では自明ではあるが、だからこそ）この点から Borio and Disyatat は、「投資は、貯蓄ではなく、貨幣（決済手段としての機能をもつ）や広い意味での信用（借入から株式発行までを含む）を通じてファイナンスされることが必要である」として、（貯蓄とは区別される）金融（Finance）の役割を考える重要性を強調する<sup>25)</sup>。こうした貯蓄（Saving）と金融（Finance）の区別（このことは、財

市場と金融市場を区別する<sup>26)</sup> ことでもある）は、以下で見ると、国際収支におけるネットとグロスの相違、金融政策における自然利子率と市場利子率の乖離といった問題を扱ううえで、また、国際マネーフロー論と金融政策論という二面でバーナンキの議論との対抗を考えるうえでの理論的な基盤にもつながっていく<sup>27)</sup>。

以上のことを踏まえて、以下の（3）では国際マネーフロー論、（4）では金融政策論を取り上げる。

### （3）国際マネーフロー論

（3）では「新 GFI 論」の国際マネーフロー論をみる。Borio and Disyatat は、貯蓄と金融の区別を念頭において、「従来型 GI 論」や「初期 GSG 論」の陥穽、具体的には、貯蓄・投資バランス論や経常収支に対応する（広義の）資本収支で捕捉されるネットの資本移動だけでは現実に存在する資本フローを十分に捕捉できないことにふれたうえで、グロスの資本フローの性格・規模・方向、さらには金融機関の行う国際金融仲介活動の分析を展開する<sup>28)</sup>。その議論は3点に整理できる。

第1に、Borio and Disyatat は、実質的に実物ベースの議論となる「初期 GSG 論」への概念上の対抗という意味合いを持たせて、投資資金調達が容易になり、信用拡張への制約が極端に緩まって過剰な金融活動が行われるようになった状況（“Excess Elasticity”）とグローバルな規模での Financial Imbal-

26) White [2006] (p. 8).

27) とくに、Borio and Disyatat [2010].

28) Borio and Disyatat [2010] (pp. 206 211), Obstfeld [2012] (p. 5)。もちろん、経常収支をみる意義がなくなったわけではない。「新 GFI 論」の指摘する経常収支をみる意義は本稿では取り上げられないが、詳しくは Obstfeld [2012] (pp. 24 38), Gourinchas [2011] (pp. 306 307) を参照されたい。

24) ここでは Borio and Disyatat の議論の文脈で整理しているためにやや消極的な形で取り上げているが、現実にはネットの資本移動や経常収支・資本収支をみる意義がなくなるわけではない。

25) Borio and Disyatat [2010] (pp. 202 203)。

ances の発生を問題として強調する<sup>29)</sup>。

第2に、Global Banking によるレバレッジの動向とポートフォリオ決定、リスク・テイキング行動が、グローバルな規模でクロスボーダーの資本フロー、各国・地域の金融状況、金融セクターの脆弱性へ大きな影響を与えている状況を指して、Shin が Global Banking Glut とよぶ現象である<sup>30)</sup>。ここで、Shin は、欧州の金融機関を Global Banking として想定したうえで、欧州の金融機関が、高いレバレッジをかけて1でみた米・欧間の資本フロー（米国の「長期借・短期貸」、欧州の「短期借・長期貸」）にみられるように大規模なドル建て取引を行って米国の金融環境へ影響を与えるとともに、欧州地域あるいは新興国へも大規模な投資を行い、世界的な影響を強めていたことを描いている。そして、2007年以降の危機によって、欧州の金融機関は、こうした投資ポジションで損失を出す一方、投資資金の引き上げを通じて米国を含めた投資先の国・地域の経済にも打撃を与え、世界金融危機の「主役」となった。こうした状況を、Shin は、高貯蓄を背景とする新興国が対米投資によって米国の金融市場への影響力を強めたとする「グローバル過剰貯蓄」との対比を意識して、欧州の Global Bank の過剰な行動が金融面で世界的に大きな影響を与えたという意味で“Global Banking Glut”と呼んでいるのである<sup>31)</sup>。

第3に、国際収支上の問題としては、グローバル・インバランスとして捉えられる経常

収支不均衡に加えて、（もちろん、経常収支赤字を外国からの資本流入によってファイナンスし続けることにも問題はありますが、ここでは）ネットの資本移動や貯蓄・投資バランスでは十分にみえない各種の通貨で行われる取引、グロスの資本移動や高いレバレッジによって生じる Global Liquidity Imbalances（期間と通貨のミスマッチ）が強調される<sup>32)</sup>。

#### (4) 金融政策論

(4) では「新 GFI 論」における金融政策論をみる。この議論は、バーナンキの議論や、2000年代における米国の金融政策への批判として展開される。

最初に、クヌート・ヴィクセルの「累積的過程」として知られる利子率に関する議論（Wicksell [1898]）に依拠した Borio and Disyatat による利子率についての議論をみてみよう<sup>33)</sup>。Borio and Disyatat によれば、「初期 GSG 論」は、貯蓄と金融を区別しなかったこと、言い換えると、財市場の均衡と金融市場の均衡を混同したことを反映して、「自然利子率」（実物面の貯蓄と投資を均衡させる金利であり、景気に中立的な金利ということもできる）と現実に金融市場で成立している「市場利子率」（中央銀行の金融政策や市場参加者のリスク認識、金融資産の需給といった要因によって決まる）を区別せず、暗黙の内に利子率を自然利子率とみなしたうえで市場利子率と自然利子率が一致することを想定している。しかし、現実には、自然利子率と市場利子率は乖離することがあり、「初期 GSG 論」が主張する自然利子率だけをみるのではなく、自然利子率と市場利子率の乖離が存在するのかが問題になる。そして、現実に成立している市場利子率が景気に中立

29) Borio and Disyatat [2010] (p. 200, pp. 213-214)。

30) Shin [2012] (pp. 1-2, p. 39, p. 42)。

31) このことは、国際マネーフローを取り上げるうえでしばしば米国を中心とした分析が多いのに対し、米国に加えて欧州を中心とした（国際収支上の意味合いや国際通貨論上の位置づけも絡ませたうえで）国際マネーフロー分析の必要性を提起している。

32) Gourinchas [2011] (pp. 307-308, p. 324, p. 332)。

33) Borio and Disyatat [2010] (pp. 202-205)。

的な水準である自然利子率を下回る形で乖離が存在する場合は、この乖離が金融不均衡やバブルの要因になりうる<sup>34)</sup>。

次に、金融政策上の意味合いである。確かに、中央銀行が直接的に動かすことができるのは基本的に短期金利だけなのは事実<sup>35)</sup>であり、また「初期 GSG 論」では議論されていなかった自然利子率と市場利子率（長期国債やモーゲージの金利）の乖離という認識は「拡大版 GSG 論」にもみられるようになったことではある。しかし、「拡大版 GSG 論」には米国の政策金利である FF 金利の水準や引締め局面に転じた2004年以降における引締めの度合いが入っていないため、「新 GFI 論」はこの点を批判する意味を持つことになる。このことは2つに整理できる。

第1に、Borio and Disyatat は、「拡大版 GSG 論」が取り上げたのとほぼ同じロジック（経済成長率やインフレ率との関係）で市場利子率が自然利子率を下回る形で両者が乖離していたことを指摘したうえで、こうした状況下で長期金利のみならず、FRB をは

じめ先進各国の中央銀行が、政策金利を異常なほど低水準に置き続けてきたことによって金融不均衡とバブルの要因を作り出したこと、また、金融不均衡とバブルを事前防止しなかったことを問題視している<sup>36)</sup>。さらに補足すると、外国から米国への資本流入が米国の長期金利を引き下げ米国の金融政策の効果を喪失させたとする「拡大版 GSG 論」に対して、Borio and Disyatat は、外国からの資本流入の重要性を認めつつも（むしろ、これは「新 GFI 論」の主眼の一つであるが、それとあわせて）、FRB の金融政策を問題視し、批判しているのである。

第2に、「シャドーバンキング（Shadow Banking, 以下、SB）」の行動が金融政策の効果を弱めたとする主張への批判につながる議論である。Shin は、SB の活動に焦点をあてたうえで、金融緩和が住宅ブームの要因になったとしている<sup>37)</sup>。Shin が注目するのは、SB が、高いレバレッジをかけて「短期借・長期貸」のポジションを形成し、長短金利差

34) ただし、ウィクセルのオリジナルの議論（Wicksell [1898]）では金利とインフレ率の関係に焦点が当たっているのに対し、現代では、（BIS View が想定するように）低インフレ環境の下での金融不均衡の進展が問題になる。本文でみたような利子率の「乖離」が存在する場合にウィクセルの議論をそのまま適用すると（やや単純な適用ではあるが）高インフレという現象が起き、低インフレと金融不均衡の併存という BIS view の想定する複雑な問題は存在しなくなるため、ウィクセルの議論を現代に適用して金融不均衡の議論を考える際には注意が必要である。

35) 今日の先進国では「非伝統的な金融政策」の下で、中央銀行によって長期金利の直接的な引き下げを目的とする各種の資産購入が行われているが、こうした政策運営に対する賛否があることは、中央銀行が直接的に管理できる金利として短期金利を想定することは誤りではないことを示しているともいえる。

36) Borio and Disyatat [2010] (p. 205)。ほかに、当時の米国が低金利政策を継続したこと、また、政策金利の引き上げが弱かったことに着目した米国の金融政策への批判としてはジョン・テイラーによるものがある（Taylor [2009] 邦訳第1章）。ここでテイラーが議論するうえで依拠する「テイラー・ルール」（政策金利のあるべき水準を示す）は、政策金利 = 中立名目金利 +  $\alpha$  × (実勢インフレ率 - 目標インフレ率) +  $\beta$  × (GDP ギャップ) で定義されており、この式には資産価格の影響が入っていないなどの問題はあがるが、Borio and Disyatat が自然利子率と市場利子率の乖離を示す際に用いたのと同じ要素が組み込まれており、「テイラー・ルール」を自然利子率と市場利子率の乖離を検証する一つの指標として用いることができる。なお、テイラーとはほぼ同じ時期に、名目経済成長率との関係から米国の金融引き締めの弱さを批判した議論としては鳴瀬 [2009] (86頁) がある。

37) Adrian and Shin [2008], Shin [2009]。

を稼ぐ金融取引を行う点である。このことは、SBが短期金融市場を通じて資金調達を行っているため、短期金利がSBの資金調達さらにはレバレッジやリスク・テイキング活動に大きな影響を与えることを意味している。金融政策の基本的な考え方では、中央銀行は短期金利を直接的にコントロールできるが、経済活動への影響が大きい長期金利を必ずしもコントロールできないとされるのに対し、Shinは、短期金利が直接的にSBへの影響を通じて金融市場全体また実体経済にも影響を与える点に着目し、短期金利（とくにFF金利）それ自体がもつ重要性を強調する。このことを踏まえると、2004年以降に米国が金融引き締めにしたのちにすぐにSBの資金調達難が生じなかったことは、（その良し悪しはともかくとして、客観的にみれば）2004年以降に住宅バブルがさらに過熱し住宅関連証券の価値が維持されたことにみられるように、米国の金融引き締めが弱かったという米国の金融政策運営の問題を示していることになる。

#### (5) 小括

「新GFI論」は「初期GSG論」が取り上げなかった欧州の役割やグロスの資本フローを取り上げる一方で、「拡大版GSG論」の段階になると議論にいくつかの補強があり、また欧州の役割やグロスの資本フローの役割は強調され、この点では両者の見解は一致したことになる。

しかし、以下の点には留意するべきである。第1に、（とくに本邦研究者による）広く先行研究では「初期GSG論」に従った議論が多いことを踏まえると、「初期GSG論」の陥穽にふれるとともに、貯蓄と金融の区別、国際収支におけるグロスとネットの区別、自然利子率と市場利子率の区別を理論面まで踏み込んで検討し、また欧州や金融機関の役割に着目した「新GFI論」をみる意義は大き

い。第2に、金融政策面まで考慮にいと、「拡大版GSG論」と「新GFI論」での対立は際立っている。

#### おわりに

本稿では、バブルやグローバル金融危機をめぐる議論として展開されるようになった「GI論」について、「拡大版GSG論」と「新GFI論」を中心に取り上げてきた。この整理を通じて提起された分析視点、論争の意味合い、議論の段階についてふれることで本稿の結論としたい。

第1に、バブルや危機の要因をめぐる「GI論」の論争が「拡大版GSG論」と「新GFI論」を加えて新段階に入ったことである。「拡大版GSG論」は「初期GSG論」（あるいは「従来型GI論」）の限界を乗り越える形で、「新GFI論」は「従来型GI論」（とくに「初期GSG論」）が分析を曇らせていたことを批判するかたちで、両者ともに共通してグロスの資本フロー、金融機関の活動、欧州の役割を強調するようになった<sup>38)</sup>。このことは、国際マネーフローをみるうえで、アジアや新興国に加えて欧州を、また、経常収支・資本収支（ネットの資本移動）、貯蓄・投資バランスに加えてグロスの資本フローや金融機関の行動をみる必要性が提示されたことを示している。さらに補足すれば、「従来型GI論」や「初期GSG論」、それらに依拠した議論が重要であるのは事実であるが、「初期GSG論」を提起したバーナンキ自身が「拡大版GSG論」としてグロスの資本フローや欧州の動向も重視するようになったことは、これらの点も加味して議論・論争する段階になったことを意味している。

38) ただし、「拡大版GSG論」はGSG諸国と欧州の役割の両方を併記しているのに対し、「新GFI論」は欧州の金融機関の役割を強調しており、力点の置き方は異なる。

第2に、金融政策をめぐる議論では、米国といえども外国からの資本流入によって金融政策の効果が左右される可能性があること（「拡大版 GSG 論」の主張）、また、金融不均衡やバブルを引き起こしうる自然利子率と市場利子率の乖離の問題や SB が興隆するなかでの短期金利の持つ意味（「新 GFI 論」の主張）といった知見が提供される一方で、「新 GFI 論」は、「初期 GSG 論」のもつ理論的欠陥を批判し、また、「拡大版 GSG 論」の金融政策論への批判につながる議論を展開するなど対立点も際立っている。

第3に、角度を変えて時論的な意味合いとしてみると、「拡大版 GSG 論」と「新 GFI 論」は、同じような議論をしているようにみえて、その深層部では両者を同列に並べることのできない議論としてもみることができる。つまり、新たな局面を迎えた「GI」論争は、米国が自国本位の政策運営をしながらもバブルや危機の責任を外国に押し付ける姿勢の現れである「ピナイン・ネグレクト」やバブルに十分に対処できなかった米国の金融政策運営の背景にあった FED View と結びついた「拡大版 GSG 論」と、バブルや危機を分析課題とする BIS View を背景にもつ「新 GFI 論」という形で理論的・政策的な対抗関係としての意味合いを持っている。

第4に、より広くみれば、「拡大版 GSG 論」と「新 GFI 論」の議論には、過去になされてきた論争の姿をみることができる。「初期 GSG 論」では経常収支黒字を背景とする新興国による国際資金供給が重視され、「拡大版 GSG 論」と「新 GFI 論」ではともに欧州の金融機関の行動（ドルで資金調達し、ドルで資金運用すること）が重視されているが、いずれもドル建て取引が大規模に行われていた<sup>39)</sup>ことを考えると、究極的には米国に

国際資金フローの起点があるということである（自明のことではあるが、ドルを発行できるのは米国だけである）。問題なのは、米国による対外的な資金供給は、外国の資金需要に受動的に応じた結果として生じているのか、それとも、米国側の積極的かつ能動的な行動<sup>40)</sup>の結果として生じているのかという点である。この議論は、国際マネーフローの主役やそれがもつ役割や機能（のあるべき姿）として展開された国際収支論争、具体的には、1960年代のトリフィン＝キンドルバーガー論争、1980年代の「ジャパンマネー」論、IMF によって提起された1990年代の「国際金融仲介」論、2000年代の「世界のベンチャー・キャピタリスト」論につながる議論であり、米国、欧州、新興国をめぐるマネーフローの問

---

われていることに留意する必要がある（言い換えれば、国際収支では、各種の通貨建ての取引が、特定の為替相場を用いて一つの通貨建てに換算されている）。そのため、米国をめぐる経常収支や資本取引については、日本や欧州は通貨別でみればドル建ての経常収支赤字を持っていることを踏まえると、米国の経常収支赤字相手国のすべてがドル建ての経常収支黒字をもっているわけではないこと、外国から米国への投資にはドル以外の通貨をドルに換えての投資も存在することを踏まえて考える必要がある（奥田 [2012] 第2章～第4章を参照）。

40) この点に関して、国際収支とバランスシートの原理を通じて検証した小西 [2006] (29-32頁) が参考になる。つまり、米国は経常収支赤字を上回る資本流入の「余剰」部分を対外投資しているのではなく、米国の対外債務の大部分がドル建てであることを考えると、外国が対米投資するためには（米国によってドル資金が供給されることによって）あらかじめドル建て資産を保有している必要があるため、米国の経常収支赤字＋グロスの対外投資こそが国際資金フローの起点あるいは対米投資の原資となる。この見解と、脚注23および脚注39でみた奥田 [2012] の見解は、米国の国際収支の見方として重要であり、本稿では十分にふれることができなかったが、今後検討する必要がある。

39) ただし、国際収支は、一つの通貨建てで表示されるが、現実の国際取引では各種の通貨が使

題として再び議論の対象になりうる。金融政策（あるいは国際マネーフローの究極的な源泉）における中央銀行の役割として、「拡大版 GSG 論」では現代のグローバリゼーションあるいは市場の諸力に十分に対抗するのは困難でありこれらの動きに受動的に依拠しているにすぎない<sup>41)</sup>ことが想定されているのに対し、「新 GFI 論」では金利や金融機関の資金調達に影響を与える通貨の究極的な発行主体としての行動<sup>42)</sup>が重視されている。このことは、中央銀行の行動がどのような影響を及ぼしうるのか、あるいは、中央銀行に何ができるのか（何ができないのか）という議論につながるものであり、こうした論点が金融グローバル化の進展や、バブルの要因や危機への対処をめぐる議論のなかで再び議論の対象になったのである。このように、「拡大版 GSG 論」と「新 GFI 論」はともに古くからなされてきた議論・論争が現代的な性格をもって再び登場したとみることもでき、この点も踏まえたうえでの議論のさらなる検討は、本稿に積み残された課題として別の機会に検討することにしたい。

#### 参考文献

- 岩本武和 [2013] 「グロスの資本フローと国際投資ポジションからみた世界の構造転換」平成24年度国際共同研究プロジェクト『世界経済の構造転換が東アジア地域に与える影響』内閣府経済社会総合研究所，4月。
- 小川英治 [2013] 「グローバル・インバランスと国際通貨体制」小川英治編著『グローバル・インバランスと国際通貨体制』東洋経済新報社（75-114頁）。
- 翁邦雄 [2011] 『ポスト・マネタリズムの金融政策』日本経済新聞出版社。
- 奥田宏司 [2012] 『現代国際通貨体制』日本経済評論社。
- 小西一雄 [2006] 「アメリカの対外債務累積と『カジノ資本主義』の新段階 その構造・意味・限界」『季刊 経済理論』第43巻第2号（27-37頁），7月。
- 白川方明 [2008] 『現代の金融政策 理論と実際』日本経済新聞出版社。
- 関村正吾 [2011] 「グローバルインバランスからグローバル・シャドーバンキングへ パーナキの global saving glut 論の展開をめぐる」岡本恵也・楊枝嗣朗編著『なぜドル本位制は終わらないのか』文真堂（126-169頁）。
- 鳴瀬成洋 [2009] 「グローバル・インバランスとアメリカ経済（特集 グローバリゼーションは世界に何をもたらすか）」『経済貿易研究 研究所年報』No. 35，3月（79-95頁）。
- 福田慎一・松林洋一 [2013] 「金融危機とグローバル・インバランス」櫻川昌哉・福田慎一編『なぜ金融危機は起こるのか 金融経済研究のフロンティア』東洋経済新報社（199-221頁）。
- 藤田誠一・松林洋一・北野重人編著 [2014] 『グローバル・マネーフローの実証分析 金融危機後の新たな課題』ミネルヴァ書房。
- 湯本雅士 [2010] 『サブプライム危機後の金融財政政策 伝統的パラダイムの転換』岩波書店。
- Adrian, Tobias and Hyun Song Shin [2008], “Financial Intermediaries, Financial Stability, and Monetary Policy”, *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, No. 346, September.
- Bernanke, Ben S. [2005], “The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit”, *at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, 10 March 2005, BIS Review*, 16/2005 (岡本恵也・松田英明共訳 [2007] 「世界的過剰貯蓄と米国の経常収支赤字」『熊本学園大学経済論集』第13巻第3・4号合併号，3月，123-140頁）。
- Bernanke, Ben S. [2007], “Global Imbalances: Recent Developments and Prospects”, *At the Bundesbank Lecture, Berlin, Germany*, Sep-

41) Greenspan [2007] (邦訳下巻185-186頁)。

42) Borio and White [2004] (p. 1, p. 18, pp. 27-28), Borio and Disyatat [2010] (pp. 211-212)。

- tember 11.
- Bernanke, Ben S. [2010], “Causes and the Recent Financial and Economic Crisis” *Statement by Chairman Board of Governors of the Federal Reserve System Before the Financial Crisis Inquiry Commission*, September 2.
- Bernanke, Ben S., Carol Bertaut, Laurie Ponder DeMarco and Steven Kamin [2011], “International Capital Flows and the Returns to Safe Assets in the United States, 2003-2007”, *Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers*, No. 1014, February.
- Borio, Claudio and William R. White [2004], “Whither monetary and financial stability? the implications of evolving policy regimes”, *BIS Working Papers*, No. 147, February.
- Borio, Claudio and Piti Disyatat [2010], “Global Imbalances and the Financial Crisis: Reassessing the Role of International Finance”, *Asian Economic Policy Review*, Volume. 5, Issue. 2, pp.198-216.
- Dooley, Michael, David Folkerts Landau and Peter Garber [2003], “An Essay on the Revived Bretton Woods System”, *NBER Working Paper*, No. 9971, September.
- Gourinchas, Pierre Olivier and Helene Rey [2005], “From World Banker to World Venture Capitalist: U.S. External Adjustment and the Exorbitant Privilege”, *NBER Working Paper*, No.11563, August.
- Gourinchas, Pierre Olivier [2011], “Global Imbalances and Global Liquidity”, *Paper prepared for 2011 Asia Economic Policy Conference: Asia's Role in the Post Crisis Global Economy at Federal Reserve Bank of San Francisco*, November 29 November 30, pp. 305-340.
- 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・下』日本経済新聞出版社).
- Obstfeld, Maurice [2012], “Does the Current Account Still Matter?”, at *Richard T. Ely Lecture, American Economic Association Annual Meeting, Chicago, IL*, January 6.
- Shin, Hyun Song [2009], “Global Imbalances, Twin Crises and the Financial Stability Role of Monetary Policy”, *Paper prepared for the KIEP/CEPR conference, The World Economy with the G20*, Seoul, November 20<sup>th</sup>.
- Shin, Hyun Song [2012], “Global Banking Glut and Loan Risk Premium”, *Mundell-Fleming Lecture, presented at the 2011 IMF Annual Research Conference*, November 10-11, 2011 (Paper published in 2012 January).
- Taylor, John B. [2009], *Getting Off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis*, Stanford: Hoover Institution Press Publication (村井章子訳 [2009] 『脱線FRB』日経BP社).
- White, William R. [2006], “Is price stability enough?”, *BIS Working Papers*, No. 205, April.
- White, William R. [2008], “Globalisation and the determinants of domestic inflation”, *BIS Working Papers*, No. 250, March.
- Wicksell, Knut [1898], *Geldzins und Güterpreise. Eine Studie über die den Tauschwert des Geldes bestimmenden Ursachen*. Jena: Gustav Fischer (北野熊喜男・服部新一訳, 北野熊喜男改訳 [1984] 『利子と物価』日本経済評論社).