

アメリカの量的金融緩和政策と 新たな国際信用連鎖の形成についての覚書 — BIS, IMF の Spillovers 論の批判的検討 —

奥 田 宏 司

目次

はじめに

- I, リーマン・ショック後の財政政策と量的緩和政策
- II, リーマン・ショック後の新たな国際信用連鎖の形成
- III, アメリカの経常収支赤字と対外投資
- IV, まとめに代えて——今後の「出口」政策とその影響

はじめに

安倍晋三首相が日本銀行の新総裁を任命し、日銀が「異次元の金融政策」を取り始めて間もない2013年6月23日、国際決済銀行（BIS）は『83回年報』においてアメリカ連邦準備制度理事会（FRB）をはじめとする先進各国の中央銀行が2008年以来採用してきた「非伝統的金融政策」（＝「量的金融緩和政策」）の持続不可能なことを論じ、それからの脱却を提案する¹⁾。BISは「現在の事態は金融的刺激策だけでは対応できない。問題の根本は金融的事象ではないから」²⁾という。このBISの提起に対応するかのように、バーナンキFRB議長は非伝統的金融政策（QE）からの「出口」の時期を探り始めた。5月、6月の議会証言などにそれが示されている。しかし、非伝統的金融政策からの「出口」への歩程は全世界に重要なインパクトをあたえるはずである。

リーマン・ショックが基軸通貨国アメリカで起こった1929年以来の経済危機であり、その影響が全世界的に及んだのと同様に、リーマン・ショック後の基軸通貨国アメリカの財政・金融政策（かつてない基軸通貨国の「量的金融緩和政策」——QE）は、影響を全世界に及ぼし

新たな信用連鎖が大規模に全世界的に展開していった。したがって、それらの政策からの脱却（＝「出口」）も全世界に大きな影響を及ぼすはずである。実際、「出口」についてのFRB議長の発言があって、13年5月に新興諸国の通貨、株式、債券のトリプル安が発生した。

小論はかかる視野をもち、非伝統的金融政策＝量的金融緩和政策の導入以来の国際信用連鎖の諸相を明らかにすることを主題としたい。それを明らかにすることによりリーマン・ショック後の財政政策と非伝統的金融政策が世界に新たな経済危機の諸要素を醸成してきたことも明らかにしよう。

ところで、アメリカの非伝統的金融政策から供給された資金の一部がグロスでは海外へ投資されていくのであるが、BISやIMFの文書、またBIS文書を参考にしたと思われる緒論稿では、非伝統的金融政策によって創出されたドル資金がアメリカから溢れだしていく（＝Spilloverしていく）かのようなイメージがぬぐいされない³⁾。アメリカは経常収支赤字をもっており、ネットでの对外投资は生まれない。また、ドル資金が投資に当てられる場合と、ドルが外貨に換えられて对外投资される場合とでは、アメリカ国際収支に与える影響は異なる。これらのことを念頭に入れて、リーマン・ショック以降の財政政策と非伝統的金融政策が世界に新たな国際信用連鎖を形成していったことを分析しなければならない。つまり、Spilloversの意味を正確に把握する必要があるのである。その意味で小論は、BISやIMFの文書、またそれらを参考にしたと思われる緒論稿への批判的検討になろう。

なお、08年のリーマン・ショックに引き続き、10年にギリシャ危機が勃発し、以後、ユーロ危機が深刻化していくが、小論の分析ではリーマン・ショック以後のアメリカの財政・金融政策の導入と、それがもたらした国際信用連鎖、およびその信用連鎖が醸成した新たな経済危機の諸要素を主に論じていきたい⁴⁾。ヨーロッパ中央銀行が採用した諸政策のギリシャ、ポルトガル等のユーロ地域、中東欧への影響については論じられていない。

I, リーマン・ショック以後の財政政策と量的緩和政策

2007年のサブプライムローン問題の顕在化と08年のリーマン・ショックを受けて世界の経済成長率は09年に大きく低落した。第1図にそれが示されている。世界全体でもマイナスになり、アメリカはマイナス3%、それ以上に日本、ユーロ地域は大きなマイナスとなった。新興諸国・地域⁵⁾（EMEs、以下新興諸国と略す）も07年の9%近い成長率から3%前後に落ち込んだ。世界のほとんどの諸国で10年には07年水準に「回復」するが、それ以後は再び成長率は鈍化している。

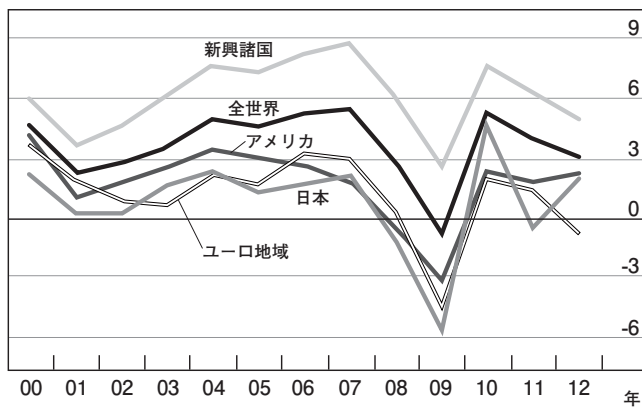
失業率も08年から高くなり、09年にはユーロ地域、アメリカはともに約10%にも達する。それ以後、アメリカの失業率はやや低下していくが、ユーロ地域では13年まで上昇している。

その他先進諸国，新興諸国の失業率は08年までの4～6%から09年には約6%に，それ以後は約5%で推移している（第2図）。

以上のようなリーマン・ショックによる世界経済の停滞とその直後のユーロ危機に対してアメリカをはじめとする先進各国は，財政出動と中央銀行による金融機関等の救済策および景気対策を実施していく。

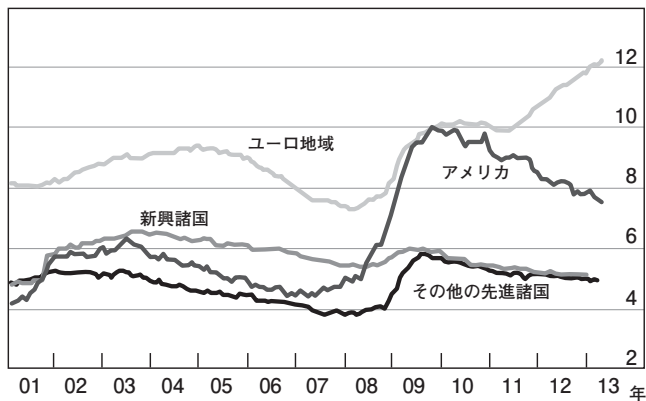
2008年のリーマン・ショック以後，先進各国の財政赤字は急速に増大していった。先進各国の財政収支と国債残高の対GDP比が第1表に示されている。財政赤字は対GDP比で09年にアメリカは11.9%，イギリスは10.8%に，日本も8.8%に高まった。ドイツは比較的安く3.1%である。13年にはアメリカ（5.4%），ドイツ（0.2%）ではかなり改善しているが，日本は10.3%と高まり，イギリスも7.1%の高水準にある。国債残高の方は，対GDP比で09年から13年にかけていずれの国も上昇している。日本は189%から228%に，アメリカは89%から

第1図 各国・地域の成長率 %



出所：BIS, 83rd Annual Report, June 2013, p.14

第2図 失業率 %



出所：Ibid., p.14.

第1表 先進諸国の財政状況 (％)

	財政収支 ¹⁾		国債残高 ¹⁾	
	2009	2013 ²⁾	2009	2013 ²⁾
フランス	-7.6	-4.0	91	114
ドイツ	-3.1	-0.2	77	88
ギリシャ	-15.6	-4.1	138	184
スペイン	-11.2	-6.9	63	98
日本	-8.8	-10.3	189	228
イギリス	-10.8	-7.1	72	109
アメリカ	-11.9	-5.4	89	109

注1) GDPに対する比率

2) OECDの推定

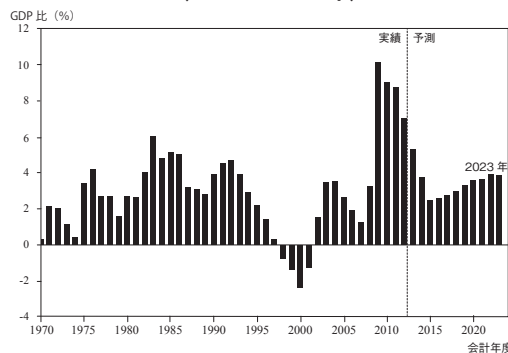
出所: *Ibid.*, p.40

109%に、イギリスは72%から109%へ、ドイツは77%から88%に上昇している。

アメリカの財政状況を補っておこう。09年から10年にかけて金融機関等への救済支援と景気対策のために財政支出が急増する一方、財政収入は大きく落ち込み、財政赤字は09年にこれまでにない規模に達している(第3図)。また、連邦債残高も09年から10年にかけて急増している(第4図)。改めて、09年から10年にかけてアメリカ政府による金融機関等の救済支援と景気対策が未曾有の規模にのぼったことがわかるであろう。

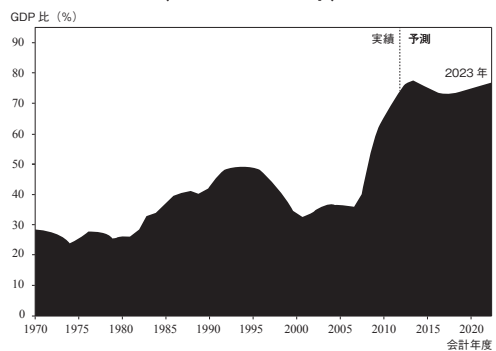
以上のような先進各国の財政状況に対して先述のBIS年報は次のように警告は発する。「過度の国債残高は国債に対する市場の信用と信頼を失わせる。・・現在の債務水準を引き下げることにより、政府は次の金融・経済危機が勃発したときに再び対応力をもちうるのである」⁶⁾。BISはまた次のような趣旨を述べる。政府の借入は低金利政策によって可能となっており、低金利政策は財政収支の改善を遅らせている。そして、この低金利政策によって政府の借入が容

第3図 アメリカ連邦財政赤字 (1970~2023年)



出所: 『米国経済白書 2013』『エコノミスト』臨時増刊, 97 ページ。

第4図 アメリカ連邦債残高 (1970~2023年)



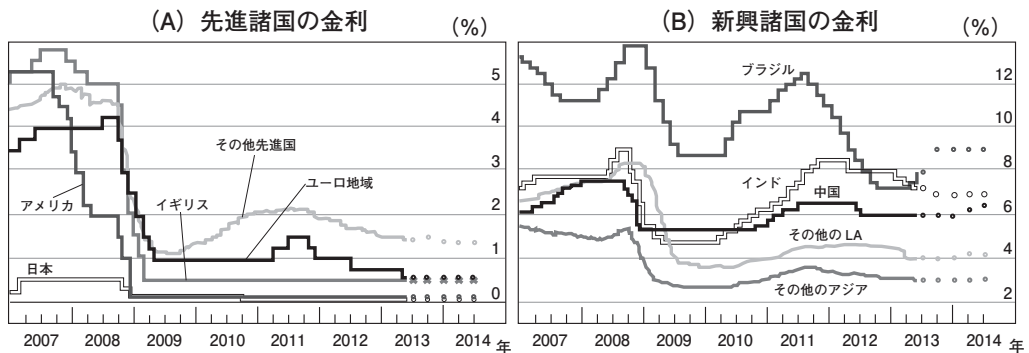
出所: 同上, 98 ページ。

易になっているのは一時的なものであり、リスクを伴うものである、と⁷⁾。さらに、BISは次のように述べる。「米国債の利回りが3%上昇すれば、米国債保有者は1兆ドルを失うであろう。それはGDPの8%に相当するのである。フランス、イタリア、日本、イギリスの国債保有者は、利回りが3%上昇すればそれぞれの国のGDPの15%から35%に相当する損失を蒙るであろう⁸⁾。

財政赤字に伴う国債発行を容易にする環境をつくるためには中央銀行の低金利政策が必要であることを上にみたが、同時にリーマン・ショック以後の景気停滞への対応のために米連邦準備制度理事会（FRB）などの先進国中央銀行はこれまでとは異なる「非伝統的な金融政策」（＝量的金融緩和政策，QE）を展開していった。

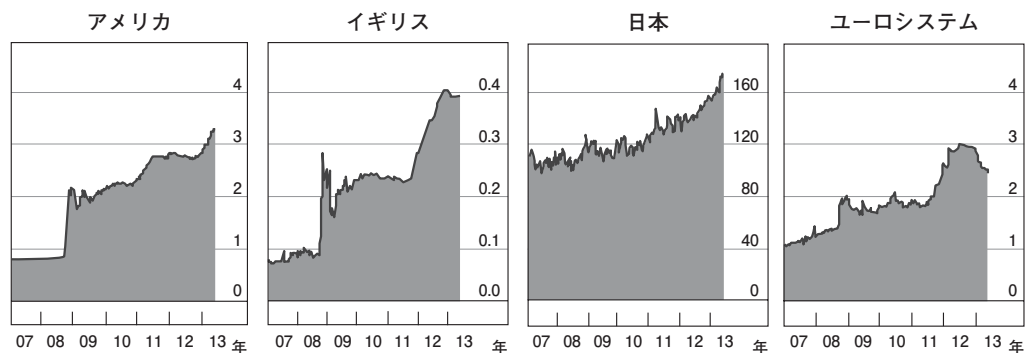
先進各国の政策金利は第5図のように、アメリカでは2007年から、イギリス、ECBなどは08年の末に急落していった（日本はそれ以前からゼロ金利）。また、先進各国の中央銀行は銀行等から種々の証券、国債などを購入し中央銀行が保有する資産が08年以後急増し（第6図）、12年末には10兆ドル、GDPの25%にも達しているという⁹⁾。FRBについて詳細を示したのが第7図である。FRBはこれまで3段階にわたって量的緩和政策（QE）を実施してきた。08

第5図 各国の政策金利



出所：第1図と同じ，p.17

第6図 先進各国の中央銀行の資産の推移（単位：各国通貨で1兆）



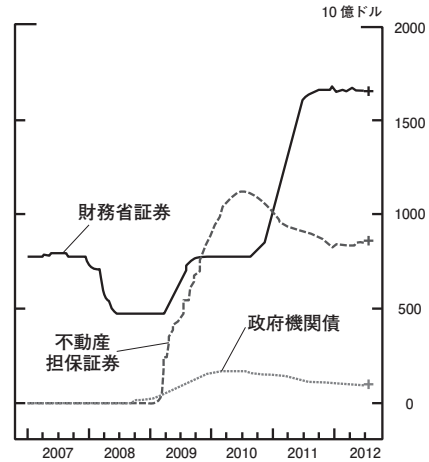
出所：同上，p.69.

第7図 FRBの資産の状況

(A) FRBの資産と内訳



(B) アウトライイトでの証券購入の内訳



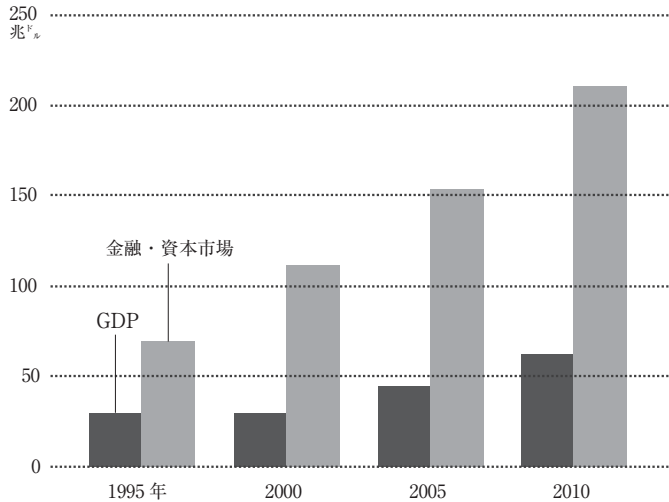
出所：FRB, *CLBS Report, Overview*, Aug. 2012, Fig 1 より。

年11月に第1段階 (QE1)、10年11月に第2段階 (QE2)、12年9月に第3段階 (QE3) である。QE1の初期にあたる08年11月には種々の流動債 (All Liquidity Facilities) の購入が大規模に行なわれFRBの資産が増加したが、09年になるとFRBの購入資産は主には不動産担保証券 (MBS) になっている。QE2の10年になると購入資産の大部分は財務省証券になり、QE3では国債とMBSの購入が中心となっている。

リーマン・ショック、ユーロ危機に伴う一部の金融資産の価格崩壊にもかかわらず、以上のような先進各国の財政・金融政策の結果、世界の諸金融市場に滞留する過剰資金は世界のGDPをはるかに超える規模に達していった (第8図)。2010年時点のその内訳が次の第9図に示されている。また、最近、「ワールドダラー」という表現が使われることが多い (第10図)。それは各国が保有しているドル準備とアメリカのマネタリーベースの合計である。この用語の使い方についてはのちにみるように問題を含むが、世界の過剰流動性の増加過程を見るには1つの基準になりうるものであろう。ワールドダラーはアメリカ政府・FRBが諸金融機関への救済策を始めていった08年の秋ごろから急速に増大していった。サブプライムローン問題が顕在化する前の2006年には約2兆ドルの水準であったのが、リーマン・ショック直前の08年夏に約2兆8000億ドルに増加し、それが2012年末には7兆ドルにも達する。08年秋からのFRBによる過剰流動性の供給と各国のドル準備が一挙に増加し、それらが国際的な過剰資金の増大と国際信用連鎖の形成につながっていることは想像できる。しかし、これは検証されなければならないことである (後述)。

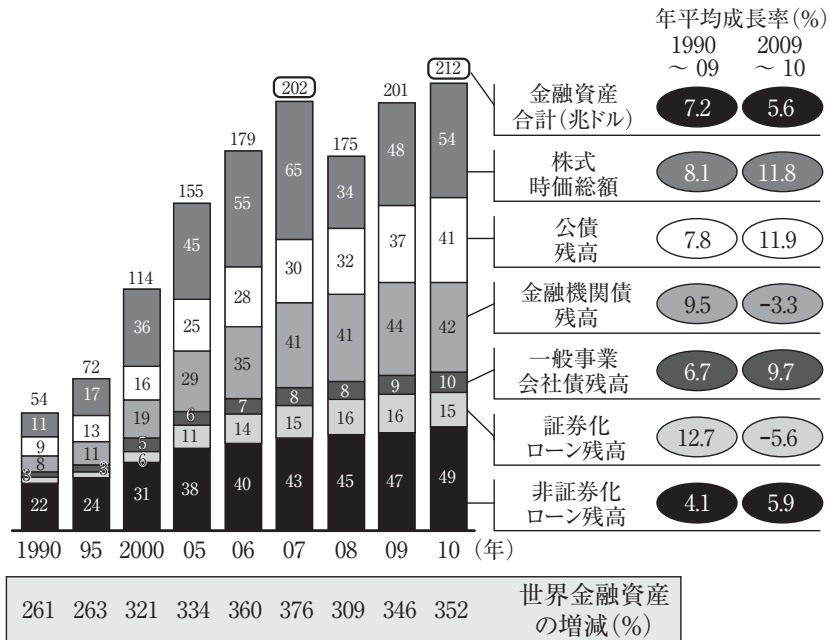
ともかくも、第1図にみられた2010年のV字形の成長率の「回復」は、このような諸金融

第8図 世界のGDPと金融・資本市場の推移¹⁾



注1) 金融・資本市場は銀行などの貸出残高、債券発行残高、株式時価総額の合計。
『朝日新聞』2012年2月29日、原資料は国連、Mckinsey Global Institute。

第9図 世界の金融資産残高の推移



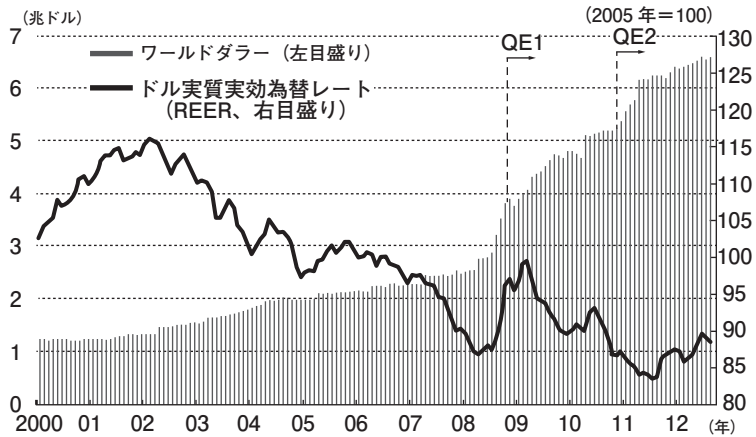
注1) データは79カ国のサンプルに基づく。数字は各期間の年末値、2010年の為替レートにて計算。

2) 世界の金融資産の増減は世界の負債総額・株式時価総額の対世界名目GDP比率。

3) 四捨五入の関係で数字の合計は必ずしも一致しない。

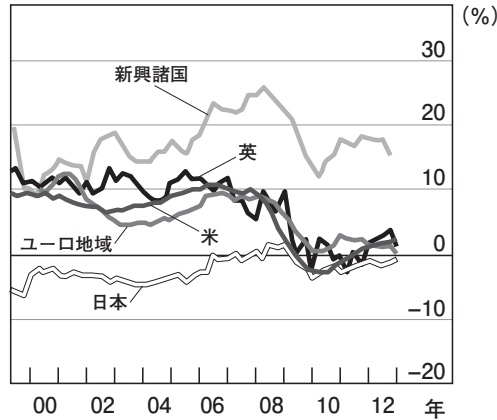
(出所) 『エコノミスト』2012年1月10日、36ページ、原資料はMcKinsey Global Institute。

第10図 ワールドダラーとドル実効為替レートの推移



(注) ワールドダラーは、米国のマネタリーベース (M2) と海外公的機関が外貨準備の一環として保有する米国債の合計額として定義。実効ドルレートは、新興国通貨もその対象として含む「広義」ドルインデックス
 (出所) 『エコノミスト』2013年2月11日, 12ページ, 原資料はブルームバーグ、パークレイズ・リサーチ

第11図 民間非金融部門への信用供与 (年々の変化)



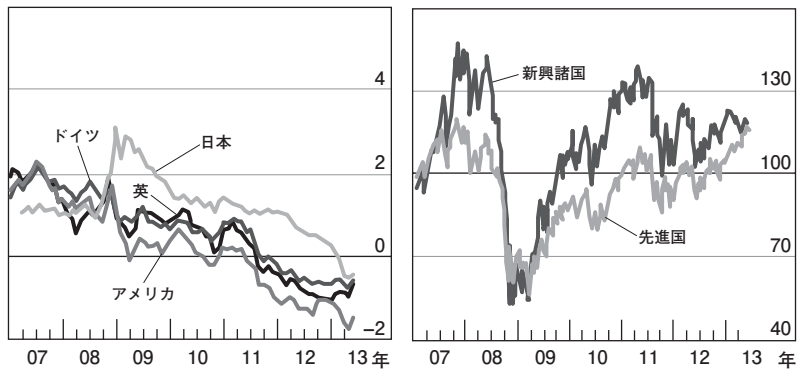
出所：第1図と同じ, p.20より。

機関への救済資金の供与と量的緩和の景気対策によるものである。しかし、第11図にみられるように、民間・非金融部門への種々の信用供与は08年以後先進各国とも伸びていない。製造業、サービス業などの非金融部門の設備投資などの水準が、サブプライムローン問題が顕在化する前の水準に回復していないことを示している。にもかかわらず、株価が急上昇し、国債利回りは急速に下落していている(第12図)。先進各国の財政・金融政策によって創出された過剰流動性の大部分が株式市場と国債市場へ流入し、それらの価格が上昇している。各中央

第 12 図 国債の利回りと株価の推移

(A) 国債利回り (%)

(B) 株価の変化 (2007 年 1 月 = 100)



出所：同上，p.18 より。

銀行が自国の国債等を金融機関等から購入しているからである。それらの価格の上昇による「資産効果」の結果であろうか、アメリカの貿易収支赤字が、08年に8300億ドルにのぼっていたのが09年には5100億ドルに減少したあと、10年からは6500億ドルから11年、12年には7400億ドルを超える水準で推移している（後掲第2表）。

II, リーマン・ショック以後の新たな国際信用連鎖の形成

先に「ワールドダラー」の図を掲載した。この推移によって知れることは、FRBが金融機関等から種々の債券を購入してマネタリーベースが増加して国内において過剰流動性が供給されていること、および海外（多くは産油国，新興諸国，日本）の通貨当局が多額のドル準備を蓄積していていることである。アメリカ国内で創出された過剰流動性の一部はアメリカのクロスでの対外投資となっていくであろう。他方，新興諸国の経常収支黒字，あるいは赤字であってもそれを上回る規模で流入してきた資金の一部は逆にドル準備となってアメリカへ還流していく。つまり、「ワールドダラー」のうちのマネタリーベースは国際信用連鎖そのものではないが，国際信用連鎖を作っていく資金を生み出す源泉の一部を表現し，ドル準備の方は国際信用連鎖そのものを表現している。

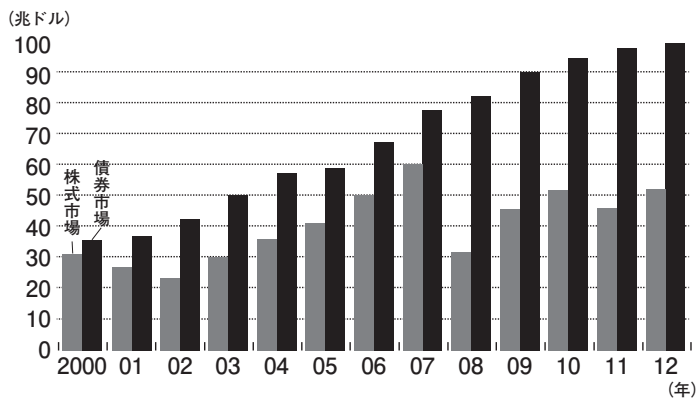
したがって，アメリカのマネタリーベースとドル準備をあわせて「ワールドダラー」として一括するには問題が残ろう。再度，強調すれば，マネタリーベースの方は信用創造を経てマネーサプライ（＝流動性）の増加を生じさせ，そのドル資金の大部分はアメリカ株式市場，債券市場等へ流入していき，一部はドルのまま，一部は外貨に転換されてグロスの対外投資になっていく。他方，海外のドル準備は海外諸国の経常黒字がネットでの対外投資を上回るか，経常収

支赤字以上に海外からのネットでの資金流入があつて形成される。ドル準備は保有国の経常収支が悪化しない限りアメリカから流出することはない。アメリカ国債、アメリカの銀行等に預金として保有され続ける。また、ドル準備は新興諸国などの通貨当局が為替市場で自国通貨を売りドルを買うことによって形成される。その際、「不胎化」がなされなければそれらの国のマネタリーベースが増加して過剰な資金が創出される可能性がある。日本などの先進諸国の場合は、通常「不胎化」されるが途上国の場合、短期、中長期の国債等の証券市場の未発展のために「不胎化」がなされないことが多い。以上のように、「ワールドダラー」として一括することは、両者の形成のされ方、役割の違いを見失うことになりかねない。両者を別々に考察することで、リーマン・ショック以後の新たな国際信用連鎖の形成の実態をより深く明らかにできるのではないだろうか。

世界の債券市場、株式市場の規模の推移が第13図に示されている。12年に債券市場は100兆ドルに達し、株式市場は50兆ドルを越えている。これはアメリカなどの先進諸国、新興諸国などを含む全世界の規模であるが、とりわけ、リーマン・ショック以後、アメリカ等の先進諸国から新興諸国への資金流出が脚光を浴びてきた。それは、新興諸国がリーマン・ショック以後の世界経済の牽引役を担ってきたからであり、新興諸国の経済発展の資金がどのように調達されたのか、その調達の仕方に問題がないのかが問われているからであろう。また、日本等の先進諸国がアメリカの経常収支赤字をいかにファイナンスするかという問題よりも、前者の問題がより重要視されているからである。それにアメリカ経常赤字を主にファイナンスするのは日本等の先進諸国ではなく、新興諸国、産油国になっているのである¹⁰⁾。

新興諸国の債券・株式ファンドへの純資金流入の状況が第14図に示されている。11年後半に減少したが、12年はじめに復活し同年後半に大きく伸びている。12年12月に約180億ドル、

第13図 世界の債券市場・株式市場の規模



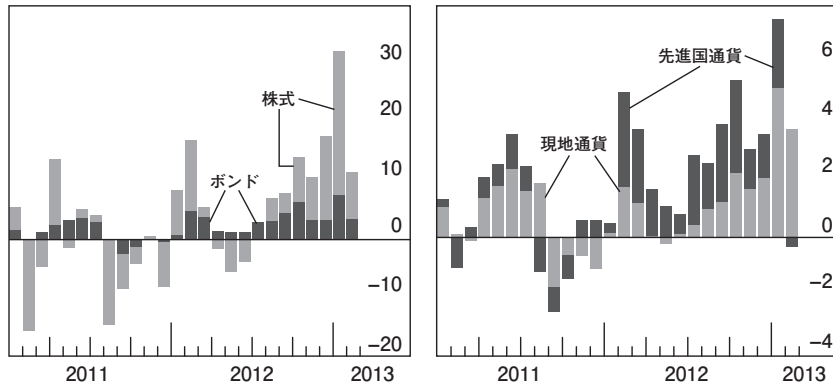
(注) 株式市場は時価総額、債券は発行残高 (12年は3月末)

(出所) 『エコノミスト』2013年9月24日、27ページ、ただし、BIS、ブルームバーグよりみずほ総合研究所作成。

第 14 図 新興諸国へのファンド（単位：10 億ドル）

(A) ファンドへの資金流入

(B) ボンドファンドへの資金流入



出所：BIS, *Quarterly Review*, March 2013, p.12 より。

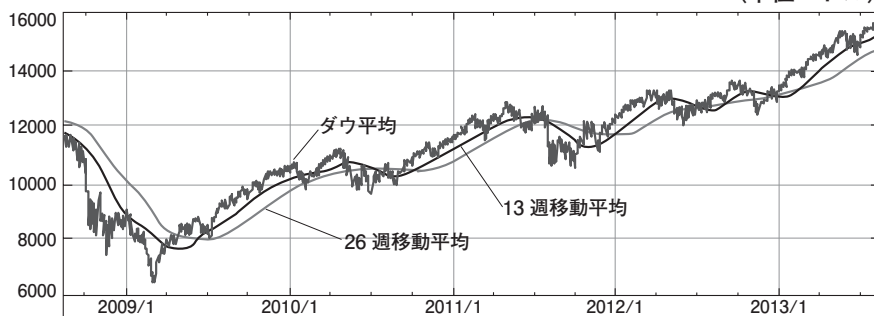
13年1月には約300億ドルの規模にのぼっている。そして、新興国ファンドのうちではリスクの高い株式ファンドがより大きい部分を占めている。さらに、注意しなければならないのは、このファンドは株式であるから現地通貨での投資となる。また、債券ファンドにおいても現地通貨建が半分ぐらいになっている。1990年代とは異なり投資家もしくはファンド組成機関は為替リスクを負いながら新興諸国の株式・債券への投資を行なっているのである。低利のドル、円等を現地通貨へ転換しての「キャリー・トレード」になっていることについてはのちに再述しよう。

それでは、これまでの諸図に示されている新たな国際信用連鎖の形成にアメリカ等の非伝統的な金融政策＝量的緩和政策はどのように関わったのだろうか。前述のようにBIS、IMFの文献等ではSpilloversとも言われる事態が述べられるが、これらの機関が言うSpilloversなる事態については正確さが求められる。アメリカから資金がネットで溢れ出る事態ではない。まずはこの事態を筆者の視点で要約的に記そう。

アメリカの量的緩和政策の導入(08年11月)以後、09年の春からアメリカ株価は上昇を続け、NYダウは09年の冬の6000ドルから11年の初めには1万2000ドルのリーマン・ショック以前の水準に回復したのち13年夏には1万6000ドルに近づいている(第15図)。この持続的なアメリカ株価上昇がアメリカの消費水準を維持し、成長率の回復に貢献したことは明らかであろう。それを反映するかのようにアメリカ貿易収支赤字も前述のような推移をたどっているのである。また、先進各国も含む全世界から資金をアメリカ株式市場へ引きつけたであろう。

アメリカの貿易赤字の増大は産油国・新興諸国の貿易黒字を増加させ、その大部分が「債務決済」となって産油国・新興諸国の結果的に対米投資、ドル準備となっていく。産油国の黒字のかなりの部分はいったんカリブ海地域あるいはイギリスへの資金流出となり、カリブ海地域、

第15図 ニューヨーク・ダウ平均の推移 (単位：ドル)



出所：http://stocks.finance.yahoo.co.jp/stocks/chart/?code= (2013年8月11日)

イギリスからアメリカへの投資になっていくが、新興諸国の黒字の大部分は直接に対米投資、ドル準備となっていく。他方、アメリカの量的緩和政策の導入は、アメリカと新興諸国との金利差を発生させ、アメリカから新興諸国への投資を引き起こすと同時にドル安と新興諸国通貨高を生み出していった。新興諸国は自国通貨高を抑制するために金利を下げ、また、為替市場への介入を余儀なくされドル準備保有が増加していった。これがアメリカを中心とする産油国、新興諸国との間の信用連鎖形成の大筋である。

さらにまとめると、量的緩和政策導入後のアメリカを中心とした国際信用連鎖の構成部分は、1) 量的緩和によって創出されたドル資金の一部が原資となるアメリカからの対外投資、2) アメリカのドル建経常赤字の結果としての「債務決済」(=産油国、新興諸国の民間対米投資)、3) 「債務決済」の一部としてのドル準備と新興諸国への大量の資金流入を原資とするドル準備の多額の形成、4) ドル建経常黒字をもたない日本、西欧諸国¹¹⁾によるアメリカ株価などの上昇を背景に行なわれる円、ユーロ等の外貨をドルに転換してのアメリカ株式市場、その他証券市場等への投資、である。

これらの国際信用連鎖の形成については次項でさらに詳述するが、このようにアメリカの量的緩和策の導入は第5図にあったように新興諸国の金利をも低下させ、全世界的な金融緩和が展開していった。新興諸国を含む全世界規模でのバブル的な株価上昇、国債などの債券市場の活況、一部の国における住宅価格の上昇が発生していったのである。

III. アメリカの経常収支赤字と対外投資

これまでに見てきたように、基軸通貨国アメリカの非伝統的金融政策=量的緩和政策の導入によってアメリカ国内でドル資金が大量に供給されることになり、それが一部世界的な過剰資金の発生源となり新たな国際信用連鎖が形成されていくのであるが、アメリカ自身は経常収支

赤字をもっており、「米国の QE で溢れだした流動性の高い資金は、水槽に溜まった水のようなもの」¹²⁾ のように「溢れ出す」のだろうか。有利な投資先があればアメリカ国内資金はそのままネットで海外に向かうのだろうか。このことが問われなければならない。基軸通貨国のアメリカでさえ経常赤字の故にネットでの対外投資が進むわけではないのである。BIS, IMF, またこれらに依拠した諸論稿はこの点が問われていないように思える。

第2表にあるようにアメリカ経常収支は2010年以後4000億ドルを超える赤字となっている。したがって、この赤字はファイナンスされなければならない。民間投資収支の黒字が形成されても、それが経常赤字の全額をファイナンスできないか、民間投資収支が赤字になれば他の項目、とくに在米外国公的資産（ドル準備）が経常赤字のファイナンスを完成させることになる。つまり、民間投資収支とドル準備からなる「広義の資本収支」はいつも黒字になるのである。11年には民間資本収支が大きな黒字になり（3824億ドル）、経常赤字の大部分をファイナンスしているが、10年にはそれは黒字であってもきわめて少ない額であり、12年にはわずかであるが赤字である。したがって、経常赤字の大部分はドル準備の増加によってファイナンスされている。

FRBの量的緩和政策によって大量のドル資金が創出されても、そのままそれがネットでの対外投資にはならないのである。アメリカから対外投資がなされる場合、他のルートでのアメリカへの資金流入があるのである。それがなければドル相場は急落しドル危機が発生するはずである。したがって、量的緩和政策導入以後の国際信用連鎖の創出を分析するにはアメリカからの対外投資とアメリカへの投資、ドル準備の形成を明らかにしていかななくてはならない。アメリカから新興諸国への対外投資が行なわれているとしたら、他国から資金流入があるはずである。それ故、アメリカの地域別・国際収支をみななければならない。

また、アメリカの対外投資がドル建てで行なわれる場合とドルが外貨に転換されて対外投資になる場合とではアメリカ国際収支への影響において差異がある。ドル建対外投資の場合、その「代わり金」が形成され対外債権と対外債務が同時に生まれて、ドルでの投資受入国がそのド

第2表 アメリカの国際収支 (億ドル)

	SCB ライン	2009	2010	2011	2012
経常収支	77	-3,616	-4,495	-4,577	-4,404
貿易収支	72	-5,106	-6,502	-7,441	-7,415
民間投資収支	50,63	-7,831	199	3,824	-283
対外投資	50	-6,179	-9,157	-3,328	-1,783
対米投資	63	-1,652	9,356	7,152	1,500
在米外国公的資産	56	4,803	3,983	2,538	3,939
統計上の不一致	71	1,508	116	-928	-59

出所：Survey of Current Business, July 2013, Table 1 より。

ルを外貨に転化しなければ、アメリカのドル建対外投資があっても収支は均衡する。しかし、アメリカがドルを外貨に転換して対外投資（＝「ドル・キャリートレード」など）を行なうと「代わり金」が発生せず資本収支は赤字となる。それ故、量的緩和政策以後のアメリカからの対外投資の通貨区分も分析しなければならない。

以上のアメリカの地域別資本収支、アメリカの対外投資の通貨区分については BIS, IMF は分析しないが、われわれにとってはこの2つの分析が必要になる。前者の地域別・国際収支の方からみていこう。第3表にアメリカの地域・各国別資本収支の各項目の2010～12年における累計が示されている¹³⁾。アメリカの対外投資（1欄, SCBライン50）は、地域の大分類ではヨーロッパ（5919億ドル）、アジア（5427億ドル）、カナダ（3211億ドル）で大きな赤字、「LA・西半球」は少額の赤字（161億ドル）となっている。SCBは第1欄については各国ごとに統計値を公表している。イギリス、カナダ、LA（その他西半球は含まない）、ユーロ地域、日本、日本を除くアジア、オーストラリアでそれぞれ大きな額が示されている。他方、民間対米投資（2

第3表 アメリカの地域別資本収支（2010～12年の累計、億ドル）

	(1) 対外投資 (SCBライン50)	(2) 対米投資 (SCBライン63)	(3) ¹⁾ 在米外国公的資産 と対米投資 (SCBライン55)	(4) ²⁾ 民間投資収支 (2) - (1)	(5) ³⁾ 広義の資本 収支 (3) - (1)
ヨーロッパ	-5,919	8,346	10,925	2,427	5,006
EU ⁴⁾	-6,248	-	8,418	-	2,170
イギリス	-3,785	-	4,036	-	251
ユーロ地域	-2,404	-	3,625	-	1,221
その他	329	-	2,507	-	2,836
カナダ	-3,211	2,935	3,049	-276	-162
LAと西半球	-161	81	1,490	-80	1,329
LA	-2,456	-	2,196	-	-260
その他西半球	2,295	-	-706	-	1,589
アジア・環太平洋地域	-5,427	4,836	9,540	-591	4,113
日本	-2,383	-	4,495	-	2,112
中国	-120	-	1,484	-	1,364
オーストラリア	-1,018	-	318	-	-700
その他	-1,906	-	3,243	-	1,337
中東	-10	217	1,038	207	1,028
アフリカ	-191	100	25	-91	-166
国際機関など	-613	1,837	1,837	1,224	1,224
総計	-15,533	18,352	27,906	2,819	12,373

注1) SCBライン56（在米外国公的資産）とライン63（民間対米投資）の合計がSCBライン55である。また、本表の(3) - (2)は在米外国公的資産（ライン56）である。

2) 本表の(2) - (1)は民間投資収支である。

3) 本表の(3) - (1)は「広義の資本収支」である。

4) イギリス、ユーロ地域を除くEU諸国を含む。

出所：S.C.B.の各号のTable 12より作成。

欄、SCB ライン 63) は、大分類で多額にのぼっているのはヨーロッパ、アジアで、カナダもかなりの額になっている。「LA・西半球」は少額にとどまっている。なお、「国際機関・未分類」が2000億ドルに近い数値になっているが、これは世界銀行、各地域の開発銀行などが世界各地の金融市場において調達した資金をアメリカの種々の証券等に運用しているからであると考えられる。しかし、民間対米投資（ライン 63）についてはSCBは各国ごとの統計値を秘匿しており把握できない。民間投資収支（第4欄）はヨーロッパ、国際機関等で大きな黒字があり、中東との収支で少しの黒字がある。アメリカへのネットでの資金流入になっているのである。また、アジア、カナダ、「LA・西半球」で赤字となっているが、大量の資金がアメリカから「溢れ出る」（spilloverする）ようにはなっていない。

第2欄はカナダを除いて国別の統計値が公表されていないが、いくつかの地域についてはおおよその額が推定できる。というのは、第3欄は外国の在米資産であり、民間資産と公的資産との合計である。したがって、第3欄から第2欄を引けば、在米外国公的資産（ドル準備）が算出されるが、オフショア市場である「その他西半球」（＝カリブ海地域）とイギリスはほとんどドル準備をもたないし、ユーロ地域は為替市場介入をほとんど実施しないからドル準備の増減はほとんどないものと考えられる。そうだとすれば、カリブ海地域（その他西半球）とイギリス、ユーロ地域の第3欄は第2欄と等しいものと想定できよう。さらに、各国がドル準備をもっているも、それをユーロダラー市場で保有すればアメリカの国際収支表では在米外国公的資産にはならず、アメリカの民間対外債務（2欄）に入ることには注意が必要である¹⁴⁾。

そのことはさておき、「その他西半球」（＝カリブ海地域）とイギリス、ユーロ地域の3欄は実質的に2欄と考えてよいから¹⁵⁾、ヨーロッパ、「LAとその他西半球」の統計値は第4表のようになる。「その他西半球」はアメリカへの投資の引き揚げであり、アメリカも「その他西半球」への投資を引き揚げており（相互の投資の引き揚げ）、後者が上回ってアメリカの民間投資収支は1589億ドルの黒字（アメリカへのネットでの資金流入）となっている（4欄）。逆に、LA（そ

第4表 アメリカの地域別資本収支（2010～12年の累計、億ドル）

	(1) 対外投資 (SCBライン50)	(2) 対米投資 (SCBライン63)	(3) ¹⁾ 在米外国公 的資産と対米投 資(SCBライン55)	(4) ²⁾ (2) - (1) 民間投資収支	(5) ³⁾ (3) - (1) 広義の資本収支
ヨーロッパ	-5,919	8,346	10,925	2,427	5,006
イギリス	-3,785	4,036	4,036	251	251
ユーロ地域	-2,404	3,625	3,625	1,221	1,221
その他 ⁴⁾	270	685	3,264	955	3,534
LAと西半球	-161	81	1,490	-80	1,329
LA	-2,456	787	2,196	-1,669	-260
その他西半球	2,295	-706	-706	1,589	1,589

注1) 2) 3) は前表と同じ。4) イギリスとユーロ地域を除くヨーロッパ諸国
出所：前表と同じ。

の他西半球を除く)の2欄, 3欄の数値は第4表のようになり, アメリカの対LAの民間投資収支は1669億ドルの赤字と大きくなる。1欄と3欄の差額(=「広義の資本収支」)もわずかに赤字(260億ドル), LAのドル準備(3欄から2欄を差引く)の増は1409億ドルである。

イギリス, ユーロ地域もほとんどドル準備の増減は考えられないから¹⁶⁾, これらの地域の3欄の統計値は実質的に2欄の統計値となり, イギリス, ユーロ地域を除くその他ヨーロッパの2欄, 3欄の統計値は第4表のようになる。つまり, イギリスの対米民間投資は4036億ドルで4欄(アメリカの対英民間資本収支)はほぼ均衡(251億ドルの黒字), ユーロ地域は対米民間投資額3625億ドルでアメリカのユーロ地域に対する民間投資収支は1221億ドルの黒字, 「その他ヨーロッパ」の対米民間投資は685億ドルとなり, アメリカの同地域に対する民間投資収支は955億ドルの黒字, 「その他ヨーロッパ」のドル準備増は2579億ドルと多額にのぼっている。ロシアなどのCIS諸国が石油, 天然ガス等の輸出でドル準備を増加させたものとみられる¹⁷⁾。それ以上に, ユーロ危機によってスイス・フランが上昇し, それを抑制するためにスイス当局が為替市場介入を行ない, ユーロ準備とともにドル準備を増加させたことが考えられる。IMFのIFSによれば10~12年のスイスの外貨準備の増加は3600億ドルにのぼる。すべてがドル準備ではないが, これまでの準備構成を考えると¹⁸⁾半分近くがドル準備で, 一定部分はユーロダラー市場で保有されているものと推定されるが, アメリカ国債等としてアメリカにおいてもかなりの額が保有されているものと考えられる。なお, ユーロダラー保有分は「在米外国公的資産」とはならず, 第4表の「その他ヨーロッパ」の2欄に含まれ, 2欄の額の増大につながっているよう。

他方, アジア・環太平洋地域の国別の対米民間投資の額(第3表の2欄の統計値)を推定するのはヨーロッパ, 「LA, 西半球」よりも困難である。日本にはかなりの額の対米民間投資があり, また, 多額のドル準備の増がある¹⁹⁾。中国は若干の対米民間投資があるものの対外投資規制のために3欄の統計値のほとんどはドル準備であろう。オーストラリアの3欄の統計値はカナダと同様に大部分が2欄の統計値になっていてドル準備は少ないだろう。さらに, アジア・環太平洋地域の「その他」は韓国, 台湾, インド, タイなどであるが, これらの諸国は対米民間投資を行なうばかりでなく, ドル準備も増加させているものと考えられる。

中東は民間の対米投資があり, アメリカの同地域に対する民間投資収支は黒字であるが, それ以上に多額のドル準備増(821億ドル)がある。第3表にはみられないが, 中東産油国は石油代金のうちの多くの部分をカリブ海地域, イギリスといったオフショア市場へ運用しており, これらのオフショア市場から対米投資になっていくのである²⁰⁾。したがって, この表に現れたドル準備は1000億ドルを下回っているが, 実際のドル準備の増加はこれをかなり上回るものと考えられる。また, カリブ海地域, イギリスのアメリカとの相互の民間投資の額が大きくなるのである(第4表における1欄, 2欄の統計値)。

アメリカとカリブ海地域（その他西半球）の資本取引はこの間、相互の資金引き揚げとなっておりアメリカの引き揚げが上回っているが、これはアメリカがカリブ海地域を経て世界の各国への投資を行っていた部分を量的緩和政策後に引き揚げ、アメリカ国内への投資に切り替えたのであろう。また、カリブ海地域は産油国などからの資金でもってアメリカへ運用していたところ、アメリカがカリブ海地域から資金を引き揚げようになった結果、その資金の手当を、アメリカからの資金引き揚げ、カリブ海地域がアメリカ以外に運用していた資金の引き揚げ、産油国等からの資金の流入によって行なっているものと考えられる。もう一方のオフショア市場であるイギリスは、産油国、イギリス以外の欧州各国からイギリスへ流入してきた資金をアメリカへ投資する一方、アメリカからの資金でもって欧州各国、新興諸国への投資を行なっているものと考えられる。

以上のように、量的緩和政策導入後のアメリカを中心とする新たな国際的なマネーフローは、アメリカの量的緩和政策によって各国の諸金利、各国の株価、各通貨の為替相場等に大きな変化が生じ、各国の投資家ごとに世界中の金融諸商品には種々の利益の差が発生し複雑になって発生してきているのである。量的緩和政策によってアメリカからドル資金が「溢れ出る」ようなイメージは描けないのである。全世界の諸金利、諸証券価格、諸為替相場を変動させる諸要因がアメリカから全世界に波及していつている。Spillovers という用語を使うのであれば、その意味で正確に使うべきであろう。

そこで、IMF の統計から改めて新興諸国への資金流入、外貨準備の増加、経常収支の状況を確認しておこう（第5表）。新興諸国への資金流入は、もちろんアメリカだけでなく日本、ユーロ地域、CIS 等からも流入している。このことを確認しておいたうえで、この表からアジアの途上国は経常収支が黒字の上にネットでの民間資金の流入が09年から急増し、その結果、外貨準備（ドル準備と考えてよい）の増加が高い水準で継続している。次に、「LA・カリブ海地域」は2010年から経常収支赤字が増加していつている状況下で、それを上回るネットでの民間資金の流入があり（アジアほどで多額ではないが）、外貨準備（ドル準備）も増加している。ロシア等のCIS諸国は経常収支が黒字でネットで民間資金が流出となっているが、前者が後者を上回って外貨準備が増大している。ロシア等の外貨準備は一部ユーロになってきているが²¹⁾、ドル準備がかなりの比率を占めているだろう。「中東、北アフリカ、アフガニスタン、パキスタン」は石油価格の上昇で11年、12年には約4000億ドルにも達する経常黒字が生まれている。民間資金、公的資金のネットでの年々の流出が合計2000億ドル弱にのぼっているが、黒字が資金流出を上回り外貨準備（ほとんどがドル準備）が10年から急増している。SCBの資料では中東のドル準備は10～12年の累計で800億ドル強であった（第3表）。この差額は、中東、北アフリカの大部分のドル準備がイギリス、カリブ海地域のユーロダラー市場で保有されて、SCBの公的外国資産（SCBライン56）には入らず、イギリス、カリブ海地域の金融機関がそ

第5表 新興諸国（途上国）へのネット資金フロー

	2010	2011	2012
中東欧			
①民間資金フロー	83.0	94.2	62.2
②公的資金フロー	35.3	22.4	16.6
③外貨準備増減	-37.1	-12.5	-23.7
④経常収支	-82.9	-119.5	-79.3
CIS 諸国			
①民間資金フロー	-25.4	-63.9	-41.1
②公的資金フロー	35.3	22.4	16.6
③外貨準備増減	-37.1	-12.5	-23.7
④経常収支	71.9	112.3	85.3
アジア（日本を除く）			
①民間資金フロー	390.5	366.5	110.4
②公的資金フロー	31.4	10.7	19.4
③外貨準備増減	-571.2	-439.9	-134.2
④経常収支	232.0	177.8	130.4
LA とカリブ海地域			
①民間資金フロー	130.5	200.4	136.2
②公的資金フロー	48.3	24.7	62.0
③外貨準備増減	-66.2	-85.9	-31.4
④経常収支	-60.7	-75.5	-99.5
中東, 北アフリカ			
①民間資金フロー	9.5	-95.5	-45.5
②公的資金フロー	-49.1	-83.6	-132.1
③外貨準備増減	-96.4	-132.0	-166.5
④経常収支	189.1	408.3	393.1
サブサハラ・アフリカ			
①民間資金フロー	-16.3	-2.5	14.9
②公的資金フロー	33.2	30.8	33.6
③外貨準備増減	-1.7	-21.0	-19.1
④経常収支	-14.4	-17.6	-35.6

出所：IMF, *World Economic Outlook*, Oct. 2013, p.174 (①②③), April 2013, p.164 (④).

の資金をアメリカへ運用した時点で海外民間部門からアメリカへの資金流入となり SCB のライン 63 に表示されるからである。また、第4表において、アメリカのカリブ海地域、イギリスに対する債務、債権のグロス額が巨額になっているのはそのためである。

以上の IMF の統計から、結局は経常黒字国（中国、中東、日本、その他アジア諸国、CIS 諸国、ユーロ地域、その他先進諸国など）から外貨準備も含む資金がネットでアメリカを含む経常赤字国へ流入しているのである。改めて、まとめると以下のように言うことが出来よう。1) アメリカの量的緩和政策は、アメリカの金利を引き下げ、また、国内において多額のドル資金を供給することによってアメリカの株価、証券価格、金融諸商品価格の上昇をもたらし、海外からの資金流入を促進させた。ドル建経常黒字をもつ中国などの日本を除くアジア諸国、産油

国等のドルでの黒字は種々のドル建投資，ドル準備となって「債務決済」が進行していった。また，ドルでの黒字をもたない日本，西欧諸国²²⁾の外貨をドルへ転換したうえでの対米投資も増加した。2) アメリカなどの量的緩和政策は先進諸国と新興諸国との金利差（新興諸国の高金利），新興諸国通貨の為替高を生み，アメリカなどの先進諸国から新興諸国へ資金流出も大きく進んだ（かなりの額が現地通貨建）。3) 新興諸国への資金流入は新興諸国が経常黒字をもっていることにより，あるいは，それが経常赤字を上回っていることから，ドル準備を増大させ，結果的にアメリカへの資金流入が進んだ。4) 結論として，アメリカの国際マネーフローにおける役割は，ネットでの資金供給国としてではなく²³⁾，世界のマネーフローの中心国としての役割であり，アメリカの量的緩和政策は世界のマネーフローを大きく起動させる役割をもったということであろう。前述したが，アメリカの量的緩和政策によって世界の諸金利，新興諸国を含む諸株価，諸為替相場等の変化が生じ，各国の投資家ごとに世界中の金融諸商品には種々の利益の差が発生し国際マネーフローが複雑に，しかも大規模に発生してきているのである。

次に，検討しなければならないことは，アメリカの対外投資の通貨区分である。新興諸国への株式・債券ファンドを先にみた。株式への投資は基本的には現地通貨であり，債券ファンドにおいても現地通貨がかなりの比率を占めていた。先進諸国の量的緩和政策後の新興諸国への資金流入の多くが新興諸国のそれぞれの通貨であったのである。では，アメリカの対外投資の通貨区分はどうであったのだろうか。ドル建の場合と外貨建の場合とでは，前述のようにアメリカ国際収支構造上に差異が生じる。在米銀行・ノンバンクの対外債権・対外債務についてはドルと外貨の区分がSCBから把握できる。それが第6表である²⁴⁾。在米銀行も在米のノンバンクもドル建では債権と債務の収支で黒字（資金流入）であるのに対して，外貨建では債権と債務の収支で赤字（資金流出）になっている。つまり，在米銀行・ノンバンクは低利のドルを外貨に換えて対外投資を行なっているのである（「ドル・キャリートレード」といわれる）。ドル金利が新興諸国金利よりも低く新興諸国通貨高が生じている環境においては，「ドル・キャリートレード」が有利で増加していくのである。

しかし，これが大規模に進行していくと，「代わり金」が生まれにくいから対外債権に相当する対外債務が生まれず，資本収支は赤字になって経常収支赤字に加えてファイナンスは困難になる。したがって，ドル建の経常黒字をもたない日本や西欧諸国による円，ユーロ等の外貨をドルに替えての対米投資が進まないドル相場の急落が発生することになる。先の第3，4表にあったように，アメリカの対日本，対ユーロ地域の「広義の資本収支」（5欄），「民間資本収支」（4欄）は黒字であった。日本，ユーロ地域はドル建経常黒字をもたないから「債務決済」はありえず，また，この地域の対米投資のうちにはアメリカの金融機関等からドル資金を調達し，その資金でもってドル建投資を行なっている部分が大きいと考えられるが，5欄，4欄でアメリカの黒

第6表 在米銀行とノンバンクの通貨別国際取引 (億ドル)

	債権				債務				収支			
	2010	2011	2012	2010~12	2010	2011	2012	2011~12	2010	2011	2012	2011~12
対外投資 ¹⁾ , 対米投資 ²⁾	-9,157	-3,328	-1,783	-14,268	9,356	7,152	1,500	18,008	199	3,824	-283	3,740
在米銀行 ³⁾	-5,068	2,159	3,805	896	1,941	2,903	-3,874	970	-3,127	5,062	-69	1,866
ドル建	-4,743	2,503	3,726	1,486	2,244	2,197	-3,567	874	-2,499	4,700	159	2,360
外貨建	-325	-344	79	-590	-303	706	-307	96	-628	362	-228	-494
ノンバンク ⁴⁾	314	41	-258	97	679	60	-395	344	993	101	-653	441
ドル建	392	394	75	861	479	-127	-357	-5	871	267	-282	856
外貨建	-78	-353	-333	-764	200	187	-38	349	122	-166	-371	-415
在米銀行とノンバンク	-4,754	2,200	3,547	993	2,620	2,963	-4,269	1,314	-2,134	5,163	-722	2,307
ドル建	-4,351	2,897	3,801	2,347	2,723	2,070	-3,924	869	-1,628	4,967	-123	3,216
外貨建	-403	-697	-254	-1,354	-103	893	-345	445	-506	196	-599	-909
その他部門	-4,403	-5,528	-5,331	-15,262	6,736	4,189	5,768	16,693	2,333	-1,339	437	1,431
直接投資	-3,011	-4,090	-3,883	-10,984	2,059	2,302	1,664	6,025	-952	-1,788	-2,219	-4,959
証券投資	-1,391	-1,438	-1,448	-4,277	4,393	1,336	3,533	9,262	3,002	-102	2,085	4,985
その他(紙幣)	0	0	0	0	284	550	571	1,405	284	550	571	1,405

注1) SCBライン 50

2) SCBライン 63

3) 自己勘定と顧客勘定の計。

4) 金融勘定と商業勘定の計。

出所: S.C.B., 各年の7月号, Table 9~11 より作成。

字であるということは、これらの諸国が外貨をドルに換えて対米投資(ドル準備を含む)を行なっていることを意味している。

アメリカの経常赤字のファイナンス条件の1つとして、筆者は以下の式を提示した²⁵⁾。
 $(b1+b2) = (\beta - \alpha) + (m1+m2) + (d+X)$ 。ここでの記号は以下のようなものである。b1: ドル建経常黒字をもたない日本や西欧主要国の民間部門が円、ユーロ等の外貨をドルに換えて行なう対米投資。b2: これらの諸国が行なう為替市場介入の結果としてのドル準備(ほとんどは日本)。ドル建経常黒字がないからこのドル準備も外貨をドルに換えての対米資産の増加となる。 α : 西欧, 日本のドル建経常赤字(西欧・日本の統合されたもの²⁶⁾)。 β : 西欧, 日本のドル以外の通貨での経常黒字(統合されたもの), $(\beta - \alpha)$ は西欧, 日本の経常黒字(統合されたもの)。m1: ドル建経常黒字国は保有するドルを一部外貨に転換する(漏れ)。m2: アメリカのドル建対外投資の「代わり金」の一部が借手によって外貨に転換される部分。d: アメリカが行なうドルを外貨に転換しての対外投資。X: アメリカの公的準備資産の変化(通常は小さい)。

アメリカの量的緩和政策後のアメリカの新興諸国への現地通貨での投資はこの式における d にあたり、日本の、西欧の外貨をドルに換えての対米投資、ドル準備は b1, b2 にあたる。右辺の $(\beta - \alpha) + (m1+m2) + X$ が変化なしとすれば、d の増加は b1, b2 によってファイナンスされているのである。これらがなければアメリカから新興諸国への「ドル・キャリートレード」は不可能であった。量的緩和政策によってドル資金が単に「溢れ出る」ように「ドル・キャ

リートレード」は進行しないのである。

以上によって、アメリカの量的緩和政策導入後に進行した新たな国際信用連鎖の状況が把握された。決してアメリカからドル資金が「溢れ出る」ような事態でない。このことを確認して、それでは次にアメリカによる量的緩和政策の「是正」（＝「出口」政策）は国際マネーフローにいかなる影響を及ぼすのだろうか。

IV、まとめに代えて——今後の「出口」政策とその影響

「はじめに」において記したように、バーナンキ FRB 議長は 2013 年 5 月 22 日に議会証言で、また 6 月 19 日の米連邦公開市場委員会（FOMC）のあと、量的緩和政策からの脱却（「出口」）について言及した。また、BIS は同年 6 月 23 日に 83 回年報を公表し、前述のように先進各国の財政政策、量的緩和政策の持続不可能なことを論じた。年報は財政政策については「国債残高の水準を引き下げることにより、各国政府は次の金融・経済危機が勃発したときに再び対応力を持ちうるのである」²⁷⁾と述べ、金融政策については「現在の事態（2009 年以來の先進諸国の景気停滞——引用者）は金融的刺激策だけでは対応できない。問題の根本は金融的事象ではないから」²⁸⁾と述べる。また、小論第 1 節において引用したように長期金利が上昇すれば、各国金融機関が莫大な損失を蒙り、先進諸国が金融危機・経済危機に陥りかねないことを BIS は指摘した²⁹⁾。したがって、「出口」が日程にのぼるのは必然のことと考えられる。

ところが、バーナンキ FRB 議長が「出口」に触れると、先進諸国の株価、為替相場はもちろん新興諸国の株価、諸通貨の下落が起こり、新たな新興諸国の危機を発生させかねない事態になった。その後、現在、小康状態になっているが、本格的な「出口」政策が実施されていくとどのような影響が出てくるのか、関心をもたれるところである。

アメリカの「出口」政策の実施は、国内的には金利高、FRB からの資金供給の減少を通じて株価下落を引き起こし、また、ドル安が止まり、海外からアメリカへ資金を還流させ、一部の新興諸国から多額の資金流出が生じる可能性がある。その際かなりの部分が現地通貨からドル等へ転換されることになるが、そのリスク負担は 90 年代とは異なり先進諸国の投資家になっている。しかし、すべての新興諸国に同じ事態が発生するとは限らない。第 3 節でみたように、ラテン・アメリカ諸国では経常収支赤字が継続しており、これまで多額の資金流入によってファイナンスされてきたが、資金流出に転化すると外貨準備も失われ新たな通貨危機が発生する危険性がある。同じ事態にあるのが中東欧諸国とユーロ地域内のギリシャ、ポルトガル等である。これらのヨーロッパ諸国は経常収支赤字から脱却しきれていないし、それは主には西欧諸国からの多額の資金流入でファイナンスされてきた。しかし、アメリカの「出口」政策の影響は西欧に及び、中東欧、ギリシャ、ポルトガルなどからの資金流出もありうる。それに対して、ア

ジアの新興諸国はインド、インドネシアなどを除き経常収支は黒字である。それにもかかわらず多額の資金流入があって巨額のドル準備が蓄積されてきた。「出口」政策への対応力を保持していると考えられる。新興諸国の国際収支、経済構造の差異について注意を払う必要があろう。

次に考えておかなければならないことは、アメリカがどのタイミングでどれほどの規模で「出口」政策を実施できるかである。実施には成長率、失業率などの改善が必要であり、それらが不十分なまま「出口」政策が実施されると、株価の急落、金利の上昇が生じ、世界的に大きな影響を及ぼしかねない。13年9月の米連邦公開市場委員会（FOMC）は14年度予算と連邦債発行上限に関する議会での紛糾を予想してか、「出口」政策の実施を見送ったが、実施の最終判断はアメリカの経済成長の主要因が、金融・財政政策の「資産効果」としての消費から設備投資の増加による雇用の増加、消費の拡大に転換しうるかどうかによろう。シェールガスの開発、デジタルデータを解析する「ビッグデータ」に関心が寄せられているが、これらの産業によってアメリカ経済の再建が果たされるかどうか、期待されているが10月末の発表によると景気と雇用の改善を見極める必要があるとしてFOMCは量的緩和の縮小を10月も見送った³⁰。今後の推移をみていかねばならない。それらの産業分野によるアメリカ経済の再建が不十分であれば「出口」も中途半端なものになり、国債残高の減少が進まないまま中央銀行の資産の不良債権化など、BISが危惧している諸問題が存続していくことになる。それにしても、基軸通貨国アメリカの量的金融緩和政策の導入自体が第2次大戦後におけるかつてない「実験」であるから、それからの「出口」政策の実施が今後のアメリカ経済、世界経済に与える諸影響もかつてないものになっていく可能性がある。

(2013年10月31日脱稿)

注

- 1) BIS, *83rd Annual Report*, pp.5-12.
- 2) *Ibid.*, p.11.
- 3) *Ibid.*, pp.20-23. IMF, *World Economic Outlook*, Oct.2013, pp.107-109. 邦語文献では、例えば、中 俊文「QE縮小観測に翻弄される新興国」『国際金融』1253号、2013年10月1日、21ページ、『エコノミスト』2013年10月1日（同氏の稿）31ページ。
- 4) 小論では『83回BIS年報』の分析をそれなりに評価し、『年報』からの引用を多数行なっている。しかし、リーマン・ショックとそれ以後のアメリカの金融政策のラテン・アメリカ、アジアの新興諸国への影響とユーロ危機のそれら諸国への影響とは同等ではないにもかかわらず、『年報』ではその影響の差異について明確されず、先進諸国の金融政策の影響として一括されている。小論においてはその差異を意識しながら、最低限必要な場合のみユーロ危機の影響を論述することにし、主にはアメリカの金融政策がもたらした国際信用連鎖、新たな経済危機の諸要素の醸成を論じたい。
- 5) 新興諸国には以下の諸国を含む。アルゼンチン、ブラジル、チリ、中国、台湾、コロンビア、チェコ、

アメリカの量的金融緩和政策と新たな国際信用連鎖の形成についての覚書（奥田）

香港、ハンガリー、インドネシア、韓国、マレーシア、メキシコ、フィリピン、ポーランド、ロシア、サウジアラビア、シンガポール、南アフリカ、タイ、トルコ。

- 6) BIS, *op.cit.*, p.8.
- 7) *Ibid.*, p.8. このことから、BISは「金融引き締めを展望する場合、中央銀行は政府や市場とのコミュニケーションをうまくとることが決定的に重要である」(p.8)と述べている。バーナンキ議長の2013年5月、6月の量的緩和縮小の発言を注視しなければならないゆえんである。
- 8) *Ibid.*, p.8.
- 9) *Ibid.*, pp.10-11.
- 10) 拙書『現代国際通貨体制』日本経済評論社、2012年、第1章、とくに29~36ページ。しかし、西欧諸国、日本によるユーロ、円等をドルに替えての対米投資のファイナンスにおいてもつ意味も軽視されてはならない(後述)。
- 11) 日本、西欧主要国がドル建貿易黒字をもたないことについては、同上拙書『現代国際通貨体制』第2章、46~48ページ参照。各国の通貨別輸出・輸入比率をみられたい。
- 12) 前掲『国際金融』21ページ、『エコノミスト』2013年10月1日、31ページ。
- 13) *SCB*の統計の限界について、ここで簡単に述べておこう。*SCB*の地域・国別の国際収支表においてはアメリカ民間部門の対外投資(ライン50)は国別に明らかにされているが、在米外国公的資産(ライン56)と海外からの対米民間投資(ライン63)は地域別が明らかにされているだけで国別には明らかにされていない。国別では在米外国公的資産と海外からの対米民間投資の合計(海外部門のアメリカ資産、ライン55)が記されているだけである。
- 14) 拙書『現代国際通貨体制』73~74ページ参照。
- 15) IMFの*IFS*によれば、イギリスの外貨準備は10~12年の累計で約300億ドルの増加となっている。しかし、そのすべてがドル準備ではなくこれまでのイギリスの外貨準備の構成を考えると(前掲拙書、153ページ参照)、おそらく外貨準備の40%弱ぐらいがドル準備であろう。しかも、そのドル準備はユーロダラー市場で保有される部分が多いと考えられるから、「在米外国公的資産」となる部分は少額とみなして、第4表におけるイギリスの3欄はほとんどが2欄と推定できよう。
- 16) イギリスの外貨準備については前の注参照。なお、ユーロ地域の外貨準備の増はIMFに対するポジションの増加になっている(ECB, *Monthly Bulletin*, Oct. 2013 p.S68)。
- 17) ロシアは外貨準備に占めるユーロの比率を高めている(拙稿「基軸通貨ドルとドル体制の行方」『立命館国際研究』22巻3号、2010年3月、35ページ参照)が、半分強はドルであると考えられる。
- 18) 前掲拙書、154ページ参照。
- 19) 2010年~12年9月までの日本の外貨準備(ほとんどすべてがドル準備)は、23兆2000億円(日本銀行『国際収支統計季報』より)にのぼっており、これは2500億ドル以上になる。一部はユーロダラー市場で保有されているものと思われる(このことについては拙書『円とドルの国際金融』ミネルヴァ書房、2007年、184~187ページ、とくに表7-5参照)。
- 20) 前掲拙書『現代国際通貨体制』、92~93ページ。
- 21) 拙稿「基軸通貨ドルとドル体制の行方」『立命館国際研究』22巻3号、2010年3月、35ページ参照。
- 22) 前出の注11)参照。
- 23) そもそもアメリカは巨額の経常収支赤字をもち、それはファイナンスされなければならず、筆者はアメリカ経常赤字のファイナンス条件を2つの式に表わした。前掲拙書『現代国際通貨体制』第3章、76~79ページ、拙稿「現代国際通貨体制の分析と諸範疇の明確化」『立命館国際研究』25巻3号、

2013年3月, 62~63 ページ参照。

- 24) 在米銀行・ノンバンクの通貨別対外債権・債務については以下のようなものである（詳しくは前掲拙書『現代国際通貨体制』第3章参照）。ドル建対外債権：国内のドル資金を原資としての対外投資。ドル建対外債務：ドル建経常赤字の「債務決済」の一部として，ドル建対外債権の「代わり金」として，非居住者が外貨をドルに転換して運用，の3つ。外貨建対外債権：ドルを外貨に換えての対外投資，外貨資金を調達し，それでもって行われる対外投資の2つ。外貨建対外債務：対外投資のため外貨資金の調達。
- 25) 前掲拙書，69~79 ページ，注 23) に掲載の拙稿 62~63 ページをみられたい。
- 26) 2 通貨 3 地域のモデルである。前注の拙書，拙稿参照。
- 27) BIS, *op.cit.*, p.8.
- 28) *Ibid.*, p.11.
- 29) *Ibid.*, p.8.
- 30) 共同通信の配信記事（2013年10月31日）(<http://www.47news.jp/CN2013103101000795.html>（2013年10月31日）

（奥田 宏司，立命館大学国際関係学部教授）

Unconventional Monetary Policies Employed by Major Central Banks and New International Credits

Since the Lehman shock in 2008, major central banks have taken the unconventional monetary policies of lowering the policy rate to zero and expanding their balance sheets. On the other hand, their monetary policies in advanced countries have had significant financial effects on emerging market economies (EMEs). The substantial fall of rates in advanced economies encouraged capital flows to EMEs and new international credit chains between advanced countries and EMEs have been built since 2008. Another effect was upward pressure on the currencies of EMEs.

But immediately after Japan's prime minister nominated the new governor of the Bank of Japan, BIS cautioned in its 83rd Annual Report that unconventional monetary policies could not solve the stagnation that advanced countries have been suffering since 2008. "Monetary stimulus alone," BIS report continued, "cannot provide the answer because the roots of the problem are not monetary."

The main subjects of this paper are an analysis of how the unconventional monetary policies have built new international credit chains and an examination of the sustainability of these unconventional monetary policies.

(OKUDA, Hiroshi, Professor, College of International Relations, Ritsumeikan University)

