

新しい「トリフィンのジレンマ」論

現代のグローバル金融システムは、グローバルな証券取引に支えられている。過去 30 年の間、グローバルな資本移動の爆発的な増大を可能にしてきたのは、金融機関同士の短期ホールセール市場に供給される、多様かつ膨大な安全資産の存在である。これらの安全資産は、預金や金に代替する安全な貯蓄手段を提供し、さらに、短期大口の資金貸借のリスクを軽減する担保として利用されてきた。

IMF の調査によれば、2011 年現在、市場参加者（投資家）によって安全資産とみなされて市場で取引されている証券の総額は、74.4 兆ドルに上っている。その内訳は、OECD 加盟国政府の発行し、AA 以上の格付けを受けている証券が 33.2 兆ドル（45%）、同じく OECD 加盟国政府の発行したもののうちで A~BBB の格付けを受けて、一応投資適格と見なされる証券が 5 兆ドル（7%）、ABS、MBS 他の仕組み証券の中で BBB 以上の格付けを受けている証券が 12.9 兆ドル（17%）、投資適格な企業債券が 8.2 兆ドル（11%）その他となっている。その他の中には、金（8.4 兆ドル）が含まれている。

これらの市場性を備えた証券の過半をなす国債の保有者別構成を見ると、銀行が 34%、中央銀行と政府系ファンドが 21%、保険会社が 15%、年金基金が 7%、政府系ファンドが 1%、その他となっている。また、国債保有額を世界の地域別で見ると、EU が 10.5 兆ドル、米国が 9.3 兆ドル、日本が 8.7 兆ドル、英国が 1.6 兆ドルとなっている。

投資家がこれらの「安全資産」を保有する基本的な目的は、金融的利得の獲得、資産価値の確保、および流動性の保持である。とりわけ、最大の保有者である銀行の場合には、日常的な資産・負債管理(ALM)をスムーズに行うために、さまざまな安全資産を大量に保有することは決定的な重要性をもっている。同様のことは、近年資産規模を急速に膨張させている政府系ファンド、年金基金その他の機関投資家あるいは「インスティテューショナル・キャッシュ・プール(ICP)」についても言える。

1990 年代以降、世界的に見て、機関投資家が適格と見なす基準を備えた安全資産に対する需要が、安全資産の供給を上回ってきた。この原因は、(1)年金基金、投資信託、保険会社、ヘッジファンド、政府系ファンド、多国籍企業、銀行など機関投資家の運用する資金の規模が、安全資産の供給を上回るスピードで増加したこと、(2)世界的に顕著になった所得と富の極端な集中によって、富裕層の手元で増大する貨幣資本が、さまざまな経路を通じて安全な投資資産に対する需要を増加させたこと、(3)今回の金融恐慌で注目されるようになった、大手金融機関の証券化業務、シャドバンキング、これらを支えるレポ市場や債券貸し付け市場などの拡大と金融イノベーション（デリバティブ取引を含む）が、安全資産に対する需要を増大させたこと、である。

とりわけ、さまざまな機関投資家からの投資適格証券に対する需要の増大は、従来こうした需要を満たしてきた工業国の国債、大手企業の社債など高格付け証券の世界的不足を引き起こした。この需給ギャップを埋めるために、大手金融機関は金融イノベーションを利用して新しい高格付け証券の組成・販売を拡大し、収益拡大を実現した。これが、近年

におけるモーゲッジ・バック証券、資産担保証券、債務担保証券、シンセティック債務担保証券など、いわゆる仕組み証券の急増の背景である。

これらの仕組み証券は、従来の安全証券と並んで、金融取引のリスクを軽減するための担保資産として、レポ市場や債券貸し付け市場で大規模に利用されるようになった。このような新たな利用部面の拡大が、安全資産全体に対する需要をさらに増大させ、これがさらに、新しい仕組み証券の組成・販売を促す要因となった。国債に代替する仕組み証券に対する需要の増大は、仕組み証券の裏付けとなる資産、とりわけ住宅ローンに対する大手金融機関からの需要を増大させ、住宅ローン専門金融機関と銀行の住宅ローン供給を、歴史的規模で膨張させた。これが、いわゆるサブプライム問題および住宅バブルの背景である。今回の金融恐慌は、1990年代後半期以降、ますます増大する規模で組成・販売されるようになった仕組み証券の多くが、決して従来の安全資産に代替できる低リスクの証券ではなく、実際には、きわめて不透明で、金融市場のストレスに対してぜい弱なリスク証券であることを浮き彫りにした。膨大な仕組み証券を担保として飲み込んでいたシャドーバンキングとレポ市場で、仕組み証券に対する需要が急減し、その価格が急落した。こうして、金融恐慌を契機にした金融市場の劇的な収縮が、レポ市場および債券貸し付け市場における「取り付け」として発生した。この「取り付け」は、欧州のレポ市場に波及し、EU周縁国の国債市場からの資金の逆流を招来し、欧州金融・財政危機を引き起こした。

金融恐慌を契機とする仕組み証券市場の事実上の消滅と、機関投資家が要求する適格条件の引き上げによって、世界的に安全資産の需給ギャップが劇的に拡大した。現代の金融市場の順調な運行は、豊富な安全資産の存在によって支えられていることから、このような事態は世界的金融システムに深刻な不具合を引き起こしており、金融市場の回復を妨げているという認識が、監督機関を含む関係者の間に広がっている。このような理解によれば、金融市場の隘路を打開し、グローバルな金融取引を回復させるためには、仕組み証券市場の穴を埋める安全資産の新たな供給が必要だということになる。このような見解は、新しい「トリフィンのジレンマ」論と呼ばれている。

トリフィンのジレンマは、第二次大戦後の世界経済の拡大を支えるために、基軸通貨であるドルの供給を増やす必要があり、そのために、基軸通貨国である米国は経常収支の赤字を継続あるいは拡大しなければならない。しかし、このような経常収支赤字の継続的な拡大は黒字国からの金ドル交換要求を増加させ、米国からの金流出を招く。このため、米国が経常収支赤字によってドル供給を継続すれば、いずれドルの金交換を支える金保有が減少し、その結果、ドルの信認が崩壊して世界的な通貨危機が発生すると言う見解である。これは、50～60年代に流布された見解であるが、70年代初頭の金ドル交換停止以降のドル基軸通貨体制の経緯は、トリフィンの予言が誤っていたことを証明している。

新しい「トリフィンのジレンマ」論では、米国の経常収支赤字の大幅継続によるドル過剰の形成と、金融の証券化による証券金融の歴史的拡大の結果、グローバルな金融市場の隘路がドル不足ではなく、安全資産の不足として現れており、この隘路を打開するために、

工業国は国債発行を増加させる必要があるというわけである。

さらに、この新しい「トリフィンのジレンマ」論は、かつてバーナンキが唱えて有名になった一部新興国の「過剰貯蓄 (savings glut) 説」と結びついて、これら経常収支の大幅黒字を抱える諸国に米国債への更なる投資を促す言説、さらには、先進工業国が世界不況後の長期停滞から脱出するためにさらに大規模な国債発行による財政政策を合理化するための、ご都合主義的言説として広められている。

このような、理論的根拠の薄弱な思いつきの言説が、一方における財政健全化のための緊縮財政論と並んで流布しているところに、現代資本主義の不透明性と矛盾の根深さが表れていると言えよう。