

グローバル・インバランス問題に関する一考察

主任研究員 南 武志

〔要 旨〕

- 1 2007年にサブプライム住宅ローン問題が表面化する直前まで、世界経済は全般的に物価安定下での持続的な成長が続いていたが、実のところ、その水面下ではさまざまな不均衡が蓄積されていた。本稿では、米国における巨額の経常収支赤字とそれをファイナンスする東アジアにおける経常収支黒字というグローバル・インバランス問題に焦点を当てて、その背景や金融危機との関連などについて考察する。
- 2 2000年代以降の米国における巨額な経常収支赤字の原因は、ICT革命を背景とした株式・不動産など資産価格の上昇を背景とした堅調な個人消費と、減税やイラン戦争など軍事費増大による財政赤字拡大がもたらした結果といえる。一方で97年のアジア通貨危機後の東アジア（除く中国）では、危機発生の教訓から短期資本流入規制と外貨準備の積み上がりが目立った。さらに、成長著しい中国においては、輸出主導型の経済発展を背景とした経常収支の黒字傾向、海外からの活発な資本流入、米ドルに対する実質的な固定相場制などの結果として、巨額の外貨準備が蓄積されており、国内の金融市場に対して緩和気味に作用している。
- 3 こうしたグローバル・インバランス問題がグローバル金融危機やそれを引き起こしたサブプライム住宅ローン問題の直接的な原因とはいえないが、その是正策については各国の経済構造の歪みが招いている結果でもあることから必要といえるだろう。ただし、アジア通貨危機後は国内投資率が低調な東アジア（除く中国）における内需振興策などに関しては、80年代における日本の経験を踏まえ、十分慎重に対応するべきであろう。
- 4 昨今では、アジア債券市場構想やアジア債券ファンド設立など、東アジアにおける過剰貯蓄や潤沢な外貨準備を、東アジア地域内の投資につなげようという、いわば金融面における「地産地消」の試みを実施されており、今後の動向が注目される。

目 次

はじめに

グローバル・インバランスとは

1 米国における経常収支不均衡の状況

(1) 経常収支，ISバランス，対外純資産残高との関係

(2) 80年代の経常収支赤字

(3) 90年代後半以降の経常収支赤字

2 東アジアにおける経常収支の動向

(1) アジア通貨危機以前の動き

(2) アジア通貨危機の発生

(3) アジア通貨危機後の動き

(4) 中国における経常収支の動向

3 グローバル・インバランスの調整

(1) ブレトンウッズ 体制という見方

(2) 米経常収支赤字の持続性への疑念

(3) 経常収支の不均衡是正策と日本の経験

(4) 過剰な外貨準備保有の弊害

(5) 東アジアにおける金融面での

「地産地消」の試み

おわりに

リバランスの持続性への課題

はじめに

グローバル・インバランスとは

2008年9月に起きたリーマン・ショックを契機に、金融システム危機が発生し、世界中に伝播した（以下「グローバル金融危機」という）。白川（2009）などによれば、一般に、金融危機が発生する前には良好な経済状況がしばらく続いていることが多く、それに伴い、経済主体のリスクテイクが積極化する現象が見られるとのことである。今回のグローバル金融危機の原因ともいえるサブプライム住宅ローン問題が表面化する直前まではgreat moderation（大いなる安定）と呼ばれるように、物価安定の下での適度な成長が続いたか（注1）に見えたが、その過程では信用やレバレッジの拡大など、様々な面で不均衡が強まった。こうした不均衡状態はそもそも持続可能なものではな

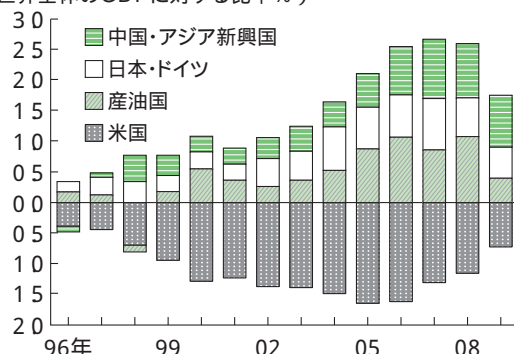
いため、調整は起きるべくして起きたといえる。

また、2000年代半ば以降の金融引締め策が結果的に見れば甘かったがために、世界規模で過剰流動性が発生していたことも背景にあったと見る向きもある。安定成長下における過剰流動性の存在が、リスク性の高い金融商品の組成につながり、それらを世界中の投資家に購入させるインセンティブを与えたとされている。

また、このような過剰流動性を生み出した原因の一つとして、グローバル・インバランスと呼ばれる世界的な経常収支不均衡があったとの指摘もある（第1図）。グローバル・インバランスとは、具体的には、米国における大幅な経常収支赤字と、アジア（東アジア地域や中東産油国）（注2）での経常収支黒字が、ほぼ同時進行的に発生した現象をさす。これらの根底には、結果的に金融危機の発生に代表されるようなさまざまな

第1図 主要国・地域別の経常収支の推移

(世界全体のGDPに対する比率%)



資料 国際通貨基金

弊害を引き起こすことや、それらの調整過程で発生すると思われる経済・金融市場の混乱への警戒感がある。

以下では、米国や東アジアにおけるグローバル・インバランス発生の背景などを整理するとともに、グローバル・インバランス問題と金融危機との関連性やグローバル・インバランス問題の解決に向けた政策の有効性などについて考えていきたい。

(注1) 当時の米国経済について、「3匹の熊」という童話に出てくるエピソード(いろいろな面でちょうどいい状態)になぞらえて、ゴールドロックス経済と呼ばれていた。

(注2) 本稿において東アジア地域と表現した場合、狭義の東アジア(日本、中国、韓国)と太平洋に接する東南アジア諸国(シンガポール、タイ、マレーシア、インドネシアなど)あたりを指すこととする。

1 米国における経常収支不均衡の状況

(1) 経常収支、ISバランス、対外純資産残高との関係

まず、経常収支問題を考える上での基礎概念を整理しておく。日本銀行による解説

を参考にすると、「国際収支統計」は一定期間における一国のあらゆる対外経済取引を体系的に記録した統計で、経常収支(=貿易サービス収支、所得収支、経常移転収支)、資本収支(投資収支、その他資本収支)、外貨準備増減、から構成されており、^(注3)の合計は定義上ゼロ(誤差脱漏を除く)となる。つまり、外貨準備高に変動がなければ、経常収支が黒字であれば、資本収支は赤字である、ということになる。また、世界全体の経常収支の収支尻^{じり}を合計すれば、定義上ゼロとなることから、ある国の経常収支が黒字であれば、いずれかの国の経常収支は赤字になるということである。また、経常収支の黒字発生によって、同時に純資本流出が起きていることを踏まえると、対外純資産残高(=対外資産-対外負債)はこれまでの経常収支黒字^(注3)の累積額である、ということになる。

一方、マクロ恒等式とは、国内貯蓄と国内投資の差額(ISバランス)と純輸出の合計はゼロになる、という事後的に成立する^(注4)関係を示した式である。ここで、純輸出と経常収支は等しい^(注5)と仮定すれば、国内のISバランスと経常収支の収支尻の合計はゼロ、ということになる。つまりは、国内部門が投資超過(貯蓄超過)であれば、経常収支は赤字(黒字)となる、ということである。

一般的に、経済発展と国際資本移動との関係として、国際的な資金フローは、経済が成熟し安定成長入りした先進国から、投資意欲が旺盛な発展途上国(新興国)へ資

金が流れるはず、ということが予見されてきた。つまり、先進国は「経常収支黒字（資本収支赤字）」、新興国は逆に「経常収支赤字（資本収支黒字）」という姿が想定されていた。ところが、現実には、以下に見るようにそれとは違った現象が観察された。

（注3）正確には、資産価格変動や資本減耗分などの調整が必要である。

（注4）GDPを支出面からとらえた「 $GDP = \text{民間消費} + \text{民間投資} + \text{政府支出} + (\text{輸出} - \text{輸入})$ 」に対し、両辺から「 税収 」を差し引き、さらに「 $\text{貯蓄} = GDP - \text{消費} - \text{税収}$ 」とすれば、この関係式が得られる。

（注5）実際には、純輸出は国際収支統計上では貿易サービス収支に相当するため、一致しない。

（2）80年代の経常収支赤字

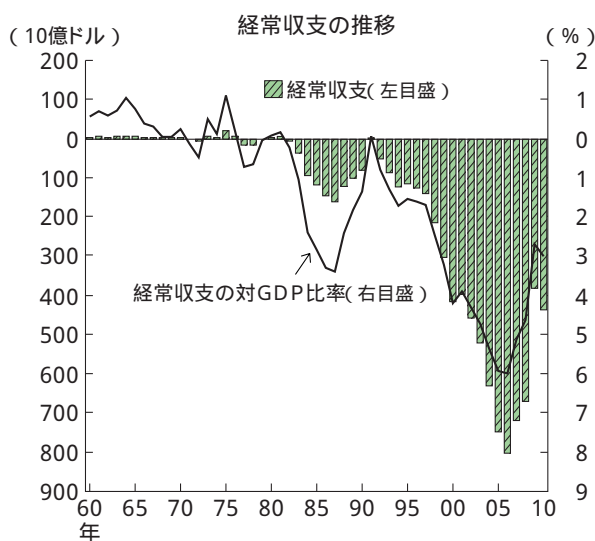
まず、米国における経常収支の推移を見ると、80年代半ばにかけてと、90年代後半以降と、二度にわたって赤字が膨張していることが見て取れるが、それぞれの時期ではその状況が異なる。

80年代半ばにおける経常収支赤字の拡大

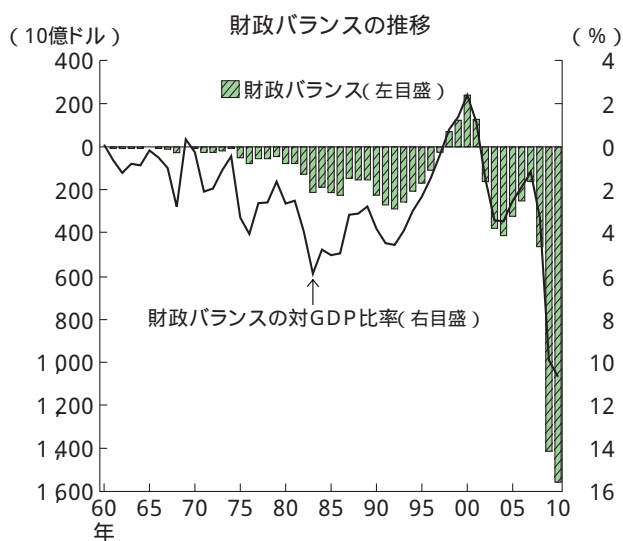
の背景にあったのは、いわゆるレーガノミクスである。^{（注6）}81年に登場したレーガン大統領は、減税・歳出削減・規制緩和による「小さな政府」の実現を目指したが、実際には米ソ冷戦状況下で軍事費予算を拡大させ、かつ減税は行ったものの歳出削減は不十分だったこともあり、結果的に財政赤字が拡大した。一方で、原油高によるインフレを抑制するために、米FRBは高金利状態を続けたことから、ドル高傾向が強まった。その結果、経常収支の赤字が拡大し、これらは「双子の赤字」と呼ばれた（第2、3図）。

一方、70年代半ば以降、高度経済成長期を終了し、安定成長期に入っていた日本では、国内における投資機会が減少するなかで、着実に家計貯蓄が増加し続けたこともあり、経常収支の黒字傾向が定着し、かつ黒字幅を拡大させつつあった。日米両国で同時期に対照的な経常収支の動きが見られ

第2図 米国「双子の赤字」

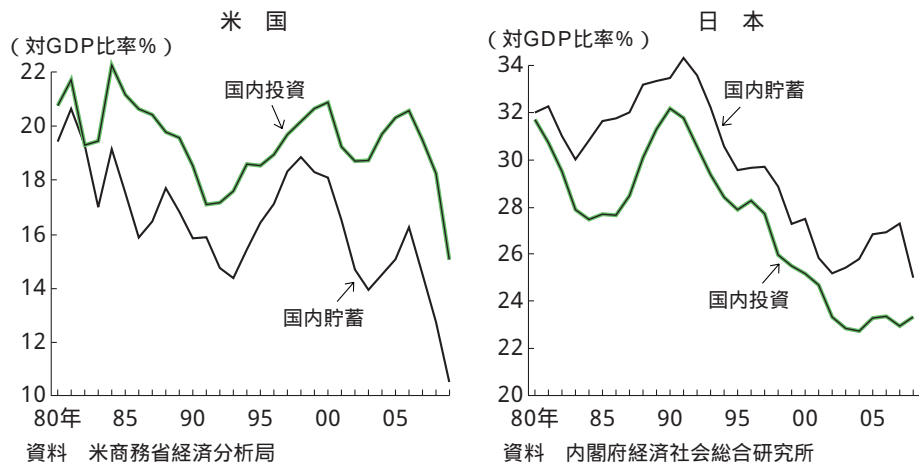


資料 米商務省
（注）2010年分は1～3月期の年率換算値を用いた。



資料 米行政管理予算局
（注）2010年分は行政管理予算局の予測値。

第3図 日米両国の貯蓄・投資動向



復基調をたどったものの、ブラックマンデーやS&L危機などもあり、日本や欧州などに比べて相対的にパフォーマンスが低く、国内貯蓄率は低調なまま国内投資率が鈍化するなかで、経常収支赤

たことから、両国間では、繊維や鉄鋼、カラーテレビ、自動車、ハイテク製品などや牛肉、オレンジなど農産物の輸出入を巡って貿易摩擦問題が起きていたが、80年代後半以降は日本市場へのアクセスの改善、経済システムの変更にまで踏み込んだ交渉が行われた。日本では「国際協調のための経済構造調整審議会」を設置し、内需拡大と市場開放などによる経常収支不均衡の是正策（いわゆる「前川レポート」）が取りまとめられた。^{（注7）}

一方、ドル高の維持と米国の経常収支赤字について、それらの持続可能性を疑問視する論調（Krugman（1985））も浮上した。すでに変動相場制に移行して10年以上が経過し、事前に期待されていたほど為替レート変動による経常収支の自動調整機能は高くはないということが理解され始めていたが、こうした議論が85年9月のプラザ合意による国際協調的な為替レート調整につながっていくことになった。

なお、80年代後半の米国経済は、景気回

字は縮小に向かっていった。そして、91年には湾岸戦争における各国からの戦費負担金の受取りも手伝って、経常収支が黒字に転換した。

（注6）このあたりの展開は、田中（2002）に簡潔にまとめられている。

（注7）「前川レポート」については、その内容や有効性に対して内外の経済学者からの批判も多かった（小宮（1994）など）。

（3）90年代後半以降の経常収支赤字

一方、90年代後半以降は経常収支の赤字幅が再び拡大し始めたが、これは以下に見るようにいくつかの要因が重なって生じていると見られる。一つは、ICT革命に支えられた「ニューエコノミー」の堅調と、それによる株式市場の活況さとの相乗効果を生み出し、海外から米国への資本流入を促した。こうした株価や住宅価格の上昇によって生じたキャピタルゲインはそのまま家計消費を押し上げ、家計貯蓄率は大幅に低下した。この貯蓄率の低下とICT関連の設備投資の増大が貯蓄・投資バランスを悪化させ、経常収支赤字の拡大に寄与した。

また、クリントン政権（93～01年）における歳出抑制政策（93年包括財政調整法における財政運営に関するルール設定）によって黒字が定着していた財政収支が、ITバブル崩壊による景気悪化やイラク戦争などに伴う国防費増大などによって02年には再び赤字に転じ、その後も財政赤字が拡大傾向にある。

このように、財政収支が短期間の間に黒字から大幅な赤字に転落したことから、米国内の貯蓄・投資バランスは更に悪化し、経常収支赤字は80年代を上回る勢いで拡大した。なお、この時期、経常収支の赤字膨張は目立っていたが、為替レートについて米政府は、表面的にはドル高政策を標榜し、積極的な資本輸入による経常収支の赤字ファイナンスを促していた。ただし、世界経済における中国のプレゼンスが高まるにつれて、事実上のドル・ペッグであった人民元レートの実質的な切上げを要求したり、知的財産権など様々な分野で世界貿易機構（WTO）へ提訴したりするケースが増えていた。実際、この時期については、先進国のなかでは米国とは対照的に日本やドイツも経常収支黒字を計上していたが、それ以上に大きな黒字を発生させていたのが中国を筆頭とするアジア新興国や中東産油国であり、グローバル・インバランスは80年代後半の先進国内における問題から、先進国と新興国にまたがる問題へと変化した。

2 東アジアにおける 経常収支の動向

（1）アジア通貨危機以前の動き

80年代後半から90年代半ばにかけて、東アジア地域は高い経済成長を実現してきた。アジア経済は、85年のプラザ合意以降、円高ドル安基調が続くなかで、日本は生産拠点をコストの低い近隣アジア諸国へと移転したが、その過程においては技術や資金などの提供もなされた。その結果、東アジアでは製造業を中心とする輸出主導型の成長パターンが定着した。また、東アジア地域内においても、コストが高まるにつれて、NIEsからASEANへ、といった具合に、生産拠点の移転が活発化していき、分業体制の構築を通じて同地域内の経済的相互依存関係が強まった。

世界銀行（1993）では、アジアの高成長を可能にした要素として、廉価で勤勉な労働力、基本的に健全な開発政策と良好なマクロ経済運営の存在などを指摘している^{（注8）}。しかし、高成長が持続するなかで、アジアに流入する資金は直接投資といった長期資金から短期資金へと比重が移り、資金も不動産投資などへと流れていった。特に、93年3月にインドシナ諸国の復興資金を集める目的で設置されたタイのオフショア市場（BIBF：Bangkok International Banking Facility）には、海外から流入してきた資金をタイ国内で投資する目的の取引も可能であり、タイ経済にバブルを発生させ、アジ

ア通貨危機の一因になったと考えられている。

(注8) 一方、Krugman(1994)では、東アジアの経済成長は、要素投入のみに依存し、TFP(全要素生産性)を伴っていないため持続性はない、との見解を示し、さまざまな論議を呼び起こした。

(2) アジア通貨危機の発生

アジア通貨危機とは、97年7月にタイバーツの下落をきっかけに始まったアジア諸国(インドネシア、韓国、マレーシアなど)における連鎖的な通貨急落と、それに伴う経済危機のことである(第4図)。通貨危機はその後世界各地に伝播、98年8月のロシア危機(LTCM危機)、99年1月のブラジル通貨危機などが引き起こされた。

また、日本では97年4月に行われた消費税率引上げなどの一連の財政構造改革とほぼ同時期に発生したこともあり、97年6月から始まった景気後退をより深刻なものにし、その後の金融危機へとつながるきっかけとなった。

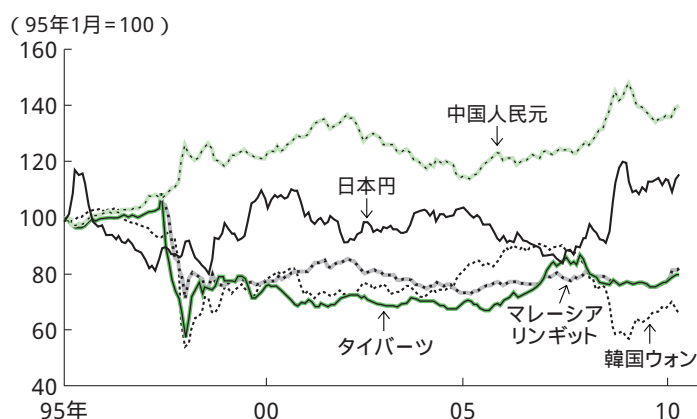
アジア通貨危機が発生した背景を考えてみたい。アジア各国は積極的な海外資本の

活用によって経済成長を達成してきたが、同時にアジアの国際分業体制にも構造的な変化が起きていた。文化大革命後の経済疲弊を受けて、中国は78年に「改革開放」にカジを切り、市場経済への移行を図っていた。その後、89年の天安門事件により、いったん中断したが、92年以降は再び「改革開放」を推進させた。安価な労働コストなどという環境も手伝って、NIEs、ASEANといった東南アジア地域に展開していた外資企業の多くは、次々と中国へ生産拠点をシフトさせていった。

また、資本流入に際して為替変動リスクを軽減するために、実質的なドル・ペッグ政策を採用してきた。それにより、ドル建ての短期資金を受け入れ、それを自国内で銀行貸出を行うという、通貨と満期構成の両面でのダブルミスマッチが発生していた。一方、95年以降、米国では「強いドル政策」が採用され、ドル高で推移するようになり、これにつられてアジア通貨も上昇した。

これに伴ってアジア諸国の輸出は伸び悩み、これらの国々に資本を投じていた投資家らは経済成長の持続可能性に疑問を抱き始めるようになった。その矛盾を突いたのがヘッジファンドであり、過大評価された通貨を大量に空売りし、各国が買い支えられずに変動相場制に移行し、大幅に下落したところで買い戻すという行動をとったが、この原理自体は92年に起きた英ポンド危機と非常に似ているといえる。

第4図 アジア通貨の推移(日経通貨インデックス)



資料 Nikkei Financial Questから作成

なお、このアジア通貨危機の特徴は、これまで発展途上国で繰り返し発生していた累積債務危機（いわゆる経常収支危機）とは異なり、資本収支危機と呼ばれるべきものとされている。^{（注10）} いわゆる経常収支危機とは、政府の放漫財政が財政赤字やインフレ、さらには経常収支赤字を招いてしまうが、その赤字を賄うだけの外貨準備が不足し、経済が立ち行かなくなるというパターンをたどる。このような危機に陥った国に対して、国際通貨基金（IMF）は、一般的に財政再建策と金融引締め策といった緊縮的なマクロ経済政策を採用することを条件に救済融資を行ってきた。ところが、アジア通貨危機の際の資本収支危機に対しても、IMFは同じような処方せんを施した結果、事態はさらに悪化してしまうという場面も散見されるなど、これを契機にIMFなどの国際機関による救済策への批判も強まることになった。

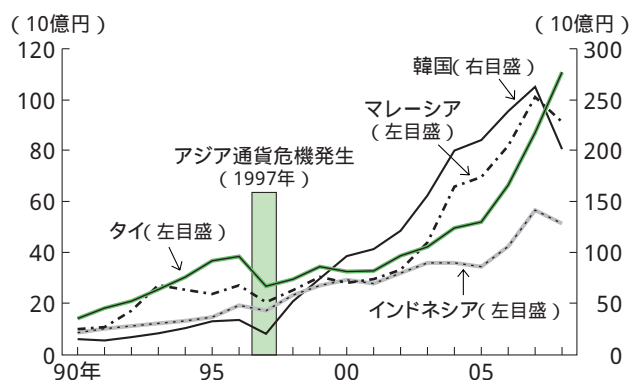
（注9）変動相場制への移行後、英国では石油危機の後遺症による高インフレ体質が残り、英ポンドは下落基調にあった。その後、欧州通貨統合をにらみ、欧州為替相場メカニズム（ERM）へ参加したが、その中心のドイツが東西統一後に伴う財政コストにより高金利を招き、独マルク高となり、ドイツ以外の加盟国は追随利上げを余儀なくされた。それによって英ポンドなどが過大評価され、その持続可能性が疑問視され始め、92年9月にはヘッジファンドなどによって英ポンドなどの欧州通貨が大量に売られたことから、英国はERMから離脱し、変動相場制へ移行した。

（注10）このあたりの経緯は、吉富（2003）に詳しく解説されている。

（3）アジア通貨危機後の動き

アジア通貨危機後、アジア諸国はその教訓から海外からの短期資本流入を管理し、

第5図 東アジア諸国の外貨準備残高の推移



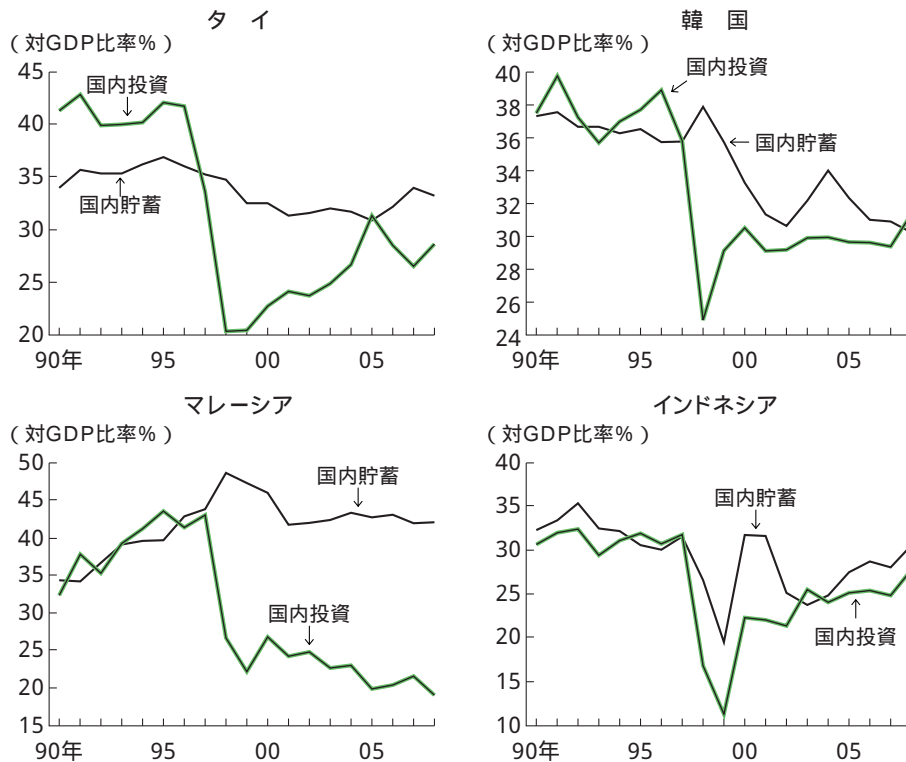
資料 アジア開発銀行データベース

かつ外貨準備を積み上げるという慎重な行動が強まった（第5図）。また、アジア通貨危機後、おしなべてアジア各国（除く中国）の投資比率は大きく低下し、その後も上昇しなかった（第6図）。

アジア通貨危機後に投資率の回復がなかなか進まなかった原因としては、企業側の要因としては、危機前後の中国経済の高成長によって国際的な競争環境が厳しさを増したということもあるが、過剰資本設備により設備稼働率が低水準で推移したことやそれに伴い企業のリストラ努力が継続したこと、などが挙げられる。また、資金調達の面からは、危機後の金融機関の不良債権問題や海外銀行による現地企業向け融資に対する慎重姿勢への転換などによって金融仲介機能が低下していたことなどが指摘できるだろう。

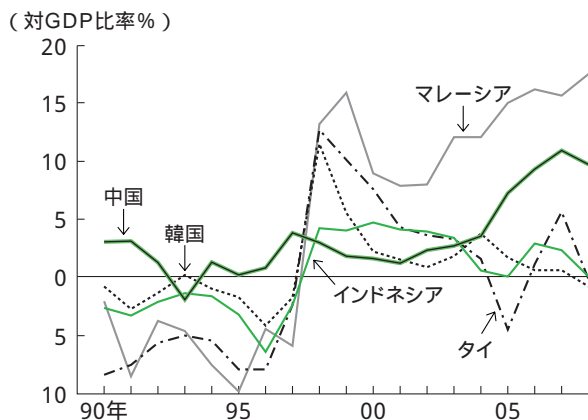
このように、投資率が低迷するなかで、国内のISバランスは貯蓄超過状態となり、アジア通貨危機前は経常収支の赤字基調であったタイ、マレーシア、インドネシアなど各国でも、危機直後は黒字に転換し、そ

第6図 アジア各国の貯蓄・投資動向



資料 第5図に同じ

第7図 東アジアの経常収支の推移



資料 第5図に同じ

の後も黒字が定着することになった(第7
(注11)
図)。

(注11) このあたりの経緯は、谷内(2008)が詳細な分析を行っている。

(4) 中国における経常収支の動向

中国は94年に人民元レート的一本化を図

る名目で実質的な人民元切下げを行っていたこともあり、アジア通貨危機の直接的な影響をほとんど受けなかった。その中国は、着実に経済成長を続けて「世界の工場」と称されるような輸出基地へと変貌し、経常収支黒字が蓄積されていった(第8図)。特に、01年のWTO加盟を契機に、貿易・投資

環境の整備が進み、海外からの直接投資が活発化した。

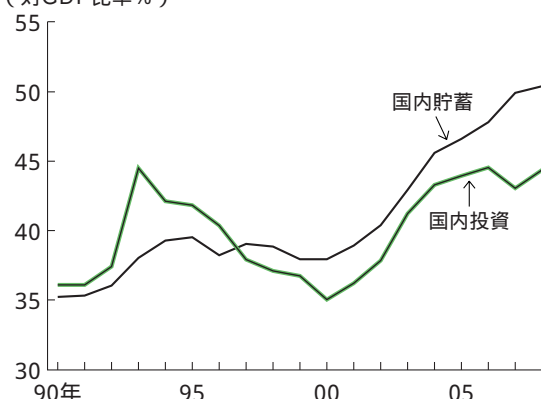
なお、中国においても外貨準備が積み上がっているが、後述の通り、他の東アジア諸国のそれと性質が異なっている。中国の外貨準備高は06年2月に日本を抜いて世界一となったが、その後もほぼ一貫して増加が続き、直近10年3月時点では約2.5兆ドルとなっている(第9図)。世界第2位である日本の外貨準備高が約1兆ドル強であることを考慮すれば、その規模は飛び抜けて大きい。このように中国の外貨準備が累増している原因としては、貿易収支の黒字幅が拡大傾向にあると同時に、有望な投資先として海外からの資本流入も増加しているなか、本来は上昇すべき人民元の為替レ

ートが、中国政府の許容するレンジ内での変動しか許容されておらず、その圧力を吸収するため、中国人民銀行が米ドル買い（人民元売り）の為替介入を行っているためである。

なお、資本輸入は基本的に歓迎されて比較的自由に入ってくるが、資本逃避を警戒して資本輸出については今なお制限されているといった資本流出入規制の歪みが、外貨準備積み上げの背景にあるのは言うまでもない。06年に中国人民銀行外貨管理局は、指定国内機関投資家（QDII：Qualified Domestic Institutional Investors）による対

第8図 中国の貯蓄投資動向

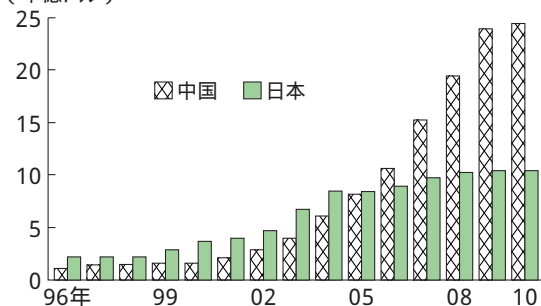
（対GDP比率％）



資料 第5図に同じ

第9図 日中両国の外貨準備高

（千億ドル）



資料 財務省、中国統計データブック、Bloomberg

（注）各年末残高。2010年分については日本は5月末、中国は3月末の残高。

外証券投資を解禁し、香港、英国、シンガポール、日本、米国の証券市場を通じた投資を行っているが、このような民間部門の資本輸出を通じて外貨準備の積み上がり圧力を緩和しようというねらいがあると思われる。

なお、外貨準備の内訳は公表されていないが、その7割近くは米ドル資産、なかでも米国債で運用していると見られている。^{（注12）} 中国は08年9月には日本を抜いて世界最大の米国債保有国となったが、グローバル金融危機が深刻化するなかでも米国債の購入を続けてきた。

（注12）ちなみに、IMF Annual Report 2009によれば、世界各国の外貨準備のうち64.0%が米ドル資産（このうち、先進国は68.1%，新興国・発展途上国は59.8%）で保有されている。

3 グローバル・インバランスの調整

（1）ブレトンウッズ体制という見方

ブレトンウッズ体制とは、戦後の米国を中心とした国際経済・金融システムのことであるが、具体的には、自由かつ多角的な世界貿易体制をつくるために為替相場の安定化を図るため、金1オンス＝35米ドルとし、かつ米ドルと各国通貨との交換比率を定め（ドル・ペッグ制、各国はその交換比率の上下1%以内に変動を抑制）、世界最大の金保有国である米国はいつでも米ドルと金の交換に応じる（金ドル本位制に基づく事実上の固定相場制）、というものであった。

これに対して、マイケル・ドゥーリー・

ラトガース大学教授らは、90年代後半以降の世界経済・金融情勢について、ブレトンウッズ体制と呼べるべきものであるとの見方を示した。具体的には、米個人消費は堅調に推移しており、そのため米国の輸入も増加傾向にあるが、これに対して東アジア各国は、対米輸出によって経常収支黒字を発生させる。しかし、通貨高を回避するために為替介入を実施し、外貨準備が積み上がる。その外貨準備の多くは米国債で運用するために、米国に対して継続的に資本流入がなされている。つまりは、米国の「双子の赤字」は、東アジアの超過貯蓄でファイナンスし、しかも為替レートはほぼドル・ペッグされてあたかも固定相場制を採用しているように見える、というところである。ドゥーリー教授らは、この新体制は、東アジア諸国の対ドルレートの安定志向と中国経済の成長持続性を考慮すれば、当面は持続可能としてきた。^(注13)

こうした見方に対して、バリー・アイケングリーン・カリフォルニア大学バークレー校教授らは批判的な意見を示してきた。例えば、ブレトンウッズ体制は比較的同質で市場経済に対する共通理念がある国々で構築されていたが、米国内におけるインフレ圧力や日本やドイツ（西独）が高成長したために固定相場制を維持することが不可能となり、ブレトンウッズ体制は崩壊した。一方で、ブレトンウッズ体制なるものの構成国は同質性が低く、体制維持に関する集团的利益を共有しているとは考えがたいとするなど、このシステムは脆弱で持続可

能性は薄いとしてきた。^(注14)

後述するとおり、グローバル・インバランスは金融危機発生に対して、直接的なものではないかもしれないが、影響を及ぼした可能性が高く、何らかの格好で調整は不可避との意見は少なくなかった。

（注13）詳細はDooley et al. (2003)を参照のこと。

（注14）Eichengreen (2007)の日本語版(2010)への序文を参照のこと。

（2）米経常収支赤字の持続性への疑念

2000年代前半の世界経済は全般的に堅調に推移していたが、04～05年にかけて主要国・地域では予防的に金融引締め政策がとられるようになった。^(注15)しかし、金融政策の効果はなかなか経済・金融市場に波及しなかった。05年2月に、グリーンズパン米FRB議長（当時）は議会証言において、「政策金利を引き上げているのに、長期金利が逆に低下しているのは謎（conundrum）だ」と述べたことで、その謎の解釈を巡った議論が盛り上がった。この謎については、ベビーブーマーなどの高齢化進行に伴う年金・保険資産の拡大、米FRBの金融政策に対する信頼性の向上、それに伴うインフレ予想の落ち着きなどの国内要因に加え、東アジアや中東産油国を中心とした世界的な過剰貯蓄の存在も指摘された。さらに、これまで過剰流動性はインフレ加速の温床ととらえられてきたが、このときに限っては長期金利の低位安定の理由として指摘する向きもあった。

また、05年3月には、バーナンキ米FRB理事（当時、現FRB議長）は、米国におけ

る経常収支の巨額の赤字の原因は「世界的な超過貯蓄 (global saving glut)」にあると
(注16)
の見解を表明した。アジア通貨危機や原油高騰などを契機に、国際資本市場での立場を借り手から貸し手へと立場を変貌させた新興国や開発途上国・産油国では、安全性が高く、ある程度の収益も見込めると見なされた米国の金融資本市場に対して巨額の資本を流入させ、米経常収支赤字は拡大した、と解説した。とはいえ、バーナンキはその現状を肯定的にとらえていたわけではなく、新興国の貯蓄は新興国内で活用させるべきであると主張している。一方、Obstfeld and Rogoff (2009) では、東アジアなどでの貯蓄率上昇もさることながら、米国の金融政策や金融技術革新などもグローバル・インバランス問題に大きな役割を果たした、としている。
(注17)

こうしたなか、米国の経常収支赤字は持続不可能であり、その調整過程ではドルの大幅減価は不可避との議論が急速に強まった。経常収支は黒字の国もあれば、赤字の国もあり、それぞれの経済状況に依存するものと考えられてきた。一方、赤字発生は対外負債の蓄積につながるが、巨額の赤字発生は将来の債務返済の可能性にも影響を与えたとの危惧を生じさせる。Mann (2002)、小川・工藤 (2004) では、米経常収支赤字の持続可能性についてISバランス、貿易フロー、国際資本フローの3つの視座から検証したが、いずれの視座から也是对GDP比率で4～5%にも達するような経常収支赤字は持続不可能との結論を下し

た。そして、経常収支赤字の調整は為替水準の大幅切下げ (02年水準から約40%) が起きる必要があると指摘した (マン (2004))。

(注15) 米国では04年6月から、欧州では05年12月から、それぞれ利上げが始まった。

(注16) Bernanke (2005) を参照のこと。なお、リカルド・カバレロMIT教授は、東アジアに魅力的な投資先や金融商品が不足していることが米国への資金流入 (= 米国の経常収支赤字) の原因であるとの見解を示している。

(注17) 以上の議論は松林 (2010) に簡潔に紹介されている。

(3) 経常収支の不均衡是正策と

日本の経験

IMFは、経常黒字幅を縮小する上で、実質為替レートの切上げとマクロ経済刺激策および構造改革が必要であり、この両者を同時に行うことが望ましいとしてきた。まず、為替レートの調整策については、自国と貿易相手国との財・サービス価格の相対変化を通じた弾力性効果が挙げられるだろう。

また、自国内の輸出財と輸入財との相対価格 (交易条件) の変化が貯蓄性向 (= 1 - 消費性向) を変化させるローレン・メツラー効果も指摘できる。なお、為替レート変動による経常収支不均衡是正効果に関する評価は歴史的に見ても定まっていなのが実際のところであろう。直接投資などに関する履歴効果 (ヒステリシス) や市場別価格設定行動 (PTM) によるパススルー率の低さなど、短期的に為替レート変動が期待される不均衡是正をもたらさない可能性もあるだろう。とはいえ、東アジア諸国に関しては、基本的には対米ドルの為替

レートを緩やかに切り上げていくことが望ましいと一般的には考えられている。

なお、85年のプラザ合意後に日本円は大幅に増価したが、Jカーブ効果もあって経常収支黒字はなかなか縮小に向かわなかった。そのため、90年代半ばまで日本円はさらに切り上がるべきとの主張もあったが、こうした一貫した円高圧力が後のデフレを生み出した原因であると指摘する意見は少ない。

一方、マクロ経済刺激策および構造改革については、過剰貯蓄状態は何が原因で発生しているのか、を考慮する必要がある。80年代後半の日本では、経常収支黒字の削減に向けてさまざまな対策が実施された。基本的に、米国側は対日貿易赤字の原因は、日本市場の閉鎖性にあるとの主張から、「外圧」としてさまざまな規制緩和要求を行った。具体的には、日米構造協議（89～90年）を受けて策定された公共投資基本計画（90年）では、10年間で430兆円の公共投資を行うことを目標として設定された（その後94年には10年間で630兆円へ上方修正された）。80年代前半以降、財政再建路線を採用し続けてきた日本では、円高不況に際して財政再建路線が棚上げされたが、これら一連の内需拡大策は、結果的にバブル形成の追い風となったのは否定できない。

なお、それ以降の25年間を振り返ってみても、日本は経常収支黒字体質が残る一方で、米国は経常収支赤字を続けるなど、不均衡是正策の中長期的な効果への疑念は今なお残っている。

（注18）円高進行の際、輸出入価格の反応の違いによって、輸出入数量に為替レート変動の影響が出る前に、一時的に経常収支黒字が膨らむ現象をさす。

（4）過剰な外貨準備保有の弊害

東アジア諸国の外貨準備保有は多過ぎると指摘され続けてきた。日本銀行によれば、外貨準備とは「通貨当局が為替介入に使用する資金であるほか、通貨危機などによって、他国に対して外貨建債務の返済などが困難になった場合に使用する準備資産」と定義づけされている。IMFでは、輸入金額の少なくとも3か月分の外貨準備を保有することが望ましいとしてきたが、それをはるかに上回った状態が続いている。このように、万一の際に輸入を確保するための「保険」としての金額をはるかに超過したものであり、さまざまな面で弊害をもたらしている。

まず、政府が大量の外貨建て資産を保有することで、大きな為替変動リスクにさらされているといえる。アジア通貨は将来的に増価するものと思われるため、そうならばその分だけ各国政府はキャピタルロスを被り、潜在的な財政コストとなる。また、仮に自国内での金利水準が米国債利回りよりも高い状態であれば、その金利差分の損失を被る可能性もある。一般に、自国通貨高を回避するために為替介入を実施する際、同時に発生する金融緩和効果を相殺するために、通常は不胎化（金融市場から自国通貨を吸収するために売りオペを実施する）を行うわけであるが、その際に自国の短期金利が米国債利回りなどより高けれ

ば、損失が発生することになる。

なお、中国においては、これまで外貨準備を使って、不良債権問題に苦しむ金融機関に対して資本注入を行ってきたほか、外貨準備を積極的に運用する政府ファンド（SWF）として中国投資有限責任公司（CIC）を設立するなどの動きを見せている。また、外貨準備の一部を対外債務（07年末：3,736億ドル）の削減に積極的に活用すべきとの主張もある。

ちなみに、東アジア・オセアニア中央銀行役員会議（EMEAP）メンバーの中央銀行は、各国の潤沢な外貨準備や中銀が保有する外貨資産の一部を拠出して基金を創設し、それを域内で発行される債券の購入にあてようというアジア・ボンド・ファンドを設立しており、後述のアジア債券市場育成に資することも目的としている。

（5）東アジアにおける金融面での

「地産地消」の試み

アジア通貨危機後の東アジア地域における金融協定は、為替レート制のあり方、

ダブルミスマッチの軽減、最後の貸し手機能、を検討・推進する方向で進んできた。2000年代にかけてのグローバル・イン

バランス問題への対応を巡っても、やはりの問題もさることながら、の問題解決に向けての努力であるアジア債券市場の育成も極めて重要であると考えられている。アジアの企業にとっては長期資金の安定的な調達が可能になるというメリットがあるほか、バーナンキ流に考えれば、アジアの

貯蓄を成長ポテンシャルの高いアジア域内で有効に使うことができれば、アジアの超過貯蓄状態は解消され、国際金融システムの安定化にも資するはずである。

アジア通貨危機を経験した国々では、銀行の不良債権問題や外銀の慎重姿勢もあり、銀行融資を通じた資金調達が厳しくなっており、社債発行などを通じた資金調達手法の多様化が求められてきた。

そうした経緯もあり、03年8月のASEAN+3財務大臣会合では、アジア債券市場イニシアティブ（ABMI）を合意し、チェンマイ・イニシアティブ（CMI：二国間通貨スワップ取極のネットワークとASEANスワップ協定から構成される「最後の貸し手機能」創設）や地域サーベイランス（政策監視）による危機やその伝播の未然防止策などと合わせ、東アジアにおける地域金融協力として推進している。

おわりに

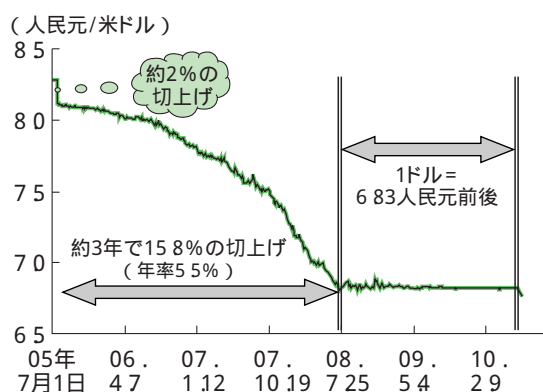
リバランスの持続性への課題

グローバル金融危機やそれが引き起こした世界同時不況の過程では米住宅市場の大幅調整と個人消費の落ち込みが発生し、結果として経常収支赤字が縮小した。同時に、輸出頼みの経済成長を続ける日本を含む東アジアでも、輸出の急激な落ち込みにより、経常収支黒字が大きく縮小するなど、不均衡是正（リバランス）の動きが見られた。しかし、09年半ば以降、世界経済が底入れし、持ち直し基調を続けるなかで、再びイ

ンバランスが強まりはじめている。米国では家計部門のバランスシート調整が進行中とされるが、過剰消費体質の修正という経済構造調整につながるものなのかどうかは、もう少し時間が経たないと判断できない。なお、多くの国際機関や有識者らは、今後再びインバランスの拡大が続く可能性を指摘しているのも実際のところである。^(注19) 80年代の日米経済摩擦とそれに対する対応策やその後の展開を振り返っても、やはり米国経済の構造調整を伴わない限り、東アジア諸国がいくら経常収支の不均衡是正策を行っても、あまり効果はないと思われる。また、過度の国内需要刺激策も将来的なバブル発生の原因になりうることを十分認識した上で行う必要もあるだろう。

一方、2010年には世界第2位の経済大国となる中国においては、人民元レートの実効的な切上げが今後とも求められていくことは想像に易い（第10図）。G20主要国首脳会合の開催を控えた6月19日、中国人民銀行は人民元レートの弾力化を公表した。し

第10図 管理フロート制移行後の中国人民幣



資料 Bloombergデータから作成
(注) 変動幅は07年5月20日までは中国人民銀行が公表する前日終値の±0.3%、それ以降は±0.5%。

かし、先行きについても人民元レートの上昇スピードは緩やかに行うものと思われる。それゆえ、資本輸出規制が大幅に緩和されない限り、中国の外貨準備の積み上がりやそれがもたらす金融緩和圧力はなかなか解消できないと予想される。一方で、貿易黒字もまた一段と拡大する可能性が高く、投資主導から消費主導への転換、その結果としての輸入の増加が求められるだろう。そのためには、農村部の所得拡大、社会保障制度の整備などが必要である。特に、今後、急速な高齢化の進行が予想される中国においては、社会保障制度の未整備が予備的動機による貯蓄増につながっている可能性が高く、消費促進にとっても欠かせない政策課題であろう。

最後に、菅内閣の下で発表された「新成長戦略」では、アジア債券市場の構築に關しての記述がある。具体的には、アジア域内の豊富な貯蓄をアジアの成長に向けた投資に活用するため、10年度内にASEAN+3債券市場フォーラムを設立し、11年度までには信用保証・投資ファシリティ業務を開始、20年度までにアジア債券市場を育成し、日系企業等の現地通貨での資金調達を円滑化することを目指す、とのことである（国家戦略室（2010））。もちろん、アジア域内の金融資本市場を巡っては、そのポテンシャルの高さからわが国だけが注目しているわけではなく、競争も激化しているが、わが国金融機関にとっても重要な戦略拠点に挙げられていることもあり、今後の動向が大いに注目されるだろう。もちろ

ん、経済・金融市場の発展の状況が一様ではないなど、さまざまな課題を抱えているのも確かである。日本においてすら、信用度の低い企業は社債による資金調達手段が閉ざされていることへの対応や、情報開示や会計・監査、決済システムなどの市場インフラや各種の法制度の整備などが、今後の債券市場の発展のために重要といえるだろう。もちろん、これらの動きが、グローバル・インバランス問題の解決には直接つながらない可能性もあるが、さまざまな経済・金融面でのショックに対する耐性強化には資するものとして期待したい。

（注19）経済産業省（2010）には、グローバル・リバランスの持続性に関する国際機関や有識者の見通しが簡潔にまとめられている。

<参考文献>

- ・小川英治・工藤健（2004）「アメリカへの資金流入の変化と世界経済への影響」『検証・アメリカ経済』日本評論社
- ・経済産業省（2010）『通商白書』経済産業省ウェブサイト
- ・国家戦略室（2010）『新成長戦略～「元気な日本」復活のシナリオ～』国家戦略室ウェブサイト
- ・小宮隆太郎（1994）『貿易黒字・赤字の経済学』東洋経済新報社
- ・白川方明（2009）「金融危機に対する国際的な政策対応（カンザスシティ連邦準備銀行主催シンポジウムにおける講演の邦訳）」日本銀行ウェブサイト
- ・世界銀行（1993）『東アジアの奇跡』東洋経済新報社

- ・田中隆之（2002）『現代日本経済』日本評論社
- ・谷内満（2008）『グローバル不均衡とアジア経済』晃洋書房
- ・松林洋一（2010）『対外不均衡とマクロ経済』東洋経済新報社
- ・マン、キャサリン（2004）「アメリカの経常収支赤字は持続可能か：2つの見解」『検証・アメリカ経済』日本評論社
- ・吉富勝（2003）『アジア経済の真実』東洋経済新報社
- ・Bernanke, Ben S. (2005) "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit", The Federal Reserve Board
- ・Dooley, Michael P. (2003), David Folkerts-Landau, and Peter M. Garber, "An Essay on the Revived Bretton Woods System," NBER Working Paper No. 9971
- ・Eichengreen, Barry (2007) "Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods", The MIT Press (畑瀬真理子・松林洋一訳『グローバル・インバランス』、東洋経済新報社、2010年)
- ・Krugman, Paul R. (1985) "Is the strong Dollar sustainable?", NBER Working Paper, No.1644
- ・Krugman, Paul R. (1994) "The Myth of Asia's Miracle", Foreign Affairs, November/December 1994
- ・Mann, Catherine L. (2002) "Perspectives on the U.S. Current Account Deficit and Sustainability", Journal of Economic Perspectives 16
- ・Obstfeld, Maurice and Kenneth Rogoff (2009) "Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes", paper prepared for the Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference

（みなみ たけし）

