

政策フォーラム発表論文

# 国際収支秩序とそれにおける日本の役割<sup>1</sup>

---

京都大学 岩本武和研究会

登地秀壮<sup>2</sup>

大隈拓也<sup>3</sup>

鄧卓輝<sup>4</sup>

晝間洋介<sup>5</sup>

馬賽<sup>6</sup>

宮崎聡<sup>7</sup>

2005年12月

---

<sup>1</sup> 本稿は、2005年12月3日、4日に開催される、ISFJ（日本政策学生会議）、「政策フォーラム2005」のために作成したものである。本稿の作成にあたっては、岩本教授（京都大学）をはじめ、多くの方々から有益且つ熱心なコメントを頂戴した。ここに記して感謝の意を表したい。しかしながら、本稿にあり得べき誤り、主張の一切の責任はいうまでもなく筆者たち個人に帰するものである。

<sup>2</sup> 京都大学経済学部三回生、Hidetake.Toji@mc4.seikyuu.ne.jp

<sup>3</sup> 同上、biggestbear\_billiejoe@n.vodafone.ne.jp

<sup>4</sup> 同上二回生、takuki907@yahoo.co.jp

<sup>5</sup> 同上、Yousuke@eco20040409.mbox.media.kyoto-u.ac.jp

<sup>6</sup> 同上、anthonyma16@e04.mbox.media.kyoto-u.ac.jp

<sup>7</sup> 同上、ti\_voglio\_bene0803@yahoo.co.jp

## 目次

### はじめに

## 第1章 「ブレトンウッズ体制復活仮説」

- 第1節 (1. 1) 対米投資の特徴
- 第2節 (1. 2) アジア諸国の開発戦略
- 第3節 (1. 3) アメリカの経常赤字
- 第4節 (1. 4) まとめ

## 第2章 「BW2体制」の問題点

- 1. 第1節 (2. 1) アメリカ経常赤字の持続不可能性
- 2. 第2節 (2. 2) 「BW2体制」がアメリカ経済に与える悪影響
- 3. 第3節 (2. 3) アジアの外貨準備の分散投資の可能性
- 4. 第4節 (2. 4) まとめ

## 第3章 政策提言

- 5. 第1節 (3. 1) アジア通貨危機とABM
- 6. 第2節 (3. 2) ABMによるアジア諸国への分散投資とリスク回避
- 7. 第3節 (3. 3) ABMにおける日本の役割
- 8. 第4節 (3. 4) 「アジアの貯蓄をアジアの投資へ」というスローガン
- 9. 第5節 (3. 5) まとめ

## 第4章 まとめ

## 図表

## 参考文献

## 要旨

現在、アメリカの経常赤字が急速に拡大している。これに対して、アメリカ国内ではその弊害を懸念する見方がどちらかと言えば少数派である。それどころか、むしろアメリカの一部の経済学者は、「ブレトンウッズ体制復活仮説（BW2仮説とも呼ぶ）」を持ち出し、現在のドルをめぐる状況を、いわばブレトンウッズ体制の再建、即ちある種の固定相場制度の復活であり、調整を要するどころか、むしろかなり安定性を備えたものである、と主張している。

しかし、この仮説が指し示す状況（「BW2体制」）、すなわちアメリカ経済とドルが「人為的に」支えられている状況は持続不可能である。その根拠として、資金流入の限界からアメリカの経常赤字の持続不可能性、BW2体制がアメリカ経済にもたらす悪影響、アジアの外貨準備の分散投資の可能性の三点を挙げられる。また、アジアについて現在進められている「アジア債券市場の育成」が、アジアの外貨準備の分散投資の可能性の観点から見ると、「BW2体制」に対して決定的な影響を与えるだろう。すなわち、体制の崩壊の呼び水になるだろう。そのなかで日本が果たせる役割は非常に大きいだろう。しかし、そのプロセスの中で、現在盛んに叫ばれている「アジアの貯蓄をアジアの投資へ」というスローガンを実現するには、「アジア債券市場の育成」だけでは、不十分である。つまり、「BW2体制」は完全には崩壊しない。この実現のためには、韓国CBOのようなシステムを広くアジアに広げる必要があり、この中で日本は「保証」という行為で役割を果たすことができる。

## はじめに

現在、アメリカ経常収支赤字が急速に拡大している。アメリカ経常収支は2004年には6,680億ドルの赤字額を記録した。これは対GDP比では5.7%に達する。この経常収支赤字の中心は貿易収支の赤字である。また経常収支赤字にともない対外純債務残高は2004年末で、2兆4,840億ドルに達し、対GDP比で-21%となっている。（図1、2参照）〔尾田2005〕

このような現状下において、将来において、アメリカの対外純債務およびその利払いがアメリカ経済にとって極めて大きい負担になるか、あるいは世界の投資家が彼らのポートフォリオに占めるアメリカ金融資産シェアが大きすぎることから調整を始めることになれば、金利と為替レートを含み金融資産価格が急激な変化を示すことになるのではないかと危惧されている。現在、アメリカでは、経常収支赤字の持続可能性および赤字削減対策について活発な議論が展開されている。しかし、ITバブルが崩壊し、ブッシュ政権が減税と対アフガニスタン・イラク戦争に踏み切ったことから、経常収支赤字が増大する一方で、財政収支も赤字に転落し、赤字幅も急速に拡大しており、「双子の赤字」化している。海外からの流入資本の内訳も、民間資本の比率は急速に低下し、かわってアジア諸国の公的資金（ドル買

い市場介入にともなうアメリカ国債購入）に多くを依存するようになってきている。資金調達部門（アメリカの財政赤字）・資金供給部門（アジア諸国の外貨準備）双方において公的部門のウエイトが高くなっていることは、現在のアメリカ経済とドルが「人為的に」支えられていることを意味している。

こうしたアメリカの経常赤字拡大に対して、アメリカ国内ではその弊害を懸念する見方はどちらかと言えば少数派である。むしろ、経常収支の悪化は、諸外国と比べて相対的にアメリカ経済のファンダメンタルが強いことを示すものとして肯定的に解釈されることが多かった。さらに、一部の有力な経済学者は、現在のドルをめぐる状況は、いわばブレトンウッズ体制の再建、即ちある種の固定相場制度の復活であり、調整を要するどころか、むしろかなり安定性を備えたものである、と主張している。（「ブレトンウッズ体制復活仮説」）

この論文は、「ブレトンウッズ体制復活仮説」が現実を説明しているものとして認めつつも、その体制自体が持続可能ではないことを主張し、日本が国際金融にいかなる役割を果たすべきかを提言するものである。そのため第一章において「ブレトンウッズ体制復活仮説」について説明する。次に、第二章において、その体制が持続可能ではないことを示す。第三章において現在アジアで行われているアジア債券市場の育成がこの体制にどのような影響を与える

かを述べ、そのなかで日本が果たす役割を提言する。最後に、第四章においてまとめをする。

## 第1章「ブレトンウッズ体制復活仮説」

この章では、「ブレトンウッズ体制復活仮説」（以下「BW2仮説」）についてみる。「BW2仮説」とは、80年代にIMFエコノミストとして活躍した Michael Dooley を含むドイツ銀行のストラテジストたちが主張しているもので、「現在、アジア諸国は事実上の対ドルペッグ制をとっているが、それはやがてアメリカの経常赤字の拡大に伴い、中南米や欧州にも広がるだろう。それは70年代前半に崩壊したブレトンウッズ体制（ドルを中心とする固定相場制度）の復活に等しく、その結果、ドルは、今後10年以上にわたって安定を維持することになるだろう」というものである。(Dooley2003)詳しく見るために、まず第一節において対米投資の現状について見る。次の二節において「BW2仮説」を支えるアジア、アメリカ双方の要因について見る。最後に第四節において「BW2仮説」についてのまとめを行う。

### 第1節 対米投資の特徴

かつてアメリカを中心としてその周辺に貿易収支地域（アジア：中国、NIES、マレーシア、日本）と資本収支地域（ヨーロッパ、カナダ、オーストラリア、ラテンアメリカ）が位置している。ここで、貿易収支地域というのはアメリカへの輸出に強い関心を持つ地域であり、資本収支地域というのは国際的な資本投資に関心を持つ地域である。アメリカの経常赤字は、貿易地域における政府による対米投資と資本収支国における民間による対米投資でファイナンスされている。しかし、現在の対米投資において、アジア以外からの投資、また民間ベースでの投資のシェアが低下している。2003年以降はアメリカの経常赤字拡大に対して、赤字の「質の悪化」が指摘されるようになった。これは、アメリカの投資先としての魅力を裏付けていた民間の対米投資の割合が低下し、日本や中国などの政府資金がアメリカをファイナンスする割合が高まったことを意味している。アメリカの資本流入の状況を見ると、2002年以降、対内直接投資が減少して外国政府による対米投資の割合が高まった。また、アメリカ国債の海外保有者の状況を見ると、ここ数年は外国政

府によるアメリカ国債投資が増加している。（図3参照）

このことを「BW2仮説」では、ドル（アメリカの経常収支赤字）が、アジア諸国の外貨準備保有によって支えられていると考える。また、アメリカの経常赤字拡大によって生じたリスクが資本収支地域（ヨーロッパ）からの民間資金流入を減少させる可能性はあるけれども、貿易収支地域（アジア）の対米投資が減少することはないと考えられる。なぜなら、アジアはアメリカへ輸出することを第一に考える輸出主導の成長戦略をとっており、それゆえアメリカの経常赤字が拡大しても自国通貨の増加を防ぐために政府がアメリカに資金を還流させざるをえないからである。この体制が、アメリカ、アジアともにメリットがあると「BW2仮説」は主張する。アメリカは海外資金の調達により、国内貯蓄を上回る規模の国内投資を行うことができ、より高い経済成長を実現することができる。また、アメリカ国債に対する恒常的な需要のため、アメリカ国債の金利が上がりにくいとも言える。一方、アジア（特に中国）側では、余剰な労働力を活用して生産を行い、それをアメリカに積極的に輸出することによって、より高い経済成長を実現することができている。(Dooley2003)

### 第2節 アジア諸国の開発戦略

アジア側の要因とは、それは前述のとおり、対米輸出主導の開発戦略である。中国をはじめとするアジア諸国は、1997年のアジア危機以降、為替の低め誘導によって「外資誘致＝輸出依存」型の対外経済政策をとってきた。こういう「外資誘致＝輸出依存」型の開発戦略は、冷戦終結により旧社会主義諸国を含む多くの途上国が新たに世界市場に組み込まれ、資本主義世界へ参入するため、取らざるを得ない戦略であった。それがアジア地域の場合、アジア危機により加速されている。この戦略は、例えば中国の場合、国内経済・政治にとっての最大の課題である農村の余剰労働力の工業・近代工業部門による吸収が完了するまで持続せざるをえないのであり、中国が完了した後もインドがそれに続くはずである。とすれば、それは少なくとも10年以上の時間が必要である。ところが、欧州市場はアメリカに比べて閉鎖的であるため、新興市場国は輸出先市場としてはやはりアメリカ国内市場に依存するほかない。

それゆえ、「BW2仮説」はドル暴落のリスクを負ってまでアジアの通貨当局が外貨準備の分散化に

動くことはない、と主張する。たとえドルに集中した外貨準備の保有がポートフォリオ上は不利であっても、そのデメリットは、輸出志向のメリットによって十分にカバーできるからである。さらに「アジアの通貨当局がドルに集中していることのリスクを認識しはじめその分散化を進めるのではないか、それはドルを暴落させるのではないか」との疑問がだされることも多いが、「BW2 仮説」は、民間投資家と通貨当局との違いによりそれを否定する。つまり、確かに民間投資家はリスクを避けるためリスクの分散を重視する。だからこそ、欧州の民間投資家は、現在対米投資に慎重な姿勢をとり続けているのである。しかしながら、アジア各国の通貨当局はドル暴落を招きかねない外貨準備の分散化を実施することはありえないのである。(伊豆久 2005)

### 第3節 アメリカの経常赤字

次に、アメリカ側の要因であるが、前述のとおり、国債投資の増加によって長期金利が抑制され、ドルは下支えされていることである。そのため、アメリカは経常収支赤字がいくら拡大しても引き締め政策という調整コストを必要がなく、長期金利の上がる圧力もない。もちろん、安い商品が大量的に流入しているのに対して、アメリカの産業界や労働者は不満を募らせているが、財政赤字に苦しんでいるブッシュ政権にとって、投資・消費・戦争をまかなうためには現在の構造が必要不可欠である。また、アジア諸国の外貨準備の増加は、そこに進出するアメリカ企業にとっては、進出先経済の安定を確保する一種の「担保」として機能している。

それゆえ「BW2 仮説」は、アメリカの経常収支赤字は、アメリカの中心国としての役割から生じる、合理的な結果にすぎず、調整が必要であるどころか、むしろそれは長期にわたって、持続可能な状況だと主張する。

### 第4節 まとめ

以上で見たように、「BW2 仮説」は、現実を正確に説明している仮説であるといえよう。この説においては、二人の経済学者のこの仮説に関する意見を引用することにより、BW2 体制の未来を説明したい。その二人とは、Mann と Dooley, M. である。

まず Mann は、「アメリカの経常収支赤字とアジアの黒字国の対外不均衡の背景には、双方の国内での貯蓄投資不均衡が存在するが、お互いがグローバルな相互依存関係として支えあう構図にある。グローバルな相互依存関係とは、個々をみるとアメリ

カの経常収支赤字の経路もその他の諸国の経常収支黒字および国債準備拡張経路も維持可能できないが、両者が一体になれば現状維持可能性が高いという意味である。」(Mann2004)

Dooley は、「現在の国際金融システムをブレトンウッズ体制の再来」と見ている。現在の国際システムは準備通貨を発行して経常収支赤字を続ける中心国と、為替レートを割安として輸出主導経済成長路線を走る周辺国からなっており、周辺国には巨額の低利回り国際準備が蓄積されている。1960年代には、中心国はアメリカ、周辺国は日本とヨーロッパ諸国であり、多くの途上国はこのシステムに十分に統合されていなかった。しかし、今日では、中心国は経常赤字を出し続けているアメリカで変わらないが、新周辺国としてアジア、南米の新興経済諸国が加わっているという。この体制の安定性は、周辺国による外貨準備蓄積がどれだけ安定的に追求されるかということに依存する。もし準備をドルでなく例えばユーロで保有するような行動をとれば体制は不安定となるだろうが、現在ではそのようなシフトが大規模に生じる可能性は低い。(Dooley2003)

最後に多くのアメリカの経済学者は、この「BW2 仮説」という見解は強い予見性を抱かせるものである、と主張する。彼らは、アメリカが経常収支を継続し新興諸国が積極的にドルを蓄積するという現在の国際決済パターンが永久的に続く可能性が高いという。中心国のアメリカは特殊な地位を占めてあり、周辺国の準備需要のために国際収支調整の必要なく、したがってドルが下落すべきであるという理由もない。さらに、中国をはじめとするアジアの製品が中心国であるアメリカの市場を席捲し、他国の対米輸出シェアは低下を続けている。他の市場においてもアジアのプレゼンスは高まるばかりである。欧州などの企業はいつまでもこうした状況に耐えられないのではないか。やがて欧州やラテンアメリカやオセアニア諸国なども自国通貨安を目指したドル買い市場介入に踏み切り、二度目のブレトンウッズ体制に参加せざるをえない可能性が高いだろう。もしそうなれば、ブレトンウッズ体制がグローバルなレベルで復活する、と彼らは主張している。(伊豆久 2005)

## 第2章 「BW2 体制」の問題点

この章では、「BW2 体制」が持続可能ではないことを示す。前章で見たことをまとめると、「BW

2体制」は、アメリカの経常収支赤字が、アジア諸国の外貨準備保有によって支えられている体制である。また、アジア諸国は、その輸出主導の成長戦略により、外貨準備の分散化を実施しないと考えられている。このため、まず第一節においてアメリカの経常赤字が持続可能ではないことを示す。第二節において、「BW2体制」がアメリカ経済に与えている悪影響について述べる。第三節において、アジア諸国の外貨準備の分散化の可能性について述べる。最後に第四節においてまとめを行う。

### 第1節 アメリカ経常赤字の持続不可能性

米国の経常収支赤字は持続可能かどうかに関して、「BW2 仮説」は長期的に持続可能であると主張するが、その一方、巨額な米国経常赤字をファイナンスするのに十分な国際資本が米国に流入しなくなる恐れがあるため、長期的には持続可能ではないという心配の声も高まっている。

米国の経常収支赤字は持続可能だろうか。これは二つの要因によって決まると私たちは考える。それは米国の経常赤字をファイナンスしている海外から米国に流入する民間資本と東アジア諸国の通貨当局の政府資金である。仮にこの民間資本と政府資金の流入が持続的なものであれば、別に問題がない。では、これからも外国民間資本および外国政府資金が長期的にも米国に流入するだろうか。ここでは、最近のデータを用いて検証していきたい。(吉富2005)

#### (1) 民間資本の流入とその限界

これまで、海外から流入してきた巨額な資金が米国の経常赤字をファイナンスしているが、ここ数年、状況は変わりつつあるのである。まず、2003-2004年には、民間資本(とりわけヨーロッパから)の流入が減り、米国のGDP比で3%以下しかなく、GDP比5.7%台の経常赤字を十分にファイナンスできなくなった。その結果、米国の対外収支不均衡が拡大し、ドル安が進んだのである。その原因は簡単に言えば、米国のITバブルの崩壊のため、米国へ投資して得られる収益率が、債券投資や株式投資、あるいは直接投資にしろ、低下したためである。つまり、ヨーロッパなどの民間投資家から見ると、米国の投資先としての魅力は低下しつつあるからである。このことから米国の経常収支赤字の外国民間資本による賄う限界がすでに見えてきたと言える。(図3参照)

#### (2) アジア政府資金の流入

民間資本の流入で埋めきれなかった赤字の部分は東アジア諸国をはじめとする経常収支黒字国の政府資金によってファイナンスしている。それは、「BW2 仮説」によると、日本・中国を含め東アジア諸国の通貨当局はドル安・自国通貨高を嫌ったため、外国為替市場へ介入し、自国通貨売り・ドル買いを行い、アメリカの財務省短期証券へ投資したということになる。それが米ドルの大きな下落を防ぎ、他方で米国の経常赤字のかなりの部分を埋めているのである。現に2003-04年には、米国の対外赤字の半分以上を、外国の通貨当局の政府資金がファイナンスしている。(図4参照)

#### (3) アジア政府資金流入の限界

しかし、東アジア諸国の外貨準備(ドル建て資産)の増大には限界が訪れつつあると私たちは考える。なぜならば、このような為替介入は、大きなインフレ圧力になるからである。

現在のような大規模な為替介入は、外貨準備を急増させるとともに自国国内の貨幣流通量いわゆるハイパワード・マネーを増加させるようになる。なぜなら、ドル買い介入が行われれば通貨当局によって買われたドルと同額のハイパワード・マネーが中央銀行から放出されるからである。つまり、これは通貨当局が市中でドルとハイパワード・マネーの交換をしていることほかならない。そうすると、金融緩和効果を持ち、市中金利が低下し、民間部門の投資と消費を増やすことになる。それはインフレ加速の原因になる。このインフレ加速は外貨準備増大の基本的な限界である。これに対して、アジアの通貨当局が同時に市中銀行へ国債や中央銀行債を売って市中からその増加した分のベース・マネーを吸い上げることによって相殺する手段を採る。(不胎化政策)しかし、この不胎化政策にも限界がある。まず、中央銀行が増加したベース・マネーを完全に吸収することが難しく、介入のマネー・マーケットへの効果を吸収しない場合もある(いわゆる非不胎化効果)。そうなると、インフレが一層進行する。

また、通貨当局が相対的に高い利率の国債や中央銀行債を売って、それより低い利率の米国財務省短期証券を購入するので利子所得を損失する。例えば、中国の例を見てみると、為替介入の約半分しか不胎化されていないといわれており、その分はマネーサプライの増加要因になっている。マネーサプライが過剰であるにもかかわらず為替介入が約半分しか不胎化されないのは、マネーを不胎化するには費用はかかるからである。この費用は、マネーを不

胎化する際に生じる人民元建て負債の金利と外貨運用の金利（主に米国財務省短期証券）との差となる。ここ数年の中国では、これまで国内金利よりも低い米国財務省短期証券金利で運用していたことから逆ざやが発生していた模様である。外貨準備がこのまま急拡大を続けば（今年9月まではすでに7690億ドルの世界二位の外貨準備を保有することになる。来年になれば、9000億ドルまで上昇し、日本を上回る可能性が大きいと予測される）中央銀行債の長期化（調達金利が上昇）を迫られるなど、人民銀行（中央銀行）によるマネー吸収に困難が生じる恐れが十分ある。そうなると、自国の金融政策の自律性を失うことになる。（鈴木将覚 2005）

さらに、東アジア諸国は 2002 年頃までは、国内のインフレ率は低く、デフレの懸念さえ強かった。そのため外貨準備の増大によるインフレ率の高まりをある程度許容することができた。（2002 年東アジアの平均インフレ率は 0%、2003 年は 1.3%）しかし、インフレ率が 3~4%になると、それ以上のインフレの加速は警戒水域に入る。2004 年は 3.3%だったが、2005 年タイの消費者物価指数は 6%（9 月）、インドネシアは 9.1%（9 月）、マレーシアは 3.7%（8 月）、フィリピンは 7.2%（8 月）、インド 3.4%（8 月）。そのなか、中国の消費者物価指数は 2004 年にすでに 3.9%を達し、インフレ懸念が高まり、マネーサプライの急増、不動産バブルやインフラ過剰投資が深刻化するようになった。（出所は各国統計）今年から中国政府は人民元切り上げ、ドルペッグ制からの離脱、通貨バスケット制、一部のドル建て外貨準備からユーロ資産への切り替えおよび金融引き締め政策を採り、ソフトランディングを図ろうとしている。このように、東アジア諸国の外貨準備（ドル建て資産）の増大には限界が訪れつつある。

したがって、長期的に見ると、以上の二つの要因（民間資本と政府資金の流入の限界）により、米国の経常収支赤字が持続不可能であるといえる。

## 第 2 節 「BW2 体制」が与えるアメリカ経済への悪影響

「BW2 仮説」によれば「BW2 体制」が米国の長期金利を抑え、これまでの景気の繁栄を支えてきた。つまりアメリカの経常収支赤字・低金利→ドル安圧力→海外勢のドル買い介入で外貨準備が積み上がる→海外勢が米国債買い→米国長期金利低下→米国内投資家が株や住宅に投資→株式・住宅市場の活発という構図である。（『週刊東洋経済』2005）

また、この「BW2 体制」のおかげで巨額な経常収支赤字を抱えているにもかかわらず、海外からの資本流入が米国の投資・消費・戦争を賄ってきた。したがって、現在のこの構図（「BW2 体制」）は必要不可欠であると主張する。

確かに、「BW2 体制」がこれまでアメリカの好景気を支えてきたが、それは長期的に持続可能かというところでもない私たちは考える。なぜなら、この構図の下で米国の長期金利を低下させることによってアメリカ経済がすでに過熱な状況に陥っており、住宅バブルの顕在化などインフレが起きる可能性がある。こうした中で原油高とハリケーンの経済損失による財政赤字がさらに膨らむことなどの要因を加えて、FRB がすでにインフレを強く警戒している。実際今年に入ると FRB が次々と利上げを実施し、FF 金利を 2.50%から 3.50%まで引き上げた。仮にインフレが収まらなければ利上げを続けざるを得ず、その結果、次の事態が予想される。まず、アメリカが金融引き締め政策に転じ、さらに金利を引き上げる場合、住宅バブルを潰され、景気全体に悪影響を及ぼすことになる。そして米国の景気失速を受けて、国際金融市場に大きな不安と打撃を与え、ドルの暴落を引き起こす。そうなると、米国への国際資本流入が一層減り、世界マネーフローも減速することになる。その結果、米国の金利がさらに高騰し、景気もますます悪化していく。このように、アメリカ経済が悪循環に陥ることになる。これはアメリカにとってまさに最悪なシナリオである。したがって、「BW2 体制」がアメリカ経済を支える限界がすでに見えてきたと言えよう。

さらに、中長期的に見れば、「BW2 体制」が米国の自身の双子の赤字（経常収支赤字・財政赤字）を削減するインセンティブを低下させ、モラル・ハザードを引き起こし、根本的な問題解決を阻んでいるのである。Eichengreen によれば、この「BW2 体制」の下でアメリカ政府が財政赤字を削減する圧力を感じなくなっている。それは、アジアの通貨当局によるドル買い行動が大量な米国債を保有される限り、アメリカが低金利のおかげで低いコストで資金調達ができ、増税する必要もなく、軍費や社会保障事業などへの支出が賄われることも可能からである。（Eichengreen2004）したがって、「BW2 体制」があくまでも一種の麻薬、覚醒剤のような存在であり、短期的にアメリカ経済を支える一定の効果はあるが、中長期的にはデメリットのほうが大きいのである。結局、貿易収支と経常収支の二つの不均衡を取り戻すために、アメリカが金融

財政政策を転換しなければならず、国内の消費・投資を抑えて、貯蓄率を上昇させることによって双子の赤字を解決するしかない。

### 第3節 アジアの外貨準備の分散投資の可能性

次に、アジアについて見る。「BW2 仮説」は、アジアの外貨準備の分散投資の可能性を、民間投資家と通貨当局との違いにより否定する。民間投資家はリスクとリターンをベースに行動するので運用対象の偏りは重大な問題であり、リスクの分散を重視しなければならない。ドル資産に集中する投資よりもほかの外貨建て資産（たとえばユーロなど）も含まれて投資するのは合理的な行動である。しかしながら、アジアの通貨当局にとってリスク・リターンは両義的な問題にすぎず、ドル暴落を招きかねない外貨準備の分散化を実施することはないと反論する。そこには、アジア諸国の開発戦略——為替レートの低め誘導による「外資誘致＝輸出依存」型の開発戦略にあると主張する。アジアの通貨当局は、自国通貨安と為替相場の安定を望む以上、ドルペッグの現状維持する傾向がある。また、アジアの新興市場国が輸出市場先としての米国市場に大きく依存しているため（欧州市場が閉鎖的な傾向が見られる）かつ農村部の余剰労働力の工業、サービス業部門による吸収するまで相当な時間（10～20 年程度）にこの開発戦略を持続せざるを得ない。要するに、このような政治的な目的を担う開発戦略が背景にある以上、単なるポートフォリオ上のデメリットによって通貨当局が動くとは考えられないという。これはまさに民間投資家と通貨当局の根本的な違いであると「BW2 仮説」は主張する。（伊豆 2005）

しかし、「すべての卵を一つの籠に盛ってはいけない」という言葉はすでに国際資本市場での常識である。民間投資家にしろ、通貨当局にしろ、だれでもこの投資の原理原則を守るべきなのである。民間投資家にとって、ローリスク・ローリターンの資産運用戦略とハイリスク・ハイリターンの資産運用戦略をいずれも選べるが、通貨当局は決してハイリスク・ハイリターンの資産運用戦略を採ることができない。なぜなら、民間投資家が自分の資金を運用するに対して通貨当局が国の資産、すなわち国民のカネを運用するので、大きなリスクを負うことができないからだ。したがって、通貨当局が株式や先物などのようなハイリスク・ハイリターンの金融資産よりもローリスク・ローリターンの国債を好む。危険回避性、リスク分散という考え方は一国の通貨当局にとって決して忘れてはいけないし、常に最善なポ

ートフォリオ選択を考えなければならないのである。仮にドル暴落すれば、アジア諸国の外貨準備がドル建て資産の割合がかなりたかいため、大幅な資産評価損を被る恐れがある。つまり、アジアの通貨当局は自国の開発戦略を実現するというハイリターンを得るために、外貨準備をドル建て資産に限定しているということは、かなりのハイリスクを犯しているといえるのである。通貨当局が民間投資家とは違うからこそ、外貨準備をドル建て資産に限定してはいけないのである。

東アジアの輸出依存型開発戦略と米国市場へ依存するという論調にも疑問がある。2003 年東アジアの域内の貿易比率はすでに 52%に達し、FTA の締結によってこれからさらに上昇する傾向がある。

（吉富勝 2005）したがって、東アジア諸国がこれから長期的にドルを支えるインセンティブも低下するだろうと予測できる。そうすると、今後東アジアの通貨当局も漸進的に外貨準備のうちドル資産を減らし、ユーロ建て資産などより安全性の高い資産へ切り替えによってより合理的なポートフォリオ戦略を立てるだろう。もちろん、緩やかに進んでいけば、ドルも徐々に下落し、急激な暴落は避けられるのである。

### 第4節 まとめ

以上をまとめると、「BW2 体制」があくまでも一時的な現象であり、決して長期的に持続していくものではないと言える。Eichengreen によると、「ブレンツ体制」の復活などありえなく、歴史の再現は考えられない。なぜなら、現在の状況と当時とは大きく変わったからである。現在のアジアは経済発展段階が異なるため集散的に現状を維持するように行動することが難しいこと、また当時は準備通貨ドルに代わるものとして供給が非弾力的な金しかなかったが、現在ではユーロが存在しているということ。つまり「ブレンツ体制の復活」は不可能だけではなく、この新ブレンツ体制（「BW2 体制」）という概念自体も誤りであると言えよう。（Eichengreen 2004）

## 第3章 政策提言

この章では、日本が何をすべきかについて、二点挙げる。現在 1997 年に起こったアジア通貨危機による教訓によってアジア債券市場（Asian Bond Markets 以下 ABM）の育成の議論が盛んになって



いる。そこでまず、ABMが「BW2体制」へ与える影響について述べる。第一節においてアジア通貨危機とABMについて説明する。次に、第二節では前章の分散投資の視点を受けて、リスク・リターンの観点を踏まえてABMの有効性について述べる。そして第三節ではABMにおける日本の果たすべき役割を政策提言する。また、第四節では、ABMの議論において掲げられる「アジアの貯蓄をアジアの投資へ」というスローガンを実現するために日本が担える役割について述べ、まとめを行う。

### 第1節 アジア通貨危機とABM

1997年にアジア通貨危機が発生したことは我々の記憶に新しい。97年7月にタイバーツが通貨売り投機にさらされ、事実上の為替切り下げに追い込まれたことを皮切りに、その影響は瞬く間にインドネシア、マレーシアなどの近隣諸国に伝播し、9月から年末にかけては香港、韓国へと飛び火し、東アジア全体が深刻な通貨危機に陥った。これに伴い、韓国などの国々がIMFに救済を求めたが、この時のIMFの対応を批判する意見があったことも事実である。

IMFは「国際的な最後の貸し手(International Lender of Last Resort)」としての役割を持つが、IMFによる融資を受ける場合、当該国政府はIMFの提示するマクロ経済政策の遂行を約束する必要がある。そして基本的には、早期に資金返還がなされるように金利引き上げ・財政赤字削減などの金融引き締め政策・財政引き締め政策が要求される。したがって、融資を受ける国はその資金を自由に使うことはできない。これをIMFコンディショナリティーと言い、つまりは融資の際の制約条件である。こうした制約条件を課す理由としては「貸付金が借入国の経済問題を解決するために使用されること、また融資を必要としている他の国にも資金が巡るように迅速な返済が行われることを保証している」ことが挙げられる。(IMF2003)

そこで新しく持ち出された構想としてチェンマイ・イニシアティブ(Chiang Mai Initiative)とアジア債券市場育成イニシアティブ(Asian Bond Markets Initiative)とがある。

チェンマイ・イニシアティブとは、「東アジア域内における通貨危機のような事態の予防・対処のための二国間通貨スワップ取極のネットワークの構築等を内容とする」ものである。また、アジア債券市場育成イニシアティブにおいては、「アジアにおいて債券市場を育成することにより、アジアの高い貯

蓄率を域内の経済発展に必要な長期の投資に結びつけることが、アジア通貨危機の再発を防ぐために重要」だと考え、ASEAN+3(日中韓)の間で金融協力関係を築くものである。そしてアジア債券市場育成イニシアティブは「債券発行主体の拡大・アジア通貨建ての債券の発行を促進することにより、市場に厚みを持たせる一方、債券市場育成のための環境整備(保証・格付機関・決済システム等)を行っていくことを柱としている」。(財務省)

ここで、チェンマイ・イニシアティブは通貨危機などの非常時に関する構想であるのに対し、アジア債券市場は平時からの関係を説明し、危機を前もって防止することに主眼を置いている。次節以降は、アジア債券市場に論点を置き、日本との関係、その有用性を述べていく。

### 第2節 ABMによるアジア諸国への分散投資とリスク回避

アジア諸国の高い貯蓄率を米国の経常赤字のファイナンスに用いるのではなく、アジア域内の投資に結びつけることがアジア債券市場における最も大きな特徴である。そして、アジア債券市場の育成によってアジア諸国にいくつかのメリットがもたらされると考えられる。

まず、前章第三節において各国通貨当局の外貨準備の分散投資とリスク・リターンの関係について述べられていたが、当節ではその流れを受けて論を進める。

国の資産を運用する通貨当局がハイリスク・ハイリターンの資産運用戦略を採用することは許されないと述べられたが、現在のアジア諸国の外貨準備はドル建て資産の割合がかなり高い。つまり、仮にドル暴落という事態が起きれば、各国の外貨準備の資産評価額は大きなマイナス影響を被ることになる。もっとも、現在はドルの価値が安定しているためにドル暴落という仮定を設定することに多少の無理が伴うが、それでも通貨当局の外貨準備をドルに一極集中させることは危険であると言わざるをえず、外貨準備の分散投資によってリスクを分散させて、万が一の時による資産評価額への影響を最小限に抑えることが望ましい。このことは、1997年に発生したアジア通貨危機からも得られる重大な教訓だと考える。

そこで考えられるのがアジア債券市場の育成である。アジア債券市場によってアジア通貨建ての債券が発行されることで外貨準備の投資先の選択肢が増え、各国通貨当局はより多様な投資選択を行うこ

とが可能となる。また、こうした分散投資から最適なポートフォリオ選択を行うことによって、通貨当局はよりローリスクな戦略を採用することが可能となる。しかし、アジア債券市場を望ましい形のものにするためには、上にも述べたように、債券市場育成のための環境整備（保証・格付機関・決済システム等）が必要であり、課題は多い。

そして、アジア債券市場が望ましい形で機能することによって、アジア諸国の通貨当局はこれまでのように外貨準備をドルで固める必要はなくなり、事実上のドルペッグ制度に依存する必要もなくなると考えられる。つまり、「BW2体制」に依存する体制は部分的には崩れると考えられる。

### 第3節 ABMにおける日本の役割

では、日本が果たすべき役割とは何だろうか。われわれはその役割の中の一つに信用保証である。つまり、各国の通貨当局が他国通貨建ての債券に投資する際に少なからず発生するデフォルト（債務不履行）リスクを日本が保障するというものである。アジア諸国は高い貯蓄率を保っているが、絶対値で見た経常黒字を考慮すると、その経済規模から考えても日本が経常黒字の一部を信用保証に当てることが妥当だと考えるからである。

ここでもうひとつ、日本がアジア債券市場の育成に一助を買うことができる役割を述べたい。それは上に挙げた債券市場育成のための環境整備を率先して行うということである。これまで、日本を含めたアジア諸国においては市場を必要としない相対取引である銀行融資が盛んであったためにアジアでは債券市場が育成されなかった。アジアに債券市場が育成されてこなかったのだから債券市場に関しては日本も他のアジア諸国と同じ初心者である。しかし、東京証券取引所を有する日本はアジアの国々の中で最も金融制度の発達した国の一つであることは疑いない。そうした立場から、アジア債券市場育成に有意な知識を提供し、環境整備の段階で大きな役割を果たすことで国際貢献を果たすことができると考えるのである。

### 第4節 「アジアの貯蓄をアジアの投資へ」というスローガン

前節までで見てきたように、アジア債券市場の育成によって公的資金については、「BW2体制」からの脱却が可能になると言える。しかし、アジア債券市場の育成の議論の中で、「アジアの貯蓄をアジアの投資へ」というスローガンが掲げられるが、

I-Sバランスを見てみると、アジア通貨危機以前と、それ以後において、大きな変化が見られるが、それにアジア債券市場の育成はかかわっていない。

（図5参照）すなわち、アジア債券市場の育成が、アジアの貯蓄をアジアの投資にむけるのに、十分な制度ではないといえる。ここで、日本にできる役割がもうひとつ見つかる。それは、アジアにおける証券化を促進することである。具体的には、海外発行の韓国CBO（韓国Collateralized Bond Obligations: 円建て韓国債務担保証券）のようなシステムを他のアジアの国々にも広げていくことである。

#### アジアCBOに向けての日本がなすべきこと

現在、アジアにおいて証券化の動きがある。その要因は、□通貨危機後、アジア各国の銀行が企業への融資に慎重になり、企業の資金調達手段の多様化が迫られたこと、□不良債権処理の過程で資産の証券化に対するニーズが生まれたこと、□アジア諸国の所得水準があがるにつれて自動車ローン、住宅ローン、カードローンなどの消費者向けローンが拡大し、こうした債権の証券化というビジネスチャンスが広がっていることがあげられる。

証券化とは、企業や銀行などのオリジネーターが、原資産・債権を「特別目的事業体」（Special Purpose Vehicle:SPV）や「特別目的会社」（Special Purpose Company: SPC）に売却し、SPVが証券の発行体となって、買い取った原資産を裏づけとして証券を発行することをいう。SPVが発行する債券には二つのタイプがある。資産担保証券（Asset-Backed:ABS）と、債務担保証券（Collateralized Debt Obligations:CDO）である。このCDOも二つに分けられ、債務が債券の場合の債券担保証券（Collateralized Bond:CBO）と債務がローンの場合のローン担保証券（Collateralized Loan Obligation: CLO）がある。

次に、韓国CBOについて述べる。韓国CBOとは、2004年6月23日の日本財務省と韓国財政経済部が域内資産担保証券の発展を促進するための共同に取り組むという合意により成立した、円建て韓国債務担保証券のことである。韓国CBOの目的は、アジア（特に日本）の民間投資家から資金を調達し、韓国の中小企業の資金需要を満たすことである。そのために、韓国中小企業銀行（IBK）と韓国中小企業振興会（SBC）が共同で管理する信用委員会が、中小企業向け融資や社債の集合を選択し、SBCが出資する特別目的会社が債券を発行する。

また、優先債と劣等債での発行が検討されており、SBCが劣等債を購入することによって、資本市場で発行された債券に損失が及ぶことは防がれる。さらに国際協力銀行（JBIC）が元本保証を行う。その結果、韓国の中小企業が通常の銀行融資金利より低い金利で資金が調達でき、民間投資家も、いわば、利回りがいい国債（国際協力銀行の保証による）を買うことができる。

この仕組みを、アジアの他の国とも構築すべきである、というのが私たちの政策提言である。つまり、国際協力銀行や日本貿易保険などが保証する、円建てアジア債務担保証券をアジアの国で発行するように、アジアの国との交渉を始めるべき、ということである。現にタイにおいて、国際協力銀行や日本貿易保険による信用補完を通じた日系現地合弁企業による円建てタイ債務担保証券は実現可能だと思われる。この仕組みの最大のメリットは、アジアの国の中小企業の情報など知りようがない、日本の民間投資家が、まるで国債を買うように高利回りの金融商品を買うことができるという所にある。いずれこれがアジア通貨バスケット建てで発行されることになれば、アジア各国の民間投資家がこの債券を購入し、アジアの貯蓄はまさにアジアの投資に向かうことになるであろう。（財務省 2004、福地亜希 2003）

#### まとめ

以上のように、日本に対して二点の政策提言を行った。□アジア債券市場の育成を図ることで、公的資金のアメリカへの流入を防ぐ。□日本の政府系金融機関による保証をつけたアジアの国のCBOを発行することで、民間資本をアジアに向けさせる、というものである。その結果、アジアの債券市場の厚みが増し、外貨準備のドル資産運用への偏りというリスクを軽減することができるようになる。

#### 第4章 まとめ

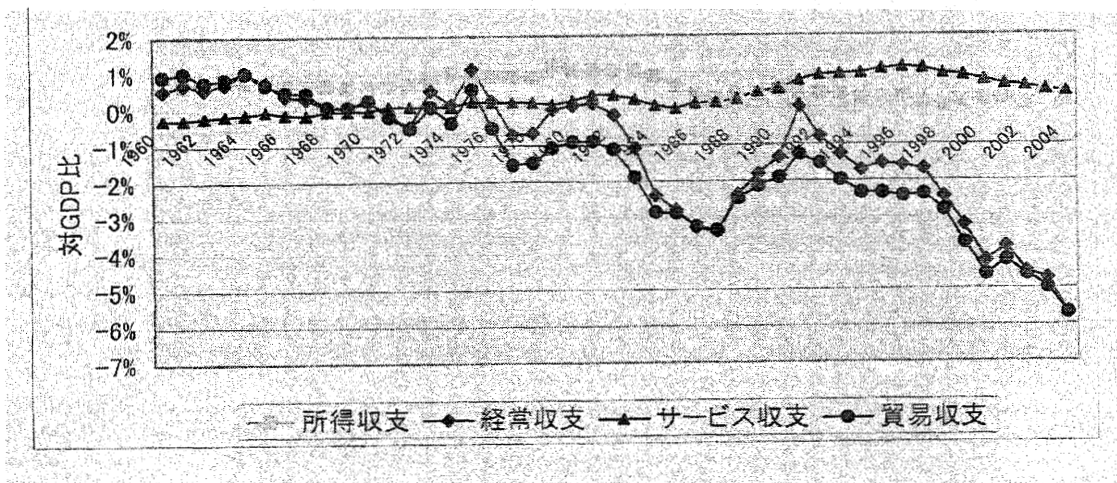
本論文では、第一章において、現在広く流布しているアメリカの経常赤字肯定論である「BW2仮説」を紹介した。次に第二章で、それに対して、アメリカの経常赤字の持続不可能性、「BW2体制」がアメリカ経済に与える悪影響、アジアの外貨準備の分散投資の可能性の三点から「BW2体制」の持続可能性が低いことを示した。そして第三章において、「BW2体制」に変わる新たなシステム構築のために、アジア債券市場の育成とアジアCBOの保証という二点の政策提言を行った。

このように見ると、「BW2体制」を私たちはいわば「政府の失敗」（アメリカは、経常赤字の増加をとめず、アジアの国は、外貨準備をドル建てに集中した）として批判し、アジア債券市場の育成や民間貯蓄の市場を通しての供給など、市場システムの利用を求めている。しかし、私たちは、市場を万能と捉えているわけではない。特に金融市場の不安定性は、J.M.ケインズが、「美人投票」の例を挙げて主張した。また、アジア通貨危機を引き起こしたと、マレーシアのマハティール前首相に名指しされた、ヘッジファンドの雄ジョージ・ソロスも、「金融市場の相互作用性（reflexivity）」を挙げて市場に任せることの危険性を述べている。私たちはその金融市場が持つ危険性に対して、国家こそがそれを食い止められる唯一の機関だと捉えている。だからといって「BW2体制」のように、市場に対する過度な介入により、市場システムを歪ませることは、許されることではない、と考える。

私たちが掲げた政策提言は、日本がアジア債券市場の育成に貢献することにより、より多くの外貨準備運用の選択肢をもつことを可能にし、さらにアメリカの双子の赤字を解決することに協力しつつ、より安定性のある国際金融システムを目指すべきだということである。

《図表》

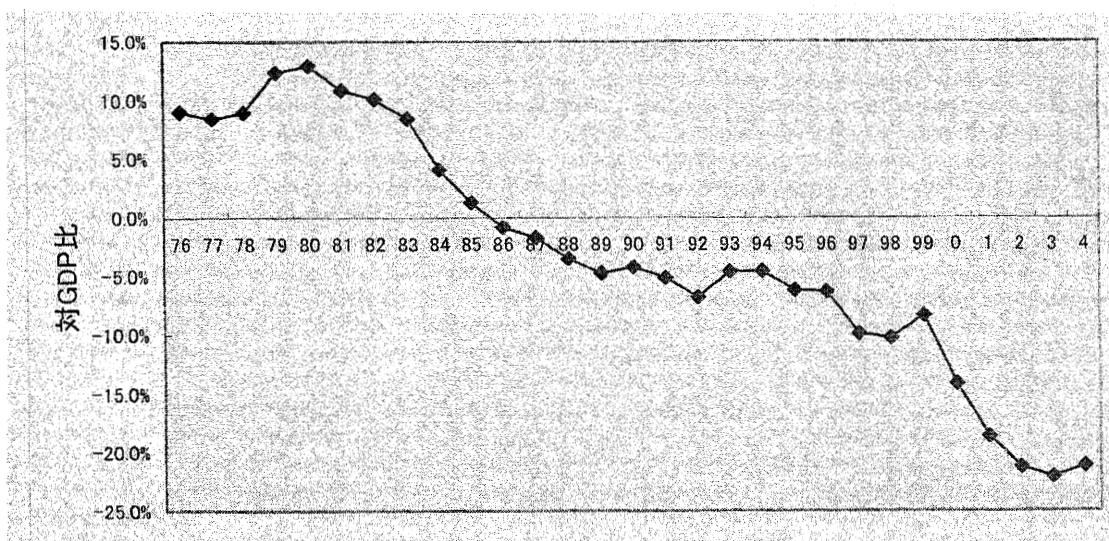
図1 アメリカの経常収支



尾田温俊 米商務省より作成を転載

<http://www.ritsumei.ac.jp/acd/cg/ec/jsie/paper/4-2.pdf>

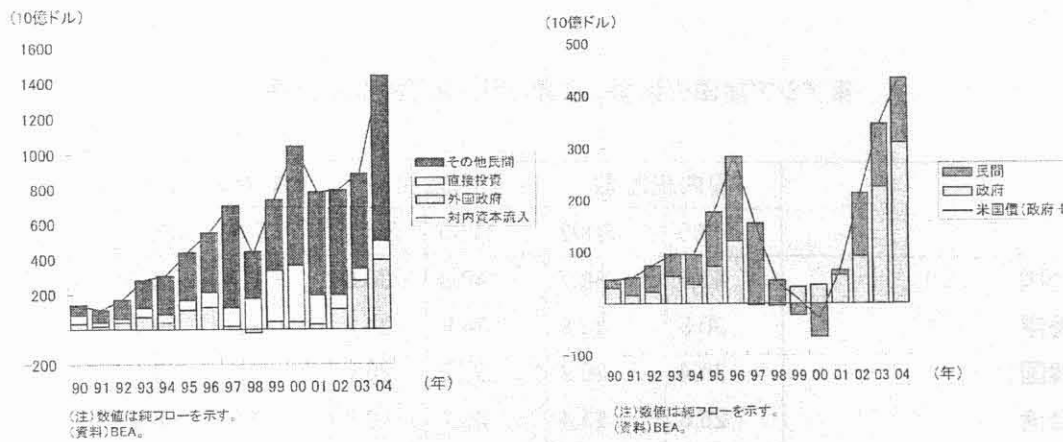
図2 アメリカの対外純債務 (GDP 比)



尾田温俊 米商務省より作成を転載

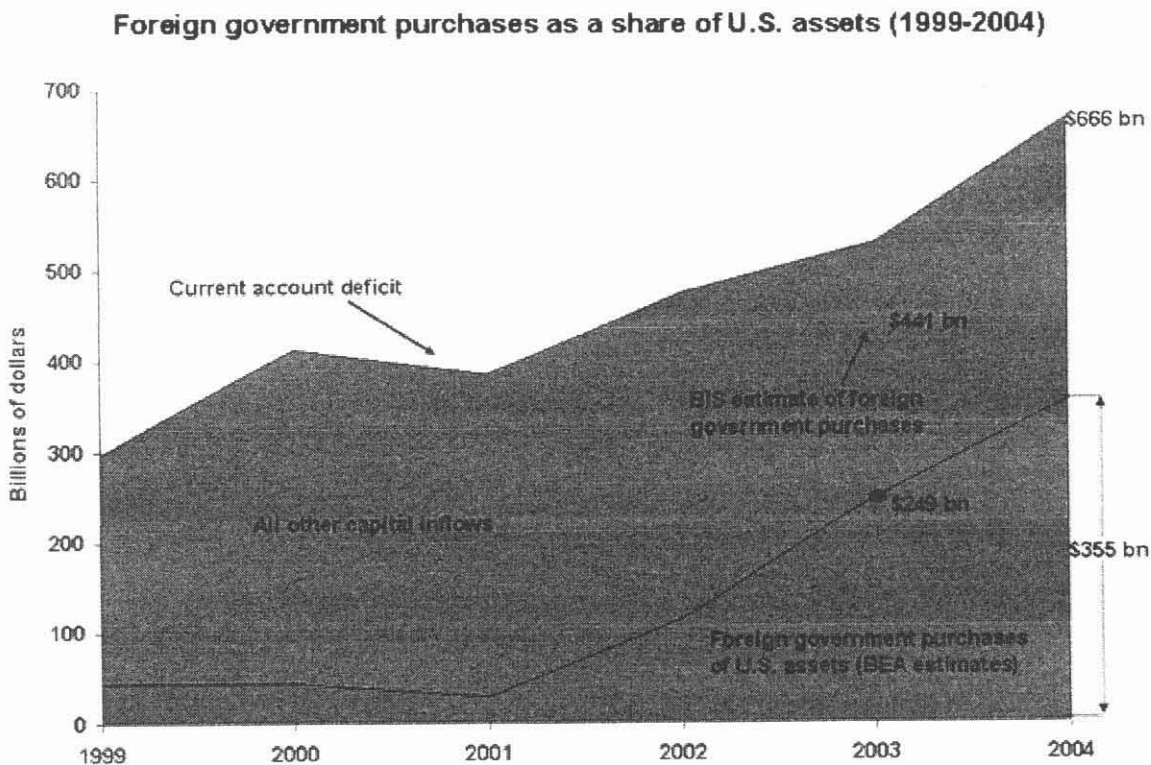
<http://www.ritsumei.ac.jp/acd/cg/ec/jsie/paper/4-2.pdf>

図3 アメリカの資本収支（流入）（左図）及び米国債の海外保有（右図）



<http://www.mizuho-ri.co.jp/research/economics/pdf/market-insight/MI050824.pdf> より転載  
(2005/11/11 取得)

図4 海外から米国に流入する資本（外国政府の保有高）（単位：10億ドル）



[http://www.epinet.org/content.cfm/webfeatures\\_snapshots\\_12162004](http://www.epinet.org/content.cfm/webfeatures_snapshots_12162004) より転載 (2005/11/11)

図5 東アジア諸国の貯蓄・投資バランス（対GDP比率）

## 東アジア諸国の貯蓄・投資バランス(対 GDP 比率)

	国内総貯蓄		国内総投資		貯蓄・投資バランス	
	1995	2002	1995	2002	1995	2002
中国	41.1	38.7	40.8	38.5	0.3	0.2
香港	30.5	33.9	34.8	24.2	-4.3	9.7
韓国	35.4	29.2	37.2	26.1	-1.8	3.1
台湾	25.6	25.4	23.7	16.8	1.9	8.6
インドネシア	28.6	21.1	31.9	14.3	-3.3	6.8
マレーシア	39.7	41.8	43.6	24.4	-3.9	17.4
フィリピン	17.5	17.3	21.6	15.6	-4.1	1.7
シンガポール	49.5	44.2	34.5	20.6	15.0	23.6
タイ	33.4	30.5	41.4	23.8	-8.0	6.7
アジア9カ国平均	33.5	31.3	34.4	27.7	-0.9	3.6

岩本武和 アジア開発銀行より作成を転載

## 《参考文献》

### はじめに

尾田 温俊 (2005) 「米国経常収支赤字」

<http://www.ritsumei.ac.jp/acd/cg/ec/jsie/paper/4-2.pdf>

### 第1章

- ・ Dooley, M., D. Folkerts-Landau and P. Garber (2003), "An essay on the revived Bretton Woods system," NBER Working Paper No.9971, September  
<http://www.nber.org/papers/w9971> (2005/11/11 取得)
- ・ ——— (2004) "The revived Bretton Woods System: The effects of periphery intervention and reserve management on interests and exchange rates in center countries" NBER Working Paper NO.10332, March  
<http://www.nber.org/papers/w10332>
- ・ Eichengreen, B. (2004) "Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods," NBER Working Paper, 10497, May  
<http://www.nber.org/papers/w10497>
- ・ 伊豆久 (2005) 「ブレトンウッズ体制の復活? : アメリカの対外不均衡をめぐって」 『証券レポート』 日本証券経済研究所、1630号、6月  
[http://www.jsri.or.jp/web/publish/report/pdf/1630/1630\\_02.pdf](http://www.jsri.or.jp/web/publish/report/pdf/1630/1630_02.pdf) (2005/11/11 取得)
- ・ Mann (2004) "Managing exchange Rates: Achievement of Global re-balancing or Evidence of Global Co-dependency?", Business Economics (July)

### 第二章

- ・ 吉富勝 (2005) 「アジアの経済統合と世界の新しい経常収支不均衡の解決」, RIETI Policy Analysis Paper No.1, 経済産業研究所、5月  
<http://www.rieti.go.jp/jp/publications/pap/05a001.pdf> (2005/11/11 取得)
- ・ 鈴木将覚 (2005) 『ブレトンウッズ2 仮説と国際的不均衡の調整—人民元的大幅切り上げはあるか』 みずほマーケットインサイト みずほ総研 8月  
<http://www.mizuho-ri.co.jp/research/economics/pdf/market-insight/MI050824.pdf> (2005/11/11 取得)
- ・ 『週刊東洋経済』 「マネー潮流大異変」 2005. 7. 16
- ・ Eichengreen, B. (2004) 『The Dollar and the New Bretton Woods System』  
<http://emlab.berkeley.edu/users/eichengr/policy/cityuniversitylecture2jan3-05.pdf> (2005/11/11 取得)

### 第三章

- ・ IMF (2003) 「IMF コンディショナリティー」  
<http://www.imf.org/external/np/exr/facts/jpn/conditioj.htm> (2005/11/11 取得)
- ・ 財務省 「アジア域内における金融協力」  
<http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/frame.html> (2005/11/11 取得)
- ・ 財務省 (2004) 「アジアにおける財務担保証券市場育成に向けた日韓の取り組みについて」  
<http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/CDOPr.htm> (2005/11/11 取得)
- ・ 福地亜希 (2003) 「アジアにおける債券市場の新たな動き」 『東京三菱レビュー』 NO.10  
<http://www.btm.co.jp/report/ecorev2003/review20030805.pdf> (2005/11/11 取得)
- ・ 岩本武和 (2004) 「アジア債券市場の可能性と諸問題」、京都大学ワーキングペーパーNo.J-39