

# 国際収支の不均衡<sup>1</sup>

---

BW2 体制は持続可能か

京都大学 岩本武和研究会

2006年12月

晝間 洋介<sup>2</sup>

鄧 卓輝<sup>3</sup>

嶋田 悠一<sup>4</sup>

劉 瀟穎<sup>5</sup>

---

<sup>1</sup> 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、本稿にあり得る誤り、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> 京都大学経済学部経済学科3回生

<sup>3</sup> 同上

<sup>4</sup> 京都大学経済学部2回生

<sup>5</sup> 同上

# 要旨

---

現在アメリカの経常収支赤字は拡大の一途をたどり、その規模は 2005 年には約 8000 億ドルにも達した。こうした流れを受け、私たちはアメリカのこのような経常収支赤字が今後でも持続可能であるのかについて検証し、持続は不可能であると主張する。その上で日本の取るべき行動を提案する。

第一章では、現在のアメリカの経常収支状況とそれを支える構造について説明する。

第三章では、第一章の内容を踏まえた上で、アメリカの経常収支に関して肯定派と否定派の両者の主張を深く掘り下げる。両者の意見とも主張点を三点取り上げる。

第三章では、第二章での両者の意見を取り上げた中でも、否定派の主張を分析することによって、アメリカ経常収支赤字は持続不可能であるという根拠を三つに分けて説明していく。その三つとは、リスク・プレミアムの上昇、アジア諸国のインフレ圧力、アメリカ住宅投資の減少、の三点である。

最後の第四章では、アメリカの経常収支赤字について否定的な立場に立った場合、それでは日本はいかに行動するべきか、ということを考えて三つの政策提言を行う。その三点とは外貨準備の分散投資、アジア域内貿易の活性化、アジア通貨バスケット、である。

## 目次

### はじめに

## 第1章 アメリカの現状と BW2 仮説について

- 第1節 (1. 1) アメリカの経常収支構造
- 第2節 (1. 2) 経常赤字ファイナンスの現状
- 第3節 (1. 3) BW2 仮説について

## 第2章 BW2 持続可能性に対する肯定派と否定派

- 第1節 (2. 1) 肯定派の主張
- 第2節 (2. 2) 否定派の主張

## 第3章 BW2 体制の持続可能性への疑問

- 第1節 (3. 1) リスク・プレミアムの上昇
- 第2節 (3. 2) アジアインフレ圧力と不胎化政策コスト
- 第3節 (3. 3) 米国住宅投資の減少
- 第4節 (3. 4) まとめ

## 第4章 政策提言

- 第1節 (4. 1) 外貨準備のポートフォリオ化 (分散投資)
- 第2節 (4. 2) アジア域内貿易
- 第3節 (4. 3) アジア通貨バスケット
- 第4節 (4. 2) まとめ

## 参考文献・データ出典

## はじめに

---

現在、アメリカの経常収支赤字は拡大する一方であり、2005年には約8000億ドル、そして2006年は9000億ドルのペースで拡大している。そして、こうした経常収支赤字は、現在アメリカ一国に集中しているのが現状であり、その多くが中国をはじめとするアジア諸国に対する経常赤字である。

アメリカのこうした膨大な経常収支赤字に関しては、その持続可能性が問題視されており、持続可能性に関する肯定派と否定派に意見が分かれている。そして、仮に現在の体制が維持不可能であり、今後将来において崩壊した場合に生じる影響についても様々な主張がなされている。

日本に関してみると、近年の中国を初めとしたアジア諸国との取引によって、アメリカとの取引は一時期ほどの中心的割合を占めてはいないが、現在でも日本との関係は非常に強く、アメリカの生じる影響が日本経済に直接的影響を与える状況にある。また、世界経済の中心にあるアメリカの経済が有する問題に関して分析を行い、それに関する考察を加えることは非常に有意義であると考えられる。

# 第1章 アメリカの現状と BW2 仮説 について

この章は、この論文全体の導入と位置づけて、具体的な数値や資料を用いてアメリカの現状を分析する。アメリカの現状とは膨大な経常収支赤字についてである。現在、世界は「グローバル・インバランス」にあるといわれており、その大きな要因となっているのがアメリカの経常収支赤字である。この章では、アメリカ経常収支赤字を分析するとともに、このアメリカの現状を肯定的にとらえる主張として唱えられている「ブレトンウッズ2 (BW2) 仮説」について説明する。

## 第1節 アメリカの経常収支構造

現在、アメリカの経常収支赤字は拡大する一途である。98年ころから拡大し始めた経常収支赤字は2005年には過去最高の7915億ドルとなった。これは名目GDP比の6.3%に達している。(アメリカ商務省)今年(2005年)は9000億ドルペースでこの赤字は拡大している(図1-1)

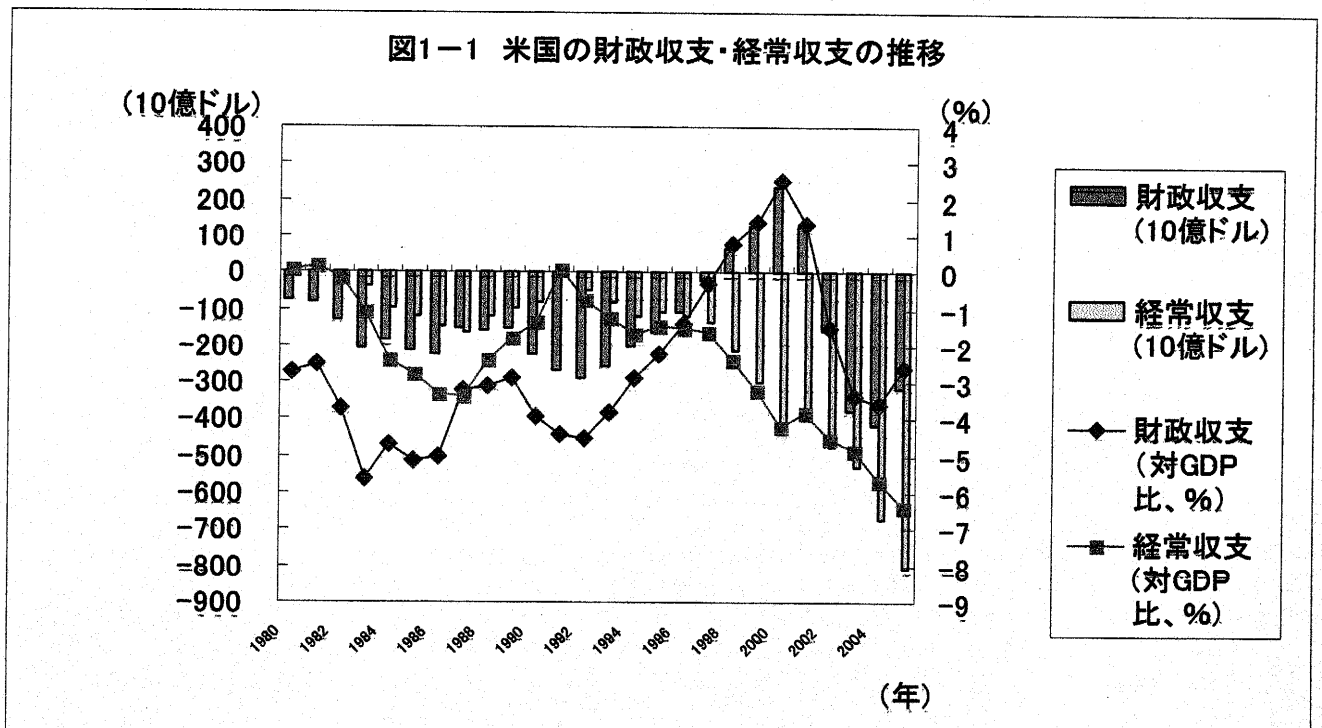


表1-2 世界各国・地域の実質 GDP 成長率の推移

(単位: %)

	1996年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年
世界全体	2.8	3.7	4.6	2.5	3.0	4.0	5.1
日本	-1.0	-0.1	2.4	0.2	-0.3	1.4	2.7
米国	4.2	4.5	3.7	0.8	1.9	3.0	4.4
EU15	2.9	2.9	3.6	1.7	1.0	0.8	2.3
中国	7.8	7.1	6.0	7.5	6.3	9.3	9.5
ASEAN	-7.1	3.6	5.9	3.3	4.3	5.0	-

(備考) EUはデータの継続性の観点から15か国とした。  
 (資料) IMF「World Economic Outlook」(2005年4月)、内閣府「国民経済計算」、米国商務省「Gross Domestic Product」、Eurostat、中国国家统计局「中国統計年鑑」、ASEAN事務局「ASEAN Statistical Indicators」から作成。

このようなアメリカの経常収支赤字の拡大は世界中の財やサービスがアメリカに集まり、それをアメリカが消費することによって世界経済の成長を牽引していることを示す。(図1-2) 現在の経常収支赤字の特徴は、過去最大という規模だけでなく、相手国・地域の地域的な広がりも挙げられる。表1-3に見られるように、プラザ合意直後の1987年におけるアメリカの経常収支赤字は、日本と産油国(表中の「アジア(除く日・豪)・アフリカ」)の黒字が各3分の1を占めていたが、2004年は「アジア(除く日・豪)・アフリカ」が半数を占めており、中国をはじめとする東アジア諸国・地域の比重が高まっている。また、中南米の比率も増加しており、経常収支赤字の相手国・地域が全世界に広がっていることが特徴と言える。

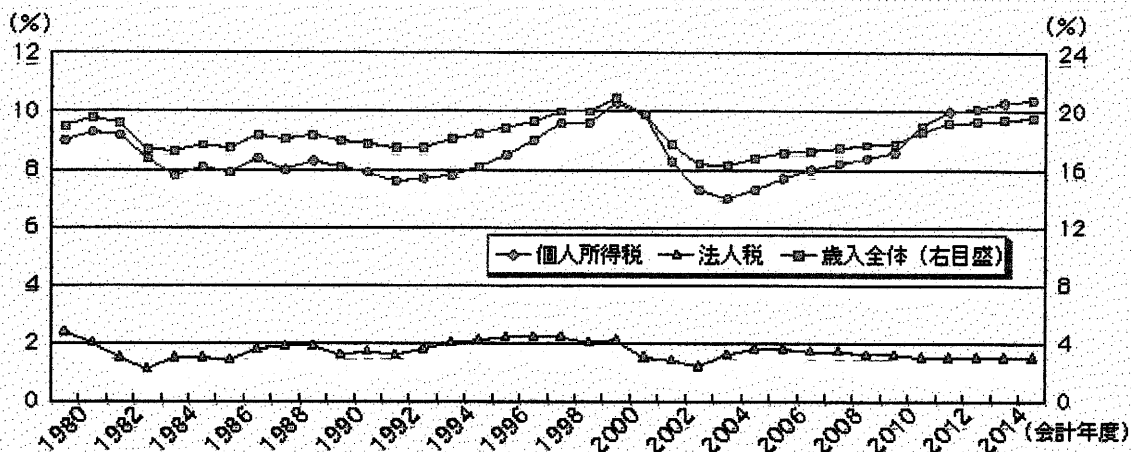
表1-3 米国の地域別経常収支赤字

(単位: 億ドル)

	1987年	2002年	2003年	2004年	2003年と2004年の差
欧州	-394	-1,044	-1,114	-1,343	-229
日本	-596	-837	-756	-918	-163
アジア(除く日・豪)・アフリカ	-585	-2,139	-2,560	-3,240	-680
中南米	-146	-667	-816	-970	-154
カナダ	-18	-267	-321	-440	-119
豪州	43	103	123	122	-1
国際機関・未分類	89	131	136	130	-6
総計	-1,607	-4,739	-5,307	-6,659	-1,353

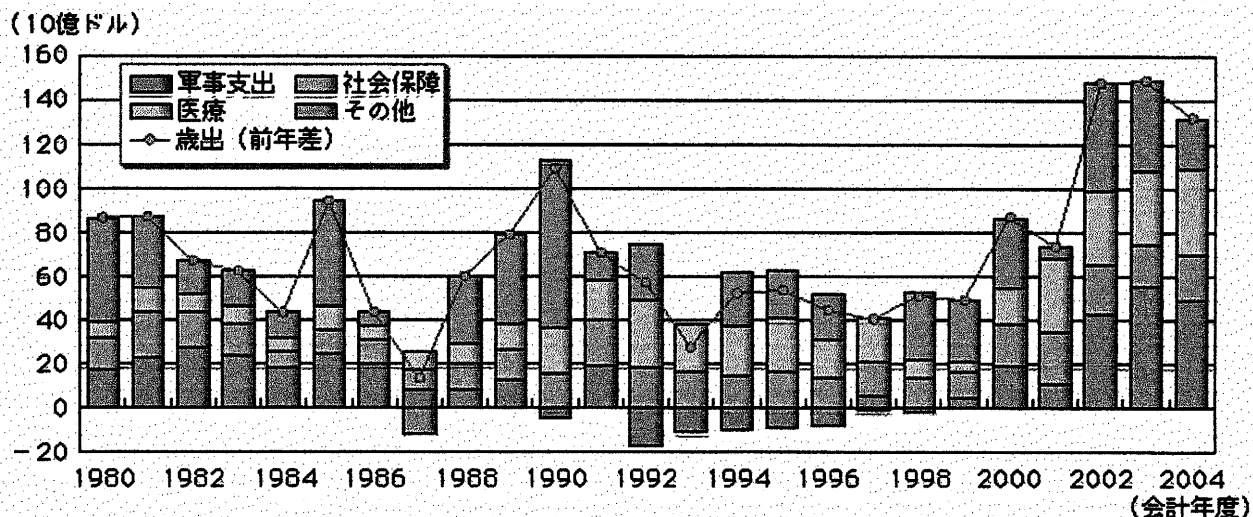
(出所) 吉川(2004)から作成。

図1-5 米国の連邦財政の歳入の内訳の推移と予測（対GDP比）



(資料) 米国議会予算局 (CBO) 「The Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2006 to 2015」から作成。

図1-6 米国の連邦財政の歳出の内訳の推移（前年差）



(資料) 米国議会予算局 (CBO) データから作成。

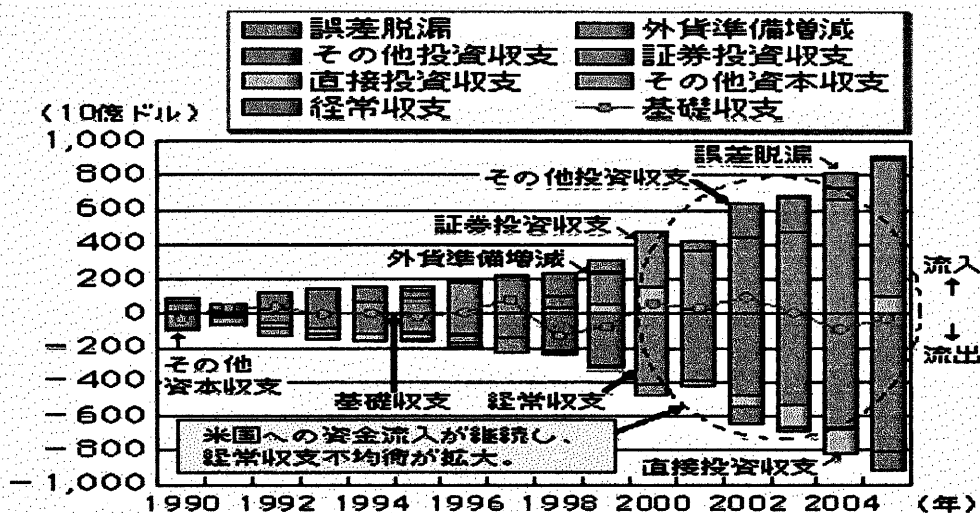
このようにアメリカの内需主導型の成長の過程で「双子の赤字」が拡大している。また今後の持続可能性への懸念として債務残高の増加や貯蓄率の低下、高齢化に伴う社会保障費の増大が挙げられている。

## 第2節 経常赤字ファイナンスの現状

このアメリカの経常赤字は基本的に貿易収支地域と資本収支地域によってファイナンスされている。ここで貿易収支地域とは、中国、日本、NIES を含むアジア諸国でありアメリ

カへの輸出に強い関心を持っている地域である。資本収支地域とは、ヨーロッパ、カナダ、オーストラリアなどの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収支国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2003年以降アメリカ経常赤字のファイナンスの状況が変化してきた。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ファイナンスする割合が高まったのである。アメリカの資本流入を見ると、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のである。(図1-7) 米国債の海外保有者の状況をみると近年は外国政府による米国債投資の増加が米国債発行を支えている。

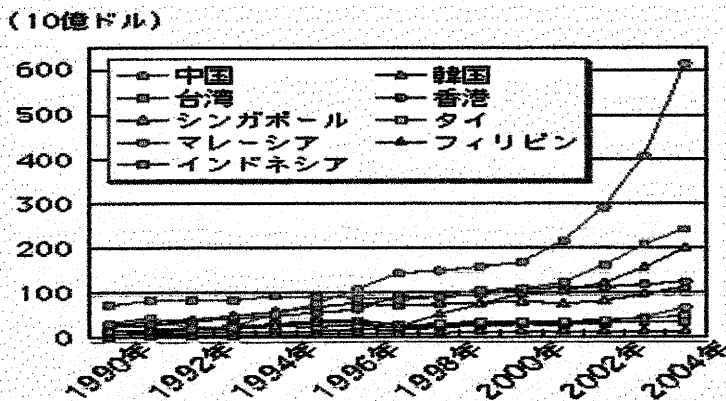
図1-7 米国の国際収支の推移



(資料) IMF「IFS」から作成。

アメリカの経常収支赤字のファイナンスの現状について、東アジア諸国の外貨準備の増加という点からみる。図1-9は、東アジア各国・地域の外貨準備保有高の推移を示したものである。2001年末から2004年末までの3年間に中国が3倍近くに増加していることをはじめとして、急速に外貨準備保有高が増大していることが確認できる。また図1-10は、世界の外貨準備保有高に占める東アジアの外貨準備保有高の割合を示したもので、2004年末には、東アジア合計でおよそ2兆3千億ドル、世界の外貨準備保有高に占める割合は、約59%と半分以上を占めるに至っている。

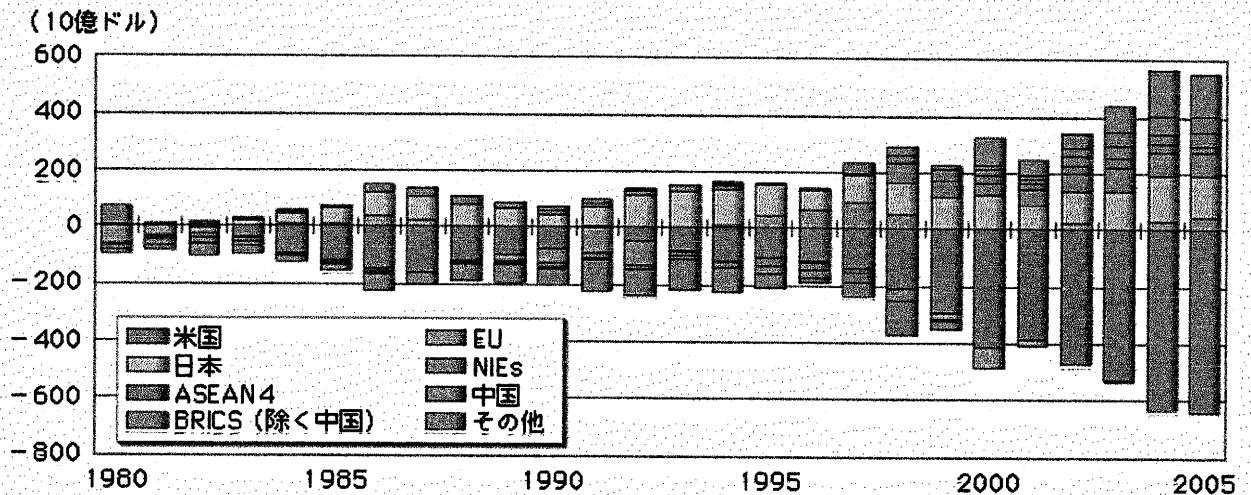
図1-8 東アジア各国・地域(日本を除く)の外貨準備保有高の推移



(資料) IMF「IFS」、台湾中央銀行「台湾中央銀行統計」から作成。



図1-4 世界の経常収支の推移

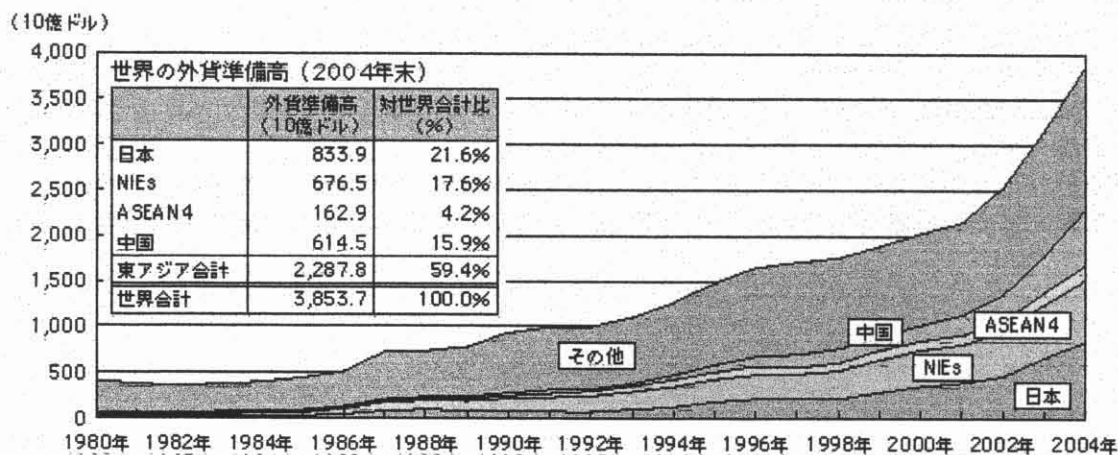


(資料) IMF「World Economic Outlook Database September 2004」から作成。

経常収支の不均衡が注目された80年代には、アメリカの経常赤字と日本の経常黒字によってその大勢を説明できたが、21世紀においては、経常赤字はアメリカに一極集中し、対する経常黒字は東アジアにおいて拡大し、更にアメリカ以外の世界経済全体に広がっている。21世紀における世界経済の拡大は、中国を中心とした東アジア地域における生産・輸出の拡大と、アメリカにおける消費・輸入が、その成長エンジンとなっている。これはアジア諸国が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、輸出依存の開発戦略をとったからである。その結果、図1-4に見られるように経常収支の不均衡は、米国の巨額の経常赤字と東アジア全体の黒字という新しい構図として、かつてない規模にまで拡大しているのである。

ここでアメリカの財政赤字についてもふれておく。図1-1からもわかるように、現在アメリカは大きな財政赤字を抱えていて、これは経常収支赤字とあわせて「双子の赤字」とよばれている。アメリカの財政赤字は1998年には黒字になっている。これはIT部門を中心とした景気拡大によって歳入が増加し、冷戦の締結による国防費の低下と社会保障費の削減によって歳出が減少したからである。しかし2001年の景気後退による歳入の減少、大規模減税、同時多発テロを契機とする軍事支出の拡大によって財政収支は赤字に転じた。

図1-9 東アジアの外貨準備保有高の推移



(資料) IMF「IFS」、台湾中央銀行「台湾中央銀行統計」から作成。

日本を含む東アジア諸国では外貨準備はその準備資金としての性格もあり、主として米国債をはじめとした安全性・流動性の高い米ドル建ての資産で運用されている。このことから経常収支黒字により獲得した資本が外貨準備を通じて、アメリカの財務省証券等の安全性・流動性の高い低リスク資産に投資されていることが考えられ、結果的に米国の経常赤字をファイナンスしている。

表1-10 東アジア各国・地域の外貨準備に占める外貨証券の比率 (2004年末)

(単位: 百万ドル)

	日本	韓国	香港	シンガポール	タイ	マレーシア	フィリピン	インドネシア
外貨準備保有高 (a)	844,543	199,066	123,569	112,808	49,832	66,209	16,029	36,320
外貨証券保有高 (b)	699,398	167,430	113,269	100,717	34,755	45,382	8,932	27,476
証券運用の比率 (%) (b/a)	82.8%	84.1%	91.7%	89.3%	69.7%	68.5%	55.7%	75.6%

(備考) IMF Webサイトの「Special Data Dissemination Standard」に基づく2004年末のデータを使用。

(資料) 各国中央銀行 Webサイト等から作成。

### 第3節 BW2 仮説について

今までで述べたようなアメリカの経常赤字の現状に対して肯定的にとらえたのが BW2 仮説である。BW2 仮説は IMF エコノミストとしても活躍した Michael Dolley が “An essay on the revived Bretton Woods system” で主張したものである。これによると「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年にわたって安定

を維持する」とされている。BW2 仮説によるとアメリカの経常収支赤字拡大によって生じたリスクが資本収支地域からの民間資金流入を減少させる可能性はあっても、貿易収支地域からの対米投資が減少することはないとしている。その理由は前に述べたように、アジア諸国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いて、そのためアメリカの経常赤字が拡大しても自国通貨の増価を防ぐために政府がアメリカに資金を還流させざるを得ないからである。そしてお互いにメリットがあると考えている。アジア諸国にとっては、余剰労働力を活用して生産したものをアメリカにゆしゅつすることにより経済成長が実現できる。アメリカにとっては、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る。これらのことから BW2 仮説は安定的であると結論付けられた。

次章ではその持続可能性に対する肯定派、否定派の主張を具体的に取り上げ、検証する。

## 第2章 BW2 持続可能性に対する肯定派と否定派

BW2体制の持続可能性をめぐり、肯定派と否定派に分かれている。本章では、前章で述べたことも踏まえ、肯定派、否定派の意見をさらに掘り下げて見ていくことにする。

肯定側は、①東アジアは輸出主導の成長戦略をとっており、輸出に影響を及ぼす自国通貨の増価を防ぐため、公的部門によってアメリカに資金を還流し続けること、②原油高騰により、オイルマネーがアメリカへの資金流入になること、③投資利益率の高さに優位性を持つことを主張する。

それに対し、否定側は、①収益率の低下のため、EUからの民間投資が減少すること、②公的部門によるアメリカへの資金還流がアジア諸国にインフレの圧力を及ぼすことと、③BW2体制は深刻なインフレを起こしかねず、双子の赤字を削減するインセンティブを低下させ、中長期的にはデメリットのほうが大きいことを主張する。

### 第1節 肯定派の主張

#### ①東アジアの輸出志向戦略

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る。

なぜなら、東アジア諸国は、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得ないからである。

この体制が、東アジアとアメリカともにメリットがあるとBW2仮説の肯定派は主張する。アジア側では、余剰労働力を活用して生産を行い、それを卓越した経済力を持つアメリカに積極的に輸出することにより、最も重要な課題である高度経済成長を実現することができている。一方、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るにくいとも言える。

東アジア諸国は、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得ないのであり、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が顕在化する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=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り、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。

### ②原油高騰によるオイルマネー流入

ニューヨーク原油市場への投機マネーの流入や石油精製施設不足が招いた原油高騰も、アメリカへの資金流入になっている。

原油高騰はアメリカ経常赤字をさらに拡大するものだったはずであるが、ドル暴落の引き金にはならなかった。なぜなら、原油高騰は先進諸国の貿易赤字を膨らませる一方、産油国の貿易黒字がオイルマネーへ化け、アメリカに流入してきたからである。

世界中で欧米金融機関が果たす金融仲介機能が高まったことにより、新興国の貿易黒字が欧米金融機関に託されやすくなり、マネーは世界を巡ってアメリカに還流しやすくなっている。産油国にしてみても、高い投資採算が期待できさえすれば、オイルマネーがアメリカ市場に還流しても何も問題はないのである。

### ③投資利益率の高さ

アメリカが外国へ投資している総資産残高から上がる利益率の高さによって、アメリカには資金の純流入がある。

アメリカは、その金融技術の高さによって、ハイリスク・ハイリターン資産へ運用する金融仲介機能を高度化している。それにより、諸外国は高度な金融市場を持つアメリカに資産の運用を任せている。したがって、アメリカが外国から借りている債務の利子率に比べて高い利益率が生じ、資金の純流入があるとされている。

しかし、これに関しては、アメリカの持つ対外資産の利益率の相対的優位性は統計的に検証すると近年次第に低下してきていることなども指摘されている。

## 第2節 否定派の主張

### ①EUからの民間投資割合の減少

これまで巨額な海外から流入してきた資金がアメリカの経常赤字をファイナンスしているが、ここ数年、EUからの民間資本の流入が減り、アメリカの経常赤字を十分にファイナンスできなくなった。その原因は、アメリカへ投資して得られる収益率が低下したためである。ヨーロッパなどの民間投資家から見ると、アメリカの投資先としての魅力は低下しつつあるからである。

### ②アジア諸国のインフレ圧力

民間資本の流入で埋めきれなかった赤字の部分は、東アジア諸国の政府資金によってファイナンスしている。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、アメリカの経常赤字のかなりの部分を埋めているのである。

しかし、このような為替介入は、大きなインフレ圧力になる。

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、外貨準備を増させるとともに自国内のハイパワード・マネーを増加させるようになる。ハイパワード・マネーの増加は金融緩和効果を及ぼし、インフレ加速の原因になる。これに対し、アジアの通貨当局が同時に市中銀行へ国債などを売り、その増加した分のベース・マネーを吸い上げる「不胎化政策」を採るが、完全に吸収することが難しい。また、通貨当局が相対的に高い利子率の国債などを売り、低い利子率のアメリカ財務省短期証券を購入ことで利子所得を損失する。

デフレの懸念さえ強かった東アジア諸国は、近年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り、外貨準備（ドル建て資産）の増大には限界が訪れつつある。

### ③過度の不均衡、双子の赤字による高リスク化

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、これがアメリカの長期金利を低下させるため、アメリカ経済が過熱な状況に陥り、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。それに原油高とハリケーンの経済損失による財政赤字の膨らみを加え、深刻な場合、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、住宅バブルは潰され、景気全体に悪影響を及ぼすことになる。そして、アメリカの景気失速を受け、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。アメリカ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、アメリカの金利がさらに高騰し、景気もますます悪化していく。こうしてアメリカ経済が悪循環に陥ることになる。

さらに、中長期的に見れば、「BW2体制」がアメリカ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。

## 第3章 BW2体制の持続可能性への 疑問

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、「BW2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。アメリカの経常収支赤字が拡大している一方であるが、それを穴埋めする資金が海外から流入し続ければ問題ないと考えられる。このため、まず第一節において、一般の海外民間投資家から見て、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、アジア通貨当局が「BW2体制」を維持するためのコストとその限界を示し、アジア外貨準備の分散投資の可能性についても述べる。第三節において、最近米国住宅投資の失速から見て、「BW2体制」がアメリカの経済に与えている悪影響について述べる。最後に第四節においてまとめを行う。

### 第1節 リスク・プレミアムの上昇

諸外国の民間から米国に資金が流入するかどうかは、基本的には諸外国の投資家が「自国資産の期待収益率」（自国で資金運用した場合の収益率）と「米国資産の期待収益率」（米国で資金運用した場合の収益率）を比較して、いずれがより魅力的かによって決定される。米国の巨額の「双子の赤字」により、米国資産への投資はポートフォリオ分散から見たリスクが高まり、投資家はそのリスクを補うための「リスク・プレミアム」を求めるようになる。また、投資家は、自国通貨とドルの「為替の期待減価率」（将来的にドル高になるなら、現在ドル建ての米国資産に投資することは有利となる）も勘案する。

結局、以上を踏まえて単純化すれば、一般投資家は米国資産への投資を次のような式の比較により決定すると考えられる。

$$\begin{array}{l} > \\ \text{自国資産の期待収} = \text{米国資産の期待収益率} - (\text{リスク・プレミアム} + \text{為替の期待減価率}) \\ \text{益率} < \end{array}$$

ここで、米国が膨大な赤字を計上する形での世界的な経常収支不均衡拡大（今年は900億ドルベースで拡大する）は、外国の民間投資家が米国資産への投資を増大させていることにほかならず、その規模が拡大するにつれて投資家が求める「リスク・プレミアム」が高くなっていくことになる。このままの「リスク・プレミアム」が非現実的な高さになり、最終的には米国への資金流入が鈍化し、経常収支不均衡の調整過程に入らざるを得ない。

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。危険回避の投資家は、米国資産への投資の「リスク・プレミアム」が増えなければ、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。

アメリカへの資金流入の実況からみると、これまで巨額な海外から流入してきた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。

## 第2節 アジアインフレ圧力と不胎化政策コスト

「BW2」によれば、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。危険回避の理性的な民間投資家と違う日本・中国を始めとする東アジア通貨当局は、ドル安・自国通貨高を嫌ったため、ドルは「リスク資産」になるとしても、ドルを売却し、外貨建て資産に分散投資すると考えられない。BW2 体制の下で、アジア当局は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。

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。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。それが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）。そうすると、インフレが一層進行する。

また、アジア通貨当局が相対的に高い利子率の国債や中央銀行債を売って、それより低い利子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。現在「アジアの貯蓄をアメリカの投資へ」という現状の中で、アジアの余っている資金は収益率が低い米国へ融資し、収益率が高い国内投資に生かせないことを考えれば、「BW2 体制」を維持すれば、するほど、アジア諸国にとっては機会費用が高く、国内の経済成長にもマイナスの影響を与える。そういったものは不胎化政策のコストであり、アジア当局はそれを続けるインセンティブが低いと考えられる。



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(今年はずでに10000億ドルを超え、世界一の外貨準備を保有することになった)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も失うことになり、決して持続可能な政策とは言えない。

また、アジア諸国は、遅かれ早かれ「BW2体制」を「卒業」しなければならないことを、認識している点である。前述するように、輸出拡大のための為替レートの固定化は、国内の購買力向上と金融政策の自律性を犠牲しており、また不胎化政策の限界とコストも、元ブレトンウッズ体制崩壊過程の教訓として指摘されている。このため、アジア諸国はいつまでも「BW2体制」を維持できるとは、考えにくいだろう。輸出拡大による経済発展は、あくまでも国内の投資環境が向上するまでの、もしくは余剰労働力を吸収するための「暫定的な」措置であろう。アジアは、中国の「人民元改革」と「新5カ年計画」などのように、ある程度自国通貨高を容認し、中期的には、輸出拡大ではなく、内需の拡大を志向するようになるだろう。

実体経済の面から見ると、2004年東アジアの域内の貿易比率はすでに55%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。55%という比率は、EUの域内貿易率(64%)より低いとはいえ、北米自由貿易圏(NAFTA)の域内貿易率(46%)を上回る。アジア域内貿易もアジア当局が無視できないレベルになっている。したがって、貿易の面から見ても、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。2005年7月から、中国人民元の「固定相場制」から通貨バスケット制への移行はその一例である。

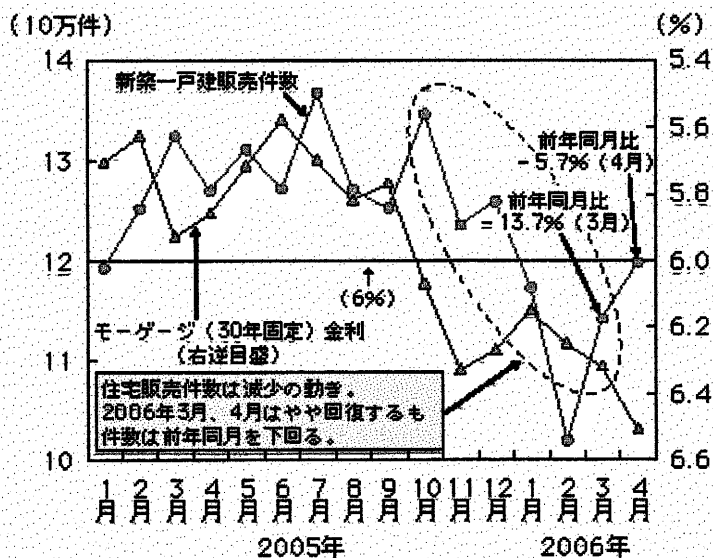
### 第3節 米国住宅投資の減少

「BW2体制」のもうひとつの限界は、米国の資産価格上昇の問題である。「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。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ことそう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。低金利と過剰流動性の環境下では、非貿易財部門、とりわけ不動産市場に投資が集中する。最初

は株価、次には住宅価格が上昇している。資産価格の行き過ぎた上昇は、バブル崩壊のリスクを伴うため、米国の政策運営者にとっては望ましくない。株式バブルはすでに2000年に崩壊した。その後の住宅価格の上昇は、過剰消費を生み、家計の貯蓄率はマイナスに転化した。インフレを警戒しているFRBもそれを懸念して、利上げによって住宅ブームを減速させることで、過剰消費の調整を狙っている。しかし、米国の資産価格の調整とそれに伴うISバランスの改善によって、海外から米国への投資意欲と米国の海外からの資金流入の必要性は減少するだろう。今後、政策金利の上昇から長期金利が上昇すれば、米国家計の住宅ローンの借換えや住宅担保価値の余剰を通じた資金調達などが落ち込み、消費支出が後退し、米国への輸出の減速を通じて世界経済全体が負の影響を受ける可能性がある。

足下での米国住宅市場の動向を見ると、住宅販売件数は減少の動きが見られる。その背景には、逐次引き上げ続けてきた政策金利の動向を反映し、これまで6%を切って推移してきたモーゲージ（30年固定）金利が緩やかに上昇していることが指摘されており、住宅着工、販売、住宅在庫に関する諸指標はいずれも住宅市場の顕著な失速を示し、今後の政策金利及び住宅市場の動向には注視が必要である。こうした住宅投資の失速が住宅価格低下を引き起こすようなバブル崩壊型に発展すれば、米国景気全体に悪影響を及ぼす恐れがある。悲観的に見れば、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とそれによる悪影響がすでに見えてきたと言えよう。



(資料) 米国商務省統計局Webサイト、FRB Webサイトから作成。

## 第4節 まとめ

以上をまとめると、「BW2体制」はアメリカにとっても、アジア諸国にとっても、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、「ブレトンウッズ体制」の復活などありえなく、歴史の再現は考えられない。

一般の民間投資家から見ると、現在米国の経常収支赤字の規模もういつ世界経済を混乱させてもおかしくない不安になっている。米国へのマネー流入に対する不安が高まり、ドルは「安全資産」から「リスク資産」に変身しつつある。

アジア諸国から見れば、現在の状況と当時「ブレトンウッズ体制」とは大きく変わって、現在のアジアは経済発展段階が異なるため集合的に現状を維持するよう行動することが難しい。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ので、外貨準備の分散投資の可能性は十分ある。

アメリカ政府が、「BW2 体制」のおかげで財政赤字を削減する圧力を感じなく、増税する必要もなく、低コストで資金調達ができ、軍費や社会保障事業などへの支出が賄われることは一時的に可能になっているが、「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、財政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なく、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。米国の膨大な経常収支赤字は自国責任であり、他国に転嫁すべきではない。

## 第4章 政策提言

第4章では、アメリカの経常赤字は持続不可能であるというこれまでの議論を踏まえた上で、日本がどのような行動をとるべきかという政策提言をする。この章での政策提言は以下の三つである。

1. 外貨準備のポートフォリオ化（分散投資）
2. アメリカ一国による一極的消費ではなく、アジアやEUを含めた多極的消費
3. アジア通貨バスケット

この三点について、まずはデータや資料を用いて現在の日本の状況を分析し、現状のままでは潜在的なリスクがあることを示す。そしてその予防策としてこれらの政策を導入した時のメリットを分析することによって上に挙げた政策を導入すべき根拠とする。

### 第1節 外貨準備のポートフォリオ化（分散投資）

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」（日本銀行）である。日本銀行によると、2004年末現在、日本の外貨準備保有高は8445億ドルである。日本の外貨準備のうち、ドル建て資産が占める割合というものは発表されていないが、これに関しては、IMFの統計を用いることで推測できる。下の表4-1からもわかるように、IMFに加盟している先進国の、2004年における外貨準備のうち米ドルが占める割合は71.5%である（2005年に関してはさらに高い73.7%である）。

表4-1 東アジアの外貨準備保有高

(単位：10億ドル)

年	2000	2001	2002	2003	2004	2005
日本	355	395	461	663	834	832
韓国	96	103	121	155	199	210
台湾	107	122	162	207	242	253
香港	108	111	112	118	124	123
シンガポール	80	75	82	96	112	116
ASEAN4	103	104	117	134	163	180
中国	168	216	291	408	615	772

(2006年版 通商白書より転載)

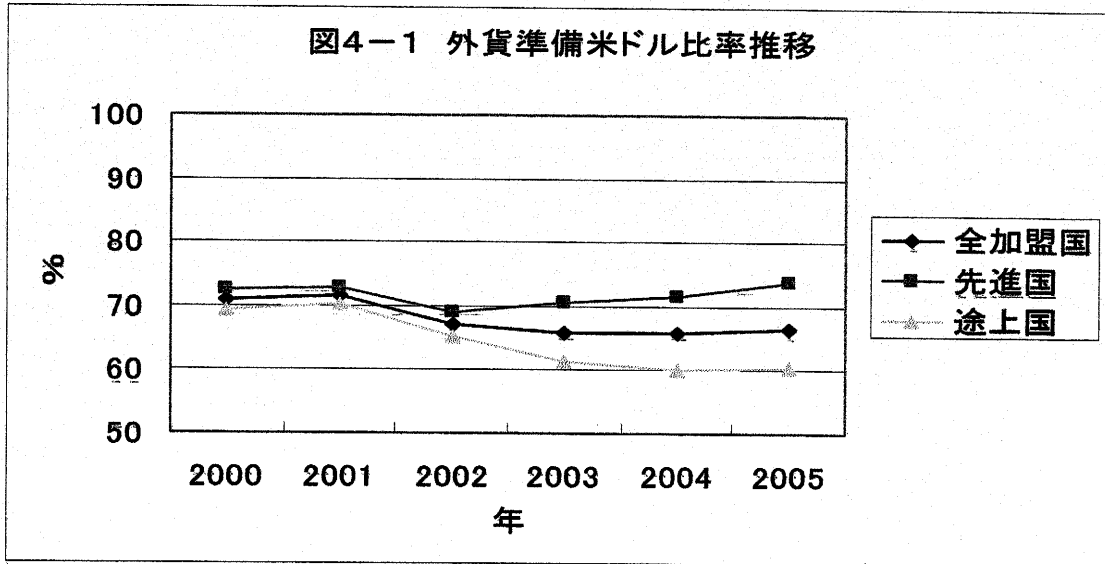
4-2 外貨準備の米ドル比率

(単位：%)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
全加盟国	71	71.4	67	65.9	65.8	66.5
先進国	72.5	72.7	68.9	70.5	71.5	73.7
途上国	69.3	70.1	65.2	61.3	60.2	60.5

IMF Annual Report 2006より作成

図4-1 外貨準備米ドル比率推移



日本においても外貨準備のうち71.5%をドル建てで保有していると仮定すると、およそ6038億ドルの外貨準備がドル建てで保有されていると推測することができる。また、表4-2においては、日本を含めた東アジア諸国における米国財務省証券保有高推移を示している。これは公的部門・民間部門を合計した数値である。

表4-2 東アジア諸国の米国財務省証券保有高

(単位：10億ドル)

	2000(年)	2001(年)	2002(年)	2003(年)	2004(年)	比率(%)	04年/00年(倍)
日本	317.7	317.9	378.1	551.4	711.8	36.76843	2.240478
中国	98.9	126.3	165.9	207.5	246.5	12.7331	2.492417
韓国	29.6	32.8	38	62.9	69	3.564234	2.331081
台湾	33.4	35.3	37.4	51.4	58.8	3.037347	1.760479
シンガポール	27.9	20	17.8	21.3	28	1.446356	1.003584
タイ	13.8	15.7	17.2	11.7	15	0.774833	1.086957
海外保有計	1015.2	1040.1	1238.6	1525.7	1935.9	100	1.906915
外国公的部門	609.2	619.4	763.1	938.2	1172.9	60.58681	1.925312
(備考) 中国に香港を含む							

出所：米国財務省

これによると、日本は2004年現在、約7112億ドルの米国財務省証券を保有している。表1-10から証券運用比率は82.8%であるから、日本が保有する米国財務省証券7112億ドルのうちおよそ5011億ドルが通貨当局によって保有され、残りの2100億ドルが民間によって保有されていることが推測できる。

ここで、ドル減価に伴うドル資産の減少について具体的な値で考えてみたい。Obstfeld and Rogoff[2005]では、経常収支均衡化のための世界的調整には、対ユーロで35%、対アジア通貨バスケットに対しては35%のドル減価が必要としている。この場合、日本の外貨準備は名目で4147億ドルから4227億ドルにまで減少することが分かる。

次に、ドル減価に関する考察を述べる。現在、新興国は約3兆ドルの外貨準備を保有しているが、その新興国のドル離れが顕著である。表4-1からもわかるように2000年には新興国の外貨準備は70%を占めていたが、以降減少傾向にあり、2005年には60%ほどに落ち込んでいる。こうした動きは、国際不均衡拡大や米政権の政策に対する不信感が背景と見られる。また表4-2から、中国は米国財務省証券保有高が2000年から2004年にかけて約2.5

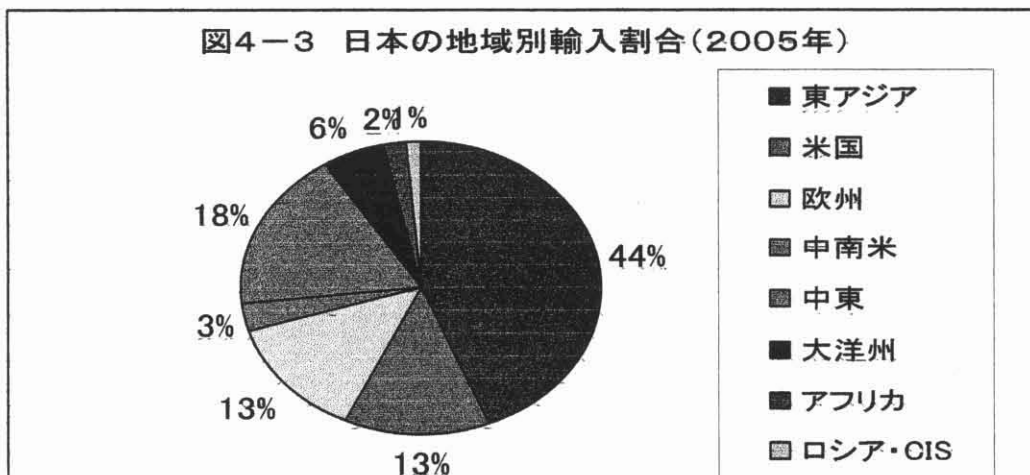
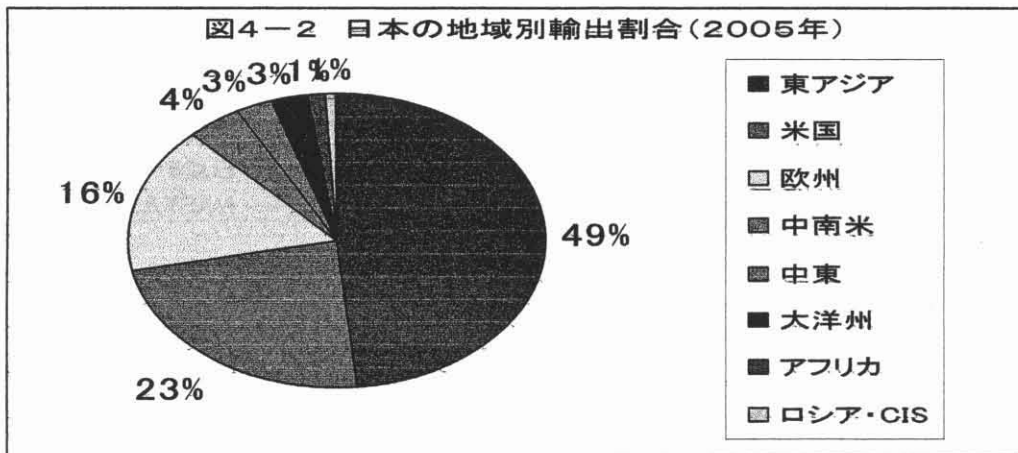
倍となっており、ドル建て資産介入に非常に積極的であった。その中国に関しても、最近になり介入額を減らして、穏やかな人民元高を容認しながら、国内のインフレ圧力を制御する政策に転換しつつある。このように、各国が緩やかなドル離れ傾向にあることがわかる。

以上より、次のことが言える。現在日本は外貨準備をドル建て資産に偏らせており、これは資産ポートフォリオの組み方としては高いリスクが存在することがわかる。また今後ドル価格が急激かつ大幅に減価する恐れは低いにしろ、多くの国がドル離れ傾向にあるので、ドルの緩やかな減価が考えられる。それに伴って、ドルの割合が大きい日本の外貨準備も減価する恐れがある。したがって、日本の外貨準備をドルに偏らせるのではなく、分散投資をすることが必要であると考ええる。

しかし、日本を含めた世界の国々が急激にドルを手放すことは皮肉にもドルの急落を招き、「BW2体制」の崩壊を早めることになる。問題なのは、「BW2体制」が崩壊することではなく、それが急激に崩壊することである。したがって、ドル建て資産を手放す際には、一定期間には外貨準備の一定割合の放出しか出来ないなどの枠組みを設け、漸次的なものにする必要がある。

## 第2節 アジア域内貿易

本章第一節を通して、外貨準備の面に関しては、日本はドル建て資産に偏ったものであることがわかったので、第二節では貿易面についてはどのような状況にあるのかを見ていくことにする。図4-2と図4-3で、2005年における日本の国・地域別貿易割合を示す。

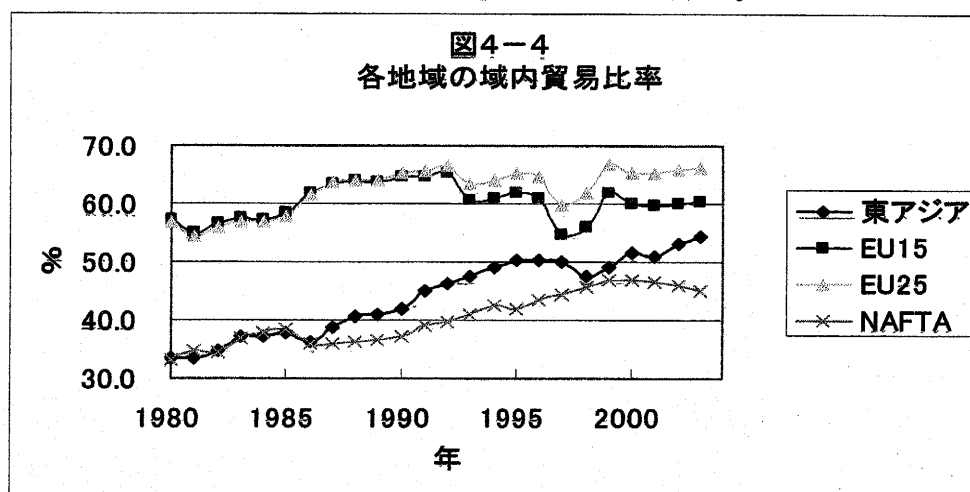


出所 日本貿易進行機構 (JETRO) より作成

ここで注目すべきは、アメリカ一国がいかに日本の貿易に大きく関与しているかである。

東アジア、欧州は多くの国をまとめているので大きな割合を示していることは理解できるが、アメリカの場合は一国で日本の輸出の 23%、輸入の 13% を占めており、非常に大規模な取引相手であることがわかる。金額面で見ると、第一章でも触れたように、日本はアメリカに対して 825 億ドルの貿易黒字を計上している。しかし、このようなアメリカへの輸出志向による貿易黒字は、裏を返せばアメリカの更なる貿易赤字を生み出すことになり、結果的に国際収支の不均衡を更に生み出すことになる。したがって、長期的に見ると、日本が今後もアメリカへの輸出志向戦略を続けることは難しいと考えられる。

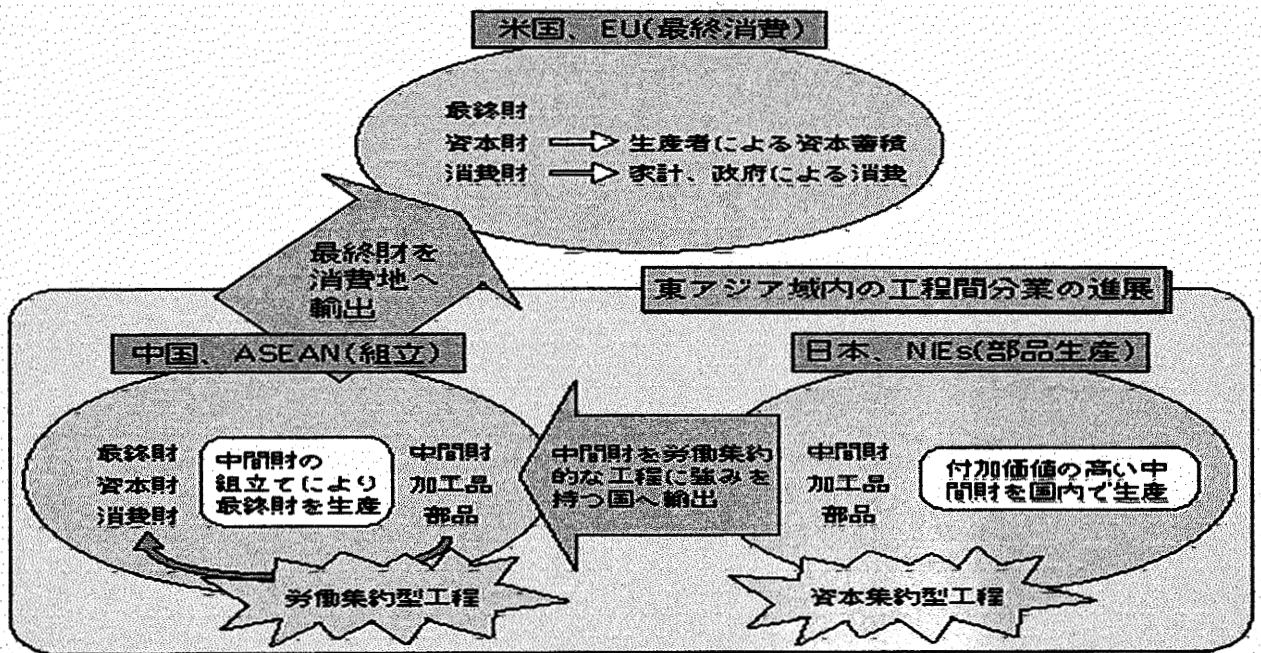
そこで注目すべきなのが、東アジア域内貿易の発展である。図 4-4 に、東アジア、EU、NAFTA の三地域の域内貿易比率の推移を示している。これを東アジアに着目してみると、1980 年には 35% 弱だった域内貿易比率は年々拡大していき、55% にまで達していることがわかる。こうした背景をもとに考えると、東アジアの域内貿易を発展させることは現実味を帯びている。そして、東アジアの域内貿易を発展させることが可能となれば、日本を含めた東アジア諸国がアメリカへの輸出志向に固執することなく、相互発展が可能であると考える。第二節では、こうした東アジアの域内貿易に関して考察を加える。そのためにもまず、アジアとアメリカの間の「三角貿易構造」について説明する。



現在、アメリカの貿易赤字がアジア諸国、特に中国に対して課題となっている背景には下の「三角貿易構造」によるところが大きいとされている。この構造は次のように説明することができる。まず、日本やアジア NIEs などの高い技術力を持つ国や地域が資本集約度・技術集約度の高い部品（中間財）を、中国や ASEAN 諸国などの比較的安価な労働力の国に輸出する。そして低い賃金でこれらを最終製品に加工し、アメリカをはじめとした各国に輸出しているのである。そして、アメリカに関しては中間財を輸出することはなく、アジアから最終製品が入ってくるので対アジア貿易赤字が膨らむのである。



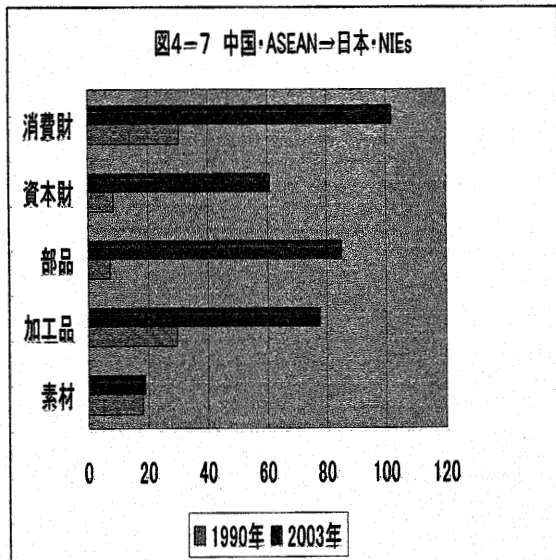
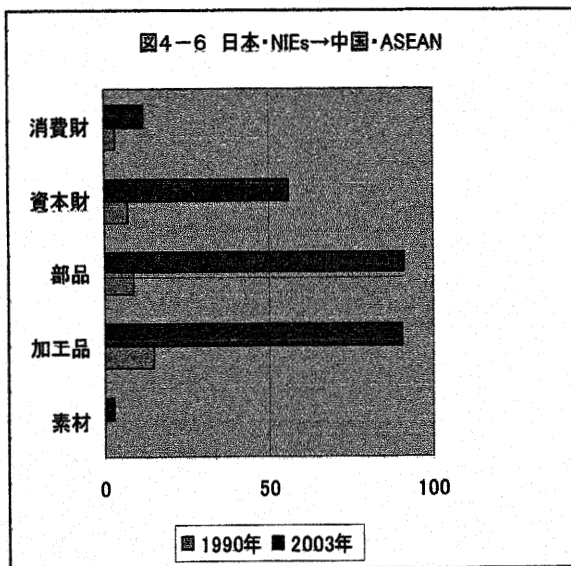
図4-5



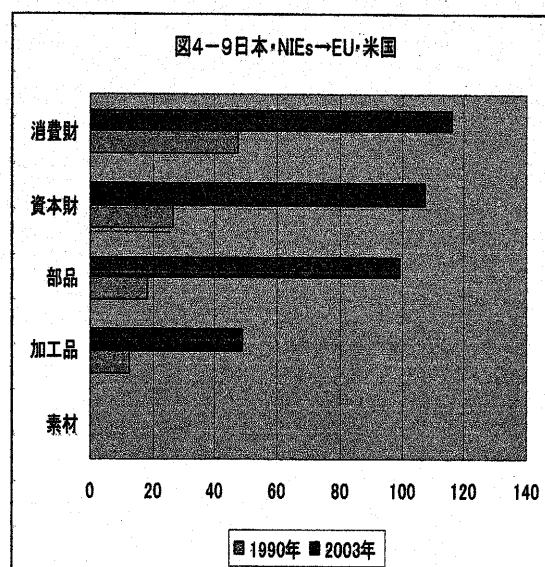
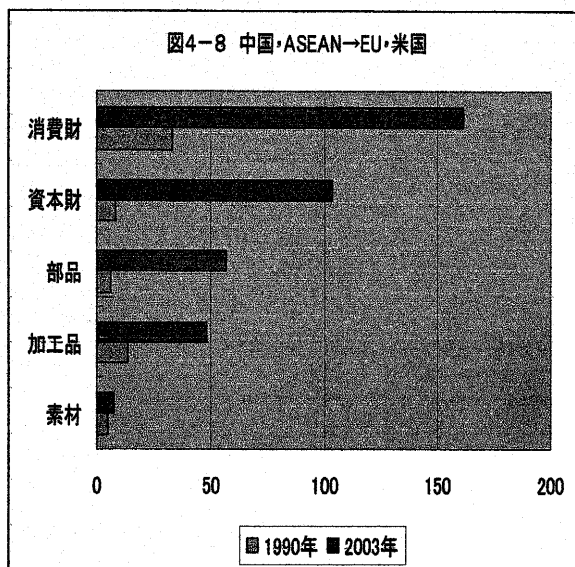
(資料) 経済産業省作成。

また、下のグラフからも、アジアからアメリカへの消費財輸出が非常に盛んであることがわかる。

ここで注目すべきなのが、中国・ASEANから日本・NIEsに対しても消費財の輸出が大きいことである。つまり、中国・ASEANからは欧米にのみ最終製品が輸出されているのではなく、アジアの先進国にも輸出が活発である状況がわかる。しかし一方、アジア先進国からも欧米に対して最終製品の輸出がなされている。したがって、アメリカはアジアからの「二重の輸入」によって膨大な対アジア貿易赤字を背負っていることになる。







全て単位 10 億ドル) 経済産業研究所「RIETI-TID 2005」から作成  
 そこで提案したいのが、アジア域内の分業による域内貿易の活発化である。つまり、日本は技術集約度の高い中間財の生産に従事し、それを中国などに輸出し、後に中国などで生産された最終製品を購入する。一方のアジア新興国は最終製品をアジア先進国や欧米に輸出するとともに、自国の消費に充てる。これにより、アメリカの「二重の輸入」は解決され、アジアにおいても補完的な貿易の相互依存関係が高まる。

### 第3節 アジア通貨バスケット

最後に、上で述べたアジア域内経済貿易をより活性化させるために、アジア通貨バスケットの導入を提言したい。通貨バスケット制を導入することのメリットは、単一通貨にペッグする場合に比べて通貨変動が抑えられるということ、また為替介入の際に負担を軽減することが出来るというメリットがある。その一方、通貨バスケットのデメリットというものも当然存在する。それは、「国際資本移動の自由化」、「固定為替相場制度」、「金融政策の自立性」の三つを同時に達成することは不可能だという「国際金融のトリレンマ」である。通貨バスケットを導入した場合、日本は「金融政策の自立性」をある程度放棄する必要があると考えられる。

こうしたデメリットがある中でもアジア通貨バスケットの導入を訴えるのは、やはりメリットが大きいと考えるからである。今後、アジア諸国との域内貿易が増加すると考えられる日本にとって、貿易における為替リスクというもの可能な限り低く抑えることが望まれるからである。また、金融政策の自立性について述べると、現代のグローバル経済において、自国の金融政策は自国内の動きのみに基づいて行えるというものでは決してない。金融政策は世界の流れを見た上で行う必要がある、そもそもが、ある程度の自主性を放棄せざるを得ない状況にある。こうしたことから、アジア通貨バスケットの導入によって、日本が被る不自由というのは比較的軽微だと考える。

それではその実現段階に関する考察を加えることにする。経済統合が Appleyard and Field [1992] が言うところの自由貿易地域（地域内で関税その他の貿易障壁が撤廃された段階）、関税同盟（貿易障壁が取り除かれ、地域外に対して共通の通商政策がなされる段階）、共同市場（関税同盟に加えて生産要素の多国間移動を自由化した段階）、経済共同体（共同

市場に加えて経済関係機関の統合や経済政策の密接なコーディネーションがなされる段階)という形で段階的に進むと考えるならば、日本がこれまでに締結した FTA は第一段階である自由貿易地域に相当すると見ることが出来る。したがって、アジア通貨バスケット導入の前には、要素移動の自由化に関する合意や域内の制度調和、そして最大の問題となるアジア諸国の大きな経済格差などを乗り越えるべき課題は多い。しかし、こうした問題をアジア諸国全体で取り組み、日本がその中でリーダーシップを発揮していくことによって、一步一步進んでいくことが望まれる。

## 第4節 まとめ

以上、「BW2 体制」に関してはアメリカ国内の IS バランスやアジア全体を含めた「三角貿易構造」が深く関わっているために、「BW2 体制」に宥与する問題は日本一国では対処しきれないということも事実である。そのため、日本がアジア各国の主導となり問題を処す一方で、アメリカに対しても消費・貯蓄に関する提言を主体的に行っていくことが必要だと思われる。

### 《先行論文》

- ・ Maurice Obstfeld “America’s Deficit, the World’s Problem ” *MONETARY AND ECONOMIC STUDIES* OCTOBER 2005 pp.25-36
- ・ 鈴木将覚 (2005) 「ブレトンウッズ2仮説と国債不均衡の調整～人民元の大幅切り上げはあるか」みずほマーケットインサイト
- ・ Eichengreen, B. (2004) 『The Dollar and the New Bretton Woods System』
- ・ Dooley, M., D. Folkerts-Landau and P.Garber (2003), “An essay on the revived Bretton Woods system,” NBER Working Paper No.9971, September
- ・ Appleyard and Field (1992) *International Economics* ISBN 0072315148

### 《参考文献》

- ・ 片岡 剛圭 「米国の経常収支赤字は持続的か」『国際金融』1170号 pp.36-42
- ・ 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
- ・ 小川英治 「三つ子の赤字でアメリカ経済が沈没する目」  
<http://www.president.co.jp/pre/20060417/002.html> (2006年11月14日取得)
- ・ 『エコノミスト』 「ドル資産は安全か」 2006. 8. 14
- ・ 『週刊東洋経済』 「マネー潮流大異変」 2005. 7. 16
- ・ 熊野英生(2006) 「ドル暴落は杞憂」 『エコノミスト』 2008.8.14 p11
- ・ 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.isri.or.jp/web/publish/report/pdf/1630/1630\\_02.pdf](http://www.isri.or.jp/web/publish/report/pdf/1630/1630_02.pdf) (2006年11月14日取得)

### 《データ出典》

- ・ 通商白書 2006年版 通商政策局 企画調査室
- ・ 通商白書 2005年版 通商政策局 企画調査室
- ・ 日本銀行
- ・ IMF Financial Data
- ・ Department of Commerce (米国商務省)
- ・ Department of the Treasury (米国財務省)