

「グローバル・インバランスの持続可能性に関する一考察」

大隈拓也

目次

はじめに

第一節 グローバル・インバランスの現状認識

(1) 貿易赤字のファイナンス

(2) アメリカの過剰消費体質

(3) アジアの外貨準備

第二節 グローバル・インバランスの持続可能性

(1) 為替政策の転換とオイルマネー

(2) アメリカ経済の信認

(3) 外貨準備流入の持続可能性

第三節 調整過程に関する考察

(1) ドルの切り下げ

(2) ソフトランディングシナリオ

おわりに

はじめに

2005 年のアメリカの経常収支赤字は、7915 億ドルと史上最高水準を更新し、GDP 比にして 6.4%という規模となった。プラザ合意時の 1985 年は、1472 億ドル、対 GDP 比で約 3%だったことを考えると、その大きさをうかがい知ることができる。

これは米国債によってファイナンスされているが、それを購入している主体はアジア諸国や中東産油国である。そうした国々がアメリカの債券を購入することによって流入している潤沢なマネーフローは、経常収支赤字をファイナンスすると同時に、アメリカの長期金利の低位安定をもたらしている。これがさらなる消費の拡大を招き、輸入超過を生じさせ、経常収支が一層拡大するという循環が存在するのだ。各国ごとの貯蓄と投資のバランスがとれていない状態を「グローバル・インバランス」と呼ぶ。現在ではアメリカに経常収支赤字が偏ったインバランスが形成されている（第 1 図、第 2 図）。

こういったアメリカを中心としたグローバル・インバランスは規模の大きさゆえに、対外債務が収束しなくなり、持続不可能に陥った際に世界経済に与える悪影響は甚大である。アメリカに資金が還流しなくなればドルは暴落し、アメリカ発の不況が世界中に伝播する危険がある。

グローバル・インバランスは現在まで持続することができた。しかしどの程度まで持続可能であるのかは、にわかに想像しがたい。仮に、長期安定的なシステムに支えられてい

るのであれば問題ではない。しかし、アメリカの経常収支赤字がファイナンスしきれなくなった際には危機が訪れるという点において、世界経済はドルを中心としたシステムリスクにさらされているとも言える。かつ、現在のグローバル・インバランスは先進国であるアメリカに途上国から資金が流入するという形をとっている。経済学的に考えて逆のマネーフローであり、極めて不自然な状態とも言える。この不自然な状態が長期安定的なシステムによって支えられているのか甚だ疑問である。そこで、本稿では、アメリカを中心としたグローバル・インバランスの持続可能性について考察を進める。

経常収支赤字が持続可能なラインがどこにあるか、というのは難しい問題であるが、いくつかの実証研究の結果GDP比3%が目安だといわれている¹。本稿ではこれを受け入れたという前提の下で、現在のGDP比6%という経常収支赤字を問題視し、グローバル・インバランスの持続可能性についての考察を展開していく。

以下、この論文では、現在のグローバル・インバランスが長期安定的に持続していくことが困難であることを示す。

第一節で現状認識を行う。現在のようなグローバル・インバランスが形成され、持続してきた過程を確認する。その際、アメリカの貿易構造、家計と政府の過剰消費体質、アジアの外貨準備に着目する。

第二節では第一節を踏まえて、グローバル・インバランスを支えてきたシステムが、長期安定的に持続していくことが困難であることを述べる。具体的には、アメリカへのマネー還流が安定的とはいいがたい、ということを示す。アメリカ経済に対する信認、オイルマネーの不安定性、アジアの外貨準備に見られる変化を考える。

第三節においては、グローバル・インバランスの是正をいかにして進めていくか、というツールを考察する。ドルの切り下げや貿易抑制による調整過程の有効性を検証する。

最後に、論文で述べてきた流れを振り返り、グローバル・インバランスを解消していく上での、今後の課題について触れる。

第一節 グローバル・インバランスの現状認識

この節では、グローバル・インバランスが形成された経緯とその現状を把握する。アメリカの経常収支赤字を形成しているのは主にアジアと産油国である。しかしそれによってアジア諸国と産油国が手に入れた潤沢なマネーは、結果的にアメリカに還流し、赤字をファイナンスしているのだ。この還流システムについて貿易構造と為替政策、アメリカの過剰消費体質、アジアの外貨準備などの側面から検証する。

(1) 貿易赤字のファイナンス

近年のアメリカ経常収支赤字をファイナンスしているのは、アジア諸国の外貨準備とオイルマネーだと考えられている(第3図・図表1)。以下ではその仕組みを確認する。

アメリカの経常収支赤字の大部分は貿易赤字によって占められている(第4図)。特に19

90年代半ば以降、急速に拡大した。貿易赤字の相手国は東アジアを中心としつつも多岐にわたる（第1図）。この点においてはプラザ合意時と性質を異にしている。また、原油価格の上昇も貿易赤字の拡大を招いた。

アメリカの貿易赤字相手国筆頭は中国であるが、その原因としてアジアとの三角貿易構造の存在が挙げられる。中国は他のアジア諸国から中間財を輸入し、最終的に中国国内で加工した上でアメリカに輸出しているのだ。

現在では、東アジア全体が「世界の工場」となってアメリカに最終消費財を輸出していると言うこともできる。アメリカは高度な中間財輸出に特化していないため東アジアの生産ネットワークには入っておらず、最終消費場所つまり「世界の買い手」としての役割を果たしている。アメリカから見ると、貿易赤字は拡大する一方であった。

では、このアメリカの貿易赤字はどのようにしてファイナンスされているのか。その主体のひとつが、アジア諸国の外貨準備である。

中国を例にとると、2005年7月の人民元切り上げ以降、為替変動にある程度の柔軟性が認められたものの、実際には事実上のドルペッグに近い状態が続いている。これは中国が為替介入によって、自国通貨の増価を抑え、輸出競争力を高めていることに起因する。貿易黒字によって国内に流入したマネーを不胎化によって吸い上げて国内マネーサプライを一定に保つと同時に、ドル買い介入を行って人民元の急激な増価を防いでいる。積み上げられた外貨準備は主に米国債で運用されているため、アメリカ長期金利の歴史的低位安定も達成されている（第7図、第8図）。他のアジア諸国においても同様のことが行われている（第9図）。

この資金還流システムは、ドルを中心とした固定相場制によって支えられたブレトンウッズ体制の復活として「BW2仮説」と呼ばれることもある。

そして、この体制は、アジア諸国が輸出主導型の成長戦略をとっている以上、自国通貨の増価を防ぐためにアメリカに資金を還流させざるを得ないことからしばらくは持続可能とする見方もある。この論文ではこの考え方を否定的に捉えており、後ほどその根拠となる考えを述べる。

一方で、原油価格高騰もアメリカ貿易赤字拡大の大きな要因であった。しかし、原油価格上昇によって貿易黒字を蓄えた産油国のオイルマネーはイギリスを経由してアメリカに還流していることが知られている。（第3図 参照）2004年半ば以降は特にイギリスからアメリカへの証券投資が急増している。2004年にネットで1426億ドルであった対米証券投資額は2005年に3156億ドルに倍増、2006年第一四半期には年率換算ベースで4000億ドルに迫った。イギリスは経常赤字国であるため、大規模の対米証券投資が不可能であることから、その背景にはオイルマネーが存在すると考えられている。

オイルマネーがイギリスを経由する理由はいくつか考えられている。まず、イギリスが中東諸国の旧宗主国であったことが挙げられる。次に、巨額のオイルマネーの一時的な受け皿として一大金融市場であるロンドンが魅力的なのだ。そして、ロンドン市場が通常資

金（通常オイルマネーはテロ資金でもマネーロンダリングをしているわけでもない）を凍結することは無いだろうという思惑などである。

このオイルマネーがアメリカに還流する理由としては、基本的にオイルマネーは国家管理であり、運用の安全性が求められることからグローバルなアセット・アロケーションが意識されること、巨額な資金の受け皿として米債は避けられないこと、アラブ諸国の通貨はドルペッグであり為替リスクが回避できること、などが挙げられる。

	発生要因	流入形態	流入目的
アジア外貨準備	対米貿易黒字	米国債	・ 輸出主導を背景とした 対ドルレート安定 ・ 安全資産
産油国オイルマネー	原油価格高騰	米国債 (イギリス 経由)	・ ドルペッグを背景とし た為替リスク回避 ・ 安全資産

（両者ともアメリカの経常収支赤字の拡大要因である）

(2) アメリカの過剰消費体質

アメリカの過剰消費体質が貿易赤字の拡大を促進させている側面も見逃せない。家計部門と政府部門の赤字が顕著である。海外からの借金でこれらの赤字を補っていると見ることができる（第10図）。

まず、家計の過剰消費について考察を進める。アメリカ家計の過剰消費を支えてきたのは、低金利下で取得した住宅資産の値上がりである。住宅担保金融は、住宅価格からローン金額を差し引いた純資産価値借り入れ枠となり、その余力の範囲で家計は消費支出を増やすことができる。つまり住宅価格が上昇することによる資産効果である。アメリカにおける住宅価格の上昇と経常収支赤字の関連性は強い。

このような住宅価格の値上がりに依存する家計の体質は、同時に貯蓄率の大幅な減少を加速させた（第12図）。貯蓄率が低いということは、投資資金は海外からの借金に頼らざるを得ないということである。

この動きの根底にあるのが、長期金利の低位安定（第7図、第8図）である。住宅ブームを下支えしているのは低金利であるが、その低金利を引き起こしているのは海外からの資金流入である。海外からの資金流入は、先ほども触れたように、経常収支赤字をファイナンスしているという側面も持つが、その大部分が米国債の購入という形での流入であるため、長期金利を低く抑える作用ももたらす。海外からの資金流入については、世界的な過剰貯蓄に起因するという見方もあるが、こちらについては後述する。

過剰消費体質を数字で見ると、輸入の所得弾力性が2.0というデータ²がある。経済成長

が加速するほど過剰消費体質に拍車がかかり、貿易赤字が拡大していくという傾向があるのだ。

財政赤字も深刻である（第11図）。1998年に一時的に黒字に転じたものの、ITバブルの終焉、大型減税やイラク戦争以降の国防費拡大により赤字に転じている。上述した資金還流システムによる低コストでの資金調達が可能であることも、財政赤字削減に対するインセンティブを低下させている。

(3) アジア諸国の外貨準備

アジア諸国の外貨準備について改めて触れておきたい。米国外の世界では貯蓄が投資を上回っており、行き場を失った過剰貯蓄が米国に流入しているという考え方が存在する³。BW2仮説を説明する要素である外貨準備がアジアにおいて積み上げられていった経緯をここで見ていく。

現在の過剰な外貨準備は金融危機に対応するために積み上げられていると考える向きが一般的である。ここでその仕組みを簡単に確認する。

アジア通貨危機に代表される1990年代後半の国際金融危機は、資本収支危機であった。外貨準備が枯渇するという点においては他の経常収支危機と同じであるが、そこに至る性質の違いから、経常収支危機⁴を念頭においた伝統的なIMF融資では規模・機動性の面で十分に対応できなかった。そこで危機に対する自己防衛手段として、外貨準備の積み上げが拡大していったのだ。短期資金の大規模な引き上げや、ヘッジファンドなどによる自国通貨の大量の空売りに見舞われた場合でも、外貨準備を積み上げておきさえすれば自国通貨を買い支えることができる。つまりアジア通貨危機の経験から、外貨準備を大量に保有することによって、万が一投機的攻撃にあっても、それに耐えられるようにしているのである。第1表からも、アジア通貨危機以前の1996年と比較して、外貨準備が大幅に拡大していることが見て取れる。これは「自己保険」と呼ばれている。

資本収支危機は短期資本の急激な流入が原因である。外貨準備を積み上げておくことは、防衛手段として大きな役割を果たすのだ。そうして積みあがった過剰貯蓄は、米国債購入という形で運用される。アジアは金融市場が未発達であり、運用手段が限られていることも米国債購入の原因の一つだ。

外貨準備の規模に関しては中国が圧倒的である。中国の場合は、投機的資金が流入していることもあり、外貨準備の積み増し率は非常に高くなっている。中国の外貨準備がアメリカに還流しているという仕組みは、その規模の大きさから、アメリカ経済にとって重要な要素である。

アジア諸国の外貨準備がアメリカの経常収支赤字をファイナンスしていることは先ほど触れた。ここで注目しておきたいのは、アジア諸国の外貨準備保有額の高さである（第14図）。適正ラインをはるかに超えているのだ。一般的に、外貨準備保有の適正ラインは、輸入額の3ヶ月分と言われるが、それをはるかに上回る外貨準備が積み上げられている。

近年では、投機的攻撃を考慮したうえで、危機対応に必要とされる外貨準備の尺度も考えられている。これまでの実証研究の成果を踏まえると、一般に対外短期債務をフルにカバーできる1倍が一つの目安とされている⁵。第1表からは、このラインをも超える外貨準備が積み上げられてきたことが見て取れる。

この考え方の特徴は、グローバルなISバランスを強調した点にある。莫大な外貨準備という過剰貯蓄が存在し、それがアメリカに流入し、投資にまわされるという視点に立っているのだ。

第二節 グローバル・インバランスの持続可能性

この節では、第1節で確認してきたグローバル・インバランスが長期的に見て持続可能ではないことを述べる。前節で述べてきたグローバル・インバランスを支えるシステムは不確実性を多く含んでおり、長期安定的とはいえないことを示す。具体的に、自国通貨の増価を防ぐためにドル買い介入を続けてきたアジアの為替政策に変化の兆しがあること、オイルマネーの還流は一時的なものに過ぎないことをまず述べる。そして海外投資家の視点から、対米投資が今後も持続していく可能性が高くないことについて触れる。最後に、アジアの莫大な外貨準備がアメリカに還流するシステムが限界に近づいていることを確認する。

(1) 為替政策の転換とオイルマネー

「BW2仮説」の崩壊シナリオとして頻繁に挙げられるのが、為替政策の転換である。中国における人民元の切り上げは、まだ小幅ながら今後一層拡大していくことが予想される。アメリカ国内からも中国との競合産業から、人民元の切り上げに対する要望は強くなっている。人民元改革によって、すでにBW2仮説を支える柱の一部は崩れていると言える。仮にアジア諸国が為替の柔軟性を高めていった場合は、固定レートに固執してドル買い介入をする必要もなくなり、アメリカに還流するマネーの規模も縮小することとなる。

アジア諸国が今後も輸出主導型を続けていく保証も無い。そもそも輸出主導型の成長戦略を採用してきたのは、国内における投資環境の整備や、労働力を吸収するための一時的な方策であると考えられる。アジア諸国も、輸出依存型の経済をいずれは脱却しなければならないことを認識している。輸出拡大を目的とした為替レートの固定は、国内の購買力の向上を妨げる上、金融政策の自律性を放棄していることになる。後述するが、不胎化コストの高まりも楽観視できない。

中長期的に見て、アジア諸国がアメリカの経常収支のファイナンスを継続するインセンティブを保ち続けるとは考えにくいのである。

オイルマネーの流入も経常収支赤字をファイナンスしてきたが、これに頼るのは極めて危険である。政治的、宗教的、あるいはテロなどによっていつストップするか分からない上、他国の金融システムの発展によって、アメリカに還流しなくなる可能性も十分にありうる。実際オイルマネー獲得競争が始まりつつある。

巨額なオイルマネーの受け皿として一時的に米国債が採用されてきたが、オイルマネーの新たな受け皿は着々と構築されているのだ。イスラム金融の拡大はその例である。

イスラム金融とは、コーランの教えを守るため、イスラム教徒向けに開発された金融取引の総称であるが、オイルマネーの行き先として注目を集めている。コーランが利息の受け払いを禁じているため、預金者は配当として報酬を受ける仕組みとなっている。一般企業向け融資に関しては、アルコール製造、豚肉生産、ギャンブル関連などは回避するなど、イスラム教徒の宗教意識に対する配慮が見られる。第一次オイルショック時、原油価格の上昇に伴い、産油国は大量のオイルマネーを手にした。当時も資産運用手段としてイスラム金融の利用が検討されたが、金融市場の整備に至らなかったため、一過性のものとなった。近年も原油価格上昇により産油国の金融資産は拡大したが、9・11のテロ以降、アメリカ国内での資産凍結を危惧し、代替となる市場が求められた。それに伴い、アジアのイスラム諸国が金融市場の整備に力を入れたすなど、オイルマネー獲得競争が本格化したのだ。

民間機関の推計によると、イスラム金融は2005年の段階でおよそ5000億ドルの市場規模となっている。年率にして15%程度成長している。

各国金融機関も中東産油国のオイルマネー獲得に乗り出しており、イスラム金融商品の取り扱いを増やすと同時にイスラム金融市場の整備を本格的に進めている。いつまでも米国債購入という形でオイルマネーが流入するという構図が続くとは言いがたい。

さらに、UAE中央銀行総裁はペルシャ湾岸六産油国の単一通貨を2015年には完全な変動相場制に移行することを提唱した。UAE外貨準備についてもドル建て比率を引き下げ、ユーロの割合を高めることを表明している⁶。現在、UAE中央銀行が管理している外貨準備に関しては「約300億ドルで98%はドル、残る2%の大半はユーロ」と説明している。そこから徐々にドルの比率を下げて、長期的に50%とし「将来はドルに並ぶ世界通貨に成長するユーロの割合を高める」と述べた。

今後もオイルマネーがアメリカに還流し続ける保証は無い。

そもそも原油高自体がアメリカ国内におけるインフレ要因になりうる他、産業界にダメージを与え、消費を控くことも考えられるため、原油高を無条件に歓迎するわけにはいかないだろう。

以上述べてきたように、貿易政策の一環としてアジアが今後長期的にアメリカの経常収支赤字をファイナンスし続ける可能性は低い。同様にアメリカの経常収支赤字をファイナンスしてきたオイルマネーも、今後もアメリカに還流し続けるとは考えにくく、その持続可能性は低いと言える。

(2) アメリカ経済の信認

アメリカに資金が還流するメカニズムは、アメリカ経済に対する不信感が高まり、ドル離れが起こったとき崩れる。対米投資の健全性が問題となる。

今後もアメリカが経常収支赤字の拡大を続けていった場合、海外投資家がドル投資に求めるリスクプレミアムは上昇すると考えられる。

民間資本の流入は、90年代のアメリカにおけるニューエコノミーが資本利潤率を押し上げたことによる。それはIT分野の発展とそれに付随するサービス業の発展による生産性の上昇によって支えられた。しかし、ITバブルは崩壊した。しばらくは民間資本の流入は継続されたが、2003年初から2005年にかけてはその流入は減少し、ドルの実効為替レートは17%の減価を記録している。

その後はアメリカの金利上昇を反映してやや回復したものの、投資先としてのドル資産の魅力は低下していると考えられる。海外投資家の立場を考えた場合、ドル建て資産のシェアが高すぎると、それ相応のリスクプレミアムを要求してくる可能性は高く、その数値が上昇しすぎた際には資金流入は鈍化する。つまり不均衡の調整を余儀なくされる。そのラインを見極めるのは困難な作業だが、それを超えて半ば暴力的に調整過程に入った場合、世界経済に与える悪影響は大きい。

現在アメリカに流入している資金の構成内容が成長率の限界と、それに伴うドル離れをもたらすとも考えられる。

まず、経常収支赤字を埋め合わせている海外資本は、株式ではなく国債に多く振り分けられている。企業に資金が渡っているわけではなく、政府の借金が増加しているだけなのだ。また、長期ではなく短期資本に偏重しているのも好ましくない。不況に陥った場合など、ふとしたきっかけでアメリカから突然大量の資本が引き上げられる恐れがある。なにより資金は輸出製造企業ではなく、不動産などの非貿易部門への投資に向かっており、将来的な経済成長を促進するものではなく、一時的な過剰消費を賄っているに過ぎない。

海外から流入した資本のうち、投資部門に向かう流れが少ないため、将来的に成長率は鈍化する恐れがある。成長の鈍化がはっきりと現われた頃にはドル離れが進む可能性が高い。

アメリカ経済は以上のような不確実性要因を伴っているため、対米投資が今後も信頼を得る保証は無い。信頼を失った時、還流システムは崩れる。

(3) 外貨準備流入の持続可能性

東アジアの外貨準備がアメリカに還流しなくなった場合も、現在のシステムは持続不可能となる。ここでは不胎化の限界、ドル偏重の見直しへの動きという視点から、システムが持続可能でないことを指摘する。

アメリカに資金を還流させている筆頭に挙げられる国は中国である。前述したように、中国では不胎化政策を行うことによってマネーサプライを一定に保ち、吸い上げたマネーを米国債という形で運用している⁷。

ところがこの不胎化政策が限界にきているという見方がある。不胎化コストの高まりが最大の要因である。

貿易や対内投資によって中国国内にもたらされた外貨は、市中銀行で人民元に転換される。放置すると人民元に上昇圧力がかかるため、人民銀行はドル買い介入（人民元売り）を行う。一方、国内マネーサプライを一定に保つため、不胎化を行う。人民銀行が国債や中央銀行債を発行し、人民元を吸収するのだ。

ここで、為替介入の際に売られた人民元の額と、中央銀行債によって吸収された人民元の額が一致していれば、マネーサプライは一定のままである。つまり為替介入は完全に不胎化されているということになる。しかし実際には為替介入の半分しか不胎化されていないといわれており、それはマネーサプライの増加要因となっている。原因は不胎化に伴うコストである。

不胎化にかかる費用は、人民銀行が発行する国債の金利と、外貨運用金利（主に米国債）の差である。

中国では 2002 年末から国債価格が下落しており、2003 年に準備預金比率を引き上げた際には国債価格が急落した。国債を売りオペにかけると国債価格のさらなる下落を招く。それを恐れて不胎化を十分にできていないのが現状だ。中国の国債市場が未発達であるため、マネーサプライに影響を与えにくいというのも一因である。

人民銀行が発行している国債の利回りは、米国債利回りを上回っている。つまり、為替介入時に不胎化政策をとると逆ザヤが生じるのである。

一方で、国内には高利回りのプロジェクトが存在する⁸。不胎化介入によって外貨準備を積み上げるほど、機会費用は大きくなっていくのだ。国内での経済成長の妨げにもなる。これも不胎化コストと言える。

過剰流動性に伴う資産バブルの危険性も、国内経済の攪乱要因となる⁹。中国の経済規模は世界的な影響力を高めており、今後も拡大して行くことが予想される。それにもかかわらず、中国は独立した金融政策を行うことが出来ない。人民元高を期待したホットマネーの流入は止まらず過剰流動性は高まる一方だ。これだけコストの高い為替介入を今後も続けていくインセンティブは低下していくものと考えられる。

また、外貨準備のドル偏重はポートフォリオの考えからするとハイリスクであり、分散投資への動きがある。人民元が切り上げられた際、バスケットレートが採用されたが、これは分散投資への第一歩だと考えることができる。2005 年初頭、中国は外貨準備をドルに限定しないという宣言も行っている。ユーロという強い通貨の出現がこの動きを後押ししたとも考えられる。実際、現在のように複数の準備通貨を自由に相互交換できる体制が整っている場合、準備金に占めるドルの割合はそれほど重要ではなくなってくる。むしろ、準備金を資産と考えるならば、その最大化が目標になってしかるべきである。分散投資への動きは当然と言って良い。

もちろん、東アジア諸国が急進的に準備金に占めるドルの割合を急激に低下させた場合、ドルの急落を招く恐れが強いため、自らが保有する莫大なドル資産の価値も急落する上、世界経済も混乱する。各国当局もこれを十分認識しているため、急速なドル離れを断行す

ることではないと考えられるが、漸進的な分散投資を進めるインセンティブは極めて強いと考えられる。

また、先述した自己保険論も今後は通用しなくなる可能性が高い。自己保険という考え方はアジア通貨危機後の一時的な対策である。現在ではアジア全体での危機に対する取り組みは着々と進展している。一国だけで危機に備えるよりも、集団的対策を整えた方が有効であることから、この傾向はさらに強まるだろう。2005年、ASEAN加盟国と日本、中国、韓国はタイにおいてチェンマイ・イニシアティブに署名した。これは、各国が準備金を融通しあうという合意である。東アジア域内における通貨危機等の予防・対処のためのバイラテラル通貨スワップ協定およびネットワーク構築が基本合意された。アジアにおける金融危機に対処するための域内協力体制はこの頃から本格化した。2005年11月の時点で、アジア各国が融通しあう準備金は総額およそ600億ドルに達している¹⁰。

以上のような動きを考慮した場合、アメリカに流入するアジアの外貨準備は徐々に減少していくと考えられる。この点からも、現在のシステムの持続可能性は低いと言える。

第三節 調整過程に関する考察

これまで、グローバル・インバランスが長期的に持続不可能であることを示してきた。現在のシステムは強い不確実性や不透明感を伴っているため長期安定的とは言いがたく、崩壊した時の経済的損失も莫大になる。

ここでは、そうしたシステムから脱却していくために考えられる調整方法について考察を進めていく。ドルの切り下げと輸入抑制の二つを取り上げ、それぞれが抱える問題点を明らかにした上で、一番の処方箋はアメリカの過剰消費体質の改善であることを示す。

(1) ドルの切り下げ

ドルを切り下げることにより、不均衡を是正するという方策が考えられる。

いわゆる「第二のプラザ合意」という選択肢である。しかし、これは危険性が高い。ドルの暴落を引き起こす可能性が高いからだ。国際金融市場は拡大しており、資本移動の自由化も高まっている。国際的な政策協調としてドルの切り下げが宣言された場合、ドル安に歯止めがかからなくなる危険性が高い。おそらく、アメリカ政府もそのリスクは十分認識していると考えられる。現実に行われる可能性は低いだろう。

また、単にドルの切り下げを行うだけでは効果が限定的である可能性も高い。これはPTM行動を背景としたパス・スルーの低下による。

PTM行動とは市場別価格設定、つまり各市場における企業の価格決定行動である。為替レートの変化を輸出価格に反映させる程度は市場、企業によって異なるのが現状だ。特に市場競争が激しいケースでは、企業にとって輸出価格に転嫁することは難しくなる。

パス・スルーとは為替レートの度合いが物価に反映する度合いを表す指数である。現在、アメリカではこのパス・スルーの低下が指摘されている。主な要因として輸入品の構成変化が挙げられる。

一次原材料のパス・スルーは 90%だと考えられている。つまり、為替レートが変化すると、即座に財の価格変化が起こるのだ。逆にパス・スルーが低い財としてはエレクトロニクス製品が挙げられる。パス・スルーは 15%ほどだと考えられる。パス・スルーの財による差異は、当該市場における市場競争の度合いに左右される。つまり、エレクトロニクス製品は市場競争が激しい財であるため、為替レートが変動したところでそれを売値に反映させることは困難であり、為替変動は輸出企業が吸収するのである。よって為替レートが変化しても財の価格は変化しない。

低パス・スルー財の輸入全体に占める割合が高くなるほど、輸入財全体で見た為替のパス・スルーは低下する。先行研究によると、アメリカの石油を除く輸入に占める資本財（自動車を除く）のシェアは 80 年の 19%から 2000 年の 32%に上昇している。一方で、エネルギーを除く産業用原材料のシェアは 29%から 14%に低下した。資本財のパス・スルーは産業用資材より低いため、結果として、平均的にみればパス・スルーが低下している。この動きは現在も続いていると見られている。

マーシャル・ラーナーの条件¹¹はパス・スルーが 100%であることを前提としているため、この条件は満たされない。つまり、少なくとも短期的には価格が硬直的であると考えられる。ドルの切り下げによる是正効果は限定的なものにとどまるであろう。

その上で、ドルの切り下げを選択した場合どうなるか。アメリカで持続可能な経常収支赤字を GDP 比で約 3%という結論を受け入れるなら、現在の GDP 比 6%という経常収支赤字を、およそ 3 ポイント低下させる必要がある。

アメリカにおけるパス・スルーの低下を組み込んだ実証研究によると、経常収支赤字を対 GDP で 1%減少させるためには、10%のドル減価が必要だと言われている¹²。単純計算して、ドルは 30%減価させなければならない。これは現実的に考えて持続可能な為替レートとは言いがたい。

単純にドルを切り下げることで不均衡を是正するという方策は、現実的に見て実効性に乏しいと言わざるを得ない。

(2) ソフトランディングシナリオ

輸入を抑制することによって不均衡を是正し、ソフトランディングを実現させるというシナリオも存在する。輸入の所得弾力性を低下させる、すなわち輸入浸透度を低下させた上での持続可能な低成長戦略を行うのである。

輸入浸透度は総需要に占める輸入の割合を表すものだ。

輸入浸透度の上昇をドル、株価、住宅価格によって説明することができる、という研究も存在する¹³。

確かに、住宅価格の上昇に伴う家計の過剰消費などを鑑みる限りでは、資産価格を抑制することによる輸入抑制の達成は理にかなっている。

しかし、ここで問題となるのは実現可能性である。まず資産価格をコントロールするの

はきわめて難しい。実際、F R Bは過熱する住宅市場の抑制に長く手を焼いた。

さらにこの場合、資産価格を下落に向かわせなければならない。資産価格はグローバルに連動しているため、アメリカの株価下落の影響は世界中に波及する可能性が高い。ドル資産の下落を嫌気し、世界中の投資家がドル離れを始める可能性すらある。

特に住宅価格には十分な警戒が必要である。住宅価格が急落した場合には逆資産効果が発生する。家計による消費は大きく挫かれアメリカ経済は混乱し、世界経済に甚大な悪影響を及ぼすことになる。

アメリカが低成長の中で海外資本をひきつけなければならないという問題もある。経常収支赤字が徐々に改善しても、その一方で流入資金が大幅に低下した場合は危機が訪れてしまう。

歴史を振り返ってみると、アメリカは資産価格の下落による不況を経験している。この方策が困難であることを示していると言える。

また、この分析は過去の政策をもとに作成されたものである。過去の政策を支えてきたのは、再三述べてきたように、アジアの外貨準備とオイルマネー流入とそれに伴う長期金利の低下、そしてアジア諸国のドル買い介入による輸出主導型の成長戦略である。つまりアメリカにとっては幸運とも言える外生的要因によってもたらされたものであり、アメリカ政府の政策によるものではない。アメリカはその間過剰消費を続けてきたに過ぎない。それらを踏まえると、今後不均衡是正に向けてアメリカが政策転換した際、理屈通りの経常収支赤字削減が達成できるのかという点に関してはやや不透明である。もちろん高騰した資産価格の抑制は必要である。しかし、資産価格下落を最優先課題に据えるのは疑問が残る。

結局行き着くのは、アメリカのI Sバランスの改善が最重要課題であるということだ。貿易政策のみによる調整は効果的でないとまではいかないが、容易ではなく、抜本的改善策とは言いがたい。まずは財政赤字を削減し、民間の貯蓄率を上昇させる必要がある。アメリカの過剰消費体質からの脱却が求められるのである。

終わりに

本稿では、グローバル・インバランスの持続可能性について検証を進めてきた。

第一節においては現状認識を行った。アジアの為替政策、オイルマネーの流入、外貨準備の積み上げによってアメリカに資金が流入し、経常収支赤字がファイナンスされ、過剰消費体質を支えている様子を確認した。

第二節では、こうした仕組みが長期安定的ではないことを示した。

アジアの為替政策に変化の兆しがあり、ドル買い介入が続く可能性が低いことを述べた。イスラム金融の整備をはじめとするオイルマネーの動きの変化があり、今後も流入が継続する保証は無い他、原油高自体が攪乱要因であることに触れた。

アメリカ経済に対する信認については、流入した資金が投資部門に振り分けられていない現状を踏まえ、成長率の鈍化の可能性があることから、今後不透明であることを確認し

ている。

また、外貨準備に関しては、不胎化の限界、外貨準備保有の機会費用の高まり、多国間協力による準備金融通という流れを確認し、将来的にドル建ての外貨準備が切り崩される可能性が高いことを明らかにした。

これらを総合的に考え、グローバル・インバランスが持続可能ではないことを確認することができた。

第三節では、グローバル・インバランスが長期的に持続不可能であるとして、調整プロセスについての考察を進めた。

まずドル切り下げについてはPTM行動を背景としたパス・スルーの低下により、実効性が低いことを示している。

輸入抑制による調整に関しては、ある程度の有効性を認めながらも、資産価格のコントロールが困難であるという点から実現可能性に疑問があることを明らかにした。

その上で、グローバル・インバランスの調整という点においては、アメリカの過剰消費体質からの脱却、つまり財政赤字の削減と貯蓄率の上昇が急務であるという結論に至った。

以下では、さらに残された課題について触れておきたい。

まず、グローバル・インバランスの是正は漸進的に進めることが極めて重要である。再三述べてきたように、ドルの暴落によるハードランディングシナリオは避けなければならない。

アメリカが過剰消費体質から脱却するに当たっては、現在のような「最後の買い手」としての役割は果たせなくなる。

これを踏まえた上で、特にアジア各国は内需の拡大など政策転換を徐々に進めていく必要が生じるであろう。輸出依存による成長から脱却すべき時である。

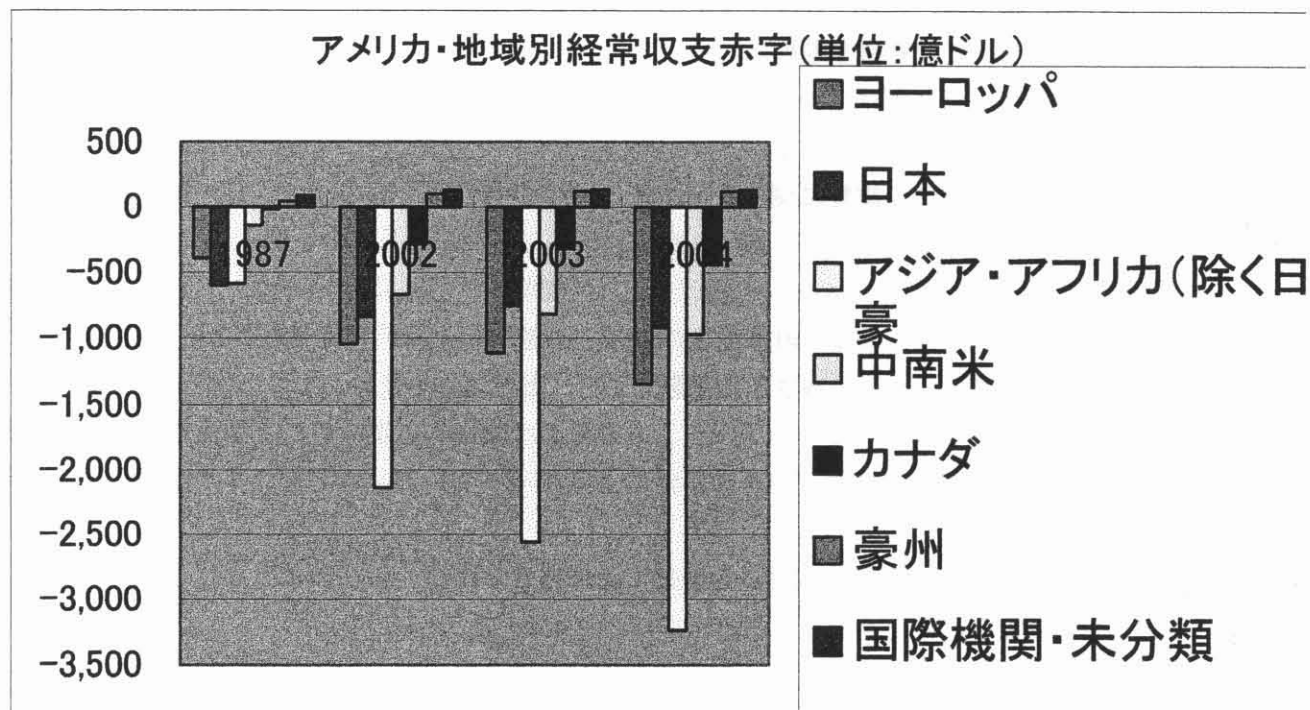
本文中でも示したようにアジア諸国のドル離れは、今後の経済成長のために長期的には不可避であると考えられる。しかし、現在保有しているドル資産は大規模であるため、ドルの暴落を避けるために急速な切り崩しができないというのが現状だ。ドル比率を徐々に低下させていく漸進主義がここでも求められる。各国はリスクを査定した上でポートフォリオを組む必要がある。ユーロは大きな存在感を発揮すると思われる。

アメリカは従来の資金還流システムによって低コストでの資金調達が可能だったため、財政赤字削減インセンティブは低かったが、今後は積極的に財政赤字を削減していくべきだ。長い目で見た場合、これはアメリカにとってプラスとなる。軍事費の拡大や社会保障費など問題は山積みであり、早急な対応が求められる。特に社会保障費は将来的に拡大することが予想され、真摯な取り組みが必要だ。

アジアにおける経済協力体制は歓迎すべきものだと考えられる。集团的危機管理体制は必要不可欠であり、過剰貯蓄の解消を促す。それは、今までアメリカの過剰消費に浪費されていた資金がアジア内の高収益プロジェクトに有効利用される可能性を大いに高める。その実現可能性を高めるためにも、金融市場の整備を同時進行的に進める必要もある。金

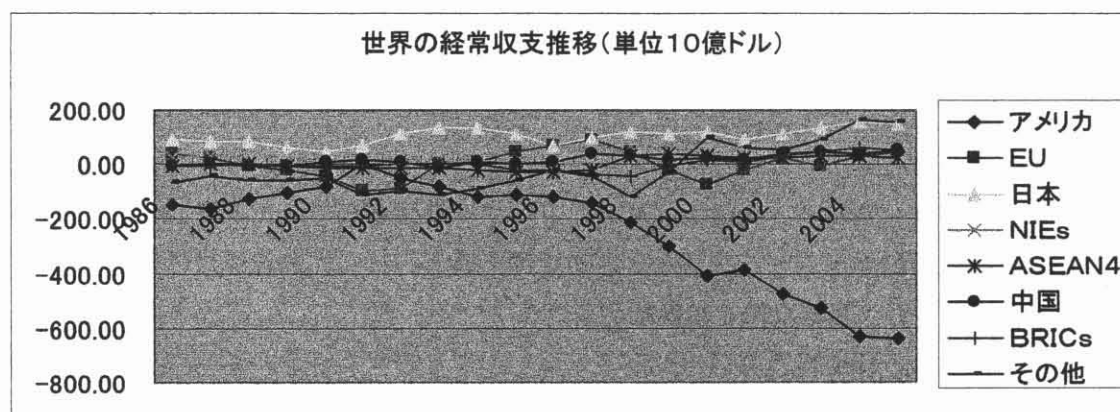
融市場が未発達であることが米国債投資の拡大を後押ししたという背景を考えると、この課題は急務である。多岐にわたる資産運用機会が与えられることで、アジアは一層の成長が促される。具体的にはアジア債券市場の育成に一層の力を注ぐことが重要課題となる。

(第1図) 米国地域別経常収支赤字



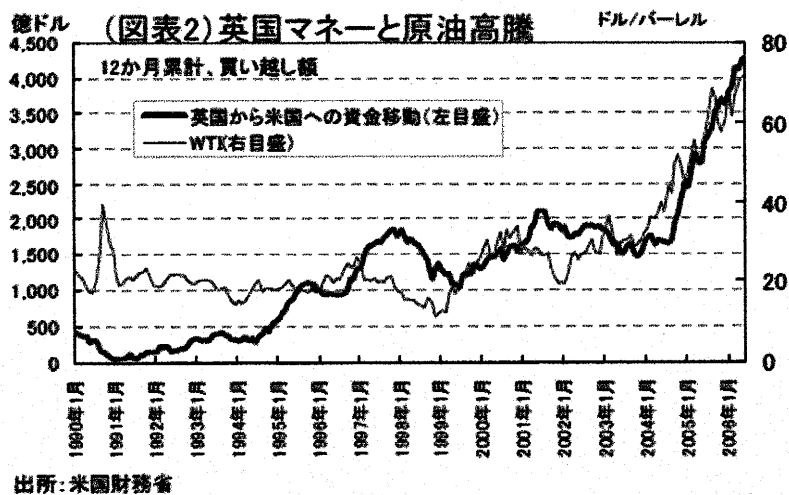
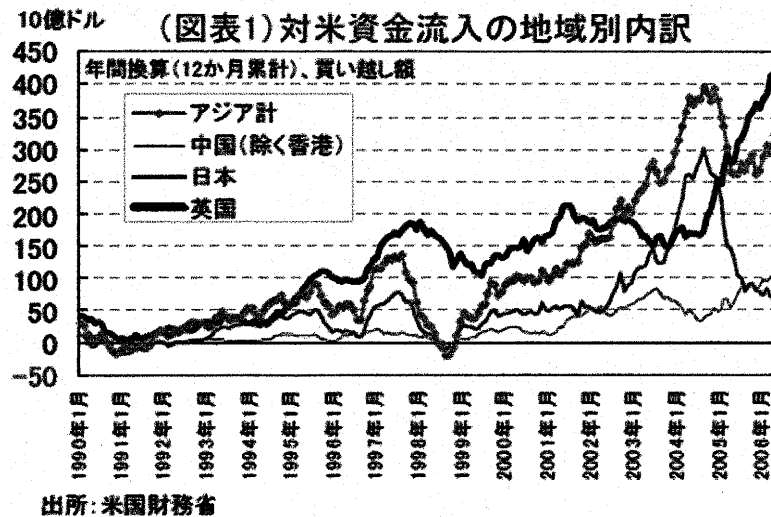
(資料 通商白書2005)

(第2図) 世界の経常収支推移



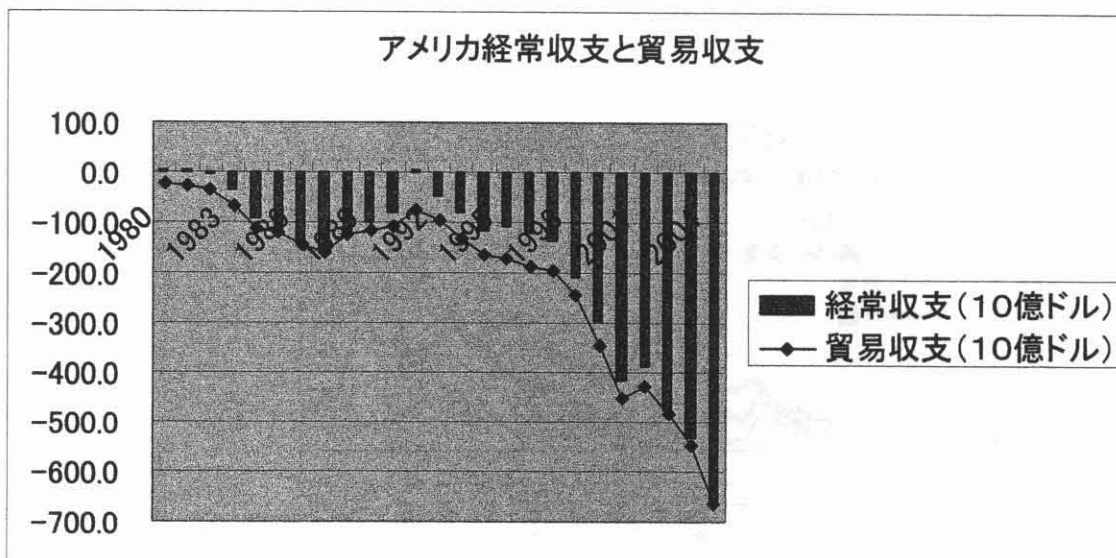
(資料 通商白書2005)

(第3図)



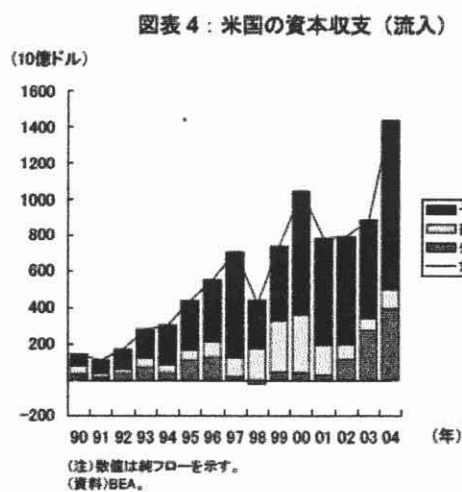
(出典 熊野2005)

(第4図)

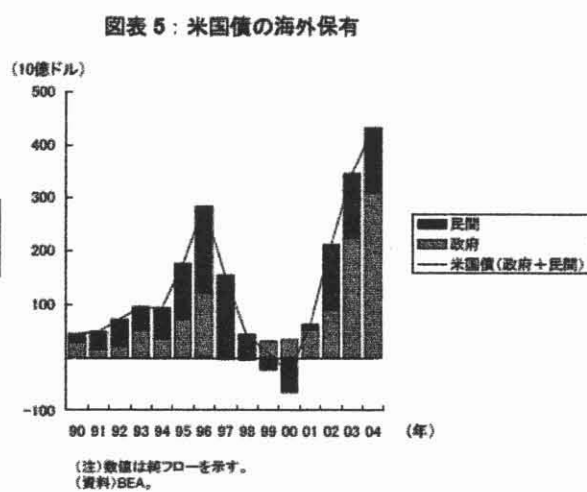


(資料 通商白書2005)

(第5図)

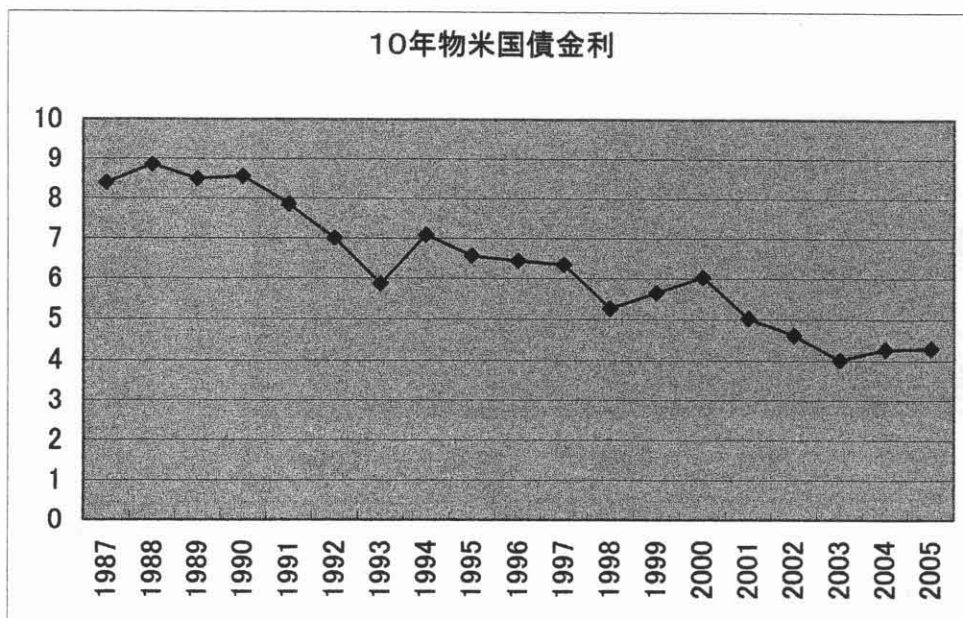


(第6図)



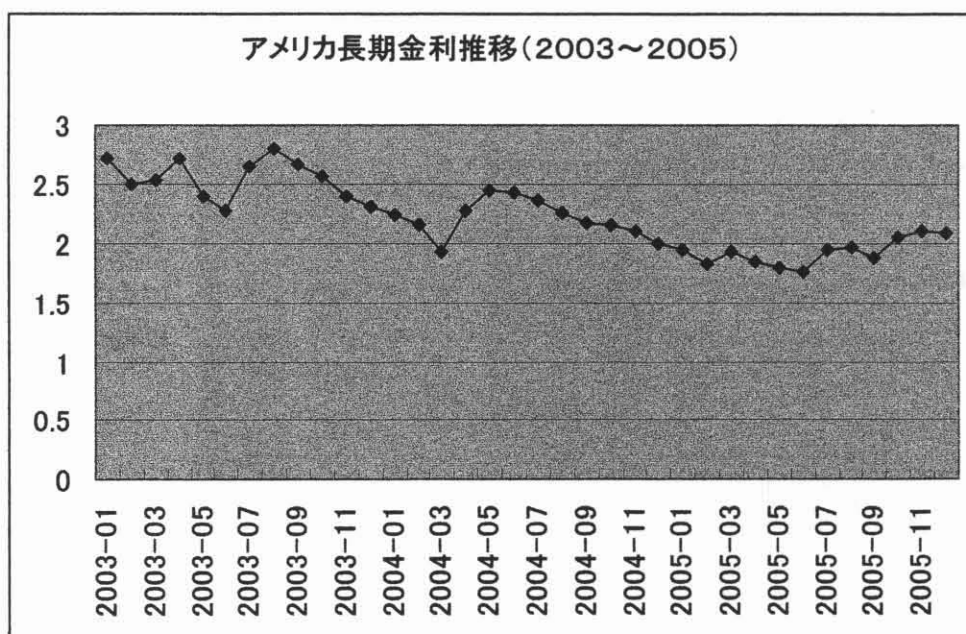
(出典 みずほマーケットインサイト2005. 8. 24)

(第7図)



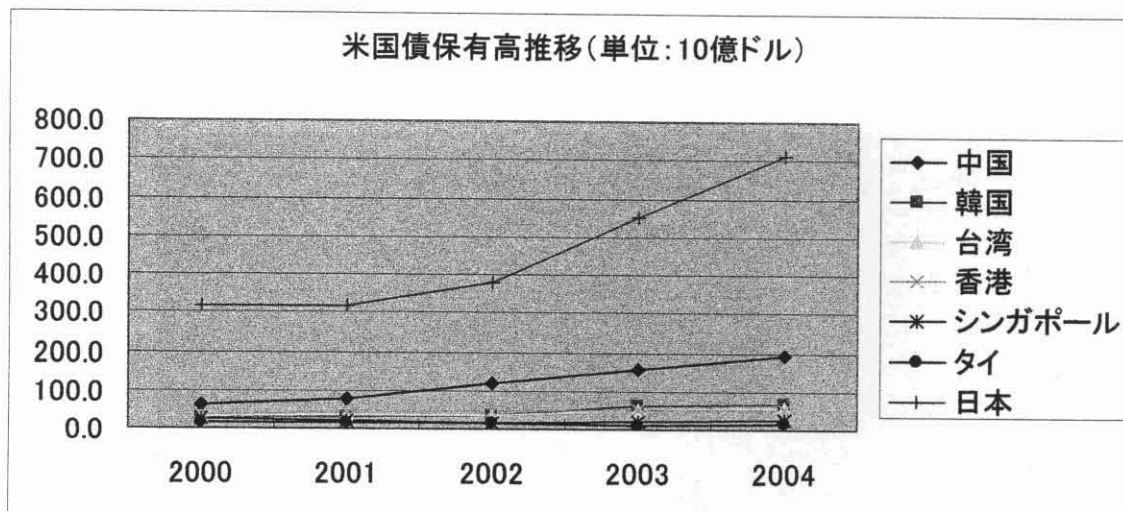
(F R B 資料より作成)

(第8図)



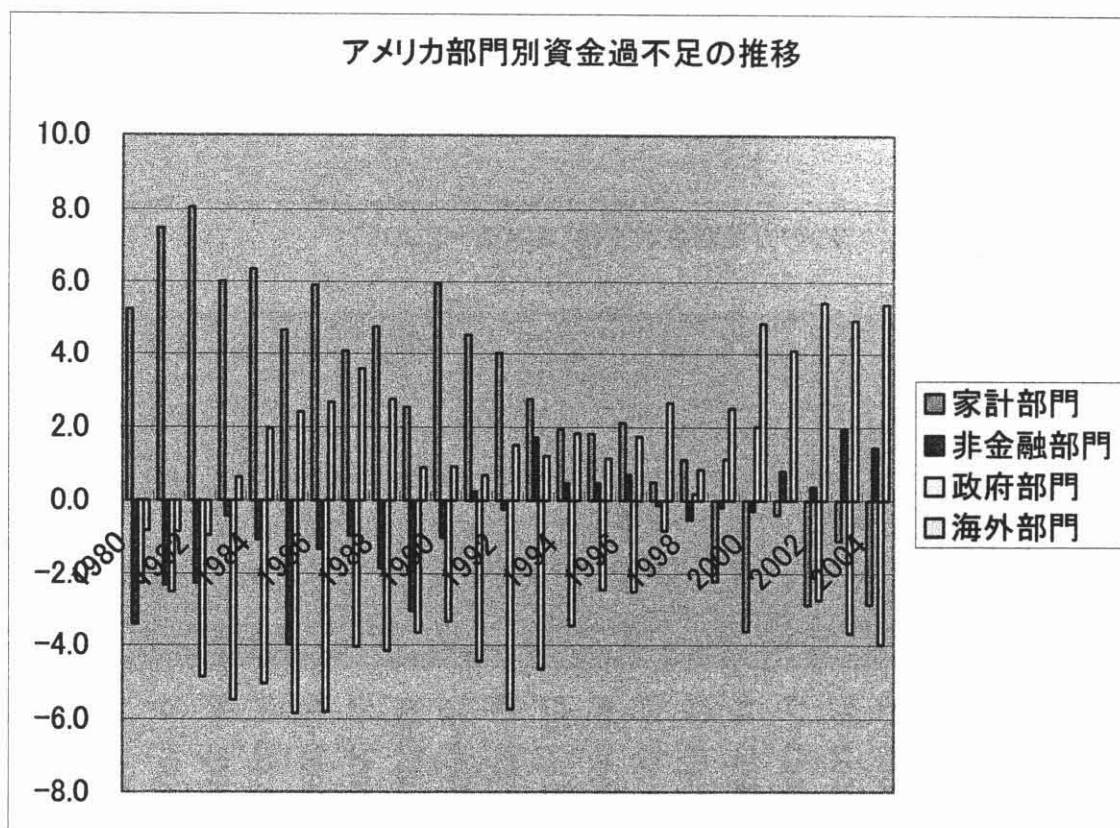
(F R B 資料より作成 実質値)

(第9図) 米国債保有高推移



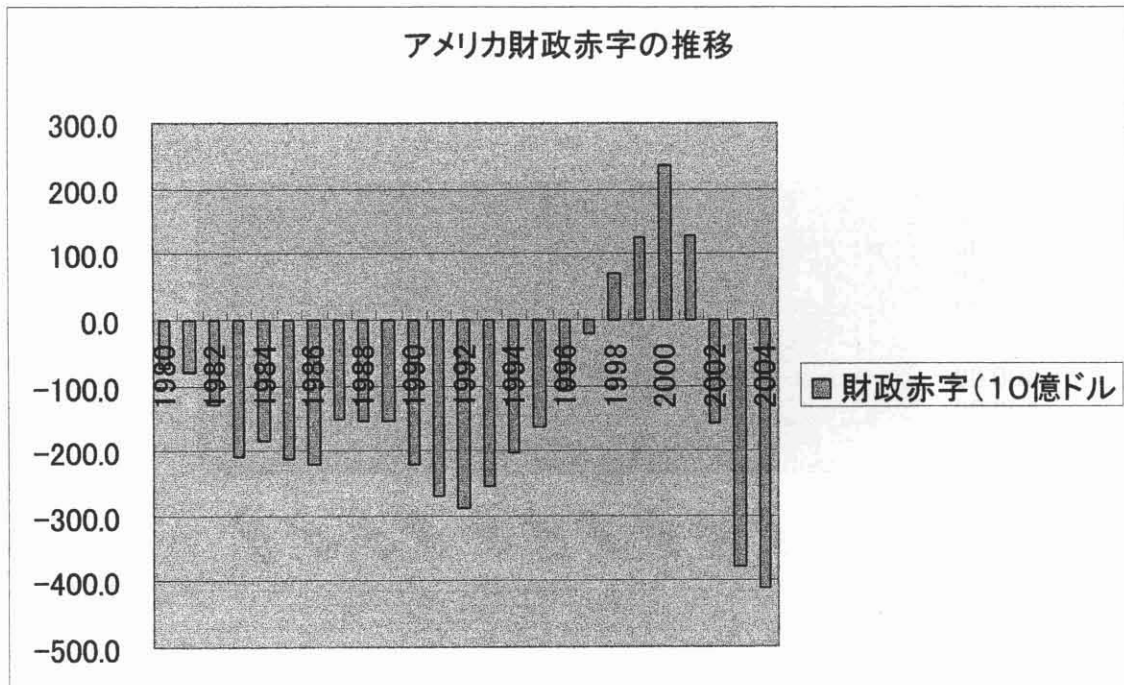
(資料 通商白書2005)

(第10図)



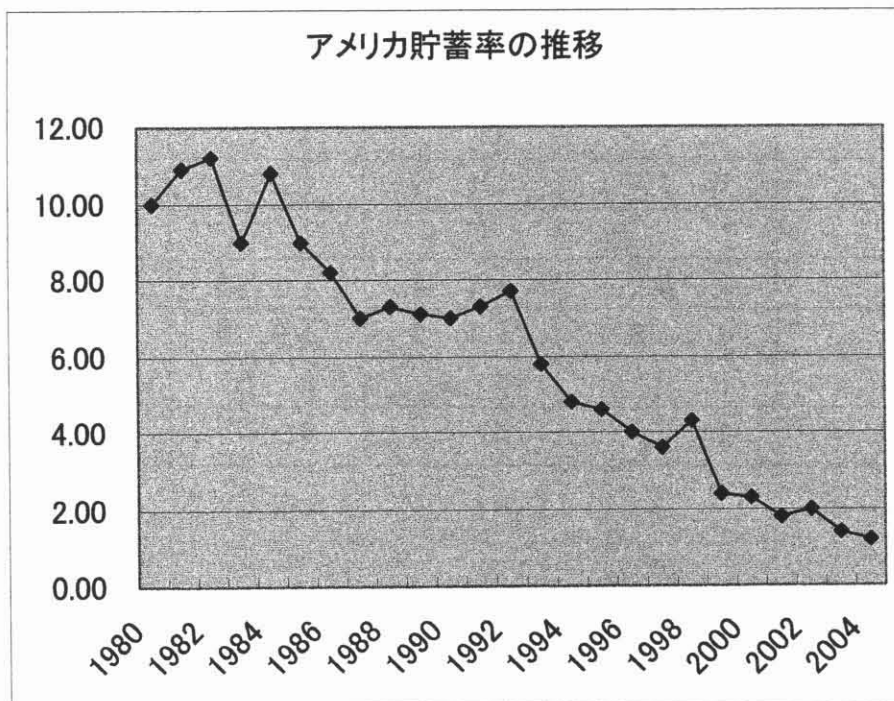
(資料 通商白書2005)

(第11図)



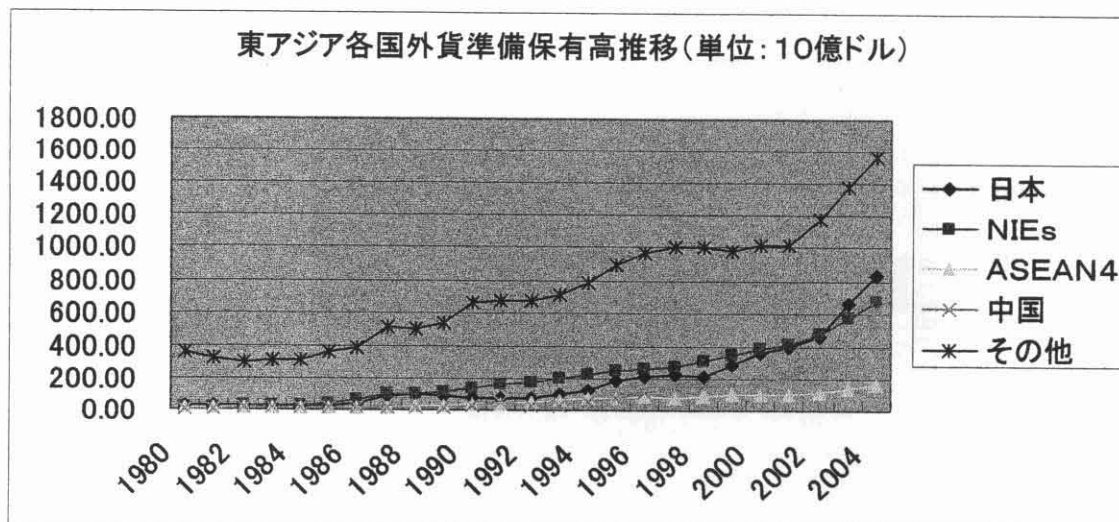
(資料 通商白書2005)

(第12図)



(資料 通商白書2005)

(第13図) 東アジア各国外貨準備保有高推移



(資料 通商白書2005)

(第1表) 外貨準備の輸入額及び短期対外債務に対する比率

外貨準備保有高／輸入額 (何ヶ月分)

	1996年	2002年	2003年	2004年
韓国	2.7	9.6	10.4	10.6
タイ	6.3	7.1	6.6	6.1
マレーシア	4.1	5.2	6.4	7.6
フィリピン	3.7	4.4	4.3	3.8
インドネシア	5.1	11.9	12.9	9.1
中国	9.3	11.8	11.9	13.1
台湾	10.3	17.2	19.5	17.3
香港	3.9	6.5	6.1	5.5
シンガポール	7.0	8.5	9.0	8.2

外貨準備保有高／短期債務残高 (何倍)

	1996年	2002年	2003年
韓国	0.46	2.59	2.74
タイ	0.76	3.38	3.55
マレーシア	2.03	3.16	3.74
フィリピン	1.11	1.60	1.12
インドネシア	0.49	2.00	2.23
中国	3.34	10.23	10.16
台湾	4.32	10.12	7.42
香港	0.36	1.91	1.64
シンガポール	0.43	1.38	1.58

(通商白書2005より)

1 Obstfeld and Rogoff[2004]

2 第一生命経済研究所の試算などによる。

3 B.Bernanke など。

4 経常収支赤字が大きくなりすぎて、自国が保有している外貨準備で赤字を補えなくなることから生じる。経常収支赤字は、高インフレ、高い財政赤字、国内貯蓄率の低さによってもたらされる。1980年代のラテンアメリカにおける危機がこれにあたる。東アジアにおいてはファンダメンタルズが良好であったため、これとは性格が異なる。それにも関わらずIMFは同様に緊縮的マクロ経済政策を処方することでさらに事態を悪化させたという批判が頻繁になされる。

5 みずほ政策インサイト (2005 12/5) など

6 日本経済新聞 11月23日付

7 他のアジア諸国も中国と似通った政策を採用している。ここでは規模の大きさを考え、中国をその代表とした。

8 一般的に途上国の投資収益は10%から15%であると言われる。

9 上海では不動産バブルが生じた。

10 アジア債券市場の育成も進んでいる。2003年8月にASEAN+3により「アジア債券市場育成イニシアティブ」が始められた。アジア債券市場を育成することによって、アジア危機の際に経験した「ダブルミスマッチ」を防ぐことができる。アジア通貨危機の一因として、アジアの銀行が短期で外貨借りをし、長期の国内通貨建てで企業に設備資金を

貸したことにあった。こういった事態が再び起こらないようにする効果を持つと同時に、銀行部門に過度に依存するシステムからの脱却という効果もある。アジア債券市場により、資本市場と銀行部門の両輪に乗った強靱な金融システムを構築することが可能となる。

11 マーシャル・ラーナーの条件 輸出入の需要の弾力性の和が1より大きいという条件である。この条件が成立しない場合、通貨切り下げを行っても貿易収支は改善されない。

12 Obstfeld and Rogoff[2004]

13 三菱UFJ証券 水野レポート（2006年6月）より

$$\begin{aligned} \text{Ln（輸入浸透度）} = & 0.530 \cdot \text{Ln（広義ドル実効レート）} + 0.509 \cdot \text{（米住宅価格）} \\ & + 0.136 \cdot \text{（米ナスダック株価指数）} - 4.026 \end{aligned}$$

この式によると、輸入浸透度は資産価格が下落しないことには低下しない。同時に、輸入浸透度と貯蓄率の相関関係も存在するため（第15図）、資産価格を低下させることによる貯蓄率の上昇も期待できる。ドル安、株安、住宅安を同時に進行させていくわけだが、適正ラインをしっかりと見定める必要が生じる。この分析によると、輸入浸透度を1%下げるには、一例として、ドル実効レートを5%、米住宅価格を5%、ナスダック株価指数を15%下げる必要がある。この上でアメリカの経済成長率を1%ほど下げると経常収支赤字は改善される。経済をマイナス成長させず、1～2%の成長率にソフトランディングさせなければならない。

（参考文献）

- ・ 吉富勝『アジア経済の真実』東洋経済新報社 2003年
- ・ 経済産業省『経済白書 平成17年版』2005年
- ・ 宿輪純一『アジア金融システムの経済学』日本経済新聞社 2006年
- ・ 白井早百里『人民元と中国経済』日本経済新聞社 2004年
- ・ 黒田東彦『通貨の興亡』中央公論新社 2005年
- ・ 小野亮、「拡大する米国の対外不均衡」みずほリサーチ 2005年5月
- ・ 平石隆司 「グローバルインバランスへの4つの視角」 2006年5月
- ・ 吉富勝 「新たな世界的不均衡の解決における東アジアの役割」REITI 経済産業研究所 2005年12月
- ・ 吉富勝「8000億ドルの経常赤字を解決するパン・パシフィック合意」週刊エコノミスト 2006年8月14日号
- ・ 吉富勝「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」REITI 経済産業研究所 2005年5月
- ・ 吉富勝「米国の経常赤字が持続可能ではなくなるとき」REITI 経済産業研究所 2006年8月
- ・ 伊藤さゆり「不均衡是正のための人民元高加速の可能性」Weeklyエコノミスト・レター ニッセイ基礎研究所 2006年5月
- ・ THORBECKE, Willen 「グローバルな経常収支不均衡の是正に向けて」REITI 経済産業研究所 2006年8月

-
- 熊野英生「ドル価値と対外不均衡をめぐる議論」Financial Trends 第一生命経済研究所 2005 年 8 月
 - 水野和男「制御不能に陥った世界の対外不均衡問題」水野レポート 三菱UFJ証券 2006 年 6 月
 - 武藤幸治「世界で資産 2500 億ドル 膨張する「イスラム金融」」週刊エコノミスト 2006 年 10 月 17 日号
 - 鈴木将覚「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 2005 年 8 月
 - O.Blanchard, F.Giavazzi and F.Sa, 'THE US ACCOUNT AND DOLLAR' Discussion Paper No.4888 February 2005