

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〜

伊豆 久

はじめに

IMFは、五月二五日付けで、米国経済に対する年次報告書を発表し、拡大を続ける経常収支赤字に警告を發した。⁽¹⁾ 報告書は、米国がこの一年間、世界経済の成長の機関車としての役割を果たし、向こう二年間の見通しも良好であるとする一方で、その「対外不均衡は、世界経済にとっての重大なリスクである」と指摘、「対外ポジションと為替レートの漸進的な調整がもつとも可能性の高いシナリオである」と述べている。

九〇年代初めに一旦収束していた米国の経常収支赤字は九〇年代後半に再び拡大し、その持続可能性(sustainability)が疑問視されるようになった。しかしながら、米国経済がITブームにわいていた当時は、①経常収支赤字は大きいものの、財政赤字は黒字化しており、赤字は「双子」化していないこと、②経常収支赤字の裏側にある資本収支黒字の内訳を見ると、対米M&A、株式・社債投資などが中心となっており、このことは、米国経済に対する市場の高い評価を意味していること、などから、懸念するに当たらないとの見方が支配的だった。

ところがITバブルが崩壊し、さらに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

から状況は一変した。經常収支赤字がさらに増大する一方で、①財政収支も赤字に転落、赤字幅も急速に拡大しており、②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米国国債購入）に多くを依存するようになったのである。資金調達部門（米国の財政赤字）・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、現在の米国経済とドルが「人為的に」支えられていることを意味し、したがって何らかの調整が必要ではないかとの見方が広がっているのである。

しかしながら、一昨年頃から、一部の有力な論者より、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、すなわちある種の固定相場制度の復活であり、調整を要するところか、むしろかなりの安定性を備えたものである、との興味深い主張がなされ始めた（後掲参考文献参照）。米国サンフランシスコ連銀が、今年一月、この問題提起をめぐってシンポジウムを開催するなど関心も広がっているようである。ブレトンウッズ体制の復活とは何を意味するのか、以下、米国の対外赤字とドルをめぐる最近の議論を紹介することとしたい。

1 「ブレトンウッズ体制復活」論

ここで言う「ブレトンウッズ体制復活」論（以下、「復活」論）とは、八〇年代にIMFエコノミストとして活躍したマイケル・ドゥーリ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・ベッグ制をとっているが、それはやがて中南米や欧州にも広がるだろう。それは七〇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、喧伝されるドル調整論とは反対に、ドルは、今後一〇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。欧州が対ドルレートを釘付けするようになるとは、一見突飛な主張のように思えるがよく聞くと興味深い点も少なくない。

(1) 対米投資の特徴

「復活」論は、まず、現在のドル（したがって米国の経常収支赤字）が、アジア諸国の外貨準備保有によって支えられていることを強調する。ここで言うアジア諸国とは、明らかに固定相場制をとる中国やマレーシアだけでなく、事実上の対ドル・ペッグ政策をとるインド、韓国、台湾、インドネシア、そして日本を含む。

言い換えると、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いことを強調する。すなわち、世界各地の多様な投資家の資金が満遍なく米国に流入しているのではない。金融機関などの民間金融機関のウエイトは低く、また欧州などアジア以外の地域からの資金も少ない。しかし、アジア諸国の通貨当局によるドル保有がそれらを埋め合わせているのである。

では、現在の対米資金流入構造がこうした特徴をもつようになったのはなぜだろうか。欧州の企業や機関投資家が対米投資を大幅に引き下げているのは、一言で言えば、二〇〇〇年以降のITバブルの崩壊によりその魅力が低下したからである。ところが、アジアでは欧州と全く事情が異なる。九七年のアジア危機以降、アジア諸国は、直接投資の受入れと輸出の拡大の鍵としてきた。それを支えるべく為替市場に介入、自国通貨を売りドルを買い続けることで、自国通貨を安い水準に誘導・固定しているのであって、それによって増大した外貨準備ドルが米国内債（一部政府機関債を含む）に投資されているのである。

(2) 民間投資家とアジア通貨当局との違い

こうした現在の対米資金構造に対して、「アジアの通貨当局も外貨準備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が多いが、「復活」論は、それを投資家の属性を理解しない主張として退ける。すなわち、確かにリスクとリターンをベースに行動する民間の金融機関であれば運用対象の偏りは重大な問題であり、ただちに是正されるであろう。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にとってリスク・リターンは二義的な問題にすぎないのであり、ドル暴落を招きかねない準備通貨の分散化を実施することはない、と反論する。では、アジアの通貨当局を一義的に規定している要因は何だろうか。

(3) 冷戦終結後の開発戦略

中国をはじめとするアジア諸国は、九七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。しかしながらそれを、アジア危機によって海外短資依存や外貨準備不足のリスクを学習したから、と理解するのでは不十分だと「復活」論は指摘する。現在の「外資誘致⇨輸出依存」型の開発戦略の背景にあるのは、アジア危機というより、冷戦終結によって旧社会主義圏を含む多くの途上国が新たに世界市場に組み込まれたという、より大きな変化である。多数の農村人口・半失業者を抱えたまま、突然に資本主義世界への参入を余儀なくされた途上国は、「ワシントンコンセンサス」の開放・規制緩和政策の影響もあいまって、もはや「国内市場の育成・輸入代替化」型の政策をとることは許されず、「外資誘致⇨輸出依存」型の

開発戦略に活路を求めるほかなかった。それがアジア地域の場合、アジア危機によって加速されているにすぎないのである。だからこそ、この戦略は、例えば中国の場合、国内経済・政治にとつての最大の課題である農村の余剰労働力の工業・近代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、それには少なくとも一〇年以上の時間が必要である。

ところが、欧州市場は米国市場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米国市場に依存するほかない。それゆえ、ドル暴落のリスクを負ってまでアジアの通貨当局が準備通貨の分散化に動くことはない、「復活」論は指摘する。たとえドルに集中した外貨準備の保有がポルトフォリオ上は不利であっても、そのデメリットは、輸出主導型の開発戦略のメリットによって十分にカバーできるからである。

経済の論理によつて動く（欧州の）民間投資家と異なり、こうした大きな政治的目的を担う開発戦略が背景にある以上、単なるポルトフォリオ上のデメリットによつて通貨当局が動くとは考えられない、と「復活」論は言うのである。

（4）米国経済への影響

こうしたアジア諸国の開発戦略、それによるドル保有の増加は、では、米国経済にはどのような影響を及ぼしているのだろうか。アジア各国にとつては、通貨安が外国企業の進出と輸出の増大を通じて経済成長を促す一方で、米国では国債投資の増大によつて長期金利が抑制され、ドルは下支えされている。そのため、米国は経常収支赤字がいくら拡大しても引締め政策という調整コストを負担する必要がない。もちろん、こうした状況に対して米国の産業界や労組は不満を募らせているが、米国の投資・消費・戦争をまかなうためには現在の構造が必要

不可欠であり、後者の利害は前者を大きく上回っている。

さらに、こうしたアジア各国の外貨準備の増加は、そこに進出する多国籍企業にとっては、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。言い換えれば、アジアからの米国国債投資と米国からアジアへの直接投資は、一種のトータルリターンスワップとみなしうるものであり、こうした循環構造は米国とアジアの双方に大きなメリットを与えているのである。

このように考えれば、米国の経常収支赤字は、米国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言うことができる。

(5) ブレトンウッズ体制の復活

こうした米国を中心とする財と資本の循環構造は、基本的に、第二次大戦後から七〇年代初めまで続いたブレトンウッズ体制期のそれと同じである。すなわち、周辺国は低めに設定された固定相場を維持することで輸出の拡大に努めるとともに外貨準備を積み上げ、他方で、米国は基軸通貨を供給する中心国として経常収支の悪化に耐える、という構造である。ただ異なるのは、先のブレトンウッズ体制期の周辺国が日本や西ドイツだったのに対して、現在の、復活した、すなわち二度目のブレトンウッズ体制では先に述べたように新興市場国や移行経済国が新たな周辺国となっているだけなのである。

しかしながら、現在は、アジア諸国の開発戦略を傍観している欧州やラテンアメリカ、オセアニア諸国なども、やがてはこの復活したブレトンウッズ体制に参加せざるをえなくなるのではないかと、「復活」論は予測する。

中国を初めとするアジアの製品が米国市場を席捲し、他国の対米輸出シェアは低下を続けている。他の市場に

においてもアジアのプレゼンスは高まるばかりである。欧州企業はいつまでこうした状況に耐えられるだろうか。固定相場に固執する中国をいくら批判しても中国がそれに応えなければ、やがては、欧州もアジア諸国に追いついて、ユーロ安を目指したドル買い市場介入に踏み切らざるをえないのではないか。もしそうなれば、グローバルなレベルで、まさしくブレトンウッズ体制が復活するのであり、その可能性は高い、というのが「復活」論の主張なのである。

2 「復活」論への批判

米国の対外収支の現状については、何らかの調整が必要だとする見方が少なくない中で、この「復活」論は、現状の安定性・持続性を主張している点で特徴的である。しかも、その根拠を、国際通貨としてのドルの優位や米国経済の潜在的強さといった一般論に置くのではなく、現在の対米資本フローの特徴を踏まえつつ、その背景を冷戦終結後の開発戦略に求め、かつそれをブレトンウッズ体制の復活と規定するなど、極めて視野の広い、かつ大胆な主張となっている。

しかしその一方で、個々の事実や論点となると、疑問の残る部分も少なくない。以下、「復活」論に対する主な批判を整理してみよう（後掲参考文献参照）。

(1) 旧ブレトンウッズ体制との違い

まず、「復活」というには、現状と旧ブレトンウッズ体制の間には、いくつかの重大な違いがある。何より、IMF協定という明文化された国際協定にもとづく上一％の厳しい固定相場制度と、各国が独自の為替政策と

して任意にドル買い介入をするのでは制度的基盤、それゆえその持続可能性は全く異なる。さらに、金融のグローバル化が進んだ現在、その資本移動の大きさは、六〇年代のそれとは比較にならないほど大きい。次に述べるように厳しい資本管理を導入している中国においてもその影響は無視できないのであって、「復活」論のように經常収支や直接投資のみから国際通貨制度を規定するのは無理があるのではないか、という批判である。

(2) 投機的資金の役割

中国のドル準備の増加について、「復活」論は、余剰労働力を背景にしたへ外国企業誘致⇨輸出⇨による国際収支黒字が理由だと主張するが、それはそもそも事実を反している。中国の外貨準備が急増したのは〇三年からの二年間であり、ここでは直接投資以外の、すなわち浮動的な資本流入が大きなウエイトを占めている（国際収支表上の「誤差脱漏」を含む）。それらは、人民元の切り上げやドルとの金利格差による利益を目的とした資金であり、米国の金利引き上げが今後さらに続けば急減する可能性も小さくない。つまり現在の外貨準備の増加は、へ余剰労働力を背景にした開発戦略⇨とは異なる理由によるところが大きく、したがって、へ余剰労働力問題に目処がつくまで⇨増加しつづけるとは言い切れないのである。このように、「復活」論は活発な資本移動という国際金融システムの現状を十分に踏まえていない、という批判である。

(3) 米中経済への悪影響

「復活」論は、現在の資金循環が米国にも中国にも好影響を与えているとするが、その見方は一面的ではないだろう。米国議会においては固定相場に固執する中国への非難が高まりつつあり、一方の中国経済においても

長期にわたる市場介入がもたらすデメリットは小さくない。債券市場の未発達な中国では市場介入によるマネー供給を十分に不胎化することができないため、市場介入は直接的にインフレ圧力を高めざるをえない。それは一つには実質為替レートの上昇によって外資の進出や輸出にブレーキをかけることになり、他方で不動産市場等のバブル化を招きかねない。そうしたリスクをとまなう市場介入を、中国が今後長期にわたって続けるとは考えにくいという批判である。

おわりに

以上、米国の経常収支赤字をめぐる議論を紹介してきた。現状をブレトンウッズの「復活」とするのは確かに乱暴な議論と言わざるをえず、上に述べたように、ここ二年ほどのドル準備保有の急増が長期の開発戦略によるものと言えるかなど、疑問の残る点も少なくない。

しかしながらそれが、米国経済やドルの相対的な優位といった三〇年以上前から主張されてきたドル擁護論と異なり、アジア諸国による公的ドル保有という、最近の特徴を踏まえて、その根拠と今後を探ろうとしているところに一定の意義を見出すことは可能であるように思われる。さらなる議論の深まりが期待される。

注

- (1) IMF, 2005 Article IV Consultation with the United States of America Concluding Statement of the IMF Mission, May 25 2005.

参考文献

〈ブレア・ニューズ体制復活論〉

- ・ Michael Dooley, David Folkerts-Landau, and Peter Garber
 - 1 "Dollars and Deficits : Where Do We Go From Here?," Deutsche Bank, June 18, 2003.
 - 2 "An Essay on the Revived Bretton Woods System," *NBER Working Paper Series*, 9971, September 2003.
 - 3 "Asian Reserve Diversification : Does It Threaten the Pegs?," Deutsche Bank, February 2004.
 - 4 "Direct Investment, Rising Real Wages and the Absorption of Excess Labor in the Periphery," *NBER Working Paper Series*, 10626, July 2004.
 - 5 "The US Current Account Deficit : Collateral for a Total Return Swap," Deutsche Bank, August 2004.
 - 6 "The Revived Bretton Woods System : Alive and Well," Deutsche Bank, December 2004.
- 〈復興経緯集〉
- ・ Barry Eichengreen, "Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods," *NBER Working Paper Series*, 10497, May 2004.
 - ・ Steven B.Kamin, "The Revived Bretton Woods System : Does It Explain Developments in Non-China Developing Asia?," February 4, 2005.
 - ・ Eswar Prasad and Shang-jin Wei, "The Chinese Approach to Capital Inflows : Patterns and Possible Explanations," *IMF Working Paper*, April 2005.
 - ・ Nouriel Roubini and Brad Setser, "Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? The Risk of a Hard Landing 2005-2006," February 2005.

・ Edwin M. Truman, "A Revived Bretton Woods System? Implications for Europe and the United States," February 4, 2005.

(このひさし・客員研究員)