

## 〈世界的不均衡〉の拡大について

伊豆 久

はじめに

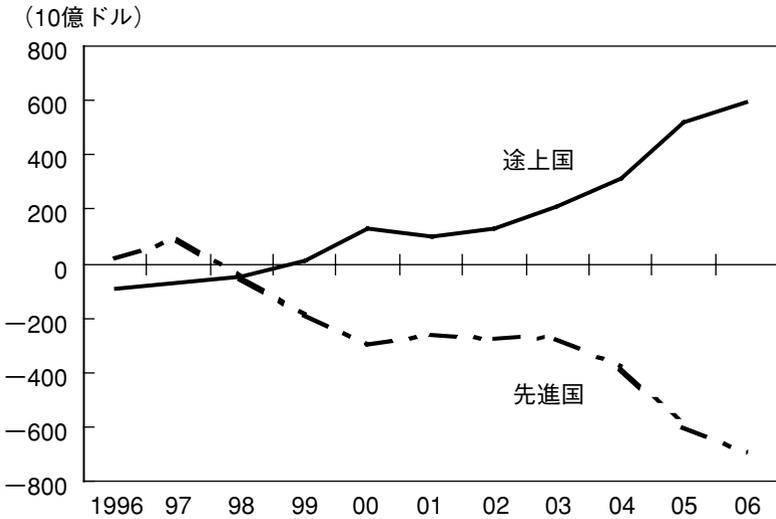
〈世界的不均衡 (Global Imbalances)〉が拡大を続けている。

図1は、世界の国々を先進国と途上国にグループ分けし、両者の経常収支の推移を示したものである。先進国側は赤字が、途上国側では黒字が拡大しており、その差は広がるばかりである。言うまでもなく、赤字を続ける先進国グループの中心は米国であり、途上国の中心は中国その他のアジア諸国である。

米国の経常収支赤字は、二〇〇五年に前年比一九% (一三六八億ドル) 増加し、七九一五億ドル、対GDP比で六・四%に達した。今年も上半期ですでに四三〇〇億ドルを越え、過去最高を更新するのは間違いないだろう。一九八〇年代以降、米国の対外赤字は、たびたびその危険性が指摘されてきたが、それでもGDP比五%を上回ることはなかった。双子の赤字が拡大しブラックマンデーが起こった八七年でも三・四% (一六〇七億ドル)、ITブームのもとで輸入需要が増大した二〇〇〇年でも四・二% (四一五二億ドル) どもりだった。それが今年には七%に迫ろうとしているのである (図2)。

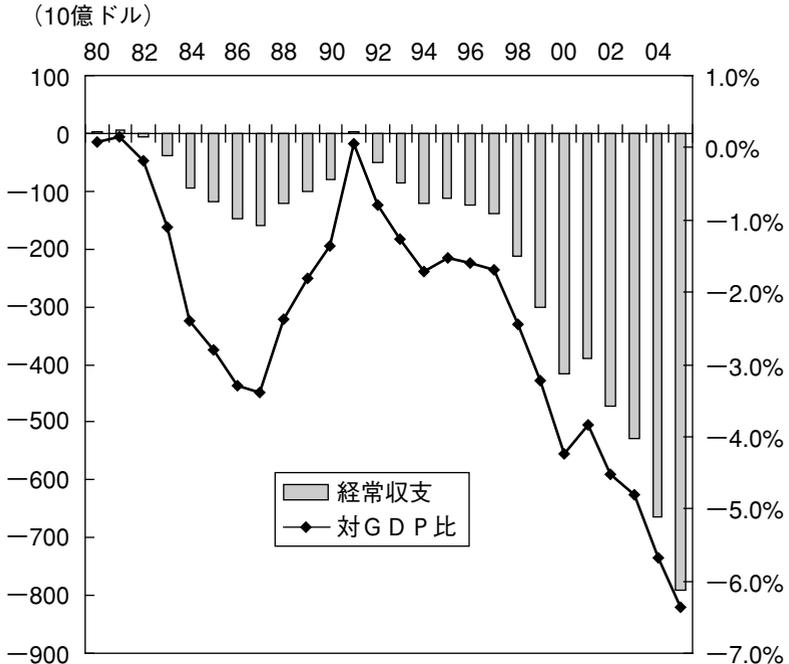
経常収支と資本収支は対称的な関係にあるから、このことは、中国を始めとする途上国から米国に巨額の資本が流れていることを意味する。経済学の教科書には「資本は、資本豊富な先進国から資本不足の途上国に移動する」と書かれているが、現状は全く逆なのである。その結果、米国の対外債務残高 (ネット) は二兆六九三八億

図1 先進国と途上国の経常収支



(出所) “A survey of the world economy,” *The Economist*, September 16, 2006.

図2 米国の経常収支赤字



(出所) 米国商務省経済分析局資料 (<http://www.bea.gov/>) より作成。

ドル（〇五年末）に達している（図3）。他方、中国の外貨準備は、今年七月末に九五〇〇億ドルを超え、先月（九月）には一兆ドルを突破したものと見られる。

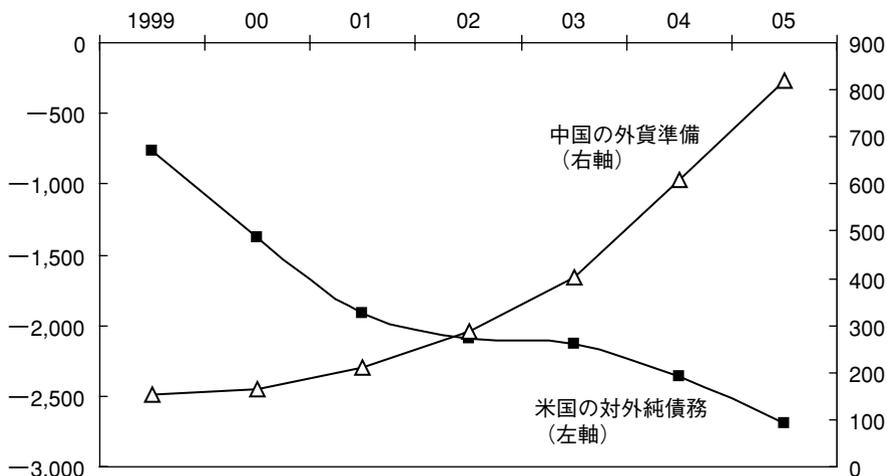
新興経済諸国の国際収支を表1で見よう。

まず經常収支を見ると、九六年（アジア危機直前）までは全体として赤字基調であったものの、二〇〇〇年以降は中国等のアジア諸国、中東、ロシアが巨額の黒字を計上している。世界の工場となった中国と中国へのサプライヤー的役割を担うアジア諸国、石油価格上昇の恩恵を受けている産油諸国である。そして經常収支だけでなく、資本収支においても、中国、中欧など多くの地域で入超が記録されている。先進国からの直接投資が増加したためである。

そしてこうした途上国は、經常収支・資本収支両面の黒字拡大による巨額の外貨流入に対して、自国通貨売り外貨（ドル）買いの市場介入で対応してきたのである。その結果、二〇〇〇年からの六年間で途上国の外貨準備は一兆五千億ドルも増え、例えば中国は、GDPの三七%、年間輸入額の一三四%にも相当する外貨を溜め込んでいる。外貨準備の適正額について明確な基準は存在しないが、一般的に、輸入額の三カ月分、満期一年以内の対外債務総額が最低ラインとされているようであるが、各国は、それをはるかに上回る額を保有していることになる。

つまり、米国が巨額の外赤字を抱える一方で、中国その他の途上国・産油国で対外資産が増え続けているのである。この「世界的不均衡」は、なぜここまで拡大したのだろうか。言い換えれば、ドル暴落の危険性が繰り返し指摘されながらも、今日まで為替レートにおいてもマクロ経済においても大幅な調整が生じることなく不均衡が持続・拡大してきたのはなぜなのか。そしてそれは今後の世界経済にどのような影響を与えるのか。へ世界

図3 米国の対外純債務と中国の外貨準備（10億ドル）



(出所) 中国人民銀行 (<http://www.pbc.gov.cn/>)、米国商務省経済分析局 (<http://www.bea.gov/>) 資料より作成。

表1 途上国の国際収支（10億ドル）

|     | 経常収支        |             |             | 資本収支        |             |             | 外貨準備        |             |             |             |              |                 |
|-----|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-----------------|
|     | 1990<br>~93 | 1995<br>~96 | 2000<br>~05 | 1990<br>~93 | 1995<br>~96 | 2000<br>~05 | 増減          |             |             | 残高          |              |                 |
|     |             |             |             |             |             |             | 1990<br>~93 | 1995<br>~96 | 2000<br>~05 | 2006年<br>7月 | 対GDP比<br>(%) | 対年間輸<br>入額比 (%) |
| アジア | 6           | -64         | 899         | 160         | 230         | 211         | 119         | 110         | 1,178       | 2,025       | —            | —               |
| 中国  | 20          | 9           | 347         | 35          | 79          | 291         | 4           | 53          | 664         | 941         | 37           | 124             |
| インド | -17         | -12         | -5          | 20          | 16          | 95          | 7           | 0           | 99          | 156         | 17           | 98              |
| 韓国  | -14         | -32         | 82          | 20          | 41          | 51          | 5           | 8           | 136         | 225         | 27           | 80              |
| 台湾  | 39          | 16          | 117         | -29         | -21         | 30          | 10          | -4          | 147         | 260         | 73           | 139             |
| その他 | -22         | -45         | 358         | 114         | 115         | -239        | 93          | 53          | 132         | 442         | —            | —               |
| 中南米 | -85         | -68         | -26         | 138         | 105         | 106         | 71          | 49          | 83          | 244         | —            | —               |
| 中欧  | -2          | -11         | -102        | 6           | 34          | 134         | 16          | 21          | 39          | 99          | 23           | 128             |
| ロシア | 1           | 18          | 290         | 9           | -26         | -31         | 10          | 7           | 167         | 243         | —            | —               |
| 中東  | -90         | 6           | 383         | 111         | 9           | -302        | -3          | 8           | 50          | 89          | —            | —               |
| 合計  | -170        | -119        | 1,445       | 423         | 351         | 117         | 214         | 195         | 1,517       | 2,701       | —            | —               |

(注) 国際収支は各期間における変化の合計。外貨準備高の対GDP比、対輸入比は06年4月ベース。  
 (出所) M. S. Mohanty and Philip Turner, "Foreign exchange reserve accumulation in emerging markets: what are the domestic implications?," *BIS Quarterly Review*, September 2006 (Table 1); *Global Financial Report*, IMF, September 2006 (Table1.5.)

的不均衡へについて整理してみよう。

## 1 不均衡下の均衡？

これほどまでの不均衡、特に米国の巨額の経常収支赤字が生じているにもかかわらず、為替面でもマクロ面でも大幅な調整が起きていないのはなぜか。例えば、ドルの暴落・人民元の急騰が生じていないのはなぜか。

それは、周知のように途上国側の市場介入がドルの買い支えとなり、獲得した外貨準備で米国国債投資がなされているからである。つまり、経常収支の不均衡と途上国の外貨準備（米国債投資）がコインの裏表の関係となり、それぞれは大きな不均衡であるにもかかわらず、両者は相殺しあつてある種の均衡が成立しているのである。

中国は、市場介入による人民元の低位固定によつて貿易黒字を維持し、市場介入で増加した外貨準備を、米国の国債・政府機関債に投資している。こうした対米投資が米国の長期金利を抑え、住宅ブームを背景とした米国の消費拡大を支えているのである。そして米国の消費主導型の内需拡大は、中国その他のからの輸入を増やし、中国の経常収支黒字はさらに拡大する・・・という循環が生じているわけである。さらに、世界の工場となった中国への外国企業の進出（直接投資の流入）が、民間資本収支黒字を増大させ、外貨準備を上乗せしている。また、こうした米中の牽引する世界経済の拡大は、資源価格の高騰を通じて中東・ロシア・中南米・オセアニア等の資源国の経常収支を大幅に改善し、その外貨収入がやはり米国に流入して、先の循環に拍車をかけているのである。

しかし、経常取引の側は、貿易取引を中心とする実体経済取引であるため、短期間で調整することはできない

にもかかわらず、資本取引の側は金融市場での取引であるから急激に変動する可能性がある。途上国が外貨準備をドルからユーロに変えるのは瞬時に可能であるが、といって、米国が経常収支赤字やその原因である個人消費を短期間に縮小させることはできないのである。それゆえ、途上国の米国国債投資が安定的かどうかが問題の焦点となる。

## 2 外貨準備によるファイナンス

九〇年代末にも米国の経常収支赤字は拡大し、その持続性が議論されたわけであるが、当時は米国への資本流入が市場ベースのものであったために、その「合理性」が強く主張された。すなわち、ITブーム期の対米投資の中心にあったのは、欧州の企業・機関投資家からのM&Aや株式・社債投資であった。米国企業の競争力の高さを評価する投資がおこなわれたのであり、その結果生じるドル高・輸入の増大は、むしろ米国の高い生産性の反映だとされたわけである。当時、クリントン政権の下で財政の黒字化が実現した結果（「双子の赤字」の解消）、対米投資では国債投資の比率が激減、資本の出し手においても（欧州の企業・機関投資家）、受け手においても（米国企業）、民間部門中心となったことが、米国経常収支赤字の「健全性」を裏付けるものとみなされたのである。

ところが、市場ベースであるということは、逆に言えば、市場環境が変化すればその影響を直接受けるということである。欧州からの対米投資は、ITバブルの崩壊によって事実上ストップした。しかしながら、それを肩代わりする形で、途上国からの外貨準備投資が急増してきたのである。では、それはどのように持続的あるいは合理的なのであろうか。

途上国外貨準備のほとんどがドルに集中しているのであるから、ドルが下落すれば巨額の為替差損が発生することになる。準備通貨の分散が始まれば、ドル売りユーロ買いの大規模な発生によってドルが暴落する可能性が考えられる。あるいは、貴重な国富の一部なのであるから、より効率的な運用が検討されてよいはずである。

しかし、そうした経済合理的発想は、現在のアジア等の途上国通貨当局にはあてはまらないとの主張も聞かれる。すなわち、一般の機関投資家であれば分散投資によって為替リスクを回避しようとするのは当然であるが、政策当局の場合、より高次の目的があれば運用リターンの追求（リスクの抑制）はそれに従属せざるをえない。中国等にとって、外国企業導入・対米輸出主導型の経済成長の維持こそが最高レベルの政策課題であるため、それを支える自国通貨売りドル買い市場介入を、中断することはないのではないか。結果的に、ドル準備が累増していくことになるが、その為替リスクは、現在の経済成長戦略を維持するためのコストとして十分受け入れ可能な範囲にとどまるからである。

しかし、このことは言い換えれば、一定の経済成長が維持されれば、あるいは現在の極端な外需依存経済から幾分までも内需のウエイトが高まることになれば、こうした「市場介入⇨外貨蓄積型」の経済戦略も、一定の修正を受ける可能性が出てくるということである。そのときには為替政策の柔軟化が図られるであろう。

### 3 市場介入による金融政策への制約

中国が行っている大量の市場介入（⇨人民元売りドル買い）は、ドル準備を増加させると同時に、国内的にはマネーサプライの増大をもたらす。一方で、中国では設備投資・銀行貸出のバブル化が懸念されており、国内的には引締め政策が必要なはずである。つまり、固定相場制度という対外的な金融政策と国内の金融政策の矛盾が

顕在化しつつあるのである。

売りオペによって介入資金を回収する（不胎化）ことができればその影響は相殺できるが、そのためにはオペ対象となる市場の整備が前提となり、それは必ずしも十分でない。となると、金利の引き上げという選択肢があるが、金利を引き上げると、逆に、金利差益を目的とする投機資金の流入を招き、へ通貨上昇圧力↓さらなる市場介入へという悪循環に陥りかねない。

すなわち、固定相場の維持が金融政策の自由度を大きく制約しているのであって、IMF等が、中国に通貨変動幅の拡大・変動相場制への移行を促しているのは、こうした理由による。

こうした状況に対して、中国は、預金準備制度にもとづく準備比率の引き上げや裁量的な（窓口指導的な）引き締め政策で対応しているのであるが、過剰投資・貸出のソフトランディングを目指した微妙な政策運営の行方は、国際的な資金フローにも大きな影響を与えることになるであろう。

#### 4 新プラザ合意？

では、この「世界的不均衡」はどのように解消されるのだろうか。

一つの有力な見方は、現在の不均衡は、政府と家計両方で過剰消費を続ける米国にとっても、輸出主導型の成長を続ける途上国側にとっても、奇妙に居心地の良い状態であるため、政策当局者に不均衡解消に向けたインセンティブはないに等しく、したがって現在の状況は当分続くというものである。

米国の産業界・議会では対中貿易赤字を問題視する声も上がっているが、八〇年代の対日貿易摩擦の時ほどの広がりはない。また、米国の過剰消費を改善すべきだとの意見が強まってはいるものの、歴史的な低インフレ状

況が続いているため、引き締め政策をとる必要性は薄れている。それどころか、足もとでは住宅価格の下落に原油価格の頭打ちが重なって、FRBは引き下げに転換する可能性が高いと見られている。

黒字を積み上げる途上国の側としても、不均衡が、貧しい国が富裕国にモノとカネを提供することを意味するものだとすると、それが経済成長のエンジンである以上、ただちに不満を表明すべき状況にはない。

しかし、と言って不均衡が無限に拡大しつづけると考えていいのだろうか。

むしろ政策当局者の危機感の欠如こそ危険であるとの指摘もなされている。例えば、G七にBRICS諸国等を加えたG二〇レベルで、新たな多角的マクロ調整を実施すべきだとの提案がある。米国が途上国からの資本流入に依存している以上、八〇年代のような先進五カ国・七カ国での調整では意味をなさない。ある程度の経済規模をもつ新興経済国をメンバーに含め、米国は財政赤字の削減を公約し、他国は対ドル為替レートの引き上げを実施することにはどうか。つまり、新プラザ合意である。

こうした提案に対しては、国際金融市場がここまで拡大した現在、当局間の合意がどこまで実効性をもつのかという批判がすぐに思い浮かぶが、八〇年代と異なり外貨準備という公的資金のウエイトが大きいという現状からすると、全く非現実的な考え方とは言えないように思われる。

しかしながら現在のところ、こうした国際協調を呼びかける国はどこからも現れそうにない。極めて危険な安定が、当面続くことになるのではないだろうか。

#### 参考文献

・ Cline, William, "The Case for a New Plaza Agreement," *Policy Briefs* (Institute for International Economics), December 2005.

- ・ IMF, *Global Financial Stability Report*, IMF, September 2006.
- ・ Mohanty, M. S. and P. Turner, "Foreign exchange accumulation in emerging markets : what are the domestic implications?," *BIS Quarterly Review*, September 2006.
- ・ Reddy, Y. V., "Implications of global financial imbalances for the emerging market economies," November 4, 2005 ([www.rbi.org.in](http://www.rbi.org.in)).
- ・ Summers, Lawrence, "Reflections on Global Account Imbalances and Emerging Markets Reserve Accumulation," Harvard University, March 24, 2006 ([www.president.harvard.edu/](http://www.president.harvard.edu/)).
- ・ Truman, Edwin, "Postponing Global Adjustment : An Analysis of the Pending Adjustment of Global Imbalances," *Working Paper Series* (Institute for International Economics), July 2005.
- ・ Wooldridge, P. D., "The Changing composition of official reserve," *BIS Quarterly Review*, September 2006.
- ・ "A survey of the world economy," *The Economist*, September 16, 2006.
- ・ 拙稿「人民元の切り上げをめぐる」本誌 一六二八号、二〇〇五年二月。
- ・ 拙稿「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る—」本誌 一六三〇号、二〇〇五年六月。

(こが ひやう・客員研究員)