



Munich Personal RePEc Archive

**Global Economic Crisis and Movements
of Cross-Border Capital Flows
—Implication to the Global Economic
Order—**

Shirai, Sayuri

Keio University

November 2009

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/18619/>
MPRA Paper No. 18619, posted 15 Nov 2009 08:17 UTC

世界経済危機とグローバル・マネーの変動

—国際経済秩序へのインプリケーション—

(Global Economic Crisis and Movements of Cross-Border Capital Flows

—Implication to the Global Economic Order—)

慶応義塾大学

総合政策学部教授

2009年11月

白井さゆり

Prof. Sayuri Shirai

<http://www.paw.hi-ho.ne.jp/~sshirai/>

世界経済危機とグローバル・マネーの変動

—国際経済秩序へのインプリケーション—

慶応義塾大学・総合政策学部教授

白井さゆり

目次

はじめに	4
1. 世界経済の不均衡（グローバル・インバランス）	4
「世界経済の不均衡」とはどのような状態なのか	5
米国の「過剰支出」とアジアの「過剰生産」は表裏一体の関係	6
米国の「過剰消費」とアジアの「過剰貯蓄」の表裏一体の関係	6
2. グローバル・インバランスとブレトンウッズ-II 体制	8
ブレトンウッズ-II 体制とは	8
バーナンキ氏の「過剰貯蓄（GLOBAL SAVING GLUT）」仮説	11
新興アジア諸国が抱える矛盾	12
ブレトンウッズ-II 体制で予想されている「ハードランディング」シナリオとは	12
「現在の世界経済危機」と「予想されたハードランディング・シナリオ」との違い	14
現在の世界経済危機の原因：規制の失敗と市場からの資金調達への依存	16
3. 世界経済危機後のグローバル・インバランスの変化	17
世界経済危機の発生によって実現したり・バランス	17
持続する中国に対する米国の経常収支の赤字状態	19
「ブレトンウッズ-II」体制は存続しているのか	22
DOOLEY, ETAL. 等の見解：ブレトンウッズ - II 体制の復活	26
4. 不安定さを増すブレトンウッズ-II 体制	27
不安定さが増している要因：ドルの供給拡大	27
不安定さが増している要因：世界経済を牽引する消費力が不足するアジア	28
不安定さが増している要因：高まる保護貿易主義	29
2008 年中旬に導入した中国の新政策：ドル・ペッグ制への復帰と外貨管理規制の強化	32
人民元相場の調整の可能性	34
人民元の中長期的な動向	36
基軸通貨ドルの行方	36
国際準備通貨として SDR を活用する構想	39

5. 国際経済秩序へのインプリケーション	41
G20 金融サミットで合意した相互監視機能	41
世界経済秩序の行方	42
参考文献	43

はじめに

2007 年中旬に米国でサブプライムローン危機が発生し、2008 年 9 月にリーマン・ブラザーズの破綻を契機に世界経済は戦後未曾有の危機に直面した。それ以前の世界経済は、マクロ経済的にみて大きな「不均衡状態」(グローバル・インバランス)にあった。それは主に米国の経常収支の赤字とともにアジア諸国や資源国の経常収支の黒字が拡大している状況を指していた。この状態を、第二次世界大戦後から 1971 年まで存続したブレトンウッズ体制の名にちなんで「ブレトンウッズ-II」体制と呼ぶ見方が広く支持を受けている。

これまでブレトンウッズ-II 体制は当面は持続可能であると考えられてきた。中国などのアジア諸国が輸出主導の経済成長戦略を続け、その目的で外国為替市場に介入して対ドル相場を安定化させている限り、対米投資を続け米国の経常収支の赤字をファイナンスするインセンティブが働いているからである。だが、この体制には不安定さが内在しており、対米投資が突然ストップしてドル・米国債券・米国株の大量売却による価格の暴落が起きて米国で深刻な景気後退・金融危機が発生し、それにもなつて世界経済が大きな打撃を受けかねないリスクをはらんでいた。リスクが現実化した場合の米国と世界経済に及ぼす衝撃の大きさから、この状態は「ハードランディング・シナリオ」と呼ばれている。このシナリオの発生確率は低いが米国が経常収支の赤字を拡大し続け、対外債務が累積していけばいずれは発生すると予想される世界経済危機である。これにより、マクロ経済の不均衡状態(グローバル・インバランス)は是正(リ・バランス)されるが、世界不況とデフレを誘発するおそれがある。

現在の世界経済危機は、このハードランディング・シナリオで予想された危機とは異なる性質のものであり、明確に予想されていたわけではない。リーマン・ショック発生直後の世界では「デ・レバレッジ(レバレッジの解消)」のプロセスでドル需要が高まってドル高になり、しかも「安全資産(flight-to-quality)」として各国通貨当局や民間投資家が米国財務省証券への投資を増やす行為が見られたからである。

だが、世界経済危機の発生によってマクロ経済の不均衡は是正されつつある。そこで、本稿では世界経済のリ・バランスがどのようなプロセスでなされているのかを分析する。さらに、リ・バランスが生じているとしてもブレトンウッズ-II 体制を特徴づける構造は存続しているのかを考察する。

本稿では、第 1 節でグローバル・インバランスを定義し、データを用いて解説する。第 2 節では、ブレトンウッズ-II 体制の特徴を示し、ハードランディング・シナリオで想定される世界経済危機と現在の危機との違いを明確にする。第 3 節では、現在の世界経済危機に注目し、どのようにして是正がなされているのかを分析する。そしてマクロ経済の不均衡は縮小しているものの、ブレトンウッズ-II 体制は米中関係をいっそう強化しており、同体制を特徴づける構造が存続していることを示す。第 4 節では、ブレトンウッズ-II 体制に内在する不安定性が世界経済危機の発生によっていっそう高まっていることを指摘する。同時に、中国の為替制度、基軸通貨としてのユーロの可能性、ドルの行方についても考察する。第 5 節では、2009 年 9 月 24~25 日に米国ピッツバーグで開催された G20 金融サミットで合意された「強固で、持続可能な、バランスのとれた経済成長のためのフレームワーク」に注目し、今後の世界経済秩序の方向性について検討する。

1. 世界経済の不均衡(グローバル・インバランス)

第 1 節では世界経済危機が発生する前の状況に注目し、世界経済の不均衡状態について展望する。

「世界経済の不均衡」とはどのような状態なのか

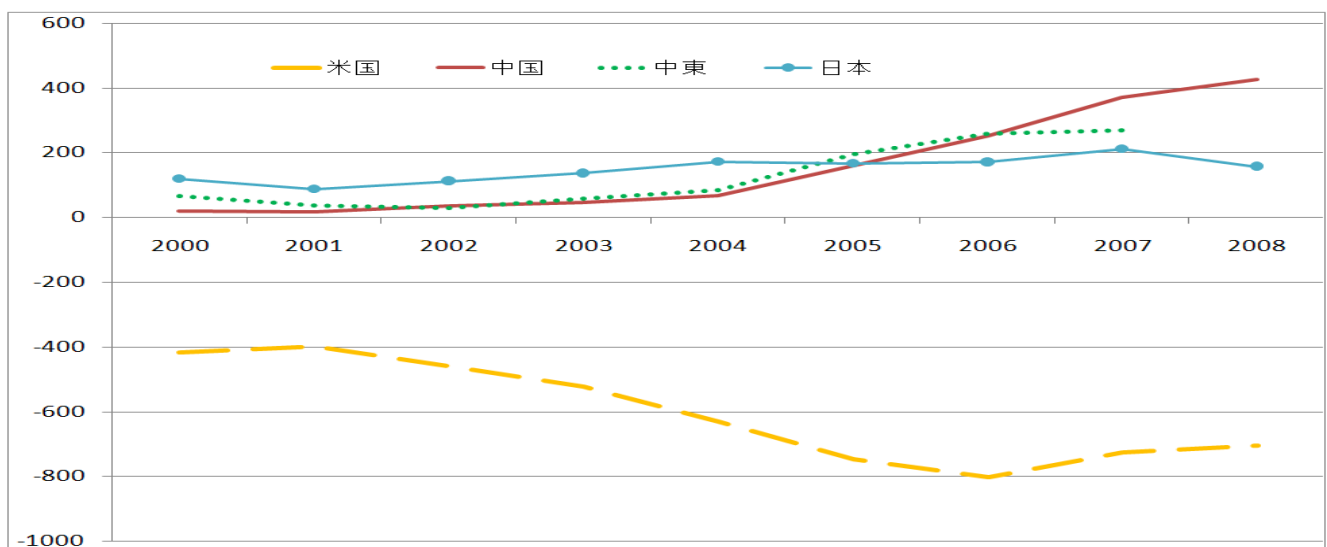
世界経済の不均衡とは、国際収支上の「経常収支」（財・サービスの貿易収支、所得収支、経常移転収支の合計）が著しくバランスを欠いている状態を指している。このうち「所得収支」は、配当・利子および賃金の海外からの受取から海外への支払を引いた金額である。「経常移転収支」は政府による無償資金援助、国際機関への拠出金、労働者の海外送金といった対価を伴わない取引の受取から支払いを引いた金額である。

具体的に言えば、世界経済の不均衡とは「拡大をつづける米国の大幅な経常収支の赤字状態」を指しており、それと表裏一体の関係として、「中国、日本、その他のアジア諸国、および資源輸出国による経常収支の黒字額が拡大している状態」を表している。

米国の経常収支の赤字は、経常収支の黒字国から米国へ向けた（純）資本流入でファイナンスされていた。アジア諸国や資源輸出国の多くは貿易黒字でたまったドルなどの外貨を「外貨準備資産」（通貨当局が保有する流動的または換金が容易な対外資産）として蓄積しており、その多くが米国の財務省証券、政府支援機関（たとえば、ファニーメイ、フレディマック）が発行する証券などに投資されていた。後者は最高格付けのトリプルAを取得しており、財務省証券とほぼ互角の安全（リスクフリー）資産とみなされていた。

米国の経常収支はかねてより世界最大の赤字額を記録している。経常収支の赤字額は2001年の3983億ドル（米国のGDPの3.9%）から2006年にはピークの8035億ドル（6%）へと2倍以上も増えている。2007年においても7266億ドル（5.2%）という大幅な赤字額を維持していた（図1を参照）。一方、世界最大規模の経常収支の黒字額を計上していたのは中国である。中国の経常収支の黒字額は2001年の170億ドル（GDPの1.3%）から2006年には2530億ドル（9.5%）へと急増し、その後も拡大を続けて2007年には3720億ドル（11%）を達成している。2005年にはドイツを、2006年には日本を抜いている（ドイツは経常収支の黒字額が大きい、ユーロ圏全体の対外的な経常収支が小さいことから図1には示していない）。このほか、地域としては石油を輸出する中東やロシアが、石油価格の上昇をきっかけにして2004年から経常収支の黒字幅が拡大している。

図1. 主要国の経常収支の動向（単位：10億ドル）



出所：IMF, Balance of Payments Statistics をもとに筆者作成。

米国の「過剰支出」とアジアの「過剰生産」は表裏一体の関係

世界経済の不均衡について理解を深めるために、経常収支についてさらにみていくことにする。まず、「粗国民可処分所得」(Gross National Disposable Income)を定義する。(粗国民可処分)所得は、国内総生産(GDP)に、「所得収支(IB)」と「経常移転収支(TR)」を加えたものである(下記(1)式を参照)。

$$\text{(粗国民可処分) 所得} = \text{GDP} + \text{IB} + \text{TR} \quad (1)$$

GDPの定義である、家計の最終消費支出(C)、民間投資($I_{\text{民間}}$)、一般政府の最終消費支出($G_{\text{政府}}$)、一般政府の投資($I_{\text{政府}}$)、財・サービスの輸出(EX)と輸入(IM)の差の合計を(1)式に代入すると、(2)式が得られる。

$$\text{粗可処分所得} = C + I_{\text{民間}} + G_{\text{政府}} + I_{\text{政府}} + \text{EX} - \text{IM} + \text{IB} + \text{TR} \quad (2)$$

ここで「総支出」を、家計・一般政府の最終消費支出および民間・一般政府の投資の合計額と定義し、(2)式を書き換えると(3)式が得られる。

$$\text{粗可処分所得} - \text{総支出} = \text{経常収支} \quad (3)$$

米国のように経常収支が赤字の場合、(粗可処分)所得が総支出を下回っていることになり、「過剰支出」の状態にある。一方、中国や日本のように経常収支の黒字の場合、所得が総支出を上回っており、「過剰生産」の状態にある。所得の大半は、国内で生産された財・サービスの総額が占めていることから、米国が生産を上回る支出を増やすことで、アジアの「過剰生産」を支えてきたといえる。あるいは、米国の過剰支出をアジアの過剰生産によって支えていたともいえる。

米国の「過剰消費」とアジアの「過剰貯蓄」の表裏一体の関係

世界経済の不均衡状態は、別の角度からみれば貯蓄と投資の乖離(ギャップ)が大きい実態を示している。この関係は次のようにして導ける。「(粗国民)貯蓄(Gross National Saving)」は、前述の(粗国民可処分)所得から民間(家計と企業)と一般政府の最終消費支出を差し引いて得られる。「(粗)投資(Gross Investment)」は民間と政府の固定資本形成と在庫の変化の合計である。

(3)式を書き換えると、下記の(4)式のように「(粗国民)貯蓄」と「(粗)投資」の差は経常収支に等しいという関係を導ける。米国のような経常収支の赤字国では貯蓄が投資を下回る「貯蓄不足」となっており、逆に中国や日本のように経常収支の黒字国では貯蓄が投資を上回る「貯蓄過剰」となっている。

$$\text{粗国民貯蓄} - I = \text{経常収支} \quad (4)$$

表1は米国の貯蓄率が2000年の18%から2006年の15%へと3ポイント低下する一方で、投資率が21%から20%へと1ポイントほど低下していることを示している。このことから経常収支の赤字幅の拡大は、主として貯蓄率の下落、すなわち消費の対GDP比が上昇したことが原因だとわかる。消費拡大の多くは家計によってなされている。家計の最終消費支出はGDPの7割を占めておりこれが拡大して貯蓄率が低

下する傾向が続いてきたことから、米国は「過剰消費社会」とも呼ばれてきたのである。

さらに米国では一般政府の財政収支の対 GDP 比が 2000 年には 1.6%と黒字であったのが、2001 年から赤字の 0.4%に転換し、2002～05 年は 3%以上に悪化し、2006 年でも 2.2%の赤字であったことも国全体の貯蓄率を引き下げ、経常収支の悪化の一因となった。

一方、中国では経常収支の対 GDP 比が 2001 年にはわずか 1%であったのが、2006 年には 10%、2007 年には 11%へと大幅に拡大している。これは貯蓄率が 2000 年の 37%から 2007 年には 52%へと 15 ポイントも急上昇したことが原因である。この間に投資率も 35%から 43%へと 8 ポイント上昇したが、貯蓄率の上昇幅が上回っている。同期間に家計の最終消費支出の対 GDP 比は 46%から 35%へと大幅に上昇していることから、家計の消費の伸びが GDP の伸びと比べて低く、経済成長によって得られた所得増の多くが貯蓄に回っていたことがうかがえる。

ただし中国では家計の貯蓄だけが貯蓄率増の背景にあるわけではない。(粗国民)貯蓄率は、政府部門・企業部門・家計の貯蓄率から構成されている。中国の場合、企業部門には国有企業の利益・内部留保が含まれており、この企業の貯蓄率が高いという特徴をもっている。国有企業は通信・輸送・鉄鋼・金融・資源・軍需などの戦略的に重要な分野では大半が寡占的な状態にあり、しかも配当を政府に支払う義務がない場合が多い。これに加えて、国有商業銀行が中心の金融システムでは、政府による金利規制が存続しており、銀行による貸出金利は低く抑えられており、国有企業は民間企業よりも融資を受けやすい。中国には安価な労働者が内陸部に多く、低賃金の労働者を確保できる。燃料や地代も低く抑えられている。人民元が対ドル安定化政策によって過小評価されていることも輸出企業によって有利になっている。これらの要因が重なって、中国の企業利益が大きく、企業貯蓄率が増えていく原因となっている。民間企業の場合、とくに中小企業の場合には銀行融資を受けにくいことから内部留保を蓄積し、投資の主要財源としていることも企業貯蓄率を高める背景にある。

中国の企業貯蓄率は国際的にみても、これまでの趨勢と比べても非常に高い水準にある。2009 年 7 月 30 日号の英誌エコノミストによると、2008 年の中国の粗国民貯蓄率は、家計 25%、企業 20%、政府 7%であると指摘している。

表 1. 米国、中国、日本の貯蓄、投資、経常収支の動向 (GDP に占める割合)

		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
米国	粗国民貯蓄(%GDP)	18	16	14	13	14	15	15	14	12
	粗投資(%GDP)	21	19	18	18	19	20	20	19	17
	経常収支(%GDP)	-4	-4	-4	-5	-5	-6	-6	-5	-5
中国	粗国民貯蓄(%GDP)	37	38	40	44	47	48	49	52	53
	粗投資(%GDP)	35	36	38	41	43	44	45	43	44
	経常収支(%GDP)	2	1	2	3	4	7	10	11	10
日本	粗国民貯蓄(%GDP)	28	27	26	26	27	27	28	29	27
	粗投資(%GDP)	25	25	23	23	23	24	24	24	24
	経常収支(%GDP)	3	2	3	3	4	4	4	5	3

注：粗国民貯蓄と粗投資の差が必ずしも経常収支に等しくならない。統計上の誤差・脱漏、用いる為替レートなどによって値にずれが生じることに留意。

出所：IMF, International Financial Statistics; World Bank, World Development Indicators などをもとに筆者作成。

米国連邦準備制度理事会（FRB）議長のバーナンキ氏は、米国の経常収支の赤字が大きく、世界の長期金利が低い水準にあるのは、中国などアジア諸国の「貯蓄過剰（Global Saving Glut）」にあると主張している（Bernanke 2005）。米国の経常収支の赤字は、貿易パターン（米国製と外国製の財の質や生産構造、貿易政策、不公平な外国貿易など）にもとづいて説明するアプローチと前述した貯蓄・投資ギャップにもとづいて説明するアプローチがある。同氏は、特定の貿易関連要因だけでは米国の経常収支の赤字の大きさや最近の急増傾向を説明できず、後者のアプローチがより重要であると述べている。しかも、米国の財政赤字が米国の経常収支の赤字の主な原因であるというよく耳にする見解は正しくないと主張している。その理由として、1996～2000年に米国の財政赤字が黒字状態にあった時代に経常収支の赤字額が大幅に拡大した事実を説明できないし、ドイツや日本のように財政赤字の国が経常収支の黒字を維持している点をあげている。

むしろ、米国の経常収支の赤字の原因はアジア側にあり、1997～98年のアジア経済危機以降から多くのアジア諸国の経常収支が黒字化したことにあるとしている。アジア諸国の経常収支が黒字化した理由として、将来の経済危機に備えるために、そして輸出志向の経済成長戦略を遂行するために自国通貨の増価を抑えることで貿易黒字を拡大し、それにより外貨準備資産を蓄積するようになったからだと指摘している。インドネシア、タイ、韓国、マレーシアなどは1997～98年経済危機以降に、経常収支を赤字から黒字へと転換させている。シンガポールと中国は経常収支の黒字幅を拡大している。こうして多くのアジア諸国が経常収支の黒字を計上し、外貨準備資産は蓄積が進んでいる。

2. グローバル・インバランスとブレトンウッズ-II体制

2009年9月24～25日に開催されたG20金融サミットの直前の9月20日に、オバマ大統領は「失業率は依然として高いものの、米国経済は回復しつつあり、十数年に及ぶ米国の過剰消費によって生じた世界経済（の不均衡）をリ・バランスする時期がきた」と発言した。「われわれ（米国人）は中国人やドイツ人や他の諸国があらゆるものをわれわれに販売し、われわれは多額のクレジットカード債務やホームエクイティローンを増やして（消費をして）いるのに、われわれが何も彼らに売っていない時代に戻ることはできない」と発言した。つまりオバマ大統領は来るサミットの議題として主要国が協調して世界経済の不均衡を改善しようと呼びかけるとの立場を明確にしたのである。この発言には、現状を放置すれば、今回の世界経済危機の一因となった「世界経済の不均衡状態」（グローバル・インバランス）は持続し、各国が勝手な行動をとれば新たな世界経済危機が発生（ハードランディング・シナリオが実現）しかねないという懸念が表れている。第2節では、ハードランディング・シナリオについて解説するとともに、今回の世界経済危機はこの予想されたシナリオとは性質が異なっていることを指摘する。

ブレトンウッズ-II体制とは

ブレトンウッズ体制は第2次世界大戦後から1971年まで存続した国際協調体制である。ここでは、当時圧倒的な経済力を誇っていた米国が世界の「中心国」としてドルを金に対して1オンス＝35ドルで安定化させ、その他の諸国は「周辺国」として自国通貨をドルに対して安定させていた。当時の米国は貿易や国際資本移動の自由化が進んでおり、多額の貿易黒字を実現し、戦争で疲弊した日本や欧州などに長期資金を供与しこれらの諸国・地域の経済復興を支援していた。

一方、日本や欧州は国際資本移動規制を課しており、貿易の自由化もすぐには行わずに輸出を促進する

経済成長戦略をとっていた。日本では貿易自由化は1960年代から段階的に開始し、資本移動の自由化については1970年代から徐々に始め、1980年代にほぼ完全な自由化を推進した。敗戦による経済的荒廃から立ち直り、米国に対して貿易黒字が拡大していたドイツと日本では固定相場制のもとで自国通貨の過小評価状態が続き、それは輸出促進において有利に働いていた。これらの貿易黒字国は自国通貨を対ドル相場で安定させるために、外国為替市場に介入して外貨準備資産を蓄積した。ブレトンウッズ体制のもとで維持されていた固定相場制は米国が1971年にドルと金の兌換を停止したことで崩壊した。その後、スミソニアン協定を経て、世界は1973年から変動相場制に移行していった。

このブレトンウッズ体制の名にちなんで、前述の世界経済の不均衡状態（グローバル・インバランス）を「ブレトンウッズ-II」体制として説明する見解が広く支持されている。この見解は、Dooley, et al. (2003)によって提唱されたものである。

ブレトンウッズ-II体制では、米国が「中心国」、中国などのアジア諸国を「周辺国」として位置づける。かつては周辺国であった日本や欧州はすでに周辺国としての地位を卒業して現在では先進国となっている。日本も欧州も現在は変動相場制を採用している。ドイツを含む共通通貨ユーロを採用する域内では、対ドル相場では変動相場制を採っている。日本では2004年上旬まで外国為替市場に介入し、過度な円高を抑制する政策をとっていたが、それ以降は介入を行っておらず完全な変動相場制に移行している。このため、輸出産業を支援する目的で自国通貨を対ドル相場で安定させる為替制度は採用していない。

米国は変動相場制を採用している。対外投資は民間投資家が担っているため、米国は「資本収支国」と分類される。だが、米国の内需主導の経済成長戦略は海外からの資本流入（対外借入れ）に依存している。海外が経常収支の黒字化によって蓄積した「海外貯蓄」に依存しているために、米国経済の本質は「貿易収支国」として特徴づけられる。つまり、米国は資本収支国と貿易収支国の両面を兼ね備えている。海外からの資本流入が続く限り、米国の消費・設備投資・住宅投資は持続するので、外国投資家ほど対外債務の拡大にはさほど注意を払っていない。

ドルは2002年あたりからユーロや英国ポンドに対して減価する傾向がみられていた。Dooley, et al. (2003)は、この傾向は米国の対外債務が拡大するにつれて米国の増え続ける経常収支の赤字を海外からの資本流入でファイナンスするのが難しくなるであろうとの市場の懸念を反映していると指摘する。そうであるならば、以前よりも高い利回りが得られないかぎり（あるいは現段階でドルが大幅にドルが減価して将来のドル高期待でも高まらないかぎり）、外国投資家は対米投資を控えるはずである。ところが、米国の利回りは上昇する傾向がみられなかったのである。

この理由として、中国などアジア諸国が自国通貨を対ドル相場で安定化させていることが考えられる（ユーロや円などの他の外貨に対してはかなり柔軟に変動している）。経常収支の黒字額が拡大している中国では、通貨当局（中国人民銀行）が輸出産業を支援するために自国通貨の増価を抑えようと外国為替市場に介入し、ドル買い（人民元売り）を行って外貨準備資産として蓄積している。その多くが米国財務省証券などに投資されているため、財務省証券への重要が高まって債券価格が上昇し、利回りの低下に寄与しているのである。米国にとっては長期金利を引き上げなくて済み、国内の消費や投資の拡大による内需型成長を持続できる。

Warnock and Warnock (2006)は1984～2005年の米国政府債券に対する外国通貨当局からの資本流入に注目し、海外からの資本流入がなければ米国財務証券の10年物利回りは1996年水準よりも90ベーシスポイント高くなっていたらろうとの試算を発表している。

ユーロ圏などは域外に対する貿易赤字額は小さく均衡状態に近い。このため、米国と比べて欧州の輸入

吸収力は低く、中国などアジア諸国が生産した大量の財の販売先として当てにできない。したがって消費が大きい米国市場に依存せざるをえない。このことからアジア諸国は「貿易収支国」として分類されている。中国の輸出志向の経済戦略による成功を目の当たりにしている新興アジア諸国は、変動相場制に移行するよりも、中国と同じように対ドル安定化政策を選択しがちである。Dooley, et al. (2003)は、新興アジア諸国も将来的には日本のように周辺国の地位を卒業していくと考えられるが、この状態は今後 10 年のうちに起きないであろうと予測している。

一方、ユーロ圏や英国などの欧州諸国は変動相場制を採用しており、通貨は 2002 年あたりからドル相場に対して増価する傾向にある。このため米国のこれらの地域・国にたいする貿易赤字は減少し、代わって対ドル安定化政策を採用しているアジアに対する米国の貿易赤字が拡大することになる。ユーロ圏や英国は通貨当局が外国為替市場に介入していないために外貨準備資産は少なく、米国財務省証券などへの投資も少ない。対外投資の担い手が主に通貨当局であるアジアとは対照的に、欧州では民間投資家が対外投資の担い手である (Shirai 2009c)。民間投資家は通貨当局よりも利回り・リスクに対して敏感であるため、米国の対外債務の拡大への懸念を強める。欧州は (ドイツなど一国単位でみれば確認できても) 域内全体としてみれば輸出志向の成長戦略を遂行していないことから、「資本収支国」として分類される。

欧州が対米投資を引き揚げれば、ユーロは対ドル相場で一段と増価し、欧州の対米貿易黒字は縮小するであろう。この結果、(対ドル安定化政策によって) ユーロに対して本国通貨が減価するアジア諸国は欧州と米国に対して貿易黒字を拡大させるであろう。それによってアジア諸国はさらに成長するが、欧州の財・サービスの輸出は抑えられてしまう。資金を米国から域内に引き揚げた欧州では資金余剰となって投資利回りは低下し、投資家は十分な投資収益をあげにくくなる。

以上の分析より、世界は (1) 中心国である米国、(2) 欧州などの資本収支国、(3) アジアの貿易収支国の 3 つの地域に分けられる。米国の経常収支の赤字は主としてアジアに対して発生している。(3) には中国の他に、香港、台湾、韓国、マレーシア、シンガポール、ベトナムなどが含まれると考えられる。日本については Dooley, et al. (2003) の分類では (2) に含まれていたが、2004 年上半期以降は外国為替市場への介入を停止しているため、現在では (2) に属すると考えるべきであろう。

表 2 によると、2006 年のアジア・太平洋に対する米国の経常収支の赤字は全体の 54% を占めていた。なかでも中国は米国の経常収支の赤字の 32% にもなる。米国の経常収支の赤字は資本流入によってファイナンスされているが、米国への純資本流入額の 55% が通貨当局による米国財務省証券の購入 (新規購入から売却を差し引いた差額) によってなされている。民間部門による財務省証券の購入額を加えると比率が 47% へと低下しているのは、2006 年は民間部門の売却が新規購入を上回ったからである。

米国の経常収支の赤字額は年々増加し、中国の経常収支の黒字額も増加していた。アジア諸国が輸出志向の経済成長戦略を取り続けている限り、外国為替市場への介入をやめて完全な変動相場制へ移行するとは考えにくい。このため、増え続ける外貨準備資産の多くを米国財務省証券などに投資し、米国の内需を支えていく構図は当面は変わらないと考えられる。

つまり、この世界経済の不均衡状態は当面は持続可能であると考えられ、この現象を「ブレトンウッズ-II」体制と呼んでいるのである。

表2. 米国の経常収支の赤字額に占める主要国の割合と資本収支の動向

	2006	2007	2008
米国の経常収支(10億ドル)	-804	-727	-706
アジア・太平洋(%経常収支)	54	62	61
うち、中国	32	40	44
うち、日本	14	15	13
ユーロ圏(%経常収支)	9	5	2
中東(%経常収支)	6	7	10
南米(%経常収支)	13	12	8
米国の資本収支(10億ドル)	779	657	534
通貨当局が保有する			
米国財務省証券(%資本収支)	55	41	102
通貨当局と民間が保有する			
米国財務省証券(%資本収支)	47	51	139

出所：Bureau of Economic Analysis のデータベースをもとに筆者作成。

バーナンキ氏の「過剰貯蓄 (Global Saving Glut)」仮説

世界経済の不均衡を説明するその他の有力な仮説としては、前述のバーナンキ氏による「過剰貯蓄」仮説がある。バーナンキ氏は、不均衡の原因はアジア諸国と資源国の過剰貯蓄にあり、米国の貯蓄不足はそれらの諸国の過剰貯蓄によってもたらされた世界的な金利低下傾向への対応の結果であるとみなしている。

タイ、インドネシア、韓国などのアジア諸国は 1997～98 年の東アジア経済危機以前には投資が貯蓄を上回る貯蓄不足の状態にあった（経常収支が赤字状態にあった）。この貯蓄不足を海外からの資本流入でファイナンスしていたため対外債務が増えて、97～98 年危機の原因となった。その後、アジア諸国は貯蓄不足から貯蓄過剰へ、経常収支を赤字から黒字へと転換し、貯蓄余剰を米国などの先進諸国へ投資している。

これに加えて、ロシア、中東地域、南米地域などで、資源価格の高騰によって経常収支の黒字額が増えるようになり、貯蓄超過状態が進んだ。こうして世界で貯蓄が増える国が多くみられるようになったが、その一方でそれに見合った国内投資が増えていない。この結果、世界的に貯蓄過剰となり、世界金利が低下したのである。米国では金利低下によって、住宅・商業不動産投資が活発化して不動産価格が上昇し、不動産・株式など資産価格の高騰によって（所得を上回る）消費が促されてきた。

つまり、米国の貯蓄不足は世界の貯蓄過剰という対外的要因によって引き起こされたのであり、米国は世界で生み出された貯蓄余剰を受け入れたに過ぎないというわけである。したがって、米国の経常収支の赤字（貯蓄不足）は米国の国内政策だけでは改善できず、世界の投資拡大、消費拡大（貯蓄低下）をもたらす政策を米国が支援していく方がマクロ経済の不均衡の改善にとって有効であると結論づけている。

この仮説は説得力が高い面があるものの、世界経済の不均衡状態の原因をすべて米国以外の要因に求めるのは無理があると思われる。米国は 1982 年から経常収支が黒字から赤字に転換し、1986 年以降は対外債務ポジションが「純債権国」（対外資産が対外債務を上回る状態）から「純債務国」（対外債務が対外資産を上回る状態）へと転換して以来、現在までこの状態を維持している。しかもドルは主要国の通貨に対して 1980 年代後半から減価する傾向が続いている。ドル一極体制に対する懸念は現在に始まったことではなく、以前から表明されてきている問題である。

新興アジア諸国が抱える矛盾

中国はかつて直接投資を中心に外国からの資金に依存して発展を目指す「純対外債務国」であった。しかし、2001年のWTO加盟をきっかけにして、貿易収支および経常収支の黒字額が大きく増えるようになったことで外貨が大量に流入し、現在では「純対外債権国」へと転換している。他のアジア諸国も、前述しているように経常収支を赤字から黒字に転換させ対外資産を増やしており、純対外債務残高のGDPに占める割合を減らしている。シンガポールはもともと経常収支が黒字であり純対外債権国であったが、そのポジションをさらに拡大している。どの国も外貨準備が対外資産の大きな割合を占めており、政府が主要な対外資産の保有者となっている。

外貨準備資産を対外債務残高の大きさと比べて増やすことができれば、経済危機が発生して資本流入が突然停止しても債務返済などに対応できる可能性が高まる。実際に、現在の世界経済危機がアジアへ及ぼした直接的な打撃が限定的であった一因は、1997～98年の東アジア経済危機に比べて、アジア諸国が潤沢な外貨準備資産を保有しており、とくに（償還期限が1年以内である）短期債務残高と比べて潤沢に保有していることにある。外貨準備が対外債務に比べて大きく不足して深刻な経済危機に陥ったハンガリー、ラトビアなどの東欧・バルト三国やアイスランドとは大きく状況が異なっている。

だが、外貨準備資産をもとにして米国や欧州へ投資を行っているということは、国内貯蓄の一部を国内またはアジア域内に回さず、先進国へ投資していることを意味する。これは、奇妙な現象である。先進諸国はすでに成熟国として高い所得水準にあり、インフラも相対的に整備されており、インフラの質も高い。しかも先進諸国の多くが高齢化社会に入っており、人口はすでに減少しているか今後減少していく見込みである。つまり、投資需要はそれほど大きくは増えないし、労働力の減少によって潜在成長率も低下する可能性が高い。したがって投資の利回りはそれほど高くはならない。

しかも世界から流入した資金の多くは、欧米では消費や住宅・不動産関連投資に配分されることが多い。住宅投資は持ち家を促進し、住宅関連消費をもたらす面があるが、ビジネス投資、IT設備投資、研究開発など一国の潜在成長率を引き上げるような生産的な投資につながりにくい（Bernanke 2005）。

一方、アジア地域では依然として発展途上にある国が多く、今後もしばらくの間は人口が増え続け、生活水準を引き上げていくためにも経済成長を持続あるいは高めていく必要がある。そのためにはインフラ、設備投資、教育、医療などの国内投資を拡充する必要があり、投資需要も高い。生産的な投資を行えば、労働力が増えていることもあって潜在成長率がさらに高まる可能性が高い。投資利回りは欧米よりも高いはずである。それにもかかわらず、より多くの資金を必要とするアジア地域から先進諸国に向けて、蓄積された貯蓄資金の一部が先進国に向かっているのはおかしな現象である。

したがって、このような現象は現時点ではアジア諸国に輸出主導の経済成長と雇用をもたらす、経済危機への対応能力を高めるプラスの面があるとしても、長い目でみれば生産的ではないし持続するものではないと思われる。

ブレトンウッズ-II体制で予想されている「ハードランディング」シナリオとは

世界経済の不均衡状態を「ブレトンウッズ-II」体制として特徴づけるアプローチによれば、この状況は当面は持続可能であるとしている。だが、この体制には本質的には不安定さが内在している。

米国の対外債務が増え続け、利払い負担が重くなれば、やがてこの状態は持続できなくなる。そうなれば、世界経済危機に陥るおそれが高まる。ここで描かれている「ハードランディング・シナリオ」では、拡大を続ける米国の対外債務の大きさについて欧州の民間投資家あるいはアジア諸国などの外国政府（通

貨当局)による懸念が強まっていくことで、米国に向けた資本流入が突然ストップし、世界経済危機が引き起こされるといえる。

またアジア諸国では、外貨準備の蓄積は通貨当局によるドル買い・自国通貨売りをともなうので、国内では自国通貨の流通量が増えている。その分だけ、マネーサプライが増えて、インフレ圧力が高まっている。当初は、中央銀行が「不胎化政策」(たとえば、国債を使った「売りオペ」や自ら中央銀行債を発行する政策)をすることによって自国通貨の流通量を吸収することで、インフレ圧力を抑制することは可能である。

だが、不胎化政策の継続はしだいに難しくなる。通貨当局が保有する国債保有量には限りがあり、中央銀行債の発行には利払いを伴うので通貨当局の財務の健全性を損ないかねないからである。

たとえば、中国人民銀行は、当初は保有する国債を売却する売りオペを中心に外為市場への介入に伴って不胎化政策を行っていたが、しだいに保有する国債が不足するようになり、2003年から中央銀行債の発行に踏み切っている。中央銀行債の満期についても最初は3ヵ月という短期であったが、1年物へと長期化して人民元の流動性を相対的に長く吸収することに努めているが、それは金利負担の上昇という副作用をもたらしている(Patnaik and Shah 2009)。サブプライムローン危機が発生して以来、米国のFRBが政策金利を5.25%から0~0.25%へと段階的に引き下げて以来、中国人民銀行が保有する外貨準備資産から得られる利回りは低下しており、逆ザヤを生んでいる。

しかも、マネーサプライの伸びを抑制するために、商業銀行へ適用する「預金準備比率」(預金の一部を通貨当局に預け入れすることを義務づける比率)を引き上げて融資を抑制し、中央銀行債の保有も義務づけている。さらに、2006年5月からは商業銀行が市場金利を下回る金利で一定額の中央銀行債を購入することを義務づけている。たとえば、2006年6月14日に1年物の中央銀行債を2.1138%の利回りで1000億円の発行する目標を設定したが、この利回りは市場利回りより0.4%低かった。1000億円の債券のうち、420億元を中国建設銀行、300億元を中国農業銀行、120億元を中国工商銀行100億元を中国交通銀行などが購入している。しかも預金準備比率を段階的に引き上げ、2008年には外国為替市場への介入によって新たに増加した流動性の7割ほどを吸収したという(Patnaik and Shah 2009)。

こうした状況は政府の商業銀行への介入が強めて銀行部門の健全な経営を損ない、銀行部門の改革を遅らせることになる。銀行システムの機能を低下させ、国際資本移動の自由化や人民元の兌換性の実現タイミングも遅れ、中国政府が目標とする2020年までに上海をロンドンやニューヨークに匹敵する国際金融センターへと発展させる構想の実現がいつそう遠のくことになる。

アジア諸国の通貨当局が保有する外貨準備資産が増えるほど、不胎化政策の限界が明らかとなり、アジア諸国がインフレ圧力や資産バブルを抑制するのが難しくなる。

しかも、将来的にドルが大幅に減価すれば外貨準備資産の評価損も大きくなるリスクが高い。たとえば人民元が対ドル相場で30%増価すれば、おおざっぱに計算すると外貨準備資産の評価損はGDPの17%にも達する。外貨準備資産が増え続ける限り、ドル下落に対するアジア諸国の懸念はますます強まっていく。

アジア諸国の外貨準備資産は「過剰」な大きさにまで拡大している。外貨準備資産の適切な大きさを測る指標として、短期対外債務と比べる指標がよく用いられている。短期対外債務残高の大きさに相当する程度の外貨準備をもっていけば経済危機に対する備えがあると判断される。この指標にもとづくと、多くのアジア諸国では短期対外債務を大きく上回る外貨準備資産を保有している。

一方、米国の側でも貿易赤字が拡大し続けると、輸入競争部門や輸出部門が衰退し、低金利やドルの過大評価で恩恵を受ける不動産部門や小売部門が発展を続け、米国の産業構造に資源配分の歪みをもたらす

ことになる。前者では失業が増加し、投資も低迷する。小売などの消費部門は雇用を生み出すものの、低金利は個人の貯蓄率を低下させ、家計債務を拡大する。住宅部門では過剰投資がおきるようになる (Roubini 2005)。やがてこのような状態はもたなくなり、バブル崩壊の懸念や貿易保護主義が高まっていく。

しかも、ブレトンウッズ-II 体制は、かつてのブレトンウッズ体制よりも構造的に脆弱である (Roubini 2005)。1960 年代に米国がドル・金本位制を維持できたのは、主要国の通貨当局（その大半が欧州の中央銀行）が保有するドル建て外貨準備を金と交換しないとの合意があったからである。1965 年以降は、これらの中央銀行が保有するドル建て外貨準備資産は（1 オンス=35 ドルで換算した場合に）米国が保有する金の残高を上回っていた。米国の金保有額は 1960 年代に 200 億ドルから 100 億ドルへと低下していた。このような状態では、米国が金に対するドル相場を切り下げる前に各国通貨当局がドル建て資産を金に交換できれば利益を得られたはずである。だが、すべての通貨当局が同じ行動にできればドルが大暴落しドル・金本位制は崩壊するという政策の「コーディネーション」問題が生じていた。

これは、現在でいえば、中国などアジア諸国が対ドル安定化政策を放棄し、保有するドル建て資産をユーロや金などの他の資産に交換すれば、ドルの減価による外貨準備の評価損を免れる。だが、すべての通貨当局が同じ行動にできればドルが大暴落してハードランディング・シナリオが現実化するリスクがあるという状態と似ている。

当時のブレトンウッズ体制がそれでも持続できたのは、主要国は米国の軍事同盟国であったため一方的な行動に出るべきでないとの暗黙の合意がなされていたからである。しかし、現在では世界金融システムに影響を及ぼす主要国は多種多様であり、国の数は格段に増えているため、そのような暗黙の合意は成立しにくい。したがって、ブレトンウッズ-II 体制はいつ崩壊してもおかしくない不安定さをはらんでいる。

世界の通貨当局がドル建て外貨準備を保有する意欲を失う前に、米国の経常収支の赤字幅を縮小し、米国の対外借入れを減らさない限り、米国への資本流入が突然停止することで世界経済危機が発生する可能性が高まる。このハードランディング・シナリオのもとでは、ドルが大暴落し、大量売却によって米国の財務省証券や株式の価格が大幅に下落していく。米国で長期国債価格が下落すると、米国の長期金利が上昇するので米国の内需を冷え込ませるだけでなく、最大輸出先を失ったアジア諸国に景気後退をもたらすことになる。米国では消費・投資の冷え込みと不動産バブルの崩壊が起きるであろう。しかもドルの大暴落はアジア諸国の通貨を大幅に増価させ、輸出産業にいつそう打撃を与えることになろう。そのうえ、米国株の下落は世界の株価も同時に下落させることになろう。

米国における長期金利上昇は国内貯蓄を増やすので貯蓄不足は縮小する。一方、米国への投資を引き揚げたアジア諸国では資金余剰が生じるために長期金利は低下し、貯蓄が減って消費・投資が刺激される。これにより、アジア諸国の貯蓄超過も縮小する。世界全体で見れば、世界経済の不均衡は是正されることになる。しかも、アジア諸国の通貨の対ドル相場が大幅に増価することで、経常収支の黒字幅の縮小は一段と加速する。これは、相対価格の変化によって米国では貿易財の生産が増えて消費が減るのに対して、アジア諸国では貿易財の生産が減って消費が増えるからである。

こうしてハードランディング・シナリオが現実化することで、米国の経常収支の赤字幅は大幅に縮小するが、それは同時に世界経済を深刻な景気後退に陥らせ、世界の金融・資本市場にもパニックを引き起こすことになる。是非とも避けたいシナリオである。

「現在の世界経済危機」と「予想されたハードランディング・シナリオ」との違い

現在の世界経済危機は、ハードランディング・シナリオとは性質が異なっている。それは、2008 年 9 月

のリーマン・ショック発生後、世界はドル需要を高め、ドルはハードランディング・シナリオで予想されるような大暴落どころか(円などを除き)ほとんどの通貨に対して増価したことから明らかである。2009年3月以降に世界の金融・資本市場が落ち着きを取り戻すとドルは大半の通貨に対して減価傾向にあるが、現在のところドル相場と米国財務省証券価格の大暴落は起きていない。

米国の株価は大幅に落ち込んだが、世界の株価も大きく下落した。米国以上に株価が下落した国・地域も多い(表3を参照)。表3は2007年6月から株価が底をつけた2009年2月までの株価の変化率を示している。世界の主要証券取引所の株価が軒並み大幅に下落している。だが、金融・資本市場が落ち着きを取り戻した2009年3月から2009年8月までの株価変化率をみると、すべての株価が上昇に転じている。2007年6月から2009年8月までの株価の推移をみると、インド、インドネシア、コロンビア、トルコなど既にサブプライムローン危機前の水準に戻っている国もある。

表3. 世界の主要証券取引所の代表的株価指数の動向

		2009年2月現在の 対2007年6月比	2009年8月現在の 対2007年6月比	2009年8月現在の 対2009年3月比
北米・南米地域				
米国	ナスダックOMX	-47	-23	31
米国	NYSEユーロネクスト(米国)	-53	-33	33
アルゼンチン	ブエノスアイレス証券取引所(総合)	-51	-18	53
コロンビア	コロンビア証券取引所(IGBC)	-27	0	32
メキシコ	メキシコ証券取引所(IPO)	-43	-10	43
カナダ	トロント証券取引所(S&P/TSX総合)	-42	-22	25
アジア・太平洋地域				
日本	東京証券取引所(TOPX)	-57	-46	25
豪州	オーストラリア証券取引所(All Ordinary)	-48	-29	27
インド	ボンベイ証券取引所(BSE500)	-44	5	72
香港	香港証券取引所(S&P/HKEX)	-39	-11	39
インドネシア	インドネシア証券取引所(JSX総合)	-40	9	63
韓国	韓国証券取引所(KOSPI)	-39	-9	32
中国	上海証券取引所(SSE総合)	-45	-30	12
シンガポール	シンガポール証券取引所(全株)	-55	-26	55
台湾	台湾証券取引所(TAIEX)	-49	-23	31
タイ	タイ証券取引所(SET指数)	-44	-16	51
欧州・中東地域				
スペイン	マドリード証券取引所(IGBM指数)	-51	-28	45
イタリア	イタリア証券取引所(Historic Borsa Bibao 2000)	-62	-47	37
ドイツ	ドイツ証券取引所(CDAX価格)	-56	-39	31
英国	ロンドン証券取引所(FTSE全株)	-43	-26	27
フランス	NYSEユーロネクストパリ(SBF250)	-56	-40	31
オランダ	NYSEユーロネクストアムステルダム(AAX)	-59	-45	36
ベルギー	NYSEユーロネクストブリュッセル(General価格)	-60	-47	32
アイルランド	アイルランド証券取引所(ISEQ)	-78	-67	41
スウェーデン	OMXストックホルム証券取引所(OMXS)	-52	-32	39
デンマーク	OMXコペンハーゲン証券取引所(OMXC)	-54	-38	43
フィンランド	OMXヘルシンキ証券取引所(OMXH)	-61	-45	35
アイスランド	OMXアイスランド証券取引所(OMXPD)	-94	-94	25
スイス	SDXスイス証券取引所(SPD)	-57	-32	50
トルコ	イスタンブール証券取引所(ISENat.100)	-49	-1	81
南アフリカ	ヨハネスブルグ証券取引所(FTSE/JSE)	-35	-12	22

出所: World Federation of Exchanges データベースをもとに筆者作成。

今回の世界経済危機は、米国の対外債務拡大に対する外国投資家の懸念がきっかけで勃発したわけではない。発端は、2000年代初めから2006年まで続いていた住宅価格の上昇傾向が停止し、米国の住宅価格

の伸び率が金利上昇などによって 2006 年から下方局面へと転換したことにある。住宅価格の低下は、サブプライムローンの担保物件で始まり、その延滞率が増えたことがきっかけで発生した。

住宅家格が下がると住宅ローンの担保価値が下がり、家計は担保不足となる。これにより家計は住宅価格上昇局面で可能であった住宅ローンの借り換えが困難になった。しかもサブプライムローンの多くは最初の数年は低金利に固定されているが、その後は急速に金利が上昇し、しかも市場金利に合わせて変動する変動金利に転換されるタイプが多い。金利の上昇が続いている以上、低い固定金利に据え置く期間が終わった家計は、突然、高い金利の支払いを余儀なくされてしまう。収入や資産がもともと少ない世帯が多いために元利払いの返済が滞り、サブプライムローンの延滞率・デフォルト率が上昇していった。住宅価格が低下し始めるとサブプライムローンを裏付けとする「住宅ローン担保証券 (RMBS)」や「債務担保証券 (CDO)」の価格も下落した。

それにより、商業銀行やローン会社が住宅ローンの不良債権を抱えるようになり、RMBS や CDO へ多額の投資をしていた欧米のファンドは資産価格の急落により投資家から追加担保を要請された。しかも新たに資金を確保するにはファンドは既存の債務の返済が必要で、それには資産を売却しなければならない。それがさらに資産価格の下落をもたらすし、ヘッジファンドは資金流出に直面し、資金調達難に陥った。

2007 年 6 月からは格付け会社によって多数の RMBS や CDO などに対する格下げが相次ぎ、サブプライムローン関連商品の価格は一段と下落した。これらの証券に保証を与えている信用保証会社も大きな損失を受けた。

サブプライムローン問題はより優良な住宅ローンにも影響を及ぼし始めた。このため、より広範囲な住宅ローン関連商品に投資していた多くの投資ファンドも損失を計上するようになっていった。欧米を中心に機関投資家、投資ファンド、投資銀行、商業銀行などあらゆるレベルで債務縮小が始まると、資産売却によってさまざまな資産価格が低下した。お互いにどれだけの不良債権を抱えているかが見えにくいため疑心暗鬼となって新しい資金提供を躊躇するようになった。インターバンク・マーケットや短期証券市場から資金の引き揚げで、銀行間の貸借やコマーシャルペーパーをつかった短期資金調達ができなくなった。

これにより、RMBS や CDO といった商品市場全体で資金の流れがストップし取引が停止した。企業の株式市場や社債市場による資金調達も困難になっていった。住宅ローン、自動車ローン、クレジットカード・ローンを抱える家計はあらゆる債務で信用引き締めが起きることで新規融資を受けるのが難しくなった。資金が引き揚げられ、資金が入手できなくなった仕組み投資会社や特別会社などは資金調達難となり、保有する資産の流動化を余儀なくされた。売却できない数多くの住宅ローン物件の在庫も抱えた。多額の評価損も発生した。これらの特別会社に信用枠を設定していた商業銀行は急速に資金提供を要請される状態に直面した。

特別会社は商業銀行の簿外に設置されていたため、市場は商業銀行に対して特別会社についての処理や情報開示要請を強めるようになった。そこで、シティバンクは 2007 年 12 月に 7 社をバランスシートに移して処理を行うと発表している。隠されていた簿外業務は商業銀行の財務諸表に掲載されるようになり、それとともに商業銀行の損失、資金不足、自己資本不足が明確になっていった。こうしてわずか 1.4 兆ドル程度の市場規模であるサブプライムローンが米国そして世界を揺るがす経済危機へと発展していったのである (詳細は白井[2009f]を参照)。

現在の世界経済危機の原因：規制の失敗と市場からの資金調達への依存

金融の技術革新は、信用評価手法の改善と証券化の発展をもたらし、以前は住宅ローン市場から除外さ

れていた多くの所得層にも住宅保有の夢をかなえた。この金融革新は米国に由来し、英国などのほかの先進国にも普及していった。住宅ローン市場が拡大すると人々は住宅購入への希望を膨らませ、住宅価格の引き上げにつながっていった。サブプライムローン危機の根本原因は、新しい金融商品の開発および規制緩和から生じる新しいリスクが発生しているのに、政府や議会がそれを知りながら規制・監督体制を調整してこなかったことにある（詳細は白井[2009f]を参照）。

経済危機が深刻化したもうひとつの理由は、商業銀行が資金調達源として預金以外の方法に頼るようになっていたことにある。とりわけ欧州では高齢化や預金離れが進んでおり、預金が伸び悩んでいた。しかも、銀行間の預金競争が厳しくなっていた。そこで、「インターバンク・マーケット」を使って他の金融機関から借入れるか、あるいは金融債を内外で発行して資金調達を行うようになってきている。インターバン・マーケットや証券市場への依存を高めることにより、欧米を中心に世界の金融統合はますます進んでいる。こうした市場は金融機関、機関投資家、大手企業など大口の顧客を対象としており、「ホールセール・マーケット」とも呼ばれている。資金の提供者や借り手は国境を越えて取引を行っている。預金以外へ依存度が大きいということは、米国をはじめ市場が発達した国で金融危機が起きれば、他の国の金融機関に直ちに波及するということである。だからこそ 2007 年中旬にサブプライムローン危機が発生してインターバンク・マーケットや証券市場で取引が枯渇する事態に陥ると、欧州の金融機関は真っ先に打撃を受けたのである。

前述した「世界経済の不均衡状態」（グローバル・インバランス）は、現在の世界経済危機の発生に対して間接的に寄与したとはいえる。米国・世界に長期金利の低下をもたらしたことで、欧米を中心に住宅・金融バブルの発生を促したからである（Dooley, et al. [2009]は、世界経済の不均衡状態は直接的・間接的にも今回の世界経済危機の原因ではないと主張しており、この点で筆者との見解は異なっている）。だが、欧州の民間投資家あるいはアジア諸国の政府（通貨当局）が米国の対外債務の拡大を懸念して対米投資の引き揚げを行ったわけではなく、予想されたハードランディング・シナリオの引き金は引かれていない。アジア諸国が為替制度を転換して外国為替市場への介入を停止したわけでもない。

したがって、今回の世界経済危機はブレトンウッズーII 体制のもとで予想されたシナリオとは異なっていると考えるのが適切である。

3. 世界経済危機後のグローバル・インバランスの変化

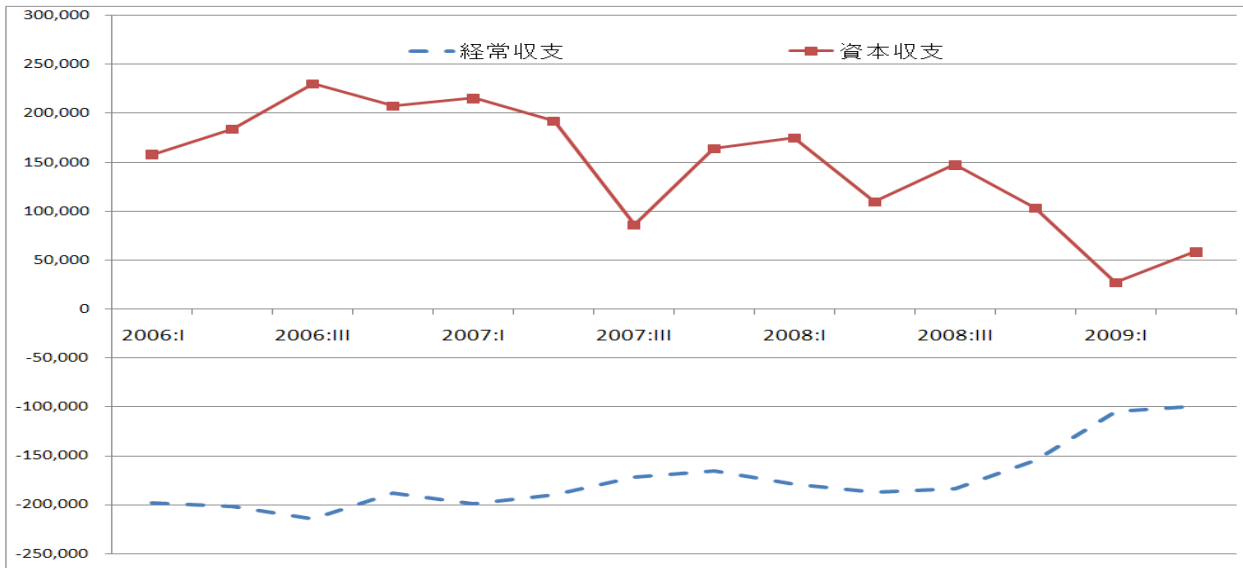
2007 年中旬の米国サブプライムローン危機および 2008 年 9 月のリーマン・ショックによって「世界経済の不均衡状態」は大きく変化している。ここでは不均衡状態の是正（リ・バランス）がどのようにして起きているのか、およびブレトンウッズーII 体制に特徴づけられる構造が現在でも存続しているのかを考察していくことにする。

世界経済危機の発生によって実現したリ・バランス

世界経済危機以来、米国の経常収支の赤字額は減少傾向にあり、世界経済の不均衡状態が是正されている。図 2 は四半期ベースの米国の経常収支の動向を示しているが、経常収支の赤字額が 2006 年第 3 四半期の 2148 億ドルから 2009 年第 2 四半期には 988 億ドルへと半分以上も減少したことを示している。それにほぼ比例して資本収支（海外からの資本流入と海外へ向けた資本流出の差）の黒字額（純資本流入額）が減少している。GDP に占める割合でも、リ・バランスの傾向は顕著である。経常収支の赤字額の

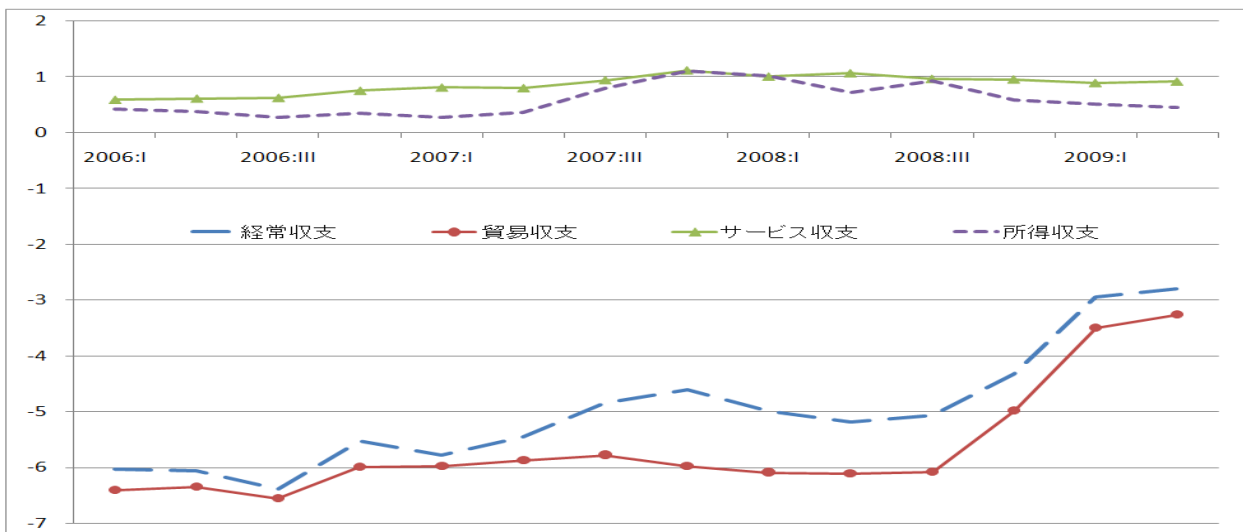
GDPに占める割合は2007年第3四半期の6.4%から2009年第2四半期の2.8%へと大幅に低下している。これは主として貿易赤字の縮小によって起きている。

図 2. 米国の経常収支と資本収支の動向 (単位: 100 万ドル)



出所: US Bureau of Economic Analysis データベースをもとに筆者作成。

図 3. 米国の経常収支と構成項目 (対 GDP 比, %)



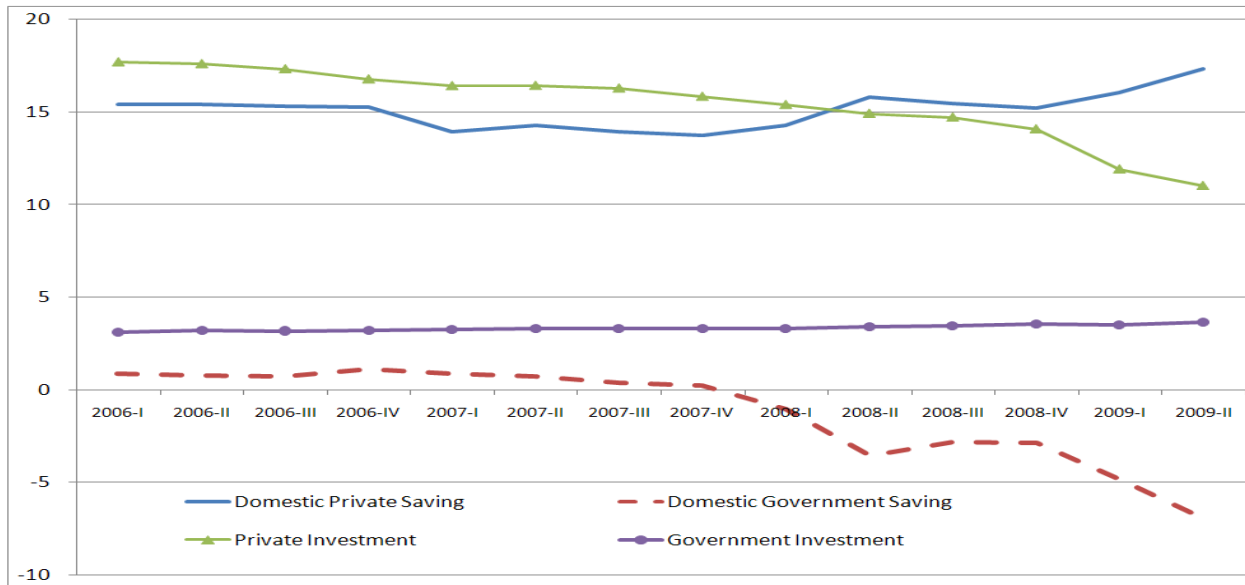
出所: US Bureau of Economic Analysis データベースをもとに筆者作成。

つぎに、米国の経常収支の赤字額が対 GDP 比で 2006 年第 3 四半期の 6.4%から 2009 年第 2 四半期に 2.8%へと大幅に改善した状況を貯蓄・投資に分けてみていくことにする。図 4 は米国の (粗) 国民貯蓄率と (粗) 投資率をそれぞれ民間部門と政府部門に分けて示している。経常収支の改善は、民間投資率の大幅な低下によって生じており (およそ 7 ポイントの下落)、ついで民間貯蓄率の上昇 (およそ 2 ポイントの上昇) によって発生していることがわかる。不動産バブルの崩壊によって住宅・商業不動産投資が大きく冷え込んだことが投資率を大きく低下させている。

対照的に、政府の貯蓄率は大きく低下 (およそ 8 ポイントの悪化) し、投資率はわずかに上昇 (1 ポイ

ント) している。政府貯蓄率の低下の原因は、景気後退局面において税収が減少する一方で、失業給付などの支出が増えているほか、景気対策としての減税や公共投資や補助金などの支出増がある。つまり、米国の経常収支の改善は民間部門によって担われており、その多くが政府部門の貯蓄・投資ギャップの拡大によって相殺されている。

図 4. 米国の国民貯蓄率と投資率の推移 (対 GDP 比、%)



注：(粗) 国内貯蓄に所得収支、経常移転収支を加えると定義上は表 1 の粗国民貯蓄と等しくなるが、統計的誤差がある。

出所：US Bureau of Economic Analysis データベースをもとに筆者作成。

持続する中国に対する米国の経常収支の赤字状態

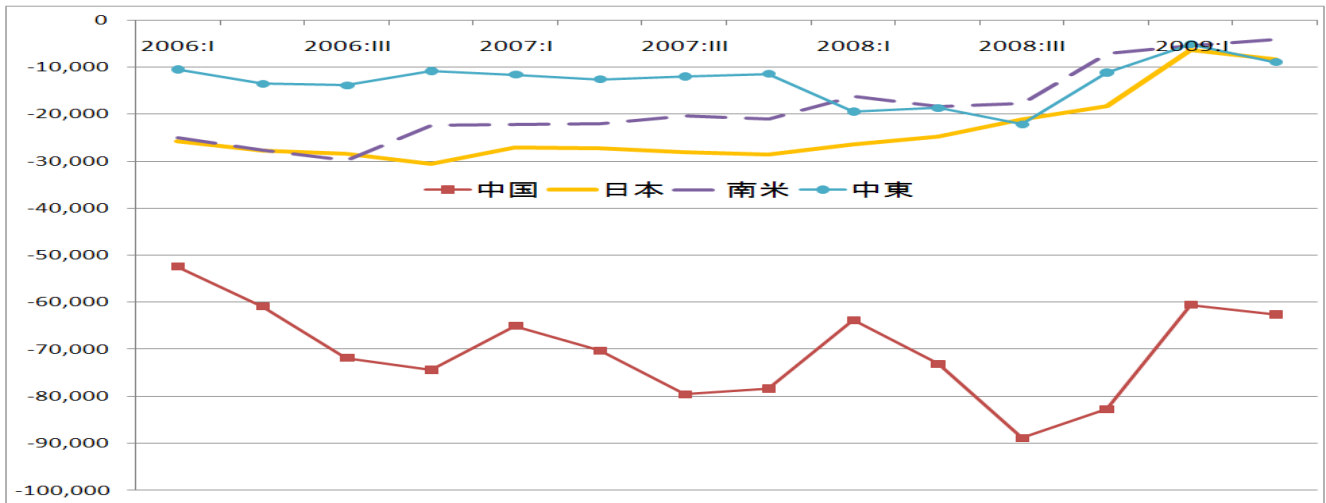
図 5 は 2006 年第 1 四半期から 2009 年第 2 四半期までの米国の経常収支の主要国・地域別動向を示している。米国の経常収支の赤字額は、日本、南米地域、中東地域に対して縮小している。対日本貿易赤字額の縮小は、米国の輸入額の減少率が輸出額の減少率を上回ったことで起きている（南米も同じ傾向がみられる）。日本の対米輸出額は日本の輸出総額の 2 割程度を占めており、その 6 割ほどが自動車や機械類など特定の輸出品に集中しているために米国による輸入減は日本の製造業にとって大きな痛手となっている。中東に対する米国の貿易赤字額の縮小は米国の輸入減によるものであり、2009 年後半の原油価格の下落と景気後退による需要減を反映している。

だが世界経済の不均衡におけるリ・バランスは、経常収支の赤字の最大相手国である中国に対してはほとんど生じていない。中国に対する経常収支の赤字額は 2009 年第 1 四半期と第 2 四半期に減少しているものの、2006 年第 1 四半期の水準を下回っていない。米国の中国向けの輸出額はほとんど変化がみられず、対中国・貿易収支の動向は輸入額の変化を反映している。2008 年第 4 四半期から米国の輸入額が減少していることが貿易赤字の縮小の主因である。だが輸入額は（日本、中東地域、南米地域に対しては 2006 年初旬の水準を下回ったが）2006 年初旬の水準を下回っていない。

この結果、米国の経常収支の赤字額に占める中国の割合は世界経済危機前の 30%程度から 70%超へと拡大している。このことから、米中関係は世界経済危機によっていっそう深まっているといえる。図 6 は米

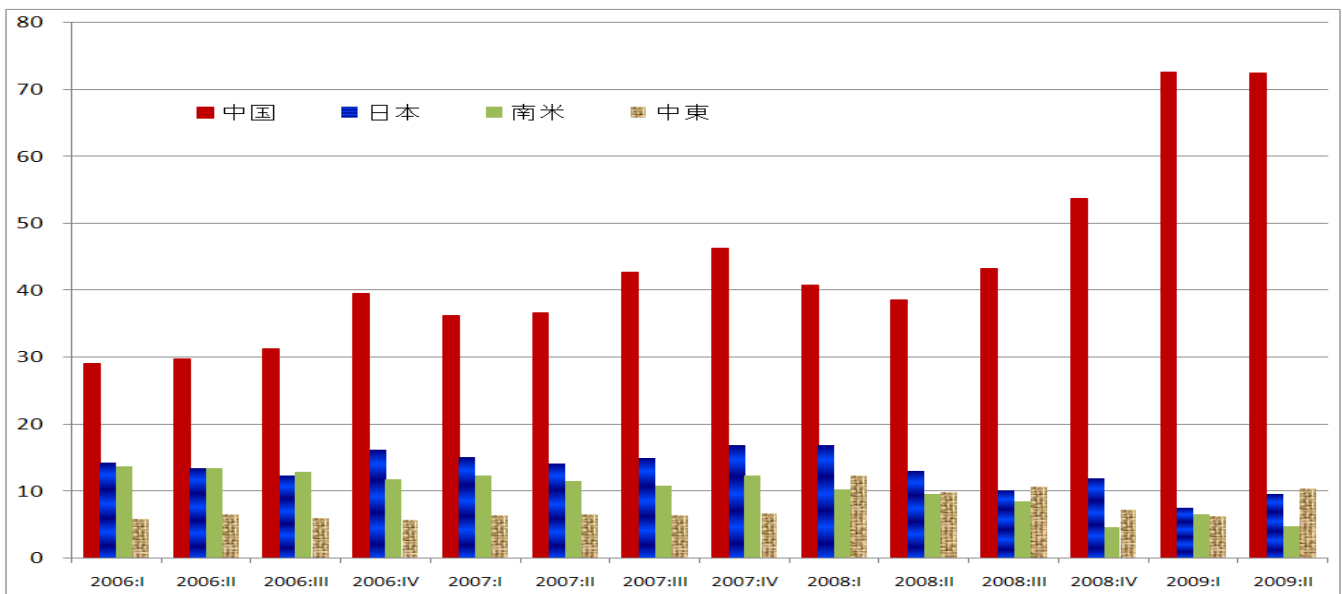
国の経常収支の赤字額に占める中国、日本、南米地域、中東地域の割合を示したものである。日本の割合は2007年第4四半期と2008年第1四半期に17%まで上昇した後、10%程度まで低下している。

図5. 米国の主要国・地域別の経常収支（単位：100億ドル）



出所：US Bureau of Economic Analysis データベースをもとに筆者作成。

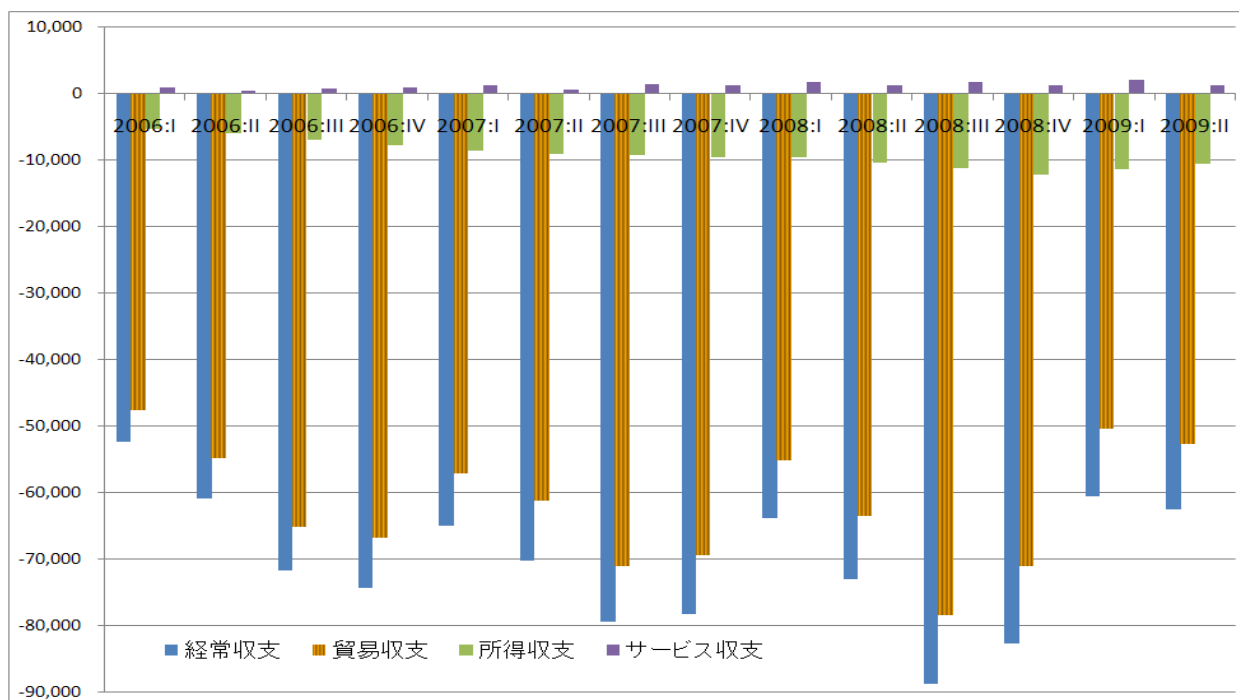
図6. 米国の経常収支の主要国・地域別シェアの動向（単位：%）



出所：US Bureau of Economic Analysis データベースをもとに筆者作成。

米国の経常収支の赤字額が中国に対してほとんど減少していない要因のひとつに米国による所得収支の純支払額が増えている点を指摘できる。支払いの大半が米国政府から中国人民銀行に向けて、同銀行が保有する米国財務省証券などのドル建て資産（米国からみれば対外負債）に対する利払いが占めている。図7によると対中・貿易赤字額は2009年に減少しているが、所得収支の純支払額が一部それを打ち消す働きをしていることがわかる。

図 7. 米国の中国に対する経常収支の項目別動向（単位：100 億ドル）

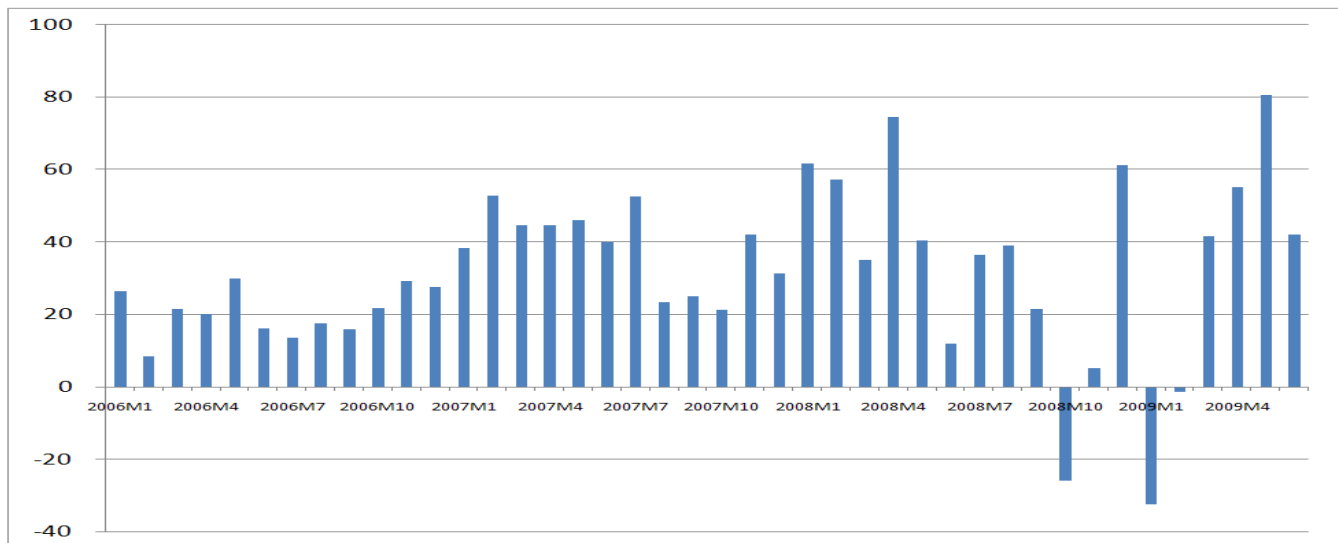


出所：US Bureau of Economic Analysis データベースをもとに筆者作成。

一方、中国側の国際収支をみてみると、依然として黒字額を計上しており、外貨準備資産は増加を続けている。国際収支は「経常収支」と（外貨準備資産の変化を除く）「資本収支」の合計である。資本収支は、居住者と非居住者の間の直接投資、証券投資、そのほか（ローン・預金など）の流入と流出の差である。中国の場合、国際収支は 1993 年から一貫して黒字を実現しており、WTO に加盟後の 2002 年からは拡大ペースが加速している。最大の要因は貿易黒字額の増加によるもので、貿易黒字額は 2005 年の 1342 億ドルから 2008 年には 3607 億ドルへと過去最高額を更新している。直接投資の純流入（海外からの直接投資額と海外への直接投資額の差）も国際収支の黒字化の要因であり、2005 年から増えている。直接投資の純流入額は 2005 年の 678 億ドルから 2007 年には 1214 億ドルへと大幅に拡大し、2008 年には 943 億ドルへと減少したものの高水準にある。

図 8 は 2006 年 1 月から 2009 年 6 月までの中国の外貨準備資産の変化を示している。2008 年 10 月には減少に転じ、同年 11 月はほとんど増えていない。2009 年 1 月と 2 月も減少している。しかしその後は再び外貨準備資産は増加に転じており、国際収支の黒字額は増えている。国際収支表は IMF および CEIC データでは年次データしか入手できないが、BBVA(2009)が月次データの推計を公表している（図 9）。これによると、2008 年後半には証券投資が流入超から大幅な流出超に転じたが、貿易黒字額が増大ししかも直接投資が純流入額を維持したことから、全体として外貨準備資産の増加傾向は足踏み状態にあったことがうかがえる。2008 年末から 2009 年 2 月までは貿易黒字額は減少し証券投資の純流出が続いたことから外貨準備資産は減っている。

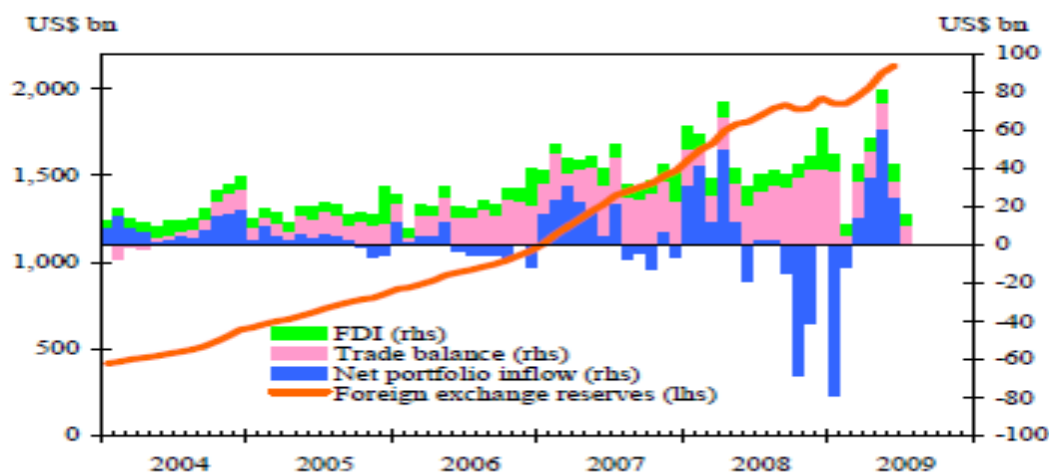
図 8. 中国の外貨準備資産の変化（単位：10 億ドル）



出所：CEIC データベースをもとに筆者作成。

その後、2009年の3月あたりから再び中国の国際収支は黒字に転じており、外貨準備資産が増えている。これは主として証券投資が純流出から純流入に転じたことが原因である。貿易収支の黒字額も2008年末と比べれば回復しつつあるが（2009年3月から輸出額も輸入額も上昇に転じているが）、危機前の水準に達していない。ただし、貿易黒字と直接投資の純流入は続いており、国際収支の黒字化に寄与している。

図 9. 中国の国際収支の動向（月次データ）



出所：BBVA, China Monthly Chart Book, August 2009.

「ブレトンウッズ-II」体制は存続しているのか

世界経済の不均衡状態に改善がみられていることをみてきたが、「ブレトンウッズ-II」体制を特徴づける本質的な構造には変わりがないように思われる。その理由として次の点を指摘できる。

第一に、前述しているように、世界不均衡の最大の担い手である中国と米国間の経済的な相互依存関係がこれまで以上に強まっていることにある（図 6 を参照）。米国の経常収支の赤字額は減少しているが、

中国に対してはそれほど減少していない。GDPに占める割合でも同じ傾向がみられる。経常収支の赤字の対GDP比は2006年第1四半期の6%から2009年第2四半期には2.8%へと大幅に改善しているが、中国に対する経常収支の赤字幅は1.6%から（2008年第3四半期に2.4%まで悪化した後）2009年第2四半期には1.8%へと若干拡大している。このことから、米国の経常収支の赤字全体に占める中国の割合はむしろ大きくなり、7割を超えるまでになっている。

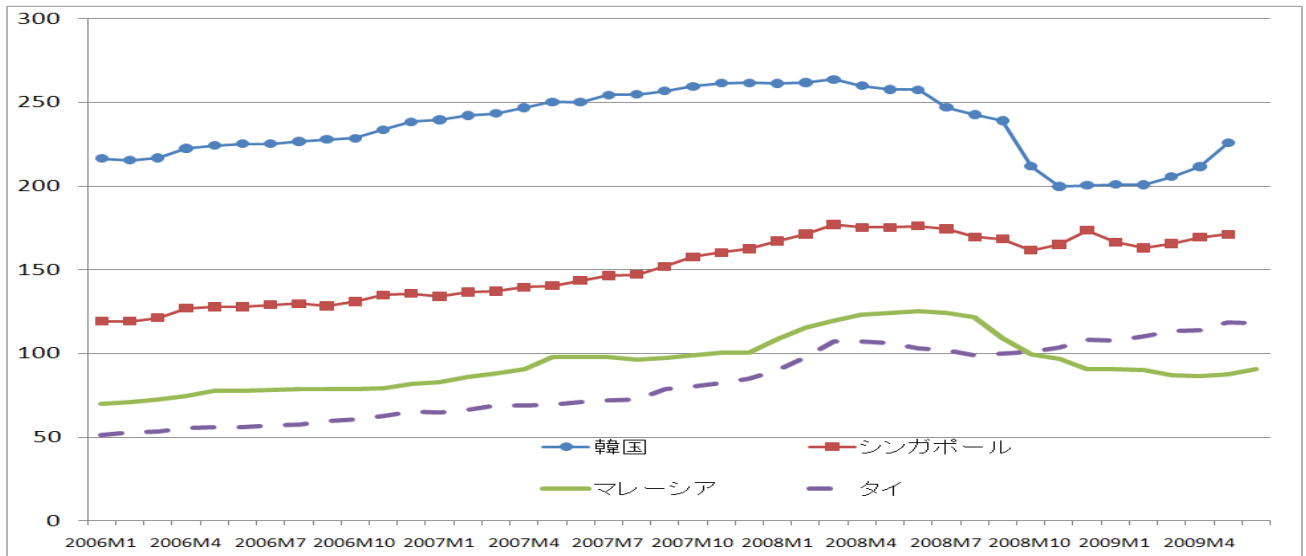
第二に、中国の貿易収支の黒字額は縮小しているとはいえ、一貫して黒字額を維持している。また、直接投資の純流入額は世界経済危機によって大きく減っていない。このため、貿易黒字と直接投資を中心に中国の国際収支の黒字をもたらしているという基本的な構造に変化はない。この状態が続くかぎり、人民元の切り上げ圧力は払拭できず、この圧力を取り除くために中国人民銀行は外国為替市場に介入し、ドル買い・人民元売りを続けなければならないことは明らかである。

第三に、中国は人民元をドル相場に対して安定化する政策を強化する方向に転じている。中国は2005年7月まではドル・ペッグ制を維持してきた。しかし、欧米を中心に高まる圧力から、2005年7月に人民元をドル、ユーロ、円などの複数の外貨からなる通貨バスケットに対して安定化させ、徐々にドル相場を増価させてきた（実態は、ドル相場に安定化させる傾向が強かった）。しかし2008年7月からは再び事実上のドル・ペッグ制に復帰し、1ドル=6.83~6.84元あたりで安定化させている。これは突然の輸出減で広東省などの沿海部の多くの中小企業・工場の閉鎖やリストラが急増し、従業員への賃金・補償金の不払いをめぐる労働争議や暴動も頻発して社会不安が高まったことから、輸出産業を保護するための措置と考えられる。一部製品の輸出戻し税還付率の引き上げ政策も実行している。2008年下旬から2009年前半にかけてみられた米国の対中貿易赤字額の減少（図7を参照）は、主に米国の景気後退による内需低迷がもたらした輸入需要の減少によるものであり、為替相場とは無関係に起きている。

第四に、他のアジア諸国などによる海外の通貨当局による外為市場への介入も続いており、外貨準備は増え続けている（中国については図8を参照）。韓国、タイ、マレーシア、シンガポール、ベトナムなどアジア諸国は2008年末に外貨準備資産が減っている。これは、世界が「セーフ・ヘイブン」として世界基軸通貨ドルに対する需要を高めたことや資本流出によって各国の通貨が軒並みドルに対して大幅減価したため、外貨準備を取り崩して極端な減価ペースを抑えたことによるものである。自国通貨の大幅な減価は海外債務を抱える国内企業にとって打撃となる。また、輸入価格そして国内物価が上昇することで需要が低迷するので、国内支出の低迷に拍車をかける。これらの懸念を考慮して、輸出産業を支援しつつも過度な自国通貨の減価を回避したと考えられる。

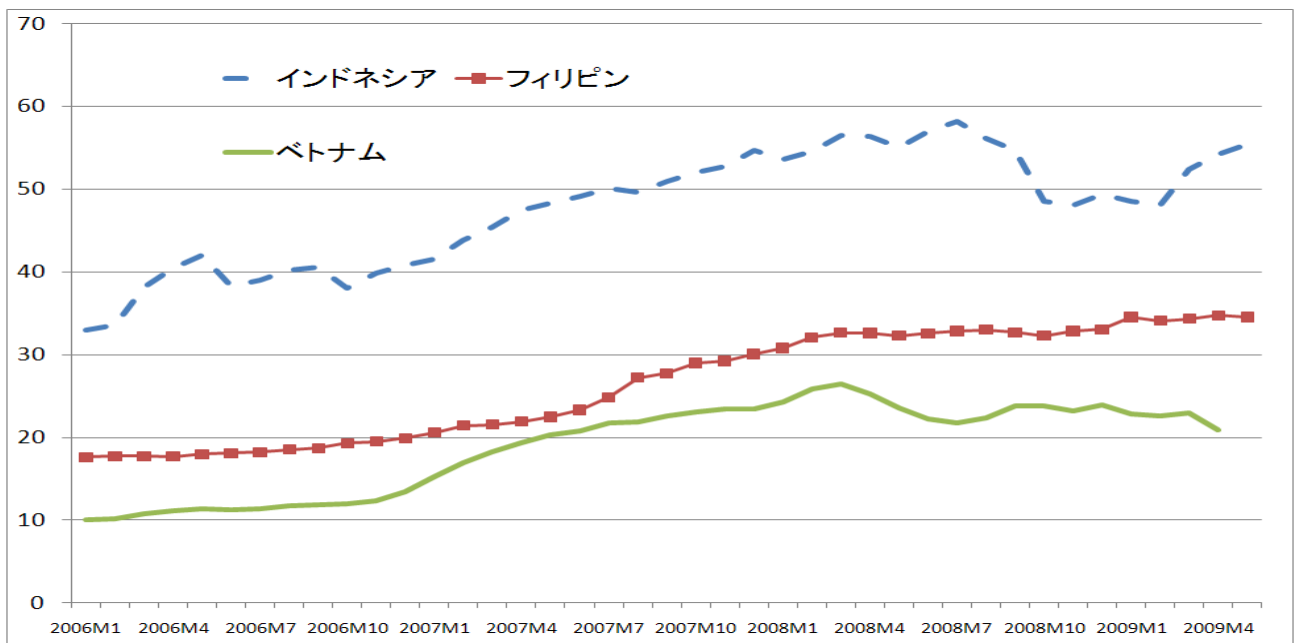
しかしその後、世界の金融・資本市場が安定すると、外貨準備資産は再び増加に転じている（図10-11を参照）。リーマン・ショック前の外貨準備残高を回復し、さらに増やしている国もある。こうした動きは、今回の世界経済危機によって、将来起こりうる経済危機に対処する能力を高めるためにいっそう外貨準備資産を確保すべきとのインセンティブを高めたからなのかもしれない。この背景には、1997年の東アジア経済危機でタイ、インドネシア、韓国がIMFから金融支援を受けたが、その際に「コンディショナリティ」として課された経済政策パッケージがかえってこれらの諸国の経済状況を悪化したとの批判が根強く、IMFに対する不信感が反映されている可能性がある（白井 2009a）。IMFから金融支援を受けることを「スティグマ（不名誉）」ととらえる国も多く、IMFに金融支援を求めて外貨を確保するよりも自前で外貨準備を蓄積して経済危機に備えようとする動きに拍車をかけている。

図 10. 韓国、シンガポール、マレーシア、タイの外貨準備残高 (10 億ドル)



出所：IMF, International Financial Statistics をもとに筆者作成。

図 11. インドネシア、フィリピン、ベトナムの外貨準備残高 (10 億ドル)



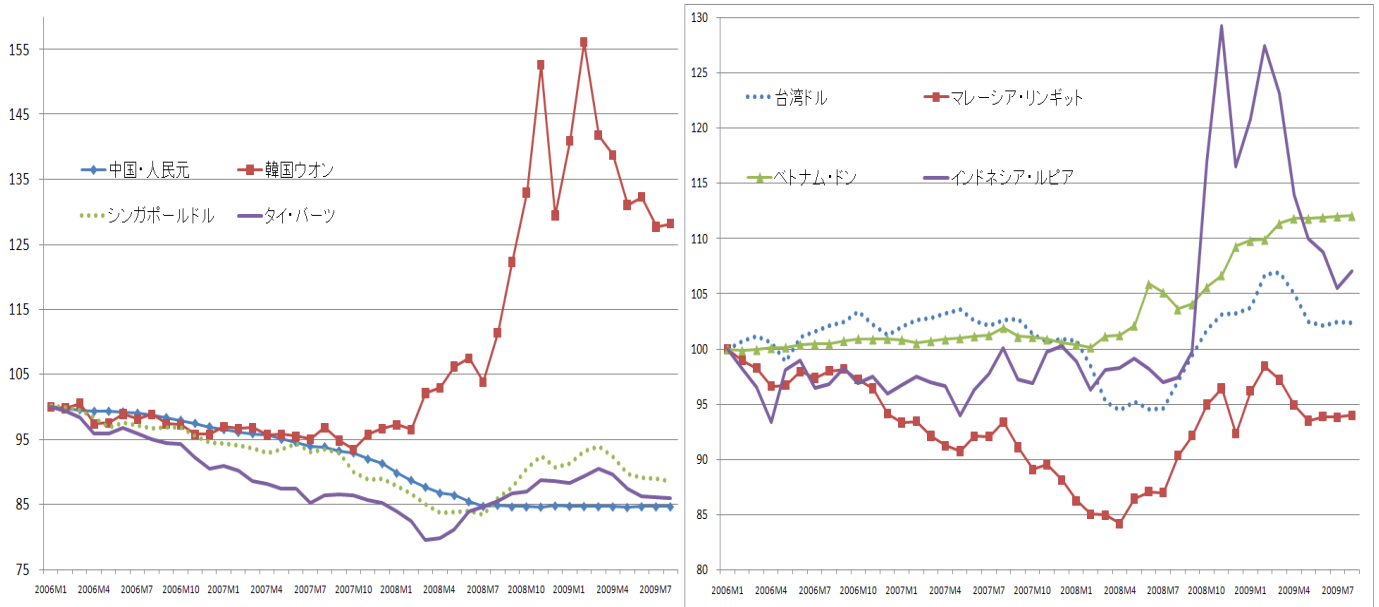
出所：IMF, International Financial Statistics をもとに筆者作成。

だが、それ以上に、自国通貨を対ドル相場で世界経済危機以前よりも減価した水準で安定化させる動きを反映しているように思われる。世界の貿易需要が低迷し各国が景気後退にあるなかで、しかも中国の人民元が（ドル・ペッグ制度によって）他のアジア諸国の通貨に対して減価する傾向があるなかで、為替政策によって輸出産業を保護する姿勢を強めている可能性がある。

ドルは 2009 年初めから再び減価する傾向を示している。米国が政策金利を 0~0.25% に設定し、事実上のゼロ金利政策をとっており、今後も低金利政策が持続する期待を反映している。しかも、政策金利を 0.1% に設定している日本のインターバンク金利を下回っており、円に対しても減価している。韓国、マレーシ

ア、シンガポール、タイ、ベトナムなどアジア諸国の通貨は2009年月上旬から対ドル相場増価に転じている。だが、多くのアジア諸国が世界経済危機発生前の水準と比べると自国通貨を対ドル相場でかなり減価した水準で安定化させている（図12を参照）。

図12. アジア主要国の対ドル相場の動向（2006年1月＝100）



出所：CEIC データベースをもとに筆者作成。

第五に、米国財務省証券への需要は高い状態が続いている。図13は2006年第1四半期から2009年第2四半期の米国の資本収支の動向を示している。資本収支（純流入流入）は2006年第3四半期の2300億ドルから2009年第1四半期には270億ドルへとほぼ一貫して激減する傾向をみせた後、第2四半期には583億ドルへと若干増えている。通貨当局が外貨準備資産の一環として行う米国の財務省証券への投資は2007年第3四半期の606億ドルから2008年第4四半期には1789億ドルへと急増している。世界金融・資本市場が落ち着いてきた2009年第2四半期には財務省証券への投資は減っているものの、1235億ドルと過去と比べて高い水準を維持している。

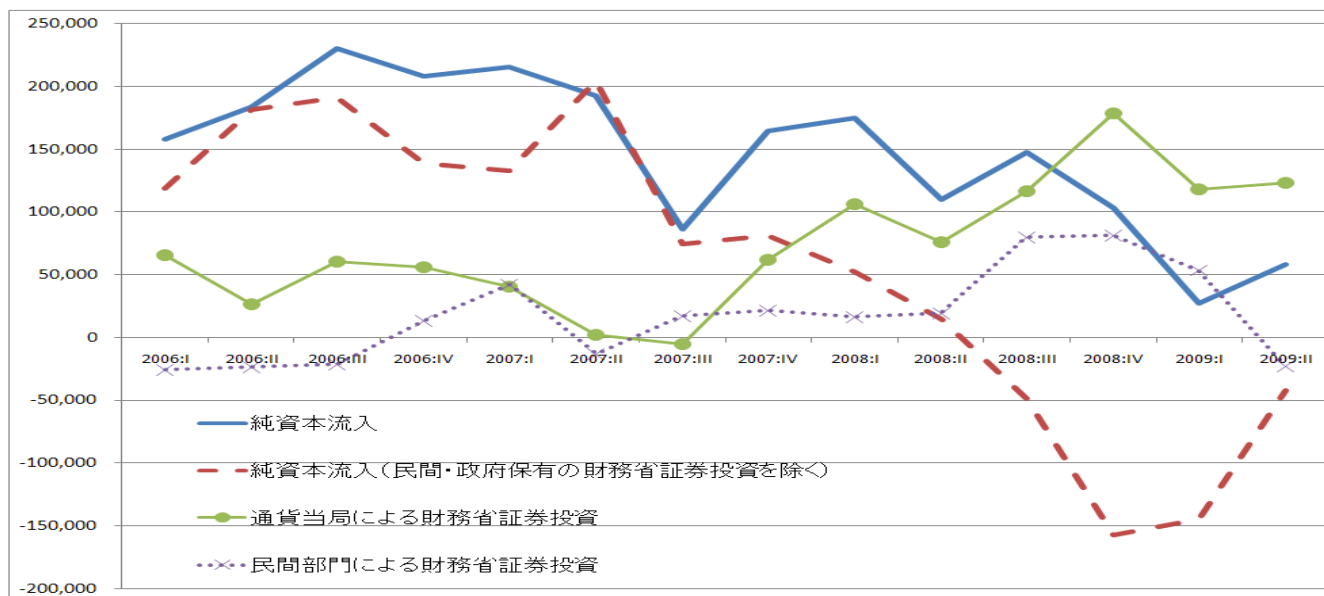
このことはアジアを中心とする通貨当局が外国為替市場に介入を続けており、その結果米国の財務省証券への投資を増やしていることを示唆している。しかも、介入規模は増えていると推察される。米国財務省証券の10年物の利回りは現在3.4%前後で推移している。発行残高が大幅に増えているにもかかわらず、2007年平均の4.94%、2008年後半の4.5%前後と比べ低水準にある（FRBは最大3000億ドルの長期国債買い入れ政策を打ち出しており、利回りの低下に寄与している）。さらに、世界経済危機が深刻化するなかで民間部門による米国財務省証券投資も増えており、2008年第3四半期から2009年第1四半期に急増している。市場が落ち着きを取り戻した2009年第2四半期にはこの投資額を大きく減らしている。

通貨当局と民間部門による米国財務省証券投資を除いた資本収支をみると、2006年第3四半期の1900億ドルから2009年第4四半期にはマイナスの1576億ドル（ネットでみて資本流出へ転換）へと激減している。世界の資金フローが縮小するなかで、米国の財務省証券への需要が高まり、「質への逃避」が起きたことがうかがえる。2009年から財務省証券以外への資産への投資もみられるようになりリスクマネーが少

しずつ動き始めているが、流出超の状態が続いている。

現在の世界経済危機は基軸通貨ドルおよび（世界で最も質が高い資産としての）米国財務省証券の存在を際立たせるきっかけとなった。ブレトンウッズーII 体制を特徴づけるアジア諸国などによる外国為替市場の介入、それによる米国の利回りの低い安全資産への投資が持続していることは明らかである。

図 13. 米国の資本収支の動向（単位：100 万ドル）



出所：US Bureau of Economic Analysis データベースをもとに筆者作成。

第六に、中国などのアジア諸国で経常収支の黒字額が減少しているのは、景気対策としての財政出動（減税と歳出拡大）と金融緩和政策によるところが大きい。中国で景気対策が続けられるかぎりリ・バランスは持続するが、こうした対策は長く続けられない。現在のところ民間主導による強固な内需拡大傾向は確認されていない。中国政府がこれらの政策をとりやめれば内需拡大を持続できない可能性が残る。

中国の実質 GDP 成長率は 2009 年第 1 四半期の 6.1%から第 2 四半期には 7.9%へ、第 3 四半期は 8.9%へと改善し、年間成長率は 8%を達成すると予想されている。2006 年の 12%、2007 年に 13%には及ばないが、世界のなかで高い成長率を維持している。中国は 2008 年 11 月に打ち出した 4 兆元（58 兆円）の財政政策の他に、貸出金利預金準備比率の引き下げなどによる金融緩和政策も実施している。しかも国有商業銀行を中心に融資拡大を奨励している。こうした政策が功を奏して中国の投資は急増している。

だが、4 兆元対策の大半はインフラなど投資関連対策であり、このほか家電製品購入における補助金や自動車購入での減税などの政策があるものの、全体としては消費を喚起するような政策は少ない。このため、消費の伸び悩みによる高い貯蓄率や生産過剰状態が続いており、世界経済の不均衡の背景にある構造的な問題の解決に至っていないことに留意するべきである。

Dooley, et al. 等の見解：ブレトンウッズ - II 体制の復活

これまでは現状について論じてきたが、Dooley, et al. (2009)は景気回復後の中長期的な視点からブレトンウッズーII 体制の持続可能性を主張している。各国が実施している景気対策のための財政出動や金融緩和政策が功を奏して世界経済が再び成長軌道に乗るようになれば、ブレトンウッズーII 体制は今後も続く

可能性があると指摘している。当面は、家計が消費を手控えるため、政府が財政出動によって今後数年は内需を支えることになる。だが資産価格がある程度回復するようになれば、米国の家計は再び貯蓄を減らし、債務を増やし続けであろうとしている。一方、新興諸国は今回の世界経済危機をきっかけにこれまで以上に外貨準備資産を増やすようになり、輸出主導の経済成長が不確実性の高い世界においてもっとも安定した発展戦略であるとの確信を強めるようになるであろうと述べている。

米国とアジアはこれまでと同じような経済関係を維持し、アジアは輸出志向の経済成長戦略を取り続け、外貨準備の蓄積をとらして米国などの低利回りの国債を購入する。一方、アジアが大量に米国財務省証券などを購入することで、米国は長期金利の低水準を維持して財政出動を続け、内需を維持することができる。米国政府が財政赤字をファイナンスするために大量に財務省証券を発行しても、価格は暴落せず、低利回りを維持することができる。しかも、アジア諸国は自国通貨の対ドル安定化政策を続けるため、ドルの暴落もおきないであろうと予測している。

現在は金融・資本市場で安定化の兆しがみえるが、完全に回復するには数年はかかる。だが一時的な国有化や政府の介入の強化、プルデンシャル規制の厳格化、および金融機関の融資基準の厳格化による信用収縮によって民間金融セクターの機能がかつてと比べて損なわれているとしても、世界経済の不均衡状態の背景にある基本的な構造を変えるに至っていない。やがて、金融セクターの機能が回復すれば、政府の景気対策の役割は低下し、政府に代わって民間セクターも以前と同じように新興諸国などから資金調達を始め、経常収支の赤字を資本流入でファイナンスするようになるであろうと主張している。

バリー・アイケングリーン教授も 2009 年 6 月に Project Syndicate の論評において同様な見解を表明している。景気回復すれば、米国の経常収支の赤字の対 GDP 比は 6%にもどるであろうと述べている。現在の経常収支の赤字の縮小は景気後退による輸出入の減少によるものであり、ドルが（人民元などに対して）大幅に減価していないため貿易・支出パターンの永続的な変化が起きていないし、米国は世界で依然として最も流動性の高い金融市場を保有していることをあげている。

4. 不安定さを増すブレトンウッズ-II 体制

本稿では、世界経済の不均衡状態は世界経済危機の発生によって是正がみられるものの、ブレトンウッズ-II 体制によって特徴づけられる構造は現在でも持続していることを明らかにしてきた。第 4 節ではブレトンウッズ-II 体制に内在する不安定性が高まっていることを指摘する。さらに、中国が 2008 年中旬から採用した為替政策および今後の方向性についても検討していくことにする。基軸通貨ドルの行方、基軸通貨としてのユーロの可能性、SDR 構想についても検討する。

不安定さが増している要因：ドルの供給拡大

世界経済危機をきっかけにマクロ経済の不均衡状態が解消する方向に向かっている。だが、それは世界貿易取引の縮小によって起きている。すでにみてきたようにブレトンウッズ-II 体制を特徴づける構造は健在であるが、同体制の不安定さはこれまで以上に増している。その理由はつぎの 3 点を指摘できる。

第一に、ドルの供給量は一段と増えており、ドルの減価圧力は世界経済危機以前よりも高まっていることにある。FRBのバランスシートはリーマン・ショックが発生する以前には約9000億ドル程度であったが、現在は2兆ドルを超えている。国内に向けては、通常の買いオペのほか、長期国債、コマーシャルペーパー、社債、資産担保証券の購入などの量的緩和政策を実施し、海外に向けては複数の通貨当局とドルのスワッ

プ協定を締結してドルを供給したからである。ひとたび世界経済が回復軌道に乗った場合、FRBが引き締め
のタイミングを見誤ると、ドルが大幅に減価する懸念が高まっている。

しかも、米国の財政赤字は急速に悪化しており、議会予算局によると対GDP比で2008年の3.2%から2009
年には11.2%へと悪化する予想である。財務省証券の発行残高（市場流通分のみ）は2007年7月の4.4兆ド
ルから2009年6月の6.6兆ドルへと2.2兆ドルも増えている。この間に外国が保有する財務省証券残高は2.2
兆ドルから3.4兆ドルへと1.2兆ドルも増え、外国が保有する割合も49.9%から51%へと上昇している。中
国が保有する米国財務省証券の残高も4800億ドルから7760億ドルへと2960億ドル増え、中国の保有する割
合も11%から11.7%へと上昇している（この金額は過少評価されている可能性がある。中国人民銀行は英
国などで業務展開する銀行を通じて購入する場合もあり、その金額はここには含まれていない可能性があ
る）。米国の財政赤字は2010年もGDPの10%前後で推移することが予想されており、今後も大量の財務省
証券発行が予定されている。中国など主要国のいずれかが介入をやめるか民間投資家による大量売却によ
って、米国財務証券投資を手控えられると国債価格は大きく下落し、長期金利の上昇につながりかねない。

こうした状況からドルの減価圧力は、以前よりも増している。2003年から2008年中旬まで（とくに
リーマン・ショック発生前まで）のドルは減価傾向にあった。名目実効為替レートは19%、実質実効為替
レートは16%ほど減価していた。最近の金、原油、その他の商品価格の上昇傾向は、ドル減価の再燃を反
映しているとみなせる。しかも、超低金利のドルを調達して、豪州ドル、ニュージーランド・ドル、ブラ
ジル・レアル、南アフリカ・ランドなどの通貨建て資産などに投資する「ドル・キャリートレード」が活
発化しており、リスクマネーは少しずつ復活しつつある。リスク・テイクな行為が広がれば、いっそ
うドルの減価圧力は高まることになる。

不安定さが増している要因：世界経済を牽引する消費力が不足するアジア

第二に、世界経済危機発生以来、世界貿易の取引額は大きく落ち込んでいる。IMFのDirection of Trade
Statisticsによると、2009年10月から2008年3月までに世界の輸出額は1.4兆ドルから9800億ドルへと30%
も下落している（輸入額も1.46兆ドルから1.04兆ドルへと29%下落している）。各国で輸出額と輸入額が減少
し、世界の貿易取引は大幅な縮小を余儀なくされた。単一国としては世界最大の輸入国で、世界輸入総額
の14%を占める米国の輸入額はこの間に33%も減少している。地域としては最大の輸入国で、世界輸入額
の38%を占める欧州連合（EU）も輸入額は30%も落ち込んでいる。世界輸入額の4%を占める日本の輸入
額も38%減っている。

この結果、世界の輸入額の68%を占める先進諸国の輸入総額は30%も落ち込み、世界が同時景気後退に
陥る原因となっている。新興諸国や発展途上国は成長途上にあるため所得水準が低く、先進諸国に代わる
ほどの輸入吸収力を持っていない。世界経済の不均衡状態の改善は、世界経済の景気後退によって生じて
おり経済成長をもたらすような望ましい形でのリ・バランスではない。世界経済の不均衡状態の改善は世
界経済にとって過剰生産によるデフレ的な兆候を見せている。

米国経済が危機前の水準まで経済成長を回復するには、数年はかかると予想されている。米国の金融シ
ステムが大きく棄損し、現在でも中小の地方銀行を中心に商業不動産などの不良債権問題が残っているか
らである。大手銀行もレベル3と呼ばれる証券化商品を多く抱えている。銀行による融資の厳格化は続いて
おり、信用収縮はおさまっていない。家計の債務残高も大きく、雇用状態も悪化しており、消費もすぐに
回復するとは考えにくい。世界輸入の14%も占める米国の消費需要が低迷すると各国の輸出に及ぼす打撃
は大きい。

また、かりに米国経済が大きく回復できたと仮定しても、米国において以前のような過剰消費経済が実現するとは限らない。オバマ政権は過剰消費、過剰な輸入超過の状態には戻さないとのメッセージを発信し続けており、世界は米国の消費・輸入に依存した成長戦略を立てにくくなっている。

世界第2位の経済大国である日本からも大幅な輸入増は期待できない。日本ではここ5年ほどは輸出の伸びが経済成長を牽引していたことから、欧米を中心とする外需の落ち込みによって打撃を受け、現在は大幅に生産・雇用水準が引き下げられ需要不足・生産過剰の状態にある。2002年から2007年までの景気上昇局面においても、賃金と消費は伸び悩み、投資は輸出関連産業によるものが多く、内需が経済成長を牽引してきたわけではない。しかも、現在では製造業を中心に雇用情勢も悪化しており、雇用過剰感も高く、大幅な消費回復は当面は期待できそうにない。

IMFの2009年10月時点での推計によると、米国の実質GDP成長率は2008年の0.4%から2009年にはマイナス2.7%へと落ち込み、2010年にはプラス成長に転じるが1.5%にとどまる予想である。ユーロ圏の成長率は2008年の0.7%から2009年にはマイナス4.2%へ低下し、2010年にはようやく0.3%のプラス成長を実現できる見込みである。日本の成長率も2008年にはマイナス0.7%、2009年にはマイナス5.4%と予想されており、2010年にはプラス成長に転換したとしても1.7%程度の水準にとどまると可能性が高い。

したがって、今後の成長への期待は中国・インドを中心とするアジア地域に集中している。中国の実質GDP成長率は二桁台の成長が続いており、2007年には13%と高い伸びを実現してきた。景気は減速しているものの2008年は9%を実現し、2009年も8.5%、2010年は9%を達成する見込みで、世界でも突出した成長力を示している。インドでも同じ傾向がみられ、2007年は9%という高成長を実現しており、2008年には7%を実現し、2009年でも5.4%、2010年には6.4%を達成する予想である。

しかし、多くのアジア諸国はこれまで外需をもとにした経済成長戦略をとってきたため、世界で生産される財の輸入吸収力は弱い。中国の輸入額の世界シェアはわずか7%である。日本を除くアジア全体の輸入額の世界シェアは19%であるが、アジア諸国間の輸入の多くは部品・中間財・原料が中心であり、生産された財の最終市場は欧米が中心である。たとえば中国の場合、加工関連の輸入が輸入全体の半分以上を占めている。アジア諸国では前述しているように消費よりも貯蓄を重視する傾向が長く続いているため、急速に内需拡大へと転換して世界で生産される財を吸収するのは難しい。

不安定さが増している要因：高まる保護貿易主義

第三に、貿易摩擦や貿易保護主義が（1930年代の世界大恐慌時代に比べれば小規模であるが）、随所で見られるようになってきている。貿易摩擦は政府間や国家間の対立をあおり、世界経済をスムーズな回復軌道に乗せるうえで阻害要因となりかねない。対立の激化によって国内で保護主義が優勢になると、一方的な行動に走ってハードランディング・シナリオに向かいかねないリスクがある。

世界貿易機関（WTO）は2009年7月上旬に、世界経済危機発生後の各国の通商政策に関する報告書を発表している。報告書では2009年3月以降に、米国、EU、中国を含む約30カ国・地域が約120件の新たな通商措置を講じていると指摘しており、このうち83件が特定製品への関税適用、輸出補助金の引き上げ、自国製品の優先購入などの「貿易制限的措置」と判断している。報告書では「新たな貿易制限措置の件数は新たな自由化措置を上回っている」と指摘し、高まる貿易保護主義への懸念を表明している。

最近の財・サービス貿易と外国人労働についての米国側の措置では次のような事例が報道されている。

- 米国通商代表部（USTR）は2008年12月に、中国政府による輸出促進策が不当だとしてWTOに提訴したと発表している。中国が繊維、農産品、ハイテク製品などの幅広い分野で中国産品の外国での

販売や中国ブランドの世界的な浸透を目的に、国内業者に優遇融資や研究開発資金の支援などを展開し、WTO 協定が禁止する輸出補助金に当たると指摘している。米国は中国の中央や地方政府による WTO 違反の補助金措置を 70 件以上把握したと主張している。メキシコも米国と共同で対中提訴に踏み切っている。

- WTO 上級委員会は 2008 年 12 月に、中国の自動車製造部品の輸入に絡む米国、EU、カナダとの紛争について、中国が 2001 年に WTO 加盟して以降初めての中国の敗訴確定を宣告している。中国は自動車部品に対する関税については通常 10%を適用しているが、輸入部品の使用率が完成車価格の 6 割以上になる場合などには国内課税を上乗せしているため税負担が完成車並みの 25%に達している。このため、欧米側は「輸入部品への不当な差別で競争に不利となっている」として 2006 年提訴した。これに対して、中国は「低関税を悪用し実質的な完成車を輸入する不正行為に対する防止策」との反論を展開してきた。すでに小委員会（パネル）で中国敗訴が決定していたが、今回は中国の上訴に対する決定で、中国の措置が WTO で定める内国民待遇に反するとのパネルによる決定を妥当とした。判決では中国の敗訴となったが、上級委員会は中国側の上訴の要求を支持し、パネル決定の誤りを是正している。
- 米国議会が 2009 年 2 月に可決した「景気対策法」になかに（同法にもとづいて資金が供給される公共事業で使われる鉄・鉄鋼・一般工業品は米国製のみ容認されるとする）「バイ・アメリカン条項」を含めている。公共事業で供給する鉄鋼や工業製品などが米国製であることを保証できなければ企業な入札に参加できなくなる。オバマ大統領は議会を説得して、バイ・アメリカン条項について、米政府が世界貿易機関のルールの実行などの国際義務を果たすことを約束するといった項目を追加させている。しかし、2009 年 4 月に米国行政管理予算局が発表した暫定指針には国際義務の順守といった指針は盛り込まれていない。2009 年 6 月 3 日付の NY タイムズ紙は、多くの地方自治体や州議会の一部が、全米鉄鋼労働組合が展開するバイ・アメリカン決議に署名しており、下院は米国製原材料の使用を義務づける条項を水質改善法案と新学校施設法案に盛り込んだと報道している。
- 米国議会では 2009 年 2 月に公的資金が投入された金融機関を対象に「米国人労働者雇用法」が成立させ、米国人労働者の優先雇用を促している。これを受けて、バンク・オブ・アメリカなどは外国人学生の新規採用の取り消しを実施している。
- 米国商務省は、2009 年 9 月上旬に、原油やガスを輸送する鋼管を製造する中国の業者が政府の補助金を受け、不当な低価格で米国に輸出した事実を認める仮決定を発表している。US スチールなど鉄鋼業界が、中国企業が補助金により不当に安く輸出したことで損害を受けたとして提訴したことを受けた措置である。そして中国製品に課す相殺関税を 10.9~30.69%と算定している。商務省の本決定、米国際貿易委員会（ITC）の本決定を経て、正式に課税を決めるとしている。ITC は 2009 年 5 月に被害を認める仮決定を下している。この仮決定について、中国の商務省は「このような保護主義的な行動に断固反対する」と即座に反発を表明している。
- オバマ大統領は 2009 年 9 月中旬に、輸入が急増している中国製タイヤに対し、上乗せ関税を課す緊急輸入制限措置の発動を最終決定した。中国から輸入される乗用車などに使うすべてのタイヤに最大 35%の上乗せ関税をかける。ITC は 09 年 7 月に中国からのタイヤ輸入量が米タイヤ業界の存続が危ぶまれる水準まで急激に増加し被害が出ていることを認め、最大 55%の上乗せ関税をかけるようオバマ大統領に勧告していた。輸入制限措置の期間は 3 年間。現行の関税に 1 年目は 35%、2 年目は 30%、3 年目は 25%の特別関税を上乗せする。中国商務省はこの措置について WTO に提訴し、「救

済措置の乱用」に当たり WTO ルールに違反すると主張している。

- 米国商務省は 2009 年 10 月から中国からのシームレスステンレスパイプの輸入に反ダンピング関税を適用するか判断するための調査に着手している。US スチールなどが 9 月に行った要請に応じている。

EU については 2009 年 9 月初旬に、在中国の欧州連合（EU）商工会議所が中国ビジネスに関する意見書を発表し、「中国市場の参入障壁が高くなっている」と指摘して中国政府に改善を求めている。風力発電設備の入札で中国企業と外国企業が平等な扱いを受けていない点を指摘している。中国で市場開放のペースが鈍っており、一部の分野では「逆戻りしている」と報告した。米飲料大手コカ・コーラが提案した中国果汁飲料大手の買収を中国政府が認めなかったことについても「保護主義の疑いがぬぐい去れない」と指摘している。

最近では、アルミニウムの原料となるボーキサイトやマグネシウム、亜鉛などのレアメタル（希少金属）の生産大国である中国がレアメタル輸出を制限して、中国企業を優遇しているとの懸念が先進国の間で強まっている。レアメタルの輸出量の上限設定や輸出関税が適用され、市場価格高騰の原因となったとの見方が強い。EU の欧州委員会は 2009 年 6 月にこの点について中国を WTO に提訴したと発表している。米国も同月提訴している。

一方、中国側の措置については、つぎのような事例が報道されている。

- 中国政府が景気対策に伴う政府調達で、自国製品を優先させるよう要請する通知を 2009 年 5 月に全国の地方機関に提出している。中国政府が 2009 年 11 月に打ち出した総額 4 兆元（約 57 兆円）の景気対策のなかの公共投資案件などについて、「中国国内で調達できないか、合理的な条件で調達できない場合を除き、国産品を購入しなければならない」と明示している。輸入品を購入する場合には、関係政府機関の審査を義務づけている。中国政府は「公平な競争維持のため」と説明しているが、外資系企業は同通知を批判している（ただし、中国は内外無差別を原則とした WTO 政府調達協定に参加していない）。
- 中国商務省は、2009 年 8 月に日本や韓国、インド産の有機化学品、無水フタル酸に対する最大 66% の反ダンピング（不当廉売）課税を継続すると発表している。期間は 5 年に及ぶ。中国政府は 2003 年から反ダンピング税を課しており、中国メーカーが課税継続を申し立てていた。無水フタル酸はポリエステル樹脂の原料として用いられ、塗料、医薬品などにも使われる。
- 中国商務省は 09 年 9 月上旬に、日本、韓国、ロシアの 3 カ国産の汎用合成ゴム的一种、スチレン・ブタジエンゴムに対する反ダンピング（不当廉売）課税を継続すると発表している。期間は 9 月 8 日から 5 年間に及ぶ。スチレン・ブタジエンゴムはタイヤや履物などの原料に使われるが、中国政府は外国から輸入されたゴムが国内産業に損害を与えているとして、2003 年から 3 カ国のメーカーに最大 38% の反ダンピング関税を課していた。
- 中国商務省は 2009 年 9 月中旬に、米国製の一部自動車製品と鶏肉に対し、ダンピング（不当廉売）や政府補助金についての調査手続きを始めたと発表した。前述のオバマ米大統領が最終決定した中国製タイヤの緊急輸入制限に対する事実上の対抗措置とみなせる。ダンピング調査は鶏肉、補助金調査は自動車製品と鶏肉が対象。輸入製品に対する商務省のダンピング調査は期間 1 年（半年間の延長も可能）で、「クロ」と認定されれば反ダンピング税を課す。同省は「国内業界の申し立てを受けた措置」としている。

2008 年中旬に導入した中国の新政策：ドル・ペッグ制への復帰と外貨管理規制の強化

2008 年中旬からドル相場がドル安からドル高傾向へと転換すると、人民元も他の通貨に対して増価した。これをきっかけに、中国政府は（輸出産業の保護の目的もあって）2008 年 7 月から 1 ドル=6.83~6.84 人民元あたりで維持するほぼ完全なドル・ペッグ制に復帰している。同年 8 月からは外貨管理規制を強化しており、人民元の増価期待にもとづく投機マネーの流入を徹底して抑制することに努めている。

中国がこのような措置に出た背景には、為替制度の柔軟性を高めることで期待された人民元相場の（とくに対ドルでの減価と増価を伴う）「二方向への動き」がみられず、「一方向への動き」に終始したことが指摘できる。二方向への動きが起きていれば、人民元高を狙った「一方向への賭け（One-way bet）」を回避できる。だが人民元の動向が増価方向にしか動かない場合、今後も人民元高で推移するであろうという一方向への賭け（投機行為）が生じやすい。ドルが 2002 年あたりから名目実効為替レートで減価する傾向にあったこともあり、人民元のバスケット・ペッグは二方向への動きをもたらさなかったのである。

中国はかねてより資本移動に規制を課している。もともとは中国居住者による香港など中国本土外への資本逃避が多く、外貨流出が顕著であったことから資本逃避を回避する目的で維持されてきた。また、国有資産が盗まれて国外に持ち出される行為が頻発していたため、それを防ぐ目的もあった。2000 年初旬までは中国の経常収支の黒字幅は小さく、外貨準備資産が十分に蓄積される状況にはなかったため、とくに資本流出については厳しい規制が課されていた。

だが、WTO 加盟によって義務づけられた金融部門の 5 年以内の自由化に合わせて、少しずつ資本移動規制も緩和されている。まず、資本流入について規制緩和がなされている。海外居住者による中国への資本投資については、これまでは B 株あるいは海外の株式市場に上場されている株式（H 株、N 株、S 株、L 株）への投資に限定されていたが、2002 年末に「指定国外機関投資家（QFII）制度」が導入されている。QFII として認可された海外機関投資家は一定の限度額内で、A 株、国債、転換社債、社債などの売買が認められている。その後、国内金融機関による海外債券発行が容認されている。非居住者が中国で住宅を購入することも中国に 1 年以上仕事または勉学で滞在する条件を満たす場合に認められている。

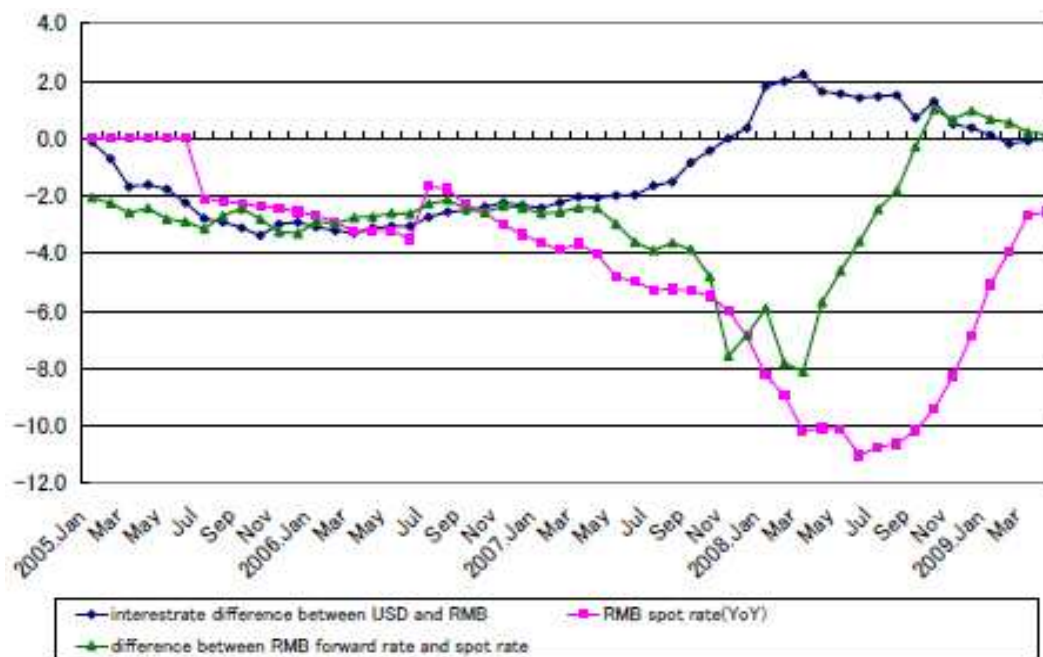
2003 年以降から中国の経常収支の黒字額は拡大する傾向がみられるようになると、資本流出についても規制緩和がなされるようになった。人民元の切り上げ圧力を緩和する狙いもあり、2006 年 4 月に、中国国内の銀行、ファンド運用会社、保険会社などの金融機関を「指定国内機関投資家（QDII）」として、海外に証券投資することを限定的ながらも解禁している。

中国で国際収支の黒字幅が大きくなり、しかも 2005 年に為替制度の変更がなされたことにより、人民元の増価を見込んだ投機マネーが流入するようになった。とくに、2007 年後半から 2008 年前半にかけて急増している。これは、実際の（人民元と対ドル）フォーワードレートと（カバー付き金利平価つまりドルと人民元の金利差から算出される）インプライド・フォーワードレートの乖離が大きく拡大したことからも裏づけられる。それ以前の 2007 年前半までは中国の金利水準が米国の金利水準よりも低くなっており、中国と米国の金利差はマイナスとなっていた。この金利差とスワップコスト率（実際のフォーワードレートとスポットレートの間の変化率）がほぼ等しくなっており、カバー付きの金利平価は成立していたといえる（図 14 を参照）。

2007 年後半からは中国と米国の金利差はマイナスからプラスへと転じたことで、両社間の乖離幅が大きく開くようになった。これは米国がサブプライムローン危機発生後に政策金利の大幅な引き下げに転じ

たこと、人民元のスポットレートの増価傾向のピッチが速まったこと、資産バブルやインフレ懸念の高まりで中国のベンチマーク金利が2007年中旬から2008年中旬にかけて引き上げられたことなどの要因が重なったことが原因である。この結果、実際のフォーワードレートがいっそう増価し、インプライド・フォーワードレートに比べて人民元の増価（ドル安）傾向が強まったのである。

図14. 人民元の対ドル為替相場と金利差の動向（単位：％）



出所：Tsuyuguchi (2009).

実際のフォーワードレートの増価は、人民元が近い将来もっと増価するであろうとの期待を反映している。このような状態が起きるのは、スポットレート（現行の為替相場）については2005年7月から人民元の対ドル相場の増価がかなり抑制されている一方で、フォーワードレートについては規制されていないからである（Tsuyuguchi 2009）。

フォーワードレートに乖離が生じている間は、中国の輸出企業は（たとえば輸出代金請求書などを担保にして）ドルを借入れて人民元とスワップし、スワップの満期が到来するまで人民元建て資産に投資をすることで儲けがえられていた。こうした投機行為は対外借り入れという形をとることが多かった。人民元の切り上げ期待がある場合には輸出のドル受け取りを早め、輸入のドル支払いを遅らせる、「リーズ・アンド・ラグズ」と呼ばれる一種の投機行為もみられた。輸出の「オーバー・インボイス」の形でも流入した。株式・不動産投資によって資産価格のキャピタルゲインと人民元高期待の両方を狙う投機行為も広がっていた。資本移動規制の自由化の程度は実態面ではかなり進んでおり、IMFの計算式にもとづくは8割にも達しているという（Yongding 2009）。

こうした為替裁定を狙った投機マネーの流入の急増によって、中国ではさらなる不動産・株価の大幅な高騰、インフレ圧力に直面した。中国人民銀行は貸出基準金利や法定預金準備比率を引き上げたが、金利の引き上げは引き下げ方向に向かっていた米国との金利差を拡大し、さらなる資本流入を招く事態になっていた。つまり、インフレ圧力抑制のための金融引き締め政策の有効性が低下したのである。

こうした要因を背景にして、(ドルの増価への転換による人民元高への憂慮もあって) 2008年7月にドル・ペッグ制に復帰し、8月には人民元高期待をねらった投機マネーの一掃を目的として為替管理の厳格化を行ったのである。

外貨管理規制として、新しい外国為替決済システムを導入し、国際収支の各項目に記録されるすべての外貨の流入は「真の取引(みせかけでない取引)」であることを義務づけ、違反した場合にはペナルティが適用されることになった。中国国家外為管理局(SAFE)にクロスボーダーの外貨取引を監視する権限を与え、SAFE・商務省・関税局が連携してコンピューターシステムをリンクして取引を監視することになった。このリンクにより、たとえば関税局から入手する輸出情報から輸出収入を算出し、それと銀行に報告された外貨収入の整合性を商業銀行がチェックし、問題がない場合に銀行は外貨購入や人民元売却ができる。整合的でない場合には銀行は拒否することを義務づけられる。

これまで、輸出企業は外国の輸入業者から輸出代金の先払いを受けることが多く、この先払いが人民元高期待にもとづく投機的取引に利用されるケースがあった。だが、規制強化により、輸出企業はSAFEに契約文書を提示し、先払いが必要であることを示し、きちんと登録することが義務づけられるようになった。しかも、先払いには上限(一般的にはそれ以前の12カ月間に受け取った全外貨収入の10%以下)が適用されている。

その一方で、企業に対する外貨保有規制が大幅に緩和されている。以前は稼いだ外貨はSAFEへ強制的に売却が義務づけられていたが、そうした義務を廃止している。また以前は保有する外貨を中国本土へ送金する義務があったがこれも撤廃している。対外直接投資についての承認プロセスも簡素化し、対外投資を促進している(Yongding 2009)。

こうした資本規制の強化の結果、実際のフォーワードレートとインプライド・フォーワードレートの乖離はかなりの程度縮小し、為替の裁定取引は抑制されている。現時点では、2008年中旬に導入したドル・ペッグ制への復帰と資本規制の強化策は功を奏しているようにみえる。実際のフォーワードレートは増価傾向がみられなくなり、対ドル相場で固定されたスポットレート(1ドル=6.83人民元)あたりで推移している。

2009年10月中旬にはQFIIの投資枠の申請手続きと申請資料を簡略化し、関係の口座開設や資金決済などの管理手続きに便宜を図り、1社の投資枠をこれまでの8億ドルから10億ドルへ引き上げ、また年金基金、保険基金、オープン・エンド型ファンドなど中長期投資の元本凍結期間を3カ月に短縮している。それと同時に、投資枠取得機関と投資枠の実際の使用者の一致を確保するため、QFIIはいかなる形でも投資枠の譲渡・転売はできないと明確化している。外為管理機関は関係の統計監視と事後監督の要請を強め、QFIIおよびその保管委託機関の届け出義務を強化している。

人民元相場の調整の可能性

米国の対中国貿易赤字の占める割合が大きくなり、しかも対中国輸出が伸び悩むなかで、貿易赤字をさらに縮小させるべく、人民元の対ドル相場を柔軟化させるべきだとの見解はかねてより耳にする。

最近では2009年10月2日に、IMF専務理事のドミニク・ストロスカン氏がIMF総会開催地のトルコのイスタンブールにおいて「国際協調の新しいムードがみられない分野のひとつに通貨問題があり、欧米は中国の依然として大きい貿易赤字を削減するのに人民元が増価する必要があると考えている」「たとえそれが不人気であっても、IMFは毅然として真実を話すことをやめることはない。IMFは依然として人民元が過小評価されているとの見解である」と明言している。その一方で、為替政策は世界貿易不均衡の

是正において一つの要因にすぎず、より貧困な諸国が（経済危機などの必要時に）IMFから金融支援を受けるよりも、多額の外貨準備を蓄積しようとする動機が問題の核心であると述べている。同年10月1日にIMFチーフエコノミストのブランシャール調査局長も「現在の為替レートで世界経済の不均衡是正を実現するのは非常に困難だ」と述べ、中国の人民元などを念頭において経常収支の黒字国が通貨を切り上げる必要があるとの見解を明らかにしている。

一方、米国政府は強いドル政策を主張しており、2009年10月1日にも財務長官のティモシー・ガイター氏は「強いドルは米国にとって重要であり、皆がそれを認識することが重要だ」と繰り返している。しかも人民元が柔軟性を欠いている点について「深刻な憂慮をもっている」としながらも、中国を不公平な貿易利益を確保するために「通貨を操作している国」として名指しするのを回避している。米国の対中貿易赤字を人民元の増価（ドルの減価）によって削減したいものの、ドルや米国財務省証券価格の大幅な下落につながりかねない言動は回避しようという狙いがある。これに対して、FRBのバーナンキ議長は同年10月19日に人民元などを念頭に置いて「為替相場をより柔軟にすることが（マクロ経済の不均衡を是正する）一つの方法である」と指摘し、管理されたドル安の容認を示唆している。

このようにして人民元の調整への国際的な要求は強まっているが、中国政府が人民元高・ドル安をもたらすような為替政策を実施するのはますます難しくなっている。

第一に、中国がより柔軟な変動相場制に移行することによって生じる人民元の大幅な増価・ドルの減価は中国が保有する外貨準備資産の評価損および利子収入の為替差損をもたらすことになる。中国の外貨準備が2009年6月末現在2兆1千億ドルを超えており、その多くがドル建て資産であり、しかも外貨準備資産は現在も増え続けている。多額の為替差損は国内における政府の責任追及にもつながりかねないため、中国政府にとって政治的に実行が難しい。

第二に、柔軟な変動相場制に移行すれば投機マネーの流入を再び招きかねないリスクがある。米国経済が景気後退面にあり当面は政策金利が低水準で推移する可能性が高いなかで、中国では2009年は8%の成長率を実現する見込みで、バブル・インフレ懸念が高まっている。中国の金利は2008年末から引き下げられたものの、米国の水準を上回っている。金利格差に加えて人民元の増価期待が高まれば、2007年中旬から2008年中旬の状況が再発する可能性が高い。2007年中旬から2008年中旬までは人民元高を期待する一方向への賭けが急増していたが、現在では一連の政策で投機マネーの流入は比較的抑えられている。

McKinnon and Schnabl (2009) は、中国がドル・ペッグ政策に復帰して（たとえば1995年から2004年まで実施してきた1ドル＝8.24人民元当たりでのドル・ペッグ制のように）その為替政策で市場の信認が得られれば、金融政策は有効性をとりもどし価格安定化を実現できると主張している。人民元の増価期待を取り除けば、国内にとどまっている民間資金が海外へ流出して対外資産の多様化につながる。ドル・ペッグ制度のもとで輸出業者が為替相場の動向に左右されなくなれば、企業収益も改善し、賃金引き上げをもたらす家計消費を対GDP比で拡大（貯蓄率の縮小）できる。国際収支の黒字幅が減り、外国為替市場への介入頻度も低下すると主張している。

第三に、中国では輸出額が2009年3月から9月現在まで対前月比で上昇に転じているが、前年同月比では依然としてマイナスの状態にある。輸入額も3月から前月比で増えており、貿易黒字額は以前にくらべて減っている。この状態で、人民元が大きく増価する事態になれば、輸出産業を中心に国内の強い反発が予想される。社会不安を恐れる中国政府は為替制度の大幅変更をとまなう政策を躊躇すると考えられる。

第四に、人民元の調整を行ったとしても中国の貿易黒字の削減につながらない可能性がある。McKinnon, Lee and Wang (2009)は、人民元の増価によって中国の貿易黒字を縮小させるべきだとする見解は正しくな

いと主張している。人民元が増価すれば、外資系企業などは輸出コスト増ととらえて中国での設備投資を控えるため、経常収支の黒字幅は拡大してしまう可能性が高いからである。しかも、米国は輸入先を中国から他のアジア諸国にシフトする可能性があり、米国の貿易赤字が縮小する保証はない。

それは日本の経験をみても明らかだと指摘する。日本は1960年代後半から貿易黒字を達成しておりこの間に円高が進んでいるが、円相場の変動が大きく貿易収支への影響はシステマティックにみられない。しかも、1980年代後半の円高局面では株・不動産バブルが発生しており、円高がインフレ圧力やバブル抑制に寄与したといえない。むしろ、バブル崩壊後のゼロ金利で金融政策の有効性が低下し、2002年から輸出拡大がみられたが賃金・消費が伸び悩んでいたと指摘している (McKinnon and Schnabl 2009)。

人民元の中長期的な動向

以上の理由から中国がただちに人民元の切り上げに応じるとは考えにくい。だが、貿易黒字と直接投資の純流入が続いている限り、中国の国際収支は大幅な黒字が持続することになる。しかも中国の労働生産性は先進国よりも低く、今後改善していくことが予想されることから、それに合わせて人民元が増価が予想される。対ドル安定化政策による不胎化コストやインフレ圧力も高まっていくため、それを見越して投資家による人民元切り上げ期待も高まっていくであろう。

したがって、人民元に対する増価期待を完全に取り除くことはできない。前述しているように証券投資が2009年初旬から流出超から流入超へ転換しているのも、人民元高期待と株式投資によるキャピタルゲインを狙った投機マネーである可能性が高い。

しかも、欧米やアジア諸国では景気対策として大量にマネーサプライが供給されたため、世界的に流動性は高まっている。現在は財・サービスの需要不足のためデフレ懸念の方が強く、世界的なインフレ懸念は起きていない。しかし、大量に出回っている世界マネーは有望な投資先を探して徐々にリスク性向を回復しつつある。欧米経済の低迷状態が続いていることから、投資先は相対的に高い成長が続いている中国、インド、その他のアジア諸国、資源国に集中しつつある。したがって再び中国への資本流入が活発化し、資本規制の抜け穴を探す行為が横行する可能性がある。他国の経験からも資本規制や為替規制を完全に維持していくのは難しい。

しだいに資本規制や為替規制の網の目をくぐって資本が流入し、規制が事実上緩和されるようになれば、中国の金融政策の有効性は再び失われることになるだろう。そうなれば、中国は金融政策の自由度（独立した金融政策）を確保するためにも、いずれは対ドル安定化政策を放棄することになるであろう。これは「不可能のトリレマ（「為替相場の安定化」「資本移動の自由化」「独立した金融政策」の3つの目標を達成するのが困難であること）をもとに考えれば明らかである。問題は、変動相場制に向けた順序づけが重要になる（白井 2004）。

基軸通貨ドルの行方

現在の世界金融システムはドルを基軸通貨としている。世界の外貨準備資産に占めるドルの割合は2001年のピークの71.5%から現在では64%に低下しているものの、依然として高いシェアを維持している。だが、米国では1960年代から経常収支の赤字状態が続いており、ドルの減価懸念がつねに浮上してきた。最近では2002年から2008年中旬までドルの名目実効為替レートは減価傾向にあった。そうした懸念のなか、ブレトンウッズ-II体制で特徴づけられるような「世界経済の不均衡状態」は持続されてきたのである。

ブレトンウッズ-II体制がこれまで持続してきた理由の一つには、米国が世界最大の対外純債務国である

にもかかわらず「所得収支」の黒字を維持してきたことにある。これは、米国の対外資産と対外債務の利回りが異なっていることから生じている現象である。

米国の対外資産は株式や直接投資が多く、対外債務は財務省証券など債券が多い。株や直接投資は現地通貨建て資産が中心なので、ドル安はこれらの資産から得られる収益や資産のドル建てに換算値を増やす傾向がある。一方、米国の発行する債券の大半がドル建てであり、利払いや債務はドル安の影響を直接は受けていない。この結果、ドル安は米国の（ドル建ての）所得収支を増やし、対外純債務の残高を減らすことになる。さらに、株式は債券よりも利回りが高いことが多く、所得収支の黒字化に寄与している。米国の直接投資先や保有する株式は新興諸国を含め分散しているため、高い配当益を得やすい。

この結果、米国の経常収支の赤字の蓄積と比べて、米国の対外純債務残高は拡大していないのである。1980年から2008年にかけて、米国の経常収支の赤字累積額は7.4兆ドルに達したが、米国の純対外ポジション（対外純債務の残高）は3.8兆ドルしか悪化していない。このうちの2000年から2008年にかけて経常収支の赤字累積額は5.4兆ドルであったが、純対外ポジションは2.1兆ドルしか悪化していない。2000～08年の経常収支の赤字がGDPに占める割合は平均5%と大きい、純対外ポジションのGDPに占める割合は11ポイント悪化したに過ぎない。

米国が純対外債務ポジションを大きく悪化させずに、多額の経常収支の赤字を累積できるのであれば、米国の経常収支の赤字で特徴づけられるマクロ経済の不均衡はさほど深刻な問題でないといえる（Milesi-Ferretti 2008）。ドルを減価させて経常収支を改善すべきとの論拠もそれだけ弱まることになる。

だが、米国の経常収支の大幅な赤字が続けば、対外資産と対外債務の構成項目や為替相場の及ぼす影響の違い（評価額の変化）がもたらす（対外資産と対外債務の）利回りの差だけで相殺していくのは難しくなる。Milesi-Ferretti（2008）は前述の要因による利回り差はGDPの1～1.5%ほどで、GDPの4～5%に達する貿易赤字を相殺するのは難しいと指摘している（このほか測定誤差も経常収支の累積赤字額と純対外ポジションの乖離に寄与していると指摘している）。

世界経済危機が発生して以来、米国の経常収支の赤字額自体は民間の貯蓄・投資ギャップの改善によって縮小しているが、財政赤字は大幅に悪化し、ドルの流通量も各段に増えている。米国経済およびドルが抱える構造的なせい弱性はいっそう強まっている。しかも事実上のゼロ金利によって、ドル・キャリートレードを活発化させており、ドルの減価懸念に拍車をかけている。

「ドル本位制」の維持が難しくなりつつあるなかで、ドルに代わる通貨として有力なのがユーロである。だが、ドルに代わってユーロを基軸通貨として代替していくにはいくつかの課題が残る。

第一に、中国などアジア諸国が対ドル安定化政策をやめる必要がある。自国通貨を対ドル相場で安定化する政策をとり続ける限り、ドル買いが多いために外貨準備はドル建て資産が中心となるからである。通貨当局は民間投資家と比べてリスク許容度が低いため、ドル・ペッグ制のもとではドル建て資産を保有することで外国資産の評価額を安定させようとする。したがって、アジア諸国が現行の為替制度を変更しない限り、ユーロがドルに代わる「準備通貨」（外貨準備に用いられる外貨）となるのは難しい。

第二に、ユーロはドルに匹敵する「セーフ・ヘイブン」の地位を確保しているのか検討が必要である。リーマン・ショック後の混乱期にはセーフ・ヘイブン通貨としてドルがユーロより勝ることが証明された。ユーロの対ドル相場は2008年中旬まで1ユーロ=1.6ドルまでユーロ高となっていたが、リーマン・ショック後は1ユーロ=1.25ドルまでユーロ安となった。ユーロの信認がまだ十分に確保されていないといえよう。この動きは世界経済危機が米国だけでなく西欧諸国の金融システムに打撃を与え、複数の欧州新興諸国で経済危機が発生したことによる懸念を表している。欧州の抱える金融システムの問題（資本不足な

ど)は米国よりも深刻だとの指摘もある。

第三に、ユーロは16カ国が加盟するユーロ圏の通貨であるが、各国の経済状況はさまざまである。これまでは、反インフレ政策および財政健全化政策で高い信認を得てきたドイツがユーロの信認を支えてきたといっても過言ではない。しかも2008年10月に欧州中央銀行(ECB)が政策金利の引き下げに転換するまでのドイツとフランスの確執、労働市場改革や規制緩和を断行してこなかったために労働生産性が改善せず国際価格競争力を失っているイタリア、スペイン、ポルトガル、ギリシャ、フランスなどの存在、経済構造が脆弱な東欧・中欧諸国のユーロ圏への加盟および将来の加盟などの要因を考慮すると、ユーロの信認がドルを超えて高まるとは考えにくい(ユーロ圏の抱える構造的な問題については白井[2009c, 2009f]を参照)。とりわけイタリアやスペインなどの諸国では、各国の経済構造をもとに算出される適正為替相場が実際の為替相場と大きく乖離しており、その乖離幅を適切な経済政策によって是正できていない。したがって、ユーロが信認を維持できるかは疑問が残る。

第四に、米国の財務証券発行残高(市場流通分)は2009年8月末現在6.9兆ドルであり、ユーロ圏の中央政府の債務残高は2008年には5.4兆ドルで米国の市場と大きくは変わらない。だが、ユーロ圏は16カ国の政府から構成されており、もっとも信認の高いドイツの中央政府の債務残高はわずか1兆ドルに過ぎない。最大規模の市場をもつのがイタリアで1.5兆ドル、ついでフランスの1.2兆ドルである。ユーロ圏の加盟国はマーストリヒト条約のもとで財政健全化が義務づけられているが、世界経済危機の勃発によって大半の国が財政赤字の上限(対GDP比)3%を大きく超えている。景気回復後には抜本的に財政健全化に取り組み3%以内におさめなければならない。だが、国によって財政政策への信認が大きくことになっており、単一国の米国が発行する財務省証券と同等の信認が得られる保証はない。2009年7月時点では、10年物国債の利回りはドイツの3.34%、フランスの3.73%、スペインの4%、イタリアの4.37%、アイルランドの5.45%というように大きな乖離が生じている。

第五に、ユーロ圏は各国でみれば違いが大きい、全体としてみれば經常収支はほぼ均衡状態にある。このことは、ユーロが貿易・金融取引の決済通貨として、あるいは準備通貨(外貨準備資産で保有される外貨)として世界に十分に供給されない可能性を示唆している。外貨準備は經常収支の黒字国が保有していることから、ユーロは經常収支の赤字国つまり対外債務国として通貨を供給する必要がある。欧州では域内貿易が7割近くになり、しかも対外的にほぼ均衡している状態が続いていることから相対的に大きな貿易赤字を達成するとは考えにくい。しかも財政規律が課されているため、政府部門の貯蓄・投資ギャップによる經常収支の赤字は起きにくい構造となっている。

第六に、世界では石油などの多くの商品取引がドル建てで行われている。これらのなかにはサウジアラビアなど中東産油国を中心に米国と外交・軍事・経済関係が深い諸国も多く、ドルの暴落をもたらしかねないようなドルからユーロへの転換を近い将来行うとは考えにくい。2009年10月上旬に湾岸諸国が他の諸国と会談を行い、ドルに代わってバスケット通貨で石油取引を行う可能性について議論がなされたと報道された。同報道に対してサウジアラビアが即座に否定したこともこの可能性が低いことを示唆している。

第七に、米国の輸出入取引の大半がドル建てで行われており、アジア地域でもドル建て取引が多い。世界貿易の半分ほどがドルでなされている。このことは、当面の間これまでの慣習が続き、ドルが利用される状態が持続する可能性を示唆している。ドルの減価傾向が続いたとしてもただちに他の通貨に切り替えるとは考えにくい。

以上の見地から、ユーロがドルを超える国際通貨になるとは当面考えにくい。現在の問題はドル本位制が崩れかけているのに、ドルに代わる有力な通貨が存在していないことにある。これが世界経済に不安定

性、不確実性をもたらしている。

国際準備通貨として SDR を活用する構想

中国人民銀行の周小川総裁は、2009年3月23日に、ドルの減価懸念から、ドルに代わって SDR を「超国家準備通貨」へ発展させるべきであると提案した。SDR は 1967 年に創設され、「トリフィン・ジレンマ」を改善する目的で導入された。トリフィン・ジレンマとは、ブレトンウッズ体制のもとでドルの対金価値を維持するために米国が内需引き締めなどのデフレ政策で経常収支の赤字を削減すると、世界の流動性が減少する矛盾が生じる現象を指している。その後、米国がドル金本位制を放棄し変動相場制に移行したことで国際流動性が不足する問題が解消したことで SDR は今日までほとんど注目されることはなかった。

SDR はドル、ユーロ、ポンド、円から構成されるバスケット通貨である（ウエイトはドル 44%、ユーロ 34%、ポンドと円が各 11%である）。IMF において SDR は会計単位として活用され、IMF が行う融資の貸出金利においては SDR 金利が用いられている。また、SDR は IMF によって加盟国のクォータ（拠出金）に比例して配分されている。IMF 加盟国は国際収支が赤字で外貨不足に陥っている場合には、SDR を使って国際収支が黒字の加盟国とドルなどの他の外貨とスワップし外貨を獲得することができる。このとき国際収支の赤字国は黒字国に金利（SDR 金利）を支払うことになる。

中国の提案の背景にはドル減価によって保有する外貨準備資産の評価損が大きくなるのを回避したいという思惑がある。また中国が 2007 年 9 月に 2000 億ドルの外貨準備資産を使って設立した中国投資公司（CIC）がモルガンスタンレー（56 億ドル）やブラックスストーングループ（30 億ドル）への投資などで多額の評価損を計上して国内での批判が相次いだことも、ドルに代わる新たな外貨準備通貨の構築にむけた動きに拍車をかけている。

具体的には次のような提案がなされている。第一に、バスケット通貨である SDR 建てで貿易・金融取引などを行い、SDR 通貨を決済通貨とする。貿易・商品取引・投資・企業の簿記でも SDR の活用を促進する。米ドルの価値が下落してもユーロや円などの他の通貨価値が上昇し相殺しあうので、SDR 建て資産価値の大幅な評価損は回避できるという長所がある。第二に、SDR 建て IMF 証券発行について IMF が研究を開始すべきであるとしている。第三に、既存の SDR の構成通貨を 4 通貨（ドル、ユーロ、円、ポンド）バスケット体制から全ての主要通貨を含めるバスケットへ変更する。各通貨のウエイトは現行基準（財・サービス輸出額と世界の外貨準備資産総額に占める各通貨の割合）のほかに、GDP なども含めるべきであるとしている（これは人民元の組み入れを示唆していると思われる）。第四に、外貨準備資産としての SDR の保有を拡大する。SDR 資産を IMF が集中的に管理すれば、各国が個別に外貨準備を管理する現状に比べて、より有効に投機攻撃回避や金融システム安定化を進めることができると主張する。IMF がオープン・エンドの SDR 建てファンドを創設し、投資家が購入・売却をできるようにすることで、SDR 建て資産の普及を促し、流動性も高められる。こうした状況が進展すれば IMF 加盟国への SDR 配分を増やし、既存のドル建て外貨準備資産に代替することが可能になるという提案である。

この提案は世界に衝撃を与えた。とくに同提案が実現すれば米国財務証券など米ドル資産の売却につながりかねない米国の受けた衝撃は大きく、オバマ大統領は同日に「米ドルに代わる新たな国際通貨の創設は必要ない」と一蹴した。翌日にはガイトナー米財務長官が「米ドルは依然として世界の基軸通貨だ。長期間にわたり、そうあり続けると思う」と反論している。ただし、同長官は SDR の役割拡大の検討は排除しないと中国への配慮をみせたのだが。結果として、中国の提案の多くは通らなかったものの、SDR 配分の増額と新興・途上諸国への傾斜配分および（SDR 建て）IMF 債券発行の決定で合意に至ったことなどは、

中国の経済外交の成功を示している。

しかし、SDR をドルに代わる国際準備通貨へと発展させるためにはいくつかの課題が残る。IMF が加盟国に配分している SDR 残高は 330 億ドルであったが、2009 年 4 月の G20 サミットでの合意をうけて 2009 年 9 月に 2830 億ドル（一般配分が 2500 億ドル、これまで配分を受けていなかった加盟国への特別配分が 330 億ドル）の大幅な増額を行っている。しかし、これらを合計しても世界の外貨準備資産総額 6.5 兆ドルの約 5% を占めるに過ぎない。ドル建ての外貨準備は分かっているものだけで 2.6 兆ドルもある。したがって、SDR が近い将来ドルにとって代わる状況は考えにくい。

しかも、SDR は各国の通貨当局が保有し外貨準備資産として計上しているだけで、民間投資家や企業・個人が使えるわけではない。SDR が国際準備通貨として活用されるには、貿易取引の決済通貨として、外国為替市場での外貨取引のピークル通貨として、資金調達に用いる通貨として活用される必要がある。また、かりに民間投資家や企業・個人が使えたとしても、だれが責任をもって SDR を発行するのかについて国際的な合意が必要である。現在は主要 4 通貨から構成されるバスケット通貨に過ぎない SDR を IMF の現在の信認だけで活用される可能性については疑問がのこる。

また、周総裁の提案は、各通貨当局が IMF に「代替勘定」(Substitution Account) を設定し、保有するドルを IMF が発行する SDR と交換し、通貨当局はこの口座にドルで預金し SDR を受け取ることを示唆している。各通貨当局はこの口座から金利を得られ、外貨準備資産を多様化できる。またこれによりドルを市場で売却しなくてすむため、ドルの大暴落は起きないと考えられる。

だが代替勘定で保管されるドル資産の価格が下落した場合、だれが負担するのかを検討する必要がある。IMF が保有する大量の金資産の一部を売却するか、IMF が各通貨当局に対してさらに SDR を発行して埋め合わせるか、米国政府が負担するのか検討が必要である。IMF がリスクを負う場合、IMF が保管するドル建て資産が少額であれば可能であるが、大量になると IMF の財務健全性が悪化してしまう。そうなれば IMF が発行する SDR の信認を維持できるか明らかでない。IMF の資産はドル建て、負債は SDR 建てになるため、通貨上のミスマッチが大きくなる。そこで IMF がミスマッチを改善するために為替スワップでドルを売却すれば、市場でのドル供給量が増えてドルが減価する可能性がある。つまり、この提案は中国など多額のドル建て外貨準備資産を保有する国がドル減価で抱えるリスクを IMF に転換するだけに過ぎない可能性がある。

代替勘定の提案は新しいものではなく、1970 年代に IMF の暫定委員会で各通貨当局が保有するドル建て資産を代替する措置として既に検討されたものである。当時この提案が実現に至らなかったのも、IMF や米国が同勘定で生じる為替リスクを負うことに躊躇したからである (Alessandrini and Fratianni 2009)。当時、限定的ながらも商業銀行が SDR 建て債務を発行し、企業も SDR 建て債券を発行したが、流動性の高いドルを前にしてより広範囲な活用へと発展することはなかった。

アイケングリーン教授は 2009 年 4 月にプロジェクト・シンジケートの論評において SDR の流動性を高めるために、中国が SDR 建て債券を発行し他の加盟国にも追随を呼びかけることを提案している。SDR 建て債券を購入する投資家は当初は流動性の不足から高いプレミアムを要求すると予想されるため、中国政府は負担を強いられるがより安定的な国際システムへの投資として覚悟すべきであると指摘している。同時に当初は IMF がマーケットメーカーの役割を果たし、民間・政府問わず望む者に対してドルに匹敵するような小さい売値と買値のスプレッドを設定（つまり補助金を提供）して SDR を売買すべきであると提案している。民間のマーケットメーカーが登場するまでは IMF の負担で市場を形成し、不足する場合には機動的に SDR を発行できるようにすべきであるとしている。そのためには IMF が世界の中央銀行そして

最後の貸し手としての権限をもてるように強化する必要がある。

だがこのような SDR 構想を実現するには IMF の理事会で合意に達しなければならず、実現への道のりは遠い。ユーロ以上に、SDR がドルに代わる準備通貨となるのは難しいことは明らかである。中国もこの点は理解しており、当面はドルの基軸通貨としての地位を維持したい意向である。G20 サミットに参加するために米国を訪れていた中国人民銀行の謝多国際局長は 2009 年 9 月 24 日に、米国が景気対策のための財政出動の必要性和（経常収支の赤字抑制のための）財政赤字削減の必要性和の間のバランスを取ることで「ドルが安定することを望んでいる」と述べている。

5. 国際経済秩序へのインプリケーション

2009 年 9 月 24～25 日に米国ピッツバーグで開催された G20 金融サミットでは、新しい項目として「強固で、持続可能な、バランスのとれた経済成長のためのフレームワーク」を開始すると宣言を含めている。これは米国が提唱したアプローチであり、本稿で論じてきた世界経済の不均衡状態を国際協調によって是正しようとする狙いがある。

G20 金融サミットで合意した相互監視機能

10 月 25 日に発表された共同宣言の Annex には具体的な内容が示されており、「いくつかの主要な原則については基本的な内容であり、この視点にたつて次の中核的な価値を順守するようにコミットする」と明記している。中核的な価値としては、

- 長期的な経済目的に沿い、持続不可能な世界経済の不均衡を回避するよう健全なマクロ経済政策を行う責任。
- 貿易保護主義を回避し、開かれた市場を支持し、公正で透明性のある競争を促し、企業家精神とイノベーションを促進する責任。
- 金融市場がルールとインセンティブ、そして礼節と透明性にもとづいて機能し、企業が持続可能な経済パフォーマンスを実現できるよう効率的な資源配分を促す責任。
- 監督・透明性・説明責任を強化して家計、企業、生産的な投資のニーズをみたす金融市場を提供する責任。

などをあげている。

そして、各国は、「強固で、持続可能な、バランスのとれた経済成長」実現し、（危機にたいして耐久性の高い）国際金融システムを促し、オープンな世界経済の果実を確保するための政策を採用する共同責任があると述べている。この目的で各国がとる戦略は国によって異なることを認識したうえで、「強固で、持続可能な、バランスのとれた経済成長のためのフレームワーク」において、各国はつぎの事項を行うとしている。

- 短期的には柔軟性に配慮し、より長期的には持続性を充たすような、責任のある財政政策の実施。
- 過剰な融資の伸びや過剰なレバレッジをもつ金融システムの復興を防ぐために金融監督の強化。信用・資産価格サイクルが不安定化を招くのを防ぐためにマクロプルデンシャル規制などの実施。
- よりバランスのとれた経常収支の促進。オープンな貿易投資を支援し、貿易保護主義を拒否。
- 経済のファンダメンタルズを反映した市場志向の為替相場のもとで、価格安定と整合的な金融政策の実施。

- 潜在成長率を高めるような構造改革と必要があればソーシャル・セイフティネットを改善。
- 発展の不均衡を是正し、貧困を削減するためにバランスのとれた持続可能な経済発展の促進。

さらに Annex では秩序をもってバランスのとれた成長を確保していくために、全ての 20 の加盟国・地域がそれぞれ抱える問題に対処していくことで合意したとしている。具体的には、

- 持続的な、多額の対外的（経常収支の）赤字がある G20 諸国は、開かれた市場を維持し、輸出部門を強化する一方で、民間貯蓄を促し、財政健全化に向けた政策を遂行することを宣言する。
- 持続的な、多額の対外（経常収支の）黒字がある G20 諸国は内需主導の経済成長を強化することを宣言する。国によっては、これは投資の拡大、金融市場のゆがみの是正、サービスセクターの生産性の改善、ソーシャル・セイフティネットの改善、需要拡大の制約要因の除去を含む。

としている。前者は主に米国を想定しており、以前ほどの経常収支の赤字状態には戻らない決意を示したものである。景気後退からまだ脱却していない現在は政府の財政政策が内需拡大において重要な役割を担っているが、民間主導の経済活動が活発化し景気回復が明らかになれば、財政引き締めに移ることを誓約したものである。他方、後者は中国やアジア諸国を念頭に置いており、輸出主導の経済成長路線から消費または投資を中心とする内需主導の成長路線への転換をコミットしたものである。中国はすでに投資率が高いため、内需拡大は消費拡大が想定されている。消費拡大は、ソーシャル・セイフティネットの改善、サービスセクターの規制緩和、金融市場の機能の改善（たとえば、市場ベースの金利設定、国有企業に有利な融資体制の是正、過度な支払準備比率の活用はの是正、政府による介入の通減など）が期待されていると思われる。投資拡大は、G20 のなかではインドネシアと韓国、G20 には入っていないがフィリピン、タイ、マレーシアなどを 1997～98 年の東アジア危機以降に投資率が低下しているアジア諸国を念頭においていると思われる。ただし、ここには合意した対策として為替制度が入っていないことに留意すべきである。

今後、G20 はマクロ経済政策の国際協調を強化し、構造改革について互いの経験について情報交換を進め、健全な政策を協調して推進するために定期的な協議を進めていくとしている。また、「中期政策フレームワーク」を導入し、各国の政策が世界経済へどのような影響を及ぼしているのかを評価し、金融の安定化に打撃を及ぼしかねない潜在的なリスクを洗い出すことに努めていく。G20 の財務大臣が中心となって、IMF の支援をえながら、各国が独自に行う政策が世界経済に及ぼす影響を評価するために、相互に評価・監視するプロセスを進めていく。具体的には、

- 各国の需要・供給・信用・債務・外貨準備の伸びのパターンが「強固で、持続可能な、バランスのとれた経済成長」と整合的であるのかの分析においてに未来志向の評価をしていくこと。
- 財政・金融政策、信用の伸びと資産市場、外国為替の動向、商品・エネルギー価格、経常収支の不均衡がもたらすインプリケーションとそれらの整合性を判断。
- 定期的に G20 と国際通貨金融委員会（IMFC）に世界経済の動向、主要なリスク、成長パターンに関する懸念、G20 の政策調整での提案などについて報告。

をあげている。

世界経済秩序の行方

以上のようにマクロ経済の不均衡に向けて G20 諸国・地域が協調していくことで合意されたものの、その合意に強制力があるわけではない。各国が世界経済危機から脱出し景気拡大局面に移行するために自国の国益を優先しがちな現在、こうした合意を推進するコミットを表明している国も見られない。したがっ

て、世界経済秩序がより安定した状態へと発展していくことは当面は望むことは難しい。つまり、米国の経常収支の赤字と中国などアジア諸国の経常収支の黒字が縮小している半面、ブレトンウッズ-II 体制で特徴づけられる構造（アジア諸国の対ドル安定化政策と外貨準備の蓄積、アジアの輸出志向の経済成長戦略、米国政府のアジアを中心とする対外依存の拡大）を維持しつつけながら、いつそれがハードランディング・シナリオへと転換するのか分からない不安定さが高まった状態が続いていく可能性が高いということになる。

中国は景気がより安定軌道に乗るまでは、ドル・ペッグ制を変更する可能性は低い。中国がドル・ペッグ制を維持しているために、2009 年月上旬からドル（そして人民元）に対して増価する傾向にある通貨を保有する他のアジア諸国もドル安定化を志向するようになってきている。このためアジア諸国では大幅な為替調整が起きにくい状態になっているため、マクロ経済の不均衡は為替調整ではなく、中国・アジア諸国の過剰貯蓄と米国の貯蓄不足を改善する政策で行うしかない。だが、アジア諸国の貯蓄性向を早急に変えることは難しく、米国も 1.4 兆ドルの巨額の財政赤字を抱えている以上貯蓄率を大幅に改善することはできない。つまり、世界不均衡はこれまで以上に不安定性が高まりながらも続いていくと予想される。

やがて、世界が景気回復をすれば、各国に対して前述の合意を履行するよう圧力が高まるであろう。中国もドル・ペッグ制からより柔軟な為替制度に変えていく可能性も高い。だが世界経済危機以前の水準にまで経済成長が回復するには各国ともに時間がかかることが予想されていることから、マクロ経済の不均衡の是正に向けた本格的な協調行動の実践にはまだ時間が要すると考えられる。

参考文献

白井早由里（2004）『人民元と中国経済』日本経済新聞社。

白井さゆり（白井早由里）（2009a）「IMF の融資制度—アイスランド、ウクライナ、ハンガリー、ラトビアのケースをもとにして」リサーチメモ、慶応義塾大学出版会。

白井さゆり（白井早由里）（2009b）「世界経済危機と経済外交：日本の機会と課題」、海外事情、6月号。

白井さゆり（2009c）「EU の通貨統合と金融・財政規律」（香川・市川編『グローバル・ガバナンスとEU の深化』慶応義塾大学出版会、第 8 章）。

白井さゆり（2009d）「世界金融危機と G20 金融サミットをめぐる経済外交」,SFC ディスカッションペーパー-SFC-DP 2009-002。

白井さゆり（2009e）「世界経済危機と日本の課題」（田中素香・木村福成・馬田啓一編著『金融危機と世界経済』2010 年出版予定、第 8 章）。

白井さゆり（2009f）『欧州迷走』日本経済新聞社、2009 年 11 月出版予定。

Alessandrini, Pietro and Michele Fratianni (2009) “International Monies, Special Drawing Rights and Supernational Money,” MoFir (Money&Finance Research Group) Working Paper No. 26.

Bernanke, Ben (2005) “The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit,” Remarks by Governor Ben Bernanke at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, March 10.

Dooley, Michael, David Falkerts-Landau, and Peter Garber (2003) “An Essay on the Revised Bretton Woods System,” NBER Working Paper No. 9971.

Dooley, Michael, David Falkerts-Landau, and Peter Garber (2009) “Bretton Woods II Still Defines the International Monetary System,” NBER Working Paper No. 14731

McKinnon, Ronald, Brian Lee, and Yi David Wang (2009) “The Global Credit Crisis and China’s Exchange Rate,” mimeo.

McKinnon, Ronald and Gunther Schnabl (2009) “China’s Financial Conundrum and Global Imbalances,” BIS Working Papers No. 277.

Milesi-Ferretti, Gian Maria(2008) “Fundamentals at Odds? The US Current Account Deficit and the Dollar,” IMF Working Paper WP/08/260.

Patnaik, Ila and Ajay Shah (2009) “The Difficulties of the Chinese and Indian Exchange Rate Regimes,” The European Journal of Comparative Economics, Vol. 6, No.1, pp.157-173.

Prasad, Eswar S. (2009) “Effects of the Financial Crisis on the U.S.-China Economic Relationship,” CATO Journal, Vol. 20, No. 2, pp.223-235.

Roubini, Nouriel (2005) “Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? The Risk of a Hard Landing in 2005-06,” mimeo.

Roubini, Nouriel (2007) “The Instability of the Bretton Woods 2 Regime,” mimeo.

Sayuri Shirai (2009a), “Promoting Tokyo as an International Center,” Chapter 4, *COMPETITION AMONG FINANCIAL CENTERS IN THE ASIA-PACIFIC: PROSPECTS, BENEFITS, RISKS and POLICY CHALLENGES* co-edited by Soongil Young, Dosoung Choi, Jesus Seade, and Sayuri Shirai, published by ISAS (Institute of Southeast Asian Studies) Publishing, Singapore.

Shirai, Sayuri, 2009b, “Evaluation the Present State of Japan as an International Financial

Center,” a paper presented at the 4th APEC International Finance Conference to Commemorate the 13th Summit Meeting in Busan, Korea in November 2008 (to be published in 2009 as a chapter of a book issued by Pusan University, Korea).

Shirai, Sayuri, 2009c, “The Impact of the US Subprime Mortgage Crisis on the World and East Asia: Through Analyses of Cross-Border Capital Movements,” in Global Financial Crisis and its Impacts on Asian Economies, published by Nankai University Press, May 2009 (ERIA Discussion Paper Series).

Tsuyuguchi, Yusuke (2009) “The Recent Flow of Hot Money in China,” Center for Monetary Cooperation in Asia, Bank of Japan Review, 2009-E-3.

Warnock, Francis and Veronica Warnock (2006) “International Capital Flows and U.S. Interest Rates,” FRB International Finance Discussion Paper No. 840.

Yongding, Yu (2009) “The Management of Cross-Border Capital Flows and Macroeconomic Stability in China,” TWN Global Economic Series 14, Third World Network.