国際収支不均衡とその対応策

伊豆　久

はじめに

為替市場の動向に市場の関心が集まっている。

米ドルは対ユーロ、対円で下落の勢いを強めており、他方、ドルとの固定を続けてきた中国人民元には切り上げ圧力が高まっている。

米国は、減税とイラク戦争関連の支出増大で財政赤字が拡大し、また貿易赤字は危機的ラインとされる対GDP比五％を上回っている。ユーロの対ドルレートは、九九年のユーロ発足以来の最高値を更新中であり、円も一ドル一〇〇円近辺まで上昇している。

一方で、新たな「世界の工場」となった中国は、対米貿易黒字額で二〇〇〇年以来国別トップの位置にあり、直接投資の受入額でも（タックスヘイブンであるルクセンブルクを除くと）世界一位（〇三年）である。にもかかわらず恒常的な市場介入によって固定相場を維持しているために外貨準備は激増、今年九月末時点で五一四五億ドルに達している（八三〇九億ドルの日本に次ぐ世界第二位）。

拡大の一途を辿っているこの二つの国際収支不均衡――米国の「双子の赤字」と中国の国際収支黒字――を、市場は、現在の世界経済における大きなリスクとみなし、その調整を求めているのである。

確かに、米中二国の国際収支を見ると、ドルの下落、人民元の上昇は不可避であるようにも思えるが、しかし

ながら、為替調整によって現在の不均衡をどこまで是正できるかという点になると、論者の間でも意見は一致していない。

例えば、米国の貿易赤字を縮小するために必要なのは、ドルの引下げというよりマクロ経済の調整（家計と政府の過剰消費の是正）であるとの見方も有力であり、また、中国の貿易が外資系企業による加工貿易中心であることを考えると、人民元の切上げは輸出価格を引き上げるとは言え同時に輸入コストを引き下げるため、その効果は限定的だとの指摘もある。

振り返れば、国際金融の歴史は国際収支不均衡をいかに調整するか、その試行錯誤の歴史であったとも言える。ある時は為替レートの変更による均衡化が重視され、ある時はマクロ政策の協調が試みられ、またある時は政策的な調整はおこなわず市場に委ねることが望ましいとされた。こうした政策選択の違いは何にもとづいているのだろうか。これまでの不均衡への対応から見ると、現在の米中二国を中心とする不均衡にはどのような特徴があるのだろうか。

いささか遠回りとなるが、以下、戦後の対外不均衡是正策の変遷を概観するところから、現状を再検討してみよう。

1　国際収支不均衡とブレトンウッズ体制

まずは、固定相場制度の時代にまでさかのぼってみよう。

第二次大戦後から七一年のニクソン・ショックまでのいわゆるブレトンウッズ体制期の国際収支不均衡に対する原則は、〈貿易赤字国側のマクロ政策の引締め〉であった。貿易赤字に悩む国が財政・金融政策を引き締める

ことで対外収支の均衡化が図られたのである。景気が過熱して貿易収支が悪化、市場介入にともない外貨準備が減少し始めると金融を引き締めざるをえなかった日本の「国際収支の天井」は、その典型的な例である。

ということは、言い換えると、この時期にはその他の方策、①為替レートの調整、②貿易黒字国側の拡張政策、③貿易赤字国が外資を取り入れることによる不均衡是正、は基本的に排除されていたことになる。

そもそもＩＭＦ設立の大前提にあったのは、一九三〇年代に繰り広げられた為替切下競争、ブロック経済化への反省であった。そのため為替レートの変更は例外的な場合に限定し、固定相場制度にもとづく貿易の拡大が目指されたのである（為替レートの変動による調整の排除）。

また、当時の米国は国際政治において絶対的な優位にあると同時に、圧倒的な貿易競争力を備えていたため、貿易黒字国側は不均衡の責任を問われることなく赤字国側のみが調整コストを負担するという体制が作られたのであった（貿易黒字国による調整の排除）。

さらには、貿易不均衡が生じたといっても黒字国から赤字国に資本が移動すれば全体としての国際収支に不均衡は生じないのであるが、ブレトンウッズ体制期は一九二九年大恐慌以来の国際資本市場の低迷期にあったため、そうしたファイナンスは一時的例外的なものにとどまり、一般的な不均衡対策とはなりえなかったのである（資本移動によるファイナンスの排除）。

このように七〇年代に入るまでの国際収支不均衡は、原則として赤字国のマクロ政策調整によって是正が図られてきたのであるが、このルールは、七一年のニクソン・ショックによって崩壊することになる。

2　変動相場制への移行

七一年八月に米国が金・ドル交換停止に踏み切ったことは、〈貿易赤字国よる不均衡調整〉とそれによる〈固定相場制の維持〉という、ブレトンウッズ体制における二つの原則が同時に破棄されたことを意味する。黒字国から赤字国となったにもかかわらず、米国は、対外的にはベトナム戦争、国内的には「偉大な社会」建設のための財政支出とそれによるインフレを抑制しようとはしなかった。代わりに、米国にとっての固定相場を意味した金とドルとの固定価格（一オンス三五ドル）での交換を一方的に中止したのである。

同年一二月のスミソニアン会議によって一旦は固定相場制度が再建されるものの、それも七三年春には崩壊、しかしその時点でも各国の通貨担当者（いわゆる通貨マフィア）の間では、変動制は一時的な緊急避難にすぎずいずれは固定制に復帰できるとの考え方が共有されていたとされる。しかしながら、七三年末に石油ショックが起こると、固定制への復帰はもはや不可能であることが明らかとなり、〈為替レートの変動による不均衡是正〉に期待がかけられるようになった。石油ショックは、各国間の貿易不均衡を劇的に大きくしただけでなく、インフレ率の格差、したがって金利格差を拡大・不安定化させて均衡為替レートの算定を不可能にしたからである。さらに、産油国に蓄積されたオイル・ダラーはユーロ市場を経由して世界に流れ出し、二九年以来停滞していた国際資本市場を本格的に復活させることになった。

つまり、七〇年代半ばになると、国際収支不均衡を解消する中心的な手段は、かつての〈貿易赤字国の抑制的マクロ政策〉から〈為替レートの変動による価格メカニズム〉へと変化したのである。

3　七八年ボンサミットにおける黒字国機関車論

しかしながら、為替レートの変動は期待された調整機能を果たすことができず、反対に貿易不均衡はさらに拡大することとなった。変動制に移行すると同時に、日本と西ドイツはインフレ抑制のために金融を引締め、それにともなう景気の低迷を輸出の拡大によって補おうとし、他方、引締政策が必要なはずの米国は野放図なマクロ政策を改めることがなかったからである。

為替レートの価格メカニズムへの幻滅が広まったことに加え、七七年に成立した米国カーター政権の経済閣僚にケインズ派の人々が集まったことから、不均衡を是正する方法は再び大きく転換、今度は貿易黒字国が拡張的なマクロ政策をとることに重きが置かれるようになった。七七年のロンドン、七八年のボン両サミットにおけるいわゆる「黒字国機関車論」がそれであり、貿易黒字大国となった日本と西ドイツが翌年のＧＤＰ成長率目標値を公約するに至った。

ブレトンウッズ体制期と比較すると、「国際政策協調」の名の下に、不均衡調整コストの負担者が〈赤字国〉から〈黒字国〉へと交替したことになる。米国が、貿易競争力を失って貿易黒字国から赤字国に転落したにもかかわらず、〈国際的なルール決定力〉を保持しつづけていたために、調整を負担する国ではなく調整の方法が変化したと言えるだろう。

しかしながら、「黒字国機関車論」によっても世界の国際不均衡が縮小することはなかった。つまり、七〇年代は、〈変動相場制〉と〈黒字国中心のマクロ政策協調〉という二つの不均衡是正策を「実験」したわけであるが、どちらも期待された結果を出すことはできなかった。

その結果、ついに、赤字国である米国自身が、国内政策の本格的な調整を実施せざるをえなくなったのである。

それが、七八年一一月のカーター・ドル防衛策であり、七九年一〇月のボルカー・ショックであった。前者は、金融引締めと市場介入資金の借入れというブレトンウッズ期型の調整政策であり、後者は、金融政策の指標を短期金利からマネーサプライに変更することで大胆な金融引締めを可能にするＦＲＢの反インフレ政策への大転換であった。すなわちこの時期は、米国がそれまでの〈国内的にはインフレ容認政策、対外的にはビナインニグレクト政策〉から大きく変化し、自らの対外不均衡に自らの責任で対処しようとした稀有な瞬間だったと言ってよいであろう。

4　レーガノミクス下の資本移動の拡大

ところが、米国のこうした劇的な政策転換によっても世界の国際収支不均衡が縮小・是正されることはなかった。米国の極端な金融引締政策はドル高をもたらしたものの、それはレーガノミクス（減税＋軍事支出の増大）による財政赤字の拡大とあいまって、貿易赤字をさらに拡大してしまった。他方、日本は、「機関車論」による七〇年代末の財政赤字拡大への反省から財政再建路線に転換、内需の抑制によって貿易黒字がさらに増大した。すなわち八〇年代前半には、貿易赤字国である米国が財政を拡張し黒字国である日本は引き締めるという、不均衡解消の観点からすれば正反対の政策が採られたのである。国際収支不均衡は放置されたと言ってよいであろう。

そしてそうした市場への放任を可能にしたのは、七三年の石油ショックを画期とする国際資本市場の成長を背景とした、日本を始めとする各国から米国への巨額の資本移動であった。すなわち、ここに来て、国際収支不均衡は、〈為替レートの変更〉や〈赤字国あるいは黒字国のマクロ政策〉によって是正する必要がなく、必要なのは赤字国が十分に外国資本を取り入れる（黒字国が十分に資本を輸出する）ことであって、その時には、国際収

支不均衡という〈問題〉そのものが存在しなくなるという状況が生まれたのである。
　外為市場おいても、為替レートを左右する要因としては、貿易収支の推移よりも資本移動の動向が重視されるようになった。例えば、マクロ経済政策の影響に関しても、七〇年代までであれば、米国の財政赤字の拡大は貿易赤字の増大につながりドル安要因とみなされたが、この時期には、金利の上昇が資本流入を促進するとの思惑からむしろドル買いの根拠とされたのである。

5　プラザ合意

　しかし、国際金融上の〈国際収支不均衡問題〉が〈解消〉しても、個々の企業にとって見れば外国からの競合製品の奔放な流入が見過ごせない問題として残るのは当然である。貿易不均衡のマクロ的側面は解消されても、そのミクロ的側面は強く残り、保護貿易主義の台頭という形をとって国際交渉上の課題となった。レーガン政権が第二期に入って閣僚が交代するとともに、新たな形で〈国際収支不均衡の是正〉が復活し、八五年九月のプラザ合意（主要五カ国によるドル安介入への合意）に結実するのである。
　プラザ合意には、七〇年代の是正策と比較すると以下のような特徴があったと言えるであろう。一つには、変動相場制への移行を容認した七〇年代半ばと比較すると、不均衡に対して為替レートの調整によって対応しようとした点は共通であるが、市場メカニズムに委ねようとはせず、当局間の協調介入によって市場をコントロールしようとした点が異なっている。七〇年代の変動制や八〇年代前半の市場主義への反省が念頭にあったからであろう。また、七〇年代末のマクロ政策協調（黒字国機関車論）と比較すると、主要国間の政策協調で対処しようとした点は同じであるが、プラザ合意の内容は、あくまで為替レートの調整に限定され、財政や金融政策に関す

るものは含まれていなかった点で大きく異なる。マクロ政策の協調はコストが大きいばかりで実効的でないことを各国が経験したからである。

6 ルーブル合意

ところが、プラザ合意後、ドルは想定されたレンジを越えて下落、今度は、ドルを下支えすることがG七で確認される（八七年二月のルーブル合意）。

ルーブル合意をプラザ合意と比較すると、国際収支の不均衡に、プラザ合意はマクロ政策の協調ではなく為替レートの調整で対応したのに対して、ルーブル合意は為替レートは現状を維持したままマクロ政策協調によって対処しようとした点で大きく異なる。国際金融市場が飛躍的に成長した八〇年代において、協調介入によって為替市場を誘導しようという発想は非現実的であることが確認され、再びマクロ経済政策というファンダメンタルズの調整に期待がかけられたのである。

そこで、七〇年代末の「機関車論」と同じく、日本と西ドイツが金融・財政政策の拡大を約束したのであるが、西ドイツは国内経済政策が束縛されることに耐え切れず同年夏には独自に金融引締めに転換、ルーブル合意の破綻が明らかとなると、一〇月、米国市場はブラックマンデーに見舞われることになった。他方、西ドイツが抜けたあとも拡張政策を続けた日本は、バブル経済に踏み込んでしまったのである。

確かにプラザ合意は一時的に成功したものの、ルーブル合意によってもドルの暴落を防ぐことはできなかった。このことは、国際資本移動が拡大した八〇年代以降においては、もはや通貨マフィアによっても為替レートを一定のレンジに収めること（ターゲットゾーン、レファレンスゾーン）が不可能となったことを示しているように

思われる。

7　「ワシントン・コンセンサス」

では、続く九〇年代には国際収支不均衡に対してどのような対応がなされたのだろうか。九二、三年には欧州で通貨危機が発生し、九五年には前年末のメキシコ危機の影響からドルが暴落、一ドル八〇円の安値をつけている。また九七年からはアジア危機、米国ヘッジファンド危機、ロシア危機、ブラジル危機と、混乱が続いた時期であったが、九〇年代には、七〇年代や八〇年代のような国際的な政策協調は見られなかった。貿易赤字は、それ自体としては、もはや途上国においてすら問題ではなく、国際収支不均衡という概念そのものがなくなったからである。では、貿易赤字に陥った国が取るべき対策は何なのか。この問いに対する九〇年代の解答は、規制緩和と対外開放であった。公的規制をできるだけ緩和・撤廃してあらゆる面で競争を促進し、同時に貿易のみならず金融面でも対外的な開放を実現して外国の企業・資本の受入れを進めること、いわゆる「ワシントン・コンセンサス」の推進である。そしてその理想的な例を九〇年代後半の米国の国際収支に見ることができる。

当時、「ニューエコノミー」論やIT革命に沸いた米国経済は、再び貿易赤字の急拡大を見ていたが、一方で海外から巨額の直接投資が流入、ドルはむしろ堅調に推移していた。貿易赤字の拡大が海外からの資本流入をともなっていた点で、八〇年代の前半と類似しているが、流入する資本の質が異なっていた。レーガノミクスの時代は、財政赤字の下、米国債への投資が中心であったが、九〇年代後半は米国の財政収支は黒字に転換、流入資本は欧州からのM&A型の直接投資や株式・社債への投資がほとんどを占めていたのである。このことは、国債による資本調達とは異なり、産業構造のさらなる転換を進める米国経済への市場の高い評価を示すものとみなさ

れ、貿易赤字はそれによる経済拡大とドル高の結果にすぎず、むしろ米国経済好調の印と考えられた。

グローバル化の名の下に、九〇年代の新興市場に求められた経済改革も、同種のものと言ってよいであろう。そこでは、マクロ的な政策の調整や為替レートに関する国際的協調はもはや二義的な意味しかもたず、最も重要なのはミクロレベルでの、例えば企業のガバナンスや市場の透明性といった構造問題への取組みである。資本市場の国際化が八〇年代の債券市場から九〇年代には株式市場へと深化したことを背景に、海外資本の誘因が金利から株価へと変化したからである。こうした状況において、国際収支不均衡というマクロ的問題が意味をもたなくなるのはむしろ当然であろう。

おわりに

では、現在の国際不均衡にはどのような対応が可能なのだろうか。それは〈為替レートによる調整〉だろうか、あるいは〈マクロ政策の国際協調〉だろうか。

しかしながら、述べてきた不均衡是正策の変遷から見れば、そうした対応策は、あまりに七〇年代的、八〇年代的であり、今日の状況には適合していないように思われる。なぜなら問題は貿易収支ではなく資本取引の側にあるからである。

前節で述べたように、米国の貿易赤字はすでに九〇年代末の時点で急速に拡大していたが、当時は、欧州からのM&A投資が大きく、それによって貿易収支の動向とは逆にドル高ユーロ安が進行していた。しかしながら株式交換方式を多用するこの種の直接投資は株価の影響を大きく受けざるをえず、二〇〇〇年にITバブルが崩壊すると激減、為替レートもドル安ユーロ高に転換した。現在のユーロ高も、この延長線上にあるものにすぎな

い。

にもかかわらずドルが全面安とならなかったのは、周知のように、日本、中国をはじめとするアジア諸国がアジア危機以降、巨額の市場介入によってドルを買い続けてきたからにほかならない。それが止まれば、あるいはドル建て外貨準備の一部でもユーロに振り替えられることになれば、ドルがアジア通貨に対しても下落しはじめるのは当然である。

こうした状況において、仮にドル安への国際的合意が成立したとしてどこまで有効だろうか。ドル安が米国の貿易収支の改善にわずかな効果しか与えない間に、米国への資本流入が大きく減少するのではないだろうか。その時にはドル暴落のリスクも無視できなくなるかもしれない。では、反対にドル買い支えの国際的合意を目指すべきであろうか。仮に欧州中央銀行がドル買いに参加したとしても民間資金が対米投資を劇的に増大させなければ状況は改善せずその可能性は小さい。

あるいは、マクロ面での協調を進めるべきだろうか。バブル化が懸念される中国や域内の財政基準の調整に苦労している欧州が対米不均衡是正のために拡張政策を採用するとは思えずその効果も小さい。もちろん米国が財政と家計の赤字を改善することは必要であるが、それだけでは海外からの投資を引き付ける要因とはならない。では、米国は金利を引き上げるべきであろうか。それは八〇年代であれば有効であったかもしれないが、（直接投資を含めた）株式投資のウエイトが高い現在では、株価に抑制的に働くためマイナス効果のほうが強いであろう。

ＩＴバブル期のような株高をテコにした海外資本流入が見込めないとすれば、米国は今後もアジア地域の市場介入と米国債投資に依存せざるをえず、為替レートもその微妙なバランスの上で不安定に推移せざるをえないの

ではないだろうか。

参考文献
・太田　赳『国際金融　現場からの証言』中公新書、一九九一年。
・緒方四十郎『円と日銀』中公新書、一九九六年。
・ロバート・ソロモン（山中豊国監訳）『国際通貨制度研究』一九九〇、千倉書房。
・ポール・ボルカー、行天豊雄（江澤雄一監訳）『富の興亡』東洋経済新報社、一九九二年。

（いず　ひさし・客員研究員）