

## 世界的不均衡の拡大について

—米国と中国等新興経済国の動向を中心として—

伊豆久

若林常務事理 大変お待たせいたしました。

ただいまから、今月の「証券セミナー」を開催させていただきます。

本日は、御案内いたしましたように、甲南大学の伊豆久先生から「世界的不均衡の拡大について—米国と中国等新興経済国の動向を中心として—」と題して、お話を伺うこととしております。

御案内のとおり、現在国際的な市場は相互に関連しておりますので、国際的なマネーフローの動向を分析することは非常に重要であると言われております。伊豆先生は国際金融論、国際資本移動の御専門家です。本日は、特にアメリカを中心とする

先進国の経常収支の赤字と中国等を中心とする新興経済国の経常収支の黒字が世界経済にどのような影響を与えているのかという問題につきまして、歴史的な観点等も含めてお話をお伺いしたいと思っております。本日は大変興味深いテーマについてお話いただけたと思います。が、「証券セミナー」ということで、後ほど時間もとらせていただいておりますので、皆さん方からのご意見、ご質問等も頂戴し、活発な意見交換の場にさせていただきますと思っております。

それでは、伊豆先生、どうぞよろしくお願いいたします。

## はじめに

本日は、こういう機会をいただきましてありがとうございます。

今日は、先ほど御紹介いただきましたように、「世界的不均衡の拡大について」というテーマでお話しさせていただきます。

世界的不均衡という言葉、英語で Global Imbalances と言いますが、最近では流行語のような感じで、いろんな雑誌等で頻繁に使われています。一言で要約いたしますと、一方でアメリカの貿易収支の赤字が大変大きくなっていますし、他方で、中国を初めとする新興経済国の貿易黒字あるいは外貨準備が巨額になっている、そのアンバランスという現象であります。

この問題につきましては、連日のように、新

聞・雑誌・各種レポート等で報道・議論されておりますし、皆様も既にいろいろ御存じのことだと思いますのでどこまで新しいことをお話しできるか心もとない限りですが、今日はまず初めに、どんな現象が不均衡と言われているのかという概観をお話しさせていただいたあと、二番目に、こうしたアメリカの貿易赤字あるいは国際収支不均衡というのは現在大変注目されていますが、しかし振り返ってみると、アメリカの貿易赤字というのは今に始まったことではありません。例えば戦後最初にドル危機が言われたのは一九六〇年のことです。それから、もう四〇年以上前から、ドルは大暴落するぞとか、アメリカの国際収支が大変なことになっているということはたびたび言われてきたわけですし、実際、大きな混乱が起こった時もありましたし、日本経済も大変な影響を受けてきたわけです。ですから、少し昔を振り返りまし

て、と言いましても数十年もというわけにはいきませんので、ここ十年、二十年ほどの間のそうした不均衡についてどんな特徴があつて、そうした以前の不均衡と比較すると、現在の不均衡にはどんな特徴があるのかを二番目にお話しさせていただければと思つております。

それから三番目に、では、現在のこうした不均衡につきまして、どうすればよいのか、あるいは何もする必要がないのかということにつきまして、例えばドルを切り下げるべきだとか、いやいやその必要はないとか、何よりアメリカの過剰消費を何とかすべきだとか、いろんな意見が出てくるわけですけれども、そうしたものを整理してみたいと思います。国際収支の不均衡といえますのは、考えてみれば国際金融の歴史とともに古い問題なわけですから、それにどう対応するのか、どんな対応策があるのか、そのコストとベネフィット

トをどう考え、誰がどのように分担するのかということについては、長い試行錯誤の歴史があるわけです。そうした歴史、特に戦後のものと比較しますと、今議論されているさまざまな対応策ですとか、あるいは対応策をとる必要はないといった議論にはどんな特徴があるのかといったことを整理してみたいと思つております。それを三番目のお話とさせていただきます。それが今後を考える上で何かヒントになればと思いますが、今日は、こういう順番でお話しさせていただきます。

## 一、現在の「世界的不均衡 (Global Imbalances)」

### (1) 現状

まず一番初めに、今の世界的不均衡と言われて

てみましたので、ご覧いただければと思います。

資料一枚目の図表1、アメリカの経常収支赤字ですが、GDP比で六%を超えて、今年は七%に達する勢いです。後にお話ししますが、八〇年代のレーガン政権の時も「双子の赤字」ということで経常収支赤字が大変な話題になりましたし、その後、プラザ合意等の大きな変化にもつながったわけですが、その時ですら、およそ三%にすぎなかったわけですから、現在の赤字がどれほど大きいかおよそのイメージをもつていただるかと思えます。その結果、図表3にありますように、米国の純債務は拡大を続けて、現在では二兆五〇〇〇億ドルに達しています。アメリカの純債務国化は、八〇年代半ばからのことですが、間もなく三兆ドルに達しようかという規模になっているのです。

このアメリカの貿易赤字の反対側にありますの

が中国等の黒字ということになります。図表2に中国の国際収支の推移を並べてみました。貿易収支を見ますと、二〇〇一年には三四〇億ドルでしたが、今年は一六〇〇億ドルになる見込みです。

もう一つ大きな項目は海外から中国への直接投資ですが、二〇〇一年で四四〇億ドルですから、五年前には、貿易黒字よりも直接投資の流入額の方が大きかったということもわかります。中国の貿易黒字ということが盛んに言われますが、むしろ中国が外貨を稼ぐルートとしては、直接投資の受け入れの方が大きかったわけです。ところが現在、その対中投資は七四〇億ドルで、貿易収支の半分程度にすぎません。つまり、中国への外国企業の進出はこの間急速に伸びてはきましたが、昨年をピークに、やや一たん頭打ちかなという状況になっています。その一方で、貿易黒字の方が非常に大きくなっているわけです。

そして、こうして入ってくる外貨を中央銀行がどんどん買い上げまして、外貨準備という形で積み上げているわけで、その額は一兆ドル、日本を上回る世界最大の外貨準備保有国になっています。

黒字国と言いますと中国ばかりが目されますが、中国だけにとどまっていけないというのが最近の不均衡のもう一つの特徴ではないかと思えます。

資料二枚目の図表4は、世界の国々を途上国と先進国の二つのグループに分けて、その経常収支がどうなっているかを示しています。先進国の方に赤字がたまって、反対に、途上国の方は黒字をどんどん積み上げているということがわかります。経済学の教科書によれば、モノも力もたっぶりある先進国が商品と資本を途上国に輸出するというのが国際的な分業のパターンのはずなんです。

すが、それと全く正反対の現象が起きていることになりま。途上国が先進国にたくさん輸出し、稼いだ外貨も、また途上国の側が外貨準備という形で先進国に投資しているわけです。

その途上国の内訳を示したのが図表5です。経常収支を見ていただきますと、直近の五年間で中国の貿易収支は三四七〇億ドルですが、中国だけでなく、韓国、台湾などNICsあるいはASEANなどその他のアジアの国々の貿易黒字が大変大きくなっています。

そして、ロシア、中東の経常収支も、この五年ほどの間、二九〇〇億ドル、三三三〇億ドルと大変大きくなってあります。御存じのとおり、これは原油高に拠ります産油国の貿易黒字でして、それが中東だけでなく、ロシアの国際収支にも現れているわけです。

次に資本収支を見ていただきますと、中国やイ

ンドには海外企業がどんどん進出しておりま  
すし、中央ヨーロッパの資本収支も二〇〇〇年  
から二〇〇五年にかけて一三四〇億ドルと大き  
な数字になっております。中欧諸国が新しくE  
Uに加盟していますが、そうした地域に西欧諸  
国はじめ各国の企業が盛んに進出しているわけ  
です。

そして、こうした新興経済国の特徴は、こうし  
て入ってきた外貨を、民間の銀行や企業が海外投  
資に使うというのではなくて、市場介入の形で通  
貨当局が買い上げて外貨準備として保有している  
という点にあります。それが図表5の外貨準備の  
欄になります。この五年間で合計一兆五千億ド  
ル余りの外貨準備が増えました。

このように、アメリカの貿易赤字、対外債務の  
増加と、その反対側にあります途上国の貿易黒字  
と直接投資の積極的な受け入れ、そしてその外貨

を民間ベースで海外に還元するのでなくて、ほと  
んどすべてを通貨当局が買い上げて、外貨準備と  
して保有しているという現象、これが現在の世界  
的不均衡ということになります。

こうした現象に対して、「ドルは危機的な状況  
だから下落するのではないか」とか、「いや、必  
要なのは為替の調整ではなく、アメリカの住宅バ  
ブルと過剰消費の解消だ」とか、「そうではなく  
問題なのは世界的な過剰貯蓄だ」とか、あるいは  
「ドルは安泰なので何もする必要はない。むしろ、  
そんな風に騒ぎ立てることが危険なのだ」とか、  
様々な意見が日替わりのように新聞に載っている  
というのが最近の状況ではないかと思えます。

そうした議論を検討する前に、もう少しこうし  
た現象の背景を、代表的な黒字国であります中国  
の対外的な経済政策という観点から見てみたいと思  
います。

(2) 中国等の対外経済政策

お話ししてきましたように、中国にはたくさん  
の直接投資が入ってきておりますから、そこで外  
貨が入ってきますし、さらにそこで作られたもの  
が海外に輸出されるといふ形でそこでも外貨が  
入ってきます。そうした流入するドルを通貨当局  
がすべて買い上げているというのが現状です。も  
ちろんその目的は、現在の「ドル＝八元程度」の安  
い水準での固定相場制度を維持することによつ  
て、外国企業の進出と貿易黒字、つまりは外資導  
入による輸出志向型の工業化を継続・推進するこ  
とにあります。

しかしながら、こうした政策は、昔からずっと  
続いていたわけではありません。ここ二十年余り  
の、改革開放路線が本格化してからのことという  
ことになると思います。

と言いますのは、一九七〇年代までの発展途上

国の対外的な経済戦略の中心は、現在と全く反対  
の「輸入代替工業化戦略」と呼ばれるものでし  
た。つまり、途上国には先進国からすぐれた商品  
が大量に入ってくるわけで、その結果、経済的な  
自立がなかなか達成できない。そこでそうした状  
況から脱却するために、海外からの輸入に依存し  
ている商品や産業を自国内で育成すべきだと考え  
られたわけです。輸入に依存するのではなく自国  
内で製品を作れるようになるべきだという考え  
方・政策が一九五〇年代・六〇年代にはとられて  
いました。それが輸入代替化戦略と呼ばれるもの  
です。

しかしながら、国内市場向けの工業の育成とな  
りますと、未成熟な経済ですから国内市場の規模  
はまだまだ小さく、なかなか売れない。売れない  
と、産業自体が育たない。育たないと、国内経済  
は豊かにならない。豊かにならないと、国内市場

は拡大しないという悪循環に陥ってしまいました。その上、海外からの輸入に依存しないことが目的だったにもかかわらず、工業化を進める過程で、資本財等の調達でどうしても輸入が増えて貿易収支は悪化してゆき、この戦略は、結局頓挫してしまいます。

その結果、八〇年代後半、特に九〇年代から、途上国の多くの国が、中国と同じくあるいは中国の先を行って、外国企業を積極的に受け入れて、その下で輸出を拡大させるという戦略をとるようになったわけです。IMF等の国際機関がそうした対外開放政策を強く求めたという影響も大きかったです。

では、こうして積み上げられる外貨準備というもの、アメリカの側から見るとどうなるかと言いますと、そのほとんどは、アメリカの国債や政府機関債に投資されています。これは、アメリカ

からしてみると大変ありがたいことのはずで、自分たちは減税を行い、戦争を行い、政府も家計も借金を増やして過剰な消費をしているわけですが、そのファイナンスを支えてくれているわけです。

ですから、一昨年の六月からアメリカは金利を引き上げてきましたけれども、にもかかわらず、長期金利は比較的安定しています。この現象をグリーンズパン議長は、「長期金利のなぞ」と指摘しましたし、これについてはさまざまな議論がなされています。金融政策の透明性が高まったからですとか、年金制度の改革で国債需要が高まっていることなども指摘されていますが、外貨準備の運用という形での海外からの国債投資の急増も一つの要因であることは間違いないと思います。

こうして抑制された長期金利がアメリカの住宅ブームを持続させているわけですし、アメリカで



は住宅価格が上昇した場合にその純増分を担保にして再び住宅ローンを受けるホームエクイティローンが増えている、それが消費に回っています。その結果、貯蓄率はマイナスで推移していますが、その民間家計部門の消費の拡大がアメリカの輸入を膨らませ、貿易赤字となっている、それが中国等の貿易黒字となっているわけです。

ですから、貿易収支の側の赤字と黒字という一方の側の不均衡と、資本収支の面での赤字と黒字というもう一方の側の不均衡は、言ってみればコインの裏表の形になっているわけで、一方だけをみると大変不安定な状況ですが、両方を重ねますと、奇妙なバランスをとっています。つまり、アメリカでは消費が拡大し好景気が続く。それで輸入が増えて貿易赤字ということになりますが、裏返せば、中国の側は大変な貿易黒字になるわけで、輸出で稼いだドルを外貨準備の形でアメリカ

の国債に投資する。すると、アメリカでは長期金利は低く安定して、それが住宅ブームを支え、消費を拡大させているというように循環しているわけです。ですから、どこかが断ち切られると大変なことになってしまいますが、現状が続く限り、現在の不均衡を過度に危険視する必要がないという意見が根強いのはこうしたところに論拠があると思います。

## 二、八〇年代、九〇年代との比較

では、こういう現在の状況を、以前のアメリカの貿易赤字拡大の時期と比べてみるとどんな特徴があるのか、大ざっぱな形ですが、資料三枚目の表にまとめてみました。

一つの時期は、八〇年代前半のレーガン政権の時代ですが、「双子の赤字」と言われ、プラザ合

意、ルーブル合意を経て結局八七年のブラックマンデーに至る時です。もう一つは二〇〇〇年のころ、つまり、貿易赤字が、対GDP比で危険水位とされた三%を上回った時期ですが、当時アメリカは大変なITブームでしたけれども、そういうITブームのもとでの貿易赤字の拡大をどう考えるかという議論があつたわけです。現在はこの二つの時期の赤字を上回っているわけですが、そうした二つの時期と比べると、現在にはどんな特徴があるのかということを整理してみたいと思います。

(1) 八〇年代前半との比較

八〇年代の前半、アメリカはレーガン大統領のもとで減税が行われると同時に、当時新冷戦と言われたソ連との緊張が高まるなかで、軍事支出が拡大しました。つまり、減税と財政支出の拡大で

すから、大変な財政赤字になりますが、その一方で、スタグフレーション退治のための高金利政策がとられた時代でした。その結果生じた財政赤字と貿易赤字の拡大が、「双子の赤字」言われたわけです。

この当時のアメリカの貿易赤字の相手国が日本だったわけですが、現在の中国との貿易不均衡と比べますと大きな違いがあります。当時は、対日貿易赤字がアメリカの貿易赤字の六割を占めておりました。現在の中国は三割にすぎません。当時の日本は、七〇年代の後半に財政支出を拡大させたということもあって、財政赤字を立て直すべく財政再建路線がとられていて、その下である種の輸出ドライブがかかった、そういう状況でした。

しかも、日本の主な輸出産業は自動車や家電メーカーで、アメリカの企業と直接競合しましたが、大変大きい貿易摩擦になつたわけです。そし

て、アメリカの貿易赤字をファイナンスした資本取引の側を見ますと、日本の生命保険の海外投資が世界的に注目された時だったと思います。生命保険会社は、直接利回りを追い求めて、高金利政策をとっているアメリカに、今から考えてみれば為替リスクに対する十分な注意なく投資を続けたということになると思います。そして、直接投資という点では、貿易摩擦のもとで輸出の自主規制を求められた日本のメーカーが、アメリカに工場を建設するという形で投資が話題になった時期でした。

では、こうした八〇年代前半の不均衡は、その後どういふ展開を遂げていったかといいますと、御存じのとおり、当初アメリカは自分たちは何もせず、日本に対して、黒字を何とかしろ、輸出を抑えろといった要求をするばかりでしたけれども、レーガン政権第二期に入りまして、プラザ合

意と呼ばれる合意を結ぶことになりました。つまり、各国にドル引き下げへの協力を要請して、日本は円高、ドイツはマルク高を受け入れるという合意がなされたわけでありました。しかしながら、当局の合意を超えてドル安が進んだために、八七年にルーブル合意という形で「もうドル安はこのあたりでよい、このあたりで為替は安定させて、あとは財政政策、金融政策で調整しましょう」という合意がなされますが、結局、ドイツが、「それはアメリカのエゴではないのか」と反発した結果、ブラックマンデーと呼ばれる金融市場の大混乱が世界を襲うということになったわけでありました。

こうした八〇年代と比較してみますと、先ほども申しましたように、現在は、中国が大変な貿易黒字だといつても、アメリカの貿易赤字に占める割合は三割にすぎません。その背景には、プラザ

合意以降に発達したアジア地域における製造業のネットワーク化があると思います。つまり、プラザ合意の結果、日本企業は大変な円高に見舞われたわけですから、それから現在まで、アジア市場を中心に、対外進出が進んだわけです。こうした日本企業のアジア進出を大きい契機にしまして、その後NICs諸国、ASEAN、それから中国など、アジア域内での広い企業間分業のネットワークができてきたということになると思います。中国からの輸出といいますが、それは中国国内で原材料から最終製品が作られて輸出されているわけではなくて、例えば基幹部分は日本で作られ、それがNICsやASEAN諸国で加工されて、あとは中国で組み立てられることで最終製品として中国からアメリカに輸出されるといったネットワーク化が広がっているということだと思えます。

ですから、例えばアメリカが中国を叩いて人民元の切り上げや輸出の自主規制に追い込めたとしても、企業の側では、それなら中国ではなくてインドに、あるいはベトナムに拠点を移しましょうといった動きが当然起こるはずで、また、現在起こりつつあるわけですから、中国だけをターゲットにした議論というのがいささか説得力が弱いというの、こういったアジア内でのネットワークが大きい役割を果たすようになっていくからではないかと思えます。

ところが、八〇年代前半の日本のケースというのは、ここで説明するまでもありませんが、原油ですとか鉄鉱石といった一次産品こそ輸入依存度が高いですが、それ以外の資本財や中間財、また消費財については、輸入が大変少ない国です。ですから日本の輸出商品の国内での付加価値部分は非常に大きく、それをアメリカに集中的に輸出し

たわけですから、対日貿易のウエートは大変高かったですし、また、円高に襲われますと、日本企業というのは大きいダメージを受けやすい構造になっていたと思います。しかし現在のアメリカと中国の貿易はそういう状況にはないわけです。

それから、もう一つ、八〇年代との大きな違いは、日本と中国では、その国際政治上のアメリカとの力関係が大きく異なる点です。日本は、経済的には大変な大国であります。国際政治的には大国とは言えません。しかし、中国は経済的には成長の途上にあります。国際政治上はすでに大国です。アメリカとの交渉ということになります。日本は、「輸出を伸ばしているあなたの方が悪いので、あなたのとこで輸出を自粛しなさい」というふうに言われますと、それに従うほかありませんでしたけれども、中国に対して、アメリカがそうした強い要求をどこまでできるかとな

ると、日本と同じようにはいかないのではないのでしょうか。

(2) 九〇年代後半との比較

九〇年代後半のITブームの時も、アメリカは大変な貿易赤字でした。その時期と現在を比較してみたいと思います。

まだ記憶に新しいところですので改めて述べるまでもないかと思いますが、当時はIT革命が謳われ、「ニューエコノミー」の時代に入ったとも言われました。この「ニューエコノミー」といいますのは、IT革命の結果、情報通信コストの低下、取引コストの低下によって、在庫調整を起点とする景気循環というものは、アメリカ経済においては存在しなくなったというわけです。そうした背景での株高のもとで、例えば株式交換による買収であったり、あるいはストックオプションによる

ボーナスの支給であったりと、株式が通貨のようにして用いられて、株式本位制とか、株式資本主義といったことが言われた時代でありました。

財政面を見ますと、こうした好景気のもとで税収が増え、またクリントン政権のもとで財政改革も進められて、財政黒字が実現しました。ですから、先ほど見ました八〇年代前半とは違って、財政面からの刺激ではなく、ITブームのもとでの積極的な設備投資や、個人消費がアメリカの経済を強く牽引したわけです。その結果、貿易赤字が大変大きくなりました。

この時期の主な輸入商品は、設備投資に必要な、特にITブームのもとでの情報関連の資材や機器でした。それらはアメリカ企業の巨額の設備投資に必要な資材が、国内生産分では足りないために海外からも調達されているんだと説明されました。つまり、貿易赤字といっても、海外から輸

入したものを消費してしまっているわけではなく、今後の生産性上昇に貢献する設備投資に必要なものを海外から調達しているにすぎないのだから、貿易赤字であってもそこには問題はないと説明されていたわけであります。

対外的な資本取引を見えますと、当時のアメリカへの資本流入は、ヨーロッパ企業による株式交換型のアメリカ企業買収を典型とする民間部門からの投資が中心で、これは、現在とも八〇年代とも大きく異なっています。ヨーロッパ企業は、単一通貨が九九年に導入されますし、単一市場化が進んで、域内で大変激しい競争にさらされた状況にありました。そこで、ヨーロッパ域内で勝ち残るためには、世界経済で最大のウエートを占めるアメリカに進出して、アメリカで一定のシェアを握りたい、しかも、変化の激しいIT部門や金融部門において、株高を利用した株式交換によっ

て企業を買収しようという戦略がとられたわけ  
です。こうした欧州企業からの直接投資、それか  
ら、ヨーロッパの機関投資家を中心とするアメリ  
カへの株式投資や社債投資が大変活発に行われて  
いたのが、この九〇年代後半の特徴です。ですが

ら、対米投資の中心は民間部門による民間部門へ  
の投資、つまり市場メカニズムに基づいた投資が  
なされているということになります。市場の厳し  
いチェックを経た投資がなされているわけです  
から、八〇年代前半のレーガノミクスのように、財  
政赤字にもなつて大量に発行された国債が海外  
から買われているといった資本流入とは全く性格  
が異なるんだということが強調されました。つま  
り、八〇年代前半は、財政赤字をファイナンスし  
てもらっている、いわば後ろ向きファイナンス  
であったのに対して、九〇年代後半は、市場メカ  
ニズムに基づいて、生産性が高いとされるアメリ

カの企業、その株式や社債が、厳しい目を持った  
ヨーロッパの企業や機関投資家によって買われて  
いるのであつて、貿易赤字と同様ファイナンス面  
でも問題はないという意見が大勢を占めていたわ  
けであります。

しかしながら、その結末はみなさん御存じの通  
りで、ＩＴバブルが崩壊すると、ヨーロッパから  
のM&Aや証券投資はほとんど完全にいつてい  
いほど、ストップしたわけです。

ですが、だからといって貿易赤字が急に削減で  
きるわけではありませんから、この時、ドルの大  
暴落が起こつてもおかしくなかったのではないかと  
思います。しかし、そうはなりませんでし  
た。

このドル暴落を防いだのが、お話ししてきました  
アジア諸国、BRICs、産油国による、外貨準  
備のアメリカ国債投資ということになります。つ

まり、ITブームの時のような民間部門から民間部門への投資ではなく、公的部門から公的部門への投資になりました。外貨準備の運用は、民間部門の投資とは異なって、政策的・政治的な目的・理由によって大きく動くことが考えられます。これは極めて不安定な状況なのではないか。しかも、中国にしましても、ロシアにしましても、アメリカと同盟関係にあるとは言えない政治大国が、巨額の外貨準備を保有して、それにアメリカ経済が依存しているわけですから、不安視されているわけです。これは、これまでの八〇年代、そして九〇年代とは異なる特徴だと思います。

そしてアメリカの国内状況を見ますと、ITバブルの崩壊後、大変な金融緩和政策をとった結果、今度は住宅ブームが起り、それを背景にした個人消費が拡大して、それがアメリカ経済を支えているということになります。アメリカは、G

DP全体の七割前後を消費が占めていますが、その伸びによつてアメリカの景気が支えられているわけです。それが貿易収支をさらに悪化させるものの、流出したドルは、新興経済諸国の貿易黒字、外貨準備を経由して再び米国に戻ってきていることはすでにお話したとおりです。

### 三、不均衡是正のための調整論

では、こういう現状に対しましてどうすべきなのかということですが、これにつきましてはさまざまな意見が出ておりますが、大きく四つに分けることができると思います。

一つは、これは貿易そのものが不公正に行われている、つまり、黒字国側に不公正があるので、それを正すべきだ、是正すればよいのだという考え方です。二つ目に、為替レートが実勢に合つて



いないので、為替レートを調整するべきだという考え方があります。それから、三つ目に、問題は、貿易政策や為替レートではなく、それぞれの国のマクロ経済の歪み、つまりISバランスにあるという考え方です。具体的には、アメリカの過剰消費が問題だし、中国の過剰貯蓄が問題なので、それぞれの国のマクロ経済を調整すべきという考え方です。

そして四つ目に、そもそもそうした調整などは必要ではないという主張があります。アメリカは国際通貨であるドルを供給している世界最大の経済大国であるから、貿易赤字そのものを問題視する必要はない、という見方です。不均衡は、ファイナンスされていれば何も心配すべき問題ではなく、また現在の途上国の開発戦略からしても、現状はかなり持続的なものだという考え方です。この考え方に従えば、調整は不要だということにな

ります。

最近の、新聞等では、こうした調整論が、日替わりのように紹介されているわけですが、初めにも申し上げましたように、国際収支の不均衡にどう対応するかというのは古くて新しい問題で、いつの時代にも、以上四つの対応策が形をかえながら繰り返し試みられてきたということではないかと思えます。そこで、現在の不均衡に対する議論を、戦後のさまざまな対応策と比較しながら、整理してみたいと思えます。

#### (1) 「不公正」貿易論

一つ目の、「不公正」貿易論といえますのは、現在、アメリカの民主党あるいはそれに近い学者から強く主張されているもので、中国を初めとする黒字国は不公正な輸出促進策をとっている、特に現在は為替を不当に安く操作しているといっ

た、黒字国側の「不公正」に対する批判です。先ほどの中間選挙で民主党が勝ちましたので、議会筋からはますます強まってくるのではないかと思われず。

こうした、黒字国側に責任がある、しかも不正な手段をとっているのではないのかというの、日本にとりましては、おかしな言い方になりますが、なじみのあるもので、先ほど申し上げました八〇年代の、あるいはそれ以前からの日米貿易摩擦において、日本に対して強く主張されたものと同じです。当時、日本からしますと、これは我々が頑張つて優秀な商品を安く作るうと努力してきた結果、それが海外でもよく売れるようになっただけなのに、いったいなんで文句を言わないといけないのかといった感覚だったかと思いますが、アメリカからは、日本は輸入に対して極めて閉鎖的だ、と主張されました。株式の持ち合

いのほか、系列取引等のさまざま商慣行を含めて、日本経済の不正さ、閉鎖性が日本の貿易黒字の原因であるから、そちら側で輸出を自粛してもらいたい、というのが、アメリカ側の言い分でした。

現在の中国に対して当てはめてみますと、確かに輸出を伸ばすということは中国にとって至上命題ですから、様々な輸出促進策をとるのは当然でしょう。しかしながら、中国と日本では大きく異なっている点もあります。日本は現在でも、それが政策的なものであるかどうかはともかく、外国企業の受け入れに対して大変閉鎖的であることは間違いありません。また、一次産品を除いた工業製品等への市場の開放度が低いこともたびたび指摘されてきたことです。

しかしながら、中国は直接投資の世界最大規模の受け入れ国ですし、輸入も大変拡大していま

す。日本とは、その対外的な開放度という点では大きな違いがあるわけで、そうした中国をとらえて、貿易黒字が伸びているという面をのみとらえて、閉鎖的であるとか不公正であるというのが、どこまで説得力を持つのかという問題が残ります。

それに、先ほども申し上げましたが、アメリカの貿易赤字に占める中国のシェアはわずか三割ですから、中国に是正を求めたとしても、どこまでアメリカの赤字の解消になるのか疑問と言わざるを得ません。

(2) 為替レートの調整

そこで、為替レートに焦点が当てられているわけです。中国は自国通貨を安く維持するために巨額の市場介入を行っているわけですから、実勢レートにあわせるべく人民元を引き上げるべき

だ、引き上げ幅は論者によって一〇%から四〇%まで様々ですが、そういう議論が繰り返しなされています。

これも、特に日本は今日まで、七一年のニクソン・ショックを乗り越え、八五年のプラザ合意を乗り越えといった経験がありますので、日本の経験と照らし合わせてさまざま議論がなされています。

しかしながら、では、ニクソン・ショックの結果日本の貿易黒字は減少したか、あるいはプラザ合意によって日本の貿易黒字は削減されたか、アメリカの貿易赤字は小さくなったかというふうに考えますと、こうした為替レートの調整が、もちろん貿易収支にインパクトがあることは間違いありませんが、その効果の程については議論の分かれるところです。

特に中国の場合、日本と大きく異なっています

のは、加工貿易的な性格が大変強い点です。日本のような原料を輸入してではなくて、半製品状態や中間製品を輸入してそれを組み立てるだけという面があります。したがって、もし元を大幅に切り上げるということになりますと、もちろん中国からの輸出には大きなダメージになります。一方で中国が輸入する部分については大変安く輸入することが可能になります。したがって、中国国内での付加価値率を一定と考えますと、元の切り上げによって安く原料を仕入れることができる結果、輸出価格はそれほど上昇しないことになりました。中国ではこうした加工貿易のウエートが七割前後に達するという計測もありますので、元を切り上げて、貿易黒字削減への効果は小さいのではないかと言われているわけです。

それから、八五年のG5プラザ合意のように、もう一度主要国が集まって、為替レートの調整を

行っただけかという提案も繰り返さされておりますが、八五年当時と状況は大きく異なっております。一つには、為替市場の規模はさらに大きくなっていて、しかも最近ではヘッジファンド等の取引が大変活発ですから、五カ国程度が集まって仮に合意ができたとしても、そうした協調がどこまで市場を誘導できるのか、という問題があります。

しかしながら、この点、逆の見方もできます。ご紹介してきましたように、現在の対米投資におきましては、途上国通貨当局の外貨準備のウエートが高いわけですから、そうした途上国が集まって外貨準備の通貨構成について何らかの合意が成立すれば、一定の効果があることは間違いないと思います。最近G20での通貨会議、つまり先進国だけでなく、BRICsなどの途上国を加えた通貨会議が開かれて、その役割が高まってきていま

す。その一方で、G5、G7レベルの会議の影響力は八〇年代に比べて幾分小さくなっているようですが、それは、こうした国際マネーフローの変化を反映していると思います。

(3) 米国の過剰消費是正

こうした、元の引き上げを中心とする為替レートの調整が必要だとする議論が、しばらく強かつたわけですが、最近になって、為替レートの調整には期待できないのではないかという意見、経常収支の不均衡は、為替レートよりも各国のマクロ面の不均衡に由来するのではないか、という意見が強まっているように思います。アメリカの住宅バブルが注目されるようになったからでしょう。

つまり、アメリカの過剰消費を是正すべきだという意見です。大変な貿易赤字になっているわけですから、赤字国が経済を引き締めるべきだとい

うのは、例えば日本には理解しやすい、受け入れられやすい考え方ではないかと思えます。と言いますのは、古い話になりますが、高度成長期、固定相場制の下にあった日本では、景気が拡大するについつい輸入が増えてしまつて、それが外貨準備不足を招くので、固定相場制を維持するために金融を引き締めないといけないといった現象、いわゆる「国際収支の天井」が長く続きました。こうしたこともあつて、貿易赤字国が経済を引き締めるというのは、当然のことと思われる方も多いかもしれませんが、しかし、貿易不均衡が生じた場合、赤字国が引き締め政策をとるのか、それとも黒字国が拡大政策をとるべきなのは、現在も決着が着いていない問題であつて、後ほど申し上げますように、戦後の国際金融においても一様ではありませんでした。

しかも、アメリカという国の対外金融政策を振

り返りますと、その特徴は、一言で言えば「ピナイン・ニグレクト」つまり「優雅なる無視」です。つまり、対外的にドル安になるのが貿易赤字になるのが、我が道を行くといえますか、アメリカには対外的な理由で引き締め政策をとったという経験が、皆無ではありませんが、ほとんどありません。その典型的な例がニクソン・ショックです。六〇年代後半から、ベトナム戦争を遂行する一方で国内景気に対しても拡大政策を続けた結果、アメリカはインフレにもなり国際収支も悪化していきます。ですから、ドル危機が叫ばれて、海外からは引き締め政策を要請されたわけですが、引締め策をとるのではなくて、反対に対外的な制約の方、つまり金とドルとの交換という約束そのものを破ってしまう。それがニクソン・ショックなわけですが、このように、国内経済運営の制約になるような対外金融政策を避けよ

うという傾向が非常に強いと思います。

ですから、現在のアメリカ経済は、原油価格も最近落ちつきつつあってインフレーションの心配が強くないですし、そうした状況下で、経常収支赤字が大きくなったからという理由で引き締め政策をとるということは、これまでのアメリカの行動様式から考えますと、可能性は小さいのではないのでしょうか。

#### (4) 中国の過剰貯蓄是正

マクロ経済の調整でも、赤字国の米国が引き締め政策を採るべきだというのは正反対に、黒字国である中国が拡大政策をとるべきだ、過剰貯蓄を是正すべきだという考え方も、最近増えてきました。

その内容は、中国は高度成長を続けていますが、国有企業改革による失業、農村での余剰労働

力、その一方で社会保障制度の未整備などから、家計部門には不安感が絶えない結果、消費が十分に伸びていない。工業化・都市化が進んでいる沿岸部では富裕層の出現などが注目を集めています。が、国全体として見ますと、家計部門は消費を抑え、貯蓄を進めているわけで、こうした貯蓄の過剰が、回り回って現在の不均衡になっているのだという考え方です。確かに、中国は、巨額の設備投資を続けていますが、貯蓄はそれを上回っています、そのアンバランスが世界的な問題の原因となっているというわけです。ですから、中国が経済の安定化を進めて、消費主導型の経済に移行できれば、貿易黒字はそれほど大きくならず、内需拡大によって経済成長できるような体制になるはずだし、そうなるべきだという考え方です。

こうした、貿易黒字国に内需拡大を求めるという考え方は、先ほどの赤字国が引き締めるべきだ

という意見の反対側にあるわけですが、過去に例がないわけではありません。例えば、一九七〇年代の後半には、黒字国機関車論がサミットで唱えられて、日本はその主張に従って財政拡大政策をとりました。また、八〇年代末にも、ルーブル合意という形で、黒字国の西ドイツと日本に金融緩和が求められました。この時は、西ドイツが拒否した結果、アメリカはブラックマンデーに見舞われ、日本は緩和政策を継続してバブルにつながるわけですが。

このように、黒字国に対して内需拡大策を求めるということも選択肢の一つなのですが、中国は、現在、景気の過熱が心配されている状況にあります。つまり、設備投資は大きいけれども、それを上回る貯蓄があるのだから、さらなる内需拡大が必要だと言われても、例えば、アルミ・セメント・鉄鋼などの素材産業では大変な過熱状態に

あると伝えられています。そういう国にさらなる拡大策を求めるというのも、これまた難しいものがあると思われます。

また、投資主導型から消費主導型への転換というのは、必要なことではあります。が極めて長期的な改革ということになりますから、現在の不均衡を是正する政策としては疑問が残ると思います。

#### 四、不均衡の調整不要論

以上のような、さまざまな調整論に対しまして、そうした意見はむしろ危機をあおっているのみであって、全く見当外れだという見方も大変強く主張されております。つまり、貿易不均衡があってもファイナンスされていれば問題ないのであって、また現在のファイナンス、国際マネーフローの状況に不安はないという意見です。

#### (1) 国際通貨国の必然・責務

その一つの根拠として挙げられていますのは、アメリカは国際通貨のドルを供給している国だという点です。アメリカの貿易赤字というのは、世界にドルを供給している、つまり国際流動性を供給していることであって、それは確かにアメリカの特権ではあるが、責務あるいは必然でもあるわけで、それを問題視するのは間違っているという主張があります。

確かにこれは一面の真実ですが、国際通貨だからといって為替レートの調整を免れるわけではありません。ニクソン・ショックやプラザ合意の例を持ち出すまでもなく、七〇年代から今日まで長期的に見れば、ドルは下落を続けてきたわけですから。

また、現在のアメリカが供給しているのは、通貨というより投資対象ではないかとも思われま



す。例えば八〇年代の前半頃までですと、アメリカの対外債務の多くを銀行預金が占めておりました。つまり、黒字を稼いだ国はドル預金を持っていたわけですが、現在では、対米マネーフローの内、ドル預金の比重は大変小さくて、お話ししておきますように国債投資という形をとっています。確かにアメリカの国債市場は世界で最も流動性と安全性の高い、通貨に類似した市場と言えるかと思いますが、やはりそれは通貨というより資産であつて、大きな価格変動を免れない投資先だと考えるべきだと思います。ですから、国際通貨国だからといって貿易赤字や対外債務を気にする必要がないとは、無条件には言えないわけです。

## (2) 米国経済への信頼

国際通貨国であることに加えて、何といつてもアメリカは世界最大の、そして最も柔軟性の高い

経済大国です。つまり、ITバブルが崩壊して、アメリカ経済は、バブル崩壊後の日本のような長期低迷期に入ったかと思われましたが、素早い財政・金融の緩和政策がとられました。また、エンロンなど証券市場を舞台とするスキャンダルもありましたが、迅速な制度改革が実行されて、再び株価は上昇に向かっています。

こうしたことに象徴されますように、アメリカ経済は非常に柔軟で、潜在的な生産性も高いように思われます。この点、ヨーロッパよりも日本よりも勝っているのではないのでしょうか。そして、消費主導の安定した成長を続けているわけですし、石油価格も落ち着き、住宅バブルも軟着陸が可能なようだ、ということになりますと、米国に投資が集まるのはむしろ当然です。

しかしながら、この見解は、現在の対米投資が途上国の外貨準備運用に偏っていることを十分に

踏まえていないように思われます。米国経済の成長性や安定性の高さが対米投資の理由であれば、海外の民間部門・機関投資家からの投資がもつと増えているはずです。そうではなく、海外の通貨当局による国債投資が中心なわけですから、これは、米国経済への期待という理屈では十分に説明できないように思います。

(3) 輸出主導型工業化（＝外貨準備保有）の持続性  
一般論的な国際通貨ドル論や、アメリカ経済優位論に対しまして、途上国の経済戦略と絡めて現在の不均衡の持続性を主張する議論が、有力投資銀行のエコノミストたちから提起され話題を呼んでいます。

それは、現在の投資は確かに民間部門によるのではなくて、途上国の政策当局によるドル保有である、したがって、そうしたところの政治的意

思によって変更される可能性があるが、だからと言って不安定だと即断することはできない。その政治的な意思の根拠や持続性を検討する必要がある、というわけです。

つまり、中国を先頭とするBRICs諸国は、程度の差はありますが、いずれも外資導入による輸出主導型の工業化を目指しております。したがって、市場介入を行って通貨を安く維持することが重要で、その結果外貨準備がたまるのは当然です。ですから、現在の対米投資の持続性を考えるためには、こうした途上国の開発戦略がいつまで続くのかを検討することが必要となるわけです。

先ほどもお話いたしました、かつて途上国でとられていた輸入代替工業化という政策は、現在ではほとんど支持されなくなっています。冷戦が終わって、アメリカ型の資本主義を頂点とするグ

ローバル化の時代となりました。そして途上国ではワシントン・コンセンサスと言われた自由主義的な開発政策が受け入れられています。それはつまり、市場メカニズムを取り入れると同時に対外的な開放を進めること、具体的には国营企業の民営化や各種規制の緩和を進めることと、外国企業の受け入れや貿易の自由化を進めることです。中国だけでなく、東ヨーロッパ諸国も中南米諸国も、そしてアフリカ諸国も、こうした方向で世界市場に参加しているわけです、参加しようとしているわけでありませう。

では、こうした開発戦略がいつまで続くのか、ということになります。こうした国々は、非常に多くの農村人口を抱えています。そうした人たちは潜在的な失業者でもあるわけで、そうした過剰労働力を工業部門が吸収してしまうまで、現在の輸出志向型の工業化戦略を持続させるほかない

とこの説は主張します。中国には一〇億人を超える人口がありますし、中国の次にはインドが控えています。こうした大変多くの人間が工業部門によつて十分吸収されるまでと考えますと、それには非常に長い時間がかかる。だとすれば、現在の状況が一〇年以上続いてもおかしくない、というわけです。

とは言つても、外貨準備がドルに偏っているのはリスクが大きいです、ユーロ等に分散されるのではないかと、この警告もよく聞かれます。それに対して、この「輸出主導持続論」は、そうしたリスク分散の発想は、民間部門、つまり機関投資家のポートフォリオ運用であれば当然かもしれないが、中国等は国家戦略としてドルを保有している。輸出主導によつて国内経済を成長させるという至上命題に比べると、ポートフォリオ上のリスクは大きな問題とは言えないわけです。そして、

こうした途上国の輸出先市場という観点から、欧州とアメリカを比較しますと、市場の開放度、輸入への依存度から見て、やはりアメリカ市場のほうが魅力的です。外貨準備としてのドルの積み上げは、そう簡単にはとまらないと予想されています。

こうした見方に対して、例えば中南米諸国では、反米的な性格を持つ政権が次々とできてきているではないか、という反論があるかもしれません。しかしながら、そうした国々でも多くは、政治的にはアメリカと一定の距離をとる姿勢を見せています。経済的には世界市場参加型の経済政策を中断させるどころか、むしろそれを積極的に続けているように見えます。

この議論は、現在の対米マネーフローの特徴を踏まえた上でその持続性を検討している点や、お金の流れの背後にある途上国の開発戦略にまで踏

み込んでいる点で、非常に視野の広い大胆な意見なわけですが、その一方で、途上国への外資流入の持続性や国内のマネーサプライ管理の難しさなど、各論部分での批判も少なくありません。

## 五、今後の展望

以上、現在の世界的不均衡について、その特徴や対応策を、過去と比較しながらご紹介してきました。新聞などを見ておりますと、昨日ドル下落の懸念が指摘されたかと思うと、今日はアメリカの消費の是正が主張され、また次の日は中国の過剰貯蓄について、あるいは国際通貨ドルの優位性といったように、色々な意見が述べられております。今日の私の話は、そうした意見の背景や根拠の整理のご参考になればと思います。

では、これからどうなるのか、今後についてど

う思うのかということをお話しいないといけないかもしれません。今後の予測ということでは、全く私の能力を超えるところですが、アメリカの貿易赤字は、ドルの調整があるうとなかろうと、アメリカが深刻な景気後退にでも入らない限り縮小しないのではないかと思います。では、アメリカの景気の行方はどうかということになりませんが、つい先日までは住宅ブームの先行きについて悲観的な意見が多かったようですが、最近はどうも楽観的な見方が優勢になってきました。

人民元は、昨年七月に二%切り上げられました。が、その後の一年間でさらに二%ほど上昇しています。中国は少しずつ上昇させていく方針なのかなと思われまます。また、最近では、ロシアや中国等から、外貨準備の運用でユーロの比率を引き上げるといった発言が続いていますが、米国とその他の政治上経済上の交渉を含めた広い文脈での駆け引き

といった面も強いのではないかと思います。それから、ここ数年の為替レートは、各国間の金利格差を比較的ストレートに反映したものになっていますが、こうした動きがいつまで続くのかということも注目すべき点ではないかと思ひます。

とりとめもない話になりましたが、私からはとりあえず以上とさせていただきます、いろいろ御意見、御質問をいただければと思ひます。

若林常務理事 伊豆先生、どうもありがとうございます。大変複雑な国際的な問題を非常にわかりやすくお話しいただき、しかも興味ある形で問題提起もしていただいたと思ひます。

それでは、時間も残していただきましたので、御質問等をお受けしたいと思います。御意見、御質問等がございましたら、ご発言をお願いしたいと思ひますが、いかがでしょうか。

質問者 大変わかりやすいお話をいただきましてありがとうございます。今日の論点からちょっと外れるかもしれませんが、過去の二〇年ぐらいのスペインでいろいろ変化があったというお話だったと思うんですが、現状に絞って、それでは日本というのはどこに位置するのか。日本というのは、政治的にも経済的にも一番変わった国になるんじゃないかと思うんですが、その辺について、少し言及していただけたらと思います。

伊豆 大変難しい御質問ですが、日本の位置ということですが、一つ、中国とアメリカの間での位置ということを考えてみたいと思います。三年ほど前まで、日本では中国脅威論が非常に強かったように思います。つまり、中国が貿易大国、経済大国として成長してきた中で、日本経済はどうなるんだろうか。当時、景気も株価も非常によくなっている状況が続いていたこともあって、そういう中国

脅威論というのが大変強かったと思いますが、それから一年ほどたないうちに、今度は逆に中国特需論に百八〇度変わりました。その後も政治的には残念ながら中国とうまくいかない状況が続いていましたが、経済的な結びつきはますます強くなっていきますし、今日も申し上げましたけれども、東アジアでは、中国と日本という二国間だけでなく、NICSやASEANを含んだ広い地域で、製造業のネットワークが張りめぐらされています。八五年のプラザ合意以降の円高によって、そしてまた最近の中国の急成長によって、日本とアジアとの経済的な結びつきは非常に強くなってきたということだと思います。

ところが、そうした日本とアジアとの経済的な接近というのは当然政治的な問題を伴いますが、その一方で、アメリカとの経済的な政治的なつながりというのは戦後一貫して強くあるわけですか

ら、アジアとアメリカの間の位置付け、バランスをどうするのか、ということが現在問われているところかと思えます。

それから、もう一つ角度を変えて、国際経済上の日本の位置を国際収支から見てみますと、昨年、初めて、所得収支の黒字が貿易黒字を上回りました。所得収支といえますのは、日本からの海外投資によります利子や配当の収益から、反対に、海外から日本への株式やら債券への投資などへの配当や利子の支払いを差し引いたものです。その黒字幅が貿易黒字よりも大きくなるようになったわけです。このことが意味しますのは、つまり、長らく日本は貿易立国だと言われてきましたが、現在は、海外投資による利益が貿易黒字を越えているわけですから、貿易立国から投資立国への移行が進んでいるということだと思えます。

ですが、一つ気になることは、日本の対外投資ではアメリカ国債など債券投資の比重が高すぎて、より高い収益の期待できる直接投資や株式投資のウエートが低いことです。ですから、所得収支の拡大と言いましても、日本の投資スキルの向上の結果というより単に投資額の拡大による面が大きいわけです。日本には莫大な金融資産がありますから。しかしその収益率は高くない。もう少し言いますと、貿易黒字は伸びは小さくなっているとは言え、日本の工業力の国際的な競争力は非常に高いわけですが、それに比べて残念ながら日本の金融力と言いますか、金融機関の対外的な競争力というものを考えてみますと、まだまだこれからというのが現状です。日本には貯金はたくさんあるわけですから、それを海外で運用していくための技術といったものが、これから伸びていくということが期待されているんじゃない

いかと思います。お答えになってないかもしれませんが。

若林常務理事 よろしゅうございますか。それは、私の方から一点、質問させていただきます。

先ほど八〇年代と九〇年代と現在を比較した表をお示しいただきましたが、八〇年代、九〇年代と一〇年ぐらいのタイムで見ますと、確かに国際的な関係が大きく変わっています。そういうことを考えますと、かつては日本経済が世界的に大きな論点の一つになりました。今は中国であるというふうに言われておりますが、先生のお考えだと、今後一〇年位経つと、このような現在の構造もまた次のものに変化していく。そういう考え方というのは成り立つのでしょうか。その点については、いかがでしょうか。

伊豆 一〇年も先となりますと私には想像もつきませんが、例えば、最近中国は少しずつ直接投資

の受け入れについて姿勢を変えつつあると報道されています。今まで外資の受け入れに大變積極的でしたけれども、最近ややスタンスを変えて、少しずつ選別的に、つまり中国にとってのメリットがより大きい企業や業種を優先して、そうでない場合にはやや制限的になりつつあると伝えられています。

こうした動きの結果、中国への外国企業の進出はこれまでのようには増えていかないかもしいなと思います。では、それに対して、日本その他の企業はどうしているかと言えば、次はインドかな、あるいはベトナムかなと新しい進出先を探し始めたとも言われています。

一〇年後ということを考えますと、こうした動きが加速して、最終的な製品を組み立てて輸出基地となる国は、中国から変化、多様化するかもしれません。しかし、先にもお話ししましたアジアに



おける企業間のネットワークというのは維持され  
たまま、アメリカあるいはヨーロッパも含め  
て、そうした先進国が消費国、輸入国になるとい  
う構造はそのまま持続されていくのかもしれない  
と想像しています。

若林常務理事 どうもありがとうございました。  
それでは、時間も参りましたので、本日の講演会  
はこれで終わらせていただきます。伊豆先生、ど  
うもありがとうございました。(拍手)

(いず ひさし・甲南大学教授  
当研究所客員研究員)

(この講演は、平成一八年二月二七日に開催さ  
れました。)

## 伊 豆 久 氏

### 略 歴

- 1991年 3月 京都大学大学院経済学研究科博士課程修了
- 同年 4月 日本証券経済研究所大阪研究所 入所
- 1998年 4月 同所主任研究員
- 2002年 4月 甲南大学経済学部 教授(現在に至る)
- 同年 4月 日本証券経済研究所客員研究員(現在に至る)

### 著 書

- 共著『金融グローバリズム』(東京大学出版会、2001年)
- 共著『グローバル化の政治経済学』(晃洋書房、1998年)
- 共訳『金融グローバル化の危機』(岩波書店、2001年)

## 世界的不均衡の拡大について

### (資料)

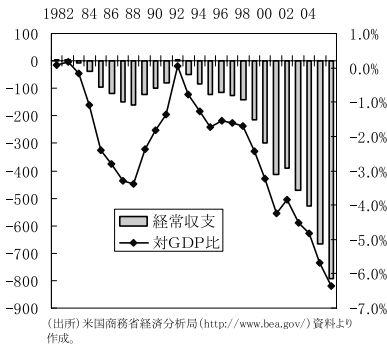
財団法人 日本証券経済研究所  
証券セミナー

06年11月27日  
伊豆久  
(甲南大学)

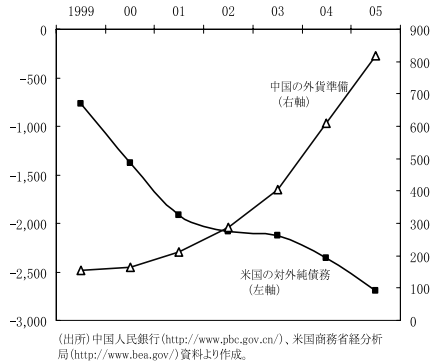
世界的不均衡の拡大について  
～米国と中国等新興経済国の動向を中心に～

- I：現在の「世界的不均衡 Global Imbalances」  
1：現状 米国の経常収支赤字・対外純債務の増大  
中国等新興経済国・産油国の外貨準備の増大

図表1 米国の経常収支赤字(10億ドル)



図表3 米国の対外純債務と中国の外貨準備(10億ドル)



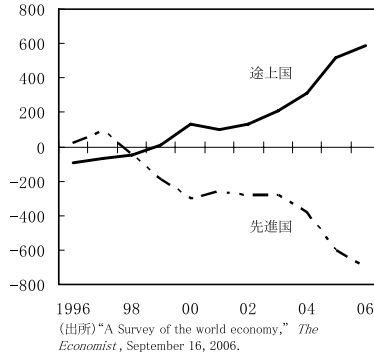
図表2 中国の国際収支(100万ドル)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
経常収支	17,405	35,422	45,875	68,659	160,818	181,614
<b>貿易収支</b>	<b>34,017</b>	<b>44,167</b>	<b>44,652</b>	<b>58,982</b>	<b>134,189</b>	<b>159,932</b>
資本収支	34,775	32,291	52,726	110,660	62,964	61,742
直接投資収支	37,356	46,790	47,229	53,131	67,821	53,138
<b>対中投資</b>	<b>44,241</b>	<b>49,308</b>	<b>47,077</b>	<b>54,936</b>	<b>79,127</b>	<b>74,636</b>
<b>外貨準備</b>	<b>-47,325</b>	<b>-75,507</b>	<b>-117,023</b>	<b>-206,364</b>	<b>-207,016</b>	<b>-244,224</b>
誤差脱漏	-4,856	7,794	18,422	27,045	-16,766	868

(注) 2006年は上半期の数値を年率化。  
(出所) 中国国家外貨管理局 (<http://www.safe.gov.cn/>) 資料より作成。

証券レビュー 第47巻第1号

図表4 先進国と途上国の経常収支(10億ドル)



図表5 途上国の国際収支(10億ドル)

	経常収支			資本収支			外貨準備					
	1990-93	95-96	2000-05	1990-93	95-96	2000-05	増減			残高		
							1990-93	95-96	2000-05	2006年7月	対GDP比(%)	対年間輸入比(%)
アジア	6	-64	899	160	230	211	119	110	1178	2025	-	-
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	1445	423	351	117	214	195	1517	2701	-	-

(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) BIS *Quarterly Review*, September 2006; IMF *Global Financial Review*, September 2006.

2 : 中国等の対外経済政策

直接投資流入 + 貿易黒字 → 固定相場制度維持のための市場介入 = 元売りドル買い

・ <改革・開放政策> = <市場経済化> + <外資導入・輸出志向工業化戦略>

(70年代までの途上国の戦略<輸入代替工業化戦略>の否定)

・ ドル買い

中国 : 外貨準備の増大

→ 米国国債投資の増加

## 世界的不均衡の拡大について

米国：海外からの国債投資の増加

- 長期金利の抑制（「長期金利の謎」（05年2月グリーンSPAN））
- 住宅ブームの持続
- 住宅ローンの拡大
- 消費の拡大（＝貯蓄の低迷）
- 輸入・貿易赤字の拡大

### 3：石油価格の上昇

#### II：80年代・90年代との比較

		1980年代前半	90年代後半	現在
キーワード		レーガノミクス (財政赤字+高金利+規制緩和) 双子の赤字 日米貿易摩擦	IT革命 ニューエコノミー 株式資本主義	世界的金融緩和 住宅ブーム 原油高 9.11後
米 国 の 状 況	大統領	レーガン	クリントン	ブッシュ Jr.
	財政収支	赤字	黒字	赤字
	景気牽引役	財政（減税+軍事支出） 規制緩和	ITブーム (設備投資・個人消費)	住宅ブーム (個人消費)
	金融環境	高金利ドル高政策	低金利（LTCM危機）から 引上げへ	FF金利の上昇 長期金利の安定
主な対米輸出元 (米国貿易赤字 に占める比率)		日本（約6割）	アジア諸国	中国（約3割）
		自動車・電機（水平的） 財政再建下の輸出ドライブ	通貨危機後の減価レ ートでの輸出	衣料から電機へ (垂直から水平へ) 外資系企業の加工貿易
主 た る 対 米 投 資	投資家	日本	欧州	アジア+産油国
		生命保険（直利志向） 直接投資（輸出企業による 工場建設）	直接投資（株式交換 M&A） 機関投資家のポートフ ォリオ投資	通貨当局 (外貨準備)
	投資対象	国債	M&A 株式・社債	国債（+政府機関債）
その後の展開		ブラザ合意（85年） ルーブル合意（87年） ブラックマンデー（87年）	ITバブル	？

Ⅲ：調整論

1：「不公正」貿易論（≒保護貿易論）

黒字国の輸出促進政策への批判

例：80年代の日米貿易摩擦→輸出自粛＝対米進出

論点：中国経済は閉鎖的か？

2：為替レートの調整

「為替操作国」・10～40%程度の切り上げ

例：70年代前半の変動制への移行

85年プラザ合意

論点：加工貿易的性格

プラザ合意Ⅱ？

3：米国の過剰消費是正（赤字国による調整＝内需抑制）

住宅バブルのソフト・ランディング

例：固定相場制下の日本（国際収支の天井）

論点：米国のビナイン・ニグレクト政策

低インフレ下での引締政策？

4：中国の過剰貯蓄是正（黒字国による調整＝内需拡大）

家計部門の消費低迷＝過剰貯蓄

過剰貯蓄

→銀行預金（＋市場介入による元供給）→銀行融資拡大→企業の過剰投資

過小消費

←家計部門の不安感

←国有企業改革による失業、農村部門の余剰労働力、社会保障制度の未整備

例：黒字国機関車論（77年ロンドン・サミット、78年ボン・サミット）

87年ルール合意（為替は安定、マクロ政策を調整）

西ドイツ：緩和継続の拒否→米国：ブラックマンデー

日本：緩和政策の継続→バブル

論点：投資主導型から消費主導型への長期的構造改革

景気過熱下の消費拡大政策？

## 世界的不均衡の拡大について

### IV：調整不必要論

#### 1：国際通貨国の必然・責務

国際流動性の供給

論点：国際通貨の供給というより投資対象の供給？（米国国債の「通貨性」と「資産性」）

#### 2：米国経済への信頼

低インフレ下の高い成長性・柔軟性

#### 3：ブレトンウッズ体制復活論

周辺国（日欧→新興国）：為替レートの低位固定→輸出主導型工業化  
→外貨準備の保有

中心国（米国）：輸入市場の開放（貿易赤字）

外貨準備という形での資本輸入

輸出主導型工業化（＝外貨準備保有）の持続性

<冷戦の終焉>＋<ワシントン・コンセンサス>→途上国の世界市場への参加

工業化による農村過剰人口の吸収

<リスク・リターン>ではなく<国家戦略>

米国

新興国リスクの低下（直接投資の「担保」としての外貨準備）→直接投資の持続性

消費・投資・戦争のファイナンス↔貿易摩擦

おわりに