

## 講演会「経済危機の行方～新たな成長への国際通貨・金融政策～」

(主催：(社) 関西経済連合会、(財) 関西社会経済研究所)

日時：平成 21 年 3 月 10 日 (火) 午後 3 時—5 時

場所：関西経済連合会会議室



テーマ①：

「マクロ金融リンケージと  
アジア太平洋の対外調整」

講 師：

大阪大学大学院 国際公共政策研究科  
教授 高 阪 章 氏



テーマ②：

「グローバル・インバランス  
と国際通貨体制」

講 師：

一橋大学大学院 商学研究科長  
教授 小 川 英 治 氏

### 「マクロ金融リンケージとアジア太平洋の対外調整」(高阪 章 氏) 講演要旨

#### ●各国の対外インバランスは顕著に拡大

近年、グローバル・インバランス（経常収支不均衡）が注目されてきた。1970 年頃からの世界各国の経常収支の黒字と赤字の絶対値の和がどのように推移してきたかをみると、1970 年代には対世界 GDP 比で 2%程度であったが、2000 年以降には 6%程度へと拡大した(スライド 4)。これは、各国の対外インバランスが顕著に大きくなったことを意味する。マイナスに大きく振れたのが米国であり（世界の GDP の 1.5%相当のマイナス）、プラスに大きく振れたのが産油国、中国を含む新興アジア、そして日本である。

経常収支インバランスの背景には、貯蓄と投資の水準（対GDP比率）の変化がある。世界の貯蓄と投資の水準（対GDP比率）は、1970年代の2度の石油ショックの中で低下したが、以後、景気循環による若干の変動はあるものの、GDP比22~24%程度で安定的に推移していた。ところが、グローバル化の進行と共に、2000年以降、貯蓄、投資とも対GDP比率が低下してきている（スライド7上図）。

さらに細かくみると、先進国では、世界全体と同じく、貯蓄と投資の水準（対GDP比率）は1990年代まで安定的に推移したが、2000年以降、経常収支の赤字が拡大してきていることがわかる（スライド7中図）。一方、産油国と新興市場経済の貯蓄投資水準は、先進国とはまったく逆に、1970年代以降、80年代前半を除いてほぼ一貫して上昇し、2000年代に入って、両者の差である経常収支はそれまでの赤字傾向から一転して黒字を増加させてきている。

これを国・地域毎に見てみよう。米国の場合、投資率は循環はあるものの、ある程度安定しているが、貯蓄率は1980年代以降、長期下落トレンドにあり、この貯蓄率と投資率の差が経常収支の赤字拡大となって表れている。日本は投資率、貯蓄率とも1990年代以降、低下傾向にある中で経常収支は黒字を持続している。東アジアは、経常収支は赤字傾向にあったが、97年のアジア通貨危機以降、投資が冷え込んだままになり、他方、貯蓄率が高いため、経常収支黒字が累増している。中国の場合は、投資、貯蓄とも増加トレンドにあり、90年代半ば以降経常収支黒字が続いている（スライド8）。

### ●グローバル・インバランスの持続可能性に関する2つの異なる診断

このようなグローバル・インバランスは、持続可能なのか。グローバル・インバランスの持続可能性について、経済学者や政策担当者間で2つのまったく異なる診断が下されている。

一つは、世界における金融リネージュは深まっており、グローバル・インバランスの維持は可能であるとする診断である。経常収支は企業会計の収支とは違い、黒字だから良い、赤字だから悪いということではない。赤字であっても長期的な経済成長につながるのであれば何も問題はない。インバランスがあっても、それ自体、正しいインセンティブに基づいて自律的に変化しているのであれば問題はなく、政策対応は必要ないという考え方である。因みに、先進国グループのグロスの対外資産・対外債務の対GDP比率が90年代に入り大きく伸びていることは、グローバルな金融リネージュが深化していることを示すものである（スライド10）。

もう一つの診断は、自律的な調整が円滑に行われるかどうかは疑問だという診断である。インバランスが拡大し、ある日突然、急激で大幅な為替調整、すなわち、米ドルが暴落してマイナス成長に陥れば、マクロ調整コストは大きく、その調整コストを減じるためにも各国の政策協調が不可欠であるという立場である。東アジア通貨危機の時は東アジア通貨に対する信認がなくなり、資本が流出して通貨が暴落した。このようなことが米国で起き

れば、影響は甚大だという発想からくるものである。このような事態を避けるため、政策協調によって、米国は財政再建による公的貯蓄増加を、日・欧・東アジアは景気刺激策を積極化して各国が対外調整コストを小さくすることが必要になる。

次に、金融リンケージが各国の経常収支構造にどのような影響を与えているかを見てみよう。

オーストラリアは経常収支赤字を 20 数年続け、海外から借入れを続けている代表的な国である。対外債務が多いため、所得収支は赤字が増加しており、貿易収支の赤字より大きい。一方、日本は、経常収支黒字を出し続けているが、対外債権が増加しているため、最近では貿易黒字以上に所得収支黒字が増加している（スライド 11）。

米国は、経常収支の赤字を埋めるかたちで金融資本収支の黒字が増えているが、その裏では、90 年代後半から外国人の対米投資だけでなく、米国人の対外投資も大幅に増えてきているという構造になってきている。これは金融リンケージが進展した結果であり、カネがスムーズに流れている以上、経常収支が赤字であっても問題ないとする主張の根拠となっている（スライド 12）。

しかし、カネがスムーズに流れ、グロスで金融リンケージが進んでいるのは主として先進国の話である。

代表的な新興市場として、タイの事例を見てみよう。97 年のアジア通貨危機以前、外国人の対タイ投資は増えたが、タイ人の対外投資はほとんどなかった。これは途上国では当たり前のことである。これがアジア危機を境に外国の対タイ投資は逆に流出に転じ、残っているのは直接投資だけになってしまっており、グロスの流出入増加という構造にはなっていない（スライド 13）。

## ●世界金融危機はグローバル・インバランスを解消に向かわせるか

そうした中、今回、現実には起きたのは、ドルの暴落ではなく、米国内資産市場のバブル崩壊をきっかけとしたグローバルな金融危機であった。

今回の金融危機の原因の一つは投資銀行である。伝統的な投資銀行業務は、投資コンサルティングや引き受けなどによる手数料ビジネスであったが、とくに 2000 年代に入り、自ら借金し投資をする自己勘定投資のビジネスモデルが登場した。今回の金融危機では、決済システムを担わない投資銀行が信用リスクを負担したことにより、狭義の決済システムへの影響は軽微であると考えられたが、証券化リスクは機関投資家を含む市場全体に及び、資本市場全体が機能不全に陥った。結局のところ、もてはやされた「証券化」も昔ながらの金融危機メカニズムを免れることはできなかったのである。

資産市場バブル崩壊の歴史を振り返ってみると、株式市場に比べて住宅市場の崩壊のマイクロ調整コストは長く、深いのが、両者は往々にして今回のように同時進行する。今回の危機の結果、グローバル・インバランスが解消に向かうかどうかは、貯蓄率と投資率が今後どう変化するのかに依る。今回の金融危機をきっかけとした各国政府の財政発動により、

公的貯蓄は下がるが、民間投資も低下するだろう。大きなバランスシート調整が予想されるが、民間の貯蓄がどう動くかはよくわからない。米国の場合、インバランスは縮小するだろうが、限定的とも思われる。日本の場合は民間消費が大きく低下し、貯蓄率が増加するなら、必ずしも黒字は減らないとの考え方もできるが、現実には黒字は減ってきており、また財政出動により公的貯蓄は減少するため、黒字は減少に向かうものと考えられる。

ただし、ドル暴落が起こるかどうかについては、今、「質（低リスク）への逃避」という現象が起きており、この資本の流れがどの通貨に向かうかによって、為替レートは決まるだろう。ただし、為替変化による対外調整は限定的なものにとどまると考えられる。新興市場へのインパクトについては、貯蓄率が高く、外貨準備を積み増すなど外資逆転に備えてきた東アジアの新興市場に資本フローの逆転が起きることは考えにくいだが、それらの条件を満たさず、さらに国内金融組織そのものが未熟な拡大 EU 周辺国にはアジア金融危機型危機の発生が懸念される。

いずれにせよ、問題はグローバル・インバランス自体にあるのではない。重要なのは、インバランスの解消ではなく、経済危機をきっかけとした産出の低下を最小限にとどめることなのである。

## 「グローバル・インバランスと国際通貨体制」(小川 英治 氏) 講演要旨

グローバル・インバランスの問題を国際通貨の側面から話してみたい。

米国の経常収支赤字は、1990年代後半に増え始めた。これはITブームの中で設備投資が急増した時期である。一方、財政は赤字から黒字に転換した。しかし、2000年にはITバブルが崩壊し、連邦政府が財政・金融対策を講じた結果、2001～2003年にかけて財政赤字は急激に拡大した。その結果、住宅投資ブームが醸成され、今次金融危機に繋がっていったのである。一口に米国の経常収支赤字といっても、その要因は、90年代後半のIT、そして財政赤字、住宅投資へと変わってきている。

一方、日本、中国、その他東アジアは過剰貯蓄を通じた経常収支の黒字を拡大させた。また、産油国は原油高を通じた巨額のオイルマネーで黒字を拡大させ、その資金を直接米国の金融機関に投資するのではなく、ロンドン・シティ経由で米国に投資した。

### ●グローバル・インバランス解消のためのドル減価シナリオ

先頃、太平洋経済協力会議(PECC)の太平洋経済展望(PEO)プロジェクトの研究において、経常収支のインバランスの不均衡を為替相場で調整する場合には、どれほどの調整が必要なのかを試算した。本研究では、米国の財政赤字は変化させないという条件の下で、日本や東アジアだけで為替調整を行うとすれば、アジア通貨のどの程度の上昇で不均衡が減るのかを試算した。その結果、経常収支黒字を50四半期(VARモデルによる。サンプル期間：1991年Q1～2006年Q4)でGDP比2%ポイント縮小させる(日本はGDP比4%から2%へ、その他アジアはGDP比3%から1%へ)ためには、日本単独では22.3%～28.7%の一層の円高が必要、日本を除く東アジア通貨で調整すれば17.4%～24.2%の通貨高が必要であるのに対し、東アジア生産ネットワークによる経済統合が進む東アジア全体で為替調整を行えば15.6%の通貨高で済むという結果になった(スライド6)。

上の試算結果をベース・シナリオとして、他に3つのシナリオが考えられる。

2番目のシナリオは、サブプライムローン問題の影響を受けて、米国の住宅、消費、設備投資の縮小が経常収支赤字を減少させ、ドル減価は1番目のベース・シナリオよりも小さく済むだろうとする米国の多くのエコノミストが主張するソフトランディング・シナリオである。

3番目のシナリオは、昨年秋のリーマン・ショック時によく言われていたものだが、ドルの信認が失墜し、ドルの大暴落が起こるだろうというものである。

4番目のシナリオは、短期的にはドルは暴落しないというシナリオであり、現実にならなっている。しかし、このシナリオでも、長期的には米国の財政赤字は拡大し、より厳しいハード・ランディングを招く恐れがある。実際、本年2月、オバマ大統領は連邦政府予算の基本方針を発表し、2009年度の財政赤字がGDP比12.3%に達すると発表した(いまはGDP比4%であるため、今の3倍の財政赤字になる)。財政赤字が12.3%になると、どれほどの経常収支赤字の拡大をもたらすかを考えた場合、いま、GDP比4%の財政赤字

が 12%になるため、その差の 8%ポイント分の赤字を相殺するだけ民間貯蓄が増えるか、あるいは設備投資が減れば、経常収支赤字は拡大しないのであるが、それは疑わしい。そのため、財政赤字拡大は経常収支赤字を膨らますことになり、ドルは下落に向かうと考えられる。

### ●現実に起きたのは緩やかなドル高とユーロの暴落

しかし、今回の金融危機により外国為替市場で実際に起きていることは、緩やかなドル高とユーロの暴落である。それは、リーマン・ショックがインターバンク市場でカウンターパーティ・リスクを顕在化させ、とくに、サブプライム関連の証券化商品の損失によってバランスシートの悪化した欧州金融機関がドル資金を調達できない事態に陥ったからである。欧州金融機関は、ユーロやポンドを売ってドルを買う流れとなったため、ユーロ安、ポンド安、ドル高となったのである。

ユーロとポンドの対ドル相場は、2008年9月のリーマン・ショックにより、むしろ下落した(スライド10)。金融機関間の疑心暗鬼が顕在化し、信用スプレッド(ドル建て LIBOR - USTB 3ヵ月物の差)は、2007年夏以降、サブプライムローン問題の顕在化で2%ほどに跳ね上がり、さらに2008年9月以降、さらに4.5%程度リスク・プレミアムとなった。しかし、10月以降、米国FRBが欧州中央銀行(ECB)、イングランド銀行との間で通貨スワップ協定を結び、また、欧州の各中央銀行が、担保があれば無制限にドルを貸し付けることになったため、2008年末には信用スプレッドは下がった。

一つ指摘しておきたいことは、ユーロ諸国の中ではユーロで決済できるため、ドルは必ずしも必要ではないが、域外の取引ではドルが必要だということである。しかし、アジアはユーロと違い、アジア域内でもドル決済が行われているため、もし、同じようなことがアジアで起きれば、ユーロの暴落どころではなかったということが容易に想像できる。

### ●非対称的反応を示したアジア通貨

今回の金融危機によりアジア通貨はどう動いたか。私ども一橋大学グローバルCOEと経済産業研究所との共同プロジェクトではAMU(アジア通貨単位=ASEAN10+日中韓の通貨の加重平均値)の指標を出している。AMUをアジアの貿易相手国の貿易比率(米国65%、とユーロ圏35%)でドル・ユーロのバスケットに対する変化をみると、アジア通貨はドル・ユーロに対して増加)は

- ・2008年8月以降、アジア通貨はドル・ユーロに対して増価。
- ・2008年4月以降、アジア通貨はドルに対して減価。
- ・2008年7月以降、アジア通貨はユーロに対して増価。

となり、アジア通貨の加重平均値ではそれほど影響を受けていないということになる。

しかし、アジア各国通貨毎にみると、異なった動きがある。すなわち、アジア各国通貨のAMU乖離指標(2000年をベンチマークにして、それ以降、どれほど変化したかをみる

指標)をみると、それぞれ、非対称的反応を示している。

韓国ウォンは、2007年10月末の20%の過大評価から、2008年10月末には27%の過少評価となり、1年間で47%ポイントもの減価となった。ASEANの通貨も減価。一方、日本円は乱高下しながらも増加傾向。人民元は2008年3月より増価となった。

今次金融危機の国際通貨システムへの影響は、短期的にはドルの信認失墜はなかったが、長期的には米国の経常収支赤字の拡大を通じて、ドルの全面安が予想される。ただし、欧州も米国と同様の深刻な経済状況にあり、ユーロ安は続くだろう。そのため、アジア経済が良いわけではないが、相対的にアジア通貨は上昇していくだろう。

### ●チェンマイ・イニシアチブ(CMI)の強化が重要

アジアの中での問題点を指摘したい。韓国ウォン暴落の原因の一つは、欧米の投資銀行が韓国から資金を引き揚げたことにある。実際、韓国の金融機関はドル資金の確保が難しくなり、ウォンが暴落していると言われている。韓国政府はドルを取得するために、2008年10月末に米国FRBと通貨スワップ協定を結び、米国からドル資金を調達した。なぜ韓国は、2000年にスタートしたアジアにおける通貨スワップの枠組みであるチェンマイ・イニシアチブ(CMI)を利用しなかったのか。それは、CMIには、総額830億ドルに加え80%までのIMFリンク(IMFからの金融支援を受けて初めて発効されるという厳しい条件)という制度上の限界があったためである。そのため、日中韓の3国は、08年12月、通貨スワップ協定の金額を拡大(円-ウォンでそれまでの総額130億ドルから300億ドルに拡大。IMFリンクの制約はない)したところである。今後、CMIの強化していくことが重要である。

### ●ドル基軸通貨体制から複数基軸通貨体制へ～アジア共通通貨の育成を

ドル基軸通貨体制は、交換の効率性が高いという利点がある反面、独占状態となり米国の対外通貨政策にガバナンスが働かないという欠点がある。今回の金融危機は、ドルが下落しても経常収支が赤字でも他国がドルを必要とするため米国は何でもできるという状態の下で出てきたものである。ガバナンスを働かせるためにはIMFのような機関が律することができればよいが、IMFも最大の拠出国が米国であるため、ガバナンスが効きにくい。そのため、ドルに対抗するような通貨が出現し競争関係が出てくればよいということである。しかしドルを捨てて別の通貨にできるか、という問題がある。通貨においてもネットワーク外部性があり、皆が使うものが使われるのである。その状況から脱せないために複数通貨体制に移行することが難しい。

今回の危機において、ユーロは対ドルで暴落したが、域内が単一通貨ユーロになっていたから、この程度の暴落で済んだと考えている。実際、英ポンドはユーロより大きく下落している。共通通貨という大きな傘の下に入る方が、域内では同じ通貨が使える、ドルの必要性は域外だけで済むというメリットがあるためである。

東アジアが世界経済のエンジンになることが期待されているなかで、現状、東アジアでは域内決済もドルで行われている。しかし、長期的には域内における「ドル基軸通貨体制」からの脱却をはかることが必要である。すなわち、アジアにおいても共通通貨体制を構築し、アジア通貨の対外価値を安定させていくことが重要である。そのためには、政治的意図が強く求められる。