

グローバル・インバランスと国際通貨体制： 総括及び政策提言

小川 英治

一橋大学大学院商学研究科 教授

1. 序

本特別研究シリーズでは、「グローバル・インバランスと国際通貨体制」というメインテーマの下にこれまで6回にわたって6人の研究者がグローバル・インバランスに関連する様々な経済問題に焦点を当てて、論文を発表した。本稿では、これらの6本の論文に基づいて、グローバル・インバランスと国際通貨体制について総括するとともに、グローバル・インバランスと国際通貨体制に焦点を当てて、政策提言を行いたい。なお、6本の論文とは、以下の通りである。

小川 英治「グローバル・インバランスと国際通貨体制」

佐々木百合「グローバル・インバランスの調整と為替相場のパススルー」

中村 周史「グローバル・インバランスとマクロ経済の関係」

岡野 衛士「通貨同盟の維持とグローバル・インバランス」

清水 順子「アジア通貨を巡る課題と展望」

佐藤 清隆「国際産業連関分析からみたグローバル・インバランス」

2. グローバル・インバランスから 世界金融危機そして欧州財政危機

グローバル・インバランスは、世界的な経常収支不均衡として1990年代後半から、特に2003年から2007年にかけて拡大した。とりわけ米国の経常収支赤字の規模とその増大が際立っている一方、中国とアジア新興市場国と石油輸出国において経常収支黒

字が急増した。米国では、ITバブル崩壊後、連邦準備銀行（FRB）が景気対策のために急速な金利引き下げ及び低金利政策が住宅ブームさらには住宅バブルを引き起こす素地を作った。住宅価格上昇の期待を根拠にして、本来的に住宅ローンの対象外であった低所得者向けに住宅ローンを提供するサブプライム・ローンも手助けして、米国の住宅投資が2003年から2006年にかけて急増した。それが、米国の経常収支赤字を一層増加させることとなった。

米国の経常収支赤字を生み出し続けてきた基本的な背景として、民間部門の一貫した貯蓄不足が指摘される。その貯蓄不足を補ったのがアジアや石油輸出国の貯蓄である。アジアの貯蓄は外貨準備として国際的な安全資産である米国国債に向けられた。すなわち、アジアの豊富な貯蓄が米国の財政赤字を中心として経常収支赤字をファイナンスしてきた。一方、欧州の金融機関が、特に、2000年代に入って原油価格上昇に伴って累増した石油輸出国の外貨準備を国際的に金融仲介して、米国の貯蓄不足を埋めていた。欧州の経常収支不均衡がそれほど大きくなかったにもかかわらず、欧州の金融機関が米国のサブプライム・ローンに関連した証券化商品に資金を向けていたことは、石油輸出国などの他の地域から資金を調達して、米国へ資金を供給していたことを意味する。その意味では、欧州の金融機関は、石油輸出国の経常収支赤字と米国の経常収支赤字との間の国際金融仲介を担った。さらに、これらの国際金融取引を通じて、欧州自体にもこれらの経常収支赤字国から資金が流入し、その資金が欧州における土地等の購入などに向けられ、土地バブルの様相を呈した。



【小川英治氏のプロフィール】

略歴 1957年 北海道生まれ。一橋大学商学部卒業。一橋大学大学院商学研究科博士後期課程単位取得退学。博士（商学）取得。

一橋大学商学部専任講師、助教授を経て、1999年4月より現職。

2009年～10年同研究科科長、2011年より、理事・副学長。1986～88年ハーバード大学経済学部、1992年カリフォルニア大学バークレー校経済学部、2000年9月国際通貨基金調査局で客員研究員。

専門 国際金融論

主要編著書 『国際通貨システムの安定性』東洋経済新報社（1998年）、『中国の台頭と東アジアの金融市場』（財務省財務総合政策研究所との共編著）日本評論社（2006年）、小川英治編『アジア・ボンドの経済学』東洋経済新報社（2009年）

しかし、米国で住宅バブルの崩壊によって住宅価格が下落し始めると、住宅価格上昇期待に隠されていたサブプライム・ローンの高い信用リスクが顕在化した。住宅バブルの崩壊とともに、サブプライム・ローンが不良債権化し、さらには、サブプライム・ローン証券化商品が回収不能となった。これらのサブプライム・ローン証券化商品を多く保有していた欧州の金融機関も米国の金融機関と同様の影響を受けた。このようにして、欧州の金融機関は、米国のサブプライム問題の影響を直接に受け、また、自らの土地バブルの崩壊の影響を受け、バランスシートを毀損させた。

世界金融危機によって多くの国で、世界金融危機の影響を受けた金融機関への政府による資本注入によって、財政赤字が増大した。特に欧米では、世界金融危機の影響を受けて、経営破綻した金融機関、あるいは、バランスシートを棄損した金融機関を救済するために支出される金融部門支援のための財政支出が増大した。

さらに、世界金融危機は米国とともに欧州にもその影響が直接に及んだことに加えて、これらの欧米諸国で同時に景気後退から不況に至ったことから世界経済は世界的な同時不況に直面した。そのため、G20において、世界同時不況を止め、景気回復を目的とした財政刺激政策（2010年末までにG20メンバー国で5兆ドルにのぼる財政拡大を行い、GDPを累積で4%拡大する）の国際協調が行われた。具体的に、ことをめざした。

このようにして、政府による金融機関への資本注入と相俟って、G20において世界同時不況に対する対策として財政刺激が国際政策協調として採られ、

先進諸国は財政赤字を増大させることとなった。そのなかで、2009年にギリシャで政権が交代した際に明らかにされた財政収支統計の改竄が政府の信認を失墜させ、ギリシャで財政危機が発生し、さらにそれが欧州財政危機のトリガーとなって、他のユーロ圏諸国に波及した。

3. グローバル・インバランスの原因： 貯蓄・投資バランスの観点から

中村論文は、貯蓄・投資バランスの観点から、グローバル・インバランス拡大の原因は何か、このような不均衡は持続可能なのか、この状況が引き起こす問題は何か、是正するためには何が必要かを論じた。経常収支不均衡の変遷と不均衡の背景にある構成パターンの変化を踏まえたうえで、経常収支と貯蓄投資バランスの関係に注目して、両者がどのように結びついてグローバル・インバランスを形成しているのかを考察した。

Bernanke（2005）は、世界的な過剰貯蓄が世界的な低金利を通じて米国の急速な経常収支赤字を拡大させたとする、世界的過剰貯蓄仮説を唱えた。日本では常態的に貯蓄超過が発生し、アジアではアジア通貨危機を境に貯蓄投資バランスが逆転し、特に中国で貯蓄超過が拡大している。2000年代に入り、急激に中東の貯蓄超過が膨らんでいる。この世界的な貯蓄率の上昇に注目し、米国の経常収支赤字はその貿易構造から生じているものではなく、アジアを始めとする経常収支黒字国における過剰貯蓄に由来するものである指摘した。アジア諸国は通貨危機以後、貯蓄投資バランスを逆転させ、外貨準備を積み上げた。これはアジア通貨危機が、国内貯蓄不足を

資金流入で補っていたことによる対外債務の累積に起因するものであったためである。1998年以後、アジア新興国で経常収支が黒字化したのはこうした背景を持つ。また、2000年代に入り、資源価格の高騰により、資源国の経常収支黒字が増大し、結果急速に貯蓄超過の状態が拡大している。このように、世界の様々な地域で貯蓄の増大が発生したが、各国の国内投資はその貯蓄に見合うほど成長しなかった。世界的な過剰貯蓄が発生し、世界金利の低下傾向が生まれ、これに対応する形で米国の貯蓄不足が発生し、経常収支赤字の拡大に繋がったと主張されている。

Laibson and Mollerstrom (2010) では、世界的過剰貯蓄仮説に対して懐疑的である。彼らによれば、外生的な資金流入は、民間消費ブームを発生させる一方、少なくとも対 GDP で 4% 程度の投資率の上昇も同時に発生させるはずであり、現実のデータの動きとは整合的でない指摘している。実際、米国では住宅投資バブルは発生していたが、その投資率全体に対する影響はそれほど大きいものではなかったため、投資率の急激な上昇は発生していない。これは同期間において家計部門以外の貯蓄投資バランスが改善していることから明らかである。彼らが資産価格バブルによって恒常所得が増加したと家計が錯覚したケースを検証したところ、急激な消費の上昇と経常収支赤字大幅な拡大、僅かな投資の上昇を引き起こす結果となり、現実のデータの動きと整合的であることを示している。

中村論文は、2000年代に入ってからグローバル・インバランス拡大の背景を以下のように整理した。まず、アジア通貨危機以後、アジア及び資源国の自国内における過少投資が過剰貯蓄を生み出し、この世界的な過剰貯蓄が国際金融市場の発展と統合と共に米国市場へと向けられた。2001年～2003年にかけて FRB のとった低金利政策は更なる世界金利

の低下へと繋がり、期待収益率の高い安全な投資対象が存在する米国への資金流入を促すことで、住宅投資を加速させる原因となっていた。この住宅投資の加速と住宅価格の上昇は住宅バブルを発生させ、恒常所得が大きく増大したと考えた家計が現時点における過剰な消費を行なうことで、米国経常収支赤字拡大による不均衡を進展させ、急速なグローバル・インバランス拡大を生み出したと言える。ただし、こうした流れは双方向性を持っており、家計部門の消費拡大を背景とする米国経常収支赤字の拡大は、これに対応するアジア及び資源国の更なる経常収支黒字拡大と過剰貯蓄を生み出しており、これが過剰貯蓄の世界金利に与える影響力を強めた結果、世界金利の低下を常態化させ、米国への資金流入を加速させていたものと考えられる。

4. 為替相場によるグローバル・インバランスの調整

佐々木論文は、為替相場による経常収支調整能力を考察した。為替相場が経常収支を調整するプロセスは、まず為替相場が変化することで価格が変化し、価格の変化が相対価格を変化させることによって輸出入品に対する需要量に変化することで経常収支が調整される。この為替相場の経常収支調整機能における、為替相場が価格に及ぼす「パススルー効果」に焦点を当てた。

輸出企業によるプライシング・トゥ・マーケット行動、すなわち市場ごとに異なる価格付けをする行動のために為替相場の変化が経常収支調整に結びつかないと考えられる。理論的に考えると、プライシング・トゥ・マーケット行動は、第一に、市場が分断され独占的な価格付けが可能となしにしかできない。完全競争であれば、市場ごとに異なる価格をつけることはできないので、市場ごとに価格をつけられるなら、市場は分断されているはずである。次

に、プライシング・トゥ・マーケット行動は、単に市場ごとに価格をつける行動ではなく、為替相場が変化したときに、異なる価格をつける、つまり、市場ごとに異なるパススルーを設定する行動といえる。したがって、その行動を調べるには、複数市場へのパススルーがどのように異なるかを検証することが必要になる。

Campa and Goldberg (2005) は、Taylor (2000) がデイスインフレ時代を反映してパススルーが低下してきていることを指摘したことに応じて、1975～99年の四半期データを使い、OECD加盟25カ国の輸入物価への為替レートのパススルーを計測している。結論としては、ほぼすべての国においてパススルーが低下してきていることを指摘している。理由としては、アジア新興国の高度成長により、特に1990年代に世界全体の輸入構造が大きく変化したことをあげている。新興国からの輸入品は、一般的に競争力が低く、為替相場の変化をパススルーすることが難しい。そのような輸入品が増えるのに伴ってパススルーも低下したということである。

佐々木論文は、アジア各国の輸入のパススルー弾力性を様々な形で計測しているが、その値は日本とそれほど変わりなく、比較的大きな値をとっていたと指摘した。したがって、アジア経済では世界的なパススルーの低下傾向がはっきりとはよみとれないといえる。また、アジア通貨危機前と危機後の弾力性を比べると、タイやシンガポールなどについては危機後に弾力性が上昇しており、危機後のほうが為替相場変化の影響をさらに大きく受けるようになっていくことが伺える。

5. グローバル・インバランスの背景としての基軸通貨ドル体制

小川論文は、グローバル・インバランスについて、基軸通貨ドル体制という国際通貨体制の観点か

ら考察した。世界最大の対外純債務国である米国が経常収支赤字を支障なくファイナンスできることには、国際的な経済取引における決済通貨としてドルが支配的に利用されているという意味で、ドル基軸通貨体制の下で米国が支配的な基軸通貨発行国であるという背景がある。ドル基軸通貨体制の下では、たとえ米国の対外純債務残高が大きくて、米国の経常収支赤字が持続不可能だとしても、国際的な経済取引（経常取引及び資本取引）における決済通貨としてドルに対する需要が持続的に存在する。このようなドル基軸通貨体制が、米国に経常収支赤字の拡大や対外純債務の累積を可能とする。

貨幣を媒介とした交換においてネットワーク外部性が働く貨幣経済では、貨幣の交換手段に規模の経済が作用する。いったんある国の通貨が基軸通貨として国際経済取引のなかで一般受容性を高めると、その一般受容性が高いことから世界中でその通貨が基軸通貨として流通し、世界の国際経済取引で支配的なシェアを占めることになる。そして、そのこと自体がますますその基軸通貨の一般受容性を高めることになる。いったんある国の通貨が支配的に大きなシェアを持つ基軸通貨となると、基軸通貨としての地位を維持することになり、基軸通貨の慣性が働く。

このように、基軸通貨の供給量のシェアに応じて基軸通貨の機能面における質が改善するので、シェアの高い基軸通貨とシェアの低い基軸通貨との間では交換手段としての機能の面で異質性が存在することになる。そのため、これらの基軸通貨は不完全代替となる。いったん世界経済で高いシェアを持って利用されるようになった基軸通貨は、交換手段としての機能の面でその質が改善されて、シェアの低い国際通貨との差別化の程度が増していくこととなる。したがって、ドルのように国際経済取引の決済手段でシェアの高い国際通貨が存在する国際通貨体制

(ガリバー型国際通貨体制)となる。

ガリバー型国際通貨体制では、基軸通貨ドルと他の通貨と間に異質性が高いために、通貨間で有効な競争が行われにくくなっている。通貨間での有効な競争が行われるためには、他の国の通貨がドルに匹敵するほどの国際経済取引における決済通貨としてのシェアを確保する必要がある。もし他に有効に競争関係にある複数の基軸通貨が存在するならば、ある基軸通貨発行国の通貨当局が通貨発行利益を追求するあまりに通貨の価値を低下させると、世界経済における経済主体はその基軸通貨を利用すること及び保有することを止めて、国際経済取引における決済通貨をその基軸通貨から他の基軸通貨に変更することになる。このようにして、基軸通貨ドルと有効に競争関係になる通貨を登場させることによって、基軸通貨ドルの価値が低下することを抑制できる。

基軸通貨ドルに慣性が働いている現在の状況では、ドルの価値の低下という要因によって、自然に現在のガリバー型基軸通貨体制から通貨競争のより有効な複数基軸通貨体制に変化していくことは難しい。しかしながら、基軸通貨ドルの価値の低下を抑制するために、基軸通貨ドルに対抗できるほどの競争的な基軸通貨が出現することが必要となる。また、世界経済がこの10数年間に、米国のITバブルとその崩壊、住宅バブルとその崩壊といったバブルとその崩壊の繰り返し、そして、米国の経常収支赤字を主たる原因とするグローバル・インバランス、さらに米国発の世界金融危機と世界同時不況を経験して、基軸通貨ドルに対抗する通貨競争によって健全な国際通貨システムを構築する必要性の認識が増していることは確かであろう。

6. 通貨同盟の下での欧州財政危機

岡野論文は、グローバル・インバランスが遠因となって発生した財政危機に直面しているユーロ圏の

問題に焦点を当てた。ユーロ圏のような通貨同盟は、単に単一の共通通貨を導入することを意味するだけではなくて、加盟各国の中央銀行は自国固有の通貨主権を捨てて、通貨同盟の中央銀行による共通の金融政策に統一されることを意味する。そのため、通貨同盟においては、インフレ率に相違が存在すると、共通の金融政策によってはインフレ率の相違に対応することができず、国際競争力に差が出てきて、ユーロ圏内の各国の貿易収支・経常収支の不均衡を拡大するとともに、マクロ経済を不安定化させる。

EUの通貨同盟の場合においては、金融政策の意思決定は欧州中央銀行ECBにゆだねられている。ユーロ圏諸国の国内中央銀行はECBによって意思決定された金融政策をただ実施しているだけである。ECBは中期的に2%を超えないインフレ率を金融政策の目標としている。ECBは物価を安定させるために金融引締めや金融緩和を行うが、このとき金融政策のスタンスはユーロ圏全体の加重平均値としてインフレ率に依存して決まり、決して加盟各国それぞれのインフレ率に依存して決まらない。金融政策を運営する上で採用できる政策金利が金利収斂の結果、1つの金利だけだからである。すでに加盟各国には固有の通貨が存在しないため固有の政策金利も持たない。したがって、ユーロ圏各国の物価や景気の安定化にECBによる共通の金融政策は対応できないのである。ユーロ圏内のマクロ経済の安定のためには、ユーロ圏内のインフレ率にばらつきが発生しないように、各国の主権として温存されている財政政策によって対応せざるを得ない。

物価の財政理論によると、物価は政府の財政収支によって決定される。バロー＝リカードの等価定理が成立するとき、つまり、過去の公的(純)債務残高が将来予想される財政収支の割引現在価値と等しければ政府の財政行動が物価に影響を与えない。し

かし、過去の公的（純）債務残高が将来予想される財政収支の割引現在価値を上回れば将来の物価は上昇する。安定成長協定が遵守されれば財政赤字はGDP比3%まで、公的（純）債務残高はGDP比60%までに抑制されるため過去の公的（純）債務残高が将来予想される財政収支の割引現在価値を上回る可能性は小さくなると言えよう。そうすると、ユーロ圏各国が安定成長協定を遵守すると政府の財政行動が物価に影響を与えることがなくなる。あるいは、ある加盟国だけの将来の物価が上昇するということが余り考えられなくなる。そうすることで加盟各国のインフレ率は収斂する。

欧州財政危機以降、ギリシャ、ポルトガル、アイルランドの長期金利が他のユーロ圏諸国のそれより大幅に上回っている。物価の財政理論に照らし合わせれば、これらの国では過去の公的（純）債務残高が将来予想される財政収支の割引現在価値を上回ると考えられているため、将来の物価が上昇すると予想されていると言える。この金利の上昇は、公的債務の債務不履行リスク（ソブリン・リスク）を反映するとともに、将来のインフレ・リスクも反映するということが物価の財政理論から導かれる結果である。

ここ数年、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルは財政赤字および公的（純）債務残高それぞれのGDP比が他のユーロ圏諸国より突出している。前述したように、この3ヶ国では予想インフレ率が高いことが他の加盟国よりも高い可能性がある。この3ヶ国の財政状況と高い予想インフレ率と合わせて鑑みると、この3ヶ国では財政赤字や高い公的（純）債務残高が原因となり物価を欧州通貨加盟各国の水準よりも将来的に大きく上昇させることを示唆している。このように予想インフレ率の相違は為替相場の調整によって維持せざるを得ないことから、為替相場が1対1に永久に固定される共通通貨圏内においてはこのような状況を持続させることが

できず、これらの財政危機がユーロ危機に発展した。

7. アジア通貨への影響

清水論文は、グローバル・インバランスから世界金融危機そして欧州財政危機への展開のなかで、アジア通貨の動向に焦点を当てている。ほとんどのアジア諸国は、現在は、管理変動相場制度を選択している。シンガポールをはじめとして通貨バスケットを参照としている国も多くなった。中国も2005年7月21日に通貨バスケットを参照とした管理変動相場制度への移行を発表した。このように、アジア各国は、制度としてはアジア通貨危機以前のドルペッグ制度から、通貨バスケットを参照とするより柔軟な管理変動相場制度に移行している。ただし、まだ市場介入による為替相場の安定化政策が行われており、昨今の外貨準備高増加の一因となっていることが指摘されている。今後どのように為替制度の柔軟性を高めていくのかが、中国元をはじめとしたアジア通貨の課題の一つである。

今回のユーロ危機から得た教訓は、為替相場をある一定水準に安定させることだけが政策目的ではないということだ。マクロ経済指標の動向を鑑みただけで為替相場の変動が何に起因するものかをサーベイし、それぞれの状況に合わせた「為替相場の安定」を目指すこと、そして必要な場合には大幅な切り下げなどの措置も含めた為替協調政策が必要であるということだ。その意味において、2011年4月に域内経済のマクロ経済に対する監視機関として設置されたASEAN+3 マクロ経済リサーチオフィス（ASEAN+3 Macroeconomic Research Office、AMRO）の役割は重要である。

世界金融危機の直接的な影響が小さかったアジア地域においても、経済のグローバル化の中で、米国への輸出の減退（輸出チャンネル）、株価の下落

(資本移動チャンネル)、などから、国内経済が大きな影響を被るようになってきている。さらに、欧州の財政危機による欧州経済への輸出の減退がさらにアジア経済に悪影響を及ぼし始めている。一方、世界金融危機に起因する資金フローの突然の変化により、アジア通貨の為替相場は今後も大きな影響を受ける可能性がある。ドルやユーロの先行きが不透明な中で持続的なアジアの成長を促すためには、域内通貨間の安定を図る為替協調政策が必要不可欠となるだろう。

日本、およびアジア各国の貿易の多くがドル建てで行われている現状が確認されているが、現在の日系企業が内包するこうした東アジアの為替リスク管理上の課題に対して、アジア共通通貨バスケットの導入は検討に値する。今後、アジア共通通貨バスケットを参照する域内の為替政策協調体制の構築によって、アジア各国に残存する為替取引規制が徐々に緩和されることが望まれるとともに、ドル基通貨体制からの離脱の第一歩として、日中の政府主導による円・人民元取引の利用促進などの新たな試みが注目される。

世界的な景気後退の中で、中国をはじめとするアジア経済は急速な落ち込みの主因であった製造業の収益が回復の兆しを見せており、比較的早く景気回復の芽が出ている。若年層の人口が多く成長率の比較的高いアジア諸国における消費・投資を増やすことが世界経済にとっても大きなプラスになるという期待もあり、今後もアジア諸国のプレゼンスはさらに高まっていくと予想される。重要なことは、対ドルの為替相場だけに注目することではなく、アジア域内での為替相場も注視することである。そのような状況の中で、経常収支黒字、安定的な直接投資と豊富な外貨準備を保有し、成長の著しい新興諸国を持つアジアにおいて、アジア通貨から構成される通貨バスケットやアジア共通通貨単位の果たす役割は

今後大きくなるものと期待される。

8. 生産ネットワークを通じた 世界金融危機の日本への影響

佐藤論文は、実物面に注目して、グローバル・インバランスから世界金融危機に展開する状況において、リーマン・ショックによる米国の輸入需要縮小ショックが日本などにどのように影響をしたかを国際産業連関分析によって考察した。国際産業連関表 YNU-GIO Table に基づいて、世界金融危機後の米国の輸入需要の減少が日本及びアジア諸国の貿易と生産にどのような影響を及ぼしたかについて分析した。

近年アジア域内貿易が急速に拡大してきたことは広く知られており、特に日本は域内で生産ネットワークを構築している。日本国内で基幹部品を生産して、それを中国・タイなどの域内諸国に輸出し、同諸国が組立加工して米国・欧州に輸出するという「三角貿易」が活発に行われてきた。こうした域内の工程間分業の進展によってアジア域内貿易が拡大したのであるが、米国と欧州は最終輸出先として依然重要な市場である。実際に、世界金融危機によって米国と欧州の輸入需要が大幅に落ち込んだ結果、日本とアジア諸国は欧米諸国向けの輸出が減少するという直接的影響だけでなく、域内工程間分業の急減という間接的影響も受けている。世界金融危機後の貿易の落ち込みが特に大きかった日本は、こうした直接・間接の影響を最も強く受けていた可能性がある。

日本の海外から中間財調達程度が非常に低い点である。中国からの調達のみが例外的に高いが、どの産業でも日本は自国内での中間財を調達する傾向が特に顕著である。また、アジア各国への中間財供給における日本と中国の役割は非常に大きい。特に2005年から2009年にかけて中国の役割が高まってい

る点にも注目すべきである。

日本は中間財を海外からではなく国内で調達する傾向が際立って大きい。いわば、海外の輸入需要ショック（輸入の減少）が日本国内の中間財生産部門に吸収される傾向が非常に強いため、リーマン・ショック後の米国向け自動車輸出の減少は、日本経済に深刻な打撃を与えたといえる。また、タイの事例が示す通り、日本はアジア諸国に対して中間財を多数供給している。アジア諸国の自動車輸出減少は逆に日本の中間財生産部門に強い影響を与える構図が出来上がっている。

電気機械産業では中国と日本を中心とする生産ネットワークが出来上がっている。日本の場合は中間財の調達を国内から行う傾向が特に顕著であるが、日本から海外への中間財供給は盛んに行われている。日本の米国向け最終財輸出の減少幅が中国や韓国の輸出減少と比べて格段に大きい。電気機械産業においてアジア域内で緊密な生産ネットワークが構築されているとしても、日本のみが最終財輸出の大幅な落ち込みを経験する限り、その輸出減少の影響は近隣のアジア諸国に波及しない構造となっている。中間財の国内調達が極めて高いという日本の特異な生産構造によって、世界金融危機後の日本の輸出産業への深刻な打撃を被る結果となったといえるであろう。

9. グローバル・インバランスと 国際通貨体制に向けた政策提言

本稿では、グローバル・インバランスが世界金融危機とそれに伴う世界同時不況を引き起こし、とりわけ欧州では財政危機が深刻化していることに基づいて、グローバル・インバランスに直接・間接に関わる諸問題を考察してきた。このようなグローバ

ル・インバランスは、基軸通貨ドル体制という国際通貨制度の下で米国のマクロ経済政策と通貨政策に対するガバナンスの欠如によって引き起こされたと指摘できよう。米国の通貨政策に対するガバナンスを働かせるために、ガリバー型国際通貨システムから抜け出して、複数基軸通貨体制による通貨競争が導入されることが望ましい。しかし、2010年から続いているユーロ圏の一部の国の財政危機に影響を受けて、暴落・乱高下を繰り返すユーロの状況を考慮に入れると、ドルに対する競争通貨としてユーロが存在する複数基軸通貨体制の実現は容易ではない。したがって、基軸通貨ドル体制の下では、米国に健全な通貨政策及びマクロ経済政策を実施させるように働きかける必要があり、G7やG20などの場でマクロ経済政策の相互監視（サーベイランス）を行っていくことが必要である¹。

今般のユーロ危機は、米国のサブプライム問題から生じた世界金融危機の中で、バランスシートの毀損が生じた欧州金融機関への資本の注入および景気対策としての財政出動から、欧州諸国の多くが2008年に財政赤字に陥ったことに端を発する。そのなかで、ギリシャで政権交代時に明らかにされた財政収支の改竄が政府の信任を失墜させ、財政危機が発生し、さらに他のユーロ圏諸国に波及してしまった。ギリシャ財政危機のこれ以上の波及を防止する手段として、欧州金融安定基金（EFSF）と欧州安定化メカニズム（ESM）が創設されることになった。

欧州財政危機から金融危機に発展する可能性がある状況の中で、その影響は、直接的に金融機関への影響は小さいにしても、間接的に欧州における総需要の縮小による欧州向け輸出の縮小及び安全資産への逃避として発生している円高によって、日本及び東アジアの経済を一層景気後退させるリスクを抱え

¹ 小川・坂根（2012）

ている。そのため、ユーロ圏諸国がEFSFとESMを通じて欧州財政危機と金融危機の拡大を抑えることに努めていることを踏まえて、EFSFとESMの資金規模の拡充に対して、それらが発行する債券を購入するなどの国際協力について、日本がイニシアティブをとって中国などと協議することが望まれる。

アジア各国通貨への影響に眼を転ずると、アジア各国通貨のAMU乖離指標は近年非対称的な反応を示している。特に、サブプライム・ローン問題とリーマン・ショックが発生した2007年から2008年にかけて、欧米金融機関による円キャリートレードの引揚げにより、それまでの円安・韓国ウォン高から円高・韓国ウォン安へ50%ポイント以上変化した。さらに、2010年から2011年にかけて欧米における財政問題や財政危機が露呈すると、円の独歩高・他の東アジア通貨（人民元を含む）安が生じている。東アジアにおいては、生産ネットワーク化が進み、域内の為替相場の乱高下やミスアライメントは、適切な直接投資・貿易、資源配分に悪影響を及ぼす。したがって、域内の為替相場の乱高下・ミスアライメントを縮小するために、ASEAN+3のチェンマイ・イニシアティブの下で各国のマクロ経済・経済政策に対するサーベイランスを行いながら、協調的な為替相場政策を運営する必要がある。

とりわけ、人民元については、2005年7月21日に、人民元改革として2%の対ドル通貨切上げと通貨バスケットを参照とした管理フロート制度の採用が発表された。後者については、その発表にもかかわらず、依然として人民元をドルに対して固定したり、あるいは安定化を図る為替政策が採用されて、ドル安とともに人民元安が起こっている。2005年7

月21日に発表した通りに、通貨バスケットを参照した管理変動為替相場制度を採用するよう、中国の通貨当局に促すことが求められる。さらに、東アジア域内における国際貿易取引・国債資本取引において利用されるドルのウェイトが依然として高いが、リーマン・ショック時のユーロ暴落の経験から、東アジア域内における国際経済取引において利用される通貨をドルからアジア通貨（円や人民元、あるいは、アジア共通通貨単位）への転換を少しでも図るべきである。

【参考文献】

- 小川英治・坂根みちる（2012）「東アジア・アジア太平洋地域における経済連携の可能性（通貨分野）」『提言・報告書 変容するアジア太平洋地域と日米中関係の展望と課題』日本国際フォーラム、57-66。
- Bernanke, Ben (2005) "The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit," Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC.
- Campa, Jose and Linda Goldberg (2005) "Exchange Rate Pass Through into Import Prices," *Review of Economics and Statistics*, Vol. 87, No. 4, 679-690.
- Laibson, David and Johanna Mollerstrom (2010) "Capital flows, consumption booms and asset bubbles: A behavioral alternative to the saving glut hypothesis," *The Economic Journal* Vol.120, Issue 544, 354-374.
- Taylor, John B. (2000) "Low Inflation, Pass-Through, and the Pricing Power of Firms," *European Economic Review*, Vol. 44, Issue 7, 1389-1408.