

Hans Genberg, Robert McCauley,  
Yung Chul Park and Avinash  
Persaud,

*Official Reserves and  
Currency Management in  
Asia: Myth, Reality and  
the Future.*

Geneva: International Center for Monetary  
and Banking Studies/ London: Center for  
Economic Policy Research, 2005, xix + 128pp.

くま くら まさ なが  
熊 倉 正 修

### 背景

アジア通貨危機の勃発から10年を迎えようとする今日、東・東南アジア諸国の通貨政策と対外経済関係が再び論争的になっている。しかし今日の議論の文脈はかつてのそれとは様変わりしており、論争の焦点は多くのアジア諸国における大規模な為替市場介入と外貨準備の積み上がり、中国を初めとするアジア諸国と米国の貿易収支不均衡の拡大である。ここ数年間に米国の経常収支赤字は未曾有のレベルに達しており、基軸通貨ドルの将来に対する懸念も再燃している。日本においてはドルの暴落や国際社会のドル離れを待ち望むかの声がしばしば聞かれるが、ドルの対外価値が乱高下する局面では日本を含むアジア諸国のマクロ経済にも看過できない悪影響が生じる可能性が高い。

本書はジュネーブを本拠地とするInternational Center for Monetary and Banking Studies(CMB)と欧州の経済学者のネットワークであるCenter for Economic Policy Research(CEPR)から不定期に刊行されているGeneva Reports on the World Economyシリーズの最新刊であり、アジア諸国の通貨政

策と米国・アジア間の経常収支不均衡に関する包括的な分析と政策提言が提供されている。ここ1,2年は夥しい数の類書が出版されているものの、本書は政策運営や金融市場の実務に詳しい4人の経済学者や投資家、国際機関のエコノミストの知見と研究成果が反映されており、良心的かつバランスのとれた内容となっている。

本書の中心的なメッセージは、今日の世界経済の不均衡はすでに放置できないレベルに達しており、米国、EU、アジア諸国による「第2のプラザ合意」が必要だということである。評者はこの提言には賛同しかねるものの、その背景にある現状分析には学ぶべき点も少なくない。ここでは次節においてまず各章の内容を簡単に紹介し、第 節において本書の政策提言に対して評者なりのコメントを行いたい。

### 各章の構成と内容

本書は以下の5章から構成され、それにこれらの章の草稿が報告された2005年7月の国際会議における議論の要旨が付されている。

- 第1章 イントロダクションとサマリー
- 第2章 膨れ上がるアジアの外貨準備 その原因と現状、危険な矯正の可能性
- 第3章 アジアの外貨準備の運用状況
- 第4章 東アジアと米国の経常収支の不均衡
- 第5章 東アジアの金融通貨政策の長期展望

これらのうち、全体の内容をまとめた第1章以外の要旨は以下のとおりである。まず、第2章では膨れ上がるアジア諸国の外貨準備の現状と背景要因が議論されている。本書によれば近年のアジア諸国の為替介入は意図的な近隣窮乏化政策の結果ではなく、中国においては内外金利差や人民元切り上げ期待による資本流入の加速、それ以外の国々においては民間部門の貯蓄・投資ギャップの拡大に対する通貨当局の対応を反映したものである。民間部門の資金余剰は民間の投資によって海外に還流するのが本来の姿ではあるものの、多くのアジア諸国の金融部門は未成熟であり、必要に応じて公的部門が民間部門の

代わりに内外資本の仲介役を務めることは必ずしも非難されるべきことではない。また、大規模な為替市場介入はコストがかかり国内の過剰流動性を惹き起こすために望ましくないと指摘されることが多いが、現在のところほとんどアジア諸国でこれらの問題が顕在化していないことが示されている。

とはいえ、多くのアジア諸国の外貨準備がすでに短期の流動性管理に必要な規模を大幅に上回っていることも事実である。これらの国々の外貨準備の運用状況については第3章において詳しく分析されているが、国内金利が上昇すれば米国の財務省証券や国債などの安全資産に偏った外貨資産運用のコストは上昇してゆき、通貨当局がそれを避けるためにポートフォリオ分散を行えば市場に過剰なドル安圧力を惹き起こす可能性が考えられる。このような認識にもとづき、本書はアジア諸国が短期の流動性管理に必要な分を超える外貨準備を別会計としたうえで実物資産を含む広範な外国資産によって長期運用すること、同時にあらかじめ約束したスピードを超えてドル資産を売却しない旨の共同声明を発表することを推奨している。

第3章ではアジア諸国やその他の国々の外貨準備の運用状況の詳細な分析が提供されている。国際決済銀行（Bank for International Settlements、以下、BISと略）の統計によれば現在でも世界の外貨準備のうち約3分の2はドル資産によって運用されており、世界経済に占める米国のシェア（PPPベースで約21パーセント）や国際金融市場における債券発行残高に占めるドル債のシェア（約44パーセント）などと比べるとこの比率は高くみえる。しかし、本書の試算では各国の外貨準備に占めるドル建て債権のシェアは当該国通貨の主要先進国通貨に対する相対的な変動率をおおむね反映しており、当局が自国通貨ベースでの外貨資産価値の安定を望む限り3分の2という比率は必ずしも異常に高いとはいえない。ただしこのことは公式・非公式のドル・ペッグからの離脱を検討している国の公的部門に潜在的なドル資産売却圧力が存在することも示唆している。

また、現在でも米国外で保有されるドル資産の主要な主体は民間部門であり、したがって中国など海

外の通貨当局のポートフォリオ管理とドルの為替レートとの関係を過度に強調することが適切でないという指摘もなされている。たとえば、最近では2004年の米国の経常収支赤字の対GDP比率が約6パーセント、アジアの通貨当局のドル・リザーブの増加が同国のGDPの4パーセント分に達しているため、米国の対外赤字の3分の2をアジアの通貨当局によってファイナンスされているといった議論が聞かれることが多い。しかしこのような議論は現在でも米国の民間部門から海外に相当の資本が流出していることを無視しており、グロスとネットの国際資本移動を混同している。また、発展途上国の通貨当局によるドル建て資産からユーロや円建て資産へのポートフォリオ・シフトは為替レートへの影響という点では先進諸国の不胎化介入と同じ意味を持っており、後者の効果を否定しつつ前者の影響を心配することは必ずしも論理的とはいえない。実際のところ、海外の通貨当局の為替市場介入によって米国の金融資産の価格に明確な影響が生じている形跡は認められず、「アジアの通貨当局のドル買いによって米国の金利動向が左右されている」といった議論の根拠は乏しいとされている。なお、この章の分析はきわめて丁寧であり示唆に富んでいるが、その内容と本書全体のメッセージの間にはやや齟齬があるように思われる。この章は著者の一人であるロバート・マッコリーが過去にBISの定期刊行物やその他の媒体に発表した論文に依拠する部分が多く、他の著者と見解の相違があることが窺える。

第4章では近年の米国の経常収支赤字拡大の背景と現状が議論され、米国とアジアのマクロ不均衡緩和のための政策パッケージが提唱されている。本書は米国の貿易赤字がアジア以外の地域に対しても拡大していることは認めているものの、中国やその他のアジア諸国との貿易赤字がこれ以上拡大すれば太平洋を挟んでの貿易摩擦が管理不可能なレベルに達するとして、米国とアジア、欧州による「第2のブラザ合意」を提唱する。具体的には、米国の財政赤字の縮小と民間部門の貯蓄奨励政策、アジア諸国の輸入・投資奨励策と一部の国の財政拡大およびより柔軟な通貨政策、EU圏における金融・規制緩和の組

合せによって世界的なデフレ圧力を回避しつつ3地域間のマクロ均衡回復を目指すことを奨励している。なお本書はアジア諸国にさらなる金融緩和の余地はないとみており、為替レートと対外収支の関係の複雑さを考慮して明示的な為替レートのターゲットリングも求めている。したがって本書の推奨する政策パッケージには1985年のような当局主導の為替市場協調介入は含まれておらず、「第2のプラザ合意」という言葉はやや比喩的な意味で用いられているものと思われる。

最終章では短中期のマクロ経済調整の問題を離れ、アジア諸国における長期的な金融通貨政策のありかたに関する考察が行われている。本書の判断ではアジアにおいてEU型の通貨統合を求めるには政治的障害が余りに大きく、長期的にも地域通貨圏が実現する可能性は低い。また、最適な通貨制度は国によって異なり、域内のすべての国が単一の政策に収束してゆかなければならないと考える根拠も乏しい。日本や中国、韓国などにおいては変動為替相場制によって金融政策の自律性を確保することが望ましく、タイやフィリピンなどにおいても現行のインフレーション・ターゲット政策に大きな問題が生じない限り国内経済の安定に軸足を置いた金融通貨政策が望ましい。ただし、中国との経済統合が急速に進む香港や台湾などでは自国通貨と人民元の為替レート安定を意識した政策を採らざるを得ず、長期的には通貨統合もあり得ると述べている。

本書の政策提言の評価

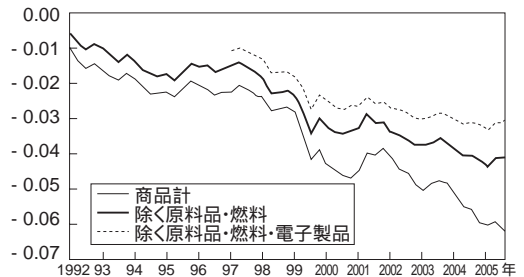
さて、われわれは本書の提言をどのように評価すべきだろうか。評者は短期的にドルの対外価値が大きく変動する可能性や米中の貿易収支不均衡拡大が米国の保護主義を強める可能性などに関しては本書の懸念を共有するものの、その対策として本書の提唱するような多国間マクロ経済政策協調が必要か、それが有効性を持つか、米国、欧州、アジアの3地域がその主体として適切か、といった点については疑問を感じざるを得ない。

先にも述べたように、本書が「第2のプラザ合意」

を求める背景には基軸通貨国である米国の対外収支が維持不可能なレベルに達しており、明示的な政策協調なしには世界経済に深刻な混乱が生じるという認識がある。しかし本書においても指摘されているように、米国の貿易収支はアジアに対してのみ生じているわけではなく、近隣のNAFTA諸国や南米諸国を含むほぼすべての地域に対して拡大している。また、ここ数年の赤字拡大は国際市場における原油や原料品価格の高騰によるところが大きく、原油輸出国に対する赤字の寄与率が大きくなっている。図1からも分かるように、価格の循環性の高い一次産品や電子製品<sup>(注1)</sup>を除いた財の貿易赤字の拡大は全商品ベースのそれに比べるとかなり緩慢であり、構造的な赤字が長期的に維持可能なレベルからどれだけ乖離しているかを判断することは必ずしも簡単でないように思われる。

循環要因を取り除いた趨勢的な米国の貿易赤字も拡大していることは事実だが、構造的な経常収支不均衡とはすなわちマクロの貯蓄・投資ギャップのことであり、その一義的な対応策が為替レート調整であり得ないことは明白である。世界経済に占める米国経済のシェアを考慮すれば米国の貯蓄・投資ギャップを「米国だけの」問題と考えることは正しくないが、それを矯正しようとするればまず米国の国内政策が不可欠なことも事実である。しかし、米国内でも経常収支赤字の拡大が問題か、何がその原因か、近年の財政赤字の拡大がどれだけそれに寄与しているか、といった点についてはさまざまな議論が

図1 米国の貿易収支の推移（対GDP比率、除くサービス）



(出所) CEIC Databaseをもとに計算。

あり、むしろ楽観的な意見が多数派を占めている<sup>(注2)</sup>。また、近年のG7共同声明においても世界経済の不均衡解決のために米国の財政赤字縮小や貯蓄奨励策が必要であると繰り返し言及されているにもかかわらず、それが米国の政策に影響を与えている形跡はほとんどみられない。このような状況において中国や他のアジア諸国を交渉のテーブルに加えたとしても、合意された政策パッケージが実効力を持つと信じる理由は希薄なように思われる。

また、本書はアジア諸国の通貨政策が米国の貿易赤字に与える影響には慎重な立場を採っているものの、中国や他のアジア諸国の通貨政策の柔軟化は求めており、その結果としてこれらの国々の通貨が(相当程度)増価することも期待している。しかし、近年の米国の対外赤字拡大のかなりの部分が原油輸出国に対して生じており、これらの国のほとんどがアジア諸国以上に厳格なドル・ペッグ政策を維持していることを考えれば、「世界経済の収支不均衡解決のために」アジア諸国だけに通貨政策の変更を求めることは公平性を欠くように思われる<sup>(注3)</sup>。

さらに、アジア諸国の間でも対外収支の動向や通貨政策にはかなりの相違が認められ、これらの国々を単一経済圏のように見なすことは必ずしも適切でない。アジア諸国のなかで現在でも経常収支黒字が明瞭な拡大傾向にあるのは中国のみであり、一部の国の収支はすでに赤字に反転している。近年の米国の対アジアの赤字拡大もその大半が中国一国に対する赤字によって占められており、他の国々の企業が中国に半製品を持ち込んで完成品を輸出していることを考慮しても、「米国とアジアの」収支不均衡という認識がどれだけ適切かはやや疑問である。さらに、中国以外の国々の外貨準備が過去1年半の間ほとんど増加していないこと、直近では一部のアジア通貨(韓国ウォンなど)が対ドルや実効ベースでかなり増価していることにも注意すべきと思われる。

また、本書はアジア諸国が余剰のドル準備をプールして共同の投資機関を設立し、時間をかけて長期の金融・実物資産への分散投資を行うことを推奨しているが、評者はそのような政策は好ましくないと考える。そのような政策は一国ベースではOPEC諸

国やシンガポールなどにおいて長く行われているものの、アジア諸国が共同で巨額の外貨を運用することになれば、域外においてこれらの国々が民間主体の正常な市場経済でないという印象を強めることになり、むしろ他の国々との軋轢やドルの将来に対する不安感を増幅してしまう可能性が高い。また、そのような機関が効率的な運用を行えると信じる理由も乏しいように思われる。

さらに本書はアジア諸国(や他の主要国)が共同声明を発表して相互にドル準備の売却を牽制しあうことを提唱しているものの、そのような政策の意義も疑問である。確かに近年では金融市場が通貨当局の外貨運用行動に対して神経質になっており、一部の当局のドル離れやその噂をきっかけとして市場に大きな混乱が生じる可能性は排除できない。しかし、本書でも強調されているように通貨当局の外貨準備管理に関してはそもそも信頼できる情報が決定的に不足しており、それが市場の不安の根本的な原因になっている。近年では為替市場介入に関する情報開示は進みつつあるものの、当局の外貨資産のポートフォリオ管理に関してはBISへの報告や米財務省の海外公的部門への米国債販売統計などの不完全な統計に頼らざるを得ない。また、OPEC諸国やシンガポールなどのように通貨当局以外の政府部門や政府系企業などが海外投資の主体となっている国においては上記のような統計はほとんど意味を持たず、そのような状況で共同声明などを発表しても市場の不安を煽るだけで実効性は乏しいと思われる<sup>(注4)</sup>。逆にこれらの情報の開示が十分に進めば明示的な共同声明などなくとも各国当局の投資行動が明瞭になり、各国内でも当局の為替市場介入のコストや保有外貨の収益性をモニターしようとする機運が高まろう。

なお、上記の点に関連して、日本の通貨政策にも再考の余地があることを指摘しておきたい。日本の外貨準備は直近で約100兆円に上っており、中国と並びその巨額さは他の国々を圧倒している。また、得られる情報から推察する限り日本の外貨準備の運用は他国と比べて短中期の米国の財務省証券や国債に偏っており、日米間の政治的関係からも積極的な運用がきわめて困難な状況にある<sup>(注5)</sup>。日本におい



ては円高を国難と受け止める風潮がきわめて強く、為替市場介入のありかたやコストに関する議論が著しく不足している。日本の為替市場介入の主体は財務省であり、公式の最終責任者は財務大臣であるものの、実際にはその時々財務官や国際金融局長の意向が強く反映されている。そして米国のように当局が介入の効果や外貨準備の運用方法に関して国会等の場で定期的に説明する機会が設けられておらず、責任の所在がきわめて曖昧になっている。とりわけ2003年半ばから2004年3月までのドル買い介入は未曾有のレベルに達しており、この期間には他のアジア諸国の介入も活発化している。これらは基本的には海外からの資本流入の加速への対応と考えられるものの、日本と中国というアジアの2大経済大国が巨額の介入を行っている状態での国々に柔軟な為替政策を求めることが困難なことも認識する必要がある。人民元が対ドルベースで大きく切り上がる局面では円も連れ高になる可能性が高く、日本はG7などの場で米国と人民元切り上げの共同戦線を張るよりも、「片側だけの変動為替相場制」と揶揄されている自国の通貨政策のありかたを見直し、近隣諸国が柔軟な政策を採りやすい環境を提供するほうが望ましいように思われる。

また、本書も認めているように人民元の対ドルレートと米中間の貿易収支の関係はかなり曖昧であり、米国の人民元切り上げ圧力も国内の政治力学を反映した部分が多い。貿易赤字のさらなる拡大によって米国議会における保護主義が強まればWTOラウンドの行方などにも悪影響が生じかねないことは事実であるものの、中国においても通貨政策はすでに技術的な問題ではなくなっており、明示的な多国間協約の一部として政策変更を迫ることが賢明かどうかは議論の余地があろう。人口が多く国内経済に多くの課題を抱える中国において固定為替相場制度が長期的に望ましい通貨政策でないことは当局も良く認識しており、2005年7月の政策変更以来、スワップ取引やマーケット・メーク制度の導入など、より柔軟な通貨政策に耐えられる市場整備が進められている。評者の考えでは、本書の推奨するような多国間協約の一貫として中国に明確な政策変更スケ

ジュールを迫るより、むしろ当面は中国の通貨政策のさらなる政治問題化を避け、自発的な政策調整をしやすい環境を用意するほうが望ましい政策への軟着陸を容易にするように思われる。

なお、評者は市場のドル不安緩和のための多国間マクロ経済政策協調の意義には懐疑的であるものの、近い将来にドルの対外価値が大きく変動する可能性はあると考えている。しかし、かつての英ポンドの基軸通貨からの凋落過程や近年の世界各地での通貨危機の経験を鑑みても、市場における為替レート調整は一時的に極端な乱高下を伴うことがむしろ通常であり、ドルのような国際通貨への信認が揺らく局面では事態の展開にあわせて主要国が共同で対策を講じるしかない。未然にそのような事態を回避できれば理想的なことは確かだが、歴史的にみても危機が顕在化する以前に経済合理性のある政策協調が約束され、それが公約どおり実行される可能性はきわめて低い。日本においては1985年のプラザ合意をそのような政策協調の成功例と見なす向きが多いものの、国際協調を意識した金融・財政の緩和とマクロ経済政策転換の遅れがその後のバブルの遠因となったことも今一度想起しておくべきと思われる。

(注1) 国際市場における電子製品の価格が不安定な理由として、電子産業の核である半導体の価格変動が著しいこと、産業全体として技術進歩と製品の世代交代が早く、需給関係が変動しやすいことが挙げられる。米国は世界一の電子製品の純輸入国であり、その大半はアジアから供給されている。国際電子製品市場の動向は米国とアジアの貿易の短中期的なダイナミクスを考えるうえできわめて重要である [Kumakura 2005]

(注2) ベン・バーナンキ連邦準備理事会議長は米国の経常収支赤字は「Made in America」ではなく、むしろ世界的な貯蓄過剰と相対的に豊富な米国の投資機会を反映したものであると述べている [Bernanke 2005]。Cooper (2005) も同様の理由から米国の対外収支赤字の持続可能性に楽観的な立場をとっており、貿易赤字削減のために中国や日本に自国通貨切り上げ圧力をかけることはむしろ事態を悪化させると述べて

いる。これらの議論の当否は別として、米国において現在でもこのような論調が根強いことは認識しておくべきと思われる。

(注3) 米国に対する貿易黒字の大きい産油国のうち、サウジアラビア、ナイジェリア、ベネズエラの通貨の対ドルレートは原油価格高騰が始まった2002年初以来まったく変動していないかむしろ減価しており、ロシアやアルジェリアのそれも僅かな増価にとどまっている。なお、サウジアラビアなどペルシャ湾岸の6産油国は2010年代初頭に通貨統合を予定しており、その後は主要通貨へのバスケット制に移行するものと予想されている。(日本経済新聞2005年12月10日, 12月20日)

(注4) シンガポールの経常収支の対GDP比率は過去15年間の平均値で20パーセント近くに上っているものの、通貨当局の外貨準備の増加率は他のアジア諸国に比べてきわめて緩慢である。これは経常収支黒字が純粋な民間部門の投資によって自然に海外に還流しているためではなく、政府系の持ち株企業や投資公社が事実上海外投資活動を国有化しているためである [McKinnon 2005]。このような国を相手に国際協約によって対外収支削減を求めることが現実的かどうかも

疑問である。

(注5) 2005年9月の衆議院選挙後、日本においても政府部門の資産圧縮をめぐる議論が活発化しているが、外貨準備は全くの聖域扱いになっている。

### 文献リスト

- Bernanke, Ben. 2005. "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit." The Homer Jones Lecture, St Louis, Missouri, April 14.
- Cooper, Richard. 2005. "Living with Global Imbalances: A Contrarian View." *Policy Briefs in International Economics* No. PB05-3, Institute for International Economics.
- Kumakura, Masanaga. 2005. "Trade, Exchange Rates, and Macroeconomic Dynamics in East Asia: Why the Electronics Cycle Matters." IDE Discussion Paper No. 34, IDE-JETRO.
- McKinnon, Ronald. 2005. *Exchange Rates under the East Asian Dollar Standard*. Cambridge, MA: MIT Press.

(大阪市立大学大学院経済学研究科助教授)