

平成 16 年 7 月 9 日

Pros and Cons
International Symposium “Resolving New Global and Regional Imbalances
in an Era of Asian Integration”

RIETI が開催した上記表題の国際シンポジウム(2004 年 6 月 17-18 日)では、(1)膨大な米国の対外赤字、(2)東アジア全域で展開される生産・流通ネットワークと世界的三角貿易構造の形成、(3)そうした中での人民元を含めたアジアでの通貨調整や為替制度のあり方、について活発に議論された。このレポートの目的は、同シンポジウムの場で議論された重要な問題を巡る賛成論(Pros)と反対論(Cons)をまとめ、皆様に問題の所在を明示することにある。皆様のご意見を頂ければ幸いである。まず初めに「議論の背景」を要約しておく。

I. 議論の背景

1) 米国の巨額な経常収支赤字は、2003 年で対 GDP 比 5%にも達しているが、その対極に東アジア全体の対外黒字があり、その外貨準備も著しく増えている。この経常収支赤字は、90 年代後半から急増した海外からの資本流入によりファイナンスされてきたが、2001 年第 4 四半期以降、世界(特に EU)からの民間資本流入が減少している。これを反映して、2001 年末から 2004 年初頭にかけて、対ドルで約 33%のユーロ高や約 16%の円高が進んだ。同様のドル安圧力を受けた東アジアの為替市場では、通貨当局の介入により、固定相場が維持(中国、マレーシア)されるか、より緩やかな変動(約 10%のタイ・バーツ高、約 6%のシンガポール・ドル高など)に止まり、ドル外貨準備が積み上がった。このような状況の下、米国の多額の経常収支赤字が更なる大幅な為替調整をもたらすのではないのかと、注目を集めている。また、急激なドル安は、人民元その他のアジア通貨の急騰を余儀なくするのか、その場合東アジア全体を為替高による不況が襲うことになるのか、政策的にどう対応すれば良いのか、といったことも大きな問題である。

2) プラザ合意後に急激なドル安・円高(250 円/ドルから 120 円/ドル)のあった 1980 年代と比較して、今日、世界経済に占める中国や東アジア経済の存在感は格段に大きくなっている。また、日本や NIES から中国への直接投資によって、東アジア全体に広がる生産・流通ネットワークが構築されている。この中で中国は、日本や NIES から高度な技術が体化された部品・中間財等を輸入し、それらを安価な労働力で加工し、完成した生産物を主に米国及び EU に輸出している。このため、中国の対世界貿易黒字は 2002 年で約 117 億ドル(中国には香港を含む: IMF 統計による)とそれほど大きくはないものの、中国の対

米二国間貿易黒字は同じく 2002 年で約 1086 億ドル(同上)にも達している。この両者の差は、日本、NIES 等の東アジアからの大量の部品・半製品輸入を反映したものである。このような地域間のインバランスの激しい新「三角貿易関係」は持続可能なのだろうか。

- 3)最後に、東アジアにおいて今後予想される為替調整やこれに伴うマクロ政策・構造政策、及びその後の為替レジームがどのようなものであれば、こうした三角貿易構造や進展する東アジア経済統合と整合的で望ましいか、これも重要な問題である。とりわけ、中国経済のオーバー・ヒーティングには、どう対処すべきか。人民元の切り上げは、上述した中国の加工貿易の特性を考慮に入れたとき、有効な対外黒字の減少という効果をもたらすのだろうか。中国の場合、急増する外貨準備の殆どは、膨大な FDI の純流入 (GDP 比約 5%) による。それは、主に地方政府による過度の優遇措置に誘発されているので、このような政策は見直す必要があるかもしれない。また、中国は、巨大な国有銀行の不良債権や大きな所得格差といった構造問題を抱えており、これらを解消する構造改革がオーバー・ヒーティング問題をも解決する余地が大きいのではないだろうか。更には、為替レートの変化は、このように今や世界の工場となった東アジア全体にどのように影響するのだろうか、アジアにとって、固定制、変動制、またはその両者の中間のクローリング・バンドといった選択肢の中でどのような為替レジームが良いのか。とりわけ人民元についてはどうか。また、アジアの経済統合にとって望ましいアジア通貨相互間の安定性は、どうやって実現していくのか。複数主要通貨バスケットはどうか。

II. 争点：米国の経常収支赤字の持続可能性（急激な為替調整が不可避であるか）

<賛成論：米国の経常収支赤字は持続可能ではなく、急激な為替調整は不可避>

理由：巨額な米国の経常収支赤字をファイナンスするのに十分な国際資本が米国に流入しなくなる

- a) 欧州からの民間資金流入が減少し、その不足分を東アジアの公的介入（米国の短期財務省証券購入）が補っているという状態のままでは、持続可能ではない。というのは、米国の対外赤字は、米国の貯蓄・投資バランス、純輸出、外国資本流入の三面のいずれからみても持続的ではない（共和分分析）。また、東アジア諸国ではいずれかの時期に、インフレ昂進・金利高騰に結びつくだろうから、大幅な為替調整（ドル安・自国通貨高）を余儀なくされる。[小川、Brook]
- b) 米国の経常収支赤字が GDP 比で約 1%減少するためには、ドルが約 10%減価することが必要である。[Brook、Obstfeld & Rogoff]

<反対論：米国の経常収支赤字は持続可能であり、急激な通貨調整は不要>

理由①：米国経済は強く、アジアの固定相場制下での輸出志向も継続する

- a) 米国のニュー・エコノミー（＝米国経済の本質的な強さ、生産性の高さなど）に支えられた高利潤の投資機会を背景とする資本流入の基調の強さを過小評価すべきではない。[Keidel、久武]
- b) 米国以外の諸国において貯蓄は豊富だが、先進国経済は停滞し、またアジアでは輸出志向が強く為替レートの安定を望むので、これら米国以外の諸国から過剰貯蓄が流出している。米国は、ほぼ一国でこのすべての貯蓄を吸収しなくてはならない立場にある（そうでないと世界的な不況になる）。また、東アジアの政策当局は、米国財務省証券の低い利回りやドル減価から生じるキャピタル・ロスの問題よりも、自国の実体経済の成長の方を気にかけている。だから、東アジア諸国はドル・ペッグの現状維持（米国財務省証券購入）を続けている。[Garber]

理由②：財政赤字の持続可能性を肯定的に見る観点

- a) 現在の米国の財政赤字は、少なくとも数年は持続可能であるほか、単にイラク戦争などで今異常事態にあるだけ。勿論、財政赤字は当然調整したほうが良く、そうすればマクロの不均衡が解決され、経常収支赤字も縮小する。財政赤字の調整は、プライオリティとしては最も高く、米国自身の手で是正可能。[Keidel、伊藤]

<残された課題>

- ア) 米国の維持可能な経常収支赤字幅は、必ずしもゼロではないかもしれない。持続可能な赤字幅（「自然赤字」幅）を決定する要因は何なのだろうか。米国以外の国々の総貯蓄だろうか。また、いわゆるホーム・バイアスはどう影響するか。
- イ) 米国の経常収支赤字がいつ維持困難になるか。それを左右する民間資本流入を決定している要因の分析。

Ⅲ. 争点：人民元の切り上げは必要か

<賛成論：人民元の切り上げは必要である>

理由：国内のインフレ過熱を解消するためにも切り上げが必要である

- a) 人民元は過小評価されており、このため中国の対外不均衡が拡大し、国内のインフレも加速する。それを解消するには人民元切り上げが必要だ。[黒田]

<反対論①：人民元の切り上げは必要ではない>

理由①：適切な経済政策によってインフレはコントロールされている

- a) 中国経済の過熱、オーバーヒートは、しっかり管理されている。通常の金融政策のみならず、当局による信用の割り当てによって、特に中国の経済に内在している構造的な歪みが調整されている。[Keidel、伊藤]
- b) 中国経済が過熱すると、教科書風の経済理論を当てはめがちだが、国内の構造的な歪みを調整することによって、加熱を鎮静化することも有益。例えば、国有銀行による国有企業への貸し出し抑制は、不良債権の発生を防ぐとともに、加熱を押さえる効果がある。改革開放の過去 25 年間で、中国の世界への統合は前進したものの、中国経済を全体として見てみるとまだかなり分断化され、労働移動は自由ではなく、資金やモノも各省間を自由には流れていない。自国市場の統合を実現すれば、中国はそれだけで潜在的な経済成長を 2~3%引き上げることが出来る。[Liu、吉富]
- c) 中国の農村部は、WTO 加盟による関税引き下げで打撃を受け、人民元が切り上げれば安い農産物の輸入増大で更に打撃を受ける。発展が遅れている農村部の開発は、中国経済の内需を喚起することにもなる。[吉富、Liu]

理由②：貿易構造から通貨調整の必要性、効果とも疑問である

- a) 中国の貿易構造は、総輸出に占める加工品輸出の比率が非常に高い(2002 年で約 55%)。しかし、その加工輸出金額に占める高度な輸入部品・半製品の比率は高く、中国自前の付加価値は 15%位を占めるに過ぎないと目される。だとすれば、人民元が上昇したとしても、中国の貿易収支の改善には殆ど結びつかない可能性がある。[Lemoine]
- b) 中国の経常収支黒字は、対 GDP 比で約 2%程度であり、また増大基調にあるわけでもない。むしろ、WTO 加盟による貿易自由化の進展により、貿易収支黒字は今後減少するだろう。[Lemoine]
- c) 人民元が上昇するとき、外資系企業はどんな価格設定行動を取るだろうか。ウォルマートは、中国の輸出の 1/8 を押さえているといわれるが、おそらく人民元高になっても、米国内市場におけるドル建て価格を据え置き、中国でのコストダウンを図るであろう。他方、中国では、失業者や過剰労働者が大量に控えており、開発経済学の Lewis モデルのように、無限大の労働力供給を背景に労賃は低下圧力を受けている。中国政府としても、毎年少なくとも千万人もの労働者を吸収しなければならない政治的事実がある。上記のウォルマートの価格支配力は、賃下げなどの形で有効に機能する。[Liu、Garber、Brook]

<残された課題>

- 7) 三角貿易構造の持続可能性如何。中国の貿易構造の Upgrading がどう三角貿易関係

を変えていくか。中国とASEANとの分業関係（それぞれにおける多国籍企業の行動）の現状と見通し如何。

- 1) 一方で生産性が上昇し、他方で Lewis モデルのように労賃が上昇しないとすると、国民所得の中で資本所得のシェアが増加し続けることになるのだろうか。また、貿易部門と非貿易部門との間で、生産性と賃金の上昇との関係に大きな差が観察されるのであろうか。（バラッサ・サミュエルソン効果の有無の検討）

IV. 争点： アジアにおける為替レジームはどうあるべきか（固定、変動、中間）？
その実現方法は？ アジア通貨間の安定確保は望ましいか？

<反対論：為替については、市場に委ねるべし（Free Float or Wider Band）>

理由①：トリレンマの中で為替の安定よりも金融政策の独立性を重視すべき

- a) (1)資本移動の自由、(2)為替の安定、及び(3)独立した金融政策の三つを同時に達成することは困難である（トリレンマ）。資本移動の自由化が進むと、独立した金融政策の必要性（外貨準備の変動には影響されない）を保つには、柔軟性のある為替相場制度の重要性が増すが、これはアジア諸国、特に大国である中国において必要である。ただし、制度的な強靱さ（法の支配、銀行監督、情報開示、コーポレートガバナンスなど）と為替先物をはじめとするデリバティブのような金融市場の厚みも同時に重要である。[Keidel]

理由②：グラジュアルなアジア通貨の上昇が望ましい

- a) 日本、中国、タイを含む東アジア諸国での外貨準備の蓄積は、ベースマネーの増大を通して、東アジア諸国全般のデフレの克服に役立った。それ以上のベースマネーの増大は、不胎化政策で抑えている。タイの場合、コア・インフレ(0.5%)の抑制にも成功した。また、国内の構造調整を進めていく上で、このような緩やかなパーツ高(約6%、2003年)による圧力は有用である。今後も、緩やかな通貨高の中でアジアでの内需主導型成長の実現が必要である。[Piti]

<賛成論①：為替調整は必要なし、為替レジームは現状を維持すべし>

理由：早急な資本移動自由化は、中国に1997年のアジア危機型の金融危機を起こすことが懸念される

- a) 特に中国の場合、現時点においては国内の制度インフラが弱いので、固定相場制と資本移動規制の組み合わせが望ましい。人民元のドルペッグは、ドルをアンカーとして、国内のインフレを安定させている面がある。問題は、もしドルが30%暴落するような場合である。その場合には、より高いレベルの制度にペッグすることによって、中

国の制度がまだ弱い間のラグを埋め合わせることができる。そして、このようにして時間を確保することによって、国内制度を整備し、将来の弾力ある為替レート導入の準備ができる。[Liu]

- b) 金融市場が円滑に機能するために必要な制度(法による支配から企業ガバナンスに至るまで)の質をスコア化(数量化)した(ADB 研究所)。スコアの満点を 10 とすると、日本は 7、香港・シンガポールが 6.5、アジアの金融危機で打撃を受けたアジア諸国は 4.5 であった。これに対して、中国は 1.6 に過ぎない。もし、中国における制度インフラの質がこの程度だとすれば、資本移動を自由化した場合には、1997 年のアジアのような金融危機を惹起するおそれがある。[吉富、Liu]
- c) WTO への加盟によって、国内における金融サービスの自由化の加速、外資系金融機関の進出によって、人民元と外貨の自由な交換が許される事実上の資本勘定の自由化が実現されるかもしれない。制度的なインフラ整備が不十分なまま、資本勘定の自由化が進むと、何らかの危機が中国で発生するおそれがある。中国は、こうした制度インフラ作りで時間と競争している。[吉富]
- d) 一般的に、エマージング経済においては、固定相場維持については輸出業者の声が大きいが、自由な資本流入に対する政治的社会的抵抗は少ない。従って、海外からの借り入れ金利が魅力的なものであれば、そこから借りればよいという判断をしがちである。これは、制度インフラの脆弱な新興経済では、貸し付けと借り入れの間の期間のミスマッチと通貨のミスマッチを引き起こしやすく、中国でも 1997 年のアジアのような通貨危機の危険性が增大する。[Keidel]

<賛成論②:米ドルが急落した場合の対応として、東アジア内での協調した為替調整と新たな為替レジームが必要>

理由①: アジア通貨と円の協調切り上げがデフレ下の日本経済の調整負担を軽くする

- a) 米ドルが急落した場合、日本を含めた先進国通貨のみが切り上がり、アジア通貨は固定の場合と、アジア通貨を含めすべての通貨が切り上がる場合とでは、日本経済への影響は非常に異なる。というのも、例えば米ドルが 22.5%急落したとき、前者の場合には、円も含め先進国通貨は実効レートで 30%切り上がるが、後者の場合には日本の対アジア貿易の比率が高いため、円の実効レートはたった 6%の切り上げに止まるからである。推計結果は、日本の実質 GDP 成長率が前者で-2.1%、後者で-1.4%、インフレ率が前者で-5.7%、後者で-1.7%となるが、これはアジアで協調した為替調整が行われない場合、日本のデフレからの脱却が非常に難しくなることを示している。[Brook]

理由②: 三角貿易に見られる地域の通商面での統合に留意すべき

- a) 世界の「三角貿易構造」は、二国間の不均衡、特に中国とアメリカとの貿易不均衡を非常に大きなものとしている。こうした二国間の不均衡は特に政治問題化しやすい。しかし、為替レートは、多国間の貿易不均衡の文脈でとらえるべきであり、二国間の

不均衡は取り上げるべきではない。また、人民元の上昇は、中国と米国との二国間貿易不均衡を殆ど是正しない。[Lemoine]

理由③：アジアの経済統合との整合性を重視すれば、アジア通貨間の安定性が重要だ

- a) 東アジアは、可能な限り、貿易・FDI、資本の流れ、それに通貨（為替）の三つの次元でもっと統合するべき。また、例えば、1999年から2003年にかけてアジアの各通貨の為替レートが円、ドル、ユーロ（G-3通貨）のバスケット（対日、対米、対EUの貿易ウエイトで加重平均）を採用していたとした場合、この間の為替レートの動きは、同期間の実際それぞれの通貨の為替レートの動きと余り変わらない。その上、このG-3通貨バスケットを活用すれば、アジアの各通貨間のボラティリティを縮小できる。また、通貨相互間の一層の安定を図るためには、例えば各国のマクロ経済等をより厳密に監視するメカニズムと機構作りが必要。[吉富、田中]

<残された課題>

- ア) ドルの急落に対応したアジアにおける包括的経済政策のあり方（内需の喚起の仕方、構造改革など）と対外赤字を減らすために最も有効で、かつ不況効果の小さい米国の経済政策のあり方の検討。
- イ) 通貨協力の深化の具体策の検討。例えば G-3 の共通バスケットからドル、ユーロを含まないアジア通貨だけのバスケットからなる ACU (Asian Currency Unit) を作るにはどうするのか。

(文責：谷川、吉富)

<参考1>

RIETI 政策シンポジウム「新たな世界経済の不均衡と
アジアの経済統合」プログラム

第1日目:2004年6月17日(木)



- 13:30-13:45 開会挨拶: 岡松 壯三郎(RIETI 理事長)
- 13:45-15:45 セッション1:米国対外赤字の持続可能性の決定要因とその調整のためのポリシーミックス
セッションチェアー:吉富 勝(RIETI 所長・CRO)
- 〈論文発表者〉
小川 英治(一橋大学大学院商学研究科教授)
Anne-Marie L. BROOK(OECD エコノミスト)
- 〈ディスカッサント〉
東條 吉朗(経済産業省経済産業審議官室長・通商政策局国際経済室長)
- 〈Q&A〉
- 15:45-16:00 休憩(コーヒーブレイク)
- 16:00-17:30 セッション2: 三角貿易とその地域的不均衡に与える影響
セッションチェアー:谷川 浩也(RIETI 上席研究員)
- 〈論文発表者〉
Françoise LEMOINE
(Centre d'études prospectives et d'informations internationales シニアエコノミスト)
- 〈ディスカッサント〉
深尾 京司(RIETI ファカルティフェロー / 一橋大学経済研究所教授)
Peter M. GARBER(ドイツ銀行グローバルリスクストラテジスト)
- 〈Q&A〉
- 18:00-20:00 レセプション

第2日目:2004年6月18日(金)



- 9:00-10:30 セッション3:経済集積地間の競争・協調と、企業の機能分離
～アジア経済統合の裏にひそむもの～
セッションチェアー:倉持 治彦(RIETI 副所長)
- 〈論文発表者〉
木村 福成(慶應義塾大学経済学部教授)
久武 昌人(RIETI 上席研究員)
- 〈ディスカッサント〉
八田 達夫(RIETI ファカルティフェロー・研究主幹 / 国際基督教大学教養学部教授)
藤田 昌久(京都大学経済研究所教授 / JETRO アジア経済研究所所長)
- 〈Q&A〉
- 10:30-10:45 休憩(コーヒーブレイク)

10:45-12:45 **セッション 4: アジアに適した調整政策～為替の調整、金融・財政政策と構造改革～**

セッションチェアー: 吉富 勝 (RIETI 所長・CRO)

〈論文発表者〉

-世界的・地域的課題

Peter M. GARBER (ドイツ銀行グローバルリスクストラテジスト)

大谷 一郎 (経済政策コンサルタント/元 IMF 中国代表事務所所長)

-各国の課題

Li-Gang LIU (ジョージメイソン大学助教授)

Piti DISYATAT (タイ銀行シニアエコノミスト)

〈ディスカッサント〉

YU Yongda (清華大学公共管理学院・21 世紀発展研究院教授

経済合作研究所長)

黒田 東彦 (一橋大学大学院経済学研究科教授/元財務省財務官)

〈Q&A〉

12:45-14:00 休憩

14:00-16:00 **セッション 5: アジアに最適な為替相場制度**

セッションチェアー: 大谷 一郎 (経済政策コンサルタント/元 IMF 中国代表事務所所長)

〈論文発表者〉

田中 素香 (中央大学経済学部教授)

Albert KEIDEL, III (米国財務省副ディレクター)

〈ディスカッサント〉

Yunjong WANG (SK Research Institute for SUPLEX Management 副所長)

YU Yongda (清華大学公共管理学院・21 世紀発展研究院教授、経済合作研究所

所長)

〈Q&A〉

16:00-16:15 休憩 (コーヒーブレイク)

16:15-18:00 **セッション 6: パネルディスカッション ～米国・アジアにとって最も適した調整政策とは～**

モデレーター兼パネリスト: 吉富 勝 (RIETI 所長・CRO)

〈パネリスト〉

伊藤 隆敏 (東京大学大学院経済学研究科・先端科学技術研究センター教授)

Li-Gang LIU (ジョージメイソン大学助教授)

Peter M. GARBER (ドイツ銀行グローバルリスクストラテジスト)

佐野 忠克 (経済産業省経済産業審議官)

<参考2：参照文献>

- Brook, Sedillot&Ollivard(2004) [“Channels for Narrowing the US Current Account Deficit and Implications for Other Economies”](#) Conference Paper for RIETI
- Garber(2004) [“A Map to the Revived Bretton Woods End Game: Direct Investment, Rising Real Wages and the Absorption of Excess Labor in the Periphery”](#) Conference Paper for RIETI
- Hisatake(2004) [“Changes in East Asian Regional Economic Structure during the Symanic Process of Economic Integration - from the point of view of New Geographical Economics”](#) Conference Paper for RIETI
- Keidel(2004) [“Exchange-Rate Regimes and Capital Flows in East Asia”](#) Conference Paper for RIETI
- Liu(2004) [“China’ s Role in the Current Global Economic Adjustment Process”](#) Conference Paper for RIETI
- Lemoine(2004) [“China’ s Integration in Asian Production Networks and Its Implication”](#) Conference Paper for RIETI
- Obstfeld & Rogoff(2000) “Perspective on OECD Economic Integration: Implications for US Current Account Adjustment”
- Ogawa & Kudo(2003) “The US Current Account Deficit is supported by the International Capital Inflows?” Hitotsubashi University, *Faculty of Commerce and Management, Working Papers, No92*
- Ogawa & Kudo(2004) [“How much depreciation of the US dollar for sustainability of the current accounts?”](#) Conference Paper for RIETI
- Piti(2004) [“Rationalizing Asia’ s Foreign Reserve build-up”](#) Conference Paper for RIETI
- Tanaka(2004) [“An Empirical Consideration of Monetary Cooperation in East Asia -In View of Experience with the European Monetary Cooperation”](#) Conference Paper for RIETI
- Yoshitomi & ADBI Staff(2003) “Post-Crisis development Paradigms in Asia” Asian Development Bank Institute

なお、黒田及び伊藤両氏の主張、並びに吉富氏の主張の一部については、それぞれの国際シンポジウムにおける発言による。