

# RIETI Policy Analysis Paper No.1

## アジアの経済統合と世界の新しい経常収支不均衡の解決 - 貿易構造と通貨調整のリンケージ -

“ Promoting Economic Integration in Asia through  
Resolving New Global Current Account Imbalances ”

### はじめに－問題意識

- I. 世界の新しい経常収支不均衡の特徴
- II. 新しい不均衡が持続可能でない理由
- III. 東アジア全体が形成している「世界の工場」
- IV. 結論：東アジアの通貨調整（レベルの変化）と為替制度（レジーム）のあり方

平成 17 年 4 月  
独立行政法人  
経済産業研究所  
研究所長 吉富 勝  
上席研究員 Li-Gang LIU

（研究所長 吉富 勝 責任編集）

本ペーパーは必ずしも経済産業研究所としての見解を示すものではありません。

## 要旨

今日の世界の新しい経常収支の不均衡の特徴は、一方に米国の大きな経常収支赤字（GDP比5.5%、2004年）があり、他方に東アジアのエマージング経済国（韓国、台湾、アセアン5カ国、中国）の経常収支の黒字と膨大な外貨蓄積があることだ。米国の大きな経常収支赤字は、米国内での設備投資などに比べ民間の貯蓄が少なく財政赤字も大きすぎるといった所謂、I（投資）- S（貯蓄）インバランスの発生に基本的な原因がある。他方で東アジアのエマージング経済国のI-Sバランス上の貯蓄超過は、1997年のアジア金融危機の後、固定投資のGDP比率が低下したことに原因をもっている。しかし、それらの国々の黒字の合計は米国の対世界赤字の1/4にすぎない。だから米国自らのI-Sバランスの回復、つまり財政赤字の解消と家計部門の貯蓄の振興こそが、今日の世界の不均衡を解決する最大の鍵を握っている。

問題は、そうしたI-Sバランスが見込まれないと、米国の大きすぎる対外赤字が海外の民間資本の流入だけでは十分にはファイナンスできなくなり、ドルが下落せざるを得なくなる可能性にある。それは同時に世界的な通貨調整が強制的に働いてくることを意味するだろう。

では、米ドルがどの程度弱くなると、米国の対外赤字は調整されるのだろうか。二つの要因を分けて整理しておくといよい。一つは、ドル切下げが米国の経常収支赤字を減らす量的効果である。二つは、一体米国の経常収支赤字はGDP比で何%位ならば持続可能かという問題だ。

前者のドルの切下げの効果については平均的な結論として、米国の経常収支をGDP比1%減らすには、米ドルは約10%は下落しなくてはならない。また後者の持続可能な赤字の大きさについては、GDP比2%台だといわれる。したがって現在の米国の経常収支赤字のGDP比5.5%を2.5%程度の比率まで減らすには、米ドルは30%ほど切下がらなければならない。これは非常に大きいドルの下落率だ。

ではこうしたドル下落という「作業仮説」の下で、東アジアの通貨調整はどうあるべきか。2002年以降、米国の膨大な経常収支赤字は海外民間資本によってファイナンスするには大きすぎるようになった。この不足分を、東アジアの通貨当局が為替市場へ介入し外貨準備を累増すること、つまり米国財務証券へ投資することで補ってきた。こうした介入がまた東アジアの通貨がドルに対して急激に強くなるのを防

いだ。ところが、東アジア・エマージング経済国のこれ以上の外貨準備の累増は、インフレの加速の可能性や不胎化政策（外貨準備増大によるベースマネーの増加を中央銀行による債券売りで吸収すること）のコスト増大のため限界に迫りつつある。

そうした限界があるとすれば、東アジア通貨も全体としては対ドル・レートが 30%切上がる場合に備えておいた方がよい。一体、東アジア経済はこんな大きな為替レートの上昇に耐えられるのだろうか。答えはイエスである。

日本を含め東アジアは全体として、緊密でよく発達した生産工程・バリューチェーンのネットワークを基礎に「世界の工場」を形成している。とすれば、東アジア諸国の通貨間の為替レートは相互に安定しているほうが望ましいであろう。世界の工場の中での細分化された生産ブロックや企業間の貿易ではそれに伴う為替リスクや取引コストが小さいほうが、その生産効率を高め、東アジアの経済発展に貢献する筈だと言えるからだ。では具体的にどうすればよいか。

そのためには東アジアのすべての通貨が米ドルに対し一様に 30%切上がる必要がある。これは二つのことを意味する。一つは、東アジアのすべての通貨が一斉に対ドル・レートで 30%切上がると、東アジアの通貨の間の相対的關係は不変のままだから、上述の「世界の工場」は円滑に運行され続ける。二つには、東アジアの域内の貿易比率は既に 52%に達し（2003 年）、さらに上昇する傾向にある。FTA の締結はこの傾向を一層強める。しがたって、東アジア通貨が対ドル・レートでは 30%も強くなっても、その内の半分以上は域内貿易のため互いに相殺されてしまうので実効的 (effective) には 15%弱の切上げで済んでしまう。この程度の通貨の上昇ならマクロ経済上のファンダメンタルズの強い東アジア経済は十分に耐えうるであろう。つまりこうした「協調的」(concerted) 為替調整が、世界の新しい不均衡を解消していきつつ、アジアの経済統合を維持し促進する上で是非必要なのである。

勿論、通貨上昇に伴う不況効果を相殺するマクロ経済政策や構造政策が必要で、しかもこれが東アジア経済が内需志向性を高める経済構造に転換していく好機になれば、東アジアの経済統合は一層強固になっていくであろう。

## はじめに - 問題意識 -

東アジアの経済統合は域内貿易比率で測って今や 52% (2003 年) を占める。この経済統合は、東アジア全体 (日本、韓国、台湾、ASEAN5、中国) で深まりゆく貿易と直接投資の密接な連関に強く支えられ、生産・流通のバリューチェーン・ネットワークの発達に基礎をもつ。その結果として、世界的な三角貿易のパターンが出現している (日本・NIES・ASEAN 中国 米国・EU の三点を結ぶ貿易)。

こうした統合の進む東アジア経済が、新しい世界経済の不均衡をどのようにして解消していくかという大問題に直面している。新しい世界的不均衡とは、一方で米国の巨額な経常収支赤字の発生と、他方で東アジア全体の経常収支黒字と外貨準備の急増である。

この三角貿易パターンは同時に、中国と米国の上に膨大な二国間貿易収支の不均衡 (1,200 億ドル以上の米国の対中赤字、中国の対米黒字) を生み、米国内に中国製品の輸入に反対する保護貿易主義や人民元切上げの要求を強めている。ところが中国自身の全世界に対する経常収支 (モノとサービス) の黒字そのものはその米中の二国間不均衡に比べると余り大きくない (360 億ドル、GDP 比 2.6% 程度, 2003 年)。

しかしこの世界的不均衡の「持続可能性」は非常に疑わしい。経常収支の赤字を減らすには二つの方法がある。一つは米国が家計部門の貯蓄を増やし、財政赤字を削減することだ。二つは為替レートの低下である。もし米国の貯蓄不足や財政赤字が解消に向かわないと、市場メカニズムが働いて、ドルが大きく下落する。多くの研究から得られる一つの平均的な計算結果は、米国の経常収支赤字を GDP 比で 1% 減らすには、米ドルは 10% 下落する必要があることを示している。今日の米国の赤字は GDP 比で 5.5% もある (2004 年)。多くの研究者は、米国の経常収支赤字は GDP 比 2% 台なら持続可能だろうと推定している。そこで米国の対外赤字を現在の GDP 比 5.5% から持続可能な 2.5% まで減らすには、米ドルは 30% 程弱くならなければならないことになる。この米ドルの切下げは、他の通貨がアジア通貨を含め平均して米ドルに対し 30% 切上げを意味する。この場合、これまで米ドルに完全に固定している人民元、マレーシア・リングgit、香港ドルの帰趨が大きな問題になる。

こうした大きな世界的な通貨調整が、進行中のアジア経済の統合を妨げず一層促進する結果を生むためには、一体どのような経済政策を

展開したらよいのだろうか。大きな通貨切上げが生む経済の調整コスト（不況や輸出産業への打撃）を緩めるには、どんな政策協調が東アジアでは必要か。エレクトロニクス産業に典型的な形でみられる「産業内垂直分業」は東アジア域内の各国の貿易構造が基本的には補完的（complementary）性格をもっていることを意味する。だが他方、で互いに競合的（competitive）な生産物を輸出入し合ってもいることも事実である。こうした貿易構造の性格が東アジアの通貨調整のあり方にどう影響するのだろうか。東アジアで構築されている生産・流通のバリューチェーンのネットワーク、つまり東アジアが全体として作り上げている「世界の工場」は、通貨調整を含む政策協調を正当化するのだろうか。

こうして本稿は東アジアにおける貿易構造と通貨調整のリンケージを明らかにする。

以上の問題意識に基づいて、次のような主要な問題領域での論点を明らかにしていく。最後の IV が結論になる。

- 主要な問題領域 -

- I. 世界の新しい経常収支不均衡の特徴
  - (a) 現在の世界の経常収支不均衡の「新しさ」
  - (b) 米国の経常収支赤字の原因
  - (c) 東アジアの経常収支黒字の原因
- II. 新しい不均衡が持続可能でない理由
  - (a) 米国の対外赤字の外国民間資本によるファイナンスの限界
  - (b) 東アジアの外貨準備の増大とその限界
  - (c) 「第二次ブロンクス体制」論の評価
- III. 東アジア全体が形成している「世界の工場」
  - (a) 中国の加工貿易の特徴
  - (b) 米中二国間貿易収支の大きな不均衡についての考え方
- IV. 結論：東アジアの通貨調整（レベルの変化）と為替制度（レジーム）のあり方
  - (a) 協調的な通貨調整が必要な根拠
  - (b) 新しい為替制度（レジーム）のあり方

## 1. 世界の新しい経常収支不均衡の特徴

### (a) 現在の世界の経常収支不均衡の「新しさ」

21世紀に入ってみられる世界の経常収支不均衡には、二つの新しさがみられる。一つは米国の経常収支赤字が巨額で GDP5.5%(2004年)にものぼっていること。これはプラザ合意(1985年)の前後にみられた GDP比 3.5%の米国の経常収支赤字を大きく上回る。二つは1980年代の米国の対外赤字の対極には、先進国である日本の経常収支黒字(GDP比 5%)が対置していた。しかし現在は日本の対外黒字(GDP比 3%)に加えて、エマージング経済である東アジア各国の経常収支黒字が、米国の対外赤字の対極にある。しかも日本を含め東アジアの各国で外貨準備が急増して、合計で何と 2.5兆ドルにも達している(2004年末)。

### (b) 米国の経常収支赤字の原因

今回、米国の経常収支赤字が大きく膨張し始めたのは 1997~2000年だった(GDP比 1% 4%)。民間投資(I)ブームが続く中で、民間貯蓄(S)とりわけ家計貯蓄が減少したからである。この同じ期間、財政収支はほぼ均衡の状態から黒字(GDP比 2%)になった。だから90年代後半に膨張した米国の対外赤字は、民間部門のI-Sバランスの悪化を反映していたことによる(注)。(図表 )

それが、21世紀に入ってから始まる景気後退の中で米国政府は所得減税中心の財政刺激策をとり、9.11事件とイラク戦争の下で戦費を拡大した。このため財政赤字が GDP比で 4%弱にも膨張する中で経常収支赤字が GDP比 5%以上にもなっていた。いわゆる「双子の赤字」の発生である。(図表 )

1990年代の後半の米国経済のITブームの下では、企業利潤率の高まりや株式ブームなどを反映して海外民間資本が経常収支の赤字以上に流入したため、米国の国際収支全体(経常収支プラス資本収支)が黒字化し、米ドル(実質実効為替レート)は1996~2001年に約20%強くなった。これも米国の経常収支赤字を大きくした。しかし2002年

(注) 周知のように、 $GDP = I(\text{投資}) + C(\text{消費}) + X(\text{輸出}) - M(\text{輸入})$ 、  
書き直すと、 $X - M = GDP - C - I$ 、ところで、 $GDP - C = S(\text{貯蓄})$ だから  
 $X - M = S - I$ 、したがって  $S < I$ (貯蓄不足)だと  $X < M$ (経常収支は赤字)

2月をピークに米ドルは2004年末にかけて約15%下落し、ほぼ過去(1970~2004年)の平均水準に戻っている(図表 )。換言すると、現在の大きな米国の経常収支の赤字は、米ドルの過大評価に由るといふよりは、もっぱらI-Sインバランスに帰因できる。

こうした米ドルの為替レートの動きもプラザ合意前後のそれと大きく異なる。1980年代の前半には、米国の財政赤字の拡大と高金利による異常なドル高(実質実効レートで50%強)が重なって経常収支赤字が膨らみ「双子の赤字」の発生と言われた。プラザ合意の後2年余でそのドル高が全面的に調整された。経常収支赤字は徐々に減少して1990年代にほぼゼロになったが、その間財政赤字は半減するにとどまった。

### (c) 東アジアの経常収支の黒字の原因

1997年のアジア金融危機以前には、日本や台湾、シンガポールを除くと、東アジア諸国の経常収支は赤字だった。東アジア諸国の貯蓄率(S)は他の途上国にくらべ非常に高いが(GDP比35~40%)、それ以上に高成長のエンジンとしての総投資率(I)が高かったから、国内のI-Sバランスは貯蓄不足となり( $I > S$ )、その貯蓄不足を海外からの資本流入で賄っていた。東アジアの経済発展は強い輸出志向性をもっているので貿易黒字の増大に頼って発展しているという印象を持つ人が多いが、それはアジア金融危機以前については正しくないのである。一方で輸出志向性の高い経済発展は輸出/GDP比率の高まりを指し、他方で経常収支は国内のI-Sバランスを映し出しているから、輸出志向性の高い経済が旺盛な設備投資のため経常収支が赤字であっても少しもおかしくはないのである。(図表 )

ところがその同じエマージング経済の東アジア諸国が1997年のアジア金融危機以降、危機に襲われた国々(タイ、マレーシア、インドネシア、韓国、フィリピン)では一斉に経常収支の黒字に転じたのである。国内総投資/GDP比率(I)が1998~2004年には危機前の90年代前半に比べ大きく低下(35% 25%へ)したからである。その間、国内貯蓄/GDP比率の低下は小さかったため、国内に貯蓄超過( $I < S$ )が発生した(図表 )。その結果、経常収支が黒字化し、しかもその黒字/GDP比率は4~5%前後にも達している。加えて危機に陥らなかった国々(台湾、シンガポール、中国)ではもともと黒字だったがその黒字の規模が膨らんだ。これらの国々でも、アジア危機からの間接的

な影響が大きかったのである。

1997年アジア危機の後、固定投資/GDP比率が低下した理由は二つあった。一つは、深刻な銀行危機と膨大な不良債権を処理し、自己資本比率を充実させるため、銀行は融資を削ったためだ。二つには、借り手の企業は、膨大な過剰設備を抱え、加えて過剰債務の返済を優先したので、設備投資を控えざるを得なかった。

ところで、米国の経常収支赤字が90年代の後半から拡大し、東アジアの経常収支黒字が97年のアジア危機の後に拡大したという新しい世界不均衡の発生は、両者の間に何らかの因果関係があったのだろうか。あらゆる国や地域を合計した世界全体の経常収支はゼロである筈だ。だから統計上では必ず、米国の赤字はどこか他の国や地域の黒字と見合っている。1995～2003年の期間に、米国の経常収支赤字の「増分」(4,360億ドル)に対し、その約4割が東アジア・エマージング国の黒字「増分」(1,720億ドル、なお危機国と非危機国がほぼ半分づつ)として対応している。日本の黒字の増分(250億ドル)は米国の赤字増分の5%にとどまっている(図表 )。

しかし上述したように、米国の対外赤字の増大の原因、東アジアの黒字の発生原因をそれぞれ調べると、明らかに米国に固有の要因(ITブーム下の民間I-Sバランスの悪化とその後の双子の赤字発生)と東アジアに固有の要因(97年危機による銀行の仲介機能不全と企業のバランスシート調整)が働いていることが分かる。

また為替レートについても、米ドルの為替レートが1996～2001年に強くなった原因は、ITブームに惹かれて海外民間資本が経常収支赤字の規模を上回って流入したからだ(前述)。これとは反対に、1997年のアジア危機に襲われた東アジア諸国の為替レートは暴落し、その後も危機前に比べると約15%ほど弱くなったままだった。アジア危機という固有の要因がここにもみられる。

いずれにしろ、米国の対外赤字を他の諸外国からの対米資本輸出がファイナンスして始めて、ドルの暴落を避けうるわけだから、東アジアの黒字が米国の経常収支赤字をどのようにファイナンスしているかは重要な問題となる。この点が次の節で分析する「持続可能性」の問題の一つとなる。

## II. 新しい不均衡が持続可能でない理由



(a) 米国の対外赤字の外国民間資本によるファイナンスの限界

米国の対外赤字がいくら大きくとも、それをファイナンスし埋めてくれるだけの十分な資本が海外から米国へ流入し資本収支の黒字が大きい限り、米国の赤字は持続可能である。米国は純対外債務残高の GDP 比が 22%もある（2003 年）純債務国である。しかし米国の対外資産の一つである対外直接投資から上がる利潤が高いこともあって資本所得収支はまだプラスを保っている。しかもドルが弱くなると、対外資産をドル建てでみた価値は高まり、米国の純対外債務残高を名目上減らす方向に働く。それでも米国の名目成長率が仮りに 5%で経常収支赤字が 5%のままで減らない状態が続くと、純対外債務残高 / GDP 比率は 100%を越えるようになってしまう。ここに今日の米国の膨大な対外赤字の持続可能性が疑われる根因がある。

こうしたことを背景に、実際には 2002 年頃から、米国の経常収支赤字をファイナンスするに十分な民間資本が海外から流入しなくなった。2003～04 年には、民間資本（直接投資、株式投資、債券投資）の流入が米国の GDP 比で 3%以下しかなく、GDP 比 5%前後の経常収支赤字を十分にはファイナンス出来なくなった。その結果、米国の総合国際収支は赤字化し、ドル安が進んだのである。

何故、外国の民間資本が十分に米国に流入しなくなったのだろうか。基本的には IT ブームの崩壊のため、米国経済へ投資して得られる収益率が、債券投資や株式投資、あるいは直接投資にしる、低下したためである。

では、民間資本の流入では埋めきれなかった米国の赤字の部分はどうなったのであろうか。日本を含め東アジアの通貨当局はドル安、つまり自国通貨がドルに対して強くなりすぎることを嫌った。そこで外国為替市場へ介入し自国通貨売り・米ドル買いを行い、米国の財務省証券 (treasury bills) へ投資した。この米国の TBs への投資が、米国の対外赤字を埋めてくれたのである。2003～04 年には、米国の対外赤字の半分以上を、外国の通貨当局がファイナンスしている（図表）

まとめると、米国の対外赤字はその膨大な赤字を埋めてくれるだけの民間資本の流入があれば持続可能だが、そうでないとドルが弱くなる。そのドルの下落つまり自国通貨の大きな上昇を好まない東アジアの通貨当局が外国為替市場に介入し、米国の TBs へ投入することによって、一方で米ドルの大きな下落を防ぎ、他方で米国の対外赤字のかなりの部分を埋めたことになる。換言すると、東アジアの公的外貨準

備の蓄積を通じた米国の TBs の購入が、米国の経常収支赤字を持続可能にしていると言えるのである。では、そうした東アジア通貨当局による外貨準備の蓄積には限界がないのだろうか。

#### (b) 東アジアの外貨準備の増大とその限界

東アジアで外貨準備が増大している理由には二つある。一つは、1997年アジア金融危機の経験からきている。1990年代半までの東アジアの経済は「奇蹟的」な高成長を続け (World Bank の報告書「東アジアの奇蹟」1993)、インフレは低く、財政は均衡し、貯蓄率は他の途上国に比べ遙かに高かった。つまりマクロ経済のファンダメンタルズは非常に健全だった。そうした中で、これらの国々が国際資本勘定を自由化すると、90年代前半には海外から銀行短資が大量に流入した。ところが一旦アジアの国内経済のバブルがはじけ不況に転じると、今度は一斉に海外の銀行短資が大逆転・大量流出したため(「資本収支危機」)、外貨が涸渇すると同時に国内銀行危機が発生した(双子の危機)。そのため深刻な不況に陥った。東アジアの通貨当局は、いくらマクロ経済のファンダメンタルズが良好でも、資本収支危機が突然にしかも大規模に発生することから、IMF の通常の融資枠だけでは全く不足し、自らが外貨準備を外国短資残高以上に大量に保有しておかざるを得ないことを学んだのである(吉富 2003)。

二つめの外貨準備増大の理由は、アジア危機の後、国内の設備投資が低迷する中で輸出主導型の成長を維持するため、急激なドル安・自国通貨の上昇を避けたいからである。

では、こうした外貨準備の増大に限界はないのだろうか。外貨準備の増大は、ベースマネー(流通現金と市中銀行の準備)を増やす。それが銀行融資を増やし、マネーサプライ(現金+銀行預金)を増やすと、インフレ加速の原因となる。このインフレ加速が外貨準備増大の基本的な限界である。

だがその限界を次のような手段で先延ばしすることができる。外国為替市場への介入で増えるベースマネーを中央銀行が相殺する(不胎化する)ことが出来る場合だ。これは不胎化政策と呼ばれる。中央銀行が市中銀行へ国債を売って市中からベースマネーを吸い上げる政策である。また中央銀行が保有する国債が涸渇すると、中央銀行自身が債券(bills)を発行して、ベースマネーを吸い上げる。東アジア諸国はこの不胎化政策を実行し、かなりの程度インフレの進行を防ぐことに

成功している。

こうした不胎化政策には二つの限界がある。一つには、通貨当局が相対的に高い利子率の国債や bills を売って得た資金で、それより低い利子率の米国 TBs を購入するので利子所得を損失しているからだ。加えて、米ドル価値が下がれば、保有している米国 TBs にキャピタルロスが生じる。そのためいくつかの東アジア・エマージング経済国の通貨当局はドル保有からユーロなどの保有へ切り替えたが、もちろんそうした行動自体がドル安を一層進める。二つには、通貨当局が限りなく国債や bills を市中に売ろうとすると、それらの供給過多から国債や bills の利子率が上昇し、これがかえって海外から資本を惹きつけ、さらに外貨準備が増えてしまうからである。

東アジアの諸国も 2002 年頃までは、国内のインフレ率は低くデフレの懸念さえ強かった。そのため外貨準備の増大によるインフレ率の高まりをある程度許容することが出来た（東アジアの平均インフレは 2002 年が 0%、2003 年は 1.3%）。しかしインフレ率が 3~4%になると（2004 年は同 3.3%）、それ以上のインフレの加速は警戒水域に入る。こうして東アジア諸国の外貨準備の増大には限界が訪れつつあるとみてよい。

### (c) 「第二次ブロンウッズ体制」論の評価

現在の世界経済の不均衡の新しさは、前述のように、米国の経常収支赤字の対極に、中国を含め発展途上にある東アジア諸国の黒字や外貨準備の急増が対置していることだ。この米国 対 エマージング経済諸国という対立の構図にもっぱら焦点をあてると、この構図の中から 1945~73 年のブロンウッズ期に類似している一つの側面が浮かび上がってくる。

このブロンウッズ期は固定為替相場制の時代だった。その時代の前半には主にヨーロッパ諸国が、後半になると日本経済が、米ドルに対し相対的に過小評価になっていく自国の為替レートの下で、開放されている米国市場を頼りに輸出主導の経済発展を行い、外貨準備を蓄積し、米国経済にかなりキャッチアップすることに成功した。そうしてこの時代の終わりに欧州や日本の為替レートは米ドルに対し切上がっていった。現在の世界経済の不均衡の背景には、このブロンウッズ期に似て、中国を含み東アジアのエマージング経済国が対米ドル為替レートの安定を指向しつつ米国経済へキャッチアップしている構図

が浮かび上がってくる。だからこれを「第二次ブロンズ体制」と呼ぶエコノミストも登場してきた（Garber, et al 2004、これへの反論は Eichengreen 2004）。この構図は、中国対米国の対立軸により鮮明に表れている。

中国経済には二つの大きな特徴がある。一つには例えば 5,000 万人単位の、しかし発展段階がそれぞれかなり異なった途上国が、25～30カ国も集まった巨大地域にたとえられる。その GDP の絶対規模も世界第二の経済大国・日本の三分の一近くに接近しつつある。だからこの巨大地域の中で、全く労働集約的な単純生産物から、技術集約度がそれなりに高い製品まで、幅広い比較優位構造（低所得国のそれから中進国まで）をもつ経済になっている。

二つめの特徴として、平均してみると中国の一人当たり所得は先進国平均の 30 分の一程度（約 1,000 ドル強、現行為替レート）にすぎず、膨大な過剰労働人口を農村部に抱え、これが低賃金の労働者を際限なく、より発達した経済地域とりわけ沿岸の都市や近郊へ送りこんでいることだ。この過剰労働人口は約 2 億人で、7%の経済成長率の下で吸収できる労働人口は年間 1,000 万人強といわれる。したがって中国は過剰労働人口を吸収し切るのに今後 15～20 年を要することになる。過剰労働人口を吸収して先進国並みの高い一人当たり所得水準へキャッチアップしていくには、中国は持続性のある高い経済成長を必要としており、それ故に輸出志向性の強い経済政策を続けるインセンティブもまた強く働く。中国で各省レベルの政策当局が直接投資流入優遇策で競い合い、直接投資と輸出のリンケージやそこから生まれる技術移転を強めて経済発展を図る理由がここにある。そこで次節では直接投資と関連の深い中国の加工貿易の特徴を説明する。

### III. 東アジア全体が形成している「世界の工場」

#### (a) 中国の加工貿易の特徴

中国が「世界の工場」になっているという見方は、“木を見て森を見ず”のたとえに近い。中国の加工貿易を世界の貿易構造の中で分析すると、実は東アジアが全体として世界の工場になっていることが分かるからである。

中国の加工貿易は、日本を含め他の東アジア諸国から技術集約度の高い中間財（部品、コンポーネントなど）を輸入し、それを低賃金の

労働で加工し、加工最終製品を世界のあらゆる地域に向けて輸出している。この10年間最も速く伸びている加工輸出品は、大分類では電子・電気機械の分野に属する。この分野では長い生産工程が細分化されネットワークで結ばれている。細分化された生産ブロック毎で行われる部品、コンポーネント、モジュールの生産、加工、組み立ては、各ブロック毎の生産に必要とされる技術集約度や熟練集約度、資本集約度に基づいた比較優位の最適地でそれぞれに行われている。こうして電子・電気機械の分野での長いバリューチェーンのネットワークが出来上がっている。

このような中で行われている中国の加工貿易は、中国の全貿易の55%を占め(2002年)、この加工貿易のおよそ8割は直接投資による外国企業によって行われている。

ではそうした加工貿易に必要な中間財はどこから輸入しているのだろうか。その大部分は、日本と新興工業国(韓国、台湾、シンガポール)それからASEANに居住する多国籍企業からである。これとは対照的に米国とEUの両地域からの中間財輸入は、中国が加工貿易に必要としている中間財輸入の僅か一割にも満たない。

ところがそのようにして生産された中国の加工輸出品の最終市場はといえば、全世界に散らばっている。米国市場が中国の加工輸出全体の1/4(但し香港からの再輸出を除く)を吸収し、日本が1/6、EUが1/7、さらには新興工業国も1/3弱(但し対香港輸出を含む)を吸収している。(図表)

ここから中国の加工貿易について次の二つの重要な点が浮かび上がる。第一に、世界の各市場に向けて行われている中国の加工輸出は(これが多くの人々をして中国を世界の工場と呼ばせている所以だが)、実は日本をはじめ他の東アジア諸国からの技術的に高度な中間財の輸入なしには成立し得ない、という点だ。東アジア全体がバリューチェーンのネットワークを形成し世界の工場になっているのである。

第二に、この中国加工貿易の特徴が、中国対米国の二国間貿易収支に1,200億ドル以上もの米国からみた対中赤字、中国からみた対米黒字を生み、中米間の貿易摩擦や米国が人民元切上げを主張する根拠になっていることである。

#### (b) 米中二国間貿易収支の大きな不均衡についての考え方

上記の第二の点について重要なことは、中国からの輸出品に対する

米国の保護主義や、二国間の貿易不均衡を理由にした人民元切上げには、経済学的根拠がない点である。

中国からの対米輸出品には、上述してきた加工輸出品であれその他の輸出品であれ、技術集約度の低い労働集約型の製品が圧倒的に多い。これらの製品は、米国に比較優位はなく、米国の産業と競争するというよりは、むしろ補完的(complementary)である。米国の市場で中国と競争している相手はこれまで米国市場へ輸出してきていたアジアやその他の発展途上国である(なお中国と他の東アジア諸国の貿易上の競合性、補完性については Ahearne, et al 2003)。

中国の輸出が米国の産業構造からみて補完的だというこの基本的な性格は、1980年代の日本と米国の貿易摩擦の経済的基盤と比較するとき一層明らかだ。1980年代の日本の主力輸出品は自動車や半導体であり、当時のこの分野の世界的技術フロンティアで日米が競合していた。これにくらべると、今日の中国の輸出品が、世界の先端的技術フロンティアで米国と競っているわけではないのである。

また米国が中国に対し巨額の二国間貿易赤字を生んでいることを理由に人民元切上げを主張することも、経済学的根拠に乏しい。たしかに米国の対世界貿易赤字は5,500億ドル以上にものぼり(2003年)、そのうち対中赤字は(対香港貿易も含めると)1,200億ドル以上もある(図表)。しかしこの姿からは、米ドルの全面的切下げの論拠は導けても、人民元だけの切上げを主張することは出来ない。為替レートの問題は、二国間の貿易不均衡ではなく、当該国の世界全体に対する貿易収支(ないし経常収支)をみて判断すべきだからである。

ところで中国からみれば、日本との二国間貿易収支は赤字である。それだけではない。台湾をはじめ新興工業国との二国間貿易も赤字であり、ASEANとの間でさえ赤字である。その理由の中には、前述したように、中国は加工貿易のために日本をはじめ他のアジアやそこに居住する多国籍企業から技術集約度の高い中間財を輸入せざるをえないことが含まれている。だからといって、人民元を日本円をはじめ他のアジア通貨に対してそれぞれ切下げるべきだという議論にはならない。人民元の問題は、世界全体に対する中国の貿易収支をみて考えるべきなのである。その中国の全貿易収支はおよそ400億ドルであり(2003年)、1,200億ドル以上もの中米の二国間収支不均衡にくらべかなり小さい。そうして中国の外貨準備の増大の大きな原因は、直接投資がこの対世界貿易収支黒字を上回って、年間600億ドルにも達しているこ

とからきている。この巨額な直接投資の流入は多くの省が寛大すぎる税制上などの優遇措置を競って採用している輸出志向型の成長政策に多分に帰因している(Liu 2005)。こうした直接投資優遇政策の改善は、多額の税収入を失いながら低い利子率の外貨準備を蓄積しているという無駄を緩和することにもなる。

以上まとめると、中米間の大きな二国間貿易収支不均衡の発生は、上述した中国の加工貿易が、一方で高度な技術集約的な中間財を日本をはじめ他のアジア諸国からは輸入するが、米国から中間財輸入は非常に小さく、他方で加工された輸出製品は米国にも大量に輸出されるという、東アジア全体に出来上がっている世界の工場という、グローバルな貿易構造を反映しているのである。

## **IV. 結論：東アジアの通貨調整（レベルの変化）と為替制度（レジーム）のあり方**

### **(a) 協調的な通貨調整が必要な根拠**

以上の分析から、今日の新しい世界経済の不均衡は性格が異なる二つのグローバルな特性を反映していることが分かる。一つは共に巨大な米国の対外赤字と東アジアの外貨貯蓄に表れているグローバルな経常収支の不均衡と通貨問題。二つは東アジア全体が世界の工場となり、グローバルな三角貿易構造が出来上がっていることだ。東アジアにとって重要な政策課題は、このグローバルな通貨問題と貿易構造をどうリンクさせるかである。だから例えば人民元の問題は、中国固有のそれというより、こうした二つのグローバルな視点から考えるべきなのである。

東アジアが全体として緊密でよく発達した生産工程・バリューチェーンのネットワークを基礎に世界の工場を形成しているとすれば、東アジア諸国の通貨間の為替レートは相互に安定しているほうが望ましいであろう。世界の工場の中での細分化された生産ブロックや企業間の貿易に伴う為替リスクや取引コストが小さいほうが、その生産効率を高め東アジアの経済発展に貢献する筈だと言えるからだ。では具体的にどうすればよいか。

一方で既にみたように、米国の膨大な経常収支赤字は海外民間資本によるファイナンスが十分でなく持続可能ではない。他方では東アジ

アのこれ以上の外貨準備の累増はインフレの加速や不胎化政策のコストがかさむので限界がある。

もともと今回の世界の新しい経常収支の不均衡は、90年代の後半から米国内で民間貯蓄の不足や財政赤字の拡大といった大きなI-Sインバランスが新たに発生したことに基本的な原因があった。東アジアのエマージング経済国のI-Sバランスの黒字化は、1997年アジア金融危機の後に固定投資のGDP比率が低下したことに原因をもっていた。その結果、記述のように1995~2003年の間に、米国の赤字の「増分」の約4割が、東アジアの黒字化(赤字 黒字)や黒字拡大に相当した。しかし現時点での絶対規模で比較すると、それらの国々の黒字の合計は米国の対世界赤字の1/4にすぎない。日本の黒字が米国の赤字の1/4に相当するので、日本を含めた東アジア全体の黒字が米国の赤字の半分に対応している。だから米国自身による自らのI-Sバランスの回復、つまり財政赤字の解消と家計部門の貯蓄の振興こそが、今日の世界の不均衡を解決する最大の鍵を握っている。

問題は、そうした米国自身のI-Sバランスが改善されないとき、米国の膨大な対外赤字は海外からの民間資本の流入によって十分にはファイナンスできなくなり、その結果、米ドルが大きく下落せざるを得なくなるところにある。しかしドルの大きな下落による貿易財価格の上昇は米国のインフレを加速するので利子率を上げざるを得なくなり、それが米国の国内消費を抑え貯蓄を増やし設備投資を冷やしてI-Sバランスの改善を米国に対し半ば強制的に迫ることになる。それと同時に世界的な通貨調整も強制的に働いてくる。

では米ドルはどの程度弱くなると、米国の対外赤字は持続可能になるのだろうか。ここで二つの要因を分けて整理しておく必要がある。一つは、ドル切下げが米国の経常収支赤字を減らす量的効果である。二つは、一体米国の経常収支赤字はGDP比で何%位なら持続可能かという問題だ。多くの研究がありコンセンサスが得られているとはいえないが、大まかには次のように整理できる。

前者のドルの切下げの効果については平均的な結論として、米国の経常収支をGDP比1%減らすには、米ドルは約10%弱くならなくてはならない(Obstfeld and Rogoff, 2004など)。後者の持続可能な赤字の大きさはGDP比2%台である。とすれば、現在の米国の経常収支赤字のGDP比5.5%強を2.5%程度の比率まで減らすには、米ドルはおよそ30%ほど切下がらなければならない。これは非常に大きいドルの下落率



だ。

ではこうした「作業仮説」の下で、東アジアの通貨調整はどうあるべきか。自国通貨の上昇を防ぐ外国為替市場へ介入して外貨準備を累増することに限界があるとすれば、東アジア通貨も全体としては対ドル・レートが 30%切上がるしかない。一体東アジア経済はこんな大きな為替レートの上昇に耐えられるのだろうか。答えはイエスである

そのためには東アジアのすべての通貨が米ドルに対し一様に 30%切上がる必要がある。これは二つのことを意味する。一つは、日本円も含め東アジアのすべての通貨が一斉に対ドル・レートで 30%切上がると、東アジアの通貨の間の相対的關係は不変のままだから、上述の「世界の工場」は円滑に運行され続ける。二つには、東アジアの域内の貿易比率は既に 52%に達し(2003年)、さらに上昇する傾向にある。FTA(自由貿易協定)の締結はこの統合比率を一層高める。しがたって、東アジア通貨が対ドル・レートで 30%も強くなっても、その内の半分以上は域内貿易のため互いに相殺されてしまうので実効的(effective)には 15%弱の切上げで済んでしまう。この程度の通貨の上昇ならマクロ経済上のファンダメンタルズの強い東アジア経済は十分に耐えうるであろう。バブル経済崩壊の後遺症から殆ど脱出している日本経済も耐えうることであろう。つまりこうした協調的為替調整が、世界の新しい不均衡を解消していきつつ、アジアの経済統合を維持し促進する上で是非必要なのである。

勿論、為替レートの上昇に伴う不況効果を相殺するマクロ経済政策や構造政策が必要である。こうした政策を、著しい所得格差の是正や貧困問題の解決のために活用することが重要である(例えば中国の西部地域開発)。しかもこれが東アジア経済が内需志向性を高める経済構造に転換していく好機になれば、東アジアの経済統合は一層強固になっていくであろう。

#### (b) 東アジアの新しい為替制度(regime)のあり方

資本勘定が自由化されている東アジア諸国や、WTO加盟によって金融サービス貿易の自由化(2006年末まで)を約束し、事実上の資本勘定の自由化が進まざるを得ない中国では、もはや固定相場制を維持することは望ましくない。かといって、完全なフロート制も経済発展を妨げる。というのは中国は勿論、他のアジア諸国の金融・資本市場は未発達で浅く狭いため、ヘッジング機能も弱く、完全フロートの下

では為替レートが激しく揺れ動く可能性が高いからである。東アジア・エマージング経済諸国の貿易 / GDP 比率は非常に高いので（平均で輸出は GDP 比 61%、輸入は同 53%）、短期的に激しく変動する為替レートは貿易の発展、したがって経済発展を妨げ易い。したがって、固定制と完全フロートの間の中間的為替制度、例えば中心レートの回りに上下それぞれ 5～10%のバンドを設け、そのバンド内に為替レートの変動が収まる仕組みが望ましいことになる。勿論、中心レートは国際的インフレ格差を反映して適宜調整される。つまりクローリング・バンド制が東アジアに適している。

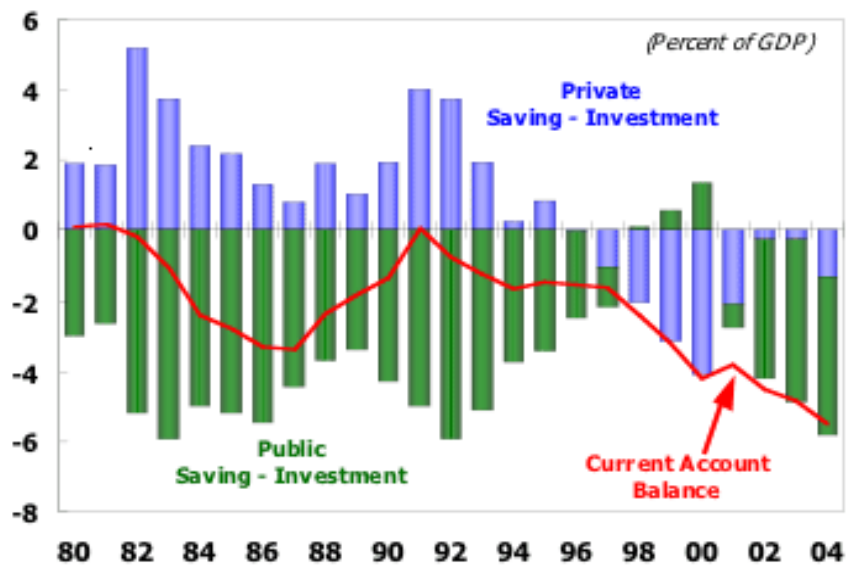
加えて上述したように、東アジア域内貿易比率が高く、全体として世界の工場を形成しているのだから、東アジアの諸通貨の間の変動が小さいことが望ましい。したがって、共通の中心レートをもち、互いに通貨価値の変動幅を抑える共通のバンドをもった為替制度（レジーム）が考案されなければならない（この詳論は別稿にゆずる）

[ RIETI では、五本の主要政策研究課題の一つの柱である「アジア経済統合の深化と新たな世界経済の不均衡」の下で、多数の研究を行ってきた。本稿はそれらの研究を基礎にタイトルに示されているような特定の視角からとりまとめたものである。]

( 参考文献 )

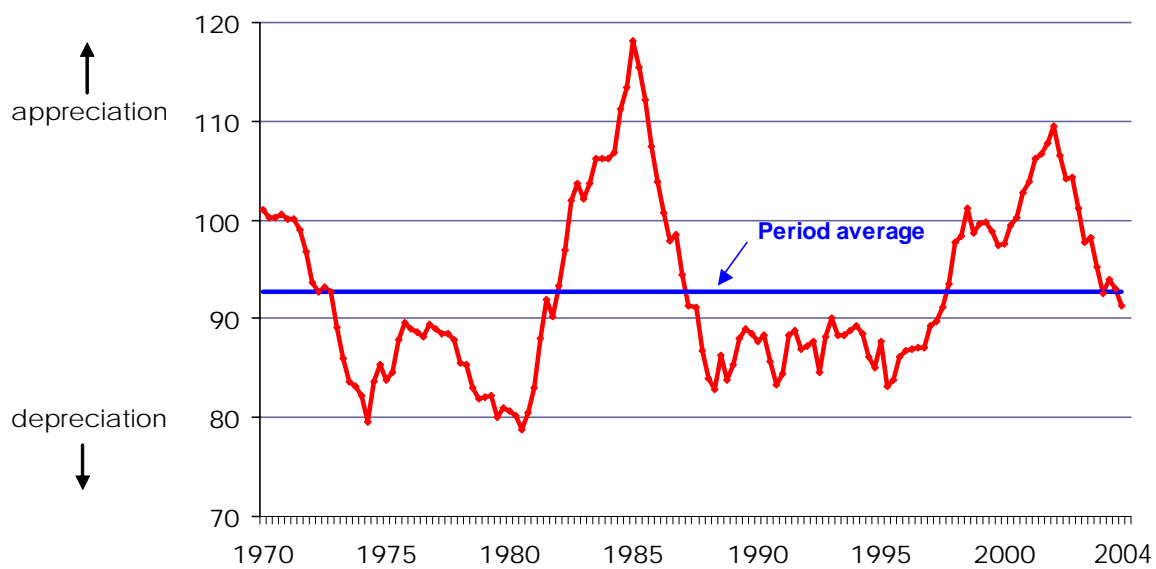
- Ahearne, A, Fernald, J., Loungani P., and Schindler, J. (2003): *"China and Emerging Asia: Comrades or Competitions?"*, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Paper, No.789
- Dooley, M., Folkerts-Landau, D., Garber, P. (2004): *"The Map to the Revived Bretton Woods End Game: Direct Investment, Rising Real Wages and the Absorption of Excess Labor in the Periphery"*, paper prepared for RIETI Conference "Resolving New Global and Regional Imbalances in an Era of Asian Integration" Tokyo, 17-18 June
- Eichengreen, B. (2004): *"Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods"*, NBER Working Paper 10497
- Gaulier, G., Lemoine, F., and Unal-Kesenci, D. (2004): *"China's Integration in Asian Production Networks and Its Implications"*, paper prepared for RIETI Conference "Resolving New Global and Regional Imbalances in an Era of Asian Integration" Tokyo, 17-18 June
- Liu, L. (2005): *"China's Role in the Current Global Economic Imbalance"*, RIETI Discussion Paper Series 05-E-10
- Obstfeld, Maurice, and Rogoff, Kenneth (2004): *"The Unsustainable US Current Account Position Revisited"*, NBER Working Paper 10869
- 吉富 勝 ( 2003 ): 『アジア経済の真実 - 奇蹟、危機、制度の進化 - 』、東洋経済新報社

### US Current Account Balance and Saving-Investment



(Source)IMF, 2005

## 米ドルの実質実効為替レート、1970～2004



(出所) World Bank, 2005

( 図表 )

## アジア諸国・地域の貯蓄・投資バランス

(% of GDP)

	国内総貯蓄				国内総投資				貯蓄・投資バランス			
	1990	1995	2000	2003	1990	1995	2000	2003	1990	1995	2000	2003
韓国	37.2	36.5	33.9	32.8	37.7	37.7	31.0	29.4	0.5	1.1	2.9	3.4
台湾	27.6	25.9	24.4	23.5	23.1	25.3	22.9	17.2	4.5	0.6	1.5	6.3
香港	35.2	29.1	31.7	31.6	27.5	34.7	28.1	22.8	7.6	5.5	3.6	8.7
シンガポール	43.3	50.2	47.9	46.7	36.4	34.2	32.0	13.4	6.9	16.1	15.9	33.3
インドネシア	32.3	30.6	25.6	21.5	30.7	31.9	16.1	16.0	1.5	1.3	9.5	5.5
マレーシア	34.4	39.7	47.2	42.9	32.4	43.6	27.2	21.8	2.0	3.9	20.0	21.1
フィリピン	18.7	14.5	17.3	20.1	24.2	22.5	21.2	18.7	5.5	7.9	3.9	1.4
タイ	34.3	37.3	33.2	33.1	41.4	42.1	22.8	25.2	7.1	4.8	10.4	7.9
中国	38.7	42.5	39.0	42.7	34.7	40.8	36.3	44.4	4.0	1.7	2.6	1.7

(出所) Key Indicators, ADB

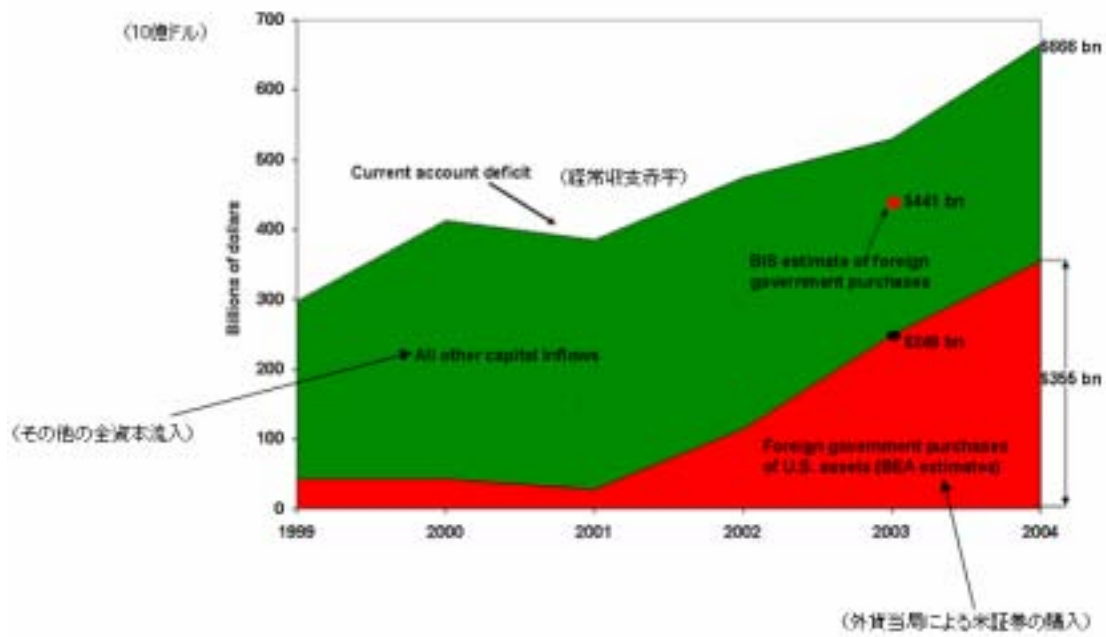
## 主要先進国とアジア各国の経常収支、1995、2000、2003

(10億ドル; GDP比%)

	1995	2000	2003	1995～2003 年の変動額	1995	2000	2003
	(10億米ドル)			(10億米ドル)	(GDP比率%)		
先進国							
米国	-105.8	-411.5	-541.8	<u>-436.0</u>	-1.4	-4.2	-4.9
ユーロ地域	50.9	-29.8	53.2	2.3	0.7	-0.5	0.6
日本	111.4	119.6	136.4	<u>25.0</u>	2.1	2.5	3.2
その他	-7.1	75.4	110.3	117.4			
東アジア・エマージング 経済国				<u>161.5</u>			
1997年危機国				<u>80.5</u>			
韓国	-8.5	12.2	12.3	20.8	-1.7	2.4	2.0
インドネシア	-6.8	8.0	8.0	14.8	-3.4	5.3	3.9
マレーシア	-8.6	8.5	11.4	20.0	-9.7	9.4	11.1
フィリピン	-2.0	6.3	1.7	3.7	-2.6	8.4	2.1
タイ	-13.2	9.3	8.0	21.2	-7.9	7.6	5.6
危機に陥らなかった国				<u>81.0</u>			
台湾	5.5	8.9	28.6	13.1	2.1	2.9	10.0
シンガポール	14.8	13.2	28.2	13.4	17.6	14.3	30.9
香港	-9.1	7.1	17.4	26.5	-6.4	4.3	11.0
中国	1.6	20.5	29.6	28.0	0.2	1.9	2.1

Source: IMF, World Economic Outlook Reports, April 2004

米国への純資本流入の内訳  
Net capital inflow to the U.S. by source



(Source) Economic Snapshot, EPL, Dec 16, 2004  
[http://www.epinet.org/content.cfm/webfeatures\\_snapshots\\_12162004](http://www.epinet.org/content.cfm/webfeatures_snapshots_12162004)



## 中国の加工貿易、1993年と2002年

		輸入 (%)					
		世界	韓・台・香	日本	EU15	米国	その他世界
1993							
総輸入		100	28	22	15	10	25
通常の輸入		37	3	8	8	5	13
加工のための輸入		35	18	8	2	2	6
その他		28	7	7	6	3	6
2002							
総輸入		100	26	18	13	9	33
通常の輸入		44	7	6	8	5	17
加工のための輸入		41	16	8	2	2	12
その他		15	3	3	3	2	4
		輸出 (%)					
		世界	韓・台・香	日本	EU15	米国	その他世界
1993							
総輸出		100	29	17	13	18	22
通常の輸出		47	12	10	7	6	13
加工輸出		48	16	7	7	13	6
その他		5	0	0	0	0	4
2002							
総輸出		110	25	15	15	21	24
通常の輸出		42	8	6	7	7	15
加工輸出		55	16	9	8	14	8
その他		3	1	0	0	1	1
		貿易収支 (10億ドル)					
		世界	韓・台・香	日本	EU15	米国	その他世界
1993							
貿易収支		-12.2	-2.4	-7.5	-3.5	6.3	-5.1
通常貿易		5.2	8.0	0.7	-2.0	-0.0	-1.5
加工貿易		7.9	-3.8	-1.3	4.2	9.7	-1.0
その他		-25.2	-6.6	-6.9	-5.8	-3.4	-2.6
2002							
貿易収支		30.4	3.2	-5.0	9.7	42.7	-20.2
通常貿易		7.1	3.4	1.1	-3.1	6.7	-1.0
加工貿易		57.7	5.9	3.1	19.6	39.9	-10.9
その他		-34.4	-6.1	-9.3	-6.8	-4.0	-8.2

(出所) "CHINA'S INTEGRATION IN ASIAN PRODUCTION NETWORKS AND ITS IMPLICATIONS"

By Guillaume GAULIER, Françoise LEMOINE, Deniz, NAL-KESENCI, June 2004

(China's Customs Statistics, author's calculations)

## 米国からみた対日本及び東アジア・エマージング経済国との二国間貿易収支、2003年

(100万米ドル)

国名	米国の輸出	米国の輸入	貿易収支
日本	52,063.7	118,029.0	-65,965.3
香港	13,542.1	8,850.2	4,691.9
韓国	24,098.6	36,963.3	-12,864.7
シンガポール	16,575.8	15,158.0	1,417.8
台湾	17,487.9	31,599.9	-14,112.0
インドネシア	2,520.1	9,520.0	-6,999.9
マレーシア	10,920.4	25,437.8	-14,517.4
フィリピン	7,992.1	10,061.0	-2,068.9
タイ	5,841.8	15,180.8	-9,339.0
中国	28,418.5	152,379.1	-123,960.6
<b>日本及び東アジア/合計</b>	<b>179,461.0</b>	<b>423,179.1</b>	<b>-243,718.1</b>
<b>世界/合計</b>	<b>713,122.0</b>	<b>1,260,674.0</b>	<b>-547,552.0</b>

出所: U.S. Census Bureau