

世界の外貨準備の膨張について

— いくつかの論点の整理 —

奥 田 宏 司

はじめに

- I, 外貨準備の膨張の推移
- II, 中国、エマージング市場国等における外貨準備増大の諸要因
- III, ECB タスク・フォース文書の検討
- IV, 外貨準備の膨張と米経常収支赤字のファイナンス
- V, 外貨準備の種別・通貨別構成

まとめ

はじめに

世界は1990年代の末から2つの不均衡問題を抱えることになった。1つはアメリカ経常収支赤字の異常な増大であり、もう1つは中国とアジアのエマージング市場諸国、それにロシア等の石油輸出国の経常収支黒字の増大である。これら2つの不均衡は1つの事態の両面という性格をもっていると同時に、それぞれ独自の契機も有している。小論では後者の不均衡の結果としてもたらされた世界の外貨準備の膨張について論じたい。2002年以後の外貨準備の膨張は日本を含むアジア諸国と石油輸出国において生じている。しかも、ドル準備のうちアメリカ以外のオフショア市場において保有される部分が増大している。

欧州中央銀行 (ECB) は2006年2月にタスク・フォースによる文書を公表し、また、BIS、IMFも外貨準備に関する論文、ワーキング・ペーパーを相次いで発行している。小論では、それらの文書、論文等の主要部分を紹介しながら、日本、中国、それにアジアのエマージング市場国の外貨準備が何によってもたらされたのか、オフショア市場におけるドル準備保有がアメリカ経常収支赤字のファイナンスに如何に貢献するのか、さらに、世界的にドルからユーロへの外貨準備の転換が生じているのかなどを論じたい。しかし、小論においては上記の諸国際金融機関の

文書，論文を紹介し，それらに見られるいくつかの論点を検討することにとどまっている¹⁾。

I, 外貨準備の膨張の推移

欧州中央銀行（ECB）のタスク・フォース文書²⁾によると，世界の外貨準備総額は95年1月に1兆2000億ドルであったのが，05年9月には4兆ドルにも達した³⁾。1990年代の中期から今日まで世界の外貨準備の増大は第1表に示されている。とくに，2002年からの膨張が著しい。1999年1月から2001年12月までの増加が4550億ドルであったのが，2002年1月から2005年8月までの増加は1兆8490億ドルにもものぼっている。国別で見れば，トップ10カ国のうち7カ国までがアジアであり，アジア以外にはロシア等の産油国が入っている。2002年1月から2005年8月までの期間に，中国は5360億ドル，日本は4430億ドルを増加させ，この2国でこの期間における世界の外貨準備増額の53%にも達している。

第1表 各時期における外貨準備の増加

	2002 - 2005 ¹⁾		1999 - 2001		1997 - 1998		1995 - 1996	
	10億ドル	全世界の増加の 中の比率 (%)	10億ドル	全世界の増加の 中の比率 (%)	10億ドル	全世界の増加の 中の比率 (%)	10億ドル	全世界の増加の 中の比率 (%)
中国	536	29.0	67	14.7	36	47.8	50	14.4
日本	443	24.0	177	39.0	-4	-5.2	91	26.1
台湾	130	7.1	30	6.7	2	2.6	-5	-1.5
ロシア	114	6.1	26	5.6	-2	-2.8	9	2.6
韓国	102	5.5	49	10.8	21	27.7	8	2.2
インド	92	5.0	18	3.9	7	9.4	0	0.0
マレーシア	49	2.7	3	0.7	-1	-1.8	2	0.4
シンガポール	41	2.2	1	0.3	-3	-3.4	18	5.2
アルジェリア	33	1.8	12	2.5	2	2.6	2	0.5
ブラジル	19	1.0	2	0.3	-14	-19.0	22	6.2
世界	1,849	100	455	100	76	100	349	100

注1) 2005年8月

出所：European Central Bank, *The Accumulation of Foreign Reserves* (by an International Relations Committee Task Force), Occasional Papers Series, No.43, Feb. 2006, p.9

また，国別の外貨準備保有額を示している第2表を見ると，上位10カ国のうち，9カ国がアジア諸国であり，ロシア，メキシコ，アルジェリア，ノルウェー等の石油輸出国が続いている。ユーロ地域の外貨準備保有額は合わせても2005年8月に1732億ドルで，日本の8231億ドルをはるかに下回っている。さらに，第1図から世界の外貨準備保有の過半が中国及びエマージング市場国などの途上国であること，また，日本以外の先進国の保有は合計しても5000億ドル程度にとどまっていることがわかる。先進国ではなくエマージング市場国などの途上国の外貨準備保有が世界の外貨準備保有の過半を占めているということにわれわれは注目しなければ

第2表 各国の外貨準備保有額

（単位：10億ドル）

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005 ¹⁾	% of GDP	CC ²⁾	為替制度 ³⁾
1.日本	172.4	207.3	207.9	203.2	277.7	347.2	387.7	451.4	652.8	824.3	823.1	17.1	N	IF
2.中国	73.6	105.0	139.9	145.0	154.7	165.6	212.2	286.4	403.2	609.9	769.0	37.0	Y	MF
3.台湾	90.3	88.0	83.5	90.3	106.2	106.7	122.2	161.7	206.6	241.7	253.7	78.2	N	IF
4.韓国	—	29.4	8.9	48.5	74.1	96.2	102.8	121.4	155.3	199.1	205.9	29.1	N	IF
6.ロシア	14.4	11.3	12.9	7.8	8.4	24.3	32.5	44.0	73.2	120.6	155.7	20.7	Y	MF
7.インド	—	—	23.9	26.8	31.5	36.8	44.9	65.7	95.2	124.7	136.9	18.9	Y	MF
8.香港	55.4	63.8	92.8	89.6	96.3	107.6	111.2	111.9	118.4	123.6	122.0	75.1	N	CB
9.シンガポール	68.8	77.0	71.4	75.0	77.2	80.4	75.8	82.3	96.3	112.8	115.5	104.4	N	MF
10.マレーシア	22.9	25.1	20.0	24.7	29.7	28.6	29.6	33.3	43.5	58.2	75.8	55.5	Y	MF
11.メキシコ	15.7	16.7	26.7	29.5	30.7	36.2	40.0	45.8	55.7	61.0	68.6	15.0	N	IF
12.ブラジル	51.8	60.1	52.2	44.5	36.3	33.0	35.9	37.8	47.1	54.0	54.8	8.8	N	IF
13.アルジェリア	2.0	4.2	8.0	6.8	4.4	11.9	18.0	23.1	32.9	39.4	51.7	52.9	Y	MF
14.タイ	—	—	—	24.7	33.6	32.5	33.2	38.1	42.1	49.1	48.3	29.7	N	MF
15.ノルウェー	21.1	25.2	22.0	17.3	22.5	26.7	22.2	30.7	35.9	42.7	42.7	17.1	N	IF
16.トルコ	—	—	—	—	—	19.6	19.9	26.4	32.3	35.1	41.7	11.8	N	IF
19.デンマーク	10.2	13.4	18.2	13.7	21.1	14.5	16.1	25.9	36.0	38.2	34.4	15.8	N	FP
20.オーストラリア	11.3	13.9	16.1	13.4	19.5	16.8	16.4	18.6	29.9	33.9	33.4	6.1	N	IF
5.ユーロ地域	277.4	306.8	312.5	284.4	228	218.6	208	215.8	188	179	173.2			
17.アメリカ	49.1	38.3	30.9	36.0	32.2	31.2	29.4	33.1	39.2	42.4	38.7			
18.イギリス	39.2	37.1	28.8	27.3	30.1	39.3	32.0	32.8	35.1	39.5	38.6			

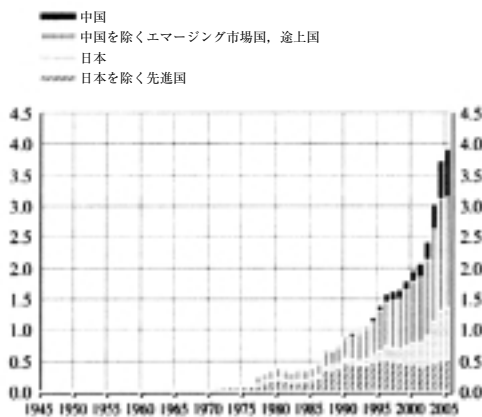
注1) 2005年8月

2) 資本規制：Y：YES, N：NO.

3) IF：自由変動相場制, MF：管理変動相場性, FP：ベッグ制, CB：カレンシーボード制

出所：Ibid., p.11

第1図 世界の外貨準備 （単位：兆ドル）



出所：Ibid., p.10

ばならない。1990年代前半まではこのようなことはなかった。90年代末から世界経済の有り様に変化してきているのである。

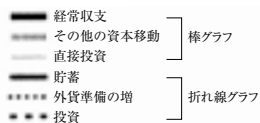
II, 中国, エマージング市場国等における外貨準備増大の諸要因

中国, エマージング市場国などにおける外貨準備増大の諸要因を考えるには, まず, これらの諸国が2000年以後経常収支黒字を記録してきていることを確認しなければならない。欧州

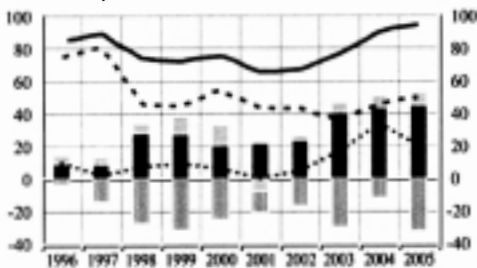
第2図 外貨準備を増加させた諸国の分類

(単位: 10億ドル)

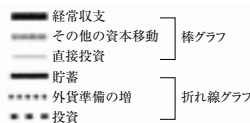
a. 1997-98年のアジア通貨危機後における投資の減少により経常収支黒字が発生



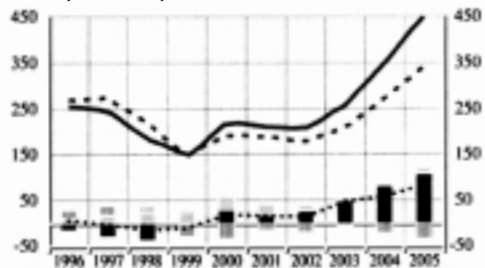
マレーシア, シンガポール



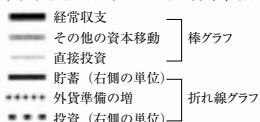
b. 投資を上回る貯蓄の増大により経常収支黒字が発生



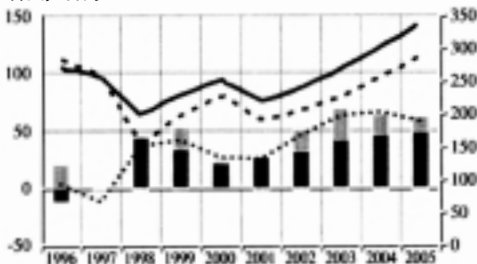
ロシア, ブラジル, アルジェリア



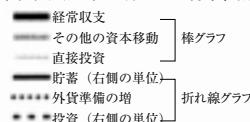
c. 1997-98年のアジア通貨危機以後における国内投資の減少と資本収支の黒字により外貨準備が増加



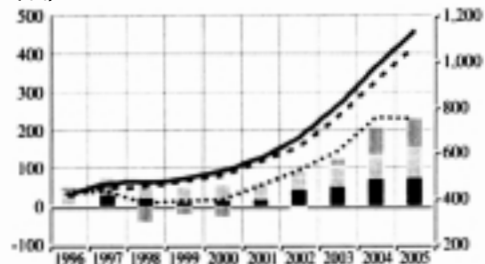
韓国, 台湾



d. 投資を上回る貯蓄により経常収支黒字が発生し、それに資本収支黒字が伴って外貨準備が増加



中国, インド



出所: *Ibid.*, p.14

中央銀行のタスク・フォース文書は、外貨準備増大国の貯蓄、投資の変化から国際収支構造を4つに区分して、その動向を分析している（第2図）。a) 97-98年の金融危機以後、貯蓄が変化しないまま、あるいは高まりつつ、投資が落ち込んだ諸国（マレーシア、シンガポールなど）。これらの諸国では資金流出があるにもかかわらず、為替政策のアンカーとしてドルを利用し、輸出主導の成長政策を実施して経常黒字を生み出し、外貨準備が増大した。b) 投資を上回る貯蓄の高まりによって経常黒字が生まれた諸国（ロシア、ブラジル、アルジェリア）。これら諸国の中心は石油産出国である。c) 90年代後半の金融危機後、投資、貯蓄がともに低下したが、前者の落ち込みの方が大きいため経常黒字が生まれていたが、その後、貯蓄、投資の双方が回復しつつ貯蓄が上回って経常黒字が維持されるとともに、資本流入もあって外貨準備が膨張した（韓国、台湾）。d) 貯蓄、投資の両者が今世紀に入って急速に増加しながら、前者が後者を上回って経常黒字が生まれ、同時に多額の資金流入があって膨大な外貨準備が形成されている諸国（中国、インド）。

以上のように、アジア諸国では貯蓄が投資を上回ることによって経常収支黒字が生み出され、ロシア、アルジェリア等では石油輸出が経常収支黒字を生み出している。

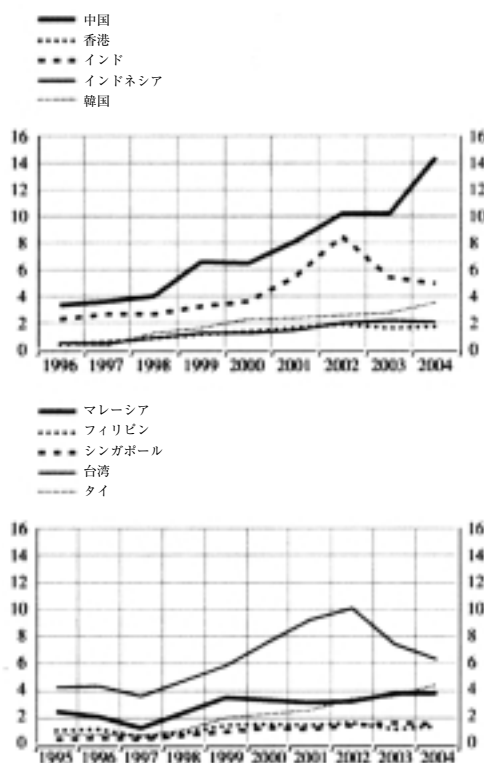
このことを踏まえて、欧州中央銀行のタスク・フォース文書は、エマージング市場国の外貨準備がなぜ急膨張を遂げたのかを検討し、外貨準備に関する旧来の基準では十分な説明がつかないと述べる。まず、昨今の外貨準備の増加は、資本移動の自由があるかどうかには関わりがない。それは第2表を見てもわかるという。資本移動の自由が認められていない諸国（例えば中国）においても外貨準備が増加し、資本移動が認められている国（例えば日本）においても増加している。また、変動相場制を採用している諸国においても持続的な為替介入が行われていると述べる⁴⁾。

さらに、昨今の外貨準備の増加はその適正規模を図るいくつかの基準からしても大きすぎる。したがって、旧来考えられてきた諸要因以外の要因があって、90年代末以降の世界の外貨準備の急膨張がみられるとタスク・フォース文書は述べる⁵⁾。

以上のタスク・フォース文書の指摘は正しいであろう。文書は、外貨準備が増大した理由として3つの点を指摘している。①エマージング市場国等が金融危機に備えて外貨準備を増大させた。②アジア諸国は自国通貨をドルへ事実上ペッグする通貨・為替制度を引き続き維持することによって、通貨危機後も輸出志向の成長路線を追求した。③未発達な金融市場、金融構造が外貨準備保有を増大させることにつながっている⁶⁾。以下、もう少し、このタスク・フォース文書を見ていこう。

エマージング市場国における将来の通貨・金融危機に備えての外貨準備の積み上げという論点は、確かに考えられる点である。90年代後半期におけるアジアなどの通貨危機が外貨準備の必要性を高めたことは事実である。危機に見舞われた諸国が、IMFの課したコンディショナリ

第3図 対外短期債務額に対する外貨準備額の比率 (%)



出所: *Ibid.*, p.30

による国内通貨から外貨に換えての資金流出の可能性を示す)をあげ、それぞれ検討している。前者について文書は第4図を提示しながら、フィリピンを除いてアジア諸国は適正水準を超え、台湾は海外からの資金流入がなくとも約2年間、外貨準備で輸入に耐えられるとしている⁸⁾。後者については、この比率がゼロに近いということは**broad money**が外貨準備を上回っていることを意味しており、97年以後アジア各国の比率は高くなってきていると文書は述べる(第5図)⁹⁾。

文書はこれら3つの指標を検討したうえで、アジア諸国では外貨準備はすでにこれらの基準を超えたものになっていると結論し、危機に備えて外貨準備を蓄積させるという動機は主要なものではなく、これらの国における外貨準備の蓄積には他の諸要因が関係していると述べている¹⁰⁾。エマージング市場国が金融危機に備えて外貨準備を増加させたのなら、外貨準備が適正水準に達すれば、増加のテンポは落ちるはずである。しかし、現実はそうになっていないのである¹¹⁾。

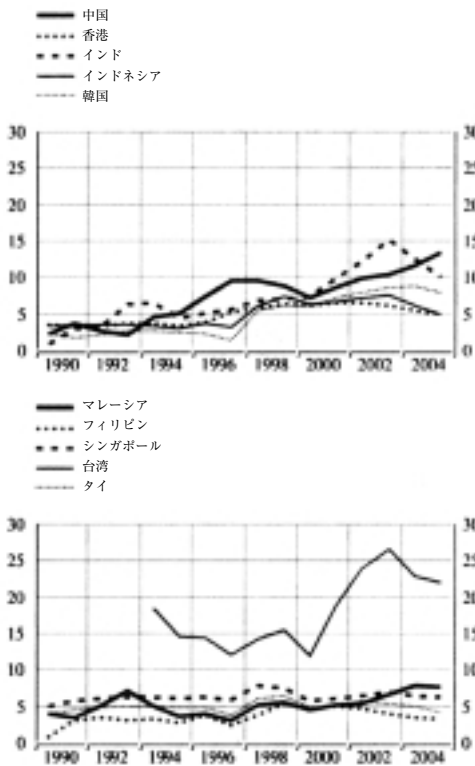
それでは、何がアジア諸国の外貨準備を異常に増大させたのだろうか。それは、これら諸国

ティによって苦しめられたことから、IMFのコンディショナリティを回避するために外貨準備保有を高めようとするのは当然である。しかし、どれくらい外貨準備保有を高めれば金融危機に対処できるかの判定はむずかしい。

タスク・フォース文書は外貨準備の適正水準を示す指標として3つの指標を提示している。1つは短期対外債務に対する比率である。この比率は第3図に示されている。この図から、文書は、アジア通貨危機以後の外貨準備の蓄積は適正水準へ高めるためのものであった言うことが出来ると述べている。しかし、同時に文書はアジア諸国のその比率はすでに適正水準を超えている、とくに、中国、インド、台湾においてはそうであると強調している⁷⁾。

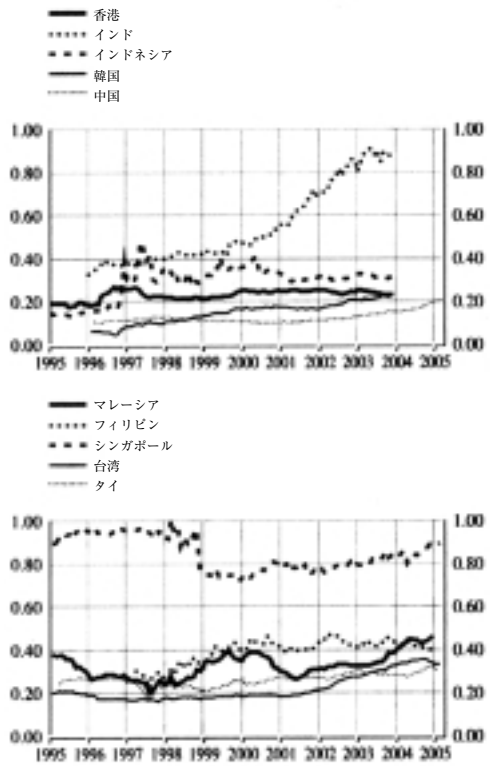
さらに、文書は、適正水準を示す指標として輸入に対する外貨準備の比率、**broad money**に対する外貨準備の比率(居住者による国内通貨から外貨に換えての資金流出の可能性を示す)をあげ、それぞれ検討している。

第4図 輸入額に対する外貨準備額の比率（％）



出所：Ibid., p.31

第5図 broad moneyに対する外貨準備額の比率（％）



出所：Ibid., p.32

における為替相場政策だと文書は主張する。アジア諸国が輸出主導の経済成長戦略を実現させる手段として本国通貨の為替相場を低位に維持する政策を一貫して追求したことが、ハイペースで持続的な外貨準備増をもたらしたのであると強調する。また、アジア諸国の貿易相手国がアメリカであることから、必然的に外貨準備もドル準備となると述べる¹²⁾。しかも、文書は事実上の固定相場制は、それら諸国の経済政策や制度的弱点を覆い隠し、各種の不均衡問題を醸成していると述べる。本国通貨を下落させることにより輸出産業に利益をもたらし、輸出産業部門への過剰な投資を引き起こす。資本取引の自由化が進めば、この問題はさらに大きくなる。というのは、為替相場が固定されているので国内企業・金融機関は、為替リスクへの配慮なしに外貨建の対外債務を形成しがちとなるからである、と¹³⁾。

このように、輸出志向の為替相場維持策に加えてアジア諸国の金融制度の未発達が、外貨準備の増大につながったと文書は述べる。つまり、投資を上回る貯蓄（＝経常収支黒字）は、アジア諸国の金融市場の未発達により国内投資あるいは民間の対外投資につながらず外貨準備の累積となっていったのである、と¹⁴⁾。アジアのエマージング市場国は国際貿易においてきわめ

て重要な地位を占めるようになってきているが、これらの諸国の金融市場、金融構造はまだ未発達であり、この「非対称」のために世界の外貨準備のうち3分の2がエマージング市場国のものになっていると、文書は興味ある指摘を行っている¹⁵⁾。さらに、民間部門が対外投資を行えば発生する通貨上のミスマッチ（為替差損）、金利変動に伴うリスク等を、中央銀行による外貨準備の蓄積によって民間部門から公的部門へシフトさせるという。為替市場、金融市場が未発達であることから有効なヘッジ手段が発達しない。そのため民間部門の対外投資が伸びず、投資を上回る貯蓄（＝経常収支黒字）は外貨準備になっていくのである、と¹⁶⁾。

タスク・フォース文書は、以上のようにアジア通貨危機後におけるアジア諸国の一層の輸出志向の為替政策が外貨準備増大の根本理由であり、それを増幅させたのがアジア諸国の未発達な金融市場、金融構造であると強調するのである。

Ⅲ、ECB タスク・フォース文書の検討

ECB タスク・フォース文書が指摘する90年代末以降のエマージング市場国における外貨準備の膨張要因は以上のごとくである。興味ある指摘も見られる。以上の指摘をわれわれはどのように評価すればよいであろうか。

まず、以下のことを再度確認しよう。それは、第1に経常収支黒字が生まれているからといってそれが直ちに外貨準備の増加にはつながらないということである。経常収支黒字に匹敵する資本収支赤字（民間対外投資）があれば、外貨準備は増加しない。資本収支赤字額が経常収支黒字額に及ばないから外貨準備の増加が見られているのである。したがって、資本収支の赤字額（＝民間対外投資額）がなぜ経常収支黒字額に及ばないのかという問題が提起されることになる。

それは、国内要因と国外要因の2面から考察される必要があるだろう。タスク・フォース文書はこれから述べるように国内要因をやや強調しすぎであったと思われる。国内要因としては、第1に為替相場政策がある。タスク・フォース文書はこの要因を強調した。外貨準備の膨張をもたらしてきた諸国は中国、アジアのエマージング市場国、石油輸出国、それに日本である。中国とアジアのエマージング市場国はこの期間、自国通貨の対ドル相場を低位に維持する為替相場政策を実施して貿易黒字を生み出し、輸出志向の成長戦略をとってきた。日本もタスク・フォース文書が言うように、バブル崩壊後の異様な金融政策によって外貨準備の急増加をもたらしたという面が確かにある。不良債権問題を背景とするゼロ金利政策によって金融政策が有効力を失い、円の上昇を阻止する為替政策が唯一の経済政策になっていったのである¹⁷⁾。このようにして、日本を含むアジア諸国は外為市場への介入を継続させ外貨準備を急膨張させた。

第2の国内要因は対外投資規制である。その典型例は中国である。中国からの直接投資は許
222 (642)

可制となっており、居住者が人民元を外貨に変えて対外証券投資を行うこと、対外貸出を行うことは厳格に禁止されている。現に第2図にあったように中国へは直接投資のみではなくその他の資本も流入となって、資本収支は黒字になっている。中国では対外投資規制のために経常収支黒字は外貨準備の増加に直結せざるを得ないのである。中国以外のアジアのエマージング市場国においても対外投資規制が残存しており、このことが民間部門の対外投資を抑制し外貨準備の増加につながったと思われる。

第3の国内要因は、これもタスク・フォース文書が指摘するようにエマージング市場国における金融市場の未発達である。そのために国内の貯蓄が国内投資、対外投資に向かうことが妨げられている。諸金融機関の未整備、金利諸体系の不備、それに先物為替市場等のヘッジ手段の未発達等である¹⁸⁾。タスク・フォース文書は、「アジアのエマージング市場国は国際貿易においては主要国になったが、金融面ではなお未発達である。この非対称がエマージング市場国の外貨準備が世界全体の3分の2を占めるようになった理由である」¹⁹⁾と述べているが、興味ある指摘である。

しかし、タスク・フォース文書は国外要因についてはほとんど述べていない。国外要因の第1は、経常収支黒字の増大に比して民間部門が対外投資を行う上で有利な海外の投資先が相対的に乏しくなっているということである。民間部門の対外投資額がたとえ絶対額では伸びてもそれ以上に経常黒字が増大すれば、外貨準備は増加するのである。各国の民間部門の対外投資は、これまで見てきた国内要因によって左右されると同時に、投資に有利なドル資産が乏しくなってくると落ち込まざるを得ない。リチャード・ダンカンという金融アナリストは2002年のアメリカの経常赤字が5000億ドルに達するだろうという状況の中で、次のように述べている。「黒字国の余剰ドルが残らずアメリカに還流するには、年間で5000億ドル分の安全・有利な運用先がアメリカ国内に新たに生じることが必要だ。だが、さまざまな理由から金融部門も、家計も、企業も、5000億ドルもの投資を焦げつかせずに吸収できるとは思えない状態にある」²⁰⁾。「民間で年間5000億ドル分の投資を吸収することは、少なくとも今後数年間はきわめて困難であろう」²¹⁾。確かに、アメリカ企業の実績が悪くなったり、アメリカの経済成長率が低下すれば、社債価格、株価の低下が生じ、アメリカの民間部門への海外からの投資は落ち込み、唯一、アメリカ連邦政府債が比較的・安全・有利な投資先となる。「しかし、アメリカ連邦政府でさえ、それだけの財政赤字を垂れ流し続けることは不可能である」²²⁾と述べて、ダンカン氏はドル相場の急落は避けられないとしている。

さらに次のような事態がある。それはいま述べた国外の第1要因および国内の第1要因と関連している。有利なドル建・対外投資先が乏しくなってくると円やアジア諸通貨の相場がドルに対して上昇し、これがさらに民間部門の対外投資を落ち込ませる。すなわち、対外投資が規制されていない諸国において外貨（ドル）準備が急速に増大しているということは、アメリカ

第3表 日本の貿易における通貨別比率 (2003年下期：%)

	輸出	輸入
ドル	48.0	67.8
円	39.3	25.3
ユーロ	8.9	4.7
その他	3.8	2.2

出所：財務省「貿易取引通貨別比率」より

第4表 日本の通貨別貿易収支 (2003年下期：兆円)

ドル建貿易収支	-0.62
円建貿易収支	+5.52
ユーロ建貿易収支	+1.43

出所：前表及び日銀『国際収支統計月報』より

の経常収支赤字額に比して、有利なドル建の投資先が相対的に低位で対外投資が伸びず、その結果ドル相場が下落し、日本を含むアジア諸国の通貨当局が為替市場に介入し、ドル準備を増加させているということである。とくに日本の場合はそうである。

筆者がこれまでに主張してきたように、日本の貿易収支黒字はほとんどが円建で存在している。改めて確認すると03年下期の貿易取引通貨別比率は第3表のようになっている。年によって若干の変化があるが、03年下期においてドルは輸出において48%、輸入において68%、円は輸出で39%、輸入で25%、ユーロは輸出で9%、輸入で5%である。他方、03年下期の輸出額は26兆9000億円、輸入額は19兆9000億円であるから²³⁾、通貨別貿易収支は第4表のようになる。ドル建貿易収支は約6000億円の赤字、円建貿易収支は5兆5000億円の黒字、ユーロ建貿易収支は1兆4000億円の黒字となっている²⁴⁾。

他方、円建・対外投資についてはその額を正確に示す統計は存在しないが、円建・対外投資は非居住者向けユーロ円債、円建外債、円建貸付、円借款（ODA）等であり、円建貿易黒字をかなり下回るものと思われる²⁵⁾。したがって、日本の対外投資の太宗は外貨建投資であり、円建貿易黒字を原資としながらドル等の外貨に転換して行なわれているのである。

この円をドル等の外貨に替えての対外投資には為替リスクが伴う。日本の場合には、いったんドル安・円高に傾くと為替差損が発生するため円を外貨に換えて行う対外投資（円投入外貨建対外投資＝「円投」）は減少し、さらなるドル安・円高をもたらし、いっそう「円投」が減少するという循環が生まれる。それ故、日本の通貨当局は貿易上の理由のみならず、民間部門の対外投資の縮小を防ぐためにも円高の進行を防ぐための為替市場介入（＝ドル準備の増加）を余儀なくされる。したがって、アメリカ国内及びその他の国際金融市場においてドル建の有利な投資先が乏しくなって、各国のドル建投資が伸び悩み、その結果としてドル安が進めば、日本の「円投」は急速に落ち込み、それがさらにドル安・円高を生み出し、日本の通貨当局による為替介入をもたらすことになる。02年から05年における日本の外貨準備の膨張にはこのような面もあったのである²⁶⁾。

ECBタスク・フォース文書が日本の外貨準備に触れることがあっても、この点についてはまったく言及していない。文書が言及する為替リスクは時系列的なリスク、すなわち、将来ド

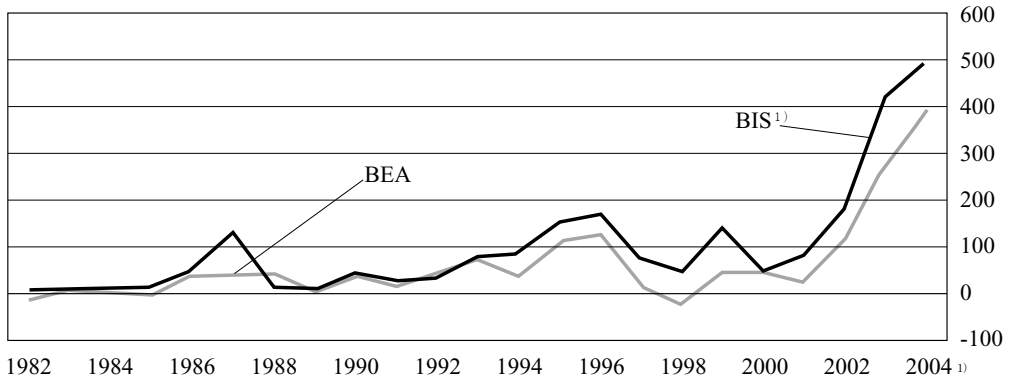
ルがユーロや円に対して下落すればドル資産の目減りが生まれるというリスクである。それは日本の対外投資にも発生するが、日本以外のアジア諸国がもっている経常収支黒字はそもそもドル建てで存在しており、日本の「円投」に伴うような為替リスクはアジア諸国にはなく、日本固有のものである。

IV、外貨準備の膨張と米経常収支赤字のファイナンス

最近、国際機関が公表したドル準備に関する論文では、さらにBISの論文²⁷⁾がある。この論文は、アメリカ国外で保有されているドル準備額を確認しながら、それがアメリカ経常収支赤字のファイナンスに対してもつ意味、また、ドル相場を支える意味について吟味している。本節ではこのBIS論文を参考にしながら、これらの論点を整理したい。

まず、公的ドル準備のうちアメリカ国内で保有されている部分とアメリカ国外で保有されている部分が、どれぐらいであるかを第6図によって見よう。BISによる統計値と米商務省の経済分析局（BEA）による統計値に差異が見られる。この差がアメリカ国外で保有されているドル準備と考えられる。というのは、BEAの統計値はアメリカ国内で保有されているドル準備だけを示しているのに対し、BISの統計値はユーロダラー市場において保有されている公的ドル準備も含まれているからである。

第6図 ドル準備のアメリカ国内での保有とアメリカ国外での保有（フロー）（10億ドル）



注1) 推定値

出所：BIS Quarterly Review, Sep. 2005, p.58

さらに、第5表によると04年の6月末時点で、確認されたドル準備保有のうち少なくとも20%がオフショア市場で保有されている。確認された統計値と推定値との差額（2兆3340－2兆2410億ドル＝930億ドル）をオフショア市場での保有とみなせば、確認された統計値のオ

第5表 ドル準備の構成

(2004年6月末, 単位: 10億ドル)

	短期	長期	合計
財務省証券	249	923	1,172
その他	635	434	1,069
アメリカにおけるレポ, 預金	141		
アメリカにおけるCP, CD	93		
オフショア預金	401	37	
アメリカ政府機関債		216	
企業債		47	
株式		134	
合計	884 (39.4%)	1,357 (60.6%)	2,241 (100%)
メモ			
財務省証券の比率	28.2%	68.0%	52.3%
推定によるドル準備額 (04年6月)			2,334

出所: *Ibid.*, p.59

第6表 日本の外貨準備の構成 (2005年12月末, 単位100万ドル)

(1) 外貨	828,813
a) 証券	706,262
b) 預金	122,551
(ii) 外国中央銀行及びBISへの預金	7,866
(iii) 本邦金融機関への預金	39,415
うち海外拠点分	—
(iv) 外国金融機関への預金	75,270
うち本邦内拠点分	75,270
(2) IMFリザーブポジション	2,878
(3) SDR	2,585
(4) 金	12,621
合計	846,897

出所: 財務省「外貨準備等の状況」より

フショア預金(4310億ドル)にそれが加算されて、5310億ドルがオフショア保有となり約4分の1近くがオフショア保有になる²⁸⁾。参考までに日本の外貨準備(IMFリザーブポジション、SDR,金を除く)のうち日本国内で保有されている比率を示すと、それは14%となっている(第6表)。在日銀行等(邦銀、外銀)に預けられているのである²⁹⁾。

それでは、アメリカ経常収支赤字のファイナンスにとって、ドル準備のオフショア保有の含意はいかなるものであろうか。アメリカ国際収支表にあらわれる公的ドル準備額はBEAの統計値であるから、オフショア市場におけるドル準備も含めてのグローバルなドル準備の増加によるアメリカの赤字のファイナンスの比重は低く見える。公的ドル準備のオフショア保有分はオフショア地域からアメリカ所在銀行に対する債権となり、アメリカ国際収支表では「銀行等の対外債務」として表示されることになる³⁰⁾。その部分は、結果的には、また、最終的には「銀行等の対外債務」となって、アメリカ経常赤字をファイナンスすることになるのであるが、ドル準備増加のアメリカ経常赤

字ファイナンスの重要性が過小評価される危険性が潜んでいる。すなわち、アメリカ国際収支表を分析するだけでは、ドル準備のアメリカ経常赤字ファイナンスの意義が低く見えてしまうのである。

他方、アメリカ国内でのドル準備保有とオフショア市場でのドル準備保有とは異なった意味をもつ可能性がある。アメリカ以外の諸国も経常赤字をもつ場合があり、それらの諸国はドルで債務を作成し、経常黒字をもつ通貨当局がそれらの国に対してドル債権をもつことがある（ドル準備の増加）。また、経常赤字をもっていないくともアメリカ以外の企業がドル建債券を発行し、それらを各国の通貨当局が購入しドル準備を増加させることもある。これらの場合、各国通貨当局は直接的にはアメリカ経常赤字をファイナンスしない。アメリカへのファイナンスは迂回的、間接的である。しかし、通貨当局のドル準備保有は為替市場への介入を経て増加するから、オフショアでの保有もドル相場を支えることには変わりがない。各国通貨当局による為替市場介入の動機は直接的にはドル相場の維持であり、アメリカ経常赤字のファイナンスではないのである³¹⁾。それは結果的に帰結するのである。

さらに、アメリカが必要とするファイナンスは経常収支赤字だけではない。アメリカは経常赤字にもかかわらず対外投資を行っており、対外投資のための資金を海外から調達しなければならないのである³²⁾。ドル相場の下落を防ぎ為替市場に介入する各国通貨当局の立場からすると、ドル相場を下落させる要因はアメリカ経常赤字だけではなく、アメリカの対外投資も1因なのである。アメリカに流入する海外民間部門の資金、さらには海外民間部門の全ドル資産保有が不足すれば、ドル相場の下落が生じ、それを防ぐために各国当局は為替市場に介入し（＝ドル準備）、そのドル準備をどこで保有するにしろ、アメリカの対外投資のための資金もファイナンスすることになるのである。日本や中国、エマージング市場国のドル準備が増加した直接的要因はドル安防止の為替市場介入であるから、アメリカ経常赤字だけでなく、アメリカの対外投資の原資のファイナンスも考察されなければならないのである。

したがって、アメリカ経常収支赤字、アメリカの対外投資、対米民間投資、アメリカ国内で

第7表 アメリカの経常収支、民間資本収支、ドル準備 (単位：10億ドル)

	アメリカの 経常収支赤字 (1)	アメリカの 民間対外投資 (2)	海外民間部門から の対米投資 (3)	在米ドル準備 (4)	全世界における ドル準備 (5)
2002	-472	-291	682	116	187
2003	-528	-328	586	278	423
2004	-665	-872	1,062	389	498

注：(1)はSCBライン76、(2)はSCBライン50、(3)はSCBライン63、(4)はSCBライン56

出所：Survey of Current Business, July 2006, p.63 ((1)～(4))、BIS Quarterly Review, Sep. 2005, p.69より。

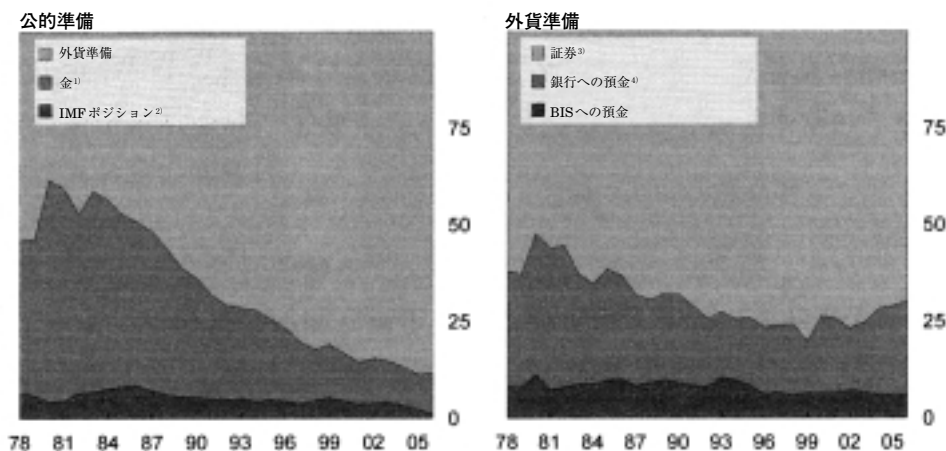
のドル準備（在米外国公的資産）、オフショア市場におけるドル準備、以上の項目のすべてを示す表が必要である。それが第7表である³³⁾。BISはその論文の第5表においてこの表に類似する項目を掲載しているが、明瞭さを欠いているので小論では第7表を掲げた。この表によれば、基本的に経常収支赤字（1欄）と米の民間対外投資（2欄）の合計は、対米民間投資（3欄）と米におけるドル準備（4欄）の合計によってファイナンスされている。04年には若干の差が見られるが、これはアメリカ政府資本収支等によってファイナンスされていると考えられる。経常収支赤字（1欄）と米の民間対外投資（2欄）の合計と、対米民間投資（3欄）と米におけるドル準備（4欄）の合計がほぼ一致するのは、5欄の全世界のドル準備と米におけるドル準備（4欄）の差額が、3欄の対米民間投資の中に組み入れられているからである（ドル準備のアメリカ国外での保有分は、オフショア地域の在米銀行への債権となっている）。

V, 外貨準備の種別・通貨別構成

世界の対外準備の構成の変化を次に簡単に見ておこう。第7図をまず見よう。これによれば金準備が激減し、外貨準備が80年代以降大きく増加している。その外貨準備のうち、今世紀に入ってわずかに銀行に預けられる部分が増加しているが、それまでは証券での保有が一貫して増加し、現在では約70%が証券となっている。

2006年9月のBISの論文によると、04年末の時点で証券での外貨準備のうち73%は長期証券であり、短期証券は25%に過ぎないという³⁴⁾。第8表はアメリカを除く各国の長期のアメ

第7図 全世界の外貨準備の種別構成 (％)



注1) 市場価格 2) SDRを含む 3) 外貨準備から預金部分を差し引いて計算

4) 2000年からはいくつかの政府預金を含む。

出所：BIS Quarterly Review, Sep. 2006, p.31

第8表 外貨準備のうちのアメリカ証券の構成 (10億ドル, %)

	10億ドル			比率		
	1989.12	2000.3	2005.5	1989.12	2000.3	2005.5
長期証券	197	565	1,439	100.0	100.0	100.0
財務省証券	188	465	1,054	95.4	82.3	73.2
アメリカ政府機関債	7	88	324	3.6	15.6	22.5
うち資産担保証券	…	…	63	…	…	4.4
企業債, その他	2	12	61	1.0	2.1	4.2
うち資産担保証券	…	…	17	…	…	1.2
メモ ポンド/全証券	…	…	…	59.5	62.4	74.3

出所: *Ibid.*, p.33

リカ証券での外貨準備の内訳を示したものである。05年6月に財務省証券が73%, アメリカ政府機関債が23%, 企業債・その他が4%となっている。このように、安全性が高く流動性リスクの乏しい財務省証券での保有比率が高い。しかし、近年、財務省証券の比率は低下しつつあり、アメリカ住宅局等の政府機関債、企業債での保有が高まって

第9表 預金形態での外貨準備

	額 (10億ドル)	準備に占める比率
全世界	1,308.0	30.1
BIS統計	1,078.8	24.8
政府による預金	116.0	2.7
BISへの預金	268.0	6.2
BISによる預金	154.8	3.6
先進国	267.4	20.7
日本	122.4	14.7
途上国	1,033.7	33.8
確認済預金	506.9	32.9
インド	109.9	75.8
ロシア	136.4	68.7
未確認預金	526.8	34.8

出所: *Ibid.*, p.32

きている。各国通貨当局による外貨準備の運用が少しずつハイリスク、ハイリターンへと変化しつつあるといえよう。それは、近年の外貨準備の増加が著しく、運用の効率性も考慮せざるを得なくなっているからである。とはいえ、今後、急激に変化しようとするのは早計であろう。

次に第9表は銀行への預金形態での外貨準備の動向を示している。途上国の預金形態での外貨準備保有が高く、先進国では日本の保有が高い。途上国は外貨準備の3分の1を銀行預金で保有しているという。中でも、インドは76%, ロシアは69%を預金形態で保有している(06年3月)³⁵⁾。日本のことについては簡単に前述した。日本の通貨当局は日本所在銀行(邦銀, 外銀)が対外証券投資等に当てるドル資金を、日本所在銀行へのドル準備の預金という形をと

第10表 外貨準備の通貨区分 (全世界) (10億, %)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005.9
ドル	976.7(71.0)	1,077.6(71.0)	1,117.7(71.4)	1,202.2(67.1)	1,465.9(65.9)	1,737.3(65.8)	1,817.9(66.4)
ポンド	39.8(2.9)	41.8(2.8)	42.4(2.7)	50.5(2.8)	61.6(2.8)	89.2(3.4)	100.9(3.7)
円	87.8(6.4)	93.3(6.1)	79.4(5.1)	78.4(4.4)	87.8(3.9)	101.5(3.8)	100.4(3.7)
ユーロ	246.9(17.9)	279.5(18.4)	301.9(19.3)	428.0(23.9)	562.1(25.3)	660.0(25.0)	667.0(24.4)

出所：Ewe-Ghee Lim 'The Euro's Challenge to the Dollar', *IMF Working Paper*, WP/06/153, June 2006. p.17

って低コストで供給したのである³⁶⁾。

以上のように、外貨準備の運用は少し変化しつつあるが、通貨構成はそれほど変化していない。このことを知るにはIMFのワーキング・ペーパー³⁷⁾が便利である。第10表から第12表までを見よう。まず、世界全体の外貨準備(第10表)ではドルは90年代末の71%から05年の66%という水準にあり、小論第1節で確認した外貨準備が急膨張した02年以後の期間にドルの比率が大きく下落したという確認は取れない。数パーセント下落したというぐらいである。ユーロの比率は99年末に18%、それが03年末には25%に上昇し、約7%の上昇が見られるが、それ以後やや低下気味である。円の比率は99年末に6%以上あったが、以後低下し4%を割る水準で推移している。一方、ポンドは99年末に3%を下回る比率であったが、4%近くにまで上昇し、円とほぼ同水準に達している。

第11表 外貨準備の通貨区分 (ドル地域¹⁾) (10億ドル, %)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005.9
ドル	600.0(77.7)	708.8(78.4)	770.5(79.4)	829.1(75.7)	1,072.8(75.1)	1,317.6(75.3)	1,377.9(75.5)
ポンド	20.3(2.6)	20.3(2.2)	21.0(2.2)	24.1(2.2)	30.8(2.2)	42.4(2.4)	48.2(2.6)
円	37.8(4.9)	41.4(4.6)	35.5(3.7)	36.1(3.3)	40.7(2.8)	50.9(2.9)	51.9(2.8)
ユーロ	104.1(13.5)	124.3(13.7)	135.5(14.0)	194.7(17.8)	263.2(18.4)	320.7(18.3)	322.6(17.7)

注1) アジア, 西半球, ドルにペッグしている諸国 (アメリカ, EMU諸国を除く)

出所: *Ibid.*, p.18

第12表 外貨準備の通貨区分 (ユーロ地域諸国¹⁾) (10億ドル, %)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005.9
ドル	88.7(39.6)	84.2(35.3)	81.4(33.8)	100.1(31.5)	127.7(32.7)	140.0(30.8)	145.1(31.5)
ポンド	9.7(4.3)	11.4(4.8)	11.8(4.9)	14.7(4.6)	14.5(3.7)	26.3(5.8)	27.5(6.0)
円	12.7(5.7)	18.4(7.7)	11.7(4.9)	12.0(3.8)	13.2(3.4)	14.0(3.1)	13.6(3.0)
ユーロ	107.9(48.1)	120.2(50.4)	132.3(54.9)	185.5(58.3)	227.3(58.2)	263.3(57.8)	264.0(57.4)

注1) EMU周辺国, アフリカ諸国 (アメリカ, EMU諸国を除く)

出所: *Ibid.*, p.19

以上と同じことは、ドル地域の比率（第11表）を見てもわかる。ドルの比率は01年末に80%近くあったのが05年に75%に低下し、ユーロは14%から19%近くまで上昇してきている。また、円の比率が低下している。ユーロ地域ではドルの比率が99年末に40%であったのが、04年末に30%を少し上回るぐらいに落ち込んで以後、その後やや上昇してきている。ユーロは99年末の48%から02年末には58%と10%も上昇したが、それ以後、伸びは停滞している。他方、ポンドが上昇し円が率を下げている（第12表）。

以上のことからわれわれは次のように言うことが出来るであろう。90年代の末から05年にかけての外貨準備の通貨構成において、ドルからユーロへの転換は5%前後にとどまっており、また、03年から05年にかけてはドルの率が下げ止まり、あるいは若干の上昇となり、ドルの地位が大きく低下したという事態にはなっていない。

このような評価はBISの論文にも見られる。同論文は、外貨準備の運用では以前よりもハイリスク、ハイリターンが重視されるようになったが、通貨構成ではそれほど変化していないと述べている³⁸⁾。しかし、同時にこの論文は、ユーロの金融市場が今後、流動性を高めていけば、ドルに代わる受け皿として外貨準備の通貨構成におけるユーロの比率は高まると論文を締めくくっている³⁹⁾。

この最後の評価についてはもう少し慎重さが必要かもしれない。というのは、外貨準備を急膨張させているのは、日本、中国、アジアのエマージング市場国であり、次に石油輸出国である。日本も含めアジアにおいては、貿易相手国がアメリカとその他の環太平洋地域を中心とするドル圏であり、輸出志向の経済政策を維持する限り、ドル相場下落を防ぐために為替市場介入を断続的に実施するだろう。したがって、外貨準備はドル準備となる。その運用もハイリターンを目指すことになって基本的にはドルでの運用となろう。ドルをユーロに転換すればドル安を招きかねないからである。したがって、日本を含めアジア諸国がユーロで外貨準備をもつことには限界がある。もちろん、ドルの下落が予想されれば外貨準備の多様化は追及されるだろうし⁴⁰⁾、有利な一時的な運用としてその一部がユーロで保有されることも考えられるが、あくまで一部にとどまろう。

石油輸出国はどうであろうか。ロシア、アルジェリア等は石油輸出の相手国がヨーロッパ、アフリカ等に広がっていくにつれて、石油代金をユーロに替えて運用することが漸次進展する可能性がある。現に、ロシアの外貨準備の一部はユーロに転換され、約3分の1がユーロになっていると言われる⁴¹⁾。外貨準備におけるユーロの地位は全ヨーロッパとアフリカ等の地域で主に問題とされる必要がある⁴²⁾。

日本を含めアジアにおいて言えることは以下のことであろう、アジア全体での「共通バスケット制」などの通貨協力体制が構築されていけば、外貨準備の水準自体が低下できるし、その運用も弾力的になりえるから、ドルの比率は現在よりも低下していこう。しかし、「通貨協力

体制」が実現するまで、アジア各国は外貨準備の通貨構成をそれほど大きく変えられないだろう⁴³⁾。

まとめ

以上、最近の外貨準備の膨張に関していくつかの論点を吟味してきた。外貨準備の膨張が今後も持続可能であるか、このことについて最後に触れておきたい。アメリカの経常収支赤字に相当するドル建資産への投資が各国から引き続きなされるという楽観的な見通しはもてない。この点は小論において引用したR・ダンカン氏の主張が参考になるだろう。06年には比較的安定していたが、今後ドル資産への投資が落ち込めば、ドル相場は下落しアジア各国が保有しているドル準備は目減りが生じ、為替差損が発生し、持続的な為替市場介入には大きな負担がかろう。今後のドル下落に伴う調整負担の押し付け合いがアジア各国間で生じる可能性がある。それを避けるためには、「通貨バスケット」制などの東アジアにおける通貨協力体制の構築以外にないであろう。⁴⁴⁾

また、当局の過度の為替市場介入は中央銀行や国内銀行のバランスシートに無理が生じ、信用拡張、資産価格の上昇を引き起こしかねない。不胎化に伴うこれらの論点は小論では触れられなかったが、予断を許さない状況が発生する可能性があることは確かであろう。

(2006年11月24日, 脱稿)

- 1) 以下の諸論点は小論では触れられていないか、小論に必要な限りで触れるにとどまっている。当局の為替市場介入に伴う不胎化など国内の金融政策への影響、各国当局によるドル準備の運用が国際金融市場に与える影響、オイルマネーの発生の経緯と運用の実態（これらについては外貨準備の視点だけでなく独自の分析が必要）などの論点である。
- 2) European Central Bank, An International Relations Committee Task Force, *The Accumulation of Foreign Reserves*, Occasional Paper Series No.43, Feb.2006.
- 3) *Ibid.*, p 7.
- 4) *Ibid.*, p.12.
- 5) *Ibid.*, p.12
- 6) *Ibid.*, p7,12-13.
- 7) *Ibid.*, p.31.
- 8) *Ibid.*, p.31.
- 9) *Ibid.*, p.31.
- 10) *Ibid.*, pp31-32.
- 11) *Ibid.*, p.30.
- 12) *Ibid.*, p.34.
- 13) *Ibid.*, p.35.

- 14) *Ibid.*,p.15.
- 15) *Ibid.*,p.7.
- 16) *Ibid.*,p.35.
- 17) *Ibid.*,p.35.
- 18) 拙書『ドル体制とユーロ、円』日本経済評論社，第9章「エマージング市場の登場とドル体制」参照。
- 19) ECB, *op.cit.*,p.7.
- 20) Richard Duncan, *The Dollar Crisis*, 2003, 徳川家広訳『ドル暴落から世界不況が始まる』日本経済新聞社，2004年，124ページ。
- 21) 同上，129ページ。
- 22) 同上，130ページ。
- 23) 日銀『国際収支統計月報』より。
- 24) それに対して，日本以外のアジア諸国の貿易黒字はドル建てで存在しており，そのドル資金を民間部門の対外投資であれドル準備の形態であれ，対外資産を増加させても為替リスクは発生しない。しかし，ドル相場下落が進行していけばやはり目減りが生まれ為替リスクが発生する。とはいえ，日本の為替リスクとは性格，深刻さが違う。
- 25) この概要は拙書『ドル体制とユーロ、円』日本経済評論社，2002年，第11章，とりわけ，339－343ページ参照。
- 26) このような事態は02年以後のことだけではなく，80年代以降の円高時に生じていたことである。日本の対外投資の最大部分が「円投」であるから（拙書『ドル体制と国際通貨』ミネルヴァ書房，1996年，第3章参照）。
- 27) ‘Distinguishing global dollar reserve from official holdings in the United States’ , in *BIS Quarterly Review*, Sep.2005.
- 28) *Ibid.*,pp.58-59.
- 29) このことについては拙稿「2003年の国際収支構造とコール市場におけるマイナス金利の発生」『立命館国際研究』18巻2号，2005年10月，33－35ページ参照。
- 30) *BIS Quarterly Review*, Sep.2005.,p.59参照。
- 31) *Ibid.*,p.60参照。
- 32) *Ibid.*,pp.69-70参照。
- 33) 筆者は以前の拙書において第8表と類似した表を掲載して，アメリカのファイナンス問題を検討した（『ドル体制とユーロ、円』日本経済評論社，2002年，第3－1表参照）。
- 34) ‘The changing composition of official reserves’ , *BIS Quarterly Review*, Sep.2006, p.32.
- 35) *Ibid.*,p.32.
- 36) 詳しくは注29) に示した拙稿を参照されたい。
- 37) Ewe-Ghee Lin, *The Euro’s Challenge to the Dollar :Different Views from Economists and Evidence from COFER(Currency Composition of Foreign Exchange Reserves)and Other Data, IMF Working Paper,(WP/06/153),June 2006.*
- 38) *BIS Quarterly Review*, Sep.2006, p37.
- 39) *Ibid.*,p.38.
- 40) 中国の国家統計局は06年7月に，ドル相場下落が続く可能性があることから，外貨準備の資産

構成の多様化を提言している（『国際金融』06年9月1日，92ページ）。

- 41) ユーロの比率が高まっているのは，ロシアの通貨・為替制度の改革と関連している。ロシアは2005年2月にドルとユーロからなるバスケット制度を導入し，バスケットにおけるユーロの比率は2005年8月には35%に引き上げられている（ECB, *Monthly Bulletin*, Nov.2005,p.96.）。
- 42) イタリア銀行は06年夏に，外貨準備のドルの比率を84%から63%に引き下げる一方で，ポンドの比率を04年の0%から24%に引き上げたという（『国際金融』06年9月1日，92ページ）。
- 43) 最近におけるアジアのエマージング市場国の外貨準備の積増が，アジアにおける通貨協力の必要性を低めているという指摘がある（ECBのタスク・フォース文書，p.13）。確かに，そういう面があろう。しかし，外貨準備の積増はチェンマイ・イニシアティブを忌避してのことではない。外貨準備の積増はタスク・フォース文書自身が言うように，輸出志向の経済戦略から結果的に生じたものである。外界準備の増加はスワップ網の強化に利用可能となる。
- 44) 石田 護「世界経済不均衡へのアジアの備え」『国際金融』2006年6月1日，参照。

（奥田宏司，立命館大学国際関係学部教授）

On the Global Accumulation of Foreign Reserves

Since the end of the 1990's, the world current-account balance-of-payment situation has been dominated by two developments: an increase in the U.S. current-account deficit and an overall surplus in the rest of the world, especially in China, Japan and the other Asian countries.

These Asian countries have accumulated huge foreign reserves through the surplus of the current account and other accounts. A paper from ECB asserts that Asian countries owe the accumulation of reserves to their pegged exchange rate system.

The aim of this paper is to reconsider the issues raised by several papers from international organizations. The first paper from BIS points out that official holders of dollars have invested a portion of their dollars outside the United States for generations. The second paper from BIS asserts that a portion of the foreign reserves have been switched from dollars to euros.

（OKUDA, Hiroshi, Professor, College of International Relations, Ritsumeikan University）