

## アメリカ経常赤字の「自動的ファイナンス」論について — 国際通貨ドル論とI-Sバランス論の問題点 —

奥 田 宏 司

はじめに

I, 国際通貨ドル論を根拠とする米ファイナンス論

1) 木下悦二教授の「自動的ファイナンス論」とその問題点

2) 日本, ヨーロッパには「拘束された対米投資」論は当てはまらない

II, I-Sバランス論の問題点——小宮隆太郎氏の場合

III, グローバルなI-Sバランス論の検討

IV, 2000年以降における対米ファイナンスの概況

V, まとめ

はじめに

2007年夏のサブ・プライム・ローン破綻が明るみになるまでの1, 2年, アメリカ経常収支赤字ファイナンスに関して, 楽観的見方が広がった。それはアメリカの経常赤字の膨張を背景として危機を叫ぶ議論が噴出しながら, 実際には危機が生じなかったことを背景にしている。アメリカ経常赤字については「持続可能」ではないかという論調が, それ以前の悲観的な見方を押しやった風であった。サブ・プライム・ローン破綻によって楽観的な論調は影を潜めたが, その理論的根拠については, 反省がみられたわけではない。

そこで小論では, 「持続可能性」を主張する理論的根拠になっている2つの「理論」, つまり, 「国際通貨ドル論」とI-Sバランス論を取り上げたい。これらの「理論」の意義と限界を明らかにしながら, アメリカ経常赤字は自動的にファイナンスされるのではないこと, アメリカ経常赤字が必ずしも「持続可能」ではないこと, 場合によってはドル危機的様相を帯びる事態も発生しうることを論じたい。

## I, 国際通貨ドル論を根拠とする米ファイナンス論

ドルは国際通貨であり、そのことがアメリカに経常収支赤字の「負債決済」を容認し、アメリカ経常赤字が巨額になっても、ドル危機は発生しないと主張する議論がある。この議論にも変種があるが、最近、気になった論文として木下悦二教授が『世界経済評論』（2007年9月号、「世界不均衡を巡って——世界経済の構造変化の視点から」）に掲載されたものがあるので、それを主に検討したい。<sup>1)</sup>

### 1) 木下悦二教授の「自動的ファイナンス論」とその問題点

木下悦二教授は「世界不均衡の諸側面に国際通貨ドルの特色ある役割が大きく関わっている」（23ページ）と言われ、「国際通貨国には負債決済が許される」（同）と主張される。

つまり、「（ドル建）為替決済では債権側は在米為替銀行のドル建流動性債権で受け取る。これが国際通貨国の負債決済の姿であって、・・・資金は1ドルも米国外に出ていない」（同）と言われる。ドルは国際通貨であり、アメリカの輸入のうち90%以上がドル建である<sup>2)</sup>ことから、木下教授が言われるようにアメリカの輸入のかなりの部分は「負債決済」がなされていると筆者も考えている。しかし、「負債決済」は無制限ではなく、「限定」が付いているというのが筆者の考えである。それを以下に展開していこう。

まず、木下教授が次のように言われるのには賛成できない。「支払ったドルが米国外でどのような取引に用いられ、保有者を転々してもこのドルは米国内に留まっている」（同）。米国居住者が経常収支赤字のために支払った「ドルが米国内に留まっている」という表現は、曖昧で不正確である。確かに、このドル建流動性債権（＝「ドル預金」）が海外に出ることはないが、<sup>3)</sup> 実際はこの「ドル預金」の転態により国際収支上の位置付けは様々に異なり、経常赤字が「負債決済」により「自動的にファイナンス」される場合もあるが、そうではない場合もあるのである。

この「転態」の実際はのちに見よう。その前にもう少し木下教授の主張を聞こう。教授は「ドル取得者は・・・（流動性預金の一定額を残し——引用者）・・・残金はドル建証券や、リスクのない米国債、公債の購入に当てている。いわば『拘束された対米投資』である」（24ページ）と言われ、「国際通貨国の場合、経常収支赤字はそのまま国内の金融資産として維持される」（同）と、「自動的ファイナンス」論を主張される。さらに、アメリカの経常収支赤字の増大に危機感を抱いてきた研究者に対して、「この事実（経常収支赤字はそのまま国内の金融資産として維持されること）を見落として、人々はこれを国外に持ち出されたドルが改めて米国に投資されるかのように論じている」（同）と批判される。

以上が木下悦二教授の「自動的ファイナンス論」の中心部分である。<sup>4)</sup>「自動的ファイナ

ンス論」を主張される他の論者とほぼ同じ論旨であろう。例えば、米倉 茂氏は次のように述べておられる。「日本の自動車メーカーが輸出し、代金をドルで受け取る場合、米国の銀行勘定では輸入側の口座から日本の自動車メーカーの口座にドルが移されるだけであり、借金は生じない」(『国際金融』2007年6月1日、「ドル危機説の憂鬱」, 35ページ)。「輸出より輸入が多い米国がその差額を埋め合わせるために資本輸入(外国へ社債や株式を発行したりする)によって「ファイナンス」するという話ではない」(同)。

さて、重要なことは、先の「ドル建流動性預金」の転態がどのようなものであるかということである。米国内企業が輸入のために他国のA企業にドルで支払う(=「負債決済」と、在米銀行のドル預金が米国内企業から他国の債権側(A)の口座に移される。以下、この「ドル預金」の転態を4つの場合に分けて考えよう。

第1の場合、米へのドル建輸出による海外のドル取得者(A)がこの「ドル預金」でもって米の証券等に投資すると「ドル預金」が減少し、対米証券投資が増大する。アメリカの対外債務は在米銀行の短期債務から対米証券投資に換わった。しかし、ドル預金は米への輸出によるドル取得者(A)から米証券を売った米金融機関あるいは企業の口座へ移り、「ドルは米国内に留まっている」。木下教授はこの投資を「拘束された対米投資」と呼ばれるのであるが、ドル取得者はいつもアメリカの国債、社債等に投資するだろうか、他の場合はないだろうか。以下のいくつかの場合も想定されるだろう。

第2の場合、ドル取得者(A)は、「ドル預金」をドル建輸入業者(B)に銀行を介して売り、自国通貨に転換した。決済は(A)の口座から(B)の口座へ、さらには(B)への輸出業者(C)の口座へドル預金に移るだけである。この場合、(C)が米居住者であれば、米の対外債務は消え、(C)が非居住者であれば、米の対外債務は変化しない。しかも、「ドルは米国内に留まっている」。第3の場合、Aがドル預金を自国通貨に転換するが、その為替取引の最終的相手がドル建証券投資を行なおうとしている海外の金融機関(D)であるとすると。この場合にも米の対外債務は短期債務から対米証券投資に換わるが、「ドルは米国内に留まっている」。第4の場合、A企業の為替取引の相手が米の金融機関(E)であり、その金融機関は対外投資を引き揚げようとしている場合である。この場合、決済は(A)の口座から(E)の口座へドル預金移動し「ドルは米国内に留まっている」が、米の対外債務は消滅し、米の対外資産が減少する。この場合は、米の輸入が米の対外資産の減少によって最終的には決済されたのである。

以上のように、ドル建決済では「ドルは米国内に留まる」のであるが、それがすべて「負債決済」となるわけではないのである。「国際通貨国には負債決済が許される」場合が多いのであるが、上の第4の場合のように無条件にそうであるとは限らない。国際通貨国であるからといって、「負債決済」が完全にビルト・インされているのではないのである。

## 2) 日本, ヨーロッパには「拘束された対米投資」論は当てはまらない

木下教授はすでに見たように「拘束された対米投資」を強調されているが、筆者は、これについても疑問を感じる。つまり、日本やヨーロッパの主要国には貿易によっては「ドル建流動債権」が形成されていないからである。

ドル建貿易は対米貿易だけではない。第3国間でもドル建貿易が行われている。したがって、「ドル建流動性預金」の形成は対米貿易だけで考えてはならない。そこで、具体的にいくつかの国をあげて、それらの国の貿易において「ドル預金」が形成されていない実例を提示していこう。まず、日本である。

日本の輸出のうち、ドル建は50%前後で、輸入の方は70%強である（第1表）。2006年の日本の輸出額は71兆6000億円、輸入は62兆2000億円であるから、<sup>5)</sup>ドル建輸出は35兆8000億円前後（ $71.6 \times 0.5$ ）、ドル建輸入は43兆5000億円強（ $62.2 \times 0.7$ ）となり、日本のドル建貿易黒字は存在してなく、8兆円近くのドル建赤字となっているのである。日本の貿易黒字は円建とユーロ建でほとんど存在している。円建比率は輸出で40%弱、輸入で21%強、ユーロ建比率は輸出で8%、輸入で4%であるから。もちろん、日本の対米輸出のドル建比率は90%弱で、輸入は80%弱であるから、日本の対米貿易だけを考えるなら、「ドル預金」は形成されている。しかし、その「ドル預金」は日本のアメリカ以外の地域（オーストラリア、中東等）からのドル建輸入で使われてしまい、なくなってしまうのである。<sup>6)</sup>

第1表 日本の貿易の通貨区分 2006年下期 (%)

	ドル	円	ユーロ	その他
輸出				
全世界	51.3	37.1	8.3	3.3
アメリカ	89.1	10.8	0.1	0.0
輸入				
全世界	73.0	21.3	3.9	1.8
アメリカ	75.6	23.6	0.7	0.1

出所：財務省「貿易取引通貨別比率（平成18年下半期）」より。

つまり、日本全体で言えば、貿易からは「ドル預金」は形成されず、したがって、日本の対米投資は「拘束された対米投資」ではないのである。貿易における円建黒字、ユーロ建黒字がドルに換えられて、「改めて米国に投資される」（木下、24ページ）のである。

ヨーロッパの場合も同じである。ドイツのユーロ域外との貿易のうちドル建輸出比率は24%、ドル建輸入比率は36%であり、フランスのそれらの比率は34%、47%である。ユーロに参加していないイギリスも輸出のうちドル建は26%、輸入は37%である（第2表）<sup>7)</sup>か

ら、これら諸国の貿易では「ドル預金」は形成されていないばかりか、ドル建では赤字であり、ユーロ、ポンドからドルに換えて決済されなければならない状態にある。逆に、ユーロ建貿易はドイツのユーロ域外の輸出で61%、輸入で53%、フランスもそれらの比率は53%、45%となっており、イギリスのポンド建貿易は輸出で51%、輸入で33%となっており、これらの諸国は自国通貨建で黒字となっている。日本、ヨーロッパの主要国は自国通貨での貿易黒字を対外投資に当てているのである。つまり、貿易によって「ドル預金」が形成されていないのであるから、「拘束された投資」は存在していない。日本やヨーロッパ諸国の対米投資は「改めて米国に投資された」ものなのである。

第2表 ドイツ<sup>1)</sup>、フランス<sup>2)</sup>、イギリス<sup>3)</sup>の貿易の通貨区分 (%)

	自国通貨	ドル	その他
輸出			
ドイツ	61.1	24.1	14.8
フランス	52.7	33.6	13.7
イギリス	51	26	23 <sup>4)</sup>
輸入			
ドイツ	52.8	35.9	11.3
フランス	45.3	46.9	7.8
イギリス	33	37	30 <sup>5)</sup>

注1) ユーロ地域外との貿易 2004年

2) ユーロ地域外との貿易 2003年

3) 2002年

4) ユーロの比率は21%

5) ユーロの比率は27%

出所：A.Kamps, *The Euro as Invoicing Currency in International Trade*, ECB, Working Paper Series, No.665, Aug 2006. Table1より。

「拘束された投資」については中国をはじめとする東アジア諸国に該当する。これらの諸国の貿易はほとんどがドル建であり、しかも輸出超過であるから。しかし、中東諸国の場合には、そのオイルマネーが「拘束されたドル建投資」と言えるか、検討が必要であろう。というのは、産油国のオイルマネーの多くはイギリス、オフショア市場等の金融機関へユーロ・ダラーの形を取って運用されており、イギリス、オフショア市場等の金融機関が対米投資を行なっているからである。

今世紀に入って以後の日本、EU諸国の「改めての対米投資」の状況、中国等の「拘束された対米投資」、中東諸国の投資状況については、小論の第4節において、その簡単な概要を論じることにしよう。

## II, I-Sバランス論の問題点——小宮隆太郎氏の場合

アメリカ経常収支赤字が自動的にファイナンスされるという主張には、もう1つ、I-Sバランス論に依拠するものがある。ここでは、日本の貿易黒字に対する批判と日米貿易摩擦に対して、それらを「不条理」だと反論されてきた小宮隆太郎氏を取り上げよう（『貿易黒字・赤字の経済学——日米貿易摩擦の愚かさ——』東洋経済新報社、1994年）。

小宮氏はI-Sバランス論の基本的内容をわかりやすく次のように述べる。「無数の個々の経済主体の経常収支を合計するときに、一国内の財貨サービスの取引については財貨サービスの販売者と購入者の双方が合計の際に計上されるから、販売・購入差額つまり黒字・赤字の計算からは除外される。そうして財貨サービスを外国に（その国の非居住者に対して）販売した場合、あるいは外国から（その国の非居住者から）購入した場合だけが黒字・赤字の合計の計算に残る。したがって、一国の個々の経済主体の経常収支（財貨サービスの販売・購入差額）の合計は、国際収支統計の経常収支の黒字・赤字と一致するのである」（24ページ）。

もちろん、氏はアカデミックな経済学者として「国際収支のマクロ経済分析」を行ない、経済学的な表現を使って同じことを言われる。「完全雇用水準で総貯蓄が国内総投資を超過する国では、その超過額に等しい資本輸出が行なわれ、趨勢的経常収支は黒字となる」（102ページ）、「一国の総貯蓄と総投資の差額が経常収支あるいは経常海外余剰に等しい」（169ページ）と。また、この関係は「恒等式という性質のものではなく、均衡条件を示す均衡式である」と述べられる（同）。<sup>8)</sup>

これらの見解は、「恒等式ではない」という主張を除いて、小宮氏が言われるように（226ページ）、小宮氏の独自の見解ではない。標準的な「国際マクロ経済学」の考え方であり、筆者は、I-Sバランスが「恒等式ではない」ということについては留保しなければならないが、小宮氏からの上の引用の内容をおおよそ肯定するものである。問題になるのは、上に引用した内容に、このI-Sバランス理論を踏まえながらも、それ以上のことを付け加えて主張される場合である。

例えば、小宮氏が「黒字国の資金は国際金融市場に自動的に還流し、その点については何の心配も要らない」（123ページ）と述べられる場合、国際マクロ経済学の考え方からの「逸脱」が見て取れる。経常収支黒字に等しい額が「広い意味での資本収支」赤字になるというのが国際マクロ経済学の考え方であるが（ここで、「広い意味での資本収支」とは外貨準備も含めたすべての部門の対外投資である）、黒字国の資金が国際金融市場に「自動的に還流し、何の心配も要らない」という表現は、不正確で誤解を生むものであろう。

この小宮氏の不正確な表現を批判したエコノミストの中にリチャード・クー氏がいる。ク

一氏は「彼(小宮氏)の理論では、どんな状況であろうと、国内の投資家は発生した黒字に相当する対外投資をやることになっている」(『よい円高、悪い円高』東洋経済新報社、1994年、33ページ)と批判する。さらに、クー氏は「投資家や輸出業者にとって、I-Sバランスで見れば黒字は還流しているよといわれても何の慰めにもならない。現実はその還流が大幅な円高を伴ってのみ可能になっているからである」(同、34ページ)と厳しく述べる。

ここで議論されている内容は本来のI-Sバランス論を超えているのではないだろうか。I-Sバランス論は、為替相場や金利水準等がどうであれ、ある相場、ある金利において(「均衡点」において)経常収支黒字額は「広い意味での資本収支」赤字額に等しいということのみを言っているのではないだろうか。これは国際収支表を見てもわかることである。誤差脱漏をゼロにすれば、経常収支の額は資本収支と外貨準備の合計額に等しい。プラスとマイナスの符号が逆になっているだけである。したがって、例えば、円高になれば為替リスクが加わり円をドルに換えて行なわれる対外投資は減少し、それがさらに円高をもたらし、通貨当局の為替介入を招き、外貨準備が増大し、「広い意味での資本収支」のなかで、外貨準備の構成比率が高まる。I-Sバランス論は、「広い意味での資本収支」の中の構成要素の多様性についてはもともと何も述べないのである。ましてや、どの通貨で資本収支が構成されているかについては何も述べない。

筆者が上に書いたI-Sバランス論は、為替相場や金利水準等がどうであれ、ある相場、ある金利において(「均衡点」において)経常収支黒字額は「広い意味での資本収支」赤字額に等しいということのみを言っているということに関して、小宮氏が次のように述べていることはこの考え方を知らず参考にならう。「バブルがはじけて株式が暴落しても、株式市場は閉鎖されるわけではない。株式市場が開かれているかぎり、株式を売る人もあれば買う人もある。・・・既発行の株式は誰かが保有している。株価は敏速に変動し、既発行のすべての株式が誰かのポートフォリオに無理なく吸収される水準に決まっている」(233ページ)。

この引用を「黒字の還流」に援用すると、経常収支黒字を保有している国の通貨当局も含めすべての経済部門は、為替市場、金融市場で混乱が起こっていても、ある為替相場水準、ある金利水準で、結局は全体として経常黒字に等しい対外資産を保有しているということになる。

しかし、これが「無理なく吸収される」かは別である。小宮氏の株式市場の混乱の例においても、ある株式保有者は「ババ抜き」のように株式保有を強制されている場合がある。黒字の還流についても、円高時の外貨準備増は、「無理なく」生じているのだろうか。そうではないだろう。I-Sバランス論は、諸市場の混乱、「無理な投資」等の一切の現実を含んでいないのである。諸市場の混乱、無理な投資等があっても、結局は経常収支黒字額は「広い意味での資本収支」額に等しいということだけをいうだけである。「経常収支の黒字・赤字はつ

ねに経済全体の貯蓄額から投資額を差し引いた額に等しい。・・・「長期的には」と断る必要はない」(小宮, 221-222ページ)ということもそうである。I-Sバランス論は、どのように貯蓄が行なわれるか、どのように投資が行なわれるかは何も述べない、それらはどうであれ、いつも黒字・赤字はその差額に「等しい」というのである。

以上に述べてきたことは、I-Sバランス論にあまりに多くのことを求めてはならないということにならないだろうか。アメリカの経常収支赤字の持続可能性の検討においても、I-Sバランス論は限定的にしか利用できないのではないだろうか。

I-Sバランス論は、経常収支は貯蓄と投資の差額であり、経常収支 = 「広い意味での資本収支」であるということを述べるに尽きる。このことは正しいが(後者は国際収支表からも明らかである)、広い意味の資本収支の構成は、諸条件、時期によって異なる。直接投資なのか、証券投資なのか、対外貸付なのか、外貨準備なのか、ドル建投資なのか、ユーロ建投資なのか、自国通貨建投資なのか、等々。実際は、これらの資本収支の「構成」の差異によって、経済的には種々の局面が見られるのである。また、通貨危機に遭遇した途上国の場合でも、経常収支 = 広い意味での資本収支、が当てはまるのである。<sup>9)</sup> この式はこのようなものなのである。I-Sバランス論を無原則に応用すると、経常黒字国から資金が国際金融市場に還流し、アメリカの経常赤字は自動的にファイナンスされるという議論に帰結してしまう可能性がある。

### Ⅲ、グローバルなI-Sバランス論の検討

次に、I-Sバランス論を基礎にアメリカ経常収支赤字の「持続可能性」を扱った最近の注目される著書としてブレンダン・ブラウン、田村勝省訳『ドルはどこへ行くのか』(春秋社、2007年、原書名は、*What Drives Global Capital Flows? Myth Speculation and Currency Diplomacy*, 2006)があげられる。小宮氏が日本の経常黒字、日米貿易摩擦に焦点をあてて論述していたのに対し、ブラウン氏はグローバルな視点でI-Sバランス論を展開し、米経常赤字の「持続可能性」を論じている。さっそく、彼の言うことを聞いていこう。

「貯蓄と投資の差が経常収支に等しくなるというのは、国民所得勘定における恒等式である。さらに、統計が正確であれば、経常収支と資本収支は同額で符号が反対となる。したがって、原則としては、貯蓄余剰は純資本輸出に等しくなる一方、貯蓄不足は純資本輸入に等しい。さらに、グローバル・レベルでは、経常収支は合計するとゼロになる。同様に、貯蓄余剰や貯蓄不足をすべての諸国について合算すれば、ゼロになるはずである」(8ページ)。

この文章に、ブラウン氏が依拠するI-Sバランス論が明確に示されている。小宮氏と異なる点は、この式が恒等式であると言われていることである。ブラウン氏は、この点について

付け加えて次のように言う。「貯蓄余剰と資本フローが等しくなるためには、両方向の因果関係が作用しているということだ。過剰貯蓄は資本流出を誘発する傾向がある。それと同時に、外国資産に対するネット需要の増大、あるいは国内資産に対する外国のネット需要の減少が、現実ないし発生しつつある貯蓄余剰の牽引力になっている」(12ページ)。小宮氏にあっては、恒等式ではなく、貯蓄と投資の有り様から経常収支、資本収支が導き出されていた。一般的な国際マクロ理論では、ブラウン氏が述べている上記の文章の方が正しいであろう。

グローバル・レベルのI-Sバランス論において、ブラウン氏が強調するのは、「ターンテーブル」という視点、つまり、「A国の居住者がB国に投資すると同時に、B国の居住者がA国ないしC国に投資する」(20ページ)という視点である。氏は、「それは分散投資ということに関する単純な算術で説明できる」(同)という。「事実、貯蓄余剰国からユーロに流入した資金が、ユーロ圏からの対米資本流出のファイナンスに大きな役割を果たし、それがアメリカの国内貯蓄不足を補ったのである」(22ページ)と、氏は述べる。

以上はブラウン氏が氏の理論を展開する序論部分である。それらを受けて、氏は、資本移動の誘因として金利をあげ、「もっとも単純かつ直接的な魅力は金利格差である」(86ページ)と述べ、さらに、「金利の中立性」という概念を提出する。「中立金利は経済および市場に関して完全均衡が成立するという仮想的な状況に基づいた概念であり、市場を単純に見渡しただけでは発見することができない」(同)という。さらに続けて、氏は「秩序立った金融システムの下では、市場金利を長い時間をかけて自然利子率(中立金利と同じこと——引用者)に向かわせる均衡力が存在する」(87ページ)と述べる。

これらの筆者が引用した内容を前提にブラウン氏は、氏の述べたい核心部分を次のように言う。「すべての国の金利が国内的観点と国際的観点の両面で中立水準にあるというグローバルな一般均衡解では、すべての経済が均衡し、資本フローが基本的な貯蓄の過不足に等しく、全部を合計するとゼロになるというのは正しいであろう。この解に対応して各国通貨相互間には一組の均衡為替相場がある」(90ページ、下線は引用者)。

したがって、アメリカの経常赤字が巨額にのぼり、アメリカ経常赤字の持続不可能性が論じられても、「アメリカの巨額の赤字はだいたい海外の大きな自律的な貯蓄余剰を反映したものにすぎない……貯蓄余剰国とアメリカの間の民間資本移動をバランスさせ、すべての諸国で対内均衡を成立させるような、中立金利と均衡為替相場の組み合わせがきっと存在するに違いない」(111ページ)と、ブラウン氏はドル危機論に反論する。

氏にあっては、アメリカ経常収支が大きく膨らんでも、海外にはそれに見合う貯蓄過剰があり、貯蓄過剰国とアメリカの双方の対内均衡を生み出す金利、為替相場の組み合わせがあり、それを誘因として資本移動が起こりアメリカの経常収支赤字はファイナンスされるというのである。ただ、氏は、そうした均衡化をもたらさない要因として「市場の失敗」をあげ

る。「仮に世界中の貯蓄性向と投資性向の大きな乖離を背景とする世界経済危機が本当に発生したとすれば、その原因はアメリカの貿易の非弾力性よりも、市場の失敗になる可能性大であろう。・・・一般均衡解を、世界経済が内生的に見出すのに不可欠なメカニズムが、環境によっては機能しない懸念がある。・・・その第1は、名目金利が世界および各国の均衡と整合的な実質水準に低下することをゼロ金利の限界が阻害しているということだ。第2は、中銀は金利水準を目標にしているが、その金利が実際には中立水準に一致していないということである」(178ページ)。そして、「市場の失敗という3番目のタイプの例は、中国の貯蓄余剰の増加である。中国には資本輸出規制があるため、政府ないし中銀が代わって対外投資家として行動してきた。この公的部門による民間資本輸出の代替は本来的に不安定である」(180ページ)。

したがって、氏にあつてはドル危機は、以上の「市場の失敗」が生じる場合に限り生じうるが、そうでない場合には、アメリカの赤字はそれ以外の諸国の貯蓄過剰によってファイナンスされるということになる。「市場の失敗を除けば、アメリカと諸外国の経済を長期的な均衡経路上に保つのに、なぜ市場の見えざる手を当てにすることができないのだろうか」(153ページ、下線は引用者)と述べる点にそのことが明瞭に示されている。

以上でブラウン氏の主張点はほぼ理解できた。さて、それではこのI-Sバランス論に基づく対米ファイナンス論を検討することにしよう。「アメリカの巨額の赤字はだいたい海外の大きな自律的な貯蓄余剰を反映したものにすぎない・・・貯蓄余剰国とアメリカの間の民間資本移動をバランスさせ、すべての諸国で対内均衡を成立させるような、中立金利と均衡為替相場の組み合わせがきつと存在するに違いない」(111ページ 下線は引用者)とブラウン氏が言うが、この文章には以下のことが含まれている。第1に、アメリカ以外の諸国で「自律的な」貯蓄余剰が発生していれば、他方で、アメリカで「自律的な」貯蓄不足が発生しているはずであるが、2つの事態が、それぞれ「自律的」に発生し、それ故、「アメリカ以外の諸国での「自律的な」貯蓄余剰≠アメリカでの「自律的な」貯蓄不足となる状態が生まれる。第2に、ところが、資本移動を導入すれば、資本移動がそれぞれの地域の貯蓄、投資に影響を与え、「アメリカ以外の諸国の貯蓄余剰=アメリカの貯蓄不足」なる事態を生み出す。つまり、開放経済下において「自律的な」貯蓄余剰と「自律的な」貯蓄不足をつなぐものが資本移動である。第3に、資本移動により「一般的均衡」が生まれ、このときの金利と為替相場がブラウンの言う「中立金利」「均衡為替相場」であろう。

ところで、「中立金利」「均衡為替相場」が生まれ、「アメリカ以外の諸国の貯蓄余剰=アメリカの貯蓄不足」なる事態が生まれる過程においては、ブラウン氏が言うように、I-Sバランス論が恒等式であるということから、「過剰貯蓄は資本流出を誘発する傾向がある。それと同時に、外国資産に対するネット需要の増大、あるいは国内資産に対する外国のネット

需要の減少が、現実ないし発生しつつある貯蓄余剰の牽引力になっている」（12ページ）。つまり、過剰貯蓄が資本輸出を作り出す場合もあり、逆に、資本輸出が貯蓄余剰を作り出す（資本輸入が貯蓄不足を作り出す）場合もあるのである。

さらに敷衍すれば、「均衡」が生まれるまで、市場金利、実際の為替相場と「中立金利」「均衡為替相場」は通常は乖離しており、貯蓄余剰、貯蓄不足、資本輸出、資本輸入の「両方通行の因果関係」（12ページ）が、諸条件の下で種々に機能して、「中立金利」「均衡為替相場」に近づくのである。そうだとすると、この乖離が大きいとドラスチックな金利、為替相場の変動が生じよう。それは、貯蓄過剰国から貯蓄不足国へ黒字がスムーズに還流するという事態とは大きく異なろう。それ故、ブラウン氏は「たとえ長期的な貯蓄過不足の変化が時として突然かつ急激で、経済コストをともなう大きな為替相場の変動を誘発するとしても、それは仕方がない！」（174ページ、下線は引用者）と言うのである。しかし、これは一種の危機的様相ではないだろうか。

以上のことを再度振り返ると、アメリカ以外の諸国の「自律的な」貯蓄余剰が少なく、アメリカの「自律的な」貯蓄不足が大きければ、アメリカ金利の上昇により、対米投資が進み、それがアメリカ以外の諸国のより多い貯蓄余剰を生み出し、金利低下が進行する。また、対米投資がドル相場を引き上げよう。これが「中立金利」「均衡為替相場」を生み出すモデルである。しかし、タイム・ラグ等から次のような事態も想定されよう。アメリカ金利の上昇があっても、貯蓄余剰が相対的に少ないことからアメリカ以外の諸国の金利低下がそれほど進まなく、米との金利差が小さくて、対米投資は大規模に進まないまま、アメリカの貯蓄不足のためにドル相場もあまり上昇しない事態である。そのような事態になれば、「市場の見えざる手」（153ページ）は働かないで、当局による為替市場介入、あるいは「協調な」金利格差設定（プラザ合意等）となり、それらによって、結果的に「アメリカ以外の諸国の貯蓄余剰＝アメリカの貯蓄不足」なる事態が作られる。

また、市場金利、実際の為替相場と「中立金利」「均衡為替相場」の乖離が大きく、民間部門の資本輸出、資本輸入によっては、「アメリカ以外の諸国の貯蓄余剰＝アメリカの貯蓄不足」なる事態が作られる前に、ドル相場の大きな変化によって各国が為替市場に介入して為替相場の変動を緩和する。そのような場合には、市場金利、実際の為替相場と「中立金利」「均衡為替相場」の乖離があまりに大きく、ドラスチックな金利、為替相場の変動が「実態経済」によく影響を及ぼすと判断され、当局の為替市場介入＝ドル準備（アメリカへの資本流入）となり、多額のドル準備の形成によって「アメリカ以外の諸国の貯蓄余剰＝アメリカの貯蓄不足」なる事態が作られていくのである。

さらに、ブラウン氏が「市場の失敗」として指摘した「ゼロ金利の限界」の発生時にも通貨当局の為替市場介入は一挙に増大するであろう（後述）<sup>10</sup> 「市場の失敗」が生じたとき

には為替市場介入によって矯正的に「アメリカ以外の諸国の貯蓄余剰＝アメリカの貯蓄不足」なる事態が作られていくのである。ブラウン氏は通貨当局の為替市場介入については中国の例しか挙げていないが、先進各国間の為替市場介入も「市場の失敗」として挙げなくてはならなかったのである。

かくして、通貨当局の為替市場介入は、「見えざる手」による民間部門の資本移動によっては「中立金利」「均衡為替相場」が成立しない（＝「市場の失敗」）か、あまりにダイナミックな金利、為替相場の変動をもたらしかねない状況下において、強制的に「アメリカ以外の諸国の貯蓄余剰＝アメリカの貯蓄不足」を作り出すのである。

以上のように、I-Sバランス論が言うように、結果的には「アメリカ以外の諸国の貯蓄余剰＝アメリカの貯蓄不足」であるが、前者と後者は「自律的」に動くもので、それが全世界的にイコールとなる過程において、市場の矯正力は大小さまざまでありうる。市場による矯正力が劇的であるとドル危機の様相を帯びるだろうし、また、通貨当局による緩和的な「矯正力」によって「アメリカ以外の諸国の貯蓄余剰＝アメリカの貯蓄不足」が生み出されることもありうる。このイコールは、当局の為替市場介入を伴う場合もあるのであり、民間資金の市場ベースのみで成立するわけではない。

I-Sバランス論からしても、ドルが大きく下落する局面はありうるのである。アメリカ経常赤字が巨額になっている下では、タイム・ラグや、何らかの「見えざる手」が働かない要因が出てきたとき、ドル危機が発生する余地はそれだけ大きくなっているということが出来る。そもそも、ブラウン氏が主張する、民間市場ベースの資本移動によって想定されている「均衡点」は現実には存在するものではない。というのは、世界全般に完全な「開放経済」というものはないし、「均衡点」が実現する前に各国当局の介入があるからである。したがって、ここで考えられる「均衡点」は、世界的な「開放経済」が存在しないこと、各国通貨当局による為替介入がときに行なわれることを前提にすれば、抽象的にも想定に限界があり、それらの前提の下で擬似的な均衡点が想定できるだけである。また、ブラウン氏の考えをたとえ受け入れたとしても、その擬似的均衡点に向けて金利や為替相場が激的に変化する場合もあるということである。

以上のことを踏まえて、現在、危機につながる諸要因として以下の要因が考えられる。

- ①サブ・プライム・ローンの破綻による米経済の減速⇒消費の減退（ただし、一定の時間の経過を要する）⇒経常赤字減少。
- ②サブ・プライム・ローンの破綻を契機とする対米投資の引き揚げ、新規対米投資の減少。
- ③原油価格の上昇により米経常赤字ファイナンスが、ますますオイルマネーに依存する度合いを高める。

④オイルマネーのドルからユーロ、円への一部運用先の変化，中東諸国の通貨・為替制度の改革。

⑤中国の人民元改革によってドル準備が減少し，中国の「投資」の一部がユーロへ。

これらの諸要因が，上で検討した擬似的「均衡点」へのドラスチックな収束に働いたとき，金利，ドル為替相場が劇的に変化し，ドル危機の様相を帯びることは十分に考えられる。しかし，上記の①～⑤の諸要因がどれほどの大きさをもって機能するかは現時点で判然としない。また，「収束」が穏やかなものにとどまり，ドル危機にはならないというシナリオもありうるだろう。しかし，ドル危機が完全に回避されるというシナリオを描くことはできない。このことについては「まとめ」において再度簡単に触れよう。

#### IV，2000年以降における対米ファイナンスの概況

以上，小論の第1節から第3節においては「対米自動ファイナンス論」を検討してきた。最後に，21世紀に入って以後のアメリカ経常赤字のファイナンスの実際の状況を簡単に振り返っておきたい。

第3表 アメリカの国際収支 (億ドル)

	経常収支 <sup>1)</sup>	民間対米投資 <sup>2)</sup>	在米外国 <sup>3)</sup> 公的資産	米の民間 <sup>4)</sup> 対外投資	統計の <sup>5)</sup> 不一致
1996	-1,248	4,244	1,267	-4,191	-122
97	-1,407	6,878	190	-4,845	-796
98	-2,151	4,435	-189	-3,466	1,461
99	-3,016	6,967	435	-5,156	704
2000	-4,174	10,041	428	-5,593	-679
01	-3,847	7,548	281	-8,772	-143
02	-4,596	6,819	1,159	-2,913	-421
03	-5,221	5,863	2,781	-3,275	-133
04	-6,401	10,640	3,978	-9,095	858
05	-7,548	9,450	2,593	-4,465	-185
06	-8,115	14,193	4,403	-10,629	-180

注1) SCBライン 77    2) SCBライン 63    3) SCBライン 56    4) SCBライン 50

5) SCBライン 71

出所：Survey of Current Business, July 2007. p.67より

第3表にアメリカ国際収支の各項目の推移が示されている。この表をみると，経常収支赤字が1999年～2000年に増加したのち2001年にわずか減少し，02年から再び増加し，04年から急激な増

加となっている。2006年には8000億ドルを超過した。一方、民間対米投資は2002年、2003年に減少し、経常収支赤字をわずかに上回る程度にとどまった。この時期と対照的なのが1997年である。経常収支赤字1407億ドルに対し、民間対米投資は6878億ドルにも達した。実に経常収支赤字の4.9倍である。それが01年は2.0倍、02年は1.5倍、03年は1.1倍である。2002～2003年は対米ファイナンスの困難性が増した時期であったといえよう。それに対応するように在米外国公的資産（＝ドル準備）が増加し、アメリカの民間対外投資が大きく落ち込んでいる。02、03年に対米ファイナンスにおける1つの変化があったことは事実であろう。のちに再度振り返ろう。

2004年からは経常赤字が増大するテンポで民間対米投資も増大しているが、経常収支赤字額に対する民間対米投資の比率は04年の1.7倍、05年が1.3倍、06年は1.7倍となって、経常赤字のファイナンスは楽観できない時期が続いている。また、在米外国公的資産（＝ドル準備）も増大していつている。民間対米投資の主要項目は、財務省証券を除く米証券への投資（SCBライン66）と在米銀行報告の対外債務（その他を含む——SCBライン69）である（第4表）。前者は対米民間投資の2000年に46%、05年には48%に達し、後者は最近増加してきており、04年、06年には対米民間投資のうちの31%に達するようになった。

第4表 民間対米投資の内訳 (億ドル)

	SCB ライン	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
直接投資	64	3,213	1,670	843	638	1,458	1,090	1,806
財務省証券	65	-700	-144	1,004	915	936	1,323	-359
その他証券	66	4,599	3,939	2,833	2,207	3,815	4,504	5,920
ドル紙幣	67	53	238	215	166	148	190	126
非銀行の非関連機 関に対する債務	68	1,707	661	958	965	935	318	2,358
在米銀行報告債務	69	1,170	1,184	964	972	3,347	2,025	4,344
計	63	10,041	7,548	6,819	5,863	10,640	9,450	14,193

出所：Ibid., p.67

問題になるのは、これらの民間対米投資が世界のどの地域から投資されたのかである。第5表にアメリカの各地域（各国）に対する国際収支の主要項目を示している。04年については資料的制約によりユーロ地域、中国、中東の統計値が明らかにならないが、04年にはそれぞれの地域の対米投資（外国公的資産＝ドル準備を含む——第5表では以下でも同じ）がかなりの規模に達していた。EU諸国が約4600億ドル（うちイギリスが3800億ドル）、「ラテンアメリカとその他西半球」が3800億ドル、日本が2300億ドルなどとなっている。ところが、05年にはこれら地域の対米投資がかなり落ち込んだ。とくに、日本の落ち込みが大きく、06年にも回復していない。それに対

第5表 アメリカの地域別国際収支 (億ドル)

	SOB			EU			ユーロ地域 <sup>1)</sup>			イギリス			日本			中国 <sup>1)</sup>			その他西半球 <sup>2)</sup>			中東 <sup>1)</sup>		
	ライン			04	05	06	04	05	06	04	05	06	04	05	06	04	05	06	04	05	06	04	05	06
	外国の対米投資	55	4,578	4,551	7,791	1,482	2,799	3,847	2,985	5,202	2,300	606	476	1,935	2,095	3,792	1,088	5,224	190	633				
公的資産	56	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	244	n.a	n.a	23	421					
その他の資産	63	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	3,548	n.a	n.a	166	212					
財務省証券を除く証券	66	1,598	2,196	3,302	613	491	1,368	1,601	2,808	521	611	61	131	124	824	579	1,554	63	54					
在米銀行報告の米債務	69	1,858	1,586	946	273	259	1,426	1,250	707	1,618	-134	203	1,815	1,994	2,181	625	3,628	47	1					
米の民間対外投資	50	-4,203	-1,379	-6,973	-192	-2,693	-2,861	-1,057	-4,165	-580	-495	-543	-39	47	-2,277	-463	-1,266	-92	-93					
米の経常収支	76(77)	-1,088	-1,415	-1,062	-1,015	-797	-144	-209	-111	-921	-987	-1,085	-2,201	-2,582	-1,047	-49	-87	-489	-515					
参考 統計上の不一致	70(71)	534	-1,759	-103	-268	605	-843	-1,719	-991	-820	876	1,157	307	440	-472	-575	-3,924	393	-23					

注1) 04年には区分がみられない。 2) 04年はラテンアメリカと「その他の西半球」

出所: *Ibid.*, July 2005, July 2007, それぞれTable11より。

して、イギリス、「その他西半球」の対米投資は06年に急増している。中国も高い水準が続いている。アメリカのそれぞれの地域への民間投資を考慮したネット額で見ると、「その他西半球」は05年に約600億ドルの投資であったのが、06年には約4000億ドル、中国は05年1900億ドル、06年に2100億ドルの投資、イギリスは05年に1900億ドル、06年は1000億ドル、ユーロ地域は05年には約1300億ドルの投資であったのが、06年にはわずか100億ドルの米への投資となり、日本は05年100億ドルの米への投資から、06年にわずかであるが米からの資本流出となっている。また、中東は05年の100億ドルから06年には外国公的資産のかたちで400億ドルを超える資金が米へ流入している。

以上のことから3つのことが言えよう。1つは、日本、ユーロ地域は05年から06年にかけてアメリカへのネットでの資本供給国でなくなった。第2に、大量のオイルマネーが「その他西半球」およびイギリスに流れ込み、それらの地域から再びアメリカへ流れ込んでいるとともに、オイルマネーは06年には中東諸国から直接アメリカへ一部流れ込んでいる（在米外国公的資産）。第3に、中国の外貨準備が大量にアメリカへ流入している。したがって、アメリカの経常収支赤字のファイナンスは、06年にはオイルマネーと中国のドル準備が中心となっているといえよう。

以上のことを、もう少し詳細に見よう。日本の対米・国際収支が第6表に示されている。<sup>11)</sup>日本の対米投資収支赤字は04年に3兆5000億円に達したが、05年には1兆8000億円、06年には再び増加して3兆2000億円になっている。しかし、対米証券投資収支赤字は04年の2兆3000億円から、05年の8500億円、06年の9200億円と05年から大きく減少した。証券投資を地域別に見たのが第7表である。対米投資よりも対西欧投資のほうが多い。対米証券投資は05年に5兆8000億円、06年に2兆3000億円、対西欧証券投資の方は05年に9兆1000億円、06年に3兆7000億円となっている。06年の対米投資収支赤字が増加したのは主に、「その他投資」である。アメリカ経常赤字ファイナンスのもっとも大きな部分が対米証券投資であるから、日本の対米証券投資の減少は、日本が対米ファイナンスの役割を担わなくなったことを示す象徴的な出来事である。

第6表 日本の対米国際収支 (億円)

	2002	2003	2004	2005	2006
投資収支	8,824	-26,112	-34,768	-17,818	-31,653
直接投資	-6,300	-13,118	-10,960	-13,514	-10,694
証券投資	-31,915	-81,136	-22,904	-8,449	-9,171
金融派生商品	25,537	2,326	-413	-2,919	816
その他投資	21,506	65,816	-491	7,064	-12,604
経常収支	102,950	92,534	96,915	111,170	130,770
参考 外資準備	-57,969	-215,288	-172,675	-24,562	-37,196

出所：日本銀行『国際収支統計月報』『国際収支統計季報』より。

第7表 日本の地域別証券投資（資産）（億円）

	2005	2006
アジア	-3,158	-7,737
アメリカ	-57,937	-22,790
ケイマン諸島	-40,972	-4,056
西欧	-90,959	-37,001
ドイツ	-16,224	-417
イギリス	-19,376	-16,126
フランス	-14,152	-1,578
オランダ	-5,722	-5,229
その他	-35,485	-13,651
その他	-23,473	-11,137
合 計	-216,499	-82,721

出所：日本銀行『国際収支統計季報』2006年10-12月、  
99ページより。

第8表 ユーロ地域の域外との国際収支（億ユーロ）

	2004	2005	2006
経常収支	607	-19	-61
投資収支	-311	75	1,355
直接投資	-686	2,100	-1,567
証券投資	729	1,461	2,731
金融派生商品	-83	-139	-26
その他	-271	853	217
その他資本収支	166	121	113
外貨準備	125	180	-15
誤差脱漏	-586	-358	-1,393

出所：ECB, *Monthly Bulletin*, July 2007. p.60より。

また、外貨準備（＝ドル準備）は04年には17兆300億円ものほり、日本の対米経常黒字（9兆7000億円）をはるかに上回っている。しかし、05年にはドル準備も2兆5000億円に減少し、対米経常黒字（11兆1000億円）を下回っている。06年には対米資本収支赤字が少し増加したが、基本的には05年とほぼ同じで、ドル準備の増加もわずかにとどまり、対米資本収支赤字とドル準備の合計は対米経常黒字を大きく下回っている。日本の対米ファイナンスの役割は回復していないし、逆に、日本の実質的な資金の受け取りとなっている。したがって、第1節で論じたように、木下教授の言われるような国際通貨ドルに「拘束された対米投資」は見られない。

次に、ユーロ地域の域外に対する国際収支を見よう。第8表を見ると、ユーロ地域の経常収支は05、06年にわずかに赤字であり、また、投資収支は黒字で投資収支黒字から経常収支赤字を差し引いた額はほとんどが誤差・脱漏となっており、外貨準備の増加はごくわずかである。証券投資収支はずっと多額の黒字である。投資収支の「その他」も05年から黒字が続いている。

ユーロ地域の地域別ポートフォリオ投資資産<sup>12)</sup>について表示したものが第9表である。04年、05年には最大の投資地域はイギリスであり、06年にはアメリカが増大している。また、オフショア市場への投資も多いことがわかる。しかし、残念ながらECBの*Monthly Bulletin*はポートフォリオ投資の負債については統計を掲載していないので、ユーロ地域が証券投資においてアメリカに対してネットで赤字になっているか、正確にはわからない。ユーロ地域が各国から投資を受け入れながら、アメリカへの投資を行いつつ、日本と同じようにイギリス、オフショア市場への投資を行い、イギリス、オフショア市場の金融機関を経由してそれらの資金がアメリカに投資されていることが十分考えられる（前述のブレンダン・ブラウン氏が言う「ターンテーブル」である）。

さて、次にオイルマネーを見ることにしよう。第1図はイギリスおよびオフショア市場のアメリカ居住者からの長期証券の購入額と原油価格の推移を示している。原油価格の上昇に合わせてイギリスおよびオフショア市場による米証券への投資額が増大していることが明瞭に見て取れる。原油価格が04年から上昇し始め、05年から急激な上昇が見られる。他方、両市場のアメリカ居住者からの証券購入も05年のはじめの3000億ドルから06年には5000億ドルを上回るような規模に達した。大量のオイルマネーがイギリス、オフショア市場にいったん流れ込み、その資金がアメリカへ向かっていることが確認できる。また、オイルマネーの一部は直接アメリカへ流れ込んでいる。それを示したのが第2図である。石油輸出国のアメリカ居住者からの長期証券の購入額が06年に600億ドルに達している。

第9表 ユーロ地域の域外に対する地域別ポートフォリオ投資（資産） (億ユーロ)

	総計	ユーロ域外のEU					アメリカ	日本	オフショア市場	その他
		計	デンマーク	スウェーデン	イギリス	その他				
2004	-2,822	-1,088	9	-82	-816	-199	-550	-429	-345	-410
05	-4,431	-1,799	-116	-112	-1,281	-290	-712	-362	-605	-953
06	-4,771	-1,253	-25	-129	-1,004	-95	-1,610	-68	-963	-877

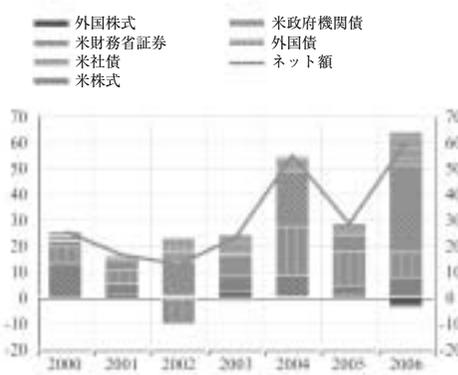
出所：Ibid., May 2005. p.61, July 2006. p.62, July 2007. p.67より。

第1図 イギリス、カリブの米居住者からの長期証券の購入<sup>1)</sup>と石油価格の変化<sup>2)</sup>

10億ドル、ドル/バーレル



第2図 石油産出国<sup>1)</sup>の米居住者からの長期証券の購入 (10億ドル)



注1) 12ヵ月以上のネット購入額。2) アラビアンライートの価格。

出所：ECB, 'Oil-Exporting Countries : Key Structural Features, Economic Developments and Oil Revenue Recycling', *Monthly Bulletin*, July 2007, p.84より

注1) バーレン, イラク, ガボン, オーマン, カタールを含み, クウートを除く。

出所：Ibid., p.84より

第10表 中国の国際収支

(億ドル)

	2003	2004	2005	2006
経常収支	459	687	1,608	2,499
投資収支	528	1,107	589	60
外貨準備	-1,166	-2,062	-2,073	-2,469

出所：IMF, *International Financial Statistics Yearbook*, 2007, p.207より

最後に中国を見よう。中国の国際収支表が第10表に示されている。中国の投資収支は対外投資規制のため黒字であり、経常収支黒字のほとんどが外貨準備に帰結する。また、第10表と第5表とは出所が異なるので厳密には統計値に整合性はないが、中国の経常黒字のほとんどはアメリカに対するものである。さらに、外貨準備の一部はアメリカへ向かわないで、イギリス、オフショア市場において保有されていることが考えられる。というのは06年に中国の外貨準備は2500億ドル増加しているのに対し（第10表）、中国の対米投資（外国的資産＝ドル準備を含む）は2100億ドルにとどまっているからである。差額の400億ドル近くがイギリス、オフショア市場へ運用されているのである。とはいえ、オフショア市場部分も含めて、中国の外貨準備（＝ドル準備）の増加は対米経常黒字に相当するものであり（第5表における中国のアメリカ投資は中国の対米経常黒字を下回っている）、アメリカの中国以外の国に

対する経常赤字をファイナンスしているわけではない。まさに、中国の「拘束された対米投資」なのである。

以上、最近のアメリカ経常赤字のファイナンスと国際マネーフローを概観したが、05年、06年のアメリカ経常収支赤字のファイナンスを実質的に担っているのはオイルマネーであるといえる。EU、中国、中東に対してアメリカは経常赤字と資本収支黒字はほぼ均衡しているが、日本等に対してアメリカは不均衡を持っており、その不均衡をイギリス市場、オフショア市場経由のオイルマネーがファイナンスしているのである。したがって、前節末尾で指摘した不安定諸要因がオイルマネーの動向に影響を与え、ドル離れを起こしたときに、ドル危機的な様相が現れる可能性があるだろう。

## V, まとめ

小論においては、ドルが国際通貨であることから「負債決済」がビルト・インされているという主張、およびI-Sバランス論を前提にしたアメリカ経常赤字の「自動ファイナンス」論を批判し、I-Sバランス論を前提にしてもドル危機的な事態が生じうることを見た。また、第4節において、最近の対米ファイナンスの状況を簡単に振り返った。現在の不均衡の「調整」が緩やかなものにとどまることもありうるが、場合により、ドル危機の可能性がないわけではない。そうしたドル危機がドルの基軸通貨としての地位を動揺させる事態も生まれよう。しかし、「I-Sバランス論」から「ドル体制の危機論」への展開は本格的には稿を改めて論じなければならない。「I-Sバランス論」は均衡論であり、「ドル体制の危機論」は体制移行論であり、そこにどのような結節点があるのか、改めて検討しなければならないからである。小論では簡単に触れておこう。

前節の末尾で触れた擬似的な「均衡点」と現実の金利、為替相場の「乖離」が大きければ、擬似的な「均衡点」への市場の力による矯正が強くなって、ドル危機の様相を帯び、それが、ドルの基軸通貨としての地位を揺るがせる事態になるかもしれない。すなわち、ドル相場が急落し、それがドルへの投資をさらに減少させ、ドルの相場下落と対米投資の減少の悪循環が発生する事態である。そのような事態になれば、先進各国はもちろん中国等のアジア諸国も含め、為替市場への大規模な介入が余儀なくされ、その負担を軽減させるためにも、アジアにおいてはドルに連携した現状の通貨・為替制度の改革が進展する可能性がある。ドル体制からの離脱の方向が進行しよう。

もちろん、以上のような事態に対して、アメリカ側からの対応も出てこよう。例えば、榊原英資氏が次のように述べる事態である。「大国アメリカの衰退は、この数年に始まったことではありません。・・・何度も衰退の局面を迎えていたのです。ところが、アメリカはそ

のたびに苦痛をともなうパラダイムシフトをヨーロッパや日本など世界各国に課し、危機を乗り越えてきました」(『経済の世界勢力図』文春文庫、2007年(単行本は2005年に発刊)、86ページ、下線は引用者)。今後、ここで言われているような「パラダイムシフト」を、21世紀の新たな事態を迎えてアメリカが打ち出し、それを世界の各国へ押し付けることができるか、それとも、ドル離れ=アジアにおける通貨・為替制度の改革、ユーロ体制の深化が進むかどうか、その推移を慎重に見ていかなければならない。アメリカ経常収支赤字のファイナンスに対して楽観視してはならないのである。

(2007年11月15日脱稿、小論が公刊されるまで、かなりの期間がかかろう。それまでにどのような事態が発生してくるか、興味をもって推移を見ていこう)

#### 注

- 1) 筆者は木下悦二名誉教授から直接の指導を受けたことはないが、教授から多くのことを学ばせていただいた。筆者による最初の著書(『多国籍銀行とユーロ・カレンシー市場』同文館、1988年)の第1章において冒頭に引用した文章は木下教授からのものである。「国際通貨とは世界貨幣=金とは異なる独自の範疇である」(木下悦二『国際経済の理論』有斐閣、1979年、230ページ)という教授の文章に導かれて、筆者はこれまで研究を進めてきたと言っても過言ではない。今回、木下教授を批判することになったが、教授に対し敬意をしめす姿勢には変わりがない。
- 2) Annette Kamps, *The Euro as Invoicing Currency in International Trade*, Aug.2006, (ECB, Working Paper Series No.665),p.47.
- 3) ユーロ・ダラー取引の決済の場合も同様で、ドルの一覧払い預金が米国外に出て行くことはなく、ユーロ・ダラー取引の決済は米国内の銀行組織内で行われる(前掲拙書『多国籍銀行とユーロ・カレンシー市場』91-92ページ参照)。
- 4) 木下教授が『世界経済評論』に掲載された論文においては、国際通貨ドルによる「負債決済」の論点だけでなく、「発展途上国の二重経済モデル」や「資本主義の変貌」等に関する論点が提起されているが、小論では、国際通貨ドルによる「負債決済」に関する論点に限定して、木下教授の見解についてコメントを加えたい。
- 5) 日本銀行『国際収支統計季報』2006年10-12月より。
- 6) 拙書『ドル体制と国際通貨』ミネルヴァ書房、1996年、第3章、『ドル体制とユーロ、円』日本経済評論社、2002年、第11章、を参照されたい。
- 7) 拙稿「ユーロ建貿易の広がりについて」『立命館国際研究』20巻1号、2007年6月、参照。
- 8) 小宮氏がI-Sバランス論を使って「日米貿易摩擦」の議論を批判されるのは正しい。アメリカ経常赤字の主要因はアメリカにおける過剰消費であり、日本側のみに要因を求めるのは正しくない。また、日米経済関係は貿易関係だけでなく、資本関係の2つが合わさったものである。
- 9) 途上国の場合、非商品経済的部門が大きければ、I-Sバランス論は厳格には成立しないだろう。
- 10) 拙論「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」『立命館国際研究』18巻2号、2005年10月、同論文は拙書『円とドルの国際金融』ミネルヴァ書房、2007年に所収。

- 11) 1980年代以降の日本の対外投資については、同上拙書『円とドルの国際金融』第1部を見られたい。
- 12) ECBの*Monthly Bulletin*には2005年の2月号より03年第4四半期以降のユーロ地域の世界の各地域別のポートフォリオ投資額を公表するようになったが、それも資産額のみであり、負債額は公表されていない。

(奥田宏司, 立命館大学国際関係学部教授)

## Reconsidering Some Issues Regarding Financing the U.S. Current Account Deficit

Since 2002, the U.S. current account deficit has been on the rise. Because of this expansion, some economists asserted that a dollar crisis was inevitable. However, because the dollar crisis did not happen, optimistic views regarding the financing of the U.S. current account deficit stepped in—until the collapse of the Sub-prime Loan in August, 2007.

The purpose of this paper is to reconsider the basis of those optimistic views with emphasis on the IS Balance Theory. The conclusion I reach is that the growth of the U.S. current account deficit is unsustainable.

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