

米経常赤字のファイナンスと対外債務・債権の概念上の区分 — アメリカ国際収支表の見方の再検討 —

奥 田 宏 司

はじめに

- I, 全世界的なドル建貿易と各地域のドル建貿易収支
- II, アメリカの資本収支における債務と債権
 - 1) 対外債務の諸項目——4つの項目
 - 2) 対外債権の諸項目——3つの項目
 - 3) 「資本収支」——以上のまとめ
- III, 「広義の資本収支」(ドル準備を含めた場合)
 - 1) ドル準備の米国内での保有とユーロダラー市場での保有
 - 2) 「広義の資本収支」の式から導き出されること
- IV, 1990年代後半と2000年代前半のモデル的分析
 - 1) 1997年のモデル的概算値
 - 2) 2004年のモデル的概算値
- V, まとめ

はじめに

驚くことに2008年の民間対米投資は前年の1兆6485億ドルから471億ドルとゼロに近くまで急減した。他方、米の民間対外投資は5344億ドルの引き揚げとなっている。5815億ドルにのぼる民間資本収支黒字はほとんどが米による対外投資の引き揚げによって生まれている。そして、この黒字が7061億ドルの経常収支赤字の大半をファイナンスしている(第1表)。

アメリカ経常収支赤字のファイナンスの持続可能性については様々に論じられてきた。ドルが基軸通貨であることから、アメリカの赤字は「債務決済」が可能でありファイナンスは「自動的」に行なわれ、ドル危機は発生しないと主張されたり、今にも危機が発生するように論じ

第1表 アメリカの国際収支 (1)

(億ドル)

	SCBライン	2004	2005	2006	2007	2008
経常収支	77	-6,311	-7,487	-8,035	-7,266	-7,061
貿易収支	72	-6,718	-7,909	-8,473	-8,310	-8,403
民間資本収支	50,63	1,300	4,218	2,838	1,988	5,815
対外投資	50	-10,054	-5,663	-12,934	-14,497	5,344
対米投資	63	11,354	9,881	15,772	16,485	471
在米外国公的資産	56	3,978	2,593	4,879	4,809	4,870
米政府の外貨保有	49	0	22	0	-239	-5,298
統計上の不一致	71	975	366	-17	649	2,001

出所：Survey of Current Business, July 2009, Table1 (p.67) より。

られたり、議論は多様である。さすがに、サブプライム・ローン問題の顕在化のあと、「自動的ファイナンス」論は影を潜めたが、今後、「安定期」に入っていくと、形を変えて「復活」してくる可能性もあろう。

筆者は前の論文でドルが基軸通貨であるから「債務決済」が「自動的に行なわれる」という議論、およびI-Sバランス論に基づく自動的な米の赤字ファイナンス議論を批判した¹⁾。小論は、前稿を引き継ぎ、これらの議論を国際収支の概念上の区分を行いながら乗り越えようとするものである。

アメリカ国際収支表の見方は、経常赤字ファイナンスの持続可能性が論じられるほどには、この間、深められてこなかった。このことが、持続可能性についての「楽観論」が横行した原因であるかもしれない。資本収支については、直接投資、証券投資、諸ファンドの対外取引、在米銀行の対外債権、対外債務等に区分されるだけであり、その概念上の区分（それがどのようなことを意味しているかは本文で明らかにしよう）はほとんど検討されてこなかった。そこで、小論では、対米投資の諸項目、米の対外投資の諸項目を概念的に論じ、その区分と米経常赤字がファイナンスされるということはどのような事態なのかを明らかにしたい。

小論では、資本収支の概念上の区分の基本的なことを論じ、そのあと、1997年と2004年のアメリカ国際収支の実際にその概念を当てはめて検討しよう。サブプライム・ローン問題前後、とくに、2006年、2008年のアメリカ資本収支構造の大きな転換については次稿で論じることにした。

I. 全世界的なドル建貿易と各地域のドル建貿易収支

さて、統計作成上の「不突合」がないとすれば、全世界的には全輸出額と全輸入額は一致す

るはずである。また、アメリカも含めた全世界的には、ドル建輸出額＝ドル建輸入額になるはずである。全世界の輸出額を計算しやすいために10兆ドルとし、そのうち65%がドル建（6.5兆ドル）とすると、全世界の輸入額も10兆ドルであり、ドル建輸出入額はそのうちの65%であり6.5兆ドルとなる。

すなわち、アメリカも含めた全世界では、ドル建輸出額＝ドル建輸入額であり、その上で、アメリカのドル建貿易収支が赤字（以下ではアメリカの輸出、輸入はすべてドル建としておく²⁾）であるということは、アメリカを除く諸国ではドル建貿易収支は黒字となっているということである。しかし、ドル建貿易黒字を保有している諸国は産油国、中国等のアジア諸国であり、日本、西欧主要各国はドル建貿易黒字をもたず、多くはないがドル建赤字をもっている。それらの諸国の通貨別貿易比率からそのことがわかる。

第2表を見られたい（2006年下期）。これは日本の貿易における通貨区分を示している。対米輸出におけるドル建比率は89%、米からの輸入におけるドル建比率は76%であるから、日本は対米貿易ではかなりのドル建黒字を生み出している³⁾。しかし、全世界ではドル建輸出は51%、ドル建輸入は73%となっているから、日本は全世界との貿易ではドル建貿易収支はそれほど大きくはないが、赤字となっている。つまり、日本は対米ドル建黒字を中東などの産油国、オーストラリア等の一次産品輸出国に対するドル建赤字のために、全世界的には少しのドル建貿易赤字となっているのである。日本は貿易黒字の大半を円建でもっているのである⁴⁾。

日本と同じように、ドイツ、フランス、イギリスなどの西欧諸国もドル建貿易黒字をもっていない。第3表がそれを示している。これら3国のいずれにおいてもドル建輸入の比率がドル建輸出の比率をかなり上回っている。これらの国は自国通貨（ユーロ、ポンド）で貿易黒字をもっている（自国通貨建比率が輸出において輸入よりも高くなっている）。

そうだとすれば、ドル建貿易黒字をもっている国は産油国（ロシアを含む）、中国等の日本を除くアジア諸国、オーストラリア、カナダなどとなる。また、前述の仮定によれば、ドル以外の通貨での全世界の輸出額は3.5兆ドル、同輸入額は3.5兆ドルで、ドル以外の通貨での

第2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。

第3表 ドイツ¹⁾、フランス²⁾、イギリス³⁾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 ⁴⁾
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 ⁵⁾

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%

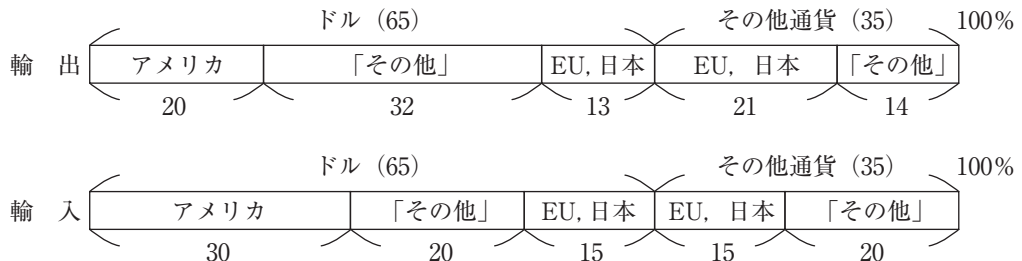
5) ユーロの比率は27%

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

貿易収支は全世界的には均衡している。そうであるなら、ドル以外の通貨では日本、西欧は黒字で、米、EU、日本を除く「その他」の諸国が赤字となろう。すでに述べたようにアメリカの輸出、輸入はすべてドル建としているからアメリカのその他通貨建の赤字は存在しない⁵⁾。

以上の各地域、各国の通貨別貿易を単純化して図示すると第1図のようになる。全世界では10兆ドルの輸出額、輸入額のうち、65%がドル建であり、その他通貨建が35%である⁶⁾。ドル建輸出の65%のうち、米が20%、米、EU、日本を除く諸国（産油国、中国を含む、この図では「その他」）が32%、日本、EUが13%（計65%）、その他通貨建輸出のうち、EU、日本

第1図 世界のドル建貿易とその他通貨建貿易^{1) 2) 3)}



注1) アメリカの輸出、輸入はすべてドル建とする。

2) 「その他」——アメリカ、EU、日本を除くすべての諸国（産油国、中国などを含む）。

3) 全輸出額、全輸入額は10兆円とする。図における数値は%。

出所: 筆者作成。

米経常赤字のファイナンスと対外債務・債権の概念上の区分（奥田）

が21%、「その他」が14%である（計で35%、米の輸出、輸入は簡単化のためにすべてドル建てとして）。ドル建て輸入の65%のうち、米が30%、「その他」が20%、EU、日本が15%（計65%）であり、その他通貨建て輸入は、EU、日本が15%、「その他」が20%である（計で35%）。

以上のように区分すると、各地域（国）の通貨別貿易収支は第4表のようになる。アメリカは1兆ドルのドル建て貿易赤字、米、EU、日本を除く諸国（産油国、中国を含む、第1図、第4表では「その他」）はドル建てが1.2兆ドルの黒字、その他通貨建てが0.6兆ドルの赤字⁷⁾、全体で0.6兆ドルの黒字、EU、日本はドル建てで0.2兆ドルの赤字、その他通貨建てで0.6兆ドルの黒字、全体で0.4兆ドルの黒字である⁸⁾（以下では以上の通貨別貿易収支を踏まえ、簡単化のために貿易収支＝経常収支として論述を進めていきたい）。

第4表 各地域の通貨別貿易収支 (兆ドル)

	輸 出			輸 入			収 支		
	ドル	その他	計	ドル	その他	計	ドル	その他	計
アメリカ ¹⁾	2.0	0	2.0	-3.0	0	-3.0	-1.0	0	-1.0
その他 ²⁾	3.2	1.4	4.6	-2.0	-2.0	-4.0	1.2	-0.6	0.6
EU、日本	1.3	2.1	3.4	-1.5	-1.5	-3.0	-0.2	0.6	0.4 ³⁾

注1) 2) 第1図と同じ。輸出額、輸入額はそれぞれ10兆ドル。

3) 黒字のほとんどは日本。

出所：第1図より作成。

以上のモデル的通貨別貿易収支に加えて、実態的な各国、地域別の通貨別貿易収支を改めて示すと、概略以下のようになる。①産油国（ロシアを含む）——貿易収支はドル建てで大きな黒字（オイルマネー）とその他通貨建てで赤字、②中国——大きなドル建て貿易黒字とドル準備、③日本・中国以外の東アジア諸国、オーストラリアなど——ドル建て黒字と円建て等の赤字、ドル準備保有、④日本——大きな額の円建て貿易黒字、ユーロ等の通貨での一定額の黒字、および少しのドル建て赤字、⑤ドイツ、フランス——ユーロ建て黒字、ドル建て赤字、その他通貨建て黒字、⑥イギリス——ポンド建て黒字、ドル建て赤字、ユーロ建て赤字。

II. アメリカの資本収支における債務と債権

アメリカ経常収支赤字とそのファイナンスの状況の如何によってドル体制が動揺する。これら进行分析・検討するに当たって、改めてアメリカ資本収支の債務、債権の諸項目をみる必要がある。とはいえ、ここで行なわれなければならないことは、国際収支表そのものの区分ではなく、「概念」上の区分である。

1) 対外債務の諸項目——4つの項目

①米のドル建経常赤字によるドル建対外債務の形成（「債務決済」）と「漏れ」

アメリカがドル建で輸入すると、その輸入額に見合う非居住者保有の「ドル預金」（米にとっては対外債務）がまず形成される。次の例である。米国内の企業（A）がドル建で輸入した場合、米国内の銀行におかれているドル預金が（A）から海外の輸出企業（B）へ移る（対外債務）。しかし、ドル預金そのものは米国内にとどまる。B企業はそのドルを種々の対米投資に使うかもしれない（＝「債務決済」）。また、そのドルを自国通貨へ転換するかもしれない。その為替取引の相手先によって諸事態が生まれる。相手先が海外のドル建輸入業者であると、ドル預金は（B）から銀行を介した為替取引によってドル建輸入業者（C）へ、さらにドル建輸出企業（D）へ移っていく。その場合、D企業が米企業であれば（米の輸出の場合であれば）、対外債務が消えるが、D企業が外国企業であれば、対外債務が残る。いずれの場合も「ドルは国内に留まっている」⁹⁾。

ただし、アメリカ貿易収支が赤字だという場合には、米のドル建輸入とドル建輸出、海外諸国間のドル建輸出・輸入が相殺され、アメリカの貿易収支赤字に相当する額が「非居住者ドル預金」として対外債務がいったん形成され、さらに、このドル預金が原資になって非居住者による種々の対米投資が形成されていく。これがアメリカによる「債務決済」といわれるものであり、ドルは国内の銀行にとどまっている。しかし、非居住者はそれらのドル建債権の一部を自国通貨、他通貨へ転換するであろう（＝「債務決済の漏れ」）。「債務決済」がどれだけの額か、「漏れ」がどれくらいに達しているかは統計的に把握できるものではない。国際収支表に含まれる対外債務は以下に述べる種々の項目によって構成されているから。

さて、「漏れ」に伴う為替取引の相手がドル以外の通貨をドルに転換して対米投資を行なう海外の投資家であれば、アメリカの対外債務額は変わらない。対米債権の持ち手が変わるだけである。しかし、この為替取引の相手が米居住者である場合がある。例えば、アメリカの金融機関が外貨建対外投資の引き揚げを行なう場合である。この場合には、「ドルは米国内に留まっている」が、米の対外債務は消滅し、同時にアメリカの外貨建対外資産が減少する。アメリカの経常赤字が米の外貨建対外資産の減少によって決済されたのである。

このように、アメリカ経常赤字のうちのかなりの額が非居住者の種々の対米投資となって「債務決済」の形をとるが、「債務決済の漏れ」も避けがたく、その「漏れ」は結局2つの資本取引と対応することになる。1つは非居住者によるドル以外の通貨のドルへ転換しての対米投資（この場合にはアメリカの対外債務額は変化しない）であり、もう1つは米金融機関等による外貨建資産の引き揚げ（外貨建対外資産の減少）で、前者がなければ、最終的にアメリカの経常赤字は米の外貨建対外資産の引き揚げによって決済されることになる。本節ではドル準備の検討が除外されているが、この2つの資本取引が進行しなければ、ドル準備が変化するはずで

ある（後述）。

上記のことをさらに補完すれば、すでに記したように日本、西欧諸国はドル建貿易黒字をもっていない。したがって、アメリカからドル建黒字の「債務決済」を受けているのはこれらの先進諸国ではなく、産油国、中国などのアジア諸国、オーストラリアなどである。日本、西欧諸国の対米投資はドル以外の通貨（ユーロ、円、ポンドなど）をドルに換えて行なわれているのであり、これらの諸国による外貨のドルに換えての投資は、産油国、中国などのアジア諸国、オーストラリアなどがもっているドル建債権の他通貨への転換（＝「債務決済の漏れ」）を可能にし、補っているのである。

②アメリカのドル建対外投資とその「代わり金」の形成

次のアメリカの資本収支の債務項目は、米居住者が種々のドル建対外投資を行ない、その「代わり金」として生まれる非居住者の「ドル預金」（対外債務）である（ドル建資産とドル建負債の両建での形成）。しかし、アメリカを除く諸国全体ではドル建経常赤字をもっていないから、アメリカ以外の諸国全体はドル建借入をドル建経常赤字の支払に使用することはない。アメリカ以外の諸国全体でいえば、ドル建借入の大半を種々のドル建投資に使うか、アメリカ以外のいくつかの諸国はこのドル建借入の一部を他通貨へ転換し（＝「漏れ」）、他通貨建・経常赤字の決済、他通貨建投資に当てるかもしれない¹⁰。例えば、日本以外のアジア諸国は円建経常赤字をもっており、その決済のためにドルを借入れ、そのドルを円に換えるかもしれない。この「漏れ」は前述の「債務決済の漏れ」と同様に、日本、EU等のドル以外の通貨をドルに換えての投資か、アメリカの外貨建資産の減少によって補われるほかない。この2つが少なければ後述するようにドル準備の増加が生じるだろう。

③非居住者による外貨をドルに換えての対米投資

これについては、すでに述べてきた。日本、西欧諸国の対米投資がこの外貨をドルに換えての投資に当たる。これら諸国はドル建経常黒字をもっておらず、自国通貨などのドル以外の通貨で経常黒字をもっているからである。しかし、上述の「漏れ」を補う以上にこのドル建投資が進むこともありうる。この投資が米市場向けであろうが、ユーロダラー市場向けであろうが、米の対外債務額は変わらない。というのは、ユーロダラー市場向けであれば、ユーロダラー市場に対する米の対外債務が形成されるからである。

もちろん、これらの諸国はこの投資を引き揚げることもある。この引き揚げが生じると、ドル準備を考慮外にするならば、「債務決済」の「漏れ」、アメリカのドル建投資による「代わり金」からの「漏れ」を前提にすると、結局、米の外貨資産の引き揚げによって米経常赤字はファイナンスされる以外にない。

④米が外貨建借入を行ない、それを対外投資に使用（債務・債権の両建）

アメリカの金融機関等がドル以外の通貨を借入れ（調達し）、その外貨資金でもって対外投資に当てる（外貨債務と外貨債権の形成）。例えば、円金利が低下していった90年代後半以後、アメリカの諸金融機関が円を調達し、それを円で運用したり、円をユーロ等に転換して運用してきた（「円キャリートレード」）。

しかし、この円をドルに換えて運用する場合、その為替取引の相手によってアメリカの対外債務・債権の状況が変わる。相手先が米居住者であれば（その相手先はドルを円に換えての投資を行なう）、円建債権の持ち手が米居住者間で変わるだけであり、また、ドル資金も持ち手が米居住者間で変わるだけである。結局、アメリカ全体では円建債務の形成と円建債権の形成である。しかし、為替取引の相手先が非居住者であれば、海外部門が保有していたドル建債権が引き揚げられるのであり、結果的にはアメリカの円建債務が形成され、他方で、ドル建債務が減少することになる。非居住者はその円の運用を行なうか、円建貿易赤字の決済に使うであろう。

2) 対外債権の諸項目——3つの項目

①ドルでの対外投資、「代わり金」が債務として同時に形成（両建）。

これについてはすでに述べた。アメリカの金融機関等がドル建の対外貸付、ドル建外債の購入等の種々の対外投資を行なう場合である。このドル建投資によって「代わり金」が生まれ（アメリカの対外債務）、その資金の大半は種々のドル建投資に利用されるであろう。したがって、収支上はゼロになる。ただし、この居住者によるドル建対外投資によって形成される「代わり金」の一部はドル以外の通貨に転換されて「漏れ」が生まれることもある。これについてもすでに述べた。しかし、非居住者が外貨をドルに換え、その資金でこのドル建借入れ（米からすればドル建資産）を返済すれば、アメリカのドル建対外資産のみが減少し、ドル建対外債務には変化がない（この場合には両建の変化は生じない）。

②外貨を借入れ、それを対外投資に当てる（両建）

米居住者が外貨資金を借入れ、その外貨資金をそのまま対外投資（「外貨—外貨」投資）に当てる場合である。ノンバンクの04年末の外貨建対外資産残高は1547億ドル、同対外債務残高は1101億ドルとなっており（金融的資産・債務のみ）、3分の2以上が「外貨—外貨」投資となっている。06年末にはそれらが1629億ドル、1364億ドルになっており、84%が「外貨—外貨」投資となっている。また、米銀行の外貨建債権残高（自己勘定と顧客勘定の合計）は04年に1268億ドル、同債務残高は756億ドル、06年末にはそれらが1882億ドル、1389億ドルとなっていて、04年末には60%が、06年末には74%が「外貨—外貨」投資になっている（第5表）。

第5表 アメリカの外貨建債権・債務の残高 (億ドル)

	2004	2005	2006
ノンバンク ¹⁾			
債権	1,547	1,623	1,629
債務	1,101	1,082	1,364
ネット	446	541	265
在米銀行			
債権	1,268	1,459	1,882
自己勘定	934	937	1,167
顧客勘定	334	522	715
債務	757	999	1,389
自己勘定	678	858	1,224
顧客勘定	79	141	165
ネット	512	461	493
自己勘定	256	80	-57
顧客勘定	256	381	550

注1) U. S. Nonbanking Concerns except Securities Brokers, 金融取引のみ。

出所: S.C.B., Table 9 ~ 11 より。

③居住者によるドルを外貨に換えての対外投資

アメリカの諸金融機関等がドルをユーロや円等に換えて行なう対外投資がこれである。これがどれぐらいの額にのぼっているか。アメリカはユーロ、円等での経常黒字をもっていないから、上にみた外貨建対外投資の全額から外貨借入による外貨建投資を差し引いた部分がこのドルを外貨に換えての対外投資になる。04年末にはノンバンクにおいてはその差額は446億ドル、06年末には265億ドルになっている。また、在米銀行（自己勘定と顧客勘定の合計）では、04年末には512億ドル、06年末には493億ドルとなっている。これらが米居住者によるドルを外貨に換えての対外投資である（第5表）。

さて、この居住者によるドルを外貨に換える為替取引の相手が米居住者であれば、居住者どうしのもち手の転換に過ぎないから、国際収支表に表われる場合、その為替取引の相手は非居住者とならなければならない。そうすれば、非居住者にはドル建資産（米にとってはドル債務）が形成される。したがって、この居住者によるドルを外貨に換えての対外投資には、非居住者による外貨のドルに換えての対米投資と対応しているはずである（のちに、b-dの「均衡」として論じよう¹¹⁾）。

3) 「資本収支」——以上のまとめ

以上の論述を踏まえ、「資本収支」を式に表わし、それから導き出せることを示そう（ドル準備については除外、また、「統計上の不一致」はゼロとし、資本収支の中に含まれていることとする）。

①対米投資（債務）

i) 経常収支赤字額はとりあえず全額「債務決済」されるとしておく（A 額）。実際は「漏れ」がある（詳しくは後述）。ii) 1983 年以來、対米投資は経常赤字を上回ってきた。対米投資から経常赤字をファイナンスした分（債務決済）を除いた部分（これは米にとっての「対外投資余剰」分になる）のうち、a 額を米によるドル建対外投資とすればその額に相当する「代わり金」が発生する（＝海外の対米投資＝米の対外債務、両建）。ドル建対外投資は同時に対外債務が形成されて収支はゼロになるから、米のドル建対外投資は経常赤字からの制約は弱い（そのドルが外貨に換えられれば「漏れ」になり制約となるが）。iii) 経常赤字を超える対米投資のうち b 額が非居住者による外貨をドルに換えての対米投資とする。iv) 経常赤字を超える対米投資のうちの残りの c 額を米居住者による外貨借入れとする。その外貨は居住者によって外貨建投資に当てられる。これは「外貨—外貨」投資である（両建）。

以上から、海外民間部門の対米投資＝経常収支赤字額（債務決済額）＋経常赤字を上回る対米投資額＝ $A + (a+b+c)$ である（式①）。

②米の対外投資（債権）

対米投資額のうち「債務決済」を超える「余剰」分が米の対外投資額になる（ここではドル準備については考慮外、のちに導入、また、「統計上の不一致」はゼロとし資本収支の中に含まれていることとする）。i) 「余剰」のうちの一部はドルでの対外投資（a 額）である。また、それに相当するドル建債務が形成される（両建、前述）。ii) 米によるドルを外貨に換えて対外投資を d 額とする。iii) 米が外貨を借入れ（対外債務）、その外貨資金を対外投資に当てる（c 額、両建）。

以上から、米の対外投資＝ $a+c+d$ となる 式②。

③資本収支

式①と②から、資本収支＝ $A + (a+b+c) - (a+c+d) = A+b - d$ となる 式③。

この式③においては米経常赤字がファイナンスされるということは、つまり、 $b - d = 0$ である。このことは、前述のように米居住者によるドルの外貨に換えての対外投資には、非居住者が為替取引の相手となり非居住者のドル建資産（米にとってはドル債務）が形成され（ $b - d$ の「均衡」）、したがって、この居住者によるドルを外貨に換えての対外投資には、非居住

者による外貨のドルに換えての対米投資が対応しているはずであると述べたが、この式③よりこのことが明瞭である。

しかし、この式③はもう少し具体化されなければならない。式③では前述の「漏れ」が対象外にされていた。「漏れ」を含めた式が考えられる必要がある。米経常赤字に相当する「ドル預金」がいったん形成され、種々の対米投資に当てられていくが、一部はドルから外貨に換えられていく（＝「漏れ」）。この「漏れ」を $m1$ とする。また、アメリカのドル建対外投資のうち、非居住者はそのドルの一部を外貨に転換するであろう。この「漏れ」を $m2$ としよう。そうすれば式①は次のようになる。

$$\text{対米投資} = (A - m1) + (a - m2) + b + c = A - (m1 + m2) + a + b + c \quad \text{式①}'$$

したがって、資本収支＝対米投資－米の対外投資＝ $A - (m1 + m2) + a + b + c - (a + c + d)$

$$= A + b - (m1 + m2) - d \quad \text{となる（式③）}^{12)}。$$

④式③' から導き出される事項

確かに、アメリカの経常赤字のかなりの部分は債務によって「決済」されるよう（A）。しかし、これには通常でも一定額の「漏れ」が生じる（ $m1$ ）。この主たる要因はドル建経常黒字をもっている諸国が同時にユーロ、円等で経常赤字をもっており、ユーロ、円等の経常赤字を決済しなければならない。また、米のドル建対外投資も一定額は外貨に換えられよう（ $m2$ ）。ドル建経常黒字以上にユーロ、円等で経常赤字をもっている諸国はドル資金を借入れ、それをユーロ、円等に換えて決済するであろう。「漏れ」を導入すると、米経常赤字のファイナンスの条件は、式③の $b - d = 0$ ではなく、式③' の $b - (m1 + m2) - d = 0$ によって検討されなければならない（ドル準備が導入されるとこの式はさらに豊富化される——後述）。

これらの「漏れ」（ $m1 + m2$ ）が生じると、海外からの外貨をドルに換えての対米投資（ b ）が伸びるか、アメリカの外貨建資産の引き揚げ（マイナスの d ）のいずれかによって「漏れ」を補う必要がある。米の外貨建対外資産が引き揚げられるのでなければ、非居住者の外貨をドルに換えての対米投資がさらに伸びる必要があるのである。そうでなければ $[b - (m1 + m2) - d]$ がマイナスになり、日本などのドル建経常黒字をもたない諸国のドル準備が増加しなければならない（後述）。

上のように、米経常赤字のファイナンスが進む（式③' = A、すなわち、 $b - (m1 + m2) - d = 0$ ）ためには、 b （外貨をドルに換えての対米投資）が一定額にのぼり、それが、「漏れ」（ $m1 + m2$ ）とアメリカからのドルを外貨に換えての対外投資（ d ）を支えていなければならない。しかし、「漏れ」が巨額にのぼる事態では b も低調にとどまり、米経常赤字のファイナンスは困難になるろう。

Ⅲ、「広義の資本収支」(ドル準備を含めた場合)

以上の式③'はドル準備については考慮外であったが、ドル準備の変化を導入(「統計上の不一致」は資本収支に含まれゼロとする)することによってこの式はさらに豊富化、具体化されなければならない。

1) ドル準備の米国内での保有とユーロダラー市場での保有

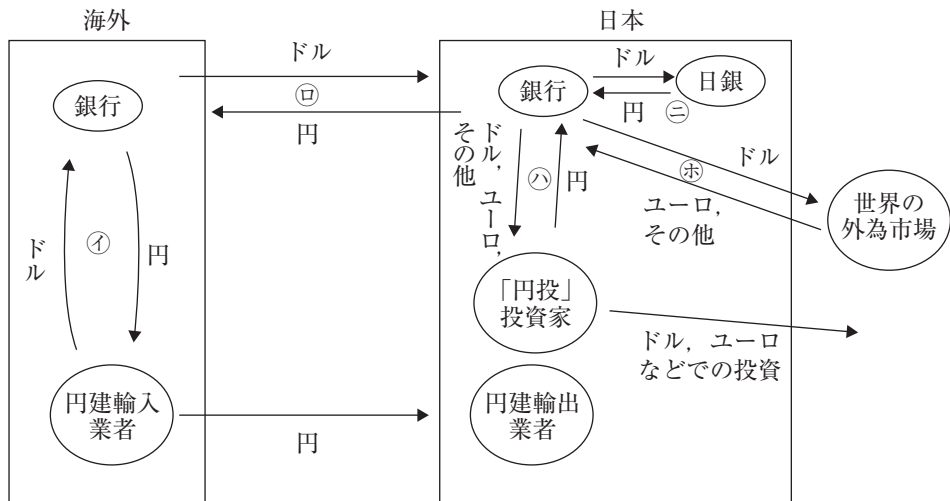
ドル準備はアメリカ国内で保有される場合とユーロダラー市場で保有される場合がある¹³⁾。その違いによって、アメリカ国際収支表に表示される項目に違いが生まれる。米国内でのドル準備保有はアメリカ国際収支表において「在米外国公的資産」として現われるが、産油国、中国、日本などがドル準備の一部をユーロダラー市場へ放出する場合¹⁴⁾、米以外の諸金融機関がドル債務をもつと同時に、ドル資産を米国内の諸金融機関に対してもつ(=米の諸金融機関の対外債務が形成)。つまり、ユーロダラー市場でのドル準備保有はアメリカ国際収支においては海外の民間金融機関の対米資産=アメリカの民間部門の対外債務として現われるのである。なお、中東の産油国の場合、オイルダラーの運用をイギリス、バハマ諸島の金融機関に任せ、それらの金融機関が対米投資に当てることが多く、アメリカ国際収支表では「在米外国公的資産」として現われる部分は少ない。

また、ドル準備といっても、産油国、中国、アジア諸国などのドル建経常黒字をもっている諸国の場合と、日本、西欧等のドル建経常黒字をもっていない場合とでは、意味合いが異なる。中国、アジア諸国などドル建経常黒字をもっている諸国はその黒字のほとんど全部、あるいはその一部をドル準備としてもつ。そのドル準備は米国内で保有しようが、ユーロダラー市場で保有しようが、「債務決済」の一部となる。つまり、ドル準備が前記の債務決済額(A)の一部となるから、海外の民間部門による「債務決済」部分(A1)に対してドル建経常黒字保有国のドル準備をA2としよう。とくに、中国は対外投資に対して諸規制をとっており、また、貿易のほとんどがドル建で行なわれているから、経常黒字がそのままドル準備となる。

他方、日本などのドル建経常黒字をもたない諸国のドル準備は「債務決済」ではない。それらの国の民間対外投資がそれらの国の経常収支黒字を下回ることからそれらの国の通貨高が発生し、通貨当局が自国通貨売・ドル買でドル準備を増やしているのである。このことをもう少し詳しく述べよう。

日本は円建貿易黒字をもっており、その黒字に相当する円建対外投資を行っていないから、その決済の大部分は海外の円建輸入業者がドル等を円へ転換することによって行なわれる(第2図の①)。この為替取引によって海外の銀行は円の売持となり、日本の銀行とドル売・円買を行なおうとするであろう(第2図の②)。日本の銀行が海外の銀行とこの取引を行なうのは日

第2図 円建貿易の決済と「円投」



出所：筆者作成。

本の銀行がドルの売持になっているからであるが、ドル建経常赤字は、その額よりもはるかに少ないから、邦銀がドルの売持になるのは、日本の機関投資家等が円をドルやユーロ等の外貨に換えて行なう投資から発生する以外にない（そのような投資のために第2図の④の為替取引が生じる）。円をドル等の外貨に換えての対外投資（＝「円投」）が第2図の①の額を下回れば、④が順調に行なわれず、円高が生じて通貨当局による円売・ドル買の為替市場介入が行なわれ（図の③）、ドル準備が増加していく¹⁵⁾。それゆえ、このようにして形成されるドル準備は、円などのドル以外の通貨がドルに換えられて形成されるものであるからb2とし、それに対して民間部門の円、ユーロなどのドル以外の通貨がドルに換えて行なわれる対米投資をb1とする。

さらに補足すれば、このドル準備（b2）が米国内で保有されれば、アメリカ国際収支表では「在米外国公的資産」として表示され、ユーロダラー市場で保有されれば、それに相当する額が米民間部門の対外債務となる。このようにして、同じドル準備であるが、中国等のドル建経常黒字から形成されるドル準備と日本などのドル建経常黒字をもたない諸国のドル準備の形成のされ方は異なり、その米経常赤字ファイナンスにもつ意義も異なる。

さて、以上のようにドル準備を導入すれば、式③の資本収支にドル準備を加えた「広義の資本収支」は式以下のようなになる¹⁶⁾。

$$\text{「広義のアメリカの資本収支」} = \text{債務決済 (A1 + A2)} + (b1+b2) - d \quad (\text{式④}) \quad \text{ここ}$$

でA1以下は次のごとくである。

A1 = 民間部門による債務決済（一部「漏れ」が発生しうる。前述）

A2 = ドル建経常黒字を持っている諸国のドル準備 = 通貨当局が債務決済を受ける (米国内でのドル準備 + ユーロダラー市場でのドル準備), ただし, ユーロダラー市場でのドル準備保有は米国内の諸金融機関の対外債務の形態をとる。ドル準備からの「漏れ」はほとんど発生しない。

A1 + A2 = 債務決済額

b1 = 海外民間部門の外貨をドルに換えての対米投資

b2 = ドル建貿易黒字をもたない諸国の自国通貨売・ドル買によって生じるドル準備保有 (「漏れ」はほとんど発生しない)。

d = アメリカによるドルを外貨に換えての対外投資

さらに, ドル準備を米国内で保有される分とユーロダラー市場で保有される分に区分すると, それぞれは次のようになる。1) A2 = A2d + A2e (A2d = 米国内で保有されるドル準備, A2e = ユーロダラー市場で保有されるドル準備), 2) b2 = b2d + b2e (b2d = 米国内で保有されるドル準備, b2e = ユーロダラー市場で保有されるドル準備), 3) A2d + b2d = アメリカの国際収支に表示されるドル準備 (= 「在米外国公的資産」), 4) A2e は米国際収支表ではアメリカの民間部門の対外債務であり, 「債務決済」分となる。5) b2e は米国際収支表ではアメリカの民間部門の対外債務であり, 外貨をドルに換えての対米投資分となる。

これらの区分から, 第6表で示されている「海外の民間部門の対米投資」(SCB ライン 63), 「在米外国公的資産」(SCB ライン 56), 「米の民間対外投資」(SCB ライン 50) は次のように表示される。なお, 「統計上の不一致」(SCB ライン 71) は対米投資と対外投資に含まれているものとする。

「海外の民間部門の対米投資」 = A1 + A2e + a + b1 + b2e + c, 「在米外国公的資産」 = A2d + b2d, 「米の民間対外投資」 = a + c + d, であるから,

広義の資本収支 = 「海外の民間部門の対米投資」 + 「在米外国公的資産」 - 「米の民間対外投資」 = (A1 + A2e + a + b1 + b2e + c) + (A2d + b2d) - (a + c + d)

$$= A1 + (A2e + A2d) + b1 + (b2e + b2d) - d$$

$$= (A1 + A2) + (b1 + b2) - d \quad \text{式④となる。}$$

しかし, この式④は前述の「漏れ」を含んでいない。そこで, この「漏れ」を導入すると, この式は次のようになる。

$$[(A1 - m1) + A2e + (a - m2) + b1 + b2e + c] + (A2d + b2d) - (a + c + d)$$

$$= (A1 + A2) + [(b1 + b2) - (m1 + m2) - d] \quad \text{式④'}$$

A1 + A2 = 経常赤字額

この式④'において¹⁷⁾, 海外の民間部門の対米投資の全体額 (= [(A1 - m1) + A2e + (a - m2) + b1 + b2e + c]) は, 国際収支表 (SCB, April 2009 のライン 63, 以下でも April 2009 のラ

第6表 アメリカの国際収支（2）

億ドル

	経常収支 ¹⁾	民間対米投資 ²⁾	在米外国 公的資産 ³⁾	米の民間 対外投資 ⁴⁾	統計上の 不一致 ⁵⁾
1996	-1,248	4,212	1,267	-4,191	90
97	-1,407	6,854	190	-4,845	-772
98	-2,151	4,407	-199	-3,466	1,487
99	-3,016	6,987	435	-5,156	684
2000	-4,174	9,955	428	-5,593	-593
01	-3,983	7,548	281	-3,772	-139
02	-4,592	6,792	1,159	-2,913	-399
03	-5,215	5,802	2,781	-3,275	-79
04	-6,311	11,354	3,978	-10,054	975
05	-7,487	9,881	2,593	-5,663	366
06	-8,035	15,772	4,879	-12,934	-17
07	-7,266	16,485	4,809	-14,497	649
08	-7,061	471	4,870	5,344	2,001

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：S.C.B., July 2009, Table1 (p.67) より。

イン) によって得られるが、この中のそれぞれの項目については統計値は得られない。また、(A2d+b2d) は「在米外国公的資産」(SCB ライン 56) であり、(a+c+d) については全額は SCB ライン 50 から得られるが、a, c, d の区分は正確には得られない。ただ、概算値を SCB の Table 9~11 から推定できるだけである。

以上の諸項目はあくまで概念的な区分である。したがって、次節において現実に近い数値をモデルとして描くことにしよう。

2) 「広義の資本収支」の式から導き出されること

上の「広義の資本収支」の式④'からいくつかのことが導き出せる。i) まず米経常収支赤字がファイナンスされドル体制が維持されるのは、A1 からの「漏れ」(m1) が相対的に小さく「債務決済」が進行すること、つまり、ドル建貿易黒字を保有している諸国の民間部門による対米投資 (A1) だけでなく、それらの諸国のドル準備 (A2) もアメリカの経常赤字をファイナンスしつづけることが条件となる (中国などのアジア諸国)。A1, A2 について補足すれば、産油国のオイルダラーのイギリス市場、ケイマン諸島への放出はそれらの国際金融市場からアメリカへの投資となって、この式の A1 あるいは A2 となる。産油国の民間部門が放出すれば A1 であり、通貨当局が放出すれば A2 である。しかし、産油国のオイルダラーは、いずれも「在

米外国公的資産」とはならず、イギリス、バハマ諸島経由の米金融機関の対外債務となる。

ii) つぎに、米の経常赤字がファイナンスされるということとは $[(b1+b2) - (m1+m2) - d]$ がゼロということであり、 $(m1+m2)$ が不可避であるから、西欧、日本等の民間部門によるユーロ、円等をドルに換えての対米投資 $(b1)$ に加えて、それらの諸国の自国通貨売・ドル買の為替市場介入 $(b2)$ がかなりの額に達していなければならない。また、 $b1+b2$ は「漏れ」 $(m1+m2)$ を補うとともに、アメリカによるドルを外貨に換えての対外投資を可能にさせている。

再度強調すれば、 $A1$ と a からの「漏れ」 $(m1+m2)$ は、イ) 外貨のドルに換えての対米投資の増 $(b1)$ 、ロ) 日本等の自国通貨売・ドル買の為替市場介入の増大 (= ドル準備の増、 $b2$)、ハ) 米の外貨建資産の引揚げ (マイナスの d)、以上の3つのうちのいずれかによって埋め合わされなければならない。逆に言えば、米のドルを外貨に換えての対外投資 (d) も、 $(b1+b2)$ が一定額にのぼっていることによって可能となっているのである。

iii) ドル体制の下、ドルによる国際信用連鎖の拡大にアメリカによるドル建対外投資 (a) が大きく関わっている。それはドル建債権とドル建債務の両建の国際資本取引を拡大させ、そのために収支では大きな額にならないが米国際収支表における対米投資と対外投資の巨額化をもたらし、米中心の国際マネーフローを作り出しているのである¹⁸⁾。ドル国際信用連鎖の拡大という視点からすると、「債務決済」に見合う対米投資 $(A1, A2e)$ 、外貨のドルへの転換による対米投資 $(b1, b2e)$ がその連鎖を形成するとともに、ときには米のドル建対外投資 (a) がそれら以上に大きな額の連鎖を作っているのである。

IV, 1990年代後半と2000年代前半のモデル的分析

上に述べたように式④'の詳細(小項目)は統計的に把握できないから、得られるいくつかの統計値をもとに推定を加えることによりモデルをつくり、イメージを具体化するほかない。本節はそのことが課題である。

1) 1997年のモデル的概算値

この期にはアメリカの経常収支赤字を大きく上回る対米投資があり、それで赤字をファイナンスしたうえで「余剰」の資金とドル準備が原資となって多額の米による対外投資が行なわれた。アメリカを中心とする国際マネーフローがあったのである。それではⅡ、Ⅲ節に記載の債務、債権の小項目はどのような形をとるだろうか。97年を90年代後半の1つの典型としてみてみよう。第6表にアメリカの国際収支表が示されている。ここから第7表のような国際収支と対米投資、米の対外投資の概算をモデルとして想定しよう。統計上の不一致は、大部分が流

動資金の流出入であるから資本収支に含まれているものとした。

さて、この第7表について説明しよう。広義の資本収支=民間部門の対米投資+「在米外国公的資産」-米民間部門の対外投資= $[(A1 - m1) + A2e + (a - m2) + b1 + b2e + c] + (A2d + b2d) - (a + c + d)$ であった(式④')。第7表の $A1 + A2e$ は1300億ドルであるが、漏れ($m1$)が600億ドルであるから、 $A1 - m1 + A2e = 700$ 億ドルである(①のア欄)。また、米のドル建対外投資(a)は3800億ドルであるが、「漏れ」($m2$)が800億ドルであるから、 $(a - m2)$ は3000億ドルとなる(①のイ欄)。外貨をドルに換えての対米投資($b1 + b2e$ 、日本などのドル建経常黒字をもたない諸国のユーロダラー市場でのドル準備を含む)は2300億ドル(①のウ欄)、外貨を借入れ、外貨で対外投資(「外貨-外貨」投資(c))が1000億ドルである。合計で対米投資は7000億ドルになる。

一方、米の対外投資は、ドル建対外投資(a)は3800億ドル(②のア欄)、外貨を借入れ、その外貨での対外投資(c)は1000億ドル(②のウ欄)、ドルを外貨に換えての投資(d)が1000億ドル(②のイ欄)、合計では5800億ドルとなる。

なお、 $A1 + A2e + A2d =$ 経常収支赤字であるから、式④'より、 $a - (m1 + m2) + b1 + b2e + c + b2d - (a + c + d) = 0$ である。この式はさらに次のようになる。 $b1 + b2e - (m1 + m2) + b2d - d = 0$ である。そこで、上記の対米投資、米の対外投資、ドル準備の数値を当てはめれば、 $b1 + b2e = 2300$

第7表 1997年のアメリカ国際収支の「概念」的区分による概算値 (億ドル)

1) 経常収支 (SCB ライン 71 ¹⁾)	-1,400
2) 民間資本収支 ($A1 + A2e + b1 + b2e - (m1 + m2) - d$)	1,200
①対米投資 (SCB ライン 56 ¹⁾)	
$(A1 - m1) + A2e + (a - m2)$	
$+ b1 + b2e + c$	7,000
ア) 「債務決済」に当てられる対米投資 ($A1 + A2e$)	1,300
$A1$ からの「漏れ」($m1$)を600とすると、 $(A1 - m1) + A2e$	700
イ) 米のドル建投資の「代わり金」(a)	3,800
a からの「漏れ」($m2$)を800とすると、 $a - m2$	3,000
ウ) 外貨をドルに換えての対米投資 ($b1 + b2e$ 、ドル建経常黒字を もたない諸国のユーロダラー市場でのドル準備 $b2e$ を含む)	2,300
エ) 外貨を借入れ、それを対外投資に当てる米の「外-外」投資 (c)	1,000
②米の対外投資 (SCB ライン 43 ¹⁾ , $a + c + d$)	-5,800
ア) 米のドル建投資 (a)	-3,800
イ) ドルを外貨に換えての対外投資 (d)	-1,000
ウ) 外貨を借入れ、それを対外投資に当てる米の「外-外」投資 (c)	-1,000
3) ドル準備 (SCB ライン 49 ¹⁾ 「在米外国公的資産」 $A2d + b2d$)	200

注1) SCB ラインは July 1998。

出所：筆者作成。

億ドル, $m1+m2 = 1400$ 億ドル, $d = 1000$ 億ドルであったから, $b2d$ は 100 億ドルになり, $A2d+b2d=200$ 億ドルであるから, $A2d$ は 100 億ドルとなる。

第7表の諸項目の概算値から改めて以下のことが言えよう。1) 経常赤字をはるかに上回る(約5倍)対米投資が行なわれており, 経常赤字のファイナンス問題はほとんど出てこなかった。2) 「債務決済」に当てられる対米投資(①のア欄)とドル建対外投資(①のイ欄)のうち一定額が外貨に転換されているはずである(「漏れ」)。しかし, その「漏れ」は大きくなかった。というのは, 97年は90年代において米経済がもっとも好調を示した年で対米投資が有利であった。また, その「漏れ」は外貨のドルに換えての対米投資($b1$, $b2e$ —①のウ欄)によって埋め合わされている。しかし, この年は日本のドル準備($b2$)はわずかにとどまってお(7660億円, 約65億ドル), また, 米の外貨建資産の引き揚げも実際にはないから, 「漏れ」はほとんど $b1$ によって「補充」されていると考えられる。

3) 米経済の好調によって各国の対米投資の魅力が高まっており, 各国のドル借入れも進み(アメリカによるドル建対外投資—②のア欄), それによって多額の対米投資(①のイ欄)も行なわれた(両建)。4) 外貨をドルに換えての対米投資(①のウ欄)がかなりの額にのぼったことから, 米によるドルを外貨に換えての対外投資(②のイ欄)も大きな額になりえた。後者の額は前者の額に規定されるから。そうでなければドル準備が増大したであろう。しかし, この年にはドル準備はほとんど増加していない($A2d$ も含めて200億ドル)。5) アメリカによる「外貨-外貨」投資もかなりの額になった。この投資は経常赤字に制約されないから, 円等の低金利通貨を調達し, それを円建投資, ユーロ建投資に当てられたと考えられる。

以上のように, 1997年は経常収支赤字をはるかに上回る種々の対米投資があり, それが経常収支赤字をファイナンスしたうえで, さらに, アメリカから多額の対外投資が行なわれて, アメリカを中心に国際マネーフローが実現していった年である¹⁹⁾。しかし, 忘れてはならないのは, その国際マネーフローも半分以上がアメリカによるドル建対外投資によって作られているということである。第7表のモデル的概算によれば米のドル建対外投資は4000億ドルで米の対外投資の3分の2近くになっている。

2) 2004年のモデル的概算値

この年はいくつかの特徴をもっている(第6表)。1) 98年から経常収支赤字が増大しているが, この年もそうした年である。2) 対米投資が絶対額では増加しているが, その額は経常赤字の2倍にはならないで, 経常赤字を上回る「余剰」は経常赤字額を下回っている。経常赤字のファイナンスが問題視され始めている。3) ドル準備の増加が大きくなり²⁰⁾, 4) ドル準備額と「余剰」額との合計で対外投資が行なわれている。その絶対額は, 「余剰」の額とドル準備が大きいことから, 90年代後半よりもはるかに巨額になっている。つまり, 経常ファイナンス

問題が出てきているとはいえ、90年代後半期以上に多額のアメリカが中心となった国際マネーフローが存在している。5) しかも、アメリカへのネットでの資金フローは産油国、中国等のアジアからだけでなく、日本からもドル準備の増加を中心にアメリカへ向かっている（第8表——イギリスを除くEU諸国のアメリカへのネットでのマネーフローは存在しない）。

以上のことを踏まえて、97年と同じように04年の国際収支と対米投資、米の対外投資の概算をモデルとして想定しよう（第9表）。

この表について説明しよう。広義の資本収支 = 民間部門の対米投資 + 「在米外国公的資産」 - 米民間部門の対外投資 = $[(A1 - m1) + A2e + (a - m2) + b1 + b2e + c] + (A2d + b2d) - (a + c + d)$ であった。第9表では $A1 + A2e$ は3000億ドルであるが、 $A1$ からの「漏れ」が1200億ドルあり、 $(A1 - m1) + A2e$ は1800億ドルとなる（①のア欄）。また、米のドル建対外投資（ a ）は5000億であったが、「漏れ」が800億ドルであるから、 $(a - m2)$ は4200億ドルとなる（①のイ欄）。外貨をドルに換えての対米投資（日本などのドル建経常黒字をもたない諸国のユーロダラー市場でのドル準備保有を含む、 $b1 + b2e$ ）は3000億ドル（①のウ欄）、外貨を借入れ、それをその

第8表 アメリカの地域別国際収支 (億ドル)

	SCB ライン	EU			ユーロ地域 ¹⁾			イギリス					
		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			
公的資産	56	n.a	n.a	n.a		n.a	n.a	n.a	n.a	n.a			
その他の資産	63	n.a	n.a	n.a		n.a	n.a	n.a	n.a	n.a			
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			
在米銀行報告の米債務	69	1,858	1,586	946		273	259	1,426	1,250	707			
米の民間対外投資	50	-4,203	-1,379	-6,973		-192	-2,693	-2,861	-1,057	-4,165			
米の経常収支	76 (77)	-1,088	-1,415	-1,062		-1,015	797	-144	-209	-111			
参考 統計上の不一致	70 (71)	534	-1,759	-103		-268	605	-843	-1,719	-991			
		日本			中国 ¹⁾			その他西半球 ²⁾			中東 ¹⁾		
		04	05	06	04	05	06	04	05	06	04	05	06
		2,300	606	476		1,935	2,095	3,792	1,088	5,224		190	633
		n.a	n.a	n.a		n.a	n.a	244	n.a	n.a		23	421
		n.a	n.a	n.a		n.a	n.a	3,548	n.a	n.a		166	212
		521	611	61		131	124	824	579	1,544		63	54
		1,618	-134	203		1,815	1,994	2,181	625	3,628		47	1
		-580	-495	-543		-39	47	-2,277	-463	-1,266		-92	-93
		-921	-987	-1,085		-2,201	-2,582	-1,047	-49	-87		-489	-515
		-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 (注2) 04年はラテンアメリカと「その他の西半球」

(出所) S.C.B., July 2005, July 2006, July 2007, それぞれ Table11 より。

第9表 2004年のアメリカ国際収支の「概念」的区分による概算値 (億ドル)

1) 経常収支 (SCB ライン 76 ¹⁾)	-6,000
2) 民間資本収支 ($A1+A2e+b1+b2e - (m1+m2) - d$)	2,000
①対米投資 (SCB ライン 63 ¹⁾)	
$(A1 - m1) + A2e + (a - m2) + b1 + b2e + c$	11,000
ア) 「債務決済」に当てられる対米投資 ($A1+A2e$)	3,000
A1からの「漏れ」($m1$)を1,200とすると, $(A1 - m1) + A2e$	1,800
イ) 米のドル建投資の「代わり金」(a)	5,000
aからの「漏れ」($m2$)を800とすると, $(a - m2)$	4,200
ウ) 外貨をドルに換えての対米投資 ($b1+b2e$, ドル建経常黒字を もたない諸国のユーロダラー市場でのドル準備 $b2e$ を含む)	3,000
エ) 外貨を借入れ, それを対外投資に当てる米の「外-外」投資 (c)	2,000
②米の対外投資 (SCB ライン 50 ¹⁾ , $a+c+d$)	-9,000
ア) 米のドル建投資 (a)	-5,000
イ) ドルを外貨に換えての対外投資 (d)	-2,000
ウ) 外貨を借入れ, それを対外投資に当てる (c)	-2,000
3) ドル準備 (SCB ライン 56 ¹⁾ 「在米外国公的資産」 $A2d+b2d$)	4,000

注1) SCB ラインは July 2005。

出所：筆者作成。

まま対外投資に使う (c) 額は2000億ドルであった (①のエ欄)。以上の合計で対米投資は1100億ドルにのぼる。

逆に米の対外投資は, ドル建対外投資 (a) は5000億ドル (②のア欄), 外貨を借入れその外貨での対外投資 (c) 2000億ドル (②のウ欄), ドルを外貨に換えての対外投資が2000億ドル (②のイ欄), 合計9000億ドルである。したがって, 投資収支は2000億ドルの黒字である。また, 「在米外国公的資産」(米で保有されているドル準備, $A2d+b2d$) は4000億ドルで, 広義の資本収支は6000億ドルで, 経常赤字をファイナンスしている。

なお, $A1+A2e+A2d =$ 経常収支赤字であるから, 式④'より, $a - (m1+m2) + b1+b2e+c+b2d - (a+c+d) = 0$, すなわち, $b1+b2e+b2d - (m1+m2) - d = 0$ となる。上記の04年の対米投資, 米の対外投資, 外貨準備の数値を当てはめれば, $b1+b2e=3000$ 億ドル, $m1+m2=2000$ 億ドル, $d = 2000$ 億ドルであったから, $b2d$ は1000億ドルとなる。したがって, $A2d$ は3000億ドルである。

さらに補足すると, 1) 経常収支赤字が増大しているが, そのファイナンスはイギリスやカリブ諸国からの民間資金で一部がファイナンスされている ($A1$)。このイギリス, カリブ諸国からの資金は, 元々はオイルマネーである。2) また, 中国などのドル建・経常黒字国のドル準備によってもファイナンスされている ($A2=A2d+A2e$)。3) 日本からの円をドルに換えての

対米投資（b1）ばかりでなく、日本のドル準備（式④'の $b2=b2e+b2d$ ）の形で日本からアメリカへ多額の資金が移動している。4) アメリカからの対外投資は、97年と同じように、ドル建と外貨借入れによる対外投資だけでなく、ドルの外貨への転換による投資（d）も、外貨のドルに換えての対米投資（b1）、日本などの自国通貨売・ドル買の為替市場介入（b2）が多額にのぼっていることから、多額にのぼっている。

04年には経常赤字が増大し、対米投資の絶対額が増大しているとはいえ、その額は経常赤字の2倍には及ばない。経常赤字のファイナンスは少し困難がみられる。それが97年との違いである。そうは言っても、巨額の対米投資と米による対外投資がみられ、アメリカを中心とする国際マネーフローが継続している。しかし、その国際マネーフローの大部分はアメリカによるドル建対外投資によって作られたものである。ドル建投資からの「漏れ」があるとはいえ、ドル建債権とドル建債務の両建の取引が大きくなっているのである。04年のモデル的概算値ではアメリカによるドル建対外投資は5000億ドルで、米の全対外投資9000億ドルの56%にもなっている。

V, まとめ

小論において国際収支の「概念」上の区分を行なった。国際収支表の諸項目では考えられなかった多くのことがわかった。まず、広義の資本収支=民間部門の対米投資+「在米外国公的資産」—民間部門の対外投資 = $[(A1 - m1) + A2e + (a - m2) + b1 + b2e + c] + (A2d + b2d) - (a + c + d)$ という式④'が成立した。このことからドル体制の安定条件は、i) $A = (A1 + A2e + A2d)$ が確保されること、ii) $m1, m2$ の発生が不可避であり、 $b = (b1 + b2e + b2d)$ が存在すること、iii) a （米のドル建対外投資）がアメリカ中心の国際マネーフローを形成するための1大契機である。 a が海外のドル建投資を保障し、世界のドル建投資の膨脹を作り出しているのである。

$A1 + A2d + A2e =$ 経常赤字であるから、 $b1 + b2e + b2d - (m1 + m2) - d = 0$ である。この式は、外貨のドルに換えての海外民間部門の対米投資とドル建経常黒字をもたない諸国の自国通貨売・ドル買の為替市場介入（ドル建黒字をもたない諸国のドル準備の増加）が、「漏れ」と米のドルを外貨に換えての対外投資を可能にしていることを明らかにしている。

小論ではこれらの式を使って1997年と2004年のモデル分析を行なったが、これらの年には「安定」した対米投資があった。「漏れ」($m1 + m2$) が比較的少なく、外貨をドルに換えての対米投資（経常黒字をもたない諸国のドル準備増も含めて、 $b1 + b2$ ）がかなりの額にのぼったことから、米居住者によるドルを外貨に換えての対外投資（d）も進み、アメリカを中心に国際マネーフローが極限にまで進んでいった。とはいえ、その極限はアメリカのドル建投資によってもたらされていることを忘れてはならない。米によるドル建対外投資とそれによるドル建対

外債務の形成という両建の国際マネーフローである。

また、本文の分析からドル体制の安定の条件は、 $b1+b2 (= [b2d+b2e]) - (m1+m2) - d=0$ の関係が維持されるかどうかであるということが改めて確認できた。 $(m1+m2)$ が大きくなり、 $b1+b2e+b2d$ が小さくなると、 d がマイナス（米の外貨建対外投資の引き揚げ——米保有の外貨資産の売払いによる米経常赤字の決済）にならざるをえない。このような事態がサブプライム・ローン問題の顕在化以後、発生しているのかどうか、またそのことによってドル体制の動揺が深刻化しているのかどうか、それらのことが次に検討されなければならない。

(2009年8月20日, 脱稿)

注

- 1) 拙稿「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——」『立命館国際研究』20巻3号, 2008年3月。
- 2) アメリカの輸入においてドル建は03年に90.3%である(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, 14ページ)。
- 3) ドル建輸出比率がドル建輸入比率を上回っていることに加えて、対米輸出がアメリカからの輸入を上回っているから。
- 4) 詳しくは、拙稿「日本の通貨別貿易収支と対米ファイナンスについての覚書」『立命館国際研究』2巻1号, 1989年5月。拙書『ドル体制とユーロ, 円』日本経済評論社, 2002年, 第11章「円の国際通貨化の可能性について」, 「ドル建貿易赤字, 投資収益収支黒字, 「その他投資」の増大」『立命館国際研究』21巻3号, 2009年3月, などを参照されたい。
- 5) 現実には第2表をみても、また注2)にあるように米のドル建輸入は90%であり、米はその他通貨での黒字あるいは赤字をもっている。
- 6) ここでのその他通貨とはユーロ, 円, ポンド等の先進国通貨がほとんどである。
- 7) これら地域はユーロ, 円などのその他通貨建赤字をもっているので、ドル建黒字を一定額それら通貨へ転換せざるをえない。これはのちみる「漏れ」($m1$)であり、「漏れ」が不可避であることを示している。
- 8) 黒字のほとんどは日本でEUの貿易収支はほぼ均衡している。
- 9) 第1図において「その他」地域(米, EU, 日を除く)がドル建黒字をもっているということは、その黒字がアメリカに対するものであるかどうかに関わらず、そのドル建黒字分がアメリカにおいて「ドル預金」として積まれるということであり、アメリカにとってはそのドルをまずは「自由」に使えるということである。米経常赤字のファイナンスに、あるいは対外投資に。このことに関連するオイルダラーについては次稿(『立命館経済学』第58巻第6号, 2010年3月)で述べたい。
- 10) アメリカのドル建対外投資には「金融仲介」的な部分があるが、これについてはオイルダラーの「還流」と関連させて次稿((注9)の論文)で述べる。
- 11) 前述の「漏れ」が想定されると、この $b-d$ の「均衡」はもっと複雑になる(後述)。
- 12) 式③'について注釈を加えておく必要がある。本節の1)の④で記したように、米の金融機関等が円な

- どの外貨資金を調達（債務の発生）し、それをドルに転換して運用する場合がある（「円キャリートレード」など）。cからの「漏れ」（m3）である。しかし、日本にとっての非居住者が「円キャリートレード」を行なう場合の大半はオフバランスである。したがって、米経常赤字のファイナンスに結果するようなm3は現実にはそれほど生まれないだろう。それ故、小論ではm3を念頭に置きつつ、煩雑さを避けるために割愛したい。なお、m3が実際に増大すれば、bが減少する。式③'は $A + b - (m1+m2) + m3 - d$ となるから。
- 13) ドル準備のうち、アメリカ国内で保有される部分とユーロダラー市場で保有される部分については以下の拙稿「世界の外貨準備の膨脹について」『立命館国際研究』19巻3号、2007年3月、225ページ以下を参照されたい。
 - 14) 日本の場合、ドル準備の一定額を本邦銀行、あるいは在日外国銀行に置いている（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。同論文は以下の拙書『円とドルの国際金融』ミネルヴァ書房、2007年、第7章に所収。
 - 15) 詳しくは、拙書『国際金融のすべて』法律文化社、1999年、57 - 61ページ、『現代国際金融』法律文化社、2006年、58 - 63ページ、また、『ドル体制とユーロ、円』日本経済評論社、2002年、339 - 343ページ参照。また、「円投」がドル以外のユーロ、ポンドなどで行なわれる場合は、邦銀は第1図の④で得たドルからその分を外為市場でドルからユーロ、ポンド等に転換する（図の⑥）。
 - 16) 「統計上の不一致」をゼロとしておく。「統計上の不一致」の大半は流動資金の流出入であるから概念的には「資本収支」に含まれる。
 - 17) b1についても第2節で論じたように米市場向けとユーロダラー市場向けがあり、b1dとb1eがある。しかし、b1eは同時にアメリカのユーロダラー市場に対する債務となり、b1d+b1e=b1である。このことを確認したうえで、小論では煩雑を避けるために、b1をb1dとb1eに区分していない。
 - 18) 例えば06年における在来銀行（自己勘定と顧客勘定）とノンバンク（金融取引のみ）の対外債権（フローベース）の合計は6798億ドル、そのうちドル建部分6563億ドル、外貨建部分は235億ドルである。一方、対外債務の合計は7041億ドル、うちドル建部分は6391億ドル、外貨建部分は650億ドルである（S.C.B., July 2009, Table 9~11より）。
 - 19) 筆者はこのような米の国際収支構造を分析して、90年代はドル体制の「復活」と規定したのである。拙書『ドル体制とユーロ、円』日本経済評論社、2002年、第3章「1990年代のアメリカ国際収支構造とマネーフロー」参照。
 - 20) 今世紀に入ってからドル準備が増加しているのは、中国の経常収支黒字が大きくなっているからである。中国政府の対外投資規制が強くと、経常収支黒字がそのままドル準備になる。

（奥田 宏司，立命館大学国際関係学部教授）

On Categories of Capital and Financial Account and Financing the U.S. Current Deficit

The sustainability of financing the U.S. current deficit has been variously discussed: some claim that the U.S. current deficit is financed by liabilities because the dollar is a key currency, while others quote the IS Balance Theory and assert that a dollar crisis generated by the U.S. current deficit will not occur.

We cannot assess the real risk of the dollar crisis by analyzing statistics values, such as direct or portfolio investments. For example, the U.S. can settle the current deficit by accepting investments from abroad. The U.S. can also produce dollar liabilities by investing abroad in dollars. Therefore, in order to explore the real risk of the dollar crisis, we must examine categories of capital and financial accounts.

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