

# アメリカ金融危機前後の米国際収支の概念的区分と 諸項目の概算値

奥 田 宏 司

目次

はじめに

I, 2006年の米国際収支の諸項目の概算値

1) 2006年の米国際収支構造の諸特徴

- ①「広義の資本収支」の式について
- ②オイルダラーの増大
- ③米の対外投資の検討
- ④海外部門の外貨をドルに換えての対米投資の検討
- ⑤在米銀行等とノンバンクのドル建対外取引
- ⑥ドル準備の増大

2) 06年の国際収支の概念的概算値

- ①06年の資本収支の概念的概算値
- ②概念的概算値の提示から把握できること

II, 2008年の米国際収支の諸項目の概算値

1) 08年の米国際収支構造の諸特徴

- ①08年の米・国際収支の概要と「異常性」
- ②米のドル建対外投資の引き揚げの原資
- ③08年の投資収支の概念的区分
- ④08年における米の対外投資の引き揚げ
- ⑤地域別国際収支表から

2) 08年の国際収支の概念的概算値

- ①暫定値の提示
- ②概念的概算値の提示から把握できること——08年の米国際収支構造とドル危機

補論 1) ——SCB2009年7月号の統計値を使った概算値の算出

2) ——2009～10年の米国際収支とドル危機時の構造

## はじめに

前稿<sup>1)</sup>において筆者はアメリカ国際収支の概念的区分にもとづき2006年、08年の国際収支の各項目の概念的概算値を算出したが、前稿執筆以後、一部、修正すべき箇所が見つかった。今回、それらの修正を行なうとともに2006年、08年の概算値算出の過程を前稿よりも詳細に辿ることにした。さらに、その後のSCBの号は米国際収支の統計値を大きく改定している。以上の理由のために、再度、アメリカ国際収支の概念的区分を深め、それにもとづき2006年、08年の国際収支の各項目の概念的概算値を算出したい。

06年は経常収支赤字が歴史上最高の8000億ドルを超えた年であるばかりでなく、サブプライム・ローン問題が顕在化する前年で、アメリカの金融的バブル状況が頂点に達した年である。アメリカの金融機関等がサブプライム・ローンを含む種々の金融商品に投資したばかりでなく、ヨーロッパを中心に世界の金融機関がアメリカの金融機関等からドル資金を調達し種々のアメリカ金融商品へ投資して、諸外国の対米投資もきわめて大きな額に達した。

しかし、07年には一転してアメリカの金融バブルが崩壊し、08年にはそれはリーマン・ショックに象徴的に示されるようなアメリカの諸金融機関の破綻を引き起こし、世界経済を1930年代以来の金融・経済危機に陥れた。2008年には米の対外投資、対米投資の両方で投資の引き揚げが進み、米国際収支はかつてない構造を形成することになった。しかるに、ドル相場は大きな下落をみることなく、ドル危機、ドル体制の危機を発生させるような事態にはならなかった。それは何故なのか。この理由を明らかにしなければならない。また、ドル危機を発生させる米国際収支構造とはどのような構造なのか、そのことも示さなければならない。

## I, 2006年の米国際収支の諸項目の概算値

### 1) 2006年の米国際収支構造の諸特徴

#### ①「広義の資本収支」の式について

「広義の資本収支」は *Survey of Current Business* の国際収支表でいえば、本来は次のラインの諸項目が含まれる。「海外の民間部門による対米投資」(2009年7月号におけるSCBライン63)と「米民間部門の対外投資」(SCBライン50)から構成される民間投資収支に、デリバティブ(ライン70)<sup>2)</sup>、「その他資本収支」(SCBライン39)、ドル準備(=「在米外国公的資産」, ライン56)、米公的準備資産(ライン41)、準備資産以外の米政府の対外資産(ライン46)、「統計上の不一致」(ライン71)を含めたものである。「統計上の不一致」はほとんどが流動的な資本取引であり、本来は民間投資収支に含めるのが適当である。

前稿で示されたように、米の「広義の資本収支」=  $[(A1 - m1) + A2e + (a - m2) + b1 + b2e + c] +$

$(A2d+b2d) - (a+c+d)$  式①である。この式においては「統計上の不一致」は流動資金の流出入であり、民間投資収支に含まれている<sup>3)</sup>。

これらの式での各符号は以下のものである<sup>4)</sup>。A1はドル建経常黒字をもっている諸国の民間部門がまずもつ「ドル建預金」であり、これら諸国の民間部門はこの「ドル預金」を種々の対米投資に変えていくであろう。アメリカはドル建経常赤字を「債務決済」（前稿と同様に小論では米の経常収支の各項目はドル建とする）するのである。もちろん、それらのドル建黒字保有国はそれらの投資の一部を回収し、ドルから自国通貨や外貨に転換するであろう。これは「債務決済」部分からの「漏れ」(m1)である。

b1はドル建経常黒字をもたない日本やヨーロッパの主要国<sup>5)</sup>の民間部門が、円やユーロ等をドルに換えて行なう対米投資である。これら諸国の通貨当局が行なう為替介入（ドル準備の増加、自国通貨売・ドル買）も、ドル建経常黒字がないのであるから通貨当局が円やユーロ等をドルに換えて行なう対米資産（ドル準備）の保有である。これがb2である。これら諸国ではドル以外の通貨での経常黒字額に比して民間部門の対外投資が少ないことから、それら諸国の通貨が上昇し、ドル買の為替介入が行なわれるのである。ただし、ヨーロッパ中央銀行はユーロを維持するための為替介入をほとんど行っていないから、b2のほとんどは日本のドル準備である。

ドル建経常黒字を保有している諸国（EU・日本を除く「その他」地域）のドル準備は、ドル建経常黒字額に比して民間部門のドル建投資（A1）が少なく、そのために増大していくドル準備である。その意味ではそのドル準備はアメリカにとっては「債務決済」のもう1つの形態である。それ故、こちらのドル準備はA2で表示される。アメリカがドル建経常黒字保有諸国（EU・日本を除く「その他」地域）に対して行なう「債務決済」額は、したがって、A1+A2である。

また、ドル準備の一部はユーロダラー市場で保有される。その部分は、SCBの国際収支表にはドル準備（＝「在米外国公的資産」）としては現われない。しかし、ユーロダラー市場でのドル準備保有はユーロ市場の金融機関にドル債務が形成されるとともに、ユーロ市場の金融機関は米所在金融機関に債権をもつ。アメリカは海外の民間部門に対して債務をもつのである。したがって、米国内で保有されるドル準備とユーロダラー市場で保有されるドル準備を区分し、前者をA2d、b2dとし、後者をA2e、b2eとして示したい。

他方、米の対外投資は、まず、ドル建対外投資（a）と外貨建対外投資に区分される。米がドル建対外投資を行なうと、いったん、その「代わり金」が形成される。その「代わり金」は米の対外債務となる。したがって、米のドル建債権とドル建債務の両建での形成である。この「代わり金」は大部分種々の対米投資となっていく。しかし、この「代わり金」の一部はドル以外の他通貨に転換（aからの「漏れ」）される可能性がある。その転換部分（＝「漏れ」）を

m2 で表わす。

米の外貨建対外投資も2つの部分からなる。1つは米が外貨を調達し(米の債務)、それを対外投資に当てる部分(c——両建での形成)と、もう1つはドルを外貨に換えて行なう対外投資(d)である。

以上の各符号を確認した上で資本収支の各項目を示すと、アメリカの民間対外投資 =  $a+c+d$ , 海外の対米投資 =  $(A1-m1)+A2e+(a-m2)+b1+b2e+c$ , 米におけるドル準備保有 =  $A2d+b2d$  となり、前述のように「広義の資本収支」 =  $[(A1-m1)+A2e+(a-m2)+b1+b2e+c]+(A2d+b2d)-(a+c+d)$  (式①) である。この式を変形すると、「広義の資本収支」 =  $(A1+A2e+A2d)+(b1+b2e+b2d)-(m1+m2)-d$  で表わされる。

ところで、EU・日本はドル以外の諸通貨で経常黒字( $\beta$ と表示)をもち、ドル建赤字を( $\alpha$ と表示)もっている<sup>6)</sup>。したがって、( $\beta-\alpha$ )がEU・日本の経常収支黒字である。他方、米の経常取引はすべてドル建で行なわれていると仮定したから<sup>7)</sup>、ドル建経常黒字をもつ「その他」地域はドル以外の諸通貨で経常赤字( $\beta$ )をもっている。「その他」地域のドル建黒字( $A'$ と表示)は米経常赤字( $A$ と表示)を上回る( $A'=A+\alpha$ )。EU・日本はドル建赤字( $\alpha$ )の決済のためにドル以外の諸通貨での黒字の一部を「その他」地域を為替取引の相手としてドルに転換するだろう。この取引を通じて「その他」地域はドル以外の諸通貨での赤字の一部( $\alpha$ )が決済できる。この時点で「その他」地域のドル建黒字がAになる。しかし、「その他」地域は、なお、ドル以外の諸通貨で赤字をもっている。 $(\beta-\alpha)$ の額である。そのために、「その他」地域はその額のドル建黒字をEU・日本を相手にドル以外の諸通貨に転換しなければならない。その時点で、「その他」地域が保有するドル建黒字は $A-(\beta-\alpha)$ となる。この額がいわゆる「債務決済」の最終額である。この金額は $A1+A2$ であった。したがって、 $A-(\beta-\alpha)=A1+A2$ であり、 $A=A1+A2+(\beta-\alpha)$ である。この式は、EU・日本がその為替取引で得られたドル資金を対米投資に当て、米経常赤字の一部をファイナンスしていることを示している<sup>8)</sup>。また、この式を式①に導入すると「広義の資本収支」 =  $A-(\beta-\alpha)+(b1+b2e+b2d)-(m1+m2)-d$  となる。したがって、米の経常収支赤字が「広義の資本収支」でもってファイナンスされる条件は、 $-(\beta-\alpha)+(b1+b2e+b2d)-(m1+m2)-d=0$  となること、 $(b1+b2e+b2d)=(\beta-\alpha)+(m1+m2)+d$ , となることである( $b2e+b2d=b2$ )。

以上の「広義の資本収支」の式①を確認したうえで、式①の06年についての内容を改めて簡単に示しておこう。

2006年の米経常赤字は歴史的な8035億ドルに達した<sup>9)</sup>。しかも、この年はサブプライム・ローン問題が顕在化する前年であり、サブプライム・ローンを含む多様な金融商品に対してヨーロッパだけでなく全世界からアメリカへ多額の投資がなされた年である。さらに、この年はオイルマネーが増大し、アメリカを軸とするオイルマネーの循環についての分析が重要であることか

らも 2006 年の概算値の試算が必要になる。

海外民間部門の対米投資は 1 兆 6000 億ドルに近くっており、在米外国公的資産（＝ドル準備）も 5000 億ドル近くに達した。それらが経常赤字を埋め合わせしても、なお多額の「対外投資余剰」があり、それが 1 兆 3000 億ドルに近い対外投資となっている（第 1 表）。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ように思える。しかし、約 8000 億ドルの経常赤字を半分以上ファイナンスしているのはドル準備で約 5000 億ドルとなっており、民間投資収支黒字は 3000 億ドル弱となっている。ドル準備が増大している最大の要因は中国などアジア諸国の経常黒字の増大である（中国は対外投資に対して規制を維持しており、中国の経常黒字がそのままドル準備につながる）。

第 1 表 アメリカの国際収支 (億ドル)

	SCB ライン	2005	2006	2007	2008 <sup>1)</sup>	2009	2010P
経常収支	77	-7,487	-8,035	-7,266	-6,689 (-7,061)	-3,784	-4,702
貿易収支	72	-7,909	-8,473	-8,310	-8,347 (-8,403)	-5,069	-6,471
民間投資収支	50.63	4,218	2,838	1,988	5,945 ( 5,815)	-7,339	-836
対外投資	50	-5,663	-12,934	-14,497	6,905 ( 5,344)	-6,296	-10,304
対米投資	63	9,881	15,772	16,485	-960 ( 471)	-1,443	9,468
在米外国公的資産	56	2,593	4,879	4,809	5,508 ( 4,870)	4,500	2,980
米政府の外貨保有	49	22	0	-239	-5,298 (-5,298)	5,433	101
デリバティブ	70	n.a.	297	62	-329 (-289)	508	151
統計上の不一致	71	366	-17	649	850 ( 2,001)	1,625	2,351

注 1) ( ) は S.C.B., July 2009 の統計値。

出所：Survey of Current Business, July 2009, Table1 (2005 - 2007), 2008 年は July 2010, Table1, April 2011 Table1 (2009-2010), より。

他方、EU・日本の国際収支上の変化がある。日本の経常黒字の構成が貿易収支黒字よりも投資収益収支黒字が大きくなり、しかも、石油価格の上昇によってドル建貿易赤字が増大し、ドル建投資収益黒字が増大している。しかし、前者の赤字の方が黒字よりも大きく、ドル建経常収支は大きくはないが赤字である。経常黒字の通貨区分は円建、ユーロ建となっている<sup>10)</sup>。さらに、ドル準備の増加も b2 ではなくなっている。というのは、日本の通貨当局は 04 年 3 月以来 2010 年 9 月まで為替市場介入を行なっておらず、日本の外貨準備増はドル準備高の運用(米国債、銀行等への預金)<sup>11)</sup> から生じた「利息等」によるもので、その増加は円をドルに換えて形成されたものではないからである。「債務決済」になるものである。ユーロ地域は基本的に為替市場介入しないことを考慮すると<sup>12)</sup>、全世界的にこの年は b2 はほとんど存在しないであろう。したがって、EU・日本の「利息等」によるドル準備増は額としては大きくないが、「広義の資本収支」の式は若干の変更が必要である。

$$「広義の資本収支」= [(A1 - m1) + A2e + (a - m2) + b1 + b2e + c] + (A2d + b2d) - (a + c + d) \text{ であっ}$$

た。EU・日本のドル準備の「利息等」による増加分を  $\gamma$  としよう。そうすると、 $b2(=b2d+b2e)$  がなくなり、 $\gamma$  がこの式に挿入されなければならない。 $[(A1 - m1) + A2e + (a - m2) + b1 + c] + (A2d + \gamma) - (a + c + d) = (A1 + A2 + \gamma) + b1 - (m1 + m2) - d$  (小論では式①' とする) となる。

さらに、以下のことに注意しておく必要がある。 $\gamma$  の部分はアメリカにとっては外国部門への収益の支払いであり、アメリカ国際収支表上、経常収支項目 (SCB ライン 33 と 32) に含まれるものである。他方、日本側では  $\gamma$  の収益の受取は国際収支表の経常収支項目ではなく外貨準備となる。したがって、 $\gamma$  部分のアメリカの経常赤字と日本の経常黒字は対応しない<sup>13)</sup>。また、アメリカの外国部門への  $\gamma$  の収益の支払い (SCB ライン 33, 32) は在米外国公的資産 (ライン 56) の増加になって<sup>14)</sup> ファイナンスされ、「債務決済」になっていく。なお、この日本・EU の  $\gamma$  部分だけでなく、これまで記述しなかったが、「その他」地域が増加させるドル準備 (A2) のうちにも保有しているドル準備高の運用から生まれている「利息等」が含まれている。もちろん、その部分は債務決済部分であり A2 であることは変わらない。そうであるから、 $A1 + A2 + \gamma$  が債務決済の総額となる。また、米経常収支赤字 (A) は  $(A1 + A2 + \gamma) + (\beta - \alpha)$  となる。うち、「その他」地域の債務決済分は  $A1 + A2$  であり、 $\gamma$  は日本・EU の債務決済分、 $(\beta - \alpha)$  は EU・日本が外貨をドルに換えての対米投資を行い、米経常赤字をファイナンスする分である。

## ②オイルダラーの増大

民間投資収支黒字の大半はオイルマネーによるものであろう。第 1 図を見られたい。05 年からの石油価格の上昇とイギリス、カリブ諸国からの対米証券投資がほぼ同一歩調で伸びている。石油価格の上昇分のオイルマネーがこれらの国際金融市場へ流れ込み、それらの市場から対米投資が行なわれているのである。また、第 2 表を見られたい。これは米の国際収支の地域区分である。「その他西半球」 (=バハマ諸島) とイギリスからの対米投資 (この表には公的資産を含むがこれらの地域のドル準備は極めて少ないと考えられる) が巨額にのぼっていることが明瞭である。前者が 5224 億ドル、後者が 5202 億ドル、合計で 1 兆 426 億ドルである。アメリカのイギリスへの投資は 4165 億ドル、「その他西半球」 (=バハマ諸島) への投資は 1266 億ドルで、合計は 5431 億ドル (後述するように米のこれらの地域への投資はそのほとんどがドルの両建の資本取引になっていると考えられる) となり、米のイギリスとの投資収支は 1037 億ドルの黒字、バハマ諸島との投資収支は 3957 億ドルの黒字で、合計は 4994 億ドルの黒字である。

以上のように 06 年にオイルマネーは巨額にのぼっており、オイルマネーを考慮しないで 06 年の国際収支の諸項目の概算値は推定できないだろう。オイルマネーの循環の「概念図」を簡略して示すと第 2 図のようであろう。産油国へは 4 方から石油代金 ( $P = p1 + p2 + p3 + p4$ ) が入ってくる。 $p1$  は「その他」地域 (米, EU・日本を除く地域) のうちでもドル建経常黒字をもっている諸国による石油代金の支払であり、その支払額だけそれら諸国のドル建経常黒字額が少

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>



(注1) 12ヵ月以上のネット購入額。2) アラビアンナイトの価格。

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

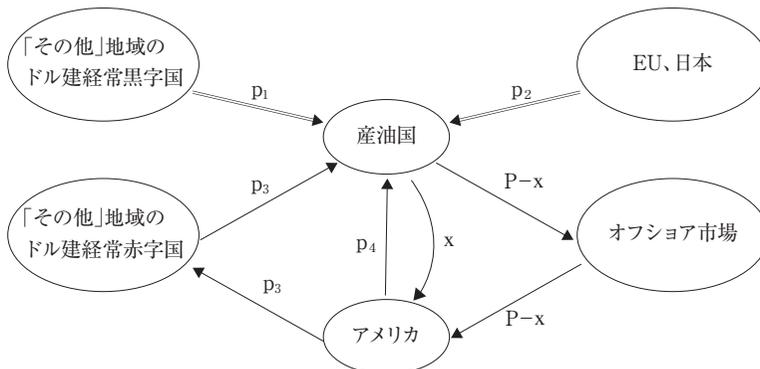
第2表 アメリカ地域別国際収支（2006年）

(億ドル)

	SCB ライン	ヨーロッパ	EU	イギリス	アジア・ 太平洋	日本	中国	その他 西半球	中東
①外国の対米資産	55	7,765	7,991	5,201	3,547	476	2,095	5,224	633
公的資産	56	884	n.a.	n.a.	2,757	n.a.	n.a.	n.a.	421
その他の資産	63	6,880	n.a.	n.a.	789	n.a.	n.a.	n.a.	212
②米の民間対外投資	50	-6,918	-6,973	-4,165	-1,138	-543	47	-1,267	-93
③米の経常収支	77	-1,257	-1,062	-111	-4,317	-1,085	-2,582	-88	-515
④統計上の不一致	71	207	-103	-991	1,874	1,157	440	-3,924	-23

出所：S.C.B., July 2007, Table11 より。

第2図 オイルマネーの環流



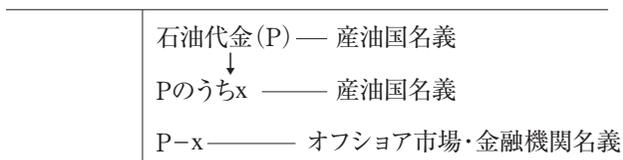
出所：筆者作成

なくなり、米によるそれら諸国への債務決済額は小さくなる。p2はEU諸国や日本<sup>15)</sup>のドル建経常黒字をもたない諸国の石油代金の支払であり、ユーロ、円等のドルへの転換を伴う。他方、アメリカ、EU・日本を除く「その他」地域（産油国を含む）はユーロ、円等の経常赤字をもっており、ドルのそれら通貨への転換が必要であり、両者の通貨転換が対応し、「その他」地域の残りのドル建経常黒字額が減少していく。p3は「その他」地域のうちのドル建経常赤字をもつ諸国の石油代金の支払であり、アメリカからの対外投資によってファイナンスされている。最後にp4はアメリカの石油代金の支払である。以上の4つの石油代金の支払によって06年には多額のオイルダラーが形成され、オイルダラーがA1のうちの大部分を占めるようになる。

さて、この「概念図」では、オイルマネー ( $P = p1 + p2 + p3 + p4$ ) のうち  $x$  が米に留められ、残りの  $(P - x)$  がオフショア市場で運用され、オフショア市場に所在する金融機関は再度それを種々の米証券投資に当てている。つまり、米へ還流しているのである<sup>16)</sup>。石油取引はほとんどすべてがドル建で行なわれているから各国が産油国へ支払う石油代金は産油国がアメリカにおいている預金口座にまず振り込まれる。そのうちのかなりの部分がオフショア市場へ流れ、再び証券投資等の形で米への投資となっているのである。それをバランスシートで表現すると第3図のようになる。在米銀行の産油国口座に石油代金 ( $P$ ) が振り込まれ、そのうちのかなりの部分 ( $P - x$ ) がオフショア市場に移されるとともに、 $(P - x)$  の部分の口座名義は産油国からオフショア市場の諸金融機関に変わるが、アメリカからドル資金は流出しない。 $(P - x)$  の資金でオフショア市場の諸金融機関は種々の米証券投資等に運用しているのである。これが前掲第2表における「その他西半球」およびイギリスの対米資産のうちの大部分である。もちろん、これら地域の対米資産のうちには、オフショア市場に所在する金融機関がドルを借入れ、それでもって対米投資を行なっている部分 ( $a'$ , 両建)、米金融機関がオフショア市場で行なうユーロなどのドル以外の通貨での資金調達（オフショア市場が側からみれば対米投資,  $c'$ ）、オフショア市場のユーロ等のドルへ転換したうえでの投資 ( $b'$ ) が含まれている<sup>17)</sup>。イギリス、「その他西半球」の対米投資は合計で1兆426億ドルであるから式①をもとに考えると、これら地域の対米投資（ドル準備は極めて少ない）は、 $(P - x) + (a' - m2') + b' + c' = 10426$  となる。これ

### 第3図 オイルマネーの環流

在米銀行



出所：筆者作成

ら地域へのアメリカの投資は  $a'+c'+d'$  であり (=5431)、アメリカのこれら地域との収支は、 $\{(P-x) + (a'-m2')+b'+c'\} - (a'+c'+d') = (P-x) + b' - (m2'+d')$  となる<sup>18)</sup>。これが第2表では4994億ドルなのである。それゆえ、 $(P-x) + b' - (m2'+d')=4994$  となり、 $b' - (m2'+d')$  が小さければ、収支はオイルダラーが大部分となる。これらの式における  $m2'$ 、 $b'$ 、 $d'$  の額は統計的に把握できない。後述しよう。

さて、06年にアメリカの民間投資収支黒字は2838億ドルであった。ということは、産油諸国以外の地域に対してアメリカは2000億ドル強の資本収支赤字をもっているということである。概念図（第2図）での  $p3$  がその一部である。しかし、それらアメリカ以外の地域の対米投資収支の黒字と赤字はアメリカにとっては非居住者どうしのドル資金の移転で相殺され、アメリカの全世界に対する投資収支黒字は2838億ドルとなる。とはいえ、次のことを付言しておかなくてはならない。

イギリス、パハマ諸島を経由するオイルダラーを中心とするアメリカへのネットでの資金流入（約5000億ドル）は米所在の金融機関に「ドル預金」として積まれるが、他方で、オイルダラーの増大は非産油国による石油代金支払を余儀なくさせており、米所在の金融機関は産油国によって積まれたドル資金でもって非産油国などへ約2000億ドルを投資・貸付けているということである<sup>19)</sup>（概念図参照）。つまり、アメリカの対外債務（オフショア市場を経由するオイルダラーの米への流入）と対外債権（非産油国等への投資、貸付）の形成であり、米はオイルダラーの金融仲介的役割を果たしているのである。

米へ流入したオイルダラーは最終的には2つの経常赤字をファイナンスするのである。1つはアメリカの経常赤字のファイナンス、もう1つは非産油国等の経常赤字のファイナンスである。そして、後者のファイナンス、すなわち、非産油国等への「資金還流」は米所在・金融機関による金融仲介機能によって果たされており、ドル建国際マネーフローはそれだけ増大する。

### ③米の対外投資の検討

そこでこの金融仲介機能を民間資本収支の式(式①)でもって再検討しよう。対米投資は、 $(A1 - m1) + A2e + (a - m2) + b1 + c$  であった。この式において  $a$  は米のドル建対外投資の「代わり金」であった。しかし、米の非産油国等へのドル建投資の部分はいったん「代わり金」を形成するが、非産油国等はその「代わり金」で産油国へ原油輸入代金を支払う（米にとっては非居住者どうしの口座間の振替）。したがって、米の非産油国等へのドル建投資の「代わり金」からの漏れ( $m2$ )は小さい。

そこで  $a$  について検討しなければならないが、そのためにも米の外貨建投資 ( $c$ ,  $d$ ) について、まず検討しよう。といっても  $SCB$  によって統計的にはっきりつかめるのは在米銀行等（顧客勘定を含む）とノンバンクの分のみであるが。米の外貨建資金の取引（第3表）については、

第3表 在米銀行等とノンバンクの対外取引 (2006年) (億ドル)

	債権	債務	収支
アメリカの対外投資, 対米投資	-12,934 <sup>1)</sup>	15,772 <sup>2)</sup>	2,838
在米銀行 (1)	-5,021	4,621	-400
ドル建	-4,773	4,181	-592
自己勘定	-3,257	2,607	-650
顧客勘定	-1,516	1,574	58
外貨建	-248	440	192
自己勘定	-231	415	184
顧客勘定	-17	25	8
ノンバンク (2)	-1,813	2,449	636
ドル建	-1,823	2,237	414
金融項目	-1,790	2,210	420
商業項目	-33	27	-6
外貨建	10	212	222
金融項目	13	210	223
商業項目	-3	2	-1
在米銀行等とノンバンク (1)+(2)	-6,834	7,070	236
ドル建	-6,596	6,418	-178
外貨建	-238	652	414
その他部門	-6,100	8,702	2,602
直接投資 <sup>3)</sup>	-2,449	2,432	-17
証券投資 <sup>4)</sup>	-3,651	6,272	2,621

注1) SCB ライン 50, 2) 同ライン 63, 3) 債権はライン 51, 債務はライン 64,

4) 債権はライン 52, 債務はライン 65, 66, 67

出所: S.C.B., July 2009, Table9 ~ 11 より。

債権がノンバンクで10億ドルの黒字(引き揚げ), 在米銀行等(顧客勘定を含む)では248億ドルの赤字, 合計で238億ドルの投資となっている。債務はノンバンクが212億ドル, 在米銀行等(同)が440億ドルで, 合計652億ドルである。収支は414億ドルの黒字(実質的な米への外貨資金の流入)である。

ここで,  $c1''$  を在米銀行等とノンバンクによる外貨を借入れる部分,  $c1$  を在米銀行等とノンバンクがそれを対外投資に当てる部分とすると,  $c1 = c1''$  である。 $d1$  を在米銀行等とノンバンクが行なうドルを外貨に換えて行なう対外投資とすると,  $c1 + d1 = 238$ ,  $c1'' = c1 = 652$  であるから,  $d1 = -414$  になる。つまり, 在米銀行とノンバンクが行なう「外貨-外貨」投資は652億ドルで, ドルを外貨に換えて行なう対外投資は06年には414億ドルの引き揚げとなっている。

しかし, 上記の数値は在米銀行等とノンバンクの分にすぎない。その他の部門の外貨建・対外投資を検討しなければならない。在米銀行等には顧客勘定が含まれているが, そのほとんどは「その他」部門が行なう預金, CDなどの短期的運用であり, 「その他」部門の直接投資, 証券投資はほとんど含まれていない。ここで  $a1$ ,  $c1$ ,  $d1$  は, 在米銀行等とノンバンクが行なう対外投資(第3表に示されている),  $a2$ ,  $c2$ ,  $d2$  は, 「その他」部門の対外投資とすると,

$a=a_1+a_2$ ,  $c=c_1+c_2$ ,  $d=d_1+d_2$  であり,  $a_1+c_1+d_1$  の額は第3表より 6834 億ドルであり, アメリカ全体の対外投資 ( $a+c+d$ ) は 1 兆 2934 億ドルであったから,  $a_2+c_2+d_2=6100$  億である。この額は SCB ラインの 51 (直接投資) と 52 (証券投資) の合計である。しかし,  $a_2$ ,  $c_2$ ,  $d_2$  の通貨区分に関する統計は SCB から得られない。そこで,  $a_2$ ,  $c_2$ ,  $d_2$  については, やむを得ず推定を加えざるを得ない。

「その他」部門の直接投資, 証券投資の原資は 3 つからなる。まずはドルである。米系の海外子会社は本国, その他諸国から資本財, 中間財等の輸入の支払にドルを使うだろう。また, 「その他」部門はユーロダラー債へ投資するだろう。これらが「その他」部門の  $a_2$  である。ドル建貿易決済が世界全体でその他諸通貨での決済よりも容易であり, 投資環境もドルに優位であるから「その他」部門のドル建対外投資も高い割合になっていよう。しかも, この場合, ドル建対外投資とともにその「代わり金」が発生し, 国際収支の上では赤字・黒字は生まれない。為替リスクも発生しない。

次の原資は, 外貨資金を調達しそれを直接投資, 証券投資に当てる部分 ( $c_2$ ) である。米系・海外子会社は土地・建物購入, 賃金支払にその資金を当てるだろうし, 証券投資の場合, 米居住者はその資金で外貨建証券投資を行なうだろう。この場合も, 債務と債権の両建の形成であり国際収支の上では赤字・黒字は生まれない。為替リスクも発生しない。

原資の第3は, 米居住者がドルを外貨に換えて行なう直接投資, 証券投資である。また, キャリートレードもこの投資である。しかし, 「その他」部門が行なうキャリートレードは金融部門が行なうそれよりも少ないであろう。また, ドルを外貨に換えて行なう投資の場合は国際収支上の赤字が発生し, 為替リスクが生まれる<sup>20)</sup>。

以上の点を考慮すれば, 「その他部門」の対外投資に占める  $a_2$  が,  $c_2$ ,  $d_2$  よりも高いであろうことが考えられる。また, 為替リスクを考えれば, 通常は  $c_2 > d_2$  であろう。これらを勘案し,  $a_2$ ,  $c_2$ ,  $d_2$  の構成比率として 2 つの場合を想定しよう。もちろん, 恣意的で暫定的なものである。第1の場合は  $a_2$  が約 60%,  $c_2$  が 20% 強,  $d_2$  が 20% 弱となる場合, 第2の場合は  $a_2$  が 40%,  $c_2$  が 35%,  $d_2$  が 25% の場合である。

$a_2$  が 60%,  $c_2$  が 20% 強,  $d_2$  が 20% 弱の場合 (第1の場合),  $a_2+c_2+d_2=6100$  億であったから,  $a_2$  は約 3500 億ドル,  $c_2$  は約 1500 億ドル,  $d_2$  は約 1100 億ドルとなる (概算値であるから下 2 桁は簡略)。 $a_2$  が 40%,  $c_2$  が 35%,  $d_2$  が 25% の場合 (第2の場合),  $a_1$  は約 2500 億ドル,  $c_1$  は約 2100 億ドル,  $d_1$  は約 1500 億ドル (概算値であるから下 2 桁は簡略) となる。

これらの数値からアメリカ全体の対外投資の区分 ( $a$ ,  $c$ ,  $d$ ) の概算値が算出できる。第1の場合,  $a+(c_1+c_2)+(d_1+d_2)=12900$  (アメリカ全体の対外投資 1 兆 2934 億ドルであったのを下 2 桁に簡略化) であり,  $c=(c_1+c_2)=650+1500=2150$ ,  $d=(d_1+d_2)=-414+1100=686$  であるから,  $a=10064$  億ドルとなる。第2の場合には,  $a+(c_1+c_2)+(d_1+d_2)=12900$  であり,  $c=(c_1+c_2)$

$= 65 + 2100 = 2750$ ,  $d = (d1 + d2) = -414 + 1500 = 1086$  であるから,  $a = 9064$  となる。

#### ④海外部門の外貨をドルに換えての対米投資の検討

次に海外部門の外貨をドルに換えて行う対米投資 (b1) と, ドル建経常黒字をもたない EU・日本のユーロダラー市場でのドル準備保有 (b2e) について検討しよう。日本の通貨当局による為替介入は 04 年 3 月以降 2010 年 9 月までなく<sup>21)</sup>, 日本のドル準備の増加はドル準備残高から生まれる「利息等」である。それゆえ b2e はもちろん, b2d も存在しない。「利息等」の準備増は前述のように  $\gamma$  である。また, 「利息等」は 06 年に 3 兆 7000 億円にすぎない<sup>22)</sup> (約 320 億ドル)。第 2 表によると日本の対米資産が 476 億ドル<sup>23)</sup> (ドル準備を含む), そのうち, 上にみたようにドル準備が約 320 億ドルであるから日本の民間対米投資は 150 億ドルにすぎない。この中には対日ドル建投資の「代わり金」での対米投資 (a), 「外-外」投資 (c) も含むから b1 の最高額は 150 億ドルである。他方, 米の対日投資が 543 億ドルであるから, 米の対日「広義の資本収支」は 67 億ドルの赤字である (「統計上の不一致」は含まない<sup>24)</sup>)。日本はアメリカから資金の受け手となっており, また, 日本の対米経常黒字が 1085 億ドルで, 日本は対米ファイナンスの役割をまったく果たさなくなった。

イギリスを除く EU の対米資産 (ドル準備を含む) は 2789 億ドル, 逆に米の対 EU (イギリスを除く) 投資は 2808 億ドルで, 米のイギリスを除く対 EU 「広義の資本収支」(EU は基本的に為替市場介入を行なわないからドル準備がほとんどなく実質的には「民間資本収支」) は米の 19 億ドルの赤字になっている (第 2 表)。イギリスの対米投資は 5202 億ドル (同表) であるが, この原資は種々のものから構成されよう。第 1 は米からのドル資金の調達 (a), 第 2 にドル以外の諸通貨のドルへの転換である (b1)。第 3 に, オイルマネーである。統計的には把握できないが, イギリスからの対米投資は前記したように 3 つの構成部分のうち, 多くが第 1, 第 3 であろう。

以上のように, 日本, イギリスを除く EU が対米ファイナンスの役割を果たさなくなった。イギリスを除く EU が「広義の資本収支」(実質的には民間資本収支) でほぼ均衡しているということは, イギリス以外の EU からの対米投資は一部が外貨をドルに換えて行なわれる投資であろうが, 大部分がドルを借入れ, それを対米投資に使っている投資であるということを暗示しているだろう。前にみたように, 在米銀行等, ノンバンクの外貨建投資は大きな額ではないが引き揚げになっている (非金融機関も加えると引き揚げではないが)。ということは, 米のこれらの金融機関の EU 向けドル建投資が外貨建投資の引き揚げ部分を加えて大きくなっているということである。米のドル建対外投資が 1 兆ドル弱になっていたことと符合する。EU 向けドル建投資が大きいということは, それによって大きな額の「代わり金」(=EU の対米投資) が形成されるから, ユーロ等をドルに換えての対米投資 (b1) がドルの「代わり金」を

原資とする対米投資ほど大きな額になっていないということになる。

米のドル建投資が1兆ドル近くになっているということは、それによって同額の「代わり金」が形成されるから、民間対米投資（SCBライン63, 1兆5800億ドル）に占める他の対米投資は大きな額になっていないということを暗示していよう。b1ばかりでなく、「その他」地域のドル建経常黒字を原資とする米民間部門への資金流入（前述のA1, それにドル準備のユーロダラー市場への運用分, つまりA2e）もそれほど大きな額になっていないであろう。米の民間対外債務は、 $(A1 - m1) + A2e + (a - m2) + b1 + c$ であったから。このことを、在米銀行、ノンバンクのドル建対外取引を示すことによってもう少しはっきりさせよう。

#### ⑤在米銀行等とノンバンクのドル建対外取引

在米銀行等（自己勘定のみならず顧客勘定を含む）とノンバンクのドル建・対外投資が06年に大きく増大している（第3表）。あわせれば、06年にドル建債権は6596億ドルである。それに照応するように、ドル建対米投資（米からすると債務）も大きくなり、在米銀行等とノンバンクのドル建債務は6418億ドルとなっている。収支は178億ドルの米の赤字である。したがって、米の金融機関のドル建投資のほとんどが「代わり金」となり、それを原資に海外から在米銀行、ノンバンクへの投資が行なわれていることがうかがい知れる。

もちろん、後者の米のドル建債務の方にはドル建対外投資の「代わり金」の部分のみならず、 $A1 + A2e$ の部分およびEU, 日本等が行なうユーロ、円をドルに換えて行なう対米投資（b1）の部分が含まれていることに注意が必要である。米のドル建債務は、海外の対米投資 =  $[(A1 - m1) + A2e + (a - m2) + b1 + c]$  から外貨建債務を除いた部分、つまり、 $(A1 - m1) + A2e + (a - m2) + b1$  である。他方、ドル建債権は米の海外投資（ $a + c + d$ ）から外貨建を除いた部分、つまり、 $a$  である。したがって、ドル建資本収支は  $A1 + A2e + b1 - (m1 + m2)$  である。

この式をもとに再度強調しておく、在米銀行等、ノンバンクのドル建債権とドル建債務がほぼ均衡していることから、ドル建投資からの「漏れ」（m2）がそれほど大きくないこと（前述のように非産油赤字国へのドル建投資がm2を生まないこと）、また、06年にはb1、「その他」地域の対米民間投資（＝「債務決済」の民間部分）が一定額になるとはいえそれほどの額にならないこと（第4項で示されていた）、さらに、06年がサブプライム・ローン問題の顕在化する以前におけるバブル現象の頂点の年でありm1も大規模にならず、米のドル建対外投資の「代わり金」でもって対米投資が最高潮に達したことが頷けよう。つまり、ドル建投資の両建取引が盛んに行なわれていたのである。

#### ⑥ドル準備の増大

しかし、民間資本収支で考察すると、その黒字は3000億ドル弱にとどまり、米経常赤字の

半分にも満たない。そもそもドル建投資の大半は両建てで収支はおおよそ均衡する。それに多額のオイルダラーの一部は産油国のユーロ、ポンド、円などの他通貨での経常赤字のために他通貨へ転換され、「その他」地域の産油国以外のドル建黒字国も同様にユーロ、円、ポンドなどの経常収支赤字をもつこと、逆にEU・日本の石油支払が大きくなっていることから、産油国も含む「その他」地域のドル建黒字国のドル建黒字をそれらの通貨へ転換する額（ $\beta - \alpha$ ）が大きくなる。また、一部は非産油国への米金融機関からのドル建投資、貸付となって米経常赤字のファイナンスに利用される部分は少なくなっていくのである。他方、06年にはドル準備（ $A2d + \gamma$ 、在米外国公的資産）が5000億ドル弱にものぼることになった。

その半分近くが中国のドル準備である。地域別国際収支表（第2表）をみると、米の中国に対する負債（黒字、2095億ドル——大部分がドル準備）は中国に対する経常赤字（2582億ドル）を少し下回る額になっている。しかし、IMFの統計によると同年の中国の全世界に対する経常黒字は2533億ドル、外貨準備の増加は2469億ドル、投資収支は26億ドルの黒字となっている<sup>25)</sup>。米商務省とIMFの統計値に厳密な連関があるわけではないが、中国の経常黒字のほとんどすべてがアメリカに対するものであり、外貨準備の一部がユーロダラー市場で運用されていることがわかる。さらに、先述のように日本の外貨準備増は $\gamma$ である。

米におけるドル準備では、中国、日本を含むアジア全体で2757億ドル、全ヨーロッパ（ロシアを含む）は884億ドル、中東のドル準備も421億ドル、ラテンアメリカのドル準備は368億ドルなどとなっている<sup>26)</sup>（第2表、日本のドル準備については前述した）。したがって、06年にアメリカが「広義の資本収支」で黒字になっているのは産油国と大きな経常黒字をもつ中国になってきており、前述のように日本、EU諸国は実質的に対米ファイナンスの役割を果たさなくなったのである。

改めて、「広義の資本収支」の概念上の区分の式から、経常赤字のファイナンス条件を示そう。民間投資収支が  $[(A1 - m1) + A2e + (a - m2) + b1 + c] - [a + c + d] = (A1 + A2e + b1) - (m1 + m2) - d$  であり、「広義の資本収支」の概念上の区分式は、 $A1 + A2e + b1 + (A2d + \gamma) - (m1 + m2) - d$  となる。他方、米経常収支赤字（A） $= (A1 + A2d + A2e + \gamma) + (\beta - \alpha)$  であるから、米経常収支赤字が「広義の資本収支」黒字でファイナンスされる条件は、 $A1 + A2e + b1 + (A2d + \gamma) - (m1 + m2) - d = (A1 + A2d + A2e + \gamma) + (\beta - \alpha)$  となること、この式を整理すれば、 $b1 = (\beta - \alpha) + (m1 + m2) + d$  となる（EU・日本による為替市場介入がある場合、この式の左辺は  $b1 + b2$  となる——前述）。したがって、米経常赤字が「広義の資本収支」の黒字でファイナンスされるためには、 $(\beta - \alpha)$  は一定の額にのぼっているはずであるから<sup>27)</sup>、EU・日本の民間部門によるドル以外の通貨をドルに換えての対米投資（ $b1$ ）が一定の額にのぼっているはずである。対米投資が最高潮に達した06年には  $m1$ 、 $m2$  はそれほど大きな額にのぼっていないであろう。 $d$  は在米銀行等とノンバンクの  $d$  の部分はすでにみたように投資の引き揚げであったから大き

な額にはならないであろう。

## 2) 06年の国際収支の概念的概算値

### ① 06年の資本収支の概念的概算値

以上のことを考慮しながら、国際収支と対米投資、米の対外投資の概念上の区分の概算値を想定することができよう。第4表である。ところで、SCBのアメリカ国際収支表において経常収支赤字のファイナンス項目は以下の項目より構成されている。民間部門の投資収支（SCBライン50,63）、在米外国公的資産（ドル準備、SCBライン56）、アメリカの公的準備（ライン41）、その他の政府部門の対外資産（ライン46）、デリバティブ（ライン70、06年から独立して新たに提示、ライン50,63には含まれず）、その他資本収支（ライン39）、統計上の不一致（ライン71）である。第4表では、民間部門の対米投資を（2）の①欄に、米民間部門の対外投資を（2）の②欄に示し、（3）欄には「ドル準備」＝在米外国公的資産、（4）欄にデリバティブ、（5）欄にはアメリカの公的準備（+24億ドル）、その他の政府部門の対外資産（+53億ドル）、その他資本収支（-39億ドル）の3つを含めた。さらに、（6）欄に「統計上の不一致」を示した。なお、第4表では概念的概算値の提示であるから、すべて下2桁を簡略化した。

第4表 2006年のアメリカの国際収支の概念的概算値 (億ドル)

	第1の場合	第2の場合
(1)経常収支 (SCB ライン 77)	-8,000	-8,000
(2)民間投資収支 = (A1 + A2e) + b1 - (m1 + m2) - d	2,900	2,900
①対米投資 (SCB ライン 63)		
(A1 - m1) + A2e + (a - m2) + b1 + c	15,800	15,800
ア) 「債務決済」に当てられる対米投資 (A1 + A2e)		
A1からの「漏れ」(m1)を200とすると、A1 + A2e - m1	1,400	1,400
イ) 米のドル建投資の「代わり金」(a)とそれからの「漏れ」(m2)を400とすると、a - m2	9,600	8,600
ウ) EU・日本の外貨をドルに換えての対米投資 (b1)	2,600	3,000
エ) 米による外貨の借入 (c)	2,200	2,800
②米の対外投資 (SCB ライン 50) - a + c + d	12,900	12,900
ア) 米のドル建投資 (a)	10,000	9,000
イ) ドルを外貨に換えての投資 (d)	700	1,100
ウ) 外貨を借入れての対外投資 (c)	2,200	2,800
(3)ドル準備 (= A2d + γ) (在米外国公的資産, SCB ライン 56)	4,900	4,900
(4)デリバティブ (SCB ライン 70)	300	300
(5)公的準備, その他 (SCB ライン 41, 46, 39)	40	40
(6)統計上の不一致 (SCB ライン 71)	-20	-20

出所：S.C.B., July 2009をもとに筆者が作成。

この表について説明しよう。「広義の資本収支」<sup>28)</sup> =  $[(A1 - m1) + A2e + (a - m2) + b1 + c] + (A2d + \gamma) - (a + c + d)$  であった。まず、a, c, dの概算値であるが、これらについては2つの場合を想定しながらすでに第2項において算出している。第1の場合は、a=10064, c=2150, d=686であり、第2の場合はa=9064, c=2750, d=1086であった。

次に対米投資の項目（米からすると「負債項目」）をみよう。第1の構成は、 $(A1 + A2e - m1)$ である。ところで、 $A = A1 + A2e + (A2d + \gamma) + (\beta - \alpha)$ であった。さらに、 $A2d + \gamma =$ ドル準備（在米外国公的資産、4900億ドル、SCBライン56、しかも、 $\gamma$ は前記したように06年における日本のドル準備が約320億ドルであったから $\gamma \approx 320$ となり、それゆえ $A2d \approx 4600$ になる<sup>29)</sup>）であるから、 $8000 = A1 + A2e + 4900 + (\beta - \alpha)$ 、つまり、 $A1 + A2e + (\beta - \alpha) \approx 3100$ となる。 $(\beta - \alpha)$ はEU・日本の「統合」された経常黒字であるが、小論では、ユーロ地域と日本の地域別経常収支が得られるので、それらを使って概算値を算出しよう。

06年のユーロ地域の経常収支は61億ユーロの赤字であり、対日経常収支は331億ユーロの赤字であるから<sup>30)</sup>、ユーロ地域の日本を除く地域に対する経常収支は270億ユーロ（約337億ドル）の黒字となる。他方、日本の経常収支黒字<sup>31)</sup>は19兆8488億円、対ユーロ地域への黒字は5兆6103億円<sup>32)</sup>であるから、日本のユーロ地域を除く地域に対する経常収支黒字は14兆2385億円（約1238億ドル）である。ユーロ地域と日本の「統合された」経常収支は約1500億ドルとなる。そうすると、 $A1 + A2e + (\beta - \alpha) \approx 3100$ であったから、 $A1 + A2e \approx 1600$ である。したがって、対米投資の第1の項目、 $(A1 + A2e - m1)$ は上限は約1600億ドルである。

対米投資の第2の構成項目は $a - m2$ であるが、aは第1の場合は1兆ドル、第2の場合は9000億ドルであったから、 $a - m2$ の上限は第1の場合は1兆ドル、第2の場合は9000億ドルである。対米投資の第3の構成項目、b1（EU・日本の外貨をドルに換えての対米投資）はそれを算出するきっかけになる統計はない。対米投資の全額から他の項目の数値を差引くことによりのちに算出しよう。対米投資の第4の構成項目はEU・日本がアメリカに対して行なう外貨建投資（c）である。この金額はすでに算出されている。第1の場合は2200億ドル、第2の場合は2800億ドルであった。

以上の4つの項目のうち、m1, m2はいずれもドルをユーロ、円などに転換されて投資される部分であるが、これらについても数値を算出できる根拠はまったくない。恣意性が強いが、一定額を仮定する以外にないであろう。06年はアメリカにおける金融バブルが頂点に達していた年であり、ヨーロッパ等の金融機関は米の金融機関から巨額のドル資金を調達して種々の金融商品に対して投資しているくらいであるから、m1, m2は大きな額にのぼっているとは考えられない。そこで、とりあえず、m1=200, m2=400としておこう。そうすると、 $A1 + A2e \approx 1600$ であったから、 $A1 + A2e - m1 = 1400$ となり、 $a - m2 = 9600$ （第2の場合は8600）となる。したがって、対米投資の全額から他の諸項目の数値を差引いて、第3の項目（b1）は、第1の

場合は 2600、第 2 の場合は 3000 となる。

②概念的概算値の提示から把握できること

以上でもって概念的概算値を示す表の数的根拠をおおよそ提示できた。これらの数値は、アメリカ国際収支構造の諸特徴を把握するために必要なものであるが、多くの恣意性を含んでおり、きわめておおまかな概算値である。しかし、これらの数値から 06 年の米国際収支における諸特徴が指摘できる。以下である。

i) 06 年はサブプライム・ローン問題が顕在化する前年で、アメリカにおける金融バブルの絶頂の年であった。アメリカの諸金融機関からヨーロッパをはじめ世界の金融機関にさまざまな形態でドル建貸付が行なわれた。世界の金融機関はそのドル資金でもってアメリカの多様な金融資産へ投資したのである。したがって、アメリカによるドル建対外投資 (a) は第 4 表では 1 兆ドル弱になっており、それからの「漏れ」(m2) も約 400 億ドルとされている。(a - m2) の内実はドルの債権、債務の両建の信用連鎖である。アメリカを軸にしたドル国際信用連鎖が極めて大きな額で展開している。(a - m2) は米のドル建経常黒字国への「債務決済」額（ドル準備を含む）の 2 倍近くになっている。ただし、この信用連鎖は両建で収支は均衡傾向をもつから、アメリカ経常収支赤字のファイナンスにはまったく寄与しない。

ii) アメリカのドル建経常黒字国の民間部門への「債務決済」額 (A1+A2e - m1) は「漏れ」を考慮すれば約 1400 億ドルで、在米外国公的資産（ドル準備、4900 億ドル、SCB ライン 56, A2d +  $\gamma$ 、しかし大部分は A2d）とともにアメリカの経常収支のファイナンスの中心的役割を果たしているが、在米外国公的資産の方がはるかに大きい額になっている。オイルダラー、中国などの BRICs と呼ばれる国々の経常黒字、その他のアジア諸国の経常黒字が今世紀に入って極めて大きな額を記録することになり、それらのドル建黒字国からドル準備、民間の対米投資となってアメリカ経常赤字をファイナンスしているのである（＝「債務決済」）。

iii) 英をのぞく EU・日本の対米ファイナンスの役割は二次的であるものの<sup>33)</sup> 外貨をドルに換えて行なわれる対米投資 (b) は 3000 億ドル前後で、逆にドルを外貨に換えて米が行なう対外投資 (d) はそれほど大きな額になっていない。b は後述するように ( $\beta - \alpha$ )、d、m1、m2 を賄っている。

イギリスを除く EU の対米資産（ドル準備を含む）は 2790 億ドル、逆に米の対 EU（イギリスを除く）投資は 2808 億ドルで、米のイギリスを除く対 EU「広義の資本収支」（EU は基本的に為替市場介入を行なわないからドル準備がほとんどなく実質的には「民間資本収支」）は米の 19 億ドルの赤字になっている（第 2 表）。イギリスを除く EU 諸国の対米投資の最も大きな部分は米の金融機関から調達したドル資金を原資とするもの (a) であろう。他方、イギリスの対米投資は 5201 億ドル、米の対イギリス投資は 4165 億ドルで収支は 1036 億ドルの黒

字である(同表)。イギリスの対米投資には(a)の部分、オイルマネーだけでなく、 $b_1$ が混在している。

iv) 前項で見たように、 $b = (\beta - \alpha) + (m_1 + m_2) + d$ であった。諸数値をこの式に導入すると、 $(\beta - \alpha) = 1500$ 、 $m_1 + m_2 = 600$ であった。また、第1の場合は、 $d = 700$ であるから、この式の右辺は2800となる。 $b = 2600$ であったから、200億ドルの誤差がある。第2の場合も、 $d = 1100$ であり、右辺が3200となり、 $b = 3000$ であるから200億ドルの誤差がある。しかし、この誤差が200億ドルにとどまっているということは、以上の概算値が恣意性を多く含むものであったが、それらの恣意性が現実と大きく離れたものでなかったことを示すものであろう。

以上のように、2006年のアメリカ国際収支構造は1997年のそれとは大きく変わるものとなった。97年には米経常赤字額も1400億ドル程度と06年と比べると少なかったが、そのファイナンスの大部分はEU・日本による外貨をドルに換えての対米投資によってなされていたが、06年には米経常赤字が8000億ドルと巨額にのぼり、そのファイナンスはオイルマネーと中国等のBRICs、日本を除く東アジア諸国の経常黒字を起因とする「債務決済」によるものとなった。また、06年にはドルの両建の対外取引(米の対外投資と対米投資)が1兆ドル弱にのぼり、ドルの国際信用連鎖がかつてない規模に達した。

## II, 2008年の米国際収支の諸項目の概算値

### 1) 08年の米国際収支構造の諸特徴

#### ① 08年の米・国際収支の概要と「異常性」

08年のアメリカ国際収支構造は米国発の金融危機に規定された歴史的な構造となった。経常収支赤字は06年以来少し減ってきているが、08年にはなお約6700億ドルの水準にある(第1表—SCB, July 2010<sup>34)</sup>)。構造が大きく変化したのは民間資本の流入と流出である。海外の民間部門の対米投資は前年の1兆6485億ドルから驚くことに960億ドルの赤字、つまり引き揚げになり、米民間部門の対外投資も6905億ドルの黒字、つまり、対外投資の引き揚げとなり、民間資本収支黒字は5945億ドルの黒字で、これが6700億ドル弱の経常赤字の大半をファイナンスしているのである。

ドル準備(「在米外国公的資産」)は例年の規模よりもやや大きい5508億ドルにのぼっているが、08年にはFRBと海外の中央銀行との間にスワップ協定が締結され、その実行によって米政府の外貨保有(SCBライン49)が5298億ドルにのぼっている。「米政府の外貨保有」のような国際収支の項目は08年までにも存在したが、ほとんど金額が現われていなかった(06年は900万ドル)。ドル準備はこの米政府の外貨保有によって相殺されている。「統計上の不一致」は850億ドルの黒字とやや大きな額になっている(第1表)。

以上から、米経常赤字のファイナンスは海外からの対米投資によってなされ、その「余剰分」（経常赤字を上回る分）とドル準備（「在米外国公的資産」）の合計額が対外投資になっていくという1980年代以来の国際収支構造が「崩壊」していることがわかる。経常収支赤字が7000億ドル弱にのぼっており、そのほとんどすべてがドル建であるから通常であれば「債務決済」額に相当する対米投資が存在するはずである。しかし、08年の対米投資は960億ドルの引き揚げになっている。「債務決済」は行なわれていないようにみえるのである。このような事態はどのようにして生じているのであろうか。

地域的には（第5表）<sup>35)</sup>、米の対英投資と英の対米投資がともに大きな引き揚げとなっている。前者は5207億ドル、後者は3145億ドルである。世界全体で米の対外投資の引き揚げが5344億ドルであったから、そのほとんどがイギリスに対する投資の引き揚げである。また、世界全体での対米投資の引き揚げは960億ドルであるから、英の対米投資の引き揚げは際立っている。「その他西半球」（≡バハマ諸島）との取引には大きな数値が出ていない。アメリカの投資は758億ドル、対米投資は21億ドルの引き揚げである。イギリスを除くEUの対米投資は272億ドルの引き揚げであり、米の同地域への投資は引き揚げではなく546億ドルの投資となっている。日本やその他アジアへの米の対外投資は引き揚げとなっており（日本へは472億ドル、その他のアジアへは363億ドル）、他方、日本の対米投資が1199億ドルにのぼっているが（このうちには一部ドル準備を含む）、この対米投資が何故生じているのか、それらがb1であるかどうかについてのちに論述したい。

第5表 アメリカの地域別国際収支（2008年）（億ドル）

	SCB ライン	ヨーロッパ	EU	イギリス	アジア・ 太平洋州	日本	中国	その他の 西半球	中東
外国の対米資産	55	-2,738	-3,417	-3,145	6,244	1,199	4,432	-21	754
公的資産 <sup>1)</sup>	56	-263	n.a.	n.a.	4,303	n.a.	n.a.	n.a.	545
その他の資産 <sup>1)</sup>	63	-2,475	n.a.	n.a.	1,942	n.a.	n.a.	n.a.	209
対米直接投資	64	2,065	1,688	547	564	357	4	229	14
米の民間対外投資	50	5,487	4,661	5,207	835	472	122	-758	157
直接投資	51	-1,802	-1,468	-218	-467	32	-157	-397	-41
米政府の外貨保有	49	-3,738	-3,444	-331	-1,559	-1,227	0	0	0
米の経常収支	77	-325	-116	88	-4,305	-905	-3,085	243	-714
統計上の不一致	70	1,674	2,640	-1,818	-1,080	562	-1,469	358	-195

注1) 公的資産が明らかにされていない各国のドル準備はSCBライン69（「在米銀行報告債務」）の中に入られている。

出所：S.C.B., July 2009, Table12 (pp.96-102) より。

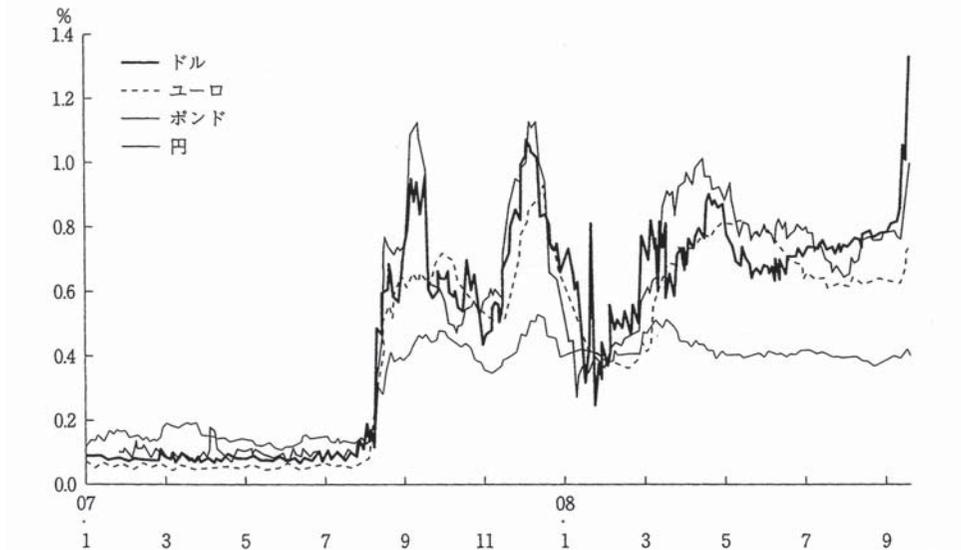
中国は多額のドル準備を積み重ねている（約4400億ドル<sup>36)</sup>）。中東のドル準備は545億ドル、中東の民間対米投資も209億ドルとなっている。「統計上の不一致」はイギリスと中国への流出が大きい、ヨーロッパ、日本、バハマ諸島（「その他西半球」）からは資金流入となっている<sup>37)</sup>。

以上が08年の米国国際収支の概要であるが、リーマンショックに象徴される金融の大危機によってきわめて「異常」な構造が形成された<sup>38)</sup>。第1に、前述のように「債務決済」が行なわれてないように見える。対米投資は960億ドルの引き揚げになっている。第2に、米の対外投資の引き揚げが6905億ドルにもものぼっている。つまり、各国が米へ債務（米からみれば債権）の巨額の返済を行なっているのである。この返済のための原資はどこから来たのであろうか。第3に、08年には原油価格が下落したとはいえ、オイルマネーが発生しているはずである。オイルマネーはどこへ行ったのであろうか。第4に、FRBと先進各国の中央銀行とのスワップ協定（米政府のドル資金の供給と外貨資産の保有）はなぜ結ばれたのであろうか。これらのことが明らかにされなくてはならない。

②米のドル建対外投資の引き揚げの原資

08年の米国国際収支構造は以下のことに規定されている。07年まで世界各国の金融機関等は、米の金融機関等からドル資金を調達し、その資金でサブプライム・ローンを含む金融商品等やその他の種々の米への投資を行なってきた。ところが、サブプライム・ローン問題の顕在化、リーマンショック以降の米金融危機の勃発によって、米の金融機関等はヨーロッパ等の金融機関に対してドル資金の返済を求めることになった。しかし、サブプライム・ローンを含む金融商品等の価格が急落し、ヨーロッパ等の金融機関はそれらを売却することによって全額を返済することができず、また、第4図に示されているように短期金融市場がリーマンショック直後に混

第4図 LIBOR-OIS スプレッド（3ヵ月物）の推移

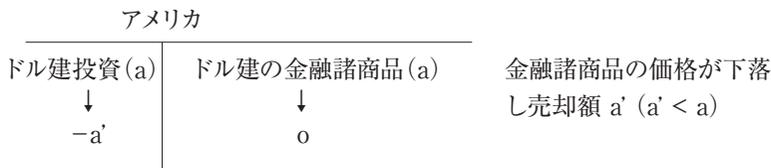


出所：『金融財政事情』2008年9月29日、8ページより。

乱し、短資市場からドル資金を調達することも困難になった。そこで、ヨーロッパ等の金融機関は多様な方法でドル資金の調達に追われるようになった。一挙に「ドル不足」が世界を覆うようになったのである。

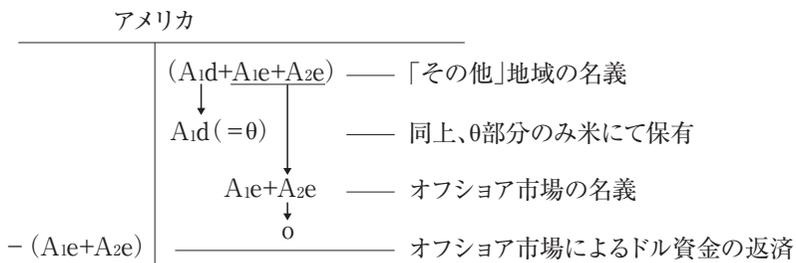
ヨーロッパ等の金融機関がドル資金の返済に当てる資金は以下の4つの原資から生み出されたと考えられる。第1の原資は、もちろん各国の金融機関等が保有していたサブプライム・ローンを含む諸金融商品等やその他の種々の資産の売却である。この場合には資産と負債の両建の引き揚げが生じる。しかし、これらの資産は急激な価格下落にあっているから、返済の全額を資産売却によって調達することは困難である。また、この中には、以前、EU・日本がドル以外の通貨をドルに転換して対米投資に当てていた部分も含まれる。バランスシートで表わせれば第5図のようになる。a'がドル資産の売却とそれによる米への返済である。第2の原資は、「その他」地域が保有しているドル建経常黒字の一部である。「その他」地域は経常黒字の一部をユーロダラー市場へ運用しており（A1eとA2e）、イギリス等のオフショア市場は従来その資金で米への投資に当てていた（米への還流、事実上の「債務決済」の一部となる）。しかし、リーマンショックによってオフショア市場、とくに、在英金融機関はユーロダラー資金として流入してきた資金でもって米への返済に当てるようになった可能性がある。バランスシートで表わせれば第6図のようになる<sup>39)</sup>。第3の原資は、ユーロ、ポンド、円等の資金をドルに換えての資金が考えられる。この原資による米への債務の返済（米からみれば債権の引き揚げ）は、両建

第5図 ドル建金融商品の売却による返済



出所：筆者作成。

第6図 ユーロダラー資金による返済



出所：筆者作成。

とはならない。米への債務（米からすると債権）だけが減少していく。しかし、各国の金融機関等はサブプライム・ローンを含む金融商品等やその他の種々の資産価格が大きく下落して損失を蒙っており、さらにドル相場が弱含みで進んでいるとはいえ急激な下落が進行していない中で、外貨をドルに換えてドル債務の返済を行なう事態はほとんど進んでいないと考えられる。また、この事態が進めば逆に急激なドル相場の上昇が生じていたであろう。

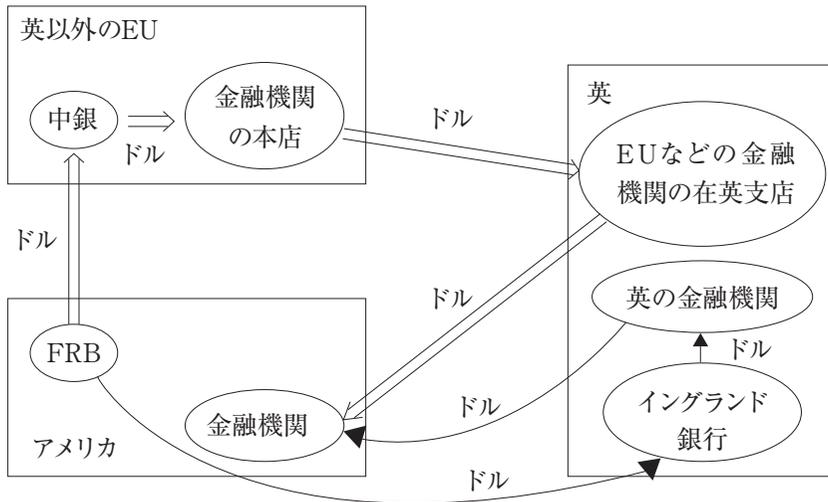
以上の3つの原資で6905億ドルにもものぼる米の対外資産の引き揚げ（他の国からは債務の返済）は不可能であったろう。そこですぐのちに詳しく論じるが、第4の原資として、FRBと先進各国の中央銀行とのスワップ協定による資金があった。FRBはドル資金を供給し外貨を保有するのである。これは為替市場を通じる取引ではない。スワップ協定によるFRBのドル資金の供給が5298億ドル（SCBライン49）にのぼったのである。

一般的に考えれば、米の金融機関がドル建債権を減少させれば、それと同額のドル建債務も減少していく（両建の減少）。しかし、後掲第6表に示されているように、在米銀行等とノンバンクのドル建債権は8179億ドルの黒字、ドル建債務は3558億ドルの赤字であった。この差額が小さい通常時であれば非居住者は外貨をドルに換えてドル債務（米にとっては債権）を返済するであろう。その場合には米のドル債務（海外にとっては債権）に変化は生じない。しかし、差額が4621億ドルにもものぼっている08年にはこのような返済は不可能であろう。また、実際にこの事態が生じると前述のようにドル相場が急に上昇するであろう。実際にそのような事態は生まれなかった。

実際に進行したのは、FRBと先進各国の中央銀行とのスワップ協定を経由するヨーロッパなどの金融機関へのドル資金の供給であった。FRBはドルを各国の中央銀行に提供するとともに外貨を受け取る（中央銀行間の為替市場取引を伴わないドルと外貨の交換）。ヨーロッパなどの中央銀行はこのドル資金を自国の金融機関へ融資し、各国の金融機関はそのドル資金で米金融機関へドル資金を返済しているのである。スワップ協定によるFRBのドル資金供給がヨーロッパなどの金融機関による米の金融機関へのドル資金返済を可能にしたのである。つまり、米の民間部門のドル建債権の減少と米通貨当局の外貨保有の増大が同時に進行しているのである。また、スワップ協定によるドル資金で日本などの一部の金融機関は対米投資を行なっている（後述）。

FRBとイングランド銀行の間のスワップ協定の実行額は331億ドルと少額であるが、FRBとイングランド銀行以外のEUの中央銀行とのスワップ協定の実行額は約3100億ドルである（第5表）。このドル資金が各中央銀行によって英以外のEUの金融機関（本店）へ融資され、さらに在英支店などの在英金融機関へ移され、在英金融機関から米へ返済されたのである（第7図、リーマンショック以前にヨーロッパ各国の金融機関等の在英支店は米金融機関等からドル資金を調達していたのである）。

第7図 スワップ協定とドルの返済



出所：筆者の作成

以上の4つの原資で米のドル債権の引き揚げ（海外からみれば米への返済）が行なわれたのであるが、それは、以下の式で示される。 $a' + (A1e + A2e) + b' + Sw$ ——式⑦である。ここで、略号は次のようである。

$a'$ ——米以外の金融機関等が保有していたドル資産の売却による返済である。ただし、この中には、以前、EU・日本がドル以外の通貨をドルに転換して対米投資に当てていた部分も含む。 $(A1e + A2e)$ ——EU・日本以外の「その他」地域は民間部門が保有するドル建経常黒字 ( $A1 = A1d + A1e$ ) のうち  $\theta (=A1d)$  を米に残したまま、他の部分 ( $A1e$ ) をユーロダラー市場へ移すであろう。また、「その他」地域はドル準備の大部分を米に残しながら ( $A2d$ )、一部 ( $A2e$ ) をユーロダラー市場へ移すであろう。オフショア市場は、以前はこれらの資金でもって米への投資に当てていた。したがって、 $(A1e + A2e)$  も結果的に米へ還流し、事実上の「債務決済」になっていたのである。しかし、リーマンショックの年、この資金の大部分は「債務決済」にならず、とりわけ、在英金融機関によって米への返済に当てられた可能性がある。実際にこのような返済額がどれほどの額になったのか、のちにみよう。

$b'$ ——EU・日本によるドル以外の通貨をドルに換えての返済部分である。その場合には、両建とはならず、米への債務だけが減少していく。 $Sw$ ——FRBと先進各国の中央銀行とのスワップ協定によるドル資金の供給である。

③ 08年の投資収支の概念的区分

諸外国の民間対米投資（米からすると「負債項目」）は以下の諸項目から構成されるであろう。第1の構成部分は、「その他」地域のドル建経常黒字のうちの米に置かれるドル準備（A2d）を除く部分で、しかも民間部門のドル建黒字のうちの米に置かれる部分である（A1d =  $\theta$ ）。さらに、このうちからドル以外の通貨での投資のためにドルから他通貨へ転換される部分（m1）を除く。つまり、「その他」地域のドル建経常黒字を原資とする米民間部門へのドル建資金の流入は  $A1+A2e-m1$  であり、また、 $A1=A1d+A1e$ （A1e はユーロダラー市場へ移される部分であるが、通常アメリカへ還流する）であるから、 $A1d(=\theta)+A1e+A2e-m1$  であった。このうち08年には  $A1e+A2e$  のユーロダラー市場へ移された部分が再び米へ還流するかどうかである。

第2の構成部分は、海外部門が保有していたドル建資産（米からすると負債）を売却し、その資金で米への債務（米からすると債権）を返済した部分である。このうちには、先述したように、以前、EU・日本がドル以外の通貨をドルに転換して対米投資に当てていた部分も含まれる。資金源泉は異なるが（一方はドル資金の借入れ、他方は外貨のドルへの転換）、このドル建資産（米からすると負債）の売却による対米投資の引き揚げ（ドル債務の返済）の部分は（a'）であった。このa'は米のドル建投資の「代わり金」を原資としていた以前の対米投資額を下回るであろう。なぜなら、米の金融諸商品価格が大きく下落しているからである。

第3の構成部分は米の新規ドル建貸付・融資（a）の「代わり金」である。EU・日本はユーロ、円などをドルに換えて新たな対米証券投資を08年にはほとんど行なっていないと考えられるが、のちに述べるようにこれら地域の対米直接投資は2000億ドル以上にのぼっており、その原資の一定部分は米金融機関等からのドル資金の調達によるものであろう。そうすれば、米のドル建投資の「代わり金」が形成されているはずである。第4の構成部分はb1である。EU・日本の対米直接投資の一部はユーロ、円などをドルに換えて行なわれているであろう（b1）。第5の構成部分は、米への外貨建貸付・投資（c）の引き揚げである。

他方、米の対外投資（「資産項目」）は以下の構成である。第1は米のドル建資産の変化（「a」として示す、08年は後述のように大きな減少、引き揚げ）、第2は非居住者から外貨建資金を調達し、それを対外投資に当てていた部分である（c）。第3はドルを外貨に換えて行なう対外投資（d）である。

④ 08年における米の対外投資の引き揚げ

7000億ドル弱の経常赤字があるにもかかわらず、民間対米投資が960億ドルの引き揚げになり「債務決済」がほとんどなされていないことから、経常赤字のファイナンスがどうなっているのかという視点から対米投資の状況を検討しなければならないが、他方の米の対外投資（「資産項目」）の引き揚げを検討する方が、解明すべき諸課題へのアプローチはたやすいであろう。

ところで、米のドル建資産の減少についてであるが、圧倒的部分は米の対外ドル債権の回収であり、その原資の大部分は海外部門によるドル資産の売却によってなされているが、その中には以前に海外部門によるユーロ、円などをドルに換えて形成されたドル資産も含まれる。また、のちにみるように海外部門の対米直接投資のために米金融機関等は海外部門へドル建貸付・融資などを行なっている可能性がある。さらに、アメリカも一定額ドルでもって対外直接投資を行なっている。このような種々の構成部分を含みながら全体としての米のドル建資産が減少しているのである。そこで、米のドル建資産の減少を「a」として表記しよう。

もちろん、米の対外投資の全体についての通貨別区分を示す統計は存在しない。ただ、在米銀行等とノンバンクの対外取引についてはドル建と外貨建の区分を表わす統計があるので、まずはそれを利用したい。第6表である（SCB, July 2010, カッコは July 2009）。

第6表 在米銀行等とノンバンクの対外取引<sup>1)</sup> (2008年) (億ドル)

	債権		債務		収支	
アメリカ対外投資、対米投資	6,905 <sup>2)</sup>	(5,344) <sup>2)</sup>	-960 <sup>3)</sup>	(471) <sup>3)</sup>	5,945	(5,815)
在米銀行等 (1)	4,226	(4,333)	-4,120	(-3,266)	106	(1,067)
ドル建	4,261	(4,287)	-3,947	(-2,979)	314	(308)
自己勘定	3,579	(3,693)	-3,093	(-2,158)	486	(1,535)
顧客勘定	682	(594)	-854	(-821)	-172	(-227)
外貨建	-35	(46)	-173	(-287)	-208	(-241)
自己勘定	-108	(-41)	-105	(-182)	-213	(-223)
顧客勘定	73	(87)	-68	(-105)	5	(-18)
ノンバンク (2)	4,212	(3,723)	-366	(-452)	3,846	(3,271)
ドル建	3,918	(3,791)	389	(402)	4,307	(4,193)
金融項目	3,890	(3,764)	411	(424)	4,301	(4,188)
商業項目	28	(27)	-22	(-22)	6	(5)
外貨建	294	(-68)	-755	(-854)	-461	(-922)
金融項目	284	(-78)	-754	(-857)	-470	(-931)
商業項目	10	(10)	-1	(-1)	9	(9)
在米銀行等とノンバンク (1)+(2)	8,438	(8,056)	-4,486	(-3,718)	3,952	(4,338)
ドル建	8,179	(8,078)	-3,558	(-2,577)	4,621	(5,501)
外貨建	259	(-22)	-928	(-1,141)	-669	(-1,163)
その他部門	-1,532	(-2,712)	3,526	(4,188)	1,994	(1,476)
直接投資 <sup>4)</sup>	-3,511	(-3,320)	3,283	(3,197)	-228	(-123)
証券投資 <sup>5)</sup>	1,979	(608)	243	(991)	2,222	(1,599)

注1) カッコは S.C.B. July 2009, Table9 ~ 11 より, 2) SCB ライン 50, 3) 同ライン 63,

4) 債権はライン 51, 債務はライン 64, 5) 債権はライン 52, 債務はライン 65, 66, 67.

出所: S.C.B., July 2010, Table9 ~ 11 より。

在米銀行等（自己勘定、顧客勘定）のドル建債権は4261億ドルの黒字（引き揚げ）、ノンバンクのドル建債権も3918億ドルの黒字（引き揚げ）、合計8179億ドルの黒字（引き揚げ）である。在米銀行等、ノンバンクのドル建債権の黒字がこれほど巨額になったことはこれまでまったくなかったことで、08年の米国発の金融危機をきっかけに起こったことである。米のドル建

債権が引き揚げられると、通常はドル建債務も同額減少していく。あるいは、非居住者がドルを借入れ、それでもってドル建投資を行なっている中で、投資を回収してドル資金の返済を行なうと、米のドル建債権も同額減少していくはずである（両建での同額の減少）。

しかし、08年の在米銀行等（自己勘定、顧客勘定）とノンバンク（商業項目を含む）のドル建取引は計で債権の引き揚げが8179億ドル、債務の引き揚げが3558億ドルで、前者が後者を大きく上回っている（差額は4621億ドル）。一般的に考えると、在米銀行等、ノンバンクのドル建債務の赤字3558億ドルが両建部分の減少の最高額となろう。したがって、両建取引ではない米のドル建債権の引き揚げ（引き揚げ額の超過分4621億ドル）がどのように行なわれているかが問われなければならない。

上に述べたドル建債権・債務の両建の変化以外に、米のドル建債権（非居住者にとってはドル債務）のみが減少するという事態が生まれるとすると、どのような事態が考えられるであろうか。それは、非居住者が外貨をドルに換えてドル建債務を返済する場合しかありえないだろう。この場合には非居住者のドル債権（米にとってはドル負債）には変化が生まれえない。しかし、この事態が実際に進行すれば前述のようにドル相場は急激に上昇するだろう。前述のように、実際はそのほとんどはFRBと先進諸国の中央銀行とのスワップ協定によるドル資金の供給だったのである。

次に外貨取引をみよう。米の外貨を借入れての対外投資（c）、ドルを外貨に換えての対外投資（d）の検討である。第6表によると、外貨建債権（c+d）は在米銀行等の自己勘定は引き揚げとならず、対外投資が108億ドルとなっているが、顧客勘定では引き揚げで73億ドルとなっている。ノンバンクでは債権が294億ドルの引き揚げになっている。しかし、債務の方は在米銀行等（自己勘定、顧客勘定）では債務の減少が173億ドルあり、収支は208億ドルの赤字、ノンバンクでは債務の減少が755億ドルで、収支は461億ドルの赤字である。在米銀行等とノンバンクの計の収支は669億ドルの赤字である。

08年の外貨取引は、債権では在米銀行等とノンバンクの計で259億ドルの黒字、債務（海外からみると債権）の方は928億ドルの赤字（引き揚げ）となり、収支は669億ドルの赤字（引き揚げ）となっている。つまり、海外部門による対米外貨債権が引き揚げられているのである。これらの事態は次のように考えてよいだろう。

米金融機関が外貨を借入れ、その外貨で投資（「外貨－外貨」投資）していたところ、外国金融機関が外貨建貸付・投資を引き揚げ、それに伴って米金融機関の投資も引き揚げられた（両建）と考えよう。その部分は928億ドルである。つまり、米の外貨債務が928億ドル減少しているから、それに伴って外貨債権も928億ドル減少している（cの部分）とまずは考え、ところが、08年には米の外貨建投資は259億ドルの引き揚げであるから、ドルを外貨に換えての投資（d）を考慮する必要がある。それは669（928－259）億ドルであると考えられる。両建部

分に対応する債権の減少が928億ドルであるのに、ドルを外貨に換えての対外投資が08年には669億ドルあったために、在米銀行等とノンバンクの外貨建債権額は259億ドルの黒字になっているのである（つまり、 $c=928$ 、 $d=-669$ 、+は引き揚げ、-は投資）。

ところが、上にみたのは在米銀行等とノンバンクの対外取引である。アメリカの全対外投資は在米銀行等とノンバンクの部分がすべてではない。これらの機関以外の「その他」部門の対外投資がある。それを考慮する必要があるのである。在米銀行等とノンバンクの債権の合計は8438億ドルの黒字であるが、全米の対外投資（SCBライン50）は6905億ドルの黒字であったから、在米銀行等とノンバンクを除く「その他部門」の対外投資は1533億ドルの赤字（引き揚げでなく投資）となる。内訳は直接投資（SCBライン51）が-3511億ドル、証券投資（ライン52）、+1979億ドル（引き揚げ）である。他方、在米銀行等とノンバンクの債務の合計は4486億ドルの赤字（引き揚げ）で、全米の対外債務は960億ドルの赤字（引き揚げ——SCBライン63）であったから、「その他」部門の対外債務は3526億ドルの黒字（引き揚げでなく海外からの投資）となる。内訳は直接投資（SCBライン64）が+3283億ドル、財務省証券投資（ライン65）が+1614億ドル、その他証券投資（ライン66）が-1665億ドル（引き揚げ）、ドル紙幣（ライン67）が+292億ドルである。

以上のように、在米銀行等とノンバンクの金融機関の対外取引は債権と債務の両方で投資の「引き揚げ」が行なわれているが、「その他」部門はネットでの対外投資を行っており、投資も受けている。しかし、「その他」部門の対外取引も大部分が直接投資になっている。08年の米の対外直接投資（ライン51）は3511億ドルとほぼ例年の水準にのぼっている。このうちには銀行等の金融機関の直接投資も含まれようが、大部分は「その他」部門によるものだろう。

在米銀行等とノンバンクのドル建対外投資を「a1」とすると、「a1」は引き揚げの8179億ドルである。また、前述のように在米銀行等とノンバンクが外貨を調達し、それを対外投資に当てる部分をc1とすれば、 $c1=928$ 、さらに、在米銀行等とノンバンクによるドルを外貨に換えて行なう対外投資をd1とすると、 $d1=-669$ であった。

さて、「その他」部門の対外債権は引き揚げでなく1532億ドルの投資となっていたが、この通貨別区分を示す統計はSCBだけでなく他の米公表資料にも存在しない。そこで、仮定を設け推定額を算出する以外にない。直接投資から検討していこう。直接投資は引き揚げでなく3511億ドルの投資となっている。このうち、とりあえず、ドル建で行なわれる部分（a2）<sup>40</sup>を40%、外貨を調達して行なわれる部分（c2）を30%、ドルを外貨に換えて行なわれる部分（d2）を30%としよう。そうすると、 $a2=-3511 \times 0.4 = -1404$ 、 $c2=-3511 \times 0.3 = -1053$ 、 $d2=-3511 \times 0.3 = -1053$ となる。

次に、対外証券投資は1979億ドルの黒字（引き揚げ）であった。この通貨区分についてはドル部分（「a3」<sup>41</sup>）を40%、外貨資金の調達分（c3）を30%、ドルを外貨に転換する分（d3）

を30%とすると、「a3」=1979×0.4=792, c3=1979×0.3=594, d3=1979×0.3=594となる。これらの比率ははっきりした根拠がないが、一応のものとしておこう。

以上から、「a」=「a1」+a2+「a3」=8179-1404+792=7567, c=c1+c2+c3=928-1053+594=469, d=d1+d2+d3=-669-1053+594=-1128となる。もちろん、これらはきわめてラフな数値である。なお、「a」の中には米の対外直接投資のうちドル建部分(約1404億ドル)が含まれており、ドル建対外直接投資1404億ドルに相当する「代わり金」も発生している(後述)。

#### ⑤地域別国際収支表から

それでは、対米投資(米からは「負債項目」)の方を検討していこう。まずは、「その他」地域が最終的に残すドル建経常黒字分 $\{\theta (=A1d) - m1\}$ である。米の地域別国際収支表(第5表)によると、EUの対米直接投資は1688億ドル、日本のそれは357億ドルで、計は2045億ドルである。対米直接投資の全額は3197億ドルであるから、「その他」地域のそれは1152億ドルである。「その他」地域はドル建経常黒字でもって対米投資に当てているはずであるから、この1152億ドルが $\{\theta (=A1d) - m1\}$ の下限額になっている( $\{\theta - m1\} \geq 1152$ )はずである<sup>42)</sup>。

ところが、次のことを考えなくてはならない。米の経常収支赤字(A)は次の式で表わされた。 $A=A1+(A2e+A2d+\gamma)+(\beta-\alpha)$ である。 $A2d+\gamma$  = 「在米外国公的資産」=5507であるから、 $6700-5500=(A1+A2e)+(\beta-\alpha)$ , つまり、 $(\theta+A1e)+A2e+(\beta-\alpha)=1200$ ということである。しかも、 $\theta (=A1d) \geq 1152$  であるから、少なくとも $A1e+A2e+(\beta-\alpha)=0$ でなければならない。このようなことは考えにくいから、「その他」地域の対米直接投資(1152億ドル)のうち、一定額は「その他」地域が米金融機関等からドル建資金を調達して行なっていると考えざるを得ない。すなわち、実際は $\theta \geq 1152$ ではないのである。

$(\beta-\alpha)$ の額を検討しよう。 $(\beta-\alpha)$ はEU・日本の「統合」されたドル以外の通貨建・経常収支黒字であり、それぞれの国のドル以外の通貨建黒字が合算されたものではない。それら相互の諸国間の黒字、赤字は相殺されている。したがって、 $(\beta-\alpha)$ を算出した統計はないが、それほど大きな額にはならないはずである。ユーロ地域の経常収支とその地域区分、日本の経常収支とその地域区分を示す統計があるので、ここではそれらの統計を利用しよう。08年におけるユーロ地域の経常収支は936億ユーロ<sup>43)</sup>(約1300億ドル)の赤字である。また、同地域の対日経常収支は432億ユーロの赤字<sup>44)</sup>(約600億ドル)で、ユーロ地域の日本を除く地域との経常収支は約700億ドルの赤字となる。一方、08年における日本の経常収支は16兆3798億円の黒字<sup>45)</sup>(約1600億ドル)である。また、日本のユーロ地域との経常収支は7兆2203億円の黒字<sup>46)</sup>(約700億ドル)で、日本のユーロ地域を除く地域との経常収支は、9兆1595億円(約900億ドル)である。したがって、ユーロ地域・日本の「統合」されたドル以外の通貨での経常収支 $(\beta-\alpha)$ は200億ドルの黒字となる( $\beta-\alpha=-700+900=200$ )。

とすると、 $(\theta + A1e) + A2e + (\beta - \alpha) = 1200$ であったから、 $\theta + (A1e + A2e) = 1000$ となる。「その他」地域は、対米直接投資のために米金融機関等からドル資金を調達しなければならないくらいであるから、ドル建経常黒字の中からユーロダラー市場へドル資金を移すことはほとんど出来ないはずである。したがって、 $(A1e + A2e) \approx 0$ となるはずであり、 $\theta \approx 1000$ となり、「その他」地域の対米直接投資が1200億ドルであったから、同地域が対米直接投資のために米金融機関等からドル建資金を調達した額は約200億ドルとなる。それと同時に、その「代わり金」(a)が200億ドル生まれる。

次はb1の検討である。先に、ユーロ、円、ポンド等の外貨をドルに換えて、EU・日本がドル債務の返済(b')を行なうことはほとんどないと前に指摘した。また、サブプライムローン問題の顕在化以降、外貨をドルに換えての対米証券投資も行なわれていないであろう。b1が存在するとすれば、対米直接投資のためにユーロ、円、ポンド等がドルに転換されている場合であろう。この検討のために米の対日国際収支を見よう（第5表）。日本の対米資産増は1199億ドルであるが、このうちにはドル準備が含まれている。その額は約320億ドル（3兆2000億円<sup>47)</sup>で、それゆえ民間対米投資は880億ドルである。他方、対日投資は472億ドルの引き揚げで、スワップ協定の実行額が1227億ドルになっている。対日投資の引き揚げと日本の対米投資の原資はこのスワップ協定の実行額によるとすれば、前者が1352億ドル、後者が1227億ドルで、前者が125億ドル上回る。したがって、この125億ドルが、357億ドルの対米直接投資のうちの円をドルに換えての分としよう。

米の対EU国際収支が、また、対英国国際収支が第5表に示されているが、この表から対米直接投資に占めるb1を検討するとつかかりを得ることは難しい。そこで、やむを得ずEUによる対米直接投資のうち半分がユーロ等の外貨をドルに換えて行なわれ、残りの半分が米金融機関等からドル資金を調達して行なわれたことにしておこう。そうすれば $1688 \div 2 = 844$ 億ドルがb1となり、日本の分と合わせてb1は約1000億ドルになる。また、米の金融機関等はドル建投資を行なったことになり、その「代わり金」(a)が844億ドル生まれることになる。「その他」地域の「代わり金」が前述のように200億ドルであったから、「代わり金」(a)の形成は合計で約1000億ドルとなる。さらに、米の対外直接投資のうちドル建部分が約1400億ドル存在したから、「代わり金」は約2400億ドルとなる。米によるドル建資産が約7500億ドル減少していることを先にみたが、ドル建対外投資が約2400億ドルあるのであるから、実際の引き揚げ額はこの約2400億ドルを加算した額（約9900億ドル）になる。

## 2) 08年の国際収支の概念的概算値

### ①暫定値の提示

以上から、米国際収支の概念的区分における諸項目の概算値を提示することができる（第7

表)。米の対外投資の「a」, c, d はすでに第4項で算出されている。「a」=7567, c=469, d=-1128であった。

第7表 2008年の米国際収支の概念的概算値 (億ドル)

(1)経常収支 (SCB ライン 77)	-6,700
(2)民間投資収支	5,900
①対米投資 (SCB ライン 63)	-1,000
ア) $\theta (=A1d) - m_1$	1,000
イ) a'	-4,900
ウ) $a - m_2$	2,400
エ) $b_1$	1,000
オ) c	-500
②米の対外投資 (SCB ライン 50)	6,900
ア) 「a」	7,500
イ) c	500
ウ) d	-1,100
(3)ドル準備 (= $A2d + \gamma$ ) (SCB ライン 56)	5,500
(4)スワップ協定の実行額 (= $S_w$ ) (SCB ライン 49)	-5,300
(5)デリバティブ (SCB ライン 70)	-300
(6)統計上の不一致 (SCB ライン 71)	850

出所：S.C.B., July 2010, July 2009 をもとに筆者が作成。

対米投資のうち、 $b_1$  (EU・日本による外貨をドルに換えての対米投資) は対米・直接投資でEU・日本の計で約1000億ドルであった。EU・日本による外貨をドルに換えての対米投資については、直接投資以外の対米証券投資等には08年は存在しないと考えた。また、EU・日本による外貨をドルに換えてのドル建債務の返済もありえないものとした。米のドル建対外投資は、米の対外直接投資のドル建部分(1404億ドル)に加えて、EU・日本、「その他」地域による対米直接投資のために約1000億ドルあったと考えたから、計で2400億ドルの「代わり金」が存在するものとした。米のドル建投資から形成される「代わり金」からの「漏れ」(= $m_2$ )は、米のドル建投資が直接投資に関連したものであるから生まれえないものと考えられる。

また、対米投資のうち、「その他」地域のドル建投資( $\theta - m_1$ )がいくら金額になるかであるが、 $\theta \approx 1000$ であったし、 $A1e + A2e \approx 0$ であるぐらいであるから、 $\theta (=A1d)$  からドル以外の通貨へ転換して投資が行なわれることはほとんど考えられないだろう。 $m_1=0$ であると考えられる。しかし、ヨーロッパ、日本等のドル建資産の売却高( $a'$ )がいくらになったかはまったくわからない。ところが、対米投資は全額で約1000億ドルの引き揚げで対米投資の他の諸項目の概算値がでているから、 $(\theta - m_1) + a' = -3900$ となる。また、 $\theta = 1000$ ,  $m_1 = 0$ であったから、 $a' = -4900$ となる。

②概念的概算値の提示から把握できること——08年の米国際収支構造とドル危機

アメリカによる08年のドル債権の引き揚げは式⑦、つまり、 $a' + \{(A1 - \theta) + A2e\} + b' + Sw = 7500$  で表現された。 $A1 = A1d + A1e$ 、であり、 $A1d = \theta$ であったから、この式は  $a' + (A1e + A2e) + b' + Sw = 7500$  である。しかし、米のドル建対外投資が新規に約2400億ドルあったから、米による実際のドル資産の引き揚げはそれを加算した額、約9900億ドルになろう。また、 $b'$  はゼロであった。さらに、 $Sw$  のうち約800億ドルは日本によって対米投資に当てられた。したがって、 $a' + (A1e + A2e) = 7500 + 2400 - (5300 - 800) = 5400$  となる。

また、 $a'$ 、 $(A1e + A2e)$  の金額は算出されていた。前者が4900、後者はほぼ0であった。したがって、500億ドルの誤差があるが、誤差が500億ドルにとどまっているということは、これまでの暫定値の算出に大きな誤りがないことを示すものと考えたい。しかし、500億ドルの誤差はこれまでの暫定値の算出にいくつかの恣意性があったこと、*SCB* の統計は2010年と2009年の両者を利用せざるを得なかったこと、さらに、「統計上の不一致」が850億ドルにのぼっていること、さらに、03年のアメリカの輸入におけるドル建比率は90%<sup>48)</sup>であったが、08年にもアメリカは一定額のドル以外の諸通貨で経常収支赤字をもっているはずである。しかし、小論ではアメリカの貿易はすべてドル建とした。このことも誤差を生み出している一因である。

小論では、米国際収支統計として*SCB* の2010年の号と2009年の号を利用した。2010年の号には08年の地域別国際収支が掲載されていないからである。そのために一定の誤差が生まれることは避けられない。そこで、補論を以下に設定し、2009年の号の統計値を全部使って概算値を示しておきたい。

しかし、その補論について言及する前に、2008年のアメリカの金融危機時における国際収支構造とドル危機の関連について簡単に論じておきたい。08年のアメリカの金融危機はアメリカの国際収支構造を劇的に変化させ、米の対外投資、対米投資の引き揚げが行なわれた。ところが、深刻なドル危機をもたらさなかった。その原因は、ヨーロッパ等の金融機関がリーマンショック以前に米の金融機関等から多額のドル資金を調達しており、リーマンショック直後にその返済に迫られたからである。一挙にヨーロッパを中心に「ドル不足」が発生し、ドル相場の急落は生じなかったのである。ヨーロッパ等の金融機関は米へのドル債務の返済のために経営状態が悪化し、結局、そのドル資金のかかなりの部分が急遽スワップ協定を通じてFRBによってヨーロッパなどへ供給されることになった。

第1節第1項で論じたように、米経常収支赤字が「広義の資本収支」の黒字によってファイナンスされるということは、 $(b1 + b2) = (\beta - \alpha) + (m1 + m2) + d$  であった。しかし、EU・日本の為替市場介入がない場合 ( $b2$ ではなく $\gamma$ の場合)、この式の左辺は $b1$ となる(前述)。ドル危機が発生するとしたら、 $(b1 + b2)$ が発生せず、 $(\beta - \alpha)$ 、また $m1$ がかかなりの額になること、したがって、 $d$ がかかなりの額の引き揚げになる事態である。さらに、ドル危機の発生時には米

のドル建対外投資が抑制され、したがって、その「代わり金」からの「漏れ」(= $m_2$ )も小さくなる。本論で論じてきたように、08年には $b_1$ が約1000億ドルに達し、また、 $d$ も約1100億ドルの投資になっている。また、( $\beta - \alpha$ )も約200億ドルと少額にとどまり、ドル危機が発生する国際収支構造になっていない。08年には日本による為替市場介入はなかったから、 $b_1 = (\beta - \alpha) + (m_1 + m_2) + d$  に08年の数値を挿入していくと、左辺が1000、右辺が、 $200 + 0 + 1100$ であった。差が300億ドルほどあるが、これは誤差であろう。しかし、ドル危機を生み出すほどのものになっていないと考えられる。08年の米発の世界的な金融危機は、以上のような次第で本格的なドル危機を発生させるには至らなかったのである。

### 補論 1) ——SCB2009年7月号の統計値を使った概算値の算出

#### 1) 08年の「a」, c, dの算出

第6表(2009年のSCB)より、「a1」=8078, c1=1141, d1=-1163である。算出の方法は本論と同じである。また、米の対外直接投資が3320億ドルであり、それらの通貨構成は本文と同じように、ドル建部分(「a2」)を40%、外貨を調達して行なわれる部分(c2)を30%、ドルを外貨に換えて行なわれる部分(d2)を30%としよう。そうすると、 $a_2 = -3320 \times 0.4 = -1328$ ,  $c_2 = -3320 \times 0.3 = -996$ ,  $d_2 = -3320 \times 0.3 = -996$ である。また、米の対外証券投資は608億ドルの引き揚げである。本文と同様に、この通貨構成をドル部分(「a3」)を40%、外貨資金の調達分(c3)を30%、ドルを外貨に転換していた分(d3)を30%とすると、「a3」=243, c3=182, d3=183となる。したがって、「a」=「a1」+a2+「a3」=8078-1328+243=6993,  $c = c_1 + c_2 + c_3 = 1141 - 996 + 182 = 327$ ,  $d = d_1 + d_2 + d_3 = -1163 - 996 + 182 = -1977$ である。

#### 2) 対米投資におけるa(「代わり金」を原資とする投資), b1の算出

対米直接投資の地域区分は09年のSCBの統計値であるから本文の統計値と変わらない。すなわち、外貨をドルに換えて行なわれる対米直接投資の部分(b1)が1000億ドル、アメリカの金融機関等からドル資金を調達して行なわれる対米直接投資分が800億ドルである。しかし、米の対外直接投資のうち、ドル部分(a2)が1328億ドルであるから、米のドル建対外投資(a)は計で約2100億ドルとなり、それに相当する「代わり金」(約2100億ドル)が生まれている。aは直接投資に関連するものであったから、それからドル以外の外貨に換えられる部分はないものとした( $m_2=0$ )。

#### 3) $\theta$ , $m_1$ , $a'$ , ( $A_1e + A_2e$ )の仮定値と誤差について

以上から08年の米国際収支の諸項目の概算値は補表のようになる。諸項目の構成は本文と同じである。( $\theta - m_1$ ) +  $a' = -2300$ ,  $a' = -2300 - \theta + m_1$ であり、 $\theta \geq 1200$ である。また、

$A=A1+(A2d+A2e+\gamma)+(\beta-\alpha)$  であり、 $A=7000$ 、 $A2d+\gamma=4870$  であるから、 $=A1+A2e+(\beta-\alpha)=7000-4870=2130$  であり、また、 $(\beta-\alpha)$  は本文と同じで 200 であるから、 $A1+A2e=1930$  となる。 $A1=A1d(\theta)+A1e$  であるから、 $\theta+A1e+A2e=1930$  である。 $\theta \geq 1200$  であったから、 $\theta=1400$  とすれば、 $A1e+A2e=530$  となる。また、 $a'=-2300-\theta+m1$  で、仮に  $m1=200$  とすれば  $a'=-3500$  となる。これらはきわめてラフな値である。

補表 2008 年の米国際収支の概念的概算値 (億ドル)

(1) 経常収支 (SCB ライン 77)	-7,000
(2) 民間投資収支	5,800
① 対米投資 (SCB ライン 63)	500
ア) $\theta (=A1d) - m_1$	1,200
イ) $a'$	-3,500
ウ) $a - m_2$	2,100
エ) $b_1$	1,000
オ) $c$	-300
② 米の対外投資 (SCB ライン 50)	5,300
ア) 「a」	7,000
イ) $c$	300
ウ) $d$	-2,000
(3) ドル準備(=A2d+ $\gamma$ ) (SCB ライン 56)	5,000
(4) スワップ協定の実行額(=Sw) (SCB ライン 49)	-5,300
(5) デリバティブ (SCB ライン 70)	-300
(6) 統計上の不一致 (SCB ライン 71)	2,000

出所：S.C.B., July 2009 をもとに筆者が作成。

ドル債権の引き揚げは式⑦によって、 $a'+\{(A1-\theta)+A2e\}+b'+Sw$  で、 $A1=A1d(=\theta)+A1e$  であるから、この式は  $a'+(A1e+A2e)+b'+Sw$  となる。 $b'=0$  であり、スワップ協定の実行額 (Sw) は 5300 億ドルであったが、このうち、対米投資に当てられた部分が 800 億ドルあった。また、補表の概算値では「a」は 7000 億ドルであるが、この中には米のドル建対外投資が 2100 億ドル含まれていたから、米の実際のドル資産の引き揚げ額は 7000 億ドルに 2100 億ドルを加えた 9100 億ドルなる。

式⑦にそれぞれの数値を挿入すると、 $3500+530+(5300-800)=8530$  となる。したがって、570 億ドルの誤差 (9100-8530) がある。また、 $b1=(\beta-\alpha)+(m1+m2)+d$  であったが、 $b1=1000$ 、 $(\beta-\alpha)=200$ 、 $(m1+m2)=200$ 、 $d=2000$  であったから、左辺が小さく、右辺が大きい。これはドル危機が発生するパターンである。典型的なドル危機時のパターンは  $b1$  が小さく、 $m1$  が大きくなり、それを補完するように  $d$  が引き揚げになるパターンである。08 年にはそこまで至ってないであろう。むしろ、上記の数値には誤差が含まれていると考えるのが適当である。これらの誤差は、算定に際して多くの恣意性が含まれていたこと、「統計上の不一致」が 09 年 7 月号の SCB では 2000 億ドルとかつてない規模になっているからであろう。さらに、

本文で記したようにアメリカは一定額のドル以外の諸通貨で貿易赤字をもっているが、小論ではアメリカの貿易のすべてがドル建てで行なわれているとした。これも誤差を生み出す1つの要因である。

しかし、 $A1e+A2e=530$ であった（本文ではゼロであった）。ということは、「その他」地域がもつドル建経常黒字のうち530億ドルがオフショア市場へ移され、イギリス等の金融機関はその資金で以前のドル債務を返済しているということを表現している。

## 補論2) —2009～10年の米国際収支とドル危機時の構造

2009年、2010年の米国際収支構造についてごく簡単に述べ、そのあとドル危機時発生時の国際収支はどのような構造になるのかを再度確認しておきたい。

まず、2009年の国際収支である。第1表に示されているように「米政府の外貨保有」（ライン56）が5433億ドルの黒字になっている。つまり、スワップ協定に基づくFRBのドル資金供給が海外中央銀行より返済され、FRBによる外貨保有も返却されている。他方、米の対外投資は6296億ドルにものほり、このドル資金の返済の原資は米民間部門によって供給されていることがわかる。さらに、対米投資も1443億ドルが引き揚げられ、ヨーロッパ等の金融機関はその資金で自国の中央銀行へ前年の借入を返済していることがうかがい知れる。08年とまったく逆のことが生じているのである。また、米の経常収支赤字は金融危機によってアメリカにおける消費が落ち込み、07年水準の約半分に減少している。そのファイナンスは在米外国公的資産（ドル準備）によってなされている。さらに、統計上の不一致が1625億ドルになっている。その額は米の対外投資と米政府の外貨保有の差額である。おそらく、これまでと同じように、SCBはのちに以上の統計値を改定し、統計上の不一致は半分ぐらいに縮減されるだろうと思われる。

2010年の統計値は暫定値であり、統計上の不一致が2351億ドルにもなっている。これものの号のSCBによって改定値が示されるだろう。重要なのは2010年には経常収支赤字（4702億ドル）が再び増加し始め、そのファイナンス問題がなくなっていないことが確認できることである。そのファイナンスの半分以上がドル準備（2980億ドル）によって行なわれている。中国等のドル準備が依然としてファイナンスに重要な役割を果たしている。さらに、対米投資が9468億ドルの黒字となり07年以来再び復活している。2007年以前の国際収支構造に戻りつつある。

今後、ドル危機が生じるのかどうか。そのときには、どのような概念的国際収支構造が現われるのか。それを簡単に述べておこう。中国等のドル建経常黒字を保有している「その他」地域はその黒字の大部分を結局はドル準備等のかたちで「債務決済」として受け入れざるを得ない。小論はそのことを示してきた。また、米経常収支赤字が「広義の資本収支」の黒字によっ

てファイナンスされるということは、EU・日本による為替市場介入が行われている場合、 $(b1+b2)=(\beta - \alpha)+(m1+m2) + d$  となることであつた<sup>49)</sup>。

しかし、この式は米の公的準備資産、準備資産以外の米政府対外資産を含まないものであつた。その理由は08年や09年のような年以外にはそれらは少額で無視するほどのものであつたからである。しかし、ドル危機が発生しうるような時期にはそれらは無視することはできないであろう。そこでそれらの項目を式に導入しよう。その式は以下となる。「広義の資本収支」 $= (A1+A2)+(b1+b2) - (m1+m2) - (d+X)$  である（Xは米の公的準備資産、準備資産以外の米政府の対外資産等の変化）。また、 $A1+A2=A - (a - \beta)$  であつたから、「広義の資本収支」 $= A - (a - \beta)+(b1+b2) - (m1+m2) - (d+X)$  となる。経常赤字が「広義の資本収支」でファイナンスされる条件は、したがって、 $-(a - \beta)+(b1+b2) - (m1+m2) - (d+X) = 0$  となること、つまり、 $(b1+b2) = (a - \beta)+(m1+m2) + (d+X)$  となることである。

この式を基準にドル危機の可能性を考えよう。ドル危機を生み出す諸条件は第1に一定額のb1（EU・日本のユーロ、円をドルに換えての対米投資）が生まれず、第2に $(\beta - \alpha)$ とm1がかなりの額になることである（ドル危機発生時には米のドル建対外投資が抑制されm2は小さくならう）。このような事態の時にはドル相場が下落しているであろうから、数ヶ月以上のb1はさらに減少していく（為替リスクの増大のために）。したがって、ドル危機的状況が生まれてきたときに米のドルを外貨に換えての対外投資の引き揚げ（dがマイナス）がなければ、b2（ドル建黒字をもたない日本・EUによる為替介入）の増大が必須とならう。しかし、EUは例外的にしか為替介入を行わないから、b2は日本当局の意図に負うところが大きくならう。

また、ドル危機的状況を阻止するためにアメリカは準備資産等を使ったドル支持を行なわざるを得ないが（Xがマイナスへ、米の公的準備資産、準備資産以外の米政府の対外資産の減少）、米は多額の準備資産等の対外資産をそれほど多く保持していないから、中央銀行間のスワップ協定を結ぶか、IMFの準備的資金を利用するかになっていくであろう。

（2011年6月7日，脱稿）

## 注

- 1) 拙稿「米資本収支の概念上の区分と2006年、08年の米経常赤字のファイナンスの困難性」『立命館経済学』第58巻第5・6号、2010年3月。
- 2) SCBは2006年からデリバティブの項目（SCBライン70）を新しく提示するようになった。
- 3) 06年には「その他資本収支」（ライン39）は-39億ドル、米公的準備資産（ライン41）は24億ドル、準備資産以外の米政府の対外資産（ライン46）は53億ドルである。06年以前にはいずれの項目も少額である。「広義の資本収支」を表わす式①においてはこの3つの項目は割愛されている。また、デリバティブ（ライン70）も式①では除外し別項目として掲げることにした（後述）。

- 4) 詳しくは前稿参照。ただし、一部改定している。
- 5) これらの諸国がドル建貿易黒字をもたないということ、ドル建経常赤字をもっているということについては拙稿「アメリカ経常赤字の「自動的ファイナンス」論について」『立命館国際研究』20巻3号、2008年3月、58-59ページを見られたい。
- 6) 同上拙稿参照。
- 7) 実際はアメリカの輸入においてドル建は90.3% (03年) 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ページ参照)。
- 8) EU・日本がその資金をユーロダラー市場へ投資を行なっても、それに相当する金額が米金融機関のユーロダラー市場に所在する諸金融機関に対する債務となる。
- 9) 06年を分析する第1節においては、米国際収支表は基本的に09年7月号のSCBを利用した。この号においては06年の国際収支諸項目の統計値を07年7月号の統計値から大幅な改定を行なっているからである。しかし、06年の地域別の国際収支は09年7月号には記載されていなく07年7月号を利用せざるを得ない。
- 10) 拙稿「ドル建貿易赤字、投資収益収支黒字、「その他投資」の増大——2005年～07年の日本の国際収支構造——」『立命館国際研究』21巻3号、2009年3月、とくに、162ページ参照。
- 11) 日本の外貨準備の保有状況については拙書『円とドルの国際金融』ミネルヴァ書房、2007年、186ページに示されている。
- 12) ユーロ地域の外貨準備は06年には15億ユーロにとどまっている (ECB, *Monthly Bulletin*, May 2007, p.S55)。この増加も「利息等」である。
- 13) これが、世界各国の経常赤字と経常黒字を合算してもゼロにならない1つの理由である。
- 14) b2eの「利息等」はオフショア市場から米民間部門への資金流入となる。
- 15) 石油価格が上昇していった05年以降、日本のドル建貿易赤字の増大と国際収支構造の変容があった。前掲拙稿 (「ドル建貿易赤字、投資収益収支黒字、「その他投資」の増大) を参照されたい。
- 16) オフショア市場は、流入してきたオイルマネーの一部を米以外の地域へ投資するであろうが、06年にはその部分は少ない額と推定される。というのは、06年はサブプライム・ローン問題が顕在化する前年でアメリカの金融バブルが最高潮に達した年であり、流入してきたオイルマネーのほとんどをアメリカへの投資に回したものと考えられる。
- 17) ここでアルファベットにダッシュをつけているのは、これら地域へのドル建対外投資、「外貨—外貨」投資、ドルを外貨に換えての対外投資、ユーロ、円等をドルに換えての対米投資を示している。
- 18) この式でアルファベットにダッシュをつけているのは、前注と同じである。
- 19) 米、EU・日を除く「その他」地域が全体でドル建経常黒字をもっているということは、その黒字が米に対するものかどうかに関わらず、そのドル建黒字が米における「ドル預金」としていったん積まれるということであり、アメリカはその「ドル預金」をまずは「自由」に使えるということである。
- 20) 日本の投資では自国通貨をドル等の外貨に換えて行なう対外投資がかなりの額になる。円建対外投資が伸びにくいからである。海外諸国が円での借入れを敬遠するからであり (為替リスクの発生)、世界全体での円建投資の環境が整っていないからである。それゆえ、日本の経常黒字は円建であるが、それを外貨に換えての投資が、かなりの額にならざるを得ない。しかし、円高になれば投資家の為替リスクが大きくなり、「円投」は伸びにくくなり、さらなる円高が生じ、当局の為替介入が行なわれる。
- 21) 財務省「外国為替平衡操作の実施状況」より。
- 22) 日銀『国際収支統計季報』より。

- 23) 本章では06年の国際収支の各項目の統計値について09年の6月号のSCBを用いたが、06年の米の地域別国際収支についてはSCBの07年6月号を用いた。09年6月号のSCBに記載されているのは08年の地域別収支であり、06年については記載されていないからである。地域別収支については07年6月号を用いたために06年の概算値の算出には「誤差」を伴うが、概算値の算出そのものに恣意性を免れ得ないから致し方ない。
- 24) 地域ごと、国ごとの「統計上の不一致」については注意が必要である。第2表では①～③欄に④欄の「統計上の不一致」を加えるとゼロに近くなる。各地域ごと、国ごとに国際収支の各項目の合計がゼロになることは国際収支の概念上ありえない。全世界的にはゼロになるが。
- 25) IMF, *International Financial Statistics, Yearbook 2008*, p.220 より。
- 26) SCB, July 2007, Table11 より。
- 27) EU・日本の経常黒字は各国の黒字の合計ではなく、EUと日本の間の黒字、赤字の相殺、EU諸国間の黒字、赤字の相殺を経た「統合された」黒字であることに注意が必要である。
- 28) 概念的には第4表の(6)欄を除く(2)～(5)欄である。しかし、06年には(4)(5)欄は少額で実質的には(2)(3)欄である。(6)欄は大部分が流動資金であるので、本来は(2)欄に含まれるものであろう。06年には少額であるが。
- 29) ユーロ地域の外貨準備の変化は15億ユーロの増加( ECB, *Monthly Bulletin*, May 2007, p.S55)であるから、ほとんどゼロに近い。
- 30) *Ibid.*, p.S61.
- 31) 06年における日本の通貨別経常収支については、前掲拙稿「ドル建貿易赤字、投資収益黒字、「その他投資」の増大」を参照されたい。とくに162ページ。
- 32) 日本銀行『国際収支統計季報』2006年10-12月, 46ページ。『国際収支統計季報』で示されているユーロ地域の国はドイツ、フランス、オランダ、イタリア、ベルギー、ルクセンブルク、スペインである。
- 33) ただし、第2表における「統計上の不一致」は検討できない(地域ごと、国ごとの「統計上の不一致」自体、国際収支表において疑問があるから、注24)もみられたい)ので、この表現にはEU、日本側からの統計で補足が必要である。
- 34) 小論では08年の国際収支表については2010年7月号のSCBを用いる。2010年の号は前年の号の統計値をかなり大きく改定しているからである。しかし、2010年の号には08年の地域別国際収支は記載されておらず、09年の地域別国際収支の統計値しか掲載していない。小論における08年の地域別国際収支分析には2009年7月号のSCBを利用せざるを得ない。以上のように2つの統計を使うことから誤差は免れないが、しかたがない。
- 35) 前注参照。
- 36) SCBライン55は民間部門とドル準備を含むが、中国の対外投資規制はかなり厳重であるから大部分はドル準備と考えられる。
- 37) 「統計上の不一致」の額が大きいきりばかりでなく、(+)(-)がやや極端になっている。ヨーロッパ、EU全体では(+), 中国では(-)である。
- 38) この年、米国発の深刻な金融危機が発生しているにもかかわらずドルの相場は大きく下落していない。
- 39) 「その他」地域がもつドル建経常黒字( $A1 + A2 = A1e + A1d + A2e + A2d$ )のうちの民間部門が保有する分のうち一部( $A1e$ , 民間部門が保有するドル建経常黒字のうち残り  $A1d = \theta$  は米に置かれる)とドル準備の一部( $A2e$ , 残ったドル準備は  $A2d$ )をオフショア市場へ移す可能性がある。つまり、( $A1e + A2e$ )が移されると、その部分はオフショア市場の諸金融機関が米民間金融機関に所有する米資産となる(オ

フシヨ市場名義)。「その他」地域の民間部門が米民間金融機関に所有する資産は  $A1d (= \theta)$  となり、 $A2d$  は在米外国公的資産となる。さて、オフシヨ市場、とりわけイギリスの金融機関等は流入してきたドル資金 ( $A1e+A2e$ ) でもって以前のドル建負債を返却する可能性がある。そうすると、オフシヨ市場の諸金融機関が米民間金融機関に所有する米資産はなくなっていく(オフシヨ市場名義分がゼロに)。

- 40) この中には引き揚げは含まれず、それゆえカッコをつけない  $a2$  であろう。「代わり金」が発生する。
- 41) 米のユーロダラー債、ドル建外債などへの投資の引き揚げであり、在米銀行等、ノンバンクのドル建債権の回収と同じで、カッコをつけて表記する。海外部門はドル資金の手当をしなければならず、ドル資産の売却などを伴うであろう。
- 42) 本文では地域別国際収支の統計値および対米直接投資の全額については *SCB, July 2009* の号を用いたが、*July 2010* の号によると対米直接投資の全額は 3283 億ドルで改定の幅は 86 億ドルにすぎない。09 年の統計値を用いても大きな誤差は生まれまいだろう。
- 43) *ECB, Monthly Bulletin, May 2009, p.62.*
- 44) *Ibid., p.62.*
- 45) 日本銀行『国際収支統計季報』より。
- 46) 同上、この統計におけるユーロ地域とは、ドイツ、フランス、オランダ、イタリア、ベルギー、ルクセンブルク、スウェーデン。
- 47) 日本銀行『国際収支統計季報』より。
- 48) 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 ページ参照。
- 49)  $A=(A1+A2)+(\beta - \alpha)$ 、つまり、 $(\beta - \alpha)=A-(A1+A2)$  であったから、この式は以下となる。 $(b1+b2)=A-(A1+A2)+(m1+m2)+d$ 、すなわち、 $A=(A1+A2)+(b1+b2)-(m1+m2+d)$  である。

(奥田 宏司, 立命館大学国際関係学部教授)

## On Categories of Financial Account and Financing the U.S. Current Deficit in 2006~08

This paper is a sequel to the one published in *RITSUMEIKAN KOKUSAI KENKYU*, Vol.22, No.2. The purpose of this paper is to examine the categories of U.S. financial accounts and by so doing, to analyze the U.S. balance of payments in 2006~08.

In 2006 the U.S. current account showed a deficit of \$802.6 billion, the largest since 1945. The deficit was financed by foreign investments in the U.S. and foreign official assets in the U.S.

But in 2008 the Lehman shock brought about a drastic change to the U.S. balance of payments and the U.S. deficit was financed by the withdrawal of U.S. overseas investments. In order to know what caused this change and to really understand the seriousness of the dollar crisis, we must examine categories of financial accounts.

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

