

## ユーロ危機，対米ファイナンス， 人民元建貿易などについて

### — 現代国際通貨体制をめぐるいくつかの検討課題 —

奥 田 宏 司

#### 目次

#### はじめに

#### I, 「ユーロ危機」をめぐる

- 1) ユーロ体制の形成とユーロ地域におけるインバランスの形成
- 2) 非ユーロ EU 地域の危機とユーロ体制の今後

#### II, 「ユーロ危機」と TARGET Balances

- 1) 2つの拙稿と TARGET Balances
- 2) ブンデスバンク月報（2011年3月）と ECB 月報（2011年10月）の文書

#### III, ドル体制と対米ファイナンスをめぐる

- 1) 竹中正治氏の見解の検討——米の対外投資ポジションと所得収支に関して
- 2) 米経常赤字のファイナンス条件について

#### IV, 人民元建貿易，日本の経常黒字の通貨区分について

#### V, おわりに——国際過剰資本の滞留に関して

#### はじめに

筆者は昨年の秋に『現代国際通貨体制』（日本経済評論社，2012年）<sup>1)</sup>を脱稿したが，それ以後も国際通貨の分野では様々な事象が生まれているし，検討しなければならない諸課題がまだ残っている。そこで，小論ではそれらの事象，諸課題について検討しこの著書を補いたい。しかし，特定の問題について掘り下げるのではなく，いくつかの主要課題を取り上げ，それらの諸課題に対する基本的視点をはっきりさせることに終始している。どのようなテーマを選ぶ

か、そこに現代国際通貨体制を論じる際の一つの視点が現われているかもしれない。それぞれの課題についての掘り下げた分析は、今後、改めて行いたい。

## I, 「ユーロ危機」をめぐって

### 1) ユーロ体制の形成とユーロ地域におけるインバランスの形成

ギリシャ財政問題を発端とし、それ以後、進展していった現在の「ユーロ危機」は、新興諸国の危機に近い性格を有するとともに、発現の仕方はユーロ地域に特有のものである。ギリシャ、ポルトガル等の経済危機はアジア通貨危機の際に指摘されていた「構造問題」をもってるとともに本来は国際収支危機を伴っている。しかし、経済危機は国際収支危機としてよりもまずは財政危機として現われた。それは通貨統合による決済機構に由来している。それゆえ、ユーロ導入によってもたらされたユーロ地域におけるインバランス形成要因を検証しなければならない。しかし、その前に、ユーロ導入によってロシアを除くほぼヨーロッパ全域において「ユーロ体制」が構築されてきたことを確認しておく必要がある。

1999年にユーロの導入が行なわれて以後、早い時期にユーロはロシアを除く中東欧地域において基軸通貨としての地位を確保していく。マルクの為替媒介通貨としての成長がほぼ西欧に限られていたのと対照的である。また、そのユーロでもってロシアを除くほぼヨーロッパ全域において国際信用連鎖が形成されてきている。まさに、ヨーロッパにおける「ユーロ体制」の出現である。その詳細は、筆者の最近の著書、第5章で明らかにしているので小論では繰り返さない。

2008年以後のハンガリー、ポーランド等の国際収支危機とともに、ギリシャ、ポルトガル等の危機もユーロ体制下における危機として把握するのが適当であろう。もちろん、ユーロ域内と域外において危機の発現の仕方は異なる。その差異を意識しながら、ユーロ域内におけるインバランス要因の形成についてしばらく検討してみよう。主要には以下の諸点が指摘できる。

第1に、ユーロ地域全体の国際収支が第1表に示されている。2007年まで経常収支は安定している。貿易収支赤字が08年に出ているが、それ以外の年にはほとんど黒字である。そのためにギリシャ等の危機が発生するまでユーロ相場は強含みで推移してきた。ところが、ユーロ相場は、通貨統合が実現されなかった場合に想定されるマルク相場、ギルダ相場よりも安く、リラ、ペセタ、ドラクマなどの相場よりも高く推移したと考えられる。なぜならば、ユーロ域内各国の経常収支を第2表でみると、ドイツ、オランダ、オーストリアの黒字、スペイン、ポルトガル、ギリシャの赤字がはっきりしているからである。そのためにドイツ、オランダなどはユーロ域外への貿易に有利、スペイン、ポルトガル、ギリシャなどは不利な状況におかれたと考えられる。

ユーロ危機、対米ファイナンス、人民元建貿易などについて（奥田）

第1表 ユーロ地域全体の国際収支 (億ユーロ)

	1999	2003	2005	2007	2008	2009	2010
経常収支	- 190	249	85	106	- 1,435	- 259	- 422
貿易収支	757	1,085	479	460	- 218	360	129
投資収支 <sup>1)</sup>	16	- 803	62	39	1,247	94	544
外貨準備 <sup>2)</sup>	101	298	180	- 51	- 34	46	- 103
誤差脱漏	- 54	122	- 441	- 144	122	46	- 74

注1) 「その他資本収支」「外貨準備」を除く。

2) (-)は増

出所：ECB, *Monthly Bulletin* の各号より。

第2表 ユーロ各国の経常収支、貿易収支<sup>1)</sup> (億ドル)

	1999	2003	2007	2008	2009	2010
ドイツ	- 270 (688)	469 (1,447)	2,491 (2,708)	2,281 (2,630)	1,886 (1,885)	1,884 (2,047)
オランダ	157 (159)	299 (365)	525 (574)	391 (618)	389 (511)	605 (571)
オーストリア	- 35 (- 48)	42 (- 17)	132 (18)	201 (- 6)	110 (- 33)	106 (- 43)
スペイン	- 181 (- 318)	- 309 (- 452)	- 1,445 (- 1,252)	- 1,545 (- 1,266)	- 753 (- 590)	- 636 (- 623)
ポルトガル	- 103 (- 144)	- 105 (- 154)	- 235 (- 265)	- 319 (- 338)	- 256 (- 248)	- 226 (- 238)
ギリシャ	- 73 (- 180)	- 128 (- 154)	- 446 (- 265)	- 513 (- 338)	- 359 (- 248)	- 323 (- 238)

注1) ( )は貿易収支

出所：IMF, *International Financial Statistics*, 2011 Yearbook より。

また、スペイン、ポルトガル等は通貨統合に参加したために、自国通貨の相場が切り下がることにより、対ドイツ、オランダなどに対する貿易赤字を減少させることができなくなった。以上のことからドイツ、オランダなどの経常黒字とスペイン、ギリシャなどの経常赤字が常態化しやすい状況になった。

第2に通貨統合によってユーロ域内の諸国間においては資本取引はまったくの自由になり為替リスクもなくなった。ドイツ、フランス等から大量の資金がスペイン、ギリシャ等へ流入する環境ができあがったのである。これはアジア通貨危機前のASEANの対外金融取引の「自由化」および事実上のドル・ペッグ制に相当するか、それ以上の効果をもつものとなった。

第3に通貨統合によって短期金利は統一化される( ECBの統一金利政策と短期市場の統合化)が、長期金利は各国の経済格差により差異が発生した。これと上に述べたように資本取引規制が完全になくなること、為替リスクがなくなることによりドイツ、フランス等からスペイン、ギリシャ等への資金移動が活発化し、スペイン、アイルランド、ギリシャなどにおいてバブル的事象が発生する事態となった。

第4に、さらに重要なこととしてユーロ諸国間においては「ユーロ建・総合収支赤字」は最終的に決済されないことになった。それはユーロの決済制度 (TARGET) のゆえである。ユーロの通貨統合にはユーロの統一的決済制度の設立が不可避であるが、このことは一般的には触れられることが少ない。しかし、ユーロの通貨統合を考察する際に抜かしてはならない論点である<sup>2)</sup>。

ユーロの通貨統合に伴い TARGET が創設されることによってユーロ建決済は、以前のコレレス口座間、本支店口座間の決済に代わって<sup>3)</sup>、各銀行は国内と同じように「中央銀行預け金」を使ってユーロ決済ができるようになる。それによりユーロ域内各国間の経常収支と資本収支を合わせた最終的決済の結果 (「総合収支」の赤字、黒字) は、ECB を仲介とする中央銀行間の債権、債務の形成 (TARGET Balances) になっていく。通常はユーロ建経常赤字が形成された諸国はユーロ資金の取り入れとなってユーロ建資本収支は黒字になり、TARGET Balances は均衡されていく。その均衡化が、ユーロ地域における何らかの経済危機によって進行しなければ TARGET Balances の増大となるのである。つまり、ユーロ建赤字の「自動的ファイナンス」がビルトインされている。実際、アイルランド、ギリシャなどの危機が明るみになって以後、それらの諸国がユーロで経常赤字を記録しても他のユーロ諸国からそれらの諸国への投資、銀行間の短資融通が進行せず、逆に資本逃避が起こりいくつかの諸国の「総合収支赤字」が膨張していった。それは中央銀行間の TARGET Balances の累積に帰結していく。これが、ギリシャなどの国債のデフォルトの危険性は存在するが、国際収支危機に陥ることはなく、したがって通貨危機も生じない理由である。TARGET Balances の形成については次節でさらに詳しく論じよう。

ドイツ、ルクセンブルグなどの中央銀行には TARGET Balances としての債権が累積されていくが、それは決済されないから TARGET Balances を他の形態の債権に転換し、しかも、債務国の改善策を迫っていける支援策を打ち出さざるを得なくなる。「欧州金融安定ファシリティ (EFSF)」, 「欧州安定メカニズム (ESM)」などである。

以上、ユーロ域内における4つのインバランス形成要因をみてきたが、スペイン、ポルトガル、ギリシャなどの諸国にとっては、ユーロへの参加がドイツ、フランスなどの他のユーロ諸国から低利での大量のユーロ資金を取り入れるきっかけとなった。そのことが2000年代前半期のそれら諸国の経済成長を可能にしたのである。それはアジア NIEs が1980年代末から90年代前半にかけての対外資本取引の「自由化」によって大量の外国資金が流入してきて「東アジアの奇跡」を招来させたのと基本的には同じである。また、東アジア通貨危機の際に問われた「構造問題」がギリシャ、スペイン、ポルトガルなどにも存在している。

## 2) 非ユーロ EU 地域の危機とユーロ体制の今後

しかし、ユーロ体制下にある非ユーロ中東欧諸国には上に記した4つの要因は基本的には存在しない。ユーロに参加しないEU諸国にもTARGET2への参加は認められているが、TARGET Balancesの形成（債務）は認められていない<sup>4)</sup>。そのため、ユーロ建の「総合収支赤字」も自動的にファイナンスされることなく、国際収支への制約が存在する。つまり、為替相場下落＝通貨危機のリスクが存在するゆえに一定の自己抑制が働く。また、金利政策の「独自性」がなお存在している。

非ユーロ中東欧諸国のうち数カ国は将来のユーロ加盟を目指してERM IIに参加している。これにより、これら諸国の通貨は対ユーロで相場変動が一定枠（上下15%）にとどめられるよう制約が課せられる。つまり、国際収支上の「管理」が求められる。経常収支の悪化、資本の逃避が進めばこれら諸国の危機は国際収支危機となって現われるし、為替相場の急落となって通貨危機となりうる。ここではポーランドの国際収支表（2010年11月と比べた2011年10、11月）を示しておこう（第3表）。2011年11月の経常赤字はいく分減少しているが投資収支の赤字が生まれ、その中心が「その他投資」（銀行部門）の41億ズロティの赤字（資本逃避）となっている。そのため為替相場が下落し（ズロティの対ユーロ相場は2011年1月の3.8969ズロティから12月の4.4766ズロティへ<sup>5)</sup>）、外貨準備の減少となっている。このまま資本逃避が進めば通貨危機となろうが、ポーランド・ズロティの下落は、経常赤字の改善に貢献することにはなろう。

第3表 ポーランドの国際収支 (億ズロティ)

	2010年11月	2011年10月 <sup>1)</sup>	2011年11月 <sup>1)</sup>
経常収支	- 107	- 67	- 46
貿易収支	- 51	- 29	- 33
所得収支	- 47	- 51	- 42
投資収支	108	19	- 26
直接投資	- 48	32	- 2
証券投資	29	0	18
その他投資	128	- 13	- 41
誤差脱漏	- 17	- 15	27
外貨準備	11	8	38

注1) 暫定値

出所：National Bank of Poland, *Balance of Payment in November 2011*, Jan. 13 2012 より。

現在、ユーロをめぐる状況はまだ不安定であり、ギリシャなどがユーロから離脱することもないとはいえない。離脱の場合、ユーロ体制はどのようになっていくのであろうか。結論から先に言えば、ユーロ体制は体制としては存続するであろう。

というのは、ギリシャなどがユーロから離脱し、ユーロがドイツ、フランス、オランダ、ル

クセンプルグなどの諸国に限定されたものとなっても、それはユーロの破綻にはならないからである。それはユーロの「マルク化」であり、そのユーロはより強い通貨になろう。その場合、ギリシャ、スペインなどの周辺諸国はそのユーロを為替媒介通貨、基準通貨、準備通貨として利用せざるを得ない。したがって、ユーロは基軸通貨のままである。また、そのユーロでロシアを除く中東欧も含めて国際信用連鎖が形成され続けるだろう。したがって、ユーロ体制は存続することになろう。もちろん、このことはユーロ体制下にあるヨーロッパ諸国において財政危機、金融危機、通貨危機が生じないということではない。

ギリシャがユーロから離脱した場合、TARGET によるギリシャの「ユーロ建・総合収支赤字」のファイナンス機構は消滅し国際収支危機が現われ、ギリシャ通貨（ドラクマ）は急落し、通貨危機が一挙に表面化する。それは経常赤字の改善には役立つにしてもギリシャへの投資はほとんどなくなり、内発的な緊縮政策であっても厳しいものにならざるを得ない。それは、中東欧にも影響を及ぼすであろう。

## II, 「ユーロ危機」と TARGET Balances

### 1) 2つの拙稿と TARGET Balances

前節でも TARGET Balances に言及したが、本節ではより詳細に論じたい。筆者はユーロ導入に伴う決済制度（TARGET）の創設について2つの論文を執筆してきた。1つは「欧州通貨統合と TARGET」という論文であり、脱稿は2001年2月21日であった。この論文において、まず、次のように指摘していた。「欧州通貨統合については、内外で専門研究書から啓蒙書まで実に多くの著書が出版され、また、論文が執筆されてきている。・・・しかし、それらの著書、論文を読んでみると、何か欠落しているという読後感を持たざるを得ない。それは、通貨統合の中心部分、ユーロ建取引の国際決済に関する叙述が欠落しているか、不十分であったりするからである」<sup>6)</sup>。「欧州通貨統合は、統一的決済制度が新たに創設されてはじめて可能になるはずである。・・・通貨統合前は外国為替を用い、銀行のコルレス関係を利用して国際決済がなされていたのであるが、統合後はその決済がどのように変化したのか、このことをまず以って説明する必要がある」<sup>7)</sup>。

通貨統合によって新たに決済制度が導入されたが、それが TARGET である。TARGET を利用した国際決済は以下ようになる。「a 銀行、b 銀行はそれぞれの中央銀行にこれまで国内決済用に「預け金」をもっていたが、それを使ってユーロ域内の国際決済ができるようになったのである。b 銀行が a 銀行に対して決済する際、それぞれの国の RTGS を経由する TARGET を使って、B 国中央銀行にある b 銀行の「預け金」が引き落とされ、A 国中央銀行にある a 銀行の「預け金」がふやされるのである。最後に、2つの中央銀行間に TARGET



ユーロ危機、対米ファイナンス、人民元建貿易などについて（奥田）

Balance が形成される。つまり、B 国中央銀行は A 国中央銀行に対して債務を、逆に言えば、A 国中央銀行は B 国中央銀行に対して債権をもつのである」<sup>8)</sup>。

この引用文において TARGET を利用したユーロ決済には TARGET Balances が形成されることを指摘している。しかし、この引用文については2つの補充説明をしておかなければならない。1つは TARGET Balance と記しているが、正しくは TARGET Balances と複数で記さなければならない。もう1つは、A 国中央銀行、B 国中央銀行の債権、債務であるが、これは欧州中央銀行（ECB）を介して形成されている。つまり、A 国中央銀行は ECB に対して債権（TARGET Balance）を、B 国中央銀行は ECB に対して債務（TARGET Balance）をもつのである。

さらに、次の指摘が重要である。「B 国全体のユーロ建・経常収支と非銀行部門のユーロ建・資本収支の合計での赤字額よりも、B 国の銀行全体による他の市場からのユーロ資金の調達額が下回った場合、B 中央銀行の TARGET Balance は他のユーロ域内中央銀行に対して債務超過の状態が続く。また、B 国の金融機関は「中央銀行預け金」を補充するために B 中央銀行から借り入れを行わなければならないであろう。B 中央銀行が同国の銀行に対して貸付を行ない、銀行は「預け金」を補充できるのであるが、その場合、B 中央銀行の他の域内中央銀行に対する TARGET Balance は債務超過のままである。すなわち、B 国のユーロ建・国際収支赤字（経常収支と資本収支を合わせた収支赤字）は、B 中央銀行の他の域内中央銀行に対する債務で埋め合わされたのである。したがって、ユーロ建の部分の国際収支は、次のような式に表現することができる。経常収支+資本収支+TARGET Balance = 0 である」<sup>9)</sup>。

つまり、ここでは B 国の「ユーロ建・総合収支赤字」は B 国中央銀行の TARGET Balance（赤字）の形成でファイナンスされると同時に、B 国の金融機関は準備金（＝中央銀行「預け金」）を補充しなければならないが、それを B 国中央銀行からの借入によって補充できることを指摘している。ということは、「中央銀行による民間銀行への信用供与は、そのまま当該国のユーロ建・国際収支赤字のファイナンスにつながっているということである。もちろん、B 国の金融機関が他のユーロ地域の短資市場からではなく、中央銀行から資金供与を受けようとするのには高いコストが必要であり、裁定が働く。・・・他の市場からのユーロ資金の調達が進行（すれば）、TARGET Balance は均衡していくであろう。とはいえ、中央銀行の民間銀行への信用供与（限界貸付ファシリティ）はその国の国際収支赤字に対する決済の最後の手段になっていることを忘れてはならない」<sup>10)</sup> と述べている。

もう1つの拙稿は「ユーロ決済機構の高度化（TARGET2）について」であり、脱稿は2011年2月6日である。この拙稿で筆者は TARGET が何故、高度化されなければならならなかったのかを論じるとともに、次のような重要な指摘を行なっている。「（TARGET2 への高度化）によって決済機構としては完成の域に一步近づき、ユーロの単一決済制度は強化されたといえよう。しかし、国家統合が果たされないままの（＝各国の経済主権がほとんど維持されながら

の——ママ) 単一通貨制度の決済制度の高度化は、単一通貨制度に固有の問題を解決するにはつながらず、それをより鮮明にすることになる。その固有問題とは、各国のユーロ建「総合収支」赤字、黒字が出てもその収支は「自動的に」ファイナンスされるということである。つまり、ユーロ参加国どうしの中央銀行間では当座貸越、当座借越 (TARGET Balances) が常に形成されているという事態である。平時には、この事態はユーロの単一通貨制度が円滑に機能するに資するのであるが、単一通貨制度への参加国が経済危機を引き起こした場合、問題の焦点がこの点に現われることになる<sup>11)</sup>。

読みづらいことを読者に陳謝しつつ、もう少し引用しよう。「通常の状態であれば、ユーロ地域諸国の「総合収支」赤字は短資市場での資金逼迫をもたらす、金利を引き上げ、短資流入を引き起こして TARGET Balances の「均衡化」をもたらすであろう・・・しかし、ギリシャ危機、ポルトガル危機、アイルランド危機などの時期においてはこのような「均衡化」は生じない。この TARGET Balances の不均衡の拡大的累積が進むだけである」<sup>12)</sup>。

「つまり、ギリシャなどのユーロ参加国からユーロ資金が流出して (資本逃避の進行——ママ) 危機が発生しても、その国の TARGET Balances は債務が急増し、他のユーロ地域の中央銀行の TARGET Balances の債権が積み上げられていくことになる。したがって、ギリシャなどの危機に陥った諸国でもユーロ取引に関する限り外貨準備を失うことなく (したがって通貨危機に陥ることなく——ママ), 「自動的に」ファイナンスされる」<sup>13)</sup>。

アイルランド、ギリシャ等が08年以降、国際収支上の「危機」に陥っても通貨危機に見舞われることがなかった理由が以上によって明らかであろう。

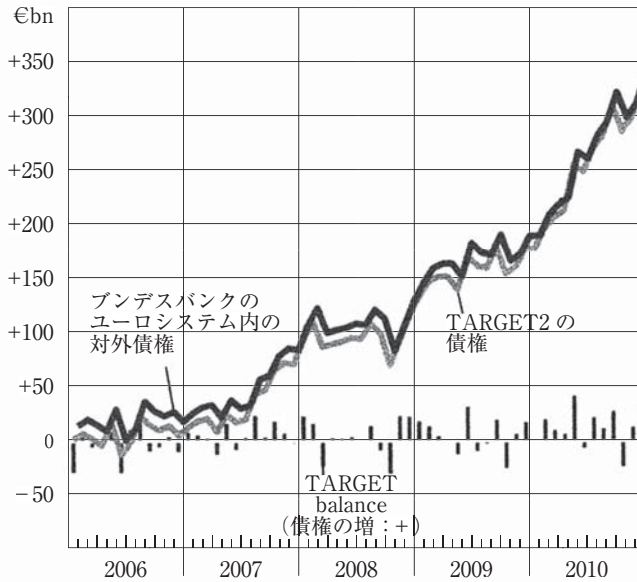
## 2) ブンデスバンク月報 (2011年3月) と ECB 月報 (2011年10月) の文書

アイルランド、ギリシャ等が通貨危機に陥らなかったのは「ユーロ建・総合収支」黒字諸国と赤字諸国の TARGET Balances (債権、債務) が累積されてきたからであり、ドイツ等は域内諸国に対して経常黒字を生み出しても TARGET Balances (債権) が累積されるだけであり、事実上決済を受けないことになっていった。そこで、当然、ドイツ等からは TARGET Balances の累積が問題視されることになる。ブンデスバンクは2000年1月の月報 (*Monthly Report*) において TARGET Balances について簡単に指摘したあと、2011年まで TARGET Balances に言及することはなかったが、2011年3月の月報において2ページの簡単な文書 (*The dynamics of the Bundesbank's TARGET2 balance*) を公表した<sup>14)</sup>。

この月報でブンデスバンクは2010年にブンデスバンクのクロスボーダー債権が1630億ユーロ増大したこと、そのうち1475億ユーロが TARGET Balance であったことを指摘している (第1図)。また、各国ごとの TARGET Balances の累積が第2図のようになっていることを明らかにしている。

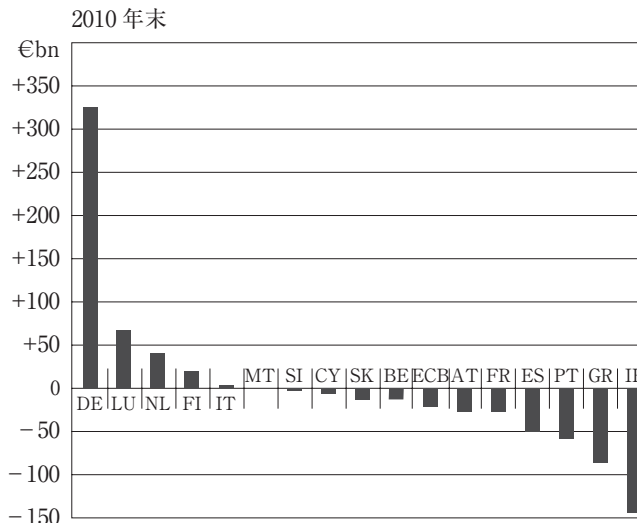


第1図 ブンデスバンクのユーロシステム内の対外債権



(出所) Deutsche Bundesbank, *Monthly Report*, March 2011, p.34 より。

第2図 各国ごとの TARGET Balances



(出所) *Ibid.*, p.35 より。

2011年3月の月報は、TARGET Balances が国際収支の1項目になることを指摘し、「ドイツの TARGET2 債権の増加はネットでの資本輸出と考えられる」(p34)。「2007年以來のドイツのネットでの資本輸出の約半分が TARGET2 によるものである」(同)と述べている。しかし、他方で「ユーロ地域全体では TARGET2 Balances は消失してしまう」(同)と述べ、2007年のヨーロッパでの金融不安発生以後のドイツ等の TARGET Balances の累積がアイルランド、スペイン、ギリシャ等の経常赤字をファイナンスしているのだというこの月報の元来の見解であるはずの「主張」は明解に記述されていない。

また、ドイツの TARGET Balance (債権)が増加するにつれて、ドイツの金融機関による ECB からのリファイナンス借入が縮小していき (2007年はじめの2500億ユーロから2010年末の1030億ユーロへ)、逆に他のユーロ各国のリファイナンス借入が増加していったが、これはユーロシステムを通じての中央銀行信用の各国ごとの配分の変化である (p35)、と述べている。さらに、「TARGET2 決済勘定における増加によっては、ブンデスバンクへのリスクの水準は直接的には変化しない」と記し、「実際の損失は他のユーロ域内の国がデフォルトを起こした場合にのみ、また、債務諸国がリファイナンス借入の際に提出した担保物件が十分な価値を持たなくなった場合にのみ生じる」(p35)と主張が後退している。

以上のように、ブンデスバンクの主張は「控えめ」である。とはいえ、このブンデスバンクの文書の公表により ECB も TARGET Balances について何らかの言及を必要とする状況になっていった。前掲の2つの拙稿において記したように、ECB は意図的にかどうかは判明しないが、これまでずっと TARGET Balances については言及してこなかった。ECB は2011年10月の月報でやっと TARGET Balances についての小さな文章 (TARGET Balances of National Central Banks in the Euro Area in *Monthly Bulletin*, Oct.2011) を掲載する。この文章はブンデスバンクへの「回答」としての意味をもつものであろう。

さて、ECB の文書の内容であるが、ブンデスバンクの第2図と同じような図 (小論では割愛) を示すが、むしろ次のことを強調する。「クロスボーダーでのインターバンクの決済から生じる各国中央銀行の ECB に対する TARGET2 Balances は、中央銀行・短期信用供与のユーロシステム内における各国間の分配を反映したものである」(p35)。TARGET2 Balances の債権、債務の増大そのものは、07年以降の金融危機が民間資本移動を妨げ、資本逃避が生じたためであるとしたうえで、決済資金が流出していく金融機関は中央銀行からのより多くの信用供与を必要とする。中央銀行信用が決済資金の流出を保障しこれらの中央銀行は累積的な債務の TARGET2 Balances をもつことになるが、他方、決済資金を受け取った諸国の中央銀行は累積的な債権の TARGET2 Balances をもつことになるという趣旨を記述している (p37)。その過程を ECB は第3図でもって示している。このバランスシート自体は各中央銀行の資産・負債を表わすものとしては正しいが、このバランスシートはユーロ域内各国間の国際収支上の決

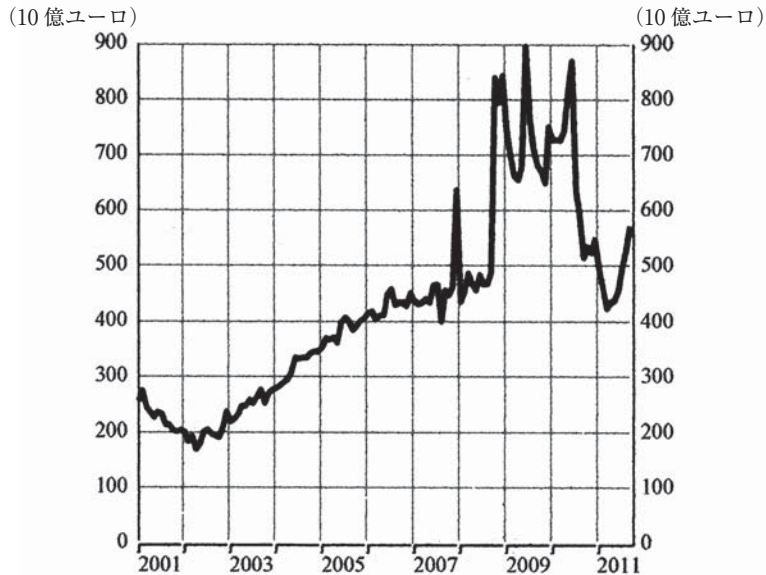
第3図 各中央銀行の TARGET Balances

債務の TARGET Balances を保有する中央銀行		債権の TARGET Balances を保有する中央銀行		TARGET Balances を保有しない中央銀行	
資産	負債	資産	負債	資産	負債
貸付	銀行券	TARGET2 債権	銀行券	その他	銀行券
	預金		預金		預金
その他	TARGET2 債務 その他	その他	その他		その他

出所：ECB, *Monthly Bulletin*, October 2011, p.38 より。

済状況をリアルに表現するだろうか。また、ECBの文書は07年の終わりごろからユーロシステムを通じた信用供与の増大を示している（第4図）が、その増大は安定を保証するものであり、TARGET2 balancesは十分な流動性供給のアベイラビリティを示すものであると述べている（p37）。

第4図 ユーロシステムの流動性供給の状況



（出所）Ibid., p.37 より。

以上の論述をふまえ、ECBのこの文書の終わりに近いところで次のように記している。「ユーロ地域の中央銀行が保有する TARGET2 balancesはユーロシステム内における中央銀行信用の不均等な分配を反映するものである。単一通貨地域内における決済資金の流れに上限がないように、各中央銀行が保有する TARGET2 balancesにも上限はない。TARGET2 balancesに

上限を課すことは通貨統合の概念に矛盾することになる。これはアメリカの場合と同じであり、12の連邦準備地区によって形成されるアメリカの通貨地域内においては決済資金の流れには制限がないのである」(p39)。この文章が、ECBが主張したい中心部分であろう。したがって、TARGET Balances がもつユーロ諸国の国際収支上の含意、アイルランド、スペイン、ギリシャ等の「ユーロ建・総合収支赤字」がTARGET Balances の形成を通じてドイツ、ルクセンブルグ等の同収支黒字国によってファイナンスされる事態についてはまったく言及がない。

以上の2つの文書に対して筆者の簡単なコメントを加えておこう。ユーロ諸国の「ユーロ建・総合収支」の如何によるその決済過程を経て各国中央銀行のECBに対するTARGET Balances を生み出し、同時に「ユーロ建・総合収支」赤字国の金融機関には「中央銀行預け金」の補充が必要になり、各国中央銀行を通じてECBのリファイナンス資金の供給が行なわれる。この2面の事態の進行を把握しなければならない。TARGET Balances の形成とそれから必然化されるユーロシステムを通じる中央銀行信用供与の前提にユーロ各国の「ユーロ建・総合収支」の如何があるということを忘れてはならない。

重要なことは、TARGET Balances がアイルランド、スペイン、ギリシャ等の「ユーロ建・総合収支赤字」を自動的にファイナンスしているということである。このことが、アイルランド、ギリシャの危機が財政危機、金融危機として現われ、国際収支危機として現われなかった根本的要因であり、ドイツなどは「ユーロ建・総合収支赤字」をもつユーロ諸国をファイナンスし続けなくてはならないのである。

### Ⅲ、ドル体制と対米ファイナンスをめぐる

この節では、まず竹中正治氏の米の対外純債務残高の増加は管理可能であるという試算を検討し、その後、竹中氏の見解を踏まえて、筆者が最近の著書で示した米経常収支赤字のファイナンス条件について再度論じよう。竹中氏が示されている対外純債務の対GDP比率の検討は魅力あるものであり、氏の手法には十分な検討を要するものである。しかし、結論部分には問題を感じる。氏の手法をそのまま利用したとしても、氏の主張とは逆の結論が得られるのではないだろうか。さっそく、氏の見解をみていこう。

#### 1) 竹中正治氏の見解の検討——米の対外投資ポジションと所得収支に関して

竹中正治氏は米の対外純債務残高の増加は管理可能であるという試算を示されている。今後の推移が氏の試算どおりであれば、ドル危機は生じないしドル体制は安泰だということになる。そこで、氏の見解と試算を検討しよう。

竹中氏的基本的見解はすでに2007年9月の『国際金融』(1180号)に掲載された論文におい

ユーロ危機、対米ファイナンス、人民元建貿易などについて（奥田）

て示されていた（「米国の対外純債務の持続可能性とドル相場」）。この論文で展開された論調は、最近出版された行天豊雄編著『世界経済は通貨が動かす』PHP 研究所、2011 年の第 6 章第 3 節にも改訂されながら収録されている。そこで、以下では主に後者の著書に記されている内容を検討することにしよう。

竹中氏は、「対外純負債が持続可能である」ということは経済の規模（GDP）に対する対外純負債の比率が発散していかないことを意味すると述べられる（279 ページ）。そして、長期にわたる対外資産・負債のシミュレーションを一定の想定のもとに行われ、米国の貿易収支（経常移転収支を含む）が対名目 GDP 比率で 4% 程度のマイナスが持続しても米国の対外純負債は GDP 比率で見て改善、安定化しうるとされる。その理由は、対外資産と負債の間に「総合投資リターン」（所得収支の受取と支払にキャピタルゲイン・ロス<sup>15</sup>）を含むの格差があるからである。つまり、対外投資リターンが対外負債コストを上回って、「莫大な所得収支黒字と評価益（キャピタル・ゲイン）が貿易収支赤字の累積を相殺するからである」（280 ページ）。

さらに、氏は補論においてより詳しく 3 つのケースの想定を行なわれる。その想定が引用した第 4 表のケース 1～3 である。そして、それぞれのケースごとに予想される対外純資産・負債の推移が同じく引用した第 5 図である。ケース 1 とケース 2 において氏は「対外純負債が持続可能である」と主張される。これらの想定の実現性については後述することにして、筆者なりに竹中氏が考えられている見解を整理してみよう。

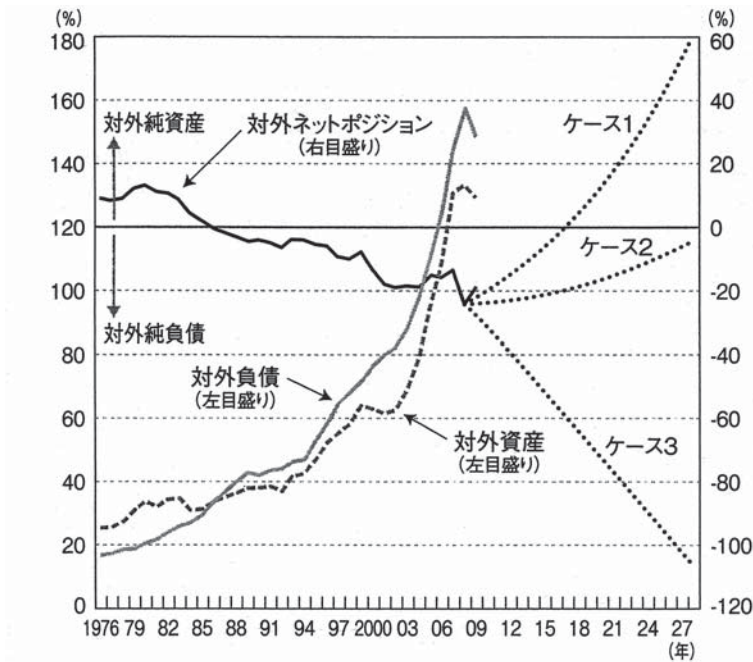
対外純債務の絶対額が大きくとも GDP が大きければもちろん対米投資の持続は可能である。経済規模が大きければ海外からの投資受入れの「余地」は大きくなるからである。財政規模が大きくなり国債発行額も大きくなりうるし、金融機関や企業の社債、株式発行額も大きくなりうるからである。それゆえ、竹中氏が主張されるように GDP に対する純負債の比率が重要な指標になりうる。しかし、「総合投資リターン」の格差のために所得収支が黒字になっても、その黒字が貿易赤字等をカバーして経常収支が黒字にならない限り純債務は増加していく。その純債務額の増加率よりも GDP の増加率（成長率）が高ければ、GDP に対する純債務

第 4 表 竹中正治氏による 3 つのケースの想定

将来資産の想定	ケース 1	ケース 2	ケース 3
貿易収支（含む経常移転収支）の名目 GDP 比率	- 3.45% 1989～2008 年 平均値	- 4.00%	- 4.00%
名目 GDP 成長率	5.16% 同上	4.75%	4.75%
総合対外資産リターン	9.30% 同上	7.00%	5.00%
総合対外負債リターン	5.30% 同上	4.00%	5.00%
対外資産 GDP 比率	137.7% 2008 年末実績		
対外負債 GDP 比率	161.7% 同上		
対外純負債 GDP 比率	- 24.0% 同上		

出所：行天豊雄編著『世界経済は通貨が動かす』PHP 研究所、2011 年、284 ページ。

第5図 米国の対外資産、負債、ネットポジション (GDP 比率)  
2009年までの実績値と将来試算値 (2008年起点)<sup>1)</sup>



注1) 竹中正治氏による試算

(出所) 同上, 284 ページ, ただし BEA Department of Commerce, 実績値は 2010 年 6 月発表データに基づく推計値は 2009 年 6 月発表データに基づいた試算

の比率は低下していき、対外純負債は持続可能である。しかし、逆に、純債務額の増加率よりも GDP の増加率（成長率）が低ければ、対外純負債の増が持続不可能になる。

したがって、検討しなければならない変数は3つである。第1は米国の貿易収支赤字（経常移転収支赤字を含む）の額である。第2に「総合投資リターン」の格差（対外投資リターンが対外負債コストを上回る）から生じる所得収支黒字額であり、この黒字額によってその分貿易収支赤字額（経常移転収支赤字を含む）がカバーされるが、前者の黒字が後者の赤字をカバーできなければ経常収支は赤字となり、経常赤字によって対外純負債の増加が必然化される。経常収支赤字 = 「広義の資本収支」（ドル準備を含む）黒字であるから、経常赤字 = 対外純負債の増加である。第3に GDP の増加率（成長率）である。経常収支赤字額（= 対外純負債の増加額）の対 GDP 比率が低下していけば、対米ファイナンス（= 対外純負債）は持続可能といえるのである。

確かに、竹中氏の言われるように米は対外純債務国でありながら、所得収支は黒字で推移してきた（筆者の近著、表1-8、表1-9、表1-15をみられたい）。その根拠はリターンの差異



であることも確かである。しかし、所得収支黒字でもって貿易赤字をファイナンスできていない。1991年を除き、83年以來ずっと米の経常収支は赤字であった（前掲拙書、表1-8、表1-9、表1-15、参照）。したがって、経常赤字のファイナンスは続けられなければならなかったのである。ということは、対外純債務額は年々増加していったのである。問題は、この増加率がGDPの増加率（成長率）を上回るかどうかである。

そこで竹中氏が提示されている諸変数の今後の3つのケースを検討しよう。第4表である。ケース1は、貿易収支（経常移転収支を含む）赤字の対GDPの比率が3.45%、名目GDP成長率が5.16%、「総合リターン」の格差が4%となっている。ケース2ではそれぞれ4%、4.75%、3%となっている。しかし、これらの竹中氏の想定比率は楽観的ではないだろうか。

貿易収支赤字の名目GDP比率については、竹中氏はケース1では1989年～2008年の平均値を想定されているが、1989～97年の貿易収支赤字は2000億ドル未満で推移しており、98年以後赤字が急増していく。04年で6600億ドルを超え、06年には8000億ドルを超えている。2010年の赤字は04年の水準である。したがって、ケース1の貿易収支赤字の名目GDP比率は楽観的すぎるし、ケース2、ケース3でもその比率は4%となっており楽観的であろう。2010年の貿易赤字は04年の水準であるから、貿易収支赤字の名目GDP比率は7%近くになろう。

リーマン・ショック以後の貿易収支を確認しておこう。季節調整済みの統計で、2009年の第2四半期に貿易収支赤字は1119億ドルにまで減少したが、それ以後再び増加し、2010年には四半期ごとの赤字が1600億ドル前後に達している<sup>16)</sup>。年間ベースでは6500億ドルに近い。2004年の水準である。前記した竹中氏の3つのケースよりもかなり悪い状況である。08年以後の成長率が落ちた時期にも貿易収支赤字が一定額以下に減少しないのは、輸出入構造、ひいては産業構造に原因があると考えられる。

次に所得収支をみよう。受取が07、08年には四半期で2100億ドルを超えていたが、09年の第2四半期に1450億ドルの底になり、それ以後増加しているとはいえ2011年第1四半期にでも1800億ドルにとどまっている。他方、支払は08年第1、2四半期にそれぞれ1750億ドル前後であったのが、09年第2、3四半期にそれぞれ1150億ドルに減少し、それ以後増加し、2010年第4四半期は1300億ドルを超えている。収支では08年の1年間で1471億ドルの黒字、09年は1280億ドルの黒字、2010年には1652億ドルの黒字である<sup>17)</sup>。それ故、竹中氏が想定されている「総合リターン格差」が4~3%というのは高すぎであろう。また、リターン格差は氏が言われるようにほとんどが直接投資によっている。ここでの格差が今後収縮していけば、格差は小さくなろう。ともかくも、所得収支は黒字が少し増加しているが、貿易収支赤字（09年に5059億ドル、10年に6459億ドル）をとってもカバーできるものではない。

経常収支も四半期ごとにみてもみよう。09年の第1四半期に赤字が786億ドルに減少し08年の半分以下になっているが、それ以後増大し、10年の四半期ごとの赤字は1200億ドル前後に

なっている（2010年の1年間の赤字は4709億ドル<sup>18)</sup>）。したがって、経常赤字は海外からドル準備も含めて種々の対米資産の増加によってファイナンスされなければならない。対外純債務は増加していかざるを得ないのである。また、米の名目GDP成長率は08年以後かなり低く、08年に2.2%であったのが、09年に1.7%のマイナスになり、10年は3.8%となっている<sup>19)</sup>。

以上のように竹中氏のケース1、ケース2の想定は無理ではないだろうか。そもそも、氏の論調が正しければ、「総合投資リターン」格差が過去20年間にも存在したのであるから、対外純債務は2012年の時点で改善されているはずである。氏の第5図の曲線はかなり異なろう。現実には少なくともケース2とケース3の中間のどこかの曲線をたどることになるのではないだろうか。ドル危機がただちに発生するとはいえないまでも対外純債務が大きく減少していくことはないと考えられる。「対外純負債が持続可能である」とは言いがたく、米経常収支赤字のファイナンスの課題は消失せず、世界経済・政治において想定外の危機が生じなくともドル体制はゆるやかに後退していくのではないだろうか。

以上で竹中氏の主張に対する検討はほぼ出来たのであるが、以下のことについてさらに述べておきたい。竹中氏は「対外純負債の持続可能性」＝「ドルシステムの安全弁」としてドル相場下落をあげられる（292~295ページ）が、このことについての検討も必要であろう。

次の項で詳しく論じたいが、年々の対外純債務（負債）（＝ドル準備を含む「広義の資本収支赤字」）は種々の構成部分をもっている。まず、ドル相場によって直接的な影響を受ける対米投資と影響を受けにくい対米投資がある。非居住者が外貨（ユーロ、円、ポンド等）をドルに換えて行なう対米投資は、ドル安傾向が顕著になれば為替リスクが発生するから低調になる。同様に、ドルを外貨に換えて行なわれる米居住者の対外投資はドル相場が下落すれば為替益が発生するから増加する傾向にある。したがって、ドル安傾向が続けば民間ベースの対米ファイナンスが困難になり、通貨当局による為替市場介入（ドル準備の増加）が必要になってくる。

他方、対外純債務のうちの「債務決済」にあたる部分（ドル建経常黒字保有諸国のドル建対外投資）はドル相場の影響が少ない。「債務決済」の部分自体は、ドル建貿易黒字保有国の黒字額が増加していけば、それに応じて増加していく。「債務決済」部分は貿易通貨としてドルが利用され続けられるかどうかということと、ドル建黒字保有諸国がいったんはドル建投資を行なったのち、そのドルを外貨に換えて米以外の諸国への投資に切り替えるかどうかによる<sup>20)</sup>。この切り替えにはドル相場が影響するが、これはドル資産の保有が民間部門か公的部門かによって影響が異なろう。ドル建経常黒字がドル準備になっている部分（中国等の）は、ドルを外貨に転換すればさらなるドル下落を生み出してしまうからドルを外貨に換えることがむずかしい。したがって、ドルを外貨に換えて米以外の諸国への投資に切り替えられる部分は、ほぼ民間部門が保有しているドル建経常黒字の部分に限られる。

確かにドル下落は総合リターンの格差を大きくするであろう。総合リターンの格差は直接投資によるところが大きく、競争力のある米多国籍企業の収益によるものである。直接投資は為替相場の影響を受けることが少ないが、為替相場の変化によって評価損益が大きくなろう。ドル相場下落は直接投資残高および米居住者のドル以外の諸通貨での対外証券投資・貸付等の残高の評価益をもたらすし、外貨で表示される収益、配当・利子等をドルに換算すればより多くのリターンが得られる。さらに、外貨をドルに換えての民間の対米投資を抑制しドル準備を増加させるから、総合リターン格差を大きくするであろう（ドル準備のリターンは低いから）。しかし、1983年以來、海外投資収益収支の黒字が貿易収支赤字を補って経常収支が黒字になったことはない。

また、上に述べたように、ドル下落は日本、中国等の為替介入によりドル準備増をもたらすから、ドル準備による米経常赤字のファイナンスはドル体制の持続的安定に不安を投げかける面もある。ファイナンスが民間ベース、市場ベースでないのであるから。純債務がいくつかの部分から成り立っており、為替相場の影響が異なるから、ドル安が順調な対米ファイナンスを維持させるとは限らないのではないだろうか。竹中氏が「総合投資リターン」の格差と所得収支に議論を集中されるために、ドル相場下落が所得収支黒字の拡大、キャピタル・ゲインをもたらし、「ドルシステムの安全弁」として強調されることになるのではないだろうか。ドル相場下落が民間部門の対米投資を減少させ、むしろ、対米ファイナンスそのものを困難にさせることもありうる。それゆえ、米政府はときに「強いドル」を強調するのである。

## 2) 米経常赤字のファイナンス条件について

筆者は最近の著書の第3章において、米の経常収支赤字がファイナンスされる条件を示した（各記号は注にて示している<sup>21)</sup>）。

まず、ドル準備を含む米の「広義の資本収支」のうち、対米投資（ドル準備を含む）は  $[(A1 - m1) + A2e + (a - m2) + b1 + b2e + c + (A2d + b2d)]$  であり、米の対外投資（米公的準備資産の増を含む）は、 $(a + c + d + X)$  である。したがって、「広義の資本収支」は  $[(A1 - m1) + A2e + (a - m2) + b1 + b2e + c + (A2d + b2d)] - (a + c + d + X)$  ——式①となる。整理すると、 $= (A1 + A2) + (b1 + b2) - (m1 + m2) - (d + X)$  ——式②<sup>22)</sup> である。

また、 $(A1 + A2) = A - (\beta - \alpha)$  であったから<sup>23)</sup>、「広義の資本収支」は  $A - (\beta - \alpha) + (b1 + b2) - (m1 + m2) - (d + X)$  ——式③となり、経常赤字が「広義の資本収支」によってファイナンスされる条件は

$$-(\beta - \alpha) + (b1 + b2) - (m1 + m2) - (d + X) = 0 \text{ ——式④, つまり,}$$

$$(b1 + b2) = (\beta - \alpha) + (m1 + m2) + (d + X) \text{ ——式⑤となることである} \text{ }^{24)}$$

この拙書において、これらの式の前提として米の経常収支の各項目はすべてドル建としてい

た。米国際収支の概念的概算値を算定するにあたって単純化するのが主要な意図であるが、現実的にもそれに近いであろう。というのは、以下の理由である。この著書でも示していたがアメリカの輸入では外貨建が10%近くある<sup>25)</sup>。それゆえ、米経常赤字の一部分は外貨建であると想定した式を検討する必要があるように思える。しかし、米の所得収支、とくに、海外投資収益収支（所得収支のうちほとんどが海外投資収益収支）を考慮すると、米の外貨建・貿易赤字は外貨建・投資収益収支黒字でもって埋め合わされると考えられる。海外投資収益の受取のかなりの部分は外貨建であるからである。とくに、直接投資収益の受取はそうであろう。

経常収支 = 貿易収支 + サービス収支 + 所得収支 + 経常移転収支であり、アメリカの場合、サービス収支黒字 = 経常移転収支赤字であるから、経常収支赤字 = 貿易収支赤字 + 所得収支赤字となり、外貨建・貿易赤字が外貨建・投資収益黒字で埋め合わされれば、ドル建貿易赤字 = 経常収支赤字となり、経常収支赤字のほとんどがドル建となるのである。それ故、上の式①から式⑤でもって米経常収支赤字のファイナンス条件を検討しようであろう。

まず第1に、式②によれば、「広義の資本収支」は、 $(A1+A2) + (b1+b2) - (m1+m2) - (d+X)$ である。この額が米経常赤字と等しくなり経常赤字がファイナンスされるのであり、この額がその年の対外純債務の増加額である。この額の対名目GDP比率が「発散」していかなければ、「対外純負債は持続可能である」と竹中氏は言われる。しかし、対外純債務が持続可能かどうかの判断はそれだけでよいだろうか。前項で指摘したように、式②の構成部分に「債務決済」部分 $(A1+A2)$ がある。そこで、この $(A1+A2)$ の部分を再度検討してみよう。「債務決済」部分が大きく、 $m1$ が小さければ、米経常赤字のファイナンスは通常は「安定」する（なお、「債務決済」と関連して「基軸通貨発行特権」なる用語が使われるが、この用語については注26を見られたい<sup>26)</sup>）。換言すれば、「債務決済」部分が大きく $m1$ が小さければ、対外純債務の増加額の対名目GDP比率が上昇しても、対外純債務の持続可能性は高くなってくる。つまり、EU・日本はドル建・貿易黒字をもたないから（日本の対米ドル建黒字は産油国などに対する赤字となってしまう）、ドル建貿易黒字のすべてがEU・日本以外の新興諸国・産油国の黒字で、それらの諸国の貿易がドル建で行なわれ、かつ、その黒字の大部分がドル準備も含めて対米ドル資産 $(A1+A2)$ として保有されれば（=「債務決済」されれば）、米経常赤字のファイナンスは安定するのである。

しかし、 $(A1+A2)$ の急激な増加が継続的に進行していけば、竹中氏が言われるように対外純債務の対名目GDP比率が「発散」していくという限界点に達しよう。対外純債務額の対名目GDP比率が高くなってドル資産の保有増加にリスクが高くなると、米のドル建赤字によって形成される「ドル預金」から他通貨への転換が増大していくだろう（ $m1$ の額が増えていくだろう）。この事態は米金融市場の不安定化、米の諸金融商品への魅力低下、リスクが発生している事態である。ところで、 $m1$ の発生の仕方はオイルマネーの場合と中国等のドル準備の

場合には異なる。この2つは対照的である。オイルマネーは最終的には「債務決済」額の一部になるが、バハマ諸島、ロンドンの米英の金融機関に運用が任され、米への還流は間接的である。米英の金融機関はドル投資で運用利益が生まれなかったら他通貨へ転換するだろう。m1の増大である。それに対して中国などのドル準備は他通貨への転換がむずかしい。転換するとドル安が発生するとともに損失が生まれるからである。

他方、産油国、新興諸国の貿易通貨がドルから他通貨に変化すれば（「ドル離れ」が進行すれば）、「債務決済」額そのものが小さくなり、米経常赤字のファイナンスは難しくなる。ドル安が進行するなかで中東、ロシア等の産油国のユーロ地域からの輸入が増大していけば、それらの産油国は原油取引の一部をドル建からユーロ建へ変えていくであろう。また、中国などのドル準備の運用がむずかしくなると、中国などの貿易の一部、とくにユーロ諸国、日本との貿易においてドルからこれらの通貨へ換えられる可能性があるし、貿易の一部を人民元建に変えていこうとする意向が強くなるだろう。

第2に、経常赤字がファイナンスされるためには、式⑤、すなわち、 $(b1+b2) = (\beta - a) + (m1 + m2) + (d+X)$  も満たされなければならない。こちらの方は、「広義の総合収支」のうち、為替転換を含む事項である。式⑤は、米の公的準備資産（X）が不変とすれば（ゼロとすれば）、EU・日本の外貨をドルに換えての対米投資（EU・日本の為替市場介入によるドル準備増を含む）が、EU・日本のドル以外の通貨での経常黒字（ $\beta - a$ ）、「債務決済」からの「漏れ」（ドルから他通貨への転換 = m1）および米のドル建対外投資（a）からの「漏れ」（他通貨への転換 = m2）、さらに、米のドルを外貨に換えての対外投資（d）をカバーしなければならないことを示している。EU・日本の民間部門は米金融市場が不安定になったり、米の諸金融商品の魅力が低下しリスクが発生すれば、また、ドル相場下落が続けば、外貨をドルに転換しての対米投資（b1）を減少させるだろう。その場合には、米のドル建投資（a）自体も少なくなるだろうから m2 も小さくなるが、m1 は増加するだろう。したがって、式⑤が成立するためには b2（EU は為替市場に介入することがほとんどないから主には日本当局による為替市場介入）が増加するか、d がマイナスになること（米のドルを外貨に転換しての対外投資の引き揚げ）、さらには X（公的準備資産）がマイナスになること（公的準備資産の減少）が必要になる。

以上のように、EU・日本がドル以外の通貨で経常黒字をもち、米、EU・日本以外の新興などの諸国がドル以外の通貨で経常赤字をもっていることから、米の経常赤字がファイナンスされるためには式②と式⑤がともに満たされなければならないのである。対外純債務の対名目 GDP 比率の今後の推移が中・長期的な対米ファイナンスの持続性を示すものであり、式②と式⑤はそれぞれの年におけるファイナンスの条件、状況を示すものである。前項では対外純債務の対名目 GDP 比率の推移は楽観できないことを指摘したが、対外純債務の対名目 GDP 比率が「発散」していくという事態になれば、この2つの式が恒等式であるといっても2つの式



が満たされるのには多くの困難を伴うことになり、 $b_2$ の増大、 $(d+X)$ のマイナスの発生という事態が生じよう。

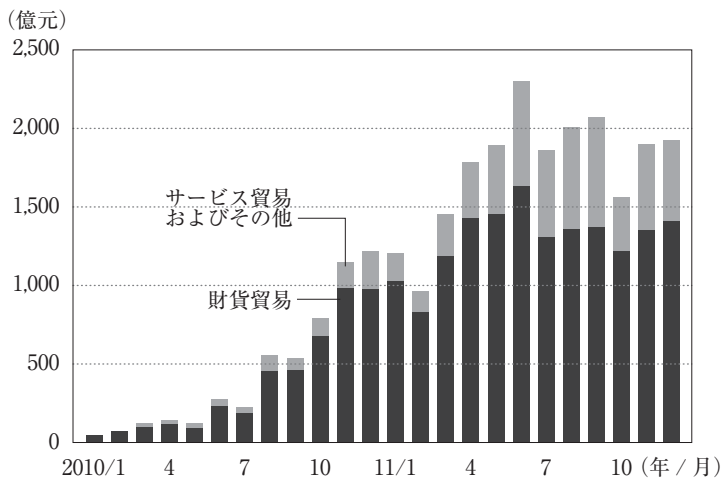
#### IV, 人民元建貿易, 日本の経常黒字の通貨区分について

次に、人民元の動向に関して人民元建貿易に関して簡単に触れておきたい。この間、人民元の国際化、国際通貨化について頻繁に論じられている。筆者も前掲の近著において人民元の国際通貨化の展望に関して論じている。筆者は、結論的には将来はともかくも、当面それはありえないと論じた。その根本的要因は、中国国内経済・社会の状況、とりわけ、金融市場の未発展、対内外投資諸規制の残存、外為市場の自由化の遅れ、農業問題、雇用等の社会問題にある。そのためこれまで急速な人民元高を生み出す人民元改革も一挙に進まず、世界の外為市場における人民元の地位はまだまだ低く、マイナーな通貨であること（前掲拙書、表10-1）、中国の外為市場規模がなお韓国市場規模の半分ぐらいであること（同書、表10-2）を示した。その結論は基本的には間違いないだろう。人民元は、中国の経済規模、成長率からして将来的には国際通貨になっていくことが十分予想される。しかし、人民元が国際通貨になるためには今後多くの諸規制の緩和、社会問題の解決への前進等が必要であり、一定の時間がかかるだろうというのが筆者の見解である。

小論では中国の貿易の人民元決済額の推移について簡単に論じながら、人民元の国際化について述べておきたい。2011年12月8日に行なわれた財務省の関税・外国為替等審議会の配布資料でも「人民元決済金額」（配布資料81ページ）が示されているし、『エコノミスト』でも同じ表（第6図）が提示されている<sup>27)</sup>。これらの図では人民元決済額が輸出と輸入とに区分されていないが、第6図によると2010年後半期から人民元決済額が急速に増加し、12月に約1000億元に、2011年6月には最高額の1500億元をこえている。しかし、それ以後やや減少し、1300～1400億元からほとんど増加していない。問題は、今後、人民元決済額が増加していくのかということと、2010年から2011年における人民元決済額が中国の全貿易額のうちのどれぐらいの比率になっているかということである。前者の問題については、今後も一挙に増加していくか注目していかなくてはならない。少なくとも以下のように言えるであろう。周辺諸国との貿易ではなく、中国のアメリカ、日本、ヨーロッパとの貿易において本格的な人民元決済が可能となるためには、各国の銀行が中国の銀行に人民元決済用の口座が開設されることが必要であるが、その口座は人民元建貿易の状況によって残高が変化する。そのために、その残高の補充、運用が必要で短期金融市場と為替市場の自由化、対内外投資の諸規制の緩和がなされていなければならない。それにはしばらく時間が必要であろう。当面は、各国とスワップ協定を結びながらの人民元の供給によって人民元建貿易決済が進むにとどまろう。したがって、中



第6図 人民元決済貿易額の推移（月次）



（出所）『エコノミスト』2012年4月13日，54ページより，原資料は中国人民銀行「2011年第4（10～12月）期貨幣政策執行報告」。

国政府，人民銀行による「管理された」人民元建貿易決済の域を出ないのではないだろうか。

後者については，第5表のようになっている。2010年第四半期の人民元決済額は約2700億元である。これをドルに換算すると約410億ドルとなる（1ドル＝6.6人民元）。他方，IMFのIFSによると中国の貿易額（輸出と輸入の計）は8240億ドルであるから，人民元決済額の比率は約5%である。同じように，2011年第3四半期の人民元決済額は約4200億元でありこれはドルに換算すると約660億ドル（1ドル＝6.4人民元），中国の貿易額は9736億ドルであるから，人民元決済比率は約7%である。したがって，第5表の2010年から2011年の推移は日本の1970年代前半期の水準とほぼ同じである（第6表）（小論の校正中に銀行間の円と人民元の直接取引についての両政府間の「合意」が報道された——注28参照）。

日本の場合には，円建貿易比率が70年代中期から80年代末にかけて急速に高まっていったが，対内外投資諸規制が強く国内金融市場の開放が遅れていた70年代には円建貿易の比率はまだ低く，その比率の上昇は80年の「外為法の改正」，83年の「円・ドル委員会」，85年のプラザ合意前後の対内外投資規制緩和<sup>28)</sup>と連動していったのである。中国が日本のような推移を示していくかが注目される。中国の場合はそれらの規制緩和，国内金融市場の開放化は進行

第5表 中国の人民元建貿易比率

	人民元建貿易額	同，ドル表示 <sup>①</sup>	中国の貿易額（ドル表示） <sup>②</sup>	①/②×100 <sup>③</sup>
2010，Ⅳ	約2,700億元	約409億ドル <sup>1)</sup>	8,240億ドル	4.96%
2011，Ⅲ	約4,200億元	約660億ドル <sup>2)</sup>	9,736億ドル	6.74%

注1) 1ドル＝6.6人民元 2) 1ドル＝6.4人民元

出所：第6図とIMFのIFSより。

第6表 日本の貿易に占める円建の比率  
(単位：%)

	輸出	輸入
1970	0.9	0.3
75	17.5	0.9
80	29.4	2.4
83	34.5	3
86.4	36.1	8.9

出所：『大蔵省国際金融局年報』1985年版, 62ページ,  
『東銀週報』1986年6月5日, 8ページ。

するであろうか。中国の大きな経常黒字がある中での対内外投資規制緩和、金融市場の開放化は、日本の80年代のように急激な人民元高とバブルのような事態をもたらす可能性があるからである。

それでは、人民元が将来国際通貨に成長していった時期に円はどのような地位になるだろうか。人民元が国際通貨としての一定の地位を占めるようになって、東アジアにおいてドルの地位はなおかなりの地位を占め続けるだろう。そのような環境の中で、円はヨーロッパにおける現在のポンドのような役割を果たす可能性があるかもしれない。その可能性については、もう少し諸事態の進展を待って判断するほかない。現在、その判断が十分にできる状況ではないからその前に、小論では、日本の経常収支黒字の通貨別区分について簡単に記しておきたい。前節でEU・日本のドル以外の諸通貨での経常黒字について言及したが、日本の貿易黒字が減少している現在、日本の円建経常黒字がなくなっているのかどうか、再度、検討しておく必要があるのである。

経常収支の通貨区分を行なうためには、いくつかの推定を加えなければならない。というのは、貿易の通貨区分については公表統計が存在するが、投資収益等の通貨区分については公表統計が存在しないからである。詳細な推定は次の機会に行なうことにし、小論では以前の拙稿（「ドル建貿易赤字、投資収益収支黒字、「その他投資」の増大」『立命館国際研究』21巻3号、2009年3月）において筆者が推定したことを利用しながら暫定的な経常収支の通貨区分を行なっておきたい。

まず、通貨別の貿易収支であるが、2011年の貿易取引通貨別比率が第7表に示されている。

第7表 日本の貿易取引通貨別比率 (2011年) (%)

	輸 出		輸 入	
	上期	下期	上期	下期
ドル	47.4	48.8	72.1	72.4
円	42.2	40.3	23.2	23.1
ユーロ	6.5	6.4	3.2	3.1
その他	3.9	4.5	1.5	1.4

出所：財務省「貿易取引通貨別比率」

ユーロ危機、対米ファイナンス、人民元建貿易などについて（奥田）

2011年の上期、下期の輸出額、輸入額がわかっているから、それぞれの額に貿易取引通貨別比率を掛け合わせて算出すると、第8表の1欄のようになる。1年間の収支で円建が11兆3000億円の黒字、ドル建が17兆6000億円の赤字、ユーロ建が2兆1000億円の黒字、その他通貨建が1兆7000億円の黒字である。

次に、投資収益収支の通貨区分の比率であるが、これについては公表統計がない。そこで以前の拙稿<sup>29)</sup>を利用しよう。第9表によると、投資収益収支の通貨区分の比率は、06年にドルが46%、ユーロが25%、円が4%、その他が26%、07年にはそれぞれ、43%、27%、2%、28%となっている。小論では暫定的に07年の比率を2011年に適用し、投資収益の通貨区分を算出

第8表 日本の通貨別貿易収支と投資収益収支（2011年）（億円）

	貿易収支 <sup>1)</sup> (1)	投資収益収支 <sup>2)</sup> (2)	合計 <sup>2)</sup> (3)
ドル	- 176,286	60,349	- 115,937
ユーロ	20,850	37,894	58,744
円	112,761	2,807	115,568
その他	17,379	39,297	56,676
計	- 25,296	140,347	115,051

注1) 四捨五入のため若干の誤差がある。

2) 暫定値

出所：財務省「貿易取引通貨別比率」「国際収支状況（速報）」、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」『立命館国際研究』21巻3号、2009年3月より、筆者作成。

第9表 投資収益収支の通貨区分

（億円）

	直接投資	証券投資		その他投資		全体の収支
		受取	支払	受取	支払	
ドル						
06	13,154	57,803	1,580	4,310	9,982	63,705
07	14,140	63,167	1,393	4,737	10,301	70,350
ユーロ <sup>1)</sup>						
06	6,473	30,806	677	1,847	4,278	34,171
07	10,542	36,378	597	2,030	4,415	43,938
円						
06	- 10,489	28,218	22,277	16,233	5,881	5,804
07	- 17,437	34,856	29,106	22,655	8,135	2,833
その他						
06	21,199	12,612	—	n.a.	n.a.	33,811
07	28,411	17,808	—	n.a.	n.a.	46,219
合計						
06	30,337	129,439	24,534	22,390	20,141	137,491
07	35,656	152,209	31,096	29,422	22,852	163,339

注1) 直接投資はユーロ以外に諸西欧通貨を含み、証券投資にはボンドを含む。

出所：『国際収支統計季報』の諸表より筆者の計算。

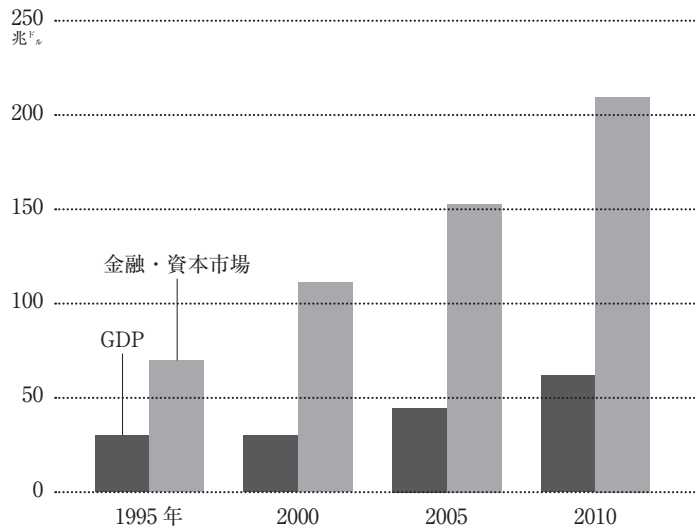
しておきたい。2011年の投資収益収支黒字は14兆347億円である。この黒字額に07年の比率を掛け合わせると、第8表の2欄のようになる。ドル建は6兆円強、ユーロ建は3兆8000億円、円建は3000億円、その他通貨建は3兆9000億円である。通貨別貿易収支(1欄)にこの通貨別投資収益収支(2欄)を加えると同表の3欄のようになる。ドル建は11兆6000億円の赤字、円建はほぼ同額の11兆6000億円の黒字、ユーロ建は5兆9000億円の黒字、その他通貨建は5兆7000億円の黒字である。

経常収支にはこれにサービス収支(2011年には1兆6000億円強の赤字)と経常移転収支(2011年には1兆1000億円強の赤字)が付け加わる。詳細は別途検討したいが、以上のことから、ざっと計算して、日本の経常収支は、円建で大きな黒字とそれとほぼ同額のドル建赤字が存在し、それら以外にもユーロ建、その他通貨建でもかなりの黒字があることがわかるだろう。したがって、現在も、日本の対米投資はそのほとんどが円をドルに転換しての投資(=「円投」となり、米による「債務決済」の形をとることはない)である。

## V, おわりに——国際過剰資本の滞留に関して

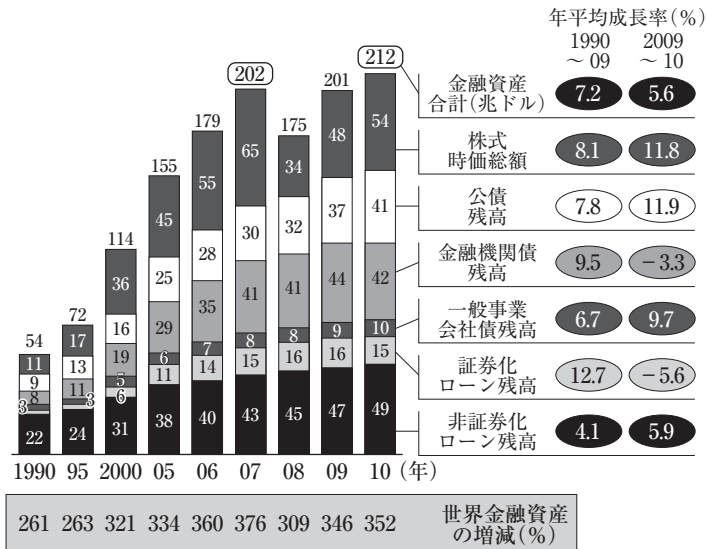
小論を閉じるにあたってもう1つの論点を指摘しておきたい。それは、リーマン・ショック、ユーロ不安にもかかわらず「国際的な過剰資本」は消失していないということである。2つの図をみられたい(第7図, 第8図)。出所は同じでコンサルタント・マッキンゼーである。第

第7図 世界のGDPと金融・資本市場の推移<sup>1)</sup>



注1) 金融・資本市場は銀行などの貸出残高、債券発行残高、株式時価総額の合計。  
『朝日新聞』2012年2月29日, 原資料は国連, Mckinsey Global Institute.

第8図 世界の金融資産残高の推移



注1) データは79カ国のサンプルに基づく。数字は各期間の年末値、2010年の為替レートにて計算。  
 2) 世界の金融資産の増減は世界の負債総額・株式時価総額の対世界名目GDP比率。  
 3) 四捨五入の関係で数字の合計は必ずしも一致しない。  
 (出所) 『エコノミスト』2012年1月10日、36ページ、原資料はMcKinsey Global Institute。

7図によると、世界のGDPの成長率と比べて金融・資本市場の規模がはるかに大きく、2010年にはGDPは60兆ドル強であるが金融・資本市場の規模は212兆ドルと3.5倍にもなっている。しかも、第8図によると、その内訳は、2010年で株式が54兆ドル、非証券化ローン残高が49兆ドル、公債残高が41兆ドル、金融機関債が42兆ドルなどとなっている。

2007年のサブプライム・ローン問題の顕在化、08年のリーマン・ショックによって諸金融資産価格の急落が生じ、一部に「信用崩壊」が発生して、金融商品の「価格破壊」が生まれた。にもかかわらず、世界の金融資産残高はほとんど減少していないのである。FRB、米政府などによる金融機関支援策、景気刺激策がリーマン・ショック時に破壊された金融資産の額を上回る額にのぼったからであるし、デリバティブの手法によって元金融商品から金融派生商品が次々に生まれていくからでもある。

おそらく、現下の欧州諸政府の国債価格の下落に加え、その影響で金融機関等保有の債券価格の「価格破壊」が進行しても、ECB、諸政府の支援策によって資金が供与され、それは現実資本に転化せず、国際過剰資本は減少しないまま国際的な諸金融市場に滞留（結局は世界的な財政危機の広がり、諸中央銀行の財務状況の悪化と国際過剰資本の併存）し、一時的には短期的利益を求めて米をはじめとする諸株式市場・金融市場、原油などの一次産品市場、為替市場へ流れ込み、少しでも有利な投資先が出てくれば、新興諸国も含めて大量の資金がそこへ向か

い次の新たなバブル現象を引き起こす可能性がある。

(2012年4月20日脱稿)

## 注

- 1) 小論において以下で最近の著書あるいは近著と記す著書はこの拙書のことである。
- 2) 筆者の近著『現代国際通貨体制』第6章参照。
- 3) 現実的には、コルレス口座、本支店口座を使った決済も一部は残っているし、TARGET 以外の決済制度も存在するが、ユーロ域内の国際間決済の大部分は TARGET が使われている。なお、2008年までイギリス、スウェーデンなどのユーロに参加しなかった EU 諸国も TARGET を使ったユーロ決済が認められたが、それらの中央銀行によるユーロ流動性の供給はその日を超えないものとされた(同上書、参照)。
- 4) ユーロに参加しない EU 諸国の中央銀行が供与するユーロ建流動性は「日中流動性」に限られ、翌日に伸ばされることは許されない。このために、TARGET Balances は生まれない(詳しくは、同上書、参照)。
- 5) ポーランド中央銀行のホームページより。今年になってポーランドの国際収支はやや改善し、ズロティ相場も持ち直しを示している(対ユーロ相場が、2011年12月末の4.4168ズロティから2012年3月30日には4.1616ズロティに)が、まだ予断を許さないだろう。
- 6) 拙稿「欧州通貨統合と TARGET」『立命館国際研究』14巻1号、2001年6月、35ページ。この論文は拙書『ドル体制とユーロ、円』日本経済評論社、2002年の第8章に収録されている。同書、223~224ページ。
- 7) 同上、36ページ、224ページ。
- 8) 同上、38ページ、226~227ページ。
- 9) 同上、43~44ページ、234ページ。
- 10) 同上、44ページ、234ページ。
- 11) 拙稿「ユーロ決済機構の高度化 (TARGET2) について」『立命館国際研究』24巻1号、2011年6月、14ページ。この論文は拙書『現代国際通貨体制』日本経済評論社、2012年の第6章に収められている。186ページ。
- 12) 同上、24ページ、199~200ページ。
- 13) 同上、24ページ、199ページ。
- 14) ブンデスバンクの2000年1月の月報については前掲拙稿「欧州通貨統合と TARGET」54ページ、注5)、拙書『ドル体制とユーロ、円』245~247ページ、注5)をみられたい。また、2011年3月の月報にペーパーが公表されたのは、拙稿「ユーロ決済機構の高度化 (TARGET2) について」の脱稿(2011年2月)後であり、この拙稿ではブンデスバンクのこのペーパーを参照できなかった。
- 15) キャピタル・ゲイン、ロスの国際収支表の取り扱い、それらが実現している場合は投資収支に計上され、実現されていない場合は原則として国際収支統計には含まれない(日本銀行・国際収支統計研究会『入門 国際収支』東洋経済新報社、2004年、302~303ページ)。
- 16) SCB, July 2011, p.75.
- 17) Ibid., p.75, 71.
- 18) Ibid., p.71.
- 19) 『米国経済白書 2011』(『エコノミスト』(2011.5.23) 172ページ)。



20) 後述の  $m1$  である。

21) これらの式での各符号は以下のものである（米の経常収支の各項目はドル建とする）。 $A1$  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「ドル建預金」を種々の対米投資に換えていくであろう。アメリカはドル建経常赤字を「債務決済」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市場介入（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。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市場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。

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ダラー市場の金融機関に対して米のドル債務が形成されるとともに、ユーロダラー市場の金融機関は米所在金融機関に債権をもつ。アメリカにとって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  $A2e$ 、 $b2e$  として示す ( $A2 = A2d + A2e$ ,  $b2 = b2d + b2e$ )。

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。

さらに、EU・日本のドル建経常赤字を  $\alpha$ 、EU・日本のドル以外の諸通貨での経常黒字を  $\beta$  で表示する。すると、EU・日本の経常収支黒字は  $(\beta - \alpha)$  となる。最後に  $X$  は米の公的準備資産の変化（通常は変化が小さい）。以上の記号についてのより詳しい説明は筆者の近著の第3章を参照されたい。

22) 前掲近著、87 ページの注 14)。

23) 同上書、70~72 ページ参照。

24) 同上、129 ページ。

25) 最近の米貿易における通貨別比率は得られない。03年に輸入におけるドル建比率は90.3%であった。

26) 「基軸通貨発行特権」なる用語には何か特別の意味内容を含んだような「神秘的」印象を受けるが、内実は基軸通貨国が「債務決済」を受けることがかなりの程度可能ということ、基軸通貨国が両建の対外資本取引（基軸通貨国・居住者が基軸通貨を非居住者に貸付け、それを非居住者が投資に当てること）をかなりの規模で行なえることに尽きる。以上の2点が可能なのは、基軸通貨国の金融市場が広大で、基軸通貨国通貨での投資が安定と利得の点で有利な条件がそろっていることである。竹中氏が主張されるような基軸通貨国の対外純債務の対 GDP 比率が上昇して「発散する」事態になれば、

この2つの点は消失していく。「通貨発行特権」なる用語に何か特別の意味合いを付加するような印象をもたせることは事態の解明に役立つことにならないだろう。

- 27) 『エコノミスト』2012年4月3日, 田代秀敏氏の論稿。
- 28) 拙書『円とドルの国際金融』ミネルヴァ書房, 2007年, 第1章, 参照。円と人民元の直接取引については、とりあえず以下のように言えるであろう。本来的にはインターバンク直接取引は円と人民元の持高が多くなって市場ベースで進行するものである。しかし、今回の直接取引はいわば「上から」作られるものである。規模にも限界があろう。市場ベースの直接取引が進行するためには諸銀行に円と人民元の持高が一定額に達することが必要であるが、それには円建、人民元建の貿易・対外投資が相互に伸びなければならない。それには人民元の短資市場の自由化、対内外投資の諸規制緩和が必要である。時間がかかろう。
- 29) 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」『立命館国際研究』21巻3号, 2009年3月。

(奥田 宏司, 立命館大学国際関係学部教授)

## Some International Currency Issues

Last autumn I completed a book on international currencies, but in that book I left a few important issues unexamined. This paper deals with those problems: firstly, the imbalance factors emerging in the Euro-system since 1999, especially the imbalance of TARGET balances, secondly, the sustainability of American current deficit financing, and thirdly, whether the growing Chinese trade in Yuan can last long or not.

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

