

グローバル・インバランス論と対米ファイナンスに おける日本と中国のちがひ

—「円投」と「債務決済」に言及しながら—

奥 田 宏 司

目次

はじめに

I, グローバル・インバランス論について

1) 経常収支と貯蓄・投資バランス論

2) 貯蓄・投資バランス論の限界とブラウン氏の議論, その補正の必要

II, 対米ファイナンスにおける日本と中国のちがひ

1) 日本の対米ファイナンス

2) 中国の対米ファイナンス

III, 中国の対米ファイナンスと 2000 年以降の米経常赤字の急膨張

1) 中国の国際収支構造と対米ファイナンス

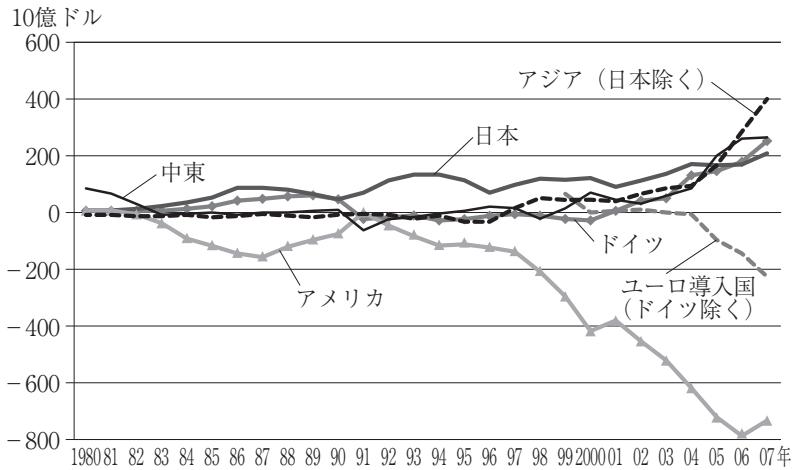
2) 対米ファイナンスにおける日本と中国の違いとアメリカの国際収支構造

IV, リーマンショック後のドル準備のリスクと中国の反応——まとめに代えて

はじめに

世界には経常収支の赤字諸国と黒字諸国が存在している。この赤字額と黒字額がともに増大していく事態をさして「グローバル・インバランス」なる事態といわれ、それを「貯蓄・投資バランス論」から論じられるのが「グローバル・インバランス論」である。とくに、今世紀に入ってアメリカの経常収支赤字が一時 8000 億ドルを上回り、中国の経常収支黒字が 4000 億ドルを上回るようになり、「グローバル・インバランス」なる事態が脚光を浴びるようになってきた。しかし、「グローバル・インバランス」なる事態は 1980 年代から生まれている（第 1 図）。

第1図 主要国・地域の経常収支



出所：奥田，神澤編『現代国際金融第2版』法律文化社，2010年，15ページ（田中綾一氏の稿）。

原資料は IMF, *World Economic Outlook Database*

1980年代，1990年代にはアメリカと日本とのあいだにインバランスが増幅していた。1980年代のグローバル・インバランスは1991年にいったん消滅し，1992年から再びグローバル・インバランスが発生する。しかし，それも1997年ごろにはほぼ消滅し，それ以後，アメリカと中国・日本を含むアジア諸国，中東産油国のあいだに新たなより規模の大きいグローバル・インバランスが形成されていく。

グローバル・インバランスなる事態はいつの時代にも発生しうることを踏まえつつ，グローバル・インバランス論の適否，意義と限界を論じたい。そのような論議は拙書『現代国際通貨体制』（日本経済評論社，2012年）の第2章でも行なっているが，小論はその補論であり，また，同書の第1部「アメリカ経常収支赤字のファイナンスとドル体制」の議論のさらなる展開でもある。とくに，日本と中国の対米ファイナンスの違いを明確にすることによって2000年代におけるアメリカの経常赤字と中国の経常黒字が急膨張した特殊な要因を明らかにできるものと考えられる。

さらに，中国の対米ファイナンスがドル準備の急増をもたらし，それがアジア・インフラ投資銀行（AIIB）構想の資金的基礎をなしてきたこと，アジア・インフラ投資銀行がアジア開発銀行の運営と存立を問うものになる可能性，さらには世界銀行の運営に影響を及ぼす可能性があり，したがってドル体制の基盤を蝕む可能性があることを示したい。

なお，小論では図表については最小限必要なものだけを掲載し，多くはこれまでの拙書，拙稿の図表を参照していただくことにして，小論ではそれらの図表の拙書，拙稿における掲載箇所を示した。例えば，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」から

の図表を参照していただく際には、「拙稿①, 18 ページの第 1 表より」と示すことにし、小論の末尾に拙書、拙稿の一覧を刊行年次別に掲載した。

I, グローバル・インバランス論について

1) 経常収支と貯蓄・投資バランス論

「国民経済計算」の理論に基づいて改めて経常収支を把握しておこう¹⁾ (符号は以下のとおりである。 C : 民間消費, G : 政府支出, I : 民間投資, X : 財・サービスの輸出, M : 財・サービスの輸入)。一国の生産活動により生み出された総生産物 (国内総生産, GDP) は国内の家計部門の消費 (C) と政府部門の消費 (G) によって消費 ($C+G$) されるか, 投資 (I) されるか (以上は内需, $C+G+I$), 海外で消費される (外需, $X-M$, 貿易・サービス収支)。すなわち, 国内総生産 (GDP) = $(C+G+I) + (X-M)$ ——式①である。

この式①を変形すれば, 貿易・サービス収支 $(X-M) = GDP - (C+G+I)$ となるが, この式の右辺の $(C+G+I)$ は「国内アブソープション」と呼ばれる (例えば, 福田, 照山『マクロ経済学入門第 4 版』有斐閣アルマ, 2011 年, 387 ページ)。つまり, 貿易・サービス収支黒字とは国内で生産された財・サービスの一部が国内で需要されず, 海外で需要されるのであり, その赤字は, 国内で生産された財・サービス以上の国内需要がある事態なのである。福田, 照山両氏によれば, アブソープション・アプローチの考え方は各国の景気に関連しながら経常収支が変動することを示すという (同ページ)。

生産活動の結果としての付加価値は生産要素の提供にしたがって雇用者報酬, 利子・配当の形で分配されるが, 生産要素の提供は国内だけでなく海外からも行なわれる。海外との要素所得の受払いが国際収支表の所得収支になる。国内総生産に所得収支を加えたものが国民総生産 (GNP) である。すなわち, 国民総生産 = 内需 ($C+G+I$) + 貿易・サービス収支 (外需) + 所得収支 ——式②である。さらに, 総国民可処分所得は, 国民総生産に無償援助, 贈与等 (経常移転収支) の海外からの対価を伴わない所得移転が加えられたものである。すなわち, 総国民可処分所得 = $(C+G+I) + 貿易・サービス収支 + 所得収支 + 経常移転収支 = (C+G+I) + 経常収支$ ——式③である。

一方, 総国民可処分所得 = 消費 ($C+G$) + 貯蓄 (S) である。 ——式④ したがって, $(C+G+I) + 貿易・サービス収支 + 所得収支 + 経常移転収支 = 消費 (C+G) + 貯蓄 (S)$ である。また, 経常収支 = 貿易・サービス収支 + 所得収支 + 経常移転収支であるから, 経常収支 = $(C+G+S) - (C+G+I) = S - I$ ——式⑤となる。この式での S には民間部門の貯蓄だけでなく政府部門の貯蓄 ($T - G$) も含まれている (T : 税収入, G : 政府支出)。したがって, この式を民間部門と政府部門に分け, $(S - I)$ を民間部門の部分とすれば, 式⑤は, 経常収支 =

$(S-I) + (T-G)$, となる。式⑥である。

これが $(I-S)$ バランス論, あるいは貯蓄・投資バランス論といわれるものである。先ほどの福田, 照山氏は「貯蓄・投資バランス・アプローチでは, 民間の貯蓄が投資を上回ることや財政赤字が減少することが経常収支が黒字になる原因と考えるのである」(前掲書, 388 ページ)と述べられる。

しかし, 式①~⑥はいずれも恒等式である。あらゆる場面で, 常に左辺=右辺が成立する。式⑥において, 経常黒字の場合は貯蓄が投資を上回っており, 右辺が生まれておれば左辺が生まれる。結果的に, 事後的にこの式が成立しているのである。経常黒字が生まれていても, 国内投資が低調な場合もあり, 貯蓄が高い場合もありうる。「貯蓄・投資バランス・アプローチ」「アブソープション・アプローチ」といっても, 時どきの諸事態を考慮して一面を強調しているといえよう。貯蓄・投資バランスの式が恒等式であることについては後述しよう。

また, 経常収支黒字であれば同額の対外資産が存在し, 経常赤字であれば同額の対外負債が存在する。すなわち, $経常収支 + 資本収支 = 0$ なのである(この資本収支は外貨準備を含む「広義の資本収支」, 現在の金融収支である)。したがって, 経常黒字国からは対外投資が行なわれ, 経常赤字国へ資金が流入し, 世界の経常赤字全体がファイナンスされるとされる²⁾。須田美生子氏が $国際収支 = 経常収支 + 資本収支 = 0$ という式を示して「資本収支が一国の観点からのネットの資本移動の大きさとなり, それは事後的には, 経常収支の大きさに一致する」(『ゼミナール国際金融入門』日本経済新聞社, 1996年, 189~190ページ)といわれるが, この引用のようにこの式も恒等式であり, 事後的に成立しているのである。

また, 須田氏は次のようにいわれる。「各国の投資・貯蓄を合わせて, 世界を一国と考えたグローバルな観点から貯蓄・投資を見ていく…。グローバルにみると世界が一国となるので, 結果的には貯蓄と投資は一致するはずである」(須田, 195ページ)。この引用は全世界においては経常黒字諸国の黒字額と経常赤字諸国の赤字額は等しく, 合計すれば0になるということの意味している³⁾。

これをアメリカと中国に当てはめれば, アメリカの赤字は中国の黒字があるから, 逆に中国の黒字はアメリカの赤字があるからということになる(同義反復)。そして, 経常収支の黒字国と赤字国のインバランスを埋め合わせるのが資金移動である。各国とも $経常収支 + 資本収支 = 0$ が成立しているのであるから, 黒字国から赤字国へ資金移動がおり, 世界の赤字諸国(アメリカの赤字も)は黒字諸国からファイナンスされ, 全世界的にはインバランスは均衡するというのが「グローバル・インバランス」論である。

2) 貯蓄・投資バランス論の限界とブラウン氏の議論, その補正の必要

以上のことはそれ自体としては正しい。なんら間違いはない。これから述べていくように,

いろいろな経緯を経てという前提であるが、最終的には、「グローバル・インバランス」論のいうごとく経常黒字諸国と経常赤字諸国のインバランスは埋め合わされる。しかし、このI-Sバランスの式が恒等式であることから、それが表わす実際の事態の解明には限界がある。

経常収支 = 国内貯蓄 - 国内投資という式自体は何度もいうように恒等式である。つまり、あらゆる場面で左辺 = 右辺が成立するということであり、式自体は因果関係を説明するものではない。また、経常収支 + 資本収支 = 0という式も恒等式であるから、この式からは経常収支が資本収支を規定するとも、資本収支が経常収支を規定するとも一概にはいえない。それぞれの状況によって規定関係は様々である。それが事後的に成立するということである⁴⁾。恒等式の右辺、左辺およびそれらの諸項を成立させている諸事情は多様であり、別途考察しなければならない。それらはときどきによって異なる。しかし、どのような諸事情があっても、事後的に恒等式は成立するのである。

グローバル・インバランス論だけに頼れば、アメリカの赤字は中国の黒字があるから、逆に中国の黒字はアメリカの赤字があるからという同義反復の説明になってしまう。貯蓄・投資のバランス論における同義反復を脱するためには、何か他の諸要因を導入するか、因果関係が成立していく過程を明らかにしなければならない。

日本の金融機関の調査部のエコノミストであるブレンダン・ブラウン氏は、「アメリカの巨額の赤字はだいたい海外の大きな自律的な貯蓄余剰を反映したものである」(ブレンダン・ブラウン、田村勝省訳『ドルはどこへ行くのか』春秋社、2007年、111ページ、下線は引用者)と述べて、アメリカの赤字の原因が海外の「自律的」な貯蓄余剰であるとしている点で多くのグローバル・インバランス論と変わらないが、氏の議論からわれわれが「同義反復」から脱するヒントが得られるかもしれない⁵⁾。次の文書である。「貯蓄余剰国とアメリカの間の民間資本移動をバランスさせ、すべての諸国で対内均衡を成立させるような、中立金利と均衡為替相場の組み合わせがきつと存在するに違いない」(同上書、111ページ)。

ここに引用した文章の含意を好意的に解釈し、一部、含意を修正すれば、以下のようにいえるかもしれない。第1に、氏はアメリカにおける貯蓄不足の「自律性」を否定し海外だけに貯蓄余剰の「自律性」を認めていたが、アメリカの「自律的」な貯蓄不足と海外での「自律的」な貯蓄余剰の双方の「自律性」を認めよう⁶⁾。はじめから、アメリカの貯蓄不足 = 海外諸国での貯蓄余剰とはしないのである。第2点は、そのうえで開放体制下において「自律的」な貯蓄余剰と「自律的」な貯蓄不足をつなぐものが資本移動であるとする。第3に、この資本移動により「均衡」が生まれ、このときの金利と為替相場が氏のいう「中立金利」であり「均衡為替相場」なのである。しかし、「これは結果としての均衡であって、通常は長期間にわたって作用する、複雑なさまざまな力の働きに左右される。たいていの場合は、均衡ではなくて、むしろ不均衡が常態なのである」(同上書、8~9ページ)。つまり、「均衡」が生まれるまでの市

場金利, 実際の為替相場と「中立金利」「均衡為替相場」は乖離しており, 貯蓄余剰と貯蓄不足, 資本輸出, 資本輸入の「両方向の因果関係が作用している」(同上, 12 ページ) のである。そして, その作用の結果として「一般均衡」が生まれるのである。また, 均衡が形成されるまで, 「長期的な貯蓄過不足の変化が時として急激で, 経済コストをとまなう大きな為替相場の変動を誘発するとしても, それはしかたがない！」(同上書, 174 ページ) と, ブラウン氏はドル危機の様相が発生することも実質的に認めている。

かくして, ブラウン氏の議論を筆者流に好意的に再解釈して再度述べれば次のようになる。経常黒字の形成, 経常赤字の形成におけるそれぞれの一定の「自律性」を前提に, 双方の貯蓄・投資の過不足が資金移動を発生させ, それが双方の貯蓄・投資のバランスを再調整し, 最終結果として「均衡」が生まれ, 世界的な貯蓄=投資が実現するということになる。そのときの為替相場, 諸金利が「均衡相場」, 「中立金利」なのである。以上のように考えることによって前述の「同義反復」が克服できよう。ただし, この場合には, 全世界的な開放体制が構築されていないとしない。資本取引の諸規制は完全に取り除かれており, 通貨当局による為替操作がないということが前提になる。

しかし, それは明らかに現実ではない。したがって, 筆者はさらに以下のように言い換えなければならないと考える。すなわち, 全世界的に開放経済体制が実現している下においては, 貯蓄余剰, 貯蓄不足が「自律的」に形成されるところから為替諸相場の変動, 諸金利の変動が生じ市場ベースの民間資金移動が起こるが, 全世界的には開放経済体制は築かれていないから双方のインバランスは市場ベースの民間資金移動では完全には解消されず, 当局の為替市場介入が不可避となる。つまり, 黒字諸国と赤字諸国のインバランスは, 市場ベースの民間資金移動と外貨準備の増加の2つの全体的な資金移動によってともかくも解消されていくことになる。民間資金も外貨準備含めすべての資金移動(資本取引の規制があれば, その分は外貨準備の変動となる)が, 黒字国と赤字国の貯蓄・投資の再調整を促し, 全世界の貯蓄と投資が一致するのである。「均衡相場」, 「中立金利」などはありえない。そうだとすれば, 民間資金移動を妨げる各国の諸規制, 外貨準備の変化をもたらす各国の為替・通貨制度を踏まえることが必要になり, それらの分析が必要となる。つまり, 市場ベースの民間資金移動と各国の諸規制, 各国の為替・通貨制度をもとに増加する外貨準備の解明によって, 黒字諸国と赤字諸国のインバランスがやっとなり解消されていく経緯が把握できるのである。

さらに, ブラウン氏によれば, 資本取引の自由化が確保されて開放体制が構築されていれば, 民間資金移動はスムーズに進み, 結局, 「一般均衡」が形成されて「均衡為替相場」「中立金利」が生まれるとされるが, 必ずしもそうではない。ブラウン氏もそうであるが, マクロ経済学に全面的に依拠している研究者は世界の国際諸取引においてどのような通貨が利用されているかを問わない。後述するが, 日本の貿易収支黒字は円建てで存在していた。その円資金が対外投資
204 (204)

に当てられるのであるから、何らかの事情（事情は多様）によりいったん円高局面が進行すると、円をドル等の外貨に転換して対外投資するには為替リスクが発生し投資が抑制される。それゆえ、資本取引の自由化が進んでいる場合でも、民間資金移動がスムーズに進み得ない場合があるのである。その場合には、当局による為替介入が必要になろう⁷⁾

さらに、貯蓄・投資バランス論は、経常収支の諸項目、金融収支の諸項目については何も明らかにしない。貯蓄・投資バランス論からは、貿易収支なのか所得収支なのか、直接投資なのか証券投資なのか外貨準備なのか等の内訳がわからない。各国間の資金移動が民間資金なのか外貨準備なのか、I-S バランス論は問題にできないことを前にみた。海外からの民間資金で赤字国がファイナンスされる場合と外貨準備によってファイナンスされる場合は、国際金融の諸事態は異なっていよう。通貨危機が生じているかもしれない。

また、一国の黒字、赤字がどの国・どの地域に対して発生しているのかもわからない。どの国からの資金移動からもわからない。さらに、前述のように実際には世界の国際諸取引は種々の通貨で行われていて、どの通貨で経常収支の諸項目、金融収支の諸項目が生まれているのかもわからない⁸⁾。

グローバル・インバランス論によれば、アメリカの赤字は中国の黒字があるから、逆に中国の黒字はアメリカの赤字があるからという同義反復の説明になってしまいがちである。何度もいうが、貯蓄・投資バランス論は事後の帰結を示すだけであることを忘れてはならない。筆者はブラウン氏を参考にしながら、全世界的に貯蓄と投資が均衡していく経緯・過程を問題にしようとした。そのためには、世界市場においては諸国家、諸国民経済、諸通貨が存在することを前提にしなければならないのである。

II、対米ファイナンスにおける日本と中国のちがい

先に全世界的には開放経済体制は築かれていないから黒字諸国と赤字諸国の双方のインバランスは市場ベースの民間資金移動では完全に解消されず、当局の為替市場介入による資金移動が不可避となると記した。また、市場ベースでの民間資金移動も為替相場、諸金利の状況によっては十分に進まず、当局の為替介入を必要とする場合があることを予言した。本節ではこれら2つの代表的な事例として中国と日本を取り上げたい。前者の事例が中国であり、後者の事例が日本の場合である。対米ファイナンスの大きな役割を担った両国であるが、時期的には日本が先であるので日本の事例からみていこう。

1) 日本の対米ファイナンス

一番先に指摘しなければならないのは、日本の対米国際収支表により対米ファイナンスの日本の位置を確認することである。第1表、第2表をみられたい。1980年代後半（1986～89年）では、経常収支黒字額を上回る長期資本収支赤字があり⁹⁾、基礎的収支が赤字になっている。そのうえドル準備も多額になっており日本が重要な対米ファイナンスの役割を果たしてことがわかる。ところが、1990～92年には長期資本収支赤字は経常収支黒字を下回り、ドル準備も減少している。この期間、米の経常収支赤字は急減しており¹⁰⁾、ファイナンスの必要がないのである。日本の対米ファイナンスが復活するのは1993年である。米へのネットでの資金流出（基礎的収支に外貨準備を加算、350億ドル）は米経常赤字全体の（820億ドル¹¹⁾）の約43%となっている。しかし、94年には日本は対米経常黒字の全額をファイナンスしていない。また、1995年から1997年上期¹²⁾までは対米経常黒字全額のファイナンスが行われているが、1998年から2002年までは対米・投資収支赤字と外貨準備の合計が対米・経常収支黒字を下回っており、全額のファイナンスは行われていない。とくに、99年のファイナンスはドル準備だけのものとなっていてファイナンス額は小さくなっている。

2003、2004年は外貨準備の増加が極めて大きな額になっていて対米・経常黒字の約2倍になっているが、2005年から2007年には投資収支赤字と外貨準備の増加の合計が対米・経常黒字を下回って日本の対米ファイナンスとしての役割はない。2008年、2010年、2011年に対米・投資収支赤字が大きくなって対米ファイナンスが進行しているように見えるが、対米・投資収支

第1表 日本の対米国際収支 (1)

(億ドル)

	経常収支	長期資本収支			基礎的収支	参考 外貨準備 ¹⁾
		資産	負債			
1983	192	-55	-70	15	136	-12
84	350	-148	-154	6	202	-18
85	417	-332	-354	22	86	-2
86	538	-657	-592	-65	-119	-157
87	567	-610	-506	-105	-44	-392
88	513	-995	-1,258	263	-79	-162
89	475	-539	-571	33	-64	128
1990	377	-117	-164	47	259	78
91	400	-184	-350	167	217	81
92	445	-272	-228	-44	173	3
93	508	-589	-339	-250	-80	-269
94	550	-134	-233	99	416	-273

注1) (-)は増加

出所：日本銀行『国際収支統計月報』より。

第2表 日本の対米国際収支（2）

（100億円）

	経常収支	投資収支		参考 外貨準備 ¹⁾	
		資 産	負 債		
1995	376	-163	-459	296	-542
96	405	-331	-801	470	-394
97	611	-446	-1,048	602	-77
98	872	-701	-892	191	100
99	828	700	202	499	-880
2000	969	-366	-202	-164	-526
01	1,002	-315	-540	225	-494
02	1,030	-179	72	-251	-580
03	925	205	-10	215	-2,153
04	969	-304	-632	328	-1,727
05	1,112	-178	259	-437	-246
06	1,308	-317	196	-513	-372
07	1,307	-350	552	-902	-430
08	1,111	-1,325	-290	-1,035	-320
09	700	-306	956	-1,262	-253
10	715	-1,076	383	-1,459	-379
11	592	-971	1,108	-2,079	-1,379
12	726	-439	425	-864	305
13	891	919	657	262	-385

注1) (-)は増加

出所：日本銀行『国際収支統計月報』、『国際収支統計季報』、時系列統計データの検索サイト（2012年、2013年）より。

の赤字は主に負債が大きな赤字（アメリカの日本への投資の引き揚げが2008年には10兆3500億円、2010年は14兆6000億円で、2011年には20兆8000億円弱）になっているからであり、対米・投資収支赤字が大きくても、それは本来のファイナンスではないだろう。さらに、2011年には東北の大震災の影響を受けた急激な円高の進行によって大規模な為替介入が実施され、外貨準備の増加が大きな額になっている。しかし、2011年からは日本の貿易収支自体が赤字（対米で黒字であるが）になり対米ファイナンスはありえなくなった。

以上のように、日本の対米ファイナンスの役割は途切れ途切れで継続的ではない。1990年代以降には対米投資が落ち込んでいる、ないしは引揚げになっている時期がある。1994～95年、1999～03年、05～07年などである。また、ドル準備が増加していてもかなり少額にとどまっている年がある。97～98年、2002年、2005～07年などである。例えば、2002年の為替介入は第3表のようになっている。2002年の為替介入は4～6月だけで4兆162億円となっているが、第2表では外貨準備の増加は5兆8000億円になっている。その差額は主にはドル準備高から

第3表 2002年の日本の為替介入（億円）

1～3月	0
4～6月	40,162
7～9月	0
10～12月	0
計	40,162

出所：財務省「外国為替平衡操作の実施状況」より。

利子が生まれて増加しているのであり為替介入によるものではない。さらに、財務省の公表では介入は特定の時期に集中しており、日常的に行なわれているのではない。2002年第2四半期に行なわれた為替介入日は第4表に示されている¹³⁾。介入が行なわれたのは、5月22日、23日、31日、6月4日、24日、26日、28日である。これらの日本の外貨準備の増加、為替介入の諸特徴は、のちに述べる中国の日常的な為替介入と異なり、対米ファイナンスの差異となる。

次に明らかにしなければならないことは、日本の輸出・輸入における通貨区分である。筆者はこの比率をこれまで何回も示してきた¹⁴⁾。日本の輸出における円建比率は1970年代末に20%近くになり80年代以降今日まで40%弱で推移し、約50%がドル建、10%前後が「その他通貨」建となっている。輸入においては円は80年代に10%前後、90年代になってやっと20%を超えるようになった。輸出額、輸入額が簡単にわかるから、輸出額、輸入額にこれらの比率をかけると、円建貿易収支は大きな黒字、ドル建収支は少し赤字、「その他通貨」建収支は一定額の黒字と計算できる¹⁵⁾。

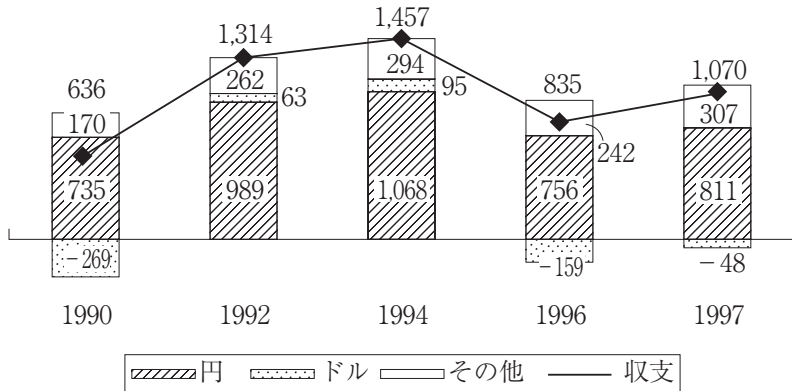
筆者と少数の研究者以外に他の論者はこのことを論じないが、日本の貿易収支黒字は、黒字がほとんどなくなる最近まで円建で存在し、ドル建収支は1990年代の前半などに黒字が少しだけ存在していたが、1990年代後半から2000年代には赤字になっているのである。その他通貨建では一定額の黒字がずっと続いてきた¹⁶⁾（第2図）。地域的にみると、対米ドル建黒字は、「そ

第4表 2002年第2四半期の為替介入（億円）

5月22日	5,871（ドル買）
23日	4,991（同）
31日	10,312（同）
6月4日	3,727（同）
24日	4,290（同）
26日	5,687（同）
28日	5,046（同）
28日	238（ユーロ買）
計	40,162

出所：同上より。

第2図 日本の通貨別貿易収支（億ドル）



(注) 1) 四捨五入のため若干の誤差がある。

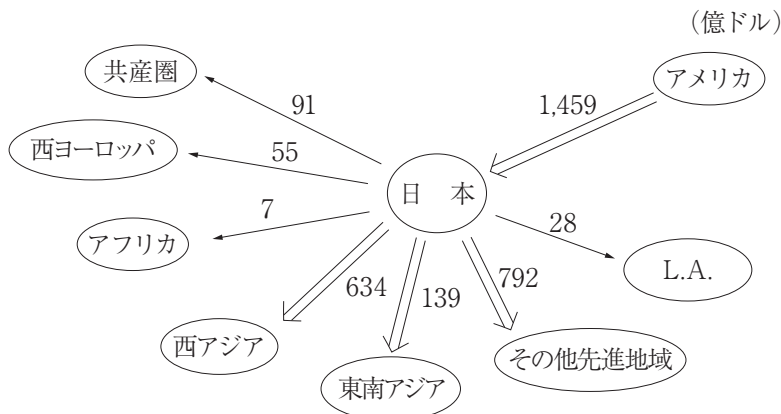
2) 92年以後は9月の比率を基準に計算。

(出所) 奥田, 横田, 神沢編『国際金融のすべて』法律文化社, 1999年, 58ページ, 通産省の統計, 日銀統計より。

他の先進諸国」(オーストラリア, ニュージーランド, カナダ等)と中東産油国に対するドル建赤字によって消えている¹⁷⁾(第3図)。したがって, 日本の対外投資の原資は殆どが円建なのである。ドル建黒字がないのであるから, 日本の対米ファイナンスはいわゆる「債務決済」ではない。

さて, それでは, 日本は円建対外投資を増大させてきたのだろうか。また, 海外諸国は対日・円建貿易赤字をどのように決済してきたのだろうか。日本の円建貿易黒字に相当する円建対外

第3図 地域別ドル建貿易収支(代金の流れ, 1987~90年の累計)



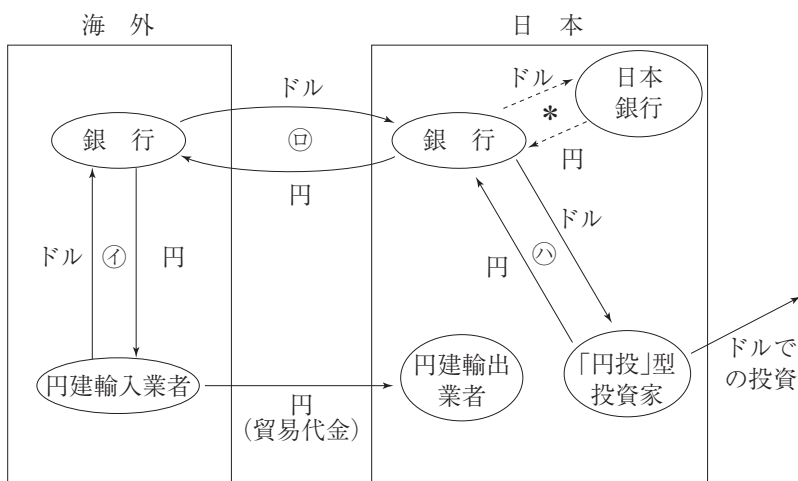
注: 通産統計では, 輸出については地域ごとの比率が件数比率でしか得られない。この図には「その他」, 「国際機関」は含まず。件数比率での日本の赤字205億ドル, 金額比率での赤字123億ドル。

出所: 拙書①84ページ, 通産省「輸出確認統計」, 「輸入報告統計」より作成。

投資があれば、海外諸国はその円資金でもって対日・円建貿易赤字を決済することができる。現実に日本の円建投資は一定額存在する¹⁸⁾。しかし、その額は日本の円建貿易黒字額には及ばない。また、通貨スワップにより海外諸国が取り入れた円資金は多くがドル等の外貨に転換されてしまい¹⁹⁾、円建貿易赤字の決済には使われない。海外諸国は、通貨スワップを考慮した日本の実質的な円建対外投資と円建貿易赤字の差額については、ドル等の外貨を円に換えて決済するほかない。そうすると、海外の銀行は円の売持になる。持高を解消するためには邦銀に対してドル売・円買を行なわなければならないが、邦銀がそれに応じるためには邦銀はドルの売持になっていなければならない。それは日本の経常収支が黒字でしかも円建で存在しているから、資本収支で生じていなければならない。日本は円をドル等の外貨に転換して対外投資(=「円投」, 円投入・外貨建対外投資)を行なっているのである²⁰⁾(第4図)。しかし、「円投」は円高になれば為替リスクが発生し減少する。そのためにさらなる円高が生じる(円高の「悪循環」)²¹⁾。円高が急激に発生していけば、通貨当局による為替介入が不可避となる。ドル準備が増加するが、もちろんこれは「債務決済」ではない。円建黒字をドルに換えての外貨準備であるから。

以上のような次第で、日本には、 $\text{円建} \cdot \text{経常黒字} = \text{円建} \cdot \text{対外投資} + \text{「円投」} + \text{外貨準備}$ 、という式が生まれることになる。さらに、日本の対外投資には海外で外貨を調達し、それを対外投資に当てる「外貨-外貨」投資がある²²⁾(もちろん、収支は均衡する)。この投資を加えると、日本の対外投資は3つのパターンになるのである。そこでこの式にこれを加えれば、 $\text{円建} \cdot \text{経常黒字} = a) \text{円建} \cdot \text{対外投資} + b) \text{「円投」} (\text{円を外貨に換えての投資}) + c) \text{「外貨-外貨」投資} (\text{収支はゼロ}) + d) \text{外貨準備}$ 、——式⑦ということになる。この式は日本の全世界に対

第4図 円建貿易黒字の大部分の決済



* 円高時の日銀による為替介入。

出所：拙書② 341 ページ，筆者作成。

するものであるが、アメリカに対する「広義の資本収支」赤字については、a) の円建・対米投資はほとんどないであろう。アメリカの円建貿易は少額の赤字であるが、それはドルを円に換えての決済になっているであろうからである。したがって、対米ファイナンスは、b) ~d) から構成されている。c) については、日本にとっては収支は均衡するが、日本の金融機関等がアメリカ以外の海外からもドル資金を調達し、そのドルをアメリカに投資するから対米ファイナンスになるのである。

日本の対米ファイナンスについて再度まとめれば以下ようになる。日本のファイナンスはいくつかの年を除けば民間資金が中心であり、前述のように日本の対米・ドル建経常黒字は、EUを除く「その他先進諸国」(オーストラリア、ニュージーランドなど)と中東の産油諸国へ支払われてしまい、日本のドル建経常収支は1980年末以降はいくつかの年を除けば少しの赤字になった。したがって、日本の対米ファイナンスはいわゆる「債務決済」はなく、1) 全世界から得られた円建経常黒字(アメリカからも少額の黒字)をドルに換えての対米投資(「円投」)、2) 西欧等のユーロダラー市場等も含め海外からドル資金を調達しそのドル資金の対米投資(「外貨-外貨」投資、この投資の主体は金融諸機関とりわけ銀行で、この額が増加したことからBISの自己資本比率規制導入の契機となった)、3) 円高の進展などで「円投」が少なくなり、それがさらなる円高の進展をもたらすことによる当局の為替市場介入、以上の3つのルートによる。

2) 中国の対米ファイナンス

以上、縷々述べてきた日本の対米ファイナンスに対して中国はどのような対米ファイナンスを行なっているのだろうか。中国は貿易における通貨区分を公表していないが、中国の貿易は、香港においてクロスボーダー人民元決済が認められる²³⁾2009年以前にはほとんどドル建で行なわれていると考えられる。しかも、中国は資本取引についての諸規制を継続しており、中国からの対外投資はきびしい管理の下におかれ、最近まで対外投資はほとんど行なわれず、逆に直接投資を中心に中国への投資があるから、中国の投資収支は2000年以後ずっと黒字である。したがって、中国の貿易収支黒字を主とする経常収支黒字はただちに外貨準備の増加となる。第5表に示されているように、経常収支黒字と投資収支黒字があいまって、2003年から外貨準備が急膨張していく。しかも、その外貨準備のほとんどすべてはドルであろう。第5表の経常黒字は全世界に対するものであるから、中国は対米経常黒字額以上の対米ファイナンスを行っている。

以上のことから、中国には次のような式が成り立つ。ドル建・経常収支黒字+資本収支の黒字=外貨(ドル)準備、である(もちろん、この式は対米だけでなく全世界に対するものである)。中国の貿易業者は銀行に対しドルを売り人民元を買うが、人民元を供給できるのは中国

第5表 中国の国際収支 (億ドル)

	2000	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	(2010)	2011	2012	2013
経常収支	205	459	687	1,341	2,327	3,540	4,124	2,611	3,054	(2,378)	1,361	2,154	1,828
投資収支	20	528	1,107	969	486	920	433	1,769	2,214	(2,822)	2,600	-360	3,232
外貨準備	-107	-1,166	-1,898	-2,510	-2,847	-4,607	-4,796	-4,005	-4,717	(-4,717)	-3,878	-966	-4,314

出所：IMF, *International Financial Statistics, Yearbook*, 2008, p. 220 (2000, 2003), Aug. 2011, p.334 (2004～2010年), Jan. 2015, p. 225 (2010～2013年) より。

の銀行だけである。また、資本収支黒字は大部分が直接投資であるからドル建ではなく人民元建であるが、直接投資等のために人民元を非居住者へ供給できるのはこれまた中国の銀行である。つまり、中国の銀行は、増大していくドル建経常黒字に加えて直接投資等のための人民元の供給のために、きわめて多額のドルの買持をもつことになる。中国の銀行に生まれるこの巨額の持高のために日常的に人民元高の「圧力」が存在するが、持高は中国の銀行間で解消することができない。当局による為替介入が不可避となる。しかも、経常黒字は貿易が中心であるから、当局の為替市場介入は日常的で大規模に実施されざるを得ない。つまり、中国の場合は、ドル建経常黒字がドル建の民間対米投資になって対米ファイナンスが進行する（これは民間資金の「債務決済」）のではなく、ドル準備の膨張による「債務決済」というパターンになる。

さて、中国が日常的に多額の為替介入を行なうということは、ドル準備増による米経常赤字のファイナンスがストレートになされるということである。前述のブラウン氏がいう完全な開放体制下における民間資金による「一般均衡」が生まれる（貯蓄・投資のバランスの形成）には時間がかかるが、中国の当局による為替市場介入は即時的にファイナンスが進むということである。再度、強調するために述べれば、黒字諸国と赤字諸国のあいだに民間資金の市場ベースの資本移動が行なわれて黒字諸国と赤字諸国のあいだの為替相場、諸金利の変動を経て「一般均衡」が生まれるには一定の時間がかかるのに対して、中国当局による持続的な為替市場介入は、ただちにアメリカの赤字をファイナンスすることになるとともにドル準備の増加額がアメリカの赤字額とほぼ等しくなりファイナンスは「完全」なものとなって安定する。

Ⅲ、中国の対米ファイナンスと2000年以降の米経常赤字の急膨張

1) 中国の国際収支構造と対米ファイナンス

日本の対米ファイナンスの主体は民間の対米投資であるが、その原資は円建経常黒字であり、その円をドルに換えての投資（＝「円投」）となる。したがって、何らかの要因によっていったん円高になると、為替リスクのために「円投」が伸び悩み対米ファイナンスが十分に進行せず、さらなる円高が発生し対米ファイナンスが滞る。資金移動の主体が民間資金であることが

ら、ブラウン氏がいう「一般均衡」の成立に時間がかかる上に、資金移動の原資が円建てで存在していることから「一般均衡」の成立は難しくなる。そのために、後追的に通貨当局の為替介入が常時にではなく断続的に実施され、ドル準備の増加が対米ファイナンスを進行させる。

このように、日本の対米ファイナンスではインバランスの均衡化に時間がかかるということに加えて、日本の為替介入が後追いで途切れ途切れで対米ファイナンスが不十分になりがちである。その場合、アメリカの金利は上昇気味となり、生産と消費の拡大にストップがかかり、経常赤字も減少気味になってくる。他方、日本では円高が生じ、生産と消費が抑制され経常黒字の増大が抑えられる。日米の双方で生産と消費が落ち込み、双方のインバランスの幅は縮小気味になっていくのである。

他方、前述のように中国の為替介入は日常的で継続的である。中国の場合は対アメリカだけでなく全世界に対するドル建経常黒字に加えて投資収支の黒字が、当局の日常的な為替介入によりドル準備となっていくのであるから対米ファイナンスは即時で「完全」なものになっていく。そのために、アメリカの経常収支赤字が増大していてもアメリカの金利上昇は生じず、生産と消費の持続的な拡大が進んでいき、さらなる経常赤字が続いていく。

中国当局の為替介入によるドル準備の膨張の経緯についてはやや詳細に知らなければならぬ。中国の強い対外投資規制のもとで、ほとんどの中国の銀行がドルの買持、中国の銀行全体では巨額の買持となるが、その解消のために外国の銀行は為替取引の相手となりえない²⁴⁾。中国の通貨当局（人民銀行）による為替市場介入によってのみ持高は解消されるのである。中国の銀行のドル売り相手は中国当局だけであるから介入相場は通貨当局の意図次第で決められる（その相場を基準に貿易業者等への為替相場も決まっていく）。したがって、当局の為替介入によりファイナンスが「完全」に進んだとしても、その介入相場はブラウン氏の言うような民間ベースの資金移動から形成される「均衡為替相場」にはなりえない。どの為替相場でもファイナンスが「完全」に進むのであるから。

それゆえ、米政府による中国の為替政策（人民元を割安で推移するように操作しているという）への批判は、批判が当たっていても中国への「圧力」にはなりにくい（それに対して、日本へは「円高圧力」をかけることにより日本当局の為替介入を誘導でき、米赤字のファイナンスを進めることになる）。しかも、中国は2005年までドル・ペッグ制を採用してきたが、中国のドル建経常黒字と投資収支黒字によって中国の銀行に発生したドルの買持は、ドル・ペッグ制のために「自動的に」為替介入が進んで米へのファイナンス（「債務決済」）は「完全」な形で進行していった。2005年以降の管理された人民元安での為替介入においても、ドル建経常黒字の全額に加えて投資収支の黒字がドル準備に転換されていくのであるから、米へのファイナンスが「完全」な形で進行していくこと自体には基本的には変わりがない。米へのファイナンスが「完全」であるから、アメリカ金利は低位なままになり、生産と消費の抑制は発生せず経

常収支赤字は継続していく。

一方、中国の為替介入は人民元安で進められるから、中国の輸出業者はより多額の人民元での輸出代金を回収でき、それを各層に配分することができる。その帰結は中国の消費、生産の拡大＝成長率の上昇につながることになり、ますます、中国の貯蓄・投資のインバランスを増大させていく。

2000年からの米経常赤字の急膨張と中国の経常黒字の急増大が対応していったのは、以上の中国の日常的で多額の為替介入＝対米ファイナンスの「完全」によるものである。日本の円建経常黒字が民間の対米投資になる環境のもとではこのような双方の急膨張は生じ得ないものであった。

2) 対米ファイナンスにおける日本と中国の違いとアメリカの国際収支構造

上述してきたことから、日本が対米ファイナンスに関与していた時期と中国が対米ファイナンスの中心になる時期とではアメリカの国際収支構造は異なっているはずである。対米ファイナンスにしめる外貨準備の比率が2000年代に入って高くなる。第6表を示そう。これは、日本が対米ファイナンスにおいて重要な役割を担っていた1980年代後半とその役割が大分低下した1997年、それに中国が対米ファイナンスの中心になってからの2006年（アメリカ経常赤

第6表 アメリカの国際収支

(億ドル)

	1985	1987	1997	2006
経常収支	-1,254	-1,671	-1,277	-8,026
貿易収支	-1,222	-1,596	-1,981	-8,395
サービス収支	45	114	911	802
投資収益収支	197	79	207	481
民間投資収支	1,097	1,159	2,010	2,838
直接投資	66	310	8	-17
対外投資	-134	-272	-1,048	-2,449
対米投資	200	582	1,056	2,432
証券投資	639	292	1,728	2,599
対外投資	-75	-53	-1,190	-3,651
対米投資	714	345	2,918	6,250
対外非子会社収支	-5	113	-53	635
銀行収支	397	444	79	-401
債権	-13	-421	-1,411	-5,021
債務	410	865	1,490	4,620
統計上の不一致	234	-44	-905	-47
在米外国公的資産	-20	477	190	4,879

出所：Survey of Current Business の各号より。

字が歴史上最大額になった年) のアメリカ国際収支を示している。

アメリカの経常赤字は 1983 年から増大していくが 1985 年は 1254 億ドルであり、そのファイナンスのほとんどは民間投資収支の黒字で行なわれ (経常赤字に対するその比率は 87%)、ドル準備 (= 在米外国公的資産) はまったくファイナンスの役割を果たしていない。これは、1985 年までドル高で推移し、「円投」「マルク投」などが対米証券投資の形態で進行したからである。それに対して 1987 年は 1980 年代でアメリカ経常赤字が最大になった年であるが、その年におけるファイナンスに占める民間投資収支黒字の比率が 69% に低下し、ドル準備が 477 億ドルに増大して経常赤字に対する比率は 29% になっている。他方、日本の外貨準備 (ほとんどがドル準備) は 392 億ドルになっており (第 1 表)、全世界のアメリカでのドル準備保有のうち 82% を占めるまでになっている。1985 年秋の「プラザ合意」以後、急激なドル安が進行して「円投」が大きく減少し日本の当局による多額の為替介入が行なわれているのである。

1997 年にはアメリカの経常収支赤字は 1987 年よりもやや少なくなり、民間投資収支黒字が経常赤字以上の額になっている。日本、西欧諸国の経常黒字の増大²⁵⁾のもと、アメリカ経済の好調と 1995 年の「協調的為替・金融政策」の実施²⁶⁾以後のドル高・高い米金利を受けて、円、西欧諸通貨のドルに換えての対米投資が増大していったのである。しかし、日本のネットでの対米投資は対米・経常黒字を下回って「完全」な対米ファイナンスを行なっているとはいえない (前述、第 2 表)。なお、中国は、まだ経常黒字が少額にとどまり (297 億ドル²⁷⁾)、対米ファイナンスにおいて重要な役割を果たすまでにはなっていない。

ところが、2006 年には最大の米経常赤字が記録され (8026 億ドル)、そのファイナンスの半分以上がドル準備 (4879 億ドル、61%) によるものとなっている (第 6 表)。他方、中国の経常黒字は 2327 億ドル、外貨準備は 2847 億ドル (第 5 表) となり、「在米外国公的資産」 (= ドル準備) の 58% にもなっている (中国のドル準備の一部はユーロダラー市場で保有されており、その部分はユーロダラー市場からの対米投資になる)。中国のドル準備が対米ファイナンスの大部分となっていることが改めて確認できよう。

しかし、先進諸国などの対米投資によるアメリカの民間資本収支の具体的有り様はアメリカの国際収支表からは十分に把握できない。円や西欧諸通貨をドルに換えての対米投資とドル建経常黒字をもっている諸国の民間資金による対米投資 = 「債務決済」の区分、アメリカのドル建対外投資の「代わり金」による対米投資 (「ドル・ドル」投資) などが国際収支表をみても把握できないからである。そこで、民間投資収支の内訳とドル準備を「概念的」に示そう²⁸⁾。

まず、民間投資収支の負債側である。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の「ドル残高」 (以下では A1 とする) が増加する。この一部は外貨に換えられる (この部分を m1 と示そう) が、他の大部分は非居住者によってそのまま種々のドル建対外投資に当てられてアメリカによる「債務決済」になる (民間資金の「債務決済」)。この「ドル残高」

が非居住者の国の通貨当局に売却されればドル準備となる（ドル準備による「債務決済」——以下ではA2とする）。「債務決済」は $(A1 - m1) + A2$ である。さて、ドル準備はアメリカにおいて大部分が保有されるが、一部はユーロダラー市場で保有される（前者をA2d, 後者をA2eとしよう）。両者ともにドル準備であるが、後者はアメリカ以外に所在する銀行のアメリカに所在する銀行への債権となり、アメリカの国際収支表では対外民間債務となって「在米外国公的資産」（＝ドル準備）には記録されない。ドル建経常黒字を保有しない諸国（日本、西欧諸国など）は円、マルク、ユーロ等の外貨をドルに換えて対米投資を行なう（これを以下ではb1としよう）。また、ドル建経常黒字を保有しない諸国は、円、マルク、ユーロ等の外貨をドルに換えてドル準備を保有する（これをb2としよう、ただしこのほとんどは日本のドル準備である）。これも一部はユーロダラー市場で保有されるから、 $b2 = b2d + b2e$ となる（アメリカ国内で保有されるドル準備がb2d, ユーロダラー市場で保有されるドル準備がb2e）。b2eはA2eと同様にアメリカの国際収支表では対外民間債務となる。

アメリカ投資収支の負債側にはさらに以下のものがある。1つはアメリカのドル建対外投資（aで示そう）の「代わり金」がある。その一部はドル以外の通貨に転換される（その部分をm2としよう）が、他の大部分はドル建であるかぎり何らかの形態（種々の対米投資ほど）でアメリカにとどまりアメリカの対外債務を形成する。負債側のもう1つは、アメリカの民間部門がドル以外の通貨で対外投資を行なうための外貨調達である（この外貨調達をcとしよう）。以上の民間投資収支の負債側は以下のようなになる。 $[(A1 - m1) + A2e + b1 + b2e + (a - m2) + c]$ 。これにドル準備を加える（＝「広義の資本収支」、現在の「金融収支」の負債側）と、 $[(A1 - m1) + A2e + b1 + b2e + (a - m2) + c] + (A2d + b2d)$ となる。

他方、アメリカ投資収支の資産側は、前述のドル建対外投資（a）に、外貨を調達したうえでの外貨建対外投資（c）、それにドルを外貨に換えて行う対外投資（dで示そう）の3つである。したがって、アメリカ投資収支の資産側は、 $a + c + d$ となる。したがって、「広義の資本収支」（＝現在の「金融収支」）は、 $[(A1 - m1) + A2e + b1 + b2e + (a - m2) + c] + (A2d + b2d) - (a + c + d) = (A1 + A2d + A2e) + (b1 + b2d + b2e) - (m1 + m2) - d$ となる。

この式の $(A1 + A2d + A2e)$ は、ドル建経常黒字を保有している諸国の対米ファイナンス＝「債務決済」部分であり（一部は漏れ、m1がある）、 $(b1 + b2d + b2e)$ はドル建経常黒字をもたない諸国の対米ファイナンスである。さらに、アメリカのドル建対外投資（a, 債権）とその「代わり金」（債務, $a - m2$ ）に注目する必要がある。今世紀に入って、投資収支の債権、債務の双方でその金額が大きくなっている（収支としてまとめられるとほとんど均衡してしまう）からである。

以上の「広義の資本収支」（＝現在の「金融収支」）の概念区分を把握したうえで、推定を行ないながら1997年と2006年のアメリカの国際収支の概算値を示したのが、第7表（拙書⑤83216（216）

第7表 1997年のアメリカ国際収支の概念的概算値 (億ドル)

(1) 経常収支 (SCB ライン 76)	-1,400
(2) 民間投資収支	2,500
①対米投資 (SCB ライン 63)	7,400
ア) 「債務決済」のうち民間債務部分 ($A_1 + A_2e$) 及び漏れ (m_1), $(A_1 + A_2e) - m_1$	1,000
イ) 米のドル建投資により発生する「代わり金」(a) と漏れ (m_2), $a - m_2$ $a = 3,300, m_2 = 1,000$	2,300
ウ) 外貨をドルに換えての対米投資 ($b_1 + b_2e$)	3,200
エ) 米による「外貨-外貨」投資のための外貨資金調達 (c)	900
②米の対外投資 (SCB ライン 50)	-4,900
ア) ドル建対外投資 (a)	-3,300
イ) 米による「外貨-外貨」投資 (c)	-900
ウ) 米によるドルを外貨に換えて対外投資 (d)	-700
(3) ドル準備 (= 在米外国公的資産, $A_2d + b_2d$, ライン 56)	200
(4) 米の公的準備資産など (ライン 41, 46)	0
(5) 統計上の不一致 (ライン 70)	-1,300

出所：拙書⑤83ページより、ただし、一部修正。S.C.B., July 2000をもとに筆者が作成。

第8表 2006年のアメリカ国際収支の概念的概算値 (億ドル)

(1) 経常収支 (SCB ライン 77)	-8,000
(2) 民間投資収支 = $(A_1 + A_2e) + b_1 - (m_1 + m_2) - d$	2,900
①対米投資 (SCB ライン 63)	
— $(A_1 - m_1) + A_2e + (a - m_2) + b_1 + b_2e + c$	15,800
ア) 「債務決済」に当てられる対米投資 ($A_1 + A_2e$), A_1 からの「漏れ」(m_1)を200とすると, $(A_1 + A_2e) - m_1$	3,000
イ) 米のドル建投資の「代わり金」(a)とそれからの「漏れ」, m_2 を400とすると $a - m_2$	9,600
ウ) EU・日本の外貨をドルに換えての対米投資 ($b_1 + b_2e$)	1,000
エ) 米による外貨の借入 (c)	2,200
②米の対外投資 (SCB ライン 50)	
— $a + c + d$	-12,900
ア) 米のドル建投資 (a)	-10,000
イ) ドルを外貨に換えての投資 (d)	-700
ウ) 外貨を借入れての対外投資 (c)	-2,200
(3) ドル準備 (在米外国公的資産, $A_2d + b_2d$, SCB ライン 56)	4,900
(4) デリバティブ (SCB ライン 70)	300
(5) 公的準備, その他 (SCB ライン 39, 41, 46)	40
(6) 統計上の不一致 (ライン 71)	-20

出所：同上、104ページより、ただし、一部修正。S.C.B., July 2009をもとに筆者が作成。

ページの表3-5, 一部数値を修正²⁹⁾)と第8表(この表は拙書⑤の104ページの表4-4から一部数値を修正³⁰⁾)である。1997年は日本, 西欧諸国が対米ファイナンスの中心で, 円, マルクなどの外貨をドルに換えての対米投資 ($b1+b2e$) が約 3200 億ドルと対米投資の中で最も大きい金額となっている。民間資金の「債務決済」($A1+A2e-m1$) はそれほど大きな額になっていない(約 1000 億ドル)。日本, 西欧以外の「その他先進諸国」のドル建経常黒字がそれほど小さくなく, 民間資金の「債務決済」はほとんどがイギリス, パナマを経由するオイルマネーであろう。さらに, 中国等の新興諸国のドル建経常黒字もまだこの時期には小さくなく³¹⁾, 対米ファイナンスの役割は低かったことからドル準備は 200 億ドルときわめて少ない額になっている。しかし, この時期においてもアメリカのドル建対外投資によって形成される「代わり金」($a-m2$) を利用した対米投資(ドル-ドル投資)が 2300 億ドルとかなり大きい金額になっている。

2006 年には 5 つの特徴がある。第 1 にドル準備の急膨張と第 2 にオイルマネーの巨額の流入である。前者は 5000 億ドル近くになり, 後者は 3000 億ドル近くにのぼっていよう³²⁾。第 3 の特徴はアメリカによる巨額のドル建対外投資 (a —1 兆ドル) と, それによって形成される「代わり金」を原資とする巨額の対米投資 ($a-m2$ —9600 億ドル) である。サブプライムローン問題の出現の前年である 2006 年には, ヨーロッパをはじめ先進諸国の金融機関がアメリカの金融機関からきわめて大きい額のドル資金を調達し, その資金を種々の米証券に投資していたのである(債権・債務の両建であるからほぼ均衡)。これは, 貯蓄・投資バランス論からは把握できない事象である。第 4, それに対して, 円・ユーロなどの外貨をドルに換えての対米投資 ($b1$) は 1997 年の 3200 億ドルから 1000 億ドル程度に減少している。第 5, オイルマネー以外にドル建黒字を保有しているアジア諸国などはドル準備を増大させたが, 民間資金の対米ファイナンス ($A1$ の一部) は 1997 年と同様にそれほど大きくはない。

IV, リーマンショック後のドル準備のリスクと中国の反応——まとめに代えて

小論の最後にリーマンショック後の日本と中国の巨額のドル準備保有に伴うリスクと対応について述べておこう。日本の当局は民間の対外投資(円建投資, 「円投」)の額が経常黒字額に及ばないことから生じている円高の進行時にドル買の介入を行うことから, 少ない円資金でドル準備を増加させることになる。為替介入の後, 円安・ドル高になっていくとドル準備の「評価益」は増大することになる。しかし, 例えば, 1ドル=100円の時期に介入され, 相場が一時的に落ち着いても, その後に 80円などと円高になっていけば, 過去に介入されて形成されたドル準備については「評価損」が生まれる³³⁾。しかし, ドル準備を円に現実に変換することはありえないとはいえ, 2013年以後のように日本の経常黒字が少額になり円高が発生しにくい状況, 円安になっていく状況では, 過去の円高時に介入されて形成されたドル準備高には多額

の「評価益」が生まれよう。

それに対して、中国当局は人民元上昇の「圧力」がある中でも人民元安の為替介入を行なうから多額の人民元を供給してきた。それが中国の成長を促したことは事実であるが、ドル・ペッグ制から離脱し管理された「変動相場制」へ移行した後に、ゆるやかであれ人民元高・ドル安になっていくと、中国当局のドル準備高には大きな「評価損」が発生していくことになる。そこで、中国はドル準備の多様な運用に迫られ、米国債だけでなく政府機関債、地方債などへの運用を行なうことになる。また、ドル運用のための政府機関（政府系ファンド、SWF）の設立を行なうようになる。しかし、運用には限界がある。リーマンショック時のように政府機関債、地方債での損失が大きくなると、中国の大量のドル準備保有は多額の損失を生むことになる。リーマンショック後に中国要人による現在の国際通貨制度への批判がなされたり、人民元貿易の拡大をめざす政策を打ち出すことになる³⁴⁾（実質的には香港との貿易にとどまるが）。さらに、豊富なドル準備を中国の世界戦略に用いようとして、アフリカ諸国、南アジア諸国への「援助」がなされることになる。アジア・インフラ投資銀行（AIIB）構想もその一環であろう³⁵⁾。

アジア・インフラ投資銀行構想が実現していけば、アジア開発銀行の運営と「存立」が問われ、世界銀行の運営にも大きな影響を与えよう。それらの国際機関はドル体制を支える機関として機能してきたのであるが、先進資本主義国の民間資金に主に依存していた対米ファイナンスが、中国をはじめ新興諸国によるドル準備を急増させる対米ファイナンスに移っていったことからドル体制を徐々に掘り崩していく契機が客観的には作り出されていったといえよう³⁶⁾。

（2015年3月30日脱稿）

注

- 1) 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、2000年、39～42ページ参照。筆者の次の拙稿も参照されたい。「経常収支、財政収支の基本的把握——「国民経済計算」視点の意義と限界——」『立命館国際研究』26巻2号、2013年10月。
- 2) I-S バランス論に依拠しながら、赤字諸国の赤字が「自動的」にファイナンスされるという議論については、拙書『現代国際通貨体制』第2章第2節、第3節を参照されたい。
- 3) これはいわば当たり前のことであろう。筆者は、拙書『現代国際通貨体制』の図3-1（62ページ）と表3-1（63ページ）において、世界全体の輸出と輸入が同額であるとしているが、経常収支の黒字、赤字でも同じである。また、例えば、日本の経常収支が均衡している（現在の日本に近い状況）とすれば、貯蓄>投資の都道府県と貯蓄<投資の都道府県があったとしても、日本全体では貯蓄=投資であるというのと同じであろう。一国の都道府県単位では、貯蓄>投資、あるいは貯蓄<投資であることは問題にならない。それが各国間になれば問題になる。「そこ」が問われなければならないが、I-S バランス論では「そこ」が問われないままである。世界では諸国家、諸国民経済、諸通貨の存在を前提にしなければならないのに一国ではそれらが問題にならないだけなのである。I-S バランス論の

恒等式とはそのようなものである。

- 4) 吉富勝氏は、アジア通貨危機を論じる際の「第1の視角は、国際金融論とバランスシート論を併せ持ったマクロ経済学的な視点である。とりわけ、国際収支勘定では、資本収支の運動が原因となって経常収支の変動という結果を作り出す・資本収支の運動→経常収支の変動という因果関係であって、通常考えられる経常収支の赤字→資本の流入という因果関係とは正反対である」(『アジア経済の真実』東洋経済新報社、2003年、12~13ページ)と述べられる。しかし、経常収支勘定を示す貯蓄・投資のバランスの式から「国際収支勘定では、資本収支の運動が原因となって経常収支の変動という結果を作り出す」とはいつもいえるわけでない。逆の場合もありうるのである。したがって、アジア通貨危機の際に「資本収支の運動が原因となって経常収支の変動という結果を作り出した」とするならば、それをもたらすなにか特別の諸要因が働いていたとしなければならず、それらの諸要因を探す作業が必要となる。その要因としては、1980年代の末から進められてきたアジア諸国における資本取引の諸規制の緩和が大きく関与しているし(拙書『円とドルの国際金融』第8章、第9章)、1995年の「協調的為替・金融政策」の転換がドル高・ドル金利高を生み出し、国際マネーフローの流れを改変させたという事情が重要であろう。アメリカ以外の先進諸国からアメリカへのマネーフローが進み、また、アメリカを含む先進諸国から新興諸国へのマネーフローが進む環境が作られたのである(同上拙書、第5章参照)。

もう1点、吉富氏が強調されるのは、ダブル・ミスマッチである。つまり、「満期上のミスマッチ」と「通貨上のミスマッチ」である(前掲吉富書、13ページ)。「アジア通貨危機が発生する以前、東アジア諸国をはじめとする新興国の多くは慢性的に経常収支が赤字で、資本流入が続いていた」(前掲、福田・照山による著書、391ページ)が、福田、照山両氏が言われる資本流入に、吉富氏が強調される2つのミスマッチがあるのであるが、これらのミスマッチは国際収支勘定=貯蓄・投資のバランスから導き出せるものではない。

- 5) ブラウン氏への筆者の批判の詳細は拙書『現代国際通貨体制』第2章第3節を参照。
- 6) リーマンショック時のアメリカの「自律性」については以下のように考えられるであろう。サブプライムローン問題、リーマンショックに至る経緯には、アメリカの消費拡大とそのファイナンスが容易であったという事情が背景にあった。ところが、リーマンショックによってアメリカの消費が減少し、経常赤字が減少したが、これらはアメリカ側の「自律性」である。リーマンショックを受けて中国は、財政規模を拡大して内需を拡大しようとした。その結果、中国の経常収支黒字は2009年から10年にかけて減少している。2009年のアメリカ経常赤字、中国の経常黒字のそれぞれの減少はアメリカに起因するものであるが、最終的には、2国の貯蓄・投資バランスは資本移動を通じて均衡している。つまり、いつ、どのような事態が起こっていても貯蓄・投資バランスは成立しているのである。
- 7) 後述するが、ドル・ペッグ制によるドル準備の増加は民間資金による米へのファイナンスよりもファイナンスはストレートである。そのもとでは、ドル建経常収支黒字=ドル準備となり、かえって「自律性」が失われる。米経常赤字のストレートなファイナンスを通じて米の消費を増大させ、中国などの対米輸出を増大させていく。さらに、2000年代に入って、アジア諸国がシンガポール・ドルを介して人民元相場に連動していった(拙書⑤の第10章参照)ことはアジア諸国の対米ファイナンスをストレート気味にして、アメリカの消費拡大とアジア諸国からの対米輸出の増大をもたらした。
- 8) したがって、I-Sバランス論に依拠しているかぎり、外国為替論、国際通貨論を展開することは不可能になってくる。なぜなら、I-Sバランス論では諸通貨で行われる諸取引の国際決済のありよう、銀行に形成される為替持高とその解消のための為替調整取引が問題にならず、したがって、為替媒介通

貨も解明されないままになる。R.I. マッキノンの『国際通貨・金融論』(日本経済新聞社, 1985年)の記者(鬼塚, 工藤, 河合)の次の言葉が興味を引く。「国際金融の多くの教科書や参考書は開放マクロ経済分析を中心にしているのに対して, 本書はこのようなアプローチを避け, むしろ外国為替市場を舞台とする主要な経済主体の諸活動と, この活動が国際金融や国際貿易の効率性に与える影響に焦点を合わせている」(323ページ)。

- 9) 上回る部分は「短期借・長期貸」の「外貨-外貨」投資である。これについては後述する。
- 10) 拙書⑤ 19ページの表1-10。
- 11) 同上。
- 12) 1997年の第4四半期には北海道殖産銀行, 山一証券, 三洋証券などの破綻を受け, 97年下半年には対外投資の状況が変わった(97年下半年の対米国際収支については, 拙書③の138ページ, 表5-9をみられたい)。
- 13) 2002年以外にも, 例えば1999年の第2四半期に行われた介入額は3兆392億円であったが, 介入が行なわれたのは, 6月10日, 14日, 18日, 21日であった。
- 14) 拙稿①の18ページの第1表, 拙稿②の22ページの第1表, 拙書③の34ページの表2-4, 280ページの表11-1, 282ページの表11-3, 拙書②の324ページの第11-3表, などを見られたい。
- 15) 拙稿①の18ページの第2表, 拙書①の83ページの表3-8, 拙書③の34ページの表2-5, 拙書②の334ページの第11-1図, などをみられたい。
- 16) このことをはじめて指摘したのは次の拙稿である。「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(拙稿①)。
- 17) 拙稿①の19ページの第3表, 第1図, 拙書③の35-36ページの図2-1~図2-3, 拙稿③の142ページの第4表など。
- 18) 拙書①の86ページの表3-9, 拙書②の323-324ページの第11-2表, 第11-4表, 拙稿③の161ページの第21表など。
- 19) 『国際金融』1989年4月15日, 64-65ページ。
- 20) 詳細は, 奥田, 横田, 神沢編『国際金融のすべて』法律文化社, 1999年, 第3章(とくに, 57-65ページ), 奥田, 神沢『現代国際金融第2版』法律文化社, 2010年, 第3章(とくに, 59-65ページ)参照。
- 21) 円安・ドル高時には逆のことが生じ, 「円投」が増大していく。「悪循環」については前掲『国際金融のすべて』61-65ページをみられたい。
- 22) 「外貨-外貨」投資は「短期借・長期貸」となっている部分が多く, 日本の経常黒字を上回る長期資本収支赤字の一部がそれに相当している(拙書『ドル体制と国際通貨』第3章, とくに77-82ページ参照)。
- 23) 拙稿「香港での人民元取引と対外的な人民元決済の限界」『立命館国際地域研究』第36号, 2012年10月, 参照。
- 24) 中国の貿易業者と中国への人民元建投資を行なおうとする投資家へ人民元を供給できるのは中国の銀行だけで, 外国の銀行はドル買・人民元売の為替取引には参加しようがない。
- 25) 日銀『日本経済を中心とする国際比較統計』1999年, 145ページ。
- 26) 詳しくは拙書『円とドルの国際金融』第5章参照。
- 27) 日銀, 前掲『国際比較統計』145ページ。
- 28) 詳細は拙書『現代国際通貨体制』日本経済評論社, 2012年, 第3章参照。
- 29) 小論の第7表ではではオイルマネーのアメリカへの還流をやや大きく, 外貨をドルに換えての対米投

資をやや少なくした。

- 30) 注 32) をみられたい。
- 31) 日本の経常収支黒字は 96 年に 658 億ドル, 97 年に 945 億ドル, 中国のそれは 72 億ドル, 297 億ドルである——日銀『日本経済を中心とする国際比較統計』1999 年, 145 ページ。
- 32) $(A1+A2e-m1)$ ——その大部分はオイルマネーのイギリス, パハマ・ケイマンを経由する対米ファイナンスと中国等のドル準備のユーロダラー市場での保有 ($A2e$) である。この $(A1+A2e-m1)$ は拙書⑤の表 4-4 では少額の推定になっていた。小論では第 8 表のように修正する。他方, EU・日本の外貨をドルに換えての対米投資 ($b1$) は大きく減退しているであろう (小論第 8 表のように修正)。それら地域の対米投資はほとんどが「ドル＝ドル」投資になっていると考えられるからである。
- 33) 日本の当局による為替介入に伴う「外国為替資金特別会計」の状況については代田純「日本銀行の為替介入と外国為替資金特別会計」『経済』2013 年 8 月号参照。
- 34) 拙稿「香港での人民元取引と対外的な人民元決済の限界」『立命館国際地域研究』第 36 号, 2012 年 10 月, 参照。
- 35) 1997 年の日本政府によるアジア通貨基金 (AMF) 構想, その後のチェンマイ・イニシアティブ時には考えられなかった事態である (これらについては拙書③の第 9 章, 拙書⑤の第 9 章参照)。
- 36) 中国の人民元を国際通貨, 基軸通貨に高めようとする構想にはまだまだ長い年月が必要であろう。香港での人民元取引は限定されたものでしかない (前掲拙稿「香港での人民元取引と対外的な人民元決済の限界」を参照されたい)。いくら中国の GDP が大きくなっていても, それだけで人民元の国際通貨化が進むものではない。「一国 2 制度」の香港は別にして, 諸外国と人民元建貿易が行われるためには以前の拙稿 (「現代国際通貨体制の分析と諸範疇の明確化」『立命館国際研究』25 卷 3 号, 2013 年 3 月, 53 ページ) で記したように, 外国の銀行が中国の銀行に口座設定ができ, 口座間の振替, 口座残高の補充 (短期資本取引の自由) ができなければならない (戦後直後のポンドを想起されたい)。人民元の国際通貨化には外国為替市場の整備と変動相場制への移行, 資本取引諸規制の撤廃, 短期・長期の金融市場の整備が必要であり, さらに, 諸市場を担っていく銀行マン, ディーラー等のソフト面の養成にはかなりの期間が必要である。この点, アジア・インフラ投資銀行の場合には, 構想実現がドル準備の利用であるから人民元の国際通貨化よりも容易であろう。

拙稿・拙書の一覧

- 拙稿① 「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 卷 1 号, 1989 年 5 月。
- 拙稿② 「日本の "Last Resort" としての役割と 3 つのジャパンマネー」同上, 3 卷 4 号, 1991 年 3 月。
- 拙稿③ 「ドル建貿易赤字, 投資収支黒字, 「その他投資」の増大」同上, 21 卷 3 号, 2009 年 3 月。
- 拙書① 『ドル体制と国際通貨』ミネルヴァ書房, 1996 年
- 拙書② 『ドル体制とユーロ, 円』日本経済評論社, 2002 年
- 拙書③ 『円とドルの国際金融』ミネルヴァ書房, 2007 年
- 拙書④ 『現代国際金融第 2 版』(奥田, 神澤編) 法律文化社, 2010 年
- 拙書⑤ 『現代国際通貨体制』日本経済評論社, 2012 年

(奥田 宏司, 立命館大学国際関係学部教授)

Differences between Japan and China in Financing U.S. Current Deficits

We can point out some differences between Japan and China in financing U.S. current deficits. In 1980s and 1990s, U.S. current deficits were mainly financed by Japan. But since 2000, these deficits have been mainly financed by China.

By analyzing the currency composition of Japanese foreign trade, we can establish that Japanese principal capital invested in the U.S. was in Yen not in dollars, and was private capital. On the other hand, Chinese principal capital invested in the U.S. is in dollars, and consists of current surplus and financial account surplus. The capital has been gained by interventions in the foreign exchange market. Because the U.S. deficits have been financed by Chinese official capital (dollar reserves), the financing assumes a direct and political character.

These differences explain the dimensions of global imbalances over approximately the last 30 years. The scale of global imbalances in the 1980s and 1990s between the U.S. and Japan was relatively small, but that of global imbalances since 2000 between the U.S. and China has been massive.

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

