

「変動相場制」下における経常収支赤字の 「ファイナンス」

中 西 市 郎*

Current Account Deficit "Financing" under the "Floating Exchange Rate System"

Ichiro NAKANISHI *

(1) はじめに

1973年に先進主要諸国が緊急避難的に移行することを余儀なくされたとはいえ、変動相場制のもとでは、経常収支の不均衡が自動的に調整されることにより赤字が解消されるところから、「国際流動性」の準備を必要としないと考えられたいた。したがって、固定相場制のばあいのように、対外準備の増減によって通貨・金融政策が規定されることなく、それぞれの国民経済に適合する独自の政策を打ち出すことができる、と期待されていたのである。

しかしながら、変動相場制への移行直後に発生した石油危機は、OPEC 諸国の経常収支の黒字と石油輸入国の赤字という、深刻な不均衡をひき起こした。その後、先進諸国間において、1970年代末から80年代にかけて、日本、西ドイツの黒字、アメリカ、イギリスの赤字と、経常収支に関して両極分解ともいうべき傾向が見られ¹⁾、さらに1982～3年以降のアメリカは、巨額の赤字を続けたのである。

かくて、約17年近く続いた変動相場制は、経験的に見て、期待通りには機能しなかった、というべきであろう。もとより、その原因のすべてが、変動相場制自体に内在するというのは酷である。石油危機のように、明らかに外生的な原因があり、かつ、現実の制度は「管理された変動相場制」であった。

それにしても、「ノン・システム」(non-system)ともいわれる変動相場制が、諸国における経常収支の不均衡をはらみながら今日まで存続してきたことは、とりも直さず、「経常収支の赤字」が「ファイナンス」されてきたことを物語っている。問題は「ファイナンス」の形態にあるのである。

1930年における変動相場制は、為替管理の強化、ブロック経済への分裂を誘発した。その原因のひとつとして、短期の国際資本移動が均衡攪乱的な作用を及ぼしたことがあげられよう。その苦い経験にもとづいて作成されたIMF協定は、経常取引の自由化、その一環として通貨の交換性回復を基本方針とする一方で、国際資本移動を規制する余地を認めていたのである。

*国際関係学科 (Department of International Relations)

1970年代以降今日まで存続してきた変動相場制は、為替管理の緩和、資本取引の自由化を促進し、ユーロカレンシー市場、ユーロ債市場を発展させた。このユーロ市場を通じる民間資本や公的準備の運用と調達こそ、現代の変動相場制のもとにおける「経常収支赤字のファイナンス」を特徴づけるものと思われるのである。

ここでは、まず、1970年代半ば以降に展開された、非産油発展途上諸国に対するユーロ銀行の貸付にともなう問題点を整理したうえで、論者によっては「国際流動性の変質」とよばれる事態について検討する。次いで、それとの対比において、1983年以降、経常収支の赤字と民間資本の流入を続けた結果として、いまや純債務国に転落した、基軸通貨国アメリカが直面する問題について考えることとしたい。

(2) 非産油発展途上諸国に対するユーロ銀行の貸付

1973年のOPEC諸国による石油価格の大幅引上げに端を発した「オイル・マネーの還流」は、1960年代末におけるアメリカの諸銀行のロンドン進出を契機として様相を一変しつつあったユーロカレンシー市場が、飛躍的に発展する契機となった。その後の経過を分析した研究は、わが国でも数多くあらわれている²⁾。ここでは、論旨の展開に必要な限りにおいて問題点を整理することとしたい。

まず、石油危機が発生したとき、日本をはじめとする先進諸国は、軒並みに為替相場下落に直面した。その当時、固定相場制を堅持し続けたとすれば、急騰した石油代金支払いの激増に伴う外貨準備の喪失により、深刻な不況に陥ったと思われる。それだけに、変動相場制に移行していたことは、為替相場の変動をクッションとして石油価格急騰の衝撃をやわらげ、それに対応する余裕を与えたのである。

怪我の功名ともいふべきこのような経過こそ、一時的、緊急避難的に行なわれたと見られる変動相場制が、IMF協定の第2次改正による容認を通じて、今日まで定着するにいたった契機となったのである。

ところで、1973年に変動相場制に移行したのは、先進諸国に限られていた。発展途上諸国の多くは、政治的、経済的に密接な関係をもつ主要国通貨、なかんずく基軸通貨国アメリカのドルに自国通貨を釘づけするものが多かった。ラテン・アメリカ諸国はもとより、アメリカを主要な輸出市場とする韓国、台湾をはじめとするアジア諸国の大半も、ドルを基準として為替相場を固定したのである³⁾。

石油危機に直面したとき、発展途上諸国は、直ちに為替相場制度に手をつけることなく、さりとて国内発展を第一義とする経済政策の旗印を降ろすこともしなかった。そのような対応を可能にしたものこそ、ユーロ銀行からの貸付であった。

1974年から76年の間、年平均421億ドルにのぼったオイル・マネーの大半は、主としてアメリカとユーロ・カレンシー市場の商業銀行に、短期預金として流入した。折しも、アメリカをはじ

めとする先進諸国の景気は停滞し、資金がだぶついて金利も低下していた。アメリカにつづいて西ドイツや日本の銀行のロンドン進出により激しい競争にさらされていたユーロ銀行は、有利な融資先を求めて、経済成長をつづけるラテン・アメリカやアジアの新興工業諸国に注目したのである。

ところで、これらの諸国が要請するのは中長期の融資であった。これに対して短期の預金として受け入れたユーロ・ダラーを運用しようとするアメリカの諸銀行の支店やイギリスの銀行は、自らが「幹事」となって「貸付シンジケート」を組織し、借手に関する情報に乏しく発展途上諸国に対する融資の経験をもたない内外の多くの銀行を参加させることにより、リスクの分散をはかった。

それと同時に、中・長期の貸付を行なうにしても、その期間中の金利を固定することなく、6ヵ月物の「ロンドン銀行間金利」(LIBOR)を基準とし、その上に、借手の信用状態に関する市場の格付を示す「スプレッド」(Spread)を加えたものを貸付金利としたのである。かくて、変動利付の回転信用とでもいうべきユーロ銀行による貸付は、融資期間を3～8年と定めていても、実は、6ヵ月ごとに金利だけではなく、元金の返済のために使用する通貨をも変更することができた。

第1表 非産油発展途上国の経常収支のファイナンス, 1973～86 (単位10億ドル)

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
経常収支赤字	11.3	37.0	46.3	32.6	36.9	56.8	61.7	77.0	112.6	102.9	59.4	37.9	38.2	36.7
準備資産の増減	-10.4	-2.7	1.6	-13.0	-10.7	-13.5	-21.5	-18.4	1.6	14.4	-9.5	-22.3	-11.2	-11.0
直接投資による純資金移動	4.2	5.3	5.3	5.0	6.0	7.9	10.1	9.4	14.0	12.8	9.9	9.1	9.9	11.0
非債務純資金移動	10.3	14.6	11.8	12.6	14.9	17.6	24.7	24.4	28.0	28.6	22.9	22.7	25.1	26.9
無償の純贈与	5.5	8.7	7.1	7.5	8.3	8.3	11.7	12.5	13.5	13.0	12.9	13.1	14.8	15.4
SDR 配分, その他	0.6	0.6	-0.6	0.1	0.6	1.4	2.9	2.5	0.5	2.9	0.1	0.5	0.5	0.5
純対外借入	11.4	25.1	32.9	33.0	45.5	62.5	65.7	97.9	120.1	97.7	65.7	46.9	33.3	32.0
純長期借入	11.7	18.1	27.1	28.0	27.3	51.1	60.9	63.4	88.0	65.1	65.7	54.0	59.8	32.5
公的部門より	4.9	6.8	11.7	10.5	13.8	16.2	18.1	24.1	27.1	30.4	29.3	29.5	28.5	24.4
民間部門より	6.8	11.3	15.4	17.5	13.5	34.9	42.8	39.3	60.9	34.7	36.4	24.5	31.3	8.1
銀行	6.5	10.3	14.2	15.3	8.1	27.7	29.7	23.9	32.8	21.4	38.0	23.0	31.3	8.0
その他	0.3	1.0	1.3	2.2	5.4	7.3	13.1	15.4	28.2	13.2	-1.5	1.5	-	0.1
準備と関連する信用ファシリティの利用	0.2	1.6	2.4	4.6	3.4	1.5	-0.8	4.2	8.9	19.2	17.3	3.7	-5.0	-2.6
IMF 信用の利用	0.1	1.5	2.1	3.2	-0.2	-0.4	0.2	1.5	6.0	7.0	11.0	5.3	1.8	-5.4
その他純短期借入 (誤差脱漏をふくむ)	-0.5	5.4	3.3	0.4	14.8	9.8	9.6	30.4	23.1	13.4	-17.3	-10.9	-21.4	2.1

[出所] IMF, World Economic Outlook 各号による

このようにして、短期借・長期貸にともなうリスクを回避するとともに、「借入国政府もしくは政府系機関、ないしは政府保証付の民間企業に対する融資」(sovereign loan)であったところから、倒産のおそれはないとされたのである。ポーランドをはじめとする東ヨーロッパの社会主

義諸国に対する融資も、この点に関しては同じように考えられていた。そして、借入国の側から見れば、1970年代の後半を通じて金利水準は低く、かつ、インフレーションの進行によるドルの減価により、債務返済の負担も、実質的に軽減するものと期待されていたのである。

かくて、第1表から明らかなように、非産油発展途上諸国の経常収支は、1973年以降、一貫して赤字をつづけ、とくに、1974～5年、1981～2年はそれぞれ第1次、第2次の石油危機を反映して急増した。それに対して、「直接投資による純資金移動」およびS D Rの配分をふくむ「非債務資金移動」は、年によって変化しているものの、横ばい、ないし減少傾向にある。それと同時に、前者は資源保有国、後者すなわち公的援助は相対的に貧しい国に集中的に供与されたことは、いうまでもない。他方、1981年までに「純対外借入」の増加がいちじるしく、その大半を占める「純長期借入」についても、「公的部門」に比べて「民間部門」からの借入、なかんずく、「銀行からの借入れ」が圧倒的な比重を占めていた。手続きがわずらわしく、制約も多い「IMF信用の利用」は敬遠されたのである。

第2表 東ヨーロッパ諸国および発展途上諸国に対する銀行の貸付額、1977～82 (単位10億ドル)

	1977年 12月	1978年 12月	1979年 12月	1980年 12月	1981年 12月	1982年 6月	1983年 12月
東ヨーロッパ諸国(ユーゴスラビアをふくむ)	40.2	53.7	64.4	70.1	71.4	63.9	63.1
発展途上諸国	127.7	174.2	235.6	279.6	326.7	343.5	362.7
7大債務国	69.5	89.7	128.0	165.8	201.2	215.4	223.9
アルゼンチン	4.9	6.7	13.4	19.9	24.8	25.3	25.7
ブラジル	25.0	31.7	38.6	45.7	52.5	55.3	60.5
チリー	1.6	2.9	4.9	7.3	10.5	11.8	11.6
メキシコ	20.3	23.3	30.9	42.5	57.1	64.4	62.9
フィリッピン	3.4	4.2	7.4	9.3	10.2	11.4	12.6
韓国	5.2	6.9	12.0	16.7	19.9	20.0	23.2
ベネズエラ	9.1	14.0	20.8	24.3	26.2	27.2	27.5
発展途上諸国合計に対する比率 (%)							
7大債務国	54.4	51.5	54.3	59.3	61.6	62.7	61.7
ブラジル	19.6	18.2	16.4	16.3	16.1	16.1	16.7
メキシコ	15.9	13.3	13.1	15.2	17.5	18.7	17.3

〔出所〕 “Managing Global Debt” A Staff Paper by Richard S. Dale and Richard P. Mattione, (The Brookings Institution) 1983. P.11

第2表は、1970年代に中心的役割を果たした銀行からの借入れが、いちじるしく偏って行なわれたことを示している。すなわち、上位7ヵ国で過半、ブラジル、メキシコの2国だけで1/3を占めていたのである。

さて、1980年代に入るとともに、第1次石油危機の直後に供与された融資の返済期限が到来した。折しも第2次石油危機につづいて深刻なスタグフレーションに陥っていたアメリカが、インフレ抑制のために金利を上げるとともに、自国産業を守ろうとして保護措置を講じ始めたこと

は、債務の返済に直面した発展途上諸国を苦境に追いこんだ。また、石油価格の暴落はメキシコのような石油輸出国を直撃したのである。

このように激変した環境のもとで、国民経済の近代化、工業化を急ぐあまり、強引な経済発展計画を遂行してきた債務国の元利返済能力に、深刻な疑念がもたれるようになった。それに加えて、それぞれの国の内外における政治的な困難が噴出したとき、1981年のポーランドを皮切りに、1982年のメキシコ、1983年にはブラジル、アルゼンチン、フィリピンと、危機的な状況が一挙に表面化したのである。

第3表 発展途上国：経常収支不均衡のファイナンス（推計）¹

項目	債務途上国 ²		内訳					
			燃料輸出国		工業製品輸出国		一次産品輸出国	
	1987	1988	1987	1988	1987	1988	1987	1988
	10億米ドル							
経常収支	-33	-43	-4	-14	-7	-6	-17	-17
外国資産の増減 (マイナス符号は増加)	-16	-1	-12	6	-9	-7	2	-1
公的準備	-12	7	-8	12	-8	-5	2	-1
その他資産	-4	-8	-4	-6	-1	-2	0	1
対外ファイナンス ³	49	44	16	8	17	13	15	17
公的債権者からの借入	37	26	11	7	12	6	14	8
民間債権者からの借入 ⁴	3	8	0	-4	9	3	-1	7
うちB I S 報告銀行の 債権の増減 ⁵	-1	-4	-1	-5	3	5	-1	-2
IMF 信用	-3	-3	1	0	-2	-2	0	0
その他流入（ネット）	12	14	4	5	-2	6	2	2
直接投資	9	14	4	4	3	6	1	2
その他	3	0	0	1	-5	0	1	0

1. 四捨五入の結果、総額は必ずしも合計と一致しない。経常収支受取が上記サブグループのなかに分類できない発展途上国の対外ファイナンスは表のなかに含まない。 2. 債権者ポジションにあるアジア NIES および主要中東燃料輸出国を除く。 3. 経常収支と外国資産の増減を合計し、符号を逆にしたものに等しい。 4. 未払い利息を除く。 5. オフショアセンターに対する銀行融資を除く。

資料：IMF. World Economic Outlook, および BIS. International Banking and Financial Market Developments.

〔出所〕 Bank For International Settlements 59th Annual Report, 東京銀行調査部訳「国際金融レポート'89」P.100 表3-13

このような発展途上諸国の債務返済困難を契機として、貸付銀行が取立不能に陥るならば、国際金融恐慌を誘発しないとも限らない。ここにおいて、発展途上諸国の対外債務累積問題が、メ

キシコ危機いらい、先進諸国の緊急の関心事となったのである。

その後、今日にいたるまで、政府間借款については、いわゆる「パリ・クラブ」における「リスケジュールング」(rescheduling)交渉により、元本返済くりのべ、ならびに返済条件の緩和が協議されてきた。そして、これにオブザーバーとして参加したIMFスタッフが、返済計画の立案に参画し、「IMFのコンディショナリティ」(conditionality)が合意成立の前提条件となっているのである。

民間資本の貸付については、債務者が事実上当該国政府である限り、民間銀行が政府の行動を制約するわけにはいかない。そこで、パリ・クラブにならって、当該債務国政府がIMFスタッフとの協議を通じて経済安定計画を作成し、その実行をIMFの監視下におくことを前提条件として、民間銀行もまた、元本返済のくりのべや、金利返済のための新規融資に応じたのである。

その後、今日にいたるのまで、ペーカー提案やブレイディ構想を生みながらも、およそ解決からは程遠い状況にあることは周知のとおりである。ここでは、第3表によって、最近における発展途上諸国の「経常収支赤字のファイナンス」の問題点を示すにとどめよう⁴⁾。

まず、1988年の経常収支赤字による資金の流出が100億ドル増加する一方、対外ファイナンスによる資金調達額は50億ドル減少した。調達総額の中には110億ドルと推計される巨額の新規支払いの遅延分が含まれていたことを考慮すれば、対外資金調達額の減少は由々しいことといわねばならない。その中、多くの中所得国に対する2国間信用、もしくは国際開発金融機関によって供与される信用が、大幅に圧縮されるとともに、BIS報告銀行の債枚の削減が加速されていることに注目すべきであろう。かくて、経常収支の改善や銀行貸付の復活は望むべくもなく、資本の国外逃避さえ跡を断たないとすれば、国によって程度の差こそあるものの、非産油発展途上諸国が直面する困難はますます深刻になっている、といわねばならないのである。

(3) 「国際流動性ディレンマ」論の限界と国際流動性概念の「変質」

さて、「対外債務の決済能力」と規定される「国際流動性」は、金、準備通貨、IMF準備ポジション、およびSDRより構成される。その主力を占めるのが準備通貨、それも最近までは圧倒的に合衆国・ドルであり、アメリカが国際収支の赤字を通じて各国に供給してきたのである。

外国公的通貨当局が保有するドルに限るとはいえ、金1オンス=35ドルの「公定価格」で金との交換性を保証されていた合衆国・ドルを基準として、各国通貨の平価が設定され、その上下1%の範囲内に為替相場を固定することを定めたIMF体制のもとでは、アメリカの国際収支赤字を通じるドルの供給が少なければ、世界はデフレーションに陥ることが懸念される一方、ドルの供給が累積して金との交換性に疑念が生じるならば、ドルの信認がゆらぐことになる。R.トリフィンがいち早く指摘した「流動性ディレンマ」がこれである。

1971年8月15日の金・ドル交換停止以降においても、ドルは国際通貨としての機能を果たし、しかも金交換による制約を懸念することなく、国際収支の赤字=俗にいうドルのたれ流しをつづ

けた。これに対し、主要諸国が、スミソニアン協定で定められたセントラル・レートを維持するための市場介入を拒否したことが、とりも直さず変動相場制への移行にはかならない。

さて、前節で見たように、1970年代半ばごろから、非産油発展途上諸国に対して、ユーロ銀行を通じて貸付が行なわれたことは、経常収支赤字の新しいファイナンス形態を生んだ、といわれる。そこから、「国際流動性」概念の拡張、ないし「変質」が指摘されるようになったことに注意したい。

1983年末から84年初にかけて、先進10ヵ国(G10)の蔵相代理会議において、国際通貨制度改革を論じる際の資料として、「国際決済銀行」が提出した資料「準備と国際流動性」“Reserves and International Liquidity”(BIS Economic Paper, No.22, June 1988)は、次のようにいう。「通貨制度全体、もしくは特定グループの諸国について、国際流動性の進化を考えるばあい、この論文で先にあげた『準備』(reserve)(傍点中西)は、国際流動性の重要な要因であることに間違いはないにしても、なお要因のひとつにすぎない。一国の「総国際流動性」(*gross international liquidity*)とは、対外決済赤字をファイナンスするために、現実的もしくは潜在的に利用することのできる、すべての源泉より成る。その中、現実的なものとして、もっとも広い意義にとったばあいの各国の総国際流動性は、公的通貨準備(*official monetary reserves*)に加えて、民間セクターが保有する流動的、もしくは動員可能な対外資産、すなわち、民間保有の外国通貨および、他国に対する短期の貿易関連債務を含む。また、潜在的な国際流動性は国際的に信用を受ける能力(*international creditworthiness*)の函数であり、IMFにおける条件つき信用便宜(*conditional credit facilities*)と、国際銀行や債券市場における借入可能性(*borrowing potential in the international banking and bond markets*)を含む⁵⁾と規定しているのである。

かくて、アメリカの国際収支赤字によって供給される「ストック」としての国際流動性とならんで、ユーロ市場における借入能力が国際流動性として機能する限りにおいて「『流動性ディレンマ論』を無効にする状況が出現した⁶⁾」ということができよう。とくに、次節で見るように、諸外国の公的保有ドルがユーロ銀行に預託されるならば、諸外国にとっては公的準備の運用形態にすぎないとしても、アメリカから見れば、ユーロ銀行に対する民間債務となる。そして、このユーロ預金を他の公的通貨当局が借入れるならば、それはアメリカの国際収支によって創出されたものではない公的保有ドル、したがって、アメリカの債務ではない公的保有ドルが増加するわけである。

このように、ユーロ銀行の仲介を通じて、外国通貨当局との間でドル資金が循環するならば、総国際流動性は増加する。しかし、一国にとっての「純国際流動性」(*net international liquidity*)を計算するばあいには、バランス・シートの反対側に存在する短期債務を控除しなければならないから、増加は見られない。すなわち、純国際流動性は、狭義の対外決済能力、すなわち、従来の対外公的準備と一致するわけである。

非産油発展途上国のばあい、借入主体は政府自身、もしくは政府関連機関であり、借入れた外貨の大半は、実質的に経常収支の赤字のファイナンスに当てられたものと思われる。そこから広

義の国際流動性概念が生まれ、国際流動性の「変質」が主張されるにいたった事情を理解することはできる。

しかしながら、ユーロ銀行の貸付は資金の又貸しであり、リスク回避のための手段を講じているとはいえ、リスクそのものを解消させるものではない。果たせるかな、1982年のメキシコ危機いらい、ラテン・アメリカ諸国に対する自発的な新規貸付は、ほとんど停止された。それ以来、「大雑把にいえば、銀行は、諸国を2つのグループに分類するようになっている。すなわち、自発的に新規の貸付を行なう用意のある諸国と、IMFの条件付信用によって支持される国内調整計画との関連においてのみ貸付ける諸国との区別がこれである。第一のグループにふくまれるのは、先進工業諸国、石油輸出国の中のロー・アブソーバー (low-absorbing oil-exporting countries) およびアジアの非産油発展途上国の中の大半の諸国である。第二のグループには、ラテン・アメリカ諸国と東ヨーロッパのほとんどの国が含まれ、これら諸国に対する自発的な銀行貸付は、実質的には枯渇してしまっているのである⁷⁾。」

そして、次節で見るように、1980年代に入ると、巨額の経常収支赤字を累積しているアメリカが、民間資本を大きく引きつけている。「その結果、もっとも豊かな国の一つが、国際経済における第一の債務国になりつつあったが、これは、多くの労働力を抱えて資本が不足している国、すなわち発展途上国に資本が流れるとする古典派モデルとは、まったく対照的である⁸⁾」と指摘されていることに注目したいのである。

(4) アメリカの経常収支赤字の「ファイナンス」

2期8年にわたったレーガン政権が、国内的にはインフレーションの鎮静化、失業率の減少などの成果をあげたものの、「双児の赤字」とよばれる財政赤字、および経常収支赤字を残したことは、周知のとおりである。

第4表 アメリカの経常収支差額 (単位10億ドル)

	1980	1983	1985	1987	1988
経常収支差額	1.8	-46.3	-115.1	-154.0	-135.3
商品貿易収支	-25.5	-67.1	-122.1	-160.3	-126.5
純投資収益	30.4	24.9	25.9	20.4	2.6
トランスファー、その他サービス	-3.0	-4.0	-18.9	-14.1	-11.4
備考 アメリカの純対外資産ポジション	106.3	89.4	-110.7	-368.2	-487.1
GNPに占める比率	3.9	2.6	-2.8	-8.1	-9.9

〔出所〕FRBNY Quarterly Review/Winter-Spring 1989 P.17

第4表は、早くから貿易収支が赤字に転化していたにもかかわらず、レーガン大統領就任直前の1980年には、純投資収益の黒字がこれは上回り、経常収支がわずかに黒字を保っていたことを示している。

しかしながら、1982年ごろまでは300億ドル前後にとどまっていた貿易収支赤字が、1983年以降、飛躍的に増加した。その反面、純投資収益は、直接投資収益収支が1979年をピークとして減少するとともに、前節で見たように、1982～3年の債務累積問題の表面化を契機として、アメリカの銀行に対する海外からの利払いが激減したため、黒字幅が縮少している。その結果、アメリカの純対外資産ポジションは、1985年を契機としてマイナスに転じ、純債務国に転落したのである。

第5表 アメリカの対外赤字の源泉(対GNP比)

	1973-79 (平均)	1981	1986	1988
総国民貯蓄	17.1	17.1	12.6	13.2
民間家計	5.6	5.2	3.1	3.0
民間企業	12.4	12.8	13.0	12.0
政府黒字	-0.9	-1.0	-3.5	-1.8
総国内投資	16.8	16.9	15.8	15.8
備考				
経常収支差額の対GNP比	0.1	0.2	-3.3	-2.7

〔出所〕FRBNY Quarterly Review/Winter-Spring 1989 P.6

このような変化を生んだマクロ経済的説明については、アメリカの内外において見解の相違はほとんどない。すなわち、第5表の示すように、「対外赤字は国内支出と国民所得の間、ならびに国民貯蓄と投資との間のマクロ経済的不均衡の反映である⁹⁾」という点ではほぼ一致しているのである。

第6表 アメリカの経常収支赤字の直接ファイナンス(単位10億ドル)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988
純資本流入計	35.1	80.3	97.3	123.3	135.5	118.9
純公的流入	-0.4	-5.5	-7.9	33.8	55.3	39.1
純民間流入	35.4	85.8	105.1	89.4	80.2	79.7
直接投資	11.6	22.5	1.0	6.3	-2.5	21.8
証券	10.1	30.8	63.9	70.5	30.2	39.4
アメリカの非銀行企業	-6.6	9.7	0.6	-7.1	5.3	-2.9
アメリカの銀行	20.4	22.7	39.7	19.8	47.2	21.4
備考						
アメリカの経常収支差額	-46.2	-107.1	-115.1	-138.8	-154.0	-135.3
外国銀行からアメリカへの純流入	-15.7	36.2	27.7	15.4	27.4	-

〔出所〕FRBNY Quarterly Review/Winter-Spring 1989 P.35

第6表は、アメリカの経常収支赤字が、外国からの純民間資本流入によって大きくカバーされたことを示している。公的資本の純流入が、1985年をピークとする民間資本の増減に対応して、逆の動きを示していることは、あらかじめ記憶されるべきであろう。

民間資本の中、直接投資の収支差額は他の項目に比べて少いものの、アメリカの対外投資、諸

外国の対アメリカ投資の変動は激しいものがある。前者について注目すべきことは、ドル減価の結果として在外子会社の外貨建資産の再評価益が出たばあい、統計処理上、それは海外投資収益として、経常勘定の受取項目に計上された後、同一金額が資本勘定において流出したものと記録されることである。したがって、実質的な意味をもつ対外資本流出は相対的に縮小していることに注意すべきであろう。その反面、諸外国企業による対アメリカ直接投資は、貿易摩擦の回避とともに、ドル安を利用してアメリカ市場への進出をはかったことを示しているのである。

さて、前節で見たように、1970年代における民間資本移動の主流は、産油国の過剰資金をユーロ銀行の仲介によって赤字国、とくに新興工業諸国へ又貸しすることであった。これに反して、1980年代は、赤字国アメリカに対して、日本、西ドイツをはじめとする黒字国から、「証券投資形態」で流入する民間資本が、銀行資金の流入を大きく上回っているのである。

第7表 アメリカの経常収支赤字のファイナンス、地域別（単位10億ドル）

	1983	1984	1985	1986	1987	1988
純資本流入先						
日本	3.4	17.7	25.4	24.1	21.0	39.5
公的	-12.1	-5.2	-18.3	1.7	10.1	-
民間	15.5	22.8	43.7	22.3	10.8	-
直接投資	0.4	4.7	2.2	5.3	3.5	-
証券	2.1	7.5	21.6	18.8	14.2	-
アメリカ銀行	13.0	10.4	19.2	-1.8	-8.5	-
ヨーロッパ大陸	7.9	16.4	0.5	7.0	30.2	-7.2
公的	0.5	-1.1	-0.7	-1.6	1.8	-
民間	7.4	17.6	1.2	8.6	28.4	-
イギリス	17.0	15.9	32.3	44.2	65.1	20.2
公的	-2.4	-5.9	3.0	-4.1	-2.5	-
民間	19.4	21.9	29.3	48.3	67.6	-
世界のその他諸国	6.8	30.3	39.1	47.9	19.2	64.0
公的	13.7	6.7	8.1	37.7	45.8	-
民間	-6.9	23.5	31.0	10.2	-26.6	-
備考 地域別経常収支						
日本	20.4	34.8	49.2	85.4	87.0	78.6
ヨーロッパ大陸 [§]	4.2	13.9	22.5	50.4	46.5	-
フランス	-4.4	-0.8	0.0	3.0	-4.1	-4.2
ドイツ	5.0	9.6	16.7	39.7	44.7	48.1
イギリス	5.7	2.7	4.2	0.2	-2.8	-25.4

(注) § ベルギー、フランス、ドイツ、イタリア、ルクセンブルグ、オランダおよび特定のヨーロッパ諸機関を含む

〔出所〕 FRBNY Quarterly Review/Winter-Spring 1989 P.37

第7表から、アメリカに対する資本流出国として、日本が重要な地位を占めていることが看取

される。すなわち、日本は、1980年12月1日に外国為替管理法を全面的に改訂するとともに、「外資法」の内容を整理統合することにより、新しい「外国為替および外国貿易管理法」を施行し、対外資本取引が基本的に自由となった。さらに、国内における国債発行の減少、金利の低下によって有利な長期投資機会が狭まる一方、銀行預金に対する優遇措置の廃止や老齢年金基金の蓄積が進行するにつれて、生命保険会社や信託銀行をはじめとする日本の機関投資家にとって、高利廻りで流動性の高いドル建債券が絶好の投資対象としてと選好されたのである。

ところで、第7表から興味深いことは、対アメリカ経常収支の黒字幅において、日本とは比較にならないほど少く、1987年、88年には赤字に転じているイギリスがアメリカ向けの民間資本流出において、ほぼ40%を占めているという事実である。このことは、日本、西ドイツ、韓国、台湾などの黒字国の資金の中、アメリカへ直接に流入する割合は少く、その多くは、ヨーロッパ、とくにロンドン経由で行なわれていることを物語っている。日本のばあい、直接アメリカに流出する金額は総額の1/4にすぎず、残りの大半はロンドンのユーロ市場経由で行なわれているのである。

このことは、規制から自由なユーロ市場で借りてアメリカに投資することにより、利鞘を稼ぐとともに、ドル債の減価に対するヘッジとして利用していることを物語るとも云われている。

第8表 日本の主要な機関投資家の外債保有（各年末保有額）

	機 関 投 資 家				
	民間銀行	合計	生命保険	信託銀行	投資信託
単位兆円					
1983	2.7	5.7	2.9	0.9	0.2
1985	7.3	14.1	4.8	3.5	1.6
1987	10.6	29.4	10.3	7.9	4.1
1988	11.1	33.6	12.1	8.3	4.8
総資産中に占める比率					
1983	0.9	—	7.7	2.0	1.7
1985	2.0	—	9.3	5.4	8.3
1987	2.2	—	13.7	7.9	9.2
1988	2.1	—	14.1	7.2	9.1
備考 1988年の外債保有					
単位10億ドル	86.7	262.5	94.5	64.8	37.5
証券保有総額中に占める比率	86.7	262.5	94.5	64.8	37.5

〔出所〕FRBNY Quarterly Review/Winter-Spring 1989 P.39

第8表は、日本の機関投資家による外債保有の急増を端的に示している。それと同時に、これらの日本企業によるアメリカ向け証券投資であっても、それが、アメリカの現地法人や在ロンドン支店を経由して行なわれる分については、アメリカの統計処理上の「属地主義の原則」にもとづいて、日本からの投資としては取扱われないことに注意すべきである。第7表の地域別分類が、

最終投資家の国籍を必ずしも正確に反映していないことは、イギリスの例に徴して明らかである。日本のアメリカ向け証券投資の3/4が第三国経由であり、その限りにおいて当該国からの対アメリカ投資として記録されるということは、とりも直さず、日本からの民間投資がアメリカの経常収支を相殺する上で果している役割を、過少評価するものといわねばならないのである。

第9表アメリカの経常収支と外国為替準備の推定変動額¹

(評価による影響は除く)

項目	1983	1984	1985	1986	1987	1988
	10億米ドル					
アメリカの経常収支赤字	-46.3	107.1	115.1	138.3	154.0	135.3
アメリカの金を除く準備資産の変化 うち、 外国為替準備	-0.2	1.2	8.3	5.4	-2.7	2.0
アメリカを除く諸国の外国為替準備 の変化 ² うち、 アメリカで保有される公的資産 ³	-3.9	1.1	4.5	1.1	-8.6	5.6
アメリカを除く諸国の外国為替準備 の変化 ² うち、 アメリカ以外で保有されるドル 準備 ⁴	8.3	32.0	11.7	31.4	166.9	34.7
非ドル準備 ⁵	5.3	2.4	-2.0	33.5	45.0	39.0
分類不明 ⁶	-0.6	9.8	-4.7	-1.2	21.9	-8.9
	1.6	16.1	2.3	-15.0	38.7	48.0
	2.0	3.7	16.1	14.1	61.3	-43.4

1. 各年末の為替相場で計算した変化。 2. ECU に対するドルのスワップを含む。 3. アメリカの国際収支統計ベース。 4. BIS 報告のユーロ銀行における公的金融当局の預金。中国によるこれら銀行におけるすべての預金を含む。 5. IMF, BIS 資料による携定額。 6. アメリカを除く諸国の外貨準備合計増加額－アメリカを除く諸国の非ドル外貨準備増加額－アメリカ以外で保有されるドル準備の増加額－アメリカで保有されるドル準備の増加額（アメリカの国際収支統計ベース）。

[出所] 国際金融レポート'88, 同'89

さて、第9表の示すように、アメリカの経常収支の赤字と、「アメリカを除く諸国の外国為替準備の変化」との間には、1987年を除いて、大きなへだたりがある。このギャップを説明するものが、これまでに見たアメリカへの民間資本流入であることはいうまでもない。

ただし、政府ないし政府関係機関が借入主体となり、商業銀行からの融資の大半を経常収支赤字の「ファイナンス」にあてた発展途上諸国と、アメリカのばあいとは異なる。アメリカに対する諸外国の民間投資は、高利廻りと直ちに換金しようという意味での「流動性」の観点から、最適の投資物件として資本が自発的に選択して行なうものである。それは経常収支赤字のファイナンスそれ自体を目的とするものではなく、結果として相殺するにすぎないのである。したがって、このことを、1970年代における非産油途上諸国の経常収支赤字の「ファイナンス」と同一視し、国際流動性概念の変質をいうのは行きすぎというべきであろう。

さて、基軸通貨国アメリカのばあい、IMFの増資や配分、金価格の変化を除けば、自らが介

入操作を行なわない限り、アメリカの準備、とくにその外貨準備は変化しない。したがって、大雑把に言えば、アメリカの経常収支赤字と純民間資本流入との相殺残高が、「アメリカを除く諸国の外国為替準備の変化」に反映されるはずである。第6表の示すように、アメリカへの純民間資本流入が経常収支赤字を大きく相殺した1983～85年の間は、純公的資本流入はマイナスを示している。民間資本流入の増加を一因とするドル高に対し、自国通貨の甚しい減価を嫌う諸国の通貨当局が「ドル買介入」に出たことを物語るものであろう。

ところで、1985年9月のプラザ合意いらい、ドルは一転して減価の方向に向った。その結果、為替差損を蒙った諸外国の投資家は、第6表の示すように、アメリカ向け民間投資、とくに証券投資を、1987年に大きく鈍化させた。第7表から、日本の証券投資が1986年から停滞してはじめていることを看取することができよう。

ここにおいて、ドルの過度の下落を防止するため、公的通貨当局がドル買介入行なった。1987年にアメリカの保有する「外国為替準備」が86億ドルの減少を示していることは、アメリカ自身によって、70年代後半いらいはじめて、「自国通貨を支えるための本格的な介入」が行なわれた結果である。しかしながら、ドル買介入の主力は外国の中央銀行であった。1986年、87年と諸外国の外国為替準備が急増するとともに、その中、「アメリカで保有されている公的資産」が、1986年には335億ドル、87年には450億ドル、そして88年には390億ドルとそれぞれ増加しているのである。

興味深いことは、まず、「アメリカ以外で保有されるドル準備」、すなわち「BIS報告ユーロ銀行における公的金融当局の預金」が、1987年には219億ドル増加、しかし88年には89億ドル減少していることである。これは諸外国の公的資金のユーロ・ドル市場における「運用」を示すものである。したがって、当該国にとっては、アメリカでの保有からユーロ銀行預金に形態を変えただけで、公的資金であることには変りはない。しかしながら、アメリカにとっては、既述のように、外国に対する公的債務が、ユーロ銀行に対する民間債務に転化したことになるのである。

さらに注目すべきことは、「分類不明項目」が、1987年には613億ドルの増、しかし、1988年には434億ドルの減、したがってと、この間に1,050億ドルにのぼる逆転現象を示していることである。この点について、「国際金融レポート'88」は、1987年に「外国中央銀行は、ドル資産の増加のかなりの部分について自国の銀行・証券会社を經由してアメリカに還流させた。(中略)もうひとつの形を変えた外国公的資本のアメリカ流入は、アメリカの民間部門によってユーロ市場で発行された外債に対する投資であった」¹⁰⁾と説明している。そして両者はともに「外国公的部門に対する債務増加」としては記録されず、「分類不明項目」に含まれると述べているのである。

「国際金融レポート'89」は、1988年に、「海外の銀行や証券会社経由でアメリカには確認できない巨額の公的資金」の流れが大幅に逆転したこと、ならびに、「ユーロドル市場からの確認できない公的預金の引き揚げとユーロドル証券の公的売却¹¹⁾」が行なわれたことを指摘している。

このように見るならば、諸外国の公的準備の中の相当部分が、ユーロ市場における自律的な運用を通じて、アメリカへ還流しているということができよう。

(5) アメリカの当面する問題

すでに見たように、アメリカの経常収支赤字が、公私両面にわたる過剰支出、ないしは過少貯蓄に由来すること、それをユーロ市場経由で行なわれる諸外国からの資本流入によってカバーしてきたことは、周知のとおりである。問題は、このような事態をそのまま存続させることができるか否か。放置できないとすれば、何をなすべきであるか。このように問うことは、ひとりアメリカだけの問題ではなく、その影響は、全世界に及ぶといってとも過言ではないのである。

このばあい、ユーロ市場の存在が、ドル保有者にとって有利な運用・調達を提供することによって、経常収支の赤字を続けるアメリカを、直接、間接に助ける結果となっていることを、改めて想起したい。すなわち、日本の民間資本、とくに機関投資家は、その資金の3/4をユーロ債市場経由でドル建債券に投資している。また、日本をふくむ諸外国の公的資金もユーロ銀行預金に姿を変えた後、アメリカの公社債の購入を通じてアメリカへ還流のしていることは、既述のとおりである。そして、民間資本の流入が停滞した1986、87年には、ドルの買支えを通じて公的資本が流入し、主として短期財務省証券の購入に当てられているのである。

このような状況のもとで、経常収支の赤字の持続は恐れるに足りないとの楽観論が抬頭し、「経常収支赤字は果して重大な問題なのかどうか、赤字べらしのために思い切った政策をとることが、果して必要かつ望ましいのであろうか」¹²⁾との疑問さえ表明されているのである。

これに対して、ニューヨーク連邦準備銀行の四季報は、5本の論文よりなる「特集」を組んだ。この中、「アメリカの対外赤字の金融的意義」と題する論文は、外国民間資本流入の前途を占うものとして、日本の機関投資家の動向に注目しているのである。

先にかかげた第8表が示すように、日本の機関投資家が保有する外債総額は2,625億ドルにのぼり、生命保険会社が1/3、信託銀行が1/4を占めている。また、総額の中の3/4はドルの先物売によってヘッジされている。¹³⁾

これらの機関投資家の外債保有は、一般的には法律で定められた最高限度に達してはいないものの、総資産の中に含まれる比重が増大するにつれて、資産構成を多様化するため、外債保有の分散をはかろうとするのは当然といべきであろう。折しも金融のグローバリゼーションが進行しているとき、ドル建債券と競合するものとして、ヨーロッパ大陸諸国の証券の購入に向かうことが考えられる。ドルの減価があれば、このような傾向を一段と促進することは、1986～7年の数字から明らかであろう。

かくて、アメリカに対する日本の証券投資は、絶対額においてはなお増加をつづけることが期待されるものの、保有総額中に占める比率を次第に低下させることは必至である。そして、このような趨勢をおしとどめる唯一の方策は、アメリカにおける実質金利の引上げに他ならない、というのである。

アメリカむけ直接投資については、企業進出の他、企業買収への参加、不動産、リクリエーション設備の購入など、大規模な投資が続いている。しかしながら、自動車産業の進出が、あらかじ

め定められた生産目標を達成すれば頭打ちになると予想されるように、アメリカむけ直接投資が現在の高水準を続けるとは思われない。その反面、ドルの減価がつづく限り、アメリカからの直接投資による流出が減ると考えられるところから、直接投資差額の金融効果が拡大されることが、期待されるのである。

かくて、日本をはじめとする黒字国からの資本流入が継続するためには、アメリカにおける実質金利の引上げが必至である。ドルの減価は、外国からの新規投資にとっては有利であるものの、既存の投資については為替差損を生じるという意味において、諸刃の剣というべきであろう。

さらに、実質金利の上昇やドルの減価が、雇用や物価をはじめ、国内経済の諸側面に重大な影響を及ぼすことは不可避であるといわねばならないのである。かくて、ニューヨーク連邦準備銀行の四季報は5本の論文を通じる結論として次のように述べている。

「第一に、巨額にのぼるアメリカの対外赤字が今後も続くならば、時とともに増加する重大な危険に直面し、主要な長期的経済目標の達成を危くするかも知れない。第二に、対外赤字の基礎にある、産出高を上回る国民支出が行なわれている現状を、無限に続けることは不可能である。そして、対外均衡を回復するためには、長期にわたるマクロ経済的変化が必要であり、調整が長期にわたって停滞すればするほど、その変化はいっそうきびしいものとなろう。第三に、国内において投資に役立たない支出を抑制し、国民貯蓄を増加させるために、抜本的な政策行動を起さないばあいには、必要な対外調整は、それ以外の基本的な経済目標—すなわち、物価の安定、雇用の増大、ならびにアメリカ経済の生産能力を長期にわたって適切に成長させること—を犠牲とすることによってのみ、達成されることとなろう。以上の広汎にわたる結論は、時宜にかなった経済政策上の創意を発揮することにより、来るべき数年間に対外勘定を均衡に向かわせる方向に進むことを、持続かつ強化する必要性を強調しているのである¹⁴⁾」と。

ブッシュ政権が選挙公約に拘束されて、見るべき政策を打ち出すことができない現在、ニューヨーク連邦準備銀行の四季報におけるこのような提言は、大きな意義をもつものと思われるのである。

1) 拙著「国際金融—理論と現実」第7章「変動相場制の理論と現実」1985年 P. 89

2) 前掲拙著第11章「新興工業諸国の対外債務累積と国際金融不安」のほか、さしあたり、毛利良一著「国際債務危機の経済学」、1988年、奥田宏司著「途上国債務危機とIMF、世界銀行」、1989年、をあげるにとどめる。

3) この問題と、その後における事態の変化については、前掲拙著、第10章「国際通貨制度改革と発展途上諸国」を参照されたい。

4) 第3表に関する記述は、Bank For International Settlements 59th Annual Report, 東京銀行調査部訳「国際金融レポート'89」P. 99~100における「発展途上国の対外資産調達」の記述を要約したものである。

5) “Reserves and International Liquidity” (BIS Economic Paper, No.22, June 1988) P. 25

6) 山本栄治著「基軸通貨の交替とドル」1988年, P. 217

7) “Reserves and International Liquidity” P. 32

8) 「国際金融レポート'89」P. 210

- 9) Charles Pigott, "Economic Consequences of Continued U. S. External Deficits" (Federal Reserve Bank of New York. Quarterly Review, Winter-Spring 1989) P.4
- 10) 「国際金融レポート '88」P. 223
- 11) 「国際金融レポート '89」P. 232
- 12) Charles Pigott, *op. cit.*, P. 4
- 13) J. Hung, C. Pigott, A. Rodrigues, "Financial Implications of the U. S. External Deficits" P. 38 (FRBNY Quarterly Review/Winter-Spring 1989)
- 14) *ibid.*, P. 3 ("Introduction and Summary")