

## University Academic Repository

The Particular System of U.S. Capital Inflow :  
Capital Flow View of the U.S. Current Account  
Deficit

メタデータ	言語: jpn 出版者: 公開日: 2006-04-30 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: Iijima, Hiroyuki メールアドレス: 所属:
URL	<a href="https://kaetsu.repo.nii.ac.jp/records/160">https://kaetsu.repo.nii.ac.jp/records/160</a>

## 対米資本流入の特殊な性格

—アメリカの経常収支赤字に関する資本流入からの視角—

The Particular System of U.S. Capital Inflow: Capital Flow View  
of the U.S. Current Account Deficit

飯 島 寛 之

Hiroyuki Iijima

### <要 約>

アメリカの経常収支赤字の維持可能性に関する主要な論点の一つは、赤字の規模に見合った対米資本流入が継続されるか否かという点にある。しかし、国際収支表上はたとえ資本流入が減少しても経常収支赤字はファイナンスされる。だとすれば、資本流入の減少と経常収支赤字の維持可能性の問題にはどのような関係があるのか。これを考える上で他国に見られない対米資本流入の特殊な性格を理解することが肝要である。すなわち、対米投資の規模はアメリカ自身の生み出すドル残高に規定されるという点、さらにそれを前提としてアメリカのドル残高は金融資産としてアメリカ国内にとどまらざるをえないという点である。ここでは他通貨にはないドル特有の需要ルートおよびドル資産の保有者と形態の変化の柔軟性が鍵となる。こうした対米投資の独自の性格の理解の上に、アメリカの経常収支赤字拡大に対する資本流入の問題は考察が進められなければならないし、2001年以降、介入にともなう対米投資によって民間資本流入の減少をまかなってきたドル体制下のアジア諸国の外貨準備急増の意味が問われなければならない。

### <キーワード>

経常収支赤字 対米資本流入 「国際的金融仲介」論 経常収支赤字の維持可能性（サステナビリティ） 国際資金循環

### はじめに

1990年代半ば以降本格的に開始された「強いドル」政策にもとづくドル高政策<sup>1)</sup>の展開は、その後のいわゆる「ニューエコノミー」と称されるアメリカ経済の活況とアメリカの金融・資本市場の活気の回復を背景に、アメリカを国際資金循環の中心的地位に戻り咲かせた。

戦後一貫して国際通貨国——もちろん戦後直後はポンドもまた国際通貨であるが、ここではポンド・ドル体制を含む意味において——という地位を占めながら、1980年代の債務国

転落にみられるように経常収支赤字の継続、それゆえのドル価値の長期的な低落が続いてきたアメリカの国際資金循環に占める地位を山本栄治氏（山本、2002年）は次のように整理されている。

変動相場制移行以後1980年代初頭まで「米国は自国の大商業銀行が『ユーロ預金』及び『ユーロ・シンジケート・ローン』といった資金ルートを掌握していたことにより、国際資金循環の中心に位置することができ」（40ページ）たものの、80年代には「日欧が……国際資金循環の中心的地位を確保したのに対し、米国は一方的な資本輸入国でしかなかったため基軸通貨国であるにもかかわらず主導権をも」（41ページ）つことができなかった。次いで1990年代の前半には「米国は途上国への資本輸出を復活させたにもかかわらず、経常赤字を上回る資本輸入を十分に確保できなかったために、弱いドルの時代が続いた。……だが、95年夏、円高是正の日米通貨協力を契機に、市場はようやく米国の好況・日欧の不況といった国際的景気循環のズレや国際金利差が長期化するとの確信を持ち始めた。それゆえ、強いドルが定着し米国を中心とする国際資金循環が確立」（42ページ）するようになる。

しかも、1990年代に至ってなお、債権国である日欧は直接投資以外には自身の保有する資産を途上国に還流させる方法をもっておらず、その資金還流には「ドルの国際金融ネットワーク」（71ページ）を利用せざるをえなかったことがいっそうアメリカを中心とする国際資金循環の環を拡大させることにつながったといわれる。

国際資金循環の面からいえば、1990年代のアメリカはこうした「ネットワーク」の強みを活かしながら、史上かつてない規模の経常収支赤字を計上し、他方世界中の過剰な貨幣資本を引き寄せるという構図の中心に位置し、戦後最長の経済成長を実現したのである。アメリカ為替政策の底流にはビナイン・ネグレクトの立場が貫かれているが、かつてならば、経常収支赤字の拡大はドル安への転換を主要な手段としてその拡大にはブレーキがかけられてきた。しかしながら、1990年代にあっては経常収支赤字の飛躍的な拡大が景気拡大の必要条件として認識されるようになった<sup>2)</sup>。しかも、2001年の景気後退にもかかわらずアメリカの経常収支赤字は2002年に若干減少するものの、その後は再び拡大を続け、その結果としての対外債務残高も未曾有の水準に達しているのである。

知られるように、1980年代においても同様の事態を眼前に、クルーグマンを代表とする諸氏から経常収支赤字に起因するドルの信認の崩落、すなわち「ドル危機」の可能性が論じられてきた。本稿の目的は、2001年以降の今日、拡大を続けるアメリカの経常収支赤字とドルの信認に関する維持可能性（サスティナビリティ）問題を、その主要な論点である対米資本流入という観点から考察する際の視角を提示することにある。特にここでは、アメリカとそれ以外の国との資本流入の違いに着目しながら論を進めていくことにする。

## 1. アメリカの経常収支赤字の拡大とその維持可能性をめぐる問題の所在

まず、アメリカの経常収支赤字の拡大と維持可能性問題に関する議論を整理することからはじめよう。

1982年に経常収支赤字国に転落して以降、アメリカの経常収支赤字は飛躍的な拡大を続け、今日アメリカは世界全体の経常収支赤字の約7割を占めるまでに至った<sup>3)</sup>。アメリカが世界の経常収支赤字の圧倒的大部分を占め、一方的ともいえるアメリカの経常収支赤字の拡大とそれゆえの対外投資残高の増大を続けてきたことの結果である世界的な国際収支上の不均衡（グローバル・インバランス）が世界経済に突きつけた今日的課題は、大まかにいえば次の3つ諸点にあるといえよう<sup>4)</sup>。

第1に、国際通貨国であるアメリカが巨大な債務国となることで生じるドルの減価が実質的なドル・ペッグを採る途上国の多くにドルとのリンクを再考させる機会を供し——ドル減価の点からだけではなく、危機を教訓とした為替相場制度改革の点からもこのことは論じることができる。とはいえ、一方で実際には依然としてアジア諸国の多くはドルへの依存を続けている<sup>5)</sup>——、同時に欧州統一通貨「ユーロ」の登場が通貨の選択可能性を拡大したことである。なかでもアメリカにとっての主要な貿易赤字国、中国の為替制度をめぐる議論は、これとは独立の課題、すなわち第2の点として考察が深められる必要がある。そして第3に、1980年代中盤以来再燃したアメリカの経常収支赤字の維持可能性（サスティナビリティ）問題である<sup>6)</sup>。第3の点についていえば、今日のアメリカの経常収支赤字と対外投資残高とは1980年代にその維持可能性が論じられた時期よりも規模が比較にならないほど拡大している。例えば、今日の統計でアメリカが債務国へ転落した1988年の経常収支赤字は1,211.5億ドル（対GDP比2.4%）、純対外債務は1,784.7億ドル（対GDP比3.5%）であったが、2004年末の経常収支赤字は6,680.7億ドル（対GDP比5.7%）、対外投資残高は2兆4,842.2億ドル（対GDP比21.2%）にまで拡大しているのである<sup>7)</sup>。

さて、では1990年代以降、なぜアメリカの経常収支赤字はそれ以前にも増して赤字拡大のテンポを早めたのであろうか。紙幅の都合上、詳細は拙稿（飯島、2006年）を参照されたいが、端的に言えば1990年代のアメリカ経済がこうした赤字の拡大を意に介さないほど好景気であったという点に加え、対外赤字の拡大が対米投資の持続的な流入と国内好景気の持続のための対外的条件となっていたことが要因として挙げられる。アメリカは国際通貨国であることを基礎的な条件として、1990年代の繁栄を達成、謳歌し、その背後で進む経常収支赤字拡大には楽観的な見方を続けてきたのである。しかし2001年以降、すなわちアメリカ経済の長期繁栄、いわゆる「ニューエコノミー」終焉以降、上記の条件が崩れるとともにサスティナビリティ問題が再燃し、世界経済の重要な論点となったのである。

この1990年代後半以降の経常収支赤字のサスティナビリティ問題をめぐる議論の発端を提示したマン（Mann、2004年）は、アメリカの経常収支不均衡の維持可能性に関して次の2つの視点を提示している。

第1の視点は「アメリカ経済重視」論と要約される。ここでの問題は「経常収支赤字および対外純債務残高がアメリカの経済規模と比べて『大きい』かどうか」(284ページ)にあり、アメリカの経常収支赤字累計額の増加にともなって生じる借入債務の利払い超過がアメリカの支払いに与える影響から、その維持可能性を検討する視点である。第2の視点は「世界資産重視」論と要約される。ここでの論点は「アメリカ資産の国際金融市場へのオファーが世界の生産の増加と配分からみて『大きい』かどうか」(同上)にあり、世界の金融資産がポートフォリオ選好の投資先としてアメリカを選択するか否か、換言すればアメリカの経常収支赤字をファイナンスできるだけの対米資本流入が生じ続けるか否かという問題が設定される。マンの結論は短期的には後者の分析、すなわち外国人投資家がどのような資産選択行動をおこなうかが重要な点であるとしている。

マンの分析に代表されるように、主流な見解によれば国際収支上経常収支赤字をファイナンスすることになる対米資本流入の視点から経常収支赤字の維持可能性が問題視されるのである。これについてもっとも簡潔な要約は小川英治・工藤健氏(小川・工藤、2004年)の次の言葉に集約されていると思われる。氏は「国内貯蓄投資バランスと貿易フローと国際資本フローのいずれの視点からも、アメリカの経常収支赤字は長期的に維持不可能……しかし……経常収支赤字が証券投資ばかりでなく直接投資やその他投資を含む広範な形態の国際資本流入によってファイナンスされている」(274ページ)ということを実証分析され、アメリカの経常収支赤字が大きくとも大量に資本が流入し、経常収支赤字がその資本流入によってファイナンスされているかぎり、アメリカの経常収支赤字の問題、経常収支赤字の維持可能性の問題は露呈しないと主張する。したがって問題は「アメリカに向かって資本が流入しなくなってくると、アメリカの経常収支赤字の維持可能性の問題が深刻に表面化してくる」(229-230ページ)という点、すなわちアメリカの経常収支赤字の問題を資本流入の維持可能性の問題に置きかえて課題が設定されるのである。

対米資本流入の観点からアメリカの経常収支赤字を重要視するこうした見解は、次の2つの問題を想起させる。第1に、対米投資の規模が問題となるのであれば、それを規定するのはどのような要因であるのか。第2に、対米投資が減少することがどのようなルートを通じて経常収支赤字の維持不可能と結びつくのかという点である。

次節以下、この2点について順に考察していくことにしよう。

## 2. 対米資本流入の特殊な性格

ドルを基軸通貨とする今日のドル体制の下にあってアメリカとそれ以外の国における資本流入には、決定的な相違がある。本節以下の議論を進めるにあたってこの点を理解しておく事が肝要である。

まずアメリカ以外の諸国、例えば日本への資本流入の場合を想定しよう。周知のように、

資本流入は預金あるいは直接投資、証券投資といった形態で日本に流入してくるが、そのいずれもが日本にとっては対外債務の増大であると同時に、外貨建て対外資産の増加となって国際収支上にあられる。具体的には、日本に直接投資や証券投資をしようとする外国人は、保有するドルを売却して円を購入し<sup>8)</sup>、それをもって日本に投資を実行する。これが日本への資本流入することの意味である。ここでは、日本を投資対象とすることはもちろん、その規模を規定するのは外国の投資家であることは明らかであろう。「対内投資の規模を規定する主体は外国人投資家である」ということは、国際決済手段として自国通貨が使用されることがほとんどない途上国ではいっそう顕著にあられる。

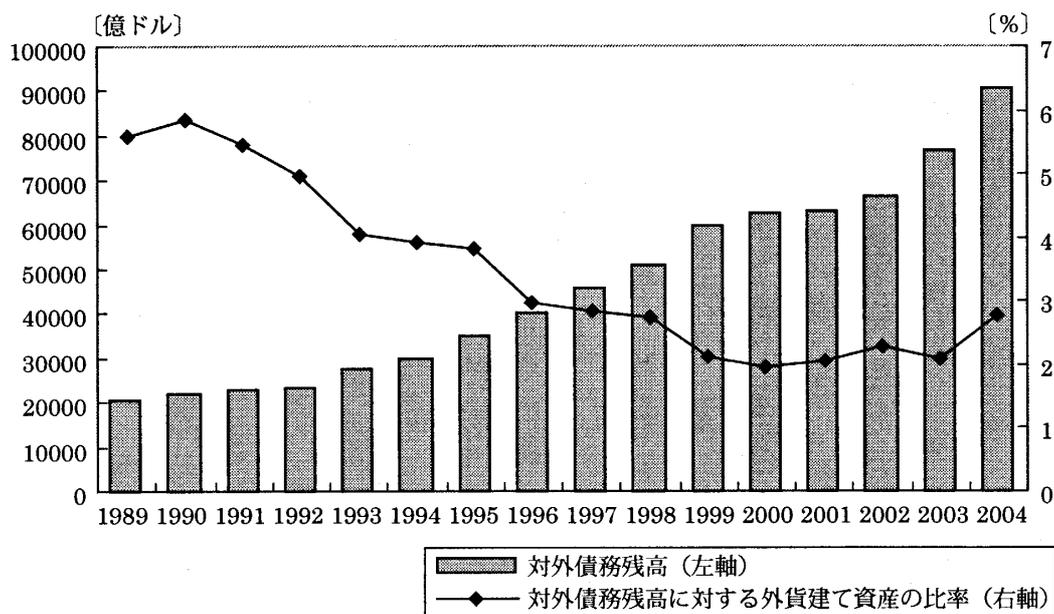
ところが他方、アメリカへの資本流入はどうだろうか。もちろん、上記のようにアメリカ以外の国と同様、投資先としてアメリカを選択する主体は外国人投資家にあることは自明である。ところが、規模の面からすると国際通貨国アメリカとそれ以外の国に対する対内投資には決定的な相違が存在する。

このことを対米資本流入の主要な経路である次の2つのルートから考えてみよう。

対米資本流入は第1に、非居住者が保有するドル残高が他の金融資産として非居住者から居住者へ「還流」<sup>9)</sup>する場合に、第2にアメリカの経常収支が赤字となり、居住者から非居住者への預金の移転が生じる場合に生じる。これらはいずれもアメリカにとっての対外負債の増加であるという点においては、先のアメリカ以外の諸国とまったく同じである。ところが、アメリカ以外の諸国と決定的に違う点は、ドルが国際通貨であるということを経済的な前提条件として、これらの対外負債が外貨建て資産の増加ではなく、対外負債すなわちドル残高の減少として国際収支上にはあられるという点である。先の第1の経路の場合、アメリカに投資をしようとした外国人はアメリカ銀行組織内の当該国為替銀行ドル残高を減少させ、その代わりに直接投資や証券投資を行なう。つまり、対米投資はアメリカにとっては対外負債の構成が変化すること意味しており、対外負債が増加すれども外貨建て資産はそれのみあって拡大しないし、対米投資を行おうとする国にとってはドル残高を保有していることを前提とする対米資産の構成の変化を意味することは明らかであろう。また第2の経路の場合、事柄はさらに単純にあられる。すなわち、この経路は一方ではドル流出にほかならないが、他方では非居住者のドル預金の増大＝対米資本投資として統計上あられるのである。この結果、アメリカへの資本流入が増加し、その結果として対外債務が拡大したとしても、それに見合ったテンポでアメリカの外貨建て資産が増大しないことになる。

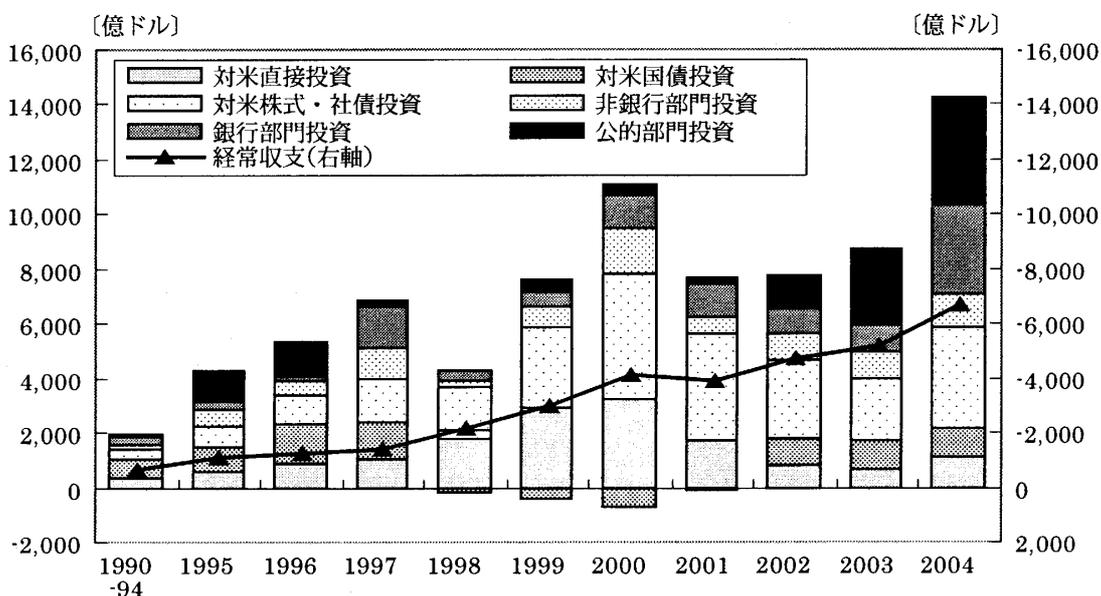
図1は、アメリカの対外債務残高（市場価格ベース）の推移と外貨建て対外債権との比率をみたものである。みられるように、1990年代以降の対外債務急増にもかかわらず、その間のアメリカの保有する外貨建て資産の比率は低落してきた。このことが意味するのは、対米資本流入の圧倒的大部分はドル建ての取引で行われていること、すなわち対米投資はドル残高を前提にしているということにほかならない。

図1 アメリカの対外債務残高の推移と外貨建て資産の比率



注) アメリカの対外外貨建て資産には公的準備 (3.10)、銀行自身の対外債権と銀行の顧客の保有する資産 (3.16)、非銀行部門の対外資産 (3.23) を含む。カッコ内の数字はいずれも FRB の統計資料番号。出所) FRB、*Federal Reserve Bulletin*、各号より採録・作成。

図2 1990年代以降のアメリカの経常収支赤字と対米資本流入額



注1) 1990～94年は年平均。  
 注2) 対米資本流入は非居住者保有の純資産。  
 出所) U. S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis, U.S. International Transactions Accounts Data より採録・作成。

また図2は、1990年代以降のアメリカの経常収支赤字と対米資本流入額の推移を示している。前節で紹介したように、1990年代には経常収支赤字が急増していることがみてとれるが、それと表裏の関係にある資本収支についていえば、経常収支赤字を“大幅に”上回る対米資本流入という点がこの時期の特徴といえよう。しかし、アメリカ以外の諸国はいかに

して対米投資を行なうのだろうか。すでにみたように、対米投資を決意した投資家はその前提としてドル残高を保有していなければならない。もし、各国がドル残高の保有規模を大きく上回る対米投資を実施しようとするればドル不足が生じ、当該国通貨の急落という結果をもたらすことになるであろう。

しかも、滝沢健三氏（滝沢、1980年）によればドル残高が累増するルートは、「①基礎収支の赤字、②金の買入れ（ないし公的準備の増加）、③短期資本の供与、の3項目」（170ページ）しかなく、今日的に言えばアメリカの経常収支赤字と米銀による対外投資という2つルートがドル残高形成の主要因である。国際通貨国であるアメリカは、居住者預金を自国の銀行システムにおいてつくるのが可能であるとともに、ドル価値の変動による負担は最終的には経常収支黒字国通貨当局に転嫁されることによって経常収支赤字の飛躍的な拡大が可能となり、加えてハイリスク・ハイリターンなリスク資産への投資を米銀が積極的に行う<sup>10)</sup>ことで巨額のドル残高が形成される。すなわちアメリカは経常収支赤字に対してグロスの巨額な対米資本流入が生じる基礎を自ら積極的に作りだしてきたのである。

このように、アメリカが経常収支赤字と対外投資の拡大によってみずからうみだしたドル残高の範囲で各国は対米投資を行わざるをえない。換言すれば、対米投資の規模はアメリカがどれほど対外赤字を出し、対米投資を行ったかに依存する。この点において、自国への資本流入についてアメリカは他国が有していない、独自の性格をもっているのである。

ところで、このことに関連してアメリカを中心とする今日の国際資金循環の姿を捉える見方に「国際的金融仲介」という考え方がある。「国際的金融仲介」論の発想自体は、キンドルバーガーらによって、1960年代アメリカの対外不均衡発生要因をめぐる主流な見解であったトリフィンの「流動性ジレンマ」論への批判的意味をもって提起されたものと理解できるが、今日それはアメリカが「相対的に高いリターンをもたらす相対的に安全かつ流動性の高い金融資産（政府証券や格付けの高い企業の社債・株式といった）を提供〔することで資本流入を促——飯島〕し、それを国際市場を通じて流動性は低い、より高いリターンで再投資」（IMF、1997年、p.3）する中心的な役割を担う姿、しかもそれを懐の深いアメリカの金融市場、および進歩的な知識や技術を有するアメリカの機関投資家あるいはグローバルに活動する金融機関が支えていると理解される。こうした見方に従えば、1990年代のアメリカは、自国経済の活況を背景にキャピタルゲインの獲得を目指して世界中を駆け巡る浮動的な短期資本＝過剰な貨幣資本を自国に引き寄せ、経常収支赤字額を超える部分については対外投資するという役割、図式化すれば「世界中の過剰な貨幣資本→アメリカ→世界中に再投資」という「ポンプ」<sup>11)</sup>のような受動的な役割を担うにすぎない<sup>12)</sup>。

しかしながら、ここまで述べてきたように、自らが経常収支赤字と対外投資によって生み出したドルがなければ、対米投資の規模自体もそれに見合ったものでしかない。そして、対米投資を行なうため対米投資の源泉となるドル残高を各国が獲得する手段は、アメリカの経常収支赤字とアメリカからの対外投資でしかないのであるから、国際資金循環は「アメリカ

の経常収支赤字+対外投資→被投資国→……→対米投資」という構図で理解するほかないのである。ここでは株式市場・金利動向といったアメリカの金融資本市場の魅力は重要な要素であることは違いないが、次節で論じるように、一度形成されたドル残高はそのほとんどがドル資産としてポートフォリオの形態をその収益に応じて柔軟に変化させつつアメリカ国内にとどまらざるをえないのであるから、こうした枠組みを理解することがいっそう必要となるのである<sup>13)</sup>。

しかもこうした理解は、次の点でなお重要である。まず、国際資金循環の姿を「世界中の過剰な貨幣資本→アメリカ→世界中に再投資」と考えるとすると実体経済の反映である経常収支赤字の問題が金融資産選択の問題、しかも非居住者によるそれへ転化され、アメリカ自身もつ独自の性格と問題点を見落としてしまうことになりかねない。さらに、今日のアメリカへの資本流入を規模の面から捉えることで、対米資本流入の減少の意味を「規模の面からいって経常収支赤字をファイナンスできない」という問題に矮小化してしまう可能性をもっているのである。この点についてさらに次節で検討しよう。

### 3. 対米資本流入減少の意味

第1節で紹介したように、今日資本移動の立場からみたアメリカの経常収支赤字の維持可能性は、巨額の経常収支赤字をファイナンスするだけの対米資本流入の維持可能性へと問題が置きかえられている。しかも、グローバル化進展の下での巨額の資本移動<sup>14)</sup>が資本収支を決定し、したがってそれと表裏の関係にある経常収支赤字の規模を規定するという考え方がこれをいっそう強固な考え方にしていると思われる。

もちろん、対米資本流入が巨額であれば、経常収支赤字は維持可能であることには間違いない——ただし巨額の資本流入によるドル高の進展がアメリカの貿易条件を悪化させるという1980年代にみられた状況は考えられる——。しかし、対米資本流入が減少することが国際収支の恒等式〔経常収支赤字（黒字）≡資本収支黒字（赤字）〕に基づいて直接にアメリカの経常収支赤字を減少させるわけではない。資本流入が減少するからといって経常収支赤字をファイナンスできないという事態は、国際収支表上はありえないのである。

例えば、非居住者が米国債を売却する場合、国際収支表上では、資本収支の負債項目の「証券投資」が減少し、同様に資本収支の資産項目の「その他投資」の増加として非居住者ドル預金へと移る。みられるように、この場合の金融資産の売却はポートフォリオの資産構成を変化させる限りであって国際収支上の対米投資の規模には変化が生じない。こうして資本流入が減少（あるいは流出超過）——例えば「ニューエコノミー」末期である2000年から翌年にかけて経常収支赤字が約265億ドル縮小すると同時に対米投資はほぼ2,640億ドル減少——しても国際収支が「破綻をきたす」（小川・工藤、274ページ）ことはありえないのである。前節で検討したように、対米資本流入の規模はアメリカ自身が規定するものであるとするな

らば、対米資本流入が少ないというのは、その分だけアメリカの対外赤字および対外投資の規模自体が小さいということを表現している。では、それでもなお対米資本流入が減少するのは問題であるのか、問題だとすればそれはどの点においてであろうか。

この問題がもっとも明瞭に表れるのはまず、為替レートに対する影響であろう。上記の例に従えば、外国人投資家による米国債の売却は外国為替銀行の非居住者預金の増大となるが、しかし、外国為替銀行は増加したこのドル預金をそのまま保有することはできない。自身が決済上必要である以上にドル預金を保有することは、それによって生じるドル減価のリスクをもまた抱えることであり、必要以上のドル預金は別の金融資産形態かあるいは他者にドルを売却される必要がある。この余剰のドル預金に応じるドル需要が発生すればドル減価という問題は生じないものの、ドル需要が小さければ需給関係によってドルは減価を免れない。こうして、資本流入の鈍化あるいは減少は、アメリカが生み出したドル残高の減少と相関関係をもちながらなお、ドル需要の弱さに応じてその対外的な価値を低下させていく。

では、このドル需要はどのようにして喚起されるのであろうか。

まずひとつは、ドル需要を高めるドル特有の役割、すなわち「媒介通貨」としての役割が存在する。「ユーロ」の登場により欧州地域ではその役割を低下させつつあるとはいえ、前節および注8)において言及したように、依然としてアメリカ以外の諸国間の銀行取引による為替取引がドルを媒介として行われている(表1)。例えば、A国居住者(銀行)がB国居住者(銀行)との何らかの取引を行おうとする場合、その多くが「A国通貨→ドル→B国通貨」という二重の取引として実行される。他通貨とは異なり、このようなドルの特別な役割のために、対米投資以外にもドル需要の発生するルートがある。

表1 外国為替市場出来高に占める各国通貨の利用割合

[単位：%]

	1995	1998	2001	2004
アメリカ・ドル	83.3	87.3	90.3	88.7
ユーロ	-	-	37.6	37.2
ドイツ・マルク	36.1	30.1	-	-
フランス・フラン	7.9	5.1	-	-
日本・円	24.1	20.2	22.7	20.3
イギリス・ポンド	9.4	11.0	13.2	16.9
スイス・フラン	7.3	7.1	6.1	6.1
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
合計	200	200	200	200

注1) 各国4月の日平均。

注2) 双方向からの報告であるために合計は200%である。

出所) BIS、2005年、p.9より抜粋。

そして当然のことながら、もっとも大きいドル需要はアメリカの金融資産、とりわけ米国債・政府機関債・株式・社債などの証券投資のための需要である。これらの形態をとった対

米投資は、もっとも目に見えるかたちであらわれ、かつ統計上はそれらの純流入額がアメリカの巨額な経常収支赤字をファイナンスしているがゆえに、これらの形態での対米投資の鈍化（あるいは減少）が赤字拡大の限界として問われるのである。しかし繰り返すように対米投資の規模はアメリカ自身によって生み出されたドル残高によって規定され、生み出されたものが少なれば対米投資もそれに見合っただけで少ない。そうであるならば、これらの投資の減少は何が問題となるのであろうか。このことを鈍化・減少とは反対に、1990年代の対米投資の拡大から考えてみよう。

1990年代のアメリカには巨額の資本流入が生じ、それゆえに当局の狙い通りのドル高（注1参照）とそれによる経済活況が実現した。しかし、巨額の資本流入はその分だけアメリカの経常収支赤字、対外投資が拡大したことの裏返しであるから、経済・金融活況の下で投資家はアメリカから生まれたドル残高で積極的にアメリカの金融資産購入をし、それがまた収益性を高め、さらなる積極的な金融資産購入が生じるという自律的な対米資本流入の拡大が生じた——もちろん経済・金融活況の基礎的条件には何らかの要件、1990年代のアメリカであればIT産業の勃興が不可欠——のである。ここでは対外的にはアメリカが対外赤字を出せば出すほどドル安圧力が高まるはずであるにもかかわらず、巨額のドルが金融資産購入のために形態を変えて「還流」し、ドル需要の高まり＝ドル高が生じたのである。しかもこれは国内的には自身がうみだした、より多くのドル残高が非居住者から「還流」することで本来であれば一定の程度に制約されていた投資が赤字によって生み出された分だけ——といっても相関関係にあるわけではないが——より多く投資にまわされ、投資拡大→（企業には）資本蓄積→（投資家には）高い収益性を実現することが可能となったのである。では、金融資産購入意欲の減退による資本流入の鈍化（減少）はこれに関連してどのような意味をもつのだろうか。

資本流入の減少はそれだけドル残高の増加が少なかったことの実現ではあるが、投資家にすれば投資先の形態が期待された収益が実現されないこと、それゆえその形態から別の形態へのポートフォリオをシフトさせたことのあらわれである。ここでは、収益の基盤である蓄積の程度が先の繁栄期に比べて鈍いであろうし、投資額が制約され、それがいっそう資本蓄積の程度を鈍くする。つまりアメリカによって形成されたドル残高が“どのような形態”で“どの程度”「還流」するかは先の繁栄期とは資本蓄積に影響を与え、企業収益と投資家の得る収益とに影響を与えることになる。こうして“どのような形態”で資本流入が増減するかは、現実資本の蓄積の問題として理解される。ただし、生み出されるドル残高の減少にともなう金融資産への投資が減少するからといって企業の資本蓄積がストップするわけではない。低蓄積のもとでも推し進められる技術革新と生産性の向上は、いずれ投資拡大への最初の一撃を創造し、これによる収益性拡大への期待によって再び資本流入がはじまる。景気循環にも関連するこれらの事態は、アメリカの生み出すドル残高が巨大となって過剰という性格が強まるにつれて大規模に起こるのである。

ところで、今日ではそれ以前と比べて飛躍的な規模の過剰貨幣資本の存在が明らかとなり、キャピタルゲインを狙って短期的、浮動的に運動する資本の存在を認識せざるを得ない。上記例のような証券売却にもこれらの資本は大きな役割を果たしている。この短期資本の運動は収益性によって柔軟に投資先を変えることは当然であろう。短期資本が国際投資と株式、債券のいずれかに投資されるならば、実体経済に与える影響はもちろん違えども資本流入という点ではアメリカにとってもっとも望ましい姿である。1970年代にはドル低落の下で先進各国のドル買い→米国債投資・外貨準備増大が国際協調として実行され、ドル残高は事実上「凍結」(小西、1981年、71ページ)されてきたし、1980年には一転して民間部門による対米証券投資、1990年代にはその飛躍的な拡大が生じて資本移動の浮動性が高まるにもかかわらず、民間対米投資減速の際には、公的部門の介入が実施されることでドル残高が処理・保有されることによって、ドルの減価は緩やかなものにとどめられてきた。

だが投資家はアメリカの金融資産で運用されるか途上国向け投資として運用されるか、あるいはオフショア市場、なかでもユーロ市場で運用するかという選択に日常的に直面し、期待にもとづいて運用手段を柔軟に変化させる。これらはどの国であっても共通の事態ではあるものの、ここにもやはりドル特有の需要が存在する。例えばユーロ市場での取引は、それがいずれの国の間で行われようとも最終的にはアメリカ国内の銀行組織にあるドル預金を通して決済される。ユーロ市場ではその振替が資金の貸借を通じて行われているに過ぎない。それゆえ、ユーロ市場の拡大にともなってアメリカ銀行組織内にあるドル預金の需要が高まることになる<sup>15)</sup>。同様に、対途上国投資もアメリカ銀行組織内の預金口座の振替を通じて決済されるのである。ここにドルが需要される第3のルートが存在することになる。

以上みてきたように、資本流入の鈍化(あるいは減少)が生じたからといってドル資産離れが生じているのではない。外国為替銀行が保有するドル残高の処理先を容易に見つけられない=ドル需要が少ないことは、ドル安に直結するが、それでもなおドル残高は保有者とポートフォリオの構成を変えながら依然としてドル資産としてとどまるし、とどまらざるをえない。このような保有者と保有形態との変化の柔軟性を理解することが対米投資を問う上で重要なのである。誤解を恐れず先の山本氏の言葉を借りて筆者の言葉に換言するならば、アメリカの巨額の対外赤字にもかかわらず生み出されたドル残高は「ドルの国際金融ネットワーク」を通じてドル資産としてアメリカ国内にとどまる。投資先としてのアメリカ、そしてドル保有は世界中の投資先とならぶ“単なるひとつの選択肢”ではないのである。

こうした理解のもとで、アメリカの経常収支赤字拡大に対する資本流入の問題を取り扱わなければならないし、2000年以降、介入にともなう対米投資によって民間資本流入の減少をまかなってきたドル体制下のアジア諸国の外貨準備急増の意味が問われなければならないのである<sup>16)</sup>。

## おわりに

国際資金循環はその時々時代に応じて“顔”とも呼べるべき特徴を有している。1970年代のオイル・マネーあるいは1980年代のジャパン・マネーといった表現がそれにあたる。こうした表現はドル残高形成の主導権を誰が握っているのかを示している。しかし、1980年代のジャパン・マネーが邦銀によるドルの借り入れ＝米銀による対米信用供与によって支えられていたという事実からも明らかなように、主導権を握る主体がどこにあらうとも、ドル残高を形成しうるのは唯一、国際通貨国であるアメリカだけであり、今日、形成されたドル残高はアメリカ銀行組織内にとどまらざるをえない。

ただし、そのドル残高はアメリカの経常収支赤字が飛躍的に拡大する下において自身への対米投資の鈍化、あるいは減少が引き起こす経常収支赤字の維持可能性問題として議論の焦点になっている。本稿は対米資本流入の特殊な性格という点からこの問題の本格的検討に前提される議論の視角を提示してきた。

ここでは、対米投資の規模はアメリカ自身が生み出したドル残高に規定されること、そうした理解にしたがえば対米資本流入が細ることは、アメリカによって生み出されたドル残高が小さくなったことの表現であって、その影響は資本蓄積に影響を与えることをみてきた。しかも重要なのは、これらのドル残高はアメリカの金融資本市場において持ち手とポートフォリオの構成を変えつつ柔軟に維持され、それが国内の資本蓄積に影響を与えること、そしてドル需要の強弱に応じてドルの対外価値を変動させつつもそれらのドル残高はドル資産としてアメリカ国内にとどまるということを理解することであり、これを理解してはじめてこの構図が崩れる場合、すなわちドル資産としてアメリカ金融市場にとどまらないドルからの逃避というかたちで生じうることに関する問題と可能性を理解しうるのである。マッキノン (McKinnon, 2001) は、ドルが国際通貨であるかぎり経常収支赤字の拡大は問題にならないと指摘しているが、ドルが国際通貨であってなお論じられるべきこの点については更なる考察が必要と思われる。それは別稿をもって論じることにはしたい。

※本稿は、石井記念証券研究振興財団 平成17年度個人研究助成の成果の一部である。

## 〔注〕

- 1) 第2期クリントン政権において「強いドル」政策を推進し、一貫して「強いドルは国益にかなう」と主張し続けたルービン財務長官（当時）は、強いドルの効果について、要旨次のようにいう。すなわち、アメリカの消費者と企業は輸入品や輸入サービスをより安く享受でき、一般的にインフレは抑制され、金利が低く抑えられることで生産性と競争力向上に追い風になるとともに、これによって得られた利益がドルに対する信用をいっそう高め、外国資本の流入を加速すること、それゆえ長期にわたる大幅な貿易赤字にともなうリスクを回避するための賢明な方策は、貿易政策の一環としてドル安を推進することではない (Rubin with Weisberg, 2002, 邦訳, 251-252ページ)。
- 2) この点については、拙稿 (飯島, 2006年) を参照されたい。

- 3) IMF (IMF, September 2005)、p.155より採録。これは、純資本輸入の割合を経常収支赤字の割合に置き換えた数値であること、また統計制度上必ずしも世界の経常収支赤字と経常収支黒字との和がゼロにはならないことに注意されたい。なお、ここでいう「1983年に経常収支赤字に転落」とは、1983年以降、経常収支赤字が定着するという意味においてである。
- 4) 谷内満氏はグローバル・インバランスのもたらす問題点を①米国の赤字調整が遅れば、ドル急落によるハードランディングの可能性が否定できない。②米国の債務返済負担や輸出産業の衰退によって、緩やかなドル安による調整でも、米国経済は将来の可処分所得の減少や摩擦的失業の増大という問題に直面する。③成長ポテンシャルのあるアジア諸国は資本輸入国になるのが望ましく、その意味でグローバル・インバランスは世界的な資源の効率的配分を阻害している。④アジア諸国の外貨準備累積は、金融危機防止というメリットを持つ反面、アジア諸国にコストを強いるという4点に求めている(谷内、2005年)。なお、今日のアメリカの経常収支赤字の拡大とグローバル・インバランスを深刻な問題としてとらえない見方も存在する。例えばクーパーは、今日の不均衡を経済的・金融的グローバリゼーションの深まりのあらわれとして見るべきであるとの認識を示している(Cooper, 2004, p.15)。
- 5) この点に関しては、マッキノン(McKinnon, 2005)を参照されたい。なお、アジア諸国の公式的な為替相場制度の現状についてはIMF (IMF, 2005, Table II .13)に一覧が掲載されている。
- 6) アメリカの経常収支赤字の要因をめぐる議論の整理については、エドワーズ(Edwards, 2005)、ムッサ(Mussa, 2005)、IMF (IMF, 2004)、ルービニ&オーザン&シナイ(Roubini, Orszan and Sinai, 2004)、オブズフェルド&ロゴフ(Obstfeld and Rogoff, 2004)、ルービニ&セスター(Roubini and Setser, 2004)、伊豆久(伊豆, 2001年)、ハーベイ&メルク(Hervey and Merke, 2000)、アメリカ貿易赤字検討委員会(U.S. Trade Deficit Review Commission, 2000)などを参照されたい。なお、アメリカの不均衡に対する近年の懸念として、IMF理事のラト氏(Rato, 2006)のスピーチなどがある。
- 7) アメリカ商務省, Bureau of Economic Analysis, U.S. International Transactions Accounts Data および International Investment Position of the United States at Yearend, 1976-2004より採録・計算。GDPおよび対外債務残高の数値は、現在価格ベースで計算・表示している。なお、速報によれば、2005年の経常収支赤字の対GDP比は6.4%と6%を越えた。
- 8) 実際にはドルを保有していない外国人であっても、自国通貨で直接円を購入するよりもドルを媒介通貨として利用することが一般的であるが、ここではこの過程を省略している。なお、1980年代には円の国際通貨への期待が高まったが、2004年4月時点、外国為替市場で媒介通貨として利用されている円の割合は、20.3%(1989年には27%)にとどまっており、上記の説明はこの意味でも現実的なものであるといえよう(BIS, 2005, p.9)。主要通貨の割合および注意点については表1を参照されたい。
- 9) 以下「還流」という場合、本稿では非居住者から居住者への預金口座の振替を意味している。
- 10) ゴリンチャス&ヘレン(Gourinchas and Helene, 2005)は、アメリカの投資収益の観点にたち、1952年以降の投資に対するリターンが過剰であったことを検討し、今日のアメリカを「世界のベンチャー・キャピタリスト」と捉えている。
- 11) 片岡、2001年、7ページ。
- 12) 1990年代の国際資金循環におけるアメリカの役割を実証的な研究から、「起点」として捉えられるべきであると主張する論者として徳永潤二氏(徳永, 2005年)が挙げられる。また、オブズフェルドも「起点としての(as startup)」アメリカの役割を重視している。
- 13) 本節の作成にあたっては、小西一雄氏(「アメリカの対外債務累積とドル体制」『ドル体制下の世界: 現代の信用と恐慌』桜井書店より刊行予定)の草稿を参照させて頂いた。
- 14) 金融グローバリゼーションの進展については、IMF (IMF, April 2005) 第Ⅲ章「グローバリゼー

ションと対外不均衡 (“Globalization and External Imbalances”）」が詳しい。

15) ユーロ市場については、上川孝夫氏の論稿(上川・藤田・向、2003年、83-87ページ)を参照されたい。

16) 2000年以降、ドルを支えてきたのはアジア諸国であるということは知られるところである。この時期のアジア諸国による外貨準備増大は、1960年代のブレトンウッズ体制の再来=「ブレトンウッズ II」としてその意味を問う議論が盛んとなった。東アジアの経済発展とドル準備の関連を結びつけて論じることに特徴がみられるこの「ブレトンウッズ II」をめぐる主要な議論は、サンフランシスコ連銀の開催したシンポジウム(2005年11月25日付の“FRBSF ECONOMIC LETTER” [<http://www.frbsf.org/publications/economics/letter/2005/el2005-32.pdf>] に要旨が掲載されている)が、議論の整理には伊豆久氏(伊豆、2005年)が有用である。

#### [参考・引用文献]

- BIS, *Triennial Central Bank Survey: Foreign exchange and derivatives market activity in 2004*, March 2005.
- Cooper, Richard N., “How Big Is the Hole in the Economy?,” *Financial Times*, November 1, 2004.
- Edwards Sebastian, Kathryn M. E. Dominguez and Pierre-Olivier Gourinchas, “Is the U.S. Current Account Deficit Sustainable? If Not, How Costly Is Adjustment Likely to Be?,” *Brookings Papers on Economic Activity*, Iss.1, 2005.
- FRB, *Federal Reserve Bulletin*, various issues.
- Hervey, Jack L. and Loula S. Merke, “A record current account deficit: Causes and implications,” *Economic Perspectives*, Fourth Quarterly, Federal Reserve Bank of Chicago, 2000.
- IMF, *International Capital Markets: Developments, Perspects, and Key Policy Issues*, Washington, D.C., 1997.
- , “U.S. Fiscal Policies and Priorities for Long-Run Sustainability,” Mühleisen M. and C. Towe(eds.), Washington D.C., January 2004.
- , *World Economic Outlook*, Washington, D.C., April, 2005.
- , *International Financial Stability Report*, Washington, D.C., September 2005.
- , *Annual Report of the Executive Board for the Financial Year Ended April 30, 2005*, Washington, D.C., 2005
- Kindleberger, Charls P. and Emile Despres and Walter S. Salant, “The Dollar and World Liquidity: A Minority View,” *The Economist*, Vol.218, No.6389, February 5, 1966. (益戸欽也訳「ドルと世界流動性—少数意見」『インターナショナル・マネー』産業能率大学出版部、1983年、第4章所収)
- Mann L. Catharin, “How Long the Strong Dollar?,” in C. Fred Bergsten and John Williamson (eds.), *Dollar Overvaluation and the World Economy*, Institute for International Economics, 2003.
- McKinnon I. Ronald, “International Dollar Standard and the Sustainability of the U.S. Current Account Deficit,” *Brookings Papers on Economic Activity*, Iss.1, 2001.
- , *Exchange Rates Under The East Asian Dollar Standatd: Living With Conflicted Virtue*, Massachusetts, MIT Press, 2005.
- Mussa Michael, “Policies to Sustain Global Growth While Reducing External Imbalances,” in C.F. Bergsten and Institute for International Economics, *The United States and the World Economy*, Washington D.C., 2005.
- Obstfeld Maurice and Kenneth S. Rogoff, “The Unsustainable US Current Account Position Revisited,” NBER Working Paper 10869, November 2004.

- Obstfeld Maurice, Kenneth S. Rogoff and Richard N. Cooper, T. N. Srinivasan, "Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments," *Brookings Papers on Economic Activity*, Iss.1, 2005.
- Oierre-Olivier Gourinchas and Helene Rey, "From World Banker to World Venture Capitalist: The U.S. External Adjustment and the Exorbitant Privilege," August 2005. (NBER Books on the Web << <http://www.nber.org/books/curreact/gourinchas-rey8-5-05.pdf> >>より採録)
- Roubini R.E., Reter R. Orszan and Allen Sinai, *Sustained Budget Deficits: Longer-Run U.S. Economic Performance and the Risk of Financial and Fiscal Disarray*, Brookings Institution, January 2004.
- Roubini R.E. and B. Setser, "The US as a Net Debtor: The Sustainability of the US External Imbalances," November 2004. (著者ホームページ << <http://pages.stern.nyu.edu/~nroubini/papers/Roubini-Setser-US-External-Imbalances.pdf> >>より採録)
- Rubin E. Robert with Jacob Weisberg, *In an Uncertain World: Tough Choices from Wall Street to Washington*, The Sakai Agency Inc., 2002. (古賀林幸・鈴木淑美訳『ルービン回顧録』日本経済新聞社、2005年)
- Rodrigo de Rato, "Shared Responsibilities: Solving the Problem of Global Imbalances," speech at the University of California at Berkeley, California, February 3, 2006.
- U.S. Trade Deficit Review Commission, *The U.S. Trade Deficit: Causes, Consequences and Recommendations for Action*, 2000.
- 飯島寛之「アメリカの経常収支赤字拡大の限界を画する要因」『立教経済学研究』第59巻第3号、2006年1月
- 伊豆久「米国の貿易赤字について」『証研レポート』第1592号、2001年3月  
——「ブレトンウッズ体制の「復活」? ~アメリカの対外不均衡をめぐって~」『証研レポート』第1630号、2005年6月
- 小川英治・工藤健「アメリカへの資金流入の変化と世界経済への影響」伊藤隆俊・財務省財務総合研究所編著『検証・アメリカ経済—バブル崩壊、不正会計問題は克服できるか』日本経済評論社、2004年、第8章所収
- 片岡尹『ドル本位制の通貨危機—国際資金ポンプとしての米国』勁草書房、2001年
- 上川孝夫「国際金融市場」上川孝夫・藤田誠一・向壽一編『現代国際金融論〔新版〕』有斐閣、2003年、第5章所収
- キャサリン・L・マン「アメリカの経常収支赤字は維持可能か：2つの見解」伊藤隆俊・財務省財務総合研究所編著『検証・アメリカ経済—バブル崩壊、不正会計問題は克服できるか』日本経済評論社、2004年、第9章所収
- 小西一雄「過剰ドルと今日のドル体制（上）」『金融経済』第191号、1981年  
——「現代の貨幣信用制度と金」信用理論研究会編『現代金融と信用理論』青木書店、2006年、第7章第1節所収  
——「アメリカの対外債務累積とドル体制」『ドル体制下の世界：現代の信用と恐慌』桜井書店より刊行予定
- 滝沢健三『国際通貨』新評論、1980年
- 谷内満氏「国際資本移動の変貌とアジア——グローバル・インバランスの中のアジア——」国際協力銀行『開発金融研究所報』第27号、2005年11月
- 徳永潤二「1990年代後半の国際資本移動におけるアメリカの役割」『金融経済研究』第22号、2005年
- 山本栄治『国際通貨と国際資金循環』日本経済評論社、2002年