

# Accounts Payable-trade Balance としての米国債務 ——アメリカ国際収支研究の回顧と展望——

松 村 文 武

## 目 次

はじめに

### 第1節 1990年代の米国国際収支構造

- (1) 統計処理上の諸問題
- (2) 全般的な国際収支構造
- (3) 対日収支管見

### 第2節 赤字のファイナンス

- (1) 対米投資の発展とファイナンス
- (2) 米国財務省証券保有の国際的分布
- (3) 「私的体制支持金融論争」の超克

### 第3節 Accounts Payable-trade Balance (貿易買掛金残高) 論

- (1) 債務の実態と解釈
- (2) 理論的含意

むすび

## はじめに

2001年9月11日(火)のアメリカ市民に対する比類なき蛮行は、テロをもって21世紀の嚆矢となすといった危惧を抱かせかねない。筆者は、社会科学的に俯瞰すれば、20世紀とは人類がイデオロギーを相対化した100年であるとすれば、21世紀は宗教を相対化するニューセンチュリーになるであろうことをこの事件で直感した。しかし、国際経済学者として先の惨劇に対峙する時はいささか趣を異にする。それは、この行為に至る経済的背景を客観的に分析する必要性を認識せざるをえないからである。そして、それはおそらくイスラム経済圏自体とアメリカ対外経済関係の分析に2大別されることになると思われる。当該分野の研究者は好むと好まざるとに関わらず、さらに直接間接を問わず、その真相と深層の解明に寄与しなければならないように思われる。というのも、そうした科学的努力を怠れば、政治的宗教的打算と剥き出しの憎悪(単純化を許されればイスラム原理主義対市場原理主義)が、人類に22世紀を迎えさせることを阻止する恐れさえなしとしないからである。

筆者が上述の壮大な課題にいかほどの貢献をなしえるかは心もとない。しかし、一筋の曙光だけは見出すことが出来るかもしれない。それは、筆者のライフワークの一つがアメリカ国際収支の研究だからである。研究の個人史からいうと最も古くから携わってきた研究課題であり、その出発は1968年に遡る。1960年代は周知のごとく「ドル危機」が開始された時代であった。この10年間にそれを立証する様々な数字を上げることができが、最も象徴的なものは、米国の対外公的債務残高が公的準備資産中の金保有額を凌駕した事実であろう。それは1964年であった。金はデフレと低金利という昨今の状況における資産運用の手段として再び脚光を浴びているが、ドル本位制たる現行の国際通貨制度においては沈黙を保っている。しかし、1960年代は未だ擬制的な金為替本位制(旧IMF体制)が存続していたのであり、先の対外公的債務の金保有凌駕という事態の発生は、ドル危機を典型的に象徴するものであった。

さて爾来40年近い歳月が経過した。筆者はその歴史について1980年代末までについて一連の研究を行い1985年、1988年、1993年にそれぞれ研究を公刊した(尚、行論上出版年代順に第1作・第2作・第3作と以下で略記)<sup>1)</sup>。そして、特に93年のそれで研究目的

Accounts Payable-trade Balance としての米国債務を果たしえたと考えた<sup>2)</sup>。それゆえ、その後はもっぱら別の研究テーマに専念し今日に至っている<sup>3)</sup>。したがって、アメリカ対外経済関係の分析は10年ぶりの作業ということになる。

そこで、これら先行研究に基づく結論を要約しておく必要がある。1980年代末までについての研究からは以下のことが導出された。1971年8月のドルショックは「IMF体制の崩壊」と好んで規定されたが、その後も、ドルは信認を低下させながらも基軸的国際通貨としての地位を保持してきた。この国際ドル本位制を支えた論理とメカニズムは何であったのであろうか。筆者が詳細なアメリカ国際収支研究で特に注目した事実は、ドル危機の進行すなわち米国国際収支の赤字拡大と逆比例する形で、国際収支黒字国の対米投資が増大していったという事実である。その中でも筆者は、米国政府部門に対する投資を重視した。いうまでもなく、ドルの信認あるいは広義に解釈して米国の通貨覇権の行方に関心があったからである。

ここで米国国債（財務省証券、Treasury Securities、以下 TS と略称）への投資における西独、OPEC、日本の突出した地位が確認された。これらによって国際通貨としてのドルが支えられ、当時の双子の赤字（経常収支と財政収支）がファイナンスされることとなった。これを「ドルの体制支持金融（Dollar Supporting Finance : DSF）」と定義した。さらに1970年代のそれが外国政府部門の対米 TS 投資が主であったことから、それを「公的体制支持金融（DSF by Official Sector : DSFO）」と厳密に措定した。次に、80年代の分析からは、外国政府に加えて外国の民間機関投資家の対米国債投資が激増した。しかも、トレジャリー・ノート（Treasury Note 以下「T ノート」と略記）やボンド（Treasury Bond 以下「T ボンド」と略記）という中長期債への投資が急増した（短期財務省証券は Treasury Bill という。以下「T ビル」と略記）。この現象を筆者は、「私的体制支持金融（DSF by Private Sector : DSFP）」の重層と言うように発展させた。そして、特に日本の政府と民間機関投資家が、共にこれの最大シェアを有するに至っていることを実証し、併せて日本政府が民間部門の投資の浮動性を補完・代位するような投資ビヘイビアを示していることを突き止め、これを「体制支持金融の転換効果（Switching Effect by DSF : DSFSE）」と命名した。これはまた米国の市場利子率にも微妙な影響を及ぼす経済行為であったことも検出した。

しかし往時の学会や経済ジャーナリズムの主要な潮流は、フロート制の到来とドル危機の進展を根拠に、ノンシステム時代の不安を強調する傾向が一般的であった。しかし、筆者は体制支持金融を「黙示的な国際ドル防衛システムのビルトイン」と位置付けた。つまり安易な体制崩壊論やドル没落論に3冊の書物を公刊し警鐘を乱打したのである。その後、今日においてこれを回顧すると、周知の通り、旧ソ連型社会主義体制の方が早期に崩壊し、米国は冷戦の覇者として君臨することとなった。そしてドルは、いうまでもなく、現代における最大かつ最強の基軸的国際通貨として屹立している。

しかし、その君臨と屹立の論理とメカニズムは1980年代までと同一であろうか。本稿の課題はそのことを1990年代の事実を通して検証することにある。

## 第1節 1990年代の米国国際収支構造

### (1) 統計処理上の諸問題

アメリカ国際収支研究に不断に付きまとう困難は、米国商務省の統計の収集と表示方法が度々改変される事である。もっともこれは米国に限定されたことではなく、この種の統計の世界的集約機関であるIMFについてもしかりである。事実、IMFは戦後の全期間において、5つの国際収支作成提要进行を公表してきた。直近のそれは1993年に作成された『提要第5版』<sup>4)</sup>と1996年4月の加盟国へのデータの普及に関する新基準の要請である。

しかしながら、米国統計のより一層の煩雑さは、IMF提要に準拠する場合としない場合が存在することである。それは、基軸通貨国としての政策的配慮に基づく場合が少なくない。それゆえ、その分析を注意深く行う必要が生じる。筆者はかかる変更にもかわらぬ、可能な限り時系列として比較可能な統計抽出に努力してきた。それは、商務省の月刊雑誌Survey of Current Business (以下SCBと略記)に発表される、U.S. International Transactionsの項目ラインを変更毎に繋いで行くという根気を要する作業であった<sup>5)</sup>。

1990年代を分析するにあたり解説を要する点は、先のIMF96年新基準の要請についてである。というのも、商務省は1996年10月に新基準に基づく統計の採取と過去に遡っての改定作業を開始したからである<sup>6)</sup>。この改正は米国の国際収支統計処理上面期的なも

のといってよい。なぜなら、ここでは先の96年のIMF新基準導入促進要請を意図しているからである。従来往々にして米国は、国際収支統計表示においてもアメリカン・スタンダードを維持し固執する傾向が根強かったのである。

さて改定の中身であるが、この96年10月以降具体的な作業に入り、翌年以降のSCB6月ないし7月号において順次数値が発表されてきている。とりわけ注目すべきは99年7月号における作業である。というのも、ここでは、前述した90年代におけるIMFの二つの改正に標準を合わせたものになっているからである。それは8点にわたっている<sup>7)</sup>。

- ①国際勘定を2分割（経常勘定と資本勘定）から3分割（経常・資本・金融勘定）にし、経常勘定の歪みを是正する。
- ②サービス勘定から投資所得を取り除き独立させる。
- ③直接投資所得と金融勘定については時価算定方式を採用する。
- ④投資所得勘定は長期海外証券中のポートフォリオ投資に関するベンチマーク・サーベイの結果を基礎に算出し統計の精度を向上させる。
- ⑤サービス勘定の中の旅行収支と医療サービスデータを改善する。
- ⑥新規の「資本勘定」の主たる内実経常移転に含まれない固定資本形成を目的とした資本移転あるいはその棒引きおよび移民による送金を集計する。
- ⑦所得勘定に一時的な非農業労働者報酬を含める。
- ⑧商品貿易統計における季節調整値に関する誤差を縮小させる。

以上がその詳細であるが、ここで意図されていることは紛れもなくIMFの93年第5提要の具体化であるがその特徴について簡潔に述べておきたい。International Financial Statistics (IMF) の2000年版の「分析的国際収支表示」は全体で5項目に大別している。それはA. 経常勘定、B. 資本勘定、C. 金融勘定、D. 誤差脱漏、E. 準備資産関連、である。これに引き換え米国商務省の「米国国際取引 (U. S. International Transactions)」の上述した1999年7月号は、先のIMFに準じながらも「経常勘定」「資本金勘定」「誤差脱漏」というように3区分で対応している。もちろん、第二の大項目の中はIMFと同様、資本と金融をさらに分割している。したがって、米国表示の最大の特徴も資本勘定の独立と旧来までの「資本収支」を「金融勘定 (financial account)」に改称したことである。

さて、この資本勘定は前述の⑥で示した通りの内容であるが、この原規定改定を担ったIMFの定義を付言しておきたい（この改定内容については別稿も参照されたい）<sup>8)</sup>。それによると、「資本勘定の主たる構成要素は資本移転と非生産的および非金融的金融資産の取得ないし処分である。資本移転は固定資産所有権の移転を含む；すなわち固定資産の取得や処分に関連ないしそれを条件とするような資金の移転；あるいは返還に際して何らの対価もない債権者による債務の棒引き、である。資本移転は以下の二つの要素を含む。

(1)一般政府、そこでは債務棒引きとその他に細分される。(2)その他、そこでは移民による移転（送金、引用者）と債務棒引きさらにその他の移転に細分される（以下略）<sup>9)</sup>。以上が新項目「資本勘定」の定義である。これはIMFの国際収支表示に関する第5提要（1993年）においてすでに規定されていることの実体化である。要は経常収支の通常取引とは異質なこれらの移転項目を画線下に排除しておこうというものである。

「金融勘定」という概念の導入はどのように解釈されるべきであろうか。筆者は端的に経常収支赤字のファイナンスに焦点を当てた改定と考える。これを「財務勘定」と翻訳している場合も見られるが<sup>10)</sup>、やはり米国の巨大な経常収支赤字とその帰結としての最大債務国への転落に世界の注目が集まっている80年代末以降の現実に対応した国際収支表示の改定と判断する。したがって国際投資の経済的役割よりもその赤字ファイナンス的側面をより重視したものといっていよいであろう。したがって、IMFの最新の国際収支表示も「宗主国アメリカ」の国際経済実態にイニシアティブを求めたということである。以上の経過を経て2001年7月SCBの歴史的取引表（1976－2000年：対世界）の改訂版に辿り着くのである。筆者が本稿における1990年代の分析のために作成した米国国際収支表はその統計に拠っている。

## (2) 全般的な国際収支状況

そこで最初に、「図表1 アメリカ国際収支総括表（1990－1999年）」と「図表2 1990年代米国主要国際収支項目の変化」によって分析していこう。

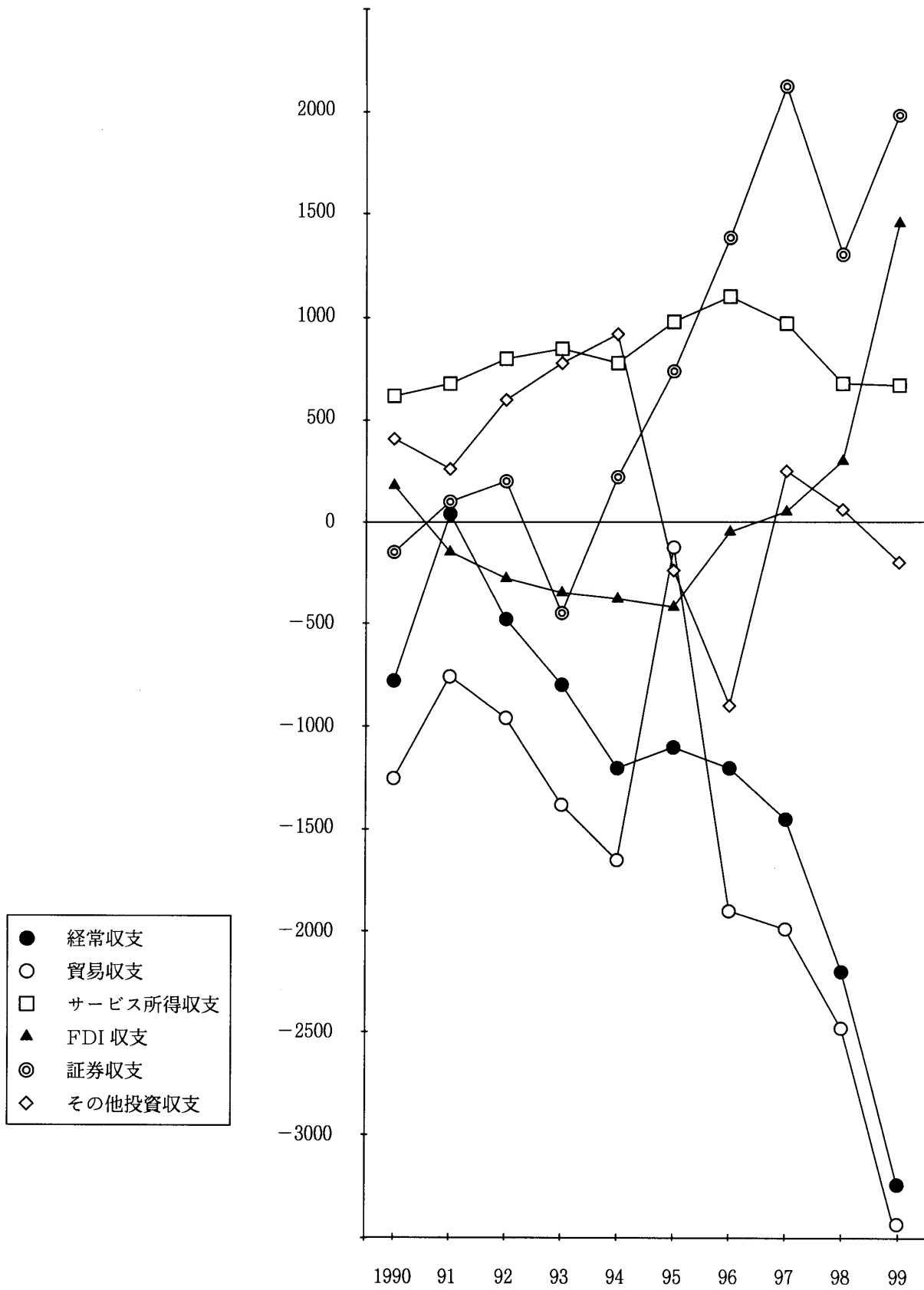
**経常収支赤字の激増** まず注目すべきは経常収支それ自体の動向である。それは1991年に例外的に黒字化（+37億ドル）しているが、これは湾岸戦争の戦費調達のための対米経常移転収支（ライン10）が黒字に転換したための一時的な現象である（周知のよう

図表1 アメリカの国際収支総括表：1990-1999年（単位億ドル）

ライン	項目	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	合計
1	経常収支	-790	37	-485	-825	-1182	-1099	-1209	-1398	-2175	-3244	-12370
2	貿易サービス収支	-809	-311	-365	-688	-967	-964	-1018	-1078	-1668	-2618	-10486
3	貿易収支	-1110	-769	-969	-1325	-1658	-1742	-1910	-1981	-2467	-3454	-17385
4	輸出	3874	4141	4396	4569	5029	5752	6121	6784	6704	6846	54216
5	対前年のび率 %	7.0	6.9	6.2	3.9	10.1	14.4	6.4	10.8	-1.2	2.1	6.7
6	輸入	-4984	-4910	-5365	-5894	-6687	-7494	-8031	-8765	-9171	-10300	-71601
7	対前年のび率 %	4.4	-1.5	9.3	9.9	13.5	12.1	7.2	9.1	4.6	12.3	8.1
8	サービス収支	302	458	604	637	692	778	892	904	799	836	6902
9	所得収支	286	241	230	239	170	205	210	88	-62	-136	1471
10	経常移転収支	-267	108	-350	-376	-383	-341	-401	-408	-444	-489	-3351
11	資本収支	-66	-45	6	-1	-5	4	7	4	7	-35	-124
12	金融収支	603	465	963	814	1299	1133	1721	2716	1449	3768	14931
13	投資収支	263	204	536	114	854	141	397	2535	1720	3217	9981
14	直接投資収支	113	-147	-284	-326	-340	-410	-54	8	357	1456	373
15	対外直接投資	-372	-379	-483	-840	-802	-988	-919	-1048	-1425	-1554	-8810
16	証券投資収支	-297	83	180	-418	309	734	1354	2253	1305	1923	7426
17	対外証券投資	-288	-457	-492	-1463	-603	-1225	-1498	-1190	-1361	-1312	-9889
18	その他投資収支	447	268	640	858	885	-183	-903	274	58	-162	2182
19	米国政府資産	23	29	-17	-4	-4	-10	-10	1	-4	28	32
20	在米外国公的資産	339	174	405	718	396	1099	1267	190	-199	436	4825
21	外貨準備増減	-22	58	39	-14	53	-97	67	-10	-68	87	93
22	統計上の不突合 〔メモランダ項目〕	252	-457	-484	11	-112	-38	-519	-1322	719	-488	-2438
23	総合（公的取引）収支（経常+資本+民間金融+不突合）	-341	-261	-427	-700	-445	-992	-1324	-181	270	-551	-4952
24	対外投資残高（FDI 時価）	-2453	-3093	-4312	-3070	-3119	-5146	-5952	-9726	-11287	-10995	-
25	対外投資残高（FDI 市場価格）	-1645	-2608	-4523	-1780	-1705	-4186	-5422	-10761	-14240	-15253	-

(source) SCB, July 2001 より作成。

図表2 1990年代米国主要国際収支項目の変化（単位億ドル）





にこれの大部分は日本からの拠出である)。事実、翌年には再び 485 億ドルの経常赤字に転落している。残された数値はこの 10 年間に於ける赤字の累増を劇的に示している。99 年はピークに達し実に単年度でその規模は 3244 億ドルに達している。米国の経常収支の歴史上、単年度で 3 千億ドルを凌駕する赤字額を示したのはもちろん初めてである。これによって年平均赤字額も 1237 億ドルと 1 千億ドルの大台を超えた。(しかも 2001 年には 4174 億ドルに膨張する。)

しかし、その歴史的な赤字額も、貿易収支に目を転じると見劣りすることとなる。なぜなら、貿易収支赤字の 90 年代合計は、およそその 1.4 倍に拡大するからである (1 兆 2370 億ドル→1 兆 7385 億ドル)。それは米国輸入の継続的な高成長に起因する。輸入のピークは 99 年の 1 兆 300 億ドルであり、貿易収支赤字の最大は 99 年の 3454 億ドルであった (年平均赤字額は 1739 億ドルに達する)。これらの巨大化は図表 2 の急速な右下がりの線形に鮮明に刻印されている (これの 2001 年の収支赤字も 4266 億ドルと新記録を達成)。

さて、ここで図表 3 を登場させて、70 年代、80 年代と比較させることで、90 年代の特徴をより一層鮮明にすることとしよう。今にして思えば、1970 年代の経常収支や貿易収支の逆調はきわめて僅少にさえ見える。もちろん 70 年代と 80 年代の数値は時価統計であるから 90 年代との比較ではインフレ分を考慮しなければならないが、70 年代の年平均 -3 億ドル弱という経常収支赤字レベルは、その後の -819 億ドル、-1237 億ドルという数値との断絶のみを意味している。問題は 80 年代との比較である。90 年代の赤字の増加率は 51% を超えている。これは小さくない増加である。しかし貿易収支の同様な比率を採ると 85% の急増という結果が得られる。両者には 1.7 倍弱の差異がある。ということは、90 年代において米国の輸入の増加率 (8.1%) が輸出のそれ (6.7%) よりも減退しなかったことを示している (年平均減少率では輸出 0.9 ポイントに対し輸入は 0.6 ポイントにとどまる。図表 3 ライン 4 と 6)。

しかし、それにもかかわらず、経常収支赤字の伸び率は前述のように 5 割にとどまる。この差異の理由は経常収支のその他の項目における変化の中にある。端的に言って「ライン 7 サービス収支」の巨大黒字への大転換が起きたのである (80 年代の -241 億ドルから +6902 億ドルへの激変)。この「サービス」とは、前項で述べたとおり、旅行・輸送・その他サービス (通信・建設・保険・金融・情報・特許使用権・その他営利業務・文化や

図表3 70-80-90年代別国際収支総括表 (単位億ドル)

ライン	項目	1970年代	1980年代	1990年代
1	経常収支尻合計額	-27	-8191	-12370
2	貿易収支尻合計額	-1055	-9387	-17385
3	輸出額合計	9710	24663	54216
4	対前年のび率年平均 %	18.4	7.6	6.7
5	輸入額合計	-10765	-34047	-71601
6	対前年のび率年平均 %	21.1	8.7	8.1
7	サービス収支尻合計額	-234	-241	6902
8	所得収支尻合計額	1854	3931	1471
9	経常移転収支尻合計額	-469	-1968	-3335
10	資本収支尻合計額	nss	nss	-124
11	投資収支尻合計額	-897	5277	9981
12	直接投資収支尻合計額	-845	1750	373
13	対外直接投資合計額	-1231	-1535	-8810
14	対米直接投資合計額	386	3286	9181
15	証券投資収支尻合計額	51	3032	7426
16	対外証券投資合計額	-340	-795	-9889
17	対米証券投資合計額	391	3792	17315
18	その他投資収支尻合計額	-103	495	2182
19	統計上の不突合合計	349	2006	-2438
20	外貨準備増減合計	6	464	93

(source) 1990年代は図表-1、70年代・80年代は各年次のSCBより作成。

(注) ライン7、8、9は集計範囲が70年代・80年代と90年代が異なるので正確な比較は不可能である。但しライン7サービスとライン8所得を合計すれば集計範囲の相違が解消されるので比較可能である。

nss : 分出不可

興行など)の授受を集計する。見るとおり、ここには、IT・ファイナンス・先端技術など、米国の比較ないし競争優位産業からの果実が凝縮されている。さらに、図表2に描写しているように、これと同様に米国の黒字創出項目である海外投資からの収益(ライン8)を合計すると黒字は最大規模になり、貿易収支の赤字をかなり相殺する(合計黒字のピークは96年の1102億ドル)。事実、経常収支項目のうち貿易収支を除いて計算(サービス+投資所得+経常移転収支)すると5022億ドルの黒字となる。「貿易赤字のサービス・収益黒字」というパターンは国際収支発展段階説に適用すると典型的な「老衰債権国」段階ということになる。しかし、実際には図表1のメモランダ項目で示されているように、

99年末で1兆5253億ドルの債務超過（ライン25）すなわち最大債務国となっているのである（2001年末には-2兆3091億ドルへとさらに急増<sup>11)</sup>）。従来の学説がここでもひとつ再考を迫られていることになろう。敢えて現在の米国経済の国際収支発展段階を規定するとすれば、「特殊債務国」ということになるであろう。

ただし、海外投資家からの所得は90年の286億ドルを頂点として、90年代を通して漸減し、ついに98年以降収支尻は赤字に転落する。これは、90年代における非米諸国の対米FDIやFPIが激増し、これへの米国からの収益支払いが巨額化したことの結果であり、単なる赤字への転落でなく、拡大均衡過程における現象とみなしておく必要がある（事実、ライン14の「FDI収支」は97年に流入超に転じ、その後その額を増大させるに至っている）。これは、時期的にも、米国経済におけるニューエコノミー論に代表される熱狂に刺激された対米投資増大の一環を意味する（ただし90年代の累計では373億ドルの黒字に留まる）。

**資本・金融収支の飛躍** 「資本勘定（Capital Account）」という新概念が登場したことは前述の通りである。つまり、これは従来一般的に使用されていた「長期短期の資本流入」の集計ないし収支に用いた「資本」概念ではない。再確認しておく、資本形成のための無償援助や対価のない固定資産の所有権移転や債務の棒引きさらに移民による送金を取り扱う勘定であった。90年代におけるこれの累計赤字は124億ドル（図表1ライン11）であった。これは正味の一方的価値移転超過額ゆえ経常収支赤字と共にファイナンスを必要とする。

問題はライン13の「金融収支（Financial Account）」である。この概念も96年のIMF勧告以後に導入された新概念である。内容的には従来までの「資本収支」を「投資収支（ライン13-18）に改定し、さらに「米国政府資産（ライン19）」、「在米外国公的資産（ライン20）」、「外貨準備増減（ライン21）」を加えたものである。

まず、概念論として興味深いのは、上記項目を総合して「金融勘定」と認識していることである。国際通貨金融論の通説的な理解では、国際収支赤字の金融とは、赤字国政府の行為（公的国際金融）に限定するものと解釈されてきた。しかし、筆者は先に述べたように、80年代初期から金融概念の発展を主張してきた（私的体制支持金融）。今回の米国の概念変更はこの論争に裨益するところ大である点は先に触れたが、その詳細は次節にゆず

り、まずは統計の語る所を聞くこととしよう。

投資収支の黒字急増を主導している項目は、「ライン 16 証券投資収支：FPI」（+7426 億ドル）である。しかも「ライン 17 対外証券投資収支」の累計が+9889 億ドルにも達しているのであるから、この 10 年間で米国へのグロスの証券投資は実に 1 兆 7315 億ドル（約 200 兆円）に達する。次に巨大な流入超は「ライン 29 在米外国公的資産」の+4825 億ドルである。したがってこの 2 項目が経常収支赤字の相殺勘定ということになる。さて主要項目の変化は図表 2 に示した通りであり、直接投資（FDI）収支の黒字化の意味については前項で指摘済みである。しかし、最大の懸念は 90 年代においても依然として経常・貿易両収支というファンダメンタルな取引における赤字の著増である。とはいえ、最後に、図表 3 において 80 年代との相違を再確認しておく、①サービス収支の黒字転化、②直接投資収支の赤字減少から黒字への転換、③対米証券投資の激増、④「ライン 19 統計上の不突合」（ホットマネー移動等）の大きな赤字（-2438 億ドル）への転換、⑤米国政府の外貨取引の停滞（ライン 20）、といった諸点が浮かび上がる。

ただし、90 年代には経常収支赤字を大幅に凌駕する対米資本流入が生じ、これをエマージング・マーケットに再投資するという新たな形態の資金循環構造が抽出される（特に 91, 92, 96, 97, 99 年。合計でも 2400 億ドルを超えている）。これは米国による「対外短期借の長期貸」と特徴づけられる要素も存在するが、統計上の不突合やその他投資収支項目による運用に加え FDI や FPI の流動化も激化している。これらは為替投機を含むキャピタルゲイン目的の国際投資やデリバティブの盛行を意味しており、したがって新金融商品の開発を含む「短期借短期貸」というマネーフローも混在しているとみなすべきであろう。とはいえ、小稿では米国対外赤字のファイナンス問題にもっぱら焦点を当てていることをお断りしておきたい。

### (3) 対日収支管見

米国の 2 国間収支については、図表 4 によって対日収支の 90 年代についてその概略を見ておきたい。ただし地域別国別統計については、新方式による時系列的な修正数値は発表されておらず、したがって、90 年代各年の 6 月号ないし 7 月号の SCB を渉猟しなければならない。

図表4 米国の対日収支 (単位億ドル)

ライン	項目	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	合計
1	経常収支	-382	-280	-435	-544	-628	-569	-459	-626	-758	-878	-5559
2	貿易サービス収支	-330	-336	-379	-473	-517	-411	-277	-376	-493	-600	-4192
3	貿易収支	-426	-450	-505	-605	-673	-603	-492	-571	-652	-745	-5722
4	輸出	478	472	469	467	518	631	660	994	875	880	6444
5	対前年のび率 %	-	-1.3	-0.6	-0.4	10.9	21.8	4.6	50.6	-12.0	0.6	-
6	輸入	-904	-923	-974	-1072	-1191	-1235	-1152	-1370	-1368	-1480	-11669
7	対前年のび率 %	-	2.1	5.5	10.1	11.1	3.7	-6.7	18.9	-0.1	8.2	-
8	サービス収支	95	115	126	133	156	193	215	195	160	146	1534
9	所得収支	-54	-33	-54	-70	-110	-157	-181	-248	-264	-276	-1447
10	経常移転収支	2	88	-2	-2	-1	-1	-1	-2	-2	-2	77
11	資本収支	nss	nss	nss	nss	nss	nss	nss	nss	nss	nss	nss
12	金融収支	nss	nss	nss	nss	nss	nss	nss	nss	nss	nss	nss
13	投資収支	8	-99	318	531	278	379	519	629	717	-84	3196
14	直接投資収支	180	105	31	-14	38	55	101	109	62	-11	656
15	対外直接投資	-8	-2	-9	-15	-24	-11	-18	3	-14	-106	-204
16	対内直接投資	188	107	40	1	62	66	119	106	76	95	860
17	証券投資収支	-44	-43	-77	129	-108	-255	75	41	49	-209	-442
18	対外証券投資	-21	-112	-36	-24	-174	-250	-58	-100	-18	-436	-1229
19	対内証券投資 (TIS投資除く)	-23	69	-41	153	66	-5	133	141	67	227	787
20	その他投資収支	-128	-161	364	416	348	579	343	479	606	136	2982
21	対外投資	283	-4	204	223	-17	-92	19	15	371	169	1171
22	対内投資	-411	-157	160	193	365	671	324	464	235	-33	1811
23	統計上の不突合	405	359	122	3	321	167	-61	-8	31	992	2331
24	米国公的資産 (外貨準備増減含む)	-32	16	-10	8	29	27	0	0	12	-22	28
25	総合収支	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na

(出所) SCB の 1991 年～2000 年の各号より作成。na : 不明 nss : 分出不可

経常勘定における特徴は、累計において経常収支赤字（-5559 億ドル）と貿易収支赤字（-5722 億ドル）がほぼ拮抗していることである。これは 80 年代と同様である（-3459 億ドル対-3585 億ドル）。貿易の変化では、94・95・97 年に対日輸出が急伸し、逆に 93・94・97 年に輸入が増大している。注目すべきは、90 年と 99 年を比較した伸び率において、輸出が 1.75 倍、輸入が 1.64 倍となっている点である。対日輸出の方が凌駕している。90 年代における米国の輸出競争力の回復を示す数値のひとつである。さらに「ライン 8 サービス収支」についても黒字幅が 96 年をピークに漸減している（累計黒字は 1534 億ドル）。しかし、「ライン 9 投資所得収支」は反対の傾向にある。この項目が対日赤字に転換したのはプラザ合意直前の 1984 年であり、それ以後 90 年代を通して赤字拡大の一途を辿っている。日米間の国際投資とくに FDI 投資ギャップが結果的に収益収支における日本側の受取超過をもたらしてきたことになる。これらを合計した経常勘定の計 5559 億ドルにも及ぶ赤字は、米国全体の経常収支赤字の 44.9%を占有するに至っている。

金融・投資収支に顕著な傾向は日本の対米 FDI の盛行（+860 億ドル）・統計上の不突合（+2331 億ドル）の肥大化と対日証券投資（-1229 億ドル）の拡大である。日本の製造業の現地生産化と日本株の外人買いの帰結を示唆する数字である。これらの結果「ライン 13 投資収支」の総額は 3196 億ドルの米国流入超となった。これは全流入超の 32%に該当し、かつ全世界に対する米国経常収支赤字の 25.8%を金融することとなった。尚、統計上の不突合（誤差脱漏）の巨額さは不自然であるが、これの過半は日本の公私の対米 TS 投資であるが、秘匿を要するという理由で不突合に混入させられている。これの解剖は次節の課題となる。

## 小結

総じて米国の 1990 年代の国際収支構造は、貿易収支の赤字拡大に最大の特徴があり、これに主導されて経常収支の赤字が増大した。しかし、経常収支については、サービス収支黒字の不断の拡大という反対の要素も見られる。また投資所得収支の黒字の急減から赤字への転落という負の変化も観察された。他方、これらの赤字を貨幣面で過剰に支える対米投資の激増という構造になっていることが判然とする。経常収支の不均衡是正という古

典型的な調整論からすると誠に絶望に近い状況が継続していることとなる。事実、図表1のメモランダ項目（ライン23）に総合（公的取引）収支を推計しておいたが、この累積も4952億ドルに達している。この額は通常の民間取引の収支尻を示すものであり、したがってこの赤字は米国政府の世界に対する公的ファイナンス必要額ということになる（債務決済の根源的部分）。

## 第2節 赤字のファイナンス

### (1) 対米投資の発展とファイナンス

前節においてすでに部分的には投資収支や赤字の金融について描写してきたが、本節においてはそれをより体系的に論じてみたい。古典派以来の正統な経常収支不均衡調整論<sup>12)</sup>が効力を発揮し得ないとすれば、焦点は資本流入による赤字のファイナンスへと矛先が向かわざるを得ない。いわゆる、流動性アプローチの逆転（対米資金還流）ということになる<sup>13)</sup>。

まず「図表5 アメリカ国際収支の金融項目」を考察することから始めよう。この表のライン1と2の合計が90年代の米国の公私を合計した赤字の総額である（1兆2494億ドル）。これをファイナンスする項目を大別すると以下の4形態となる。

#### ①ライン3 公的金融収支（在米外国公的資産＋準備資産以外の米国公的資産）。

前者は図表5で見ると、米国政府債券・その他の米国政府債務・米銀報告債務・その他の公的外国資産、という資産形態で存在する対外債務（在米外国ドル建残高）である。後者の在外米国公的資産（ライン10）とは、米国の貸付やその他の長期資産・米国貸付への返済やその他の長期資産・米国保有の外国通貨と米国のその他の短期資産の合計である。

#### ②ライン11 民間金融収支（米国民間資産＋外国民間資産）。

これは図表1と同様、直接投資収支・証券投資収支・その他投資収支の合計である。

#### ③ライン18 統計上の不突合

前述のように統計漏れの部分であるが浮動的ゆえに補足しにくいホットマネーを表示するものと解釈しておく。したがってプラスの場合は金融項目として取り扱うが90年代は

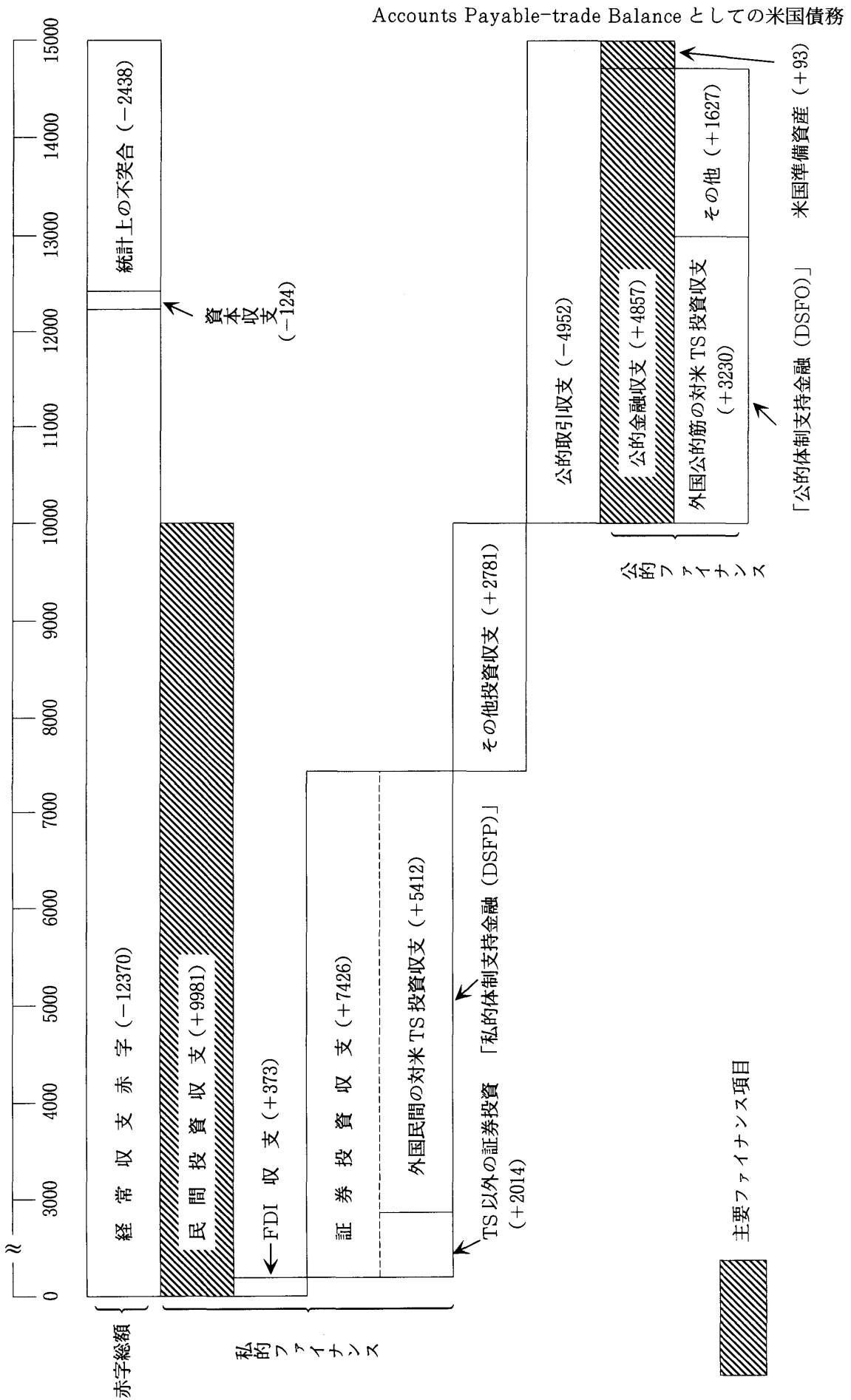
図表5 アメリカ国際収支の金融項目：1990-1999年（単位億ドル）

ライン	項目	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	合計
1	経常収支	-790	37	-485	-825	-1182	-1099	-1209	-1398	-2175	-3244	-12370
2	資本収支	-66	-45	6	-1	-5	4	7	4	7	-35	-124
3	公的金融収支（在米外国公的資産 + 準備以外の米公的資産）	362	203	388	714	392	1089	1257	191	-203	464	4857
4	在米外国公的資産	339	174	405	718	396	1099	1267	190	-199	436	4825
5	政府債権	302	161	224	530	368	727	1207	-22	-36	325	3786
6	財務省証券	296	148	185	490	308	690	1157	-67	-99	122	3230
7	その他政府債務	19	14	22	13	16	-1	-10	-9	-34	-29	1
8	銀行報告債務	34	-15	166	148	37	340	57	229	-95	130	1031
9	その他の公的外国資産	-16	14	-7	26	-25	33	13	-2	-35	9	10
10	準備資産以外の米国公的資産	23	29	-17	-4	-4	-10	-10	1	-4	28	32
11	民間金融収支（米国民間資産+外 国民間資産）	263	204	536	115	854	141	397	2535	1719	3216	9980
12	直接投資収支	113	-147	-284	-326	-340	-410	-54	8	357	1456	373
13	対内直接投資	485	232	198	514	461	578	865	1056	1782	3010	9181
14	証券投資収支	-297	83	180	-418	309	734	1354	2253	1305	1923	7426
15	対内財務省証券投資	-25	188	372	244	343	995	1550	1464	486	-205	5412
16	その他証券投資	16	351	300	801	570	964	1302	1979	2181	3440	11904
17	その他投資収支	447	268	640	859	885	-183	-903	274	57	-163	2181
18	統計上の不突合	252	-457	-484	11	-112	-38	-519	-1322	719	-488	-2438
19	外貨準備増減	-22	58	39	-14	53	-97	67	-10	-68	87	93
20	公的取引収支（経常+資本+民間 金融+不突合）	-341	-261	-427	-700	-445	-992	-1324	-181	270	-551	-4952
21	準備債務収支（上記より外国民間 の財務省証券を画線下）	-316	-449	-799	-944	-788	-1987	-2874	-1645	-216	-346	-10364
22	財務省証券合計（ライン6+15）	271	336	557	734	651	1685	2707	1397	387	-83	8642
23	ORT収支への公的準備債務ファイ ナンス率（ライン6/20, %）	87	57	43	70	69	70	87	-	-	22	65
24	経常収支に対する全財務省証券フ ァイナンス率（22/1, %）	34	908	115	89	55	153	224	100	18	-	70
25	同上の公的財務省証券フ ァイナンス率（6/1, %）	37	400	38	59	26	63	96	-	-	4	26

(出所) 図表1に同じ。



図表 6 1990年代米国経常収支等赤字総額のファイナンス (単位億ドル)



巨額の赤字ゆえ被ファイナンス項目に転落した。

#### ④ライン19 米国の外貨準備増減

そこで次にその構図を図表6において図示してみよう。ここで最上部は赤字総額を示している。2行目以下の斜線で囲んだ部分がファイナンス項目である。ただし90年代は前述のごとく80年代と異なり赤字項目は「経常収支赤字」と「資本収支」ばかりでなく2000億ドルを超える「統計上の不突合」が加わり、総計は1兆4932億ドルに達する。これが最上欄に示してあるファイナンス必要額である。さて次にはその赤字のファイナンス状況であるが、その内最大の資金調達要因は民間投資収支の+9981億ドルである。これのみで全体の67%をファイナンスしている。そしてそれはさらにFDI収支(+373億ドル)と証券投資収支(+7426億ドル)さらにその他投資収支(+2181億ドル)に分けられる。90年代の変化はFDI収支の黒字の減少である。80年代はそれのみで+1750億ドルに達していた。次に証券投資の内訳が算出されている。それによると、そのうちの5412億ドルは外国民間筋の対米TS投資となっている(私的体制支持金融)。率にして72.9%となる。80年代は36.5%に留まっていた。このことの理論的含意が後の課題となる。

さて統計上の不突合は、前述のように大きなマイナスとなった(-2438億ドル)。80年代は正反対の+2006億ドルであった。これは90年代の米国においては投機を含むホットマネーが激しく国境を行き交い結果としては巨大な流出超過をもたらしたことの証左である。これではファイナンスではなく赤字拡大要因に転じてしまったことになる(ただし過剰流入による対外転貸と解釈できるのも前述の通り)。年次別では91・92・96・97・99年に拡大し、ピークは97年(-1322億ドル)であった。ところで97年とは、アジア通貨金融危機が発生し、ヘッジファンドが跳梁跋扈した年である事は記憶に新しい。「売られるアジア」<sup>14)</sup>をマクロ統計に求めるとすると、かかる無味乾燥な範疇に秘蔵されることとなる。それゆえ公的取引収支は-4952億ドルに拡大されることとなった。そして公的金融によってそれが相殺されざるをえないこととなる。この内、外国公的筋による米国TS投資(公的債務決済)は3230億ドルであった。この額の先の公的取引収支に対するファイナンス率は65.2%であり、さらに全赤字に対する比率は29.5%である(公的体制支持金融)。80年代は1508億ドルの17.9%であった。

ところで、この公的金融収支には「その他」として+1627億ドルという無視し得ない

額のファイナンス部分が存在する。これは図表5におけるTS証券以外の米国資産に投資された外国の公的資金である。理論的にはこれもDFSOに含めることができるかもしれない。特に、TS以外の政府証券やその他政府債務は、何らかの米国政府部門が借り入れの主体だという意味でDSFO範疇に包摂可能である。そればかりか、際限なき赤字の放置拡大という米国の実態からすると、TSのみをDSFOと厳密に範疇設定することは不十分にさえ思えてくる。

## (2) 米国財務省証券保有の国際的分布

ともあれ、USTSが現代世界において最大の資産運用対象であることは紛れもない事実であり、それへの需給の変化は米国の利子率に変化をもたらし、その結果順次世界的な資金循環に影響を与える。そこで、この保有の国際的分布についてここで分析しておこう。しかしこれの解明も困難を伴う。それは各国の金融政策と国家的資産運用に密接に関連しているだけに高度の機密扱いというのが現実だからである。しかし、最近、ごく限られたものではあるが、この「禁」を破るデータがお膝元である米国商務省から公表された。まずそれを図表7として提示しよう。

ここで限定的に公表されている外国筋保有の米国TSとは、Tビル・Tノート・Tボンドの3種類である（Tボンドにはごく少額だが非市場性のそれが含まれる）。次に保有残高は、公的保有と民間保有を合計したものである。そのような公表の仕方をした理由について米国商務省のH.W. Kingは、「個別の外国公的筋による保有高という機微に渡る情報の開示を回避するために、同表においては海外の民間保有残高と公的保有残高を合算している。」<sup>15)</sup>とわざわざ断っている。この表は、2000年末における保有上位10の国と地域の順序で98年にまで遡った統計を提示している。また、それらの年の世界保有残高総額をも開示している。しかし、とりわけ国別残高が明らかになったことは貴重である。というのも、全世界残高は商務省のデータで以前から知ることができていたが、国別のそれは把握しにくかったからである。筆者は従来から後者について米国財務省の機関誌“Treasury Bulletin”のデータを積み上げることで追跡してきた。これは、年々のフロー統計しか集計されていない。そこで1979年までストックを発表していた事実に着目し、それを基点に毎年のネットフロー額を加減することで国別のそれを算出してきたのである。

図表7 米国財務省証券の外国保有残高（単位億ドル）

	1998年	1999年	2000年
全世界保有	13188	12389	12220
日本	2926	3209	3477
英国	2792	2388	2146
ドイツ	1002	961	916
中国	487	513	499
香港	460	458	456
中東 OPEC 諸国	284	286	329
韓国	184	253	322
ベルギー・ルクセンブルグ	328	279	297
英領西インド諸島	396	282	257
シンガポール	450	305	244

(source) SCB, July 2001. P11. Table J.

そこで今それを図表8として示そう。これを商務省の図表7と比較すると若干の差異が生じている。1999年末の全世界残高で見ると630億ドル筆者の方が少ない。誤差は5%程度になるし、国別のそれではかなりの開差が生じている年度もある。それらの主要な理由は、商務省統計と財務省統計のオリジナルデータの異同であるが、今回の発表に当たって商務省はそれには言及していない。財務省のデータは「米銀報告」となっている点が気になる。これによれば、外国政府が米銀を介入せず直接に自国政府自身でTSを保有した場合や非銀行系機関を経由した保有については、その額は財務省の統計には反映されないことも考えられる（この場合には筆者の図表8のように財務省統計の方が過小になる）。また、筆者が積み上げ作業に用いた数値の後日における修正を十分追跡できなかつた点もあろう（財務省統計は暫定値をまず発表し後日不定期に修正を行う）。しかし、97年までと98年以降についても商務省の発表していない地域と国やTSの種類別残高については筆者の統計に依拠せざるをえない。したがって、前述のように、5%程度の誤差を認識した上で図表8をも利用して、この問題を分析しておきたい。

**国別・地域別残高** まず世界全体のTS保有残高（外国の公私別保有の合計額）について見てみよう。図表7の米国政府の公式統計によると2000年末の合計は1兆2220億ドルであった。およそ30年前に当たる1969年にはわずか117億ドルであった（図表8ライン

図表 8 主要国の米国財務省証券保有残高の変遷 (単位億ドル)

		1969	1979	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1	世界計	117	1175	4156	4482	5039	5770	5537	7218	9891	11459	11826	11749	11113
2	Tビル (Bi)	59	486	984	1107	1275	1764	1625	1971	2209	1935	1834	1857	1767
3	ノート・ボンド (NB)	9	462	3127	3326	3719	3953	3851	5192	7632	9474	9941	9841	9303
4	非市場性 NB	49	227	45	49	45	53	61	65	60	60	61	61	53
1	ヨーロッパ計	31	532	2181	2333	2584	2736	3082	3505	4665	5979	6270	6584	5973
2	Bi	26	335	581	645	700	876	836	759	736	601	676	608	504
3	NB	5	197	1600	1688	1884	1860	2246	2746	3929	5378	5594	5976	5469
1	イギリス計	5	13	544	646	861	945	1172	1498	2163	3128	3233	3426	3070
2	Bi	1	9	59	99	72	94	87	65	76	58	42	33	14
3	NB	4	4	485	547	789	851	1085	1433	2087	3070	3191	3393	3056
1	ドイツ計	10	189	526	479	574	477	557	550	734	923	932	951	869
2	Bi	10	89	9	10	84	87	110	42	50	14	22	17	8
3	NB	※	100	517	469	490	390	447	508	684	909	910	934	861
1	LA カリブ海諸国計	1	11	295	454	457	569	443	792	1134	1106	1045	878	823
2	Bi	1	6	83	139	174	332	308	171	266	264	240	148	143
3	NB	※	5	212	315	283	237	135	621	868	842	805	730	680
1	アジア計	17	315	1311	1329	1624	1950	2489	3266	4441	4699	4836	5313	5368
2	Bi	16	117	261	245	305	426	495	949	1144	1006	869	1052	1091
3	NB	1	198	1050	1084	1319	1524	1994	2317	3297	3693	3967	4261	4297
1	日本計	13	213	581	518	636	925	937	1387	1975	2215	2208	2650	2773
2	Bi	12	95	96	74	97	216	244	525	699	735	598	839	856
3	NB	1	118	485	444	539	709	693	862	1276	1480	1610	1811	1917
1	中国計	—	※	9	10	59	67	228	390	644	799	857	944	904
2	Bi	—	—	4	4	19	22	61	216	325	398	430	435	435
3	NB	—	※	5	6	40	45	167	174	319	401	427	509	469
1	香港計	※	1	65	80	117	143	144	181	328	452	544	570	549
2	Bi	—	※	6	4	19	21	8	9	12	13	8	25	7
3	NB	※	1	59	76	98	122	136	172	316	439	536	545	542
1	韓国計	—	6	32	32	42	59	53	69	97	49	174	258	316
2	Bi	—	3	9	11	16	21	11	4	10	13	8	4	14
3	NB	—	3	23	21	26	38	42	65	87	36	168	254	302
1	中華圏 (中国・香港・台湾)	2	6	355	474	611	653	926	1149	1921	2381	2635	2818	2612
2	Bi	※	5	130	131	179	233	391	605	1042	1282	1428	1541	1479
3	NB	2	1	225	343	432	420	535	544	879	1099	1207	1277	1133

(source) U. S. TREASURY BULLTIN 各号。※ 1億ドル未満

1)。増加率は104.4倍に達する。そこまで遡らなくても事の重大さは認識できる。10年前の90年末（4156億ドル）と比較しても2.94倍に上る。他方GDPのこの間の伸び率は1.47倍であり、輸出額を採っても2.02倍に留まる。しかしこれは米国債取引の活発化の帰結と単純化するわけにはいかない。外国保有TSの激増は米国にとっての対外債務の急増でもあるからである。しかも外国保有のピークは2000年末ではなく98年末であり、その時点での残高は1兆3188億ドルにも達していた。次に地域別国別の残高を2000年末で見ると、ヨーロッパ（5973億ドル）→アジア（5368億ドル）の順であった（図表8）。しかしこの差額は極めて興味深い。先と同じ90年末で比較すると2181億ドル対1311億ドルでありヨーロッパはアジアの1.66倍を保有していた。それが2000年末ではわずか1.11倍に急接近している。傾向としては恐らく近年中に逆転するものと思われる。

上述の変化をもたらした原因は国別保有の変化を調べなければ明確にならない。商務省統計では2000年末の国別地域別残高順序を提示しているが、そこでは日本が3477億ドルと断然リードしている。全体に対する比率も28.5%に達する。つまり、米国の対外TS債務の約3割は日本が担保していることとなる。しかもこれに中国・香港・韓国・シンガポールの保有合計1521億ドルを加えると、この限りでのアジアの保有総額は4998億ドルとなりシェアは41%に上昇する（中東も含めれば44%）。これらの変化は米国の対中貿易の発展（正確には大幅な入超）のマネータームの側面を意味する。ただし、米国TS保有のピークが98ないし99年になっている理由は、2000年に共通通貨ユーロが導入され、その「ユーロ建て」債券へ投資が一部シフトしたことが一因と思われる。

**種別保有の特徴** 次には図表8によって短期債（Tビル）と中長期債（ノート・ボンド）保有の変化を概観しておきたい。結論から言えば90年代においては中長期債の保有が一貫して増大したということである。対世界についてみると、それらは90年末の3127億ドルが2000年末には9303億ドルへ2.98倍も増大した。他方、Tビルは1.8倍に留まり、その2000年末の絶対額も1767億ドルにとどまり大きく差を広げられている。80年代にはこれだけの差は生じていない。例えば1986年末の短期債対中長期債を採ると4267億ドル対1兆1773億ドルとなっており1:2.76となっていた。2000年末では1:5.26と拡大している<sup>16)</sup>。短期のTビルは本来ワーキング・バランスとしての運用という性格を有しており資産運用上は決して有利な国債ではない。米国が未だ債権国であった80年代に

においては長短期債が交互に選択されることがみられたが、90年代のように米国の債務が一方的に拡大していく段階においては、各国はワーキング・バランスを大きく凌駕する米国債を保有するに至り、したがって資産選択上高利回りとキャピタル・ゲインの期待できる中長期債を選択することにならざるを得ない。なお、TS保有については上記以外に公私の保有シェアの変動にも触れる必要があるが、これは次節で行おう。

いずれにしても米国債の分布が80年代には、民間化・国際的拡散化・長期化を特徴としていたが<sup>17)</sup>、90年代に至ってこれらにさらに巨額化・アジア化・ハイリターン化が顕著になっていったと結論づける事ができる。

### (3) 「私的体制支持金融論争」の超克

黒字国が獲得したドル残高を赤字国アメリカに投資ないし還流させることで基軸通貨国の流動性危機と国民通貨ドルを防衛するという構造をDSF（体制支持金融）と指定した。さらにその構造が2層に発展してきたことを解明した。DSFからDSFO（公的体制支持金融）とDSFP（私的体制支持金融）への重層化というわけである。筆者のこの見解について従来までの論争を総括すると、DSFOを否定する論者はほとんどみられなかった。問題は後者のDSFPである。民間資本の資産運用は利潤動機であり、ドル防衛のためにTS投資を行うことはありえず、したがってDSFPは妥当な範疇規定ではないというものであった。1980年代中期の批判であった。これらの批判に対する反批判についてはすでに第3作において詳細に展開しているのでここでは繰り返さない<sup>18)</sup>。要はこれらの批判はミクロのポートフォリオ誘因によって、マクロの「合成の誤謬」ならぬ「合成の期待」（結果としてのドル防衛）、を看過したものといってよい。この議論では、資産運用の利益追求論があればそれでよしとする悪しき還元論に陥る危険性がある。別言して、木を見て森を見ず、の喩えの一例といえるかもしれない。

いまここで言及したいことの第1の点は、90年代において外国民間筋の対米TS投資が激増した事実である。第2の点は米国の国際収支概念において金融勘定という規定が投資収支の上位概念として導入されたことである。金融とは国際収支赤字国にとっては赤字補填のための資金調達を意味する。つまり、米国の経常収支赤字を救済することを意味する。それは米ドルの救済であり防衛でもある。投資対象を問わず赤字国米国への投資ある

いは資本還流それ自体が米国のファンダメンタルズや国際資金循環を支えてきたことは繰り返すまでもない。この事実と90年代における貿易収支の赤字の膨張への新たな追加的ファイナンスの必要性によってDSFP概念の妥当性が歴史的に証明されたといっていよいであろう。加えて、外国公的筋のTS資産運用額より民間のそれが凌駕するに至ったのが90年代だったのである。念のため先に示した図表5で数値を確認しておこう。この逆転現象(ライン6と15)は、94年を基点として98年まで継続されている。さらに、この10年間の投資合計は、公的が3230億ドルに留まったのに対し、外国民間のTS投資は5412億ドルと68%も上回ったのである。ちなみに、80年代におけるそれは、1508億ドル対1107億ドルと正反対のパフォーマンスを示していた。

しかし、経済は生き物であって、時にそれは人知をはるかに超えて変化する。90年代の米国国際収支における貿易収支赤字の急増がその象徴である。1989年に債務国に転落したアメリカは、急な坂を転げ落ちるように、その純債務を拡大するにいたったのである。したがって、対象とすべきは、DSFPの妥当性論争を速やかに通過し、米国の総債務それ自身のあり方と意味という、より広義な範疇へ分析を押し進めることであろう。尚、90年代においては、80年代と異なり、DSFOとDSFPが相互補完的に作用し米国の市場金利調整に微妙な役割を演じるという転換効果(SE)は、97年(-67対+1464億ドル)、98年(-99対+486億ドル)、99年(122対-205億ドル)に擬似的に発生するに留まった。これは90年代の特徴が対米TS投資の通年的著増にあったことと関連している。それゆえ90年代においては市場金利を適度な上方硬直性に保つことに貢献した点を見ておくべきであろう。

### 第3節 Accounts Payable-trade Balance 論としての米国債務

#### (1) 債務の実態と解釈

筆者の第3作は深町郁彌教授から懇切な書評を頂いた<sup>19)</sup>。ここで氏はDSFPに関わる在米外国資金の内訳について独自の資料を提示して批判された。要点は合衆国における外国資産の分析には、外国の公的部門と民間部門双方の保有額を100%としたブレイクダウンが好ましく、これによると1993年6月末時点では、前者は33.7%(4661億ドル)で後



Accounts Payable-trade Balance としての米国債務者は 66.3% (9188 億ドル) となる。つまり全体の 3 分の 2 は民間資産からなる。さらにその民間部分の中の TS 投資は公民資産全体の 17.3% に留まり、49% は「合衆国の債務 (米銀報告、他の個所に含まれないもの: 銀行自身の債務とドル支払い)」であった (公的資産中の TS は全体の 23.9%)。したがって、外国民間の TS 投資のみを取り上げた松村の DSFP は、「…外国資産全体のわずか 17% に過ぎなかったことに注目されたい。外国民間投資のビヘイビアを検討するためには、この全体の半ば 49% に達する要求払預金、定期預金などの運動がまず追跡されねばならなかったのではなかろうか。」<sup>20)</sup> と指摘された。

まず、DSF 全体としては 41.2% に達していることが氏の資料からも確認できる。したがってここでも氏は DSF や DSFO についての批判は特に見当たらない。しかし合衆国の対外民間債務ビヘイビアの分析については不満が残るといわれるのである。とはいえその点については筆者も特に異論はない。というのも筆者の研究主題は米国の対外民間債務一般についてではないからである。ドル防衛に関わる在米外国資産のビヘイビアに焦点を当てているからである。

しかし氏の言われる米銀報告債務について一言付け加えると、筆者はこれらが米ドル建てで運用 (預貯金が大半だが) されていることを重要視したいと思う。それはそれだけ米国国際収支の赤字ファイナンスに貢献しているからである。しかし、それらの資金形態は流動性の高い状態にあることも見逃せない。したがって、ドル防衛という観点からは浮動的であり筆者の見地からも範疇的措置を受けない。

より重要な論点は在米外国資産に占める TS 投資の推移である。つまり筆者の関心は在米外国全資産の中でのその比率の変化が意味する所の理論的解釈だということにある。今、氏の調査時点を基点に 6 年前 (1987 年) と後 (1999 年) について在米外国民間資産中の TS と米銀報告債務のそれぞれについて氏の資産分類に倣って数字を図表 9 の a・b で確認しておこう。87 年の TS は 826 億ドル (図表 9-b ライン 16)、米銀債務 (同ライン 22) は 5188 億ドルであり合計 6014 億ドルとなる。同年の外国公的在米資産は 2831 億ドルであるから総資産残高は 8845 億ドルとなり、米銀債務のシェアは 58.7% であり民間 TS のそれは 9.3% となる。

同様に計算すると 1999 年のそれは、総債務 2 兆 5983 億ドルとなり、その内米銀債務は

図表9-a 米国の対外債務残高：1990-1999年（単位億ドル）

ライン	項目	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
1	GDP (1996年連鎖価格)	67079	66764	68800	70626	73477	75438	78132	81595	85059	88565
2	対外投資残高 (IIP, FDI 時価換算)	-2453	-3093	-4312	-3070	-3119	-5146	-5952	-9726	-11287	-10998
3	対外投資残高 (IIP, FDI 市場価格換算)	-1645	-2608	-4523	-1780	-1705	-4186	-5422	-10761	-14240	-15253
4	在米外国公的資産	3734	3985	4373	5094	5352	6717	7984	8360	8380	8704
5	政府証券	2912	3112	3293	3817	4072	4978	6105	6145	6203	6289
6	財務省証券 (TS)	2859	3060	3226	3731	3969	4828	5907	5898	5890	5782
7	その他の政府系証券	53	52	67	86	103	150	198	247	313	507
8	その他政府債務	172	186	208	221	237	236	226	217	183	155
9	銀行報告債務、他のどこにも属さないもの	399	384	550	697	734	1074	1131	1354	1259	1388
10	その他の公的外国資産	249	303	322	359	310	430	522	643	735	871
11	在米外国民間資産										
12	IIP (FDI 時価)	20510	21972	23256	25512	27753	32949	38096	47039	53823	61505
13	IIP (FDI 市場価格)	20853	23329	24815	27263	29152	36206	42930	55182	66491	78613
14	直接投資 (時価)	5053	5334	5403	5933	6180	6801	7456	8231	9122	10944
15	直接投資 (市場価格)	5396	6691	6962	7684	7579	10057	12291	16374	21790	28052
16	財務省証券	1525	1703	1977	2215	2357	3585	5026	6622	7297	6607
17	財務省証券以外の証券	4606	5460	5994	6964	7397	9714	11995	15787	20124	25220
18	社債	2389	2714	2993	3558	3681	4812	5880	7152	9022	10619
19	株式	2217	2719	3002	3406	3716	4901	6114	8635	11103	14601
20	米国通貨	859	1013	1148	1337	1572	1695	1868	2116	2283	2507
21	米国外銀行企業報告対外非子会社への米国債務	2134	2089	2207	2290	2398	3004	3468	4594	4857	5557
22	米銀報告米国債務、他のどこにも属さないもの	6333	6372	6527	6771	7849	8150	8282	9688	10140	10672
23	外国保有米国政府証券 (ライン5+16)	4437	4815	5270	6032	6429	8563	11131	12767	13500	12896
24	外国保有 TS (ライン6+16)	4384	4763	5203	5946	6326	8413	10933	12520	13187	12389
25	米国債務に対する外国保有 TS 比率 (ライン24/12) %	21.4	21.7	22.4	23.3	22.8	25.5	28.7	26.6	24.5	20.1
26	GDP に対する外国保有 TS (ライン24/1) %	6.5	7.1	7.6	8.4	8.6	11.2	14.0	15.3	15.5	14.0

(出所) 図表1に同じ。

図表9-b 米国の対外債務残高：1980-1989年（単位億ドル）

ライン	項目	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
1	GDP (1996年連鎖価格)	49009	50210	49193	51323	55052	57171	59124	61133	63684	65918
2	対外投資残高 (IIP, FDI 時価換算)	3608	3398	3290	2983	1607	543	-362	-800	-1785	-2595
3	対外投資残高 (IIP, FDI 市場価格換算)	-	-	2359	2574	1341	969	1008	505	105	-470
4	在米外国公的資産	1761	1804	1891	1945	1997	2025	2452	2831	3220	3417
5	政府債券	1182	1251	1326	1370	1447	1451	1789	2205	2609	2636
6	財務省証券 (TS)	1113	1170	1249	1297	1382	1384	1733	2137	2530	2572
7	その他の政府系証券	69	81	77	73	65	66	56	68	80	64
8	その他政府債務	134	130	136	142	150	158	180	157	152	154
9	銀行報告債務、他のどこにも属さないもの	304	267	250	255	261	267	279	318	315	365
10	その他の公的外国資産	141	155	179	177	140	149	164	150	144	263
11	在米外国民間資産										
12	IIP (FDI 時価)	3929	4815	5904	7182	8445	10306	12644	14435	16861	19886
13	IIP (FDI 市場価格)			5360	6778	7834	10034	12526	14251	16759	20555
14	直接投資 (時価)	1271	1646	1848	1937	2235	2472	2847	3346	4018	4679
15	直接投資 (市場価格)			1304	1533	1724	2200	2730	3162	3915	5347
16	財務省証券	161	185	258	338	621	880	961	826	1009	1665
17	財務省証券以外の証券	741	751	930	1138	1285	2079	3098	3417	3923	4829
18	社債	95	107	167	175	324	823	1409	1661	1913	2317
19	株式	646	644	763	964	961	1256	1689	1756	2010	2512
20	米國通貨	241	273	313	368	408	460	501	556	613	671
21	米國非銀行企業報告対外非子会社への米國債務	304	306	275	617	774	870	907	1102	1445	1671
22	米銀報告米國債務、他のどこにも属さないもの	1211	1654	2280	2783	3122	3545	4330	5188	5854	6371
23	外国保有米國政府証券 (ライン5+16)	1343	1436	1584	1708	2068	2331	2750	3031	3618	4301
24	外国保有 TS (ライン6+16)	1274	1355	1507	1635	2003	2264	2694	2963	3539	4237
25	米國債務に対する外国保有 TS 比率 (ライン24/12) %	32.4	28.1	25.5	22.8	23.7	22.0	21.3	20.5	21.0	21.3
26	GDP に対する外国保有 TS (ライン24/1) %	2.6	2.7	3.1	3.2	3.6	4.0	4.6	4.8	5.6	6.4

(出所) 図表1に同じ。

1兆672億ドル（41.7%）で民間TSは6607億ドル（25.4%）となった。要約すると以下のようになる。

	1987年末	1993年6月末	1999年末
米銀債務の比率	58.7%	49%	41.7%
外国民間保有TS	9.3%	17.3%	25.4%

以上が事の顛末である。筆者はここでみるように米銀債務比率の低下と反比例してシェアーを拡大してゆく外国民間筋保有米国財務省証券の意義を「私的体制支持金融」として定式化してきたのである。したがって問題は深町氏がこの歴史的遞増の意義をどのように認識されるかということに帰着する。

## (2) 理論的含意

さて最後に検討すべきは経常収支赤字の累積による未曾有の債務国化を世紀転換期においてどのように理解しておくべきかということである。筆者は端的にそれを輸入超過に起因する債務累積と集約すべきではないかと考える。米国の公式統計によると対外投資残高（IIP：FDI市場価格換算）は1989年に債務国転落を記録している。仮にその翌年90年を基点に採りその10年後に当たる99年までの貿易収支赤字累計額と債務累積のそれとを図表1で比較すると、前者は1兆7385億ドルであり後者は1兆4783億ドル（99年の純債務1兆5253億ドルから89年のそれに当たる470億ドルを控除）となる。つまり、貿易収支赤字の蓄積が対外純債務を2600億ドルも上回ってしまうのである。

一般に、一国の対外赤字のマクロ的影響については、経常収支赤字額の対GDP比を採る事が多い。今これを、図表1および図表9-aを用いて計算すると90年の1.18%から99年には3.66%へと3.11倍上昇している。筆者はこの比率が3%を超えると危険水域に突入すると考えているが、米国は90年代中にまさにこのレッドゾーンに大きく踏み込んだことになる。これもこの領域におけるユニラテラリズムの顕在化といえるかもしれない。しかし、さらに90年代の米国国際収支については、これに加えて貿易収支赤字額の対GDP比を採用することが看過されてはならないと思う。これを先と同様に計算すると、両年で1.65%から4.06%へ2.5倍増大している。伸び率は対経常収支の方が大きい、対GDP赤字比率は対貿易収支の方が経常収支を0.4ポイントも上回っている（2000年以降

はさらに拡大)<sup>21)</sup>。

以上の検討からすると事態は明瞭である。米国債務は米国の過剰消費に基づく過剰輸入によってその大部分が形成されてきたということになる。ただし問題はそれが「過剰」か否かの判断基準である。筆者は簡潔にそれを90年代のGDPと輸入成長率の比較に求めたいと思う。1990-99年においてGDPは1.32倍（6兆7079億ドルから8兆8565億ドルへ）の成長であったのに対して輸入は実に2.07倍（4984億ドルから1兆300億ドルへ）も急騰しているのである。驚くべき事実である。

これをどのように理論づけすべきであろうか。小論では赤字へのDSFOとDSFPによるファイナンスの継続を90年代においても確認した。しかしそれのみに留まっていて良いような状況ではもはやないように思われる。そこで、過剰輸入ということをしり下げて考えてみなければならない。民間の商業ベースでの輸出入は日々行われており米国の輸入業者は外国輸出業者にドルで代金を支払う。貿易取引は支障なく処理され問題は日常的には表面化しない。しかし、国際取引は最終的には国家間の決済を経なければ理論的にも実際的にも完了を意味しない。これが国内取引との決定的違いである。国内における財やサービスの購入と輸入という商行為の根本的相違は決済の次元と取引通貨の相違にある<sup>22)</sup>。

先の例示を展開して、日本の対米輸出業者（A）がその代金としてドル建て為替手形を受け取ったとしよう。Aはこれを日本国内の取引銀行（B）に提示し割引くなどして日本円で受領する。アメリカの輸入業者（C）は米国の取引銀行（D）に当座預金を有している。BはDに為替を送付し、DはCの口座から代金を引き落とし取引の決済が完了する（これらをインターネットによって瞬時に引き落とす等eコマースやeバンクを含む技術革新がみられるが決済メカニズムの本質はこの限りでは何ら変化はない<sup>23)</sup>）。問題があるとすれば、Bが受け取った為替の清算ができなかった場合と決済してドルを獲得した後のBの行為に関してである（ただしこの為替手形は米国貿易収支の相殺できない赤字分＝入超分に該当すると仮定）。

まずこれが不渡りになった場合である。Dがこれに信用状をつけていた場合にはDが代金を代替払いし、債務債券関係はCとDの間に移る。ここでDが担保を処分し代金を回収すれば清算されたこととなる。担保割れの場合はDの不良債権となる。米国内の資金循環や対外債務の大きさに変化は生じない（Dに公的資金が導入されても赤字国債を

原資としない限り米国内の通貨供給に変化は無い)。

問題はむしろ日本の B 銀行が受領した手形の処理にまつわる。B がこの手形の D への呈示で得たドル資金を米国市場でドル建て資産に運用したとすれば米国の貨幣流通量には影響を与えない(不胎化)。しかし日本の D 銀行が回収したドルを円に両替した場合にはどうなるであろうか。D はドルを日銀に持ち込み円転換して取引は終了する。次は日銀のビヘイビアである。日銀がドルをドル建て米国資産、例えば TS に運用した場合には、やはり米国の新規通貨供給を誘発しない(不胎化)。しかしこの運用を嫌って現金でのドル保有を選択した場合には米国の追加的通貨供給となる(非不胎化)。これらは輸入代金の正常な国家間決済といえるであろうか。いずれのケースを採っても難点は否めない。非不胎化は通貨インフレの危険性などファンダメンタルズに重大な歪みを引き起こすし、不胎化は余剰輸入分代金のドル建て資産運用化という仮面の決済あるいはフロー・ベースでの帳尻合わせに過ぎないからである。とりわけ、TS 債務の累積的拡大は、国債元利の返済額を膨張させ米国連邦政府の財政を一層逼迫させているのである。事実、年々の国債のネット借り入れ分に対する当期利払い比率(デット・キャピタル・レーシオ: DSR)は、すでに 80 年代から 1 を超え上昇し続けているのである<sup>24)</sup>。

上述した経済現象は一般商取引では、購入した財の決済に一定期間の猶予を与える買掛金(Accounts Payable-trade)や売掛金(Accounts Receivable-trade)の仕組みに類似している<sup>25)</sup>。これらの代金は約束された期間内に清算する。これを米国の貿易取引に適用すると、米国の輸入はその代金が支払われるまでは買掛金あるいは支払勘定といった支払い債務を負うことを意味する。次にこれを貿易取引の国家間決済という次元に引き上げて考察すると、貿易収支赤字ということは相殺額を超えた分の輸入超過が存在したということであるから清算を行わなくてはならない。この場合、前述のように、個々の民間商取引での国際決済一般が支障なく行われていたとしても、米国としての対外決済という範疇では入超分の清算は最終的には基軸通貨たるドルの新規供給に依存せざるを得ない。米国の余剰輸入品の未決済といういわば貿易買掛金残高はこのようにして清算されざるを得ないのである。しかしこれは既述のように理論的にも実際的にも困難を伴う。これもまた別種の「合成の誤謬」の現出といえよう。

もっとも、かかる過剰輸入に起因するドル残高も、ヤンキー・ダラー市場(IBF)やユー

ロ・カレンシー市場に移出され実質的に米国が通貨供給管理を放擲するにいたっているという卓見も存在するが<sup>26)</sup>、それはユーロ市場におけるドル需要がかかるドル供給を凌駕している場合にのみ一定の機能を果たし市場の平静を保つことができるに過ぎない。しかし、90年代以降の過剰輸入による赤字ドル残高の量的規模からするとその成立条件はきわめてナローパスの範囲にとどまる。結局、米国の輸入買掛金残高は不胎化（貿易買掛金の長期国家債務化）と非不胎化（新規通貨供給）の間に間に漂いドル本位制と世界的金融構造の危機や不安定化の震源となっているのである。

## むすび

1990年代のアメリカ国際収支パフォーマンスは貿易収支赤字の膨大化に凝縮されていたが、その元凶は急激な輸入の拡大にある。これは90年代のニューエコノミー論的繁栄が株高に帰着していたことと強い相関関係がある。グリードな不正経理（グリーンズパンFRB議長）を含む株高の資産効果と低金利による消費者信用の拡大が消費需要を底上げし輸入の著増に結果したのである<sup>27)</sup>。この個人消費は、今日では世界景気維持のための「最後の買い手」効果と規定するよりも、より正確には「幻の過剰消費」あるいはT. ベブレンやJ. K. ガルブレイスの言葉を借りれば「衒示的消費（conspicuous consumption）」（今回の主因はITと住宅のバブル）の申し子と表現すべきであろう。別して、「過剰富裕化」という見解も存在する<sup>28)</sup>。このように1990年代以降のアメリカの国際経済関係は、マネーターム（株価の高騰）とリアルターム（財の輸出入）との不用意な過剰効果によって基軸通貨国としては世界史的にも前例がないほどの貿易収支危機に陥っているのである。新世紀入り後の株価低落によって、かつてのそれがバブル相場であったことがようやく誰の目にも明らかになりつつあるが、当面のアメリカ経済はこれのもたらす逆資産効果等の後遺症や会計基準のあり方を含む<sup>29)</sup>調整局面に悩まされるであろう（日本の90年代に類似したデフレ型不況の到来を予測することも不可能ではない）。さらに深刻な問題は入超の継続というリアルタームに起因する困難が対米資本還流（したがって米国対外債務の高水準持続）によって辛うじて支えられている点である。小論ではそれを「アカウントズ・ペイアブル・トレード・バランス（貿易買掛金残高）論」として提示しておいた。しかし、

皮肉にも、ワシントン・コンセンサス自らが主導した金融グローバリズムは、このメカニズムを機能不全に陥れる自爆的要素を内蔵してしまったといわなければならない。というのも、金融自由主義は原理的にキャピタル・フライトというマネータームの浮動性を前提とせざるをえないが、それを可能性から現実性に転化する状況が醸成されてきているからである。いうまでもなく、米国のリセッションやドル安が増勢傾向に転じれば対米投資へのインセンティブの喪失に導くからである。それゆえ、米国債務のファイナンス・メカニズムは世界経済の時限破壊装置の様相を呈してきているのである。以上からすると、米国資本主義は、マネジリアル・モラル・ハザードとブラック・マンデー型危機の再発不安、さらにクリントン政権時代の1998年度に単年度黒字を達成した財政収支を受け、米議会予算局（CBO）が2013年度に既発行国債を償還すると試算した計画も、ブッシュ新政権以降9.11テロや減税策さらに軍拡路線も手伝って財政収支赤字への再転落という問題を抱えるに至っているのである。したがって、アメリカ経済は、新世紀の最初のディケードにおいては、1990年代の「ニューエコノミー論」とは異なり、「ニュートリレンマ（新三重苦）論」へと、大きく暗転する危険性の中に置かれているとって過言ではない。（2002.9.5. asyo. 稿）

【参考文献:ABC 順】

Harlan W. King, "The International Investment Position of the United States at Yearend 2000" SCB, July 2001.

IMF (2000) Balance of Payments Statistics Yearbook

松井均 (2002)『銀行原理と国際通貨システム』劉草書房

松村文武 (1985)『現代アメリカ国際収支の研究—アメリカネットワークの検証—』東洋経済新報社

——(1988)『債務国アメリカの構造』同文館出版

——(1993)『体制支持金融の世界—ドルのブラックホール化—』青木書店

——(2003)「国際収支の理論と現実」(松村文武・関下稔・藤原貞雄・田中素香編『現代世界経済をとらえる—Ver.4—』第8章、東洋経済新報社)

松村文武・藤川清史(1998)『“国産化”の経済分析—多国籍企業の国際産業連関—』岩波書店

本山美彦 (2000)『売られるアジア』新書館

本山美彦編 (2001)『グローバリズムの衝撃』東洋経済新報社

日本銀行国際収支統計研究会編 (2000)『入門 国際収支』東洋経済新報社

佐藤孝一 (1961)『新会計学：第6版』中央経済社

SCB (1996, a) *The International Monetary Fund's New Standards for Economic Statistics*, October



SCB (1996, b) *Standards for the Dissemination of Economic and Financial Statistics*, October  
 SCB (1999) *U. S. International Transactions, Revised Estimates for 1982-98*, July  
 内村広志・田中和子・岡本敏男 (1998) 『国際収支の読み方・考え方』中央経済社

- 1) 松村 (1985) および (1988) を参照されたい。
- 2) 松村 (1993) を参照のこと。
- 3) それは現代の脱国産化現象の国際経済論的考察に関するものである。松村・藤川 (1998) を参照のこと。
- 4) それは、Balance of Payments Manual : FIFTH EDITION, 1993, IMF Publications Service. である。
- 5) 詳細については松村 (1985) および (1988) を参照されたい。
- 6) SCB (1996, a) p.75-76.
- 7) SCB (1999) p.60
- 8) 松村 (2002) 第 8 章。
- 9) IMF Balance of Payments Statistics Yearbook 2000, p.xxvi
- 10) 内村他 (1998) 5 章、資料
- 11) 商務省統計 (アドレス : [www.bea.doc.gov](http://www.bea.doc.gov))
- 12) 松村 (2002) 参照のこと。
- 13) 松井均氏は新著において銀行学派を擁護する立場から通貨学派 (流動性ディレンマ論) を批判されている。小書も第 1 作に限って引用され、その一部で基礎収支概念の初発をヌルクセと記述していること (ただし引用ページは誤表示) の誤りを滝沢健三氏の著書によって指摘されている。それによると基礎収支の重要性に対する認識は 2 大戦前のイギリス国際収支表の表現に明示されている、という周知の事実を引用される。(松井 [2002] 28 ページ)。ただし筆者は筆者の知る限り「ベーシック・バランス」という用語に最初に遭遇したのがヌルクセの作品であったためにそのように記したまでである。したがって、1945 年のヌルクセの論文以前に「認識」ではなく、この「概念」を使用した事例や人物が存在するとすれば、それをこそ指摘願いたいと思う。なお、氏の主張について若干付言すると、基軸通貨の供給にはその国際収支赤字が不可避であるとする通貨学派によるディレンマ論ではなく基礎収支均衡を前提に短期・流動性の資金貸しによって供給することが最善とされる。しかし基礎収支の均衡が「経常赤字の長資黒字」という形態でも成立しなくなっていた 1960 年代以降の米国国際収支については、まず第 1 次大戦までのイギリスの基礎均衡との内的構成における相違が論考されねばならない。米国型基礎収支構造を前提に、これに加えてさらに米国が短期貸しを行うことは安定的な基軸通貨供給体制とは言い難い。一般的には、基礎収支赤字では、その金融のために短期貸しではなく短期借りとならざるをえない。事実、債務国化した後 (1989 年) の米国では経常収支の赤字が巨額化しそれを長短のすべての外国資金でファイナンスしなければならなくなっている。いずれの場合も、戦後の国際金融通貨状況については、問題の設定自体を逆転せざるをえないのである。つまり、基軸通貨の供給問題からその過剰な垂れ流しの收拾へと焦点が不可逆的に移動しているのである。もちろんこれも「通貨学派方式」による基軸通貨国国際収支赤字必要悪説の帰結と批判することは容易である。しかし、本質的にはかつてのイギリスとは異なる覇権国の通貨が基軸通貨にならざるを得なかつ

---

た戦後の歴史的段階の特殊性にその答えが伏在していると見るべきであろう。

- 14) 本山美彦氏はワシントン・コンセンサスの下での1997年アジア金融通貨危機の顛末を分析しておられる(同氏、2000参照)。ここでは国際金融複合体に翻弄されるアジア諸国の姿が赤裸々に活写されているが、これらアジア諸国は比較的短期間のうちにマクロ的回復をもたらした。したがって97年危機の真因はドルペッグに過剰依存したことによる為替リスクへの無防備と無経験にあったといえよう。
- 15) Harlan W. King (2001) p.11
- 16) 松村 (1993) 84-85 ページ
- 17) 松村 (1988) 143-144 ページ
- 18) 松村 (1993) 137-147 ページ
- 19) 深町郁彌・書評『証券経済』日本証券経済研究所、第189号、1994年
- 20) 同上、146-149 ページ
- 21) 事実速報では2002年上半期の米国貿易収支赤字は2291億ドルとなり年率では4500億ドルの赤字が予想される。(『日本経済新聞』2002年8月21日) わずか2年前の99年のそれは図表1に見たように3454億ドルに過ぎなかった。
- 22) 例えば、米国の買掛金は輸出側から見れば売掛金となるが、最近みずほコーポレート銀行は、日本企業が持つ外貨建て売掛債権を証券化する新サービスを開発した。企業は同行から受け取る現金を円建て、米ドル建て、欧州単一通貨ユーロ建ての3つから選べるようにした。国際的な商取引を行う企業が資金調達の手法を多様化できるように支援するという。これなどは国内取引との通貨決済面での相違を如実に物語る卑近な実例である。(『日本経済新聞』2002. 8. 14)
- 23) 外国為替取引に関する筆者の解釈については松村(1993)第5章を参照されたい。
- 24) 松村(1988)124-125ページ。
- 25) 買掛金はTrade Creditorsとも呼ばれる。これに類似した用語に「支払勘定」(accounts payable)というのがあり、これは買掛金・未払金・支払手形などの支払い債務を意味する。狭義には買掛金と同義と解釈されるという。(佐藤孝一:1961、320-321ページ)したがってここで援用した「買掛金」の用法は「支払勘定」の内容を含むものと考えておきたい。なお、これら「買掛金」等の会計学上の概念については念のため立教大学経済学部の高浦忠彦教授から御教示を得た。記して謝したい。
- 26) 徳永正二郎「頻発する通貨危機」(本山:2001、第8章)
- 27) この点は2002年8月15日発表の日銀レポート「米国家計支出はなぜ堅調かー資産価格依存型支出行動の光と影ー」(峰岸誠・石崎寛憲稿)においても指摘されている。(www.boj.or.jp/ronbun/ron0208e\_f.htm)
- 28) 馬場宏二氏の立論がそれであるが、差し当たり同氏稿「自由化と過剰富裕化」(本山編:2001、第9章)を参照されたい。
- 29) 伊豆久氏はこの点に関連して、「粉飾決算疑惑が解消しても、次には会計基準そのものの問題が乗り越えられねばならない。ITブームの中で、新興企業は報酬のかなりの部分をストックオプションで賄い、現金支出を抑えることができた。権利行使価格をオプション付与時の時価と同一にすれば、その公正価値額を費用として計上しなくても良かったからである。しかしIASB(国際会計基準理事会)は2004年1月からの費用化を決定…。またM&Aについても、90年代末には、のれん代(実際の買収価格から帳簿上の純資産額を差引いたもの)を認識しなくてもよいプーリング法を使った買収が多

かったが、プーリング法は昨年7月に廃止され、のれんを資産計上するパーチェス法に一本化されている。こうした会計基準の変更は、90年代後半の繁栄を演出した「株式の貨幣化」を不可能にする。つまり、米国が直面しているのは、循環的な景気後退や一時的な会計スキャンダルではなく、経済の枠組みそのものの重大な変更なのである。」(『証研レポート』日本証券経済研究所、No.1609、2002年8月、31-32ページ) と的確に論評されている。