

「対外債務残高」と「国際投資残高」の異同

—— 純最大債務国債務の複雑性 ——

松 村 文 武

目 次

はじめに

- (1) 対外債務の概念
- (2) 債務超過
- (3) 米国の国際投資残高
- (4) 対内債務との異同

結びに代えて～債務国支配型の米国覇権～

はじめに

米国が最大債務国に転落してからでさえすでに久しい。しかし、国連統計をはじめ一連の国際経済統計の重債務国欄に米国の名前はない。なぜだろうか。常日頃見落としがちな論点について考察しておきたい。したがって本稿は覚書的な論文である。

(1) 対外債務の概念

世紀を跨ってデフレ不況に見舞われている日本経済を前にいくつかのアイデアが提起されている。その一つに外国企業や投資家による経済特区を含む対日投資の奨励があるが、そのように指摘される数字的根拠から考えていきたい。米国に対する外国からの直接投資（対内直接投資）残高は2000年末の区切りで実に2兆7660億ドルであった。直接投資（FDI : Foreign Direct Investment）というのは、外国に全額出資という形で投資をして子

会社を新設するか（グリーンフィールド型FDI）、外国の既存の企業を買収すること（統計的には10%以上の議決権株式を取得する形の吸収や合併＝M&A）によって、その経営支配権を獲得する形の海外投資のことである。これは各国企業の多国籍企業化を指し示す重要な統計であり、一国の国際経済力と経済グローバリゼーション（地球化）の進展度を計るバロメーターでもある。ところが、その重要な指標において日本が大きく立ち遅れている。同年における対日直接投資残高はわずか535億ドルと米国の52分の1に過ぎない。

他方、外国への直接投資（対外直接投資）残高を覗いてみると、同じく2000年末で日本の2962億ドルに対して米国は2兆6742億ドルとなっており格差は9分の1に縮小する¹⁾。もっとも、米国の国内総生産（GDP）はこの年9兆2686億ドルであったのに対し日本は4兆7722億ドルであり、米国は1.94倍の経済力を有している。したがって、直接投資それぞれの格差は実質的にはその半分（対内FDIはおおむね1対25、対外のそれは1対5）ということになる。対外FDIの格差が縮小してきていることは、日本企業の対外進出が90年代に急速に進展したことを意味する。1970年代が米国の多国籍企業立国への飛躍の10年であったとすれば、1990年代のワン・ディケード（10年間）は日本がそれを実現した時期であったということになる。平成不況によって「失われた10年」（あるいは「パラダイム・ロスト」）と常套句のように言われるが、角度を変えると日本経済の姿も違ったものに見えてくる²⁾。

しかしここでの問題は対内投資の対照性である。つまり日本への外国からの直接投資が圧倒的に遅れているのであるが、それは外国の企業や投資家にとって日本経済が魅力のないもの、アクセスし難い国と映っている証拠である。その原因については、日本の株主の外資警戒感や誘致制度の未成熟、外資参入規制の残存などが指摘されている。もっとも20世紀末からについては対日投資が増加傾向にあるが、たとえば「リップルウッド」というような米国の投資ファンドの投資行動が、「乗っ取り屋」とか「秃げ鷹ファンド」というような揶揄で語られている限りでは、まだ本格的な国際相互投資の時代には程遠い。もちろん本稿はそのことの是非を論じる場所ではないが、日本人に良質の雇用を提供し、公正で環境配慮型の企業であれば、企業の国籍などは二の次と考えるべきではないだろうか。

さてそこで上述した国際直接投資のやり取りを通して国際間の借金・貸金の関係という本題に話を進めていこう。従来一般的にこの問題は、「国際貸借関係（External

Indebtedness)」という概念で括られていた。しかし米国は他国に先んじて1980年代に入つて、「国際投資残高 (International Investment Position: IIP)」という表現を好んで用いるようになった。この違いは何であろうか。まず、貸借とは資金の貸し借りであり、その語感からしても貸し手の優越性と借り手の劣位性を想起させる。米国の改定された統計からは1989年に米国が債務超過国 (純債務国) に転換したことが読み取れる。しかし上述したより正確な概念に則していえば、この場合には国際間の投資残高において、外国人や外国法人所有の資産で米国内に置かれているもの (在米外国資産) が、米国人や米国法人所有の資産で海外に置かれているもの (在外米国資産) を上回っている状態、ということになる。この中立的な表現には債務国という負のイメージを払拭することに何がしかの貢献をしたいという深謀遠慮が伺える。事実こうした発想による概念変更は今回に限ったことではない。例えば、戦後の期間において米国は少なからず国際収支の集計方法を変更することによって、国際収支赤字を野放図に拡大し続ける国という批判を極力回避しようと操作してきた実績がある。

とはいえ、冷静に判断すれば、こうした国際投資行動の把握における変転に経済理論的根拠が全くないわけではない。先に例示した直接投資をここでも取り上げてみよう。これは外国の株式を取得して自国企業が海外に進出していくことであった。この投資残高に優劣や格差があったとしても、直ちに借金という概念に繋がるであろうか。外国に進出した株式保有者はこの場合外国企業の支配権を獲得するが、これによる外国人の株式取得は受入国にとって対外的な借金とは言わない。なぜなら、株式は返済の必要のない投資だからである。リスクは株式を購入した現地法人ないし外国投資家 (株主) が負う。つまり彼らは購入した範囲内での有限責任者ということになる。株式売買の自由はもちろんあるが、当該企業が倒産してしまえば株券はただの紙屑同然である。だから直接投資や10%に満たない対外株式投資 (これは別途「対外証券投資 (Foreign Portfolio Investment: FPI)」の一部あるいは「間接投資」と呼ぶ) はいわゆる借金ではないことになる。なぜなら、繰り返しになるが、投資された企業は取得した資金を返済しなくて済むからである。しかし問題は返済が不要であっても各国や国際機関の国際収支統計の処理においては、株式の取得に伴う外国資金の流入は「負債」ないし「債務」と仕訳されているということである。

(2) 債務超過

さてそれではこうした認識の違いをどのように理解すべきであろうか。元来、国際間の資金のやりとりは貸借から始まった。銀行による国際間の貸付や融資また貿易の決済に伴う資金の融通（貿易金融）さらに鉄道建設や油田開発のために国債や社債を発行し、これが豊かな外国投資家によって購入される。あるいは国際機関や先進国から資金融資や借款を仰ぐ。これらの場合は疑いもなく資金の借り入れであり借金である。事実、今日においても途上国の債務問題というのはこうした国際貸借における債務超過を依然として意味している。具体的には、これらからの借り入れによって発生する債務を長期債務・IMFからの借り入れ・短期債務に3区分して総額を算出している。1998年末における最大債務累積国はブラジルであり、その額は2320億ドルに達する。ただしこうした各国対外債務額一覧の統計には実質的な最大債務国であるアメリカ合衆国は掲載されていない。この違和感の解明も本稿の目的のひとつである。

ところで、債券というのは社債であれ国債であれ元金に利子をつけて返済する義務を明記して発行されるものである。借り手はその約定を厳密に履行しなければならない。歴史的に見れば19世紀末までの国際間の資本移動はこうした国際貸借が太宗をなしていた。したがってこの時期において国際投資の期末における状態が「国際貸借」と規定され第2次世界大戦後まで継承されてきたわけである。他方、近代的株式制度の導入と発達はまさにこれ以後20世紀に入って本格化していったのである。

しかし国際投資の水準が質的に新たな段階に飛躍したのは、第二次世界大戦後における米系企業の本格的な海外進出以降のことである。特にそれは1950年代末の米国の不況と「ヨーロッパ経済共同体（EEC）」（後のEC・EU）の誕生によって促進された。前者は不況によって国内投資環境が悪化したためであり、後者は「囲い込まれるヨーロッパ」に対する米国企業の市場喪失への不安を駆り立てたためであった。こうして怒涛のように米国大企業の資本が大西洋をわたったのである。欧州側は「アメリカの挑戦」としてこれらに警戒感を高めた。この経済現象は従来までの歴史に例をみないほどの画期的な事柄であった。「多国籍企業」という今日では当たり前の企業形態の出発もここに起点がある。そしてこれを実現させた手段が株式所有の国際化だったのである。つまり、進出先国への投資とは、本国親会社とその自己資金によって相手国の企業の株式を買収するか、現地で新た

に株式を発行して資金調達するかによって海外進出を果たすことを意味した。見るとおり、これらはそれまで主流であった先の国際債券投資とは根本的に異なる国際投資現象である。

戦後の世界経済は実は1944年に締結されたブレトンウッズ協定（ドルを基軸通貨と認定しIMFや世界銀行の設立などを定めた協定）に基づく貿易と資本取引の自由化によって発展のシステムの条件が整備されたのであるが、その成果の代表格が国際直接投資の隆盛であった。50～60年代のそれは米国企業の独壇場であったが、70年代にはヨーロッパ企業が、そして80年代以降は日本の企業がこれらに参戦していく。今日ではかつて途上国や中進国といわれた国々（アジアの新興工業化諸国や中国）の企業もこれらの隊列に加わり始めている。世界経済はまさに多国籍企業によって席卷されてしまったとあってよい。筆者などはこれを受けて現代を「多国籍資本主義の時代」だなどと命名さえしている。

しかし問題はこれらの国際投資活動と借金の関係である。国際的な株式投資を債務・債権関係に包摂できるか否かということである。これが可能となれば、米国の借金問題の解明に明るい道筋ができる。株式による投資とは返済を必要としない有限責任制の有価証券投資のことであった。したがって、企業財務担当者にとっては、これは借金とは認識されない。必要なことは株主への配当と株価の推移である。企業経済というミクロの経済主体においては日常的にはこれで不都合なことは滅多に生じない。しかしマクロの経済主体たる国家においてはこれを負債として集計していた。この齟齬が問題である。学問的に言えば、経営学的視点と経済学的視点の相違と言い換えてもよいかもしれない。だが株式資本の概念規定についてはどちらの側に立っても不変である。株式は自己資本なのであり他人資本ではない。とすると問題は定義の視角およびその実態についての判断の相違ということになる。国家の統計当局による定義の基礎は、外国人または外国法人の所有する資金の流入はその資産の種別や性質に関わりなく負債または債務と規定しようということにある。つまり、所有者の国籍が唯一の基準ということになる。世界経済が各国民経済の集合体である以上すべての経済事象をまず国籍によって区分することは当然といえば当然である。したがって先の相違の詮索もこの辺で大団円といきたいところである。しかしもう少し慎重を期そう。国際間の株式資本の実態面からの考察をつけ加えた方がよさそうである。そこから何が見えてくるか。

株式によって得られる資金は返済が不要ゆえ借金でないことは前述した。しかし第一に株主には配当金という名の利潤を支払わなくてはならない。外国の株主はこれを本国に送金するであろう。直接投資の場合10%以上の所有ということであったから、その海外利潤送金額も巨大になる。しかもこの場合経営支配権を獲得しているので高い配当政策を採用したり、本国への資金配分や価格を有利に操作することも不可能ではない（「トランスファー・プライシング」など）。これは外国への所得支払を増加させ経常収支等の赤字拡大要因となり一国の国際収支にとって負の要素である。次にその株式資本は永遠にその企業に固定されているのが問題である。上場企業の株式は日々売買されており、したがって株主も日々交代していることはいうまでもない。しかし、それでは外国人株主によって売り抜けられた場合にはどうなるであろうか。つまり、安値で買って高値で売りその儲け（キャピタル・ゲイン）を海外に送金してしまう事態である。これは経済危機が生じた場合によく取り沙汰される「資本逃避（キャピタル・フライト）」のことである。ドルの暴落や株価の下落が予想される場合、投資家は米国企業の株式を売却して資金をドル建てから外国通貨建てに転換して（資本逃避）、リスクを回避しようとするであろう。もちろん、支配を目的としている外国株主については軽々にこうした行動は取らないであろうが、それ以外の一般外国株主はその限りではない。この結果米国から資本が流出し経済の混乱に拍車がかかる。マクロ統計的には国際収支の投資収支の赤字要因となる³⁾。

これを触発するのは経済危機だと今述べたが実はそれだけではない。戦後の経済自由化路線がこれを促進したとさえ言える。とくに金融の自由化が国際投機を助長してきたからである。つまり、投資資金がどのような種類であれ流動化し頻繁に国際移動し易くなってしまったのである。その出発は1973年2月のスミソニアン合意にもとづく為替制度の変動為替相場制度への移行である。つまりこれによって主要先進国間の為替相場は、外国為替市場における需要と供給によって決定されることとなった。各国はドルとの固定為替レート（1971年までの円ドルレートでいえば1ドル=360円の上下1%の範囲内）を維持する義務から解放されたのである。これによって為替取引は飛躍的に拡大し、その結果国際資本移動も、直接投資・証券投資・デリバティブ（先物やオプションといった金融派生取引）を問わず激増していった。こうした制度的枠組みの変化によって、先の資本逃避が容易に行いうる段階を迎えたのである。

本来、固定的で非債務型の国際株式投資は、諸外国の工業化や経済成長の切り札として歓迎され、株式に有効期限がないにもかかわらず統計的にも長期資本投資として取り扱われてきた。しかし上述した制度的変化によってこうした安定的な成長資本でさえ流動化し始めるのである。一種の「貸しはがし」といってよい。つまり、株価やファンダメンタルズ（経済の基礎的条件）が悪化すれば直ちに株を売り海外に移動させるのである。そしてこれは外国資本の流入量が多ければ多いほど当該国民経済に大きな混乱をもたらすことになる。特に現代ではこうした資金を取り扱うのは、巨大な機関投資家（生損保・信託・年金財団など）や投機的集団（ヘッジ・ファンド）であるからその運用操作の影響は計り知れない。それは1997年のアジア通貨危機の顛末をみれば明らかである。つまり、自由化・流動化・投機化の中で外国籍資本が国際間を激しく動き回ることによってその悪影響に感染される危険性（コンテージョン）が高まるということである。（自国籍資本も同様のビヘイビアをとれば世界金融恐慌の崖っぷちに立たされることとなる。）

さてここまで考察を進めると、外国による株式投資が借金でないという定義は静態的で企業財務管理上の概念規定に過ぎないということがお分かりになったと思う。国民経済という立場でこれを捉え直せば国際収支の悪化や為替相場の乱高下さらに株価の暴落といった経済の攪乱要因にも転化する危険性を孕むものであることが判然とする。したがって、経済学的には国際株式投資も受入国にとっては負債ないし債務という範疇に包摂しなければならないというのが筆者の結論である。それゆえ、外国からの株式資金の受入を含め、借り入れ超過（債務超過）という経済状態はイエロー・カードを提示された段階だと認識しておく必要がある。

(3) 米国の国際投資（国際貸借）残高

まず表1—1をご覧ください。これは米国の国際投資残高（IIP）である。まず各項目の意味について解説し、後に統計数値を分析しよう。この表は項目欄の最左辺にある項目が大項目であり、以下項目のヘッドラインが1字分右にずれる毎に中項目あるいは内訳項目というように配列されている⁴⁾。

まず、ライン1「純米国国際投資残高」は、前述のように、すべての国際投資の合計であるが、その内の直接投資によって取得した株式については年末の株式市場価格で換算し

表1-1 米国の国際投資残高

(単位億ドル)

ライン	項目	1983年	1989年	2001年
1	純米国国際投資残高 (IP.FDI市場価格換算)	2574	-470	-23091
2	米国所有外国資産 (FDI市場価格)	11297	23502	68629
3	米国公的準備資産 (金・IMFSDR・外貨等)	1231	1687	1300
4	公的準備資産以外の米国政府資産 (長短の資産など)	817	866	857
5	米国民間保有外国資産 (FDI市場価格)	9249	20949	66473
6	FDI (市場価格)	2743	8325	22899
7	FPI (海外証券投資)	847	3143	21105
8	債券	586	1169	5458
9	株式	262	1973	15647
10	非銀行米系企業報告非海外子会社への米国債権	1313	2343	8301
11	米銀報告米国債権、他のどこにも含まれないもの	4345	7138	14168
12	外国所有在米資産 (FDI市場価格)	8723	23972	91721
13	在米外国公的準備資産	1945	3417	10217
14	米国政府証券	1370	2636	7988
15	財務省証券	1297	2572	6507
16	その他	73	64	1481
17	その他の米国政府債務	142	154	119
18	米銀報告米国債務、他にどこにも含まれないもの	255	365	1231
19	その他の外国公的資産	177	263	879
20	その他の在米外国資産 (FDI市場価格)	6778	20555	81503
21	FDI (市場価格)	1533	5347	25267
22	米国財務省証券	338	1665	3888
23	財務省証券以外の米国証券	1138	4829	28567
24	社債	175	2317	13926
25	株式	964	2512	14640
26	米国通貨	313	671	2756
27	非銀行米系企業報告非海外子会社への米国債権	617	1671	8044
28	米銀報告米国債務、他にどこにも含まれないもの	2783	6371	12982

(出所) Survey of Current Business各号

た額を用いる方式で求めた純投資残高である。「純」というのは「正味」という意味であり、米国が外国で所有している資産残高 (ライン2) と外国が米国内で所有している資産残高 (ライン12) の差額を意味する。本表ではライン12以下の外国資産にマイナス符号をつけていないが、債務国か債権国かという計算に際しては、それらはマイナス扱いとなる。

ライン2「米国所有海外資産」は米国にとっての資産あるいは債権の総称であり、それはライン3「米国公的準備資産」(金・IMF特別引出権・IMFリザーブポジション、外貨)、

ライン4「公的準備資産以外の米国政府資産（政府借款やその他の長期資産・外貨保有や短期資産）、ライン5「米国民間保有外国資産」という各種資産の合計からなる。

民間保有の資産の内訳が次のライン6～ライン11にかけて表示されている。すなわちライン6「直接投資」、同7「海外証券投資」、同10「非銀行米系企業報告の非海外子会社への米国債権」、同11「米銀報告米国債権、他のどこにも含まれないもの」である。ライン10の内容は米国多国籍企業の親会社が保有している海外子会社以外への債権のことである。また、ライン7の海外証券投資はさらにライン8「債券（社債や国債）」と「株式」に分割されている。ここでの株式というのは、支配権獲得に至らない10%未満の保有状態にある株式投資のことである。

以上が米国資産の部であるが負債項目に移る前に直接投資額の換算についてここでまとめて説明しておきたい。すでに株式の市場価格換算ということには若干触れておいたが、歴史的には以下の順序で3種類の換算法が存在してきた⁵⁾。

一．歴史的価額方式（Historical Cost）。直接投資を行った時点での投資額（簿価）を積み重ねていく方式。

二．時価方式（Current Cost）。工場・機械・設備・土地など直接投資によって取得した資産を年末時点での時価で評価しその合計額を直接投資残高とする方式。

三．市場価格方式（Market Value）。取得した議決権付き株式を年末での市場株価によって評価したものを直接投資残高とする方式。

以上が全容であるが、このうち第一の方式による数値は90年代に入って定期的には発表されなくなっている。数値的にはこれが最も小額となる。また、時価方式と市場価格方式による数値には多少のバラツキが見られるが、1997年以降は市場価格方式の方が米国の債務額は大きくなっている。

次が外国所有在米資産項目についてである。これは裏返せば米国の債務のことである。まずライン12「外国所有在米資産」はその総額であるが、これはライン13「在米外国公的準備資産」とライン20「その他の在米外国資産」という中項目からなる。前者はさらにライン14「米国政府証券」、同17「その他の米国政府債務」、同18「米銀報告米国債務、他のどこにも含まれないもの」、同19「その他の外国公的資産」に分けられる。ライン14「米国政府証券」はライン15「財務省証券」とライン16「その他」に分類して集計されている。

その他の政府証券とは、米国財務省以外の中央地方政府機関の発行する公債の取得ということである。

ライン20「その他の在米外国資産」は事実上外国民間筋によって所有されている米国資産のことである。これはライン21「直接投資」、同22「米国財務省証券」、同23「財務省証券以外の米国証券」（ここでは資産と同様ライン24「社債」と同25「株式」に類別されている）、同26「米国通貨」、同27「非銀行米系企業報告非海外子会社への米国債権」、同28「米銀報告米国債務、他のどこにも含まれないもの」の6項目に分別されている。資産分類との相違は、ライン14 - 16にかけて米国政府証券という項目が別途立ち上げられていることである。これこそ米国の対外借金を象徴する中心的項目である。

以上やや技術的な解説に紙幅を割かざるをえなかったが、これを踏まえて実際に数値の推移について考察していこう。まず、なぜ1983年・1989年・2001年という3ヵ年を取り上げたかということである。それは、最大債権国化・債務国への転落・21世紀最初の年という基準を採用したためである。まず気づくのは1983年に債権額が最大になった（プラス2574億ドル）にもかかわらず、その後わずか六年にして債務国に転落してしまっているという事実についてである。早業というのは主に優れた技芸を賞賛する際に用いられる言葉であるが、この米国の早業にはそうした意味合いはない。反対である。何故かくも早急に債務国に転落してしまったのか、という驚きをまずは禁じえない。しかしこの兩年の数値を比べると、米国資産について減少している項目はない。逆に直接投資（ライン6）などは2743億ドルから8325億ドルへと三倍増を達成している。しかし、債務国化の犯人は実は別のところに潜伏しているのである。それは端的に言って証券投資（FPI）である。これは83年時においてもすでに629億ドルの債務超過（ライン7マイナス[ライン22プラス23]）であるが、これが89年には3351億ドルへと5.3倍も増大してしまっただけである。したがって先の直接投資やその他の資産取引（ライン10や11）において資産超過を維持しているものの、全体として債務超過へと追いやられてしまったのである。

次の驚きは2001年における純対外債務額の巨大さである。それは2兆3091億ドルに上る。（2001年の平均為替レート1ドル=125円で換算すると289兆円となる。）同年の米国のGDPは10兆822億ドルであるから、対外債務比率（純債務/GDP）は23%ということになる。債務国に転落してからわずか12年目にしてのこの数値到達は、先進国としては異例の

事態である。そしてこの異常をもたらした要因も前項同様やはり対米証券投資の激増である。それは、89年の6494億ドルから3兆2455億ドルへと丁度5倍の伸びを示している。もっともこの間米国による対外証券投資は伸び率でこれを上回ったが、絶対額では2兆1105億ドルに留まり、差し引き巨額の債務超過となってしまったのである。企業や金融機関の債務超過とは倒産状態を意味する。国家の場合はどうなるのであろうか。数値に素直に従えば「米国は極度の国家破産情態に陥っている」ということにならざるをえない。世紀転換期とはアメリカにとって後世に後顧の憂いを残す一時代となってしまったのである。

(4) 対内債務との異同

一国が国際経済関係において対外債務超過に陥るとはどういう意味かを前項までで考察した。今度は政府と当該国民の間の対内貸借関係を見てみたい。それを検証するものは財政バランスである。国家の年々の歳入と歳出が均衡しているか歳入超過であれば財政運営は支障なく行われる。しかし歳出超過となった場合が問題である。この差額分については経費を削減するか資金を調達してこれを埋め合わす以外に方法はない。これのための手段が国債の発行である。まずこれを、ここでは単純化のために閉鎖経済を前提として考えてみよう。とすると、先の赤字分を調達するためには、その国の国民や市民に国債を買ってもらわなければならない。自国民への借金（対内債務）の発生である。また、この国債の買い手が国内の金融機関や機関投資家であったとしても、それらの原資は本来個々の市民の預貯金や運用資産や国内企業の余剰資金から成り立っているので広義に解釈して国民への債務の発生であることに変わりはない。

米国の財政赤字は、1980年代以降「双子の赤字」の片割れとしてつとに有名を馳せてきた。双子のもう一方は「経常収支の赤字」である。米国財政の仕組みは、「基金制度（会計制度）」という枠組みを採り、それは「連邦基金」と「信託基金」からなる。連邦の総収入と総支出という場合にはこの二つの合計額で示される。そしてそれぞれに該当する予算として前者を「オン・バジェット (on-budget)」、後者を「オフ・バジェット (off-budget)」と命名して数値が示される。日本の財政制度になぞらえるならば、オン・バジェット（連邦基金）は「一般会計」であり、オフ・バジェット（信託基金）とは「特別会計」に相当すると解釈してよいであろう。オフ・バジェットは特定目的の信託基金の運用

に限定された国家会計であり、各種・各層の医療保険や退職年金基金などが代表的なものである⁶⁾。

ところで問題はこれらの収支状況である。オフ・バジェットの実績は、1976年から82年にかけて若干の赤字を経験したが、83年以降黒字に再転化し、しかもその額を一貫して拡大しつつある。1999年にはそれは実に1000億ドルの大台に乗せ、2003年には1786億ドルに達すると推計されている。他方、オン・バジェットに目を転じると事態は一変する。戦後の期間に該当する1946年以降2003年までの58年間において黒字を達成できたのは、8会計年度（米国の会計年度は前年10月から翌年9月まで）にすぎない。

とはいえ、先にも触れたように、連邦総財政収支という場合はこれらオンとオフの財政の合計ということになる。その状況はどうであっただろうか。これは上述のことから理解されるように、概してオン・バジェットに左右されることとなった。正確には戦後58年間で黒字年が11年に拡大する程度である。したがって注目すべきはやはり赤字の動向であろう。そしてそれは1982年から急速に拡大し始めた。いうまでもなくレーガン元大統領による経済政策（レーガノミクス）によって大型の減税政策が行われたためである。この年の赤字総額は1280億ドルに達するが、これは対GDP（3兆2286億ドル）比で4.0%に達する。後に共通通貨ユーロ導入基準の一つとなる一国の赤字財政比率は3%以下と設定されたことを重ね合わせると、アメリカはこの年以降90年代半ばまでその条件をクリアできなかったことになる。

さてここまで米国の財政状況を考察してみると米国が巨額の赤字を累積してきたことが判然とする。そしてこれに見合う資金調達が行われなければ国家運営は成り立たず、IMFからの引き出しや借り入れを経て、最悪の場合には国家破産宣言（デフォルト）に至らざるをえない。

しかしその陥落を未然に防いだものが国債（主に財務省証券）の発行に他ならないのである。その残高は1946年末の2710億ドルから2001年末には6兆5259億ドルへと24.1倍増加した。これらを90年以降に絞って集計したものが表1—2である。ここで注目すべきは、まず先の国債発行残高の対GDP比（表の1欄）である。これは1990年も2000年以降も概ね六割弱を記録している。この指標に関する先のユーロ導入基準は60%以下であるから米国のそれは限界レベルをさまよっていることとなる（ただし日本は21世紀冒頭で約130%）。

表1-2 アメリカの財政と債務への元利払い

(単位億ドル)

	総歳入	総歳出	総正味利払い	総財政収支	利払い率	一般会計歳入	一般会計歳出
会計年度	(a)	(b)	(c)	(d) a - b	(e) c / b、%	(f)	(g)
1990年	10320	12532	1844	-2212	14.7	7503	10281
2000年	20252	17888	2230	2364	12.5	15446	14581
2001年	19910	18639	2062	1271	11.1	14835	15169
2002年	19461	20523	1784	-1062	8.7	14289	16906
2003年	20481	21282	1807	-802	8.5	15027	17615

	一般会計利払い	一般会計収支	利払い率	国債残高	対GDP比	国債純増	DCR
会計年度	(h)	(i) f - g	(j) h / g、%	(k)	(l)%	(m)	(n) h / m、%
1990年	2647	-2778	25.7	32661	56.3	3386	78.2
2000年	3324	865	22.8	56290	57.1	229	1451.3
2001年	3620	-334	23.4	57703	57.2	1413	256.2
2002年	3595	-2617	21.3	61371	na	3668	98.0
2003年	3388	-2588	19.2	65259	na	3888	87.1

(出所) Statistical Abstract of the United States各号、アメリカ経済白書2002年版より作成。一般会計はon-budgetのみ。2002年以降は一部推計値。(c)欄は国債利払いだけでなくoff-balanceでの正味受取分をも相殺した額。

次に総財政収支（d欄）が2000～2001年において黒字に転化している点である。これはレーガノミクス以来の巨大財政赤字という事実を見知ってきただけにちょっとした驚きである。したがってそれはクリントン政権の功績の一つと認定すべきであろう。野党共和党多数の連邦議会における攻防を乗り越えて達成されたものである。これは包括財政調整法つまり裁量的経費の上限を設定する（キャップ制）と共に義務的経費についても極力抑制に努力するという法律を実践した結果であった。

しかし米国政治は大統領の交代によって大きく変容することに特徴がある。事実、2000年に発足した共和党のジョージ・W・ブッシュ政権は再び大幅な減税策と軍事支出の増大を図った（ブッシュノミクス）。この結果は、表のdあるいはi欄に見るように、瞬く間にその虎の子ともいべき財政黒字を消し去り、2002年には元の大幅赤字に舞い戻ってしまったのである。

以上が米国の財政状況の顛末であるが、本稿の関心は債務問題にあるので、これを踏まえて、対内債務問題に再び戻ろう。上述した米国債は現実には外国人もかなり保有しているが、それは措くとする、前述のように米国人ないし米国法人の保有する国債は米国政府にとって国民への借金であった。この対内債務と先に見た対外債務との間にはどのよう

な異同があるのだろうか。政府部門が赤字に転落した結果国債を発行して借金をする。政府はこれに対して毎年定められた時期に利子を支払い償還期限がくれば元金を返済する。この行為に関しては国債購入者が自国民であれ外国人であれなんら変わりはない。しかし、まず、自国民には自国政府や国家に対する忠誠心（ローヤリティー）さらに愛国心（あるいは祖国愛）が作用する。事実、国債には非市場性の個人向け国債や軍事費調達のための特殊国債さらに無利子の報国債券さえも存在しうるのである。つまり自国民への債務には経済計算のみでは計りきれない政府にとっての外部経済的効果という特典が期待できる。政府はその分だけ経済的負担が軽減されたり発行条件が緩和されたりする。「債務の内国民的規範性」と規定してよいであろう。これが第一の相違点である。

第二の相違は債務の固定性・安定性に関連する。閉鎖経済のもとでは国民の資産選択は国内の金融商品にほぼ限定される。国債とは国民による担保なしでの国への貸付であるが（国債という証文のみを受け取る）、国家は徴税権をもっておりこれによって債務返済の経済的根拠ないし実質的な担保とする。つまりこの場合将来の税収が担保代わりとなるのである。このある種の契約関係は国債保有者にとって対内債務の元利払への安全装置と映ずる。同時に、自国の国債保有者は、閉鎖経済のもとでは、前述した売りぬけや資本逃避といった攪乱を起こすことがない。したがって、一国の外貨準備や資本市場さらに外国為替相場の混乱という事態も生じないのである。結局ここからは「債務の安定性あるいは国債管理の容易さ」ということが導き出される。これが第二の違点といえよう。

しかし、閉鎖経済というお伽の国の話は1971年のドルショックを境に崩壊し、債務は流動化し国際化し、そして市場経済の荒波に翻弄されていくととなる。米国の借金とてその例外ではありえない。しかし、米国のそれは他国といささか様相を異にする。それを最後に検証しておこう。

結びに代えて～債務国支配型の米国覇権～

開放経済型への世界経済の移行は見方を変えれば借金の調達先が国際化し便宜化したということでもある。まず米国の債務状態を表1—2で再び確認すると国債残高（k欄）は90年末の3兆2661億ドルから2003年末には6兆5259億ドルに上昇している。問題は国債に

は利子を支払わねばならないということである。今、財政赤字の続いてきた一般会計の歳出に対する国債利払いのみ(グロス額)のシェア(表のj欄)を見てみると90年で25.7%、2000年でも22.8%を占めている。平均的に見ればオン・バジェット支出の2割強は年々の借金の利子返済に充てられていることになる。これは財政硬直化の有力な要因となっている。

もう一点気になる指数は毎年の国債借入純額と今見た利払い額の関係である。これは表1-2のn欄にある「デット・キャピタル・レーシオ(DCR)」のことである。これは、国債残高に対する当期利払い額を当該年新規借り入れ国債額で除した比率で表している(h/m)。この意味は、これが1(100%)を超すということは、年々の借金の新規借入額よりも、その年に返済しなければならない国債残高への利子の方が上回ってしまったということである。つまり、借金の利子返済のために新たに借金を重ねざるを得ないが、それだけでは全額を賄いきれないということの意味する。表で例示した年度については100%を大きく凌駕する年もあれば80%程度に収まっている年も見られるが近年においては再び100%に近い数値を示している。というのも歴史的に見るとDCRが1を最初に超えたのは1980年に遡るからである。したがってこの数値も米国財政の困難化あるいは財政が自転車操業状態に到達してしまったことを検証するものといえよう⁷⁾。

そこで次に米国の外国への借金つまり対外債務という視点からこれを見直してみよう。まずその大きさである。ここでは外国保有の米国財務省証券の合計額のみを引用すると、2000年末で全世界残高は1兆2220億ドル(134兆4200億円)に達する。先の表で同年の米国国債発行総残高は5兆6290億ドル(k欄)であったから、外国保有比率は21.7%ということになる。つまり、2000年末現在で、米国政府の借金総額の二割強は外国人に負っているのである。問題はこの数字の解釈である。

米国債は米国財務省から発行されるが、これは資格をもつ金融機関(プライマリー・ディーラー)による公開入札によって競り落とされる形で市場に流通される。金融自由化の下では米国市場には各国の金融機関が参入し国債を売買している。特に米国債市場はその規模において世界最大の債券市場である。この取引において二割強近くが外国人所有になっているのである。しかし、外国人という括り方は便利ではあるが分析的ではない。そこでこれを外国政府筋所有と外国民間筋保有に区分することが有用であろう。そうすると、

財務省統計によると政府保有は7499億ドル（財務省以外の政府証券も含む）となり民間保有は4010億ドルであった⁸⁾。

これは何を意味するだろうか。外国政府の保有する米国債は、当該黒字国の外貨準備（準備資産）つまりドル残高の資産保存手段として米国債を選択している、あるいはさせられていることを意味する。したがって、外国政府保有米国債の売却は、例えば日本国政府が円高誘導のため、外国為替市場にドル売り円買い介入するために、保有している米国債を売却してドルを調達するといった場合に理論的に生ずる程度である。理論的というのは、日本を始め各国は別途外国為替特別会計などに現金のドル預金残高（ワーキング・バランス）を有しており、これで先のようなドル需要が賄える限り敢えて米国債を売却する必要がないからである⁹⁾。他方、外国民間保有の米国債はまさに一般の株式や社債と同様にキャピタル・ゲイン目的の資産として頻繁に市場で取引されている。

しかしそれでは外国政府はなぜ米国債という形態で対米債権を保有しているのだろうか。その最も単純な理由は金（きん）や米ドル紙幣という現金で保有していても利子が付かないからである。つまり政府保有の動機は直接的にはインカム・ゲイン（利子という所得取得）目的にあったのである。しかし、それにしても合計1兆2000億ドルを超える外国による米国債保有したがって米国の対外債務は過剰に過ぎるのではないだろうか。あるいはリスク回避の点からいっても頭を傾げたくなる。この疑念を解く鍵は実は米ドルの不思議な魔力にあるといってよい。端的に言ってそれはドルが基軸通貨であり、したがって国際通貨発行特権（シニョリッジ）を有しているからである。つまり、米国債とは当然USドル建て債券であるが、それは同時に基軸通貨建て債券でもあったのである。

まず、基軸通貨や国際通貨の簡単な説明をしておこう。この両者の違いは歴史的には金交換性（兌換紙幣）の有無という違いに求められるが（前者が交換性保証通貨）、現代では平易に国際通貨の中の最強通貨が基軸通貨と呼ばれる、と解釈しておいて一般的に不便はないであろう。そこでそのような基軸通貨になるにはどのような条件が必要であろうか。ただし、今日ではヨーロッパ共通通貨「ユーロ」のようにどこの国の通貨にも属さない人工的通貨が登場しているが、ここでは各国の国民通貨のうち基軸通貨に成長できる条件について考えることとする。とするとそこではその通貨の実力だけでなく母体である国民経済の発展段階も加味する必要がある。その必要条件とは以下の数点に要約される。

- ① 当該国民通貨が他国の通貨と交換されやすく、使い勝手がよく、世界中の誰でもが受け取ることを快く了承するような国際性を持つ通貨であること。
- ② 当該国民経済の規模が一定の大きさを持っていること。
- ③ 国際貿易の盛んな国であり強い競争力のある貿易財部門を有すること。
- ④ 貿易決済や資本の調達・流通に便利な国際金融資本市場が発達していること。
- ⑤ 外国に対して資本供給能力を持っていること。

以上のような条件を満たす国民通貨は基軸通貨に発展することとなるが、米ドルをこれに当てはめてみるとこれらのほとんどすべてを満たしていることに気づくであろう。

それではこのような条件の下で成立する基軸通貨とはどのような役割を演じているのであろうか。それは以下の6機能である¹⁰⁾。

- ① 日本の円を持っている人がメキシコのペソを必要としている場合、円とペソとを直接に交換できる可能性は小さい。しかし円を米ドルにいったん両替しそのドルとペソとを交換する方が便利であり時間的にも費用的にも節約できる。基軸通貨のまず第一の機能は、このような通貨交換の仲立ちをする役割であり、それは「為替媒介通貨機能」という。
- ② 先に見たように為替相場の調整のために各国は必要に応じて外国為替市場の売買に介入する。この時に用いる通貨は「介入通貨」と呼ばれる。それが第二の機能である。
- ③ 韓国とメキシコの間で貿易契約が締結される時ウォンやペソといった当事者の国民通貨ではなく基軸通貨ドルが好んで選択される。つまり「貿易契約通貨機能」である。
- ④ 途上国などは為替レートが変動にさらされ易い。このリスクから回避するために強く安定した通貨と固定的な為替相場で釘付けして縛っておくことが賢明な場合がある。この通貨機能を「ペッグ（釘付け機能）」という。
- ⑤ 富を保持保存することも貨幣の重要な役割である。基軸通貨は国際的に幅広く投資や資産管理の通貨として用いられている。それを「投資通貨機能」という。
- ⑥ 国家は対外的な支払のために準備資産（外貨準備）を用意しておかなければならない。これに用いられる基軸通貨の役割は「準備通貨機能」である。

以上が基軸通貨の6機能であるが、これを整理すると、①為替媒介通貨と②介入通貨は交換手段としての役割であり、③貿易契約通貨と④ペッグは計算単位機能であり、残りの

⑤投資通貨と⑥準備通貨は価値保蔵手段ということになる。

以上のように基軸通貨概念を精査してくると米ドルの国際通貨としての底力を改めて認識せざるを得ない。加えて、これに国の政治外交力や軍事力という要素を加えれば、米ドルこそ、かつての大英帝国の基軸通貨「ポンド・スターリング」を凌ぎ、歴史上最強の基軸通貨として君臨しているといつて過言ではないであろう。

基軸通貨であることのメリットはこれらの複合的権力によってもたらされる。したがって、単なる国民通貨であるものが直ちに基軸通貨でもあるという巡り合わせは比類なき特典といえよう。戦後のパクス・アメリカナ（アメリカの力による平和維持レジーム）は米国の核軍事力と基軸通貨の保有によって可能となったといわれるのもムベなるかなというべきであろう。しかし「好事魔多し」という含蓄に富んだ言葉がある。それが端的に露となったのが「ドルの垂れ流し」ではなかったかというのが筆者の視点である。それは直接的にはアメリカ国際収支の慢性的な赤字に起因するものであった。しかし、これによってドルを垂れ流しても基軸通貨であるために、黒字国はこれを選好し保持し蓄蔵さえしてきた。これが米国をしてドルを垂れ流し続けさせる現実的根拠となったのである。先に述べておいた「国際（基軸）通貨発行特権（シニョリッジ）」の行使である。だがこれこそ角度を変えれば紛れもなくアメリカの借金の本体そのものである。グリーンズパーンFRB議長のうちとおり、国際収支の赤字や借金は永遠に続けることはできない。しかし、人は特典や利権を簡単に手放そうとはしない。それは国家についても同様でありアメリカにとっても然りである。アメリカは発行特権の濫用によって矛盾が国際的に連鎖発展しているにもかかわらず、逆にそうであればあるほど、その特権に固執して逃避を試みる。「国際収支の赤字を優雅に無視する政策（ビナイン・ネグレクト：Benign Neglect）」の本質はそのようなものであった。つまり、借金は借金を以って制する。ドル建ての通貨需要を喚起し、世界がドルを潤沢に持てばもつほどドルの世界から抜け出ることができなくなる。したがってドルの暴落も非基軸通貨化も避けなければならなくなるに違いない。それがドル債務を戦略的に活用してきたアメリカ側の論理なのである。基軸通貨国と最大債務国という一見二律背反する状況の並存という摩訶不思議の真底がそこに見え隠れする。しかし、同時に、その打出の小槌とも思われる通貨戦略そのものが、実は、覇権国のアキレス腱、したがって、漸次、その憂鬱の種に転化していくのである。そしてその際のキーワードは、

「過ぎたるは及ばざるが如し」の一語に集約することができるように思われる。換言すれば、それは純最大債務国への転落に収斂されたということに尽きよう。(2003.11.12稿)

【参考文献：A B C 順】

『アメリカ経済白書』

IMF Balance of Payments Statistics Yearbook

経済産業省 (2003) 『通商白書』

Krugman, Paul R., (1992) *Currencies and Crises*, MIT Press

松村文武 (1985) 『現代アメリカ国際収支の研究』 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

—— (1998a) 「金融空洞化を巡る諸問題」(『大阪経大論集』第48巻第5号、：中国語訳、「関迂金融空心化の若干問題」童適平編『戦後日本—金融体制及其变革』上海财经大学出版社、1998年2月)

—— (1998b) 「アジア太平洋とグローバリズム」(『世界経済評論』第42巻第3号、1998年3月)

—— (2000a) “A Comparative Study on Home Production Rate Between United State and Japan”, F. MATSUMURA and K. FUJIKAWA (『武蔵大学論集』第47巻第2号)

—— (2000b) 「円・元の統合的国際通貨化」(『大阪経大論集』第50巻第6号、2000年3月：中国語訳、「日元、人民幣統一的国際貨幣化」楊棟梁編『国際貨幣金融体系与東亜』天津人民出版社、2000年6月)

—— (2001) 「グローバリゼーションと国民経済」(『世界経済評論』第45巻第4号、2001年4月)

—— (2002) 「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」(『経済論集』大東文化大学経済学会、第80号)

—— (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)

—— (2004) 「貿易を通ずる消費の世界的偏在」(日本国際経済学会編『国際経済』2003年全国大会号、世界経済研究協会)

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

Nguyen, L. Elena, (2003). “The International Investment Position of the United States at Yearend 2002” SCB, July
US D.O.C. Survey of Current Business

横田茂編 (1997) 『アメリカ経済を学ぶ人のために』 世界思想社

〔注〕

- 1) なおこの残高の計算の仕方は、本書では年末における保有株の株式市場価格で換算したものを採用している。また、円からドルへの換算レートは各年の年平均為替レートで計算した。2000年の場合は1ドル=108円。
- 2) ここでのデータはSCB各号、世界の統計各号による。
- 3) IMFは1993年の国際収支提要第5版改定以後も国際収支表に関する改正を進めてきた。特に96年に至り先の

提要5版の原則に則りつつ「資本収支」の概念を改め「金融収支」や「投資収支」という新たな概念を導入した。詳しくは松村（2002）を参照されたい。

- 4) ここでは後述するように21世紀の最初の年である2001年末の統計を利用したが、すでに2002年末のものも利用可能である。Nguyen（2003）を参照されたい。
- 5) 松村・藤川（1998）第2章参照のこと。
- 6) 以上については横田茂（1997）第5章を参照。
- 7) 80年代の詳細については松村（1988）の第4章を参照されたい。
- 8) 先の合計額は商務省統計ゆえ若干食い違うが米国担当部局の説明はない。
- 9) ただしこのワーキング・バランス部分が現金ではなく米国の短期国債（Tビル）という形態で保有されていることもありうる。
- 10) Krugman（1992）を参照。