

# 米資本収支の概念上の区分と2006年、 08年の米経常赤字ファイナンスの困難性

——「ドル危機」は如何にして生まれるか——

奥田宏司

目次

はじめに

I. 広義の資本収支の概念上の区分

II. 2006年の国際収支と概念上の区分

III. 2008年の米の対外資産の引き揚げと米経常赤字のファイナンス

IV. ドル危機のパターン——まとめに代えて——

はじめに

小論は前稿<sup>1)</sup>に続くものである。小論では米の資本収支の概念上の区分をさらに詳細化するとともに、アメリカ発の世界的金融危機の勃発前後における「広義の資本収支」のモデル的概算値を検討したい。その検討によって、06年におけるオイルダラーの増大に伴う米の資本収支構造の変容、08年の米による対外資産の引き揚げ（国際収支表における対外投資のプラス）が如何にして可能になったのか、FRBと各国中央銀行とのスワップ枠の設定の役割、さらには、「ドル危機」が発生するとすればそれはどのような事態なのか、以上のことがより鮮明になるであろう。

## I. 広義の資本収支の概念上の区分

米の「広義の資本収支」は、*Survey of Current Business*の国際収支表における「海外の民間部門による対米投資」（2009年7月号におけるライン63）と「米民間部門の対外投資」（SCBライン50）から構成される民間資本収支に、「統計上の不一致」（SCBライン71）とドル準備（＝「在米外国公的資産」，SCBライン56）を含めたものである。「統計上の不一致」はほとんどが流動的な資本取引である。

前稿で示されたように、米の「広義の資本収支」 $= [(A1 - m1) + A2e + (a - m2) + b1 + b2e + c] + (A2d + b2d) - (a + c + d)$ である。この式においては「統計上の不一致」は流動資金の流出入として、民間資本収支に含まれている。

これらの式での各符号は以下<sup>3)</sup>のようである。A1はドル建経常黒字をもっている諸国の民間部

門がまずもつ「ドル建預金」であり、これら諸国の民間部門はこの「ドル預金」を種々の対米投資に変えていくであろう。アメリカはドル建経常赤字を「債務決済」するのである（前稿と同様に小論では米の経常収支の各項目はドル建とする）。もちろん、それらのドル建黒字保有国はそれらの投資の一部を回収し、ドルから自国通貨や外貨に転換するであろう。これは「債務決済」部分からの「漏れ」(m1)である。

b1はドル建経常黒字をもたない日本やヨーロッパの主要国の民間部門が、円やユーロ等をドルに換えて行なう対米投資である。これら諸国の通貨当局が行なう為替介入（ドル準備の増加、自国通貨売・ドル買）も、ドル建経常黒字がないのであるから通貨当局が円やユーロ等をドルに換えて行なう対米資産（ドル準備）の保有である。これがb2である。これら諸国ではドル以外の通貨での経常黒字額に比して民間部門の対外投資が少ないことから、それら諸国の通貨が上昇し、ドル買の為替介入が行なわれるのである。ただし、ヨーロッパ中央銀行はユーロを維持するための為替介入をほとんど行っていないから、b2のほとんどは日本のドル準備である。

ドル建経常黒字を保有している諸国のドル準備は、ドル建経常黒字額に比して民間部門のドル建投資(A1)が少なく、そのために増大していくドル準備である。その意味ではそのドル準備はアメリカにとっては「債務決済」のもう1つの形態である。それ故、こちらのドル準備はA2で表示される。

また、ドル準備の一部はユーロダラー市場で保有される。その部分は、SCBの国際収支表にはドル準備（＝「在米外国公的資産」）としては現われない。しかし、ユーロダラー市場でのドル準備保有はユーロ市場の金融機関にドル債務が形成されるとともに、ユーロ市場の金融機関は米所在金融機関に債権をもつ。アメリカにとっては海外の民間部門に対して債務をもつのである。したがって、米国内で保有されるドル準備とユーロダラー市場で保有されるドル準備を区分し、前者をA2d、b2dとし、後者をA2e、b2eとして示したい。

他方、米の対外投資は、まず、ドル建対外投資(a)と外貨建対外投資に区分される。米がドル建対外投資を行なうと、いったん、その「代わり金」が形成される。その「代わり金」は米の対外債務となる。したがって、米のドル建債権とドル建債務の両建での形成である。この「代わり金」は大部分が種々の対米投資となっていく。しかし、この「代わり金」の一部はドル以外の他通貨に転換(aからの「漏れ」)される可能性がある。その転換部分（＝「漏れ」)をm2で表わす。

米の外貨建対外投資も2つの部分からなる。1つは米が外貨を調達し(米の債務)、それを対外投資に当てる部分(c——両建での形成)と、もう1つはドルを外貨に換えて行なう対外投資(d)である。

以上の各符号を確認した上で資本収支の各項目を示すと、アメリカの民間対外投資 $=a+c+d$ 、海外の対米投資 $=(A1-m1)+A2e+(a-m2)+b1+b2e+c$ 、米におけるドル準備保有 $=A2d+b2d$ となり、前述のように「広義の資本収支」 $=[(A1-m1)+A2e+(a-m2)+b1+b2e+c]+(A2d+b2d)-(a+c+d)$ (式①)である。この式を変形すると、「広義の資本収支」 $=(A1+A2e+A2d)+(b1+b2e+b2d)-(m1+m2)-d$ で表わされる。

この式によると、 $(A1+A2e+A2d)$ ＝「債務決済」額であり、米経常赤字がファイナンスされる条件は、 $(b1+b2e+b2d)-(m1+m2)-d=0$ となることである。また、民間資本収支黒字額(統計上の不一致を含む)は $[A1+A2e+b1+b2e-(m1+m2)-d]$ であり、米国内で保有されてい

るドル準備（「在米外国公的資産」）は  $(A2d+b2d)=$  である。 $(m1+m2)$  が大きくなった場合、 $(b1+b2e+b2d)$  がそれに応じて大きくなると、あるいは、 $d$  がマイナスにならないと経常赤字のファイナンスは難しくなる。

## II. 2006年の国際収支と概念上の区分

以上のアメリカの広義の資本収支の概念上の区分と広義の資本収支を表わす式を確認し、それを前提に2006年の国際収支の実態を見ていこう。

### ① オイルダラーの増大

2006年の米経常赤字は歴史的な8035億ドルに達した。しかし、海外民間部門の対米投資は1兆6000億ドルに近くなっており、在米外国公的資産（＝ドル準備）も5000億ドル近くに達した。それらが経常赤字を埋め合わせしても、なお多額の「対外投資余剰」があり、それが1兆3000億ドルに近い対外投資となっている（第1表）。アメリカを中心とする国際マネーフローが継続しているように思える。しかし、約8000億ドルの経常赤字を半分以上ファイナンスしているのはドル準備で約5000億ドルとなっており、民間資本収支黒字は3000億ドル弱となっている。ドル準備が増大している最大の要因は対中国・経常赤字の増大である（中国は対外投資に対して規制を維持しており、中国の経常黒字がそのままドル準備につながる）。

民間資本収支黒字の大半はオイルダラーによるものであろう。第1図を見られたい。05年から

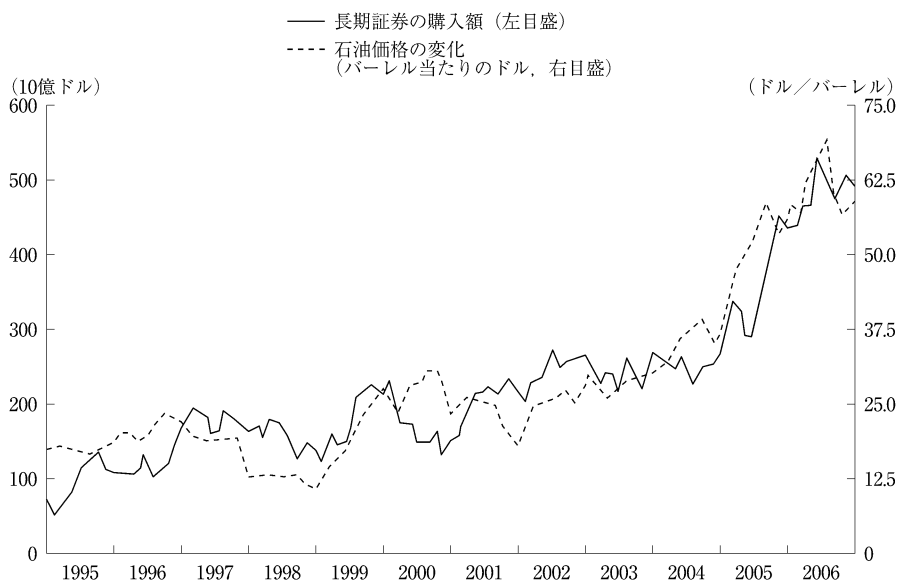
第1表 アメリカの国際収支

（億ドル）

	経常収支 <sup>1)</sup>	民間対米投資 <sup>2)</sup>	在米外国公的資産 <sup>3)</sup>	米の民間対外投資 <sup>4)</sup>	統計上の不一致 <sup>5)</sup>
1993	-848	2,080	718	-1,988	69
94	-1,216	2,636	396	-1,839	-9
95	-1,136	3,252	1,099	-3,415	317
96	-1,248	4,212	1,267	-4,191	-90
97	-1,407	6,854	190	-4,845	-772
98	-2,151	4,407	-199	-3,466	1,489
99	-3,016	6,987	435	-5,156	684
2000	-4,174	9,955	428	-5,593	-593
01	-3,983	7,548	281	-3,772	-139
02	-4,592	6,792	1,159	-2,913	-399
03	-5,215	5,802	2,781	-3,275	-79
04	-6,311	11,354	3,978	-10,054	975
05	-7,487	9,881	2,593	-5,663	366
06	-8,035	15,772	4,879	-12,934	-17
07	-7,266	16,485	4,809	-14,497	649
08	-7,061	471	4,870 <sup>6)</sup>	5,344	2,001

注：1） SCB ライン77, 2） 同ライン63, 3） 同ライン56, 4） 同ライン50, 5） 同ライン71, 6） 海外の中央銀行とのスワップ協定により、米当局の外貨保有は5298億ドル（同ライン49）。

出所：Survey of Current Business, July 2009, Table 1 より。

第1図 イギリス、カリブの米居住者からの長期証券の購入<sup>1)</sup>と石油価格の変化<sup>2)</sup>

注：1) 12カ月以上のネット購入額。2) アラビアンライトの価格。

出所：ECB, 'Oil-Exporting Countries: Key Structural Features, Economic Developments and Oil Revenue Recycling', *Monthly Bulletin*, July 2007, p. 84 より。

の石油価格の上昇とイギリス、カリブ諸国からの対米証券投資がほぼ同歩調で伸びている。オイルマネーがこれらの国際金融市場へ流れ込み、それらの市場から対米投資が行なわれているのである。また、後掲第3表を見られたい。これは米の国際収支の地域区分である。「その他西半球」(＝バハマ諸島)とイギリスからの対米投資(公的資産を含むがドル準備は少ないと考えられる)が巨額にのぼっていることが明瞭である。前者が5224億ドル、後者が5202億ドルである。もちろん、これらのうちには、これらの地域に所在する金融機関がドルを借入れ、それでもって対米投資を行なっている部分(＝「外-外」投資、両建)が含まれている。アメリカのイギリスへの投資は4165億ドル、「その他西半球」(＝バハマ諸島)への投資は1267億ドルで、そのほとんどがドルの両建の資本取引になっていると考えられる。そうすると、米のイギリスとの投資収支は1037億ドルの黒字、バハマ諸島との投資収支は3957億ドルの黒字で、合計で4994億ドルの黒字となる。

しかし、アメリカの民間資本収支黒字は2838億ドルであった。ということは、産油諸国以外の地域に対してアメリカは2000億ドル強の資本収支赤字をもっているということである。しかし、それら地域の黒字と赤字はアメリカにとっては非居住者どうしのドル資金の移転で相殺され、アメリカの全世界に対する資本収支黒字は2838億ドルとなる。とはいえ、次のことを付言しておくなくてはならない。

産油諸国のイギリス、バハマ諸島を経由するオイルダラーのアメリカへのネットでの資金流入(約5000億ドル)は米所在の金融機関に「ドル資産」として積まれるが、他方で、オイルダラーの増大は非産油国での約2000億ドルのドル建経常赤字を作っており、米所在の金融機関は産油国によって積まれたドル資金でもって、非産油国へ約2000億ドルを投資、貸付けているということである。<sup>5)</sup>つまり、アメリカの対外債務(オイルダラーの米への流入)と対外債権(非産油国への投資、

貸付)の形成であり、米はオイルダラーの金融仲介的役割を果たしているのである。

米へ流入したオイルダラーは最終的には2つの経常赤字をファイナンスするのである。1つはアメリカの経常赤字のファイナンス、もう1つは非産油国の経常赤字のファイナンスである。そして、後者のファイナンス、すなわち、非産油国への「資金還流」には米所在・金融機関による金融仲介機能があるのである。その額は米以外の地域のドル建経常収支赤字であり、ドル建国際マネーフローはそれだけ増大する。

## ② 米のドル建対外投資の検討

そこで、この金融仲介機能を民間資本収支の式①でもって再検討しよう。対米投資は、 $(A1-m1)+A2e+(a-m2)+b1+b2e+c$ であった。ところが、この式においてaは米のドル建対外投資の「代わり金」であった。しかし、米の非産油国へのドル建投資の部分は確かにいったん「代わり金」を形成するが、非産油国はその「代わり金」で産油国へ原油輸入代金を支払う(米にとっては非居住者間どうしの振替)。それによって06年にはA1のうちの大部分を占めるオイルダラーの一部が形成される。したがって、米による非産油国へのドル建投資は「追加」の「代わり金」を形成しない。そこで、aを2つの部分に分けよう。a2は米の非産油国へのドル建投資の部分とし、a1をこれまで論じてきたそれ以外のドル建投資とする。このa1の部分は「代わり金」を作り、大部分はドル建対外投資に使われるだろうし、その一部分は他通貨へ転換される(「漏れ」=m2)だろう。

そうすると、対米投資は、 $(A1-m1)+A2e+(a1-m2)+(b1+b2e)+c$ であり、他方、米の対外投資は、 $(a1+a2)+c+d$ となり、民間資本収支は $[(A1-m1)+A2e+(a1-m2)+(b1+b2e)+c]-[(a1+a2)+c+d]=A1+A2e+b1+b2e-(m1+m2)-a2-d$ となる——式②。

この式を前提に、06年に米のドル建対外投資が大きくなっている状況について検討していこう。アメリカのイギリスおよびバハマ諸島との投資収支は合計で4994億ドルの黒字であった。他方、米の民間資本収支黒字は2838億ドルであった。したがって、2000億ドル強がアメリカによる非産油国へのドル建投資(a2)であると考えられる。

次にa1について検討しなければならないが、そのためにも米の外貨建投資(c, d)について、まず検討しよう(といっても統計的にはきりつめられるのは在米銀行とノンバンクの分のみであるが)。米の外貨建資金の取引については、債権がノンバンクで13億ドルの黒字(引き揚げ)、在米銀行(顧客勘定を含む)では248億ドルの赤字、合計で235億ドルの投資となっている。債務はノンバンクが210億ドル、在米銀行(同)が440億ドルで、合計650億ドルである。収支は415億ドルの黒字(実質的な米への外貨資金の還流)である(第2表)。ということは、dがマイナスの415億ドルである<sup>6)</sup>ということの意味している。つまり、第1表より米の対外投資が1兆2934億ドル( $a1+a2+c+d=12934$ )で、外貨借入れ(c)が650億ドル、外貨投資が235億ドルで外貨投資の引き揚げ(d)が-415億ドルであるから、a(ドル建対外投資、 $a1+a2$ )は1兆2699億ドルとなる( $a1+a2+650-415=12934$ )。もちろん、外貨建取引の全体(c+d)には在米銀行とノンバンク以外の直接投資、証券投資が含まれているから、米全体のドル建投資( $a1+a2$ )が約1兆3000億ドルにのぼるというのには誤差があること(過大評価になること)に注意が必要である。にもかかわらず、以上のことから、a1の最大規模は1兆1000億ドル弱ということになる。というのは、米のドル建対外投資は、

第2表 アメリカ所在銀行、ノンバンクの外貨建対外取引 (億ドル)

	2005	2006	2007	2008
ノンバンク	28	223	292	-931
債権	-95	13	-277	-78
債務	123	210	569	-853
在米銀行	-43	192	407	-241
債権	-148	-248	-299	46
自己勘定	131	-231	-273	-41
顧客勘定	-279	-17	-26	87
債務	105	440	706	-287
自己勘定	32	415	716	-182
顧客勘定	73	25	-10	-105
ノンバンク+在米銀行	-15	415	699	-1,172
債権	-243	-235	-576	-32
債務	228	650	1,275	-1,140

出所：S. C. B., July 2008, July 2009, Table 9~11 より。

a1+a2=1兆3000億ドルで、a2は約2000億ドルあったから。

### ③ 海外部門の外貨をドルに換えての対米投資の検討

次にドル建債務について検討しよう。そのために、円、ユーロ等をドルに換えて行なう対米投資(b1, b2e)を考えよう(b2eはドル建経常黒字をもたない国のユーロダラー市場でのドル準備保有)。日本の通貨当局による為替介入は05年以後なくなり、日本のドル準備の増加はドル準備残高から生まれる「利子、配当」及び為替相場での換算等に相当する分にとどまり、06年は3兆7000億円にすぎない<sup>8)</sup>(約320億ドル)。第3表によると、日本の対米資産が476億ドル(ドル準備を含む)、そのうち、上にみたようにドル準備が約320億ドルであるから日本のb1はほとんど存在しないことになる。他方、米の対日投資が543億ドルであるから、米の対日「広義の資本収支」は67億ドルの赤字である(「統計上の不一致」は含まない)。日本はアメリカから資金の受け手となっており、また、日本の対米経常黒字が1085億ドルで、日本は対米ファイナンスの役割をまったく果たさなくなった。

イギリスを除くEUの対米資産(ドル準備を含む)<sup>9)</sup>は2789億ドル、逆に米の対EU(イギリスを除く)投資は2808億ドルで、米のイギリスを除く対EU「広義の資本収支」(ドル準備がほとんどないから実質的には「民間資本収支」)は米の19億ドルの赤字になっている(第3表)。

以上のように、日本、イギリスを除くEUが対米ファイナンスの役割を果たさなくなった。イギリスを除くEUが「広義の資本収支」(実質的には民間資本収支)でほぼ均衡しているということは、イギリス以外のEUからの対米投資のほとんどがドルを借入れ、それを対米投資(a)に使っている「外—外」投資であるということを暗示しているだろう。前にみたように、米の外貨建投資は大きな額ではないが引き揚げになっている。ということは、米のEU向けドル建投資が外貨建投資の引き揚げ部分を加えて大きくなっているということである。米のドル建対外投資が1兆3000億ドル近くになっていたことと符合する。EU向けドル建投資が大きいということは、

第3表 アメリカの地域別国際収支

(億ドル)

	SCB ライン	EU			イギリス			その他西半球		
		06	07	08	06	07	08	06	07	08
経常収支	77	-1,062	-424	-116	-111	112	88	-88	76	243
貿易収支	72	-1,202	-1,139	-987	-90	-76	-50	-10	11	48
民間資本収支	50, 63									
対外投資	50	-6,973	-8,475	4,661	-4,165	-4,255	5,207	-1,267	-1,531	-758
対米投資	63	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
外国の対米資産	55	7,991	10,190	-3,417	5,202	6,289	-3,145	5,224	3,585	-21
公的資産	56	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
民間資産	63	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
統計上の不一致	71	-103	-1,185	2,640	-991	-2,282	-1,618	-3,924	-2,117	358

	アジア <sup>1)</sup>			中国 <sup>2)</sup>			日本			中東		
	06	07	08	06	07	08	06	07	08	06	07	08
経常収支	-4,317	-4,457	-4,305	-2,582	-2,897	-3,085	-1,085	-1,103	-905	-515	-490	-714
貿易収支	-4,098	-4,103	-4,032	-2,331	-2,566	-2,684	-910	-851	-751	-361	-338	-588
民間資本収支	-349	1,581	2,777							119	67	366
対外投資	-1,138	-180	835	47	19	122	-543	487	472	-93	-134	157
対米投資	789	1,761	1,942	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	212	201	209
外国の対米資産	3,547	4,068	6,244	2,095	2,356	4,432	476	682	1,199	633	387	754
公的資産	2,757	2,308	4,303	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	421	186	545
民間資産	789	1,761	1,942	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	212	201	209
統計上の不一致	1,874	616	-1,080	440	-181	-1,469	1,157	-101	562	-23	239	-195

注：1) アジアと太平洋地域，2) 香港を含まない。

出所：S. C. B., July 2007(06), Oct 2008(07), July 2009(08)より。

それによって大きな額の「代わり金」(EUの対米投資)が形成されるから、ユーロ等をドルに換えての対米投資(b1)が逆にほとんど存在しないということになる。

かくして、英を除くEU、日本のユーロ、円等をドルに換えての対米投資(b1)、および日本、英を除くEUの米以外でのドル準備保有(b2e)が少ないということは、米の民間対外債務のほとんどが「債務決済」部分と米によるドル建対外投資(a1)によって形成された「代わり金」ということになる。米の民間対外債務は、 $(A1-m1)+A2e+(a1-m2)+(b1+b2e)+c$ であったから。このことを、在米銀行、ノンバンクのドル建対外取引を示すことによってもう少しはつきりさせよう(もちろん、米のドル建取引は直接投資、証券投資が含まれ、第4表に示されている額がすべてではない)。

#### ④ 在米銀行とノンバンクのドル建対外取引

在米銀行(自己勘定のみならず顧客勘定を含む)とノンバンクのドル建・対外投資が06年に大きく増大している。あわせれば、06年にドル建債権は6563億ドル(第4表)である<sup>10)</sup>。それに照応するように、ドル建対米投資(米からすると債務)も大きくなり、在米銀行とノンバンクのドル建債務は6391億ドルとなっている。収支は172億ドルの米の赤字である。したがって、米のドル建投資のほとんどが「代わり金」となり、それを原資に海外から在米銀行、ノンバンクへの投資が行なわれていることがうかがい知れる。

第4表 アメリカ所在銀行、ノンバンクのドル建対外取引 (億ドル)

	2005	2006	2007	2008
ノンバンク <sup>1)</sup>	-153	420	1,274	4,188
債権	-605	-1,790	-22	3,764
債務	452	2,210	1,296	424
在米銀行	115	-592	-1,754	1,308
債権	-1,928	-4,773	-6,141	4,287
自己勘定	-1,660	-3,257	-4,992	3,693
顧客勘定	-268	-1,516	-1,149	594
債務	2,043	4,181	4,387	-2,979
自己勘定	2,038	2,607	3,618	-2,158
顧客勘定	5	1,574	769	-821
ノンバンク+在米銀行	-38	-172	-480	5,496
債権	-2,533	-6,563	-6,163	8,051
債務	2,495	6,391	5,683	-2,555

注：1) 金融的取引のみ。

出所：S. C. B., July 2008, July 2009, Table 9~11 より。

もちろん、後者の米のドル建債務の方にはドル建対外投資の「代わり金」の部分のみならず、 $A1+A2e$ の部分、イギリスを除くEU、日本等が行なうユーロ、円をドルに換えて行なう対米投資( $b1+b2e$ )の部分が含まれていることに注意が必要である。米のドル建債務は、海外の対米投資= $[(A1-m1)+A2e+(a1-m2)+b1+b2e+c]$ から外貨建債務を除いた部分、つまり、 $(A1-m1)+A2e+(a1-m2)+b1+b2e$ である。他方、ドル建債権は米の海外投資( $a1+a2+c+d$ )から外貨建を除いた部分、つまり、 $a1+a2$ である。したがって、ドル建資本収支は $A1+A2e+b1+b2e-(m1+m2)-a2$ である。

再度、強調しておく、在米銀行、ノンバンクのドル建債権とドル建債務がほぼ均衡していることから、ドル建投資からの「漏れ」( $m2$ )がそれほど大きくないことが示唆されている。そうだとすると、ドル建投資の両建取引が盛んに行なわれ、それが、対外投資が大きく、また、対米投資も大きくなるという事態を生んでいるのである。それに、前述した非産油国への金融仲介的な投資、貸付が加わってドル建投資が大きくなっている。

#### ⑤ ドル準備の増大

しかし、民間資本収支で考察すると、その黒字は3000億ドル弱にとどまり、米経常赤字の半分にも満たない。そもそもドル建投資の大半は両建で収支はおおよそ均衡する。それに多額のオイルダラーの流入の一部は産油国のユーロ、ポンドなどの他通貨での経常赤字のために他通貨へ転換され( $m1$ )、また、一部は非産油国への米金融機関からのドル建投資、貸付となって、米経常赤字のファイナンスに利用される部分は少なくなっていくのである。他方、06年にはドル準備( $A2d+b2d$ , 在米外国公的資産)が5000億ドル弱にもものぼることになった。

その半分近くが中国のドル準備である。米の中国に対する「広義の資本収支」黒字(2142億ドル——大部分がドル準備)は中国に対する経常赤字(2582億ドル)を少し下回る額になっている(第



第5表 中国の国際収支

(億ドル)

	2004	2005	2006	2007
経常収支	687	1,608	2,533	3,718
投資収支	1,107	589	26	704
外貨準備	-2,062	-2,073	-2,469	-4,617

出所：IMF, *International Financial Statistics, Yearbook 2008*, p.220 より。

3表)。しかし、IMFの統計によると同年の中国の全世界に対する経常黒字は2533億ドル、外貨準備の増加は2469億ドル、資本収支は40億ドルの黒字となっている（第5表）。米商務省とIMFの統計値に厳密な連関があるわけではないが、中国の経常黒字のほとんどすべてがアメリカに対するものであり、外貨準備の一部がユーロダラー市場で運用されていることがわかる。

米におけるドル準備では、中国、日本を含むアジア全体で2757億ドル、全ヨーロッパは884億ドル、中東のドル準備も421億ドル、ラテンアメリカのドル準備は368億ドルなどとなっている<sup>11)</sup>（日本のドル準備については前述した）。したがって、06年にアメリカが「広義の資本収支」で黒字になっているのは産油国と大きな経常黒字をもつ中国になってきており、日本、EU諸国は実質的に対米ファイナンスの役割を果たさなくなったのである。

改めて、「広義の資本収支」の概念上の区分の式から、経常赤字のファイナンス条件を示そう。民間資本収支が  $[(A1-m1)+A2e+(a1-m2)+(b1+b2e)+c]-[(a1+a2)+c+d]=A1+A2e+b1+b2e-(m1+m2)-a2-d$  であったから（式②）、「広義の資本収支」の概念上の区分式は、 $A1+A2e+b1+b2e+(A2d+b2d)-(m1+m2)-a2-d$ （式③）となる。この式で  $A1+A2e+A2d=$  経常赤字であるから、 $b1+b2e+b2d-a2-(m1+m2)-d=0$  となる。

06年には、 $b1+b2e+b2d$  はそれほど大きな額になっていなかった。また、産油国等はドル以外の通貨で経常赤字をもっているから  $m1$  も一定額に達していたはずである。他方、 $a2$  は少なくとも2000億ドルに達していた。それ故、この式がゼロになるためにも、 $d$  はマイナスになった。

#### ⑥ 06年の資本収支のモデル的概算値

以上のことを考慮しながら、国際収支と対米投資、米の対外投資の概念上の区分の概算値をモデルとして想定することができる。第6表である。

この表について説明しよう。「統計上の不一致」は流動資金の流出入であり、資本収支の中に含まれるものとする、資本収支とドル準備を含めて「広義の資本収支」となる。

広義の資本収支  $=[(A1-m1)+A2e+(a1-m2)+b1+b2e+c]+(A2d+b2d)-(a1+a2+c+d)$  である。 $A1+A2e$  は3000億ドルであるが、 $A1$  からの漏れ ( $m1$ ) が600億ドルあり、 $(A1-m1)+A2e$  は2400億ドルとなる（①のア欄）。また、米のドル建対外投資の「代わり金」( $a1$ ) は1兆600億ドルと巨額であるが、それによって形成されるドル債務（非居住者にとってはドル債権）から「漏れ」( $m2$ —ドルの外貨への転換)が600億ドル発生している ( $a1-m2=1$  兆ドル、①のイ欄)。日本、イギリスを除くヨーロッパ諸国の外貨のドルに換えての対米投資 ( $b1+b2e$ 、日本等のユーロダラー市場経由のドル準備を含む、①のウ欄)は2600億ドル、米居住者が外貨を借入れ、それをそのまま対外投資に当てる額 ( $c$ 、①のエ欄)は1000億ドル。合計、対米投資  $=(A1-m1)+A2e+$

第6表 2006年のアメリカ国際収支の「概念」的区分

(億ドル)

1) 経常収支 (SCB ライン77 <sup>1)</sup> )	-8,000
2) 民間資本収支=(A1+A2e)+(b1+b2e)-(m1+m2)-d	3,000
① 対米投資 (SCB ライン63 <sup>1)</sup> )	16,000
ア) 「債務決済」に当てられる対米投資 (A1+A2e)	3,000
イ) 米のドル建投資の「代わり金」(a1)	10,600
ウ) 外貨をドルに換えての対米投資 (ドル建経常黒字をもたない諸国のユーログラマー市場でのドル準備を含む, b1+b2e)	2,600
エ) 外貨の借入れとその投資 (c, 「外貨—外貨」投資)	1,000
② 対外投資 (SCB ライン50 <sup>1)</sup> )	-13,000
ア) 米のドル建投資 (a1+a2)	-12,400
イ) ドルを外貨に換えての対外投資 (d)	400
ウ) 外貨の借入れとその投資 (c, 「外貨—外貨」投資)	-1,000
3) ドル準備 (SCB ライン56 <sup>1)</sup> )=「在米外国公的資産」, A2d+b2d)	5,000

注：1) SCB ラインは July 2009 のもの。

出所：筆者作成。

(a1-m2)+b1+b2e+c は 1 兆6000億ドルにのぼる。

逆に、米の対外投資 (a1+a2+c+d) の内訳は、ドル建投資が 1 兆2400億ドル (②のア欄)、うち非産油国へのドル建投資 (a2) が1800億ドル、その他のドル建投資 (a1) が 1 兆600億ドルである。外貨を借入れ、それを対外投資に回す額 (c, 「外貨—外貨」投資) が1000億ドル (②のウ欄)、ドルを外貨に換えての対外投資 (d) が例年と異なり400億ドルの引き揚げとなっている (②のイ欄)。対外投資の合計は 1 兆3000億ドルである。

以上から、資本収支は3000億ドルの黒字であり、これと米国内で保有されているドル準備 (5000億ドル, A2d+b2d, 「在米外国公的資産」SCR ライン56) の合計で経常赤字8000億ドルがファイナンスされている。この年の特異なことは米のドル建対外投資(a)が巨額にのぼる一方、ドルを外貨に換えての対外投資 (d) がわずかであるが400億ドルの引き揚げになっていることである。したがって、対米投資と米の対外投資がともに巨額でアメリカを中心とする信用連鎖が大規模に行なわれているようにみえるが、その大部分は、アメリカのドル建対外投資によって作られたドル建の信用連鎖なのである。

地域的には産油国と中国等が米経常収支赤字をファイナンスし、EU、日本は対米ファイナンスの役割を果たさなくなった。EUのアメリカとの資本取引はほとんどが米のドル建投資によって構築されていったもので、ユーロ等をドルに換えての対米投資 (b1) はみられない。日本の円をドルに換えての対米資産の増加も大部分はドル準備で、民間部門による円をドルに換えての対米投資 (b1) は大きな額になっていない。

以上のことを式③によって確認しておこう。広義の資本収支=A1+A2e+b1+b2e+(A2d+b2d)-(m1+m2)-a2-d=8000であった。この式で A1+A2e+A2d=経常赤字であるから、b1

$+b2e+b2d-(m1+m2)-a2-d=0$  となるはずである。 $b1+b2e=2600$ ,  $m1+m2=1200$ ,  $a2=1800$ ,  $d=-400$  であるから、 $b2d=0$  となり、 $A2d+b2d=5000$  であるから、 $A2d$  は5000と大きな額になる。

また、 $A1+A2e=3000$ ,  $a2=1800$ ,  $b1+b2e=2600$ ,  $A2d+b2d=5000$ ,  $m1+m2=1200$ ,  $d=-400$  であり、これらの数値を式③に入れると8000になり、よって、第6表はもちろん概算であり誤差が含まれているが一応の妥当性があるといえるであろう。

### Ⅲ. 2008年の米の対外資産の引き揚げと米経常赤字のファイナンス

#### ① 08年の国際収支の概要

08年のアメリカ国際収支構造は米国発の金融危機に規定された歴史的な構造となった。経常収支赤字は06年以来少し減ってきているが、なお7000億ドルを超えている（第7表）。構造が大きく変化したのは民間資本の流入と流出である。海外の民間部門の対米投資は前年の約1兆6500億ドルから471億ドルとほぼゼロに近くなった。米民間部門の対外投資は驚くべきことに5344億ドルの黒字、つまり、対外投資の引き揚げとなり、民間資本収支黒字は5815億ドルの黒字で、これが7061億ドルの経常赤字の大半をファイナンスしているのである。

ドル準備（「在米外国公的資産」）は4870億ドルにのぼっているが、08年にはFRBと海外の中央銀行との間にスワップ協定が締結され、その実行によって米政府の外貨保有が5298億ドルにのぼっている。「統計上の不一致」は2001億ドルの黒字と例年のない大きな額になっている（第7表）。

以上から、米経常赤字のファイナンスは海外からの対米投資によってなされ、その「余剰分」（経常赤字を上回る対米投資分）とドル準備（「在米外国公的資産」）の合計額が対米投資になっていくというこれまでの国際収支構造が「崩壊」していることがわかる（第1表）。ドル準備は例年の額にのぼっているが、米政府の外貨保有（FRBと外国中央銀行とのスワップ協定の実行）によって、ほぼ「相殺」されている。

地域的には（第3表）、イギリス経由の米の対外投資とイギリスの対米投資がともに大きな引き揚げとなっている。前者は5207億ドル、後者は3145億ドルである。世界全体で米の対外投資の引き揚げが5344億ドルであったから、そのほとんどがイギリスに対する投資の引き揚げである。「その他西半球」（≒バハマ諸島）との取引には大きな数値が出ていない。日本やその他アジアからの引き揚げも一定額にのぼっている（日本からは472億ドル、その他のアジアが363億ドル）。

他方、日本、イギリスを除くEUの対米投資が一定の額にのぼっている。日本が1200億ドル、イギリスを除くEUが300億ドル弱である（日本には一部ドル準備を含むが、ヨーロッパはドル準備を含まないだろう<sup>13)</sup>）。これらの対米投資が何故生じているのか、それらが**b1**であるかどうかについて、のちに論述したい。

中国は多額のドル準備を積み重ねている（約4400億ドル）。中東のドル準備は545億ドル、中東の民間対米投資も209億ドルとなっている。「統計上の不一致」はイギリスと中国への流出が大きいが、ヨーロッパ、日本、バハマ諸島（「その他西半球」）からは資金流入となっている。以上を踏まえて、それぞれの項目を検討しよう。

第7表 アメリカの国際収支（総括表）

（億ドル）

	SCB ライン	2005	2006	2007	2008
経常収支	77	-7,487	-8,035	-7,266	-7,061
貿易収支	72	-7,909	-8,473	-8,310	-8,403
民間資本収支	50, 63	4,218	2,838	1,988	5,815
対外投資	50	-5,663	-12,934	-14,497	5,344
対米投資	63	9,881	15,772	16,485	471
在米外国公的資産	56	2,593	4,879	4,809	4,870
米政府の外貨保有	49	22	0	-239	-5,298 <sup>1)</sup>
統計上の不一致	71	366	-17	649	2,001

注：1） FRB と海外中央銀行とのスワップ協定によるもの。

出所：S. C. B., July 2009 の Table 1 より。

## ② 対米投資の急減

民間対米投資が極端に少ない471億ドルになっている。民間対米投資は次の式で表わされた。 $(A1-m1)+A2e+(a1-m2)+b1+b2e+c$ 。順次、各項目をみていこう。

$(A1-m1)$  について。経常赤字が依然として多額にのぼっているから、それに相当する「ドル建預金」がいったん形成されているはずである。しかし、対米投資が471億ドルにとどまっているということは、「漏れ」( $m1$ ) が極めて大きな額になっているということを意味する。その中心部分はイギリスと中東などの産油国である。イギリスは産油国などの資金を受け入れ、それを米に投資していたがそれを引き揚げており、中東などの産油国はいったん形成された「ドル預金」を外貨へ転換しているのであると考えられる。

次に、 $A2e$  について。中国などが一定額ドル準備をユーログラマー市場で保有しているであろうが、対米投資の全体が471億ドルにとどまっているということは、それほど大きな額ではないということを示していよう。

$(a1-m2)$  について。第4表から米金融機関等のドル建対外投資が巨額（約8000億ドル）の「引き揚げ」となっている。このことについて2つの考え方ができるかもしれない。1つは、ドル建対外投資が引き揚げであるから、「代わり金」は発生せず、したがって、 $m2$  も存在しないという考え方。もつ1つは、米のドル建投資の「代わり金」( $a1$ ) は巨額のマイナスになっているはずであり、また、 $m2$  がマイナスという特異な状況になっている可能性があるという考え方である。これらについて独自の検討が必要である（後述）。

$b1+b2e$  について。日本（1200億ドル）、イギリスを除く EU（300億ドル）からの対米投資があり（第3表）、これは一部  $b1$  であろうが、後述する FRB と海外の中央銀行のスワップ協定によるドル資金を原資としている可能性がある。また、日本の当局は05年以来為替市場介入を行っていないので、日本のドル準備の増加は「利子、配当」分に過ぎなく、 $b2e$  はあっても少額にとどまっていよう。ヨーロッパ中央銀行は為替介入をほとんど行なわないので  $b2e$  は少額である。

$c$ （米の外貨を借り入れての対外投資）について。在米銀行、ノンバンクの外貨建債務はマイナス（第2表）、つまり、米による返済となっている。外貨借入れがなくなり、外貨投資が引き揚げになっていない（同表）から実質的に  $d$ （ドルを外貨に換えての投資）が増大していると考えられる。このような事態も近年、例がなかったことである。検討が必要である。

以上、対米投資の概要をみたが、2つことを検討しなければならない。1つは米のドル建対外投資の引き揚げと「漏れ」である(a1-m2)。もう1つはc(米の外貨を借入れての対外投資)、d(ドルを外貨に換えての対外投資)の検討である。前者から検討を進めよう。

米のドル建対外投資の引き揚げがこれほど巨額になったことはこれまでまったくなかったことで、08年の米国発の金融危機をきっかけに起こったことである。米のドル建債権が引き揚げられると、通常はドル建債務も同額減少していく。あるいは、非居住者がドルを借入れ、それでもってドル建投資を行なっている中で、それを減少させドル資金の返済を行なうと、米のドル建債権も同額減少していく(両建での同額の減少)はずである。

しかし、在米銀行(自己勘定、顧客勘定)とノンバンクのドル建取引は、08年に債権の減少が8051億ドル、債務の減少が2555億ドルで、債権の減少が債務の減少を大きく上回っている(差額は5496億ドル—第4表)。米のドル建資産の引き揚げに伴う債務の減少(海外からはドル建資産の引き揚げ—両建の変化)は限られた額になっている。一般的に考えると、ノンバンク、在米銀行のドル建債務の減少2555億ドルが両建部分の減少の最高額となろう。したがって、両建取引ではない米のドル建投資の引き揚げがどのように行なわれているかが問われなければならない。

上に述べたドル建債権・債務の両建の変化以外に、米のドル建債権(非居住者にとってはドル債務)のみが減少するという事態が生まれるとすると、どのような事態が考えられるであろうか。それは、非居住者が外貨をドルに換えてドル建債務を返済する場合しかありえないだろう。この場合には非居住者のドル債権(米にとってはドル債務)には変化が生まれない。

ところで、これまで想定してきたm2は非居住者によるドルの外貨への転換であった。しかし、08年に起こっていることは非居住者が外貨をドルに転換してドル債務(米にとってはドル債権)を返済しているのである。これはマイナスのm2が起こっているといえよう。それでは、非居住者は実際に為替取引で外貨をドルに転換しているのだろうか。実際に巨額の外貨からドルへの転換が起こればドル相場の急上昇が生じていたはずである。少額それもあるが、ほとんどすべてが非居住者は別途ドル資金を獲得してドル債務を返済していると考えられる。結論を先に言えば、後述のように米によるドル債権の引き揚げ(非居住者にはドル債務の返済)の大半はFRBと海外の中銀とのスワップ協定の実行によるものである。これについてはのちに詳しく論じよう。ここでは、「マイナスのm2」なる事態が大きな額で生じていることを確認しておこう。前にドル建対外投資が引き揚げであるから、「代わり金」は発生せず、したがって、m2も存在しないという考え方もありうると記したが、ここではドル建対外投資の引き揚げによって(マイナスのa1)と「マイナスのm2」なる事態が同時に発生しているものとしておきたい。

もう1つ、この項で検討しておかなければならない課題がある。それは、米の外貨を借入れての対外投資(c)、ドルを外貨に換えての対外投資(d)の検討である。08年の外貨取引は、債権ではノンバンクと在米銀行の合計でわずかの32億ドル、それに対して債務(海外からみると債権)の方は大きく減少し、ノンバンクと在米銀行の合計で1140億ドルにもものぼっている(第2表)。つまり、海外部門による対米外貨債権が引き揚げられているのである。これらの事態は次のように考えてよいだろう。

つまり、外貨を借入れ、その外貨で投資(「外貨-外貨」投資)の部分を1140億ドルと考え、つまり、外貨債務が1140億ドル減少しているから、それに伴って外貨債権も1140億ドル減少してい

第8表 アメリカの対外投資

(億ドル)

	SCB ライン	2006	2007	2008
直接投資	51	-2,449	-3,986	-3,220
証券投資	52	-3,651	-3,665	608
ノンバンク	53	-1,813	-405	3,722
在米銀行等	54	-5,021	-6,441	4,334
合計	50	-12,934	-14,500	5,344

出所：S. C. B., July 2009, Table 1 より。

る(cの部分)と考え、ところが、08年には外貨建債権が32億ドルであるから、ドルを外貨に換えての投資(d)が1172(1140+32)億ドル<sup>15)</sup>にのぼっていると考えられる。

### ③ 米の対外投資(a+c+d)の引き揚げ

08年には対外投資の5344億ドルもの引き揚げとなっている(第7表)。米の民間部門の対外投資(a+c+d)の引き揚げは、在米銀行等が4334億ドル、ノンバンクが3722億ドル、証券投資が608億ドルとなっている(第8表、直接投資は3220億ドルの対外投資が続いている)

うち、ドル建投資は(a)は引き揚げとなっており、在米銀行等のドル建対外投資の引き揚げは、自己勘定で3693億ドル、顧客勘定で594億ドルの合計4287億ドル、ノンバンクではドル建債権が3764億ドルの引き揚げ(海外の対米債務の減少)となっていた(第4表)。

外貨建債権(c+d)は在米銀行等では自己勘定は引き揚げとならず、対外投資が41億ドルとなっているが、顧客勘定では引き揚げで87億ドルとなっている。ノンバンクでは債権が78億ドルの伸びとなっている(第2表)。しかし、外貨建資本収支でみると、在米銀行(自己勘定、顧客勘定)では債務の減少が287億ドルあり、収支は241億ドルの赤字、ノンバンクでは債務の減少が853億ドルで、収支は931億ドルの赤字。前年(07年)には収支が、それぞれ407億ドル、292億ドルの黒字となっている。つまり、07年には外貨での対外投資がすべて「外貨—外貨」投資になっていたのが、08年には、外貨建借入れでもって外貨建対外投資(c、「外—外」投資)を行なう部分がなくなり、逆に外貨建投資が存在しているのであるからドルを外貨に換えて行なう部分(d)がかなり増大しているのである(前述)。

この項でも改めてドル建対外投資の引き揚げ(aとm2)について論じよう。在米銀行(自己勘定と顧客勘定)とノンバンクの対外債権の計が+8051億ドル(債権がプラスということは米による引き揚げ)、同対外債務が-2555億ドル(債務がマイナスということは非居住者が対米債権を引き揚げ)、したがって、同収支+5496億ドルである。まず、ドル建債権の減少はいかにして起こるか。それは2つの経緯によって減少する。1)非居住者がドル建借入れによってドル建投資を行なっていたところ、金融危機によって米金融機関が債権を回収する、あるいは、同じことであるが非居住者がドル建投資を解消し、そのドルでもって借入れを返済すれば(米にとっては債権の減少が進めば)、米の債務・債権(a)の両建での減少となる。

両建以外には、2)非居住者が外貨をドルに換えて、そのドルでもってドル建債務(米にとってはドル建債権)を返済することしか考えられない。その場合には米のドル建債務(海外にとって

はドル建債権)には変化が生じない。ノンバンクと在米金融機関(顧客勘定を含む)のドル建債権の減少が8051億ドル、同債務の減少が2555億ドルで、収支は5496億ドルの黒字であるから、5496億ドルは非居住者が外貨をドルに換えて、そのドルでもってドル建債務(米にとってはドル建債権)を返済する形で米のドル建債権の減少が進んでいると考えられる。2555億ドルが両建での減少部分の最高額である。というのは、一般的には、非居住者が外貨をドルに換えて投資を行なっていて、それを引き揚げれば米のドル建債務が減少し、そのドル建債務の減少が起こっている場合があるからである。しかし、08年には日本、イギリスを除くヨーロッパが対米投資を行なっており、この引き揚げは生まれていない<sup>16)</sup>(後述)。

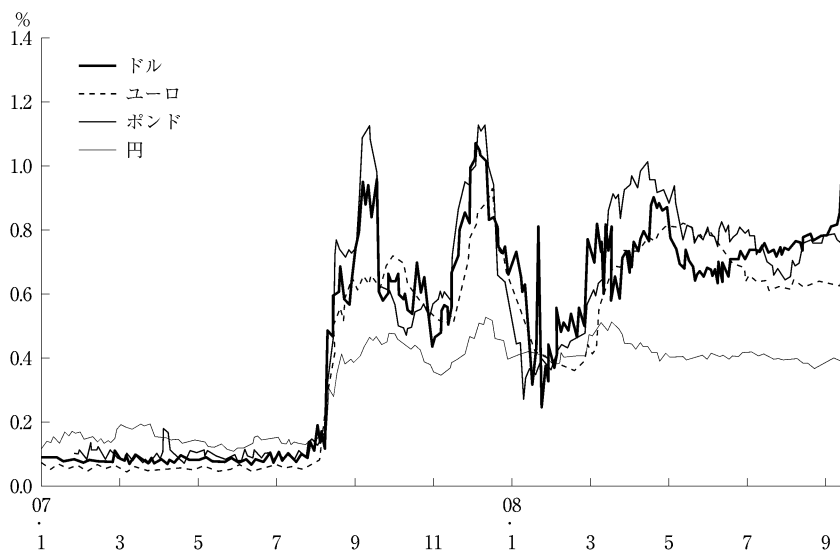
ところが、非居住者が外貨をドルに換えて、そのドルでもってドル建債務(米にとってはドル建債権)を返済するには、その外貨をドルに換える為替取引の相手がいるはずである。その相手にとってはその為替取引はドルを外貨に換えることである。その相手が非居住者であれば、非居住者間でのドル、外貨の持ち手の変換があるだけで、非居住者による外貨をドルに換えてのドル建債務の返済にはならない。したがって、その為替取引の相手は米居住者でなければならない。米居住者が民間部門であれば、それはドルの外貨に換えての対外投資となる。

この投資が、08年に大規模に進んでいるかといえば、一定額のドルの外貨に換えての対外投資が進んでいる。在米銀行の外貨建投資が自己勘定で41億ドル、ノンバンクの外貨建投資が78億ドルである。在米銀行の外貨建債務が182億ドルの減少であるから、ドルを外貨に換えての投資(d)は223億ドルになっている。また、ノンバンクの外貨建債務は853億ドルの減少であるから、ノンバンクの(d)は931億ドルとなっている。とくに、ノンバンクは、ドルを外貨に換えて外貨建債務を853億ドルも返済しており、dのほとんどは返済によるものとなっている。在米銀行の顧客勘定でも同様である。ドルを外貨に換えての返済が105億ドルであるから、米の顧客がドルを外貨に換えている額は18億ドルである(債権の減少が87億ドル)。

しかし、ドル建債権の減少はいま見たdをはるかに上回っている。dは在米銀行の自己勘定、顧客勘定、それにノンバンクを合わせても1172億ドルである(第2表)。それに対して、在米銀行(顧客勘定を含む)とノンバンクのドル債権の減少は8051億ドルで、ドル債務の減少は2555億ドルで、収支は5496億ドルである(第4表)。その5496億ドルが、非居住者によって外貨からドルに換えられた部分である。この5496億ドルと1172億ドルの差額(4324億ドル)をどのように考えればいいのか。

08年は特別の事態があったのである。それは、FRBと海外の中銀とのスワップ協定である。ドル建債権の巨額の減少には、中央銀行間のスワップ協定の実行(5298億ドル—第7表)が関与していると考えられる。スワップ枠が実行されると、米以外の中銀は自国通貨(米にとっては外貨)を与えてドルを得る(FRBは外貨資産の保有—このスワップには実際の為替取引は行なわれない)。このドルは、いったんは在米外国公的機関の資産(SCBライン61、米にとっては債務)となるが、外国の中銀がこのドルを自国の金融機関に融資すると、この資産は減少となりその民間金融機関がこのドルを保有することになる。米以外の金融機関がこのドルでもって、ドル建債務(米からするとドル建債権)を返済すれば、米からするとドル建債権の引き揚げとなる。米のドル建債務(海外からするとドル建債権)は変わらないままである。したがって、米の民間部門のドル建債権の減少とFRBの外貨保有の増大が同時に進行しているのである。つまり、海外部門は自国通貨を対

第2図 LIBOR-OIS スプレッド（3カ月物）の推移



出所：『金融財政事情』2008年9月29日，8ページより。

価にドルを獲得し（実際の為替取引は行なわれない），それでもって，ドル建債務（米からするとドル建債権）の返済（米からすると債権の引き揚げ）が行なわれているのである。米からすると，FRBの外貨資産の増大と，米民間部門のドル建資産の減少であり，中央銀行間の為替取引を伴わないドルと外貨の交換である。

米居住者によってドルから外貨に換えられた部分5496億ドル，dは1172億ドル，その差額は4324億ドルである。また，スワップ枠の実行は5298億ドルである。この5298億ドルと4324億ドルの差（974億ドル）は，海外金融機関のドル建投資の原資となっているであろう（EU，日本の銀行の本支店勘定による米への資金フロー<sup>17)</sup>）。海外金融機関は自国の中央銀行から供給されたドル資金でもって，対米ドル債務を返済するとともに，一部はその資金でもって，海外の金融機関の在米支店がドル資金の調達に苦しんでいる状況のなか，本支店勘定等でドル資金を供給したのである（それはb1とは異なる日本等の先進各国のドル建資産の増である——これをb3としておこう）。このようなスワップによるドル資金を原資として日本，英以外のEUが対米投資を行なったのははじめてである（もちろん，スワップ協定は緊急避難的なものであり，永久的なものではない）。

以上によって，米のドル建債権の減少の実態についてほぼ把握できた。非居住者によるドル建債務の減少は以下の事情によろう。サブプライムローン問題の顕在以後，米金融機関は債権回収を迫られた。しかし，ドルを借入れ，その資金でサブプライムローンを含んだ金融商品を大量に購入していた海外の金融機関はそれらの金融商品（米から見ればドル債務）を売払ってドル資金を調達することが難しくなった。ドル短資市場も金融危機の中で混乱しており（第2図），ドル短資市場からの資金の調達も難しい。このような状況のなかで，ドル資金調達の困難に陥った金融機関，とりわけヨーロッパの金融機関にドル資金を供する目的でFRBと海外中央銀行との間でスワップ協定が結ばれたのである。海外の中央銀行はFRBからドル資金の受け取りの見返りに本国通貨をFRBに供与する。海外の中央銀行は，そのドル資金を自国の金融機関へ供与し，その



第9表 2008年のアメリカ国際収支の「概念」的区分

(億ドル)

1) 経常収支 (SCB ライン77 <sup>1)</sup> )	-7,500
2) 資本収支 (FRB のスワップと「統計上の不一致」2000を含む)	2,500
① 対米投資 (SCB ライン63 <sup>1)</sup> )	$(A1-m1)+A2e+(a-m2)+b1+b2e+c$ 2,500
ア) 「債務決済」に当てられる対米投資 ( $A1+A2e$ )	6,000
	A1からの「漏れ」(m1)を4000とすると、 $A1-m1+A2e=2,000$
イ) ドル建投資の変化	$(a-m2)=-400$
(i) aはマイナス	-5,400
(ii) m2もマイナス	-5,000
ウ) 外貨をドルに換えての対米投資 (ドル建経常黒字をもたない諸国のユーロダラー市場でのドル準備を含む、 $b1+b2e$ )	1,000
エ) スワップ協定に基づくドル資金を原資とする対米投資 ( $b3$ )	1,000
オ) 米の「外貨-外貨」投資 ( $c$ )	-1,100
② 米の対外投資 ( $a+c+d+Sw$ )	0
ア) aは引き揚げ	5,400
イ) d(スワップ分( $Sw$ ))を含む	-6,500
(i) 民間部門のd	-1,200
(ii) スワップの実行額( $Sw$ )	-5,300
ウ) 米の「外貨-外貨」投資 ( $c$ )	1,100
3) ドル準備 (SCB ライン56 <sup>1)</sup> )=「在米外国公的資産」, $A2d+b2d$ )	5,000

注：1) SCB ラインは July 2009 のもの。

出所：筆者作成。

ドルによって海外の金融機関はドル債務（米からすればドル債権）を返済したのである。回りまわって、米の金融機関の債権回収＝ヨーロッパ等の金融機関のドル資金の返済を、FRBがドル資金を供与して支援したといえよう。

#### ④ 08年の資本収支のモデル的概算

以上の08年の諸事情を踏まえて、これまでと同じように08年の資本収支（FRBのスワップ、「統計上の不一致」を含む）のモデル的概算値を提示しよう。第9表である。

この表の説明を行なうと、債務決済に当てられる額  $A1+A2e$ （統計上の不一致を含む）は6000億ドルであるが、漏れ（ $m1$ ）が大きく4000億ドルに達し、 $A1-m1+A2e=2000$ 億ドルである（①のア欄）。 $a$ はマイナスの5400億ドルとし、 $m2$ もマイナスでその額はこれまでみてきたことから、海外のドルを外貨に換えてのドル債務の返済額5000億ドルとした。 $a-m2=-400$ である（①のイ欄）。非居住者の外貨をドルに換えての投資は、日本、イギリス以外のEUから一定額にのぼり、1000億ドルである（①のウ欄）。また、スワップのドル資金を原資とする対米ドル投資（ $b3$ ）がある。それを1000億ドルとしておこう（①のエ欄）。米の外貨を借入れ、それを対外投資に当てる部分（米の「外貨-外貨」投資）はマイナスの1100億ドル（外貨建対外債務の減少に相当——①のオ欄）とした。以上の合計で、対米投資は合計で2500億ドルになる（「統計上の不一致」2000億ドルを含む）。

他方、米の対外投資については、FRBのスワップ実行額を導入して検討する必要がある。ドル建対外投資の引き揚げが5400億ドルと極めて大きな額になった（②のア欄）。米の「外貨-外

貨」投資は上にみたように引き揚げで1100億ドル（②のウ欄），ドルを外貨に換えての投資(d)は1200億ドルであり（②のイの(i)欄），海外の中央銀行へドルを供与しFRBが外貨を受け取るスワップ枠の実行は5300億ドルである（②のイの(ii)欄）。イ）の2つの合計で6500億ドルとなる。以上の対外投資はスワップの実行額も含めると合計でゼロになり，統計上の不一致を含めると，「資本収支」は2500億ドルの黒字となる。この「資本収支」にドル準備（5000億ドル）を加えると「広義の資本収支」は7500億ドルになる。

そうだとすると，「広義の資本収支」の式について改めての検討が必要であろう。08年にはスワップ協定によるFRBの外貨資金の保有を式に導入しなければならない。それをSwとしよう。しかも，これまで論じてきたように $-m2 \doteq Sw$ である。また，スワップのドル資金による日本等の本支店勘定等におけるドル建対米投資がある（b3）。

$$\begin{aligned} \text{広義の資本収支} &= [(A1 - m1) + A2e + (a - m2) + b1 + b2e + b3 + c] - (a + c + d) + (A2d + b2d) \\ - Sw &= (A1 + A2e) + (b1 + b2e + b3) - (m1 + m2) + (A2d + b2d) - d - Sw \end{aligned}$$

この式に第9表の数値を入れると， $(A1 + A2e) = 6000$ ， $(b1 + b2e + b3) = 2000$ ， $(m1 + m2) = 4000 - 5000 = -1000$ ， $(A2d + b2d) = 5000$ ， $d = 1200$ ， $Sw = 5300$ であるから，式全体では7500となり，これは経常赤字額に相当する。つまり，対米投資(SCBライン63)+対外投資の引き揚げ(ライン50)+ドル準備(ライン56)-スワップ額(ライン49)+「統計上の不一致」(ライン71)=経常赤字(ライン77)となっている。

#### Ⅳ. ドル危機のパターン——まとめに代えて——

第1表に2008年のアメリカ国際収支の主要項目が示されていたが，08年には1983年の国際収支構造の大転換以来大きな変化が生まれた。すなわち，83年以来，米経常収支赤字を海外からの対米投資がファイナンスしていたのが，08年にはそれが出来なくなった。08年の経常赤字は7061億ドル，それに対して民間対米投資が前年の1兆6485億ドルから08年には実に471億ドルになった。

それに対して，アメリカの対外投資は前年の1兆4497億ドルから08年に歴史的な5344億ドルの引き揚げとなって，この投資の引き揚げが経常赤字のファイナンスの主要項目となった。イギリス，イギリスを除くEU，日本，日本を除くアジア等，全世界の各地域から資金が引き揚げられている。この引き揚げを可能にしたのがFRBの海外主要中央銀行とのスワップ協定（信用枠の設定）とその実行であった。

FRBによる海外中央銀行への大量のドル資金の供給（見返りにFRBは外貨保有）と，海外中央銀行の自国所在金融機関へのドル資金供給が非居住者のドル建債務（米にとってはドル建債権）の返済（米からするとドル建債権の引き揚げ）を可能にした。このことによって米国発の世界的金融危機に伴うドル短資市場の混乱を緩和し，アメリカの金融機関は海外からドル債権の回収を行なったのである。それは海外の中央銀行が自国に所在する金融機関に対して自国通貨ではなくドル資金を供給するという，まさにFRBと海外主要中央銀行の「国際協力」による世界的な金融危機への歴史的な金融政策であった。

この歴史的な金融政策が実施されたため，これまでみてきた「広義の資本収支」の式にもこ

のスワップを導入する必要がある。すなわち、これまでの「広義の資本収支」の概念上の区分は以下のものであった。

$$\begin{aligned} \text{広義の資本収支} &= [(A1-m1)+A2e+(a1-m2)+b1+b2e+c] + (A2d+b2d) - (a1+a2+c+d) \\ &= (A1+A2e+A2d) + (b1+b2e) - (m1+m2) - a2 - d \quad \text{——式③} \end{aligned}$$

なお、 $(A1+A2e+A2d) = \text{経常収支赤字額}$

この式にスワップの実行枠（Sw）を組み入れると、広義の資本収支は以下のようになる。

$$\begin{aligned} & [(A1-m1)+A2e+(a1-m2)+b1+b2e+b3+c] + (A2d+b2d) - (a1+a2+c+d) - Sw \\ & = (A1+A2e+A2d) + (b1+b2e+b3) - (m1+m2) - a2 - Sw - d \quad \text{——式④} \end{aligned}$$

マイナスの  $m2$  が08年の米経常赤字の大半をファイナンスしたが、このマイナスの  $m2$ （米によるドル建債権の引き揚げ——海外にとってはドル債務の返済）は Sw を導入しないと成立しない。これまでの「広義の資本収支」の基本式は、 $(A1+A2) + (b1+b2) - (m1+m2) - d$  であり、この式においては  $A1+A2 = \text{経常収支赤字額}$ 、 $(b1+b2) - (m1+m2) - d = 0$  であった。この式で米経常赤字ファイナンスの困難を考えると、アメリカからのドル資金の引き揚げ（ $m1$  と  $m2$ ）が大きくなり、他方で  $(b1+b2)$  が小さくなった場合、結局、 $d$  がマイナスになって（米の外貨建資産の引き揚げ）ファイナンスがやっと実現することが想定される。つまり、米経常赤字は米の外貨資産の引き揚げによって決済される姿である。

しかし、08年の実際はそうになっていない。 $b1+b2$  がそれほど大きくなく、 $m1$  が大きくなっているが、スワップの実行（Sw）が  $m2$  をマイナスに転換させ、また  $b3$  を発生させ経常赤字をファイナンスさせたのである。海外の主要金融機関が在米金融機関からドル資金を借入れ、その資金でサブプライムローンを含む種々の金融商品へ運用していたところ、それらの金融商品の破綻によって海外の金融機関はドル資金の調達を迫られるが、ドル短資市場の混乱でドル資金の調達が困難化した状況で、海外の主要中央銀行はFRBとのスワップ協定という「国際協力」を余儀なくされたのである。

それが余儀なくされたのは、海外の金融機関も90年代後半からの米における金融のバブル的な膨脹を背景に、米金融機関（在米外国金融機関を含む）からドル資金を調達し、それを運用するというドルの「国際信用連鎖」の中に包摂されていたからである。それゆえ、今回のアメリカ発の金融危機は、 $(b1+b2)$  が小さくなって、結局、 $d$  がマイナスになるというパターン、つまり、米経常赤字は米の外貨資産の引き揚げによって決済されるというドル危機の本来のパターンを生み出すまでには至らなかった。しかし、今後、スワップ協定が期限切れとなり、対米投資への魅力がよみがえることがなければ、 $A1$  はもちろん、 $b1$  も、さらに  $a1$  も「再生」しないであろう。そうなれば、 $m1$  も大きくなり、経常赤字が少し減少していくにしても、 $(b1+b2) - (m1+m2) - d = 0$  という関係の維持は、 $b1$ （外貨のドルへ転換しての投資）が減少していけば、 $b2$ （日本などのドル買の為替介入）の増大、 $d$  のマイナス化（米の外貨建資産の引き揚げ）などに依存する度合いが強まろう。

（2009年9月3日，脱稿）

## 注

- 1) 小論は2009年6月30日に立命館大学経済学部で行なわれた「社会経済学研究会」での報告と討論をヒントに作成したものである。研究会に参加された諸先生に謝意を表したい。
- 2) 奥田宏司「米経常赤字のファイナンスと対外債務・債権の概念上の区分——アメリカ国際収支表の見方の再検討——」『立命館国際研究』22巻2号, 2009年10月。なお、この論文についてはその後、若干の「補足」を行うことが適当であろうと考え、拙稿「基軸通貨ドルとドル体制の行方」『立命館国際研究』（22巻3号, 2010年3月）の注1)で「補足」の文章を記した。参照していただきたい。
- 3) 詳しくは前稿（前注の論文）参照。
- 4) これらの諸国がドル建貿易黒字をもたないということについては前稿を見られたい。
- 5) 米, EU, 日を除く「その他」地域（前稿第1図参照）が全体でドル建経常黒字をもっているということは、その黒字が米に対するものかどうかに関わらず、そのドル建黒字が米における「ドル資産」として積まれるということであり、アメリカはその「ドル預金」をまずは「自由」に使えるということである（前稿の注10）をみられたい。
- 6) 両建部分(c)を基準に考えると、外貨債務が合計で650億ドルであるから、両建で外貨債権が650億ドル生じているはずである。ところが、債権が235億ドルにとどまっているから、債務の650億ドルと債権（235億ドル）の差額（415億ドル）が、ドルを外貨に換えて行なう投資(d)の引き揚げ（外貨のドルへの転換）ということになる。
- 7) 財務省「外国為替平衡操作の実施状況」より。
- 8) 日銀『国際収支統計季報』より。
- 9) ヨーロッパ中央銀行はほとんど為替介入を行わないから、ここで一応「広義の資本収支」としてはいるが、実質的には民間の資本収支である。
- 10) 先に米のドル建投資は約1兆3000億ドルとし、これは過大にみられるということを記したが、ドル建投資の全体には在米銀行、ノンバンクのみならず他部門の直接投資、証券投資が含まれており、第4表は在米銀行、ノンバンクに限られている
- 11) S. C. B., July 2007, Table 11より。
- 12) 日本のドル準備が300億ドルほどあるが、05, 06年には日本の通貨当局による為替介入の実績はない（04年3月16日に実績があるが、その後は今日までない——財務省「外国為替平衡操作の実施状況」）。このドル準備の増加はドル準備高による「利子・配当」によるものである。アメリカの「利子・配当」の支払は経常収支の一部であり、また、日本の「利子・配当」によるドル準備の受け取りは円をドルに換えてのドル準備増ではないから、厳密に言えば、この部分はb2dではなくA2dである。
- 13) 日本のドル準備については後述。ヨーロッパ中央銀行は為替介入をほとんど行わず、ユーロ地域以外のヨーロッパも外貨準備の半分以上をユーロで保有するようになってきている（拙稿「ドル体制と現代国際金融」『経済』2008年8月号, 表16参照（172ページ））。
- 14) m2はそもそも非居住者がドル建債務を作り、その一部を外貨に転換するものである。その為替取引の相手が非居住者であれば、それは外貨をドルに換えての対米投資を行なう場合か、そのドルで対米負債（米からするとドル建対外資産）を返済する場合である。居住者である場合は、外貨建対外投資の引き揚げ、すなわち、外貨をドルに換えること（マイナスのd）しか考えられない。dがマイナスにならない場合、m2の外貨をドルに換える相手は非居住者である。のちに見るように08年にdはマイナスになっていないから、08年にm2がマイナスであるということは非居住者が外貨をドルに換えているということである。しかし、問題は08年にその為替取引の相手が民間の米居住者になっているかどうかである。ここが小論のポイントである（後述）。
- 15) このことの意味を考えるために以下の例を検討しよう。08年の外貨建債権を $\alpha$ （32億ドル）とすると、債務の減少はそれを大きく上回っており、その額は $\alpha+\beta$ となる（ $\alpha$ が両建の部分）。また、07年の債権残高をX, 07年の債務残高をYとすると、08年の債権残高は $X+\alpha$ , 債務残高は $Y-(\alpha+$

$\beta$ ), ポジションは  $(X+\alpha)-[Y-(\alpha+\beta)]=X-Y+2\alpha+\beta$  となり, 08年には  $d$  (米によるドルを外貨に換えての対外投資) が  $2\alpha+\beta$  の額だけ増大していることを示している。06年には逆であった。06年には外貨債務が増えたが, 外貨債権の増大はそれを下回っている。外貨債務の増を  $\$$  とすると, 債権の増大は  $\$-r$  である。前年の債権残高を  $X$ , 前年の債務残高を  $Y$  とすると, 06年の債権残高は  $X+(\$-r)$ , 債務残高は  $Y+\$$ , 06年のポジションは  $X+(\$-r)-(Y+\$)=X-Y-r$  となり, 米によるドルを外貨に換えての対外投資( $d$ )が  $r$  の額, 減少している。つまり, マイナスの  $d$  が生まれているのである。

- 16) つまり,  $b1$  が存在するということは, 両建部分の減少が2555億ドル以上にのぼっているか, それとも, 非居住者が, スワップ協定の実行以外に, 実際に外貨をドルに換えてのドル建返済を行なっている部分があるということである。
- 17) 日本銀行『2008年の国際収支(速報)の動向』45ページ参照。
- 18) 在米外銀支店のドル建・対外収支は2785億ドルの黒字であり, そのうち, 海外の銀行(ほとんどが本支店勘定)に対する収支が2755億ドルである(*S. C. B.*, July 2009 Table10~11)。
- 19) この式では煩雑になるので  $a$  を  $a1$  と  $a2$  に区分しなかった。