

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¹⁾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³⁾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

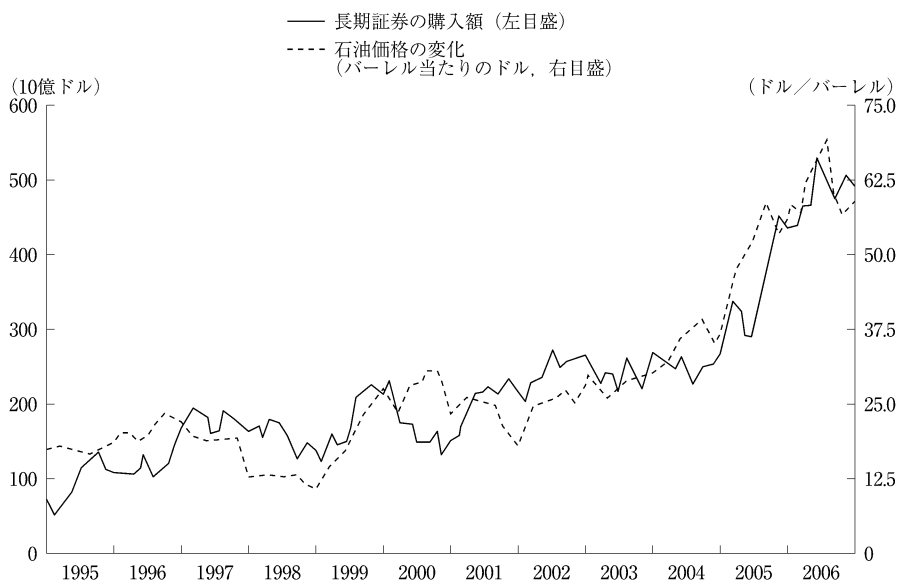
第1表 アメリカの国際収支

（億ドル）

	経常収支 ¹⁾	民間対米投資 ²⁾	在米外国公的資産 ³⁾	米の民間対外投資 ⁴⁾	統計上の不一致 ⁵⁾
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 ⁶⁾	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¹⁾と石油価格の変化²⁾

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。⁵⁾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⁶⁾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⁸⁾(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)⁹⁾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 ¹⁾			中国 ²⁾			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¹⁰⁾。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 ¹⁾	-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