

日本の資本収支構造の転換と アメリカにおける外国政府資産

羽 鳥 敬 彦

前稿¹⁾で明らかになったように、近年注目されている中国・日本等の外貨準備の増加は、外貨準備の主たる保有者が先進国からアジアを中心とする発展途上国へ移行するという、世界的な地殻変動ともいえる現象を背景としていること、中国・日本の国際収支の検討から明らかになったことは、前者では経常収支の黒字に加えて直接投資を中心とした資本収支の黒字がその外貨準備急増の背景にあったのに対して、後者では経常収支黒字と非直接投資の赤字から黒字への転換が大きな意味をもったということである。このように、日本の場合、間接投資の動向が重要な意味をもっていた。そこでまず、この点をやや詳しく検討し、以上みてきた現象の裏面ともいべきアメリカにおける外国政府資産の状況を観察し、最後に世界的な外貨準備の増加とその保有状況の変化のもつ意味について考えることとしたい。

1. 日本の資本収支

資本収支のほとんどは投資収支なので、とりあえずはこれのみをみただけで十分であろう²⁾。図1にあるように、外貨準備増減がない場合には、経常収支と正反対の形状となるはずの投資収支はかなり起伏をもった変動を示している。そして、直接投資収支・金融派生商品収支がかなり安定的である反面、証券投資と「その他投資」の両収支は奔放な動きで際立っている。こうして後二者の合成の上に投資収支全体の輪郭が決定されてきたといえる。そのような背景をもった2003・04年の資本収支黒字ということになるわけである。

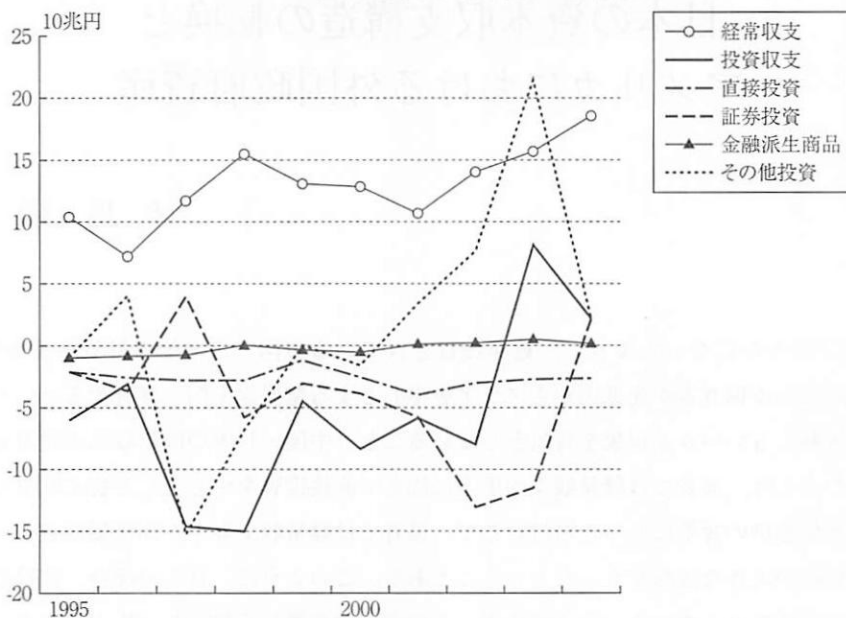
そこで、兩年の資本収支について、さらに詳しく探ってみることにしよう³⁾。表1にあるよ

1) 拙稿「外貨準備の増加」関西大学『商学論集』第51巻第1・2・3号、2006年10月。

2) 「資本収支」、「投資収支」、「その他資本収支」といういい方は、日本の官庁統計にしたがっている。IMFの『国際収支マニュアル』第5版では、それぞれ“capital and financial account”, “financial account”, “capital account”となっている。IMF, *Balance of Payments Manual*, fifth edition, 1993, pp.40-42, 参照。なお、ここで1995年以降の国際収支統計が用いられているが、この年以降『国際収支マニュアル』第5版に基づく統計となっているからである(日本の場合、それ以前の統計について一応このマニュアルに基づいたかたちで発表されてはいるものの、単に旧統計を組み替えただけなので厳密な意味での連続性があるわけではない)。

3) 表1では、証券投資、「その他投資」は証券貸借取引を除いたデータを使用している。というのは、こ

図1 日本の経常収支・投資収支主要項目



〔出所〕日本銀行『国際収支統計月報』より作成。

表1 2003・04年の日本の資本収支 (単位: 億円)

	2003			2004		
	資産	負債	収支	資産	負債	収支
投資収支	-3,219	78,229	81,448	211,483	234,326	22,843
直接投資	33,389	7,332	-26,057	33,487	8,456	-25,031
証券投資	183,961	95,329	-88,632	200,201	218,993	18,792
株式	6,866	98,386	91,520	32,903	105,958	73,055
債券	177,095	-3,057	-180,152	167,298	113,034	-54,264
中長期債	183,927	-16,458	-200,385	173,990	64,090	-109,900
短期債	-6,832	13,401	20,233	-6,692	48,944	55,636
金融派生商品	-75,260	-69,185	6,075	-61,061	-58,471	2,590
その他投資	-145,309	44,754	190,063	38,856	65,349	26,493
貸付・借入	-72,299	31,664	103,963	27,127	79,900	52,773
長期	-6,016	-12,988	-6,972	-19,755	239	19,994
短期	-66,284	44,652	110,936	46,882	79,661	32,779
貿易信用	2,001	872	-1,129	1,957	747	-1,210
現預金	-5,783	19,966	25,749	14,928	-4,444	-19,372
雑投資	-69,227	-7,748	61,479	-5,156	-10,854	-5,698
長期	4,036	-2,941	-6,977	-6,510	-213	6,297
短期	-73,263	-4,807	68,456	1,354	-10,641	-11,995
その他資本収支	5,134	462	-4,672	5,616	483	-5,133
資本移転	2,962	326	-2,636	4,859	182	-4,677
その他	2,172	136	-2,036	757	301	-456
資本収支	1,915	78,691	76,776	217,099	234,809	17,710

〔出所〕日本銀行『国際収支統計月報』2005年4月,より作成。

〔注〕(1) 収支は,負債から資産を差し引いたもの。ここでは資産・負債のプラスが増加,マイナスが減少を意味している。
(2) 「貸付・借入」は資産が「貸付」,負債が「借入」。かつては「借入」という訳語が使用されていた。

(3) 証券投資, その他投資は証券貸借取引を除いたもの。本文注3を参照のこと。

の取引は「計数が大きい上, 月々の振れが大きく, 同取引を証券投資およびその他投資に反映させると, 証券売買や貸付・借入の実態の把握が困難となる」(「2004年の国際収支(速報)動向」『日本銀行調査季報』2005年春, p.133)とされているからである。

うに、2003年の日本の資本収支は異常ともいふべきものだった。というのは、資本収支のほとんどを構成している投資収支の資産が減少し、負債の増加をあわせて投資収支全体で8兆1,448億円の黒字となっているからである。すなわち、海外からの資産の回収を含んだ資本収支の黒字ということができよう。他方、04年では、資産・負債の両方でかなりの増加がみられるが、負債の増加が前者のそれを上回ったことによる黒字ということになる。また、直接投資については両年とも資産・負債の増加はほぼ同程度なので、この項目が資本収支変動の主要因だったということとはできないことが再度確認される。

まず、03年の資産減少について目立つのは、「その他投資」の大幅減少であって、これは短期を中心とした「貸付」（表注にあるように、この表では「貸付・借入」と表記されているが、資産であるので実際は「貸付」）及び「雑投資」の回収である。「中長期債」の減少で注目される負債については、短期の「借入」と「現預金」の増加が抜きん出ている⁴⁾。

04年に関しては、資産で増加の著しいのは、中長期債を核とした「証券投資」であるが、このような投資傾向は以前からのものであって、別段目新しいものではない。そのほかでは短期の「貸付」の増加がやや目立つ程度である。そこで、負債の側に眼を向けると、前年減少した「債券」が増加に転じ、10兆円規模となって「株式」とほぼ並ぶようになったことがわかる（ちなみに、日本の証券投資は、輸出が中長期債、輸入が株式というのが長年の傾向であった⁵⁾）。そのほかでは、短期を中心とした「借入」が注目される。

慢性的な巨額の経常収支黒字、そして、以上みてきた2003・04年の資本収支黒字に対応したのが、03年の16兆円（うち「取引要因」は21.5兆円）、翌年の15.6兆円（同17.3兆円）の外貨準備増加だったのである⁶⁾。

2. アメリカにおける外国政府資産

外貨準備の内訳はほとんど公表されてない。日本でもそうである⁷⁾。しかし、日本の場合、

4) 2003年の国際収支中「その他投資」の黒字に関して、日本銀行は「円転コストがマイナスに推移するなかで、外銀海外店の余資（円貨）が本邦証券会社等を取引相手とする現先取引等により国内に流入したことが主因」としている（『2003年の国際収支（速報）動向』『日本銀行調査月報』2004年3月、105頁）。また、奥田宏司「2003年の国際収支構造とコール市場におけるマイナス金利の発生」『立命館国際研究』第18巻第2号、2005年10月、32頁以下、も参照のこと。

5) 2004年の対内中長期債投資について、日本銀行は「証券売買が大幅な取得（流入）超に転じた……ことに加え、居住者海外債の発行・償還も発行（流入）超幅が拡大したことから、大幅な取得（流入）超に転じた」と述べている（前掲「2004年の国際収支（速報）動向」137頁）。

6) 以上の数値は、「2003年末の本邦対外資産負債残高」『日本銀行調査月報』2004年6月、163頁、「2004年末の本邦対外資産負債残高」『日本銀行調査季報』2005年夏、116頁、による。なお、2003・04年の当局による為替市場への無制限介入の過程については、とりあえず、滝田洋一「通貨を読む」日本経済新聞社、2004年、34頁以下、のコンパクトな要約をみよ。

7) ただし、一部が外に漏れたり、公表されたりはした。例えば、京都大学所蔵の大蔵省『大正3年11月』

2005年4月に財務省がアメリカ国債を核としたドル建て資産を中心に外貨準備を運用することを表明している⁸⁾し、中国の急激な外貨準備増加も外国為替市場におけるドル買いの結果だという報道もなされており⁹⁾、ドル建て資産が世界の外貨準備のより大きな部分をなしていることは多くの文献が指摘しているところである¹⁰⁾。したがって、前稿を含めてこれまで検討してきた問題をアメリカ側からみることができるであろう。

まず、前稿でみた世界の外貨準備の増加とアメリカにおける外国政府資産の状況と対比してみることにしよう。図2にあるように、近年の世界の外貨準備の急増と平行にアメリカにおける外国政府資産の増加が進行していることがわかる。そして、外国政府資産の中心は財務省証券であるが、最近ではその他政府証券の増加も目立っている。このような外国政府資産の増加はどのような脈絡で生じたのであろうか。

そこで次にアメリカの最近の国際収支を検討することにしよう。図3下段にあるように、経常収支の赤字は増加の一途をたどり、その規模は貿易収支赤字に匹敵するようになった。換言すれば、サービス収支と所得収支の黒字が、経常収支の赤字をカバーしきれなくなってきたことを意味する。この経常収支赤字を相殺してきたのが資本収支黒字であった。そして、資本収支の中身を見ると、同図上段にあるように、近年、証券投資黒字増加が減少したりしてさほど増えなくなり、さらに直接投資が赤字に転じたのに対して、外国政府資産が急増していることがわかる。当然、中国・日本の外貨準備もこの中に相当含まれているはずである。要するに、経常収支赤字をカバーすべき資本収支黒字の大きな要因に近年の海外政府資産の増大、したがって中国・日本を中心とする外貨準備の増加が位置づけられるようになったとみることができよう。

そこで、最近のアメリカにおける外国政府資産のフローの状態をみると、表2のようになる。まず、2002年以降の増加は著しいものがあるといえよう。また、2000年のように減少している年もあるが、外国政府資産の運用形態は財務省証券を中核部分としていることは明らかであろう。そして、下の欄にあるように地域別ではアジアからの流入が圧倒的である。このことは中国・日本の外貨準備の急増と符合するものがあるといわなくてはならない。このようにアメリカにある海外政府の外貨準備の相当部分は財務省証券である考えるのが妥当なところであろう。

政府と民間を分離した財務省証券の保有状況は公表されていないので、両者を合計したもの

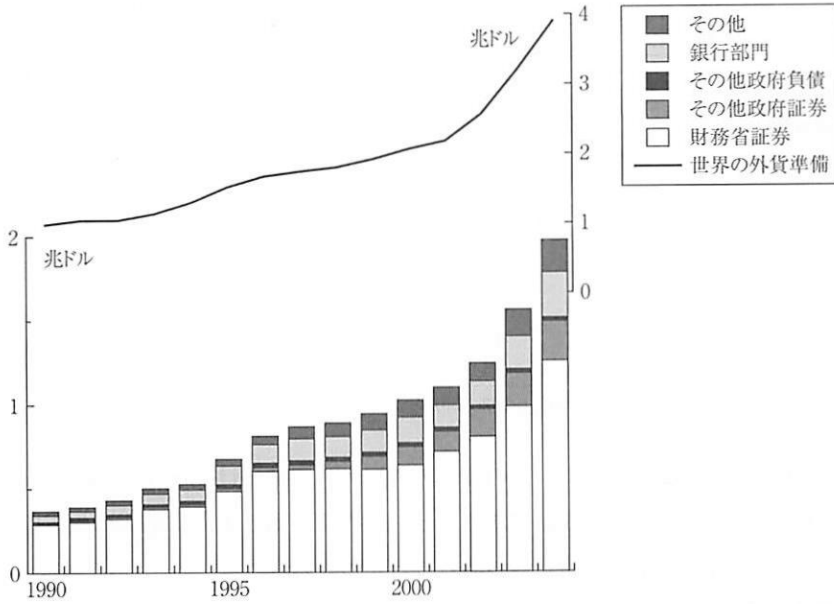
、調 正貨二関スル参考書」によって、1914年10月末の「在外正貨」の状況が相当詳しくわかるし、大蔵省『昭和財政史 昭和27年度～48年度』第12巻、東洋経済新報社、1992年、203-204頁、には1967年2月末の外貨準備の主な内容が記載されている。また、奥田氏は、前掲論文で財務省「外貨準備等の状況」を引用して、2003年における外貨準備の増減のデータを示されている(35頁)。

8) 『朝日新聞』2005年4月5日。

9) 『日本経済新聞』2006年5月4日。

10) 例えば、滝田、前掲書、79頁。

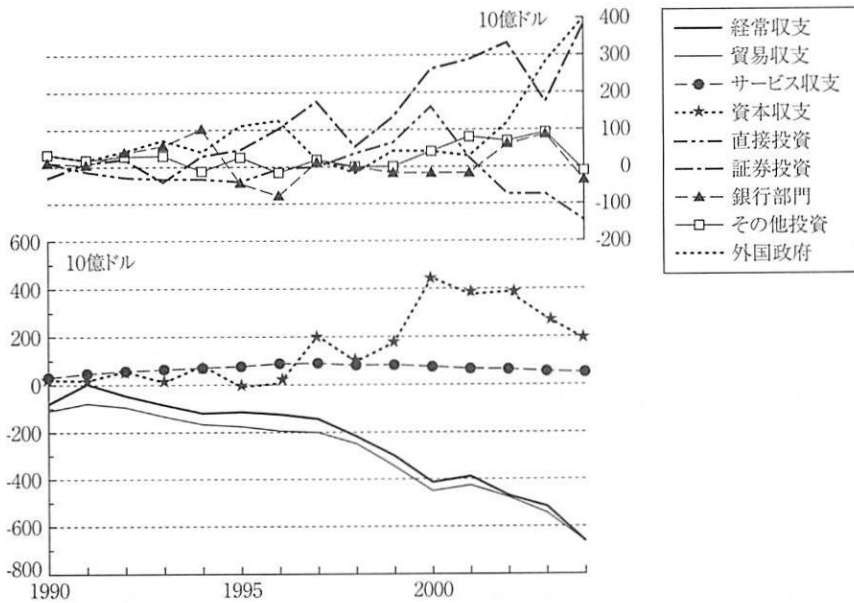
図2 世界の外貨準備とアメリカにおける外国政府資産の推移（年末）



【出所】 IMF, *International Financial Statistics*（以下IFSと略）, Yearbook 2002, pp.72-77, Yearbook 2004, pp.42-44, April 2006, pp.38-40, U. S. Dept. of Commerce, *Survey of Current Business*（以下SCBと略）, SCB July 2005, pp.38-39, より作成。

【注】 世界の外貨準備はIFS掲載の年末ドル建てSDR相場によってドル換算したもの。

図3 アメリカの国際収支の推移



【出所】 SCB, July 2005, pp.82-83, より作成。

表2 アメリカにおける外国政府資産のフロー (%)

	2000	2001	2002	2003	2004
総額 (1000万ドル)	37,724	28,059	115,945	278,275	394,710
財務省証券	-27.1	120.1	52.2	66.5	69.1
その他政府証券	108.4	74.6	26.3	14.4	9.8
その他政府負債	-4.8	-8.2	0.1	-0.2	0.1
銀行部門	15.2	-106.8	18.3	17.5	17.8
その他	8.3	20.4	3.1	1.9	3.2
ヨーロッパ	22.8	6.9	21.7	2.9	11.1
カナダ	-0.4	-1.0	-2.0	-0.7	0.4
ラテン・アメリカ、カリブ海諸国	8.5	21.6	-5.1	5.7	6.2
アジア	60.9	74.0	81.8	90.4	79.4
アフリカ	4.2	1.7	-0.1	0.4	0.7
その他	4.1	-3.2	3.7	1.3	2.2

[出所] SCB, July 2003, p.78, July 2005, p.102, より作成。

をみると、表3のようになる。まず、この証券の外国人（正確には非居住者）の保有総額のうち、だいたい3分の2程度が外国政府であること、下の欄にあるように最大の保有国が日本と中国であり、両国の合計が半分に達しつつあることがわかる¹¹⁾。

以上のように、世界の外貨準備の増加とはアメリカにおける政府資産の急増となり、この国の経常収支赤字をカバーしていた民間部門の資本収支黒字の代替をしているのである。そうしたなかでの前稿のみたような中国と日本、そして発展途上国の外貨準備の増加だったわけである。

表3 外国（政府・民間合計）のアメリカ財務省証券保有構成の推移（年末）

	2000	2001	2002	2003	2004
総額 (1000万ドル)	1,026,144	1,063,086	1,285,498	1,533,620	1,900,218
外国政府	60.9	66.3	63.2	64.6	66.3
その他	39.1	33.7	36.8	35.4	33.7
日本	31.7	31.1	30.5	35.8	36.5
中国	6.1	8.4	9.7	11.5	12.4
イギリス	3.6	2.7	4.9	2.9	4.0
ケイマン諸島	0.8	1.8	1.2	1.1	3.8
台湾	3.4	3.6	3.2	3.7	3.6
韓国	2.9	2.7	3.7	3.6	2.9
ドイツ	4.9	4.0	3.0	2.9	2.8
香港	3.9	4.5	3.5	3.1	2.4
その他	42.8	41.2	40.2	35.5	31.5

[出所] SCB, July 2003, pp.20-21, July 2004, pp.38-39, July 2005, pp.38-39, より作成。

[注] 2000・2001年の数字は2005年改定前のもの。

11) 外貨準備の総額からみると中国のシェアが日本のそれを上回るか匹敵する規模のものであっても不思議ではないが、これは次のように考えられる。中国では財務省証券の保有者が政府部門を中心としているのに対して、日本では政府部門と並んで民間部門もそれなりに投資している、また中国の外貨準備が財務省証券以外にも相当運用されているなどである。

3. 結 語

既述のように、かつて豊富な外貨準備は豊かな国の象徴であり、1つの指標として人々は当然のように考えてきた。ところが、現在進行していることは、この見方に大きな疑問を投げかけるものとなっている。豊富な外貨準備をもつ国は先進国ではなく、経済の躍進の続く一部の発展途上国と先進国の例外としての日本である。そして、中国・日本の国際収支構造をみると、経常収支の大幅な黒字が土台にある点で共通している。それに中国では直接投資を中心とする資本収支黒字、日本では資本収支赤字の減少、さらに黒字化が加わり外貨準備の急増に帰結したわけである。

経常収支黒字であるということは、貯蓄超過国であることを意味する。したがって、海外へ資本の純流出がおこっていることになる。そのうえ資本収支黒字であるとすれば、海外の貯蓄がさらに流入している状況にあるわけである。これを相殺するための中国の外貨準備の急増だった。日本の場合は、貯蓄超過国＝資本純輸出国という地位を長年保ってきた。そして、民間部門の資本輸出力の低下、海外からの資本の流入に対応した外貨準備の増加という構図を2003・04年にみることができる。以上を一言でいえば、世界の貯蓄をアメリカに流入させる役割を民間部門に代わって政府が担うようになったのが、世界の外貨準備の増加に表現されている、というようにいうことができる。

こうしてみると金融の自由化・資本移動の自由化など金融・資本面での今日のグローバリゼーションの基本構造には大きな変化は認められない。アメリカによるアメリカのための世界の貯蓄吸収体制であり、そのシステムの一環として外貨準備が組み込まれ、既成観念の変容を迫っていることが目新しいということができそうである。しかし、そのことは累積する国家的資産が絶えず為替変動のリスクを抱え込むということにはほかならない¹²⁾。

（本研究の一部は平成17年度関西大学研修員研修費によって行った。）

12) 日本の外貨準備の急増は、世紀の交に行われたいわゆる「不胎化論争」、日本銀行の量的緩和・ゼロ金利政策と密接に関連している。しかし、これについては既に多くの文献があるので本稿では一切省略した。