

アメリカの経常収支赤字拡大の限界を画する要因

飯島寛之

はじめに

1. 経常収支赤字ファイナンスにかかわる転倒的見解
 - 1 1 「経常収支赤字がファイナンスされる」ことの意味
 - 1 2 アメリカに対する資本流入の源泉
2. 1990年代以降のアメリカの輸入拡大の意味
 - 2 1 1990年代を通じたアメリカの輸入構造の特質
 - 2 2 輸入物価の低位安定を支えるひとつの側面
3. 1990年代後半のアメリカのダイナミズムと経常収支赤字拡大の限界
 - 3 1 1990年代後半の対米資本流入
 - 3 2 1990年代後半におけるアメリカのダイナミズム
 - 3 3 経常収支赤字拡大の限界を画する要因

むすびにかえて

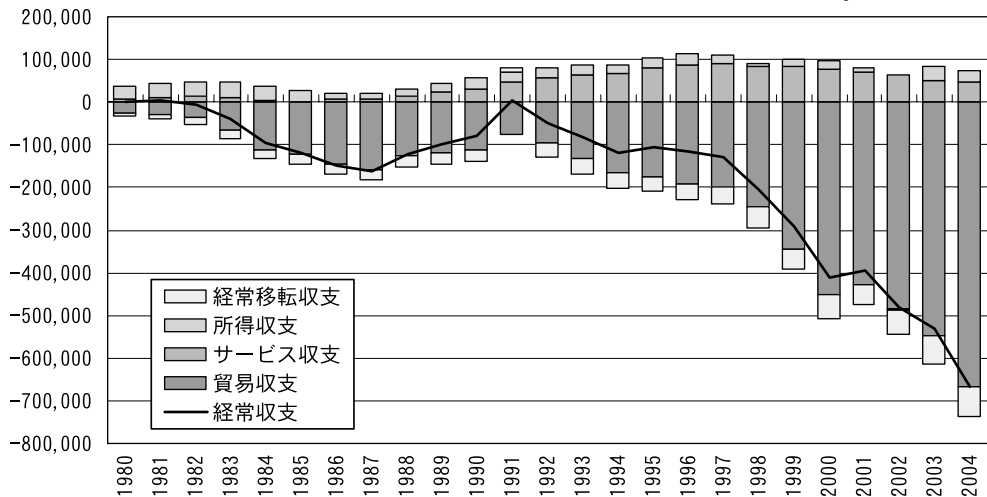
はじめに

1990年代のアメリカは、経常収支赤字の拡大を容認しつつ、そのファイナンスはドル高を基礎とする海外からの資本流入に依存しながら「ニューエコノミー」と称される長期繁栄を達成してきた。経常収支赤字を外国民間資本の積極的な投資受入によってファイナンスするという構図それ自体は、現代のアメリカに特有なことではなく、すべての国に生じうる普遍的な事態であろう。しかし、現代のアメリカにあって特異なことは、経常収支赤字の巨額さと2001年の不況後も経常収支赤字の減少幅はわずかなものに留まり、その後再び経常収支赤字が拡大し続けているという事態にある（図1）。その結果は、2001年から2003年に生じたドル暴落への懸念であり、対外債務累積の限界を問う1980年代以来の経常収支赤字のサステナビリティ（維持可能性）をめぐる議論の再燃であった。しかも注目されるのは、こうした事態に直面しているにもかかわらず、アメリカの主要な政策課題は減税とテロ対策におかれ¹⁾、国際収支の是正

1) Council of Economic Advisers, *Economic Report of the President*, Washington D. C., 2005.
 (邦訳：萩原伸次郎監訳 『2005年 米国経済白書』 『エコノミスト 臨時増刊』 毎日新聞社, 2005年)

図1 経常収支赤字とその構成の推移

[単位：100万ドル]



出所) U. S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis, U. S. International Transactions Accounts Dataより採録・作成

に対しては消極的な姿勢を貫いているという点である。景気拡大にともなう経常収支赤字の拡大、国際収支不均衡是正には、引き締めとドル安への転換という2つの政策を実施するというのが、アメリカの伝統的・経験的な経常収支赤字対策であった。にもかかわらず、今日ではそれらは放棄され、アメリカは史上初めて何の制約を受けることなく経常収支赤字を続け得るような姿を見せているのである。

クルーグマン²⁾にはじまる経常収支赤字のサステナビリティ問題は、アメリカの経常収支赤字が長期的には維持不可能とみなすものであるが、そうした前提のもとでGDPに対する比率を数量的に導く、あるいは収支是正のために必要とされるドル下落の程度を求めるなどの観点から先行研究が積み重ねられてきた³⁾。こうした中であって本稿は、1990年代の経常収支赤字拡大とそこで提起された赤字肯定論の検討をふまえてその反転可能性、すなわち経常収支赤字拡大の限界を規定する要因についての試論的検討を企図するものである。

ここで本稿の手順を示せば以下の通りである。まず「1. 経常収支赤字ファイナンスにかかわる転倒の見解」では、本稿の課題に対する事前準備としてアメリカにとっての経常収支赤字

2) Krugman P. R. "Is the Strong Dollar Sustainable?" NBER Working Paper 1644, June 1985.

3) 今日、前者に関する代表的論者は Mann, C. L., *Is the US Trade Deficit Sustainable?*, Institute for International Economics, Washington D. C., 1999 が、後者に関する代表的論者には Obstfeld M. and K. Rogoff "The Unsustainable US Current Account Position Revisited" NBER Working Paper 10869, November 2004 や Michael Mussa "Sustaining Global Growth While Reducing External Imbalances" in C. F. Bergsten and Institute for International Economics, *The United States and the World Economy*, Washington D. C., 2005 に求めることができよう。

と「経常収支を資本流入によってファイナンスする」ことの意味を確認し、アメリカの経常収支赤字の規模を規定するものとしての対米資本流入の源泉について検討する。次いで「2. 1990年代以降のアメリカの輸入拡大の意味」では、1990年代後半以降の経常収支赤字拡大の要因について輸入構造の観点から検討し、赤字の拡大がアメリカ企業の蓄積行動の変化によるものであること、そしてまたその拡大が「ニューエコノミー」のための条件であったこと、したがって赤字の拡大はアメリカの「強さの反映」であったことを明らかにする。また、「3. 1990年代後半アメリカのダイナミズムと経常収支赤字拡大の限界」では再度資本流入の観点に立ち返って対米資本流入が実体経済にどのような影響を与えたのかをみたくて、1990年代後半の経常収支赤字拡大と資本流入の好循環をもたらした「ニューエコノミー」の登場で変わったアメリカの経常収支赤字の見方について、それが見落としていると思われる点に注目しながら、国際通貨国であるアメリカも逃れることのできない限界を示すことにしたい。

1. 経常収支赤字ファイナンスにかかわる転倒的見解

1.1 「経常収支赤字がファイナンス」されることの意味

経常収支赤字は資本流入によってファイナンスされる。このこと自体は統計制度上必然のことであり、誰もが認めるところではあるが、しかしここから次のような転倒的な誤解が生ずる。すなわち第1に、経常収支赤字を出す主体と対米投資を行う主体とは当然に異なるので経常収支赤字の規模が拡大するに伴って、それに応じる資本流入がなければ経常収支赤字拡大は続けることができない。したがって経常収支赤字の規模は、資本流入の規模・動向によって制約を受けるという誤解である。第2に、1990年代のアメリカの国際収支上の特徴を経常収支赤字を大幅に上回るグロスの資本流入があったことに求め、アメリカは経常収支赤字を上回る資本流入部分を対外投資しているといういわゆる「国際的金融仲介」論とそこから派生する国際資金循環の捉え方である。ここでは本稿の課題を検討する準備作業として経常収支赤字がファイナンスされることの意味を確認し、ここから対米資本流入の性格を明らかにすることからはじめよう。

国際収支の恒等式では「経常収支赤字（黒字） 資本収支黒字（赤字）」が成立し、経常収支赤字は海外からの資本流入によってまかなわれる。しかし、その手順は複式計上の原則に従って同時に生じるのであって、経常収支赤字を補うために資本流入が生じるのではない。国際収支表は、資本取引の規模が如何に巨額であろうともバランスするように作られており、極端に言えば直接投資や証券投資といった資本取引がなくても必ず経常収支赤字はファイナンスされるのである。

このこと自体はアメリカはもちろん、それ以外の国にとっても同様である。ただし、アメリカには他国とは異なる決定的な点がある。

例えばまずアメリカ以外の国の場合、経常収支赤字の継続は「アメリカの銀行組織内における当該国為替銀行ドル残高の減少 当該国通貨の為替相場下落」としてあらわれるであろう。そして民間による為替取引の結果としての為替相場下落は、固定相場制度あるいはドル・ペッグ制度を採用している国はもちろん、変動相場制を採用している国にとってもその下落を放置することはできず、相場維持のための当該国通貨当局によるドル売り介入として負担が転嫁される。こうしてアメリカ以外の国は、最終的には外貨準備の壁という厳然たる制約に直面するのである。ただし、当該国への資本流入が活発に行なわれるならば、為替の需給関係から相場下落は緩和されるだろう。すなわち、資本流入（と貿易黒字）による外貨獲得こそが経常収支赤字継続のための条件となるのである。

他方、国際通貨国であるアメリカの経常収支赤字は、輸出国側の対外債権（ドル預金）の増加にほかならない。居住者預金を自国の銀行システムにおいて作りだせるアメリカにとって外貨の壁という形での制約はない。しかも、「ピナイン・ネグレクト」の結果としてドル価値の変動による負担は最終的には経常収支黒字国通貨当局に転嫁されている。すなわちアメリカは、ドル残高の増加とその結果としての対外債務累積というかたちでひとまず何の制約もなく経常収支赤字を拡大することができ、ドルが国際通貨として機能している限りにおいてドル残高の増加という形で必然的に、そしてまた経常収支赤字と同時にファイナンスされるのである。

とはいえ、アメリカが無制限に経常収支赤字、それゆえの対外債務累積を拡大することは可能であろうか。経常収支赤字の拡大、対外債務累積が有する本来の問題はここから生じる。

まず第1に、為替レートに対する影響である。非居住者は受け取ったドル預金をそのまま保有し続けるであろうか。ドル預金を有する為替銀行といえども過度に偏ったポジション、すなわちドル預金の増大を一方向的に続けることはできない。なぜならドル残高の増加は国内的には自国通貨の支払いが多いことを指し、またドル相場が下落した場合の為替リスクが大きくなることを意味するからである。したがってドル預金が必要額以上に達した場合には自国通貨を対価としてドルを売却する必要に迫られる。その際、ドル減価があってもリスク・ヘッジ可能な水準にまでドル保有リスクを軽減させ、残高を変化なく（あるいはさらなる残高の累増）するか、あるいはドル売りに応じた（あるいはそれを超える）ドル需要があれば、為替相場は安定（あるいはドル高）に向かうことは明白であろう。もちろんアメリカに対する支払いのためのドル需要は小さいことが前提されるので、ここでのドル需要とはドル建て金融資産の保有を意図した需要⁴⁾が想起される。いったん非居住者預金となったドル預金を持ち手と内容を変化させながら対米投資として再び居住者預金として「還流」⁵⁾する限りにおいては「ドル安」という問題は生じないことになる。かくして経常収支赤字は決済の面からは非居住者から居住者へ

4) 国際間の最終決済方法としての為替介入も需要として考えられようが、ここでは民間取引を想定しているため、顧慮していない。

5) 本稿で「還流」という場合、非居住者から居住者への口座の振替を意味する。

の預金振替 = ドル残高の増大だが、ドル残高の増大それ自体が常にドル売りとドル下落圧力に曝されるためにそれを越えるドル需要を欲するという平明な事実が明らかとなる。このように、「経常収支赤字のファイナンスには資本流入が必要である」ことの意味は、ドルの需給関係として、換言すれば経常収支赤字ゆえに累積した必要以上のドル預金を縮小しようとする動機ゆえに生ずる下落圧力を越えるドル需要の創出という点に求められなければならない。この点について、1980年代前半は、為替市場での民間人によるドル売却はそれを上回るドル購入として、不況下で国内に有利な投資機会を持たない民間人による金融収益を意図した積極的なドル買いとしてあらわれたのであり、民間非銀行部門に対する証券投資として量的拡大を伴いながら多様な形態でドル需要を生み出してきたのである。具体的な検討は次節で行うことにするが、生み出された経常収支赤字 (+ 対外信用供与) 分のドルは、需要に強弱こそあれ銀行組織を中心とする米国内に、積極的な意味での運用・消極的な意味での処理あるいは「凍結」⁶⁾ されることでドル体制が維持されてきたといえよう。

いささか冗長な説明を続けてきたが、本項ではアメリカの経常収支赤字は居住者から非居住者へのドル預金の振替によってファイナンスされること、それゆえ資本流入は経常収支赤字が大きくなればなるほど巨額なものとして現われるし、また絶えることはないこと、その結果としてドル残高が形成されることを確認した。そして必要以上に累積したドル預金は常にドル安圧力に曝され、それを支える上でドル残高が形態と持ち手を変えつつ非居住者から居住者へのドル「還流」が決定的に重要となる（ここでの持ち手とは直接には民間部門と公的部門とを意図したものであるが、もちろん非居住者から非居住者へとドル残高の持ち手が変わることを想定してもさしつかえない）ということを確認した。

1.2 アメリカに対する資本流入の源泉

次に、先に転倒の見解として例示したいいわゆる「国際的金融仲介」論の検討に移ろう。「国際金融仲介」論は、統計的な事実把握としては正しく、それゆえに支持されている通説の見解といえるであろう。

さて、表1に明らかなように、1990年代のアメリカの国際収支は、それ以前と比較すれば飛躍的規模の民間対米投資が生じており、それははるかに経常収支赤字の規模を上回るものであった。しかし、これはアメリカに特有の事態なのであろうか。

周知のように、経常収支赤字と純資本流入とはネットでは必ずバランスする。他方、純資本

6) 小西一雄「過剰ドルと今日のドル体制(上)」『金融経済』第191号、1981年、p.64, 71参照。なお、80年代のドル残高形成過程については、小西一雄「金融『革新』と国際的資金循環」(久留間健・山口義行・小西一雄編『現代経済と金融の空洞化』有斐閣選書、1987年)および横田綾子「国際通貨ドルの変容——80年代なかば以降の諸相——」(奥田宏司編『ドル体制の危機とジャパンマネー』青木書店、1992年)を参照されたい。

表1 アメリカの国際収支表

[単位：100万ドル]

	1985～89 年平均	1990～94 年平均	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年
経常収支	129,325	66,513	113,670	124,894	140,906	214,064	300,060	415,999	389,456	475,211	519,679	668,074
資本収支												
民間資本収支	94,708	38,827	12,856	5,284	203,240	96,848	181,108	444,846	377,581	387,707	280,311	185,866
対外投資	98,898	122,766	341,538	419,088	484,533	346,624	515,559	559,292	377,219	290,691	330,457	859,529
対米投資	193,606	161,592	328,682	424,372	687,773	443,472	696,667	1,004,138	754,800	678,398	610,768	1,045,395
直接投資収支	19,142	19,697	40,974	5,383	800	36,401	64,510	162,062	24,672	73,619	73,488	145,180
対外投資	28,786	57,491	98,750	91,885	104,803	142,644	224,934	159,212	142,349	154,460	140,579	252,012
対米投資	47,928	37,794	57,776	86,502	105,603	179,045	289,444	321,274	167,021	80,841	67,091	106,832
証券投資	49,715	3,425	46,399	100,979	174,992	54,692	132,101	261,998	288,863	335,134	174,622	374,368
対外投資	9,411	66,609	122,394	149,315	116,852	130,204	122,236	127,908	90,644	48,568	156,064	102,383
対米投資	59,125	63,184	168,793	250,294	291,844	184,896	254,337	389,906	379,507	383,702	330,686	476,751
国債	13,291	22,416	91,544	147,022	130,435	28,581	44,497	69,983	14,378	100,403	104,380	106,958
株式・社債	45,834	40,768	77,249	103,272	161,409	156,315	298,834	459,889	393,885	283,299	226,306	369,793
非銀行部門収支	296	2,940	14,351	32,597	5,242	15,064	21,457	31,882	57,590	46,529	75,436	24,643
対外投資	17,600	10,537	45,286	86,333	121,760	38,204	97,704	138,790	8,520	49,403	24,240	149,001
対米投資	17,304	13,476	59,637	53,736	116,518	23,140	76,247	170,672	66,110	95,932	99,676	124,358
銀行部門収支	20,868	41,029	44,932	75,077	7,908	4,197	16,453	16,411	17,327	58,150	87,101	33,506
対外投資	43,101	11,872	75,108	91,555	141,118	35,572	70,685	133,382	135,706	38,260	9,574	356,133
対米投資	63,969	29,157	30,176	16,478	149,026	39,769	54,232	116,971	118,379	96,410	96,675	322,627
公的部門収支	20,988	43,483	99,154	132,403	18,094	27,108	55,040	41,527	22,662	112,609	280,335	398,730

出所) U. S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis, U. S. International Transactions Accounts Data より採録

流入は(総資本流入 総資本流出)の結果であるのだから、総資本流入が経常収支赤字を上回ること自体何ら不可思議なことではない。これはアメリカであろうとその他の諸国であろうと起こりうべきことである。ただし、アメリカにとって経常収支赤字は対外債務の増大=資本流入として処理されるのだから、経常収支赤字が大きくなればそれだけ資本流入が大きくなることは明白である⁷⁾。したがって課題とされるべき点は、経常収支赤字を越える資本流入が生じているという構造それ自体ではなく、1990年代のアメリカをめぐる資本移動の特質である資本流入の規模、すなわち対米資本流入の巨額さの解明に向けられなければならない。この点が他国との決定的な差異であって、他国にはみられない・実現できない点なのである。では、経常収支赤字をはるかに上回る対米資本流入分はなぜ・いかにして説明されるのであろうか。それは何よりもアメリカが国際通貨国であることによってはじめて、かつ唯一可能なのであるが、先の「国際通貨仲介」論はこの点を見落とすか、あるいは重視していないように思われるのである。

「国際金融仲介」論の考え方に従えば1990年代のアメリカは、「相対的に高いリターンをも

7) 山本栄治氏(『ドル本位制』と国際金循環の不安定性)『国際通貨と国際資金循環』日本経済評論社、2002年)は、1990年代の国際資金循環を研究する中でその特徴を、グロスの国際資本移動の急増、途上国と先進国間での資本取引の復活による「過剰な」国際資本に求め、こうした「過剰な」国際資本移動が高レバレッジ機関とオフショア・センターによって創り出している点に、「ドル本位制」下の国際資金循環の脆弱性、不安定性を見ている(pp. 42-43)。

たらず（政府証券やハイグレードな企業の社債・株式といった）相対的に安全かつ流動性の高い金融資産を提供し 国際市場を通じてそれを流動性は低いが、より高いリターンで再投資している⁸⁾と捉えられ、それを支えているのが懐の深いアメリカの金融市場であり、また進歩的な知識や技術を有するアメリカの機関投資家あるいはグローバルに活動する金融機関であるという。具体的に言えば、アメリカは日本やドイツ、そして実質的固定相場制を採用する途上国に流動性が高くかつ安全なアメリカ国債や政府債および格付けの高い米国企業の社債・株式を購入する機会を提供する傍ら、自身はハイリスク・ハイリターンなリスク資産への投資を引き受けていると説明されるのである。すなわち、ここではアメリカはリスクと引き換えに自国経済が好調であること、そして魅力的な資本市場を整備することを通じた安全かつ高利回りな利殖手段を提供しながら、円滑にグローバルな資金調達を実施しているという受動的な見方が示されるのである。こうして1990年代の国際資本移動は、アメリカが世界中の過剰な貨幣資本を自国に集中させ、必要以上の部分についてはリスクを抱えながら対外投資するというアメリカ中心の国際資本移動の姿が描き出される。

8) IMF, *International Capital Markets: Developments, Perspectives, and Key Policy Issues*, Washington, D. C., 1997, p. 3. なお、後述のように、このような見解は最終的には1990年代のアメリカを中心とする国際資本移動を国際的な資産選択の結果として捉える考え方に結びつく。例えば、マン (Mann C. L., "How Long the Strong Dollar?" in C. Fred Bergsten and John Williamson (eds.), *Dollar Overvaluation and the World Economy*, Institute for International Economics, 2003 および "Is the US Current Account Deficits Sustainable?: Two Views" a paper prepared for the International Symposium on the US Economy on April 8, 2003.) は、アメリカの経常収支不均衡の維持可能性について アメリカ経済の貯蓄投資の観点、世界経済の資本フローの観点という2つの分析視角を提起し、短期的には後者の分析、すなわち外国人投資家がどのような資産選択行動をおこすかという点に重点をおいてみている。また、立石剛氏（「国際金融システム不安とドル本位制」萩原伸次郎・中本悟編『現代アメリカ経済』日本評論社、2005年）は、債務の証券化、金融投資家の台頭、そしてデリバティブなどの新金融技術といったアメリカ金融システムの変容を基礎に、1990年代のアメリカを軸とした国際資本移動は、国際資産選択の運動の仲介機能をアメリカが果たし、その結果としてアメリカは国際支払準備ドルの供給と運用が行われる「新しい国際金融仲介」の役割を果たしていると指摘している (pp. 216-220)。同様の観点として、伊豆久氏（「米国への資本流入は持続的か」『証研レポート』第1593号、2001年）は、アメリカが投資対象としての魅力を高めた1990年代後半に、「従来の仲介機能の上に、投資対象としての役割が一時的に積み上げられた」と述べ、「厚みのある国際市場を世界に提供し、集めた資金を……世界に還流させてきた。ところが1990年代末になると、国債残高は減少しはじめ、米国企業が世界の投資対象となった」（p. 20）ことを指摘される。さらに、Oierre-Olivier Gourinchas and Helene Rey（"From World Banker to World Venture Capitalist: The U. S. External Adjustment and the Exorbitant Privilege" August 2005. NBER Books on the Web <http://www.nber.org/books/curracct/gourinchas-rey-8-5-05.pdf> より採録）は、アメリカの投資収益の観点から、1952年以降の投資に対するリターンが過剰であったことを検討し、これが近年のグローバル化によってますます加速されていることを指摘した上で、今日アメリカは「世界の銀行」から「世界のベンチャー・キャピタリスト」へと変化したとの認識を示している。

上記のような説明は一面では的を射たものではあるが、しかし重要な点を看過しており、それゆえに国際資本移動に関して転倒的な図式を示しているように思われる。看過されている点とはすなわち、巨額な対米投資の源泉をどのように説明するかという点である。

当然のことながら、アメリカの有する対外債務はそのほとんどがドル建て資産である。逆に言えば、各国による対米投資はドル建てでおこなわれている。つまり、どのような形態であれアメリカ以外の国にとっては対米投資はドル建ての資産保有を前提にして成立していることになる。幾分教科書的ではあるが、このことを資本流入が生じる点から考えてみよう。

アメリカの場合、資本は主につぎのような2つの経路をたどって流入する。第1に、アメリカの経常収支が赤字となり、居住者から非居住者への預金の移転が生じる場合である。これは前項でも説明したように、アメリカにとっての対外債務の増大として資本が流入する様を表わしている。第2の経路は、非居住者が保有するドル残高が金融資産として非居住者から居住者へ「還流」する場合である。例えば対米株式投資は、すでにある「ドル残高 = アメリカの対外債務」が減少し、それに見合って株式という形態で対外債権が増大する（この場合、資本流入は対外負債の構成が変化しただけにほかならない）。いずれの場合においても、対米投資を行おうとする国にとってはドル残高を保有することが前提とすることは明らかであろう。すなわち、各国が対米投資を実施しようとする際には必然としてドル残高の保有規模が制約となっており、それを上回る対米投資は事実上困難であるし、もし実施するならばそれは当該国通貨の急落という結果をもたらすことにならざるをえないであろう。もちろん、対米投資の源泉となるドル残高を各国が獲得する手段は、アメリカの経常収支赤字とアメリカからの対外投資によるほかない⁹⁾。

結局のところ、IMF等が説明するようにアメリカ経済が如何に好調で、安全で高いリターンを保証する懐の深い金融市場を有していたとしても、自らが経常収支赤字と対外投資によって生み出したドルがなければ、対米資本流入の規模自体もそれに見合ったものでしかない。したがって、国際通貨国が国際資金循環において国際的金融仲介機能を果たすことが必然であるとしても、「国際金融仲介」論が説明するような「アメリカが世界中から過剰な資本を集める世界中に再投資」という姿は、「アメリカが経常収支赤字 + 対外投資（アメリカ経済の好調 + 相対的に安全で高い利回りを保証する金融市場の存在）対米投資」という本来の姿を転倒的に表現したものにほかならないのである¹⁰⁾。

9) 滝沢健三氏（『国際通貨』新評論、1980年）は、ドル残高の増加のルートを「ドル残高、ポンド残高というような一国の短期債務が増える要因には、基礎収支の赤字、金の買入れ（ないし公的準備の増加）、短期資本の供与、の3項目しかない」（p.170）と説明されている。

10) 本節の作成にあたっては、小西一雄（『アメリカの対外債務累積とドル体制』『ドル体制下の世界：現代の信用と恐慌』桜井書店より刊行予定）の草稿を参照させて頂いた。なお、実証的な研究から1990年代の国際資金循環におけるアメリカの役割を、経常収支赤字以上の資金を取り入れそれを再投資するといった「受動的」なものではなく、自国の経常収支赤字と対外投資の拡大こそ国際資本移動

国際通貨国であるアメリカをめぐる国際資本移動を示すこの本来の姿が転倒的に説明されることで実体経済の反映である経常収支赤字の問題が資本取引の問題として昇華され、しかも、アメリカを他の諸国と同等のものとしてみることで、すなわちアメリカを世界の国々のうちの資産投資先の1つとみなすことで、資本移動の動向を非居住者による資産選択の問題としてアメリカ自身の問題から遠のけてしまうことになるのである。

2. 1990年代以降のアメリカの輸入拡大の意味

前節では経常収支赤字のファイナンスのための資本流入という点から生ずる誤解について、2つの側面から批判的に検討してきた。簡潔に言えば、アメリカに対する資本流入は、経常収支赤字と対外投資の結果であるアメリカ自身が新たに生み出したドルに規定され、かつまたドル残高の構成の変化、換言すればドル残高の処理・運用の手段であること、したがってアメリカの銀行組織内から生み出されたドルが、持ち手と形態を絶えず変えながら最終的にはアメリカ国内にとどまることを前提に国際資本移動は理解されなければならないことを指摘してきた。このような意味においてアメリカは国際通貨国であるがゆえに他国とは異なる「特権」をもっているのであって、それゆえに巨額の経常収支赤字を継続することができるのである。

さて、ではこのような「特権」をもつアメリカの経常収支はいかなる理由によって飛躍的に拡大するようになったのであろうか。そしてまたこれは1990年代のいわゆる「ニューエコノミー」とどのような関係をもつものであったのだろうか。本節では「ニューエコノミー」期から今日までのアメリカの経常収支赤字を特に輸入構造の観点から検討し、アメリカにとって経常収支赤字の持つ意味・認識がかつてのそれとは異なってきているということを見ていく。

2.1 1990年代を通じたアメリカの輸入構造の特質

周知のように、経常収支は「財貿易収支」と「サービス収支」、「所得収支」および「経常移転収支」から構成される。2004年の場合、アメリカの経常収支赤字の99.6%¹¹⁾が「財貿易収支」から成り、また対GDPの財輸入の割合（輸入依存度）は、ITバブル末期の14.8%（2000年）

の「起点」として捉えられるべきであり、その意味でアメリカは「能動的」な性格を有すると主張するものとして徳永潤二氏の「1990年代後半の国際資本移動におけるアメリカの役割」『金融経済研究』第22号、2005年がある。

11) 同年の経常収支赤字に占める「サービス収支」は7.2%、「投資収支」は4.6%、「経常移転収支」は12.1%であった（マイナスは収支黒字をあらわす）。なお、参考までに「ニューエコノミー」末期である2000年の場合、経常収支赤字4,160億ドルのうち「財貿易収支」は108.8%、「サービス収支」は17.8%、「投資収支」は5.1%、「経常移転収支」は14.1%であった。いずれも U. S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis, U. S. International Transactions Accounts Data より採録・計算。

には及ばないものの、1985年の11.4%、1995年の12%を超える12.6%¹²⁾に達する。以上のことから、経常収支赤字の大部分が「財貿易収支」と考えられるので、以下本稿では対象を財貿易にしぼって検討する（したがってまた、財貿易収支赤字を経常収支赤字と同義のものとして読み替えている）。

さて、このように輸入拡大に主導されるアメリカの経常収支赤字は2003年の時点において全世界の経常収支赤字のうちの約7割を占めるに至っている¹³⁾。これは同国経済に何をもたらしたのであるか。

具体的検討に入る前に次の点を確認しておく必要がある。図2にみられるように、1990年代の経常収支赤字は確かに輸入拡大の速度に特徴を見出すことができ、その意味では1980年代前半同様であるといえよう。しかし1990年代には輸入拡大のテンポほどではないにせよ輸出依存度もまた上昇している点に注意する必要がある。この事実は1980年代の経常収支赤字がアメリカ企業の国際競争力の低下、産業空洞化¹⁴⁾として捉えられていたこととは決定的に異なっている。すなわち、1990年代のアメリカの経常収支赤字は必ずしもアメリカ企業・産業の弱体化によるものではないという認識が肝要となる。これらを念頭に置きつつ、輸入拡大の意味についての整理・検討に移ろう。

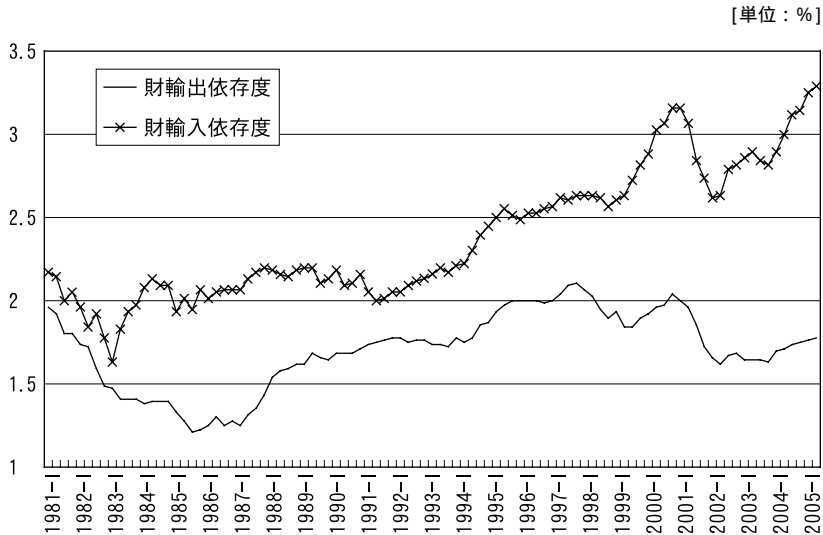
すでに述べたように、他国とは違ってアメリカは自国通貨ドルによって国際決済を行うことが可能なため、対外支払手段に窮することはない。しかも、アメリカの為替政策の底流にある

12) いずれも U. S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis, U. S. International Transactions Accounts Data より採録・計算。

13) IMF, *International Financial Stability Report*, Figure 1. Major Net Exporters and Importers of Capital in 2004, September 2005, p. 155. (原資料: IMF, World Economic Outlook database as of August 30, 2005.) より採録。なお同数字は、純資本輸入の割合を経常収支赤字の割合に置き換えたものである。

14) 1980年代のアメリカ企業の競争力の低下および産業空洞化は、経常収支赤字の大宗を占めた日本に対する市場開放要求として先鋭化したことは周知の通りである。しかし他方、Dertouzos, Michael L., Richard K. Lester, Robert M. Solow and The MIT Commission on Industrial Productivity, *Made in America: Regaining the Productive Edge*, Cambridge, MIT Press, 1989. (邦訳: 依田直也 『Made in America』 草思社, 1990年) はアメリカ企業の経営のあり方に国際競争力低下の要因を求めており、それゆえにまた一国としての“戦略的な”通商政策・産業政策の必要性を論じる見方も存在する(例えば, Tyson, L. D., *Who's Bashing Whom?: Trade Conflict in High Technology Industries*, Washington D. C., Institute for International Economics, 1992. (邦訳: 竹中平蔵 『誰が誰を叩いているのか』 ダイアモンド社, 1993年)。Krugman, P. (ed.), *Strategic Trade Policy and the New International Economics*, Massachusetts, MIT Press, 1986. (邦訳: 高中公男 『戦略的通商政策の理論』 文真堂, 1995年))。また、為替相場の問題を議論の中心にすえて対外不均衡問題を検討しようとする見方もある。Bergsten, C. F. (eds.), *International Adjustment and Financing: The Lessons of 1985-1991*, Institute for International Economics, 1991 および Feldstein, M. “The Dollar and the Trade Deficit in the 1980s: A Personal View”, NBER Working Paper 4325, 1993 がこれにあたる。知られるように「ドル安政策」と戦略的な貿易政策は、1995年のルービン財

図2 四半期別輸出入依存度の推移



出所) U. S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis, U. S. International Transactions Accounts Data より作成

「ピナイン・ネグレクト」は、ドル相場下落の対策を経常収支黒字国に転嫁しているがゆえにアメリカによる為替介入は自身がまさに「危機」とする時点にしか実施してこなかった。

経常収支赤字拡大から生ずる諸問題のうち、これらアメリカの「特権」によって回避されるものを除けば、アメリカにとって輸入拡大に牽引される経常収支赤字拡大が抱える問題はさしあたり次のように整理することができよう（なおここでは対外債務の増大という点を含まない）。すなわち 輸入拡大のために信用創造を受けた米国企業があるとすれば、米国企業がそれを返済できない場合、アメリカのみならずすべての国において経常収支赤字は、海外への所得の漏出、すなわち GDP のマイナス要因にほかならないという点である。一般的に景気拡大期に生ずる輸入が拡大しても、それが企業収益によってまかなわれる（そしてまた借入の返済が円滑に行われている）限りにおいては——問題にされることはあっても——輸入縮小あるいは経常収支赤字の本格的・抜本的な対策の採用という政策転換が図られることはなかった。景気が過熱するに伴い対外的には当該国通貨の下落、対内的には賃金上昇、インフレの進展および国内外競争の激化を通じた企業収益率の低下を通じての国民所得の減少から景気後退の可能性が生じるに至って、政策転換をめぐる議論が熱を帯びるものとなったのである¹⁵⁾。

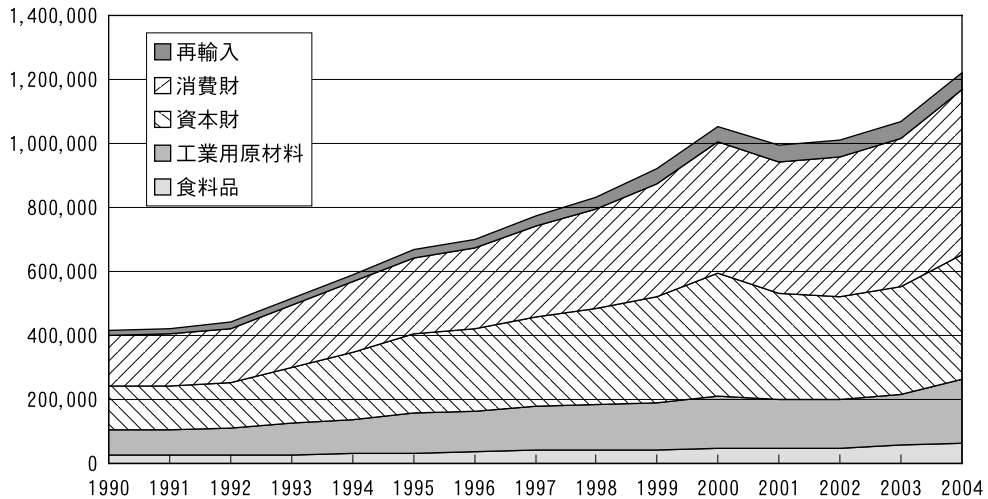
つまり、輸入拡大による経常収支赤字を所与のものとするならば、その拡大が最終消費財の

務長官（当時）の就任にはじまる「ドル高政策」まで、対外不均衡の是正を急務の課題とする初期クリントン政権の基本方針として採用されていたものである。

15) この点については、拙稿「『ドル危機』の基本性格とアメリカ為替政策の展開」『立教経済学研究』第58巻第4号、2005年を参照されたい。

図3 輸入に占める構成要素

[単位：100万ドル]



注) 自動車関連輸入財については、日本貿易振興会『ジェトロ貿易投資白書(2005年版)』「巻末統計」付注1(p.391)の分類に従い、「輸送機器」のうち「自動車」を「消費財」として、「自動車部品」を「資本財」として区分した。
出所) U. S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis, U. S. International Transactions Accounts Data, Table 2. U. S. Trade in Goods および World Trade Atlas より作成

拡大に規定された浪費に近いものであれば、前記の諸要因を媒介にしていずれは「国民所得の減少 消費財輸入の縮小 = 経常収支赤字の縮小」という結果にゆきつくことが考えられるのである。では1990年代のアメリカの輸入財の内訳はどのようなものだったのであろうか。

図3にみるように1990年代のアメリカの輸入額は10年で2倍を超える規模に膨れ上がった。ところが、その構成をみれば2つの主要構成項目——消費財と資本財とがとともにほぼ4割の割合で平行に推移してきた(石油を除く)。この点が1990年代アメリカの輸入構造に関わる第1の特質である。特質はこれにとどまらない。

第2に、輸入相手国・地域の広まりという点も過去のそれと比較した時、大きく拡大している。とくに、1990年代以降戦略的に進められてきた自由貿易協定(FTA)の拡大にともなう対NAFTA取引の拡大と、中国を代表とする「アジア地域(日本除く)」など途上国からの輸入が急拡大している¹⁶⁾。なかでも今日、アメリカの全輸入の13%、経常収支赤字の24%を占める¹⁷⁾中国からの輸入拡大がアメリカの対外政策の焦点となっているが、中国での生産は外国が

16) U. S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis, U. S. International Transactions Accounts Data, Table 2. U. S. Trade in Goods を参照。なお、アメリカのFTAへの取り組み一覧については、日本貿易振興会『ジェトロ貿易投資白書(2005年版)』表15(p.110)および同『ジェトロ貿易投資白書(2004年版)』図表4-2(p.112-113)を参照されたい。

17) U. S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis, U. S. International Transactions Accounts Data, Table 2. U. S. Trade in Goods における2004年の数値を採録・計算。

らの直接投資によって支えられており、かつ東アジアからの技術的に高度な中間財の輸入なしには成立しないこと、そして中国自身の対東アジア経常収支が赤字であることから電子・電気機械の分野を中心とする東アジア全体においてバリューチェーンのネットワーク¹⁸⁾が形成されていることを考えれば、アメリカ輸入に占める中国のプレゼンテーションの高まりは、「東アジア全域」の問題として捉えられなければならないであろう。

しかも第3に、従来途上国・地域からの輸入財はエネルギー製品を含む工業用原材料を中心としていたものの、今日ではその割合は1990年からの15年余りで45%から25%へ低下している。対照的に、自動車部品およびIT関連資本財輸入が拡大している¹⁹⁾。

端的に表現するならば、途上国を中心とする資本財輸入の拡大というこれらの特質をどのように捉えればよいのであろうか。従来であれば、これらの特徴は企業システムの再編運動²⁰⁾とあいまった多国籍企業の「在外調達」の拡大の結果として、すなわち企業内国際分業に基づく行動として理解されてきた。それらは貿易および投資活動のための各種の障壁がなくなり、ITを利用した企業内部の取引費用の低下、効率的資源配分が可能となったことを背景にして途上国へ生産拠点を移し、グローバルな生産活動・資源調達活動をおこなうための基盤を確立することで収益を確保するための主たる要因だったのである。ところが1990年代以降、その多国籍企業関連の輸入シェアは、拡大するどころか逆に低下している(図4)。

とはいえ、この多国籍企業関連の輸入割合の低下は「アメリカの貿易に占める多国籍企業の企業内貿易シェアが一方向的に高まるわけではない。企業はある財やサービスの生産を内部化する一方で、他の財・サービスは外部市場からアウトソーシングや委託生産によって調達するからであり、内部化したものがある局面では外部化に転じたり、この逆の場合も生じる」²¹⁾と中本悟氏がいわれるように、必ずしも単純な多国籍企業の役割の低下を意味するものではない。

1990年代の輸入量の拡大とその下で進んだ多国籍企業関連の割合の低下は、多国籍企業外部への生産委託を軸としたアウトソーシングの進展の結果であった。だが、1990年代以降のアメ

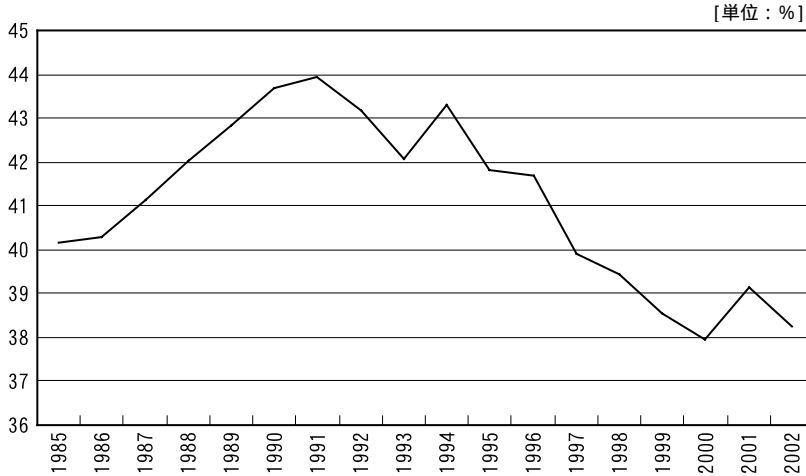
18) Gaulier, G., Lemoine, F., and Unal-Kesenci, D. "China's Integration in Asian Production Networks and Its Implications", paper prepared for REITI Conference "Resolving New Global and Regional Imbalances in an Era of Asian Integration" Tokyo, June 17-18, 2004.

19) この点については、Council of Economic Advisers, *Economic Report of the President*, Washington D. C., 2001. (邦訳：平井規之監訳『2001年 米国家経済白書』『エコノミスト 臨時増刊』毎日新聞社, 2001年)を参照されたい。なお、アメリカ商務省はバイオテクノロジー、情報・コンピューターなど10の工業製品を「ハイテク製品」と定め、毎月輸出入額を公表している。これによれば2002年以降、アメリカの同製品の貿易収支は赤字に転落している。

20) この点に関して河村哲二氏(『現代アメリカ経済』有斐閣アルマ, 2003年)は、1990年代の持続的な好況とは、「80年代以降進行した戦後企業体制の再編と転換が、そのベースを与えたものとみなさなければならない」(p. 321)と述べ、1990年代の好況の基盤を再編と転換の時代である1980年代に求めて「戦後企業体制」を軸に検討を加えている。

21) 中本悟「多国籍企業と通商政策」萩原・中本編前掲書, 2005年, p. 192.

図4 アメリカの多国籍企業関連輸入財の割合



注) 計算方法は次の通り。

(Line25a [Goods, from affiliated foreigners] ÷ Line23a [Goods, balance of payments basis]) × 100

出所) U. S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis, Ownership-Based Framework of the US Current Account, 1992 2003, January 2005および Ownership-Based Framework of the US Current Account, 1982 1998, Survey of Current Business, January 2001より作成

リカの場合、従来からのコスト削減を重視した外部委託としてのアウトソーシングにとどまらない。そこには低付加価値製品およびサービス部門は本体事業から切り離し、EMS 企業によって途上で生産してそれらを輸入することで多様化した国内需要をまかない、他方国内では高付加価値製品を生み出すための諸活動に資源を集中するコア・コンピタンスへの特化を図るための戦略的なアウトソーシングが加わっていると解することができる。しかも、輸入の拡大は WTO の発展や FTA の積極的な締結が進むにつれて多国籍企業がグローバルに活動する障壁を大幅に低下させ、そこから得られる利潤の最大化を図る多国籍企業と、それを後押しする政府の通商政策との一体化した目的の帰結でもある²²⁾。

こうして1990年代以降今日までの輸入の拡大に牽引された経常収支赤字の拡大は、まず多国籍企業内国際分業の一層進展した結果として、すなわち多国籍企業の蓄積行動の変化にみられる「強さ」として捉えうるのである。

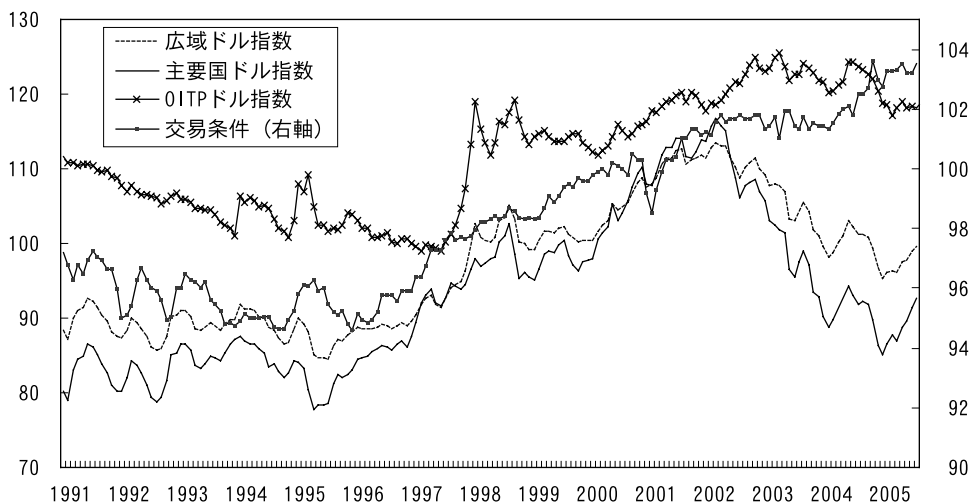
2.2 輸入物価の低位安定を支えるひとつの側面

さらにここでは多国籍企業の活動とともに、経常収支に影響を与える為替レートについて検討しておこう。

22) アメリカの通商政策については、中本悟『現代アメリカの通商政策』有斐閣、1999年および立石剛『米国経済再生と通商政策』同文館、2000年を参照されたい。

図5 交易条件と各種実質実効ドル指数

1973年3月 = 100



注) 交易条件 = 農産物を除く輸出価格 ÷ 石油を除く輸入価格

出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, Statistics : Releases and Historical Data および U. S. Department of Labor, U. S. Import and Export Price Indexes より作成

先述したように1990年代半ばからアメリカは、当時のルービン財務長官主導による「強いドル」政策を採用し、ドル相場は2002年1月にピークを迎える(図5)。経験的な議論に従えば、拡大する経常収支赤字への対応策にはドル安政策の採用が考えられるが、しかし1990年代後半以降、アメリカは旧来のドル安政策を採ることなく「経常収支赤字拡大のもとでのドル高政策の維持」を続けてきたという点に為替政策の特徴をみることができる。その積極的な意義は、「インフレなき好況」である「ニューエコノミー」に同政策がいかにか寄与したかを示す次の点に求めることができよう。

すなわち、ドル高は輸入物価の安定を支える基礎になり、それゆえ国内のインフレ上昇を極めて低位に抑えたという点である。もちろんこの要因は、ドル高要因のみにとどまらず、労働生産性の上昇および移民の流入を含む雇用形態の変化によって賃金が上昇しなかったことで低い金利が国内での投資を促すという好循環が生じたことによって達成されたことは周知の通りである。これらは例えば1980年代のように、インフレ高進に対する高金利政策が外国資本の流入を促し、それがまたドル高となって経常収支赤字に負の影響を与えるという悪循環とは対照的に、1990年代には長期の経済成長を支える基盤となったのである。

このことを輸出入価格指数の比率である交易条件²³⁾からも確認しておこう。図5にみられる

23) 交易条件とは輸出価格を輸入価格で割った比率である。その比率が低下(交易条件の悪化)することは、相対的に輸出価格が上昇していることを示しており、自国にとっての財の交換比率が有利に働くことから、理論的には経常収支改善をもたらす。逆に比率の上昇(交易条件の改善)は、相対的な輸入価格の上昇によって経常収支が悪化するとされる。

ように、1995年にドル高政策へ転換して以降、アメリカの交易条件は2001年まで傾向的に「改善」を続けている。ドル高による輸入価格の安定が交易条件の「改善」を引き起こし、経常収支赤字拡大の要因になることは明らかであるから、為替レートの面からいえばこれが1990年代の経常収支赤字の拡大の一側面であることは疑いない。輸出入価格の比率である交易条件そのものが為替相場と表裏一体の関係をもっているのであるから、それらが同一の方向に動くことは何ら不思議ではない。

しかし、注視すべき事態は広域ドル指数、主要国ドル指数が下落する2002年以降にあらわれている。図5に顕著にあらわれているように、広域相場、主要国ドル指数が10～20%下落しているにもかかわらず、交易条件は2004年初頭まで横ばいで推移した後、再び「改善」を続けている。2002年以降ドル安へ転じたにもかかわらず、交易条件の「改善」が進んでいることが輸入の更なる拡大とその結果としての経常収支赤字を引き起こしていることになる。

こうした事態の背景には、前項において検討した1990年代以降のアメリカの輸入構造の特質がある。

1990年代に拡大した輸入相手国としての途上国の地位の上昇は、アメリカの経常収支赤字拡大を通じて「ドル残高の増大 ドル安」を引き起こす要因である点においては先進諸国と変わらない。しかし、途上国の多くではドル化あるいは実質的な固定相場制の採用が続いている²⁴⁾。それゆえに、民間部門において輸入代金として途上国へ流入した過剰なドルは自国通貨上昇を回避しようとする公的部門の介入によって支えられ、公的準備の増加として累積している。もっとも顕著なのは日本・中国をはじめとする東アジア諸国での外貨準備の急増であろう。その結果、主要国以外の対 OITP (Other Important Trading Partners) 指数を高い水準に押しとどめ、アメリカは輸入価格の低位安定を続けることができているのである。すなわち、対途上国にあってはアメリカは依然として「強いドル＝ドル高」であり続けており、拡大を続ける途上国からの輸入物価を低く抑えているといえよう。

それだけではない。先にも指摘した通り、1990年代のアメリカの輸入の特質には途上国からの輸入の増大と並んで、資本財輸入の拡大があった。資本財輸入の拡大もまた「為替レートのパス・スルー (Exchange Rate Pass-through)」の考え方に従えば、アメリカの輸入価格を抑える要因となりうる。

為替レートのパス・スルーとは「為替レートの変化が輸入財の場合には自国通貨建て価格に、輸出財の場合には外貨建て価格にどれだけ反映されるのかを示す指数」²⁵⁾である。その程度が

24) 1997年の通貨危機を契機に東アジア諸国は制度的には(実質的な)固定相場制の採用を放棄している。しかし、McKinnon (McKinnon, R. I. (ed.) "Introduction: The East Asian Exchange Rate Dilemma" *Exchange Rates Under The East Asian Dollar Standard: Living With Conflicted Virtue*, Massachusetts, MIT Press, 2005.) は、東アジア諸国が今日緩やかなあるいは非公式なドル・ペッグへと回帰していることを指摘している (p. 8)。

25) 白井早由里 『入門現代の国際金融』東洋経済新報社、2002年、pp. 49-50。

低くなるほど、為替レートの変化に対して輸出量や輸入量が変化する度合いが小さくなる。したがって、自国通貨の減価はそれだけ経常収支を悪化させる方向に働くことを示している。このパス・スルーは各国によって大きく異なり、市場獲得競争の著しいアメリカでは他の先進国に比べて低い²⁶⁾こと、また各製品によっても大きく異なっており、アメリカの場合そのレートは高いもので一次原材料の90%から低いものでエレクトロニクス製品の15%まで幅広く存在し、原材料よりも資本財のほうがパス・スルーが低いことが明らかにされている²⁷⁾。

実証研究によれば、輸入物価に対するこのパス・スルーが、輸入品の構成変化を通じて低下することによって、1990年代末のアメリカの輸入に占めるパス・スルーはそれ以前の平均である40%から22%に低下していると推計されている²⁸⁾。この実証研究は、ドル高が進行していた1999年を最後にしたものであり、その影響を考慮に入れる必要はあるが、今日なお一定程度有効であると考えられる。

以上のように、1990年代以降のアメリカの輸入拡大とその結果としての経常収支赤字拡大の特徴を論じてきた。これらの意味するところを簡潔に整理すれば、アメリカの多国籍企業を中心とするアメリカ企業の蓄積行動の変化が輸入物価の低位安定とあいまってアメリカの輸入拡大を継続していること、ドルの変化とアメリカの貿易収支との連動性は弱まりつつあることを指摘できるであろう。ところで、後者は経常収支赤字縮小が、単なるドルの減価によって達成されえないことを示しているように思われる²⁹⁾。ドルの大幅な減価がなしえれば³⁰⁾この

26) Campa and Goldberg (Jose Manuel Campa and Linda S. Goldberg “Exchange Rate Pass-Through into Import Price : A Macro or Micro Phenomenon ?” NBER Working Paper 8934, May 2002.) らの実証研究によれば、アメリカの1970年代半から1990年代のパス・スルーは40%であるのに対し、先進諸国平均は60%と推計されている。

27) Olivei, Giovanni P. “Exchange Rates and the Prices of Manufacturing Products Imported into the United States” *New England Economic Review*, First Quarter, 2002. 同氏の見解によればこれらの違いが生じるのは、市場獲得のために為替レートの変動が輸出業者によって吸収されやすいためであり、それゆえ市場競争が激しい製品ほどパス・スルーは低いものとなるといわれている。また、Mario Marazzi, Nathan Sheets, and Robert Vigfusson and Jon Faust, Joseph Gagnon, Jaime Marquez, Robert Reeve, and John Rogers (“Exchange Rate Pass-through to U. S. Import Prices : Some New Evidence” *International Finance Discussion Papers*, No. 833, Board of Governors of the Federal Reserve System, April 2005.) は、パス・スルーの低下を輸入価格低下にのみ求めるのではなく、NIES やカナダに対する輸出価格が低下していることもひとつの要因であると指摘している。

28) Olivei 前掲論文 (2002)。

29) Williamson (John Williamson (ed.), *Estimating Equilibrium Exchange Rates*, Washington D. C., Institute for International Economics, September 1994.) らは、為替レートの適正な変更がほぼ2年のタイムラグをもって対外不均衡の是正に役立ことを実証的に分析している。

30) Obstfeld M. and K. Rogoff 前掲論文 (2004) および Mussa 前掲論文 (2005) によれば、経常収支不均衡のためには両者ともドル相場は20%の減価が必要とされると結論付けられている。

見解は意味をなさないが、アメリカ政府は従来のようなドルの大幅な減価を容認しえない事実もまたそこにある。なぜなら経常収支赤字是正をドルの減価によろうとすれば、アメリカはマイナス成長を甘受せねばならないからである³¹⁾。自らマイナス成長を甘受することは、ドルに対する信託を自ら低め、非居住者によるドル保有のインセンティブを低め、そしてまたドル売りの機会をアメリカ自身が作り出すことになる。ドルが「高く」・「強い」ことが非居住者による強いドル需要を生み出すひとつの基礎なのであるから、自らその好循環を放棄することはできないのである。

3. 1990年代後半のアメリカのダイナミズムと経常収支赤字拡大の限界

3.1 1990年代後半の対米資本流入

経常収支赤字は、GDP にとってのマイナス要因であることはアメリカであろうとそれ以外の国であろうと変わらない。前節では、輸入構造の観点から経常収支赤字の拡大について検討し、アメリカの輸入拡大が国内需要を拡大させはするがしかしその内訳をみれば、単なる浪費を導く消費財の拡大によるばかりではなく、潜在的に GDP を拡大させる資本財の輸入拡大によって牽引されていたこと、それがまたアメリカ多国籍企業の蓄積行動および為替レートの点からも支えられ、経済成長に正の影響を与えていたことをみてきた。

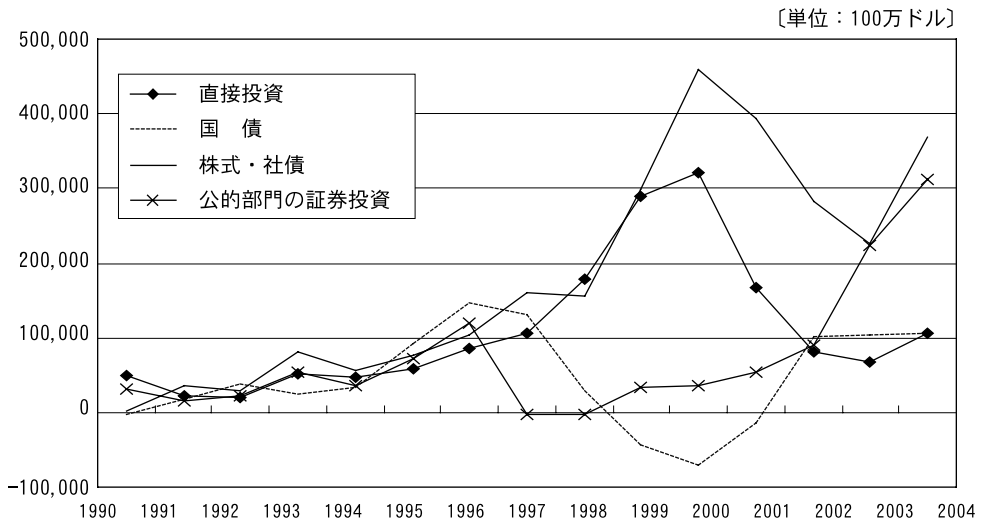
とはいえ、今日経常収支赤字の拡大が問題とされるのは、資本移動の観点からである。すでに第1節において経常収支赤字の規模に対する決定要因として資本流入の問題を取り扱うことが抱える諸点について検討し、国際的な資金循環がアメリカを中心としてドル建てでおこなわれる限りにおいてはその規模自体はアメリカ自身が規定することをみてきたが、ここで再度資本流入の観点に立ち返っておく必要があるように思われる。それは、対米投資の内容、換言すれば経常収支赤字拡大の結果として生み出されたドル残高の「還流」の形態の変化が長期の経済発展に果たした役割が大きかったためである。

先に示した表1および図6にみるように、1990年代後半の運用先としての証券投資の拡大は量的にみても、形態・持ち手の変化からみても特徴的である。また、ニューエコノミー末期の1999～2000年の直接投資の飛躍的拡大についても検討を要するであろう。したがってここでは、証券投資と直接投資の対米投資についてその概観を考察していこう³²⁾。

31) アメリカの輸出の所得弾力性は1.0%であるのに対し、輸入の所得弾力性は1.7%であるという (Mann, C. L. "The US Current Account, New Economy Services, and Implications for Sustainability" *Review of International Economics*, Vol. 12 No. 2, May 2004, p. 268.). すなわち、世界の成長率がアメリカの成長率と同じであればそれはアメリカの経常収支赤字拡大という結果をもたらすとされる。

32) なおここでは、アメリカ発のドルがどのようなルートを通じて「還流」していたかは考慮の外にあ

図6 対米純資本流入の主要な構成要素



出所) U. S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis, U. S. International Transactions Accounts Data より作成

1990年以降の対米純資本流入の主要な構成要素を4つの形態として考えれば、それらは1996年のほぼ1,000億ドル程度までなだらかな増加を続けてきたことが伺える(図6)。みられるように、それぞれが特徴的な動きをみせるのは、1997年以降のことであり、この時期は対外的には東アジアの通貨危機 ロシア通貨危機(LTCM危機)まで一連の通貨危機がアメリカの枠の外で発生した時期であり、対内的には「ニューエコノミー」の本格化 最絶頂期にあたる。これを受けて対米資本流入の諸構成要素は、2極化する対照的な動きを示す。

まず1980年代後半に対米資本流入の主役であった財務省証券投資であるが、1994~1995年のドル相場は対円、対マルクで急落した時期の直後にあたり、大量のドル買い介入が行われた結果、外国通貨当局保有のドルが増加したという背景がある³³⁾。しかも、1992年以降のアメリカ国内の政府投資と貯蓄との差であるISバランスの改善、1998年の貯蓄超過への転換を契機として対米国債投資は民間部門における対米投資の「主役」の座をおり、1999~2001年にかけてネットで売り越しへ転じている。すなわち対米資本流入は外国資本の流入が金利に規定される「金利商品」から企業業績の直接的な、あるいは間接的な影響下にある株式・社債といった

る。これについては、1990年代をいくつかの時代区分に分けて検討している徳永前掲論文(2005)が有用である。

33) 他方、この間の米銀の対外信用供与は、表1にもみられるように90年代前半の資金引き上げ(1990~94年平均で118億ドルの回収超過)から、751億ドル(1995年) 915億ドル(1996年)の投資超過へと転じる時期にあたり、IMF前掲論文(1997)はこの点をもってアメリカの国際資金循環における役割を「世界の銀行」と評したのであった。

「リスク金融商品」へと移行し、資本フローの規定内容に変化があらわれているといえよう。なお、2001年以降、政府のISバランスが再び投資超過となったことをうけて外国民間部門による財務省証券投資も2002年以降買い越しに転じているが、その「主役」は外国通貨当局に代わり、ここでの財務省証券投資は通貨危機の影響を受けて1997～1998年に公的準備を取り崩した東アジア諸国通貨当局が外貨準備を積みます手段としたものといえよう³⁴⁾。

つぎに、対米直接投資の検討に移ろう。図6にみられるように、対米直接投資は1998年から急上昇をみせている。背景にあるのは、欧州からの直接投資、とくにM&Aの高まりを反映した投資の拡大がある。この点をFRBは1999年の「対米直接投資による資本流入は、いくつかの大規模な合併によって増大してきた……大規模な合併の多くは、アメリカの被買収企業と外国の買収企業との間の株式交換によってファイナンスされてきた」³⁵⁾と報告している。この傾向は翌年も続いており、2001年の同報告によれば大要グローバルなM&Aの高まりの反映として、2000年の対米直接投資による資本流入額3,170億ドルのうち、約2,000億ドルが買収に関連したものであり、かつその多くが株式交換によってファイナンスされたとの認識が示されている³⁶⁾。

最後に、1990年代後半の対米投資の主役である株式・社債投資についてみよう。この時期の同部門における対米投資は、アメリカの外輸で頻発する通貨危機の結果としてアメリカが「逃避地」としての機能を果たしたという特異性があるが、株式・証券投資をみる場合、先の図6に加えて表2をあわせて検討することが有益と思われる。それは、対米株式投資と対米社債投資とがアメリカ経済に与えた影響が異なっているためである。

企業活動の資金の源泉は、内部資金と外部資金とに分類することができる。企業は両者の資金を生産活動のなかにおいて再投資を繰り返すことによって利潤を獲得する。まず表2の上から3段目までは、「企業の内部資金」および「実物投資額」、そしてその差額である「ファイナンス・ギャップ」を示している。みられるように、景気の拡大にともなって2000年には1990年から94年平均のほぼ倍の旺盛な設備投資が実施されていたことがわかる。ところが、「内部資金」のほうはその増加額ほど伸びておらず、結果として2000年までの間にその差額であるファイナンス・ギャップが拡大していることは明らかである。アメリカ企業はこのファイナンス・ギャップを埋めるために外部資金を積極的に利用してきた。

それでは、この外部資金利用に対米資本流入はどのように寄与したのであろうか。まず第1

34) このことがアメリカの輸入に対してもつ意味、およびサステナビリティに及ぼす影響の意味もまた問われなければならないが、この点については稿を改めて吟味することにしたい。

35) Warnock F. E. "U. S. International Transactions in 1999" *Federal Reserve Bulletin*, May 2000, p. 314.

36) Gagnon J. E. "U. S. International Transactions in 2000" *Federal Reserve Bulletin*, May 2001, pp. 293-294.

表2 アメリカ企業の資金調達構造

[単位：10億ドル]

	1990～94 年平均	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年
内部資金	469.1	598.4	659.5	711.9	682.1	731.0	718.0	755.0	826.0	917.2	1001.3
実物投資	460.0	617.6	639.0	743.8	778.6	863.9	928.6	802.5	762.6	769.6	899.6
ファイナンス ・ギャップ	9.1	19.2	20.5	31.9	96.5	132.9	210.6	47.5	63.4	147.6	101.7
信用市場調達	53.0	227.1	182.8	291.8	359.9	370.2	350.5	221.2	27.7	143.4	230.8
CP	6.3	18.1	0.9	13.7	24.4	37.4	48.1	88.3	64.2	40.0	15.8
社債	58.4	91.1	116.3	150.5	235.2	221.7	162.6	348.5	132.3	158.3	78.1
銀行借入	3.2	74.5	40.4	51.1	76.2	40.0	43.8	109.6	108.2	64.4	10.1
その他借入	8.4	43.4	27.0	76.5	24.1	71.1	96.0	70.6	67.8	89.5	126.8
株式純新規発行	8.3	58.3	47.3	77.4	215.5	110.4	118.2	47.4	41.6	57.8	157.0

注) 「内部資金」には在庫評価損益 (IVA) を含む

ファイナンス・ギャップ = 「内部資金」 - 「実物投資」

「その他借入」には住宅借入も含む

出所) Board of Governors of Federal Reserve System, Flow of Funds Accounts of the United States: Annual Flows and Outstanding, 1985 1994 および 1995 2004, June 9, 2005. より作成

に、1990年代のアメリカの好景気を特徴付ける重要な経済現象は、株価の急騰にある。しかし、表2にみられるように、1990年代以降今日まで、アメリカ企業による純株式発行高はマイナスを記録している³⁷⁾。したがって、この間の株式市場は、企業にとっての資金調達の場としては十全に機能していたとはいえない。すなわち、この間に流入した対米株式投資は、企業の設備投資に寄与することなく、1990年代中盤のドル高の進行に株価の急上昇という条件が付け加わることで自律的にその流入と株価上昇が展開する³⁸⁾ マネーゲームの一環として流入したことは明らかであろう。

他方、1990年代の企業金融の「主役」である社債においてはその様相が異なる。

ネットの社債発行額に占める非居住者の購入割合は、1995年の15%から1996年には21.9%となり、以下19.9% (1997年) 20.7% (1998年) 36.7% (1999年) 42.3% (2000年) 33.9% (2001年) 34.8% (2002年) と推移してきた³⁹⁾。表2にみられるように、1990年代にアメリカ企業のファイナンス・ギャップを埋める上で社債の役割が上昇を続けていることから、企業は内部資金を上回る資金調達を銀行借入ではなく、社債によって賄ってきたことになる。この意味で、対米社債投資はその目的がどうあれ景気拡大、とくに生産活動の拡大に一定の役割を果たしたということができよう。しかし、上記の表から読み取れる事実は、さらに次の点を

37) ただし、1990年～94年までの株式純発行高の推移は 630億ドル (1990年) 183億ドル (1991年) 270億ドル (1992年) 213億ドル (1993年) 449億ドル (1994年) となっており、5年間の平均ではマイナスではあるが、1991年～93年までは発行高が増加していることに注意されたい。

38) 松田岳「アメリカ『株価急騰』の金融メカニズム」『立教経済学研究』第54巻第2号、2000年、p. 86。

39) Board of Governors of Federal Reserve System, Flow of Funds Accounts of the United States: Annual Flows and Outstanding, 1995 2004, June 9, 2005, p. 36より計算。

示している。すなわち、社債によるファイナンスは、ファイナンス・ギャップを大きく上回っているという点である。外国人投資家にとっては、投資した資金がどのように使われるかまでは関与できないことは明らかであるから、企業側がギャップを超える部分をどのように使用したかがここでは問題となる。結論からいえば、ギャップ以上の資金調達部分は、企業の自社株買いを通じて自社株の上昇を牽引し、それがまた他社による株式購入、株式上昇を支えたことが指摘されている⁴⁰⁾。

1990年代のアメリカ経済をめぐる資本移動の検討には、株価の高騰を抜きに語ることはできない。先対米株式投資はもとより、対米直接投資、対米社債投資もまた株価高騰を基礎に拡大を続けたのである。これらはグリーンSPAN FRB議長によって「根拠なき熱狂」と評されたように、一種のバブル現象を引き起こしたことは事実であるが、しかしそれが崩壊してなお、パニック的な市場崩壊が生じなかったこと、そして資本逃避が生じなかったことはまた、アメリカ経済・資本市場が単なるバブル現象にとどまらない「強さ」と「柔軟性」をもっていることを示している。そこで、最後にこのアメリカ経済の「強さ」と「柔軟性」を検討した上で、本稿の課題である経常収支赤字の限界について指摘することにしよう。

3.2 1990年代後半におけるアメリカのダイナミズム

ここまでの検討内容をもとにすると、経常収支赤字とその結果としての対外累積債務を増大させ続ける1990年代後半のアメリカの「強さ」は以下の点に求めることができよう。

対外支払が自国通貨ドルであるアメリカは、輸入物価の低位安定もあいまって消費財の輸入拡大と同じ規模で潜在的なGDPの拡大要因になりうる不変資本たる資本財の調達を拡大し、経常収支赤字を垂れ流してきた。そのもとでの多国籍企業の蓄積行動の変化は、自社企業の「強さ」を表わすものであった。他方、米銀もまた独自の利潤追求の手段として対外信用供与を続けてきたことで、世界中に過剰なドル残高が形成されることになったのである。

しかし、すでに述べたようにアメリカがこれだけの経常収支赤字を継続させるだけならば、それ自体がGDP押し下げ要因であるばかりでなく、ドル下落の圧力は計り知ることができないものとなっていたであろう。民間部門におけるドル売り圧力を上回る強いドル需要が必要となるのである。アメリカの消費拡大・景気過熱ともあいまった経常収支赤字の拡大に直面した従来の経験に従えば、これらは政策的なドル安をもって赤字拡大に対処してきた。このなかで当局の思惑を超えるドル安が進展したことが幾度もあり、この時期がまさに「ドル危機」であったのだが、これは金利上昇による国内経済の縮小を代償にその混乱が回避されてきた。これまでの各節で検討したように、ドル残高がアメリカ国内にとどまるために「政府証券と国債・株式」との運用形態の変化、「公的部門と民間部門」との持ち手の変化が容易に生じるアメリカ

40) 松田前掲論文(2000)を参照。

表3 景気拡大期における GDP 成長の内訳

[単位：%]

	実質成長率	個人消費		民間投資		政府支出	
		伸び率	寄与度(率)	伸び率	寄与度(率)	伸び率	寄与度(率)
70 -73	5.3	4.9	3.0(56.6)	9.8	1.0(18.9)	1.1	0.2(3.8)
75 -80	4.3	3.9	2.4(55.8)	8.8	1.0(23.3)	1.9	0.4(9.3)
80 -81	4.3	2.4	1.4(32.6)	7.9	1.1(25.6)	2	0.3(7.0)
82 -90	4.2	4	2.6(61.9)	4.9	0.5(11.9)	3.6	0.7(16.7)
91 -01	3.5	3.8	2.5(71.4)	8.2	0.9(25.7)	1.3	0.2(5.7)

注) 年率単純平均

出所) U. S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis, Gross Domestic Product (GDP) より採録・計算

金融市場の「柔軟性」はまた強いドル需要を生み出すために必須の条件なのであった。

そしてまた、1990年代後半の「ニューエコノミー」期のアメリカの「強さ」は次の点からも伺うことができる。それはなによりも新産業の登場、いうまでもなく IT 産業の登場を起動力としている。

IT 産業の生産性の高さ⁴¹⁾は、先の輸入価格の安定ともあいまって物価上昇を落ち着いたものとさせ、「景気の過熱 引き締め 不況」という道筋を先延ばしたことにまず影響を与えた。さらに、IT 分野における先進的な技術がかつてない規模で国内投資を生み出し(表3)、代わる代わる新しい形態で海外からの資本流入を促進した。設備投資の増大は生産性の向上を通じて将来産出量増大を増加させることが可能となり、結果として累積する債務問題とならないという楽観的見方が支配的になったのである⁴²⁾。加えて、社債を中心的役割とする海外からの対米投資は設備投資費用をまかない、その一部が株価の上昇を前提とする対米株式投資とあいまって一層の上昇を可能とし、貯蓄率をマイナスにまで引き下げた消費拡大へ波及したのである。

41) 労働生産性の上昇には一般に、資本装備率の上昇と TFP (全要素生産性) の上昇という2つのルートが考えられる。前者の見解については、一定のコンセンサスがえられているといえようが、後者、すなわち全要素生産性の上昇については IT (および IT 産業) の役割をどうみるかについて、根強い対立的議論がある。例えば Baily M. N. and R. Z. Lawrence (“Do We Have a New Economy?” *American Economic Review*, Vo. 91 No. 2, May 2001.) や O’Mahony and van Ark (“EU Productivity and Competitiveness: An industry perspective” European Commission, 2003.) らは全要素生産性の上昇を主張するが、Robert J. Gordon (“Five Puzzles in the Behavior of Productivity, Investment, and Innovation” NBER Working Paper 10660, August 2004.) は循環的要因を重視し、IT は全要素生産性の上昇にあまり寄与していないと主張している。

42) 例えば Hervey, Jack L. and Loula S. Merke (“A record current account deficit: Causes and implications”, *Economic Perspectives*, Fourth Quarterly, Federal Reserve Bank of Chicago, 2000.) は、経常収支赤字の拡大要因について3つの仮説 (hypothesis) を提示している。第1の仮説が「消費ブーム仮説 (consumption boom)」, また第2の仮説が「安全逃避先仮説 (safe haven)」, そ

経常収支赤字を容認し、成長の条件として是認する見方は、1999年の『米国経済白書』において大要次のようにまとめられている。すなわち、経常収支赤字には、財政赤字や過剰消費と結びついた「悪い」経常収支赤字と、アメリカ国内での生産性の高い企業設備投資と結びついた「良い」経常収支赤字に大別することができ、このような分類にしたがえば1990年代後半のアメリカの経常収支赤字拡大は将来の産出量増大を促す国内での積極的な設備投資に結びつくものであるから「良い」経常収支赤字であり、問題視する必要がない⁴³⁾、と。実際次項で述べるようにこうした分析は、それ自体経常収支赤字に対する当時の事実認識として正しいものである。

こうしてアメリカ以外の国であれば制約条件にならざるをえない経常収支赤字の拡大を国際通貨国であるという前提の下、IT産業を起動力として自らが生みだした経常収支赤字に規定される巨額なドル残高の「還流」対米資本流入を条件とする「ニューエコノミー」を達成するというダイナミックな経済成長を続けてきたのであり、ここでは経常収支赤字はアメリカにとっての足かせというよりむしろ「アメリカの強さの反映」として捉えられてきたのである。換言すれば、アメリカの経常収支赤字はかつての「必要悪」から成長のための「必要条件」として成長構造にビルトインされたのである。

3.3 経常収支赤字拡大の限界を画する要因

しかし、いくら経常収支赤字が自国通貨でファイナンスできることを背景に、その成長構造に「必要条件」としてビルトインされたとはいえ、今日のアメリカは史上初めて限界なく経常収支赤字を続けられる国となったのだろうか。

この問題に対してここまでいくつかの脚注において言及してきたように多くの公的研究機関および研究者は、長期的には不可能と結論づけた上でGDPに対する経常収支赤字の比率を提起するか、ドル減価による収支の不均衡是正を提起してきた。本稿の結論もまた、上記の構造のもとにあってもやはりアメリカは、他国同様に経常収支赤字の拡大に制限（ただし、アメリカとそれ以外の国では違ったかたちで限界が露呈されることは第1節で述べた通りである）をもつという見解にたつ。

これをまずアメリカが国際通貨国であるという事実があってもなお成立する次の制約条件、す

して第3がITによる生産性上昇を中心にする「技術変化 (technological change)」である。氏は、そのうち最も有力なものとして第3の仮説を支持している。同様の見解は、Michael R. Pakko “The U. S. Trade Deficit and the “New Economy””, *Review*, Federal Reserve Bank of St. Louis, September/October, Vol. 81 No. 5, 1999, p. 19およびHiggins, Matthew and Thomas Klitgaard “Viewing the Current Account Deficit as a Capital Inflow” *Current Issues in Economics and Finance*, Federal Reserve Bank of New York, Vol. 4 No. 13, December 1998, pp. 2-3にもみられる。

43) Council of Economic Advisers, *Economic Report of the President*, Washington D. C., 1999.

(邦訳：平井規之監訳 『1999年 米国経済白書』 『エコノミスト 臨時増刊』 毎日新聞社、1999年)

なわち経常収支赤字が GDP のマイナス要因であるという点から検討を加え、その背後にある規定要因を指摘するという手順でまとめることにしよう。なお、本来ならば経常収支赤字を制約する要因にはさらに「景気の過熱・経常収支赤字の拡大・物価上昇 インフレ率の高進 利子率の上昇 不況」というルートが考えられる。このルートと「ドル危機」との関係について拙稿（2005）は考察しているわけであるが、ただこれまで論じてきたように1990年代以降のアメリカ経済の特質は物価上昇圧力の緩和によって景気過熱が先延ばしされてきたことに求められる。それゆえここではこのルートは制約要因になりえないことから、顧慮の外としている。しかもニューエコノミーの反転としてのリセッションに継続される超低金利期の創出は、このメカニズムを隠匿してしまっているのである。

さて本節前項でみたように、国際通貨国であるアメリカは自国通貨による対外支払手段の制約を免れ、国内の高い投資を賄うための資本財輸入を拡大させてきた。これらは対外的には経常収支赤字拡大という「弱い」アメリカでありながら、同時にまた持続的な成長を続ける「強い」アメリカのための条件であったのである。しかし、この成長構造が成立するためには「良い」経常収支赤字のための前提、すなわち アメリカが国際通貨国であることを背景として如何に経常収支赤字を継続しようとも、それが国内での投資需要を充たすための資本財輸入に結びつくものであること、対米資本流入はアメリカ自身の生み出した経常収支赤字（および対外投資）に規定されるものであるとはいえ、国内金融市場の活況を背景とする巨額な対米資本流入が生じること、そして その資本流入が国内での積極的な投資を実現するものであること、この3点が好循環を描くことを前提にしている。これが成立している限りにおいては、国内投資が内需拡大を実現し、GDPにとってマイナスである経常収支赤字を吸収するので、如何に経常収支赤字規模が拡大しようとも問題とならないのである。ドルへの懸念が熱を帯びて論じられるのは必ず、アメリカの景気が後退するとき、すなわち対外赤字を内需では補えなくなる時であるということがこれを根拠づけることになる。つまり、マクロ的な意味では先の1999年の『アメリカ経済白書』が示した「良い」経常収支赤字論はこれ自体としては正しいのである。

だが、そうはいつでもアメリカの経常収支赤字はどこまでも続くことを意味しない。経常収支赤字拡大の下での長期経済繁栄という1990年代のアメリカ経済の事実認識を説明した上記の「良い赤字」、「悪い赤字」といった議論は、いくつかの見落としをしていることもまた事実である。

第1に、これを世界のあらゆる国・地域に適用できるか否かという問題である。経常収支赤字が如何なるプロセスを経て旺盛な投資と結びついていようとも、アメリカ以外の国はアメリカのような規模の経常収支赤字を達成し得ない。すでに1節で論じた点ではあるが、アメリカ以外の国は最終的には外貨の壁を乗り越えることはできないのである。換言すれば、経常収支赤字拡大を続けながら成長を続ける構造は、国際通貨国アメリカに独自の「特権」を前提とし

たものであるという認識が見落とされている。

第2に、経常収支赤字と収益性のある国内投資が結びつき構造化したというような楽観的な認識は、資本主義においては必然の景気循環についての基本認識を欠いている。そのもっとも端的な議論は、「ニューエコノミー」期にみられた「景気循環の消滅」に関する議論であろう⁴⁴⁾。景気循環の分析、言い換えると利潤と利潤率を分析の中心にすえる資本主義分析には、利潤の獲得を第一の目的とするがゆえに資本は資本蓄積をおこない同時に生産性を上昇させていかなければならず、このことが利潤率の低下を引き起こすこと、そしてそれを乗り越えようとする資本の運動が信用の拡大と競争の激化を媒介にして景気の過熱化を不可避なものとすることが説明される。もちろん景気の過熱はいつまでも続くわけではない。諸々の過熱現象の結果、損益分岐点が高くなった景気の過熱局面にあっては、わずかな販売の停滞が先端部門を皮切りとして利潤率の全般的低落をもたらす。全般的な利潤率の低下は、追加的新規投資を停止させるであろう。こうなるとやはり経常収支赤字はGDPのマイナス要因であるという側面が前面に押し出されざるをえない。経常収支赤字が拡大すればするほど、それを吸収する内需拡大型の経済成長を続けざるをえず、これを達成するには、新投資需要を生み出す新産業の創出という重荷を背負うことになる。こうして経常収支赤字の拡大は、内需型成長の困難という壁を乗り越える実体経済の動向（それは時として金融取引の動きに覆われていることもあるが）に、すなわち究極的には現実資本の蓄積の限界そのものによって規定されることになる。対外的には何ら制約を受けることのないようにみえるアメリカの経常収支赤字の拡大の限界はここにあり、これを乗り越えることができなければ、経常収支赤字は自ら反転せざるをえないのである。

第3に、もちろん収益ある投資を実現できなければ、低金利政策と減税・財政支出に依存するほかないが、それらはまさに自らが「悪い」と認める経常収支赤字になることを認めることにならざるをえない。しかも、これらの財政・金融政策が景気循環をなだらかなものにさせはしても、経済成長を決めるのは結局は現実資本の蓄積以外にないのである。

むすびにかえて

本稿の結びにあたって、ドル体制下に生まれたユーロの可能性と本稿の残された課題について言及しておくとする。

金ドル交換停止以降アメリカは、経済的には各国にとって商品の価値実現の場を提供するという役割が増すにつれて経常収支赤字の拡大＝ドル残高の累増を続けてきた。通貨面から言え

44) 例えばWeber, S., "The End of Business Cycle?" *Foreign Affairs*, July/August 1997 が挙げられよう。

ばその意味は、「弱いドル」を生み出しながら、なおかつドルなしでは決済し得ない状況をつくることでドル体制をますます強固にしてきたといえるであろう。本文で論じたように、持ち手や形態は転々と変わろうとも保有されているドル資産は、ドル資産としてアメリカ国内にとどまらざるをえない。この姿がドル体制そのものである。

ただしそれは、ドルに代わる有力な国際通貨が存在しなかったからであり、ユーロの登場は生み出されたドルが持ち手や形態は転々と変わろうとも、ドル資産としてアメリカ国内にとどまるという「自動的」ファイナンスの枠を超えてドル残高減少のもっとも恐れられる事態である資本逃避を生じさせる可能性をもっている。ユーロがかつて国際市場においてプレゼンスを高めてなお国際通貨になりえなかった円やマルクのような役割になるのか、ドルに比する国際通貨たりえるかは今の段階では判断を下す材料に欠けている。しかし、ドルからの資本逃避が実際に生じるとすれば、それは「ドル危機」にとどまらない現行ドル体制の瓦解の可能性をもつことになるであろう。

すなわち、本稿の結論である現実資本の蓄積の限界が経常収支赤字の限界として現れる前にもその限界が表面化することがありうるのである。現実資本の蓄積を超える貨幣資本蓄積の限界とも言い換えうるこの点についてのいっそうの考察は別稿をもって行うことにしたい。

本稿は、石井記念証券研究振興財団 平成17年度研究助成の成果の一部である。

【主要参考文献】

(外国語文献)

- Baily M. N. and R. Z. Lawrence "Do We Have a New Economy?" *American Economic Review*, Vo. 91 No. 2, May 2001.
- Bergsten, C. F. (ed.), *International Adjustment and Financing: The Lessons of 1985-1991*, Institute for International Economics, 1991.
- Council of Economic Advisers, *Economic Report of the President*, Washington D. C., 2005.
(邦訳：萩原伸次郎監訳 『2005年 米国経済白書』 『エコノミスト 臨時増刊』 毎日新聞社, 2005年)
- Council of Economic Advisers, *Economic Report of the President*, Washington D. C., 2001.
(邦訳：平井規之監訳 『2001年 米国経済白書』 『エコノミスト 臨時増刊』 毎日新聞社, 2001年)
- Council of Economic Advisers, *Economic Report of the President*, Washington D. C., 1999.
(邦訳：平井規之監訳 『1999年 米国経済白書』 『エコノミスト 臨時増刊』 毎日新聞社, 1999年)
- Dertouzos, Michael L., Richard K. Lester, Robert M. Solow and The MIT Commission

- on Industrial Productivity, *Made in America: Regaining the Productive Edge*, Cambridge, MIT Press, 1989. (邦訳: 依田直也 『Made in America』 草思社, 1990年)
- Feldstein, M. “The Dollar and the Trade Deficit in the 1980s: A Personal View”, NBER Working Paper 4325, 1993.
- Gagnon J. E. “U. S. International Transactions in 2000” *Federal Reserve Bulletin*, May 2001, p. 293-294.
- Gaulier, G., Lemoine, F., and Unal-Kesenci, D. “China’s Integration in Asian Production Networks and Its Implications”, paper prepared for REITI Conference “Resolving New Global and Regional Imbalances in an Era of Asian Integration” Tokyo, June 17-18, 2004.
- Hervey, Jack L. and Loula S. Merke “A record current account deficit: Causes and implications”, *Economic Perspectives*, Fourth Quarterly, Federal Reserve Bank of Chicago, 2000.
- Higgins, Matthew and Thomas Klitgaard “Viewing the Current Account Deficit as a Capital Inflow” *Current Issues in Economics and Finance*, Federal Reserve Bank of New York, Vol. 4 No. 13, December 1998.
- IMF, *International Financial Stability Report*, Figure 1. Major Net Exporters and Importers of Capital in 2004, September 2005, p. 155.
- , *International Capital Markets: Developments, Perspectives, and Key Policy Issues*, Washington, D. C., 1997.
- Krugman P. R. “Is the Strong Dollar Sustainable?” NBER Working Paper 1644, 1985.
- , *Strategic Trade Policy and the New International Economics*, Massachusetts, MIT Press, 1986. (邦訳: 高中公男 『戦略的通商政策の理論』 文眞堂, 1995年)
- McKinnon, R. I. “Introduction: The East Asian Exchange Rate Dilemma” *Exchange Rates Under The East Asian Dollar Standard: Living With Conflicted Virtue*, Massachusetts, MIT Press, 2005.
- Mann, C. L. “The US Current Account, New Economy Services, and Implications for Sustainability” *Review of International Economics*, Vol. 12 No. 2, May 2004.
- “How Long the Strong Dollar?” in C. Fred Bergsten and John Williamson (eds.), *Dollar Overvaluation and the World Economy*, Institute for International Economics, 2003.
- “Is the US Current Account Deficits Sustainable?: Two Views” a paper prepared for the International Symposium on the US Economy on April 8, 2003.
- *Is the US Trade Deficit Sustainable?*, Institute for International Economics, Wash-

ington D. C., 1999.

Mario Marazzi, Nathan Sheets, and Robert Vigfusson and Jon Faust, Joseph Gagnon, Jaime Marquez, Robert Reeve, and John Rogers “Exchange Rate Pass-through to U. S. Import Prices : Some New Evidence” *International Finance Discussion Papers*, No. 833, Board of Governors of the Federal Reserve System, April 2005.

Mussa M. “Sustaining Global Growth While Reducing External Imbalances” C. F. Bergsten and Institute for International Economics, *The United States and the World Economy*, Washington D. C., 2005.

Obstfeld M. and K. Rogoff “The Unsustainable US Current Account Position Revisited” NBER Working Paper 10869, November 2004.

Oierre-Olivier Gourinchas and Helene Rey (“From World Banker to World Venture Capitalist : The U. S. External Adjustment and the Exorbitant Privilege” August 2005. NBER Books on the Web <http://www.nber.org/books/curreacct/gourinchas-rey8-5-05.pdf> より採録)

Olivei, Giocanni P. “Exchange Rates and the Prices of Manufacturing Products Imported into the United States” *New England Economic Review*, First Quarter, 2002.

O’Mahony and van Ark “EU Productivity and Competitiveness : An industry perspective” European Comission, 2003.

Pakko M. R. “The U. S. Trade Deficit and the “New Economy” ”, *Review*, Federal Reserve Bank of St. Louis, September/October, Vol. 81 No. 5, 1999.

Robert J. Gordon “Five Puzzles in the Behavior of Productivity, Investment, and Innovation” NBER Working Paper 10660, August 2004.

Tyson, L. D., *Who’s Bashing Whom ? : Trade Conflict in High Technology Insutries*, Washington D. C., Institute for International Economics, 1992. (邦訳 : 竹中平蔵 『誰が誰を叩いているのか』ダイヤモンド社, 1993年)

Warnock F. E. “U. S. International Transactions in 1999” *Federal Reserve Bulletin*, May 2000, p. 314.

Williamson J. (ed.), *Estimating Equilibrium Exchange Rates*, Washington D. C., Institute for International Economics, September 1994.

(日本語文献)

飯島寛之 『「ドル危機」の基本性格とアメリカ為替政策の展開』 『立教経済学研究』 第58巻第4号, 2005年

伊豆久 『米国への資本流入は持続的か』 『証研レポート』 第1593号, 2001年

- 河村哲二『現代アメリカ経済』有斐閣アルマ, 2003年
- 小西一雄「過剰ドルと今日のドル体制(上)」『金融経済』第191号, 1981年
——「金融『革新』と国際的資金循環」久留間健・山口義行・小西一雄編『現代経済と金融の空洞化』有斐閣選書, 1987年
- 白井早由里『入門現代の国際金融』東洋経済新報社, 2002年
- 滝沢健三『国際通貨』新評論, 1980年
- 立石剛「国際金融システム不安とドル本位制」萩原伸次郎・中本悟編『現代アメリカ経済』日本評論社, 2005年, 第9章所収
——『米国経済再生と通商政策』同文館, 2000年
- 徳永潤二「1990年代後半の国際資本移動におけるアメリカの役割」『金融経済研究』第22号, 2005年
- 萩原伸次郎・中本悟編『現代アメリカ経済』日本評論社, 2005年
- 中本悟「多国籍企業と通商政策」萩原・中本編『現代アメリカ経済』日本評論社, 2005年, 第8章所収
——『現代アメリカの通商政策』有斐閣, 1999年
- 日本貿易振興会『ジェットロ貿易投資白書(2005年版)』日本貿易振興会
——『ジェットロ貿易投資白書(2005年版)』日本貿易振興会
- 松田岳「アメリカ『株価急騰』の金融メカニズム」『立教経済学研究』第54巻第2号, 2000年
- 山本栄治「『ドル本位制』と国際金循環の不安定性」『国際通貨と国際資金循環』日本経済評論社, 2002年
- 横田綾子「国際通貨ドルの変容 80年代なかば以降の諸相」奥田宏司編『ドル体制の危機とジャパンマネー』青木書店, 1992年