

国際資金循環と日本

藤田 誠 一*

I. はじめに

1980年代の国際経済・金融の特徴は、日本の黒字とアメリカの赤字に代表される経常収支の国際的不均衡の拡大と、国際的な資本移動の巨大化・膨張とそれにともなう為替レートの乱高下であった。日米間の不均衡は貿易摩擦を激化させる一方で、日本の金融・資本市場の自由化・国際化を促進することを通じて、国際資本移動を活発化させる要因ともなった。

これらの問題に対し、日本政府は前川レポートに代表される内需拡大と市場開放を政策課題として掲げながらも、『経済白書』、『通商白書』、『世界経済白書』などを通じて黒字・貯蓄有用論を展開し、日本の国際収支構造を正当化することを試みてきた。すなわち、日本の経常収支の黒字は国内の貯蓄超過という構造的な要因によるものであり、日本は資本輸出をすることにより黒字を還流させるといふ、世界経済における金融仲介の役割をはたしているとの論理である。

本稿の目的は、国際資金循環の考え方をを用いて日本の国際収支構造を検討し、世界経済における日本の役割を再検討するフレームワークを提供することにある。国際資金循環分析の基本的な考え方を整理した後、黒字・貯蓄有用論を再検討し、日本を中心とする資金循環の持つ意味を考える。

II. 国際資金過不足と国際資金循環

(1) 国際資金循環分析と国際収支表

資金循環分析とは、国民経済における資金

* 神戸大学大学院国際協力研究科助教授

の流れを観察することを通じて、实体经济と金融の関係を明らかにするねらいを持っているが、このような考え方をグローバルに応用しようとするのが国際資金循環分析である¹。国際資金の流れは、産業的流通（非金融取引）と金融的流通（金融取引）とからなるが、このうち国際的産業的流通は財・サービスの国際的移動の代価としての、さらには一方的移転による資金の流れの合計、すなわち国際収支表の経常勘定に記帳される資金の流れに、また国際的金融的流通とは国際収支表の資本勘定に記帳される、各国の経常勘定の不均衡をファイナンスするための資金の流れに該当する。

国内の資金循環分析では、部門別の資金過不足が金融市場を通じてどのようにファイナンスされるかが狭義の資金循環と呼ばれるが、国際資金循環分析では、国内の各部門の資金過不足の合計に当たる一国全体の資金過不足（貯蓄投資差額）がその国の経常勘定の不均衡となり、それが国際金融市場を通じてファイナンスされる過程が狭義の国際資金循環となる。

ところで、国際収支表は複式簿記の原理に基づいて記帳されるため、貸方（受取）の合計と借方（支払）の合計は常に等しい。すなわち、

$$\begin{aligned} & (\text{経常勘定貸方} - \text{経常勘定借方}) + \\ & (\text{資本勘定貸方} - \text{資本勘定借方}) = 0 \quad (1) \end{aligned}$$

あるいは、 $\text{経常収支} + \text{資本収支} = 0$ (1') という関係が成立し、経常収支の不均衡は同額の資本収支により必ずファイナンスされる。

一般に資金過不足と資金循環との間には、 $I + \Delta A = S + \Delta L$ 、あるいは $I - S = \Delta L - \Delta A$ という関係がある（ I は投資、 S は貯蓄、 ΔA は金融資産増、 ΔL は金融負債増をそれぞれ表す）。国際資金循環では国内の資金過不足がその国の経常収支に該当するため、経常黒字国（ $S > I$ ）では対外金融資産の純増（資本収支赤字）が、また経常赤字国（ $S < I$ ）では対外金融負債の純増（資本収支黒字）が発生することになる。

ここで、資本勘定の取引を自生的な資本取引（アバブ・ザ・ライン）と調整的な資本取引（ピロウ・ザ・ライン）に分類すると、

$$\begin{aligned} & (\text{資本勘定貸方} - \text{資本勘定借方}) \\ & = (\text{狭義資本勘定貸方} - \text{狭義資本勘定借方}) \\ & \quad + (\text{金融勘定貸方} - \text{金融勘定借方}) \quad (2) \end{aligned}$$

これを(1)式に代入すると、

$$\begin{aligned} & (\text{経常勘定貸方} - \text{経常勘定借方}) + \\ & (\text{狭義資本収支貸方} - \text{狭義資本勘定借方}) \\ & = \text{総合収支} \\ & = - (\text{金融勘定貸方} - \text{金融勘定借方}) \quad (3) \end{aligned}$$

あるいは、 $\text{経常収支} + \text{資本収支} = \text{総合収支}$

$$= - \text{金融勘定収支} \quad (3')$$

という関係がえられる。すなわち、経常黒字国が黒字を越える純資本輸出を行うと総合収支は赤字となり、金融勘定の黒字によってファイナンスされねばならず、純資本輸出が経常黒字未満の場合には総合収支は黒字となり、金融勘定で赤字（資本流出）を計上しなければ

1 資金循環分析、国際資金循環分析の基本的なフレームワークについては、例えば石田定夫(1993)を参照のこと。

第1表 世界の経常収支

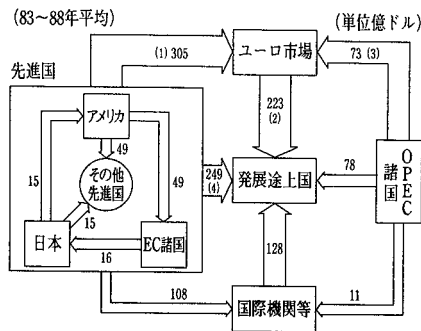
	85	86	87	88	89	90	91	92	93	94
先進国 (OECD)	△ 62.0	△ 30.0	△ 60.0	△ 54.0	△180.0	△113.0	△ 20.0	△ 32.0	△ 17.0	△ 15.0
日本	49.2	85.8	87.0	79.6	57.2	35.8	72.9	118.9	132.5	137.7
アメリカ	△121.7	△147.5	△163.5	△126.7	△101.1	△ 90.4	△ 3.7	△ 56.1	△ 65.4	△ 74.7
ドイツ	16.4	39.5	45.9	50.6	57.4	47.1	△ 19.8	△ 25.8	△ 24.9	△ 24.9
発展途上国	△ 12.0	△ 30.0	22.0	1.0	△ 7.0	△ 14.0	△ 88.0	△ 77.0	△ 87.0	△ 93.0
OPEC	2.0	△ 28.0	△ 6.0	△ 15.0	△ 1.0	18.0	△ 48.0	△ 31.0	△ 31.0	△ 33.0
NIEs	9.0	22.0	31.0	28.0	24.0	14.0	10.0	10.0	12.0	14.0
他アジア	△ 22.0	△ 13.0	△ 7.0	△ 15.0	△ 19.0	△ 13.0	△ 19.0	△ 17.0	△ 22.0	△ 24.0
中南米	△ 6.0	△ 14.0	△ 7.0	△ 3.0	△ 8.0	△ 12.0	△ 20.0	△ 21.0	△ 25.0	△ 26.0
アフリカ	△ 4.0	△ 6.0	△ 4.0	△ 8.0	△ 8.0	△ 6.0	△ 5.0	△ 9.0	△ 8.0	△ 7.0
東欧	8.0	9.0	17.0	12.0	5.0	△ 15.0	△ 6.0	△ 10.0	△ 13.0	△ 16.0
世界計	△ 74.0	△ 60.0	△ 37.0	△ 53.0	△ 86.0	△127.0	△108.0	△109.0	△103.0	△108.0
旧ソ連	0.6	1.0	4.0	3.1	△ 1.0	△ 5.1	△ 2.9	△ 9.0	△ 12.5	△ 13.5
世界(旧ソ連含)	△ 73.4	△ 59.0	△ 33.0	△ 49.9	△ 87.0	△132.1	△110.9	△118.0	△115.5	△121.5

- (備考) 1. 旧ソ連の90年以降の数値は、対OECD諸国の経常収支。
 2. OPEC以外の途上国地域には、OPEC加盟国を含まない。
 3. 92年以降は、OECDによる推計値。

(資料) OECD「ECONOMIC OUTLOOK」「FINANCIAL MARKET TRENDS」

〈出所〉『通商白書』(1993年版)、286ページ

第1図 国際資金循環の変化

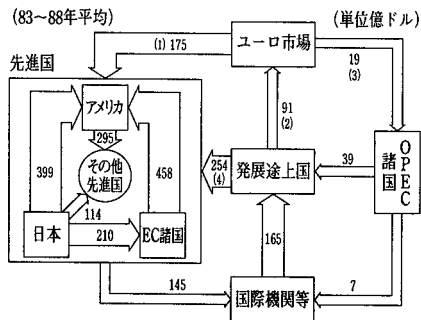


- (備考) 1. ユーロ市場とは現実には各国と別個に存在するものではないが、ここでは便宜的に上図のような表示方法をとっている。
 2. (1)は国際銀行資金お調達と運用から求めている。
 3. (2), (3)はBIS報告銀行の報告地域外諸国との取引から求めている。
 4. (4)は中長期資金純移転をとっている。
 5. (2)と(4)には重複がある。

(資料) 日本銀行「国際収支統計月報」、アメリカ商務省「Survey of Current Business」
 BIS年報、OECD「Development Co-operation」

世界銀行「World Debt Table」

(出所) 『通商白書』(1991年版)、38ページ



ばならない。

Ⅲ. 80年代の国際資金循環の特徴

国際資金循環分析を応用すると、1980年代の国際資金循環は、次のような特徴を持っている（第1表、第1図）。

(1) 国際資金過不足（経常収支）の変化

1970年代と比較した大きな変化の第1は、2度の石油価格の引き上げの結果巨額の経常収支黒字によるオイルマネーを蓄積した産油国が、80年代半ば以降は恒常的な赤字国に転落したことである。70年代のオイルマネーはユーロ市場や先進国の金融市場を経由して、あるいは直接に発展途上諸国の赤字のファイナンスに用いられた（オイルマネーのリサイクル）²。また、OPEC諸国はIMFなどの国際機関への出資額も増加し（サウジアラビアはIMFの出資額では第6位）、国際的な資金供給者であった。

第2に、1960年代から70年代を通じて最大の債権国であったアメリカが、83年以降巨額の経常収支の赤字を計上し、資金の最大の需要国に転落し、85年には対外純債務国となり、それ以降も経常赤字の継続により純債務は累積している。レーガノミクスによる高金利と、発展途上諸国の債務危機後の貸し出し先の消滅により、主要国の資金がアメリカに流入したため為替レートは経常収支赤字にもかかわらずドル高となり、赤字をさらに

拡大させるといふ、悪循環がみられた。

第3に、旧ソ連・東欧ブロックの崩壊と、その自由化・市場経済化による経常収支の悪化および、経済復興のための資金需要が新たな資金不足として加わった。

第4に、経常収支の悪化から国際的な資金需要が増加するのと対照的に、83年から拡大した日本の経常収支の黒字は、89・90年には縮小したものの91年以降再び拡大し、ドイツが統合によって経常収支が赤字となったため、国際的に資金を供給し得る唯一の貸し手となっている。日本の経常収支の黒字に対する批判が多い中で、黒字有用論や貯蓄有用論が主張される背景には、こうした日本の余剰資金に対する潜在的な需要といった問題がある。

(2) 国際資金循環の変化

70年代の資本移動は、主として先進国とOPECから直接に、あるいはユーロ市場を経由して発展途上諸国へという経路であり、また資本移動の形態としては多国籍銀行によるローン形式が主流であった。しかし80年代に入ると、債務危機の発生により先進国から発展途上諸国への資本流入は途絶え、さらには重債務国が集中するラテンアメリカ地域から先進国へ資本逃避などのため資本が逆流する現象も見られた。その一方で、アジア地域へは主として直接投資形態で資本が流入し、アジアNIEs諸国さらにはASEAN諸国の経済発展を促進した。このように、発展途上国は先進国からの資本流入の差により明暗を分けた。70年代後半以降の資本移動の自

2 OPEC諸国の経常黒字は、73年67億ドル、74年683億ドル、79-81年はそれぞれ698億ドル、1164億ドル、686億ドルであった。

由化は、南北間の資本移動を激減させる一方で先進国間の資本移動を活性化させ、アメリカの高金利を背景にその双子の赤字をファイナンスした。

資金余剰国から資金不足国への資金の流れは、公的資金と民間資金に分類することが出来る。公的資金は、国際機関からの貸出、政府開発援助（ODA）、政府による借款などからなる。一方、民間資金は銀行による融資、直接投資、証券投資などである。

このうち、証券投資は国際的な直接金融に、その他は国際的な間接金融に該当する。直接金融と間接金融の違いは、間接金融の場合には贈与を除けば貸出条件として厳しいコンディショナリティが課されるのに対し、直接金融の場合にはそのような条件は課されない。間接金融の場合には、資金供給者が国内の銀行融資同様のモニタリングを行っていると考えることが出来る³。

70年代のオイルマネーは、預金として先進国の金融市場へ流入した後、シンジケートローンの形態で発展途上国へ貸し出された。国際的な間接金融方式でのファイナンスといえる。しかし、間接金融によるモニタリング機能が発揮されたわけではないことは、後の債務危機の発生で露呈されることになった。シンジケートローン形式の採用と変動金利でのロールオーバー方式によるリスクの軽減と、公的保証債務（ソブリンローン）による信用

リスクの低下が、債権銀行のモニタリング機能を麻痺させていたといえよう。

債務危機発生後は、重債務国への民間銀行からの資金流入は途絶し、発展途上国への民間資金は急減した。残された資金源としては、公的資金が中心となった（82年には43.1%であった公的資金の割合は86年には67.9%にまで上昇した）。特に発展途上国向け資金フローをネットベースで見ると（86-89年）、81.8%が公的資金となっている。債務危機に陥らなかったアジア諸国（NIEs, ASEAN）には日本をはじめとする先進国からの資金流入が見られたが、それらは直接投資、借款の形態であり、債券発行による直接金融方式ではなかった。第2表は発展途上国の経常赤字のファイナンス手段を地域別に比較したものである。非債務性資金フローとはODAの無償部分と直接投資のように発展途上国の債務とはならない資金フローを、Except-

第2表 発展途上国の経常赤字ファイナンスの地域比較（1983～90年）

（単位：億ドル，%）

	ア ジ ア	ア フ リ カ	中 南 米
非債務性資金フロー	889(37.6)	549(27.8)	498(16.5)
対外借入	1,306(55.2)	659(33.3)	887(29.4)
Exceptional Financing	170(7.2)	770(38.9)	1,633(54.1)
計	2,365(100.0)	1,798(100.0)	3,018(100.0)

（出所） IMF

〈出所〉 下村恭民「発展途上国から見た国際資金フロー」（篠原三代平（1993）所収）

tional Financingとは期限の到来した債務支払の繰り延べを意味し、この場合には新たな資金流入があるわけではなく、資金流出が圧縮されるだけとなる。アジア地域では対外

3 国際資金循環における間接金融と直接金融の違いについては、寿崎雅夫「米国は『金融節度』を守れ」日本経済新聞 1994年1月25日（経済教室）を参照のこと。

借り入れが55%を占め、直接投資やODAも順調に流入しているが、ラテンアメリカではExceptional Financingが54%を占めており、赤字のファイナンスの困難さを示している。

80年代のアメリカの双子の赤字は、直接投資の急増も見られるが、その多くはアメリカ国債の購入という形態でファイナンスされた。最大の資金供給国である日本の資金供給形態も、後にみるようにその大半が証券投資であった。80年代の先進国間の資金循環は、セキュリティゼーションの傾向を反映して、このような直接金融方式が中心であった。

80年代末以降の旧ソ連・東欧諸国の市場経済化を目指す経済改革に必要な資金は、IMFの見通しでは92年から96年まで年平均約330億ドルと推定されているが、これらの資金が民間資金形態で供給される見込みは薄く、IMF・世銀を中心とした公的資金が供給源として期待されている。

IV. 日本の経常収支黒字と黒字有用論

(1) 貯蓄投資バランスと経常収支

第1表に示されるとおり、日本の経常収支は一貫して黒字を計上し、87-90年には縮小したものの、その後は再び増加している。経常収支の不均衡は、いくつかのアプローチにより説明される。

国民所得勘定より、次のような恒等関係を導くことが出来る。

$$(X-M) = Y - (C+I) - (G-T) \quad (5)$$

(ただし、X：財・サービスの輸出、M：財・

サービスの輸入、Y：国民所得、C：消費、I：投資、G：政府支出、T：租税収入)

いま移転支払を無視すると、左辺は経常収支差額を、また右辺の(C+I)と(G-T)の合計は国内のアブソープションをそれぞれ表している。国内のアブソープションの合計をEで表すと、(5)式は

$$(X-M) = Y - E \quad (6)$$

と変形することができる。また(5)式は、

$$(X-M) = (S-I) + (T-G) \quad (7)$$

とも変形することが出来る。

(X-M)を物価や為替レートの変動により直接に説明する弾力性アプローチに対しては、近年為替レートの経常収支調整効果が期待されたほどスムーズには機能しないため、その説明力に疑問が提示されている⁴。それに代わって、一国の経常収支の不均衡をマクロ経済的な視点から説明しようとするアプローチ、特に経常収支の動きを貯蓄と投資の関係から説明する、ISバランスアプローチ(7)が近年有力視されるようになった。

第3表は、わが国の部門別の資金過不足の対名目GNP比の推移を示している。個人(家計)部門は、一貫して資金余剰部門である。これに対し、法人企業部門は一貫して資金不足であるが、石油危機の後縮小した資金不足が80年代の後半以降拡大し、その後バブルの崩壊にともない再び縮小しつつある。

4 経常収支不均衡を為替レートの調整で解決しようとするアプローチは、Bergsten(1991)に収録されているWilliam R. ClineやPaul Krugmanに代表される。なお、Krugmanはこのようなアプローチをマサチューセッツ・アベニュー・モデルと名付けている。

第3表 部門別資金過不足の推移（対名目GNP比率）

（単位：％）

	昭和 40～49年 平均	50～59年 平均	60年	61年	62年	63年	平成 元年	平成 2年	3年	4年
法人企業部門	△7.1	△2.9	△1.8	△1.3	△2.2	△4.5	△6.7	△9.0	△6.9	△6.0
個人部門	9.4	10.2	9.7	10.1	7.8	7.4	9.1	9.9	8.4	9.9
公共部門	△2.6	△7.1	△4.1	△4.1	△1.4	0.6	0.6	0.8	0.7	△1.6
（中央政府）	(△0.6)	(△3.8)	(△2.1)	(△2.3)	(△0.5)	(0.4)	(0.4)	(0.6)	(1.3)	(0.3)
（地方公共団体・公団）	(△3.2)	(△3.3)	△(2.0)	(△1.8)	(△0.8)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(△0.7)	(△1.9)
〔国内非金融部門〕	[△0.4]	[0.2]	[3.7]	[4.7]	[4.2]	[3.5]	[3.0]	[1.6]	[2.2]	[2.3]
金融部門	1.1	0.6	△0.1	△0.4	△0.7	△0.7	△1.0	△0.4	△0.1	0.9
海外部門	△0.7	△0.8	△3.6	△4.2	△3.6	△2.7	△2.0	△1.2	△2.2	△3.2

（出所）日本銀行「平成4年の資金循環」、『日本銀行月報』、1993年7月、9ページ

公共部門は、70年代後半から法人企業部門をしのぐ資金不足にあったが、その後の財政再建によりほぼ均衡状態にある。金融部門を捨象すると、これら国内の諸部門の資金過不足の反対側に位置するのが海外部門であるが、わが国の経常収支の黒字を反映して資金不足であり、80年代後半急拡大した後縮小したものの、90年代には再び拡大している。

(7)式は国民所得勘定における事後的な恒等関係を示しているに過ぎないが、この関係から「国内の貯蓄投資バランスが経常収支を決定する」という一方的な因果関係を前提に、「為替レートを調整してもそれが国内の貯蓄投資バランスを変えない限り経常収支の調整には無力である」と主張するのが、前述の貯蓄投資バランス・アプローチである。

西村陽造(1992)は、ISバランスアプローチを用いて国内資金循環における構造的要因・循環的要因から日本の経常収支黒字の動きを次のように説明している。

①80～86年の経常収支黒字の拡大は、財政再建による構造的財政赤字の縮小により大

部分説明される。

②86～90年の経常収支黒字の縮小は、一般には輸出主導型経済から内需主導型経済への構造変化によるものと考えられているが、それは景気循環とバブルの影響を大きく受けたもので、構造的には経常黒字は縮小しなかった。

③この期間民間貯蓄投資差額と財政収支の合計で表される経常収支黒字のトレンドGNP比率は2.8%縮小したが、要因分析によればバブル要因が-3.8%と大きく貢献したのに対し、構造的要因は逆に+2.9%と黒字増加傾向にあった。

このように構造的黒字が拡大し続けていたところに、循環要因とバブル要因がさらに黒字拡大要因として加わったことが、90年代の黒字の拡大を生み出したというわけである。

(2) 黒字有用論

第1表は、先進国全体で経常収支が赤字となる中で、日本だけが巨額の経常黒字を計上していることを示している。日本の「独り勝

ち」に対する批判は80年代半ばから厳しく、日本は円高ドル安への為替レート誘導のための協調介入を実施するだけでなく、86年の前川リポートに代表されるように、輸出主導型経済から内需主導型経済への構造転換を公約してきた。また、92年以降の黒字の再拡大に対し、数回にわたる総合経済対策を実施するなど、黒字縮小に努力してきた。これらは(5)式で言えば、消費(C)、投資(I)、政府支出(G)などの増大および減税(Tの縮小)によって経常収支の黒字を減少させようとする、いわゆる内需拡大政策であった。それと同時に、製品輸入の拡大や市場アクセスの改善などにより、輸入(M)を増加させることを通じて黒字を減少させることも公約してきた。

ところで、1984年版の『経済白書』と『通商白書』は国際収支発展段階説を応用し、日本の経常収支を分析した。すなわち、日米両国が物価安定の下で高雇用を実現し、為替レートが購買力平価水準にあったとしても存在する「構造的経常黒字」の原因は国内の貯蓄投資差額であるが、そのような構造的な貯蓄超過は、国際収支発展段階説によれば日本が未成熟債権国の段階にあることを示しているとして、経常収支の黒字を肯定した。

その後の『経済白書』、『通商白書』、『世界経済白書』は、日本の長期資本輸出に焦点を当て、日本が世界に資金を供給する役割を果たしているとする、「国際的金融仲介」論を展開してきた。経常収支の黒字=資本収支の赤字であるから、「構造的黒字」論も「国際

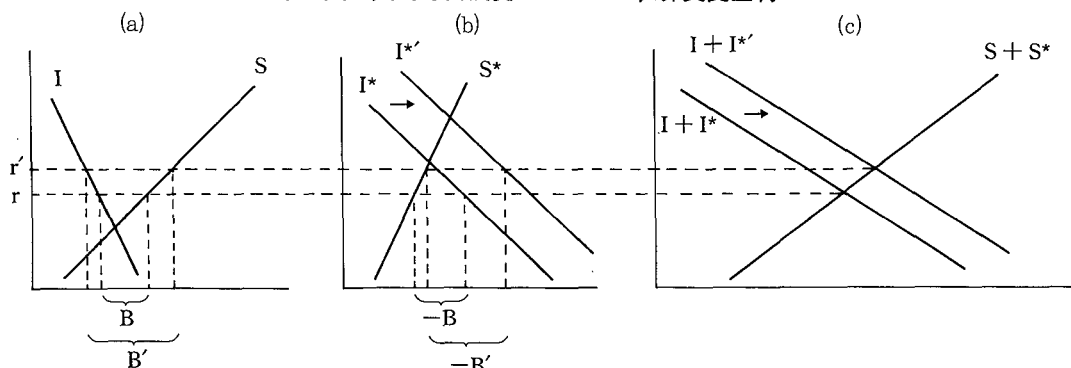
的金融仲介」論も同じ現象を表と裏から論じていることになる。

日本の経常収支は、86年に対G N P比4.3%と巨額の黒字を計上した後、89年には同2.0%、90年には1.4%と次第に縮小した。このような日本の経常黒字の縮小は、反面資金供給能力の低下をも意味している。また89年後半以降の旧ソ連・東欧諸国の急速な経済改革、東西ドイツの統合により、90年代には世界的に資金需要が高まり資金不足が予測されるに至った。そのため、日本のこれ以上の経常黒字の減少は、世界的な資金供給能力を低下させるためかえって有害であるとの見解が発表された。90年5月に出された外国為替等審議会による『我が国資本輸出をめぐる諸問題について(中間報告)』、同年11月の経済企画庁による『日本の対外黒字と世界の貯蓄不足問題』がそれである。

世界的な資金需給バランスの予測によると、旧ソ連・東欧の資金需要を除いた試算でも、91年に540億ドル、92年に1,030億ドル、93年には920億ドルの資金不足が予想された⁵。さらに91年10月におけるIMFの見通しによると、92年から96年までの年平均資金需要額が中東で120億ドル、旧ソ連・東欧で330億ドルとなっている。このような状況で唯一資金供給能力を持つ日本が黒字の削減によって余剰資金を減少させることは、世界経済にとって決して望ましいことではないとの主張である。

5 『世界経済白書』(1991年版)、276-87ページ

第2図 国別貯蓄投資バランスと世界実質金利



国際的な資金需給の変化と経常収支との関係を表したのが、第2図である⁶。(a)には黒字国(例えば日本)の貯蓄投資バランスが、(b)にはその他の赤字地域の貯蓄投資バランスが、(c)には世界全体の貯蓄投資バランスが描かれている。ここでは、貯蓄は実質所得と実質金利に、投資は実質金利に依存していると考え、世界的な実質金利は、世界全体の貯蓄と投資が均衡する水準に決定され、統合された資本市場(資産の完全代替性)を仮定すれば、均衡実質金利の下での各国の貯蓄投資バランスによってその国の経常収支が決定されることになる。(c)で決定された世界金利(r)の下では、(a)において日本は貯蓄超過であり同額の経常黒字(B)を、また(b)においてその他の地域が投資超過で経常赤字($-B$)を、それぞれ計上することが示されている。

ここで、その他の地域の資金需要が何らかの要因で増大したとしよう。(b)において I^* が右方にシフトすると、(c)においても $I + I^*$ が右方にシフトする。この時世界金

利は上昇し(r')、その他の地域の経常赤字と日本の経常黒字を増大させる($B', -B'$)。このように、世界的に潜在的な資金需要が増加する時には、必要なのは日本の黒字削減ではなく黒字の増加ということになる。

(3) 黒字有用論の検討

小宮隆太郎教授は、日米包括経済協議におけるアメリカの黒字削減要求と日本国内の内需拡大・市場開放・黒字削減論に対し、一貫して批判的な見解(いわゆる『小宮理論』)を展開されている。その論旨は、「趨勢的な」経常収支は各国の時間選好と資本の限界効率を反映したそれぞれの国の貯蓄投資バランスによって規定され、政策的に操作すべき変数ではないというものである。以下では、小宮教授のモデルを用いて、黒字有用論を検討することにする。

いま、フロート制を前提に資本移動が自由な下での2国(A国とB国)からなる国際経済モデルを考える⁷。政府部門を捨象すると、

6 基本的なアイデアについては、Pauly(1993)を参照。

7 小宮隆太郎 前掲書、第4章、吉川 洋(1992)、第6章を参照。ここでのモデルは、それらで展開されている古典派モデルに該当する。

両国の財市場の需給均衡条件は、

$$S(y) = I(r) + B(e, y, y^*) \quad (8)$$

$$S^*(y^*) = I^*(r^*) - B(e, y, y^*) \quad (9)$$

で表される。ここで B はA国の経常黒字（B国の経常赤字）を、 e は実質為替レートをそれぞれ表す。ただし、両国の実質所得 (y, y^*) は完全雇用水準で一定とする。また、世界全体の財市場の均衡条件（あるいは世界全体の資金の需給均衡条件）は、

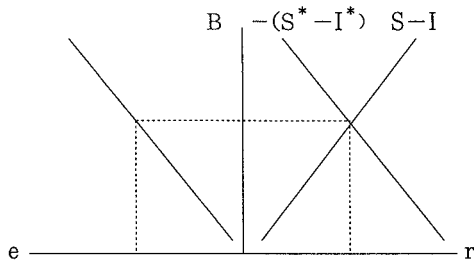
$$S(y) + S^*(y^*) = I(r) + I^*(r^*) \quad (10)$$

あるいは、

$$S(y) - I(r) = I^*(r^*) - S^*(y^*) \quad (11)$$

となる。資本市場が統合され両国の金融資産が完全代替であると仮定すると、両国の実質金利は等しくなる $(r=r^*)$ 。(8),(9),(11)の3つの式のうち独立な式は2つであり、例えば(8)と(11)より実質金利と為替レートが内生的に決定される。この関係を示したのが第3図であり、第1象限には(11)式の関係が、

第3図 貯蓄投資バランスと経常収支



第2象限には実質為替レートと経常収支の関係 $B = B(e, y, y^*)$ が描かれている。いま所与の両国の実質所得の下で、(11)式より世界全体の貯蓄と投資を一致させる水準に実質金利が決定されると、経常収支 B の大きさも決定される。経常収支の大きさが決まると、実

質為替レートが第2象限で決定されることになる。このようなモデル設定によれば、為替レートは両国の貯蓄投資バランスに影響を及ぼさないで、経常収支の改善には無効であり、また市場開放は第2象限において B 曲線を下方にシフトさせるが、その効果は実質為替レートの減価に吸収されてしまうため経常収支黒字を削減することにはならない。

黒字有用論（『小宮理論』）に対する主要な反論は、経済学の観点から(7)式や(8)式の性格に関するものと、現実の日米間の摩擦を解消するという政治的視点からのものからなっている⁸。ここでは、①事後的な恒等式から事前的な貯蓄投資バランスをどう読むか、②資本市場の統合（資産の完全代替性）という仮定は現実的か、③「潜在的」資金需要と「現実的」資金需要の区別、という3点から検討することにする。

① 事前的バランスと事後的バランス

(7)式は国民所得勘定から導かれた事後的関係を示している恒等式であるが、(8)式は国内財に対する需給を一致させるための均衡条件式である。事前的に需給が一致しない場合には、内生変数が変化することによって需給を調整し、事後的には必ず需給は一致する。『小宮理論』は趨勢的あるいは構造的な経常収支の決定を論じており、その意味では内生

8 例えば、赤羽隆夫「逆立ちした黒字・貯蓄超過論議」（『週刊東洋経済』1993年8月28日）は前者に、原田和明「政治的視点欠く黒字正当化論」（『週刊東洋経済』1993年8月7日）は後者に該当する。

変数の変化によって調整が終わった状態を念頭においているということになろう。一般に、事後的な恒等式のみから因果関係を議論することは出来ないが、内生変数の変化の方向を見ることによって、事前的なバランスを読みとることは可能である。

いま、完全雇用の前提をはずし、両国の貯蓄は所得と金利に、投資は金利のみに依存すると仮定しよう。A国では、事前的に $S(y, r) > I(r)$ 、B国では同じく $S(y^*, r^*) < I(r^*)$ であったとする。この時、 $S + S^* = I + I^*$ である保証はない。事前的に $S + S^* < I + I^*$ の場合には、金利が上昇し投資を抑制すると同時に所得の上昇が貯蓄を増加させ、事後的には $S + S^* = I + I^*$ が成立する。このような状況で黒字国が内需拡大をすると、資金不足をいっそう激化させ金利を上昇させてしまうことになる。

反対に、事前的に $S + S^* > I + I^*$ の状態にある場合には、金利の低下と所得の減少によって事後的に貯蓄と投資は均衡する。このような場合には、黒字国は内需拡大政策によって世界経済が不況化するのを防ぐ役割を期待されることになる。このような視点から見ると、日本の大幅な経常黒字は80年代後半と90年代前半とでは、世界経済にとって持つ意味が大きく異なる。

② 資本市場の統合化

このモデルでは世界の資本市場は統合化され、そこで取り引きされる金融資産は完全代替であると仮定されているが、先進国の間で

はこのような仮定が大体において満たされるとしても、今後大きな資金需要が予測される発展途上諸国や旧ソ連・東欧諸国については非現実的であろう。これらの諸国は経済復興・開発のための潜在的な資金需要を持ちながら、国際資本市場からは基本的に排除されており、資金の源泉を公的資金に大きく依存している。民間の国際資本市場は統合化が進んではいても、先進国とそれ以外の国では資金へのアクセスに大きな非対称性がみられるのである。この場合、これらの諸国は国際資本市場で通常より高い金利で資金調達をするか、あるいは潜在的な資金需要の抑制を余儀なくされる。公的資金は通常は市場金利より低い金利がつけられるが、潜在的資金需要を満たすだけの量の確保は難しく、また財源は国内の貯蓄超過とは無関係である。

③ 「潜在的」資金需要と「現実的」資金需要

多くの発展途上国の場合経済開発のための資金需要は多く存在するが、利潤という採算ベースでみて「現実的」な資金需要ばかりとは限らない。これは、民間資金と公的資金に共通の問題である。反対に、先進国は国際資本市場での借り入れが容易であるため、「潜在的」（効率的）でない資金需要まで「現実的」になる可能性がある。例えば、日本をはじめとする先進諸国がアメリカの国債への投資をしなかったとしたら、アメリカの双子の赤字はこれ程までに拡大しなかったはずである。

第4表 国際収支の推移

(単位：百万ドル)
(US \$ million)

項目 Item	経常収支				長期資本 収支	基礎的収支	短期資本 収支	誤差税漏	総合収支	金融勘定		
	Current Balance	貿易収支	貿易外収支	移転収支	(a)(d)	(d)	(a)(b)(d)			(c)	外貨準備増減	その他
		Trade Balance	Services	Unrequited Transfers	Longterm Capital	Basic Balance	Shortterm Capital			Error Omissions	Balance of Monetary Movements	Gold Foreign Exchange Reserves
1982	6,350	18,079	△9,848	△1,381	△14,969	△8,119	△1,579	4,727	△4,971	△4,971	△5,141	170
83	20,799	31,454	△9,106	△1,549	△17,700	3,099	23	2,055	5,177	5,177	1,234	3,943
84	35,799	44,257	△7,747	△1,507	△49,651	△14,648	△4,295	2,743	△15,200	△15,200	1,817	△17,017
85	49,169	55,986	△5,165	△1,652	△64,542	△15,373	△936	3,991	△12,318	△12,318	197	△12,515
86	85,845	92,827	△4,932	△2,050	△131,461	△45,616	△1,609	2,458	△44,767	△44,767	15,729	△60,496
87	87,015	96,386	△5,702	△3,669	△136,532	△49,517	23,865	△3,893	△29,545	△29,545	39,240	△68,785
88	79,631	95,012	△11,263	△4,118	△130,920	△51,299	△51,299	2,796	△28,982	△28,982	16,183	△45,163
89	57,157	76,917	△15,526	△4,234	△89,246	△32,089	20,811	△22,008	△33,286	△33,286	△12,767	△20,319
1990	35,761	63,528	△22,292	△5,475	△43,586	△7,825	21,468	△20,877	△7,234	△7,234	△7,342	608
91	72,901	103,044	△17,660	△12,483	37,057	109,958	△25,758	△7,831	76,369	76,369	△8,073	84,442
92	117,551	132,348	△10,112	△4,685	△28,459	89,092	△7,039	△10,451	71,602	71,602	△295	71,397

(出所) 日本銀行『国際収支統計月報』

V. 日本の資本収支と資金還流

第4表は、日本の国際収支のこの10年間の推移を示している。経常収支の黒字は、アメリカの景気が急速に回復する83年より急増し、87年に870億ドルとピークを迎えた後90年には360億ドルにまで縮小したが、その後再び拡大を続け93年には1300億ドルを越えるまでに至っている。一方、82年には150億ドルとわずかな流出にとどまっていた長期資本は、84年頃から流出額が大きくなり、86年からの3年間は1300億ドル台の流出を記録した。長期資本の流出が経常収支の黒字を大幅に上回ったため、基礎収支あるいは総合収支は一貫して赤字を計上し、その分金融勘定の為銀勘定での資金流入によってファイナンスされるという、いわゆる「短期借り・長期貸し」の状態が続いた。長期資本の流出はその後縮小し、91年には反対に流入している。92年には再び流出に転じたが、

経常黒字には大きく及ばず、その結果総合収支は大幅な黒字を計上することになり、金融勘定の為銀部門もこれまでの短期借りを返済する形となっている。もし日本の経常収支の黒字が貯蓄投資バランスを反映した構造的なもので、しばらくは継続すると仮定した場合、その裏側の資本輸出の内容が問題となる。以下では、日本の資本収支に関する実証研究をもとに、日本からの資金還流の特徴を整理し、次節でその問題点を検討したい。

(1) 資金還流の実態

これまでの実証研究によって、80年代後半の日本の資本収支構造については次のような特徴が指摘されてきた。

第1に、89年以降は外国資本の流入も増加しているが、巨額の純流出を記録した88年までは外国資本流入はわずかで、長期資本収支は本邦資本の動きで殆どが説明できる。

第2に、本邦資本の内容を見ると、円高・貿易摩擦の影響によって直接投資の増加も見られるが、大半は証券投資であり、とりわけ債券投資が中心となっている。また、外国資本の動きも大半が証券投資形態であることから、日本をめぐる長期資本は証券投資という直接金融形態であった。

第3に、80年代後半の円高・ドル安傾向の中で、為替リスクを回避するため長期証券投資の短期運用が行われ、証券売買の回転率が急速に高まった。

第4に、証券投資を市場別にみると、最大のシェアはアメリカであり、88年までは40%以上がアメリカ向けであった。その後アメリカに代わって、ルクセンブルクやイギリスといったユーロ債市場向けが主流となっている。

次に資本輸出の主体としては、「円投型」投資家と「ドルードル型」投資家に大別することができる。「円投型」投資家とは円資金を原資として外貨建て証券を購入する主体で、信託銀行（信託勘定）、生命保険、損害保険、その他の事業法人などである。これらの投資家は基本的にはインカムゲインをねらった長期運用主体であるが、生保に比べると損保や信託は短期的な運用主体といえる。85年までこれらの投資家は、日米金利差とドル高の定着でアメリカの中長期国債にアンカバーで投資しインカムゲインを稼いでいたが、85年秋以降の円高で大量の為替差損を被り、その後は債券価格の変動をねらった短期運用中心に投資態度を変更した。

他方、「ドルードル」型（あるいは「外-外」型）投資家とは対外証券投資の原資を外貨で調達する投資家で、為替高規制のある為銀、信託銀行（銀行勘定）、証券会社の自己勘定などがそれに当たる。これらの投資家は、基本的には為替リスクを負わず、調達・運用の金利差や価格変動によるキャピタルゲインの収益の獲得を目的としている。

これら2種類の対外投資の分類とは別に、この時期の日本の資本輸出の特徴を「リサイクル型」投資であると、批判的にみる見解がある。

(2) ジャパンマネーの推計

80年代後半には経常収支黒字を大きく上回る長期資本の流出があったが、この数字はジャパンマネーを過大に評価しているという批判的研究がある。

内田昌廣（1990）は、90年代に入ってから対外証券投資の急減は80年代末から進行していた対外証券投資の構造変化を反映したもので、それらの構造変化が対外証券投資額を水増ししていたに過ぎないと述べている。その構造変化とは、「リサイクル型証券投資」の増加である。「リサイクル型」とは、本邦企業が発行したユーロ・ドル建てワラント債を日本の投資家が購入するというもので、対外債権・債務が両建てで膨らむが、経済的には国内の資金循環がユーロ市場を経由して行われたに過ぎない。もう一つの構造変化は、対米投資における円投型投資から「ドルードル型」投資への主役の交替である。86年頃

まで対米投資の中心であった円投型投資は、円高による為替差損のリスクから分散化投資の様相を強め89年には売り越しに転じていたが、短期のディーリング目的の「ドル・ドル型」投資によってその傾向が隠されていた。それが90年に入って顕在化したというのである。

第5表はこのような考えから純粋なジャパンマネーを推計したものであるが、それによると80年代後半の対外証券投資は半減し、89年以降のジャパンマネーの主流は直接投資である。

第5表 ジャパンマネーとしての対外証券投資の推移

(単位：億ドル、%)

	1985～86年	1987～88年	1989～90年5月
日本の対外証券投資A合計	1,564 (100)	1,795 (100)	1,258 (100)
(注1)			
株式	80 (5.1)	199 (11.1)	234 (18.6)
債券	1,484 (94.9)	1,596 (88.9)	1,024 (81.4)
ジャパンマネー-B (B/A)	949 (60.7)	746 (41.6)	103 (8.2)
(注2)			
株式	80 (8.4)	189 (25.3)	150 (145.6)
債券	869 (91.6)	557 (74.7)	△47 (△45.7)
対外証券投資 (注3)	1,002 (71.2)	698 (45.1)	89 (8.3)
対外直接投資	209 (14.8)	537 (34.7)	670 (62.2)
対外貸付	197 (14.0)	314 (20.2)	318 (29.5)
ジャパンマネー純流出	1,408 (100)	1,549 (100)	1,077 (100)

(注1) 円建外債を除くベース。

(注2) 「リサイクル型」投資および「ドル・ドル型」投資を除いたもの。

(注3) 円建外債を含むベース。

() 内は全体に占めるシェア。

(資料) 大蔵省「国際金融局年報」、日銀「国際収支統計月報」等より作成。

(出所) 内田昌廣(1990)、22ページ

また山崎俊雄(1993)は、国際収支統計の資本収支および金融勘定を修正した「修正資本収支」を計算することによって、ジャパンマネーの実体を推計している。修正の第1点

は、「リサイクル型証券投資」を本邦資本および外国資本から控除することである。第2の修正は、ユーロ円インパクト・ローンの原資の大半が為銀の本支店勘定を通じて供給されていることから、その額を外国資本と金融勘定における為銀の円建て短期対外債権から控除することである。

これらの研究は、日本の金融・資本市場のあり方に問題を投げかけると同時に、資本勘定の統計数字から国際的な資金循環の真の構造を把握することが非常に複雑な作業を要することも示しているといえよう。

(3) 90年代の国際収支構造の変化

ところで、91・92年には資金還流に構造変化がみられる。長期資本収支の赤字が急減あるいは黒字化したことにより、総合収支が黒字となり金融勘定が負債超過から資産超過となったことである。言い換えれば、「短期借り・長期貸し」のパターンから、「長期借り・短期貸し」への転換である。経常収支黒字がある限り、その裏で何らかの資金還流が行われていることは確かであるが、それが長期資本輸出の形態で還流するのか、それとも為銀の短期貸出によって還流するかは、資金の取り手にとっては赤字の安定的なファイナンスという意味で重要な違いを持っている。

VI. 国際金融仲介機関としての日本

80年代後半および90年代初頭の日本の国際収支構造を、どう評価すべきであろうか。経済企画庁および通産省は、一貫して日本の

黒字が構造的なものであること、そして長期資本収支の大幅な赤字の形で資金還流させることで国際的に貢献している、すなわち国際的な金融仲介機能を果たしていると主張してきた。また、「短期借り・長期貸し」が満期変換 (maturity-transformation) によって流動性を供給すると同時に、資金還流に伴うリスクを負担する形で国際的に貢献しているとの主張もある⁹。以下では、国際的な金融仲介機関として日本を捉えたとき、どのような問題があるかを検討しよう。

(1) 国際金融仲介機関

ある国が国際的な金融仲介機関あるいは「世界の銀行」として機能していると言う時、一般にはその国の国際収支が次のような構造を持っていることを意味している。

基本的には、その国の経常収支が構造的に黒字であることである。すなわち、その国が構造的な貯蓄超過国であり、国内の投資需要を上回る貯蓄を外国の投資資金として供給しうる能力を持っていることである。またその国の金融・資本市場が魅力的であれば周辺黒字国からも長期資本輸入の形態で貯蓄を集め、国内の貯蓄と合わせて対外投資に当てる事が出来る。これは、「国際的貯蓄銀行」の機能ということが出来よう。

「世界の銀行」の重要な機能は、周辺国に

国際流動性を供給することである。国内の商業銀行と金融仲介機関の違いも、流動性供給能力すなわち信用創造が出来るか否かにある。信用創造を行い得るための条件は、自己宛の債務の形態で貸出を行い、しかもその債務がそのままの形態で流動性(貨幣)として機能するということである。したがって、ある国が「国際的商業銀行」として機能し得るためには、自己宛債務(自国通貨)の形態で流動性を供給することが必要となる¹⁰。

Tavlas & Ozeki (1992) は、金融仲介機関の機能を「短期借り・長期貸し」という満期変換に求めるが、その際「短期借り」が残余の世界に自国通貨建ての短期預金(債務)を供給することによって行われる時、その国を「世界の銀行」と呼び、「国際的金融仲介機関」と区別している¹¹。

(2) ジャパンマネーの問題点

第1に、内田昌廣(1990)、山崎俊雄(1993)によって推計されているように、日本の対外証券投資額はかなり水増しされており、一部は国内の資金循環がユーロ市場で行われたと解釈すべきであることである。この部分は、国際的資金還流とは言い難い。このように日本をめぐる資金循環が自国の金融・資本市場を経由せずに迂回していることは、

9 金融仲介機能の役割としては、(1)世界の貯蓄を引き寄せそれを世界の投資と結ぶ効率的なチャンネル機能、(2)リスクの移転・配分機能、(3)「短期借り・長期貸し」による満期変換、の3つがあげられる(経済企画庁『日本の対外黒字と世界の貯蓄不足問題』、1990年11月、11-12ページ)

10 国際的貯蓄銀行と国際的商業銀行の区別については、藤田誠一(1989)を参照。

11 「世界の銀行」が必ずしも「短期借り、長期貸し」を必要としないことは、国際金本位制時代のイギリスの国際収支構造が示している。この点については、藤田誠一(1988)、114-24ページを参照のこと。

日本が一国全体として国際金融仲介機能を果たすことが出来ていないことを表しているものといえよう。

第2に、86年頃までの日本の証券投資の中心を占めたのはアメリカ中長期国債への投資であったが、このような先進国からの順調な対米資金流入のがアメリカの双子の赤字の継続を容易にした側面を持っている。もし日本をはじめとする先進諸国からの米国債への投資がなければ、アメリカでは深刻なクラウディングアウトが発生したはずである。すなわち、対米国債投資は買いオペと同じ効果をアメリカにもたらしたのである¹²。資金循環は、各国間の資金過不足を埋める役割を果たすだけでなく、逆に資金循環の容易さ・困難さが各国の資金過不足を規定するという点にも注意が必要である。

第3に、アメリカとは対照的に、発展途上国への資金還流は直接投資に限られ、先進国からの資金流入の減少がこれらの地域の事前的資金需要を抑制し、経済発展を阻害した。もちろん、重債務国への投資はリスクが大きいため、これらの地域の資金需要を先進国の民間部門の資金供給のみで満たすことは困難である。発展途上国あるいは旧ソ連・東欧への資金還流について考える場合、「潜在的」資金需要を「現実的」資金需要に転換する意味からも公的資金の役割が重要であり、公的資金と民間資金の補完関係が問題とされねばならない。公的資金と民間資本の関係につい

12 この点については、石田定夫、前掲書、第7章を参照されたい。

ては、別の機会に論じたい。

第4に、これまでの資本輸出国イギリス、アメリカが自国通貨ポンド、ドルで資本を輸出していたのに対し、日本の場合円建てはわずかで、ほとんどがドル建ての資本輸出となっている。また、それにともない金融勘定の黒字もドル建てであった。80年代後半の資金循環構造から見る限り、日本は「世界の銀行」ではなく、ドルを短期で借り長期で貸すという、ドル建ての「国際金融仲介機関」であったとすることができる。

第5に、金融勘定（為銀ポジション）の逆転をどう評価するかである。国際収支勘定が複式簿記の原理で作成されている以上、経常収支の不均衡は資本収支の不均衡によって相殺され、その意味では資金還流が達成されていることになる¹³。しかし、経常黒字がアバブ・ザ・ラインの資本移動によって還流する場合と、ビロウ・ザ・ラインの金融勘定によって還流する場合とでは資金不足国のファインランスの観点からは異なる。資本移動について長期と短期の区別が実質的な意味を持たなくなっていることは確かであるが、資本収支と金融勘定の区別は依然として重要であろう。銀行が短期の貸付によって流動性を供給する場合には、金融勘定において資産と負債が両建てで増加するが、ユーロ円インパクトローンの原資としての貸付の場合には資本収支の負債と金融勘定の資産が同時に増えることに

13 「以上のように金融勘定まで含めて考えれば、定義により常に経常収支黒字は何らかの形で、世界に還流されていることになる。」（『通商白書』（1993年版）、280ページ。）

第6表 金融勘定

(単位：百万ドル)
(US \$ million)

年月 Year of Month	公的部門 Official Sector			為銀部門 Authorized Foreign Exchange Banks								
	外貨準備 増減 Gold & foreign Exchange Reserves	その他 Others	Assests	資 産		負 債			純 資 産			
				外貨建 Denomi- nated in foreign Currency	邦貨建 Denomi- nated in Yen	Lia- bilities	外貨建 Denomi- nated in foreign Currency	邦貨建 Denomi- nated in Yen	Net pasition	外貨建 Denomi- nated in foreign Currency	邦貨建 Denomi- nated in Yen	
(1982 C.Y)	△4,936	△5,141	205	1,360	△236	1,596	1,395	△495	1,890	△35	259	△294
(1983 C.Y)	1,607	1,234	373	11,428	10,666	762	7,858	8,073	△215	3,570	2,593	977
(1984 C.Y)	2,360	1,817	543	5,773	1,589	4,184	23,333	11,837	11,496	△17,560	△10,248	△7,312
(1985 C.Y)	△1,470	197	△1,667	24,705	14,688	10,017	35,553	19,688	15,865	△10,848	△5,000	△5,848
(1986 C.Y)	13,739	15,729	△1,990	81,557	50,709	30,848	140,063	115,125	24,938	△58,506	△64,416	5,910
(1987 C.Y)	42,256	39,240	3,016	107,064	29,007	78,057	178,865	96,299	82,566	△71,801	△67,292	△4,509
(1988 C.Y)	15,478	16,183	△705	147,466	94,531	52,935	191,926	144,593	47,333	△44,460	△50,062	5,602
(1989 C.Y)	△24,694	△12,767	△11,927	133,879	62,198	71,681	142,471	82,635	59,836	△8,592	△20,437	11,845
(1990 C.Y)	△20,867	△7,842	△13,025	56,002	39,411	16,591	42,369	40,552	1,817	13,633	△1,141	14,774
(1991 C.Y)	△27,085	△8,073	△9,012	△37,860	△62,130	24,270	△131,314	△72,257	△59,057	93,454	10,127	83,327
(1992 C.Y)	△1,396	△295	△1,101	△50,028	△37,049	△12,970	△123,026	△52,478	△70,548	72,998	15,429	57,569

(出所) 日本銀行「国際収支統計月報」

なるからである。また、「短期借り・長期貸し」の場合は金融仲介機関がリスクを負担するのに対し、「長期借り・短期貸し」では借り入れ国にリスクを負担させることになるから、積極的な資金還流とはいえないとの見方もある¹⁴。

(3) 「国際金融仲介機関」としての日本

最後に、為銀ポジション(第6表)と国際金融仲介機能との関係について考えよう。

80年代後半の為銀ポジションは、経常収支黒字を上回る資本輸出のため、常に流入超過(黒字)であった。また、純資産の動きを見ると明らかのように、それはらが主として外貨(ドル)建てであったこともよく指摘されるとおりである。「又貸し国家」論は、こ

れらの点に資本輸出国日本の脆弱性を見いだすのである¹⁵。

90年代にはいと、様相は一変する。まず、金融勘定は赤字から黒字に転換するが、外貨準備はかえって減少しているため、その分を銀ポジションの流出超過が大きくなっている。また、純資産の増加は邦貨建てで顕著であり、為銀は80年代後半に借り入れたドルを返済する(ドル建て債務の減少)だけでなく、円建ての純資産を増加させている¹⁶。ただし、円建て純資産の増加の内訳を見ると、資産・負債共に減少し、とりわけ負債の減少が大きいことがわかる。

15 「又貸し国家」論については、中尾茂夫(1991)、第2章。

16 91-2年の為銀ポジションの流出の地域別の構成は、対米191億ドル、対EC354億ドル、対東南アジア450億ドルとなっており、とりわけ香港・シンガポールを中心とするアジア地域への流出が大きいのが特徴となっている(三和総合研究所「バブル崩壊後の対外資金還流の変化」, 1994年4月18日)。

14 例えば、山崎俊雄(1993)、35-38ページ

このような為銀ポジションの変化は、「国際金融仲介機関」としての機能にどう影響するのであろうか。第1に、ネットで見た為銀ポジションが円ベースで変化する傾向にあることは、「又貸し」ではなく日本が「世界の銀行」として機能するための条件が整いつつあることを示すものである。しかし第2に、日本が「世界の銀行」として機能することは円が国際流動性として保有されることであるにもかかわらず、円建ての負債が急減している。これは、円建ての貿易赤字と日本への証券投資を円資産の取り崩しでファイナンスしているためであるが¹⁷、円を中心とする金融仲介の促進とは逆の動きである。第3に、フロ・ベースでは円建ての取引が拡大しているが、残高ベースでは負債の大部分は依然として外貨建てで存在している。

これまで本稿では、国際収支表をもとに日本を中心とする資金循環を検討してきたが、日本が「国際金融仲介機関」として機能することの意味を考えるためには、資本勘定の諸項目間の関係、とりわけ為銀ポジションの持つ意味についてのより詳細な分析が必要となる。この点については別の機会に論じたい。

(日本証券奨学財団1993年度研究調査助成による研究成果の1部である。)

参考文献

- Bergsten, C. Fred, *International Adjustment and Financing: The Lessons of 1985-91*, Institute of International Economics, 1991.
- Pauly, Peter, "Global Investment and Saving Flows: Some Macroeconomic Scenarios," in *German Unification and the International Economy*, eds. by Bernhard Heitger and Leonard Waverman, Routledge, 1993, pp.179-202.
- Tavlas, George S. and Yuzuru Ozeki, *The Internationalization of Currencies: An Appraisal of the Japanese Yen*, IMF Occasional Paper 90, Jan. 1992.
- 石田定夫 『日本経済の資金循環』、東洋経済新報社、1993年。
- 伊藤元重・通産省通商産業研究所 『貿易黒字の誤解：日本経済のどこが問題か』、東洋経済新報社、1994年。
- 内田昌廣 「逆流し始めたジャパンマネー：最近の日本の対外証券投資」、『東京銀行月報』、1990年12月、4-27ページ。
- 奥田宏司 「国際収支構造の変化と本邦為替銀行の対外ポジション」、『立命館国際研究』、1993年5月、142-161ページ。
- 小宮隆太郎 『貿易黒字・赤字の経済学：日米摩擦の愚かさ』、東洋経済新報社、1994年。
- 篠原三代平 『世界経済の構造変化と資金循

17 この点については、奥田宏司(1993)を参照。

環に関する研究：資本供給国日本の役割』
(国際資金循環研究委員会報告書)，(財)
統計研究会，1993年。

中尾茂夫 『ジャパンマネーの内幕』，岩波
書店，1991年。

西村陽造 「貯蓄投資バランスと国内資金循
環からみた日本の経常収支黒字」，『東京
銀行月報』，1992年12月，3-31 ページ。

山崎俊雄 「『バブル崩壊』で変化した日本
の対外資金還流」，『東京銀行月報』，
1993年5月，4-39 ページ。

吉川 洋 『日本経済とマクロ経済学』，東
洋経済新報社，1992年。

藤田誠一 「貯蓄の国際的利用」，貯蓄経済
研究センター編『おカネと豊かさ』，
1988年，87-136 ページ。

———，「国際資金循環と国際通貨：国際
通貨論の一視点」，『国民経済雑誌』，
1989年5月，113-132 ページ。

Global Flow of Funds and Japan

Seiichi FUJITA *

This paper aims at examining the Balance of Payments structure of Japan from the viewpoint of global flow of funds.

While large scale of Japanese current account surplus means surplus of savings over investments of Japanese economy and shortage of savings of the rest of the world, the ex-post IS balance doesn't always mean the ex-ante IS balance. From such a viewpoint, in the 1990's Japan should increase its domestic absorption.

Current account surplus equals capital account deficits. So, Japan can be seen as a kind of World Banker. But the structure of capital account of Japan shows that Japan is not a bank but international financial intermediary.

* Associate Professor, Graduate School of International Cooperation Studies, Kobe University.