

日本の對外債権についての政治經濟學的考察

——巨額の對米債権への政策的對應——

中 島 善 太

1. プロローグ

日本が世界一の債権大國であるといふことは、國際金融の専門家は云ふに及ばず、今では世間一般の廣く知るところとなつてゐる。その一方、ソヴィエト聯邦崩壊後唯一のスーパーパワーとして世界に君臨してゐる米國が、永年に亙る多額の國際収支赤字を背景に、對外債務超國（借金國）たることを餘儀なくされてゐることもまたよく知られてゐる。米國の年々の經常赤字は日本からの資本流入によってそのかなりの部分が賄はれてゐるといふことも屢々耳にする。

ところで、日本の國際金融政策上最も大きな課題は為替レートの安定であらう。想へば、ニクソンショック（1971年8月）以来これまで30年もの間、圓はドルに對して趨勢的に大幅切上げの道を辿り、しかもその過程で何度も理不尽としかいひやうのない激しいオーバーシュートに悩まされた。この間、我が國の金融政策はかうした圓ドルレート激變への對應に追はれる日々の聯續であつた、といつても過言ではない。為替レートの安定こそ文字通り官民あげての悲願となつた感がある¹。

いふまでもなく、圓ドルレートとは日本と米國

の通貨の交換比率を指す。そこで世上よく次のやうな疑問が發せられる。なんとか日米が協調して圓ドルレートをもっと安定させることは出来ないものだらうか。米國にとつても圓ドルレートの激變から何か得るところがあるとは思へない。ところが日本から見ると米國はこの問題に餘り熱心な素振りをみせたことがない。それどころか、米國の高官はこれまで屢々圓ドルレートの變動を加速するやうな發言をしてゐる²。もし日本が本當に米國に對して多額の債権を保有してゐるなら、その立場を利用して米國に圓ドルレート安定化に向けてもっと協力するやう要請するなり、必要な壓力をかけるといふことがあつてもよいのではないか。俗な云ひ方をすれば、債権者の立場をバーゲニング・チップとして、圓の安定化をはじめ國際金融外交全般に互つてもっと強力に日本のイニシアティブを發揮してはどうか。これは或る意味でもっともな疑問ないし不満と云へるかもしれない。現に1997年、橋本首相（當時）は訪米中ニューヨークでこの種の發言をしたと報道され少なからず話題になつた³。ジャーナリストや評論家の中には、米國がいふことを聴かないのなら我が國の對米債権を削減すべきである、といはんば

1 ここでいふ為替レートの安定とは決して或る特定の水準で固定させることではない。為替レートがファンダメンタルズに應じて内生的に決定されるといふことは今日では学界のみならずポリシーメーカーの間でも常識である（但し、政治家にはいまだそのことを認識してゐないひとが少なからず存在）。安定といふのは飽く迄ファンダメンタルズから餘り乖離してゐない水準でなだらかに變動するといふ程度のことを意味する。

2 最近の最も際立つた例としては、1995年1月、當時のベンツェン財務長官が、“I want to see a stronger yen.”と發言、その直前から始まつてゐたメキシコ危機を背景とした米ドル安を一段と加速させ、その後圓が對米ドル急騰、1ドル80円を割る水準まで圓高となる状況の一因となつたことが挙げられやう。

3 1997年6月23日、日米メディアは訪米中の橋本首相が「米政府が為替安定に努力しなければ、日本は米國債投資を金投資に振向ける」と脅しをかけたと報道、これを受けて當日の米國株價がかなり下げた経緯がある。

かりの主張をする向きもあるくらいである⁴。

この問題はより廣くとらえれば、これまで累積を重ね、現在もおハイペースで積み上がっている我が國の對外債権、就中對米債権、を如何に位置付けし處理していくべきか、といふことにならう。本稿は國際金融論の立場からこの問題に筋の通った解答を提示することを目標とする。そのために、まず日本が如何にして債権大國になったか、何故それは主として米國向け債権といふ形をとったのかにつき、論理的道筋と統計的事實の整理を行ふ。正解は事實の正確な理解に宿るといふ。我が國の對外債権、特に對米債権の統計的把握を目指した文獻は多くない。そのため本稿はその點の解明にかなりの紙数を割くこととなった。次いで、我が國が大量に保有する對米債権、或ひは對外債権全體を為替リスクから遮蔽するためには圓の國際化が有効であることが示す。最後に國際収支黒字（正確には經常収支黒字）を續けていくことの是非を論ずる。

2. 日本は如何にして債権大國になったか

抑々日本はいつ頃から如何にして世界一の債権大國になったのであろうか。この問題に具體的に踏込む前に、先づ國が對外債権を獲得するに到る一般的道筋を整理しておかう。いふまでもなくある國が多額の對外債権を獲得するのは、永年に互る國際収支黒字の累積的な結果としてである。毎月発表される國際収支表は、まず財貨・サービスなどの出入りを記録する經常収支勘定、長期・短期資金の流出入を記録する資本収支勘定、最後に

資本収支では記録されない（主として短期の）資金の動きを示す金融勘定（外貨準備、銀行の對外ポジション）の三つの部分から成り立っている。日本のやうに經常収支が基本的に黒字となる場合には、輸出代金、投資収益などの形で入ってきた金が輸入、海外渡航などの形で流出する金を上回る部分がまず經常収支の黒字として記録される。そのやうにして流入してきた資金のうち、証券投資、直接投資、借款など長めに運用されたものは資本収支で流出として記録され、それ以外の短めな運用に回されたもの、或ひは外國為替市場で売却され圓に轉換されたものは銀行の對外ポジション改善や外貨準備の増加といふ形で金融勘定に記録される⁵。ここでいふ証券投資、直接投資、借款、及び外貨準備増加、銀行ポジションの改善などが對外債権増加に相當する譯である。

已上は一般的にある國が對外債権を獲得するメカニズムを國際収支の觀點からとらへてみたのであるが、これとは別の見方—冒頭に述べた問題意識からすればより効果的な見方—が存在する。それは、經常収支黒字は結局その國の國內總貯蓄が國內總投資を上回った分に相當するといふ見方である。經常収支（CA）、即ち財貨・サービス等のネット輸出（輸出—輸入）は、國民総生産（GNP）から個人消費（C）、政府支出（G、ここでは便宜上公共投資を含むものとする）、投資（I 企業設備投資、在庫投資、住宅投資）を差引いたものに相當する。即ち $CA = GDP - C - G - I$ である。一方、總貯蓄（S）は國民所得（基本的には國民総生産GNPに等しい）から個人消費（C）と政府支出（G）を差引いたもの、 $S = GDP - C - G$ であ

4 例えば、吉川元忠、『マネー敗戦』1998年（文春新書）、文藝春秋

5 1995年までは經常収支と資本収支を加えたものが總合収支とされ、金融勘定は總合収支と一致するやうに設計されてきた（總合収支より上に現れる經常、資本収支の項目を above the line の項目と呼び、總合収支より下に現れる金融勘定の項目を below the line の項目と呼んだ）。しかし、1996年以降我が國では、IMFのマニュアルが變更されたことに伴ひ、經常収支について、それまでの貿易、貿易外といふ内譯項目を貿易・サービス、所得といふ項目に變更、また資本収支については長期、短期の區別を廃止した。更に、これまで總合収支と一致するやうに作られてきた金融勘定は總合収支とともに廃止し、外貨準備は資本収支の次に示し、銀行の對外ポジションは資本収支項目として示すとともに、國際収支統計とは別建てで公表することとした。國際金融上、フロート移行に伴ひ總合収支の概念が意味を失ひ、それに代わって經常収支が重視されるやうになってきたこと、資金の流れについて

る。従って、 $CA=S-I$ 、即ち經常収支は總貯蓄から國內總投資を差引いたものに等しい。上に見た通り、經常収支黒字は對外債権増加に等しいのであるから、これは國內貯蓄のうち國內で投資されなかったもの—過剰貯蓄—が、對外債権の増加となって表れることを意味してゐる。

それでは愈々、日本は實際にどの位對外債権を保有し、そのうちの程度が對米債権によって占められてゐるのかを計數的にみてみよう。大蔵省、日本銀行が公表してゐる「本邦對外資産負債残高」によれば、我が國の對外純資産残高は1986年に28.9兆円であったものが、丁度その10年後の1996年末には103.4兆円と100兆円を超え、1998年末には133.3兆円に達してゐる（表1参照）。これは我が國GDPの1/4強に相當する。ここに到るまでの経緯を上述の國內總貯蓄、國內總投資とのコンテクストで考へてみよう。周知の通り我が國の貯蓄率は歴史的に極めて高く、1960年代中頃までの高度成長期にあっては民間貯蓄率は30%にも達してゐた。しかし、かうした高度成長期にあっては国内投資も活発で、さうした旺盛な投資活動を賄ふには國內貯蓄はむしろ不足勝ちで屢々海外からの資本流入に頼らねばならなかった（我が國が對外債務超の時代）。1960年代末頃から1980年代初頭にかけては、高度成長に陰りがさしはじめ国内投資レベルは相對的に低下したものの、二度に亙る石油ショックなどを背景に政府支出が嵩み、經常収支は均してみれば一進一退のことが多かった。我が國に眞に經常黒字が定着し始め、對外的に純債権國になったのは、米國がレーガノミックスの影響などから財政赤字及び經常赤字に恒常的

に悩み始めた1980年代前半とほぼ期を一にする、と考へて大勢誤りはなからう⁶。その後、引続き25%を上回る高水準の民間貯蓄率を背景に、景氣變動などから年により多少のブレはみられたものの、均してみれば毎年凡そ7~10兆円のテンポで對外債権を累増させてきたのである。

表 1

純資産残高の推移

(単位：10億円)

	平成 7 年末	8	9	10
純資産残高	84,072	103,359	124,587	133,273

純資産残高の推移（旧統計）

(単位：10億円)

	昭和 61 年末	62	63	平成 元
純資産残高	28,865	30,199	36,745	42,543

2	3	4	5	6
44,016	47,498	64,153	68,823	66,813

出所：大蔵省、日本銀行

次にかうした巨額の對外債権の内どの程度が米國向けのものかみてみよう。對外債権全體とは異なり、米國向け債権（對米債権）についての信頼出来る統計は存在しない。従って推計しなければならない。上述の大蔵省・日本銀行発表の「本邦對外資産負債残高」表によると、1998年末の我が國對外債権残高133兆円（純資産残高、已下同じ）

は金融改革の進展などから長期、短期の區別が難しくなってきたことなどがかうした改正の背景にあるとみられる。しかし、旧國際収支統計は、複式簿記のやうに輸出、輸入、サービスなどの取引が經常収支鑑定で記録されると必ずその代金の決済、ファイナンス、運用が資本ないし金融勘定で反對取引として記録され、經常勘定、資本勘定、金融勘定の全ての取引を合計するとゼロになるやうに設計されてをり、統計表としての整合性が確保されてゐる點で理論的に優れたものであった。（新統計でも勿論複式簿記的記入法による統計表としての齊合性は維持されている。）本稿でも取敢えず旧統計表に従つて説明をしてをくこととする。

6 因みに、1985~1998年の經常黒字を累計すると凡そ160兆円に達し1998年末の對外債権残高133兆円より27兆円ほど多い（經常黒字の累積が對外債権残高になるのであるから両者は理論的には等しくなければならない）。この差額は決して無視出来るやうな小さな額ではないが、プラザ合意からルーブル合意以降にかけての圓高、或ひは1995年

の内譯は直接投資28兆円、証券投資49兆円、その他投資（貸付等）31兆円、外貨準備高25兆円となっている（表2参照）。この内、直接投資については、同じ當局による公表資料「國別・地域別對外直接投資実績」をみると、平成元年～10年（年度ベース）の10年間通期で對米直投は直投全體の42.2%となっていることがわかる（本論文末添付附表2参照）。平成以前は時期が遡れば遡るほど米國向け直投のウェイトが高まるものと推察される（バブルの後期から平成以降はアジアのウェイトが高まった）ことから、現在の直投残高の少なくとも4割に相當する11兆円は米國向けとみなすことが可能であろう。また外貨準備については1998年末當時殆ど全てが米國政府短期證券（TBs）や對米國銀行預け金などの形で保有されてきたことは公然の秘密であったから少なく見積もっても23兆円は米國向けとみて間違いあるまい⁷。問題は証券投資であるが、これについては大膽に全體の6割、30兆円、を米國向けとみやう⁸。その他投資（貸付等）はアジア諸國向けもかなりあるので全體の3割に當る10兆円を米國向けとみることにする。已上を合計すると米國向け債権は74兆円、全對外債権の56%に相當する。幅をもってみれば、米國向け債権は全體のほぼ6～7割、70～80兆円程度と考えられる。これは我が國GDPの15%強に相當する。

では、何故我が國の對外債権はかくも米國向けに偏っているのであろうか。1980年代以降、プラザ、ルーブル兩合意を経て今日に到るまで日本は幾度となく大幅な円の對米ドル切上がりを経験し

て、その都度これら對米債権について巨額の為替差損を蒙ってきてゐる。さうした幾多の苦い経験にも拘らず、日本の投資家が對米債権に固執してきたのは何故か。評論家の中には、日本政府の無策、米國政府ないしその背後にあるウォール街金融資本の陰謀、日本の米國に對する隷屬的政治關係などに原因を求めんとする議論がまま見受けられる⁹。日本の對外債権を運用する直接の投資主體は家計や企業の貯蓄をプールして大規模な資金ファンドにまとめあげる機関投資家としての生命保険會社、証券會社、信託銀行などがその太宗であるが、彼等は顧客から預かった資金を、いくら外部から（例えば大藏省から米國債を買ひ繋けるやうに、或ひは売り控えるやう）強い壓力がかかったからといってそれだけを理由に、何度も何度も巨額の為替差損を蒙るやうな米ドル債権に繰り返し運用するといふことがあり得るであらうか¹⁰。假にさういふ政治的要因を全面的に否定しざる譯にはいかないとしても、よりファンダメンタルな理由は經濟的側面に係るとみるのが妥當である。その場合、まずはっきりさせておかなければならないのは、對外債権といふものが國內投資を上回る國內貯蓄（超過貯蓄）相當部分、ある意味で國內に行き場を失った餘剰資金の集まりである已上、その投資先は海外に求めるしかない、といふことである。資金を海外に投資する場合、國內に投資する場合より大きなリスクが伴ふのは當然であらう。その際考慮すべきファクターは、①信用リスク（デフォルトをおこしさうな相手には投資できない）、②利回り及び先行き成長性（旨味に乏し

前半の圓高などによりそれ以前に取得した對外債権がその都度円表示では目減りしたことが主な原因と考えられる（經常収支の推移については本論文末添付附表1参照）。

7 外貨準備については本年4月よりIMFが定めた新公表基準を適用したことに伴ひ残高が大幅に増大し、旧基準の残高を200億ドル（2兆円強）上回ることとなった。この基準の下で現在の米國向けを算出すると33兆円相當に達すると考えられるが、本文では他の對外債権統計との整合性などを考慮し取敢えず1998年末當時 available であった統計ベースで推計しておくことにする。

8 証券投資は為替レート、金利等を巡る情勢何如で大きく變動する。実際には30兆円を遙かに上回る局面も、逆にかなり下回る局面もあり得る。

9 吉川元忠、前掲書。

10 吉川元忠、前掲書では随所に大藏省が生保等にこの種の壓力をかけたとの記述がある（例えば、pp. 80～82）。

表 2

平成10年末現在本邦對外資産負債残高

(単位：10億円)

資 産		負 債	
1. 直接投資	31,216	1. 直接投資	3,013
2. 証券投資	122,719	2. 証券投資	73,673
株 式	24,205	株 式	35,181
公的部門	0	銀行部門	2,268
銀行部門	2,016	その他部門	32,913
その他部門	22,188	債 券	38,492
債 券	98,515	中長期債	27,796
中長期債	94,278	公的部門	18,319
公的部門	8,564	銀行部門	758
銀行部門	21,614	その他部門	8,718
その他部門	64,101	短期債	10,170
短期債	3,648	公的部門	10,168
公的部門	12	銀行部門	2
銀行部門	928	その他部門	0
その他部門	2,708	金融派生商品	525
金融派生商品	589	公的部門	0
公的部門	0	銀行部門	365
銀行部門	425	その他部門	161
その他部門	164	3. その他投資	135,173
3. その他投資	166,335	貸 付	122,464
貸 付	122,464	公的部門	17,168
公的部門	17,168	銀行部門	81,632
銀行部門	81,632	その他部門	23,665
その他部門	23,665	[長 期]	45,888
[長 期]	45,888	[短 期]	76,576
[短 期]	76,576	貿易信用	6,371
貿易信用	6,371	公的部門	1,099
公的部門	1,099	その他部門	5,272
その他部門	5,272	[長 期]	4,120
[長 期]	4,120	[短 期]	2,251
[短 期]	2,251	現・預金	9,864
現・預金	9,864	公的部門	0
公的部門	0	銀行部門	9,098
銀行部門	9,098	その他部門	766
その他部門	766	雑 投 資	27,636
雑 投 資	27,636	公的部門	4,410
公的部門	4,410	銀行部門	10,544
銀行部門	10,544	その他部門	12,683
その他部門	12,683	[長 期]	17,258
[長 期]	17,258	[短 期]	10,378
[短 期]	10,378	4. 外貨準備	24,862
4. 外貨準備	24,862	資 産 合 計	345,132
資 産 合 計	345,132	負 債 合 計	211,859
負 債 合 計	211,859		

出所：大蔵省，日本銀行

い案件に投資するわけにはいかない), ③流動性(情勢が變わったら速やかに引揚げる)の諸點である。海外の投資先としては國(政府等)と民間企業とがあるが、信用リスクを小さくする觀點から國(sov^{ひとくち}ereign)が好まれる。一口に國といっても、先進國、中進國、後進國など色々あるが、この場合も信用リスク(ないしカントリーリスク)を少なくするといふ意味で先進國が選好される傾向がある(利回りとの関係も無視出来ないにせよ)。先進國の中でもスイス、ドイツなどは特に信用リスクの少ない國であるが、此等の國々は日本と同様經常収支が黒字基調で日本からの投資を餘り必要としてゐない(言換へれば日本にとって魅力的な投資が豊富にはない)。また、ドイツは長い間、自國通貨(ドイツマルク)ないし自國通貨建債権を他國に保有されることを極度に嫌い、海外からの資本流入(海外投資家によるドイツ資産の取得・購入)に厳しい制約を設けてゐた。他方、イギリス、イタリア、ベルギー、或ひは北歐諸國は國際収支は赤字基調のことが多くその意味では日本からの資本流入を期待してゐる國々といへるが、反面財政赤字やインフレに悩まされマクロ的安定を欠くため、日本の投資先としては今一つ不安の残る憾みがあった。かうしてみると、日本の年間7~10兆円にも達する巨額の投資資金に對し、信用リスクが少なく、また海外からの投資に對する規制・障害なども少ない投資案件を豊富に提供してゐるのは米國を以て他には見當らない。もとより米國は年々再々經常赤字を續けそのファイナンスのために海外からの資本流入を強く欲してゐる(この點については後で詳述)。しかも、米國には國債、地方債、或ひは優良企業の社債などについて厚みのある市場が発達してゐる。投資案件のリスクを投資家に記すレーティング・システムの開發でも他國に大きく先んじてゐる。海外投資家にしてみれば、好きなどきに好きだけ投資でき、一旦事あらばいつ何時でも資金を引揚げる事が出来る。更に、1980年代から90年代半ばにかけ日本、ドイツ、スイスなどより相對的にインフレが高めに推移したことから、金利水準も概

して高い。このやうに信用リスク、利回り、流動性の何れの點でも米國は斷然他を壓倒してゐる。要するに、日本にとって對外債権運用の場としては米國以外に餘りオプションがないといふのが實情なのである。

3. 對外債権の累増に如何に對處すべきか

已上、日本の趨勢的な超過貯蓄が巨額の對外債権の累増につながり、しかもそれが著しく米國向けに偏つたものにならざるを得なかつた事情につきやや詳しくみてきた。最初に述べたやうに、さうすることによりおのづから、日本が對米債権者として米國に對し圓ドルレートの安定などにつき強いイニシアティブを發揮出来る筋合いにあるのか否かがはっきりするだらうと考えたからに他ならない。對米債権が對米交渉に於いてバーゲニング・チップたり得るためには、まず第一に米國が日本からの資本流入を欲してゐること、第二にいざといふとき(米國が我が國の要求に従はないとき)には、タイムリーに債権を圧縮ないし引揚げる事が出来なければならない。あらかじめ答えを述べてしまふと、第一のファクターについてはイエス、しかし第二のファクターについてはノーである。已下、まず第二の方からみてみよう。日本は自らの對米債権を思ふがままに圧縮・引揚げることが出来るであらうか。對米債権のうち、直接投資は主として本邦企業による米國子會社、關係會社への出資か、不動産購入などの固定的な投資であり、國際金融交渉の成行如何で圧縮したり引揚げたりすることが出来る性質のものではない。證券投資はどうか。これも大半は本来生命保險會社、證券會社など民間セクターが機関投資家として、或ひは自己売買のために商業ベースで行つてゐる投資であり、政府の交渉と結びつけて人為的に投資量を加減するのは原則として無理である。餘程の緊急時には、大藏省が生保の尻を叩いて米國債を大量に売却させ、更に株式投資資金を一時的に引揚げさせることも出来るかもしれない。冒頭引合いに出した1997年の橋本首相の訪米中の發

言もこの種のことを指してゐたものと受止められてゐる。しかし、そんなことをしても米國債市場がパニック状態に陥り、ウォール街の株價が大暴落し、それに伴ひドルも大暴落したらどうするのか¹¹。米國財務省の調べによれば、米國國債市場は1998年末凡そ5.7兆ドル（額面ベース）の規模で、そのうち外國投資家は約2割の1.3兆ドルを保有してゐる由（表3参照）。我が國の米國證券投資は上述のとおり官民併せて53兆円程度（そのかなりの部分は米國國債）であるから、換算レートにもよるが、達觀して米國國債外國投資家保有分の4～5割、米國國債トータル残高の1割前後が日本によって保有されてゐることになる。これはマーケットに影響を與へるに十分過ぎる規模といへやう。そんな大規模の投資家たる日本が売りに走って米國市場に深刻な混亂を起こせば、必ずや瞬時にして世界市場に傳播する。米國のみならず、日本を含む世界全體が膨大な損失に巻き込まれてしまふ。他國から強い怨嗟の聲もあがらうが、それよりも日本自體が損失を蒙ってしまふのでは元も子もあるまい。證券投資全體は動員するには規模が大き過ぎるとして、外貨準備だけならどうか。外貨準備も1998年末は2000億ドル強と公表されてゐたが、現在は公表基準の改定もあつて3000億ドル強にのほつてをり、そのうちどんなに少な目にも2500億ドル已上が米國債、米國銀行預け金であることは間違いない¹²。外貨準備は100%政府保有であり、政治交渉と結びつけてその多寡を調節出来る筋合ひにある。2500億ドルを一挙に動かせば、或ひは外準だけで米國國債市場に相當なインパクトがあるかもしれない。しかし、

外準といふのは本来「いざといふとき」の文字通り對外準備であることを忘れてはならない。1960年代前半までは外準は輸出が落込んだときにも必要な輸入を續けるためのクッションの役割を果たしてゐた¹³。1990年代においても、日本の金融システムに深刻な不安が生じ邦銀のドル商売に齟齬がきたし始めた（所謂ジャパン・プレミアムの發生等）ときに、外貨準備は外貨に関する邦銀資金繰りの最後の據處として改めて大きな存在意義を示したの¹⁴は記憶に新しい。3000億ドルを超える外貨準備といへども決して野放圖に減らしてよいものではない。

それでは、第一の米國は我が國より資本が流入するのを望んでゐるか否かについて考へてみやう。そのために米國の經常赤字のどの位が日本から資本流入によって賄はれてゐるかについてごくラフな目途をつけてみる。1992年から1999年までの日本の經常黒字累積額は8,742億ドル、理論的にはこの間これと等しい額の對外債権が取得されたことになる。上述の推計によれば我が國の場合、全對外債権の凡そ6～7割が米國向けであるから、假にこの期間の對外債権増加額のうち65%が米國向けであったとすると5700億ドル弱が米國へ流入したことになる。この同じ期間における米國の經常赤字累積額は12,035億ドルであるから、その45%相當が日本からの資本流入によってファイナンスされたと推計される（この期間の經常收支推移については表4参照）。これは冒頭に述べた米國の年々再々の經常赤字のかなりの部分が日本からの資本流入によって賄はれてゐるといふ話を裏付けることになる。45%といふ數字を額面通り受取

11 國際金融・資本市場が如何に脆弱、不安定なものであるかは、1998年夏のロシア・デフォルト後の米國市場の激しい動揺、LTCMの救済を餘儀なくされた米國聯銀の狼狽振りをみれば明かである。因みに米國市場は外的ショックに對して世界最強の防備力を持つてゐるといはれてゐる。その米國でさへ大きな動揺を示したのである。

12 本年4月末より大蔵省は、脚註7で述べたやうに、外準の公表に當りIMFが定めた新公表基準を採用し、それに伴ひ外準は旧ベースとの對比で200億ドル強増えた。更にその際、外準の大雑把な内譯も公表されたが、それによると米國向けは3000億ドル近くに達するものと推察される。

13 現在では「今や昔」の話となった感があるが、1960年代中頃までは「輸入何ヶ月分相當の外準が適正水準か？」といふ議論が真剣に行はれてゐたのである。同様の論議は1970年代二度に亘つて勃發した石油危機の際にも行はれた。

表 3

TABLE B-87.—Estimated ownership of U.S. Treasury securities, 1989-99
(Billions of dollars)

End of month	Total public debt ¹	Federal Reserve and Government accounts ²	Held by private investors									
			Total privately held	Depository institutions ³	U.S. savings bonds ⁴	Pension funds		Insurance companies	Mutual funds ⁶	State and local governments	Foreign and international ⁷	Other investors ⁸
						Private ⁵	State and local governments					
1989: Mar	2,740.9	837.5	1,903.4	239.0	112.2	109.3	127.3	119.7	118.5	355.9	373.5	348.1
June	2,799.9	890.8	1,909.1	218.2	114.0	115.9	127.9	120.6	116.5	358.6	366.4	371.1
Sept	2,857.4	899.1	1,958.3	205.4	115.7	122.9	129.4	121.2	120.4	359.8	391.8	391.7
Dec	2,953.0	935.6	2,017.4	204.2	117.7	131.5	128.6	123.9	124.9	369.1	426.1	391.4
1990: Mar	3,052.0	935.4	2,116.6	218.8	119.9	121.6	139.0	132.3	142.7	401.1	445.4	395.8
June	3,143.8	1,003.8	2,140.0	214.2	121.9	128.4	144.6	133.7	141.2	405.0	451.0	399.9
Sept	3,233.3	1,026.0	2,207.3	214.8	123.9	133.2	146.4	136.4	147.6	407.3	463.8	434.0
Dec	3,364.8	1,059.5	2,305.3	206.5	126.2	137.2	144.5	138.2	162.8	410.6	487.1	492.3
1991: Mar	3,465.2	1,104.6	2,360.6	222.5	129.7	131.2	153.4	147.2	186.1	415.6	492.0	482.9
June	3,538.0	1,139.1	2,398.9	231.5	133.2	132.0	155.0	156.8	180.1	416.8	502.0	491.5
Sept	3,665.3	1,166.9	2,498.4	251.7	135.4	136.2	140.2	171.4	199.5	430.2	506.3	527.6
Dec	3,801.7	1,223.2	2,578.5	271.5	138.1	137.7	141.7	181.8	221.8	435.5	520.9	529.5
1992: Mar	3,881.3	1,215.5	2,665.8	300.5	142.0	128.5	140.7	188.4	227.9	460.0	536.4	541.4
June	3,984.7	1,272.3	2,712.4	315.1	145.4	129.3	146.7	192.8	235.2	435.6	558.2	554.1
Sept	4,064.6	1,282.4	2,782.2	337.1	150.3	133.3	166.4	194.8	245.1	429.3	562.8	563.2
Dec	4,177.0	1,329.7	2,847.3	348.3	157.3	135.3	172.3	197.5	259.5	418.2	576.7	582.2
1993: Mar	4,230.6	1,328.6	2,902.0	362.6	163.6	127.2	171.2	208.0	261.5	434.0	585.9	588.1
June	4,352.0	1,400.6	2,951.4	361.0	166.5	127.4	176.9	217.8	269.2	441.2	596.8	594.6
Sept	4,411.5	1,422.2	2,989.3	366.2	169.1	141.8	188.7	229.4	283.9	434.0	619.1	557.2
Dec	4,535.7	1,476.1	3,059.6	373.0	171.9	136.8	186.3	234.5	294.0	447.8	650.3	565.0
1994: Mar	4,575.9	1,476.0	3,099.9	397.4	175.0	138.0	195.0	233.4	278.0	443.4	661.1	578.6
June	4,645.8	1,547.5	3,098.3	383.9	177.1	145.0	193.4	238.1	271.6	425.2	659.9	604.2
Sept	4,692.8	1,562.8	3,130.0	364.0	178.6	131.7	191.9	243.7	265.3	398.2	682.0	674.6
Dec	4,800.2	1,622.6	3,177.6	339.6	180.5	157.9	192.1	240.1	273.0	370.0	667.3	757.1
1995: Mar	4,864.1	1,619.3	3,244.8	352.9	181.4	162.8	203.1	244.2	273.0	350.5	707.0	770.0
June	4,951.4	1,690.1	3,261.3	340.0	182.6	166.6	197.2	245.0	263.9	313.7	762.5	790.0
Sept	4,974.0	1,688.0	3,286.0	330.8	183.5	170.6	193.0	245.2	272.6	304.3	820.4	765.6
Dec	4,988.7	1,681.0	3,307.7	315.4	185.0	176.5	191.7	241.5	286.5	289.8	835.2	786.1
1996: Mar	5,117.8	1,731.1	3,386.7	322.1	185.8	180.4	198.9	239.4	310.4	283.6	908.1	758.0
June	5,161.1	1,806.7	3,354.4	318.7	186.5	183.9	208.2	229.5	306.5	283.3	929.7	708.1
Sept	5,224.8	1,831.6	3,393.2	310.9	186.8	186.9	202.4	226.8	308.4	263.8	993.4	713.8
Dec	5,323.2	1,892.0	3,431.2	296.6	187.0	189.2	203.5	214.1	315.8	257.0	1,102.1	665.9
1997: Mar	5,380.9	1,928.7	3,452.2	317.3	186.5	192.4	203.7	182.2	310.6	250.6	1,157.6	651.3
June	5,376.2	1,998.9	3,377.3	300.2	186.3	195.9	209.3	183.6	305.4	243.3	1,182.7	570.6
Sept	5,413.1	2,011.5	3,401.6	292.8	186.2	199.7	219.7	187.3	311.4	237.7	1,230.5	536.2
Dec	5,502.4	2,087.8	3,414.6	300.3	186.5	204.1	216.9	176.6	321.5	239.3	1,241.6	527.9
1998: Mar	5,542.4	2,104.9	3,437.5	308.2	186.3	198.7	211.9	170.1	325.1	238.1	1,250.5	548.6
June	5,547.9	2,198.6	3,349.3	290.7	186.0	204.8	214.8	161.9	319.4	258.5	1,256.0	457.2
Sept	5,526.2	2,213.0	3,313.2	244.4	186.0	208.2	211.2	150.7	319.7	266.4	1,224.2	502.4
Dec	5,614.2	2,280.2	3,334.0	237.3	186.7	218.1	216.6	144.5	343.2	269.3	1,278.7	439.6
1999: Mar	5,651.6	2,324.0	3,327.6	247.7	186.6	220.0	218.3	143.8	352.8	272.5	1,272.1	413.8
June	5,638.8	2,439.5	3,199.3	240.6	186.6	226.6	222.5	142.5	335.4	279.1	1,257.4	308.6
Sept	5,656.3	2,480.7	3,175.6	240.6	186.3	228.3	216.6	138.2	332.6	271.6	1,281.3	280.1

¹ Face value.² Federal Reserve holdings exclude Treasury securities held under repurchase agreements.³ Includes commercial banks, savings institutions, and credit unions.⁴ Current accrual value.⁵ Includes U.S. Treasury securities held by the Federal Employees Retirement System Thrift Savings Plan "G Fund."⁶ Includes money market mutual funds, mutual funds, and closed-end investment companies.⁷ Includes nonmarketable foreign series Treasury securities and Treasury deposit funds. Excludes Treasury securities held under repurchase agreements in custody accounts at the Federal Reserve Bank of New York.⁸ Estimates reflect the 1984 benchmark to December 1989, the 1989 benchmark to December 1994, and 1994 benchmark to date.⁹ Includes individuals, Government-sponsored enterprises, brokers and dealers, bank personal trusts and estates, corporate and noncorporate businesses, and other investors.

Source: Department of the Treasury.

表 4

Current Account: Advanced Economies

Table 28. Advanced Economies: Balance of Payments on Current Account

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
	<i>Billions of U.S. dollars</i>									
Advanced economies	-10.5	66.0	32.5	56.5	43.4	93.9	43.1	-133.7	-212.9	-215.5
Major industrial countries	-16.0	17.2	-8.5	4.5	-6.4	21.7	-53.9	-222.6	-292.6	-304.6
United States	-50.6	-85.3	-121.7	-113.6	-129.3	-143.5	-220.6	-338.9	-419.4	-460.9
Japan	112.3	132.0	130.6	111.4	65.8	94.1	121.0	107.0	102.4	112.6
Germany	-13.5	-9.0	-22.5	-19.0	-5.6	-1.4	-3.7	-17.8	3.4	14.5
France	3.8	9.2	7.4	10.9	20.5	39.4	39.4	39.6	36.0	45.7
Italy	-29.2	8.1	13.0	25.1	39.8	32.5	21.8	10.0	10.1	13.4
United Kingdom	-17.8	-15.9	-2.2	-5.9	-0.9	10.8	-0.8	-19.5	-22.1	-30.5
Canada	-21.0	-21.8	-13.0	-4.4	3.3	-10.3	-11.0	-2.9	-3.0	0.5
Other advanced economies	5.5	48.8	40.9	52.0	49.8	72.2	97.0	88.9	79.7	89.2
Spain	-21.3	-5.8	-6.6	0.2	0.2	2.3	-1.4	-12.5	-11.5	-10.8
Netherlands	7.4	13.6	17.9	23.8	23.2	27.8	22.0	19.9	22.6	25.7
Belgium-Luxembourg	6.6	11.2	12.6	14.2	14.1	13.9	12.1	11.5	11.8	13.2
Sweden	-7.4	-2.6	2.4	7.2	7.2	7.5	7.0	6.1	5.9	5.6
Austria	-0.6	-1.2	-2.9	-5.4	-4.8	-5.3	-4.6	-4.8	-4.0	-2.2
Denmark	4.1	4.7	2.7	1.9	3.1	1.1	-2.4	-0.1	1.3	3.0
Finland	-5.1	-1.1	1.1	5.2	5.0	6.7	7.4	6.5	7.1	8.0
Greece	-2.0	-2.4	-0.5	-1.1	-3.0	-2.8	-2.3	-1.7	-1.9	-2.3
Portugal	-	0.1	-2.2	-0.2	-4.5	-5.5	-7.2	-9.3	-10.2	-10.8
Ireland	0.5	1.8	1.5	1.7	2.0	1.9	0.8	0.6	-0.4	-0.9
Switzerland	15.1	19.5	17.5	21.4	22.0	25.8	23.9	33.5	24.7	25.4
Norway	4.5	3.5	3.7	4.9	10.2	7.9	-2.2	6.4	10.6	11.8
Israel	0.1	-2.6	-3.4	-5.2	-5.3	-3.4	-0.8	-1.5	-1.2	-1.9
Iceland	-0.2	-	0.1	0.1	-0.1	-0.1	-0.5	-0.5	-0.4	-0.3
Korea	-3.9	1.0	-3.9	-8.5	-23.0	-8.2	40.2	25.0	14.0	11.4
Australia	-11.2	-9.8	-17.2	-19.6	-15.8	-12.7	-18.2	-22.4	-21.0	-21.1
Taiwan Province of China	8.5	7.0	6.5	5.5	11.0	7.7	3.5	7.0	6.6	7.9
Hong Kong SAR ¹	5.8	8.6	2.1	-3.5	-1.6	-5.3	1.4	7.6	6.7	7.4
Singapore	5.9	4.2	11.4	14.4	13.9	16.9	21.0	21.5	22.5	23.0
New Zealand	-1.4	-1.0	-1.9	-3.1	-4.0	-4.3	-2.7	-3.9	-3.4	-3.0
Memorandum										
Industrial countries	-26.9	47.8	19.7	55.7	48.4	86.2	-22.2	-193.2	-261.4	-263.4
European Union	-74.4	10.7	21.6	58.7	96.3	129.1	88.0	28.5	48.1	71.7
Euro area	-51.3	26.9	19.3	56.6	89.9	112.5	86.5	43.7	64.9	95.8
Newly industrialized Asian economies	16.3	20.8	16.1	5.9	0.3	11.2	66.1	61.0	49.8	49.8
	<i>Percent of GDP</i>									
United States	-0.8	-1.3	-1.7	-1.5	-1.7	-1.7	-2.5	-3.7	-4.3	-4.4
Japan	3.0	3.1	2.8	2.2	1.4	2.2	3.2	2.5	2.2	2.3
Germany	-0.7	-0.5	-1.1	-0.8	-0.2	-0.1	-0.2	-0.8	0.2	0.7
France	0.3	0.7	0.5	0.7	1.3	2.8	2.7	2.8	2.6	3.1
Italy	-2.4	0.8	1.3	2.3	3.2	2.8	1.8	0.9	0.9	1.1
United Kingdom	-1.7	-1.7	-0.2	-0.5	-0.1	0.8	-0.1	-1.4	-1.5	-2.0
Canada	-3.6	-3.9	-2.3	-0.8	0.5	-1.6	-1.8	-0.5	-0.4	0.1
Spain	-3.5	-1.2	-1.3	-	-	0.4	-0.2	-2.1	-2.0	-1.7
Netherlands	2.2	4.2	5.1	5.7	5.6	7.4	5.6	5.1	5.8	6.1
Belgium-Luxembourg	2.8	4.9	5.1	4.8	4.9	5.3	4.5	4.3	4.5	4.8
Sweden	-2.9	-1.3	1.1	3.0	2.7	3.2	2.9	2.6	2.4	2.2
Austria	-0.3	-0.6	-1.4	-2.3	-2.1	-2.5	-2.2	-2.3	-1.9	-1.0
Denmark	2.8	3.4	1.8	1.1	1.7	0.7	-1.4	-	0.7	1.7
Finland	-4.7	-1.3	1.1	4.0	3.9	5.5	5.7	5.0	5.4	5.7
Greece	-2.0	-2.6	-0.5	-0.9	-2.4	-2.3	-1.9	-1.3	-1.6	-1.8
Portugal	-	0.1	-2.5	-0.1	-4.2	-5.4	-6.7	-8.5	-9.4	-9.3
Ireland	1.0	3.6	2.7	2.6	2.8	2.5	0.9	0.6	-0.4	-0.9
Switzerland	6.2	8.2	6.7	7.0	7.4	10.1	9.1	12.9	10.0	9.9
Norway	3.5	3.0	3.0	3.3	6.5	5.2	-1.5	4.2	7.0	7.5
Israel	0.2	-3.9	-4.5	-6.0	-5.6	-3.4	-0.9	-1.6	-1.2	-1.8
Iceland	-2.4	0.8	2.0	0.8	-1.7	-1.6	-6.0	-5.5	-4.0	-3.0
Korea	-1.3	0.3	-1.0	-1.7	-4.4	-1.7	12.7	6.1	3.0	2.2
Australia	-3.7	-3.3	-5.1	-5.4	-3.9	-3.1	-5.0	-5.7	-5.1	-4.9
Taiwan Province of China	4.0	3.2	2.7	2.1	4.0	2.7	1.3	2.5	2.1	2.3
Hong Kong SAR ¹	5.7	7.4	1.6	-3.9	-1.0	-3.1	0.8	4.8	4.1	4.2
Singapore	12.1	7.3	16.3	17.3	15.2	17.9	25.4	25.3	23.4	22.0
New Zealand	-3.5	-2.4	-3.8	-5.2	-6.1	-6.7	-5.1	-7.3	-6.2	-5.2

1 Data include goods and nonfactor services only.

出所：IMF *World Economic Outlook*, 2000 Spring, Statistictil Appendix

る譯にはいかないにせよ、日本からの資本流入が途絶えれば、米国の金利は上昇せざるを得ないことは明白である。同時に米國は輸入を抑制せざるを得なくなり、長期間に亙る好景気局面の持続にも係らずこれまでのところ鎮靜を保つてゐる物價も上昇に轉ずるであらう。インフレ率と金利の上昇は間違いなく株價の低落を招き、高株價を背景とした根強い消費に支えられてゐる米國景氣は後退に向ふこととなる。しかも已上のシナリオは非常に高い確度で實際に起き得る。米國政府もこれは百も承知であらう。彼等は心の中では確實に日本からの資本流入に感謝してゐる筈である。

それにも拘らず、米國は國際金融の交渉においてこれまで屢々我が國に協力的でないスタンスをとってきた。何故なのか。それは、米國にとって日本からの資金流入は必要である一いや不可缺といつてもよい一ことを認めつつも、上述の第二のファクターとして述べたやうに日本は所詮米國向け資金の圧縮・引揚げなどの無茶は出来っこない、日本にとってその餘れる資金（超過貯蓄）を運用する先は結局米國以外にない、といふことを見抜いてゐるからである。我が國はすっかり足下あしもとを見られてゐるといつてもよい。かうした事實に眼をつぶり先行きに何らの展望も持たずに行當りバッテリーただ無闇に債権者の立場を主張して米國に立ち向かつては百害あって一利なしといふべきである。日本が債権者ぶったりしやうものなら、さなきだに底流してゐる日本の米國に對する一方的貿易黒字を巡る米國政治家の不满に火をつけ日米貿易摩擦再燃の引き金ともなりかねないことにも留意しておかねばならない。

それでは日本に打つ手はないか。已下、對米債権或ひは廣く對外債権全體、について今後日本はどのやうな戦略で臨むべきか、をやや中長期的觀點から考へてみることにする。日本の國際金融政

策上最大の課題はファンダメンタルズと齊合的なレベルで近邊での圓ドルレート安定化である。しかし、為替レートは飽く迄資産價格の一つであり、株價などと同じ意味で經濟情勢により（時には政治、社會情勢などによつても）かなりの幅で上下することはもともと避けられないものである。米國を加えた先進國協調介入を適時適切に行へばある程度振幅をなだらかにすることも出来やうが、現在の米國のスタンスをみると、この方法に拘泥するのは「百年河清を俟つ」に似て餘り生産的とは云へない。とすれば、我が國に残された手段は我が國經濟を極力圓ドルレートの動きから絶縁（insulate）することである¹⁴。そのために先ず、米ドルのライバルとして新たに登場してきたユーロをはじめ米ドル以外の他通貨への diversification を推進することである。しかし創設後2年近くになるユーロの足取りをみると、このアプローチは間違いなくメニューの一つには數えられるものの、少なくとも當面は相當慎重に事を運ばざるを得まい。より抜本的な方法は、圓の國際化—圓をドルのやうに國境をまたがる取引に廣く使用される通貨にすること—を推し進めることである。圓の國際化の意味は非常に多岐に亙る。大きく圖式的に捉えれば、世界の金融・通貨體制は今後、米ドルを基軸としつつも、その役割は徐々に低下し、それを圓とユーロが補完していくといふことが展望される。圓が國際通貨としての役割を高めていくプロセスは幾通りもあり得るが、我が國としては對外債権におけるドル建て部分を圓、ユーロで代替しドルのウェイト低下を圖ることを戦略の中心に据えるのが得策であらう（その過程で生ずるドル安、円高については甘受する）。換言すれば、日本國內の超過貯蓄をこれまでのやうにドル一邊倒ではなく、圓、ユーロでも還流していくのである。翻つて圓國際化の現状はどうか。全世界での

14 これは基本的には欧州諸國がとってきた戦略と同じである。欧州はニクソン・ショック以降幾つかの通貨危機を経てドルレートの安定については米國頼み難しと早い段階で見切りをつけ、米ドルレートと欧州通貨との關係はフロート状態で放置しておくこととし、欧州の中を取引を極力安定した為替レートで關係づけられた通貨で行ふ—その究極の姿が1999年初ユーロといふ單一通貨として結實—といふ考え方を永らく基本戦略としてとってきた。

外国為替取引に占める圓のウェイトは米ドル4割強、ドイツマルク15%なのに對し日本圓は10%強(何れも1998年4月時點)と日本圓はバブル・ピーク時ドイツマルクと肩を並べていた(1989年4月ではともに14%弱)の之比べやや低下してゐる(表5参照、なお、表5以下表8まで各計表は外為審議会答申「21世紀に向けた円の国際化」の附属資料としてまとめられたものを使用)。また世界の通貨當局が外準として保有してゐる通貨をみると、米ドル57%、ドイツマルク13%弱なのに對し日本圓は5%(何れも1997年末時點)と、これまたバブル・ピーク時(8%)に比較して日本圓の低下が目立つ(表6参照)。貿易取引の面では、日本の輸出、輸入における圓建化の比率は夫々36%、23%とドイツが輸出、輸入における自國通貨建て比率が夫々75%、52%なのと比べかなり見劣りがする(表7参照)。EU域内の貿易比率の高いドイツと同一に論じられないことは勿論であるが、一層の努力が必要であることははっきりしてゐる。圓を海外の人に広く保有して貰ふといふ意味では輸出の圓建化もさることながら輸入の圓建化を推進することが不可欠である。一方、資本取引における圓の国際化の現状については、ユーロ債の建値別發行状況を見ると、米ドル5割弱、ドイツマルク18%なのに對し、圓は4%弱と英ポンド9%強よりも低い(何れも1997年中、表8参照)。國內の超過貯蓄を圓により海外に還流していくに

は援助、海外投資を圓建で行ふといふことは勿論大切であるが、日本の外で圓を廣く(恰もドルのやうに)使って貰ふためには矢張り海外の人に圓に馴染んでもらふ、そして圓を保有してもらふ、そのためには彼等がその保有してゐる圓で投資出来る機会をどんどん與へるといふことが大切である¹⁵。さうすることにより海外の人々の間でも圓による資金調達¹⁶の土壌が育ち、我が國投資家による圓建の投資機会が生まれ、圓による超過貯蓄の還流へと繋がっていくのである。かうした貿易、資本取引面での圓取引の擴大とともに自ずからアジアに於いて圓が主要國際通貨として確立されていかう。もとより意識的に政策面から後押しすることが必要とされる場合もあらう¹⁶。かうした事態の進行が實現すれば米國は國際金融交渉の場で日本の言い分に耳を傾ける、否、傾けなければならぬといふことになってくる筈である¹⁷。戦略の裏附無き口先の強がりだけでは足下を見られ續けるのがおちである。圓を使い易い通貨にするため、決済システムについても米ドル、ユーロに負けないものとするべく仕組みの整備を行ふことが不可欠である。このほか、會計原則・基準、倒産法などのインフラもグローバルなものに改めていくことも必要であらう。

4. エピローグ

本論文では趨勢的な超過貯蓄を背景に累増を重

15 1998年の改正外為法の施行、その後のFB市中公募入札、TB・FBの償還差益に係る源泉徴収の免除、國債利子について非居住者・外国法人を非課税とする措置等は若干遅きに失した感みがあるとはいへ、圓の国際化の観点から大きな前進であり、圓を海外の人が保有しやすくなるための金融・資本市場の整備は今後もっと促進していかなければならない。

16 實際に政策的に後押しする場合はこれまでの日本とアジア諸國との關係を巡る政治的、歴史的経緯を考へると十分熟慮する必要がある。しかし、既に欧州はユーロ、Western Hemisphereは米ドルが主要通貨として確立、ないし確立しそうな状況にあることに鑑みれば、アジア(特に、東アジア)で圓を主要通貨として育てていくこと自體は自然な発想として受容られるのではなからうか。

17 日本は國防を米國に依存してゐる。そのため米國に對し政治的に隷屬關係を強いられてをり國際金融の分野においても米國のいいなりになっている、との指摘が屢々なされる。しかし、冷戦の時代においても北朝鮮が(米國本土に届き得るとされる)ミサイルを保有する現在においても、日米安全保障條約は飽く迄兩國の利益に合致するから締結されてゐるのであり、また利益に合致する限りにおいて施行される、といふ認識を日本はしっかりと固めるべきである。そうした認識を踏まえ上で、國際金融の交渉を齟齬と進めなければならない。

表 5

全世界外為取引における通貨別内訳
(1日平均出来高)

(単位：%)

通貨	89年4月	92年4月	95年4月	98年4月
米ドル	90	82	83	87
独マルク	27	40	37	30
円	27	23	24	21
英ポンド	15	14	10	11
仏フラン	2	4	8	5
スイス・フラン	10	9	7	7
加ドル	1	3	3	4
豪ドル	2	2	3	3
ECU、及び、その他のEMS通貨	4	12	15	17
その他	22	11	10	15
合計	200	200	200	200

(注) 各取引につき、2つの通貨が二重計上されている。

(出所) 国際決済銀行「Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in April 1998: Preliminary Global Data」

表 6

各国通貨当局保有外貨の通貨別構成比

(単位：%)

		76年末	80年末	85年末	90年末	91年末	92年末	93年末	94年末	95年末	96年末	97年末
全世界	円	2.0	4.4	7.3	7.9	8.4	7.6	7.7	7.9	6.5	5.7	4.9
	米ドル	76.5	68.6	55.3	49.4	50.0	54.2	55.6	55.7	56.4	59.6	57.1
	独マルク	9.0	14.9	13.9	17.0	15.6	13.6	14.0	14.4	13.8	13.1	12.8
	英ポンド	1.8	2.9	2.7	2.8	3.2	3.0	2.9	3.3	3.2	3.4	3.4
	仏フラン	1.6	1.7	0.8	2.3	2.8	2.5	2.2	2.4	2.3	1.8	1.2
	ECU	-	-	11.6	10.1	10.6	10.1	8.6	8.1	7.1	6.2	5.0
	その他	9.1	7.5	8.4	10.5	9.4	9.0	9.0	8.2	10.7	10.2	15.6
先進国	円	1.8	3.3	7.6	8.5	9.5	7.5	7.7	8.2	6.6	5.6	5.4
	米ドル	87.0	77.2	50.1	44.9	43.1	48.4	49.9	50.8	51.8	56.1	57.5
	独マルク	6.2	14.3	16.7	19.4	18.0	14.9	16.2	16.3	16.4	15.6	16.6
	英ポンド	0.8	0.8	1.6	1.4	1.6	2.2	2.0	2.3	2.1	2.0	1.9
	仏フラン	0.5	0.7	0.1	2.3	3.0	2.8	2.5	2.4	2.3	1.7	0.9
	ECU	-	-	20.1	14.5	16.6	16.7	15.2	14.6	13.4	12.0	10.7
	その他	3.7	3.7	3.8	9.0	8.2	7.5	6.5	5.4	7.4	7.0	7.0
開発途上国	円	2.2	5.4	6.8	6.6	7.0	7.9	7.6	7.5	6.3	5.9	4.4
	米ドル	68.8	59.9	62.5	59.5	62.0	63.1	63.1	61.7	61.6	63.3	56.7
	独マルク	11.4	15.4	9.8	11.5	11.5	11.5	11.1	12.1	10.9	10.5	9.5
	英ポンド	2.6	5.1	4.3	6.1	5.8	4.2	4.0	4.5	4.4	4.8	4.7
	仏フラン	2.5	2.7	1.9	2.3	2.5	2.1	1.9	2.4	2.2	2.0	1.4
	ECU	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	その他	12.5	11.5	14.7	14.0	11.2	11.2	12.3	11.8	14.6	13.5	23.3

(注) 76年末、及び80年末については、ECUを通貨として区分していない。

(出所) 国際通貨基金「年次報告」

表 7

主要先進国の輸出入決済における自国通貨建て比率の推移

輸出		(単位：%)				輸入		(単位：%)					
		80年	88年	95年	97年			80年	88年	95年	97年		
日	本	29.4	34.3	36.0	35.8	日	本	2.4	13.3	22.7	22.6		
米	国	97.0	96.0	-	-	米	国	85.0	85.0	-	-		
英	国	76.0	57.0	-	-	英	国	38.0	40.0	-	-		
ド	イ	ツ	82.3	81.5	74.8	-	ド	イ	ツ	43.0	52.6	51.5	
フ	ラ	ン	ス	62.5	58.5	-	フ	ラ	ン	ス	33.1	48.9	-
イ	タ	リ	ア	36.0	38.0	-	イ	タ	リ	ア	18.0	27.0	-
												38.1	

(注) 独の88年の輸出、及び、イタリアの88年の輸出・輸入の欄は各々の87年の値。

(出所) ・80年及び88年については、George S. Tavlas and Yuzuru Ozeki (1992), "the Japanese Yen", IMF Occasional Paper No. 90

・95年及び97年については各国中銀資料

(日本については、通算省「輸出入決済通貨建動向調査」)

表 8

国際債の発行状況

ユーロ債の建値通貨別発行状況

(単位：億ドル)

	93年		94年		95年		96年		97年	
	金額	シェア								
円	444	11.3%	673	18.3%	645	17.4%	412	7.0%	284	3.9%
米ドル	1,477	37.4%	1,494	40.6%	1,444	38.9%	2,687	45.6%	3,617	49.2%
独マルク	547	13.9%	316	8.6%	727	19.6%	1,001	17.0%	1,302	17.7%
英ポンド	427	10.8%	304	8.3%	216	5.8%	518	8.8%	686	9.3%
ECU	71	1.8%	76	2.1%	71	1.9%	46	0.8%	98	1.3%
合計	3,946	100.0%	3,684	100.0%	3,713	100.0%	5,898	100.0%	7,351	100.0%

外債のマーケット別発行状況

	93年		94年		95年		96年		97年	
	金額	シェア	金額	シェア	金額	シェア	金額	シェア	金額	シェア
日本	152	17.6%	112	18.6%	180	18.8%	355	29.8%	174	18.0%
米国	354	41.0%	150	24.9%	324	33.8%	405	34.0%	455	47.2%
スイス	270	31.3%	200	33.2%	271	28.2%	250	21.0%	210	21.8%
ルクセンブルク	35	4.1%	110	18.3%	138	14.4%	84	7.1%	29	3.0%
スペイン	30	3.5%	16	2.7%	23	2.4%	63	5.3%	57	5.9%
合計	864	100.0%	602	100.0%	960	100.0%	1,190	100.0%	965	100.0%

(出所) OECD 「Financial Market Trends, February 1998」

ねてきた我が國の對外債権，とりわけ對米債権についてその規模の計數的確定（推計を含む），事實關係の整理，及びそれを踏まえた政策的對應，中長期的戰略について考察した。そこでは超過貯蓄（經常収支）そのものについては所與（given）としてその存在，継続の是非は云々しなかつた（分析の直接の對象とはしなかつた）。そこで最後に，超過貯蓄の問題そのものについて若干コメントして，この小論文を結ぶこととしやう。

日本の超過貯蓄については，1980年代半頃から前川レポートをはじめとして種々の政策提言がなされてきた。それらの提言は基本的には企業投資，住宅投資，および個人消費を活性化させることにより超過貯蓄を漸減させることが望ましい，といふ趣旨のものが多かつた。しかし，我が國の現状をみると，バブル崩壊，深刻な金融不安に襲われたことなどから戦後最悪の不況に遭遇するなど塗炭の苦しみを味ひ，今なほ完全に回復した譯ではない。そのやうな状況の下で企業投資，住宅投資の盛上りに多くの期待をよせるのは無理であらう。また個人消費についても，家計が先行き潜在成長率の低下を見込み，その結果としての生涯所得の下方屈折に對處するため，現在の消費性向を切下げてゐることを背景に弱含みの推移を餘儀なくされてゐる¹⁸。當然これと裏腹に，貯蓄はここ數年は強含みに推移する可能性が高い。要すれば，我が國の超過貯蓄傾向及びこれに伴ふ經常黒字は，かなりの確率をもつて向う數年持續するものと豫想される。しかし，21世紀を目前に我が國は1980年代には餘り意識されていなかつたこととして人口の急速な高齢化といふ問題に直面してゐる。10年，20年先に本格的な高齢化時代が到来した際，人口全體のライフサイクルを巡る理論から家計貯蓄は否應無しに低下することが豫見される¹⁹。さう

なると我が國の經常収支は今のやうな大幅な黒字を續けることは出来なくなる，否，赤字に轉ずることすら考へられるのである。さういふ事態が10年，20年先に到来する可能性がある已上，その時に備へて現在對外債権の増加ペースを人為的に落とすといふやうなことはしない方がよい。

已上

18 年金，介護保險などを巡る政府の先延ばし政策が事態の不透明感を強め，人々の消費態度を一段と慎重なものにしてゐるとの指摘も各方面でなされてゐる。

19 我が國のやうに人口増加率が低下してゐる經濟においては民間貯蓄率が趨勢的に低下するといふことは，overlapping generations modelを用ゐて容易に證明出来る（例えば，Obstfeld and Rogoff “Foundations of International Macroeconomics”，1997，The MIT Press，pp. 151-156を参照せよ）。

附表 1

国際収支 暦年	国際収支 經常収支	貿易・サービス収支		資本収支(a)	外貨準備高
		貿易収支	サービス収支		
	億円	億円	億円	億円	百万ドル
1970.01					4,399
1971.01					15,235
1972.01					18,365
1973.01					12,246
1974.01					13,518
1975.01					12,815
1976.01					16,604
1977.01					22,848
1978.01					33,019
1979.01					20,327
1980.01					25,232
1981.01					28,403
1982.01					23,262
1983.01					24,496
1984.01					26,313
1985.01	119,698	106,736	129,517	-130,134	26,510
1986.01	142,437	129,607	151,249	-122,503	42,239
1987.01	121,862	102,931	132,319	-61,511	81,479
1988.01	101,461	79,349	118,144	-83,420	97,662
1989.01	87,113	59,695	110,412	-74,651	84,895
1990.01	64,736	38,628	100,529	-48,679	77,053
1991.01	91,757	72,919	129,231	-92,662	68,980
1992.01	142,349	102,054	157,764	-129,165	68,685
1993.01	146,690	107,013	154,816	-117,035	95,589
1994.01	133,425	98,345	147,322	-89,924	122,845
1995.01	103,862	69,545	123,445	-62,754	182,820
1996.01	71,579	23,174	90,966	-33,472	217,867
1997.01	114,363	57,680	123,103	-148,348	220,792
1998.01	158,608	95,895	159,932	-171,355	215,949

出所：日本銀行 Web-site.

附表 2

国別・地域別対外直接投資実績

国別・地域別	平成 1 年度		平成 2 年度		平成 3 年度		平成 4 年度		平成 5 年度		平成 6 年度		平成 7 年度		平成 8 年度		平成 9 年度		平成 10 年度	
	件数	金額	件数	金額																
7101	2,668	43,691	2,269	38,402	1,607	24,671	1,170	17,993	882	16,936	509	18,016	510	21,845	581	24,789	582	25,486	318	13,207
7102	180	1,793	157	1,557	107	1,093	88	978	71	856	25	509	41	549	57	1,144	29	761	16	803
7103	2,848	45,483	2,426	39,958	1,714	25,763	1,258	18,972	953	17,991	334	18,525	551	22,394	638	25,933	611	26,247	334	14,011
7104	3	3	5	3	1	0	-	-	-	-	-	-	1	1	-	-	-	-	-	-
7105	1	4	4	304	6	55	2	24	1	39	2	2	8	110	3	15	6	70	9	164
7106	3	51	7	14	-	-	-	-	-	-	-	84	1	2	1	1	1	6	1	5
7107	14	823	4	179	6	143	15	173	45	28	45	-	2	126	3	24	3	157	-	-
7108	11	296	17	529	7	315	9	326	28	385	8	1,054	5	428	10	571	4	239	3	21
7109	39	464	15	892	16	235	40	606	29	492	33	1,308	38	287	31	993	34	1,451	29	597
7110	10	62	11	43	8	102	7	35	2	4	2	14	6	136	2	2	5	28	3	15
7111	2	5	3	89	1	0	1	0	-	-	-	24	2	21	1	2	1	17	1	14
7112	5	4	-	-	2	5	4	5	-	-	1	16	-	-	1	4	-	-	-	-
7113	-	-	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
7114	-	-	2	5	2	3	-	-	2	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
7115	-	-	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
7116	-	-	0	-	-	-	-	-	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
7117	9	47	14	248	13	261	14	78	12	61	8	651	9	202	10	128	11	393	11	106
7118	263	2,715	205	1,961	190	2,129	141	1,216	188	1,622	207	1,725	178	1,614	132	1,373	155	1,373	116	1,332
7119	1	0	1	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	9	1
7120	-	-	-	-	-	-	3	0	2	1	1	3	3	3	2	3	1	1	1	1
7121	4	2	33	-	4	3	12	1	3	1	3	37	1	1	1	1	1	1	1	1
7122	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6	1	27	7	66	1	44	13
7123	4	98	9	113	5	138	3	32	3	23	-	-	-	-	1	1	1	1	1	1
7124	-	-	1	0	-	-	-	-	3	23	-	-	-	-	-	-	1	26	1	15
7125	2	8	-	-	8	2	4	2	1	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
7126	41	2,232	34	848	17	213	47	823	35	936	30	280	31	642	27	1,173	58	3,115	42	5,755
7127	4	3	2	3	-	-	3	3	4	3	-	-	1	1	-	1	1	1	1	4
7128	4	168	4	22	6	830	7	168	8	73	10	224	13	139	26	882	19	836	13	227
7129	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
7130	-	-	-	-	-	-	-	-	1	1	1	39	-	-	-	-	-	-	-	-
7131	-	-	-	-	2	112	3	16	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
7132	421	6,991	339	5,289	290	4,547	307	3,525	327	3,889	303	5,499	300	3,741	257	5,008	303	7,775	244	8,274
7133	-	-	0	-	1	0	-	-	-	-	-	15	-	-	-	-	-	-	-	-
7134	-	-	1	1	1	0	-	-	-	-	-	1	3	22	5	11	2	5	1	3
7135	-	-	-	-	-	-	2	4	1	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
7136	5	1	9	7	7	5	7	24	6	20	4	10	4	56	4	30	6	332	1	46
7137	335	2,502	244	2,610	178	1,260	154	966	184	1,447	112	1,179	119	1,106	89	1,675	115	853	51	770
7138	9	24	7	44	9	20	15	160	5	39	17	101	23	125	25	247	23	532	17	329
7139	140	840	155	1,615	148	1,628	122	2,142	115	952	116	1,808	168	1,548	160	2,720	170	3,085	62	1,378
7140	81	799	54	419	48	357	28	291	34	289	27	420	25	433	33	468	53	543	47	387
7141	-	-	-	-	-	-	-	-	1	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
7142	159	902	169	1,067	136	1,202	111	919	92	892	51	772	57	555	69	644	82	971	32	653
7143	3	119	3	13	2	19	12	23	1	14	3	83	5	41	1	34	8	76	1	11
7144	87	269	68	383	42	277	45	210	56	236	75	683	100	692	75	630	84	542	45	485
7145	181	2,573	139	1,232	103	837	100	875	97	735	69	1,101	94	1,143	102	1,256	96	2,238	58	813
7146	165	662	102	653	87	554	48	376	41	343	39	292	52	439	39	587	67	552	27	287
7147	403	1,703	377	1,696	258	1,107	130	849	127	680	126	749	147	1,196	196	1,581	154	2,291	72	1,755
7148	1	0	1	1	1	0	6	13	12	52	25	177	54	192	65	359	45	381	12	65
7149	-	-	2	16	1	3	1	1	-	-	-	6	-	-	-	-	-	-	-	-
7150	-	-	7	7	7	1	5	79	3	17	1	2	3	1	3	12	2	8	-	4
7151	4	-	4	12	4	12	5	79	3	17	1	2	3	1	3	12	2	8	-	4

出所：大蔵省 Web-site.

年次	平成17年度		平成18年度		平成19年度		平成20年度		平成21年度		平成22年度		平成23年度		平成24年度					
	件数	金額																		
EU加盟	916	19,727	956	20,975	803	12,832	617	9,176	494	9,204	221	6,525	260	8,281	241	8,305	250	13,749	382	17,937
イソト	2	6	-	-	0	-	-	-	2	7	-	-	1	1	1	1	1	1	19	-
メルン	-	4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	3	-
メルン	-	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
東京圏	3	4	1	7	2	5	1	2	-	-	-	-	-	0	1	9	-	-	-	-
メルン	72	854	90	774	58	957	21	303	43	587	35	359	27	298	26	210	10	197	26	494
メルン	2	1	1	4	6	19	-	-	-	-	-	-	-	-	1	5	1	3	1	3
メルン	2	7	14	17	7	14	-	-	-	-	-	-	2	6	1	5	4	16	1	4
メルン	1	1	2	1	1	0	-	-	2	9	-	-	-	1	2	-	-	-	-	-
メルン	2	4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	3	-	-	-	-	-	-	-
メルン	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-
メルン	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	5	-	-	-	-
メルン	-	-	-	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
メルン	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
メルン	1	4	1	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
メルン	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
メルン	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
メルン	1	4	1	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
メルン	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
メルン	2	1	1	0	-	-	-	-	2	4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
メルン	1	6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
メルン	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
メルン	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
メルン	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
メルン	88	891	70	804	76	1,014	23	308	52	630	35	366	37	367	41	485	25	407	31	569
メルン	448	5,673	407	5,392	261	3,476	174	2,783	124	2,124	49	1,337	61	2,561	65	852	97	2,048	55	1,776
メルン	12	25	26	68	19	46	13	43	2	2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
メルン	4	11	9	46	2	5	-	-	-	-	2	3	-	-	-	-	-	-	-	-
メルン	6	13	4	13	6	13	4	7	4	3	-	2	-	2	5	1	1	2	4	4
メルン	8	54	3	5	1	0	3	22	1	21	2	24	1	10	-	-	2	24	1	32
メルン	47	137	46	337	32	331	24	86	15	40	10	115	13	92	6	54	11	152	5	1,033
メルン	1	5	1	4	1	1	1	22	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
メルン	-	-	3	13	2	2	5	7	-	-	-	-	4	25	-	-	-	32	-	-
メルン	6	8	1	5	2	7	1	2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2	130	-
メルン	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
メルン	8	61	24	36	37	63	11	25	12	42	1	4	2	15	2	14	4	23	-	13
メルン	62	167	48	197	31	532	14	110	4	22	4	24	2	14	1	43	20	80	2	6
メルン	2	2	-	-	-	-	-	-	5	22	-	-	-	-	3	34	2	33	-	-
メルン	-	-	-	-	-	-	-	-	1	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
メルン	604	6,156	572	6,119	394	4,476	251	3,119	188	2,275	68	1,507	83	2,716	81	1,011	142	2,525	65	2,833
メルン	49	438	463	43,927	46,564	56,462	3,741	44,313	3,488	41,514	2,478	42,808	2,963	49,568	2,401	44,094	2,488	46,228	1,387	52,469

(注)1. 計数は報告・届出ベース
2. 金額は単位未満四捨五入