

ニューエコノミーと国際通貨ドル

- 1990年代後半のアメリカの国際金融仲介機能論の検討 -

徳永潤二

〔報告要旨〕

国際金融仲介機能論

1990年代の「過剰な」国際資本移動の中心に位置したのがアメリカである。アメリカは経常収支黒字国から自国の経常収支赤字以上の外国資本を集め、それを自らの経常収支赤字ファイナンスに充て、ニューエコノミーとよばれた長期にわたる景気拡大を実現する一方で、その経常収支赤字以上の余剰分を経常収支赤字国に对外投资していた。

国際通貨国特権

国際金融仲介機能を果たしてきた国は歴史上三カ国しかない。それは国際通貨国であるイギリスとアメリカ、そして非国際通貨国である日本である。しかし、イギリスやアメリカの国際金融仲介機能は自国通貨建てによるものであったのに対して、日本のそれは外貨であるドル建てで行われた。そして、国際流動性を拡大するとき、その国は「世界の銀行」として機能しているのである。この国際流動性の供給 = 国際通貨の供給を行うのが国際通貨国の金融システムである。

非国際通貨国は自らが国際通貨を発行できないことから、経常収支赤字と对外投资の拡大に限度があるのに対して、国際通貨の供給を行う国際通貨国は自国通貨建て債務を増加させることによって、非国際通貨国では考えられない規模の経常収支赤字と对外投资の拡大が可能である(国際通貨国特権)。国際金融仲介機能論は経常収支黒字国からの資金流入を起点として考えているが、国際通貨国こそが国際資本移動の起点となる。そして、アメリカを起点とした資金は、国際通貨ドルに対する強い需要を反映して、アメリカに様々なルートを通じて「自動的に」外国資本流入となって還流することになる。

1990年代後半の国際資本移動におけるアメリカの「能動性」

1. 1995年～97年半ば

アメリカを起点とする第一の資金ルートは、カリブ海金融センターのミューチュアルファンドとヘッジファンドに対するレポ取引を通じた貸出である。そして、ミューチュアルファンドやヘッジファンドはその借入資金でもって財務省証券を購入した。

アメリカの銀行は、日本をはじめとするその他先進国の銀行と同様、カリブ海金融センターのヘッジファンドに対して融資を行う一方で、自己勘定でヘッジファンド型運用を行っていた。これがアメリカを起点とする第二の資金ルートである。

2. 97年半ば～98年

東アジアでの通貨危機や日本の金融危機を契機として、東アジア諸国や日本から流出した資金は、オフショアセンターを経由し、ヨーロッパに大規模に流入した。このヨーロッ

パに流入した「過剰な資金のプール」の一部はアメリカに流入することになった。つまり、東アジア通貨危機と日本の金融危機によって、アメリカへの「逃避資本」の大規模な流入が生じたのである。しかし、98年第3四半期のロシア通貨危機は、対米投資の減少ないしアメリカからの資金流出をもたらした。

3. 1999年～2000年

この時期のアメリカを起点とする第一の資金ルートは、西欧向けの単一通貨ユーロ導入を背景としたM&A関連貸出であった。BISによれば、2000年第一四半期におけるインターバンク資金フローでは、ニューヨークを起点とした資金がチューリッヒと東京を経由してロンドンにプールされ、最終的にはユーロ圏に流入した。

第二の資金ルートは、西欧の対米直接投資や対米株式・社債購入に伴うアメリカの銀行による「従属的な資金供給」であった。

第三の資金ルートは、アメリカと西欧相互間の資本移動において大きな役割を果たした株式交換方式のM&Aであった。株式交換方式のM&Aの場合、キャッシュフローを伴うことなく、「アメリカ 西欧」と「西欧 アメリカ」の資金の流れが同時に生じる。最終的に、アメリカはその株式交換方式を通じた取得株式の大部分を売却することによって、資金を還流させたのである。

以上のように、90年代後半のアメリカをめぐる国際資本移動では、アメリカを起点とする資金が重要な役割を果たしたのである。これが国際資本移動におけるアメリカの「能動性」の姿なのである。

ジャパンマネーとの比較

80年代後半における日本の経常収支黒字以上の対外投資は、自国通貨ではなくドルで行われた。まさにそれは中尾茂夫氏が称したようにドルの「又貸し」であった。これに対して、国際通貨国アメリカは国際資本移動において「又貸し」を行っているのではなく、自国の金融システムのもと「自前で」自国通貨を発行することによって、経常収支赤字と対外投資を拡大することができる。そこでのアメリカの役割は、「経常収支赤字以上の外資の余剰分を、再び投資する」という「受動的な」ものではなく、「新たに資金を作り出す」という意味で「能動的な」性格を持っている。そして「新たに資金を作り出す」という「能動性」の鍵は、アメリカの金融機関による資金供給にある。このことを国際金融仲介機能論は見落とすのである。

国際通貨国特権とニューエコノミー

すでに見たように、国際通貨国は自国通貨の発行によって、非国際通貨国では考えられない規模の経常収支赤字と対外投資の拡大が可能である。そして、経常収支赤字と対外投資の拡大の結果として流出した資金は、国際通貨ドルに対する強い需要を反映して、アメリカに様々なルートを通じて「自動的に」外国資本流入となって還流することになる。

このような国際通貨国特権はニューエコノミーにとって以下のような意味を持っている。第一は巨額の経常収支赤字を可能にすることによって、ニューエコノミーを主導したIT産業に不可欠な中間財の輸入を可能にした。そして、輸入財はドル高とアジアの低賃金を反映して相対的に低価格であったことから、国際通貨国特権のもとでの経常収支赤字の拡大は低インフレ下での景気拡大の一条件となった。第二は、経常収支赤字と対外投資の結果としてアメリカから流出した資金が、国際通貨ドルに対する強い需要を反映して、「自動的に」還流したことにより、外国資本流入は金融活況とその下での景気拡大の一条件となったことである。95年～97年は財務省証券、98年～2000年には、直接投資、株式、社債、政府債というルートを通じて、外国資本がアメリカ金融市場に大規模に流入した。

経常収支赤字は短期的にはGDPのマイナス要因であり、また対外投資も将来的には投資収益をもたらすとはいえ、それが国際収支赤字を拡大するかぎりでは、短期的には国内景気の拡大にとっての「ブレーキ」の役割を果たす。しかし、90年代のアメリカの場合、短期的に景気拡大にとって「ブレーキ」の役割を果たす経常収支赤字と対外投資が、景気拡大の「アクセル」に転化するという特殊的性格が存在している。すなわち、ニューエコノミーといわれた景気拡大の特殊的性格は、アメリカが国際通貨国であることを抜きには語れないものなのである。

景気拡大の行き詰まり

経常収支赤字のマイナスの影響を打ち消すことができなくなれば、国際通貨国アメリカといえども経常収支赤字を容認することはできなくなる。実際、2001年春以降、ドル高を背景とした経常収支赤字の拡大によるアメリカ製造業へのマイナスの影響は大きなものであった。

国際通貨国は、非国際通貨国のように外貨不足に直面することによって、国内景気に引き締めの「ブレーキ」がかかることはない。その代わりに、景気拡大の「アクセル」をさらに踏みこませることになり、経済・金融情勢をハイリスクのものに変容させていく。この結果、その反動はより大きなものとなり、「ブレーキ」の踏み込みはさらに強くならざるを得ないであろう。以上については、拙稿「ニューエコノミーと国際通貨ドル - 1990年代後半のアメリカの国際金融仲介機能論の検討 - 」『立教経済学研究』第56巻第3号を参照されたい。本報告は、石井記念証券研究振興財団 平成12年度研究助成金 個人研究の成果の一部である。

〔討論者からのコメント〕大阪市立大学・中尾茂夫氏

報告者の研究内容は、既存の通説とは異なった視点を打ち出そうとする点において意欲的であり、個別には論証不十分な点が散見されるものの、その点で評価できる。

第1は、国際資金仲介論の不十分性をつき、決済機能を重視した国際通貨論を説き、そ

れによって、国際資金循環に占めるアメリカの能動的役割（資本輸入と資本輸出）を強調した点が興味深い。そのような国際通貨発行特権によって、90年代におけるアメリカの貸付機能がきわめて積極的に展開されたと認識する。

第2には、ニューエコノミーというとき、通説では、概してIT革命や資本市場（とりわけベンチャー・ビジネスの資金調達に積極的役割を果たしたナスダック）が強調されるが、報告者は海外債務の膨大な調達によって、そのような構造が可能になった関係を強調し、結果、国際通貨ドルの機能によって債務調達の継続が可能になったことを強調する。

第3に、アジア通貨危機においても、概して、アジアから流出した資金がアメリカに向かったことを強調し、アジア通貨危機とアメリカ・ニューエコノミーの関連性が強調される。

以上の3点を踏まえて、以下の3つの質問を行いたい。

1. 80年代も90年代も外資のアメリカへの流入は大きかったが、80年代にアメリカの論壇を席卷した外資脅威論が90年代に姿を消したのはなぜか。90年代が外資流入という点では大きかったにもかかわらず、である。

2. ニューエコノミー論では、IT革命による生産性上昇や資本市場の活況が強調されがちだが、報告者は、外資流入がそのブームを支えたと言う場合、実際には、外資流入のこういった作用がブームを支え、こういった展開がブームを終焉に導いたのか。つまり、アメリカのバブル醸成と崩壊に至る過程において、外資流入はどのような役割を果たしたものと位置づけられるのだろうか。

3. 報告者は論考の最後に、言ってみれば、現在のアメリカ経済がブレーキとアクセルを同時に踏む困難性があると言っているが、このようなアメリカの債務依存循環はどのような推移を辿ると考えられるのだろうか。その循環の限界、あるいは、その将来可能性はどのように予測されるのだろうか。

〔回答〕

1. について。80年代と90年代のアメリカ経済の対外関係で共通するのは、巨額の経常収支赤字、大規模な外国資本流入とその結果である対外債務の増大である。大規模な外国資本流入と対外債務の増大が、80年代はアメリカ経済にとって「脅威」と捉えられるのに対して、90年代では肯定されている。これまで、米議会の貿易赤字検討委員会での民主党の見解や一部のマスコミの見解を除けば、楽観論が大勢を占めてきた。そこでは、外国資本流入は国内貯蓄以上の投資と消費の拡大を可能にするものである一方で、対外債務は長期的に返済可能として捉えられている。

80年代、外国資本は直接投資、公的部門の財務省証券というルートを通じて流入し、これは景気を下支えした。これに対して、90年代、特に景気過熱期に入った99年以降、外国資本は直接投資、株式、社債、政府債というルートを通じて流入した。これが「脅威」

に結びつかなかったのは外国資本が民間部門に大規模に流入し、民間投資と民間消費を支え、この結果として失業率が相対的に低かったことがあげられる。失業率は 80 年代平均で 7.1%であったものが、90 年代平均では 5.6%まで低下したのである。

2. について。時期別に見た外国資本流入のルートは、95 年～97 年は財務省証券、98 年～2001 年の場合は直接投資、株式、社債、政府債であった。そのうち、外国資本の社債への流入は、自社株買いを行う米企業の資金調達を容易にすることにより、供給面から株価上昇を支えた。

そして、景気過熱期に入った 99 年以降、グローバルな M & A の活発化（特にアメリカと西欧相互間）を反映した対米直接投資と対米株式投資の増大は、金融、通信、エネルギーといった産業において M & A ブームを過熱、そして株価を上昇させることによって、金融活況とその下での景気拡大の一条件となった。しかし、2000 年以降、グローバルな M & A が停滞し、対米直接投資と対米株式投資も減少することとなったが、これはアメリカにおける M & A ブームの終焉と株式市場低迷に拍車をかけることになった。このように、外国資本流入はアメリカにおける M & A ブームと株価上昇を左右する一条件であった。

2001 年、外国資本は社債と政府債に流入したが、2002 年には流入額が減少し、財務省証券にシフトしている。しかし、財政収支が赤字に転落することにより、80 年代と同様に「双子の赤字」という関係が再び生じてきていることを考えると、ドル資産からの逃避によるドル安という懸念は高まっている。このような外国資本流入の動向は今後の景気に大きな影響を与えるであろう。

3. について。90 年代、アメリカ経済の対外債務依存の高まりに関しては楽観論が支配的であったが、その限界は現れつつある。NAM（全米製造業者協会）によれば、2001 年 3 月をピークとした雇用者数は、それ以降 150 万人も減少しており、そのうち製造業の減少が 120 万人であった。この雇用減少の主な原因はドルの過大評価にあり、これによって外貨建て換算したアメリカ製品の価格は 30% 上昇し、製造業輸出が 1,400 億ドル減少することになった。90 年代後半、国際通貨国特権のもと、アメリカには経常収支赤字ファイナンス以上の外国資本が流入したのであり、この結果がドル高であった。ドル高による雇用減少という事態は、対外債務を増大させながら高成長を続けてきたことの限界の現れの一つである。

今後、対外債務依存に限界が現れるとすれば、それは現在の金融緩和政策のもとで生じている住宅価格の上昇による資産効果が、景気のエンジンである堅調な個人消費を維持させ、景気を下支えできるか否かにかかっている。IT ブームに伴い急増した民間投資の回復が期待できない以上、個人消費の動向は今後の景気を大きく左右する。景気が下支えできなければ、アメリカ金融市場への外国資本流入の動向やドル相場は不安定化し、対外債務に依存した成長は行き詰まる可能性がある。

〔フロアからの質問〕九州大学 川波洋一氏

米国を中心とする国際資本移動の拡大と 90 年代の好景気との関連をどのように考えたらよろしいでしょうか。そのさい、とくに米国の好景気と米国からの資本流出（アウトフロー）との関連についてご教示ください。

〔回答〕

90 年代後半、特に 99 年以降のアメリカを中心とする国際資本移動の特徴は、グローバルな M & A の活発化を反映して、アメリカと西欧間で対外投資（資本流出）と対米投資（資本流入）がともに増大したことがあげられる。例えば、株式交換方式の M & A では、キャッシュフローを伴うことなく、「アメリカ 西欧」と「西欧 アメリカ」の資金の流れが同時に生じ、アメリカの対外証券投資とともに対米直接投資が増大することになる。これにはアメリカと西欧の株価がともに上昇していることが必要である。そして株価動向を左右したのが IT 関連株式であったのである。この時期の IT 関連の株価がバブルであったことを考えれば、アメリカの対外投資の拡大はアメリカと西欧における IT バブルと結びついたものといえるであろう。

本報告では、外国資本流入と景気拡大との関連を中心課題としたため、アメリカからの資本流出と景気拡大についての考察は不十分であった。ご質問は、コメンテーターである中尾茂夫氏からの二番目のご質問と同様、国際金融論とアメリカ経済論との関連についてのものであり、今後の研究課題としたい。（脱稿：2003 年 1 月 10 日）