

日本における対外不均衡の構造

——八〇年代以降バブル崩壊まで——

野 口 旭

一 一九〇年代の日本経済における二つの課題——複合不況と経常収支黒字の拡大

一九九二年次の日本の経常収支黒字額は一一七六億一五〇〇万ドルとなり、これまでの最高であった八七年次
の黒字額（八七〇億一五〇〇万ドル）を大きく上回ることになった。一九九三年に入ると、こうした経常収支黒
字の急拡大を背景にして、急速な為替相場の変動、すなわち円高・ドル安が生じた。九三年一月から九月までの
対ドル平均為替レートはおよそ一一二円であり、これは九二年の年平均レートであった一二七円に対し、約一二
%の上昇となっている。それは、バブル崩壊以降の「複合不況」（宮崎、一九九二）にあえぐ日本経済に対し、
さらなる調整圧力を加えるものであった。そうした急激な円高・ドル安の進行にもかかわらず、日本の経常収支
黒字額は拡大を続けており、九三年次前半では六七二億八二〇〇万ドルと、半期ベースではこれまでの最高を記
録している。そのような中で、レーガン共和党政権の経済政策（いわゆるレーガノミクス）によって生み出され
た「双子の赤字」——すなわち財政赤字と経常収支赤字——の解消をここ数年來の懸案とするアメリカは、クリ
ントン民主党政権のもとで、日本の経常収支黒字の縮小それ自体を目標に据え、市場開放を中心とした対日要求
を一層強めつつある⁽¹⁾。日本の経常収支黒字は、いまや最大の国際政治的・経済的問題になりつつあるといえる。

すなわち、九〇年代の日本経済は、長引く不況からの脱出という国内経済的課題とともに、経常収支黒字の拡大を背景として強まりつつある国際的圧力への対処という、もうひとつの困難な課題を背負うにいたっているのである。

ところで、日本の経常収支黒字およびアメリカの経常収支赤字、そしてそれを背景とした日米間の経済摩擦は、八〇年代半ばのレーガノミクスによって日米の経常収支不均衡が定着して以来、日米間の最大の懸案として存在し続けてきた。その意味ではこれは、八〇年代から現在に持ち越されてきた課題として捉えることができる。しかし、九〇年代になってその問題が改めて浮かび上がってきた背景を考えるうえで重要なのは、経常収支黒字の拡大が、まさに九〇年代におけるバブル経済の崩壊と同時に生じているという事実である。八〇年代末期においては、日本の経常収支黒字額は順調に縮小し続け、一九九〇年次には三五七億六一〇〇万ドルと、八〇年代のピークであった八七年次の額の約四割程度にまで減少している。そうした日本の黒字額の急速な縮小を背景に、むしろこれ以上の経常黒字の減少は望ましくないという立場から、いわゆる「黒字有用論」という考え方が登場することになった。⁽²⁾しかし、そのような議論が定着するいとまもなく、日本の黒字額はその後再び拡大し、冒頭で述べたように八七年次の水準を大きく上回るまでに膨れあがるにいたるのである。

以上のように、日本の経常収支黒字は、八〇年代における拡大と縮小に続き、九〇年代に入って再び拡大の局面を迎えているわけであるが、そこには八〇年代とは異なるひとつの特徴を見出すことができる。それは、経常収支の裏側に存在する資本収支の面にある。経常収支が黒字ということは、金融勘定をも含めた資本収支の赤字を意味するが、八〇年代の日本において、この資本収支赤字とは、何よりも直接投資・証券投資などの長期資本の純流出によってもたらされたといえるものであった。八〇年代には、八三年を例外として長期資本収支赤字は

経常収支黒字を常に上回っていたため、この両者の合計である基礎的収支は一貫して赤字であった。そして、それは短期資本収支の黒字によってファイナンスされるかたちとなっていた。すなわち、八〇年代日本の国際収支を特徴付けるのは、資本収支における「短期借り・長期貸し」の構造であった。しかし、バブル崩壊以降、この構造は根本的な変化を余儀なくされることになる。一九九一年においては、経常収支黒字の拡大に加えて、長期資本収支が一転して黒字となり、基礎的収支は大幅な黒字となった。その後、長期資本純流出は徐々に回復し、九二年における日本の長期資本収支は再び赤字に転じている。しかし、その額は拡大を続ける経常収支の黒字額にははるかに及ばず、基礎的収支は依然として大幅な黒字を続けている。つまり、九〇年代においては、経常収支黒字が拡大する一方で、八〇年代においてきわめて旺盛であった直接投資・証券投資などの長期資本の流れは逆に大きく収縮しているのである。それは、バブル崩壊以降における日本の国際収支の構造変化として、決して見逃すことはできない。

本稿の目的は、経常収支不均衡・対外不均衡問題の把握のための基本的分析枠組み・分析視角を提示し、それによって八〇年代から九〇年代初頭のバブル崩壊期までの日本の経常収支不均衡の構造を明らかにすることである。⁽³⁾ところで、対外不均衡とは本来、日本とその外側の世界との不均衡の問題であるから、それを正しく把握するためには、日本だけではなく日本の外側の世界における諸要因にも目を向ける必要がある。日本の経常収支黒字の拡大とは、日本以外のいずれかの国の経常収支赤字の拡大であり、その原因は日本の側にある場合もあれば、他国の側にある場合もある。実際、日本の経常収支黒字拡大の構造を把握することは、アメリカの経常収支赤字拡大の構造を把握することなしには不可能なのである。これは特に、八〇年代における日米間の経常収支不均衡の拡大局面においてあてはまる。

九〇年代における日本の対外不均衡に関しては、上に言及した二つの問題が、解明されるべきものとして存在している。ひとつは、まさにバブル崩壊以降の景気後退過程において、この日本の経常収支黒字の急激な拡大が生じたのはなぜかということであり、もうひとつは、そうした拡大が長期資本純流出の縮小という資本収支構造の変化を伴ったのはなぜかということである。結論を先取りすれば、バブルの崩壊は、一方において実体経済の停滞に基づく経常収支黒字の拡大をもたらすと同時に、他方において金融仲介機能の低下に基づく資本収支構造の変化をもたらしたのであった。すなわちこれらは、バブルの形成から崩壊の過程における、一連の因果的事象として捉えることができるのである。

日本の対外不均衡は、八〇年代以来一貫してひとつの大きな国際的課題であり続けてきた。しかし、九〇年代におけるそれは、複合不況からの脱出口を見いだせずにいる日本経済の上に、新たな様相を帯びたものとして現われてきているようにみえる。すなわち、バブル崩壊という状況のなかで、経常収支の不均衡は一方では増幅され、他方では変型されて現れているのである。それゆえに、その問題の正確な把握のためには、八〇年代―九〇年代における日本の経常収支不均衡の、対外不均衡問題としての連続性・一貫性と、バブル崩壊以降におけるその独自の様相の両面に関し、整合性・統一的な説明枠組みを与えることが必要となる。それは、ポスト・バブル経済の展望を得るうえでも、必要不可欠な作業であるといえよう。

二 対外不均衡の把握のための基本的枠組み

1 八〇年代における日米経常収支不均衡拡大——その要因に関する諸解釈

表1に示されているように、日本の大幅な経常収支黒字が構造的に定着するようになったのは、一九八〇年代

半ば以降のことである。七〇年代においては、七二年までが黒字、七三年から七五年までが赤字、七六年から七八年が黒字、そして七九年と八〇年が赤字となっている。すなわち、第一次および第二次石油ショックの前後の時期が赤字であったことになる。そのような外的ショックによる攪乱期以外は黒字であったことから判断すれば、日本の経常収支は恒常的な黒字傾向にあるということができよう。問題は、八〇年代半ば以降の黒字額の大きさが、そのような傾向的水準を明らかに超えるものとなっていることである。

国際収支の定義から、日本の経常収支黒字額は、日本を除く「その他世界」(rest of the world) 全体の経常収支赤字額に等しい。すなわち、日本が黒字を拡大させた裏側には、必ず日本以外のある国の赤字の拡大があったことになる。そのような立場の国のひとつがアメリカであったことを確認するのは容易である。図1は、一九八三年から九二年までの一〇年間の、日本の経常収支黒字額、アメリカの経常収支赤字額、そして日本の対米貿易黒字額(＝アメリカの対日貿易赤字額)を比較したものである。すぐに明らかのように、少なくとも一九九〇年までは、アメリカの赤字額は日本の黒字額を常に上回っていた。それは、日本とアメリカを除いた世界全体の経常収支額の合計が、この間は常に黒字であったことを意味する。

図1に示されているように、日米それぞれの経常収支の不均衡の拡大と日米間の貿易不均衡の拡大とは、歩調をあわせて生じてきた。そのため、日米経常収支不均衡問題とは、結局日米間の二国間的(Bilateral)な貿易不均衡の問題であるかのように論じられることにもなった。それは、この不均衡が日米間における二国間的な貿易管理によって解決可能であるかのような考え方と容易に結びつきがちな点で、大きな問題をはらんでいる。近年アメリカが、半導体貿易をプロト・タイプとした「結果指向主義」に基づく管理貿易的手法に頼る姿勢をますます強めているのは、こうした懸念が決して杞憂ではないことを示すものといえる。⁽⁴⁾

(1980—1992)

(単位 百万ドル)

1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
85,845	87,015	79,631	57,157	35,761	72,901	117,615
92,827	96,386	95,012	76,917	63,528	103,044	132,603
205,591	224,605	259,765	269,570	280,374	306,557	330,804
112,764	128,219	164,753	192,653	216,846	203,513	198,201
△4,932	△5,702	△11,263	△15,526	△22,292	△17,660	△10,300
△2,050	△3,669	△4,118	△4,234	△5,475	△12,483	△4,688
△131,461	△136,532	△130,930	△89,246	△43,586	37,057	△28,071
△45,613	△49,517	△51,299	△32,089	△7,825	109,958	89,544
△1,609	23,865	19,521	20,811	21,468	△25,758	△8,303
2,458	△3,893	2,796	△22,008	△20,877	△7,831	△9,639
△44,767	△29,545	△28,982	△33,286	△7,234	76,369	71,602

この日米の経常収支不均衡問題に関しては、その原因をめぐって、その後さまざまな議論が行なわれることとなった。それらの全てを逐一吟味することは到底不可能であるが、おそらくそのほとんどは、日米両国間の産業競争力の格差に基づくとする立場、日米両国の市場開放度などの「構造的要因」に基づくとする立場、日米両国の貯蓄・投資バランスに原因を求める立場の、三つのカテゴリーのうちのいずれかに分類することが可能であろう。

結論的にいえば、この中で対外不均衡問題に対する正しい枠組みを与えることができるものとすれば、それは三番目の貯蓄・投資バランスに基づく立場だけである。確かに、日米の産業競争力や日本の市場の閉鎖性などは、経常収支不均衡の要因としてしばしば言及される。しかしながら、実はそれらの問題は、対外不均衡問題とは基本的に全く無関係であると考えられる。日米の経常収支不均衡を把握するうえで重要なのは、それが八〇年代半ば以降に拡大したものであり、それ以前には存在しなかったという事実である。もし、上の一番目や二番目の立場に立つとすれば、こうした対外不均衡の急速な拡大をもたらすような産業競争

表1 日本国際収支

	1980	1981	1982	1983	1984	1985
經常収支	△10,746	4,770	6,850	20,799	35,003	49,169
貿易収支	2,125	19,967	18,079	31,454	44,257	55,986
輸出	126,736	149,522	137,663	145,468	168,290	174,015
輸入	124,611	129,555	119,584	114,014	124,033	118,029
貿易外収支	△11,343	△13,573	△9,848	△9,106	△7,747	△5,165
移転収支	△1,528	△1,624	△1,381	△1,549	△1,507	△1,652
長期資本収支	2,324	△9,672	△14,969	△17,700	△49,651	△64,542
基礎的収支	△8,422	△4,902	△8,119	3,099	△14,648	△15,373
短期資本収支	3,141	2,265	△1,579	23	△4,295	△936
誤差脱漏	△3,115	493	4,727	2,055	3,743	3,991
総合収支（金融勘定）	△8,396	△2,144	△4,971	5,177	△15,200	△12,318

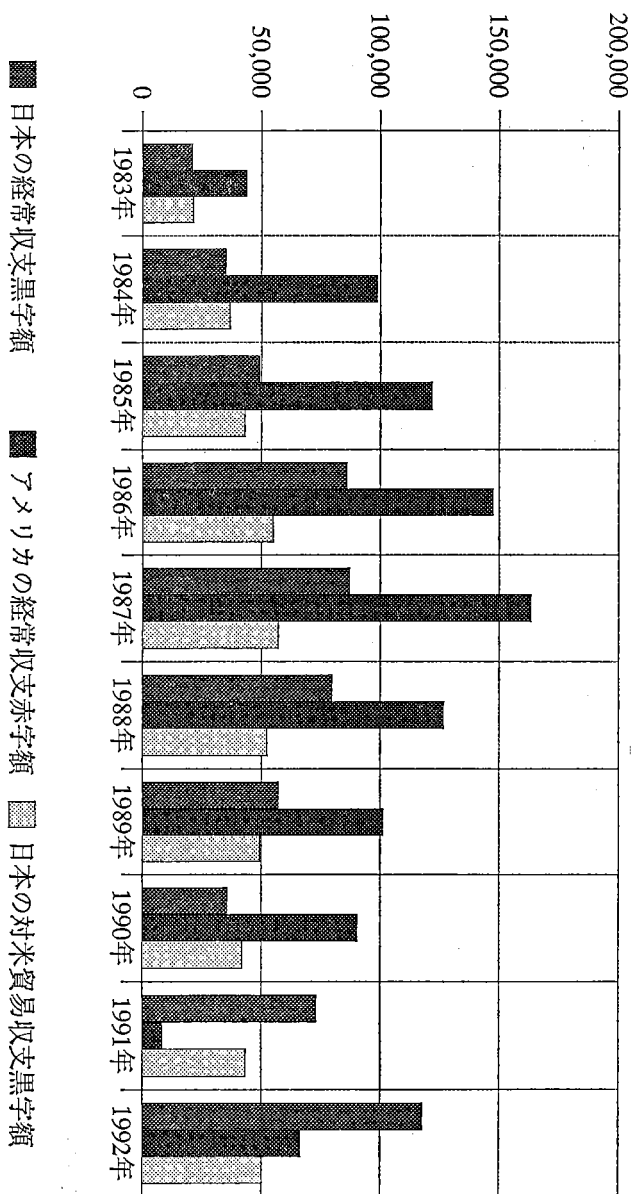
(注) △はマイナスを示す

(資料) 日本銀行「国際収支統計月報」各号

力や市場閉鎖性における劇的な変化が、八〇年代のある時期に生じたということを示さなくてはならないであろう。しかし、それは明らかに不可能である。

産業競争力の面に関していえば、製造業における日米間の生産性上昇率格差などは古くから指摘されているとおりであり、八〇年代になってその格差がとりわけ拡大したという証拠はない。むしろ、七〇年代を通して停滞を続けていたアメリカの労働生産性上昇率は、八〇年代入ると徐々に回復し、日米の労働生産性上昇率格差は縮小したことが多くの研究において指摘されている。⁽⁵⁾ 同じことは、最近しばしば取り上げられる日本市場の閉鎖性の問題に関していえる。日本の市場構造が、政府規制や独特な取引慣行などの存在によって貿易制限的なものとなっている事実是否定できない。しかしながら、そうした制限は、八〇年代において突如として増大したものではない。おそらく、八〇年代以前の日本市場は、現在よりもはるかに閉鎖的だったはずである。むしろそれ以降、日本は、諸外国の批判もあり、一貫して市場開放策を進めてきた。その結果、少なくとも関税・数量制限などの明示的貿易障壁に関していえば、日本の市場は主要先進国のなかで最も開

(単位 百万ドル) 図1 日米の経常収支と日米間の貿易収支不均衡 (1983—1992)



(資料) 日本銀行『国際収支統計月報』およびIMF, International Financial Statistics 各号より作成

かれているといつてよい。⁽⁶⁾ しながら、日本の対外不均衡は、そうしたトレンドとは無関係に、増減を繰り返してきたのである。

本来、産業競争力や貿易障壁などは、一国全体の問題というよりは、個別産業に関する問題である。そうしたミクロ的な要素から、一国におけるマクロ・レベルの經常収支不均衡を導きだそうとするのは、いわば「合成の誤謬」である。結局、マクロ的な經常収支不均衡問題に対しては、マクロ的なフレームワークである貯蓄・投資バランス・アプローチ（＝アブソープション・アプローチ）に依拠せざるを得ないのである。

2 貯蓄・投資バランス・アプローチの基本定式

經常収支決定に関する貯蓄・投資バランス・アプローチあるいはアブソープション・アプローチについては、枚挙のいとまがないほどの文献が存在しているが、今後の議論のためにその要旨を示しておくことにする。⁽⁷⁾

アブソープション・アプローチはまず、一国における生産（＝所得）と支出の差は、その国の輸出と輸入の差に等しいという単純な関係に注目する。すなわち、国内生産＝所得より支出の方が大きければ、その部分は海外からの財・サービスの純移転、すなわち經常収支の赤字を意味し、逆に国内生産＝所得より支出が小さければ經常収支の黒字を意味する。ところで、国内支出は、大きく分けて民間消費、民間国内投資、政府支出（＝政府投資＋政府消費）の三つ項目からなる。そこで、次式(1)が成り立つ。

$$(1) \quad Y - (C + Id + G) = X - M$$

ここでYは国民所得、Cは民間消費、Idは民間国内投資、Gは政府支出、Xは輸出額、Mは輸入額である。この国内支出 $C + Id + G$ は、国内アブソープションともいわれる。これは、いわゆる「内需」と考えさしつかえな

い。經常収支（右辺）は、所得と支出の差（左辺）に等しいというこの(1)式は、「アブソープション・アプローチの基本方程式」と呼ばれる。

分配面からみた国民所得は、民間消費、民間貯蓄、政府収入（＝租税）の三つの項目に分割される。すなわち、次式となる。

$$(2) \quad Y = C + S + T$$

ここで S は民間貯蓄、 T は租税である。(2)式の Y を(1)式に代入することにより、次式が得られる。

$$(3) \quad (S - Id) - (G - T) = X - M$$

ここから、經常収支（右辺）は、民間貯蓄余剰（左辺第一項）から、政府財政赤字（左辺第二項）を差し引いたものに等しいことがわかる。これが、貯蓄・投資バランス論の基本的原理である。この(3)式が示すのは、一国の經常収支黒字は、必ず政府部門も含めた貯蓄超過を意味するということである。また、一国の經常収支黒字額は、自国以外の「その他世界」の經常収支赤字額に等しいが、それは「その他世界」全体の貯蓄不足を意味することになる。

ところで、国内貯蓄 S は、民間国内投資 Id のほかに、対外純投資、国債購入に支出される。すなわち、対外純投資を If 、国債購入を Ig とすると、 $S = Id + If + Ig$ である。また、政府支出 G は、租税 T と国債購入 Ig によって賄われることになるから、 $G = T + Ig$ となる。これらを(3)式に代入すると、次式が得られる。

$$(4) \quad If = X - M$$

すなわち、經常収支の黒字額（赤字額）は、資本の純流出額（流入額）に等しい。これは、經常収支の黒字額（赤字額）は金融勘定も含めた資本収支の赤字額（黒字額）に等しいという、国際収支の基本的原則を示してい

る。

以上の(1)、(3)、および(4)式より、一国の経常収支の黒字ないし赤字額は、所得と支出の差に等しく、またそれは政府部門も含めた一国の貯蓄・投資バランスに等しく、かつそれは資本の純流出入額に等しいということがわかる。すなわち、経常収支の黒字の裏側には必ず資本収支の赤字、すなわち対外純投資が存在し、対外世界においてはそれと同額の経常収支赤字が存在しているのである。

3 国際的資本移動の原理

アブソーブション・アプローチ⇔貯蓄・投資バランス・アプローチは、対外不均衡に関する単純ではあるが重要な真理を鮮やかに浮び上がらせるものである。それは、経常収支の持続的な不均衡は、それに対応した持続的な資本純流出ないし純流入が存在しない限り決して生じ得ない、ということである。逆にいえば、まさにそうした資本移動こそが、経常収支の不均衡を生み出すのである。なお、ここでの「資本」(あるいは「資金」とは、「一定期間——長期的ないし短期——にわたる一般的購買力の使用権」として定義される。資本移動とは、そうした購買力の国際的移転(トランスファー)にはかならないが、それは資本純流入国に所得以上の支出を可能にさせ、それに等しいだけの財・サービスの純移転、すなわち経常収支赤字をもたらすことになる。このことから、対外不均衡問題の考察のためには、産業競争力や貿易障壁などのミクロ的諸問題にとらわれる必要は全くなく、単に国際資本移動を生じさせる要因は何かを吟味すればよいということが明らかとなる。

ところで、アブソーブション・アプローチからは一国の所得と支出との差が資本の純流出入額に等しいという結論が得られるが、実はこの関係は、単に国と国との間に成り立つだけではなく、全ての経済主体の間で成り立つ

ている。資金の余剰主体から不足主体への購買力の移転は、経済のさまざまなレベルにおいて存在しているが、そのとき資金の供給者は、自らの所得から資金の移転を差し引いた額の支出を行っているはずであるし、逆に資金の需要者は、その移転額だけ所得以上の支出を行っているはずである。そのような購買力としての資金の移転が存在しない限り、どのような経済主体も所得以上の支出を行うことはできない。国際収支表における資本収支とは、国内居住者の対外世界に対する資金貸借の、一定期間における単純合計にすぎない。そうした対外世界に対する資本純流出入という形態での購買力の移転額が、一国の所得と支出の差に等しくなることは、個別経済主体の場合と全く同様である。ただし、国の場合には、その差額は対外世界に対する輸出超過ないし輸入超過、すなわち経常収支黒字ないし赤字として現れることになる。

国際資本移動とは、上のような資金の余剰主体から不足主体への移転が、単に国境をはさんで行われているにすぎないから、それは資金移動の一般的原理に従って生じると考えられる。きわめて一般的・抽象的にいえば、資金の移動は、各経済主体間に資金運用収益格差が存在するときに生じる。なぜならば、そのとき、収益率の低い主体から高い主体に、両者の収益率の間のいずれかのレantal率（＝利子率）で資金を移転すれば、どちらの経済主体にとっても利益となるからである。そのことは、国と国との間の資金移動に関しても同様にあてはまる。すなわち、国際資本移動は、基本的には資本の収益率の低い国から高い国へ向けて生じるといえる。ただし、ここではカントリー・リスクや為替リスクといった固有の要素が、各経済主体が持つ期待値としての収益率⁽⁸⁾に対して大きな影響を与えるということも忘れてはならない。

以上のように、国際資本移動が国と国との間の資本の収益率格差、あるいはその貨幣的な表現としての利子率格差から生じるのであるとすれば、それぞれの国において利子率がどのように決定されるのがまず問われねば

ならない。上で述べたように、利子率とは資金の余剰主体から不足主体へのレンタル率であり、それは一国における資金需給を均衡させる水準において決定される。ここで、資金の供給を「貯蓄」、需要を「投資」と定義すれば、利子率は一国の貯蓄と投資を均衡させるように決定される⁽⁹⁾ことができる。ただし、政府が資金不足主体であり、それを赤字国債の発行によって賄わなければならないとすれば、一国の貯蓄の一部はこの政府赤字によって吸収されることになる。

利子率が貯蓄と投資の均衡において決定されるとすれば、次に貯蓄と投資が何に依存して決まっているのかが問題になる。この貯蓄関数、投資関数の捉え方に関しては、さまざまな立場があるが、ここでは最も標準的に、貯蓄は所得と利子率の関数であり、投資は利子率の関数である⁽¹⁰⁾と考える。このことから、封鎖経済においては以下のような貯蓄と投資の均衡式（政府部門も含む）が成立する。

$$(5) \quad S(Y, r) = Id(r) + BD$$

ここで r は実質利子率である。 BD は政府財政赤字であるが、これは単に(3)式の $G-T$ を書き換えたものである。(5)式において、国民所得 Y と政府財政赤字 BD を所与とすると、実質利子率 r は民間貯蓄 S と民間国内投資 Id （マイナス BD ）を均衡させる水準に決定される。通常は、 S は r の増加関数、 Id は減少関数と考えられるから、体系の安定性は保証される。この(5)式は、封鎖経済では実質利子率 r は民間貯蓄余剰 $(S(Y, r) - Id(r))$ を政府財政赤字 BD と等しくさせるような水準に決まる、とも言い換えられる。このことから、政府赤字 BD の外的な増加は、実質利子率 r の上昇を通じて民間貯蓄余剰の増大をもたらすことがわかる。

ここで、この(5)式を封鎖経済における自国の貯蓄・投資の均衡式とし、その均衡実質利子率を r^c とする。また、対外世界を便宜的にひとつの国として統合し、それを「外国」と呼ぶことにする。「外国」においても、(5)

式のような貯蓄・投資の均衡が成立しているとし、その封鎖経済における均衡利子率を r_0^* をとする。また、封鎖経済における自国利子率は外国利子率よりも低い、すなわち $r_0 < r_0^*$ と仮定する。

両国間で資本移動が自由に行われ、かつ自国と外国の資産が完全に代替的であるとすれば、自国と外国の実質利子率は等しくなければならない。その開放経済における世界全体の均衡実質利子率を r_0 とすれば、以下のような不等式が成立するであろう。

$$(6) \quad r_0 < r_0 < r_0^*$$

r_0 という実質利子率のもとでは、自国および外国の貯蓄・投資バランスは変化するが、(3)式から、自国に関して次式が成立する。

$$(7) \quad S(Y, r_0) - Id(r_0) - BD = BP$$

ここで BP は自国の経常海外余剰であり、(3)式の $X-M$ を書き換えたものである。(6)式から、自国の封鎖経済における利子率 r_0 は開放経済における世界の均衡利子率 r_0 よりも低いので、開放経済における民間貯蓄余剰 $S-Id$ は封鎖経済におけるそれよりも大きくなる。そこで、政府財政赤字 BD を所与とすれば、(7)式の左辺はプラスとなり、経常収支 BP は黒字となる。(4)式から、この経常収支黒字額は自国から外国への資本の純流出額と等しい。すなわち、実質利子率が封鎖経済時よりも開放経済時の方が高い場合、資本の純流出が生じ、それに等しいだけの貯蓄・投資バランスが事後的に生み出されるのである。

封鎖経済から開放経済への移行に伴う貯蓄・投資バランスの変化は、外国の側でも同様に生じる。それを以下のように表す。

$$(8) \quad S^*(Y^*, r_0) - Id^*(r_0) - BD^* = BP^*$$

ここで * 印は全て外国側の変数であるということを示す。外国の場合には、自国とは逆に、封鎖経済における利子率 r^* は開放経済における世界の均衡利子率 r_0 よりも高いので、民間貯蓄余剰は開放経済の方が小さくなり、(8)式の左辺はマイナス、経常収支 BP^* は赤字となる。国際収支の原則から、均衡における自国の経常収支黒字額は外国の経常収支赤字額に等しい。すなわち、世界の経常海外余剰の合計はゼロとなる。

$$(6) \quad BP + BP^* = 0$$

(7)、(8)式を(9)式に代入することにより、次式が導き出される。

$$(9) \quad S(Y, r_0) + S^*(Y^*, r_0) = Id(r_0) + Id^*(r_0) + BD + BD^*$$

これは、政府部門も含めた世界全体での貯蓄と投資の均衡を表す。すなわち、世界の均衡実質利子率 r_0 は、この世界的貯蓄・投資バランス式を均衡させるような値に決定される。

以上により、貯蓄・投資バランス、国際資本移動、対外不均衡の相互関係が明らかになった。一般に、各国の民間貯蓄、民間国内投資、政府財政赤字などは、それぞれの事情によってさまざまなものであるから、資本移動が制限されていれば各国でさまざまな利子率が成立することになる。しかしながら、資本移動が可能となれば、資本はより利子率の高い国に向けて流出していく。それは、資本のより効率的な利用を意味し、資本の供給国と受入国の双方にとっての利益となる。資本移動が完全に行われ、その結果として世界全体で共通の均衡利子率が成立すれば、それは世界的に資本が最も効率的に利用された状態、すなわちパレート最適の状態にあることを意味する。逆にいえば、資本移動の制限は、その最適な状態からの乖離をもたらす。

この貯蓄・投資バランス論から導き出される重要な命題のひとつは、資本移動が許容されている限り対外不均衡は必ず生じざるを得ない、ということである。反対に、もし全世界で資本移動が禁止されていれば、どの国も

自国の所得以上の支出を行うことができず、その結果全ての国の經常収支は均衡する⁽¹⁰⁾。しかし、上に述べたように、それは資本のより非効率的な利用を意味する。逆にいえば、經常収支の不均衡とは、世界全体での資本のより効率的な利用の結果として生じるのである。

4 為替レートと經常収支

対外不均衡問題において焦点なるもうひとつの要素は、為替レートであろう。為替レートの動向が一国の輸出に影響を与え、經常収支を規定するということは、幅広く信じられている。そのメカニズムは、通常以下のよう⁽¹¹⁾に説明される——自国通貨の為替レートが上昇（下落）すれば、それは自国の輸出財価格の対外的上昇（下落）を伴うことから、自国の輸出量は減少（増加）し、輸出額は減少（増加）する。また、輸入に関しては、自国の輸入財の国内価格の下落（上昇）から、輸入量は増加（減少）し、輸入額は増加（減少）する。その結果として、輸出額と輸入額の差額である經常海外余剰は減少（増加）する——。このような立場からはまた、經常収支の不均衡は為替レートの変化によって自動的に調整されるという結論が引き出される。すなわち、經常収支の黒字（赤字）は自国為替レートの上昇（下落）によって減少させられていく、と主張されることになる。

ただし、通常この種の議論ではこうした為替レートの經常収支不均衡調整メカニズムが正常に作用するためには一定の条件がみたされねばならないことが付け加えられる。それは、輸出入の価格弾力性が十分に高い、ということである⁽¹²⁾。その価格弾力性が低い場合、為替レートの変化に伴う貿易財の価格変化が充分な輸出入数量の変化に結びつかず、經常収支の不均衡はさらに拡大する（弾力性ベシミズム）。特に、輸出入数量の変化が価格の変化に対して一定のタイム・ラグを伴って生じる場合、そうした状態が一定期間続く可能性がある（Jカーブ効果）。

為替レートと経常収支に関する上記のような考え方は、いわゆる弾力性アプローチとして、かつては国際収支の調整理論における主流派立場にあった。また現在でも、必ずしも明示的でないにせよ、こうした論理に基づく主張は根強く存在している。たとえば、一九八五年以降、それまでのドル高が修正され、急激な円高・ドル安が生じたにもかかわらず、むしろ日米間の経常収支不均衡が拡大していったことに対し、Jカーブ効果の存在にその根拠を求める見解が数多く見られた。⁽¹²⁾ こうした主張によれば、Jカーブ効果によって為替レートの変化が経常収支を逆に不均衡化させたということになるが、これはまさにその論者が弾力性アプローチの枠組みに依拠していることを意味する。

問題は、この弾力性アプローチと、これまで本稿で展開されてきた貯蓄・投資バランス・アプローチ・アプローチ・アプローチとの関係である。弾力性アプローチとは、為替レートの変化に伴う輸出入額の変化を求めようとする考え方であるから、(1)式や(3)式でいえば、輸出額 X および輸入額 M の直接的な変化に焦点を当てて立場であるということが出来る。しかしながら、その(1)、(3)式、あるいは(7)式をみれば明らかなように、貯蓄・投資バランス・アプローチでは、経常収支はあくまでも一国における所得・支出、あるいは貯蓄・投資の差題として従属的に決定されるのである。それゆえに、もし為替レートの変化が経常収支に何らかの影響を与えるとすれば、それは一国の所得・支出、あるいは貯蓄・投資に影響を与えるという経路を通じてのみであることになる。しかし、通常の弾力性分析においては、こうしたより根本的な要因に関しては、逆にほとんど無視されることが多い。結局、弾力性アプローチは、一国のマクロ的バランスに対する考慮を欠いた部分均衡分析にすぎない、というそしりを免れ得ないのである。かつては主流であった所得弾力性および価格弾力性を用いた貿易関数分析——それは誘導形推定式を用いて輸出額 X および輸入額 M を直接的に説明しようとするものであった——

が、貯蓄・投資バランス・アプローチに基づく分析に席を譲ることになったのは、この点からみれば当然のことといえよう。

ところで、貯蓄・投資バランス・アプローチに基づくうえの(1)―(10)式の体系には、為替レートは明示的には現れてはいない。すなわちこの立場においては、為替レートの変化が経常収支に与える影響が全く無視されているのである。これは、為替レートが経常収支を規定するという、弾力性アプローチに代表される通説とは鋭く対立するものである。そこで、そうした為替レートの無視が、どのような理論的根拠によって正当化されるのかを、以下で明らかにする。

ケインズ経済学と対比した、古典派・新古典派経済学のひとつの大きな特質は、「実物経済と貨幣経済の二分法」である。この考え方は、貨幣的変数は実物的変数には全く影響を与えないという、いわゆる「貨幣の中立性」命題として、古典派から現代にいたる主流派経済学体系の中心に存在し続けてきた。⁽¹³⁾ このような古典派的二分法に基づく場合、為替レートが経常収支に影響を与えることができないのは明らかである。すなわち、一国の貯蓄、投資、実質利子率といった変数は、いずれも実物的変数であり、その結果として生じる貯蓄・投資バランス・経常収支もやはり実物的なものであるのに対し、為替レートとは異なる通貨の交換比率であり、基本的には貨幣的な変数だからである。すなわち、二分法的思考に基づく限り、為替レートといった貨幣的変数が経常収支という実物的変数に影響を与えることは、原理的に不可能なのである。

こうした二分法的思考の開放経済への拡張は、マナタリスト・モデルの国際版たる、為替レート決定に関するマナタリー・アプローチにおいて典型的にみることができる。その基本的な骨子は、以下のような体系によって示される。⁽¹⁴⁾

- (11) $p = ep^*$
- (12) $\dot{e} = \dot{p} - \dot{p}^*$
- (13) $i = i^* + e$
- (14) $r = i - \dot{p}$
- (15) $r^* = i^* - \dot{p}^*$

ここで、 p は物価、 e は外国通貨の自国通貨表示の為替レート、 i は各目利子率、 r は実質利子率である。これまでと同様に、 $*$ 印は外国の変数を表す。また、ハット（ $\wedge$ ）はそれぞれの変数の変化率を示す。

(11)式から、自国と外国の物価水準が与えられれば、為替レートはその比率として決定される。これはいわゆる購買力平価説 (purchasing power parity doctrine) であるが、貨幣数量説の国際的拡張においては欠かすことのできない前提である。(12)式は、為替レートの変化率は自国と外国との物価上昇率格差によって決定されることを示すが、単に(11)式を変化率で表したものであり、購買力平価の通時的成立を意味する。これはまた、実質為替レート一定の仮定と言い換えることもできる。実質為替レートとは名目為替レートの変化率から両国の物価上昇率格差を差し引いたものであるが、(12)式からその変化率は常にゼロとなるからである。なおここでは、為替レートの期待変化率および両国の期待物価上昇率は必ずその実現値と一致するという、完全予見の世界が想定されている。(13)式は、カバーなしの金利裁定均衡条件式である。(14)式および(15)式は、自国と外国における実質利子率の決定式である。

この体系においては、各国物価水準や物価上昇率、名目利子率、そして為替レートといった名目的・貨幣的な変数は、ここでの唯一の実物的変数である実質利子率には全く影響を与えないことが確認できる。まず、(13)式が

成立するとき、自国と外国の名目利子率格差が為替レートの変化率に等しくなるが、(12)式から同時にそれは両国のインフレ率格差に等しいことがわかる。そのとき、(14)および(15)式から、両国の実質利子率は等しくなる。ここで、たとえば自国において、より一層の物価上昇が生じた場合、その効果は国内的には名目利子率の上昇であるが、(15)式、対外的には自国為替レート下落(12)式である。その場合、金利裁定均衡条件(13)式は維持され、両国の実質利子率は全く影響をうけない。すなわち、国際的な二分法の成立である。

ちなみに、このような二分法的体系に基づく限り、固定レート制や変動レート制といった通貨制度による区別も意味をなさないことに注意しなければならない。為替レートが固定されているということは、為替レートの変化率がゼロということである。その場合(12)式から、両国の物価上昇率は一致していなければならない。また(13)式から、ここでは両国で実質利子率ばかりでなく名目利子率も一致する。実際、かつての固定レート制の時代においては、各国の通貨当局は、IMF協定のもとで自国通貨の対ドル為替レートの維持が義務付けられていたために、各国の物価上昇率はアメリカのそれとかなり歩調を合わせる形になっていた。すなわち、アメリカからの「インフレの国際的波及」が生じた。変動レート制に移行するとともに、各国の物価上昇率を一致させるメカニズムは失われ、実際それはさまざまに異なるようになった。それに伴って、為替レートも当然大きく変動していくようになった。上の体系からすれば、そうした為替レート変動とは、実はそのような各国の物価上昇率の相違を吸収すべく生じたと考えられるのである。実際にいくつかの研究では、変動相場移行後の名目為替レートの大きな変動にもかかわらず、それを貿易財の価格変化で調整した実質為替レートはかなり安定的であったことが示されている。

以上から、変動レートは各国の物価に対応して為替レートが調整される体制であり、固定レート制は為替レ

トに対して各国の物価水準が調整される体制であるという相違は存在するが、物価水準ないし名目為替レートのどちらかが伸縮的に動くことによって実質為替レートが一定に保たれ、購買力平価が成立する限り、両体制の間に本質的な相違はなく、貨幣と実物の二分法が成立し、為替レートが実体経済に影響を与えないことが明らかとなった。もちろん、実際には、物価水準の変動と為替レートの変動とは、その調整コストが大きく異なるであろう。ミルトン・フリードマンによる有名な変動相場制擁護論は、こうした実際の観点に立脚するものといえよう。

すでに述べたように、(1)―(10)式の貯蓄・投資バランスの体系では、為替レートは明示的には現れていない。しかし、実はそれは(9)式のなかに事実上存在しているといえる。ここでは、両国の経常海外余剰額が単純に足し合わせられているが、実はこれは為替レートによって換算し直すことなしには不可能である。しかし、上のように購買力平価が常に成立していると考えれば、為替レートを排除することの理論的根拠が明らかになる。すなわちここでは、実質為替レートが常に一定なので、為替レートの名目的な変化の効果が存在せず、自国と外国をあたかも同一の通貨圏のように取り扱うことが可能となることから、世界全体の貯蓄・投資バランス(10式)だけを考慮していればよいのである。また、この(1)―(10)式体系には実質利子率しか登場していないが、これもまた同じ根拠によるものであり、各国物価上昇率・名目利子率の相違を排除するものでないことはいうまでもない。

これまでの議論から、為替レートの調整と物価水準の調整とは相互に代替的であり、一方が固定されていても他方が伸縮的であれば、古典派的な二分法の世界が国際的にも成立可能であることが明らかとなった。しかし、現実世界の為替レートは、少なくとも短期的には購買力平価に従って動いていないわけではないし、また価格が充分に伸縮的であるわけでもない。すなわち、ここでは上のように実質為替レートを一定として無視することがで

きなくなる。そこで、そうした非古典派的世界において、実質為替レートの変化の経常収支に対する影響をどの程度考慮すべきかという事柄について、若干の考察を加えておきたい。

実質為替レートを内生変数とした場合、所得マイナス支出＝貯蓄マイナス投資＝輸出マイナス輸入（＝経常収支）という会計的恒等式（(1)および(3)式）の再解釈が必要となる。すなわちここでは、輸出額と輸入額、そしてその差額である経常収支は実質為替レートに依存して変化するであろうから、(1)あるいは(3)式の関係が恒等的に成り立つとはいえない。そこで、(3)式から導き出された(7)式を以下のように修正する。

$$(6) \quad S(Y, ro) - Id(ro) - BD = BP(er)$$

この左辺は(7)式と同じであり、自国の貯蓄・投資バランス（＝資本の純流出入）である。しかしここでは、右辺の経常海外余剰BPは、実質為替レート er に依存して決まる変数となっており、この資本収支＝経常収支の関係式は、会計的恒等式ではなく均衡式となっている。すなわち、実質為替レート er が体系に付け加わったことによって、世界全体での貯蓄・投資バランスによって世界的均衡実質利率 ro を決定する(10)式に加え、資本収支＝経常収支という外国為替の需給均衡式(6)が必要となったのである。これが成立していれば、世界全体の経常収支の合計はゼロという国際収支の会計原則から、外国における資本収支と経常収支の均衡もまた自動的に成立する。

現在のような変動レート制のもとでは、為替レートは外国為替の需給を均衡させるような水準に決定される。またその外国為替の需給は、経常収支と資本収支によって規定される。そのように考えれば、経常収支が為替レートの影響を受けることは確かであるにしても、それを一方向的因果関係として捉えることができないのは明らかである。(6)式が示すように、為替レートとは経常収支と資本収支によって規定される内生変数である。そして

それは、左辺の貯蓄・投資バランスⅡ資本収支に対し、右辺の経常収支を均衡させるように変化するのである。
 (10)式が持つ重要なインプリケーションは、為替レートは外国為替取引の裏側にある資本や財の国際的フローによって大きな影響を受けるが、それは事後的に成立するネットの経常収支とは全く無関係だということである。
 すなわち、経常収支黒字（赤字）額が大きいからといって、それが直ちに自国為替レートの上昇（下落）をもたらしわけではない。為替レートはむしろ、事前的な意味での資本収支と経常収支の大きさによって決定される。
 たとえば、一九八〇年代前半のアメリカは、ドル高のもとで経常収支赤字を拡大させていったが、それはアメリカの高金利によってもたらされた資本流入（Ⅱ資本収支の黒字拡大）が絶えずドルに対する超過需要を生み出す一方で、それによってもたらされたドル高がアメリカの経常収支赤字額を資本収支の黒字額に見合うだけ拡大させたからであった。

以上により、為替レートが経常収支の大きさを決定するという「通念」は誤りであり、対外不均衡の原因を探るためには、その根本的な規定要因である貯蓄・投資バランスⅡ資本純流出入に焦点を当てるべきことが明らかとなった。より厳密に考えると、実質為替レートの変化は、世界全体の貯蓄・投資均衡条件（(10)式）を変化させることから世界的均衡実質利率を変化させることになるし、またさまざまな経路を通じて各国の貯蓄や投資そのものにも影響を与える⁽¹⁵⁾。しかし、現在までのところ、それらの効果が最終的に貯蓄・投資バランスに与える変化がどのようなのかは、理論的にも実証的にも充分に明らかではない。そうである限り、不確かな論理に依拠して錯綜したモデルを組み立てるよりは、それらをとりあえず視野の外に置いておく方がはるかに望ましいであろう。

三 日米における貯蓄・投資バランスと対外バランス

1 レーガノミクスと対外不均衡の拡大——特に一九八三年から八六年まで

以下では、これまでの分析枠組みに基づき、日米のマクロ・データを整理することにより、若干のファクト・ファインディングを試みる。表2および表3は、日本およびアメリカのマクロ・バランスを示したものである。

まず、この表に関していくつか注意をおきたい。支出の第四番目の項目の経常収支 Br とは、単純に国内総支出勘定における財貨・サービスの輸出と輸入の差をとったものである。これは、国際収支表における経常収支とは多少異なる値になっているが、マクロ的な整合性を保つためにこちらの値を用いることにした。次に、民間貯蓄余剰 $S-I$ は、本来であれば国民経済計算の制度部門別資本調達勘定から求めるべきであるが、そこから計算される制度部門別の貯蓄・投資バランスとマクロ・データの間には必ず「統計上の不都合」が存在するので、

繁雑さを避けるために以下のような便法を用いることにした。まず、制度部門別資本調達勘定から、一般政府部門の貯蓄投資差額のデータを拾い出す。(3)式が示すように、民間貯蓄余剰の値は、経常収支額から政府貯蓄投資差額——これは(3)式の表現とは逆に政府収入 T と政府支出 G の差額となる——を差し引くことによって求められる。この値が得られれば、民間貯蓄 S はそれに民間国内投資 I_d を加えることによって求めることができる。また、同様に政府収入 T の値も、政府貯蓄投資差額に政府支出 G の値を加えれば得られる。ここではあくまでも基本的な傾向としてのマクロ・バランスを見るのが目的なので、こうした便宜的な方法を用いた。

図2および図3は、表2、表3のデータ(対GDP比率)に基づいて、日本およびアメリカの貯蓄・投資—対外バランスをグラフ化したものである。基本的な関係は(3)式が示すとおりであるが、上述のようにここでは政府

収支が「-」であるから、民間貯蓄余剰に政府貯蓄投資差額を加えたものが経常収支となる。民間貯蓄余剰と政府貯蓄投資差額の両方が黒字（赤字）であれば経常収支は必ず黒字（赤字）となるが、両者の符号が異なる場合にはその相殺された差額が経常収支の黒字や赤字となって現れることになる。

この表2、表3および図2、図3から、いくつかの事実が指摘できる。まず日本についてであるが、一九八〇年代半ばにおける日本の貯蓄・投資―対外バランスの最大の特徴は、他の時期と比較して民間貯蓄余剰の対GDP比率が大きいことである。それは、貯蓄率が高いか国内投資率が低いかのどちらかの原因によるものではなく、表2を見る限りその両方があてはまっているようにみえる。しかし、その時期の最も重要な変化はむしろ、政府貯蓄投資差額の趨勢のなかに現れているといえる。

一九七三年の石油ショック以降、日本はいわゆる「低成長経済」の時代に入ったが、そうした実体経済の停滞が税収の伸びを制約する一方で、政府支出は増加を続けたために、日本の財政には構造的な赤字が定着し、それは七〇年代後半まで拡大していくことになった。八〇年代に入ると、そのような状況を背景に、「増税なき財政再建」をスローガンとしたさまざまな緊縮財政的措置が取られるようになっていった。⁽¹⁶⁾それによって日本の財政赤字は急速に縮小されていったが、そのことは図2の政府貯蓄投資差額の推移に明瞭に示されている。緊縮財政の結果として、政府支出Gの対GDP比率はほぼ一貫して下落し続けているが、それだけではなく政府収入Tの対GDP比率も趨勢的に上昇している。この両者が相俟って、日本の政府貯蓄投資差額は赤字から黒字へと大きく変化していくことになったのである。

一九八三年から八六年まで、日本の経常収支黒字の対GDP比率は上昇し続けていったが、民間貯蓄余剰はその間それほど大きくは増大していない。むしろ、円高不況による国内投資停滞から民間貯蓄余剰の対GDP比率

バランス (1983—1991)

(単位10億円 下段はGDPに対する比率)

1986年	1987年	1988年	1989年	1990年	1991年
334,609	348,425	371,429	396,197	424,537	450,795
195,969	204,585	215,122	228,483	243,628	255,341
58.6%	58.7%	57.9%	57.7%	57.4%	56.6%
70,210	76,177	89,044	100,131	110,872	115,922
21.0%	21.9%	24.0%	25.3%	26.1%	25.7%
55,131	56,648	58,845	61,999	66,989	71,251
16.5%	16.3%	15.8%	15.6%	15.8%	15.8%
13,299	11,015	8,418	5,584	3,048	8,281
4.0%	3.2%	2.3%	1.4%	0.7%	1.8%
38,090	36,210	37,483	42,352	45,920	46,810
24,791	25,195	29,065	36,768	42,872	38,529
86,640	85,584	91,876	95,751	101,578	110,862
25.9%	24.6%	24.7%	24.2%	23.9%	24.6%
52,000	58,256	64,431	71,963	79,331	84,592
15.5%	16.7%	17.3%	18.2%	18.7%	18.8%
16,430	9,407	2,832	-4,380	-9,294	-5,060
4.9%	2.7%	0.8%	-1.1%	-2.2%	-1.1%
-3,131	1,607	5,586	9,964	12,342	13,341
-0.9%	0.5%	1.5%	2.5%	2.9%	3.0%

b) 民間国内投資－政府貯蓄投資差額＋経常収支より計算

d) 経常収支－政府貯蓄投資差額より計算

表2 日本のマクロ

		1983年	1984年	1985年
国内総生産(GDP)	<i>Y</i>	281,767	300,543	320,419
民間最終消費支出	<i>C</i>	169,687 60.2%	178,631 59.4%	188,760 58.9%
民間国内投資	<i>Id</i>	55,833 19.8%	61,011 20.3%	68,201 21.3%
政府支出	<i>G</i>	51,231 18.2%	52,700 17.5%	52,683 16.4%
経常収支(a)	<i>BP</i>	5,016 1.8%	8,201 2.7%	10,776 3.4%
財貨サービスの輸出	<i>X</i>	39,275	45,066	46,307
財貨サービスの輸入	<i>M</i>	34,258	36,866	35,532
民間貯蓄(b)	<i>S</i>	71,106 25.2%	75,449 25.1%	81,580 25.5%
政府収入(c)	<i>T</i>	40,973 14.5%	46,462 15.5%	50,079 15.6%
民間貯蓄余剰(d)	<i>S-Id</i>	15,274 5.4%	14,438 4.8%	13,379 4.2%
政府貯蓄投資差額	<i>T-G</i>	-10,257 -3.6%	-6,238 -2.1%	-2,604 -0.8%

(注) a) 財貨サービスの輸出－財貨サービスの輸入より計算

c) 政府最終消費支出＋政府貯蓄投資差額より計算

(資料) 経済企画庁『国民経済計算年報』各号

バランス (1983—1991)

(単位10億ドル 下段はGDPに対する比率)

1986年	1987年	1988年	1989年	1990年	1991年
4,269	4,540	4,900	5,251	5,522	5,678
2,851	3,052	3,296	3,523	3,748	3,888
66.8%	67.2%	67.3%	67.1%	67.9%	68.5%
718	749	794	832	800	721
16.8%	16.5%	16.2%	15.8%	14.5%	12.7%
833	882	919	975	1,043	1,091
19.5%	19.4%	18.7%	18.6%	18.9%	19.2%
-133	-143	-108	-80	-69	-22
-3.1%	-3.2%	-2.2%	-1.5%	-1.2%	-0.4%
319	364	444	508	557	598
452	507	552	588	626	620
733	710	782	840	870	893
17.2%	15.6%	16.0%	16.0%	15.8%	15.7%
685	777	823	887	904	897
16.1%	17.1%	16.8%	16.9%	16.4%	15.8%
15	-39	-12	8	71	172
0.4%	-0.9%	-0.2%	0.2%	1.3%	3.0%
-148	-104	-96	-88	-140	-193
-3.5%	-2.3%	-2.0%	-1.7%	-2.5%	-3.4%

b) 民間国内投資－政府貯蓄投資差額＋経常収支より計算

d) 経常収支－政府貯蓄投資差額より計算

表3 アメリカのマクロ

		1983年	1984年	1985年
国内総生産(GDP)	<i>Y</i>	3,405	3,777	4,039
民間最終消費支出	<i>C</i>	2,258 66.3%	2,460 65.1%	2,667 66.0%
民間国内投資	<i>Id</i>	547 16.1%	719 19.0%	715 17.7%
政府支出	<i>G</i>	652 19.2%	701 18.6%	772 19.1%
経常収支(a)	<i>BP</i>	-51 -1.5%	-103 -2.7%	-116 -2.9%
財貨サービスの輸出	<i>X</i>	277	302	302
財貨サービスの輸入	<i>M</i>	328	405	418
民間貯蓄(b)	<i>S</i>	630 18.5%	725 19.2%	735 18.2%
政府収入(c)	<i>T</i>	518 15.2%	592 15.7%	636 15.8%
民間貯蓄余剰(d)	<i>S-Id</i>	83 2.4%	6 0.2%	21 0.5%
政府貯蓄投資差額	<i>T-G</i>	-135 -3.9%	-109 -2.9%	-136 -3.4%

(注) a) 財貨サービスの輸出－財貨サービスの輸入より計算

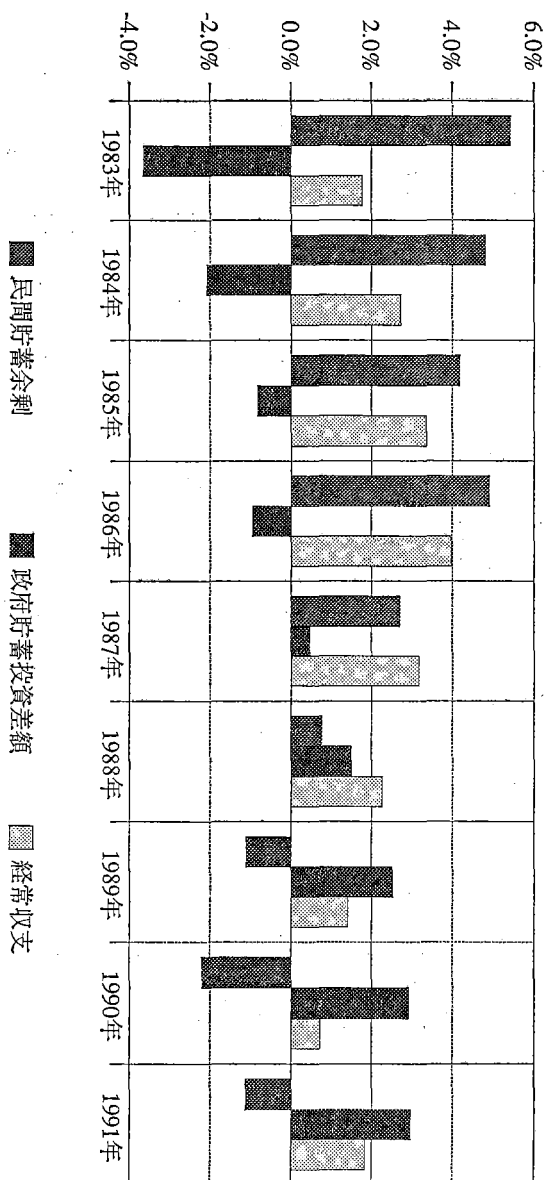
c) 政府最終消費支出＋政府貯蓄投資差額より計算

(資料) IMF, International Financial Statistics および U. S.

Department of Commerce, Survey of Current Business 各号

(対GDP比率)

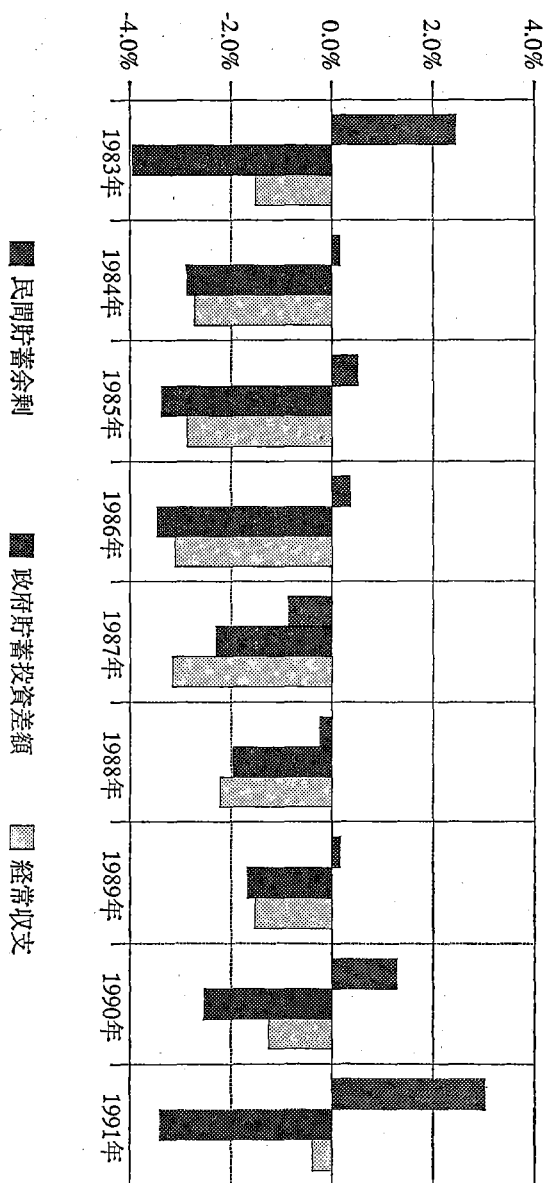
図 2 日本の貯蓄・投資—対外バランス (1983—1991)



(資料) 経済企画庁『国民経済計算年報』各号

(対GDP比率)

図3 アメリカの貯蓄・投資—対外バランス (1983—1991)



(資料) IMF, International Financial Statistics 各号

が若干上昇した八六年以外は、ほぼ傾向的に低下していることがわかる。そうした民間貯蓄余剰の減少は、他の事情が等しければ、必ず経常海外余剰の減少をもたらすはずである。しかしそうはならなかった。明らかにそれは、財政再建の進展によって急速な政府貯蓄投資差額の改善が生じたからであった。図2から、八三年から八六年までは、政府貯蓄投資差額の改善、政府赤字の削減が、まさにそれにほぼ等しいだけの経常収支の黒字をもたらしたことがわかる。

アメリカの場合、図3でただちに明らかになるのは、政府貯蓄投資差額、政府財政赤字の対GDP比率が一貫して大きいことである。一九八三年から八六年までは、それが特に顕著である。アメリカの財政赤字がこの時期に大きく拡大した理由は明白である。一九八一年にアメリカの大統領に就任したロナルド・レーガンは、それまで支配的であったケインズの経済政策を批判し、その対案としてのちにレーガノミクスと呼ばれるようになった一連の新しい経済政策を打ち出したが、そのひとつの大きな柱が減税政策であった。それは、マネタリスト、合理的期待形成学派とともに反ケインズ陣営の一翼を担っていたサプライ・サイダーの主張に基づくものであった。当時一世を風靡した彼らの見解は、減税は民間貯蓄そして民間投資の増加をもたらし、それが経済の供給力を上昇させるので、結果として減税はむしろ税収の増加をもたらす、というものであった。しかしながら、現実にはサプライ・サイダーの筋書きとは逆に、税収の伸びの低下、政府収入の対GDP比率の低下となったのである。

レーガノミクスはまた、反ケインズ主義としての「小さな政府」の実現をめざすものであった。具体的にはそれは、社会保障費などを中心とする政府支出の削減という形で行われた。しかし、逆に軍事支出は拡大されたために、政府支出の削減規模は全体としてはわずかなものにとどまった。実際、政府支出の対GDP比率でみると、この時期それが低下したとはいえないことがわかる。この軍事支出の拡大は、レーガン政権のタカ派として

の政治的スタンスを示すものである。以上のように、レーガノミクスは、その当初と意図とは逆に、大幅な政府財政赤字を生み出すことになったが、それは減税と軍事支出拡大という政策の組み合わせによってもたらされる当然の帰結であったといえる。

アメリカにおいてもうひとつ興味深いのは、八四年を境として急激に生じた民間貯蓄余剰の減少である。この原因は、民間国内投資の急速な拡大である。そしてこれは、レーガノミクスが作り出した財政赤字による、ケインズ的な景気拡大効果によるものであった。すなわち、レーガノミクスは、皮肉にも「意図せざるケインジアン政策」⁽¹⁷⁾として機能したのである。

以上、日米両国の貯蓄・投資―対外バランスを、とりわけ八〇年代中期について概観したが、そこからいくつかの暫定的結論が引き出せるように思われる。日米の経常収支不均衡は、一九八三年から八六年ないし八七年までの間に急速に拡大していったが、その不均衡拡大局面において最も重要な役割を担ったのは、日米両国における政府貯蓄投資差額の動向であった。すなわち、日本の側においては、財政再建の進展が一国全体の貯蓄余剰を増加させ、対外資金流出の拡大⇨経常収支黒字の拡大をもたらしただのに対し、アメリカの側ではレーガノミクスによる政府赤字の創出が国内の資金不足を生み出し、対外資金流入の拡大⇨経常収支赤字の拡大をもたらしただのである。アメリカに関しては、この政府赤字とともに、民間国内投資の拡大に伴う民間貯蓄余剰の縮小が経常収支赤字拡大の大きな要因となっているが、上述のようにその背後には財政赤字のケインズ的效果が存在した。その意味で、こうした日米間における財政スタンスの相違こそが、八〇年代中期における日米経常収支不均衡の根本的原因であったということができよう。

既述のように、一国の貯蓄・投資バランス⇨対外バランス⇨経常収支は、自国と対外世界との資本純流出入に

よって規定される。そうであるとすれば、アメリカにおける財政赤字の拡大が、同時に他国の経常収支黒字を拡大させるのは当然である。アメリカの財政赤字拡大による資金需要の増加は、もし資本移動が存在しないとすれば、単に民間国内投資のクラウディング・アウトによるアメリカ国内の民間貯蓄余剰の減少をもたらすことになったであろう。しかし、現在のように資本移動が活発に行われる世界では、アメリカの国内実質利率が資金需要の高まりによって上昇し、他国との金利格差が生まれれば、それを求めて他国からの資金流入が開始される。

そしてアメリカは、まさにその対外資本純流入額に等しいだけ自国の経常収支赤字を拡大し、逆にアメリカ以外の世界は、アメリカへの資本純流出額に等しいだけ経常収支黒字額を拡大する。実際、この八〇年代中期の時期に、アメリカは日本だけではなくほとんど全ての地域に対して貿易赤字を拡大させている。⁽¹⁸⁾その意味では、アメリカの経常収支赤字⁽¹⁹⁾他国の経常収支黒字拡大の原因は、基本的にはアメリカ側にあるといわざるを得ないのである。

もし日本の側に何か問題があったとすれば、日本は当時、アメリカとは全く反対に、政府支出の削減を行っていたということであろう。それは上のアメリカの場合と全く逆のプロセスによって、日本の対外資本純流出額⁽¹⁹⁾経常収支黒字額を拡大させた。それによって、日本以外の世界は経常収支赤字額を拡大させることになったはずである。そして、直接的にも間接的にも、その日本の資本の最大の流出先がアメリカであった。⁽¹⁹⁾世界的な観点からすれば、日本のこの財政赤字の縮小は、むしろ望ましい変化であったかもしれない。というのは、アメリカの財政赤字拡大⁽¹⁹⁾貯蓄・投資バランスの変化が世界的資金需給に与えるインパクト（⁽¹⁹⁾クラウディング・アウト効果）は、この日本の貯蓄余剰で埋め合わされることによりかなり和らげられることになったはずだからである。しかしそれは、日本の資本流出とアメリカの資本流入の同時的拡大、すなわち日米経常収支不均衡の拡大によっ

てのみ可能だったのである。

2 景気循環と経常収支——一九八七年以降バブル崩壊まで

これまで、八〇年代の日米経常収支不均衡拡大過程における、両国の財政スタンスの相違が持つ規定的意義を指摘してきた。しかし(3)式が示すように、政府部門における貯蓄投資差額は、一国全体の貯蓄・投資バランスを決定する二つの要素のうちのひとつであるにすぎない。もうひとつの民間貯蓄余剰に目を向けないとすれば、明らかに片手落ちである。政府貯蓄投資差額が政府収入と政府支出によって規定されたのと同様に、民間貯蓄余剰は民間貯蓄と民間投資によって規定される。しかし、民間部門の貯蓄や投資の決定様式は、政府におけるそれとは全く性格が異なっているのである。

政府部門の場合、基本的にその所得・支出は、政府自身の歳入・歳入政策によって決定される独立変数と考えられる。実際には、経済の自律的変動が政府収入・支出に与える影響を無視することはできない。短期的には、景気循環の過程で政府収入・支出の意図せざる増加や減少が生じる。たとえば、八〇年代後半における日本の政府貯蓄投資差額の黒字化の原因のひとつは、予想を上回る景気拡大がもたらした増収であった。また、日本における政府部門の黒字化のもうひとつの重大な、そしてより長期的な要因は、社会保障基金の大幅な増殖であるが、これは現在の日本のライフ・サイクル構成によって、社会保障費の支払いよりも受取りが大きくなっているためであり、必ずしも政策的に意図されたものではない。しかしながら、政府財政の計画および実施についての最終的な権限と責任の所在は、やはり政府以外にはあり得ないのである。

それに対し、民間部門における貯蓄や投資は、経済の自律的変動と相互規定的な関係にある。すなわち、貯蓄

や投資は、経済のなかに存在するさまざまな要因の影響を受けながら、一国の経済変動を規定していくのである。しかし、その貯蓄・投資の規定因を正確に把握することは、きわめて難しい。ごく素朴に考えると、一国の平均的貯蓄率は、おそらくライフ・サイクルや社会保障制度などの長期的・構造的要因に強く規定されるであろう。すなわち、貯蓄性向の低い若年層・老年層よりも、それが高い勤労者層の人口比率が大きければ、その国の平均的貯蓄率は高くなるであろう。周知のように、日本の貯蓄率は他の先進諸国に比較すると高いが、明らかにその理由のひとつは、日本がそれらの先進諸国よりも世代構成的に「若い」ということにある。また、社会保障などが不十分で将来の期待所得が低い国の貯蓄率は高くなるであろう。このことも、日本の貯蓄率が高い理由としてよく指摘される。

それに対し投資は、長期的には国内における投資機会の存在などによって規定されるとはいえ、貯蓄よりもはるかに強く短期的要因の影響を受ける。すなわち、投資は、経済全体の短期的循環と強く結び付いている。投資乗数理論や加速度原理が教えるように、投資こそが景気循環の原因でもあり、またその結果でもある。

アメリカの民間貯蓄の対GDP比率は、八〇年代後半に顕著に低下した(表3)。しかし、アメリカの民間貯蓄余剰は、その間一貫して拡大し続けている。それは、アメリカの民間国内投資の対GDP比率の低下によるものである。このアメリカの民間国内投資の低下は、少なくとも八〇年代後半に関しては、アメリカ自身の景気後退によるというよりも、日本など他の先進諸国における景気拡大によるものである。レーガノミクス最盛期の八〇年代中期には、世界的にはまだ停滞的な基調が根強かったため、投資先を見いだせない資金がアメリカへ大量に流入することになった。しかし、八〇年代後半の世界的景気拡大局面では、各国の国内投資が活発化し、アメリカへの資本の流れは先細りとなっていく。⁽²⁰⁾それは同時に、アメリカの経常収支赤字の縮小を意味するもので

あった。こうした対米資本流出拡大に歯止めをかけたひとつのきっかけは、一九八七年一月一日に起きたアメリカの株価・債券相場の暴落——いわゆる「ブラック・マンデー」——であった。

日本の場合、一九八〇年代から九〇年代初頭までの民間貯蓄率の対GDP比率は、二四・二五%前後で比較的稳定していたのに対し、民間国内投資は一九八七年から九〇年まで急速に拡大した。この時期が、いわゆる「バブル経済」の時代であった。狭義の「バブル」とは、地価・株価などの資産価格の、本来的な価格から乖離した累積的な上昇・下落である。八〇年代後期の日本経済における最大の特徴は、こうした狭義の意味でのバブルの発生であった。しかしながら、このいわゆる「バブル経済」が、急激な実体経済の拡大を伴っていたことも、また見逃すことはできない。この時期の民間国内投資の急拡大は、そのことを明瞭に示すものである。

八〇年代後半という時代に、日本においてこうしたバブル経済的状况が生み出された理由については、さまざまな議論がある。本来の意味でのバブルとは、価格の上昇が根拠となつてさらなる価格上昇が生じることであり、基礎的諸条件からは「説明のつかない」現象なのであるから、個々の土地や株式の価格上昇について逐一その原因を問うことは無意味である。しかし、そのような現象の背後に、バブルの形成にとってきわめて好都合な経済状況が存在したことは間違いない。そして、その状況をもたらした最大の要因は、当時の超低金利政策であった。すなわち、「永久低金利」とまでいわれる状態を作り出した八〇年代後半における金融政策のスタンスこそが、最大の問題だったのである。

一九八五年九月の、いわゆる「プラザ合意」による各国通貨当局の外国為替市場への協調介入を契機として、それまでの異常なドル高は是正され、その後急速なドル安が進行していくことになった。一九八六年に入ると、日本および西欧諸国は、ドル安＝自国通貨高が国内経済に与えるデフレ的な効果を和らげるために、低金利政策

に転じた。事実、この時期の日本経済は、円高による対外競争条件の悪化によって、鉄鋼業等の「重厚長大産業」が構造的不況に陥るなど、いわゆる「円高不況」を経験した。⁽²¹⁾一九八七年になると、過度のドル安に対する懸念が強まり、ドルのそれ以上の下落を防ぐために各国が協調するという、いわゆる「ルーブル合意」が打ち出される。それを受けて日銀は公定歩合をさらに引き下げ、一九八七年二月には二・五%という日本経済始まって以来の超低金利が実現されることになった。このような低金利を背景に、日本は円高不況を脱し、その後の「平成景気」の時代、すなわちバブル経済の時代に入っていくことになったのである。

問題だったのは、円高不況が克服され、既にバブルが形成されつつあったにもかかわらず、低金利が維持され続けたことである。二・五%という公定歩合は、結局一九八七年二月から一九八九年五月まで、二年三ヵ月にわたって維持された。鈴木（一九九三、第二章）が明らかにしているように、景気過熱下においてこうした超低金利が維持されたのは、八七年一〇月の「ブラック・マンデー」以来、政策当局側には常に「世界大恐慌再来の恐怖」があったからである。すなわち、日本が公定歩合を引き上げれば、アメリカとの金利格差が縮小して資本流出を妨げることになるので、下手をすればドル暴落を引き起こし、「ブラック・マンデー」の再燃になりかねないと考えられたのである。いずれにしても、このような金融緩和を背景として、いわゆる「金あまり」現象が生じ、それが不動産や株などの各種資産の急激な価格上昇をもたらしたのである。

以上のように、「ブラック・マンデー」前後から、日本経済は景気上昇局面を迎え、その中で民間国内投資も活発化していった。そしてそれは、民間貯蓄余剰の急速な減少をもたらした。この一九八七年から九〇年にかけて、日本の経常収支黒字の対GDP比率が、政府貯蓄投資差額の黒字化にもかかわらず縮小したのは、民間貯蓄余剰の対GDP比率が急速に縮小したからにほかならない（図2）。すなわち、日本の景気上昇はそれまで海外

に向かっていた資金の流れを国内投資に引き戻すという効果を持ったが、その対外資本流出の減少こそ、まさに經常収支黒字の縮小を意味するものであった。

以上から、八〇年代半ばにおける日米經常収支不均衡拡大の原因が、両国における財政スタンスの相違に求められるとすれば、八〇年代後期におけるその縮小の原因は、両国における景気拡大の時期的なズレに求められよう。八〇年代中期のアメリカは、レーガノミクスが生み出した財政赤字がケインズ的な景気拡大効果を持ったために民間国内投資が活発化し、その政府と民間の両方における資金需要の増大から対外資本流入が拡大し、大幅な經常収支赤字が生み出された。そのようなアメリカにおける旺盛な資金需要は、他方では外国為替市場におけるドル高をもたらした。その後、八五年九月の「ブラザ合意」以降にドル高が是正され、逆に急速なドル安が行うにつれ、日本を始めとする先進諸国は、ドル安＝自国通貨高から生じるデフレ圧力に苦しむことになる。そのように世界経済が全体としては停滞的な基調の中で、アメリカ経済がひとり順調な拡大を続けたことから、アメリカの対外資本純流入＝經常収支赤字はさらに拡大していくことになった。

この流れを逆転させる大きな契機は、一九八七年一〇月の「ブラック・マンデー」であった。そもそもこの時のアメリカの株価・債券相場の暴落は、ドル安の進行による為替差損の累積を嫌った日本の機関投資家による、各種アメリカ財務証券の債券市場での大量の売却が契機になったといわれている（宮崎、一九九〇、一八三―一八四頁）。それは、アメリカへの証券投資の拡大への抵抗を示す、市場のシグナルであったと捉えることもできよう。事実これを境に、アメリカへの資本流出は縮小していくことになる。それ以降、日本の資金は、超低金利を背景として急速に拡大する自国経済それ自身に向けられていくことになった。すなわち、アメリカから一足遅れて生じた八〇年代後期における日本の景気拡大は、日本からアメリカへの資金の流れを縮小させることによっ

て、結果として日米経常収支不均衡を縮小させることになったのである。

本稿の冒頭で述べたように、一九九〇年を境に、日米経常収支不均衡は再び拡大している。八〇年代においては、アメリカの経常収支赤字額が常に日本の黒字額を上回っていた。しかし今回の不均衡拡大局面においては、日本の黒字額がアメリカの赤字額をはるかに上回っている点の特徴となっている。それは、八〇年代の不均衡はアメリカ側の要因が強く作用したものであったのに対し、今回は日本自身の要因がより強く作用したものであることを示唆する。すなわち、バブル崩壊以降の景気後退による民間国内投資の停滞は、バブル経済の過程で拡大していた日本の民間貯蓄不足を緩和させることになったが、それが政府貯蓄投資差額の大黒字という状況で、日本の経常収支黒字額の拡大となって現れたのである(図2)。結局、バブル景気の中で縮小した日本の経常収支黒字は、バブル崩壊による景気後退とともに再び拡大していくことになったのである。

四 バブル崩壊以降における日本の資本収支の構造変化と金融仲介機能の低下

これまで、日本およびアメリカの、政府部門を含めた貯蓄・投資バランスに焦点をあてることによって、両国の八〇年代から九〇年代初頭までの経常収支の変化を説明してきた。ところで、この貯蓄・投資バランス論とは、各国の貯蓄・投資バランスを外生的に捉えて、そこから対外不均衡を説明しようという立場を意味するものでは全くない。重要なのは、各国における貯蓄・投資の相対的關係によって規定される資本の流れである。事後的な意味での貯蓄・投資バランスは、あくまでもこうした資本純流出入の結果として生じるものにすぎない。たとえば、八〇年代後半のアメリカにおいて、景気拡大にもかかわらず民間国内投資の対GDP比率が低下したのは、アメリカへの資本純流入の減少による事後的な貯蓄・投資バランス調整の結果であると考えることができよ

う。

既述のように、国際的資本移動は、各国間に実質利子率の格差が存在する場合に生じる。この実質利子率格差とは、具体的には名目利子率格差マイナス期待為替レート変化率である。均衡においては、資金余剰国から不足国への資本流出の結果として、実質利子率は世界的に均等化する。この資金「余剰」と「不足」とは、資本流入の結果として現れる事後的な概念である。いずれにしても、資本収支赤字国＝經常収支黒字国は、このような意味での資金余剰国であり、その資金余剰とは、民間貯蓄余剰か政府貯蓄投資余剰のいずれか（あるいは両方）によるものと考えることができる。つまり、資本移動の根源にあるものは、結局各国の貯蓄・投資バランスなのであるから、經常収支不均衡の把握に関して、資本移動それ自体に焦点を当てる必要性は基本的にはないといえる。

ところで、宮崎（一九九二）などにおいて強調されているように、一九八〇年代以降の金融自由化・資本移動自由化を背景として、国際的な資本取引によって生じる外国為替取引の規模は、貿易に伴う外国為替の実需取引の規模を十数倍上回るまで拡大するにいたっている。国際収支表の上では、資本収支すなわちネットの資本取引は、經常収支の裏側にそれと同額だけ現れるにすぎない。しかしながら、実際にはその何倍ものグロスの資本取引が行われていることになる。実際、国際的な資金移動は、各国間における利子率格差、為替レートの変化、投資のリスク・プレミアムに影響を与えるさまざまな要因——たとえば政治情勢——の変化、そしてそれらも含めた各種期待値の変化にきわめて敏感に反応することが知られている。為替レートの日々の変化は、大部分がそうした資本取引の変化を反映したものであると考えられる。このことから、經常収支が資金移動＝資本収支によって規定されるのであれば、そのグロスの資本取引規模の膨大さから考えれば、国際的資本取引の上に現れる

非常に微細な変化でさえ、經常収支を大きく変化させることになるのではないか、という疑問が生じてくる。

この問題が重要な意味を持つのは、本稿冒頭で言及したように、日本においてバブル崩壊以降、実際にそうした資本の流れの変化が生じたからである。經常収支黒字が拡大しつつあった一九八四年以降、日本はその經常収支黒字額を大幅に上回る長期資本純輸出を行ってきた(表1)。こうした長期資本流出のかなりの部分が、アメリカの資本不足に対応したものであることは、すでに明らかにしたとおりである。ところが、バブルが崩壊すると、長期資本の一時的な逆流現象が生じることになった。

こうした日本からの長期資本の流れの明らかな鈍化にもかかわらず、經常収支黒字額は拡大し続け、それは結局それまでの最高であった八七年の額を上回るにいたったのである。このことは、ネットの資本流出(流入)が一国の經常収支黒字額(赤字額)を規定するという貯蓄・投資バランス論と矛盾する現象であるように見えるかもしれない。貯蓄・投資バランス論の立場からすれば、資本純流出の縮小それ自体が、經常収支黒字の縮小を意味することになるはずだからである。こうした疑問に答えるためには、長期資本収支、短期資本収支、そして金融勘定を含めた、資本収支全体の内部構造に目を向けなくてはならない。資本移動の問題を固有のものとして取り上げる必要があるとすれば、実はこの局面においてなのである。

表4は、日本の長期資本収支の内訳を見たものである。ここで「資産」および「負債」とは、それぞれ「本邦資本」および「外国資本」のことであり、「ネット(純)」とは資本の流出(取得)から還流(処分)を差し引いたものである。日本側から見れば、資産の取得と負債の処分が資本収支の赤字要因となり、資産の処分と負債の取得が資本収支の黒字要因となる。この表では、証券投資のうち特に株式と債券についてのみ、ネットだけではなく、取得と処分のグロスの取引額も示してある。

表4から明らかになることのひとつは、八〇年代半ば以降における、グロスの証券投資規模の急激な拡大である。たとえば、八六年の長期資本収支赤字額は八五年の約二倍となっているが、本邦資本の債券投資取引額は、取得・処分を合計してその一年でおよそ五倍もの増加となっている。こうした国際的証券取引の拡大をもたらした最も基本的な要因は、いうまでもなく日米間の貯蓄・投資バランスの変化である。しかしそうした証券取引拡大のもうひとつの重要な制度的要因が、一九八四年以降に実施された一連の「金融自由化」および「金融国際化」措置であったことは、宮崎（一九九二、三章）において強調されているとおりである。なかでも、為替取引における実需原則ならびに円転換規制の撤廃は、対外資本取引を活発化させるうえできわめて大きな意味を持つものであった。

こうした日本の国際的証券取引の拡大は、一九八六年までは、本邦証券投資純流出の拡大、そして長期資本収支の赤字拡大となって現れた。すなわち、八〇年代半ばにおける日本の経常収支黒字Ⅱ資本収支赤字の拡大は、本邦証券取引のネットならびにグロスにおける拡大によって先導されたものといえるのである。そして、その対外証券投資の主要な担い手となったのが、保険会社、投資信託などのいわゆる機関投資家と、外国為替公認銀行（為銀）であった。⁽²²⁾しかし、アメリカの経常収支赤字拡大から、「ドル暴落」の危険性が指摘されるようになり、「ブラック・マンデー」において一時的にせよそれが現実化した八七年以降、こうした本邦証券投資の純流出は減少していくことになり、それに伴って日本の長期資本収支赤字額も縮小していった。⁽²³⁾他方で、直接投資純流出はその後も数年間拡大を続けたことから、それ以降は日本の長期資本収支赤字の中では、直接投資純流出のウェイトが相対的に高まることになった。

ところで、表4に示される最も顕著な現象は、やはり一九九〇年のバブル崩壊以降に生じた日本の長期資本収

の内訳 (1983—1992)

(単位 百万ドル)

1987	1988	1989	1990	1991	1992
△136,532	△130,930	△89,246	△43,586	37,057	△28,071
132,830	149,883	192,118	120,766	121,446	57,766
19,519	34,210	44,130	48,024	30,726	17,248
535	6,939	4,002	△681	△3,928	△5,524
16,190	15,211	22,495	22,182	13,097	7,638
87,757	86,949	113,178	39,681	74,306	34,362
16,874	2,993	17,887	6,256	3,630	△3,012
70,936	76,560	97,056	76,785	48,864	33,326
54,062	73,567	79,169	70,529	45,234	36,338
72,885	85,812	94,083	28,961	68,202	35,634
1,273,829	1,364,061	1,683,733	1,372,281	1,232,885	1,027,798
1,200,944	1,278,249	1,589,650	1,343,320	1,164,683	992,164
△2,002	△1,856	1,208	4,464	2,474	1,740
8,829	6,574	8,313	11,560	7,245	4,042
△3,702	18,953	102,872	77,180	158,503	29,695
1,165	△485	△1,054	1,753	1,368	2,721
△1	△18	△9	△10	△2	△5
△119	△82	17,813	39,112	38,124	15,903
△6,081	20,298	85,144	34,653	115,284	8,366
△42,835	6,810	6,998	△13,276	46,779	8,731
155,839	167,692	219,928	127,658	140,569	92,014
198,674	160,882	212,930	140,934	93,790	83,283
6,675	△21,628	2,400	16,991	21,241	△8,194
281,925	268,553	264,814	193,311	168,541	146,854
275,250	290,181	262,414	176,320	147,300	155,048
30,079	35,116	75,746	30,938	47,264	7,829
1,334	△760	978	1,672	3,729	2,710
23,865	19,521	20,811	21,468	△25,758	△8,303
△3,893	2,796	△22,008	△20,877	△7,831	△9,639
△29,545	△28,982	△33,286	△7,234	76,369	71,602
42,256	15,478	△24,694	△20,867	△17,085	△1,396
△71,801	△44,460	△8,592	13,633	93,454	72,998
95,666	63,981	29,403	7,835	△119,212	△81,301

表4 日本の資本収支

	1983	1984	1985	1986
長期資本収支=(B)-(A)	△17,700	△49,651	△64,542	△131,461
資産合計(A)	32,459	56,775	81,815	132,095
直接投資・資産ネット	3,612	5,965	6,452	14,480
延払信用・資産ネット	2,589	4,937	2,817	1,836
借款・資産ネット	8,425	11,922	10,427	9,281
証券投資・資産ネット	16,024	30,795	59,773	101,977
株式・資産ネット	661	51	995	7,048
取得	2,106	1,570	5,484	20,917
処分	1,445	1,519	4,489	13,869
債券・資産ネット	12,505	26,773	53,479	93,024
取得	22,905	56,348	291,338	1,346,989
処分	10,400	29,575	237,859	1,253,965
円建外債等・資産ネット	2,858	3,971	5,299	1,905
その他・資産ネット	1,809	3,156	2,346	4,521
負債合計(B)	14,759	7,124	17,273	634
直接投資・資産ネット	416	△10	642	226
延払信用・資産ネット	8	3	29	△40
借款・資産ネット	△37	△77	△75	△34
証券投資・資産ネット	14,148	7,194	16,741	545
株式・資産ネット	6,126	△3,610	△673	△15,758
取得	33,066	39,541	40,311	86,905
処分	26,940	43,151	40,984	102,663
債券・資産ネット	2,359	3,454	4,524	△2,109
取得	39,777	62,973	101,204	199,859
処分	37,418	59,519	96,680	201,968
円建外債等・資産ネット	5,663	7,350	12,890	18,412
その他・資産ネット	224	14	△64	△63
短期資本収支	23	△4,295	△936	△1,609
誤差脱漏	2,055	3,743	3,991	2,458
総合収支（金融勘定）	5,177	△15,200	△12,318	△44,767
公的部門	1,607	2,360	△1,470	13,739
為銀部門	3,570	△17,560	△10,848	△58,506
民間短期資本収支a)	△3,547	13,265	9,912	56,897

(注) a) 短期資本収支—金融勘定・為銀部門より計算

(資料) 日本銀行『国際収支統計月報』各号

支の流れの急激な変化であろう。九〇年の日本の長期資本収支赤字額は、前年の半分以上に縮小し、さらに九一年になるとそれは大幅な黒字となった。九二年以降、日本の長期資本収支は再び赤字を回復したが、それは八〇年代の平均的水準からすればきわめて低い額にとどまっている。表4から、それが長期資本収支のどの項目の変化によって生じたものであるのが明らかになる。

まず一九九〇年についてみると、日本の長期資本純流出の減少は、主に本邦資本の流出減によって生じていることがわかる。とりわけ大きいのは証券投資の減少であり、直接投資はむしろ増加している。証券投資の中では株式・債券ともにネットで大きく流出減となっている。両方ともグロスの処分額は減少しているのであるから、そうになったのはグロスの取得額の落込みがそれをはるかに上回るものだったからということになる。

翌九一年になると、日本の長期資本の純流入が生じたわけであるが、その最大の要因は外国資本の流入の急増である。とりわけ大きいのは、株式でのネットの流入増である。これは、バブル崩壊による株価下落が、外国人投資家の日本株への投資意欲を高めたためであろう。こうした対日投資熱はすぐに収まり、翌九二年には外国資本の流入額は大きく減少し、それによって日本の長期資本収支も再び赤字に転じた。しかし、それは日本の資本流出の回復を意味するものではなくない。九二年の本邦資本の純流出額は、むしろ九一年の半分以上にまで落ち込んでいるのである。

以上から、九〇年代日本の長期資本収支構造は、基本的には本邦証券投資の流出減によって特徴付けられるとしてよいであろう。ただし九一年に関しては、外国資本の日本株投資が増加したことによって、そうした基本的傾向以上に長期資本収支の赤字減少・黒字化が進んだといえる。問題は、こうした長期資本純流出の大幅な減少にもかかわらず、日本の経常収支黒字額は、八〇年代末の縮小傾向から一転し、逆に急速な拡大を続けたという

ことである。既述のように、八〇年代においては、日本の経常収支黒字の拡大は、長期資本流出、とりわけアメリカなど、対先進国向け証券投資の拡大と歩調を合わせるかたちで生じていた。それはまさに、ネットの資本流出入額の大きさが経常収支を規定するという、貯蓄・投資バランス・アプローチの示す状況そのものであったといえよう。しかし、九〇年代には、日本の長期資本収支赤字減少と経常収支黒字拡大が同時並行的に進んだ。これは、貯蓄・投資バランス・アプローチに対する大きな反証例のようにもみえる。

この問題の考察のためには、長期資本収支から、短期資本収支ならびに金融勘定に目を転じなければならぬ。表4では、表1から短期資本収支、誤差脱漏、総合収支（金融勘定）が転記され、金融勘定は公的部門と為銀部門に分割して示されている。総合収支とは、基礎収支（経常収支＋長期資本収支）、短期資本収支、および誤差脱漏をアバヴ・ザ・ラインとしたものであり、その額はビロウ・ザ・ラインとなる金融勘定の純増減と等しい。通常これは、一国の対外流動性ポジションの変化を示すものと考えられている。すなわち、総合収支＝金融勘定が赤字（黒字）の場合、対外流動性残高の減少（増加）が生じたことになる。金融勘定にどの範囲までを含めるのかは国によって異なるが、日本の場合には、通貨当局の外貨準備増減を含む公的部門の資本取引と、為銀部門の短期資本取引がここに含まれる。そして、こうした為銀部門以外の民間短期資本取引が、短期資本収支の中に含まれることになる。

表1、表4に示されているように、八〇年代の日本の総合収支＝金融勘定は、八三年を例外として常に赤字であった。表4の金融勘定＝為銀部門の項目を見れば明らかなように、これは為銀部門における短期負債（ネット）の増加を反映するものである。金融勘定においては他の勘定とは逆に、マイナスが資金の流入、プラスが流出を意味することになる。すなわち、この間に為銀は盛んに短期資金の借入れを行っていたのである。他方、金

融勘定における公的部門取引は、為銀部門の純負債が増加すればその純資産が増加するというように、お互いに全く逆の方向に動いているようにみえる。通貨当局の外貨準備は、民間の外貨需給とは逆方向の売買を行うことによって為替レートの変動をなだらかにするという、いわゆる「スムービング・オペレーション」を目的のひとつとするものである以上、これは当然のことである。たとえば、一九八六年から八八年まで、公的部門の資産残高は増加しているが、これはブラザ合意以降の急速なドル下落に対応して、通貨当局がドル買い介入を行った結果である。為銀はそれとは逆に、ドル安の進行による為替差益を期待して、対外短期借入れを増加させると同時に、通貨当局に対してドルを売却したと考えられる。

非為銀部門におけるネットの民間短期資本取引、すなわち短期資本収支を見ると、八六年まではいって言えば赤字の傾向が強かったが、その後は九〇年まで大幅な黒字、すなわち純流入となっている。この短期資本収支と金融勘定―為銀部門の純資産・負債増減を合計すると、結局八四年から九〇年まで一貫して、民間部門は短期でネットの借入れを行っていたことになる（表4、民間短期資本収支）。このことから、八〇年代の日本における基礎収支（＝経常収支＋長期資本収支）の赤字は、こうした民間における短期資本収支黒字によってファイナンスされていたということが明らかとなる。すなわち、経常収支黒字を上回る日本からの旺盛な対外長期投資は、為銀などによる短期資金の借入れによって維持されていたのである。⁽²⁴⁾こうした短期資金の借入れ先は、主としてユーロ市場であって、日本は八〇年代後半におけるユーロ市場最大の借り手であった。

バブル崩壊以降、八〇年代日本の特徴であった資本収支の「短期借り・長期貸し」構造は大きく変化することになった。すなわち、長期資本収支赤字が大きく減少し、場合によっては黒字になるなかで、為銀、非為銀部門を合計した民間短期資本収支黒字は減少し、九一年からは逆に大幅な赤字となった。すなわち、九〇年代におけ

る日本の経常収支黒字の拡大は、八〇年代とは異なり、長期資本の純流出拡大に伴ってではなく、短期資本の純流出——すなわちユーロ市場への短期資金の返済——を伴って生じたのである。⁽²⁵⁾

以上のように、八〇年代と九〇年代とでは、短期流入・長期流出から、短期流出・長期流出減へと、資本収支の大きな構造変化があったことが示された。ここで問題になるのは、そうした資本収支内部の構造変化は、資本の純流出入が経常収支の大きさを規定するという貯蓄・投資バランス論と矛盾するものなのか否かという点と、こうした資本収支の構造変化が何ゆえに生じたのか、という二つの点である。

まず最初の問題について、結論を先取りすれば、貯蓄・投資バランス・アプローチにおいて重要なのは、ネットでの資本の流出入が生じているかどうかであって、その形態が長期か短期かということは基本的には問題にならないといえる。本来、国際収支表における長期資本収支と短期資本収支の区別は、理論的なものというよりは、実務的・便宜的なものである。ここでは、満期が一年を超えるものが長期、一年以内が短期とされるが、こうした意味での長期資本取引が短期資本取引よりも安定的なものであるという保証は全くない。機関投資家などによって国際資本取引が活発に行われていれば、長期資本もやはり短期的な売買を繰返されることになるのは当然である。ネットの資本取引の背後に、その何倍ものグロスの取引が存在していることは、すでに指摘したとおりである。

より根本的な問題としては、さまざまな金融資産を支払い期限という一点において長期と短期と二分するのは、本来的に無理があるといえよう。各種の金融資産は、その収益性、リスク、流動性などにおいてさまざまに異なっている、相互に強い代替性・競合性を持っている。それは、各経済主体の保有する各種金融資産の構成が、経済環境の変化や各種金融商品自体の収益性、リスクなどの変化によって大きく振替えられていくことから明

らかである。その点からいえば、一国の対外資産保有の構造が、何らかの要因によって長期資本から短期資本にシフトしていくことは、全く不思議ではない。それはむしろ、そうした区別の無意味さを示しているのである。

以上のように、各経済主体の資産選択が、短期的に大きく変動しうるのに対して、そのネットの資産の増加（すなわち貯蓄）は、長期的な意思決定のもとで行われていると考えられる。貯蓄とは、各経済主体が現在の支出（消費＋投資）を放棄することによって——すなわち現在の所得と支出の差額として——得られる将来の支出のことである。このような支出と貯蓄との間の選択は、各種金融資産の選択や振替えよりもはるかに粘着的・固定的である。資本収支とは、一国居住者の対外世界に対するネットの金融資産増減（＝所得・支出差額＝貯蓄・投資差額）の単純合計なのであるから、これもまた基本的には長期的・安定的なものである。当然、その資本収支の裏側に生じる経常収支も、同様に安定的なものとなる。実際、表1に示されているように、長期資本収支、短期資本収支などの各年ごとの振幅の大きさと比較すれば、経常収支の変動ははるかにゆるやかである。

ところで、長期資本から短期資本へのシフトが容易に生じ得るとしても、それが日本において、とりわけバブル崩壊以降に起きたのはなぜなのか——これが、二番目の問題である。それを考えるためにはまず、経常収支黒字額を上回る長期資本純流出を、短期資本の純流入によってファイナンスしていたという、八〇年代日本の国際収支構造の意味を明らかにする必要がある。こうした、短期借り・長期貸しが行われているということは、日本が一国全体として、より流動性が高く、リスク・収益性の低い資産を、より流動性が低く、リスク・収益性の高い資産に振替えているということを意味する。もちろん、これは実際には、為銀などの各種金融機関が、独自の意思決定において資産選択を行った結果としてそうなっているのである。いずれにしても、日本の金融機関を全体としてみれば、世界の資金市場において、短期借り・長期貸しというマチュリテイ・トランスフォーメーショ

ン機能（『金融仲介機能』）を果たしていたことになる。このように考えていけば、九〇年代における短期流出・長期流出減の意味も、おのずから明らかになる。すなわちそれは、日本の金融機関が、こうした金融仲介機能をもはや果たし得なくなっているということなのである。

一九九〇年以降のバブル崩壊によって、日本の金融機関は決定的なダメージを被った。そもそも、八〇年代後半におけるバブルの形成は資産価格の上昇は、銀行などによる不動産融資の拡大をひとつの要因とするものであった。バブルが崩壊し、土地などの資産価格が暴落すると、当然こうした融資の多くが不良債権化することになる。株価が上昇していれば、こうした損失は株の「含み益」の吐き出しによってカバーすることもできるが、株価の下落によってそれもままならなくなっている。銀行はそのような状況のなかで、信用の圧縮を余儀なくされ、それによっていわゆるクレジット・クランチが生じることになった。銀行が健全な経営を続けていくための必要条件は、資金供与先に対するリスクの評価を正しく行うことであるが、不良債権の累積とは、銀行がそうしたリスク評価に失敗したことを意味する。クレジット・クランチとは、その反動として、銀行がリスクに対してより厳しい評価をしている結果なのである。

八〇年代において日本の金融機関は、国際的な金融仲介機能を担うことによって、世界全体におけるリスクの引き受け手としての役割を果たした。バブル経済の崩壊以降、日本の金融機関は、金融仲介に伴うリスクを避けるようになり、こうした国際的金融仲介機能から手を引いていくこととなった。これはいわば、国際的な意味でのクレジット・クランチと考えることができる。バブル崩壊による実体経済の停滞は、民間国内投資の停滞から民間貯蓄余剰の増加をもたらししたが、それが長期資本ではなく短期資本の純流出となって現れたのは、日本の金融機関が、対外資産を含めた資金供与のリスク評価を厳しくしているからであるといえよう。

五 ポスト・バブルの展望と課題

本稿の冒頭で述べたように、九〇年代の日本は、複合不況の中での経常収支黒字の拡大という、きわめて困難な状況の中におかれている。この不況と経常収支黒字拡大との間の強い因果関係は、これまで述べてきたことから明らかである。すなわち、景気低迷の中での民間国内投資の停滞による民間貯蓄余剰の増加が、財政再建の行き過ぎと社会保障基金の増強による政府部門の貯蓄投資差額の増加と相俟って、対外不均衡に経常収支黒字の拡大となって現れたのである。こうした一国の貯蓄・投資バランスは、資本収支面では資金の対外純流出入となつて現れるわけであるが、九〇年代日本の資本収支構造は、八〇年代の短期流入・長期流出から、短期流出・長期流出減へと大きく変貌した。これは、バブル崩壊によって、日本の金融機関の国際的金融仲介機能が低下したためであった。

八〇年代において、世界的な資金の流れを規定した最大の要因は、レーガノミクスによって作り出されたアメリカの財政赤字であった。このアメリカの財政赤字は、アメリカ国内に対してはケインズの景気拡大効果を持ち、それによってアメリカの民間国内投資は活発化した。しかしながらそれは、アメリカの民間貯蓄余剰を減少させることになり、財政赤字とあわせてアメリカの対外不均衡を大きく拡大させることになった。その意味では、八〇年代におけるアメリカの経常収支赤字拡大とは、何よりもアメリカ自身のマクロ経済政策の帰結であるといえるのである。日本の経常収支黒字がアメリカの赤字と平行して拡大したのは、財政再建によって政府部門の赤字を減少させつつあった日本が、アメリカに対する格好の資金供給源となったからにすぎない。

こうしてみると、九〇年代の日本の状況は、八〇年代のアメリカと全く逆であることがわかる。すなわち、財

政赤字とそれに伴う国内景気拡大がアメリカの経常収支赤字を生んだように、政府部門の貯蓄超過と国内景気低迷が、九〇年代日本の膨大な経常収支黒字の原因になっているのである。その意味では、もし日本の経常収支黒字の縮小が国際的に必要とされるのであれば、八〇年代にアメリカが行ったようなマクロ経済政策を、今度は日本が行えばよいことになる。具体的にはそれは、政府支出の拡大と減税のどちらか（あるいは両方）である。それは、直接的には政府貯蓄投資差額の減少をもたらし、間接的にはその景気拡大効果による民間国内投資の拡大から民間貯蓄余剰の減少をもたらし、それによって日本の対外バランス＝経常収支黒字を縮小させる効果を持つ。

しかし、対外不均衡の縮小自体を一国の政策的目標とすべきであるかどうかという点に関しては、さまざまな議論がある。本稿で強調されたように、経常収支の黒字や赤字は、民間における自由な資金の国際的移動の結果として生まれるものであるから、直接的な資本移動規制を行わない限り、経常収支額それ自体を制御することは不可能である。その意味では、経常収支の対GDP比率を政策的に達成すべき「数値目標」として設定すべきというクリントン政権の対日要求は、経済学的には全くナンセンスであるといえよう。たとえ日本政府が、経常黒字削減を目標として、政府支出の拡大などの「内需拡大政策」を行ったとしても、その黒字削減効果の規模は、世界全体における資金需給状況のなかでの日本の対外資金流入入の変化のみに依存する。レーガノミクスに示されるように、確かに一国のマクロ経済政策は、経常収支に対してきわめて大きな影響を及ぼす。しかし、その大きき自体は、あくまでも「市場」が決めることなのである。

最後に、九〇年代日本の資本収支構造について、若干の評価と展望を示しておきたい。八〇年代において、日本の金融機関は、ユーロ市場から短期の資金を取り入れ、他国に長期で流すという形で金融仲介を行っていた。

それは、日本の金融機関が、長期投資に伴うリスクを引き受けているということを意味するものであった。バブル崩壊以降、日本の金融機関がもはやそうした国際的金融仲介を行わなくなったということは、他国の金融機関がそうしたリスクの負担を行っているということを意味する。もしそうでなければ、世界全体での長期資本供給は、大きく制約されることになる。その意味では、日本の金融機関における過度のリスク回避的な行動は、長期資本の世界的需給バランスを攪乱させる可能性があるといえる。

もともと、一九九二年以降、日本からの長期資本の純流出額は徐々に回復してきてはいる。しかしながら、それを八〇年代の水準にまで回復させることは、当面は不可能であろうと思われる。おそらくその展望がみえるのは、金融機関における不良債権の処理がある程度進展し、クレジット・クランチ的な状況が一掃されて以降のことであろう。すなわちそれは、日本経済の上に重くのしかかっている「複合不況」が克服されたのちのことになるであろう。

* 本稿は、各種経済統計データの利用に関して、日本私学振興財団学術研究振興資金によるプロジェクト「社会科学の研究教育へのワークステーションの導入―分散処理による数量分析―」（研究代表・斎藤雄志、平成五年度）による援助を受けた。記して感謝したい。

(1) アメリカ政府は、一九九三年六月七日に日本政府に対して提出した日米包括協議に関する自国側の提案内容の中に、日本の経常収支黒字の国内総生産（GDP）に対する比率を、三年間のうちに現在の三％台から一〜二％程度に引き下げよう求める項目を盛り込んでいた。アメリカが、こうしたいいわゆる「数値目標」という考え方を、これまでのような個別通商分野をこえてマクロ・レベルにまで拡張する姿勢をみせていることは、クリントン政権の政策的スタンスを象徴するものとして見逃すことはできない。

(2) 旧ソ連・東欧の民主化・市場経済への移行などによって、世界的に資金需要が増大しつつあるという認識のもとで、

その貴重な供給源として、日本における一定程度の経常収支黒字はむしろ必要であるとするのが、「黒字有用論」である。このような見解は、大蔵省の外国為替等審議会の『中間報告』（一九九〇）などにみられる。こうした議論に対する評価としては、須田編（一九九二、補章）を参照。

(3) 対外不均衡といった場合、特に経常収支不均衡ないしは貿易収支不均衡が問題にされるが、本稿ではさしあたり経常収支の不均衡を示すものとする。しかし、この経常収支と貿易収支は、サービス取引を含めるか含めないかといった実務的区分なので、理論的分析においては同義のものとする。

(4) 一九八六年に日米両国政府によって締結され、一九九一年に改訂された日米半導体協定において、アメリカ製半導体の日本市場でのシェアを二〇%以上とすることが、日本側の「目標」として明記されることになった。これは、あらかじめ設定された数値目標が最終的に達成されるかどうかということのみを優先するという、アメリカのいわゆる結果指向主義ないし結果重視主義的通商政策の先鞭となった。

(5) たとえば竹中（一九九一、第四章）参照。八〇年代におけるアメリカ製造業の生産性上昇率の回復については、日本銀行（一九八七）などでも指摘されている。

(6) 一九九〇年度における関税負担率は、日本の二・七%に対して、米国三・五%、EC（欧州共同体）三・三%、カナダ三・二%、オーストラリアは六・七%である。また、残存輸入制限品目は、日本は鉱工業品ではゼロ、農産品では一二品目であるが、米国は一七品目（鉱工業品二、農産品一五）、ECは九九品目（同二一、七八）となっている（日本経済新聞一九九三年一〇月一九日朝刊、二七頁）。

(7) アブソープション・アブローチに関する古典的文献は、Alexander（一九五二）である。貯蓄・投資バランス・アブローチの立場から、八〇年代の日本の経常収支を分析した研究としては、植田（一九八六）、深尾（一九八七）等がある。先進諸国全体に関する分析としては、ターナー（一九八六）がある。なお、本稿の定式化では、これらとともに須田編（一九九二、序章）を特に参考にした。

(8) 国際資本移動の背後に存在する経済的メカニズムに関するより専門的な解説については、たとえばニーハンス（一九八六、第六章）などを参照。

(9) 利子率の決定に関するこうした考え方は、貨幣部門を考慮に入れることなく、もっぱら貯蓄と投資という実物的要因

にのみ注目する点で、基本的に「古典派的」なものであるといえる。マクロ・モデルにおける「古典派理論」と「ケインズ理論」の相違については、吉川（一九八四）を参照。

- (10) 小宮（一九八八、三二〇頁）において述べられているように、經常収支不均衡解消のためのひとつの確実な方法とは、資本輸出入の規制である。実際、何人かのアメリカの経済学者、たとえばフレッド・バーグステイン（Bergsten and Cline, pp. 135-136, 1985）などが、その観点から日本の対米投資の制限を提唱していたことは、小宮（一九八八、三二四頁）が指摘するとおりである。

- (11) これは、外国為替市場の安定条件として、古くから論じられてきた問題である。この種の安定条件として最もよく知られているのは、自国および外国の輸入需要の価格弾力性の合計が一より大であるという「ラーナーの条件」である。小宮・天野（一九七二、第二章）などを参照。

- (12) 八〇年代日米經常収支不均衡に関する「Jカーブ効果」に基づく説明に関しては、たとえば竹中（一九九一、第二章）などを参照。

- (13) マネタリストや合理的期待形成学派などの「現代古典派マクロ経済学」が、こうした流れの現代的再構成であることについては、吉川（一九八四、第二章）などを参照。

- (14) こうしたマネタリスト的国際マクロモデルについては、たとえば篠原（一九八八）の整理を参照。

- (15) この種のもので最もよく知られているのは、実質為替レートの上昇による交易条件の改善が実質所得を増大させ、貯蓄率を上昇させるという、「ロールセン・メツラー効果」である（Laursen and Metzler, 1950）。

- (16) 八〇年代の日本における「財政再建」の経緯とその評価については、たとえば松田（一九九三、第七章）を参照。

- (17) レーガノミクスの現実のケインジアンの実態については、吉富（一九八四、第二章）などで強調されている。

- (18) 小宮（一九八八、三〇〇頁）が指摘しているように、アメリカは一九八三年以後、伝統的に二国間収支が黒字であったEC諸国に対してさえ、貿易赤字を計上するようになった。小宮（一九八八、三〇頁、第3表）参照。

- (19) 一九八三年に五五億四一〇〇万ドルであった日本の対米長期資本収支は、八四年は一四八億一四〇〇万ドル、八五年は三三一億六三〇〇万ドル、八六年には六五六億五〇〇万ドルと、急速に拡大していった（日本銀行『国際収支統計月報』各号より）。

(20) 日本の対米長期資本収支に関しては、八七年は六一〇億三〇〇万ドル、八八年は五九二億六〇〇万ドル、八九年は五三八億六一〇〇万ドル、九〇年には一一七億一九〇〇万ドルへと縮小していった(日本銀行『国際収支統計月報』各号)。

(21) ブラザ合意を画期とする八〇年代後半における日本経済の構造変化については、野口(一九九二)を参照。

(22) 河合・照山(一九九一)は、こうした日本の機関投資家・銀行などの、八〇年代における対外証券投資の実態を明らかにしている。それによると、この時期の本邦証券投資(グロス)の大部分は、アメリカ、EC諸国などの先進諸国向けのものであった(一三三頁、表3)。たとえば、八五年時点でみると、証券投資の五二・九%がアメリカ向け、三〇・九%がEC向けのものとなっている。この時期に対米証券投資の比率が高いのは、アメリカの財政赤字拡大・景気拡大による資金逼迫によって、アメリカ国内の実質利子率が高まったことによるものであろう。しかし、その後、対米証券投資流出は減少し、EC向けが拡大していくことになる。河合・照山(一九九一、一三四頁)は、これをドル資産の期待収益率の低下によるものとしている。

(23) 一九八九年に関しては、本邦証券投資の流出額がネット、グロス共に膨張しているが、これは日本企業による海外での迂回的資金調達活動(転換社債、ワラント債の発行)を反映したものである。実際、同年の外国資本純流入額は大きく増加しているが、それはこうしたかたちで流出した資金が還流してきたことによる。

(24) 中尾(一九九一)は、「短期借り・長期貸し」という国際収支構造によって特徴付けられる八〇年代の日本を称して、「又貸し国家」と規定している。

(25) 九〇年代に日本がユーロ市場への資金供給国となった背景のひとつは、統一ドイツの経常収支赤字国への転落である(吉国、一九九三)。八〇年代後半において、ユーロ市場に対する最大の資金供給国であった西ドイツは、日本とは逆に、九〇年代にはユーロ市場の借り手となった。日本のユーロ市場への短期資金供給は、ドイツなどにおける短期資金需要の高まりに応じた結果であるとも考えられよう。

【参考文献】

Alexander, S. S. "Effects of a Devaluation on a Trade Balance," *IMF Staff Papers*, April, 1962.

Bergsten, C. F. and W. R. Cline *The United States-Japan Economic Problem*, [Institute for International Economics, 1985. 奥村洋彦監訳『日米経済摩擦』東洋経済新報社、一九八六年。

深尾京司「日本の貯蓄・投資バランスと経常収支、為替レート」『経済研究』第三八巻第一号（一橋大学経済研究所、一九八七）。

河合正弘・照山博司「一九八〇年代における金融機関の外国証券保有行動」『社会科学研究』第四二巻第六号（東京大学社会科学研究所、一九九一）。

小宮隆太郎『現代日本経済—マクロ的展開と国際経済関係』東京大学出版会、一九八八。

小宮隆太郎・天野明弘『国際経済学』岩波書店、一九八八。

Lausen, S. and L. A. Metzler "Flexible Exchange Rates and the Theory of Employment," *Review of Economics and Statistics*, Vol. 18, 1950.

中尾茂夫『ジャパンマネーの内幕』岩波書店、一九九一。

J・ニーハンス著／天野明弘・井川一宏・出井文男訳『国際金融のマクロ経済学』東京大学出版会、一九八六。

日本銀行「米国の産業競争力について」『日銀調査月報』一九八七。

野口旭「経済構造調整と国際分業の展開」三輪芳郎編『現代日本の産業構造』青木書店、一九九一。

松田修『財政新時代の日本経済』中央経済社、一九九三。

宮崎義一『変わりゆく世界経済』有斐閣、一九九〇。

宮崎義一『複合不況—ポスト・バブルの処方箋を求めて』中央公論社、一九九二。

篠原総一「マンデル—フレミング理論の再検討—経済主権と政策協調—」鬼塚雄丞・岩井克人編『現代経済学研究』東京大学出版会、一九八八。

須田美矢子編『対外不均衡の経済学』日本経済新聞社、一九九二。

鈴木淑夫『日本の金融政策』岩波新書、一九九三。

竹中平蔵『日米摩擦の経済学』日本経済新聞社、一九九一。

P・P・ターナー著／安孫子勇一訳「貯蓄、投資及び経常収支—主要七か国の一九六五—八四年に関する実証研究」『金融

研究』第五卷第三号（日本銀行金融研究所、一九八六）。

植田和男「経常収支と為替レート―貯蓄・投資バランスによるアプローチ―」『金融研究』第五卷第一号（日本銀行金融研究所、一九八六）。

吉川洋『マクロ経済学研究』東京大学出版会。

吉国真一「国際資金フロー、構造一変」日本経済新聞平成五年五月二一日朝刊、三一頁。

吉富勝『レーガン政策下の日本経済』東洋経済新報社、一九八四。