

## 「債務による決済」のインプリケーション

松村文武

### はじめに

ブレトン・ウッズ協定にもとづいて設置されたIMFとIBRDが戦後の国際経済金融問題の制度的枠組となったことは自明である。この基底の含意は、戦前のブロック経済を解体し新たな世界的経済機構を構築することによって開放経済体制を推進することにあった。これによって貿易・資本・金融の自由化が三位一体的に進められていく。このことは、第2次世界大戦を境に、資本主義世界経済が質的に新たな段階を画するに至ったことを意味していた点で重要であった。

とはいえ、戦後の実際の国際的資金循環構造は、中心国アメリカの対外経済政策に規定されることとなった。そしてそのパフォーマンスは国際収支の変遷となって現れたのである。米国の基礎収支はすでに1948年に赤字に転化し、50年代の累計赤字は203億ドルに達する<sup>1)</sup>。しかしこの時期の赤字は、マーシャル・プランに代表される戦後復興に関わるものであり、そうしたドル需要＝ドル不足に対応したドル散布だったといえる。しかし1960年に米国の対外全流動債務が保有金を上回り(第1の逆転)、さらに64年にはついに対外公的流動債務のみで金保有を凌駕する(第2の逆転)に至ったのである。周知のドル防衛の発生である。それゆえ、この期以後、資金循環とくに米国の公的国際金融構造が転換せざるをえなくなっていくのである(61年10月の「ローザ・ボンド」発行に留意)。

1971年8月の金ドル交換性停止はまさにドル危機そのものであった。擬制的な金為替本位制を明記した原IMF協定の核心的部分はここに破棄され、スミソニアン体制を経たのち主要国はフロート制を採用し、国際通貨体制も事実上ドル本位制に移行した。金交換停止は、一面で、米国にとって国際収支赤字責任論からの免責に転用可能である。事実、ドル危機にもかかわらず米国貿易収支は1971年には実に88年ぶりの赤字に転落し、経常収支も71・72

年、77-79年、82年以降において赤字となった。そしてその額も巨大化したまま80年代を経過した。だが、他方でこの赤字の累進的継続が国際流動性の供給という概念で容認されえなくなったところにドル不安の段階的深化を読み取ることができる。というのも、ドルの垂れ流しと世界インフレの昂進が入れない局面に突入していたからである。となると、この段階での最大の問題は、かかる米国国際収支赤字をどのように処理するかということに帰着する。小論はこれの歴史的発展過程を概観し、そこに内在する理論的課題を抽出しようとするものである。とりわけ、外国筋保有ドル残高の還流を「債務による決済」という概念で把握可能か否かが焦点となる。

### (1) 「体制支持金融」のビルト・イン

まず1970年代のその実態から理論化しておこう。この10年間における米国の公的準備取引収支(以下ORT収支)の赤字合計額は1312億ドルに達する。これに対応する金融項目で注目すべきは、米国財務省証券(国債)の外国筋購入が929億ドルに上ることである(その他政府証券も含めると996億ドル)。すなわち、ORT収支赤字の70.8%は国債の対外売却でファイナンスしたということである。西独、日本等の主要先進国とOPECの公的筋がこれの大口購入者となったが、他面でこれはこれら外国筋が保有するドル残高をユーロ市場で、より収益的に運用すること(国家ザイテク)を断念し、対米国債投資への転換を余儀なくさせるという犠牲を伴うものであった<sup>2)</sup>。

この対米ファイナンスはいうまでもなく紙幣ドル本位制と基軸通貨としてのドルの地位を維持する上で不可欠のものであった。それゆえ、このメカニズムを「体制支持金融(Dollar Supporting Finance, DSF)」と定義した。そこでこのファイナンスの持つ経済学的意義を以下で6点に要約しておこう。

a. 通史的にみて、国際通貨危機の発展にもかかわらずドル基軸通貨制に代替できる有効な国際通貨

制度が確立されえなかった。しかも70年代のオイル・ショックとスタグフレーションのもとでは、「ピナイン・ネグレクト政策」は継続できず、体制支持金融が最も現実的で不可避な妥協的決済方式とならざるをえなかったこと。

b. 米国国債への外国公的ドル・バランスの運用は、単なる「ポートフォリオ・セレクション」の一形態としてのみ把握されるべきではない。それはT・ノート、ボンドという中長期国債への運用増大という事実からも、ドル防衛協力の現代的フレームワークを発展させたものと理解しておくべきこと。

c. これらの運用資産は外国政府保有資産であり、それゆえその選択については国家の意思決定が介入する。しかも主要先進国が歩調を合わせて米国債を大量に保有するにいたったのであるから、そこにはアメリカとこれら諸国との間で国家的意思の統合・合意が存在していることを示していること。

d. 外国公的保有だけでなく外国民間筋保有の米国債が79年末で150億ドルに達している。これは金利への敏感な反応など政府運用に比べ浮動的だが、機能的には擬制的体制支持金融と規定できること。

e. 体制支持金融はかつてのロンドンにおけるボンド・バランス口座間の決済同様、基軸通貨国での実務的決済機構以上のものではない、という技術論的解釈が成り立つ。しかし米国債への外国ドル残高の固定化は、比喩的にいえば、金に加えて外国公的ドル残高のイヤー・マーク化と規定できる。それゆえ、この「ニューヨーク・バランス」方式は、70年代において米国の経済的ヘゲモニーの掌握が公的国際金融という中枢神経にまで及んだことを意味していること。

f. 体制支持金融は金融政策的にみれば「売りオペレーション」の実施ということになる。財政赤字のもとでこれが行われることは、赤字国債の中央銀行引き受けを通じる通貨インフレに抑制的に作用することを意味する。つまり、新規の通貨供給を不胎化する役割を担うことによって内外経済均衡達成の一助となっているということ。

以上が70年代にビルト・インされた対米ファイナンスの含意である。

しかし1980年代に入って世界経済は再び著しく変動する。とくに本稿との関連で注目すべき事象は、①国際的に貸付け可能な資本の過剰化、②ドル基軸通貨制維持の必要性、③米国の双子の赤字の発生と債務国化、ということである。こうした経済変動は

必然的にかの対米ファイナンス方式の変化に連動する。なぜなら、83年から米国の経常収支の赤字が飛躍的に増大したからである(83-86年のみの累積経常収支赤字でさえ実に4114億ドルに達する)。純債務国転落の引き金になったこの暗転は、不可避的に対外借入の増大へと向かわしめる。しかしここでの関心は、直接投資を含む対米投資全般の増大傾向ではない。米国債投資という公的国際金融に限定してのそれである。とするとそこでは、主要先進国の民間部門とくに機関投資家の米国債投資の著増が目につく(とりわけジャパン・マネーは圧倒的なシェアを有する<sup>3)</sup>)。前述のように1979年末のこれらの投資残高は150億ドルであったが、1989年末では1261億ドルへと8.4倍の増加となっている。つまり、80年代には、連星のように、二つの支持金融が必要となったのである。それゆえ、「体制支持金融」は、この段階に至って、「公的体制支持金融(DSF by Official Sector)」と「私的体制支持金融(DSF by Private Sector)」という二範疇に分別して措定すべきことが判然とする。70-80年代への経過の中で、体制支持金融はこのような重層的発展をきたしたのである。

もちろん、この発展は矛盾をも同時に発展させるような発展である。とくに私的体制支持金融は金利、為替相場等に敏感に反応して国際間を浮動する私的資本であり、そのよって立つ利潤原理は「体制支持」を不安定化させる。また、このように膨張した国債(例えば、最近年である1989年末における公私の外国筋保有財務省証券総残高は3767億ドル<sup>4)</sup>に達する)に対する米国の国債費も急増し、すでに1980年にデット・キャピタル・レシオ、DCR(同一年の国債借入れ額に対する利払いの比率)が1を突破するという直接的破綻さえ生じている(80-85年の平均で1.105)。それゆえ体制支持金融が非体制支持的要因を内在させるに至ったといえるのである。しかし貸付資本の過剰と双子の赤字が併存し、巨大な米国の金融資本市場を前提とする限り、体制支持金融は、総額の変動を伴うものの、全面的に撤退し消滅することは理論的にはありえない。それゆえ、対外借入にもとづく米国赤字のファイナンスという体制支持金融は90年代の初頭においても基軸的なドル防衛協力として機能しているといえるのである<sup>5)</sup>。

そこで、次に、これを「債務による決済」と論定することの是非に考察を移そう。

## (2) 「債務による決済」の論理

71年8月のドル・ショックが世界的資金循環構造の転換を促し、その公的国際金融が体制支持金融の嚆矢となったというのが前項での筆者の論旨であった。ところが、この同じ経済事象も視角を変えると、「アメリカ国際収支赤字の決済の放棄」という立論になる。つまり、金ドル交換性停止以後においては、米国の赤字を決済する資産あるいは富の定在＝世界貨幣金が通貨制度から消失しているのであるから、「決済」という概念は成り立ちえないのではない。逆に基軸通貨国アメリカの赤字が決済されず繰り延べされてきていることに現行国際通貨制度の根本的矛盾が存在する、というわけである。それゆえ、体制支持金融で含意されている「債務による決済」という定義には疑問が生じることになる<sup>6)</sup>。

さて問題は、アメリカ国際収支赤字の繰り延べによる債務累積と決済ということとの間の理解の仕方である。先の立論の基礎には、「決済」とは、すなわち「金決済」以外にないという認識が横たわっているように思われる。そして、それを「資産決済」と言い換えてみても、金以外の決済用資産が明示されない限り「金決済」と同義ということになる。しかし、そうすると、為替本位制のもとでの決済という行為が理論的に曖昧となる。71年8月以後を「紙幣ドル本位制」と規定すると、それ以後の世界経済は決済なき世界ということになる。しかし、債務による決済を否定したとしても、ニクソン・ショック以降において、ドルが国際通貨として機能してきたこと、すなわちそれが取引通貨、投資通貨、介入通貨さらに準備資産として充用されている現実までを否定することはできないであろう。だが、先の論法で帰納すれば、世界中で無数に行われているドル建ての債権債務の信用連鎖や決済のうちアメリカ国際収支の赤字決済だけは決済と認定できないということになる。

この相違は、ドル本位制というものに対する理解の相違に由来するものであろう。ドル本位制のもとではそもそも金決済など存在しない。にもかかわらず決済は金(資産)決済でなければならないといってみても、無い物ねだり、あるいは形容矛盾のそしりを免れない。現行の国際通貨制度はドルによって決済せざるをえない制度なのである。それゆえ、ドル建てのアメリカ国際収支赤字分に対して同一の合衆国通貨たるドルで支払うことが許されるのであり、こ

れは現行制度のもとでは立派に決済と認知されるのである。

しかし、最大の問題は、そのドルが借金＝債務であることの理論的取り扱いであろう。例えば先の体制支持金融を決済ではなく、米国国際収支赤字の回収と定義する方がより適切だという考え方が成り立つ。この解釈や表現は共有できるものであり否定する必要はないが、その不十分さは「債務による決済」の歴史的、理論的出自を視野に入れていないという点である。つまり、そもそも「債務による決済」は外国政府保有の準備資産の借りに端を発したのであり、それゆえこの場合にはこれは正確には「準備債務による決済」と規定すべきなのである。そしてかかる定義はIMFの国際収支統計においてすでに以前から導入されていた概念なのである。つまり、IMFの総合収支はORT収支とほぼ同一のものとして差し支えないが、その金融項目は「準備債務」と「準備資産」から構成されていたのである。もっとも、これの原文はFinancing Itemであるから、それを「決済」と結びつけることはやや厳密さを欠くことになるかもしれない。

しかし、ここで生じる不整合は、この場合、米国政府が準備債務によるファイナンスを行わずに、新規の通貨供給で応じた場合には、決済されたことになるという点である。つまり、それはドル本位制の下でのドルの国際通貨発行特権(インターナショナル・シニョリッジ)に起因する事柄である。そして、その属性は特に金ドル交換停止後であっても、形式論理的には、逆にその行使にあたっての束縛が解除されたときとさえ解釈されえるのである<sup>7)</sup>。このことは理論的にはその通りであって何ら齟齬をきたさない。ただ、問題はインフレの再燃と急進という現実経済の矛盾拡大がそれを許さないだけなのである。それゆえ、赤字のためのドルがどのように調達されたかによって、決済か非決済かの選択基準とするということは、理論的整合性に欠ける。債務による決済とは黒字国(非居住者)がドル建債権を保有する見返りとしてフローの米国国際収支赤字を金融することである。

しかも、厳密に言えば、この場合、まず第一にNY連銀における黒字国口座へのブッキングが生じ、次にこれのTBへの振替が行われるという手順になると考えるべきである。とすると、前者の段階は、米国政府の米ドルによる決済が一旦完了したことを意味する。後者はその米国債への運用ということ

になる。これが、たとえ瞬時に行われたとしても、これを未決済と解釈するのみでは不十分である。しかも、この理解は単なる形式論理ではない。なぜなら、この方式によらなければ、黒字国は「無」によって米国債を購入することにならざるをえないからである。

だが、このことと関連してもう一点触れておくべきは、それが非準備債務決済の場合はどう考えるべきかということである。ただちに想起されるのは、われわれの先の私的体制支持金融の場合である。準備債務決済ではその貸手は外国の公的準備筋であり、これは貸借共に公的国際金融取引の範疇に属する。しかし、外国民間筋による米国債の購入は貸手が外国の非公的筋となり、取引主体は非対称的となる。この場合も、「債務による決済」と論定できるかということである。ところで、これによる不安定性が80年代の重層的矛盾の展開だということは前述の通りであるが、ここでの範疇指定に関する限りで最重要な事象は、補填すべき対象が米国の公的対外赤字であり、したがってその借り手があくまで米国政府だという点である。国際経済取引の原則は集計国側の取引主体が公的部門であれば、それは公的取引となるということである。それゆえ、たとえ外国民間機関投資家による米国債投資であっても、それは米国の公的国際金融取引の一範疇になるということである。つまり、この場合、その浮動性の矛盾等は別次元の問題として区別しておかなければならないのである。

ただし、私的体制支持金融は米国債市場への直接参入という点で先の公的体制支持金融のメカニズムとは異なる。しかし、その恒常的で通増的な継続によって、米国国際収支赤字の決済的機能を実質的に果たしていると認識すべきであろう。

以上からすると、ドル本位制のもとでも決済という概念は生きていと考えねばならないことになる。しかしながら、それにはさらに次の補足が是非とも必要である。つまり、この決済形態は1990年初頭までにおいて、以下の二つの歴史的段階を経験してきているという事実である。それを以下に簡潔に要約すると、

第1形態＝ドルの新規供給(垂れ流し決済)

第2形態＝体制支持金融(債務による決済)

ということになる。

「債務による決済」の否定論は、資産決済とくに金決済を矛盾のない理想的な通貨制度と想定している

ように思われる。しかし、それはたとえていえば、金本位制から管理通貨制への移行をどう解釈すべきか、とよく似た問題を内包しているように思われる。われわれは金本位制が崩壊したから通貨制度の矛盾が始まったのではなく、資本主義の実体経済の矛盾が発展したために金本位制という形式と一致しくなくなり、管理通貨制度が登場せざるをえなくなったと解釈しているのである。債務による決済を考える場合も同様である。われわれもそれが矛盾に満ちた金融決済方式であることを十分認識している。しかし、それはそれで今日の現実の到達点である。つまり、国際通貨制度の矛盾は、ドル本位制という金(資産)決済を否定した制度が現存しているために生じたのではなく、アメリカ国際収支の赤字の継続にその根本的原因があるということである。そして、そうした状況のもとでは、国際間の資金のゼロサム・ゲーム以外に資金循環と決済の矛盾を回避する方法はないのである。それゆえ、それを「債務による決済」と形容することは、事態を偽らないばかりか、資本主義の現代の特徴や危機を逆に告発することに役立つと考えるのである。通貨問題にのみ、より矛盾の少ない制度や原理をモデルと見立てて現代資本主義を批判しようとする立論は、その主観的意図は別にしても、時代錯誤に陥る恐れがある。それゆえ、アメリカ国際収支問題もこうした国際通貨金融構造の段階的变化と不可避的要因を踏まえて内在的に分析されねばならない。

## 小 結

要点は、結局、以下の二点になる。すなわち、第1には、「債務による決済」とは、マネー・フローのグローバリゼーションあるいはステートレス化の所産だということである。とくに、米国債の世界的取引による米国国際収支赤字の代位は、公的国際金融への市場原理的要素の導入による新たな国際的ドル防衛協力だったといえるであろう。したがってそれは、公的国際金融における「持ち回り現象」あるいは「相互浸透現象」の端緒と規定できよう。これが端緒というのは、現在は米国の赤字が主たる決済対象であるが、この赤字が将来縮小に向かったとしても、世界的不均衡がEC統合やドイツ統一、東欧ソ連の激動、途上国の重債務問題の継続などによって多方面に拡散した場合にも、対象を異にした、かかる公的国際金融協力が学習効果を発揮しうると予見されるからである。そして、この点に関して現時点

での最もホットな問題は、それをジャパン・マネーで賄うべきか否か、つまり「日本経常収支黒字有用論」についての日米欧間での角逐・論争である。総じて、こうした公的国際金融行動は、国際公共財の提供と広義に解釈されることになるのは時間の問題であろう。

第2の、そして最後につけ加えたいことは、このメカニズムの90年代の展望である。「債務による決済」を成り立たせてきたものは、黒字国によるドル建債権の保有の持続である。それゆえ、その動機づけが崩壊したときには、この決済の矛盾が一挙に顕在化する。そして、80年代におけるこの面での最大の貢献は日本の低金利政策であった。日銀はそれが土地狂騰の元区であったことを90年4月に、いささか時機を失した自己批判を行った<sup>8)</sup>。しかし、それは他面で、ドル支持金融のためでもあったとの告白が伴わない限り不正確である。つまり、米国債と土地と株のために米国よりも数段低位の金利政策を採らざるを得なかったということである。われわれはこの場合の第一優先順位は米財務省証券にあったと認識している。つまり、「対米思いやり金融政策」が国民疲弊の異常なバブル経済とカジノ資本主義を日本経済にもたらせたのである。

さて、最後に、それでは、債務による決済が決済でなくなることは生じ得るのであろうかに言及しておく必要がある。そして、それは、いうまでもなく、ドル建債権忌避と換物動機が先鋭化したときに現れると考えるべきであろう。すなわち、より具体的には、米国の債務国状況やインフレの昂進さらに信用金融不安ないし恐慌の発生ということになる。そして、逆説的ではあるが、その展望が立証されず、「超国籍的国際通貨」の実現が遅々としている限りにおいて、「債務による決済」概念は生き続けることになるであろう。

(大阪経済大学経済学部)

## 注

1) 本稿で用いるデータは、断りのない限り Survey

of Current Business, Treasury Bulletin, Federal Reserve Bulletin 各号から採ったものである。

2) ただし、日本のドル残高は「ドル・ブロック諸国」ゆえ、一貫してNY連銀に預託し、「ワーキング・バランス」を超える部分は、財務省証券に振り替えられてきたので、ユーロ運用とは無縁である。また、OPEC諸国の公的ドル残高もすべて対米国債投資に統合されたわけではない。1979年末での対米国債投資残高は149億ドルであり、投資可能ドル残高の5.6%のみであった。したがって、「最大の被害者」は西独政府ということになる。

3) この点を改めて証明する最新の事実は、90年3月16日米カリフォルニア州パームスプリングスで行われた日米首脳会議(海部首相とブッシュ大統領)において、「ブッシュ大統領が最近の日本の金利高や株安で米国債への日本からの投資が先細るのではないかと、との懸念を表明したのに対して、海部首相が日本の投資家に米国債の購入比率を維持するよう促す意向を表明した……首相は米国債購入の通常の比率を維持するため日本の投資家に「行政的な影響力を行使して投資を促す」と述べた。」(『朝日新聞』1990年3月18日)を引用しておこう。尚、日本の公私の対米証券投資残高の正確な算出には、ユーロ市場経由で行われるものがあることに注意が必要である。中西市郎氏は、対米証券投資の3/4が第3国経由であり、しかもそれはアメリカの統計処理が「属地主義」ゆえ日本からの投資として取り扱かれない点に注意を喚起しておられる。同「変動相場制」下における経常収支赤字の「ファイナンス」(『中部大学国際関係学部紀要』第6号、1990年3月、38-40ページ)

4) この数値は上述の、SCB, March, 1990, から算出したものだが、国別の統計はえられない。

5) この点の詳細については、拙著『現代アメリカ国際収支の研究』(東洋経済新報社、1985年6月)の第5章および同『債務国アメリカの構造』(同文館、1988年4月)の序章さらに拙稿「対米ファイナンスの動態構造—「体制支持金融論」論争—」(『証券経済』第170号、1989年12月)を参照されたい。

6) 例えば熊本商大の平岡賢司氏は筆者が1988年6月に行った証券経済学会春季全国大会の共通論題における報告に対して、この種の質問をされた。

7) 例えば、有馬敏則氏は、主要国がフロート制に移行した後は、金ドル交換の義務がなくなり、国際通貨発行特権に関わるアメリカの利益はむしろ好都合となったと述べておられる(同『国際通貨発行特権の史的研究』日本学術振興会、1984年2月)。

8) 「近年の地価上昇の背景と影響について」(『調査月報』日本銀行、第41巻第4号、平成2年4月)参照のこと。