

70年代の国際短期資本移動と変動相場制度

菰田, 文男

<https://doi.org/10.15017/2920578>

出版情報：経済論究. 41, pp. 25-49, 1977-12-26. 九州大学大学院経済学会
バージョン：
権利関係：



70年代の国際短期資本移動と 変動相場制度

菰 田 文 男

目 次

問 題 の 所 在

- I 国際収支の不均衡と短資移動
 - (i) 国際収支の不均衡
 - (ii) 利子率と短資移動の相関性
 - II ユーロ市場の影響
 - III 70年代の短資移動
 - (i) 73年2月まで
 - (ii) 73年3月以後
- む す び

問 題 の 所 在

変動相場制度へ移行する以前から、変動相場制度は固定相場制度に優越する、たとえば対内均衡と対外均衡を同時に達成することを可能にし、国際収支の不均衡の是正や通貨投機の抑制、外貨準備の節約を可能にする利点があるという考えが多くあった。このように為替相場の弾力化を提唱する考え方は、M・フリードマンなどによって始められ¹⁾、R・A・マンデルが変動相場制度は対外均衡と対内均衡との関連を遮断しうるのだという考えのメカニズムを理論化したのである²⁾。

ところが世界が総フロートへ移行して、すでに4年以上経過したのであるが、現実の変動相場制度の歴史は決して当初予想されたように円滑に機能したわけではなかった。もし固定相場制度にとどまっていればより激しくあらわれたかもしれないとはいえ、変動相場制度のもとで資本主義は戦後最大の不況とイン

フレを経験した。また為替相場も短期間に大きく変動し（いわゆる乱高下）、外貨準備も予想ほど節約されはしなかった³⁾。また貿易などの対外取引の費用も為替リスク上昇のため高価となった。したがって固定相場制度への復帰を主張する意見は強く、たとえば今年度の IMF の年次報告では、変動相場制度がもはや限界にあるという認識が強くあらわれていると伝えられている⁴⁾。

このように変動相場制度が円滑に機能しなかった主要な理由の一つは、均衡攪乱の短資移動にあったように思われる。変動相場制度へ移行させた最終的契機は均衡攪乱の短資移動の増大にあったが、変動相場制度もこれを除去することは出来なかったのである。本稿の課題はこの理由を考えることである。

そもそも国際収支の不均衡とは、世界的な再生産過程そのものの不均衡の反映であると考えるべきであって、1960年代後半からの各国の国際収支の不均衡の拡大は、戦後世界経済における生産力の不均等発展（とくにアメリカと西ドイツや日本との間の）と現代資本主義の蓄積様式の一側面であるインフレーションの各国間の進行度の格差によって生じたものだと考えられる。

このような再生産過程そのものに根ざす国際収支の不均衡を、再生産過程そのものに働きかけることなく、貨幣的次元で解決する手段は、為替相場不変のもとでは国内利子率の引き上げを通ずる短資の流入によってである。そしてこのような政策のみによって赤字をファイナンスすることが不可能となり、それにもかかわらず赤字国（とくにアメリカ）が、たとえば国内経済を引き締めて輸出競争力を強めたり、産業構造を高度化させたりするというような、再生産過程そのものに働きかける政策をとるよりも、為替相場を変動させることによって貨幣的次元で均衡させる政策を選択した結果、70年代の頻繁な為替平価の変更や変動相場制度への移行が必然化したのだと考えられるのではなかろうか。しかし本来、再生産過程そのものから生じた不均衡を、貨幣的次元で解決するには限界があるはずであって、この限界が具体的には変動相場制度下での均衡攪乱の短資移動としてあらわれたのではなかろうかというのが、本稿の基本的視角である。

もちろん本稿ではこのような基本的視角そのものを検討することは出来ない。

このことを念頭におきつつ 70年代の国際短資移動のメカニズムをみるにとどめるをえない。そのためにまず、始めの2つの節で利子率と短資移動の関係およびユーロ市場の影響を考え、60年代末から短資移動が拡大した理由と変動相場制度へいたらしめた必然性について具体的に検討することから始める。

〔註〕

- 1) M. Friedman, The Case for Flexible Exchange Rates, 1953 (鈴木浩次編『国際流動性論集』東洋経済新報社 1964年 269-324頁 所収)
- 2) R. A. Mundell, International Economics, 1968 (渡辺太郎等訳『国際経済学』ダイヤモンド社 1971年) なお変動相場制度についてのさまざまな議論についての非常に詳細なサーベイである倉科寿男「変動為替相場論とその展望(上)(下)」(『世界経済評論』1974年7,8月号)を参照のこと。
- 3) J. ウィリアムソンは、各国が固定相場制の期間、変動相場制へ移行した時(多くの国では73年2月)から74年3月までの期間、74年3月以後の3つの期間の外貨の使用頻度を調べ、第2の時期が最も大であり、74年3月以後は最も少なかったが、それでもなお外貨準備がゼロで済むには程遠かったことを指摘している。(J. Williamson, Exchange-rate flexibility and Reserve Use, *The Scandinavian Journal of Economics*, May 1976 pp. 329-330)
- 4) 日本経済新聞 1977年9月12日

I 国際収支の不均衡と短資移動

国際短資移動が急速に拡大し始めるのは、1960年代末からなのであるが、その理由としては 58年の欧州諸通貨の交換性回復を前提として¹⁾、第一に、60年代後半の各国の国際収支(とくに経常収支)の不均衡の拡大(アメリカとヨーロッパ諸国との間の生産力の不均等発展とインフレ率格差による)と、第二に、ユーロダラー市場の発展、銀行資本の多国籍化の進展によって、資金が各国間を自由かつ大量に移動しうようになったこと、そしてイギリスなどの国際収支の赤字国通貨当局が、赤字のファイナンスのためユーロダラーを借り入れるような政策をとり、国内利子率を頻繁に変動させたこと、さらにまた 68年後半からアメリカの企業が国内の金融引き締めのため、国内投資資金をユーロダラー市場に求め始めたことがあげられる。本節ではまず、各国の60年代後半の国

際収支の変化と利子率の動きについてみてゆく。

(i) 国際収支の不均衡

西ドイツでは65年の貿易収支の黒字の減少のため、経常収支が15億ドルの赤字となったが、66年には1億ドルの黒字へと改善し、これ以後西ドイツの経常収支は大幅な黒字を続けるのである。とくに貿易収支は67年には42億ドル、68年には46億ドルの黒字となり、西ドイツの国際収支の最大の黒字要因となり、それ以外の国、とくにアメリカとの間の不均衡を生む大きな要因となったのである。したがって68年後半—69年にかけてフランス・フランの切り下げ予測と絡んでマルクの切り上げ予測が生じ、それに4月のフランスの政治不安も加わって大量の投機的短資移動が生じ、8月にはフランが11.1%切り下げられ、10月にはマルクが9.3%切り上げられることになるのである。

イギリスでは66年7月に強力な緊縮政策をとることによって、67年はじめまではポンドは堅調であった。しかし6月の中東戦争やこの頃からの反デフレ政策（バンクレートは2月の6.5%から5月には5.5%に引き下げられた）、さらに9月の造船ストも加わって投機的な資本流出が生じた。そのためバンクレートを6%に再引き上げた後、ポンドを11月に14.3%切り下げることになる。またバンクレートを11月には8%にまで急速に引き上げたのであるが、68年になっても切り下げ効果はなく、貿易収支は68年の1年間で69億ポンドの赤字となった。またイギリスの高金利にもかかわらず先物ポンドの弱さとアメリカの国内投資資金としてのユーロダラー借入れのためユーロ市場の流動性が逼迫していたことのため、8%という高金利にもかかわらず、短期資金をイギリスに引きつけることなく、むしろ流出超過となったのである。このため11月には消費者金融に対する規制強化を含む国内引き締め政策をとり、これによって67年のポンド切り下げ効果があらわれ始め、経常収支は69年には5.8億ポンドの黒字、70年には6.3億ポンドの黒字へと改善したのである。しかしこれも長続きせず、72年後半には国内経済の停滞にもかかわらず、経常収支は再び赤字へ転化し、ポンドの信認が揺らぎ始める。

アメリカは政府海外支出や民間海外投資の赤字の一部を、経常収支の黒字で

相殺するという構造が出来ていた。しかし66年頃からのベトナム戦争の悪化は、アメリカの国際収支の赤字を一層拡大させ、他方ではそれにもかかわらずアメリカは国内引き締め政策をとることなく、世界的に高金利であった66年にも連銀のディスカウント・レートを0.5%引き上げたにすぎず、したがって66年頃からインフレが加速したので国際収支が悪化し始める。

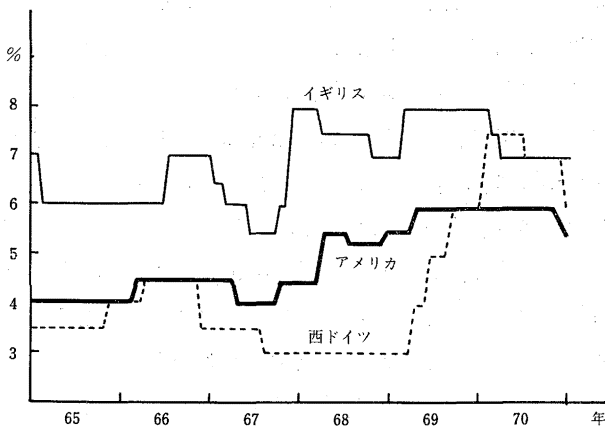
かくして68年にはベトナム停戦交渉と国内引き締めによるインフレ対策とが不可避となり、4月までに連銀のディスカウント・レートは5.5%にまで引き上げられたが、それにもかかわらず前年からの好景気とインフレのため、68年の貿易収支は急速に悪化し、前年の35億ドルの黒字が68年にはわずか1億ドルへの急減したのである。69年も68年と同様に貿易収支の黒字は1億ドルにとどまった。70年にはヨーロッパ諸国の景気上昇とアメリカのスローダウンのため26億ドルの黒字を生み、経常収支の赤字も3億ドルへと一時的に改善したとは言え、71年には再び貿易収支は22億ドルの赤字、経常収支は39億ドルの赤字へと悪化し、ドル切り下げが不可避となるのである²⁾。

このように各国は経常収支の不均衡、とくにアメリカと西ドイツの間の不均衡を拡大させつつ70年代を向かえるのであるが、この不均衡の原因は各国の景気循環のズレなどの影響もあったが、基本的には各国の生産力の不均等発展（とくにアメリカの生産力の相対的低下と西ドイツや日本の上昇）とインフレ率格差という世界経済の構造変化の過程で生じた再生産過程そのものから生じる不均衡にもとづいていたと言える。そのうえこのような生産性変化率格差とインフレ率格差の生んだ国際収支の不均衡のもとで、西ドイツやスイスなどは相対的に積極的なインフレ対策をとったのに対し、ニクソン政権はきびしい国内引き締め政策をとることなく、いわゆるビナイン・ネグレクト政策をとり、国際収支の調整をドル切り下げという貨幣的次元でおこなう政策を選択した。したがってドル切り下げ予測が生まれ、大量の投機的短期資本移動をひきおこす原因となり、ブレトンウッズ体制の崩壊さらには変動相場制度への移行が不可避となったのである³⁾。

(ii) 利子率と短資移動の相関性

ところで国際収支の不均衡が短資移動へ与える影響として、本稿の議論のこの段階でより重要なのは、平価変更予測にもとづくものよりも、むしろ利子率格差にもとづくものである。固定相場制度のもとで、しかも国内引き締め政策に限界のある現代資本主義においては、利子率を引き上げることによって短期資金を海外から流入させる政策がしばしば採られたからである。とくに次節でみるようにユーロ市場の発展がこの傾向を加速させたのである。

65年以後の各国の中央銀行の割引レートをみると第1図のとおりである。60年代には66年に世界的な高金利がみられ、69年にはそれ以上の高金利現象がみられた。またイギリスがとくに高金利であったことは、イギリスが短資を流入させて赤字をファイナンスしようとしたことのあらわれであった。



(出所) IMF, International Financial Statistics, Vol.18-24

第1図 各国中央銀行の割引レート

ここで問題とされねばならないことは、固定相場制度のもとで国際収支が不均衡となったとき、各国（とくに赤字国）が利子率を上下させることによって、国際短期資本の移動がいかに影響されたかである。この短資移動と利子率との相関性については、戦後数多くの実証研究がなされてきた⁴⁾。

たとえばA・B・ラッファーは59～66年のアメリカの国際短資移動に影響す

る最も重要な経済変数は、①アメリカの流動資本市場 (liquidity capital market) における需給状況 (通貨供給量の変化)、② 海外諸国の流動資金需要、③アメリカの貿易収支の三つであって、 利子率格差は短資移動に対してあまり相関関係をもたなかったと言う⁵⁾。

これに対してM・G・ポーターは 63～71年の西ドイツの短資移動について研究し、西ドイツの場合は内外利子率格差の変化が大量の短資の流出入をまねき、そのなかでも誤差脱漏項目にはいる移動よりも、短資移動項目にはいる移動の方がより敏感に反応したと言う。たとえば西ドイツに有利な1パーセントのカバーされる格差は、両短資項目あわせて一ヵ月間に約10億マルクを流入させたと言う⁶⁾。

またZ・ホジェラは 63～67年のイギリスの短資移動について研究し、イギリスの場合短資移動に影響する最も重要な要因は利子率格差というよりも、イギリスの貿易収支の変化によるポンドの信認の変化であって、これが為替相場変動予測を生むことによって、とくにイギリスと非スターリング地域との間の短資移動に影響したと言い、イギリスにおいては利子率政策はあまり有効でなかったと言う⁷⁾。

W・H・ブランソンおよびR・D・ヒルは 60～69年の OECD 諸国の短資移動を研究し、西ドイツおよび日本については、短資移動を内外の利子率格差が最もうまく説明するが、イタリアについては潜在的 GNP と実際の GNP の格差、およびユーロダラー金利が最もうまく説明すると言う⁸⁾。

このように短資移動と利子率との相関関係についての見解は、それを認める見解とあまり認めない見解とにわかれるのである。ところで、ここであげた少数の見解から早急に結論をひきだすのは危険であるかもしれないが、ここで2つの型に類型化して考えてみる事が出来るかもしれない。つまり日本や西ドイツのように内外利子率格差が短資移動に強く影響しうる国と、アメリカ・イギリス・イタリアなどのようにあまり影響しない国との2つの型にわけて考えてみる事ができるのではなからうか。このように考えれば70年代にはいつてから通貨価値を切り下げざるをえなくなった国、とくにイギリスのようにすで

に60年代に大幅な赤字を経験していた国は、短資流入によって国際収支の赤字をファイナンスするためには、大幅な利子率の引き上げが必要であり、したがって利子率政策のみによって国際収支を調整することが限界に達しやすかったと思われるのに対して、逆に日本や西ドイツではわずかの利子率引き上げによって短資を引きつけることが可能であったので、その政策の利用のための余力が残されていたと考えられるのではなからうか⁹⁾。換言すれば国際収支の順逆というすぐれて深くその国の再生産過程に係わる不均衡に対して、利子率の引き上げにもとづく短資流入によるファイナンスという貨幣的次元での相殺には限界があるということが、赤字国における短資移動の利子率格差に対する非感応性としてあらわれていると考えられるのではなからうか。(実際第Ⅲ節でみるように、最近のイギリスでは利子率を引き上げれば、逆にイギリスの将来の国際収支の悪化の徴候とみなされ、資金が流出したと言われる。)そしてそれにもかかわらず、赤字国が国際収支の不均衡を、なお貨幣的次元で解決するための手段として、70年代にはいつてからの為替平価の頻繁な変更および変動相場制度の採用がなされたのだと考えられるのではなからうか。このように考えれば、今日の変動相場制度とは60年代に生じた高金利戦争に加えて、さらに為替切り下げ競争(その程度は別として)が加わったものであると考えることが出来るのである。

〔註〕

1) 「海外諸国の交換性回復は、諸国の銀行や企業がアメリカでの活動残高を増加させたり、アメリカがこれらの諸国への信用を拡張するための障害を除去するのに役立ったのである。」(H. B. Lary, *United States as World Trader and Banker*, 1963, p. 15)

2) ここでの叙述については国際決済銀行の年報(東銀調査部訳『世界金融経済年報』十一房出版)の各号や E. Chalmers, *International Interest Rate War*, 1972などを参考にした。

3) たとえば次のように言われている。「世界的インフレーションのもとで、しかもアメリカの物価政策が西ドイツ・日本・カナダその他諸国のそれと異なっているもとは、変動相場制度の過去数年間の継続は不可避であった。」(R. Z. Aliber, *The Firm under pegged floating exchange rates*, *The Scandinavian Journal of Economics*, *op cit.*, p. 311)あるいはまた「(ブレトンウッズ体制の崩壊の)

第一の最も大きな原因は、ニクソン大統領が米国国際収支をビナイン・ネグレクト（優雅な無視）する政策をとったため、ブレトンウッズ体制下の協力が崩れ、ドルに対する巨額の投機を招いたことである。第二に、70年から71年にかけて、アメリカが金融緩和政策をとったのに対し、西ドイツが引き締め政策をとったために不均衡を拡大するような資金移動がおこったのである。」(C. A. Coombs (荒木信義訳)『国際通貨外交の内幕』日本経済新聞社 1977年 231頁 (The Arena of International Finance, 1976)) また W・M・スキャンメルは「60年代の為替相場に対する態度の変化は IMF の外部でおこった。50年代や60年代前半、さらに多分67年までは各国は平価の変更を嫌った。……しかし次第に事情が変わってきた。……(さまざまな) アカデミックな議論は為替相場の役割について注目し始め、……67年までには識者の意見の大部分は平価のかかなりの弾力化を支持するようになった。政策担当者の意見の転換は遅れ、……67年からイギリス大蔵省とイングランド銀行は国内政策優先と為替相場による国際収支のコントロールという考え方に急速に変わっていった」と言う。(W. M. Scammell, *International Monetary Policy*, 1975 pp. 190-1)

- 4) 利子率格差と国際短資移動の関連についての戦後の初期のものを紹介したのとして、H. B. Lary, *op. cit.*, pp. 153-5 がある。
- 5) A. B. Laffer, *Private Short-term Capital Flow*, 1975, p. 87
- 6) M. G. Porter, *Capital Flow as an Offset to Monetary Policy: The German Experience*, *IMF Staff Paper*, XIX, 1972 p. 404 さらにポーターは誤差脱漏項目にはいる取引の性質は直接には知られていないが、しかしこれは輸出入の決済の際のリーズアンドラゲズを含む、企業の海外借り入れや貸し付けから成ると考えてよいこと、そしてこの項目は投機時に非常に大量になると述べている。(p. 397) 短資項目と誤差脱漏項目は同じ短期資本の移動であるとは言え、後者の方が投機的色彩をもっていると考えてよいであろう。
- 7) Z. Hodjera, *Short-term Capital Movements of the United Kingdom, 1963-67*, *The Journal of Political Economy*, Jul/Aug., 1971, p. 760
- 8) W. H. Branson and R. D. Hill, *Capital Movements among Major OECD Countries*, *The Journal of Finance*, May 1971, および R. Z. Hodjera, *International Short-term Capital Movements: A Survey of Theory and Empirical Analysis*, *IMF Staff Paper*, XX 1973, p. 726 を参照。
- 9) またアメリカの場合は、国内の利子率を引き上げてても他国が即座に追隨的引き上げをおこなう傾向がみられたことも、その利用の限界になったかもしれない。

II ユーロ市場の影響

国際短資移動の拡大の第2の理由は、ユーロダラー市場の発展である。ユーロダラー市場の成立の基本的契機は、57年のポンド危機以後、イギリスがポンドによって貿易金融を供与することを禁止したことにあつた。「この困難を打破するために銀行は貿易金融のためにアメリカ・ドルを用い始めた。シティーが大規模に、体系的にインターバンク・ユーロ取引をおこない始めたのはこの時期であつた。」¹⁾ところがアメリカは50年代末から国際収支危機に悩まされ始め、これに対処するために海外諸国がニューヨーク金融市場でドルを調達することに制限を加え始めた。63年には利子平衡税が、65年には海外貸付や投資に関する任意規制 (Voluntary Foreign Credit Restraint) が課され、アメリカからのドル流出に制約が加えられた。

これに対してアメリカの銀行は現地での貸付業務のため、とくにアメリカ系多国籍企業への貸付のために、海外直接投資へと乗りだしたのである。もともとアメリカの銀行は1919年のエッジ法によって、エッジ法会社を通じてのみ海外進出が許されていたのであるが、62年に海外支店の業務内容の自由化が認められ、66年にはエッジ法会社を通すことなく、アメリカの銀行が直接海外子会社を設立したり、海外の銀行の株式を取得することが許可されたのである²⁾。この時期以後アメリカの銀行の海外進出が急増してゆく³⁾。

第 1 表 アメリカの銀行の海外業務

(資産の単位：10億ドル)

年		60	64	65	66	67	68	69	70	71	72	73	74	75
海外支店	数	131	181	211	244	295	375	459	536	583	627	699	732	—
	資産	3.5	6.9	9.1	12.4	15.7	23.0	41.1	52.6	67.1	77.4	118.0	151.9	166.1
エッジ法会社 および アメリカ系 銀行の 子会社	数	15	33	42	49	53	63	71	77	85	92	104	114	—
	資産	—	0.9	1.0	1.4	1.5	2.5	3.5	4.6	5.5	6.0	6.9	—	—

(出所) U.S. Congress, House of Representatives, 1976, *op cit.*, p.79

これらの銀行はユーロ・インターバンク・マーケットで資金を調達し、それを顧客に貸し付けた。とくにイギリスはロンドンの国際金融市场としての地位を維持するため、ロンドンで業務するユーロバンクに対してほとんど規制を加えることがなかった。たとえばこれらの銀行は準備金ゼロで貸し付けることが出来た。イギリスにかぎらずルクセンブルグも海外の銀行に対してほとんど無規制であり、フランス・西ドイツなど主要諸国でもこの傾向がみられた。このように各国が海外の銀行の活動に自由を認めたことは、ユーロ市場の拡大の条件であったのみでなく、国際間の資金移動の媒介環としてユーロ市場が機能しうる条件を与えたのである。とくに均衡破壊的な通貨投機の時期に、各国政府が加える資金流出入規制を、海外の銀行が免れたことが通貨投機を容易にしたのである。また投機の際の取引通貨も介入通貨もドルであるので、ユーロ市場の豊富なドル資金が投機時に重要な役割を果たした⁴⁾。

さらにユーロ市場の発展は、イギリスのような国際収支の赤字国が赤字をファイナンスするためユーロダラーを借り入れる政策をとったことによっても、国際短資移動の拡大の条件となった。すなわち「以前の短期資金の流入は、さまざまな利子率格差と先物相場をもった多数の国から多数の通貨で流入してきた。今日ではユーロダラー（ごく最近まではこの通貨にほとんど為替リスクはなかった）の大量の資金を供給し、その供給価格はユーロ・レートただ一つだけであった。ユーロダラー市場の成立以来、通貨当局は短期資金を流入させるために必要な短期利子率を算定することが容易となった。なぜならば海外の利子率水準はユーロ金利と結びついており、先物リスク費用も単にアメリカ・ドルとの関係のみだからである。かくしてユーロダラーは今日では、大量の短資移動を生む……。したがってユーロダラーの成立当初は資本の平均化的流れに、したがって利子率の低下に貢献すると考えられていたが、実際には世界中の利子率を上昇させたのである」⁵⁾。

それに加えて 68～9 年頃からアメリカ企業がアメリカの国内投資資金としてユーロダラーを利用するようになったことが、国際短資移動を拡大させた。アメリカではインフレ対策として 68 年以後、急速に国内金利を引き上げ、69 年末

にはディスカウント・レートは6%に達したので、アメリカの企業はユーロダラーを国内投資資金として借り入れるようになった。たとえばアメリカの銀行の保有する海外支店に対する流動ドル債務は、66年末の40億ドルから69年末には145億ドル、70年末には62億ドル、71年末には13億ドルへと大きな変化を示したのである⁶⁾。

かくしてこの頃から「アメリカの銀行は国内で利用しうる以上に、準備金と流動性ポジションを調整するための販路〔outlet〕を求める必要」が増加したと言われる⁷⁾。

アメリカの銀行や企業が資金を海外に求めるようになっただけではない。ヨーロッパの諸銀行も70年代にはいて、急速にアメリカとくにニューヨークやカリフォルニアへ進出し、そこで獲得した資金をアメリカで活動する海外企業に貸し付けたり、国際的金融業務に利用する傾向がみられるようになった。

第 2 表 ニューヨーク市場における海外銀行の資産
(単位: 10億ドル)

年		50	60	65	72	73
海外銀行のニューヨーク支店	数	—	8	22	44	46
	資産	—	0.2	1.0	5.3	6.5
ニューヨークにおける海外銀行の全資産		0.8	3.4	5.2	20.3	25.4

(出所) F. A. Lees, Foreign Banking and Investment in the United States, 1976, p.35

すでに述べたように海外へ進出したこれらの銀行は、インターバンク・マーケットで活動した。たとえばアメリカにおける巨大商業銀行（海外銀行のアメリカ支店も含む）の全資産・負債に対するインターバンク資産・負債の比率をみると、フェデラルファンド・マーケットの負債の比率が70年から75年にかけて2倍になっており、この拡大には海外銀行のアメリカ支店のこの市場で資金調達も関連していると思われる。また次節の第6図でみられるように、74年頃から急激に増加するアメリカの対外債権の増加の一部を担っていると思われる。

第 3 表 巨大商業銀行の全資産・負債に対するインターバンク資産・負債の比率
(%)

年	70	71	72	73	74	75
全 インターバンク 負債	12.30	13.85	14.44	15.10	17.47	17.06
インターバンク 預金	6.47	8.30	6.72	6.37	6.97	7.08
フェデラルファンドの買入れ	5.83	5.55	7.22	8.73	10.49	9.98
イン ター バン ク 資 産	4.14	4.97	6.17	6.86	7.24	6.37

(出所) U.S. Congress, House of Representatives, *op cit.*, 1976 p.144

かくして「国際的ユーロカレンシー市場によって与えられた資本移動の自由化にもとづく国際的銀行業務の発展は、銀行が自らを国内的なもの (entity) であると規定することをやめ、世界中を自由に業務するものと考えするような新しい段階に進みつつある」、あるいは「変化は実際にはユーロダラー市場がアメリカ市場や国内市場を含むところにまで拡大されたことを意味している」と言われるようになったのである⁸⁾。

このようにユーロ市場の発展、銀行資本の多国籍化は、均衡化的なものであれ、不均衡化的なものであれ、国際短資移動の拡大の基盤を形成してゆくのである。

〔註〕

- 1) E.R. Shaw, London Money Market, 1975, p. 99
- 2) U.S. Congress, House of Representatives, International Banking, *Staff Report of the Committee on Banking, Currency and Housing*, 1976, p.136
- 3) 銀行資本の海外進出の主要な理由として J.C. ベイカーおよび M.J. ブラッドフォードは「合衆国多国籍企業活動の拡大、慢性的な合衆国国際収支の赤字、それにもとづく合衆国の対外経済政策、そしてそれとヨーロッパ経済共同体 (EEC) と関連したヨーロッパ大陸の商業活動と相まって展開される経済的諸機会の増加」をあげている。(J.C. Baker and M.J. Bradford, *American Banks Abroad*, 1974, p. 3 (原享等訳『多国籍銀行』ソーテック社 1975年 6頁)。
- 4) 「ドルが各国で受け取られやすい通貨であり、かつユーロ取引は銀行間で大口でおこなわれるので、ユーロダラーは非常に可動的で大量の短資移動を構成する。この市場の存在と成長は利子率格差にもとづく資本移動を拡大させる。」(E. Chalmers, *op cit.*, p. 35) また規制を受けない大量の資金をもつユーロ市場が国際

短資移動へ与える別の影響について、P. アインッチは次のように述べている。「フランスのドルの買い手はしばしば、自分の必要額をパリやその他の大陸市場で調達しようとした場合、あるいはニューヨークでフランを売ってドルを調達しようとした場合、相場が自分に不利に動くのが通例であるが、ロンドン市場を使う場合にはこのような相場変動をまねくことなく、巨額のドルを買うことが出来ることを知っている。これはロンドン市場における取引量が大きいため、ロンドン市場が取引量の少ない金融中心地では相場がかなりの影響を及ぼすような大量の取引をも容易に消化しうるからである。」(P. Einzig, *Dynamic Theory of Forward Exchange Rate*, 1962 pp. 259-260 (東京銀行外国為替部訳『先物為替の動態理論』東洋経済新報社1965年 288-9頁)。

- 5) E. Chalmers, *op cit.*, p. 35. 同様な指摘は E. R. ショーにもみられる。「はじめは資本を世界中に利用しうるように、そして平等に分配しうようになることによって、ユーロ市場は世界中の利子率を低下させると考えられていた。しかしそうはならなかった。実際には市場は各国間の利子率の伝播を速めたのみでなく、対外均衡目的のために利子率を武器として用いることを容易にし、大量で非常に可動的な国際短資移動をもたらした。市場は一つの通貨からなり、しかも唯一の供給価格(ユーロ金利)をもっているだけなので、各国通貨当局が海外資金を流入させるのに必要な短期利子率を決めることを容易にした。」(E. R. Shaw, *op cit.*, pp. 121-2)
- 6) National Bureau of Economic Research, *Foreign Dollar Balance and International Role of the Dollar* 1973, p. 86
- 7) F. A. Lees, *International Banking and Finance*, 1974, p. 334 付言しておけば、国内引き締め政策の効果を減殺し、それを長期化させたこのユーロドル資金の借り入れは、主としてアメリカ国内の巨大企業であって、これを貸し付けたのはアメリカの巨大多国籍銀行であった。したがってアメリカの中小資本や州政府などは国内引き締め政策の長期化に悩むことになったのである。(A. F. Brimmer, *Multi-national Banks and the Management of Monetary Policy in the United States*, *The Journal of Finance*, XXVIII May 1973 pp. 452-3
- 8) *Financial Times*, Mar 4, 1794.

Ⅲ 70年代の短資移動

前節までは60年代末から国際短期資本移動が拡大したその基盤をみてきた。本節では70年代の国際短資移動について具体的にみてゆく。その際世界が総フロートへ移行した73年2月の前と後とにわけて考える。71年8月以後は半ば変動相場制度の状態にあったと言えるかもしれないが、しかし73年2月までに黒字国が投機に抗して対ドル相場を固定するためにおこなった介入の度合いが73年

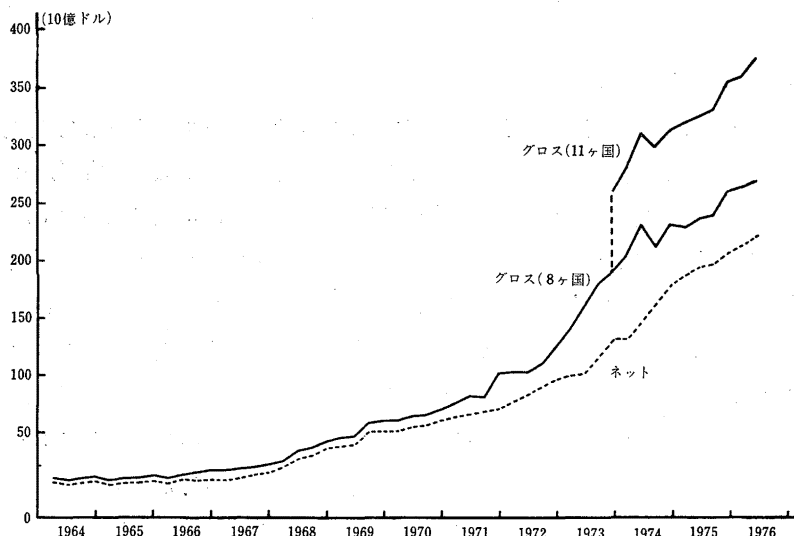
2月以後とはかなり異なるからである。

(i) 73年2月まで

この期間の国際短資移動の特徴は、なんといってもユーロダラー市場を媒介とした各国通貨当局（とくに西ドイツやスイス、日本などの強い通貨国）と多国籍企業やユーロバンクとの間の資金の循環であった。70年代にはいつてからのドル切り下げ予測は、ドル投避、マルクやスイス・フランや円などへの転換を求める大量の資金移動をひきおこした。西ドイツ・ブンデスバンクなど各国通貨当局は固定相場制を維持するために、自国通貨の大量の売りとドルの大量の買いを余儀なくされた。各国の中央銀行はこの余剰ドルの有利な運用先として、ユーロダラー市場へ預金したのでこれが再びユーロバンク自身によって、あるいはユーロバンクが多国籍企業などの投機業者へ貸し付けることによって、再び投機資金として利用されるという資金の循環が生じたのである¹⁾。

このようにして各国は大量のドルを抱え込むことになるのであるが、たとえば西ドイツではニクソン声明と第1次ドル切り下げを含む70年末～71年末の1年間に、外貨が1.4倍も増加し、とくに第2次ドル切り下げと総フロートへの移行がおこなわれた72月年末～73年3月末のわずか3ヵ月間に、232億ドルから325億ドルへと1.5倍も増加したのである。またユーロ市場の規模については第2図の示すように、70年代にはいつて急速に拡大し、73年の1年間に1.4倍という急増を記録したのである。しかもユーロ市場を成長させたこの過剰資金は次回の投機の資金源となったのである。

一応原則的には固定相場制度が維持されていた73年2月までの通貨投機はこのようなものであったが、しかし73年1～3月のそれは、71年8月あるいは12月のそれとは少し違っていたと言われる。つまり強い通貨国は大量の投機資金の流入に対抗するために、さまざまな資金流入規制策をとった。73年2月末には西ドイツが非居住者の追加的なマルク預金の増加に対して100%の準備金を課する措置をとったのにつづいて、フランス、ベルギー、スイスなども相次いで規制を開始した。したがって「(アメリカの銀行の)海外支店は投機業者が中央



(出所) D. T. Llewellyn and G. Dennis, Trends in international banking and capital markets, 1977, p.20

第2図 ユーロカレンシー市場の規模

銀行との間で海外通貨を交換するための資金を貸し付けはしなかった。海外支店は為替管理を受けない国際的インターバンク・マーケットで海外通貨を借り入れ、これをヨーロッパの国内の銀行から直接海外通貨を借り入れることの出来ない投機業者に貸し付けたのである」と言われる²⁾。

このようにユーロ市場は71年頃から通貨投機の資金源として、積極的に利用されるようになったのである。しかも70年代にはいってアメリカ企業が借り入れていたユーロ資金を大量に返済したので、過剰な資金が存在していた。かくして国際金融市場は再生産過程の運動から最も遠く離れた場所で運動を開始し、それ独自の論理をもって急速に拡大していったのである。

ところで73年1～3月の国際通貨危機の際に、多国籍企業が果たした役割についての資料がある。『ドル減価危機下の多国籍企業』と題するアメリカ上院のこの報告書は、56のアメリカ系多国籍企業、その海外子会社、27の非アメリカ

系多国籍企業のアメリカ子会社という3つのグループごとの73年1～3月のさまざまな資金操作について調査している³⁾。その結論はこれらの企業が73年1～3月の通貨投機の主役でなかったと結論するのであって、その真実性については判断を下しかねるのであるが、すくなくとも通貨投機の際のさまざまな資金操作の形態について知ることが出来る貴重な資料である。

それによればまず、リーズアンドラグズについてみれば、アメリカ多国籍企業の本支店間決済は1月末～2月末にかけてドルの本国への支払いを速め、したがって2月および3月のドル切り下げに対しては逆の圧力を加えたという。しかし3月には為替相場の変動のために支払いが遅らされ、5月～夏にかけての第3次ドル切り下げの大きな要因となったと言う⁴⁾。

先物為替操作についても多国籍企業は、先物ドルの買い手、強い通貨の売り手としてあらわれ、したがってドル切り下げ圧力に対して反対の圧力を加えたと言う。たとえばアメリカ系多国籍企業の親会社についてみれば、1～3月に毎月平均5億ドル前後の先物ドルを購入している。そして73年2月に積極的に先物ドルを売った企業の大部分は消費財関連および価格弾力性のある部門——たとえば自動車、食品部門などの企業であったと言い、調査対象となった多国籍企業のうち86%が先物操作をおこなったが、それは非常に小規模であったと言う⁵⁾。

一年未満の銀行からの短期借入れについては、マルクなど強い通貨の0～30日の借入れがとくに2月に増加し、これに対して30～360日の借入れについてはほとんど変動はみられなかった。このことは為替相場に攪乱的圧力を加えたのは、0～30日の極く短期の借入れであって、短期借入れの大部分を占める30～360日の借入れは金利裁定や実需にもとづくものであり、これは通貨投機に全く影響しなかったと言う⁶⁾。

さらにまた、直接には短期資本移動とは関係のないような資金移動もあった。たとえばアメリカ系多国籍企業の直接投資に関する資金送金は、73年の第1四半期に25億ドルに達した。これは前年全体で34億ドルにすぎなかったこと、73年の第2～4四半期の平均が10億ドル未満であったことから判断して、さらに

またこの第1四半期の直接投資送金のうち10億ドルが石油部門であり、しかもその大部分がイギリスでなく西ドイツなど強い通貨国へ送金されたということから判断して、あきらかにドル切り下げ前に送金しておくというリーズアンドラグズと考えられると言う⁷⁾。これについてはドル切り下げ圧力になったと思われる。

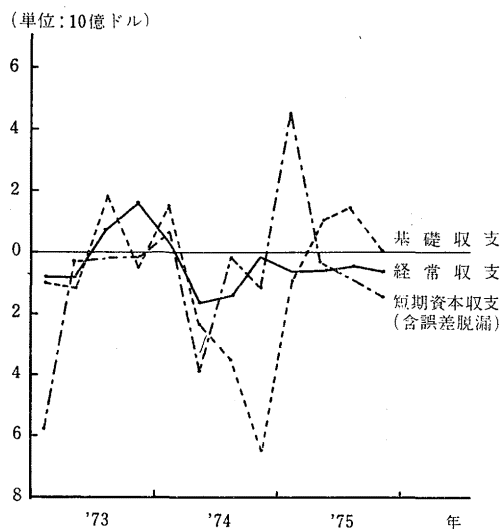
このようにこの報告書は、基本的には多国籍企業がドル切り下げに大きく影響したとは考えないのである。このことは一般の考えとは異なるのであるが、すくなくともこの時期の短資移動のすべてが均衡破壊的なものではなかったということだけは言えるかもしれない。

(ii) 73年3月以後

73年2月18日に各国は外国為替市場を閉鎖し、総フロートへ移行する。これ以後の国際短資移動、為替相場、利子率の動きをみると、興味深いのは変動相場制度が予想ほど国際収支均衡化作用をもたなかったということ、為替相場については趨勢としては弱い通貨と強い通貨への両極分解が生じ、短期的には通貨価値の激しい上下変動が生じたこと、また利子率については74年をピークとしたいわゆる引き上げ競争がみられ、76年には慢性的な赤字国のイギリス、イタリアがそれ以上の引き上げをおこなったということである。

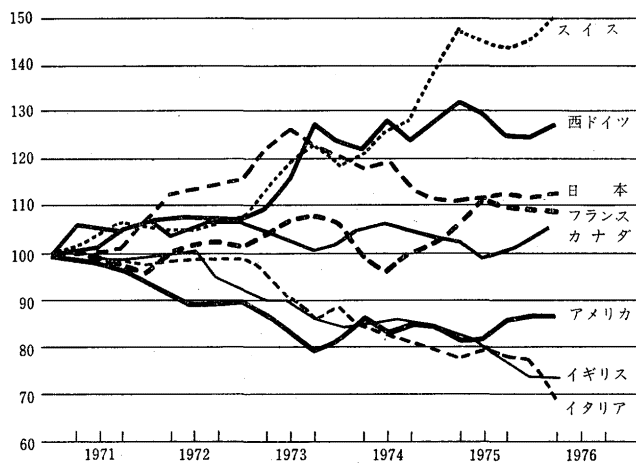
経過をおってゆくと、アメリカの国際収支は第2次ドル切り下げ(2～3月)によってかなり改善した。純流動性ベースでみれば第1四半期の68億ドルの赤字から第2四半期の17億ドルの赤字、第3四半期の18億ドルの黒字へと改善した。それにもかかわらず変動相場制度への移行後、「2ヵ月間、フロートしたドル相場は財務省の反対する連銀の介入なしでも下落しなかった。ところが5月下旬になって再びドル投機が起こり」、ドルの第3次切り下げが生じ「ドルの自由相場制という短い間の経験は大失敗に終わった」のである。⁸⁾

その後の変動相場制度の歴史は、各国が自国の利害にもとづいて為替相場を切り下げたり、利子率を切り上げたりする側面と、とくに西ドイツのような黒字国が赤字国のこのような政策をある程度容認するという側面とのからみあい



(出所) U.S. Department of Commerce, Survey of Current Business, 1973-6

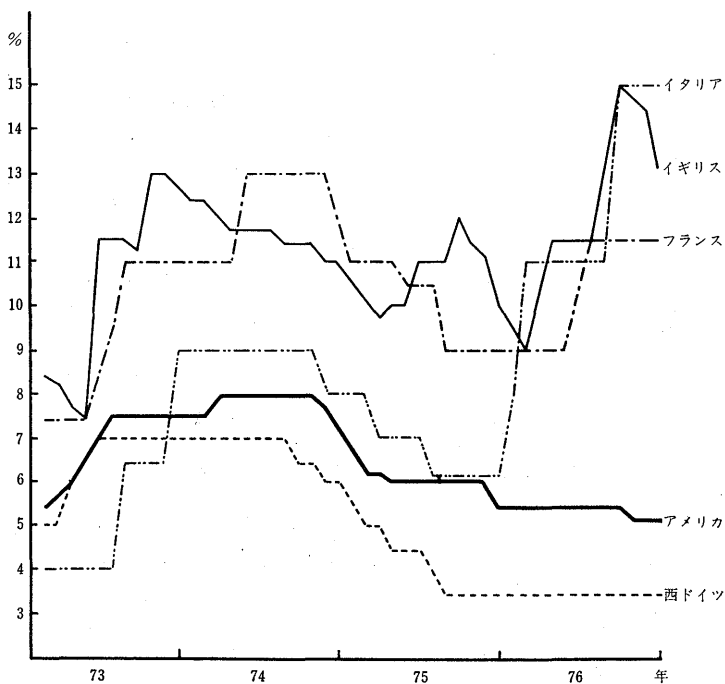
第3図 アメリカの国際収支



(出所) IMF, IMF Survey, Apr. 1976. p.124

第4図 各国の実効為替相場 (1970年5月=100)

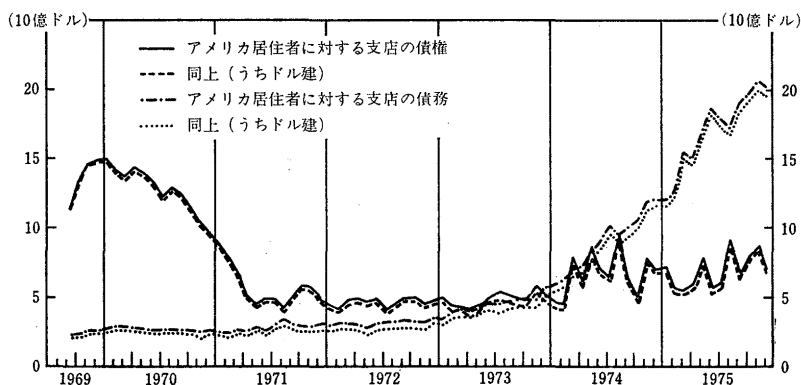
であった。その例は74年中期に、前年の石油価格引き上げによる国際収支危機と激しいインフレに悩んだ各国が利子率を大幅に引き上げた時に見られた。73年10月の石油価格の4倍の引き上げは、アメリカと西ドイツ以外の先進資本主義諸国の国際収支の悪化と世界的な激しいインフレーションをひきおこし、各国は対内的および対外的な同時的不均衡に悩んだ。したがって各国は利子率を急激に引き上げ、74年8月にはアメリカのT・Bレートは8.96%、フランスのディスカウント・レートは13%、イギリスのバンクレートは11.75%という高水準におかれた。しかし西ドイツは国内利子率を相対的に低水準におき、ディスカウント・レートは7%であったので、内外金利差の拡大によって大量の短期資金が西ドイツから流出し、前年の短資は76億マルクの流入（誤差脱漏項目



(出所) IMF, International Financial Statistics, Vol. 26-30

第5図 各国中央銀行の割引レート

を含む)であったのに対し、74年には106億マルクの流出となった。このことが赤字国の国際収支危機を緩和することになったように思われる。また74年1月にアメリカが利子平衡税や任意規制、直接投資に対する規制などを撤廃したことが、ニューヨーク市場からの資金流出を容易にし、これが赤字国の赤字をファイナンスしたと思われる。たとえば第6図のように、74年頃からアメリカの海外短期債権は急増してゆく。



(出所) U.S. Congress, House of Representatives. Fine
Financial Institution and the Nation's Economy, 1976.
P. 921

第6図 アメリカ居住者に対するアメリカの銀行の海外支店の債権・債務

為替相場への介入原則に関しての対立の側面の例もある。たとえば75年10月のランブイエ会議などを経て翌年1月のキングストン合意に至るまで、アメリカが変動相場制、フランスが固定相場制を主張して対立した。このように変動相場制度の歴史は、各国の対立にもとづく政策と協調にもとづく政策(黒字国の)との2つの側面のからみあいであった。そしてこのことが大戦間のように変動相場制度が為替切り下げ競争やブロック化へ至らしめなかった理由である⁹⁾。

今日の変動相場制度をこのように理解すれば、その次の問題はそれにもかかわらず各国のこのような政策のからみあいのなかで、なぜ国際収支均衡化作用

をもたなかったのか、為替相場が短期間に大きく変動したのかである。その理由の第一のものは、変動相場制度を提唱した人々が考えたように、国内物価の上昇は為替相場の下落によって国際収支を均衡させるというメカニズムが働かなかったからである。たとえばポンド相場が下落しても、かえってイギリスの輸入総額が輸出総額を上回ったり、輸出促進効果が働きだす前に国内物価が上昇し、国際収支の赤字が継続するという逆の結果に終わることがあったのである。

しかし為替相場の短期間に繰り返す変動は、単にこのようなメカニズムのみによっては説明できない。それは短資移動の影響が大きかったのである。たとえばR・ドルンブッシュは次のようなメカニズムの存在を認めている。二国の利子率格差が短期資本の流出入、したがって直物相場へ与える影響は、先物相場が所与のもとではカバーされる利子率格差がゼロになるように直物相場を変えるように働く。たとえばアメリカと西ドイツを考えて、アメリカの利子率が1パーセントポイント上昇したとき、マルクからドルへの乗り換えが生じ、したがってドル相場が上昇し、この上昇がドルの先物プレミアムが利子率格差を相殺するところまで続く。しかし実際には直物相場は1パーセントポイント以上に上昇するのであって、それは投機業者が直物相場の上昇から先物相場の一層の上昇を予測したり、あるいはアメリカの利子率上昇がインフレの収束を予測させたりするので、先物相場を上昇させるからである。したがってこの先物相場の上昇は利子率格差1パーセントポイントによって生じるよりも大きい直物相場の変化をもたらすのである。このことによって為替相場の短期間の大きな変動が説明されると言う¹⁰⁾。

これとは反対に働く均衡攪乱的效果も認められている。それは次のようなものである。銀行はふつう利子率の将来の変動を予測し、この予測にもとづいて諸通貨の先物契約をおこなう。すなわち「その予測とは利子率の上昇はその通貨価値の将来の上昇を、利子率の低下はその通貨価値の低下をひきおこすだろうというものであった。しかし最近、特殊な場合には逆の予想が正しいことがあることが知られている。たとえばロンドンの利子率上昇はポンドの一層の下

落をまねくというのである。このように為替相場が以前に正しいと思われていた理論的モデルから乖離するようになった理由の説明として、為替契約が投資手段として重要になったこと、および将来のポンドへの投資家はイギリスの利子率の上昇を一層の経済困難と国際収支の悪化の徴候と考えるようになったことがあげられる¹¹⁾」というのである。このように為替相場は利子率格差と密接に関連をもって変動するのであって、たとえば比較的低金利であったアメリカが、それでもドル相場下落要因となるドル流出を相殺するために、主としてアメリカの銀行の海外支店からの資金流入を促進する手段として、利子率政策およびそれと同じ効果をもつ海外からの預金に対する必要準備金率を変える政策をとり、これが第6図にみられるような74年以後の非常に短期間に繰り返す資金の流出入の原因となったと言う¹²⁾。

このように変動相場制度下で為替相場が大きく変動したのは短資移動の影響が大きかった。そしてこのような短資移動の拡大の条件として国際収支の不均衡とユーロ市場の発展をあげたのだが、しかし、一層の基本的原因は、再生産過程そのものに係わる不均衡を、利子率政策や為替相場の変更といった貨幣的次元で解決することの限界にあったように思われる。R・ヌルクセは『国際通貨』のなかで、ある国で不況と失業やインフレが進行するとすれば、為替相場の安定は達成出来ず、「満足出来る程度の為替安定が期待出来るのは、国内安定、なにかんずく主要国の国内安定が達成される場合だけである」と結論している¹³⁾。このことは今日にも当てはまるようである。

〔註〕

- 1) G. ベルはさらにさかのぼって、利子率格差にもとづいて西ドイツなどへ資金流入が生じ、この流入した資金が再び中央銀行や BIS によってユーロ市場へ再預金され、これが再び西ドイツなどへ流入するという悪循環のなかで平価調整が不可避免になったと言う。(G. Bell (井手正介等訳)『ユーロダラーの将来』(Les Marchés D'eurodevises, 1973) 日本経済新聞社 1974年 138-140頁)。
- 2) U.S. Congress, House of Representatives, 1976, *op. cit.*, p. 73
- 3) U.S. Congress, Senate, Multinational Corporation in the Dollar Devaluation Crisis, *A Staff Report prepared for the use of the Subcommittee on Multinational Corporations of the Committee on Foreign Relations*, 1975

- 4) *Ibid.*, pp. 20-1
- 5) *Ibid.*, pp. 39-41
- 5) *Ibid.*, pp. 39-41
- 6) *Ibid.*, pp. 59-60, pp. 69-70
- 7) *Ibid.*, pp. 76-7
- 8) C. A. Coombs, *op. cit.*, 訳 26頁。
- 9) たとえば C. A. クームスは「72～5年にかけての爆発的インフレーションの時期」に為替切り下げ競争がみられたと言うのであるが (C. A. Coombs, *op. cit.*, 訳 269頁), 『エコノミスト』誌は「今日までの世界のダーティー・フロートは世界的スランプの間でさえ競争的切り下げにならなかった」が, 76年末にオーストラリア・ドルが切り下げられたことは, これまで円を除けばほぼ協調的に運営されてきたダーティー・フロートが, 為替切り下げ競争になる可能性のあることを示すものだという。(The Economist, Dec. 4, 1976 pp. 107-8) 『エコノミスト』誌のように言えば, 国際収支の赤字国が国内引き締め政策をおこなうかわりに, 物価上昇をそのままにしておき, その結果為替相場が切り下がったものまで為替切り下げ競争でなかったということになるので納得し難い。弱められた為替切り下げ競争とでも言うほうが説得的であると思われる。
- 10) R. Dornbusch, Problems of Monetary Reform and Exchange Rate Management, in U.S. Congress, Hearing before the Subcommittee on International Trade, Investment and Monetary Policy of the Committee on Banking, Currency and Housing House of Representatives and the Subcommittee on International Economics of the Joint Economic Committee 1975, pp. 97-8
- 11) U.S. Congress, House of Representatives, *op. cit.*, 1976, p. 153
- 12) *Ibid.*, p. 224 また R. Z. アリバーは「過去2年間の為替相場の気まぐれな変動は通貨政策あるいは利子率政策——主としてアメリカと西ドイツの——の変化から生じた」と言う。(R. Z. Aliber, *op. cit.*, p. 321)
- 13) League of Nations (R. Nurkse), International Currency Experience——Lessons of the Inter-War Period, 1974, p. 229 (小島清等訳『国際通貨』東洋経済新報社 1953年 356頁)

む す び

国際短資移動論が難解であるのは, その取引の性質の全く異なるものがその中に一括して含まれ, その期間についても長期と短期との区別が1年という半ば恣意的なものであるように, その内容が莫然としているからである。またそれに加えて統計上の不備もその研究を妨げている。

それにもかかわらず国際短資移動の研究が重要かつ不可欠であるのは, 国内

の信用においても短期信用がその時の経済状況をもっとも敏感に反映し、また短期信用の変化が再生産過程に強い反作用を与えるように、国際短資移動についてもそうだと考えられるからである。世界的な再生産過程、世界経済の構造変化をもっとも敏感に反映するのは短資移動なのである。

したがって本稿では、今日一つの大きな転期にあると思われる世界経済の構造を念頭におきつつ、短資移動と変動相場制度との関係を、再生産過程そのものに内在する不均衡を貨幣的次元で調整することには限界があって、その限界が均衡攪乱的短資移動という形であらわれたのだという基本的視角のもとに、具体的に短資移動のメカニズムをみてきたのである。今後より具体的に、国際収支を世界的な再生産過程の構造変化のなかで把える理論的作業の一部として短資移動をみてゆく。