

## 国際通貨と国際流動性：ドル本位制形成の意味論 (Ⅱ)

徳永, 正二郎  
九州大学大学院経済学研究：教授

<https://doi.org/10.15017/4360781>

---

出版情報：経済學研究. 67 (3), pp.1-37, 2001-02-28. 九州大学経済学会  
バージョン：  
権利関係：

# 国際通貨と国際流動性

——ドル本位制形成の意味論(Ⅱ)——

徳 永 正 二 郎

はじめに——国際通貨ドルと国際流動資産ドル

前稿「変動相場の世界とユーロカレンシー市場」で指摘したように、ドル本位制が形成されるなかで世界市場における国民通貨ドルの供給は国際均衡の制約から切り離され、同時にユーロダラー市場は国際金融取引の中核として独自の役割を担うようになった。この国際均衡を無視した国民経済の優先策、いわゆる優雅な無視 (benign neglect) 政策が、ドル本位制を象徴するひとつの景色であった。

金の二重価格制 (「金廃貨」) のもとで、米国はなぜ国際収支の均衡を無視して、国民経済のためにドルを供給できたのか。また、ドルは、なにゆえに、またどのようなものとして国際通貨たる地位を維持することができたのか。さらに、国際通貨ドルはオフショア市場のユーロダラーとどのような関係にあるのだろうか。

これを考える場合に、重要なポイントとしてつぎの点が注目される。すなわち、(1)国内貨幣市場とユーロダラー市場との相関性、および(2)米国国内市場と国際金融市場を結ぶ環節として外国為替市場が果たす役割である。とくに、後者(2)では、為替媒介通貨ドルが、国際的な銀行間の決済 (清算) 手段であるばかりではなく、国際流動性 (短期の流動的な金融資産) として

価値を保全する機能 (価値貯蔵機能) も兼ね備えていることに注意を向ける必要がある。換言すれば、国際決済の中核としてのドル (国際銀行間決済通貨) と国際流動資産としてのドルとの関係を分析する作業が必要である。

## (1)国際通貨 (為替媒介通貨) ——国際インターバンク決済手段としてのドル

ドル本位制のもとで、ドルは世界共通の国際的な銀行間決済・清算通貨である。それは、国際決済の基軸的な通貨、すなわち外国為替市場で諸国通貨の度量標準、銀行間の為替媒介通貨 (決済・清算) 手段および公的な介入通貨としてドルが使用されているからである。いいかえると、諸国の通貨はドルを基準として秤量され、公的介入を含めた外国為替市場における決済は、諸国の銀行間決済を経て最終的には米国内の決済システムで遂行される。米国の決済システムとは、ニューヨークの手形清算所加盟銀行による銀行間決済制度 (CHIPS: the Clearing House Interbank Payment System) と連邦準備銀行基金 (Fed funds) あるいはフェドワイア (Fedwire) とが連動したドル清算システムを指している。

為替取引の全量を200パーセントとすると、外国為替市場における為替媒介通貨としてドルが占める割合は、70年代末でほぼ100パーセント

(99パーセント)、今日でも87パーセントのシェアを占めている<sup>1)</sup>。大部分の諸国の対外取引、すなわち貿易、投融資、投機などの諸取引は、最終的にはドルを基軸に展開されている。いいかえると、外国為替市場では、いまでも諸国通貨はドルとの対価で値付けをし、ドル以外の通貨はドルを媒介とするクロスレートで秤量されている。そして、諸国の為替銀行に集約された外国為替は、さまざまな通貨であるが、それらの債権債務は為替媒介通貨ドルに換算され、ニューヨークの手形交換所加盟銀行が組織する手形交換所インターバンク決済システム (CHIP) で清算される。

このような諸国通貨の価値を介在する (“cross trading”) 度量標準であり、実際に為替媒介通貨として諸国間の債権債務を決済し、清算する通貨を国際通貨とよぶ。19世紀末から20世紀はじめにはポンドが、そして第二次大戦後にはドル

が国際通貨として機能している。外国為替市場でドル表示の通貨がほとんどを占めるのは、諸国通貨の度量標準および為替媒介機能をドルがもっているからである。しかし、近年マルクがヨーロッパで国際通貨としての機能を果たすようになってきている<sup>2)</sup>。外国為替市場におけるドルの比重低下は、国際通貨マルクの台頭と関係している。

## (2) 国際流動性としてのドル

一方、非居住者 (foreign nationals) が国際金融資産として所有するドルは利殖あるいは価値の保全を目的とする貨幣的資本であり、国際流動性としてのドルの供給は、米国内の金融市場と連動している<sup>3)</sup>。ドル本位制のもとで、オフショア金融市場は、ユーロダラー市場から主要国通貨の複合的市場、ユーロカレンシー市場としての性格をますますつよめ、ユーロダラーはその一構成部分という性格を濃くしていった。つまり、ドルは国際通貨としては、ドル本位制のもとにあっても国際的な銀行間決済を媒介する基軸的な通貨であるが、国際流動性つまり国際貸借の手段であるユーロダラーとしては、ユーロマルク、ユーロ円、ユーロポンドなど多極的なオフショア金融市場のなかのひとつの市場であるにすぎない。

国際通貨あるいはキーカレンシー国は、同時に国内金融市場を国際金融市場として開放する

1) ギディ (I. H. Giddy) によれば、70年代末の世界の為替取引全額 (200パーセント) の99パーセントがドルを媒介としていた (I. H. Giddy, “Measuring World Foreign Market,” *The Columbia Journal of World Business*, Winter 1979, p.39および拙著『現代外国為替論』有斐閣、1982、334ページ)。

70年代末におこなわれた30人委員会の調査 (1979年4月) では、ロンドン為替市場の99パーセント、フランクフルトの90パーセント、チューリッヒの95-99パーセント、パリの60パーセント (残り40パーセントのうち、マルクが15パーセント、スイスフランと英ポンドがそれぞれ10パーセントずつであった) が、ドルを媒介に取引されていた [三十人委員会「変動相場下の外国為替市場」(*The Foreign Exchange Markets under floating Rates*の翻訳) 『調査月報』(大蔵省) 第69巻第8号 (1980)、43ページ。拙著『同上』334ページ)。

また、クロス (S. Y. Cross) によれば、1990年代後半の市場について、「おおきく世界的規模でみて、全世界の外国為替市場の80パーセント以上はドルとレッグしている。」「1998年のサーベイによると、二つの通貨間の [為替取引の] うち、その一方がドルである比率は87パーセントとみなされた。」

(S. Y. Cross, *All About the Foreign Exchange market in the United States*, Federal Reserve Bank of United States, 1998, pp.12 and 19)

2) マルクの国際通貨としての機能については、井上伊知郎『欧州の国際通貨とアジアの国際通貨』日本経済評論社、1994、及びG.S.Tavlas, *On the International Use of Currencies: The Case of the Deutsche Mark*, Essays in International Finance No.181, Princeton University, 1991などを参照。

3) S. Y. Cross, *All About The Foreign Exchange market in the United States*, Federal Reserve Bank of New York, 1998, p.20

というのが、ポンド体制を含めて伝統的な考え方であった。ところが、ブレトンウッズ体制下のドル危機、さらには71年以降のスミソニアン体制のもとで、国際通貨ドルの構図は新しく塗りかえられ、国際通貨ドルと国際流動性ドルとの間に矛盾する関係がうまれている。国際金融市場におけるドルの二重性がそれである。

国際金融市場におけるドルの二重性とは、ドルは外国為替市場では国際通貨、すなわち諸国の決済を媒介する基底的な度量標準（basic currency）および為替媒介通貨として基軸性をもつ一方で、国際金融市場ではユーロダラーとして多極的な国際金融市場の一構成部分でしかないという矛盾を指している。国際通貨ドルの基軸性と国際流動性ドルの分極性という矛盾——、これは、ドル本位制の意味を追求する際に重要な鍵となる。

## 1 国際通貨とキーカレンシー

### 1.1 キーカレンシー：三つの規定因

金為替本位制のもとで、金との兌換を保証された特定の国の国民通貨（19世紀後半と20世紀20年代までは英ポンド、第二次大戦後は米ドル）が、世界の残余国（ $n-1$ か国）の通貨と対峙し、基軸的な役割を果たしてきた。

ポンド体制とドル体制とは、しばしば金為替本位制として同義的に扱われるが、両者は発展のレベルがことなり、機構的にも異なる位相もっていた。

周知のように、国際通貨は銀行間の資金移転と決済にかかわる為替媒介通貨の機能と結びついている<sup>4)</sup>。諸国の商業銀行が国際通貨国に支店・コルレス先ネットワークを通じて多角的な決済をするシステム、すなわち多角的なイン

ターバンク決済システムとして為替媒介通貨が重要な意味をもったのは、19世紀後半のポンド体制であった。今日のドル体制のもとでも為替媒介通貨の特性は当然継承されている。だが、国際通貨としてのドルは、形態的にも、機能的にも進化している。

ドル体制のもとでは、ドルは、たんなる国際通貨ではなく、基軸通貨（キーカレンシー）であるという認識が一般的にみとめられるが、そこには19世紀のポンド体制における国際通貨ポンドとは異なる、あたらしい概念が注入されている。

キーカレンシーという言葉には三つの規定因が隠されている。第一に、それは、金との交換性の保証など通貨価値の保全機能をもった、基準通貨（basic currency）すなわち諸国通貨の価値を秤量する度量標準である。第二に、銀行間決済や銀行間為替取引でポンドあるいはドルなど特定の通貨を介在させて効率的に決済を行い、したがって最終的な残高を特定国通貨で保有する為替媒介通貨（vehicle currency）として機能する。この基準通貨と為替媒介通貨という二つの機能をあわせもつ特定国の通貨を国際通貨とよんでいる。

キーカレンシーという用語は、たんなる国際通貨と同義ではない。国際通貨の上に新しい要素が付加されている。その要素こそ国際通貨をキーカレンシーに転換する規定因である。第三の規定因は、公的支払準備としての外国為替（外貨準備）であり、公的介入通貨機能であ

4) 為替媒介通貨としてのポンドについては、徳永正二郎『為替と信用——国際決済制度の史的展開』（新評論、1976年）第5章・第6章、および『現代外国為替論』（有斐閣、1982）第3章「取引通貨と為替媒介通貨——国際通貨としての英ポンド」を参照にされたい。

る。ドル体制のもとでは、金に替わってドルが実質的な国際準備 (international reserves) となった。——すなわち、米国を除く残りの諸国 ( $n-1$  か国) の通貨当局は、ドルを対外支払準備として保有し、また為替市場に介入して相場を管理する道具、準備・介入通貨 (reserve and intervention currency) として、ドルを使用したし、今でもかなりの部分がそうである<sup>5)</sup>。

ブレトンウッズ体制下で、米国の通貨当局者やそれに追随する国際金融学者が為替相場を調整する責任は米国以外の諸国通貨当局にあるといったとき、「米国国際収支の不均衡＝黒字国責任論」とともに、このキーカレンシーとしてのドルの存在が、論理の支えであった。

さきに [前稿・第 5 節 注 (38)]、アリバーが「米国における国際収支の不均衡は、黒字諸国が、通貨を切り上げるか対外的支払を増加させるための措置を講ずるかによって解決される」と米国国際収支赤字＝黒字国責任論を強弁するのみをみた。そこには、ドルを対外支払準備としてもつ米国以外の諸国、すなわち  $n-1$  か国の通貨当局は、ドルにたいしてそれぞれの国が通貨 (為替) 価値を調整する義務と責任をもつという意味がはっきりと表示されていた。

「国際管理通貨」すなわちキーカレンシー・ドルとは、諸国通貨の基準通貨 (basic currency) であるドルが金との交換性を保証される一方で、

残余の諸国はドルと自国通貨との相場の調整に責任をもつという「ドルにたいする忠誠と協力」、つまり国際通貨協力のうえに成り立っている。

ドル本位制とは、キーカレンシーであるドルの金交換性は停止され、相場の変動をとおして「ドルにたいする忠誠と協力」が要求される国際通貨システムということもできる。

## 1.2 キーカレンシーへの道筋——国際通貨からキーカレンシーへの進化

以上みてきたように、キーカレンシーの概念には、(1) 諸国通貨の度量標準 (基準通貨)、(2) 為替媒介通貨 (銀行間決済のための通貨)、および (3) 国際準備・介入通貨という三つの基本機能が内包されている。

諸国通貨の度量標準 (基準通貨) としての機能は、17世紀から18世紀にかけて世界の貿易の中継基地となったオランダで、アムステルダム振替銀行がその原型をつくった<sup>6)</sup>。

第二の銀行間決済手段としての為替媒介通貨は、19世紀後半にロンドンを軸に張り巡らされた国際銀行ネットワークのもとで、その機能を確立した。この為替媒介通貨という概念によって現在のドル本位制の基本的性格を分析できるという誤解が、いま学界では常識となっている。誤解とは、ドル本位制にとって必要な条件

5) いま世界に  $n$  か国が存在すると仮定すれば、キーカレンシー・ドルとは、米国以外の  $n-1$  か国の通貨当局がドルを準備としてもち、為替相場に介入することになる。つまり、ドルは  $n-1$  か国の通貨当局にとっては、ドルは対外支払準備であるばかりか、ドルとの対比で自国通貨を安定させる「国際管理通貨」(もっとも、これは基本的には固定相場制の時期に適用される機能であるが、変動相場下にあっても指していた)。この諸国通貨当局が準備通貨介入通貨として保有する性向が第三の規定因である。

6) アムステルダム振替銀行の基本的性格については、拙著『為替と信用——国際決済制度の史的展開』新評論、1976年、第三章「独占的手形清算所と近代的国際決済信用制度」第二節をさしあたり参照されたい。

より詳しい説明は、現在シリーズで発表している拙稿「国際決済市とアムステルダム振替銀行——近代的国際決済システムの近代的変革の意味——」【『国際通貨システムの歴史と論理(Ⅲ)』、『九州大学経済学研究』第67巻第6号に掲載予定】でおこなう。

(理論的あるいは歴史的な前提条件)、すなわち国際的な銀行信用システムが成立し、そこで銀行間決済手段として為替媒介通貨が存在するという前提条件を、あたかもドル本位制を規定する概念であるかのように見誤る見解である。このような学問的風潮が行き過ぎた場合には、たんなる誤解ではすまされず、ドル本位制そのものの性格を隠蔽し、事柄の本質を歪曲する作業につながりかねない<sup>7)</sup>。

最後に、第三の機能、国際準備・介入通貨としての国際通貨は、世界の通貨当局による通貨協力の約定——1946年のブレトンウッズ協定——を必要とした。もちろん、この最後の機能は、国際通貨協力の体制としては、1920年代の再建金本位制、30年代後半に成立した米・英・仏による三国通貨同盟によって積み上げられ、整備されてきたのであって、第二次大戦後に突然出現したのではない<sup>8)</sup>。

7) 国際銀行間決済システムの歴史的形成とポンドを核とした為替媒介通貨については、徳永正二郎『為替と信用——国際決済の史的展開』新評論、1976年、第4章・第5章、同『現代外国為替論』有斐閣、1982年、第3章を参照されたい。

とくに、為替媒介通貨(vehicle currency)としての英ポンドについては、『現代外国為替論』第3章「国際通貨機能と裁定取引」第3節「為替市場媒介通貨としての英ポンド」(136-138ページ)に詳しく論述している。

現在「為替媒介通貨」概念がきわめて安易に使用され、あたかもドル本位制のキーワードであるかのごとき印象を受ける。これは、多くの論者は気づいていないようにみえるが、ドル本位制の基本的性格を隠蔽するだけでなく、ドル本位制を誤ったものとして描くことになる。

もしドル本位制の基本的性格が為替媒介通貨にあるのであれば、なぜ多極的な国際金融市場、ユーロカレンシー市場が存在するのか、——なぜユーロカレンシー市場ではドルは主要国通貨と対等な地位にとどまっているのか、など素朴な疑問に答えることはできない。

このようなオフショア市場が存在する理由は、あとでみるように、変動相場の世界における国際通貨協力という国家間信用の新たな段階をふまえてはじめて解明できる。

ブレトンウッズ体制のもとでは、ポンド体制のように、国際通貨と金との関係に民間の金融機関が参入する道をけって開かなかった。金と交換できるのは中央銀行間に制限され、金為替としてのドルは為替市場に介入通貨として機能する公的な国際準備——通貨当局が米国にドル債権として保有する対外支払準備ないしは金融資産——に限定された<sup>9)</sup>。

これによって、すくなくとも民間部門が国際決済で使用し、国際金融資産として保有するドルは、金の呪縛から開放され、国際通貨問題において主役の座を降りた。国際通貨問題は、金と国際通貨ドルの公的な管理、すなわち米国連邦準備制度(FRS)とその他諸国の通貨当局との

8) なお、ドルを軸心とする国家間信用のシステムが形成されるプロセス、ドル本位制が成立する過程における国際通貨協力が民間金融市場をポートフォリオ・バランスの世界に、したがってユーロダラー、ユーロカレンシー市場に具現されていく理論のプロセスについては、さしあたり拙稿「国際通貨とドル本位制——国際通貨協力体制と過剰流動性——」(『同上書』第4章)および「マネタリー・アプローチと国際流動性問題——戦後期国際収支調整論の性格——」(鈴木重靖編『現代貿易理論の解明』大月書店、1987年、所収)をみられたい。

国際準備、したがって国際介入通貨を支える国際通貨体制は、ブレトンウッズ協定の締結(1946年)とその実施(1958年)によって、はじめて完成した姿をみせた。この協定のキーポイントは、ドルが諸国通貨の度量標準になったことでも、あるいはまたドルがポンドの替わって為替媒介通貨になったことでもない。ブレトンウッズ体制の歴史的意義は、ドルという金に替わる国際準備・介入通貨を通貨当局間の約束事として、つまり国際通貨協力の体制として創りあげたことである。

9) 通貨当局が保有する公的準備と民間金融機関あるいは企業が保有する外貨(ドル)資産との明確な区別は、1965年の米国のベルンシュタイン委員会が作成した報告書でなされた(*The Balance of Payments Statistics of the United States*, U. S. A. GPO, 1965)。

そこで、公的準備取引(ORT: official reserve transaction)というあたらしい概念が提起されたが、ブレトンウッズ協定の合意事項、すなわちドルの金交換性を通貨当局間の取引に限定したという事実そのものが、公的準備(official reserve)という新概念をうみだす源であった。

間でおこなわれる、ドルの金決済およびそれを猶予する国際通貨金融協力として耳目を引くことになった。

### 1.3 キーカレンシー・システムの変容——ドル本位制がもたらした三つの特質

68年の金の二重価格制、さらには71年のスミソニアン体制によってドル本位制が確立し、そこには変動相場の世界とユーロカレンシー市場の急速な成長がみられた。

この新しい歴史環境は、キーカレンシー・ドルを延命させる力になった。変動相場の世界でキーカレンシー・ドルが存続しているのは、ドルが外国為替市場で為替媒介通貨および介入通貨として機能しているからである。だが、変動相場のもとでは、とりわけ主要国通貨にくらべてドルの価値が相対的に低下する状況のもとでは、度量標準としても貨幣的資産としてもドルの価値が低下することになり、為替媒介通貨および介入通貨としてドルの地位を脅かすことになるはずである。ところが、現実にはドルはその地位を維持しているようにみえる。

ドル本位制のもとでは、国際通貨としてのドルの価値は諸国通貨との関係で相対的な価値を表示するにすぎない。金為替本位制度のように価値実体（金）で諸国通貨を秤量するという機能を喪失している。そのうえ、国際通貨ドルの価値が主要国の通貨にたいし減価するという状況のもとでは、キーカレンシーの第一の規定因——通貨価値の保全機能をもった基準通貨すなわち諸国通貨の価値を秤量する度量標準——という性格、とりわけ国際決済の準備資金（価値保存機能）としてのドルにたいする国際的な信頼を欠くことになる。

ドルがキーカレンシー、とりわけ銀行間決済

における為替媒介通貨としての機能を維持しつづけているのは、ドルを中心に主要国通貨の国際化（ユーロカレンシー市場の成長）がおおきく貢献している。為替相場の変動が時々刻々と変化する環境のもとでは、ドルは恒常的に保有される国際貨幣資産ではない。たとえ外国為替市場で国際的な銀行間決済と清算の手段（為替媒介通貨）あるいは介入通貨としてとしてドルが使用されたとしても、ドルが諸国の為替決済銀行の持高や準備資産、あるいは諸国通貨当局の対外支払準備として常時保有されているわけではない。逆である。

国際決済の準備資金として保有されるドルは、その価値が不断に動揺するがゆえに、たえず別の主要国通貨と交換される。つまり、最終的な国際決済手段、すなわち為替媒介通貨として使用されるドルは、準備資産としての価値を保全するために、非ドル資産に姿を変えるという自己否定を迫られる。

国際的銀行間決済の回転軸となる国際通貨ドル（為替媒介通貨）は、その機能を遂行する前提として国際流動資金（支払準備）として存在しなければならない。しかし、国際通貨としてのドルの中枢性は、国際流動性としては逆に否定され、マルク、円、その他主要国通貨の姿をとらざるをえない。

このドルの価値を保全する場が、ユーロカレンシー市場である。ユーロカレンシー市場という、国際金融市場の多極化、複合化によって、国際通貨（為替媒介通貨）としてのドルの貨幣的価値が保全されるという国際通貨決済メカニズムのパラドックスが、現代のドル本位制の基盤にある。

ドル本位制のもとで国際通貨ドルが身につけた第一の特質が、このパラドックスである。た

例えば、国際通貨ドルが減価するとき、その価値を保全できるのは、ドルから円へ、ドルからマルクへという価値が切り上っている通貨への乗り換え、国際的資産選択によってである。つまり、ドル本位制のもとでは、諸国通貨の基準通貨としてのドルは、規制のない流動的な主要国通貨の貨幣市場（ユーロカレンシー市場）で資産変換運動をすることによって価値を保全することができる。

第二の特質は、ドル以外に為替媒介通貨（たとえば、マルク）があらわれたことである<sup>10)</sup>。70年代末には、インターバンク市場では、諸国の通貨はほぼすべてがドルで値付けされ、ドル決済機構（フェドワイアとCHIPS）にもとづいて清算されていた。しかし、今日では、その比率は80パーセント強にすぎず、マルクなど第二の為替媒介通貨が現れている。外国為替市場における為替媒介通貨の複合化は、ドルによる決済メカニズムの侵食であり、別の国際通貨システムの形成を許すことにつながる。実際、西欧では欧州通貨同盟（EMU）が形成され、域内にドルとは無縁の域内決済システムを構築しようとしている。

第三に、準備通貨・介入通貨が多様化する動きもでてきた。変動相場のメカニズムのもとで、主要国通貨当局がオフショア金融市場の創設を余儀なくされただけではない。通貨バスケットなどドルに依存しないやり方で自国通貨の安定を図ろうとする諸国は、外貨準備の価値保全と外国為替市場への介入のために複数の通貨をもたざるをえない。また、ドル準備をもっていたとしても、ドルの価値が変動する状況に合わせて、ユーロカレンシー市場で資産の転換

をはかる必要もでてくる。

現在、ドルは、EMU圏域の外では、外国為替市場の為替媒介通貨として重要な役割を担っている。しかし、基準通貨としてドルの価値を保全する方法は、国際金融市場における資産選択の運動に任され、準備・介入通貨としても役割も国際金融市場を抜きにしては考えられなくなっている。

国際通貨ドルが複合的な国際金融市場（ユーロカレンシー市場）の資産選択運動と融合して価値を保全せざるをえない。このような事態は、国際通貨の一極化という伝統的システムの崩壊であり、別の通貨システムへ移行する過渡期の現象のようにも思える。

## 2 国際流動性とオフショア金融市場——国際流動性概念の変容

ドル本位制のもとでは、国際通貨ドルは、為替媒介通貨としては諸国通貨の中核であるが、国際流動性としては主要国通貨資産の一構成部分にすぎないという、集中と分散のパラドックスをもっている。それを踏まえて、ここでは、国際流動性について、ドル本位制の形成と連関係ながら検討してみたい。

注意を喚起したいのは、ブレトンウッズ体制のもとでは、当初国際流動性は公的支払準備とほとんど同じ意味で使用されていたが、実際にドルと金の交換性が実行された1958年以降、とくに60年代のいわゆるドル危機（金ドル交換性の危機）の過程で、民間国際流動性という新しい概念が形成されたことである。

これは、金ドル交換性の危機とそれを克服するための国際通貨協力が、米国国内貨幣市場を「閉鎖」し、ユーロダラー市場を成長させた

10) この点については、前出の注2)を参照



いう歴史の現実と深く結びついている。

## 2.1 キーカレンシーと公的国際流動性

国際流動性が公的外国為替（ドル）準備として議論されたのは偶然ではない。ブレトンウッズ体制においては、ドルはキーカレンシーとして機能し、公的に保有されるドルが三つ意味で関心を集めた。第一は、ドル準備の有無が対外支払能力を尺度する基準となったことである（対外支払のための準備資産の量）。第二に、諸国通貨当局が保有するドルが金に交換できるかどうかが問われた（準備資産の価値保全）。第三に、ドル準備の増加はその見返りに国内通貨の供給を促し、国内通貨金融政策に影響した（準備資産の国内通貨供給への影響）。

国際流動性としてのドルの問題は、国際通貨やキーカレンシーという国際決済メカニズムと密接に関係しているが、本来的には対外支払準備の量、準備資産の価値保全および準備資産の国内通貨供給への影響として、つまり通貨当局が保有する金およびドル資産として論じられた。

1952年のIMFスタッフ・ペーパーでは、国際流動性は公的貨幣準備（monetary reserves：金・外貨準備）と同義であった。もちろん、そのなかには、既存の準備だけではなく、将来の外貨借入能力（スタンドバイ・クレジットあるいは借入信用）も含まれていた<sup>11)</sup>。対外支払準備でありながら、国際流動性というタームがもちいられたのは、後者が将来の借入能力を含む概念であることを明確にするためであった<sup>12)</sup>。

5年後には、示唆的ではあるが、公的準備から民間の金融資産（金・流動的外貨資産）を含むものへと、国際流動性の概念が拡大された<sup>13)</sup>。国際流動性の、かかる概念の拡張は、IMF国際収支表で収支調整項目・金融勘定を公的なものと民間保有とに区別し、かつこの両者を統合したことと関係している。

1965年の米国のベルンシュタイン委員会（Review Committee for Balance of Payment Statistics）は、国際収支統計に関する報告書を発表した。『合衆国の国際収支統計』（*The Balance of Payments Statistics of the United States*, GPO, 1965）がそれである。ここでは、公的準備取引（ORT: Official Reserve Transaction）という概念が姿をあらわした。

国際流動性は、米国の短期対外債務（ドル債務）を民間非居住者保有分と公的非居住者保有分とに区分し、外国の通貨当局がもつ公的保有分、すなわち公的なドル準備だけが、金と交換性をもつ国際準備とみなされた。公的準備以外に外国の民間が保有する短期ドル債権は、金交換性をもたない短期資本（ドル債権）と定義された。

## 2.2 ユーロダラーと民間国際流動性

国際流動性に公的準備取引（ORT）というあたらしい概念を導入した背景には、二つの事情があった。第一に、ブレトンウッズ体制で定められた通貨当局の間だけでドルの金交換性が保証されるという規定をORTによって再確認したことである。第二は、ロンドンの金融市場を中心に成長をはじめたユーロダラー市場で取引されるドル、すなわち民間市場で流通している国

11) IMF, *Adequacy of Monetary Reserve*, (1st ed., 1952), reprinted ed., 1962.

12) F. Machlup, *International Payments, Debts and Gold*, 1964, p.304. (馬淵透訳『国際金融の理論』ダイヤモンド社、1983年)

13) IMF, *International Reserves and Liquidity*, 1958.

国際流動性ドルを、民間資本取引、したがって国際ポートフォリオ取引としてあつかい、民間国際流動性を公的国際流動性から切り離したことである。

国際流動性概念の分化——金交換性をもつ公的国際流動性と金交換性をもたない民間国際流動性との概念的分裂——は、世界市場へ供給されるドルが、民間が保有する短期金融資産として受け入れられはじめたことを意味していた。実際、民間国際流動性というあたらしい概念は、ユーロダラー市場における預金債権の累積によって一般的となり、国際ポートフォリオ選択論を展開する現実的基盤となった<sup>14)</sup>。

一方、この公的流動性と民間流動性への分化を、国際通貨概念に対応させ、国際通貨を二つの異なる範疇に区分する試みがあらわれた。マッキノン<sup>15)</sup>は、ユーロダラー市場の成長に合わせて、公的国際通貨と私的国際通貨という分別を提案した。

「国際通貨にたいする需要は二つの重要な構成要素から成り立っている。すなわち、(1)中央銀行や財務省のような公的機関によって保有される準備資産と(2)個人および金融・非

金融企業による国際的に流動的な資産の民間保有である。……

ドルは、国際的には公的準備資産をはるかに超えたものである。諸国政府が外国為替市場に介入して為替相場をドルでペッグするために使用する為替媒介通貨 (vehicle currency) である以外に、外国人による米銀に対する短期ドル債権およびユーロダラー銀行に対する付加的に積み上げられた短期債権が膨大な量で民間に保有されている。実際、ユーロダラー市場——ごく最近ではドル建てユーロボンド——の劇的な成長によって、支配的な国際通貨としてドルの役割は強まってきている。ドルはニュメレールや財の貿易や証券取引の双方をファイナンスする手段として使用されている。ドルは公的機関や民間企業が貸借をする世界の国際資本市場の核である。<sup>15)</sup>」

マッキノンは、公的準備としての為替媒介通貨を公的国際通貨とよび、民間が米銀やユーロダラー銀行に保有する流動的なドル資産を民間国際通貨と定義した。しかも、ユーロダラー市場の急速な成長と関連づけて、民間国際通貨という言葉を導入した。

1969年にマッキノンが用いた民間国際通貨という言葉は、民間国際流動資産と国際通貨という二つの概念を混在した特異な用語である。彼は、79年に著わした*Money in International Exchange*では、国際通貨を公的な為替媒介通貨と商業銀行間で使用される民間為替媒介通貨として、明確に定義している<sup>16)</sup>。

マッキノンが、69年当時、民間が米銀やユー

14) 国際ポートフォリオ選択論を最初に展開したのは、デスプレ=キンドルバーガー=サラントのポートフォリオ・バランス論 (E. Despre, C. P. Kindleberger, and W. S. Salant, "The Dollar and World Liquidity: An Minority View," *The Economist*, 5 Feb. 1966) である。ただ、この理論には、公的流動性と指摘流動性の区別はない。

民間国際流動性を意識した国際ポートフォリオ選択論は、マンデルの一般均衡論的フローモデル [R. A. Mundell, *International Economics*, 1968 (渡辺・箱木・井川訳『国際経済学』ダイヤモンド社、1971年302—303ページ)、ブランソンのストック・アプローチとしてのポートフォリオ・バランス論 (W. H. Branson, *Financial Capital Flows in the U.S. Balance of Payments*, 1968) にみられる。

この点については、拙著「マネタリー・アプローチと国際流動性問題」鈴木重靖編『現代貿易理論の解明』大月書店、1987年を参照されたい。

15) R. I. McKinnon, *Private and Official International Money: The Case for the Dollar*, Essay in International Finance, no. 74, Princeton University, 1969, pp. 3-4.

16) R. I. McKinnon, *Money in International Exchange: The Convertible Currency System*, 1979, pp. 27-39.

ロダラー銀行に保有する短期ドル資産を民間国際通貨と定義した裏には、ユーロダラー市場の特性が反映されていたような気がする。たとえば、ユーロダラー市場では、ドイツの銀行がもっている短期ドル債権が英国のユーロダラー銀行に預託され、それが第三国である日本の銀行に貸し付けられるという国際的なドルの短期借・長期貸の取引が行われていたが、この銀行間の貸借取引を商業銀行による為替媒介取引と混同していた風がみえる。

為替媒介通貨とは、外国の通貨（外国為替）で財や証券を取引したとき、その決済を円滑かつ効率的におこなうために、諸国の民間銀行が保有する特定の国の通貨（ドル）である。米国以外の残余の諸国（ $n-1$ ）の銀行は、自国の企業が自国あるいは相手国通貨で財や証券を取引しても、ドル・バランス（残高あるいはクレジット）を米国銀行に保有することによって、米国の決済システム（フェド・ファンドと手形交換所加盟銀行によるドル決済メカニズム）の内部で効率的に処理できる——、これが為替媒介通貨、したがって国際通貨の基本的概念である。

マッキノンが民間国際流動資産を民間国際通貨というとき、商業銀行の別々の機能——連邦準備制度ファンド（Fed fund）と手形交換所加盟銀行とによっておこなわれるドル決済メカニズムと短期ドル資産である預金を受け入れ、それを第三者に貸し付ける預金貸付機能——を混同していた。そればかりか、彼は、公的な国際流動資産と民間の国際流動資産とを、誤って公的国際通貨と民間国際通貨とよんでしまった。

これはともかくとして、ユーロダラー市場——ドルが、英国など外国に所在する銀行をとおして、通貨主権をもつ米国の外部で貸借される、

オフショアのドル建て預金・ドル建て貸付の市場——の創設と成長が、民間流動資産としてのドルの存在をアピールしたことは、疑いのないところである。

### 2.3 国際流動性ドルの価値保全システム——

オフショア市場の制度化とユーロカレンシー市場  
60年代後半から70年代前半にかけて、ドル本位制が形成されるなかで、変動相場の世界があらわれ、ユーロカレンシー、とりわけユーロダラー市場が急速に成長した。貨幣を取引する商業銀行が、突然のように外国為替とユーロカレンシー取引に関心を集中させ、国際業務が彼らの活動の柱となったことは、驚くにあたらない。この動きは、米国商業銀行で顕著にあらわれた。

米国の国家規制を離れた海外（オフショア）におけるドルの貸借取引は、当初英国の国際銀行組織、マーチャント・バンカーが中心におこない、64年の金利平衡税の後、欧州に進出した米国系企業や日本など経済成長をとげた諸国の銀行が重要な顧客であった。

米国は、国際収支の均衡を回復するために、つづけて対外投融资の自主的規制（65年）、強制的規制（68年）をおこなったが、これは同時に米国内の信用を収縮させ、米銀海外支店はドルを調達し、母国の本店にドル資金を供給するようになった。レギュレーションQで金利の上限を規制された国内金融市場以上に、米銀はユーロダラー市場で預金金利を支払った。

70年代になると、新しい傾向があらわれた。第一に、ユーロダラー市場に米国商業銀行が積極的に参加するようになった。

米国が課していた金利平衡税や対外投融资規制（およびレギュレーションQ）など国際的金

国際通貨と国際流動性

表1 米国商業銀行における国際銀行業務の推移 (60年・70年代)

(単位: 億ドル)

年末	米銀がもつ非居住者向け債権			米銀が負う非居住者への債務			大手(週報)銀行米国店が持つ資産 [B]	[参考データ] A/B (%)	8か国向ユーロカレンシー預金の成長(グロス)
	本国店分	外国支店分	合計(調整済) [A]	本国店分	外国支店分	合計(調整済)			
1962	73	-	-	220	-	-	1684	-	-
1966	120	-	-	291	-	-	2422	-	-
1969	129	159	281	426	278	592	3164	8.9(%)	569
1970	139	286	418	435	357	719	3371	12.4	753
1972	207	598	795	617	610	1206	4102	19.4	1319
1974	462	1112	1516	961	1060	1976	5295	28.6	2208
1976	793	1585	2181	1107	1356	2419	5524	28.7	3107
1978	1252	2074	3027	1663	1689	3230	6899	43.9	4490 (9月末)

(注) \*1 - は不明。

\*2 [参考データ] の比率(A/B)において、分子は「米銀がもつ非居住者向け債権」の合計、分母は「大手銀行(週報銀行)の米国国内店」の資産合計である。この点を注意されたい。ここでは、国際業務の割合が70年代に急速に拡大したことを、示唆している。

(出所) W. E. Moskowitz, "Global asset and liability management at commercial banks," Federal Reserve Bank of New York *Quarterly Review*, Spring 1979, p.46にもとづく。

融規制が撤廃された74年には、米銀のオフショア市場での非居住者からの預金受入額が国内本店の受入額とならんだ。オフショア市場での非居住者向け貸付も米国本店の貸付の2倍に相当する額となった(表1参照)。

国内の金融諸規制が撤廃された後にも、米国国内市場はドル国際金融市場の主役に返り咲くのではなく、その地位をユーロダラー市場に奪われた。

いいかえると、ドル本位制が成立し、変動相場の世界が支配するようになった70年代後半に、米国銀行は国際金融の場を米国貨幣金融市場からオフショア市場にかえていった。国際金融市場は、米国の国境を越えるクロスボーダー取引から米国の外部にあり、国家的規制がないオフショア市場へと、大きく変わっていった。

国際貨幣市場としてのオフショア市場の制度化とオフショア市場の多極化の進展である。

第一の変化は、「出島」型オフショア市場の設立である。これは、主要国が自国通貨建てのオフショア金融市場を国内および周辺に積極的に設立するというあたらしい動きである。つまり、ロンドンやシンガポール、香港など第三国政府がドルなど他国通貨の取引市場を創設するのではなく、取引通貨の当該国が政策的に国家規制の及ばない国際金融システムを国内につくり、それを国内金融市場と相対的に切断している。

「出島」型オフショア市場、つまり本国に直結した自国通貨建てオフショア市場の設立は、米国において、1978年から始まり、1981年12月ニューヨークにオフショア市場(IBF: interna-

表2 ロンドンおよびニューヨークにおける外国銀行拠点の推移 (1967-86年)

年度	ロンドン 直接 <sup>1</sup>	間接 <sup>2</sup>	ロンドン 総計	増加率	ニューヨーク 直接 <sup>1</sup>	増加率
1967	114	n.a.	114	-	n.a.	-
1968	135	n.a.	135	15.50	n.a.	-
1969	138	n.a.	138	2.17	n.a.	-
1970	163	n.a.	163	15.30	75	-
1971	176	25	201	18.90	81	7.40
1972	215	28	243	17.30	85	4.70
1973	232	35	267	8.99	98	13.30
1974	264	72	336	20.50	114	14.00
1975	263	72	335	-2.89	127	10.20
1976	265	78	343	2.33	144	11.80
1977	300	55	355	3.38	177	18.60
1978	313	69	382	7.06	208	14.90
1979	330	59	389	1.80	244	14.80
1980	353	50	403	3.47	253	3.60
1981	353	65	418	3.59	255	0.70
1982	379	70	449	6.90	285	10.50
1983	391	69	460	2.39	294	3.10
1984	403	67	470	2.12	c307	4.20
1985	399	64	463	-1.52	c320	4.10
1986	400	47	447	-3.58	356	10.10

(注) 1) は支店、駐在員事務所あるいは子会社による拠点

2) は合併あるいはコンソーシアムにもとづく拠点

(出所) H. D. Gibson, *The Eurocurrency Markets, Domestic Financial Policy and International Instability*, MacMillan, 1989, p.21.

tional banking facilities) が創設されることによって、制度的に確立した。

1978年の米国国際銀行法 (International Banking Act of 1978) は、米国内に存在する外国銀行の出先は米国銀行と同じ規制を米国内で受けるという外国銀行規制法 (Federal Regulation Laws for Foreign Banks) につながった。これは、国際ドル市場を国内市場から実質的に分離すると同時に、ロンドンに奪われている国際金融業務をニューヨークに集中し、米国銀行業の手に収めたいという米国政府および金融業界の強い要望を反映していた。このための具体的な姿が1981年のIBFの設立であり、国際ドル金融はニューヨークの地でもオフショア業務として機能することになった。

IBFのもとでは、米国の銀行も外国の銀行も、

米国政府の金利制限、預金準備率およびFDIC (連邦預金保険公社: Federal Deposit Insurance Corp.) 保険の束縛を受けることなく、国際業務を行うことが許された。

表2からわかるように、1971年当時ニューヨークにはわずか75拠点しかなかった外国銀行の在米拠点 (支店・駐在員事務所・子会社) は、70年代後半から急増した。1977年には、177店舗、10年後の86年には356店舗に増えた。

また、71年当時ロンドンとニューヨークの外国銀行の拠点 (支店・駐在員事務所・子会社) 数は176対75で、前者の店舗数が後者の2.3倍であった。ところが、1986年には400対356と両センターの外国銀行の拠点数はほぼ対等になった。

オフショア市場はその大半がインターバンク

市場である<sup>17)</sup>。国内ドル市場から相対的に切り離された「出島」型ドル金融システムのもとで、米国内の商業銀行は、国内貨幣市場を媒介としたクロスボーダー取引ではなく、オフショア取引としてドルの国際貸借をおこなうことになった。つまり、国内ドル金融市場から国際的なドル貸借市場がニューヨークの地で分離され、国際ドル金融市場が制度的に自立したのである。

ユーロカレンシー市場が複合的に成長するなかで、米国以外の主要国も国内あるいは周辺に「出島」型オフショア市場（国内金融市場と分離された自国通貨建オフショア市場）を創設した。マルクのオフショア市場はルクセンブルグに形成され、日本でも85年にドルなど他国通貨だけでなく、ユーロ円取引をおこなう東京オフショア市場が創設された<sup>18)</sup>。

第二の変化は、オフショア市場が多極化するなかで、国際貨幣市場あるいは国際金融市場と外国為替市場が融合したことである。この動きは、とくに70年代後半から耳目を引くように

なった。もちろんオフショア金融市場の中心はユーロダラー市場であったが、この時期複数通貨のオフショア市場、すなわちユーロカレンシー市場という新しいコンセプトが現実的な意味をもってきた。

ユーロカレンシー市場は、当初ロンドンを中心におこなわれたドル建貨幣市場であった。ここでは、諸国の政府、金融機関および多国籍企業が最後の借り手として、オフショア銀行からシンジケート・ローン（短期借・長期貸）などで必要な資金を調達していた。

これが、マルク建、ポンド建、スイスフラン建など断層性をもつ複合的な金融市場（complex financial markets）に大きく変容していくのは、ドルがマルクなど主要国通貨にたいして価値を切り下げ、「海図なき世界」つまり変動相場の世界ができあがったことによる。ドル価値の不断の変動は、オフショア市場で通貨間の取引（スワップ）や通貨間の金利裁定取引が積極的におこなわれる誘引となった。通貨スワップや金利裁定という操作を通して、国際通貨ドルの価値を保全するメカニズムが機能したのである。

いいかえると、複合的なユーロカレンシー市場は、国民経済に立脚した政府の通貨金融規制を排除して、諸国通貨の価値変動や金利格差に対応して国際流動性ドルの資産選択を保持するシステムである。この意味で、ユーロカレンシー市場は外国為替取引と融合した国際貨幣市場（短期金融市場）であり、それは国際流動性ドルの価値を保全するシステムの重要な構成部分である。

為替媒介通貨すなわち国際決済の手段である国際通貨ドルは、国際流動性ドルが絶え間なく主要国通貨への乗り換えによってその価値を保全するシステム——ユーロカレンシー市場と外国

17) 「オフショア市場(Euromarkets)では、インターバンク市場が銀行の全債務の70パーセント近くを占めている。たとえば、米国国内市場では、フェドラル・ファンド(Fed Funds)インターバンク市場が米銀行の全債務の12.5パーセントを数えるにすぎない。」(H.D.Gibson, *The Eurocurrency Markets, Domestic Financial Policy and International Instability*, MacMillan, 1989, p.16)

18) ユーロカレンシー市場は、ヨーロッパだけでなく世界の各地にオフショア金融センターとして存在している。主要なオフショアセンターは30か国に設立されている。ここには、アジア諸国（シンガポール、香港、タイ、マレーシア）のオフショア市場のように、外貨とくにドルを取引する国際金融市場もある。また、その他に純粋に国際オフショア業務をおこなう金融センターも37地域ある(BIS-Financial Stability Forum, *Report of the Working Group on Offshore Centres*, April 2000, p.14)。

また、99年1月から欧州通貨同盟が成立し、その基軸通貨がユーロであることから、国際金融市場であるオフショア市場をユーロカレンシー市場というのはかならずしも適切ではない。しかし、本稿では従来の使い方をそのまま継承している。

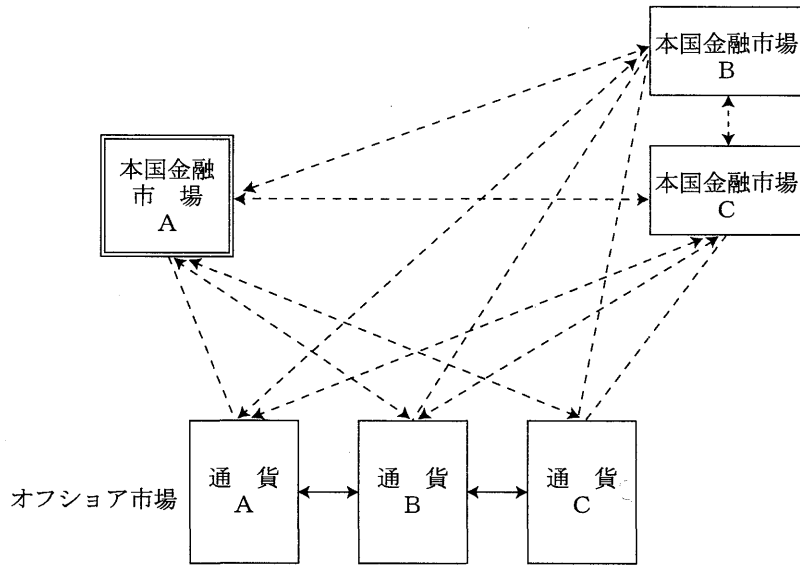


図1 外国為替市場とクロスボーダー及び国際金融市場

(出所) A. M. George & I. H. Giddy (eds.), *International Finance Handbook*, Vol. I, 1983, 1.1 p.4にもとづいて作成。

(注) 実線は自由な市場、破線は規制をもつ市場、矢印(→および←)は外国為替市場との結びつきを示している。

為替市場——によって支えられている。

### 3 国際通貨と国際流動性——ユーロカレンシー市場と外国為替市場

#### 3.1 国際金融取引と外国為替取引——三つの類型

ニューヨークのオフショア市場 (IBF) は、ユーロダラーを用いて米国で国際業務を行う外国の銀行にとって、重要な国際ドル金融市場となった。それだけでなく、それは米国の商業銀行も「非居住者」として利用する国際貨幣市場でもあった<sup>19)</sup>。

これは、伝統的に国際貨幣市場として機能してきた国際通貨国の国内貨幣市場が、外部の市場、オフショア市場にとってかわられたことを意味している。つまり、伝統的な考え方からす

れば、米国国内貨幣市場が同時に国際貨幣取引の場であり、ドル建の国際金融は米国の国境をこえておこなわれるクロスボーダー取引であるはずである。ところが、今日の国際ドル金融は、クロスボーダー取引とともに、国内金融市場から相対的に分離されたオフショア市場でおこなわれている。

このことを確認したうえで、図1で伝統的なクロスボーダー取引、オフショア金融取引およ

19) ユーロダラーとは、非居住者がオフショア市場に保有する預金などドル建短期資産 (通貨あるいは近似通貨) である。オフショア市場における通貨あるいは近似通貨は居住者にとって「外貨市場」(foreign money market) である (H. Riehl and R. M. Rodriguez, *Foreign Exchange Markets: A Guide to Foreign Currency operation*, 1977, p.8)。

IBFの設立によって、米国居住者がニューヨーク・オフショア市場に保有するドル預金など短期貨幣資産を保有できるのであって、それは「外貨預金」とみなされる。

び外国為替取引の関係を概観しておきたい。

国際流動資産は、国際決済のために保有される資産であるとともに、国際的貸借、国際的金融取引の原資である。世界の金融市場は、国内金融市場（A、B、C）とユーロカレンシー市場（ユーロカレンシーA、ユーロカレンシーB、ユーロカレンシーC）からなりたっている。(1)ある国の国内金融市場が他の国の国内市場とリンクするか（クロスボーダー取引）、(2)ユーロカレンシー市場相互間の取引であるか（ユーロカレンシーA、ユーロカレンシーB、ユーロカレンシーC相互間の取引）、あるいは(3)ユーロカレンシー市場とA、BあるいはC国の国内金融市場とが結びつくか、によって異なるタイプの国際金融市場となる。

伝統的な国際金融市場の構図は、理論的にはA、B、C諸国の国内金融市場相互の間でおこなわれる金融取引、すなわちクロスボーダー取引をさしている。だが、現実にはそのようなシンメトリーな関係ではなく、国際金融の核は通常キーカレンシー国（たとえばA）にあり、その国の通貨（カレンシーA）建で残余の国BおよびCにファイナンスされた。つまり、為替市場同様、国際金融市場も国際通貨（為替媒介通貨）国が軸心となっていた。

したがって、(2)ユーロカレンシー市場相互間の取引および(3)国内金融市場とユーロカレンシー市場との取引は、新しい型の金融取引であり、この二つは、今日クロスボーダー取引と区別して、一般に国際金融取引といわれている。

クロスボーダー取引にしろ、国際金融取引にしろ、ほとんどの国際的な金融取引はすべて外国為替市場と連動している。例外は、国内金融市場とユーロカレンシー市場が同一通貨で取引される場合である。たとえば、A国（あるいは

B国またはC国）の国内金融市場とA通貨建（あるいはB国通貨建またはC国通貨建）オフショア市場との取引がそうである。

ところで、外国為替取引はある通貨で表示された金融資産を売り、別の通貨で表示された類似のあるいは別種の金融資産を買う行為である。それゆえ、外国為替市場にあつては、通常通貨を交換する外国為替取引は、投資の媒体（investment vehicles）を交換する行為であり、貨幣市場と結びついている<sup>20)</sup>。

問題は、外国為替市場が投資の媒体であるという事実から、外国為替市場を単純に貨幣市場の一形態として分類できるかどうかにある。この点を、スウォボダの見解を素材にして検討しておきたい

### 3.2 為替媒介通貨ドルと国際流動性ドル——スウォボダにおける混同

#### (1) 国際通貨（為替媒介通貨）の定義

個々の貿易取引や資本取引に使用される取引通貨（trading currency）にはさまざまな通貨が使用される。この傾向は欧州域内で顕著であったが、日本でもこの20ないし30年円建取引やドル以外の取引が増大している<sup>21)</sup>。しかし、銀行間決済として、これらの個別取引が最終的に決済されるとき、特定の通貨ドルが使用される。これがすでに指摘した為替媒介通貨（vehicle currency）、すなわち国際通貨である。

為替媒介通貨という概念が最初文献に現れたのはローザ（R. V. Roosa）の『国際通貨改革論』

20) Chisholm Roth & Ltd. *Foreign Exchange*, 1991, p.16.

21) 徳永正二郎『現代外国為替論』、同編著『多国籍企業の海外事業活動と円の国際化』税務経理協会、1994、第1章を参照。



である。だが、彼の定義は「各国の銀行家および貿易業者に対して他国の銀行家および貿易業者との取引に使用される媒介通貨 (vehicle currency)」、すなわち「世界の取引通貨 (world trading currency)」という定義であり、私たちが国際通貨という定義で使っている内容ではない<sup>22)</sup>。

国際通貨機能を為替媒介通貨 (vehicle currency) と定義したのは、スウォボダである。彼は、外国為替市場でインターバンク取引を媒介する機能として、為替媒介通貨をつぎのように定義している<sup>23)</sup>。

- (1) 為替銀行 (dealers) によって稼動外貨資金 (working balances) として機能される通貨。
- (2) 為替銀行が一時的に為替持高として保有する通貨。
- (3) ある非為替通貨 (たとえば円) が同じ非為替通貨である他の通貨 (たとえばスイスフラン) と交換される際に、その交換を媒介する特定の通貨 (具体的にはドル)。

国際通貨としての為替媒介通貨のメカニズムとは、インターバンク為替市場で、諸国の銀行がグローバルなコルレス先・支店網を形成する一方で、国際貨幣市場である中軸国 (米国) に為替資金や為替持高を集中し、ドルを媒介として米国以外の諸国間の為替持高や為替資金の調整をするシステムを指している<sup>24)</sup>。

## (2) 為替媒介通貨とユーロダラー

国際通貨すなわち為替媒介通貨による諸国銀行間の決済メカニズムは、外国為替市場がたんなる決済メカニズムではなく、諸国の貨幣市場、とりわけ国際通貨国の貨幣市場と直接結びついていることを教えている。なぜなら、諸国の為替銀行がドルで為替持高を最終的に調整し、外貨としてドル資金を保有する為替決済のメカニズムは、同時にドル資金を米国貨幣市場で調達し、ドル預金ないし近似預金 (米国短期国債など) で余剰資金を運用するメカニズムでもあるからである。

ユーロダラー市場は、インターバンク・ドル貨幣市場であるという意味で、外国為替メカニズムと連結した米国の国内貨幣市場とよく似た性格をもっている。だが、類似性を同質性と誤るならば、それは問題である。

国際通貨 (為替媒介通貨) による国際決済と直接結びついた米国貨幣市場とドルを調達し、運用する国際金融市場とを同一視するという過ちを、国際通貨そのものを定義したスウォボダ自身が犯している。

彼は、著書『ユーロダラー市場——その解釈』で、60年代にユーロダラー市場がなぜ成長したかと問いかけ、その成長が為替媒介通貨としてのドルの役割に原因をもつと、つぎのように説明している<sup>25)</sup>。すこし長くなるが引用したい。

「……銀行に保有されるユーロダラー債権は、国際媒介資産 (international vehicle assets) の好例である。……

二つの特徴が国際媒介資産を定義する。すなわち、(1) 国際媒介資産は世界中に幅広く保

22) R. V. Roosa, *Monetary Reform for the World Economy*, 1965 (鈴木源吾監訳『国際通貨改革論』至誠堂、1966年、10ページ)

23) A. Swoboda, "Vehicle Currencies and the Foreign Exchange Market: The Case of the Dollar," in R. Z. Aliber (ed.), *International market for Foreign Exchange*, 1968, p.31.

24) 為替媒介通貨の機能およびこの機能がポンドのも存在したことは、徳永正二郎『現代外国為替論』第3章「取引通貨と為替媒介通貨」を参照されたい。

25) A. K. Swoboda, *The Euro-dallar Market: An Interpretation*, Essays in International Finance, No.64, 1968

有されている。(2)この階層的共通性 (general class) をもつ個々の資産は、[同じ階層に属さず] 需要と供給の量に大きな変化をひきおこす他の資産にくらべて、価値変動がほとんどない代替資産 (close enough substitutes for small variations in their return) である。

資産の『階層』(“class”) という用語そのものは、その階層に属する個々の資産が、ある意味で、お互いにまったく妥当な代替資産であり、紛れもなく同質な [資産的] 商品であるということを内在させている。個々の債券 (bonds) [相互の交換] は、ある意味で、株式、住宅あるいは現金よりもよりよい代替資産である。階層的共通性をもつ信用資産 (the general class of fiduciary assets) の内部では、その範疇のもとにある資産 (one sub-category) は、ポートフォリオ選択の視点からは別の資産、すなわちある国の内部にある銀行業にたいする債権よりもきわめて強い同質性をもっているように思える。……

…… [60年代後半の] 現実、ある種の階層的資産、すなわち為替媒介通貨で表現される銀行宛債権の理論的モデルにあてはまる。ドイチェバンクに預託された銀行預金はロンドンや南アフリカの銀行に預託された預金と非常にうまく代替される資産ではない。というのは、前者はマルクで預託され、後者はボンドで預けられているからである。しかしながら、両者がドルで表示され、同じ期間の預金……であれば、それら双方の預金は富所有者のポートフォリオにおいて完全代替資産にきわめて近いであろう。」(pp. 15-17)

「しかしながら、このような方法で [為替媒介通貨ドルを用いて] 表示通貨の相違が取り除かれるためには、非為替媒介通貨国にい

る借り手が為替媒介通貨で債務をするのが有利であるとわかる必要がある。すなわち、すくなくとも非居住者に債務を付与するネットのコストが為替媒介通貨でおこなう場合の方が、別の通貨で債務を提供する場合よりも低くなければならない。」(pp. 17-18)

「ユーログラマー市場が国際取引通貨 (international trading currency) としてのドルの使用が成長していることを反映しているかぎりでは、一般に [財・サービスや資本の] 取引者 (traders) と富の所有者によって、あるいはドル債務にたいする準備として銀行によって、ドルの保有額が増大していることを意味している。」(p. 29)

スウォボダは、国際的銀行間決済で為替媒介通貨ドルが決済に使用されるとき、諸国の銀行が直接的にあるいは間接的にニューヨークの手形交換所加盟銀行に保有する預金バランス——国際決済メカニズムのためのドル・バランス——を、ユーログラマー市場における銀行間の国際貸借 (短期資本取引) と混同している。いいかえると、国際銀行間決済において、諸国の銀行が決済資金として米国銀行に保有する為替資金 (ドル資金) や為替持高 (ドル持高) を、短期の資本取引と同義のものと理解している。

たしかに、為替資金や為替持高の調整はドル建貨幣市場で行われる。ドル建送金為替を売却した日本の銀行、オーストラリアドル建で債権と債務を相殺し、残余の債務をドルで決済しようとする日本の銀行が、決済の時点でドル資金を保有していないときには、必要なドルをドル貨幣市場で調達するであろう。だが、ドルによる決済にとって必要なことは、ドル・バランスが存在するかどうかであって、そのドル・バランスがどこから調達されたかではない。

同じように、ドル建債権を買い取った日本の銀行あるいはオーストラリアドル建債権・債務のネット債権をドルで受け取る日本の銀行は、そのドル・バランスをドル貨幣市場において、たとえば定期性預金や短期財務省証券の購入という形で運用するかもしれない。この場合も、決済の結果形成されるドル・バランスの存在そのものとそのドル・バランスがドル貨幣市場で運用されるされ方とは、別の事柄である。

スウォボダは、ユーロダラー市場における国際銀行間の貨幣的貸借——オフショア市場における銀行間の短期資本取引——を、諸国間の瞬間的債権債務を為替媒介通貨（ドル）を媒介としておこなう国際決済メカニズムと混同している。国際決済におけるドル・バランスは、ドルの貨幣的貸借ではなく、諸国銀行間の債権債務の決済をドルでおこなうための手段であるにすぎない。

ここに国際決済メカニズムの核としての国際通貨（為替媒介通貨）と国際金融市場としてのユーロダラーとの基本的な違いがある。この違いは、現実に確認できる。ユーロカレンシー市場の発達（多様化）は、国際貸借におけるドルの相対的地位を低下させているが、外国為替市場における為替媒介通貨としてのドルの地位は、すでにみたように依然として強固である。

### 3.3 CHIPSとユーロダラー市場——インターバンク・ドル決済メカニズムと貨幣市場 (1) 為替媒介通貨ドルによる国際決済システム (CHIPS)

外国為替市場は、国際決済のメカニズムと国際貸借のメカニズムを共存させる媒体である。また、国際決済のメカニズムそのものも、外貨資金の貸借（とくに為替媒介通貨資金の調達と運用）を前提としており、現実には為替決済と

貨幣的取引を区別することは困難である。

しかしながら、国際決済メカニズムは、すくなくとも理論的には、各種の通貨で取引される諸国の個別的な債権債務関係を為替銀行など為替ディーラーに集約し、それを為替媒介通貨（ドル）を用いて最終的に債権債務を処理する国際清算システムである。具体的には、諸国の為替銀行（為替ディーラー）のもとに集約された各国通貨建の債権債務は、為替銀行が米国（ニューヨーク）の手形交換所加盟銀行に保有しているドル・バランス——すなわち、手形交換所インターバンク決済システム（CHIPS）——で清算される。また、それによって発生した手形交換所加盟銀行相互の間の新しい債権債務は、彼らが連邦準備銀行にもつ資金（Fed funds）の振替決済で処理される。

1981年10月、CHIPSは、従来の翌日決済から当日決済に変更された。すでに70年には、CHIPSは諸国為替銀行（為替ディーラー）との間に国際インターバンク・データ通信システム（SWIFT: Society for Worldwide Inter-Bank Financial Telecommunications）を通じて電子資金移転システム（electric funds transfer system）を確立しており、CHIPSにおける即日決済の導入は全世界の債権債務の決済および清算を即時に遂行するシステムの完成であった。

1981年当時CHIPSは世界の外国為替決済の90パーセント以上を扱っていたが、マルクが第二の為替媒介通貨となった90年代末でも、「全世界の外国為替の80パーセント以上はドルと連結している。それゆえ、ドル清算額は一日あたり1兆ドル以上に達している。外国為替取引の清算によって毎日CHIPSを通して処理されるドル決済の総額の大きさがわかる。<sup>26)</sup>」

くりかえすことになるが、この決済にとっ

て、ドル資金の調達や運用というドル貨幣市場の存在が不可欠である。しかし、このメカニズムを理論的に考察する場合には、債務決済のためにニューヨーク手形交換所加盟銀行の勘定にドル預金が存在することが必要であり、債権を受け取ることによってその同じ勘定にドル預金が新たに形成されるということだけで足りる<sup>26)</sup>。債務支払のためのドルがどのようにして調達されるか、あるいはドル当座預金として形成された資金がどのように運用されるかというドル貨幣市場における取引は、諸国の為替銀行（為替ディーラー）がドルを為替媒介通貨として諸国との間の債権債務関係を振替相殺する国際決済メカニズムとは別の事柄である<sup>28)</sup>。

## (2) CHIPSとユーロダラー

『ユーロマネー』誌は1981年3月号で、CHIPSの即日決済システムの導入と関連して、つぎのような記事を掲載した。

「1981年10月1日、ニューヨーク手形交換所インターバンク決済システム（CHIPS）は、翌日決済から即日決済へと変更され、ニューヨークを残余の世界と一体化させる。

CHIPSは世界の外国為替の90パーセント以上を扱う動脈である。それはまた、世界のユーロダラー市場に向けた基幹動脈である。<sup>29)</sup>」

28) 国際決済システムとしての外国為替取引の一面がはっきりした形であられるのは、国際銀行間取引においてである。諸国の為替銀行（為替ディーラー）は、その取引がどこから発生したかを問わず——貿易取引、保険・運賃・利子の支払などサービスであろうと、あるいは資本取引から由来したものであろうと関係なく——、スポット為替市場で外国為替を売買する。この顧客との為替取引によって、諸国の為替銀行（為替ディーラー）にさまざまな通貨建債権と債務が集約される。為替銀行はさまざまな通貨建債権と債務の持高を調整した後、買持の為替債権はドル債権に、売持の為替債務はドル債務でスクエアし、最終的にドル為替で持高を調整する。インターバンク為替決済の最後の段階、すなわち諸国通貨建債権債務の持高をドル・バランスに転換するメカニズムが、ニューヨークの手形交換所インターバンク決済システム（Clearing House Interbank Payment System）であり、諸国の為替銀行は直接的あるいは間接的に（コルレス先を通して）ニューヨークの手形交換所加盟銀行に勘定をもち、最終的には加盟銀行のフェド・ファンズ（ドル清算システム）で清算される。

だが、同じ為替取引でもフォワード（先物）為替取引は、直接貨幣市場と連結している。

いま、日本の製造業者（甲）が英国に6ヵ月後払い、ポンド建て製品1万ポンドを輸出し、そのポンド債権を日本の為替銀行（乙）に売るとしよう。そのとき乙銀行は、6ヵ月後に1万ポンドに相当する邦貨を甲に支払う約束をしたことになる。これがフォワード為替の売買である。フォワード為替を買取った乙銀行は、オフショア・ポンド市場から1万ポンドを借入れ、それを外国為替のスポット市場で邦貨と交換する。したがってフォワード為替の相場は、スポット相場にポンドと円の金利差を加味したものとなる。単純化のために、6ヵ月ものポンド資金と同じ期間の円資金との金利差がゼロ、投機的要因が無視できると仮定すると、フォワード為替の相場はスポット為替の相場と同じである。

ポンドを借りて邦貨に転換した乙銀行は、6ヵ月間円で第三者丙貸付をする。6ヵ月たつと、乙銀行は、貸付先丙から円を回収し、それを甲に引き渡す一方で、甲から受け取ったポンドを借入先のオフショア銀行に返済する。

この事例からわかるように、フォワード為替取引は対峙する通貨、すなわちポンドと円の貨幣市場と直接連結している。と同時に、ポンド資金を円資金に転換する際に、スポット為替市場とも結びついている。このポンドと円のスポット為替取引は、さきにみたように為替媒介通貨ドルを通して清算される国際決済メカニズムと結びついている。

29) S. Preston, "New York CHIPS Goes Over to Same Day Settlement," *Euromoney*, March 1981, p.131.

26) S. Y. Cross, *All About the Foreign Exchange Market in the United States*, Federal Reserve Bank of New York, 1998, p.12

27) 貨幣市場から独立した特定通貨による多角的な決済システムは、歴史的にはアムステルダム振替銀行でおこなわれた。17世紀末に勅許株式銀行として設立されたイングランド銀行が銀行券を媒介として決済と貨幣貸借を融合したものであったのに対し、アムステルダム振替銀行は貨幣貸借を禁じられた純粋な振替銀行であった。もっとも、後者も18世紀後半に貸付け行為に走り、システムそのものを崩壊させてしまうのであるが。

この点については、さしあたり、徳永正二郎『為替と信用——国際決済制度の史的展開』新評論、1976年、第3章を参考にされたい。詳しくは、本誌に連載している『国際決済制度の歴史と論理』Ⅲ「アムステルダム振替銀行」で論ずる予定である。

これは、ドルを為替媒介通貨とする国際的決済システム (CHIPS) が、同時にユーロダラー市場と密接に関連していたことを教えている。当時ユーロダラーを含むユーロカレンシー市場では、インターバンク市場が銀行の全債務の70パーセントを占めており、基本的には銀行相互間の国際的な短期金融市場であった<sup>30)</sup>。

ニューヨークのドル決済システムは、同時に諸国の銀行 (および米銀の海外支店) にドル資金を供給するシステム (「世界のユーロダラー市場に向けた基幹動脈」) として機能した。つまり、米国の国内貨幣資金はCHIPSを経由してユーロダラーに流れる黄金の水脈なのである。

ニューヨークに創設されたドル・オフショアセンター (IBF) は、しばしば米国銀行業が国際金融市場における競争力を涵養するためであるといわれる。これは間違いのない事実であろう。

だが、いまひとつ見逃してはならないことがある。それは、ドルが国際通貨としての地位を保ちながら、国際貨幣市場として米国国内貨幣市場が機能しなくなったという事実と関係している。

国際通貨としてのドルは、諸国通貨の度量標準 (「クロス・トレーディング」の手段) であり、国際決済における為替媒介通貨である。金為替本位制のもとでは、金ドル交換性によってドルの価値は維持されたが、ドル本位制下の変動相場の世界ではドルの価値は不安定であるばかりか、他の主要国通貨とくらべて著しく価値

を減価させてきた。

ドルの価値を維持する手段は、いまや主要国通貨とドルとの資産選択の運動でしかなくなっている。この資産選択の場がユーロカレンシー市場である。したがって、国際貨幣市場としてのドル市場は、国内貨幣市場からユーロダラー市場に移行せざるをえなくなったのである。

ニューヨークという米国の領域内に、米国居住者、とりわけ米国金融機関が直接アクセスできる「出島」型ドル・オフショア・センター (IBF) が創設された根拠には、変動相場の世界における国際通貨ドルの不断の価値変動、したがってユーロカレンシー市場における絶え間なく資産選択の運動をせざるをえない現実が隠されている。

換言すれば、諸国通貨の基準通貨、為替媒介通貨であるドルが、その価値を変幻自在に動揺させるというドル本位制の特質が、ユーロカレンシー市場を創りだし、国際ドル貨幣市場もそのなかに組み込まれざるをえなかったのである。

#### 4 ユーロダラーとインターバンク取引——ユーロダラー市場の特性

##### 4.1 金融媒介とユーロダラー預金——「記帳係のペン先の創造物」

BISは、60年代末に、ユーロダラーを「米国以外に所在する銀行によって取得され、銀行間を1回あるいはそれ以上転貸されたのち、ドルのまま直接に、または他の通貨に交換された後、銀行以外の顧客に貸し付けられるドル」と定義した。

ここには、ユーロダラー銀行が国内商業銀行と同じように信用創造機能をもつ<sup>31)</sup>か、それとも投資銀行のようにたんなる金融媒介機能しかも

30) J. C. Ellis, "Eurobanks and the Interbank Market," Bank of England *Quarterly Bulletin*, Vol. 21 No. 3, 1981, P.353.

たとえば米国国内金融市場の場合、フェド・ファンド・インターバンク市場は、米国銀行の全債務のわずか12.5パーセントを占めるにすぎなかった。

たないか、という60年代および70年代に展開された議論に一定の（ニュアンスとしての）回答が用意されている。つまり、ユーロ銀行は信用媒介機能——預金を受け入れ、それを転貸する機能——であって、それ自体は信用創造機能<sup>32)</sup>をもたない、という意味合いである。

ユーロダラー市場に信用創造機能はなく、そこにあるのは受け入れた預金を貸し付ける金融媒介機能があるにすぎない。この考えは、今日実務家だけでなく理論家によっても受け入れられている。だが、金融媒介機能をもつにすぎないというユーロダラー市場において、なぜ市場が短期間に大きく膨張するのか。これは見過ごすことができない問題である。

ユーロダラー市場は、国内貨幣金融市場との関係で相矛盾する機能をもっている。第一に、ユーロダラーは、非居住者（foreign nationals）によって保有されるドル・バランスであり、彼らは、米国通貨当局の規制を受けないで、ドル建預金を受け入れ、ドル建で貸付をする金融媒介業者である。その意味で、ユーロダラーは、米国金融市場とは切断された独自の国際金融市場である。

ところが、第二に、運用されるドルの供給源としては、ユーロダラー市場は国内貨幣市場の延長（extension）とみなされる。二つの市場は密接に関係し、二つの市場の間に日常的な裁定

取引がおこなわれ、資金の移動がおこなわれている。つまり、ドルの相互浸透メカニズムが二つの市場の間にはある。「実際、フェド・ファンド（Fed fund）とオーバーナイト・ユーロ預金は両者の平均レートの間を16分の1の спреッドで動いている<sup>33)</sup>」。

ユーロダラー市場の成長は、その市場が信用創造機能をもちはしないが、米国国内貨幣市場と深い関係をもっている、という見解はすでに早くからあった。たとえば、フリードマンは、ユーロダラーを「記帳系のペン先の創造物」と表現した<sup>34)</sup>。

非居住者（A）が創造するユーロダラー預金は、ユーロダラーを取引するオフショア銀行（B）にたいする債権である。そのとき、Aの預金を受け入れていた米国国内の商業銀行（甲）は、顧客Aの勘定からB銀行の勘定に預金を振り替えるだけである。したがって、ユーロダラー市場のオフショア銀行（B）は、米国内の貯蓄貸付組合（saving and loan associations）やその他投資銀行と同じように、投資家（A）から受け取った定期性通貨請求権と引き替えにAに債務証券（ドル預金証券）を提供しているにすぎないことになる。

シカゴ連邦準備銀行のエコノミストであったリトルは、ユーロダラー市場でドルを取引するオフショア銀行を、商業銀行のように信用創造機能をもつのではなく、定期性預金をベースに貸付をする投資銀行業務であると定義づけた。

「ユーロダラー預金の創造が米国銀行システ

31) ユーロダラー銀行の信用創造説としては、F. Machlup, "The Magicians and Their Rabbits," *The Morgan Guaranty Survey*, May, 1971, pp.3-13および "Euro-dollar, Once Again," *Banca Nazionale del Lavoro Quarter Review*, June 1972, pp.119-137などを参照されたい。

32) 商業銀行（預金銀行）システムによる信用創造については、拙著「銀行信用の構図——国際通貨システムの歴史と論理（I）」九州大学『経済学研究』第66巻第1号を参照されたい。

33) P. Bishop and D. Dixon, *Foreign Exchange Handbook: Managing Risk and Opportunity in Global Currency Markets*, 1992, p.47.

34) M. Friedman, "The Euro-dollar Market: Some First Principle," *The Morgan Guaranty Survey*, October, 1969, pp.4-14.

ムにとって帳簿振替 (book-keeping) 上の変化にすぎないとすれば、新しく形成されたユーロドル預金はパリあるいはその他の非居住者の銀行に留まっている間は、そのユーロ銀行が請求権を保有している現金はニューヨークあるいは米国内の他の地にある銀行に存在し、まったく正常な生活をしている。米国内銀行システムで現金として正常な生活を送ることによって、借り手から預金者へ、また借り手へと決まりきった循環を繰り返している。……………

ユーロドル市場への資金の移転にあたって、[米国内の預金のほかに、あたかも別の預金ユーロドル市場に出現したかのような見解があるが、] これは、金融媒介の一例であり、エネルギー不変の法則の一例であるにすぎない。なぜなら、ユーロドル預金を受け入れる銀行は追加的な金融資産を創造するけれども、[商業銀行のように] 利用できる購買力の量を増やさないのである。<sup>35)</sup>

#### 4.2 ユーロドル市場の特性——インターバンク取引とシンジケート・ローン

ユーロドル市場における銀行業務は、それ自体が信用創造機能をもつのではなく、国内金融媒介機関と同じように投資銀行業務の一種である。この点は理解できる。

それでは、(1)世界経済における国際流動性供給源としてのユーロドル市場の成長、あるいは(2)70年代に顕著な姿であらわれた急激なユーロドル市場の膨張や収縮をどのように説明すればよいのか。

1960年代にオフショア銀行は、欧州に進出した米国系企業や成長過程にあった日本の銀行などに大量のドル資金を提供した。70年代には、また、アジア、ラテンアメリカ、ヨーロッパの新興工業国の台頭がみられたが、この原資はユーロドルであった。オフショア市場に支店・子会社網を形成した米国多国籍銀行を中心に、新興工業国の政府や政府系企業に大量の投融資をおこなった。これらの資金はユーロドル市場で調達され、短期借・長期貸のシンジケート・ローンであった。

オフショア銀行は相互で短期資金の取引をしていた。リトルはいう。

「ユーロドルの生存期間についていえば、典型的にきわめて短い。ユーロドル預金は、オーバーナイト（翌日物）から3年ないしそれ以上のものまで、すべて標準的な期日を扱うことができるがけれども、1973年初頭では、米国内銀行の外国支店におけるドル預金の平均期日は3か月以下であったにすぎない。1年以上の期日をもつ預金の割合は2パーセントにも達しなかった。<sup>36)</sup>

このように、ユーロドル銀行に預託される預金は短期の期日でありながら、彼らはなぜ5年、10年、あるいはそれ以上の長期貸付ができたのか。これが第一の疑問である。

それだけではない。ユーロドル市場は、70年代から80年代にかけて、急激な膨張と収縮という不可解な現象——世界インフレや世界デフレと結びついた——を私たちに印象づけた。

1960年代末から70年代初頭、第一次石油危機と世界的なインフレをひきおこしたドルの過剰供給、さらには70年代後半にユーロドル市場

35) J. S. Little, *Euro-Dollars : The Money-Market Gypsies*, 1975, pp.16-17.

36) J. S. Little, *op. cit.*, p.23.

に溢れてたドルが第二次石油危機とそれに連動した世界インフレの危機にさらしたという現実、——これをどう説明するのか。それだけではない。80年代前半に世界インフレを防止するために採用された米国の金融引締めとドル高は、逆にドルを母国に急速に逆流させ、世界的なデフレを招来した。

この国際流動性の急激な膨張と収縮という現象を「記帳系のペン先の創造物」や「投資媒介機能」でどう説明したらよいのか。これが第二の疑問である。

もしユーロダラー市場に独自の信用創造機能がないのであれば、その原因はユーロダラー市場のどのような特性と関係しているのか。

これを説明する鍵は、ユーロダラー市場が卸売銀行業務を基盤とした市場であるという特性である。第一に、それはインターバンク市場であったこと、第二に、オフショア市場特有の金融手法、シンジケート・ローンが開発されていたことに注目する必要がある。

「卸売ユーロ市場のこれら二つの特質 [インターバンク市場とシンジケート・ローン] は、信用システムにおけるイノベーションとみなされるかもしれない。国際銀行間の競争が激しくなるにつれて、いっそうイノベーションを追求する環境が醸成され、ひきつづいてより強い効率性が導かれたといわれている。ミンスキー (Minsky) は、さらには、このようなイノベーションは、安定した成長が続くと期待されている満足感に溢れた条件のもとでは、銀行の貸付ポートフォリオを投機的が強い方向にゆがめ、不安定性というリスクを増大させると主張する。かくして、イノベーションと安定性との更なるトレードオフが存在するようになる。<sup>37)</sup>」

商業銀行が顧客（広い意味で投資銀行を含めて）に融資をする小売金融と商業銀行相互（インターバンク）で資金を融通する卸売金融との基本的な違いは、市場における流動性配分の効率性 (efficiency of distribution of liquidity) である。インターバンク市場では、高い信用度と短期資金の融通という両面から資金融通のコストは大きく低下する。インターバンク市場を通じた資金供給は効率性という面で大きなベネフィットをもつがゆえに、米国商業銀行組織は、国内小売金融にくらべ、オフショア市場の卸売金融あるいはオフショア銀行を媒介とした国際小売金融（諸外国銀行による世界の諸国の企業や投資銀行への融資）に積極的となる傾向がある。

だが、国際的インターバンク取引は、国内小売金融の場合とは異なって大きなリスクも内包している。オフショア預金には、担保も制度的な預金保証もない。また、預金を通じた銀行間間接金融であるという性格から資金の最終的な貸し手あるいは目的地を知ることはできない。

オフショアダラー市場がインターバンク市場として国際的に展開される場合に、流動性配分の効率性（貸出ベネフィット）が増す一方で、貸出リスクは社会的に連動したコストすなわち、インターバンク取引から発生する連結債務構造 (interlocking debt structures) という社会的コスト<sup>38)</sup>が国際化のゆえに増幅される。なぜなら、担保や預金保険制度も、また最後の貸し手もたないオフショア市場では、ある銀行の倒産が衝撃的な力で全銀行システムを攻撃する可能性を秘めているからである。

37) H. D. Gibson, *The Eurocurrency Markets, Domestic Financial Policy and International Instability*, MacMillan, 1989, pp.113-114.



5 ユーロダラー市場とインターバンク取引——  
国民貨幣市場と国際貨幣市場の連動メカニズム

5.1 短期借・長期貸のメカニズムとシンジ  
ケート・ローン——ピラミッド型信用創造と  
IMFのコンディショナリティ

(1) 短期借・長期貸とピラミッド型信用創造

以上、ユーロダラー市場の特性を概観した上で、4.2の冒頭で設定した二つの課題に立ち返りたい。

まず、第一の問題、オフショア銀行による短期借・長期貸のメカニズムについて、ベル (G. Bell) やルウェリン (D. T. Llewellyn) の見解を拝聴しよう。彼らは、ユーロダラー市場の基本的メカニズムを考える際に、本質的な点をつぎのように問いかける。

「ユーロダラー市場が真実ニューヨーク貨幣市場の付属物であり、しばしばユーロダラーの市場取引はフェドラル・ファンド・マーケット (米国のインターバンク市場) のなかによく似た機能 (counterpart) をもっている。<sup>38)</sup>」

企業 A は、ニューヨークの銀行にドル預金を

100万ドルをもち、それをロンドンの銀行 (オフショア銀行 I) に切り替えることを決めた。A の定期預金満期となり、要求払預金がロンドンの銀行に振り替えられた。そのバランスシート・ポジションは図 2 のステージ I に記されている。ここには米国の通貨供給量や銀行預金の量に変化はなく、米国にある銀行預金の所有権が変わったにすぎない。だが、米国の預金量は減少していないのに、世界のドル預金の量は100万ドル増え、オフショア銀行は預金を獲得している。これがひきつづき維持されるためには、非銀行がユーロダラー市場か米国銀行システムの内部で銀行預金の保有を進んで増やさないといけない。この需要の増加がないと、最初に米国の銀行にあった定期預金からオフショア銀行の預金にシフトしたものは、全体としてドルの過剰供給をうみだす。最終的な均衡においては、直接あるいは間接にユーロダラー市場の仲介業務によってオフショア銀行預金に対する需要の純増をつくりださなければ、オフショア市場と米国銀行システムの内部で調整が起こり、オフショア市場にシフトしておこった預金額の増加が相殺され、ないものとなる。

資金を受け入れると、オフショア銀行は貸付先を探さなければならない。もしオフショア銀行 I がオフショア銀行 II に転貸すれば、米国内の預金所有者はさらに変わる (ステージ II)。もっとも、ここでは双方の預金総額において変化はないが、世界のドル預金量はさらに100万ドル増加している。

ステージ III にみるように、オフショア銀行 II がフランスの借り手企業貸付けをすれば、その企業はスポット市場でドルを売りフランを手にすることになる。すると、フランスの中央銀行バンク・ド・フランスがフランの価値を切り上

38) 連結債務構造とは、内部的に処理できない倒産コスト、すなわち社会的コストを意味している。Gibsonによれば、それには三つの要素がある。

(1) 銀行が預金者の預金の全部を支払いできない場合、  
(2) 倒産あるいは倒産寸前の銀行が、正常な状態にある借り手が更新や当座貸越を期待しているのに、ローンをロールオーバーできない場合、  
(3) 倒産銀行に預金をしている場合か、あるいは倒産銀行が預金をし、その影響で信任が欠如することによって、他の銀行が受ける影響、である。

これは、自身の内部で発生する私的なコストとは異なる社会的コストであり、連鎖的に他の銀行や経済社会に強い影響を及ぼす (H. D. Gibson, *op. cit.*, pp.112-113)。

39) D. T. Llewellyn, *International Financial Integration: The Limits of Sovereignty*, 1980, p.121.

国際通貨と国際流動性

ステージ1

		米国銀行 (100万ドル)	
	負債		資産
要求払預金			
	- 100万ドル (A)		
	+ 100万ドル オフショア銀行 I		
差 額	<u>0</u>		<u>0</u>
オフショア銀行 I			
	負債		資産
定期預金			要求払預金
	+ 100万ドル (A)		+ 100万ドル (米国銀行への要求払預金)
差 額	<u>+ 100万ドル</u>		<u>+ 100万ドル</u>

ステージ2

		米国銀行 (100万ドル)	
	負債		資産
要求払預金			
	- 100万ドル オフショア銀行 I		
	+ 100万ドル オフショア銀行 II		
差 額	<u>0</u>		<u>0</u>
オフショア銀行 I			
	負債		資産
			- 100万ドル (米国銀行への要求払預金)
			+ 100万ドル (オフショア銀行 II への定期預金)
差 額	<u>0</u>		<u>0</u>
オフショア銀行 II			
	負債		資産
	+ 100万ドル (オフショア銀行 II への定期預金)		+ 100万ドル (米国銀行への要求払預金)
差 額	<u>+ 100万ドル</u>		<u>+ 100万ドル</u>

ステージ3

		オフショア銀行 II (100万ドル)	
	負債		資産
			- 100万ドル (米国銀行への要求払預金)
			+ 100万ドル (商業的貸付)
差 額	<u>0</u>		<u>0</u>
米国銀行			
	負債		資産
要求払預金			
	- 100万ドル オフショア銀行 II		
	+ 100万ドル 商業的借り手		
	- 100万ドル 商業的借り手		
	+ 100万ドル バンク・ド・フランス		
差 額	<u>0</u>		<u>0</u>

図2 ユーロダラー市場のメカニズム

(出所) D.T. Llewellyn, *International Financial Integration*, 1980, pp.120-121.

げないようにドルを買う。その結果、米国の銀行預金はバンク・ド・フランスに振り替えられる<sup>40)</sup>。

つまり、「それぞれのユーロダラー取引が米国の要求払預金の動きに映されているが、実際の取引は欧州で起こっている」ということが注目すべき本質的な点である<sup>41)</sup>。

ルウェリンは、米国の銀行システムにおける要求払預金は振り替えられるだけで変化しないのに、ユーロダラー市場でドル預金による貸付けが起こる事態を国際金融市場における信用の拡張と捉える。しかも、最終的に米国の銀行に要求払ドル預金を所有する者（この場合はバンク・ド・フランス）がオフショア銀行に再預金をすると想定すれば、この信用はピラミッド的に拡張することになる。

銀行システムにおける乗数的信用創造には二つの種類がある。(1)商業銀行組織の内部で顧客、投資銀行や政府が提供する担保（建物、土地あるいは機械などの実物資産、手形、社債、株式、国債などの有価証券等）にもとづいて通貨（要求払預金）を発行する真性信用創造（*genuine credit creation*）と(2)インターバンク預金から発生するピラミッド型信用創造（*pyramidina credit creation*）である<sup>42)</sup>。

ピラミッド型信用創造は、銀行間預金にもとづいて発生する。図2のステージⅢにおけるバンク・ド・フランスのように、米国内に最終的に要求払預金を所有するものが、その預金をふたたびユーロダラー市場に投入すれば、さらに

そのプロセスがくりかえされれば、乗数的に信用が拡張できる<sup>43)</sup>。

ピラミッド型信用拡張は、オフショア銀行による短期借・長期貸というユーロダラーあるいはユーロカレンシー市場における特徴的な信用取引のメカニズムを説明してくれる。

オフショア銀行は短期預金を取り入れて長期貸をしても、たえずユーロ預金を取り入れさえすれば、ロールオーバー（転がし）によって資金を補給できる。短期預金しか受け取らないオフショア銀行が、長期貸出を実行できるのは、インターバンク市場を通じて短期預金のロールオーバーが可能だからである。もちろんこのロールオーバーがいつも可能というわけではない。80年代前半の新興工業諸国の債務不履行問題や90年代のアメキシコ通貨危機、アジア通貨危機による不良債権問題が表面化すれば、インターバンク市場の機能も阻害される。

このように、オフショア・インターバンク市場でドルの金融供与が拡張されても、国内金融市場にある流動的なドル資金が枯渇するわけではない。もし当初の資金提供者（企業A）が海外の非居住者であり、それが信用を拡張する起爆剤となっているのであれば、なおさらそうである。

ユーロダラー市場と米国貨幣市場とを切断する契機は、米国国内市場が政府の経済財政政策によって規制されているという国内通貨供給の国民的「閉鎖性」、つまり国民経済の存在にある。ユーロダラー市場は、オフショア市場とし

40) *Ibid.*, pp.121-122. 尚、これは、G. Bell, *The Euro-dollar Market and the International Financial System*, 1973 (pp.15-17)にもとづいた説明である。

41) G. Bell, *op. cit.*, p.17.

42) D. T. Llewellyn, *op. cit.*, pp.122-125.

43) このピラミッド型信用創造論は、リトルがいう乗数的信用創造とは別物である。なぜなら、リトルの信用創造論はここでいう商業銀行による真性信用創造を指しているのであって、それ以上のものではないからである。

て米国通貨当局の規制を受けないがゆえに、国際金融市場として自立した金融市場として成長し、「出島」型オフショア市場として制度化された。しかるに、ユーロダラー市場における信用の拡張は、米国商業銀行の預金・決済システムと直接結びついている。言葉を変えれば、ユーロダラー市場は米国商業銀行組織の外延（extension）である。

ここにはパラドックスがある。ユーロダラー市場は米国国内金融システムと区別される、独自の国際金融システムとして存在する。だが、その一方で、国際金融市場としてのユーロダラー市場は米国商業銀行システムに基盤を置いている。

米国商業銀行がたんに「記帳係のペン先」で要求払預金所有者の名義を振替るだけの機能しかもたないのであれば、問題はない。もし、政府の積極的財政政策によって国内流動性が膨大になったとき、商業銀行は資金の貸付先を国内の投資銀行だけに求めるであろうか。また、米国通貨にインフレの懸念があるとき、国内流動性をかかえる民間企業や投資家は流動性の捌け口を国内金融市場だけに求めるであろうか。

## (2) シンジケート・ローンとIMFのコンディショナリティ

70年代の短期借・長期貸で目を引いたのは、新興工業諸国の政府あるいは政府関連企業に向けたシンジケート・ローンである。

引受銀行団（シンジケーション）によるシンジケート・ローンはオフショア市場のイノベーションであった。それは、国際銀行団（シンジケーション）が形成され、巨額の投資資金が借入国政府に融通されたからだけではない。シンジケート・ローン協定では、通常政府向け融資

（sovereign loans）にたいしクロス・デフォルト条項がついたあたらしい型の融資契約であったからである。

クロス・デフォルトとは、ある借入国政府が債務保証をした融資の一つにリスケジュールを求めらば、その政府が関与しているすべてのローンについてもリスケジュールしなければならないという政府向け銀行融資（sovereign loan）の条項<sup>44)</sup>であった。したがって、この条項のもとでは、政府が関与しているローンのひとつで返済上の問題をひきおこせば、それはすべての政府向け融資に波及し、巨大な不良債権が即座に形成されることになる。

シンジケート・ローンは、開発途上国を中心に国際銀行集団が巨額の長期資金を供与する信用拡張の新手法であった。この新手法には、オフショア銀行が二重の意味でリスクを回避する便法が組み込まれていた。融資の分散（シンジケーション）と融資銀行が全体として融資資産を管理するクロス・デフォルトである<sup>45)</sup>。

たしかに、デフォルトの際に、特定の銀行（集団）の抜け駆けを許さず、当該国の債務全般を融資銀行（集団）の総体が管理するというクロス・デフォルト条項は、債務回収の公平さ

44) 今日では、この条項は政府向けだけではなく、民間向けの貸付や債券発行にも採用されている。具体的には、債務者が他の債務で不履行を起こした場合を、当該債務で不履行があったとみなす事由にするという規定である。

45) 不良債権を累積した開発途上国のマクロ経済政策にIMFが世界銀行と提携して直接的に介入するコンディショナリティは、途上国政府融資にたいする国際銀行のイノベーション（クロス・デフォルト条項）と無縁ではない。

その意味で、ドル本位制後の変動相場の世界で国際収支調整メカニズムという機能を放棄して、開発途上国のマクロ経済政策管理者となったIMFの変質は、ユーロダラー市場を介した先進諸国銀行の融資行動と深く結びついている。

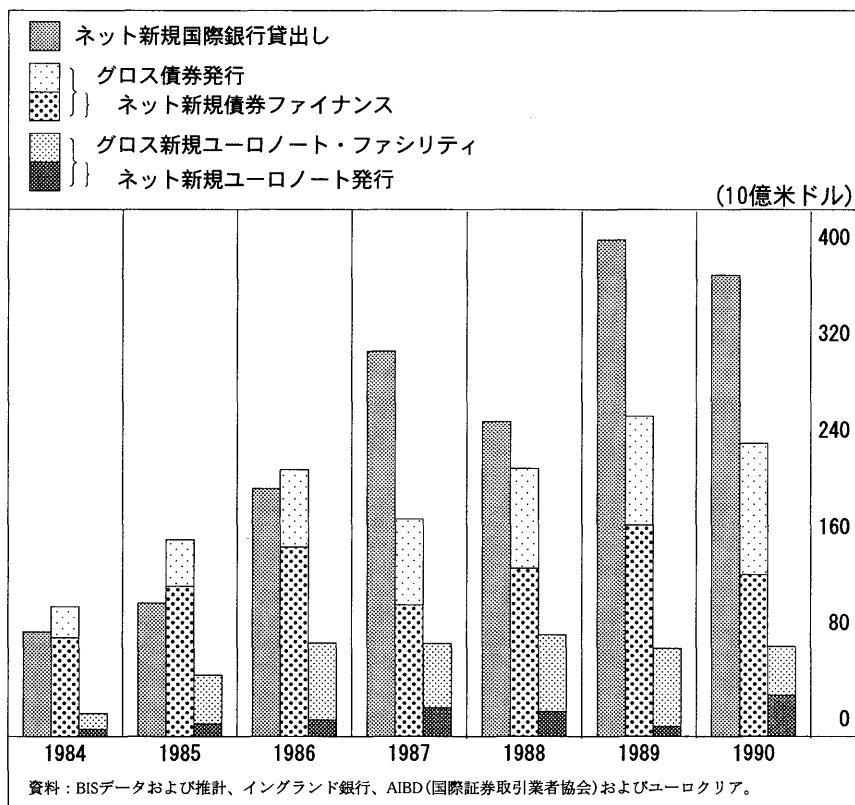


図3 80年代国際金融市場の動向

(出所) Bank for International Settlements, 61th Annual Report, 1991  
 (東京銀行調査部訳『国際金融レポート'91』【『経済セミナー』増刊号】150ページ)

を示しており、債務回収の安全性を保障するようにみえる。だが、この条項のゆえに、開発途上国の部分的返済の停滞が、一挙に全債務の支払停止としてあらわれ、その国の実体経済を破壊するエネルギーに転化する可能性をもっている。

これは、80年代の初め現実に発生した。第二次石油危機とそれに付随する世界インフレの危機の中で米国が進めたドル高・高金利政策はシンジケート・ローンに頼って工業化を進めていた新興工業諸国を突然の債務危機に陥れ、世界経済を一挙にデフレの波に包み込んだ。それと

呼応するように、IMFは融資銀行の相違を反映する債務返済を管理する国際機関というあたらしい機能を発揮し、返済不能となった諸国のマクロ経済政策に直接介入した。国際収支を調整するために設立されたIMFは、いまや国際銀行集団の債務を回収する国際支援機関として機能するようになった。

不良債権問題が深刻であった80年代前半には、国際的な銀行の貸出は開発途上国を中心に激減した。それが回復するのは、IMFが課したコンディショナリティのもとで累積債務が整理され始めた80年代後半であった (図3参照)。

## 5.2 ユーロダラー市場の膨張と信用の限界 ——外生的市場の膨張とオフショア銀行の対応

### (1) 市場の拡張と信用媒介機能の限界

いま、私は、預金通貨ドルを創造する米国銀行システム（真性信用創造システム）と国際流動性ドルが金融媒介機関によって金融資産に転換される信用拡張メカニズム（ピラミッド型信用創造）とを区別し、ユーロダラー市場における短期借・長期貸の構図をみてきた。

ユーロダラー市場は、国内商業銀行のように通貨創造機能をもたない。だが、米国通貨当局の規制の外にあるユーロダラー市場は、ドル供給そのものを創造する力はないが、米国商業銀行の組織と直接連動する米国貨幣市場、とくにインターバンク市場の外延として存在する。その中で、オフショア銀行のインターバンク市場を通じて、米国内の商業銀行に還流する要求払預金を再度国際流動資金に転換するピラミッド型の信用拡張が存在することを確認した。

私はすぐ前の項（4.2）の冒頭で、ユーロダラー市場にみられる特異な現象を二つあげた。ひとつは、オフショア銀行の特異な信用、短期借・長期貸であり、いま一つはユーロ市場の急激な膨張と収縮であった。

第一次石油危機と世界的なインフレをひきおこし、第二次石油危機とそれに連動した世界インフレの危機にさらした世界市場におけるドルの過剰供給、あるいは80年代前半に世界インフレを防止するために採用された米国内に吸収された過剰ドル（米国の金融引締めとドル高）は、どのように説明されるべきであろうか。

ユーロダラー市場が米国商業銀行組織の外延であるという規定性は、ユーロダラー市場の特性であった短期借・長期貸のメカニズムだけでなく、別の特質、つまりユーロダラー市場の急

激な膨張や収縮という運動を考えるさいにも、本質的で、重要な要素である。

ユーロダラー市場の膨張と収縮の背景には、(1)米国政府の政策と対応した米国銀行システムにおける通貨供給メカニズムと(2)世界市場における投機的なドル需要がある。

投機的なドル需要とは、第一次、第二次石油危機に象徴される石油価格の引き上げやドルを媒介に非ドル諸国の貨幣的資産を取得しようとする国際的貨幣資産選択があげられる。この後者は、結果的にはオフショア市場の多様化、複合化——つまり、ユーロマルク、ユーロ円、ユーロポンド、ユーロフランなどユーロカレンシー市場の成長——を促す。もっとも、ユーロカレンシー市場の成長と制度化は、ユーロカレンシー裁定取引（eurocurrency arbitrage）を活発にしてドル本位制を相対的に「安定」させるのであるが、この点については項を改めて言及する。

ユーロダラー市場の急激な膨張は、第一次石油危機と第二次石油危機を念頭において、米国銀行システムの通貨供給と世界市場におけるドル需要とが関わっていると指摘した。

1974年6月、チェス・マンハッタン・コーポレーションの会長ロックフェラーは、ユーロダラー市場へのドル供給関連して、つぎのように言及した。

「今年まで、120億ドル以上が工業諸国にたいし1974年度国際収支の赤字を埋めるために供与されてきた。

この処置によって限定された期間成果をあげることができるが、そこにはすくなくとも4つの大変深刻な問題がある。とくに、さきが見えない天文学的な金額が横たわっているという点で深刻である。

第一に、銀行は超短期の貨幣を受け入れ、

それを長期にわたって貸付けることを無期限につづけるわけにいかない。この問題は、中東諸国が、[資金の] リサイクルを充分になじむような、より長い期間にわたって資金を供与するという合意によってある程度緩和されるであろう。

第二に、これは期間の問題よりもっと深刻であるが、銀行はつまるところ慎重な信用リスク (credit exposure) の限界に突き当たる。特に、現在の国際収支がどのように解決されるかはっきりしない諸国に関してそうである。

第三に、産油諸国がその銀行預金を無期限に据え置くことは期待できない。産油諸国も、時間をおかず個別の銀行や個別の国にたいして慎重な [信用の] 限界を設けることになる。

最後に、資金リサイクルという形態は、金融ポジションが弱い低開発諸国にとって一時的な解決にもならない。たとえば、インド、バングラディシュおよびスリランカのような国は、商業金融市場ですべての資金を借り受けるという立場にはいない。<sup>46)</sup>

ここには、「論理的矛盾」ともいえる言質がある。それは、オフショア銀行が信用供与の限界をもつにもかかわらず、産油国を中心にユーロダラー市場に巨額の資金が滞留しているという事実をさしている。

石油資金 (ドル) のリサイクルとは、オフショア銀行の信用供与の力量をはるかに超えて、

ユーロダラー市場は成長してしまったという、ユーロダラー市場仲介銀行の困惑が、ロックフェラーの言葉に隠されている。

実際ユーロダラーを提供するオフショア銀行——とくに、米国銀行あるいはそれと組んだ国際銀行コンソーシアム——は、国際流動性の困難に直面しないように、他のオフショア銀行との間に信用枠 (stand-by lines of credit) を設定していた。とくに、自国通貨ドルでオフショア業務を行う米国系銀行は、米国のヘッド・オフィスを通してドル資金を手に入れていただけに、その制約がきびしかった。また、オフショア銀行は、貸付 (“loan commitment”) よりも期日に預金の満期構造 (“rate commitment”) をあわせるので、資産と債務の満期構造が流動性困難に陥るということはなかった。さらに、ロンドンではドル建譲渡性定期預金 (London dollar CDs) が開発されていたので、貸付金は市場で流動化できたはずである<sup>47)</sup>。

## (2) ドル本位制とユーロダラー市場の膨張

この事実、ユーロダラーの供給がかならずしもオフショア銀行を通じて拡張するのではなく、国際金融システムの外生的要因によっても発生することをおしえている。

70年代にユーロダラー市場が膨張した外生的要因は、米国のインフレーションによるドル価値の低下であった。この結果ドル建取引を強いられた産油諸国が石油の販売価格を引き上げ、ユーロダラー市場を膨張させる一方で、非産油諸国はその国際収支均衡を赤字構造に転換させられた。

ユーロダラー市場を急激に成長させた直接的

46) D. Rockefeller, “Financial Aspect of the Energy Situation,” speech delivered at 1974 International Monetary Conference (Session IV), Williamsburg, Virginia, June 6, 1974, cited from J. Hewson and E. Sakakibara, *The Eurocurrency markets and Their Implications*, Lexington Books, 1975, p.146.

47) J. Hewson and E. Sakakibara, *op. cit.*, p.147.

な引き金は、産油諸国の急激な石油価格の引き上げにあった。また、これによって、世界の諸国が国際収支の不均衡に陥り、ユーロダラーの粗金を需要する源泉ともなった。これは否定できない事実である。

それでは、なぜ産油諸国は、70年初めと70年代末に、二度にわたって、石油価格の大幅な引き上げを敢行したのか。それは、原油取引がドル建で行われていたからに他ならない。

すでに前稿で指摘したように、金の二重価格制（実質的な金ドル交換性の停止）、さらにはスミソニアン体制（ドル本位制と変動相場の世界）という国際通貨制度の大転換のなかで、米国が推し進めたのは、国益を追求した積極的な財政政策であった。このあたらしい環境は、一方では米国経済をインフレの危機に巻き込み、他方ではドルの価値を主要国通貨にくらべて大幅に減価させた。

国際的な事業活動を展開する米国企業も、オフショア金融ビジネスに収益源を見出した米国銀行も、外国為替取引を通じて価値が切りあがる通貨で資産を保有しようとするのは、理の当然である。ドルで石油を販売している産油諸国がそのドルで代金を受け取るかぎり、ドル建石油価格の代金を引き上げようとするのは、充分に理由のあることである。実際に、国際石油資本の支配下にあり、ドルで販売する産油諸国は、販売価格の切り上げに走った。

さきに、ユーロダラー市場に大量の国際流動性（ドル）が滞留する一方で、オフショア銀行がその国際流動性を媒介する機能（信用供与）の限界が存在する事態に困惑し、そこに「矛盾」が存在するといった。その理由は、国際流動性（ユーロダラー）の供給が、オフショア銀行がそれを需要する側に仲介することができな

いほどに大きく膨らむという需給のアンバランスを指している。つまり、ユーロダラー市場には供給システムと需要ないし需要媒介システムとの間に、システム的な離反（trade-off）がある。

米国経済システムのなかで、特に政府が巨額の赤字国債を発行する中で、それを担保に米国銀行システムが創造した巨額の通貨供給（国内信用の膨張）は、銀行システムがユーロダラー市場に吐き出す原資となり、そのユーロダラーが外国為替市場を媒介に諸国の貨幣的資産に還元された。

しかし、ドル本位制のもとでは、ユーロダラーが他の通貨建資産に転換されても、米国内の銀行組織には要求払預金は滞留する。それを原資として、さきにみたピラミッド型の信用創造がひきおこされる。ドルの主要国通貨への転換は、一方では関係する諸国がインフレを輸入することになり、他方ではインフレを避けるために自国通貨建オフショア市場の成長を促すことになる。

オイル資金が世界の諸国の国際収支不均衡問題を解決するリサイクル資金となったという現実には、国際通貨システムの矛盾を端的に表現していた。そこには、二つの対立するカテゴリーが、同じ一つの源泉から湧き出ている。

米国政府と米国銀行組織が創造したドルの過剰な供給は、その銀行組織あるいはそれに付随する金融組織を通じて、ユーロダラー市場に流れ出す。しかし、その過剰資金を運用する銀行組織はユーロダラー市場で他のオフショア銀行に資金を貸付ける場合には、資金運用の限界（stand-by lines of credit）をもっており、流動性の困難に直面する。

第二次石油危機の後、米国政府が積極的財政



政策に終止符を打った。ドル価値の切り上げと高金利政策によって、国内経済の資金逼迫を醸成しつつ、ユーロダラー市場から国内へとドルを吸収したのは、この矛盾の一つの解決方法であった。

80年代後半以降、ユーロダラー市場の急激な膨張と収縮という現象は影を潜めた。米国経済の回復と財政政策の復活があったにもかかわらず、ユーロ市場は急激な膨張と収縮の波を経験することはなかった。この背景にユーロダラーをとりまく新しい環境、ユーロカレンシー市場の成長とクロスボーダーをなくした資本自由化の流れがあった。

## (2) 国際流動性の膨張とオフショア銀行の対応

石油価格の高騰によって発生した諸国の国際収支不均衡が、一方では産油諸国が米国銀行組織に大量のドル債権を堆積し、他方では大きなドルの需要源をつくりだした。この国際流動性の供給と需要との関係が、オイル・ダラーのリサイクルを考える基本定式であった。

だが、その定式はリサイクルの可能性を示すものであって、リサイクル運動の必然性を説明するものではない。このリサイクルが現実にかかるためには、オフショア銀行が米国銀行組織と経常収支の穴埋めする非産油諸国との間に介入する必要がある。産油諸国が米国銀行組織にもつドル請求権 (dollar claims) が、国際流動性 (すなわちユーロダラー) として供給されるには、その流動的なドル資金を中長期資金として供給するオフショア銀行の存在が不可欠であるからである。

後に実体経済の成長を背景にもつ新興工業諸国の中長期融資には、シンジケート・ローンで対処したオフショア銀行も、石油価格の大幅な

引き上げによって生じた経常収支の不均衡を調整する資金 (しかも、中長期資金) を融通することはできなかった。

実際にオイル・マネーのリサイクルが必要な時期に、米国系銀行の在外支店が本店に宛てたドル請求権は減少した。73年から74年にかけて中長期預金の割合が激減したという事実も確認できなかったにもかかわらず、ユーロダラー市場へのドルの供給は行われなかったのである。

いいかえると、「ロックフェラーや他の銀行家がオフショア銀行の流動性ポジションが悪化した」というのは、産油諸国が保有するドル請求権が短期的性質をもつのにたいし、非産油諸国は国際収支の不均衡を調整するために中長期資金を必要とする貸付と借入との間のミスマッチを意味したはずである<sup>48)</sup>。ところが現実には、このリサイクルは、非産油国側の信用度の低下を反映して、短期性の債務と短期性の債権という不安定な状態で循環していた<sup>49)</sup>。

オフショア銀行家の「国際流動性ポジション」の不安は、彼らが行っている銀行業務そのものにあったのではなかった。彼らは、預金債

48) アッシュビー (D. Ashby) は、オフショア (ユーロダラー) 市場における総預金債務と総貸付債権との期間的ミスマッチを「全ミスマッチ・レイシオ」(overall mismatch ratio) とよんでいる。これはあらゆる期日の全資産にたいして全債務をくらべ、それぞれの期日の純ポジションを示している。

彼によれば、オフショア銀行の流動性ポジションは、当時大きな期日のミスマッチはみられなかった (D. Ashby, "Analyzing the Maturity Structure of the Eurodollar Market," *The Banker*, July 1973, pp.769-73)

49) J. Hewson and E. Sakakibara, *op.cit.*, pp.150-153.

オイル・マネーが安定した預金債務でなく、たえず期間がたえずかわる浮動的預金債務であり、時には財務省証券に転換される不動性の高い資産であった。「預金資金の、この潜在的な浮動性が借入国の信用不安の増加と結びついているとき、オフショア銀行は不安定な立場にたたされていた。」(J. Hewson and E. Sakakibara, *op.cit.*, p.151.)

務の期日にあわせて貸付資産を形成するという期日整合性原則を遵守しており、とくに借入先の信用が安定しない状況のもとでは短期の預金債務に短期の貸付債務を対応させている。

問題はつぎの点にあった。すなわち、開発途上国だけでなく、先進諸国にも発生した巨大な国際収支の不均衡をまかなう中長期資金が必要とされ、しかもそこには膨大な量の国際流動性（ドル）が堆積されている。だが、中長期ドルの需要は短期のドル供給と対応し、それを埋め合わせるドル資金が、きわめて短期のサイクルで循環を繰り返している。この循環の担い手がオフショア銀行であり、循環が継続的に進行するのか、あるいはある時期に切断され、金融的混乱に巻き込まれるはしないか、という不安である。

## 6 ドル本位制か、新しい国際通貨システムか

### 6.1 国際金融組織の变革

#### (1) 債権の流動化と国際的資産選択

変動相場の世界で「弱いドル」が途上国経済を開発させるエネルギーとなった。けれども、その「弱いドル」は、違った方向から痛烈なボディーブローを浴びた。二度目のオイルショックである。米国あるいは世界石油資本の影響下にあり、ドル決済を貫いていた産油国（OPEC）は、「弱いドル」の代償に79年石油価格の引き上げを敢行した。70年代初頭について、世界的インフレの危機が到来した。

石油価格の急騰は、工業化を進めていた世界の諸大陸の新興工業諸国（NICs）の成長にブレーキをかけた。加えて、米国は世界インフレの再燃に直面して、高金利政策を採用し、ユーロ市場に溢れでたドルを国内に吸収した。いわ

ゆるドル高・高金利の時代である。

シンジケート団を形成し、ドルの短期借・長期貸、とりわけシンジケートローンを展開していた国際銀行組織は、結果的にはクロス・デフォルト条項によって新興工業諸国の債務累積問題を増幅させ、自身が深刻な打撃をうけた。ドル高・高金利政策のもとで、発展途上諸国は、返済を履行できない債務を雪だるま的に累積させ、債務返済のためのリスクジュールに追い込まれたからである。

予期しなかったカントリーリスクの発現と不良債権の累積によって深刻な打撃をうけたオフショア銀行は、短期借・長期貸という従来の融資方法にかわって、貸付債権を累積しない金融手法を開発した。ユーロ銀行は、譲渡性預金証書（certificate deposits）やユーロボンド、ユーロノートなど二次市場で流通する金融商品で転貸をおこなうようになった。この債権の証券化、すなわち債権の流動化が、80年代の国際金融市場にあらわれた第一の变革であった。

たとえば、NIF（note issuing facilities）や類似のRUF（revolving underwriting facilities）、NPF（note purchase facilities）など中期の債券は、銀行団が引き受け、企業や政府など発行体が必要とする資金調達額を確保できるよう保証する融資方法である。これは、シンジケート・ローンに替わる融資方法として、ユーロ市場で発展した。

預金や貸付の証券化とは、リスクをもつ債権を市場流動性（marketability）にかえる手法の開発である。国際金融の証券化とは、変動相場の世界では通貨価値が不確実であり、ユーロカレンシーの世界では金利構造が不確実であるという不確実性の世界がうみだした、きわめて時代性の強い金融手法をあらわしている。

債権の証券化とならんであらわれた第二の変革は、ユーロカレンシーを構成する個々の市場相互の間で通貨スワップや金利裁定取引が頻繁に繰り返される国際的資産選択運動の進化である。すなわち、ユーロダラー、ユーロ円、ユーロマルク、ユーロポンドなどの金融債権は、相互に連鎖的に資産転換され、複合的な市場として市場の「統合」がはかられた。

たとえば国際金融市場を牛耳る大手のオフショア銀行は、巨額の預金ベースと貸付ポートフォリオをもっている。それらの投資資金（預金債務）と融資はさまざまな通貨建で構成され、さまざまな期日をもっている。つまり、通貨間あるいは期日の点で預金債務と貸付機会との間にミスマッチが生じる。その結果、貸付に見合う資金調達を調整しようとして、その内部でさまざまな通貨スワップ取引をする。

投資スワップと融資スワップの一例をあげよう。オフショア銀行甲が顧客Aからスイスフラン建1か月もの預金を受け、顧客Bに1か月ものドル融資を要請されたとする。そのとき、オフショア銀行は、スポットでスイスフランを売り、ドルを買う一方で、1か月の先物でスイスフランを買い、ドルを売る。

この取引は、スイスフラン建1か月預金を為替市場で売って1か月ものドル資金を調達し（ドル建1か月預金を受け入れ）、ドル融資に応じる。その一方で1か月後にドルを売り、スイスフランを買い取る契約をして、返済されたドルでスイスフランを買い戻す約束である。

もちろんオフショア銀行甲は、顧客Aの預金の融資先をスイスフラン建で探し、別途ドル資金を調達して顧客Bの融資要請にこたえることもできる。この場合は、スイスフランのオフショア市場とドルのオフショア市場は関連性の

ない独立した市場として存在する。しかし、これは最善の方法としては採用されない。なぜなら、この方法だとスワップを利用した呼び値スプレッド (bid-and-offer spread) を逃すばかりか、追加されたドル資金の調達（ドル預金）とスイスフラン投資は銀行のバランスシートを増加させる。つまり、資産が増えるだけで収益はかわらず、銀行の資産収益率 (ROA: return on assets) を低下させるからである<sup>50)</sup>。

このようにオフショア銀行は、収益の増加と損失の減少を求める一方で、貸借対照表に記載されないオフ・バランス・シートの債務や資産を利用して金融取引を遂行するわけであるが、その方法はスワップにかぎったことではない。債務保証、手形引受、リースや製品引取保証といった伝統的手法のほかに、すでに指摘したNIF、RUF、先物、オプションその他の派生的商品がある。

## (2) 金融市場のグローバル化の意味

スワップの背後には為替市場におけるスポット取引と先物取引がある。この事例は国際金融市場がどのように「統合」されているか、端的に示している。それぞれの市場を結びつける環節、すなわち国際金融市場を「統合」する環節は外国為替市場であり、変動する為替相場を媒介にして複合的なオフショア市場（ユーロカレンシー市場）はひとつの市場として連鎖している。私たちが目にしている国際金融市場の「統合」とは、変動相場の世界でその価値を浮沈させ、ある資産から別の資産へ、ある通貨から別の通貨へ変身するボラタイルな、中心軸のない

50) P. Bishop and D. Dixon, *Foreign Exchange Handbook: Managing Risk & Opportunity in Global Currency Markets*, McGraw-Hill, 1992, p.71.

組織体に他ならない。

金利裁定取引も、変動相場の世界では通貨スワップが重要な意味をもつ。また、日常的にくりかえされる中央銀行の介入も国際金融市場と外国為替市場の有機的な連関をあらわしている。

債権の市場流動性の創出は、ドル本位制が創りだした国際通貨金融組織、すなわち変動相場世界に漂う複合的オフショア市場（ユーロカレンシー市場）に適合した金融手法の変革である。変動する相場と通貨間の資産選択とは、表裏の関係にある。諸通貨の相場が変動すれば、価値を劣化させた通貨は価値が上がった通貨へむけてシフトし、資産の転換がおこるからである。

非流動的な貸付債権が流動化できない場合には、このような資産選択や資産転換は新金融手法デリバティブを用いて展開される。金融派生商品市場の盛況は、債権の流動化の別の表現形態である。

債権の流動化と資産の転換というオフショア市場の変革は、期日をもつ商業的債権、金融的債権の流動化にもあたらしい環境をもたらした。これらの債権契約の部品である通貨や利子率の交換（スワップ）や交換機会の取得（オプション）を可能とする金融派生商品（デリバティブ）市場が発達したからである。デリバティブ市場の成長は、債権の流動化と国際的資産選択運動の帰結であり、申し子であった。

80年代に進捗する国際金融の証券化と国際的資産選択運動は、ドル本位制がうみだした変動相場の世界と複合的国際金融市場の運動形態である。これは、さらに金融商品のデリバティブ化、スワップやオプションという金融契約の一部を分解し、部品ごとに新しい契約通貨・金利

の取替・選択をつくりかえる、とてつもない複雑な作業の場、デリバティブ商品市場を創出した。

ドル本位制が成立せず、変動相場の世界やユーロカレンシー市場が今日のように発展していなければ、金融の証券かもなかったし、デリバティブ商品という部品の一人歩きもなかった。あったとしても、これほどまでに庶民的知名度をもつことはなかったであろう。

人びとは、ドル本位制が創造した金融資産が不安定に動揺する世界と先の見えない不確実な世界を凝視しようとしな。それを優雅に無視（benign neglect）して、不確実でリスクの多い世界が生み出した鬼子の世界、金融技術の複雑さに目を奪われる。

複雑な金融技法は金融手法の進化を意味する。誰も知らない金融技法が短期間につぎつぎと生みだされている。この金融技術の進化は、経済の社会の進歩を意味しているのであろうか。逆に、その技術革新を進めている環境、ドル本位制を蝕み、食い荒らしているのではないか。

## 6.2 金融革命と新しい国際通貨システム（EMU）形成

### （1）市場主義と金融革命

ユーロカレンシー市場は、国家規制をもたないか、規制の度合いがきわめて小さい、規制なき世界である。だが、それは単一のシステムとして統合された世界ではけっしてない。変動相場の世界でたえず動揺する諸通貨の価値関係、外国為替市場に媒介された不安定な金融世界である。

ユーロダラー市場は、米国貨幣市場に根をもつ国際金融市場である。ユーロマルク市場も、

ユーロ円市場も、またその他のオフショア市場もそれぞれの国民的貨幣市場に根っこをもっている。ユーロカレンシー市場は、このような階層的な市場であるがゆえに、国民的な通貨価値がそれぞれの間で動揺し、利子率が諸国民経済の亡霊として私たちの前でたえず変動するのである。

ユーロカレンシー市場には、諸国民経済の影である為替相場や複合的な国民的利子率が存在し、複雑に入り組んだ構造をもっている。その市場は、さまざまな素材が諸国の通貨・財政当局の規制を離れてひとつの皿に盛り合されているだけにすぎない。いってみれば、諸国民経済の影を寄せ集めたサラダ状の市場であって、諸国民的貨幣市場が統合された単一市場ではない。

市場主義は、ユーロカレンシー市場がもつ複合的な市場構造を「統合された市場」と誤解し、諸国の貨幣金融市場の壁をはずして「真に統合された金融市場」を創れと声高に叫んでいる。市場主義、とくに合理的期待形成の理論によれば、金融革命は、規制のない国際金融に対応した金融技術の進化であり、伝統的な国際通貨システム、ドル体制のもとで合理的な国際金融市場を発展させる力である。

諸国の通貨価値と金利が揺れ動くユーロカレンシー市場と複雑な金融取引のメカニズムのなかで発展した高度な金融技術の開発——、これは、ドル体制として構築されている世界経済と国際金融システムを安定させる力になるのであろうか。レッセ・フェールにもとづいた、管理なき諸国通貨・金融市場の「統合」は、ドル体制を内部から蝕む獅子心中の虫となる現実性はないのであろうか。

市場主義が、統合された金融市場と考える

ユーロカレンシー市場では、諸通貨の相場と金融商品（さらにはその部品であるデリバティブ金融商品）の価格は、暇を閉じる暇もないほどに変動をくりかえし、金融技術の革命もすすんでいる。

金融商品はきわめて複雑となり、譲渡性定期預金 (CD)、ユーロカレンシー勘定、ユーロボンド、変動利付債券、プットオプション付債券、ストリップ債、オプション、金融先物、先物オプション、カレンシースワップ、金利スワップ、交換可能債券、クレジット・デリバティブ、などなど、さまざまな金融手法が開発され、ポートフォリオとしての取引の輪は迷路のように連鎖している。複雑なメカニズムをもった国際金融市場は、誰の目も日々進化し、変容しているのがわかる。

金融革命は、通貨金融・財政当局の国家的規制はないが、主要国の通貨価値が変動し、複合的な金利構造が動揺するなかで、リスクをヘッジし、利殖の機会をうかがう金融手法の開発であり、その意味でドル本位制という時代の申し子である。つまり、変動相場と複合的なユーロカレンシー市場が創りだしたリスクの世界でおこっている、複雑な金融技術の開発——、これが、金融革命である。

## (2) 投機の世界とEMUの世界

ドル本位制は、わずか30年の間に、変動相場の世界とユーロカレンシー市場を創りだし、金融の証券化と金融革命（金融契約の解剖とその部品の商品化）を推進した。

変動相場の世界とユーロカレンシー市場とは、不確実、したがってリスクの世界の別名である。この二つのリスクの世界は、G7による国際通貨金融協力という政治的重心と複合的は

国境なき金融市場（ユーロカレンシー市場）という無秩序な市場とによって、動いている。

頻発する通貨危機は、証券化した市場とデリバティブ商品に溢れたリスクの世界に源をもっている。このリスクの世界では不確実性を予測してリスクをヘッジし、利殖の機会をうかがう投機活動こそ、合理的経済人の行為である。市場主義者がいう合理的期待形成の論理は、投機的集団取引を学問的に合法化する手段であった。

しかし、投機を学問対象としたノーベル賞学者が設立メンバーであった米国のヘッジ・ファンド（LTCM）は、投機の学問的合理性を証明するのではなく、アジア通貨危機とそれに付随したロシア通貨危機のなかで憤死した。

この投機のシステム、ドル本位制の世界のそばに、それとはまったく別のシステムが99年に誕生した。欧州通貨同盟（EMU）がそれである。

EMUは、ドル本位制の成立と発展の過程とほぼ歩調を合わせて形を整え、LTCMの崩壊にあわせるようにその完成した姿をあらわした。EMUの理念は、二つに集約できる。第一は、实体经济の面で加盟諸国を同質化し、単一の市場を形成することである。第二は、ドル体制のように、特定の国の通貨を国家間の不均衡を調整する国際流動性とはせず、SDRのように第三の共通通貨を創設することであった。この通貨は欧州通貨制度（EMS）のもとではecu（エキュー）とよばれたが、99年に発足したEMUではeuro（ユーロ）と命名されている。

この通貨同盟で大切なことは、加盟国が財政の均衡と国際収支の均衡に責任をもつ、シンメトリな国際通貨協力を目指している点である。したがって、この世界には、変動相場の世

界はない。規制のない複合的な通貨金融市場ではなく、複合的な金融市場を単一の通貨（ユーロ）で統合した政策的な試みが、いま実行に移されようとしている<sup>51)</sup>。

投機を市場活動の「見えざる手」と考えるドルの世界にたいし、ユーロの世界は、この投機活動を閉じ込めるために、規制のシステム、調整のシステムが必要と考えている。

金融市場の証券化、不断の国際的資産の転換、あるいは債権のデリバティブ化はたしかに金融革命であり、禁輸商品世界における進化である。同じように、SDRの理念を発展させて、实体经济と貨幣金融市場の単一市場を形成しようとするEMUもまた進化のプロセスである。

問題は、特定の金融グループが自己目的のために推進した革新か、それとも諸国家が、实体经济と金融経済の両面で、共通の利害をもち、成果を共有できるような革新か、にある。人体という有機的システムの一部、たとえば免疫系が自己目的的に進化すると、共存関係にあるほかの組織を瓦解する不協和の力ともなる。これは、今日、免疫学の研究が教えるひとつの真実である。

ドル本位制が創造した金融革命と欧州共同体が創設したEMUとは、進化の意味を私たちに問いかけている。

〔九州大学大学院経済学研究院教授〕

51) EMUが単一の通貨（ユーロ）で決済され、貸付され、価値保蔵されることで、国民経済と同じ貨幣金融市場ができたことを意味しない。

たとえば、EU加盟国は、国際収支及び財政赤字を特定の水準に維持するように義務づけられており、ここには「国民経済」の一面をはっきりと確認できる。