

「ドル本位制」と国際資金循環の不安定性

山本, 栄治
甲南大学経済学部 : 教授

<https://doi.org/10.15017/4362396>

出版情報 : 経済學研究. 66 (4), pp.45-64, 1999-12-31. 九州大学経済学会
バージョン :
権利関係 :

「ドル本位制」と国際資金循環の不安定性

山 本 栄 治

[1] はじめに

1990年代になって通貨危機が続発している。これは現在の国際通貨システム＝「ドル本位制」が制度疲労を起し、限界に近づきつつあることを意味する。だが、アジア通貨危機の初期段階までは、G7の国々特に米国は、アジア通貨危機の原因をクローニー資本主義がもたらした国内構造問題とみなしており、「ワシントン・コンセンサス」に基づいたIMFの構造調整策によって対処しようと考え、国際通貨・金融システム改革の必要性を認めようとはしなかった。

しかし、通貨危機は98年春にはスハルト体制を崩壊させる政治・社会危機へと発展した。さらに夏になると、ロシアからブラジルへと伝染し、途上国全体を巻き込み、世界の金融資本市場に大きな混乱を生み出した。その際、ヘッジファンドのロング・ターム・キャピタル・マネジメント (LTCM) が国際投資失敗による巨額の損失を出した。LTCMは、1998年夏には、40億ドルの自己資本で1250億ドルの資産を運用 (レバレッジは約30倍) しており、デリバティブ取引の想定元本の合計が1.4兆ドルにも達していた。しかし、ロシア通貨危機を契機に世界の金融資本市場が混乱したことにより、デリバティブ取引の値洗い (mark to market) が行われると、LTCMは巨額の担保割れが生じて、

資金供給していた金融機関からのマージン・コール (追加証拠金請求) に答えられなくなってしまった。LTCMが破綻すれば、同社に巨額の貸出を行っている欧米の有力金融機関は不良債権問題を抱えるだけでなく、同社の巨額のポジションが急速に手仕舞われることから、ニューヨーク金融市場にシステミック・リスク発生の可能性が顕在化した。そこで、ニューヨーク連銀の仲介により同社に巨額の貸出を行っている欧米有力金融機関が36億ドルの緊急資本注入 (同社の株式総数の95%と交換) を実施したことによって、ようやく国際金融市場の中心部での危機発生が一步手前で回避されたのである¹⁾。

LTCM救済劇は米国版の奉加帖方式による金融機関救済であり、米国にも「金持ち仲間」のクローニー資本主義が存在したとの印象を世界に与えることになった。その結果、LTCM救済劇を契機に、米国の態度は変化した。通貨危機の原因は、アジア固有の構造問題 (クローニー資本主義) がもたらした国内銀行危機だけ

1) BIS, Committee on the Global Financial System, *A Review of Financial Market Events in the Autumn of 1998*, 1999, 日本銀行訳, 『1998年秋の国際金融危機』, 11頁。またIMFの報告書によると、LTCM危機後、株式市場では、米国市場で約20%の下落、欧州市場では35%の下落を経験した。投資家は「質」および「流動性」への逃避に走ったため、政府債利回りは第2次大戦後最低水準を記録し、民間社債との金利スプレッドは最大幅にまで拡大した。C. Adams, D. J. Mathieson, and G. Schinasi, *International Capital Markets*, 1999, IMF, p.7.

ではなく、不安定な国際資本移動が大きく関与していたことを認めざるをえなかったからである。そこで98年10月の G7 蔵相・中央銀行総裁会議は、アジア通貨危機を国際通貨・金融システムの危機と位置付け、「システムに重大な脆弱性がある」ことを認め、制度改革に向けての報告書作成に着手した。

G7 が現行の国際通貨・金融システムの欠陥を公式に認めたのは、変動相場に移行した70年代初め以来の出来事である。その報告が『国際金融システムの強化：G7 蔵相からケルン経済サミットへの報告』として99年6月のケルン・サミットに提出されて承認された。以後、G7を舞台に「国際金融システムの強化」のため、IMFの改革、途上国の「透明性の強化及び最良の慣行の促進」、そして「先進国における金融規制の強化」が議論され、制度改革に向けて以下の努力が始まった。(1) IMF の新規融資制度の創設。(2) 金融市場の監督及びサーベイランスの国際協力を強化するため金融安定化フォーラムを創設し、「高レバレッジ機関、オフショア・センター及び短期資本フローの影響を検討」する。(3) 公的機関及び民間金融機関に「透明性に関する行動規範及び最良の慣行に関する基準」を早急に作成し適用する²⁾。

本稿の目的は、通貨危機を契機に注目されるようになった国際資本移動の「過剰」性と「不安定」性について分析することである。その際、われわれは「先進国における金融規制の強化」がなぜ必要なのかを明らかにするため、国際資本移動の中心軸をなす米国をめぐる国際資本取引、特に「高レバレッジ機関、オフショア・

センター及び短期資本フローの影響」に焦点をあてる。

[2] 「ドル本位制」の特徴

現在の国際通貨システム＝「ドル本位制」がどのような特徴を持ち、どのように運営されてきたのかを確認しておこう。第二次大戦後に出現したブレトンウッズ体制は、事実上の「金・ドル本位制」として運営された。だが、固定相場制を支えていた金・ドル交換が1971年に停止され、73年春に先進諸国がそろって変動相場へ移行した結果、「金・ドル本位制」として機能してきたブレトンウッズ体制は崩壊して「ドル本位制」が出現した。「ドル本位制」の特徴は以下の2点にある。第一は主に先進諸国の民間国際資本移動に支えられている点である。第二は、第一の特徴でカバーできない部分を補完するものとして、通貨当局(80年代末までは先進国、90年代以降は途上国)の国際資本移動(公的外貨準備ドルの増加)に支えられている点である。

まず、第一の特徴である民間の国際資本移動について検討しよう。「ドル本位制」は、金本位法をもつ国際金本位制や国際協定をもつブレトンウッズ体制とは違って、いかなる制度的基礎ももたない「ノンシステム(nonsystem)」だという点に特徴がある。それは、国際収支調整や国際流動性の需給調整をすべて市場(外国為替市場と国際金融市場)にゆだねる「システムの民営化(the privatization of system)」によって運営される、という意味である³⁾。具体的には、「公的規制と法を民間の機構によっておき換える」ことであり、市場での行動原理と

2) 『国際金融システムの強化：G7 蔵相からケルン経済サミットへの報告』、大蔵省訳、1999年6月18-20日、<http://www.mof.go.jp>。

3) 拙著、『基軸通貨の交替とドル』、有斐閣、1988年、第7章、を参照されたい。

して国民国家の権威よりも国際会計基準（資産・負債の時価評価）、BIS 規制（銀行の自己資本比率規制）、民間信用格付け機関、そして国際商事仲裁制度などの「非国家的権威」が重要視されるのである⁴⁾。

「システムの民営化」を可能にした要因は、①過剰な国際流動性（過剰ドル）の存在、②変動相場下で進展した金融の自由化・国際化、③情報・通信技術の発達である。過剰な国際流動性が供給されたルートは2つある。一つは米国経常収支赤字である。もう一つは、変動相場下で各国の金融自由化・国際化が国際金融市場（ユーロ市場）へのアクセスを容易にしたことである。つまり、ユーロ市場を利用した国際金融仲介が発展し、各国は米国国内金融市場を経由せずに国際資本取引を行うことができるようになったのである。

ブレトンウッズ体制下では、固定相場維持のため「国際収支節度」を遵守しなければならず、大幅な経常収支不均衡をだせない制度的メカニズムが埋め込まれていた。だが、変動相場へ移行すると、「国際収支節度」が緩和されたことまた金融の自由化・国際化により国際金融市場へのアクセスが容易になったことにより、経常収支不均衡が大幅に拡大した。先進12カ国経常収支不均衡の対 GDP 比率の平均値を比較すると、1960～73年は1.3%であったのが、1974～89年が2.2%、そして1989～96年が2.3%へと約1%上昇したことが確認できる⁵⁾。

このような経常収支不均衡拡大傾向を反映して、対 GDP 比率でみた先進国のネットの国際

資本移動は、(図1)に示されているように、1973年以前の1%以下の水準から1974年以降の2～2.5%へと上昇した。だが、現代の国際資本移動の特徴は、ネットのISギャップ（経常収支不均衡）をはるかに上回るグロスの国際資本移動が生み出された点にある。(図2)はグロスの国際資本移動を対 GDP 比率で表したものである。同図から、1974年から1980年代中頃まではグロスとネットの国際資本移動がほぼ同じ水準（2～2.5%）で一致していたのが、80年代中頃以降両者の乖離幅が急拡大していくことが確認できる。まず、1985～94年の10年間は6～8%であり、それ以前の水準の約3倍へと上昇した。そして1995年以降、グロスの国際資本移動は急増し、97年には14%に達した。

過剰な国際流動性ドルの存在は、国際決済面では銀行間外国為替市場においてドルの為替媒介通貨（vehicle currency）⁶⁾機能独占を可能にさせた。過剰な国際流動性ドルの存在はまた、国際金融市場において情報・通信技術の発達と結びついてデリバティブに代表される金融革新を生み出した。その結果、変動相場下でリスクと不確実性が高まったにもかかわらず、膨大な民間国際資本移動が生み出され、ドルによる国際決済と国際収支ファイナンスが円滑に行われるようになったのである。

第二は、基本的には民間の国際資本移動が「ドル本位制」を支えているのであるが、それを補完するのが先進国や途上国の通貨当局が行う国際資本移動（公的準備ドルの増加）だという点である。変動相場を採用する先進諸国は90年代

4) Sakia Sassen, *Losing Control?: Sovereignty in an age of Globalization*, 1996, サスキア・サッセン著・伊豫谷登士翁訳、『グローバリゼーションの時代』, 平凡社, 1999年, 23頁。

5) M. Obstfeld, "The Global Capital Market: Benefac-

tor or Menace?," Center for International and Development Economics Research, *Working Paper Series*, C98098, May 1998.

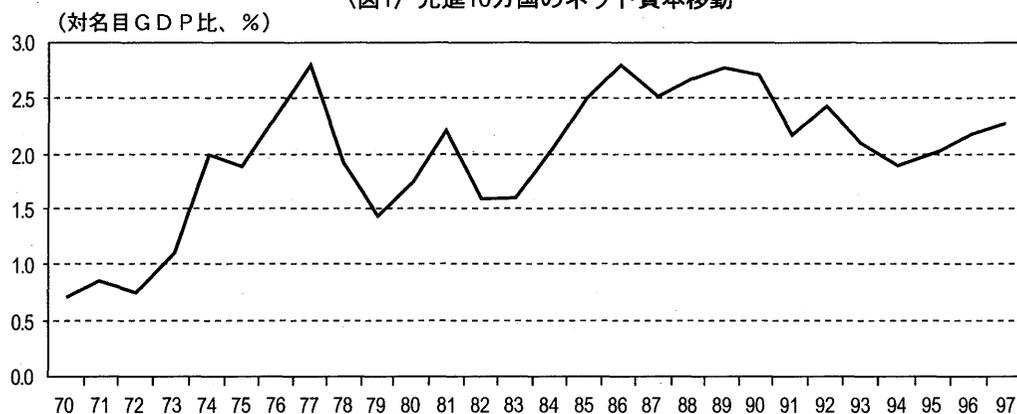
6) 拙著、『国際通貨システム』, 岩波書店, 1997年, 第6章, を参照されたい。

以降顕著なドル離れを進展させているが、他方で弱体化しつつある「ドル本位制」を補完しているのが途上国採用の「事実上のドル・ベッグ」政策である。途上国の「事実上のドル・ベッグ」は、彼らの経済発展とともに公的準備ドルを増大させ、その背後で貿易契約通貨や投資通貨の国際金融取引において膨大な民間のドル建て取引を拡大させる作用をもった。

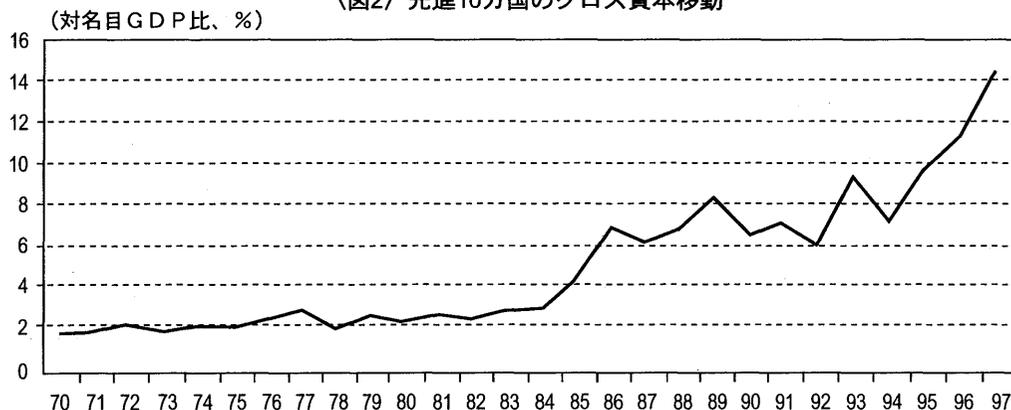
〈図3〉はグループ別にみた外国為替準備高である。同図から、1973年の変動相場移行から

1980年代末までの期間、先進国グループ（21カ国）と途上国グループの両者ともに同じ様な増加ペースで外国為替準備高を増加させていたことが確認できる。だが、90年を境に両者は対称的な動きを示している。途上国の外国為替準備は90年を境に急増している。途上国グループは90年の約2000億 SDR から98年の約7000億 SDR へと3.5倍も増加した。他方、先進国グループは同期間に約4000億 SDR から約5000億 SDR へと1.25倍しか増加しなかった。その結果、途上

〈図1〉 先進10カ国のネット資本移動



〈図2〉 先進10カ国のグロス資本移動

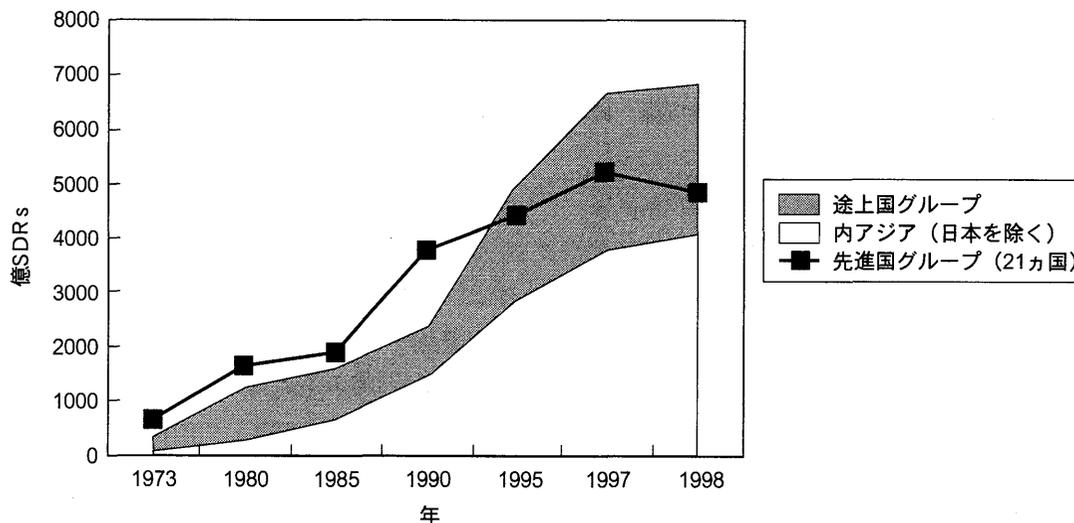


(注) 10カ国はオーストラリア、カナダ、フランス、ドイツ、イタリア、日本、ノルウェー、スウェーデン、英国、米国。

(原資料) IMF, *Balance of Payment Statistics*

(出所) 翁邦雄・白川方明・白塚重典「金融市場のグローバル化：現状と将来展望」、『金融研究』（日本銀行金融研究所）、1999年8月。

〈図3〉グループ別にみた外国為替準備高



(出所) IMF, *International Financial Statistics: Yearbook, 1998. International Financial Statistics, May 1999.* より作成。

国外為替準備高は先進国を抜き、98年にはその1.4倍になった。90年代に入って途上国の外国為替準備が急増したのは、次章で説明するように、エマージング・マーケット（新興市場）と注目された一部途上国へ経常収支赤字を大幅に上回る「過剰な」資本流入が発生したからである。

注意すべき点は、先進諸国グループの外国為替準備高に占める日本のシェアの高さである。日本一国だけで先進国公的外貨準備高の約1/3を占める。そのことは、1990年代に入って日本を除く先進国でドル離れが急速に進展していることを意味する。特にEU諸国のドル離れが顕著である。その理由は、1990年代に入るとEU諸国がドイツ・マルクを為替媒介通貨、基軸通貨として利用するようになったからである⁷⁾。

先進諸国は対ドルでは変動相場を採用していることから、通常は「システムの民営化」の下で市場メカニズムの調整にゆだねている。日本

7) 同上書、第8章、を参照されたい。

だけが対ドル相場の変動に異常に反応して大規模な為替介入を継続させてきた。しかし、1980年代末までは、ドル危機の際には先進諸国(G5)は78年や85~88年のような国際通貨協力を形成し、大規模な為替介入を実施していた。だが、冷戦が終ると、EU諸国の対ドル為替介入は行われなくなった。99年の単一通貨ユーロの登場はEU諸国のドル離れ傾向を一層強められると思われる。このため80年代末以降、途上国はドル圏から離脱する先進諸国に代わり「ドル本位制」を支えることになった。

【3】「ドル本位制」下の国際資金循環の形成と変化

国際資金循環とは、各国の経常収支不均衡がどのような国際資本移動によってファイナンスされているのかを表したものであり、また国際資本取引における各国の相互依存関係の特徴を単純化して表したものである。「ドル本位制」が「システムの民営化」の下で円滑に運営され

るためには、民間国際資本移動が基軸通貨国米国を中心に展開されることが必要条件である。この条件は、米国が経常赤字を継続させて世界最大の債務大国になった1980年代後半以降、特に重要となった。この点に注意しながら以下において、「ドル本位制」に移行した1973年以降の国際資金循環の形成と変化を3つの時期に区分してその特徴を見ておこう⁸⁾。

第1期は1973年～82年まで、すなわち第1次石油ショックから第2次石油ショック後の累積債務危機までの時期である。米国は産油国であることから経常黒字をもっただけでなく、まだ世界最大の債権大国であった。また、この時期の国際収支不均衡の特徴は先進諸国間よりも途上国間のものが大きい点にあった。途上国間の国際収支不均衡とは産油途上国（OPEC 諸国）の大幅な経常黒字と非産油途上国の大幅な経常赤字である。そして、この途上国間の経常収支ファイナンスを金融仲介したのが国際的銀行間市場であるユーロ市場であった。産油国は巨額の経常黒字を主にユーロ市場に預金した。途上国の中でも NICs と呼ばれる新興工業諸国や資源国は将来性が評価されてユーロ市場へのアクセスを獲得した。その結果、この時期の国際資金循環はユーロ市場を舞台にした銀行仲介による「途上国還流型」を形成したのである。

第1期の国際資金循環を類型化すると、①産油途上国の経常黒字がユーロ預金へ、②米国系大銀行の本店・ロンドン支店間取引によるユーロ預金の増加、そして巨額の預金を吸収したユーロ市場から③米国系大銀行を幹事行とする

非産油途上国へのユーロ・シンジケート・ローンが組成される、また④先進諸国へのユーロ貸出、といったパターンを形成した。米国は自国の大商業銀行が「ユーロ預金」および「ユーロ・シンジケート・ローン」といった資金ルートを掌握していたことにより、国際資金循環の中心に位置することができた。第1期が終わるのは、途上国が累積債務問題を顕在化させたことにより国際金融市場へのアクセスを失い、国際資金循環の環から排除された82年である。

第2期（1983年～90年）の国際収支不均衡の特徴は途上国間よりも先進国間のものが大きくなった点にある。米国はレーガン政権の下で巨額の財政赤字を発生させたことから IS ギャップが拡大して巨額の経常赤字を継続させ、世界最大の債権国から世界最大の債務国へと転落した。反対に、日欧は対米輸出を増大させて巨額の経常黒字を継続させ、世界最大の債権国の地位を争うことになった。他方、非産油途上国は累積債務問題の顕在化で国際金融市場へのアクセスを失ったため、厳しい国内調整策（高金利及び緊縮財政）による経常赤字の是正を図らざるをえなくなった。産油国や資源国も石油価格や1次産品価格の暴落が続いたため経常黒字を維持できなくなってしまった。

レーガン政権は巨額の経常赤字をファイナンスする必要から、積極的に先進諸国金融資本市場の自由化・国際化を要求した。80年代の金融のグローバリゼーションは、70年代のユーロ市場を舞台とした国際銀行間市場の統合から、先進諸国間証券市場の国際的統合へと発展した。その結果、この時期の国際資金循環は先進諸国間証券市場を舞台にした国際証券投資＝市場仲介による「先進国内還流型」となった。

第2期の国際資金循環を類型化すると、①日

8) 拙稿「世界デフレ回避のために日本がすべきこと：アジア通貨危機と円・ドル関係のゆくえ」、『世界』、1998年8月。また、円居総一「国際資本移動の切罪」、加野忠・砂村賢・湯野勉編著『マネー・マーケットの大潮流』、東洋経済新報社、1999年、を参照されたい。

欧の経常黒字が対米証券投資として米国へ還流、②途上国からの資本逃避がユーロ預金や対米証券投資として米国へ還流、③ユーロ市場から長短金利差を求めて米国への「ドルドル取引」（短期ドル借入→長期ドル投資＝対米証券投資＋M&A用の対米プロジェクト・ファイナンス）、といったパターンを形成していた。他方、途上国への資本還流は、先進諸国からの直接投資以外の資金は事実上途絶していた。

この時期の国際資金循環の安定化条件は強いドルと国際金利差であった。強いドルと米国の高金利に引き寄せられた日欧民間資本の対米証券投資が、米国経常収支赤字をファイナンスするのに十分かどうかのポイントであった。つまり、日欧が第2期の国際資金循環の中心的地位を確保したのに対し、米国は一方的な資本輸入国でしかなかったため基軸通貨国であるにもかかわらず主導権をもてなかった。この点に第2期の不安定性の原因があった。事実、85年9月のプラザ合意以降の弱いドルの時代には、米国経常赤字は民間資本輸入だけではファイナンスできず、G7の国際通貨協力による公的資本輸入（公的ドル準備の増加）に依存した。第2期が1990年に終わるのは、冷戦が終わったことまた米国の対途上国向け資本輸出が再開されたことにより、翌年から第3期の新しい国際資金循環が形成されるからである。

第3期（1991年～）の特徴は、「先進国内還流型」に加えて「途上国還流型」資金循環の復活である。第2期との相違は、米国が景気回復とともに再び経常赤字を拡大させていったにもかかわらず、それを大幅に上回る「過剰な」資本流入を確保したことによって国際的資金循環の中心的地位を再び獲得し、途上国向け資本輸出が可能となった点にある。またこの時期には、

金融技術革新によるデリバティブ取引の飛躍的發展によってグローバル化が進展し、証券市場の国際的統合が先進諸国間だけでなく一部途上国をも包摂するに至った。このデリバティブ取引を用いた国際証券投資を先進国だけでなくエマージング・マーケットにまで積極的に拡大したのが、米国機関投資家であった⁹⁾。

1990年代前半は、米国が途上国への資本輸出を復活させたにもかかわらず、経常赤字を上回る資本輸入を十分に確保できなかったために、弱いドルの時代が続いた。ドルはメキシコ通貨危機の影響もあって95年春には80円を割る水準にまで下落した。だが、95年夏、円高是正の日米通貨協力を契機に、市場はようやく米国の好況・日欧の不況といった国際的景気循環のズレや国際金利差が長期化すると的確性をもち始めた。それゆえ、強いドルが定着し米国を中心とする国際資金循環が確立するのは90年代中頃以降のことである。

第3期の国際資金循環を類型化すれば以下のようなになる。①日欧など先進諸国は対米証券投資を急増させた。②それは米国経常赤字を大幅に上回る「過剰な」資本輸入であった。③米国は「過剰な」資本輸入を利用して株高や社債ブームを創り出し、IT（情報技術）革命を成功させて潜在成長率を上回る高い経済成長を実現した。さらに④米国は強いドルのメリットを利用して新興市場やその他の世界に証券投資や直接

9) 累積債務問題解決を意図したブレイディ・ボンドの発行が成功したのを契機に、国内低金利の圧力の下で投資対象を探していた米国の投資家は、一部途上国の構造調整策の成果を「ワシントン・コンセンサス」（健全な通貨と自由な市場の実現）とみなし、これらの国々をエマージング・マーケットとして国際ポートフォリオ投資に組み入れた。最初は、対中南米投資が、次いで対東アジア投資が急増した。拙稿「開発金融とエマージング・マーケット」、『証券経済研究』、第9号、1997年9月。

投資を積極的に展開した。⑤途上国に流入したドル資金は経常赤字を上回る「過剰な」資本流入であった。だが、この「過剰」な部分は、途上国が「事実上のドル・ペッグ」採用と金融の自由化により、公的外貨準備ドルの増加及び資本逃避を招いて自動的に米国へ還流した。

第3期の国際資金循環の特徴は「過剰な」国際資本移動である。この「過剰」性は以下の2点から確認できる。一つは、第2章で指摘したように、この時期にグロスの国際資本移動が急増したことである。そのことは日欧など先進諸国からの対米資本流入が米国経常赤字を大幅に上回る「過剰な」資本輸入を生み出した点に示されている。第2期の対米資本流入は平均すると米国経常赤字の約1.2倍であり、ほぼ経常赤字に見合う規模であった。だが、第3期（特に95～98年）の対米資本流入は平均すると米国経常赤字の約2.8倍であり、その「過剰」性が理解

できよう¹⁰⁾。

もう一つは、第2期とは違って、資本不足の途上国から米国やその他先進国への資本輸出が行われ、途上国と先進国の間で双方向の資本取引が復活した点である。途上国から米国への資本輸出の特徴は、公的資本輸出（外貨準備ドルの増加）だけでなく、資本逃避（Capital Flight：国際収支表では、ネットの居住者貸付、その他、貨幣用金、そして誤差脱漏、といった項目が該当）が巨額に達していることである。この点はエマージング・マーケット経済の対外ファイナンスを表した〈表1〉から確認することができる。エマージング・マーケットは、特にアジア通貨危機前の1994、95、96年の3年間には経常収支赤字の約3倍もの「過剰な」資本流入があった。この資本流入は経常収支赤字ファイナンス、外国為替準備増加、資本逃避の3つの項目にそれぞれ約1/3ずつ使用されていたことが確認で

〈表1〉 エマージング・マーケット経済の対外ファイナンス

(単位：10億ドル)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999f
経常収支	-70.2	-84.9	-96.2	-80.4	-10.1	-20.5
ネットの対外ファイナンス	181.1	262.5	340	301.7	189.1	157.6
ネットの民間資本移動	154.7	217.9	334.7	265.9	136.1	135.5
株式投資	93.6	104.8	127.3	141.8	126.8	141.9
直接投資	66.3	80.5	92.8	113.1	120.2	117.3
株式ポートフォリオ	27.4	24.3	34.5	28.7	6.6	24.6
民間債権者	61.1	113.1	207.4	124.1	9.3	-6.4
商業銀行	38	92.1	118.4	34.1	-45.4	-29.5
非銀行債権者	23	21	88.9	90	54.7	23.1
ネットの公的資本移動	26.4	44.7	5.3	35.9	53	22.1
国際金融機関	4.8	20.1	6.7	28.1	35.8	8.5
二国間債権者	21.6	24.6	-1.5	7.8	17.3	13.6
ネットの居住者貸付・その他 ¹⁾	-65.8	-85.2	-160.3	-177.9	-137.4	-90.1
金を除く国際準備（-は増加）	-45.4	-95.3	-83.5	-43.5	-41.6	-47

(注) f：IIFの予測 1：居住者のネットの貸付、貨幣用金、誤差脱漏を含む（資本逃避を意味）。
(出所) IIF, *Capital Flows to Emerging Market Economies*, April 1998, Sept. 1999, より作成。

10) *Survey of Current Business*, July 1998, July 1999.

きる。

続発する通貨危機をはじめとする現行国際通貨システム＝「ドル本位制」の脆弱性の原因は、「過剰な」国際資本移動をもたらす「不安定」性である。そして、この「不安定な」国際資本移動を創り出しているのは、高レバレッジ機関とオフショア金融センターであった。次章でこの問題を検討しよう。

[4] 米国を中心とした国際資金循環の不安定性

(1) 「サステナビリティ」問題の再来

現在の米国を中心とした国際資金循環は強いドルに支えられているが、このパターンが確立したのは1995年夏以降のことである。強いドルに支えられた現在の国際資金循環は絶対的なものではない。73年以降、「ドル本位制」の下で国際資金循環は3つのパターンの形成・崩壊を10年前後の周期で繰り返してきた。問題は、現在の国際資金循環を崩壊させるような不安定化要因は何か、という点である。不安定化要因として次の2つを指摘できる。一つはマクロ的要因であり、米国の経常赤字拡大と強いドルの両立はやがて維持不可能となるであろうと考える「サステナビリティ」問題である。米国への「過剰な」資本流入が終わるとき、現在の国際資金循環は崩壊し、新たなパターンを形成すると思われる。もう一つはミクロ的要因（国際金融資本市場の構造問題）である。オフショア金融センターが仲介する国際資本移動が膨大な規模に達しており、その暴走を制御できなくなっているという問題である。

最初に、マクロ的要因から検討しよう。「サステナビリティ」問題とは、1985年にクルーグマン（P. R. Krugman）が展開した議論であり、

強いドルと「経常赤字拡大→対外借入の累積」の両立をいつまでも続けることはサステナブル（維持可能）でない、という議論である¹¹⁾。彼の議論はプラザ合意前に発表され、その後のドル暴落を予言したとして注目された。

クルーグマンの議論は次のように整理することができる。85年の時点で米国の実質金利は外国のそれを2.4%上回っていた。これは「市場がドルの実質実効為替レートが今後毎年2.4%ずつ減価していくことを予想している」とみなすことができる。なぜなら、海外投資家がドル資産投資を行う条件は、(ドル建て資産利回り－予想ドル減価率) > 他の通貨建て資産利回り、だからである。しかし、年率2.4%でしかドルが減価しないのであれば、当面かなりのドル高が続くので経常赤字は縮小せず、対外借入は急増する。彼の試算では、この傾向が続けば、2008年には米国の対外純債務はピークに達し、対GDP比45%を超える。これは債務危機に陥った中南米諸国の水準であり、米国は政治的にも経済的にも許容不可能である。そうだとすれば、出発点での仮定が誤りなのである。つまり、1ドル＝250円という84年末のドルの強さは、ファンダメンタルズを反映しない投機的バブルであり、サステナブルでないという結論になる。そして、市場が「ドルは以前期待されていたよりも早く減価しなくてはならない」と認識したとき、減価に伴う為替差損の予想が急増するため投機的バブルが破裂し、ドル暴落が始まる。

米国の経常赤字拡大が進行し、1998年に対GDP比2.6%に達したが、99年にはさらに拡大して3.5%を超えることが確実となった。これ

11) P. R. Krugman, "Is Strong Dollar Sustainable?", in *U. S. Dollar: The Recent Developments, Outlook, and Policy Options*, The Federal Reserve Bank of Kansas City (ed.), 1985.

は、85年に「サステナビリティ」問題が議論されたときの米国経常赤字幅と同じである。また、85年には米国の純債務国への転落が注目されたが、対外純債務は89年末の対 GDP 比7%から急増し、99年末には20%（1.5兆ドル）に達する。もし何らかの理由でドル相場や米国資産価格（特に株価）が反落すれば、海外からの米国資産需要が急減するという危険が常に存在する。さらに、米国は対外債務累積のため利払いが増加した結果、98年第3四半期には経常収支を構成する投資収益収支が初めて56億ドルの赤字となり、以後赤字が拡大している。これは米国が経常赤字をファイナンスするため海外から資金を借入れ、その一部を借入資金の利子・配当の支払いに充てている状況を意味する。米国経済は対外的には「自転車操業」状態に陥った、といえよう。

こうした状況を踏まえて再び「サステナビリティ」問題が議論されるようになってきた。クルーグマンは、米国経常赤字が対 GDP 比3.5%に拡大する1999年を85年と同じ状況にあるとして、99年8月に「ドル危機」と題する論説を発表した。そこで彼は、米国の経常赤字拡大が永久に続きえるものではなく、その是正のために大幅なドル下落が必要だと指摘している。現在、日米の長期実質金利差は2%である。これは「投資家が長期にわたってドルの対円相場の減価を年率2%だと予想している」ことを意味する。この程度のドル減価率では経常赤字縮小は不可能である。それゆえ、米国経常赤字縮小のためには、ドル相場は市場が予想するよりもっと大幅な減価を必要とするだろう、と彼は主張する。

さらに彼は、15年前と比較して現在はより激しいドル暴落を生み出す新しい要因が加わって

いる、と主張する。その新しい要因とは、高レバレッジ機関の「キャリートレード」がもたらす「バランス・シート・ドミノ効果（balance-sheet domino effects）」である。彼は、「バランス・シート・ドミノ効果」が1998年秋ドルの対円相場急落をもたらしたとして次のように説明する。「比較的少数の高レバレッジ投資家達は低金利の円を（それほど明らかではない噂話によると、ユーロも？）借入れ、そしてその手取金を高金利のドル資産に投資した。もしドルが急落すれば、彼らは損失に苦しむだろう。そしてその損失は、彼らにドルを売却させ、ドルをさらに下落させることによって、大幅なオーバーシュート状態にあるバランス・シートの縮小を強いるだろう」¹²⁾。

高レバレッジ機関（HLIs：highly leveraged institutions）とはレバレッジやデリバティブ取引を利用して高収益を獲得しようとする機関投資家である。その代表がヘッジファンドや一部の投機的投資信託であるが、それだけでなく大規模な自己勘定トレーディングを行っている大商業銀行や大投資銀行（証券会社）も含まれる¹³⁾。高レバレッジ機関は90年代に入ってその活動の規模、グローバル性、デリバティブを用いた複雑性を拡大している。その特徴は以下のようなマージン・トレードを行う点にある¹⁴⁾。

12) P. R. Krugman, "A Dollar Crisis", <http://web.mit.edu/krugman>.

13) 米国銀行持ち株会社の最大手5社の自己資本に対するレバレッジの平均は14倍、また投資銀行の最大手5社は27倍であった。更に、デリバティブの想定元本が1兆ドルを超えているのは、銀行持ち株会社が6社、投資銀行が2社ある。これらの数字をみればヘッジファンドだけが大きなレバレッジを使い、大きなデリバティブ取引を行っているわけではないことがわかる。Report of The President's Working Group on Financial Markets, *Hedge Funds Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management*, April 1999, p.29.

14) ヘアーカットと呼ばれる担保証券の比率（ポート

信用取引で証券を購入し、それを担保に差し入れ、レボ・マーケットの担保付き借入れでレバレッジを手に入れる。その借入れ先が銀行や証券会社といった伝統的な中核金融機関であり、資金源はドルだけでなく低金利の円やマルクさらに金を用いたキャリー・トレードであった。円キャリートレードとは、低金利の円を調達して高金利の外貨建て(主にドル建て)投資に運用する取引であり、為替リスクや期間変換リスクを取って高収益を獲得しようとするものである。

1998年秋の LTCM 倒産の危機は株式市場をはじめ世界の金融資本市場を混乱に陥れた。ドルの対円相場もそうであり、10月5日からのわずか3日間で15%も下落した。これはブレトンウッズ体制崩壊以降最大の下げ幅であった。このドル暴落の原因として高レバレッジ機関の円キャリートレードの役割を指摘するのが、上記のクルーグマンだけでなく、BIS の『69回年次報告書』である。同報告書はこの問題を次のように説明している。

1996~98年に円キャリートレード (OTC デリバティブ取引による円・ドルオプション契約) が急増した。彼らは「資金調達と結びついた外国為替ポジションをオープンに(借り入れた円をヘッジしないでドルに転換して運用一引用者)しているため、彼らの資産に影響を与えるようなショックに対し常にリスクにさらされている。それゆえ、高レバレッジ機関は彼らの資産に損失を与えるようなショックに対して素早

フォリオの中で取引ができなくて担保として保持されなければならない部分)は原証券のリスク度により異なる。株式では50%、外国為替は3~10%、米国財務省証券は1ないし2%である。B. Eichengreen, D. Mathieson, B. Chadha, A. Jansen, L. Kodres, S. Sharma, *Hedge Funds and Financial Market Dynamics*, IMF, 1998, 松崎延寿訳『ヘッジファンドの素顔: IMF 報告書』, シグマベイスキャピタル, 1999年, 35, 84 頁。

く強力に反応する傾向がある」¹⁵⁾。

ロシア通貨危機というショックを契機に「バランス・シート・ドミノ効果」を発生させた円キャリートレードの逆流が、1998年9月の1ドル=140円台から10月の110円台への円急騰の原因であった。BIS は、高レバレッジ機関の円ショート・ポジションが98年1月初め400億~500億ドルに達していたと評価している。そして9月初め、米国ヘッジファンドは350億ドルという巨額のドルのロング・ポジションの売り戻し(円の買い戻し)を行い、円ショート・ポジションを清算したと推定している¹⁶⁾。その過程で米国ヘッジファンドは巨額の為替差損を発生させた。

(2) 国際資金循環におけるオフショア金融センターの地位

1990年代に第3期の国際資金循環が確立すると、米国をはじめ世界中の国々はカリブ海オフショア金融センターとの資本取引を急増させた。ところが、1998年秋の LTCM 危機を契機に、オフショア金融センターを経由する国際資本移動の不安定性や不透明性が注目され、それがアジア通貨危機やロシア通貨危機の原因の一つであったと認識されるようになった。その結果、G7 や IMF はその対応策を検討せざるを

15) BIS, *69th Annual Report*, 7 June 1999, p.108. また、BIS の「グローバル金融システム委員会」も次のように説明している。1998年「9月と10月の急激な円高進行は、明らかに円キャリートレードの巻き戻しにある程度関連があった。信用力が低下した高レバレッジ取引を行っていた投資家は、担保価値の下落を受けてバランス・シートを縮小していき、その過程で円債務返済のために外為市場で円調達を行わなくてはならなかった。」BIS, *A Review of Financial Market Events in the Autumn of 1998*, 1999, 日本銀行訳, 『1998年秋の国際金融危機』, 22頁。

16) BIS *Quarterly Review*, *International Banking and Financial Market Development*, March 1999, p. 37.

えなくなり、99年6月のG7のケルン経済サミットへの報告書(『国際金融システムの強化』)において「オフショア金融センターが国際的な基準を遵守するよう促すこと」が強調されたのである。

では、なぜオフショア金融センターを経由する国際資本移動は国際通貨システムを脆弱化させるような不安定性、不透明性をもつのであろうか?この問題を検討する前に、まず第3期の国際資金循環の特徴を確認しておく必要がある。第3期は、第1及び第2期のそれと比較すると、2つの特徴をもっている¹⁷⁾。一つは、先に(図2)により説明したように、グロスの国際資本取引が経常収支不均衡に比較して飛躍的に増大した点である。もう一つは国際資本取引の構成と主体が変化したことである。すなわち、証券投資が急増したのであるが、そのかなりの部分がOTCデリバティブ取引を介在させている点であり、また取引主体も機関投資家中心になったのであるが、とりわけ高レバレッジ機関の積極的な活動が「群集行動」を誘発して他の機関投資家に大きな影響を与えるようになった点である。

まず、高レバレッジ機関の資金源を確認しておこう。1997年の世界の運用可能資産総額は57.1兆ドルであった。国別シェアでは、米国51%、日本18%、英国8%、他の先進5カ国13%である。保有者別シェアでは、個人67%、保険17%、年金16%である。そして個人資産の大部分が、米国ではヘッジファンドを含む各種の投資信託、日欧では銀行に集中している¹⁸⁾。デリ

バティブ取引を利用した金融技術革新が飛躍的に進歩したことにより、投資家はプロのファンド・マネージャーに資金運用を依頼するケースが多くなった。例えば、年金の半分以上が投資信託を通じて資産運用されているし、また富裕個人層や企業もヘッジファンドや投機的投資信託に資産運用を委託する傾向を強めている。プロのファンド・マネージャーは業績を上げるため世界的規模のトレーディングを展開する。彼らは、個人投資家に較べて、国際分散投資の比重を高め、海外でも発行市場だけでなく流通市場をも利用して短期の売買を繰り返すことから、グロスの国際資本取引が飛躍的に増大した。

次に、オフショア金融センターの役割について検討しよう。オフショア金融センターは特定目的投資会社(SPC)のペーパー・カンパニー設立を誘致しており、またヘッジファンドの多くが本社を設置している。大商業銀行や大投資銀行も特別目的投資会社を設置して国際資産運用の拠点としている。オフショア金融センターの利点は、税金をはじめ様々な規制から自由であることを利用した①預金サービス、②プライベート・バンキング・サービス、③私募の国際投資信託、といった金融サービスを提供できることにある。

従来、プライベート・バンキングや私募の国際投資信託は、スイスや英国が中心であった。だが、マネー・ロンダリング問題を契機に情報開示義務をはじめとする様々な規制が強化されるに従ってカリブ海オフショア金融センターが重要視されるようになった。プライベート・バンキング・サービスを利用する富裕層とは、先進国だけでなく途上国(その多くは資本逃避)の個人、家族、そして企業である。こうした資産運用は世界全体で1997年末には25兆ドルに達

17) Stephany Griffith-Jones, *Global Capital Flows*, ST. MARTIN'S Press, INC., 1998, p.25.

18) I. Walter, "The Global Asset Management Industry", *Financial Markets, Institutions & Instruments*, Vol. 8, No.1, Nov.1999, pp.5-6.

しており、そのうちの6兆ドル（24%）がオフショア金融センターで保有されている¹⁹⁾。

ヘッジファンドは私募で出資される国際投資信託であり、その多くは拠点をオフショア金融センターに置いている。〈表2〉はIMFの推計によるヘッジファンドの居住地域別運用資産（1997年）を表したものである²⁰⁾。第1位は米国の318億ドル（29%）、第2位は蘭領アンチル島の266億ドル（24%）、第3位は英領ケイマン島の174億ドル（16%）、第4位は英領バージン諸島の158億ドル（14%）、第5位はバミューダの66億ドル（6%）であった。資産はカリブ海

オフショア金融センターに集中（合計約70%）している。

以上のような背景を踏まえて、オフショア金融センターが行う国際資本取引を検討しよう。結論を先取りすれば、カリブ海オフショア金融センターは米国とその他の世界との国際資本取引を仲介する拠点（回転台）の役割を果たしている。つまり、カリブ海オフショア金融センターと米国との国際資本取引は、両者間で終結するものではなく、その他の世界との国際資本取引と密接に結びついている。どのように結びついているかを検討しよう。

〈表2〉ヘッジファンド：居住地域別運用資産（1997年）

居住地域 \ タイプ	グローバル	マクロ	マーケット・ニュートラル	イベント・ドリブン	セクター	ショート・セールス	ロング・オンリー	ファンド・オブ・ファンド	合 計	
									(単位=百万ドル)	(%)
オーストリア	0	1	0	0	0	0	0	0	1	(0)
バハマ	977	16	241	207	0	28	1	1,181	2,649	(2)
バミューダ	3,427	119	1,531	17	451	0	0	1,057	6,602	(6)
英領バージン諸島	6,259	2,494	1,421	2,045	15	116	0	3,452	15,801	(14)
英領西インド諸島	0	0	308	0	0	0	0	0	308	(0)
カナダ	0	0	0	19	0	0	0	236	255	(0)
ケイマン諸島	4,186	7,525	4,440	997	12	121	87	72	17,440	(16)
チャンネル諸島	0	0	0	372	0	0	0	0	372	(0)
キュラソー	0	4,000	0	0	0	0	0	0	4,000	(4)
ガーンジー	1,083	0	0	0	0	0	0	640	1,723	(2)
香港特別区	0	2	0	0	0	0	0	0	2	(0)
アイルランド	89	5	11	0	0	0	0	119	223	(0)
マン島	0	0	0	0	0	0	0	110	110	(0)
ルクセンブルグ	304	0	1,292	0	0	0	0	0	1,597	(1)
オランダ	30	0	24	0	0	0	0	0	54	(0)
蘭領アンチル島	5,196	14,045	0	787	0	0	0	6,548	26,576	(24)
タークス及びカイコス	0	0	0	0	0	0	0	33	33	(0)
英 国	0	0	42	0	0	0	0	0	42	(0)
米 国	9,311	1,554	8,663	4,158	1,275	273	289	6,269	31,792	(29)
合 計	30,862	29,759	17,970	8,602	1,752	538	376	19,717	109,575	(100)

(出所) IMF【ヘッジファンドの素顔：IMF報告書】、松崎延寿訳、シグマベイスキャピタル、1999年、112頁。

19) *Ibid.*, p.49.

20) ヘッジファンドは数が1115、その資産合計が1096億ドルとのIMFの推計は過小評価だといわれている。別の推計では、現在約3500程度のファンドが存

在し、資産合計が2000億ドルから3000億ドルに達する。中尾武彦「ヘッジファンドと国際金融市場」、『ファイナンス』、1999年7月。

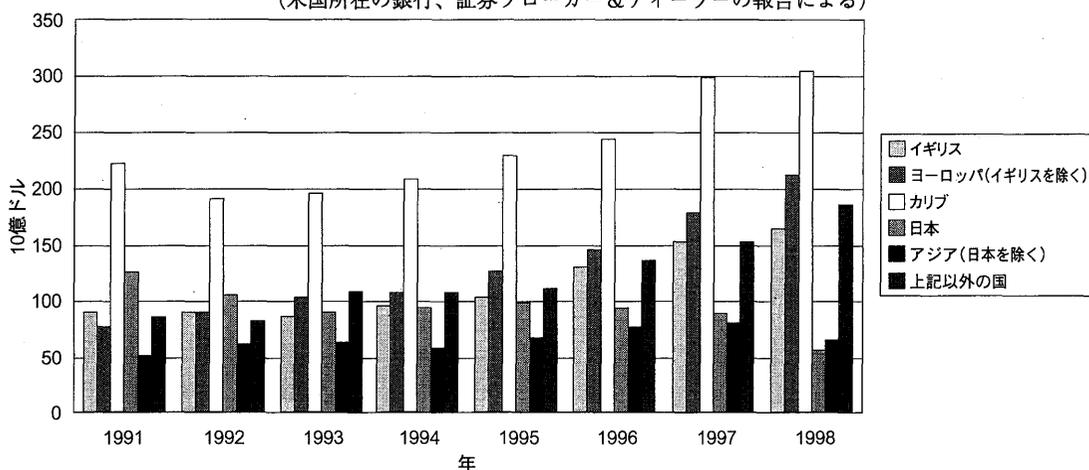
カリブ海オフショア金融センター所在の高レバレッジ機関は、先に説明したマージン・トレード形式で次のような国際資本取引を行っている。①ドル資金をレポ取引により米国所在の銀行や証券ブローカー&ディーラーから調達する。②その資金でもってより高利回りの米国証券（財務省証券→政府系機関債→社債→株式）を、OTC デリバティブ取引を介在させながら、次々に購入・売却を繰り返してレバレッジを高めていく。③高収益を獲得するためドル以外の通貨であっても低金利であれば利用する。その代表が円（マルク、さらに金）キャリートレードであった。④さらに、米国証券だけでなく国際証券投資（米国証券→その他先進国証券→エマージング・マーケット証券）を、OTC デリバティブ取引を介在させながら、次々に購入・売却を繰り返してレバレッジを高めていく。

上記の①、②の取引はカリブ海オフショア金融センターと米国との国際資本取引である。これらの取引がどのような規模で行われている

のかを検討しよう。〈図4〉と〈図5〉は、地域別に見た米国所在の銀行や証券ブローカー&ディーラーにより報告された米国の対外短期債権・債務を表したものである。米国の対外短期債権・債務の両方ともに、カリブ海オフショア金融センターとの取引が、他地域を大きく引き離して第1位である。米国は英国、その他欧州、日本といった先進諸国を大幅に上回る対外短期資本取引をカリブ海オフショア金融センターと行っている。その取引についての説明を米国商務省月報 (*Survey of Current Business*) から拾い出してみよう。

米国とカリブ海オフショア金融センターとの取引が急増するのは1990年代以降であった。米国の対外短期債権は、95年に690億ドル増加し、残高が7613億ドルに達した。「この増加の大部分は、米国証券購入をファイナンスするため、レポ協定を通じてカリブ海オフショア金融センターや英国所在の国際投資信託に対する米国証券ブローカー&ディーラーによる貸出の

〈図4〉地域別に見た米国の対外短期債権
(米国所在の銀行、証券ブローカー&ディーラーの報告による)



(出所) U.S. Treasury Bulletin, Sept. 1995, Sept 1999. より作成。

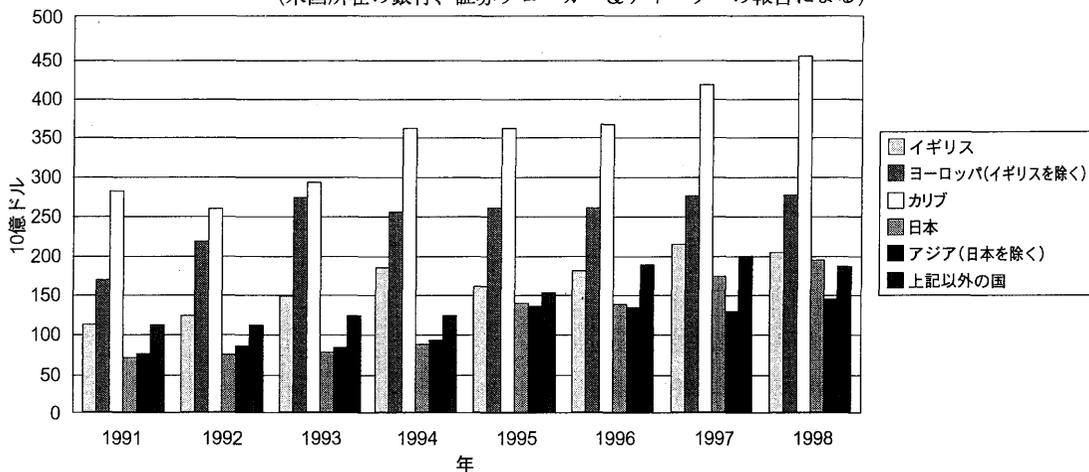
結果であった²¹⁾。

カリブ海オフショア金融センターは、英国とともに、対米証券投資の拠点であった。同セ

ンターや英国に所在する高レバレッジ機関は、米国所在銀行や米国証券ブローカー&ディーラーおよびその他の世界からレポ取引を通じて

〈図5〉地域別にみた米国の対外短期債務

(米国所在の銀行、証券ブローカー&ディーラーの報告による)



(出所) 〈図4〉と同じ。

〈表3〉地域別に見た外国人（公的および民間）による米国財務省証券保有残高

(単位：10億ドル)

	1995	1996	1997
合計	880.0	1,097.7	1,251.8
日本	208.3	271.3	289.1
英国	93.3	157.9	257.7
ドイツ	59.5	77.2	96.9
スペイン	18.3	45.0	53.1
中国	36.8	47.8	49.0
シンガポール	31.6	40.5	36.4
蘭領アンチル島	25.0	38.1	36.2
香港	17.4	23.2	35.9
英領西インド諸島	26.2	30.8	35.5
台湾	29.3	37.0	35.1

(出所) R. B. Scholl, "The International Investment Position of the United States in 1997", *Survey of Current Business*, July 1998, p. 29.

21) R. B. Scholl, "The International Investment Position of the United States in 1995", *Survey of Current Business*, July 1996, p. 37.

巨額の融資を受け、その資金でもって対米証券投資を行った。それゆえ、対米証券投資が増加すれば、米国の対カリブ海オフショア金融センター短期債権・債務も増加する構造になっていたのである。他方、彼らは証券の短期売買を繰り返すので、売却すれば融資返済を行うことになり、米国に短期資金が還流する。

次に、カリブ海オフショア金融センターが、その他の地域と比較して、対米証券投資においてどのような位置を占めていたのかを確認しておこう。〈表3〉は95～97年の米財務省証券の外国人保有を、また〈表4〉は94年末の米株式、政府系機関債、社債の外国人保有を地域別に分類したものである。外国人保有の米財務省証券(95年末)は、英領西インド諸島が第6位、また蘭領アンチル島が第7位である。外国人保有の米株式(94年末)は英領西インド諸島が第7位、またバミューダが第9位である。外国人保有の米政府系機関債は英領西インド諸島が第3位、またバミューダが第7位である。外国人保有の米社債は英領西インド諸島が第3位、またバミューダが第4位である。以上のことから、カリブ海オフショア金融センターが対米証券投資において重要な地位を占めていたことが理解できる。その中でも米財務省証券は資金調達や仕組み債の担保として重要であり、高レバレッジ機関の世界的トレーディング戦略の要石であった。

カリブ海オフショア金融センターは米国との資本取引を増大させてきたのであるが、98年秋のLTCM危機を契機に一時的に縮小する。この点に関して米国商務省月報は次のように説明する。「米国証券ディーラーによって報告された対外短期債権は、英国やカリブ海オフショア金融センター所在の国際投資信託に対する

クレジットの更新を削減した結果、急減した。この急減は、9月米国の巨大ヘッジファンド倒産の危機後、リスクについての関心が高まったことによる」。とりわけ、98年第4四半期に、「国際投資信託はまた、米国の巨大ヘッジファンド

〈表4〉 地域別に見た外国人(公的および民間)による米国長期証券保有残高、1994年12月末

(単位:10億ドル)

米株式への投資		
	合 計	397.7
1	英 国	89.6
2	カ ナ ダ	46.5
3	ス イ ス	39.1
4	日 本	33.8
5	オ ラ ン ダ	21.7
6	ド イ ツ	14.9
7	英領西インド諸島	12.8
8	ベ ル ギ ー	12.8
9	バ ミ ュ ー ダ	10.8
10	フ ラ ン ス	10.3
米政府系機関債への投資		
	合 計	107.5
1	日 本	38.8
2	英 国	10.3
3	英領西インド諸島	9.1
4	台 湾	6.0
5	ベ ル ギ ー	4.2
6	香 港	3.2
7	バ ミ ュ ー ダ	3.2
8	シ ン ガ ポ ー ル	2.5
米社債への投資		
	合 計	275.7
1	英 国	169.7
2	日 本	29.9
3	英領西インド諸島	10.0
4	バ ミ ュ ー ダ	7.5
5	ス イ ス	6.8
6	ベ ル ギ ー	5.8
7	ド イ ツ	4.5
8	フ ラ ン ス	3.8
9	オ ラ ン ダ	3.8
10	カ ナ ダ	3.6

(出所) R. B. Scholl, "The International Investment Position of the United States in 1997," *Survey of Current Business*, July 1998, p.28.

倒産の危機後、取引証拠金の追加要求に対処するためまた損失を限定するため、米国証券ディーラーから資金を引き出し、さらに財務省証券や株式を大量に売却した²²⁾。

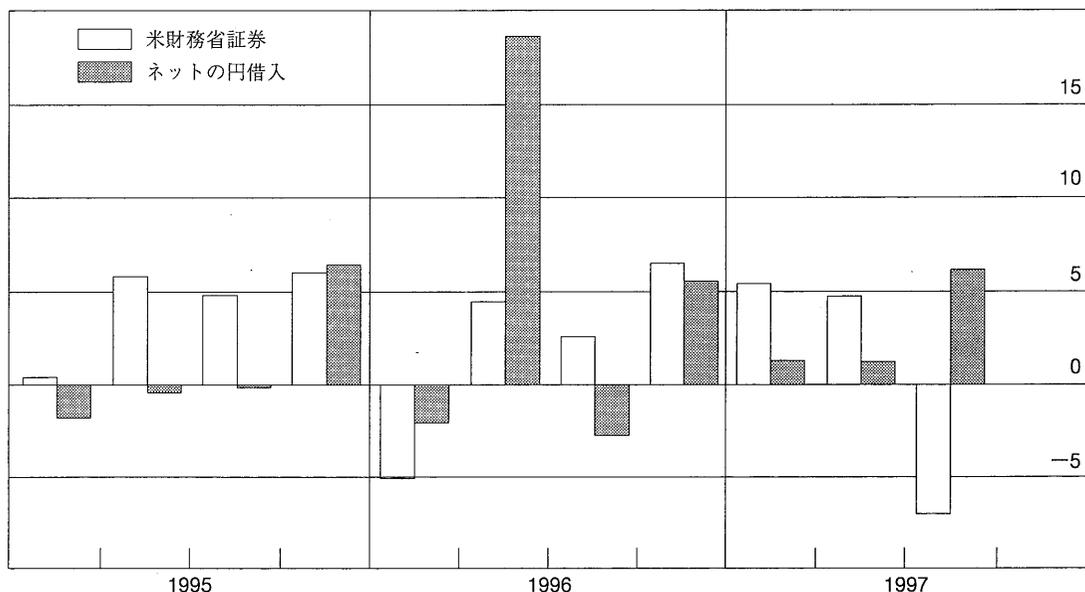
最後に、カリブ海オフショア金融センターとその他の世界の国際資本取引(上記の③, ④)について検討しよう。③の円キャリートレードは、直物取引(円売り・ドル買い)で行われる場合にのみ日本とカリブ海オフショア金融センターとの短期資本取引となって国際収支表に表れるが、その大部分がユーロ円や先物為替、通貨オプションといったオフ・バランス・シート取引であることから国際収支表に表れることは少ない。だが、カリブ海オフショア金融セ

ンターが巨額の円キャリートレードを行って、その資金を元手に国際証券投資を展開していた別の証拠がある。

〈図6〉は英領ケイマン諸島居住者による円キャリートレード借入額と米財務省証券のネット購入額を表したものである。1995年の第4四半期以降、円キャリートレード借入額は変動しながらも増加している。他方、米財務省証券購入額はほぼ一定している。BISが同表について「邦銀はカリブ海オフショア金融センター所在の非銀行居住者に対する債権を積み増していったが、それは約200億ドルに達する円キャリートレードの結果だと理解できる。……だが、このオフショア・センター居住者による米財

〈図6〉 英領ケイマン諸島居住者の米財務省証券ネット購入と円借入

(単位：10億ドル)



(注) 米財務省証券と米政府系機関債

(原資料) 米財務省とBIS

(出所) BIS, *International Banking and Financial Market Developments*, Feb. 1998, p.24

22) R.B. Scholl, "The International Investment Position of the United States in 1998", *Survey of Current Business*, July 1999, pp.38, 42.

務省証券購入と円クレジットの拡大とはあまり一致していない²³⁾とコメントしている。

英領ケイマン諸島のヘッジファンドは円キャリートレードで調達した資金でもって、一部は米財務省証券を購入したであろうが、大部分はより高い利回りのエマージング・マーケット証券へ投資したと考えられる。なぜなら、当時の円キャリートレードの資金調達コストは1%以下であり、米財務省証券の利回りが5%、ブレイディ・ボンドの利回りが8%、さらにエマージング・マーケットの現地通貨建てマネー・マーケット商品（例：タイ・パーツ建てCPや定期預金の利回りが15%）であったからである。アジア通貨危機前、高利回りを求めるヘッジファンドは、米財務省証券よりもエマージング・マーケット向け投資を増大させていたはずである。このような資本取引（上記の③と④）は、資金源がドルの場合は米国の、そして円の場合は日本の対エマージング・マーケット資本輸出をカリブ海オフショア金融センターが仲介していることを意味する。

最後に、カリブ海オフショア金融センター所在の国際投資信託（ヘッジファンド以外の特定目的投資会社）が行っているもう一つの活動を検討しよう。この国際投資信託は先進国の有力金融機関が設立したものである。現地通貨建てのエマージング・マーケット向け投資や先進国向けでもトリプル B 以下のジャンク・ボンドは、そのままでは米国や日本の機関投資家や企業が購入しえない投資不適格証券である。そこで彼らが、投資不適格な証券をデリバティブ取引を介在させて信用補強し、投資適格証券に組み替えて機関投資家や企業が購入できるよう

にする。これがクレジット・デリバティブの一種である「仕組み債（financial structured products）」である。

エマージング・マーケット向け投資の代表例は、国際投資信託が高利回りのペソ建てのメキシコ国債（トリプル B 以下の格付け）と米財務省証券（トリプル A）を購入し、この2つの証券を組み合わせる担保としたドル建ての新証券（仕組み債：シングル A）を発行するケースであった。私募ではあるが、米財務省証券よりもずっと高利回りのドル建てシングル A 証券ならば、機関投資家や企業は投資適格証券とみなして購入する。先進国のジャンク・ボンドもこのケースとほぼ同じである。そして、このようなカリブ海オフショア金融センター所在の国際投資信託が発行する仕組み債が完成するまでの繋ぎ融資は、米国からのレポ取引や円キャリートレードでファイナンスされ、仕組み債の売却代金でもって返済される²⁴⁾。

日本は米国とともにこのような仕組み債を大量に購入していた。（表5）は日本の地域別対外投資収支を表したものである。同表の区分ではカリブ海オフショア金融センターは直接抽出できないが、中南米の項目の内訳に示されているメキシコとブラジルを除けば、ほぼカリブ海オフショア金融センターとの資本取引だと推測できる。日本の対カリブ海オフショア金融センターへの資本輸出総額は1996年の1兆7000億円から98年の5兆2000億円へと急増しており、そのほとんどが証券（特定投資目的会社が発行する私募の仕組み債）投資で占められて

23) BIS, *International Banking and Financial Market Developments*, Feb. 1998, p.23.

24) J. A. Kregel, "Derivatives and Global Capital Flows", *Cambridge Journal of Economics*, Vol.22, No.6, Nov. 1998, pp.682-4. 拙稿「エマージング・マーケットとデリバティブ」、拙編著『アジア経済再生』、日本貿易振興会、1999年、12～14頁。

いた²⁵⁾。他方、日本の同地域からの資本輸入はそのほとんどが借入であった。カリブ海オフショア金融センターは米国だけでなく、先進諸国とエマージング・マーケット間の国際資本取引を仲介するうえで重要な役割を果たしている。

[5] む す び

現行の国際通貨システム＝「ドル本位制」が制度疲労を起こして脆弱化していることは、90年代に入り続発する通貨危機によって示されて

いる。その原因は「過剰な」国際資本移動をもたらす「不安定」性である。この国際資本移動の「過剰」性と「不安定」性を創り出しているのが、高レバレッジ機関とオフショア金融センターであった。「ドル本位制」は「システムの民営化」により運営されてきたのであり、グローバル化と市場化という時代潮流にのって現在の国際金融構造が構築されてきた。しかし、市場の効率性とは安定性を無視して収益性を追求することだけであると考えられる高レバレッジ機関とオフショア金融センターが暴走し始めたことにより、「システムの民営化」は

〈表5〉日本の地域別対外投資収支

(単位：千億円)

	対 外 資 産			内 訳					
				証 券 投 資			貸 付 ・ 借 入		
	1996	1997	1998	1996	1997	1998	1996	1997	1998
合 計	146	-351	-125	-80	-84	-152	-9	-197	-10
ア ジ ア	-21	-80	42	-2	2	1	8	-54	52
北 米	-84	-103	-82	-14	-38	-30	-9	-52	-39
中 南 米	-18	-26	-53	-15	-25	-45	-1	1	-1
メキシコ	-0.7	0.5	-0.4	-1	0	1	0.7	0.7	-1
ブラジル	-0.2	0.2	-0.1	-0.4	-0.7	1	0.1	0.3	-0.2
西 欧	-57	-131	-113	-30	-32	-91	-5	-84	-16
	対 外 負 債			内 訳					
				証 券 投 資			貸 付 ・ 借 入		
	1996	1997	1998	1996	1997	1998	1996	1997	1998
合 計	116	208	-29	80	121	92	26	101	-63
ア ジ ア	9	3	-150	9	8	-36	-1	-7	-117
北 米	46	59	20	45	25	12	-2	32	-1
中 南 米	13	13	35	10	-3	2	3	15	33
メキシコ	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ブラジル	0.1	0.2	0	0	0.1	0	0	0	0
西 欧	98	212	153	77	144	129	17	55	17

(出所) 大蔵省、<http://www.mof.go.jp>

25) 日本の対カリブ海オフショア金融センター向け証券投資が大規模に行われていたことの悪い代表例は、国際詐欺事件に発展したプリンス頓債事件であった。日本の投資家(大部分が不良債権隠しを目的とした企業)が合計76社、総額1250億円のプリンス頓債を購入していた。プリンス頓債はプリンス頓・エコノミック・インターナショナル(同会長

アームストロングはカリスマ的な有名トレーダー)が英領ケイマン諸島に設立した特定目的投資会社が発行する私募の仕組み債である。そして同債券の運用資金を受託していたのが高格付けの米リパブリック・ニューヨーク銀行グループであった。「プリンス頓債事件で分かった企業の情報開示姿勢(1)」、『毎日エコノミスト』、1999年12月7日号。

制御不能になりつつある。

高レバレッジ機関とオフショア金融センターは、デリバティブ取引を介在させることにより国際投資に伴う様々なリスクを回避できると考え、先進国からエマージング・マーケット経済に至るまで世界中に国際資金循環の環を拡大させ、「過剰」な国際資本移動を創り出してきた。だが、高レバレッジ機関は自分達の市場動向の予測が誤ってリスクに気づいたとき、彼らは直ちに取引を清算するが、その際に「群集行動」を引き起こすので突然国際資本移動の逆流が起こり、市場価格が大幅に変動する。この「過剰」性と「不安定」性に振り回された最大の犠牲者はエマージング・マーケット経済であった。

LTCM 危機によりニューヨーク金融市場にシステムック・リスクが顕在化したとき、米国も国際資本移動の「過剰」性と「不安定」性が

ら無縁でいられないことが認識された。G7 を中心に国際通貨システムの安定化に向けて「国際金融構造の将来 (The Future of the International Financial Architecture)」設計が議論され始めた。しかし、現在の国際金融構造の鬼子である高レバレッジ機関とオフショア金融センターを直接規制する方向へは向かっていない。せいぜいのところ、BIS の自己資本規制や情報開示を遵守しない高レバレッジ機関やオフショア金融センターと取引を行う銀行に高いウエイト・リスクを課すなど、国際的な基準を遵守させるためのより強いインセンティブを検討すべきだとの提案が議論されているにすぎない。有効な対策が実施されそうもない理由は、高レバレッジ機関とオフショア金融センターこそ先進国が内部に抱える「クローニー資本主義」だからである。

[甲南大学経済学部教授]