

マネタリー・アプローチと国際流動性問題：戦後期 国際収支調整論の検討

徳永，正二郎

<https://doi.org/10.15017/4491663>

出版情報：経済學研究. 52 (5), pp.21-39, 1987-03-10. 九州大学経済学会
バージョン：
権利関係：



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検討——

徳 永 正 二 郎

I 国際収支調整と為替レート決定の理論

1 国際収支論の変遷

固定相場下で国際収支調整論は弾力性アプローチ、アブソープション・アプローチ、マネタリー・アプローチという流れをもっていた。

弾力性アプローチは、経常収支のうち貿易収支に焦点をあわせて国際収支の不均衡と調整のメカニズムについて考察した。つまり、輸出入商品に関する需要・供給の価格弾力性をもちいて価格の変化が輸出入にどのような効果を及ぼすか、その効果を分析した。

アブソープション・アプローチは、経常収支の不均衡の原因を国民総生産と総支出の差額にもとめた。国内の民間消費・民間投資・政府支出を合計したものを国内総支出（domestic expenditure）とよぶと、経常収支は国民総生産と国内総支出の差額である。国際収支（経常収支）を一国の居住者全体の所得の受取（国民総生産）と支払（国内総支出）の差額であるとする点に、アブソープション・アプローチの特徴があった。

弾力性アプローチとアブソープション・アプローチとの間には、分析視角においてずれがある¹⁾。前者が価格弾力性というミクロ的分析手

法を採用していたのにたいし、アブソープション・アプローチはマクロ的分析であった。つまり、経常収支は所得（国民総生産）にたいする国民すべての消費・投資の状態をみる窓と理解された。

アブソープションという経済用語をはじめてつけたアレグザンダーはそれをつぎのように定義した〔1〕（p. 265）。「市場から財とサービスを取りさることをアブソープションとよぶ。それゆえ、アブソープションは通常の定義における消費と投資の和（投資には在庫保有が含まれる）に等しい。」ここでは市場から吸収される財・サービスは国産品である必要はない。諸国で生産された財・サービスがこの国の居住者が取得した貨幣的所得で購入される。同じように、この貨幣的所得も、国内で生産された財・サービスを諸国の市場で販売した結果獲得されたものである。国民経済における所得と支出の差額が経常収支に反映するというわけである。

国際収支にたいするアブソープション・アプローチでは、財・サービスが諸国民経済の壁をどのようにして突き抜けるかという商品流通視角からみた国民経済相互の関係は、分析の対象とはされない。また、財・サービスの国際競争力にかかわる国民的生産力格差・労賃の国民的格差等、リカードやマルクスに顕著にみられた国際経済分析における「生産」視点を欠いている。さらに、後出のマネタリー・アプローチに

1) 弾力性アプローチの嚆矢とされるロビンソン〔24〕のそれはマクロ的分析である。

みられる側面、物価水準の国民的格差等商品の価格競争力にかかわる貨幣的現象も考察の外におかれている。この接近方法がもつ理論的純粋さを強調すれば、財・サービスそのものの市場は諸国民経済の枠をはずれ、一つの共通な世界市場を形成しているものとみなされる。国民経済範疇は、経常収支に媒介されて、貨幣的所得と支出という貨幣的関係で表現されるにすぎない。つまり、一方における貨幣的国民所得（世界市場で財・サービスを販売した国内居住者全体が手にする貨幣的所得）と他方における国内総支出（同じ居住者全体が世界市場から財・サービスを取り込む際に必要な貨幣的支出）との関係として国民経済が表象される。これらは、基本的にマネタリー・アプローチにも継承される理論的骨格でもある。

アブソープション・アプローチを発展させるような形で国際収支の一般理論が国際経済の理論的舞台に現れた。フロー分析としてのマネタリー・アプローチである。嚆矢はジョンソン[14]（第Ⅵ章）のペイメント・アプローチである。

マネタリー・アプローチは資本収支を含む総合収支を分析の対象とした。つまり、経常・資本収支という外部世界に向かった窓を通して一国の財・証券市場における財・証券のフロー供給とフロー需要のバランス状態を把握しようとした。したがって、総合収支尻である貨幣勘定のバランスを財・証券の超過供給に対応する貨幣の超過需要とみなした。したがって、貨幣勘定すなわち対外支払準備の増減に示される貨幣供給の増減は財や証券の需給バランスを映すことになる。

このことから、国際収支を調整するために、貨幣勘定の直接的調整要因だけでなく、それが

財や証券市場における需給の決定因とどのような相互依存関係をもっているかについて分析する作業が必要であると考えられた。

2 マネタリー・アプローチの展開と国際流動性概念の変質

上にみたように、マネタリー・アプローチは、財・証券・貨幣の需給に影響を与える諸要因を国際収支の各項目を通じて分析し、また収支の諸項目を調整して国民経済の一般均衡を実現しようとする理論であった。つまり、国際収支にたいするマネタリー・アプローチはもとを質すと為替レート決定そのものを対象とした理論ではなかった。国際収支の一般理論、すなわち国内経済の均衡を実現する国内・対外政策を引き出そうとしてオープン・システム下の均衡条件を分析しようとするものであった。

変動相場制のもとで、マネタリー・アプローチは為替レート決定の理論として脚光をあびた。マネタリスト・モデル、オーバーシュート・モデルといわれているのがそれである。ともに、貨幣勘定に収斂するフローとしての外国為替の需給を為替レートの決定因とみなす。マネタリスト・モデルは貨幣の需給が短期に物価水準を変化させると考えた。オーバーシュート・モデルによると、購買力平価は長期的に成立し、貨幣供給の短期的変動は実質金利を変化させる。つまり、国際的金利格差の動揺を通じて短期の投機的資本移動が起こり、為替レートは購買力平価よりも上方あるいは下方にオーバーシュートされるという短期資本の国際的移動に射程をおいている。

70年代半ば以降、為替レート決定理論として、マネタリー・アプローチはフロー手法からストック手法へと大きく転換した。アセット・

アプローチあるいはポートフォリオ・バランス・アプローチといわれているのがそれである。フロー手法からストック手法への転換の理由は、基本的には短期の為替レートの変動をフロー・アプローチで十分に説明できないという認識に求められよう。

為替レートの日常的な変動は、マネー・ゲームとして短期の投機的資金が国と国との間を相互交通することによって成立する。国債や株式投資という形態を採ったとしても、短期の期待収益の変化につれて売り買いが不断に繰り返されるならば、それは短期資本の国際的移動である。

フローの一般均衡モデル、マンデル・モデル〔23〕（序文および302～3ページ）では、外国証券の取得は証券を供給した国にたいする通貨の供給を意味するが、この通貨の供給は所得の国際的移転というインプリケーションをもっている。つまり、ある国における証券の新規供給は新規投資に対応し、外国人による証券の取得は実物投資のための貯蓄が国境を越えて移転する運動である。だから、新規の国債発行には自動的に貿易収支の赤字と資本収支の黒字が対応する。貿易収支の赤字は投資財の超過需要を表し、輸入超過によって減少した貯蓄の不足分は資本の流入によって補なわれることになる。

マンデルのフロー・モデルでは、国際経済関係として、貯蓄＝投資という恒等式が成立していた。換言すると、所得を消費と投資にどう配分するかという一国のフロー決意が国際収支を媒介にオープン・システムとして取り扱われていた。

ところで、貯蓄＝投資という均衡式のもとでは、過剰貯蓄としての流動性選好なる概念も実物経済を超える金融資産市場の成長という認識

も存在しない。だが、現実の世界では、実物経済の沈滞をよそ事に国際・国内金融市場が急成長する一方で、金利格差や相場の変化やそれらの変化を期待して多額の短期資本が相互交通的に流出入を繰り返している。この現象は、貨幣資本が現実経済の拡大再生産に投下できないで大量にストックされてきていることを教えている。ケインズの言葉を借りて、世界的規模で投機的動機にもとづく流動性選好現象がみられるといいかえてもよい。

ポートフォリオ・バランス・アプローチは、ストック手法を用いることによって、国際間における相互浸透的資本移動を説明しようとした。つまり、国内で資産保有が均衡水準に達していても内国証券と外国証券の不完全な代替性にとまなう金利格差や金利・相場の変化にたいする期待の違いに触発されて、現実経済から相対的に自立して金融資産が取り引きされるというアセット・アプローチの出現である〔10〕（p. 703；13, 115ページ）。

だが、ポートフォリオ・バランス論は、流動性選好論的アプローチとアセット・アプローチにわけて考えるほうがよい。デスプレ＝キンドルバーガー＝サランツの論文〔5〕では、米国国際収支の赤字が資本収支に原因をもつことに着目し、ヨーロッパにドルが滞留しているのは、基本的には米国とヨーロッパとの間の流動性選好度の違いにあると説明した。流動性選好度の低い米国は債券を、流動性選好度の高いヨーロッパは流動資産としてドルを選好するという流動性選好論的アプローチとしてポートフォリオ・バランス論が展開された。一方、アセット・アプローチでは、ブランソン〔2〕に代表されるように、国際間における相互浸透的資本移動、すなわち金利格差や期待金利格差・相

場変動に触発されて生ずる国際資産選択運動が分析の対象とされた。

ところで、マンデルのフロー・アプローチでは資本移動は資本移入国への通貨供給を意味していたが、ポートフォリオ・アプローチではそれは国際的な金融資産選択運動とみなした。いしかえると、フロー・アプローチとポートフォリオ・バランス・アプローチとの間には、国際流動性を国内に通貨を供給する公的準備資産とみるか、流動的金融資産とみるかという違いがあった。

このようにフロー・アプローチとしてのマンデル・モデルとポートフォリオ・バランス論との間には国際流動性の概念に関わる重要な見解の相違がみられたが、通貨当局の内部でも国際流動性概念は50年代末から60年代にかけて大きく変質させられた。当初公的準備資産を意味した国際流動性が民間保有の流動資産を含むものに拡張され、ユーロ市場の発展のなかで後者の比重がますます高まってきている。

したがって、マネタリー・アプローチにおけるフロー手法からストック手法への転換を問題とする時、国際流動性概念の歴史的・理論的展開をみておくことが大切である。実際、70年代中葉以降表舞台に現れる一般的な資産均衡モデルとしてのポートフォリオ・バランス・アプローチも、公的支払準備という通貨範疇から流動的な民間保有資産という貨幣資本範疇への変質した国際流動性概念の展開をふまえてはじめて成立する理論である。それゆえ、本稿ではまずどのような経緯で国際流動性概念が変質していったか、その歴史的経緯を確認しておこう。そのうえで、国際収支の一般理論にたいするフロー・アプローチとアセット・アプローチとの違いならびにアセットアプローチが成立した歴史

的背景あるいは意味について検討することにしよう。

二つのアプローチは、固定相場の世界と変動相場の世界という棲み場の違いを映している。だが、棲み場の違いを探索するうちに、われわれは現代の過剰流動性問題という新しい課題に遭遇するに違いない。

II 米国国際収支と国際流動性問題

1 流動性ジレンマ論—トリフィンとリュエフ

資本主義経済が高度成長を遂げた60年代に基軸通貨国米国の国際収支は赤字構造に転化し、ドルの対外流出との関連で国際流動性問題がクローズアップされた。

国際流動性問題にかんする理論的なアプローチで注目されるのは、(1)流動性ジレンマ論と(2)流動性選好論的ポートフォリオ・バランス論である。まずこの第Ⅱ節で流動性ジレンマ論について検討をくわえよう。

流動性ジレンマ論は、周知のように、トリフィンによって主張された。リュエフはトリフィンを批判し、国際流動性問題をドル過剰論として展開した。

トリフィン〔31〕は、ドルの対外的流出を経済成長している米国の外部にある経済が国際流動性ドルの需要を増大させた結果であるともなした。外部世界のドル準備の増大にともなう金の相対的減少はドルの金交換性を不確実にする。ドル需要とドル信認のテイクオフ、すなわち国際流動性のジレンマとしてドルの対外流出をみた。したがって、彼は国際通貨ドルをこのジレンマから開放するために、諸国の貨幣用金を集中保有し、国際流動性の需要に節度を与え

る国際機関すなわち世界中央銀行の設立を提案した。

リュエフ〔27〕はドルの対外的流出を国内経済成長策や民間対外投融資に起因する米国の国際収支節度の欠如にみた。したがって、リュエフはドルの金との兌換を確実にすることによってドルの対外流出を阻止するよう提案した。

両者はともに国際流動性問題の中身をドルの金価値保証性の欠如に求めている。違いはつぎの点にある。

基軸通貨国である米国の国際収支赤字の原因をその外部世界の経済成長にともなって生じるドル需要とみるか（赤字需要説）、それとも米国によって引き起こされた国際流動性ドルの過剰供給とみるか（赤字供給説）である。つまり、米国国際収支の赤字と外部世界におけるドルの集積のプロセスは、基本的には世界経済にとって必要な国際流動性の創出過程とみなされるべきか、それとも過剰流動性の国際的累積過程と判断すべきかという見解の相違が、トリフィンとリュエフとの間にある。

赤字需要説をとるトリフィンは米国国際収支の赤字構造を基軸通貨国としての責任に由来するものとみた。諸外国が必要とする国際流動性を米国が供給する責任を負うかぎり、拡大する世界経済のもとで米国は国際収支の赤字を余儀なくされる。したがって、諸外国へのドル準備の累積は避けられない。国際流動性供給メカニズムから米国経済を中立化し、かつ金準備を基盤に節度ある国際流動性の需要メカニズムをつくりだそうとして、彼は世界中央銀行の設立を構想した。

2 流動性ジレンマと国際的金融調整—トリフィンとローザ

いまトリフィンとリュエフとを赤字需要説と赤字供給説として区別した。赤字需要説（the demand theory of the deficit）という呼び方はマンデル〔23〕からの借用である。トリフィンもマンデルもリュエフのような赤字供給説にたいしては同じ赤字需要説として一括できる。しかし、流動性ジレンマ論を主張するトリフィンと国際資産選択論の提唱者であるマンデルとの間には国際流動性概念においておきな違いがある。それゆえ、国際資産選択論がドル問題にどのように接近したかをするためにも、国際流動性概念が60年代のドル危機のもとでどのような展開をみせたか、簡単に振り返っておきたい。

トリフィンの流動性ジレンマ論は赤字需要説の流れのなかにある。だが、それは米国の国際収支が赤字になる原因を米国以外の諸国によるドル需要に求めるというかぎりにおいてである。流動性ジレンマ論という理論の性格そのものからもわかるように、トリフィンは米国国際収支の赤字構造とそれにとまなう諸外国におけるドル準備の累積をドル危機として受けとめた。

流動性ジレンマ論は赤字需要説である。しかし、基軸通貨国米国による国際流動性ドルの過剰供給を否定しない。諸国のドル需要が増大すれば米国の外部にドル準備が累積される。公的取引に限られているとはいえ金ドル自由交換のもとでドル準備が累積されていけば、ドルの信認にたいする疑念、ドルを金に兌換する動きがあらわれる。国際流動性ドルの需要増大とドルの信認との間のテイクオフの関係は、米国の金準備にたいしてドルが相対的に過剰に供給され

ることを意味する。したがって、このようにドルがジレンマをもつかぎり金為替システムとしてのドル体制は維持できない。つまり、トリフィンは、ドルを金と兌換する諸外国の選択を基軸通貨国米国によるドルの過剰供給のリアクションとみなし、そこにドルをキー・カレンシーとする国際通貨制度の危機をみた〔31〕(p. 86)。

ローザ〔25〕は、トリフィンとは異なる視角から国際通貨ドルの流動性ジレンマ論に接近した。彼によると、世界通貨制度は世界の資本需要と通貨創出との経済的リンクを維持するシステムである。ドルをキー・カレンシーとする戦後の通貨制度は、経済成長を遂げる諸国が増大させる資本需要にたいし基軸通貨国米国が必要な通貨を供給する体制である。世界の資本需要の結果発生するドルの供給に対応して、米国は国際的準備資産を継続的に増加しなければならない。国際流動性ドルのジレンマは、キー・カレンシー国が一方的に国際的準備資産の形成を負担させられることに原因をもつ。もし諸国が継続的に増えていく米国の国際的準備資産の一部を肩代わりするならば、米国による世界市場への通貨供給は円滑化する。ローザは、こう主張して、10カ国の集合準備通貨 CRU の創出を提唱した。

CRU は、SDR (IMF の特別引出権) にもそのような一面があるが、米国の対外債務の清算を凍結する国際的金融調整手段である。これと類似の金融調整は、金プール制のもとではじめて実現した通貨当局の国際協力によるドルと金との事実上の兌換停止、IMF の一般借入協定、ローザ・ボンドの発行等、さまざまな形態でおこなわれた。極めつけは1968年の金二重価格制である。このシステムのもとで主要国は実質的に金ドル交換性の停止をうけ入れた。1971年8

月の金ドル交換性の全面的停止が円滑におこなえたのもこの金二重価格制が機能していたからである。

トリフィンとローザはともに国際流動性ドルのジレンマを問題とした。両者とも赤字需要説に立っている。だが、このジレンマを世界市場へのドルの過剰供給とみるかどうかでは対立している。

ローザ提案、すなわち国際通貨協力によるドル債務の金融的調整（金によるドル債務清算の凍結）策は、国際流動性ドルの過剰供給を頭から否定したものであった。世界経済がドルを需要したから米国から国際流動性が供給されたのであって、それ以上のものではない。ここには赤字需要説の論理が貫徹している。金準備との相対で国際流動性の過剰供給を容認するトリフィンのような曖昧さはない。

金廃貨と結びついた今日の国際通貨制度（われわれはこれをドル本位制とよぼう）は、みてきたように赤字需要説の論理を映している。

Ⅲ 国際流動性概念とポートフォリオ・バランス論

1 国際流動性概念の展開—公的準備資産から民間流動資産へ

1952年の IMF スタッフ・レポート〔11〕では、国際流動性は公的貨幣準備 (monetary reserve) と同義であった。つまり、一国の通貨当局が他の諸国への支払にあてるために利用できる状態にある資産と定義されていた。そこには既保有準備だけでなく将来の外貨借入能力（借入信用）も含まれている。対外支払準備と同義でありながら国際流動性というタームが用いられたのは、後者が将来の借入能力を含む概

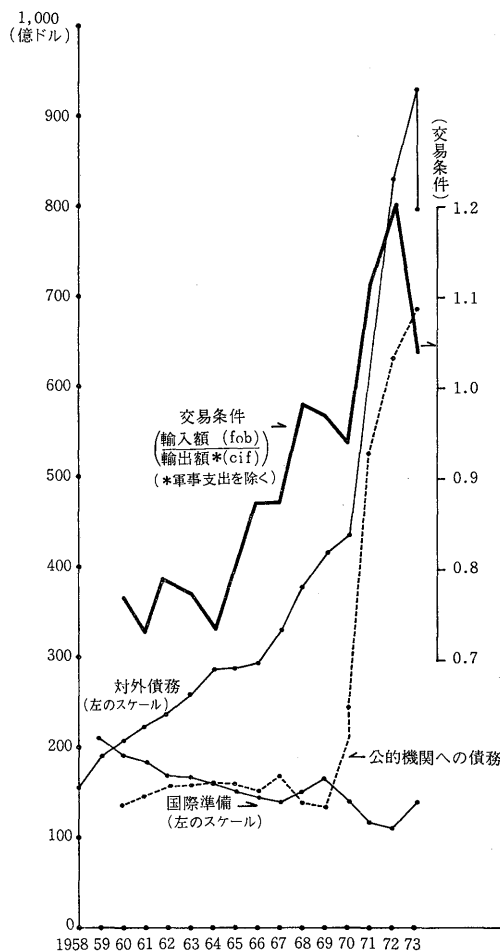
念であることを明確にするためであった〔20〕
(304ページ)。

6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〔12〕。この拡張は、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、かつ両者を統合したことと関係している。ところが、ドル危機が問題となった1961年、米国通貨信用委員会報告では、国際流動性は準備通貨供給国米国（および IMF）に保有される公的 および民間準備資産と定義された〔4〕（訳328～29ページ）。

このように国際流動性は、主要国通貨の交換性が回復された1958年頃には公的準備資産だけでなく民間流動資産を含む概念として拡張されてきた。

60年代には米国の対外短期債務のうち民間債務の比重が急務に増大した。その後半には民間債務が公的債務を凌ぐほどになった（図1）。ドルは、国際的には、公的準備資産を遙かに越えた存在となった。諸国政府が為替市場に参入して為替レートを釘付けするために使用する為替介入通貨であるばかりか、外国民間人によって米銀にたいする短期ドル債権やユーロダラー銀行にたいする請求権が莫大な量で保有されるようになった。マッキノンの言葉を借りると、ユーロダラー市場やドル建ユーロボンド市場の目を見晴るばかりの成長が支配的国際通貨としてドルの役割を強めていった〔21〕（p. 4）。

資本主義世界経済が高度な成長をとげた60年代に国際流動性は概念的におおきく変質した。本来対外支払準備と同じ意味をもっていた国際流動性は、民間人が保有する流動的ドル債権という刻印をもつものとなった。



（図1）米国の対外債務と国際準備

（出所） IMF, *International Financial Statistics Yearbook* 各号

（注） 本論では展開していないが、60年代後半の米国国際収支の構造的赤字（対外債務の累積）は交易条件の悪化とも関係している。

また、70年代前半に公的対外債務が急増するのは、主要国通貨当局との間の通貨協力（ユーロ市場での運用を抑制する等）が関係していると思われる。

2 ポートフォリオ・バランス論—貫徹され た赤字需要説の論理

1966年2月5日付『エコノミスト』誌に興味深い論文が掲載された。デスプレ＝キンドルバーガー＝サラントの連名になる国際流動性選好論ないしポートフォリオ・バランス論である。前節で流動性ジレンマ論との関連でみてきた赤字需要説の論理がそこでも遺憾なく貫かれている。それを超えてさえている。要約するとこうである：—

(1) 60年代前半に米国は短期のドル債務を大幅に積み上げた。ヨーロッパ諸国では流動性の選好度が低く、米国では高いという流動性選好度の違いが、この背景にあった。つまり、米国の流動性選好が低い水準に留まるという状況下で、ヨーロッパ経済が成長を遂げていたので、經常収支が黒字基調にあった米国からヨーロッパへ長期資本の流出がみられた。それゆえ、米国は、対外短期債務を積み増す一方で、長期金融資産を増大させていた。つまり、米国は短期借・長期貸でポートフォリオ上のバランスをとっていた。

(2) このようなポートフォリオ・バランス論に立てば、ドルが信認を失うかどうかは基軸通貨国米国が対外資産と対外債務のバランスをとることができるかどうかにある。当時成長を遂げつつあったユーロドル・ユーロボンド市場、すなわち規制のない欧米間の統合的国際金融市場で、長期金利と短期金利の格差に導かれて、相互の間を短期資本と長期資本が移動しあうことによって、このバランスが実現されていた。いいかえると、ユーロ市場の成長によって自動的な金融資産調整メカニズムがつくりだされていた〔6〕(p. 526～29)〔16〕(p. 13～14)。解説するまでもなく、(1)の主張には米国国際

収支の赤字構造をヨーロッパにおける長期資本の需要に求める赤字需要説がある。また、ローザが主張した金融的収支調整が民間金融市場で実現するという見解もある。つまり、基軸通貨国米国の構造的な国際収支の赤字がヨーロッパ側の流動性選好によって調整されるというのである。

一方、(2)では、基軸通貨国米国の国際収支上の不均衡を調整するメカニズムがユーロ市場で形成されていると指摘されている。

ローザは、赤字需要説に立って、公的金融調整のための制度 CRU を創設する必要性を説いた。デスプレ＝キンドルバーガー＝サラントによると、ユーロ市場における国際流動性選好ないし金融資産選択行動という民間取引が金融調整を実現したことになる。ローザの制度論的国際金融調整論にたいし、ポートフォリオ・バランス論は国際金融市場における自働的金融調整論である。

ユーロ市場の成長が顕著にみられた60年代に、国際流動性は、公的準備資産の枠を外れて、民間による流動的資産をも含む概念へと拡張された。それと対応するように、ユーロ市場という国際的民間金融市場に基軸通貨国米国の国際収支上の不均衡を調整するメカニズムが形成されているというポートフォリオ・バランス論の主張もでてきた。

国際流動性概念の革命的ともいえる変質とユーロドル市場の成長との間にどのようなつながりがあるか、引き続いてみることにしよう。

3 ドル本位制とユーロドル市場—国際流動性概念拡張の意味

デスプレ＝キンドルバーガー＝サラントの理論は国際間における相互補完的資産選択論であ

る。米国居住者による非流動的金融資産の保有（資本流出）が非居住者による非流動的な短期ドル債権の保有（資本流入）によって補完されるという資本移動の形態規定性に視点をあわせると、この理論はポートフォリオ・バランス論とよばれるのがふさわしい。だが、実質はドル本位制の成立のためにユーロ市場が果たしている位置と役割に注目した国際通貨制度論である。なぜなら、非居住者による短期ドル債権の保有はたんなる資本取引を表すものではなく、世界市場に供給される国際通貨ドルの「準備的資産」というべき性格をもっているからである。

公的のみならず民間非居住者によって保有される短期ドル債権を「準備的資産」とよぶのは奇妙にみえるかもしれない。そう思うひとは、これら債権のすべてが中央銀行の対外支払準備として吸収され、かつその全部が金に兌換される場合を想定すればよい。その場合には金準備を超えるドルの供給は理論的にはありえない。公的であるか民間であるかを問わず、非居住者による短期ドル債権の保有を「準備的資産」という時、それがなければ国際通貨ドルの供給を行うことができないという意味が含まれている。

「準備的資産」の含意を確認するために、アナロジーとして預金銀行システムにおける預金銀行組織と非預金銀行集団との間の通貨供給メカニズムをみるのもよい。

預金銀行が本来の準備資産（中央銀行にたいする債権・借入信用）を超えて預金通貨を供給できるのは、供給の見返りに非銀行グループが集団として預金（短期流動債権）を銀行組織に保有することが前提されているからである。本来の準備資産を超えて預金銀行が通貨を供給する現象を信用創造とよぶ。この信用創造として

の通貨供給システムは預金債務という準備的資産なしには存立できない。

ドルが国際通貨として金準備を超えて（あるいは金準備と関係なく）供給されるためには、それが自動的に短期ドル債務として米国の銀行組織に還流するシステムが必要である。それには、①国際通貨協力を基盤とする公的なものと②ユーロダラーに象徴される民間ベースのものがある。

国際通貨協力のもとで公的強制力として還流させるシステムの最たるものがドルの金交換性停止であった。これは実質的に金プール制、金二重価格制のもとで成立していた。制度的な仕上がりは1971年8月の金ドル交換性の全面的停止である。このシステムのもとでは、通貨当局によって吸い上げられたドルは金と兌換することはできず、流動的な公的ドル債権、ドル準備として保有される。

ユーロダラー市場やドル建ユーロ債券市場の成長によって公的ドル債権は運用市場をおおきく拡大することができるようになった。それ以上に重要なことは、民間非居住者の短期ドル債権が通貨当局によって吸収されず、そのままユーロ市場で資産運用されるようになったことである。

ユーロ市場の成長は民間による短期ドル債権の保有を促した。米国非居住者は、米銀にたいしてだけでなくユーロダラー銀行にたいしても膨大な額のドル請求権を積み上げていった。すでに指摘しておいたように、国際流動性が、公的準備資産の枠を超えて民間流動資産を含む概念へと発展していった背景には、ユーロ市場の成長があった。

ユーロダラー市場では、性格を異にする二つの金融メカニズムが交錯している。貨幣資本の

国際的運用と調達という国際金融市場のメカニズムと国際通貨ドルの供給を可能にする金融調整メカニズム，すなわちドル本位制のメカニズムである。

国際金本位制の論理のもとでは金に兌換されるはずのドル請求権が，公的か民間かは問わず，ユーロ市場で資産的に運用されることによって，国際的な資本取引の場，すなわち短期貸・長期借という国際資本市場が形成される。一方，このような資産運用によってドルの金請求権は回避される。とりわけ，金ドル交換性が停止されているドル本位制のもとではドル請求権に含まれていた金請求権という純粋に貨幣的性格は取り除かれる。つまり，供給された国際通貨ドルの見返りに非居住者にたいする流動的な債務が米国に形成される。それがドル供給のための「準備的資産」となってドル本位制を支えている。

ポートフォリオ・バランス論は，ユーロダラー市場で交錯している国際的資本取引とドル本位制のもとでの「準備的資産」形成の運動とを区別していない。その結果，国際通貨ドルの供給メカニズムにおいて「準備的資産」として機能している米国の対外短期ドル債務の形成問題を流動性選好というポートフォリオ・セレクションの問題に解消してしまった。

それゆえ，ハーム〔7〕(p. 15)もポートフォリオ・バランス論についてつぎのようなコメントを与えている。すなわち，この理論では，国際的通貨協力や金廃貨というドル本位制に関係する諸仮定があってはじめて，国内および国際流動性が統合された資本市場を通し自動的に供給されるという結論に到達できるのだ，と。

ポートフォリオ・バランスと国際通貨制度との関連をユーロ市場を媒介にはっきりさせたの

はマッキノンである〔21〕(p. 2～3)。彼はいう：—

トリフィン世界流動性が穏当に増大する必要があると繰り返し指摘したが，公的機関に目を向けて流動性の供給メカニズムを考えたにすぎない。だが，ドルは国際的に公的準備資産であるといって済ませるものではなくなっている。諸国政府が外国為替市場に介入して相場を固定するために使用する為替介入通貨(vehicle currency)だけが存在するのではない。米国の銀行にたいする短期のドル請求権とそれに付加されるユーロダラー取引銀行に宛てたピラミッド状の請求権が外国の民間によって膨大な額で保有されている。事実ユーロダラー市場やドル建ユーロボンド市場の投機的な成長によって支配的国際通貨としてのドルの役割は強まってきている。ドルは，ニューメレールとして，また財や証券の金融手段として使用される。公的および民間機関の双方が借入と貸付をするのは，世界の国際資本市場の中心地である。

IV 所得水準決定論と国際資本移動論

—フロー vs ストック—

1 マンデルの赤字需要説とドル本位制

I-1で指摘しておいたように，マネタリー・アプローチの嚆矢はジョンソンの国際収支にたいするペイメント・アプローチである。そこでは，国際収支を経常産出額と財・サービスへの支出（経常収支），貯蓄と貸付（資本収支）に関係する総合収支の領域と通貨需要の状態を示す貨幣勘定（金融的調整）の領域との間に線引きがされた。経常収支および資本取引は政府を含む居住者全体の貨幣的総受取と同じ居住者による消費・投資・証券への総支出との間にあ

る貨幣授受の関係を映す。また、総合収支尻の黒字あるいは赤字を表示する貨幣勘定は、その国の通貨需要が過多であるか過少であるか、その水準ないし状態を示していると考えた。

つまり、総合収支の諸勘定を通して国内フロー供給を超える国内フロー需要の超過が問題とされる。貿易収支の黒字は財の超過フロー供給を、資本収支の黒字は証券の超過フロー供給を表し、貨幣勘定の黒字は通貨の超過国内フロー需要を表現する。もし貿易収支が均衡し、資本収支が黒字を示すならば、その国では証券の超過供給が発生したことになる。その分貨幣勘定は黒字となる。これは国内貨幣がフローで超過需要されていることを教える。資本勘定が均衡し、貿易収支が黒字である場合には、生産された財がもたらす所得が消費・投資への支出を超えている。その分国内で貨幣が超過需要されている。

マンデルによって展開されたマネタリー・アプローチはそれ自身歴史的産物である。そこにはすでに問題としてきた赤字需要説の論理が一般均衡論的に貫かれている。マンデルはつぎのようにいう：—

固定相場制のもとで所得水準に持続的効果を及ぼすのは、金融政策ではなく、財政政策である。拡張的な財政政策によって政府支出が行われると、財市場につぎのような変化が起こる。すなわち、財政赤字に対応して、民間貯蓄にたいする投資の超過と貿易収支の赤字が発生する。また、資本市場で政府が新規に発行した国債を購入するために民間貯蓄が振り向けられるが、貯蓄は貿易収支の赤字分だけ不足する。したがって、その分資本の流入が起こる。この資本の流入によって結果的に国際収支は均衡するが、そのプロセスでは外国為替準備が変化す

る。

貯蓄の不足を穴埋めする資本の流入は財政支出によって誘導される。なぜなら、所得の増加にともなう民間の貨幣需要によって利子率が上昇する方向に圧力がかかり、外国資本を引き寄せるからである。中央銀行は流入した外貨を買い取り国内の貨幣供給を増やす。その分外貨準備すなわち中央銀行が保有する外貨資産が増える〔23〕（訳302～3ページ）。

基軸通貨国 米国が国際収支の赤字に見舞われ、世界のドル準備が増加するのは、米国の外部で積極的な財政支出策が展開されたからである。マンデルのモデルはこのような赤字需要説の論理を背景にもっていた。60年代の国際流動性問題を肩に背負っているという意味で、マネタリー・アプローチのマンデル・モデルは歴史的産物である。

事実、彼はドルの信認問題について議会でつぎのように証言している：—

米国国際収支の赤字の大きさが外部の世界の準備の増加を決定する。一方、世界の貨幣用金の増加率を与えられたものとする、米国国際収支の赤字がもたらすドル債務を金で清算するかドル資産でおこなうかという清算手段の構成（composition）の度合いが、ドル供給に必要な米国の準備を決定する〔34〕（p. 5）。（ただし、〔33〕（p. 86）にもとづく）。

ここにはドル本位制に武装された赤字需要説の論理が鮮やかに目に映える。米国国際収支の赤字は世界の需要に応じて国際通貨ドルを供給するために生ずる。需要に応えうるドルの供給メカニズムをうちたてるには、諸国が対外準備を金ではなく、ドル建金融資産で保存するシステムが必要だというドル本位制の主張が首を出している。

ドル本位制を想定した赤字供給説であるマンデル・モデルに流れる論理は、角度を変えてみると、ポートフォリオ・バランス論の論理でもある。

米国からヨーロッパへ資本が流出し、その結果米国の国際収支が赤字になる。つまり、米国国際収支の赤字は世界が必要とする国際流動性の供給を表している。世界のドル需要に対応したドル供給メカニズムを維持するためには諸国が蓄積した対外支払準備をドル金融資産で保有する必要がある。これがドル本位制に武装された赤字供給説である。

この赤字需要説にある論理展開のプロセスを取り除き、帰結だけを資産ストックの状態としてみれば、ポートフォリオ・バランス論が仕上がる。米国は長期金融資産の保有を増やし、ヨーロッパは流動的ドル債権をストックとして積みましたといえるからである。

赤字需要説とポートフォリオ・バランス論の大きな違いは、流動的ドル債権として存在する国際流動性を公的な対外支払準備として把握するか、たんなる流動的資産として把握するかにある。

2 所得水準決定とポートフォリオ・バランス—貨幣 vs 短資

マンデルの一般均衡モデルは、マッキノン＝オーツ〔22〕が展開したように、ストック・アプローチにつながる側面をもっている。一方、ブランソン〔2〕(Chap. 2)のポートフォリオ・バランス論にみられるように、国際収支の調整問題で投機的資本移動を大きくとりあげるかどうかで、フロー・アプローチとストック・アプローチとの間には際立った違いがでてくる。

とくにブランソンのポートフォリオ・ balan

ス論の性格を鮮明にするために、いま一度赤字需要説の論理を国際資本移動との関連でみておこう。

ヨーロッパで民間貯蓄を上回って投資が超過すると、所得の増加にともなう民間の貨幣需要がおこって利子率が上昇する。その結果米国からヨーロッパへ資本が流入する。したがって、ネットの資本流入分だけヨーロッパの対外支払準備ドルが増加し、米国の国際収支が赤字になる。このように米国国際収支の赤字はヨーロッパが需要するドルの供給を表している。だが、米国が世界のドル需要に見合うだけドルを供給するためには、諸国の対外支払準備は、金ではなく、ドル資産で保有される必要がある。

上のモデルで表された赤字需要説には性格の違う二つの国際的な資金移動がみられる。

一つは、米国の超過貯蓄分のヨーロッパへの移転、つまりヨーロッパの新投資に貢献する国際的所得移転としての資本移動である。

二つは、ヨーロッパに蓄積された対外支払準備が金の移動をともなわず、ドル請求権（流動債権）の形態をとるというドル供給システムを支える資金の流れである。つまり、米国の金準備を越えて供給される国際通貨ドルの準備資産を形成するためにヨーロッパから短期資金が流入する。同じことだが、ヨーロッパの公的支払準備が米国側には外国通貨当局にたいする短期ドル債務となって現れる。このような短期資金の国際的移動は金融調整的資金移動である。

マンデルに代表されるマネタリー・アプローチでは、米国から流出する長期資本は国際間における所得水準決定のキー・ファクターである。つまり、国際間の新しい所得水準を形成する長期資本移動は米国からのドル供給を意味し、それを可能にするために金融調整的資金が

ヨーロッパから米国に流れる必要があるということになる。

形としては国際資本移動のようにみえるマネー・フローの背後に、マネタリー・アプローチは関係する国と国との間の富全体の変化、所得水準の変化をみようとしている。またそこではこのような所得水準の変化を決定する十分条件としてドル供給のメカニズムが設定されている。いいかえると、ドル供給はドル需要国が対外支払い準備を短期ドル債権として保有することによって可能になるという国際間の所得水準決定とドル供給メカニズムとの相関規定が、マンデル等のフロー・アプローチにはある。

一方、ポートフォリオ・バランス論は、1966年のデスプレ＝キンドルバーガー＝サラント・モデルさらには1968年のブランソン・モデルに典型的にあらわれているが、米国の対外短期債務を形成する金融調整的資金移動を流動性選好ないし短期資本移動とみなし、米国の対外短期債権と同次元のものとみなしている。このように金融調整的資金移動を短期資本移動一般に解消してしまう論理がでてくる背景として、つぎの事情が指摘できる。

第一に、この理論は、金プール制の発足、ローザ・ポンドの発行、通貨当局間のスワップ協定の成立等を背景に、論理を展開する際にドル本位制すなわち金ドル兌換停止のもとでのドル供給システムの成立を事実上前提にしていた。

第二に、公的金融調整としての資金移動が民間の短期資金移動と同列に扱われるようになった背景には、ユーロダラー市場の成長ならびに国際流動性概念の拡張（公的ドル準備から民間保有の短期ドル債権を含むものに拡張したという国際流動性概念の発展）があった。つまり、事実上の金ドル兌換停止システムのもとで、外

国の通貨当局だけでなく民間もユーロ市場でドルを資産運用するようになるにつれて、民間による流動的ドル資産の保有が膨れていった。民間保有のユーロダラーは、本来は中央銀行に吸い上げられて公的ドル準備を形成し、国際通貨ドルを供給する金融準備資産となる筈のものであった。ドル供給準備資産が民間流動資産という形態をとるようになったという意味で、ユーロダラー市場の成立と成長が国際流動性概念を大きく変えたといつてよい。

第三に、第二のことと関係するが、ユーロ市場で比較的低コストで自由に外貨（ドル）が調達できるようになった結果、中央銀行による最適外貨ストックの管理の必要が先進諸国の内部で薄らいだ。民間は必要なドルを自国の通貨当局に仰ぐ必要はなくなり、ユーロダラー市場を通じて自由に調達できるようになった。

ユーロダラー市場で民間が自由にドルの運用と調達を行ない、通貨当局が対外支払準備としてドルをストックする必要が相対的に減少したということは、民間短期資本市場であるユーロダラー市場が同時に諸外国のためのドル準備市場として機能しはじめたことを意味した。また、諸国の民間がユーロ市場を通じて通貨供給を受けるということは、実物経済への投資必要量を越えて国際流動性ドルが国際金融市場に滞留していることを意味する。つまり、ドル本位制下でドルが過剰流動性としてユーロ市場に滞留した結果、ユーロ市場が国民経済の枠組を越えて外貨ストックの場として機能しはじめたのである。

マンデルの一般均衡論的フロー・モデルとポートフォリオ・バランス論との大きな違いは、流動的ドル債権として外国に保有される国際流動性を公的な対外支払準備（これは当該国への

通貨供給でもある)として貨幣範疇で把握するか、それとも流動的金融資産として貨幣資本範疇で把握するかにある。あるいは、角度を変えてみると、米国の外国人にたいする短期ドル債務を国際通貨ドルを供給する際の準備資産として把握するか、外国人による流動的なドル金融資産の保有としてうけとめるかにある。

だが、この違いは国際的所得水準決定の理論として国際収支論を扱うか、利子率決定の理論としてそれを扱うかという中身の違いを表している。マネタリー・アプローチにおけるフロー手法からストック手法へという方法論上の移行も、突き詰めたところこれと関係しているように思える。

3 ブランソンのポートフォリオ・バランス論—フロー vs ストック

いまマンデル・モデルとデスプレ＝キンドルバーガー＝サラントのポートフォリオ・バランス論を対比し、両者とも諸外国によるドル準備ないしは国際流動性の形成を分析の対象としながら、マンデルは国際的所得移転を、後者は国際的資産選択を問題にしていることを確認しておいた。このような問題把握の違いは、国際流動性のネットの増加を国際的所得移転による通貨供給とみるか、流動的金融資産の純増とみるかという国際流動性概念の受けとめ方のずれでもあった。つまり、ドル本位制の実質的成立とともにユーロダラー市場が成長するが、そのなかで国際流動性が民間保有の短期資本をも包含する概念に発展してきたこと—このことが、ポートフォリオ・バランス論を台頭させたといえる。キンドルバーガー〔16〕のポートフォリオ・バランス論にたいして、トリフィン〔32〕が諸外国による短期ドル債権残高の大き

な部分が公的準備であると指摘し、批判する際にも、国際流動性概念にたいする認識のずれが頭をもたげていたといつて過言ではない。

ところで、デプレ＝キンドルバーガー＝サラントのポートフォリオ・バランス論は今日の一般均衡論的資産選択論とは異質なものである。第一に国際資本移動論として国際収支の調整が問題にされているにすぎない。つまり、一般均衡体系としての国際収支調整論ではない。第二に、この理論は流動性選好論を国際舞台にそのまま適用したもので、国際間における流動性選好度の格差で長期資本（フロー）と短期資本（フロー）の流れを説明するフロー・アプローチである。

ブランソン〔2〕のポートフォリオ・バランス・アプローチはマルコヴィッツ＝トービン流のポートフォリオ理論を国際資本移動論に直截に応用したストック・テプローチであったが、経済全体のマクロ関係を捨象した部分的均衡論であるという性格はそのまま残存していた〔13〕（115ページ）。だが、ブランソンのアプローチの歴史的意義と位置は、それが国際資本移動論という部分的均衡論であったことによって明らかとなる。

ブランソンはフロー・アプローチとしてのポートフォリオ・バランス論をアセット・アプローチに転換させたが、これによって国際流動性問題は国際通貨ドルの需給問題から国際短資移動論すなわち為替相場決定論へと展開していくことになった。

米国とヨーロッパとの間で、米国が長期資本を、後者のヨーロッパが短期資本を輸出して、フローで国際収支の調整が保たれるというのがデプレ＝キンドルバーガー＝サラントのポートフォリオ・バランス論であった。ここでは流動

性選好度の国際的格差が資本移動論の基礎にあった。その意味で流動性選好論のポートフォリオ・バランス論といってよい。つまり、トリフィンやマンデルはこれを米国からヨーロッパに向けて行われる貨幣供給、したがって所得の国際的移転とみた。そのような視角からは、ヨーロッパの保有する短期ドル債権は金にかわるドル供給のための金融準備資産であるが、デプレ＝キンドルバーガー＝サラントはヨーロッパによる相対的に強い国際的流動性選好として米国の短期対外債務の形成を受けとめた。

ブランソンは国際資本移動論をフロー・アプローチからストック・アプローチへと転換させた。これは米国から諸外国にむかう短期資本とそれとは逆の流れをもつ流動的資金とを同質のものともみなすことにほかならない。後者の流れは、トリフィンも強調したように、ドル供給のための金融調整的資金移動という性格を色濃くもっており、利子率格差の変化によって移動する投機的資金移動とは本来異質な概念である。

金融調整的資金移動と投機的資金移動という性格の異なる二系列の流動的資金移動が同一視された背景には、金融調整的資産を国際通貨供給システムにおける準備資産という側面から相対的に切断して資産運用面で問題としなければならない新しい事情があった。すなわち、ドル本位制のもとで対外支払準備がユーロダラー市場で積極的に運用されるようになっていた。また、本来ならば通貨当局に吸収されて公的準備となるべきドルが民間にそのまま保有されて、ユーロ市場で運用されたり、為替の変動を睨んだ投機資金として国際舞台を闊歩していたからである。

ポートフォリオ・バランスにたいするブランソンのストック・アプローチは、この意味で、

ドル本位制下の国際流動性概念の変質を反映した理論であるばかりか、ドル本位制下で顕著となった固定相場制の動揺を映した理論でもあった。本来準備資産として公的に保有されるべきドルが、為替投機資金として諸国の短期および長期資本市場にまで投入され、資産や通貨の形態を不断に変えるようになるとき、デプレ＝キンドルバーガー＝サラントのポートフォリオ・バランス論は存立の基礎を失い、キャピタル・ゲインやキャピタル・ロスを巡る短期資金の運動が国際資本移動論の対象となった。

狭義の国際的利子率格差だけでなく、為替レートの期待まで盛り込んだ広義の国際利子率格差が、国際資本移動を引き起こし、さらにこの資本移動が新しい為替レートを決定するという歴史的環境のもとで、利子率決定理論という性格をもつアセット（ストック）。アプローチが国際収支調整論の主役に踊り出たことはすこしも不思議ではない。

V 過剰国際流動性問題とアセット・アプローチ結びにかえて

1 資産選択論と貨幣資本の自立的運動

いまデプレ＝キンドルバーガー＝サラントの流動性選好論的ポートフォリオ・バランス論とブランソンのアセット・アプローチのポートフォリオ・バランス論について国際流動性概念の展開と関連づけてみてきた。

周知のように、流動性選好論から資産選択論へという金融理論の一般的展開は、レオンチェフによるケインズ流動性選好論批判にたいする応答として、トービンによって展開された。もちろん先駆的業績としてヒックス〔9〕とブラウン〔3〕がある。しかし、ここでは流動性選

好論との関連でトービンに焦点をあてよう。

レオンチェフはケインズの流動性選好論をつぎのように批判した。すなわち—

投機的動機にもとづく流動性選好論は、その自働的貨幣保蔵過程をつうじて、ケインズ体系にデフレ的メカニズムを装置し、非自発的失業がインフレ的に収拾されていく傾向を打ち砕いてしまう。つまり、古典派的完全雇用均衡のもとでは投機的動機にもとづく流動性選好はゼロであらねばならない〔19〕(pp. 238~39)。

レオンチェフのこの批判は、ケインジアン体系のベースとなっている不完全雇用均衡ないし長期停滞論を批判する論理上にあった。いいかえると、流動性選好は不完全雇用の対概念であり、また動態分析の対象である失業は静態的な均衡分析となじまないというのである。

トービンは、レオンチェフの批判をケインズ流動性選好論の欠陥を突いたものと受けとめ、その理論を「静態的資産選択論」として再構築した。つまり、流動性選好論は「どれだけの富を金融資産に投資すべきかを決定する選択は所与として、これらの投資額を現金とそれ以外の金融資産に配分すること」にかかわる理論であると定義し、所得を消費と貯蓄にどのように配分するか、貯蓄と投資との関係はどうなるかというフロー決意から流動性選好論を相対的に切り離した〔28〕(2・6)。

資産選択論の特徴は、流動性選好から実物経済の再生産とかかわる「富全体の変化に関する決定」(すなわち所得水準の決定)理論という性格を剥ぎ取り、「富の保有形態に関する決定」(利子率の決定)理論として展開することにあった〔5〕(訳10~13ページ)。同じことだが、流動性選好は、現実資本の収縮・拡大と連動する投資の利子弾力性に関係する概念ではなく、

将来の利子率にたいする不確実性が投資家全体の社会的認識となることによって生じると考えた〔28〕(33ページ)。

このように資産選択論は現実資本の運動から相対的に自立して存在する貨幣資本の運動に焦点をあてた理論である。したがって、流動性の選好もたんなるポートフォリオ・セレクションに解消された。利子率の将来に関する不確実性や資産価値の減価にたいするリスク回避のためにポートフォリオ中に投機的動機にもとづく現金保有があらわれるということである。ライツマンは、満期まで証券を保有して資本損失を回避する(資本利得を逸する)「投資家」と区別される「投機家」をつぎのように定義している。すなわち、市場の内外にあって投資家達が証券価格の下落を予想する以前に証券を売却し、もって資本損失を回避するのが「投機家」である、と〔35〕(訳137~38ページ)。トービンの資産選択論の論理は、いってみれば「投機家」の世界に生きている。

2 国際過剰流動性問題とポートフォリオ・バランス論

ブランソンのポートフォリオ・バランス論もトービンの世界の延長線上にあった。実物経済の拡大・縮小という経済の動態ではなく、完全雇用を想定した静態分析のもとで、オープン・システムとして資産選択論を展開した。いいかえると、流動性選好(これをトービンは現金保有に矮小化したが)は利子率の将来についての不確実性(キャピタル・ゲインやリスク回避)という投機的動機のために促されるというのがトービンの考え方であり、ブランソンはこのような流動性選好が金利格差や為替相場の期待が変化するにつれて国際的短期資本移動として発

生すると考えた〔2〕(Chap. 2)。

流動性選好を証券形態の資産保有にたいする現金形態での資産保有と考える。したがって貨幣資本の運動を、現実経済の運動と相対的に切断して、金融資産の形態変化として捉えるアセット・アプローチにおいて、過剰流動性という発想は生じない。彼らは過剰流動性をフロー概念として、つまりある期間の貯蓄のうち新規の生産的投資に吸収されない過剰貯蓄部分と同義の概念として受けとめ、金融資産の形態変化は利子率あるいは資本利得（損失）の変化ないし期待変化に伴うものとみなした。

このアセット・アプローチの論理がオープン・システムのもとに採用されるとき、過剰国際流動性概念も当然否定される。彼等は、国際的資産選択運動における流動的資産の選択をマネタリーな運動として捉え、貨幣資本が現実資本に投下されないで過剰に蓄積された状態とはみなさない。国民経済相互間における利子率格差の期待変化、為替相場の期待変化が国際市場裡における金融資産形態の変化や国際短資移動を引き起こすと考えた。

国際資本移動をフロー決定からストック決定の問題として定立した国際資産選択論すなわち国際収支にたいするアセット・アプローチは、貯蓄と実物経済への純投資との不均衡を二義的なものとしたという意味で、マンデル以上の徹底した国際過剰流動性否定の理論といえる。

われわれにとって奇妙に思えるのは、このような国際過剰流動性否定の理論が、70年代以降、現実経済の相対的停滞と国際金融市場の急速な成長という世界経済事象のもとで一般的に受け入れられていったということである。

現実経済の停滞にたいする国際金融市場の成長は、過剰貯蓄の形成を問題としなければひと

つの論理矛盾である。貯蓄が投資に向かい、それが金融市場の成長に映しだされていると考えれば、金融市場の成長は現実経済の成長と対応するはずである。

ケインズは、『一般理論』第三章「有効需要の原理」で、消費性向と新投資量とが不十分な有効需要しかもたらさない場合に過剰な貯蓄と失業が生ずるという「豊富のなかの貧困というパラドックス」、ならびに生産力水準が高度化した豊かな国における貯蓄性向の高まりがもたらす GNP ギャップ（現実の生産と潜在的生産との間の差）の拡大について指摘している〔15〕(pp. 30～31)。これはたしかに景気後退期に発生する「後ろ向きの過剰貯蓄」論、動態的過剰流動性論といってもよい。動態的過剰流動性論というのは、これらの流動性は現実経済の破壊（企業倒産、銀行倒産）のもとで価値破壊されてしまうならば自ずから消滅してしまい、過剰ではなくなるという意味においてである。

しかし、戦後期、諸国における管理通貨制度の確立と世界市場におけるドル本位制の成立は、このような過剰流動性をストックとして蓄積していくばかりか、諸国の金融市場をユーロ市場を核とする規制解除の金融システムとして再構築し、現実経済に投下されない貨幣資本を滞留させる世界的「過剰流動性滞留市場」を創り出してきている。今日の国際金融市場の成長と世界的統合化の動きは、この世界的「過剰流動性滞留市場」の成立を抜きにして考えることはできない。現在為替相場決定の理論が相互浸透的国際短資移動に焦点をあてたアセット・アプローチとして展開されてきている背景にもこれがある。この点については、すでに拙稿〔30〕でくわしく説明している。それを参照されたい。

われわれがここで確認しておきたいことは、流動性ジレンマ論、マンデルの一般均衡論の赤字需要説、ポートフォリオ・バランス・アプローチとして展開されてきた国際収支調整論が一貫してドル本位制のもとでの国際過剰流動性の形成を否定する理論であったこと、しかもその最も完成した形態である国際収支調整論にたいするアセット・アプローチが世界的「過剰流動性滞留市場」が確立した70年代後半以降に為替相場決定の理論として市民権を得たこと、——この事実の確認である。

アセット・アプローチは国際過剰流動性を否定する理論でありながら、国際過剰流動性がストックとしてグローバルに統合化された「規制解除金融システム」のもとでの流動的資本移動を説明する理論としてもはやされているという事実にたいする具体的吟味は、紙面の都合もあり、別稿に譲りたい。

引用文献

- [1] Alexander, S., 1952, 'The Effects of a Devaluation on a Trade Balance,' *IMF Staff Papers*, Vol. 2 no. 2.
- [2] Branson, W. H., 1968, *Financial Capital Flows in the U. S. Balance of Payments*.
- [3] Brown, A. J. 1939, 'Interest, Prices, and the Demand Schedule for Idle Money,' *Oxford Economic Paper*, no. 2.
- [4] Commission on Monetary and Credit, 1961, *Money and Credit: Their Influence on Jobs, Prices, and Growth* (日本銀行調査局訳『通貨と信用—その雇用、物価および成長に及ぼす影響』至誠堂)。
- [5] Day, A. C. F., 1959, *The Economics of Money* (岸田照熊訳『現代金融論入門』東洋経済新報社)。
- [6] Despre, E., Kindleberger, C. P. and W. S. Salant, 1966, 'The Dollar and World Liquidity: An Minority View,' *The Economist*, 5 Feb. (Kindleberger, C. P., *International Money*, および Officer; L. H. and T. D. Willet (eds.), *The International Monetary System: Problems and Proposals* に再録)。
- [7] Halm, G. N., 1968, *International Financial Intermediation: Deficits Benign and Malignant*.

- [8] Hicks, J., 1967, *Critical Essays in Monetary Theory* (江沢・鬼木訳『貨幣理論』東洋経済新報社)。
- [9] ———, 1935, 'Suggestion for Simplifying the Theory of Money,' *Economica*, Feb.
- [10] Hodjera, Z., 1973, 'International Short-term Capital Movements: A Survey of Theory and Empirical Research,' *IMF Staff Papers*, Nov.
- [11] IMF, 1952, *Adequacy of Monetary Reserves* (Reprinted in 1962).
- [12] ———, 1958, *International Reserves and Liquidity*.
- [13] 石山嘉英, 1980, 「最近の国際資本移動論—批判的展望」『季刊 現代経済』Summer.
- [14] Johnson, H. G., 1958, *International Trade and Economic Growth: Studies in Pure Theory* (小島・柴田訳『国際貿易と経済成長』弘文堂)。
- [15] Keynes, J. M., 1935, *General Theory of Employment, Interest and Money* (The Collected Writings, vol. 7).
- [16] Kindleberger, C. P., 1965, *Balance-of-payments Deficits and the International Market for Liquidity*.
- [17] ———, 1966, *Europe and the Dollar*.
- [18] Kouri, P. J. K. and M. G. Porter, 1974, 'International Capital Flows and Portfolio Equilibrium,' *Journal of Political Economy*, May-June.
- [19] Leontief, W., 1947, 'Postulates: Keynes' General Theory and the Classicists,' in S. Harris, *The New Economics*.
- [20] Machlup, F., 1964, *International Payments, Debts and Gold* (馬淵透訳『国際金融の理論』ダイヤモンド社)。
- [21] McKinnon, R. I., 1979, *Money in International Exchange: The Convertible Currency System* (鬼塚・工藤・河合訳『国際通貨・金融論—貿易と交換性通貨体制』日本経済新聞社)。
- [22] McKinnon, R. I. and W. E. Oates, 1966, *The Implication of International Economic Integration for Monetary, Fiscal and Exchange Rate Policy*.
- [23] Mundell, R. A., 1968, *International Economics* (渡辺・箱木・井川訳『国際経済学』ダイヤモンド社)。
- [24] Robinson, J., 1947, *Essays in the Theory of Employment* (2nd. ed.).
- [25] Roosa, R. V., 1965, *Monetary Reform for the World Economy* (鈴木源吾監訳『国際通貨改革論』)。
- [26] Rueff, J., 1971, *Le péché monétaire d'occident* (長谷川・村瀬訳『ドル体制の崩壊』サイマル出版)。
- [27] ———, 1961, 'The West Is Rinking a

- Credit Collaps,' *Fortune*, July (鈴木浩次編『国際流動性論集』東洋経済新報社 所収).
- [28] Tobin, J., 1958, 'Liquidity Preference as Behavior towards Risk,' *The Review of Economic Studies*, Feb. (水野・山下監訳『現代の金融理論 I—流動性と貨幣需要』所収).
- [29] ———, 1965, 'The Theory of Portfolio Selection,' in F. H. Hahn and F. P. R. Brechling (eds.), *The Theory of Interest Rates*.
- [30] 徳永正二郎, 1986, 「金融の証券化と資本の自由化—過剰流動性問題と規制解除金融システム」『九州大学経済学研究』52巻1～3合併号).
- [31] Triffin, R., 1961, *Gold and Dollar Crisis: The Future of Convertibility* (村野・小島訳『金とドルの危機—新交際通貨制度の提案』勁草書房).
- [32] ———, 1966, *The Balance of Payments and the Foreign Investment Position of the United States* (中西市郎監修『ドル危機と国際通貨改革』関西書店).
- [33] ———, 1968, *Our International Monetary System: Yesterday, Today, and Tomorrow*.
- [34] U. S. Congress, 1966, *New Approach to United States International Economic Policy: Hearing before the Subcommittee on International Exchange and Payments of the Joint Economic Committee of Congress*.
- [35] Wrightsman, D., 1971, *An Introduction to Monetary Theory and Policy* (原正彦訳『金融理門論入』東洋経済新報社).