

多極システム下の国際的マネーフロー

前田, 淳
北九州大学商学部 : 講師

<https://doi.org/10.15017/4492981>

出版情報 : 経済学研究. 56 (1/2), pp.77-93, 1991-03-10. 九州大学経済学会
バージョン :
権利関係 :

多極システム下の国際的マネーフロー

前 田 淳

もくじ

- I. 問題の設定
- II. 80年代の国際的マネーフロー
- III. グローバリゼーション, 多極化, 国際金融システムの不安定性
- IV. 結び

I. 問題の設定

80年代の国際金融システムは、著しく不安定性を増大させた、と言われている。アメリカが経常収支赤字国・資本輸入国・純債務国へ転化したこと、1985年のプラザ合意から1987年のクリスマス合意までのドル減価¹⁾、1987年ブラックマンデー以後の証券市場の困難など、70年代とは全く異なる現象が起こっている。そして、これらの現象は、実は、国際金融システムの構造変化を時には原因とし、時には結果として起こっているのである。例えば、80年代の国際的マネーフローは、ユーロ預金ではなく、有価証券形態でのファイナンスが盛んとなり、そのことが、為替相場と証券価格との連動関係を強め、87年以降の証券市場の困難の大きな中身となっ

ている²⁾。本稿の目的は、不安定性を増した1980年代の国際金融システム、国際的債権債務関係³⁾の特徴を分析することによって、戦後確立されたドル体制の構造変化を明らかにすることである。

さて、国際的マネーフローそれ自体は、研究分野として完全には確立されていない。今日まで、最も注目を集めてきた国際的マネーフローは、銀行のそれである。特に、ユーロ市場を舞台にしたユーロバンク間の銀行間マネーフロー、

2) Barry Riley, 'A Recipe for Financial Instability,' *The Financial Times*, October 21/22, 1989.

3) 国際的な信用を表す言葉としては、マネーフロー、信用、資産・負債、債権・債務、資金・資本移動などがある。厳密な区別をするならば、マネーフローは、国際収支統計の資本取引の項目に登場するような信用のフローを指すことになる。資本取引は周知のごとく、対外債権と対外債務の動き一フローをネットした、いわばネットフローである。すなわち、資本の流入要因として、対外債権の減と対外債務の増、資本の流出要因として、対外債権の増と対外債務の減を計算し、それらプラス要因とマイナス要因を加えてネットフローを出すわけである。しかし、マネーフローをテーマにした諸文献では、このようなネットフローだけではなく、グロスフロー、ネットストック、グロスストックも当然分析の対象になっている。よって本稿でもマネーフローと言う場合、単にネットフローのみを指すのではなく、グロスストックまで含めた国際的な信用を指すことにする。国際的債権・債務と言う場合も同じである。ちなみに、ネットという表現をする場合、一般に、次のような意味でも使われている。最初の半年間に、あの国の対外債務残高が、100万ドルから150万ドルに増加したが、後の半年で、150万ドルから130万ドルに減少した場合、1年間全体としては、100万ドルから130万ドルへの30万ドルの資本流入、とみなす場合である。

1) ドルの実効レートは、1980年から1982年までの平均を100とした場合、87年12月23日のクリスマス合意時点まで84.7まで下げた後、88年12月5日に84.8になるまで上昇と下降を経験し、その後、緩やかなドル高で推移している（「ストック経済の波乱・中」『日本経済新聞』1990年3月24日）。

およびそれに基づくユーロバンクの貸付である。主にユーロ市場を通じて行われていた国際貸付が、このようにユーロバンキングに焦点をあてさせる時代背景であった。そして、一方で、タームローン等の国際銀行業の手法の中味が明らかにされつつあると共に、他方、国際通貨論に立脚して、銀行の国籍別の質的差異が明らかにされつつある。とりわけ、後者については、米系銀行が、ニューヨーク市場とユーロ市場を一体として、信用創造効果を所持していること、それゆえに、ユーロ市場でも米系銀行が、他の国籍の銀行に比較して、突出した存在であること、が明らかにされてきた。

以上のような国際通貨論、国際銀行業論は、いわば、ドル体制の質的な側面に焦点を当ててきたと言っても過言ではあるまい。すなわち、国際通貨論においては、貿易の決済のための契約通貨 (invoice currency) を出発点とし、銀行の為替取引 (interbank transactions currency, vehicle currency)、中央銀行の為替市場への介入 (intervention currency) と為替準備 (reserve currency) を論理の骨組みとしてきたのである。すなわち、決済という質的側面、機能の面に焦点を当てたのである。そして、以上のように決済を対象とするならば、当然、決済機能を持った銀行が次の問題になってくるのは当然である。

このような質的・機能論的体系とともに、それらを一つの基礎として形成される量的・規模論的側面が重要であることは論を持たない⁴⁾。例えば、各国の対外資金需給、建値通貨・私的

資産通貨、非銀行間の国際的マネーフロー、国際金融市場などである。国際金融市場は、基軸通貨の金融市場である。国際金融市場にふさわしい条件としては、基軸通貨の市場であること、十分な貸出資金のある金融市場であること、そして金利が他通貨の市場に比較して低いこと、などが考えられる。80年代には、ドル市場は金利が先進国中相対的に高く、また、アメリカは経常・財政赤字国かつ資金不足国であった。国際金融市場としての条件を相当程度失った状態と規定できるのではないだろうか。本稿では、このような点も視野に入れつつ、量的・規模論的側面にも焦点をあてたい。

ここで、本稿の対象領域を明らかにしなければならない。第1に、国際的マネーフローは、ドルによるそれが最大のものである。その原因は、ドルの国際通貨としての質的側面である。また、国際的マネーフローは、銀行のそれがきわめて重要な働きをしている。その原因は、銀行の決済機能という質的側面である。このように質的・機能的側面を一つの立脚点としながら、量的・規模的国際的マネーフローがいかに重層的に展開しているかが、国際的マネーフロー論の対象となる。本稿では、その最初の作業として、国際通貨ドルによる国際的マネーフローのうち、基軸通貨の供給国アメリカがかかわってくるものを検討しよう。なぜなら、アメリカが80年代後半には、最大の資本の輸入国であったと同時に、基軸通貨国であるがゆえに、アメリカの対外赤字は、ドルの供給、ドル残高の形成を意味しているからである。決定的に重要な領域である銀行の国際的マネーフローの詳細な検討は、他稿に譲りたい。

第2に、アメリカの資本取引の相手国としては、いくつかの国が突出している。紙幅の都合

4) 国際金融システムの量的・規模論的アプローチをしたものとしては、川波洋一「国際金融市場と国際金融センター——金融諸指標の視点から——」『現代社会と経営・経済指標』海鳥社1990年3月を参照されたい。

もあり、本稿では、場合によっては日米間のマネーフローに注目しつつ、論を進めることになるだろう。もちろん、80年代の世界のマネーフローの中で、日米間のそれは、突出していると同時に、特殊でもある。いわゆる「ジャパン・マネー」の突出性ととも、特殊性にも注意を払いながら分析しよう。

最後に、上述のように80年代の国際的マネーフローを題材にする際、日本の立場に立って、日本からのアメリカへの資本流出が、ブラザ合意後のドル安にもかかわらず続いていることに注目する事が多い。そして、その事実を評価する場合、日本の立場にたつて、対米依存の構造、ドル・ドル型投資の構造、などを実証する事が多い。もちろん、このような事実を否定するものではない。しかし、本稿では、日米間のマネーフローに重点は置きつつも、日本の立場ではなく、アメリカの立場にたつて、国際的信用、ドル体制の構造変化を視野におさめたいと思う。今日の国際金融システムは、ドルを基軸通貨とし、ドルの国際的信用によって支えられたドル体制である⁵⁾。ドル体制としての国際金融システムの構造変化を明らかにするために、日本の立場ではなく、アメリカの立場に立って考察しようと思う⁶⁾。

II. 80年代の国際的マネーフロー

ドル体制の中心国アメリカの資本取引の内容を検討しよう。表1は、1980年から1988年までのアメリカの資本取引を示している。周知のように、1982年から経常収支の赤字を計上しており、1983年から資本輸入を行っている。そして、表2からわかるように、1985年からアメリカは純債務国となっている。さて、表1の最も上の2行に経常収支赤字と資本取引が示されているが、いずれも87年を境に流れが変化していることがわかる。経常収支は、87年の1437億ドルの赤字から、88年の1265億ドルの赤字へと、赤字の減少が起こっている。また、資本取引も、87年の1418億ドルの黒字（資本流入）から、88年の1371億ドルの黒字へと、黒字の減少が起こっている。資本取引の中味をそれぞれ見ても、86年ないし87年に流れの逆転または足踏みが起こっている。今後、アメリカの資本取引がどのような方向に向かっているかは、統計の発表を待たねば明らかではないが、87年のブラックマンデーと89年の10月以降の証券市場の動向は、大きな影響を及ぼしていると思われる。このようにアメリカの80年代のマネーフローは、86・87年を一つの区切りとして考えることができる。

アメリカの対外資産（マイナスは、その年に対外資産が増加したことを表す）は、83年・84年に伸びが鈍化し、86年の996億ドルへと83年の約2倍になった後、ふたたび伸び悩んでいる。対外債務（プラスは、その年に対外債務が増加したことを表す）も、やはり83年に伸び悩み、86年の2216億ドルへと、83年の約3倍弱になった後、ふたたび伸び悩んでいる。このことから、83年から86年にいたる3年間に、アメリカの資本輸入（対外資産増減プラス対外債務増減）は、

5) 山本栄治『基軸通貨の交替とドル』有斐閣、1988年。

6) 「ジャパンマネー」は、様々な意味で86・87年を境に転換期にさしかかっている。わが国の経常収支黒字の縮小または赤字化や直接投資の増大など、これまでと異なる傾向が生じている。本稿では、86・87年までが主な分析の対象である。今後の「ジャパンマネー」に対するネガティブな見解としては、中前忠「ジャパンマネーの終焉」『日本経済新聞』1990年3月5日がある。

表1 米国の資本収支

(単位100万ドル)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
経常収支	1533	8163	-6997	-44286	-104186	-112682	-133249	-143700	-126548
資本収支	-28005	-27919	-27407	35092	80317	97384	121940	141821	137189
対外資産	-86117	-110951	-121153	-49777	-22304	-32628	-99665	-76218	-82110
公的準備資産	-8155	-5175	-4965	-1196	-3232	-3858	312	9149	-3566
その他政府資産	-5162	-5097	-6131	-5006	-5489	-2821	-2024	997	2999
民間資産	-72802	-100679	-110058	-43576	-13685	-25950	-97954	-86363	-81543
直接投資	-19222	-9624	2369	-373	-2821	-18068	-26312	-44194	-17533
証券投資	-3568	-5699	-7983	-6762	-4756	-7481	-4271	-5251	-7846
非銀行債権	-3174	-1181	6626	-6513	5019	923	-7396	5201	-1684
銀行債権	-46838	-84175	-111070	-29928	-11127	-1323	-59975	-42119	-54481
対外債務	58112	83032	93746	84869	102621	130012	221605	218039	219299
在米外国公的資産	15497	4960	3593	5845	3140	-1083	35594	45193	38882
米国政府証券	11895	6322	5085	6496	4703	-1139	33150	44802	42992
財務省証券	9708	5019	5779	6972	4790	-838	34364	43238	41683
その他	2187	1303	-694	-476	13	-301	-1214	1564	1309
その他外国債務	615	-338	605	602	739	880	2141	-2520	-1284
米銀行債務	-159	-3670	-1747	545	555	645	1187	3918	-331
その他外国公的資産	3145	2646	-350	-1798	-2857	-1469	-884	-1007	-2495
外国民間資産	42615	78072	90154	79023	99481	131096	186011	172847	180418
直接投資	16918	25195	13792	11946	25359	19022	34091	46894	58436
財務証券	2645	2927	7027	8689	23001	20433	3809	-7643	20144
その他証券	5457	6905	6085	8164	12568	50962	70969	42120	26448
非銀行債務	6852	917	-2383	-118	4704	-366	-2641	2450	6558
銀行債務	10743	42128	65633	50342	33849	41045	79783	89026	68832

(資料) U. S. Department of Commerce, *Survey of Current Business*, June 1989.

表2 主要先進各国の対外純資産残高の推移

(年末値, 単位億ドル)

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
日本	288	115	109	247	373	743	1298	1804	2407
米国	945	1063	1411	1369	894	35	-1107	-2692	-3682
英国	289	425	569	696	807	904	1118	1696	—
西独	511	331	262	280	306	385	647	833	—
(参考) OPEC	2572	3480	4024	4105	4081	4025	4371	4424	4732

(出所) 須田美矢子『国際マクロ経済学』1988年, 日本経済新聞社, 17頁。

(原資料) 大蔵省『財政金融統計月報』, 英蘭銀行『四季報』, U. S. Dept. of Commerce, *Survey of Current Business*.

(注) OPECは13ヵ国。西独の86年の値は6月末値を示す。

表3 ユーロカレンシー市場の年末規模

(単位億ドル, US \$ 100mil)

	日本円	米ドル	ドイツ マルク	スイス フラン	英ポンド	フランス フラン	オランダ ギルダー	ECUs	その他 とも計
1981	161	9446	1215	726	199	114	93	—	12225
1982	169	9852	1163	622	162	113	108	—	12538
1983	217	13372	1135	639	146	113	114	70	16149
1984	217	13996	1130	562	159	98	101	160	16798
1985	492	15240	1631	912	290	178	139	370	19825
1986	838	18482	2356	1341	396	223	168	484	25221
1987	1372	22523	3347	1813	660	337	212	663	32340
1988	1413	24970	3402	1388	863	321	197	769	35154

(出所) 日本銀行調査統計局『国際比較統計1989』1989年, 132頁。

(注) (1) BIS International Banking Developmentsによる。

(2) BISへの報告提出銀行の外債建債務残高(対居住者分を除く)。

報告提出銀行は、1982年以前はベルギー、ルクセンブルグ、フランス、西ドイツ、イタリア、オランダ、スウェーデン、スイス、イギリス、カナダ、日本、オーストリア、デンマーク、アイルランドの14ヵ国、1983年以降は、フィンランド、ノルウェイ、スペインを追加した17ヵ国。

対外資産の約2倍の伸び(資本流出)を上回る対外債務の約3倍の伸び(資本流入)によって達成された、と言ってよいだろう。

そこで、対外債務の中味をさらに詳しく検討しよう。在米外国公的資産と外国民間資産を比べてみると、外国民間資産の額がはるかに大きい。しかし、それぞれの細目を見てみよう。まず、在米外国公的資産では、米国政府証券(おもに財務省証券)形態での資本流入の伸びが、86年以降急増していることがわかる。外国民間資産では、財務省証券とその他証券形態での資本流入が、80年から年々増加しているが、財務省証券は85年から、その他証券は87年から、伸びの鈍化、または売り越し(87年は、財務省証券が76億ドルの売り越し)が生じている。もちろん民間からの資本流入と公的部門からの資本流入は、質が異なっているので、単純に同列に扱うことはできない。しかし、次のようにまとめておこう。80年代後半に公的機関による証券形態の資本流入が増加したのとは全く逆に、民

間からの資本流入は、80年代後半は、鈍化している、と。また、対外債務の中味として銀行債務が巨額であるが、この点については、別の機会に考察したい。

さて、表3は、ユーロカレンシー市場の規模の推移である。アメリカの経常収支の赤字額とユーロダラー市場の伸びの額を比べると、80年代には、アメリカの赤字がユーロカレンシー市場にあまり流入せず、直接アメリカの証券市場に向かったか、ユーロ債市場に向かったことが明らかである。アメリカが経常収支の赤字を出し始めた82年から88年までの赤字累積額は、6716億ドルであるが、同期間のユーロダラー市場の伸びは、151億ドルである⁷⁾。70年代にOPEC諸国が、オイルマネーをユーロ預金したのに対し、80年代の黒字は、直接アメリカの証

7) アメリカの経常収支赤字の結果発生した国際的ドル残高は、ドル建てのままではなく、他の通貨に転化してその通貨建ての預金や証券形態で保有する場合も当然ありうるが、その正確な規模は明らかではない。

表4-A アメリカ株式取引額中外国人購買額の動き

単位100万ドル ()内%

	フランス	西ドイツ	オランダ	スイス	イギリス	日本	外国人購買額 (A)	ニューヨーク 取引所取引額 (B)	(A) (B) %
1980	2,726 (6.8)	2,567 (6.6)	968 (2.4)	9,125 (22.5)	7,458 (18.5)	872 (2.2)	40,290 (100.0)	382,447	10.5
81	3,204 (7.9)	1,927 (4.7)	1,098 (2.7)	7,577 (18.6)	7,831 (19.2)	780 (1.9)	40,686 (100.0)	396,070	10.3
82	2,439 (5.8)	1,857 (4.4)	1,014 (2.4)	6,820 (16.3)	10,950 (26.1)	996 (2.4)	41,881 (100.0)	495,130	8.5
83	3,946 (5.7)	4,290 (6.1)	1,960 (2.3)	13,758 (19.7)	15,502 (22.2)	1,765 (2.5)	69,770 (100.0)	775,337	9.0
84	2,626 (4.4)	3,056 (5.1)	1,551 (2.5)	9,255 (15.5)	13,419 (22.4)	1,299 (2.2)	59,844 (100.0)	773,426	7.7
85	2,803 (3.4)	3,433 (4.2)	1,916 (2.3)	10,785 (13.2)	19,643 (24.0)	4,043 (4.9)	81,995 (100.0)	980,772	8.4
86	5,020 (3.4)	5,166 (3.5)	3,591 (2.4)	19,271 (13.0)	34,717 (23.4)	15,104 (10.2)	148,114 (100.0)	1,388,819	10.7
87	10,414 (4.2)	8,065 (3.2)	6,073 (2.4)	29,166 (11.7)	52,151 (21.0)	56,958 (22.9)	248,887 (100.0)	1,888,707	13.2

(出所) 宮崎義一『円とドル』岩波書店, 1988年, 213頁。

(原資料) Treasury Bulletin

券を買っていたのである。もちろん、経常収支黒字だけではなく、国内の剰余資金もアメリカへの証券投資の源泉である⁸⁾。

次に、以上のような特徴を持つアメリカの国際的マネーフローの相手国を簡単に検討しよう。よく「ジャパンマネー」という言葉が使われている。経常収支黒字と国内剰余資金の両方がその源泉である。しかし、同時に西独やイギリスの国際的マネーも巨大なものである。表4と表5、表6は、米国証券取引の地域別内訳である。表4と表6は、グロスベースの購入額を、表5は、ネットベースの購入額を表している。民間の取引ゆえに、全般的に変動が激しいことがわかる。日本が特殊だとはいえ、全般的に、やはり、86・87年を境に流れの変化が生じている。表4-Aを見れば、株式では、外国人購買額のシェア(最右欄のA/B)は、86年以降、10%を越えている。そのシェアが87年に10%を越えている国は、日本、イギリス、スイスである。日本が10%を越えたのは、86年であり、それまでは、イギリスとスイスのみが10%を越えてい

8) 80年代の国際的マネーフローが証券を中心に行われたことを説明したものとしては、次を参照されたい。「国際債券市場(おもにユーロボンド市場)の1兆ドルに達する規模(これは、全世界の債券総額の10分の1である)は、ここ5年ほどの間に、いかにこの市場が成長したかを物語っている。しかし、1980年代にもっと重要だったのは、先進諸国からの機関投資家の資金のフローであった。とりわけ、日本の機関投資家は、アメリカ国内債券の巨大な買い手である。80年代の日本の機関投資家のアメリカ債券投資額は、4000億ドルを超えており、その約半分が、財務省証券である。……1985年から1988年の円高によって、日本の機関投資家は、巨額の為替差損を被ったが、会計制度のおかげで、生保は、国内株式投資からの利益で、この差損を相殺し、穴埋めすることができたのである。……また、イギリスの機関投資家も、世界の投資の主要な参加者である。1979年にイギリスの為替規制が撤廃されて以来、国際投資が増加した。その額は、およそ2000億ドルである。スイス、日本、西ドイツの機関投資家と違い、イギリスのそれは、株式に集中投資した。……1980年代に、全ポートフォリオに占める外国株式への投資は、イギリスのペンション・ファンドによって、5%から10%、そして20%と上昇し、今や25%程にも達している。……対照的に、アメリカの投資家は、国内に立派な市場を持っている。日本の株式市場が過度に高値だったとはいえ、ドルの減価に直面して、アメリカの投資家は、国際投資をあまり行っていない。アメリカのペンション・ファンドの総外国株式投資額が、1988年に500億ドルを超えたとはいえ、それは総資産の5%にも満たない」(Barry Riley, 'International Fund Management 2, 'The Financial Times, Thursday, October 26, 1989, Section III Survey).

表4-B アメリカ財務省証券等取引額中外国人購買額の動き

単位100万ドル ()内%

	フランス	西ドイツ	オランダ	スイス	イギリス	日本	外国人購買額
1980	449 (0.9)	2,036 (4.0)	1,688 (3.3)	638 (1.2)	16,983 (33.2)	2,454 (4.8)	51,170 (100.0)
81	1,034 (1.5)	5,714 (8.4)	1,737 (2.5)	674 (1.0)	14,134 (20.7)	5,718 (8.4)	68,407 (100.0)
82	1,477 (1.5)	9,778 (9.9)	3,907 (3.9)	2,417 (2.4)	18,529 (18.7)	6,791 (6.9)	98,942 (100.0)
83	2,414 (1.9)	8,534 (6.9)	4,752 (3.7)	2,926 (2.3)	22,901 (17.7)	9,276 (7.2)	129,681 (100.0)
84	3,989 (1.7)	14,114 (6.0)	5,266 (2.2)	4,674 (2.0)	46,564 (19.7)	18,570 (7.9)	236,336 (100.0)
85	5,792 (1.2)	16,440 (3.3)	5,424 (1.1)	9,612 (1.9)	93,061 (18.7)	95,207 (19.1)	498,587 (100.0)
86	9,378 (0.9)	33,426 (3.1)	11,026 (1.0)	23,475 (2.2)	224,146 (20.7)	329,615 (30.4)	1,084,326 (100.0)
87	10,041 (0.8)	50,374 (4.2)	17,332 (1.5)	14,929 (1.3)	302,764 (25.4)	527,351 (44.3)	1,189,829 (100.0)

(出所) 同上書, 214頁。

(原資料) *Treasury Bulletin*

た。同じく、表4-Bを見れば、財務省証券等では、83年までは、シェアが10%を越えている国は、イギリスだけであったが、84年以降は、日本が加わっている。ちなみに、表5は、80年代後半の民間債券の外国人による購入額である。それによると、アメリカの企業その他の債券に占めるシェアは、やはりイギリスと日本が突出している。ドル体制を不安定化させる特定地域の突出性が86・87年までに増加した、と結論してよいだろう。表6は、日本についてのみ見たものである。グロスの売りの金額も示している。80年代のこのような日本の対米投資を日本の側から見たのが、表7である。対米証券投資が80年代後半に増大していることがわかる。以上から、次のように80年代のアメリカの国際的マネーフローを要約しよう。①全般的に、80年代のアメリカの資本取引は、86・87年を境に転換期にさしかかっている。②86・87年までのアメリカ資本取引の特徴は、対外債務の急速な伸び、とりわけ、③証券形態での資本流入の伸びが顕著である。しかも、④民間部門の米国証券の購

入が80年代前半は伸びており、逆に、公的機関の米国証券の購入が80年代後半に伸びている。

⑤しかも、ユーロカレンシー市場の役割が80年代には、相対的に低くなっている。⑥アメリカの証券への投資は、突出性が増大しており、とくにイギリスと日本、スイスが巨大である。

われわれは、「ジャパマンネー」論や、日本の対米一辺倒の投資を思い浮かべがちである。それは、財務省証券の購入については、事実である。しかし、86・87年を境に流れの変化も生じている。1987年10月のいわゆるブラックマンデー直後は、株式についての国際的債権・債務が縮小したこと、つまり、国際的性格の資金が、本国に帰還したことが明らかになっている。次のような指摘がなされている。「1987年1～9月まで、世界全市場ベースで385億ドルの買い越しとなっていた国際機関投資家の株式投資額は、同年第4・四半期に入ると一挙に465億ドルの売り越しとなり、この結果、1987年を通してても69億ドルの売り越しに終わっている」⁹⁾。表8は、ブラックマンデー当時(1987年第4・四半

表5 米国証券取引

(単位100万ドル 下段の数値は、パーセンテージをあらわす)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988
米国証券,ただし財務省証券と外国公的機関による取引をのぞく,外国からのネットの購入(+)	8636 100	12759 100	50859 100	70969 100	42120 100	26448 100
株式,外国からのネットの購入	6395	-906	4855	17166	15587	-476
西 欧	3947	-3061	2079	9095	1336	-3768
うち西独	1046 12.112088	-48 -0.376205	730 1.4353408	311 0.4382195	-113 -0.268281	191 0.7221718
うちスイス	1325 15.343751	-1542 -12.08558	-75 -0.147466	1451 2.0445546	-1279 -3.036562	-2326 -8.794615
うち英国	1771 20.507179	-676 -5.298220	1686 3.3150474	4592 6.4704307	362 0.8594491	-1135 -4.291439
カナダ	1151 13.327929	1691 13.253389	355 0.6980082	714 1.0060730	915 2.1723646	1007 3.8074712
日 本	274 3.1727651	-148 -1.159965	298 0.5859336	3225 4.5442376	11096 26.343779	1668 6.3067150
その他	1023 11.845761	612 4.7966141	2123 4.1742857	4132 5.8222604	2240 5.3181386	617 2.3328796
企業その他の債券,外国からのネットの購入	2241	13666	46004	53803	26533	26924
西 欧	1204	11192	39424	39745	21469	16773
うち西独	345 3.9949050	1727 13.535543	2001 3.9344068	-312 -0.439628	27 0.0641025	1341 5.0703266
うちスイス	583 6.7508105	639 5.0082294	3987 7.8393204	4566 6.4337950	1581 3.7535612	459 1.7354809
うち英国	406 4.7012505	8436 66.118034	32488 63.878566	34125 48.084374	19460 46.201329	13442 50.824258
カナダ	123 1.4242704	-62 -0.485931	188 0.3696494	542 0.7637137	1289 3.0603038	701 2.6504839
日 本	682 7.8971746	1455 11.403715	5420 10.656914	9568 13.481942	1584 3.7606837	7642 28.894434
その他の国々	223 2.5822139	787 6.1681949	1086 2.1353152	3163 4.4568755	1481 3.5161443	2363 8.9345130
国際金融機関	9 0.1042149	294 2.3042558	-114 -0.224149	785 1.1061167	710 1.6856600	-555 -2.098457

(資料) U. S. Department of Commerce, *Survey of Current Business*, June 1986, June 1989より作成。

期)の国際的株式取引状況(売り越し,買い越し)である。

この表の最下行を見てわかるように,日本と西独以外,株式を売り越している。世界合計では,465億ドルの売り越しである。また債券については,確かに日本はアメリカの債券を突出し

て購入しているが,80年代後半は,その形態に大きな変化が生じている。たとえば,85年以降,債券取引は,短期化し,カバーを強化する傾向が生じた。「取引の短期化を端的に示すメルクマールが『ネット比率の低下』であり,85年の0.10から87年には0.03へと低下している。……ネット比率=ネット額/売買額=取得額-処分額/取得額+処分額であり,短期取引になればなるほど分母が増加し,この比率が低下することに

9) 保田圭司「1987年10月株暴落と国際機関投資家の動向」日本証券経済研究所『ファイナンス研究』1988年9月,53頁。

表6 アメリカ証券の外国人取引

(単位10億ドル)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	
						I	II
グロス購買額	272.8	407.6	769.1	1,572.2	1,986.7	534.5	552.5
日本	21.6	39.5	130.5	425.0	679.7	206.3	202.0
財務省証券	9.8	19.5	99.4	342.0	541.9	178.2	168.8
民間企業の							
債券	0.9	1.4	4.8	8.9	6.5	2.1	3.6
株式	1.8	1.3	4.0	15.1	57.0	15.0	16.4
外国の							
債券	5.6	12.6	16.6	45.5	47.3	5.6	7.5
株式	3.5	4.7	5.7	13.5	27.1	5.4	6.0
グロス売却額	268.4	380.9	699.0	1,489.3	1,924.0	510.9	529.2
日本	18.8	30.8	107.7	404.7	660.3	192.8	193.5
財務省証券	7.2	12.7	79.0	337.4	539.8	165.6	163.7
民間企業の							
債券	0.4	0.6	1.8	3.9	5.9	1.8	1.9
株式	1.5	1.4	3.8	11.8	45.6	13.9	14.9
外国の							
債券	5.2	11.6	17.3	39.5	48.2	5.0	7.4
株式	4.4	4.3	5.8	12.1	20.6	6.5	5.6

(出所) J. K. Jackson, 'Japan's Financial Liberalization: Effects on the United States,' CRS Report for Congress, February, 1989.

(原資料) Treasury Bulletin 各号。

なる」¹⁰⁾。また、欧州通貨への分散投資など、「ジャパンマネー」もその性格を大きく変化させていると言えよう。

III. グローバリゼーション、多極化、 国際金融システムの不安定性

すでに述べたように、80年代の国際経済・金融の大きな特徴の一つは、不安定性が増大した、ということである。そして、それとの関連で、アメリカの経済収支赤字国・資本輸入国・純債務国への転化、ドル減価、証券市場の低迷などを念頭において論を進めてきた。II節までは、国際的マネーフローをアメリカの立場から主に検討し、ドル体制の構造変化を明らかにしてき

た。そして、その要約をII節の末尾の①から⑥にまとめておいた。このIII節では、その構造変化をいかに規定すべきかを述べたいと思う。一言でいえば、その構造変化は、国際的信用と基軸通貨の関係のズレであると規定できる。以下、5点にわたって説明しよう。

第1に、アメリカが金利水準を自主的に決定する力を80年代に減少させた理由は、後に見るようなドル市場に占める非居住者のシェアが増大したことや、円やマルクなどの非ドル市場の規模が増大したことにとどまらず、アメリカが純債務国である、という点からも捉えなければならない。1990年年頭の世界的な証券市場の軟化について、次のような説明が行われている。

「もし世界一の資本輸出国の利率が上昇しそうなら、資本輸入国一おもにアングロサクソン

10) 木村由起雄・志築学『ストック&フローの経済学』日本能率協会、1989年、132頁。

表7 日本の対外長期資本の地域分類

{直接投資}

(残高ベース, 単位100万ドル)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
米 国	6084	7965	9542	10750	13764	16175	23835	33476
英 国	1249	1317	1449	1581	1751	1976	2928	3966
その他EEC	1266	1761	2229	2656	3207	4481	6228	8784
その他OECD	902	1007	1590	1864	2047	2446	3092	4774
その他	10108	12452	14155	15322	17118	18808	21814	26233
合 計	19609	24502	28965	32173	37887	43886	57897	77233

{証券投資}

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
米 国	2290	4042	4447	9597	21192	52462	106065	143445
英 国	3866	5468	7302	9534	13438	19331	33527	42205
その他EEC	3060	5982	8197	12596	19805	31842	62028	95442
その他OECD	5805	7684	10584	12961	18580	23293	31249	34891
その他	4574	5549	5565	5767	6323	6669	6688	5824
共産圏	18	22	53	74	195	891	1811	2681
国際機関	518	1806	2775	3555	4861	6401	8479	8410
合 計	20131	30553	38923	54084	84394	140889	249847	332898

(出所) 須田美矢子『国際マクロ経済学』1988年, 日本経済新聞社, 39頁。

(原資料) 松浦宏「OPECと日本の対外資産比較」『中東経済』特別号, 105号, 1987年10月15日。

直接投資の「その他」は, 共産圏を除く。

(注) 87年については86年の残高に87年のフロー量を加えて求めた。

なお, これは本邦資本の資産のみを示している。

また, 「合計」の欄は, 前田が計算。

国一は, それら自身の利子率の上昇を避けることはできない—もし, 債権国からの資本流入を続けて, 赤字決済を図るならば¹¹⁾。すなわち, アングロサクソン国が金利を上げざるを得ない, との予想が, 世界の証券市場の軟化をもたらしている, という論法である。

第2に, 80年代の国際的マネーフローの主対象が, 流動的短期的な有価証券形態である, という点である。70年代の収支黒字の保有者であった OPEC 諸国は, そのオイルマネーをユーロバンクへの銀行預金の形態で主に投資した。と

ころが, 80年代の経常収支黒字および国内余剰資金保有国の日本や西ドイツは, ユーロ預金ではなく, 主に, 有価証券に投資した。有価証券投資は, 取引所での換金性に立脚して流動的・短期的なものとなりうる。とりわけ, 80年代後半は, 短期的目的で保有する傾向が強かった。

このように有価証券投資が増大したことにより, 為替相場と証券価格の連動性が高まったことが, 80年代後半の証券市場の困難を引き起こしている。宮崎義一氏は, 次のように述べておられる。

「暗黒の月曜日(1987年10月19日), ニューヨーク株式市場でダウ508.32ドルに及ぶ大暴落があったが, 当日の外為市場には, その影響がほと

11) 'A Fragile Balance,' *The Financial Times*, Saturday, January 20, 1990.

表 8 1987年年間を通じた国際的株式取引状況（売り越し、買い越し）

（単位：10億ドル）

		株式投資資金の源泉国					
		米 国	日 本	英 国	西 独	その他地域	合 計
投資対象市場	米 国	—	11.4	0.5	0.8	3.5	16.2
	日 本	▲6.5	—	▲8.0	▲1.4	▲27.0	▲42.8
	英 国	3.0	1.5	—	0.2	5.7	10.4
	西 独	▲0.2	0.3	▲1.9	—	0.9	▲0.9
	その他地域	2.2	3.7	▲7.4	0.6	10.0	9.1
	世界全体	▲1.5	16.9	▲16.8	0.2	▲6.9	▲8.1

（出所）保田圭司「1987年株価暴落と国際機関投資家の動向」『ファイナンス研究』1988年9月，No. 9，54頁。

（原資料）ソロモン・ブラザーズ社。

ブラック・マンデー当時（1987年第4・四半期）の国際的株式取引状況（売り越し、買い越し）

（単位：10億ドル）

		株式投資資金の源泉国					
		米 国	日 本	英 国	西 独	その他地域	合 計
投資対象市場	米 国	—	1.9	▲5.0	0.4	▲4.5	▲7.2
	日 本	▲2.8	—	▲6.0	▲0.4	▲13.1	▲22.3
	英 国	0.5	0.2	—	0.0	1.0	1.7
	西 独	▲0.5	0.0	▲1.4	—	▲2.1	▲4.0
	その他地域	▲0.8	▲5.4	▲4.2	0.7	▲5.0	▲14.7
	世界全体	▲3.6	▲3.3	▲16.6	0.7	▲23.7	▲46.5

（出所）（原資料）同上。

んど現れず、1ドル=140円台の前半を推移していた。しかし、アナザー・ブラックマンデー（10月26日）にはちがっていた。東京外為市場終値は、前週末より2円40銭も円高・ドル安の141円85銭になり、同時に、東京株式市場では1096円22銭の低落となった。ドル安と株式下落のはじめての連動である。……ニューヨーク取引所取引額中、外国人購買額総計の占める割合も、1986年から上昇を示している。このような外国人取引額の増大を背景にしなければ、株価の動きと為替レートの動きの連動は理解できないであろう¹²⁾。このように、国際金融システムは、新たな連動関係を80年代後半に生み出したのである。

12) 宮崎義一『円とドル』岩波書店，1988年，211—212頁。

第3は、第1の結果アメリカが資本輸入を続け、しかも、第2の結果それが証券投資形態になったことにより、アメリカの市場の構成のうち、非居住者のシェアが増大したことである。すでに表4、表5、表6で見た通りである。

第4に、以上の第3の要因に加えて、非居住者のうち、特定国の占める比率が突出することである。このことは、すでに述べたように、その突出した国の通貨（たとえば円）とドルの相場が、証券市場と強い連動関係を持つことを意味している。

第5に、以上の要因のようにアメリカの市場の内部、ドル市場の内部に、非居住者の領域が増大することではなく、アメリカ市場、ドル市場の外部に、他の市場が増大することである。

表9 各国金融センターの動向

下記の国に所在する銀行 の対外ポジション	為替相場変動を調整したフロー								1988年末残高	
	グロス資産				ネット資産				グロス 資産	ネット 資産
	1985	1986	1987	1988	1985	1986	1987	1988		
	10億米ドル									
イギリス	30.7	87.5	89.1	34.0	-15.1	-9.6	-6.2	-27.7	883.6	-78.4
フランス	7.4	14.9	37.9	23.3	2.7	1.1	1.6	-9.9	275.9	-16.3
西ドイツ	19.4	38.8	17.0	17.4	13.0	27.7	4.1	8.8	206.0	76.2
ルクセンブルク	9.6	15.2	19.0	19.5	0.1	-1.4	1.1	4.6	188.6	17.1
ベルギー	16.1	18.7	16.5	1.3	-0.7	-1.1	-2.7	-2.6	142.8	-24.7
オランダ	5.2	5.9	12.5	15.1	0.9	-3.8	0.9	2.9	122.3	8.2
スイス	9.1	10.3	16.4	0.0	1.0	0.7	4.7	-3.8	117.0	37.2
イタリア	8.7	3.8	-1.5	2.7	3.0	-4.7	-5.1	-7.5	62.8	-35.2
オーストリア	5.2	6.1	1.6	-0.6	-0.4	-0.7	-1.9	-1.3	50.3	-6.2
スペイン	1.8	2.9	-0.1	-0.4	3.1	-1.6	-5.2	-5.3	24.3	-11.0
デンマーク	4.1	-1.2	4.0	3.6	-0.7	-0.3	0.6	0.9	19.8	1.0
スウェーデン	1.5	1.2	2.9	0.5	-1.4	-2.3	-5.7	-9.9	14.9	-29.0
フィンランド	-0.2	1.7	0.3	0.6	-1.6	-0.8	-5.8	-4.1	9.2	-16.7
アイルランド	0.3	0.5	1.2	0.1	0.1	-0.5	0.0	-0.8	5.3	-6.0
ノルウェー	1.3	1.3	0.7	-1.3	-1.9	-2.6	-2.6	0.0	5.1	-13.1
ヨーロッパ報告地域 合計	120.2	207.4	217.6	115.7	2.0	0.3	-21.9	-55.8	2,128.0	-97.0
アメリカ	3.0	50.3	31.4	46.5	-35.3	-23.6	-48.0	-13.5	555.8	-34.5
うちIBF	11.8	35.7	31.5	32.0	-4.4	-17.2	-18.8	1.3	309.4	-26.5
日本	53.4	126.6	166.5	166.7	12.0	-21.1	-24.5	-23.2	733.7	-38.7
うちオフショア市場		88.7	89.9	138.5		0.7	-0.2	2.7	331.0	3.0
カナダ	1.2	6.8	-0.4	-6.5	-0.4	2.9	-2.7	-3.2	48.0	-23.3
アジアの金融センター*	29.7	85.6	135.7	88.7	3.4	11.9	9.2	8.1	598.3	43.1
カリブ地域の金融センター	24.5	33.6	46.7	8.3	10.1	4.5	-1.1	-3.6	421.4	15.2
合計	232.0	510.3	597.5	419.4	-8.1	-25.1	-89.0	-91.3	4,485.3	-135.2

* バーレーンを含む。

(出所) BIS『国際金融レポート'89』日本評論社、1989年、147頁。

つまり、ユーロ円も含めて、日本などの金融・資本市場の規模が増大することである。80年代の金融革新は、ドル以外の市場の拡大を結果したのである¹³⁾。表9は、各国金融センターの動向を示している。これには、銀行の対外ポジションの増大傾向があらわれている。また、このよ

うな対外ポジションと同時に、対外対内いずれのポジションであるかを問わず、市場の規模そのものも多極化を考える上で重要である。円市場を例に考えてみよう。表10と表11、表12は、わが国の金融市場の規模の推移を円建てとドル建てで表して、アメリカの市場と比較したものである。円市場の規模が、80年代に急速に増大したことがわかる。これは、金融革新・規制緩和の産物といってよいだろう¹⁴⁾。筆者は以前、アメリカ国内の金融市場およびユーロドル市場と

13) 国際金融センターの分極化を述べた文献としては、川波洋一、前掲論文を参照されたい。80年代のいわゆるグローバリゼーションが、実は、分極化をもたらしたことを述べておられる。

表10 日本金融市場

(単位10億ドル)

	コール-1)	手形-2)	1)+2)	債券現先	CD	ユーロ円	CP	合計	年末為替
1981	21.3	18.2	39.5	20.3	14.9	16.1	—	90.8	219.9
1982	19.1	23.0	42.1	18.3	18.4	16.9	—	95.7	235.0
1983	19.2	29.1	48.3	18.4	24.4	21.7	—	112.8	232.0
1984	20.0	31.7	51.7	14.1	33.6	21.7	—	121.1	251.6
1985	25.4	73.0	98.4	23.1	48.1	49.2	—	218.8	200.6
1986	63.8	84.5	148.3	44.4	62.0	83.8	—	338.5	160.1
1987	131.4	107.4	238.8	56.7	88.7	137.2	13.9	535.3	122.0
1988	124.4	143.2	267.6	58.3	126.8	141.3	73.7	667.7	125.9
1989	170.7	144.7	315.4	85.0	147.2	151.8	82.5	781.9	143.4

(出所) ユーロ円-日銀『国際比較統計』日本銀行(日本信用調査株式会社出版部)1989年, 132頁。

原資料: BIS International Banking Developments.

CP, 東京ドルコール-大蔵省金融資本市場市場問題研究会編『日本の金融資本市場』財経詳報社, 1986年。

その他-拙稿「基軸通貨国アメリカの利益と負担について」北九州大学『商経論集』

日本国内の金融市場およびユーロ円市場の規模が圧倒的に違うという大国・小国モデルを前提とした場合、いわゆる投機・金利裁定取引を媒介にしていかにアメリカの金利が日本に影響するかを次のように述べておいた(もちろん日本は、以前から大国である。しかし、以下で大国・小国という場合、以前との比較で相対的に規模

が増大したことを指している¹⁵⁾。

「金利パリティが成立していた状態から米国内金利が上昇したか、すると期待されるばあい。ユーロドル→米国ドルの裁定……においては、裁定業者はユーロインターバンク市場でドル借りをして米国内で運用するだろう。……この裁定の結果ユーロドル金利が上昇したため、つぎにはユーロ円→ユーロドルの裁定がおこなわれる。裁定業者はユーロ円をユーロインターバンク市場で借り、外国為替市場での円売り・ドル買い、ユーロドル供給をおこなう。ユーロドル→ドルにおいてはユーロドル需要がおこっており、ここでのユーロ円→ユーロドルではユーロドル供給がおこっている。ユーロドルの需要と供給はどちらが大きいだろうか。需要が大きいだろう。というのは、円市場は(外国為替もユーロインターバンクも)ドル市場に比較して小さいから、ユーロドル→ドルの際需要されるよりもはるかに少ないドルがユーロインターバン

14) このような円市場の増大が、85年プラザ合意以後のドル安の結果、円転によってドル残高が円残高に転換したものかどうかは、判断が難しい所である。80年代後半、日本のマネーフローは、基本的に、円投型またはドル-ドル型である。つまり、日本の国内の過剰資金が円投によって、ドル債に投資されたか、ドルを邦銀が借り入れ、機関投資家などに貸し付け、それを元手にドル債へ投資したか、である。後者はもちろん、ドル減価による為替リスク回避のためのものである。しかし、円転は、皆無ではなかった。銀行がドルを借り入れ、外国為替市場で円に換え、日本国内の株や土地取引のための資金として貸し出す、というケースは存在していた。機関投資家が、その保有するドル残高を円残高に転換したものではないことに注意されたい。詳しくは、小西一雄「ドルと円-『金融大国』日本の構造」『経済』No.309, 1990年1月, 47-48頁。この日本のケースは、イギリスとは若干異なっている。イギリスでは、ブラックマンデー後、資金が自国に回帰し、自国の金融市場に流入するという現象が起っている。保田圭司, 前掲論文参照。

15) 拙稿「国際銀行業と国際金融取引の増大メカニズム」九州大学『経済論究』1986年7月, 135頁。

表11 日本金融市場

(単位10億円)

	コール-1)	手形-2)	1)+2)	債券現先	CD	ユーロ円	CP	合計	年末為替
1981	4683.87	4002.18	8686.05	4463.97	3276.51	3540.39	—	19966.92	219.9
1982	4488.5	5405	9893.5	4300.5	4324	3971.5	—	22489.5	235
1983	4454.4	6751.2	11205.6	4268.8	5660.8	5034.4	—	26169.6	232
1984	5031.6	7975.086	13006.686	3547.278	8453.088	5459.286	—	30466.338	251.58
1985	5095.24	14643.8	19739.04	4633.86	9648.86	9869.52	—	43891.28	200.6
1986	10226.2	13544.4	23770.6	7108.44	9926.3	13416.38	—	54221.72	160.1
1987	16037.9	13106.4	29144.3	6922.3	10832.8	16738.4	1698.2	65336	122
1988	15674.2	18036.4	33710.6	7350.2	15972	17789.67	9285.9	84108.37	125.9
1989	24485.8	20761.3	45247.1	12190	21108.7	21768.12	11839.9	112153.82	143.4

(注) 債券現先とCD, CPの1989年の数字は, 11月末残高, 他はすべて年末残高。

(出所)『経済統計月報』各号。ユーロ円は, 表10の数字を年末為替相場で換算して計算。

表12 アメリカ金融市場

(単位10億ドル)

	FF, RPs	財務省証券	TB	CD	CP	BA	ユーロドル
1981	142.0	720.3	245.0	137.5	165.8	69.2	944.6
1982	148.1	881.5	311.8	132.3	166.4	79.5	985.2
1983	201.3	1050.9	343.8	n. a.	188.3	78.3	1337.2
1984	201.3	1247.4	374.4	n. a.	237.5	78.3	1399.6
1985	224.9	1437.7	399.9	n. a.	298.7	68.4	1524.0
1986	265.8	1619.0	426.7	n. a.	329.9	64.9	1848.2
1987	164.1	1724.7	389.5	n. a.	357.1	70.5	2252.3
1988	159.8	1821.3	414.0	n. a.	455.0	66.6	2497.0

(出所) ユーロドル—日銀『国際比較統計1989』日本銀行(日本信用調査株式会社出版部)1989年, 132頁。

原資料: BIS International Banking Developments.

その他—拙稿「基軸通貨国アメリカの利益と負担について」北九州大学『商経論集』, その他。

ク市場で供給されただけで円為替相場は下落しユーロ円金利は上昇して, ユーロ円とユーロドルは金利パリティに達するだろうからである。……上の裁定の結果ユーロ円金利が上昇したため, 円→ユーロ円の裁定がおこなわれる。このとき裁定業者は日本で円を調達してユーロ円に投資するだろう。」

強調している点は, 円市場がドル市場に比べ

て小さいために, アメリカの金利上昇はユーロドル金利上昇と円金利上昇をかならず招く, ということである。つまり, 金利パリティの状態にいたる過程でもにも動くのは, 為替相場と円金利であって, ドル金利ではないということである。

ユーロカレンシー市場を経由しない裁定取引をモデルにしても, 金融市場の規模の圧倒的違

いを前提にすれば、同じ結論に到達する。金利パリティにあった状態からアメリカの金利が上昇したと仮定しよう。裁定業者は日本の金融市場で円を借り入れるだろう。次に外国為替市場で円売り・ドル買いを行い、そのドルをアメリカ国内で運用するだろう。日本では借入れが生じており、アメリカでは運用が行われている。よって、日本では金利上昇圧力があり、アメリカでは金利低下圧力があることになる。ここで、金融市場の規模の圧倒的違いを仮定すれば、日本では金利が上昇するがアメリカでは金利はほとんど低下しない、という結論を引き出すことができる。では、金利パリティにあった状態から日本の金利が上昇したと仮定しよう。今度は、日本では金利低下圧力があり、アメリカでは金利上昇圧力があることになる。ここで、金融市場の規模の圧倒的違いを仮定すれば、日本では金利が低下するがアメリカでは金利はほとんど上昇しない、という結論を引き出すことができる。

さて、小国の金融市場の規模が増大したとすれば、上述の議論はどのような変容を受けるだろうか。まず明らかなことは、金利パリティに到達するまでに動く資金量が増大する、ということである。たとえば、アメリカで金利上昇があったと仮定しよう。以前と同じ資金移動があっただけでは金利パリティは成立しえない。なぜなら、以前小規模であった小国の金融市場が発達したため市場が「底深く」なっているからである。金利パリティが成立するまで裁定が行われるとすれば、小国の金融市場が発達すれば、以前より多くの資金移動が生じることになるのである。このことは、二重の影響を持っている。一方では、以前より多くの円売り・ドル買いが起きるため、アメリカの金利が相変わらず不変

とすれば、為替相場の値動きおよび外国為替市場の出来高が大きくなる。他方では、以前より多くの資金流入がアメリカにおきるため為替相場変動率が相変わらず同一とすれば、アメリカの金利が以前より低下する。為替相場とアメリカの金利のどちらが実際に動くかは、一概には言えない。また、現実の為替相場と金利の関係においても、金利パリティが成立するかどうか、判断が難しい。あくまでここでは、理論的・抽象的に考えてみたい。いずれにしても、為替相場とアメリカの金利のどちらかが以前より動くことによって、金利パリティの方向に向かうだろう（もちろん、日本の金利も上昇するが、為替相場またはアメリカの金利が以前より動いているため、その上昇幅は以前より小さい）。つまり、小国の金融市場の発達は、以前の大国の金利をより動かすものとして現れるのである。

さて、ドル建てで比較した場合、日本の金融市場が1980年代とりわけ85年以降、急激に大きくなっていることがわかる。たとえば、アメリカのフェデラル・ファンド市場と現先市場の合計を日本の手形・コール・現先市場の合計と比べてみると、1981年には、アメリカの市場が日本の市場の2.4倍であったものが1988年には、逆に、日本が米国の2倍になっている。また、ユーロドル市場とユーロ円市場の規模を比較してみると、1981年には、ユーロドル市場はユーロ円市場の58.6倍の残高を誇っていたにもかかわらず、1988年には、17.6倍の残高になっている。ドル市場の規模が相対的に縮小し、円市場の規模が相対的に大きくなっていることがはっきりわかる¹⁶⁾¹⁷⁾。このように、非基軸通貨国の金融市場の規模の増大は、国際金融取引とりわけ為替取引の増大を日々もたらしているのである。

IV. む す び

以上の1から5のように、80年代のアメリカは、(とくに証券形態で)資本輸入をつづけ、非居住者のシェアが増大し、しかも特定国のそれが突出し、しかも、ドル以外の市場の拡大に直面している。これは、ドルを基軸通貨とし、ドルによる信用を経済発展の基礎とするドル体制にとって、きわめていびつな構造と言わねばならない。このような、今日生じている基軸通貨と国際的信用の本来あるべき正常な関係からのズレこそが、80年代に国際金融システムの不安定性を増大させた構造的要因であると考えたい。そこで、現在までの歴史的事実をもとに、多極化の類型を列挙するとすれば、次のように言うことができる。

(A) i) 非基軸通貨国の国内金融・資本市場が

- 16) 円市場の規模をドル建てに換算する際に使用した為替相場は、各年末の相場である。ドル安が進めば、当然、円市場の規模のドル換算額は大きくなる。そこで表10は、円市場の規模を過大評価しているかのごとく見える。しかし、実は、ドル安は、周辺国の金融市場の規模が増大した場合と同じ効果をドル市場にたいして持っているのである。詳しくは、拙稿「基軸通貨国アメリカの利益と負担について」北九州大学『商経論集』1988年11月を参照されたい。
- 17) 80年代の後半は、外国為替市場で、ドルを間に入れない直接取引(例えば、円売り・マルク買い)が増大している。山本栄治氏によれば、このような取引の増大は、グローバリゼーションによって国際分散投資が進展し、マルク・ポンド・円の3通貨の寡占化・シェア均等化が進んだ事が一つの原因である(山本栄治『「ドル本位制」のEROSION — 外国為替市場と為替媒介通貨ドルの検討を通じて —』金融学会西日本部会報告於西南学院大学、1990年3月31日)。クロス取引が増加している原因として筆者が重視したいのは、円・マルク間などのクロスレート変動率が、円・ドル間及びマルク・ドル間の対ドルレート変動のどちらをも上回ったとき、ドルを用いない直接取引が急速に増大するということである。もちろん、クロス取引の増大や金利裁定取引が、ドルの基軸通貨性の侵食(erosion)を引き起こしている唯一本質的な要因であると断定するつもりはない。しかし、80年代の後半に始まったグローバリゼーションと、その結果としての多極化は、ドルの基軸通貨としての地位に大きな影響を与えているのである。

基軸通貨国のそれに匹敵するほど巨大化すること、あるいは、ii)非基軸通貨国の経常収支黒字が、累積・遍在し、基軸通貨国や他国の資金需要を補完すること、のi)ii)のいずれか、または両者を出発点とし、

(B) 特定の非基軸通貨国(複数でもよい)が、自国通貨で国際的債権・債務関係を取り結ぶというローカリゼーションまたはブロック化

に至るまでのバリエーションを持った国際金融システムの構造諸類型。

この(A)と(B)のあいだには、もちろん、基軸通貨建てで、特定の非基軸通貨国が、他の非基軸通貨国と国際的債権・債務関係を結ぶことや、EMS諸国内部の契約通貨レベルから生じる非ドルによる国際的債権・債務関係なども含まれていると考えなければならない。銀行の国際的マネーフローだけではなく、機関投資家も含めた国際的マネーフローが、ドル体制の変遷と共にどのような道を辿ってきたかは、まだ十分に明らかにされていない。とりわけ、EMS諸国内部での国際的債権・債務関係は、日本のケースよりもずっと以前からスタートしていた。さらに、国際的マネーフローと国際通貨ドルの関係も、ようやく我々の眼を引くものとなってきた。特に、為替市場や決済通貨としての問題だけではなく、建値通貨、私的資産通貨の問題も国際的マネーフロー論に、深くかかわってくるであろう。

<付記>

本稿は平成2年度文部省科学研究費補助金総合研究(A)(代表者 深町郁彌氏)による研究成果の一部である。

参 考 文 献

奥田宏司「80年代日本の対外金融関係の変化と対米ファ

- イナンス』『経済』No295, 1988年11月。
- 川波洋一「国際金融市場と国際金融センター——金融諸指標の視点から——」『現代社会と経営・経済指標』海鳥社1990年3月。
- 木村由紀雄・志築学『ストック&フローの経済学』日本能率協会, 1989年。
- 国際決済銀行『国際金融レポート89』日本評論社, 1989年。
- 小西一雄「ドルと円——『金融大国』日本の構造」『経済』No309, 1990年1月。
- スーザン・ストレンジ『カジノ資本主義』岩波書店, 1988年。
- 中尾茂夫『世界マネーフロー』同文館, 1988年。
- 藤田誠一「『ドル本位制』と金融政策の国際化」『証券経済』1988年9月。
- 松村文武「対米ファイナンスの動態構造——『体制支持金融論』論争——」『証券経済』日本証券経済研究所, 170号, 1989年12月。
- 宮崎義一『円とドル』岩波書店, 1988年。
- 向壽一「金融のグローバリゼーションと日米金融市場」『経済』No295, 1988年11月。
- 保田圭司「1987年10月株暴落と国際機関投資家の動向」日本証券経済研究所『ファイナンス研究』1988年9月。
- 山本英治『基軸通貨の交替とドル』有斐閣, 1988年。
- 拙稿「国際銀行業と国際金融取引の増大メカニズム」九州大学『経済論究』1986年7月。
- 拙稿「基軸通貨国アメリカの利益と負担について」北九州大学『商経論集』1988年11月。
- Charles P. Kindleberger, 'Key Currencies and Financial Center,' in Charles P. Kindleberger, *Keynesianism vs. Monetarism and Other Essays in Financial History*, George Allen & Unwin, 1985.
- Pier Carlo Padoan, *The Political Economy of International Financial Instability*, Croom Helm, 1986.

(北九州大学商学部講師)