

# 変動相場制下におけるアメリカの 資金循環構造の変化

横 田 綏 子

## 1. は じ め に

基軸通貨国アメリカの国際収支は、たんに一国の対外経済関係の表現であるだけでなく、その時々国際金融・国際通貨問題の表現でもある。戦後、1971年のニクソン声明による金ドル交換停止まで、アメリカの国際収支政策の目標は、基軸通貨ドルの信認を維持するための国際収支均衡の実現、すなわち、ドルと金との交換性を何とか保証できるような国際収支の達成におかれてきた。歴代の大統領は、1960年のアイゼンハワーの「ドル節約計画」以来、1971年のニクソン「新経済政策」にいたるまで、7回にわたって、国際収支にかんする特別教書や大統領声明を出してこの問題にとり組んできた。だが、この時期は同時に、アメリカ国際収支が悪化してドルの信認が動揺し、ドル危機が進行した時期でもあった。アイゼンハワーの「ドル節約計画」自体、1958年から60年にかけてのアメリカの国際収支の大幅悪化、金準備の減少に対応するものであった。

ところで、国際収支表の作成は、何によって国際収支の均衡不均衡を判定するかという理論や政策の表現でもある。アメリカの国際収支の発表形態は、ドル危機の深化とともに、変更を加えられてきた。すなわち、60年にアメリカの対外全流動債務が保有金を上回ったのを受けて、61年にはアメリカ保有の金・外貨など公的準備資産と対外流動債務（短期借）によって、それ以外の取引を金融するという形での収支、流動性収支が開始される。64年に対外公的流動債務が保有金を上回ったのに対処して、65年には公的準備資産と対外公的流動債務によって、それ以外の全取引を金融する公的準備取引収支、いわゆる総合

収支が採用される。さらに、71年には、経常長期資本収支、いわゆる基礎収支が新たに発表され、流動性収支のうち、対外流動債権と外国公的機関に対する一定の非流動債務とが、金融項目に移された、純流動性収支が発表された。それはこの二項目分だけ計上される赤字額が減少することを意味する。国際収支を公的準備取引収支、経常長期資本収支、純流動性収支の三段階で測定するこのような改訂は、この時期、頂点に達したドル危機の激化、巨額のアメリカ国際収支赤字に対応するものであった。<sup>(1)</sup>このようにみえてくると、アメリカ国際収支発表形態の変遷は、国際通貨制度安定の要となるドル価値維持のためのアメリカ国際収支均衡の必要という政策目標と、国際収支赤字の拡大という現実との乖離とを何とかしてつなぎあわせようとする努力のあらわれとして捉えられよう。<sup>(2)</sup>それはドル危機の深化と相次いで打ち出されるドル防衛政策とに対応して国際収支均衡の基準を変更させていくことにほかならなかった。その究極段階として、76年の国際収支表発表の停止がある。これ以後すべての総合収支尻の作成は廃止され、メモランダとして、貿易収支、財・サービス収支、財・サービス・送金収支、経常収支の四つの部分収支が発表されるのみとなる。変動相場制への移行、ドルの金交換停止によって、ドルに対する圧力の大きさを判断するための国際収支表の作成は意味を失ったとして廃止にふみぎったのである。ドル圧力は、そのほとんどが相場の変動という形であられ、国際収支の均衡は、為替変動という市場メカニズムを通じてもたらされるとしたのである。それは言いかえると均衡の基準を変更させることによっては対処しきれないようなドル危機の深化にたいして、均衡のための努力を放棄することであった。

以上のような1976年の改訂は「国際収支表示に関する諮問委員会 (Advisory Committee on the Presentation of Balance of Payments Statistics) のレポートにもとづいて行われたが、これによると、多国籍企業の展開や、国際的資本移動の現実の動きと国際収支表の形式との間の矛盾の拡大も、廃止にふみぎらせた要因の一つとして、指摘されている。<sup>(3)</sup>すなわち、公的準備取引収支については、各国公的当局の保有するドル残高は、ユーロ・カレンシー市場

やアメリカ資本市場からの借入れ、ポートフォリオ投資などを含み、為替市場への公的介入の結果としてのドル残高と異なり、もっと自発的性格をもつものを含んでいる。また純流動性収支についても、米銀の対外国銀行貸出しがふくまれないなど、「流動」「非流動」の区別があいまいである。アメリカ国際収支の長期的傾向をみる経常・長期資本収支についても、長期資本項目中の直接投資に親会社と海外子会社との間の短期資本移動がふくまれる。長短の分類が当初満期期間によってなされるため、投資者からみた分類と一致しないことがある等、区別があいまいである、等々。アメリカ以外の大部分の国は、変動相場制移行以後も国際収支尻測定を行なっているが、現在国際収支表概念の各項目にわたる再検討が必要とされていることは、確かである。ここでは指摘するだけにとどめておく。

76年改訂以後、ドル圧力、すなわち過剰ドル問題の解決は、為替相場変動という市場メカニズムに委ねられることになった。変動相場制は、国際金融市場構造そのものを大きく変化させることになるが、本稿の課題は、変動相場制以後のアメリカ国際収支構造の変化が、その大きな枠組みとしての国際金融市場構造の変化、およびそれに規定されたアメリカ為替市場の変化とどのようにかわりながら生じたのかを探ることにある。

## 2. アメリカの国際収支構造の変化

アメリカの国際収支は、1958年から60年にかけて大幅に悪化し総合収支の赤字を計上して以来、おおむね悪化の一途をたどってきた。それでも、60年代までは、貿易収支の黒字により軍事支出や援助等の公的支出や政府民間双方の海外投資をまかなうという基本構造が維持されてきていた。ところが、1970年代に入ると、貿易収支も赤字基調へと転換し、後半には経常収支も赤字を計上するにいたり、これまでの構造は大きく変化する。松村文武氏は、戦後アメリカの国際収支動向の詳細な分析を通じて、70年代のアメリカの対外経済構造のこの構造的変化の内容を、次のように指摘している<sup>(4)</sup>。すなわち70年代累計で1,000億ドルを超える貿易収支赤字に示される「対外的国家破産」と、同様に1,000

億ドルを超える民間資本・収益収支にあらわれた「寄生性の高度化」との二律背反性、および、高水準の公的支出の持続や、民間短期資本の流出が加わって1,000億ドルを超える総合収支赤字とこれをまかなう外国公的ドル残高の借入れ＝「体制支持金融」という資金循環構造から導き出される「特殊債権国」としてのアメリカの性格である。

このようなアメリカの国際収支構造の転換は、対外債務残高の増大とアメリカ金準備の減少という形をとって、ドルを金との交換停止に追い込み、曲りなりにも金との交換性をもったドルを基軸に死守されてきた固定相場制の崩壊をもたらした。ほとんどの主要先進国が変動相場制へ移行した。

70年代初頭のこの国際通貨制度上の重大変化は逆にアメリカの国際収支構造にもさまざまな影響をもたらすことになる。76年の国際収支表示の廃止自体、変動相場制移行後は、収支不均衡は、為替相場の変動をひきおこすことを通じて、いわば自動的に調整されるはずであるから、政府目標としての国際収支尻の測定は必要なくなったとする理論にもとづいていた。これによれば、相場変動という市場メカニズムを通じて「均衡」の達成された姿が、70年代半ば以降の国際収支構造であるということになる。貿易摩擦問題、国際的債務累積と国際金融不安をはじめ、現実の過程をみれば、この「均衡」理論の破綻は明らかであるが、われわれは、そのような市場メカニズムを通じる「均衡」が、アメリカ国際収支構造にどのような変化をもたらしたかを、収支赤字のファイナンスのあり方の変化、アメリカの国際的な資金循環構造の変化を中心に検討していくことにしよう。これらは、松村氏があきらかにされたように70年代に大きく変化したのだが、後にみるように、70年代末から80年代にかけて、さらに変化をとげるからである。主として対象とする時期は、70年代末から80年代前半であるが、国際金融市場、国際通貨制度の激動期、移行期としての70年代前半から、すでにこれらの変化の芽生えがみられるため、70年代以降のアメリカ国際収支の検討からはじめることにしたい。

第1表は1970年から1984年までのアメリカ国際収支表である。これまで述べたように1976年以来、アメリカは国際収支の発表を停止しているの、この表は、1985年6月のSurvey of Current Businessで公表された1960年から1984年までのアメリカの国際取引表(U. S. International Transactions)をもとに筆者が作成したものである。二・三説明をしておけば、経常収支は公表されたものであるが、経常・長期資本収支、総合収支は筆者が算定したものである。投資収益収支には、手数料・特許料を含めているが、それは、現代の技術等の提供が非子会社に対するものもふくめて、海外投資との関連が非常に深いことを考慮したためである。<sup>(5)</sup>長期民間資本収支には、直接投資、証券投資以外の長期債権・債務がふくまれるべきであるが、1978年からは銀行報告分、79年からは非銀行報告分が、長短一括報告されるようになってきているため、85年のSCBでは、全体を通して長短の区別をしていない。そこで80年6月のSCBにもとづいて、それぞれ1977、78年までの長期債権、債務を書き加えておいた。したがって、同額が短期民間資本から除かれる。これは、変動相場制以降の資本移動の短期化を反映した措置であり、1977年には、銀行報告対外債権のうち長期と短期の比率は1:18、78年には、1:70、非銀行報告債権では77年の長短比率が1:14、となっていることを考慮して、以後の一括報告分は全額を短期債権として計算し、短期民間資本にふくめた。

変動相場制前後の国際収支構造の変化を概観するために、第1表をもとに全体を、5年毎に区分して、それぞれの累計を出したのが第2表である。

まず、70年代前半から後半にかけての変化をみよう。収支悪化項目は、黒字が赤字に転じたのが経常収支、証券投資であるが、経常収支悪化にもっとも「貢献」したのは、前半の赤字を9倍に急増させた貿易収支である。また証券投資の赤字転化は長期債権・債務や直接投資の赤字増と相俟って、長期民間資本の赤字を2倍以上に急増させた。また短期民間資本の流出も2倍以上に急増した。これに対し、収支改善項目は、黒字を2倍ちかくに増加させた巨額の投資収益と、相対的に少額ながら赤字を黒字に転じた軍事取引である。それにもかかわらずこれらの黒字の増加を上回る巨額の貿易赤字の急増とひきつづく

第 1 表 ア メ リ カ の

	1970	71	72	73	74	75
貿易収支(除軍事)	2,603	- 2,260	- 6,416	911	- 5,505	8,903
輸 出	42,469	43,319	49,381	71,410	98,306	107,088
輸 入	-39,866	-45,579	-55,797	-70,499	-103,811	-98,185
貿易外収支	3,022	4,528	4,475	10,110	14,653	13,826
軍事取引	- 3,354	- 2,893	- 3,420	- 2,070	- 1,653	- 746
投資収益	8,337	9,575	10,668	14,993	18,978	16,614
受 取	14,078	15,252	17,534	25,033	31,408	29,651
支 払	- 5,741	- 5,677	- 6,866	-10,040	-12,430	-13,037
その他・サービス	- 1,964	- 2,154	- 2,773	- 2,814	- 2,673	- 2,041
一方的移転	- 3,294	- 3,701	- 3,854	- 3,881	- 7,186	- 4,613
経常収支	2,331	- 1,433	- 5,795	7,140	1,962	18,116
長期資本収支	- 6,273	- 9,139	- 5,141	- 7,911	- 6,142	-17,349
長期政府資本	- 2,045	- 2,394	- 1,386	- 1,708	667	- 1,957
長期民間資本	- 4,228	- 6,745	- 3,755	- 6,203	- 6,809	-15,392
直接投資	- 6,126	- 7,251	- 6,798	- 8,553	- 4,292	-11,641
証券投資	1,194	1,152	3,850	3,154	- 779	- 1,154
その他長期債権債務 <sup>注)</sup>	704	- 646	- 807	- 804	- 1,738	- 2,597
経常・長期資本収支	- 3,942	-10,572	-10,936	- 771	- 4,180	767
短期民間資本	- 6,551	-10,105	1,816	- 1,822	- 3,138	-11,345
S D R	867	717	710	.....	.....	.....
統計上の不突合	- 219	- 9,779	- 1,879	- 2,654	- 1,458	5,917
総合収支	- 9,845	-29,739	-10,289	- 5,247	- 8,776	- 4,661
(金融項目)						
在米公的準備資産	2,481	2,349	- 4	158	- 1,467	- 849
米公的準備資産	7,364	27,389	10,293	5,090	10,244	5,509

注) その他債権・債務については銀行報告分は77年まで、非銀行報告分78年までしか長短の区別を發表し  
1977年、78年は、85年發表の数字と1980年發表の数字がちがっており、資本収支のところだけを80年  
出所: *Survey of Current Business*, June 1980, June 1985, より作成。

国際収支

単位 100万ドル

76	77	78	79	80	81	82	83	84
- 9,483	-31,091	-33,947	-27,536	-25,480	-27,978	-36,444	-62,012	-108,281
114,745	120,816	142,054	184,473	224,269	237,085	211,198	200,745	220,316
- 124,228	- 151,907	- 176,001	- 212,009	- 249,749	-265,063	-247,642	-262,757	-328,597
18,688	21,197	23,626	32,195	34,429	41,164	36,528	30,075	18,162
559	1,528	621	- 1,778	- 2,237	- 1,183	- 318	- 162	- 1,765
19,846	22,377	25,780	36,524	36,746	40,715	36,439	33,029	26,708
33,639	37,099	48,130	70,316	79,591	93,695	91,901	85,878	95,724
-13,793	-14,722	-22,350	-33,792	-42,845	-52,980	-55,462	-52,849	-69,016
- 1,718	- 2,708	- 2,775	- 2,552	- 80	1,632	409	- 2,791	- 6,782
- 4,998	- 4,617	- 5,106	- 5,649	- 7,077	- 6,847	- 8,135	- 8,852	-11,413
4,207	-14,511	-15,427	- 991	1,873	6,339	- 8,051	-40,790	-101,532
-15,180	-13,941	- 9,784	-15,546	- 2,317	14,480	18,111	12,448	43,312
413	(-12,944)	(- 9,537)	- 3,786	- 4,547	- 5,435	- 5,447	- 4,454	- 5,063
-15,593	-11,648	- 7,600	-11,700	2,230	19,915	23,558	16,902	48,375
- 7,602	- 8,162	- 8,159	-13,345	- 2,304	15,571	18,216	6,552	18,011
- 4,818	- 2,489	806	1,585	4,534	4,344	4,342	10,350	30,364
- 3,173	- 997	- 247	.....	.....	.....	.....	.....	.....
-10,973	-28,452	25,211	-16,537	- 444	20,819	10,060	-28,342	-58,220
	(-27,455)	(-24,964)						
-10,079	- 5,178	-19,338	4,724	-32,417	-42,311	-40,905	12,782	33,720
.....	(- 5,561)	(-19,490)	1,139	1,152	1,093	.....	.....	.....
10,544	- 2,023	12,521	25,431	24,982	20,276	32,821	11,513	24,660
-10,508	-35,653	-32,028	14,757	- 6,727	- 123	1,976	- 4,047	160
	(-35,039)	(-31,933)						
- 2,558	- 375	732	- 1,133	- 8,155	- 5,175	- 4,965	- 1,196	- 3,131
13,066	35,416	31,202	-13,624	14,881	5,298	2,988	5,243	2,971

ていないので、この部分は1980年SCBを使用、他は1985年発表の数字を使用した。

SCBによって、( )内に85年発表額を記しておいた。

第2表 アメリカの国際収支構造の変化

単位100万ドル

	70 ~ 74	75 ~ 79	80 ~ 84
貿易収支(除軍事)	-10,667	-93,154	-260,195
輸出	304,885	669,176	1,093,613
輸入	-315,552	-762,330	-1,353,808
貿易外収支	36,788	109,532	160,359
軍事取引	-13,390	184	-5,665
投資収益	62,551	121,141	173,700
受取	103,305	218,835	446,789
支払	-40,754	-97,694	-273,089
その他サービス	-12,378	-11,794	-7,612
一方的移転	-21,916	-24,983	-42,324
経常収支	4,205	-8,606	-142,161
長期資本収支	-34,606	-71,800	86,034
長期政府資本	-6,866	-9,807	-24,946
長期民間資本	-27,740	-61,993	109,980
直接投資	-33,020	-48,909	56,046
証券投資	8,571	-6,070	53,934
その他の長期債権・債務	-3,291	-7,014	.....
経常・長期資本収支	-30,401	-80,406	-56,127
短期民間資本	-19,800	-41,216	-69,131
S D R	2,294	1,139	2,245
統計上の不突合	-15,989	52,390	114,252
総合収支	-63,896	-68,093 <sup>注)</sup> (-67,384)	-8,761
(金融項目)			
在米公的準備資産	60,380	71,569	31,381
米公的準備資産	3,517	-4,183	-22,622

注) 第1表の注参照

出所: 第1表より作成



その他サービスの赤字，一方的移転の赤字の漸増の結果として経常収支が赤字に転じたのである。また，政府，民間双方の長期資本流出累計は2倍に増えた。短期資本の流出も2倍以上に増大している。その結果総合収支は前半よりもさらに巨額の赤字を出すことになった。これらをファイナンスするのは，松村氏が「体制支持金融」と名付けた，財務省証券（T.S.）の購入を中心とする在米公的準備資産であり，この大枠は，70年代を通じて変わっていない。そのなかで，統計上の不突合が赤字から巨額の黒字に転じていることが目立つがその内容は，大半が流動的な短期資本と思われるので，これを短期民間資本と合算してみると，前半は350億ドルを超える流出，後半は100億ドル以上の流入となる。

したがって，70年代前半には，長短資本の流出を，投資収益を中心とする経常収支黒字と各国の公的準備資金の黒字でファイナンスしていたのが，後半には，経常収支と長期資本との赤字を，短期資本の流入と在米公的準備資金でファイナンスする構造へと変化したといえるであろう。だが，70年代全体を通じてファイナンスの圧倒的部分は，公的部分によって担われていた。

80年代に入ると，経常収支の赤字はますます巨額なものとなる。貿易収支赤字の3倍近くへの増大，軍事取引の黒字から赤字への転化，一方的移転の増大などが投資収益の伸びをはるかに上回ったためである。これにたいして資本

第3表 経常収支赤字の金融（概括）

単位100万ドル

	1970 ~ 74	75 ~ 79	80 ~ 84
経常収支	4,205	- 8,606	- 142,161
長期政府資本	- 6,866	- 9,807	-24,946
長期民間資本	-27,740	-61,993	109,980
短期民間資本	-19,800	-41,216	-69,131
S D R	2,294	1,139	2,245
統計上の不突合	-15,989	52,390	114,252
公的準備収支	63,897	67,386	8,759

出所：第1表より作成

収支は大きく変化した。長期民間資本は巨額の流出から巨額の流入へと転じ、短期民間資本の流出は増大するものの、統計上の不突合との合算では、400億ドル以上の流入となっている。対照的に在米公的準備は半減している。80年代には、経常収支の増大する赤字を、長・短民間資本の流入が支える資金循環へと変化し、公的準備の果たす役割りはいちじるしく低下したといえよう。（第3表参照）

次に、主な収支項目の変化について、全期間を通した特徴を第1表にそってもう少し詳しくみておくことにしよう。まず経常収支を構成する項目からみると、貿易収支は、73年にフロート移行によるドル切下げ効果、世界的好況もあって、少額ながら黒字を出し、75年には、73～74年のオイル・ショックを受けて、産油国向け輸出の飛躍的伸び等による大幅な黒字を出したものの、他の年度は一貫して赤字をつづけ、70年代後半には、70年代前半累計額の約9倍強、80年代前半累計は、実に24倍弱という、まさにとどめようのないような悪化ぶりである。

投資収益の一貫した増大がこの赤字を埋めてきたのだが、82年からは減少傾向に転じている。収益受取は順調な伸びを示しているにもかかわらず、これを上回る支払いの増大があったためであるが、とりわけ、73、78、79年には、50%前後という急増をみせている。その内容は、直接投資、特許、手数料支払よりも、その他の民間投資収益支払と政府投資収益支払が大半を占めており（収益支払全体に占める比率は、73年で、直接投資収益・特許料・手数料が20%、その他民間投資収益42%、政府投資収益38%、78年で、それぞれ、22%、39%、39%）、財務省証券の外国政府、民間双方の購入増加に対応する、政府投資収益支払の伸びの大きさが特徴的である。

軍事取引は、70年代前半のはぼコンスタントな赤字を、産油国をはじめとする武器輸出の増大によってしだいに改善し、76年には黒字に転化するが、79年からはふたたび赤字を計上する。これは、軍事販売を上回る軍事支出の増大があったためであるが、ここには、世界的軍拡ラッシュの中で、同盟国への肩代わり強化をすすめながら、自らも軍事支出を増大させざるをえないアメリカ

の姿が示されている。一方的移転の主な内容は非軍事贈与だが、74年に急増した後、いったん減少したものの巨額な赤字をつづけており、とりわけ、80年代に入ってから大きく増加している。経常収支は、71、72年の赤字を73年に回復したものの、77、78年とふたたび巨額の赤字へと転落、79年からの回復も、82年には赤字へ転化し、しかも、以後かつてない巨額の赤字を激増させている。

次に資本収支に移る。まず長期資本収支であるが、政府資本は、74、76年に少額の黒字を出した以外は赤字基調である。民間長期資本は、この間最も劇的な変化をみせ、伝統的な流出から80年以降流入を続けている。85年には、1914年以來はじめて、アメリカは、純債務国に転落するといわれている<sup>(6)</sup>。直接投資は、74年に流出額がいったん半減した後、80年に入って急減し、81年からはついに流入に転じた。

74年の流出減は、中東産油国で外資国有化がすすめられたことによる資本の償還の影響とみられるから本格的な流入への転化は80年代からと思われる。証券投資はすでに60年代末から流入がつづいていたが、逆に74年から流出に転じ78年になって再び流入に変わり、以後流入を続けている。この流出は74年に、海外投融资規制が廃止されたことに加え、オイルショックや中近東での外資国有化に対応して投資形態の変化がおり、対外証券投資ブームがこの時期におこったためである。

短期民間投資は、72年、79年を除き82年までは流出超であるが、統計上の不突合との合算でみれば、72年と76年が入れかわる。

以上のような長・短資本の運動方向の変化を受けて、公的準備収支は79年に赤字を記録して以後は、黒字額をいちじるしく減少させつづけている。

貿易収支の一貫した赤字拡大傾向に加えて、一時改善のきざしをみせていた軍事取引、一方的移転も80年代に入って赤字を増大させるのにたいして、最大の黒字項目である投資収益が、82年からは減少傾向に転じた。その結果増大する経常収支赤字をファイナンスする主力は、公的資金から民間資本へと比重を移し、巨額の資本流入は、アメリカを純債務国という新たな役割りへと転換させるほどに達し、それはまた、投資収益支払の増大を招いて、経常赤字の増大

へとつながる。

第1図からもあきらかなように、このような国際収支構造の変化は、77、78年の国際収支危機を境に、79年以降顕著になってきたが、最近の新たな特徴としては、長期資本の流入に加えて、投機性、流動性の高い短期資本の巨額の流入が赤字ファイナンスに大きな役割りを占めており、その点では、アメリカ国際収支構造の不安定性はいっそう増大しているといえる。

これまでみてきたように、70年代末以降のアメリカの国際収支構

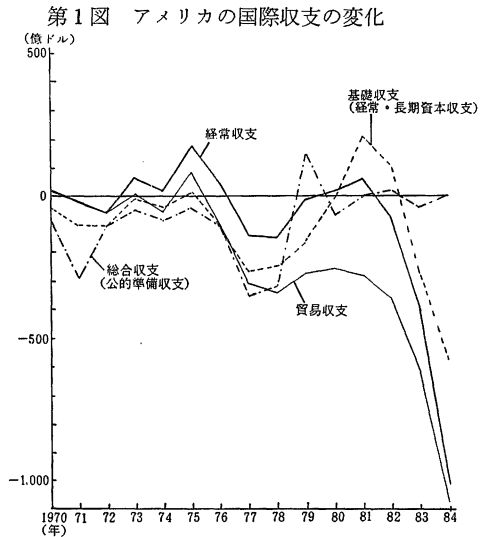
造の変化はアメリカをめぐる国際的な資本移動の流れの変化に大きく影響されているが、この資本の運動と変動相場との関連を次に検討することにしよう。

### 3. 変動相場制下のアメリカ為替市場の変化

変動相場制移行後の為替相場の激変、不安定性、およびその水準が貿易収支や経常収支の状況から大きくかけはなれていることは、誰も認めるところである。第2図は70年から84年のドル実効相場の年々の変動を示すが、この図にはあらわれない日々、月々の短期的変動、乱高下の激しさについても周知のところであろう。経常収支についていえば調整どころか、不均衡拡大の変動が80年代の為替相場状況といってもよいであろう。

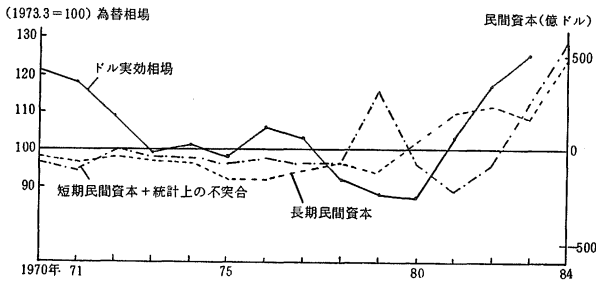
だが、このような為替相場状況の下で資本の運動パターンは大きく変化する。

ニューヨーク連銀のクーパーリッヒ (Roger. M. Kubarych) によれば、1982年以降の経常収支赤字ファイナンスの構造は、1977、78年の経常収支赤字の際



出所：第1表より作成

第2図 為替相場の変動と民間資本収支



出所：実効為替相場は1970～74年については、*Federal Reserve Bulletin* 1978. 8. p. 700 より各年を計算。1975年以降については毎年の FRB 公表数字にもとづき作成。  
民間資本収支については第1表より作成。

第4表 経常収支赤字の金融

単位10億ドル，季調済（+は流入，-は流出）

	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984-1
経常収支	1.9	18.1	4.2	-14.5	-15.4	-1.0	1.9	6.3	-9.2	-41.6	-19.4
民間資本収支	-11.4	-20.8	-15.1	-18.2	-14.3	18.4	-5.2	-2.1	16.9	42.4	24.9
銀行資本	-3.5	-12.9	-10.4	-4.7	-17.5	6.4	-36.1	-42.0	-45.1	23.7	9.4
直接投資	-4.3	-11.6	-7.6	-8.2	-8.2	-13.3	-2.3	13.5	19.6	6.4	-1.3
その他民間資本	-2.2	-2.2	-7.7	-3.3	-1.2	-0.1	8.2	4.1	9.6	3.0	3.2
誤差脱漏	-1.5	5.9	10.5	-2.0	12.5	25.4	24.9	22.2	32.9	9.3	13.5
政府資本収支	9.4	2.7	10.9	32.7	29.8	-18.5	2.2	-5.3	-7.8	-0.9	-5.5
工業国	*	*	*	28.5	28.9	-21.0	-6.1	-12.5	-5.3	11.1	-1.3
その他	*	*	*	4.2	0.9	2.5	8.3	7.2	-2.5	-12.0	-4.2
米政府債権	-1.1	-4.3	-6.8	-4.1	-3.9	-4.9	-13.3	-10.3	-11.1	-6.2	-2.6
工業国	*	*	*	-0.2	-5.5	0.2	-7.0	-1.0	1.2	1.0	-0.4
その他	*	*	*	-3.9	1.6	-5.1	-6.3	-9.3	-12.3	-7.2	-2.2
米政府債務	10.5	7.0	17.7	36.8	33.7	-13.7	15.5	5.0	3.3	5.3	-2.9
工業国	*	*	*	28.8	34.3	-21.1	0.9	-11.5	-6.5	10.1	-0.9
OPEC	*	*	*	6.4	-1.1	5.5	12.8	13.1	7.3	-8.6	-2.5
その他	*	*	*	1.5	0.1	1.9	1.8	3.4	2.5	3.8	0.5
SDR割当	0	0	0	0	0	1.1	1.2	1.1	0	0	0

\* 不明

出所：FRBNY *Quarterly Review*/Summer 1984 p. 26.

と比べると、次の点で異なっている。<sup>(7)</sup> (第4表参照)<sup>(8)</sup> すなわち77、78年の際には、先進工業国の中央銀行による為替介入を通じるドル買支えが、公的取引の流入となって、アメリカ経常収支の赤字を、事実上ファイナンスした。この間、民間資本は、銀行取引が200億ドル、直接投資が160億、その他証券取引が50億ドルの流出となっている。

1982年からアメリカはふたたび、それも年々巨額になる経常収支赤字を計上しはじめるが、82年には、経常収支赤字92億ドルにくわえ公的資本も78億ドルの流出、さらに450億ドルという銀行取引を通じての巨額の資本流出が生じたが、これは記録されない資本移動とみられる誤差脱漏の329億ドル<sup>(9)</sup>の流入をはじめ、直接投資、証券投資その他の流入でファイナンスされている。また、民間資本合計では流入となり、経常収支と公的資本収支の赤字を民間資本の黒字でまかなう構造へと転換している。83年には、さらに銀行資本も237億ドルの流入へと転じて最大の黒字項目となっている。1984年第1四半期についても、

第5表 銀行資本の移動

単位10億ドル (+は流入, -は流出)

	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984-1
銀行資本収支	-3.5	-12.9	-10.4	-4.7	-17.5	6.4	-36.1	-42.0	-45.1	23.7	9.4
ドル建収支	-4.6	-12.4	-10.4	-4.0	-18.1	5.8	-35.9	-39.9	-43.7	23.6	14.9
自己保有ドル勘定	-4.7	-12.2	-10.4	-4.1	-16.8	14.0	-30.6	-34.9	-40.4	16.9	14.9
ドル建債権	-17.4	-13.1	-20.1	-10.2	-33.4	-18.4	-38.6	-74.3	-104.1	-32.0	4.1
1) 対銀行	-11.9	-10.2	-16.7	-8.8	-23.4	-6.3	-26.9	-51.6	-77.3	-18.1	2.1
2) 対その他 外国人	-5.5	-2.9	-3.4	-1.4	-10.0	-12.1	-11.8	-22.7	-26.8	-13.9	2.0
ドル建債務	12.7	0.9	9.7	6.1	16.6	32.4	8.1	39.4	63.7	48.9	10.8
1) 対銀行	10.6	-0.7	7.1	4.5	15.3	30.7	7.2	33.8	45.1	35.5	8.2
2) 対その他 外国人	2.1	1.6	2.6	1.5	1.3	1.7	0.9	5.5	18.6	13.3	2.6
顧客のドル建債権	0	-0.2	0	0.1	-1.3	-8.2	-5.3	-5.0	-3.3	6.7	0
外貨建収支	-0.4	-0.4	-0.2	-0.4	-0.2	0.5	-0.3	-1.0	-1.1	-0.5	-0.2
誤差	1.5	-0.1	0.2	-0.3	0.8	0	0.1	-1.1	-0.3	0.6	-5.4

出所: FRBNY Quarterly Review/Summer 1984, p. 28

銀行資本の流入は、記録されない資本移動とならんで最大の黒字項目の一つである。銀行取引による資本の流れは、82年の450億ドル余の流出から、83年の240億ドル弱の流入へと、700億ドル近くの巨大な方向転換を遂げたことになる。クーベリッヒは、80年代の変化として、この銀行取引のしめる役割りに注目し、その方向転換の原因を次のように分析している。銀行の対外取引は、大きくわけて自行の海外支店、海外他行、海外顧客の三つからなっているが、第5表でみると83年には、全体としての対外貸付は82年の3分の1以下に減少した。それは、82年にはその約半分を占めていた海外他行向け貸付けが、83年にはほとんどゼロにまで急減したことが大きかった。対外負債の64億から50億への減少を大きく上回る対外貸付の急減が、結果として83年の17億ドルの流入を生み出したのである。さらに、顧客勘定 (Custody Account) も30億の流出から70億の流入へと変わっている。次にこのような、銀行自身のポートフォリオや、顧客勘定の変化をもたらした原因については、以下のように言う。アメリカの景気回復による国内信用需要の増大が利子率を押し上げて、ユーロダラー市場から米国内へと資金を呼び戻す誘因となったこと。および、ユーロダラー市場自体が、ドルの相対的に高い利廻りにひかれて他通貨への転換はひかえながらも、長期的利子率や為替レート予測の不確実性から、長期の証券や株式でなく短期のドル資産選好が強くなり、他方、ヨーロッパにおける景気回復のおくれから、ヨーロッパでの信用需要はさほど強くはなかったため、流動的性格の強いドル資金が豊富であったこと。<sup>(4)</sup>

これらは、たしかに、82年から83年にかけてのユーロ市場から、アメリカへの資本流入の直接的契機だったであろう。だが、その背景として、われわれは、変動相場制下における為替市場の変化をみておかなければならない。銀行を通じる短期信用の増大、およびその流れの変化は、変動相場制下の為替市場の変化と深くかかわっていると思うからである。経常収支赤字ファイナンスの主役としてこのように銀行取引が活躍する舞台装置としてのアメリカ為替市場の変化については、すでに深町郁彌氏が、ニューヨーク連銀のレヴィ (Patricia A. Revey) その他の分析によりながら、明らかにしている。氏によって検討され

た70年代後半から80年にかけての変化を紹介した後に、それ以降の最近の変化を検討しそれらが、上で述べた現象とどのようにかかわっているかを考察することにしよう。

変動相場制の下で、アメリカ為替市場は大きく成長した。取引参加者も、取引額も急速に増大して、ニューヨーク連銀のサーベイによれば、1977年4月の1日の取引高50億ドルは、1980年3月には5倍近い230億ドルにまで増大している。取引内容の主な変化としては直物取引の増大と、銀行間取引の比率の増大である。<sup>(4)</sup> (表6表参照) もっとも、レヴィによれば、たとえ銀行間取引と計上されていても、そのなかには多国籍企業その他の原取引者に基礎をもつ取引が50~60%を占めており、この対顧客取引も3年間に4倍に増大したとしている。そして、この企業銀行間の取引では先物取引が多数を占めているというのである。

深町氏は、このような為替市場の規模の拡大、取引内容や主体の変化をもたらした理由を次のように説明する。<sup>(5)</sup>

第6表 アメリカ為替市場の為替取引

単位10億ドル

	1977年4月 44行	1980年3月 41行	1980年3月 90行
総計	106.3	325.8	491.3
直物取引	58.7	216.0	315.4
銀行間	54.0	206.1	300.4
ブローカー経由	23.1	104.3	162.5
対顧客	4.7	10.1	15.1
先物取引 <sup>注)</sup>	5.6	22.4	29.4
うちIMM	*	4.5	6.3
スワップ	42.1	87.2	146.5

\* 不明

注) 原表では **Outright forwards**. 通例にしたがい、「先物取引」と訳したが、同じく「先物」と訳される **futures** が通常反対取引によって清算されるのに対し、**forwards** の場合、基本的には実際の為替の引渡しともなるので、両者の区別に注意する必要がある。

出所: FRBNY *Quarterly Review*/Autumn 1981, p. 34.



多国籍企業の展開は、多通貨建の在庫商品、金融資産、とりわけ不動産資産を増大させ、企業の国際的財務管理の発展とその本国への集中管理を促進し、外国為替の変動にたいするヘッジ操作の必要を高めた。ヘッジ操作は、為替相場の変化によって生じるであろう資産価値変化を、同額の相手国通貨建負債（自国通貨建債権）をもつことにより生じる為替利益で埋め合せようとするものである。したがって、ヘッジ操作の増大は、商品輸出入のような現実取引の基礎を欠く投機的性格の一方的先物為替取引の増大を招くことになる。これを受けて、銀行は、直物取引を通じて相手国金融資産を入手し顧客需要にみあう先物為替を供給しようとする。すなわち短期資本移動を通じて、カバー付金利裁定取引を行うことにより、先物為替契約を造出する。<sup>(4)</sup>つまり、顧客のヘッジ操作の増大は、先物取引という投機的為替取引の増大をもたらすとともに、これを受けた銀行のカバー取引として直物取引、すなわち短期資本移動をひきおこし、総体として為替取引を増大させ、かつ、為替相場変動をいっそう誘発するが、これはこれでヘッジ操作の必要をいっそう強めるのである。

さらに、深町氏は、銀行独自の立場から展開される銀行間取引が、この傾向をいっそう激化させると指摘する。

外国銀行のアメリカ進出により激化する国内外の銀行間競争と、為替相場の乱高下現象の下で、為替相場の短期変動を利得の機会として利用するために、銀行は短期ではあれ、カバーされない為替の持ちをつくるようになる。すなわち為替投機を行いそれにより取引高を激増させるのである。当然、為替リスクは一段と高くなるから、為替の持ちの期間を数日、数週間から、数分ないし数時間へとできるだけ短縮しようとする。その結果はふたたび直物取引の増大へとつながる。

アメリカの金利の変動と為替相場の乱高下は、為替取引高、とくに直物取引の飛躍的増大をもたらし、その日々の為替取引のためのドル資金需要を増大させてきたのだが、ここに至って、それはまた、金利の変動、為替相場の乱高下をもたらすという逆の関係ができあがってきたと深町氏は指摘している。<sup>(4)</sup>

そしてこのような日々の決済通貨需要の増大は、銀行間市場におけるドルの

第7表 国際銀行業務の通貨別構成 (1981~83年)

(単位: 10億米ドル)

	債 権				債 務			
	四半期末為替相場 で換算したフロー				四半期末為替相場 で換算したフロー			
	1981年	1982年	1983年	1983年 末残高	1981年	1982年	1983年	1983年 末残高
合 計	264.8	175.6	108.4	1,753.9	237.7	125.8	116.5	1,702.1
自国通貨建	99.8	129.4	50.0	569.4	48.6	76.9	56.2	415.8
銀行所在地別内訳								
アメリカ	74.4	104.1	33.0	388.7	38.4	66.8	50.2	291.6
西ドイツ	4.8	1.3	0.7	43.4	0.2	0.4	0.4	36.4
スイス	2.6	3.1	2.4	31.2	2.4	1.6	1.3	9.0
日本	5.2	5.2	5.1	30.8	1.7	1.7	0.2	14.1
イギリス	5.0	6.0	3.1	26.4	4.8	7.7	5.9	34.2
フランス	4.0	4.2	2.1	21.1	0.2	0.4	1.9	5.9
オランダ	2.4	1.7	0.9	12.2	0.6	1.0	0.9	8.9
その他報告提出地域	1.4	3.8	2.7	15.6	0.7	1.3	1.0	15.7
外国通貨建	165.0	46.2	58.4	1,184.5	189.1	48.9	60.3	1,286.3
うち								
米ドル	118.0	19.6	33.1	902.1	148.2	35.5	30.8	1,005.6
ドイツ・マルク	15.8	8.1	10.0	121.5	10.2	1.0	9.4	111.7
スイス・フラン	11.2	3.5	2.7	57.8	15.8	3.0	4.7	61.8
日本円	6.6	0.3	1.3	17.0	5.8	1.8	4.0	21.2
英ポンド	3.7	0.2	0.6	12.0	0.3	0.9	0.5	14.1
フランス・フラン	1.0	1.2	3.2	9.7	0.2	1.6	2.3	11.2
オランダ・ギルダー	1.6	1.5	3.0	10.7	2.1	2.0	2.5	11.5
その他および 分類不能	9.1	11.8	4.5	53.7	6.9	10.9	7.1	49.2

注) アメリカ所在の銀行および5つの主要オフィス・センター所在支店の米ドル以外の通貨の対外ポジションを含む。

出所: BIS *Fifty-fourth Annual Report* 1984. 東銀月報1984年8月号, 28頁。

圧倒的地位(第7表参照)から、とりもなおさず短期ドル資金需要の増大を意味する。

アメリカ所在銀行のドル建対外短期債権は、「1970~74年に年平均57億ドル、75~77年に133億ドルの増加であったのに対し、金融引締め、高金利下にもか

第8表 アメリカ為替市場の取引構成

総取引額(含 I MM)	1980.3 (90行) %		1983.4(119行) %	
	491.4	100	702.0	100
スポット	315.5	64.2 (100)	442.8	63.0 (100)
銀行間取引	300.4	(95.2)	399.2	(90.1)
在米銀行間	62.4		93.8	
対外銀行間	75.5		81.1	
ブローカー取引	162.5	(51.5)	224.2	(50.6)
顧客取引	15.1	( 4.8)	43.6	( 9.8)
非金融機関	10.8		22.2	
金融機関	4.3		21.4	
スワップ	146.5	29.8 (100)	232.0	33.0 (100)
銀行間取引	137.8	(94.1)	204.4	(88.1)
在米銀行間	*		22.5	
対外銀行間	*		51.7	
ブローカー取引	*		130.2	
顧客取引	8.7	( 5.9)	27.6	(11.9)
非金融機関	6.7		10.1	
金融機関	2.0		17.5	
先物取引	29.4	6.0 (100)	27.2	3.9 (100)
銀行間取引	11.6	(39.5)	11.4	(41.9)
在米銀行間	*		3.1	
対外銀行間	*		3.7	
ブローカー取引	*		4.6	
顧客取引	17.8	(60.5)	15.8	(58.1)
非金融機関	10.5		8.8	
金融機関	1.1		3.7	
I MM	6.3		3.3	
取引合計 (含 I MM)	485.1 ( 491.4)	100	698.8 ( 702.1)	100
銀行間取引	449.7	92.7	615.0	88.0
在米銀行間	*		119.4	
対外銀行間	*		136.5	
ブローカー取引	*		359.1	
顧客取引 (含 I MM)	35.4 (41.6)	7.3	83.8 (87.0)	12.0
非金融機関	28.0		41.1	
金融機関	7.4		42.6	
I MM	6.3		3.3	

出所：FRBNY Quarterly Review/Summer 1984, p.39 Table 1, p. 41  
Table 2 より作成.

かわらず、79年には207億ドル、80年には448億ドルの急増をみせている。<sup>(65)</sup>その内容は、主として商取引に根ざさない独自の銀行間信用であり、わけても、本支店間の比重は80年には対他行を上回るまでになっている。それには、米国内規制のがれのため海外金融センターを迂回して国内企業向け貸付けが行われることも原因の一つとなっている。さらに、国際収支赤字国のドル借入れ需要も基本的要因として働いており、それらに加えて、変動為替相場に特有な為替操作にともなうドル短期信用が加わったのである。その結果が、第4表ですでにみたような1980、81、82とつづく銀行資本のネットでの361億、420億、451億という巨額の流出をもたらしたといえる。

以上、70年後半から80年にかけてのアメリカ為替市場の変化と、銀行間取引を通じるドル短期信用供与の発達を、深町氏の分析によりながらみてきたのだが、80年代にはいって、為替市場はさらに変化をとげる。

ニューヨーク連銀の1983年のサーベイによれば、1日あたり為替取引高は80年の234億ドルから43%増えて335億ドルとなった。77年から80年の5倍増には、はるか及ばないものの、増大傾向は続いている。アンドリュース (Michael D. Andrews) は前の3年間と比べたこの3年間の変化を次のように指摘している。<sup>(66)</sup>第8表からわかるように、まず顧客取引、なかでも、証券会社、保険会社などの金融機関の取引額が急速に増大した。アメリカの金融規制緩和により、金融機関は従来銀行の支配領域だった分野へのり出したが、もともと、銀行が貿易金融を顧客取引の重要な部分としていたのに対し従来からの証券取引とのかかわりからして、これらの機関は、投資家の対外投資によるポートフォリオの多様化への対応には、有利な立場に立っていた。

国内外の投資家や借手証券取引、在外資産の取得、投資契約にかかわる外国為替サービスをはじめとするさまざまな分野への銀行以外の金融機関の進出が行われた。

多国籍企業等の非金融機関も含め、顧客取引において、直物取引が全体に占める割合をほぼ2倍に増加したことも、もう一つの変化である。世界経済と貿易の不調および、米会計制度の改訂を直接の契機として、<sup>(67)</sup>為替管理の集中と、

為替リスク管理の精緻化がすすんだことにより、為替相場の急変に応じられるスポット取引や、スワップ取引への移行がすすめられたのである。

これらの顧客取引の変化にたいし、銀行間取引の方は、スポット取引、スワップ取引を中心として総取引に占める割合を減少させている。さらに、銀行間取引に占めるブローカー取引の比率がスポットで1980年54%から56%へと高まり、1983年の銀行間取引全体のほぼ6割を占めている。これについてアンドリュースは、国際債務危機と国内でのエネルギー部門をはじめとする不良貸付の増大などから、適正融資への関心が高まったこと、他方で、競争の激化とコストアップから為替操作からの稼得の必要はいつそう強まったこととが相俟って銀行間取引や為替ポジションのリスクとコストの見直しがはじまったことに原因を求めている。<sup>(9)</sup>

多数の銀行が為替業務に参加するにつれて利得機会は減少するが、新規参加国内銀行は1980年の11行から1983年には59行に、在米外銀は、42行から60行に増大した。<sup>(9)</sup> さらに上に述べたように銀行以外の金融機関が多様な外国為替サービスを提供する。これにたいして、企業拡張のスピードが減退してきており、為替操作から得られる銀行の利得は減少してきた。また、もう一つの要因として、為替操作に必要なランニングコストの急速な増加がある。きわめて短期の激しい出入りをともなう大量の取引は、コンピューターや多数の専門家、全世界にまたがる経済、政治、社会等の情報ネットワークを必要とする等々。<sup>(10)</sup>

これらの結果、銀行間取引全体として、総取引に占める比率が、わずかながら減少し、しかも直接銀行間の取引よりも、コストの点でより効率的と思われるブローカー取引の比率が高まっていったのである。これに関して1980年のサーベイについてレヴィは、銀行間取引として計上されていてもその50~60%は対顧客取引に基礎をもつ取引で占められていると思われると述べていたが、近年の対顧客取引における直物取引の比率の増大をあわせて考えると銀行間取引において顧客の先物取引のカバーとしての直物取引の割合は減少し、全体としての銀行間直物取引は全取引の67%から65%へと微減しているものの銀行独自

の直物取引の割合は増大していると考えられるだろう。それだけ投機性も高くなる。

さらに近年の注目すべき変化としてアンドリュースは、主要銀行が他分野の為替取引へと重点を移しつつあることを指摘している。

金利・通貨などの金融先物取引、通貨・金利スワップ、クロスカレンシー取引、長期為替予約、通貨オプションなど次々に新しい取引形態、金融商品が生みだされてきた。これらは資金の取り入れ側にとっては金利変動リスクを避け異種取引を結びつけて、長期の安定した資金の供給の拡大に結びつくものであるが、これを提供あるいは仲介する銀行その他の金融機関にとっては、収益率を高める一方で、危険負担を高めるものであった。たとえば長期為替予約の場合は、長期にわたる為替変動リスクを銀行側の責任で処理することになるし、金利スワップの場合は企業の変動金利債務と銀行の固定金利債務をスワップするのだから、銀行が金利変動リスクを負うことになる。

銀行その他の金融機関の取引の投機性はますます高まるが、同時に取引高の増大も促進される。たとえば金融先物取引の場合、契約の売買であって、決済は通常、差額決済であり、取引に参加するにも、契約金にくらべてきわめて少額の証拠金を積み立てるだけで、多額の取引を行うことができる。また、取引の種類が増えれば増えるほど、諸市場間（金融先物取引市場である IMM と銀行間市場等）の裁定取引の機会も増大するのである。

以上みてきたアメリカの銀行信用をめぐる変化は、国際金融市場全体に共通する変化でもある。国際決済銀行（B I S）は第55回年次報告（1985年）で、最近の国際金融市場構造の変化として次の点を指摘している。「すなわち、使用される金融手段の複雑さや多様性が増したこと、ユーロ・カレンシー先物取引ならびに通貨や金利のオプション取引の重要性が増したこと、銀行間市場が国際銀行融資のための資金調達源としての重要性を減じたこと、国内金融市場と国際金融市場との相互乗り入れが増大したことなどである。」<sup>(2)</sup>

そしてそのことが、信用、資本市場の取引量や構造に影響をおよぼし、このような変化の上に立って、国際的な資本の流れの地域的パターンが大幅に変化

したとするのである。第3図は、債券市場、銀行のシンジケートローン、その他の銀行のバックアップファシリティの三分野の変化を示すものである。

そこで次に、これら国際金融市場構造の変化の意味について検討しよう。

#### 4. 国際金融市場の構造変化

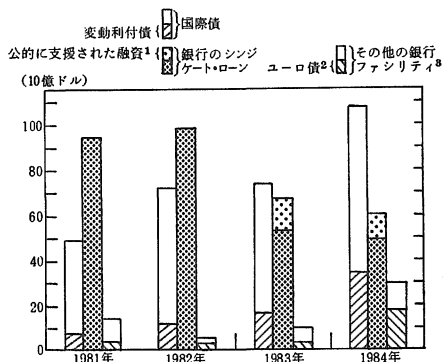
B I S 第55回年次報告は、以上のような構造変化や金融革新をもたらした要素として、次の4点をあげている。

まず、第一は、債務危機が最近の国際金融市場動向の転換点となったことである。

公的に支援された融資パッケージによるリスケジュールと非自発的融資の結果、銀行は、多額の固定的債権をかかえこむことになり、長期資金調達のために迫られて、資金調達技術の改革を行った。他方で、自発的シンジケート・ローンは大幅に減少した。その結果、短期の銀行間市場への依存度は低下し、長期の変動利付債の発行や、確定利付債の変動利付債との交換を媒介する金利スワップなどが発達した。また、対内的対外的不良貸出しの増加は銀行の財務内容を悪化させたため、銀行の競争力と金融能力が低下し、投資家の資産運用が銀行預金から証券へと移る、いわゆる「質への逃避」が生じた。

第二は、国際的な経済環境の変化として、銀行預金を選好していた OPEC の黒字が消滅し、証券投資重視のヨーロッパや日本において資金余剰が生じた

第3図 国際金融市場の動向(1981~84年)



- 注) 1. 公的に支援された融資パッケージのもとで行なわれた融資  
 2. C Dと複合的ファシリティを含む  
 3. 特別企業買収ファシリティを除く

出所：BIS *Fifty-fifth Annual Report* 1985.

「東銀月報」1985年8月号、27頁。

ことによっても、国際的な資金の流れの方向と形態が変化したこと。アメリカの財政赤字とこれをまかなうための国債発行が、米企業を国内資金市場からクラウディングアウトして、ユーロ債市場からの資金調達へとむかわせたこと。

第三は、金利と為替相場の乱高下がいつそう激しくなったことである。これらの影響を防ぐための多種多様な金融技術が発達した。銀行による変動利付債の発行、金利スワップ、通貨スワップ、金融先物やオプション取引、金利・為替の先物契約などの利用の増大は、いかえれば、高度に複雑な手法によって借り手や投資家がリスク負担や回避を選択できるという理由で、銀行による直接的仲介から、証券にいつそう大きく依存する形態への移行が行われたことを意味する。

第四にあげられているのは、各国の国内規制の緩和や自由化のもたらす効果である。アメリカの証券から得られる非居住者の所得に対する源泉課税の徹底、日本やイギリスにおける外国為替管理のいつそうの自由化、あるいは、各国で進められようとしている業種毎の業務範囲にかんする慣行的区別の緩和などは銀行や非銀行金融機関の業務の多様化、拡大および諸機関相互の競争を激化させた。

以上みてきたような、長期的視点からみた要因による金融資本市場の変化の意義について、B I S年次報告はつづいて次のように指摘する。<sup>(4)</sup>

第一は、国内市場とユーロ市場、貸付市場と資本市場、および異種通貨市場の大規模な統合が行われたことにより市場の代替性が高まった結果、各国政府の経済政策の有効性や確実性が損われる可能性が高まったことである。

国際金融市場の統合化が強まれば強まるほど、他方における国民経済の壁との矛盾も強まることを指摘しているのである。

これらの変化が意味する第二の点は、金融業種間の区分が、制度的にも機能的にも曖昧になったことにより、各金融機関、とりわけ銀行の負担するリスクの性質の変化と拡大をもたらしたことである。たとえば銀行が、オプション引受けを行うと、一定期間、一定価格での売買権を顧客に提供し、その権利の行使は顧客の自由にまかせられることになるから、顧客からみれば、ある種の保



険を銀行から提供されたのと同様である。また、信用供与保証枠（バックファシリティ）の提供の場合は、銀行が、信用供与を求められるかどうかは、借り手の信用状態や市場の先行きといった予測しがたい偶発的な事情に依存しており、従来のようなバランスシートではっきり確認できる類の信用リスクではなくなっている。したがって「金融仲介機関の間での競争の激化、収益の縮小、新しい手法のいくつかにみられる高度の複雑さ、さらにはその結果生ずる市場の先行き見通しの難しさなどは、新たな危険分野の発生を伴うかもしれない」のである。

1980年末のポーランドの政治経済状態の悪化に端を発した東欧諸国における国際信用不安、1982年のフォークランド紛争を契機とするアルゼンチンをはじめとする中南米諸国全体にたいするリスク意識の高まり、そして1982年夏以降のメキシコの債務危機は、1982年危機といわれる国際金融不安を生じさせた。B I Sや I M Fをはじめとする大規模な国際的公的援助を中心とする国際的救済措置がとられたが、それは、問題国にたいする信用供与の打ち切りは、一国の金融崩壊にとどまらず、国際的なレベルで深刻な金融・経済上の帰結をもたらすことが予想されたからである。「各国の政府、中央銀行および国際金融機関の精力的な援助により、国際金融システムは破綻せずにきているが、これは銀行自身が自らの資金の保全には貸出を続けるしかないということを確認し、主たる問題は、この負担の公平な配分と銀行間の連帯にあると認識したことが大きい」のである。しかも「問題国への国際的信用の流れが逆転することを防ぎ、しかるべき量の新規信用を供与する」ためには「時には正常な状態では考えられないような措置、あるいは長期的にみると若干の欠陥もあるような措置も必要である」と認識されていたのである。国際金融市場の統合と、金融技術の革新は、このような事情を背景にもちながら、推進されていったのであった。

この中でアメリカの国際金融市場に占める役割りも、大きく変化する。基軸通貨国として国際決済機能を集中しながらも、信用供与や資金吸収のいわゆる国際仲介機能は、国家規制の枠外で、米国外のユーロ市場として発展してきた

第9表 国際銀行活動の銀行・非銀行別内訳（1980～83年）

（単位：10億米ドル）

	債 権				債 務			
	四半期末為替相場 で換算したフロー				四半期末為替相場 で換算したフロー			
	1980年	1981年	1982年	1983年	1980年	1981年	1982年	1983年
合 計	241.1	264.8	175.6	108.4	242.2	237.7	125.8	116.5
銀行間 <sup>1</sup>	172.1	183.8	119.9	74.8	198.7	165.8	84.2	78.8
うち								
A. 報告提出地域内 <sup>2</sup>	135.6	160.7	107.8	64.0	161.4	155.2	97.6	82.4
アメリカ所在銀行とそ の他報告提出銀行間	26.9	83.6	101.4	47.2	44.6	67.6	102.3	49.1
その他報告提出銀行間	108.7	77.1	6.4	16.8	116.8	87.6	4.7	33.3
B. 対公的金融機関 <sup>3</sup>	2.5	0.4	0.2	6.9	19.0	13.9	25.6	0.4
アメリカで記録されて いるもの	...	...	...	...	0.1	1.1	0.3	3.7
そ の 他	2.5	0.4	0.2	6.9	19.1	12.8	25.9	4.1
対非銀行	69.0	81.0	55.7	33.6	43.5	71.9	41.6	37.7
アメリカ国内で記録されて いるもの	11.8	22.4	26.7	14.7	0.6	5.6	18.1	10.3
アメリカ国外で記録されて いるもの	57.2	58.6	29.0	18.9	42.9	66.3	23.5	27.4
うち 米ドル建	31.7	29.1	7.1	7.0	31.7	55.8	15.2	21.6
その他外国通貨建	16.3	18.0	7.6	2.5	7.5	6.6	3.7	1.9
自国通貨建	9.2	11.5	14.3	9.4	3.7	3.9	4.6	3.9
メモランダム：								
対居住者外貨ポジション <sup>4</sup>	82.7	70.7	53.4	17.4	58.9	53.7	51.3	14.5
うち 銀行間 <sup>5</sup>	62.0	51.3	40.7	6.9	53.4	48.4	44.2	12.5
対非銀行	20.7	19.4	12.7	10.5	5.5	5.3	7.1	2.0
うち 米ドル建	9.2	15.8	7.6	4.4	4.0	0.8	4.1	1.7

注) 1. 公的金融機関に対するポジションを含む。ただし債権サイドにおいて、アメリカ所在銀行および米銀オフショア支店の場合は、内訳が不十分なため、この種のポジションは非銀行との取引として計上されている。2. バハマ、ケイマン諸島、パナマ、ホンコン、およびシンガポール所在の銀行に対するポジションを含む。3. 脚注1参照。4. ヨーロッパ、カナダ、日本所在銀行のみ。5. 区別できない日本の非銀行部門に対するポジションを含む。

出所：BIS *Fifty-fourth Annual Report*, 1984. 「東銀月報」1984年8月号。25頁。

のが従来の姿であった。1981年末の IBF (International Banking Facilities) 設立は、基軸通貨国アメリカにおかれ、基軸通貨ドル建の取引を行うため、カレンシーリスクを負わないですむ、今までになかった新しい型のオフショア市場の設立であった。国際的資本移動の流れの変化を生みだした要因については、すでに述べたとおりであるが、IBF設立も、オフショアセンターにおける米銀海外支店の業務の移転を中心に、国際金融センターとしてのアメリカの重要性を高めるのに、影響があった。

第9表にみるように、対外債権に関して国際銀行間取引におけるアメリカ所在銀行とその他報告提出銀行間取引の額は、1980年から83年の間に全銀行間取引額が1,721億から748億へと増加額を減少させているのに対し、269億から472億、比率で16%から63%へと絶対的にも相対的にも増大している。IBF設立直後の1982年は1,014億ドルの増大で、全体の増加量の85%を占めている。また、対外債務にかんしても、アメリカ所在銀行の銀行間取引は、446億から491億へと額こそ漸増だが比率を22%から62%に高めている。とくに1982年には、その他報告提出銀行間が47億ドルの減であるのに対し、1,023億ドルも対外資金の取り入れを増加させている。非銀行との取引においても、債権については、1980年の118億ドル、17%から、1983年には147億ドル、49%、債務については6億ドル、14%から103億ドル27%へと額、比率ともに高めている。この間の第一の特徴としては、アメリカで記帳されるドル建業務が急増したことがまずあげられるであろう。次に、銀行間取引、非銀行間取引とも、対外債権の減少、対外債務の増加傾向がみてとれる。アメリカの債務国化が進行していることを示しているといえよう。とくに銀行間取引においては、82年から債務の増加が債権の増加を上回っている。またアメリカの対外債務における非銀行取引の割合ががしだいに高まっていることも目立つ。このことの意味についてはすでに3. で述べたとおりである。このような中で、国際銀行業務に占めるドル建比率は、アメリカでの自国通貨建、それ以外の国でのドル建を合わせ、大体70%強を占めているのが現状である。(第7表参照)

シンジケート・ローンなど伝統的な国際銀行融資が減退し、証券市場の重要

第10表 国際債の発行額<sup>1</sup>

(単位:百万米ドル)

借入国または 地 域	年	ユーロ債			外 債		
		合 計	う ち		合 計	う ち	
			米ドル	ドイツ・ マルク		アメリカ	スイス
西 ヨ ー ロ ッ パ	1981	7,650	5,230	880	5,390	640	3,070
	1982	16,550	12,690	1,930	5,250	780	2,350
	1983	22,770	16,630	2,410	6,700	1,360	2,490
	1984	33,310	26,370	2,160	7,190	2,180	2,130
	1985/1	10,830	8,270	800	1,000	200	580
カ ナ ダ	1981	5,500	4,550	130	5,450	4,310	870
	1982	6,920	5,600	100	4,440	2,700	1,330
	1983	3,840	2,660	360	2,910	1,630	1,220
	1984	4,490	2,650	180	1,760	450	1,040
	1985/1	1,930	1,330	60	190	150	40
ア メ リ カ	1981	6,050	5,890	30	700		700
	1982	13,020	12,340	530	1,790		1,470
	1983	6,070	5,680	220	1,240		1,180
	1984	23,100	21,210	540	1,460		1,220
	1985/1	8,570	7,210	40	480		480
そ の 他 先 進 国 <sup>2</sup>	1981	3,460	2,730	230	2,820	100	2,360
	1982	3,860	3,050	480	5,740	400	4,440
	1983	6,060	4,760	830	8,300	530	7,140
	1984	13,080	10,450	1,270	8,450	150	7,180
	1985/1	4,830	3,670	340	1,680	...	1,550
そ の 他 世 界	1981	2,330	2,080	90	1,120	440	90
	1982	2,820	2,510	210	520	...	200
	1983	1,680	1,510	160	630	...	100
	1984	2,040	1,810	30	990	...	170
	1985/1	1,770	1,650	30	260	...	50
国 際 機 関	1981	2,490	1,700	40	6,030	2,070	1,200
	1982	3,280	2,490	-	7,460	2,150	1,530
	1983	6,070	4,500	60	7,270	1,220	1,370
	1984	4,220	1,800	140	7,580	1,000	1,380
	1985/1	1,610	900	30	2,440	600	420
起 債 額	1981	27,480	22,180	1,400	21,510	7,560	8,290
	1982	46,450	38,680	3,250	25,200	6,030	11,320
	1983	46,490	35,740	4,040	27,050	4,740	13,500
	1984	80,240	64,290	4,320	27,430	3,780	13,120
	1985/1	29,540	23,030	1,300	6,050	950	3,120

注) 1. OECD資料による。ただし譲渡可能定期預金 2. オーストラリア, 日本, ニュージーランド, 南アフリカ証書は除外。

出所: BIS *Fifty-Fifth Annual Report*, 1985. 「東銀月報」1985年8月号, 21頁。

性が増したこともこの間の変化の一つであったが、ユーロ債発行総額に占めるアメリカの起債額も、第10表にみるように、1981年の61億ドル(22%)から、1982年には130億ドル、83年に61億ドルに半減した後、84年に、アメリカで非居住者保有証券にたいする30%の源泉所得税撤廃が行われると、231億ドル、ユーロ債総額の29%を記録した。

国際銀行市場においても、国際債券市場においても、全体として、アメリカにおける取引高を増大させ、その比重を高めながら、資金の出し手から取り手への方向転換を進めてきたという、国際金融市場におけるアメリカの最近の変化は、たしかに直接にはアメリカ国内での景気回復と、他方での財政赤字をまかなう国債発行によるクラウディングアウトにより、米国内資金需要が強まっていること、それにより米国内金利がユーロ市場金利を上回ること、IBFの発足によるオフショアセンターからの米海外支店業務のシフトが行われたこと、不良債権や期日延長貸付、信認要因等を本国で集中管理することの便宜などの諸要因が相俟って、生じてきたものといえるであろう。

だが、より基本的背景を探るためには、これまでみてきた国際金融市場構造の変化という枠組みの中で、アメリカをめぐる最近の変化の位置づけを行っておかなければならない。貸付市場と資本市場、国内金融市場と国際金融市場、そして異種通貨市場の大規模な統合が進む中で、これらの動きを促進、媒介するための金融技術の急速な発展がみとめられたことはすでに述べたとおりであるが、1972年にシカゴ商業取引所がIMM(International Monetary Market)を創設したのにはじまって、外国通貨先物取引、金利先物取引など金融先物商品を次々と開発したことをはじめ、アメリカはこれら金融技術の開発の先頭を切ってきた。そして、1981年のIBF設立により、国家の規制の枠外にあって基軸通貨国における基軸通貨建取引を行う、為替リスクを伴わないオフショア市場が登場したことが、国際金融市場統合の場と技術の提供という点でさらにアメリカの重要性を高めたといえるのではないだろうか。もちろんその土台として、国際銀行取引における7割前後、ユーロ債市場における8割弱という、国際金融市場におけるドルの圧倒的地位がある。

3. でみた、アメリカ為替市場の変化はこのような国際的金融市場の構造的変化の枠組みによってひきおこされたものでもあった。そして、80年代のアメリカ資金循環構造の変化は、国際的資本の相互浸透過程における対米直接投資の増大と、アメリカの高金利、景気回復、税制上の優遇措置などにいざなわれた資産選択の結果としての証券投資、その他資本のアメリカへの流入とともに、高度で複雑な金融技術革新、各国の金融規制の自由化、緩和に支えられた、国際金融市場統合の舞台としてのアメリカ金融市場への、短期資本の流入の結果として生じたのである。

しかも、このような統合化は、取引量の増大、すなわち、巨額の投機的過剰資本の蓄積を前提にした信用拡張をすすめるとともに、「新たな危険分野の発生」をうながす。すなわち、債務危機の中で、銀行間の信用の連鎖は、危機の連鎖でもあることが、あらためて顕在化し、高度のリスクを伴いながらも信用供与を継続せざるをえないこと、それだけにリスク集中の回避や分担、管理のシステムを高度に発展させる必要に迫られることになった。また、他方で、金利変動と為替の乱高下のもとで、銀行だけでなく、その他の金融仲介機関や多国籍企業をもまきこんだ競争の激化、収益の縮小、新しい金融技術の高度の複雑さ、さらにはその結果生ずる市場の先行き見通しの難しさ等々は、新たなリスク、不安定性を増大させるとともに、それにより、いっそう加速された数時間数分といったいわば瞬間的為替取引、しかもカバーされない投機的性格の強い為替取引を増大させ、本来このような国際金融市場構造の変化をひきおこした原因の一つであった、為替の乱高下や、金利変動をさらに激化させるのである。

国際金融市場の統合化は、ことばをかえれば、市場間の代替性を高めることにほかならなかったから、その意味では、現在のような国際的資金の流れは、瞬時にしてその方向を変える可能性をますます高めているものといえる。構造的要因をもつアメリカの経常収支赤字を支える、資金循環構造はきわめて不安定な、綱渡りの性格を強めざるをえない。

## 注

- (1) 松村文武『現代アメリカ国際収支の研究』, 有斐閣, 1985年。17～19頁。
- (2) 佐久間潮「アメリカの新国際収支表示法」, 『東銀月報』28巻11号。36頁。
- (3) 同上, 12頁。
- (4) 松村, 同書。96～97頁。
- (5) 同上, 22～23頁。
- (6) Paul A. Volcker, 'Facing Up to the Twin Deficits' in *Challenge*, March-April 1984, 訳『経済セミナー』1984年8月号。11～12頁。
- (7) Roger M. Kubarych, 'Financing the U. S. Current Account Deficit', Federal Reserve Bank of New York, "*Quarterly Review*", Summer 1984, p. 27.
- (8) 2. でとりあつかった国際収支分析における資本収支との対応関係について言っておけば, 銀行資本は, 短期民間資本と表示した銀行報告その他債権・債務であり, その他民間資本は, 証券投資と非銀行報告その他債権, 債務の合計にあたり, 誤差脱漏は統計上の不突合に照応する。
- (9) R. M. Kubarych, *Op. cit.*, p. 26.
- (10) *Ibid.*, pp. 28-29.
- (11) Patricia A. Revey, 'Evolution and Growth of the United States Exchange Market', FRBNY. "*Quarterly Review*," April 1981, p. 34.
- (12) 深町郁彌「変動相場制と国際通貨ドル(2)」, 『経済学研究』第48巻第1号。5～7頁。
- (13) 同上, 7頁。「この取引の核心部分は, 銀行の先物ポンド売り(ポンド建偶発債務発生)には, 直物ドル売り・ポンド買い—ポンド建金融資産入手(ポンド建債権発生)というかたちでカバー付金利裁定が行なわれていること, そうしてヘッジ取引者は新たに造出された先物ポンド契約(ポンド建偶発債権)を入手したことである。」
- (14) 同上, 10頁。
- (15) 同上, 15頁。
- (16) Michael D. Andrews, 'Recent Trends in the U. S. Foreign Exchange Market', FRBNY "*Quarterly Review*" Summer 1984, pp. 38-44.
- (17) 1981年以来, 海外資産や負債の為替差益や差損は, 別勘定の資本の一部に算入され, 純利益には算入されなくなった。したがって, 純利益計算上の考慮からはヘッジの強制が多少軽減されることになる。
- (18) (19) (20) M. D. Andrews, *Op. Cit.*, p. 41.
- (21) 小林靖弘編著『外貨ディーリングと国際財務戦略』, 金融財政事情研究会。1985

- 年, 155~156頁。
- (22) (23) Bank for International Settlements, *Fifty-fifth Annual Report*, 1985, 訳『東銀月報』1985年, 8月号, 28頁。
- (24) 同上, 29頁。
- (25) 同上, 32頁。
- (26) BIS *Fifty-third Annual Report*, 1983, 訳『東銀月報』1983年8月号, 58頁。
- (27) 同上, 57頁。
- (28) I B Fについては, 奥田宏司, 「I B Fの発足と国際金融市場(1)(2)」, 『大分大学経済論集, 第35巻第2・3号』がある。その後の経過もふくめ, I B Fの国際金融市場に与える影響については, なお検討が行われる必要があろう。
- (29) BIS *Fifty-Third Annual Report*. 1983. 訳, 34頁。