

1980年代の国際通貨ドル

横 田 綏 子

1. はじめに
2. 80年代の国際通貨ドル
3. 国際金融市場の構造変化
4. アメリカの国際収支赤字ファイナンス構造とドル

1. はじめに

1971年、ドルの金との交換停止は、不換の国際通貨ドルの流通根拠を問うことからはじまって、国際通貨をどうとらえるか、国際通貨とは何かという、国際通貨の本質をめぐる議論を再燃させた。これについては、別の機会に論じることにはしたいが、これらの論争の背景として、70年代以降も、ドルが国際取引の場で、とりわけ外国為替市場における使用通貨として、圧倒的な優勢を占めているという事実がある。そしてドルのこのような国際的流通が、70年代の変動相場制の下で急拡大した外国為替市場と国際金融市場の発展抜きに語れないことは誰しも認めるところであろう。

変動相場制下のドルの乱高下は、為替高調整の必要およびそれに関連する投機取引の機会を増大させて、外国為替取引高を全体として急増させるとともに、為替取引媒介通貨としてのドルにたいする需要を増大させた。

この為替取引の活発化は、それ自体また、いっそうの為替相場変動を誘発するものでもあった。だが、あまりに激しいドル相場の変動は、ドルにたいする信託を破壊し、ドルの金交換停止時におこったようにドル暴落と外国為替市場全体の大混乱・取引停止をもひきおこす危険性がある。ドル相場変動に一定の歯止めをかけるべく、各国通貨当局による市場介入がおこなわれたが、これもまた他方では、介入通貨としてのドルにたいする需要を増大させることになる。こ

のような外国為替市場の拡大は、また巨額の国際的資本移動、これを仲介する国際金融市場の発展と相互に促進しあいながら進行した。70年代の国際金融市場発展の中心軸であったユーロ市場の成長は、金利裁定取引機会を拡大し、各国の金融規制から自由な国際的資本移動を促進して、銀行間市場を発達させ、幾重にも連なる信用連鎖をつくりだして巨額の国際的資金の調達・運用ならびにそれにとまらう投機的利得獲得の場を拡大した。それは、ユーロ市場がユーロ・ドル市場として出発したことにあらわれているように、ドルの滞留、浮動する巨大なプール、国際通貨ドルの活躍の舞台を提供することでもあった。

しかし、80年代に入ると、70年代の主要な資金運用先であった発展途上国において累積債務危機が頻発し、ドルによって媒介され拡張されてきた国際的信用連鎖の内包する危険が顕在化してくる。対途上国債権の回収不能といった事態がおこれば、多国籍銀行をはじめ、信用連鎖に連なるすべての金融機関その他を巻きこむ国際金融危機へと発展する可能性がある。また、国際的資金の流れの方向も、途上国から先進国へ、先進国間では、国際通貨供給国であるアメリカが債務国に転落して資金の取入れ国へと、大きく変化した。その中で、リスク・ヘッジ取引の拡大、様々な新金融商品の開発、金融自由化、市場統合が進んで、国際金融市場のいっそうの拡大が進んだのである。

そこで、以下では、まず第一に、国際通貨ドルを支えてきた国際金融市場構造のこのような変化は、ドルの国際的使用にどのような影響をおよぼしたのかという視点から、80年代における国際金融市場構造の変化を検討してみることにした。

さらに、外国為替市場、国際金融市場においてどんなに巨大なドルの活躍の舞台が作りだされたとしても、ドルがアメリカの国内通貨である以上、これらの舞台への最初の登場と最終的退場は、アメリカの国際収支の各項目を通じて行われ、最終的決済はアメリカ国内で行われる。各国のドル残高の金との交換の道がとぎされて以来、金平価によるドルの価値保証は失われ、これを基軸とするドル相場の安定は不可能となったが、各国通貨とのあいだの相対的なドル相場の安定は、ドル供給にみあうドル需要、最終的にはドルのアメリカへの還

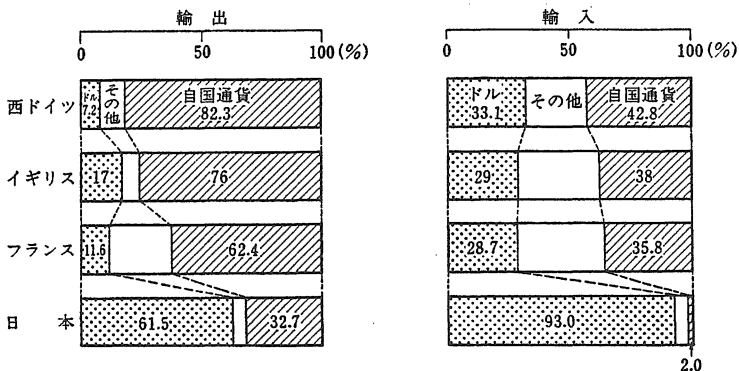
流を通じて行われる。その意味では、アメリカの国際収支赤字とそのファイナンス構造は、ドルの供給とアメリカへのその還流の仕方、ドルの価値安定機構のあり方をあらわすものである。80年代には、このアメリカの国際収支構造も、債務国への転化をはじめ、70年とは大きく異なってきた。そこで第二に、国際通貨ドルの価値安定の仕方の変化という視点から、アメリカの国際収支構造の変化を検討することにした。

2. 80年代の国際通貨ドル

上に述べた二つの側面からの検討に入る前に、今日の国際通貨ドルの現状を、いくつかの指標によって、概観しておくことにしたい。

まず、国際商品取引における契約、決済通貨、貿易取引通貨については、70年代変動相場制の下で、特にヨーロッパ諸国間貿易を中心に、ドル離れ、本国通貨建が進んでいる（第1図）。それは一つには、取引商品の種類や地理的条

第1図 各国の貿易に占める通貨建構成



出所：『通商白書』1984年版。

注：日本および西ドイツは80年、イギリスおよびフランスは79年の数値である。

(資料) NIESR [National Institute Economic Review]

件、貿易決済方法の変化といったすでに変動相場制以前から存在していた理由によるものであり、多様化もそれ以前から進んでいた。⁽¹⁾ ヨーロッパ域内貿易の

発展や多国籍企業の展開は、契約から決済までの時間短縮、企業内部の資金調達力や継続的取引の増大などを通じて、第三国通貨であるドルを通じて行われる古典的貿易金融への依存の必要をいっそう低下させる。これらは国際通貨制度の変化と直接には関係のない要因であるが、70年代の変動相場制移行は、ドル相場変動の為替リスク回避という要因をその上につけ加えて、いっそうのドル離れを進めたのである。日本の場合は、ドル建の多い対途上国および対アメリカ貿易の比重が高いため、先進国の中では例外的にドル建比率が高く自国通貨建比率が低かったが、80年代には、特に輸入を中心に円建比率が上がってきている（第1表）。

第1表 わが国における貿易の円建比率の推移 (%)

	昭50	55	59	60	61	62	63
輸 出	17.5	29.4	33.7	35.9	*35.3	33.4	34.3
輸 入	0.9	2.4	N.A.	*7.3	*9.7	10.6	13.3

注：*は年度の数字

出所：大蔵省『国際金融局年報』1989年版。

次に、国際的投資におけるドルの使用比率、国際金融市場におけるドル建比率はどうであろうか。以下の行論との関係もあるので少し詳しくみておくことにしよう。

まず、国際債券市場におけるドルの地位の変化について。第2表は、ユーロ債と一般外債をあわせた国際債券発行における通貨別構成を示すものである。ドル建比率は、1984年に一たん増大するが、それはアメリカへの長期資本流入の急増によるところが大きく、国内資金需要の増大もあって、同年の米銀の対外債権、債務の伸びの鈍化を招いたのであって、次にみる国際銀行業務におけるドル比率の急落と対応するものであった。⁽²⁾そしてこれ以後は減少を続け1987年には30%台まで下がった後、1988年にやや増大する。BIS（国際決済銀行）は、1986年分から、国際債発行の純新規発行額ともいうべき、総発行額から償還額を差引いたデータを公表しはじめた。これによると、ドルの比率はいっそ

第2表 国際債券市場の通貨別構成の変化⁽¹⁾

(%)

		1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
米ドル	A ⁽²⁾	61.5	54.4	63.4	60.2	54.8	35.7	36.8
	B ⁽³⁾					49.7	28.2	32.3
スイスフラン	A	16.2	19.4	12.1	8.9	10.4	13.6	11.8
	B					9.6	7.2	3.6
日本円	A	5.4	5.6	5.5	7.5	10.1	14.0	9.1
	B					12.3	19.3	9.2
ドイツマルク	A	7.7	8.9	6.5	6.9	7.4	8.6	10.5
	B					7.2	3.9	11.6
英ポンド	A	2.8	4.0	5.1	3.9	5.1	8.6	10.4
	B					6.8	12.6	14.8
ECU	A	1.3	2.4	2.7	4.6	3.2	4.3	5.0
	B					3.7	6.8	7.0
その他	A	5.2	5.3	4.7	8.0	9.0	15.1	16.4
	B					10.7	22.0	21.4
総発行高		71.7	72.0	107.9	163.8	221.7	177.1	225.4
(10億米ドル)					B	123.0	160.3	110.1

注：(1) BIS 年次報告より作成したものであるが、各年の数値は為替相場換算時点が異なるため、年により発行総額で1~2億ドルのずれがある場合がある。従って、この表は大体の傾向を表すものとして示すものである。

なお、数値にズレがある場合はより新しい年度の公表値を使用した。

(2) 公表ベースグロス新規発行額。

(3) 完了ベース新規発行額、償還額を控除したものの。この国際債券市場におけるネット資金フローは1986年分から公表されはじめた。

出所：BIS, *Annual Report* 各年より作成。

う少なくなっており、1986年が49.7%、1987年が28.2%、1988年が32.3%である。国際債発行においてドルはもはや圧倒的な使用通貨ではなくなってきたといえよう。

その主要因はドル相場の変動である。変動相場移行後ドル不安の強まった70年代にはドル建比率は40~50%台に落ちている⁽³⁾。これにたいして、異なった通貨建、金利の債務交換を可能にする通貨スワップや金利スワップ、市場の金利変動に対応する変動利付債、先物やオプション取引など高度な新手法が開発され、為替や金利の変動によるリスク負担の回避のための手段が発達し、世界的な金融市場の成長が行われた。加えて、再びドルが堅調となったこともあって、80年代前半にはドル建比率が再上昇したのである。しかし、80年代後半に入ると、これらの要因はかえってマイナスに働くようになる。すなわち、国

際金融市場発展の原動力の一つともなった日本の銀行の成長による円建国際債券発行の急拡大と、スワップ取引の成長が、80年代後半のドル下落とならんでドル建比率の低下をもたらした要因として指摘されるのである。スワップ技術⁽⁴⁾の発展は非ドル建起債をより容易にする。一部に非ドル建債券の多くは、単なる表示通貨の選択にすぎないのであって、結局は通貨スワップ等を通じてドルに転換されるので、国際債券市場においても、ドルが実際には支配的な地位にあるという議論があるが、第3表が示すように、通貨スワップ残高の通貨別構成からみても、必ずしもドルが圧倒的というわけではない。

第3表 通貨別スワップ取引残高

(1987. 12. 31)

	金利スワップ		通貨スワップ	
	百万米ドル	%	百万米ドル	%
米ドル	703.154	79.05	98.015	44.72
日本円	59.988	6.74	37.025	16.89
ポンドスターリング	40.142	4.51	6.327	2.89
独マルク	39.583	4.45	12.281	5.60
その他	46.662	5.25	65.542	29.90
合計	889.529	100.00	219.190	100.00

出所：IMF, *International Capital Markets* 1989.4.

次に第4表によって、国際銀行業務におけるドルの地位の変化をみてみよう。1988年末の対外資産残高は、総額3兆4655億ドル、その中に占めるドルの比率は52.5%、同年負債残高は、3兆6590億ドルでドル比率は56.2%であり、マルクの12.7%と11.5%、円の14.5%と11.2%に比べれば、ドルの相対的優位はなおゆらいでいないといえるが、全体に占めるドルの比率が、資産負債ともに50%台ということからいえば、使用通貨の多様化は否定できないであろう。年々のフローでみれば、このことはいっそうはっきりする。資産のフローをみると、ドルは、1981年以来その割合を低下させているが、とりわけ1984年には、前年にひきつづき資産全体の伸びが停滞する中で、その割合を前年の半分

第4表 国際銀行業務の通貨別構成⁽¹⁾

(%)

通貨	為替相場変動を調整したフロー																
	資 産								負 債								
	1981	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1988年 末残高	1981	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1988年 末残高	
米ドル	A	37.8	25.1	22.5	29.8	48.2	44.4	29.0	38.3	57.1	20.4	28.4	20.7	48.5	37.8	38.5	42.0
	B	31.9	35.1	9.0	0.8	11.0	3.6	9.3	14.1	18.8	46.6	19.7	16.8	14.6	12.4	10.0	14.2
	計	69.7	60.2	31.5	30.5	59.3	48.0	38.3	52.5	75.9	67.1	48.1	37.5	63.1	50.1	48.5	56.2
その他	A	19.3	23.2	35.4	43.8	17.7	24.4	35.8	26.6	19.1	27.3	30.5	45.5	24.7	25.5	29.5	27.8
	B	10.9	16.6	33.1	25.6	23.0	27.5	25.9	21.0	5.0	5.6	21.4	17.0	12.2	24.3	22.0	16.0
	計	30.3	39.8	68.5	69.5	40.7	52.0	61.7	47.5	24.1	32.9	51.9	62.5	36.9	49.9	51.5	43.8
うち ⁽²⁾ 独マルク	A	6.8	9.9	10.8	7.5	0.1	7.7	9.7	8.5	5.0	8.7	11.6	8.0	6.5	8.1	9.9	9.3
	B	2.1	0.9	4.3	8.7	6.8	1.0	4.1	4.2	0.1	0.4	2.0	1.5	0.5	0.9	1.9	2.2
	計	8.8	10.8	15.1	16.3	6.8	8.6	13.8	12.7	5.1	8.4	13.7	9.5	7.0	9.0	11.8	11.5
日本円	A	2.8	1.4	6.5	11.8	5.3	7.4	4.3	4.6	10.3	3.9	1.3	9.7	4.9	4.6	1.8	3.9
	B	2.2	5.3	12.2	12.4	11.2	22.3	19.2	9.9	10.8	0.2	8.0	9.0	6.8	17.5	11.1	7.3
	計	5.1	6.7	18.7	24.2	16.5	29.7	23.5	14.5	21.1	3.7	9.3	18.7	11.7	22.2	12.9	11.2
総額 (10億 米ドル)		233.0	96.0	97.9	177.8	391.1	415.1	322.5	3465.5	204.1	102.9	141.3	199.3	432.7	512.3	418.2	3659.0

注) : (1) 先進国所在の報告銀行のみについての数字である。

(2) アメリカ所在銀行のポジションを除く。

A=ユーロカレンシー・ポジション。

B=国内通貨建て対外ポジション。

出所: BIS, *Annual Report* 各年より作成。

近くまで急減させ、1985年には、30.5%まで低落している。同年に円は資産フローに占める比率24.2%と、ドルに迫る勢いで増大した。1986年には、資産全体の伸びが前年の1778億ドルから3911億ドルへと2倍強に急膨張する中で、再びドルの比率が全体の60%近くまで増大するが、その後は減少を続けている。負債の方も同様の傾向をみせているが、全体に占める比率は、資産よりやや高めで、1985年が37.5%、1986年が63.1%となっている。円はそれぞれ18.7%と11.7%であった。第四表が示すものは、年々の国際銀行業務で使用される通貨におけるドルの地位の必ずしも安定しているとはいえない姿である。

ただし、日本の円建資産・負債の増加は、1981年を除き一貫してユーロ円取引を上回る日本国内所在銀行の円建対外業務の増大によるところが大きい。ドルが、資産、負債とも1983年のみを除き、マルクが資産で1985・86年を除いて、ユーロ取引が主流を占めるのにたいして、あきらかに異なった特徴もっている。円の国際化を考える際に留意すべき点である。

このような国際銀行業務におけるドル建比率の低下は次のような要因が指摘されている。第一には、1982年以来の途上国累積債務危機の影響である。これら債務危機国に融資をしていた米銀の国際融資業務にかんするリスク管理が強化され、対外債権の伸びが鈍化した。また、1984年9月基本的合意をみた対メキシコ債務487億ドルをはじめ、多年度一括リスケジュールが行われた際、非米銀各行は、長期にわたって資金が拘束されることへの対応として、自国内市場での資金調達や為替リスクの回避のため、対象債権の通貨のドル建から各国通貨建への切換え選択権を強く求め、メキシコの場合、債権残高の最高50%までの切換えが認められた⁽⁵⁾。このことはまた、1982年以来増大を続けるアメリカの経常収支赤字がドルにたいする信認を低下させているというもう一つの要因の反映でもあった。そして第三は、国際債におけると同様、国際金融市場の発展、自由化・統合化とそれにとまなう競争の激化である。各国で相次いで自由化政策がすすめられ、それらの国における国際銀行業務の拡大とともに、ドル以外の各国通貨建業務も拡大したが、とりわけ日本所在銀行の円建対外債権の伸びは、ここでもめざましく、1987年には、国際銀行業務の規模でアメリカを

追い抜き、イギリスに次いで第二位の地位を獲得した。⁽⁶⁾

ところで、1980年末のドル建対外債権残高は5187億ドルで全体に占める比率は69.0%、ドル建債務残高は5484億ドル、68.5%である。先にみた国際債券市場におけるドル建比率の低下がすでに70年代から顕著であったのにくらべ、80年代には国際銀行業務におけるドル建比率の低下がいっそう進んだといえるであろう。中・長期金融を中心とし、価値保存的要素がより強く求められる国際債券市場におけるドル離れが、外国為替取引と深く結びついた短期金融をも大きな構成要素とする国際金融業務にまで及びつゝあるのである。

だが、はじめに述べたように、貿易取引においても資本取引においても進行した国際通貨の多様化は、変動相場制の下で、為替高調整およびそれにとまなう金利裁定取引や投機的取引の発達を通じて、全体として外国為替取引高を拡大するとともに、これらを媒介するドルへの需要を支えた。他方で、相場変動は資本としての運用によって為替リスクをカバーする要求を強め、この面からも多様な国際金融資産の発達と国際金融市場の拡大を促進する。国際金融市場と外国為替市場との急拡大が相互に促進しあいながら進行する。

70年代の外国為替市場の急拡大とそこでの圧倒的なドル比率については既に指摘されているところであるが、⁽⁷⁾80年代にもこの傾向は続いている。1989年4月、西ドイツを除く主要中央銀行20行で実施した為替市場調査によると、一日平均取引高は5000億ドルを超えた。⁽⁸⁾ロンドン、ニューヨークに次ぐ巨大市場となった東京市場の一日平均取引高は、1152億ドルであり、その90%以上が対ドル取引である。円と他通貨を直接売買するクロス取引は3年前に比べて増大はしたもののいまだ10%弱でしかない。⁽⁹⁾

最後に、各国の外貨準備におけるドルの比率を示すと第5表のとおりである。1975年からの11年間に多少の増減はあるものの、世界全体で20%以上、先進国で30%以上比率を減少させている。ただし、86年から87年にかけて、日本389億ドル、西ドイツ286億ドルの外貨準備増をもたらすほどの大規模な介入が行われた87年以降のデータは得られなかったが、巨額のドル買支えは、これら先進国の外貨準備におけるドル比率を再び増大させたものと思われる。この予想

第5表 外貨準備の通貨別構成の変化

(%)

	世 界											
	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
米ドル	79.7	78.8	78.4	76.1	62.5	56.6	59.5	59.7	60.2	60.5	55.7	56.5
ポンドスター リング	2.0	1.0	1.7	1.5	1.7	2.5	1.9	2.2	2.3	2.7	2.9	2.5
独マルク	8.2	8.7	9.1	10.8	11.0	12.8	11.5	11.1	10.3	11.3	13.7	13.6
仏フラン	1.7	1.5	1.3	1.2	1.1	1.5	1.2	1.1	0.9	1.0	1.2	1.1
日本円	1.6	1.9	2.2	2.8	3.3	3.7	3.8	4.2	4.4	5.2	7.2	7.0
スイスフラン	2.2	2.1	2.0	1.7	2.2	2.8	2.4	2.5	2.1	1.9	2.1	1.8
オランダ ギルダー	0.9	0.8	0.7	0.8	0.9	1.1	1.0	1.0	0.7	0.7	0.9	1.0
ECUs	0.0	0.0	0.0	0.0	13.1	16.4	15.0	13.7	14.1	11.4	11.5	12.3
その他	3.7	5.2	4.5	5.1	4.1	2.7	3.8	4.5	4.9	5.3	4.9	4.1
計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
	先 進 国											
	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
米ドル	87.5	87.0	89.0	86.2	62.2	54.1	55.8	56.4	56.7	57.0	50.3	53.5
ポンドスター リング	1.2	0.9	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	1.4	1.8	1.4
独マルク	6.8	6.7	5.9	8.3	7.8	10.8	10.4	10.0	10.3	12.6	16.7	15.2
仏フラン	0.5	0.5	0.3	0.4	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5
日本円	1.8	1.9	1.3	1.3	2.2	2.5	3.0	3.6	4.1	5.3	7.5	7.1
スイスフラン	0.9	0.8	0.5	0.5	1.2	1.3	1.4	1.4	1.1	1.2	1.5	1.2
オランダ ギルダー	0.6	0.7	0.5	0.4	0.5	0.5	0.6	0.5	0.4	0.5	0.9	0.9
ECUs	0.0	0.0	0.0	0.0	24.0	29.9	26.9	24.8	25.0	20.7	20.2	19.1
その他	0.8	1.5	1.8	2.4	1.0	0.9	1.0	2.3	1.4	1.0	0.9	1.0
計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

出所：IFS, *Supplement on International Liquidity*, 1987

される増大を別にしても、80年代に限ってみれば、外貨準備におけるドル比率は、ほとんど横ばい状態であり、世界全体で60%前後、先進国で50%台での上下に終わっている。先に見た国際債発行が25%弱、銀行の対外債権・債務が30%前後も、80年代にドル比率を下落させているのと対照的である。

これまでみてきたように、80年代の国際通貨ドルは、貿易取引通貨における

退潮と外国為替取引における圧倒的優勢という70年代の状態を継続しながら、国際的資本取引においては、国際銀行業務を中心にいっそうの後退を示した。国際資本取引におけるドルのこのような退潮は、70年代には主として国際債券市場で進んだこともあって、従来はドル価値の不安定性、ドルへの信認の低下とかかわらせて、中長期金融という、より価値保存的役割が求められる分野での資産選択や投資リスク分散の問題として論じられてきた。しかし、80年代に入ると、短期金融をもふくむ分野でもドルの退潮が進行したのである。しかも、この間には金利と為替の変動の影響を防ぐ多様な金融技術が開発され、貸付市場と証券市場、国内金融市場と国際金融市場、各国市場間等大規模な市場統合や自由化が進められ、国際的資本移動の量と速度が増大して、ドルを支え、その滞留を可能にする国際金融市場は、その限りでは量的にも質的にもいっそう発展したともいえる。しかし、この国際金融市場の発展は、大きな構造変化をとともなうものであり、必ずしも国際通貨ドルの安定につながるものではなかった。以下、この点を検討することにしよう。

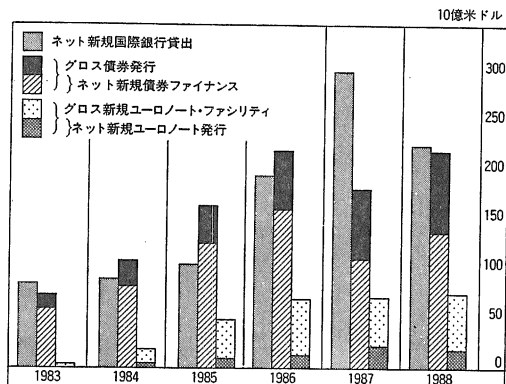
3. 国際金融市場の構造変化

1980年代前半の国際金融市場構造の変化として、BISは、大きく次の諸点を指摘している（第55回年次報告⁽⁴⁾）。第一は、通貨・金利の変動によるリスクを回避あるいは転化するため多様な新取引形態・金融商品が開発されたことである。金融先物取引、通貨・金利スワップ、オプション、長期為替予約などのこれら新金融技術の開発は、資金の取り入れ側にとっては、通貨や金利の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供給の拡大を意味したが、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増やすものであった。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等。また、リスクの拡大とともに性格も変化してくる。信用供与保証枠（バックファシリティ）の提供などの場合、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事情に依存しており、従

来のようなバランスシートで確認できる類の信用リスクではなくなっている。銀行その他の金融機関の取引きの投機性は高まると同時に、取引高の増大も促進される。たとえば契約の売買である金融先物取引の場合、決済は通常差額決済であるから、契約金に比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、諸取引市場間の裁定取引の機会も増大する。

第二は、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である。債務危機への対応としてリスケジュールや非自発的融資を行ったことにより、銀行は多額の固定的債権をかかえこむことになり、長期資金調達の必要に迫られて資金調達技術の改革を行った。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、確定利付債を変動利付債と交換する金利スワップなどが発達した。また、投資家の資産運用についても、不良貸出しの増加による銀行の財務内容の悪化をきらって、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。運用の主体が、銀行預金選

第2図 国際金融市場の動向



出所：BIS, 59th Annual Report, 『国際金融レポート'89』日本評論社, 1989年。

好型の OPEC から、証券投資重視型の日欧に移ったこともこの傾向をいっそう促進した。他方、借り手の側でも、金利変動や為替の乱高下の影響を防ぐ金

融商品の開発が、証券投資におけるリスクの回避や投機の機会を拡大したこと、各国の金融規制の緩和や廃止により証券投資の自由化が進んだこと等によって、銀行による直接的仲介から証券に依存する形態への移行が進んだ。自発的シンジケート・ローン大幅に減少し、債券発行の比重が増大した。(第2図)

第三は、国内市場とユーロ市場、貸付市場と資本市場、各国市場間の大規模な統合が行われたことである。銀行と非銀行金融機関の業務の多様化、拡大、相互乗り入れが進み、各国の金融規制緩和は、全体として国際金融取引を活発化するとともに、諸機関相互、各種市場間、各国市場間の競争を激化させた。また、統合化は、市場の代替性を高め大規模な国際資本移動を加速することによって、各国の政府の経済政策・金融政策の有効性を損なう可能性も高めた。

第四にこのような金融技術革新とそれを通じて進行した国際金融市場の構造変化は、国際的な資金の流れの方向も大きく変化させた。国際銀行業の重点は、途上国への資本移動の仲介から、先進諸国の銀行間取引へと移り、さらに国際的資金移動における債券市場の比重が高まる中で、先進諸国はより高い信用度を必要とするが裁定取引機会も増える債券市場に、途上国はシンジケート・ローン市場へとという二極分解が行われた。自発的シンジケート・ローンの大幅な縮少という下でのこの二極分解は、途上国への自発的新規資本移動の停止あるいは逆流さえひきおこしたのである。また先進国間ではアメリカが資金の出し手から、取り手へと転換した。

このような80年代前半の国際金融市場の変化については、既に論じたところであるので、以上の概括に留めるが、80年代後半もこの傾向は基本的には変わらないものの、かかえていた問題点のうちいくつかが顕在化してきた。

多様で複雑な金融革新をともなって進められた国際化、証券化の流れは、国際金融市場を大きく発展させてきたが、その中で「発展途上国(LDC)の債務危機後、長年にわたって多数の銀行の経営が弱体化していることから、国際銀行貸出しの増加はひきつづきあまり見込めない⁽⁴⁾」ことが指摘されている。途上国にたいする新規貸出しは、絶対額も、全体に占める割合も減小の一途をた

第6表 国際銀行資金の調達と運用（推定）

	為替相場変動を調達したフロー									1988年 末残高
	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988		
	10億米ドル									
運用										
報告地域	92	42	52	77	77	168	277	216		1,568
報告地域外	66	39	28	13	24	14	11	7		720
分類不能	7	14	5	0	4	13	12	2		102
合計	165	95	85	90	105	195	300	225		2,390
調達										
報告地域	137	93	81	60	85	166	217	153		1,655
報告地域外	17	-12	1	31	18	-2	49	40		518
分類不能	11	14	3	-1	2	31	34	32		217
合計	165	95	85	90	105	195	300	225		2,390
ネット										
報告地域	-45	-51	-29	17	-8	2	60	63		-87
報告地域外	49	51	27	-18	6	16	-38	-33		202
分類不能	-4	0	2	1	2	-18	-22	-30		-115

出所：BIS, 59th Annual Report, 『国際金融レポート'89』143頁。

どっており、債務国の経済状況は好転の兆をみせていない。（第6表参照。86年以降、途上国を中心とする域外での国際銀行資金の運用は、全体の1割にもみたくない。）利幅の大きい非銀行部門向け貸出しは、日本の銀行を除いて、主要先進国銀行、とりわけ債務問題の深刻なラテン・アメリカへの主要貸付国であったアメリカでは伸び悩みの傾向にある。1988年には、主要国の銀行の中では日本が唯一の非銀行部門向けネット貸し手となっている⁽⁴⁾。

このような「発展途上国にたいする銀行貸出の大幅な質の低下」「銀行間の競争を助長し、銀行がリスクの高い資産を保有する可能性を拡大しがちな急速な金融自由化」、総資産にたいする債務比率の高さなどの諸問題への対応として、「自己資本規制を引き上げ、銀行の健全性を強化する必要性」が認識され、1988年7月、G10諸国およびルクセンブルクの間で、国際的統一基準の大枠について合意が成立した⁽⁴⁾。しかしこの自己資本充実基準の国際的統一化は、他方

で、「ハイブリッド証券」などの大量の新規リスク資本の調達へと銀行を駆り立て、オフ・バランスシート取引の拡大やセキュリティゼーションを通じたバランスシートからの資産除去の動きを加速させるなど、必ずしも健全化につながる動きをも生み出している。また、収益性の追求は、銀行を収益性の低いインターバンク市場への参入に消極的にならせた。

次に、ひきつづき国際金融市場の拡大を主導するとされている債券市場において、「近年の高度に競争的な環境下で進展するイノベーションと規制緩和過程に内在するリスク⁽⁶⁾」が例証された。1986年末、永久変動利付債市場で、発行条件が潜在リスクに比べて極端に悪いとの認識が広まって、市場心理が突然悪化し、価格が急落し、年末に向かい発行は事実上停止された。この永久変動利付債市場の崩壊は、さらに変動利付債市場全体に波及した。これについて、BIS報告は、「このエピソードは、流通市場を支持するというディーラーの暗黙の約束を遵守させる中央当局を欠く新しい無統制の金融市場には、流動性の点で脆弱性が内在することを浮き彫りにした。それはまた、突然かつ全面的な金利上昇など大きなショックに耐えうる金融システム的能力について、また急速な構造変化やイノベーションの時期における適切な監督や規制の在り方について、広範な問題を提起した⁽⁷⁾」と指摘している。それは自由化・統合化の持つ問題点、金融革新の限界性を顕在化させたのであった。

1987年に一時的にその伸びを鈍化させたものの、全体として証券化の流れを強めてきた国際金融市場の、この間の成長の牽引車の役割を努めたのは、日本の国際銀行業務の急成長であった。1986年12月に開設された日本オフショア市場(JOM)は、金融センターとしての日本の位置を急速に高めた。JOMは創設から2年間で対外資産3310億ドルに達し、アメリカのIBF(創設は1981年12月)を220億ドル上回った。(第7表参照)1988年末の資産残高では日本所在銀行はイギリスに次いで世界第二位であり、年々の資産の伸びでは85年以来一貫して首位にある。イギリスを中心にヨーロッパに集中していた国際銀行業務が、世界各地の金融センターに分散して担われるようになった。統合化にともなう「分散化」ともいえるこの現象については既に80年代前半からそのきざ

第7表 個々の金融センターの動向

銀行所在地	為替相場変動を		
	資		
	1984 (%)	1985 (%)	1986 (%)
ヨーロッパ報告諸国合計	72.4(58.3)	120.2(51.8)	207.4(40.6)
うちイギリス	23.1(18.6)	30.7(13.2)	87.5(17.1)
アメリカ所在銀行合計	14.6(11.8)	3.0(1.3)	50.3(9.9)
うちアメリカ IBF	17.1(13.8)	11.8(5.1)	35.7(7.0)
日本	21.9(17.6)	53.4(23.0)	126.6(24.8)
うちオフショア市場			88.7(17.4)
カナダ	1.8(1.5)	1.2(0.5)	6.8(1.3)
その他報告諸国	13.4(10.8)	54.2(23.4)	119.2(23.4)
合計	124.1(100.0)	232.0(100.0)	510.3(100.0)
負			
ヨーロッパ報告諸国合計	84.3(56.2)	118.2(49.2)	207.1(38.7)
うちイギリス	35.6(23.7)	46.3(19.3)	97.1(18.1)
アメリカ所在銀行合計	32.0(21.3)	38.3(15.9)	73.9(13.8)
うちアメリカ IBF	19.4(12.9)	16.2(6.7)	52.9(9.9)
日本	23.8(15.9)	41.4(17.2)	147.7(27.6)
うちオフショア市場			88.0(16.4)
カナダ	1.2(0.8)	1.6(0.7)	3.9(0.7)
その他報告諸国	8.7(5.8)	40.7(16.9)	102.8(19.2)
合計	150.0(100.0)	240.2(100.0)	535.4(100.0)
純資			
ヨーロッパ報告諸国合計	-11.9	2.0	0.3
うちイギリス	-12.5	-15.1	-9.6
アメリカ所在銀行合計	-17.4	-35.3	-23.6
うちアメリカ IBF	-2.3	-4.4	-17.6
日本	-1.9	12.0	-21.1
うちオフショア市場			0.7
カナダ	0.6	-0.4	2.9
その他報告諸国	4.7	13.5	16.4
合計	-25.9	-8.1	-25.1

出所：BIS, *Annual Report* 各年より作成。

10億米ドル (%)

調整したフロー		
産		
1987 (%)	1988 (%)	1988年末残高(%)
217.6(36.4)	115.7(27.6)	2128.0(47.4)
89.1(14.9)	34.0(8.1)	883.6(19.7)
31.4(5.3)	46.5(11.0)	555.8(12.4)
31.5(5.3)	32.0(7.6)	309.4(6.9)
166.5(27.9)	166.7(39.7)	733.7(16.4)
89.9(15.0)	138.5(33.0)	331.0(7.4)
-0.4(-0.1)	-6.5(-1.5)	48.0(1.1)
182.4(30.5)	97.0(23.1)	1019.7(22.7)
597.5(100.0)	419.4(100.0)	4485.3(100.0)
債		
239.5(34.9)	171.5(33.6)	2225.0(48.2)
95.3(13.9)	61.7(12.1)	962.0(20.8)
79.4(11.6)	60.0(11.8)	590.3(12.8)
50.3(7.3)	30.7(6.0)	335.9(7.3)
191.0(27.8)	189.9(37.2)	772.4(16.7)
90.1(13.1)	135.8(26.6)	328.0(6.6)
2.3(0.3)	-3.3(-0.6)	71.3(1.5)
174.3(25.4)	92.5(18.1)	961.4(20.8)
686.5(100.0)	510.6(100.0)	4620.4(100.0)
産		
-21.9	-55.8	-97.0
-6.2	-27.7	-78.4
-48.0	-13.5	-34.5
-18.8	1.3	-26.5
-24.5	-23.2	-38.7
-0.2	2.7	3.0
-2.7	-3.2	-23.3
8.1	4.5	58.3
-89.0	-91.3	-135.2

しがみられることは、別稿で指摘しておいた通りである。⁽⁹⁾新市場の成長は金融自由化措置と相まって、新たな裁定や資金調達の可能性を高めるとともに、金融機関相互の競争を激化させ、全体として国際金融市場の急激な拡大をもたらすが、仲介業務に係わるマージンの縮小と著しいマーケットシェアの変化をもたらすものであった。

国際化・統合化・自由化・証券化および金融革新は、いずれも80年代を特徴づける言葉であり、これらによって、80年代の国際金融市場はいっそうの成長を遂げてきたのであるが、その中で、これまでみてきたような貸付先の著しい先進国集中といういわば「非グローバル化」や、その中で銀行経営の弱体化、金融革新と規制緩和に内在するリスクの証券市場での顕在化、統合化のもとでの「分散化」や競争激化などの矛盾もまた浮かびあがってきた。

以上のような国際金融市場の構造変化を、国際通貨ドルの地位の変化とかかわらせて考えてみると、第一にあげられるのが、各金融センターが国際金融市場ではたす役割の変化である。日本およびアジアの金融センターの急成長は、もちろんドル建業務の拡大をももたらしたが、円建対外貸付、円建債発行の急拡大を通じて、ドル建業務、ドル建債の比率を相対的に低下させた。

国際銀行業の展開を国籍別にみると、アメリカの銀行の国際銀行資産は、1987年末で6,476億ドルで、同年の日本の銀行の国際資産15,521億ドルの半分にもみえない。BIS報告はこの点について次のような指摘を行なっている。関係拠点間の債権を除外すると、アメリカの銀行の国際資産の「残高は3,570億ドル（1987年末——筆者）で、日本の銀行のその約3分の1にすぎず、……フランスの銀行の国際資産（3250億ドル）や西ドイツの銀行のそれ（2930億ドル）をほんの少し上回るにすぎなかった。これは、ほんの5年前のアメリカの銀行の国際資産が日本の銀行のそれを大きく上回り、ヨーロッパ国籍の銀行の国際資産とはまったく異なる重要度をもっていた状況とははなはだしい隔たりがある。」⁽⁹⁾そしてこのシェアの劇的な低下の主因として、「ラテン・アメリカにたいする多額の債権と国内の信用問題に鑑みて、アメリカの銀行が

その国際業務を削減することによってバランス・シート構造を強化しようとしたこと」をあげ、これにドル相場の低落効果が加わったとしている。ここからは、金融センターとしてのアメリカの相対的地位の低下の背景に、多国籍銀行の展開における変化があることがうかがえ、業務内容をふくめた検討が必要であるが、ここでは以上の指摘に留める。

第二は、インターバンク市場の伸びの鈍化である。(第8表) インターバンク市場は、国際銀行業務の主要部分を依然として占めているものの、日本の銀行とその海外拠点との取引を除けばその業務拡大のペースは1985、86年の一時的な加速を除いては、横ばいないし低下を示している。。その原因としては、

第8表 インターバンク市場の規模⁽¹⁾

(10億米ドル)

クロス・ボーダー取引	為替相場変動を調節したフロー									1988年末残高
	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	
債権合計	241.1	264.8	180.3	103.7	124.1	233.5	517.3	567.8	419.4	4,485.3
うち報告地域内対銀行	135.6	160.7	107.6	65.4	94.1	182.4	450.9	484.5	350.7	3,068.1
債務合計	242.2	237.7	130.7	109.1	150.0	242.6	542.6	663.0	510.7	4,620.5
うち報告地域内対銀行	161.4	155.2	97.7	81.1	108.9	197.5	441.6	540.5	— ⁽²⁾	— ⁽²⁾

注 (1) インターバンク市場の規模を推定するものとして、BIS 報告銀行の債務のうち、域内対銀行の数値を示した。

(2) 1988年については BIS 報告は債務の域内対銀行の数値を示していない。同年の域内対非銀行債務はフローが43.9 (10億米ドル) 年末残高が551.2である。

出所：BIS, *Annual Report* 各年より作成。数値は最も新しいものを採用したが、86、87年については注(2)の理由により1988年度発表の数値を示した。

シンジケート貸出の減少と銀行が大量の購入者であった変動利付債市場の実質的消滅とによる資金調達の必要性の低下、オフ・バランスシートの金融手段の活用、新しい自己資本ガイドラインが低収益のインターバンク業務に消極的にならせたことなどがあげられる⁽³⁾。従来、インターバンク取引においては、取引通貨としてドルが圧倒的な位置を占めており、しかも金融仲介、資金ポジション調達、為替持高調達などを目的とするこれら取引が、各種のドル金融資産を

中心とする裁定取引と結びつくことにより、銀行にたいし、投機的取引をふくめた利益獲得の機会を拡大してきたことがあきらかにされている。⁽²⁾ インター・バンク取引拡大のスピードダウンは、この点からみれば、ドルを中心とする取引市場の規模拡大のスピードダウンといえよう。

以上みてきたように、国際資本取引におけるドルの地位変化は、ドルへの信認低下とともに、ドルを支えてきた国際金融市場そのものの構造変化によっても影響されたものであった。

では次に、アメリカの国際金融市場における地位の変化とも密接に関連する、アメリカの国際収支赤字とそのファイナンス構造について検討することにした。はじめに述べたように、金兌換停止下でのドルの信認問題は、ドルがアメリカの国内通貨であり、最終決済がアメリカ国内で行われなければならない以上、結局は、どのような国際収支項目を通じて、ドルが国際的流通の場に供給され、どのような項目を通じて、アメリカへ還流するかにかかっているからである。

4. アメリカの国際収支赤字ファイナンス構造とドル

アメリカは第9表にみるように、1982年以来、年々対外投資ポジションを悪化させ、1985年に、前年の33億ドルの債権超過から一挙に1114億ドルの債務超過へと転落した。それは、この年の対米証券投資の急増と、銀行の対外債権がほとんど伸びなかったのにたいして対外債務が急増したことによるものである。以後、アメリカの債務国化は、さらに進行して、1988年には、ついに、政府資産を除き、長短全ての対外投資項目でネットの残高がマイナスとなり流入超過になった。年々のフローは、すでに1982年から全体として流入超過となっている。このような公的、私的資本の流入が、アメリカの経常収支赤字をファイナンスしたのであった。第10表によって、80年代のアメリカの国際収支の赤字ファイナンス構造の変化をみておくことにしよう。アメリカの経常収支は、1977年に145億ドルの赤字を出した後、80年、81年に一たん改善するものの、

第9表 アメリカの対外投資ポジション

(10億ドル)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
米在外資産	607.1	719.6	824.8	873.5	895.9	949.7	1,073.3	1,169.7	1,253.7
公的準備	26.8	30.1	34.0	33.7	34.9	43.1	48.5	45.8	47.8
政府資産	63.8	68.7	74.6	79.5	84.8	87.6	89.5	88.5	85.5
民間資産	516.6	620.9	716.2	760.2	776.1	818.9	935.3	1,035.4	1,120.4
直接投資	215.4	228.3	207.8	207.2	211.5	230.3	259.8	308.0	326.9
証券投資	62.7	63.2	75.3	83.4	88.9	112.2	131.7	146.7	156.8
・非銀行債権	34.7	35.8	28.6	35.1	30.1	29.0	36.4	31.2	32.9
銀行債権	203.9	293.5	404.6	434.5	445.6	447.4	507.3	549.5	603.8
在米外国資産	500.8	578.7	688.1	784.5	829.6	1,061.1	1,341.1	1,548.0	1,786.2
公的資産	176.1	180.4	189.1	194.5	199.3	202.7	241.9	283.6	322.1
民間資産	324.8	398.3	498.9	590.0	693.3	858.4	1,099.2	1,264.4	1,464.1
直接投資	83.0	108.7	124.7	137.1	164.6	184.6	220.4	271.8	328.9
証券投資	90.2	93.6	118.7	147.7	185.5	289.8	400.3	422.6	490.2
うち財務省証券	16.1	18.5	25.8	33.8	58.2	83.6	91.5	78.3	96.6
非銀行債務	30.4	30.6	27.3	26.9	31.0	29.5	26.9	29.4	35.5
銀行債務	121.1	165.4	228.0	278.3	312.2	354.5	451.6	540.6	609.5
純対外投資 ポジション	106.3	140.9	136.7	89.0	3.3	-111.4	-267.8	-378.3	-532.5
公的準備	-149.3	-150.3	-155.1	-160.8	-164.4	-159.6	-193.4	-237.8	-274.3
政府資産	63.8	68.7	74.6	79.5	84.8	87.6	89.5	88.5	85.5
民間資産	191.8	222.6	217.3	170.2	82.8	-39.5	-163.9	-229.1	-343.7
直接投資	132.3	119.6	83.1	70.1	46.9	45.6	39.4	36.2	-2.0
証券投資	-27.6	-30.4	-43.4	-64.3	-96.6	-177.6	-268.5	-275.9	-333.5
うち財務省証券	-16.1	-18.5	-25.8	-33.8	-58.2	-83.6	-91.5	-78.3	-96.6
非銀行取引	4.2	5.2	1.1	8.2	-1.0	-0.4	9.5	1.8	-2.6
銀行取引	82.8	128.1	176.6	156.2	133.5	92.9	55.7	8.8	-5.6

注) : 純対外投資ポジションの+は債権超過, -は債務超過。

出所: U. S. Department of Commerce, *Survey of Current Business*, June 1989, より作成。

第10表 アメリカの国際収支赤字とそのファイナンス構造（その1）

単位10億ドル（+：流入，-：流出）

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
経常収支	1.5	8.2	-7.0	-44.3	-104.2	-112.7	-133.2	-143.7	-126.5
資本収支	-2.7	-9.2	7.0	44.3	104.2	112.7	133.2	143.7	126.6
公的準備	7.3	-0.2	-1.4	4.6	0.0	-4.9	35.9	54.3	35.3
政府資本	-5.2	-5.1	-6.1	-5.0	-5.5	-2.8	-2.0	1.0	3.0
民間資本	-30.2	-22.6	-19.9	35.4	85.8	105.1	88.1	86.5	98.9
直接投資	-2.3	15.6	16.2	11.6	22.5	1.0	7.8	2.7	40.9
証券投資	4.5	4.1	5.1	10.1	30.8	63.9	70.5	29.3	38.7
うち財務省証券	2.6	2.9	7.0	8.7	23.0	20.4	3.8	-7.6	20.1
非銀行取引	9.7	-0.3	4.2	-6.6	9.7	0.6	-10.0	7.7	4.9
銀行取引	-36.1	-42.0	-45.4	20.4	22.7	39.7	19.8	46.9	14.4
統計上の不突合	25.3	18.7	34.4	9.2	23.9	15.3	11.3	1.9	-10.6
RDR割当	1.2	1.1	-	-	-	-	-	-	-

出所：SCB, June 1989, より作成。

82年から再び赤字に転じ、以後急速にその額を増大させている。若干の改善をみせた1988年でも1265億ドルという巨額に達している。

これをファイナンスした主要項目は、80年には公的準備収支、81年、82年は直接投資、83年、84年、87年は、その大半が流動的短期資本であると思われる統計上の不突合とあわせた銀行取引、85年、86年が証券投資、88年が公的準備収支となっている。80年代の国際収支構造の変化を大づかみにたどってみれば、80年から82年までは、経常収支は相対的に安定しており、短期的資本の流出を、諸外国の在米公的資産の増大または直接投資の流入でまかなっている。次に83年からは、経常収支赤字の急増を、短期的資本と証券投資の流入でファイナンスするようになり、とりわけ、前年の454億ドルの流出超過から204億ドルの流入超過へと急転回をとげた銀行取引の役割が大きくなった。直接投資も、1984年までは大きな役割を果たしているが、1985年に急減した後、1988年

に80年代最高の409億ドルへと再び急増している。1986年からは、公的準備収支が、前年の49億ドルの流出から359億ドルの流入へと急増して、以後大きな比重を占めるようになり、1987年には、直接投資、証券投資、銀行取引を上回る最大の流入項目となっている。このようにみえてくると、経常収支赤字が急増し、民間資本が流入に転じた1983年、および公的準備資産が重要な流入項目となった1986年が、80年代のアメリカの国際収支構造の節目になっているように思われる。そこで、80年代をこれに従って三つに区切って累計を出し、それぞれの時期の特徴をみようとしたのが第11表である。第一期は、経常収支が相対的に安定しており、政府資本の減少と、短期資本の流出を、直接投資と証券投資の流入でまかなくなった時期であるが、民間資本は全体としては流出超過である。ただし、統計上の不突合を合わせれば、わずかながら流入超過となる。第二期の時期は、経常収支の赤字が前年の6倍強という巨額になり、これを民間資本の流入でまかなう時期である。主要な流入項目は、不突合と銀行取引を合わせた短期的資金と、証券投資である。第三の時期は、経常収支赤字がいっそう

第11表 アメリカの国際収支赤字とそのファイナンス構造（その2）

単位10億ドル（+：流入，-：流出）

	1980～82	1983～85	1986～88
経常収支	2.7	- 261.2	- 403.4
資本収支	- 5.0	261.1	403.6
公的準備	5.7	- 0.3	125.5
政府資本	-16.4	-13.3	2.0
民間資本	-72.7	226.3	273.5
直接投資	29.5	35.1	51.4
証券投資	13.7	104.8	138.5
うち財務省証券	12.5	52.1	16.3
非銀行取引	7.6	3.7	2.6
銀行取引	- 123.5	82.8	81.1
統計上の不突合	78.4	48.4	2.6
SDR割当	2.3		

出所：第10表をもとに作成。

増大し、これを直接投資、証券投資、短期的資本および公的資産の流入によってファイナンスする形になっている。すなわち、経常収支の赤字額拡大とともに、民間資本の流入のみではまかないきれず、公的資産の流入にたよるようになったのである。この公的資産の流入は、日本・西ドイツを中心とする政策的協調介入、ドル支持の共同行動によってもたらされたものである。⁽²⁰⁾

1986年以降の対米民間資本の流入は、流動的短期資金をあらわすとされる統計上の不突合を通じる流入額が減少したこと、銀行取引を通じる流入額がほとんど変わらなかったこと、証券取引の伸びが低調となったことなどから、1980年代前半に比べて、その伸びが停滞した。これは、先にみた国際金融市場の資金の流れの変化とも関係している。⁽²¹⁾ 86年には日本が、87年にはヨーロッパが、ネットでの資金の取り手に転化して、アメリカと国際的資金の運用を分け合う形になっている。(前掲第7表参照) 1984年に途上国を中心とする BIS 報告地域外諸国が資金の取り手から出し手になって以来、1987年まで、アメリカは、最大の資金の取り手であったが、1988年には、ヨーロッパ、日本に次ぐ三番目のネット資本流入国となっている。イギリス、日本などで国際証券購入のファイナンスおよびヘッジのための海外資金需要が強まったこととともに、1985年以降のドル相場下落が、各国の協調金利政策によるアメリカとの金利格差の維持ないし拡大にもかかわらず、国際的な機関投資家にドル建金融資産への投資拡大をためらわせたこともその原因と思われる。アメリカへの証券投資の伸びの停滞は、1987年10月の株式市場暴落の影響も大きい。

巨額の経常収支赤字によって流出したドルが、対米投資・ドル建金融資産購入へと向かわなくなれば、ドル相場はいっそう下落圧力を強めるであろう。ドル相場の急落、自国通貨の急騰は、その他の先進国にとっても望ましいものではないから、各国は協調してドルの買支えにのりださざるをえなくなったのである。1986年以降、アメリカは再び、外国の公的資本による国際収支赤字ファイナンスを受けることになった。

アメリカは、70年代にも、その国際収支赤字ファイナンスの圧倒的部分を外国の公的資産によって担われていた。しかし、80年代後半の公的資産によるフ

ファイナンスは、次の点で70年代とは異なっている。70年代前半には、経常収支は黒字であり、ファイナンスされるのは、直接投資と銀行債権という長短民間資本の流出であった⁽⁹⁾。これらの流出は、投資収益という黒字を生み出すものでもあった。70年代後半になると、経常収支は赤字に転化するが、その額は80年代に比べれば100億ドル台と相対的にまだ少なく、主要な赤字項目はやはり直接投資であり、証券投資も流出に転じている。70年代の各国公的資本の役割は、債権国アメリカを支えることであり、直接投資を中心とするアメリカの対外投資を支えることであった。アメリカへの公的資本の流入という形での債務に対応して、アメリカの在外資産・債権の増大が行われていたのである。これにたいして、80年代後半からの公的資本によるファイナンスは、民間資本も流入に転じた上で、年に1000億ドルを超える巨額の経常赤字を支える形となっている。70年代の公的資本流入がアメリカの対外投資を支えるものであったとすれば、80年代後半のそれは、債務国アメリカの債務を上回る消費を支えるものへと変わったのである。アメリカの国際収支構造における寄生性はいっそう強くなったといえよう。

以上、80年代のアメリカの国際収支構造の変化を三つの段階に分けてみてきたが、次に80年代全体を通じるその特徴をあげておこう。まず第一は、1982年からはじまる経常収支の赤字である。88年に若干の改善のきざしはみられたもののその額はいまだに1000億ドルを超える巨額である。第二に、直接投資は81年から、証券投資は80年代一貫して、外国からの対米投資が、アメリカの対外投資を上回っていることである。

対米貿易摩擦回避のための米現地生産の拡大、レーガン政権の下でとられた投資所得への減税政策、米の景気回復、先進各国に比べて相対的に高い金利などが、これらの資本流入の背景にある。しかし、重要なことは、直接投資収支は1985年に前年の20分の1以下に（アメリカの対外直接投資の急増と、外国からの対米投資の伸びの停滞の両面からの原因による）激減、証券投資収支は1987年に（株式市場暴落の影響を受け）2分の1以下に減少するなど、これらの資本流入が決して安定していないことである。従来から流動的性格が強いとされ

てきた証券投資ばかりでなく、直接投資においても不安定性が目立っていることは注目すべきである。第三は、1984年以降急転回をとげて債務超過となった銀行取引を通じる資本流入の増大である。これについては、ドルの相対的に高い利回りにひかれ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短期ドル資産選好が強まったこととともに、金融技術革新、規制緩和の下で進められた国際金融市場の統合化とそこでの金融センターとしてのアメリカの位置と深くかかわっていたことは別稿で既に指摘した通りである。しかし、前章でみたように、日本およびアジアの金融センターの急成長により、80年代後半からアメリカの金融センターとしての位置は少くとも量的には、相対的に低下した。また、統合化は市場間の代替性を高めることでもあり、国際的資金の流れの急変の可能性を高めることについても既に指摘しておいたが、80年代後半の銀行取引は、まさに1年毎に変動をくりかえしており、それは、不突合を合算しても、同様である。

以上のような国際収支構造の特徴を、国際通貨ドルの供給と還流という視点から眺めてみると、次のような構図が描けるであろう。

80年代の国際通貨ドルは、当初の2年間を除き急拡大した巨額の経常収支赤字を通じて供給され、アメリカ以外の各国は、直接にはこれを縮小させる態度を持たない。この拡大したドル供給のアメリカへの還流は、民間資本の対米流入を通じて行われ、盛んなその流入はドル相場の上昇をもたらした。しかし、これは、他方で貿易収支赤字に表われたアメリカの国際競争力の低下、対米投資増大による債務国化、将来の投資収益支払負担など、アメリカの世界経済上の地位の低下が進行する下でのドル高であり、統合化、自由化が進む国際金融市場の動向の中で、国際的資金の流れが変化しない保証はなく、ドル暴落の危険をはらんだものであった。そこで、米の経常収支赤字削減を、協調介入を通じた適当なドル相場の引下げによる価格競争力回復によって行なう一方、政策協調によって金利格差を維持して対米投資の減退を防ごうとしたのが、1985年秋のプラザ合意であった。しかし、その結果は今までみてきたように、資本収支の各項目が動揺をくり返し、全体として民間資本流入によるドルの還流額

が、経常収支赤字を通じるその流出額を下回るというものであった。ドル相場の先行き不安は、当初とりわけ財務省証券投資の縮小となってあらわれたが、株価暴落による株式投資の縮小がこれに拍車をかけた。激しいドル下落は、アメリカ以外の国にとっても、在米ドル建資産の価値下落、自国通貨騰貴による輸出への悪影響などをもたらすところから、各国は一方で金利政策の協調により金利格差を維持して、民間資本の対米流入維持を図りつつ、協調介入を行なってドルの買支えにのりだした。その結果、1986年以降、アメリカへのドルの還流は公的部門を通じても行われるようになったのである。

しかし、アメリカの巨額の経常収支赤字と債務国化という事態は基本的に変わっておらず、しかも、アメリカへの民間資本の流入はドル相場の先行きや金利、経済成長率といったアメリカの国内的要因によってのみ左右されるのではない。国際金融市場における資金調達方法の変化、国際的資金の流れの変化、統合化・自由化の中で進む各金融センターの成長と競争の激化によっても影響を受け、この国際金融市場の構造変化は、すでに見たように現在のところ、全体として通貨多様化の方向へと進んでいるといえよう。外国為替取引におけるドルの優位性は、高度に発達したドル金融市場の量と質の、他通貨金融市場にたいする優越性にもとづいており、80年代にも圧倒的比率でのその使用はつづいているが、これを支えてきた国際金融市場の構造、ドル価値安定構造は、大きく変化した。国際通貨ドルの不安定性は強まったといわねばなるまい。

—了—

<注>

- (1) 深町郁彌『現代資本主義と国際通貨』岩波書店、1981年。292～296頁。
- (2) 「1984年の国際金融・通貨情勢」、『東京銀行月報』1985年6月号。5～6頁。
- (3) BIS, *50th Annual Report*, 1980年。『東京銀行月報』1980年8月号より第二表と同様にして計算したところによれば、1977年55.4%、78年37.6%、79年40.8%。
- (4) BIS, *57th Annual Report*, 『東京銀行月報』1987年10月号。37～38頁。
- (5) 「1984年の国際金融、通貨情勢」前掲書。20～21頁。

- (6) 第7表参照。
- (7) 深町郁彌, 前掲書。298~303頁。
- (8) *Wall Street Journal*, 1989年9月14日号。
- (9) 日本経済新聞, 1989年10月18日付。
- (10) 茂木克昭「アメリカ当局の外為市場介入——1977~1987年——」東京銀行月報, 1988年8月号。18頁。
- (11) 拙稿「変動相場制下におけるアメリカの資金循環構造の変化」『経済科学論集』第11号参照。
- (12) 拙稿「最近の国際金融市場の変化にかんする覚え書」前掲書, 第12号参照。
- (13) BIS, *58th Annual Report*, 東京銀行調査部訳『国際金融レポート'88』135~136頁。
- (14) BIS, 前掲『国際金融レポート'89』150頁。
- (15) 同上書, 119頁。
- (16)(17) BIS, *57th Annual Report*, 東京銀行月報, 1987年10月号, 13~14頁。
- (18) 前掲拙稿。『経済科学論集』第12号。
- (19)(20) BIS, 前掲『国際金融レポート'88』148頁。
- (21) BIS, 前掲『国際金融レポート'89』140頁。
- (22) 奥田宏司『多国籍銀行とユーロカレンシー市場』同文館, 1988年。103~115頁。
- (23) 茂木克昭前掲論文。
- (24) 80年代の世界的な資本輸出構造の変化については, 奥村茂次「現代世界経済における資本輸出——1980年代にあらわれた構造変化——」『証券研究年報』第2号, で詳細な分析が行われている。
- (25) 前掲拙稿「変動相場制下におけるアメリカの資金循環構造の変化」151頁。
- (26) 当初2年間は, 主として銀行資本の流出を通じてドル供給がなされており, 70年代の型をひきついでいる。