

国際通貨ドルの現代的特徴

横 田 綏 子

はじめに

国際通貨をめぐる議論は、金・ドル交換停止以後の国際通貨ドルの隆盛という現実を前にして、70年代から80年代にかけて活発に行なわれ、国際通貨にかんする研究は大きく前進した。その主な流れは、国際通貨を、世界貨幣=金とは異なる独自の範疇であるとし、国際取引の決済手段としての役割を果たすものであり、具体的には、その振替を通じて国際決済を行なう海外銀行の当座預金残高であるとするものである¹⁾。実際の国際決済が、特定国の銀行におかれた当座預金残高の振替によって行なわれていることをふまえ、国際通貨を、外国為替制度と国際的銀行信用の発展を前提とする国際的信用関係にとらえるのである。国際通貨の本質をこのように理解することによって、不換通貨ドルが、なぜ国際通貨として流通するのかという流通根拠の問題に、一つの回答が与えられることになった。すなわち、その流通は外国為替制度と国際間銀行信用の発達に基礎を持っているのであるから、金との兌換による価値の確定は、重要ではあっても不可欠の条件ではないとするのである。

そして、価値保証を欠く国際通貨ドルの不安定性を補強するものとして、金=ドル交換停止後のドルの具体的分析の中から以下のような条件が指摘されている。すなわち、為替変動のリスク対策を容易にする外国為替市場の急成長、多様な金融資産としての運用で通貨価値下落を補うことを可能にする国際金融市場の発展、ドル相場の乱高下を緩和しドル残高をいわば「不胎化」する「国際協力」などである²⁾。

80年代に入って国際通貨ドルをとりまく環境はさらに変化した。アメリカの1982年以来のうちつづく経常収支赤字と85年の債務国への転落は、ドル信認の

低下へとつながるものであった。また資本流入国への転化のなかでその中心が、公的資本から証券投資を中心として短期資金もふくむ民間資本流入へと移ったことは、ドル支持機構の不安定性を増大させた。金融自由化、技術革新とともに進んだ国際金融市場の多極化と統合化、全体としての急成長は、外国為替市場での取引高も増大させると同時に、両市場における競争の激化、リスクの高まりをもたらして、国際的資金移動のスピードと浮動性を高めたが、アメリカへの民間資本流入はこうした状況の下で増大したのだからである。³⁾しかし他方で、国際通貨としてのドルは、貿易取引通貨の多様化、ユーロシンジケート・ローンやユーロ債におけるドル建て比率の低下を進行させながらも、次章でみるように、80年代末の外国為替市場においてなお90%という圧倒的比率を占めている。またこの間、国際通貨の具体的存在形態である米ドル残高は、民間保有の比率を高めながら増大を続けている。

小論は、ドル信認低下要因の拡大とドル支持機構の不安定化の下でのこのドル残高の増大、外国為替市場での圧倒的優位をもたらした条件を、外国為替市場自体の変化とドル残高の構成要因の変化の側面から、明らかにしようとするものである。それは80年代以降のドル不安要因が、国際通貨ドルの性格にどのような影響をおよぼしたか、現代の国際通貨ドルはどのような特徴をもっているかを明らかにすることでもある。

第1章 最近の外国為替市場の変化と国際通貨ドル

第1節 外国為替市場の急成長

変動相場制の下で70年代の外国為替市場は飛躍的な発展をみせ、さらに80年代にはいと引続き急成長を遂げるとともに、取引主体、取引形態などさまざまな点で大きく変貌したが、その背景には、世界経済の構造変化がある。P・F・ドラッカーは、その著書『新しい現実』の中で、最近20年間のアメリカの経験が、世界経済の「新しい現実」への移行をもっとも雄弁に物語ってくれるとして、次の4点を指摘している。⁴⁾第1点は、原料経済と工業経済の分離である。農業生産の増加による世界的な農産物の過剰や、経済そのものが原料集約的で

なくなったことから非共産圏先進国では、原料経済は重要事ではなくなったというのである。第2点は、生産量と雇用量の分離であり、80年代のアメリカにおいては、製造業の生産が増大する一方で、雇用は減少し続けた。第3点は、企業が多国籍企業からグローバル企業に変わったことである。親会社と子会社の区別が曖昧になり、事業計画、戦略、意志決定全てがグローバル化する。最後に最も重要な点として、グローバル経済を支配するものは、財およびサービスという実物経済ではなく貨幣および信用であり、貿易ではなく資本の移動であることが指摘される。これらの指摘は、多国籍企業を、19世紀以来の親会社と海外子会社群から構成されるものとして、現代の多国籍企業をグローバル企業としてこれと区別する点など、検討を要するところもあるが、今日の経済のサービス化、情報化などがもたらす世界経済の構造変化の特徴を捉えている。とりわけ最後の点にかんしては、資本は自らの論理にしたがって移動するところから、為替レートの変動がいつどのように起こるか予測しがたいものになり、企業は為替レートを本質的に不安定なもの、事業活動にともなう日常的なコストと考えなければならないと強調している。

先進各国の金融・資本市場は、GNPの伸びを大きく上回って拡大した。G5各国の金融市場・資本市場の規模は、1980年に合計10兆4683億ドルから1988年末には28兆1132億ドルへと、約2.7倍になったが、名目GNP合計は、同じ期間に5兆8130億ドルから10兆7699億ドルへ、約1.9倍の伸びである。1980年にはG5の金融・資本市場の規模は、名目GNPのおよそ1.8倍であったが、88⁵⁾年には、2.6倍になっている。主要なメーカー各社で、製品売上げ利益を上回る金融資産運用利益をあげていることも周知の事実である。「カネがカネを生む」今日の経済を、スーザン・ストレンジは、「カジノ資本主義」と名付けて、その投機性を告発している。経済を動かす力は、まさに「モノ」の流れから「カネ」の流れに比重が変わったといえよう。

外国為替市場の拡大は、このような世界経済の構造変化を土台に持ちながら進んだのである。1989年4月、21カ国の中央銀行と通貨当局は自国の外国為替取引について詳細な調査を行なった。これによると、世界の外国為替取引は1

第1表 1986年3月と1989年4月の外為取引高、貿易額、国際銀行取引

国	ネットの1日平均外為取引高			財・サービスの輸出入額	BIS 報告銀行の国際債権
	1986年3月	1989年4月	伸び率(%)	1986年第1四半期 1989年第1四半期の間の伸び率(%)	1986年3月末と 1989年3月末の間の伸び率(%)
	(単位:10億ドル)				
イギリス	90.0	187.0	108	62	40
アメリカ	58.5	128.9	120	44	39
日本	48.0	115.0	140	82	203
カナダ	9.5	15.0	58	44	-4
合計	206.0	445.9	116	56	76

出所:東京銀行月報1990年5月

日当たりほぼ6400億ドルと推定され、これは、調査時における世界の財・サービス輸出の1日当たり平均額のほぼ40倍、ほとんど公的外国為替準備の総額に匹敵する。国際決済銀行(BIS)は、これについて「個々の商業取引が一連の為替市場操作の全体を生む原因となっているのだという事実を考慮しても、なお対外貿易だけをとってみれば、それは、世界の為替市場活動のほんの一部を説明するにすぎないということを示している。大部分は国際的な資本の流出入、および近代的なリスク管理戦略に関連したヘッジ、裁定、ポジションづくりによって動かされているに相違ない⁶⁾」と述べている。また、前回調査時の86年からの3年間の伸び率は、両年とも調査に参加したカナダ、日本、イギリス、アメリカの4ヶ国についてみると、ネットの総取引高で116%増大し、これらの国の外国貿易の増加率の2倍以上、国際銀行業務の増加率の1倍半に達している。(第1表参照)「外国為替市場活動の成長は、国際銀行業務で最大の増加を経験した国においてもっとも高く、この事実⁷⁾は、また多くの外国為替取引は金融的な動機にもとづいているということを物語っている。」

アメリカの為替市場については、77年から86年にかけてニューヨーク連銀の季報が、詳しい分析を行なっている。それによれば、為替相場の乱高下の下で、相場変動のヘッジ操作の必要、これにともなうカバー取引の増大、銀行の独自取引の拡大など、全体として投機的色彩を強めながら、既に70年代末から為替取引高は急拡大しており、80年代に入って、証券会社や保険会社など銀

行以外の金融機関の進出、先物取引やスワップなど派生的取引の拡大により、さらにこの傾向を強めながら成長を続けていることが指摘されている。上のBIS⁸⁾の指摘は、80年代後半もこの傾向が世界的に進展していることを示している。世界の為替市場におけるこの傾向について、なお詳しくみていくことにしよう。

第2節 外国為替市場の変貌

為替相場の変動を利得の機会として利用する、金融的動機にもとづく取引を中心に拡大してきた外国為替市場は、この過程で取引主体や取引内容などその

第2表 1989年4月の外為取引高、貿易額、国際銀行取引

(単位：10億ドル)

国	ネット出来高 (月間合計額)	貿易額	BIS 報告銀行の国際債権額
イギリス	3,740	54.4	1,159.0
アメリカ	2,580	101.6	576.5
日本	2,300	61.5	1,252.8
スイス	1,140	13.7	126.0
シンガポール	1,110	8.0	229.7
ホンコン	931	12.0	313.0
オーストラリア	570	9.7	—
フランス	520	44.3	365.6
カナダ	300	25.0	74.5
オランダ	260	22.9	145.3
デンマーク	247	6.8	20.0
スウェーデン	260	11.5	53.1
ベルギー	210	24.2	192.0
イタリア	200	31.5	100.6
スペイン	88	12.5	40.1
アイルランド	104	3.8	10.2
ノルウェー	88	6.4	14.1
フィンランド	68	5.4	22.7
パハレーン	59	0.5	60.6
ポルトガル	18	3.0	—
ギリシャ	8	2.2	—
合計	14,791	460.9	4,755.8

出所：東京銀行月報1990年5月

構造も大きく変化させた。1990年2月 BIS は、1989年4月に21カ国で行なわれた調査をもとに、世界の外国為替市場取引の現状にかんする報告を発表している。⁹⁾ それによれば、取引は少数の大金融センターに集中しており、イギリス、アメリカ、日本の3大センターで全体の60%近くを占め、スイス、シンガポール、香港を加えると、80%を越える。(第2表)

ブローカー取引の割合は、各金融センターでかなり違うが、3大市場の平均は40%弱である。日本は、銀行間取引で特に多く、50%以上を占めている。先のニューヨーク連銀の分析は、きわめて短期の激しい入出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、世界的情報ネットワークを必要とし、これらの費用を自前で負担しなければならない直接取引よりも、ブローカー取引の方が、銀行にとってはコストの点でより効率的であると述べている。¹⁰⁾

取引形態別では、グロスの外為市場出来高のうち、直物取引は58%、先物取引は40%、オプションはわずか2%であった。(第3表) 直物取引のネット1日平均出来高は、重複計上分を調整し脱漏推計額を加えると、3600億ドルで、ネット外為出来高の56%にあたる。さらにスワップの直物側を計上すれば、¹¹⁾ 直物取引はネット外為出来高の3分の2にのぼると思われる。顧客のヘッジ操作に対応する銀行のカバー取引の増大、投機的利益を狙った銀行の独自取引などが、ニューヨーク連銀の指摘する直物取引増大の原因であったが、アメリカの為替市場についてみると、直物取引比率の増大は70年代末までの現象であり、¹²⁾ 80年代はほとんど割合の変化はみられない。また、86年から89年までの3年間のイギリス・アメリカ・日本・カナダ4市場の伸び率を見ても、直物取引の伸び率がネット出来高総額をはっきり上回っているのはアメリカのみで、日本はほぼ同じ、他は下回っている。(第4表) 先物取引の内訳は、報告された国についてみるとその80~90%がスワップで占められており、アウトライト先物やフューチャーは、いちばん多いアメリカでもそれぞれ16%、5%にすぎなかった。通貨オプションは常に行使されるわけではないから、必ずしも外貨の受渡しをとまわらないが、グロス出来高で220億ドルであり、その大半は店頭取引

第3表 1989年4月の外為市場取引の取引形態による内訳
(グロスの1日平均出来高) (単位：%)

国	グロス 出来高 (単位： 10億ドル)	直物	先物				オプション		
			合計	スワップ	アウト ライト	フュー チャー	合計	権利	義務
イギリス	241	63.9	34.9	—	—	—	1.2	—	—
アメリカ	174	63.2	30.7	24.2	4.9	1.6	6.1	3.1	3.0
日本	145	40.0	57.1	51.2	5.9	—	2.9	—	—
スイス	68	54.4	44.1	39.1	5.0	0.0	1.5	—	—
シンガポール	63	58.1	41.9	37.9	4.0	—	—	—	—
ホンコン	60	62.1	37.6	—	—	—	0.3	0.2	0.1
オーストラリア	37	61.1	37.4	31.6	4.7	1.1	1.5	0.7	0.8
フランス	32	56.2	37.5	—	—	2.5	6.3	—	—
カナダ	18	40.9	59.1	55.1	4.0	—	—	—	—
オランダ	16	53.8	45.6	41.9	3.7	—	0.6	—	—
デンマーク	15	47.4	51.3	41.4	9.9	—	1.3	—	—
スウェーデン	14	75.7	24.3	—	—	—	—	—	—
ベルギー	12	50.4	49.0	45.6	3.4	—	0.6	—	—
イタリア	11	83.6	16.4	—	—	—	—	—	—
スペイン	5.9	61.0	39.0	35.6	3.4	—	—	—	—
アイルランド	5.5	80.0	20.0	—	—	—	—	—	—
ノルウェー	5.4	72.2	27.8	—	—	1.9	—	—	—
フィンランド	4.6	54.3	45.7	—	—	—	—	—	—
バハレーン	3.2	77.5	22.2	—	—	—	0.3	—	—
ポルトガル	1.1	90.9	9.1	—	—	—	—	—	—
ギリシャ	0.7	85.7	14.3	—	—	—	—	—	—
合計	932	58.1	39.6	22.3	3.1	0.4	2.3

出所：東京銀行月報1990年5月

第4表 1986年3月と1989年4月の対顧客および直物為替取引
(ネットの1日平均出来高) (単位：10億ドル)

国	ネット出来高			対顧客取引高			直物取引高		
	1986年 3月	1989年 4月	伸び率 (%)	1986年 3月	1989年 4月	伸び率 (%)	1986年 3月	1989年 4月	伸び率 (%)
イギリス	90.0	187.0	108	8.1	26.0	221	65.7	(119.0)	(81)
アメリカ	58.5	128.9	120	4.1	9.6	134	34.4	80.6	134
日本	48.0	115.0	140	16.0	33.7	111	19.0	45.9	142
カナダ	9.5	15.0	58	2.9	4.0	38	4.0	6.1	53
合計	206.0	445.9	116	31.1	73.3	136	123.1	257.6	104

出所：東京銀行月報1990年5月

によるものだった。

スワップ取引は、受渡し期の異なる特定額の外貨を同時に売買するものであり、為替持ち高を変えることなく、一時的に余剰となった通貨を、別の通貨に変えてより有利な投資を行なうことができる。たとえば、ポンドの直物買い、3カ月先物売りのスワップの場合、ポンドを借りてドルを貸すのと同じことになり、ドル金利の方が高ければ3カ月間の利鞘が稼げる。2通貨間の金利差を利用した、スワップによる金利裁定取引である。もちろんここから直先相場間の差＝為替差損または差益分が、差し引かれるか加算されるかする。「全てのスワップ取引は、貸し借りを同時に行なう取引」とみなすことができ、「銀行はスワップ取引を、短期の貸借とはほぼ同様のものと認識しており、これを他の金融市場取引と組み合わせて、国際銀行業務に使用している¹³⁾」といわれる。外国為替取引が、国際短期資本の運用と一体化しているといえよう。スワップ取引はまた、顧客の一方的売り（買い）であるアウトライト先物取引に対応する銀行側の為替持ち高操作の手段でもあり、銀行自身の直先為替の期間構成の不一致の調整手段でもある。これらの目的で取り引きされる時も金利裁定の可能性があることは言うまでもない。投機的色彩の強い直物取引と、金利裁定を可能にするスワップ取引の合計が、世界の外為市場出来高の8割を占めることは、今日の為替市場の性格を表している。

取引主体についてみると、「銀行間」取引と「対顧客」取引という取引主体による分類は、必ずしも取引の性質を明らかにするものではなくなったとされている。理由としてあげられているのは、ノンバンク金融機関や大企業が、かつてはおもに銀行その他のディーラーの領分であった裁定取引やポジション形成などを活発に行なうようになったこと、逆に銀行が国際的信用業務や証券業務にともなう為替リスク管理のため「顧客」として外為市場に頼るようになったこと、さらに、外為取引全体が貿易にともなうというよりも自律的な国際資本フローに関係するようになったことなどである。また国によってノンバンクディーラーの範囲はかなり異なることにも注意が求められている。70年代末から80年にかけてのアメリカの為替市場にかんする先のニューヨーク連銀の分析

では、銀行間取引の増大は、商品輸入のような現実取引の基礎を欠く投機的性格の取引の増大を表わすものとされていたのに対し、¹⁴⁾ BIS のこの調査では、取引主体の如何にかかわらず全体として金融的動機にもとづく取引が大勢を占めるようになったことが指摘されている。それは、経済全体の「カジノ」化の反映でもあった。これらの点に留意した上で、取引主体について BIS は、銀行間取引は外為取引の大部分、ネット取引高の77%を占め、顧客取引の21%、取引主体による分類のむずかしい派生的商品取引の2%をはるかに上回っていると報告している。顧客取引の相対的重要性は国によって異なり、日本が最大で30%、イギリスが14%、アメリカが8%であるが、これについては証券会社の分類の違いも関係しているとおもわれる。日本の場合は顧客取引に、イギリスその他のユニバーサルバンク制をとっている国では銀行間取引に、アメリカでは非銀行金融機関として独立した項目で計上されているからである。

第2表をみれば、外為取引量が多いセンターでは国際銀行業務も活発であることがわかるが、貿易取引との関連では、大きく3つのタイプに分けられるようである。中東・極東センター、スイス、イギリスでは、月間のネット外為市場出来高総額は月平均の貿易額の70倍から140倍近くであった。アメリカや日本では、25倍、37倍であり、一方イタリア、フランスではそれぞれ6倍、12倍にすぎなかった。貿易取引が直接間接に外為取引の大部分に関係していたといえるのは第3のグループだけであり、最初のグループでは、外国為替取引を促すものとしての貿易取引の役割は、ほとんど無視できるほど小さく、第2のグループでも、貿易取引の役割は相対的に小さい。そしてこの後者の2つのグループに属する市場の取引高が世界全体の取引高のほとんどを占めることは、さきに述べた通りである。

通貨構成については、ドルがいぜん圧倒的でグロス出来高の約90%を占め、非ドル通貨間取引は10%であったが、取引通貨は多様化しており、報告はそれを派生的金融商品の発展と関係づけている。

以上、BIS 報告によりながら80年代後半の外国為替市場の現状を見てきた。外国為替取引高は劇的な伸びを見せたが、その伸びは、国際的なブローカー取

引の利用など効率性を高めつつ、直物取引とスワップ取引を中心に、顧客取引を含め全体として外国為替取引自体を収益獲得機会とする金融的取引の性格をますます強めるなかで、実現されたものであった。また、インターバンク取引の占める比率の市場による相違が縮小してきていることに反映されるように、各国市場はますます同質的になりつつあることも指摘されており、全体としての統合が進んだといえるであろう。他方で取引はますます少数のセンターへ集中してきており、ロンドン・ニューヨーク・東京を中軸とする、世界為替市場の統合が進んだのである。

最後に、70年代後半から80年代を通して発展してきた新しい取引形態である、通貨フューチャーと通貨オプションについてふれておきたい。

通貨フューチャーは、外国為替市場の外で行なわれる、一定の規格の、通貨を対象とする大口の先物取引である。シカゴ商業取引所が、1972年その一部門として IMM (International Monetary Market) を設立以来、各地で取引が始まり取引量も拡大してきており、1977年4月から1980年3月の間に IMM 取引高は11倍に急成長している。¹⁵⁾ BIS によれば、銀行による取引はまだ少なく、89年で一日平均40億ドル、外為市場グロス出来高の0.4%にすぎないが、近年増大している。「特に銀行の顧客取引の相当部分は、インターバンク市場と IMM 市場の間で裁定をしている IMM 会員の取引によって占められている¹⁵⁾」¹⁶⁾といわれている。IMM では通貨は他の先物取引対象と同じ一商品として投機の対象になっており、裁定取引によって外国為替市場とつながっている。投機市場と外国為替市場の一体化である。

通貨オプションとは、一定期間、一定価格での特定通貨の直物・先物を売ったり買ったりする権利の売買である。権利を行使するかしないかはオプションの買い手にまかされており、その意味で買い手にとっては保険機能があるといわれている。売り手は、買い手の申し出に一方的に応ずる義務があるが、オプション購入料であるプレミアムを獲得する。オプション取引を成立させるもっとも基本的な要件は、為替相場の変動、先行きの不確実性である。一方の得は他方の損となり、どちらが利益を獲得するかは為替相場の成りゆきしだいであ

る。オプションは権利が行使されれば現実の為替取引となり、買い手に取っては為替変動リスクのヘッジ効果があるから、為替取引を促進する効果がある。しかし他方、買い手には従来ならリスクが大きすぎると判断された取引を実行させ、売り手の潜在的リスクを高めるから市場全体としてはよりリスクを高めつつ取引高を増大させることになる。

これまでの分析から現代の為替市場が、投機市場、資本市場ときわめて強く結びついて金融市場的色彩を強め、為替取引自体が投機、資本取引の性格をますます持つようになったことが明らかになった。ニューヨーク連銀総裁 A.M. ソロモン（当時）は、1983年に次のように指摘している。「取引量の巨大な成長の底流には、市場の役割の微妙な変化がある。……為替市場は…実需取引を支えると同時に、ますます商品市場の多くの特質を示してきている。¹⁷⁾」

第3節 外国為替市場の変化と国際通貨

70年代以降の変動相場制の下で、国際商品取引における契約・決済通貨、貿易取引通貨の多様化、ドル離れが進む一方、外国為替市場においてはすでにみたように圧倒的ドル優位が今日まで続いている。この現実を説明する理論として「為替媒介通貨論」が広く受け入れられてきた。その代表的論者である R. I. マッキノンによれば、財貨およびサービスの輸出入業者は相互の間で外国為替を直接交換することはなく、外国為替取引の決済は銀行を通じて行なわれるので、「銀行以外の国内居住者による国際通貨（代金支払いに必要な資金残高という狭義の意味での）の需要は、……おもにその国の商業銀行を通してあらわれる中間的需要だ¹⁸⁾」という。これをうけて銀行は「多数の小売顧客を取り扱うことによる規模の利益を享受し、また銀行間卸売通貨市場で直接取り引きできるという理由によって、低コストで外国のコルレス銀行に外貨の預金残高¹⁸⁾を保有」するが、これはいわば「国内銀行に取って事実上の外貨準備」である。そして「中央銀行が取引の費用を最小化するために共通の媒介通貨に落ち着くと同じように、商業銀行もまた、外国為替の銀行間市場で共通の媒介通貨を選択する¹⁹⁾」のであり、それがドルであるとする。これによれば、貿易契約・決

済通貨が多様化すればするほど銀行間市場における媒介通貨ドルに対する需要も増えることになり、はじめに述べた現実のあざやかな説明が得られたのである。変動相場制下の為替リスク回避のため、貿易金融の発達と相まって、ヨーロッパを中心に自国通貨建ての増加という形で貿易取引通貨の多様化が進んだことが、為替取引を増大させるとともに為替媒介通貨としてのドル需要を増大させることを踏まえた、この「為替媒介通貨論」は変動相場制下の国際通貨の重要な一側面を捉えることに成功したと言えよう。

しかし、変動相場制下の外国為替取引は、他方で実需にもとづかない金融的動機による取引をめざましく増大させ、外国為替市場の国際金融市場、商品先物などの投機市場との連結・一体化を進めてきたことは前節でみた通りである。「為替媒介通貨」が媒介する為替取引そのものの性格、すなわち一日当りの外国為替取引高が世界の総輸出額の40倍にも達するという、外国為替取引のこの側面をも踏まえた説明が行なわれる必要がある。

「為替媒介通貨論」は、取引の容易さ、コストの節約、市場の効率性から「媒介通貨」の必要性および「媒介通貨」としてのドル優位性を説く。取引の出会いのつけやすさ、コスト節約や効率化の程度は、その通貨の外国為替市場の規模の大きさにかかっており、現実にも最大の取引規模を持ち、個々の取引が市場におよぼす影響の少なさでも、取引単位が大きくコストが安くつく点でも、ドルがもっとも優れているとするのである。²⁰⁾

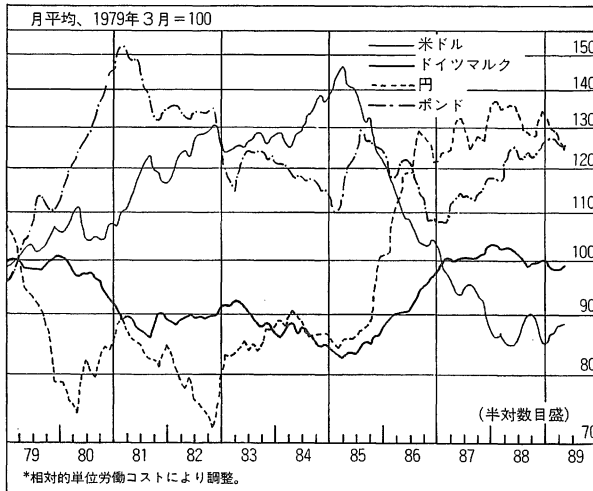
そして公的介入のための「媒介通貨」保有、為替銀行のワーキング・バランスとしての「媒介通貨」保有という点からすれば、マッキノンも言うように、「その通貨の国際的価値蓄蔵手段としての受容性」²¹⁾つまり通貨価値の安定性が、重要な成立条件の一つとなる。彼によれば、それゆえ、アメリカのインフレーションの進行は、国際通貨制度の安定によって破壊的影響をもたらすことになる。

しかし、現在、外国為替取引の大半を占める金融的投機的動機にもとづく取引にとっては、為替相場の変動はある意味で必要条件でもある。為替相場のボラティリティ（Voratility：ささいな要因にも敏感に反応する相場のうつろいやすさ）は、企業、投資家、銀行に1日中市場の動きを監視する体制を敷くことを

余儀なくさせ、24時間ディーリングの必要性を生み出した。²²⁾ボラティリティは、為替取引をよりリスクの高いものにすると同時に、相場変動に対するヘッジ取引の必要を高め、投機取引機会を増大させて、全体として為替取引高を増大させたのである。変動相場制下の為替取引は、媒介通貨の使用によって、諸通貨の直接取引よりも取引費用を節約することにとどまらず、さらに積極的に、この媒介取引自体も、為替差益獲得機会、金利裁定取引機会、投機機会として利用するものである。この面からみれば、外国為替市場における為替媒介通貨としての国際通貨ドルにとって、通貨価値の不安定性は、必ずしもマイナス要因ではなかったといえよう。事実、取引通貨としてドルが圧倒的優位を占めながら、外国為替市場が急成長した70年代末以降の主要通貨の為替相場動向を、第1図で見ると、他通貨にもましてドルの動揺ぶりが目立っている。

また、外国為替市場のこのような変化とともに、密接な関連を持ちつつ発達したユーロ市場を中軸とする国際金融市場の発展が、為替リスクをカバーする金融資産としての運用を支えたことも大きい。²³⁾

第1図 主要通貨の実質実効為替相場 *1979~89年



出所：BIS 59th Annual Report, 邦訳210ページ。

もちろん為替相場の大幅かつ長期的な変動については、たとえば、BIS が指摘するように、「競争関係の歪み、資源配分に関する誤ったシグナル、国内物価の安定に対する破壊的な効果、保護主義の促進、および長期投資の決定に固有なリスクを高める一般的不確実性の増大」²⁴⁾をもたらすなど、決して放置できないことは確かである。そこから為替相場の「長期的な」変動を是正する各国通貨当局の協調介入、国際通貨協力の必要性が生まれるが、80年代にはこの国際通貨協力の構図にも変化がみられた。しかし、これについては別の機会に検討することにした。

以上、国際通貨成立の前提条件であった外国為替市場の発展が、80年代さらに急成長を遂げるなかで外国為替取引自体の性格を変化させてきたこと、そのことが国際通貨の性格にどのような影響を及ぼしたかを見てきたが、それはまた、国際通貨の具体的存在形態であるドル残高の構成と性格にも変化をもたらした。以下では70年代と対比させながら、ドル残高の現状についてみていくことにしたい。

第2章 ドル残高の構成と性格の変化

ドル残高の内容の分析にはいる前に、ドル残高の範囲について述べておくと、本稿では、非居住者の保有する国際決済資金および外貨準備としてのドル保有を国際通貨としてのドルととらえ、具体的には米銀の対外短期債務、および公的保有の財務省中・長期証券、その他証券を内容とする。米銀の対外債務は、78年以降長期債務もふくんだ数字しか発表されていないが、一つには長期債務の比率がきわめて低いこと（77年4月現在の長短比率は、1：45）またこの長短一括報告は資本移動の短期化を反映した措置であるということから、おおむね対外短期債務の動向を表わすものとして利用した。また期間は1年以上であっても、流動性の高い市場性の中・長期財務省証券は、国際通貨としてのドルの存在形態の一つであるが、民間保有分についてのデータが、83年から発表されなくなったため、公的保有分のみの数字である。²⁵⁾

以上の2点のためドル残高の構成は、実際よりも財務省証券の比率が低め

に、公的保有分の比率が高めにあらわれていると思われる。これらに留意した上で、ドル残高の内容を見ていくことにしよう。

第1節 銀行保有分の増大

ドル残高は70年代には、70年の472億ドルから79年には2590億ドル、約5.5倍へと急成長を遂げたが、80年代も成長のスピードこそ少し落ちたものの、80年の2833億ドルから89年の9358億ドル、約3.3倍へと引続き増大した。(第5表参照、なお、70年代については Federal Reserve Bulletin 各号より計算)しかし、その保有者別構成は大きく変化して、公的部門と銀行部門の比率は、1980年の前者が58%、後者が34%から、89年にはそれぞれ33%、55%へと完全に逆転している。これは公的保有分がこの間に1.9倍に増えたのにたいして、銀行保有分が5.3倍というめざましい伸びを見せたことによるものである。ドル残高増大の中心は、70年代には公的保有であったが、80年代には銀行保有へと変わった。

そこで次に、銀行保有ドル残高の内訳を、見てみることにしよう。第6表によると、銀行自身の債務が80年で93.9%、90年で85.3%と大半を占め、さらにその中心を、80年に71.3%、90年に59.6%を占める本支店取引が担っているが、これは、銀行の資金調達と運用が「世界中にはりめぐらされた自行海外支店網および本店という自行同士の取引にますます依存することによって、収益の極大化を実現するための資金の効率的配分に成功してきた²⁶⁾」ことを反映したものであろう。80年から89年までの10年間に米銀のドル建て対外債権は1725億ドルから5357億ドルへ3.1倍に増大、対外債務は2053億ドルから7367億ドルへ3.6倍に増大し、それぞれに占める本支店間取引の割合は、債権で37.7%から55.4%へ、債務で33.5%から43.3%へと増大している。このことは、1981年12月のアメリカにおけるオフショア市場 IBF の成立とともに、海外オフショア市場からの勘定の振替が進んだことによっていっそう促進された。80年代のドル残高の増大を主として担ったのは、銀行部門でありその中心は多国籍銀行の同一銀行間資金移動であった。

次に本支店間取引を上回るスピードで増大し、全体に占める割合を増大させ

第5表 ドル残高の推移

	1980	1981	1982	1983
米銀対外債務	2,053	2,439	3,071	3,696
(保有者別)				
公的部門	866	791	717	799
銀行	964	1,360	1,859	2,269
国際機関	23	27	49	60
その他	199	260	446	568
(形態別)				
銀行自身の債務	1,248	1,638	2,271	2,791
要求払い預金	235	196	159	175
定期預金	151	290	688	906
その他	176	176	232	259
本支店取引	687	975	1,192	1,451
顧客の債務	805	801	800	905
米財務省短期証券 ¹⁾	576	553	556	687
譲渡可能証券	201	188	206	175
その他	28	60	37	44
公的保有財務省中・長期証券 ²⁾				
市場性	415	532	677	685
非市場性	147	118	88	73
公的保有その他の証券	218	256	246	223
合 計	2,833	3,345	4,082	4,677
公的保有合計	1,646	1,697	1,728	1,780
公的部門の比率	58.1%	50.7%	42.3%	38.1%

注1) U.S. Treasury bills and certificates

注2) U.S. Treasury bond and notes

出所: Federal Reserve Bulletin 各年の3.15, 3.17等より作成。

第6表 銀行部門保有ドル残高の内訳

	1980	1981	1982	1983
総 計	964	1,360	1,859	2,269
銀行自身の債務	905	1,243	1,694	2,053
他行取引	218	268	502	602
要求払い預金	142	116	87	88
定期預金	17	87	284	374
その他	59	65	132	140
本支店取引	687	975	1,192	1,451
顧客の債務	60	117	164	215
財務省短期証券	6	17	58	102
譲渡可能証券	27	44	79	75
その他	26	56	28	39

出所: Federal Reserve Bulletin 各年より作成。

(単位：億ドル)

1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
4,073	4,357	5,410	6,189	6,853	7,367	7,579
861 2,489 45 679	800 2,756 58 743	1,036 3,518 58 799	1,207 4,143 45 795	1,352 4,595 32 874	1,135 5,152 48 1,032	1,178 5,399 56 945
3,069 196 1,104 263 1,506	3,411 211 1,173 293 1,734	4,065 238 1,309 427 2,091	4,701 224 1,484 517 2,476	5,145 219 1,522 514 2,891	5,775 220 1,689 678 3,189	5,774 217 1,681 676 3,200
1,004 764 187 53	947 691 180 76	1,345 904 154 287	1,488 1,017 168 303	1,708 1,151 164 393	1,594 911 195 487	1,780 982 174 624
690 58 197	772 36 177	914 13 156	1,224 3 162	1,524 5 159	1,793 6 192	2,032 45 182
5,018	5,342	6,493	7,578	8,541	9,358	9,838
1,806 36.0%	1,785 33.4%	2,119 32.6%	2,596 34.3%	3,040 35.6%	3,126 33.4%	3,437 34.9%

(単位：億ドル)

1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
2,489	2,756	3,517	4,143	4,595	5,153	5,371
2,254 747 106 471 171 1,506	2,527 793 103 495 196 1,734	3,102 1,011 103 642 265 2,091	3,717 1,240 109 797 334 2,476	4,095 1,204 99 802 302 2,891	4,543 1,354 103 906 346 3,189	4,581 1,380 100 890 389 3,200
235 114 72 48	229 98 60 70	416 100 52 264	426 91 54 281	500 76 57 367	610 94 51 465	790 130 54 607

てきた他行との取引についてみると、（80年の22.6%から90年の25.7%へ）定期預金の急増が目立っている。決済のための勘定である要求払預金が、83年まで減少した後ほとんど横ばいであるのに対して、定期預金はこの10年間に50倍以上に急成長し、他行取引に占める割合も80年の7.8%から、90年には64.5%になり、これと対照的に要求払預金の比率は65.1%から7.2%に激減した。またその他の預金も27.0%から28.2%へと割合はほとんど変わらないものの7倍弱へと順調な伸びを見せている。

ドル残高全体に占める要求払預金（銀行以外の企業や公的部門の要求払預金も加えた額）も、80年が235億ドル、90年217億ドルと絶対額が減少し、比率も9.0%からわずか2.2%へと大幅に減っている。それを通じて決済が行なわれる非居住者の要求払預金は、80年代には、貿易取引高の増大、およびそれをはるかに上回る国際金融取引や外国為替取引の急増にもかかわらず、増大どころか減少さえしたことになる。

これはどのように考えたら良いのだろうか。まず第1に考えられるのは、多国籍銀行が、自行内取引依存を強めたことの影響である。収益極大化を目指しもっとも効率的な資金の調達運用方法として、多国籍銀行は、他行との銀行間取引でなく自行内の資金移動を増大させている。それにより、関連する決済も当然に他行との間で要求払預金等を通じて行なわれるよりも、自行内の本支店勘定を通じて行なわれる部分が増大するであろう。多国籍銀行の国際的展開の発展と資金の効率的管理が上述のような事態をもたらしたのであるが、それは言い換えれば、現代のドル残高における多国籍銀行の存在の大きさを表わしている。

第2には、コンピュータ・システムを中心とする金融技術革新に支えられた決済システムの効率化集中化による決済資金の節約効果である。SWIFTは、1977年に始動した国際間の決済にかんする指図をつたえる国際データ通信網であるが、この指図を受けてドルの決済はCHIPSという銀行間決済システム、および連邦準備制度が提供するサービスであるFedWireを通じて行なわれる。CHIPSは1970年にニューヨーク手形交換所が設立したもので、銀行間の

ユーロドル取引の約90%が CHIPS を通じ、ニューヨーク連銀にある各行の決済口座で処理されているといわれている。「1982年の半ばには、一日約7万件、2000億ドルにおよぶ送金がこのネットワークを通してなされた。」²⁷⁾多角的集中決済のシステムが発展すればそれだけ決済資金は圧縮される。たとえば、CHIPS の場合、SWIFT などを通じて支払い指図の伝送は1日中行なわれているが、銀行間の決済はその日の最終締め時に相殺後のネットポジションに対して行なわれるなど。また、コンピューターや通信技術の発達により、決済に要する時間、費用も大幅に低下した。

第3に、預金金利自由化の過程で、80年に NOW 勘定の全国的導入、83年スーパー NOW 勘定、82年 MMDA などの新種の利付き決済性預金が次々と導入されたことの影響もあると思われる。このうち企業の利用可能なのは MMDA のみであるが、従来直接決済に利用できるのは要求払い預金に限られていたのに対して、利付き資産で決済目的に利用できるものが開発された。またすでに60年代から CD（譲渡性定期預金証書）の導入により定期預金の流動性もたかまっていたが、73年からは大口 CD の金利規制が撤廃されいっそう魅力ある金融商品となっていた。これらの結果が要求払い預金の伸びを抑え、定期預金やその他項目を増大させるのに一定の影響を与えたと思われる。

BIS は、「これらの金融手段や金融手法およびその他類のものによって、決済にさいしての無利子の取引残高の役割が低下した」として、このような状況をもたらした事情について「投資的性格（市場連動金利の支払い）と取引的性格を兼ね備えた金融手段が非常に普及しており、特定の金融手段をいずれの性格が支配的であるかについて満足し得るような分類をすることが困難になっている。これに加えて、一つの金融手段からの他の金融手段へシフトする際の取引コストが軽減されたことから、決済に利用できる金融手段の範囲が拡大している」²⁸⁾と述べている。

第4に、80年代前半のレーガン政権下での高金利政策、85年以降のプラザ合意にもとづく日独2大黒字国との間の金利格差の持続という国際的金融環境の

もとで、アメリカの金利自由化が、80年代に入って一挙に進み86年以降は企業等保有の要求払預金の付利禁止規定を除いて、金利の上限規制が撤廃されたことにより、金融資産としての米銀行預金の魅力が高まったことがあげられる。しかも、上で述べたようにこれらの投資的資金の決済資金としての利用や決済資金への転換が容易になったという事情がこれに加わる。

要求払預金の停滞と定期預金の急成長、その他項目の増大は、その意味では多国籍銀行の発展と金融技術革新がもたらしたものと見えよう。

第2節 公的保有分の構成変化

1971年の金ドル交換停止以降、70年代には、公的保有ドルは飛躍的に増大し、公的部門の比率も70年の52%から72年74%へと急増しそれ以降低下するものの79年にも58%と高い比率を保っている。70年から79年までに保有額は6倍強に増大している。これに対し、80年代には保有額は2倍強の伸びしか見せず、比率も30%台まで低下し、すでにみたように、銀行保有ドル残高に主役の座を取って代わられている。

70年代を通じて、最大の割合を占めたのは財務省短期証券 (bills & certificates) であったが、70年代中にその構成は次のように変化した。(第7表参照) すなわち、財務省短期証券、銀行報告債務、非市場性財務省中・長期証券の比率の減少と、市場性財務省中・長期証券およびその他の証券の増大である。なかでも20%以上も比率を減少させた財務省短期証券と、わずか1.2%から25.1%にまで急増した市場性財務省中・長期証券の変化が目立つ。小西一雄氏は、この70年代の公的保有ドルの構成の変化について、「各国通貨当局が、介入の

第7表 公的保有ドルの構成の変化 (単位：%)

	1970	1979	1980	1989
計	100.0	100.0	100.0	100.0
銀行報告債務	26.9	20.4	18.5	11.7
財務省短期証券	54.7	31.9	34.1	24.6
財務省中・長期証券				
市場性	1.2	25.1	25.2	57.4
非市場性	14.3	11.6	8.9	0.2
財務省以外の証券	2.9	11.0	13.2	6.1

出所：第8表より作成。

第8表 公的保有ドルの内訳

(単位：億ドル)

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
計	245	507	615	672	769	826	956	1,311	1,626	1,497
銀行報告債務	66	68	86	126	180	163	172	180	233	305
財務省短期証券 (bills & certificates)	134	323	315	316	352	342	377	478	677	477
財務省中・長期証券 (bonds & notes)										
市場性	3	20	52	57	51	67	118	322	359	376
非市場性	35	95	157	156	163	200	206	204	210	174
財務省証券以外の証券	7	1	5	17	23	55	127	127	148	165
	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
計	1646	1697	1727	1780	1806	1784	2118	2596	3041	3125
銀行報告債務	304	267	250	255	261	267	279	318	315	365
財務省短期証券 (bills & certificates)	562	524	467	543	600	533	757	888	1,037	770
財務省中・長期証券 (bonds & notes)										
市場性	415	532	677	685	690	772	914	1,224	1,524	1,793
非市場性	147	118	88	73	58	36	13	3	5	6
財務省証券以外の証券	218	256	246	223	197	177	156	162	159	192

出所：Federal Reserve Bulletin 各年より作成。

ための運転資金として必要なドルを上回る、本来であれば価値保蔵手段としての蓄積を意味する部分を、一国不換通貨ドル建ての中・長期国債や有価証券という形で長期固定化していること、またその部分——長期固定化の部分が年々増大してきたことを示している」と述べ、それは「変動相場制下の活発な介入と各国通貨当局による過剰ドルの事実上の凍結」を示すものであると分析している。²⁹⁾

しかし、80年代に入って公的保有ドルの構成は、さらに大きく変化した。(第7表参照) 要求払預金や定期預金をふくむ銀行報告債務は1980年から89年までの間に18.5%から11.7%へ、財務省短期証券は34.1%から24.6%へと80年代も減少を続け、他方市場性財務省中・長期証券は25.2%から57.4%へとめざましい伸びを見せ、70年代初頭の財務省短期証券の占めた比率を上回るに至った。また76年まで市場性財務省中・長期証券を上回っていた非市場性中・長期証券はわずか0.2%を占めるにすぎなかった。

運転資金的性格の強いと思われる銀行報告債務や財務省短期証券の比率が減少し、中・長期証券が6割以上を占めるということは、確かに一面では運転資

第9表 各国の外国為替準備の保有状況の変化

(単位：10億ドル)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
アメリカの外国為替準備	- 3.1	1.1	4.5	1	- 8.6	5.7	26.9	2.8
アメリカをのぞく諸国の 外国為替準備	15.0	32.0	11.7	27.4	150.9	43.9	26.7	84.2
うち ドル準備	6.7	15.9	9.4	48.9	98.1	13	4.3	38.5
アメリカで保有される 公的資産	5.3	2.4	- 2.0	35.1	54.8	40.1	- 4.4	29.4
アメリカ以外で保有される ドル準備	- 0.6	9.8	- 4.7	- 0.6	16.9	-10.2	5.6	7.1
分類不明のドル準備	2.0	3.7	16.1	14.4	26.4	-16.9	3.1	2.0
非ドル準備	1.6	16.1	2.3	-21.5	52.8	30.9	22.4	45.7
非ドル準備の比率 (%)	10.7%	50.3%	19.7%		35.0%	70.4%	83.9%	54.3%

出所：BIS 58th, 61th, Annual Report, 邦訳『国際金融レポート』'88'91 P.223 P.237 より作成。

金としての必要量を上回る過剰なドルの蓄積がいつそう進み、その事実上の凍結が続いていることをあらわすといえるが、他面では、その重点が、非市場性のもから期間は1年以上であっても流動性の高い市場性中・長期証券に移ったことを考えれば、短期証券よりも金利が高いという資産としての運用上のメリットと、運転資金への転換の容易性とを兼ね備えたものとして保有されている側面も無視できない。その意味では、公的保有部門における過剰ドルの蓄積は、80年代にはその内部で流動性を高めつつ進行したと言えよう。

だが実は、在米外国公的資産は、各国通貨当局保有のドル準備高を正確に表わすものではない。公的通貨当局保有のドルは次の3つの部分からなる³⁰⁾。(第9表参照)第1はアメリカに直接おかれている公的資金を示す米公的ドル資産である。第2は自国または海外の銀行や証券会社に預けられた後アメリカに投資される部分である。民間金融機関を経由してアメリカに流入したこの公的資本は、アメリカの国際収支統計では外国公的部門に対する債務増加としては記録されない。第9表では分類不明のドル準備として計上されているが、他にユーロ市場からの確認できない公的資金の移動もこの項目にはいる。第3は公的当局によるユーロドル建て債の購入やユーロドル預金である。この部分もアメリカの国際収支統計では、第2の部分とともに民間部門に対する債務として記録される。第9表に示すように1985年、89年にはアメリカで保有されるドル

準備は減少したにもかかわらず通貨当局保有のドル準備全体は増大するなど、在米公的資産の動きは、各国通貨当局のドル準備の実態を必ずしも反映していないことに注意する必要がある。

これまでの分析との関連で言えば、このことは、アメリカの国際収支統計でみたドル残高の公的部門と民間部門の比率は、実際よりも公的部門が過小に、民間部門が過大に表示されていることを意味する。ただし、1988年のように変化の方向が逆な場合は、その分だけ公的部門が過大にあらわれる。

さらに、在米公的資産、ユーロ市場投資、民間金融機関経由の対米投資という通貨当局保有のドル準備の3つの構成部分は、年によってその比率や方向を大きく変化させており、各国通貨当局が、アメリカ国内での資産の運用とともに、ユーロドル預金の出し入れやユーロ債の売却購入、民間金融機関の利用などを組合せ、その時々を為替相場、金利などを考慮しながら運用していることがうかがえる。先に指摘した公的保有ドルの流動的性格は、この面からも強まっているといえよう。この点について、BISも、最近、公的準備の増加と世界貿易の伸びとの関連が弱まり世界の公的準備が大幅に変動するようになったとして、次のように述べている。「総準備の増加ははっきりした準備戦略の結果であるというよりは、利子率、為替相場および一般的経済政策にかんしてその国が行なった決定から生ずるかなり偶然的な結果である。世界貿易に大きな比率を占める国にとっては準備の適正量は問題ではない。必要が起こればその信用状態が国際金融市場から流動資金を入手することを保証してくれる。」³¹⁾

以上見てきたように、80年代ドル残高はその構成と性格を大きく変化させてきた。公的保有と私的保有の比率は完全に逆転し、私的保有においては銀行の自行内取引が大きな比率を占めるようになった。これは多国籍銀行の国際的資金調達と運用の効率化にともなう自行内取引依存度の上昇によるものであるが、このことは、ドル残高の動向が多国籍銀行の経営戦略や資金管理政策に大きく左右されることも意味する。もともと他行との銀行間取引から自行内取引への転換の動機の一つは、「より巨大な資金をより迅速にトランスファーでき

32) ことであつたのであり、場合によってはドル残高急減の可能性を秘めているのである。また公的保有部分においても、市場性の中・長期証券の増大、民間金融機関やユーロ市場を利用したドル準備の運用など、一方で移動可能性を保ちながら公的準備としてのドルが蓄積されていた。実際には国際通貨協力によって、公的保有部分は私的保有分の変動をカバーするように保たれてきたが、その過程でドル価値の低下を補うべく金融資産としての運用をいっそう強めてきた。また全体として、純粋な決済用資金部分の最小限への圧縮が進み、高金利を獲得できる金融資産としての部分の増大が、両者の転換容易性が高まり、接近一体化が進むなかで行なわれた。ドル残高の浮動性、金融資産の性格は一段と強まったと言えよう。

おわりに

これまで見てきたように、現代の国際通貨ドルは、すでに多くの論者によって指摘されている為替媒介通貨としての優位性に加えて、いわば自立し自己目的化した投機的為替取引の増大が進んだことにより、ドル相場の先行き不安、将来予測の不確実性という不安定要因を、かえって取引を成立させ拡大する条件、その需要を増大させる条件に転化させてきた。

また、公的部門から民間部門へのドル残高保有主体の変化は、その中で多国籍銀行の本支店取引の中心的役割、運転資金部分の圧縮と金融資産的部分の拡大、という保有形態の変化とともに進んだが、それは金融自由化の過程で開発された決済性預金の発展や、運転資金と金融資産部分との接近、転換可能性が高まるなかで進行したものであった。その結果、ドル残高の投資としての性格はいっそう強まり、決済資金と投機対象「金融商品」および金融資産としての性格をかね備えたものへの転化、相互の接近が進んでいる。

国際通貨としてのドルは、70年代には公的介入とその結果蓄積されたドルの事実上の凍結、為替リスク管理を容易にする外国為替市場の成長、多様な金融資産としての運用を支えるユーロ市場を中軸とする国際金融市場の発展によって支えられていた。80年代に入ると、公的保有に代わって民間保有の比率が増

大し、70年代のドル支持体制に加えて、新金融商品の開発と金融技術革新にもとづくドル残高の投資的性格の強化によって補強されることになった。言葉を換えれば、規制がなく豊富な金融資産運用先を提供するアメリカの国際金融市場としての優位性にますます多く依存するようになったと言えよう。アメリカの国際金融市場の優位性を支える条件としては、次の4点が指摘されている³³⁾。第1に、高度に発達した市場であること、第2に、非居住者に対して開放されていること、第3に、国際資金移動が国内市場におよぼす影響を吸収できるほど金融市場ひいては経済力が強大であること、第4に、国内通貨が国際通貨として広く受容されていること。

同時にドル残高保有の主力となった民間保有分の中心を占めるのが多国籍銀行の自行内本支店取引であることは、決済目的の保有をふくみながら、収益極大化のための効率的資金移動という独自の論理で動く部分が大いことを意味し、さきに述べたようにドル残高の不安定性を表わすものでもある。国際金融市場としてのアメリカの地位は、その点でもドル残高の動向に影響をおよぼす。

これらの事態は、各国の金融自由化、国際金融市場の発展と市場間の競争の激化とともに進んだのであり、それは瞬時の国際的資金移動の可能性を高め、金融技術革新にとまらうリスクを増大させることにもつながっていた。その意味では、金融資産の性格を強めてきたドル残高の不安定性はいっそう強まったとも言えるのである。

<注>

- 1) 木下悦二『国際経済の理論』有斐閣、1979、第5章。
- 2) 奥田宏司『多国籍銀行とユーロカレンシー市場』同文館、1988、50ページ。
- 3) ドル価値安定構造の変化と国際金融市場の構造変化との関連については、詳しくは、拙稿「1980年代の国際通貨ドル」経済科学論集、第16号、1990、を参照。
- 4) P. F. Drucker, The New Realities, U. S. A. 1989, 邦訳、上田惇生、佐々木実智男訳『新しい現実』、ダイヤモンド社、1989、172-182ページ。
- 5) 経済企画庁『世界経済白書平成2年版』、344ページ。
- 6) Bank for International Settlements (BIS), 60th Annual Report, 東京銀行調査部訳『国際金融レポート'90』経セミ増刊、246ページ。

- 7) 同上, 248ページ。
- 8) 詳しくは拙稿「変動相場制下におけるアメリカの資金循環構造の変化」参照, 経済科学論集, 第11号, 1986年3月。
- 9) BIS, Survey of Foreign Exchange Market Activity, 邦訳, 「世界の外国為替市場取引」, 『東京銀行月報』, 1990年5月, 28-54ページ。なお, この調査には西ドイツ, ルクセンブルグなど一部のもれはあるが, いままで実施された調査のなかでもっとも総合的なものだとされている。
- 10) 前掲拙稿, 163ページ。
- 11) この調査では, スワップ取引については片方のみが先物として計上されている。
- 12) 直物取引の総取引高に占める割合, 1977; 55.2%, 1980; 64.2%, 1983; 63.0% (以上 NY 連銀調査, 前掲拙稿参照), 1989; 63.2% (BIS 報告)
- 13) Roger M. Kubarych, Foreign Exchange Markets in the United States, 1983, Federal Reserve Bank of New York, 邦訳, 東京銀行ニューヨーク支店「アメリカの外国為替市場」16-17ページ。
- 14) 前掲拙稿, 159ページ。
- 15) R. M. Kubarych, op. cit., 邦訳40-41ページ。
- 16) 木下悦二氏は, この点について, 純粹に投機市場の性格を持つ取引所取引の役割が大きくなったことで, 80年代に入って為替市場の浮動性が一段と強まったことと相まって, 為替投機の影響が外国為替市場全体に広がりつつあるといえると指摘している。木下悦二『外国為替論』有斐閣, 1991, 92ページ。
- 17) R. M. Kubarych, Money in International Exchange: The Convertible Currency System, 1979, 鬼塚雄丞, 工藤和久, 河合正弘訳『国際通貨・金融論』日本経済新聞社, 1985年, はしがき。
- 18) R. I. McKinnon, ibid., 邦訳, 13ページ。
- 19) ibid., 同上, 33ページ。
- 20) 「為替媒介通貨論」についての整理は, 奥田宏司『多国籍銀行とユーロカレンシー市場』同文館, 1988, 19-41ページ, および山本栄治『基軸通貨の交替とドル』有斐閣, 1988, 178-208ページ, 参照。
- 21) R. I. McKinnon, op. cit., 邦訳29ページ。
- 22) R. M. Kubarych, op. cit., 邦訳1ページ。
- 23) この点については, 奥田宏司, 前掲書がすでに明らかにしている, 42-47ページ。
- 24) BIS, 58th Annual Report, 『国際金融レポート' 88』, 208ページ。
- 25) 82年の民間保有財務省中・長期証券は, 129億ドルで全体に占める割合は5%弱, 国際機関保有分は46億ドル1.6%。
- 26) 中尾茂夫『世界マネーフロー』同文館, 1988, 183ページ。
- 27) R. M. Kubarych, op. cit., 邦訳77ページ。

- 28) BIS, 53 th Annual Report, 東京銀行調査部訳『世界金融経済年報1982-83』十一房出版, 80ページ。
- 29) 小西一雄「過剰ドルと今日のドル体制」上, 『金融経済』191, 1981, 64ページ。
- 30) BIS 58 th Annual Report, 邦訳, 223-4ページ。
- 31) *ibid.*, 59th, 邦訳, 233-4ページ。
- 32) 中尾, 前掲書, 183ページ。
- 33) 佐久間潮, 打込茂子『アメリカの金融市場』東洋経済新報社, 1982, 117-8ページ。
(1991 11 脱稿)