

# 経 済 研 究

第 34 卷 第 1 号

Jan. 1983

Vol. 34 No. 1

## 国際通貨ドルと国際的信用制度\*

深 町 郁 彌

### I 問題と分析視角

最近「ドル本位制」という用語がしばしば用いられている。それは、金・ドル交換性の停止に続く変動相場制のもとで、アメリカ以外の主要資本主義国通貨当局の為替市場にたいする公的介入が依然行なわれ、過剰ドルの累積がユーロダラーをも含めて巨額に達しているにもかかわらず——否むしろそのことを前提として——ドルが基軸国際通貨として機能している状況を指している。これは古典的金本位制と結びついて、また近代的外国為替制度の形成に立脚して、ポンドが国際商取引次元での契約通貨、銀行間為替市場での取引決済通貨たることによって、基軸国際通貨の地位にあった状況と大きく異なっている。ドルの基軸通貨としての地位はブレトン・ウッズ体制下で確定した。両大戦間でも、上述の民間レベルの契約通貨、銀行間取引決済通貨としてはポンドの地位の方が高かった。為替取引による国際決済と結びつけて行なわれる貿易金融ではポンドが用いられる比重の方がはるかに高かった<sup>1)</sup>。ドルの地位を決定的

にしたのは、ブレトン・ウッズの固定相場制でドルのみが公定金価格で公的レベルの金交換性をもつことによって他国通貨のレート固定の基準となり、各国通貨当局がドルを介入のための準備としてもち、為替市場介入を行なうにいたったことにもとづいている。為替市場をつくり上げていく民間銀行のドル運転資本(working capital)にたいする特別の需要がそれに対応して生じるにいたった<sup>2)</sup>。準備通貨、介入通貨から銀行間の取引決済通貨、媒介通貨、そして商取引次元の契約通貨という下降序列で、ドルの基軸通貨としての地位は確定していったといえるであろう。1960年代のドル危機の進行と並行してそうなったのである。

「ドル本位制」という用語が用いられるさい、それは変動相場とのかかわりで銀行間為替市場における取引決済通貨、媒介通貨としてドルの比重が圧倒的に巨大であり、それとのかかわりで国際金融としてのドル・ファイナンスがますます大きくなりつつあるという現実にもとづいている。変動相場制になって、商取引次元のドルの契約通貨

1968, p. 206.

2) *Ibid.*, p. 505. また小稿「世界経済の構造と国際通貨」『現代世界経済と国際通貨』(経済理論学会年報第19集), 青木書店, 1982年参照。

\* 本稿は、昭和57年度文部省科学研究費・総合研究(A)による研究の1部である。

1) Hirsch, F., *Money International*, Pelican Book,

としてのシェアは、ヨーロッパ諸国の輸出の自国通貨建使用を中心に若干後退している。また各国通貨当局の保有する準備通貨としてのドル——U. S. ドルとユーロダラー——の総額は急増したが、そのシェアは低下してきている。この2つの位相でみると国際通貨の多様化(diversification)が進行しているといえる。銀行間市場における取引通貨、媒介通貨、そしてドル・ファイナンスの増大とは逆の傾向を示しているのである。

「ドル本位制」という用語で表現される変動相場制下の基軸通貨制というのは、まったく新しい経験である。筆者はこのドル基軸通貨制が今日の世界経済体制をどう規定しているかを分析することを目指している。70年代以来のユーロカレンシー市場を回路とする短期資本移動の活発化、インフレーションの高進、そしてユーロダラーをも併せた金融資産の造出・累積——架空な貨幣資本の過剰蓄積——には、このドル基軸通貨制の機能が深く結びついていることが明らかにされなければならない。

この分析を筆者は変動相場が為替取引にどういう作用をもたらしたかを追究することからはじめる。非銀行企業、とくに多国籍企業と為替銀行のヘッジ、カバー操作に注目したい。この点は国際的信用の需要要因の分析にかかわっている。それともう1つ、国際的信用を供与する国民的信用・銀行制度が管理通貨制下のそれであることに着目しなければならない。この点ではまず基軸通貨国アメリカが対象となる。こうした分析視座に立つことによって、変動相場と基軸通貨ドルとの組合せのもとでの国際的信用制度の変貌が明らかにされるはずである。

## II 変動相場制と国際金融の展開

1968年の「金の二重価格制」、71年の金・ドル交換性の停止、そして平価調整後のセントラル・レート設定、ワイダー・バンドによる公的介入、相場維持という「スミソニアン体制」の73年のはじめの崩壊という経過で、アメリカ、EC、日本等主要国間の国際通貨体制は変動相場制に移行した。時期区分という点からいえば、74-75年の恐

慌への高まりがこうした固定相場制から変動相場制への移行に重なり合っていた。60年代末にすでに景況は資本の過剰蓄積局面に達していたが、アメリカを先頭に主要諸国はさらに積極的財政・金融政策にもとづく景気刺激策を採るにいたった。その結果60年代の技術革新投資による長い景気高揚局面は、OPEC諸国の石油価格の4倍上げを引き金とした74-75年恐慌として終焉を迎えたのである。景気循環のレベルでは、この恐慌に続く不況局面でアメリカは基軸通貨国の特権的地位を利用して再度いち早く財政・金融政策を用いて景気刺激策を採り、国内的には76-78年の耐久消費財中心のブームを盛り上げるようになった。また国際的には発展途上国(中進国)の工業化プロジェクトのため生産財需要が拡大し、南北間を軸に世界市場の拡大がみられた。

以上のべたところまででは、73-74年のインフレーション抑圧のために金融引締め措置が採られた以外は、アメリカは傾向として国内景況とのからみで積極的な財政・金融政策を採り続けてきた。76-78年の国内消費ブームは、財政スペンディングと金融緩和に基礎づけられた消費者信用拡大に下支えされたものであった。また73年のOPEC諸国の石油価格引上げの条件を形づくったのは、ドルの国際的供給、準備通貨ドルの急増、ドル相場の低落にほかならなかった。76-78年の発展途上国(中進国)の工業化プロジェクトを可能にしたのも、ドル供給の加速化、ユーロダラーも含めた過剰ドルの累積、それらの基礎のうえでのユーロ銀行の過当競争を媒介にした豊富なドル・ファイナンスの進行であったといえる。

ところでもう1つつけ加えなければならない。78年11月からアメリカは金融引締め政策に方向転換するが、それが決定的となったのは、79年11月にそれまでのフェデラル・ファンド・レートの動きを指標とする政策運営を止めて、マネー・サプライ抑制、それを目標とする金融政策に移ってからである。76-78年の積極的財政・金融政策に支えられた消費ブームは、ドルの国際的供給の加速、ドル相場低落に連動してOPEC諸国の2回目的大幅石油価格引上げを誘い、それを引き金到高

表1 米国の国際収支

(単位 10 億ドル)

	1950~57	1958~64	1965~69	1970~74	1975~76	1977~78	1979	1980
商品・サービス収支	3.6	5.5	5.4	5.3	16.3	-8.9	7.0	10.8
うち: 貿易	3.1	4.5	2.8	-2.1	-0.1	-32.3	-27.3	-25.3
投資収入	2.7	4.0	5.5	9.9	14.4	19.8	33.4	32.7
金融移転	-4.5	-8.0	-5.5	-18.6	-26.7	-26.5	6.6	-19.4
一方的移転(除軍事支出)	-2.8	-2.5	-3.0	-4.4	-4.8	-4.9	-5.6	-7.1
政府(除準備資産)	-0.3	-1.1	-2.0	-1.5	-3.8	-4.2	-3.8	-5.2
米国銀行(ネット)	0.1	-0.2	3.5	-4.1	-11.6	-10.4	6.4	-36.2
米銀の債権	-0.3	-1.1	-0.1	-6.6	-17.5	-22.2	-26.2	-46.9
米銀の債務	0.4	0.9	3.6	2.5	5.8	11.8	32.6	10.7
その他米国海外民間資産	-2.3	-4.1	-6.9	-11.4	-22.5	-22.2	-31.5	-24.5
米国内海外民間資産	0.5	0.5	3.1	6.1	7.9	10.2	20.0	24.0
誤差脱漏	0.3	-0.5	-0.2	-3.2	8.1	4.9	21.1	29.6
SDR の配分				0.5			1.1	1.2
SDR・金融取引合計	-4.5	-8.0	-5.5	-18.1	-26.7	-26.5	7.7	-18.2
準備資産取引(+; 減少)	0.9	2.5	0.1	12.9	10.5	35.4	-13.7	6.4
米国準備資産	0.1	1.2	0	0.7	-1.7	0.2	-1.1	-8.2
米国にたいする外国通貨当局の債権(+; 増加)	0.7	1.3	0.2	12.2	12.2	35.2	-13.6	14.6

(出所) Stephan V. O. Clarke, "Perspective on the United States External Position since World War II," FRBNY, *Quarterly Review*, Vol. 5 No. 2, Summer 1980, p. 24 による。ただし 1979 年, 80 年については, *Survey of Current Business*, Dec. 1981 により修正, 追加した。

率インフレーションが爆発した。金融引締めはそれの抑圧を目指したものにほかならなかった。しかしその結果は、高率インフレーションに加うるに激しい変動をともなった高金利の国際的波及、そして乱高下をうちに含んだドル相場の高騰であった。国内金融市場には国債をはじめとする金融資産が、そしてユーロ市場にはユーロ預金・債券などの金融資産が厚い層をなして累積している今日の管理通貨制下の状況では、金融引締めのインパクトはそれらに遮られてなかなか商業流通、一般的流通の基底にまで達しえなかったというべきであろう<sup>3)</sup>。

さて 1970 年代の変動相場制のもとであらわれた新しい現象は、資本移動が活発かつ大幅化し、貿易収支(あるいは経常収支)と国際収支の乖離が大きくなったことである。表 1 の国際収支表でこのことを確かめてみよう。まず貿易収支は、70-74 年, 75-76 年には年平均でみてほぼ均衡しているのであるが、それ以後 77-78 年, 79 年, 80 年には赤字に転落してしまっている。この点にかんして一言つけ加えておこう。ドルの実効為替相場

は、73-78 年のあいだ低落し続けその下落幅は 20% を超えている。そして 78-81 年の頂上までをとると、金融引締め・高金利による上昇幅は 25% に達している<sup>4)</sup>。73-78 年の上記の実効ドル相場下落幅を念頭に置くと、70 年代貿易収支が改善されず、77-78 年に赤字に転落したことは、為替相場下落の貿易収支改善効果が有効に機能していないことを示しているといえよう。それをカバーしているのが対外投資収入の増大である。その結果商品・サービス収支では 77-78 年を除いて一応黒字を維持している。しかし 60 年代と比べて 70 年代に特徴的なのは、金融収支の赤字、なかでも民間レベルの資本流動が大幅になってきていることである。

もう少し内容に立入ってみよう。資本移動は、「米銀債権」「米銀債務」、両者のネットを示す「米国銀行」、そして非銀行企業、個人の「海外民間資産」取得=資本流出、海外の非銀行企業、個人の「米国内民間資産」取得=資本流入から成って

4) The Annual Report of the Council of Economic Advisers, *Economic Report of the President*, U. S. Government Printing Office, 1982, pp. 170-172 (経済企画庁調査局訳『アメリカ経済白書』大蔵省印刷局, 1982 年, pp. 200-202)。

3) 小稿「管理通貨制と貨幣資本蓄積の現段階」『金融経済』第 197 号(1982 年 12 月)参照。

いる。米銀の「債権」「債務」に示される資本流  
出入には短期、長期の資本のそれが含まれている  
(この点については後述)。非銀行の資本流入は  
直接投資、証券投資、その他の資本を合計したも  
のである。流出入の差額を示すネットではなく、  
「米銀の債権」、非銀行の「米国海外民間資産」に  
示される資本流出=国際的信用供与をみると、そ  
れらは75-76年以降いちじるしく増勢を示してい  
るのが目につく。74-75年恐慌後不況からの脱出  
のため他国に先馳けて積極的財政・金融政策によ  
る国内景気刺激策を採ったことが契機になってい  
るようみえるが、79年の金融引締めへの巡回後  
もその増勢は依然続いている。「誤差脱漏」は短  
期資本の移動とみなしてよい。それまでを含めた  
「金融移転」(ネット)では79年は黒字となり、80  
年も赤字幅の縮小がみられる。金融引締め・高金  
利による資本流入の影響が出ているのである。な  
おつけ加えると「米銀の債務」増加には、米銀が  
国際的信用をあたえたことにもなうドル建短期  
債務の増大が大きな割合を占めている。

そこでアメリカ所在商業銀行の対外債権つまり  
国際的信用供与の状況をもっと詳細にみておこう。  
表2では1年以内の対外短期債権の増減(年平均)

表2 米国所在銀行の対外短期債権(増減)  
(単位100万ドル)

	1970-74 (年平均)	1975-77 (年平均)
ドル建債権合計	5,686	13,317
貸付金計	1,708	2,887
対公的機関	22	212
対銀行	1,185	1,883
その他	501	783
コレクション	722	179
アクセプタンス	1,600	991
その他	1,655	9,258
外貨建債権計	123	301
外国政府証券等	29	55
預金	23	90
その他	32	156
総計(ドル建+外貨建)	5,813	13,618
ドル建債権に占めるコレクション、アク セプタンスの比率	40.8%	8.8%

(出所) 小著『現代資本主義と国際通貨』岩波書店 1981, p. 141 表  
3-15 より作成(原資料 Federal Reserve Bulletin)。

を示しているが、表3では国際収支表示の改定のため短期、中長期を合計した対外債権の増減を掲  
げている。まず第1に目につくのは、「ドル建債  
権合計」の加速度的増加である。70-74年には短  
期債権増加57億ドルであったものが、80年には  
債権増が448億ドルに達している。77年までの  
短期、中長期の割合からみて、80年の短期が90  
%程度を占めていると推定しよう。そうすると  
短期債権の年間の伸びは7倍に達している。しか  
し70-74年と75-77年の平均を比較してもそれは  
2.3倍に供給が増えているのが目につく。併せて  
注目したいのは、ドル建債権に占めるコレクシ  
ョン(代金取立手形)とアクセプタンス(引受手形)  
の比率が70-74年には41%であったものが、  
75-77年には9%ほどに激減していることであ  
る。78年に激増したドル建債権は金融引締め策  
の採られた79年には若干落込みをみせるが、80  
年には再び増大テンポに移っている。79年に26  
%となったコレクション、アクセプタンスの比率  
は80年にはまた19%に低下している<sup>5)</sup>。もう1

表3 米国所在銀行の対外債権(増減)  
(単位100万ドル)

	1978	1979	1980
ドル建債権合計	32,117	26,704	44,777
銀行の自己債権	n.a.	17,975	38,759
対公的機関	n.a.	4,885	5,006
対本支店	n.a.	5,359	17,656
対銀行(他行)	n.a.	435	9,288
その他外国人	n.a.	7,296	6,809
銀行顧客の債権	n.a.	8,729	6,018
うち: 譲渡可能定期預金証書	n.a.	7,589	2,474
コレクション・他	n.a.	665	3,615
外貨建債権計	1,514	-836	2,071
銀行の自己債権	n.a.	-1,059	1,704
銀行顧客の債権	n.a.	223	367
総計(ドル建+外貨建)	33,631	25,868	46,947
ドル建アクセプタンス	n.a.	6,251	4,694
ドル建債権に占めるコレクシ ョン、アクセプタンスの比率		25.9%	18.6%
ドル建債権に占める「対本支店」 貸付の比率		20.0%	39.4%

(出所) Survey of Current Business, June 1980, Dec. 1981 より作  
成。

5) 上述のコレクション、アクセプタンスの比率は

つつけ加えておきたいのは、ドル建債権に占める「対本支店」貸付についてである。これは77年の国際収支表示の改定で自立した項目として掲げられるようになったものである(77年までは「対銀行」に続く「その他」に含められていた)。

若干の説明を加えておこう。ここでのアクセプタンス(引受手形)とは、商取引にもとづいて非銀行の顧客が振り出した期限つき取立為替手形に他行が引受信用を付与した——支払保証をあたえた——ものを、アメリカの銀行が買い取り(割引)、その期限まで保有しているものである。これにたいしてコレクション(代金取立手形)とは、同種の期限つき取立手形を銀行が顧客から取立依頼され保有しているものであり、その期限到来をまって支払を受け顧客に取り次ぐ点、それ以前に手形割引のかたちで買い取るアクセプタンスとは異なっている。だがここで重要なのは、これら2つが商取引にもとづいて形成されたドル建債権を示すとみれることである。周知のように取立為替(逆為替)は、国際的商取引の決済を為替手形の買取り(割引)による貿易金融と結びつける荷為替制度として発展してきた。一言つけ加えると、この場合商業信用状の発給にもとづいて銀行(原初的にはマーチャント・バンカー)が商品輸出者の振り出す取立手形にあたる引受信用=支払保証が、その手形を銀行引受手形という利子生み資本の投下対象となる貨幣請求権、金融資産の1つに転化させるのである。だがここでは、それらが商取引に由来するドル建債権であることに注目されたい。

こうしたコレクション、アクセプタンスのドル建債権に占める比率が、74-75年以降急激に低下しているのである。もっと時期区分を正確にとれば、73年の「スミソニアン体制」の崩壊後にそうなっているというべきであろう。そうしてこれらについても1つ注目されるべきことは、金融引締めが行なわれると、79年にそうであるように、コレクション、アクセプタンスの比率が上昇する

年間増減にもとづいて算出されている。小西一雄「過剰ドルと今日のドル体制(下)」『金融経済』192号(1982年2月)は、この比率の低下を債権残高によって59-79年にわたって計算している。

傾向をみせていることである。

ドル建取立為替が用いられるのは、ドル金融市場から貿易金融の利便をうけるためである。国際通貨のもっとも基底をなすのは、国際的商取引のレベルにおける契約通貨の規定である。最新の推定では世界の輸出額に占めるドル建の比率は55%(アメリカの輸出のシェア12%)である。ちなみにドイツ・マルク建14%(輸出11%)、円建1.3%(輸出7%)となっている<sup>6)</sup>。このドル建比率の輸出シェアをはるかに超える高さは、品目的には石油をはじめとする第1次産品の取引で、そして地域的には中近東、アジアの諸国からの輸出入で、第三国間貿易でもドル建が使用されていることにもとづいている。この点は、地域的には自国通貨建の輸出比率の高い西ドイツをはじめとするヨーロッパ諸国でも、輸入では原材料の割合が高いのでドル建が依然として多く用いられていることに反映されている。石油をはじめ第一次産品の輸出国は多く低開発国であり、輸入国までの輸送に長い日時を要するので荷為替制度を用いて貿易金融を受けなければならない。それがドル金融市場に求められているのである。このことが輸出側からのドル建使用の大きな理由であろう<sup>7)</sup>。

いずれにしろコレクション、アクセプタンスは国際的商取引を基礎にしたドル建債権の形成を示しているといえる。そうすると、74年以降のドル・ファイナンスの増大は、変動相場移行にともなってそれ以外のルートでのアメリカの銀行からの国際的信用供与にもとづくといわなければならない。今日では国際金融のための手段と市場は多様化してきている。非銀行レベルでもインパクト・ローンと呼ばれる短期借入、CPや社債など債券形態を利用する方法が用いられる。またその

6) *Financial Times*, 8 Feb. 1982.

7) 西ドイツをはじめヨーロッパ地域諸国では、輸出にかんして自国通貨建の使用が高く、それにもとづいて国際商取引での各国通貨の対称性、国際金融の対称性が強調されるにいたっている。荷為替制度にかかわる国際通貨、国際金融での非対称性に対置されて、国際通貨の多様化・分散化論の拠りどころとされている。だがこの議論では、銀行間取引決済通貨、媒介通貨次元の認識論理が欠如している(小著『現代資本主義と国際通貨』岩波書店、1981年、第6章参照)。

表 4 アメリカ為替市場の取引内容

(単位 10 億ドル)

	1977年4月 (41行)	比 率	1980年3月 (41行)	比 率	1980年3月 (90行)	比 率
取引高総額	106.3	100.0%	325.8	100.0%	491.3	100.0%
銀行間取引					449.7	91.5
直物取引	58.7	55.2	216.0	66.3	315.4	64.2
銀行間取引	54.0	50.7	206.1	63.3	300.4	61.1
ブローカー経由	23.1	21.7	104.3	32.0	162.5	33.1
対顧客取引	4.7	4.4	10.1	3.1	15.1	3.1
先物取引	5.6	5.3	22.4	6.9	29.4	6.0
スワップ取引	42.1	39.6	87.2	26.8	146.5	29.8

(出所) Patricia A. Revey, "Evolution and Growth of the United States Foreign Exchange Market,"  
FRBNY, *Quarterly Review*, Vo. 6 No. 3, Autumn 1981, p. 34 より作成。

市場も国民的金融市場だけでなくユーロ市場に広がっている。さきにアメリカの金融引締め時にはコレクション、アクセプタンスの比率が上昇することを指摘しておいた。上述の点を念頭に置くと、金融緩慢で銀行の貸出・資金供給面での競争が激化しているさいにはより容易かつ安価な新しい資金調達方法が用いられ、金融引締め時には荷為替制度にもとづく引受手形の割引といった資金調達の比重が高められていると推定することが可能である。

さて変動相場制下におけるアメリカの銀行からのドル・ファイナンスのルートとしてその比重が増大したのが銀行間、とくに本支店間のそれである。国際的信用制度という視座からみると、このルートの肥大化の基底にあるのは、ユーロ市場を金利裁定の伝達回路とする各国金融市場の国際的統一である。この課題への接近のためには、このルートを通じるドル・ファイナンス需要増大と変動相場とのかかわり、そしてまたその供給を可能にする基軸通貨国アメリカの管理通貨制と信用・銀行制度の特殊な態様が問われなければならない。

### III 変動相場と企業、銀行の為替・金融操作

変動相場制は企業にとって貿易、海外投資のいずれの面でもリスク(あるいは不確実性)の「新しい領域」をつけ加えることにはなったが、それらの拡大に衝撃をあたえてはいない。これはアンケート調査にもとづいて「30人委員会」がまとめた結論である<sup>8)</sup>。ミクロ的・個別資本的には広範

にヘッジ、カバー操作を行なうことによって、そのコスト負担の増加はあったとはいえ、変動相場にうまく対応してきた。ところがそうしたマイクロ・レベルの企業行動の結果生ぜしめられているのが、変動相場にともなう為替取引高の急増、ドル供給を中心とする貨幣資本の過剰供給・蓄積といったマクロ的現象である。こうしたマイクロとマクロとの関連を明らかにすることがここでの課題であるが、まず変動相場のもたらした為替取引高の増大をみておこう。

ニューヨーク連銀は、1977年4月と80年3月にアメリカの為替市場のサーベイを公表した<sup>9)</sup>。一言しておく、77年は金融緩和でドル相場が弱くなっている時であり、79年10月の引締めへの旋回で80年3月は強くなっている時である。表4によれば、この3年間に同じ41行を対象にした為替取引高は3倍強に急増している。80年90

8) Group of Thirty, *Foreign Exchange Markets under Floating Rates*, New York, 1980, pp. 7-8, 44-45. 一言しておく、変動相場移行前には企業が為替リスクを回避するために求める先物為替ファシリティの供給が不足するため企業がヘッジ操作を十分行なえず、そのことが貿易、海外投資の拡大を妨げることを指摘し、変動相場制反対の根拠とする議論があった(たとえばアインチッホ著、幸田精蔵・山口雅仁訳『変動相場制論批判』東洋経済新報社、1981年(原著1970年)第13章参照)。たしかに「30人委員会」の調査も、1年をこえる先物為替の出合いが少ないこと、それを用いるヘッジ操作のコストの高いことを指摘しているが、貿易、投資の拡大を阻害しているとはみられていない、とまとめているのである。

9) FRBNY, *Press Release*, No. 1371, 23 June 1980.

行ベースの銀行間取引と対顧客取引の区別では、前者が92%の高い比率を示している。取引内容では2つのサーベイの比較では、取引高総額に占める直物取引の比率の増大、先物取引の比率の微増、スワップ取引の減少という傾向が読みとれる<sup>10)</sup>。このような銀行間為替市場に傾斜した直物取引の比率上昇をとまなう為替取引高の急増の理由、そしてそれと銀行間の国際的信用増大との関連を探ることがここでの課題である。

変動相場制は、国家が固定相場制の為替市場介入操作によって民間レベルの為替リスクを回避させ引受ける装置の喪失を意味する。「スミソニアン体制」やEMSのような固定価格での金交換性をもたず、公的市場介入だけで為替相場の釘付けをはかるシステムでも、それがうまく機能するとすれば、民間レベルの為替の売持ち(買持ち)を通貨当局が反対方向の売買操作を行なうことによって民間レベルではスクエアに持ち込み、自らがそのポジション、そして為替リスクも引受けるからである。これは、通貨の金内容の保証は失われてはいるが、対外「通貨価値」の保証という意味で、価格の度量標準の確定性保証のもっとも疎外された形態といえる。変動相場制では国家がかかる保証システムを放棄したわけであるから、民間レベルの為替銀行、企業、個人はカバー、ヘッジ操作で自ら防衛措置を採らざるをえなくなる。

非銀行企業から銀行へと上向していこう。多国籍企業の展開にとまなって企業レベルのヘッジ操作は、たんなる商品輸出入、商品在庫、金融資産(負債)から貸借対照表上の全資産に及ぶにいたり、その手段も為替操作から金融的操作へと多様化してきている。このヘッジ操作の必要をいちじるしく増大させたのは、アメリカの財務会計基準審議会(FASB)の準則などのような多国籍企業の連結

貸借対照表・財務報告に為替相場変動による評価を反映させる措置が採られるにいたったことである。これを前提すると企業税率の上昇でさえヘッジの規模を大きくする。そしてこのようなたんに財務報告のための通貨換算による評価上の為替被曝(translation exposure)がヘッジ操作を増大させると、国際貿易とは無関係な短期資本移動のフローが自動的に増大させられることになる<sup>11)</sup>。

ヘッジ手段としての多国籍企業のグループ内部における互いにバランスすると考えられる2種以上の通貨建の項目のネットティング(相殺)、あるいは銀行等の仲介による異なった国の企業のあいだのそれぞれの通貨による並行貸付(parallel loan)などは為替取引、資本移動をとまなわない。また多国籍企業が組織的に用いるリーズ・アンド・ラッグズは、それ自体としては支払猶予の信用期限の伸縮にほかならない<sup>12)</sup>。ここでは先物為替および金融市場での貸借利用だけを考慮すればよい。6ヵ月位までの期間のヘッジ操作には先物為替契約あるいは金融市場、とくにユーロカレンシー預金と借入が用いられ、それを越すと為替の出合いが少なく、コストが法外に高くなるので1年を越す長期では短期とは逆に金融市場の利用が圧倒的になる、といわれている。

非銀行企業のヘッジ操作のための先物為替買いが銀行間為替市場での直物取引と短期資本移動をひきおこすのは、企業にたいして先物為替売りを行なう銀行が自らの為替ポジションをカバーするために金利裁定取引を行なうからである<sup>13)</sup>。アメリカ企業がボンド相場の上昇を予想して90日の先物ボンドを買うとしよう。銀行は先物ボンド売りによって生じるボンド売持ちをカバーするため

11) Blin, J. M., S. I. Greenbaum and D. P. Jacobs, *Flexible Exchange Rates and International Business*, British-North American Committee, 1981, pp. 26-29.

12) Prindl, A. R., *Foreign Exchange Risk*, John Wiley & Sons Ltd., 1976(安楽孝雄訳『為替リスク』プレジデント社, 1978年, 第7章参照)。

13) Blin, J. M., *et al.*, *op. cit.*, p. 50. Hilley, J. L., C. R. Beidleman and J. A. Greenleaf, "Why There is no Long Forward Market in Foreign Exchange," *Euromoney*, Jan. 1981, pp. 94-95.

10) 念のため一言つけ加えておくと、80年3月にスワップ取引の伸びが直物取引等に比べて低く、比率の低下をみせていることは、79年10月の金融引締め・高金利でドル相場が予測をも含めて強かったことによると思われるので、必ずしも一般化できない。この時期以後本国通貨の相場の弱体化・乱高下の予想される国ではむしろスワップは増大している。たとえば最近の東京為替市場の動きがそれを示している。

に、直物ドル売り・ポンド買いを行ない、90日満期のユーロポンド建金融資産に投資する。これで銀行は先物ポンド売りで発生したポンド建偶発債務をポンド建債権でカバーする(先物カバー付金利裁定)。90日後には、満期到来した金融資産の手取金で銀行は先物ポンド売り契約を履行できる。銀行間市場レベルで直物が替取引、ドル→ポンドの資本移動がひきおこされている。ここでさきのニューヨーク連銀のサーベイで銀行の対顧客が替取引高が10%以下にすぎなかったことを想起されたい(銀行間取引92%)。銀行はユーロ市場での各通貨間の金利を基準に金利差を求めまた持高のカバーを求めて為替操作を展開していく。サーベイを分析したニューヨーク連銀のレヴィは、直接の対顧客取引は10%以下であっても、それから連鎖状に広がる為替取引は、為替取引高総額の50-60%にも達するという推定を加えている<sup>14)</sup>。

企業がヘッジ操作のために行なう金融市場、とくにユーロ市場を利用する預金・借入が、そこでの各通貨間の金利変動、各通貨市場間の金利裁定による資本移動をひきおこすことはもはや指摘するまでもない。さきの為替利用によるヘッジ操作も結局そこに帰着している。今日異種通貨間の裁定は諸ユーロカレンシー市場間でなされている。だがユーロダラーとU.S.ドル間のようにユーロ市場と国内市場のあいだにも同種通貨間の金利裁定が進行する。だからそうした関連を通じて多国籍企業の展開によるヘッジ操作は、為替市場、国際金融市場の取引高の増大と激動のもっとも大きな起動因であったことが強調されている<sup>15)</sup>。

以上にさらに為替銀行それ自体の独自の為替操作による影響がつけ加えられなければならない。レヴィの推定によれば、急増した為替取引高の40-50%がこれで説明さるべきである。銀行は1974年のヘルシュタット銀行の倒産以後基本的に為替の持ちをオーバーナイトでも持たないでカ

バーをとるようになってきている。各国の通貨当局の持高規制も厳格になってきている。このことは、銀行がグローバルに展開するカバー取引のための操作で取引高が増加することを意味している。市場金利と為替相場の乱高下が激化すると——とくに79年10月の金融引締め以降——、一方ではこの基本姿勢は為替の持ちをますます短期化するというかたちで維持されながら、他方ではその短期化しつつある持ちの時間内ではむしろ相場変動と顧客の需要を予想して積極的に為替の持ちを造出する傾向も強まってきていると指摘されている。鞘取り目あての銀行の為替操作の積極化・投機化といえる<sup>16)</sup>。直物為替取引率の上昇をともなった為替取引高の急増の半ばは、たしかにこうした銀行の為替操作のやり方の変化に由来するものとみてよいであろう。

さてこうした直物取引に傾斜した為替取引の急増が、国際金融市場にたいする短期資本需要要因たることは明白である。もちろんそれはドルに需要としてだけ出てくるわけではない。しかし銀行間為替市場でドルが取引決済通貨のみならず媒介通貨として圧倒的地位を占めている現状のもとでは、ドル・ファイナンスは量的、そして質的にも決定的な意味をもっている。「30人委員会」のものとめに応じた各国中央銀行の推定では、ロンドン、フランクフルト、チューリッヒの各為替市場ではドルを相手通貨とする取引が全取引高の90-99%を占めていた<sup>17)</sup>。前述のように金利裁定がユーロカレンシー市場の異種通貨間の金利差を基準に進行し、それが同種のユーロカレンシー市場と国内市場との金利裁定につながれていく現状では、国際的信用需要の大きさはユーロ市場での各通貨のシェアに反映されてくるとみてよい。74-76年に77-79%であった国際的銀行貸出に占めるドルの比率は、金融緩和の進行した77年54%、78年59%と低下したが、引締めで急旋回した79年に

14) Revey, P. A., "Evolution and Growth of the United States Foreign Exchange Market," FRBNY Quarterly Review, Vol. 6 No. 3, Autumn 1981, p. 34.

15) Coninx, R. G. F., *Foreign Exchange Today*, Revised ed. Woodhead-Faulkner: Cambridge, 1980, pp. 81-82.

16) Revey, P. A., *op. cit.*, pp. 33-37. こうした銀行の為替操作は、79年10月の金融引締め、金利変動の激化いちじるしく増大した、と指摘されている。

17) Group of Thirty, *op. cit.*, p. 15. 小著、前出、p. 302。

は63%と比率の上昇を示している<sup>18)</sup>。金融引締め・国際金融市場逼迫の時期にドル・ファイナンスの比率があがっているのに注意されたい。この点は、そうした引締め局面でユーロダラー金利の上昇がアメリカ国内金利の上昇を上回り、両金利の開きが大きくなるという傾向にもあらわれている<sup>19)</sup>。それは、ユーロ市場を介するドル需要の強さと、それに吸引されて金融引締め時にもアメリカ国内銀行からのドル・ファイナンスが継続することを示しているといえる。70年代の不況、石油価格の大幅上げは、主要工業国間および低開発国間——産油国と非産油国間——の不均等発展を激化し、経常収支の黒字国、赤字国への両極分解が進行した。従来強調されてきたドル需要の拡大要因である。実際のドル需要の増大の推定にはこうした要因を考慮に入れなければならないが、ここでは変動相場に特有な為替操作にとまなうドル需要拡大要因に注目しておきたい。ちなみに70年代にアメリカで理論的主流となった「ドル本位制」論は、アメリカの経常収支との関係のない、こうしたドル需要が銀行間市場のルートを通じる国際的信用供与によってドル流出が生じている現状に、その立論の足場を求めたものであった。

しかし不換の管理通貨制と変動相場制、そして外国通貨当局の市場介入という、これまで経験しなかった新しい組合せのもとでは、基軸通貨国アメリカからの国際的信用の供与は、その信用・銀行制度にほとんど金融逼迫の衝撃をあたえないものになってしまっている。今日ではドル・ファイナンスは文字通り「信用創造」のかたちであたえうようになっているのである。金本位制下の国際通貨ポンドの場合でも、ポンド建国際信用の供与はポンド残高の増大のかたちをとるが、日々決済さるべき国際収支=国際貸借差額がマイナスでポンド相場が金現送点にいたると、その差額は

民間レベルの金現送で支払われなければならないかった。この金がイングランド銀行の金準備から兌換によって入手されるとすると、市中の銀行システムの現金準備の減少、中央銀行の金準備の減少の二重の効果が生じ、それらは金融引締め、市場逼迫作用をもったわけである。ブレトン・ウッズ体制では、アメリカ側の金・ドル交換と諸外国通貨当局の為替市場への公的介入が固定相場を支えるシステムであった。そして実際には、諸外国の通貨当局が市場介入して買上げたドルはその多くが金と交換されないでそのまま積み上げられ、公的残高として保有された。このことは、民間のドル債権を通貨当局が肩代わりし、その金での支払を求めることを中断した状態を意味している。民間レベルのドル残高が取引決済通貨として用いられてもアメリカの銀行システム内部での残高の振替えが行なわれるだけで、当座預金形態にある残高全体には変動は生じない。通貨当局の介入・買上げが行なわれてもドル残高は変わらないが、この場合には当座預金からTBなどの証券への保有形態の転換が生じるであろう。いずれにしる銀行システムからの現金準備の流出は生じない。ただしあとの当座預金から証券への保有形態の転換には、部分市場間の裁定による金利変動をとまなうことがありえよう。外国通貨当局が保有公的ドル残高の金交換を求める場合には、さきの金本位制下と同様な逼迫要因として作用する。金・ドル交換性の停止はこの要因を取り去ってしまった。したがってドルの買上げ・保有をとまなう変動相場制は、基軸通貨国アメリカの信用・銀行制度にとって、全体としては国際的信用の供与が市場逼迫要因とならないシステムを完成させることになったのである。残るのは貸出の増大・債務の増大に対応して連邦準備の課す所要準備率による現金準備の拘束分が増えることだけである。外貨準備の変動が現金通貨量を増減させ、市中金融の状態に大きく作用する他の諸国との非対称性に注目されたい。この状況が変動相場制下のドル・ファイナンスの歯止めを喪失させた供給側の要因にほかならない。

18) Clarke, V. O., "Perspective on the United States External Position since World War II," FR-BNY *Quarterly Review*, Vol. 5 No. 2, Summer 1980, p. 28.

19) 東京銀行調査部訳『世界金融経済年報』(第51次国際決済銀行年次報告)十一房出版, 1981年, p. 143, 第10回参照。

#### IV むすびに代えて

以上、需要、供給の両面から、変動相場制下のアメリカからの銀行間市場レベルの国際的信用・短資移動の急増のメカニズムを検討してきた。一国の通貨が基軸国際通貨としての地位を占めるには、その国の金融市場が国際金融市場として機能するのが必須の条件であった。ポンドの場合に示されるように、こうした国際通貨国の信用・銀行制度の供給する国際的信用は、引受信用の供与にもとづいて貿易金融から銀行間市場での瞬間的国際収支差額を埋めるための本来の国際金融へと発展してきた。国際的信用制度は、国際的商取引決済手段としての外国為替取引に上述の銀行の利子生み資本運動が吸着していくことによって形成されてきた<sup>20)</sup>。ところで、変動相場制と基軸通貨制の組合せというドルにかんする新しい経験は、(1)商取引の決済とのかかわりのもとに形成される取立為替形態でのドル債権＝国際的信用の比重のいちじるしい低下、(2)そして多国籍企業のヘッジ操作、為替銀行の投機的色彩を強く内包したカバー操作によって、貿易高の10倍にも大きく膨張した為替取引にもとづいて国際的信用が展開してきていること<sup>21)</sup>、にほかならなかった。これは固定相場制の段階とは大きく異なった銀行間ルートにおけるドルの過剰供給、架空な貨幣資本造出のメカニズムである。

「一国が国際金融供与の絶頂に達するのは、同国がもっとも少なくしかそれをあたえる力をもた

なくなった、まさにその時期においてなのである」<sup>22)</sup>。これは、1968年にフレッド・ハーシュが準備通貨から銀行間決済通貨、媒介通貨へドルの使用が下降し、ドル・ファイナンス需要が増大した状況について先駆的にのべたものである。ドル・ファイナンスにたいする歯止めがかからなくなり、ユーロダラーとU.S.ドルを併せたドルの過剰累積が加速度的に進行しているのは、まさしく「ドルの衰退」を示すものである。79年10月からの金融引締めによる高金利の世界的波及は、ドルの基軸通貨としての大きさを見せつけたものであったが、同時にアメリカ自身によるドル相場回復手段としては異常に激しい金融引締め・高金利政策以外には手段が存在しないことをはっきりさせた。だがつけ加えておくと、金融引締め下でも依然銀行間のドル・ファイナンスは拡大し、短資移動をバランスさせたのは、高金利による流入が流出を相殺したからであった。したがって金融引締めが緩和されるとすると——それはアメリカ国内の景気刺激策の要求と他国からの基軸通貨ドルの価値安定の要請によろう——、拡大し続けるドル・ファイナンスだけが進行することになるであろう。国内金融市場における国債を核にした金融資産の累積と、こうしたドルの過剰堆積に示されるコントロールできない貨幣資本の過剰蓄積は、管理通貨制が予期せずして産み落した鬼子というべきであろう。基軸通貨ドルとこの貨幣資本の造出・累積は、今日の世界経済体制の枠組みを規定するものとなっているのである。

(九州大学経済学部)

20) 小稿「国際通貨——外国為替制度と国際通貨——」村岡俊三・奥村茂次編『マルクス経済学と世界経済』有斐閣、近刊。

21) 小著、前出、p. 299。

22) Hirsch, F., *op. cit.*, p. 208.