

Title	迷走するドル本位制
Author	片岡, 尹
Citation	経営研究. 56(4); 53-65
Issue Date	2006-02
ISSN	0451-5986
Textversion	Publisher
Publisher	大阪市立大学経営学会
Description	

Osaka City University

In April 2022, Osaka City University and Osaka Prefecture University merge to Osaka Metropolitan University

迷走するドル本位制

片 岡 尹

1. ドル本位制の秘密

リュエフは、「もしわたくしが代金を支払ったその日に勘定書の金額をわたくしに戻してくれることに同意する洋服屋をみつけたとしたならば、わたくしはあまり心配しないで新しい洋服を注文するであろう。そしてわたくし自身の収支は赤字になるだろう。これがアメリカ国際収支赤字の唯一の秘密である。すなわちアメリカは、赤字決済に用いたドルが金為替本位制を通じてその国に戻るために赤字となる。この点が基本的なものであり、その他のことは取るに足らないのものである」¹⁾と喝破した。これは金ドル交換停止前の発言である。それはもはや公然の事実である。しかし疑いもなく、ここに現在のドル本位制の最大の「秘密」がある。フランスは、そして日本を含めアメリカ以外の国は米国に商品を輸出するとドルを受け取るが、それを米国の銀行に預金する。国際決済の慣行に即して言うと、米国の輸入（その他の国からの輸出）代金は、米国内に所在する銀行に開設された、その他の国の銀行名義の預金への振込み（振替え）で受け取られる。米国を主語に書きなおすと、米国（の輸入者）が支払ったドルは、その日のうちに米国（に立地する銀行）に戻る。むしろ米国から出ることはない、と言ったほうが正しい。米国は赤字のまま、輸入を継続し、その他の国の預金は積みあがる。預金は金額に上限がないので、その限り米国の輸入にも限度がない。マッキノンがたとえていうように、「米国は無制限の、自国通貨建ての融資枠を世界から与えられている」²⁾ということになる。問題はふたつ、なぜ米国は輸入の代金をドルで支払うことができるのか、なぜ米国はいつまでも輸入超過を続けられるのか。あるいは、本当に「無制限」に輸入可能か。

国際決済の方法としては、ドルも、またユーロや円でも、コルレス残高（本支店勘定）を使用することに代わりがない。しかし戦前のポンドやIMF体制（1971年まで）のドルと現在のドルが決定的に異なることは、ドル預金は金と交換される経路をもはやまったく絶たれていて、金の国際間移転によって変化させられることはない、という点である。そうであっても、ドルは、ドルだけはといってもよい、国境をこえて、「無制限」に、受け取られる。さらにマッキノンは「米国が恵まれた、特別扱いをうける国際的な借り手であるという事実は、まさに偶然の賜物である」³⁾という。「偶然の賜物」とはIMF創設時に各国がドルで為替平価を表示した

という「歴史的偶然」⁹⁾を意味している。始源をここに求めるか否かは別にドルの今日の地位は、歴史的な事実を考慮しないと説明できないということには同意できる。ドル本位制は、国際的な貨幣制度・信用制度のある到達点を前提にして成立する概念である。以下ではドル本位制を歴史的な角度から、考察しよう。

ドル本位制は金・ドル交換停止以降の研究課題である。ドル本位制とは73年世界の主要国が変動相場制に移行した後の国際通貨制度をさす。もっとも、ドル本位制の定義は定まてはいないし、この課題がカバーする範囲に大方の同意があるのでもない。「本位」という用語が「価値尺度」と関係し、また連想させるので、用法を複雑にしている。関心のあり方から見ると、その研究は大きく二つに分けることができる。ひとつの課題は金交換を停止したドルの国際通貨としての特性を明らかにすることであり、もうひとつは、金がもはやどこにおいても流通しなくなった現代世界における貨幣機能を一般的に解明することである。後者の場合でも、ドルを現代貨幣の代表として取り上げ、ドルの特性の分析を通して貨幣の機能および形態の変化を考察するという手法をとり、ふたつの課題を関連させながら研究を行う¹⁰⁾。

近年、国際通貨の研究が顕著な発展をみせたことから、変動相場制のもとの国際通貨の特性がドル本位制論の中心的な課題となった。この研究は、さらに二分することができ、ひとつは国際通貨の中心的な機能は為替媒介通貨であると論じ、その機能が中心的な国際通貨を決定し、すなわち「本位」を定めるという新しい潮流である。換言すると、国際決済を軸に国際通貨を分析する。もうひとつは、国際流動性を主軸に国際通貨を検討する伝統的手法を継承し、国際流動性の供給言いかえると国際投資をする能力、およびその投資を通して世界を編成する能力の中に「本位」を認める。経常収支と資本移動を管理する能力として現れるその編成がドル本位制の実体である、と考える。このように、ドル本位制は、国際決済と国際資金循環というふたつの側面を持っている。以下では最近の研究成果を検討することを介して、国際通貨ドルの特性を明らかにし、ドル本位制を考察したい。現代の貨幣については、本稿ではふれる準備ができていない。

2 為替媒介通貨からみたドル本位制

1960年代後半、国際通貨制度が動揺するに伴い、国際通貨制度改革が百家争鳴のごとくに議論されるなかで、スワボダは「媒介通貨」を掲げて、ドル本位制を理論的に支えた。「媒介通貨」説に拠れば、世界の国民通貨間の交換を効率的に行うために、統一的に外国為替相場を表示し、通貨交換の媒介に用いられるひとつの通貨が選ばれる。スワボダは、その要件として、広範に受取られる通貨、大きな為替市場、低い取引コスト、為替変動幅が小さい、貿易と為替取引の自由、これらは直物先物市場ともに当てはまること、を挙げている⁶⁾。また、スワボダは、外為市場におけるドルの取引シェアは他通貨を圧倒し、売買スプレッドは小さく、取引コスト（ブローカー手数料）は他通貨の数分の1であり、すなわちドル以外の通貨は相互に直

接的に交換するよりも、ドルを媒介に間接的に交換したほうが廉価であることを実証し、ドルが媒介通貨として機能していることを示した⁷⁾。このように、国際通貨のただひとつの席にはドルが座っている。また「媒介通貨」には金の入る余地はない。それゆえ、媒介通貨はドル本位制の理論的基礎となった。

媒介通貨説によると、外国為替相場は1通貨で表示され、国際通貨は1通貨へと収斂するはずである。しかしグラスマンは、1968年の統計を利用し、スウェーデンの貿易の契約通貨、決済通貨の構成はそのイメージとかけ離れており、輸出国通貨建てが最多で、次いで輸入国通貨建てであり、第3国通貨建ての部分は少ないということを発見した⁸⁾。グラスマンの発見に刺激され、西欧諸国の契約通貨、決済通貨の実証分析が行われ、60年代末および70年代初めについても、グラスマンと同様の結果が得られた⁹⁾。グラスマンの発見は「媒介通貨」への有力な批判であるのみならず、唯一の国際通貨としてのドルというイメージを破壊した。

1通貨への収斂を示唆する媒介通貨の概念またスワボダの実証と、契約通貨の多様化を示すグラスマンの発見とは一見矛盾しているように思われる。しかしその落差は、外国為替取引を対顧客取引と銀行間取引に2層化し、媒介通貨を「為替媒介通貨」に彫琢することによって、解消することができる。そこで、グラスマンの発見に従い、貿易がドルではなく、輸入国通貨建てで契約されるとしよう。輸出企業は輸入国通貨建て債権（手形あるいはその他の債権）を銀行に売る。のちに輸入企業は輸入代金を輸入国通貨でもって支払う。これが契約通貨および決済通貨の多様化という現象である。銀行は自国通貨を支払って輸入国通貨建て債権を買取ると、同時に自国の為替市場でもっとも大量かつ頻繁に取引され、それゆえもっとも取引コストの低い（ビッド・アスク・スプレッドの小さい）通貨を他の銀行に売り、「自国通貨建てポジション」を回復する。次いで、輸入企業から支払われた輸入国通貨でもって、売った通貨を買い戻す。こうして自国通貨、売買した通貨ともに、この取引以前の状態に復する。この「売買した通貨」は、輸出国と同様に輸入国外為替市場でも大量かつ頻繁に取引され、それゆえもっとも取引コストの低い通貨である。これがスワボダの実証した通貨交換（銀行間取引）である。その通貨をスワボダは媒介通貨と呼んだが、銀行間の為替取引をもっぱら媒介しているという特質にちなみ、いまや「為替媒介通貨」と呼ばれる。ただし「為替媒介通貨」はもはや単に通貨交換の媒介ではなく、銀行間取引の次元の概念であり、「媒介通貨」とは明確に区別される。さらに重要なことは、為替媒介通貨は銀行のカバー取引の手段のみならず、国際間の決済が行われる通貨である¹⁰⁾。貿易がそれ以外の通貨で契約され、輸出入企業間ではその通貨で決済されたとしても、為替媒介通貨によって国際債権債務は為替媒介通貨建ての口座に集中され、決済される。

銀行間取引においてある通貨が為替媒介通貨の地位につくのは、それがもっとも取引コストが低いからである。なぜ低いかといえば、国際貿易において契約通貨、決済通貨として頻繁に利用され、加えて国際貸借においても頻繁に利用され、したがって対顧客市場において需給が

十分大きいからである。契約通貨の多様化の中にあっても、銀行が、ことに銀行間市場において、いつでも売買できる通貨であるからである¹¹⁾。

より重要な理由として、金融市場・債券市場の規模が考えられる。銀行は外貨建て債権を買取ると、その取立て（決済）は何ヵ月後かであり、それまで期間融資を行い、その期間の為替リスクをヘッジする必要がある（売る場合も同じ）。そこで銀行は、一方法として、外貨建て債権を買取ると同時に先物為替（為替オプション）を売っておく。あるいは外貨建て債権を買取ると同時に、満期まで外貨を借入れ、直ちにその外貨を直物で売っても同じことである。満期に支払われる外貨で借入れを返済する。それゆえ、このような金融取引をヘッジ手段として利用する場合は、金融市場の底が深く、取引される商品も多様であればあるほど、有効である。上述の為替媒介通貨と関連させると、銀行は為替媒介通貨を借りて、それを売り、自国通貨を回復する。輸入者より支払いを受けると、それを対価に為替媒介通貨を買い戻し、返済する。為替媒介通貨として機能するためには、金融市場が大きくなければならない。

為替媒介通貨は、契約通貨・決済通貨の多様化とともに並べられると、ドルの弱体化の兆候であることを示しているかのようである。しかし事実はそれほど単純でない。西欧においてはグラスマンの発見以前に、すなわち戦後の早い時期より契約通貨は多様化しており¹²⁾、そしてドルが為替媒介通貨となったのがスワボダの実証と同時期とすると、ドルが為替媒介通貨として機能するようになったことはドル本位制の浸透、ドルの国際通貨としての流通拡大を意味する¹³⁾。契約通貨としてはドルは1通貨（one of them）に過ぎないが、為替媒介通貨である限り、ドルは国際決済を集中的に行う通貨であり、国際通貨の中心であり続けられる。為替媒介通貨の概念を得て以後、為替取引についてのデータの入手が容易になったことも相俟って、「ドル本位制」論は為替媒介通貨の実証が焦点となった。独マルクはEMSのもとで西欧の為替媒介通貨となり、いつき世界の為替媒介通貨であるドルをマルクが侵食し、西欧における基軸通貨の交代が生じるかに見えた。

以上のように、ドルが為替媒介通貨として機能する限りドルが国際通貨全体を支配し、ドル本位制は続く。その意味で、為替媒介通貨が変動相場制における国際通貨の中心的機能であるということが出来る。ドルが為替媒介通貨であるのは、ドルの金融市場が大きく、広く、底が深いので、資金調達が可能かつ取引コストが安価であるからである。これを為替媒介通貨ドルはIMF体制から相続したのである。またドルが為替媒介通貨であるから、ドルでの取引が増加し、売買スプレッドは狭く、手数料は安くなり、ドルの金融市場は拡大する。こうして、誰もが使うから私も使う、結局全員が使うというネットワーク外部性と慣性（イナーシャ inertia）が働き、ドルは国際通貨であり続ける。これがリュエフの最初の問への回答である。

3 ドル本位制と米国の経常収支

為替媒介通貨を導びきの糸とする研究は、ドル本位制を国際決済メカニズムと捉え、内部構

造を解明し、その実態はドルが為替媒介通貨であることを明らかにした。この研究はドル本位制の恒久的、安定的側面を強調する。これに対し、ドルを中心的な国際通貨とする現行の国際通貨制度は早くから不安定性が指摘され、その原因についてさまざまに論じられてきた。その原因は国民通貨が国際通貨として機能するという国際通貨制度の構造に根ざしており、不安定であることは本来的に避けられないという見解から、米国の経常収支赤字が原因であり、それが均衡に向かうと不安定性は改善されると考えるものまで、さまざまな角度から分析されてきた。最近では米国の経常収支赤字が以前に増して急速に拡大しており、それがドル相場の暴落をもたらすのではないかという心配から米国の経常収支の動向に大きな関心が集まり、米国の赤字はどこまで持続可能か、別言すると、どこまで資本流入が続くか、という設定で、実証的な研究が行われている¹⁴⁾。以下では特に途上国との関係に焦点を当て、考察しよう。世界経済の実物経済面での関連を背後に据え、米国の経常収支と関連させながら、国際資金循環からドル本位制を分析し、ドル本位制の不安定性および限界を考察しよう。

これまでの研究史を繙くと、国際通貨および国際通貨制度を、その安定性という点をも含め評価する際に、流動性、調整、信認の3側面から検討されてきたことがわかる。それぞれは、国際貿易を媒介するに必要な国際流動性が供給されるか、国際収支（多くの場合経常収支）の修正あるいは均衡を促すもしくは強制するという調整機能が備わっているか、その国際流動性を各国が保有するに足るだけの信認を維持する装置があるか、と理解することができる。

「国際流動性」とは国際通貨の量についての規定である。国際決済が、中心国の銀行に開設されたそれ以外の国（の銀行）名義の一覧払い預金の貸借記によって実行されるという国際慣行の下では、国際流動性は、ストックとしては、外国為替銀行の保有する預金残高と通貨当局の保有する外貨準備とからなるものと把握される。固定相場制の場合には国際流動性は外貨準備と同視され、少なくとももっとも重要な部分として焦点を当てられてきた。

「信認」は目に見えず、3側面の中でもっとも取り扱いがむずかしい。信認は国際通貨として機能することへの信頼であり、その中には、国際流動性が十分に供給し続けられるであろうという信頼や、為替管理の導入のような政策の突然の変更は行われまいといった信頼とともに、外貨準備として保有し続けることから、その「通貨価値」が安定していることへの信頼が含まれる。ドルは長らく基軸通貨と呼ばれたが、それはドルが唯一金と交換可能であって、「通貨価値」の安定という意味でも信認が篤かったことと関係している。

変動相場制になると、国際流動性・調整・信認の概念、役割が変化する。金ドル交換停止以後、国家間あるいは中央銀行間の決済もいずれかの国民通貨の授受で終了するようになった¹⁵⁾。政府は金を必要としなくなった¹⁶⁾。また、外国為替市場への公的介入が義務でなくなり、国際決済における外貨準備の役割は減少し、変質した。国際流動性を外貨準備に限定することは国際決済の実際と対応しなくなり、それは民間保有のドル建て銀行預金を含み、さらには預金に転換可能な金融ストック、ユーロダラー市場をも含む国際金融市場のストックをも包含する

にいった。このように概念が拡大されたのは、国際金融市場の拡大発展により、民間企業のみならず多くの政府が市場で資金調達することにより外貨準備を補充することが可能となった、という事態を反映している。その意味では、国際流動性は外貨準備の調達力、国際金融市場における借入能力、起債能力、いわゆる Creditworthiness にまで拡大した。それに伴い、国際流動性は国際決済のために保有される短期資金だけでなくさらに長期の資金、たとえば途上国の経済成長に必要な資材輸入のための資金をも包含するように変化した。

国際流動性の拡大に伴い、また国際金融市場の発展、国際金融流通の拡張によって、経常収支赤字は以前より格段に容易にファイナンスされるようになり、「調整」は重要な基準ではなくなった。実際、米国のみならず、世界全体の経常収支赤字の規模は拡大した¹⁷⁾。変動相場制の採用以後、米国の経常収支は赤字に転じ、以後急速に増加し、その他の国が保有する外貨準備も急増した¹⁸⁾。

信認の側面は国際流動性と密接に関連し、むしろ矛盾している。流動性の供給（米国の経常収支赤字）が増加すると、変動相場制の下においても、外貨準備の増加がもたらされる。適切と考える水準を越えると、IMF体制のもとでは過剰な外貨準備は金と交換された。変動相場制下の国際流動性の供給は国際通貨の利便性を高めはするが、大量であれば民間・通貨当局ともに、保有意欲をそぎ、ドル相場の減価となって現れる。過不足のない流動性の供給が信認の重要な要素である。とはいえ、過不足のない供給を測る尺度がないので、相場変動が信認の指標と考えられる。この角度から見ると、ドルの信認は単に経常収支の動向ではなく、経常収支と資本収支の双方の動向による。たとえ経常収支が赤字でも資本収支が赤字を相殺するだけ黒字であれば、信認のパロメーターである相場は変動しない。

経常収支+資本収支=外貨準備の増減（総合収支）、と国際収支を定義することができる。経常収支、資本収支ともに独立して変動するので、経常収支赤字が資本輸入（資本収支黒字）によって必ず埋めあわされる、あるいは経常収支黒字だけ資本が輸出される、別言すると総合収支が均衡すると考えることはできない。もちろん米国の総合収支が均衡していれば、ドル相場は安定している。その場合経常収支黒字と資本収支赤字という組み合わせでは、その他の国のドル預金はその他の国にとり実質負債であるので、為替相場は安定的である。実際には米国の総合収支の均衡（2000、01、02年は小額の黒字、03年は小額の赤字）は経常収支赤字と資本輸入という組み合わせであり、その他の国が保有するドル残高は米国の純負債である。その残高は国際決済のためのワーキングバランスを超えており、超える部分はいわば投資資産として保有されている。その他の国がドル残高を資産として保持し続けるためには国際決済に必要という以上の誘因が必要である。

それらの誘因を挙げると、直接投資は別にして、米国の金利が高く、また将来の好景気が予想され高配当が期待されると、債券や株式での対米投資がおこなわれ、あるいは増加し、経常収支赤字を埋めることが可能である。このように米国の経常収支赤字の継続は、米国のより高

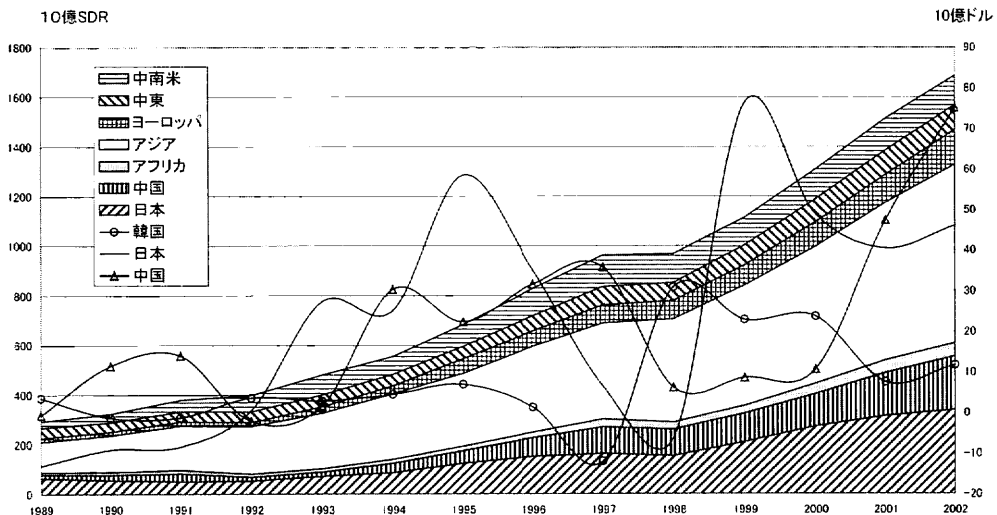
い経済成長による。米国の経済成長がより高く、債券利回りや株式配当がより有利であることを維持できれば、米国への資本流入は続き、経常収支赤字は続く¹⁹⁾。

経常収支赤字を埋めるに十分な民間資本が自律的に流入しない場合には、その他の国の外貨準備の増加がその不足を埋めることができる。通貨当局が国民経済的観点から市場に介入し、民間のドル供給を吸収し、外貨準備を積み増せば、米国の経常収支赤字は維持され、ドル相場は安定を保つ。その場合には米国の経常収支赤字の限度はその他の国の通貨当局の裁量にかかっている。

ドル本位制の構図のなかに途上国を含むと、ドルは金と交換されずともなぜ受け取られるのか、ということは理解しやすい。経常収支赤字である途上国については、民間にとっても金融当局にとっても、保有するドルは米国から供与されたものであり、実質的に負債であり、その価値保全は考慮する必要のないことである。これに対し、経常収支黒字国はコレス残高も外貨準備もその他ドル建て資産もともに純資産であるから、価値保全を考慮しなければならない。米国が巨額の経常収支赤字を記録する中で、ユーロ地域は若干の黒字にとどまったのに対し、日本を含めアジア諸国は巨額の経常収支黒字を記録し、図1が示すように、巨額の対米投資とドル建て外貨準備を維持し、さらに増加させる方向にある。かくして、ドル本位制を支えているのはアジア諸国である、ということになる。その結果、米国は巨額の商品輸入超過を継続しながら、それを相殺するだけ巨額な資本流入のためドル相場は変化しない。

アジアの国々は何故このような巨額の外貨準備をドル建てで保有するのであろうか。

図1 外貨準備



出所：IMF, IFS

注：アジアは中国を含む。日本は含まない。ヨーロッパは途上国のみ。

線グラフは、日本・中国・韓国の外貨準備増減を示し、増加はプラス。右目盛り。

4 国際資金循環としてのドル本位制

アジアの国々が巨額のドル準備を保有する理由は、歴史的にしか明らかにならない。以下それを検討しよう。図1より、アジアのドル準備は本来巨額であったが、98年の危機後、急増しているのが読み取れる。アジア諸国は近年実質的なドルペッグ、あるいはバスケット通貨ペッグを採用していた。そのために、一定程度は介入のためのドル準備が必要であった。さらに、ここ数年に急増した理由は、通貨危機の防止のためである。98年の危機の原因が何であるかはともかく、急激な資金流出が危機の引き金となったことは事実である。それに対抗するためには外貨準備が潤沢でなければならない。どれだけあれば十分であるかは不明であるので、それだけに多ければ多いほうがより安心できると考えられるのであろう。

長期的な要因を検討しよう。そのためには多少回り道をしなければならない。金ドル交換の停止、主要国の変動相場制採用に伴い、制度的な変化が国際通貨に生じたとともに、国際金融に構造的な変化が生じた。金ドル交換の停止はドル相場の低下をもたらし、それが73年に始まる石油価格およびその他資源価格高騰の導火線となり、産油国が巨額の経常収支黒字を計上した。経常収支黒字縮小（赤字）となった先進工業国は石油輸入代金の獲得のため、自国製工業製品の実現の場を産油国を含む途上国に求めた。これがいわゆるオイル・グラマーのリサイクルであり、70年代におけるユーログラマー市場が急拡大し、途上国へ巨額のシンジケート・ローンが供与されるようになった動因である。途上国の経済成長が途上国自身にとっても、そこに自国製品の販路を求める工業国にとっても重要となり、途上国に工業化のための資金の供与とその製品の市場とを提供することが国際経済にとり重要となった。途上国は貿易に加え、国際金融においても工業国と同じ立場で世界経済の一員となった。資金の多くは米系銀行により仲介され、また途上国の商品に販路を提供したのは他ならぬ米国であった（市場としての米国）。

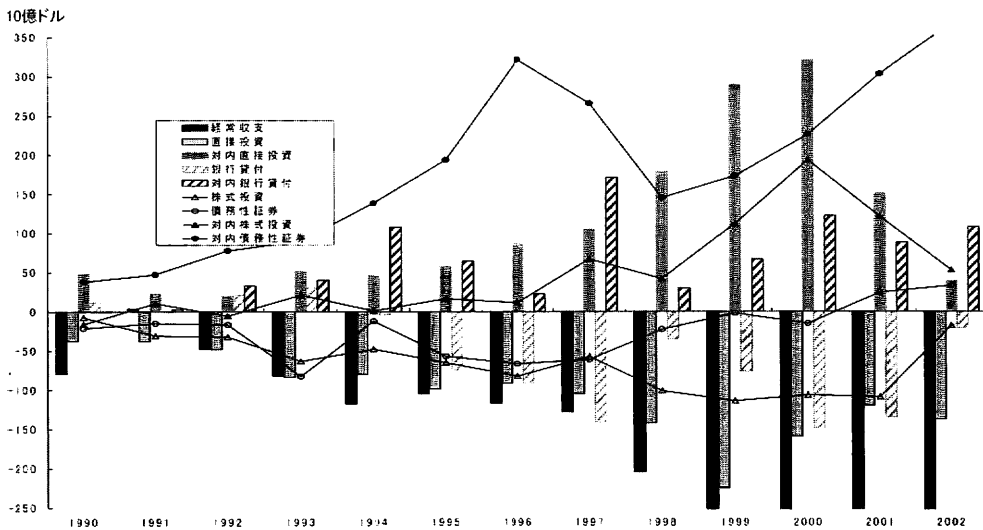
このように70年代末にドル本位制は定着したと考えられる。ドルは、もはや金とまったく交換されないが、上で見たように、国際的に広く授受され、最終的国際決済手段となった。国際通貨ドルは、途上国への銀行貸出によって供給され、これらの国の輸入というかたちで米国を含む先進工業国の製品を実現し、ひいては途上国の工業化を支援した。ひるがえって米国および他の先進国は途上国の工業製品を輸入し、77年以降例外なく米国の経常収支は赤字となった。米国の赤字は経常収支黒字を計上した先進国からの資本輸出によってまかなわれた。こうして米国を軸とする国際的な資金循環ができ上がった。米国は、経常収支は赤字であり、また資本を輸出している。米国は世界の商品の実現の場であるとともに、途上国へ経済成長のための資金を供給している。

経済は米国や日本といった「国」が主体ではなく、商品を輸入するのも資本を輸出するのも企業である。まず、上記の資本移動は企業によって、しかも収益という動機に基づき、行われる。70年代において米系銀行が他の銀行に優って途上国に融資できたのは、米系銀行の経営

が優位にあるからである。すなわち、シンジケート・ローンを組成する能力が卓越していたからである。このことが、資金の米国への流入と、そこから途上国への流出となってあらわれた。90年代になると、国際資金フローの経路は、銀行貸出ではなく、証券投資に変化するが、ここでも米系金融機関が資金仲介の主役を演じる。

90年代、米国は巨額の経常収支赤字を記録しながら、大量の資金を取り入れると同時に、大量の資金を輸出した（国際金融のポンプとしての米国）。図2が示しているように、資金は圧倒的に債券投資を介して流入し、直接投資および株式投資を介して流出している。米国はリスクの低い債券で資金を吸収し、投資リスクのより高い株式投資および直接投資として資金を供給した²⁰⁾。米国への最大の資金供給源であった日本（および西欧）は米国の鏡像であって、日本は債券投資を介して資本を輸出した。もちろん国際資本移動は、以下の表1が示すように、米国のばあいも日本のばあいも、先進国間がもっとも太いパイプである。ちなみに数値を見ておくと、米国は世界への証券投資のうち69%が株式による投資である。英国は47%、日本は18%、と米国に比し格段に低率である。この表からも、米国は債券経路で流入した資金を株式投資の経路で資金を流出させたことがわかる。

図2 米国の資金循環ポンプ



IMF, International Financial Statistics, CD-ROMより作成

ここでの問題は途上国への資本投資と経済成長である。表1により、途上国への資金流入を観察し、国際的に比較してみよう。1997年は国際比較が可能なおもっとも早い年である。97年時点での総証券投資における途上国向けの割合は、米国24%、英国12%、日本13%となっている。英国、日本ともに米国のほぼ2分の1である。株式投資では対途上国向けのシェアは、米国は21%、英国は11%、日本は8%となっている。途上国向けの投資経路を見ると、米国はその60%が株式による。英国は44%、日本は11%である。米国は対外証券投資のうち4分

表1 米・英・日の対外証券投資(1997年、%)

証券投資に占める株式の割合 証券投資の地域シェア 株式投資の地域シェア

投資先	投資元			証券投資の地域シェア			株式投資の地域シェア		
	米国	英国	日本	米国	英国	日本	米国	英国	日本
工業国	72.9	48.7	18.8	74.7	85.5	85.3	79.2	87.7	91.3
途上国	60.1	44.2	11.1	23.6	11.6	13.3	20.6	10.8	8.4
欧州	112.3	20.4	2.8	0.9	1.3	0.6	1.4	0.5	0.1
アジア	64.1	69.0	26.9	6.1	5.0	3.4	5.6	7.3	5.2
アフリカ	73.5	27.4	18.5	1.0	0.6	0.1	1.0	0.4	0.1
西半球	54.5	25.7	6.0	14.4	4.5	8.7	11.4	2.4	3.0
中近東	59.7	40.2	1.0	1.3	0.3	0.5	1.1	0.2	0.0
合計	68.8	47.5	17.6	100	100	100	100	100	100

注：地域分類はIMF、IFSに準拠した。地域細分類は作者による。

外貨準備として保有されているものは除く。

出所：IMF, Coordinated Portfolio Investment Survey Date, June 2003, Table 1.

(http://www.imf.org/external/np/sta/pi/datars1.htm).

の1を途上国に振り向け、そのうち6割は株式投資である。米国の株式投資のうち途上国に向けられる割合は先進国の中でもっとも高く、また絶対額で見ても米国より途上国への株式投資の資金パイプがもっとも太い。ここから、日本および英国の金融機関は途上国へ投資するリスクを取ることができないので、米国の安全資産に投資しあるいは機関投資家に投資を委託した、と解釈できる。米国の金融機関および機関投資家はリスクをとって途上国に投資した。米国の金融市場はいわば「リスク転換」を行っている。債券をもって日本および西歐から米国に資金が流入し、株式をもって米国から途上国諸国に資金が流出したことは、この事態を雄弁に物語る。同じ傾向は時系列データからも観察できる²⁰⁾。途上国はこの資金をもとに経済成長を目指した。

米国の金融市場が「リスク転換」を行いうることこそ米国金融市場を世界の金融中枢とする要因である。それを支えるのが商業銀行・投資銀行やヘッジ・ファンドなどの多様な専門金融機関であり、それらのデリヴァティブ開発や金融リスク管理技術にみられる経営の優越性であり、卓越した情報収集能力であり、世界的なネットワークである。さらにそれを背後から支えるものが米国の外交から文化までの世界的影響力である。このような強力な金融市場をポンプとした国際資金移動が米国を中心とした国際資金循環を造りだし、90年代末には通貨危機を引起すことになったとはいえ、中南米・東南アジアの日覚しい経済発展を支えた。「国際資金のポンプ」こそ、ドル本位制の中心的機能であり、存在理由である。この国際資金移動が「市場としての米国」を維持させ、米国への商品輸出、そして途上国への商品輸出を生み出し、世界的商品実現を保証している。「市場としての米国」は相対での商品実現のみならず、世界的な商品実現の起動力となり、国際的な商品流通の動因となっている。

図1ですで見たとおり、アジア諸国は大量の資本輸出を行い、外貨準備を保有している。アジア諸国は、日本や中国も含め、米国の経常収支赤字の最大の相手国となっている。それというのも、ドル本位制はアジア諸国（一般化して途上国と考えてよい）の工業化と経済成長と

を保障しうるからである。あるいはアジア諸国(日本も含め)は設備投資資金と販路を米国市場(および日本)に依存する工業化戦略をとっているからである。通貨当局による為替相場介入だけで輸出が維持できるとはいえないが、米国市場をめぐる競争している国々の間では外国為替相場を低位に維持することは重要な選択である。このため、ドルにベッグし、あるいは対ドル為替相場を不変に維持するため、金融当局は輸出超過の場合には、超過供給されたドルを公的介入を通して吸収するのである。その結果、経常収支黒字は外貨準備の増加をもたらす。米国の経常収支赤字はそのままに、米国の払ったドルは米国に戻され、米国は輸入を続けることができる。アジア諸国にとり、経常収支黒字の達成は輸入代金の獲得であり、それをドルで蓄積することは、ドル体制支持という前に²²⁾、自己の経済成長を維持する条件であり、経済成長の過程そのものである。これが本論冒頭で披瀝したリュエフのもうひとつの間へ答えである。

経常収支と資本収支とは別個の動因により変動する。さらに注意すべきは、経常収支黒字国はネットで見ると資本を輸入しないが、グロスではそうとは限らない。商品に輸出入があるように、資本にも輸出入がある。もちろんこのふたつの収支は、国民経済として集約されたうえで、為替相場変動によって連結され、まったく無関係ということにはならない。アジアは経常収支黒字であるが、資本を輸入し、また輸出する。米国は一方の手で資金を受け取り、他方の手で資金を放出する。それと並行し、商品を超過輸入している。米国には経常収支赤字をファイナンスする以上に資本が、アジア諸国の外貨準備保有をも含め、流入し、資本輸出が可能となっている。その結果、ドル相場は維持されている。経常収支赤字と資本収支黒字とをバランスさせる要因はさまざまである。米国の成長率が高く、このため金利、配当利回りともに高く、国外から資金をひきつけること、また商品の需要も国内供給能力を上回り、経常収支赤字になることなどが考えられる。

このようにみえてくると、米国の経常収支赤字とアジア諸国の経済成長とはメダルの表裏である。ここからドル本位制の限界が見えてくる。それは米国が、アジアおよび途上国の経済成長に無用となったときである。すなわち、途上国の商品を必要しなくなったとき、あるいは需要できなくなったとき、である。米国以外に商品の大きな需要者が現れるときもこれに含まれる。また、国際資金循環において、資金仲介をすることができなくなったとき、である。たとえばもしホーム・エクィティ・ローンの破綻から、米国の景況が悪化し、そのため予想収益が低下し、銀行金利や債券利回りが低下すると、世界の資金は米国から離れる恐れがある。それを避けるためには米連銀はドル金利を、実物経済を無視して、高水準に維持しなければならない。さらに、実態からかけ離れた高金利は企業の設備投資の鈍化を招き、生産性の伸張を阻害し、それとともに商品輸入の減少を招くかもしれない。あるいは、現在 ASEAN+3 で検討されているように、アジア諸国の金融整備が進み、アジア債券市場が発展し、アジアの国内、地域内で資金循環が起きると、米国金融市場に依存する必要がなくなる、少なくとも低下する。米系

金融機関の競争相手がアジアにもうひとつ生まれ、国際資金循環に変化が生まれる。ドル本位制維持するためには、米国は高成長を続け、商品を入力し、金融技術をいっそう高度化し、世界から資金を引きつけ続けねばならない。

注

- 1) Hinshaw, R., ed., *Monetary Reform and The Price of Gold*, The John Hopkins UP, 1967, p. 40 (ヒンショウ編『金価格と国際通貨』(芦矢栄之助・足立禎訳) 東洋経済新報社、1968、47頁)。
- 2) Mckinnon, R., "The International Dollar Standard and the Sustainability of the U.S. Current Deficit", in *Brookings Papers on Economic Activity*, 1:2001, p. 228.
- 3) *Ibid.*.
- 4) *Ibid.*.
- 5) このような課題むしろ手法をとった研究者の代表として、初期においては岩野茂道(『ドル本位制』熊本商科大学海外事情研究所、1977、および『金・ドル・ユーロダラー』文眞堂、1984)、近年の代表者として山田喜志夫(『現代貨幣論』青木書店、1999)をあげることができる。
- 6) Swaboda, A., "Vehicle Currency and Foreign Exchange Market: The Case of Dollar", in ed. by Aliber, R. Z., *The International Market for Foreign Exchange*, 1969, Praeger, p. 34.
- 7) *Ibid.*, p. 35.
- 8) Grassman, S., *Exchange Reserves and the Financial Structure of Foreign Trade*, Saxson House, 1973.
- 9) グラスマンをはじめとする契約通貨についての一連の実証的研究については、山本栄治『基軸通貨の交代とドル』有斐閣、1988、井上伊知郎『欧州の国際通貨とアジアの国際通貨』日本経済評論社、1994、参照。
- 10) 片岡尹(『ドル本位制』の構造)、深町郁也編『ドル本位制の研究』日本経済評論社、1993、68-69頁、参照。
- 11) 2004年のBIS為替取引調査によると、世界の為替取引のうち、88.7%がドルを一方の通貨とする取引である。これはドルが為替媒介通貨として使用される理由を明らかにするものではないが、為替媒介通貨として使用されている証拠であり、使い続けられる根拠である。BIS, *Triennial Central Bank Survey, Foreign exchange and derivatives market activity in 2004*, p. 9、参照。
- 12) 西倉高明によると、戦後西欧においてはドル不足のため、EPUを結成し、EPU内の通貨で交易し、輸出入を相殺し、清算を金およびドル行っていた、という(西倉高明『基軸通貨ドルの形成』勁草書房、1998)。この慣行が通貨の交換性回復後も踏襲されていたと推測される。また、1958年の西欧通貨の交換性以後、ニューヨークで大陸通貨の取引が目立って増加したと、ニューヨーク連銀の関係者は証言している(Aliber, R. Z., *Op. cit.*, p. 100)。
- 13) 井上伊知郎は、70年代初期にポンド圏においてまでも為替媒介通貨はドルに統一されたとし、これをもってドル本位制の成立と考える。井上伊知郎、前掲書、参照。
- 14) すでに80年代はじめには経常収支赤字と財政赤字という「双子の赤字」が注目され、1985年にはクルッグマン(Krugmann, P., "Is the Strong Dollar Sustainable?", *NBER Working Paper*, No. 1644)とS. マリス(Marris, S., *Deficit and the Dollar*, IIE, 大来佐武郎監訳『ドルと世界経済危機』東洋経済新報社、1986)の研究が発表された。2003年になると経常収支赤字がGDPの6%という未曾有の規模にのぼり、マン(Mann, C., "Perspectives on the U.S. Current Account Deficit and

- Sustainability”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 16, No. 3, 2002) ほか多くの実証的な研究を生み出している。Bernanke, B., “The global saving glut and US current account deficit”, *BIS Review*, 16/2005, は世界貯蓄過剰を唱え、ことにアジア諸国が98年の通貨危機後、資本輸出国になったことを重視し、米国の外に原因を見出そうとしている。
- 15) 平勝廣は、これを最終的決済手段なき国際決済と特徴づけている(平勝廣『最終決済なき国際通貨制度』日本経済評論社、2002)。
- 16) これは重大な課題である。現在では私は、政府は金によらずとも通貨数量の管理が可能であること、それゆえ金は必要ではなくなり、国際決済に金を請求しなくともよくなった、また、世界が安定し、相互理解が進み、必要物資を金でなければ購入できないという非常事態や同家の消滅を想定する必要が薄れた(なくなったわけではない)、金は貨幣でなくなったからである、と考えている。
- 17) 1960年より継続して統計可能な106国を貿易収支赤字国と黒字国に区分し、赤字額を合計すると、60年代平均で188億ドル、70年代平均962億ドル、80年代平均6882億ドル、90年代平均2970億ドルとなる。米国は60年代は黒字であるが、70年代以降は赤字、しかも第1位の赤字国となる。米国の赤字を除いた合計は、70年代797億ドル、80年代5030億ドルである。赤字合計と黒字合計との間に大きな開きがあり、数値に十分な信頼がおけるとはいえないが、70年より赤字総額が増加していることは間違いないであろう。世界貿易総額も増加している。(IMF, *Direction of Trade Statistics Historical CD-ROM*, および *Direction of Trade Statistics CD-ROM* より、作成)。
- 18) 米国を除く世界が保有する外貨準備は1960年205億SDR、1970年527億SDR、80年3090億SDRと70年代に急激に増加する。対貿易額比を取れば変動が大きく、70年代に大きな変化は見られない(IMF, *International Financial Statistics CD* より計測)。
- 19) Ferguson, Jr., R. W., “US current account deficit-causes and consequences-”, *BIS Review*, 27/2005 は、米国の好景気とともに生産性の伸張を第1の要因に挙げている。
- 20) IMFはその事情を次のように記述している。「米国は比較的安かつ流動的な金融商品(米国政府証券と高格付けの社債)を比較的高い利回りで提供することによって国際資本を惹きつけ、そして次にはその資本を、国際金融市場において流動性は劣るがより高い利回りの金融商品に再投資している」(IMF, *International Capital Markets*, November 1997, p. 3)。
- 21) 片岡尹「ドル本位制の反芻」『経営研究』第55巻1号、2004、10頁、参照。
- 22) 松村文武は、日本と西ドイツなどの工業国の経常収支黒字国がドルを外貨準備として保有することを、「準備債務決済」と呼び、「体制支持金融」と名づけた(松村文武『現代アメリカ国際収支の研究』東洋経済新報社、1985、iii頁)。そして、先進国政府による米国債の保有は「枢軸的ファイナンス」(同、175頁)であり、「政治と経済の融合・癒着の核心」(同、177頁)として、そこで分析は終了している。日本や西ドイツと東アジア諸国とを同列に議論できないが、私の意図は、実物資産、金融取引両面から、公的な「体制支持金融」の動機を市場経済のなかで考察するところにある。