



基軸通貨国と国際流動性

藤田, 誠一

(Citation)

国民経済雑誌, 154(3):87-105

(Issue Date)

1986-09

(Resource Type)

departmental bulletin paper

(Version)

Version of Record

(JaLCD0I)

<https://doi.org/10.24546/00173597>

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/00173597>



基軸通貨国と国際流動性

藤 田 誠 一

I は じ め に

国際通貨制度を論じる際には、一般に調整・流動性・信認という3つの主要問題があると言われている。これら3つの問題を矛盾なく解決しうる国際通貨制度が最適な制度というわけである。

ところで、国際金本位制・国際金為替本位制（再建金本位制およびIMF体制）・「ドル本位制」をいずれも基軸通貨制（キー・カレンシー・システム）としてとらえる立場からすれば、国際通貨制度の中心は基軸通貨ポンド、ドルであり、基軸通貨国イギリス、アメリカである。これら3つの制度を区別するものは、世界貨幣・金による制約いかにということになる。また、国内の通貨制度において通貨量が金準備に縛られていた金貨本位制から管理通貨制への移行が国内の金融政策の独立性を増加させ完全雇用の達成を可能にするという点でひとつの前進であるとすれば、国際通貨制度においても、金の束縛を離れ国際的管理通貨制へ移行することが国際通貨制度の効率性を高め、前述の3つの問題の解決を容易にすると考えることも可能である。

戦後の国際通貨制度は、対外的に金交換性を有していたドルが国際通貨として機能していた時期から、1971年8月以降金交換性を持たないドルが国際通貨として機能する今日の変動相場制へと移行してきた。「ドル本位制」論は、金交換停止を基軸通貨制としての「ドル本位制」の徹底化ととらえ、基軸通貨国アメリカを「世界の銀行」とする効率的な国際通貨制度の確立として積極的に

本稿は昭和61年度文部省科学研究費補助金総合研究(A)〈代表者 則武保夫教授〉による研究成果の一部である。

1 たとえば芦矢栄之助 [5].

評価する。しかしながら、それは国際管理通貨制とは似て非なるものであり、周辺国の国際協力をもとにアメリカの金融政策の矛盾を世界的に拡大するメカニズムを内蔵した極めて不安定な通貨制度である。

本稿の目的は、安定的な国際流動性の供給という視点から「ドル本位制」の問題点を他の国際通貨制度との比較で検討することにある。

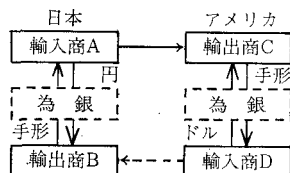
II 金の節約と国際通貨

国際流動性という視点からみた基軸通貨制とは、国際流動性の供給が主としてある特定国の通貨によって行なわれるシステムである。その場合、ある特定国の通貨（＝国際通貨）とは国際的商業信用（外国為替）取引から派生し、最終的決済手段としての世界貨幣・金を節約する役割を担う国際的銀行信用貨幣である。

外国為替取引による金の節約は、次の3つの段階を経て行なわれる。

第1段階は、個々の輸出入業者が輸出入を為替取引によって決済することから発生する金の節約である。外国為替取引は、本来金の現送を必要とする国際間の債権・債務関係を国内のそれに転換することによって金の現送を回避しようとするものである。もし2組の国際間の債権・債務が同一の期間と金額を持っているとするならば、両国の輸出入業者は金の現送なしで外国為替によって決済することが出来る。この段階で輸出入業者の間に為替銀行が介在することは、このような転換をスムーズにするという効果を持つが、事柄の本質を変えるものではない。個別の対外債権・債務を自己の対外債権・債務に、為替銀行組織としては国民的債権・債務に転換するという業務は為替銀行にとっては受動的為替取引であって、個別資本の段階における金の節約を円滑にしているに

2 右図は、このメカニズムを示したものである。日本の輸入商Aは日本の輸出商Bがアメリカの輸入商Dを支払人として振り出した為替手形を円で買い取り、アメリカ輸出商Cに送る。アメリカの輸出商Cは輸入商Dにこの手形を提示しドルで買い取ってもらう。このように2組の国際間の債権・債務は、それぞれ国内の決済によって決済されている。



すぎないからである。為替銀行に集中された対外債権・債務が一致しない場合には、その差額は最終的に金で決済されなければならない。この段階では、金の現送は国際経済取引額全体からその差額にまで節約されている。

第2段階は、為替銀行の持高・資金調整を通じる金の節約である。為替銀行は、顧客との間で行なう受動的為替取引の結果、外国為替について売持ち（外貨不足）あるいは買持ち（外貨余剰）の状態となる。為替銀行は持高をスクエアにすべく外国為替市場を通じて為替持高調整を行なう。しかしながら、一国全体として債権・債務がバランスしていない限り、為替銀行組織としては持高をスクエアにすることは不可能である。そこで売持ち状態にある為替銀行組織は相手国金融市場で相手国通貨を借り入れることによって、また買い持ち状態にある為替銀行組織は相手国金融市場でそれを貸し付けることによって為替資金調整を行なう³。このように、為替資金調整は債権・債務の差額の金による決済を国際間の信用によって回避し、それだけ金を節約するメカニズムである。具体的には、相手国銀行組織に保有するコルレス残高の増減あるいは当座借越という形で決済がなされる。しかし、このような為替銀行間の信用による決済には限界がある。それは、コルレス残高がある一定の活動残高を超えると為替銀行は余剰分を金に兌換することによって不足する自国通貨を手に入れようとし、また不足分は金を相手国に売却することによって調達しなければならないからである。この限界を打破するのが中央銀行の介入である。

第3段階は、中央銀行が外国為替市場に介入することによって発生する金の節約である。一国の対外債権・債務がバランスしていない場合に、為替相場の安定化を目的に中央銀行が外国為替市場に介入すると、為替銀行組織の相手国に対する為替持高は中央銀行に移転するから、最終的な決済は中央銀行間で金によってなされねばならない。もしここで、黒字国中央銀行が金ではなく相手

3 ここでの為替資金調整は、顧客との取引の結果生じた為替持高についてカバーをとるという意味で「消極的」資金調整であるが、為替銀行は為替リスクをみずから負う「積極的」資金調整も行なっている。後に述べるように、今日の為替銀行間の資金移動は後者の色彩の強いものとなりつつある。

国通貨を保有することで相手国に信用を供与すれば、最終的決済手段としての金を節約することが可能となる。このような国家間信用の最も発達した形態は、各国の中央銀行が保有する金準備を特定の基軸通貨国の中央銀行に集中し、中央銀行間の決済はもっぱら基軸通貨残高によって行われるというシステムである。国際金為替本位制は、この段階においてはじめて成立する。

以上が、外国為替取引および国際間の信用供与による金の節約メカニズムであるが、国際通貨はこのメカニズムの中でどのような意味を持っているかが次に問われねばならない。国際通貨とは、金に代ってそれを通じて国際間の決済を行なうところの国際的銀行信用貨幣、具体的には為替銀行が基軸通貨国に保有するコルレス残高（ノストロ勘定）または（より広義には）短期証券である。

ところで、輸出入の契約がどの通貨建てで行なわれるかについては、近年特に先進国間についてはかなりの対称性が存在すると言われている。⁴ 契約通貨については、個別取引における力関係の強い国の通貨が用いられる傾向があるが、貿易金融を容易に受けられる国の通貨が契約通貨として選択されるという点も重要である。⁵ 後者の視点からは、引受信用を含む発達した国際金融市場の存在が前提となる。他方、為替銀行の受動的為替取引の結果を受けてなされる能動的為替取引において用いられる通貨は、市場における出会いの容易さや取引コストの低さが重要になるため、発達した国際金融市場を持つ国の通貨になる傾向がある。⁶ いずれにしても、第3国間の取引についても特定の国際金融市場を経由して行なわれる点が特徴的である。第1次大戦前のポンド、第2次大戦後のドルが国際通貨として機能したのはこのような要因によるものである。

4 たとえば井上伊知郎 [6] を参照。

5 マーチャント・パンカーによって周辺国の輸入業者に与えられた引受信用が、ポンドが国際通貨になるに際して大きな役割を果たしたという点がしばしば指摘される。たとえば片岡 尹 [8] 94～96ページ。

6 銀行間の取引通貨機能、為替媒介通貨機能を重視する立場としては深町郁彌 [18]、徳永正二郎 [13] があげられる。

III 国際通貨制度の比較

基軸通貨制とは、「グローバルなコルレス支払勘定をベースとして、かつ国際金融市場である基軸国へ為替持高および為替資金を集中して、周辺諸国との間の為替持高・資金調整を基軸国の通貨を媒介にして展開するメカニズム⁷」である。このような視点からは、歴史的にみて国際金本位制、国際金為替本位制、「ドル本位制」はすべて基軸通貨制であると考えることができる。これら3つの通貨制度を区別するのは、(i)最終的決済手段である金の節約の程度、(ii)黒字国・赤字国に対する国際収支調整圧力、(iii)基軸通貨国の国際収支節度、(iv)過剰流動性の可能性といった点である（第1表参照）。(ii)、(iii)、(iv)は通貨制度の安定性にかかわる問題である。

(i) 金の節約

外国為替取引は、すでにみたように個別資本段階での金現送を回避し、為替銀行間の債権・債務に、さらに国家が介入すれば国家間の債権・債務へと転換するものである。しかしながら、それは最終的決済をより高次の段階へ先送りするだけであって、「[外国] 為替の方法があらゆる場面での現金通貨〔金〕の使用を無用ならしめるもののように誤解されてはならない⁸」のである。したがって、各国の国際収支が常に均衡しているのではない限り、その差額は最終的には金で決済されねばならない。金兌換と金の輸出入の自由が保証されていた国際金本位制下においては、国際収支の不均衡により為替相場が金現送点を越えて騰落した際、金が現送されることによって最終的決済が行なわれた。国際金為替本位制下では、この金が果たしていた役割を金との交換性を持つ国際通貨（金為替）が代位した。周辺国中央銀行が外国為替市場に介入することによって獲得した外国為替の残高を基軸通貨国の金融市場に貸し付けるという形で、

7 徳永正二郎，同上書，141ページ。

8 新庄博 [11]，6 ページ。

第 1 表

	国際金本位制	国際金為替本位制	「ドル本位制」
基軸通貨の金交換性	国内・対外共に交換性有り。	対外的にのみ交換性有り。	国内・対外共に交換性無し。
外国為替取引による金の節約の程度	金の現送を一国としての国際収支の差額に限定。	国際収支の差額を基軸通貨残高によって決済することによって金を節約。	国際決済から金を排除「金廃貨」の論理の完結？
黒字国の調整	基軸通貨国から金を購入し自国の中央銀行に売却し自国通貨を獲得。金準備、自国通貨残高が増加。	中央銀行の外国為替市場への介入によって外貨準備と自国通貨残高が増加。活動残高を超える基軸通貨残高は金と交換されるか基軸通貨建債券に投資。	中央銀行の外国為替市場への介入によって外貨準備と自国通貨残高が増加。活動残高を超える基軸通貨残高は基軸通貨建債券に投資。
赤字国の調整	自国の中央銀行から金を購入し基軸通貨を調達。金準備、自国通貨残高が減少。	中央銀行の外国為替市場への介入によって外貨準備と自国通貨残高が減少。不足する基軸通貨残高は金の売却か借入れによって調達。	中央銀行の外国為替市場への介入によって外貨準備と自国通貨残高が減少。不足する基軸通貨残高は金の売却か借入れによって調達。
基軸通貨国の赤字に対する制約	金準備の減少による制約。	赤字が慢性化すると基軸通貨残高の金交換によって金準備が減少。	黒字国が基軸通貨残高を保有する限りにおいて制約なし。
過剰流動性の可能性	過剰な流動性は金に交換され退蔵されるため国内的にも国際的にも過剰流動性は発生しない。	国内的には過剰流動性に対する歯止めなし。国際的には過剰流動性は金交換によって収縮。世界全体が同率のインフレになる場合にはチェック機構なし。	国内的にも国際的にも過剰流動性の発生を阻止するメカニズムなし。基軸通貨国が黒字を計上する以外、過剰流動性は吸収されない。

具体的には基軸通貨建ての預金や債券を保有するという形で基軸通貨国に信用を供与することによって、金は最大限にまで節約される。したがって、「周辺国の対外支払準備が世界蓄蔵貨幣金から中心国への貨幣請求権としての国際信用貨幣、すなわち国際通貨へと全面的な質的転換を遂げうるのは、金為替本位制のもとにおいてである。」⁹これは国家間信用による金の節約であるが、金による最終的な決済を排除するものではない。慢性的黒字国は累積する基軸通貨残高をいつでも金に兌換しうるし、また基軸通貨残高の不足に悩む慢性的赤字国は金を売却し基軸通貨残高を買い入れることにより、事実上の金決済が行な

9 徳永正二郎、前掲書、94ページ。

われるからである。「ドル本位制」は、国際協力をバックにこの限定的な意味での金決済をも排除し金との交換性を全く持たないドルで最終的決済を行なおうとするシステムである。それは、一見合理的に見えながら、次にみるような基本的な不安定性を内包するものである。

(ii) 制度の安定性

ここでいう安定性とは、国際収支の不均衡を調整したり世界的インフレを引き起こす過剰流動性の発生を防止するメカニズムを持っているか否かに関するものである。

国際的金本位制の下では、周辺国の国際収支の調整は金準備の増減を通じて半ば自動的に行なわれた。すなわち、黒字国は黒字が継続すると基軸通貨残高で金を購入し、それを自国の中央銀行に売却し自国通貨を獲得する。また、赤字国は中央銀行から金を購入しそれを基軸通貨国に現送し基軸通貨を購入する。中央銀行の金準備の増減が自国通貨の同方向への動きを発生させることによって、調整圧力がかかる。一方、基軸通貨国といえども無限に赤字を継続することはできない。赤字による過剰な基軸通貨残高の累積は周辺国による金交換を通じて基軸通貨国から金を流出させるため、引き締め政策が必要となるからである。国際金本位制下では、国内的にも対外的にも金兌換が保証されているため、過剰な流動性は一国内でも国際的にも金と兌換され保蔵され過剰流動性によるインフレーションは発生しない。

国際金為替本位制下では、黒字国の民間は基軸通貨残高を自国の中央銀行に売却し自国通貨を獲得する一方で、中央銀行の基軸通貨残高（外貨準備）が増加する。赤字国では逆に、民間が不足する基軸通貨を自国の中央銀行から購入する一方で、中央銀行の外貨準備と国内貨幣量は減少する。このように、周辺国については国際金本位制下で金準備の増減が果たしていた役割が基軸通貨残高¹⁰に変わっただけで、同様に国際収支調整への圧力が働く。基軸通貨国につい

10 ただし、外貨増減にもとづく国内通貨の増減を公開市場操作によって中立化すれば国際収支調整

ては、赤字の継続は基軸通貨残高を累積させ周辺国の金交換を通じて金が流出するため、無限に続けることはできない。¹¹しかしながら、基軸通貨に対する信認が強ければ、周辺国は金交換を要求しないであろうから、慢性的な性格のものでない限り基軸通貨国は国際収支の赤字に制約されないという意味で、国際金本位制下に比べて相対的に自由である。また、国際協力の名の下に周辺黒字国が金交換を自粛し基軸通貨建証券に投資するならば、基軸通貨国に対する制約はきわめてゆるやかなものとなる。

過剰流動性については、国内では金交換が行なわれないため過剰流動性によるインフレーションを防止するメカニズムは存在しない。ただし、一国のみが過剰流動性を発生させた場合には国際収支の赤字を通じて国内通貨が減少するというチェック機構は存在する。ただし、全部の国がいっせいに過剰流動性を発生させた場合にはこのようなチェック機構は機能しない。他方、基軸通貨国による過剰流動性の供給は、他国の国際収支黒字による外貨準備増→他国の通貨量増→他国のインフレーションという世界的なインフレ伝播のメカニズムが作動すれば必ずしも基軸通貨国の赤字を生むものではないため、それをチェックするメカニズムは存在しない。¹²

問題は、「ドル本位制」である。周辺国が対外決済手段としてドルを保有するという点については、国際金為替本位制と変わるところはない。黒字国では、中央銀行が基軸通貨残高を買い支えるとその分国内通貨が増発され、赤字国では逆に国内通貨が減少することによって国際収支調整圧力が働く。決定的に異なるのは、基軸通貨残高が金との交換性を有しないということである。したがって、黒字国は活動残高を超える基軸通貨残高をそのまま保有するか、基軸通貨建証券に投資するしか選択の余地がない。¹³基軸通貨国が国際収支の赤字を自

圧力は国際金本位制の場合程自動的ではなくなる。

11 則武保夫教授は、アメリカおよび各加盟国がその政策を通じて国際収支節度を守る限り、IMF 体制は世界インフレを防止する歯止め装置をもっていたとされる。(則武保夫 [17] 23-25ページ。)

12 西村閑也 [15], 17ページ。

13 この場合、赤字国にとっては不足する基軸通貨を借り入れることができるかどうかの問題であって、基軸通貨が金と交換されるか否かはさしあたって問題とはならない。

国通貨で決済する点は以前と同様であるが、この債務が金と交換される心配がないとすれば、もはや基軸通貨国の政策に対する国際収支面からの制約は存在しない。

「ドル本位制」下では、基軸通貨国と周辺国の金融政策の効果について非対称性が存在し、基軸通貨国の金融政策の効果が全世界的に拡大される。¹⁴このような状況下で黒字国が基軸通貨残高を無限に買い支えそれを事実上凍結するということは、自国の金融主権の放棄を意味する。金融主権を回復するためには、買い支えをやめ変動相場制に移行するしかない。変動相場制が「ドル本位制」の拒否であるというのはこの意味においてである。

さて、変動相場制においては基軸通貨国の赤字の継続は為替相場の持続的な下落を発生させる。基軸通貨価値の急激な下落は、周辺国にとって対外競争力の低下を意味するため放置できないが、基軸通貨国にとってもそれが国内経済に及ぼす影響¹⁵を考えれば放置できない問題である。「ドル本位制」下で為替市場に介入するのは周辺国のみだが、このような場合には基軸通貨国も積極的に介入せざるを得ず、介入のための外貨を獲得するためには金を売却することになる。このように、「ドル本位制」においても、基軸通貨国が国際収支の節度を持たず赤字を継続させれば、究極的には金による決済を必要とするという意味では、「ドル本位制」と言えども金の制約から完全に自由ではないことを示している。¹⁶

過剰流動性については、国内的には不換制であるから歯止めが存在しないの

14 この点については、Swoboda [4]、岩野茂道 [7]、山本栄治 [21]、拙稿 [22] を参照。

15 為替相場の変動がアメリカに及ぼす影響については McKinnon [3] を参照。

16 小西一雄氏は、不換制下で最終的決済手段としての金の排除の可能性として、(1)完全な変動相場制、(2)各国通貨当局間の金を伴わない信用供与による決済、(3)強制通用力の3つをあげ、(1)と(2)は、国際収支の不均衡が一時的かつ相互循環的なものである場合に限られること、(3)は各国が貨幣主権を完全に放棄している状態であり非現実的であるという理由でそれらを否定したのち、「資本主義の不均衡発展と国境によって画された各国の主権の存在を不可避とするかぎり、国際的最終決済手段としての金の機能は廃棄することができない」と結論される。(小西一雄 [9] 198～9ページ。)

また、IMF体制崩壊後において、金が最終的決済手段として機能した好例は、1974年に西ドイツがイタリアに対して行なった金担保融資である。詳しくは則武保夫 [16]、4ページ参照。

みならず、国際的にも金交換が行なわれないため歯止めは喪失している。過剰な国際流動性は、基軸通貨国の国際収支の黒字によって以外には吸収されない。

国内で管理通貨制が採用されるに伴い、国際的にも金為替本位制を経て、現在では制度的チェック機構を持たない体制に移行した。金による制約が緩和されることは、自由度の増大のみならず「管理」の必要性の増大をも意味する。しかしながら、戦後の通貨制度を振り返ると、「管理」する立場にある基軸通貨国アメリカがビナイン・ネグレクト政策に代表されるように、（意図の有無は問わないにしても事実上）「管理」しなかったことは明らかであり、そのことが現在の無秩序の出発点であると言える。

IV 国際流動性供給メカニズム

国際流動性のうち金の量が殆んど変わらないとすれば、¹⁷ 国際流動性は外国通貨残高すなわち基軸通貨国の短期債務の累積によって増加することになる。しかし国際流動性の増大は基軸通貨国の赤字を意味しているから、無限に続けることはできない。「流動性ディレンマ論」として指摘されたのはこの点についてである。

ところで、「ドル本位制」下ではドルは金との交換性を持たないから「ディレンマ論」の指摘する信認という問題は発生しないと思われるかも知れないが、「ドル本位制」下では信認の失墜は金交換という形態ではなく、変動相場制への移行（＝「ドル本位制」の拒否）、そしてドル価値の低下という形態で発現する。また、変動相場制下では過剰流動性は各主要通貨間のシフトを通じて為替相場を乱高下させ各国の経済政策に対する攪乱要因となる。この点については、アメリカといえども例外ではない。したがって、「ドル本位制」においても「ディレンマ」は存在すると言わねばならない。

「流動性ディレンマ論」に対しては、国際流動性を供給するという基軸通貨

17 例えば、1980年代の各国通貨当局保有の金準備は約9.5億オンスで横ばいである。（IMF Annual Report, 1985, p. 51）。

国の機能が基礎収支の赤字を必然化するものではなく、ドルの信託を低下させずに国際流動性を増加させる可能性を無視していると批判がなされてきた。¹⁸その過程で、基軸通貨国が国際流動性を供給するルートとしては、(1)基軸通貨国の基礎収支の赤字、(2)対外短期債権の増加、(3)準備資産の増加の3つが考えられること、¹⁹(1)のルートは「ディレンマ論」が指摘する通り安定的なものではないから、もっぱら(2)と(3)、特に手形割引や短期貸付という(2)のルートを通じて国際流動性を供給すべきであるという点が指摘された。

また、「ドル本位制」論の立場から、アメリカの「世界の銀行」としての役割を重視し、基軸通貨国の金融仲介機能がたとえ国際収支の赤字を生み出して²⁰もそれは問題とされるべき不健全なものではないとする主張もなされた。しかしながら、このような主張に対しても先と同様の批判が妥当する。すなわち、健全な「世界の銀行」としての基軸通貨国の基本的な機能は貸付けや手形割引を通じて周辺国に短期流動性を供給することであり、長期資本の供給は經常収支の黒字を上まわるものであってはならない（基礎収支の均衡）という点であ²¹る。

これまでのところから、基軸通貨国の対外短期ポジションを悪化させない、言い換えれば過剰な国際流動性を発生させないという意味で安定的な国際流動性の供給という視点から、基軸通貨国は次の点に留意すべきであるということになる。

(a)長期資本輸出は經常収支の黒字の範囲内で行なう。言い換えれば、基礎収支を赤字にしない。

(b)短期流動性は、貸付けや手形割引といった需要に応じる形態で供給する。

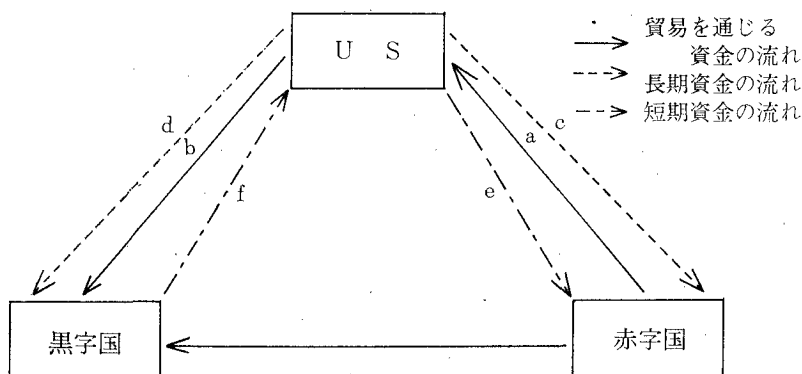
この関係を示したのが第1図である。ここで黒字国（赤字国）とは、対米黒字（赤字）であると同時に総合でも黒字（赤字）の国を表わしている。また、

18 たとえば富塚文太郎 [14].

19 滝沢健三 [12], 第1章。

20 Despres, Kindleberger, Salant [2].

21 拙稿 [23].



第1図

単純化のため貿易外収支は無視する。したがって、貿易収支＝経常収支とみなすことができる。矢印の方向は、それぞれの取引における資金の流れ(ネット)を示している。すなわち、アメリカから黒字国に対して貿易赤字と長期資本輸出の形で資金が流出し、その分対米短期債権(アメリカからみれば債務)の形で流入する。一方、赤字国からは長期資本輸出以上の貿易黒字によって資金が流入し、そのファイナンスとして短期資金が流出(赤字国の対米債権の減少)している。黒字国については、 $b+d=f$ 、赤字国については、 $a-c=e$ という関係が成立している。したがって、(a)の条件が満たされていれば、 $a-b=c+d$ となるから、 $e=f$ となりアメリカの対期ポジションは変化しない。

ここでの $e=f$ という関係は、黒字国から流入した資金を赤字国に貸付けるという受動的な金融仲介にすぎない。「世界の銀行」としての機能はこれにとどまるわけではない。より積極的な機能は、信用創造による国際流動性の供給である。国内の商業銀行は、その預金債務が決済手段として機能し、また現金流出が小さく貸付け資金が確実に回収できるならば、本源的預金の乗数倍の信用創造を行なうことができる。同様に、基軸通貨国はその預金債務が国際的決済手段として機能し、現金〔金〕の流出が小さく実需にもとづく優良な貸付けである限り、国際的な信用創造を行なうことができる。この場合、ネットとし

ての e と f の規模は変化しないが、グロスとしての短期流動性の供給量は増加している。²²以上が、短期貸付けにもとづく国際的銀行信用貨幣ドルの供給メカニズムである。

ところで、(a)の条件は何を意味しているのであろうか。基礎収支の均衡という条件は、単に短期ポジションを悪化させないということ以上の意味を持っている。一般に、信用貨幣がその信用貨幣性の維持に必要な条件とは、資本の還流が順調であることであり、²³国際信用貨幣ドルについても同様のことがあてはまる。そこでの資本の還流の順調さは、輸入によってアメリカから流出した資本がアメリカからの輸出という形で還流してくるか否か、あるいは長期資本輸出という形態での貨幣的トランスファーが輸出という実物的トランスファーとして実現しているか否かであり、このことを国際収支の項目でみると基礎収支²⁴の均衡ということになる。

「流動性ディレンマ」に直面することなく国際流動性を安定的に供給するために基軸通貨が守るべきルールは、「ドル本位制」に限らずいかなる基軸通貨制にもあてはまるものである。にもかかわらず、「ドル本位制」についてことさらルールを強調するのは、国際金本位制や国際金為替本位制では基軸通貨国がルールを無視した時にも過剰流動性の発生を阻止する歯止めが存在していたから、山田教授の言葉を借りれば、金債務性という信用貨幣性の第2の規定が存在していたからである。第2の規定を喪失したドルが信用貨幣性を維持し、「ドル本位制」を安定的なものにするためには、第1の規定を満たすべくルールを遵守しなければならないのである。

22 「高度に発達した国際金融関係によって結ばれた世界経済においては、流動性に対する需要は、グロスの流動資産についてのみ重要である。」(Aglietta [1], p. 175).

23 山田喜志夫教授は、信用貨幣性は資本の還流が順調であること、金債務性という2つの規定をもっており、不換制下でも第1の規定が満たされている限り条件付きながら信用貨幣性は維持できるとされる。(山田喜志夫 [20], 62～67ページ。)

24 山田教授の場合、国際面での資本の還流を輸入($G-W$)が輸出($W-G$)と均衡しているか否かで、すなわち貿易収支の均衡でとらえておられるが、基軸通貨国という性格を考慮するならば、長期資本輸出も含めた基礎収支の均衡でとらえる方が適切であると思われる。(山田喜志夫、同上書、154～163ページ。)

IMF体制の歴史を振り返ると、基軸通貨国アメリカはルールを無視し、特に軍事的・政治的要請にもとづいて過剰なドルを供給した。また、黒字周辺国は国際金融協力という名目で過剰ドルの金交換を自粛したため、体制に内在していた最終的な歯止めも機能しなかった。²⁵

金・ドル交換停止以降も、アメリカはビナイン・ネグレクト政策と称しルールを無視し続けているため、ドルは信用貨幣性を喪失した状態と言わざるを得ない。

V 変動相場制下の国際流動性

以上の分析をもとに、事実上の「ドル本位制」としてのスミソニアン体制後の今日の変動相場制における国際流動性問題を、予備的に考察することにした。

1960年代以降の国際流動性問題を考える上で避けて通ることができないのが、ユーロ市場の存在である。第2図は、第1図をユーロ市場を加えて書き換えたものである。²⁶ユーロ市場が国際的資金循環において果たす機能としては、(i)黒字国が余剰資金を運用する場(g)、(ii)赤字国が下足資金を調達する場(h)、(iii)アメリカの銀行の資金運用および調達場(i, j)があげられる。したがって、ユーロ・달러預金が直接支払手段となることはないけれども、ユーロ市場は、「一定量の銀行貨幣をより効果的に回転し、現実の購買・支払いの取引を拡大」²⁷させるという機能を果たしていると考えられることができる。

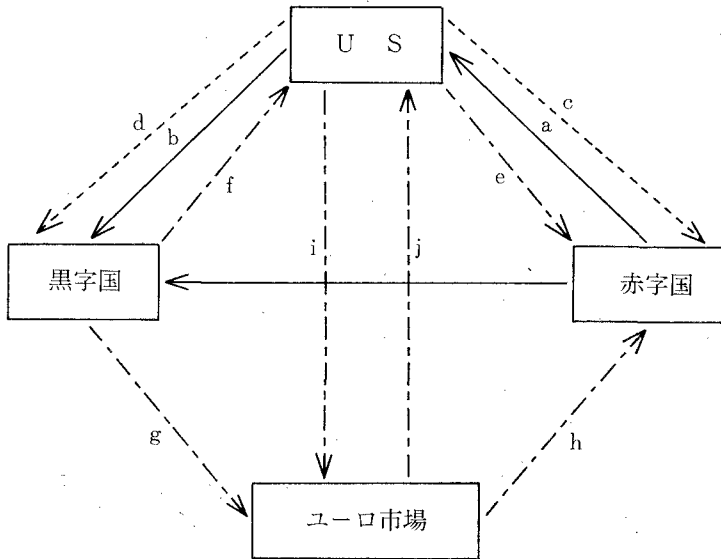
ところで、過剰流動性という場合、何と比較して過剰なのかが問題である。²⁸一般的に、黒字国にとっては過剰で赤字国にとっては不足ということになるう

25 ただし、この点については、黒字国による金交換請求の自主規制という国際協力について、アメリカの国際収支の赤字の根本であるアメリカの完全雇用政策の恩恵に周辺国自身が浴したからであるとする見解もある。(片岡 尹, 前掲書, 126ページ。)

26 ここでは簡単化のため、発展途上国と OPEC の問題は考えないことにする。

27 岩野茂道, 前掲書, 124ページ。

28 一般には、基軸通貨国の基礎収支の赤字継続によって散布され累積した基軸通貨残高を過剰流動性と把握されている。(小西一雄 [10], (上), 54~5ページ。)



第2図

が、この場合でも黒字国の余剰資金が赤字国に貸付けられバランスしている限りでは、世界全体としては過剰流動性は存在しない。したがって、問題は世界全体の流動性需要との関係、すなわち現実資本の運動との関係である。この点で注目すべき事は、1960年代のユーロ市場の発展は、アメリカの国際収支の赤字にもその原因があるものの、アメリカの資本輸出規制下でアメリカ系多国籍企業のヨーロッパ進出にともなうドル資金の現地調達が必要が大きかったことによるということである。黒字国の余剰資金がユーロ市場を経由してアメリカ系多国籍企業に貸し出されたという意味では、国際資金の効率的配分にユーロ市場がひと役買ったということになる。ドル預金がアメリカの商業銀行からユーロ市場に移し換えられてもアメリカ商業銀行のドル預金は減少せず、ユーロ・달러預金分だけ、国際流動性が増加することになるが、増加したユーロ・달러が現実の売買を媒介する限り、国際通貨ドルの流通速度が増大する一方で取引量も増大しているから、世界的インフレを発生させる過剰流動性とは言えない。

国際流動性の供給ルートのうち基軸通貨国の基礎収支の赤字は過剰流動性を発生させるが、世界的に成長通貨が不足しているような場合にはそれなりの役割を果たすから、真の意味での過剰流動性とはならない。ドル不足期はその一例である。しかしながら、そのような場合を除くと、一般的には基礎収支の赤字は過剰流動性となる。他方、短期債権増にもとづく国際流動性はアメリカの短期ポジションを悪化させないだけでなく、返済を通じて還流するから過剰流動性を発生させるものではないと考えられてきた。

これに関して小西一雄氏は、(i)1960年代に比較して1970年代では短期債権増によるドル残高増加の比率が高まったが、(ii)短期債権のうち商取引に関する部分(コレクション、アクセプタンス)の割合は低下し、(iii)本支店間取引の割合が増大している点をあげ、「アメリカの基礎収支赤字の膨大な累積の下では、アメリカの対外短期債権増大によってもたらされたドル残高といえども——その対外信用供与が投機的動機による場合は勿論のこと(中略)——その多くは結局は過剰ドルの新たな形成という性格を帯びざるをえない³⁰」と結論される。

また、深町郁彌教授は、「ドル短期信用需要は、変動相場制下において(中略)企業レベル、銀行レベルを通じて為替操作が積極化・投機化していることに由来する為替取引高、なかんずく直物取引高の増大によってますます大きくなりつつある。³¹」と1970年代の短期信用供与増大の原因を指摘される。

さらに、アグリエッタ(M. Aglietta)は1970年代以降の特徴として、ユーロ預金(銀行間を除く)も含めた国際流動性の源泉のうちアメリカの赤字の貨幣化(monetization)の割合が1970年の47%から1982年の12.1%に大きく低下し、かわ

29 取引量の増大といっても、それが商品の取引を意味する場合と資本の取引を意味する場合とでは経済的効果は異なる。後者の場合には、国際収支の赤字のファイナンスといった受動的資本取引だけでなく、均衡攪乱の短期資本移動を発生させる危険性をもつ投機にもとづく積極的資本取引が含まれているからである。

30 小西一雄、前掲論文、(下)、80ページ。

31 深町郁彌 [19], 18ページ。

ってユーロ信用が42.4%から72.4%に増大している点を指摘している。³²世界全体としてみた場合ネットの流動性は金とSDRsのみだが、周辺国からみればアメリカの赤字による貨幣的トランスファーを加えたものがネットの流動性となる。したがって、1970年代には国際流動性はネットよりもグロスで大きく増加した、言い換えれば、アメリカの赤字という外生的供給から、銀行制度を通じて需要に応じて供給されるという内生的供給へと質的転換が生じたと言える。

1970年代におけるドル残高の運動についての詳しい検討は別の機会に譲るとして、これまでの分析から1970年代以降の国際流動性について言えることは次のとおりである。

(1)変動相場制下の為替リスクの増大にともなって、為替銀行の取引のうち能動的・積極的なものの割合が増大している。

(2)アメリカの基礎収支の継続的な赤字によって、過剰な国際流動性が供給されている。

(3)世界的な成長率の鈍化の中で、現実資本の動きとは無関係な浮浪 (volatile) 資金が、為替リスクや利鞘を求めて国際金融市場間を転々とすることによって為替相場は乱高下する。

(4)ユーロ市場は、産業的流通のためというより金融的流通の短期資金の貸借市場としての性格を強め、過剰ドルを顕在化させる機能を果たしている。

(5)国際流動性の供給に対し歯止めをもたない「ドル本位制」の下で、ドル価値の下落を支えているのは周辺黒字国によるドル残高の凍結であるが、アメリカの基礎収支が黒字にならない限りその収縮はあり得ないから凍結にも限界があるろう。

(1986年7月11日)

参 考 文 献

- [1] Aglietta, Michel, "The Creation of International Liquidity," in *The Political Economy of International Money*, edited by L. Tsoukalis, SAGE Pub., 1985, pp. 171-202.

32 Aglietta, *op. cit.*, p. 180.

- [2] Despres, Emile, Charles P. Kindleberger and Walter S. Salant, "The Dollar and World Liquidity—A Minority View," *Economist*, Feb., 5, 1966, pp. 526-29.
- [3] McKinnon, Ronald I., *An International Standard for Monetary Stability*, Institute for International Economics, March 1984.
- [4] Swoboda, Alexander, "Gold, Dollars, Euro-Dollars, and the World Money Stock Under Fixed Exchange Rates," *American Economic Review*, Vol. 68, No. 4, Sept. 1978, pp. 625-42.
- [5] 芦矢栄之助『キー・カレンシーの生命—国際通貨制度の実態—』, 日本経済新聞社, 1979年。
- [6] 井上伊知郎「国際通貨の「多様化」について—第三国貿易通貨と為替媒介通貨—」
経済学研究 (九州大学), 第48巻第5・6合併号, 1983年10月, 107—141ページ。
- [7] 岩野茂道『金・ドル・ユーロダラー——世界ドル本位制の構造——』, 文眞堂, 1984年。
- [8] 片岡 尹『国際通貨と国際収支』, 勁草書房, 1986年。
- [9] 小西一雄「旧IMFの国際通貨制度の構造と金・ドル交換の意義——金・ドル交換停止以降の国際通貨関係の解明のために——」(上), 立教経済学研究 第33巻第3号1979年12月, 185—207ページ。
- [10] ———, 「過剰ドルと今日のドル体制——金・ドル交換停止後の過剰ドルの形成とその処理機構——」(上), (下), 金融経済 第191号, 1981年12月, 53—80ページ, および第192号, 1982年2月, 61—105ページ。
- [11] 新庄 博『国際金融論』有斐閣双書, 1967年。
- [12] 滝沢健三『国際金融機構』, 文雅堂銀行研究社, 1978年。
- [13] 徳永正二郎『現代外国為替論』, 有斐閣経済学叢書 6, 1982年。
- [14] 富塚文太郎「流動性危機の論理」, 村野孝編『国際通貨制度—問題点と将来—』, 日本経済新聞社, 1966年, 39—55ページ。
- [15] 西村閑也『国際金本位制とロンドン金融市場』, 法政大学出版局, 1980年。
- [16] 則武保夫「めまぐるしい最近の金問題——インフレ歯止めのためにも金の機能を活用せよ——」, 世界経済評論, 第19巻第4号, 1974年4月, 4—10ページ。
- [17] ———, 「世界インフレーションと国際通貨制度」, 国民経済雑誌, 第132巻第6号, 1975年12月。16—31ページ。
- [18] 深野郁彌『現代資本主義と国際通貨』, 岩波書店, 1981年。
- [19] ———, 「変動相場制と国際通貨ドル」(II), 経済学研究 (九州大学) 第48巻第1号, 1982年4月, 1—21ページ。
- [20] 山田喜志夫『現代インフレーション論——恐慌・金・物価——』, 大月書店, 1977年。
- [21] 山本栄治「「ドル本位制」下のゲームのルール——マッキノンの新三国通貨協定案が意味するもの——」金融経済, 第217号, 1986年4月, 71—104ページ。
- [22] 拙稿「「ドル本位制」とアメリカの金融政策」, 国民経済雑誌, 第150巻第3号,

1984年9月, 91—110ページ。

- [23] —, 「基軸通貨国の国際収支——国際的金融仲介仮説の検討——」, 経済学研究 (神戸大学), 年報32, 1985, 109—146ページ。

