

信用理論研究

第 2 2 号

2004年6月

大会報告および討論

春季大会共通テーマ 「アメリカの金融システムと金融再生プログラムの評価」

アメリカ国債市場の発達と各国の公的対米国債投資

……………神野光指郎（福岡大学）

1990年代における国際資本移動の拡大と国際通貨ドル

——過剰ドルについての試論——

……………徳永 潤二（和光大学）

「金融再生プログラム」批判

……………建部 正義（中央大学）

秋季大会共通テーマ 「ドル国際通貨体制の現状と将来」

途上国からみたドル本位制

——これまでの研究活動から——

……………山口 昌樹（山形大学）

アメリカの経常収支赤字の持続可能性と基軸通貨ドル

……………小川 英治（一橋大学）

ドル本位制の構造

——ドル本位制の反芻——

……………片岡 尹（大阪市立大学）

部会活動報告

学会事務局報告

会員著書・論文目録

目 次

大会報告および討論

春季大会共通テーマ 「アメリカの金融システムと金融再生 プログラムの評価」

- アメリカ国債市場の発達と各国の公的対米国債投資
……………神野光指郎（福岡大学）……………（1）
- 1990年代における国際資本移動の拡大と国際通貨ドル
——過剰ドルについての試論——
……………徳永 潤二（和光大学）……………（13）
- 「金融再生プログラム」批判
……………建部 正義（中央大学）……………（32）

秋季大会共通テーマ「ドル国際通貨体制の現状と将来」

- 途上国からみたドル本位制
——これまでの研究活動から——
……………山口 昌樹（山形大学）……………（50）
- アメリカの経常収支赤字の持続可能性と基軸通貨ドル
……………小川 英治（一橋大学）……………（66）
- ドル本位制の構造
——ドル本位制の反芻——
……………片岡 尹（大阪市立大学）……………（83）
- 部会活動報告……………（103）
- 学会事務局報告……………（106）
- 会員著書・論文目録……………（110）

大会報告と討論

アメリカ国債市場の発達と 各国の公的対米国債投資

神野光指郎
(福岡大学)

1. 課 題

主要国が変動相場制に移行した1970年代以降に各国の対米国債投資が拡大したことは、これまで「ドル体制」維持のための政策協調という視点でのみ把握されていた。そのため公的対米国債投資が国債市場にいかなる影響を与えたのかは考察されてこなかった。しかし「ドル体制」をどのように把握しようとも、それが米金融・資本市場の機能を基盤にしていることだけは確かである。70年代は米国債市場のあり方が大きく転換した時期であり、80年代には金融商品の価格設定、債券やスワップ・ポジションのヘッジ、ポートフォリオ構築などを行う上で中心的な役割を果たすようになった。そこで本稿では、国債市場の発達に対して、公的対米国債投資、特にその対象が中長期市場性財務省証券（以下クーポン債）にシフトしていったことがどのような含意を持っているのか明らかにする。

2. 公的対米国債投資の急増による市場の攪乱

1969年の金融逼迫期には米銀のユーロドル取り入れに伴って各国為替市場でドル需要が強まったため、それら諸国の通貨当局はドル売り介入のた

めに保有米国債を処分しなければならなかった。ところが70年にはいるとこの流れが完全に逆転し、69年末に60億ドル程度であった各国の米市場性国債保有残高は70年末に140億ドルを超える水準にまで急拡大する。さらに71年には通貨危機の影響が加わり、各国の米国債投資に拍車がかかった。同年の5月に西ドイツの為替市場が一時閉鎖されるまで、投資の対象はもっぱらビルズであり、71年最初の5ヶ月だけで外国公的ビルズ保有額は100億ドル以上拡大した。これほどの急激な投資はビルズに他の短期商品とはかけ離れた利回り低下をもたらし、FRBは準備の供給が市場にさらなる圧力をもたらさないように、オペの対象をクーポン債や連邦機関債に広げざるをえなくなった。しかし、60年代の後半から上限金利の問題で債券が発行できなくなっていたことに加えて財務省は比較的容易に買い手が見つかるビルズに資金調達を依存していたため、クーポン債の市場は非常に底の浅いものになっていた。この状況ではFRBのオペにも限界があると同時に、各国の公的投資需要もクーポン債市場で受け入れられる余地はなかった。そこで財務省は非市場性証券を外国通貨当局向けに発行することによって、外国当局による投資の影響を市場から隔離した。

以上の問題は当時における国債市場の状況を反映したものである。満期の短期化が進行する一方で残高は拡大ペースを高め、四半期毎に行われていた借換操作はますます市場に圧力をかけるようになっていた。国内の投資家サイドでは国債離れが進行しており、特に中長期の市場では価格変動が著しく激しいか、あるいは満期の長いものについては流通市場がほとんど機能していないといっても過言ではない状態であった。他の国債と比較すれば取引が活発な短期国債ですら、多様な投資対象が出現する中で流動性準備としての役割を後退させていた。この時期に行われた各国の対米国債投資は、確かに財務省の資金繰りを支援するものとはなっていたが、市場に対する影響という点ではむしろ一般の投資家を閉め出すことによって

国債市場が抱えていた問題を悪化させるものになっていた。財務省はボンド上限金利不適用枠やノート最長満期の延期を議会から獲得して満期の短期化に歯止めをかけ、借換操作が市場に与える影響を縮小しようと考えていた。しかし以上のように国債市場が不安定な状況で応募方式によって中長期債を発行していたことから、FRBはイーブンキールによる借換操作の支援を強いられていた。これがインフレの原因になっていたかどうかについては見解が分かれる。しかし少なくとも金融政策の自由度を奪っていると見られていたことは確かである。そこで財務省がとった策は非市場性証券の利用を拡大することであった。これが顕著な形で現れたのが外国通貨当局の投資需要への対応である。71年5月以降、73年の第1四半期まで各国のドル買い介入はさらに加速しており、財務省はそこから生じる投資需要に非市場性証券を発行することで対応するようになった、つまり、供給側である国債発行も需要側である外国の公的対米国債投資も米金融・資本市場の中に整合的なかたちでは定着しておらず、それらは市場の枠外で結びつけられたのである。

ただ非市場性証券を外国通貨当局向けに直接販売したことは財務省に二つの潜在的な問題をもたらした。一つはタイミングをコントロールできずに多額の現金残高を保有し、金利コストを背負うことである。73年は金利上昇局面であったため、機会コストも金利コストも特に大きかった。もう一つは資金調達スケジュールを崩すことである。需要に応じて短期証券を発行し、その満期付近で償還需要が強まれば、財務省は市場での調達額を大幅に見直さなければならなくなる。四半期調達のままでは、調達計画の見直しはレギュラー・ビルズの積み増しか、あるいは納税ビルズを急遽発行する方法しか利用できないであろう。結局、非市場性証券を利用して満期の短期化を進行させて、次回以降の借換操作に対する圧力を強めていくことになりかねない。どこまで意識されたかは分からないが、これら

の問題は新たな国債管理政策が確立していくことで解消された。

3. 公開市場操作と外国通貨当局の短期投資

従来、財務省は現金を市中銀行に開設している租税公債勘定に預託しており、具体的な支出に必要な分のみを連銀に移転していた。財政資金が拡大する一方で金利が周期的に高騰するようになると、財務省はこの仕組みの中では適切なリターンを獲得することが出来ないと考えるようになった。そこで74年には新たな法律ができるまでの経過措置として、財務省現金のほとんどが連銀に移転された。もともと市中預託制度は財政資金の出納に伴う準備変動を緩和するために採用されたものであり、それが失われることで、FRBはより頻繁なオペを行わなければならなくなった。そこでオペの手段としてレポとMSPが重要性をさらに高めた。この74年には、それまでアウトライトでのみ行われていた外国勘定との取引にMSPが利用されるようになった。77年には新たな法律によって市中銀行は再び財政資金を受け入れることが出来るようになったが、担保として国債や連邦機関債を保有しなければならないことには変化がなかった。銀行は74年に強度の金融逼迫下で新たな資金調達ルートを模索し、潜在的な顧客を掘り起こして専用線を開設することでレポ取引の基盤を整備した。再び財政資金を受け入れることが出来るようになっても、国債を租税公債勘定の担保として保有するよりはレポ取引に利用した方が便利であったために、銀行は納税代理機関となって受け入れた財政資金をそのまま連銀に送金することを選択した。その結果、新たな法律がレポやMSPといった一時的なオペの利用頻度を低下させることにはならなかった。

他方で、この77年にFRBによる外国勘定との取引には変化があった。内国歳入庁がこの年に外国通貨当局のレポ取引からの収入が課税対象となる

可能性がある」と指摘したことから、FRBは外国勘定の全ての注文に公開勘定とのMSPで応じることにした。同年末に内国歳入庁が、外国通貨当局のレポ収入は相手がFRBでも連銀でも非課税になるとの見解を確定させ、それに応じてFRBは外国勘定の取引相手をNY連銀に変更し、そのプールと呼ばれる資金を、通常は公開勘定とのMSPで吸収し、必要な場合には顧客レポとして市場に放出するようにした。この仕組みを利用することで、FRBは外国勘定からのより多くの注文に対応することが出来るようになると同時に、オペ自体が市場に与える影響も低下させることが出来るようになった。

4. 競争入札の導入と外国通貨当局の中長期投資

上述したように、70年代初頭にビルズ市場で受け入れきれなかった外国通貨当局の資金は、市場が薄かったためにクーポン債の投資に向かうことが出来なかった。また短期債に偏った満期構成は財務省に非市場性証券を多用させる要因になっていた。これらの問題を解決するためには、国債発行の仕組みを変更しなければならなかった。

70年代に財務省はクーポン債を競争入札によって発行するようになっていった。この制度を支える柱は①プライマリー・ディーラー制度、②発行日市場、③発行スケジュールの定期化であると指摘されている。プライマリー・ディーラー制度については競争入札導入前後で大きく変化した点はないと思われる。後の二つは70年代にクーポン債市場で応用されるようになったと同時に、それらの証券を市場に定着させる上で極めて重要な役割を果たしている。クーポン債の発行日取引は75年から認められた。ディーラーは発表から入札まで、落札を前提にして未発行の証券を活発に取り引きすることで、流通市場の価格がオークションでの平均落札利回りに伝わ

っていく。そしてオークションから発行までの期間は過剰なポジションが解消していくかたちで取引が継続され、発行前から利回りが形成されることで、発行日には自然なかたちでベンチマークの交替が実現する。これらによって流通市場の機能が強化され、発行価格も容易に決定できるようになった。

発行スケジュールの定期化は、すでにビルズで行われている方法をクーポン債にも応用するということであった。そこで考慮されることは、発行の頻度を引き上げることと、スケジュールを各レンジの証券についてそれぞれ決定することであった。これによって借換時期は従来の四半期借換日に集中することなく適宜分散され、各証券については投資家はその証券の発行時期が次回はいつになるかを知ることが出来るようになった。また長期の債券についてもスケジュールが設定され、そのスケジュールを維持するために必要な上限金利不適用枠が議会に対して要求されていった。このスケジュールに外国通貨当局の投資をはめ込むことが出来れば、資金調達計画を大きく狂わされることはなくなる。

ただし外国通貨当局にとってオークションに参加して、競争的なビッドを行わなければ希望額を購入できないのであれば、それは好ましいことではない。また財務省にとっても、もし外国通貨当局が競争的なビッドを行って平均落札利回りに支配的な影響を与えることになれば、やはり問題がある。そこで財務省は75年に foreign add-ons という枠を設定して、その枠で外国通貨当局の投資需要を受け入れることにした。これは発行予定額に上乘せするというかたちで設定されており、購入価格は非競争入札の投資家と同様、平均落札利回りをもとに計算されたものとなる。発行額が予定から変更されることになるが、外国通貨当局の投資は発行価格に直接的な影響をまったく及ぼさなくなる。以上のようにして発行国債も各国の対米国債投資も金融・資本市場の中に定着していった。

5. 国別の投資状況

70年代から80年代初頭までのデータを確認すると、日本の場合はビルズの保有高が変動するのに若干遅れてクーポン債の保有が同じような変動を見せている。これは介入で膨らんだドル準備をとりあえずはビルズに移しておき、後にそれをクーポン債にシフトしていくという典型的なパターンのように思えるが、他の主要な投資国はこれとまったく異なるパターンになっている。石油輸出国はビルズに遅れてクーポン債の保有高が変化するようにも見えるが、クーポン債の保有が70年代後半に50億ドルを遙かに超えて増大していくのに対してビルズの方は50億ドルを挟んで上下している。つまりビルズへの投資を利用しながらも、あくまで主体はクーポン債の保有なのである。また石油輸出国のデータにはドル危機の影響が見られないところも、日本などと異なっている。

西ドイツについては、70年代前半に非市場性証券の保有が中心になっている。そしてこの非市場性証券保有は、71年5月に為替市場が閉鎖されるまでビルズ保有が増大し、その後保有水準を低下させるのに代わって拡大している。さらに日本のビルズ保有拡大がドイツと入れ替わるようにして実現しているのを見ると、日本によるビルズ購入は、西ドイツが資金の一部をビルズから非市場性証券に移したことで、市場での受け入れが可能になったのではないかと想像できる。また西ドイツはドル危機と呼ばれるような時期を除いては、ビルズ保有が日本やスイスと比較して意外なほど小さい。80年代に入るとさらにその傾向が顕著になり、投資主体としてほとんど重要性を持たないようになる。指摘したように70年代初頭に他国からぬきんでるほどの西ドイツの外貨準備は主にドル建て非市場性証券に向かっていた。これは、カーターボンドを市場性証券と見なせば、70年代半ば

にピークをむかえ、その後は満期とともに償還されていった。それに代わってクーポン債への投資が急激に拡大し、70年代半ばには無視しうる程度の水準であったが、84年には200億ドルを突破した。つまり西ドイツにとってはビルズは一時的な例外を除いては重要な外貨準備の運用対象ではなく、主要な対象は70年代半ばを挟んで非市場性証券からクーポン債に変化したということである。

スイスの場合にはこれとまったく異なる。スイスは外貨建て非市場性証券の投資では最も重要な投資家であるが、その水準はドル換算で20億ドルを下回っており、ドイツのドル建て非市場性証券への投資とは比べものにならない。70年代前半についてはビルズ保有も同程度で、これも日本やドイツに比べるとかなり小さいといえる。しかし77～78年のドル危機時にはビルズ保有が120億ドル程度にまで拡大し、投資主体としての重要性を高める。そして特徴的なのは、この時期を過ぎて主要国のビルズ保有が減少してから、日本はその水準を維持し、西ドイツについてはさらに削減していくのに対して、スイスは81年から再び急激に保有を拡大していることである。この時期の拡大は、通貨当局ではなく、民間銀行部門がドル先高を見込んで行った為替投機にからんだものであると考えられている。このような動きはシンガポールや台湾でも見られる。米国市場と国際的な資金移動の関連を考える上で興味深い事柄であるが、ここで注目している外貨準備の運用とは無関係である。イギリスではこうした動きが見られず、70年代半ばから借入による部分も含めて蓄積していった外貨準備はほとんどがクーポン債で運用されている。

以上、主要な国・地域について国債投資のあり方を比較した。公的投資についてはドル残高が膨らめばクーポン債で運用することが一般的である。ただクーポン債の保有拡大はドル残高の水準だけに規定されるのではなく、クーポン債への投資環境が整備されたことも重要な要因になってい

る。add-onsに参加しなかったとしても、財務省が長期化を促進しなければ流通市場での購入も困難であったと思われる。短期投資ではプールの仕組みが整備されているため、ビルズを蓄積してからクーポン債に移す必要性は小さい。ビルズ投資が拡大するのは基本的に介入操作が大規模に行われたときのみであり、それは膨大な買い注文を受け入れる容量がビルズ市場で最も大きいからであろう。70年代初頭に外国投資を受け入れる体制が整っていなかったときには非市場性証券が利用され、この時期にすでに巨額の外貨準備を持っていたドイツはその証券を主要な投資対象とした。しかし国債管理政策の転換とともに非市場性証券の利用は縮小し、クーポン債への投資にシフトしていった。つまり外国通貨当局の投資が国債管理政策とFRBのオペに組み込まれて金融・資本市場に価格形成を歪ませないようなかたちで定着していったということである。

【参考文献】

- 1) Bedford, Margaret E., "The Federal Reserve and the Government Securities Market" FRB Kansas City, *Economic Review*, April 1978.
- 2) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Annual Report*, (various issues).
- 3) —————, *Federal Reserve Bulletin*, (various issues).
- 4) Federal Reserve Bank of Boston, *Issues in Federal Debt Management*, Conference Series No. 10, 1973.
- 5) Lovett, Joan E., "Treasury tax and loan accounts and Federal Reserve open market operations" FRB NY, *Quarterly Review*, Summer 1987.
- 6) U.S. Department of the Treasury, *Annual Report of the Secretary of the Treasury*, (various issues).
- 7) —————, *Treasury Bulletin*, (various issues).
- 8) 紙月佳「米国債の円滑な入札を可能にしている発行日取引」『金融財政事情』1990年3月5日.
- 9) 神野光指郎「アメリカ国債管理政策の転換と外国通貨当局の国債投資」『福岡

大学商学論叢】2003年3月。

10) 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年。

〈神野報告へのコメント〉

田中 秀親 (淑徳大学)

1. 国際通貨体制が大きな変動を逃げたこの時期 (1970年～1984年) の外国通貨当局による公的対米国債投資を、米の国債管理政策の転換 (1974年から77年) で説明することには限界があるのではないか。つまり、外国為替相場水準の維持が義務づけられていた時期 (73年まで) と、それ以降の70年代後半のドル安進行、80年代の米の経常収支赤字大幅増大のもとでの国債の発行・消化の時期とでは、公的対米国債投資の額にも質にも大きな変化があり、米国は、いかにして、大量のドル残高債務を「決済」しないで吸収するのかという側面もあり、国債管理政策の転換それ自体の時代背景を通じた説明が不足している。
2. 国債管理政策の転換の意義は、外国通貨当局の対米国債投資を、市場整合的に受け入れ「定着」させようとしたとあるが、米国はかようにしてまで公的なドル残高債務を対米国債投資に引き入れざるを得なかったと考えるならば、それを「政策協調」と言うかどうかは別にしても、ここには旧IMF体制の軛から開放されたが、大量のドル残高債務を放置し得ず、還流させねばならない、米国の意志が貫徹していると理解できる。その意味での「ドル体制」の理解こそが重要であろう。この点を報告者はどのように考えるのか。また、1980年代半ば以降の公的対米国債投資も、転換した後の国債管理政策の枠組みで理解できると考えているのか。
3. 「顧客勘定との取引方法変更」は、外国公的機関が保有する口座預金 (現金残高) をめぐるものであり、直接、国債投資に関わるものではなく、この勘定がレポ取引に利用されることは、現金資金の一時的貸付に過ぎない。にもかかわらずこれを国債管理政策の転換とし、重要視する理由はどこにあるのか。また、FRBのオペも市場への影響を縮小したとは如何なるメカニズムであるか。
4. 70年代前半の財務省による非市場性証券の発行は、外国通貨当局からの「投資需要に対応」とあるが、主体は財務省であり、需要に対応して証券を発行したわけではない。需要側はドル残高のポートフォリオの一つとして非市場性証券を選んだのであり、なぜ、日本はビルズを選び、西ドイツは非市場性証券を選んだのか、理由を教えてください。

〈田中秀親氏のコメントへの回答〉

1. この報告は外国通貨当局による対米国債投資が拡大した要因を考察しているのではない。国債管理政策が転換したことによって、外国通貨当局が大規模に国債購入を行っても、市場に攪乱をもたらさなくなったことを明らかにしているのである。70年代から80年代前半を考察対象にしたのは、この時期が国債市場の転換期であることが理由である。つまり投資家も商業銀行と個人を中心としていた状態が多様な機関投資家を中心にした状態へと変化し、中心的な機能も流動性準備から価格設定、ヘッジのベンチマーク、ポートフォリオ構築へと変化している。
2. 各国が米国債に投資するのは米の意志ではなく基本的には各国の意志である。各国はドル準備を他の通貨に転換することができ、最近では実際にそうしている国も多い。「ドル体制」の理解において重要なのは、各国の金融システムがどのように連結し、一つの国際金融仲介システムとしてどのように機能しているのかという「市場」の面であると考える。この報告では米の国債市場に注目し、それが外国からの投資に対する許容力を高めたことを明らかにしている。80年代に公的対米国債投資が増大した要因を、国債管理政策によって説明しようとしているのではない。
3. 顧客勘定との取引方法変更を国債管理政策の転換との関係でとりあげるのは、財務省の現金管理とFRBのオペが国債管理政策と密接に関係しているからである。実際に、取引方法が変更されたのは、財務省が租税公債勘定の見直しを行ったことがきっかけになっている。重視するのは、それによって外国通貨当局の短期投資手段が広がったからである。FRBのオペが市場への影響を縮小したというのは、例えば外国通貨当局が大量にビルズを購入しているときにFRBが買いオペを行うのに比較して、外国通貨当局の注文を顧客レポとして市場に流した方が注文は一本化される。いずれのケースも外国通貨当局がNY連銀に預金している状態を出発点にすれば準備に与える影響は変わらない。しかし外国通貨当局が各自のタイミングで市場との取引をFRBに依頼するよりも、FRBが市場の状況に応じて公開市場勘定とのMSPにするか顧客レポにするかを選択できた方が市場に与える影響は小さい。なぜならFRBがオペの必要性和外国の投資需要を総合的に勘案して、もっとも効率的な両者の組み合わせを選択することが出来るからである。
4. 各国で購入対象が違う詳細な理由はわからない。大まかに言えば、ドル残高が膨らむとクーポン債を購入する。クーポン債市場が縮小していた時期に大量のドル残高を抱えたドイツが非市場性証券を購入したと思われる。

〈質疑応答〉

吉田 暁（武蔵大学）

報告内容は、現在に対してどのようなインプリケーションを持っているのか。

〔答〕

米国債市場は、80年代以降に「金融革新」と呼ばれる新たな金融仲介手法が普及していった金融・資本市場全体の中で極めて重要な役割を果たしている。公的取引が市場を占有し、価格形成もその動きに規定されるような市場が、そうした役割を果たすことが出来るとは考えられない。

深町 郁彌（九州大学）

1. これまでの国際通貨分析では、国際通貨の交替—例えばポンド→ドル、ドル→マルクまたはユーロ—を追跡するのが基本的な流れであったと思う。報告者は、諸外国の公的通貨機構のドル保有が国債内でどのように変遷したのかを明らかにした。この点は、80年代半ば以降に米の資本収支黒字が経常赤字に匹敵するようになり、90年代にはそれを上回るようになったことにつながっている。報告者は国際通貨ドルの米国への回収がどのようなかたちで起こったのかを考察していると質問者は考えたが、その理解でかまわないか。
2. 報告では公的外国保有だけしか扱っていないが、外国民間金融機関の国債保有はどうなっていたのか。

〔答〕

1. 報告者は国際通貨の機能や為替市場におけるドルの利用よりも、各国の金融システムがどのように結びつき、またその結びつきのあり方が国際金融仲介システムの機能をどのように規定しているかに興味を持っている。あらゆる金融仲介は市場の基盤・仲介ルート(情報やリスクの処理、価格の決定などを行うためのインフラ)が整備されていなければ実現しない。この点から見ると、米国への投資がどのようなかたちで起こったのか、なぜそのかたちをとったのかを考察することは、国際金融仲介システムの実像を把握する上で不可欠な作業であるといえる。
2. 民間部門の国債保有についての分析はまだ出来ていない。データでは少なくとも対象期間において民間保有が残高で公的保有に迫るようなことはまったくない。また民間部門は80年代前半にはドル高をねらったビルズ保有を拡大させているが、70年代後半から傾向としてクーポン債の保有を拡大させており、こちらの方が早い時期から中心になっている。

1990年代における国際資本移動の拡大と 国際通貨ドル

——過剰ドルについての試論——

徳永 潤二

(和光大学)

I. はじめに

1990年代における国際資本移動の「主役」であったアメリカは、経常収支赤字を上回る外国資本流入の規模が急拡大した一方で、この赤字以上の外資の余剰分を対外投資していた。ここで、アメリカは「経常収支赤字以上の外資の余剰分を再び投資する」ことによって、国際資本移動において資金仲介を行なう「世界の銀行」として捉えられている。これが国際金融仲介機能論である。

90年代における国際資本移動のいま一つの特徴は、ネットをはるかに上回るグロスの国際資本移動である。これは各国においてバブル絡みの経済成長を生じさせることによって信用を膨張させ、反対に通貨・金融危機を通じて信用を強力的に収縮させるという国際的な信用膨張とその収縮の過程を連鎖的に引き起こしてきた。このように、90年代の国際資本移動は「マッド・マネー」化することになったのである。

II章では、信用創造をめぐる議論まで立ち返りながら、国際金融仲介機能論を理論的・実証的に検討することによって、アメリカをめぐる国際資本移動が急拡大した90年代後半における国際資本移動の「起点」であるア

アメリカの「能動性」を明らかにする。Ⅲ章では、過剰ドル及びマルクスの提示した三つの「過剰」の概念の観点から、「マッド・マネー」化した国際資本移動をもたらす問題についても言及する¹⁾。

Ⅱ. 国際資本移動におけるアメリカの「能動性」

1. 国際金融仲介機能論の基礎

IMFは、90年代後半の国際資本移動におけるアメリカの中心的役割について次のように述べている。「アメリカはグローバルな資金仲介の役割を果たしている。すなわち、相対的に高収益をもたらす安全で流動性の高い証券（アメリカ政府債と高格付けの企業債）を供給することによって、国際資本を引き付けている。そして、アメリカは流入した資本を国際金融市場を通じて、流動性は低いが高収益をもたらす形で再投資」している²⁾。ここで、アメリカは経常収支黒字国と経常収支赤字国との間で資金仲介を行っているといえられる。これが国際金融仲介機能論である。

国際金融仲介機能論の基礎には、金融を「一定量の資金を貯蓄超過（黒字）主体から受け取り、それを投資超過（赤字）主体に貸し付けること」と捉える見解がある。この見解を国際面に応用すると、アメリカは経常収支黒字国と経常収支赤字国の間において資金仲介を行う「世界の銀行」ということになる。しかし、金融は「一定量の資金を仲介する」という単純な関係にとどまらない。なぜなら、銀行は自己が保有する現金の何倍もの預金を、貸出を通じて創り出すことができる信用創造機能を有するためである。信用創造機能をめぐっては二つの見解が存在する。一つは、一定額の現金が本源的預金として銀行に預金され、これが貸出と預金に繰り返し用いられることによって、結果的に数倍の預金が創造されるという現金先行論である。しかし、銀行実務では、一定額の現金を「原資」とすること

なく、銀行は信用創造を通じた貸出を行うのであり、この後銀行は預金の引出しと一定の現金準備率に応じて準備金を積むことになる。この貸出先行論が信用創造機能をめぐるいま一つの見解である。この見解によれば、貨幣供給は各経済主体による内生的な貨幣需要によって決まり、受信に先立って与信という形で銀行の貸出が行われる。銀行実務を見れば、貸出先行論のようにまずは預金を設定されるのである。すなわち、銀行は受信に先立って与信という形で貸出を行うのであり、そこでは貨幣供給機関として機能している。それでは、「世界の銀行」である国際通貨国の役割は、このような信用創造をめぐる理論からどのように説明されるのであろうか。

2. 国際通貨国特権と国際収支赤字の「自動的」還流

国際金融仲介機能＝「短期借り・長期貸し」を歴史上果たしてきた国は、国際通貨国であるイギリスとアメリカ、そして非国際通貨国である日本である。しかし、イギリスやアメリカの場合、「短期借り・長期貸し」は自国通貨建てによるものであったのに対して、日本のそれは外貨であるドル建てで行われた。中尾茂夫氏は、このドルの満期転換という対外投資構造でもって80年代後半の日本をドルの「又貸し国家」として位置付けた³⁾。そして、タブラス・オゼキは国際金融仲介機能を果たすことが直ちに「世界の銀行」に結び付くのではなく、「短期借り・長期貸し」が国際流動性を拡大するとき、当該国は「世界の銀行」として機能しているとした⁴⁾。

国際流動性＝国際通貨の供給を行うのが国際通貨国の金融システムである。そして、国際通貨は国際通貨国の銀行の信用創造を通じた貸出によって新たに創り出される。その供給ルートには、①居住者向け貸出→（ドル預金の振替）→非居住者保有の国際通貨国建て残高、②非居住者向け貸出＝非居住者保有の国際通貨国建て残高という二つのルートがある⁵⁾。ここで強調したいのは、いずれの場合においても、国際通貨国の銀行による

信用創造を通じた貸出が「起点」となっていることである。すなわち、「世界の銀行」である国際通貨国は、信用創造を通じて国際決済手段であるドル預金を新たに創り出すことによって、対外支払い・投資（経常収支赤字・対外投資）を行うのであり、ここで国際通貨国アメリカは国際資本移動の「起点」となっているのである⁶⁾。

国際収支表のバランスシートでいえば、経常収支赤字と対外投資を拡大する場合、貸記項目には対外債務増加または対外債権減少が計上される。具体的には、国際通貨国の場合は主に自国通貨建て預金残高の増加が、非国際通貨国の場合は主に外貨準備の減少が記録される。そして、非国際通貨国が国際通貨建て預金残高を入手するには、経常収支黒字を計上するか、または対外借入を行わなければならない。これらは当該国の国際競争力や国際金融市場での信用力に依存するが、自らが国際通貨を発行できない以上、非国際通貨国の経常収支赤字と対外投資の拡大にはおのずと限界がある。これに対して、国際通貨国は自国の金融システムのもとで自国通貨を発行することによって、対外支払い・投資を行うことができる。これが国際通貨国特権である。これによって、非国際通貨国では考えられない規模の経常収支赤字と対外投資の拡大が可能となる。

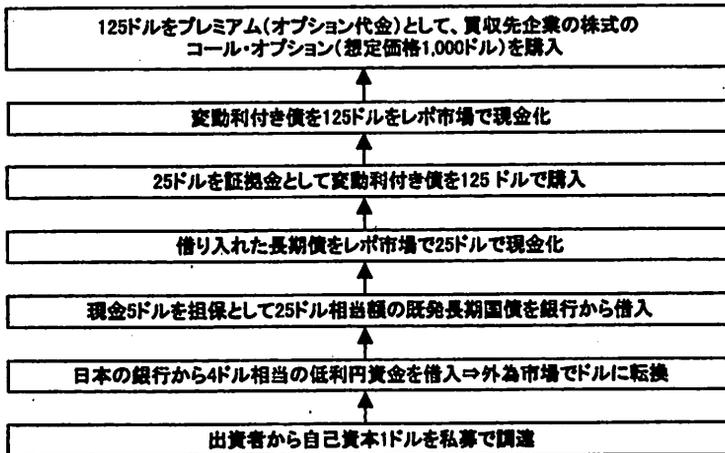
そして、経常収支赤字と対外投資の結果である非居住者保有のドル資金は、国際通貨ドルに対する強い需要を反映して、その他通貨に大規模に転換されることなく、非居住者保有のドル資産のままで保有される。こうして、ドル資産の持ち手とドル資産の内容は様々に変化するものの、アメリカから流出したドル資金は様々なルートを通じてアメリカに「自動的に」還流することになる。

3. 90年代後半におけるアメリカを「起点」とする国際資本移動

90年代後半におけるアメリカを「起点」とする資金ルートについて見て

みよう⁷⁾。〈図1〉では、ヘッジファンドが自己資本1ドルをもとに、1,000ドルの資産を入手する過程が説明されている。この例の特徴は、高レバレッジ機関であるヘッジファンドによるデリバティブ取引やレポ取引といったオフバランス取引が拡大していること、そして日本の銀行による信用創造を通じた円融資がヘッジファンドのレバレッジ取引の起点となっていることである。アメリカの銀行も、日本の銀行と同様、ヘッジファンドに巨額の融資を行う一方、自己勘定でヘッジファンド型運用も行っていた。98年11月の国際金融情報センターの調査によれば、米系商業銀行・投資銀行（32社）はヘッジファンドに対して約1,700億ドルの融資を行う一方で、自己勘定によるヘッジファンド型運用を約2,000億ドルにまで増加させていた⁸⁾。

〈図1〉ヘッジファンドによるレバレッジ



(出所) IMF, *World Economic Outlook and International Capital Markets Interim Assessment*, Dec. 1998, p.52.

(出所) 図の作成に関しては、高田太久吉『金融グローバル化を読み解く－10のポイント』新日本出版社、2000年、211ページを参照した。

97年後半には東アジア通貨危機と日本の金融危機によって、東アジア諸国と日本から資金が大規模に流出することになった。この流出資金はオフショア金融センターの銀行を經由し、欧州に大規模に流入することになり、「過剰な資金のプール」となった⁹⁾。この「過剰な資金のプール」の一部はアメリカに流入したと考えられる。つまり、アメリカへの「逃避資本」の大規模な流入が生じたのである。

99年～2000年の時期におけるアメリカを「起点」とする代表的な資金ルートは、ユーロ導入を背景とした西欧の遠距離通信会社向けのM&A関連貸出であった。2000年第1四半期から第3四半期にかけて、遠距離通信会社に対する国際的シンジケートローンにおいて最大の資金供給者であったのはアメリカの銀行であり、全体の約四分の一を占めていた¹⁰⁾。そして2000年第一四半期におけるインターバンク資金フロー（ネットベース）を見ると、ニューヨークを起点とする資金が、チューリッヒと東京を經由してロンドンにプールされ、最終的にユーロ圏に流入していた¹¹⁾。以上のように、90年代後半のアメリカをめぐる国際資本移動では、アメリカを「起点」とする国際資本移動が重要な役割を果たしたのである。

4. ジャパンマネーとの比較

80年代後半の日本による国際金融仲介は、自国通貨ではなくドル建てで行われた。それはまさにドルの「又貸し」であった。これに対して、国際通貨国アメリカは国際資本移動において単なる「又貸し」を行っているのではなく、自国の金融システムのもと信用創造を通じて国際決済手段であるドル預金を創造すること、すなわち「自前で」自国通貨を発行することによって、経常収支赤字と対外投資を拡大することができる。そこでのアメリカの役割は「経常収支赤字以上の外資の余剰分を、再び投資する」という「受動的な」ものではなく、新たに資金を創り出すという意味で「能

動的な」性格を持っている。そして新たに資金を創り出すという「能動性」の鍵はアメリカの金融機関の資金供給にある。ここでアメリカは国際資本移動の「起点」であり、その役割は「銀行とスポンジ」や「ポンプ」にとどまらない¹³⁾。このことを国際金融仲介機能論は見落とすのである。

Ⅲ. 過剰概念についての試論

1. 従来の研究における過剰ドルの捉え方

アメリカの国際収支赤字拡大によるドル供給が内生的なドル需要に決定されるという見解に立てば、ドル供給は各国にとって「必要な」信用供与という把握となる。しかし、「マッド・マネー」化した90年代の国際資本移動がもたらしている問題を見れば、ドル供給の全てを「必要な」ものとして把握はできない¹⁴⁾。つまり、「マッド・マネー」化した国際資本移動を分析するためには、国際面における過剰概念の再検討が必要なのである¹⁵⁾。

金ドル交換停止以前は、金準備高をこえるアメリカの対外短期債務を「過剰」だと捉える見解が主流であった。この代表的論者が三宅義夫氏であり、その見解は国際通貨を世界貨幣金の代理物として捉えるものであった。70年代～80年代前半は、ドル相場下落に対する黒字国通貨当局のドル介入によって、過剰ドルが処理されたとする見解が注目を集めた。この代表的論者が松村文武氏と小西一雄氏であった。そして80年代後半～90年代前半には、アメリカの国際収支赤字拡大の結果である過剰ドルがもたらすドル相場下落と西欧でのマルクの国際通貨化の進展という現実を根拠として、現在の国際通貨体制がドル一極体制からドル・マルク（ユーロ）・円からなる三極通貨体制への移行期にあるとする見解が主張された。この為替媒介通貨論は、アメリカの国際収支赤字拡大と過剰ドルがもたらす問題を国際通貨体制の移行論に解消するのである。

為替媒介通貨論が端を発した「不換通貨ドルの流通根拠論争」では、国際通貨概念は貨幣論レベルの世界貨幣金ではなく、信用論レベルにおいて論じられるべきとの見解が支配的となった。この国際通貨と金の関係を理論的に切断する見解では、「マッド・マネー」化した90年代における国際資本移動がもたらす問題を十分に分析できない。過剰概念の再検討のためには、国際通貨＝世界貨幣金の代理物ではない形で、国際通貨と世界貨幣金の関係が分析されなければならない。それは国際通貨が金の制約を離れていった意味を問う視点である。

2. 過剰ドル

—金準備という制約をこえたアメリカの経常収支赤字と対外投資—

国際通貨が金の制約を離れていった意味を問うならば、過剰ドルは、1971年の金ドル交換停止以降、金準備によって画された限度をこえて拡大し続けているアメリカの経常収支赤字と対外投資によって創り出される非居住者保有のドル資産であると捉えられる。国際再建金本位制においてポンド残高とドル残高といった国際通貨建て残高が金兌換によって収縮していたのとは対照的に、金ドル交換停止以降、非居住者保有のドル資産が一方的に増大している。ドル残高（短期債務、流動債務、民間の財務省証券、民間の政府関連機関債）とその他ドル資産（社債投資、株式投資、企業貸出）残高の合計は、1971年：1,574億ドル→1980年：5,011億ドル→1990年：1兆9,287億ドル→2000年：5兆8,590億ドル→2002年：6兆5,932億ドルに急増している。特に90年代以降、ドル残高だけでなくその他ドル資産残高も急増しており、対外ドル資産全体におけるシェアは1990年に前者が67%、後者は33%であったが、2002年には前者が58%、後者は42%となっている¹³⁾。

3. 信用の過度の膨張という意味での「過剰」

—国際的債権債務関係の急拡大—

金ドル交換停止以降、国際通貨国アメリカでは、兌換制において国際収支調整と信用膨張の限度の直接的契機となった金準備の流出という事態は生じなくなり、国際収支赤字拡大に対する貨幣制度上の対外的制約はなくなった。信用の「過剰」とは、金ドル交換停止以降、国際通貨国アメリカの国際収支赤字拡大に対する対外的制約が喪失したことによる世界的な信用膨張の限度の大幅な緩和現象である。すなわち、アメリカでは国内の信用膨張の限度が大きく緩和する一方で、金準備によって画された限度をこえたアメリカの経常収支赤字と対外投資の拡大も可能となったのであり、この結果過剰ドルが創り出された。そして、依然としてドル準備という対外的制約が国際収支調整と信用膨張の限界として現れるアメリカ以外の諸国の場合、アメリカの経常収支赤字と対外投資の拡大による過剰ドルの形成によって、信用膨張の限度も大きく緩和することになった。こうして、90年代、国際収支不均衡が拡大したにもかかわらず、先進諸国とエマージングマーケットを巻き込んだ世界的な信用膨張が生じ、バブル絡みの経済成長が引き起こされたのである。

4. 不換通貨の「過剰」—各国通貨相互間の関係の変化—

金ドル交換停止以降、国際面では、為替相場変動の限界がなくなり、為替相場は需給によって兌換制下の限度をこえて変動することになるが、アメリカの経常収支赤字と対外投資の拡大の結果である過剰ドルは為替相場変動を大きなものとした。この為替相場変動の拡大はリスクを回避するヘッジ取引、価格差を利用した裁定取引、リスクを冒す投機取引を増大させることになった。これは国際資本移動（特に短期資本移動）を拡大させ、金利も大きく変動することになった。次に、為替相場と金利の大きな変動

は国際資本移動を拡大させることになったのである¹⁶⁾。不換通貨の「過剰」とは、このような金ドル交換停止以降における為替相場と金利の大きな変動である。

この国際資本移動の拡大による資金需要の高まりに応えたのが、先に見たアメリカとそれ以外の諸国、特に先進諸国における信用膨張であった。これは、不換通貨の「過剰」による為替相場と金利の変動による資金需要に対して、アメリカ及びその他先進諸国の金融機関が資金供給を行ったことを意味する。ヘッジファンドのレバレッジ取引の説明によれば、アメリカ及びその他先進諸国の金融機関による資金供給がレバレッジの起点となっていたが、これはアメリカ及びその他先進諸国における信用膨張であった。この結果、ネットをはるかにこえたグロスの国際的資本移動が生じることになったのである。

5. 貨幣資本の「過剰」—現実資本蓄積と貨幣資本蓄積の関係—

貨幣資本の「過剰」は、70年半ば以降の先進諸国における現実資本蓄積の停滞を反映した貨幣資本の運動である。ここで、現実資本蓄積の停滞が資金需要の低迷としてあらわれる一方、貨幣資本の「過剰」は金融機関にとっての資金供給余力と低金利となってあらわれる。レバレッジの取引例にもあったように、アメリカ以外の先進諸国における過剰貨幣資本が国際通貨ドルに転換されるのに対して、アメリカの過剰貨幣資本は自国通貨ドルのままで国際過剰貨幣資本を形成することになる(図1)。そして、アメリカの経常収支赤字と対外投資の結果である過剰ドルは、国際過剰貨幣資本を増大させることになった。

次に、国際過剰貨幣資本は高金利諸国に大規模に流入し、その大部分が現実資本蓄積から相対的に自立して運動し、貨幣資本蓄積に用いられることになる。レバレッジの取引例を再び見ると、国際過剰貨幣資本は様々な

貨幣資本蓄積にその運動場面を見出し、貨幣資本の「過剰」が吸収されていた(図1)。ここで、国際過剰貨幣資本の運動は世界的な信用膨張あるいはそれらの縮小として現れることになる。

以上のことから、90年代におけるネットをはるかに上回るグロスの国際資本移動は単に量的に拡大しただけでなく、現実資本蓄積に対して過剰であることから、それから相対的に自立して運動し、マネーゲーム的な性格を帯びることになったのである。この結果が「マッド・マネー」化した国際資本移動であった。

IV. むすびに

為替媒介通貨論が主張する三極通貨体制論からみれば、90年代におけるバブル絡みの経済成長とその反動である通貨・金融危機という事態は、国際通貨体制の移行期特有の過渡期的な現象として捉えられることになる。信用の「過剰」で指摘したアメリカ及びその他諸国における信用膨張の限度の大幅な緩和は国際収支調整を先延ばしにする一方で、対外債務増大をもたらす。対外債務のサステナビリティが問題になれば、対外債務は決済を強いられ、ドル準備は一挙に枯渇する¹⁷⁾。アメリカ以外の諸国の場合、外国資本の大規模な流出によってドル準備が枯渇し、信用膨脹は強力的に収縮する。これは信用の「過剰」の露呈であり、この結果が通貨・金融危機であった。

しかし、国際通貨国アメリカとそれ以外の諸国との間では信用膨脹の強力的収縮において非対称性が存在する。アメリカは経常収支赤字と対外投資が拡大しても、自国通貨建て債務が増大するだけであり、アメリカ以外の諸国のようにドル準備の枯渇という対外的制約が信用膨脹の限界として現れない。こうしてアメリカの信用膨脹の強力的収縮は回避される。この

ように、中長期的にみれば国際資本移動の「起点」であるアメリカの信用の「過剰」が構造化することになる。

この信用膨張の強力的収縮の回避は国際過剰貨幣資本の整理を先延ばしにする。国際貨幣資本の「過剰」は運動場面が存在しなければ、整理を余儀なくされるが、不換通貨の「過剰」で見たように、為替相場と金利の大きな変動を反映した資金需要がその運動場面を提供している。そして、アメリカ及びその他諸国における信用膨張がその資金需要に応えることによって、国際過剰貨幣資本の運動を支えている。すでに述べたように、信用の「膨張」、不換通貨の「過剰」、貨幣資本の「過剰」はアメリカの経常収支赤字と対外投資の拡大及びその結果である過剰ドルの形成なしには語れないものである。この過剰ドルを形成するアメリカの国際収支赤字が拡大し続けていることを考えると、今後もバブル絡みの経済成長とその反動である通貨・金融危機という現象は繰り返される可能性が高い。このように過剰ドル及び三つの「過剰」は、兌換制下や金ドル交換下には生じ得なかった貨幣・信用論の現象を説明するのである。

【注】

- 1) 本報告論文は、大会での報告原稿をもとに、大会での討論を取り入れ加筆修正したものである。コメントを頂いた全ての先生方にこの場をお借りて厚くお礼を申し上げたい。なお、本報告論文は石井記念証券研究振興財団 平成12年度研究助成金個人研究の成果の一部である。
- 2) IMF, *International Capital Markets: Development, Prospects, and Key Policy Issues*, 1997, pp.2-3.
- 3) 中尾茂夫「世界マネーフロー」同文館, 1988年, 240ページ。
- 4) Tavlas G.S. and Y.Ozeki, "The International of Currencies: An Appraisal of Japanese Yen", *IMF Occasional Paper*, 1992, No.90, pp.17-19.

- 5) 前田淳「国際銀行業と国際金融取引の増大メカニズム」『経済論究』（九州大学），第65号，1986年7月，123～125ページ。本稿では同氏の説明を若干変更している。
- 6) 国際的信用創造を重視するものとして，深町郁彌「国際銀行業」（小野編著『金・外国為替・国際金融』ダイヤモンド社，1986年）。藤田誠一「国際資金循環と基軸通貨制度」『経済学研究年報』（神戸大学），第42巻，1995年。前田淳前掲論文「国際銀行業と国際金融取引の増大メカニズム」。向壽一「信用創造・マネー循環・景気変動」同文館，1990年。山田喜志夫「ドル体制とアメリカの国際通貨国特権」『現代貨幣論』齊木書店，1999年があげられる。
- 7) 紙幅の都合上，十分に言及できなかった90年代後半のアメリカをめぐる国際資本移動の実証的検討については，拙稿「ニューエコノミーと国際通貨ドル」『立教経済学研究』，第56巻第3号，2003年1月を参照。
- 8) 宮島秀直「ヘッジファンドの興亡」東洋経済新報社，1999年，125～126ページ。
- 9) Wincoop, Eric van and Kei-Mu Yi, "Asian Crisis Post-mortem: Where did the Money Go and did the United States Benefit? ", *BIS Conference Papers*, No. 8, Mar. 2000, pp.286-89.
- 10) BIS, *Quarterly Review*, Nov. 2000, p.17.
- 11) BIS, *Quarterly Review*, Aug. 2000, p.14.
- 12) 従来の研究では，国際資本移動におけるアメリカの役割を周辺国の資金需要を引き受けるという「銀行とスポンジ」（Mckinnon, R.I., *Private and Official International Money, Essays in International Finance*, No.74, April 1969, p.30）や基軸通貨国アメリカが世界中の資金を吸収し，収益を求めて周辺国に投資するという「ポンプ」の役割（片岡尹「ドル本位制の通貨危機」剽草書房，2001年）として捉えるものがある。
- 13) 「マッド・マネー」という形容はストレンジによるものである。Strange, S., *Mad Money*, Manchester University Press, 1998。（桜井他訳「マッド・マネー」岩波書店，1999年）。
- 14) マルクスが提示した三つの「過剰」概念を整理したのは，小西一雄「過剰ドル論の展開のために」『思想』（岩波書店），第692号，1982年2月である。
- 15) FRB, *Federal Reserve Bulltein*各号。米財務省，*Flow of Funds*各号より。
- 16) 小西一雄「現代における通貨と信用の諸問題」（北原他編『資本論体系10 現代資本主義』有斐閣），357ページ。
- 17) 上川孝夫「国際通貨システムの回顧と展望」（上川他編『通貨危機の政治経済学』日本経済評論社，2001年），374～378ページ。

〈徳永報告へのコメント〉

田中 秀親（淑徳大学）

I. 国際資本移動において米国が「起点」であることを強調するために、米国を「世界の銀行」として擬することについて

①米国が基軸通貨国であることを理解すれば、ドル供給が米国からなされるのは当然であり、それを銀行の貸出先行説に基づく信用創造と擬する必要はない。②世界単一市場が形成されていないのに、米国を「世界の銀行」とみなすことは可能か。③米国による巨額のドル債務積上げが可能なのは、ドル債務の累積に対する歯止めを金ドル交換停止により外し、変動相場制に移行したためである。

II. 米国の国際収支赤字の「自動的」還流とはいかなる意味か

①米国の経常収支赤字により形成されたドル残高は「自動的」に米国へ還流するのではなく、ユーロダラー市場やオフショア市場へ流入する場合もあり、また米国は金利政策等を利用して、ドル残高の還流を行っている。②「自動的な」還流が可能なのは、債権国がドル建てで債権を保有する限りである。

III. 90年代後半における米国を起点とする国際資本移動の例証について

①円キャリートレードの場合、資本の原資は円であり、米国が「起点」であると言えない。②アジアとロシア通貨危機の際、国際資本移動は既存のドル債権がその投資先を変えたのであり、米銀の資本供給による「能動的な」資本移動とはみせない。

IV. 「過剰ドル」の理解について

①徳永報告は、過剰ドルを金準備に画された限度をこえて拡大するドル供給と理解し、それには国際通貨と金準備との関係の分析が必要であるとする。しかし、むしろ分析されねばならないのは、金準備から解き放たれたドル債務はどこまで積み増せるか、あるいはその過程でいかなる矛盾が米国及びそれ以外の国に生じるかである。②金ドル交換停止の意義は金との関係ではなく、米国が対外債務をいかなる時点で、何でもって支払わざるを得なくなるのかと問題設定すべきである。③為替媒介通貨論を通貨体制移行論として排除することに関しては結論を留保したい。たとえば、ドル債務の累積がもたらす矛盾の一つの現れとその一つの解決策としてのドル決済圏の縮小は、ユーロ圏の成立に見られるように空想の話ではない。米国の対外債務の累積がもたらす矛盾の進展速度とその一時的な解決策の浮上は、現実の政治経済力学を抜きにしては語れない。

〈田中秀親氏のコメントへの回答〉

I. ①国際資本移動の「起点」となる国際通貨国アメリカと非国際通貨国との間の相違を理解するためには、信用創造といった信用論のレベルでの分析が重要である。②国際流動性を供給できるのはアメリカだけであり、その役割は「世界の銀行」と捉えられる。③本報告の中心的課題は、ご指摘の金ドル交換停止によるドル債務累積の意味を問うことにある。

II. ①90年代後半、アメリカの通貨当局は金融政策等を用いて、民間部門による外国資本流入（国債・社債・株式投資）を維持しようとした。②非居住者の資金がアメリカの金融市場から引き揚げられても、ドル預金で保有すればもちろん、また民間部門でのドル売りが急速に進んでも、各国通貨当局による外為市場介入が行なわれれば、アメリカの赤字はファイナンスされる。いずれの場合も、経常収支赤字と対外投資の結果である非居住者保有のドル資金は、非居住者のドル資産のままで保有され、このように様々なルートを通じてアメリカに「自動的に」還流することになる。

III. ①ご指摘の通りである。ただし、円資金がグローバルに運動する際、国際通貨ドルに転換されることに留意すべきである。②ご指摘の通りである。

IV. ①本報告は国際通貨が金の制約を離れていった意味を問うものである。②アメリカによる対外債務の資産決済の必然性を中心的課題とすると、世界最大の債務国でありながら、国際収支赤字を拡大し続けているというアメリカの独自の地位を軽視してしまうことになる。③為替媒介通貨論では、アメリカの赤字拡大→ドル相場の乱高下→ユーロの台頭に見られる国際通貨の複数化→アメリカの赤字拡大の限度となる。為替媒介通貨論は、アメリカの国際収支赤字拡大とその結果である過剰ドルがもたらす問題を国際通貨体制の移行論に解消する。しかし、90年代のアメリカの赤字拡大がもたらす問題（デリバティブ取引の盛況、通貨・金融危機の多発など）を国際通貨体制の移行に伴う過度期的なものとしては片付けられない。政治経済学からの国際通貨関係の検討は今後の研究課題としたい。

〈質疑応答〉

藤田 誠一（神戸大学）

①国際資金循環論は、各国の国内資金循環における海外部門の間の資金取引を見たものであるが、アメリカが「起点」であるというのはアメリカの信用創造（銀行貸出）ありきなのか。②日本の「又貸し」との比較でいうと、アメリカが「起点」であるというのはドルが国際通貨であるためなのか。③私（藤田氏）は貨幣資本と現実資本との対比を重視する立場から、経常収支不均衡ファイナンスの上回るグロスの資本移動を「過剰」と捉える。その場合、資本移動の拡大が経常収支の不均衡を拡大するという点を含めて「過剰」と考えれば、90年代後半の実現も説明可能ではないか。

【答】

①ご指摘の通りである。国際資本移動におけるアメリカの役割は二つある。一つは、信用創造を通じた貸出によって、対外支払い・投資を行う場合である。これは、国際的な「マネー」の絶対量を増大させるものである。いま一つはすでに信用創造を通じた貸出によって創り出されたドル残高の振替である。これは貨幣の流通速度を高めるものである。いずれの場合においても、国際通貨国の銀行による信用創造を通じた貸出が「起点」となる。②ご指摘の通りである。③本報告であれば、資本移動の拡大による経常収支不均衡の拡大という事態は信用の過剰と関連する。外国資本流入の拡大によって経常収支赤字が拡大する際、アメリカ以外の諸国の場合、ドル準備という対外的制約が大幅に緩和され、経常収支ファイナンス問題は従来に比べて飛躍的に容易になる。これは各国において信用の過度の膨張をもたらす。

片岡 尹（大阪市立大学）

①アメリカが「能動性」のもと、いくらでも資金供給が可能であれば、それは「過剰」ではなく、また「限界」もないのではないか。②「起点」あるいは「能動性」を重視する見解ではなく、金融仲介論こそがドル本位制の不安定性を示すための枠組みである。③現在の国際金融を考える際、経常収支と資本取引も一緒に扱えないのではないか。

【答】

①国際通貨国アメリカは、「自前で」自国通貨を発行することによって、経常収支赤字と対外投資を拡大することができる。ここでは、新たに資金を創り出すという意味で「能動的な」性格を持っている。アメリカの場合、外貨の枯渇という対外的制約が信用膨張の限界として現れることはないが、例えば非居住者保有の米国債が大規模に売却されれば、金利が上昇する。金利の上昇は、アメリカの民間にお

る信用収縮の一契機となる。「能動性」の限界の一つがここにある。②国際的なブーム・アンド・バーストでは、バーストの前にはブームがある。そのブームを解明するにあたって、金融仲介論が主張するように、一定量の資金を前提としてその資金の急激な流入でもって、90年代における事態を捉えるだけでは不十分である。④今後の研究課題にしたい。

井村喜代子（慶応大学）、清水 徹（イオンド大学）、片岡 尹（大阪市立大学）、西村 閑也（法政大学）

過剰ドル及び三つの「過剰」概念の定義と基準は何か。

【答】

過剰ドル及び三つの「過剰」については本文Ⅲ章を参照。不換通貨の「過剰」は為替相場と金利の変動の拡大、そして貨幣資本の「過剰」は金融機関の資金供給余力と低金利となってあらわれるが、過剰の定量的な基準に関してはさらに分析していきたい。

三谷 進（名城大学）

①アメリカの「能動性」の限界はどこにあるのか。②アメリカの「能動性」が低下していった場合、国際通貨システムはどのような影響を受けるのか。③アメリカを「起点」とする国際資本移動のルートとしてヘッジファンドを重視しているが、それはデータのどこまで明らかにできているのか。

【答】

①片岡氏への回答①を参照。②今後の研究課題にしたい。③本文の図1で取り上げた98年のIMFの報告書、米大統領のワーキンググループの報告書、BISの高レバレッジ機関の関連する報告書などである。

松田 岳（立教大学）

90年代のアメリカは現実資本蓄積が活発な時期であり、アメリカの赤字拡大が必ずしも貨幣資本の過剰であるとはいえないのでは。

【答】

アメリカの赤字拡大イコール貨幣資本の過剰ではない。まずアメリカの赤字拡大は貨幣資本蓄積の増大をもたらすのである。それが過剰であるかは現実資本蓄積との関連でいえることである。

井村喜代子（慶応大学）

現実資本蓄積以外に用いられる投機的資金は、すべて過剰資本の運動形態なのか。

その場合、過剰の存在形態と運動形態、そしてその矛盾の内容は何か。

【答】

90年代における国際的過剰貨幣資本の一部は高度経済成長が期待されるエマージングマーケットに大規模に流入し、現実資本蓄積を媒介した。過剰の存在形態と運動形態については今後さらに分析していきたい。

吉田 暁（武蔵大学）

徳永報告では、対米資産の持ち手の変換（振替）にあたって価格（為替レート）が動くこと及びその意味が十分に説明されていないのではないかと。報告では「他通貨に転換されない限り」としているが、他通貨に転換する場合でも、ドルから離れるわけではない。問題はドルの下落が生じることである。

【答】

対米資産の振替と為替レートの関連については今後の研究課題にしたい。

熊野 剛雄（専修大学）

ドルは米銀の帳簿貨幣として存在し、しかも米銀の信用創造がそれに加わり、移動は口座間の貸借として行われることから、過剰を量の問題ではなく質の問題として考えるべきである。その質とは、売却されるとドル下落要因となることから阻止せざるを得ないこと等ではないか。

【答】

吉田氏と同様、対米資産の振替と為替レートの関連についてのご指摘である。今後の研究課題にしたい。

西村 関也（法政大学）

国際資本移動の分析と実体経済面の分析を組み合わせないと世界経済の将来は見えてこないのではないかと。ユーロが第二の基軸通貨になれば、過剰ドルの整理が迫られる局面も生じるのではないかと。その意味で、複数基軸通貨制というものは本質的に不安定な体制ではないかと。

【答】

将来、国際通貨ユーロの地位が上昇していけば、過剰ドルの整理が迫られる可能性はある。しかしアメリカの国際金融面での強さとそれを支える国際通貨ドルの存在を見れば、現時点において過剰ドルの急激な整理や複数基軸通貨制の到来という事態は考えにくい。

前田 淳（北九州市立大学）

①90年末における対米社債・株式投資の拡大は、米所在銀行の対外負債を増大させてきた要因なのか。②日本はこれまで過剰ドルを支えてきたが、今後ともそうするべきか。

【答】

①90年代後半、対米証券投資を行う場合、非居住者は流動性の高い決済預金（＝米所在銀行の対外負債増大）を借り入れても、それを用いて直ちにドル証券を購入したのではないかと考えられる。すなわち、流動性の高い決済預金は社債や株式といったその他ドル資産に瞬時に変わったのである。②ドルからの相対的自立を中長期的な政策目標とするならば、過剰ドルを支える政策は望ましくないであろう。

清水 徹（イオンド大学）

90年代のアメリカにおいては「双子の赤字」に家計部門の赤字を加えて「三つ子の赤字」とする見解もあるが、この家計部門の赤字が国際資本移動の原点的役割を果たしているのでは。

【答】

ご指摘の点はアメリカ経済論と国際金融論の関連についてであり、今後の研究課題としたい。

「金融再生プログラム」批判

建部 正義

(中央大学)

1. 金融庁は、2002年10月30日、「主要行の不良債権問題解決を通じた経済再生」を副題とする「金融再生プログラム」を経済財政諮問会議に提出した。このプログラムは、日本の金融システムと金融行政にたいする信頼を回復し、世界から評価される金融市場を作るためには、まず主要行の不良債権問題を解決する必要があるとの認識にたちつつ、2004年度には、主要行の不良債権比率を現状の半分程度に低下させるとともに、構造改革を支えるより強固な金融システムの構築を目指して、主要行の資産査定を厳格化、自己資本の充実、ガバナンスの強化などの問題に取り組もうというものである。

2. まず、資産査定を厳格化については、以下の方針が列挙されている。
(ア) 市場評価との整合性を図るための資産査定に関する基準の見直し——
①引当に関するディスカウント・キャッシュ・フロー的手法の採用（主要行において要管理先の大口債権者については、DCF方式を基礎とした個別的引当を原則とし、早急に具体的手法を検討する）、②大口債権者に対する銀行間の債務者区分の統一（主要行について正常先でない大口債務者の債務者区分に関しては、適正な資産査定を実施している先にレベルを揃えるための具体的な仕組みを導入する）、③再建計画の厳格な検証（再建計

画の進捗状況や妥当性を継続的に検証することを目的とした専門家を含む検証チーム設置する)、④担保評価の厳正な検証(鑑定評価を担保評価に用いる場合には、原則として独立した不動産鑑定士による法定鑑定を用いる方向で検討する)。(イ)特別検査の再実施(2003年3月期について、リアルタイムの債務者区分の厳格な検証を継続する形で、特別検査の実質的な再実施を行う)。(ウ)自己査定と金融庁検査の格差公表(これまで実施された金融庁検査を基に、主要行の自己査定と検査結果の格差について集計ベースで公表する。自己査定と検査結果の格差については、今後定期的に公表する扱いとし、各行に格差是正を求める)。(エ)自己査定の是正不備に対する行政処分の強化(正当な理由がないにもかかわらず自己査定と検査結果の格差が是正されない場合には、当該行に対し、業務改善命令を发出する方針を明確化する)。(オ)財務諸表の正確性に関する経営者による宣言(資産査定を含む財務諸表が正確であることに関し、代表取締役に署名を求めることを検討する)。つぎに、自己資本の充実については、以下の方針が列挙されている。(ア)自己資本を強化するための税制改正——①引当金に関する新たな無税償却制度の導入(破綻懸念先以下の債務者に関しては、金融庁の監督と検査の下での自己査定の結果を以て無税対象と認定する制度の導入を要望する)、②繰戻還付金制度の凍結措置解除(欠損金の繰戻還付について、凍結措置の解除及び期間の延長を要請する)、③欠損金の繰延控除期間の延長検討(現行5年となっている繰延控除期間の延長を要請する)。(イ)繰延税金資産に関する算入の適正化(繰延税金資産については、その資本性が脆弱であるため、自己資本比率規制における取扱いについては、会計指針の趣旨に則ってその資産性を厳正に評価するとともに、算入上限についても速やかに検討する)。(ウ)繰延税金資産の合理性の確認(主要行の経営を取り巻く不確実性が大きいことを認識し、翌年度を越える将来時点の課税所得を見積もることが非常に難しいことを

理解した上で、外部監査法人に厳正な監査を求めるとともに、主要行の繰延税金資産が厳正に計上されているかを厳しく検査する)。(エ) 債務者に対する第三者割当増資部分の検討(債務者が引き受けている第三者割当増資部分に関しては、実質的な迂回融資になっていないかなど、資本としての適格性を念入りにチェックする)。最後に、ガバナンスの強化については、以下の方針が列挙されている。(ア) 優先株の普通株への転換(政府が保有している銀行の優先株の普通株への転換については、期限の到来、経営の大幅な悪化など諸条件に該当する場合には転換する方向で運用ガイドラインを可及的速やかに整備する)。(イ) 健全化計画未達先に対する業務改善命令の発出(健全化計画等の未達先に関しては、その原因と程度に応じて必要性を判断し、行政処分を行うとともに、改善が為されない場合は、責任の明確化を含め厳正に対処する)。(ウ) 早期是正措置の厳格化(早期是正措置における現行区分のあり方を含め、各区分における措置の内容を厳格に見直す)。

3. 以上であるが、これらにくわえて、2004年度に向けた不良債権問題の終結については、以下の方針が列挙されていることにも留意がはらわれなければならない。(ア) 政府と日銀が一体となった支援体制の整備——①日銀特融による流動性対策(個別金融機関が経営難や資本不足もしくはそれに類似した状況に陥り、万が一金融危機のおそれが生じた場合には、金融庁は責任をもって適切な対応を取るとともに、日本銀行に特別融資等必要な措置を要請し、一体となって万全の危機管理体制を整備する)、②預金保険法に基づく公的資金の投入(必要な場合には、現行の預金保険法に基づき、速やかに所要の公的資金を投入する)、③検査官の常駐的派遣(これらの「特別支援」の対象となった金融機関の取締役会や経営会議などに、検査官を陪席させることを検討する)。(イ)「特別支援金融機関」

における経営改革——①経営者責任の明確化（「特別支援」を受けることになった金融機関を代表する経営者については、責任の明確化を厳しく求める）、②適切な管理方法（「特別支援」を受けることになった金融機関においては、「新勘定」と「再生勘定」に管理会計上分離し、適切に管理する）、③事業計画のモニタリング（金融庁内に「金融問題タスクフォース」を新設し、「金融問題タスクフォース」は、「特別支援金融機関」の新しい経営陣による事業計画をチェックしてその妥当性について金融担当大臣に助言するほか、その履行状況をモニタリングし、金融担当大臣に報告する）。（ウ）新しい公的資金制度の創設（金融システムの安全に万全を期しつつ、不良債権問題を終結させるため、迅速に公的資金を投入することを可能にする新たな制度の創設の必要性などについて検討し、必要な場合は法的措置を講ずる）。

4. なお、2002年11月29日には、「金融再生プログラム」の実施スケジュールを示す「作業工程表」が公表され、また、12月には、①中小・地域金融機関の不良債権処理に関わる「リレーションシップバンキング」のあり方、②新しい公的資金制度、③繰延税金資産の合理性の確認に関わる自己資本比率規制、という3つの問題が内閣総理大臣から金融審議会に諮問されるにいたった。

5. すでに触れたように、「金融再生プログラム」の副題は、「主要行の不良債権問題解決を通じた経済再生」とされている。ここから、当該プログラムが、小泉政権による構造改革——これは、不良債権の処理、規制改革・民営化、地方分権、財政の健全化などをその内容としている——の一環をなすものであることが知られる。ところで、不況とは、表から見れば供給過剰（過剰生産）、裏から見れば需要不足（過少消費）に帰着する。

そして、構造改革とは、まさに、このうちの供給の側面に働きかけようとする政策にほかならない。しかし、供給過剰下において、供給能力を強化する政策を採用するとどうなるか。一般的には、供給過剰をいっそう促進することとなるであろう。そこで、構造改革論者は、つぎのように主張する。構造改革をつうじて、非生産的な企業が淘汰されると同時に、より生産的な企業が叢生されることによって、資源の効率的な配分が促進され、労働者の雇用機会も確保されることになる、と。じっさい、竹中平蔵経済財政政策担当大臣は、「サプライサイドの改革だけでは、GDPギャップが広がるだけで、かえって景気回復の妨げになるという議論もあります」との質問に答えて、以下のように回答している。「今、GDPギャップの議論はまったく意味がない。資本と労働力、技術からなる潜在成長力と実際のGDPの差（GDPギャップ）があるから、需要不足を補うべきである、という議論は間違っている。なぜなら、算出の基になっている『資本』には役に立たない（ユースレス）資本が組み入れられているからだ。よくエクセス・キャパシティ（超過供給力）と言うが、これは『ユースレス・キャパシティ』にすぎない。今のような状態では、潜在成長力の議論は少しの間放棄して、水膨れしたユースレスな供給能力を削っていかないといけない。不良債権処理のマクロ的な意味合いはここにある」（『日本のサプライサイドを強くしなければ経済の再生はない』『週刊東洋経済』2001年8月11・18日号）。それでは、小泉内閣のもとでの2年余におよぶ構造改革の実践——実験の期間としては、けっして短いとはいえないであろう——をつうじて、より生産的な企業群が叢生された、あるいは、叢生されつつあるといえるであろうか。また、より生産的な企業群が叢生されないのは、はたして、非生産的な企業——おそらく、不動産、建設、流通業などのそれを指すものと考えられる——が淘汰されず、不良債権の処理が進展しなかったために、銀行の金融仲介機能が麻痺しているためであろうか。

6. 「金融再生プログラム」には、銀行行動にたいするあきらかな誤解が含まれている。じっさいには、「不良債権を抱えていることと、資金が不足するかどうかは別の問題である」（箕輪重則「中小企業金融の課題」『金融』2002年6月号）、「不良債権の存在そのものは企業金融の障害ではない」（津田和夫『現代銀行論研究序説』桃山学院大学総合研究所、2003年）。こうした誤解が生まれるのは、「金融再生プログラム」が、貸出の前提として、預金の受入、貸出金の返済ないし処理というかたちで、銀行のバランスシートがあらかじめ健全化されていなければならないと判断するからである。しかし、銀行は、貸出にあたって、さしあたり、借受人の預金口座にその金額を貸記するだけであるから、生産的な借入企業が存在するかぎり、不良債権を抱えているか否かにかかわらず、融資は可能なはずであると認識されなければならない。まさに、一般の理解とは異なり、銀行行動は、銀行の預金創造すなわち信用創造から、すべてが始まる世界であるといえる。

7. ここで、ケインズが『一般理論』において、不況および失業の原因を、供給能力の過剰にではなく、有効需要の不足に求めたことが想起される。もっとも、ケインズは、有効需要を投資需要と消費需要とに区別し、前者をより重視した——これは、当時、国民所得に占める個人消費の比率が今日ほど高くなかった事実とも関連しているのであろう——のであるが、報告者には、現下のわが国の不況の長期化の原因を、構造改革の不徹底によるよりも、消費需要の不足（消費性向の低迷、すなわち、低所得者層の貯蓄動機の高まり）によって説明する方がより説得的であるように思われる。たとえば、『日本銀行調査月報』1999年4月号に掲載された、「90年代入り後も日本の家計貯蓄率はなぜ高いのか？」は、以下のような結論を導き出している。「低所得者層が「リスク」を感じる理由を詳しく分析

するため、低所得層を年齢別に分類した上で各々の貯蓄率の推移をみると、最近では、中高年層が最も貯蓄を増やしていることがわかる。この点、90年代入り後、中高年層における失業率の上昇スピードが相対的に高まっていることを考え合わせると、中高年の低所得者が「リスク」を感じる要因としては、主に足許の雇用不安があると考えられる。「90年代入り後の家計貯蓄率上昇の背景を仔細にみていくと、①中高年の低所得者層は雇用に対する不安、②同若年層は年金に対する不安（『年金支給額の切り下げ』や『年金支給年齢の引き上げ』）、③高齢層は介護に対する不安（『年金だけではゆとりがない』、『高齢者への医療・介護負担が増える」とみているから）、といったように、各々が異なる「リスク」を抱え、いずれも貯蓄動機を高めていることがわかった」。

8. ここから、需要の不足を補い、現下のわが国の不況の長期化を克服する方策もおのずから明白になる。①中高年の低所得者層については、サービス残業の廃止ならびにワークシェアリングの導入をつうじて、雇用に対する不安を取り除くこと。この点にかんして、熊沢誠氏は、『リストラとワークシェアリング』（岩波新書、2003年）のなかで、つぎのように指摘している。「いくらか回顧してみよう。社会経済生産性本部が『サービス残業をなくせば90万人、すべての残業をなくせば160万人』の雇用を創出できるという試算を発表したのは1999年5月のことだった。翌年春、この機関は明瞭にワークシェアの導入を提案する。1999～2000年の頃にはまた、フランスやオランダの試みも広く紹介されリストラの代替案としてのワークシェアへの関心は次第に高まっていた」。「個別企業のレベルでは、すでに……資料を掲げたように、ワークシェアの対極としての人べらしリストラによる生産性向上は、企業の5分の1ほどで確認されているにすぎない」。②低所得の若年層や高齢層については、年金制度ならびに医

療・介護制度の改革——その内容は、小泉政権の構造改革が意図するそれとは、別様のものでなければならない——をつうじて、年金および介護に対する不安を取り除くこと。これらにほかならない。

9. 日本銀行による2002年10月の「不良債権問題の基本的な考え方」は、当該問題について、以下の記述を与えている。「日本経済の状況を見ると、世界的な競争激化などの環境変化のもとで、企業の生成・淘汰を含む構造調整が急速に進行している。実際、最近における主な企業の経営破綻や再建計画策定の事例をみても、経営悪化には、バブル崩壊に起因する要因（過剰な不動産投資の失敗等）に加え、それ以外の要因（景気低迷の長期化や輸入品との競合激化に伴う売上げ減少等）の影響も強まりつつある。こうした傾向は大企業から地方の中小・零細企業まで、また製造業から非製造業に至るまで、幅広く観察される。このように、わが国の不良債権問題は、「バブルの負の遺産の処理」だけでなく、「産業構造や企業経営の転換・調整圧力を背景に新規に発生する不良債権への対処」という性格も加わりつつある。その意味で、不良債権問題を金融機関の過去の過剰融資とそれに関係する一部企業の過剰債務処理としてのみ狭く捉えることは適当でない」。報告者としては、「こうした傾向は大企業から地方の中小・零細企業まで、また製造業から非製造業に至るまで、幅広く観察される」という点に照らして、この文章中、とりわけ、「景気低迷の長期化」という要因に注目したい。現下の不良債権問題の内実は、バブル崩壊に起因するそれよりも、景気低迷の長期化に起因するそれに確実に移行しつつあるとみなすべきであろう。じじつ、同稿によれば、金融機関による2001年度までの不良債権処理額は、1990年代以降の累計ですでに90兆円に達しているが、ちなみに、90兆円という不良債権処理額の規模は、80年代後半のバブル期における貸出増加額の約8割に匹敵するものである。また、名目GDPにた

いする貸出残高の比率をみても、ピークであった89年の1.1倍から徐々に低下し、2001年には0.9倍とすでにバブル期以前の水準にもどっている。つまり、景気低迷がつづくかぎり、不良債権をたとえ処理しても、企業業績の悪化をつうじて、つぎつぎに新たな不良債権が発生し、不良債権の最終的処理という目標が、いわば逃げ水のように遠ざかりつづけるというわけである。このように、当面の不良債権の処理という問題と経済再生という問題の因果関係は、前者から後者へというそれとしてよりも、後者から前者へというそれとして理解されなければならない。

10. わが国の金融構造のあり方についての政府の基本的方針は、金融ビッグバン以来、一貫して、間接金融に代えて直接金融をその中核に据えようとするものであった。たとえば、新しい金融の流れに関する懇談会の論点整理（1998年6月）は、つぎのように言う。「銀行業による間接金融は、その基本的構造として、銀行等が預金の元本と利子を保証し、融資等に係わる運用のリスクを銀行等がいわば丸抱え的に負担する仕組みである。これは、資金不足時代にあっては、経済の高度成長にも支えられて円滑に機能してきた。しかしながら、安定成長・資金余剰の時代を迎えると、こうした銀行等の金融チャネルにのみ偏重したシステムでは、我が国経済が将来を切り拓くだけのリスクを負担しきれないおそれがある」。また、金融審議会の答申「中期的に展望した我が国金融システムの将来ビジョン」（2002年9月）は、つぎのように言う。「経済環境の変化等に伴う金融システムに対する要請に応えるためには、我が国の金融システムを、産業金融モデル（銀行中心の預金・貸出による資金仲介）も存続するが、市場金融モデル（価格メカニズムが機能する市場を通ずる資金仲介）の役割がより重要になるという意味で、市場機能を中核とする複線的金融システムへと再構築することが必要である」。ところで、金融庁の「金融再生プログラ

ム」は、銀行と企業とのあいだの資金仲介のパイプ、すなわち、間接金融のパイプが詰まっていることが、構造改革を遅滞させ、ひいては、不況の長期化をもたらしているとの認識にたつて、不良債権問題の解決をなによりも優先しようとしている。はたして、両者のあいだに、矛盾は存在しないといえるのであろうか。この点で、岩田規久男氏の、「構造改革を主張する人々の不良債権の処理による貸出増加の主張と間接金融から直接金融への移行の主張とは矛盾している」（「予想形成に働きかける政策を」、小宮隆太郎・日本経済研究センター編「金融政策論議の争点」日本経済新聞社、2002年、所収）、という発言は示唆的である。

11. 「金融再生プログラム」は、BISの自己資本比率規制を金科玉条のごとき不可侵の前提としてこれを受け入れている。なるほど銀行に不良債権が発生し、これを処理しなければならない場合には、自己資本がその最後のバッファーになりうること、こうした意味で、自己資本比率が銀行の健全性を計る指標のひとつとなりうることは事実であるとしても、それはそれだけの話にとどまる。ましてや、理論的に判断して、8パーセントという比率に絶対的な客観性が備わってわけのものではない。貸出審査が合理的なものであり、その後の債権管理が十分になされるならば、また、その国の銀行システムの安定性が確保される（この点は景気の動向と深くかかわっている）ならば、BISの基準や比率が弾力的に適用されたとしても、銀行経営にたいしてなんらの実害も及ぼさないであろう。まさに、鳥畑与一氏が、「損失の処理能力としての自己資本がどの程度必要かということは、その銀行のリスク・テイクやリスク管理に対する経営姿勢、それぞれの銀行が属する国の銀行システムの安定性などに規定されて多様であり、一概に何%あれば安全であるという絶対的・画一的な水準を確定することはできません」、「そもそもあらゆる銀行の安全性を保障する絶対的で画一

的な単一の自己資本水準は存在しないため、BIS規制における最低自己資本比率の8%という数字も、どうしても客観的根拠のない「勘に頼ったもの」(Peter Cooke)、「恣意的数字」(Alan Greenspan)にならざるを得ませんでした」(「国際金融システムとBIS規制」『経済』1999年1月号)、と主張するとおりである。さらに、現行のBIS規制は、つぎのような欠陥を備えていることは広く知られている。①収益性の低い貸出を排除する傾向があること——企業向け貸出のリスク・ウェイトは100パーセントであるので、単純に言えば、8パーセント以下の収益率では、自己資本比率の悪化につながる——、②順循環的性格をもつこと——「1988年の自己資本合意は……、景気の循環を大きくすることに寄与するかもしれないハイリスクの投資を銀行が行うインセンティブを生み出している」(2001年1月のバーゼル銀行監督委員会による市中協議案「『自己資本に関する新しいバーゼル合意』の概論」)——、③規制逃れのための資産の証券化を促進すること——「当委員会は、一部の銀行が自身のリスク・エクスポージャーに応じた自己資本を持つことを回避するためにこれらの証券化ストラクチャーを利用していることについて、懸念を強めている」(同)——。こうした条件のなかで、BISの自己資本比率規制の絶対化と構造改革の推進という観点にたちつつ、「金融再生プログラム」に盛り込まれた資産査定厳格化策、自己資本の「充実」策が実施されるならば、ことはいったいどうなるであろうか。自己資本の不足を見越して、大手行は、中小企業にたいする貸し渋り——これはこれで、健全化計画の達成と矛盾することになる——ないし貸出金利の引き上げを強化するであろうことは疑いをいれない。全就業者中に占める中小企業への就業者の比率が7割近いことも考慮するならば、この事態は、確実に、不況のいっそうの深化→不良債権のいっそうの累積を促進するにちがいない。

12. 「金融再生プログラム」のなかには、預金保険法に基づく公的資金の投入、新しい公的資金制度の創設、優先株の普通株への転換というかたちで、主要行の国有化ない事実上の国有化に向けた仕掛けが用意されている。これに対抗するべく、大手銀行グループは、この間、増資により自己資本の充実を図ったが、2003年3月期末の株価の下落にともなう保有株式の含み損の発生をつうじて、その努力も水泡に帰する結果となった。ところで、いまもし、主要行が国有化された後、不良債権を処理したうえで、再民営化される際に、その銀行の買い手を、はたして、国内に見出しうるであろうか。事実上の国有化銀行のそれを含む不良債権の証券化、国有化銀行の再民営化の過程でビジネス・チャンスをつかえることができるのは、おそらく、アメリカ系の投資銀行・投資ファンドに限られるであろう。じっさい、わが国における不良債権取引の実態について、貸出債券市場協議会は、「外資系投資銀行は、わが国において不良債権売買が開始された時から取引に参加し、現在においても不良債権取引の主要プレーヤーの1つとなっている。外資系投資銀行は、投資として自己資金により銀行等から不良債権を購入するほか、不良債権の証券化商品・不良債権投資ファンドの組成・運営も手がけている」、「わが国の不良債権取引が上記の外資系投資銀行、外資系ファンド等の外資系プレーヤーを中心に進められた背景には、不良債権最終処理促進の中で、買い手サイドの国内系機関が不在となり、外資系の金融機関が不良債権処理の受け皿として機能したという側面があったと考えられる」（「報告書」【金融】2003年4月号）、という記述を残している。このように考えるならば、アメリカの政治家やビジネスマンが、日本にたいして、不良債権の早期処理をなにかと督促する真の狙いも、そのあたりであると判断してまずはまちがいなさそうである。

13. なお、内閣総理大臣から中小・地域金融機関の不良債権の処理に関

わる「リレーションシップバンキング」のあり方について諮問を受けていた金融審議会は、2003年3月27日に、金融分科会第二部会報告「リレーションシップバンキングの機能強化に向けて」を発表するにいたった。そこでは、「中小・地域金融機関には経営改善指導や企業再生に関するノウハウが十分でなく、体制も未整備なところが多い。そのような中で主要行と同じ期間内に不良債権処理を急ぐよう求めた場合には、無理な処理を強いる結果となり、本来再生可能な中小企業まで廃業・清算に追い込まれる結果となる恐れがある」、「中小・地域金融機関が有する不良債権の主要な債権者である中小企業は、地域経済において生産・雇用の中心的な役割を果たしており、地域内における相互依存関係が強いとともに、大都市に比較して生産要素、特に雇用の流動性が低い。こうした中で、雇用の円滑な流動化や人材活用等の環境整備がなされないままに急速な処理を進めた場合、結果的に地域における失業の急増を招くなど、地域経済に重大な影響を与えかねない」、という見地にたちつつ、中小・地域金融機関の不良債権の処理については、主要行の場合にみられた達成期限の明示を見送り、「平成16年度までの2年間を地域金融に関する『集中改善期間』とした上で、それぞれの中小・地域金融機関が本報告書の提言に沿ってリレーションシップバンキングの機能を強化し、中小企業の再生と地域金融機関の活性化を図るための各種の取組を進めることによって、不良債権問題も同時に解決していくことが適当と考えられる」、と指摘するにとどまっている（3月28日、金融庁は、この報告書の提言に沿うかたちで、リレーションシップバンキングの機能強化に関するアクションプログラムを作成した）。これは、不良債権問題の処理について、主要行と中小・地域金融機関とにたいしてダブル・スタンダードを適用する結果につながるが、いまこの点を措くならば、金融審議会の報告書の内容は、中小・地域金融機関の日本経済に占める役割に鑑みて、きわめて妥当なものであると判断される。

14. 以上を要するに、報告者は、金融庁にたいしては、「金融再生プログラム」の即時撤廃を、小泉内閣にたいしては、供給面重視の経済政策から需要面重視の経済政策への転換を、それぞれ要求する立場にある。

〈建部報告へのコメント〉

齋藤 壽彦（千葉商科大学）

建部報告は「金融再生プログラム」の撤廃、供給重視から需要重視（雇用、年金・介護不安の除去）への経済政策の転換を求めたものである。同プログラムには問題がある、不良債権は景気低迷の原因ではなく結果であるというという見解には私も同意する。

だが建部報告にはこの時期に同プログラム策定された背景についての説明がない。これでは同プログラムの性格がきちんとはとらえられないのではないか。同プログラム策定過程における、不良債権問題に関する銀行、金融庁、日銀、政府、アメリカ側の対応を具体的に把握すべきである。

「金融再生プログラム」は主要行の不良債権問題解決を通じた経済再生を図ろうとするものである。主要行の不良債権問題解決がこのプログラムの中心であることは確かである。だが建部報告ではこのプログラムの内容の全体像がとらえられていない。このプログラムは1. 新しい金融システムの枠組み（①安心できる金融システムの構築、②中小企業貸出に対する十分な配慮、③2004年度に向けた不良債権問題の終結）、2. 新しい企業再生の枠組み（①「特別支援」を介した企業再生、②RCCの一層の活用と企業再生、③企業再生のための環境整備、④企業と再生のための新たな仕組み）、3. 新しい金融行政の枠組み（①資産査定厳格化、②自己資本の充実、③ガバナンスの強化）という3部構成となっている。建部報告は3を中心として1の③やこのプログラム策定後に出された金融審議会の「リレーションシップバンキングの機能強化に向けて」を論じたにとどまる。新しい企業再生の課題についても批判的に検討する必要がある。

不良債権処理加速を批判する場合には、経済再生の重要性を論ずるだけでなく、日米の金融制度の違い（アメリカのプロジェクトファイナンス、キャッシュフローに基づく貸出、連邦預金保険会社の管財人機能等、日本の企業金融、不動産担保金融等）をも指摘することが求められよう。

資産査定の実態に関しては、金融庁の一方的、画一的な検査が見られる点に対す

る批判が必要である。

自己資本充実に対する批判は、自己資本比率規制批判だけでは不十分である。銀行、金融庁は元来があいまいなものとわかった上で不良債権処理を進めるために繰延税金資産の自己資本算入を進めてきた。これを規制することについては、日米税制の違い（アメリカでは無税償却が広く認められている）を無視した、アメリカの制度のつまみ食いがみられる点をも問題とすべきである。

新しい公的資金制度創設等の公的資金供給を批判するのであれば、外資系投資銀行の利益という視点から論ずるだけでなく、国民負担の視点を欠くこと、大銀行を支援することの妥当性（オーバーバンクかどうかを含めて）などのさまざまな問題点について検討しなければならない。

リレーションシップバンキングは確かに必要性である。だが銀行と企業のもたれあい、モラルハザードを生じないように注意すべきであることも指摘しておきたい。

〈齋藤 壽彦氏のコメントへの回答〉

1. 「金融再生プログラム」をめぐる齋藤氏と報告者の評価のあいだには、基本的に重大な差異はないと考える。

2. 報告者は「金融再生プログラム」の全体像をあきらかにしていないということであるが、信用理論研究会として目配りすべき必要な論点はすべてとりあげたつもりである。企業再生の課題については、報告のなかで触れた。

3. 齋藤氏の「2001年3月19日の森首相とブッシュ大統領との会談をきっかけに不良債権の最終処理が日本政府の中心課題に浮上した。同年4月に誕生した小泉内閣もこの問題に取り組むようアメリカから圧力を受けた。この背景には世界的な景気後退の様相の中での日本の景気回復へのアメリカの期待と不良債権処理ビジネスへの進出というアメリカの金融機関の狙いがあった。2002年6月の日米首脳会談でブッシュ大統領は小泉首相に不良債権処理の加速を求め、同年9月12日の日米首脳会談で小泉首相はこの加速を「公約」とした」（「日本銀行の銀行保有株式買入」『千葉商大論叢』第40巻第4号、2003年3月）、という見解、ならびに、これらが、柳沢氏の更迭と竹中氏の金融担当大臣への就任、それにつづく「金融再生プログラム」の登場の舞台裏となった、という主張については、とくに異論はない。

〈質疑応答〉

津田 和夫 (桃山学院大学)

「生産的企業群の養生」と「不良債権の処理につきどのような日本の政策が考えられますか？ 私案は、①不良企業（4業種等の不良債権）を銀行のバランスシートから分離しRCC等が集中処理する（財政負担の問題はあるが国債で処理）、②身軽になった銀行は中小企業金融へ集中（リレーションシップバンキングの精神の徹底）、国際金融（8%）は1～2行でいい、③竹中プランは撤回する（自己資本比率維持のため銀行のバランスシートのお化粧と引当強化→公的資金投入→国有化の弊害大→国民負担大）、④信用保証協会の保証、政府系金融機関による支援は圧縮する（劣等企業のモラルハザード）、であるが、これらについてのご意見をお聞きしたい。

〔答〕

信用保証協会の保証、政府系金融機関による支援が、どの程度まで劣等企業のモラルハザードを促進しているのか、報告者にはその実態が定かではない。その点を留保させていただければ、津田会員の提案について、とくに異論はない。じっさい、中小企業には「新しい技術の揺りかごととしての機能」（中原日本銀行審議委員）も備わっている。ただ、報告者としては、4業種等を除く不良債権の処理にあたって、供給面重視の経済政策から需要面重視の経済政策への転換、それをつうじた不況からの脱出と企業業績の回復という側面が、より重要な役割を演じるべきだと考えている。

一ノ瀬 篤 (桃山学院大学)

今後の日本における「直接金融と間接金融」のあり方について、長期的観点からお考えをおきかせ下さい。

〔答〕

今後、わが国においても、貸出債権の証券化がいつそう進展することになると判断されるが、これは、間接金融と直接金融の相互補完関係を端的に示すものである。この点は別にして、銀行だけが、預金創造すなわち信用創造をつうじて、新たな貨幣を生み出す能力を備えていることが留意されなければならない。証券会社は、既存の預金（企業であれ、家計であれ、機関投資家であれ）を社債・株式を発行する企業に移転させるのみで、新たな貨幣を生み出すわけではない。つまり、わが国の経済成長にともない、より多くの決済手段が必要とされることになれば、この要求を満たすことができるのは銀行だけということになる（たとえ、今後、貸出の比重が大企業から中小企業・家計に移行するとしても）。その意味で、将来にわたって

も、間接金融の存在意義が失われることは決してありえないと考える。

吉田 暁（武蔵大学）

①ワークシェア（サービス残業問題を含めて）は結構ですが、その場合の賃金水準はどう考えるか。資本の論理としては賃金水準切り下げなしでは、実現できないハナシではないか？ 現実にも正社員でなくパートタイマー、派遣社員等でその方向は進んでいます。どう評価されますか。②BIS規制の「恣意性」はその通りですが、さりとて自己資本を無視できるわけではないし、国際市場で受け容れられなければ商売ができないこともたしかです。

【答】

①社会的には、ワークシェアリングを導入した際の賃金水準について、資本家と労働者が痛みを分け合うことが望ましい。この場合には、「従業員多数がそれまで保持していた企業への信頼、高い勤労意欲、なかまの間で技能の不足を補いあう気持ち」が継続され、「長期的な、そしてとりわけ労働者の協同によってもたらされる職場単位の生産性」（熊沢）が維持されることになるから、企業にとっても結果的にプラスに作用することになるであろう。また、最悪のケースとして、労働者がすべての痛みを負担する場合でも、中高年層の雇用にたいする不安が取り除かれることになる。②BIS規制は紳士協定にすぎないから、それを無視することもそこから脱退することも自由であると、主張したいわけではない。BIS規制の見直しもさることながら、さしあたり、「金融再生プログラム」にみられる、引当に関するDCF的手法の採用、繰延税金資産の算入の「適性化」などの自己資本計算上の「恣意的」変更が含む問題点を重視したいというのが、報告者の真意である。

熊野 剛雄（専修大学）

①BIS自己資本比率規制の性格を論じていらっしゃいますが、現在これがもっている意義は、大銀行がすべて債務超過に陥っている状態を隠蔽するための煙幕であり、論点をそらすためのものではないでしょうか。まともに論ずべきものではないと思います。②大銀行がすべて実体は破綻しており、銀行を貨幣供給、決済の為の必須のものとするれば、救済するか国有銀行とするか、一時国有化して米国投資家に売却するかの何れかしか無く、その中では国有銀行化するのが最も正しいと思いますが先生の御見解をお聞かせ下さい。

【答】

①「金融再生プログラム」は、BIS自己資本比率規制を利用して、大銀行を無理矢理債務超過状態に追い込もうとするものであると理解している。②国有銀行化しても、いつまでもそのままにしておくわけにもいかないので、結局は、不良債権を

処理したうえで、米国投資家に売却される手筈になるのではないか。その場合には、貨幣供給、決済という銀行業務の「公共性」が維持されるか否かについて疑問が残ることになるであろう。報告者は、迂遠でも、供給面重視の経済政策から需要面重視の経済政策への転換、それをつうじた不況からの脱出と企業業績の回復のなかで、不良債権を長期的・最終的に処理するというのが王道であると考えている。

坂本 正（熊本学園大学）

①アメリカン・スタンダードの政策が結果的に銀行の仲介機能を弱体化させていると考えてよいのでしょうか？ 先生の「金融再生プログラム」批判において、アメリカン・スタンダードの政策についての評価をお教え下さい。②アメリカン・スタンダードによる市場競争重視の政策が不良債権処理の中で銀行の国有化を射程にいられていることをどのように評価されますか。

【答】

①「金融再生プログラム」にみられる、引当に関するDCF的手法の採用、繰延税金資産の算入の「適正化」——これらはいずれもアメリカン・スタンダードである——が、主要行の自己資本の不足ないしその恐れを導き、それが結果的に貸出資産の削減、すなわち、銀行の金融仲介機能（信用創造機能）の弱体化をもたらすことになっている。②熊野会員の質問にたいする回答を参照されたい。

途上国から見たドル本位制 ——これまでの研究活動から——

山口 昌樹
(山形大学)

はじめに

現在の国際通貨システム、ドル本位制の限界は先進国だけでなく途上国にも現れている。しかも、途上国という国際経済の周辺部において、より先鋭的に限界が出ている。

ドル本位制の限界は、国際協定によって運営されていた国際通貨システムを外為市場や国際金融資本市場に委ねたことに起因する。国内の金融市場についても、その特徴はバブル・アンド・バーストにある。市場は価格情報によって効率的資源配分を達成する一方で、実体経済が許容できないほどの不安定性を露呈させる。

ドル本位制は国際流動性供給や国際収支調整を国際金融市場に委ねている。国内金融市場がバブル・アンド・バーストを特徴とするように、市場に依存するドル本位制も不安定性を持つ。ひとつは為替相場のミスアライメントとボラティリティである。84-85年のドル高、94-95年の円高のように為替がファンダメンタルズから大幅に乖離するミスアライメントがあったが、この状況を市場メカニズムで解消することはできなかった。またドル本位制以後に増大した為替のボラティリティは投資活動のような実体経済に悪影響を与えている。もう一つは、国際収支ファイナンスが不

安定で、行き過ぎた状態が続くことである。例えば、米国が純債務国に転落した1985年や現在の状況が該当する。

こうしたドル本位制の限界が途上国でどのように現れるか、というのが報告の基本視角になる。途上国にとっての問題は二つある。二つとも米国によるドル流動性供給に関わっている。第一に、ドル流動性はブーム・アンド・バストを特徴とし、不安定な性格を持つ。90年代以降に通貨攻撃を受けた途上国がすべて金融開放をしていたことから、ドル流動性を持つ不安定性は明らかである。第二に、国際貸借においては貸手である先進国と借り手となる途上国には資金調達上の非対称性が存在する。これは、貯蓄不足にある途上国は現在の国際金融体制ではほとんどドル流動性によって開発資金を賄うしかないという構造のためである。

この二つの問題から途上国でのドル本位制の限界を考えたい。具体的には、途上国にとって国際資本移動はどういう意味を持つのか、国際金融統合がどういう弊害をもたらすのか、という点である。また、為替相場制度の選択が危機後にホット・イシューとなった。ドル本位制の限界への対処方法の一つと考えられたからである。このトピックについても再検討する。最後に最近のトピックであるアジア債券市場について評価したい。

以下では、まず国際資金循環のなかでの途上国の現状を位置付け、ドル金融体制の不安定な構造を示したい。

1 開発資金循環の現段階

国際資金循環のサブシステムである開発資金循環は、70年代以後、循環的変化と構造変化を経て、現在に至っている。開発資金循環の現段階の特徴は三点あげられる。国際金融市場における金融仲介の停滞、FDIの増大とその安定的継続、外貨準備増大によるドル金融体制の支持である。

現在、開発資金循環は90年代と異なるパターンを示している。第一に、国際金融市場を通じた資金流入は停滞している。銀行貸付、証券投資による国際金融仲介は途絶し、銀行貸付は1997年から、証券投資は2001年から流出に転じている（新興市場国全体）。1997年以降、東アジア、ロシア、南米と通貨危機が立て続けに発生し、「質への逃避」から資金流入がストップしたためである。

国際金融市場を通じた資金チャンネルは循環的变化を経験してきた。70年代にオイルダラーの還流により国際資金循環に包摂された途上国は、80年代の累積債務危機により国際金融市場から放擲された。90年代になると資本取引の自由化を背景に、途上国は新興市場国として再び国際資金循環に包摂された。しかし、通貨危機後、またも国際金融市場から放擲されることとなった。途上国は国際金融市場への参入と退出を繰り返しており、ここに国際資本移動の不安定な性格を確認できる。

第二の特徴は、FDIの継続である。この点は80年代とは異なる。現状では開発資金循環全体がストップしているわけではなく、FDIの流入基調が続いている。これは90年代に進展した実物経済のグローバル化により引き起こされたものであり、80年代とは異なる構造変化である。

FDIでの長期資金の流入は途上国の要請に合致したものであり、その安定的流入は成長機会の実現に貢献する。FDIの安定的継続は、不安定なドル流動性への過度な依存を軽減する点で評価できる動向である。

第三の特徴も構造変化にあたる。それはアジア諸国の外貨準備増大によるドル金融体制の支持である。途上国に開発資金を供給するドル金融体制は、途上国からの資金流入がなければ維持できない脆弱性をはらむ。現在は、アジア諸国による支持によって米国はなんとかバストを押さえ込むという危うさを露呈しており、基軸通貨国にとってもドル金融体制は不安定な構造を持っている。

2 国際金融統合の負の側面

(1) 「効率的資源配分」仮説の批判

途上国が金融開放をすることは、ドル金融体制の不安定性を受け入れることを意味する。ところが、IMFは「効率的資源配分」仮説を論拠に途上国に国際金融統合を推奨してきた。IMFによる資本自由化の推進は、資本移動が国際的な資源配分の効率化をもたらすという認識に裏づけられている。資本の限界生産性がより高い国へ資本が移動することによって、世界レベルで資本の効率的配分が達成されるという見方である。

しかし、現実の資本移動から「効率的資源配分」仮説は支持されない。さらに、仮説には資本移動を説明する上で重要な要素が脱落している。例えば、通貨危機以前にアジアで観察された過剰な資本流入があげられる。かりにネット・ベースでの資本流入を効率的配分に見合った資本流入と考えよう。ネットの流入額を達成するのに、それを大きく超える資本移動を必要とするのであれば、とても効率的な状況とは言えない。さらに過剰な資本移動は非効率的な投資まで可能にし、資産市場のブーム・アンド・バスタを引き起こした。これは、国際収支調整が上手く機能しないというドル本位制の限界に当たる。

また、モデルは国際貸借に関わる二国を対称的に描くが、実際には調達における非対称性が存在している。国際貸借では途上国の経済主体は自国通貨建ての長期借入はできない（原罪仮説）。モデルに欠落している要素こそが、基軸通貨国とは非対称的な途上国での経済混乱を説明できるのである。

(2) 金融開放の適切な管理

次に国際金融統合がどのように弊害をもたらすか考える。問題は資本流

入の影響が国民経済に浸透してしまうところにある。この影響により資本流出に脆弱な経済構造ができあがってしまうのだが、この背景には金融開放に際しての稚拙な政策対応がある。タイの経験がこのことを如実に示している。

経済危機が深刻化したのは、通貨暴落が銀行・企業のバランスシートを劣化させたためである。企業が短期の外貨資金に偏った資金調達をしたため、甚大な為替差損を被ったのだった。こうした企業は危機以前には優良企業と考えられていた。しかし、調達構造をみると、外貨借入の比率が非常に高い。こうした調達構造は、企業財務を不安定にする。外貨調達をする場合には、原則として外貨建て収入が確保できなくてはならない。これら企業の業種はセメント、石油化学、通信といった国内販売を主とするものである。そのため通貨のミスマッチがどうしても生じてしまう。まさに「原罪仮説」が描く状況の通りであった。

こうした企業の金融行動を可能にした要因は二つある。一つには、固定相場制である。タイの為替相場制度は他通貨バスケット制度であったが、バスケットウェイトの8割をドルが占め、対ドル価値は保たれていた。このため、企業は為替リスクを認識できずにいた。第二に内外金利格差である。企業の資金調達コストに内外で格段の差が存在した。国内での優良企業向け貸出金利とドルの3ヶ月LIBORとの格差はきわめて大きかった。両金利の開きは最小で5.7%、最大で8%にも広がった。内外金利格差が存在し、リスクなしの裁定が可能なら、企業は外貨借入に傾斜することになる。

金融開放によって可能となった外貨資金調達が企業部門で横行し、企業金融を資本流出に脆弱な構造とした。こうしたミクロレベルでの経済主体の行動を未然に防ぐには、先に指摘した二つの要因を修正する必要がある。為替リスクを認知させる方向での為替相場制度の見直しひとつ、そして為替相場制度と整合的なマクロ政策の実施である。

現在、途上国は国際統合圧力の中にあり、閉鎖経済を継続するという選択肢はありえない。金融制度や金融政策が未熟なままで金融統合に乗り出すという、大きな挑戦を途上国は受けている。資本移動の不安定性を勘案すれば、おのずと金融開放に適切に対処する方法を検討する必要性が出てくるし、それこそが一連の通貨危機から得られた教訓である。

3 為替相場制度の選択

ドル本位制の限界に途上国はどういった対処ができるのか。この問題の主要なトピックとして、為替相場制度の選択が注目を集めている。このトピックについては、「Two Corner Solution」仮説が一時注目された。途上国が選択すべき制度はクリーン・フロートか完全固定制だという見解である。しかし、途上国の現実仮説が提示するような単純なものではない。両極に位置する制度を採用しても、新興市場国は経済的不安定性にさらされる。

(1) 変動相場制での不安定性

為替変動により経済主体は為替リスクを認識し、通貨のミスマッチの軽減が期待できる。また、金融政策の自立性を回復できるため為替相場制との整合性は問題にならなくなる。しかし、途上国の変動相場制には問題がある。

新興市場国では経済構造の違いのために、為替変動のデメリットが先進国に比べて大きいことが指摘される。為替相場の大幅な変動は貿易へのマイナス効果をもつ。実質実効為替相場の不安定性が貿易にマイナスの効果を与えることは実証研究によって確認されている (Arize et al., 2000)。新興市場国における開発政策の主流は輸出志向型であるから、相場変動がも

たらず貿易・投資への悪影響は回避したいのだ。

また為替変動は自国通貨で評価した債務額の変動をもたらす。為替相場の減価によって金融機関や企業の債務負担が重くなることで金融危機や通貨危機の可能性が高まることも考えられるからだ。そうなれば海外からの資金供給は減少し、新興市場国の成長戦略に水をさすことになる。

このため、新興市場国は為替変動の影響に対し相場変動の回避によって対処する傾向が報告されている。例えば、通貨危機後に変動制となったアジア諸国は米ドルとの相関が極めて高い。アジア以外でも、多くの国が単一の通貨や通貨バスケットに対して為替相場を安定させようとしている(Kawai and Akiyama[2000])。この相場安定への選好は「Fear of Floating」と呼ばれている。

つまり、短期資本移動による為替相場の乱高下は、新興市場国の貿易・FDI・金融市場の発展を阻害しかねないのである。しかも、そのダメージが先進国より大きく現れると考えられる。こうした検討からすると、変動制を採用すれば問題は解消されるという認識は単純すぎる。

(2) 完全固定制での不安定性

完全固定制(カレンシーボード制)を採用しても問題が残るのは、変動制の場合と同様である。カレンシーボード制が注目されたのは、制度が提供する安定性による。それは相場安定機能とインフレ抑制効果である。しかし、そうした安定性と同時に不安定な側面が指摘できる。それは景気循環の不安定性である。平価を完全に固定している場合には基準通貨の実効相場の上昇、近隣の輸出競争国の通貨切下げのような外的なショックによる影響が大きい。こうした事態への対処は名目為替相場の変更には依拠できないため、国内物価の下落による調整を迫られる。調整のコストが大きくなるためには要素価格の柔軟性が必要である。しかし生産要素市場

が柔軟であっても、価格調整だけでショックを吸収することは難しい。生産要素市場が硬直的ならば調整コストははるかに大きくなる。ハードベックゆえに負担する代償である。

さらに金融政策の放棄による代償は大きい。カレンシーボードでは景気循環に配慮して独自の金融政策が追求できない。もし不況期に国際収支が悪化しても金融引き締めを甘受するしかなく、失業の増大と社会的緊張の高まりをもたらすことになる。こうした不安定性が露呈した事例がアルゼンチン危機である。

つまり、「両極」の制度を採用すれば問題がない、という認識はナイーブだと言える。為替相場制度のみではドル本位制の限界に対処できない。金融開放によって、ドル本位制がもたらす不安定性を途上国が受け入れることに変わりはない。

これはドル金融体制そのものの改革が求められる理由として十分なものである。しかし、基軸通貨国側には現行のドル金融体制を放置しておいても痛みはそれほど大きくない。ここに改革の難しさを見て取ることができる。

4 アジア債券市場構想

(1) 域内資金循環の創設

開発資金循環の安定を考えるうえで、注目すべき動きがある。それは、アジア諸国によるアジア債券市場を創設する地域協力である。この構想はどのように評価することができるだろうか。

構想の背景には、ドル本位制における国際資金循環の問題への対応を読み取れる。「新帝国循環」(吉川[1998])とも形容される90年代の国際資金循環の特徴のひとつは、基軸通貨国・米国による国際資金仲介が通貨危機を引き起こす危うさを抱えている点にある。米国は経常赤字をファイナン

スする以上の資金を集め、余剰資金を放出するという資金仲介構造が見られる。さらに、この資金仲介は「長期調達・短期運用」という傾向を持っている。このため米国による資金仲介は通貨危機を引き起こす危うさを抱えている。この不安定性への対応が構想の動機となっている。

もうひとつの動機は、アジアの貯蓄をアジアの投資に結びつけよう、という目論見である。皮肉なことに、米国への資金流入を日本や中国といったアジア諸国が支えている。つまり域内の貯蓄がドル資産の購入へ向かい、それが短期資本となって域内に還流し、通貨危機の原因となったわけである。資金がドル資産に向かったのは高い期待収益率に惹かれた経済主体の合理的行動の結果である。しかし、高成長を続けていたアジアにも投資機会が豊富に存在していたことを考えると、ドルに依存しない資金仲介システムが域内に欠けていたことが問題として浮かんでくる。

(2) 提案：ACU建て債券

政治協議が進展している中で、通貨バスケット建て債券の検討が課題に上がっている。このタイプの債券のメリットは、為替相場のボラティリティを軽減できること、そして銀行借入に比べ長期調達が可能になることである。また、経常収支赤字が短期資金でファイナンスされる事態が回避できると期待される。

山口[2003]は、EUでの経験をアジアに応用する形で、ACU (Asian Currency Unit) 建て債券を設計した。そこでは中期のACU建て債券と主要通貨建て債券との比較を試みている。

変動制採用国については、ドル建てよりもACU建て債券の方が為替リスクが小さいという結果が出た。ドル脱却を志向するアジア諸国にとって、この計算結果は、ACU建て債券がドル建て債券に代わる有力な選択肢であることを示している。通貨危機が一服して後、アジア諸国はドルベッグ

に回帰している。ただし、この動向は日次ベースの変化についての推計である。より長い期間をとってみるとドル価値は安定しているとは言いがたい。アジア債券市場構想を考える上では、日次の動きはあまり意味が無く、長い期間での安定性が重視されなくてはならない。

ACUと円との比較結果は判然としない。しかし、円とACUを比較することは、ドルとACUを比較すること程には重要でない。アジア諸国が第三国通貨である円の使用を促進するという構想は日本の財務省が盛んに唱えているが、多国間協議にはのぼってこない。円の国際通貨としての使用がアジア地域間の協調を促しそうにないことを考慮すると、円との比較はあまり意味がない。

固定制採用国では、ドル債券の為替リスクが最小となる。つまりACUは為替リスクを軽減するメリットはない。これらの国では変動制採用国と利害の相違が生じ、協調行動に出る国が限定される可能性を示す。しかし、域内各国にとって共通の課題は、ドル資金の短期的性格に対処し、域内での資金循環を作り出すことにある。為替リスクをめぐる利害相違を乗り越えるには、構想の動機である域内資金循環のメリットを強調することが必要となる。

このようにACU債券にはドル本位制の限界に対応することが期待できる。しかし、構想が国際資金循環の問題を解消すると考えるのは過大な期待である。米国への還流資金の一部が域内で循環するようになるという認識が現実的であろう。つまり、債券構想は国際資金循環へのマイナーな修整と位置付けられる。

むすび

国際通貨問題においては、基軸通貨国・米国に政策節度を受け入れさせ、

安定した国際通貨システムを作ることこそがメジャーな課題である。一方、途上国の課題は、金融開放への慎重な準備、為替相場制度の検討、地域的金融インフラの整備といったものであった。こうした課題は、ドル本位制が当面維持されるであろうことからすれば現実的な対応と言える。将来的にも、こうした対策を整備していくことになるだろう。しかしながら、国際通貨問題の文脈からすると、途上国の対応はマイナーな課題に限定されており、メジャーな課題に取り組む力はない。これが途上国がおかれている現状である。メジャーな課題であるドル本位制の改革は、日・米・欧の国際協調に期待するしかない。

【参考文献】

- 1) 吉川元忠 [1998] 「マネー敗戦」文春文庫。
- 2) 山口昌樹 [2003] 「アジア・ボンド市場への東アジア通貨バスケットの適用」『世界経済評論』Vol.47 No.8, 2003年8月。
- 3) Arize, Augustine, Tomas Osang, and Daniel Slottje [2000] "Exchange Rate Volatility and Foreign Trade: Evidence from Thirteen LDCs," *Journal of Business and Economics Statistics*, 18, 10-17.
- 4) Kawai, Masahiro and Shigeru Akiyama [2000] "Implications of the Currency Crisis for Exchange Rate Arrangements in Emerging East Asia," Policy Research Working Paper 2502 World Bank.

〈山口報告へのコメント〉

井上伊知郎（九州産業大学）

資料（大会当日に井上配布）からわかるように、アジア金融・通貨危機後、タイ、インドネシア、マレーシア、韓国などのアジア諸国においては、経常収支が赤字か

ら黒字へ、資本収支が黒字から赤字へと劇的に変化している。これら諸国の貯蓄・投資バランスも、貯蓄不足から貯蓄余剰へと劇的に変化している。これに相応して、アジア諸国の利率（lending rate）は、アジア金融・通貨危機後に低下している。特にタイなどは、危機以前では考えられなかった水準にまで低下している。このような中で、邦銀のタイ向け総与信残高に占める邦銀現地支店・現地法人のパーツ建てタイ国内向け与信残高の比率が、危機以後急速に高まっている。タイのみでなく、邦銀のアジア太平洋地域向け総与信残高に占める邦銀現地支店・現地法人の現地通貨建て現地国内向け与信残高の比率も、急速に高まっている。現地通貨建て与信比率が高まる傾向は、邦銀にとどまらない。BIS報告国国籍の銀行全体のタイ向け・アジア太平洋地域向け総与信残高に占めるそれらの現地支店・現地法人の現地通貨建て現地国内向け与信残高の比率もまた、危機以後に急速に高まっている。これは、危機以後、タイのみならずアジア・太平洋諸国の多くにおいて、債務通貨をドルから自国通貨に切り替える動きが生じていることを示している。その背景として、(1) アジア金融・通貨危機を経験した結果、アジア・太平洋諸国がドルの為替リスクを強く意識するようになったこと、(2) アジア・太平洋諸国の多くにおいて、危機以後、国内金利がドル金利に対して相対的に低下したこと、を挙げることができる。このような観点から見ると、山口氏の報告の「2 国際金融統合の負の側面」「3 為替相場制度の選択」の部分の主張には賛成できるが、以下の諸点については疑問を感じる。

山口氏は資金循環を国際的に (1) 米国を仲介役にした資金循環、(2) アジア域内の貯蓄を直接にアジア域内の投資に向けた資金循環に分けて、米国を仲介役にした資金循環を批判しつつ (2) の域内資金循環の創設に向けてECUに準ずるACU建てアジア債券市場構想を提案している。このような構想には反対ではないが、むしろ、指摘のない (3) 国内の貯蓄を国内の投資に向けた資金循環、をより重要と考えている。外貨であるバスケット通貨建てではなく、為替リスクのない自国通貨建て債券市場がより重要であり、求められてもいる。これは、アジア金融・通貨危機の教訓、外資依存構造からの脱却をどう進めるか、短資依存構造からの脱却をどう進めるか、国内の貯蓄・投資をいかに適正にバランスさせるか、という課題とも深くかかわる。危機以前、タイは、シンガポール・マレーシアのように、公務員・民間の年金基金などの強制貯蓄制度を整備し、自国通貨建て債券市場の受け皿を整備しようとしていた。このような方向こそ、より重要と考える。次に、ACU建てアジア債券市場のアジア諸国にとっての有利さを証明するために、中長期の期間概念を導入して米ドル、ユーロ、円と比較したACUのアジア各国通貨との安定性を分析しているが、その分析から危機の時期を除外している。途上国のカントリーリスクは先進国より大きく、このような為替相場の暴落が起きることは途上国にはありえる

ことであり、むしろ危機の時期を排除すべきではないと考える。危機の時期のデータを入れたとしても、結果は山口氏の主張をより強化する可能性さえある。次に、その際、アジア諸国を固定為替相場制国と変動為替相場制国に分けて分析しているが、シンガポールは山口氏が分類しているような固定為替相場制国ではない。マレーシアも変化する可能性があり、中国・香港の為替相場制度は、今まさに問題になっている。タイなどは固定相場制に復帰するかもしれない。固定的に考えることはできない。為替相場制度の相違で利害を分析するよりも、資本輸出国になる傾向のある国と資本輸入国になる傾向のある国に分けて利害を分析することの方が意味があるかもしれない。次に、山口氏は、ACUと円とはいずれがアジア諸国にとって有利か判然としないと主張する一方で、円の利用を否定している。円がACU同様にアジア各国通貨と安定的であれば、資本輸出国の日本にとっては為替リスクがないので、円は双方にとって有利と考えるべきではないだろうか。最後に、山口氏は「開発資金循環の現段階」を国際資金循環から途上国（アジア諸国）が疎外されている段階と評しているが、危機以後のアジア諸国の資本収支赤字は、アジア諸国が為替リスクの大きいドル建て対外債務を返済しているものと評価することができる。タイ・アジア太平洋地域におけるBIS報告国国籍の銀行の現地支店・現地法人の現地通貨建て現地国内向け与信残高の絶対額は、危機以後にむしろ増加している。

〈井上伊知郎氏のコメントへの回答〉

1. 先進国から途上国への開発資金循環は現在のところストップしているというのが、報告で提出した認識であった。これに対し井上氏は、途上国がドル借入を返済する動きを見せていると考えるほうが現状認識として妥当だと指摘する。開発資金循環の現段階を説明するためには二つの要因を考えた方がよい。一つは、井上氏が主張するように、為替リスクを認識した途上国側がドル債務を返済するプッシュ要因である。もう一つは、報告者が主張するような、資金供給能力を縮小させた先進国による資金引き揚げというプル要因である。ただし、現段階の説明に、いずれの要因がより重要なのかは判断が難しい。例えば、IMF統計で、途上国の資本収支項目をチェックしたとしても、資本移動をプル要因とプッシュ要因に分解することはできない。報告では先進国側のプル要因にのみ言及していたため、途上国側のプッシュ要因も含めた説明をすべきであった。つまり、報告での主張はプッシュ要因の存在を否定するものではない。
2. 国内債券市場の整備がより重要だという井上氏の指摘に異論はない。国内長期債市場が発展し、ベンチマーク・イールドが各国において形成されていないと、

ACU債券の金利を析出することが困難となる。このため、ACU債券市場構想を推進するためにも、国内債市場の整備に取り組むことが先決である。ただし、ACU債券市場を整備することにも優位性はある。アジア全域をカバーすることによって、多種多様な借入主体と投資主体をターゲットにできることが期待されるためである。アジア各国においては、国債市場は通貨危機後に発展をみたものの、社債市場はいまだに未発達と言わざるをえない。また、一般に途上国においては債券への投資主体が限られている。このため、一国レベルで債券市場の整備に取り組むには限界がある。アジア地域をカバーするような債券市場を整備することが、各国の債券市場の発展を助長するという可能性は否定できない。この点にもアジア債券市場創設に取り組む意義を見出すことができる。

3. ACUの安定性の計算において通貨危機時を除外したのは、平常時のデータを標本として分析するという目的のためであった。計量分析では異常値を制御して分析することが一般的である。このため、異常値に該当する通貨危機時を標本から除外した。井上氏の指摘に従い、通貨危機時を含めて安定性を検討することは興味深い。計算の結果次第では、ACUの安定性をより頑強なものとして実証できる可能性がある。この点については今後の課題としたい。
4. シンガポールを固定相場制に分類した点は修正したい。シンガポールは多通貨バスケット制を採用しており、バスケットがドルとの連動性が高いアジア諸通貨から構成されていることから固定相場制に分類した。IMFの為替相場分類によると、シンガポールは管理フロート制に分類されている。計算結果からもシンガポールは変動相場制に分類するのが妥当と考えてよい。また、井上氏から提案があった資本輸出国と資本輸入国という分類枠組みは、今後の研究に取り入れていきたい。
5. 経済分析の結果からは、円の国際通貨としての使用を否定するより、むしろ円の国際通貨化の促進を検討した方が良いことになる。しかし、ACU債券のような地域協力の促進には政治的要因を考慮することが欠かせない。円の国際化を唱導してきた財務省でも、最近はその主張をトーン・ダウンさせている。また、円の国際化に対しては他のアジア諸国の態度は冷ややかである。シンガポールのリー・クワン・ユー元首相などは円の国際通貨化に真っ向から反対している。中国の反応にも注意する必要があるだろう。円の利用を否定したのは、経済分析の結果だけでなく政治的要因を考慮した上での主張であった。

〈質疑応答〉

毛利 良一（日本福祉大学）

1. パナマやエクアドルのような中米小国の「完全ドル化」（自国通貨を廃棄）をどのように評価されますか。
2. アルゼンチンのカレンシーボードの破綻は、金融政策の放棄による代償だけでなく、「ワシントン・コンセンサス」にそった90年代初頭の貿易・資本取引自由化、民営化・外資化などの新自由化政策、そして「事実上のドル化」が重要な要因になったと考えられます。また、通貨危機は小さくても、銀行預金の流出や中産階級による資本逃避も大きかった、と言われています。これをどのように評価されますか。

〔答〕

1. 「完全ドル化」はカレンシーボードより規律が強く働く制度だと評価できる。これは、自国通貨の廃棄によって通貨発行益を放棄し、インフレ税による財政赤字のファイナンスを不可能にするためである。中南米諸国では完全固定制の導入以前、ハイパー・インフレを経験し、中央銀行制度による裁量的な金融政策は信認を失っていた。これが完全固定制を導入する動機であった。ただし、完全ドル化の場合もカレンシーボードと同様に独立した金融政策を放棄する代償は大きい。国際収支の赤字が継続すれば通貨供給量が減少し、たとえ不況下であっても金融引き締めを継続するしかない。ドル化という通貨制度を採用しても、資本移動のブレが大きければ、国民経済が翻弄されることになる。国際収支を注視しなからの経済運営が求められる。
2. 毛利氏がカレンシーボード破綻の要因として追加した項目の中でも、資本取引の自由化が重要と考える。資本移動が自由化されていたため、カレンシーボードを採用していながらも、財政資金を海外から調達することが可能であった。このことが資本流出によって制度放棄に追い込まれる原因を作ったと評価できる。ただし、問題の根本は財政規律の緩みにあったと考える。新自由化政策を導入したものの、徴税制度が上手く機能しなかったこともあり財政収支が黒字に転換することはなかった。地方政府レベルの財政赤字は中央政府に移転され、集計された財政赤字が対外債務で賄われる構造にあった。徴税制度の問題は、国民レベルで所得再分配機能を働かせようという意識が低かったことが原因である。開発経済学の用語で言えば、制度能力の低さに原因が求められる。

川波 洋一（九州大学）

ACU建て債券市場を成長・発展させていくために必要な金融インフラの具体的な内容はどの様なものか。また、この金融インフラは、日米欧のコーディネーションを通じてどの様に形成されつつあり、さらに形成されていくと考えているか。

【答】

1. 2003年3月に財務省が提唱したアジア債券市場イニシアチブの中に、将来的に整備するインフラの内容が示されている。一つ目は債券の決済制度である。欧米で使用されているEuroClearのような決済制度を、アジア地域独自の制度として整備することが目標に掲げられている。二つ目は格付機関の設立である。アジアの発行主体に関する信用情報を域内の格付機関が生産する必要がある。これは欧米の格付機関はアジア諸国の事情に精通していないと考えられているためである。三つ目は、アジア債券投資を促進することを目的とした信用保証制度の創設があげられている。これは、アジアの債務発行主体のクレジット・リスクを公的機関が引き受けることで、投資促進を狙ったものである。最後は、債券のパッケージ技術の開発である。現地通貨建て債券を取りまとめて資産担保証券を組成することで、アジア債券をより魅力的な金融商品とすることが求められている。パッケージにより為替リスクの軽減も期待できる。以上のようなインフラ整備も重要であるが、現在、まず取り組むべき課題は各国の債券市場の整備である。債券市場の厚みが増し、イールド・カーブが形成されることが、アジア債券市場の創設に弾みをつけることになる。
2. 金融インフラの形成は日・米・欧のコーディネーションではなく、アジアが独自に取り組んでいるというのが現状である。具体的な動きとしては、2003年6月に東アジア・オセアニア中央銀行役員会議が設定したアジア債券基金がある。この基金は、アジア諸国の米ドル建てソブリン債を購入することを目的とし、BISが運営することになっている。また、ASEAN+3の枠組みで金融インフラについて6つのタスク・フォースが立ち上げられており、どのような提案が提出されるかが注視されている。

アメリカの経常収支赤字の 持続可能性と基軸通貨ドル

小川 英治

(一橋大学大学院商学研究科)

1. 序

本報告では、基軸通貨ドルについて考察するに際して、近年におけるアメリカの経常収支赤字増大とアメリカを巡る国際資本移動の変化を踏まえて、その対外的ポジションに焦点を当てる。そこでは、アメリカの持続不可能な経常収支赤字が資本流入によって支えられてきたことを明らかにする。その上で、持続不可能な経常収支赤字が資本流入によって賄われてきた背景として、基軸通貨としてのドルを考察する。基軸通貨としてのドルを考察するアプローチとしては、ドル保有のコスト・ベネフィット分析、すなわちドル保有の費用と効用を比較するという経済学的なアプローチを採用する。

2. アメリカの経常収支と国際資本フロー

アメリカの国際収支表の内の金融収支をグロスで表現したものを見ると、1990年代後半から2001年にかけてアメリカへの資本流入もそれからの資本流出も増加する傾向にあったものの、2001年後半から資本流入も資本流出も急速に減少している。その背景として、アメリカにおけるITブーム

の終息（あるいは、ITバブルの崩壊）とともに、2001年9月11日の同時テロやイラク攻撃の可能性の高まりによる世界的なリスクが高まるなか、リスク・マネーがグローバルに流れ難くなりつつあることが指摘される。換言すれば、世界の資本が各国からアメリカに向かって流出せず、国内にとどまる傾向が高まり、各国でホームバイアスを高めている。

アメリカをめぐる国際資本フローを分類別に見ると、アメリカへの資本流入については、2001年に入って、証券投資やその他投資はそれほど減少していないものの、直接投資が減少している。ただ、2001年第3四半期はすべての分類においてアメリカへの資本流入が急減した。一方、アメリカからの資本流出においては、2001年に、証券投資とその他投資が減少している。資本流入と同様に、2001年第3四半期はすべての分類においてアメリカへの資本流入が急減した。

世界のどの地域からアメリカへ資本が流入しているか、あるいは、アメリカからどの地域へ資本が流出しているかを見ると、従来は、アメリカへの資本流入もアメリカからの資本流出も対EUのシェアが最も高かった。1990年代後半から2001年までのアメリカをめぐる国際資本フローの急増においてEUの寄与度が高かった。しかしながら、2001年以降、アメリカの資本流出における対EUのシェアが低下した。特に、EUからアメリカへの資本流入が急減した。一方、日本からアメリカへの資本流入はそれほど減少していない。

一方で、経常収支赤字は1990年ごろに縮小に向かったものの、90年代に入ってから再び拡大を続け、80年代半ばの水準を超える赤字を記録している。加えて、アメリカで経常収支赤字を累積し、国際資本流入が続くことにより、アメリカは対外債務残高を積み増しており、1990年代には、それまでの対外純債権国から対外純債務国に転落した。

このように、アメリカが対外債務残高を積み上げる中でも経常収支赤字

を持続していることから、累積している対外債務が実際に返済可能であるかという疑問が起こる。そして、アメリカの経常収支赤字が持続不可能であったにもかかわらず、アメリカへの大量の資本流入によってその経常収支赤字がファイナンスされてきた。しかし、このような国際資本フローに変化が起こるならば、これまで通りに経常収支赤字をファイナンスするに十分なだけの資本がアメリカに流入しなくなるかもしれない。このように、それまで経常収支赤字をファイナンスされていた資本流入が途絶えることになると、アメリカ経済はドルの減価などの急激な調整を要することになり、それはアメリカ経済のみならず世界経済に影響を及ぼす可能性がある。

経済調整の際に開発途上諸国のように深刻な金融危機を伴うかどうかについては懐疑的な見方もある。McKinnon (2001) はドルが国際的な名目アンカーの役割を果たしており、ドル建て資産の流動性はきわめて高く、準備資産としても有用であるから、「ドル危機」のような形での経済調整は起こりにくいと主張する。Mann (2004) はアメリカの金融市場における金融商品の多様性は、それが無い開発途上諸国に比べて金融脆弱性の影響を和らげる効果をもつと考えている。こうした影響で危機的な状況が緩和される可能性はあるかもしれない。

3. 経常収支赤字持続可能性に関する3つの視座

Mann (2004) は、アメリカの経常収支赤字が持続するか否かを、国内貯蓄投資バランスと貿易フローと国際資本フローの3つの視座から検討している。彼女はこれらの視座から統計データを整理して、アメリカにおける現在の水準の経常収支赤字は長期的に持続不可能であろうと結論している。これら3つの視座は、経常収支を中心として対外債務の返済可能性と密接な関係を持っている。

国内貯蓄投資バランスの視座から、国内貯蓄投資ギャップの推移を民間部門と政府部門に分けて観察する。1990年代末まではほぼ一貫して民間部門が貯蓄超過、政府部門が投資超過になっているが、1980年代後半に政府部門の投資超過が民間部門の貯蓄超過分を大きくしのぎ、この時期の経常収支赤字の要因となっている。これは、この時期に「双子の赤字」が問題になっていたこととも符合する。その後、政府部門の投資超過幅が減少したのに伴い、経常収支赤字も減少していった。しかしながら、1992年以降、政府部門の投資超過が急速に減少する一方で、それを上回る勢いで民間部門の貯蓄超過が減少していき、2000年頃には以前の立場が逆転して、政府部門の貯蓄超過をしのぐ民間部門の投資超過が記録されている。これは、民間部門の高収益が世界の資本をひきつけていることと関係すると考えられる。ここから、1980年代と異なり、この時期における経常収支赤字幅の拡大は、民間部門が主導しているものであるといえよう。

次に、第2の視座である貿易フローについて、アメリカの貿易収支は1980年代初めまではほぼ均衡に近く推移していたが、1980年代半ばに対GDP比で4%弱程度の輸入超過になった。これは、この時期の経常収支赤字にはほぼ等しい水準である。その後、1990年代初めまで貿易赤字は減少を続けたが、1990年代に入ると徐々に赤字幅が拡大し、2000年頃には以前の赤字幅をしのいで対GDP比で4%程度に達している。この事実は、この年の経常収支赤字幅が対GDP比で4%を超えていることとも符合する。以上より、貿易フローと経常収支赤字、ひいては対外債務の変化が密接な関係を持っている。

最後に、国際資本フローの視座から、1980年代初頭までは国際資本フローは均衡の近傍で推移していたが、1983年以降ほぼ一貫して、資本流入超過の状態が続いている。資本フローを直接投資と証券投資とその他投資に分類して、それぞれの推移を表すと、1990年代に入っていないものの資

本フローも以前にもましてボラタイルになってきている。国際資本フローの視座から経常収支を考えると、1990年代のアメリカの経常収支赤字が国際資本フローによってファイナンスされていたと推測される。

4. 米国の経常収支の持続可能性

実証分析（小川・工藤（2004）、工藤・小川（2003））によって、国内貯蓄投資バランスと貿易フローと国際資本フローの視座からアメリカの経常収支赤字が持続不可能であるという分析結果を得ている。このことは、アメリカの対外投資ポジションが一貫して悪化しつづけると同時に、1990年代半ばからの経常収支赤字の急速な赤字が進行したことによって、アメリカの対外的な「予算制約」が破綻する方向に向かっていることを示唆している。

一方で、実証分析（小川・工藤（2004）、工藤・小川（2003））によって、その持続不可能な経常収支赤字が国際資本フローによってファイナンスされていることによって、経常収支と資本収支の合計である国際収支全体が長期的に持続可能であったという分析結果も得ている。さらには、経常収支赤字が証券投資ばかりでなく直接投資やその他投資を含む広範な形態の国際資本流入によってファイナンスされている可能性があるという結果が得られた。このように、これまでの国際資本フローのパターンが続くことを前提とすれば、たとえアメリカの経常収支赤字が3つの視座から見て持続不可能だとしても、その持続不可能な経常収支赤字をファイナンスするように十分にアメリカへ資本が流入することによって、アメリカの国際収支は破綻をきたさないであろう。また、経常収支赤字が証券投資ばかりでなく直接投資やその他投資を含む広範な形態の国際資本流入によってファイナンスされてきたことから、たとえ証券投資だけが逆流を引き起こした

としても、長期的には直接投資やその他投資が経常収支赤字のファイナンスを支える可能性がある。

一方、最近のアメリカをめぐる国際資本フローの変化（アメリカへの資本流入の縮小あるいは資本フローの欧州への逆流）が構造的・恒久的なものであれば、そもそも持続不可能な経常収支赤字をファイナンスすることができない。その場合には、アメリカの経常収支赤字の持続不可能性が露呈することによって、アメリカは、資本流入の減速さらには資本流出が発生し、国際資本フローによってファイナンスされない、一層深刻な持続不可能な経常収支赤字に直面することとなるであろう。また、その調整過程において、ドルが減価することが予想される。ドルの減価は、アメリカ経済に対して経常収支を改善する効果をもたらすものの、交易条件の悪化を通じてマイナスの所得効果をもたらす。一方、ドルの減価は、相対価格効果とともにアメリカへのマイナスの所得効果が世界経済に波及することによって、世界経済に対してマイナスのインパクトをもたらすと予想される。

5. 米国の持続不可能な経常収支と基軸通貨ドル

持続可能性がないとみなされるアメリカの経常収支赤字が世界からアメリカへの国際資本流入によって支持されている背景には、ドルが基軸通貨であることが関係している¹⁾。

国際通貨は、国内通貨と同様に、交換手段としての機能、価値貯蔵手段としての機能、及び計算単位としての機能を有する。とりわけ、貨幣の機能として重要と考えられる交換手段としての機能においては、その貨幣の一般受容性が大いに関係する。一般受容性は、どれだけの多くの他の人がある通貨を受容するかを表すことから、ネットワーク外部性が作用する。ネットワーク外部性が作用する中、交換手段としての機能において規模の

経済が働くことから、より多くの人に利用されている通貨と余り多くの人に利用されていない通貨とは、交換手段としての機能において質的に異なることになる。このように、ドルが支配的に利用される国際通貨であることから、ドルの国際通貨としての質と他の国際通貨の質は異なり、これらは異質的なものとなる。

規模の経済が働く市場において有効な競争が行われないと同様に、国際通貨についても有効な通貨競争は行われにくい。現行の国際通貨システムは、ドルを基軸通貨とするガリバー型国際通貨システムとしてみなされる(小川(1998))。そこでは、規模の経済が作用し、基軸通貨としてのドルは他の通貨よりも有利な地位にあるために、ドルの基軸通貨としての地位には慣性が作用する。

この慣性に対して挑戦するファクターとして、1999年のユーロの登場がある。小川・川崎(2001)は、ユーロが登場してもドルの基軸通貨としての慣性には影響がなく、作用していることを実証分析で示した。そこでは、ユーロ導入前とユーロ導入後について効用へのドルの貢献度及び効用へのユーロの貢献度をそれぞれ推計し、ユーロ導入前とユーロ導入後で比較することによって、ユーロが導入されてから効用へのドルの貢献度が低下する一方、効用へのユーロの貢献度が上昇したか否かについて、実証的に分析した。この実証分析の結果より、ユーロ導入後の方がドルの効用への貢献度が若干低下しているが、ほとんど変わっていない。同様に、ユーロ導入前に比較して、効用へのユーロの貢献度が若干上昇しているが、ほとんど変わっていない。このようにドルの基軸通貨としての地位には慣性が作用している。

一方で、基軸通貨としてのドルの信認は、ドルの基軸通貨としての地位における慣性の原因となっているものの、ネットワーク外部性が作用するなか、ドルの一般受容性に大きく関わっている。ドルの一般受容性は、世

世界の経済主体がドルには一般受容性があると信認を置くことによって、一般受容性が現れるというように、自己実現的な特徴を有する。このような状況において、いったんアメリカの経常収支赤字の持続不可能性を国際資本フローによって支持されないかもしれないということが世界の経済主体、とりわけ国際的な投資家に予想されると、経常収支赤字の持続不可能性の露呈によって、ドルの減価とドル離れの悪循環が一気に深刻化する可能性がある。

しかし、上述したように、基軸通貨としてのドルの慣性が作用しているため、ドルの減価とドル離れの悪循環を伴いながら、ドルの減価から始まるこれらの一連の調整が急激に起こる可能性は極めて小さいと予想される。一方で、このような悪循環が発生する可能性を完全に否定することはできない。もしいったんこのような急激な調整が起こると、ドルの急激な減価やドル建て金利の急騰に対してアメリカ経済及び世界経済が即座に対応することができないために、これらの経済に対して様々な悪影響を及ぼすであろう。とりわけ、急激な、そして、ドルの大きな減価が発生すると、アメリカ経済を除く世界経済の輸出に打撃を与え、世界的な不況及びデフレを深刻なものとするであろう。

6. 結 論

本報告では、アメリカの持続不可能な経常収支赤字が国際資本移動によって支えられてきた背景として基軸通貨ドルを位置付けた。最近の国際資本移動の変化が今後、アメリカの持続不可能な経常収支赤字を支え続けるかどうか不確実な状況において、ドルの減価とその世界的な影響を考察することはデフレ下にある世界経済にとっては重要な問題である。また、アメリカ政府を含む、世界各国の政府がマクロ経済政策及び為替相場政策に

よる政策対応が検討される必要がある。変動為替相場制度を採用している一部の国々だけがドル減価の調整を受け入れるには、その負担が大きいことから、中国を含めて多くの受け入れ可能な新興市場国においても、ドル減価の調整が受け入れられることが望まれる。

【注】

1) 基軸通貨としてのドルに関する理論的・実証的分析については、小川(1998)を参照せよ。

【参考文献】

- 1) 小川英治 (1998) 『国際通貨システムの安定性』 東洋経済新報社。
- 2) 小川英治・川崎健太郎 (2001) 「ユーロ登場による国際通貨システムへの影響」一橋大学商学部ワーキング・ペーパー, no. 63.
- 3) 小川英治・工藤健 (2004) 「アメリカへの資金流入の変化と世界経済への影響」伊藤隆敏・財務省財務総合政策研究所編著『検証・アメリカ経済・バブル崩壊, 不正会計問題は克服できるか』日本評論社, 229-281.
- 4) 工藤健・小川英治 (2003) 「国際資本フローに支えられたアメリカの経常収支赤字」一橋大学商学部ワーキング・ペーパー, no. 85.
- 5) Mann, C.L., (2004) 「アメリカ経常収支赤字は持続可能か：2つの見解」伊藤隆敏・財務省財務総合政策研究所編著『検証・アメリカ経済—バブル崩壊, 不正会計問題は克服できるか』日本評論社, 283-299.
- 6) McKinnon, R.I., (2001) "The International Dollar Standard and the Sustainability of the U.S. Current Account Deficit", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2001 (1), pp.227-239.

〈小川報告へのコメント〉

松本 朗（愛媛大学）

1971年8月15日の金ドル交換性停止（ニクソン・ショック）以降、国際通貨制度は、事実上変動相場制の時代を迎えることになった。その後、金融自由化の一層の進展と情報通信技術の進歩という条件が加わり、国際通貨制度は、資本取引の肥大化と激しい相場変動（volatile）の時代へと移行したと言える。この現象の背景には、国際通貨国アメリカの持続的な経常収支赤字という現実がある。このように経常収支赤字が累積する中で、ドルが国際通貨としての地位を保っているということは、一見すると、矛盾した事態であり、その矛盾がなぜ成立するかは解明するべき重要な課題と言える。筆者がコメントを求められている、片岡尹、小川英治両先生の報告は同様の問題意識で、それぞれの立場から、この矛盾が成立する理由を解明しようとしたものである。

小川英治先生は、アメリカの近年の経常収支赤字が次の二点で説明できることを示す。第一は、マクロ・バランス・モデルであり、第二は、GDPと貿易収支赤字との関係である。この二点から、アメリカの近年の経常赤字が民間主導の輸入超過によって起こっており、その経常収支赤字が資本流入でファイナンスされているとする。そして、（おそらくは、上級マクロ経済モデル＝異時点最適化モデルを応用した分析の結果として）こうしたアメリカの経常赤字が持続不可能な事態であり、ドル下落という相場調整が一つの選択肢としてあり得ることを説明する。

その一方で、資本流入によって経常赤字が持続している。それが可能なのは、アメリカのドルが国際通貨として受け入れられているからであるとする。国際通貨としてドルが受領されている理由を、小川先生は、情報論の最近の成果を取り入れながら、「ネットワーク外部性」とおそらくは「ロックイン効果」の二つの要因で説明しようとしているものと考えられる。「ネットワーク外部性」とは、情報ネットワークが形成する中で、ある情報機器ないし基幹ソフト（OS）が一定水準を超えて普及するとその機器ないしが優位的な便益をもつことを示す用語であり、「ロックイン効果」とは、その機器ないしOSがいったんそうした地位に立つと容易に代替されなくなることを示す術語である。小川先生は、ドルも又そうした地位を勝ち得たが故に「一般的に受領される」通貨になり得たのであり、それが資本が持続的に流入する条件であるとする。…中略…

旧聞に属するが、国際通貨制度が機能するためには、流動性供給と国際収支調整と通貨の信認という三要素が矛盾無く担保されている必要がある、という議論が主張されたことがある。この三要素分析で、要になるのが国際通貨の信認である。これは金との交換性と国際通貨の価値の安定という形で保証される。通貨の信認の維

持のために国際収支節度は守られる。国際通貨国はこの枠組みの中で流動性を供給しなければならないという考えられていた。一方、今回の岡先生のご報告では、こうした議論とは逆の論理展開がなされていくのである。つまり、国際収支節度が守られず、流動性が供給されているが故に通貨の信認は維持されていると主張される。そこでは、通貨価値の安定は後景に退き、ドル下落（ドル暴落）の受忍をも主張される。ここに今回の議論の大きな特徴があり、以下の疑問が出てくる根本がある。とりあえず3点について質問を述べてみたい。

- (1) ファイナンスについてである。「経常収支赤字をファイナンスする」とは具体的にどのような事態をイメージされているのであろうか。小川先生は、「証券投資ばかりではなく直接投資やその他の投資含む広範囲な形態の国際資本流入でファイナンスされている」といわれる。しかし、アメリカの輸入が、さらには貿易赤字がどのようにして直接投資によってファイナンスされていくのであろうか。…中略…

私自身の考えを簡単に示すことで、質問の意図をはっきりさせよと思う。そもそも周辺国とは異なり中心国であるアメリカは自国通貨「ドル」を国際通貨「ドル」として使うことができる。例えば、アメリカの輸入業者が実際に対外決済する場合はそのドル預金を輸入相手先口座に振り返ることで完了する。言い換えれば、アメリカの居住者預金が非居住者預金へと移転されるにすぎないのである。

問題は、その輸入代金であるドルをどのように賄うかである。現実にはアメリカの銀行からの借入でまかなうだろう。つまり、国際通貨国は自国の銀行が行った信用創造によって創出した預金で対外決済が可能なのであり、必要とする「ドル」はアメリカ国内の銀行の信用創造によって供給されるのである。言い換えれば、アメリカは自らいくらでも国際通貨である「ドル」預金を創出できるのである。周辺国の場合は、そうはいかない。対外決済するためには国際通貨であるドル債権を手に入れなければならないからである。

この事態を事後的に国際収支表上で見れば、経常赤字を短期資本の黒字でファイナンスしたように見える。直接投資や証券投資の形態での資本の「流入」が見られるのも、いったんドル預金を手に入れた非居住者がそうした形態の資本に移し替えたからだと言えよう。

国際通貨「ドル」という流動性の国際的な供給はまずは短期ドル債務の増大となって現れるのであろう。資本流出（対外貸出）として現れた「ドル」も、実はアメリカの銀行がアメリカ国内で創出した債務（ドル預金）が、対外金融資産へと振り返られた現象にすぎないのではないかと。こうした事態を事後的に見ると「経常収支赤字をはるかに超える資本が流入し、それが対外貸付にまわっている」に見えるのではないかと考えられる。このようにして相殺され、消滅することの

ないドルが累積し続けているのが現実なのではないだろうか。

同志社大学の平先生は、「最終決済無き国際通貨制度」という問題を提示されたが、まさに決済されることのないドル債務が累積しているのが今日の通貨制度なのではないかということである。

- (2) 両先生は、国際収支を節度を守らないが故に信認が保たれるとも主張されてきたと思う。

…中略…「国際流動性を供給する限り、国際通貨国は信認を毀損することになる」というトリフィン・ジレンマに対する両先生の評価をお聞きしたいと思う。さらに、アメリカは経常収支の赤字を出さずに流動性を供給を行うことができないのか否かについてもご意見を伺いたい。

- (3) ドル暴落へのプロセスである。小川先生の場合、ドルのアメリカへの流入がドル相場を支えるとするのでドル下落は当面ないとする。確かに、経常収支の赤字は創造されるドル債務で決済されるのであるからその限りでは、短期的に大幅なドル相場の下落はないだろう。それではどのようなプロセスでドルは暴落という悲劇的な局面を迎えることになるのだろうか。…中略…

しかし、80年代後半から90年代にかけての日本の現実を見てみると、円高（円の過大評価）が進行し、それがアジアやアメリカへの現地生産へシフトさせていった（空洞化の進行）。一定の金利差が維持されながらも。こうした反作用的なプロセス、あるいは対外政策が採られ、ドルが救済されていくこともありうることを考える必要はないだろうか。

ここで私見を述べておくと、短期的に相場が維持されても累積するドル債務はいずれかの段階で処理されなければならない。そうすると、ドル債務の処理のためにはドル相場の水準を切り下げるインフレーションしか処理方法はないように思われる。事実、長期的に見ると、ドルは傾向的に下落している。（つまりは、長期傾向的にドルの事実上の代表金量の減少が進んでいると言えるのではないか）。また、諸外国に対してアメリカのインフレ政策に協調的な政策を打つことを要求することもあり得るだろう。

〈松本朗氏のコメントへの回答〉

- (1) マクロ経済的視点から見て、経常収支赤字が資本収支黒字によってファイナンスされると表現している。
- (2) 通貨の信認には2つの意味がある。1つは指摘されているように、通貨価値に対する信認であり、もう1つは交換手段としての信認である。トリフィンの

ジレンマはこの2つの信認が両立しないことを意味する。それでは、民間経済主体はどちらの信認を重視するかというと、減価しつつあるドルが基軸通貨として利用されている現実を踏まえると、通貨価値に対する信認よりも交換手段としての信認に重きを置いているということを報告で強調してきた。

- (3) 為替相場のポートフォリオ・アプローチでは、アメリカの経常収支赤字が累積すると、世界の投資家の最適なポートフォリオを超えて、アメリカの対外債務が増加することになる。そのような状況において、世界の投資家はこれ以上のアメリカのドル建て資産を保有しようとしなくなり、ドルの暴落が発生すると考えられる。1980年代においてこのようなことが起こったが、再び同じことが発生することが危惧される。

〈質疑応答〉

真田 哲也 (福島大学)

ドル本位制はブレトンウッズ体制崩壊で終了したとのご理解を示されたが、金ドル交換停止以降の国際通貨体制をどのような術語で把握されるのか？ また、金ドル交換停止以前と以後の国際通貨体制を理論的にはどのように区別して把握されているか？

【答】

金ドル交換停止以降の国際通貨体制は、ガリバー型国際通貨システムという述語で表現する。また、金ドル交換停止以前にはブレトンウッズ体制の下に制度的にドルが基軸通貨として規定されていたが、金ドル交換停止以降にはブレトンウッズ体制が崩壊し、制度的にドルを基軸通貨として保証するものがなくなったと特徴付けている。

渡辺 肇 (倉敷芸術科学大学)

ドル本位制という概念をどう捉えるのか？ 1971年8月15日にドル本位制が崩壊したとお話しされたが、どういう意味か？ 金兌換が停止されたからと理解するのか。それともIMFで平価を定めた固定相場制が崩壊したからと理解すべきか？ もし後者だとすると、1971年末より1973年の年初まで続いたスミソニアン体制では変動相場制ではなく一応は固定相場制であったので、ドル本位制ということにはならないか？ もし前者だとすると金兌換はドル本位制にとって絶対的な必要条件となるのか？

【答】

ドル本位制について、ブレトンウッズ体制のように制度的にドルが基軸通貨とし

て規定されている制度としてみなす。したがって、ドル本位制の崩壊は、金兌換が停止し、ドルが制度的に基軸通貨ではなくなったと理解する。

大矢 繁夫 (小樽商科大学)

ドルまたは貨幣一般でもよいが、その一般的受容性、受容性の根拠をどのようにお考えか？ 例えば、それは利便性や慣性による、そして、利便性や慣性をもたらすのは、そういう制度や技術が存在しているからということになるかと思うが、他方でそういう制度や技術は、一般的に受領され、取引されることに伴って整備されてくると考えると、結局、「受領されるから、受領される」というような答えになるのか？

【答】

国内経済における貨幣については、それが法貨であることによって、より多くの人が利用して、ネットワーク外部性を通じて貨幣の一般受容性が確立すると考える。一方、国際通貨の場合には、例えばブレトンウッズ体制がその役割を果たしたと考える。ブレトンウッズ体制下においてドルが基軸通貨と規定されることによって、より多くの人が利用して、ネットワーク外部性が作用したと考えられる。しかし、いったん基軸通貨の地位を得ると、規模の経済により慣性が働きますので、基軸通貨のドルとしての地位は維持されてしまう。

岩見 昭三 (奈良産業大学)

25ページ「ユーロの貢献度が・・・ほとんど変わっていない。」に関して

1. ユーロの国際通貨機能が上昇していない基本的原因はどう考えたらいいの？
2. ユーロエリアがユーロの国際通貨機能を上昇せざるをえない契機はどのようなものか？
3. 今後ユーロの国際通貨機能を上昇させるべきだとしたら、どのような方策が適切か？

【答】

1. ドルに比較してまだユーロの国際通貨としての利用が十分に浸透していないと考えられる。その背景には、基軸通貨においては規模の経済によって慣性が働くことがある。
2. ユーロエリアがユーロの国際通貨機能を上昇せざるを得ないということはないと考えられる。
3. むしろ基軸通貨ドルと有効にユーロが国際通貨競争できるように、ユーロの国際通貨機能を高めるべきである。その方策は、ユーロの通貨価値の安定を図るとともに、ユーロエリアとそのほかの国々との間の国際貿易取引・国際資本取

引・国際金融取引の関係を強めていくことだと考える。

川波 洋一（九州大学）

1. 基軸通貨ドルの交換手段としての一般受容性に、規模の経済性が働くようになったのは、歴史的にはどの時代からで、何を契機にしていたと考えているか？
2. 基軸通貨ドルに慣性の法則が働いているという要因を除いて考えると、ユーロがドルに対抗する利便性を確保することができない理由は何だとお考えか？

【答】

1. 第1次世界大戦から第2次世界大戦にかけて世界における経済大国が英国から米国へ移行したことが契機となったと考えられる。
2. ラテンアメリカとアジアにおいてドルが支配的に利用されている状況が、ユーロを世界における国際通貨とすることにおいて障害となっていると考えられる。

毛利 良一（日本福祉大学）

小川先生は、米国経常赤字が国際資本流入により持続している理由を、ドルの基軸通貨機能の中で、交換手段機能 特に一般受容性の高さ、ネットワーク外部性、ドルの慣性の作用から説明されています。他方、プレゼンでは言及しなかったが、ペーパーでは持続不可能性が、国際的な投資家に予想されると、ドルの減価とドル離れの悪循環が一気に深刻化する可能性がある、と指摘されている。後者では、どのような事態を想定されているのか？ また日本、中国など、主要なドル準備保有国がドルから他通貨へシフトする時、どのような条件が必要か。価値保蔵手段機能を含めご教示ください。

【答】

ドル安のバブルが発生し、ファンダメンタルズ以上にドル安が進むことが想定される。ただし、その可能性は低いと考えている。価値貯蔵手段機能からは、アジアの通貨当局はドルにこだわる必要はない。しかし、自国通貨をドルに固定したり、ドルに対する為替相場に注目して為替相場政策が行われると、介入通貨としてドルを保有している必要がある。したがって、ドル重視の為替相場政策からドルのみならず円やユーロをも重視した為替相場政策に変更されることがその条件となる。

神野 光指郎（福岡大学）

ドル預金と財務省証券、連邦機関債、地方債、企業債、企業株などをどのように区分されるのか？一語でいうと「基軸通貨」と「ドル建て投資」の関係がわからない。また「ドル建て投資」と「対米投資」は別のものなので、この「基軸通貨」「ドル建て投資」「対米投資」の関係をどのように整理されているのか教えてください。

〔答〕

ドル建て投資は必ずしも対米投資ではないが、対米投資のほとんどはドル建て投資とみなせる。経常収支赤字がファイナンスされるためには、対米投資が十分な大きさでなければならない。そして、ドルが基軸通貨であることから、たとえ経常収支赤字が持続可能でなくとも、ドル建てである対米投資が経常収支赤字をファイナンスするに十分な大きさとなっている。

建部 正義（中央大学）

「米国の持続不可能な経常収支と基軸通貨ドル」にたいする対処策として、ケインズ的な世界中央銀行設立案は考えられないか。考えられないとすれば、世界中央銀行設立案にはどこに問題があるのか？

〔答〕

世界中央銀行設立案は、世界経済において単一の共通通貨を利用することを意味する。共通通貨が利用されて問題が起こらないためには、世界経済が最適通貨圏であることが必要である。最適通貨圏のためにはいくつかの条件があるが、その代表的な条件として非対称的ショックが発生しないこと、そして、非対称的ショックが発生しても、労働者などの生産要素が自由に国際的に移動することが必要である。現在の世界経済においては、これらの条件を満たしていないと考えられる。

小林 真之（北海学園大学）

経常収支赤字（フロー）→大量の「ドル残高」（ストック）はドルに対する他国通貨の切上げ、多国間平価調整によって解消されるのか？あるいは、ドルからより安定した価値を保有する資産（たとえば金）への逃避が起こることは考えられないのか？「ドル本位制」論と関連して。

〔答〕

ドルが大幅に減価することによって調整されることになる。逆に言うと、調整されるまでドルが大幅に減価する。ドルからより安定した価値を保有する資産（たとえば金）への逃避については、価値貯蔵手段としてのドルの部分において起こるが、交換手段としてのドルの部分においては起こらないかもしれない。

前畑 雪彦（桜美林大学）

ドル安はドル減価にイコールだとすれば、ドル高・円安は、すなわちドル減価・円増価となる。増価、減価は相対的なものか？すべての価格単位が絶対的に減価するということを認められるか？

[答]

ここでの増価・減価は為替相場の変化を言っているので、相対的なものである。

ドル本位制の構造

——ドル本位制論の反芻——

片岡 尹

(大阪市立大学 経営学研究科)

1. 本位制という用語

金本位制 (Gold Standard) とは、貨幣は金である、という意味である。このことばの由来はともかく、Standardということから、貨幣を金とする、金でもって商品の価値をあらわす (価値尺度する)、金を価格を表示する場合の標準とする、という意味であると解釈できる。政府によって金本位制の採用を宣言される場合には (再建金本位制を除く)、金と銀とのうち、金を貨幣として選択する、ということの意味している。

これに対し、ドル本位制という用語は、ドルが貨幣である、ということの意味しているのではない。ドル本位制は、第一義的には国際通貨制度の時代区分であり、その貨幣制度の形容ではない。IMF体制と呼びならわされた国際通貨制度は、金為替本位制的要素によって固定相場制が維持され、国際流動性についてはドルが米国の国際収支赤字によって供給される (ドル本位制的要素) という、2要素の混交したシステム、「金・ドル本位制」であった。金が最終的な国際決済手段であった。1971年に金・ドル交換が停止されたことにより、「金」が抜け落ち (金廃貨)、ドル本位制となった。したがってドル本位制は変動相場制と時期的には同じである。ドルは国際的にも最終的な決済手段となった。最終的な国際決済手段 (国際流動性)

は、他の国民通貨とともに、主として、ドルによって供給される。国民通貨の序列は、ドルを中心に、表わされている。もはやドルは金の対概念でなくなり、現代の国際金融の分析においてはドルこそが重要であり、金はもはや重要な要因でないことを意味している。1930年代における再建金本位制の崩壊、変動相場制への移行は、為替切下げ競争を招いて、第2次世界大戦を引起したのに対し、70年代の変動相場制は、政治的、軍事的な展開と相俟ってではあるが、世界の平和を乱さず、むしろ金融的国際関連の深化を導いたという、この事実の中に、ドル本位制を持続させる中心的な政治的・経済的な要因がある。このような時期の国際通貨制度は、ドル本位制と呼ばれる。それを論証するためには、ドルが国際通貨として使用され続けるための要因、ドル本位制の構造を明らかにしなければならない。

2. 金融自由化・金融流通の拡張

金ももはや国際決済に登場しないという特徴に加え、ドル本位制のいまひとつの大きな特徴は金融の自由化（資本移動の自由化）と金融流通の拡張である。変動相場制採用以後、80年代、ことに90年代には国際金融流通が拡大した。1976 - 96年間に、先進国の鉱工業生産は実質で1.5倍増加したのに対し、銀行のネット国際貸出しは5.6倍、ネット国際債発行は約10倍に増加した。ネット額は結果であるので、金融の過程を把握したグロスで見ると、たとえば日本の対外証券取引総額（売却と購入の合計額）は1986年に日本のGNPを上回り、米国の対外証券取引総額は、1992年には米国のGNPを上回るに至った（拙著『ドル本位制の通貨危機』勁草書房、2001、第6章参照）。国際銀行貸出、デリバティブ取引などのその他の取引を加算すると、GNPの何倍もの金融取引が行われている。

この拡張をもたらした要因のひとつは変動相場制における国際決済にあ

る。変動相場制における国際決済は、円滑な国際決済のために、それを仲介する為替銀行の為替リスクの回避のために、自由な国際資金移動を必要とする。一例として次のようである。

ドル建てで輸出入されていると想定し、輸出入企業によって為替リスクを回避するために比較的よく利用される先物取引を取りあげよう。先物取引（先物買為替の場合）に対して、為替銀行のカバー取引には種々の方法がある。同じ期日の先物売でカバーを取るほかに、①ドルの直物売りでカバーを取り、そののち同期日の先物と直物のスワップによって資金を調整するか、②あるいは先物取引の実行日を返済日として、ドルをただちに借り入れ、それを外国為替市場で直物で売り、代り金（円）を金融市場で運用する（実行日に円資金を回収して、先物買為替を実行し、買い取ったドルを借り入れの返済に当てる）という操作が必要になる。③先物買為替を期日の異なる先物売為替でカバーを取る。その場合にも期日のずれをカバーするために②の取引は応用できる。また、先物売りが為替の場合には②とは逆に、円を調達し、直物を買ひ、代り金（ドル）を市場で運用する、という操作になる。以上のようにして為替銀行はカバーを取ることができ、コレス残高を復元し、為替取引の仲介を続けることができる。

上記のうち②は為替銀行による裁定取引と形態は同じである。その前半の取引は、操作の手順こそ異なっても、内向きの金利裁定と同様であり、外貨を調達し、直物売りをを行い、先物買い予約し、邦貨で運用することになる。その限り為替銀行は為替リスクを回避しつつ、為替取引の仲介を遂行することができ、従って国際決済が行われる。為替銀行は収益を確保しつつ、国際決済の仲介を果たす。この取引の成立のためには、直物取引の相手が必要であるうえに、多様な先物実行日に対応するだけの、多様な満期構成からなる債券市場や自由な預金市場、資金の運用・調達の両面で効率的かつ厚みのある金融市場が必要である。この金融市場の条件としては

ユーロ市場を含めたドル市場が圧倒的に有利である。

このような国際決済の便宜のため、変動相場制へ移行したあと、先進国は相次いで為替取引を自由化し、資本移動を自由化した。さらに80年代後半になると、金融自由化・金融機関の活動の自由化が進んだ。この自由化は次には因となり、さらに資本移動を活発化させた。為替相場変動は金利変動と同義であり、国際的な金利裁定を活発化し、また先物為替取引・オプション・スワップ・フューチャーズといった為替リスクの回避手段が数多く開発され、国際金融流通の拡張を招いた。

以上からわかるように、ドル本位制は米国の経済的衰退に対応した国際通貨制度である。米国は固定相場制期において、時とともに国際収支赤字に苦しむようになり、公私ともに対外負債が増加した。この過程でユーロ・ダラー市場も拡大した。この意味では、ドル建て金融資産の世界的な蓄積は米国の実体経済の低迷と対応していた。変動相場制期には、上でみたように、このドル建て金融資産の蓄積がドルが国際通貨として機能するための不可欠の条件となっている。この意味で、変動相場制は米国の経済的弱体化を逆用した国際通貨制度となっている。

先物為替取引・オプション・スワップ・フューチャーズといった為替リスクの回避手段が数多く開発されたこともドル本位制の確立に重大な影響を与えた。ことに金融自由化の後、デリバティブズと総称される新たなヘッジ手段の開発に拍車がかかり、しかもその大部分が米系大銀行の主導のもとで、ドルを素材にして開発されてきた。これらのヘッジ手段はドル減価のリスクを社会的に分散する機能をもっている。それゆえドルの為替相場は、ことに対先進国通貨に対し、減価しながらも、ドルの利用は量的には増加する結果となった。ドルは減価したからこそヘッジ手段の利用が盛んになり、その使用は増大し、量的増大の基盤は米国の国際収支（經常収支）の赤字によって与えられた。大量のドル残高は国際決済の必要条件と

なっている。この意味では、ドル本位制は米国の経済力の低下した時代にふさわしい国際通貨制度ということができよう。

3. ドル本位制の内部構造

ドル本位制は、世界の市場としての米国と、国際資金循環のポンプとしての米国という二つの要素からなっている。世界の市場としての米国、これが1本目の柱である。ドル本位制の基礎に、世界貿易における米国の重要性がある。米国が世界の商品の実現市場であるからこそ、ドル本位制は成り立っている。米国はそのGNPの規模により、世界最大の商品輸入国であり、ことに途上国の多くにとり米国は第1の輸出市場であり¹⁾、また輸入先である。途上国は、輸出需要を梃子に急速な経済成長を遂げることができ、そしてこの経済成長が世界にとって需要を生み出す。途上国もまた経常収支は赤字となるが、その金融を国際金融市場より与えられる。これを反映して、途上国が国際通貨の面において、契約通貨、決済通貨にドルを用いるのは合理的である。いわば、ドルは商品流通において国際通貨として選択される。それゆえ、多くの外国為替市場において、ドルを相手とする取引が第1のシェアを占める。ドルが為替媒介通貨として機能することはその帰結である。たとえば本邦銀行が韓国ウォンを売ると直ちにドルを買うのは、ドルを対価とすれば韓国においてウォンを直ちに買うことができることわかっているからである。

これらの個々の途上国にとり米国貿易収支赤字は解消さるべき問題ではなく、むしろ好都合である。米国の経常収支赤字が大ききことは、それだけ多くの商品を販売することができることであり、それだけ多くの輸出代金を自国の工業化のための原資とすることができ、高い経済成長を達成することができる²⁾。ドル本位制においては、米国経常収支赤字は容認され、

また赤字であることが歓迎される。さらに、上で見たように、経常収支赤字による流動性の供給は、ドル本位制での国際決済が維持される条件となっている。

ドル本位制の2本目の柱は、米国をポンプとした資金循環である。西欧と日本の対米経常収支黒字という条件のもとで、西欧と日本から米国へ、そして米国からエマージング・マーケットへという資金循環である。米国の巨額の経常収支赤字をファイナンスしてなお余る資金が米国に流入し、経常収支赤字であるにもかかわらず米国からの資本輸出を可能としている。

90年代には中南米・東南アジア経済の発展を支えながら、一方で90年代末には通貨危機を引起すことになったとはいえ、一定期間国際資金循環を創出した「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。日本および西欧の金融機関は、自分ではエマージング・マーケットへ投資するリスクを取ることができないので、米国の機関投資家に投資を委託した。債券でもって日本および西欧から米国に資金が流入し、株式でもって米国からエマージング・マーケット諸国に資金が流出したことは、この事態を雄弁に物語る。この国際資金移動が米国を中心とした国際資金循環と国際金融の拡張とを造りだし、ドル本位制を維持している。この国際資金移動が米国への輸出、そして途上国への輸出を生み出し、世界の商品実現を保証している。

日本とアジアとの間では、直接投資および銀行貸出によって、大量の商品販売と資金移動とが生じた。しかしその資金移動はドル建てであって、グローバルな資金移動を補完するものである。ドイツと東欧との間では、ユーロ建ての資金移動が生じている。これこそドル本位制の衰退の兆しである。

こうした国際資金移動よりドル本位制すなわち変動相場制の第3の特徴

が生じる。それは金融面での調整（裁定）のほうが実物面の調整（経常収支均衡）より速いことである。為替変動、金利変動に反応して商品生産が調整されるが、それよりも早く国際資金移動が起きる。資金移動により為替変動、金利変動が生じ、そして実体経済の変化が導かれる。この特徴は次節で述べるドル本位制の内在的限界に関連している。

4. ドル本位制への疑問

リュエフは「負けて取り上げられてしまうべきおはじきをもう一度戻してもらおう」（リュエフ『ドル体制の崩壊』長谷川、村瀬訳、サイマル出版会、1973）と「金・ドル本位制」に不快感を示し、ドゴールは金をフランスに持ち帰った。現在ではそうしたことはできないが、ドルの「支配」に対する疑念は続いている。ユーロの誕生は西欧が出したひとつの回答である。

世界の多くの国は、ことに東アジア諸国は、米国に大量の輸出を行い、米国の経常収支赤字を生み出し、そして獲得したドルを米国に投資し、あるいは外貨準備として大量に保有することにより、米国の経常収支赤字を支えている。それにより、経済成長が持続し、国内の雇用は維持され、国内は安寧に保たれている。米国は、「貸記」による輸入超過を重ね、豊かな消費生活を享受している。そこにはドル支配に疑念はない。実際、どこに不満があろうか。

たとえ不満がなかろうと、ドル本位制、言い換えるとドルの国際通貨機能、米国経常収支赤字と、米国をポンプとした国際資金循環とはいつまでも続くのであろうか。経常収支赤字に限界は来ないのであろうか。もし限界があるとすると、限界はどのように現れるのであろうか、ドル相場の突然の暴落として現れるのか、あるいは徐々に進行する「ドル離れ」が起き

るのであろうか。

これまでは米国経常収支赤字による国際流動性の供給は、国際金融市場が拡大することにより、事後的に吸収された。膨張したドル＝利子生み資本はそれ自身の需要先、川合一郎の表現を借りると「吸着基盤」（『川合一郎著作集』第2巻、有斐閣、1981、289頁以下参照）を創出した。先物市場や新金融商品はその典型である。また、途上国は米国経常収支赤字を是認している。米国の経常収支赤字が続き、さらに国際流動性が増加しても、新たな吸着基盤が生み出され、今ひとたびエマージング・マーケットの隆盛とその破壊といったことが繰り返されるかもしれない。そうなればドル本位制は永遠である。

あるいは、ドルは供給過剰であるので、一旦ドル相場は大幅に下落するが、もうこれ以上下落しないと予想されるところまで下落すると、為替リスクがなくなり、再度適当な投資先としてドル建て資産が選ばれる、ということも否定できない。以前とは同じでないであろうが、ドル本位制は維持される。

あるいは、ユーロ金融市場が成長して、ドルから転じる投資需要を受け止めるだけの規模に拡大していれば、ドル建て資産からユーロ建て資産に転換が生じ、ドルが売られ、ドル相場の下落が（あるいは暴落も）起こりうる。この時には2極通貨体制ということになる。

ドル本位制は内在的な崩壊の因子を持っている。それは上で検討した第3の特徴にある。問題は国際資金移動の動向である。米国の金利が低下し、あるいは企業活動の低迷から配当が減少するという予想が生まれると、米国から資金が流出する。それを阻止しようとするれば、黒字国よりも金利を高位に維持して、資金を引きとどめねばならない。ドルが国際通貨であり続けるためには、ドルの保有リスクを軽減しなければならず、つまりドル相場を維持しなければならない。そのため金利あるいは配当利回りを、黒

字国＝資本輸出国の水準よりわずかでも高めに維持する必要がある。このようにして金融流通で決定される金利水準は米国の製造業部門の労働生産性と賃金水準からみて適正であるという保証はない。高い資金コストが予測されるために設備投資に悪影響を与え、労働生産性の向上を阻害することになるかもしれない。またドル相場下落を阻止することによって、価格面での国際競争力を奪い、あるいは海外からの商品輸入を増大させて、米国産業の悪化をもたらす可能性さえある。他面、現行のドル本位制のもとでは、ドルを「印刷」することによって当面は国際決済できるので、輸出入を決済し、産業部門の改善を様々な財政措置により先送りし、問題を糊塗することができる。この意味で、長期的に、ドル本位制は米国経済ひいてはドル本位制を内部から崩壊させる要因を内包しているということさえできよう。

ドル本位制に疑念が生じた場合、どのような対応があるであろうか。市場メカニズムの中で意図的、政策的にできることはどんなことであろうか。米国経済は、先進国と途上国を含む世界の経済成長のエンジンであり、国際金融のポンプである。ドル本位制の衰退を願うことは世界の経済成長の鈍化を受け入れることを覚悟することである。米国の経常収支赤字、見方を変えると相手国の経常収支黒字は自国の国の経済厚生を高める原資である。それを米国で運用するよりも、あるいは米国に使用を預託するよりも、国内への投資が望ましいと考え、そのための政策を企画することを、ナショナリズムと批判することはできないのではないか。途上国は成長のための資金を米国からの投資に依存する度合いを低減する。外貨不足と貯蓄不足とを埋めるのに外国貯蓄は不可欠で、また国外よりの投資は大量かつ低金利であるが、同時に、90年代末のように、容易に流出し、通貨危機をひき起こす。通貨危機を防止し、少なくとも通貨危機の被害を低減するためには、自国の国内貯蓄を効率的に利用することが実現可能な第一の政策で

ある。なかでも、アジア諸国の貯蓄率が高いので、国内貯蓄を投資に誘導するだけで、高成長を達成できる。つまり国内金融制度を整備し、国内貯蓄が国内産業に流れやすい体制を整備すればよい。もっとも、華人資本に代表されるアジア地域の特性を考えると、一国規模よりもアジア地域全体に貯蓄をとどめるための、いわば地域共同的な金融制度の整備が必要である。現在わが国とASEANで共同で計画されているアジア債券市場の育成はぜひともおし進められるべきである。アジア地域内の資金移動とはいえ、当面はドル建てであってもよい。まず第1歩である。さて、われわれ日本自身はどうすればよいのであろうか。

【注】

- 1) 米国は世界最大の商品輸入国である。先進国群、途上国群にとっても、最大の輸出先国である。地域的には、中東・中南米地域にとり最大の輸出先国である。また、世界のうち米国を第1位の輸出先とする国は1997年で53カ国である (IMF, *Direction of Trade Statistics Yearbook*, 1998)。
- 2) 1974 - 95年の期間、米国の輸入の増加率と、中南米のGDP成長率および世界のGDP成長率との関係を分析すると、次の結果が得られる。

中南米の成長率 = $1.698 + 0.121$ 米国の輸入増加率

$R^2 = 0.338$

T値 = 3.42

0.2%の水準で統計的に有意

世界の成長率 = $2.736 + 0.043$ 米国の輸入増加率

$R^2 = 0.160$

T値 = 2.236

4%の水準で統計的に有意

米国が輸入を増加させると、世界経済は成長する。

〈片岡報告へのコメント〉

松本 朗（愛媛大学）

国際通貨制度は、現在、資本取引の肥大化と激しい相場変動（volatile）を経験している。この現象の背景には、国際通貨国アメリカの持続的な経常収支赤字という現実がある。このように経常収支赤字が累積する中で、ドルが国際通貨としての地位を保っているのは矛盾した事態であり、その矛盾がなぜ成立するかは解明すべき課題である。片岡、小川両先生は、この問題を解明しようとしている。

片岡、小川両先生に共通する点は、ドルが国際通貨の地位を確保している理由を、アメリカによるドル垂れ流し（経常赤字の拡大）に求めている点である。ドルが受け入れられるのは、資本取引が肥大化する中でドルが為替媒介通貨としてヘッジを容易に取りやすい通貨になったためであり、資本の運用先としてのドル建て金融資産が累積したことにある。ドルは「便利、かつ効率的な通貨になった」が故に国際通貨の地位を保っている。

だが、片岡先生は、小川先生とは異なった角度からもドル受入の条件を示している。第一は、アメリカを各国の輸出市場（消費市場）と規定している点である。アメリカが「世界の商品の実現市場」になっている。第二の理由が、資本輸出国としてのアメリカである。アメリカは、自国の経常赤字を超える資本を引きつけ、それを諸外国に供給している（資金循環のポンプ論）。

かつて、流動性供給と国際収支調整と通貨の信認という三要素が国際通貨制度維持の条件と主張された。この三要素分析では、要になるのが国際通貨の信認であった。これは金との交換性（通貨価値の安定）によって保証される。通貨の信認維持のために国際収支節度は守られる。国際通貨国はこの枠組みの中で流動性を供給しなければならないと考えられていた。

今回の両先生のご報告は、これとは逆に論理展開される。つまり、国際収支節度が守られず、流動性が供給されているが故に通貨の信認は維持されていると主張される。そこでは、通貨価値の安定は後景に退き、ドル下落の受忍をも主張される。ここに今回の議論の大きな特徴があり、以下の疑問が出てくる根本がある。とりあえず3点を挙げたい。

- 1) 経常収支赤字をファイナンスする」とは具体的にどのような事態をイメージされているのであろうか。片岡先生が主張される、「経常収支をファイナンスする額を遥にこえる資本流入」において流入してくる「ドル」はどのように供給されるのか、ということである。

私見を示しておきたい。中心国・アメリカは自国通貨「ドル」を国際通貨「ド

ル」として使うことができる。例えば、アメリカの輸入業者が実際に対外決済する場合はそのドル預金を輸入相手先口座（非居住者預金）に振り替ることで完了する。

問題は、その輸入代金であるドルをどのように賄うかである。現実にはアメリカの銀行からの借入でまかなう。つまり、国際通貨国は自国の銀行の預金で対外決済が可能なのであり、必要とする「ドル」はアメリカ国内の銀行の信用創造によって供給される。つまり、自らいくらでも国際通貨「ドル」預金を創出できる。周辺国の場合は、そうはいかない。対外決済のために国際通貨であるドル債権を手に入れなければならないからである。

この事態を事後的に国際収支表上で見れば、経常赤字を短期資本の黒字でファイナンスしたように見える。直接投資や証券投資の形態での資本の「流入」が見られるのも、いったんドル預金を手に入れた非居住者がそうした形態の資本に移し替えたからだと言える。

国際通貨「ドル」という流動性の国際的な供給はまずは短期ドル債務の増大となって現れる。資本流出（対外貸出）として現れた「ドル」も、実はアメリカの銀行がアメリカ国内で創出した債務（ドル預金）が、対外金融資産へと振り返られた現象にすぎないのではないか。このようにして相殺され、消滅することのないドルが累積し続けているのが現実なのではないか。

同志社大学の平先生が提示された、「最終決済無き国際通貨制度」という事態が妥当するようになる。

- 2) 両先生は、国際収支を節度を守らないが故に信認が保たれるとも主張されてきた。また、片岡先生は、「アメリカの経常赤字によって世界に流動性が供給されている」ともいわれる。その上で、トリフィン・ジレンマに対する両先生の評価をお聞きしたい。さらに、アメリカは経常収支の赤字を出さずに流動性の供給を行うことができないのか否かについてもご意見を伺いたい。
- 3) ドル暴落へのプロセスである。

片岡先生の場合、資本流入を持続するために金利を他国より高めに誘導することが内部崩壊要因になると考えている。確かに、レーガノミックス時代がこれに妥当する。

しかし、80年代後半から90年代にかけての日本の現実を見てみると、円高（円の過大評価）が進行し、空洞化が進行した。一定の金利差が維持されながらも。こうした反作用的なプロセス、あるいは対外政策が採られ、ドルが救済されていくこともありえないだろうか。

ここで私見を述べておくと、短期的に相場が維持されても累積するドル債務はいずれかの段階で処理されなければならない。そうすると、ドル債務の処理のた

めにはドル相場の水準を切り下げるインフレーションしか処理方法はないように思われる。事実、長期的に見ると、ドルは傾向的に下落している。(つまりは、長期傾向的にドルの事実上の代表金量の減少が進んでいる)。また、諸外国に対してアメリカが協調的なインフレ政策を打つことを要求することもあり得る。

〈松本 朗氏のコメントへの回答〉

まず質問にお答える。

- 1) 「経常収支をファイナンスする」という事態は次のようである。世界は米国と周辺国とからなり、国際決済は周辺国の為替銀行によって仲介され、商品・サービスの輸出入はすべてドル建てで行われていると想定しよう。周辺国からの輸出の決済は為替銀行が米国に開設した当座預金への入金として実行される。経常収支赤字には短期資本流入が対応している。このかぎりでは、「経常収支をファイナンスする額を遥にこえる資本流入」は生じない。

国際収支をネットで考えると、上で見たように、国際通貨国米国の経常収支赤字は、国際決済手続きにおいても、「自動的に」ファイナンスされる。他方、資本移動は債権債務が両建てで、すなわち同額だけ変動する。経常収支赤字を越える資本収支黒字は資本移動からはネットでは生じない。経常収支赤字を越える資本移動がどうして生じるかは、ネットで考える限り、不可解なことである。しかし、グロスで見ると、資本流入と資本流出とは独立であり、それぞれ独自に変動する。資本流入額が経常収支赤字額を超えることは不思議ではない。米国は、資本流入額が経常収支赤字額を超えたため、ドルの下落の懼れなしに、資本輸出が可能になっている。

- 2) 国際流動性の供給は、国際通貨国が経常収支黒字であっても赤字であっても可能である。黒字の場合には、周辺国へ国際通貨国から民間資本を輸出するか、国際通貨国政府から周辺国政府への貸出しをすることになる。この供給が長期的また安定的であるかは不明である。周辺国は、経常収支が赤字になると経済調整を強制されるので、それをまぬかれるため経常収支が黒字となるよう努力する。国際通貨国が経常収支赤字の場合、国際収支均衡化への国際的圧力は弱い。このため国際通貨国が経常収支赤字に陥ると、その赤字は持続する傾向にある。この場合には経常収支赤字によって国際流動性が供給される。トリフィン、将来的には赤字が予想されていたとしても、米国の経常収支が黒字であった時期に、流動性ジレンマという見解を発表した。のちにそれは米国の経常収支赤字の正当化に利用されることになったが、それはトリフィンの本意に背くことである。

3) 国際的な協調によって米国経済が救済され、またドルの下落が緩和、あるいは防止されることは将来も起こるであろう。国際協調の度合いは、米国との力関係、ことにユーロエリアの動向にかかっている。

コメンテーターとの見解の分かれ道は、ネットカグロスかという視角の違いと、むしろ、米国の経常収支赤字の解釈にある。米国の経常収支が黒字であれば、ドルは信認が篤く、ドル相場は堅調で、その意味で国際通貨制度は安定している。しかし反面、赤字国は、国際流動性を米国からの借入に依存し、いわば輸出入を米国の手にゆだねることになる。現状のように、米国の経常収支が赤字であれば、国際通貨制度は不安定であっても、周辺国にとって自由度が大きい。また米国への輸出によって、周辺の国々では操業と雇用とが下支えされている。むろんドルの垂れ流しは、米国による資材の一方的な利用であるので、それにも限度はある。どちらが望ましいかは困難な決定である。私は、米国の経常収支赤字を、さらには経済変動を、国際協調によってどのように、どの程度コントロールできるかが問題であると考えている。

〈質疑応答〉

西村 関也 (法政大学)

1. 報告要旨p.13に「ドル本位制はドルが貨幣であるということの意味しているのではない」とあるが、それでは片岡さんは貨幣とは何であると覚えておられるのですか。又、貨幣と通貨はどう定義されますか。
2. 同じくp.13に「金廃貨」という言葉を用いおられますが、金廃貨が生じているとすれば、それはマルクス経済学の根本命題の一つの修正を迫るのではないですか。

【答】

1. 貨幣とは何かを正面切って答えるだけの知識はありませんが、商品の売買および債務の決済において誰にでも受取ってもらえるという一般的受領性と、それを授受すれば取引および決済は終了するというファイナリティーとを備えたものという2点で貨幣を捉えています。貨幣の機能はこれ以外に、価値の保蔵があげられますが、前記2点を核心と考えています。貨幣を検討する場合には価値尺度が最大の論点ですが、これは一般的受領性に関連すると考えております。この点については、この学会には多くの専門家がおりますので、その方々にお任せします。以前は金が貨幣でした。政府あるいは共同体の信頼度が未発展であれば、貨幣に実体あるいは商品性が需要ですが、共同意識が高まれば、社会の共同性を化

体したものであれば紙券でも十分貨幣となり、金のような実体を持たなくともよくなります。もはや金は貨幣ではありません。

「通貨」というのは、国内であれ国際であれ、商品の売買および債権債務の形成もしくは清算に使用される貨幣の機能と、そのときの形状の呼称です。ただし、国際通貨の機能の中に、投資通貨として蓄蔵貨幣機能を認めることもありますが、これは国際通貨が「通貨」以上に広い概念であるためです。

2. 金廃貨とは、当初は、金ドル交換停止により、金が国際決済においてもはや使用されず、国際通貨制度から退場することを意味していました。それとともに、これは徐々に理解されてきたことですが、金は貨幣であることを停止しました。「マルクス経済学の根本命題」に、貨幣は金であるという命題がありますが、その意味では、金廃貨は「一つの修正を迫っている」といえます。ただし、金が廃貨されたからといって、マルクスの経済学のすべてが崩壊したと考えてはいけません。貨幣はたしかにマルクスの経済体系の最初に位置しますが、この命題の上に建てられた体系のすべてが無効となるということではありません。マルクスが重視した商品流通と資本流通の区分、あるいは流通手段の流通と貨幣の形態にある資本の流通の区分、宇野弘蔵の言葉による通貨と資金の区分は、たとえ貨幣が金でなくなっても重要であり、むしろ現代金融の分析に不可欠の視点と考えています。と同時に、マルクス経済学の命題のうち、貨幣は金でなくとも、これだけの命題は有効であるという論証は必要です。

前畑 雷彦 (桜美林大学)

用語の質問；報告要旨p.13、上から2行目に、「金でもって商品の価格をあらわす（価値尺度する）」とあるが、価格ではなく、価値をあらわすではないか。

〔答〕

商品の価格とは、商品の価値を金の量によって表示したものである、ということからすると、「金が価格をあらわす」という表現は、金で表されたものをさらに金であらわす、というわけのわからないことになってしまい、ご指摘のとおり、「価値」が正しいです。（会場での答えと違うことになりました。）

深町 郁彌 (九州大学)

1. 変動相場制のもとで、「ドルが国際通貨として機能するための不可欠の条件」としては、先物為替取引などで、ドルが為替リスクの回避手段であることが「ドル本位制の確立に重大な影響」をあたえた。「重大な影響」とはドル本位制の確立に「不可欠の条件」と理解してもいいですか。
2. 米国に「ドル資金がかえってくる」というのは、どういうことでしょうか。も

う少し詳しくご教示ください。

3. 1971年の「金ドル交換停止」により「金が抜け落ち（金廃貨）、ドル本位制となった」。ここでの「金廃貨」とは貨幣のどの機能とお考えですか。あるいは、まったく金が貨幣でなくなったということですか。

【答】

1. そのとおりです。
2. 国際決済であれ国際投資であれ、そのために国境を越えて現金が送られるということはありません。「かえってくる」というのは、ドル建て債権の保有者の変化をさしております。たとえば、対米輸出の結果、非居住者が保有していたドル建て債権（預金）が、非居住者の米国債の購入によって、居住者の保有に転換するということです。またコメントへの回答の1)を参照してください。
3. そのとおりです。「金廃貨」は、金ドル交換停止と関連付けて使用され始めたという経緯からすると、国際決済において金が用いられなくなったことであり、その意味ではまず変動相場と同義です。ついで、金が登場する場がなくなったことでもありますので、金のすべての貨幣の機能がなくなったことでもあります。

毛利 良一（日本福祉大学）

1. 「ドル本位制は米国の経済的衰退に対応した国際通貨制度である」（「報告要旨」p.14-15）と規定されている。しかしご指摘のデリバティブ等の開発による資本移動の活発化、国際金融流通の拡大のきっかけは、金ドル交換停止の翌1972年シカゴマーカンタイル取引所での通貨先物の取引開始であった。アメリカは金融業を比較優位産業に押し立て、IT革命と相まって、金融グローバリゼーションを推進した。国際金融システムの不安定化を背景にしたバクスアメリカーナの「再編」と規定すべきではないか。
2. ドル本位制においては「米国経常赤字は容認され、歓迎される」（p.16）ということは、「過剰消費大国」として世界の富を吸収しつづけることになりませんが、それは容認歓迎されることでしょうか、また米の債務大国化も容認歓迎されることになるのでしょうか。他方、日本は1980年代後半以降、「非自国通貨による対外投資最大債権国」となった。これを構造面・政策面からどのように評価されますか。

【答】

1. 歴史認識として大きなご質問、重大な問題提起であります。金・ドル交換停止が一つの区切りであることには同意しますが、「再編」ということになると、その前後で何がどのように変化したか、社会主義圏の崩壊、IT革命による技術体系の変質、金融の構造変化などを検討する必要がある、よく考えさせていただきま

す。

2. 「容認歓迎」というのは過剰かもしれませんが、「必要悪」というのでは不足です。米国への輸出によって、日本を含むアジア諸国の雇用と景気と経済成長が維持されてきたことは事実です。もっとも、輸出の成果をドル残高として保有していることについては、非効率的で歪んだ経済という見方もあります。輸出されるべき資財を日本国内で販売し、投資あるいは消費したとすれば、われわれはより物質的に豊かな生活をするのであろうという見解です。この見解にも同意します。ただ、そうするためには、産業の構造を、いわゆる内需型に変換しなければならず、大企業は言うに及ばず、中小企業をも含め直接投資する時代に、国際分業とバランスをとりながらスムーズに変換できるのか、経常収支の均衡化は産業空洞化につながらないか、そのような産業構造で雇用を維持し、あるいは経済成長しうるか、といったことの検証が必要です。

「非自国通貨による対外投資最大債権国」の評価も、アジアと米国の狭間にある日本の位置を考慮し、また日本の貿易依存度は比較的到低いにもかかわらず、貿易黒字が大きいという特質の解明とあわせ、考えていきたいと思っております。

建部 正義 (中央大学)

1. 「米国の持続不可能な経常収支と基軸通貨ドル」(小川)、「ドル本位制への疑問」(片岡)にたいする対処策として、ケインズ的な世界中央銀行説立案は考えられないでしょうか。考えられないとすれば、世界中央銀行設立にはどこに問題があるのでしょうか。
2. ドルを「印刷」することによるアメリカの輸入を、アメリカのシニョレッジとみなす見解(岩井克人、加藤利治)があります。この点についてどのように考えますか。

【答】

1. 政治的に困難であり、米国が賛成すると思われません。
2. 銀行券(通貨)は貸付によって発券され、銀行から出て行く。商品の購入によって出て行くのではない。この意味ではこの見解は誤りと考えます。

小林 真之 (北海学園大学)

経常収支赤字→大量の「ドル残高」(ストック)はドルに対する他国通貨の切り上げ、多国間平価調整によって解消されるのでしょうか。

あるいは、ドルからより安定した価値を保有する資産(たとえば金)への逃避が起こることは考えられないでしょうか。ドル本位制と関連して。

【答】

名目値としては、「ドル残高」は通貨切り上げによっても平価調整によっても変化しません。しかし、通貨切り上げにより米国の経常収支が黒字になれば、その限りで、ドル残高は減少します。より安定した資産への逃避は、金よりはむしろユーロへの逃避が起ると予想されます。

小西 一雄（立教大学）

レジメ16頁に「米国の巨額の経常収支赤字をファイナンスしてなお余る資金が米国に流入し、経常収支赤字であるにもかかわらず、米国からの資本輸出を可能としている」とありますが、

1. 「経常収支赤字（ネット）＝資本流入（グロス）－資本流出（グロス）」という関係自体はどの経常収支赤字国にも成り立つ関係ではないでしょうか
2. また以上のような関係は、因果関係を表すものではありません。諸外国からの対米投資があるので米国の対外投資が可能だとみるのか、それが米国に還流（対米投資）しているとみるかは、国際収支表だけでは判断できないのではないでしょうか。

【答】

量的関係としては、また国際収支表の意味としては、そのとおりです。経常収支も資本輸入も資本輸出も、それぞれ独自の要因で変動し、結果として等式が成り立ちます。等式を、ご指摘のように、資本流入したうち経常収支赤字を越える部分が資本輸出に回された、と解釈するか、その逆に、資本輸出と経常収支赤字を含め還流したと解釈するかは、等式の性格からして自由です。だからこそ、分析を一步進め、資本移動の地域的關係と、どのような手段を介して資本移動が生じているか、という分析が必要になります。この点について分析すると、西欧や日本から債券投資として米国に資金流入があり、米国から途上国に株式投資として資金が流出し、途上国の経済成長と通貨危機とをもたらした、そこに米国の資金循環のポンプ役がある、ということがわかるというのが私の主張です。

部会活動報告

〔北海道部会〕

- (1) 日 時 2003年3月29日(土)午後2時より
 場 所 北海学園大学研究棟10階会議室
 報告者 北林 雅志(札幌学院大学)
 論 題 「19世紀後半アジアにおけるイギリス植民地銀行」
 報告者 濱田 康行(北海道大学)
 論 題 「ベンチャーキャピタルと世界の現状」
- (2) 日 時 2003年9月6日(土)午後2時より
 場 所 小樽商科大学札幌サテライト・ホール
 報告者 汪 志平(札幌大学)
 論 題 「中国における企業買収の新展開」
 報告者 宮下 郁男(旭川大学)
 論 題 「株式会社と独占」

〔関東部会〕

- (1) 日 時 7月26日(土)午後2時より
 場 所 慶応義塾大学 新研究棟
 報告者 大友 敏明(山梨大学)
 西村 閑也(法政大学名誉教授)
 論 題 松本久雄著『マルクス信用論の解明と展開』が提起
 する『資本論』の信用論と現実の解明
 (著者の松本久雄氏も参加)

- (2) 日 時 12月13日(土) 午後2時より
 場 所 慶応義塾大学 大学院棟
 報 告 者 津田 和夫(元桃山学院大学教授)
 論 題 「金融再生をめぐる行政の検証」
 (『現代銀行論研究序説-市場経済成熟化へ向けた本邦
 金融構造改革』桃山学院大学総合研究所・研究叢書
 18、2003年3月のフォローアップ)

[関西部会]

〈春季〉

- 日 時 平成15年4月26日(土)13:30-17:00
 場 所 あべのメディックス(8階会議室)
 論題と報告者

- (1) 銀行業と不良債権問題
 大島 重衛(金沢星陵大学)
 (2) インフレターゲット論批判
 松田 清(阪南大学)

〈秋季〉

- 日 時 平成15年11月29日(土)13:30-17:00
 場 所 あべのメディックス(8階会議室)
 論題と報告者

- (1) 二極通貨体制の安定性
 ---1930年代と1950年代の対比---
 前田 直哉(神戸大学大学院)
 (2) 再生産論と信用論
 伊藤 武(大阪経済大学)

[西日本部会]
2002年度例会

- (1) 日 時 2003年3月30日(日) 9:00~12:00
場 所 九州大学経済学部(箱崎文系キャンパス)6階大会議室
報 告 者 川合 研(福岡大学)
論 題 「金融恐慌時における決済システムの変容——アメリカ
における歴史的経験」
コメンテーター 平岡 賢司(熊本学園大学)
- (2) 日 時 2004年3月28日(日) 9:30~12:00
場 所 広島修道大学 新図書館ライブラリーホール
報 告 者 前田 淳(北九州市立大学)
論 題 「国際資金フローの理論と日本の為替レート政策」
コメンテーター 鳥谷 一生(大分大学)

学会事務局報告

[1] 2003年信用理論研究学会春季大会

2003年信用理論研究学会春季大会は以下のように開催された。

日 時 2003年6月2日9:30より20:00まで

共通テーマ「アメリカの金融システムと金融再生プログラムの評価」

会 場 埼玉大学21世紀総合研究機構棟7階

開催担当校 埼玉大学 大会準備委員長 相沢幸悦

午前の部

司会者 川波洋一（九州大学）

司会者 斎藤 正（駒澤大学）

【研究報告】

(1) アメリカ国債市場の発達と各国の公的対米国債投資

報告者 神野光指郎（福岡大学）

(2) 1990年代における国際資本移動の拡大と国際通貨ドル

——過剰ドルについての試論——

報告者 徳永潤二（山形大学）

(3) 「金融再生プログラム」批判

報告者 建部正義（中央大学）

【コメント】

討論者 田中秀親（淑徳大学）

討論者 斎藤壽彦（千葉商科大学）

午後の部

一般討論

今大会では、アメリカの金融システムと国際資本移動の動向を明らかに

した上で、わが国の「金融再生プラン」を批判的に検討することがテーマとなった。神野氏は、アメリカ国債市場の発達に対して、公的対米投資、とくにその対象が中長期市場性財務省証券にシフトしていったことがどのような含意を持っているかということについて明らかにされた。徳永氏は、1990年代の国際資本移動拡大のもたらした問題であるバブルがらみの経済成長と通貨金融危機を分析するために、現在の国際通貨体制における過剰ドルの概念規定を行われた。建部氏は、2002年10月に金融庁が出した「金融再生プログラム」の本質について詳細に検討し、この路線がアメリカ金融資本の収益機会拡大に資するという観点で報告された。三氏の報告によって、国際基軸通貨ドルの位置を確定された上で、日本の金融システムがいかにアメリカ金融資本の意向に従ったものかが明らかになった。今回は、とりわけアメリカを研究対象とされる若手の報告、ベテランに締め、ということに主眼を置いたが、これが功を奏した。三氏の報告は、いずれも大変有意義で刺激に満ちたものであったが、コメンテーターの田中氏、斎藤氏は、三氏の報告にすどいコメントを加え、論点を明瞭に提示してくれた。ドル体制の本質は何か、どうなるか、日本の金融システムはどうなるかというすぐれて現代的・現実的なテーマであったので、フロアからの質問が多く、報告者と質問者がお互い激昂する場面もみられた。学会らしい議論が出来たが、学会での興奮は懇親会にも引き継がれ、準備委員長の好みの「いい酒」を用意したこともあって？大いに盛り上がった学会ではなかったかと自己満足している。

(相沢 記)

[2] 2003年秋季大会

2003年秋季大会は以下のように開催された。

日 時 2003年10月27日 (月) 9:50~19:30

会 場 ホテル京都ガーデンパレス

共通テーマ 「ドル国際通貨体制の現状と将来」

開催担当校 同志社大学 大会準備委員長 平 勝廣

司会者 川本明人 (広島修道大学)

司会者 藤田誠一 (神戸大学)

報告者 (報告順) および論題

(1) 途上国から見たドル本位制——これまでの研究活動から——

報告者 山口昌樹 (東北大学院)

(2) アメリカの経常収支赤字の持続可能性と基軸通貨ドル

報告者 小川英治 (一橋大学)

(3) ドル本位制の構造——ドル本位制論の反芻——

報告者 片岡 尹 (大阪市立大学)

予定討論

討論者 井上伊知郎 (九州産業大学)

討論者 松本 朗 (愛媛大学)

本大会では、これまで積極的に「ドル本位制論」を論じてこられた片岡会員、近年新進気鋭の研究者として活発に研究業績を発表しておられる山口会員、そして会員外の一橋大学の小川英治先生に報告をいただいた。ご多忙なか快くご報告を引き受けていただいた小川先生にはこの場をかりて改めてお礼を申し上げたい。大会の諸報告・討論の詳細については本書の各報告をご覧ください。片岡会員からは「アメリカに即してみたドル本位制」の構造、山口会員からは「途上国から見たドル本位制」の問題点が論じられ、そして小川先生からは近年のアメリカの経常収支赤字増

大とそれが資本流入によって賄われてきた背景として基軸通貨としてのドルを位置づけ、最近の国際資本移動の変化に照らして予想される今後の展開と必要な政策的対応の検討がなされた。ドル国際通貨体制の現状と将来を論じるという大会のテーマに最適な報告者を揃えることができたこともあり、最近になく多数の大会参加を得て信研らしく「貨幣論的な論点」も含め活発で白熱した討論が行われた。大会参加者の多くが引き続き懇親会にもご参加いただき、盛会の内に大会は終了した。 (平 勝廣 記)

会員著書・論文目録（自2002年1月至12月）

氏名	著書・論文名	掲載誌名・出版社名	刊行年月
浅田 政広	商工・建設業と観光	「新留萌市史」第一法規出版	2003年3月
	金融	「新留萌市史」第一法規出版	2003年3月
一ノ瀬 篤	信託銀行資産の成長：1980～2000年	下平尾勲編著「現代の金融と地域経済」新評論	2003年2月
	バブル形成メガにズムの基礎：岡崎守男教授の株価論に寄せて	「桃山学院大学経済経営論集」第44巻第4号	2003年3月
	インフレターゲット政策の景気浮揚効果	「桃山学院大学経済経営論集」第45巻第2号	2003年9月
伊藤 誠	経済原論の課題と方法——宇野「原論」の「序論」をめぐって——	「國學院経済学」第51巻第1号	2003年1月
	社会主義市場経済理論的可能性と中国の進路	「東京経大会誌」No.233	2003年2月
	La Crisis Continua de la Economia Japonesa	Revista de Economia Critica, No.1	2003年4月
	逆流する現代資本主義	「社会主義」No.491	2003年10月
	Sozialistische Marktwirtschaft und der chinesische Weg	Der chinesische Weg: Sozialistische Marktwirtschaft	2003年7月・8月
井上伊知郎	先進諸国銀行アジア現地支店による現地通貨建て貸付の高まりについて——最近のBIS国際与信統計の拡充を手がかりとして——	「エコノミクス」第7巻第4号	2003年3月
岩見 昭三	ユーロ発足とドイツ金融市場——1999～2001年のマネーフロー——	下平尾勲編著「現代の金融と地域経済」新評論	2003年2月
	ユーロ発足の意義と展望	「別冊立命館経済学」第52巻特別号、2003年後期	2003年10月
植田 欣次	杉本正幸の不動産銀行論「不動産金融論」（昭和5年刊）の意義	「創価経営論集」第27巻第2・3合併号	2003年2月
大谷禎之介	「マルクスに拠ってマルクスを編む——久留間敷造と「マルクス経済学レキシコン」——	大月書店	2003年9月

氏名	著書・論文名	掲載誌名・出版社名	刊行年月
大矢 繁夫	ドイツ金融システムの1特徴 ——商業銀行機能と信託支持を を中心に——	『信用理論研究』第21号	2003年7月
金井 雄一	1931年金本位放棄と金本位制の 本質	『経済科学』第50巻第 4号	2003年3月
鎌倉 孝夫	インフレターゲット論のまやか し	『進歩と改革』	2003年3月
	イラク侵攻の経済的影響	『進歩と改革』	2003年5月
	イラク侵略戦争その後	『進歩と改革』	2003年7月
	りそな銀行国有化にみる金融危 機の真相	『進歩と改革』	2003年10月
	「金融再生プログラム」推進で日 本の金融はどうなるか	『進歩と改革』	2003年11月
川本 明人	銀行とノンバンクの国際金融活 動	尾上修悟編『新版国際 金融論』ミネルヴァ書 房	2003年5月
	企業の国際化と国際金融	上川・藤田・向編『現 代国際金融論（新版）』 有斐閣	2003年5月
	金融機関の国際化と国際業務	上川・藤田・向編『現 代国際金融論（新版）』 有斐閣	2003年5月
久留間 健	「資本主義は存続できるか」	大月書店	2003年2月
小林 賢齊	オーヴァーストーンの「1844年 銀行法弁護」——「銀行法特別 委員会報告書」による覚書——	『武蔵大学論集』第50 巻第2号	2003年1月
小林 真之	不良債権と公的資金（1）	北海学園大『経済論集』 50-3	2002年12月
	成長通貨の供給と金融仲介	下平尾勲編著『現代 の金融と地域経済』 新評論	2003年2月
	銀行合併と株主資本	証券経済学会「証券 経済学会年報」第38 号	2003年5月
承 怡 清	カレンシー・ボード制——香港 の事例	紺井博則・上川孝夫 編『グローバルゼーシ ョンと国際通貨』第 11章、日本経済評論 社	2004年1月

氏名	著書・論文名	掲載誌名・出版社名	刊行年月
高懸 雄治	メキシコの経済事情	『ラテンアメリカ時報』	2003年3月
建部 正義	インフレーション・ターゲティング論の虚妄制	下平尾勲編著『現代の金融と地域経済』新評論	2003年2月
	銀行・保険業務の公共性について	神奈川大学経済学会『商経論叢』第38巻第3号	2003年3月
	デフレ対策と金融政策の課題	『経済』	2003年10月
高倉 泰夫	利子生み資本と資本蓄積と物象化	『熊本学園大学経済論集』第9巻第3・4合併号	2003年3月
	資本蓄積と信用制度あるいは金融システム	『経営と経済』(長崎大)第83巻第3号	2003年12月
田中 繁香	『ユーロと国際通貨システム』(編著)	蒼天社	2003年4月
	『世界経済をとらえるVer.4』(編著)	東洋経済新報社	2003年 月
	ユーロとEU財政の改革	岩田健治編著『ユーロとEUの金融システム』日本経済評論社	2003年1月
	EU経済の問題点と今後の見通し	『世界経済評論』2003年2月号	2003年2月
津田 和夫	ドル=ユーロ「2極」基軸通貨体制の若干の特徴について	東北大学研究年報『経済学』Vol.64No.4	2003年3月
	『現代銀行論研究序説』	桃山学院大学総合研究所『研究叢書18』	2003年3月
西村 閑也	英系国際銀行とアジア	法政大学『経営志林』	2003年7月
浜田 康行	金融機関の公共性	下平尾勲編著『現代の金融と地域経済』新評論	2003年2月
	中小企業と金融・財政・財務(共著)	編集代表小川英次『日本の中小企業研究第2巻主要文献』同友館	2003年3月
	中小企業と金融・財政・財務(共著)	編集代表小川英次『日本の中小企業研究第1巻成果と課題』同友館	2003年3月

氏名	著書・論文名	掲載誌名・出版社名	刊行年月
	協同組合としての信用組合	財団法人全国信用組合中央協会「信用組合」第50巻第1号	2003年1月
	北海道と新幹線	北海道郵政局総務部広報課「北のゆうせい」No.93	2003年2月
	日本どうなる 生協どうする	北海道生活協同組合連合会「道連会報」No.472	2003年2月
	日本のVCの現況(2002年調査から)	財団法人ベンチャーエンタープライズセンター「平成14年度ベンチャーキャピタル」	2003年3月
	住宅政策は社会政策と文化政策の統一	「住宅金融月報」	2003年5月
	リレーションシップとは何か	財団法人全国信用組合中央協会「信用組合」第50巻第7号	2003年7月
	リレーションシップバンキング論の盲点	全商連付属・中小商工業研究所「中小商工業研究」第77号	2003年9月
	郵便貯金とエクイティファイナンス	財団法人郵貯資金研究協会「郵貯資金研究」第12巻	2003年8月
原 薫	戦時インフレーション——わが国・昭和12~20年(1)——	法政大学「経済志林」第70巻第4号	2003年3月
	戦時インフレーション——わが国・昭和12~20年(2)——	法政大学「経済志林」第71巻第2・3号	2003年12月
深町 郁彌	三宅義夫先生と信研	三宅義夫先生追悼集世話人会「ゆっくり、きちんと三宅義夫先生を偲ぶ」	2003年6月
福光 寛	空売り規制の強化をめぐる	「証券経済学会年報」第38号	2003年5月
	市場と規制——証拠金規制をめぐる	「成城大学経済研究」第161号	2003年6月
	空売り規制の強化	「ジュリスト」第1250号	2003年8月
	空売り規制と情報公開	「東証取引参加者協会レポート」第7巻3号	2003年8月

氏名	著書・論文名	掲載誌名・出版社名	刊行年月
	<書評> 齋藤壽彦著「信頼・信認・信用の構造——金融核心論」	『政経研究』第81号	2003年11月
藤田 誠一	「現代国際金融論 新版」 <共編著>	有斐閣	2003年 5月
	「ユーロと国際通貨システム」 <共編著>	蒼天社	2003年 5月
	グローバリゼーションと金融問題	日本国際経済学会編 『国際経済』第54巻	2003年 7月
前田 淳	Plethora and Ubiquity of the US Dollar in the Unstable International Financial System ——Theoretical Framework——	北九州市立大学『商経論集』第38巻2・3・4合併号	2003年 3月
	Pan Yellow Sea Economic Area in the Internationalizing Asian Economy	北九州市立大学北九州産業社会研究所日中韓共同研究報告書「環黄海経済圏金融ネットワークの構築に向けて」	2003年 3月
	オフショア・「ユーロ」市場と国際資金フロー	北九州市立大『商経論集』第39巻2号	2003年11月
前田 直哉	1870～1913年における基軸通貨ポンドとその経済的・金融的基盤	神戸大学大学院「六甲台論集」第47巻第2号	2000年 7月
	1920年代における基軸通貨ポンドの経済的基盤の脆弱化	『龍谷大学経済学論集』第40巻第3・4号	2001年 3月
	1931年金本位制停止と1930年代前半管理フロート制下の基軸通貨ポンドの経済的基盤	『龍谷大学経済学論集』第42巻第1号	2002年 6月
	戦間期ポンド——ドル二極通貨体制の教訓	『龍谷大学経済学論集』第43巻第2号	2003年10月
松田 岳	FDICの破綻処理スキームの運用	『富士論叢』（東京富士大学紀要）第48巻第1号	2003年 7月
松本 朗	超金融緩和と「デフレ」とが共存する条件——インフレ発生の可能性をめぐる一試論——	『武蔵大学論集』第50巻第3号	2003年 2月
	デフレの進行とグローバリゼーション——『経済財政白書』を手がかりにして——	基礎経済科学研究所 『経済科学通信』第101号	2003年 4月
	インフレ・デフレの非対称性と資産デフレ	『経済』No.94、新日本出版社	2003年 7月

氏名	著書・論文名	掲載誌名・出版社名	刊行年月
宮田美智也	規制金融制度の確立と日本銀行	『金沢大学経済学部論集』第23巻第2号	2003年3月
	日本銀行信用と資本蓄積——1956年～65年を対象として——	『金沢大学経済学部論集』第24巻第1号	2003年11月
毛利 良一	アルゼンチン経済危機とIMF——カレンシーボード制の功罪——	『証券経済研究』第43号	2003年9月
	ロシアと中国の世界経済への統合の比較	『比較経済体制研究』第10号	2003年5月
	金融グローバルゼーション——アメリカ型「錬金術」が地球を駆けめぐる——	松村文武・関下稔・藤原貞雄・田中繁香編『現代世界経済をとらえる』Vol.4、東洋経済新報社	2003年3月
	中国の資本取引自由化への道	下平尾勲編著『現代の金融と地域経済』新評論	2003年2月
山西 万三	『情報と消費の経済学』	こうち書房	1994年12月
	金融と消費者	保田芳昭編『現代の流通メカニズムと消費者』	1997年3月
	戦後日本の金融システム——変遷と展望	基礎経済科学研究所『経済科学通信』	2002年8月
	情報経済化のなかの中小企業金融機関経営	『情報問題研究』第13号、見洋書房	2001年6月
	地域金融機関における中小企業金融のあり方	『情報問題研究』第12号、見洋書房	2000年6月
	電子マネーと消費の組織化	日本流通学会年報『流通』第11号	1998年7月
	どうなる日本の金融システム	『経済科学通信』No.87	1998年7月
	マイクロペイメントの電子化と消費の組織化・統合化	『情報問題研究』第10号	1998年4月
	ネットワークによる市場破壊と創造——電子マネーとバーチャル市場の展望	『情報問題研究』第8号	1996年4月
	ローン化された生活	『場・トボス』第7号、こうち書房	1995年12月
由里 宗之	『リレーションシップ・バンキング入門』	金融財政事情研究会	2003年6月

氏名	著書・論文名	掲載誌名・出版社名	刊行年月
	サムフォード大学コミュニティ銀行研修所のケース・メソッドにみる米国のコミュニティ銀行の経営課題	『中京商学論叢』49-2	2003年3月
	米国の地域型クレジット・ユニオンにみる個人向けに特化した「コミュニティ・バンキング」のあり方	国民生活金融公庫『調査季報』66	2003年8月
吉田 賢一	外国為替：制度の史的変遷と相場変動の基本メカニズム（上）——貨幣金融経済研究（その4）——	『工学院大学共通課題研究論叢』第40-2号	2003年2月
	両大戦間における北海道内地方銀行（下1）——函館銀行・百十三銀行・（旧）北海道銀行を中心として——	地方金融史研究会編『地方金融史研究』第34号（全国地方銀行協会）	2003年3月
	北海道	日経金融新聞編・地方金融史研究会著『日本地方金融史』所収	2003年6月
	外国為替：制度の史的変遷と相場変動の基本メカニズム（下）——貨幣金融経済研究（その5）——	『工学院大学共通課題研究論叢』第41-1号	2003年11月
吉田 暁	信用創造と信用貨幣——小林真之他の批判に答える——	『武蔵大学論集』Vol.51No.2	2003年12月

信用理論研究 第22号

2004年6月発行

発行者	信用理論研究学会
発行所	信用理論研究学会
〒192-0395	八王子市大塚359
	帝京大学 飯田裕康研究室
	TEL 0426 (78) 3284
印刷所	本郷印刷株式会社
〒112-0001	東京都文京区白山5-13-7
	TEL03(3946)4800(代表)
