

深町郁彌著

『国際金融の現代——ドルの過剰と貨幣資本の過剰——』

(有斐閣, 平成11年12月)

相 沢 幸 悦

は じ め に

1999年1月1日に欧州連合(EU)11カ国(ユーロ圏)において単一通貨ユーロが導入されて、国際金融市場の発展は新たな段階に突入した。EUは、中長期的には、21世紀に平和で豊かなヨーロッパを構築するために、短期的には、不安定性を高める基軸通貨ドル依存からヨーロッパが開放されるために、単一通貨ユーロを導入した。

このユーロがドルに代わる国際基軸通貨となりうるか、さらに、ドルを基軸通貨とするアメリカがその特権をフルに利用して国際資本移動をコントロールしてきたが、この構造がどのように変化するか、その必然的帰結として、アメリカ経済の戦後最長といわれる景気高揚に終止符が打たれるかということが問題となる。

この問題を解明するためには、国際基軸通貨ドルを中心とする国際金融市場のあり方を明らかにすることが前提となる。というのは、ユーロが導入されざるを得なかったのは、経済規模拡大による経済成長という地域経済的側面を除けば、国際金融の構造変化があったと考えるか

らである。

こうした中で本書が出版された。そこで、本稿では、本書を手がかりにしてユーロ導入に至る国際金融市場の変容、ユーロ導入後の国際金融市場のあり方について考えてみることにしよう。

I. 本書の構成

本書で検討しているのは、変動相場制の下でのアメリカの基軸通貨ドルの供給、ほかの国々における過剰ドルの保有が、証券化・セキュリティタイゼーションとプロジェクト・ファイナンスを生み出し、国際金融の革新を引き起こした経緯である。

さらに、1985年のプラザ合意と87年のルーブル合意に示された国際金融協調、すなわち、アメリカ政府が基軸通貨ドルの特権を行使して、新たな国際金融協調政策を編み出したことである。

深町教授は、従来の研究で、国際通貨ドルと欧州通貨制度(EMS)におけるドイツ・マルクの地位を明らかにした上で、ドイツ・マルクによってドルの基軸通貨性が侵食されはじめて

いることを明らかにしてきた。

しかしながら、教授の従来の研究段階では、問題を基軸通貨の交替ということに限定しており、ドルの基軸通貨としての特権を、アメリカの経済状況や国際経済協調政策と結び付けて政策の効果を一体として検証するところまで進んでいなかった。そこで、本書では、この一体としての検討という方法を取り入れるとともに、証券化とプロジェクト・ファイナンスの金融革新にまで課題を広げて現代の金融の特質を明らかにしようとするものである。

本書の構成は、次の通りである。

第1篇 国際金融の新展開

序 問題の提起

第1章 1980年以降の国際金融の証券化と資本の移動

第2章 EUにおける証券市場の統合と証券の国際取引の急増

第3章 プロジェクト・ファイナンスの展開

第4章 プロジェクト・ファイナンスとキャッシュ・フロー分析

第5章 変動相場制とモーゲージ担保証券

第2編 国際通貨から基軸通貨へ

第6章 外国為替制度と国際通貨・基軸通貨

第7章 ドルの過剰

第8章 変動相場制と基軸通貨の交替

第9章 過剰資本の過剰を誘発したドルの過剰—むすびに代えて—

II. 問題の提起

1980年代には、国際金融がどのように変転し、現代の国際金融はどのような新しい姿を示しているのだろうか。それは、国際金融の証券化とセキュリタイゼーション、プロジェクト

・ファイナンスという新しい金融手法の開発、さらに、国際資本移動の形態としての直接投資である。ただし、本書では、直接投資は取り上げられていない。

国際金融の証券化とセキュリタイゼーションについて、次のように述べられている。

証券化というのは、企業の資金調達金融機関、とくに銀行借入れによる間接金融から、株式や社債などの発行による直接金融に移行することである。直接金融の中心は、かつては、設備投資資金調達のための株式や社債の発行であったが、1980年代に進展する金融革新の下では、コマーシャル・ペーパーなどによる短期の運転資金調達を市場で行うことなどが盛んになってきている。

深町教授は、証券化のもうひとつの特徴は、銀行やその他の金融機関がみずからの貸付債権や債務を流動化するためにセキュライズするという現象であるにとらえている。

アメリカでは、1970年には、セキュリタイゼーションで住宅モーゲージ担保証券が創出された。民間の取引では、金融機関の貸付債権と預金・借入債務のセキュリタイゼーション、企業の売掛債権、消費者ローン残高に証券化・流動化の波が広がっている。

この証券化のひとつは、1985年以来の国際金融協調の下でのアメリカへの日本やドイツからの証券投資による貨幣資本の流れ、もうひとつは、EUでの欧州通貨制度(EMS)、通貨統一をベースにした諸国間の証券市場の国際統合と国際証券取引の急増である。

金融革新の大波の中心は証券化であり、銀行と証券の融合、銀行と証券の運営の一体化である。このセキュリタイゼーションの動きは、EU諸国、そして日本に押し寄せてきている。

このように、国際金融における変貌の第一は証券化であるが、第二はプロジェクト・ファイナンスであるといわれる。

要するに、国際金融の証券化の第一は、アメリカが総合収支赤字を基軸通貨ドルによって支払う債務決済、証券化・セキュリタイゼーションの第二は、1990年代にEU各国の間の国債に傾斜した証券取引の国際的急増、各国の証券制度の国際的統合であるが、国際金融の第二の変貌は、1970年代からのプロジェクト・ファイナンスの登場である。

Ⅲ. 国際金融の新展開

本書の第1編では、1980年代・90年代における国際金融の新展開について詳しく取り上げられている。

「第1章 1980年以降の国際金融の証券化と資本移動」では、アメリカを中心とした国際金融において、1980年代初頭から発展途上国向けのシンジケート・ローンが中南米の累積債務の露呈をきっかけに急激に証券化したこと、また、日本をはじめとする先進諸国がアメリカに対して証券投資を行ったことが明らかにされた。すなわち、証券の国際取引の増大、ユーロ証券市場の展開である。

「第2章 EUにおける証券市場の統合と証券の国際取引の急増」では、EUの証券市場の統合は、連邦制であっても、「EU国民経済の形成」を基礎にしているので、国際金融市場のグローバル化を展開したユーロ証券市場との区別の必要性が明らかにされている。

そして、第3章と第4章では、第1編の核心であるプロジェクト・ファイナンスについて詳しく言及されている。

国際金融は1980年代以降に、プロジェクト・ファイナンスが資金調達の新しい金融手法としてあらわれ、大きく変容していくことになる。プロジェクト・ファイナンスは、80年代初頭から中南米諸国に続いて、アジア諸国にとっても、海外からの資金調達の重要なルートにほかならなかった。対象分野は、インフラストラクチャーや石油・天然ガス開発、電力事業などであった。

プロジェクト・ファイナンスは、国際金融の手法として確立した地位を占め、イギリスやアメリカをはじめとする先進資本主義国や発展途上国のいずれにおいても急速に融資額を伸ばしてきている。

産業のインフラストラクチャーが民間の手でプロジェクト・ファイナンスの手法で建設された誘因は、先進資本主義国の場合には、不況・低成長、競争、民営化であった。開発途上国や社会主義国の場合には、本来は、国有事業として行なわれるべき産業のインフラストラクチャーである道路、港湾、空港、発電所などが、政府とは別のプロジェクト企業体として国際金融の対象とされたのである。

「第5章 変動相場制とモーゲージ担保証券」では、パス・スルー証書という形でモーゲージ担保証券がはじめて発行されたのは1970年であるが、これによって、アメリカで初めて貸付債権のセキュリタイゼーションが行われ、最初のデリバティブの創出であることが明らかにされている。そして、変動相場制下でのモーゲージ担保証券のデリバティブとしての展開は、管理通貨制度にひとつの新しい段階をもたらしたと評価している。

IV. 国際通貨から基軸通貨へ

第2編は、ドイツ・マルクによるドルの基軸通貨性の侵食という研究をさらに深化させて、ドルの基軸通貨としての特権を、アメリカの経済状況や国際経済協調政策と結び付けて政策の効果を検証している。

「第6章 外国為替制度と国際通貨・基軸通貨」では、1980年代後半に為替媒介通貨ドルをドイツ・マルクが侵食していくが、基軸通貨または国際通貨の諸機能とのかかわりの中で、為替媒介通貨機能の位置付けが検討されている。

深町教授は、通貨の諸機能として、私的国際通貨（契約通貨、取引通貨、決済通貨、為替媒介通貨、投資通貨）と公的国際通貨（準備通貨、介入通貨）に分ける。

ここで、ドルを基軸通貨として位置付けるときに、私的国際通貨の機能分野に区分される為替媒介通貨がほかのどのような機能との関連で、どの時代にあらわれ、展開してきたかを問題にする。教授は、ドルが基軸通貨となっていくさいに、準備通貨と介入通貨という二つの公的国際通貨機能が付け加えられてきていることが必要な条件であると主張する。

ポンド・スターリングが国際通貨の地位に付いたときの機能は、契約通貨と取引通貨・決済通貨の機能だけであった。それに対して、ブレトン・ウッズ体制の下で基軸通貨の地位を得たドルは、アメリカ以外のIMF加盟国の通貨当局によって外国為替市場で自国通貨を売買する介入通貨として使用されるとともに、ほかの国の通貨当局が為替市場から買い上げたドルは自国通貨当局の準備通貨として保有された。この公的国際通貨の二つの機能は、ドルを基軸通貨

の地位につかせるのに必要なものであった。そして、ブレトン・ウッズ体制末期から変動相場制の段階にかけて、銀行間為替市場における為替媒介機能は、基軸通貨となったドルが行う機能となった。

このドルの衰退は、1970年代後半の契約通貨機能の多様化においてあらわれた。それまでは、銀行間為替市場における為替媒介通貨はドルに統一されていたが、80年代後半には、国際金融協調の下にドルがマルクに侵食され、ドルとマルクがいずれも為替媒介通貨として機能している。

「第7章 ドルの過剰」では、固定相場でしかも各国の通貨当局との間で金・ドルの交換を行っていたブレトン・ウッズ体制においては、ドル残高の増加のテンポは緩慢であったが、金・ドル交換停止後の変動相場制の下では、ドル残高が急激に増加し続けていることが明らかにされている。

変動相場制でのひとつの特徴は、円やマルクに対するドル相場の低落である。深町教授は、それは、アメリカは経常収支の赤字を資本収支の黒字の流入で穴埋めしても総合収支は赤字であり、それをファイナンスするために新たなドル債務を造出し、累積させているからであるという。アメリカは基軸通貨国の特権を行使して、赤字を「支払」っている。すなわち、外国の通貨当局の公的ドル準備を、アメリカの銀行の預金債務を増加することによって「支払」ったのであり、これが「債務決済」といわれるものである。

しかしながら、日本は、外貨からなる準備資産による債権決済しか行っていないものの、ドイツは保有ドルの準備資産でもマルク残高でも総合収支を調整し、債権決済と債務決済のいず

れも行っている。ここに教授は、ドル、マルク、円という三極通貨体制といっても、国際通貨という点でかなりの違いを見ているようで、極めて興味深い。

もうひとつの特徴は、変動相場制下における過剰資本の大量移動における為替相場のボラティリティである。

「第8章 変動相場制と基軸通貨の後退」では、直物市場では為替媒介通貨機能でドルがマルクによって侵食・代位されているのに、先物・スワップ、フューチャー、オプションなどの市場では、マルクよりもドルのほうが取引額で依然として大きいという現状に検討が加えられている。しかし、ドルからマルクへの基軸通貨の交替は、巨大な金融市場、証券市場のデリバティブ取引におけるドル建て部分の割合が低下し、ドルを通さない金利スワップ取引の増加にもあらわれてきているという。

そして、最後の「第9章 貨幣資本の過剰を誘発したドルの過剰—むすびに代えて—」では、ドルの過剰が、どのようにして国際金融協調に参加した日本やドイツなど、G7の国々の通貨発行高や国内信用供与額を増大させたかについて明らかにされている。

レーガノミクスは、物価騰貴を伴う不況という新しいスタグフレーションからの回復と強いアメリカを再建するための政策であった。その結果は、財政赤字、国債増発、物価騰貴を抑えるためのマネー・サプライ・コントロールによる金利の上昇、為替相場のドル高、そして、経常収支の赤字と資本流入による資本収支の黒字の定着であった。

そのため、1985年には、ドル高を是正するべくG5の協議によるプラザ合意という先進資本主義国間の国際金融協調が組まれた。外国が替

市場でのドル売り・他国通貨買いの市場介入、ドル建て金利のマルク・円建て金利以下への引き下げが行われた。その後、87年のG7のルーブル合意では、今度は、ドル相場の急激な低落を阻止するために、マルク売り・ドル買い、円売り・ドル買い操作が行われた。

日本は、国際金融協調の下でのドル買い介入によって、国内流通、銀行に通貨を供給するとともに、アメリカよりも金融緩和、貸出しにつとめたことによって、ついには、バブル経済が作り出されたという。ドイツも民間銀行の金融拡張により同様の株価の上昇がみられたという。

最後に、深町教授は、金本位制の下では、多くの経常収支赤字と対外債務を持つ国が国際通貨国であったことはないが、大幅な経常収支の赤字が続き、膨大なネットの対外負債残高を抱えるアメリカが基軸通貨国である上に、アメリカが1980年代から90年代、そして、現在に至るまで、高い経済成長率を示しているところに、変動相場制の段階での基軸通貨の交替の新しい問題をみている。

V. 現代の国際金融の特徴

本書は、ドルの基軸通貨としての特権を、アメリカの経済状況や国際金融協調と結び付けて政策の効果を一体として詳しく検討するとともに、証券化・セキュリティゼーションとプロジェクト・ファイナンスの金融革新を実証的に明らかにしている。現代の金融の特質を鋭く解明した、極めて水準が高く、わが国における国際金融研究の水準を示すものであるといっても過言ではない。

そこで、以下、ユーロが導入された現状の国

際金融を念頭に置きながら、とくに第2編に焦点を絞って、いくつかの論点について考察してみることになろう。ちなみに、評者の問題意識は、従来の基軸通貨ドルにユーロが代わることができるのか(結論からいうと、これはしばらく無理)、あるいは、せめてドルに迫るほどの国際通貨になりうるかということである。

(1) 深町教授は、従来からドイツ・マルクによるドルの基軸通貨性の侵食について、詳しい研究をなさってこられた。これは、現在の国際通貨の大きな特徴である為替媒介通貨としての役割が、ヨーロッパでは、1980年代からマルクにとって替わられたことによる。

しかしながら、マルクがヨーロッパで基軸通貨の役割を果たすようになってきたのは、経済統合が進むとともに、為替安定のシステムである欧州通貨制度(EMS)という制度的枠組みがあったということに大きく依存している。したがって、いうまでもないことであるが、基軸通貨の交替といっても、それは、グローバルな規模ではなく、ヨーロッパの一部地域での出来事にすぎなかったのではなからうか。

そうでなければ、通貨統合が実現してから、マルクよりもさらに強いはずのユーロが、ドルに対してこれほど弱くなることはないような気がする(もちろん、この問題はそんなに単純ではないが)。

(2) 教授は直接考察の対象にはなされていないが、単一通貨ユーロの国際通貨性が、国際金融の現代をみる上で不可欠ではなからうか。為替媒介通貨、準備通貨と介入通貨という役割が基軸通貨の大きな役割であるとすれば、ユーロが世界でどれだけ為替媒介通貨として利用されるかが、国際通貨・基軸通貨になったかどうかの大きなメルクマールであるということにな

る。ユーロ導入後1年たつがまだ、その機能においてドルを侵食しているとはいえない。

欧州通貨制度におけるマルクではなく、欧州連合(EU)11カ国の単一通貨であるということからすれば、ユーロが為替媒介通貨としての機能を高め、国際通貨となるためには、別の国際通貨の規定が必要ではないであろうか。

すなわち、評者は、「冷戦」終了後の国際通貨となりうる前提条件は、十分な経済規模、流動性の高い金融・資本市場、商品市場、デリバティブ市場、そして、当該通貨に対する絶対的な信任の前提として強大な軍勢力・軍事技術であると考えている。

アメリカは、デリバティブを含めて金融・資本市場の流動性は極めて高い。商品市場(先物も含めて)も完備し、一次産品のドル建て取引の地位がそう簡単に揺らぐとも思えない。軍事技術・軍勢力の点でも抜きん出ている。教授がいわれるように、デリバティブ取引でドルが侵食されているとはいえないような気がする。それはあくまで為替取引の分野においてであって、金融工学や金融技術の水準という点からみて、デリバティブ一般の分野でヨーロッパや日本が追いつくのはそう簡単ではないであろう。

さらにユーロの決定的な弱点は、欧州連合(EU)11カ国でユーロを導入したとしても、これは条約共同体であって国家ではない点である。したがって、ユーロがドルに匹敵する国際通貨となるのはかなり先のことであると思われる。政治統合、すなわちヨーロッパ連邦の設立まで待たなければならないかもしれない。

(3) 深町教授は、アメリカは経常収支の赤字を資本収支の黒字の流入で穴埋めしても総合収支は赤字であり、それをファイナンスするために新たなドル債務を造出し、累積させていると

指摘されるが、この点は、現代のアメリカを中心とする国際金融を理解する上で極めて重要である。アメリカは、「債務決済」すなわち基軸通貨国の特権を行使して、赤字を「支払」うことができるからである。

評者は、この基軸通貨国の特権を利用してアメリカが本格的なバブル経済に移行するのは、1995年に採用されたドル高政策からであると考え。ここで、膨大な経常収支赤字を資本収支の黒字、すなわち資本流入によってファイナンスするという構造ができあがる。ドル高を維持しないと、外国からの資本流入を拡大できないからである。

本書では、アメリカが明確なるドル高政策に転換した1995年以降、外国通貨当局の公的ドル準備をアメリカの銀行における預金債務の増加で支払う「債務決済」がどのように変化しているかは取り上げられていない。

評者は、95年以降、アメリカはドル高政策によって、景気低迷下のヨーロッパと日本から資金を吸収して経済成長させる路線に転換したと考えている。それは、膨大な経常収支の赤字を資本収支の黒字で補填するという必要性によるものであったが、同時に、流入資金を株式市場と対外投機に投入するためであった。その結果、ネット株バブルといわれる事態が生み出され、資産インフレによって個人部門の過剰消費は異常な事態に陥っている。

アメリカへの投入資金のかかなりの部分は、アジアやロシア、中南米に投機資金として投入されたが、経済・金融危機の発現によって流出がしばみ、この余剰資金が国内に投入され、異常な株高に役かっている。

膨大な経常収支赤字を抱えても異常な消費が可能であるのは、アメリカのドルが基軸通貨だ

からである。アメリカ国内においては不換紙幣でも、世界が受け取ることには根本的の矛盾がある。その根拠は、アメリカが「債権決済」ではなく「債務決済」が可能だからである。本書は、このメカニズムを明快に解明している。

しかし、膨大な経常収支赤字と対外債務を抱えるアメリカのドルが暴落する危険性はますます高まっている。アメリカのネット株バブルが崩壊すれば、その暴落はさらに加速されるであろう。ドル暴落への「ヘッジ通貨」としてユーロが導入されたとすれば、この導入によって、今後、国際金融市場がどのように変容していくか、十分な検討が必要とされよう。この論点は、本書では今後の課題とされているようであるが、深町教授のご高見を是非、拝聴してみたい。

(4) 深町教授は、わが国のバブル経済生成の原因を国際金融協調に求められる。

レーガノミクスは、マネー・サプライ・コントロールによる金利の上昇、為替相場のドル高、そして、経常収支の赤字と資本流入による資本収支の黒字の定着をもたらしたので、1985年には、ドル高を是正するためにプラザ合意に基づいて為替介入が行われた。

その後、87年のG7のルーブル合意によって、今度は、ドル相場の急激な低落を阻止するために、マルク売り・ドル買い、円売り・ドル買い操作が行われた結果、ドル買い介入によって、国内流通、銀行に通貨が供給されるとともに、金融緩和が進み、貸し出しが著しく増加して、ついには、日本では、バブル経済が作り出されたといわれる。

1987年の円売り・ドル買い操作の結果、日本国内に大量の円資金が供給されたが、これが、わが国のバブル経済発生の大原因であると

いうのは、宮崎義一氏の名著「複合不況」の論点とほぼ同じである。評者は、この国際金融協調によって、国内に「過剰流動性」が供給され、バブル経済生成の一因となったことは認めるが、主要因ではないと考える。

それは、この時の円売り・ドル買い操作後に、日本銀行が円資金を回収するために不胎化政策を一切実施しなかったということが前提とならなければならないからである。ここで日銀が不胎化政策を実施しなかったとすれば、日銀は中央銀行失格である。

マネーサプライ ($M_2 + CD$) は、対前年比で1987年に10.4%、88年に11.2%、89年に9.9%、90年に11.7%のプラスであるが、85年の8.4%、86年の8.7%から極端に増加したわけでは

ない。ちなみに、前回の過剰流動性当時、対前年比で1972年は26.5%、73年は22.7%のプラスであった。経済がダイナミックに拡大している高度成長期を除けば、このくらいのマネーサプライの増加がなければ、過剰流動性は生じないのではなかろうか。もちろん、バブル生成の大きな要因のひとつであるのは間違いないが。

したがって、評者は、わが国のバブル経済の本質解明には、別の視点を加味することも必要であると考えている。しかしながら、かといって、国際的連携・国際政策協調という観点から、バブル経済の本質分析を行った本書の価値がいささかも低められるものではない。

(長崎大学経済学部教授・当所兼任研究員)