

片岡 尹著

『ドル本位制の通貨危機』

——国際資金ポンプとしての米国——

(2001年4月、勁草書房)

紺 井 博 則

片岡尹氏の著作『ドル本位制の通貨危機』は、前著『国際通貨と国際収支』（1986年）に続いて1991年～2000年にかけて発表された論考をもとにしたものである。周知のとおり、この間に金融の自由化・国際化の流れが決定的になり、とくに金融の証券化（セキュライゼーション）が国際金融市場に与えたインパクトは顕著なものである。しかも、昨年から今年にかけてのアルゼンチンの通貨・経済危機の現状を見ると、本書の扱う対象はきわめてタイムリーなものと言えよう。

「はしがき」にもあるように、著者の問題関心はドル過剰と金融肥大化を内包した「ドル本位制」がもたらした問題として、80年代の途上国の累積債務危機、そしてアメリカの「双子の赤字」、90年代の新興市場を巻き込んだ通貨危機の背景と分析に向けられている。本のタイトルに込められた含意は、「ドル本位制」下における通貨危機が、70年代までの国際通貨（基軸通貨）危機としてではなく、周辺国の通貨危機として繰り返し頻発する根底に何が横たわっているのかということであろう。その場合、サブタイトルにある「国際資金ポンプとしての米国」の存在が鍵を握っているというのが本書全体を貫く縦軸と言えるであろう。

あらかじめ断っておくと、著者が長年にわたって、中南米という独自のフィールドを持ちつつ、国際金融の分野で仕事を続けられてきたことは学会でも周知のところであるが、評者としてはそのフィールドで立ち入ったコメントができる立場にはない。したがって、あくまでもこの著作の本题および副題に関する評者なりの問題関心に沿った読み込みという観点から、とくに第1部あるいは第3部を中心に取り上げていくことをご了解願いたい。

まず、本書の構成と各部・章の要点を紹介しておこう。

第1部 ドル本位制と債務累積—米国と中南米

第1章 ドル本位制と途上国債務

第2章 市場としての米国—ふたつの累積債務

第2部 輸入代替的工業化の金融構造

—メキシコの債務危機—

第3章 輸入代替的工業化の金融構造

第4章 メキシコの債務危機とその後

第5章 メキシコの対外債務と金融改革

第3部 金融のグローバル化と通貨危機

—ポンプとしての米国—

第6章 金融の証券化、

金融の機関化と金融流通の拡張

第7章 輸入促進的工業化とメキシコ通貨危機

本書全体を貫く「ドル本位制」の成立についての著者の論理展開は第1部、とくに第1章で開示されているが、以下のとおりである。米国経済の相対的低迷・国際収支の悪化がドルの弱体化を招いた。その結果としてドルの対外価値の低下・ドル建て対外債務残高の増加がもたらされ、非居住者のドル保有に伴う為替リスクが上昇する。そこから一方では、①契約通貨・決済通貨のドル離れ（＝国際通貨の多様化）と、他方での②ドル建て金融資産の利用可能性拡大（＝ドル取引量の増大）という一見対立する事態が進む。しかし、先進国の銀行間国際決済通貨としてのドルの使用が拡大し、「為替媒介通貨」という新しい国際通貨機能¹が生まれることで、ドルの国際通貨としての機能はかえって強化される（＝ドル本位制の成立）。同時にまた、大量のドル残高は、途上国の世界経済への参入、金融グローバリゼーションへの組み込みを媒介し、「第三国間決済通貨」としてのドルの機能を拡大する。すなわち「先進国に見られる為替媒介通貨としての国際通貨とこのドル資金供給に基づく第三国間決済通貨としての国際通貨とがドル本位制の柱であり、構造である」（22頁）と述べている。ここでは、著者が国際通貨ドルの「新しい」機能である「為替媒介通貨」を「ドル本位制」の重要な構成要素とみていることが確認できよう。

第2章では、変動相場制を「固定為替相場制が貸付資本の国際移動を抑制できなくなったために採用された国際通貨制度」であると定義した上で、国際的貸付資本の運動によって途上国の債務危機と米国の経常収支赤字との連関、すなわちふたつの債務危機の連繋が祖上にのぼせ

られる。

そのさい著者は、前提条件として貸付貨幣資本の国際的蓄積に焦点をあてて分析を行っている（27～31頁）。この点は、国際間における金融の肥大化を導く著者の拠り所となっていると考えられるので少していねいにフォローしておこう。

著者は国際通貨国側での資金形成と、非国際通貨国側でのそれとが「並行的に」・「二重に」進行していると指摘する。まず、黒字国（対米輸出超過国）の輸出企業の邦貨建て債権（＝為替銀行の国内預金債務）と為替銀行のドル建て債権（ドル保有残高）とが対応しているが、両者は「別々の運動」を展開するという。この意味で「二重化」と捉えている。反対に米国所在銀行においては、この同じドル残高が、場合によっては米国あるいはその他の輸入企業の貸付に充当され、輸入決済後「ドル残高に転形する」。現在の米国は輸入超過国だから、「信用創造によって供与された輸入額だけ貸付資本がドル残高として累積する」。こうして米国の信用創造によるドル残高は、その他の国々の国内預金残高の形成・マネーサプライの増加と対応しており、ここに国際的な貸付資本蓄積の特徴があるというのである。ここでの著者のいう「二重化」の論理については改めて後述する。

さて、もうひとつの重要な論理は、上に述べた米国の貿易収支赤字の累積から形成された貸付資本が、途上国を含む周辺赤字国への米国資本輸出の原資ともなっている点であり、ここに米国の債務累積と途上国の債務累積という「ふたつの債務累積」がひとつの糸で結ばれているということになる。

ところで、本書41頁以下の「市場としての米国」のところで述べられているように、80年代

後半以降に米国の財政赤字の結果としての財務省証券に世界中（先進国も途上国も）の貸付資本が吸収されていった事態は、裏返して見れば、米国以外の国々は最大の市場である米国へそれぞれの輸出商品を販売するために米国の輸入代金を融通している構図になるという。つまり米国の債務累積は世界的な貸付資本の運動の結果として捉えられている。90年代を通じた世界的貸付資本の米国の流入は、米国自身の購買力を増大させることを通じて、米国以外の諸国の販路拡大を支えてきた。これが著者の言う「市場としての米国」の内実である。ふたつの債務累積の大きな相違は、途上国の債務累積は銀行の新規融資の継続と輸出超過による外貨取得いかんというはっきりした天井を持っているのに対し、米国のそれは、国際通貨発行国であるという事由によって、「ドル債務が新たなドル債務を生む」という泥沼に陥る危険性を指摘している。ただ、本書の副題である「国際資金ポンプとしての米国」とここでの「市場としての米国」との関連性については明瞭ではない。

第2部の「輸入代替的工業化の金融構造—メキシコの債務危機—」は、82年のメキシコ債務危機の背景と原因について、その工業化・開発戦略の特徴、および流入外資の使途いかんという視角から実証的に分析を加えている。その要点は、70年代を通じてメキシコへの流入外資の内で輸入代替的工業化の原資として利用できたのはごく一部にすぎず、ほとんどが過去の借入の元利返済分としてただちに再流出してしまったという点である。著者によれば、メキシコの場合、工業的自立の失敗の原因は、アジアを含む途上国一般に共通する外資依存型経済に求めるべきではなく、「輸入代替的工業化」政策にあるという（54頁）。そしてメキシコの工業化の

実態に立ち入って検討を加え、生産的投資に振り向けられる限られた資金を用いて、とくに公共部門・公企業が核となって資本財・中間財を輸入して工業化を図ろうとしたものの、国内需要に向けられる耐久消費財・資本財については輸入代替化に成功しなかったと結論付けている。

また70年代を通じたメキシコの金融構造の特徴については、国内貯蓄を上回る総投資の資金不足分が海外資金で賄われたが、その背景に証券市場の未発達を含む金融制度の未整備、その結果としての国内貯蓄の海外流出あるいは資本逃避が発生しておりこれが外資依存体質を生み出したと言う。

その中で、銀行システムの問題としては、民間企業の長期的設備投資資金の調達、未整備な証券市場をあてにできず、公的銀行が産業金融を担わざるを得なかった点にも触れている。第4章では82年のメキシコ債務危機の経緯、「失われた10年」について述べている。ここでの著者の問題関心は、債務危機そのものの分析というよりは債務危機後の債務削減問題の展開過程（ベーカー提案からブレイディ提案への転換）で国際金融市場に発生したセキュリタイゼーションの波が途上国の債務削減にどこまでどのように影響したのか、におかれていると思う。続く第5章はその債務累積、その後の債務削減（支払の繰延べ）過程がいかにメキシコの金融システム改革と結びついているかを明らかにしている。「メキシコの債務削減の抜本的解決がセキュリタイゼーションを利用した債務削減として実行された。その成功が、セキュリタイゼーションの過程にあったメキシコ国内金融市場への外資の参入、すなわち債券投資をもたらしした」（123頁）。敷衍すれば、同じ外資流入でも70年代のそれと90年代のそれとを比較すると、ひとつは

「金融流通」期間の短縮、もうひとつは担い手の機関化、等の点で大きな変化があるというのが著者の主張であろう。評者はメキシコ経済の門外漢ではあるが、累積債務問題、そのリスク・ジュールと金融の証券化が相互関連している点は大いに勉強になった。

なお、本筋ではないが、この第2部は実証的な基本データとして幾つかの図表が組み込まれているが、図表の年号表記とそれを引いた本文での説明の年号とがズレたり一致していない箇所が見受けられたので付け加えておく。

第3部「金融のグローバリゼーションと通貨危機」は本書の総括的な位置を占めている。ここでの考察対象は、90年代～今日までということになる。著者の問題関心は大きく2つある。まずこの間に進展した金融のグローバリゼーションによって国際金融市場にどんな変化が生まれているか（その3つのキーワードが「金融の証券化」・「投資の機関化」・「(国際的な)金融の肥大化」＝「金融流通の拡張」である）、もうひとつは、その舞台装置の変転の中で、途上国の資金流入にどのような影響を与えたかという点である。後者については著者が第2部で取り上げた70年代のメキシコの累積債務危機と、94年の通貨危機（ペソ危機）の背景にどのような変化が生まれているのかという論点にもつながっているはずである。これらふたつの点については、評者もまた問題関心を共有している。

まず「金融の肥大化」について、著者は「国際的な金融の肥大化は、各国の金融肥大化と対応している」が本書では「それらの対外的な側面に視野を限定」されている。その上で、金融肥大化の要因を、経常収支赤字のファイナンス（資本移動）の範囲を超えて、銀行貸付と証券投資の両面に見られる独自の動因に求める。銀

行貸付については、変動相場制移行後の為替リスク・ヘッジに伴う銀行貸出、国際間の金利裁定取引・為替裁定取引の盛行であり、証券投資については、証券（債券と株式、とくに株式）流通市場の膨張が指摘される。ただし、この金融肥大化をもたらしたそもそもの基本的要因は変動相場制にある。したがって、著者は、米国の経常収支赤字の累積・国際資本移動の活発化→変動相場制→米国経常収支赤字のいっそうの累積→「国際金融流通」の拡大、リスク・ヘッジ手段の開発、国際分散投資、投資の機関化（＝機関投資家が国際投資の主体へ）→金融の肥大化・セキュリティゼーション、という脈絡で「金融の肥大化」を捉えていると考えてよいだろう。

第7章では、90年の「新しいタイプの国際収支危機」の典型例としてメキシコの通貨危機（ペソ危機）が取り上げられている。その「新しい」とされる所以は、80年代以前の通貨危機が経常収支の赤字というフローの不均衡（調整）を原因としていたのに対し、90年代型のそれは国際的なストック（金融資産）調整が原因となって発生している資本収支危機だということにある。上で確認したように、金融のグローバリゼーション・セキュリティゼーション・投資の機関化という構造的変化の帰結として、国際的資産選択行動が起こり、証券投資を中心とする短期性の資本流出入が激化するという展開になっている。メキシコも82年の危機以降の経済的・社会的安定、輸出促進的工業化戦略への転換、NAFTAへの期待等によって80年代後半から90年代にかけて巨額の資本流入（対内証券投資が中心）がおこり、ペソレートの過大評価、経常収支赤字への反転を招いた。著者はペソ危機が回避できなかった要因のひとつにドル・ペ

ッグ制を採用していたことを挙げている。

以上、本書の構成に沿って著者の主張を整理しながら紹介してきたが、以下とくに評者の問題関心に引き寄せながら幾つかの論点について紙幅の許す範囲でコメントしてみたい。

第1に、「ドル本位制」と「変動相場制」、および「国際決済」の関係について。著者は、ドルだけで国際決済を遂行するシステムということ根拠に現在の国際通貨制度を「ドル本位制」と定義（9頁）し、「変動相場制はドル本位制という国際通貨制度」とあると言う。通常、変動相場制は為替相場制度（ただし変動相場「制」は果たして「制度」と呼ぶべきかどうかについては、評者は疑問があるが）のひとつの類型であり、「ドル本位制」は国際通貨制度の次元の問題と考えてきた者にとっては違和感が残る。国際決済という視点にもう少し立ち入って見ると、著者は個別的な国際決済を終結させるという意味でドルに「貨幣性（Finality）」がある（したがってこの意味ではドルは国際的に最終的決済手段であるという）が、「ドル紙幣の交付によって米国は経常収支赤字を無限に支払うことができない」からその意味でドルに「貨幣性（Finality）」はないという「複雑な」言い回しをしておられる。

評者は、固定相場制が崩壊した以降の国際決済は、国際的に（より正確には世界的に）残った支払差額（未決済額）は「繰り延べ」られており、そこに期間は別にして「貸借関係」が発生している（非居住者名義のアメリカの銀行口座にドル預金として残る）という事実認識に立つ。その認識自体は著者も共有している（3頁）とすれば、世界市場レベルではドルは最終的決済手段ではありえない。そのことを前提するこ

とによってこそ今日の国際通貨、国際金融の諸問題の解明に取り組めると考えている。また個別資本的に見ても、例えば黒字国の輸出者が獲得したドルは、そのまま保有し続けられれば、国際決済は終結したことにはならないし、邦貨へ転換した場合も、邦貨と外貨の転換という意味で個別資本が決済を行ったとしても、国際決済の次元が棚上げされて同じ非居住者である市中銀行ないし中央銀行に移ったと見るべきではないのかということである。ただしその「繰り延べ」が純粋に市場論理で説明しうるかどうかは問題であるが。

また、固定相場制から変動相場制への移行に関わって、著者は以下のように述べる。①「固定相場制下で金融資産の蓄積が進み、固定相場制が国際資本移動に耐えきれなくなり、ついに変動相場制へ移行することとなった」（10頁、139頁など、著者はこの点をかなり強調している）②「固定相場制は大量のドル残高ゆえに崩壊したのであったが、変動相場制はこのドル残高を最大限利用する形で成立している」（11頁）。固定相場制がドル残高の重荷に耐えられずに崩壊し、したがって変動相場が出発点として「過剰な」ドル残高を抱え込んでいたことについては評者も異論はない。しかし、このドル残高がまさに変動相場への移行によって国際資本移動としてフローの運動を展開するという「基礎」を与えられ、結果的に「ドル体制」を存続させている、と見るべきではないのか。とすれば①と②の叙述は必ずしも整合的ではないように思われる。

第2に、本書全体を貫く重要なキーワードのひとつになっている「金融の肥大化」について。

著者は、この「金融の肥大化」現象を説明する根拠として、まず第1部第2章で貸付資本の

蓄積の「二重化」に着目している(28~29頁)。すなわち、米国の輸入超過は、米国以外の黒字国輸出企業の自国建て銀行預金の増大と同時に、黒字国為替銀行のドル残高(コルレス残高)の増大をもたらす。他方それに対応して、米国の輸入企業全体として見ると、輸入超過分はアメリカ商業銀行の信用創造によって供与された融資(アメリカ国内の銀行預金形増加)額=貸付資本がドル残高として累積する。こうして国際決済の「二重化」に対応して、すなわち米国とそれ以外の国々で、貸付資本がそれぞれ「並行的」に蓄積され、しかも「別の運動をする」という。例えば、その運動の延長線上にユーロダラー市場の形成・拡大が説かれることになる。

しかしながら、この「二重化」の論理、つまり米国とその他の国々の双方でドル残高が「二重」に形成されるという点は評者にとって今ひとつ腑に落ちない。著者が力説する「国際決済の二重化」とは、結局のところ米国のドル建て対外債務残高(その他の国々のドル建て対外債権残高)は、ドルが最終的国際決済手段でない限り、米国のドル建て対外債権残高(その他の国々のドル建て対外債務残高)によってしか相殺されえないことを示しているにすぎないのでなかろうか。

ところでこの「金融の肥大化」については、第3部第6章でその定義から改めて取り上げられている(130~138頁)。そこでは、国際的な金融の肥大化とは「国民的な金融市場間の資金移動の拡張」とか「ファイナンスを上回る国際資本移動の巨額化」であり、各国の国内的な金融の肥大化と対応していると説明されている。そして、国際銀行貸出の伸びを上回る資本市場の拡大、わけても債券市場の拡張がセキュリティゼーションの進展とともに注目されている。こ

こでの「金融の肥大化」は第1部での捉え方とはかなり論理次元を異にしており、かなり一般的な叙述になっている。著者は貸付資本の運動としてつながっており、具体的な展開をしているつもりであろうが、「二重化」の論理がここで生かされているとは言えないように思われる。「金融の肥大化」という表現は、今日多くの論者が用いているが、著者も十分に自覚しているように、かなり曖昧に使われている感がある。国際的なカテゴリーとして位置づける場合でも、やはり各国民経済ごとの現実資本の蓄積と貨幣資本の蓄積との乖離の程度(量的把握はかなり難しいが)を前提として説かれるべきであろう。国際的な金融の肥大化という現象は当然「各国の金融肥大化と対応している」(130頁)が「それらの対外的な側面に限定する」という方法を採用した場合、各国の金融肥大化がただ単純にアグリゲイトされたものとして国際的な金融肥大化を捉えていいかどうかという論点が埋没してしまう可能性がある。それがなければ、「ドル本位制」という国際通貨制度に固有の国際決済システムの下で生じている国際的な金融肥大化の解明という論点と十分に接合できないのではないだろうか。

第3に、これも本書を貫く著者のキーワードのひとつである「金融の証券化」(セキュリティゼーション)に関して。

周知のように「セキュリティゼーション」という現象は、①資金調達・運用方法が間接金融から直接金融へシフトし、貨幣市場よりも資本市場の拡大が進行するという一般的な現象、②銀行貸付債権などの金融資産や実物資産の証券化、あるいは債務の証券化という現象を含めて理解されている。著者は、もちろんそれぞれの現象に触れており、とくに②の側面について途

上国のセキュリタイゼーションの進展を説得的に論じている。しかしあえて言えば、金融肥大化の根底にある先進国の過剰な貸付可能資本の運動（国際的には「過剰ドル」の運動）の過程で90年代以降、途上国での「通貨危機」が頻発しており、為替平価切下げにしろ、「セキュリタイゼーション」にしろ過剰な貨幣資本の処理形態として位置づけることができよう。これを著者の言うように「資本収支の不均衡という国際

的なストック（金融資産）調整」という次元で捉えてしまうのは疑問である。

以上に指摘した評者に関心に沿った若干の疑問点にもかかわらず、メキシコの金融経済を実例とした具体的・実証的な研究成果としての本書の価値をいささかも減じるものではないことは言うまでもない。

（國學院大学経済学部教授）