

## 円の国際的役割

### もくじ

- 一 はじめに
- 二 若干の概念規定
  - (イ) 貿易ブロックと通貨ブロック
  - (ロ) 国際通貨とその要件
- 三 公的通貨機能
  - (イ) 計算単位機能
  - (ロ) 介入通貨機能
  - (ハ) 準備通貨機能
- 四 民間通貨機能
  - (イ) 契約通貨機能
  - (ロ) 取引通貨、媒介通貨機能
  - (ハ) 投資通貨機能

島  
崎  
久  
彌

## 五 む す び

## 一 は じ め に

ブレトン・ウッズ体制が名実ともに崩壊した、一九七〇年代初頭の国際通貨不安の過程で発生した、準備資産多様化の動きに象徴されるドル離れ現象は、一九八〇年代以降のEMSの展開、および日本の金融自由化を契機とするマルクと円の国際通貨機能の拡大を背景として、なし崩し的に事実上の三極通貨体制が形成されるための序曲にはならなかった。たしかにドルは現状においても、衰えたりとはいえ、依然として突出した国際通貨としての優位性を保持しており、そのステータスはマルクと円を遙かに凌駕している。しかしながら一九九九年の一月に予定されるEMUの第三段階への移行と、それに伴う統一通貨、ユーロの登場によって、国際通貨の状況は、劇的な変容を余儀なくされるものとみられている。その間にあつて、一九八〇年代以降漸進的に、国際通貨としての地位を向上させてきた円は、相対的にそのウェイトの低下を余儀なくされ、ドルに対して、マルクと円が雁行的に追隨してきた現行の三極通貨体制から、ドルとユーロを両極とし、そのドルに対して円が従属的な残滓を止めるユーロ、ドル・ユーロ・円体制に移行するものと思われる。

円の国際通貨機能の拡大は、一九八〇年代初頭以来の金融自由化と、円の国際化を転機とするものであるが、円建貿易取引の動向や、各国通貨当局の保有する外貨準備の構成からみても、円はグローバルな国際通貨としての性格よりも、東アジアの地域的な通貨としての色彩が濃厚である。しかも経常取引面における円の国際化は、日本の経済規模と比較しても、余りにも立ち遅れており、それとは対蹠的に、相対的にグローバルな形での円の国際化が進展したのは、資本取引の分野であった。しかしながら一九八四年五月の円・ドル委員会の勧告以来、急激にそのシェアが向

上し、わが国の金融自由化に対しても、ブーメランの影響を及ぼすに至ったユーロ円ポンド市場の展開をみても、その代り金の大部分が通貨スワップによってドルに転換されたことは、資本取引面における円の国際化といえども、それが一種の仮象にしか過ぎなかったことを端的に示している。

一部には貿易、投資、援助の面において、事実上の円ブロックが、既に形成されつつあるとの見方も散見されるが、そのような評価は、これまで円の国際化の基盤を支えてきた東アジアの現状からみても尚早であり、一例として東アジア諸国の貿易面における対米依存度が、依然として首位の座を占めている事実は、これを端的に物語る。東アジア諸国の為替相場政策が、これまで明示的、默示的に、ドル・ペッグ制を持続してきたのも、そのような東アジアの貿易構造を反映したものであり、一九九七年七月以降のアジア通貨危機後も、インドネシアが、IMFの勧告を無視してまでも、ドル・リンク制を維持しようとしたのも、一つにはドル建石油輸出に依存する同国の貿易・経済構造の然らしめるところであった。たしかにアジアにおける通貨危機の発生を契機として、円を基軸とする円ブロックの形成を主張する意見も散見されるが、円ブロックを形成するに当たっては、太平洋戦争中の負の遺産を清算し、慣性(Inertia)の作用を克服することが必要とされるだけでなく、対米従属的な東アジアの経済・貿易構造を、抜本的に変革することが急務であり、ここではその前提を探るために、円の国際化の現状を考察することとする。

## 二 若干の概念規定

### (イ) 貿易ブロックと通貨ブロック

一九九〇年十月十一日付の『ファー・イースタン・エコノミック・レビュー』(Far Eastern Economic Review)誌が指摘したように、<sup>(1)</sup> 俗に円ブロック(Yen Bloc)と称される場合には、次のような二つの意味が含意されている。第一は貿易

貿易ブロック (trade bloc) のいみであり、第二は通貨ブロック (currency bloc) を指称するものである。前者は広義の円ブロックを指し、後者は狭義の円ブロックに該当する。

貿易ブロックとは、地縁的 (必ずしも重要な条件ではない)、歴史的、政治、経済的な近接性を基盤とする国々の間の貿易関係が、域外の国々よりも密接な地域をさすが、その関係は非公式なものに止<sup>(2)</sup>つてゐる。統合が深化すると、それは協定によって、域外の国々よりも、域内の参加国に対して、関税、非関税面で、差別的な優遇を相互に供与し合う自由貿易地域、あるいは関税同盟に移行する。関税同盟を基盤として、生産要素の自由移動がみとめられる場合は、共同市場と呼ばれ、さらに差別の撤廃だけでなく、共通規則の制定など、ネガティブな統合とポジティブな統合が、同時並行的に展開される場合は、域内市場と呼称される。

貿易ブロックが、共同市場、域内市場の段階に移行するにつれて、貿易ブロックは、経済同盟へと脱皮し、超国家的な性格が一段と強化される。東アジアの現状をみると、日本は近年一段と、その地域の国々との間における貿易面の依存度を高め、昨今では対米貿易の比率が、東アジアとの貿易比率を下廻るに至っている。また欧米における保護主義の台頭に加えて、一九八〇年代の後半以降における急激な円高と賃金、地価の上昇、および、東アジア諸国の開放化政策が相俟して、日本は東アジアの国々、およびその周辺地域に対する直接投資を増大させるとともに、それら地域からの逆輸入を拡大した。しかしながら東アジアを含むアジア諸国の対米貿易シェアは、依然として対日貿易比率を上廻っており、一九八〇年代以降の急激な成長の結果、国内市場の開拓が進められ、域内貿易の比重が増大したことも事実であるが、それらの国々の経済は、アメリカ向け輸出の加工、生産基地として、世界経済の循環過程に組み込まれてきたのである。

従って投資と援助の面において、日本はアメリカを凌駕したとはいえ、貿易、資本取引のみならず、軍事的にも、



アメリカに依存する限り、東アジアの経済統合を推進するに当って、アメリカを排除することは、依然として困難である。周知のようにマハティール・マレーシア首相は、アメリカとオーストラリアを排除するとともに、日本を中核とするAEGの結成を提唱したが、日本と東アジアの国々は、アメリカの報復を恐れ、AEGが逆に、アメリカの主導するAPECの枠組の中に包摂されるに至った事実は、これを裏書きしている。

従って貿易、投資、援助の側面で、日本のウェイトが相対的に増大したことは、否定しえないとしても、それをもってdefactの円ブロックが形成されつつあるとみるのは、尚早といわざるをえない。東アジアにおいて、最も経済協力の進展したASEANといえども、プラグマチズムの支配を免れることができず、最も初次的な経済統合の形態であるAFTA (Asian Free Trade Area) の形成 (二〇〇八年を目標) が合意されるに至ったのも、一九九二年の一月のことであった。その目標はその後、二〇〇五年に前倒しされたが、もともとインドネシアとフィリピンには、消極的な意見もみられた上、一九九七年のアジア通貨危機の影響が危惧されるに至っている。況んやASEANのみならず、日本、中国、アジアNIEsを加えた東アジアにおける自由貿易地域の形成は、それらの国々にとって、共通の悲願であることは間違いないとしても、近い将来におけるその実施可能性を望見することは至難である。

EUの経験からも明らかなように、域内における貿易の自由化計画が、通貨面の不安定性を契機として、後退するのを防止するためには、通貨面の協力が必要とされる。そのようなみで、貿易面における広義の円ブロック化への動きにつれて、通貨面においても、狭義の円ブロックの形成が提唱されるに至ったのも、理解できない訳ではない。この点で最初に指摘しておきたいことは、通貨ブロック (currency bloc) という言葉の定義が曖昧なことであり、同じくこれに類する通貨圏、通貨地域などの概念も、殆ど恣意的に使用されているのが現状である。日本語でも円ブロックと円圏という用語が、しばしば同義的に使用されており、一例として関志雄氏は、円圏の定義として「円が国際(ま

たは地域)通貨としての役割を果たし、参加国が対円為替レートを、安定的に維持するような国の集合体を指す」と規定するとともに、その実例として、「旧スターリング地域や、現在ヨーロッパが目指しているE M U<sup>(3)</sup>」をあげている。しかしながらスターリング地域やE M Uにおいては、中核的な基軸通貨に対して、為替相場の安定をはかるだけでなく、金融政策の一元化と、外貨準備のプールが、実施あるいは予定されているほか、その前提して域内市場の統一が達成されている。E M Uは単に域内の為替相場の安定を目的とする為替相場同盟よりも、さらに進展したより高次の統合形態であり、E M Uのアジア版的なものを即時的に形成しようとすることは、アジアの現状からみても、白昼の夢以外の何ものでもない。そのような概念の混乱をさけるためには、より低次元の通貨ブロックと、通貨圏あるいは通貨地域との区別を明確にすることが必要であるが、この問題に関する欧米の文献は限られており、その概念規定も、論者によって内包を異にするなど、きわめて曖昧なのが実情である。

一例としてサンドレット (Bené Sandretto) は、通貨ブロックと通貨圏 (currency zone) を峻別し、そのメルクマークとして、対外共通為替管理の導入と、対外準備のプールをあげている。それによると、一九三二年に結成されたスターリング地域 (Sterling Area) と、金ブロック (Gold Bloc) の崩壊を契機として形成されたフラン圏 (Franc Zone) は、それ以前の通貨ブロックと範疇を異にする<sup>(4)</sup>。それに対してクロッケン (Andrew D. Crocken) は、域内における貿易取引の契約通貨、および通貨管理の基準として、単一の通貨が非公式に使用される状態を通貨圏と称しているが、それは呼称を異にしても、実質的にはサンドレットのいう通貨ブロックに類する概念といえる。サンドレットによると、通貨圏が法的に強化されると、双務的通貨管理 (Mutual Currency Management) の段階に進み、加盟国は相互に、通貨価値を維持するために、金融協力を行うことになる。しかしながらこの段階において、加盟国は国内の金融政策を自ら決定するとともに、対外的にもペッグの変更を求める権利を保有する。それが更に深化すると、最終的には通

(表1) 貿易統合と通貨統合

通貨統合↓	貿易統合→		
	地域的貿易ブロック	特惠貿易的	単一市場 (域内市場)
通貨ブロック	日本・東アジア (1994年)	アメリカ・カナダ (1994年)	
双務的通貨管理		ヨーロッパ (1994年)	
単一通貨 (通貨同盟)			EU (1999年)

(出所) Paul Bowles and Brian Maclean, "Regional Blocs: Can Japan be the Leader?", in Robert Boyer and Daniel Drache (eds.), *States against Markets*, London, 1996, p. 156 (本表は Andrew D. Crocken, "Financial Market Implication and Currency Zones", in Federal Bank of Kansas City, *Policy Implication of Trade and Currency Zones*, Jackson Hole, 1991, p. 114, Table 1 に若干の修正を加えたものである。とくに原文の通貨圏は、通貨ブロックに読みかえた)。

貨同盟が創設され、統一中央銀行の発行する単一通貨が、域内的な強制通用力を付与される<sup>(5)</sup>。関氏のいうEMUは通貨統合の最終段階に相当し、サンドレットの所謂通貨ブロック、あるいはクロッケンのいう通貨圏とは、概念の内包を異にする。

コーエン (Benjamin J. Cohen) も、地理的な近接性や、法的な協定、ないしはフォーマルな制度よりも、通貨固有の機能と市場のネットワークによって、単一の通貨が国境をこえて使用される場合を、Currency Region と呼称した。それはサンドレットの通貨ブロック、あるいはクロッケンの通貨圏に類する概念であり、それに対するものとして、コーエンは通貨地域 (Currency Area) という概念を対置している。それは参加国の国民通貨を統合し、あるいはそれら通貨相互の為替相場をリンクさせようとする国家行動の所産であり、フォーマルな協定によって結成される。コーエンはこの範疇に属するものとして、為替相場同盟、カレンシー・ボード、金融統合、通貨統合をあげているが、スターリング地域は、傘下国のカレンシー・ボードを基盤とする通貨地域の一種にほかならなかった。

上述のように通貨ブロックと通貨圏、あるいは通貨地域との概念的な区分については、必ずしも定説がある訳ではないが、

フォーマルなスターリング圏やフラン圏と、それ以前のインフォーマルな通貨ブロックを識別するサンドレットの用語法は、妥当と思われる。表1は通貨統合と貿易統合の展開過程を、いくつかの位相に分けて、図式的に分類したものであるが、初次的な通貨ブロックとは、フォーマルな条約に基づくものではなくて、市場諸力によって、ある通貨が自然発生的に、地域的な国際通貨として、広く使用される範囲を指し、各国は対外的にも、対内的にも、通貨主権が保証される。それが通貨圏に発展する場合には、固定相場が導入され、共通の為替管理と準備のプール、および金融政策のコントロールが実施される。通貨地域の場合には、最適通貨圏の理論によって知られるように、生産要素の自由移動や、経済の開放性、あるいは経済構造の多様化などを通じて、域内における固定相場と共通金融政策が維持される。仮に円ブロックが形成されとしても、当面の段階における目標として考えられるのは、EMUのような通貨統合の最終段階に相当する通貨同盟ではなくて、円が東アジアの地域的な国際通貨として、広く使用されるインフォーマルな通貨ブロックの形成であり、次にその伏線として国際通貨の機能と要件について、考察することにしよう。

#### (ロ) 国際通貨とその要件

国際通貨とは、国際間における貿易の決済と資本取引に広く用いられ、運転資金として保有されるだけでなく、余剰資金が流動資産の形で管理、運用される場合の通貨をさす。先進工業国の場合、外貨準備は主として為替市場介入に使用されるが、開発途上国の場合には、民間部門の対外資金需要に対応する外貨の割当、および対外債務の返済等に充てられる。

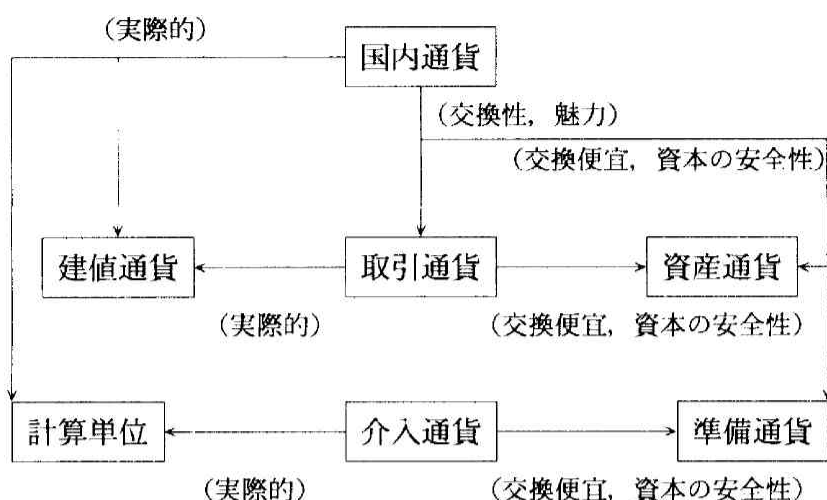
今日の国際社会には、世界政府も、世界中央銀行も存在しないため、勢い国際的な強制通用力を保証された国際法貨も存在しない。従って国際間の貿易決済と資本取引には、①自国通貨、②相手国通貨、③第三国通貨のいずれかが

使用され、いずれかの国民通貨が同時に国際通貨としての機能を兼ねている。

国際通貨の役割は、經常取引の決済に限定されるのではなく、国際間における資金の移動には、經常取引に派生する決済に加えて、国際間における金融資産の取得と移転と利用を目的とする自律的な金融取引が含まれる。とりわけ変動相場制下においては、經常取引面における保護主義の台頭とは対蹠的に、資本移動の自由化と、金融のグローバル化が促進され、資本取引の規模は、經常取引の十数倍にも達している。

一般に国際間の資金移動は、現金通貨そのものではなく、国際金融センターに所在する為替銀行の本店、あるいはコルレス銀行における預金残高に対する請求権を化体した手形、小切手、あるいは預金残高の移転を指示する銀行指図によって行われるが、現金通貨が、国境をこえて流通している例もまれではない。第一はある国の通貨が、非居住者によってその国の金融手段として使用されるケースであり、第二は、ある国の通貨が、国際的な金融手段として居住者および非居住者によって、使用される場合である。その例としてはラテン・アメリカやロシア、中東、アジアなどで使用されているドルがあげられる。ブリンダー (A. S. Binder) は、そのような国際通貨の機能を、*hand-to-hand currency* 機能と名付けているが、連邦準制度の推定によると、アメリカの発行したドルの五〇—七〇% (一八五〇—二六〇〇億ドル) が海外で保有されており、そのシニョレージは、年間一一〇—一五〇億ドルに達するものとみられている。マルクも、発行額の三〇—四〇% (三五〇—五五〇億ドル) が海外で保有され、<sup>(8)</sup> ホンコン・ドルも三〇%が華南で流通している。<sup>(9)</sup> その他にもバーツがタイの周辺部において流通しているほか、インド・ルピー、南ア・ランド、豪州ドル、ニュー・ジラランド・ドルも、それぞれの周辺地域で流通している。<sup>(10)</sup> 日銀券の海外への搬出は、主として日本人の旅行者やビジネス・マンによって行われ、とりわけ日銀券はロシアの極東地域で流通しているともいわれるが、その金額は明らかでない。<sup>(11)</sup>





(出所) Benjamin J. Cohen, *The Future of Sterling as an International Currency*, 1971, p. 30.

(図 1) 国際通貨機能相互の関連性

コーエンは、商品貨幣として、それ自体に普遍的な価値を内蔵する金とともに、ドルなどの一部の国民通貨がブレトン・ウッズ体制下において、同時に国際通貨としても、広く用いられていた理由として、それが最終的な準備資産、金への固定相場による交換性を保証されていた事実を指摘した<sup>(12)</sup>。その場合の金交換性は、単なる政府の約束だけでは不十分であり、liquidity や solvency の両面から、それが客観的に保証されていることが必要である。しかしながら公的保有ドルの金交換性は、一九六八年の三月、金交換の自粛協定によって事実上停止され、一九七一年八月のニクソン・ショックによって、最終的に破棄された。それにもかかわらず、ドルが依然として国際通貨としての座を確保してきたのは、一体いかなる理由によるものであろうか。

コーエンは、国際通貨の条件として、金交換性だけでは不十分であり、信認の確保とともに、国際的な交換手段として広く用いられることが必要であると主張した。そのためには価値が安定するとともに、広汎な購買力を具有することが必要であり、国際通貨の発行国が、世界貿易における高い占有率を確保することが不可欠である。なんとなれば、それによって国際通貨の一般受領性は増大し、規模の利益が期待されるからにはかならない。そのようにしてコーエンは、国際通貨の諸機能の中でも、とりわけ取引通貨機能を重視し、それから契約(建値)通貨機能、資産通貨機能が演繹されると主張した(図1)。資産通貨機能の要件としては、金利面の優位性だけでなく、交換便宜(流動性便宜 = liquidity facility)とも呼

ばれ、購買力を行使する場合の低コスト＝marketabilityと、通貨交換時の狭い売買幅＝reversibilityをいみずる」と、資本の安全性(capital certainty)にすぐれていることが要務とされる。交換便宜は、国際通貨の発行国における金融市場の規模の変数であり、資本の安全性を確保するためには、深く(depth)、広く(breadth)、弾力的な(resiliency)金融市場の存在が不可欠とされる<sup>(13)</sup>。

論者によって、力点を異にするものの、コーエンの学説は既に古典の域に達しており、今日では国際通貨の要件として、交換性、安全性、一般受領性、金融市場の発達をあげるのが通例である。一例としてアイヒェングリーン(Barry Eichengreen)とフランケル(Jeffrey A. Frankel)は、国際通貨の要件として、①世界の生産、貿易、金融に占めるシェアが大きいこと、②金融市場がオープンで底が深く、発達していること、③通貨価値の信認が高いことをあげ、伊藤隆敏氏も、①経常、資本勘定の交換性、②購買力の安定性、③通貨の使用、保有上の利便(オープンな金融、資本市場の発達)、④国際的受領性を列挙している<sup>(14)</sup>。それに対してマッキノン(Ronald I. McKinnon)は交換性を強調し、ブラック(Stanley W. Black)も、一九八八年のIMF加盟国一五一のうち、経常勘定の交換性をみとめていた国が五分の一、資本勘定に至っては、僅かに一五か国が自由化していたに過ぎない事実を指摘して、交換性の重要性を主張した<sup>(15)</sup>。しかしながらコーエンの指摘した四つの条件は、相互に関連し合っており、そのうちのいずれか一つだけが独立して、国際通貨の属性を決定する絶対的な基準となるものではない。

ホートレー(Ralph G. Hawtrey)も、通貨が使用される理由として、洋傘やスプーンと同じように、それが使用価値を有することが必要であるとのべているが<sup>(16)</sup>、国際通貨の自生的な要因とは、通貨それ自体の魅力、いうなればそれが、どれだけ通貨としての機能を果たしているかにかかっているともいえる。周知のように貨幣の機能としては、アリストテレス以来、次のような三つの機能が不可欠とされている。



(1) 価値尺度機能 (measure of value) : 国際金融の世界においては、numéraire, unit of account, common denominator などの名称が用いられる。ニューメレールとは、ギリシア語の nomisma (法定の重量、数量) に淵源し、これを最初に使用したワルラス (Leon Walras) は、「全商品の価値をあらわす商品」をもって、ニューメレールと名付けた。しかしながら今日においては、ニューメレールを、単に観念的な計算単位を示す言葉として用いている。

(2) 交換手段機能 (medium of exchange) : 貨幣はこの機能をもつことによって、財・サービスに対する購買力を有することになる。マルクス経済学者は、価値尺度機能をもって、貨幣の最も本質的な機能とみなす反面、交換手段機能は、流通過程における派生的な現象に過ぎないため、これを通貨と称している。それに対してホートレーなどの近代経済学者は、交換手段機能を、貨幣の最も基本的な機能として重視しているのが特徴である。

(3) 価値保蔵機能 (store of value) : これは購買力が行使されるまで、富を蓄蔵する機能をさす。

貨幣の機能としては、上述の三機能のほかに、支払手段機能 (medium of payment) と延払の標準 (standard for deferred payment) があげられる。支払手段機能とは、商品の売買と決済が時間的に分離し、信用が介在する場合に用いられる。また延払とは、最終的な決済までの期間が一年をこえる場合をさし、延払の標準とは、支払手段機能に価値保蔵機能が加味されたものといえる。従ってこれらの機能は、上述の三機能がミックスされた変形とみることができる。

ヒックス (J. Hicks) は、上述のような貨幣の古典的な三機能を備えたものを、完全な貨幣 (fully developed money) と呼び、その一部を具有するに過ぎないものを、部分貨幣 (partial money) と名づけた<sup>(17)</sup>。昨今における国際通貨の不安定性は、古典的金本位制度の崩壊以来、完全な貨幣が地を掃い、いくつかの部分貨幣が、一部の貨幣機能をそれぞれ分担しているにすぎない現実を反映したものといえる。

国際通貨の機能を公的取引と民間取引に分け、それぞれ三機能ずつ、合計六つの機能に図式化するアプローチは、

(表2) 国際通貨の機能的分類

		交換手段機能	価値尺度	価値保蔵機能
民間	コーエン	transactions currency	quotation currency	asset currency
	フラチアッニ	vehicle currency	invoice currency	investment currency
公的	コーエン	intervention currency	unit of account currency	reserve currency
	フラチアッニ	intervention currency	parities	reserve currency

(註) ① フラチアッニは、計算単位機能を交換手段機能の前に配置している。

② P. ケネン (Peter B. Kenen) も、フラチアッニとはほぼ同一の分類をしているが、ケネンは民間部門の交換手段機能として、為替媒通貨機能をあげている。

③ 公的通貨と民間通貨については、深町郁彌『現代資本主義と国際通貨』岩波書店、1981年参照。

(出所) Benjamin J. Cohen, *The Future of Sterling as an International Currency*, London, 1971, P. 18. Michele Fratianni, "The Dollar and the Ecu", in Jacob S. Dreyer, Gottfried Haberler and Thomas D. Willet (eds.), *The International Monetary System: A Time of Turbulence*, Washington, 1982, p. 434. Peter B. Kenen, *The Role of the Dollar as an International Currency* (Group of Thirty, Occasional Paper, No. 13), NY, 1983, p. 16. Id., *Managing Exchange Rates*, London, 1988, p. 60. 拙著『国際金融論新講』泉屋書店、1990年、13ページより再録。

コーエンをもって嚆矢とする(表2)。個々の通貨機能とその要件については、次節以下で関説することとして、まず民間通貨機能と公的通貨機能の関係について考察することにしよう。もともと貨幣は、バーター取引の対象となる商品のうち、一般受領性を有する商品が、一般交換手段として、自然発生的にその役割を担うに至ったものである。<sup>(18)</sup>近代国家の成立とともに、貨幣の発行特権は君主の大権に帰属し、銀行券も中央銀行に対して独占的な発行権が付与された。通貨が金兌換性を喪失し、管理通貨制度に移行した後も、通貨はマクロ経済政策を遂行するため、国または中央銀行によってコントロールされた。しかしながら反面ホンコンなどの旧英領植民地においては、伝統的に民間銀行が銀行券を発行してきたのみでなく、手形、小切手の普及に伴って、国際間の経済取引には現金通貨よりも、民間の信用通貨が広く用いられてき

た。

後述のように古典的金本位制度下においても、ポンド手形は金とともに、国際通貨として国際的に用いられていた。であり、もともと国際通貨としての民間通貨機能は、公的通貨機能に先行していた。民間通貨機能を重視する深町郁彌氏は、民間取引部門の取引通貨機能が、インターバンクの為替取引・媒介通貨機能↓公的取引部門の介入通貨機能↓準備通貨機能へと展開する過程を説明し、介入通貨機能を媒介とする民間通貨から公的通貨への上向性を主張した。<sup>(19)</sup> たしかに深町説は、国際通貨形成の論理として至当であるが、為替管理によって対外決済や資本取引が規制されていた戦後の状況や、今日に到るも尚 IMF の八条国に移行しえない開発途上国の現実とは、整合しない。外国為替市場が発達せず、為替市場介入も実施されない開発途上国において、外貨準備は対外決済のための外貨割当や、対外債務の返済に必要とされ、そこでは民間通貨機能よりも、公的通貨機能が重視される。そのように状況において、民間通貨機能は閉息し、条約で定められた公的レベルのペッグ通貨機能↓介入通貨機能↓準備通貨機能が重視される結果となったのは理の当然である。国際通貨の私的通貨機能が注目され始めたのは、統計面の整備が進められるとともに、ユーロ・ダラー市場に源泉する巨額の国際資本移動に攪乱されて、ブレトン・ウッズ体制が崩壊の危機に直面した一九六〇年代の末葉、とりわけ変動相場への移行が全面的に展開された一九七〇年代中葉以降のことであった。ちなみに民間通貨機能にはじめて着目したのは、マッキノンであり、国際流動性問題を提唱したトリフィン (Robert Triffin) が、民間通貨機能を全く考慮していなかった点を鋭く指摘した。<sup>(20)</sup>

上述のようにコーエンと深町氏は、民間通貨機能の中でも、とりわけ取引通貨機能を重視しているが、ロジャー (Scott Roger) も、フランスとの貿易が大宗を占めるフラン圏の国々が、フランス・フランにペッグし、それを準備として保有している事実を指摘した。<sup>(21)</sup> 同じく貿易と資本取引のそれぞれ四〇%をアメリカに依存し、外国為替取引の九

六%がドルを対価とする取引となっているニュー・ジールランドにおいても、介入通貨、準備通貨、資産通貨としては、専らドルが用いられている。<sup>(22)</sup>

民間部門の取引通貨機能に対応する国際通貨の機能としては、上述の取引通貨機能とともに、媒介通貨機能があげられる(表2)。媒介通貨は第三国間の貿易取引に用いられ、それ自体が国際通貨性を象徴するメルクマールとされるが、山本栄治氏は、民間の取引通貨機能の中でも為替銀行間の国際決済に用いられる国際通貨機能、とくに為替媒介通貨機能 (Vehicle currency in foreign exchange market) が、「民間レベルでの国際通貨機能の中で最も重要」である<sup>(23)</sup>と述べている。たしかに為替媒介通貨機能は、上述のように公的レベルの介入通貨機能を誘発し、準備通貨機能に展開する発展的な契機を内包しているが、反面為替媒介通貨機能は、効率的な金融、為替市場を前提とする投資通貨機能と相互規定的な関係にある。<sup>(24)</sup>

国際通貨に類する概念としては、準備通貨 (reserve currency) があげられる。しかしながら概念の内包は、人によって異なるだけでなく、同一の論者でも時によってその主張を異にしている。一例としてローザ (Robert Roosa) は、介入通貨機能と準備通貨機能を兼ねたものを、準備通貨と名付けたが、<sup>(25)</sup>準備通貨という呼称の知名度を高めたトリフィンの概念規定は、後述の基軸通貨 (key currency) と何ら異なるものではなかった。<sup>(26)</sup>

基軸通貨と言う用語を最初に使用したのは、戦後の国際通貨体制の創設に当って、ワシントン財務官僚の推進するユニバーサル・アプローチに対抗して、主要国の間の通貨協力を主眼とするキー・カレンシー・アプローチを提唱したウィリアムズ (John H. Williams) であった。ウィリアムズの基軸通貨とは、取引通貨機能と契約通貨機能および資産通貨機能を兼ねたものであり、時としては貿易地域の中核となる準備通貨を意味するものとして、これを使用した。<sup>(27)</sup>それからも明らかのようにウィリアムズの基軸通貨は、民間通貨機能をベースとするものであり、そこにはニュー

ヨーク・バンカーの代弁者としてのウィリアムズの特性が反映されているように思われる。それに対して山本栄治氏は、公的通貨機能をもって、基軸通貨の属性とし、基準通貨機能と介入通貨機能、および準備通貨機能を兼備した通貨を基軸通貨と称している<sup>(28)</sup>。民間あるいは公的通貨機能のいずれかに偏することなく、民間レベルの媒介通貨機能と公的レベルの準備通貨機能を複合的に備えた通貨を、基軸通貨と名づけたのは、リンドバート (Peter H. Lindert) であつた<sup>(29)</sup>。一九六七年に発表された日本経済調査協議会の報告書『円の国際的地位』も、基軸通貨とは準備通貨機能と決済通貨機能を兼ねた通貨と定義している<sup>(30)</sup>。しかしながらこれらの諸説は、いずれも国際通貨の機能を局部的に抽出し、あるいはそれらの機能を便宜的に複合することによって、基軸通貨の属性としているが、その論拠は、明らかではない。それに対して、(N-1)のルールとして知られるN番目の通貨をもって、基軸通貨と定義したのは、マッキノンであり、そのためには、GNPと貿易の規模が大きく、市場の底が深く、かつ広いことが要件とされている<sup>(31)</sup>。石見徹氏も、經常勘定の交換性、購買力の安定性、国際的受容性、金融の便宜などの「資格要件において優位に立つ通貨が国際通貨一般から基軸通貨の地位に上昇する」とのべるとともに、基軸通貨は「準備通貨よりも広い概念であり、公的な国際通貨機能に限らず、民間取引においても広く使用される<sup>(32)</sup>」と規定している。いうなれば石見氏のいう基軸通貨とは、国際通貨の中の国際通貨であるが、「基軸通貨は必ずしも一つとは限らない<sup>(33)</sup>」ので、この点でマッキノンのいうN番目の通貨性は希薄になる。マッキノン説にしても、石見説にしても、問題は「国際通貨一般とN番目の通貨を区別する基準」がないことであり、基軸通貨という概念が存在意義を主張するためには、「基軸通貨の範疇と国際通貨の範疇が明確にされなければならない<sup>(34)</sup>」。強いていえば後述の媒介通貨機能、とりわけ為替媒介通貨機能をメルクマールとして用いることも一考に値するが、それとても両者を質的に峻別する絶対的な基準とはいえない。

そのような観点からみると、基軸通貨という概念は、人口に膾炙している反面、その用法が余りにも恣意的であり、



学問的な概念としては、厳密な検証に堪えることが困難であるが、ヘーゲルならずとも量の変化は、質の変化に通ずるものがあり、ウィリアムズがのべたように、基軸通貨という概念を通貨ブロック、あるいは通貨圏の中核的な通貨の意味で用いることは、必ずしも無意味とはいえない。むしろそれは、フラチアツニィ (Michele Fratianni) のいう、支配的 (dominant)、従属的 (dependent) 通貨という概念に類するものであり、その場合の支配的通貨とは、第一にその使用と保有が、他の通貨よりも選好される通貨をさし、第二はある国の金融政策が他の国の政策を支配する場合をさしている<sup>(35)</sup>。そのほかウィリアムズは、principle currencies, truly international currencies, chief means of international payment, currencies most essential for world trade などの言葉を併用している<sup>(36)</sup>。ブリンダー (Alan S. Blinder) も principal international currency, world's premier currency, international reserve currency, world dominant currency などの概念を、明確な定義もせずに多用している<sup>(37)</sup>。しかしながらこの種の通俗的、感覚的な用語法の即興的な乱用は、国際通貨の概念をめぐる論議の内容を豊かにするよりも、逆に学問的な未成熟さを露呈するものであり、自戒が必要とされる。なお国際通貨ポンドのメタモーフォーゼの過程を、政治経済学的な視点から分析したスーザン・ストレンジ (Susan Strange) の分類は、示唆深いものがあり、その概要を摘記する。(1) 最高通貨 (top currency) …それは通貨それ自体の力により、体制の異なる国々においても、使用される通貨をいう。(2) 支配通貨 (master currency) …植民地や従属国によって使用される宗主国、またはセンター国の通貨をいう。(3) 協商通貨 (negotiated currency) …宗主国の政治、経済力が後退したため、植民地などがその依頼をうけて使用を継続する通貨をいう。(4) 中立通貨 (neutral currency) …政治的な中立性の故に、広く使用される通貨をさし、スイス・フランはその典型である。国際政治情勢の緊張が高まるとともに、ドルのヘイブン通貨 (haven currency) としての機能が注目されることがあるが、国際通貨の適格性を検討するにあたっては、地政学的な考察が必要とされる。

## 注

- (1) *Far Eastern Economic Review*, Oct. 11, 1990, p. 72. Jeffrey A. Frankel and Shany-Jin Wei, "Regionalization of World Trade and Currencies: Economics and Politics", in Frankel (ed.), *The Regionalization of the World Economy*, Chicago, 1998, p. 191. C. H. Kwan は、広義の円ブロックのメルクマールとして、貿易面の統合よりも、日本が大きな経済的規模と技術面の指導性を背景として、西太平洋地域の中心として吸引力を強めつつある点に注目している (C. H. Kwan, *Economic Interdependence in the Asia Pacific Region*, London, 1994, p. 158)。
- (2) Andrew D. Crockett, "Financial Market Implications of Trade and Currency Zones," in the Federal Reserve Bank of Kansas City, *Policy Implications of Trade and Currency Zones*, p. 113. 東南アジア各国の経済的相互依存関係は、ヨーロッパや北米に比べると相対的に稀薄である。日本のウエイトは高まっているが、東アジアの国々は依然としてアメリカに対する依存度が高い (Ibid., p. 116) 貿易面だけでなく日本と東南アジアとの資本取引と援助の関係も、緊密の度をましつつあるが、現状において、貿易ブロックが既に形成されているといえるか否かは疑問である。なおクロケットは、bloc の代りに、zone という用語を用いているが、両者の差異については、本文を参照。
- (3) 関志雄『円圏の経済学』日本経済新聞社、一九九五年、一六ページ。
- (4) Bené Sandretto, "Zone Franc", in Id. et al., *Zone Franc: Du Franc CFA à la Monnaie unique européenne*, Paris, 1994, p. 65. 拙稿「アフリカの地域的経済協力と統合」『商経論叢』(神奈川大学経済学会)、第三十三巻、第三号、一九九八年一月、六二—六三頁、注(38)。
- (5) Andrew D. Crockett, "Financial Market Implication and Currency Zones; in Federal Reserve Bank of Kansas City, *Policy Implications of Trade and Currency Zones*, Jackson Hole, 1991, pp. 113—115.
- (6) Benjamin J. Cohen, "The Political Economy of Currency Region, in Edward D. Mansfield and Helen V. Milner (eds.), *The Political Economy of Regionalism*, NY, 1997, pp. 50—52.
- (7) Alan S. Blinder, "The Role of the Dollar as an International Currency", in William C. Gruben, David M. Gould and Carlos E. Zarazaga (eds.), *Exchange Rates, Capital Flows and Monetary Policy in a Changing World Economy*, Boston, 1997, p. 135.
- (8) *Ibid.*, pp. 135—136.



- (6) Edward K. Y. Chen and Anna Ho, "Southern China Growth Triangle", in Myo Thant, Min Tang and Hiroshi Kakazu (eds.), *Growth Triangle in Asia*, NY, 1995, p. 23. 拙稿「インド・太平洋地域の経済通貨協力」『商経論叢』第三十二巻「第二号」一九九六年九月「一七〇ページ」注(54)。
- (10) Bandid Nijathaworn, Chirathep Senivongs, "International Use of Currencies: An Evidence in the Eastern and Pacific Region", *Quarterly Bulletin* (Bank of Thailand), Vol. 34, No. 4, 1994, p. 19.
- (11) David Begg, Jürgen Von Hagen, Charles Wyplosz, Kraus F. Zimmermann (eds.), *EMU: Prospects and Challenge*, Oxford, 1998, pp. 270-271.
- (12) Benjamin J. Cohen, *The Future of Sterling as an International Currency*, London, 1971, p. 25 (以下 *Future of Sterling* と略称)
- (13) *Ibid.*, pp. 26-27.
- (14) Barry Eichengreen and Jeffrey A. Frankel, "Implications of the Future Evolution of the International Monetary System", in Michael Mussa, James M. Boughton and Peter Isard (eds.), *The Future of the SDR*, Washington, 1996, pp. 361-362. 伊藤隆敏『国際金融の現状』有斐閣「一九九二年」二七九ページ。そのほか Toru Iwami は「①世界的受領性」②購買力の安定性」③金融便宜をあげつつある (Toru Iwami, *Internationalization of Yen and Key Currency Questions*, IMF Working Paper, WP/94/41, 1994, p. 16, 44-45 Id., *Japan in the International Financial System*, Basingstoke, 1995, pp. 127-128). Tavlas は「①政治的安定と通貨価値の安定」②広く深く「自由な金融市場の存在を強調しつつある (George S. Tavlas and Yuzuru Ozeki, *The Internationalization of Currencies: An Appraisal of the Japanese Yen*, IMF Occasional Paper, No. 90, Washington, 1992, p. 23).
- (15) Ronald I. McKinnon, *Money in International Exchange*, NY, 1979, p. 3. Stanley W. Black, "The International Use of Currencies", in Dilip K. Das (ed.), *International Finance*, NY, 1993, pp. 553-554.
- (16) R. G. Hawtrey, *Currency and Credit*, London, 1928, p. 1. 拙著『国際金融論新講』泉屋書店「一九九〇年」一七〇ページより再録(以下「新講」と略称)。
- (17) J. Hicks, *Critical Essay in Monetary Theory*, London, 1967, p. 1.
- (18) Hawtrey, *op. cit.*, p. 1.

- (19) 深町郁彌『現代資本主義と国際通貨』岩波書店、一九八一年、八ページ。
- (20) 拙著『欧州通貨統合の政治経済学』日本経済評論社、一九九七年、三三三ページ。EC諸国が契約通貨に関するデータを収集し始めたのは、一九七〇年代の初頭のことであった (S. A. B. Page, "The Choice of Invoicing Currency in Merchandise Trade", *National Institute Economic Review*, No. 98, NOV. 1981, p. 60). Ronald I. McKinnon, "Private and Official International Money: The Case for the Dollar," *Essays in International Finance*, No. 74, Apr. 1969, p. 1.
- (21) Scott Roger, *The Management of Foreign Exchange Reserves*, (BIS Economic Papers, No. 38), Basle, 1993, p. 55.
- (22) Peter Nicholl and Peter Brady, "The Role of the Yen in the Pacific Region: New Zealand as a Case Study", in Coleir McKenzie and Michael Stutchbury (eds.), *Japanese Financial Market and Role of the Yen*, Sydney, 1993, p. 127.
- (23) 山本栄治「国際通貨—民営化システムとその限界」柳田侃、奥村茂次、尾上修悟編著『新版 世界経済』シネルヴァ書房、一九九八年、二二四ページ。
- (24) David Begg, Jürgen Von Hagen, Charles Wyplosz, Klaus F. Zimmermann (eds.), *EMU: Prospects and Challenges for the Euro*, Oxford, 1998, pp. 314-316.
- (25) Cohen, *Future of Sterling*, p. 22.
- (26) *Ibid.*, p. 21.
- (27) *Ibid.*, ウィリアムズの原文は、John H. Williams, *Postwar Monetary Plan*, Oxford, 1949 参照。
- (28) 山本前掲書、二二九ページ。
- (29) Peter H. Lindert, "Key Currencies and Gold, 1900-1913", *Princeton on Studies of International Finance*, No. 24, 1969, p. 3.
- (30) 日本経済調査協議会『円の国際的地位』一九六七年、八ページ。
- (31) Ronald I McKinnon, "Dollar Stabilization and American Monetary Policy", *The American Economic Review*, Vol. 70, No. 2, May 1980, p. 383.
- (32) 石見徹『日本経済と国際金融』東京大学出版会、一九九五年、一七六ページ。
- (33) 同右、注(32)
- (34) 紺井博則「国際通貨の方法について」『国学院経済学』第四四巻、第三、四合併号、一九九六年六月、四五五ページ。

- (35) Michele Fraaianni, "Dominant and Dependent Currencies", in Peter Newman, Murray Milgate, John Eatwell (eds.), *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, Vol. 1, London, 1992, pp. 702-703.
- (36) Cohen, *The Future of Sterling*, p. 21.
- (37) Blinder, *op. cit.*, pp. 131-138.
- (38) Suzan Strange, *Sterling and British Policy*, London, 1971, pp. 4-7 (前掲拙著『新講』一ページより再録)。

### 三 公的通貨機能

#### (イ) 計算単位機能

公的取引部門の計算単位機能とは、自国通貨の対外価値を表示するための基準として用いられる通貨機能をさし、金廃貨を目的とするジャマイカ体制下においては、それ自体の内在的な価値を捨象され、抽象性、観念性が強調されている。フラチャッニは、計算単位という名称の代りに、パリティ (Parity) という用語を用いている (表2) が、パリティとは平価 (Par または Par Value) を共通の計算単位として裁定された二国間の為替相場 (正式には平価による為替相場) をさす。一九七八年の四月に発効したジャマイカ憲章 (正式にはIMF協定の第二次改正) は、金または三五分の一オンス相当額のドルを平価の基準とするブレトン・ウッズ体制下の金の価値尺度機能を否定した。その結果としてジャマイカ憲章下において、釘づけ相場制度を採用する場合の基準としては、SDRまたはドルなどの国民通貨が用いられ、将来平価制度が導入される場合には、SDRが唯一の計算単位とされることになった。

戦後は国際通貨の計算単位機能が、国際条約によって他律的に規定されたが、法的規範と現実とはしばしば乖離した。一例としてブレトン・ウッズ体制下においても、IMF平価とは別に、スターリング地域各国は、ポンドにリンクし、フラン圏諸国の通貨は、フランス・フランに釘づけられていた。

(表 3) IMF 加盟諸国の為替制度<sup>1)2)</sup>

(単位：加盟国の数)

	1960	1970	1980	1985	1990	1991	1992	1993	1994	1995
通貨の釘付け (固定為替レート)										
アメリカ・ドルへのペッグ	53	65	39	31	25	24	24	21	23	22
フランス・フランへのペッグ	2	17	14	14	14	14	14	14	14	14
イギリス・ポンドへのペッグ	15	30	1	1	—	—	—	—	—	—
ドイツ・マルクへのペッグ	—	—	—	—	1	1	1	1	1	2
ロシア・ルーブルへのペッグ	—	—	—	—	—	—	6	—	1	—
その他単一通貨へのペッグ	1	4	3	4	5	3	5	6	7	6
SDR へのペッグ	—	—	15	12	6	6	5	4	4	3
その他通貨バスケットへのペッグ	—	—	22	32	35	33	29	26	21	19
伸縮性が限定された為替フロート										
米ドルに対する限定フロート	a	b	c	5	4	4	4	4	4	4
EMS 共同フロート <sup>3)</sup>	—	—	8	8	10	10	9	9	10	10
より伸縮的な為替フロート										
一定の指標によるレート調整	a	b	4	5	3	5	3	4	3	2
その他管理フロート	a	b	c	21	23	27	23	29	33	44
単独フロート	a	b	c	15	25	29	44	56	58	54
その他 (未分類)	1	1	1	1	3	0	0	0		
合 計	75	120	141	149	154	156	167	175	178	180

(注) ① 表の数値は各年末において、それぞれの為替制度を採用する国の数。

② a は合計 3 か国, b は合計 3 か国, c は合計 34 か国である。

③ 「EMS 共同フロート」は、EMS 加盟国のうち ERM (為替レート・メカニズム) に参加する国の数。

(出所) IMF, *Annual Report on Exchange Restrictions*, 1961, 1971. IMF, *International Financial Statistics*, 各号。河合正弘「円の国際化と国際通貨制度」『月刊 資本市場』, No. 135, 1996 年 11 月, 21 ページより再録。

既述のようにコエンは、民間の取引通貨機能が、公的レベルの介入通貨機能を規定し、それがさらに計算単位機能を決定するとのべているが、逆に計算単位機能が介入通貨機能を規定している場合も少なくない。また開発途上国の場合は為替市場が未発達なため、介入通貨機能の機能する余地が少ないので、計算単位Ⅱペッグ通貨の選択に当っては、その国の貿易構造や交易条件、輸出所得の安定あるいは開発計画等の政策目的が考慮され、計算単位機能は取引通貨機能によって、そのまま規定されるのが通例である。

ジャマイカ体制下において

は、加盟国に為替相場制度を選択する自由が付与されたため、その態様は表3の如くに、極めてバラエティに富んだものとなっている。ジャマイカ憲章の発効後は、弾力的な為替相場制度を採用する国が増加し、一九九五年にはその数が、IMF加盟国の六割強を占めるに至った。反面釘付け相場制度を採用している国々のうち、ドルにペッグしている国は、中南米諸国を中心として、二二か国（全体の三分の二）にのぼっているが、ブレトン・ウッズ体制末期の一九七〇年に比べると、その数は半減している。しかしながらこの点で注目されることは、ケネン（Peter B. Kenen）が指摘したように、ドルから他の特定通貨にペッグが変更されたわけではなく、独自の通貨バスケットあるいはフロートを採用する国が増加したに過ぎないことである。<sup>(1)</sup> それに対して依然として、フランス・フランとの強固な連携を維持し続けているのは、フラン圏諸国である。正式にマルクにリンクしている国は二か国（ボスニア・ヘルツェゴビナとエストニア）に過ぎないが、EMSの参加国が事実上、マルクをアンカーとしてきたことは、周知の如くである。その他南ア・ランドとレソト、スワジランド、インド・ルピーとブータン、シンガポール・ドルとブルネイなどが、釘付け制度を採用しているが、円にリンクしている国は皆無である。ジャマイカ憲章は、SDR中心主義を掲げたが、皮肉なことにはSDRにリンクしている国は、三か国を数えるに過ぎない。それに対して独自の通貨バスケット方式を採用している国は、一九か国にのぼり、一定の指標によって為替相場の調整を行っている国が二か国ある。管理フロートを採用している国は、四四か国に達しており、「公式にはフロート制をとっている諸国の中でも、実際にはある特定の通貨（とくにアメリカ・ドル）に対してレートを安定させている国が多数ある」<sup>(2)</sup>。それらの中でもとくに注目されるのは、独自の通貨バスケット方式を採用している国々であり、このグループに属する国は、一九九〇年をピークとして漸減しているが、一九七三―八五年の間に、これを廃止した国を含めると、その数は六三か国にのぼっている。<sup>(3)</sup>

一般に開発途上国の場合は、政治、経済情勢が不安定で、金融、資本市場も未発達な上、嚴重な為替管理が導入さ

れている。しかしながらそれらの国々は、資本財・中間財の輸入決済と、債務の返済を迫られる反面、価格弾力性の低い一次産品に依存する伝統的な輸出構造の制約から脱却しえないため、フロート制よりも、ペッグ制を採用している場合が少なくない。貿易・資本取引面でフランスに依存するフラン圏諸国が、フランス・フランにペッグし、同じくアメリカの市場に依存する中南米諸国が、ドル・リンクを採用しているのは、その好例である。しかしながらドル一辺倒の為替相場政策を採用する場合には、ドルの下落に伴って、輸入インフレが誘発されるので、輸出市場の多様化が進むにつれて、独自の通貨バスケット方式を採用する国が増加している。その場合には、バスケット構成通貨のウェイトをどのように決定するか、あるいはそれを公開するか否か（ただし非公開にしても、後述のように推計は可能である）、さらにはバスケット構成通貨の先物市場が形成されていない場合の対応の仕方などが問題になる。<sup>(4)</sup>独自の通貨バスケットを採用し、あるいは変動相場制をとるにしても、ドルなどの特定の通貨を参考通貨（reference currency）として、片務的にペッグし、あるいはクロールのスピード（クローリング・ペック制を採用する場合）を決定する場合には、実質的に当該参考通貨を基軸とする通貨ブロックに属することになる。<sup>(5)</sup>

具体的に東アジア諸国の為替相場制度を一瞥すると、台湾が一九八四年の四月以降変動相場制に移行し、韓国が一九九〇年の三月から、市場平均レートに基づく管理フロート制を採用したのに対して、ホンコンは、一九八三年の一〇月以降対ドル・ペッグ制を導入した。シンガポール、マレーシア、タイ、インドネシアは、独自の通貨バスケット方式を採用しているが、一九九七年の七月にアジアの通貨危機が発生する以前は、事実上ドルにリンクしていた（表4）。

もともとホンコン、シンガポール、マレーシアはスターリング地域に属していたが、一九六七年十一月のポンド切下げに追随したのは、ホンコン、ニュー・ジールランドなど少数の国に過ぎなかった。それはスターリング地域の第二次崩壊を告げる弔鐘にほかならなかったものであり、オーストラリアが一九六六年の二月、通貨の呼称をポンドからド



(表 4) アジア各国の為替制度と為替政策

	IMF の分類	各国の現行の為替制度、為替政策
香港	管理フロート (IMF 未加盟)	対米ドル・ペック制 (83.10～) ・「対米ドル本位制」とも呼ぶべきメカニズムの下、アービトラージが働き公定レート 1 米ドル＝7.8HK ドル近辺で安定的に推移している（発券のメカニズムとして、民間 3 発券銀行が政府機関に対して相当額の米ドルを預託する替わりに受取る債務証券が HK ドル紙幣の裏付けとされている。そして、発券銀行が公定レートで他民間銀行との HK ドル紙幣の交換に応ずる）。
シンガポール	管理フロート	バスケット方式 (73～) ・ MAS が主要貿易国の貿易量加重調整バスケット（通貨構成比は未公表）を基準に S ドルの価値変動をモニターし、適宜、市場介入する。 ・ MAS が国内物価抑制を第一義に緩やかな S ドル高を企図している。 ・ 非居住者による S ドル借入を原則的に禁止する「S ドルの非国際化」政策が採られている。
マレーシア	管理フロート	バスケット方式 (75.9～) ・ 中銀が貿易量加重調整バスケット（通貨構成比は未公表）をウォッチし、適宜、市場に介入する。 ・ 94 年 5 月以降、中銀が国内物価抑制のための M ドル高を志向している。 ・ 先物、スワップの外国為替ポジション規制が存在する。 ・ 先物為替取引には実需原則が採られている。 ・ 対外借入規制が存在する（①非居住者から及び国内銀行からの外貨借入の合計が 500 万 M ドル相当額超の際には中銀の許可が必要、②非居住者からの M ドル建て借入は 5 万 M ドルまで）。
タイ	通貨バスケットに対する固定	バスケット方式 (84.11.5.～) ・ 中銀内にある EEF が通貨バスケット指標（通貨構成比は未公表）を参考に対米ドルのパーセントレートを決定し、このレートをを用いて実際に、当日正午まで商業銀行に対し対米ドルでの売買に応じる。正午以降は市場に相場を委ねている。また、適宜、為替市場への介入も行う。 ・ 外国為替ポジション規制が存在する。 ・ 外貨取得 15 日以内に公認銀行に売却、または公認銀行の外貨預金勘定に預け入れるとする外貨集中管理制度がある。
インドネシア	管理フロート	バスケット方式 (78.11～) ・ 中銀が午前午後各 1 回対米ドルのルピア参考相場を公表し、ポジション制限を越えた分は 15:00 以降中銀が申し出に応じてこのレートの下で持ち高最終調整を実施する。通常、中銀公表相場の値幅の範囲内（±22BP）で取引されるが、急激に変動した際には中銀がレート・チェックや介入を行う。 ・ 中銀が毎年、対米ドルでのルピア減価率の目標値（年率 4～5%）を公表する。 ・ スポット、先物の外国為替ポジション規制が存在する。 ・ 91 年 11 月以降、対外債務抑制のためオフショアローンについて年度別借入限度額を設定し、借入時に中銀等への報告が義務付けられている。
韓国	管理フロート	市場平均レート制 (90.3～) ・ 前日の対米ドル・インターバンクレート（売買量加重平均相場）を基準レートとし、1 日の許容変動幅は上下 1.5% 以内とされ、適宜、中銀が市場介入を実施する。 ・ 外国為替ポジション規制が存在する。 ・ 外為取引には実需原則が採られており、貿易に結び付いた為替取引が中心となっている。 ・ 外国人の株式投資は 1 銘柄当たり発行済株式総数の 15% まで等の対内証券投資規制や、対外証券投資規制、対外直接投資規制がある。 ・ 非居住者のウォン転換規制、ウォンの対外取引規制等の「ウォンの非国際化」政策が採られている。 ・ 87 年以降中断された外貨借入は選定された先端外資企業と中小企業（95 年～）に限り再開されている。残る大企業については 96 年に許可される予定となっている。 ・ 但し、98 年までに実需原則やポジション規制の撤廃、ウォンの国際化等の金融市場自由化が計画されている。
台湾	IMF 未加盟	変動相場制 (89.4～) ・ 中華民国外為発展基金会という公立ブローカーが台湾ドル絡みの為替取引をほぼ独占的に仲介し、直接取引についても同基金会に報告が義務付けられており、全ての台湾ドル・インターバンク取引を当局が把握している。 ・ 外国為替ポジション規制が存在する。 ・ 先物為替取引には実需原則が採用されている。 ・ スワップ取引可能通貨は台湾ドルを除く通貨とされている。 ・ 外貨借入は中銀の個別許可制だが、調達した外貨を台湾ドルに換えることは原則禁止され、その用途は輸入決済等に限定される。 ・ 外国人株式投資は 1 銘柄当たり株式時価総額の 15% まで等の対内証券投資規制がある。

(注) IMF による為替制度の分類は 94 年時点。当然のことながら、本表はアジア通貨危機前のものである。

(出所) 日本興業銀行調査部、産業調査部「跛行性を見せるアジア通貨」『IBJ』, 1995 年 12 月, 43 ページ。



ルに変更したのをはじめとして、一九六七年度の五月から七月には、シンガポール、マレーシア、ニュー・ジラランドも、行を共にした。一九六八年の九月には、ポンド残高の維持をはかるため、バーゼル協定 (Basle Agreement) が発動されたが、シンガポールとマレーシアは、分離に伴って、独自の通貨発行権を回復し、スターリング地域の一一〇%準備制度から離脱した。軍事的にもイギリスの軔を逃れたシンガポールは、一九六八年の第二四半期に、率先して大量のポンド残高を引出した。そのようにしてポンドの切下げと、一九六二年のイギリスのEC加盟申請、および一九六七年におけるスエズ以東からのイギリスの撤退を転機として、スターリング地域からの離脱を試みるに至ったアジア・太平洋地域の国々は、貿易、外交政策の多様化をすすめる一方、ドルに対する依存度を強めるに至ったのである。<sup>(6)</sup>

一九七〇年代以降の東アジア諸国の動きを鳥瞰すると、<sup>(7)</sup>韓国は一九八〇年代の初めまで、事実上のドル・ペッグ制を採用していたが、一九八〇年の三月、SDRと主要貿易相手国の通貨によって構成される通貨バスケットを、インフレ率によって調整するMCCB (Multiple Currency Basket Peg) 方式を採用した。しかしながら一九八六年には、ウオンの切上げ圧力が強まるとともに、インフレも高進したため、一九九〇年の三月、市場平均方式を採用した。台湾は一九七九年の二月、ドル・ペッグ制から管理フロート制に移行し、爾来、漸進的に為替相場の決定を自由化してきたが、一九八〇年代の半ば以降は、台湾ドルの切上圧力が強まったため、一九八九年の初頭、自由変動相場制に移行した。ホンコンは一九八二年の九月、中国への返還問題を嫌気して、ホンコン・ドルが暴落したため、一九八三年の一〇月、それまでのフロート制からドル・ペッグ制に移行した。シンガポールは、一九七五年に通貨バスケット方式を導入し、一九八八年には通貨バスケットを指標とする管理フロート制に移行したが、ドルとの緊密な連動性はかかれてきた。マレーシアは一九七五年の九月に、通貨バスケット方式を採用したが、一九八五年までは、シンガポ

ル・ドルとの間に、ターゲット・ゾーンが設定されていた。一九九四年には、変動幅が拡大されたため、IMFはこれを管理フロートに分類した。タイは一九七八年の三月、通貨バスケット方式を採用したが、事実上ドルにリンクされていた。インドネシアは一九七八年の十一月、ドル・ペッグから通貨バスケット・リンクに転換したが、ドルとの連動性は緊接に維持された。一九八三年の三月に、IMFはインドネシアを管理フロートに分類した。最後にフィリピンは、一九八四年の一〇月、管理フロートから自由変動相場制に移行した。

独自の通貨バスケット方式を採用している東アジアの国々は、バスケットを構成する各通貨のウェイトを公表していないが、最初にその推計を行ったのは、フランケル (Jeffrey A. Frankel) とワイ (Shang-Jin Wei) であり、ドルと円とマルクをリグレッサーとする場合と、マルク、オーストラリア・ドル、およびニュー・ジラランド・ドルをリグレッサーとする場合に分けて、東アジア諸国の通貨がどのような変動を示したかについて回帰分析を行った。それに対して河合正弘氏は、円、ドル、マルクだけでなく、フランス・フラン、ポンド、シンガポール・ドル、オーストラリア・ドル、ニュー・ジラランド・ドルをリグレッサーした場合に、東アジアの通貨だけでなく、太平洋地域や南アジア諸国の通貨がどのような変動を示したかについて同様の分析を行った(表5)。それによるとブルネイを除く、殆んどすべての国の通貨が、ドルに連動していたことが明らかになり、ドルにペッグしているアフガニスタンの場合は、ドルの係数値が一となっていた。<sup>(9)</sup> それに対してそれら諸国通貨の円に対する連動性は、きわめて微弱であり、バーツを除くと、円よりもむしろ、マルクとの連動性が、僅かとはいえ高いのが特徴であった。そのようにしてみると、東アジアの国々は、名目的にはもとよりのこと、実質的にも、円ブロックよりも、ドル・ブロックに属していたと思料することが可能である。

とりわけドルに対して、高い連動性を維持していたのは、フィリピン、ホンコン、インドネシア、韓国、台湾の諸

(表5) アジア諸国通貨の回帰分析結果 (1990年1月～1995年12月)<sup>1)2)</sup>  
 ——為替レート変動に影響を及ぼす外国通貨のウエートの計測——

	定数項	アメリカ ・ドル	ドイツ・ マルク	日本 円	フランス ・フラン	イギリス ・ポンド	シンガポール ・ドル	オーストラリア ・ドル	ニュージー ランド ・ドル	R <sup>2</sup>	残差項の 標準誤差 値	ダービン Q統計 値	標本数
韓国	0.002*	0.954**	0.064	0.064*	-0.061	-0.072*				0.971	0.005320	1.137	72
台湾	0.001	0.790**	0.138	0.108*	0.125	0.015				0.905	0.009280	1.293	72
香港	0.000	1.003*	-0.004	-0.002	0.008	-0.005				0.998	0.001254	1.972	72
シンガポール	-0.003**	0.648**	0.164	0.137**	0.068	0.051				0.956	0.005363	2.000	72
マレーシア	0.000	0.576**	0.077	0.039	0.171	0.022	0.348			0.869	0.011356	1.349	72
タイ	0.000	0.788**	0.032#	0.103*	0.017	0.020**	0.040*			0.999	0.000858	1.508	71
インドネシア	0.004**	0.966**	-0.039	0.022*	0.052	0.007				0.995	0.002257	1.771	72
フィリピン	-0.001	1.472**	-0.032	-0.018	0.420	0.028	-0.592			0.782	0.018117	1.114	72
中国	0.002#	0.920**	-0.382#	0.046	0.271	0.063				0.902	0.00967	1.266	70
ベトナム	0.005*	0.964**	0.087	-0.029	0.342	-0.222*				0.776	0.016823	1.242	69
フィジー	0.000	0.274**	0.010	0.149**	-0.012	-0.142*	0.042	0.287**	0.098**	0.988	0.002957	2.558	72
ソロモン諸島	0.007**	0.706**	-0.120	0.107#	-0.209	0.080	0.204	0.046	-0.039	0.885	0.010199	0.885	72
西サモア	0.002	0.422**	-0.138	0.127#	0.138	0.064		0.378**	0.015	0.807	0.014378	2.718	72
アフガニスタン	-0.000	1.000**	0.000	-0.000	0.000	0.000				1.000	0.000000	1.557	72
バングラデシュ	0.003**	1.003**	0.115	0.034	-0.100	0.009				0.954	0.007089	1.658	72
ブルネイ	-0.000	-0.032	0.307#	0.001	-0.199	-0.037	1.019**			0.983	0.003185	2.626	30
インド	0.005**	0.861**	-0.122	0.057	0.368#	-0.005				0.891	0.010562	0.944	70
パキスタン	0.007**	0.837**	-0.174	-0.009	0.511*	-0.023				0.861	0.011522	1.604	72

注：1) 為替レートの変化率（自然対数値の1階の階差）が、0.1を超える標本は、回帰式から除外されている。

2) 二つ星 (\*\*), 一つ星 (\*), シャープ (#) は、それぞれ、推計係数値が1%, 5%, 10%の水準で統計的に有意であることを示す。  
 (出所) 河合前掲論文, 27 ページ。

通貨であり、それらの国々は、インドネシアを除くと、対米輸出依存度が上位を占めていたのが特徴である（表6）。インドネシアの場合には、対米輸出のシェアが、対日輸出のシェアを下廻っているが、それにもかかわらずインドネシア・ルピアのドルに対する連動性が高いのは、ドル建の石油と天然ガスが、総輸出の四分の一を占め、木材や繊維のように、価格弾性値の相対的に高い品目が、輸出の大宗を占めているためである<sup>(10)</sup>。

東アジアの国々が、円ベッグあるいは円との密接な連動性を忌避してきた理由としては、第一に慣性の法則があげられる。河合氏が指摘するように、ドルがポンドに代替するまでには、一八七〇年代から起算しても、八〇年から九〇年の歳月が必要とされた<sup>(11)</sup>。しかしながらより基底的な要因は、第一に、政治的な要因であり、円ブロックの形成につながるような動きは、大東亜共栄圏構想の再来として、東アジアの国々の国民感情を刺激するとともに、それが日本側にとっても、積極的なイニシアチブをとりえない理由でもあった<sup>(12)</sup>。

いま一つの基本的な要因は、東アジア各国の貿易、経済構造が、依然としてアメリカに大きく依存する形となっていることであり、傾向として上昇圧力を避け難い円にリンクする場合には、対米輸出に対するマイナスの影響が危惧されたためである。一方ドルにリンクする場合、とりわけ日本と輸出面において競合するアジアNIEsの国々は、ドルの下落に伴って、日本に対する輸出競争力の強化を期待することが可能である。

それに対して関志雄氏は、次のような主張を展開している。まず円高によって、日本のドル建輸出価格が上昇する場合は、それに追従して、アジア諸国における輸入価格と輸出価格も上昇する。従って日本からの輸入に依存するよりも輸出面で日本と競合するアジアNIEsの場合は、韓国にみられるように、日本の輸出価格の上昇に伴って、輸出価格が、輸入価格の上昇を大きく上廻ることになる。その結果として円高は、アジアNIEsの交易条件を改善し、実質賃銀率を押し下げることによって、その生産を拡大させる。それに対して、輸出面で日本に競合するよりも、輸

(表 6) アジア諸国の対米, 対日輸出依存度

(%, シェア)

輸 出 国	輸入国	1986	1987	1988	1989	1990	対米シェ アの順位
韓 国	アメリカ	40.1	38.9	35.4	32.4	29.5	3
	日 本	15.6	17.8	19.8	21.1	19.4	
台 湾	アメリカ	47.7	44.1	38.7	36.3	32.4	2
	日 本	11.4	13.0	14.5	13.7	12.4	
香 港	アメリカ	31.3	27.9	24.8	25.3	24.1	4
	日 本	4.7	5.1	5.8	6.2	5.7	
シンガポール	アメリカ	23.4	24.4	23.8	23.3	21.3	6
	日 本	8.6	9.1	8.6	8.6	8.8	
インドネシア	アメリカ	19.6	19.5	16.2	15.8	13.1	8
	日 本	44.9	43.1	41.7	42.2	42.5	
マレーシア	アメリカ	16.4	16.6	17.4	18.7	17.0	7
	日 本	23.3	19.5	17.0	16.0	15.3	
フィリピン	アメリカ	35.6	36.2	35.7	37.8	38.0	1
	日 本	17.7	17.2	20.1	20.4	19.9	
タ イ	アメリカ	18.1	18.7	20.1	21.6	22.7	5
	日 本	14.2	15.0	16.0	17.0	17.4	
アジア NIEs	アメリカ	37.2	35.1	31.3	29.7	26.9	
	日 本	10.2	11.5	12.4	12.4	13.3	
その他 ASEAN 4 か 国	アメリカ	20.1	20.1	19.7	20.6	19.3	
	日 本	28.3	26.0	24.6	24.4	24.4	

(出所) NRI based on IMF, *Direction of Trade* and MOF (Taiwan), *Monthly Statistics of Exports and Imports* により作成。C. H. Kwan, "An Optimal Peg for the Asian Currencies and an Asian Perspective of a Yen Bloc", *Nomura ASIAN PERSPECTIVES* Vol. 9, No. 2, Apr. 1992, 28 ページより再録。

入の面で対日依存度が高いASEAN諸国の場合には、円高に伴って、逆に交易条件が悪化する。そこで関氏は、アジアNIEsについては、通貨バスケットの中における円のウェイトを大きくし（極端な場合には円のウェイトが一〇〇%をこえる場合もある）、逆にASEAN諸国の場合は、円のウェイトを抑え、場合によってはマイナスにすることが望ましいと提言している<sup>(13)</sup>。しかしながら日本の輸出産業をみても、円高に伴う手取り収入の目減りを防ぐため、まるまる輸出価格に転嫁することは困難であり、マクロ経済的にみても日本経済は、一九九〇年代初頭の急激な円高によって、生産と経済成長率の低下を免れることができなかった。

しかしながら東アジアの国々におけるドル一辺倒の為替相場政策が、さまざまな歪みを、齎したことも否めない事実である。たしかにドル安の局面においては、日本と競合する製品の対米輸出の増加を通じて、それら諸国の生産と経済成長は増進した。しかしながらその反面においては、アメリカにおける保護主義の台頭と、為替切上げ圧力を助長するとともに、輸入インフレを醸成し、逆にドル高の局面においては、日本製品との輸出面における競争が激化した。いずれにしても円・ドル・レートの変動によって、東アジア諸国の交易条件や生産、経済成長が、大きく左右されることは決して好ましいことではない。そのような影響を緩和するために、全面的に円リンクに切りかえることは、現時点において必ずしも望しくないとしても、対ドル一辺倒の為替相場政策を是正し、通貨バスケットの中における円のウェイトを、少なくとも対日貿易のシェアに対応する位まで高めることは必要と思われる。

#### (ロ) 介入通貨機能

民間部門の取引通貨機能に対応する公的部門の交換手段機能は、一九七〇年代にサウジアラビアの通貨庁が、日銀から直接国債を購入したり、IMFとの取引が、中央銀行における勘定の振替によって行われる場合など、若干の例



外を除くと、本来的にきわめて限られており、現状では政府間の取引も、民間の取引と同じく、為替市場を経由し、その取引通貨機能を媒介として行われるのが通例である。上述のような政府間の直接取引は、受動的介入 (passive intervention) と呼ばれるが、民間部門の取引にはみられない公的部門に特有の通貨機能は、介入通貨機能である。

介入とは、通常政府の決定に基づいて、その代理人である中央銀行が、外貨準備を外国為替市場で売買することによって、為替相場の安定をはかり、あるいは一定の為替相場目標に市場を誘導しようとする操作をいう。介入は、公開市場操作を伴わない不胎化されない介入 (non-sterilized intervention operations) と、介入政策とともに、国内金融市場の資金需給を調節するための公開市場操作が、同時並行的に実施される不胎化された介入 (sterilized intervention operations) に区分される。まず、簡単に戦後の介入政策をレビューすると、ブレトン・ウッズ体制下においては、為替変動幅の上下限における為替市場介入が義務づけられていたが、一九七三年に主要国が変動相場制に移行した後、純粋な自由変動相場制が導入された訳ではなくて、通貨当局は適宜介入を実施し、管理フロート制が採用された。とくに一九七三年の七月には、中央銀行間の協調介入がバーゼルにおいて合意され、一九七四年の末から七五年の初頭にかけて、アメリカ、ドイツ、スイスの中央銀行は、ドル買いを実施した<sup>(14)</sup>。

もともとフロートによって、経済政策の自律性を確保しようとするアメリカは、為替市場介入を乱高下の防止に限定すべきであると主張したが、縮小変動幅 (narrower band) の導入を通じて、通貨統合の創設を企図する EC は、介入を乱高下の防止のみに限定せず、特定の為替相場目標を維持するために実施すべきであると主張した。一九七四年十一月のランブイエ・サミットは、そのような欧米間の為替相場論争を解決するために開催されたものであるが、会議の結果介入は、アメリカの主張を容れて、乱高下の防止に限定されることになった。それに先立つ一九七三年の六月には、IMF 理事会の決定したフロートのガイドラインの一つとして、目標相場圏 (target zone) の維持が掲げられ



たが、一九七〇年代における国際通貨交渉の過程で、目標相場圏構想は次第に後退せざるをえなかった。<sup>(15)</sup> しかしながらフランスのフルカード蔵相は、通貨不安によって挫折を余儀なくされたスネーク (snake) の改革をはかるため、一九七四年の九月、指標相場制度 (reference rate) の導入と対ドル帯入帯の設定を提唱したが、それらの構想はやがて EMS (欧州通貨制度、European Monetary System) の中にとり入れられ、現実定着することになったのである。<sup>(16)</sup>

一方のアメリカも、カーター政権末期の一九七八年の十月に発生したドル不安を契機として、カーター・ドル防衛政策を発表し、その一環として、スワップ枠の拡大などによる介入資金の調達と、協調介入の強化を発表した。一九七八年の十一月一日には、連邦準備銀行が六億ドル以上のドル買いを実施し、それに続く二、三週間には日本、ドイツ、スイスがこれに加わった。一九八〇年の秋にはアメリカの通貨当局が、ドル売りを実施したが、それはドルの上昇を抑制するよりも、それ以前の介入債務を返済することを目的とするものであった。<sup>(17)</sup> しかしながら続いて登場したレーガン政権は、マネタリズムに立脚して、市場不介入の方針を明らかにするとともに、一九八一年から八四年にかけて、為替市場への出動を停止した。しかしながら一九八〇年代初頭の世界的同時不況や、メキシコ金融危機の発生する中で、変動相場制の矛盾が露呈されるとともに、レーガン政権も為替相場政策の転換を余儀なくされた。その理由の一つは、為替相場の不安定性に止らず、為替相場の不整合性に伴って保護主義が台頭したためである。それを契機として、為替市場介入の効果を検討するために、ジュルゲンセン委員会が創設されたが、一九八三年の五月に提出された報告書は、協調介入の有効性を確認した。そのような状況の中で、レーガン政権の第二期には、財務省の主脳部も、レーガンとスプリンケルからベーカーとダーマンに変更され、一九八五年の初頭には、アメリカもG5諸国とともに、ドル売りを実施した。<sup>(18)</sup> その規模はドイツ連銀の介入を遙に下廻っていたが、アメリカが為替市場介入の主役と化したのは、ビジネス・ラウンド・テーブル (Business Round Table) の突き上げなどを背景として、一九八五年の

九月に成立したプラザ合意 (Plaza Accord) 以降のことであった。しかしながらその後はドルの価値が急激に低下したため、一九八七年の二月と十二月の二度にわたって、ルーブル合意 (Louvre Accord) が成立し、暗黙のうちに事実上の参考相場圏制度 (reference zone system) が導入された。一方のECは、一九八七年九月のバーゼル・ニーボルグ合意 (Basle-Nyborg Agreement) の一環として、フランスの提唱する「円とドルに対する目標相場圏の枠内における中銀間介入政策の協調」を再確認した。それをうけてフランスの時の蔵相バラデュールは、一九八八年の四月、IMFの暫定委員会に、三つの国際通貨制度改革案を提出したが、ブッシュ政権下において、ヴィジョンを欠いたプラグマチズムが支配するにつれて、アメリカの国際通貨政策も後退し、バラデュール構想は、一九八九年の四月、事実上葬り去られることになった。<sup>(19)</sup>

これを要するにブレトン・ウッズ体制崩壊後の国際間における為替相場政策をめぐる論争は、為替相場の弾力化によって経済政策の自立性を確保しようとするアメリカと、域内における貿易面の高度の相互補完性をバックとして、固定相場制度の再建を指向するフランスの国際通貨戦略との相克にほかならなかった。一九七〇年代の国際通貨論争は、六〇年代と同じく、フランスの合理性がアメリカのパワーの前に敗退した恰好となったが、一九八〇年代には、フランスの論理の前に、アメリカのプラグマチズムが次第に妥協を迫られる形となった。一九八三年のウィリアムズ・バーグ・サミットからプラザ、ルーブル合意に至るプロセスは、アメリカの国際通貨政策が、次第にフリー・フロートからフランスの提唱する目標相場圏構想へと接近するに至ったことを示すものであった。その背景の一つとしては、一九八三年のEMSにおけるフランス・フランの第三回切下げに伴って、ミッテラン政権が政策の転換を余儀なくされ、フロート批判が高まったことがあげられる。かねてより目標相場圏構想を支持するフランスの元大統領ジスカール・デスタンは、先進国首脳会談の代りに、第二のブレトン・ウッズ会議の開催を提唱し、ミッテランも先進

(表7) アメリカの連邦準備制度・財務省の為替市場介入

年 (始期: 2月1日)	金額 (10 億ドル)	マルク (%)	年 (%)
1976	0.9	100.0	0.0
1977	1.7	100.0	0.0
1978	10.2	98.0	2.0
1979	17.3	99.7	0.3
1980	17.4	98.5	1.5
1981	0.9	100.0	0.0
1982	0.1	46.5	53.5
1983	0.5	78.8	21.2
1984	0.5	100.0	0.0
1985	3.7	62.3	37.7
1986	0.1	0.0	100.0
1987	10.7	40.1	59.9
1988	10.4	75.4	24.6

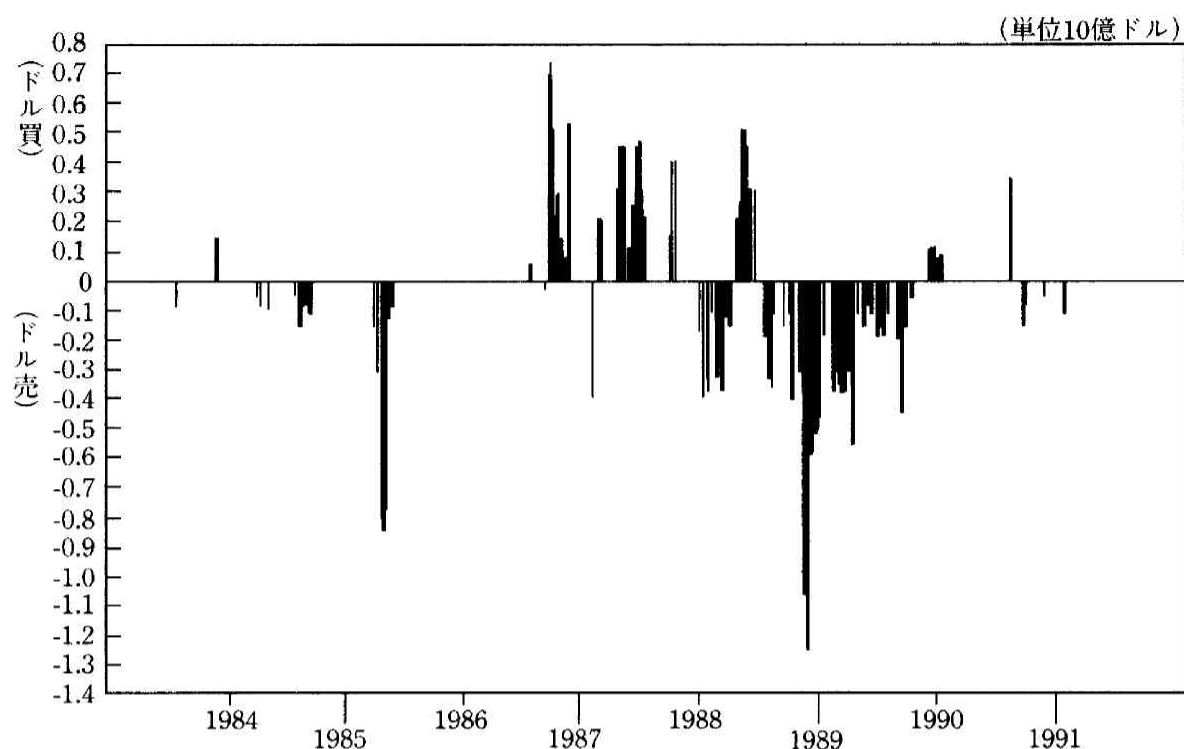
(注) 金額は売買の絶対額を示す。

(出所) *Federal Reserve Bulletin*, 各号, Stanley W. Black, "International Use of Currencies", in Yoshio Suzuki, Junichi Miyake and Mitsuaki Okabe (eds.), *The Evolution of the International Monetary System*, Tokyo, 1990, p. 84 より再録。

国サミットのボイコットを呼びかけたが、南欧の社会主義諸国が、フランスに同調する場合には、NATO体制に重大な亀裂を生ずることも危惧されるに至ったのである。<sup>(20)</sup>

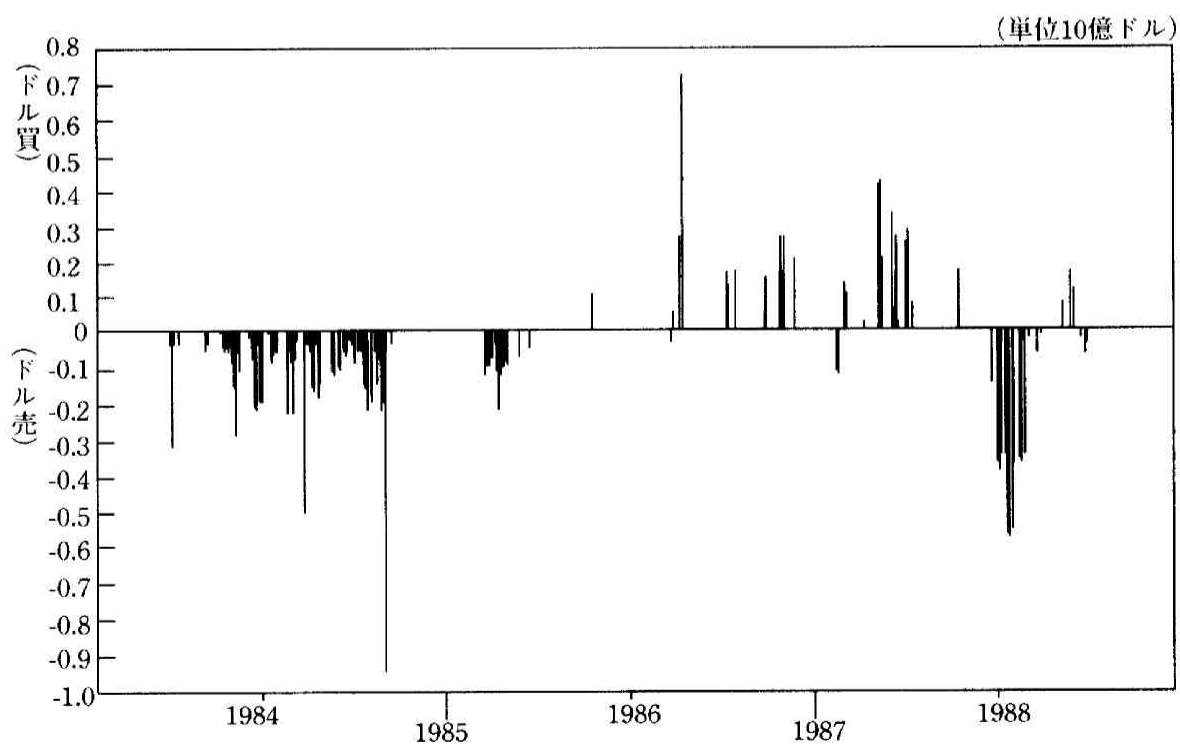
第二のブレトン・ウッズ会議を求める気運は、一九八二年九月のメキシコ金融危機の頃からアメリカの内部においても、膨湃として台頭しつつあったが、レーガン第二期政権に、為替相場政策の転換を促す導火線となったのは、上述のようにモーガン・キャタピラー社の会長をスポンサーとするビジネス・ラウンド・テーブルの報告書であり、それは同時に後述のように、円の国際化を促すための直接的な起爆剤ともなったのである。その間に日本は、円高を忌避する一方で、フロートを支持し、協調介入の必要性を認めても、目標相場圏の導入に反対するという自家撞着的な通貨哲学不在のアメリカ一辺倒の追従型通貨外交路線を踏襲した。

そのような状況の中でアメリカは、カーター政権末期の一九七〇年代末葉に、大量の為替市場介入を実施したが(表7)、その後一九八一―八四年にかけて不在を告げていたアメリカが、為替市場に再び参



(出所) Kathryn M. Dominguez and Jeffrey A. Frankel, *Does Foreign Exchange Intervention Work?*, Washington, 1993, p. 77.

(図2) アメリカ連邦準備制度の介入額 (Daily) —1984～88年



(出所) Dominguez and Frankel. *op. cit.*, p. 83.

(図3) ドイツ連銀の介入額 (Daily) —1984～88年

(表 8) 為替市場介入通貨の構成比<sup>1)</sup>

(単位：%)

	EMS における介入		
	1979-82 年 <sup>2)</sup>	1983-85 年	1986-87 年 <sup>3)</sup>
ドル	71.5	53.7	26.3
EMS 通貨 (うちマルク)	27.2 (23.7)	43.5 (39.4)	71.7 (59.0)
その他	1.3	2.8	2.0
	アメリカの連邦準備制度・財務省の介入		
	1979-82 年	1983-85 年	1986-88 年
マルク	89.7	67.9	57.5
円	12.3	22.1	42.5

注：1) 買と売の双方を含む。

2) 1979 年 3 月以降。

3) 1987 年 6 月まで。

4) 1985 年以降は、民間 ECU 介入を含む。

(出所) C. Mastropasqua, S. Micossi and R. Rinaldi, "Interventions, Sterilization and Monetary Policy in European Monetary System Countries, 1979-87", in F. Giovazzi, S. Micossi and M. Miller (eds.), *The European Monetary System*, 1988. Deutsche Bundesbank, *Annual Report*, 各号. Federal Reserve Bank of New York, *Quarterly Bulletin*, 各号. George S. Tavlas, *On the International Use of Currencies: The Case of the Deutsche Mark*, (IMF Working Paper), Washington, 1990, p. 40, Table 14 より再録。

小評価を是正することが要務とされたことによるものであった。それに対して日本の通貨当局は、カーター政権下の一九七七年における円高抑制政策によって示されるように、大量のドル買い介入を実施し、ためにその年の四月には、IMF の「監視制度要綱」が制定されるに至った<sup>(21)</sup>。そこにおいては、介入通貨国の利益を尊重することなく、一方方

入したのは、一九八五年のプラザ合意以降のことであった(図 2)。ここで注目されることは、アメリカの連邦準備制度と財務省が、為替市場介入に当って使用した通貨をみると、プラザ合意以降、円のウェイトが急激に増大し、一九八六―八八年にはマルクのシェアに肉薄するまでに至ったことである(表 8)。しかしながら円が介入通貨として使用されるに至った経緯は、上述のキャタピラー社会長、モーガンの意をうけて作成された第二の報告書(マーチソン・ソロモン・レポート、David C. Murchison and Erza Solomon, *The Misalignment of the United States Dollar and the Japanese Yen: The Problem and its Solution*, 1983)によって、円の過

向に大量の為替市場介入を行ったり、為替操作を行うことが禁止されたが、それと並行的にカーター政権は、円高誘導政策を展開した。日本がドルを介入通貨として使用してきたのは、第一にフロート制を採用しつつも、円高を抑制するために、ドルを指標相場としたためであり、第二は、ドル建取引の多い貿易構造や為替市場の特殊性によるものであったが、アメリカが一九八五年のプラザ合意以降、円を介入通貨として大量に使用することになったのは、専ら強いドルを是正するための政治的な理由に基づくものであった。そのようなみで円の介入通貨機能は、マルクがEMSの枠組みの中で、自然発生的に介入通貨機能を強化してきたのとは対蹠的に、リージョナル・カレンシーとして基盤を欠いていた。

それに対してマルクの場合は、EMSの内部における介入通貨としての機能と、大西洋ベースの介入通貨という二つの側面をもっていたのが特色である。アメリカのカーター政権は、三台の機関車論がドイツの反対によって挫折するや、マルクの切上げを求めたが、一九七八年十一月のカーター・ドル防衛の結果、アメリカはカーター・ボンドの発行やSDRの引渡しによって、マルクを調達し、逆にドル買いマルク売りを実施した。それに対してプラザ合意はドル高の是正を狙いとするものであったが、レーガン政権は内外の圧力の前に、それまでの乱高下防止に止らず、円およびEC通貨のアンカーであるマルクとの間における目標相場圏の設定と、その維持を求められるに至ったのである。

他方、EMSのリージョナル・カレンシーとしてのマルクは、EMS参加国諸通貨のアンカーとして機能してきたが、その役割は、一九八三年にフランスがドイツ寄りに政策を転換して以来、一段と明確になった。もともとFMSの前身であるスネークは脱ドルを目標として発足したものであり、とりわけドルの介入通貨機能を剥奪するために、EC通貨介入が予定されていた。しかしながらEC通貨の保有は、運転資金の範囲内に限定され、それを介入に使用するためには、介入通貨国の同意が必要とされたため、スネークに代って、EMSが発足した後も、EMSにおける



介入の七一・五%（一九七五―八二年）は、ドルによって行われていた（表7）。しかしながらドルの介入通貨機能は、一九八三年以降急激に低下し、とりわけ一九八六―八七年には、そのシェアが二六・七%まで低下した。それとは対蹠的にEC通貨のシェアは、七一・七%に達したが、とりわけマルクのシェアは、五九%を占めるに至った。EMSにおけるマルクの介入通貨機能が急速に高まった一つの理由は、既述のようにマルクがEMSのアンカー通貨と化したためである。第二は後述のようにもともとECの貿易取引面におけるドルの媒介通貨機能が相対的に限られていただけでなく、リスク・ヘッジの観点からマルク建の取引が増大したためである。第三は後述のように、そのウエイトが未だ相対的に低いというものの、マルクの為替媒介通貨機能が次第に増大したためである。第四はドルが恒常的に下落する局面においては、ドルを売介入に使用することによって、自国通貨の価値を維持することが困難になったことであり、第五はマルクが一時的に軟化した局面を利用して、EMSの参加国がマルク準備の積み増しをはかるとともに、ドイツもこれを容認したためである。<sup>(22)</sup> その結果としてドイツは、マルクの対ドル相場を安定させるためにドル介入を行い、他のEMS参加国はマルクと自国通貨との安定をはかるために、マルク介入を行ったとする介入面のアシンメトリーが論議されるに至ったが、EMSにおけるマルクの優位性は否定し難い事実としても、この仮説を余りにも機械的に解釈することは、実情に反する。<sup>(23)</sup>

これを要するに、マルクの介入通貨機能の拡大は、EMSからEMUへの進展に象徴されるEU通貨圏の形成と、そこにおけるマルクのアンカー通貨としての地歩の確立を背景とするものであり、EUのバーゲニング・パワーが強化されるに伴って、マルクの介入通貨機能も一段と向上した。それに対して円の介入通貨機能の増大は、アメリカの対日通貨戦略の所産以外の何ものでもなく、EUにおけるが如く、ドルの介入通貨機能を剥奪しようとする意図的な営為の所産ではなかった。東アジアの視点からみても、各国が、明示的、默示的にドルに対して自国通貨をペックし、

ドルが貿易、為替取引の取引、媒介通貨として君臨している状況においては、円の介入通貨機能はなきに等しいのが現実である。円の国際化を促進し、円ブロックを形成するためには、円を介入通貨として使用すべきであると主張する向きもみられるが、上述のような東アジアの現状からみても、その実施可能性には問題があり、単にプラザ合意以降のアメリカ財務省と連邦準備制度による円介入の増加をもって、円の介入通貨機能が拡大した証左として、過大な評価を下すことはできないのである。

#### Ⅱ 準備通貨機能

ケインズが指摘したように貨幣の保有動機には、取引動機、予備的動機と投機的動機があげられるが、取引動機を充足するための通貨機能としては、価値尺度機能と交換手段機能があり、先進工業国の場合には、とりわけ上述の介入通貨機能がこれに該当する。公的レベルの準備通貨機能にとって、投機的な動機は問題外であり、従って準備通貨機能のいま一つの目的は、予備的動機に照応するものといえる。しかしながら公的通貨レベルの準備通貨機能の場合には、私的レベルの投資通貨機能と違って、収益性よりも、流動性サービスが重視される。

なんとすれば外貨準備の保管と運営の任に当る中央銀行は、最低限の利益を極大化し、最大限のリスクを回避する Maximin 基準に則して行動するのが恒であり、外国証券に対する投資も、安全性と流動性のすぐれている T B、政府債、政府保証債に限られている。商業銀行に対する預託も、イギリスの交換所加盟銀行や、アメリカの連邦準備制度に加盟している大銀行に限られている。仮に中央銀行が上述の原則を若干修正する場合があるとしても、それはポトフォリオの一部に止められ、しかも大きな利益が確実に稼得される場合に限られる。<sup>(24)</sup>

ブラックマン (Courtney Blackman) は、開発途上国の中央銀行が外貨準備を保有する目的として、次のような六つ

1	予備的目的（金）
2	流動性
3	政治的目的
4	収益目的
5	価値の安定性

（出所） Courtney Blackman, *Managing Foreign Exchange Reserve in Small Developing Countries*, Group of Thirty, Occasional Papers, No. 11, Washington, 1987, p. 7.

（図4） 開発途上国の外貨準備保有目的の順位

の目的を列挙しているが、その第一は流動性である。開発途上国の場合は外貨準備の蓄積が少く、民間金融市場からの資金調達も困難なため、為替管理と資本移動規制を導入する一方、外貨の集中と外貨予算を通じて、必需品の輸入や対外債務の決済のために、効率的な外貨の手当を企図しているのが通例である。一般に開発途上国の場合は、ペッグ制を採用する国が多いため、外貨準備の必要性がそれだけ増大し、脆弱な国際収支の危機に備えるためにも、多くの国際流動性が必要とされる。開発途上国と違って、先進工業国の場合には、スワップの発動や、金融市場からの資金調達も可能であるが、上述のように先進工業国の外貨準備は、為替市場介入に備えるために保有されている。したがって外貨準備の保有に当っては、流動性が重視されるが、オープンな金融市場をもち、固定相場ないしは為替相場の安定性を志向する傾向の強い国の場合には、外貨準備の必要量も増大する。一般に外貨準備の適正量としては、貿易の易のカバー率が基準とされているが、もともと国際流動性の必要量は、貿易の規模に比例するものではなくて、国際間における不均衡のパラメーターとみるべきである。<sup>(25)</sup> また国際流動性の必要量を論議する場合には、マッキノンのトリフィン批判にもみられるように、外貨準備だけではなくて、民間金融市場からの借入れや、スワップ協定の発動などを考慮することが必要である。外貨準備を保有する第二の目的は、収益をあげることであり、ブラックマンによると開発途上国の場合は、外貨準備を保有するに当って、機会費用に相当するだけの利益の稼得を求める傾向が強く、外貨準備が流動性の必要量をこえる場合には、投資収益の極大化を求めて、その効率的な運用が企図されているという。第三の目的は予備的な動機に基づくものであり、その目的のために最も安全な

(表 9) 外貨準備のグループ別分布  
(1994 年 12 月)

	11,190 億ドル
G 7	29%
(日本)	(10%)
(ドイツ)	(6%)
(アメリカ)	(4%)
その他の先進工業国	17%
アジア NIEs	20%
その他開発途上国	30%

(出所) BIS, IMF, André Cartapanis et al.,  
*Turbulences et Spéculations*, Paris, 1996,  
 p. 196 より再録。

準備資産は金である。しかしながら金は利息をうまない反面、流通空費を伴うので、機会費用を賄うことができない。加えて金の場合には、キャピタル・ロスの危険性もあるが、緊急時に備えるためには最も安全な資産であり、長期的にはインフレ・ヘッジの手段としても有効である。

外貨準備のグループ別内訳は、表 9 の如くである。

外貨準備を保有するに当っては、いかなる通貨でそれを保有するかが問題となる。単一の通貨で保有する場合には、スワップ・コストと、規模の利益との比較考量を必要とする。その場合には同時にリスクをさけるために、準備資産の多様化についても考慮することが必要である。外貨準備の構成通貨を選択するに当って、大きな影響を与えるのは、為替相場制度のいかんであり、特定の通貨にペッグする場合には、当該通貨を外貨準備として保有することによって、為替リスクを回避するのが通例である。経験的にみても、ドルにペッグしている国のドル保有は、然らざる国の保有を上廻り、一九七三年以降の世界的総フロートの時代には、この傾向が一段と顕著になった。一例として一九七六年の六月に、ポンドにペッグしていた七か国は、外貨準備の平均四一％をポンドで保有していたが、それ以外の六六か

第四は政治的な配慮であり、友好国の国債やTB、あるいは国際開発機関の発行するボンドの購入などがこれに当る。第五は価値の安定性であり、かつてのOPECのように、輸入によって吸収しえないような黒字が累積される場合には、巨額の外貨準備を長期間保有しなければならなくなる。その場合に必要とされるのは、価値の安定性であり、それが確保されない場合には、石油の減産や禁輸が必要とされた。ちなみに一九九四年末

(表 10) 外国為替準備の通貨別構成 (1992 年の為替相場) (%)

	1976	1980	1984	1988	1992
(世界)					
ドル	70.8	66.1	56.6	63.1	64.6
円	4.3	6.5	9.4	7.8	8.3
マルク	12.1	17.0	20.0	16.6	13.2
ポンド, フランス・フラン, ギルダー, スイス・フラン	7.5	7.7	8.0	6.8	8.4
その他	5.3	2.8	5.9	5.8	5.5
(工業国)					
ドル	82.1	73.5	59.3	66.4	63.6
円	4.0	5.1	10.2	6.9	7.7
マルク	8.6	16.5	23.8	18.7	14.9
ポンド, フランス・フラン, ギルダー, スイス・フラン	3.6	3.8	4.7	4.9	6.6
その他 <sup>①</sup>	1.7	1.1	1.9	3.0	7.2
シェア	45.2	56.6	53.1	64.1	54.2
(開発途上国)					
ドル	61.5	56.5	53.6	57.1	65.9
円	4.6	8.3	8.5	9.3	8.9
マルク	14.9	17.6	15.8	12.8	11.2
ポンド, フランス・フラン, ギルダー, スイス・フラン	10.7	12.7	11.8	10.1	10.5
その他 <sup>②</sup>	8.3	4.9	10.4	10.7	3.5
シェア	54.9	43.4	46.9	35.9	45.8

(注) ① 1975—78 年は, SDR の対ドル相場を用いて推定, その後は ECU の対ドル相場を使用。

② SDR の対ドル相場を使用。

(出所) IMF, *Annual Reports* (1992 年のデータのの一部は推定)。Scott Roger, *The Management of Foreign Exchange Reserves*, BIS Occasional Papers, No. 38, Basle, 1993, p.37.

国のポンド保有率は、五％に過ぎなかった。同じくフランス・フランにペッグしていた国々によるフランス・フランの保有率は、平均して外貨準備の八七％を占めていたが、それ以外の国々は、一・二％を記録するに過ぎなかった。<sup>(26)</sup>

また特定の通貨にペッグする場合には、ペッグ対象通貨に対して、自国通貨の価値を安定させるため、当該通貨が介入に使用されるので、外国為替市場の発達した先進工業国における外貨準備の構成は、「介入通貨選択の結果」<sup>(27)</sup>を反映することになる。ちなみに特定の通貨にペッグする理由は、既述のように当該通貨国との貿易

関係が密接なためであり、結果的にその国の貿易構造は、外貨準備の構成にも大きな影響を与えることになる。

IMF加盟国の保有する外貨準備の通貨別構成の推移は、表10の如くであり、ドルは依然として世界外貨準備の大宗を占めているが、そのシェアは趨勢として低下を辿っている。ドルから他の通貨へのシフトがなされた山場としては、これまでに二回あり、一九七三年の第一次石油ショックと、一九八〇年代の中葉がそれである。しかしながら堀井氏(Akinari Hori)によると、外貨準備の統計を考察する場合には、いくつかの点で、注意が必要とされる。<sup>(28)</sup>第一はアメリカにおける外貨準備の増加が、円とマルクのシェアを増大させる反面、ドルの沈下を促す結果を招いたことである。第二はドルのシェア・アップにつながる日本とドイツにおける外貨準備の増加が、他の国々のそれを下廻ったことである。第三は台湾のように、IMFに報告を要しない国がみられることであり、中国がIMFに参加したのも、一九八〇年のことであった。第四は一九七〇年代の末葉におけるドルの下落と、一九八〇年代の初頭におけるドルの急騰が、統計の数字を歪曲していることであり、そのほかにも次のような点を、考慮に入れることが必要である。<sup>(29)</sup>まず中央銀行は準備の構成の変化、対外債務のヘッジ、流動性の改善を目的として、スワップや先物取引を利用しており、デリバティブ取引の拡大につれて、オン・バランスの数字だけで、外貨準備の通貨別構成の変化を論ずるのは、一面的とのそしりを免れない。

いま一つはECUの取扱いであり、①公的ECUのみをIMFに報告する国、②公的ECUと民間ECUをともに報告する国、③民間ECUだけを報告する国、④民間ECUをドルに分類する国と、国によってその取扱いが異なることである。IMFは、ドルを見合いにしてスワップされた公的ECUと、民間ECUをドルに含めていたが、前者はドルとして二重に計上され、その反面においては、民間ECUが無視される結果となっている(民間ECUは、一九九二年にERM参加国における外貨準備の三分の一を占め、そのシェアは円のそれに匹敵していた)。



(表 11) 一部アジア諸国の外国為替準備 (1980—90<sup>①</sup>) (%)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
(円)											
全世界	4.4	4.2	4.7	5.0	5.8	8.0	7.9	7.5	7.7	7.8	9.1
一部のアジア諸国	13.9	15.5	17.6	15.5	16.3	26.9	22.8	30.0	26.7	17.5	17.1
(ドル)											
全世界	68.6	71.5	70.5	71.4	70.1	64.9	67.1	67.2	64.9	60.3	56.4
一部のアジア諸国	48.6	54.4	53.2	55.7	58.2	44.8	48.4	41.2	46.7	56.4	62.7
(ポンド)											
全世界	2.9	2.1	2.3	2.5	2.9	3.0	2.6	2.4	2.8	2.7	3.2
一部のアジア諸国	3.0	2.5	2.7	2.9	3.5	4.1	3.6	3.9	4.2	6.4	4.9
(マルク)											
全世界	14.9	12.3	12.4	11.8	12.7	15.2	14.6	14.4	15.7	19.1	19.7
一部のアジア諸国	20.6	18.9	17.6	16.7	14.6	16.4	16.7	16.7	17.4	15.2	14.2
(フランス・フラン)											
全世界	1.7	1.3	1.0	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8	1.0	1.4	2.1
一部のアジア諸国	0.6	0.6	0.7	0.8	0.6	0.9	1.1	1.0	0.5	0.5	0.2
(スイス・フラン)											
全世界	3.2	2.7	2.7	2.4	2.0	2.3	2.0	2.0	1.9	1.5	1.5
一部のアジア諸国	10.6	5.1	5.6	6.6	4.9	4.9	5.1	5.7	3.4	3.0	0.5
(ギルダー)											
全世界	1.3	1.1	1.1	0.8	0.7	1.0	1.1	1.2	1.1	1.2	1.2
一部のアジア諸国	2.8	3.1	2.6	1.8	1.9	2.1	2.2	1.5	1.0	0.9	0.5
(その他通貨)											
全世界	3.0	4.8	5.2	5.3	5.0	4.6	3.9	4.4	4.9	6.0	6.8
一部のアジア諸国 <sup>②</sup>	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...

(注) ① 年末。1990 年は IMF の推定。

② アジア諸国の保有は算入せず。

(出所) George S. Tavlas and Yuzuru Ozeki, *The Internationalization of Currencies: An Appraisal of the Japanese Yen*, Washington, 1992, p.40.

それに対してマルクのシェアは先進国（EC、アメリカ）を中心として、一九八〇年代の初頭以来、急激に増加し、円も一九八〇年代の半ばからシェアを増大したが、円のウエイトは先進国（アメリカ）のみならず、開発途上国においても増大したのが特徴である。マルクは第一次大戦前も、中部ヨーロッパを中心とするリージョナル通貨としての性格が濃厚であったが、カーター政権のドル防衛と、プラザ合意以降は、アメリカもマルクを

(表12) ニュー・ジーランド準備銀行の保有する外国為替準備の内訳

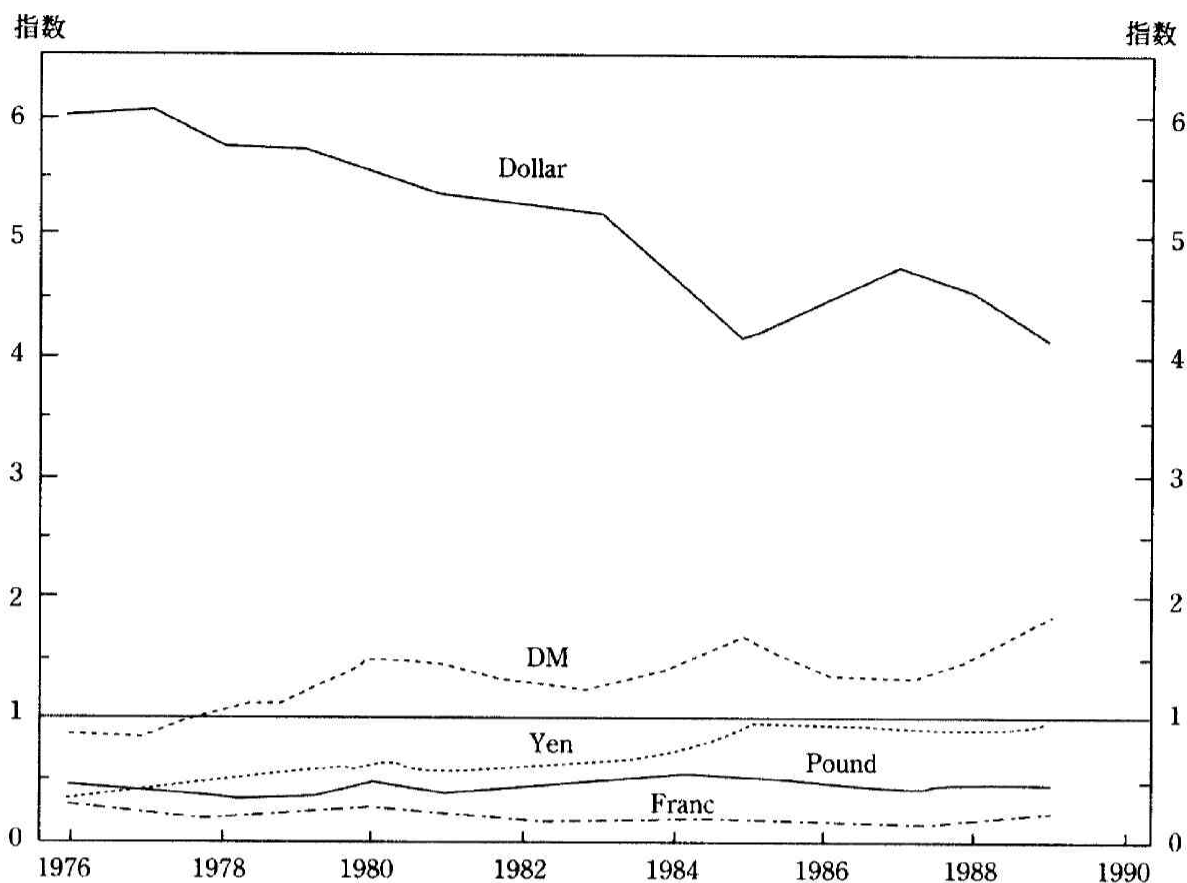
(単位 百万NZドル)

	ドル				円				その他 通貨	合計
	中央銀行	商業銀行	有価証券	合計	中央銀行	商業銀行	有価証券	合計		
1982	62.0 (54.2%)	—	11.1 (9.7%)	73.1 (64.0%)	0.2 (0.2%)	—	—	0.2 (0.2%)	41.0 (35.8%)	114.3
1983	175.5 (26.2%)	442.3 (65.9%)	0.9 (0.1%)	618.7 (92.2%)	—	—	—	—	52.3 (7.8%)	671.0
1984	84.4 (64.6%)	15.2 (11.6%)	8.5 (6.5%)	108.1 (82.8%)	—	—	—	—	22.5 (17.2%)	130.6
1985	408.7 (45.9%)	259.7 (29.2%)	119.0 (13.4%)	787.4 (88.4%)	4.8 (0.5%)	—	—	4.8 (0.5%)	98.2 (11.0%)	890.4
1986	583.5 (38.3%)	468.8 (30.8%)	131.3 (8.6%)	1,183.6 (77.7%)	0.2	62.9 (4.1%)	—	63.1 (4.1%)	275.9 (18.1%)	1,522.6
1987	317.6 (8.7%)	1,342.7 (36.9%)	792.0 (21.8%)	2,452.3 (67.4%)	52.7 (1.4%)	442.6 (12.2%)	52.2 (1.4%)	547.5 (15.1%)	636.5 (17.5%)	3,636.3

(注) 数字は1987年(9月までの1年間)を除き、3月までの1年間。

外国為替準備は、ニュー・ジーランド大蔵省の保有分を含まない(準備銀行は短期債を保有しているが、大蔵省は円建長期債を保有している)。

(出所) Reserve Bank of New Zealand. Peter Nicholl and Peter Brady, "The Role of the Yen in the Pacific Region: New Zealand as a case study," in Colin McKenzie and Michael Stutchbury (eds.), *Japanese Financial Markets and the Role of the Yen*, Sydney, 1992, p. 122.



(出所) Craig S. Hakkio, "The Dollar's International Role", *Contemporary Policy Issues*, Vol. XI, Apr. 1993, p. 68.

(図5) 貿易シェアに対する外貨準備構成諸通貨の比率

外貨準備として保有し、開発途上国の保有するマルク準備も、円のシェアを上廻っている。それに対して、円はプラザ合意以降、アメリカが外貨準備としてこれを保有するに至ったが、一九八〇年代半ば以降の円高の局面においては、開発途上国、とりわけアジア諸国の保有する円のシェアが高まった(表11)。外貨準備の内訳に関する国別の統計は、公表されていないが、その理由は、①為替市場介入の効果を損うことが危惧されるとともに、②特定の通貨に対する選好が誤解を招きかねないためといわれる<sup>(30)</sup>。『ファー・イースタン・エコノミック・レビュー』の一九九〇年十月十九日号<sup>(31)</sup>は、東アジア諸国の保有する円準備のシェアを報道したが、最近の時点と注記するだけで、正確な時点と出所は明らかにされなかった。(ちなみに韓国：一二・三%、台湾：一〇%、タイ：一三%、インドネシア：一二%、フィリピン：一〇%弱)。それに対

してニュー・ジールランドは、準備銀行の保有する外貨準備の通貨別内訳を明らかにしており(表12)、それによるとドルが全体の六七・四%を占めているのに対して、円のシェアは一五・一%に止まっている(ただしそれは世界の平均はもとより、開発途上国の平均をも上廻っている)。

ハッキオ (Craig S. Hakkio) は、世界貿易に占めるシェアに比して、各国の外貨準備に占めるシェアが、一を上廻っているドルとマルク以外の通貨は、国際通貨の名に値しないと主張した<sup>(32)</sup>。その当否はさておくとしても、近年円の準備通貨機能が、次第に向上しつつあるとはいえ、日本の世界貿易に占めるウェイトからみても、円の準備通貨機能がなお未成熟であることは、図5からも明らかである。

円の準備通貨機能が東アジアにおいても、予想外に進展していない理由としては、二、(イ)で関説したように、慣性、政治的な事由、事実上のドル・ペッグ制の採用と、後述のような円建貿易取引の立ち遅れ、および為替媒介通貨としてのドルの優位性のほかに、とりわけ日本のTB市場の未発達があげられる。その結果として東アジアを中心とする国々は、円借款や円建輸出入取引の増加にもかかわらず、安全かつ流動的な資産の運用はもとよりのこと、リスク・ヘッジを目的とする円建資産の取得さえもが困難である。ニュー・ジールランド準備銀行の準備運用状況(表12)からも明らかのように、円の場合もドルと同じく、商業銀行に対する預託が首位を占めているが、ドルの場合は、有価証券投資が二一・八%を占めているのに対して、円の場合は僅かに一・四%を示すに過ぎない。その理由は、ニュー・ジールランドの場合、ドルによる介入が圧倒的に多いだけでなく、アメリカではTB市場が発達しているのに対して、日本ではその発達が遅れているためである。日本では僅に国債が現先取引に用いられているに過ぎないが、ニュー・ジールランド準備銀行は、金額と満期の点において不満を示している<sup>(33)</sup>。

ちなみに一九九四年末の円建外貨準備は、合計八・三兆円(八三〇億ドル)に達していたが、外国の中央銀行が保有

する円建のTBは、二兆円（二〇〇億ドル）に止っていた。国債残高（二〇一兆円）のうち、円建TBの発行残高は一一兆円に過ぎず、しかもその大部分は、日銀と日本の金融機関によって保有されていた。また融通債（Finance Bill）は日銀が保有し、長期国債（外国中銀の保有は、四・八兆円）を加えても、外国の中央銀行が保有する円建の国債は、七兆円に過ぎなかった。円建TBについては、玉が不足しているだけでなく、金利もCD金利を下廻っており、日銀に勘定を有する外国の中央銀行に対しては、利子所得に対する源泉税が還付されるものの、一時的には立替払いを必要とすることなどが、デメリットとされている。<sup>(34)</sup>

そのほか円の準備通貨機能が進展しない理由としては、①BISと市中銀行のクレジット・ラインがドルで供与され、<sup>(35)</sup>②ニューヨーク連邦準備銀行が、ポートフォリオの管理や金の保管、外為操作などの金融便宜を提供しているのに対して、日銀がこれを行っていないためである。<sup>(36)</sup>第三の理由はアメリカのTBの場合には、決済が翌営業日（慣習上は即日決済）とされているのに対して、日銀の場合は取引の翌日から七営業日目（一九九五年の十一月以前は、月六回に制限されていた）とされていたためであり、<sup>(37)</sup>円の国際化を進めるためには、欧米の取引慣行を導入し、日本における金融の自由化を促進することが必要とされる。

## 注

- (1) Peter B. Kenen, *The Role of the Dollar as an International Currency* (Group of Thirty, Occasional Paper, No. 13), NY, 1983, p. 13.
- (2) 河合正弘「円の国際化と国際通貨制度」『月刊 資本市場』、第二三五号、一九九六年十一月号、二二ページ。
- (3) Shinji Takagi, "A Basket Peg Policy: Operational Issues For Developing Countries," *World Development*, Vol. 16, No. 2, 1988, p. 271.

- (4) Renate Ohr, "Exchange Rate Strategies in Developing Countries," *Intereconomics*, May/June 1991, pp. 118-121.
- (5) Miguel Mancera, "Characteristics Implications of Different Currency Area", in Federal Reserve Bank of Kansas City, *Policy Implications of Trade and Currency Zones*, Jackson Hole, 1991, pp. 96-97. なおこの「currency area」という用語を用いているが、前章でのべた理由から「currency bloc」の意味に解するにとした。
- (6) 詳細は拙稿「ポンド残高の史的変遷」『東京銀行月報』、第二九巻、第十一号、一九七七年十一月、七二-七三ページ。
- (7) 打込茂子、村上美智子、荻原陽子「東アジア諸国における為替相場政策と円の役割」『東銀経済四季報』、一九九五年秋、七一-七六ページ。マレーシアの通貨バスケットは、輸出入のそれぞれ上位一〇か国の通貨（自一九七七年一月至一九九一年五月）によって構成される。両者は重複しているが、対象国はアメリカ、ドイツ、日本、フランス、イギリス、オランダ、オーストラリア、シンガポール、インド、ホンコン、フィリピンとなっている（Julia Frances Lowell, *Do Governments do What They Say?*, Ph. D. diss., University of California, Berkeley, 1992, p. 107）。
- (8) Jeffrey A. Frankel and Shang-jin Wei, "Yen Bloc or Dollar Bloc?, Exchange Rate Policies of the East Asian Economies," in Takatoshi Ito and Anne O. Krueger (eds.), *Macroeconomic Linkage*, Chicago, 1994, p. 295 ff..
- (9) 河合、前掲論文、二六-二七ページ。ドイツ・モルガン・グレンフェル (Deutsche Morgan Grenfell) の一九九六年報告書も、東南アジア諸国の通貨バスケットに占めるドルと円のウェイトを次表のように試算している (Ruth Pitchford and Adam Cox, eds., *EMU Explained*, London, 1997, p. 161).

(単位%)

	ドル	円
バ ー ツ	82.39	10.37
リングィット	71	22
シンガポール・ドル	82	8
フィリピン・ペソ	71	1
インドネシア・ルピア	99	0



- (10) 日本興業銀行調査部、産業調査部「跛行性を見せるアジア通貨」『IBJ』一九九五年十二月、四四ページ。
- (11) 河合、前掲論文、二八ページ。その他慣性を理由としてあげるものには、Takatoshi Ito, "Possibility of a Yen Block", in Reuven Glick and Michael M. Hutchison (eds.), *Exchange Rate Policy and Interdependence*, Cambridge, 1994, p. 330. Paul Krugman, "The International Role of the Dollar", in John F. O. Bilson and C. M. Marston (eds.), *Exchange Rate Theory and Practice*, Chicago, 1984, pp. 268-269 などがある。
- (12) 政治的配慮を指摘したのは、Koichi Hamada, "Comment", in Ito and Krueger, *op. cit.*, p. 330. C. H. Kwan, *Economic Interdependence in the Asia-Pacific Region*, London, 1994, p. 157.
- (13) C. H. Kwan, "An Optional Peg for the Asian Currencies and an Asian Perspective of a Yen Bloc", *Nomura Asian Perspectives*, Vol. 9, No. 2, Apr. 1992, pp. 19-22. 関志雄『日圓の経済学』日本経済新聞社、一九九五年、一五六―一六三ページ。
- (14) Kathryn M. Dominguez, Jeffrey A. Frankel, *Does Foreign Exchange Intervention Work?*, Washington, 1993, p. 6.
- (15) 拙著『国際金融論新講』、泉屋書店、一九九〇年、一〇五―一〇六ページ（以下『新講』と略称）。
- (16) 拙著『ヨーロッパ通貨統合の展開』、日本経済評論社、二〇四―二〇七、一三六―一三七ページ。指標相場、目標相場圏、参考相場圏の概念規定については、拙著『新講』一〇七―一〇八ページ参照。
- (17) Dominguez and Frankel, *op. cit.*, pp. 6-7.
- (18) *Ibid.*, p. 74.
- (19) 前掲拙著『新講』二〇九―二二二ページ。拙著『欧州通貨統合の政治経済学』、日本経済評論社、一九九七年、四七五、四八〇ページ注(12)（以下『政治経済学』と略称）。
- (20) 拙稿「ウィリアムズ・バーク・サシットの成果」『為替速報』（時事通信社）、第三四一九号、一九八三年六月十日、A―ページ。
- (21) 拙著『新講』一〇六ページ
- (22) 拙著『政治経済学』一五、三三、三四ページ。
- (23) 詳細は拙著『政治経済学』一七―三二ページ。
- (24) Courtney Blackman, *Managing Foreign Exchange Reserves in Small Developing Countries* (Group of Thirty, Occasion-

- al Papers, 11), NY, 1982, pp. 9-10.
- (25) 前掲拙稿『新講』一七ページ。
- (26) H. Robert Heller and Malcolm Knight, "Reserve-Currency Preferences of Central Banks", *Essays in International Finance*, No. 131, Princeton, 1978, p. 13.
- (27) *Ibid.* p. 11. 一般にペッグ制を採用している国は、フロート制をとる国よりも、外貨準備の保有額が大きい。また雇用の増加と、高い経済成長率を達成しようとする国々にも、同様の傾向がみられる (*ibid.* p. 15)。
- (28) Akinari Horii, *The Evolution of Reserve Currency Distribution* (BIS Economic Papers, No. 18), Basle, 1986, pp. 8-11.
- (29) Peter M. Garber, "The Use of the Yen as a Reserve Currency", *Money and Economic Studies*, No. 2, Dec. 1996, pp. 8-9.
- (30) *Ibid.* p. 14.
- (31) *Far Eastern Economic Review*, Oct. 19, 1990, p. 73. なお宮沢喜一氏は、インドネシアが円借款などの関係で、外貨準備の四〇%位を円で保有しているとのべている (勸国際通貨研究所「ニクソン・ショックから二十五年」Occasional Paper, No. 2, 一九九六年、一〇六頁、一〇ページ) が、稍過大との印象を免れない。
- (32) Craig S. Hakkio, "The Dollar's International Role", *Contemporary Policy Issues*, Vol. XI, Apr. 1993, p. 68.
- (33) Peter Nicholl and Peter Brady, "The Role of the Yen in the Pacific Region: New Zealand as a Case Study", in Colin McKenzie and Michael Stutchbury (eds.), *Japanese Financial Markets and the Role of the Yen*, Sydney, 1992, p. 123.
- (34) Garber, *op. cit.*, p. 5.
- (35) *Ibid.*, Nicholl and Brady, *op. cit.*, p. 127.
- (36) Garber, *op. cit.*, p. 5. ニューヨーク連邦準備銀行は、外国の中央銀行が保有するドル建有価証券の三分の二以上を保管し、市場に対する影響をさけながら、国債やTBの売買サービスを提供している。反面各国の中央銀行は、連銀を通じて大量の取引を行う場合には、予め連銀に通告することになっている。 (*Ibid.*, pp. 16-17).
- (37) *Ibid.*, p. 15-16.

## 四 民間通貨機能

### (イ) 契約通貨機能

契約通貨機能とは、国際商品の建値 (quotation) や、貿易取引に用いられる送り状 (invoice) の価格表示に使用される通貨機能をさす。契約通貨の選択に当たっては、一般受領性、価値の安定性、流動性サービスが要件とされるだけでなく、後述のように商慣習や、取引当事者のバーゲニング・パワー、あるいはマーケティング戦略などが作用する。

国際間の貿易や資本取引には、既に関連したように①自国通貨、②相手国通貨、あるいは③第三国通貨のいずれかが用いられるが、その態様は、次のような三つのタイプに分けられる<sup>(1)</sup>。①ヨーロッパ型：ヨーロッパにおいては、輸出の場合に自国通貨、輸入の場合に相手国通貨を使用する傾向が強い。とりわけスイス、ドイツ、スカンジナビア諸国は、輸出面において、自国通貨を使用する割合が高いが、フィンランドとイタリアはこの限りではない。輸入面においても、ドイツ、スイス、イギリス、フランスは、自国通貨を使用する割合が、相対的に高い。②アメリカ型：アメリカにおいては、輸出入の大部分が、ドル建で行われている。③日本型：日本の場合は、自国通貨建の割合が低く、大部分がドル建となっている。日本やカナダは、このタイプに属するが、日本は輸出面を中心として、漸進的にヨーロッパ型へと移行しつつある。

ブラック (Stanley W. Black) は、アメリカ型に属する通貨を Major Currency、日本型に属する通貨を Minor Currency と呼称したが<sup>(2)</sup>、それに対してページ (S. A. B. Page) は、輸出面における自国通貨建の割合が、世界の総輸出に占めるその国の輸出比率を上廻る場合を、Major Currency と名付けた<sup>(3)</sup>。それによると Major Currency に該当するのは、ドル、マルク、ポンドとフランス・フランであり、円は Major Currency に属さない (表14)。同じくハッ

(表13) 国際貿易の通貨別構成

(%)

年	輸出					輸入				
	ドル	マルク	ポンド	フランス・ フランス	自国通貨	ドル	マルク	ポンド	フランス・ フランス	自国通貨
オーストリア	1978	10.4	24.2	2.0	1.2	51.9	17.0	2.3	1.8	25.1
ベルギー	1979	12.5	17.9	2.6	13.0	42.2	23.4	4.9	10.5	28.4
デンマーク	1979	16	12	8	1.3(a)	51	27	5	1.9(a)	27
フィンランド	1977	27.2	9.4	9.9	2.8	2.4	56.1	6.2	1.0	2.7
フランス	1979	11.6	10.2	3.2	62.4	62.4	28.7	3.8	35.8	35.8
ドイツ	1980	7.2	82.3	1.5	2.8	82.3	33.1	3.1	3.3	42.8
アイルランド	1981	21.9	1.5	40.0	0.0	23.5	10.5	53.4	1.4	26.9
イタリア	1976	31.1	21.5	2.7	6.4	31.3	50.6	5.1	6.8	9.1
オランダ	1980	16.5	21.7	4.2	5.4	43.5	29.4	4.7	4.4	27.9
ノルウェー	推定	28	9	22	1	30	12	12	3	
スウェーデン	1973	14.1	4.8	4.6	0.7	67.4	20.0	10.3	2.1	25.7
スイス	1977	7.1	7.8(a)		1.2(a)	82.8	27(a)	5(a)	6(a)	38(a)
イギリス	1979	17	3(a)	76	2(a)	76	29	38	5(a)	38
その他欧州のOECD加盟国	推定	38	6	6	4	50	11	11	5	
カナダ	推定	85	0.2	1	0.1	95	1	2	1	85
アメリカ	推定	98	1	1		85	4.1	1.5	1.0	
日本	1980	61.5	1.9(a)	0.9(a)	0.3(a)	32.7	2(a)	2(a)	1	2.0
オーストラリア	推定	70	1	1	1	52	14	9	4	
中央計画経済諸国	推定	67	13	5	2	58	13	4	6	4
石油輸出国	推定	100	0	0	0	50	10	8	7	
その他の開発途上国	推定	85	0	15	0	72	7	4	6	
OECD非加盟先進国	推定	85	2	7	3	52	14	9	4	
世界 (1979年ウエイト)		54.8	14.4	7.5	6.1	54.3	13.9	6.9	6.4	

(a) 推定。

(出所) S. A. B. Page, "The Choice of Invoicing Currency in Merchandise Trade", *National Institute Economic Review*, No. 98, Nov. 1981, p. 60 より再録。

(表 14) 貿易シェアと通貨の使用割合

(%: 1979 年ウエイト)

	世界の輸出に 占めるシェア	輸出に使用される 自国通貨のシェア	通貨の累積 的 シェア
ドル	11.7	54.8	54.8
マルク	11.1	14.4	69.2
ポンド	5.9	7.5	76.7
フランス・フラン	6.3	6.4	83.1
ギルダー	4.1	3.0	86.1
ベルギー・フラン	3.6	2.6	88.7
円	6.6	2.3	91.0
スイス・フラン	1.7	2.1	93.1
リラ	4.7	1.9	95.0
スウェーデン・クローネ	1.8	1.7	96.7
シリング	1.0	0.8	97.5
デンマーク・クローネ	0.9	0.8	98.3
アイルランド・ポンド	0.5	0.3	98.6
フィンランド・マルカ	0.7	0.0	98.6

(出所) Page, op. cit., p. 61. より再録(原資料は膨大なので、同論文のAppendix 参照)。

キオ (Craig S. Hakio) も (自国通貨と輸出の割合) + (世界のGNP、貿易に占める割合) が一を上廻る通貨を、国際通貨と規定した<sup>(4)</sup>が、貿易を基準とする場合には、マルクが一位となり、GNPを基準とする場合はドルが一位となる。円はいづれの基準によるも、一を下廻り、ハッキオのいう国際通貨には該当しない。

それは円が、世界の経済と貿易に占める日本のステータスに相応するだけの役割を果たすまでに成長していないことを示すものであり、逆にドルとマルクとポンドは、媒介通貨として、第三国間の貿易に使用されていることを示唆している。ドルの場合は三二%ポイントが媒介通貨としての機能を果たしており、世界貿易からアメリカの貿易を控除して計算する場合には、四三ポイントがこれに相当する。ポ

ドとマルクの媒介通貨機能は、それぞれ一・二ポイントと〇・六ポイントに相当する。開発途上国は通貨の交換性を欠くとともに、一次産品の輸出を主体とするため、ドルの媒介通貨機能の約三分の二は、開発途上国の貿易取引をカバーしている<sup>(5)</sup>。

それに対してヨーロッパでは、ドルの媒介通貨としてのウエイトが低く、媒介通貨としてはマルクとポンドの使用される割合が相対的に高い。スウェーデンにおける契約、取引通貨の対称性を発表したのは、グラスマン (Sven Grassman) であり、それによると輸出入ともに、最も多く使用されているのは輸出国の通貨であり、輸入国の通貨と第三国の通貨が、それに次いでいる<sup>(6)</sup>。その後上述のページ論文のほかに、欧州経済研究所協会外国作業班 (The Foreign Trade Working Group of the Association d'Institute Européens de Conjoncture Economique) や、シャーラー (Hans-Eckart-Scharer) の調査により、それがスウェーデンだけでなく、ヨーロッパの多くの国々にも、妥当することが明らかにされた<sup>(7)</sup>。

貿易取引における契約通貨の選択を左右する要因としては、次のように様々な説明がなされている。一九七六年にマッキノン<sup>(8)</sup>は、差別化された工業製品 (tradables I) については、輸出国の通貨が使用されるが、その理由として、ブランド品のような競争力の強い商品の場合には、生産者が市場の価格を決定し、しかもその価格が需給によって変動することなく、ヒックスのいう固定価格的な性格をもっているためであると説明した。それに対して、一次産品のようない質的な商品 (tradables II) の場合は、ドルやポンドが媒介通貨として使用されるが、その理由は、国際商品取引所がアメリカやイギリスに開設され、世界共通の媒介通貨であるドル、あるいはポンドによって、国際的な相場が形成されているので、複数の通貨を使用する場合よりも、単一の通貨を使用する方が、インフレーション・コストの節約と、為替リスクの低減を期待することができると主張した。この説明は、国際的な流動資金の相場に相当するユーロ・ダラー市場の金利についてもあてはまり<sup>(8)</sup>、ドルがユーロ市場で広く用いられているのも、そのためであると説明されている。しかしながら通貨価値の安定性が損われると、媒介通貨も更替を余儀なくされ、第一次石油ショックの前は、ポンド建であった石油の価格も、ポンドの信認が低下するに伴って、ドル建に変更された(一九



七四年には、ガルフの小国も、石油の建値を、ポンドからドルに変更した<sup>(9)</sup>。

マッキノンの他にも、工業製品に輸出国の通貨が使用される理由として、バロン (David P. Baron) は、輸入業者の場合には、買いと売りが同時になされるので、為替リスクの危険性を伴わないのに対して、輸出の場合には労賃等のコストが既に確定されているためであると主張した<sup>(10)</sup>。しかしながら一九八〇年代には、輸出市場の競争が激化したため、為替リスクを輸入業者に転嫁 (Pass-through) することが困難となり、市場のシェアを維持するためには、輸入国通貨の使用を必要とするケースが多くなった<sup>(11)</sup> (それは市場価格設定行動、pricing-to-marketと呼ばれる)。ビルソン (John F. Bilson) はその理由として、輸出業者が自国通貨建でインボイスを作成すると、輸出価格は不変でも、逆に輸出数量が変動するが、輸入国の通貨を使用する場合には、自国通貨でみて輸出価格が変動するものの、輸出数量は不変である。従っていずれの戦略を選択するかは、輸出先の市場環境によって異なり、需要の価格弾力性が低い場合には、輸出国の通貨を使用する反面、逆の場合には輸入国の通貨を用いることによって、リスクを軽減することが可能であると主張した<sup>(12)</sup>。

三〇人委員会 (Group of Thirty) の行ったアンケート調査<sup>(13)</sup>も、契約通貨の選択については、一般的なルールがなく、企業によって異なるという結論を下している。事実、契約通貨の選定に当っては、商品、営業のロケーション、通貨の安定性、税制、会計慣行、ヘッジのコスト、市場の競争条件などが考慮される。大企業は市場毎に異なった価格政策を採用し、外国通貨の使用についても、柔軟な対応を示している。アンケート調査によると、多国籍企業の輸出は、子会社向けか否かに関係なく、六五—一〇〇%が、輸出国の通貨によってなされ、子会社以外のアメリカ系企業からの輸入は、七五%がドル建、一〇—三〇%が相手国通貨建となっている。子会社からの輸入は、子会社の所在する国の通貨建で行われ、為替のエクスポージャーは、本社に集中され、一括して管理される。

(表 15) 契約通貨の決定要因

(%)

(輸入)	ベルギー	フランス	イタリア	ドイツ	スイス	スペイン	アイルランド	合 計
原料								
1 国際慣習	11	7	16	29	10	5	6	48.6%
2 輸入業者の意向	12	11	13	13	11	11	8	45.7%
3 ケース・バイ・ケース	10	4	6	15	10	4	3	30.1%
4 調査対象企業の意向	6	6	5	10	4	3	1	20.2%
5 その他		1		1	1			1.7%
合計	30	21	29	39	21	17	16	100%
半製品								
1 国際慣習	8	4	8	16	9	3	4	35.6%
2 輸入業者の意向	9	8	10	10	8	9	7	41.8%
3 ケース・バイ・ケース	8	3	10	18	10	3	3	37.7%
4 調査対象企業の意向	4	6	5	11	4	3		24.0%
5 その他	1			2	1			2.7%
合計	24	18	24	33	19	16	12	100%
完成品								
1 国際慣習	8	4	7	14	6	3	9	29.5%
2 輸入業者の意向	15	15	15	8	10	9	9	46.8%
3 ケース・バイ・ケース	9	5	9	17	11	2	2	31.8%
4 調査対象企業の意向	10	2	6	15	5	7	2	27.2%
5 その他	1			2	1			2.3%
合計	33	22	28	33	20	17	20	100%
(輸出)	ベルギー	フランス	イタリア	ドイツ	スイス	スペイン	アイルランド	合 計
1 国際慣習	7	5	6	18	8	2	6	52 29.2%
2 輸入業者の意向	10	6	11	12	8	6	4	57 32.0%
3 ケース・バイ・ケース	7	7	13	16	7	5	3	58 32.6%
4 調査対象企業の意向	17	12	10	23	9	7	9	87 48.9%
5 その他			2	3	3	4		12 6.7%
合計	31	23	29	39	21	17	18	178 100%

(出所) San Paolo Bank of Turin, *ECU Newsletter*, Jan, 1990, p. 28.

(表 16) 契約通貨選択時の企業側要因

(%)

	ベルギ ー	フラン ス	イタリ ア	ドイツ	スイス	スペイ ン	アイル ランド	合 計	
輸出									
1 為替相場の見通し	16	9	13	22	12	10	5	87	58.0%
2 メリットとコスト	3		6	15	2	5	6	37	24.7%
3 為替取引の習熟度	3	3	4	11	3	2	3	29	19.3%
4 その他	10	2	1	9	5	5	4	36	24.0%
合計	29	13	22	38	18	15	15	150	100.0%
輸入									
1 為替相場の見通し	19	8	6	23	12	9	8	85	56.7%
2 メリットとコスト	3	1	6	9	2	3	6	30	20.0%
3 為替取引の習熟度	3	3	7	11	5	2	4	35	23.3%
4 その他	11	4	2	7	4	4	1	33	22.0%
合計	32	15	19	37	17	14	16	150	100.0%

(出所) San Paolo Bank, *op. cit.*

また一九八九年にサンパウロ銀行 (San Paolo Bank of Turin) と I A F E I (International Association of Financial Executives Institute) も、ヨーロッパの企業を対象として、契約通貨の選択に関するアンケート調査を実施し、次のような集計結果を明らかにした。<sup>(14)</sup> ①原材料の輸入については、国際慣行と輸出業者の意向が優先する。半製品と完製品については、輸出業者の意向が最も強く反映されるが、国際慣行の影響力は半製品よりも完成品の方が弱く、調査対象企業(輸入業者)の力が若干ながら強くなっている。②輸出の場合は輸入と違って、調査対象企業(この場合は輸出入者)の影響力が最も強くなっている。③しかしながら輸出入ともに、ケース・バイ・ケースで選択を行う割合が、比較的高く、ヨーロッパの場合でも、契約通貨の選択に当っては、かなり柔軟な対応がなされていることがうかがえる(表15)。

④企業側からみると、契約通貨を選択するに当って、最も重視されているのは、為替相場の見通しであり、輸出入ともに過半数を占めている(表16)。

既述のようにヨーロッパでは、契約通貨の対称性が顕著

であるが、そのようなヨーロッパ型の契約通貨パターンが形成されるに至った背景としては、まず第一に戦後のヨーロッパにおける貿易管理・振興政策の影響を指摘することが可能である。マッキンソンは「戦後期にポンド地域と、現在とはなくなっているEPU以外では、米ドルが外国為替として一般に使用されていた<sup>(15)</sup>」とのべているが、ここで注目されることは、日本の戦後の貿易支払協定が、ポンド地域との取引にポンドが使用されたほかは、すべてドルで表示されていたのに対して、ヨーロッパ各国の支払協定が、ローカル・カレンシーによって表示されていたことである。<sup>(16)</sup>

各国の為替管理も、輸入については、通貨の選択を規制し、フランス、イタリア、イギリスでは先物取引が禁止されていたため、とりわけ長期の貿易取引は、自国通貨によらざるをえなかった<sup>(17)</sup>。また輸出金融に関しても、ドイツの如きは、エアバスを除くと、マルク建以外の輸出に対して、KfWとAKAの輸出信用を許可しなかった<sup>(18)</sup>。一般に輸出信用制度は、輸出業者に対して利子補給を行っただけでなく、為替リスクに対する付保をみとめることによって、弱い輸入国通貨の利用を促進した<sup>(19)</sup>。ヨーロッパにおいては、オープン・アカウント(open account)方式が普及したため、マッキンソンの所謂 tradables I の輸出に当って、輸出業者は、自国通貨を使用することによって、為替リスクを免れる反面、輸入業者に信用を供与した。その結果として輸入業者は、日本の輸入業者と違って、ニューヨークのBA市場を利用するため、輸入をドル建とする必要性にも迫られなかった<sup>(20)</sup>。

そのようなヨーロッパ型とは対蹠的に、日本は円建よりも、ドル建の貿易取引が盛行しているきわめてまれな先進工業国といえる。日本でも最近では輸出を中心として、円建のシェアが増大しつつあるが、円は依然として契約通貨の面においても、国際通貨と称しえないだけでなく、東南アジアにおいても、余り用いられているとはいえないのが現状である<sup>(21)</sup>。

その理由としては、既に関説した政治的な理由の他にも、ヨーロッパとは逆に、わが国の貿易政策が、戦後一貫し

て、ドル一辺倒の政策をとってきたことがあげられる。周知のように日本は、敗戦とともに軍政下におかれ、いち早くドル圏に編入された。外貨はすべてSCAP（連合軍最高司令官、Supreme Commander of the Allied Powers）のドル建勘定によって管理・運営され、対外決済はすべてドル建で行われた（円貨と外貨の連動性は遮断され、円貨は貿易庁の特別会計を通じて受払いされた）。一九四七（昭和二十二）年の八月には、制限付で民間貿易が再開され、翌年の五月には、スターリング地域とのポンド建現金決済がみとめられたが、一九四九年までに締結されたインドネシアや、タイなど一〇か国との双務協定は、ポンド地域を除くと、すべてドル表示となっていた。<sup>(22)</sup>

一九四九年には外国為替管理委員会が設立され、外貨資金の運用が大幅に日本側に移管された。それに伴って一九四九年の十二月には、イギリスにならって、外国為替および外国貿易管理法が制定され、指定通貨にはドルとポンド（ただしポンド地域に限られる）が選ばれた。しかしながらイギリスの指定通貨が、集中の対象に過ぎなかったのに対して、日本の場合には指定通貨以外の対外取引が、すべて禁止され、指定通貨であると否とを問わず、すべての外貨は、集中の対象とされた。<sup>(23)</sup>その後指定通貨は次第に拡大されたが、円が指定通貨になったのは、非居住者自由円預金勘定の創設された一九六〇年七月のことであった。

そのような外貨優先の貿易為替管理政策は、外貨の蓄積が乏しい戦後の事情を反映したものであるが、その傾向を一段と助長したのは、戦後の貿易金融制度であった。資源が乏しく、国土の狭小な日本にとって、貿易の振興、とりわけ輸出の拡大は、明治以来の国是であった。しかしながら資本の蓄積が乏しく、銀行のオーバー・ローンが恒常化する中で、金利は諸外国に比して割高であり、国内の手形割引市場も未発達であったため、政府と日銀は、横浜正金銀行に対する一八八〇年の御用為替の時代から、一九七〇年代の初頭に至るまで、貿易金融の優遇措置を持続した。戦後は本来的に国内金融に属する輸出前貸についてまで、優遇を与えたが、船積後の輸出金融としては、期限付の輸

(表 17) 日本の輸出入の通貨別状況 (金額比率, 暦年)

(単位%)

## ① 輸出

	世界		米国		E C		東南アジア	
	ドル	円	ドル	円	ドル	円	ドル	円
1970 年	—	0.9	—	—	—	—	—	—
1975	—	17.5	—	—	—	—	—	—
1980	—	29.4	—	—	—	—	—	—
1983	50.2	42.0	—	—	—	—	—	—
1984	53.1	39.5	—	—	—	—	—	—
1985	52.2	39.3	—	—	—	—	—	—
1986	53.5	36.5	—	—	—	—	—	—
1987	55.2	33.4	84.9	15.0	8.2	44.0	56.5	41.1
1988	53.2	34.3	83.5	16.4	7.6	43.9	56.0	41.2
1989	52.4	34.7	83.5	16.4	7.0	42.2	53.6	43.5
1990	48.8	37.5	83.7	16.2	6.4	42.1	48.1	48.9
1991	46.8	39.4	83.4	16.5	6.8	42.0	45.9	50.8
(83→87)	(+5.0)	(-8.6)	—	—	—	—	—	—
(87→91)	(-8.4)	(+6.0)	(-1.5)	(+1.5)	(-1.4)	(-2.0)	(-10.6)	(+9.7)
1992年9月	46.6	40.1	83.2	16.6	11.1	40.3	41.6	52.3
1993年3月	48.6	40.7	80.5	19.4	8.5	40.9	45.1	52.0
1993年9月	48.3	39.7	80.8	19.0	9.0	36.6	47.9	49.0
1994年3月	51.5	37.6	82.3	17.5	11.3	37.2	49.9	47.2
1994年9月	52.5	36.0	82.9	17.0	12.2	34.9	53.4	44.3
1995年3月	53.3	36.2	83.9	15.9	12.8	38.7	54.1	43.5

出形に対する外国為替引当貸  
 制度が一九五三年に創設され  
 た。引当貸は一九六一年の九  
 月、外国為替資金貸付制度に変  
 更され、一九六五年の十二月に  
 は、それと並行的に外国為替買  
 取手形制度が発足したが、その  
 対象は、指定外国通貨建の期限  
 付輸出形に限られていた。そ  
 れらの制度金融は、外貨資金並  
 の優遇金利を提供し、引当貸は  
 日銀による窓口規制の枠外とさ  
 れたが、非居住者自由円預金勘  
 定の創設とともに導入された円  
 為替については、公定歩合並の  
 商業手形再割引レートが適用さ  
 れるに止った。<sup>(24)</sup>

一方輸入金融に対する優遇制



## ㊤輸入

	世界		米国		E C		東南アジア	
	ドル	円	ドル	円	ドル	円	ドル	円
1972 年	—	0.3	—	—	—	—	—	—
1975	—	0.9	—	—	—	—	—	—
1980	—	2.4	—	—	—	—	—	—
1986 <sup>1)</sup>	83.2	9.7	91.9	7.8	21.2	28.9	89.8	9.2
1987	81.7	10.6	90.6	9.2	19.5	27.3	87.6	11.5
1988	78.5	13.3	89.9	10.0	21.0	26.9	81.2	17.5
1989	77.3	14.1	89.5	10.2	19.5	27.7	79.0	19.5
1990	75.5	14.6	88.2	11.6	16.3	26.9	78.8	19.4
1991	75.4	15.6	88.7	11.2	15.9	31.4	76.5	21.6
(87→91)	(-6.3)	(+5.0)	(-1.9)	(+2.0)	(-3.6)	(+4.1)	(-11.1)	(+10.1)
1992年9月	74.5	17.0	86.6	13.8	17.9	31.7	73.9	23.8
1993年3月	75.0	21.6	83.6	12.4	24.2	44.1	74.8	30.1
1993年9月	72.4	19.2	86.1	13.3	18.2	38.6	72.0	23.6
1994年3月	68.9	24.3	80.9	18.4	20.2	40.6	64.2	34.1
(NIEs ASEAN 中国)							(47.5) (79.5) (88.1)	(50.7) (18.2) (11.6)
1994年9月	70.2	22.7	78.4	21.5	16.1	44.8	71.9	26.2
(NIEs ASEAN 中国)							(59.7) (81.2) (80.4)	(37.9) (16.3) (19.0)
1995年3月	72.0	20.7	82.5	17.4	14.0	41.5	73.9	24.0
(NIEs ASEAN 中国)							(61.7) (82.9) (83.1)	(36.0) (14.8) (16.3)

(注) 1) 輸入の 1986 年は年度ベースの計数。

(出所) 通産省「輸出確認統計」；同「輸入報告統計」；同「輸出報告書通貨建動向」；同「輸入報告書通貨建動向」。(輸出) 1983—1993 年 9 月, (輸入) 1986—1993 年 9 月は, 佐藤清隆「アジアにおける円の国際化」『証券経済』第 189 号, 1994 年 9 月, 115 ページより再録。1970—1980 年は, 国際金融年報編集委員会『国際金融年報』(平成 8 年版), (社) 金融財政事情研究会, 平成 9 年, 41 ページ。

度としては、一九五〇年の一月に、輸入決済資金貿易手形制度が導入されたが、割安な外銀ユーザンスへの乗りかえが行われ、一九六六年の一月に停止された。一九七八年には、新輸入手形決済制度が導入されたが、それに対しては、優遇がなされなかった。輸出に比べて輸入金融が冷遇された理由は、単に外貨の蓄積が乏しいその当時の状況を反映しただけでなく、ニューヨークのB A市場が利用されたためでもあった。日本においても、一九一五年にはB A市場が創設され、スタンプ売出手形制度（輸出手形を担保として、為替銀行の振出した手形に、日銀がスタンプを押捺した上で売り出された）が導入されたが、一九二八年に消滅した。戦後の外貨不足と、それに伴う割高な金利水準の下で、日本の輸入金融は、専ら①外銀ユーザンスと②B Cユーザンス（海外の輸出業者が日本の輸入業者に直接信用を供与するか、輸出地の銀行が、輸出業者の振出した輸入業者宛の期限付手形を買取り、輸入業者に対してユーザンスをみとめる方式）に依存し、前者はさらに① アクセプタンス方式（輸入業者宛の期限付手形を買取った為銀のニューヨーク支店が、引受済の手形を、ニューヨークB A市場で再割引に付する方式）と② 本邦ローン方式（ニューヨークの為銀支店が、輸出業者の振出した一覽払手形を決済した上、輸入業者に外貨建の期限付手形を振出させ、その期限まで決済を猶予する方式。為銀は所要資金をニューヨーク金融市場で調達した）に分れていたが、いずれもがドル金融であった。日米間の金利差が逆転した場合には、円シフトが発生したが、「それは為銀レベルでのドル建金融からドル建円金融への移行にとどまり、輸入業者レベルでの円シフト、つまり契約通貨の円建化<sup>(25)</sup>」には至らなかった。

そのほか円建取引の進展しなかった理由としては、日本における貿易の大宗を占める貿易商社が、ドル建輸出入為替のマリーをはかり、大手鉄鋼会社の原料輸入と製品の輸出が見合っていたことなどが指摘されているが、より基本的な要因として見逃すことができないのは、日本および東アジア諸国における貿易構造の特殊性である。

ちなみに円建輸出契約のシェアは、一九八〇年にかけて増大し、一九八三年にはピークの四二％に達したが、その

(表 18) 日本の輸出決済通貨建動向調査  
(1995 年 9 月)

(対全世界)

	金額比率			件数比率		
	円	U.S. ドル	その他	円	U.S. ドル	その他
全品目	36.0	52.5	11.5	37.9	51.6	10.4
食料品	56.4	41.2	2.3	46.9	50.3	2.8
繊維及び同製品	39.2	56.6	4.3	40.2	55.5	4.3
化学製品	26.0	65.8	8.2	26.0	64.7	9.3
非金属鉱物製品	29.4	65.0	5.6	35.9	57.3	6.8
金属及び同製品	16.2	81.3	2.5	19.5	77.2	3.3
一般機械	44.3	46.0	9.8	47.2	42.4	10.4
電気機械	30.6	57.4	11.9	35.9	52.9	11.2
（うち I C）	21.8	69.3	8.9	27.9	63.0	9.1
輸送用機器	43.0	43.0	14.0	50.4	37.0	12.6
（うち乗用車）	32.3	45.1	22.6	43.2	32.9	23.9
精密機器	38.8	41.9	19.3	44.4	40.6	15.0
その他	24.8	59.6	15.7	30.9	54.8	14.3

(対アメリカ)

	金額比率			件数比率		
	円	U.S. ドル	その他	円	U.S. ドル	その他
全品目	17.0	82.9	0.1	20.0	79.9	0.1
食料品	13.8	86.2	—	15.7	84.3	—
繊維及び同製品	20.4	79.4	0.2	18.5	81.1	0.3
化学製品	29.1	70.9	0.0	18.7	81.3	0.1
非金属鉱物製品	13.3	86.4	0.3	19.1	80.7	0.2
金属及び同製品	6.8	93.2	—	9.3	90.7	—
一般機械	19.0	80.9	0.1	21.7	78.2	0.1
電気機械	14.8	85.1	0.0	20.9	79.1	0.0
（うち I C）	15.3	84.7	0.0	25.6	74.4	0.1
輸送用機器	16.2	83.7	0.1	16.8	83.1	0.1
（うち乗用車）	15.3	84.5	0.2	8.9	90.9	0.1
精密機器	20.2	79.8	0.0	27.7	72.2	0.1
その他	15.7	84.2	0.0	19.0	80.9	0.1

(対 E U)

	金額比率			件数比率		
	円	U.S. ドル	その他	円	U.S. ドル	その他
全品目	34.9	12.2	52.9	41.4	9.6	49.0
食料品	29.4	21.1	49.4	40.5	19.0	40.5
繊維及び同製品	56.0	8.9	35.1	56.6	9.3	34.2
化学製品	45.1	15.3	39.5	39.6	12.3	48.1
非金属鉱物製品	52.7	8.3	39.0	49.2	6.0	44.7
金属及び同製品	48.2	30.4	21.4	51.8	16.0	32.3
一般機械	36.6	21.3	42.0	42.3	14.2	43.5
電気機械	32.4	8.1	59.5	40.6	7.5	51.9
(うち I C)	20.0	10.3	69.7	23.8	11.8	64.5
輸送用機器	35.5	6.5	57.9	43.9	2.3	53.8
(うち乗用車)	35.1	0.1	64.9	26.5	0.6	72.8
精密機器	29.1	2.8	68.2	43.5	5.1	51.4
その他	24.0	8.9	67.2	31.1	11.0	58.0

(対東南アジア)

	金額比率			件数比率		
	円	U.S. ドル	その他	円	U.S. ドル	その他
全品目	44.3	53.4	2.4	43.5	54.1	2.4
食料品	60.4	39.0	0.6	53.2	46.1	0.6
繊維及び同製品	34.2	65.1	0.7	35.7	63.2	1.1
化学製品	19.8	78.7	1.6	24.8	73.4	1.8
非金属鉱物製品	27.9	69.8	2.3	37.6	59.9	2.5
金属及び同製品	16.4	82.6	1.0	21.0	77.7	1.3
一般機械	63.7	34.9	1.4	64.3	33.6	2.0
電気機械	35.9	60.2	3.9	39.4	57.0	3.6
(うち I C)	24.7	73.2	2.0	28.5	69.4	2.1
輸送用機器	69.3	28.8	1.8	72.3	26.7	0.9
(うち乗用車)	66.4	26.8	6.9	71.2	25.7	3.1
精密機器	63.8	34.1	2.1	56.1	40.5	3.5
その他	30.7	66.6	2.7	38.2	59.7	2.1

(出所) 通商産業省「輸出入決済通貨建動向調査」(平成7年9月分)(確報分), 平成8年1月25日

(表 19) 日本の輸入決済通貨建動向調査 (1996 年 3 月)  
(速報分)

(単位: %)

通貨の種類	地域名	1994 年 (3 月)		1994 年 (9 月)		1995 年 (3 月)		1995 年 (9 月)		1996 年 (3 月)	
		金額比率	件数比率	金額比率	件数比率	金額比率	件数比率	金額比率	件数比率	金額比率	件数比率
円	世界 東南アジア (ASEAN)	21.6 12.4 44.1 30.1	16.8 6.0 25.6 22.7	19.2 13.3 38.6 23.6	16.4 5.9 26.3 22.0	24.3 18.4 40.6 34.1	16.8 6.3 26.0 23.0	22.7 21.5 44.8 26.2	17.4 7.0 25.4 23.5	20.7 17.4 41.5 24.0	18.0 7.5 25.5 24.2
	中国	—	—	—	—	11.6 18.2 50.7 18.2	10.5 14.5 29.1 14.5	16.3 19.0 37.9 16.3	14.1 15.4 29.2 15.4	14.8 16.3 36.0 14.8	14.7 14.3 31.1 14.7
U.S.ドル	世界 東南アジア (ASEAN)	72.1 87.5 19.4 67.4	73.3 93.7 19.5 74.7	73.9 86.4 21.9 74.2	73.7 93.8 18.1 75.2	68.9 80.9 20.2 64.2	72.9 93.4 18.0 74.5	70.2 78.4 16.1 71.9	72.0 92.8 17.8 73.7	72.0 82.5 14.0 73.9	71.4 92.3 17.8 73.4
	中国	—	—	—	—	88.1 79.5 47.5 81.2	89.2 81.5 68.2 81.5	80.4 81.2 59.7 81.2	85.4 80.2 67.6 80.2	83.1 82.9 61.7 82.9	85.2 81.6 66.2 81.6
D. マルク	世界 東南アジア (ASEAN)	2.3 0.0 18.3 0.1	2.9 0.1 21.1 0.1	2.9 0.1 22.5 0.1	3.1 0.1 22.9 0.2	2.9 0.5 22.0 0.1	3.1 0.1 21.6 0.1	2.7 0.1 20.3 0.1	3.0 0.1 20.8 0.1	3.1 0.0 23.8 0.3	3.1 0.1 21.0 0.1
	中国	—	—	—	—	0.0 0.1 0.1 0.0	0.0 0.2 0.1 0.0	0.0 0.1 0.0 0.1	0.0 0.2 0.1 0.2	0.0 0.1 0.1 0.1	0.0 0.2 0.1 0.2
その他	世界 東南アジア (ASEAN)	4.0 0.1 1.3 2.4	7.0 0.2 33.8 2.4	4.1 0.2 17.0 2.1	6.8 0.2 32.7 2.6	3.9 0.1 17.2 1.6	7.1 0.1 34.4 2.4	4.3 0.1 18.9 1.9	7.6 0.1 36.0 2.7	4.1 0.1 20.7 1.8	7.5 0.0 35.7 2.3
	中国	—	—	—	—	0.3 2.2 1.8 2.2	0.3 3.8 2.6 0.3	0.6 2.4 2.4 0.6	0.5 4.2 3.2 0.5	0.6 2.2 2.2 0.6	0.5 3.6 2.6 3.6
合計	世界 東南アジア (ASEAN)	100.0 100.0 100.0 100.0	100.0 100.0 100.0 100.0	100.0 100.0 100.0 100.0	100.0 100.0 100.0 100.0	100.0 100.0 100.0 100.0	100.0 100.0 100.0 100.0	100.0 100.0 100.0 100.0	100.0 100.0 100.0 100.0	100.0 100.0 100.0 100.0	100.0 100.0 100.0 100.0

(参考) 平成 6 年 3 月レート IU.S.ドル=108.33 円  
平成 6 年 9 月レート IU.S.ドル=99.15 円  
平成 7 年 3 月レート IU.S.ドル=99.06 円

平成 7 年 9 月レート IU.S.ドル=91.26 円  
平成 8 年 3 月レート IU.S.ドル=106.00 円

(本邦通貨 100 円=0.9433 米ドル)

(表20) 日本の輸入商品別決済通貨建動向調査  
(1995年9月)

(対世界)

	金額比率				件数比率			
	円	U.S.ドル	D.マルク	その他	円	U.S.ドル	D.マルク	その他
総 輸 入	22.7	70.2	2.7	4.3	17.4	72.0	3.0	7.6
食 料 品 類	31.0	65.5	0.6	2.9	20.9	72.3	1.1	5.7
肉 類	53.3	46.0	0.0	0.7	29.8	68.8	0.1	1.2
魚介類	24.2	75.1	0.0	0.8	23.8	74.2	0.1	1.9
果実及び野菜	22.2	74.9	0.4	2.4	15.8	80.2	0.4	3.6
原 料 品	6.7	91.2	0.1	2.1	6.2	89.6	0.2	4.0
木 材	8.0	90.1	0.1	1.8	5.6	91.4	0.2	2.8
羊 毛	26.0	51.7	0.5	21.8	21.9	56.2	0.5	21.4
綿 花	—	99.4	—	0.6	—	98.4	—	1.6
鉱 物 性 燃 料	1.0	98.9	0.0	0.0	2.3	97.0	0.3	0.4
原油及び粗油	0.5	99.5	—	—	0.5	99.5	—	—
石油製品	0.7	99.1	0.0	0.1	1.4	96.0	1.1	1.4
製 品 類	28.4	60.6	4.6	6.3	18.5	68.1	4.2	9.2
化学製品	42.2	44.8	3.9	9.0	24.4	61.5	5.5	8.5
繊維製品	15.8	75.9	0.8	7.5	12.2	79.0	1.0	7.7
金属製品	21.6	74.0	2.4	2.1	24.6	68.7	2.2	4.5
機械機器	31.4	55.8	7.0	5.7	22.6	58.2	8.5	10.7
(事務用機器)	30.9	66.0	0.6	2.5	17.0	78.6	1.6	2.8
(自動車)	33.7	30.8	32.8	2.7	9.9	54.4	28.1	7.6
その他製品	23.6	66.5	2.2	7.7	16.3	70.0	2.9	10.8

後はやや低下したものの三〇%台をキープしている(表17)。それに対して輸入面では、円の国際化が立ち遅れ、一九七〇年代には一%以下のシェアに過ぎなかったが、一九八七年には一〇%台に達し、一九九三年の三月には二一・六%を占めるに至った。しかしながらドイツの場合は、輸出の八〇%以上、輸入の五〇%近くが、マルク建であり(表13)、それに比べると日本の輸出入に占める円建の比率は、著しく見劣りがする。最も基本的な原因は、輸出面で、ドル建契約を建



(対アメリカ)

	金額比率				件数比率			
	円	U.S.ドル	D.マルク	その他	円	U.S.ドル	D.マルク	その他
総 輸 入	21.5	78.4	0.1	0.1	7.0	92.8	0.1	0.1
食 料 品 類	31.1	68.9	—	0.0	7.4	92.5	—	0.0
肉 類	43.7	56.3	—	0.0	10.9	89.0	—	0.1
魚介類	19.7	80.3	—	—	6.6	93.4	—	—
果実及び野菜	4.6	95.4	—	—	2.6	97.4	—	—
原 料 品	2.0	98.0	—	0.0	2.5	97.4	—	0.1
木 材	1.6	98.4	—	0.0	5.0	94.8	—	0.2
羊 毛	—	—	—	—	—	—	—	—
綿 花	—	100.0	—	—	—	100.0	—	—
鉱 物 性 燃 料	0.4	99.5	0.1	—	0.8	98.4	0.8	—
原油及び粗油	—	100.0	—	—	—	100.0	—	—
石油製品	0.9	98.9	0.2	—	1.4	97.3	1.4	—
製 品 類	21.1	78.6	0.1	0.1	7.8	91.9	0.2	0.2
化学製品	33.3	65.9	0.4	0.5	12.5	86.9	0.3	0.4
繊維製品	4.2	95.8	—	—	2.8	97.2	—	—
金属製品	14.4	85.6	0.0	—	5.2	94.6	0.2	—
機械機器	20.7	79.2	0.1	0.0	8.1	91.5	0.2	0.2
(事務用機器)	27.3	72.4	0.3	—	9.5	90.3	0.2	—
(自動車)	17.1	82.8	0.1	0.0	1.7	97.5	0.5	0.2
その他製品	18.0	81.8	0.2	0.1	6.7	93.0	0.1	0.2

※ その他製品には、木製品（家具など）や絵画、非貨幣用の金などが含まれる。

前とするアメリカ向けの輸出依存度が相対的に高く、輸入面においてもドル建原材料輸入の比重が高いためである。

まず輸出の動向について、地域別、通貨別に考察すると、対米輸出の八〇%以上はドル建であり、円建てのシェアは二〇%にも満たない。それに対して、ヨーロッパ向けの輸出は、ヨーロッパ通貨建が五〇%、円建が四〇%前後を占めており、東南アジア向けの場合は、ドルと円がそれぞれ四〇—五〇%を占めている。

ヨーロッパ向けの輸出は、総輸出に占めるシェアが低いので、一九九〇年代に入ってから

(対 E U)

	金額比率				件数比率			
	円	U.S.ドル	D.マルク	その他	円	U.S.ドル	D.マルク	その他
総 輸 入	44.8	16.1	20.3	18.9	25.4	17.8	20.8	36.0
食 料 品 類	53.1	22.4	5.6	18.9	32.0	20.3	11.1	36.3
肉 類	96.4	2.4	0.3	0.9	90.8	3.1	1.5	4.6
魚介類	26.3	69.1	0.1	4.5	33.6	52.3	0.7	13.4
果実及び野菜	24.9	26.8	14.0	34.3	19.1	28.7	9.6	42.6
原 料 品	14.0	62.8	1.4	21.8	15.1	51.4	1.8	31.7
木 材	20.5	65.6	1.2	12.8	13.9	63.4	3.0	19.8
羊 毛	49.4	41.8	6.2	2.7	54.8	35.5	3.2	6.5
綿 花	—	—	—	100.0	—	—	—	100.
鉱 物 性 燃 料	24.2	69.6	3.3	2.9	12.5	50.0	18.8	18.8
原油及び粗油	—	—	—	—	—	—	—	—
石油製品	43.7	44.8	5.2	6.4	9.1	45.5	18.2	27.3
製 品 類	44.6	13.4	23.2	18.8	25.0	14.9	23.9	36.2
化学製品	67.8	12.7	10.1	9.3	44.1	17.0	18.1	20.8
繊維製品	30.3	9.0	7.0	53.7	26.3	11.3	8.0	54.3
金属製品	25.1	41.2	22.7	10.9	25.4	33.9	18.3	22.5
機械機器	37.6	10.6	35.7	16.1	17.0	8.2	42.8	32.0
(事務用機器)	50.5	15.9	7.3	26.3	25.6	39.0	20.7	14.6
(自動車)	42.5	0.7	52.9	3.9	18.7	4.6	63.5	13.2
その他製品	47.5	8.5	12.0	32.0	21.5	13.1	17.7	47.7

らとりわけ顕著な円建シェアの拡大は、主として東南アジア向円建輸出の増加(円建のシェアは五〇%を上廻った)によるものであった。さらにこれを商品別に考察すると、東南アジア向け円建輸出の大宗を占めていたのは、一位が輸送用機器(六九・三%)、二位が精密機器(六三・八%)であり、以下一般機械(六三・七%)、四位食糧品(六〇・四%)、電気機械(三五・五%)。ただしICは逆にドル建の比率が七三・二%に達している)の順となっていた(表18)。それはtradablesに関するマッキノン説の妥当性を裏づけるかの如くにみられるが、円高が急激に進展した一九九〇年代を迎えると、円建輸出の比

(対東南アジア)

	金額比率				件数比率			
	円	U.S.ドル	D.マルク	その他	円	U.S.ドル	D.マルク	その他
総 輸 入	26.2	71.9	0.1	1.9	23.5	73.7	0.1	2.7
食 料 品 類	31.3	68.0	0.0	0.7	27.6	71.5	0.0	0.8
肉 類	75.6	24.4	—	—	69.8	30.2	—	—
魚介類	23.3	76.7	0.0	0.0	25.1	74.8	0.0	0.1
果実及び野菜	20.2	79.7	—	0.2	12.8	86.9	—	0.3
原 料 品	9.8	90.0	0.0	0.2	7.0	92.2	0.1	0.8
木 材	5.1	94.6	0.1	0.2	5.8	93.5	0.1	0.6
羊 毛	21.9	78.1	—	—	21.9	78.1	—	—
綿 花	—	95.4	—	4.6	—	85.7	—	14.3
鉱 物 性 燃 料	0.8	99.2	—	0.0	1.5	98.2	—	0.3
原油及び粗油	0.2	99.8	—	—	1.3	98.7	—	—
石油製品	0.9	98.9	—	0.1	2.1	96.9	—	1.0
製 品 類	32.1	65.0	0.1	2.7	24.8	71.6	0.1	3.5
化学製品	28.5	68.1	0.1	3.3	29.7	65.8	0.2	4.3
繊維製品	18.1	79.2	0.0	2.6	11.8	86.2	0.0	2.0
金属製品	51.9	46.2	—	1.9	47.9	49.3	—	2.8
機械機器	39.2	57.9	0.2	2.7	36.3	59.2	0.2	4.2
(事務用機器)	32.5	66.3	—	1.3	13.5	83.6	—	2.9
(自動車)	63.2	26.8	—	10.0	37.5	50.0	—	12.5
その他製品	18.6	78.3	0.1	3.0	19.4	76.4	0.1	4.0

※ その他製品には、木製品（家具など）や絵画、非貨幣用の金などが含まれる。

率は、逆に低下した。その理由としては、ドル建IC輸出の増加や、円建比率の高い自動車輸出の鈍化<sup>(27)</sup>とともに、既に関説した市場価格設定行動をあげるこ  
とが可能である。事実「激しい  
円高の中で、日本の輸出業者の  
立場は弱まっており、円建て輸  
出価格の値引きを要求されるだ  
けでなく、半導体でさえ、対米  
向けはハドル建契約の場合の値  
上げは通じるが、円建て取引に  
は応じてもらえない」という声  
が聞かれるように、円建てでは  
マーケットを失いかねない事態  
に直面した<sup>(28)</sup>。

その他中条誠一氏は、急激な  
円高の下で、円建輸出が逆に停

(対 NIEs)

	金額比率				件数比率			
	円	U.S.ドル	D.マルク	その他	円	U.S.ドル	D.マルク	その他
総 輸 入	37.9	59.7	0.0	2.4	29.2	67.6	0.1	3.2
食 料 品 類	46.0	52.9	—	1.1	42.3	56.5	—	1.2
肉 類	87.9	12.1	—	—	90.0	10.0	—	—
魚介類	41.3	58.7	—	0.0	45.2	54.6	—	0.2
果実及び野菜	7.1	92.7	—	0.2	8.5	91.3	—	0.2
原 料 品	12.3	86.6	—	1.1	11.6	86.6	—	1.8
木 材	13.1	86.5	—	0.4	18.0	81.0	—	1.0
羊 毛	—	100.0	—	—	—	100.0	—	—
綿 花	—	61.4	—	38.6	—	50.0	—	50.0
鉱 物 性 燃 料	0.2	99.6	—	0.2	1.5	97.1	—	1.5
原油及び粗油	—	100.0	—	—	—	100.0	—	—
石油製品	0.2	99.5	—	0.3	1.9	96.2	—	1.9
製 品 類	38.6	58.6	0.1	2.8	27.7	68.6	0.1	3.6
化学製品	34.4	62.1	0.2	3.3	33.8	62.4	0.3	3.5
繊維製品	17.4	79.4	—	3.2	11.8	86.3	—	2.0
金属製品	65.7	32.2	—	2.1	54.4	42.8	—	2.8
機械機器	44.9	52.7	0.1	2.3	37.3	58.4	0.2	4.1
(事務用機器)	36.4	62.8	—	0.8	12.3	84.7	—	3.0
(自動車)	27.1	72.9	—	—	20.0	80.0	—	—
その他製品	23.9	72.3	0.1	3.8	22.3	73.0	0.1	4.6

滞した理由として、次のような事由を指摘している。<sup>(29)</sup> ①円高のメ  
 リットを享受するため、原材料・  
 部品の海外調達が増加し、外貨建  
 輸出とのマリーがしやすくなった  
 こと。②海外子会社群との国際的  
 分業のネットワークが深化し、拡  
 大、複雑化した企業内貿易にとっ  
 ては、米ドル建の方が管理しやす  
 いこと。③円借や輸銀ローンを利  
 用したプラント輸出についても円  
 高を嫌って、ドル建契約を要求さ  
 れるケースが増大したこと。④自  
 社の海外子会社には、現地通貨建、  
 またはドル建で輸出し、現地側が  
 為替を気にしないで、販売活動に  
 専念できるよう配慮したこと。

④の理由は、既に関説したよう

(対 ASEAN)

	金額比率				件数比率			
	円	U.S.ドル	D.マルク	その他	円	U.S.ドル	D.マルク	その他
総 輸 入	16.3	81.2	0.1	2.4	15.4	80.2	0.2	4.2
食 料 品 類	14.3	84.5	0.0	1.2	13.0	85.4	0.1	1.5
肉 類	20.5	79.5	—	—	20.4	79.6	—	—
魚介類	8.3	91.6	0.0	0.0	11.4	88.3	0.1	0.2
果実及び野菜	62.5	36.8	—	0.7	29.3	69.4	—	1.4
原 料 品	10.2	86.5	0.0	0.3	5.3	93.6	0.1	1.1
木 材	3.8	95.9	0.1	0.2	3.4	95.8	0.2	0.6
羊 毛	36.0	64.0	—	—	43.8	56.3	—	—
綿 花	—	100.0	—	—	—	100.0	—	—
鉱 物 性 燃 料	0.8	99.2	—	0.0	1.4	98.2	—	0.4
原油及び粗油	0.2	99.8	—	—	1.3	98.7	—	—
石油製品	1.3	98.5	—	0.2	1.7	96.6	—	1.7
製 品 類	25.1	70.5	0.2	4.2	20.0	73.4	0.2	6.3
化学製品	11.1	81.7	0.2	7.0	20.1	69.2	0.4	10.3
繊維製品	26.9	68.4	0.1	4.6	17.7	77.6	0.2	4.5
金属製品	14.8	80.6	—	4.6	24.4	69.6	—	5.9
機械機器	31.5	63.8	0.3	4.4	29.4	62.1	0.5	7.9
(事務用機器)	46.2	51.8	—	2.1	13.6	81.5	—	4.9
(自動車)	84.2	—	—	15.8	66.7	—	—	33.3
その他製品	14.0	82.9	—	3.1	12.7	82.2	—	5.0

※ その他製品には、木製品（家具など）や絵画、非貨幣用の金などが含まれる。

に、三〇人委員会のアンケート調査においても、多国籍企業の戦術として紹介されているが、福田慎一氏は、円建輸出の増加が、企業内貿易の増加に基因するとの見方に対して、批判的な見解を明らかにしている。<sup>(30)</sup> 同じく、徳永正一郎氏を中心とする九州大学世界経済分析研究室が、一九三二—三年に行ったアンケート、聞き取り調査の結果も、これを裏書きしており、機械関連子会社との輸出入取引をみると、子会社向けの場合は、円建の比率が四〇％に過ぎないのに対して、独立企業向けの場合は、円建取引が五七％

(対中国)

	金額比率				件数比率			
	円	U.S.ドル	D.マルク	その他	円	U.S.ドル	D.マルク	その他
総輸入	19.0	80.4	0.0	0.6	14.1	85.4	0.0	0.5
食料品類	30.5	69.5	—	0.0	23.0	76.8	—	0.1
肉類	7.8	92.2	—	—	9.5	90.5	—	—
魚介類	31.5	68.5	—	—	22.5	77.5	—	—
果実及び野菜	34.6	65.4	—	—	28.5	71.5	—	—
原料品	6.4	93.1	—	0.5	6.9	92.7	—	0.4
木材	2.5	97.5	—	—	3.1	96.9	—	—
羊毛	—	100.0	—	—	—	100.0	—	—
綿花	—	100.0	—	—	—	100.0	—	—
鉱物性燃料	—	100.0	—	—	—	100.0	—	—
原油及び粗油	—	100.0	—	—	—	100.0	—	—
石油製品	—	100.0	—	—	—	100.0	—	—
製品類	18.9	80.2	0.0	0.8	12.8	86.5	0.0	0.6
化学製品	9.2	89.7	—	1.1	5.6	93.5	—	0.8
繊維製品	11.4	88.5	0.0	0.2	10.0	89.8	0.0	0.2
金属製品	12.9	86.9	—	0.2	11.9	87.2	—	0.9
機械機器	50.1	47.9	—	2.0	47.2	52.1	—	0.6
(事務用機器)	50.9	49.1	—	—	78.1	21.9	—	—
(自動車)	—	—	—	—	—	—	—	—
その他製品	11.0	87.4	0.0	1.5	8.3	89.8	0.1	1.9

※ その他製品には、木製品(家具など)や絵画、非貨幣用の金などが含まれる。

(出所) 通商産業省「輸出入決済通貨建動向調査」,(平成7年9月分)平成8年1月25日

に達していた。<sup>(31)</sup> なお為替リ  
 スクと為替資金の本社、あ  
 るいは海外金融子会社によ  
 る一元的な管理方式は、為  
 替、資金操作の効率化をは  
 かるとともに、海外の製  
 造、販売拠点の負担を緩和  
 するため、日本の多国籍企  
 業においても、既に実施さ  
 れている。<sup>(32)</sup>

次に日本の輸入面に目を  
 転んずると、円建の比率が  
 高いのは、ヨーロッパから  
 の輸入であるが、貿易全体  
 に占めるウェイトが低いた  
 め、円建輸入比率の向上に  
 は、実質的に寄与する余地  
 が少い。それに対して東南



(表 21) 日本の原燃料類以外の輸入における通貨別状況

(金額比率, 暦年, %)

	世界			米国		
	原燃料以外 <sup>1)</sup>	ドル	円	原燃料以外 <sup>2)</sup>	ドル	円
1987 年	55.8	69.0	17.9	74.8(27.1)	87.8	12.0
1988	62.5	67.5	19.9	76.6(27.1)	87.1	12.7
1989	63.8	66.3	20.7	78.6(28.7)	87.0	12.7
1990	63.0	63.3	21.8	82.2(30.9)	85.9	13.9
1991	64.0	63.1	23.3	82.7(28.8)	86.6	13.2
87→91	+8.2	-5.9	+5.4	+7.9(+1.7)	-1.2	+1.2

	E C			東南アジア		
	原燃料以外 <sup>2)</sup>	ドル	円	原燃料以外 <sup>2)</sup>	ドル	円
1987 年	95.4(17.1)	17.4	27.9	55.2(28.9)	79.1	19.4
1988	96.0(17.1)	19.5	27.2	64.4(28.3)	72.7	25.4
1989	95.9(17.5)	17.7	28.1	65.7(27.7)	70.0	27.8
1990	96.3(19.2)	14.7	27.3	63.8(25.3)	68.7	28.6
1991	96.7(18.3)	14.6	31.7	66.9(29.3)	66.1	31.2
87→91	+1.3(+1.2)	-2.8	+3.8	11.7(+0.4)	-13.0	+11.8

(注) 1) 総輸入に占める原燃料類以外の輸入のシェア。

2) ( ) 内は、原燃料類以外の輸入に占める各地域のシェア。

(出所) 通産省『輸入報告統計』より作成。佐藤清隆「アジアにおける円の国際化」『証券経済』第189号, 1994年9月 118ページより再録。

アジアからの輸入の場合は、円建輸入の比率が平均を上廻っているが、それにも不拘、総体として円建輸入の比率が低いのは、アメリカからの輸入の七割前後が、ドル建となっているためである(表19)。

次に輸入の商品別に、いかなる通貨が契約通貨として用いられているかを考察すると(表20)、ドル建比率の高いのは一位が綿花(金額比率九・四%)二位が原油及び粗油(九・五%)であり以下石油製品(九・一%)、木材(九〇・一%)、繊維製品(七五・九%)の順となっており、とりわけ鉱物性燃料(九八・九%)と原料品(九一・二%)は、ドル建の比率が、圧倒的に高い。石油と原料の輸入にドル建の比率が高いのは、ひ

(表 22) アジア・太平洋諸国における輸出入の通貨別構成

(1992 年)

(輸出)												(%)
	ドル	円	マルク	ポンド	オーストラリア・ドル	スイス・フラン	シンガポール・ドル	ホンコン・ドル	フランス・フラン	シンギット	その他	合計
オーストラリア	57.0	1.1	0.4	0.6	39.3	—	—	—	—	—	1.6	100.0
中国	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★
香港	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★
インドネシア	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★
日本	46.6	40.1	★	★	★	★	★	★	★	★	13.1	100.0
韓国	88.8	6.3	2.9	0.8	—	—	—	—	—	—	1.2	100.0
マレーシア	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★
ニュー・ジーランド	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★
フィリピン	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★
シンガポール	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★
タイ	91.0	4.8	1.1	0.5	★	0.3	0.8	0.6	0.2	0.2	0.5	100.0

(輸入)												(%)
	ドル	円	マルク	ポンド	オーストラリア・ドル	スイス・フラン	シンガポール・ドル	ホンコン・ドル	フランス・フラン	シンギット	その他	合計
オーストラリア	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★
中国	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★
香港	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★
インドネシア	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★
日本	74.5	17.0	3.6	★	★	★	★	★	★	★	4.9	100.0
韓国	78.6	13.6	3.8	0.6	★	0.7	★	★	★	★	2.7	100.0
マレーシア	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★
ニュー・ジーランド	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★
フィリピン	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★
シンガポール	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★
タイ	74.5	12.3	4.6	1.4	★	0.9	1.6	0.5	0.7	0.7	2.9	100.0

(注) ※ n. a.

— negligible

 (出所) 各国政府より提供。Bandid Nijathaworn and Chirathep Senivongs, "International Use of Currencies : An Evidence in the East Asia and the Pacific Region", *Quarterly Bulletin* (Bank of Thailand), Vol. 34, No. 4, 1994, p.18.

(表 23) 東アジア諸国の円建輸出入比率 (1989 年)  
(%)

		輸出	輸入
日	本	35.0	14.0
韓	国	8.7	10.6
タ	イ	2.6	11.2
フィリピン		12	
インドネシア		5 以下	9 以下

(出所) *Far Eastern Economic Review*, Oct. 31, 1990, p. 74.

とりアメリカからの輸入に止らず、他の地域からの輸入についても共通する特徴であり、それは tradables II に対するドルの媒介通貨としての優位性を示すものといえる。

反対に円建の比重が相対的に高いのはアメリカ、EU、東南アジアからの肉類（アメリカ：五三・三％、EU：九六・四％、東南アジア：七五・六％）、アメリカ、EUからの化学製品（アメリカ：三三・三％、EU：六七・八％）と東南アジア、NIEs、ASEANからの金属製品、および各地域からの事務用機器、アメリカおよび中国を除く他の地域からの自動車の輸入（ASEAN：八四・二％、東南アジア：六三・二％、EU：四二・五％、NIEs：二七・一％、アメリカ：一七・一％）であり、EUからのその他製品の輸入も、円建の比率が、相対的に高い（四七・五％）。一九八六年には石油価格が下落し、他の原材料価格も一九八〇年代の後半に下落したため、日本の総輸入に占める石油輸入の比率は、一九八〇年に三七・五％、一九九一年には一三・二％に低下した<sup>(33)</sup>。一九八七年以降、円建輸入の比率が高まったのも、一つには、そのような原燃価格の下落と、それに伴う輸入シェアの低下を反映したものであった。ちなみに原燃料以外の輸入についてみると（表21）、EUからの輸入は、もともと原燃料の輸入が少く、アメリカからの輸入は本来的にドル建が主体となっているので、ともに円建輸入比率の向上には寄与しない。従って円建輸入比率の帰趨を大きく左右するのは、東南アジアからの輸入であり、その地域からの原燃料の輸入が減少し、それ以外の品目の輸入が増加するにつれて、円建輸入の比率も、全体として増大する形となっている。

一方東アジア諸国の輸出入に占める円建取引の比率については、断片的な情報

が伝えられるに過ぎないが、Bank of Thailandの四季報によると、一九九二年に韓国は輸出の六・三%、輸入の一三・六%を円建とし、タイも輸出の四・八%、輸入の一・三%を円建で行っていた(表22)。また一九九〇年十月十一日付の『ファー・イースタン・エコノミック・レビュー』誌は、一九八九年の東アジア諸国における円建輸出入の比率(表23)を明らかにするとともに、東アジア諸国の日本に対する輸出競争が激化するに伴って、韓国の輸出業者は、日本の輸入業者の希望する契約通貨を受け入れざるをえなくなっていると報道した<sup>(34)</sup>。既に関説したように日本における円建輸入の比率は、基本的に東アジアからの製品輸入のパラメーターのようなものであり、日本が円建輸入比率の拡大を求めるとするならば、東アジアの国々との水平的な貿易関係を確立するとともに、それら諸国の工業製品を吸収できるように、日本の市場を開放し、経済の体質を改善することが必要である。

#### (四) 取引通貨・媒介通貨機能

取引通貨機能とは、民間部門における通貨の交換手段機能をさし、それが取引の直接当事者ではない第三国間の国際経済取引に使用される場合には、媒介通貨と呼称される。取引通貨と媒介通貨は、まず非銀行部門相互の貿易取引に用いられ、第二段階として、その差額を決済するために、非銀行部門と銀行部門との対顧客為替取引に使用される。最終的には為替銀間のインター・バンク市場を通じて取引が完了するが、一例として円を対価としてオーストラリア・ドルを取得しようとしても、出合がとれない場合は、東京市場で円を売ってドルを買い、そのドルをシドニー市場で売って、オーストラリア・ドルを取得することになる。その場合のドルは、為替媒介通貨と呼ばれる。クルーグマン(Paul Krugman)は、取引、媒介通貨の機能を、上述のような三つの取引段階に即して考察し、次のような総括を行っている。①最初の非銀行部門間の取引においては(この段階の取引通貨、媒介通貨機能は、契約通貨機能と密接に結び

っている)、ドルが特別な役割を演じているが、その役割は独占的なものではない。②次に為替取引の小売市場に相当する銀行の対顧客取引においても、ドルは特別な役割を果していないが、③為替取引の卸売市場とも称すべきインター・バンク市場においては、ドルが大々的に交換手段として用いられている<sup>(35)</sup>。

取引通貨と媒介通貨は、時として同義的に用いられている<sup>(36)</sup>が、両者は独立した概念として、峻別さるべきものと考ええる。取引通貨機能の要件としては、契約通貨の場合と同じく、一般受領性をもつことが先決であり、そのためには価値の安定性と流動性サービスが必要とされる。為替媒介通貨機能の要件としては、そのような取引通貨としての一般的な要件を充足するが必要であるが、そのほかにもさらにいくつかの特殊な条件が付加される。ちなみに一九六〇年代の末に、いち早く為替媒介通貨機能の分析を行ったスヴォボダ (Alexander Swoboda) は、その要件として、一般受領性、市場性、取引・インフレーション・コストの低廉性、価値の安定性、貿易・為替管理の自由化と、先物取引の便宜をあげている<sup>(37)</sup>。しかしながらそのような一般的な条件だけでは不十分であり、仮にドルがポンドとマルクの為替媒介通貨として機能するためには、マジー (Stephen P. Magee) とラオ (Ramesh K. S. Rao) が指摘したように、ポンド↓ドル↓マルクのコストが、ポンド↓マルクのクロス・カレンシー取引のコストよりも安いことが必要とされる<sup>(38)</sup>。そのような条件が成立するのは、クルーグマンが指摘したように、ドルの市場規模が大きいため、規模の利益がえられるためである<sup>(39)</sup> (同時にアベラビリティについても、考慮することが必要である)。

まず取引・媒介通貨機能から考察すると、長期契約の場合にしばし用いられる多数通貨選択条項が付帯されている場合や、若干の例外的な歴史的事例を除くと、契約通貨はそのまま取引・媒介通貨として、用いられるのが通例である。ちなみに契約通貨と取引・媒介通貨の機能が乖離した事例としては、契約通貨として用いられる反面、取引通貨としてのコインが鑄造されなかった中世のリラや、二〇世紀のイギリスにおいて、貨幣として流通していないギニー

が、計算単位として使用されていた例が知られている<sup>(40)</sup>。また天文学的なインフレを記録した一九二〇年代のドイツにおいては、金マルクが契約通貨として用いられたが、決済にはマルクが使用され<sup>(41)</sup>、一九七四年に至るまで、湾岸諸国は既述のように石油のドル建ポンド決済を実施していた<sup>(42)</sup>。同じく契約通貨<sup>(43)</sup>取引・媒介通貨の例外としてあげられるのは、通貨条項 (currency clause) であるが、それは国際経済取引の当事者が、契約通貨の選択について、合意できない場合に、妥協案として用いられる方式である。一例としてフランスからイギリスに輸出する場合に、契約通貨としてはポンドが使用されるが、決済日のフランス・フランとポンドの為替相場により、ポンドの決済額を増減（一定の限度が設定されることもある）する方式がこれにあたる。

一九九八年の四月にビック・パンが実施されるまで、日本における非銀行部門相互の国際決済は、交互計算が認められた場合を除くと、為替銀行を経由して行わなければならないので（為銀主義）、非銀行部門は取引の都度、為替銀行との間で、為替取引を行わなければならないかった。最終的に為替銀行は、海外の本店あるいはコルレス銀行を通じて、国際間の決済を行うことになるが、為替銀行は受動的に顧客の依頼に応じて、為替取引を行うだけでなく、積極的にインターバンク市場において為替の売買を行っている。それは対顧客取引の結果発生する為替持高と、内外資金の過不足を調整するためであり、為替持高操作、為替資金操作と呼ばれる。かつては為替持高をスクエアにすることが、為替操作の鉄則とされていたが、変動相場制度下においては、為替相場の変動を利用して、為替差益を稼得するため、積極的に持高（持高規制がある場合は、その範囲内で）を造成する、所謂投機取引が盛行するに至った。一九八五年の三〇人委員会の報告書によると、アンケートに対して回答を行った銀行、証券会社のうちの四〇％は、中央銀行の試みる為替の安定化対策に反対し、中には、為替相場の変動を歓迎するものも含まれていた。とくにマーケット・メーカーは、為替相場の変動を利用して裁定を行い、為替差益を稼得していた<sup>(44)</sup>。



(表 24) 世界 3 大為替市場の銀行間・対顧客取引比率

(単位 %)

	東京	ロンドン	ニューヨーク
銀行間取引	70 ( 3)	85 (△6)	86 (△2)
対顧客取引	30 (△3)	15 ( 6)	14 ( 2)

(注) ( ) 内は前回調査&lt;1986年3月&gt;比増減 %ポイント

(出所) 日本銀行「東京外国為替市場の概要」『日本銀行月報』, 1991年12月号, 11ページ。

(表 25) 世界主通外国為替市場の通貨別取扱<sup>①</sup>比率

(%)

	1989年4月	1992年4月	1995年4月
ドル	90	82	83
マルク <sup>②</sup>	27	40	37
円	27	23	24
ポンド	15	14	10
フランス・フラン	2	4	8
スイス・フラン	10	9	7
カナダ・ドル	1	3	3
オーストラリア・ドル	2	2	3
ECU	1	3	2
その他ヨーロッパ通貨	3	9	13
その他報告国通貨	3	3	2
その他	19	8	8
合 計	200	200	200

(注) ① 1989年の報告国は、21か国、1992、95年は26か国。1989年および1992年のフィンランドは、オプションとフューチャーを含む。1989年は、ドル、マルク、円、ポンド、スイス・フラン、ECUを除き、ローカル・カレンシーの取引のみを対象。1989年には、ネット・グロス、ネット・ネットベースの比較ができないので、数字はグロスの取扱高を示す。

② 1989年4月の数字は、ドイツにおけるマルクを含む国内取引を除く。

(出所) Bank for International Settlements, *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 1995*, Basle, 1996, p. 10, Table F—5,

(表 26) 世界の為替市場における通貨別取扱高の内訳

(%)

1992								
通貨 ⇒ 金融センター ↓	ドル	マルク	円	ポンド	Ecu	その他	合 計	
							%	金額 (10億ドル)
ロンドン	80.4	41.4	15.2	23.9	5.0	34.1	200	300.2
ニューヨーク	88.7	43.8	25.6	11.5	0.9	29.5	200	192.3
東京	92.4	18.6	73.9	5.6	0.4	9.1	200	126.1
シンガポール	90.4	36.6	31.5	14.7	0.9	25.8	200	75.9
チューリッヒ	72.9	43.5	8.8	8.2	3.4	63.1	200	68.1
ホンコン	90.2	32.4	28.0	13.5	0.5	35.3	200	60.9
フランクフルト	75.8	83.4	7.1	5.8	0.0	27.9	200	56.5
パリ	61.2	54.7	6.8	6.6	7.1	63.5	200	35.5

(出所) BIS, *Survey of Foreign-Exchange Market Activity*, 1992. ECU Institute (eds.), *International Currency Competition and the Future Role of the Single European Currency*, London, 1995, p. 82 より再録。

(表 27) 為替の取引種類別通貨構成

(1日平均, %)

1992 年							
通貨 ⇒ 取 引 ↓	ドル	マルク	円	ECU	その他	合 計	
						%	金額 (10億ドル)
直物	72.1	53.2	20.1	3.0	51.6	200	393.7
先物	75.6	36.3	26.5	2.7	58.9	200	58.5
スワップ	95.3	22.4	25.7	3.3	53.3	200	324.3
フューチャー	97.2	42.3	30.2	0.0	30.3	200	9.5
オプション	77.3	50.6	35.1	0.2	36.8	200	37.7
合計	82.0	39.6	23.4	2.9	52.1	200	832.0

(出所) BIS, *Survey of Foreign Exchange Market Activity*, 1992. ECU Institute, *op. cit.*, p. 84 より再録。

(表 28) 世界 3 大為替市場の通貨別取引比率

(単位 %)

	ドル/円	ドル/マルク	ドル/ポンド	ドル/SFr	クロス取引
東京	72 (△10)	10 ( 2)	4 ( 2)	4 ( 0)	6 ( 5)
ロンドン	15 ( 1)	22 (△6)	27 (△3)	10 ( 1)	9 ( 6)
ニューヨーク	25 ( 3)	33 (△1)	15 (△4)	12 ( 2)	4 (n. a.)

(注) ① ニューヨーク外為市場については銀行取扱い分のみ。

② ( ) 内は前回調査&lt;1986年3月&gt;比増減 %ポイント

(出所) 日銀前掲論文, 12 ページ。

世界の外国為替市場は、グローバルに連動し、約五〇万人の為替ディーラーが、二四時間休むことなく為替取引に従事しているが、為替相場の変動が激しい時には、一日の取扱高が、二兆ドルにも達するものとみられている<sup>(45)</sup>。そのうちで銀行間取引の占める割合は、一九九五年にニューヨークが八七%、ロンドンが七五%となっており、為銀主義をとっていた東京市場でも、七〇%を占めていた<sup>(46)</sup>。このことは銀行間の為替取引が、単なる対顧客取引の受動的な仲介に止まるものではないことを示唆している。

次に世界の主な為替市場における通貨別の取引シェアを一瞥すると、一九九五年の四月にグロスでドルは、八三%を占め、円は三七%のマルクについて、第三位(二四%)となっていた(表25)。一九八九年四月の調査時点と比較すると、ドルと円は、ともにシェアが低下したが、それとは対蹠的にウェイトを高めたのは、マルクとフランス・フランおよび他のヨーロッパ通貨であった。これを市場別にみると、ドルの比重(一九九二年四月)は、東京の九二・四%を筆頭として、シンガポールとホンコンでそれぞれ九〇%強を占めており、それからドルは、とりわけアジアの為替市場において、盛大に取引されていることが判然とする(表26)。それに対して円は、シンガポール(三二・五%)、ホンコン(二八・〇%)、ニューヨーク(二五・六%)<sup>(47)</sup>におけるシェアが高く、円の取引はアジアの市場に特化しているが、ロンドン、ニューヨークはもとより、シンガポールとホンコンにおいても、円の取扱はマルクのシェ

(表 29) 取引通貨別ブローカレッジ<sup>①</sup>

	イギリス	イタリア (ローマ)	ベルギー	ドイツ
ドル	.0084	.016	.02	.0125
ポンド	...	.029	.071	.0125
カナダ・ドル	.045	.086	.022	
ギルダー	.076	.029	.072	
マルク	.084	.032	.080	
スイス・フラン	.076	.035	.087	
フランス・フラン	.069	.039	.098	
ベルギー・フラン	.105	.040	...	(注) <sup>②</sup>
リラ	.066	...	0.63	
スウェーデン・クローネ	.073	.041	.1	
ノルウェー・クローネ	.075	.057	.14	
デンマーク・クローネ	.072	.055	.14	
シリング	.073	.042	.052	
エスクード	.12	.046	.057	

(注) ① 100 万当り。IMF 平価および 1 Swiss Franc = .23 U.S. dollar として算出。

② ドイツにおけるドル、ポンド以外のブローカレッジは、.031 から .042。

(出所) Central Bank Papers (Ditchley Park : Conference on the Foreign Exchange Market, March, 1967). Alexander Swoboda, "Vehicle Currencies and the Foreign Exchange Market : the Case of the Dollar, in Robert Z. Aliber (ed.), *International Market for Foreign Exchange*, NY, 1969, p. 38 より再録。

アを下廻っている。さらにこれを直物、先物、デリバティブの取引種類別に概観すると、ドルはフューチャーおよびスワップ市場で、圧倒的な強さを発揮しており、マルクは、直物およびオプション市場におけるシェアが相対的に高い(表 27)。

そのようなドルの優位性は、ドルがインターバンク市場における為替銀行の為替操作に当って、抜群の為替媒介通貨機能を発揮するに至った背景を反面的に物語るものである。三〇人委員会(報告書によると、一九七九年の初めに、ロンドンにおける為替取扱高の九九%、フランスフルトの九〇%、チューリッヒの九五―九九%、パリの六〇%は、いずれもドルによって媒介された取引であったと推定されている。<sup>(48)</sup> 反面一九八九年の四月に実施された調査によると、クロス取引は、ロンドン市場の九%、東京の六%、ニューヨークの四%に止っており(表 28)、

(表 30) 東京為替市場におけるクロス取引の規模<sup>(注)</sup>

(単位 百万ドル)

	ポ ン ド	マルク	スイス・フラン	そ の 他	合 計
1978	1,137	2,723	338	310	4,508
1979	3,847	8,333	705	768	13,653
1980	12,598	23,920	2,047	1,788	40,353
1981	19,425	40,567	4,477	1,698	66,167
1982	14,579	69,810	10,168	4,097	98,654
1983	13,311	72,954	17,707	5,083	109,055
1984	18,551	122,766	38,579	5,297	185,193
1985	41,472	208,725	62,499	6,888	319,584
1986	72,134	396,539	144,194	21,740	638,607
1987	184,264	576,523	208,698	37,104	1,006,589
1988	289,651	703,895	259,303	63,300	1,316,149
1989	304,832	1,033,569	257,113	147,031	1,742,545
1990	491,800	1,149,400	199,900	335,000	2,176,100

(注) ドルと円以外の通貨との取引は、ブローカー経由で行われた。

(出所) Tokyo Foreign Exchange Market Practice Committee. Fumihiko Tateno, "The Foreign Exchange Market in Japan", in Shinji Takagi, (ed.), *Japanese Capital Markets*, Cambridge, Mass., 1993, p. 470.

ロンドンにおけるクロス取引の大部分は、ポンド／マルク取引であった。

山本氏は為替媒介通貨機能を、為替銀行が金裁定取引を禁止されたブレトン・ウッズ体制下で自立した概念であるとのべているが、<sup>(49)</sup>トーマス (S. Evelyn Thomas) によると、第一次世界大戦前においても、ポンド手形はイギリスの貿易の十分の一、世界貿易の二分一をカバーし、金と同じように国際通貨として流通していた。「それは輸出入の当事者としての外国貿易から派生する債務の決済だけでなく、イギリスの海岸に接岸しない商品についても、諸外国の間に発生する巨額の債務ポジションを決済するための国際慣行として広く用いられた<sup>(50)</sup>」。そのようにしてポンドは、貿易取引の媒介通貨としての機能を果していたが、それが同時に為替媒介通貨として、どの程度使用されていたかについては、判然としない。しかしながら第一次大戦後は、為替相場の変動が激しくなり、先物為替が発達するとともに、ポンド手形の郵送に代って、電信取引

が増大した。その結果として為替取引は、今日のように、海外の銀行預金残高、あるいはクレジットによって派生する外国通貨に対する請求権の売買の形をとることになったのである。そのような為替メカニズムの変化と資本、投機取引の増加に伴って、大銀行も外国為替部門を拡充するに至ったが、ポンド手形の地位が低下するにつれて、イギリスの貿易商も、ポンドだけでなく、相手国通貨を使用する割合が増大した<sup>(51)</sup>。ポンドあるいは次第に国際通貨としての地位を高めつつあったドルが、その当時の貿易および為替取引の媒介通貨として、いかなる役割を果たしていたかは、明らかでないが、逆にその当時のすべての為替取引が、クロス取引によって構成されていたと断定することは、果して可能であろうか。

ドルが戦後為替媒介通貨として、圧倒的な力を発揮するに至ったのは、世界の経済と、国際間の貿易、資本取引に占めるアメリカの圧倒的なウエイトと、広く、深く、弾力的なニューヨーク金融、資本市場の存在を背景とするものであった。加えてドルは、貿易取引における契約通貨、資本取引面におけるユーロ・ダラーの取引通貨として、重要な役割を果たただけでなく、為替取引の分野においても、他の通貨に比べて、次のようないくつかの利点をもっていた。すなわちドルの売買スプレッドは他通貨の二分の一であり、ブローカレッジ(表29)や、インフォメーション・コストも低廉であっただけでなく、ドルは、先物取引の便宜にすぐれ、出合をとることも容易であった<sup>(52)</sup>。

しかしながら世界経済と貿易に占めるアメリカの地盤沈下、Visual Display Units (VDU) の導入、ドルの介入通貨機能の後退などを背景として、昨今はドルの為替媒介通貨機能も、次第に蚕食されつつある<sup>(53)</sup>。一九八〇年代の末より、クロス・マーケットは、ロンドンを中心として急速に拡大しつつあり、ニューヨークと東京においても、クロス取引が増大している(表30)。為替銀行は独立してクロス・レートの建値を発表しているが、ヨーロッパにおけるクロス取引の拡大は、EMUの創設、ドイツ銀行の提供する競争的サービス、売買スプレッドの縮小(ドル/リラの〇・〇四



%に比して、マルク/リラは〇・〇一%、情報システムの発達によるインフレーション・コストの低下(EMSにおける為替変動幅の縮小と安定、およびパリテイ・グリッドの定着)を背景とするものである。ミラノにおける為替取扱高の七〇%は、クロス取引ともいわれ、マルクの為替媒介通貨機能は、ドルに比肩するまでに至ったとの観測さえもなされている。<sup>(55)</sup>それはドルの不安定性や、アメリカ経済の地盤沈下とは対蹠的に、東西両ドイツの統一を達成したドイツの経済的なウエイトの増大を背景とするものであり、近い将来におけるユーロの登場とともに、為替媒介通貨の分野においても、新しい変革が訪れることは、必定と思われる。なんとなれば、ユーロの登場に伴って、EU域内の外国為替取引は消滅し、勢いドルが為替媒介通貨として介在する余地もなくなるためである。貿易取引の面においても、中東欧、アフリカ、中近東はユーロ圏に包摂され、アジア、ラテン・アメリカ諸国とEUの貿易取引も、ユーロ建に移行することが予想されるので、ユーロの取引通貨機能は、急速に拡大するだけでなく、イギリスのEMU加盟に伴って、ユーロが往年のポンドと同じように、貿易取引の媒介通貨に飛躍する可能性さえも予見される。加えてEUの金融統合が進展し、イギリスがこれに参加する場合には、強いユーロをバックとして、資本取引の面においても、大量の資本がドルからユーロにシフト(バーグステンは、その規模を一兆ドルと推定している)<sup>(56)</sup>し、金融、資本市場における流動性の増加↓ユーロが替市場の拡大を挺子として、ユーロの為替媒介通貨機能が、飛躍的に増大することも予見されるのである。

#### (ハ) 投資通貨機能

投資通貨機能とは、民間部門が余剰資金を安全、有利に管理、運用するために用いられる国際通貨機能であり、そのためには価値の安定性、流動性サービスとともに、収益性が問題とされる。国際通貨機能の基本的な要件の一つで

ある金融・資本市場の発達、とりわけ投資通貨機能にとって不可欠の要件であり、同時に各種金融商品の開発や、諸々の金融的、商業的便宜とインフラストラクチャーの整備が要務とされる。

円の国際通貨機能のうちで、比較的最も発達しているとみられるのは、投資通貨機能であり、ダス (Dilip K. Das) も「円は経常勘定取引よりも、資本勘定取引により広く用いられ、その国際化は、短期の取引よりも、長期の取引について、迅速に行われた<sup>(57)</sup>」とのべている。既述のように経常勘定の国際化が、とく東アジアに偏倚し、円の国際化というよりも、円のリージョナル化の観を呈しているのに対して、資本勘定取引の国際化は、ユーロ円債券市場の発展によって示されるように、文字通りグローバルな形で展開されつつある。しかしながら資本勘定取引の国際化は、統計の表見的な数字が示すほど、実質的に進展したとはいえないのが実情であり、円の投資通貨機能についても、手放しの楽観は禁物である。

日本における資本取引の国際化にとって、起爆剤的な影響を与えたのは、一九八三年の三月に創設された円・ドル委員会 (Ad hoc Yen/Dollar Working Group) であり、そこで提言された円の国際化は、金融の自由化を誘発し、それが再び円の国際化にとつても、ブーメラン的な効果を発揮した。そこで最初に円の国際化のプロセスを、簡単にレビューすることしよう。

日本は一九六〇年代を迎えると、貿易収支の改善を背景として、貿易、為替管理の漸進的な自由化に乗り出し、一九六〇年の七月には、非居住者自由円勘定を創設した。自由円とは外貨の裏づけを有する円をさし、通常の国内円とは区別されていたが、それは非居住者に対して実施された円の限定的な交換性の回復にはかならなかった。その後日本は一九六四年の四月、IMFの八条国に移行するとともに、OECDに加盟し、その結果として日本は、経常取引のみならず、資本取引についても、自由化を迫られることになったのである。日本で最初に、財界の総意を代弁する

ような形で、円の国際化を提言したのは、一九六七年の五月、日本経済調査協議会（以下日経調と略称）によって発表された『円の国際的地位』と題する報告書（佐藤委員会レポートと俗称される）である。提言の論拠とされたのは、第一に円の貿易決済面における利用度が低く、重化学工業化を背景として、躍進の著しい日本の経済的な地位と比較して、遜色を免れ難いことであった。第二はドル、ポンドが動揺する反面、円は通貨危機にさらされていないので、円の国際的地位を強化するには、絶好のチャンスとみられたことである。<sup>(58)</sup>

一九六〇年代の後半から七〇年代の初めにかけて、日本の経常黒字が定着する一方、金の二重価格制、SDRの創設、ユーロ・ダラー市場の拡大など、国際通貨制度が激動する中で、日経調は一九七〇年の七月、再び『国際通貨および国際金融問題』と題する報告書を発表し、円の切上げや、経済協力の推進、およびSDRの育成などについて検討を求めたほか、東京国際金融、資本市場の育成、為替管理の原則自由化、起債市場の自由化、円為替の利用拡大などの先見性に富んだ提言を行った。さらにニクソン・ショックの収束をはかるために合意されたスミソニアン体制が崩壊し、世界の主要国がフロート制に移行した直後の一九七三年の七月に、日経調はさらに『国際通貨新秩序と円』と題する報告書を発表した。そこでは「わが国が金融を思い通りに運営できる時代は終った。わが国の方から世界の金融に調和していく努力が必要となっている」<sup>(59)</sup>とのべるとともに、SDRを中心とする複数基軸通貨体制の一翼を円が担うため、自由円に対する規制の緩和などの新しい提言を行った。また一九七五年の八月に日経調の発表した『対外取引における円の利用』は、東京市場を国際化するための要件として、円による貿易金融制度の創設、東京資本市場の国際化、公社債発行金利の自由化、東京ドル・コール市場の創設など<sup>(60)</sup>、後の円・ドル委員会の勧告を彷彿とさせるような先覚的な提言を行った。

国際通貨体制の動揺や第一次石油ショックを契機として、国際政治、経済の地殻変動が持続された一九七〇年代に、

日本は国際収支の順逆調に対応して、彌縫的な資本の流出入対策に忙殺されたが、その間においても、円の準備、投資通貨機能は、基調として次第に増大した。一九七三―七七年には、經常勘定の悪化に対処するため、資本の流出を抑制したが、一九七七―七八年には逆に円建の資産に対する海外の需要が増大し、準備率を引上げて、資本の流入を抑制した。一九七八年―八〇年の初めには、規制の強化に伴って、国内の円建債権に対する海外からの投資が一段落したが、逆にユーロ円預金は増大した。一九七九年の末には、非居住者の対日投資規制が緩和されたものの、ユーロ円の増勢は依然として持続された。一九七八年の十一月には、カーター・ドル防衛政策の一環として、アメリカが介入資金を調達するため、SDRの売却と、リザーブ・トランシェの引出しによって、マルクとともに円を調達した<sup>(61)</sup>。そのような状況の中で政府は、非居住者による円建資産の取得に対するそれまでの消極的な姿勢を変更したが、それは円高によるインフレの抑制と、貿易摩擦の解消を企図したものであり、日本政府は、外国為替貿易管理法の改正にも着手した（実施は一九八〇年の十二月）。

その間には金融の自由化も推進されたが、とりわけ第一次石油ショック以降は、国債が大量に発行され、金利の自由化を求める圧力が増大した。戦後国債の発行に当っては、大蔵省が国債の引受シンジケート団と交渉し、一年を経過した後は日銀が額面で引受けることを条件として、市場金利を下廻る人為的な金利で国債が引受けられてきたが、国債の発行が増加するに伴って、シンジケート団の不満も増大した。その結果は、ブラウン (J. Robert Brown, Jr.) が指摘したように「国債という一見技術的な領域の内輪の変化が、日本の金融制度を劇的、長期的に変化させる萌芽<sup>(62)</sup>」ともなったのであり、政府はなし崩し的に金利の自由化を迫られることになったのである。預金金利の自由化を求める動きは、第一次石油ショックの頃から台頭し、海外において事業展開を行う日本の銀行も、海外で自由金利商品を取扱っていたが、一九七九年の五月には、かねてから銀行界の要望していたCD（譲渡性預金、negotiable certificates of

deposit)の発行がみとめられた。CDの発行は、地盤の沈下する都銀(金融資産に占める都銀のシェアは、一九五三年が五〇・五%、一九七三年が三六・一%)のみならず、高金利商品を求める企業や、店舗の少い外銀の支持するところであったが、金融債を発行する長期信用銀行や、現先市場(一九四九年に創設)に対する影響を危惧する証券会社、および地銀、信託銀行は、これに反対した。その結果CDは、中小金融機関や長期信用銀行との競合をさけるため、当初はその額面を五億円以上とし、期間も六か月に限られた。

CDの発行は、同時に一九七〇年代を通じて、進展しつつあった業態間における恒根の撤廃に拍車をかけることになったが、とりわけ問題となったのは、銀行と証券会社との対立であった。企業の銀行離れと、直接金融への移行に伴って地盤の沈下した都銀は、ユーロ市場へのアクセスによって、失地を挽回しようと試みたが、証券会社は三局合意(三局指導)により、銀行のユーロ・ボンド引受を、規制させることに成功した。しかしながら日本企業のユーロ市場における起債が増大するにつれて、銀行の不満は一段と強まり、政府も日銀の国債引受を停止することを代償として、国債の窓口販売を、銀行に許容した。その後も銀行と証券の対立は、しばしば金融市場の改革を麻痺させるに至ったが、事態の急激な展開を促すことになったのは、一九八三年十一月の中曽根・レーガン会談において合意された八項目の金融自由化計画と、それをモニターするための、円・ドル委員会の創設であった。

それまで日米貿易交渉の対象とされてきたのは、繊維、鉄鋼などの個別品目であり、農産物の自由化も日程に上っていたが、この問題は、日本の保守政権を窮地に追い込むことが懸念されたため、「欲せざるまま子<sup>(63)</sup>のよう」に登場したのが、金融サービスの自由化問題であった。当時日本の金融機関は大挙してアメリカに進出していたが、反面インパクト・ローンに代る新しい業務展開を模索していた在日米銀は、日本政府の規制に不満を示していた。加えてサービス部門は、アメリカ国内の雇用に寄与するところが大きいだけでなく、一九八一年の対日サービス輸出が、一三六



億ドルの黒字を計上する<sup>(64)</sup>など、最も競争力に勝れたアメリカの産業部門と目されていた。

そのような状況の中でビジネス・ラウンド・テーブルの議長モーガンは、一九八二年の報告書において、日本政府の為替操作に伴う円安の結果、海外の市場において、小松のブルトナーと死闘を演じているキャタピラー社の苦境を訴えるとともに、激しい対日批判を展開した。その第二回報告書として、一九八三年の九月に、ホワイトハウスや、議会に配布されたのがマーチソン・ソロモン・レポートであり、そこにおいては、ドルおよびドル建の資産に対する外国の需要が、円・ドル・ミスマライメント(misalignment)の原因であるとのべるとともに、それを是正するためには、次のような措置が必要であると勧告した<sup>(65)</sup>。①連邦準備銀行による円買いの実施、②ドル準備から円準備への転換、③円建輸出の増加、④行政指導の廃止、⑤新外為法の完全実施、⑥円建の資産に対する人為的な規制の排除(金利の自由化、短期金融市場、円ドル・スワップ、ユーロ円ボンドの発行に対する規制、および利子所得に対する源泉課税の撤廃)、オフショア市場の創設、⑦IMFによるミスマライメントの検討。ユーロ円ボンド市場の自由化については、日本の証券会社も、これを支持したが、銀行は貸出業務への影響を恐れ、徴税当局も源泉課税の撤廃をきらって、これに反対した。いくなれば日米間の交渉は、同時に日本の国内におけるインタレスト・グループ相互の抗争にほかならなかった<sup>(66)</sup>のであり、円・ドル委員会は、六回の会合を重ねた末、一九八四年の五月に報告書を提出したが、それをフォロー・アップする形で、大蔵省は一連の報告書を発表した。その概要は、次のごとくである<sup>(67)</sup>。

# (1) 円・ドル委員会の報告書

## ① 日本の金融市場自由化

CD発行の弾力化、市場金利連動の新型大口定期預金の導入、大口預金金利規制の緩和及び撤廃、円建B A市場の創設、短期国債市場の検討、実需原則の撤廃、居住者の海外口座、円転規制の撤廃、円建対外貨付の自由化、外銀に



(表 31) 1980 年以降の円の国際化を巡る動き

1979. 12	外為法の一部改正法の可決成立 (1980 年 12 月施行, 原則自由の法体系に転換)
1983. 6	非居住者向短期ユーロ円貸出の規制撤廃
1983. 11	日米円・ドル委員会設置
1984. 4	実需原則 (先物為替取引を輸出入等の実需に基づく場合のみ認める) の撤廃。
5	日米円・ドル委員会報告書
6	大蔵省, 「金融の自由化及び円の国際化についての現状と展望」を発表
7	円転規制 (直物外国為替高規制) の撤廃
12	非居住者の対日不動産投資の自由化, サムライ・ボンド発行規則の緩和
	ユーロ円債主幹事の外国業者への開放, 外国民間企業, 政府, 地方自治体, 政府機関によるユーロ円ボンド発行の承認, 非居住者ユーロ円ボンド発行規制の緩和, 民間企業によるサムライ・ボンド発行基準の緩和, ユーロ円 CD (6 か月未満) の発行承認
1985. 4	居住者ユーロ円債に対する源泉課税の廃止, 非居住者向中長期ユーロ貸付の解禁, 通貨スワップ規制の撤廃, 民間企業によるサムライ・ボンド発行基準の緩和, 非居住者ユーロ円ボンドの民間発行者の適格基準緩和
6	デュアル・カレンシー・ユーロ円ボンドの解禁
7	大蔵省, 「金融・資本市場に係るアクション・プログラム」を発表, 居住者によるユーロ円転換社債の基準緩和
9	ブラザ合意
10	居住者ユーロ円ボンド (普通債およびワラント付) の基準緩和
1986. 2	サムライ・ボンドの no-return rule 廃止
4	非居住者ユーロ円債発行ガイドラインの緩和 (適債基準を格付制度に全面的に移行), 変動金利ユーロ円ノート, 通貨転換ユーロ円ボンド解禁, 民間企業によるサムライ・ボンド発行基準緩和, 非居住者ユーロ円ボンドの民間発行者適格基準の変更, 居住者ユーロ円の還流禁止期間の短縮 (180 日→90 日)
5	外為法の一部改正 (オフショア市場の創設)
6	外国銀行によるユーロ円ボンドの発行承認
11	私募債の三分の一ルール緩和
12	東京オフショア市場創設
1987. 2	ループル合意
5	海外金融先物取引 (自己勘定) 自由化 (先物及び先物オプション)
6	大蔵省, 「金融・資本市場の自由化, 国際化に関する当面の展望」を発表
	ユーロ円債 4 年債全面解禁
7	居住者ユーロ円債発行ガイドラインの緩和 (適債基準に格付制度を導入)
11	非居住者ユーロ円 CP 解禁
1988. 3	海外金融先物取引 (自己勘定) 自由化 (現物オプション)
1989. 4	東京金融先物取引所創設
5	ユーロ円貸付自由化 (居住者向け, 中長期)
6	海外金融先物取引 (取次) 自由化 (先物, 先物オプション, 現物オプション)
	非居住者ユーロ円債発行にかかる適債基準の一層の緩和 (格付けのランクを問わない) を実施
	非居住者ユーロ円債 (4 年未満債) 解禁
7	居住者外貨建海外預金の自由化 (個人について 5 百万円相当額以下許可不要)
1990. 7	居住者外貨建海外預金の自由化 (ポートフォリオ・インベストメント用口座につき法人, 個人とも 3 千万円相当額以下許可不要)
1991. 2	東京金融先物取引所において米ドル・日本円通貨先物取引開始
1991. 6	ソブリン物の適債基準を BBB 格以上へ緩和
7	東京金融先物取引所において日本円金利先物オプション取引開始
1992. 1	対内直接投資及び技術導入契約の締結について事前届出制から原則事後報告に移行
1992. 7	非居住者国内債 (公共債) の適債基準を BBB 格以上へ緩和, 居住者ユーロ円ボンドの発行基準緩和
	東京金融先物取引所において 1 年物円金利先物取引開始
1993. 4	三局指導の撤廃 (5 年間の激変緩和措置あり)
7	非居住者ユーロ円債適債基準を廃止
	居住者外債発行手続きの緩和 (社債発行プログラム)
12	本邦指定証券会社の海外現法が本邦企業の発行する外債 (普通社債に限る) の引受に際し, 当該指定証券会社が外債発行企業に提供する通貨スワップの解禁
1994. 1	居住者外債・サムライ債の適債基準緩和
	ユーロ円債の還流制限をソブリン物について撤廃
	非居住者の本邦における新規公開株式入札に係る外為法上の規制緩和
1994. 3	居住者外貨建海外預金等に係る許可不要限度額の引上げ (3 千万円→1 億円)
	対外及び対内証券投資等に係る届出不要限度額の引上げ (3 千万円→1 億円)

	対外直接投資に係る届出不要限度額の引上げ（3千万円→1億円）
	居住者・非居住者の間の金銭の貸借取引に係る届出不要限度額の引上げ（1千万円→1億円）
4	商社等本支店間交互計算制度の対象となる取引の上限額引上げ（1千万円→1億円）等
7	居住者外債及び非居住者国内債の適債基準の緩和
	親会社保証付居住者ユーロ円の解禁
10	国際収支統計改定に伴う国際金融取引に関する報告の廃止及び簡素化
	FRA, FXA 取引の解禁
1995. 4	非居住者ユーロ円債、非居住者国内債及び居住者外債の発行に係る包括許可（届出）制度の導入
	一定の基準を満たす事業法人に対するポートフォリオ投資のための外貨建海外預金口座の開設に関し、包括許可制を導入し、自由化
	海外取引所上場派生商品の直接取引の拡大
	本邦投資家が証券会社から購入する外貨債権の利金及び償還金の受取りを円貨で確定するために、当該証券会社と当該本邦投資家との間の通貨スワップ取引の解禁
7	寄付・贈与に係る海外送金の許可不要限度額の引上げ（5百万円→1千万円）
	海外におけるレボ取引に伴う相殺決済に係る包括許可制度の導入
	我が国オフショア市場に係る規制緩和（非居住者の確認手続きの簡素化）
8	生損保対外貸付けについて、円建貸付に係る 50%ルールの撤廃及び外貨建貸付の解禁
	非居住者ユーロ円債の還流制限の完全撤廃
	外国為替公認銀行のいわゆる円投外債投資促進のための規制緩和
9	邦銀の海外支店・駐在員事務所設置申請の臨時受付
10	国内 CD（譲渡性預金）の最長預入期間の延長（2年→5年）に合わせて、ユーロ円 CD の最長預入期間を延長（2年→5年）
1996. 1	為銀の外貨証券発行状況報告書の報告頻度の減少（毎月→四半期ごと）
	居住者外債、非居住者国内債の適債基準撤廃
2	証券会社による非居住者投資家との円金利スワップ取引の解禁
	居住者間の外貨建決済に関する包括許可の導入等規制緩和
	外国為替公認銀行によるいわゆる 2 ステップ・ローンについて届出不要とする指定を行う
4	両替取扱店舗の為替取扱高報告の簡素化
	居住者の外貨建海外預金等に係る許可不要限度額の引き上げ（1億円→2億円）
	居住者ユーロ円債の還流制限の緩和（90日→40日）
	外国為替持高制度の限度額等の見直し
	外国為替公認銀行の大口取引に関する顧客ごとの報告の廃止
	非居住者ユーロ円 CP の発行ルール（適格基準）の廃止
	対外ポートフォリオ投資用外貨建海外預金と指定証券会社の外貨建海外預金の間での証券決済の自由化
1996. 9	期間に関する特殊決済方法を原則自由化（OECD の「公的支援を受ける輸出信用ガイドラインに関する取極」の適用をうける輸出を除く貨物の輸出入、役務の提供、仲介貿易に係る期間の特殊決済方法の自由化）
	指定証券会社と非居住者投資家との間の信用取引の緩和
1997. 1	指定証券会社が投資家との間で行う先物為替予約に係る規制緩和（ヘッジ為替、前受け為替）
	指定証券会社が居住者投資家との間で行う店頭通貨オプション取引の解禁
	指定証券会社が居住者投資家との間で行う通貨スワップ取引の解禁
	指定証券会社が債券発行体との間で行う通貨スワップ取引に係る規制緩和（債券発行体に非居住者を追加）
	証券外為に係る報告書の整理統合による削減
1997. 2	指定証券会社が非居住者投資家との間で行う円金利スワップ取引に係る規制緩和（非居住者投資家に当該指定証券会社の海外グループ企業を追加）
1997. 3	交互計算制度にかかるマルチネットの解禁及び業種制募集・記帳限度額の撤廃・相手方の範囲の拡大
	外国法人の証券の発行・募集に係る債務保証に関する届出の包括届出制度の導入
	対外直接投資に関する外貨証券取得及び金銭貸付契約に係る届出書の簡素化
1997. 5	外為法の一部改正法の可決成立（1998 年 4 月施行、内外資本取引等の自由化、外国為替業務の完全自由化等が柱）

（出所） 湖島知高編「わかりやすい改正外為法」、1997 年 11 月、大成出版社、八木 健編「図説国際金融」、1996 年、財経詳報社、荒井耕一郎「円の国際化の歩み」『国際金融』、第 1000 号（平成 10 年 2 月 15 日）、24 ページ、Maximilian J. B. Hall, *Banking Regulation and Supervision*, Alderspot, 1993, pp. 101-103.

よる国債デイトリング。

② 外国金融機関の参入等

外国証券会社による東京証券取引所会員権の取得、外国銀行の信託への参入、金融行政の透明性。

③ ユーロ円市場

ユーロ円債規制の緩和、ユーロ円CDの規制緩和、ユーロ円貸付の自由化。

④ 直接投資交流の促進

(2) 「金融自由化及び円の国際化についての現状と展望」(一九八四年五月)

これは我が国金融自由化の中長期的プログラムを示したものであり、円の国際化の意義、円の国際化に当たっての留意点等、円の国際化に関する大蔵省の基本的な考え方や、方策と展望をまとめたものである。その概要は次のとおり。

① 金融の自由化への対応

(a) 金利(CDの一層の弾力的な取扱い、市場金利連動型商品の創設等)。

(b) 金融・資本市場(円建銀行引受手形ⅡB A市場の創設、インターバンク金利規制の撤廃についての検討、短期国債市場の検討、債券等の先物取引導入の検討、株式市場の見直し等)。

(c) 業務内容(金融機関による公共債の窓販及びデイトリング業務の充実、国際業務の一層の弾力化、金融機関相互の業際、制度問題の漸進的改善)。

② 円の国際化

(a) 経常取引面(円建B A市場の創設等による貿易取引円建化の環境整備)。

(b) 資本取引面(円転規制の撤廃、円建外債の発行・運営ルールの一層の弾力化、ユーロ円貸付の自由化、ユーロ円CDの規制緩和、非居住者ユーロ円債の発行規制の緩和、東京オフショア市場の創設等)。

(3) 「金融・資本市場に係るアクション・プログラム」(一九八五年七月)

大口預金金利規制の自由化、債券先物市場の創設、国内における債券発行市場の整備、外銀の信託参入、東京証券取引所会員権の定数枠拡大、ユーロ円債等の発行の弾力化等のタイム・スケジュールが示された。

(4) 「金融・資本市場の自由化、国際化に関する当面の展望」(一九八七年六月)

預金金利自由化の一層の推進、短期金融市場の拡充(国内CP市場の創設、短期国債及び政府短期証券の商品性改善、インターバンク市場の整備と拡充や、先物市場の整備・拡充、資本市場の整備、金融機関の業務の自由化・弾力化、銀行監督の国際協調と銀行の自己資本の充実、金融機関の業務分野に関する問題の検討、外国金融機関のアクセス改善等、今後の課題が示された)。

円・ドル委員会の勧告を、一大分水嶺とする円の国際化と金融自由化の展開は、広汎かつ多岐に渉るが、その突破口<sup>(68)</sup>となったのはユーロ円市場に対する規制の緩和であった。なんとすればユーロ円市場の自由化は、それと競合する日本の金融・資本市場の自由化を誘発し、ひいては長短金融、銀証の恒根撤廃を促す原動力ともなったのである。

ユーロ円債券市場が創設されたのは、一九七〇年代の末葉のことであるが、大蔵省がユーロ円債券の適債基準などをきびしく規制していたため、当初その起債は、国際機関や外国の政府に限られていた。他方ユーロ円債券の引受幹事も、日本の金融機関によって独占され、外国の投資家は、ユーロ円債券市場にアクセスすることが困難であった。

しかしながら一九八〇年の十二月に実施された改正外国為替貿易管理法の実施と、円・ドル委員会の勧告をうけて、非居住者ユーロ円債券の発行に関するガイドラインが緩和されたため、一九八四年の十二月には、シアーズ

(表 32) ユーロ債の通貨別発行状況

(単位: 億ドル, %)

年		1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
ユーロ債発行総額		1,365	1,877	1,406	1,772	2,128	1,801	2,581	2,761	3,946	3,684	3,713	5,898
内    訳	円 建	66 ( 5)	185 (10)	226 (16)	158 ( 9)	156 ( 7)	228 (13)	360 (14)	337 (12)	444 (11)	673 (18)	646 (17)	412 ( 7)
	米 ド ル 建	968 (71)	1,181 (63)	581 (41)	754 (43)	1,175 (55)	700 (39)	816 (32)	1,032 (37)	1,477 (37)	1,494 (41)	1,444 (39)	2,587 (44)
	ドイツマルク建	96 ( 7)	171 ( 9)	150 (11)	237 (13)	165 ( 8)	183 (10)	205 ( 8)	338 (12)	547 (14)	316 ( 9)	727 (20)	1,001 (17)
	英 ポ ン ド 建	61 ( 4)	106 ( 6)	151 (11)	217 (12)	185 ( 9)	209 (12)	258 (10)	233 ( 8)	427 (11)	304 ( 8)	216 ( 6)	518 ( 9)
	E C U 建	69 ( 6)	71 ( 4)	74 ( 4)	113 ( 6)	126 ( 6)	179 (10)	327 (13)	213 ( 8)	71 ( 2)	76 ( 2)	71 ( 2)	46 ( 1)

(注) カッコ内は構成比。

(出所) OECD, *Financial Markets Trends*. 荒井, 前掲論文, 27 ページより再録。

(表 33) ユーロ円債の発行状況 (払込みベース)

(単位: 億円)

年	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
件 数										
非居住者発行	2	1	2	4	5	6	4	13	66	141
居住者発行				2	1	2			7	21
金 額										
非居住者発行	300	150	250	550	800	550	700	2,270	14,457	25,515
居住者発行				100	100	300			1,400	4,170
合 計 金 額	300	150	250	650	900	850	700	2,270	15,857	29,685
年	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
件 数										
非居住者発行	151	224	396	512	314	250	638	2,024	2,509	4,720
居住者発行	16		1	41	173	174	138	65	60	205
金 額										
非居住者発行	29,939	22,130	35,579	49,809	32,904	33,280	51,021	101,942	108,845	126,589
居住者発行	5,200		120	7,470	32,832	30,060	22,826	6,917	3,613	9,239
合 計 金 額	35,139	22,130	35,699	57,279	65,736	63,340	73,847	108,859	112,458	135,828

(出所) 大蔵省『国際金融年報』。荒井, 前掲論文, 27 ページより再録。



ローバックをはじめとするアメリカの企業が、ユーロ円債券を発行し、外国の金融機関が引受シンジケートの主幹事をつとめた。さらに一九八六年の六月には、外銀もユーロ円債券の発行をみとめられたが（のちに日本の長期信用銀行と東京銀行も、これをみとめられた）、長短金融の分離政策を維持しようとする政府は、債券発行銀行との競合をさけるため、代り金の日本への持込みを禁止した。その反面では、デュアル・カレンシー・債券や変動金利債、ゼロ・クーポン債などの発行がみとめられ、もともと手続も簡単で、コストも安いユーロ円債券市場の魅力が高まるにつれて、サムライ・債券（日本の資本市場における円建外債）の発行は鈍化した。それに先立って外国為替取引の実需原則（*Real or actual demand rule for foreign exchange transactions*）が撤廃され、円からドルなどの他通貨へのスワップが可能になったことも、ユーロ円債券市場の活性化を促した（なお、日本の金融機関は、共同幹事のポストをうるための見返りとして、ドルを安く提供したので、腹切りまたは自殺スワップと揶揄された<sup>(69)</sup>）。一九八〇年代の初めには、金利の高いサムライ・債券をリファイナンスするため、ユーロ円債券が発行されたが、一九八五年に起債されたユーロ円債券の九〇％は、ドルに転換され、そのためのスワップは、スワップ市場全体の二八・三％を占めるに至った<sup>(70)</sup>。しかしながらスワップ付ユーロ円債券の発行は、日本の低金利を利用して、安いコストでドルを調達するための方便として用いられたに過ぎないのであり、<sup>(71)</sup>それをもって円の国際化の進展と称することには問題がある。

ユーロ円債券市場におけるスワップ取引の盛行は、外国為替市場の拡大に寄与しただけでなく、日本政府の対外取引に対するコントロールを無力化した。加えてスワップは、日本における金融制度に対しても衝撃を与え、その改革を促すに至ったのである。その第一は長短金融の分離政策に対する挑戦であり、その理由は、長期の金融債を発行しない都銀も、短期の預金金利を長期のユーロ・債券金利とスワップすることによって、金利の変動を防ぎながら、長期の貸出に応ずることが可能になったためである。第二はユーロ円債券市場と、国内の債券市場との間における



(表 34) 国際銀行貸出の通貨別構成<sup>(注)</sup>

(%)

	1994	1995	1996	1-9月	
				1996	1997
ド ル	80.7	76.8	74.7	71.9	72.4
ポ ン ド	8.6	11.7	12.5	14.8	18.3
フランス・フラン	1.6	1.5	4.8	6.3	0.4
マ ル ク	1.1	4.1	4.2	3.8	3.3
スイス・フラン	0.1	0.1	0.5	0.2	1.4
E C U	3.9	3.8	0.2	0.2	0.3
円	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
そ の 他	3.8	1.8	2.9	2.6	3.8
合 計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
合計額 (10 億ドル)	243.1	378.6	355.1	263.7	303.2

(注) 貸出は中長期ローン。

(出所) OECD, *Financial Market Trends*, No. 68, Nov. 1997, p. 121.

(表 35) 円建外債の発行状況

(単位 億円)

	公 募 債		私 募 債		合 計	
	件 数	発 行 額	件 数	発 行 額	件 数	発 行 額
1983	41	7,200	32	1,790	73	8,990
1984	37	9,150	34	1,995	71	11,145
1985	35	11,150	24	1,575	59	12,725
1986	21	5,900	21	1,950	42	7,850
1987	15	4,200	10	775	25	4,975
1988	22	6,350	19	1,622	41	7,972
1989	41	9,255	10	735	51	9,990
1990	28	5,500	3	250	31	5,750
1991	17	4,800	3	235	20	5,035
1992	31	11,490	4	261	35	11,751
1993	51	16,500	2	84	53	16,584
1994	48	11,175	5	129	53	11,304
1995	44	9,765	0	0	44	9,765
1996	49	13,112	8	100	57	13,212
累計	639	155,717	245	17,135	884	172,852

(出所) 大蔵省『財政金融統計月報』, 第 548 号, 1997 年 12 月, 20 ページ。

金利裁定が活発に行われ、日本における金利の自由化を促すに至ったためである。ここで簡単に日本における金利の自由化について付言すると、一九八五年の十月に大口定期預金（一〇億円以上、三か月から二年）の金利が自由化されたのははじめとして、徐々にM M C s (non-negotiable money market certificates) の金利規制も緩和され、一九九三年の六月には、小口のものについても金利が自由化された。その結果都銀の総預金に占める自由金利商品の割合も、一九八六年三月の一六%から、一九九〇年の九月には六五%に達した。一方一九五八年の六月まで公定歩合に追隨していた貸出金利も、一九五九年の三月、標準金利制に移行し、一九七五年から一九八〇年代の半ばまでは、リーディング・バンク制が採用された。しかしながら自由金利商品の比重が高まるにつれて、一九八九年の一月には、短期プライム（各種預金金利を加重平均し、若干のスプレッドを加算）・レート制度が導入され、長期プライム・レートについても、短期プライム・レートを基準とする新長期プライム・レートが開発された。

また米銀も金利の自由化を強く要望したが、その理由は店舗が少なかったため、低利の預金を吸収し難いためであった。都銀はこれを支持したが、郵便局と中小の金融機関は、これに反対した。<sup>(72)</sup>

その他にもユーロ円ボンド市場の自由化は、日本の金融市場の自由化や、金融制度の改革に、大きな影響を与えたが、その第一はユーロ円ボンド市場の無担保原則が、適債基準から格付制度への全面的な移行を促すに至ったことである。第二はユーロ円ボンド市場における銀証間の対立が、証券取引法第六五条の撤廃を求める動きに拍車をかけたことである。そのような非居住者ユーロ・円ボンド市場の自由化と並行的に、居住者ユーロ円ボンドについても、還流制限が緩和されたことは、第二市場の発達を促し、それまで問題とされていた流動性の改善に貢献した。

そのような自由化の進展に伴って、ユーロ・ボンド市場における円建債も、次第に国際的に認知され、アメリカ、オーストラリア、カナダ、フランス、スウェーデンなど各国の多国籍企業が参入するに伴って、一九八六年の起債額

(表 36) 円建外債の発行体種類別発行実績

(単位 億円, %)

	開 発 途 上 国			国 際 金 融 機 関			先 進 国 等			合 計		
	件数	発行額	シェア	件数	発行額	シェア	件数	発行額	シェア	件数	発行額	シェア
1987	9	995	20	7	2,000	40	9	1,980	40	25	4,975	100
1988	23	2,642	33	8	3,700	46	10	1,630	21	41	7,972	100
1989	14	2,275	23	10	3,650	36	27	4,065	41	51	9,990	100
1990	6	1,650	29	4	1,350	23	21	2,750	48	31	5,750	100
1991	11	3,275	65	2	700	14	7	1,060	21	20	5,035	100
1992	21	6,511	55	5	2,540	22	9	2,700	23	35	11,751	100
1993	34	10,449	63	2	700	4	17	5,435	33	53	16,584	100
1994	39	8,913	79	0	0	0	14	2,391	21	53	11,304	100
1995	23	4,905	50	0	0	0	21	4,860	50	44	9,765	100
1996	47	9,735	74	0	0	0	10	3,477	26	57	13,212	100
累計	401	71,020	41	129	36,810	21	354	65,022	38	884	172,852	100

(注) 1 開発途上国は、OECD の DAC 基準による。

2 国際金融機関とは、世銀、アジア開発銀行、米州開発銀行、アフリカ開発銀行、国際金融公社（以上我が国加盟の国際開発金融機関）、欧州投資銀行をさす。

3 デュアル債、リバース・デュアル債は含まれない。

(出所) 前掲、『財政金融統計月報』, 19 ページ。

は、ドル建債に次いで、第二位となった。ドル建債の優位性は依然として揺がないが、ユーロ円債券は、マルク債の発行額に比肩するまでに至っている。

次にユーロ円の貸付と預金について付言すると、一九八三年の六月には、非居住者に対するユーロ円の貸付が認められ、その翌年には居住者に対しても、同じくこれが認められた。さらに一九八四年の十二月には、ユーロ円CD（ただし六か月までとし、居住者に対する販売は禁止された）、一九八七年には、非居住者に限って、ユーロ円CPの発行がみとめられるとともに、一九八九年の五月には、居住者に対する中長期のユーロ円貸付も解禁された（短期の貸付は自由であった。中長期の貸付は、自主規制。その理由は政府が、日本の長期金利と為替相場に及ぼす影響を懸念したためであった）。続いて非居住者ユーロ円預金も自由化されたが、インターバンク取引は、原則として自由化されたものの、行政指導が持続された<sup>(73)</sup>。最近の中長期ユーロ円貸付の推移は、表34のごとくであり、ユーロ円債券市場に比べると、円建の中長期貸付のシェアは、BIS規制や不良債権問題を反映

して、劣勢を免れない。なお日本の銀行は、ユーロ・ダラー市場から短期のドルを借入れて、ドル建の中長期貸付を行っているが、そのような金融の仲介は満期を変更するだけで、円の国際化には寄与しない。タブラスとオゼキ (George S. Tavlas and Yuzuro Ozeki) が指摘するように、日本の銀行が文字通り世界の銀行家として機能するために、海外の投資家から短期の円預金を吸収するとともに、円建の对外投资を行うことによって、国際流動性に貢献することが必要である<sup>(74)</sup>。

ユーロ円市場の自由化に次いで、円・ドル委員会が金融制度改革の第二弾として標的を定めたのは、国内における円建外債市場の自由化であるが、それはサムライ・ボンド市場（公募による円建外債）と私募債市場に分けられる。サムライ・ボンドに関する起債のルールが定められたのは、一九八一年二月のことであるが、一九八四年の四月には、適債基準が緩和され、起債の限度も拡大された。その後もなし崩し的に規制の緩和が進められるとともに、デュアル・カレンシー債の発行もみとめられた。私募債市場についても、適債基準が一九八四年の四月に緩和され、一九八六年の四月には、格付制度が導入された。同年二月にはノー・リターン・ルール (no return rule)、十一月には三分の一ルール（私募債の発行は、サムライ・ボンドの三分の一を超えてはならないとする規制）も緩和されたが、私募債市場はユーロ円ボンド市場に比べると、コストも高く、手続も煩雑な上、円高の影響を免れることができなかった。サムライ・ボンドの発行は、一九九〇年代の初めから急激に増大したが、一九九四年には開発途上国の起債が、七九%を占めるとともに（表36）、格付の低い発行が増加するにつれて、信用リスクを危惧する見方が台頭した<sup>(75)</sup>。一方国内における外貨建外債（大名ボンド）の発行は、一九八五年の八月、世銀債の発行によって始動された（国際機関の外債は、將軍ボンドと呼ばれる）。一九九五年の末から外貨建外債の発行市場は、急速に拡大したが、それは日本の低金利と、株価および地価の低迷を背景とするものであった。

(表 37) 東京外国為替市場の取扱高

(単位百万ドル)

	直物	先物 <sup>(注)</sup>	スワップ	合計	前年比 (%)
1952	21	—	—	21	—
1953	115	—	2	117	457.1
1954	89	—	—	89	-23.9
1955	114	11	—	125	40.4
1956	211	31	—	242	93.6
1957	234	16	—	250	3.3
1958	240	43	6	289	15.6
1959	201	116	9	326	12.8
1960	298	264	39	601	84.4
1961	441	316	83	840	39.8
1962	819	634	256	1,709	103.5
1963	1,251	959	467	2,677	56.6
1964	1,869	1,421	471	3,761	40.5
1965	2,060	1,686	770	4,516	20.1
1966	1,870	1,763	644	4,277	-5.3
1967	2,081	1,734	588	4,403	2.9
1968	2,992	2,554	671	6,217	41.2
1969	4,133	2,857	1,168	8,158	31.2
1970	4,757	4,174	2,568	11,499	41.0
1971	19,327	5,253	3,297	27,877	142.4
1972	13,027	11,241	4,872	29,140	4.5
1973	20,194	18,175	8,558	46,927	61.0
1974	18,891	24,305	16,115	59,311	26.4
1975	22,919	25,960	24,551	73,430	23.8
1976	34,972	28,616	34,924	98,512	34.2
1977	62,305	24,611	60,362	147,278	49.5
1978	117,890	34,767	128,886	281,543	91.2
1979	172,210	51,752	221,042	445,004	58.1
1980	211,844	66,782	300,593	579,219	30.9
1981	296,432	77,696	527,948	902,076	55.7
1982	365,260	63,283	785,034	1,213,577	34.5
1983	339,707	90,105	724,423	1,154,235	-4.9
1984	381,528	81,655	898,033	1,361,216	11.8
1985	462,681	4,419	968,478	1,435,578	5.5
1986	889,540	—	1,667,156	2,556,696	78.1
1987	1,354,082	—	2,421,723	3,775,805	47.7
1988	1,358,925	—	2,920,677	4,279,602	13.3
1989	1,851,382	—	3,614,309	5,465,691	27.7
1990	2,495,663	—	3,466,871	5,962,534	9.1

(注) 1985年2月以降、先物はスワップ取引に算入。

(出所) Tokyo Foreign Exchange Market Practice Committee. Tateno, *op. cit.*, p. 455. より再録。

金融自由化の第三の標的とされたのは、オフショア市場の開設をはじめとする外国為替市場、金融・資本市場の整備と改善であり、次にその動きを瞥見してみよう。

①東京外為市場……一九六〇年代の後半より日本の経常黒字が定着し、日本が資本輸出国へと変貌するにつれて、次第に東京外国為替市場の改革を求める動きが台頭した。一九七一年の十月には、国際取引慣行を逐次導入するため、東京市場慣行委員会が創設された。一九八〇年の十二月には、対外取引の原則自由をモットーとする改正外為法が施行され、一九八四年の円転換規制、実需原則の廃止に伴って、東京市場の為替取扱高は、急激に増加した。為替取引の決済についても、国際慣行がとり入れられ、翌営業日から二営業日後に改められた。そのほか、ブローカーを経由しないダイレクト・ディーリング（一九八四年の六月には円ドル、一九八五年の二月にはその他の通貨にも拡大された）方式の採用、ロイター・ディーリング・システムの導入（一九八六年）などの改革がなされ、海外のディーラーとも、リアル・タイムの取引が可能になった。しかしながら一九九〇年にはバブルが崩壊し、外銀の中にはホンコン、シンガポールに拠点を移動するものが続出したため、東京外為市場の空洞化が叫ばれるに至った。その原因としては、インフラストラクチャーの不備や、日本の税制あるいは規制に対する不満などがあげられたが、一九九八年の四月にはビッグバンが実施された。

②ドル・コール市場……金融機関相互の間で実施される無担保ベースの外貨資金の短期貸借市場として一九七二年の四月に創設され、外貨の運用、調達の間として、東京外国為替市場と補完的な関係にある。一九八〇年の十二月には、それまで最長六か月と定められていた制限が撤廃されるとともに、在日外銀の参入もまとめられた。ドル・コール市場は、ユーロ市場にアクセスしえない地方銀行にとって、外国為替持高の調整を行うとともに、東京オフショア市場（JOM, Japan Offshore Market）の開設に対処するための学習の場ともなった。ドル・コール市場における取引は、



ドルが大宗を占めているが、幣種については制限がない。JOMの創設後、ドル・コール市場のポジションは、JOMからの借入れによってカバーすることが可能になった。ドル・コール市場の金利は、JOMを通じて、アジア・ダラー市場の金利に波及し、東京外為市場を加えた三つの市場の間で、為替相場と金利の裁定が行われている<sup>(76)</sup>。

③円建BA市場……円・ドル委員会の勧告に基づき、日本の短期金融市場の拡充と円の国際化を目的として、一九八五年の六月に創設された。通産省はBA市場の創設を支持したが、その理由は、円建輸入金融に対する需要の増加に伴って、円高が促進される場合には、輸入を促進することによって、日米貿易摩擦の解消にも寄与すると考えられたためである<sup>(77)</sup>。それに対して日銀と民間金融機関の一部は、この計画に消極的であり、輸出入業者も積極的ではなかった<sup>(78)</sup>。第二市場は内外の金融機関（証券会社を含む）と法人に開放されたが、東京BA市場の実績は芳しくなかった。その理由は手続が煩雑な上、輸入大手の石油、製鉄会社は、より有利な条件で資金を調達することが可能であり、投資家にとっても、利廻りが魅力的ではなかったためである<sup>(79)</sup>。

④東京オフショア市場……一九八一年にニューヨークのIBF (International Banking Facility) が創設された段階から、日本においても検討が続けられてきたが、円・ドル委員会がJOMの創設を提言したのは、JOMを円の国際取引センターとすることによって、ユーロ円取引の拡大と、円の国際化を企図したためであった<sup>(80)</sup>。JOMの創設に当たって日銀は、金融コントロールの低下を危惧し、東京都は地方税の減免に懸念を表明したが、JOMは一九八六年の十二月に創設された。JOMは国内の銀行業務から分離された外への取引（証券取引は除かれる）について、預金金利規制、預金保険制度、準備率の適用を免れるとともに、利子所得に対する源泉税も免除された。取引に当たっては、相手先の非居住者性、および貸付金の使途についての確認を必要とした、また国内勘定の振替には、入超制限（当初は出超制限もあった）が設けられているほか、有価証券取引税と地方税が賦課される。JOMにおける取引は、外銀、およ

び海外とのネットワークをもたない地銀、第二地銀のウェイトが高いが、都銀も準備率の適用を免れるため、外貨資金をJOMに移牒した<sup>(81)</sup>。JOMで調達された資金は、本支店勘定を通じて、迂回的に国内に還流したほか、ユーロ円市場におけるインパクト・ローンの原資ともなった<sup>(82)</sup>。なお一九九五年十二月の資産残高は、発足直後の五・七倍に達し、ロンドン市場には及ばないものの、ニューヨークのIBF、シンガポールのACU (Asian Currency Unit) 勘定を上廻った<sup>(83)</sup>。

⑤コール・マナー市場……一九〇二年、英米の制度をモデルとして創設され、一九七一年に長期(二十四か月)物コール市場が、手形割引市場として独立した。一九七八年の六月には自由化が開始され、一九七九年の四月に、金利が自由化された。また一九八五年には、外銀の要求をいれ、日銀が約束手形の担保徴収原則を撤廃した。それに伴って市場は拡大し、一九九〇年の末には、無担保のコール取引が、全取引の半分以上を占めるに至った<sup>(84)</sup>。

⑥手形割引市場……アメリカのフェデラル・ファンド市場(Federal Fund Market)に類似し、短資業者を通じて、電話で取引される。一九七八年の六月、金利と市場の自由化(残存期間一か月未満の手形の売却が自由化され、再割適格手形も拡大された)が実施された。日銀は金融調節を目的として、手形の売買を行い、時には日銀の市場取引の二分の一を占めることがある<sup>(85)</sup>。

⑦現先市場……一九四九年に創設された買戻し、または売戻し条件付の債券売買市場であり、それによって長期債を短期債に転換することが可能になった<sup>(86)</sup>。一九七八年の十月には、国債の大量発行を想定して、都銀の売却(借入)枠が拡大されたが、一九九〇年の四月には、枠が撤廃された。市場への参入は自由であるが、個人の参入はみとめられない。非金融法人が最大の貸手であり、最大の借手は証券会社(借入の六割<sup>(87)</sup>)である。一九八〇年に実施された外為法の改正により、非居住者のシェアが増大した。

⑧TB市場……日本政府は伝統的に短期国債を発行せず、外為証券のような融通債（金利は公定歩合を下廻り、期間は二か月）は、全額日銀によって引受けられていた。日本が入札方式でTBを発行したのは、一九八六年二月のことであるが（ただし個人は購入できない）、その年の九月末には、現先市場の規模を凌駕し、一九九一年には、長期国債の二分一に達した<sup>(88)</sup>。有価証券取引税はかからないが、一九九二財政年度まで、中央銀行、政府関係機関以外の利子所得に対しては、源泉課税が行われていた。円の国際通貨機能を増進させるためには、既に縷説した如く、TB市場の育成が望まれる。

⑨CD、MMCs市場……CDは一九七〇年代にアメリカ、イギリスにおいて発達し、日本でもその導入が求められていたが、それが漸くにして導入されたのは、一九七九年の五月のことであった（ただし持参人式でなく、登録方式によっていた）。金利は交渉によって決定されるが、基本的には資金の需給状態による。CDの発行は、現先市場を脅かす恐れがあったため、当初は金額と満期に制限が設けられていたが、一九八七年の一〇月には、金額の制限が撤廃されたのをはじめとして、規制も大幅に緩和された。第二市場は短資業者と都銀（ただし自行発行分の取引は、禁止される）を主体とするが、一九八五年の六月には、証券会社もディーラーとして、参入をみとめられた。

MMCsは一九八五年の三月に導入され、CD、大口定期預金と同じような自由金利商品であるが、譲渡と解約はみとめられない。証券会社はMMCsにならつてMMFs（Money Market Fund）を創設した。

⑩CP市場……日本の企業はアメリカやユーロ・달러市場で、外貨建のCPを発行しているが、日本の銀行はこれを国内で取扱えるよう政府に陳情した。一九八二年の新銀行法は、CP市場の創設をみとめたが、大蔵省は実施に必要な規則の制定を延期した。現先市場以外の短期金融市場に参入できない産業界は、CP市場の創設を支持したが、系列関係の弱体化を恐れるとともに、無担保主義に反対する都銀は、時期尚早論を展開した。四大証券は銀行ぬきの

CP市場創設案を提出したが、日銀は一九八七年、銀行、証券、短資の参入を前提とする素案を作成し、それに基づいて一九八七年の十一月、CP市場が創設された<sup>(89)</sup>。金利は大口定期預金を下廻ったが、他の金融市場への投資を制限されていた機関投資家が市場に参入する一方、CPを発行した企業は代り金を銀行に預入した。一九九〇年末の残高は、ユーロ市場を抜いて、アメリカに次いでいる。日銀はCPを金融調節の手段として活用している<sup>(90)</sup>。

①公社債市場……一九七〇年代に至るまで日本の資本市場は、発達が遅れていたが、その理由は第一に、公的部門の資金需要が、郵便貯金を原資とする財政投融资によって賄われ、一九四七—六五年には、長期国債が発行されなかったためである。一方の民間部門は社債の発行基準がきびしいため、間接金融に依存していた。しかしながら第一次石油ショックを契機として、民間部門の資金需要は、低成長と合理化に伴って低下し、反面政府部門は、財政赤字を補填するために、大量の国債を発行せざるをえなかった。そのような状況の中で政府は、国債の種類、期間などの多様化をはかるに至ったが、引受シンジケートは、国債残高の累積に伴って、低利でしかもキャピタル・ロスの危険性を含む国債の引受に、難色を示すに至った。インフレと金利の変動が激化する中で、銀行は発行金利に第二市場の利廻りを反映させるべきであると主張するとともに、国債の窓口販売や償還期限の多様化などを要望した。それは金融の自由化を促す内庄と化し、一九八三年の四月には、既述のように国債の銀行窓口における販売がみとめられたほか、一九八五年の六月には、既発債のディーリングも認可された。その年の十月には、国債の先物取引市場が創設され、さらに一九八九年の四月には、証券業者にヘッジの機会を提供するため、オプション、フューチャー取引の金融先物取引所が開設された。

一方社債市場は一九八〇年の後半における株式市場、転換社債、ワラント債の盛況とは対照的に、停滞を続けた。一九八三年には、無担保社債の適債基準が緩和され、一九八七年の七月には、格付制度が導入されたほか、公募債の

発行基準も緩和された。一九八七年の七月には、私募債についても、ノー・リターン・ルールの廃止や、発行手続の簡素化が実施された。

⑫株式市場……円・ドル委員会は、外国証券会社の東京証券取引所会員権の取得問題について勧告を行ったが、一九八二年以降は、既存の会員から会員権を取得することを条件として、これをみとめたほか、新に会員数をふやして、外国の証券会社にこれを割当てた。いま一つの問題は、証券取引法の第六五条により、銀行の株式ブローカー業務が禁止されていたことであり、一九八〇年代には株式ブームとは対蹠的に、銀行業務が停滞を続け、欧米の銀行が株式のブローカー業務に食指を動かすに至ったために、この問題が俄にクローズ・アップされることになった。アメックス (Amex, American Express) が子会社であるシアソン (Shearson) の銀行部門を閉鎖して、証券業務を担当させようとしたほか、とりわけシティコープ (Citicorp) は、イギリスの証券会社 Vickers da Costa Ltd. を買収し、同社の在日支店を通じて、東京株式市場に参入しようとした。大蔵省は証券取引法第六五条に抵触するため、シティコープに対して支店の閉鎖を命じようとしたが、レーガン大統領の訪日と重なったため、政治問題と化するのを恐れて、例外的にこれを承認した。同じくヨーロッパの銀行も同様の許可を取得したため、アメリカの財務省は、一九八六年九月の円・ドル委員会において、他の米銀に対しても、同様の許可を与えるよう要請した。そのような経緯をへて大蔵省は、米銀に対して、証券子会社の設立を許可するに至ったが、J.P. Morgan は、証券子会社の社名から J.P. Morgan の名前を削除することを求めた大蔵省の要請さえも拒絶した<sup>(91)</sup>。

そのようにして銀行と証券のファイヤー・ウォールは、外圧によって崩れ去ることになったが、国内的にも、上述のような国債の銀行窓口販売や、証券会社の中国ファンド発行などに示されるように、銀証間の相互乗り入れが進行した。長短金融の分離も、上述のスワップにより有名無実となりつつあったが、信託銀行は都銀とともに、証券業務



への進出を企図する一方、都銀は証券とともに、信託の成長性に食指を動かすに至った。そのような状況の中で、金融制度調査会と証券取引審議会は答申を行い、それをうけて一九九三年の四月に施行された金融制度改革法は、次のように業態間の垣根撤廃にふみ切った。①子会社方式により各業態相互の参入をみとめる。②証券の解釈を拡大し、銀行、証券会社の取扱いをみとめる。③専門銀行と他の業態の銀行との合併、買収をみとめる。金融子会社方式は、イギリスの方式をとり入れたものであるが、一九九八年にはビッグバンの一環として、アメリカ式金融持株会社の解禁が予定されている。しかしながらEUは一九八九年の十二月に採択した第二次銀行指令により、ユニバーサル・バンキング方式の導入を決定しており、<sup>(92)</sup>そのようなEUの動きは、アメリカにおけるグラス・ステイティス法改正の動きとも相俟って、再び日本の金融制度改革に、新しい挑戦状をつきつけることにもなりかねないのである。

注

- (1) Stanley W. Black, "The International Use of Currencies", in Dilip K. Das (ed.), *International Finance: Contemporary Issues*, London, 1993, pp. 554-555.
- (2) *Ibid.*, p. 555.
- (3) S. A. B. Page, "The Choice of Invoicing Currency in Merchandise Trade", *National Institute Economic Review*, No. 98, Nov. 1981, p. 61. なお後述 Rao のような用法もある。
- (4) Craig S. Hakio, "The Dollar's International Use", *Contemporary Policy Issues*, Vol. XI, Apr. 1993, p. 63.
- (5) Page, *op. cit.*, p. 61. それに対してグラインターは、ドルの媒介通貨としてのウェイトを、世界貿易の二五%とみている。なお第一次大戦前は世界貿易の六〇%がポンド建てでなされていたが、イギリスの貿易シェアは、輸出が一四%、輸入が一七%に過ぎなかった (Toru Iwami, *Japan in the International Financial System*, Basingstoke, 1995, p. 128).
- (6) Sven Grassman, "Exchange Rates and the Financial Structure of Foreign Trade", London, 1973. なお同 Id., "A Fundamental Symmetry in International Payment Patterns", *Journal of International Economics*, Vol. 3, 1973. 一九七六年にこれを改



- 記したId., "Currency Distribution and Forward Cover in Foreign Trades", *Journal of International Economics*, Vol. 6, 1976.
- (7) Hans-Eckart-Eckart Scharrer, "Currencies and Currency Hedging in German Foreign Trade", in *Deutsche Bank, Studies on Economic and Monetary Problems and on Banking History*, Mainz, 1988. S. Casse, J. Williamson and G. E. Wood, *The Financing Procedures of British Foreign Trade*, Cambridge, 1980. 以下の研究成果をまとめたものとしては、井上伊知郎「国際通貨の多様化」『経済研究』（九州大学経済学会）第四八巻、第五、六合併号、一九五八年十月参照。
- (8) Ronald I. McKinnon, *Money in International Exchange*, NY, 1979, pp. 72-77. ページも独占力が弱まるにつれて、輸出国通貨建のシェアも低下するが、その典型は一次産品取引におけるドル建取引の慣習であるとのべている。日本の自動車、船舶、プラント輸出の増加と円建輸出の拡大は、これを裏書きする (Page, *op. cit.*, p. 62).
- (9) Riccardo Parboni, *The Dollar and its Rivals*, Milan, 1980, p. 66. 金も一九七八年の二月まではポンド建であったが、現在でも依然としてポンド建を踏襲している国際商品は、銅と砂糖だけである。
- (10) David P. Baron, "Fluctuating Exchange Rates and Pricing of Exports", *Economic Enquiry*, Vol. 14, 1976. ただしこれはJohn F. Bilson, "The Choice of an Invoice Currency in International Transaction", in Jagdeep S. Bhandari and Bluford H. Putnam (eds.), *Economic Interdependence and Flexible Exchange Rates*, Cambridge, Mass., 1989, p. 387 からの引用である。
- (11) ECU Institute (ed.), *International Currency Competition and the Future Role of the Single European Currency*, London, 1995, pp. 73-74.
- (12) Bilson, *op. cit.*, p. 387. 日本の輸出企業は、アメリカの企業に比べると、市場価格設定行動が顕著であり、円安時にはドル建輸出価格の引下げを抑制する反面、円高の局面においては、逆にドル建輸出価格の値上げを抑制する戦略をとっている。それに対してアメリカの企業は短期的な視点で経営戦略を立てているが、その理由としてKenichi Ohnoは、アメリカ特有の国民性、企業文化のほかに、アメリカ株式市場の特殊性（個人や機関投資家の株式保有率が高いため、短期的なキャピタル・ゲインを追求する志向性が強い）、日本に比べて割高な資本の調達コストと短期金利をあげている (Kenichi Ohno, "Exchange Rate Fluctuations, Pass-through and Market Share", in Michael R. Czinkota and Masaki Kotabe, eds., *Trends in International Business*, Malden, Mass., 1998, pp. 191-192)。
- (13) Group of Thirty, *The Foreign Exchange Market in the 1980s*, NY, 1985, pp. 38-40. 子会社が外為市場の発達した国に所在する場合は、為替操作が分散される (*Ibid.*)。スウェーデンのThe Economic Research Institute Stockholm School of

Economics の調査結果でも、子会社との取引は、現地通貨建で行われ、為替リスクを子会社に負担させない政策がとられている (Bertil Nöslund, *Exchange Rate Variations and the Behavior of Firms*, Stockholm, 1983, p. 22)。ヘグウッドも、イギリスとスウェーデンの子会社との取引はスウェーデン・クローネ建で行われ、為替操作は市場の発達したロンドンで行われている (John Hegwood, *Foreign Exchange and Corporate Treasury*, London, 1979, p. 30)。

(14) San Paolo Bank of Turin, *ECU Newsletter*, Jan, 1990, p. 28.

(15) Ronald I. McKinnon, "Private and Official International Money", *Essays in International Finance*, No. 74, Princeton, 1969, p. 6.

(16) 渡辺誠『為替管理回想』(財外国為替貿易研究会、昭和三十八年、九七、九九ページ。一九四四年に締結されたモデル条約のイギリスとベルギーとの双務協定は、一定限度まで(場合によっては無制限に)、自国通貨と相手国通貨との交換を定めていた (Reymond F. Mikesell, *Foreign Exchange in Post War World*, NY, 1954, p. 36)。EPUの表示通貨については、井上伊知郎「西欧諸国の貿易の契約・決済通貨構成について」『産業経済研究』(久留米大学産業経済研究所)、第二八巻、第一号、昭和六二年六月二五日参照。

(17) Page, *op. cit.*, p. 64.

(18) OECD, *The Export Credit Financing Systems in OECD Member Countries*, Paris, 1982, p. 111.

(19) Page, *op. cit.*, p. 64.

(20) McKinnon, *op. cit.*, pp. 78-79. 高倉高明「貿易取引通貨の多様化と為替媒介通貨ドル」『経営研究』(大阪市立大学経営学会)、第四八巻、第三号、一九九七年十一月、四七ページ。オープン・アカウント方式は、期日に代り金を送金して決済する方式であり、その間のリスクと金融は、輸出業者が負担する。従ってこの方式は、多年に渉る信頼関係を基にして形成される。ちなみにイギリスのEU内における貿易取引は、七〇%がこの方式によっている。なおブッカリーは、オープン・アカウント方式による場合でも、自国通貨、相手国通貨、第三国通貨のいずれかを選択することが可能であるとのべているが、この点については、マッキノン、高倉氏の説明と異っている (Buckley, *op. cit.*, p. 211)。

(21) ECU Institute, *op. cit.*, p. 78.

(22) 日本経済調査協議会『円の国際的地位』、日本経済調査協議会、一九六七年、六一ページ。渡辺前掲書、九五ページ。

(23) 日本銀行『英国為替及び貿易管理参考資料 第二集』、日本銀行、昭和二十六年、五〇ページ。

(24) 日銀の貿易金融優遇制度については、大佐正之『産業貿易振興と金融政策』東洋経済新報社、一九八九年が詳しい。円為替を育成するため、通産省の宮本四郎外資課長（後に同省通商政策局長、産業政策局長）は、一九七〇年代の初め、円為替に対する外貨手形並優遇措置の適用を求めて、日銀と接衝されたが、日銀はそれに応じなかった。日経調の『円の国際的地位』も「この制度は元来外貨建輸出について外国金融市場なみの金利でファイナンスしようとする趣旨のものであるから、円建にこれを適用することには問題なしとしない」（前掲日経調、一〇ページ）とのべているが、もともと外貨建手形に対する外国金融市場なみ金利の適用は、輸出金融を優遇するためのフィクションであり、口実に過ぎなかった。より基本的な理由としてその当時は、円の国際化に対する通貨当局の警戒観がひめられていたように思われる。なお外国為替資金貸付制度は、二重金融をさけるため、為替銀行がドルの先売りを行ったため、先物相場が恒常的にデイカンスを呈し、それを解消するために実施されたのが、外国為替手形買取制度である。

(25) 高倉高明「日米間の国際金融構造の特質」『証券経済』、第一六〇号、一九八七年六月、一二三ページ（以下『国際金融構造』と略称）。

(26) Hiroo Taguchi, *A Survey of the International Use of the Yen*, BIS Working Papers, No. 6, 1982, p. 5. 高倉「国際金融構造」、一二六ページ。それによると大手貿易商社のシェアは、昭和三五年に輸出の八二・六％、輸入の八三・八％を占めていた。その後昭和三六年には輸出入のシェアが七九・九％となり、昭和四二年には七六・六に低下した。

(27) 国枝康雄「円の国際化とその進展状況」『東銀週報』第四〇巻、第二二号、一九九六年二月二日、二一三ページ。

(28) 中条誠一『ゼミナール 為替リスク管理』、有斐閣、一九九六年、一二九ページ。

(29) 同右、一三〇ページ。

(30) 福田慎一「東南アジアにおける金融の自由化、国際化と日本の役割」『フィナンシャル・レビュー』、第三八号、一九九六年二月、五一ページ。

(31) 徳永正二郎「日本多国籍企業の海外事業活動に関する実態調査(上)」『貿易と関税』第四二巻、第三号、一九九四年三月、三八ページ。日系進出企業の現地通貨建取引については、井上伊知郎「ASEAN諸国における日系企業の事業展開……製造業A社の場合——通貨・金融の側面を中心にし」、木下悦二編『経済学的手法の現在——久留米大学経済学部創設記念論文集』、九州大学出版会、一九九五年参照。

(32) 久保巖『YENの軌跡』、実業之日本社、一九九五年、二一五―二二七、二六〇ページには、次のような進出企業の戦略が

紹介されている。①日本電気マレーシア……輸出入はドル建、進出メーカーへの納入はリンギ建をドル建に直して決済。②富士通マイクロ・エレクトロニクス・マレーシア……日本向輸出はリンギット建とし、為替リスクは本社が負担。シンガポールの関連会社を経由するASEANとアメリカ向けの輸出はドル建。③ソニー・インターナショナル……一九九〇年の四月から、シンガポール・ソニー・インターナショナルにおいて、米ドルをベースに、域内十一通貨の為替集中と資金調達を一元化し、各国の現地法人（工場）には為替リスクを負担させていない。ヨーロッパではスイスに設立されたソニー・オーバーシーズ・エス・エーが、為替のヘッジングを行い、資金の調達はソニー・インターナショナル・アムステルダム・ビー・ブイが行う。アメリカにおける資金調達は、一九九〇年に設立したソニー・キャピタル・コーポレーションが行っている。

- (33) Takatoshi-Ito, "The Yen and the International Monetary System", in C. Fred Bergsten and Marcus Noland (eds.), *Pacific Dynamism and the International Economic System*, Washington, 1993, pp. 307-308. Bank of Tokyo, *Tokyo Financial Review*, Vol. 11, No. 6, June 1995, p. 5.

- (34) *Far Eastern Economic Review*, Oct. 11, 1990, p. 74.

- (35) Paul Krugman, "The International Role of the Dollar", in John F. O. Bilson and Richard C. Marston (eds.), *Exchange Rate Theory and Practice*, Chicago, 1984, p. 264. (以下「International Role」と略称)。

- (36) アリバーは「決済に用いられる通貨を媒介通貨と呼ぶ (Robert Z. Aliber, "The Evolution of Currency Area", in Richard N. Cooper et al. (eds.), *The International Monetary System Under Flexible Rates: Global, Regional and National*, Cambridge, 1983, p. 150. 伊藤氏も銀行間、銀行と非銀行間であれ、取引の決済に使われる通貨を媒介通貨と定義している (Takatoshi Ito, "Possibility of a Yen Bloc", in Reuven Glick and Michael M. Hutchison, eds., *Exchange Rate Policy and Interdependence*, Cambridge, 1994, p. 319).

- (37) Alexander Swoboda, "Vehicle Currencies and the Foreign Exchange Market: the Case of the Dollar", in R. Z. Aliber (eds.), *The International Market for Foreign Exchange*, NY, 1969, pp. 34-36.

- (38) Stephen P. Magee and Ramesh K. S. Rao, "Vehicle and Nonvehicle Currencies in International Trade", *The American Economic Review*, Vol. 70, No. 2, May, 1980, p. 369.

- (39) Paul Krugman, "Vehicle Currencies and the Structure of International Exchange," *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 12, No. 3, Aug. 1980, p. 520.

- (40) Benjamin J. Cohen, *The Future of Sterling as an International Currency*, London, 1971, p. 6.
- (41) George S. Tavas, "The Deutsche Mark as an International Currency", in Dilip K. Das (ed.), *International Finance Contemporary Issues*, London, 1993, p. 811.
- (42) Krugman, "International Role", p.264.
- (43) John Heywood, *Foreign Exchange and the Corporate Treasury*, London, 1979, pp. 30-31.
- (44) Group of Thirty, *The Foreign Exchange Market in the 1980s*, NY, 1985, pp. 18-19.
- (45) チャーリオ Olsen & Association の推定。Beate Reszat, *The Japanese Foreign Exchange Market*, London, 1997, p. 21 へ引用。
- (46) 東京外国為替市場における対顧客取引の比重が高いのは、日本の機関投資家のウェイトが高い反面、ニューヨークにおいては、証券会社等ノンバンク金融機関のインターバンク市場への参入がみとめられているためである（「東京外国為替市場の概要」『日本銀行調査月報』一九九一年二月号、一一ページ）。なお在日外銀は為替のディーリングを業務の主体とした（Fumihiko Tatenko, "The Foreign Exchange Market in Japan, in Shinji Tatehiko, ed., *Japanese Capital Market*, Cambridge, Mass., 1993, p. 464）。
- (47) FCU institute, *op. cit.*, p.87.
- (48) Group of Thirty, *Foreign Exchange Markets Under Floating Rates*, NY, 1980, p. 15.
- (49) 山本栄治「国際通貨—民営化システムとその限界」、柳田侃、奥村茂次、尾上修吾編著『新版 世界経済』、ミネルヴァ書房、一九九八年二四ページ。
- (50) S. Evelyn Thomas, *The Principles and Arithmetic of Foreign Exchange*, London, 1934, p. 77.
- (51) *Ibid.*, pp. 79-83.
- (52) Swoboda, *op. cit.*, その他立上り費用を考慮する必要がある。シンガポール市場の場合、コストは規模によって異なる。
  - ① 小銀行（ディーラー三人。取扱約一〇〇〇億\$）……立上り費用〇・二六百万\$、年間経費〇・八百万\$。
  - ② 中銀行（ディーラー四—四人・取扱高一〇〇〇—一五〇〇〇億\$）……立上り費用〇・五百万\$。年間経費一・七百万\$。
  - ③ 大銀行……立上り費用一・九百万\$、年間経費四・三百万\$。（Tan Chwee-Huat, *Financial Markets and Institutions*



in Singapore, Singapore, 1989, p.189.)

小口の大量取引より、大口の小量取引の方がコストがかからない (Alec Chrystal, "On the Theory of International Money," in Black and Graeme S. Dorrance, eds., *Problems of International Finance: Paper of the Seventh Annual Conference of the International Economics Study Group*, London, 1984, p. 82.)°

(53) Crystal, *op. cit.*, pp. 87-88. ただしG 10以外の国々では、ドルは依然として媒介通貨として必要とされる (*Ibid.*)°

(54) Mario Mavrides, *Triangular Arbitrage in the Foreign Exchange Market*, Westport, 1992, p. 25.

(55) Stanley W. Black, "International Use of Currencies", in Yoshio Suzuki et al. (eds.), *The Evolution of the International Monetary System*, Tokyo, 1990, pp. 182-183. 本来クロス取引は一回の取引ですむ、コストも安く、効率的な筈である (Marvrides, *op. cit.*, p. 26)°。なおクロス取引の国際的ブローキングのリーダーとなったのは、上田ハローであり、一九八七年頃に円／マルク取引を開始した。その取扱はヨーロッパ随一といわれる。なお、ポンド／マルクのクロス取引は、ロンドン市場における為替取扱高の三%を占め、その他のクロス取引は六%となっている。またその当時は、ドイツの統一を展望して、円／マルク取引も増大した (*Euromoney*, May 1990, p. 127)°。

(56) *International Herald Tribune*, May 8, 1998. C. Fred Bergsten, "The Dollar and the Euro", *Foreign Affairs*, Vol. 76, No. 4 July/Aug. 1977, p. 83.

(57) Dilip K. Das, *The Yen Appreciation and the International Economy*, Basingstoke, 1993, p. 103.

(58) 日本経済調査協議会『円の国際的地位』、日経調、一九六七年、三三四ページ°。

(59) 日経調『円の国際化』、日経調、昭和五十一年、五一三ページ°。

(60) 同右、三六四〇ページ°。

(61) 註釋者 Hiroo Taguchi, *A Survey of the International Use of the Yen*, BIS Working Papers, No. 6, 1982, pp. 9-11. 参照°。

(62) J. Robert Brown, Jr., *Opening Japan's Financial Market*, London, 1994, p. 78.

(63) *Ibid.*, p. 86.

(64) *Ibid.*, p. 85-89.

(65) David C. Murchison and Erza Solomon, *The Misalignment of the United States and the Japanese Yen*, 1987, p. 21-38. Jeffrey A. Frankel, *The Yen/Dollar Agreements: Liberalizing Japanese Capital Market*, Washington, 1984, p. 1.



- (66) R. Taggart Murphy, *The Weight of the Yen*, NY, 1996, p. 155.
- (67) 荒井耕一郎「円の国際化の歩み」『国際金融』、第一〇〇〇号、一九九八年二月十五日、二五—二六ページによる。
- (68) 「米国側は日本の国内市場の自由化よりも、国外のユーロ円市場の自由化を先行させようとし、交渉もそのように結着した」(緒方四十郎『円と日銀』、中央公論社、一九九六年、五二ページ)。
- (69) Brown, *op. cit.*, p. 107. Aron Viner, *Inside Japanese Financial Market*, London, 1988, p. 134. とくに四大証券は、自殺スワップに応ずる金融機関を共同幹事にした (*Ibid.*)。銀行は、将来の銀証間の垣根撤廃に備えて、引受マージンを削り、証券会社は外為業務の学習のためにスワップ・コストの割引を行った (Masahiko Takeda and Philip Turner, *The Liberalization of Japanese Financial Market*, BIS Economic Papers, No. 34, 1992, pp. 79–80)。
- (70) Viner, *op. cit.*, p. 135. なおダスはユーロ円ボンドの80%がスワップされたと述べている。またユーロ円ボンドのクーポンは、サムライ・ボンドより〇・五%低廉であり (Das, *op. cit.*, p. 104)、引受手数料、発行コストはサムライ・ボンドの三分の一であった (*Ibid.*, p. 97)。
- (71) 「円は安い金利でドル資金を調達するための transit 通貨である」(三菱銀行「円の国際化はどこまで進んだか」『調査特報』、第二三号、一九八六年八月、十一ページ) (Shigeo Nakao, *The Political Economy of Japan Money*, Tokyo, 1991, pp. 87–88 より引用)。
- (72) Brown, *op. cit.*, p. 110.
- (73) 詳細は Maximilian J. B. Hall, *Banking Regulation and Supervision*, Aldershot, 1995, pp. 106–107.
- (74) George S. Tavlas and Yuzuru Ozeki, *The Internationalization of Currencies: An Appraisal of the Japanese Yen*, Washington, 1992, pp. 17–24.
- (75) Das, *op. cit.*, p. 102–104. 一九九六年の六月には、ブルガリアの民間銀行が、債務不履行に陥った (*Ibid.*)。
- (76) Viner, *op. cit.*, pp. 192–193.
- (77) Viner, *op. cit.*, pp. 199.
- (78) 幸島祥夫編著『円建BAのすべて』、東洋経済新報社、昭和六一年、八ページ。
- (79) Hall, *op. cit.*, p. 125.
- (80) Hall, *op. cit.*, p. 107. 日本がJOMの検討を始めたのは、金融の自由化圧力を緩和するための防波堤とするためでもあった

(J. Thorsten Duster, *International Strategie of Japanese Banking*, Basingstoke, 1990, p. 57)°

- (81) Viner, *op. cit.*, p. 184. 日本長期信用銀行は、外貨取引の殆んど全部を、JOMに移管したという (*Ibid.*)°
- (82) Takeda and Turner, *op. cit.*, p. 86. 国際金融取引研究会編『国際金融取引の新展開』(財外国為替貿易研究会、平成四年、四八ページ)。
- (83) 国際金融年報編集委員会『国際金融年報』、(平成八年版)(財金融財政事情研究会、平成九年、一二五ページ)。
- (84) Takeda and Turner, *op. cit.*, p. 25.
- (85) Viner, *op. cit.*, p. 192.
- (86) *Ibid.*, p. 194.
- (87) *Ibid.*, p. 196.
- (88) Takeda and Turner, *op. cit.*, p. 26.
- (89) Viner, *op. cit.*, pp. 202-203.
- (90) Takeda and Turner, *op. cit.*, p. 25.
- (91) Brown, *op. cit.*, pp. 114-115.
- (92) 拙著『欧州通貨統合の政治経済学』、日本経済評論社、一九九七年、三九二ページ以下。

## 五 む す び

円・ドル委員会の創設を契機として、円の国際化が進められてから十数年が経過し、一部には円ブロックが事実上形成されつつあるとの見方さえも、散見されるに至った。しかしながら円の国際通貨機能を考察すると、円は国際通貨というよりも、東アジアのリージョナル・カレンシーとしての性格が強いだけでなく、東南アジアにおいてすら基軸通貨(ここでは通貨ブロックの中核的な通貨といういみで使用する)と称するには、前途なお程遠しの感を覚えざるをえないのが現状である。

一九九七年の七月に発生したアジアの通貨危機は、事実上ドルにペックしてきたアジア諸国通貨にとって、ドル離れを促すための絶好のチャンスであり、それを契機として円ブロックの形成を提唱する動きも台頭しつつある。アジアは他の地域に比べると、経済統合の最も遅れた地域であり、とりわけ一九九九年にE M Uの第三段階に移行し、政治統合の形成に向けて巨歩を進めつつあるE Uと対比する場合には、とりわけその感を深くせずにはおられない。いづれにしても時代が地域主義へと大きく傾斜する中であって、徒にフリー・フローと自由貿易の空疎な御題目を唱えながら、営々と統合への努力を積み重ねてきたE Uの展開を冷笑し、あるいはこれを白眼視することによって、自らの無為無策を棚に上げてきた日本の対東南アジア政策の無思想性を省みる秋が訪れたことだけは、事実である。

しかしながら円ブロックの形成には序文でもふれたようにまず第一に、太平洋戦争時代の負の遺産を清算することが必要であり、第二にはT B市場をはじめとする東京金融、資本市場の拡充とともに、対米輸出に大きく傾斜している東アジア諸国の貿易構造を改変することが要務である。そのためには東アジア諸国の安定的な経済成長を確保し、国内市場を拡大することによって、産業、貿易面の相互補完性を確立することが必要であり、わが国としても貿易、投資、援助の分野において、これを支援することが先決である。しかしながら日本自体が東アジアの国々と同じく、加工貿易型の経済構造を脱しえないだけでなく、今後の少子化や輸出主導型経済成長の限界などを考慮する場合に、日本のアブソープション能力に、自らなる限界を予想せざるをえないのである。そのような観点からみると、近い将来における円ブロックの形成を期待するよりは、広大で豊かな国土と資源を有し、無限の成長力を潜在する中国の元を基軸として、経済通貨ブロックの形成される可能性の方が、遙に大きいように思われるのである。さらに付言するならば、中国は人権や言論の自由などの点で近代化が求められる反面、東南アジアの全域にわたって、強力な華人ネットワークを擁するとともに、核を保有し、日本と違って欧米流価値観の押し売りを拒絶するだけの独自性を確

保していることも、忘れてはならないのである。