

変動相場制下の国際金融

International Finance under the Floating Exchange Rate System

青島 昭久*

Akihisa Aoshima

はしがき

1973年に主要先進国の為替相場制度が変動相場制に移行してからすでに22年が経過したが、この間に国際金融は目ざましい発展と変化をみせた。筆者はこの期間の大部分を国際金融の実務者として過ごし、それらを体験して来たが、日々の業務に追われてそれらを整理する余裕がなかった。最近に至って本格的に国際金融を研究できる状況となったので、今後の研究の土台作りとして、この期間の国際金融の動きを整理してみたのが本稿である。

1. 固定相場制度の崩壊

(1) ニクソン・ショック

IMFを中心とする国際通貨体制は、欧州諸国と日本の経済力の回復および米国経済力の相対的低下に伴う基軸通貨ドルの信認低下を反映して、欧州諸国通貨が交換性を回復した1958年頃から動揺しはじめたが、米国によるドル防衛策の強化と先進10ヵ国（G10）による国際金融協力の積上げによって71年まで維持されて来た。

しかし71年5月に西独五大経済研究所が西独の根強いインフレへの対策として為替相場のフロートを勧告したのを契機としてマルク投機が

発生し、ドイツ連銀はドル買介入を停止して市場を閉鎖した。市場閉鎖は欧州全体に波及し、市場の再開に当たってはマルクとオランダ・ギルダーは変動相場制に移行した。

このような不安含みの中で8月15日ニクソン大統領は、①ドルと金の交換性停止、②10%の輸入課徴金の賦課、③対外援助の10%削減、④6ヵ月間の物価凍結を発表した。いわゆるニクソン・ショックである。

IMFを中心とする国際通貨体制は、実体的には外国通貨当局の保有する米ドルの金交換性を前提としてその米ドルに対する各国通貨の固定相場維持を中核にしたものであった。したがって、このドルの金交換停止はIMF固定相場体制を一挙に崩壊させた。この措置を受けて欧州諸国の為替市場は1週間にわたって閉鎖され、再開に当たっては変動相場制が導入された。日本は市場を閉鎖することはなく通貨当局は12日間にわたってドルを買支えたが遂に8月28日から変動相場制に移行した。

(2) スミソニアン合意

固定相場制を常態と考えていた当時の各国通貨当局者にとってこの変動相場制はまさに異常事態であった。そのため10ヵ国蔵相会議、OECD第3作業部会、IMF理事会などの場を通じ

て固定相場制への復帰が模索された。その結果、12月17～18日にワシントンのスミソニアン博物館で開催された10カ国蔵相会議で、①米ドルの金に対する切下げ（金1オンス＝35ドルから38ドルへ、切下げ率7.9%）を含む多国間通貨調整（円は1ドル360円から308円で対ドル16.9%の切上げ）、②為替変動幅の拡大（上下各1%から各2.25%に）が合意されたが、ドルの金交換性は回復されなかった。

この合意において各通貨とドルとの中心相場は平価と呼ばれず、セントラル・レートと呼ばれた。それはドルの金交換性が回復されない状況下ではセントラル・レートは単なるドル相場であって、IMF協定に書かれた一定の純分と重量の金を有するドルで表示される平価とは同一ではないとの認識にもとづくものであった。要するにスミソニアンでの合意は金の支えのない「ドル平価」を設定し、金交換性のないドルで市場介入を行って固定為替相場制を維持しよう

とする無理な体制を当面の措置としてまとめあげたものであった。

(3) ECのスネーク制

EC諸国の間ではニクソン・ショック以前から通貨統合の問題が論議されていた。1970年10月にEC理事会とEC委員会に提出された「ウェルナー報告」をもとに、71年3月の理事会で経済通貨同盟の段階的実現の決議がなされ、その第1段階での行動原則のひとつとして71年6月からEC諸国通貨間の相場変動幅を縮小することが決定された。しかし、71年5月以降の欧州為替市場の混乱とこれに引続くニクソン・ショックのため、この決定の実施は見送られた。

しかし、スミソニアン合意によれば各々の欧州通貨の対ドル最大変動幅は4.5%であり、その結果として欧州諸通貨間の最大変動幅は9%となる。このように広い変動幅は共通農業政策を困難とさせる可能性があるためあらためて

第1表 欧州通貨スネーク制の推移

	ドイツ・マルク	フランス・フラン	イタリア・リラ	オランダ・ギルダー	ベルギー・フラン	ルクセンブルグ・フラン	デンマーク・クローネ	イギリス・ポンド	アイルランド・ポンド	ノルウェー・クローネ	スウェーデン・クローネ
1972.4	参加	参加	参加	参加	参加	参加					
5							参加	参加	参加		
6							離脱	離脱	離脱		
10							復帰				
1973.2			離脱								
3	共同フロート			共同フロート						共同フロート参加	
	+3.0										
6	+5.5										
9				+5.0						+5.0	
11											
1974.1		離脱									
1975.7		復帰									
1976.3		離脱									
10	+2.0						-4.0			-1.0	-1.0
1977.4							-3.0			-3.0	-6.0
8							-5.0			-5.0	離脱
1978.2										-8.0	
10	+4.0			+2.0	+2.0	+2.0					

出所：東京銀行ブラッセル支店訳「EMS（欧州通貨制度）」（東銀リサーチインタナショナル刊）参考文献〔28〕 P.P.71-75より作成。数字は通貨調整の%。

EC諸国の協議が再開され、72年3月のEC理事会の決定を経て4月の加盟6ヵ国中央銀行間協定、いわゆる「バーゼル協定」によって相場変動幅の縮小が実現した。これがいわゆる「トンネル内のスネーク」制である。

バーゼル協定ではEC内のいかなる2通貨間の相場の変動幅も2.25%を越えてはならないとする一方、ドルとの最大変動幅はスミソニアン合意による4.5%をそのままとした。この結果、EC通貨は対ドル変動幅4.5%のトンネルの中で2.25%の変動幅を持ったスネークの範囲内で変動することになる。この制度のもとでの市場介入については、域内通貨の相場をスネーク内に保つための介入は域内通貨で行い、ドルでの介入はスネークがトンネルからはずれるのを阻止する場合にのみ行うという原則になっていた。

このトンネルの中のスネーク制度には5月1日にイギリス、アイルランド、デンマークが加わって参加国は9ヵ国に拡大した。

(4) 変動相場制移行と共同フロート

スミソニアン合意にEC諸国の縮小変動幅を加えた新たな固定相場制は72年のポンド危機で早くも崩れ始める。ポンドについてはスミソニアン合意での対ドル相場が過大評価であるとの見方が強く、これがため6月に投機の波に巻き込まれてイギリス・ポンドおよびアイルランド・ポンドは参加したばかりのECスネーク制を離脱して変動相場制にもどった。

一方、米国の国際収支は、スミソニアン調整でドルの実効為替相場が約9%切下げられたにもかかわらず、72年の経常収支の赤字は前年の14億ドルから58億ドルへと拡大した。これに対してドイツ、日本の経常収支の黒字はさらに大きくなった、そのためドルへの不信感が高まるとともに再度の通貨調整が不可避であると考えられるようになり、73年に入ると各国の為替市場は次々に投機の波に巻き込まれた。

執拗な資本逃避に悩まされたイタリアは1月に二重相場制を採用し、金融取引に関するリラ相場を変動相場制にした。多額の資本流入に直

面したスイスもほぼ同時に変動相場制に移行した。2月に入ると投機の波は日本、ドイツに向かい、日本の市場は2月10日から13日まで閉鎖され、欧州の市場は12日から閉鎖された。このような中で米国政府は12日夜、ドルのSDRに対する10%切下げを発表し、これを受けて日本政府は2月14日から円を変動相場制に移行させると発表した。

これに対してEC諸国と北欧諸国はドルの10%切下げ、すなわち自国通貨の対ドル11.1%の切上げを容認した固定相場で14日から市場を再開したが長続きしなかった。3月に入ると激しい投機が再燃し、EC諸国は多額のドル買介入を行ったのち3月2日から市場を閉鎖し、日本もこれに追随した。この為替市場の閉鎖は18日まで続き、その間に国際通貨体制安定のための諸会合が開かれたが全体としての合意は得られなかった。その結果、ドイツ、フランス、ベネルックス3国およびデンマークの6ヵ国はマルクのセントラルレートをも3%切上げたうえで72年4月から行われて来たEC諸国間によるスネーク制を維持するとともにドルに対しては変動相場とするという共同フロート制（いわゆる「トンネルを出たスネーク」制）を採用し、これにノルウェー、スウェーデンが参加した。その他の主要諸国は従来どおり、あるいは新たに単独フロートによる変動相場制をとることになり、3月19日から各国の為替市場は再開された。

この主要諸国の変動相場制とEC諸国の共同フロートという構図は基本的には現在まで続いているが、EC諸国の共同フロートはその後のオイル・ショックの中でECの主要国フランスの離脱をまねき、79年にEMS（欧州通貨制度）として再構築されるまではドイツを中心とするマルク圏的諸国による共同フロートに矮小化してしまった。

2. IMF協定の第2次改正

(1) 20ヵ国委員会報告

スミソニアン合意はニクソン・ショック後の

混乱に対する緊急対応策をとりまとめたもので、国際通貨制度の再構築というような中長期的な問題は別途IMFの場で検討されることになった。この検討の任に当たったのは72年7月にIMFの総務会に設置された20カ国委員会であった。この委員会および代理会議は72年9月から検討を開始して74年6月に「国際通貨制度改革概要」と題する報告をとりまとめ、同年9月のIMF総会に報告した。

この報告は第1部「新制度」、第2部「当面の措置」から成っていた。第1部では国際収支の調整、為替相場制の機構・規制、交換性と準備通貨の管理、主要準備資産、開発援助とSDR配分とのリンクなどの問題について検討を行っている。委員会はこれらの問題全てについて意見の一致をみたわけではなく、その意味ではこの第1部は中間報告的なものであるが、全体としてみると安定的かつ調整可能な平価制度の実現を指向していた。しかし、現実的意味を持ったのは第2部であった。というのは、この報告の提出された時期は73年に発生したオイル・ショックの混乱期であり、第1部で検討されたような安定的かつ調整可能な平価制度が近い将来に実現される可能性は全くなかった。したがって報告第2部はこのような混乱期における世界経済運営についての考え方を示すとともにそのために必要なIMF協定の改正を提案するにとどまり、第1部による国際通貨制度改革は事実上棚上げとなった。

(2) IMF暫定委員会とキングストン合意

20カ国委員会の報告は74年9月のIMF総会で承認され、総会は理事会に対してIMF協定の改正案作成を指示するとともに新たにIMF暫定委員会を設置して協定改正案の検討にあたらせることになった。なお、これと同時に20カ国委員会は任務終了により解散した。

この暫定委員会は74年10月からIMF協定改正案の検討を開始して76年1月にジャマイカのキングストンで開催された第5回会議で改正案全体についての基本合意に達した。この合意にそっ

て第2次IMF協定改正案が作成され、4月には総務会がこれを承認することになった。なお、この協定改正の各国国内承認手続きが完了して発効したのは78年4月1日であった。

(3) 主たる改正点

第2次IMF協定の改正はドルの金交換停止と主要国における変動相場制の採用という既成事実を追認するとともに、そこから派生する技術的問題を解決するものであったが、それはまたIMF制度を根本的に変えるものになったのでその主要点を列記すると次のようになる。

①為替制度

将来世界経済が安定した時にIMFは85%の多数決で平価制度への移行を決定できるが、それまでの間は各国は自国の為替制度を自由に採択出来ることとし、主要国が変動相場制をとっていることを追認した。

②金の取扱い

従前はIMFの増資払込みのうち25%は金での払込みが必要であったが、この部分の払込みは原則としてSDRで行うことになった。またIMFとの取引における金の使用義務も廃止され、これにともない特定多数決のもとIMFの保有金の売却・返還が可能になった。さらに従来金によって価値表示されていた加盟国の通貨、IMF取引などをすべてSDRで表示することになった。

③SDRの価値

SDRの価値はその発足以来金によって表示されていたが、この改正によって金量表示は消滅し、IMFの特定多数決で評価方法を決定することになった。

なお、諸通貨とSDRとの交換比率を決定するための基礎となるSDRの価値については、ドルの金交換性停止以来それまでの金量表示が意味を持たなくなった為、74年6月以降、暫定措置として16カ国の通貨を加重平均した標準バスケット方式による通貨量で表示されて来た。この方式は第2次協定改正が発効した78年4月以降も継続したが、81年から標準バスケットは

5カ国の通貨に変更され、現在に至っている。

3. ユーロ市場の発展とドル危機

(1) オイル・ショックとユーロ市場

1973年10月の第4次中東戦争を契機にアラブ産油機構(OAPEC)は原油の生産と輸出の削減および親イスラエル諸国への禁輸を行うとともに原油の公示価格を1バーレル3.01ドルから5.11ドルに引き上げ、さらに12月には11.65ドルに引き上げた。この原油価格引き上げにはその他のOPEC諸国も同調した。いわゆる第1次オイル・ショックの発生である。

このオイル・ショックにより原油の輸入価格は急膨張し、輸入石油への依存度の高い先進諸国では経常収支の大幅な悪化と激しい物価騰貴

に見舞われた。これに対してほとんどの国で激しい引締政策が採られ、その結果各国は深く長い不況に突入した。他方、産油国側では大幅な経常収支の黒字が発生し、巨額のオイル・マネーが蓄積された。OPEC諸国全体の経常収支の黒字は74年だけで約600億ドル、74-78年の累計で1,600億ドルに達した^(注1)。

この急激な経常収支の悪化に直面した石油輸入国は赤字をファイナンスするためにユーロ市場から多額の中長期借入れを行い、石油輸出国は入手したオイル・マネーのかなりの部分をユーロ市場に流入させた^(注2)。

この時期のユーロ市場での中長期貸付はそのほとんどがシンジケート・ローンの形式で行われていた。もともと短期市場であるユーロ・カレンシー市場で中長期貸付が行われるようになって

第2表 ユーロ・カレンシー市場の推定規模(単位:億ドル)

	ヨーロッパ		アメリカ	その他						分類不明	合計
	合計	うち非銀行		カナダ・日本	その他先進国	東欧	オフショア金融センター	石油輸出国	発展途上国		
用途											
1971	328	191	83	289						10	710
72	389	208	96	431						4	920
73	490	295	135	127	147	74	187	33	110	17	1,320
74	615	413	182	182	204	101	267	35	157	27	1,770
75	630	436	166	202	258	159	355	53	195	32	2,050
76	744	515	182	216	330	208	408	96	247	39	2,470
77	1,104	773	213	187	308	257	439	157	303	32	3,000
78	1,395	945	246	246	347	314	550	243	401	28	3,770
79	1,713	1,113	367	330	405	360	675	304	551	45	4,750
80	2,164	1,437	397	451	521	389	730	338	710	50	5,750
源泉											
1971	324	160	61	314						11	710
72	352	178	69	479						20	920
73	508	275	95	98	177	37	125	100	146	34	1,320
74	678	362	119	87	185	51	178	291	155	26	1,770
75	795	385	154	83	199	54	218	346	162	39	2,050
76	867	455	188	105	213	64	301	452	213	67	2,470
77	1,173	560	254	84	188	70	334	545	296	56	3,000
78	1,445	701	370	130	262	88	454	547	398	76	3,770
79	1,740	930	505	152	317	130	528	810	478	90	4,750
80	2,110	1,243	597	221	335	128	680	1,098	466	115	5,750

出所: BIS Annual Report 各年次版.

たのは60年代末からロールオーバー・クレジット方式が導入されたためである。この方式のもとでは中長期貸付のコミットメントを行う一方、適用金利を市場金利（LIBOR）に一定のスプレッドを上乗せしたものとし、3ヵ月あるいは6ヵ月ごとに金利を見直すことにする。これにより貸手は金利変動リスクを回避しつつ短期資金調達によって中長期貸付を行うこと（満期変換）が可能になり、これが中長期貸付の急速な拡大をもたらした。またシンジケート・ローンは多数の銀行がまとまって単一融資案件に参加する方式であって、与信リスクを分離させる一方で参加銀行の数を増やすことにより巨額の融資案件への対処を可能にするものであった。

(2) ユーロ市場不安の発生

オイル・マネーの流入と経常収支赤字ファイナンスのための資金需要の増加、中長期貸付の活発化により74年央までユーロ市場は拡大を続けたが、その一方において経常収支赤字国への多額の融資についての回収への懸念、シンジケート・ローンの急膨張に対する満期変換能力への懸念などユーロ市場の潜在的リスクへの懸念も生じて来ていた。

このような状況のもとで6月にドイツのヘルシュタット銀行の破綻が発生し、これを契機に市場に信用不安の雰囲気が高まった。そのため弱小銀行および国際収支赤字の大きな国の銀行は市場での資金調達が著しく困難になり、調達出来た場合でも通常の市場金利に大幅なプレミアムを上乗せして支払うことを余儀なくされた。その結果、オイル・マネーの流入が続いたにもかかわらずユーロ市場の規模は縮小に転じた。

この事態を重く見た先進10ヵ国の中央銀行総裁は9月10日に、中央銀行の国際的銀行市場に対する責任と緊急の場合における中央銀行の支援の意志と能力を確認する声明を発表した。これを機に市場不安は徐々に解消の方向に向かい、市場規模も年末頃からふたたび増勢に転じた。

(3) 途上国への貸込み

1975年以降のユーロ市場はオイル・マネーが引続き流入し、また米国の対外投融資規制の撤廃による米国からの資金流入も加わって市場規模の拡大が続いた。しかし、先進国の政府、政府機関による国際収支の赤字ファイナンスのための借入需要は減少に転じ、また先進国の民間企業による借入需要も景気の低迷によって緩慢な伸びしかみせなくなった。そこで余資を抱えたユーロ・バンクは比較的良好な貸付先と考えられる途上国、とくに新興工業国家と考えられた中南米諸国に積極的な貸込みを行った。この場合、主たる貸付先はこれら諸国の政府あるいは政府保証のついた政府関係機関・企業、すなわちいわゆる「ソブリンもの」であり、その主たる貸付形態は国際銀行団による中長期シンジケート・ローンであった。この「ソブリンもの」に対するシンジケート・ローンは余資を背景とした激しい貸付競争の中で借手に関する銀行の与信リスク判断を誤らせ、過剰貸付をもたらすものになるのであるが、ともあれ、1970年代のユーロ市場はオイル・マネーとシンジケート・ローンを中心に発展をとげた。

(4) ドル危機

変動相場移行後の米国の経常収支は73年から76年まで黒字を維持したが、この状況は77年から一変して貿易・経常収支は大幅な赤字に転じ、基礎的収支は巨額の赤字となった。これに対して日本の経常収支は76年から黒字に転じ、ドイツもまた経常収支の黒字を続けていた。これを反映してマルク、円、スイス・フランだけでなく英ポンド、フランス・フランを含めた諸通貨に対するドル為替相場は77年に入ると下落をはじめ、9月頃から下げ足を速めた。

このドルの全面安に対する米国政府の対応は鈍く、78年初になってようやく財務省と連邦準備制度理事会は共同声明を発表し、①ドル安定のため連邦準備だけでなく財務省も外国中央銀行と協力して為替市場に介入すること、②財務省はドイツ連銀との間で20億ドル相当のスワップ協定を締結したことを明らかにした。これに

引続き公定歩合が0.5%引上げられた。

この発表によりドル安は小康を保ったが永続きせず、2月から円および欧州通貨に対するドル売の波が繰返されたのち10月には最大の大波が発生し、10月31日には円ドル相場は180円を割込んだ。各国通貨相場の対ドル上昇率はこの10月だけでマルク、12.7%、フランス・フラン9%、円7%におよんだ^(注3)。米国政府はこの破局的全面ドル安を放置出来ず、11月1日に大規模な総合ドル防衛策を発表した。その内容は、①為替市場への協調介入の強化、②介入資金調達方法の拡充（IMFからの引出し、SDR売却、外国中央銀行とのスワップ枠の拡大、外国通貨建財務省証券の発行など総額290億ドル）、③公定歩合の1%引上げ（8.5%から9.5%へ）などであった。

この総合ドル防衛政策は、とくに介入資金調達の規模の巨額さと方法の多様性によって米国政府のドル防衛意志を強烈にアピールするものであっただけにその効果は絶大であった。ニューヨーク連銀は直ちにマルク、スイス・フラン、円の介入を開始し、ドイツ、スイス、日本の中央銀行も協調介入を行った。その結果ドル相場は急反発して、円ドル相場は1ヵ月後には200円を超え、79年には第2次オイル・ショックの影響も加わって250円台に乗せるに至った。

固定相場制時代のドル危機は米国の国際収支の赤字が外国公的保有のドル残高を増加させて金交換圧力となることから生じた。この懸念は変動相場制下では消滅したと考えられていたが、この78年の経験は、米国国際収支の赤字の持続がドル価値への信認を低下させて投機すなわちドル建資産から他通貨建資産への転換を通じてドル相場の激しい全面安の形でドル危機が現れることを確認させるものであった。

(5) EMSの発足と推移

マルク圏内の共同フロートに矮小化されたECのスネーク制をより強固なECの制度として再構築しようとする動きは78年頃から開始され、折からのドル危機にもとづく為替市場の不安定

さにも助けられて79年3月にEMS（欧州通貨制度）が発足した。

EMSはEC12ヵ国通貨による複合バスケット単位であるECUを創出し、ECUを基準とした固定相場制あるいは縮小変動相場制ERM（為替相場メカニズム）を創設するものであった。ECUに対する中心相場から各通貨間の基準相場を算出し、各通貨間の相場変動をこの基準相場の上下各2.25%に抑制することになる。このERMとスネーク制のちがいはスネーク制においては2通貨間の基準相場からの乖離だけが介入を決定づけたのに対してERMではEC通貨全体のトレンドを示すECUとの乖離を示す指標が予備的介入の事前警報になるという工夫がこらされた点である。このEMSには為替市場介入あるいは国際収支対策のための相互資金援助取決めが、超短期ファイナンス、短期通貨支援、中期金融援助の3項目にわたって付随していた。

EMSは共通通貨単位ECUを中心とした対称的な通貨制度として創設されたが、現実には徐々にマルクを中心通貨とする非対象的なものへと変化する。それはECUが通貨単位でしかないことに加えて域内においてマルクが常に強勢を保っているために各国の市場介入がもっぱらマルクに対するものになるためであった。この状況が何回かにわたるマルクの切上げにもかかわらず持続したため、各国の金融政策は反インフレを基準に据えたドイツ連銀の政策に同調することを余儀なくされた。またドイツ以外の諸国の対域内為替相場への関心はもっぱら対マルク相場に向けられ、ドル相場との関係はドイツにまかせる通貨体制に変化して来た。

EMSは創設以来現在まで一応は維持されて来たが、その歴史は第3表に見られるように通貨調整の歴史でもあった。この度重なる通貨調整にもかかわらず、EMSは92年と93年に危機に直面した。92年には欧州全体で景気が低迷して金融面からの刺激策が求められたが、ドイツは統一特需によるインフレ圧力が強く金融引締めを強化したので各国はEMS維持と景気刺激

第3表 ERM再調整の記録(単位:%)

	ドイツ・マルク	フランス・フラン	イタリア・リラ	オランダ・ギルダー	ベルギー・フラン	アイルランド・ポンド	デンマーク・クローネ	スペイン・ペセタ	ポルトガル・エスクード	英ポンド
1979年9月24日	+2.0						-3.0			
11月30日							-5.0			
1981年3月23日			-6.0							
10月5日	+5.5	-3.0	-3.0	+5.5						
1982年2月22日					-8.5		-3.0			
6月14日	+4.25	-5.75	-2.75	+4.25						
1983年3月21日	+5.5	-2.5	-2.5	+3.5	+1.5	-3.5	+2.5			
1985年7月21日	+2.0	+2.0	-6.0	+2.0	+2.0	+2.0	+2.0			
1986年4月7日	+3.0	-3.0		+3.0	+1.0		-1.0			
8月4日						-8.0				
1987年1月12日	+3.0	+3.0	+2.0							
1990年1月8日			-3.8							
1992年9月14日	+3.5	+3.5	-3.5	+3.5	+3.5	+3.5	+3.5	+3.5	+3.5	+3.5
9月17日									-5.0	
	英ポンド, イタリア・リラ, ERMを離脱									
1993年2月1日						-10.0				
5月14日								-6.5	-8.0	
8月2日	マルク/ギルダー間を除き変動幅上下15%に拡大									
1995年3月6日								-7.0	-3.5	

出所: 茂木克昭・佐久間浩司・中島洋子「拡大EUと今後のEMU」東銀経済四季報1995年春P. 70.

の板ばさみとなった。そのため相場調整を見込んだ投機が発生し、9月には英国とイタリアがEMSを離脱して景気刺激の方向に転じた。93年にはマーストリヒト協定の発効が近づいて通貨統合への日程上EMSの調整が不自由になり始めた時期に、ドイツ連銀がおおかたの予想に反して公定歩合の引下げを見送ったことから投機の波にさらされた。この危機は8月2日にERMの変動幅を基準相場の上下2.25%から上下15%に拡大したことで沈静化の方向を辿ったが、この変動幅の拡大はECにおける通貨統合の日程の組み直しを迫るものとなった。

(註1) 参考文献〔13〕P.77.

(註2) BIS年報(第45次)によると、1974年前半に各国および公的機関がユーロ市場で調達した中長期信用は約165億ドル、また1974年中にユーロ市場に流入したオイル・マネーは240億ドル前後であった。邦訳P.175.

(註3) 参考文献〔13〕P.306.

4. 米国の高金利と双子の赤字

(1) ボルカーの金融政策転換

1979年8月に連邦準備制度理事会議長に就任したボルカーは同年10月、金融政策運営の基準を従来の市場金利重視からマネー・サプライ重視へと大きく転換させてインフレの抑制に取り組むことになった。このためボルカーの就任当時すでに高水準にあった米国の金利はさらに急激に上昇した。就任当時12%台にあったプライム・レートは80年3月には20%近くまで上昇し、その後一時低下したのち12月には21%にまで達して歴史的な高金利を示現した。この高金利はインフレ圧力の衰えとともにその後徐々に低下したもののかなり長期にわたって高金利状態が続いた。

一方、81年初から登場したレーガン大統領は「小さな政府」を唱えつつも対ソ連強硬政策のために軍事費を拡大させるとともに設備投資減税を行い、当面の財政赤字が拡大する政策をとった。この財政赤字の拡大も米国における歴史的な高金利の一要因であった。

(2) 累積債務問題の発生

米国の高金利は累積債務問題を表面化させる引き金となった。

前にも見たように70年後半を通じてユーロ・バンクはユーロ市場に流入する資金のかなりの部分を途上国、とくに新興工業国とみられる国々に過剰なまでに貸込んでいた。このようなもとの米国の高金利すなわちドルの高金利は過剰借入国の債務の利払い、返済負担を重くし、82年8月のメキシコをはじめとして中南米諸国は次々と利払い・返済困難に陥った。

この累積債務問題は場合によっては国際信用不安に発展する可能性を持つ重大問題だった。というのは累積債務国に貸付債権を持つユーロ・バンクはその原資をユーロ市場から調達しており、そのユーロ市場での銀行間の債権・債務関係は網の目のように入り組んでいるので、もしあるユーロ・バンクが累積債務国からの返済がとどこおったがためにユーロ市場での借入返済が不能になれば、連鎖反应的にデフォルトが発生しうるからである。もちろん、74年のユーロ市場信用不安に際して発表された10ヵ国中央銀行総裁声明のフォロー・アップとして、ある銀行がユーロ市場で資金調達が困難になった場合にはその銀行の所在国・本国の中央銀行が最後の貸手となる旨の了解が成立していたが、その実効性には疑問が残っていた。

ユーロ・バンクはまず債務返済繰延べ（リスケジュール）により問題に対処しようとしたがその程度で解決するには問題が大きすぎた。そのため、主たる累積債務国中南米に対する最大の債権者銀行群を抱える米国のベーカー財務長官は85年10月および87年10月に相ついで提案を行い、先進国銀行と国際機関による新規融資お

よび債務の証券化、現地通貨化の推進によって問題の解決をはかろうとした。しかし過去の累積債務をそのままにして新規融資を行うことは民間銀行にとって困難なことであった。

そこで次の米国財務長官ブレディは89年3月に大幅な債務残高の削減とIMF、世銀による追加融資を基本とする大胆な提案を行った。このブレディ提案にもとづき累積債務問題はユーロ・バンクの大きな償却負担のもと徐々に解決の方向に歩みはじめたが、累積債務国はIMF融資にともなう厳しい経済運営方針（IMFコンディショナリー）を課せられ、経済の停滞を余儀なくされる国が続出した。

(3) 双子の赤字とドル相場の強勢

レーガン政権下での軍事支出の拡大と設備投資減税により米国財政の赤字は81年の1,000億ドルから85年の2,156億ドルへと急速に拡大し、この面から多額の超過需要が発生した。これを反映して貿易収支の赤字は1,222億ドルへ拡大し、またカーター政権のドル防衛政策後、80年から81年に小幅ながら黒字に転じていた経常収支も82年から赤字に転じ85年の赤字は1,239億ドルに達した。いわゆる「双子の赤字」の発生と拡大である。

1977-78年の経験に照らしてみれば、このような大幅な経常収支の赤字はドル不安あるいはドル危機をもたらしても不思議ではない状況であったにもかかわらず、この時期にはそれが生じなかった。その理由は米国に巨額の資本流入が生じてこれが経常収支の赤字をファイナンスしたからである。この状況を1981-85年の累計でみると、経常収支の赤字は2,751億ドルになるが、民間資本収支は、直接投資が551億ドル、証券投資が1,140億ドルの黒字、また短期資本およびそのほとんどが短期資本移動とみられる誤差脱漏が1,314億ドルの黒字で、これら民間資本項目の累計黒字は3,005億ドルで経常収支の赤字を全面的にファイナンスしていたのである。この巨額の資本流入をもたらした原因は、①米国の高金利、②累計債務問題の発生により

第4表 米国国際収支(単位:億ドル)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
貿易収支	-255	-280	-365	-671	-1,125	-1,222	-1,451	-1,596	-1,270	-1,152
輸出	2,243	2,370	2,116	2,018	2,199	2,159	2,233	2,502	3,202	3,621
輸入	-2,498	-2,651	-2,476	-2,689	-3,324	-3,381	-3,684	-4,098	-4,472	-4,774
貿易外収支	394	488	465	448	373	213	191	153	248	397
移転収支	-83	-117	-171	-177	-206	-230	-242	-231	-250	-261
経常収支	23	50	-114	-445	-1,003	-1,239	-1,502	-1,673	-1,272	-1,016
長期資本収支	-23	143	131	113	399	685	892	589	831	786
政府長期資本収支	-45	-54	-55	-44	-48	-20	2	-13	25	14
民間長期資本収支	22	197	186	157	446	705	890	603	806	772
直接投資収支	-23	156	135	56	138	66	185	310	418	309
証券投資収支	45	41	51	101	308	639	705	292	387	463
うち対内証券投資	81	98	131	169	356	714	784	345	466	684
基礎収支	0	193	16	-332	-605	-553	-610	-1,084	-441	-230
民間短期資本収支	-333	-455	-410	93	332	336	90	529	87	226
うち銀行報告収支	-361	-420	-454	204	227	397	198	469	163	52
SDR配分	12	11	-	-	-	-	-	-	-	-
誤差脱漏	254	250	414	198	280	276	183	-14	-9	174
公的準備取引収支	-67	-1	20	-40	7	58	-338	-569	-363	170
〔金融項目〕										
在米外国公的資産	149	53	30	52	24	-20	335	477	402	83

出所: U.S. Department of Commerce 「Survey of Current Business」各号。

途上国という運用先を失った資金の存在、③投資減税の実施から生じた米国の景気回復などであろう。この結果総合収支ともいべき公的準備取引(ORT)収支はこの期間累計で44億ドルの黒字となっていた。この状況を反映してドル相場は強含みに推移し、円ドル相場はレーガン政権発足当時の230円台から82年11月には278円に上昇し、その後についても85年当初まで240-260円水準を維持した。このドルの強勢を背景に81年4月には、スプリンケル財務長官はカーター政権のドル防衛以来続けて来た財務省による為替市場への介入の停止を発表し、米国政府のドル価値への自信を表明した。

(4)プラザ合意からルーブル合意

米国の公的準備取引が黒字であるということに近い将来のドル相場の安定を保証するものではない。というのは、経常収支が赤字を続け、それを資本収支の黒字でファイナンスしているからには米国の対外債務が累増することは避け

られない。そしてその対外債務のかなりの部分が市場性のある債務であるとすれば、もし何かの理由でドルの信認が失われれば、非居住者保有ドル建債権は急激に非ドル建債権にシフトする。これはドルの暴落とともに米国証券市場の混乱をまねくことになりかねない。85年のレーガン第2期政権の財務長官に就任したペーカーは、米国の経常収支の赤字が続いて対外債権債務ポジションが純債務に転じようとしているにもかかわらずドル相場が強勢を保っていることの危うさに気づいた。そこでドル相場の急落を防ぎつつ先進諸国との政策協調によりドル相場の秩序ある低下をもたらすことを目的として85年9月ニューヨークのプラザホテルで先進5カ国(G5)の蔵相会議を開きドル高是正のための政策協調の合意をとりつけた。この合意にもとづき、為替市場への協調介入と金利政策面での協調が行われドル高は急速に是正されはじめた。

このドル高是正のための国際協調は87年2月

のG7ルーブル合意でひとまず終了した。ルーブル合意はドル高の是正が十分に進んだことを認識するとともに各国の経済指標の多角的な監視を通じて為替相場の安定をはかるという方針を確認するものであったため、国際協調が新しい段階に進んだものと理解された。

(5) 米国国際収支の赤字継続

ルーブル合意で確認された各国経済指標の多角的監視はその後の推移によってさほど実効のあるものでないことが明らかになった。それはG7が非公式な会合であってその合意には強制力がないことによるもので、G7で合意されたファンダメンタルズ是正目標に対して各国が有効な政策を実施出来ない場合がしばしば生じたからである。

その最たるものは米国で双子の赤字是正政策がとられていないことである。米国の経常収支の赤字は84年から89年まで毎年1,000億ドルを上回り、90年から91年には景気の停滞により改善をみたものの92年からはまたしても拡大して94年には1,512億ドルにも達している。この赤字は相変わらず資本の流入でファイナンスされているが、注目すべきことは86年以降については民間資本の流入だけではファイナンスしきれず、金融項目のうちの在米外国公的資産、具体的には外国政府保有の財務省証券の増加によってファイナンスされる部分が多額にのぼっていることである。これを換言すれば、米国の経常収支の赤字から為替市場に流出するドルのかなりの部分を黒字国政府が吸収し、米国財務証券を購入しているということである。そのため為替市場には常にドル売圧力がかかり、米ドル相場はジリジリと低下を続けている。

この米国経常収支の持続的赤字は80年代の半ばに米国の対外債権債務ポジションを純債務に転じさせ、94年末の純債務は6,808億ドルに達している。米国経常収支の赤字持続とドル債務の累積が新たなドル相場の暴落と米国証券市場の混乱という事態発生の可能性を高めていることを否定出来ない。

5. 国際金融のグローバル化

(1) 資本移動規制の緩和・撤廃

両大戦間の経験を踏まえて設立されたIMFは自由な国際資本移動と固定相場制の両立可能性についての疑問視の上に設立されたと考えられる。そのためIMF協定に規定されている為替制限の撤廃は経常勘定だけに限定されていた。また現実にも、当初から資本取引を自由化していた米国もドルの固定相場を守るために1963年の金利平衡税をはじめとするもろもろの資本移動規制を導入せざるをえなかった。変動相場制への移行はまず米国の国際資本移動規制の撤廃を可能にした。

1974年1月、米国は金利平衡税を廃止するとともに銀行の対外融資および企業の対外投融資に関する規制を撤廃した。またインフレと高金利発生の都度問題とされて来た銀行預金金利規制（レギュレーションQ）は1980年の預金金融機関規制緩和・通貨管理法によって86年4月までに段階的に撤廃されることになり、実際的にはそれより早く83年には完全に自由化された。税制面では84年に非居住者の利子所得に対する源泉税が廃止され、米国証券市場への外資流入増加をもたらした。これらと並んで金利制限、支払準備率および利子源泉税の適用外となるニューヨーク・オフショア市場（IBF）が81年に設立された。

固定相場制のもとで何度となくポンド危機に直面して来た英国においても79年に為替管理が全廃され、資本移動の規制が消滅した。

ドイツの場合には為替管理それ自体はすでに61年に撤廃されていたがマルクの切上げ圧力となる外国資本の流入規制は続いていた。とくに64年に導入された非居住者保有債権の利子に対する25%の源泉税（いわゆるクーポン税）は非居住者をマルク債投資から締め出していた。しかしECの資本移動自由化指示などにより、84年にはこのクーポン税が廃止され、さらに85年には一連の資本市場自由化措置が実施されてマ

ルク債起債の主幹事が在ドイツ外銀現法に開放された。

日本における資本移動規制の緩和は法的には80年12月に対外取引の原則自由を認める新外為法が施行された時から始まる。しかし、この施行時期が第2次オイル・ショックの直後で日本の経常収支が赤字であったため行政指導による資本移動規制が存続し続けた。そのため、資本移動規制の緩和が本格的に進むのは、円の国際化の推進によって円の過少評価を是正するとともに日本の資本輸出によって米国の経常赤字をファイナンスさせようとするレーガン政権の圧力のもと日米円ドル委員会が設置され、その報告書がまとめられる84年以降のことであった。

まず84年4月に先物為替取引の実需原則が廃止され、また円建対外貸付が自由化された。次いで6月に円転規制が撤廃された。円転規制とは外国為替銀行の為替ポジションについて直物での売越しを禁止し、外貨の売越しから生じる円の国内金融市場への流入を阻止するものである。この円転規制の撤廃は外国為替銀行の資金・為替ポジションの操作能力を強化し、その後の為替市場取引高の拡大をもたらした。

ユーロ円市場に関する規制も次々と緩和された。ユーロ円貸付の自由化は83年の非居住者向け短期貸付の自由化に始まり、88年の居住者向け長期貸付の自由化で完成する。ユーロ円債についてはまず85年4月に非居住者保有の居住者発行ユーロ円債利子に対する源泉税が廃止された。居住者のユーロ円債発行に関わる適債基準は逐次緩和ののち89年には撤廃された。ユーロ円債の還流規制の撤廃は円建外債市場との競争問題のためやや遅れたが、逐次緩和ののち外国政府・国際機関債が93年12月、一般債が95年8月から全面自由化された。

これらに加えて86年10月には東京オフショア市場が発足した。

以上のような資本移動規制の緩和・撤廃はその他の国々でも進展し、93年には資本取引規制が撤廃されたとみなされる国の数は38になり、先進諸国間での資本移動はほぼ全面的に自由に

なったといえる。

(2) 国際金融資本市場の拡大

1980年代を通じての各国の資本移動規制の撤廃は国際金融資本市場の急速な拡大をもたらした。

国際金融市場の規模を銀行のクロスボーダー資産残高からみると第5表にみられるように84年末の2兆1,656億ドルから90年末の5兆9,072億ドルへと6年間で2.73倍にも拡大した。90年代に入ると日本の銀行のクロスボーダー資産の圧縮などが影響してその増勢はやや衰えたが、それでも94年には7兆1,032億ドルに達している。また国際資本市場の規模を国際債すなわちユーロ債と各国資本市場での外債の発行残高は84年の4,100億ドルから90年末の1兆4,725億ドルへと3.6倍に拡大し、さらに94年には2兆475億ドルになっている。ちなみに84年の世界貿易額は1兆9,042億ドル、90年は3兆3,932億ドルであった。

このクロスボーダー取引の与信先を見ると、82年の累計債務問題の発生以降途上国向けの与信残高のシェアが急激に低下し、先進国向けのシェアが高まっている。クロスボーダー資産残

第5表 国際金融・資本市場の規模（単位：億ドル）

	(1) 国際金融市場	(2) 国際資本市場	世界貿易額
1984	21,656	4,100	19,042
85	25,127	5,500	19,356
86	32,211	7,000	21,152
87	38,229	9,840	24,378
88	44,853	10,854	28,334
89	50,307	12,523	30,301
90	59,072	14,725	33,932
91	62,399	16,514	34,459
92	61,976	16,872	36,651
93	64,649	18,498	36,388
94	71,032	20,476	N.A.

出所：藤本幸一・国枝康雄・上原雄一「金融資本市場のグローバル化の現状と展望」東銀経済四季報1995年夏P.57.

(1) クロスボーダー債権残高 (2) 国際債発行残高

高に占める非OPEC途上国向けのシェアは83年末には24%であったが、91年末には11%に低下している。これに対しても先進国であるBIS報告地域への与信残高シェアは83年末の48%から91年末の75%に上昇している^(註1)。この傾向は92年以降中国の借入といわゆる新興市場への資金の流入により若干の逆転をみせているが、全体としては、80年代以降の国際金融市場はもっぱら先進諸国間の金融取引を通じて拡大して来たことがわかる。

国際資本市場においては、市場規模の拡大だけでなく各国外債市場およびユーロ債市場双方において同時に発行される債券、いわゆるグローバル債が発行されるようになったことが注目される。このことは諸規制の撤廃によって各国の外債市場およびユーロ債市場が均質化の方向に動いていることを示している。また商品面から眺めると、伝統的な確定利付債に加えて変動金利債、永久債、ゼロクーポン債、中期ノート、転換社債、ワラント債など多様な投資ニーズに応える新規商品が次々に登場して市場の拡大を支えた。

(3) 金融のセキュライゼーション

1980年代以降の国際金融資本市場を特徴づける動きに金融のセキュライゼーション（証券化）がある。金融のセキュライゼーションとは資金の調達、運用の両面において証券形態をとる方式が拡大することを意味する。

金融のセキュライゼーションの原型は米国にある。もともと米国では長期資金の調達は資本市場での証券発行を基本とし、短期資金についても銀行借入れと並んでコマース・ペーパーでの調達が定着していた。また金融資産の証券化についても住宅金融を行う貯蓄貸付組合（S&L）が自分で保有する住宅抵当貸付債権を担保にパススルー証券を発行して市場で売却する方法が1970年代から定着していた。

累積債務問題の発生とともにユーロ市場からの資金の流れの主流が先進国向けに変化する局面でシンジケート・ローンが衰えるのに代わっ

て急速に拡大したのが変動利付債（FRN）と短期証券発行枠（NIF）であった。

FRNは期間3年以上の中長期債であるが、その金利はシンジケート・ローンと同様にユーロ短期金利（LIBOR）にスプレッドを上乗せした形の変動金利となっている。しかも証券形式をとっているのでシンジケート・ローンに比して流動性ははるかに高く、先進国の投資家にとっても魅力のある商品となる。この流動性があるために、LIBORに上乗せされるスプレッドもシンジケート・ローンに比して薄くすることが可能になり、資金調達者にとってはより低コストでの調達が可能になった。

NIFは銀行あるいは銀行団が資金調達者に対して中長期の信用供与枠を設定し、資金調達者はその枠内において必要に応じてユーロ・ノートと呼ばれる短期証券（持参人払いの約束手形）を反復発行するものである。銀行あるいは銀行団はこのユーロ・ノートを引受けて投資家に売却するが、売れ残った場合には自己資金でこれを購入する仕組みになっている。この方法によれば、資金調達者は中長期の資金を短期証券の反復発行で調達出来るので調達コストの引下げが可能になる。

このFRNとNIFの急激な伸長は80年代央まで続く。ユーロ貸付市場とユーロ債市場による資金供給総額に占めるFRNとNIFのシェアは85年に36%を越えた。しかしこれをピークにそのシェアは低下して89年には6%を割るに至る^(註2)。NIFについてはこの信用供与枠がBISの銀行自己資本比率規制におけるリスク・アセットに計上されることになったため各銀行が信用供与枠の圧縮に走り、その衰退がもたらされた。またFRNについては過当競争がマージンの低下をもたらし、主たる投資者であったユーロ・バンクの多くがこの市場から撤退したことが衰退の原因であった。

これに代わって85年以降急成長したのがユーロCPである。ユーロCPは米国のCPをユーロ市場に持込んだものであるが、米国の場合とちがってCPの格付けを必要とせず、また銀行による

補完信用枠（バックアップ・ライン）も設定されていない。いかえれば銀行による無担保手形貸付を証券化したもので、その点ではNIFに比して金利がやや高めになるが、NIFのように信用供与枠に対する手数料を支払う必要がないので調達コスト全体ではむしろ割安となる。ユーロCPは90年代に入っても増勢を保っていたが93年に若干の減少に転じた。

1990年代に入るとEMTN（Euro Medium Term Note Program）が活況を呈するようになった。このEMTNにはこれまた米国での中期債（MTN）をユーロ市場に持込んだものであるが、EMTNの特色は設定された発行枠からいくつかの異なった通貨建て、期間のちがう中期債が発行出来る点にある。このEMTNは現在拡大中の商品であるが、日本の機関投資家による円建て資産への投資需要の増加を反映して円建てEMTNの発行が急増し、94年には新規発行額の44%が円建てであったとされている^(注3)。

以上のように、国際金融資本市場のセキュリティタイゼーションはシンジケート・ローンがFRNやNIFに置換されていった80年代中に急激に進展したが、その後についても新しい商品を案出しつつ着実に進んでいるといえよう。それは市場の中心となった先進国の投資家のニーズがより流動性の高い投資対象を求めていることおよび資金調達者が調達コストを下げるためにより流動性の高い債務での資金調達を求めていることのためである。その結果として国際金融資本市場の流動性は過去に例のないほど高まっている。

(4) 金融のイノベーション

1980年代以降めざましい金融のイノベーションが展開されて来た。金融のイノベーション推進の土台となったのは、為替・金融取引とその決済を大量かつ迅速に行うための通信と情報処理技術の発展であった。この技術発展は国際為替金融取引コストの大幅削減をもたらし、金融機関のディーリングを文字通り24時間ディーリ

ングとさせた。この間の取引量の拡大を外国為替取引についてみると第6表のとおりで、92年4月における1日当たりの取引高は8,800億ドルに達した。95年4月の調査結果はいまだ公表されていないが1日当たり1兆ドルに達するものと推測されている。

この24時間ディーリングは各国の外国為替市場、金融資本市場間でのリアル・タイムでの裁

第6表 外国為替取引高（1日平均）

（単位：億ドル）

	東京	ロンドン	ニューヨーク	全世界計(欄)
1992,4	1,280	3,030	1,923	8,800
1989,4	1,152	1,879	1,289	6,400
1986,3	480	900	585	N.A.
1983,4	125	N.A.	260	N.A.

出所：井川紀道編「図説国際金融」財経詳報社1994年P.63.

定取引を可能にする。その結果、各市場間の歪は瞬時にして是正されるものとなり、各国市場間の均衡を通じて統合が進展した。

金融のイノベーションの中心は金融先物、スワップ、オプションをはじめとする金融派生商品（ファイナンシャル・デリバティブ・プロダクト）が登場し、その取引が急激に拡大するとともにより高度な金融技術にもとづく新商品を生み出していることにある。金融派生商品は変動相場制下での為替変動リスクの拡大と金利自由化による金利変動リスクの拡大を背景にこれらのリスクをヘッジする手段として生み出されたが、このような実需ニーズに加えて為替・金利リスクの拡大を収益機会とみる投機者が市場に参加したため取引規模は急速に拡大した。なお金融派生商品はすべてオフ・バランス・シート取引であるため、BIS自己資本規制のもとにある銀行にとってはリスク・アセットを増加させることなく収益を増大させる取引として参加意欲を刺激するものであった。

金融派生商品は取引態様からみると、①証券取引所あるいは金融先物取引所で取り引きされる定型化された金融先物（証券先物、金利先物、通貨先物）およびオプション、②相対での主として銀行の店頭取引となる金利スワップ、通貨

スワップおよびスワップ関連派生商品に大別される。また非定型的なオプションは店頭取引で行われている。

金融先物取引は米国で始まった。1972年シカゴ商業取引所（CME）が金利先物を、75年にはシカゴ商品取引所が金利先物をそれぞれ上場し、80年にはニューヨーク先物取引所（NYFE）が創設された。この動きは他国にも拡がり、ロンドン国際金融先物取引所（LIFFE, 82年）、シンガポールのSIMEX（84年）、パリのMATIF（85年）、そして東京金融先物取引所（TIFFE, 89年）などが創設され、上場商品の豊富化と相まって金融先物取引も24時間ディーリングの時代に入った。

一方、店頭取引では、金利スワップは82年にドイツ銀行が債券の発行から生じた固定利払債務を変動利払債務に変換したのが最初とされ、通貨スワップは81年に米国の投資銀行ソロモン・ブラザーズの仲介によりIBMと世界銀行との間で行われたスイス・フランおよびマルク建債務とドル建債務の変換が第1号とされている。店頭取引は相対取引であるため高度の金融技術を使った通貨オプションや金利先物取引（FRA）

などテラー・メイドの新商品が次々と開発されているが、これらの中で注目されているのはキャップ、フロアー、カラー、スワップションなどのスワップ関連派生商品である。これらを国際債の発行と組み合わせることで発行者の金利・為替リスクをヘッジするとともに発行コストの軽減も可能になるので、これらを組込んだ国際債すなわち仕組債の発行が近年急速に増加している。

金融派生商品の取引残高（想定元本ベース）は第7表に見られるように急成長している。しかし金融派生商品の取引には様々なリスクが内在している。それは信用リスク、市場リスク、流動性リスク、システミック・リスクなどである。これらのリスクは商品の仕組みが高度化、複雑化するにつれて専門家以外にはわかりにくくなるのでしっかりとしたリスク管理が重要になる。リスク管理の要点は、時価による正確なポジションの把握とリスク額（最大限損失額）の算出把握であり、そのためのコンピューター・システムの構築である。このリスク管理が不十分なままで取引が拡大すれば倒産が連鎖倒産・信用不安を惹起させる可能性がある。この点に

第7表 金融派生商品取引残高（想定元本金額 単位：億ドル）

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
取引所取引商品	7,240	13,060	17,683	22,917	35,234	46,405	78,393
金利先物	6,090	8,954	12,006	14,541	21,571	29,022	49,604
金利オプション		2,792	3,879	5,995	10,726	13,854	23,624
通貨先物	740	116	156	163	178	245	298
通貨オプション		480	501	561	612	801	811
株式指数先物	410	278	418	697	773	807	1,192
株価指数オプション		440	722	960	1,374	1,676	2,864
店頭取引商品 ¹⁾	8,670	13,298	19,517	34,503	44,494	53,457	N.A.
金利スワップ	6,830	10,102	15,026	23,115	30,651	38,508	N.A.
通貨スワップ	1,840	3,196	4,491	5,775	8,072	8,604	N.A.
その他スワップ関連 ²⁾	—	—	—	5,613	5,772	6,345	N.A.

出所：BIS Annual Report 各年版。1) FRA。株式・商品関連などを除く。2) キャップ、カラー、フロアーおよびスワップション。

については、95年2月に英国の有力証券持株会社のベアリングスがシンガポール子会社の金融派生商品取引による巨額な損失によって倒産した事実が教訓となる。

- (註1) 参考文献〔21〕P.110.および参考文献〔1〕各年版。
(註2) 参考文献〔21〕P.225.
(註3) 参考文献〔4〕P.51.

6. 結び

IMF固定相場制度は1973年に崩壊し、それ以来変動相場制のもとで22年が経過した。この間に2度にわたるオイル・ショック、国際金融市場不安、ドル危機、国際的高金利、累積債務問題などを乗りながら、先進諸国は固定相場制のもとでは予想もされなかったような資本移動規制の撤廃を実現して来た。その結果国際金融資本市場は格段の拡大をとげ、しかも各国の金融資本市場はそれぞれ相互に、また国際金融資本市場と、結びつきを深めつつあり、金融資本市場の世界的統合が進んでいる、変動相場制という前提なしではこのような進展は恐らくはありえなかったであろう。

しかしその反面変動相場制の問題点も明らかになって来た。変動相場制のもとでは経常収支の不均衡は為替相場の変動により自動的かつ迅速に調整されるので、各国の経済政策はもっぱら国内均衡の実現に向けられるというのが変動相場の利点として説明されていた。しかし現実の過程においては、為替相場は経常取引だけでなく資本取引を含めた全為替取引の需給関係で定まるものであるため、そこで成立する為替相場は必ずしも経常収支を均衡させるものでないこと、そして国際資本移動が盛んになればなるほど現実の為替相場と経常収支を均衡させる為替相場との乖離（ミスアラインメント）が大きくなりうる事がわかって来た。また国際金融市場の流動性が高くなり、国際資本移動が活発化すると経済のファンダメンタルを反映しな

い為替相場の乱高下が生じ、おおむねの場合に為替相場の行き過ぎ（オーバーシュート）が生じて後にその反動が来るという形で変動幅が大きくなることも指摘されている。

しかし、このような欠点があるからといって国際資本移動がここまで活発化した現状で固定相場制に戻ることは不可能であろう。だとすれば変動相場制の運営に工夫をこらすことにより為替相場変動の相対的安定化をはかることが現実的な方向となろう。この点についてブレトンウッズ協定調印50周年を記念して米欧日の国際金融の専門家で組織された民間レベルのブレトンウッズ委員会が94年7月に発表した報告書は示唆に富むものである。

この報告書は国際通貨制度改革のために2段階のアプローチを提案している。

- ①最初にそれぞれの財政金融政策を強化し、全体としてのマクロ経済の収斂を深めるべきである。
- ②次にこれらの国は政策運営の改善を支援し、為替相場の行き過ぎた均衡水準からの乖離や乱高下を回避するための、はっきりとして信用できるコミットメントを伴う、よりフォーマルな協調システムを確立すべきである^(註)。

詳細は避けるが、報告書は現在のG7の政策協調が非公式なもので恒常的な組織でもなければ執行権限を持つ組織でもないことを指摘し、IMFが本来の役割に戻って上記2段階アプローチ推進の中心となることを提案している。報告書が最終的に想定しているものは柔軟性ある為替相場のバンド設定と維持、および長期的なシステムの弾力性確保を可能とする為替相場調整ルールの確立である。

この報告書に対する各国通貨当局の反応は冷淡である。それはルーブル合意以降のG7における多角的監視と政策協調の難しさを熟知しているためであろう。確かに、利害の反することの多い政策協調についてはその場その場に適した方策を妥協しつつまとめていくのが現実的ではあろうが、変動相場制22年の経験を踏まえて新たな段階に進むべき時期に来ているように思

われる。

(註) 参考文献〔26〕P.14.

参考文献

- 〔1〕 BIS 「Annual Report」各年版（東京銀行調査部訳「世界経済金融年報」,「国際金融レポート」十一房出版,日本評論社,日本経済新聞社).
- 〔2〕 Cumming,C.,「The Economics of Securitization」Federal Reserve Bank of New York, Quarterly Review, Autumn 1987.
- 〔3〕 Dufey, G & Giddy,I.H.「The International Money Market」Prentice-Hall 1988 (志村嘉一・佐々木隆雄・小林襄治訳「国際金融市場」東大出版会1983年).
- 〔4〕 藤本幸一・国枝康雄・上原雄一「金融市場のグローバル化の現状と展望」東銀経済四季報1995年夏.
- 〔5〕 藤岡真佐夫監修「新しいIMF」外国為替研究会1976年.
- 〔6〕 行天豊夫編「国際通貨制度」金融財政事情研究会1975年.
- 〔7〕 秦忠夫「国際通貨制度改革をめぐる最近の論議」東銀経済四季報1995年夏.
- 〔8〕 速水優「海図なき航海」東洋経済新報社1982年.
- 〔9〕 井川直編「図説国際金融」財形詳報社1994年.
- 〔10〕 石見徹「日本経済と国際金融」東大出版会1995年.
- 〔11〕 柏木雄介「激動期の通貨外交」金融財政事情研究会1972年.
- 〔12〕 鹿兒島治利・三宅輝幸「国際金融論」中央経済社1993年.
- 〔13〕 小宮隆太郎・須田美矢子「現代国際金融論・歴史政策編」日本経済新聞社1983年.
- 〔14〕 松村文武「体制支持金融の世界」青木書店1993年.
- 〔15〕 森信茂樹「欧州金融新秩序」日本経済新聞社1991年.
- 〔16〕 茂木克昭・佐久間浩司・中島洋子「拡大EUと今後のEMU」東銀経済四季報1995年春.
- 〔17〕 日本長期信用銀行「スワップ取引のすべて」金融財政事情研究会1992年.
- 〔18〕 日本債権信用銀行「オプション取引のすべて」金融財政事情研究会1995年.
- 〔19〕 大蔵省「国際金融局年報」各年版.
- 〔20〕 奥田宏司「多国籍銀行とユーロ・カレンシー市場」同交館1988年.
- 〔21〕 尾上修悟編著「国際金融論」ミネルバ書房1993年.
- 〔22〕 Oxelhem,L.,「International Financial Integration」Springer-Verlag,1990.
- 〔23〕 太田赴「国際金融現場からの証言」中公新書1991年.
- 〔24〕 太陽神戸三井総合研究所編「世界の金融自由化」東洋経済新報社1991年.
- 〔25〕 高木仁「アメリカの金融制度」東洋経済新報社1986年.
- 〔26〕 プレトンウッズ委員会日本委員会編「21世紀の通貨システム」財政金融事情研究会1995年.
- 〔27〕 山本栄治「ドル本位制下のマルクと円」日本経済評論社1993年.
- 〔28〕 Ypersele,J.V.& Koeune,J.C.「Le Systeme Monetaire Europeen」(東銀訳「EMS(欧州通貨制度)」東銀リサーチインターナショナル1986年).