

国際通貨の諸相と概念

奥田宏司

はじめに

国際通貨という用語は正確に概念規定がなされないまま、論者によって種々に使われている。また、国際通貨と基軸通貨の概念の異同もこれまでははっきりしないままである。そのために、マルク、円の国際通貨化についての議論も重要なところで深まらなかったり、ときにはとんでもない過ちを犯している諸論稿をみることがある¹⁾。そこで、小論では国際通貨がもっているさまざまな面を明らかにしながら、国際通貨の概念を明確にしていきたい。また、基軸通貨とはどのような通貨なのかをはっきりさせたい。

ところで、「国際通貨とは世界貨幣=金とは異なる独自の範疇²⁾」である。筆者がこの言説を支持するからといって、筆者は価値説を否定しているものではない。信用制度が未発展、あるいは崩壊すれば、決済に価値物そのものが登場せざるをえないと考えている。しかし、信用制度の発展につれて国内的にも国際的にも(両者にその過程において違いがあるが)、決済において価値物が信用に置き換えられていく。その過程と論理を把握することをわれわれは課題としなければならない。「金の廃貨」を幻想³⁾と片付け

1) 民間の研究所の雑誌、とりわけ『財界観測』、『東銀経済四季報』の諸論文で論じられている国際通貨概念に対する批判については次の拙稿を参照されたい。『国際通貨の概念と円の国際化』『立命館国際研究』8巻4号、1996年3月。

2) 木下悦二『国際経済の理論』有斐閣、1979年、230ページ。

てしまうことは課題を放棄してしまうことにしかならない。しかし、小論ではそれを直接の課題とはできない。いずれ時間をかけて論文にしたいと思っている。小論では国際的な信用制度、具体的には外国為替様式と各国の銀行間に国際的なコルレス関係、本支店関係、ならびに外国為替市場が成立していることを前提に国際通貨を論じる⁴⁾。

I 民間の国際取引における国際通貨の諸相

(1) 種々の通貨での為替持高、為替資金の不均衡の形成

① 「貿易契約通貨」と為替持高、為替資金の不均衡の形成

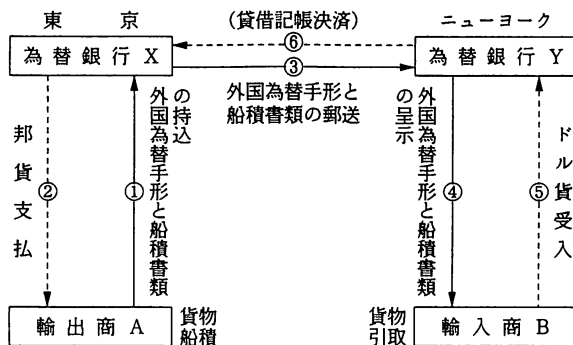
並為替方式によるものであれ逆為替方式によるものであれ、国際取引の当事者間で発生した債権・債務は外国為替を利用することによって国際的な為替銀行間の債権・債務に置き換えられる。ここでは紙幅の関係で逆為替だけを示しておこう。第1図である。日本のドル建輸出商Aは船積書類を添えて為替銀行Xに外国為替手形(多くの場合信用状が付けられている)を持ち込んで買い取ってもらう、Xは外国為替と船積書類をアメリカの為替銀行Yに送付し、Yはアメリカの輸入商Bにそれらを呈示しドルでの支払いを求める。YはBが輸入代金を支払った時点で船積書類を譲り渡し、Bはそれを船会社に提示して輸入貨物を受け取る。そして、最後に、XとYの間の国際的な為替銀行間決済は、XがYに開設している一覧払預金勘定に振替・記帳されることによってなされる(第1図の⑥)。

一般的に言うと、非銀行部門の為替取引から生じた国際的な為替銀行間の決済は、為替銀行が相互に相手に開設している一覧払預金勘定の振替・記帳によってなされる。ドル建の国際取引であれば、各国の銀行がアメリ

3) 例えば、『資本論体系2』有斐閣、1984年における小野朝男氏の論稿(272~278ページ)

4) 筆者は、欧米各国の銀行間に国際的なコルレス関係、本支店関係の網の目が成立した19世紀後半をもって「国際通貨」範疇が歴史的に成立したと考えている。

第1図 逆為替



カ所在の銀行に開設している一覽払預金勘定を使って、また、円建の取引であれば各国の銀行が日本所在の銀行に開設している一覽払預金勘定を使って決済するのである。マルク建、ポンド建等も同じである。したがって、国際通貨を国際決済の視点でまずとらえると、外国の銀行（海外支店を含む）に決済のために置かれている種々の通貨からなる外貨建当座預金のバランスだといえる⁵⁾。

このことを確認して貿易においてどのような通貨が利用されているかを見よう。第2次大戦後、一貫してドルが国際通貨であったと言われてきたことから、世界の貿易においてドルが主要に使われてきたと考えられることが多い。しかし、西ヨーロッパの貿易では1960年代からドルの地位は決して高くない。1968年のスウェーデンではドルは輸出で12.3%、輸入で22.0%にとどまっている。他のヨーロッパ諸国の70年代の数値は、西ドイツが輸出で5.0%、輸入で31.3%(76年)、フランスが輸出で9.4%、輸入で29.1%(同)、オランダが輸出で13.0%、輸入で22.7%(同)等となっている。ほとんどのヨーロッパ諸国でもっとも多く使われる通貨は、輸出では自国

5) 拙稿「外国為替と為替相場」吉信爾編『貿易論を学ぶ』有斐閣、1982、拙書『多国籍銀行とユーロカレンシー市場』同文館、1988年、9～10、18ページ参照。

表 1 表 西欧各国の貿易契約通貨

%

	年	輸 出 国通貨	輸 入 国通貨	米・ドル	輸出入におけ る米の地位
輸出国					
オーストリア	1975	54.7		10.1	2.5
ベルギー	1976	47.7		11.4	4.1
デンマーク	1976	54		12	5.8
フィンランド	1976	15.5		21.9	3.2
フランス	1976	68.3	24.1	9.4	3.9
オランダ	1976	50.2		13.0	2.8
スウェーデン	1968	66.1	24.9	12.3	7.7
イギリス	1976	73	15	18	9.0
西ドイツ	1976	86.9		5.0	5.9
輸入国					
オーストリア	1975		24.7	16.4	2.9
ベルギー	1976		25.4	25.2	6.4
デンマーク	1976		23	23	5.2
フランス	1976	40.1	31.5	29.1(22.6)	7.6
オランダ	1976		31.4	22.7	9.8
スウェーデン	1968	58.8	25.8	22.0(13.2)	9.3
西ドイツ	1976		42.0	31.3	7.7

() はアメリカとの貿易を含まない数値

出所：S. A. B. Page, 'Currency of Invoice in Merchandise Trade,' in *National Institute Economic Review*, Aug. 1977, p.77.

通貨である。フランス、スウェーデンにおいては輸出では自国通貨、相手国（輸入国）通貨、ドルの順であり、輸入では相手国（輸出国）通貨、自国通貨、ドルの順になっている（第 1 表参照）。それ以後の比率は不十分ながら第 2 表に揚げられている。

いずれにしても、西ヨーロッパの貿易ではドルの「契約通貨」としての地位は60年代から低く、種々の通貨が「貿易契約通貨」に使われてきたのである。それ故、第 1 図のように外国為替を使って貿易の決済がなされると、各国の銀行は種々の国の銀行にそれぞれの通貨で決済用の残高（コルレス残高、本・支店残高）を保持しなければならないということになる（各国に各種通貨での当方勘定の保持）。また、通貨別に貿易収支をみると、多くのヨーロッパ諸国は前述の「貿易契約通貨」の比率のために、自国通貨

第2表 各国の貿易における
自国通貨建比率 (%)

	輸 出	輸 入
西ドイツ		
87年*	81.5	52.4
88年**	79	53
フランス		
86年*	62.9	46.5
イギリス		
87年5月*	57	40
日 本***		
87年	33.4	10.6
90年	37.5	14.5

出所 *『大蔵省国際金融局年報』

1989年版 49ページ

** *Monthly Report of the Deutsche Bundesbank*, Jan. 1990, p.41.

***通産省, 輸出確認統計, 輸入報告統計。

建で黒字, ドル建で赤字, その他諸通貨建で赤字になっている。したがって, 貿易収支だけで考えると各国の銀行は自国の各通貨別・貿易収支の不均衡の故に為替持高, 為替資金の不均衡もドルだけでなく各種の通貨でもつことになる。

以上のことはヨーロッパ諸国だけでなく一定の修正を加えれば日本にも当てはまる。日本の輸出は80年代中期以後33%~40%が円建, 50%前後がドル建, その他通貨(ほとんどがヨーロッパ諸通貨)が10%強, 輸入では円建が80年代末の15%未満から90年代には20%強, ドル建が80年代末の80%弱から90年代には70%強, その他通貨(同)が5%未満である⁶⁾。これらの数値は日本の全世界との貿易における数値であるが, 日本のEUとの貿易ではドルはほとんど使われず, 87年に輸出で8.2%, 輸入で19.5%, 95年にはそれらは12.2%, 16.1%である。代わって, 輸出で円建が40%前後, その他通貨(ヨーロッパ諸通貨)が50%前後, 輸入では円建が80年代後半

6) 通産省「輸出確認統計」「輸入報告統計」「輸出入決済通貨建動向調査」より。また, 前掲拙稿「国際通貨の概念と円の国際化」第3表参照。

の30%弱から90年代の45%前後、その他通貨（同）が80年代後半の50%強から90年代の40%弱になっている⁷⁾。したがって、日本の銀行はこれらの通貨での貿易決済のためにヨーロッパ諸国の銀行に決済用のコルレス残高、本・支店残高をもつ必要があるし、対EU・通貨別貿易収支は円建、その他通貨建（ヨーロッパ諸通貨建）でともに黒字であるから、ヨーロッパ諸通貨でもって持高、為替資金のアンバランスをもつことになる。

② 種々の通貨での資本取引と為替持高、為替資金の不均衡の形成

次に、資本取引での種々の通貨の利用であるが、ここでは直接投資、証券投資、非銀行部門による海外の銀行への運用に分けて考えてみよう。

直接投資は基本的には投資相手国通貨での投資である。というのは、投資先での土地取得、工場等の拠点建設、労働者の雇用などが伴うからである。しかし、製造業の場合、工場で用いる機械設備、半完成品・部品の一部分は投資国から輸出される。日本の対米直接投資において日本からの輸出が投資額の39%にのぼるという統計もある⁸⁾。日本からの輸出のすべてが円建で行なわれるとは限らないが、この比率が高いほど円建部分は多くなろう。したがって、日本の直接投資に限らず一般的に言って、直接投資でも投資額の一部は投資国通貨でなされる。対途上国直接投資の場合には、この部分がさらに増加する。途上国政府が工場用地を開発し多国籍企業に売却することが多く、その際、交換性のあるドルや主要な先進国通貨が使用されるからである。それにしても、世界のほとんど全ての先進各国が直接投資を行ない、80年代末以降はNIEsも各国に直接投資を行なっている状況であるから、実際の直接投資において使われる通貨はきわめて多いといわざるをえない。

次は証券投資であるが、各国の証券投資の通貨区分は正確には把握する

7) 同上。

8) 『通商白書』1990年版、201ページ。

ことは困難である。ドイツのブンデスバンクが一部それを公表しているぐらいである(第3表)。それによると、非銀行部門の証券投資において85年にはドル建が71%を占めていたが、90年にはドル建が33%に低下し、ヨーロッパ通貨を中心に実に種々の通貨で証券投資が行なわれている。他方、ヨーロッパ各国のドイツへのマルク建・証券投資も大きくなってきている(第4表)⁹⁾。ドイツの対外資産負債残高はマルク建では負債超過であるが、それはもっぱら各国のドイツへの証券投資によっている。ドイツ以外のヨーロッパ諸国がどのような通貨で証券投資を行なっているかを示す統計は得られていないが、上に見たように90年代にはマルク建が急激に増加し、次いでドイツによる証券投資のパターンと同様にその他ヨーロッパ諸

第3表 ドイツの非銀行部門の外貨建・対外
証券投資に占める通貨別比率 (%)

年 末	1985年	1990年
ドル地域	84.0	54.2
USドル	71.3	32.7
カナダ・ドル	7.4	13.3
オーストラリア・ドル	5.3	8.2
EMS 諸通貨	8.0	26.0
フランス・フラン	0.8	9.2
オランダ・ギルダー	0.9	1.5
ベルギー・フラン	0.6	1.1
イタリア・リラ	1.0	1.8
アイルランド・ポンド	1.7	4.1
デンマーク・クローネ	3.0	8.3
ポンド・スターリング	1.5	6.8
スペイン・ペセタ	0.0	1.4
ECU	0.8	1.6
スカンジナビア通貨	3.3	7.1
フィンランド・マルカ	0.3	1.4
ノルウェー・クローネ	2.8	3.8
スウェーデン・クローナ	0.2	1.9
円	0.9	0.7
その他	1.5	2.2
外貨債の保有額(億マルク)	570	1,280

出所: *Monthly Report of the Deutsche Bundesbank*,
April. 1991. p.18.

第 4 表 ドイツの通貨別対外証券投資¹⁾²⁾ (残高)

(単位：10億マルク)

	1985	1988	1993
マルク (ネット)	-188.7	-140.4	-339.6
証券	-132.4	-206.0	-544.4
金融機関	-18.4	-10.3	-71.7
企業・個人	-68.0	-60.1	-25.2
公的部門	-46.0	-135.6	-447.5
その他対外資産	-56.3	65.6	204.8
外貨 (ネット)	314.2	513.8	755.4
証券	92.2	181.8	252.2
金融機関	4.4	7.2	27.9
企業・個人	87.8	174.6	224.3
公的部門	—	—	—
その他対外資産	222.0	332.0	503.2
計	125.4	373.4	415.8

注 1) (一) はドイツの債務超過。2) 株式を含む。

出所：Monthly Report of the Deutsche Bundesbank, Oct. 1989, pp.34-42, Deutsche Bundesbank, Monthly Report, Jan. 1993, pp.57-65, Jan. 1996, pp.43-50.

通貨での投資も増加しているものと考えられる。

一方、日本の証券投資はどうであろうか。大蔵省の統計は通貨区分ではなく、証券の発行地別になっており、ユーロ債の区分、発行主体の区分が把握できないが、ルクセンブルグ、イギリス向けの投資のほとんどがユーログラマー債、ユーロ円債であることを考慮すると、日本の証券投資は大部分がドル建債と円建債からなっていると考えられる(第5表)。逆に、日本への証券投資も一般的傾向としては増加傾向が見られるが変動が激しい。日本への投資はアメリカがその大宗を占め、ヨーロッパ諸国と一部アジア各国がその他の部分を占めているものと思われる¹⁰⁾。

9) ブンデスバンクは資産負債残高について通貨区分と地域区分をクロスさせた統計を公表していないから、この表は厳密にはヨーロッパ諸国の投資ではない。しかし、ドイツの全通貨での対外負債残高のうちEUからのものが85年には48%、88年には51%、94年には63%に上昇しているから(ブンデスバンクの月報より)、ドイツへの証券投資の大部分がEUからのものと推定できる。

10) 日本銀行『国際収支統計月報』の地域別国際収支表より。

かくして、アメリカ以外の国の証券投資は80年代中期までは圧倒的にドルへの投資であったが、90年代に入るとヨーロッパではヨーロッパ諸国間の相互証券投資が急速に増加してきた。しかし、日本の証券投資はユーロ・ドラー債を含めて大部分は依然としてドル建債が占め、次いでユーロ円債向けがかなりの部分を占めている。なお、アメリカの証券投資は約半分が西ヨーロッパ諸国向けである。95年のアメリカの証券投資990億ドルのうち476億ドルが西ヨーロッパ向けであり、日本向けは250億ドル、カナダ向けが78億ドルとなっている¹¹⁾。

最後は、非銀行部門による海外の銀行への資金運用である(第6表)。これは、先進諸国所在 BIS 報告銀行の対非銀行部門債務(クロスボーダー)における通貨区分を示したものである¹²⁾。注に記載のようにこの表ではドルの地位が過小に評価されがちであるが、80年代後半から90年代にかけてドルの地位が下がり、ヨーロッパ諸通貨、とりわけ、マルク、フランス・フラン、スイス・フラン、ポンドの地位が上昇してきている。本表の非銀行部門は大部分が西ヨーロッパの企業、非銀行・金融機関であるが¹³⁾、これらの企業、非銀行・金融機関は銀行への資金運用において通貨の分散化を図ってきているのである。

以上に見てきた直接投資、証券投資、非銀行部門による海外の銀行への

第5表 日本の国別対外証券投資(フロー) (単位:億ドル)

	アメリカ	イギリス	ドイツ	ルクセンブルグ	その他	合計
1985年	313	62	4	117	58	554
1988年	362	107	60	254	106	889
1990年	-161	20	-20	324	232	395
1994年	144	272	-92	412	29	765

出所:『大蔵省国際金融局年報』1989年版, 594ページ, 1995年版, 473ページ。

11) *Survey of Current Business*, July 1996, p.69 and pp.94-97.

12) これには、バハマ、ケイマン諸島、香港、シンガポール等のオフショア市場に所在している銀行への預金が除外されているので、ドル、円が過小に評価されていることに注意を払う必要がある。

第 6 表 先進国所在 BIS 報告銀行の対非銀行部門債務¹⁾ (クロスボーダー)
(億ドル)

	1987年	1991年	1994年
ドル	3,108(55.9)	4,221(41.0)	4,182(36.1)
ベルギー・フラン	131(2.4)	247(2.4)	343(3.0)
マルク	786(14.1)	1,985(19.3)	2,947(25.4)
オランダ・ギルダー	118(2.1)	233(2.3)	352(3.0)
フランス・フラン	113(2.0)	396(3.8)	492(4.2)
イタリア・リラ	32(0.6)	184(1.8)	277(2.4)
円	173(3.1)	306(3.0)	364(3.1)
ポンド	543(9.8)	1,095(10.6)	872(7.5)
スイス・フラン	224(4.0)	537(5.2)	549(4.7)
その他 ²⁾	337(6.1)	1,084(10.5)	1,225(10.6)
合 計	5,563(100.0)	10,289(100.0)	11,590(100.0)

注 1) 自国通貨と外貨 (残高), カッコは比率

2) ECU 建を含む。

出所: BIS, *International Banking and Financial Market Developments*, Aug. 1990, May 1993, Feb. 1996, Table 4B より。

資金運用において利用される通貨は、80年代中期まではドルの地位が諸通貨のなかではトップであったといえるが、それでもドル以外の諸通貨もかなり利用されていた。90年代になるとマルクの利用が急速に高まり、ポンド、フランス・フラン等のヨーロッパ諸通貨の利用も高くなってきている。非銀行部門の資本取引がこのように多種の通貨で行なわれてくると、これらの資本取引の決済のために各国の銀行は多くの国の銀行に決済用の当方勘定をもつ必要が出てくる。また、各国の銀行の為替持高、為替資金のアンバランスも多種の通貨で形成されることになる。したがって、先に述べた貿易決済によって形成される各種の通貨での為替持高、為替資金のアンバランスとあいまって、各国の銀行の為替持高、為替資金の不均衡は多種の通貨で形成されている。

13) BIS 報告銀行の海外の先進国所在・非銀行部門に対する債務のうち、65%がヨーロッパに対する債務、31%がアメリカに対する債務、2.5%が日本に対する債務である。しかも、アメリカに対する債務はその81%がドル建である(1994年, BIS, *International Banking and Financial Market Developments*, Feb. 1996, Table 5B)。

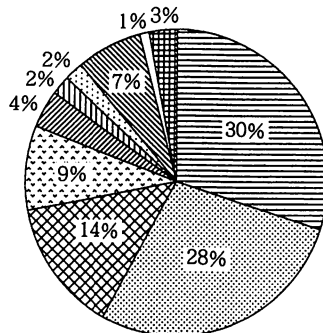
(2) 為替調整取引と為替媒介通貨

非銀行部門による種々の国際取引によって各国の銀行は多種の通貨で為替持高、為替資金のアンバランスをもち、インターバンク・外国為替市場で持高調整取引、為替資金調整取引を行なうことが必要になる。例えば、イギリスの銀行（以下では英銀）が直物で為替ドルの売持をもったとき、英銀は直物でポンドを売ってドルを買う。これによって為替資金調整取引も実行されている。

ところが、インターバンク・外為市場では80年代にドル以外の諸通貨での直接交換はほとんどない。80年代中期まではドルと諸通貨の取引がほとんどであった（第2図）。例えば、ポンドからフランス・フランへの交換はポンドをいったんドルに替え、そのドルをフランス・フランに替えることによって、つまりドルが媒介に入ることによってなされる。ドルが為替媒介通貨として機能していたのである。したがって、各国の銀行がドル以外の通貨で持高、為替資金の不均衡をもったとき、例えば、英銀が直物でフランス・フランの売持をもったとき、英銀は直物でポンドをドルに替え、

第2図 ロンドン外国為替市場の構成

(1986年3月)



出所：Bank of England Quarterly Bulletin, Sep. 1986, p.380.

そのドルをさらにフランス・フランに替えることによって持高調整と為替資金調整を行なう。先物での為替調整取引はもう少し複雑である。これについてはもう少し後に見ることにし、その前に、ある通貨が為替媒介通貨に成長するための条件を簡単に考察しておこう。

銀行間外為市場における為替媒介通貨について先駆的な視点を打ち出した A. Swoboda は、ある通貨が為替媒介通貨として選択される条件として 6 点をあげている。(1)出来るだけ広く受け入れられる通貨、(2)出来るかぎり取引市場の大きい通貨、(3)取引コストが小さい通貨、(4)相場変動が小さい通貨、(5)貿易障壁がなく、為替管理が行なわれていない通貨、(6)以上の条件が直物市場だけでなく先物市場にも適用しうる通貨、である¹⁴⁾。Swoboda は、ある通貨がこれらの条件を満たすか否かはその通貨の市場規模によって左右され、この市場規模の大きさはその通貨国が国際貿易と国際決済においてどれほどの地位を占めているかに依存していると述べている¹⁵⁾。以上のことを私流にまとめれば、直物為替市場においてある通貨が為替媒介通貨になる条件は、世界の非銀行部門によるある通貨での国際取引が他通貨での取引を大きく上回り、各国の銀行がその通貨での持高調整、為替資金調整の必要が高まって、その通貨のインターバンク外為市場規模が大きくなっていくということである¹⁶⁾。さらに、先物為替市場でのある通貨の為替媒介通貨化の条件は、世界の非銀行部門によるその通貨での国際取引が多額にのぼることを基礎に、そして、そのうえにその通貨の短期金融市場規模が大きく、敏速な裁定取引が可能になることである¹⁷⁾。

14) A. Swoboda, 'Vehicle currency and the foreign exchange market : the case of the dollar' in Edited by R. Z. Aliber, *The International Market for Foreign Exchange*, 1969, p.34.

15) *Ibid.*, p.34. 彼の論文は1969年に発表された。

16) 拙稿「マルクの為替媒介通貨化の過程と要因——直物為替取引を中心に——」『立命館国際研究』9巻2号, 1996年10月。

17) 拙稿「ドルを媒介に実施される裁定取引と為替調整取引——先物, スワップ外為市場におけるドルとマルク——」『立命館国際研究』9巻3号, 1996年12月。

第7表 26カ国の外為市場におけるドル、マルクと各通貨の取引(ネット) (1995年4月の1日平均 単位:億ドル)

	ドルと マルク	円		ポンド		スイス・フラン		EMS通貨 ³⁾		全通貨 ⁴⁾	
		ドル	マルク	ドル	マルク	ドル	マルク	ドル	マルク	ドル	マルク
(1) 直物											
インターバンク取引	949 (849)	547 (442)	146 (123)	172 (229)	139 (157)	138 (167)	120 (91)	146 (108)	410 (201)	1,307 (1,128)	918 (724)
顧客取引	443 (280)	308 (175)	43 (29)	83 (103)	40 (37)	82 (64)	39 (24)	133 (70)	169 (61)	816 (532)	340 (204)
(2) 先物・スワップ											
インターバンク取引	712 (524)	953 (609)	26 (13)	337 (309)	16 (20)	247 (191)	12 (8)	835 (320)	67 (17)	3,132 (1,949)	149 (83)
顧客取引	377 (231)	576 (319)	25 (17)	167 (120)	17 (20)	132 (66)	13 (10)	440 (115)	80 (27)	1,731 (825)	161 (99)

注1) カッコは1992年4月の1日平均の取引額。

2) 顧客取引とは銀行(ディーラー)以外の金融機関との取引、および非金融機関との取引である。

3) ポンドを除く。

4) ドル、マルクを除く全通貨。

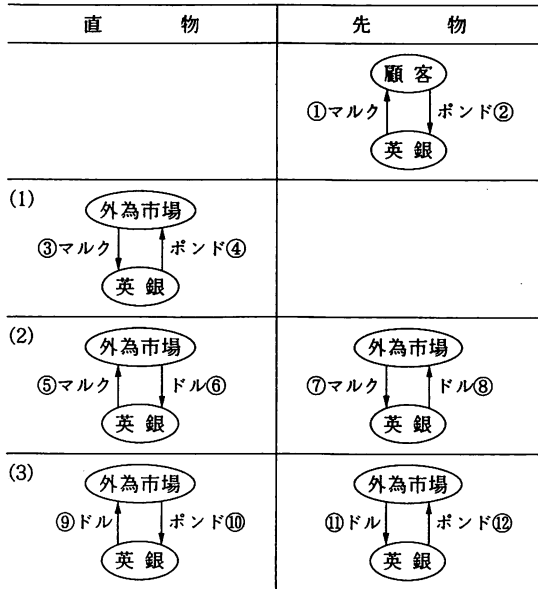
出所: BIS, *Central Bank Survey of Foreign Exchange Market Activity in April 1992*, March 1993, Table 1-A, 1-B,
 1-C, *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity, 1995*, May 1996, Table 1-A,
 1-B, 1-C より作成。

80年代中期までは前述のように直物為替市場においても先物市場においてもドルが唯一の為替媒介通貨であった。ところが、90年代初頭に直物市場においてマルクがドルと並んで為替媒介通貨に成長し、90年代中期にはポンド、スイス・フランを除く西欧諸通貨の交換ではドルよりもマルクの方が為替媒介通貨として機能するようになってきている。しかし、これらのことは直物市場だけのことで、先物、スワップ市場では90年代中期の今日でもドルがもっぱら為替媒介通貨として機能している（第7表）。

さて、各国の銀行が先物で持高、為替資金のアンバランスをもったときの調整取引に議論を移していこう。例えば、英銀が90年代中期の今日、先物でドルの売持をもったとき、インターバンク市場ではアウトライト先物市場規模は小さく、銀行間でポンド売・ドル買をアウトライト先物ではほとんど行なえない。そこで、英銀は、通常はまずポンド売／ドル買を直物で行なって「総合持高」（直物と先物を合わせた持高）をゼロにしたうえで、頃合を見付けてスワップ取引を行なう。すなわち、直物でのドル売／ポンド買と先物でのポンド売／ドル買である。しかし、英銀が先物でマルクの売持をもったとき、マルクとポンドの直接的なスワップ取引は現在でもほとんどないから、ドルが為替媒介に使われることになる。第3図を使って説明しよう。

英銀は、まず直物でポンド売／マルク買を行なって総合持高をゼロにしたうえで、マルク売／ドル買（直物）とドル売／マルク買（先物）のスワップ取引およびドル売／ポンド買（直物）とポンド売／ドル買（先物）のスワップ取引を行なって為替調整取引を完遂させる。それぞれの通貨が直物、先物において相殺されている。つまり、持高が直物、先物においてゼロにされた上で、為替資金調整もなされているのである。ところが、英銀は為替資金調整を為替取引以外の方法で行なうことで金利裁定取引を行なうことが出来る。引き続き第3図を使って説明すると、この図の3欄を実施しないと、つまり、ポンド資金を預金等の方法で調達すると、総合持高をゼロにしたうえでドルとポンドの裁定取引が出来る。直物のマルクは③

第3図 為替調整取引



と⑤で相殺され、④のポンド資金を預金、借入等で別途調達し、⑥のドルが入ってくるからこれを先物期間運用するのである。ポンドとドルの裁定取引である。先物期間が終われば、運用していたドルを回収しそれでもって⑧のドルに当て、②のポンドでもって別途調達したポンド資金の返済にあてる。さらに、①のマルクと⑦のマルクが相殺される。

裁定取引は他にも可能である。2欄を実施しないとマルクとドルの裁定取引が可能である(先物期間中のマルクの運用)。しかし、この場合には英銀は為替取引以外の方法でドル資金を調達しなければならない。英銀はユーロダラー市場でそれを調達することになろう。さらに、2欄、3欄を実施しないと英銀はポンドとマルクの裁定取引が可能である。この場合にはポンドを別途調達しなければならない。このように、英銀は顧客と先物取引を行なった場合、為替調整取引を完遂させることもでき、また、種々の裁定取引も可能となる¹⁸⁾。

II 当局による為替市場介入と国際通貨の諸相

(1) 介入通貨と為替媒介通貨

前節で為替媒介通貨を使った為替調整取引を見たが、銀行間為替市場において持高調整が円滑に進みうるためには、売持状態の銀行と買持状態の銀行が同時に存在していなくてはならない。もし、多くの銀行の持高状態が一方に偏れば持高調整取引は窮屈になってくる。そして、各銀行は為替相場を動かして為替取引を行なう。相場変動コストを負担しつつ為替持高保有に伴う将来のより大きなリスクを前もって回避するのである。それでも、銀行間の為替取引によって為替調整が完結するとは限らない。各国の非銀行部門の諸通貨での經常取引額、資本取引額に不均衡があるからである。それらの不均衡がある場合、為替相場の上昇あるいは下落を負担しても諸銀行は為替調整取引を完結させることが出来ず、持高のアンバランスを他行に転嫁するための為替取引が循環的に持続していく。その循環的取引によって、為替相場はさらに変動する。そして、為替相場の変動が大きくなるに及んで通貨当局が為替市場に介入し、もって、為替調整の窮屈さと為替相場の変動が緩和される。

日本の非銀行部門の国際取引が全てドル建で行なわれており受取超過だとすると、日本所在銀行のドルの買持が増加し、円高・ドル安に直面した通貨当局は円売・ドル買の介入を行なう。この例はもっとも簡単なもので

18) 詳しくは拙書『多国籍銀行とユーロカレンシー市場』同文館、1988年、第1章、『ドル体制と国際通貨』ミネルヴァ書房、1996年、第1章、第5章参照。第3図の場合、顧客取引はポンドとマルクであるにもかかわらず、裁定取引はそれら通貨間にとどまらず、ドルを巻き込んで3通貨の間で可能となっている。なお、銀行による裁定取引は顧客取引を前提にしなくとも、いきなり銀行間でスワップ取引を行なって実施可能である。その場合には、ドルと諸通貨の間の裁定取引となる。何故なら、スワップ外為市場ではほとんど全てがドルと諸通貨の取引であるからである(前掲拙稿「ドルを媒介に実施される裁定取引と為替調整取引」参照)。

あるが、今、もっと現実に近い例を使って考察しよう。ただし、単純化をはかるために資本取引を除外して貿易取引だけで考察する。

通産省統計によれば1994年の日本の通貨別貿易収支は円建が1068億ドルの黒字、ドル建が95億ドルの黒字、その他通貨建（ほとんどがヨーロッパ諸通貨建）が294億ドルの黒字である¹⁹⁾。日本の大幅な円建黒字のために海外の貿易業者は外貨を円に替えて決済するから、海外の銀行は円の大幅な売持となり、世界の諸銀行、とりわけ日本の銀行に対して外貨売/円買を行なうであろう。問題は、この外貨についてである。ヨーロッパ以外の貿易業者はドルを円に替えるだろうから、それらの国の銀行は円の売持に直面して日本の銀行に対しドル売/円買を行なうだろう。一方、ヨーロッパ諸国の貿易業者は円建赤字を決済するのに大部分は自国通貨を円に替えるだろう。ドイツであれば貿易業者はマルクを円に替え、そのためにドイツの銀行は円の売持になるが、直物に限定してであるが90年代のロンドン外為市場ではマルクと円の直接取引が行なわれているから日本の銀行にマルク売/円買を行なうことができ、その結果マルクに対して円相場が上昇する。しかし、ドイツ以外の国の銀行は円の売持になっても自国通貨と円との直接交換は出来ないから(円とのクロス市場はきわめて小さい)、90年代にはマルクを媒介に使うことになる。例えば、フランスの銀行は円の売持に対し、フラン売/マルク買、マルク売/円買を行なうであろう。そうすれば、マルクに対するフラン安とマルクに対する円高が生じ、裁定によってフラン安・円高が生まれる。この場合、マルクは買いと売りで需給が一致してほぼ中立的である。

このように銀行間為替市場で円と実際に取引されている通貨は為替媒介通貨であり、ほとんどがドル、一部がマルクである。それ故、当局による為替市場介入も円とドル、円とマルクの間で行なわれる。しかし、日本の通貨当局はマルクを使って為替市場に介入するだろうか。ヨーロッパ諸通

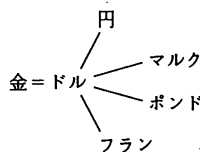
19) 通産省「輸出確認統計」,「輸入報告統計」,日本銀行『国際収支統計月報』

貨に対する円高是正は、ドルと諸通貨（マルクも含めて）との裁定が働き、ドルに対する円高を是正することによって可能であるから、日本の通貨当局はマルクを使って介入することは例外的であろう。それに、円／マルクの直接取引が西欧の外為市場では存在しても、東京市場ではかなり低位である。また、アメリカに対する「協力」、ブンデスバンクのマルクの準備通貨化に対する姿勢を考慮して、日本の通貨当局は外貨準備の価値保全のためにはマルク介入が好ましくとも、それを避けてきたと思われる（後述）。

さて、日本の通貨別貿易収支はドル建てで95億ドルの黒字があった。このために円高はさらに進み、さらに、294億ドルのその他通貨建て（ヨーロッパ諸通貨建て）貿易黒字があった。そのために日本の銀行はヨーロッパ諸通貨の買持をもつ。その大部分はマルク建てであろうからマルクに対して円高が生じる。マルク以外の例えばフランス・フランでの買持は西欧の外為市場でフランス・フラン売／マルク買、マルク売／円買によって為替調整が行なわれ、先に述べたようにマルクに対するフランス・フラン安とマルクに対する円高が生じ、裁定によってフランス・フラン安・円高が生まれる。なお、マルクは買いと売りで需給が一致して中立的である。これらのマルクに対する円高、裁定的に成立しているその他の諸通貨に対する円高も、裁定が働いてドル／円相場に反映し、前述のように通貨当局はドル／円を使って介入する。

このように日本の通貨当局は、為替市場介入に際して相場の基準をドルに対してとっている（ドルの「基準通貨」）。歴史的にみると、IMF固定相場制のもとでは協定によって第4図のような「基準通貨」と「基準相場」が決められていた。ドルが「基準通貨」に定められ、それ故に介入通貨、

第4図 IMF固定相場制下のドルを中心とした平価関係



準備通貨になっていったのである²⁰⁾。しかし、1958年の交換性回復以前には基準相場維持のために各国において厳しい為替管理が実施され、各国通貨とドルが外国為替市場において自由に取引されていたわけではない。そういう意味において、ドルが自由な外国為替市場において為替媒介通貨として機能していたのではない。それは58年の西欧諸通貨の交換性回復以後のことになる。しかも、58年以後のドルの為替媒介通貨化はアメリカの貿易、資本取引（援助を含む）における際立った地位を背景としているのであって、IMF 固定相場制がある程度ドルの為替媒介通貨化に影響を与えることは確かだが、IMF 固定相場制から直結してドルの為替媒介通貨化を論じるのは正しくない。ERM のところで論じるように一定の条件のもとでは「基準通貨」と介入通貨の「分離」もあり得るのである。

ある通貨がインターバンク外為市場で為替媒介通貨に成長するのは、世界の非銀行部門がその通貨での経常取引、資本取引を活発に行なうことが基本である。そして、60年代中期に石油、その他の鉱物資源や穀物等の第1次産品のドル建・国際取引がポンド建・国際取引を圧倒するに及んで、さらに、ユーログラマー市場が成長してドル建貿易金融が可能となってそれを保障するとともに²¹⁾、ユーログラマー市場を利用した種々の裁定取引が可能となるに及んで、ロンドン外為市場、ニューヨーク外為市場においてド

20) しかし、ドルが「基準通貨」として定められたから、自動的にドルが介入通貨、準備通貨になったのではない。アメリカはドルが介入通貨、準備通貨として利用されることを認めたのである。各国通貨当局による為替介入によって、使用された通貨の国のマネーサプライが変化する。使用された通貨の国がそれをコントロールでき、介入通貨として利用されることを許容しうらならその通貨は介入通貨、準備通貨になり得るが（滝沢健三『国際通貨論入門』有斐閣、1990年、12～13ページ）、許容しないなら、基準通貨、介入通貨、準備通貨が別々のものになる。ドイツ当局はそれを許容しないで、マルクの準備通貨化に消極的で、基準通貨、介入通貨、準備通貨の「分離」が存在することになった（後述）。一方、アメリカは第2次大戦後の早い時期からそれを許容し、ドルはIMF 協定によって「準備通貨」として定められるだけでなく、介入通貨、準備通貨になっていったのである。

21) 西村厚「通貨国際化の歴史と円」『国際金融』1995年9月1日号参照。

ルの為替媒介通貨化は完成するのである²²⁾。かくして、60年代の中期以後、ドルは基準通貨，介入通貨，準備通貨，為替媒介通貨としての性格を統一して保持することに成功した。

(2) ERM での「基準通貨」，介入通貨，準備通貨

それでは，ヨーロッパ通貨制度の ERM における「基準通貨」はどのようにして形成されるのであろうか。ERM では周知のように加盟国通貨相互間の相場変動幅は上下2.25%である。しかし，特定の通貨が協定によって「基準通貨」として定められているのではない。協定上は参加国諸通貨は平等である（「対称性」を保持している）。協定上の平等は次のようにして作られている。

ある特定時点における参加諸通貨間の相場と ECU バスケットのウェイトによって ECU セントラル・レート（ECU 1 単位当たりの各国通貨単位）が設定され，ECU 1 単位当たりの各国通貨単位によって諸通貨間の関係（パリティ）が決まる。そして，ERM 諸通貨間の変動幅はこのパリティを基準に上下2.25%である。したがって，特定通貨に対して相場を維持するのではなく，例えば，マルクとフランス・フラン（以下では単にフランと略す）が乖離幅を超過するときもあるし，オランダ・ギルダーとイタリア・リラが乖離幅を超過するときがあり，それらの場合，それぞれの国がそれらの通貨を使って為替市場に介入しなければならないのである²³⁾。それ故，強含み，弱含みの通貨を持つ各国の通貨当局はある時は A 通貨で，またある時は B 通貨でというようにときどきによって異なる通貨での介入が必要になる。言い換えれば，ERM の「対称性」を遵守すれば，為替介入は ERM 参加の複数通貨で行なわれることになる。

22) 前掲拙書『多国籍銀行とユーロカレンシー市場』31～35ページ参照。また，ある通貨が為替媒介通貨機能を果たすというのは，ハブ市場でのその通貨の為替媒介機能の存在を抜きには考えられない（前掲拙稿「マルクの為替媒介通貨化の過程と要因」8，13ページ参照）。

しかし、これは「やっかい」である。支持しなければならない通貨とそうでない通貨があり、それらが入れ替わることがある。各国の通貨当局にとって通貨維持の管理に大変であるうえ、「対称性」を遵守するとしたら、10種類近い通貨を一定額そろえておらなければならないことになる。これには無駄が伴う。したがって、「ある通貨」に対し自国通貨を維持し、介入もその通貨を利用するほうが便利である。かくして、「対称性」の崩壊の論理がERMの制度自体に内包されていたのである。

とはいえ、この「対称性」の崩壊の論理がはっきりしてくるには、いくつかの経緯が必要であった。まず、現実の事態としてERM参加諸通貨間の為替相場変動は、諸通貨のマルクに対する弱含みが持続するということで進行した。強い通貨が特定の通貨に固定されず、ときどきに変われば、「基準通貨」は生まれませんが、マルクだけが強くなっているのである。第8表を見られたい。1979年を100としマルクの各通貨に対する指標が示されている（増はマルクの上昇）。最初に85年までを考察しよう。マルクはポンド（ERMに未参加）、ギルダーに対してはわずかしか上昇していないが、その他のERM通貨に対しては84年まで持続的に上昇し、その幅もかなりのものになっている。マルクの切り上げ、弱い通貨の切り下げが数回行なわれたにもかかわらず、ERM参加諸当局は自国通貨の対マルク相場を絶えず見張っていないければならず、時に応じて介入しなければならない状況にあったといえる。また、最も強い通貨（マルク）との変動幅を維持しておれば、おのずと他の通貨との変動幅も維持できる状況にあった。この事態は、マルクの「基準通貨」化を自然のうちに進めることになる。85年以後

23) 加盟各国は議論の末、パリティ方式による為替相場のメカニズムと介入義務を決定し、ある通貨のECU市場相場のECU中心相場からの乖離にもとづく介入を自主的なものとした。前者の場合には介入は相互的になるのに対し、後者の場合には大きく変動した通貨国が主に介入義務を負うことになる（イベルゼル、クーン、東京銀行ブラッセル支店訳『EMS（欧州通貨制度）』1986年、83～85ページ）。この決定によって、ある特定通貨（実際はマルク）のみが持続的に強含みで推移しても他国は介入義務をもつことになる。

第 8 表 マルクの各通貨に対する相場の推移¹⁾

(1979年=100.0)

年	ドル	フランス ・フラン	オランダ ・ギルダー	ベルギー ・フラン	デンマーク ・クローネ	イタリア ・リラ	ポンド
1979	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1980	101.0	100.2	99.9	100.6	108.0	103.9	92.0
1981	81.4	103.6	100.8	102.7	109.7	110.8	85.4
1982	75.6	116.6	100.6	117.6	119.5	122.8	91.6
1983	71.9	128.5	102.1	125.1	124.7	131.1	100.4
1984	64.6	132.3	103.0	127.0	126.7	136.1	102.5
1985	62.7	131.5	103.0	126.2	125.4	143.4	102.7
1986	84.7	137.6	103.0	128.7	129.9	151.5	122.5
1987	102.0	144.1	102.9	129.9	132.5	159.1	132.1
1988	97.6	146.2	102.9	120.9	133.5	163.4	124.4
1989	104.5	146.2	103.0	131.0	135.4	161.0	126.3
1990	113.6	145.2	102.9	129.3	133.3	163.5	135.1
1994	113.1	147.4	102.5	128.9	136.4	219.3	156.5

注 1) 数値の上昇はマルクの上昇(他通貨の下落)

出所: Deutsche Bundesbank, *Monthly Report*, Oct. 1996. p.74. より作成。

では、ポンド(90年に ERM に参加)を除き、各通貨の対マルク相場はやや落ち着いたが、それでも下落気味でありマルクとギルダーが持続的に上昇している。85年以後も加盟各国当局は自国通貨の対マルク相場を注視していなければならない状況にある。かくして、「基準通貨」としてのマルクの地位は80年代の中期には基本的に確立したといえよう²⁴⁾。ERM の協定上の「対称性」はこの点でほころびている。

かといって、マルクが介入通貨、準備通貨になったのではない。マルク

24) ここで 2 つのことに触れておこう。1 つは、マルクの「基準通貨」化には、注 23) に記した「相互的な介入義務」があずかっているということである。というのは、ある通貨の ECU 市場相場の ECU 中心相場からの乖離にもとづく介入を義務づけていたとすると、マルクが多くの場合「独歩」高であるから、ドイツ当局だけの介入が義務づけられ、ドイツ当局は複数通貨を使った介入を行なうことになる。もう 1 点は、次のことである。オランダ当局はギルダーを厳しくマルクに追随させているのであり、ギルダーが他通貨に対して自律的に変動しているのではないということである。それ故、ギルダーは「基準通貨」にならない。

第9表 ERM 参加国の外国為替介入

(単位: 10億ドル, %)

		1979-82 ¹⁾	1983-85	1986-87 ²⁾
米ドル	(買)	31.4 ⁷⁾ (17.2 ⁸⁾)	22.2 ⁷⁾ (15.1 ⁸⁾)	30.8 ⁷⁾ (20.9 ⁸⁾)
	(売)	99.3(54.3)	56.8(38.6)	8.0(5.4)
EMS 通貨 ³⁾				
限度介入 ⁴⁾		20.5(11.2)	15.4(10.5)	22.4(15.2)
変動幅内介入				
	(買)	10.6(5.8)	28.9(19.7)	32.8(22.2)
	(売)	18.6(10.2)	19.6(13.3)	50.6(34.3)
その他 ⁵⁾				
	(買)	0.1(0.1)	3.2(2.2)	1.3(0.9)
	(売)	2.2(1.2)	0.9(0.6)	1.7(1.1)
総額				
グロス		182.7(100.0)	147.0(100.0)	147.6(100.0)
ネット ⁶⁾		-78.0(-42.7)	-24.4(-16.6)	7.0(4.7)

注1) 1979年は3月から12月。2) 1987年は最初の6ヵ月。3) ERM 通貨。4) 買又は売。5) 1985年以降は民間 ECU 市場での介入を含む。6) (-)はネットでの売りをしめす。7) 累計値(単位10億ドル)。8) 総額に占める比率。

出所: C. Mastropasqua, S. Micossi and R. Rinaldi, "Intervention, sterilisation and monetary policy in European Monetary System countries, 1979-87", in F. Giavazzi, S. Micossi and M. Miller (edited), *The European Monetary System*, 1988, p.256.

をはじめ ERM 通貨での介入を抑制させる次の事情があった。80年代末になるまで銀行間外為市場においてヨーロッパ諸通貨の直接交換(クロス取引)は低位であった。それら通貨の相場は基本的にドルを媒介にする裁定相場だったのである。したがって、ERM 諸通貨間の相場を維持するためには ERM 通貨を利用せずともドルを介入通貨にすることが可能であった。例えば、マルクがフランに対して介入限度に近くまで強くなるとすると、フランス当局がドル売/フラン買、ドイツ当局がマルク売/ドル買を行なって裁定的に成立しているマルク/フランの為替相場を維持することが可能なのである。しかも、第8表に示されているように85年まではドルがマルクに対して堅調であったから、ドルを媒介とするマルク売/フラン買でなくても、フランス当局によるドル売/フラン買の為替市場介入でもよかった。

第9表を見よう。これによると、ERM 参加国の市場介入のうちドル介入は79年から82年までが71.5%、83年から85年までが53.7%となっており、

ドルでの介入の比率が落ち EMS 通貨の率が上昇してくるのは86年からである(86～87年にはドルの比率は26.3%)。かくして、85年までにマルクは基準通貨にはなっていたが、この時点ではマルクはまだ介入通貨、準備通貨としての地位を確立していなかったと言えよう。マルクの「基準通貨」化は進んだとはいえ、ドルを介入通貨、準備通貨として機能させ、それをもって ERM 諸通貨間の「対称性」は維持されていたのである。

さらに、ERM は「対称性」を支えるための装置をさらに準備している。ヨーロッパ諸通貨での為替介入に伴う決済制度である。例えば、フランス・フランがマルクに対し弱くなってきたとき、フランス当局が速効性のあるマルク売/フランス・フラン買を行なう場合(80年代末までクロス取引は低位であったから、実際はマルク売/ドル買とドル売/フランス・フラン買である)、フランス当局はドイツの当局からマルクを借り入れる。この借り入れは超短期ファイナンスと呼ばれ、ECU に換算され債権債務は欧州通貨協力基金に対する債権債務とされる。そして、これは45日後(85年6月からは75日)に決済されることになる²⁵⁾。決済は各国が保有している ECU でもって50%までが可能である²⁶⁾。しかし、残りの50%は債権国通貨、IMF 準備ポジション、SDR、ドルでの決済となり、実際はドルでの決済が大部分である。というのは、債権国通貨が保有されておれば、借り入れを行なう必要がそもそもなく、IMF 準備ポジション、SDR 保有も多くないからである。したがって、ERM 通貨での介入といっても、それは ECU での相互の信用供与と一定期間後におけるドルでの決済ということになる。先の例では、フランスの欧州通貨協力基金に対する債務増(ECU)とドル準備の減少、ドイツの基金に対する ECU での債権増とドル準備の増である。各国の ERM 通貨での外貨準備保有は正面には出てこないのである(「介入通

25) もし債務国が望めば、短期通貨支援、中期金融援助によって最大限5年9ヵ月決済が延ばされる(前掲『EMS』104～108ページ)。

26) ただし、決済を受ける国が欧州通貨協力基金に対し純債務国である場合には、50%という制限は免除される(前掲滝沢健三『国際通貨論入門』139ページ)。

貨」と「準備通貨」の分離)。

しかも、もともとEC各国はEC通貨で外貨準備を基本的に保有しないという姿勢をもっていた。EC間にはスネークの時代以来次のような合意があり、79年のEMSの発足後も引き継がれている。79年にブンデスバンクは次のように記している。「EC加盟国の中央銀行の間には1972年以来、それら諸国の通貨での準備は、それぞれの中央銀行のはっきりとした承諾がない場合、支払い取引の清算を目的としてのみ比較的小さい額を限度として保有されるとの取り決めがあり、結局この取り決めによって、EC加盟国の外貨準備におけるマルク比率も低水準に維持されているのである」²⁷⁾。

では、なぜ、ヨーロッパ各国はEC諸通貨での外貨準備保有を抑制する取り決めに結んだのであろうか。対ドル支援の「国際協力」があったことは言うまでもない。しかし、それだけではない。各国は自国通貨を外貨準備にもたれることに警戒感を抱いていたのである。ドイツ・ブンデスバンクは次のように述べている。「外国通貨当局によるマルク資産の保有はドイツの金融政策にとって重要な意味をもっている。それによって、外国当局は為替市場へ介入することができ『策略をめぐらす余地』を与えられるからである」²⁸⁾。「策略」とはブンデスバンクによれば、具体的には次のようなことである。各国がマルク準備を持てばマルクが大量に売られることがあり、思わぬときにインフレを輸入することになって経済調整過程が妨げられるし、外国当局はマルクを売ることにより、ドイツのマネー・サプライを増加させることも出来る。さらに、準備通貨の多様化は資本移動を活発にし、時にマルクの行き過ぎた上昇をもたらす²⁹⁾。実際、ブンデスバンクは国内の民間銀行が外国の中央銀行に対しマルク建短期証券、CDを販売することを制限してきた³⁰⁾。

以上に述べてきたようにERM諸通貨の「対称性」が規定されてERM諸

27) *Monthly Report of the Deutsche Bundesbank*, Nov. 1979, pp.31-32, 大蔵省訳『調査月報』1980年1月, 11ページ。

28) *Monthly Report of the Deutsche Bundesbank*, May 1991, p.27.

通貨での為替市場介入の余地が開かれながら、介入に伴う決済制度が準備され、それと EC 通貨当局の意向によって ERM 諸通貨は準備通貨としては「公認」されなかった。さらに、85年まではドルの堅調により介入そのものもドルによって大部分が行なわれたのである。まさに、85年までの ERM の「対称性」はドルによって支えられていたのである。

しかし、85年以降にはドルに依存しながら ERM を機能させることは困難になってきた。それは直接的にはドルの下落によるものである。ドルが大きく下落しているなかで、例えば、フランがマルクに対して下落する場合、フランス当局がドル売／フラン買を行なえば、ドルがさらに下落し、フラン／マルクの裁定相場の維持は困難になる。したがって、フランス当局によるドル売／フラン買と、ドイツ当局によるドル買／マルク売を行なうだけでは不十分となり、ドイツ当局によるマルク売／ドル買に加えてフランス当局はマルク売／ドル買とドル売／フラン買の介入を行なわざるをえなくなる(ドルを媒介にしたマルク介入)。かくして、ドルの急激な下落の進行のなかで、マルクが多くの ERM 通貨に対して強含みで推移すると(第 8 表)、マルクの介入通貨化が進展する。

しかし、マルクを借入れ、それを介入に使った(80年代末まではドルを媒介に、それ以降は直接に)ときには ERM の制度に従って決済が必要である。フランが下落しているときの例を引き続き利用すると、フランス当局は先に引用した EC 各国間の合意に従って、多額のマルクを準備をもって

29) *M. R. D. B.*, Jan. 1990, p.41. ここで、マネー・サプライへの影響について補足をしておくと、ヨーロッパ諸通貨での介入は各国のマネー・サプライに影響を与える。例えば、フランス当局がマルク売／フラン買を行なうと、自国のマネー・ベースだけでなく、ドイツのマネタリー・ベースにも変化が生じる。フランス当局のマルク売はドイツ所在銀行のブンデスバンクにおけるマルク預金(マネタリー・ベース)を増加させ、ブンデスバンクがこれを放置するとマネー・サプライが増加する。フランス当局の政策によってドイツの金融コントロールに影響が出てくるのである。

30) *M. R. D. B.*, Jan. 1990, p.42.

いない。それ故、マルクを使った介入には借入れが必要であり、その決済は通例半分が ECU で行なわれ、半分がドルで行なわれる。その場合、マル

第10表 先進工業国の外貨準備に占める各通貨の比率 (単位：%)

	ドル	マルク	円	ポンド	フランス・フラン	その他
1982	77.1	12.8	4.2	0.9	0.4	4.6
83	77.4	13.4	4.7	1.0	0.3	3.2
84	73.5	15.1	6.3	1.4	0.1	3.6
85	65.2	19.5	8.9	1.8	0.1	4.5
86	69.4	16.7	8.3	1.3	0.1	4.2
87	71.4	15.9	7.1	1.1	0.4	4.1
88	67.7	17.3	7.0	1.5	0.7	5.8
89	59.6	22.5	8.1	1.4	1.2	7.2
90	55.9	21.9	9.6	1.9	2.5	8.2
91	55.8	20.0	10.4	2.0	3.2	8.6
92	62.8	16.3	8.0	2.5	2.9	7.5
93	60.7	19.7	8.7	2.7	2.7	5.5

出所：IMF, *Annual Report*. 1984, p.61, 1994, p.158.

クに対してドルが下落している状況ではフランス当局はより多くのドルを支払わなければならない。それ故、フランス当局にとってはドル/マルク相場が比較的安定しているときに、ドルをマルクに替えて準備にもっておく方が有利になる。マルクを借入れないで、マルク準備をもち、それで為替介入を行なうのである。先進工業国の外貨準備に占めるマルクの地位の変化を見ると(第10表)、ドル/マルク相場が安定していた84年、85年、88年、89年(第8表)に急激にマルクの率が上昇している。各国が外貨準備の資産価値の保存とともに、ヨーロッパ諸国が将来のマルクを使った介入に備えていることがうかがい知れよう(ドル下落時にドル買支えによって第10表のドルの比率が上昇することも考慮されなければならないが)。ブンデスバンクも「ドイツ・マルクの準備通貨としての役割の上昇という事態に対し、出来るだけ先見の明を以て対処することが重要である」³¹⁾と述べ

31) *Ibid.*, p.42. また、拙書『ドル体制と国際通貨』129ページ参照。

て、80年代末にはマルクの準備通貨化を追認するに至る。

かくして、85年以後の急激なドルの下落によって、マルクは介入通貨になるとともに、準備通貨に成長していった。また、80年代後半におけるECの発展（＝西欧諸国間の経済的結びつきの強まり）を背景にマルクは外国為替市場において為替媒介通貨に成長し³²⁾、マルクは80年代末から90年代のはじめには基準通貨、介入通貨、準備通貨、為替媒介通貨（直物に限られているが）としての機能を備えるようになった。

III まとめに代えて——基軸通貨について——

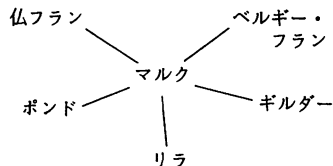
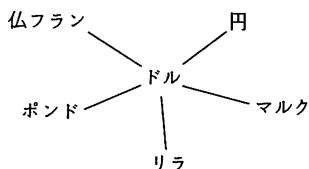
さて、小論の最後に基軸通貨に述べておきたい。筆者は、以前の論文³³⁾で試論的に論じたが、われわれはこれまで「基軸通貨」という用語をはっきり規定して使ってきたとはいえない。国際通貨と基軸通貨を同義に使ったり、国際通貨がもつ諸相を明確にしながら基軸通貨の規定を行なってこなかったのである。しかし、小論のこれまでの論述から、基軸通貨をかなり明確に規定できる。ドルは、第2次大戦直後の各国が為替管理を厳しく布いていた時代から、1958年の交換性回復以後金・ドル交換停止を経て、さらには変動相場制の今日まで基準通貨であるし、介入通貨、準備通貨である。また、交換性回復後の外為市場が自由化されていくなかでドルは為替媒介通貨として機能してきた。このような、ドルの全面的な性格をもって基軸通貨と呼ぶのである。

再度、敷衍すると、ドルが為替媒介通貨であるということは第5図のような関係が外為市場で成立していることである。この図に似た諸通貨関係は前述のようにIMF協定によっても作り出された。IMF協定は「加盟国通

32) ただし、マルクの為替媒介通貨化は直物に限られている。前掲拙稿「マルクの為替媒介通貨化の過程と要因」、および「ドルを媒介に実施される裁定取引と為替調整取引」参照。

33) 前掲拙稿「国際通貨の概念と円の国際化」

第5図 外為市場における為替媒介通貨を中心とした相場関係(1) 第6図 外為市場における為替媒介通貨を中心とした相場関係(2)¹⁾



注1)ただし本図は直物取引についてであり、90年代中期においても先物・スワップ取引についてはこの関係は成立していない。

貨の平価を金または金1オンス=35ドルの価値をもつ米ドルによって表示する」として前掲第4図のような関係を作り出し、各国通貨はドルを基準に表示され、為替政策もドルを基準になされることになった。しかし、外為市場で実際に第5図のような関係が出来上がるのは60年代になってからのことである。また、ERMのもとで80年代中期にERM諸通貨のなかでマルクの基準通貨としての地位が確立し、80年代後半には介入通貨化、準備通貨化が進行したが、80年代末までのインターバンク・外為市場ではマルクとヨーロッパ諸通貨との直接交換は低位で、外為市場で第6図のような関係が確立するのは90年代に入ってからのことである。90年代中期の今日でも、それはなお直物為替取引に限定されている。とはいえ、マルクは、基準通貨、介入通貨、準備通貨、為替媒介通貨（直物に限定）としての機能を合わせもつようになり、ヨーロッパにおいてほぼ基軸通貨に成長したと云うる。

(1997年2月28日 脱稿)