

ドル残高・1968-71年：ブレトンウッズ崩壊期の国際短期資本移動

藤川, 昌弘 / FUJIKAWA, Masahiro

(出版者 / Publisher)

法政大学経済学部学会

(雑誌名 / Journal or Publication Title)

The Hosei University Economic Review / 経済志林

(巻 / Volume)

71

(号 / Number)

1

(開始ページ / Start Page)

141

(終了ページ / End Page)

189

(発行年 / Year)

2003-07-05

(URL)

<https://doi.org/10.15002/00003198>

ドル残高・1968－71年

——ブレトンウッズ崩壊期の国際短期資本移動——

藤 川 昌 弘

目 次

1. アメリカをめぐるドル流出入
 - (1) ドルの流出・流入
 - (2) ユーロダラー
 - (3) ユーロダラーの源泉
 - (4) 国際収支表の画線
 - (5) 純流動性収支
 - (6) 資金量の増減
 - (7) 追加的資金の源泉
2. スワップ
 - (8) 短期信用の双務的融通協定
 - (9) ニューヨーク連銀のスワップ発動
 - (10) 外国中央銀行のスワップ発動
 - (11) スワップ借入れの返済
 - (12) アメリカのイギリス支援
 - (13) 「ストップ・ゴー」
 - (14) 国際的支援の意味
 - (15) ローザ・ボンド
3. 公的決済収支の上下項目
 - (16) 外国のスワップ発動に伴うベースマネー拡張
 - (17) 返済に伴うベースマネー収縮
 - (18) 1968－69年の公的決済収支黒字
 - (19) 公的決済収支の見方
 - (20) 外国での民間－当局間ドル取引
 - (21) 公的決済収支の変動

4. 1968-71年

- (22) 1968-69年 対 70-71年
- (23) ドル売り投機
- (24) アメリカの選択
- (25) 実質金利安の思惑
- (26) 外国準備の膨張
- (27) 1970-71年の公的決済収支赤字
- (28) リーズ・アンド・ラグズ
- (29) 基礎収支に絡むリーズ・アンド・ラグズ
- (30) ドル切下げ懸念に纏わる不確実性

1. アメリカをめぐるドル流出入

(1) ドルの流入・流出

マイケルD. ボルドの「ブレトンウッズ国際貨幣システム：歴史的概観」は、表題に関する多数の研究のなかでも、もっとも標準的な著作の1つである。文献注を含めて約100ページ、それほど長くはないが、研究史上の焦点となったテーマはほぼ網羅されており、基本的な統計データの整備にも相当なエネルギーが割かれている。眼配りを効かせつつ下される判断はバランスがとれすぎて凡庸に墮すこともあるが、簡潔に纏められた叙述が立ち入った検討を要する課題の提起になっていることも少なくない。その最終節「結論」の直前、「ブレトンウッズの崩壊」を論じた節の中に次のような叙述がある。

「1968年、アメリカの経常収支は引き続き悪化したが、総合収支（overall balance of payments）は、巨額の短期資本が流入したため、1968年および1969年には黒字を示した。資本流入は、ユーログラマー市場の出来事によって活発になった。1968-69年の緊縮貨幣政策、ならびに定期預金に対するレギュレーションQの上限に直面して、預金はアメリカの銀行からユーログラマー市場に移動した。アメリカの銀行は、替わりにユーログラマー市

場から借り入れを行い、この資金を本国に帰還させた。1970年に、アメリカの利子率が急速な貨幣拡張に応じて低下し、大口CDへのレギュレーションQが停止されたので、借り入れ資金は元に戻り、赤字は90億ドルに増えた。1971年8月までに、赤字は爆発的に増えて300億ドルになった……。ドルの洪水は黒字諸国の準備を増大させ、インフレーションの前兆となった。』⁽¹⁾

格別の変哲もない明快な叙述のように見えるが、当事者の一方が基軸通貨国であるアメリカの場合、「資本流入・流出」という言葉、あるいは「国際収支」という言葉の意味如何によっては、もう少し丁寧な説明の欲しいところである。アメリカ以外の国を取り上げる場合には、純粋な変動相場制下にあるのでないかぎり、一般にドル流入国の通貨当局または民間銀行部門では準備が増え、ドル流出国の通貨当局または民間銀行部門では準備が減る傾向にあるとしてよい。通貨当局についていえば、固定相場制や調整可能な釘付け制（アジャスタブル・ペッグ）の通常期、あるいはしばしば管理フロートの下においてさえも、流入国の通貨当局は外国為替市場で自国通貨売り・ドル買いの介入を行い、流出国の通貨当局は自国通貨買い・ドル売りの介入を行う必要に迫られることが多いからである。民間銀行部門についていえば、流入国の民間非銀行部門がドルを獲得し自国通貨に換える場合をとって、その内のどこまでが直接・間接に通貨当局の保有に帰着するかを考えてみればよい。然らざる部分は、おもに各銀行のポジション調整にかかわる様々な事情に応じて決まってくることだが、中央銀行預け金としての準備増大には至らず、民間銀行部門におけるドル保有の増大となる。ブレトンウッズ期にヨーロッパその他で行なわれた不胎化介入は部分的なものに止まり、持続性をもつこともなかった。それでは、アメリカが短期資本としてのドルの流入国や流出国である場合にも、同じことがいえるのであろうか。

(2) ユーロダラー

問題をもう少し具体化するために、引用文中の「ユーロダラー」について復習してみよう⁽²⁾。これは“アメリカ以外の国に所在する銀行に預け入れられたドル建て預金”のことであるから、ドルそのものではなく、ドルに対する請求権を指す。そこで指摘するまでもないことだが、資金がアメリカからユーロダラー市場に流出したという場合、アメリカに所在する銀行の預金者が預け換えを図ってドル紙幣を引き出し、これをたとえばイギリスの銀行に輸送したというような事態はありえない。アメリカへの流入の場合も、同じくドル紙幣の輸送はない。もともと流出や流入というのが、銀行バランスシートの書き換えに帰着する事柄だったからである。アメリカの銀行への預金者が、イギリスの銀行に資金を流出させたという場合には、①アメリカの銀行において、負債欄で当初の預金者の預金が抹消されてイギリスの銀行からの要求払預金が発生し、②イギリスの銀行においては、負債欄に以前のアメリカの銀行への預金者からの定期性預金が発生するとともに、資産欄にアメリカの銀行に対する要求払預金が発生する。これらに対応するのは、いうまでもなく③当初の預金者の資産としてのドル建て債権が、アメリカの銀行からイギリスの銀行に移行することである。この預金者がイギリスからアメリカへ資金を移動させた場合には、記帳が逆になる。

そこでボルドが1968-69年について述べていた事態に戻ろう。アメリカの銀行が預金流出に見舞われたのと入れ替えに、ユーロ市場から資金の借り入れを行いその本国帰還を実現したという場合、当時もっとも一般的だったのは在外支店を通ずる経路であったから、上記イギリスの銀行がアメリカの銀行の在イギリス支店に貸し付けを行い、支店が本店に又貸しをしたというケースを取り上げよう。ここでは④イギリスの銀行において、負債欄に引き続きドル建ての定期性預金が維持されるが、資産欄にはアメリカの銀行に対する要求払預金に替わって支店に対する貸し付け債権として

の預金が発生し、⑤このアメリカの在イギリス支店銀行においては、負債欄にイギリスの銀行からの借り入れ債務としての預金が発生するとともに、資産欄ではまず本店に対する要求払預金が発生し、ついでそれが又貸しに伴い抹消されて本店に対する貸し付け債権としての定期性預金が発生する。これらに対応するのは、⑥アメリカの本店銀行における負債欄の変化、すなわちイギリスの銀行からの要求払預金→在イギリス支店からの要求払預金→同支店からの借り入れ債務としての定期性預金という変化である。ユーロダラー市場の構成論にそくしていうと、市場へのドル投入主体としてのいわゆる *original lender* が当初のアメリカの銀行への預金者、預金の受け入れと再預金の金利差で利得しようとする主体としての *intermediary* がイギリスの銀行、他の仲介業者に再預金することのない主体としての *final borrower* がアメリカの銀行の在イギリス支店にあたる。なお②では負債欄に定期性預金が、資産欄に要求払預金が記帳されているが、勿論これは後続の④を予定してのことである。すなわち要求払預金への付利がアメリカの法律上禁止されていたので、規制のないユーロダラー市場における「仲介業者」としてのイギリスの銀行は、「当初の貸手」から期限を限って受け入れたドル建て預金に対するのよりも高い金利を「最終的借手」に対する再預金のさいに課しうるのが通常であった。

以上の過程で「当初の貸手」による預金流出と「最終的借手」による預金流入とをみたアメリカの銀行の状況は、①と⑥が示す通りである。ユーロダラー市場内部での取引が上記の設例より増えたとしても、アメリカの銀行に存在する要求払預金が市場での決済手段をなす事実には変わりはない。預金の形態転換は確かに生じたが、流出・流入を通しての量的増減はない。個々の銀行としては、ユーロ市場をめぐる流出・流入に伴って手形交換のさいに他行に対する勝ち・負けが発生し、その如何によって連邦準備銀行への貸記・借記が変化することもあるが、アメリカの民間銀行部門組織の全体としては、もともと準備が増減するなどという状況はなかったわけである。⑥に見えるように、ユーロ市場からの流入によって債務の

満期が多少とも長期化し資金繰りが円滑になるというメリットはあるが、それはひとまず準備の量的増加とは別個の事柄であった。

(3) ユーロダラーの源泉

だが以上は、ドル建ての定期預金や大口 CD など、元来アメリカに存在していた資産にユーロダラーの源泉を求めたボルドの叙述にそくして上記①-⑥を設例したがゆえに、生じた結論であるのかもしれない。そもそも国際収支の変動が問題であるのならば、源泉が在アメリカの資産であったとしても、その所有者（＝「当初の貸手」）に関する最小限の検討も必要だったはずである。ユーロダラーの源泉が外貨建て資産である場合には、また資産所有者の居住状況の如何によっては、ユーロ市場からの流入がボルドのいわゆる「総合収支」の黒字をもたらし、準備の増加を可能にすることはないのである。この問題を検討する手掛かりとして、アラン H. メルツァー「ブレトンウッズ時代における合衆国の貨幣政策」を取り上げてみよう。これはボルド論文よりも短くテーマの選択も網羅的ではないが、それと好対照をなす論文であって、取り上げた論点については、折衷やバランスへの配慮を排除しつつ自説を強調したユニークな作品である。が、1968-71年については、おおむねボルドと同様の、しかし微妙に異なる叙述があった。

「国際収支の公的決済尺度は、アメリカがこの10年で初めて、1968年および1969年に黒字になったことを示している。これは誤解を招くもので、その多くは個人および企業の定期預金に対するレギュレーション Q 上限の直接の結果であった。アメリカの利子率が法的上限レートを超えて上昇するにつれて、商業銀行はユーロダラー市場に対して定期預金を喪失した。そこでアメリカの銀行はユーロダラー市場から借り入れを行って、まえに失った預金の多くとかなりの追加的な資金とを獲得した。結果として生じたのは、公的決済ベースで2年間に43億ドルもの巨額の短期資本の流入であった。

利子率は1970年の景気後退期間中下落し、実質レートが外国のレートに比べ平均して下落した。そして資本の流れは全く逆転した。公的決済赤字98億ドルは、それ迄では飛び抜けて最大であった。しかしこの流れは、間もなく生じた1971年第1-第3四半期における310億ドルの流出によって、小さく見えることになった。」⁽³⁾

(4) 国際収支表の画線

ボルドとメルツァーの比較から2つの問題が出てくる。一つは国際収支表のどこに画線 (the line) を引くか、ということに関わる問題であり、もう一つは資金がアメリカとユーロ市場を移動するさいの、量的増減に関わる問題である。第1の問題から始めよう。従来わが国で「総合収支」と呼ばれてきたものに対して、ボルドの用語法はどのような位置に立つのであろうか。わが国の場合を復習しておくと、対外資産・負債の変化として、上部項目 (above the line) に経常収支・長期資本収支・公的部門と為銀部門以外の短期資本収支・誤差脱漏を、下部項目 (below the line) に公的部門と為銀部門の短期資本収支・外貨準備増減を配し、前者を「総合収支」、後者を「金融勘定」と呼ぶ習わしがあった (誤差脱漏は数値の信頼度が低いため上部項目に置く)⁽⁴⁾。これは国際取引のうちの“自発的取引”と、それによって惹き起されたと考えられる“調整的取引”との間に画線を引き、「総合収支」を形成する取引がどのように調整され金融的な決着をみたかを、通貨当局と民間銀行部門の対外流動性ポジションの変動を通して把握しようとしたものである。一般の国際収支概念論でいう「非金融取引収支」にあたる。その中の下部項目にあった民間銀行部門の短期資本収支をも上部項目として配置変えたのが、「公的決済収支」である。通常これは、具体的な下部項目の変動として金・外国為替・IMF 準備ポジションなどの通貨当局流動資産の増減、ならびに同流動負債の増減を含む。固定相場制・アジャスタブルペッグの通常期・管理フロート下の介入などの場合、民間非銀行部門・民間銀行部門・通貨当局以外の公的機関などの諸主

体が行なう対外取引が、外国為替市場に需給圧力の変動をもたらし、それを通して通常はこれら下部項目の変動を惹き起す。純粋な変動相場制に近づくほど、需給圧力は公的決済収支よりも為替相場の変動に表われやすくなるとしてよい。

(5) 純流動性収支

上記2つの引用文にある1970年（ならびに1971年第1－第3四半期）の「赤字」を比べてみよう。ボルドの「総合収支」はメルツァーの「公的決済収支」の数字にほぼ近い。Survey of Current Business から抜粋したアメリカの国際収支表（1968年－1971年）を見ると、メルツァーの70年の数字は「公的準備取引収支」の数字そのものであった（71年が異なるのは第4四半期繰入の有無による）。ボルドの用語法については、これで決着がついたわけだが、わが国の「総合収支」に近いものを同表から探すとすれば、「純流動性収支」ということになる。その上部項目にある「非流動民間短期資本」は、貿易関係の対外信用授受を含み、わが国「総合収支」の上部項目としての「公的部門と為銀部門以外の短期資本収支」と重なることが多いし、その下部項目にある「流動民間資本」は、外国民間銀行に対するアメリカの流動債務と大きくは違わず、わが国「金融勘定」の中の「為銀部門の短期資本収支」に対応する度合いが低くはなかったからである。1968－71年のすべてがそうであるように、この②純流動性収支が赤字のとき、③「流動民間資本」および／または④「公的準備取引収支」は、どのような対応変動を示さなければならないか。そのさい下部にある⑤「外国公的当局に対する流動債務」ならびに⑥「アメリカの公的準備資産」は、以上の3項目とどのような関係に立つか。

各項目への符号として、②③④は黒字のときにプラス、⑤は増加のときプラス、⑥は減少のときプラスと約束すると、 $(②+⑤=④)$ および $(④=-(⑤+⑥))$ という関係が成り立つ。1968－69年についていえば、純流動性収支の赤字は、それを上回る流動民間資本の黒字によって相殺さ

アメリカ国際収支・1968-1971年

(単位：100万ドル)

	68	69	70	71
輸出	33,588	36,490	41,980	42,769
輸入	△32,964	△35,830	△39,870	△45,648
貿易収支	624	660	2,110	△2,879
軍取引(ネット)	△3,140	△3,341	△3,370	△2,854
投資収益(ネット)	6,220	5,975	6,242	7,950
旅行運輸(ネット)	△1,558	△1,780	△1,979	△2,246
その他のサービス(ネット)	344	497	587	728
財・サービス収支	2,489	2,011	3,591	699
送金・年金その他移転	△1,168	△1,266	△1,410	△1,459
政府贈与(軍を除く)	△1,707	△1,644	△1,739	△2,014
経常収支	△386	△899	443	△2,774
政府長期資本(ネット)	△2,161	△1,930	△2,029	△2,382
民間長期資本(ネット)	1,198	△50	△1,454	△4,128
基礎収支	△1,349	△2,879	△3,039	△9,284
非流動民間短期資本(ネット)	231	△602	△545	△2,529
S D R 配分	...	...	867	717
誤差脱漏(ネット)	△493	△2,603	△1,104	△10,878
純流動性収支	△1,610	△6,084	△3,821	△21,973
流動民間資本(ネット)	3,251	8,786	△6,000	△7,794
公的準備取引収支	1,641	2,702	△9,821	△29,767
外国公的当局に対する流動債務	△761	△1,515	7,344	27,419
アメリカの公的準備資産(ネット)	△880	△1,187	2,477	2,348

(出所) Survey of Current Business

れて余りあるほどであったから、公的準備取引収支にも黒字が記録されることになった、というのが1番目の式である。そしてこの準備収支の黒字が、外国当局に対する流動債務の減少と公的準備資産の増加とに分かたれて受け取られた、というのが2番目の式である。ところが1970年の場合には、純流動性収支の赤字は、それを上回る流動民間資本の赤字のもとで発生したため、公的準備取引収支には大幅な赤字が記録されて、外国当局に対する流動債務の増加と公的準備資産の減少とでもって支払われることに

なった。さらに1971年には、純流動性収支の空前の赤字が流動民間資本の赤字のもとで発生したため、公的準備取引収支には前代未聞の赤字が記録されて、その大部分は外国当局に対する流動債務の激増によって、若干が公的準備資産の減少でもって支払われることになった。なお純流動性収支は（SDR 配分を除く）直近の上部3項目（基礎収支・非流動民間短期資本・誤差脱漏）の和に（ほぼ）等しいという関係にあるが、71年の特異性は、空前の同収支赤字の約半分が、基礎収支の赤字増大をも上回る「誤差脱漏」項目の異常な赤字から成るという点にあった。

（6）資金量の増減

ボルドとメルツァーの比較から出る第2の問題に移ろう。1968-69年について、ボルドがユーログラマー市場への短期資本の流出と帰還によって「総合収支」（＝じつは公的決済収支）の黒字を説明しようとしたのに対して、メルツァーは帰還分のほかに、同市場からの「かなりの追加的資金 some additional funds」の獲得をも、黒字の理由に挙げていた（some は「幾らかの、多少の」よりも「かなりの、相当な」のほうが——講演記録を元にした論文としては——適当であろう）。が、注意さるべきは、金融市場間の資本流出入と国際収支上の資本流出入とが全く同じではない、という点である。くどいが念のために、ドイツの貿易業者がアメリカへの輸出で得たドル代金が直接に、またはドイツの取引先銀行を通して間接に、アメリカの銀行に預入された場合を取り上げよう。アメリカ側の国際収支表においては、資産の増加（商品輸入）が借方に、負債の増加（銀行預金）が貸方に記入されるが、他の項目に変化がないとすると、純流動性ベースでは、上部項目（貿易収支）の赤字と下部項目（民間銀行部門の短期資本収支）の黒字が対応する。が、公的決済ベースでは、上部項目内で両者が相殺されて変化は生じない。このドル建て預金がアメリカの銀行からロンドンの銀行に、後者から在ロンドンのアメリカの支店銀行に、そして支店から本店に移動した場合でも、アメリカの国際収支においては非居住

者に対する既発生民間銀行部門負債増加＝短期資本収支黒字が、つまり資本流入の状態が続くことに変わりはなく、公的決済収支には追加的な赤字も黒字も発生しないのである。

当初の預金者がドイツの貿易業者ではなくアメリカの（非銀行の）企業であった場合、ロンドンの銀行への預金移転が行なわれると、資産の増加（アメリカの企業のロンドンの銀行における金融資産の取得）が借方に、負債の増加（アメリカの銀行のロンドンの銀行に対する金融負債の発生）が貸方に記入される。つまり国際収支上の資本流出と資本流入が同時に発生するのであり、ネットの増減はない。このユーログララーがアメリカの銀行の在ロンドン支店を経て本店に帰還したとしても、国際収支上の資本流入が発生するのは非居住者に対する民間銀行部門負債が発生したロンドンへの預金移転時であって、最後の本店への帰還時点ではない。公的決済収支に追加的な赤字や黒字が発生しないことも、上例と同様である。

（7）追加的資金の源泉

それでは、メルツァーが公的決済収支黒字の理由に挙げたユーロ市場からの「追加的資金」は、アメリカの銀行におけるドル建て資産を源泉とするのではなく、外貨建て資産からの振替えであったと解釈すべきなのだろうか。ドイツのある居住者がマルク建て資産と引き替えに自国の通貨当局から入手したドルを、ロンドンの銀行に預金したというケースを取り上げてみよう。一般に当時の外国当局はTBをはじめとする政府証券や一部に定期預金など、有利子の流動金融資産でドル残高の殆どを保有しており、要求払預金の形態はおそらく運転残高部分を主とし1～2割前後であったとも推定されるが⁽⁵⁾、必要に応じてこの種の流動資産が経過的に——たとえばTBの買手の残高がドイツ当局からその居住者に振り替わるというように——銀行預金に替えられて後続の形態転換を経るものとする、ドイツ居住者がその当局を経てロンドンに投じたユーログララーの大部分は、もともとアメリカ金融市場の内部に存在していたものにほかならない。外

国当局の（経過的な）預金が連邦準備銀行に対するものか民間銀行に対するものかによって、公的決済収支の概念上も統計処理の点でも多少の困難が生ずるが、大筋は動かせない。むしろ居住者からの請求に直面した外国当局が、新たなドル獲得に乗り出すか否かのほうが問題である。アメリカ当局への金売却はその一経路であるが、連銀はその影響をほぼ常に不胎化する慣行であったし、そもそも金二重価格制の発足（1968年3月）以後の状況に鑑みれば、金売却そのものが例外的な事例であり、金額的にもそれが新規ドルの源泉をなすことはありえない。スワップを利用した外国当局の連銀からの借り入れはもう一つの経路であるが、これは外貨建て資産を源泉とするユーログララーのアメリカ本店銀行への流入が、メルツァーのいわゆる「追加的な資金」の獲得を意味するケースに該当するかもしれない。その可能性を含む以上、立ち入った検討が必要になる。

2. スワップ

（8）短期信用の双務的融通協定

そこでスワップについて簡単な復習をしながらこのケースの現実性を検討してみよう。国際金融論ではよく知られているように、スワップは連邦準備制度が外国中央諸銀行および国際決済銀行との間で放射状に結んだ短期信用の双務的融通協定である。もともと IMF 協定第4条「通貨の平価（par values）」の第3項「平価（parity）による相場を基礎とする外国為替取引」は、直物取引について相場が平価（parity）の上下1%を超える差があってはならないとしたが、「その他の為替取引の場合」については具体的な規定を与えず、事実上先物市場に対する当局の介入活動に制約を加えてはいなかった。1961年3月、ドイツ・マルク（およびオランダ・ギルダー）の平価切り上げがあったとき、上げ幅を小さすぎるとみたマルク買い投機に対抗するために、アメリカ当局は1930年代以来途絶えていた市

場操作を復活して効果的な先物ドル買い介入を断行したが、それもこの条項が制度的な前提となる関係にあった⁽⁶⁾。1962年3月に発表された（ただし実際には使用されなかった）フランス銀行との間の最初のスワップは、この時の外国当局との連携や資金調達の一必要に関する経験を活かして構築の運びとなったものである。そのネットワークは、この後約1年半ではやくも11行との間に総枠20億ドルに達している。各スワップの細目は相手行に応じて異なるが、いずれか一方の必要に応じて、相手行名義の預金勘定に貸方記帳を相互に行なうことにより、事前に合意した最高限度までの引き出し可能性を一定の期間について認め合う形をとるのが一般的なやり方であった。為替リスクを回避するために、満期時の清算にあたって利用時点のレートが適用される。期限は3か月ないし6か月以内が普通だが、後には1年近くに達するものも出ることになった。事実上、そのような形での短期信用の授受は、同一レートでの逆方向への先物為替による戻し売買を条件とした直物為替の売買を、スタンドバイで相互に行ないうることが意味する。この中央銀行預金に対しては、政府短期証券への投資などの約定された方法で、利用の金額と期間に応じた利子がつく。

（9） ニューヨーク連銀のスワップ発動

ニューヨーク連邦準備銀行がある外国中央銀行との間に結んだスワップを通して、ドル相場の維持操作を図ったという仮説例を考えよう⁽⁷⁾。スワップの発動によって、ニューヨーク連銀では外国中央銀行のドル建て預金残高が増加すると同時に、外国中央銀行ではニューヨーク連銀の当該外貨建て預金残高がその時点の為替レートで換算して同額だけ増加する。単純化のために、民間銀行部門の変化もすべて中央銀行のバランスシートに集約されて表われるとすると、外国為替市場におけるニューヨーク連銀のドル買い・外貨売り出動の結果、ドルの売手の預金残高は同行で相殺されて減少するが、外国中央銀行においてはその通貨建てで増加する。外国中央銀行のバランスシートでは、ニューヨーク連銀への預金増加（借方）とド

ルの売手からの預金増加（貸方）とが対応する。ニューヨーク連銀の側からすると、市場で供給過多になったドルの売手から外国中央銀行へと、自己の債務としてのドル建て預金を移行させ、事実上外国中央銀行から借り入れた外貨でもって市場の売り圧力に対抗することが可能になる。ドルでドルは買えない。売り圧力に曝された外為市場のドルを、外国中央銀行からの預金として吸収する形ができたといってもよい。これを清算するさいには、通常ニューヨーク連銀は需給関係の好転機会をつかまえてドル売り・外貨買いを実現し、外国中央銀行における（以前のドルの売手からの）当該外貨建て預金増加を消滅させ、そのことを通してともに当初の、外国中央銀行における自行の外貨建て預金残高と自行における外国中央銀行のドル建て預金残高を、利用時点の為替レートで換算して同額づつ相殺して消滅させる。

この仮説例におけるスワップの発動を、中間の外為市場取引を省略しニューヨーク連銀の側から単純化して、外国中央銀行との間でのドル売り・外貨買いとみる場合には、結果だけを取れば、清算は当初に予約したその逆方向の売買、つまり外国中央銀行との間でのドル買い・外貨売りの実行ということになる。外国中央銀行がいつそのドル保有を望まず、アメリカ当局に金兌換の請求を発動しかねまじき事態を防止するために、つまりニューヨーク連銀がいわゆる「過剰ドルを吸収する」ためにスワップを利用するような場合、その点が明確に出てくる。この場合、ニューヨーク連銀の貸方にはすでに外国中央銀行の「過剰な」ドルが堆積していたのだが、同行がスワップを発動し外国中央銀行に獲得した当該外貨建て預金（外貨買い）をこのドルと置き換えれば、貸方にはスワップで発生した外国中央銀行のドル建て預金（ドル売り）だけが残る。外国中央銀行の側からすれば、ニューヨーク連銀による一定期間後の買い戻し予約のついたものへと、保有ドルの形態が変わったのである。清算の過程でニューヨーク連銀が外国中央銀行における外貨建て預金残高を回復し、自行における外国中央銀行のドル残高と相殺するならば、延期されていた「過剰ドル」の

買い戻しが実現されたことになる。ニューヨーク連銀が両行の預金勘定における相互の貸方記帳をともに消滅させる過程は、外国中央銀行との間での外貨売り・ドル買い戻しの予約が実行されたことを意味するわけであった。

(10) 外国中央銀行のスワップ発動

以上の仮説例とは逆に、外国中央銀行の側からスワップが発動される事例も、勿論珍しくはなかった。1962年6月のカナダ・ドルや1964年3月のイタリア・リラの切り下げ危機にさいして、他の国際的支援策とならんで供与された連銀からのスワップは、売り浴びせ投機に対する効果的な対抗手段の適例である。この種の通貨に対する純粋な、あるいは元手いらずの最も簡単な投機は、先物為替によるものであろう。リラを例にとると邦貨建て（直接表示）で新しいIMF平価、つまり切り下げ後に予想される直物リラ＝ドル・レートが先物レートより高いかぎり、先物リラ売り（ドル買い）によって利得することが目論めるからである。他の事情が変わらず先物リラが予想新平価近傍に向けて下落を続けるのであれば、直物為替による投機が避けられない。リラ建て資産とドル建て資産の金利差を不変とすると、手持ちの資金があるか借入れ便宜をもつ者が、直物リラ売り（ドル買い）と先物リラ買い（ドル売り）とを同時に行ないつつ両資産間で資金を移動させるならば、直先スプレッド（先物マージン率）が向上しているため、金利裁定取引で利益をあげる機会が増える。直物投機というのは、この裁定取引に先物投機のリラ売り（ドル買い）が組み合わさって直物リラ売り（ドル買い）だけが現象したものにほかならない。現行平価を維持しようとする限り、イタリア当局はこの直物投機に対してリラ買いで応じ、外貨準備ドルの減少を甘受せざるをえない。連銀との間で発動されたドル借入れのスワップは、このような流れが一方的に進行してリラ切り下げに直結する事態を防衛したのである。当局が直物投機の一環としての金利裁定取引に対抗するためには、先物リラの下落を防止するための市場

介入が必要だが、その結果以前の先物リラ買いに期限が来れば、予約を実行するための直物リラ買い（ドル売り）が避けられない。スワップによる支援は、そこからくるドル準備の減少を補充する意味をも持つことになった。上記の危機にさいしては、他の国際的支援策の効果もあって、イタリア・カナダ両当局とも投機攻撃に耐えてほどなく準備を回復し、連銀との相互貸記を解消するにいたっている。

(11) スワップ借入れの返済

この2つの例に限らず、多くの場合返済は一応順調だったといつてよい。1964年6月までの2年強でスワップによる信用供与の総額は18億ドル（うちアメリカの引き出しが13億ドル弱）、そのほぼ全額が6か月以内に返済されているし、1967年6月までの5年強で総額85億ドル（うちアメリカの引き出しが35億ドル）の約9割は——6か月を超えるものも増えてきたとはいえ——1年以内に返済されている⁽⁸⁾。もともとスワップの枠は、緊急時に協力がどこまで可能であるかを事前の交渉で確認したうえで、短期間に絞って設定されていた。ドルだけでなく他の諸通貨をも襲った短期集中的な売り圧力に対して、スワップを含む通貨当局間協力が有効に対処しうる事例が増えるにつれて、スワップの金額も相手行も拡大し、それがさらに協力の効果を高めるとか、為替需給の方向を短期間に逆転させるというようなことも少なくなかった。援助の取り決めが発表されるだけで投機が収束した事例もある。いうまでもないことだが、通貨危機のすべてが——たとえば1967年の切り下げに先立つ数年のポンドのように——当該経済の基礎的（fundamental）な、または構造的な要因に起因する危機を根底におくものではなかったし、ホットマネー化して国際金融市場を跳梁する短期資金なるものも、常にその種の危機を暴露すべき引き金として作用する性格のものでもない。スワップの順調な返済とネットワークの拡大を可能にする余地は残っていたというべきであろう。

(12) アメリカのイギリス支援

ただしイギリスについては、留意すべき点がある。先の総額85億ドルのスワップ引き出しのうち外国側からのそれは50億ドルだが、その約8割・40億ドルはイギリス当局に発しており、とくに1964年後半以降の、つまり10月の選挙で労働党政府が成立し現行平価の維持声明を発表して以降の利用額が増え、若干の未返済分をもち残す——国際決済銀行を除けばイングランド銀行にのみ特有の——状況となったのである。ポンドの切り下げをスペキュレイトした売り浴びせに対して、アメリカ当局にはイギリスへの支援を回避しうる選択肢が存在しなかったのだが、それは西欧を中心になお基軸通貨性を残していたポンドに対する信認の動揺が、連想を誘ってドルに飛び火するという類の理由のみによるのではない。アメリカは何故、イギリスを支援せざるをえなかったのだろうか。

いまイギリスの民間部門で、ポンド売り・マルク買いの投機が発生したという仮説例を考えよう。単純化のため、民間銀行部門では一般に当初のポジションへの復元という調整が行なわれるとすると、ポンドの対マルク相場は、ポンドのドル平価とマルクのドル平価から裁定されるポンド＝マルク・レート（IMF協定の規約上は上下4%が許容されたが、実際には若干狭い）変動幅における最安値圏へと急落し、通常ならば可能なヴィークルとしての機能も果たせなくなる。そこでイギリスの民間銀行部門はポンド売り・ドル買いという方策をとったうえで、ドイツ民間銀行部門に対してドル売り・マルク買いを実現しようとするのである。これは平価維持のためのイギリス当局によるドル売り・ポンド買い介入と、ドイツ当局によるマルク売り・ドル買い介入とを惹き起こす。ドイツ当局がマルク切り上げをもドル準備増大をも望まないとする、「過剰ドル」の金兌換を抑制しようとしてのアメリカ当局からのいわゆる「道徳的説得（moral suasion）」が奏功する可能性は、大きく低下せざるをえない。現行の金のドル価格を墨守しようとする限り、アメリカ当局はとりあえずドル準備の

減少したイギリス当局からの支援要請に応える以外にはなく、スワップもその一翼を担うことになるわけであった。

(13) 「ストップ・ゴー」

イギリス当局自身の政策スタンスは、この1964—67年当時においても、有名な「ストップ・ゴー」の渦中にあった。その淵源はポンドの交換性回復(1959年12月)以前にまで溯りうるのだが、過度に要約してしまえば、雇用と景気を重視しつつインフレーションをさへ厭わぬ拡張的金融財政政策と(go), それに続く国際収支悪化・金外貨準備減少・ポンド切下げ懸念に対処するための急転しての緊縮政策とが(stop), かなりの規則性をもって交替を繰り返すのである。さほど長くもない緊縮の持続は、にもかかわらず耐えかねての次の拡張を呼ぶ。アメリカを筆頭にG10諸国・国際通貨基金・国際決済銀行も加わることのあった対イギリス支援は、「ゴー」が一定期間続いたのちに発生しがちなポンド懸念の危機への転化を防衛するために、「ストップ」の前後に取り組まれることが多い。「ストップ」前の支援の場合、むしろ一応の奏功ゆえに、慢性的な懸念を抱えたままの「ストップ」の事実上の引き延ばしと、遅れてさらに決定的なその実行とに繋がることもあった。64年10月に成立した上記労働党政権の場合も、先立つ62—63年の拡張政策がすでに経常収支悪化と外貨準備減少に繋がっていたのに、現行平価の維持を宣言したうえで——相互に矛盾する諸施策を伴いつつも全体としては——引き締め回避型の政策スタンスを採ったために、はやくも11月にはポンド危機が不可避となったが、この時に取り組まれた大規模な国際的支援は、むしろ65年7月の緊縮政策導入まで引き延ばされた拡張的な、あるいは少なくとも非緊縮型の息継ぎ政策を実現可能にする意味をもったといえる。決定的な緊縮政策の発表は66年7月まで持ち越されることにさえたが、それに踵を接して取り組まれた——スワップ枠の拡大を含む恒例の——国際的支援の劇的ともいえる効果もあって、現行平価はなおも護持された。短期間の凝縮された「ストップ・ゴー」

の再現の後、新たな支援の甲斐なくポンドが切り下げられたのは、3年後の1967年11月のことだったのである。

(14) 国際的支援の意味

アメリカ連邦準備のイングランド銀行に対するスワップ枠は、1964年11月の支援のさいに5億ドルから7億5000万ドルに引き上げられたが、これは30億ドルにのぼる主要中央銀行（ともに2億5000万ドルの国際決済銀行とアメリカ輸出入銀行含む）からの一括信用供与の一部であり、さらに国際通貨基金による10億ドルのスタンドバイ・ローンを加えると、国際的支援の総額は40億ドルにも達している。新政権は自身が任命した（高名なカルドアたちを含む）経済顧問団からの平価切り下げ勧告を無視する一方で、ストップ・ゴー経済への復帰を拒否すると称して様々な妥協や彌縫策を弄したが、その中にはイングランド銀行を通しての一種のウインドウ・ドレッシング——すなわち外国からの宵越し（overnight）の借入を月末に行なわせることで外貨準備の実態を隠蔽しようとする操作なども含まれていた。国際的支援がなかったとすれば、すでに64年11月の時点で切り下げが避けられなかったことは疑いない。だがそれは、この種の彌縫策と同類であったと判断すべきなのだろうか。

この時の国際的支援に占めるアメリカの貢献は、総額の25%という数字〔(7億5000万+2億5000万)÷40億〕には限られない。支援に取り組むためのアメリカ連邦準備側の努力は 国際金融史上の白眉ともいえるほどであり⁽⁹⁾、その理由と考えられるものも上述の通りだが、イギリスの現行平価固執を一致して支持したG10など外国諸当局の呼応を見逃すこともできないのである。ポンドの防衛は、イギリス当局のみならず「金・ドル本位」としてのブレトンウッズ体制そのものにとって、焦点の1つたる相貌を濃くしつつあったといえる。1967年11月のポンド切り下げ当日、アメリカは金の現行ドル価格を維持するという大統領声明を発表したが、存廃をめぐる短期間の錯綜に続く翌68年3月、金プールが崩壊するとともに、1オン

ス35ドルの公定価格での当局間取引を自由価格での市場取引から分断する金二重価格制の導入が決まった⁽¹⁰⁾。「金ドル本位」の変質を制度的に確定した二重価格制の導入が、ポンド防衛の破綻と踵を接したのは偶然ではない。かりにポンドの切り下げが1964年11月に実現していたなら、公定価格の上昇をスペキュレイトしてドルを売り浴びせる金投機が68年3月に発生することもなく⁽¹¹⁾、「金ドル本位」はなお同じ外貌のもとで存続しえていたのではなからうか——歴史にイフを持ち込んでも詮ないことだが、これが興味深い問いかけをなすことは確かである。スワップを含む国際的支援が、ウインドウ・ドレッシング類似の姑息な彌縫策であったと見るべきか否かという問題も、結局ここに帰着するであろう。本稿の範囲を超えるが、——アメリカ当局の金政策および金融政策のスタンスについての抜き差しならぬ問題を別にして——ポンド側に絞って1点だけ、問い返しを附記しておきたい。平価切り下げにも安易な拡張政策にも依らざる危機の克服策など、もはやイギリスには残されていないという判断は、後知恵でなく1964年当時において、どの程度の現実性をもって下しうることだったのであろうか。切り下げ幅の大小にもよるが、現行平価に懸念を纏い付かせたイギリス経済のファンダメンタルな諸事情の克服可能性を具体的に検討することなしに、切り下げをポンド危機の解消に結びつけることはできない。事態の展開如何によっては、スワップその他の国際的支援も、問題の先送りではなく解決へのステップとなりえたかもしれないのである。

(15) ローザ・ボンド

本筋に戻るにさいして今一つ留意しておきたいことがある。スワップの短期的性格について先に述べたが、とくにアメリカからの引き出しをめぐるのは、それがローザ・ボンドによる補強を受けていたという点がそれである。発案者の名を冠して呼ばれるこの債券・証書は、国際収支が黒字状況で外貨準備に余裕のあるヨーロッパの中央銀行または政府に対して、アメリカ財務省が発行（売却）するところの、転売不能な相手国通貨建ての

中期証券である。一般に期限は15か月以上、多くは24か月前後であったが、当該国からの要求があれば3か月期限の短期債に転換できるうえに、2日の予約で現金（＝その国通貨）での償還も可能となる特約付きの発行も増えつつあり、当該国当局にとっては第2線準備を兼ねうる投資対象への「過剰ドル」の転換という意味があった。アメリカ当局にとっては事実上の外貨準備の強化であり、それによってドル相場の安定や金兌換要求の抑制を目論むことができる。ローザ・ボンドが「国際的な金融統合」に向けてのステップとして「従来のどの試みをもはるかに超える」ほどとまで評価されうるか否かは、ボンドに対する国際的支援についての評価と同質の、かつ同様に本稿の範囲を超える問題だが⁽¹²⁾、その残高は1960年代を通してほぼ順調な上昇トレンドを示して、69年には17億5000万ドルに達した。

ローザ・ボンドの発足自体はスワップより早い1961年10月であったが、63年8月、これが返済の遅れた対ドイツ当局スワップを補強するために使われることになった。ブンデスバンクに対して発行されたローザ・ボンド見返りのマルクが、アメリカ財務省から連邦準備に渡って、対ブンデスバンク・スワップの清算に充てられたのである。そうすればスワップによる新たな借入れを組むこともできる。連邦準備による対外短期受信が、財務省による対外中期受信に肩代わりされたわけだが、この方式はニクソン・ショックによる1971年8月の金・ドル兌換停止まで、必要に応じて対ドイツ当局以外にも活用されることになった。留意すべきは、アメリカ側のそうした努力が外国当局側にも跳ね返って、一般にスワップは短期返済をルールとするという当局相互の了解を醸成したという点である。1年以内の返済率が約9割という先に見た数字も、このような事情のもとで達成されたものにほかならない。

3. 公的決済収支の上下項目

(16) 外国のスワップ発動に伴うベースマネー拡張

スワップについての以上の検討を前提にして、本筋に戻ろう。ユーログラマー市場からアメリカに流入する資金の源泉が在アメリカのドル建て資産である場合、その資産のユーロ市場への投入者（＝「当初の貸手 original lender」）が外国居住者であろうとアメリカ居住者であろうと、国際収支上の短期資本流入は非居住者に対する民間銀行部門負債が発生した時点で生じるのであって、ユーログラマーの借入れがネットの短資流入を発生させるのではないこと、その後の金融市場間の資金移動は公的決済収支に対する追加的な増減を発生させないこと——この点はスワップの復習に入るまえに検討した。源泉が外貨建て資産である場合、外国当局が「当初の貸手」としての民間部門主体に直接・間接に供給したドルのすべてが、アメリカ金融市場内に存在していた（各種流動資産の形態を纏った）既存のドルと見做せるか否かが問題である。外国当局がスワップを発動して得たドルが「当初の貸手」の外貨建て資産からの替わり金になる場合には、新規のドルが出たことになって答は否に傾かざるをえまい。そこである外国中央銀行がニューヨーク連邦準備銀行との間に結んだスワップを通して、自国通貨のドルに対する相場の支持操作を図ったという仮説例を考えよう。これはニューヨーク連銀のスワップ発動によるドル相場維持操作について先に検討した仮説例と対称的なケースであり、同じ論法で組み立てられるのだが、念のため反復を厭わず確認をとることにしよう。簡単化のために、民間銀行部門の変化もすべて中央銀行のバランスシートに集約されて表われると仮定する点も、先と同じである。

外国中央銀行がスワップを発動すると、そのバランスシートではニューヨーク連銀の当該通貨建て預金残高が増加すると同時に、ニューヨーク連

銀では外国中央銀行のドル建て預金残高がその時点の為替レートで換算して同額だけ増加する。外国中央銀行がこのドルを利用して外為市場で自国通貨買い・ドル売り出動をすれば、当該通貨の売手の預金残高は同行で相殺されて減少するが、ニューヨーク連銀ではドル建てで増加する。ニューヨーク連銀のバランスシートでは、外国中央銀行への預金増加（借方）と当該通貨の売手からの預金増加（貸方）とが対応する。外国中央銀行の側からすると、自国通貨の売手からニューヨーク連銀へと預金債務を移行させつつ、市場で売り圧力に曝された自国通貨をニューヨーク連銀からの自国通貨建て預金として吸収する形ができたのだといえる。が、「外貨建て資産」としての当該通貨の売手が、ユーログラマー市場での運用を求めて、ニューヨーク連銀に得たドルをたとえばロンドンの銀行に移し、それが在ロンドンのアメリカの支店銀行経由でより有利な運用先としてのニューヨークの本店銀行に移動することになったという場合、当然にもこの銀行の準備（＝ニューヨーク連銀への預け金）は増大するであろう。スワップを利用した外国中央銀行の対ドル相場支持＝自国通貨買い操作は、ニューヨーク連銀による公開市場での適格手形の買い操作と同様に、ベースマネーとマネーサプライの増大を伴うのである。

（17）返済に伴うベースマネー収縮

だが、外国中央銀行はこのスワップ借入れを返済しなければならない。発端となったニューヨーク連銀における自行のドル建て預金残高と自行におけるニューヨーク連銀の自国通貨建て預金残高とを、当初の為替レートで換算して同額ずつ相殺して消滅させるためには、外為市場で時機を捉えて自国通貨売り・ドル買いを実現し、ニューヨーク連銀における（以前の自国通貨の売手からの）ドル建て預金増加を消滅させなければならないのである。他の事情に変化がなければ、これはニューヨーク連銀による売りオペと同じ効果を伴うであろう。返済は通常3か月から6か月以内、あるいはたかだか1年未満で実行されたのだから、外国側からのスワップ借入

れが発揮したニューヨーク連銀による買いオペ同様の効果は、短期間のうちに相殺される。しかも連邦準備と外国中央諸銀行（および国際決済銀行）との間に結ばれたスワップ取り決めのうち、一部の借入れ期間中に他の返済が実行されうることを考慮すると、年度全体でみた外国側の総計では借入れ超過だとしても、その内の数週ないし数か月では返済超過であるとか、逆に年間総計では返済超過だが、部分期間では借入れ超過だというような事態も生じていたであろう。つまりスワップの短期的性格からいって、外国側の借入れ超過は経過的にはありうるが、持続性はない。ユーログラマー市場からアメリカへの短期資金流入がとくに大きかったとされる1969年のスワップは、実際には外国側の返済超過であったと推測されるが、むろんこれは借入れ超過である短期間が存在しえたことを排除しない。それよりも借入れ・返済いずれにせよ、事前の設定枠に比べれば事後の超過額自体が、スワップの短期性ゆえに僅少な水準に止まらざるをえないことのほうが、留意さるべきなのであった⁽¹³⁾。

(18) 1968—69年の公的決済収支黒字

そこでメルツァーの議論に戻ろう。1968—69年にアメリカの銀行はユーログラマー市場から借入れを行ない、以前の喪失資金を回収したうえに「かなりの追加的資金」を獲得したという場合、外国側のスワップ発動をその源泉として考えることには、どの程度の現実性があるだろうか。確かにそれは経過的には可能であったろう。だが「結果として生じたのは、公的決済ベースで2年間に43億ドルもの巨額の短期資本の流入であった」という数字が示唆しようとする水準の「追加的資金」の源泉としては、それは不可能であった。じつはこの引用文自体、曖昧な点を残す。前掲のアメリカの国際収支表によれば、43億ドルはこの2年間の公的決済収支の黒字合計(1641+2702)の数字だが、実際にこの金額の短資流入があったというのか、金額は直接には把握しえないが、短資流入の結果として国際収支に公的決済ベースで43億ドルの黒字が生じたというのか——こだわりなしに引

用文を読み下せば前者だろうとも解せるが、後者の可能性も完全には排除することができない。メルツァーの場合、金融市場間の資金移動と国際収支上の短資流出入とが異なることの確認がなく、「追加的資金」の源泉としての在アメリカのドル建て資産と外貨建て資産との区別も明確には意識されていないからであった。だが、そもそもこれはいずれか一方に軍配を挙げうるという類の問題なのだろうか。

そこで、諾否に関連する既述部分の検討結果を要約すると、①1968-69年にアメリカの銀行が在外支店を介してユーロダラー市場から借入れを行ったこと、②この2年間に公的決済収支が黒字を記録したこと、③しかしアメリカ金融市場における資金増加は、流入源泉が在アメリカのドル建て資産である場合には完全に、外貨建て資産の場合はほぼ完全に否定されること、ひとまずこの3点になる。したがって、この両年について例えば、ユーロ市場からの資金流入がアメリカでの資金増大を齎し、それに見合う公的決済収支の黒字を計上せしめた、という類の把握は成立しえない。メルツァーにとっても①は議論の出発点であるが、③への賛否に関する見解は、検討がないため不明である。とすれば焦点は①と②の関係、とくにユーロ市場からの資金移動と公的決済収支変動との関係をどう理解するか、ということに絞られてくる。

(19) 公的決済収支の見方

初めに引用したパラグラフ冒頭の一文（「国際収支の公的決済尺度は、アメリカがこの10年で初めて、1968年および1969年に黒字になったことを示している」）に注記しつつ、メルツァーは言う——「公的決済バランスとは、準備資産の変化から外国の公的制度（中央銀行または国際機関）に対しての短期および長期の債務における変化をマイナスしたものである」⁽⁴⁾。それ以上の説明はないが、「長期の債務」というのは、国際収支表の流動性ベース（および基礎収支ベース）の上部項目としての「政府長期資本」項目を指すのではなく、外国当局が保有する既述の、形式的に短

期証券ではないローザ・ボンドを含意するものと解せる。これは転売不能なので、統計上は「非流動債務の一部」という名称のもとに純流動性ベースの下部項目に分類される。もともと前掲の国際収支表における「外国公的当局に対する流動債務」というのは、同じく増加の場合にプラスの符号を約束したこの項目との和（＝対外国当局流動債務＋非流動債務の一部）として計上されていた。その点が明確になれば、メルツァーによる公的決済収支の定義は——公的準備資産の符号について、減少のときプラスと約束するという説明を省略したためやや不親切であるが——先に(5)でみた国際収支表の第2番目の式（ $\textcircled{C} = -(\textcircled{A} + \textcircled{B})$ ）すなわち公的決済収支は「外国公的当局に対する流動債務」と「アメリカの公的準備資産」との和の符号を逆転したものに等しいという式と、事実上同じことになる。

だが、公的決済収支は先の(5)でみた第1番目の式（ $\textcircled{A} + \textcircled{B} = \textcircled{C}$ ）でいえば、「純流動性収支」と「流動民間資本」との和に等しい。いうまでもなく、2式の相違は公的決済収支を下部項目との関係でみるか、上部項目との関係でみるかによるが、メルツァーに発した当面の問題への手掛かりを得るためには、両者の関係を既述の概観を超えてさらに具体的に検討することが必要になる。W. マックスコーデン『インフレーション・為替レート・世界経済：国際貨幣経済学講義』の中には、その点について興味深い叙述がある。この本は教科書のスタイルで国際金融の幾つかのトピックスを取り上げたものだが、ブレトンウッズ期の国際通貨体制についても、随所に独自の見解を含む。次の引用は、同書第6章「準備通貨の役割と合衆国によるインフレーションの輸出」からの1パラグラフである。

(20) 外国での民間－当局間取引

「重要な点は、1970年にいたるまでは外国の公的当局に対する合衆国の流動債務が増加しなかったということである。海外に渡ったドルは民間の外国人によって保有された。1968年には民間外国人による保有は23%増加し、1969年にはさらに47%増加した。然るのち1970年および1971年に、合

衆国の（実質タームでの）低金利政策，ならびに他の為替レートとの関係でのドル為替レートについての不確実性が，民間外国保有者によるドルからの大量のシフトを惹き起し，次いでこのドルが外国政府によって取得された。外国公的準備の1970年における^{ラージ}巨大な増加と1971年における^{ブアースト}膨大な増加（この2年合わせてそれら準備は3倍以上にもなった）は，両年の経常勘定赤字または長期資本流出によるよりも，はるかに多くドルに対する民間需要の減少によるものだった。……

こうして，合衆国の経常勘定赤字が毎年外国の準備を増加させたとはいえない。そうではなくて，1960年代において経常勘定赤字は長期資本流出と結びついて合衆国ドルの民間保有を増加させ，この民間保有が1970年と1971年の2年間にかなり突然に公的準備へと転移したのであり，そのことが国際貨幣システムにとっては極めて決定的だったのである」（下線は原文イタリックを示す）。⁽¹⁵⁾

外国における民間部門と当局のドル取引が，アメリカの対外流動債務の構成変動を伴いつつ外国当局の準備増減に繋がる関係——これがここでの焦点である。言及の多い1970-71年について，前掲のアメリカ側の国際収支表で外国当局の準備増大に対応する項目を追うと，公的決済ベースで下部項目の「外国公的当局に対する流動債務」が73億ドルおよび274億ドルの増加を記録していて，その確認がとれる。「外国民間保有者によるドルからの大量のシフト」に対応するのは，公的決済ベースで上部項目の「流動民間資本」であるが，この項目は大部分がアメリカの外国民間銀行に対する流動債務の増減から成るとはいえ，国際機関等に対する若干の流動債務などをも含む。が，それはこの2年で60億ドルおよび78億ドルの減少を示しており，ひとまず引用内容との背反はない。ちなみに1968-69年について，文中にいう「民間外国人による保有」の増加率が「流動民間資本」項目の増加率と異なるのは，この項目がネットで，つまり減少のときプラスと約束した（通常少額の）対外流動債権との和として計上されていることのほかに，国際機関等への債務を含むからだと考えられる。が，この2

年でそれは33億ドルおよび88億ドルの増加を記録しており、変動方向は引用文と合致する。

(21) 公的決済収支の変動

コーデンの叙述は、アメリカの公的決済収支の変動を直接には扱わない。が、(5)で見たように「流動民間資本」項目(⑤)の減少(=短期資本の流出)は公的決済収支(③)の赤字要因であり($⑤ + ⑥ = ③$)、「外国公的当局に対する流動債務」項目(④)の増加はその赤字がどのようにファイナンスされたかを記録するものであった($③ = -(④ + ⑤)$)。1970-71年について例えば、ドイツ輸出業者の取引先銀行によるニューヨークの銀行へのドル建て預金が、ドイツ当局によるアメリカのTB保有に替わったというような場合、一般的に言えば外国民間部門の主体が在アメリカのドル建て資産を直接に、または外為市場を通して間接に当局に売却した場合、アメリカ側では当該外国主体の取引先銀行に対する民間流動債務が減少して公的決済収支を赤字化させる(⑤)とともに、外国当局に対する債務が増大してその赤字を支払う(④)という関係が生じる。コーデンの叙述が含蓄しイムプリシットに指摘するのは、この関係であった。勿論それは、「純流動性収支」項目(②)および「アメリカの公的準備資産」項目(⑥)に何の変化がないとしても、生じる。

1968-69年について、コーデン自身はドルの「民間外国人による保有」の増加について立ち入った検討を加えていないが、1970-71年の事態と対比してみれば、この間に何が起こったかは簡単に了解される。外国で民間部門の主体が直接・間接に当局からドルを購入するならば、アメリカ側では外国民間銀行に対する流動債務の増加、すなわち上部での「流動民間資本」項目の増加(=短期資本の流入)が生じる。これは公的決済収支を黒字化させるとともに、下部の「外国公的当局に対する流動債務」項目の減少を惹き起して上部項目における黒字化、つまり外国からの受取りがどう行なわれたかを記録せしめるのである。勿論、公的決済収支の黒字幅と対

外受取りの実際の値は、上部では今ひとつの直接項目である「純流動性収支」の動向、ならびに下部では残りの項目である「公的準備資産」の動向に応じて決まるが、それらが不変の場合でも、外国における当局からの民間のドル購入だけで公的決済収支の黒字化が生じるわけであった。この点からすると、少なくとも1968-69年については、1960年代の趨勢としての基礎収支赤字でもって外国民間ドル保有の増加を説明するコーデンの叙述に、不備があることは否めない。いうところの経常勘定赤字や長期資本流出は、純流動性収支の上部項目の変動にすぎないのである。たとえば1968年は、60年代を通じて純流動性収支赤字の最小年であり、65年以後の基礎収支赤字の最小年でもあるが、それ以前のどの年よりも「流動民間資本」黒字の大きい年であった。このような事情は、ボルドやメルツァーが着目する——コーデンには直接の言及のない——ユーロダラー市場との関係を通して、「民間流動資本」項目を含む国際収支の変動を把握する必要へと誘う。議論はようやくここに戻る。

4. 1968-71年

(22) 1968-69年 対 70-71年

そこで、ボルド・メルツァー・コーデンの議論を補正し、既述の検討結果に多少の追加をも交えつつ総括を試みよう。まず1968-69年に起こったのは、アメリカにおける（とくに68年末から69年初頭にかけての）金融逼迫に伴う定期預金や大口CDの大量の解約であった。レギュレーションQによる金利規制の上限に抵触したため、それらは相対的に高い金利を稼げる外国の銀行にドル建てのままで預け替えられたのである。外国においても、民間部門が当局から購入しユーロ市場に投下するドルが、呼応してせり上がった金利を稼ぐべく増加しつつあった。ところが、アメリカの銀行がユーロダラー市場から獲得する預金については、金利規制の上限がなか

ただだけでなく、連邦預金保険料は不要であり、69年5月の実績を超える増加部分に対して同年9月に10%の準備率が課されるまでは、連邦準備銀行への所要準備の必要もない（したがって資金運用枠を拡大することもできる）という制度的な事情があった。そのため、アメリカの銀行による在外支店を通してのドル借入れがこの2年間、とくに1969年前半に激増することになったのである。

だが、このユーログララー借入れがアメリカの国際収支統計で数量的に確認できると考えてはならない。国際収支上の資本流入は非居住者に対する債務の発生時点で生じるのであり、その増減に関わる諸要因がアメリカの銀行による在外支店経由のドル借入れを左右する事情と重なるとは限らないからである。ユーログララーの源泉が在アメリカのドル建て資産である場合、これをユーロ市場に投じた者が居住者であろうとなかろうと、ユーロ借入れそのものが直接に公的決済収支を黒字化させることはない。源泉が外貨建て資産である場合、対外債務の構成が下部項目（外国当局）から上部項目（外国民間）に替わるので公的決済収支は黒字化するが、その黒字は短期資本流入額を指示しない。これはユーロ借入れを含む他の事情が不変で、もう1つの上部項目である「純流動性収支」の赤字が——経常収支または基礎収支の赤字が減少したために——減少したというケースを考えれば、すぐに分かる（1967年から68年にかけての公的決済収支の黒字著増に対して、純流動性収支赤字減少からの寄与が大きかったことはその1例である）⁽¹⁶⁾。そもそも外国における民間と当局の間のドル取引は、介入政策の如何は無論のこと、銀行のポジション調整に関わる様々な事情によって伸縮する。それに応じて変動する公的決済収支の黒字額が、アメリカの銀行によるユーロ借入れに起因する短資流入額と、直接の関係をもつはずもない。もっと単純な理由もある。例えば外国の銀行が顧客企業からドルを得た場合、これを当局に売却するか、アメリカに置くか、ユーロ市場で運用するかを選択肢があるとしよう。ユーロ市場での運用を最優先して、
 ㊤従来アメリカに置いていたドルをシフトさせるだけでなく、㊤当局から

ドルを購入し、両者がともにアメリカの銀行による借入れ源泉になったとして、国際収支統計のうえで④の場合には公的決済収支に直接の黒字化は発生せず、⑤の場合には発生するからといって、その黒字をユーロ借入れによる短資流入額と見做す根拠はないわけであった。

1970-71年に起こったのは、前の2年とは対称的な事態であった。1968年末からの金融引締めは景気後退と失業率増大に繋がり、70年に入ると——フェデラルファンド・レートのピークとベースマネー増加率のボトムはともに年初だったが——とくに半ば以降、金融緩和の傾向が顕著になったため、ユーロダラー借入れはアメリカの銀行にとって割高につくようになった。が、69年5月の借入れ水準を下回った場合には、超過額に対して所要準備の課される基準値そのものが引き下げられる、という連邦準備制度理事会の規定があったため、銀行側では同水準維持の努力が続いたが、それも一般的には70年秋口までが限度だったとみることができる。理事会が銀行信認の動揺を抑えて国内預金の増強を図るべく、レギュレーションQの一部を撤廃したことも、以後のユーロ借入れ減少と短いラグでの返済超過を加重した。アメリカの銀行から解放されたドルが、ユーロ市場での仲介を経て外国の民間部門に貸し出されれば、当該外国当局のドル保有は増加する。だが、それにも増してこの頃からの外国準備の激増を惹き起したのは、ドル平価の切下げに纏わる懸念が堰を切ったような売り投機へと点火した、という事情であった。

(23) ドル売り投機

IMF 協定第4条第1項の平価規定ならびに第4条第7項の平価変更規定からすれば、ドルについても平価 (par value) の切下げ、つまり金のドル価格の引上げは可能であり、他の全通貨の金平価 (par value) が同率かつ同時に引き上げられない限り、それに基づく平価 (parity)、つまりドルの他通貨に対する交換比率の切下げも実現されたことになるはずであった⁽¹⁷⁾。だが実際には、他の通貨当局は第4条第1項および第3項も

承認するように、ドルでのパー・ヴァリュエ表示を選択し、対ドルパリティを基準とする外国為替市場介入を実行していた。そこで、アメリカ当局が金価格を上げた場合、外国当局は介入点の変更なしに従前の対ドルパリティを維持するだけで、自国通貨の金平価切下げ（あるいは金価格引上げ以前のドルに対するパリティ切下げ）を自動的に達成することができる。ドルの他通貨に対する交換比率の切下げが実現するか否かについて、アメリカ当局の側にイニシアティヴはない。外国当局の介入点変更による対ドルパリティ切上げの有無と程度がこれを決めるという意味で、ドルと他通貨との間には非対称性が絡む関係になっていたのである⁽¹⁸⁾。他方、金の市場価格は1970年におけるボトムからじりじり上昇しつつあったが、ニクソン・ショックの71年8月時点でも二重価格制導入後のピークを超えず、まして70年後半ないし秋口以降に決定的な金投機が勃発したと見做せる状況にはなかった。そもそも二重価格制の下では、当局と民間との金売買は停止されており、かりに市場における高価格での転売差益を目論む外国当局があったとしても、アメリカが売り応ずべき必要はない。それが二重制発足時の、中央銀行総裁会議の合意でもあった⁽¹⁹⁾。ドル売りが懸念からの金購入に結びつくとなれば、むしろ71年に入ってから幾つかの外国当局の、とくに春以降についていえることであった。市場価格の高騰を見越した思惑買いが民間部門に生じなかったとはいえないが、それは利得の確実ないわゆる「one way option（一方的選択権）」型の、すなわち予想が外れても損失の危険のほとんどないタイプの投機とは、基本的な性格を異にする⁽²⁰⁾。当局間取引に限定された金の公定ドル価格の引上げが避けられないとしても、各国当局が——フロートへの移行の可能性を含めて——それにどう対応するかが不確実であるという点に、この当時のドル売り投機の核心があった。こう考えうるのである。

(24) アメリカの選択

売られるドルの中にはとりあえず自国通貨に替わるものもあったろう

が、顕著だったのは国際収支黒字国の、いわゆる「強い通貨」へと買い向う動きであった。なかでもマルクは、直近の1969年10月に切り上げがあったにもかかわらず、市場では10%に満たぬ上げ幅が過小だとの懸念が払拭されないままに、連邦準備の金融緩和政策が続いたため、ドル売り浴びせの格好の受け皿となった。かねてからアメリカ当局は自国の国際収支に「基礎的不均衡」があるとの認識を拒否しており、黒字国の通貨切上げこそが調整の役割を負うべきだと主張していたが、1970年後半以降の政策スタンスは、これに呼応したものと受け取られたのである。もし（71年5月のスイスのように）「強い通貨」の切上げがあれば、ワンウェイ・オプション型の投機が成功するのだし、当該当局が対ドルペッグそのものに耐えかねて（同年同月のドイツやオランダのように）フロートに移行する場合でも、旧パリティより増価する水準での変動が見込めるかぎり、利得の可能性は高い。アメリカ当局がユーロ市場への大量の資金流出を防衛しようとするのなら、基準値を超える借入れ超過分への所要準備率を——1969年9月に導入した10%から——71年初に20%に引き上げるなどという姑息な手段によるのではなく、金利を引き上げベースマネー増加を抑制すべきであったろう。経常収支・基礎収支・純流動性収支・公的決済収支のすべてが赤字化傾向を強めつつある中での金融拡張政策は、国際収支赤字国に市場が通常擬すところの政策対応に逆行する。この側面からすれば、ドル売り投機は「金ドル本位」の変質に居直ったアメリカ自身による選択の結果であった。

（25）実質金利安の思惑

アメリカからの返済分を含むユーロ市場のドルが、売り浴びせられてドイツを含む外国諸当局の保有に帰着したとき、運用先市場の配分に従来のパターンが維持されるのであれば、その限りでこれは返済されたドルのアメリカへの還流と、ユーロ市場におけるドル供給の減少を意味する。ところが、返済時点で減価するかもしれない通貨で借り入れる場合、実質的な

金利負担が軽減される公算が大きいとの思惑が膨らんで、ここでのドル需要は跳ね上がる。とすれば、ユーログラ―金利は上昇せざるをえない。在アメリカのドル建て資産を高金利のユーロ市場で運用しようとする動きは、民間の非居住者だけでなく居住者をも巻き込み還流を帳消しにしたが、ドル売り投機と同根の借入れ需要を凌駕することはできなかった。その際とくに問題となったのは、この動きを加重した外国当局のケースである。たとえばドイツ当局がユーロ市場経由で保有せしめられたところの在アメリカのドルが、ユーロ市場での運用へとシフトさせられ、仲介銀行の手を経て日本の民間非銀行部門に貸し出されたとしよう。これは日本の民間銀行部門の準備増加を伴いつつ日本当局の外貨準備を増大させ、ふたたびユーロ市場での運用を促す。全体としての外国当局に対するアメリカの公的流動債務には対応する増加などないままに、外国側のアメリカに対する公的流動債権が膨張するという過程が、第3・第4の外国を巻き込んで反復されうる。現行の対ドルペッグ制を遵守する限り、外国側でもベースマネーとマネーサプライは増大せざるをえず、確定はしがたいが短いラグののち、全世界的なインフレーションを惹き起すという事態が不可避となったのである。

(26) 外国準備の膨張

1970-71年におけるアメリカの公的決済収支は、前の2年間とは逆に大幅な赤字を記録した。再確認しておく、70年の赤字の場合、純流動性収支の赤字は前年より縮小したにもかかわらず「流動民間資本」が一転して赤字化したためだが、それは下部項目の「外国当局に対する流動債務」が減少から増加に転じたことと表裏の関係にある。71年における公的決済収支赤字の激増は空前の純流動性収支赤字のもとで生じ、対外国当局債務も大膨張を記録したが、上記画線上下2項目の変動方向は70年と同じ関係にあった。だが、この赤字がユーログラ―市場への短期資本流出額を指示しないことは、1968-69年の公的黒字が短資流入額を指示しないのと同様で

ある。その理由を逐一再説する必要はあるまい。ここでは、ドル売り投機と公的決済収支赤字の関係を敷衍することで、多少の補足を摘記しておこう。ドイツの民間部門がドルに対するマルクの切上げ、または増価した水準でのフロートをスペキュレートして、在アメリカのドル建て資産を直接・間接に自国当局に売却した場合、アメリカ側では「民間流動資本」項目が減少（＝短期資本が流出）して公的決済収支を赤字化させるとともに、「外国公的当局に対する流動債務」項目が増加して外国への支払がどう行なわれたかを記録せしめる。ところが、ドイツ当局が高金利のユーロ市場における運用を図って、膨張しすぎた保有ドル部分をたとえばロンドンの銀行にシフトさせ、それがその銀行から日本企業に貸し付けられて日本当局のドル保有に帰着したとすると、アメリカの「外国公的当局に対する流動債務」はドイツから日本に替わるだけで増加しないにもかかわらず、ロンドンの銀行に対するドイツ当局のドル債権は残り、日本当局のドル債権と合わせて外貨準備が二重化する。日本当局が自国の民間銀行にその運用を託し同じ過程が反復されれば、外国全体としてのドル準備は三重化するわけであった。

(27) 1970-71年の公的決済収支赤字

アメリカの公的決済収支赤字は、ドイツ当局が保有ドルをユーロ市場にシフトさせたがゆえに生じたのではなく、いわばそれ以前に発生している。ドイツの民間部門がドルの当局への売却ではなくユーロ市場での運用を選択した場合にも、アメリカの非居住者に対する債務がシフトするだけで、国際収支上の短期資本流出は発生しない。居住者によるユーロ市場でのドル運用の場合でさえ、仲介銀行の対アメリカ債権と債務が同時に発生するのだから、ネットでの資本流出を主張することはできない。アメリカの民間銀行が以前のユーログラ―借入を返済する場合についても同様の主張が繰り返されがちだが、それは誤解である。在アメリカのドル建て資産がユーログラ―の源泉であるとして、アメリカの銀行Aがユーロ市場の

銀行Bに以前の借入れを返済した場合、AのBに対する債務の減少＝短期資本流出が生じるのは確かだが、Bのドル建て資産（アメリカ側の対外債務）保有の増大＝短資流入も同時に生じる。これは既述の、ユーログラ―借入れが国際収支上ネットの資本流入を意味しない、ということと裏表の関係をなす。アメリカの銀行による新たな借入れの急減に伴うユーログラ―市場への膨大な返済超過は、高金利を稼ぐための内外の民間主体や外国当局によるユーロ市場への資金シフト、さかのぼって平価切下げ懸念のドル売り投機への点火、ならびにその一部としての、外国におけるドル売りの民間から当局への激増、などの事情とオーヴァラップして発生しており、公的決済収支赤字に纏わる事態の連関を見えにくくしている。が、ユーログラ―返済が短期資本流出として表われて、公的決済収支赤字を惹き起したというような、短絡した主張は成立しないのである。

(28) リーズ・アンド・ラグズ

1971年の公的決済収支赤字の激増については、「流動民間資本」項目の減少のほかに、今一つの上部項目「純流動性収支」の空前の赤字にも留意しなければなるまい（70年に比べて71年の「流動民間資本」の赤字は60億ドルから78億ドルに増加したにすぎないが、「純流動性収支」の赤字は38億ドルから22ドルに跳ね上がった）。貿易収支の第2次世界大戦後初の赤字や「非流動民間短期資本」の赤字増大による基礎収支の赤字（93億ドル）、ならびに「誤差脱漏」項目の異常な赤字（109億ドル）がその主要因だったといえる。ここに深く関わっていたのが、ドル平価の切下げ懸念に発するリーズ・アンド・ラグズ (leads and lags) の盛行であった⁽²¹⁾。一般に邦貨建て（直接表示）の為替レートが先行き上昇する（自国通貨の対外価値が下落する）との予想があるときには、自国通貨に換算した外貨建ての対外支払いが増加し対外受取りは減少するため、外貨建て債務の支払いを早め (leads), 外貨建て債権の受取りを遅らせようとする動き (lags) が強まるであろう。貿易取引に伴う決済についていえば、輸入支

払いを早め、輸出受取りを遅らせようとする傾向がそれである。貿易が自国通貨建てで行なわれている場合、この動きを担うのは当該国の輸出入業者ではなく、相手国の輸出入業者であろう。たとえばドル建て貿易の場合、アメリカの貿易業者にとって為替レートの変動による決済金額の増減はないが、先行きのドル安予想があるときには——アメリカ企業の子会社やアメリカ系多国籍企業の関連会社をも含む——外国の輸出業者が受取りを早め、輸入業者が支払いを遅らせようとするはずであり、それは結局、アメリカにとっての支払いの早期化と受取りの遅滞化に繋がるわけであった。

国際収支のうえでこの事態は、金融負債（貸方項目）の減少と金融資産（借方項目）の増加、すなわち両者の差額の減少として、概念的にはアメリカからの短期資本流出を意味すべきはずのものである。ところが、それを統計数量的に確認することは、事柄の性質上きわめて難しい。R. ソロモンの『国際貨幣システム 1945年-1981年』は、刊行後20年を経ずして戦後国際金融史の古典とも呼ばれるようになったところの——初版（1976年）の副題「インサイダーの見解」が示すように——国際通貨交渉のアメリカ側当事者による著名な研究であるが、その中にはこの当時のリーズ・アンド・ラグズについて、次のような記述がある。

「1971年に、国際収支は公的決済で巨額の——30ドル弱もの赤字を示した。この金額のうち、約3分の1が記録に乗らない（つまり誤差および脱漏として示される）ものであり、おそらくは主として決済におけるリーズ・アンド・ラグズを反映していた。記録された短期資本の対外流出は100億ドルを超えた。1969年にドイツの切上げがあったのち投機的な流れが解けたのとちょうど同じように、これら資金の大部分が合衆国に戻ってくる、というながしきの希望または予想もあった。しかし、それは実現しなかった。」⁽²²⁾

前掲のアメリカ国際収支表によれば、1971年の「誤差脱漏」項目は109億ドルのマイナス、つまり公的赤字の「約3分の1」を記録する。同年の

「非流動民間短期資本」と「流動民間資本」の和は103億ドル（25億＋78億）のマイナスであり、これがソロモンのいう「記録された短期資本の対外流出」にあたる。貿易信用のアメリカ側による与信超過のうち、短資流出として「非流動民間短期資本」項目に記載されうるのは、業者間のそれのように確認可能な部分であろうし、アメリカの外国民間銀行に対する流動債務がその殆どを占める「流動民間資本」も、原則として統計的確認になじみうる項目であって、貿易決済をめぐるタイミングの変更などとは事情が異なる。他方、公的決済収支の数値は、下部の「外国公的当局に対する流動債務」と「公的準備資産」の2項目から——符号を逆転させることによって——ほぼ確定することができる。上部の「基礎収支」および「非流動民間短期資本」に一応の確認がとれたのに、その和がこの数値と齟齬する場合には、ソロモンの推測するようにリーズ・アンド・ラグズを反映する「誤差脱漏」を上部に配して不突合を回避し、3者の和——および若干のSDR配分——を、この公的決済収支の数値に等置するという処理が施されるわけであった。

（29）基礎収支に絡むリーズ・アンド・ラグズ

リーズ・アンド・ラグズが生じるのは、貿易代金の支払いや受取りには限られない。外国の民間部門がアメリカで取り組んだドル建て長期証券発行の手取り金（proceeds）は、必要に応じて引き出されるまで通常アメリカに滞留し、以前の借入れの利払いや返済のためのもの含む積立て分と並んで、決済用等にも随時転換されうる運用残高を構成する関係にあったが、先行きのドル切下げ懸念に纏わる不確実性が高まるにつれて、少なくともその一部については外国側から取り崩しを早めようとする動きが起こったはずである。既述の「民間流動資本」項目の減少は、この動きを反映する部分を含んでいたと考えうるが、その形での確認が取れない場合には「誤差脱漏」項目での処理に委ねられたであろう。1971年の「民間長期資本」赤字が対前年比2.8倍強に跳ね上がったことから推測すれば、発行そ

のものを、少なくとも予定された発行についてその時機を、早めようとする動きも生じたかもしれない。じつは貿易の受取り・支払いだけでなく、貿易取引そのものをめぐっても、リーズ・アンド・ラグズが生じた可能性も排除されえない。外国の貿易業者がドル建てで行なわれるアメリカへの貿易をめぐって、輸出契約済み財貨の船積みを急いだり、輸出契約そのものを“駆け込み”で締結しようとするならば、また同様なかたちで当面の輸入を——可能な範囲においてではあるが——自粛しようと努めるならば、アメリカ側では当然にも貿易収支が赤字化せざるをえない。輸出代金の受取りを早めたり、輸入支払いを遅らせたりするのに有効である場合には、とりわけその努力が活発化するであろう⁽²³⁾。この事態を統計的に捕捉することは難しいが、1970年から71年にかけての貿易収支の赤字化は(21億ドルの黒字から29億ドルの戦後初の赤字へと)50億ドルという規模に達しており、1960年代後半からとくに顕著になった貿易黒字減少トレンドの延長線上で解釈するには、それは——1970年の減少トレンドの中断を斟酌してなお——大きすぎる数字であった。

(30) ドル切下げ懸念に纏わる不確実性

こうみてくると、公的決済収支の直接の上部2項目をして赤字化に導いたのは、結局のところドル切下げ懸念に纏わる先行きの不確実性という事情であった。それは一方で激しいドル売り投機へと点火して「流動民間資本」の赤字化を、他方でリーズ・アンド・ラグズの盛行を呼んで「純流動性収支」の赤字化を惹き起こした。アジャスタブル・ペッグ下で他通貨に買い向かったアグレッシブなドル売りとは、切下げの場合に蒙る損失を懸念しての防衛的なリーズ・アンド・ラグズとは、同根だったのである。前者は外国におけるドル売りの民間から当局へ向けての激増や、ユーログラーマ市場への借入れ返済と資金シフトにもオーヴァラップしつつ公的赤字を錯綜させ、後者は「誤差脱漏」項目で処理される民間短期資本の流出のみならず、おそらくは経常収支や長期資本収支（および非流動民間短期資本収

支)の赤字化をも惹き起こして公的赤字を加重した。1970年の公的赤字がより多く「流動民間資本」のマイナスによるのに対して、71年のそれがより多く「純流動性収支」のマイナスで説明されうるのも、この加重と関係があろう。しかも、下部でこの公的赤字に決済をつけたアメリカの外国当局に対する債務の激増は、それをはるかに超える外国当局準備の破壊的な膨張を伴ったのである。

第2次大戦後の国際金融史が、ドル平価の切下げ懸念に纏わるこの時期の各種投機をどのように析出するにいたったか——割り切った断定を回避しつつこの過程を解明するのは容易ではない。一方ではその制度的枠組みに内包されていた問題の顕在化があり、他方では基軸通貨国アメリカの政策スタンスと国際的枠組みとの適合性に由来する問題の先鋭化があった。ブレトンウッズに集った原協定の創設者達が、両大戦間期のデフレ経験を与件にしつつ制度設計を図るのは無理からぬ成行きであり、それが戦後ブレトンウッズ史の後半から末期への展開過程におけるインフレ環境と齟齬するにいたったとしても、責められるには当たるまい。むしろ葛藤と妥協の産物であるがゆえの協定の曖昧が、予期せざる異環境への適応の柔軟を可能にしたともいえる。「金ドル本位」としてのブレトンウッズ型国際通貨制度はドル本位への変質を、そして「調整可能な釘付け」としての同制度は調整のほとんど不可能な釘付けへの変質を遂げつつ、1971年8月のニクソン・ショックによる金ドル交換の停止、踵を接して12月の(市場の需給ではなく)スミソニアンでの協定によるドル・パリティの切下げへと帰結した。戦後国際金融史における1968—71年は、ブレトンウッズ原体制への最終章であり、今にいたる変動相場制への序章でもある。1年強の短命に終わったスミソニアン下の国際通貨体制は、制度的にも政策的にも原体制に孕まれた問題を凝縮しつつ再現させた幕間劇にすぎない。が、このように速書きしてみた歴史過程とその問題点を具体的に検討することは、別稿の課題である。

《注》

- (1) M. D. Bordo; The Bretton Woods International Monetary System: A Historical Overview (in Michael D. Bordo and Barry Eichengreen eds.; A Retrospective on the Bretton Woods System) pp.78-79.

- (2) ここで扱うユーロダラー市場の詳細については、今でも

G. Dufey and I. H. Gddy; The International Money Market (志村嘉一・佐々木隆雄・小林襄治訳『ユーロ市場の理論と構造』)

が、本格的な基本文献である。

P. Einzig; The Euro-Dollar System (塩野谷九十九・大海宏訳『ユーロダラー』)

も、初期の実態にそくした興味深い叙述を含む。本稿にとっては、おもにより簡潔な

天野明弘『国際金融論』第14章

J. S. Little; Euro-Dollars: The Money Market Gypsies (竹内一郎訳『ユーロ・ダラーの功罪』)

R. I. Mckinnon; Money in International Exchange, chap. 14 (鬼塚雄丞・工藤和久・河合正弘訳『国際通貨・金融論』第14章)

などに依るのが便宜であった。とくにリトルの第7章(「ユーロダラーと国際収支」)で展開された分析方法からは、多くの教示を得たことを記しておきたい。

- (3) A. H. Meltzer; U. S. Policy in the Bretton Woods Era (Federal Reserve Bank of ST. Louis) p.75.

- (4) 旧大蔵省国際金融局からほぼ隔年に刊行されていた

『図説 国際金融』

は、わが国当時の国際金融に関する制度面からの標準的解説書である。国際収支については、たとえば白鳥正喜編(1985年版)の第1章、とくにpp.4-5, p.26を参照。なお、現行の発表形式は、1993年のIMF国際収支統計新マニュアルへの改定に対応したものだが、これと当時の旧発表形式との対応関係について、簡単には財経詳報社編として刊行されている同名の書物のp.5(1999年版)を参照。

前掲の天野明弘『国際金融論』第7章(pp.113-128)も、国際収支の簡明な解説を与えているが、公的決済収支の下部項目に関する問題点の指摘3項のうちの第1点、そこには「外国の通貨当局が自国の民間銀行預金や証券投資の形で保有しているものが含まれていない」という叙述については(p.125)、以下の本文でも関わるように、完全には首肯しえないも

のが残った。

(5) この点については、

C. F. Bergsten; *The Dilemmas of the Dollar*, pp. 209-215

とくに同書 p. 211 の第11表にある「再分類」シリーズを参照。なお興味深いことに、この表で——旧シリーズではあるが——外国民間部門の要求払い預金が1968-69年に異常な増大を示している点については、以下の本文で試みる検討によってある程度の説明がつくことになろう。なお、

R. I. Mckinnon; *The Rules of the Game: International Money and Exchange Rates*, p. 187

は、諸外国政府に対する「合衆国政府の直接のドル債務に関するデータ」を提示するさいに、「そのほとんどすべては、合衆国の財務省債券および手形であった」と述べている。

(6) 原IMF協定の条文は、

Articles of Agreement of the International Monetary Fund
(July 22, 1944) (in *THE INTERNATIONAL MONETARY FUND 1945-1965, Volume III: Documents*) p. 189. (邦訳・堀江薫雄『国際通貨基金の研究』付録 p. 271)

に収められている。1961-2年当時のアメリカ当局による先物操作については、

R. V. Roosa; *The Dollar and World Liquidity*, pp. 83-85 (津坂明・若月三喜雄訳『ドルと国際流動性』 pp. 88-91)

を参照。同書第1章は国際金融協力についての、ローザ・ボンドの考案者自身による考え方を詳しく展開しているが、それを簡単に確認するには、参照部分を含む第4章（「国際通貨責任の多角化」）のほうが便利である。

(7) スワップについての簡潔な記述として、

B. Tew; *The Evolution of International Monetary System 1945-88*
(4 th. ed.) pp. 111-114, (片山貞雄・木村滋訳『新・国際金融入門』・
(1977年初版の邦訳) pp. 127-131)

を参照。が、その詳細については、当時ニューヨーク連邦準備銀行の要職にあって、ネットワーク建設のアメリカ側当事者でもあったクームスの記述が、基本文献である。

C. A. Coombs; *The Arena of International Finance*, chap. 5 (荒木信義訳『国際通貨外交の内幕』・第5章)

以下の仮説例は、ニューヨーク連銀とフランス銀行との間のスワップ（その後の全スワップのモデルになったとされるもの）に関するクームスの記

述を、本稿の検討にとって必要な形に再構成したものである。

- (8) 上記クームスの Arena・第5章のほか、とくに以下の研究の計数に負う。

西倉高明『基軸通貨ドルの形成』pp. 69-70: 第3-3表・第3-4表。

- (9) この時のポンド支援の詳細についても、上記クームスの Arena・第7章が基本文献である。ポンド危機そのものについて、簡潔ではあるが独自の見方を示すのが、

M. Gilbert; Quest for World Monetary Order, chap. 2 (緒方四十郎・溝江義郎訳『国際通貨体制の軌跡』第2章)

である。イングランド銀行による月末のオーヴァナイトの借入れについても、批判的筆致に特徴がある (p. 68 (訳書 p. 91) 参照)。

- (10) この間の経緯について、

R. Solomon; The International Monetary System, 1945-1981, pp.119-124, (山中豊国監訳『国際通貨制度研究 1945-1987』pp.168-174)

には、詳細な叙述がある。なお、「金プールの論拠と作用」を論じた同書第7章部分の末尾には、1967年11月のポンド切下げから1968年3月の金プール崩壊までの期間について、「金プールの運営の結果として、アメリカだけがトータルでの準備の減少を経験したことが、強調されるべきである」という指摘がある (p. 119 (pp. 167-168))。が、じつはこの関係は、1961年10月の金プール発足から崩壊までの全期間についても、あてはまる。他の金プール参加国は、拠出のゆえに減少した金ストックを補うために、アメリカ財務省を通じて保有ドル残高を金に交換しており、期間中のアメリカの金準備減少額と外国側全体としての金準備増加額とは、ほぼ等しい。プールの価格支持操作が奏功したようにみえるのは、アメリカによる直接の拠出分約6割のほか、このいわば間接の貢献があったからだと考えうるのだが、それは金プール創設にさいしての、当初の意図が実現されなかったことをも意味する。この点について、簡単には前掲ギルバート (pp.132-133 (pp.178-179)), 詳しくは前掲メルツァー (p.63, p.69) を参照。(なお、訳文は引用の都合その他の理由で、多少変えたところがある。以下、邦訳書がある場合についても同様である。)

- (11) この観点が明瞭なのは

H. G. Johnson; The sterling crisis of 1967 and the gold rush of 1968 (Nebraska Journal of Economics and Business, 1968・Autumn)

である。同程度ではないが、ほぼ同じ観点を1971年のドル売り投機まで広

げたのが、次の論文である。

H. G. Johnson; The Bretton Woods System, key currencies, and the 'dollar crisis' of 1971 (Three Banks Review, 1972・June)。

- (12) ローザ・ボンドについての要領のよい解説は

A. H. Hansen; The Dollar and the International Monetary System, pp.106-108. (鈴木浩次訳『ドルと国際通貨制度』 pp.100-102)。

引用は p.107 (p.101) による。考案者自身による説明は、前掲のローザ『ドルと世界流動性』 pp.122-124 (pp.130-131)。

- (13) 前掲テューの Evolution, p.114 (p.130) によれば、連邦準備に対する外国銀行のスワップ引出し残高は、(1966年・5億5000万ドル)→(67年・13億9600ドル)→(68年・16億6700万ドル)→(69年・6億5000万ドル)→(70年・0)という推移を、つまり1967-68年に急増したのち69年に急減し、70-71年以降(75年を例外として)ゼロという推移を記録している。ちなみに、外国銀行に対する連邦準備の引出し残高は、(1968年・4億3200万ドル)→(69年・3億3000万ドル)→(1970年・8億1000万ドル)という推移であり、1969年の急減はない。スワップの短期的性格からすれば、この年全体として外国側では、前年の引出しに対する返済分が新規の借入を上回ったと推測される。

- (14) A. H. Meltzer; U. S. Policy in the Bretton Woods Era (Federal Reserve Bank of ST.Louis) p.75.

- (15) W. Max Corden; Inflation, Exchange Rates and the World Economy: Lectures on International Monetary Economics (3rd ed, enlarged and revised), pp.87-88.

- (16) 1967年から68年にかけての公的決済収支の黒字化は約50億ドル(34億ドルの赤字から16億ドルの黒字へ)であった。が、「流動民間資本」の黒字化が約20億ドル(13億ドルの黒字から33億ドルの黒字へ)だったのに対して、純流動性収支の赤字減少は31億ドル(47億ドルの赤字から16億ドルの赤字へ)で、寄与度が高い。そのうち基礎収支赤字の減少は、約18億ドル(32億ドルの赤字から14億ドルの赤字へ)であった。

- (17) IMF 協定第4条第5項(b)では、「加盟国通貨の平価(par value)の変更は、その加盟国の提議があったときに限り、かつ基金と協議したあとに限り、行なうことができる」と規定された。ところが第7項では、それを上回る条項として「基金は、総投票数の過半数によって、全加盟国の通貨の平価(par value)の一律の比例の変更を、各変更が総割当額の10%以上を有する加盟国のすべてによって承認されることを条件として、行なう

ことができる」と規定された。全体に協定の文章は読み辛いことで定評がある——ケインズのいわゆるチェロキー・インディアン語で書かれている——が、その主旨は投票過半数でもって金価格の引上げを可能とした点にある。当時もその後も引下げの蓋然性はなかったのだから、「一律の比例的変更」の意味はこの点にあった。ただし「総割当額の10%以上を有する」アメリカには、拒否権がある。かりにフランス等の主張が賛同国を巻き込んで過半数を得たとしても、アメリカ当局の姿勢が変わらない限り、金価格の引上げは実現しない。これはニクソン・ショックにいたるブレトンウッズ通貨体制史の制度面における1つのポイントであった。続けて第4条第7項はいう——「ただし、基金の措置ののち72時間以内に加盟国が、自国通貨の平価がこの措置によって変更されることを希望しない旨を基金に通告したときは、その加盟国の通貨の平価は、この規定に基づいて変更されることはない」。したがって、金のドル価格の引上げが協定下で実行されたとき、この但書きにあるような通告を行なった加盟国通貨に対しては、ドルのバリエティが切り下がることになる。以上について、Articles of Agreement of the International Monetary Fund (July 22, 1944) (in THE INTERNATIONAL MONETARY FUND 1945-1965, Volume III: Documents) pp.190-191. (邦訳・堀江薫雄『国際通貨基金の研究』付録 pp.271-272) を参照。

- (18) この点について、詳しくは拙稿「ブレトンウッズ型通貨制度の枠組み」(『経済志林』71巻1号) 参照。
- (19) R. ソロモンは、1968年3月の中央銀行総裁会議コミュニケ草案の起草者であった。彼が再録するコミュニケのうちの金取引に関連する部分の主要内容は、次の4点に整理することができよう。①アメリカ政府は他国当局との間で現行公定価格による金の売買を続ける、②各国当局は民間市場への金供給を停止する、③各国当局は民間市場での金売却を補填しようとする他国当局には売却を行なわない、④各国当局はもはや市場からの金購入の必要を感じない、——以上である。①があっても②のもとでは、自由市場における高価格での転売差益を目論む外国当局に対して、アメリカが金を売り応じなければならぬ必要はない、というのが③の意味であった。なお④は、諸当局による金購入が市場価格を競り上げることはないという意味をもつが、産金国からの購入については明言を避けており、市場への売却停止の取決めのほうが「購入の必要を感じない」という表現より強い。前掲の R. Solomon; The International Monetary System, 1945-1981, pp.121-123. (山中豊国監訳『国際通貨制度研究 1945-1987』 pp.170-

172)を参照。

- (20) 一般に「投機」というのは、各種資産や一次産品など財の異時点間の価格差を利用して利得を挙げようとする行為を指す。「実需」は善で「投機」は悪、というような区別があるはずもない。この点について、

小宮隆太郎・須田美矢子『現代国際金融論 [理論篇]』第5章、とくに pp.141-146, pp.164-166

を参照。ワンウェイ・オプション（またはワンウェイ・ギャンブル）については、

小宮隆太郎『国際経済学研究』p.148

前掲 A. H. Meltzer; U. S. Policy in the Bretton Woods Era, p.67
に簡潔な説明がある。立ち入った検討はブレトンウッズ型通貨制度史の焦点の1つをなすともいえるほどだが、ここでは

R. I. McKinnon; The Rules of the Game: International Money in Historical Perspective (Journal of Economic Literature, vol. XXXI) p.25 (日本銀行「国際通貨問題」研究会訳『ゲームのルール 国際通貨制度安定への条件』p.113) (のちに前掲 The Rules of the Game: International Money and Exchange Rates の chap.2 として再録, p.187)

に示される捉え方に触れておこう。戦後の国際通貨制度史を独自に大きく区分して、1950-1970年を「固定レート」ドル本位とし、1973-1984年を「変動レートドル本位」とするのがマッキンノンの特徴だが、前期について彼は、原IMF協定創設当時に想定されていた「柔軟かつ対称的な貨幣秩序」が、「硬直的かつ非対称的な固定レートドル本位」によって代わられるようになった——1970年代初頭までにますます明白になったところの——原因が、2つあるという。1つは「“ホット”マネー問題」であり、もう1つは「マンデルの過剰決定問題」に対するアメリカ当局の政策選択であった。前者についての文言を引用すると——「何らかの所与の平価で為替レートを短期に安定させることは、マクロ経済の各国それぞれの自律性を容認するために、為替レートを長期には調整可能なものにする」と、両立しえなかった。国際金融市場が（控えめにみても）開放されている限り、投機的なホット・マネーの流れは、公定平価におけるいかなる非連続的变化をも予測してしまう傾向がある」。ベッグされた公定価格である通貨を売って切上げの予想される「強い通貨」を買う場合、あるいは公定価格である通貨を買って切下げの予想される「弱い通貨」を売る場合、通貨当局を相手とする公定価格での売買には制限がなく、元のポジ

ションへの復帰も容易であるため、予想が当たれば利得しうるというだけでなく、外れても僅かな手数料等の費用を負担するほかは損失の危険がほとんどない。平価変更の予想が高まったときのこの種の投機に対して、当局の不胎化介入が奏功する可能性は、短期間を別にすればほぼ無きに等しい。勝ち目の薄い戦いを避けるべく、現行平価を可能な限り維持しようと努めるのが、当局の選択になるであろう。マッキノンの「ホットマネーの流れ」というのは、このようなワンウェイ・オプション型の投機として、調整可能な釘付けを「“固定レート”ドル本位」へと転成せしめた原因であった。だが、それはあくまでもデファクトの関係にすぎない。調整のほとんど不可能な釘付けとして事実上「固定レート」制のように機能したとしても、調整の可能性そのものは残る。それが固定レートに付された引用符(“---”)の理由だったと考えられる。

- (21) リーズ・アンド・ラグズについての基本文献は、

P. Einzig; Leads and Lags

である。とくにその「入門」から「支払いのタイミング」までの4章(pp.1-42)は、エレメンタリな指摘に富む。前掲の小宮隆太郎・須田美矢子『理論篇』第4章補論I(pp.131-133)も、有益である。前掲の小宮隆太郎『国際経済学研究』pp.142-143では、変動相場制のもとのリーズ・アンド・ラグズは原理的に起こりえないとされたが、上掲書補論では現実的な発生の可能性も指摘されている。

- (22) 前掲の R. Solomon; The International Monetary System, 1945-1981, pp.210-211 (山中豊国監訳『国際通貨制度研究 1945-1987』p.293)。

- (23) この点については、上掲 Einzig, chap. 4 (pp.28-34)を参照。なお、

R. Nurkse; International Currency Experience, pp.120, pp.210-211

(小島清・村野孝訳『国際通貨』pp.183-184, pp.324)

は、第1次世界大戦後の変動相場制下のフランス・フラン、とくにその1925-26年当時の動向にそくして、貿易取引そのものに関わるリーズ・アンド・ラグズの事例を検討している。

Dollar Balances • 1968—1971

Masahiro FUJIKAWA

《Abstract》

This paper investigates the international short-term capital movements during the period when the Bretton Woods monetary system was collapsing, namely 1968-1971. Contents are as follows.

1. Dollar flows into and out of the United States
 - (1) International Dollar flows
 - (2) Euro-Dollars
 - (3) Sources of the Euro-Dollars
 - (4) The line in the balance of payments table
 - (5) Net liquidity payments balance
 - (6) Increase or decrease of funds
 - (7) Sources of additional funds
2. Swap arrangements
 - (8) Bilateral agreements of the short-term credits
 - (9) Making use of the swap by the New York Reserve Bank
 - (10) Making use of the swap by foreign central banks
 - (11) Repayment of the swap borrowing
 - (12) U.S. support to the U.K.
 - (13) "Stop-go"
 - (14) Meaning of the international support
 - (15) Roosa's Bonds
3. Above and below the line of the official settlements balance
 - (16) Base-money expansion with foreign use of swaps
 - (17) Base-money contraction with repayment
 - (18) Surplus of the official settlements balance in 1968-1969
 - (19) Viewpoints of the official settlements balance
 - (20) Dollar transactions between foreign private and public sectors
 - (21) Fluctuations in the official settlements balance

4. 1968-1971

- (22) 1968-69 vs. 1970-71
- (23) Speculative attack against the dollar
- (24) The American choice
- (25) Speculation in the real rates of interest
- (26) Swelling of foreign reserves
- (27) Deficits of the official settlements balance in 1970-1971
- (28) Leads and lags
- (29) Basic balance entangled in the leads and lags
- (30) Future uncertainty from the anxiety over the dollar devaluation