

II. 論 文

国際通貨ドルについての覚書——準備・介入通貨論と為替媒介通貨論

小 西 一 雄

はじめに

周知のようにアメリカは1985年に世界最大の債務国に転落し、日本は世界最大の債権国となった⁽¹⁾。そして80年代後半にはジャパンマネーが世界中を席卷し、この過程で円の国際化も急速に進んだ。一方、同時期に日本につぐ債権大国となったドイツでもマルクの国際化が進展した。だが、同じ国際化といっても両通貨の内実には質的なともいえる違いがあった。そのことは90年代に入って、バブル崩壊によりジャパンマネーが事実上の消滅をみた円と、両独統一のコストにあえぎつつも欧州における域内基軸通貨としての地位を維持・拡大させてきたマルクという形で、明瞭に現れている。だがいずれにせよ、80年代後半以降、国際通貨ドルの地位の相対的後退、マルクと円の台頭という構図がはっきりと姿を現し、円の評価を別とすれば、こうした関係は基本的に90年代にも引き継がれている。

このような国際通貨関係の変化を受けて、近年我が国の学界では「基軸通貨ドルの侵食 (erosion)」という議論が盛んに行われている。またこうした議論を支える国際通貨論として「為替媒介通貨論」が急速に広がっている。これらの議論の内容については本文でみるが、筆者はこうした論調は、現在の世界経済と国際通貨関係の理解にバイアスを与えるものだと考えている。そこで以下では、そもそも国際通貨とはなにか、そして戦後のドル体制とはどのようなものであったのかをかつてのポンド体制と比較しながら説明し、国際通貨ドルの現状についての私見を提起してみたい。

なお、以下では解説的な記述を交えているので、そうしたことをわずらわしく思われる読者もおられようが、あらかじめご容赦いただきたい。また、本小稿では紙幅の関係で要点と筋道を記すにとどまり、詳細は別の機会にゆずらざるをえない。「覚書」としたゆえんである。

「国際通貨」ポンドと国際通貨ドルの機能の相違

かつて第一次大戦までの金本位制の黄金時代と呼ばれる時期にあつては、世界各国の銀行はロンドンの銀行にポンド預金を保持し（ロンドン・バランス、あるいはポンド残高）、国際的な取引の決済はポンド為替の売買を媒介としてポンド預金を振り替えることによって行われていた。戦間期の再建金本位制の時期にはポンドの地位の相対的後退とドルの台頭があつたが、基本的にこのようなシステムは維持された。その後大恐慌から第二次大戦を経て、戦後に成立したドル体制のもとでは、多くの国際決済がドル残高（非居住者＝外国人保有ドル預金）⁽²⁾を使って行われるようになっていった。ポンド体制においてもドル体制においても共通しているのは、イギリスなりアメリカなりの中心国の銀行組織とその預金残高が国際決済に利用されてきたということであり、その限りでは「国際通貨」の実体は、かつてはイギリスの非居住者が保有するポンド預金とその振替手段であるポンド為替、戦後はアメリカの非居住者が保有するドル預金とドル為替ということになる。

「国際通貨」の「実体」についてのこのような認識には今日ほぼ共通の理解があり、筆者もこの点に限っては異論はない。だが、ここからいきなり、ではなぜかつてはポンドが、戦後はドルが使われるようになったのかというように問題をたてて「国際通貨論」を展開しようという多くの研究方法には、大きな問題がある。

そもそも、ポンドとドルとでは同じ国際通貨という概念で括ることのできない国際決済における機能上の決定的な違いがある。かつてのポンドは国際的な「最終決済手段」としては機能しておらず、最終決済手段はどこまでも世界貨幣である金であった。ところが今日のドルは事実上、最終決済手段として機能している。

最終決済手段という用語法はかならずしも一般的ではないので、ここで若干の説明を加えておこう。日常的に輸出入業者が国境を越えて取り立てや送金を行ったり、資本輸出にもとづいて投資家が送金をしたりすることにもなる決済業務は、さしあたって銀行部門での為替取引に集約され、銀行間の決済はかつて今日も、すでにみたようにイギリスなりアメリカなりの中心国の国内銀行組織におかれた預金勘定の振替で行われている。しかし、こうした対外的な受払は結局、国家レベルでの赤字・黒字として集約されてゆき、この国際収支赤字をどうファ

イナンスするか、あるいは国際収支黒字をどう処理するかが問題となる。一言でいえば、対外的な支払いに必要な外貨（かつてであればポンド、現在では主にドル）の過不足が問題になる。それは最終的には公的レベル、国家レベルでの決済を必要とする。このように、日常の民間レベルの国際決済とは区別される、公的レベルに集約されてくる国際収支赤字・黒字の決済がここでいう最終決済である。この最終決済のありかたがかつての金本位制下（兌換制下）のポンド体制と今日の不換制下（兌換停止下、一般に管理通貨制と呼ばれている）のドル体制とは大きく違っているのである。以下まず金本位制下からみていこう。

兌換制と不換制

金本位制には金為替本位制や金地金本位制などのバリエーションがあるが、それらはまずはなによりも国内の貨幣・通貨制度であって、典型的には以下のような条件をもつ制度であった。本位貨幣は金であって金貨の自由鑄造（もちろん鑄造権自体は国家主権に属している）と自由溶解が認められ、これによって金地金と金貨との同一性が保証されている。次に銀行券（と預金）は兌換銀行券であって、発券銀行に提示すれば銀行券は「いつでも・誰とでも・自由に・額面金額の確定量の金と交換する」ことができ、これによって本位貨幣金と銀行券の同一性が保証されている。最後に金の自由輸出入が認められている。各国内でのそれぞれの貨幣名（通貨名）はドル、ポンド、円などと異なるが、それらはいずれも金の一定量につけられた名称であって、本位貨幣は国内から国外へ出れば金地金として世界的に同じものとして通用する（世界貨幣）。

ここで一番重要なのは兌換である。金本位制とは実際に金貨が流通しているかどうかは重要なのではなく、銀行券や預金（預金通貨）が利用されている点では今日と同じでも、それらが「信用貨幣」（金請求権・金支払い約束）であったことこそが肝要なのであった。そして兌換と金の自由輸出入は不可分の関係にあった。金の自由輸出入を禁止することは、「いつでも・誰とでも・自由に」という条件を破壊することによって事実上の兌換停止を意味することになるからである。実際、第一次大戦の時も、30年代のときも兌換停止は金輸出の禁止という形で行われたのは周知のとおりである。

そして、兌換の重要性に着目すると、今日の通貨制度の特徴は兌換停止が常態

化している状態、すなわち不換制ということになる。以下でも、この点を重視して、一般に使われている金本位制と管理通貨制という区別ではなく、兌換制と不換制という区別を重視して論を進めたい。

兌換制下の金準備と金現送

外国為替取引における通信技術の飛躍的發展や取引手法の高度化・複雑化を別とすれば、今も昔も次の点は同じである。民間の非銀行部門、たとえば輸出入業者は対外決済にともない外貨資金の過不足（為替資金の過不足）や為替リスク（為替持高）に直面するが、彼らは銀行との外貨の売買（為替取引）によって外貨資金の過不足と為替リスクを解消することができる。こうして銀行に転嫁された外貨資金過不足と為替リスクは、銀行同士の外貨取引（銀行の為替資金操作や持高操作）によって個別銀行レベルでのその解消が図られる。この銀行間市場、すなわち外国為替市場において、外貨の需給関係（買いと売り）のバランスがとれないならば、需給の乖離の程度に応じて為替相場が変動し、そのことによって需給関係の一致が図られる。もちろん、銀行自身が対顧客取引とは関係なく自らの思惑や判断で能動的に為替取引をしても以上のような為替市場の役割は同じである。結局、一定期間の一国の対外的受払のすべてを記録する国際収支の赤字・黒字はさしあたって為替市場での為替相場の変動となって現れる。

さて兌換制下と不換制下との相違はここからである。

兌換制下では為替相場が金現送点という一定の水準になれば、兌換請求と金現送が登場する。たとえば各国内で1ポンドは金2グラムを、円は金1グラムを表しているとしよう（これは簡単化のための仮説例であって、実際にはたとえば明治期の貨幣法では1円は金750ミリグラムとされていた）。ここから当然にポンドと円の関係は1ポンド＝2円（＝金2グラム）ということになり、これが金平価である。さらに金を実際に海外に送ったり、海外から送らせたりという金現送を行う際に必要となる費用、金現送費（保険料・運賃などからなる）は概ね金平価の1%かかったとしよう。この例では金2グラムを現送する費用は2銭ということになる。（金現送費はもちろん固定しているわけではないが、実際にも、もっとも重要なロンドンへの現送費はおおむね金平価の1%であった。）

さて、いまかりに日本の国際収支が赤字で円の対ポンド相場が下落し1ポンド

2円3銭というような円安になったとしよう。日本の輸入業者はこの相場の2円3銭で1ポンドを買うよりは、次のルートによって対外支払いに必要なポンドを獲得する方法を選ぶことになる。すなわち日銀に兌換請求をして円を金に換え、この金をロンドンに送ってイングランド銀行でポンドに交換しポンド預金を獲得する方法である。ここでは金現送費2銭を負担しなければならないが、それを負担しても2円プラス2銭の2円2銭で1ポンドを入手することができる。つまり、実際には相場は2円3銭まで下落する前に、2円2銭を越えて円安が進みそうな気配になれば、前記のような日銀における兌換請求増大・金輸出増大が生じたのであり、為替相場はこの水準（金平価プラス金現送費の水準の2円2銭）、つまり金輸出点を越えて円安になることはなかったのである。なお、現実には個々の輸入業者などが兌換と金現送を行ったのではなく、たとえば横浜正金銀行（本年4月に三菱銀行と合併した東京銀行の前身であった外国為替専門銀行）が相場動向をみて兌換請求・金現送を行い、それによって入手したポンド預金を金現送点の相場で顧客に売り渡すというように行われていた。

日本の国際収支が黒字で円高が進んだ場合はこれとは逆の動きがおこった。円相場が金輸入点（金平価マイナス金現送費の水準の1円98銭）を越えそうになれば、イングランド銀行でポンドを金に兌換して、それを現送費を負担してでも送らせて、金を日銀で円に交換することが有利になる。ちなみに、ロンドンには各国の金輸出入が集約されているので、イギリスの国際収支が均衡している限りではイギリスでの金輸出入は相殺されてイギリスの金準備は変化しない。だが国際通貨国イギリスといえども、自国の国際収支が赤字を続ければ金流出は避けられなかった。

以上を要約すると、兌換制においては国際収支赤字国では金準備（大蔵省や日銀などの通貨当局が保有する対外支払い準備）が減少し、黒字国では金準備が増大したのであり、国際間の最終決済手段として機能していたのはポンドではなくどこまでも世界貨幣金であった。国際収支の不均衡によって為替相場の変動が生じた場合、それは限度を越えれば通貨当局の金準備の増減という形で調整されたのであった。金現送は一方では相場安定措置として機能していたが、それは同時に国際間の最終決済の機能を果たしていたのである。以上が国際金本位制の基本的な形であった。

不換制では当然にこのようなことは生じない。そこでは通貨当局が相場の変動を放置しておけば変動相場制になるし、次にみるように、相場の変動を一定限度に抑えようとすれば新たな方法が必要となる。

不換制下における準備・介入通貨としての国際通貨

兌換と金現送が行われない不換制下で相場を安定させる方法は二つしかない。もちろん国際収支の均衡を図るというもっとも基本的な事柄は別としてであるが。

ひとつは、嚴重な為替管理（為替諸制限）を実施することである。為替管理とは自国通貨と外貨との交換になんらかの直接的制限を加えることである。たとえば必要な外貨はすべて政府から決められた相場で買い、取得した外貨はすべて政府に決められた相場で売ることが求められるというように、日本で戦後一時期にとられた外貨集中制度はそのもっとも厳格なものである。為替管理は兌換制下では問題にならない。かりに外貨との交換に制限を加えても兌換・金現送という道があるし、また金輸出を制限してしまえば兌換そのものが成り立たないからである。不換制では政策的判断で為替管理は行えるし、実際戦後為替管理をまったくしていないのはアメリカのドルだけであった。

だが、自由な国際通貨関係を重視して為替管理は最小限にとどめるとすれば、その場合に相場を安定させる方法は為替平衡操作、つまり日本で日銀介入といわれているような通貨当局の為替市場への介入操作である。為替相場は外貨の需給関係で動くのだから、通貨当局が自ら外貨の売買の当事者として市場に参加し、自国通貨が下落した場合には外貨売り自国通貨買いを、自国通貨が上昇した場合には自国通貨売り外貨買いを行い、これによって外貨の需給関係を平衡させることによって相場の安定をさせる方法である。第二次大戦後各国がとってきたのはこの方法であった。第二次大戦後71年8月のニクソン・ショックまで続いた固定相場制のもとでは（71年12月から73年3月までの固定相場制再建の試みであるスミソニアン体制も含めて）、対ドル相場維持のためにドルで介入することが各国には義務づけられていたし、73年以降の変動相場制の常態化のなかでは、義務としてではないが各国は任意にドル介入を続けてきた。この場合、赤字国ではドル売り介入が増大しドル準備（外貨準備）が減少することになる。

では改めてドル介入とはなんであるのかといえ、その直接的目的は相場の安

定であるが、それは客観的にはかつての金現送にかわる新たな国際間の最終決済方法である。兌換制下では国際収支の赤字・黒字は最終的に各国の金準備の増減＝金の流出入という公的決済で行われていたが、不換制下ではドル準備（外貨準備）の増減＝ドルの流出入という公的決済がそれにとってかわったのである。介入とは公的決済のひとつのあり方だということを理解することがきわめて重要である⁽³⁾。そして戦後のドルが各国の準備通貨・介入通貨であったということは、ドルが、その限りにおいては、金の役割にとってかわったということを意味している。兌換制下にあっても、たしかに金為替本位制においてはポンド準備がそれに近い役割を果たしていた。またいちいち金現送をする代わりにあらかじめ一定のポンド準備を保有しておくというように外貨準備も大切な役割を果たしていた（日本では在外正貨と呼ばれた）。しかしポンドの基本的機能には金準備と金現送にとってかわるという役割はなかった。同じ国際通貨という概念でポンドとドルを括ってしまうことは、戦後のドル準備とドル介入は兌換制下の金準備と金現送を代位する役割を果たしているという決定的な問題の意義を軽視することにつながってくる。いいかえれば、かつてのポンドとは異なり、戦後のドルはある限度において国際間の最終決済手段として機能しているということの大きな意味を軽視することになる。

国際通貨とはなによりも、準備・介入通貨として各国で広く機能している通貨なのである⁽⁴⁾。

このことをより明確にみるためにも、次に簡単に戦後のIMF（国際通貨基金）体制をみておこう。

金ドル交換の意味

大恐慌のなかで各国は相次いで兌換を停止し、36年9月にフランスなどの金ブロック諸国が最後に兌換停止に踏み切り、以降世界中で兌換制をとっている国は皆無となった。この各国の不換制の通貨制度を前提として第二次大戦後の国際通貨関係を整備しようとしたのが、大戦中の44年7月にアメリカのニューハンプシャー州の寒村ブレトンウッズで開催された連合国・同盟国通貨金融会議（ブレトンウッズ会議）で合意されたIMF体制である。この体制はスターリング・ブロックを解体しドル体制を確立するうえでの画期となったが、国際通貨関係に

については主に次の三つを具体的に規定した。第一は、ブロック経済の教訓から、為替管理を原則的に撤廃すること。第二は、対ドル公定基準相場（IMF 平価）を人為的に設定し、この基準相場の上下 1 %以内に自国通貨の相場の変動を抑えるように加盟国が為替平衡操作を行うこと（固定相場制）。第三に、各国の介入資金が逼迫した場合に短期の救援措置として外貨を供与するために、各国の拠出にもとづく「基金」を創設しその利用法を定めること。これは一口でいえば、自由で（為替管理の原則的撤廃）安定的な（固定相場制）国際通貨関係の樹立、つまり「安定的な多角的決済機構」の樹立である。それは各国内の不換制を前提として、通貨の対外関係についてはかつての兌換制下の国際通貨関係にかぎりなく近い関係をつくりだそうとしたものであり、「不換制下での安定的な多角的決済機構の樹立」であった。

だが兌換制とはことなり不換制ではこうした関係は各国通貨制度から自然に生まれるものではなく、人為的な仕組みを必要とする。この人為的な仕組みが IMF なのであるが、そのなかでも前記の固定相場制維持の仕組みのなかには、固定相場制とは各国の最終決済のあり方を規定することと同義であること、公的決済のルールこそ固定相場制維持のルールであることがよく示されている。次にその点をみておこう⁽⁵⁾。

不換制下では金平価は存在しないので、基準となる相場を人為的に設定する必要がある。それは対ドル公定相場として設定された（日本がその後 IMF に加盟したときにはお馴染みの 1 ドル 360 円であった）。各加盟国が自国の為替市場で対ドル公定基準相場の上下 1 %以内に（実際はヨーロッパ各国は上下 0.75%，日本は上下 0.5%を変動許容幅としていた）相場を維持するために介入を行っている限りでは、アメリカは自ら介入することなしに公定相場を維持することができる。しかしアメリカは介入義務を負わないかわりに別の義務を負っていた。アメリカの財務省は加盟国通貨当局保有のドル残高については金 1 オンス 35 ドルという公定価格で金ドル交換に応ずる義務を負っていたのである。アメリカの国際収支赤字は、他国と同様に自国通貨、つまりドル相場下落となって現れるが、その場合、まずは黒字国が自国為替市場で自国通貨売りドル買いの介入をすることによって公定相場の維持に努める。その結果黒字国通貨当局保有ドル残高が増大する（ドル準備増大）。そして黒字国通貨当局は不必要と考えるドル残高につ

いてアメリカ財務省に金交換を要求する。こうしてアメリカの国際収支赤字は最終的に金決済（金準備の減少）で行われることになっていた。

要約すればこうである。アメリカ以外の各国は国際収支赤字をドル決済（ドル売り介入によるドル準備減少）で、アメリカは金決済（金ドル交換による金準備減少）で行うのであり、この双務的な公的決済の義務＝ルールによって固定相場制が維持されることになっていたのである。兌換制下とくらべると各国では兌換のかわりにドル介入が、アメリカでは兌換のかわりに金ドル交換が対応する。

念のためにいえば、金ドル交換は兌換ではない。英語では兌換性も交換性ともに convertibility であるが、幸い日本語には兌換という術語がある。金ドル交換は通貨当局との間でだけ認められるものであり、外国民間人もアメリカ民間人も金交換を要求することはできないし、またアメリカ国内では貨幣用金の保有すら禁止されていたのである。「いつでも・誰とでも・自由に」という兌換の要件はまったく満たされていない。しばしば現在でも旧 IMF 体制を金為替本位制と呼ぶ解説が出回っているが、金為替本位制というのはもともと兌換制の一バリエーションとしての体制なのだから、このような呼称は誤りである。金ドル交換は兌換制下での金現送の不換制下での再現であるが、兌換ではなく、71 年 8 月までの金ドル交換下のドルもまたその基本的性格は各国通貨と同様不換通貨である。

不換制下で（為替管理を原則的に排除したうえで）固定相場制を実現するためには特定国通貨に対する基準レートを決め、基準相場からの変動幅を一定におさめるために介入をルール化する以外にない。そして介入とは通貨当局（国家）が不足外貨を供給したり過剰な外貨を吸収するという操作に他ならず、それ自体公的決済（最終決済）の一形態である。旧 IMF は、公的決済のルールをアメリカは金決済、各国はドル介入という形で義務化することによってこの固定相場制を実現しようとしたものであった。ここでのドルはアメリカ以外の各国にとっては、かつての金準備と金現送にかわるドル準備とドル介入という形で最終決済の手段となったのであり、ここにポンドにはなかった新たな役割がドルに与えられたのである。そして国際通貨ドルはいわば「上から」、きわめて明確な目的意識を持って導入されたのであって、以降、貿易取引においても、銀行間取引においてもポンドを「侵食」し世界的にドル体制が浸透していくのであった。

こうして、戦後のドルを国際通貨と呼ぶ場合、実は 71 年 8 月までの金ドル交

換下のドルと、今日のドルとでは違いがあることも明らかである。金ドル交換下のドルはIMF加盟国通貨の相場安定の基準となる「基準通貨」であり、かつ各国が準備・介入通貨として「義務的に保有する」国際通貨であり、ドルのそのような地位を可能としていたのが金ドル交換であった。

金ドル交換停止と国際通貨論争

71年8月の金ドル交換停止（いわゆるニクソン・ショック）は、アメリカの債務不履行宣言、つまり公的決済の拒否であった。旧IMF協定にしたがえば、アメリカは金決済をしないならば他国と同様介入義務を履行しなければならないが、このときアメリカはあらゆる資産決済（金交換、外貨決済＝介入、SDRによる自国通貨残高の買い取り）を拒否したのであった。アメリカが公的決済を拒否した以上、各国も公的決済義務＝介入義務を放棄するのは時間の問題であった。そして一時的な妥協の産物であったスミソニアン体制崩壊後の73年3月以降、世界の主要国はことごとく介入義務を拒否し、ここに今日にいたる変動相場制が常態化したのであった。つまり、変動相場制の世界とは公的決済ルールのない世界にはかならない。もとより、公的決済ルールを支える究極のよりどころは各国が国際収支節度を守ることである。変動相場制は国際収支節度が弛緩した世界であり、後に見るように、とりわけ中心国アメリカが「節度」を放棄した世界である。

さてこの金ドル交換停止をうけて、我が国の学界では、いわゆる「不換ドルの国際通貨としての流通根拠」を問うという研究が広がった（なお、ここでいう「不換ドル」とは対外金交換性を失ったドルという意味である）。こうした論点が提起された背景には、金交換をしなくなったドルが依然として国際通貨として使われているのは「おかしい」、本来国際通貨として機能できないものが国際通貨として機能している、だからこれを究明しなければという問題意識であったことは、容易に理解できるであろう。

だがこうした論者が「国際通貨として機能する」ということをどのように理解しているか、また金と国際通貨との関係をどのように理解しているかはきわめて不明瞭であった。もしその問題意識が、相変わらずドル残高（非居住者保有ドル預金）が国際間の決済に使われ、また各国が任意であれドル介入を続けていると

いう事態を念頭においているのであるとすれば、こうした問題意識がそもそも間違っているということになる。

金ドル交換は公的決済ルールの要であったが、このことによってドルは固定相場制の基準通貨となり、各国が準備・介入通貨として義務的に保有することが可能となっていたのであり、したがってさしあたって金ドル交換停止が意味することは公的決済ルールの崩壊によってドルは固定相場制の基準通貨、義務的な準備・介入通貨ではなくなるということ、したがって変動相場制になるということである。通貨当局にとっては金交換性を失ったドルを買い支える義務はないということになり（変動相場制）、民間レベル（銀行部門・非銀行部門）では対ドル相場の変動幅が著しく拡大し、為替相場が不安定となったことにどう対処するかが問題となる。実際、為替の乱高下ともなあって、為替リスク回避のための、また為替投機のための為替取引が急増し、またそのための取引手段が発展していった（今日デリバティブズと呼ばれている取引手法はその一到達点である）。当時すでにドルは各国為替市場にあふれかえり、アメリカ金融市場にかわる金融市場は未成熟で、為替管理のない通貨は依然としてドルだけであったのだから、この時点で民間の取引主体がドル放棄ではなく対ドル取引における為替リスク管理やリスクの積極的利用（投機）へと向かったのは当然であった。これらのことには「おかしさ」はどこにもない。そして各国が国際収支赤字をだして自国通貨の対ドル相場が下落した場合に、かつてのような義務としてではないが、通貨当局が任意にドル売り介入をしてドルを為替市場に供給することが必要であることも当然である。赤字によって外貨（ドル）が不足しているのだからである。これらの国は公的最終決済を自国通貨では行えず相変わらずドル決済を必要としているのであり、したがってドルは依然として準備・介入通貨＝国際通貨である。

ではなにが問題とされるべきであったのか。それは不換ドルが依然として国際通貨として機能しつづけていることそれ自体ではなく、ドルが「限度を越えて」供給されていること、いいかえればアメリカの対外赤字の制度的歯止めがとれてしまったことである。あるいはアメリカのみが公的最終決済を免れていることである。アメリカはすでに60年代から金交換義務を履行しうる限度を越えたドル垂れ流しを行い、それによって生じるドル危機を小手先の対策や国際通貨協力の組織化によってしのいできたが、金ドル交換停止によって、アメリカの対外赤字

の制度的歯止めがとれてしまった結果、ドル垂れ流しはいっそう激化したのである。ドルが国際通貨であることを前提として、対外赤字を拡大させ、自国の赤字を自国通貨でファイナンスし続けていること、ここにはどのような法則が貫き、そのことによってどのような新たな矛盾が国際通貨関係、ひいては世界経済に生じているのか、このことこそが問題にされるべきであった⁽⁶⁾。

ところで、そもそも、「本来国際通貨たりえないものが国際通貨として機能している」という認識そのものが、論理的に成り立たないものである。もしそうであれば、「おかしい」のは現実の方ではなく論者の理論のほうだということになるのだから。こうして国際通貨と金との関係を「素朴な形で」結びつけようとする研究に対する批判が生じてきた。ひとつは、すでにみてきたような筆者や久留間健氏らの研究であって（注（6）参照）、それは国際通貨と金との関係を重視しながらも、両者の関係に新しい理解を提起したものであった。

いまひとつは今日の「為替媒介通貨論」につながる研究の始まりであった。だがこの研究も実は「不換ドルの国際通貨としての流通根拠」という問題設定はそのまま受け継いだのである。ただその解答の方向は素朴な形での金論者とは正反対であった。現実にはドルが国際通貨として機能しつつけているのだから、国際通貨と金とは本質的な関係を持たないという理論を打ち出すべきだという方向である。今日ほぼ完成された形で成立したこのような「新しい」国際通貨論としての為替媒介通貨論とは概要次節のようなものである⁽⁷⁾。

為替媒介通貨論の登場

為替媒介通貨とはなにか。外国為替（外貨）の利用を民間非銀行部門・銀行部門・公的部門（通貨当局）で分けた場合、銀行部門が銀行間市場（外国為替市場）で為替操作（為替資金操作・為替持高操作）の対象としている通貨、つまり銀行が為替資金の過不足や為替リスクを解消するための操作をする場合に主に使用される通貨、それが為替媒介通貨と呼ばれる。ドル資金にかかわる資金過不足や為替リスクの解消にドル売買が行われるのは当然であるが、これがわざわざ「媒介」通貨（vehicle currency）と呼ばれるのは、たとえば東京市場でマルク資金が不足した場合、銀行は円売りマルク買いをするのではなく、円売りドル買い操作をまず行い、しかるのちにドル売りマルク買いを行うというように、ドル取引を媒

介として為替操作が行われるからである。ではなぜドルを使うかといえば、直接に円売りマルク買いを行うよりも、取引回数が倍になってもなお、取引コストが安いからである。たとえば東京市場でマルクを買おうとすると市場全体でのマルクの取引量は少ないのでマルク相場が大きく上昇し相対的にわずかなマルクしか買えないことになり、取引手数料も高い。ドルは市場全体の取引量が多いので個別取引が相場変動に与える影響も軽微であるし、手数料も低い、ということである。取引量の多い通貨はそうでない通貨よりもコストが安いので多く使われる。

為替媒介通貨論とは、今日の国際通貨とはこのような為替媒介通貨として使われている通貨のことであるとする理論である。あえて戯画化であることを承知でいえば、これは国際通貨とは取引量の多い通貨であるという、その限りではきわめて簡単な議論であり、また銀行業者の眼からみた（取引コストからみた）国際通貨論とでもいうべきものである。（ちなみに為替媒介通貨という術語は欧米、とくにヨーロッパの研究の日本への移植であるが、本家のヨーロッパでは為替媒介通貨は銀行間市場での取引通貨という狭い意味でなく、きわめて広い機能をさしており、従来国際通貨の機能といわれてきたものすべてを包含する、いわば従来の国際通貨（international currency）の「言い替え」である。日本でそれが新たな術語として仕上げられたのである^⑧。）

さてそうすると当然に、ではなぜドルは取引量が多いのかということになる。これには同じ為替媒介通貨論でも二つの傾向がある。ひとつは介入通貨としての機能をそれなりに重視する立場であって、通貨当局が介入の対象としている通貨は相場の変動が管理（この管理は術語としての為替管理の意味ではない）されているので取引コストが安くなるということを説明原理に加えるものである。いまひとつは、純粹為替媒介通貨論とでもいおうか、貿易取引や資本取引といった国際取引の基底のところで特定通貨が多く使われる条件（金融市場や国際収支構造など）を具体的に解明しようとする。実は後者のような考え方は昔からあるきわめて常識的な見方なのである（先に「新しい」国際通貨論というようにカッコを付したのはこの意味である）。たとえばかつてポンド預金とポンド為替が国際決済で使われたのはイギリスが国際貿易の中心地であり、かつBA市場（銀行引受手形市場）をはじめ貿易金融を中心に発達した国際金融市場をシティが備えていたからである、というのは基本的に今日広く認められている説明である。純粹

為替媒介通貨論はいわばその現代版なのである。いずれにせよ、為替媒介通貨論は特定国通貨の取引量が多いことをどう説明するかに注力する。

だが念のためにいえば、筆者もその「実証研究」の意義については異をはさむつもりはない。また公平を期すためにつけ加えれば、取引量の問題を、さまざまな取引レベル一般ではなくによりも銀行間市場でとらえようということ、実はここに新しさがあったのである。取引量の指標を銀行間市場でとらえるという視角である。たとえば、第二次大戦後、貿易取引でドル以外の通貨も多く使われてきたのであるが、これら非銀行部門との顧客取引の結果として必要となる銀行の為替操作においては為替媒介通貨としてドルが支配的に使われるようになっていった。さらに準備・介入通貨としてのドルの確立と為替媒介通貨としてのドルの確立にも、前者が後者に先行するというような時間的乖離があった。こうした点に注目して、各取引レベルの諸関係に立ち入った考察を試みたことは為替媒介通貨論の功績である。これは円とマルクの比較においても有効な指標を与えてくれる。80年代に貿易取引で円建て取引が増加し、80年代後半以降はジャパンマネーといわれたように資本取引における円取引が急増した。しかし為替媒介通貨としての円の利用はほとんど進まなかった。ところがマルクの為替媒介通貨としての利用はこの間劇的に増加した。これは円の国際化とマルクの国際化にはきわめて異質なものであることを端的に示す指標である。

だが、それにもかかわらず、国際通貨とは為替媒介通貨であるという議論は、国際通貨という術語で現在の国際通貨関係、ひいては世界経済のなにを問題とし、なにに注目するかという点で、大きな難点をもっている。

いわゆる「ドル侵食論」とドル体制の矛盾

為替媒介通貨論はマルクがEU域内で今日為替媒介通貨として機能していることをもって「国際通貨ドルの侵食」という。たしかにマルクは今日EMSにおける基軸通貨であり、マルク圏を形成している。だが、ではこれによってアメリカは自国の対外赤字を（対ヨーロッパへの赤字を含めて）資産決済しなければいけない国になったであろうか。否である。

しかしそれにもかかわらず、アメリカが公的最終決済を免れてドル垂れ流しを続けてきたこと自体が、ドル体制自身の内部で顕著な矛盾を露呈しているのであ

る。それはマルクが外から侵食 (erosion) するというよりもはるかに深刻な事態である。

それはふたつの側面からである。ひとつはアメリカの国際収支節度放棄がもたらした経常収支赤字の常態化と拡大である (=債務国転落)。アメリカは他国とことなり確かに対外赤字を自国通貨でファイナンスできるのであるが、それにもかかわらず経常収支赤字が国外への国内購買力 (有効需要) の流出であり、その分だけ GDP のマイナス要因、ずばりいえば国内失業要因となるという点では他国と同様なのである。これは、ドルで対外的支払いができてもおお解決できない問題なのである。しかもドル流出がドル不安の可能性の拡大であることは昔も今も変わらない。かくして 70 年代まではアメリカの国内雇用とドル不安はトレードオフの関係にあったとすれば、いまやドル不安と国内雇用問題は同一の問題の両表現となっている。

さらに、ここで述べたアメリカの債務国転落とドル残高急増がもたらしたいまひとつの側面がある。それはアメリカ自身が外貨準備を保有しニューヨーク市場で介入することが常態化しつつあることである。80 年代にアメリカ国内で外国為替取引が急増し、ニューヨークではロンドン、東京とならぶ外国為替市場が成立した。かつてのイギリスや戦後のアメリカのように「国際通貨」国では外国為替取引はほとんど行われずそれは周辺国で行われるという常識からすればこれは一大変化であった。それは変動相場制下でのアメリカのドル垂れ流しの拡大による相場の乱高下によって、裁定取引や投機取引というかたちでの為替取引が銀行や多国籍企業にとって重要な収益源と管理対象になったからであった。これと関連して同時期にアメリカの外貨準備も急増した。戦後国際通貨国として金準備はもっても外貨準備はほとんど保有しなかったこととくらべればこれも一大変化であった。これは一言でいえば、アメリカ自身が膨大なドル残高を前に、ドルの「管理能力」を大幅に喪失し、アメリカ自身が、自国の貿易収支にも金利動向にも影響を与えるドル相場の安定のために自ら介入を行う必要性が増大していることを示している。厚みのある金融市場を国内にもつことによって為替管理なしに内外資本移動の国内的インパクトを吸収できるはずであった国際通貨国アメリカが、ドル垂れ流しによって自らのそうした能力を失いつつある。アメリカ自身が外貨決済 (介入) を必要とする事態が生じている。

これらは、アメリカが依然として一方で公的最終決済を行わない特権を保持しつつも、それゆえにこそその内部で生じ拡大してきた矛盾であって、とくに後者については、そのことによってかえって公的最終決済不要の特権が一部失われつつあることを示している。

さて、マルクについてである。マルクによるドルの「侵食」は、きわめて目的意識的な域内通貨システム・公的決済システムの構築の産物であった。

80年代後半以降、EMSの為替相場メカニズム、ERMにおける準備・介入通貨としてのマルクの役割が急増した。EMSも固定相場メカニズムをとる以上、そこでは基準相場の設定、介入のルール化、自国通貨残高の処理・決済方法という公的決済のルールを具体的に規定している。このメカニズムには当初からドル介入とEMS加盟国通貨介入の双方が組み込まれているのであるが、当初はドル介入が圧倒的であった。しかし80年代後半以降、マルク介入が急増し、単純化していえば、ドイツはドル介入によって対ドル相場調整の中心的役割を担い、他のEU通貨はマルク介入によって対マルク相場の安定を図るというマルク圏が形成されたのである⁹⁾。もちろん、他のEU通貨もドル介入を行っているが、今日EUではドル体制の「内部に」マルク圏が成立している。つまり、準備・介入通貨としてのドルの独占的地位はEUにおいては打ち破られ、その一部をマルクにとってかわられているのである。これは円と全くことなるところである。

だがそのことは準備・介入通貨、つまり公的最終決済通貨としてのドルがヨーロッパから排除されたことを意味しない。それはいまみたようにドル介入が残っているというだけではない。またEMSのメカニズムそのものにドルが組み込まれているという制度論の問題だけでもない。それはなによりもアメリカは対EU取引においても依然として自国通貨ドルで決済しているということの反映なのである。

さらに、いまひとつ注意すべきは、マルクが域内の準備・介入通貨としての地位を確立しているといっても、だからといってドイツがアメリカのように対外赤字を垂れ流す特権を得たのではないということである。今後もドイツ・マルクはそのような立場にたつことは決してないであろう。アメリカのドル特権は、前述のように矛盾を拡大させつつも、依然として強力である。

なお、マルクが域内で為替媒介通貨として圧倒的地位を確立したのは、一方で

はいわば「下からの」、つまり貿易・資本取引におけるマルク取引の増大を反映したものであるとともに、それはなによりも準備・介入通貨としてのマルクの役割の増大を反映したものであった。

国際通貨を準備・介入通貨としてとらえる分析視角はこうしたドル・マルクの関係のみならず、現代の世界経済におけるアメリカのドル特権の役割、その矛盾を解明する理論的手がかりを与えてくれる。そして、ドル体制の矛盾は、なによりも、ドルが準備・介入通貨として国際通貨でありつづけ、アメリカ自身は公的決済を免れているというドル体制そのものから説明されるものである。

おわりに

為替媒介通貨論は為替市場の構造や為替取引の実証的研究に眼をむけることによって研究史に大きな寄与をしてきた。また特定通貨の取引量の指標を示すものとしても有効である。さらに特定国通貨が国際取引で多く使われていく条件を明らかにするうえでも有益な視点を与えてくれる。筆者もそこから多くを学んだ。だがそれは国際通貨の概念から金を切り放すことによって、国際収支赤字の最終決済という問題のもつ意味を後景においやり、アメリカの対外赤字のもつ今日的意味をえぐり出す視角を曖昧にすることになる。それは国際通貨や為替取引の理論というよりは、それらをめぐる事実の提示である。むしろそこで掘り起こされた事実関係を理論的に総括することこそが求められているのであり、準備・介入通貨論はそのためにも有効な国際通貨の理論である、というのが筆者の見解である。経済のグローバル化が喧伝される今日にあっても、国際通貨論はすぐれて国家権力の問題、国民経済という枠組みの問題を本質的契機として含んでいるのであり（準備・介入通貨論）、そのような枠組みのなかでこそ、為替市場における取引コスト論（為替媒介通貨論）もその意義をもつであろう。

注

- (1) 91年以降米商務省は国際収支統計や対外ポジションの推計方法について大幅な改定を行った。これに従えば93年の統計ではアメリカの債務国転落の時期は87年にずれ込むことになる。
- (2) ドル残高とは正確に言えば、非居住者保有のドル建ての要求払い預金だけではなく、

短期の期限付き預金や財務省証券（TB）のようなアメリカの「対外短期債務」を含むものである。場合によっては中長期国債を含むアメリカの「対外流動債務」の意味で使われる場合もある。しかし本稿で述べようとしていることがらに関しては、本文に記したようにドル残高を非居住者保有ドル預金と同義のものとして扱って差し支えない。なお、ドル残高の詳細については少し古いものであるが旧稿「過剰ドルと今日のドル体制（上）」（『金融経済』191号）55～58頁を参照されたい。

- (3) 介入の意義を強調すると、おそらく次のような反論がでてくるであろう。今日膨大な投機資金を前に相場安定策としての介入の効果は著しく限られている。したがってまた介入がもつ公的決済としての側面を強調すること自体が時代遅れだ、と。これについては別の機会に論じるが、ここでは次の点だけを指摘しておきたい。かつての金現送も為替取引の全体量からみればきわめてわずかな金額であったということである。
- (4) 金ドル交換やその停止についての理解については筆者と若干相違があるが、国際通貨を準備・介入通貨として把握する理論は三宅義夫氏がすでに明確に主張されていた。たとえばそのもっとも早い時期のものとして同氏「兌換停止下の通貨の国際的側面」（『経済評論』62年11月号）を参照されたい。
- (5) 旧IMFの機構の詳細については旧稿「旧IMFの国際通貨制度の構造と金・ドル交換の意義（下）」（『立教経済学研究』第33巻第4号）を参照されたい。
- (6) 以下の諸論文は当時そうした問題意識にたって書かれたものであった。前掲「旧IMFの国際通貨制度の構造と金・ドル交換の意義（上）（下）」および「過剰ドルと今日のドル体制（上）（下）」。久留間健「不換ドルの国際通貨としての流通根拠」（長洲一二編『現代資本主義と多元社会』日本評論社、79年、所収）。なお、本文で言及した「法則」のそのものについては別稿で詳論したい。
- (7) 為替媒介通貨論の内部でもいくつかの重要な相違があり、またその論者の数も多いが、もっとも代表的な論者としては山本栄治氏（『基軸通貨の交替とドル』『「ドル本位制」下のマルクと円』）、井上伊知郎氏（『欧州の国際通貨とアジアの国際通貨』）、およびこうした潮流の先駆者ともいえる深町郁弥氏（『現代資本主義と国際通貨』）などをあげることができる。
- (8) たとえば“The New Palgrave Dictionary of Money and Finance”の関連項目を参照されたい。
- (9) EUの為替相場メカニズムにかかわる詳細は別の機会に譲りたい。なお、この点については、現時点では未発表ではあるが、本学大学院生、徳永潤二氏の修士論文「EUにおけるドルとマルク——国際通貨に関する一考察」が優れた分析を与えている。