

經濟論叢

第129卷 第3号

哀 辭

故堀江英一名誉教授遺影および略歴

高年労働者対策に関する一考察……………	前 川 嘉 一	1
ファッション戦略, 組織間関係, 組織行動 および企業業績……………	赤 岡 功	15
ペルー海岸部アシエンダの近代化について……………	竹 内 勉	40
交換性回復と先物為替市場介入……………	羽 鳥 敬 彦	59
関一と大阪市営事業……………	関 野 満 夫	77
追 憶 文		
堀江英一先生の人柄と学問……………	後 藤 靖	97
工場から企業へ——堀江先生の晩年のお仕事…	下 谷 政 弘	103

昭和57年 3 月

京 都 大 學 經 濟 學 會

交換性回復と先物為替市場介入

——ドルとマルクの場合——

羽 鳥 敬 彦

I はじめに

1958年12月29日は、西欧主要15カ国通貨の交換性が回復した日として、すなわちドルを中心とした戦後国際通貨体制が大きく前進した日として、「国際為替史上ながく記念さるべき日」¹⁾ となった。そして当然のことながら、この日を境にして各国の為替政策は直接的管理の色彩を著しく後退させていったのであるが、その際それにかかわって公的为替機関による先物為替市場操作がより広汎な現象となったことは注目しておいてよいことである。というのは、まず当局の先物為替介入については当時さまざまな賛否両論があり、まだ十分に結着がつかないままにかかわらず²⁾、それを行なわなくてはならなかったほど現実が切迫していたことが示されているからであり、また、とりわけアメリカの例にみられるように、いわゆる「国際通貨協力」³⁾ を不可避的に含まざるをえない点において、戦後国際金融史を解明するうえで欠かすことのできない

1) 堀江薫雄「国際金融」改訂版、東京大学出版会、1960年、188ページ。このときの交換性回復の具体的内容については、西欧通貨の交換性回復について、「東京銀行月報」第11巻第2号、1959年2月、をみよ。

2) この議論についてはさしあたり、P. Einzig, *A Dynamic Theory of Forward Exchange*, 1961, pp. 493-518, 東京銀行為替部訳「先物為替の動態理論」東洋経済新社、551-581ページ、先物為替論争の回顧と展望(その三)、「東京銀行月報」第11巻第6号、1959年6月、横井義則、先物為替市場介入論争について、香川大学「経済論叢」第37巻第1号、1964年4月、などをみられたい。

3) 戦後国際金融の1つの大きな特徴としてこの「国際通貨協力」が存在している点については、既に多くの文献がある。ここでは最近の注目すべき労作として、深町郁彌「現代資本主義と国際通貨」岩波書店、1981年、松村文武、戦後アメリカの対外経済関係の特徴(上)(下)、「世界経済評論」第25巻第5号、第6号、1981年5月、6月、をあげておこう。

視角が伏在しているからである。このような先物操作については既にいくつかの文献によってある程度触れられているが、ここではもっとも包括的に材料を集めていると考えられる A. I. Bloomfield, "Official Intervention in the Forward Exchange Market"⁴⁾ によってとくにドルとマルクの場合について検討することにした。交換性回復以降1963年頃までの事情をサーヴェイした同論文では、その後のポンド危機の際にとられた、結局は困難をいっそう大きくしたにすぎなかった先物介入政策⁵⁾とは対照的に、むしろ成功裡に展開している状況が述べられているけれども、それゆえにかえって問題の所在を浮び上がらせているともいうことができる。したがってこの論文に依拠することによって、比較的順調に推移していった過程に潜む含意を読みとることに努めようと思う。しかしながら、本題に入る前に先物為替および先物為替介入政策の背景について若干の考察を加えておくことが必要であろう。

II 交換性回復と先物為替

異種通貨の転換を含む為替メカニズム (Foreign Exchange——単数) とそのための諸手段 (Foreign Exchanges——複数) という2つの意味を有する外国為替のうち、直物 (spot) とは取引締結後ただちに引渡しが行なわれる (とはいっても、欧米では2営業日後渡し、日本では翌営業日渡しのものが標準である) 為替メカニズムであり、またその諸手段のことをいう。そして、先物 (forward) とは将来の一定の引渡し日に引渡されるメカニズム、諸手段のことであるが、さしあたり少なくとも理論的には、何らかの理由によって将来あ

4) A. I. Bloomfield, "Official Intervention in the Forward Exchange Market: Some Recent Experiences", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, No. 68, March 1964. その他の文献は注12をみよ。

5) 1964年以降のイギリスにおける先物介入政策については、E. B. Chalmers ed. *Forward Exchange Intervention*, 1971, 六川二郎, イギリスの先物操作の効果をめぐる論争, 「国際金融」第376号, 1966年12月1日, 足立禎「新外国為替論序説」外国為替貿易研究会, 1969年, 254-275ページ, 松木昌三, イギリスをめぐる短期資本の移動とポンドの切下げ, 大阪市立大学「経営研究」第133号, 1974年9月, 同, 通貨投機下の先物為替市場介入, 「同」第26巻第2号, 1975年7月, などをみられたい。

る通貨を他通貨へ転換して送金しなくてはならない人が為替相場変動のリスクを避けるために利用しうるシステムとして登場してきたものということができる。なぜならば、相場変動が懸念されるとき、将来異種通貨建て送金しなくてはならない人は、先物為替を買うことによって相場の将来の変動からくる不確定な損失を防ぐことが可能だからである。ただそのことによって、裁定取引やヘッジがより容易となり、くわえて比較的少ない資金で実行しうるという点で投機にとってはまことに好都合な手段を提供するに至ったのである⁶⁾。しかし、カバーやヘッジとは相場変動のリスクを回避するためのものであり、また相場変動を見込むからこそ投機が行なわれるものであるため、相場の安定性が強固であればあるほど、こうした取引は減少するに違いない。したがって、1914年以前の古典的金本位制の時代において、先物為替の重要性が比較的低かったのはむしろ当然のことだったように思われる⁷⁾。そして、両大戦間期の金本位制の動揺によっていわゆるホット・マネーの跳梁が惹起され、それとともに先物操作もより広汎な現象となったけれども、1944年4月に成立したIMF

- 6) カバーヘッジ、投機、裁定取引の詳細については、Einzig, *op. cit.*, part I, 邦訳、第1部、足立禎「前掲書」第7章などをみよ。ただここでは、カバー付き金利裁定取引についてだけ大まかに説明しておきたい。A・B2国において、たとえばA国の短期金利がB国のそれよりも高いときは、B国の短期資本はA国へ移動するが、先物でカバーをとるとしよう。このことはB国為替市場でA国通貨の直物買い・先物売りを意味し、したがってA国通貨はB国通貨建相場の直物で上昇し、先物で下落することになる。そして直先^{スプレッド}の閉き(直物相場にたいする先物相場の偏倚率)が両国短期金利差に一致するまで、この運動は続くであろう。しかしこうしたことが実際に起こるには、資金の供給弾力性が十分に大きく、短期金融市場が高度に発展しており、資金移動が完全に自由であり、金利差には移動コストがおりこまれている、などといった前提条件が必要である。
- 7) もちろんこのことは1914年以前金利裁定取引などにおいてカバーがとられなかったということの意味するものではない。イングランド銀行の割引率操作の有効性からみて、イギリスへ移動する短期資本はカバーをとることが少なかったようであるが、その他の金本位国間の移動の場合はカバー付きのものが多かったと考えられる(1914年以前の短期資本移動については、A. I. Bloomfield, *Short-Term Capital Movements Under the Pre-1914 Gold Standard*, 1963, 小野一郎・小林龍馬訳「金本位制と国際金融」日本評論社、1975年、第2部)。しかし、そのことによって少なくとも平時において国際金融上に大きな混乱がもたらされたものではなかった点は、当時の公的機関の先物為替介入政策として、1894年のロシア政府による介入や1906—1907年のオーストリア・ハンガリー銀行による介入以外に目立った例がないことから明らかであろう(この2例については、Einzig, *op. cit.*, pp. 402—419, 邦訳、446—467ページ)。

(the International Monetary Fund; 国際通貨基金) 協定は加盟国に直物相場を平価の上下1パーセント以内に維持するのを義務づけたことによって(第4条), しばしばいわれるように, 古典的金本位制時代の為替相場とほぼ同様なものを志向したとしてさしつかえない。したがって, この意味からすれば先物為替の位置づけも比較的限られた範囲のものであったはずだが, しかし冒頭で述べたように当局の介入が必要だったほど先物取引が活発化している事実には留意しなくてはならないだろう。もちろんその原因のなかには, 交通・通信システムのより高度な発展やニューヨーク金融市場のドル金利以外のもう1つのドル金利の出現を意味するユーロ・ダラー市場の急成長などといった要因も十分に考慮に入れなくてはならないが, ここではもっとも根本的な問題と考えられる相場の安定性に限定して議論しておこう。

まず制度的な側面からみると, 金本位制下の「金平価 (gold parity あるいは鑄造平価; mint parity)」と異なって, IMF 協定において規定された「平価 (par value)」とはいわゆる「調整可能釘付相場 (adjustable peg rate)」であり, 前者の維持がいわば高度の国家的義務として認識されていたのにたいして, 少なくとも法制的にはかなり可変的なものとして後者が位置づけられていたのは否みがたいようである。すなわち IMF 協定第4条では, いわゆる「基礎的不均衡 (Fundamental Disequilibrium)」⁸⁾ を是正するためのみ加盟国は平価の変更を許されるとして, まず最初に登録した第1次平価の10パーセント以内ならば自動的に, それ以上の場合には IMF の事前承認によって可能であり, さらに加盟国総票決権の過半数の賛成および全 IMF 割当額の10パーセント以上を保有する国 (アメリカとイギリス) の承認があれば全平価の一律変更もなしうる (もちろん各加盟国には自国平価にかんしてのみ拒否権があ

8) この概念は必ずしも明確ではないが, ここでは R. F. ハロッド (R. F. Harrod) の以下の定義に従っておく。「(a) その国の国際収支がきわめて悪く, どのような実行可能な国内的なデイスインフレ策もこれを改善しえないだろうということが, 妥当な論拠にたつて判断される場合, あるいは (b) その国の国内価格や生産費の構造が通貨の対外価値からまったく乖離している場合」(R. F. Harrod, *The Pound Sterling*, 1950, p. 26, 東京銀行調査部訳「現代のポンド」至誠堂, 1959年, 49ページ)。

る), というぐあいになっているからである。もし一方向にだけ為替相場が動いているような状況下では, こうした制度的条件によって通貨の信認の失墜がより早められがちとなることは考えられることである。また一口に交換性の回復といっても金本位制下のそれと比して著しく劣っていたことも若干の影響力をもったかもしれない⁹⁾。とくに, 資本取引の自由化について IMF 協定が何の義務づけもしていなかった点はそうであったように思われる。確かにその後の趨勢として資本取引の自由化は進むが, なかでも短期資本移動の規制についてはかなり弾力的なものであるため, 裁定取引その他においてたえずカバーやヘッジが考慮されなくてはならなかったであろう。

そしてさらに, 相場の現実の推移はどうだったであろうか。皮肉なことに, 交換性回復の行なわれた1958年こそアメリカの慢性的な国際収支の大幅赤字が開始された年にほかならなかった。それ以後の事態を年表的に示した第1表をみればわかるように, この合衆国の継続的な国際収支の赤字を背景とした国際通貨の動向はかなりの波乱を含んだものだった。そしてそれに対処するために「バーゼル協定」, 「金プール」, 中央銀行間の「スワップ協定」, IMF の「一般借入協定」などが結ばれ¹⁰⁾, 先進国を中心とした「国際通貨協力」によって何とか安定性を維持しようとしている姿勢がうかがわれよう。要するに, ドルを中心とする国際通貨体制がその基礎をすえたかにみえた58年の西欧諸通貨の交換性回復は, まさに71年夏のニクソン・ショックに結実する不安と動揺にみちた過程の幕開けだったのであり, 次節で概観する先物為替市場介入とは, こうした状況下で生み出されたさまざまな問題にたいして短期資本移動の方向を規制することによって対応しようとした各国の主要施策の1つだったのである。

9) この点については, 尾崎英二「国際管理通貨論」大蔵省印刷局, 1961年, 234-238ページ。

10) これらの具体的内容については, さしあたり, 滝沢健三「国際金融機構」文雅堂銀行研究社, 1975年, 61-62, 157-168ページ。ただ, スワップについてだけ述べておこう。一般に, 外国為替取引におけるスワップとは, 直物で買い・先物で売るといった直先の正反対の同額の取引を同時に行なうことであるが(後述の西ドイツ・ブンデスバンクと民間銀行とのスワップはこれにあたる), ここでいう「スワップ協定」とは中央銀行間で短期の自国通貨建の信用ファンクティを相互に供与しあうことを内容としている。なお, 60年代の国際通貨危機全般にかんしては, 松井清編「増補 現代資本主義と国際通貨」法律文化社, 1972年, を参照のこと。

第1表 交換性回復以後の国際通貨情勢

1958.	12	西欧15ヵ国通貨交換性回復
.	.	米の国際収支赤字35億ドル
59.	.	米の国際収支赤字37億ドル
60.	10	ロンドン金市場暴騰・ドル危機
	11	アイゼンハワー米大統領国際収支改善策発表
.	.	米の国際収支赤字37億ドル
.	.	この年米の対外ドル短期債務が金準備を上まわる
61.	2	ケネディ米大統領ドル防衛対策強化
	3	マルク、ギルダー切上げ(約5%)・ポンド不安・ポンド支援のための バーゼル協定
	7	ポンド不安
	8	ベルリン危機
	9	金プール成立
.	.	米の国際収支赤字24億ドル
62.	1	IMFへ先進10ヵ国によるスタンド・バイ・クレジット
	5	ポンド不安
	10	一般借入協定成立・キューバ危機
.	.	この年から各中央銀行間のスワップ協定
.	.	非市場性中期財務省証券(「ローザ・ポンド」)発行
.	.	米の国際収支赤字27億ドル
63.	2	英のEEC加盟失敗・ポンド不安
	7	ケネディ米大統領ドル防衛対策発表
.	.	米の国際収支赤字27億ドル
64.	11	ポンド危機
.	.	米の国際収支赤字28億ドル

III 介入政策の展開

まず、先物介入政策の原理について簡単に説明しておこう。注6で述べたように、短期資本の供給の弾力性が大きく、他に何の制約条件もないのであれば、ある2国通貨の直物と先物の^{スプレッド}幅は、カバー付き金利裁定取引の結果、両国短期金利差と一致しようとする傾向がある。したがって、何らかの理由である国が国内金利を引上げることなくして、短期資本を誘引しようと望む場合、先物市場に介入して他国通貨の売り操作をすることによって、自国通貨のいわ

ゆる「内在的プレミアム」¹¹⁾の状態をつくりだせば、このプレミアムの消失するまで短資流入を促すことができよう。また短期資本を放出したいのであれば、逆の操作を行なえばよい。ただ、そこで注意しなくてはならないのは、とくに前者の短資流入を促す操作の場合、先物の期限（通常は3カ月ないしは6カ月）が到来したときに先物コミットメントの額だけの外貨を引渡さなくてはならないため、その確保が問題となることである。もし外貨を直物市場で得ようとするならば、そのために大きく自国通貨の相場が下ったり、あるいは外貨準備を取り崩すとしても、いわゆる「危険ライン」以下になってしまうといった、むしろ逆にいっそう困難を拡大する結果となることもありうる。したがってこの操作の成功のためには、比較的短期間のうちに為替相場が自国通貨に有利になるなどの具体的成果が現われることが不可欠である。他方、短資流出を促進する場合は自国通貨の先物売りであるため、コミットメントの額自体には限界はないという点で、当局にとって比較的容易な操作であるようにみえる。そして短期のうちに効果が現われなときは継続することも可能だが、そうすると今度は自国通貨の「内在的ディスカウント」のために輸出が促進され、かえって国際収支黒字がより大きくなることもありうる。かくして、本来的に短期のものとして、この先物為替介入政策を位置づけることができるわけであるが、しかし、紙幅の関係もあって本稿で問題とするのはむしろそれが長期化した場合に起こる事態である。というのは、継続する通貨不安のなかでどうしても介入政策は長期化せざるをえず、しかもそれがアメリカと西ドイツという60年代の国際通貨の歴史においていわば対極をなす2国においてもっとも強力で遂行されているからである。それゆえ、ここでは両国の対照的な目的をもった先物操作に限定して検討していくことにしよう¹²⁾。

11) ある外貨の先物相場が自国と当該国の短期金利差を反映した相場より高い場合（本稿ではすべて自国通貨建てで表現）、たとえ直物にたいしてディスカウントであっても、「内在的プレミアム（Intrinsic Premium）」の状態にあるという逆。の場合は「内在的ディスカウント（Intrinsic Discount）」である。

12) 以下の叙述は、Bloomfield, “Official Intervention……”, を中心に、アメリカの場合は、P. Einzig, “Some Recent Developments in Official Forward Exchange Operations”, ↗

(1) アメリカの場合

58年以来の大幅な国際収支の赤字をベースにたえず金流出が懸念され、そのために断続的な下降圧力に曝されていたドルを防衛するための1方策として、アメリカは短資流入を促す先物操作を採用した。けれども、このドルの弱体化傾向の最大の原因が「基礎的不均衡」にあるため、その操作は長期化せざるをえず、合衆国単独の政策としては不可能となる。したがって、強い通貨国による「国際通貨協力」（国際間の公的信用供与）をぬきにはこれはなりたたないものである。

1961年3月のマルクとオランダ・ギルダーの切上げによって、ヨーロッパ諸通貨のいっそうの調整への期待が高まり、活潑なホット・マネーの移動からとくにポンドへの切下げ圧力が生じた。ここでドル自体が必ずしも不信認となったわけではないが、とくにポンドからマルクへの逃避がドルへの疑いをも惹起し、先物マルクのプレミアムは異常なものとなった。ニューヨークとフランクフルトの金利裁定を示した第1図では、中央の横軸を中心に利回りの差と先物プレミアムが上下対称形をなしているときに裁定純益が消失し、均衡状態であることが表わされるのであるが、60年から61年後半にかけてこれとは程遠いことがわかる。まず61年初頭までの先物マルクの大きな「内在的プレミアム」は60年のドル危機の反映とみてよいであろう。61年3月のマルク切上げのため裁定純益は一時的に急減したけれども、その後両市場の金利差がほとんどなくなったのにたいして、マルク再切上げの期待から先物マルクに大幅なプレミアムがつくようになっていく。このため、ヘッジや投機はかなりのコストを余儀なくされる先物市場を使うよりも、直物市場に集中するようになった。というのは、ドルの受取勘定を保有するドイツ居住者は、ドルを借入れ、直物でマルクに

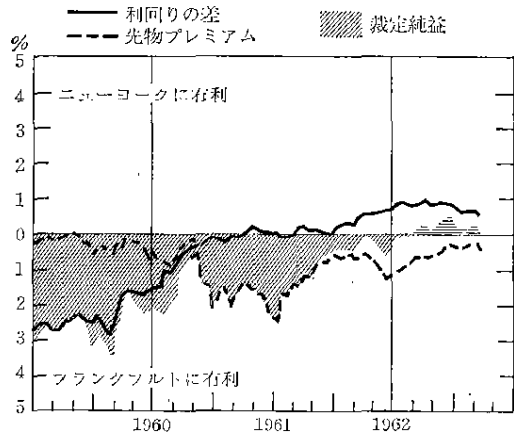
《Economic Journal, June 1963, C. A. Coombs, "Treasury and Federal Reserve Foreign Exchange Operations", *Federal Reserve Bank of New York Monthly Review*, Oct. 1962, March, Oct. 1963, March 1964, ditto, *The Arena of International Finance*, 1976, 荒木信義訳「国際通貨外交の内幕」日本経済新聞社, 1977年, を参照した。また、西ドイツの場合については、E. Brehmer, "Official Forward Exchange Operations—The German Experience", *IMF Staff Papers*, Nov. 1964 もみよ。

転換することによって、またマルク建の負債をもつドイツ非居住者たちは直物でドルをマルクに換えることによって、ヘッジをより有利に行ないうるし、先物のかわりに直物でドルの売持ち(マルクの買持ち)状態をつくり出すことによって投機が可能となったからである。そしてこれらの操作のために西ドイツ・ブンデスバンク (the Bundesbank)

には急速なドルの蓄積がもたらされ、アメリカへの金請求に転化される虞れを生じさせた。

そこで、アメリカ財務省 (the U. S. Treasury) とニューヨーク連邦準備銀行 (the Federal Reserve Bank of New York) は先物操作によって事態の解消を図ったが、その際次のようなブンデスバンクの協力をとりつけておく必要があった。つまり、ニューヨーク市場で先物マルクを連銀は売り出し、異常なプレミアムを引下げるが、もし先物満期時に連銀が市場からマルクを調達する必要に迫られた場合には、ブンデスバンクは最初の先物契約と同一のレートでマルクを提供するというものである¹³⁾。61年3月から開始された操作の状況は第2表のとおりであるが、5月に3億ドル等価という頂点を築いた先物マルクのコミットメントは以後漸減し、とくに8月からは顕著となっている。また第1図のようにプレミアムおよび裁定純益もしだいに低下し、翌年にはニューヨ

第1図 アメリカ・西ドイツ間の金利裁定



出所：国際決済銀行（東京銀行調査部訳）「世界金融経済年報1961」至誠堂、1962年、206ページ。

13) この経緯については、*The Arena of International Finance*, pp. 29-35, 邦訳、45-51ページ。

第2表 アメリカの先物マ르크操作 (1961年)

(ドル換算 単位 100万ドル)

	月 中 新規契約額	月 中 引渡し実行額	月 末 コミットメント
3月(13-31日)	118.7	—	118.7
4月	104.4	—	223.1
5月	78.4	—	301.5
6月	52.8	-86.5	267.8
7月	32.9	-98.1	202.6
8月	12.7	-89.3	126.0
9月	0.3	-76.6	49.7
10月	—	-35.5	14.2
11月	—	-14.0	0.2
12月(1-13日)	—	-0.2	—

出所; C. A. Coombs, "Treasury and Federal Reserve Foreign Exchange Operations", *Federal Reserve Bank of New York Monthly Review*, Oct. 1962, p. 133 より作成。

ーク側に純益が出るというぐあいには、首尾よくいったことがわかるけれども、これはドルの弱화가一時的性質であったためではない。むしろ同年8月に起こった「ベルリンの危機」¹⁴⁾ という突発的な政治的事件こそ、このときのドルの救い手だったのである。そして、西ドイツから流出した短期資本は合衆国に行かずスイスへ向ったため、今度は先物スイス・フランの操作が焦点となった。

スイス国立銀行 (the Swiss National Bank) および国際決済銀行 (the Bank for International Settlements) との「スワップ協定」、あるいはスイス・フラン建の合衆国財務省証券のスイス当局への販売などによって操作の資金源が確保されている点において、アメリカの先物スイス・フラン操作は手続き上、複雑となっている¹⁵⁾。61年3月のポンド危機の際、スイス国立銀行からイングラ

14) ベルリンの管理をめぐる第2次世界大戦直後から東西両陣営は鋭く対立していたが、「冷戦」の高まりとともにますますその激しさを増し、ついに1961年8月13日東ドイツ側は東西ベルリンの境界線を閉鎖するに至った。これが「ベルリンの危機」であるが、同年における東西対立の深刻さを象徴する事件の1つといえよう。

15) このような方法がとられたのは、ブンデスバンクのようなアメリカ政府にたいして自国通貨を提供する保証を与える権限がスイス国立銀行になかったためである。この財務省証券の発行のちにいわゆる「ローザ・ポンド」の発行につながる。

ンド銀行 (the Bank of England) へ供与された2億ドルの借款の返済が7月になされることになったが、そのことはスイスの大きな割合の金準備を保有するという伝統的な政策 (1960~64年の通貨準備中の金準備の比率は88~94パーセント) に従ってアメリカへの金交換請求をもたらすことは必至だった。短期金利はニューヨークの方が高かったにもかかわらず、スイス・フラン切上げの期待感も手伝って、先物スイス・フランのプレミアムはこの金利差を十分に相殺していた。そこで、このプレミアムを引下げスイスから短期資本を流出させることを意図して、アメリカは先物スイス・フランを売りはじめた。とくに、「ベルリンの危機」以降の短資のスイス流入にたいしては、スイス・フラン建3カ月満期の財務省証券をスイス国立銀行に交付して資金源を確保しつつ、操作をさらに拡大した。こうして、11月末にはドル換算1.5億ドルにまで合衆国政府の先物スイス・フラン契約高は達したが、7月には年率2パーセントあったプレミアムを0.5パーセントにまでおし下げることができた。そして62年2月にスイスの国際収支が逆調となったため、先物契約高も9,000万ドルにまで低下させることができたが、同年中頃には再びスイスへの短資流入がはじまり、とくに「キューバ危機」によって加速され、それに応じて合衆国当局の先物コミットメントも再度上昇した。しかしこの場合も「キューバ危機」がいちおうおさまるとそれを徐々に減らすことができたのだが、そこで注意すべきはスイス政府に8,300万ドル等価のスイス・フラン建中期財務省証券(「ローザ・ボンド」)を発行することによって可能だったことである。そして、63年6月には先物契約をすべて清算しえた、とはいえ、7月にはまたスイスへの短資流入がはじまるというぐあいに、合衆国の先物スイス・フラン操作は随時繰り返さざるをえず、そのためにスイス国立銀行とのスワップ・ファシリティあるいは「ローザ・ボンド」の発行もしだいに拡大していかざるをえなかった。

以上のアメリカの先物操作からいえることは、まず、先物マルクの介入の場合はいちおう成功したとすることができるとしても、それは「ベルリンの危機」という突然の事件によるもので、もしこうした経過をみなかったならばど

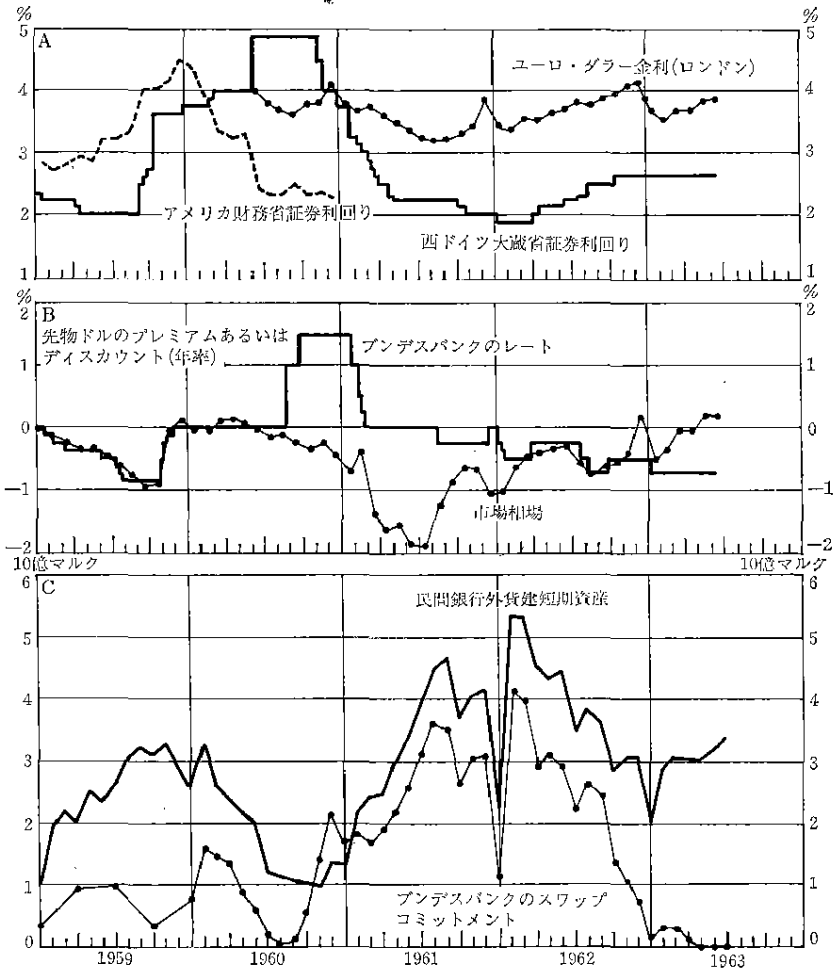
う展開したかは必ずしも明らかではないこと、第2に、この政策の主目的の1つは金流出を防ぐ点にあったが、「基礎的不均衡」下にあつては、スイス・フランの例にみられるように他国からの信用供与に依拠せざるをえず、しかも漸次それが累積していくということである。さらに、スイス・フラン操作のきっかけはイギリスのスイスへの債務返済にあつたけれども、このように第3国間の取引がドルに影響を与えるというところに国際通貨としての特殊性を考慮しておかなくてはならないだろう。これらの論点を深める前に、続いてアメリカとは正反対の立場にあつた西ドイツの例をみることにしよう。

(2) 西ドイツの場合

アメリカとは逆に継続的な国際収支の黒字によってしばしばマルク切上げの期待が起り、大量の短期資金の流入に悩まされていた西ドイツでは、急速な外貨準備の累積と国内における過剰流動性の発生を防ぐため公的機関による先物操作が1958年からときどき行なわれ、とくに60年以降本格化していた。公開市場(open market)外でブンデスバンクと民間銀行がスワップ取極めを結ぶ点にこの操作の特徴があるけれども、一般に市場相場よりもディスカウントされた先物マルクをブンデスバンクが提供することによって、民間銀行の短期ドル資産保有を促進しようとするわけである。諸銀行の外貨建短期資産はほとんどドル建であり、はじめはニューヨーク市場で、60年代に入るとユーロ・ダラー市場で運用されていたからである。

この介入政策の状況は第2図に示されている。まず、60～62年の間、民間銀行の外貨建短期資産とブンデスバンクのスワップ・コミットメントがほぼ同様な動きをみせているため(C)、このころの各銀行の短資輸出のかなりの部分はブンデスバンクへの先物ドル売りによるカバー付きだったとみてよい。そしてBにあるように、ブンデスバンクの買い入れる先物ドルのレートが市場相場よりも高いことによって、その理由も明らかである。1959年の初めから諸銀行の短期資本輸出は急増するが、ブンデスバンクのコミットメントはそれほどではない(C)。もちろんこれは、ニューヨークの金利が西ドイツのそれよりも高

第2図 西ドイツにおける先物為替市場介入



出所; Bloomfield, *op. cit.*, p. 14

いにかかわらず (A), 公開市場の先物ドルのディスカウントがそれを相殺せず, しかも Bundesbank のレートがあまり有利ではないこと (B) による

ものである。だが同年9月、国内金融の強度の緩和傾向に不安をいだいたブンデスバンクは国際収支の黒字傾向にもかかわらず、金融引締めに乗れ出した。このために急上昇した金利が翌年にはニューヨークのそれを上まわるようになったのに応じて、ブンデスバンクは先物ドルを直物とパーにすることによって短期資本の逆流を防ごうとした。しかしCにみられるように、ブンデスバンクのスワップ・コミットメントが拡大したにもかかわらず、ほとんど諸銀行の外貨建短期資産は変化なく、むしろ60年2月以降は減少し、さらにコミットメント自体も低下していった。つまり、国内の流動性が逼迫してくるといくら短期資産の対外運用が有利であっても、民間銀行はそれを無視してしまうわけである。それゆえ、ブンデスバンクも短期資本の引揚げを阻止することはあきらめて、新たな流入を防ぐことに目標をおいた。まず、60年6月に外国資金の取入れを抑える規制¹⁶⁾を課し、続いて8月からは市場相場よりもはるかに大きなプレミアム付きで先物ドルを買い入れはじめた。これに応ずるかのようには、ブンデスバンクのスワップ・コミットメントも急増したけれども、民間銀行の外貨建短期資産の減少傾向に大きな変化はなかった。というのは、より高い先物ドル・レートを得ることによって、民間銀行が国内の輸入業者や中継貿易業者に外国からドルを借りるよりも低利でドルを貸付け、もって短資流入を抑制することをこの方策が企図していたからである。それにもかかわらず、マルク切上げの期待も加わって（この期待は翌年春実現される）短期資本の流入はストップしなかった。このように金融引締め策がむしろ逆効果をもたらしているのを悟った西ドイツ当局は、経済の過熱化傾向がおさまったわけではないのに、一転して今度は金融緩和の方向へと進まざるをえなかった。

第2図から、60年末頃から金利の低下とともに先物ドルも市場ではディスカウント幅を広げていったのにたいして、ブンデスバンクのレートはパーに下げ

16) この規制とは、非居住者預金にたいする付利の禁止、金融手形および買い戻し条件付きの証券の非居住者への販売の事実上の禁止、非居住者外貨建預金にたいする最低準備率の引上げ、そして銀行保証対外債務にたいする最低準備率の適用、などを中心とするものである。

るとどめられたため、スワップ・コミットメントと民間銀行外貨建短期資産は並行して急増していることが判明する（また、61年には既述の合衆国による先物マルクの操作がなされている）。しかし8月の「ベルリンの危機」によって、短期資産は減少し、また先物ドルのレートも急騰してブンデスバンクのそれに近づいていった¹⁷⁾。さらに翌年には西ドイツの国際収支が赤字へ転化したことにより、もはやスワップ政策の重要性は低下したが、ただ急激な相場の変化を避けるための介入は必要であった。ついに63年の前半にはスワップ・コミットメントはゼロとなるが、銀行の外貨建短期資産はむしろ増加傾向をみせている。いうまでもなく、これは先物ドルの市場相場が金利差を相殺していないせいである。とはいえ、これをもって西ドイツの国際収支の黒字傾向が消失したわけではないし、またブンデスバンクによるスワップ政策も不要になったのでもない。実際、翌年3月には再度スワップ・コミットメントが増加しはじめるのである¹⁸⁾。

以上のようにかなりの曲折はあるにせよ、西ドイツの先物介入政策もいちおうの成果をあげているようにみえる。だが、ブルームフィールドのいうように、この政策の「相対的重要性は過大評価されているようだ。」というのは「62年1月に至る3カ年で、この政策に基づく資金の純流出はドイツ政府による債務の繰り上げ償還やその他公的取引に基づくものに比べればはるかにその規模が小さい」からである¹⁹⁾。それゆえ、こうした背景があってこそその先物操作だったというべきであろう。

17) なお、第2図Cでは一様に年末に外貨建短期資産が急減しているが、これは年末の各銀行による粉飾（window-dressing）がなされているためである。

18) このときのスワップ取極めにおいては、民間銀行の取得したドルの運用先をアメリカ財務省証券に限られることになったが、これは投機資金の源泉ともなりうるユーロ・달러市場の拡大を防ぐための措置である。

19) Bloomfield, *op. cit.*, p. 22. ここで1958年から61年までの西ドイツの賠償および贈与、政府部門長期資本輸出をみると（ネット）、前者は107億マルク、後者は106億マルクにのぼる。また、クルムズも60年代初めのアメリカの国際収支の一定の改善について、「その多くは、諸外国による対外債務の期限前返済その他の特殊な政府間取引によるものだった」（*The Arena of International Finance*, p. 87, 邦訳, 106-107ページ）と述べている。

* IV お わ り に

——先物為替介入政策と「国際通貨協力」——

これまでアメリカと西ドイツの交換性回復以降の先物為替介入政策を概観してきたのであるが、そこでの著しい特徴はドル防衛のための「国際通貨協力」の一環としてそれがなされており、こうしたベースがあるからこそ比較的長期の介入も可能となっていることである。そして、アメリカでは先物マルクの介入にかんしてはさしあたり所期の成果をあげることができたけれども、主としてそれは「ベルリンの危機」という突発的な事態によるものであり、一般にはスイスとの関係にみられるように「協力」は拡大する方向をたどったとみてよい。他方、対極に位置する西ドイツでは短期資本の流出を促進したりまたは流入を阻止するために先物操作がなされたわけだが、59年末から60年あるいは62年の経緯にみられるように、国内の流動性が逼迫したり、マルク切上げが予見されるようなときにはあまり有効性を発揮していない。しかも、金融引締め政策の効果を相殺するような短資流入にたいしてもほとんど無力であったため、過剰流動性を防止するには金融緩和の方がまだましであるという皮肉な現象すら起こっている。ここに継続的黑字国としての西ドイツの困難の一端をうかがうことができよう。このような推移をみるならば、それが遂行されている間に「基礎的不均衡」を解消するような何らかのドラスティックな構造的転換がなされない限り、これらの先物介入政策はたんなる弥縫策にとどまるものであると評価したほうがよさそうである。そしてこの政策が「国際通貨協力」によって支えられているとすれば、その「国際通貨協力」とはそれが持続することによって、たんに「一時的な不均衡」と「基礎的不均衡」との区別を不明瞭なものとするばかりでなく、根底に横たわる「基礎的不均衡」をより進展せしめる作用をもったといえるであろう。

また、アメリカの先物為替介入のきっかけが、ポンドの強化やイングランド銀行のスイスへの債務返済にあったという点は注目に値しよう。これまで述べ

てきた「国際通貨協力」は具体的にはたとえば「ローザ・ボンド」のように一方的信用供与のものもあったが、むしろ形式的平等性からくる双務的なものが主流を占めていたといえる（「スワップ協定」、「一般借入協定」、さらにSDRなど）。そしてこれらのシステムは先進国を結びつけていわば網の目状をなしているのだが、ドル支援体制の重要な柱であった。いうまでもなく、基本的にかかる体制はアメリカの金を守るためのものであり、それゆえに世界貨幣たる金を国際間の決済になるべく登場させないようにするためのものともいうことができる。だが、ドルにとってこれは両刃の剣であった。なぜならば、もっとも切下げ圧力がかかっている通貨の困難をも背負わなくてはならないからである。たとえば、ここにもっとも強い通貨国西ドイツ、それよりも弱い平価切下げを行なうほどではない基軸通貨国アメリカ、そしてきわめて弱い通貨国イギリスがあり、各国からの国際通貨たるドル建の信用供与によってかろうじてイギリス・ボンドは平価や交換性が維持されていたとしよう。もし前提とした構造に変化がなければ、その結果は、貿易取引・債務返済・短期資本移動などを介して西ドイツにいつそうドルがたまることとなろう。そして、合衆国にたいする金交換請求が生じたり、あるいはドル切下げ・マルク切上げの期待感が高まったりするであろう。ここにボンド危機からドル危機に至る1つの論理を析出することができる。

以上から、これらのドル支援のための、したがって金排除のための「国際通貨協力」とは国際間の構造的不均衡を維持・温存するばかりでなく、より拡大・深化させたものといえるように思われる。ドルを中心とした国際通貨体制は60年代後半から決定的な危機を迎えるわけだが、こうした矛盾の累積の結果としてそれは位置づけられるであろう²⁰⁾。そしてその萌芽を交換性回復以後に

20) この意味で、「ローザ・ボンド」にその名をとどめている R. V. ローザ (R. V. Roosa 元財務次官) の次のことばは興味深い。60年代において「(ニューヨーク連銀副総裁) クームズと彼の協力者が設けた制度はきわめて重要になった。すなわち、各国中央銀行間の協力による為替市場介入、短期もしくは長期の相互信用貸しの制度が生まれ、さらに、政府間交渉によって、それぞれの経済政策の主要目標と為替操作とを効果的に統合することも図られた。ところが、平価

とられた先物為替介入政策にも既に十分に認めることができる。

(1981年10月11日稿)

制度維持のための基礎的条件も崩れる結果となった。というのは、クームズらが設けた制度のお蔭で為替レートは安定していたにもかかわらず、各国間の物価、金利などの経済状況の格差が拡大し、定着してしまったからである。そうなると、経済不安増大の原因となる。「ひとたび平価制度が崩れたすや、各国政府に反対方向へ突っ走った。為替レートを自由変動にまかせたのである。」(*The Arena of International Finance* の日本語版序文。邦訳 ii-iiiページ、傍点引用者)。