

日米金融摩擦に関する一考察

神 沢 正 典

は じ め に

「牛肉、オレンジ目で見りゃわかる。それにひきかえユーロ円。どんな色やら形やら」。竹下大蔵大臣のざれ歌であるが⁽¹⁾、今回の日米金融摩擦の特徴をよく表している。すなわち、金融摩擦が貿易摩擦の一環として、ユーロ円を焦点に展開されたことを示しているからである。

日米金融摩擦の発端は、1982年後半から83年始にかけてのアメリカによる円安操作論であった。つまり、日本が意図的に円安を作り出し、対米貿易の拡大を図っているとする批判である。リー・モーガン・キャタピラー社社長（当時）を中心とするドル高・円安によって被害を被っているアメリカ産業界の不満を代表していた。

ところが、84年2月から始まった日米円・ドル委員会では、ユーロ円の問題が急浮上し、ユーロ円市場の自由化を通じた円の国際化がアメリカ側から主張された。ユーロ円取引の自由化をアメリカが持ち出してきたのは、ユーロ市場での取引機会の増大と日本国内の金融自由化の達成を目指したからであろう。この時点で、アメリカの要求事項は、産業界の利害から金融界の利害を代表する方向に転換したと言ってよい⁽²⁾。その後の過程で実現した（図1参照）、ユーロ円市場の開放、日本国内での外銀の信託参入認可、東証会員権の増枠・開放によって、アメリカ多国籍銀行と多国籍証券会社は新たな収益機会を獲得したことから、明らかである⁽³⁾。

だが、通商政策の立場からすれば、金融開国要求は、商品貿易の自由化要求からサービス貿

易の自由化要求への発展であり⁽⁴⁾、商品貿易と同様にサービス貿易にもガット（関税貿易一般協定）の自由貿易のルールを適用していこうとする戦略の一環であることは言うまでもない。国際競争力が強い産業部門の対外進出の自由を確保しておこうとする強者の論理にはかならない。

ところで、日米金融摩擦において、日本はアメリカに押されて要求を受け入れ、「金融開国」に踏み切った側面が強い。しかしながら、日本はまたアメリカの要求を外圧として利用し、国内の金融自由化を押し進め、かつ金融独占の海外での活動の自由を確保しようとしている側面も見逃せない。

本稿では、金融国際化の現段階を確認したうえで、日米金融摩擦の背景と、金融国際化のもたらす諸問題を検討することにしたい⁽⁵⁾。

1. 金融国際化の進展

(1) 金融取引の国際化

金融取引の国際化とは、我が国の居住者と非居住者の資金調達と運用の国際化のことであり、わが国から海外へと海外からわが国への両方向での資本交流の活発化を意味している。国際的資本交流の拡大は、70年代を通じた資本取引の自由化の進展に支えられてきたのであり、80年12月に施行された新外為法によってさらに促進された。新外為法は、それまでの資本取引の「原則禁止」を「原則自由」に根本的に改正することで、日本の高度経済成長を支えた金融構造である、為替管理によって国内金融を外部

図1 円・ドル委員会報告書に盛られた事項の実施、検討状況等

事 項	実 施 時 期 等			
	昭59年 4月	60年 6月(フォローアップ11月)	1月	4月
A 金融・資本市場の自由化				
1 CD発行の弾力化				
(1) CD発行単位の引下げ	1月 ○(5→3億円)			4/10(3→1億円)
(2) CD発行枠の拡大	4月以降○(拡大)			
(3) CD発行期間の下限の短縮				4/10(3→1カ月)
2 市場金利連動の新型大口預金の導入		1/16○(具体案を を発表)	3/10(実 施)	
3 大口預金金利規制の緩和及び撤廃				2～3年 内に実現○ に努める
4 円建BA市場の創設		6/5○金制 の報告	12/20○(市場のあり 方につき具 体案を発表)	6月○(市場発足)
5 短期の国債市場の検討				
6 実需原則の撤廃	4/10(撤廃)			
7 居住者の海外口座				
8 円転規制の撤廃		6/10(撤廃)		
9 円建対外貸付の自由化	4月○(自由化)			
10 外銀による国債ディーリング		10/19○(外銀3行に対し、国債 ディーリングを認可)		
B 外国金融機関の参入等				
1 外国証券会社による東証会員権取得		6月○	11月○	11月認可→ (東証は会員制度に關する特別委員会を設置) (現行制度下での会員権の譲渡方式につきとりまとめ)
2 外銀の信託銀行業務への参入			12/20○(参入形態・選 別基準発表)	(60年中に実現)→
3 金融行政の透明性				
C ユーロ円市場				
1 ユーロ円債				
(1) 非居住者ユーロ円債発行ガイドラインの緩和				
① 発行主体			12/10(外国民間企業等も発行可)	
② 適債基準			12/10	4/10(緩和)→ [将来○(格付制度採用の検討)]
③ 件数・金額			12/10(制限撤廃)	
(2) 居住者ユーロ円債発行ガイドラインの緩和	4/10(緩和)			
(3) ユーロ円債主幹事の外国業者への開放			12/1(外国引受業者に開放)	
(4) 非居住者保有の居住者発行ユーロ円債源泉徴収税の撤廃			1/10 ○(撤廃決定)	4/1 ○(撤廃実施)
2 ユーロ円CD(6カ月以内。国内持込禁止)の規制緩和			12/10(規制緩和)	
3 ユーロ円貸付の自由化				
(1) 短期		6/10(自由化)		
(2) 中長期				4/10(非居住者向け貸付の自由化)
D 直接投資				
指定会社制度の廃止		5/18○(法案成立)	7/10(施行)	

出所：『大蔵省国際金融局年報 1985年版』55ページ。

金融から遮断する体制に風穴をあけるものであった。

短期の資本交流では、非居住者の現先運用（79年から83年に残高は4.4倍）、NCD（譲渡可能定期預金証書）への投資（80年から83年に2.7倍）、居住者による短期インパクト・ローンの導入（79年から82年に61倍）と外貨預金（79年から83年に10倍）と、取引参加者に制限のない自由な金融市場を通じた資本流出入が激増している（表1参照）。さらに、84年4月からの円転規制の撤廃（銀行による外貨の円への転換とユーロ円取り入れの自由化）によって、金利裁定取引を通じた資本移動が活発化している。このような資本移動の自由化が、内外の金利の同一化、言い換えれば、日本国内の金利自由化を促すことになり、NCDの発行条件の弾力化と大口預金金利の自由化（85年10月）をもたらした。金融国際化と金融自由化の基本的関係である。

次に、長期資本の移動を検討しよう。日本の国際収支構造は、1965年以降基本的には経常収

支の黒字で長期資本収支の赤字を賄う先進国型の構造に到達している。81年以降、貿易収支の大幅黒字を背景とした経常収支の黒字基調の下で、長期資本の流出額が97億ドルから497億ドル（1984年）へと急拡大を見せた。その内訳では直接投資に比べて証券投資と円建借款の伸び率が大きくなっている⁽⁶⁾。1984年の流出超過額の内訳では、証券投資総額は流出超過額の47.5%となり、このうち対米証券投資は106億ドル（前年比2.7倍）、対EC証券投資にいたっては76億ドルと前年の38倍にもなった。これは、アメリカの高金利によって資本がアメリカ証券市場に引きつけられていることとユーロ円取引の自由化に伴うユーロ市場での資金運用が活発化したことの反映であろう⁽⁷⁾。

つぎに、証券投資の拡大を対外資産負債残高ベースで見れば、78年末に証券投資残高（190億ドル）が直接投資残高（172億ドル）を上回り、84年末には前年比1.6倍の876億ドルになった。84年のわが国純資産は743億ドルと前年の2倍に急拡大しイギリスを抜いて世界一の債権

表1 金 融 取 引 の 国 際 化

		1979	1980	1981	1982	1983
居住者の資金調達						
・短期インパクト ローン残高	(億円)	721	6,171	28,602	43,990	65,317
・中長期インパクト ローン残高	(")	12,010	19,917	14,028	19,922	21,619
・外債発行高	(100万ドル)	4,201	3,664	4,750	6,303	11,235
居住者の資金運用						
・外貨預金残高	(億円)	3,028	9,075	10,059	16,746	32,516
・対外証券投資残高	(100万ドル)	19,603	21,439	31,538	40,070	56,115
非居住者の資金調達						
・円建外債発行高	(億円)	3,292	2,975	7,630	8,770	7,940
非居住者の資金運用						
・現先残高	(億円)	739	1,139	8,117	5,505	3,249
・NCD残高	(")	—	593	635	1,836	1,630
・円預金残高	(")	7,440	15,860	18,840	21,800	19,200
・債券投資残高	(")	27,877	40,176	50,975	61,425	70,925
・持株数	(100万株)	5,073	8,714	10,717	12,177	15,578

出所：久水宏之、及能正男、吉野昌甫『裸にされた金融ニッポン』経済法令研究会、1985年、7ページ（一部修正）

国になったが⁽⁸⁾、この純資産の増大に証券投資が大きく貢献していることがわかるであろう。これに対して、アメリカの対外長期資産残高では、証券投資が899億ドルで、逆に直接投資が2,334億ドルと圧倒的に大きく、日本の資本輸出の構造と著しい対照を見せている。

対外証券投資の主体は、従来の銀行・生保という二大投資機関から損保・信託を加えた主体の多様化が進行している。さらに、金融機関以外の事業法人による参加も増加している。ことに、トヨタ自動車や松下電気は1兆円をこす余裕資金を外債投資に振り向けている。このような「ジャパン・ダラー」のアメリカへの流入が、ドル高を支える一つの要因であったことは言うまでもない。わが国居住者による対外証券投資は、現実資本の蓄積とは遊離した貨幣資本の過剰蓄積の下で、より有利な投資収益をもとめる銀行、証券、企業によって推進されているのである。

これに対して、わが国への長期資本の流入は株式や円建債券への投資が最も多く84年末の残高で19兆2,000億円となっている。年金基金や投資銀行などの欧米の機関投資家が株式を中心に積極的に投資しているのがうかがえる⁽⁹⁾。

わが国のドル債を中心とした外債投資の急増と円転規制の撤廃によって、こうした国際的資

本移動に伴う外国為替取引もまた増加している(80年5,790億ドル→84年1兆3,600億ドル、図2参照)。84年4月の実需原則の撤廃による先物・スワップ取引の自由化、84年8月からの外為仲介業者によるインターナショナル・ブローキング(海外市場と東京市場との間で外国為替の仲介をする)の開始、さらに85年2月からの為替銀行間の直接取引の開始が、取引量拡大に拍車をかけたことは疑いない。為替銀行だけでなく顧客の注文も含めた一日の取引額は、約170億ドルであり、ロンドンの350億ドル、ニューヨークの270億ドルに次ぐ規模に成長した⁽¹⁰⁾。取引量の拡大につれて、ドル以外の取引も増え、マルクを中心に約2割を占めるにいたっている。金融取引の国際化は外国為替市場の国際化をも引き起こしているのである。

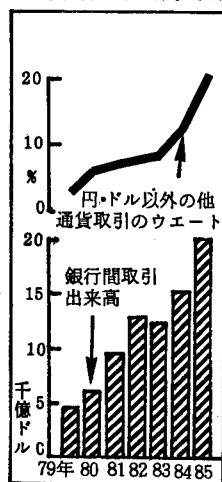
(2) 円の国際化

金融国際化の一つの方途が、自国通貨の国際通貨化による国際金融の遂行であろう。これは戦前のイギリスと戦後のアメリカのやり方である。

円の国際化は、国際通貨制度が変動相場制に移行して以後の現象であり、これまでのところ輸出における円建取引の拡大、資本取引における円の利用の増大、公私の非居住者の円資産保有の増大として進展していると言ってよからう⁽¹¹⁾。

変動相場制は国家が公的介入によってリスクを負担するのを止めた体制であるが故に、民間の側での為替リスク回避の対策が必要とされる。貿易取引の通貨を自国通貨建にすることは、相手国にリスクを押しつけることによって、自分のリスクを回避する方法である。したがって、それが進むかどうかは、取引される商品の競争力の強さと取引地域によって規定されよう。今日、円建輸出の比率は39.5%であり、53%がドル建である。輸出品の種類では、自動車、船舶、テレビ、VTRなど日本の代表的製品の円建比率は平均よりかなり高い。また、地域別では、先進国向け(36.1%)よりも途上国

図2 東京外為市場の取引高(銀行間取引)



出所：『日本経済新聞』1985.8.14

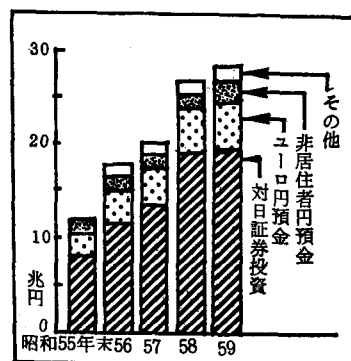
向け（42.8%）のほうが高い⁽¹²⁾。ただし、欧州向けの円建比率は56.7%と極めて高い。この要因として、①輸出に占める機械機器のシェアが高いこと、②現地に所在する本邦企業の貿易事業所との取引が比較的多く、円を利用しやすいこと、③現地にユーロ円市場が存在し、円のファイナンスが他の地域に比べて容易であること、などがあげられる⁽¹³⁾。他方、輸入に力める円建比率はわずか2～3%にすぎない。日本の輸入取引において円建取引の少ない理由は、輸入品の多くがドル建である一次産品であること、取引がドル圏たる環太平洋地域に偏っていること⁽¹⁴⁾、さらに国内の短期金融市場が未整備で、非居住者にとっては、対日輸出で獲得した円を運用する有利な投資対象がないこと等である。

85年6月から開始された円建BA（銀行引受手形）市場は、貿易金融を円建でおこなうための条件整備であり、居住者だけでなく非居住者の資金調達と運用の場である。一国通貨の国際通貨化に際して、銀行引受信用の果たす役割が重視される⁽¹⁵⁾。少なくとも、ポンドとドルの国際通貨化に際しては、銀行引受信用は一定の役割を果たしたと言えるが、最近の貿易決済における引受手形の比重低下・取立為替であるD/P・D/Aの増加の中で⁽¹⁶⁾、円建BA市場がどの程度取引通貨としての円の国際化に貢献するかは未知であろう。現実の市場動向を見れば、金利面での有利さがなく、印紙税の負担が重いことなどを理由に、市場残高は当初の700億円から85年11月には300億円弱にまで下落している⁽¹⁷⁾。

資本取引における円の利用は、1970年に円建外債の発行にはじまり、71年に円建シンジケート・ローンの開始、77年にユーロ円債の登場と進展してきた。これら円建中長期貸付は、外貨建貸付と違って為替リスクを被ることなく、かつ資金調達も容易であることから、過剰資本体制の下で国際業務の一層の拡大を望む都市銀行によって積極的にとりくまれた⁽¹⁸⁾。

円がはじめて公的準備に入れられたのは、

図3 非居住者の円資産保有額の推移



出所：『日本経済新聞』1985.8.9

1976年3月にナイジェリア政府が外貨準備の中のポンドを円に交換したときであった。それ以後、徐々に拡大し、83年には世界の外貨準備の4.2%を占め、ドル（69.1%）、マルク（11.9%）について第三の地位にある⁽¹⁹⁾。

ポンド・ドルの国際通貨化と比べて円の特徴は、民間の投資対象通貨としての利用である。非居住者の円資産保有額は84年末でユーロ円預金を含めて28兆円に膨張し、過去4年で2.4倍となった（図3参照）。金融資産別では、株式や円建債券への投資が多く19兆2,000億円と全体の7割を占め、ユーロ円預金も5兆4,000億円に増えた。短期資産の割合が少ないのは、現先やNCDは非居住者に解禁されて日も浅いこと、非居住者円預金は金利規制が存在すること等の要因であろう。しかし、外国公的機関保有の円預金は80年以後、自由金利になったことも手伝って増加している。さらに、決済用の当座預金口座を日本銀行に保有する通貨当局は53カ国に増え、特にアジア太平洋諸国の口座開設が目立っているといわれている⁽²⁰⁾。アジア・太平洋諸国の公的円残高の増加は、環太平洋地域における取引通貨円の地位上昇を物語っており、注目すべき出来事である。

(3) ユーロ円取引の自由化

ユーロ円取引の自由化が、日米交渉の焦点であった。ユーロ円市場の自由化を通じて円の国際化が進むとするアメリカ側の主張に対して、

日本側はユーロ市場が一国の通貨の国際化において主要な役割を果たすという定説はないと正しく反論していたが、結局押し切られた。アメリカが狙ったのは、ユーロ円取引の自由化によって日本の「金融開国」を間接的に押し進めることであった⁽²¹⁾。

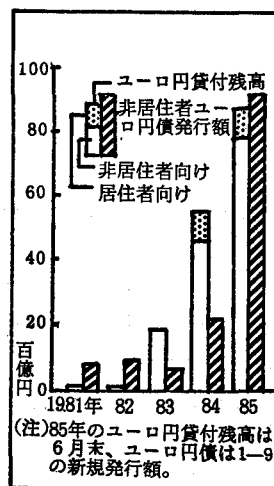
ユーロ円とは、日本国外にある円建債権のことで、具体的にはロンドン所在の邦銀あるいは外銀に預け入れられた円預金である。83年末で約320億ドルになっており、ユーロカレンシーに占める割合は1.9%である。ユーロ円の源泉として考えられるのは、①円建輸出の代金、②海外の政府や企業による円借入、③海外政府による円建債発行の手取金の日本以外での運用、④投資資金の回収、海外での預金、⑤海外の外為市場での円買い、などである。だが、現在のところ、ユーロ円預金の形成は外為取引と密接に関わっていると思われる。すなわち、ユーロ円の銀行間取引は83年末で債権の88%、債務の77%を占めており、ユーロドルの約60%と比べてはるかに大きく、銀行間預金のほとんどがユーロドルからのスワップ取引により転換されたものだからである⁽²²⁾。したがって、ドルやマルク、フラン保有者が、投資や支払目的のために円と交換し、円残高になっているだけで、円保有者が積極的に円をユーロ市場に放出してできたものではない⁽²³⁾。しかも、ユーロ円の出し手の6割が日本の金融機関であると言われている。ユーロドルと違って、ユーロ円はまだ小さな存在であるにすぎない。

にもかかわらず、ユーロ円市場の開放が日本の金融自由化の「起爆剤」になると言うのは、次のような理由からである。まず、ユーロ円債の規制緩和は、非居住者については円建外債の基準、居住者については国内無担保社債の基準を緩和し、ユーロ円債の適債基準とした結果、ユーロ円債の発行制限の緩和と国内起債基準の緩和の間に相関関係ができたことになる。さらに、居住者ユーロ円債自由化は国内起債市場の有担保原則をつきくずすことになる。次に、居住者向け短期ユーロ円貸付の自由化は、国内

の実効金利基準の貸付に影響を与え、市場金利連動型貸付という新しい金利体系を導入する契機となろう。また、中長期ユーロ円貸付の自由化は、銀行にとっての大きな収益源である国内の長期金利体系（利付金融債金利プラス0.9%）に影響を及ぼすので、今回は影響の少ない非居住者向け貸付の自由化に止められた。最後に、ユーロ円貸付のための資金調達手段であるユーロ円 CD の発行は、中長期まで認めると国内の長短分離政策に影響するので、短期（半年以内）ユーロ円 CD 発行だけが認められた。このように、ユーロ円取引の自由化は、国内の金利体系、有担保原則、長短分離政策という日本の金融構造そのものにインパクトを与えることになるのである。

さて、ユーロ円の実際の取引の状況はどのようなものであろうか。ユーロ円債は84年度2,270億円の発行で前年比3倍の伸びを示していたが、85年9月中旬までに9,200億円に急増を見せている（図4参照）。これは、85年6月から非居住者ユーロ円債に変動利付債、ゼロ・クーポン債、デュアル・カレンシー（二重通貨建）債などの新しい商品形態の発行が認められ、ユーロ円債市場の多角化が図られたことを主因としている。だが、非居住者がユーロ円債

図4 ユーロ円貸付とユーロ円債発行額の推移



出所：『日本経済新聞』1985.11.7

を発行するのは、他の通貨に比べて金利条件などで円を借りの方が有利だからであり、円を保有したいからではない。したがって、円資金調達と同時にドルなどとの為替スワップを組み、円建債務をドル建債務に転換してしまうのである。少なくとも、85年1月時点では、ユーロ円債の8割までがスワップ債であった⁽²⁴⁾。

ユーロ円調達の手段であるユーロ円 CD は、84年12月末の発行残高1,500億円に対して85年9月には500億円と3分の1に減少している。CD はそもそも購入者にとっては、銀行預金よりも流動性が高い投資対象であり、その分預金より金利は低いのが常態である。ところが、ユーロ円 CD は発行コストが高く、ユーロ円預金と比べて銀行にとっては、有利な資金調達手段になっていない。さらに、流通市場が未発達で引受手がないというのが実情である。

ユーロ円市場を自由化し、取引を拡大することが円の国際化につながるというのがアメリカ側の論理であったが、ユーロ円取引の実態が教えるものは、ユーロ円取引の拡大が必ずしも円の国際化につながるものではないということである。

2. 日米金融摩擦の背景

(1) 相互主義の台頭

1979年1月に公表されたアメリカ下院歳入委員会による「第一次ジョーンズ報告」は、わが国の外銀規制を批判し、外銀活動に対して適用する原則は「内国民待遇」とすべきであるとの考え方を打ち出していたが、日米金融摩擦の交渉過程において、「内国民待遇」を越えて「相互主義」の原則が交渉原理となった。「相互主義」とは、アメリカにおいて日本の金融機関が受けている待遇と同じだけの待遇を在日米銀に与えよとする要求である。

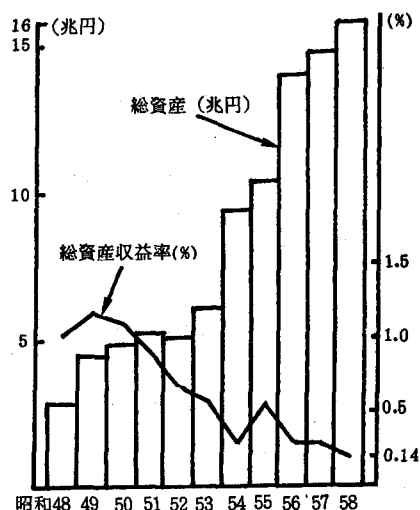
外国銀行の日本進出は、1970年9月の第三次資本自由化（銀行業が自由化業種に組み込まれた）を契機に拡大し、84年末には、76行108支店になり、その内米銀が23行33支店と最も多

い⁽²⁶⁾。

在日外銀は、高度成長時代に、豊富な外貨資金を積極的資金需要を持つ企業に貸付け、かつ外国為替・貿易金融面で大きな役割を果たした。在日外銀の中心的資金源は、本支店勘定を通じた外貨の取り入れであり、この外貨資金を外貨のまま外国為替、貿易金融、外貨貸付（インパクト・ローン）に運用したり、あるいはそれを東京外為市場で円転して円資金を調達し円建貸付に運用していたのである⁽²⁷⁾。高度成長期における在日外銀の主な役割は、日本の金融市場に外貨資金を供給することであったのである。

ところが、77年以降低成長経済のもとでの資金需要の減少と企業の余剰資金の発生、さらには円の金利がドルの金利を下廻り、インパクト・ローンの有利性が失われるに至って、外銀の競争力は弱まった。インパクト・ローンについては、新外為法によって、邦銀も原則自由で取り入れ可能になったことで、外銀は量的な面だけでなく、金利（スプレッド）面での競争を余儀なくされ、収益源であるスプレッドの低下を招いた。さらに、日本の国際収支黒字が定着し、慢性的資金余剰国になったことが、外貨供

図5 外国銀行の総資産利益率



出所：金融財政事情研究会編『金融自由化と円の国際化』金融財政事情研究会、1985年、151ページ。

給機関としての外銀の役割を著しく低下させた⁽²⁸⁾。その結果が、図5に見られる、総資産収益率の大幅な低下であった。

そこで、外銀は日本の豊富な資金を使って、円貸出業務を拡大することに重点を置かざるを得ない。円貸出には、円資金の調達が必要である。円転規制の撤廃は、外銀にとって最も簡単な円貸調達手段になることは言うまでもない。また、邦銀の買収も円調達の一手段である。アメリカの弁護士事務所、会計事務所の認可問題は、両者が企業買収において果たす役割を考えれば、単にサービス貿易自由化の一環に止まらない重要性を持っている。

次に、融資先の獲得が問題になる。金融緩和の状況の中で、日本の企業はコストの高い外銀からの資金調達を控えてきた。その結果、外銀の融資先はかつての商社、大手メーカー中心から、ここ数年はリース、信販そして社会的非難を浴びたサラ金へと変化してきている⁽²⁹⁾。オフショア市場創設要求は、外銀の貸付機会の増大を図ることを動機としている。

さらに、外銀は融資による利鞘収入だけでなく、手数料収入の拡大をも求めている。外為取引における実需原則の撤廃は、外銀の収益の多くを占める外為手数料収入の増大をもたらすことになる。同じく手数料収入源として、信託参入問題が生じる。ここでの論理も、邦銀10行11支店がニューヨーク州やカリフォルニア州で信託会社を設立あるいは兼営しているから、米銀にも日本において信託会社を設立あるいは兼営する権利を与えるべきだとする主張であった。結局、日本の信託8行を上回る9行の外銀の信託参入が認可された。

(2) 金融市場の証券化と米銀の動向

82年に勃発した債務累積危機以後、多国籍銀行とユーロ市場は一つの転機をむかえた。多国籍銀行の中核を占める大手米銀の国際部門資産及び対外貸付残高は82年以後急速に低下している。米銀の対外貸付残高は84年末で6,145億ドルで各国の総貸付額の28%を占めているが、84

表2 米銀の途上国貸付

	債 権 残 高 の 変 化				84年末の 債権残高
	1983		1984		
	\$10億	%	\$10億	%	\$10億
ラテン・アメリカ	0.2	0.2	2.1	2.5	86.2
アルゼンチン	-0.3	-3.0	-0.4	-4.8	8.4
ブラジル	-0.4	-1.6	3.2	14.9	24.8
メキシコ	1.1	4.7	0.4	1.4	25.8
ベネズエラ	-0.3	-2.9	-0.3	-3.1	10.6
アジア	1.0	3.0	-3.5	-10.5	29.9
韓 国	0.0	0.2	-1.5	-12.0	10.9
中東・アフリカ	0.8	5.2	-2.5	-15.6	14.7
全途上国計	2.0	1.5	-3.9	-2.9	129.8

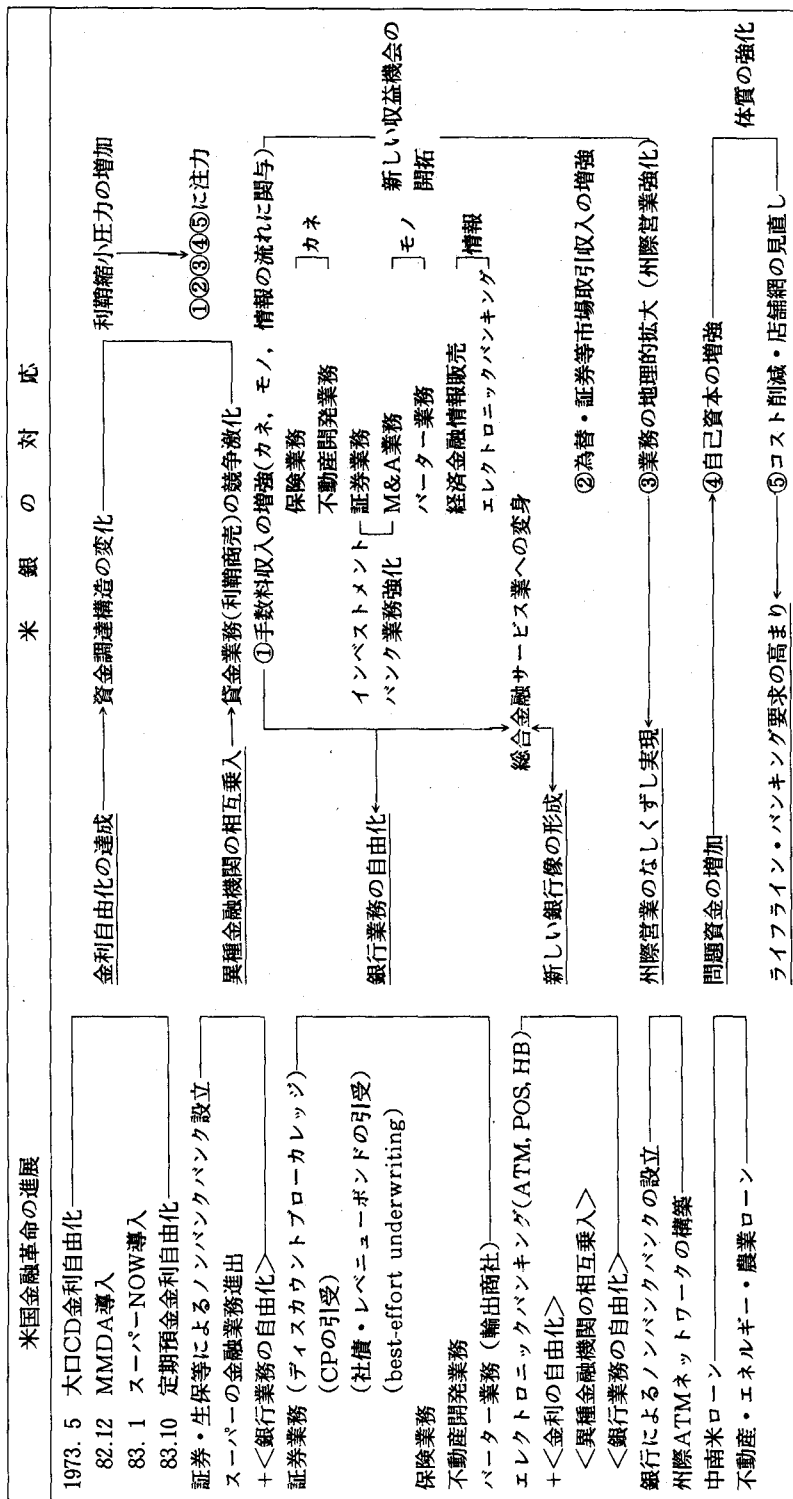
出所：Morgan Guaranty Trust, *World Financial Markets*, July 1985, p.6 より作成。

年中に165億ドルの減少を見せた。大手米銀の国際部門の成長が鈍化したのは、先進国の債券発行による資金調達の増加から来る銀行借入需要の低迷という市場環境の変化に加えて、途上国向け貸付の減少があったことは言うまでもない。表2によれば、米銀の途上国向け貸付は、83年はまだ20億ドルの増加が見られたが、84年に39億ドルの減少となり、非米系銀行の126億ドルの増加と著しい対照を見せた。地域別ではアジアと中東・アフリカで減少し、国別ではアルゼンチン（前年比4.8%の減）と韓国（同12%の減）の減少が目立つ。このような国際部門の資産の減少が、国際部門収益の悪化をもたらしており、大手米銀10行の収益は82年までは前年比約10%の伸びを示していたのが、83年には12.8%、84年には11.8%の減となった⁽³⁰⁾。

国際業務の低迷の中で、米銀は貸付に代わる新業務分野として、債券引受、金利・為替スワップ、企業合併・買収斡旋といった国際的な投資銀行業務部門強化に乗り出してきた⁽³¹⁾。図6に見られるように、これは、収益性の低下を手数料収入の増加によって補おうとする姿勢であり、ユーロ市場の証券化がこの傾向に拍車をかけているのである。

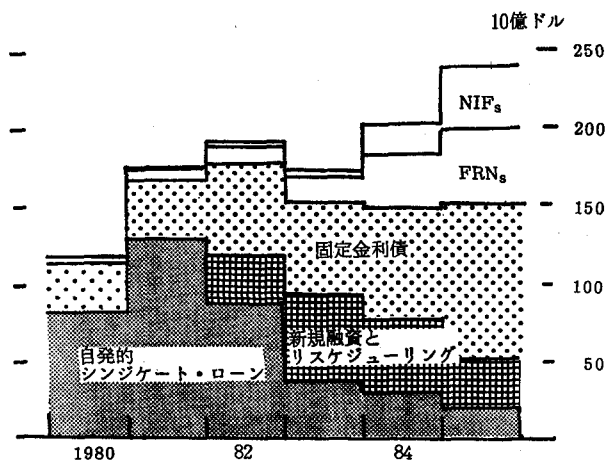
ユーロ市場の証券化とは、第一に、ユーロ債市場の規模が83年にシンジケートローン組成額

図6 米 国 金 融 制 度 の 環 境 の 変 化 と 主 要 米 銀 の 対 応



出所：『金融ビジネス』1986年2月号、70～71ページ。

図7 ユーロ市場の動向



出所：Bank of England Quarterly Bulletin, September 1985, p. 374.

を上回り、84年には過去最高の1,000億ドルを突破したこと、第二に、ユーロ債の中でも従来の固定金利債ではなく変動金利債や金利・通貨スワップ債が徐々に増加していること、第三に、シンジケートローン市場における貸付債権を再分売する第二次市場の形成や銀行貸付と証券の中間的な存在であるNIF (Note issuance facilities: 一種のスタンドバイ・クレジット)の拡大を指している(図7参照)。

ユーロ債市場の拡大は、主幹事の座の獲得をめぐる引受業界の競争を激しくする。ユーロ債の発行は、主幹事、共同幹事、一般参加者から成る引受シンジケート団によって行われるが、引受業の世界では主幹事とそれ以外の地位に格段の差がある。手数料収入の格差ばかりでなく、主幹事実績によってその後の引受活動が左右されるからである。表3は、ユーロ債引受状況を示している。モルガン・ギャランティー、メリル・リンチ、モルガン・スタンレー、サロモン・ブラザース、ゴールドマン・サックスというアメリカの大手投資銀行と商業銀行5者がベスト10の中に顔を出し、全引受額の25%を占めている。しかし、通貨別にみれば、非ドル債の引受主幹事は独、日、スイスの銀行・証券が

中心であり、米銀はベスト10に一行もはいっていない。これは当然のことであって、各国とも自国通貨建のユーロ債発行主幹事を外国に開放していないからである。米銀がユーロ円債の主幹事開放を要求したのは、非ドル債の分野での遅れを取り戻すために、ユーロ円債自由化による発行機会の増大をモルガン・ギャランティー、メリル・リンチを筆頭とするアメリカ金融資本が取り込もうとする戦略にほかならない。もちろん、ユーロ円債の規模はまだわずかであるが、日本の資本輸出国としての地位を見越しての戦略であることは容易に理解できよう。

(3) 外国証券の戦略

企業活動の国際化は銀行の国際化を促進するだけではなく、証券業の国際化をも推進する。企業の証券発行は世界各地の市場を対象とし、同時に投資家も世界中に分散しているので、証券会社はその地理的営業網を広げる必要に迫られたのである⁽³²⁾。本邦証券の対外進出は、83年末で現地法人52、駐在員事務所32となっており、地域ではニューヨーク、ロンドン、チューリヒ及び香港が中心である。これに対して、外国証券東京支店は14店であるが、駐在員事務所

表3 1984年のユーロ債主幹事実績

1. 全 通 貨

順 位	額 シェア		
	発行数	100万ドル	%
1 Credit Suisse First Boston	144	9,365.8	11.8
2 Morgan Guaranty	78	5,810.8	7.3
3 Deutsche Bank	94	5,778.8	7.3
4 Merrill Lynch	63	5,158.2	6.5
5 Morgan Stanley	87	3,615.0	4.6
6 Salomon Brothers	75	3,540.1	4.5
7 S. G. Warburg	57	2,683.9	3.4
8 Goldman, Sachs	41	2,064.2	2.6
9 Nomura Securities	54	1,984.0	2.5
10 Swiss Bank Corporation	54	1,924.0	2.4

2 非 ド ル 債

順 位	額 シェア		
	発行数	100万ドル	%
1 Deutsche Bank	46	3,075.1	17.8
2 S. G. Warburg	17	1,377.5	8.0
3 Dresdner Bank	20	1,076.0	6.2
4 Commerzbank	16	789.9	4.6
5 Kredietbank	13	614.3	3.6
6 Wood Gundy	14	562.4	3.3
7 Nomura Securities	7	535.0	3.1
8 WestLB	11	494.9	2.9
9 Swiss Bank Corporation	8	490.0	2.8
10 Daiwa Securities	8	478.4	2.8

Euromoney Annual Financing Report, 1985.

は85年に入って8月までに20社増え109社となり、支店昇格を狙っている⁽³³⁾。日本の海外投資需要に応えるために、アメリカの投資銀行やイギリスのマーチャント・バンクは東京市場に進出し、東京での取引を拡大しようとしているのである。

このような状況の中で、アメリカ最大の投資銀行メルル・リンチを筆頭にして東証会員権の外国証券への開放要求が出されたのであった。85年8月、東京証券取引所は、会員定数を10社増やし93社にすること、会員権取得価格は11億円とすることを決定した。ただ、11億円の会員権を購入して採算が合うには、最低月5,000万円以上の手数料収入が必要であると言われてい

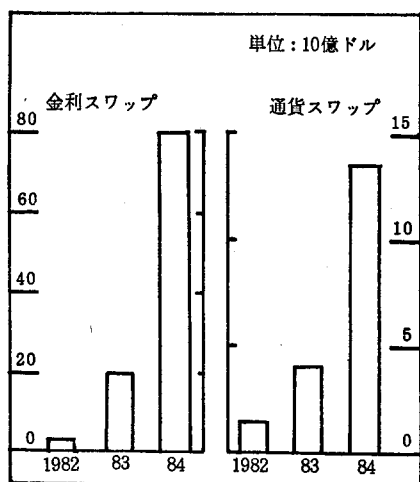
る⁽³⁴⁾。これだけの支出をしてまでも会員権を獲得しようとするのは、24時間ディーリング時代における東京資本市場の重要性とそこでの外国証券同士の競争の激化を考慮した結果であろう。新規会員に決まった外国証券は、米国系がメルル・リンチ、ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー、英国系ではジャーディン・フレミング、ヴッカーズ・ダ・コスタ、S. G. ウォーバークの6社であるが、現状で採算の合う水準にしているのは、ジャーディン・フレミングとヴッカーズ・ダ・コスタの2社だけである。今後、手数料収入の増加のための顧客獲得をめぐって、外国証券会社同士あるいは日本の証券との競争の激化が予測できよう。

内外証券投資が活発になる中で、兼営銀行制度を採っている欧州系の在日外銀の証券業務兼営があらたな摩擦になった。大蔵省は、85年10月に、外国銀行系の証券会社でも出資比率が50%を超えない場合は、日本での証券支店開設を認可する方針を決めた。これによって、西独のドイッチェ・バンクやドレスナー・バンク、米銀系列の英国証券会社ホーア・ガベットなどが支店開設を認められることになった。海外では銀行が証券会社を傘下に組み入れる動きが相次いでおり、銀行・証券分離行政を外国銀行にまで適用することが困難になったためである⁽³⁵⁾。日米金融摩擦が、日本の規制金利体系と信託分離を直撃したのに対して、日英、日独間では証券取引法65条に焦点が絞られているのである。

(4) 金融市場の統合化

金融市場の証券化の進展は、国内金融市場と国際金融市場の一体化・統合化をもたらす。ユーロ債市場での新たな革新的手法である通貨および金利スワップは取引量を過去三年間で急速に拡大し(図8)、今日ユーロ債の80%がスワップ付である。スワップは、基本的には、二つの企業の間での異なる通貨建債務の交換である。スワップの重要性は、各国の市場の持つ地域性や硬直性から資金調達者を解放し、いかな

図8 スワップ取引



出所: *The Economist*, 16 March 1985, p. 39.
(原資料: Solomon Brother's の推定)

る借手にも、いかなる投資家にも世界中の資本市場に接近する道を開いた点である。すなわち、通貨および金利スワップの出現によって、国内で資金調達した借手は、外国の相手と債務を交換することで、どこの国の金融市場にも乗り入れ可能となるのである。このことは、金融取引と市場の統合化の進展を意味している。

さらに、非居住者の債券投資に関わる利子源泉課税の廃止は、一国金融市場への非居住者の参入を容易にすることによって、その国金融市場の国際化を推進する⁽³⁶⁾。84年7月のアメリカによる源泉課税の廃止以後、ドイツ、フランスも同様の処置をとり、そして日本もまたユーロ円債について廃止した。

金融市場の自由化を迫られているのは、日本だけでなく、フランスは85年4月にユーロフラン債市場を解禁し、西ドイツは変動利付債やゼロ・クーポン債のような起債商品の拡大、ユーロマルク債の自由化を約束した。

過剰貨幣資本は、その遊休化を回避するために、ユーロ市場の枠を越えて、さらなる活動の場として各国金融市場の自由化を要求しているのであり、そのことがまた諸国金融市場の統合化をもたらしているのである⁽³⁷⁾。

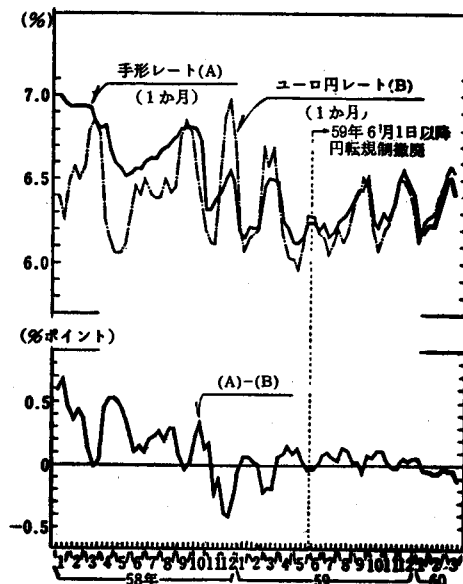
このように見てくると、日本の金融開国は基本的には、アメリカ流金融システムの入力であるが、他方では世界的規模での金融の証券化と統合化の一環であり、日本の金融独占の海外進出のために余儀なくされた側面を否定できない⁽³⁸⁾。

3. 金融国際化の諸問題

(1) 金融国際化と金融政策

金融取引の国際化は、金利裁定取引の活発化を通じて、内外金利の一体化をもたらした。特に、円転規制の撤廃によって、ユーロ円金利と国内短期金利の連動関係は一段と強まっている(図9)。内外金利の連動関係が強まれば、日銀の短期金利操作の有効性が問題となる。言い換えれば、円転規制の撤廃が日銀の金融市場調節の抜け穴になるのではないかという疑問である。これについての日銀の解答は、日銀信用の需給が円コール・手形市場金利を規定し、それが国内オープン市場金利とユーロ円金利に波及

図9 手形とユーロ円レートの推移



(注) 1. 旬中平均ベース。

2. ユーロ円レートはロイター発表ベース。

[資料] 日本銀行『調査月報』1985年4月号, 7ページ。

するのであるから、国内短期金利操作の有効性はそこなわれない、というものである⁽³⁹⁾。だが、ここではユーロダラーあるいはドル金利の影響について一切語られていない。

ユーロ円金利は、理論的には、ユーロダラー金利から直先スプレッドを差し引いた値である。円転規制の下では、ユーロダラー金利がユーロ円金利に直接影響しない構造になっていたもので、両者の金利格差は、為替市場での直先スプレッドの拡大ないし縮小によって調整されざるを得なかった。円転規制が撤廃された下では、仮りにユーロダラーに対する需要が高まってユーロダラー金利が上昇すれば、ユーロ円市場あるいはわが国金融市場から資金がユーロダラー市場に流れ込み、その結果為替市場ではスワップ取引が行われ従来どおり直先スプレッドが拡大するが、同時に金融市場では円投資のための資金需要が強まり、ユーロ円金利、国内市場金利に上昇圧力がかかることになる⁽⁴⁰⁾。国内短期金利がユーロ円金利を規定するのではなく、逆にユーロダラー金利、ドル金利がユーロ円金利あるいは国内金利を大きく左右する可能性は否定できない⁽⁴¹⁾。「金利は日本ではなくニューヨークで決まることになり、……日銀はFRBの‘捕虜’になる」⁽⁴²⁾として、日本の金融開国を批判するMIT教授レスター・サローの言葉を謙虚に聞くべきであろう。

(2) 円の国際化と国際通貨制度

円の国際化を推進する論拠の一つに、日本の輸入取引のほとんどがドル建であり、決済に必要なドルをアメリカあるいはユーロ市場に依存しなければならないことから生じる、為替銀行短期対外債務の超過問題があった。貿易金融の対米従属と規定される事態であるが、資本の側から、国際市場への過度の依存は資金のアヴェイラビリティの点で問題があること、経常収支黒字に加えて短期資本収支の黒字は円高圧力を生じさせやすいことから、このような状態を是正するために、円の国際化が主張されたのであった。たしかに、貿易金融における円利用の

拡大は、為替銀行の外貨建対外短期債務の超過（ドル依存）を是正することになる。しかし、逆に非居住者の円保有は日本にとっての円建の対外短期債務が増加することであり、新たな不安定要因となる⁽⁴³⁾。非居住者は保有する円を状況に応じて、ドルなどの他通貨に転換するからである。公的準備通貨としての保有にも同じことが言える。

まだ、複数基軸通貨体制にまでは到達していないにしても、今日の国際通貨の多様化の最大の欠陥は為替相場の安定性の欠如である。少なくとも、これまでの国際通貨制度史上、諸国通貨の力の均衡ではなく、覇権的通貨権力の存在が制度の安定を支えていたと言ってよい。ドル覇権の後退とそれに替わるべき通貨の不在の下では、主要国の経済政策の協調努力とIMFによる監視以外に、為替安定の方策はないであろう。準備通貨国になると、この面からも、日本の金融政策の範囲は狭められるのである。

(3) 東京オフショア市場の創設とアジア地域

大蔵省は、86年秋をめどに東京オフショア市場の創設を決めた。オフショア市場とは、非居住者から資金を集め、その資金を他の非居住者に貸すことができる「外-外」取引のための市場である。東京市場の国際化は国内の金融制度に与える影響が大きいため、全面的な自由化・国際化までの「つなぎ」として国内市場とは遮断した形で、ニューヨークIBF型のオフショア市場を創設し、非居住者との取引の自由化を図ろうとするものである⁽⁴⁴⁾。分離型オフショア市場の創設によって、金利規制や預金準備率あるいは源泉税という非居住者にとっての障壁を撤廃し、国際的な預金-貸付業務を営もうとしているのである。これは、邦銀にとっての利益ばかりでなく、外銀にとっても、対アジア戦略の拠点を東京に獲得することを意味する。

東京オフショア市場の創設で忘れてならないのは、アジア地域との関係である。アジア地域は、その成長性の故に、日本とアメリカの独占資本からの熱い期待をかけられている。アジア

表4 国際起債市場の推移(途上国, 起債地域別)
(単位 億ドル, (%))

年	56	57	58	59
ア ジ ア (シェア)	11 (21.9)	21 (41.5)	23 (88.8)	30 (84.2)
ラテン・アメリカ (シェア)	37 (74.9)	25 (49.6)	1 (2.8)	2 (6.0)
中 東 (シェア)	2 (3.3)	4 (9.0)	2 (8.4)	4 (9.8)
途上国全体	49	50	25	36

出所:『金融ジャーナル』1985年7月号, 7ページ。
(原資料, Morgan Guaranty Trust, *World Financial Markets*.)

表5 国際ローン市場の推移(途上国, 借入地域別)
(単位 億ドル, (%))

年	56	57	58	59
ア ジ ア (シェア)	103 (22.7)	84 (20.2)	88 (26.8)	102 (32.3)
ラテン・アメリカ (シェア)	302 (66.6)	267 (64.4)	154 (46.8)	164 (52.1)
中 東 (シェア)	48 (10.7)	64 (15.4)	87 (26.4)	49 (15.6)
途上国全体	453	415	329	316

出所:表4に同じ。

諸国の資金調達状況を見れば、以前の政府借款にたよる状態から民間資金依存型に推移してきている。特に、韓国、マレーシア、タイはユーロ債市場での資金調達を増やしている⁽⁴⁵⁾。ユーロ債市場での途上国のシェアはまだわずか3・4% (84年) にすぎないが、表4に示されるように、途上国のなかでアジアの占めるシェアは84%に上っているのである。また、シンジケートローンでも、着実な伸びを見せている(表5参照)。このような中での東京オフショア市場の創設は、ユーロ市場に替わって日本をアジア太平洋諸国への資金供給基地にすることを意味している。

アジア太平洋圏には、すでに香港とシンガポールおよびフィリピンにオフショア市場が存在し、シドニーあるいはメルボルンでも準備が進んでいるが⁽⁴⁶⁾、東京オフショア市場の創設によって影響を受けるのは、香港とシンガポールの両市場であろう。特にシンガポール市場は、人為的に造られた点で東京市場と類似しており、銀行間取引を中心とする資金が東京にシフトし、打撃を被る可能性が強い⁽⁴⁷⁾。日米金融摩擦の解決策が、アジア諸国との新たな摩擦を引き起こすことに注意しなければならない。

[注]

- (1) 『日本経済新聞』1984年5月15日。
- (2) リーガン財務長官(当時)は、アメリカ最大の投資銀行メリル・リンチ社の会長を務めた人物であり、84年2月から交渉を担当したマルフォード財務次官補もメリル・リンチのディレクターであった。マルフォード氏は、メリル・リンチ社入社以前はホワイト・ウェルド社のロンドン支店で、ユーロ債、ユーロ CD の発行に携わっていたユーロ市場のエキスパートであった。アメリカがマルフォード氏を日米金融交渉の担当者に起用したことは、アメリカの政策変化を象徴していると思われる(『金融財政事情』1984・6・11, 25ページ参照)。
- (3) 円・ドル合意以後もドル高基調は変わらず、アメリカ産業界および議会は不満を表明していたが、レーガン政権は議会の保護主義圧力を緩和するために、1985年9月22日以降、日、英、独、仏と協調して為替市場に介入し、ドル高是正に乗り出した。81年から続いていた市場不介入政策の転換である。ドル相場の是正を、協調介入に頼らなければならなかったことは、金融摩擦が円・ドル相場の不整合を対象にしたものではなかったことを物語っている。尚、日米金融摩擦を円・ドル為替相場への影響の視点から整理したものに、J. A. フランケル, C. F. バークステン著、高橋由人訳『円・ドル合意後の金融市場』東洋経済新聞社、1985年、があるが、ここでの結論も、「円ドル合意は目的の基本的原因に対しては意義のある影響を与えなかったように思われる」(125ページ)ということである。
- (4) サービス貿易の自由化は、新ラウンドの焦点になっている。日米両国が新ラウンドでのルール化作りに積極的になっているのに対し、インド・ブラジルなどの途上国は強く反発している。サービ

- ス貿易の範囲をどこで規定するかはまだ明確ではないが、アメリカが1983年にイスラエルと仮調印した「自由貿易地域協定」の中では、運輸、通信、銀行、保険その他の財務活動、旅行・観光サービス、各種職業活動（建設・エンジニアリング、会計、医療、教育、法律・経営コンサルタント、コンピュータ・サービス、映画、広告）などが列記されている（宮智宗七「レーガン政権下の日米通商関係」『経済セミナー増刊 アメリカ経済白書1985』日本評論社、1985年、36ページ）。
- (5) 本稿は、拙稿「金融の国際化と日米金融摩擦」、谷田庄三編『金融自由化と金融制度改革』大月書店所収、に加筆したものである。
- (6) とはいえ、直接投資額も伸びていることは事実である。81年以後、80～90億ドルペースで増加してきており、その特徴は、電気、輸送機、機械といった技術集約的な産業を中心に、先進国向けの製造業投資が増えている。これは、貿易摩擦を緩和するために、企業が現地生産を指向したことの現れである。ドル債投資を中心としたマネーゲーム型の資本輸出がドル高・円安をうみだし、新たな貿易不均衡をもたらしているとする批判を受けて、通産省の海外直接投資問題研究会は直接投資型の資本輸出拡大を提言している（『日本経済新聞』1985年9月9日）。
- (7) 『日本経済新聞』1985年6月18日。
- (8) 日本の債権国としての実体については、「哀しき債権大国、日本」『日経ビジネス』1986年1月20日号、が興味深い分析を行っている。
- (9) 『日本経済新聞』1985年8月9日。
- (10) 『日本経済新聞』1985年8月14日。
- (11) 佐々木隆雄「円の国際化と金融」、『経済評論』1981年5月号、27ページ。
- (12) 数字は1984年の輸出確認統計による。外国為替情報社『外為年鑑 1985年版』15ページ。
- (13) 赤羽総一郎「短期貿易金融の新しい動き」『東京銀行月報』1985年12月号、9ページ。
- (14) 佐々木、前掲論文、32ページ。
- (15) 木下悦二『国際経済の理論』、有斐閣、1979年、第5章参照。
- (16) 赤羽、前掲論文、11ページ。
- (17) 『日本経済新聞』1985年9月21日、11月21日。
- (18) 西村閑也「国際金融市場における日本の金融的地位」、中村孝俊・川口弘編『日本資本主義と金融・証券』（講座 今日の日米資本主義 第6巻）、大月書店、1982年、277ページ。
- (19) IMF, *Annual Report*, 1984, p. 61.
- (20) 以上、『日本経済新聞』1985年8月9日。
- (21) 日米円・ドル委員会が交渉にあたった大蔵省財務官大場智満氏は次のように述べる。「ユーロ円市場の発展を進めていけば、国内に影響する。アメリカが求めているメジャーステップをもたらすためには、国内市場から自由化を進めるのではなく、ユーロ円市場がその大きなステップ、大きな変化をつくりだす場を提供してくれるということだ」（『金融財政事情』1984. 6. 11, 22ページ）。
- (22) 棟近みどり「ユーロ円市場の拡大と国内金融市場」『昭和60年度春季金融学会会報』7ページ。
- (23) 久水宏之、久能正男、吉野昌甫「裸にされた金融ニッポン」経済法令研究会、1985年、45ページ。
- (24) *Business Week*, January 21, 1985, p. 45.
- (25) 『日本経済新聞』1985年11月7日。
- (26) 『大蔵省国際金融局年報』、1985年版。
- (27) 金子修平「在日外国銀行の現状とその評価」、『金融ジャーナル』1981年9月号、21ページ。
- (28) C. T. ラトクリフ「在日外銀活動への規制撤廃を」、日本経済新聞社編『金融の国際化』、日本経済新聞社、1980年、156ページ。
- (29) 「変わる在日外銀地図」『日本経済新聞』1985年10月17日。
- (30) 入江恭平「転機に立つ米商業銀行の国際化(II)」、日本証券経済研究所『証券経済』152号、1985年6月、3ページ。
- (31) 「新局面を迎える大手米銀の国際業務」、三菱銀行『調査』1984年7月号、10ページ。
- (32) Jonathan Hakim, "The world is their oyster—International investment banking A survey" *The Economist*, 16 March 1985, 邦訳『金融ビジネス』3号、1985年7月、参照。また、風間吉之「外国銀行、外国証券会社の本邦進出状況」、日本証券金融株式会社『証券金融』314号、1985年8月も参照。
- (33) 『日本経済新聞』1985年8月20日。
- (34) 同上。
- (35) 『日本経済新聞』1985年10月4日。
- (36) 徳永正二郎「金融の『証券化革命』と円の国際化」、『エコノミスト』1985年6月3日、109ページ。
- (37) 松村文武『現代アメリカ国際収支の研究』、東洋経済新報社、1985年、269ページ。
- (38) 大蔵省国際金融局長行天豊雄氏は、次のように述べる。「よくいわれるように、自由化はあたかもアメリカからの外圧であって、それに日本が負けて自由化措置をとっているのはけしからぬみたいな議論が時々ありますけれども、私どもにいわせていただければ、これは全くけしからぬ議論だと思います。さっきも申しましたが、少なくとも外

から見た目は、日本の企業とか金融機関は、他の国のマーケットの自由を享受し過ぎているのではないかというところにあるわけですから、そういう日本の立場を考えれば、将来の日本のマーケット、企業、金融機関の発展のためにも、金融・資本の自由化はもっと着実に進めていく必要があるだろうと思っておるわけです（傍線は引用者）。金融行政当局者の率直な本音の表明である（「最近の国際金融の動向と展望」，日本証券経済研究所『証券経済時報』第25巻第14号，1985年8月，28ページ）。

- (39) 「金融の自由化・国際化の下での金利変動の特徴について」，日本銀行『調査月報』1985年6月号，10ページ。

- (40) 「ユーロダラーとユーロ円の関係について」，三菱銀行『調査』1984年7月号，参照。
- (41) 細見卓編著『東京オフショア市場』金融財政事情研究会，1985年，217ページ。
- (42) 『日本経済新聞』1984年8月17日。
- (43) 西村，前掲論文，278ページ。
- (44) 渡辺喜一「分離型の市場創設を期待する」，『金融財政事情』1985年5月6日号，50ページ。
- (45) Morgan Guaranty Trust, *World Financial Markets*, July 1985, p. 7.
- (46) 栗林 訓「アジア太平洋圏金融ベルトを展望する」，『世界経済評論』1985年6月号，参照。
- (47) 東海銀行調査部長水谷研治氏の発言，『日本経済新聞』1985年9月9日。

（昭和61年2月3日受理）