

国際資本移動と国際金融市場(上)

神 沢 正 典

はじめに

I 国際収支ファイナンスと国際金融市場

1. 80年代の国際金融市場の構造
2. 国際収支ファイナンスの類型
 - (1) 70年代の国際収支ファイナンス
 - (2) 80年代の国際収支ファイナンス
3. 国際インターバンク市場と国際収支ファイナンス
 - (1) インターバンク取引と国際収支
 - (2) 「短期借り・長期貸し」について
 - (3) 90年代のインターバンク取引の変化
4. シンジケート・ローンと国際収支ファイナンス

II 国際資本移動とグローバリゼーション

1. 国際債とユーロノートの盛衰
 - (1) FRNからエクイティ債へ
 - (2) NIFからECPへ
 - (3) 80年代から90年代へ
2. 金融市場の国際化とグローバリゼーション
 - (1) 対米証券投資と国際分散投資
 - (2) スワップとグローバリゼーション
 - (3) グローバリゼーションと「多極化」

(以上本号)

III 国際金融市場と発展途上国

(以下次号)

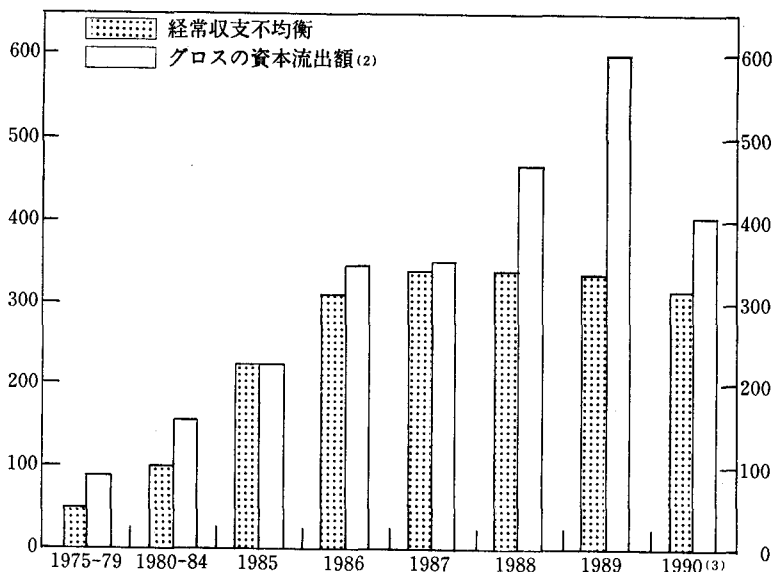
1. 対途上国資金フローと証券市場
2. 途上国証券市場の成長
 - (1) 全体の動向
 - (2) アジアの株式市場
3. 先進国機関投資家とカントリー・ファンド
 - (1) 先進国機関投資家と国際分散投資
 - (2) 途上国側の論理
 - (3) カントリー・ファンドとIFC
4. グローバリゼーションと途上国証券市場—むすびにかえて—

はじめに

80年代の国際金融の最大の問題は、急拡大したアメリカの赤字をいかにファイナンスするかであった。国際金融市場は、黒字主体から赤字主体に資本を還流させるのが基本機能であるので(ネットの資本移動)、アメリカ 経常赤字ファイナンスに国際金融市場がいかにかわったかが問われることになる。しかし、国際金融市場は80年代の国際金融を揺るがせたもう一つの問題である途上国債務危機を受けて、70年代のシンジケート・ローンの時代から証券化とイノベーションの時代になった。そこで、国際金融市場を通じた赤字ファイナンスも、ローンから証券形態に変容した。

80年代はネットの資本移動ばかりでなく、グロスの資本移動も拡大した。図1は、経常収支の不均衡額(赤字額と黒字額の合計)とグロスの資本流出額を比較したものであるが、86年以降グロスの資本移動が経常収支不均衡を上回り、88—89年にはその差が拡大した。グロスの資本移動は、ネットのそれと違って、赤字主体、黒字主体にかかわらず生じる。両主体とも、国際金融市場に貸し手としてと同時に借り手としても登場するからである。グロスの資本移動は、保有ポートフォリオの流動性を改善したり、リスクを分散するために生じるのである。したがって、グロスの資本移動額が国際収支不均衡を超えたからといって、国際金融市場が国際収支ファイナンスと無関係であることを意味しない。

10億ドル 図1 経常収支不均衡とグロスの資本移動⁽¹⁾



(注) (1) G10諸国に、オーストラリア、オーストリア、スペインを加えた国の合計

(2) 直接投資、証券投資、長期銀行融資の合計

(3) 推計

(出所) P. Turner, *Capital Flows in the 1980s*, BIS Economic Papers, No. 30, April 1991, p. 10.

ネットおよびグロスの資本移動の拡大は、諸国の規制緩和の結果であるが、それが同時に金融市場の国際化、同質化、グローバリゼーションをもたらしている。そこで、本稿では国際金融市場を舞台に展開されるグロスおよびネットの資本移動が国際金融市場と国際金融の構造をいかに変容させているのかを論ずることとする。構成は次のようになる。Iでは、80年代の国際金融市場と国際収支ファイナンスを論じる。その際に留意したことは、国際金融市場をインターバンク市場の資金フローに解消したり、国際資本市場だけに視野を限定することは避け、銀行市場と債券市場を合せた全体像を呈示した上で、国際インターバンク市場の国際収支ファイナンス機能を論じたことである。IIでは、国際金融市場の質的变化を論じる。アメリカの国際収支ファイナンスが、80年代の国際金融市場に及ぼしたインパクトからグローバリゼーションを捉え、それが金融市場の国際化の下

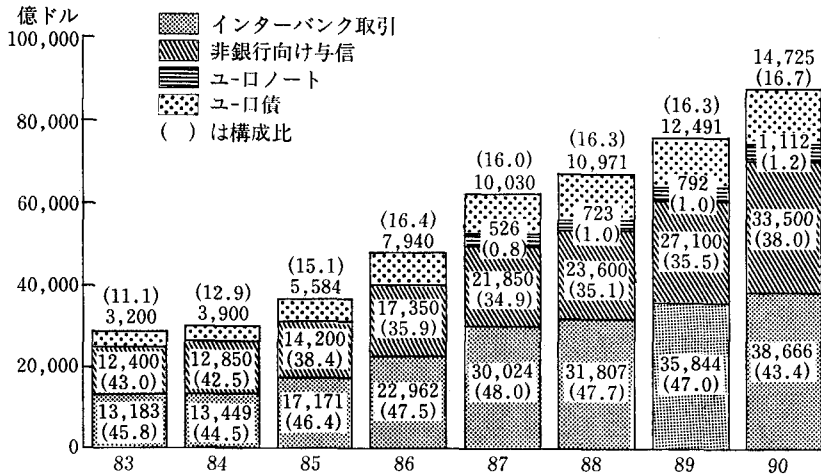
での相互浸透現象であることを強調した。IIIでは、途上国証券市場の発展という興味深い現実とグローバリゼーションとの関りを論じる。そのことは、国際的資金偏在下で発展途上国への資金還流が何によって担われるのかという問題でもある。

I 国際収支ファイナンスと国際金融市場

1. 80年代の国際金融市場の構造

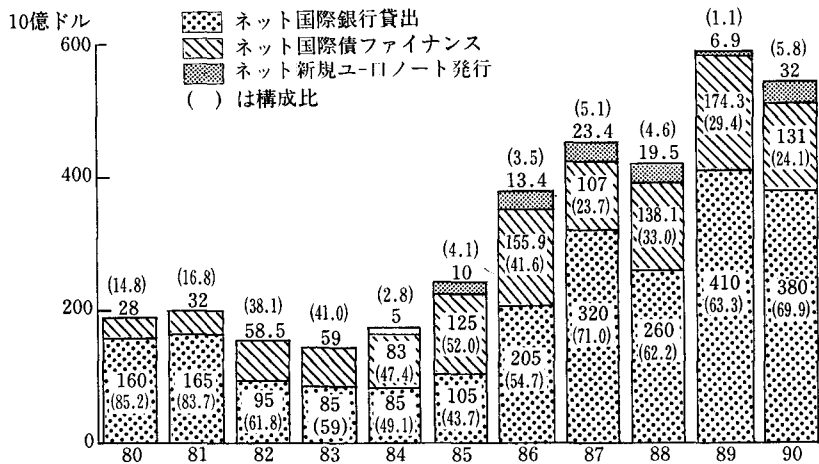
ここでは、表と図を中心に80年代の国際金融市場の構造と特徴を振り返ってみたい。まず、国際金融市場の全体の規模であるが、国際金融取引を①国境を越える金融取引、あるいは②外貨での金融取引と定義すると、残高ベースで図2を得ることができる。国際銀行市場(インターバンク取引と非銀行企業向け融資)と国際資本市場(ユーロノートと国際債)から成る国

図2 国際金融市場の構成(残高ベース)



(出所) BIS, Annual Report, various issues.

図3 国際市場におけるネット信用額推定

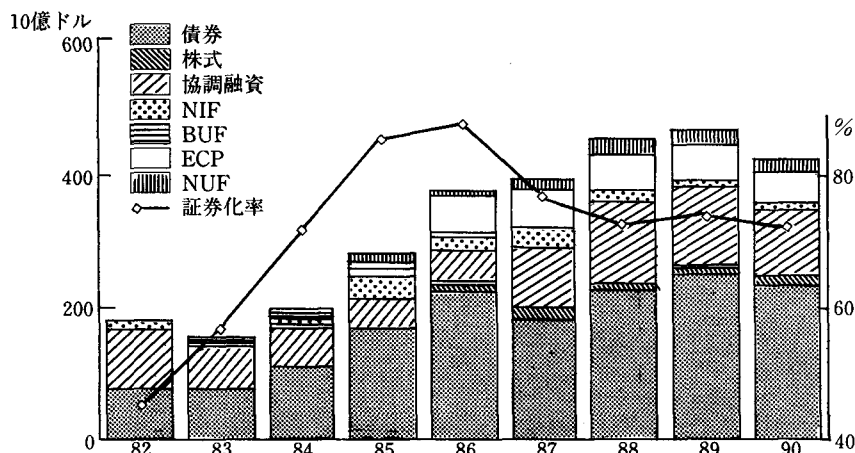


(出所) BIS, Annual Report, various issues.

際金融市場全体の規模は、83年から89年に2.6倍の増加となったが、国際資本市場だけでは4.2倍と全体の増加率を上回っている。構成比で見れば、銀行の非銀行企業向け融資が7.5%

低下したのに対して、資本市場の比率が6.2%増加しているのが目立つ。しかし80年代の国際金融市場は証券化がキーワードだと一般に指摘されるが、残高ベースで見ると圧倒的に銀行

図4 ユーロ市場での資金調達形態



(注) NIF : Note Issuance Facilities
 BUF : Other Buck-Up Facilities
 ECP : Euro-Commercial Paper Programmes
 NUF : Other Non-Underwritten Facilities

(出所) OECD, *Financial Market Trends*, No. 33, 36, 46, 49.

取引の優位が支配的であり、かつ銀行取引の中でもインターバンク取引が優位を占めていることがわかる。

では、フローベースではどうだろうか。それを示すのが図3であるが、量的には85年を境に金額で2,000億ドル前後だった規模が、それを超え89年には5,000億ドルを突破する。より興味深いのは、構成比で82年から国際債およびユーロノートの発行額が増加し始め、84, 85年とネット国際銀行貸出を上回るに至る。その後も、変動はあるが30~45%の比率を占めている。フローベースで見て初めて、証券化の事実を見出すことが出来る。

国際金融市場の証券化をより明瞭に現わすのは図4である。この図と前出の図の相違は、新規発行あるいは貸出の額で返済額を控除していないこと、およびインターバンクの貸出を除外し、非銀行企業向け貸出だけを抽出している点である。したがって、当該年における非銀行企

業向け貸出の形態別構成を知るのに有益である。これによると、証券化率は86年の87%を頂点にして、82年を除いて5割をゆうに超える。逆に、70年代の国際貸出の中心であったシンジケート・ローンが大きく低下するのである。

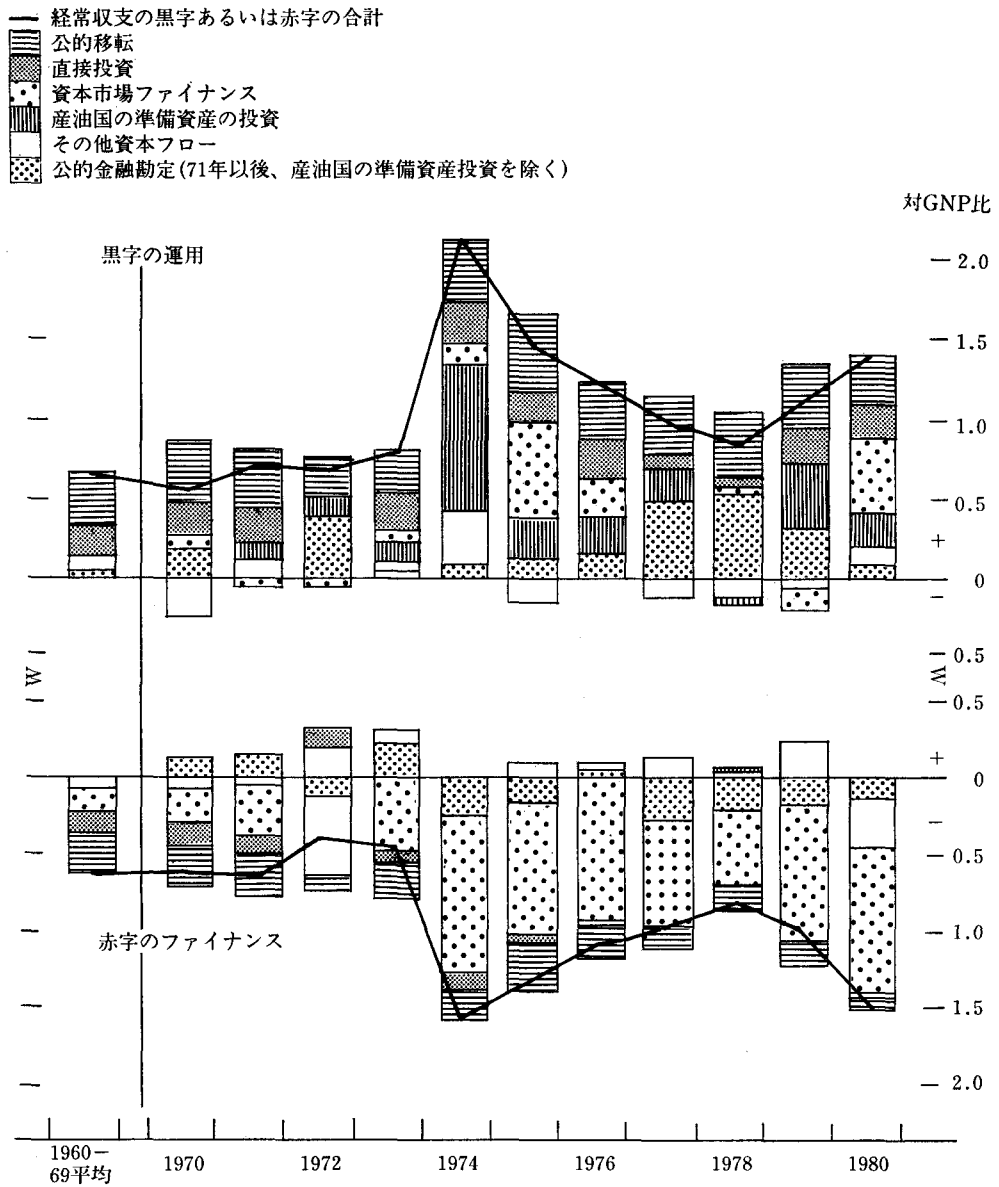
さて、このような80年代の国際金融市場の構造の中で、国際収支ファイナンスはどのような展開をみせたのであろうか。80年代の国際収支赤字のファイナンスが、それ以前の国際収支ファイナンスといかに異なっていたかを知るために、国際収支ファイナンスと国際金融市場の関係からはじめよう。

2. 国際収支ファイナンスの類型

(1) 70年代の国際収支ファイナンス

国際収支ファイナンスの問題が生じるのは、一国の国際収支が一時的に赤字に陥るときである。各国が自国通貨で対外取り引きを行っているなら、赤字は自国通貨で相殺できるが、現実

図5 1960～70年代の国際収支ファイナンスの構成



(出所) Bank of England Quarterly Bulletin, June 1981, p. 189.

には基軸通貨国の通貨が国際通貨として決済に用いられている。したがって、国際収支の赤字が表面化すれば、通貨当局は外貨準備を用いて赤字を埋め合わせなければならない。諸国の外

貨準備を構成するのは、金、交換可能通貨、IMFの準備ポジション等であり、基本的には、貿易を通じて獲得されるものである。外貨準備に余裕がなければ、景気抑制政策を採って輸入

の拡大を抑制するという経済調整を図るか、外部からファイナンスを受けるかという選択を迫られる。ファイナンスを受ける場合、流動性を提供する主体が必要である。主体になりうるのは、国際通貨発行国、IMFあるいは国際金融市場である。

図5は1960—80年までの国際収支ファイナンスの資金源泉を分類するために、イングランド銀行が作成したものである。個々の国のデータを統合するために、国際取引を①経常勘定—いわゆる経常収支—、②資本勘定—譲許的貸付、直接投資、資本市場ファイナンス、その他資本移動を含む—、および③公的金融勘定—準備の変化、IMFを含む公的資金から借入れた準備—に分類している。この分類の特徴は、資本市場ファイナンスという範疇を提起し、そこにポートフォリオ投資、銀行の国際取引および公私の非銀行部門の外国銀行からの借入れを含めていることである。

この図から明らかになることは、第一に、70年代以前には、国際収支の赤字と黒字は主として公的援助と直接投資によってファイナンスされていたことである。途上国への資金流入源のうち、公的資金と直接投資の総流入額に占める比率は、63年の89%を最高に67年まで80%台を占め、63年以降低下したとはいえ70%台で推移していた。

第二に、国際金融市場の役割が大きく変化したことである。70年以前は、これは非常に小さく、特に途上国にとってはそうであった。70年代に、資本市場ファイナンスの役割が高まったのは、言うまでもなく、オイルショックによって、国際流動性の需要と供給の両側に大きな変化が生じたからである。図に見られるように、経常収支不均衡のGNPに占める割合はオイルショック以後急激に拡大している。この急拡大した経常収支赤字を資本市場ファイナンスが埋め合わせたのである。言い換えれば、73年以來の赤字の最も大きい部分は、対外準備の取崩しによってではなく、対外債務の積増しによってファイナンスされてきた、すなわち「資産決

済」ではなく「負債決済」であった¹⁾。

ユーロ市場が国際流動性を提供したことから、「民間銀行システムは、信用供与をつうじて国際収支の不均衡をファイナンスし、国際流動性を創出する力を所有した公的機関に適切に与えられた機能を手に入れた。国際流動性を創出する機能は、公的機関から民間機関に移転した²⁾という議論が生まれた。OECDのマクラッケン・リポートは、この事態を「国際流動性創出過程の変質」と呼ぶ。「この変質のルーツは、国際金融市場の発展、特にユーロ市場の成長であり、それによって政府が新たな通貨準備を獲得するために準備センターの赤字に依存するよりも民間国際金融仲介に依存することを容易にした³⁾」。

BISの研究では、「準備は一国のグロスの国際流動性の重要ではあるが一つの要素にすぎない。広い意味において、グロスの国際流動性は、海外からの借入れによって準備の強化を図る政府あるいは中央銀行の能力、および民間セクター自身の流動対外資産と借入れ能力を含む⁴⁾と定義するのであるが、国際流動性は当初から国際準備に限定されていた訳ではない。IMF年報(1963年)では、「国際流動性は、金、外貨およびIMFのゴールド・トランシュ・ポジションの形態から成る準備残高のほか、それが確実なものであるにせよあるいはそれほど確実ではないものにせよ、必要な場合にある国がそれによって準備を補充することができる広範なファシリティをも含むものである」と規定し、「広範なファシリティ」の中にスタンド・バイ取決め、商業銀行の外貨調達の可能性あるいは外国政府による短期融資を含めている⁵⁾。また、国際流動性論争をさかのぼれば、「一国の流動性ポジションは、調整手段に訴えることなく、国際収支の赤字をファイナンスする能力」と国際流動性を機能的に理解する見解も存在した⁶⁾。

にもかかわらず、70年代に国際流動性の「変質」が言われるのは、ユーロ銀行信用による国際収支ファイナンスの結果、アメリカの国際収

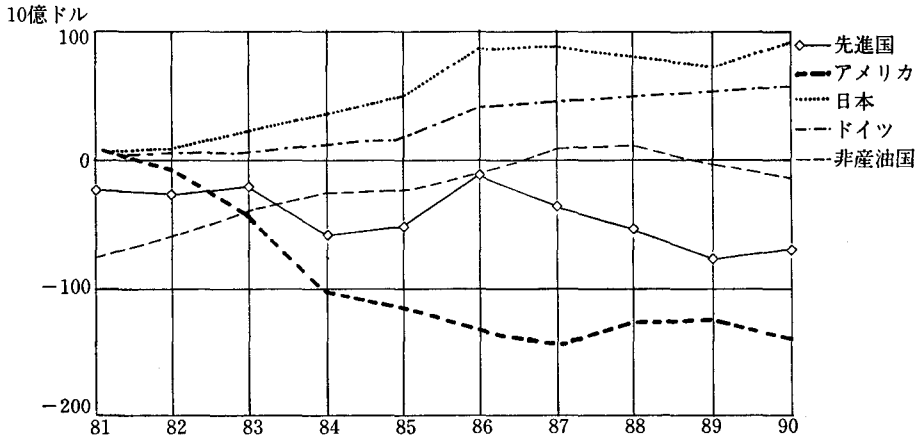
支の赤字，すなわち基軸通貨国の債務に依存しない国際流動性の供給が可能になったことであり、『流動性ジレンマ』論を無効にする状況が出現した』⁷⁾からであった。

(2) 80年代の国際収支ファイナンス

80年代の国際収支の展開は，70年代のそれと大きく様変わりした。まず，80年代の経常収支の

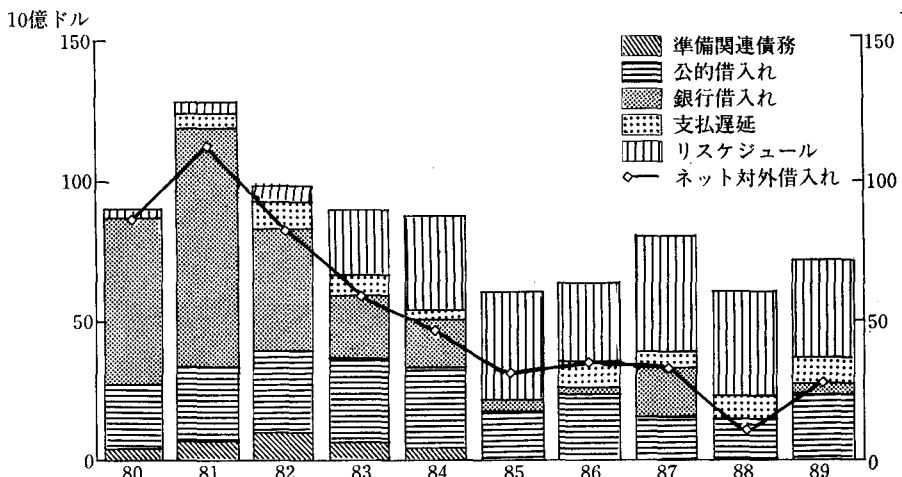
推移であるが，図6によれば，一見して70年代との相違は明白である。すなわち，先進国と途上国の経常収支のトレンドが逆転したのである。70年代の途上国の経常赤字に対して，80年代は先進国の赤字の方が大きくなり，中でもアメリカの赤字が世界一になった。70年代の中心であった非産油途上国の赤字は81年以降低下し，87年から89年にかけては黒字に転化した。

図6 経常収支の推移



(出所) IMF, *World Economic Outlook*, various issues.

図7 非産油途上国の対外ファイナンス，1980-89



(出所) IMF, *Occasional Paper*, No. 77, pp. 12-13.

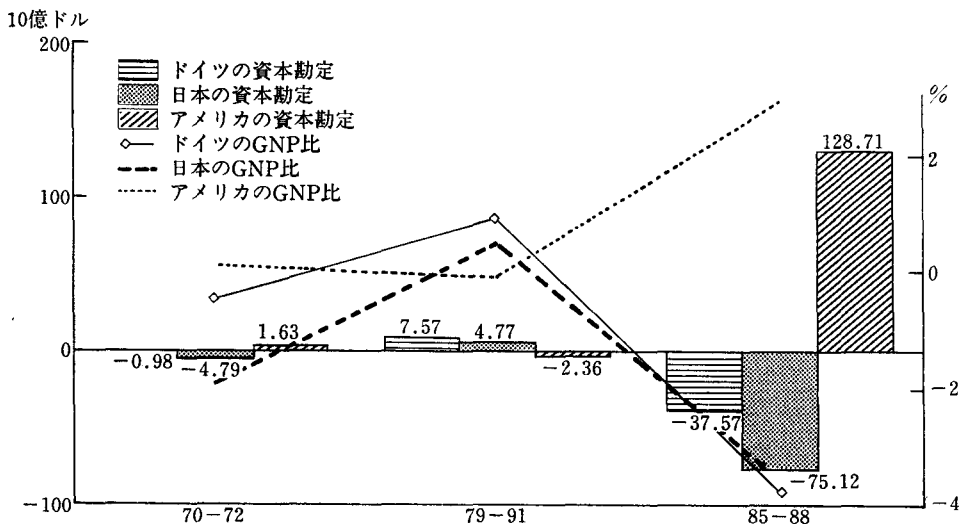
非産油途上国の赤字が縮小したことは、これらの国の国際収支問題が解決したことを意味するのでは決してない。問題を70年代のようにファイナンスで解決できなくなり、かわってIMFの強要する経済安定計画という名の調整によって縮小均衡させられているのである。80年代の経常収支のファイナンスを見ると(図7)、81年をピークに対外借入は低下し、非債務性フロー(公的移転、直接投資等)の比率が上昇している。次に対外借入の内訳を見ると、銀行借入が激減し、公的借入の比率の上昇がわかるが、特に注目されるのは、支払遅延とリスケジュールという「負のファイナンス」とも言うべきものが急増していることである。債務累積の深刻さを物語っている。

先進国の赤字が拡大したとはいえ、国別に見れば、日本・ドイツの黒字、アメリカの赤字という展開であった。そこで、経常収支不均衡を調整する役割を果たすネットの資本収支の規模を主要3国について見てみよう(図8)。3国とも80年代後半に、資本流出、流入の規模を拡大する。ドイツは、70-72年に平均約10億ドルの流出だったものが、85-88年には平均376億

ドルの流出と38倍となり、それともなって対GNP比も0.5%から3.8%に拡大した。日本は同期間に48億ドル(GNP比1.9%)の流出から751億ドル(3.6%)の流出と15.6倍となった。これに対してアメリカは、16億ドル(GNP比0.13%)の流入から1,287億ドル(同2.9%)の流入へと約80倍という驚異的な流入超過となった。この額は、日本とドイツの流出額を上回るものである。

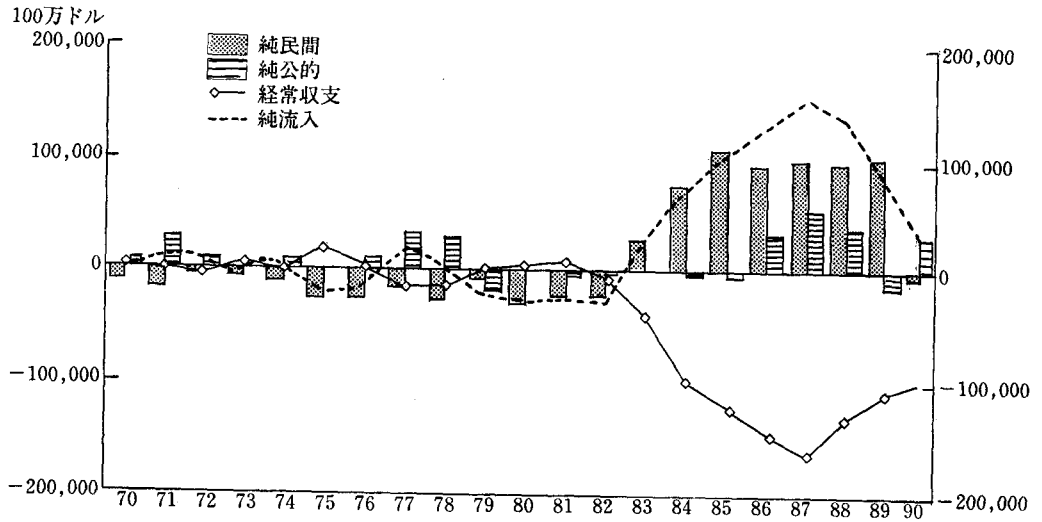
では、80年代の最大の問題になった基軸通貨国アメリカの経常収支赤字はいかにファイナンスされたのか。まず、図9によって80年代のアメリカ経常収支の赤字とそのファイナンスが70年代と比べていかに異常であったかを規模と構成から確かめておこう。純資本流入の規模では、70年から83年までは純民間資本収支はアメリカからの流出を記録していたので、72、73年と78、79年以外は純流出であったが、経常収支の悪化が始まる83年からは純民間収支が流入に転じたため、流入額は急増し始め、87年には1,550億ドルのピークに達した。公的資金は86年から88年の3年間だけ純流入であった。次に、流入の形態であるが、これも83年を境に様

図8 日、米、独の資本勘定



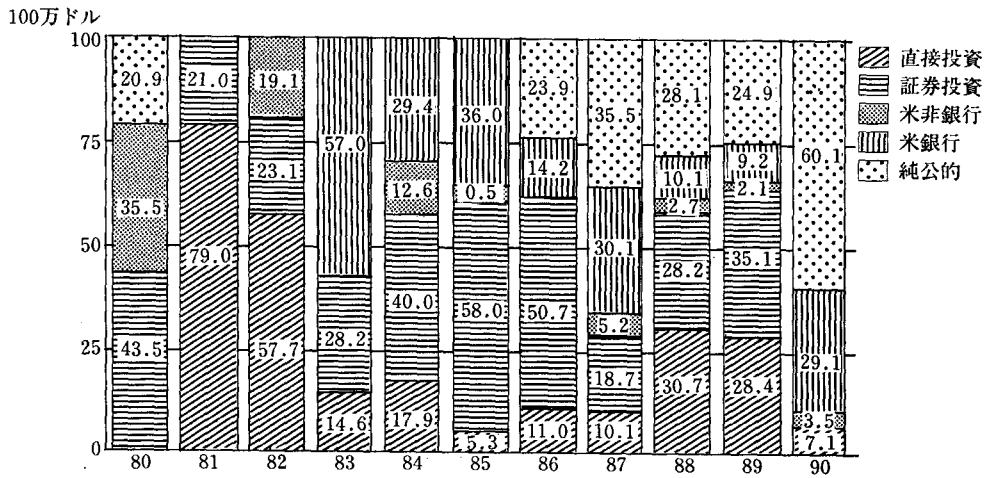
(出所) IMF, Occasional Paper, No. 77, p. 5 より作成。

図9 アメリカへの純資本流入



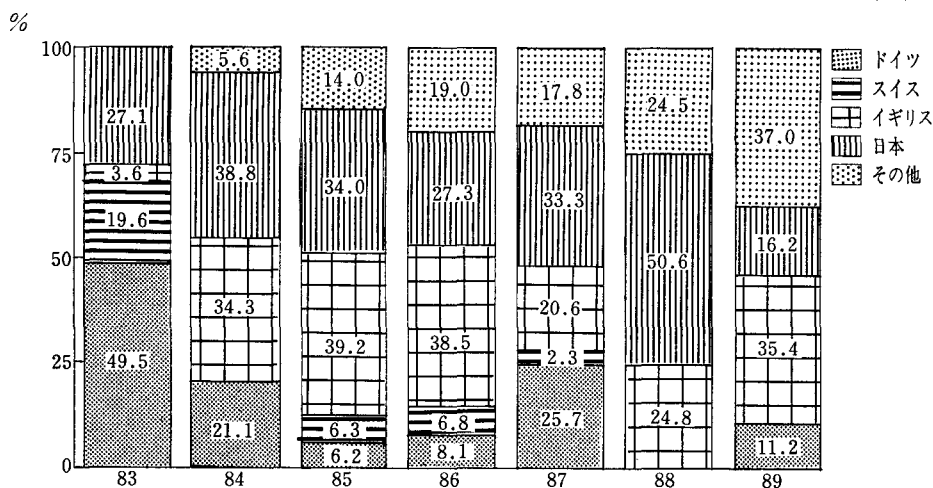
(出所) U. S. Department of Commerce, Survey of Current Business, June 1991.

図10 アメリカへの純資本流入の構成



(出所) 図9に同じ。

図11 対米長期証券投資(ネット)の国別構成



(出所) U. S. Department of Treasury, *Treasury Bulletin*, various issues.

変りする(図10)。第一に、銀行資金の巨額の純流入が83年に生じ、これが純民間収支の流入超に貢献した。第二に、直接投資に代わって証券投資が84年以降急拡大し、資本流入の中軸を担うようになったことである。87年のブラック・マンデーの影響で87、88年と比率は低下するが、89年には再び拡大する。第三に、民間証券投資の低下を穴埋めしたのは公的資金であり、その中身はアメリカ国債への投資、つまり公的証券投資であった。

証券投資の国別内訳を見ると(図11)、イギリスと日本の比率が極めて高いことがわかる。イギリスが国際収支赤字にもかかわらず対米証券投資を拡大していることは、イギリスの自己勘定での投資というよりも非居住者のイギリスを迂回した対米投資を反映していると思なすことができる。その額を特定することはできないが、例えば、「主要黒字国、日本とドイツさらにこれらの国よりは劣るが台湾と韓国によって提供された資金の大半は、アメリカに直接流入するよりも第三国(特にヨーロッパ)の仲介を経ており、日本の総資本流出の1/4だけが直接アメリカに流入したにすぎない」⁹⁾との指摘があ

る。だとすれば、対米証券投資に占める日本の割合はかなり過小評価されていることになる⁹⁾。経常収支赤字国イギリスの対米証券投資が大きな割合を占めているのに対して、経常収支黒字国ドイツのそれは極めて小さい。

このように、80年代の国際収支ファイナンスの特徴は、ユーロクレジットの途上国への融資という70年代型とはファイナンス形態も借入主体もまったく異なって、先進国による対米証券投資によるアメリカ経常収支の赤字ファイナンスであった¹⁰⁾。では、80年代の国際収支ファイナンスは国際金融市場とまったく関係なかったのであるか。対米証券投資の背後にある銀行間の資金貸借からこの問題を検討しよう。

3. 国際インターバンク市場と国際収支ファイナンス

(1) インターバンク取引と国際収支

まず、国際銀行市場のフローの変化と構造を整理しておこう(表1)。金額ベースでは、クロスボーダー債権債務もインターバンク債権債務も85年と86年の間に劇的な変化を見ることが出来る。いずれの数値も2倍以上あるいはそれ

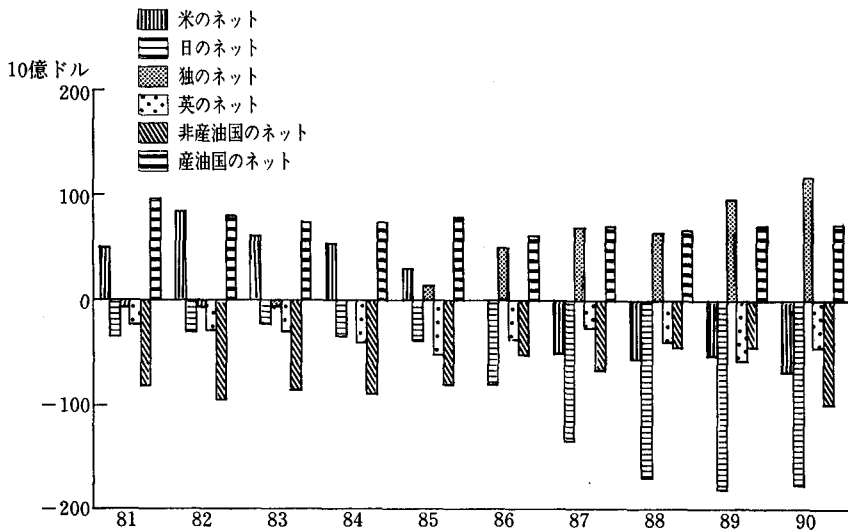
表1 国際銀行市場の規模

(10億ドル)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
A. クロスボーダー債権	186	159	183	276	538	803	559	820
B. クロスボーダー債務	188	187	186	302	584	762	541	801
C. インターバンク債権	105	115	155	217	451	666	484	637
D. インターバンク債務	125	110	152	213	466	627	445	643
E. 先進国のインターバンク債務	73	83	120	183	376	471	397	436
F. 先進国のインターバンク債権	113	70	110	168	364	440	327	458
G. 先進国のクロスボーダー債権	123	100	132	208	413	548	471	564
H. 先進国のクロスボーダー債務	150	98	118	194	424	494	370	573
I. C/A%	56.5%	72.3%	84.7%	78.6%	83.8%	82.9%	86.6%	77.7%
J. D/B%	66.5%	58.8%	81.7%	70.5%	79.8%	82.3%	82.3%	80.3%
K. E/C%	69.5%	72.2%	77.4%	84.3%	83.4%	70.7%	82.0%	68.4%
L. F/D%	90.4%	63.6%	72.4%	78.9%	78.1%	70.2%	73.5%	71.2%
M. G/A%	66.1%	62.9%	72.1%	75.4%	76.8%	68.2%	84.3%	68.8%
N. H/B%	79.8%	52.4%	63.4%	64.2%	72.6%	64.8%	68.4%	71.5%

(出所) IMF, *International Capital Markets*, January 1988, May 1991 より作成。

図12 インターバンク取引のネット残高



(出所) IMF, *International Financial Statistics*, various issues.

に近い増加を示し、80年代後半に国際銀行活動が活発化するのわかる。市場の構造では、インターバンクの債権債務がクロスボーダー取引の7~8割をしめ、インターバンク取引の7~8割を先進国が占めるといふ、先進国のインターバンク取引中心の構造であった。

そこで、インターバンク取引の主要国・地域別のネットの債権債務残高を取り上げ、国際的銀行資金の動きを概観する。図12は当該国がインターバンク市場に対してどれだけの債権あるいは債務を持っているかを示している。アメリカと日本の債権債務額の動向を取り上げよう。

表2 主要国所在銀行のネット対外ポジション

(億ドル)

	1985	1986	1987	1988	1989	85-89計	1990	85-90計
債権								
在米銀行	30	503	294	507	450	1,784	-281	1,503
在日銀行	534	1,266	1,666	1,664	1,525	6,655	726	7,381
在独銀行	64	388	170	174	543	1,339	684	2,023
在英銀行	307	875	891	339	551	2,963	851	3,814
債務								
在米銀行	383	739	792	643	583	3,140	-40	3,100
在日銀行	414	1,476	1,910	1,900	1,408	7,108	470	7,578
在独銀行	64	110	129	86	252	641	469	1,110
在英銀行	457	971	955	617	804	3,804	1,024	4,828
ネットポジション								
在米銀行	-353	-236	-498	-136	-133	-1,356	-241	-1,597
在日銀行	120	-210	-244	-236	117	-453	256	-197
在独銀行	0	278	41	88	291	698	215	913
在英銀行	-150	-96	-64	-278	-253	-841	-173	-1,014

(出所) BIS, *International Banking and Financial Market Developments*, various issues の Table 2A より作成。

アメリカは82年以降徐々にネットの債権を減らし、87年からネットの資金取入れに転化した。それに対して、日本は一貫してネットの債務超過であり、しかもその額は86年以降急激に拡大し、89年には最大の1,840億ドルと世界最大の資金取入れ国になっている。経常収支の赤字国と黒字国、あるいは85年を分岐点とするアメリカの債務国化、日本の最大債権国化とは逆の展開が、国際銀行活動に見られるのである。赤字国が国際銀行市場に資金を提供し、黒字国が資金を取入れるというのは、極めて矛盾した姿である。日本と同じく黒字国であるドイツは、86年以降資金の出し手に転化し、黒字国が余剰資金を国際金融市場に放出するという理解しやすい行動をとっている。産油国は80年代に経常収支は赤字基調であったが、一貫して資金の出し手として行動した。非産油途上国は、赤字国であるが、債務危機の下で国際銀行資金の流入が枯渇し、収支の不均衡をファイナンスによってではなく調整によって是正することを余儀なくされたため、徐々に債務残高が減少していた

表3 累積国際収支(85-89) (億ドル)

	アメリカ	日本	ドイツ	イギリス
経常収支	-6,689	3,584	2,092	-602
長期資本収支	3,697	-5,401	-647	-926
短期資本収支	1,378	1,943	-893	503

(出所) IMF, *Balance of Payments Statistics*, various issues.

が、90年に100億ドルまで拡大した。イギリスは、一貫した借入超になっている。

さて、次にインターバンクのネットフローの動きを国際収支との関係で見たい(表2, 表3参照)。アメリカはすでに述べたように、経常赤字を長期および短期の資本輸入によってまかなっていたので、当然インターバンクでも85~89年の累計で最大の資金の取り手であった。2番目に大きな資金の取り手はイギリスである。イギリスは、87年から経常収支は赤字に転化しており、それを埋め合わせるためにインターバンクから資金を取入れたと解釈できるが、注目すべきは長期資本収支が累計で最大の

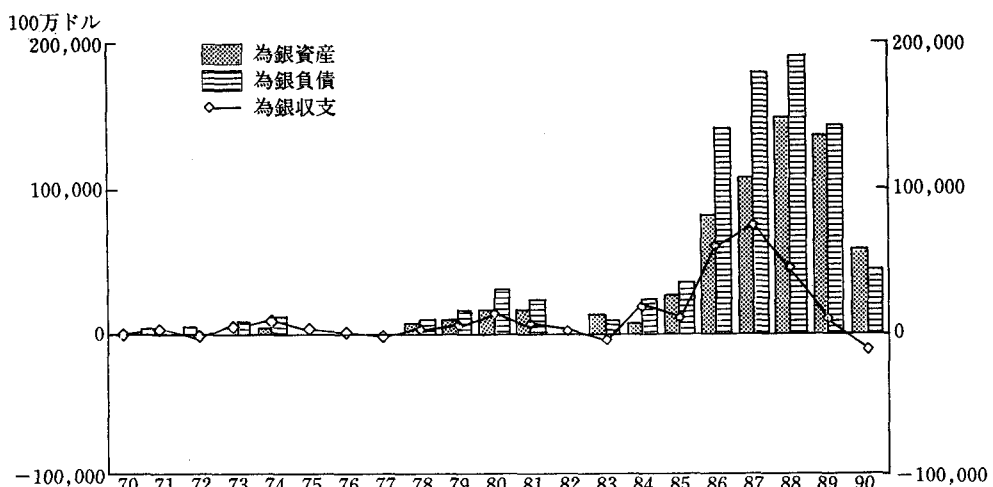
赤字項目になっていることである。経常収支が赤字であるにもかかわらず、長期資本輸出が可能であったのは、短期資金の取入れがあったからである。

日本はイギリスに次いで3番目の資金の取り手であるが、アメリカ、イギリスと違って日本の経常収支は多額の黒字であり、やはり日本は黒字国らしくない行動をとったのである。邦銀のインターバンクからの借入れ超過は、ミクロ的には、①日本には十分に発達した銀行引受市場がないため、貿易金融のためのインパクトローンとして銀行が借入れたこと、②期間、規模にかかわらず非居住者に対する外貨債務の準備率は0.25%と最低であるため円の借入よりも有利であったこと、③外貨のエクスポージャーは営業終了時点で100万ドルと決められているため、外貨建て貸付に対しては即座に外貨債務を持って持高をスクウェアに保つ必要があったことが指摘されている¹¹⁾。邦銀の対外短期借入は、何も80年代に特有の現象ではなく、戦後の一貫した傾向であった。その一端は、図13に示されている。しかし、80年代に大きな注目を集めたのは、銀行の国際活動の拡大にともなう資産・

負債両方での取引が増大したことで負債が大幅な超過を見せたことによる。対外短期借入と長期資本収支を比べたのが図14であるが、長期資本の流出と短期資本の流入がほぼ同じトレンドを描いていることを見て取ることができる。これが「短期借り・長期貸し」といわれてきた構造である。80年代の日本の国際収支の特徴は、巨額の経常黒字とそれを上回る資本収支の赤字であったが、インターバンクの借入は、マクロ的には、長期資本収支の赤字を埋め合わせるために使われたのである。すなわち、長期資本収支赤字の最大項目である対米証券投資がアメリカの経常赤字をファイナンスしたが、日本の短期資本取入れは経常黒字を上回る長期資本収支の赤字=基礎収支の赤字ファイナンスであった。

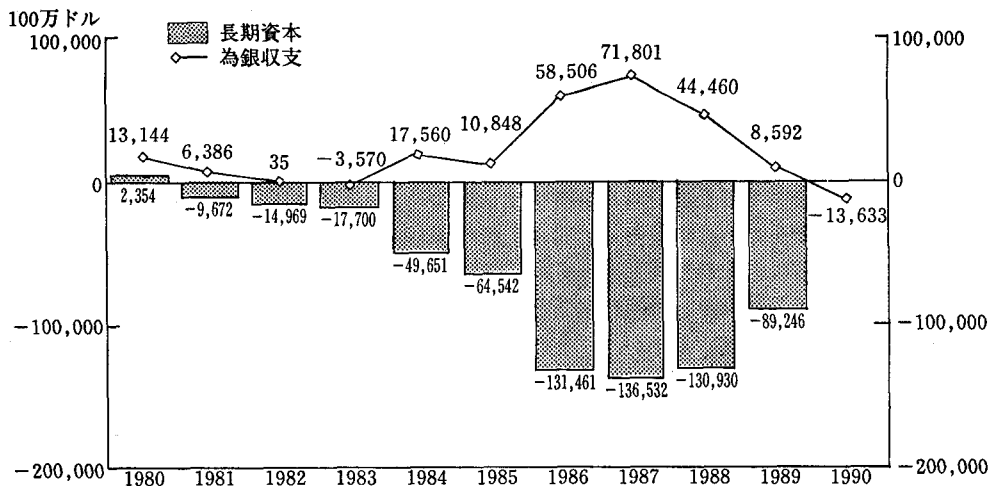
日本と同じく経常収支黒字国であるドイツは、短期、長期とも資本収支は赤字であるが、短期資本収支の赤字が長期のそれを上回り、経常黒字を短期資本で放出している姿を示している。したがって、インターバンク市場に対して5カ年累計で698億ドルの資金出し手として現れているのである。

図13 邦銀の対外短期資産負債(ネット)



(出所) 日本銀行『国際収支統計月報』

図14 邦銀の対外短期借入と長期資本収支



(出所) 図13に同じ。

以上から、80年代の国際収支ファイナンスは、インターバンク市場へドイツが放出した資金を赤字国であるアメリカとイギリスが取り出してファイナンスし、かつ黒字国である日本も長期資本収支赤字をインターバンクから借り出した資金でファイナンスするという構造であったことが分かる。国際金融市場を構成する国際インターバンク市場が国際収支ファイナンスに貢献していたのである。

(2) 「短期借り・長期貸し」について

日本、イギリスが共に「短期借り・長期貸し」という国際収支構造を持っていたことに関して2つのことを指摘しておきたい。第一は、「短期借り・長期貸し」は銀行の基本機能であることから、日本を世界の銀行とみなす議論についてである。例えば、Black は「日本の対外ポジションは、短期で借り長期で貸すという世界に対する銀行家としての1945年から80年までのアメリカの銀行、および19世紀から20世紀のイギリスの銀行と類似している」¹²⁾と述べている。一国が自国通貨建てで短期資金を引き付ける能力は、通貨価値の安定性と広範な流動的

融手段の利用可能性に依存している。逆に、外国人は投資のためあるいはその国通貨建ての輸入を決済するために特定国通貨建ての短期債権を保有する。一国の短期資金を吸収する能力は、爾余の世界に長期で融資する能力を高める。さらに、爾余の世界に自国通貨建てで長期貸付することは、その通貨の国際的使用を促進し、国際的使用が高まるにつれて外国人のその通貨建ての短期債権保有を促進する¹³⁾。これが世界の銀行と言われる機能であり、イギリスおよびアメリカの銀行が果たしてきたことであった。

明らかなように、世界の銀行の役割を果たす国は、自国通貨建てで預金債務を持ち、自国通貨建てで貸付債権を持つ。だからこそ、世界の銀行としての国の通貨が国際通貨として機能したのである。日本の場合、「短期借り・長期貸し」という形態は同一でも、問題はその貸借がどの通貨建てで行われているかである。ブラックの指摘する期間のイギリスとアメリカは、自国通貨が国際通貨として機能した時代であり、今日の日本と決定的に異なっている。日本の借入はドル建てであり、かつ貸付の7割もドル建てである構造からは、世界の銀行というイメージに

はほど遠い。債権大国であるということと自国通貨の国際的使用の拡大とは必ずしも同一の論理ではないことを、日本の現実を示している¹⁴⁾。

第二に、イギリスの「短期借り・長期貸し」構造の理解についてである。イギリス国際収支が、経常赤字のもとでの短期資本収支黒字・長期資本収支赤字の構造であり、在英銀行の対外ポジションがフローベースでアメリカに次ぐ借入超過であることはすでに確認した。つまり、イギリスは爾余の世界から短期資金を取入れているのである。これに対して、イギリスを「海外銀行への資金の出し手」¹⁵⁾とする議論がある。確かに、BIS統計のBIS報告銀行との取引ではイギリスは残高ベース、フローベースとも一貫して資金の出し手である。しかし、「BIS報告銀行」(オーストリア、ベルネックス3国、カナダ、デンマーク、フランス、イタリア、日本、アイルランド、スウェーデン、スイス、イギリス、アメリカ、ドイツに所在する銀行、およびバハマ、ケイマン、パナマ、香港、シンガポールにある米銀支店を含む)と「海外銀行」はイコールではない。BIS報告銀行以外の国・地域の銀行を含めるとすでに述べたようにイギリスは、残高・フローとも一貫して資金の取り手である。このような食い違いが生じるのは、イギリスがユーロ市場の中心として世界全体から預金吸収する位置にいることに起因している。イギリスはBIS報告銀行に供与する資金を上回る額の預金をBIS報告銀行以外の国・地域から集めているのである。したがって、イギリスの世界に対する資金循環構造は「短期借り・長期貸し」にほかならない。80年代のイギリスの経常赤字下での長期資本輸出特に対米証券投資に占めるイギリスの割合の大きさは、インターバンクからの借入なしに理解することはできない。日本を「又貸し国家」と規定する議論があるが¹⁶⁾、同様の事態はイギリスにも生じていることが見逃されてはならない。

(3) 90年代のインターバンク取引の変化

90年代に入って、インターバンク取引に大き

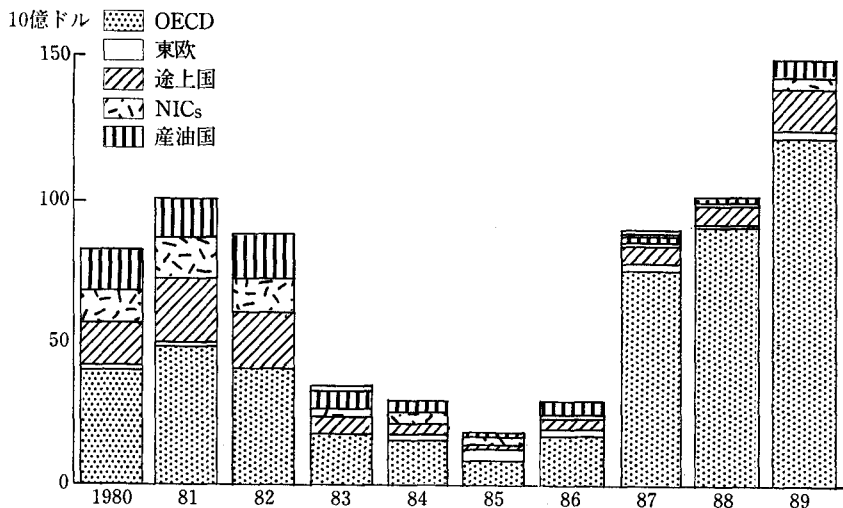
な変化が生じてきた。まず、資金の取り手であった日本は89年から資金の出し手に転化し、90年にその額を拡大させている。これは、経常収支黒字が減少し、したがって長期資本輸出の中心であった対外証券投資は、89年の1,132億ドルから90年に397億ドルへと急落したことを反映している。それにともなって為銀の対外資産負債は89年の86億ドルの負債超過から90年に136億ドルの資産超過へと220億ドル以上の大幅な変動を見せた。在日銀行のインターバンク市場での活動の鈍化は、BIS規制の影響でもある。BIS規制を達成するために、従来の資産拡大路線から資産圧縮に転換したことが、資産・負債両方の急減につながっている。日本の資金ポジションの変化は、アメリカへの民間証券投資の激減(89年の685億ドルから90年の29億ドルへ)、アメリカ銀行の対外債権の引上げ(89年の512億ドルの流出から90年の53億ドルの流入へ=68年以来の出来事)さらにアメリカへの銀行資金フローの減少(89年の634億ドルから90年の100億ドルへ)と対をなしている。特に、在米銀行が対外資産を取崩したのは1968年以来の出来事であり、それがインターバンク市場の規模の縮小に影響を与えている。ドイツは、まだ90年には資金の出し手に止まっているが、その額は89年に比べて75億ドル低下した。ドイツのインターバンク市場への資金の放出は、経常収支黒字を背後に擁していたが、その経常収支が91年第I四半期に赤字に転化した以上、資金放出構造にも変化が生じるのは確実である。もはや、ドイツにインターバンク市場に資金を供給する役割を期待することは不可能である。

80年代から90年代への転換点で、80年代後半を特徴づけた国際資金フローのパターンに劇的な変化が生じたことは明らかである。経常収支不均衡を国際金融市場を通じてファイナンスする構造は、転機を迎えている。

4. シンジケート・ローンと国際収支ファイナンス

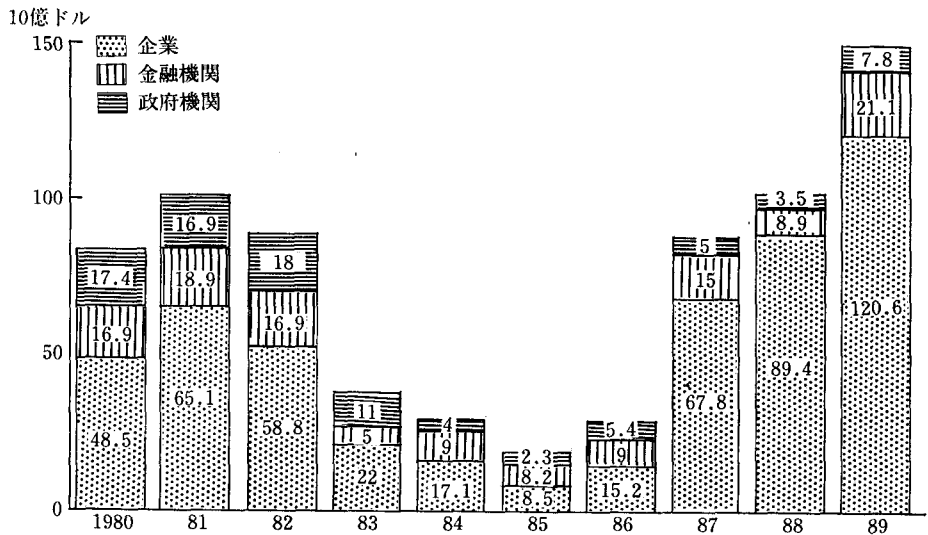
シンジケート・ローンは、国際銀行業の非銀

図15a シンジケート・ローン (地域別)



(出所) Bank of England Quarterly Bulletin, Feb. 1990.

図15b シンジケート・ローン (借手別)



(出所) 図15aに同じ。

行向け貸付けの一部を構成する。シンジケート・ローン市場は、債務累積危機以後激変した。メキシコ危機が勃発した82年を境にローン供与額が激減したが、これは対途上国融資という業務に行き詰まりを見た銀行が活動分野を新たに

国際債および関連商品の開発に移した結果であった。シンジケート・ローンはその後4年間の低迷を経て77年から再び増加し始め、ユーロ市場での比率を20%台にまで引き上げた。80年代後半の借り手は、70年代の途上国と異なって先

進国中心であった(図15a)。また、借り手の種類では、企業向けが87年以降急増し、70年代のシンジケート・ローンの中心的借り手であった政府の比率が低下した(図15b)。このように、80年代後半のシンジケート・ローン市場は、70年代の途上国の政府向け貸付市場から先進国の企業向け貸付市場に転化したのである。

87年からのシンジケート・ローンの急増に貢献したのは、第一に、先進国企業の側での借入れ手段を弾力的なものに再構築したいという願望であり、第二に、企業の買収・合併(M&A)ブームであり、第三に、ユーロ債市場にアクセスするに足る信用力を持たない企業あるいは有利な条件で金利スワップを利用できない借り手を顧客として取り込んだことによる¹⁷⁾。

第一の要因は、multi-option facility(MOF)を生み出した。MOFとは、単一の協定に調印され、銀行のシンジケート団を代表する代理によって管理された、多数の金融市場での資金調達メカニズムの総称で、典型的には引受保証付の回転信用に基づき、コマーシャルペーパーの発行、バンカーズ・アクセプタンスあるいは短期現金貸付のための tender panel のような引受保証なしで資金調達するその他の手段をも統合している。したがって、MOFは国際金融市場における根本的なイノベーションというより

も既存の銀行サービスのより便利で弾力的なパッケージである。しかし、注意を要するのは、これが「伝統的銀行貸付への回帰」¹⁸⁾を必ずしも意味しないことである。シンジケート・ローンに分類されているとは言え、引受保証による回転信用の供与という点では、MOFは後に述べるユーロノートの発行と同様の信用供与メカニズムを有しているからである。

第二の要因であるM&Aは、企業買収・合併のことでアメリカではすでに19世紀末の独占形成期から始まり、80年代のそれは第4次のブームと言われるが、80年代の特徴は規模が巨大化したこととそれに伴う買収方法としてLBOがブームになったことである。LBOとは、買収対象の資産またはそれが将来生み出すキャッシュフローを担保に買収資金の大半を借入れて買収を行う方式である。この方式だと、通常株式による資金調達が総必要資金の1~20%、買収対象の資産を担保とする銀行融資である上位負債40~85%の間に買収対象企業の将来のキャッシュフローを担保とする劣後弁済債務(メザニン・ファイナンス)10~40%が入り、この劣後債務の部分の部分をいかに大きくできるかが、買収資金調達可能額の大きさを左右する重要な決め手の一つとなった¹⁹⁾。メザニン債務をジャンク・ボンドで集めるか、つなぎ融資の形態をとるか、

表4 M&A関連シンジケート・ローン (100万ドル)

	1987		1988		1989	
オーストラリア	641	7.3%	2,311	9.4%	1,247	2.2%
カナダ	750	8.5%	150	0.6%	2,100	3.8%
フランス	—	—	2,447	9.9%	789	1.4%
日本	—	—	1,472	6.0%	—	—
イギリス	5,794	65.9%	14,141	57.5%	10,059	18.0%
アメリカ	900	10.2%	1,705	6.9%	33,703	60.4%
その他	710	8.1%	2,367	9.6%	7,946	14.2%
合計	8,795		24,593		55,844	
ポンド建て	457	5.2%	515	2.1%	8,335	14.9%
ドル建て	7,788	88.6%	22,898	93.1%	46,292	82.9%
その他	550	6.3%	1,180	4.8%	1,217	2.2%

出所: Bank of England Quarterly Review, Feb. 1990.

表5 直接投資の流入額 (10億ドル)

	75-79 平均	80-84 平均	1985	1986	1987	1988	1989
全 流 入 額	27.6	53.3	48.4	77.4	112.6	141.0	179.3
先 進 国	21.0	36.9	35.9	64.6	96.0	123.5	161.2
ア メ リ カ	6.1	18.3	19.0	34.1	46.9	58.5	72.2
	29.0%	49.6%	52.9%	52.8%	48.9%	47.4%	44.8%
イ ギ リ ス	4.2	5.3	4.6	7.1	14.1	16.5	32.2
	20.0%	14.4%	12.8%	11.0%	14.7%	13.4%	20.0%
途 上 国	6.6	16.4	12.5	12.8	16.6	17.5	18.1
ア ジ ア NIES	0.5	1.6	1.6	2.5	4.2	4.6	6.4
ASEAN	0.9	1.7	1.2	1.1	1.5	3.3	4.7
産 油 国	2.2	7.5	2.5	3.3	3.5	1.3	2.8
重 債 務 国	3.6	5.3	4.5	3.7	6.1	8.7	8.1

(出所) P. Turner, *op. cit.*, p. 40, 42 より作成。

あるいはLBOファンドを設定して調達するか、方法は別れるが、クロスボーダーの銀行資金が流入するのは、このメザニン債務および上位負債と認定される銀行融資の部分である。M&A関連シンジケート・ローンは87年の約88億ドルから89年には558億ドルに増加し、シンジケート・ローン全体に占める割合も同期間に10%から37%に上昇した(表4)。

シンジケート・ローンがクロスボーダーのM&Aに使われていることは、対外直接投資が国際金融市場を経由して行われていることを示している。80年代の直接投資の特徴は、先進国間の直接投資フローの拡大と途上国向けフローの比重の低下であった(表5)。表の数字からも判るように、80年代のM&Aはアメリカとイギリスを中心に進展したのであり、そのことが両国への直接投資流入を拡大させ、89年の先進国への直接投資流入1,612億ドルのうち両国の割合は約65%に見られるように、全体としての先進国間の直接投資拡大をもたらしたのであった。アメリカへの直接投資の拡大は、特に80年代後半に、アメリカ經常収支赤字ファイナンスの一翼をも担ったのである。

II 国際資本移動とグローバリゼーション

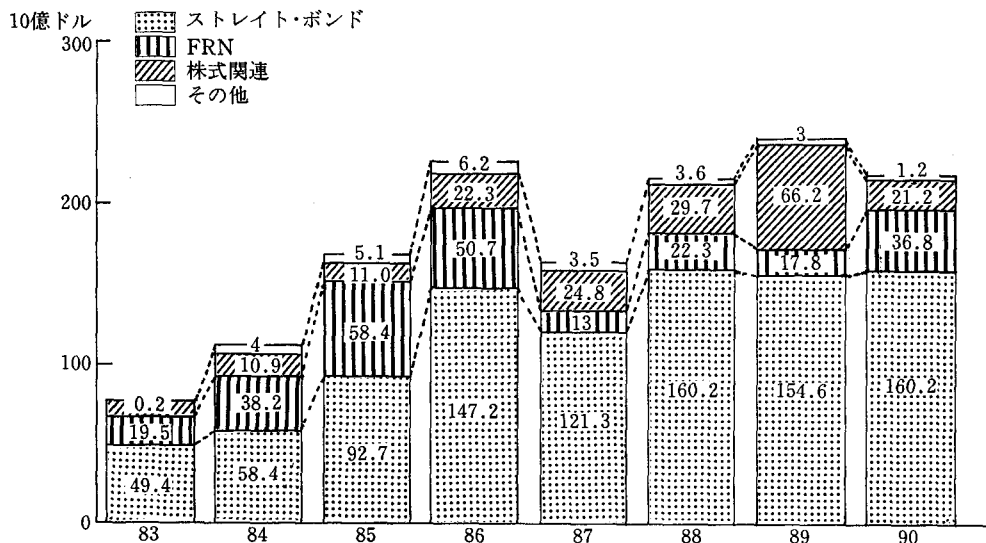
前章では、80年代の国際金融市場と国際収支ファイナンスの関係を国際銀行市場の動きから論じた。本章では、国際金融市場を構成するもう一つの市場である国際資本市場をとりあげ、その量的質的变化を分析する。ここでの着目点は、資本市場を通じたグロスの資本移動がいかに国際金融市場のグローバリゼーションを押し進めたのかである。

1. 国際債とユーロノートの盛衰

(1) FRNからエクイティ債へ

国際金融市場の証券化の内容を国際債と新金融商品に分けて10年の変化を見よう。まず、国際債の形態別発行高を示す図16によると、86年を境に大きな構造変化が見られる。すなわち、86年まで構成比で2〜3割を占めていたFRN(変動金利債)が激減し、株式関連債に取って代わられたことである。FRNは、1970年に発行されたイタリア政府保証付イタリア電力公社債として最初にユーロ債市場に登場したが、その目的は、短期金融市場金利に連動して変化する金利を投資家に支払うことによって、中長期資金をめぐる借り手と貸し手の間のギャップを

図16 国際債の形態別ネット発行額



(出所) OECD, *Financial Market Trends*, No. 35, 46, 49.

埋めることであった。すなわち、借り手が長期の貸付を望むのに反して、貸し手は金利の不安定感から固定金利で資金を長期に拘束するのが好まないときに、固定金利債の代わりにを努めることである。つまり、金利上昇局面では発行のメリットはあるが、低下局面では固定金利商品に取って代わられる運命にあった。

86年から87年にかけてFRN市場が縮小したのは、一つにはこの金利低下の影響を受けたことである。しかしそれ以上に大きな影響を及ぼしたのは、銀行が好んで発行した永久変動利付債市場の崩壊であった。銀行が永久債を発行したのは、それが償還期限がなく、預金債務に劣後する自己資本類似の債務と見なされ、自己資本比率維持上有利に働くために銀行の資金調達手段として好都合だったからである²⁰⁾。しかし、急激な起債に対して市場に不安が生じ、それによって永久債市場は崩壊し、それが一般変動利付債にも及んだのである。

FRNに代わって登場した株式関連債は、転換社債やワラント債(それを発行する会社の株式をあらかじめ決められた価格で、しかも定められた期間の間に買い取る権利のついた社債)

の形態をとるが、注目すべきは発行者である。表6のように、日本の占める割合は85年の52%から89年には94%まで上昇し、市場を席捲した。日本の発行する株式関連債の7割以上がワラント債、残りは転換社債であった。転換社債発行の建値通貨の過半がスイス・フランであるのに対して、ワラント債は日本企業によってドル建てで発行されているが、それは低コストで発行できるからであり、発行後即座に円にスワップできるからである²¹⁾。転換社債に比べてワラント債が好まれるのは、このスワップの容易性によっている。なぜなら、転換社債の場合には、投資家がそれを株式に転換することを選択すると、債券が消滅し、対外資産の為替リスク・ヘッジに使えないだけでなく、通貨スワップの組成も難しくなるからである²²⁾。その点、ワラント債だと通貨スワップと組み合わせることで国内プライムレートより低いコストの円資金を調達可能になる。88年7月から邦銀も自己資本拡充のために株式関連債を発行し始めたため、同年から89年に発行額は2倍以上になった。

市場が円一辺倒になったのは、東京株式市場の平均株価の上昇を背景に、投資家が将来の価

表6 エクイティ債市場

(10億ドル)

	1985	1986	1987	1988	1989	1990
借 手 別 計	11.3	26.9	43.0	41.0	80.3	30.6
日 本	5.9	14.9	28.0	35.6	75.7	26.3
ア メ リ カ	3.2	3.4	4.7	0.6	0.7	0.5
イ ギ リ ス	0.7	1.5	4.0	0.9	1.0	2.3
ド イ ツ	1.0	1.7	1.5	0.6	0.6	0.5
ス イ ス	0.1	1.2	0.4			0.1
そ の 他 OECD	0.4	4.2	4.4	3.2	0.3	0.1
そ の 他				0.1	2.0	0.8
通 貨 別 計	11.3	26.9	43.0	41.0	80.3	30.6
ド ル	5.3	16.4	29.2	28.8	63.5	18.1
ス イ ス ・ フ ラ ン	3.9	6.5	6.8	8.1	12.3	8.1
マ ル ク	1.3	2.8	2.0	0.9	2.7	1.8
そ の 他	0.8	1.2	5.0	3.2	1.8	2.6

(出所) IMF, *International Capital Markets*, 1991.

格上昇を期待した結果である。日本企業によるユーロ市場でのワラント債の発行は1982年から始まり、84年以降本格化する。日本企業の海外での資金調達比率は80年の25%から85年の53%というピークを経て88年に39%となっているが、その中でワラント債の占める率は一貫して上昇し、88年に74%に達した。これに引き換え、国内でのワラント債発行はほとんど取るに足りないか、ゼロであった。このことは、国内資本市場での起債制限のために、海外での発行に依存していることを示している。さらに、日本企業の発行したワラント債を購入するのも日本の投資家であるといわれている。ワラント債は発行されるとすぐ、ワラント部分と社債部分に分離され両方が日本の投資家に売却された。ちなみに、この分離されたワラント部分が証券会社の大口顧客に対する損失補填に利用された。日本企業発行のワラント債を日本の投資家が買うことは、日本の資本輸入と資本輸出が同額生じることである。ネットでは相殺される取引であるが、グロスの「双方向」の資本移動の拡大になることは言うまでもない。この場合、「国内資本市場の制限が双方向の資本移動の動機を提供した」²³⁾のである。

(2) N I FからE C Pへ

次に証券化の波の中で登場した新たな金融商品の動向であるが、図17に見られるように、ここでも85年を境に大きなトレンドの変化を見て取ることができる。それは、証券化の代表的商品の一つであったN I Fの激減とユーロ・コマーシャルペーパー (E C P) の拡大である。N I Fは、F R N (変動利付債)と同様借り手が中期で借ることを望んでいるのに、多くの銀行は短期で貸すことだけを望んでいるというユーロ市場の構造的問題を解決するための一つの手段であった。

これに対して、E C Pプログラムは、期間7日から1年までの約束手形発行のためのフェシリティーである。C Pそのものは、すでに19世紀中頃からアメリカで発行されていたが、ユーロ市場に登場したのは事実上80年代であった。N I FとE C Pの基本的相違は、前者が引受保証が付与されているのに対して、後者は引受保証なしである点である。資金調達者にとっては、引受保証付のほうが必要額を調達する確実性が高いにもかかわらず、E C Pに市場の大勢が傾いたのは、借り手のE C P選好にほかならない。すなわち、コストはE C Pの方が低く、ディーラーを通じた手形の分売もより効率的で

図17 中期借入ファシリティの構成

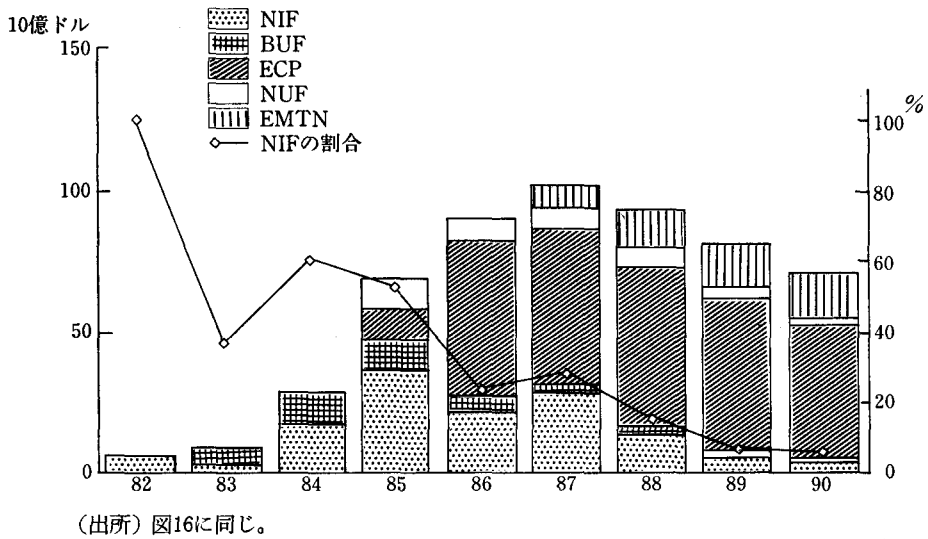


表7 ECPの国別発行残高

(100万ドル)

	1987			1988			1989		
	総発行	非銀行	非銀行の%	総発行	非銀行	%	総発行	非銀行	%
フィンランド	2,060	465	22.6%	2,221	1,040	46.8%	2,224	1,398	62.9%
フランス	2,510	1,885	75.1%	3,774	3,486	92.4%	4,059	3,812	93.9%
ドイツ	374	152	40.6%	617	158	25.6%	404	92	22.8%
イタリア	1,521	358	23.5%	2,089	252	12.1%	3,348	755	22.6%
日本	355	70	19.7%	595	501	84.2%	739	629	85.1%
オランダ	3,137	2,993	95.4%	4,541	4,295	94.6%	3,821	3,462	90.6%
ノルウェー	2,133	1,032	48.4%	1,900	1,051	55.3%	1,097	562	51.2%
スペイン	1,152	952	82.6%	1,536	1,247	81.2%	1,313	979	74.6%
スウェーデン	2,438	1,603	65.8%	3,478	2,663	76.6%	3,504	2,531	72.2%
オーストラリア	6,365	2,769	43.5%	7,359	3,173	43.1%	11,957	5,665	47.4%
イギリス	1,430	1,042	72.9%	5,883	3,573	60.7%	8,132	5,226	64.3%
アメリカ	5,335	4,302	80.6%	7,384	6,229	84.4%	7,210	5,222	72.4%
その他	4,459	2,208	49.5%	9,265	5,415	58.4%	10,627	6,450	60.7%
合計	33,269	19,831	59.6%	50,645	33,083	65.3%	58,435	36,783	62.9%

(出所) BIS, *International Banking and Financial Markets Developments*, May 1991.

あるといわれる。投資家にとっては、それまでの短期投資対象であったFRNよりも高収益であることが大きなメリットであった。さらに、投資家のECP選好を決定的にしたのは、BISによる自己資本比率規制が引受コミットメン

トを規制の対象に加えたことである。その結果、銀行がNIFから手を引き、ECPが成長したのである²⁴⁾。

表7はECPの国別、発行者別の発行残高を示しているが、発行者別ではドイツ、イタリ

ア、オーストラリアを除いて非銀行企業の発行が過半を占めており、合計では6割がそうである。また、国別ではオーストラリアの発行が最大であり、株式関連債発行の主役である日本企業のEC P発行高は極めて小額(89年で全体の1%)であることが目立っている。逆に言えば、日本の企業、銀行がユーロ債市場でワラント債の発行を通じて資金調達しているのに対して、欧米の企業はユーロノート市場でEC Pの発行によって資金調達するという「棲み分け」がなされていると見ることができよう。

(3) 80年代から90年代へ

以上80年代のユーロ債市場の動向であったが、90年代に入って変化が生じてきた。83年以降拡大しつつきてきた国際資本市場は、90年に前年比9%の低下を記録したのである。これは、湾岸危機の政治的経済的結果に対する不確実性、金利・為替動向の期待の変化、多くの企業の信用力に対する不安、いくつかの金融センターで脆弱性の兆候が現れたこと等を反映していた。その結果、市場は投資家の支持を失い、したがって借入条件は厳しくなった²⁵⁾。80年代が資金過剰の下で借り手市場であったとするならば、90年代に入って貸し手市場に転化したと見なしうる。その根拠は、投資家＝資金供給者側に有利な商品が普及しはじめたことである。

ユーロノート市場での新たな展開は、EMTN(ユーロ中期ノート)の拡大である。OECDの統計では、87年の80億ドル(ユーロノート市場の7.8%)から、90年には160億ドル(同22%)となり、ユーロノート市場でEC Pに次ぐ地位

を確保した(図17参照)。さらに、91年1～4月にはEC Pの67億ドルに対して89億ドルの発行となり、ユーロノート市場の主役に踊り出た。EMTNは、EC Pと同様に継続的に発行される無担保のノートであるが、満期まで9カ月から5年までのより長い期間となっている。これらは、市場の短期と長期のギャップを埋めるものであった。NIFと異なり、金融機関は設定金額分の調達を保証するわけではなく、債券が売れ残ればその分調達額は減少する。にもかかわらず、拡大してきたのは、借り手にとって発行の期間、規模、タイミングについて幅広い選択が可能のため、投資家のニーズに合わせて多様な債券の発行が可能であるという、その弾力性のためであった。弾力性の一例として、フィンランドの銀行ポストパンキが91年1月に設定した5億ドルのEMTNプログラムを見ると、①発行形態は変動金利、ゼロ・クーポン、デュアル・カレンシー、インデックス・リンク、②発行通貨はドル、円、ECU、フィンランド・マルカ、③発行期間は9カ月から30年、という極めて多様なオプションを持ち、同行はこの中から投資家の需要にあった債券を選んで発行できるのである²⁶⁾。

ユーロ債市場でも、投資家の為替リスク軽減のための資産分散に合致した形で、通貨別シェアに大きな変動が生じている。それは、ドル建ての低下とECU建て債の増大である。ユーロ債市場では、89年までの日本企業・銀行によるエクイティ債発行の急増から、90年代に入って日本の株価急落で日系エクイティ債が急減し、その結果市場全体でも発行額は前年を下回っ

表8 ECU債市場の発展

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991前半
発行額(100万 Ecu)	8,840.9	6,933.8	6,541.0	9,508.9	11,077.5	13,881.1	16,091.0
発行数	124.0	78.0	70.0	92.0	114.0	79.0	48.0
平均発行額(100万 Ecu)	71.3	89.7	93.4	103.4	97.2	175.7	335.2
公的機関(%)	1.0	14.9	13.0	7.1	9.0	27.7	49.7
債券市場での比率(%)			4.0	5.4	5.6	8.2	16.1

(出所) *Euromoney*, July 1991, p. 46, OECD, *Financial Market Trends*.

た。そのような中で、日系エクイティ債に代わって急拡大を遂げているのがECU債市場である(表8)。発行額は、85年の88億ECUから90年に139億ECUに急増した。さらに、ECU建て金利スワップが著しく増加し、またECU先物・オプション取引も倍増した²⁷⁾。こうして、ECU債のシェアは、89年の5.6%から91年1~4月には16.1%と急上昇し、ドルに次ぐ地位を占めている。

ECU債市場は、1981年に始まったが、85年の急激な拡大の後停滞していた。それが、90年に姿態変換を遂げ、再び成長の道を歩み始めた。その契機となったのは、EC加盟国政府および欧州投資銀行による、従来の発行額と満期を超えたECU債の発行であった。まず、公的当局のECU債市場での割合は、89年の9%から91年前半の約50%へと著しく拡大したことから、公的当局主導の市場の再活性化は明らかである。次に、満期であるが、伝統的ECU債が2~4年の満期であったのに対して新規のそれは5~11年と長期になった。発行規模では、伝統的な1億ECU以下のものから5億~21億ECUまで拡大した。この変化は、従来と異なる投資家層を対象にしている点で重要である。伝統的ECU債市場では、小規模で発行され、「ベルギーの歯医者」タイプの富裕な個人投資家によって長期保有されていたので、流通市場も問題にならなかった。それ故、機関投資家の関心も引かなかった。ところが、EC公的当局による大規模な発行によって、機関投資家にも魅力ある投資手段となり始めた。89年以降のECU債の購入先は、40%が中央銀行で、残り45%が投資顧問会社、15%が保険会社といった機関投資家であるという。EC諸国政府の債務のうち債券形態のものは40%と言われるが、それがECU建てに統一されるならば、アメリカおよび日本の市場性証券市場に匹敵する証券市場が成立することになる。ECU債市場の拡大は、安定した通貨としてのECUの信頼性と同時に92年EC統合=経済的スパーパワー出現の動きの金融面での一つの反映と見なすことができよう²⁸⁾。

2. 金融市場の国際化とグローバリゼーション

(1) 対米証券投資と国際分散投資

上述のように従来国際資本市場は、国際債市場とユーロノート市場の結合と理解されてきたが、80年代の各国の金融自由化=規制緩和によって、各国の金融証券市場が開放され、相互の金融資産の持ち合いが拡大してきた。したがって、国際資本市場を国際債とユーロノートだけに限定するのは、現実的ではない。各国の発行する債券や株式のクロスボーダー保有も国際資本市場にふくめなければならない。そして、クロスボーダーの金融資産保有の拡大が、金融のグローバリゼーションを推進していると思われる。そこで、グローバリゼーションの展開を、アメリカ経常収支赤字ファイナンスである対米証券投資の国際金融市場へ及ぼすインパクトという観点から捉えてみたい。

アメリカ経常収支の赤字が対米証券投資によってファイナンスされたことは、アメリカ以外の国がアメリカ向け債権を増加させることを意味する。表9は、世界の民間保有資産を推計したものである。ここから幾つかの興味深い事実が明らかになる。第一に、アメリカ経常収支の悪化にともなって83年からアメリカ以外の国のアメリカで保有する民間資産(アメリカの負債)が増加し始め、88年には81年の4.4倍になった。他の項目と比較しても最大の伸び率である。アメリカの民間保有資産も増加しているので、アメリカを中心とする民間資金の流出入すなわちグロスの資本移動は2.4倍に拡大した。第二に、在米外国民間資産が増加したので、インターバンク資産を除く世界の民間資産に占める比率(h欄)は81年の10%から88年の21%に倍増した。この傾向はアメリカ以外で保有された民間資産(アメリカの資産を除く)と比べるとより明白になる。すなわち、アメリカ以外の国が保有する民間ポートフォリオに占める比率は13%から24%にまで拡大した。フローベースでは、85、86年には65~70%と異常なほど在米外国保有資産の比率が高まる。この比率がどこ

表9 世界の民間保有資産

(10億ドル)

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	81/88
I. ストック									
a. アメリカ民間対外資産	515	535	565	565	600	665	720	755	1.5
b. 在米外国民間資産	235	260	320	415	570	755	875	1,025	4.4
c. うち先進国	200	220	280	355	480	645	745	875	4.4
d. アメリカ外保有民間資産	1,750	1,940	2,080	2,220	2,645	3,285	3,845	4,200	2.4
e. うち先進国	1,335	1,360	1,445	1,560	1,940	2,555	3,205	3,540	2.7
f. 世界の民間対外資産	2,265	2,475	2,645	2,795	3,245	3,950	4,565	4,955	2.2
g. a/f	22.7%	21.6%	21.4%	20.2%	18.5%	16.8%	15.8%	15.2%	
h. b/f	10.4%	10.5%	12.1%	14.8%	17.6%	19.1%	19.2%	20.7%	
i. b/d	13.4%	13.4%	15.4%	18.7%	21.6%	23.0%	22.8%	24.4%	
j. e/d	76.3%	70.1%	69.5%	70.3%	73.3%	77.8%	83.4%	84.3%	
II. フロー									
m. アメリカ民間対外資産	55	40	25	10	20	55	65	45	0.8
n. 在米外国民間資産	45	45	45	80	105	130	110	140	3.1
o. アメリカ外保有民間資産		210	190	205	160	185	235	390	1.9
p. n/o		21.4%	23.7%	39.0%	65.6%	70.3%	46.8%	35.9%	

(出所) M. Dealtry and J. Van't dack, *The US External Deficit and Associated Shifts in International Portfolios*, BIS Economic Papers, No. 25, September 1989, p. 33, 36 より作成。

まで拡大可能だが、アメリカ経常収支赤字ファイナンスの行方を決めることになる。逆に、この比率は一国への資産の集中から生じるリスクを回避するために、分散投資にでる根拠を示しているとも見られる。第三に注目すべきは、アメリカ外で保有された爾余の世界の民間資産もまた増大していることである。アメリカ以外の国は対米債権を増大させるとともに他国向け債権も拡大させていること、すなわち分散投資を行っていることを示している。さらに、アメリカ外保有民間資産に占める先進国の資産の比率が88年で84%を示していることは、先進国間で「資産の相互持ち合い」が行われていることを示唆している。

以上の分析から、アメリカ証券の外国人保有の上昇が資産分散の動機を招来し、それがグロスの資本移動の拡大を導き、金融市場のグローバル化に貢献していると推測することが可能である。そこで、国際分散投資の実像に迫ってみよう。まず、国際債と国内債の内訳を見れば(表10)、90年の残高で国際債の11%、残り89%が国内債となっているが、問題は国内

表10 主要債券市場の発展

(10億ドル)

	1975	1980	1985	1990
総名目残高	1,490	3,300	5,860	12,886
対GNP比率	41	46	66	86
市場の構成				
国際市場	n.a.	4	7	11
国内市場	n.a.	96	93	89
通貨別構成				
ドル	50	44	52	46
円	9	17	18	20
マルク	9	10	7	9
その他	32	29	23	25

(注) ドル, 円, マルク, リラ, ポンド, フラン, カナダ・ドル, ベルギー・フラン, デンマーク・クローネ, スウェーデン・クローネ, スイス・フラン, ギルダール, オーストラリア・ドル建債券を含む

(出所) BIS, *International Banking and Financial Market Developments*, May 1991, p. 17.

債の何割がクロスボーダー保有かである。出所は異なるが、先進11カ国の公的および民間主体によって発行された債券と株式の額と保有状況を示しているのが、表11である。これらの国の

表11 債券と株式のクロスボーダー保有⁽¹⁾
(10億ドル)

	1983	1985	1988	1989
グローバル・ポートフォリオ ⁽²⁾				
株式	3,284	4,667	9,297	10,926
債券	4,318	6,049	10,067	10,622
クロスボーダー保有				
株式	233	341	619	728
債券	345	589	1,148	1,357
クロスボーダー保有比率				
株式	7.1%	7.3%	6.7%	6.7%
債券	8.0%	9.7%	11.4%	12.8%

(注) (1)オーストラリア, ベルギー, カナダ, フランス, ドイツ, イタリア, 日本, オランダ, スペイン, イギリス, アメリカの11カ国の合計

(2)上記11カ国の公的・民間主体が発行した総額

(出所) P. Turner, *op. cit.*, p. 52.

発行残高は世界のそのの90%をしめるので、国際分散投資の近似値とみなしてよからう。株式の分散化の比率は86年から低下し、特に87年のブラック・マンデーが低下に拍車をかけているが、債券は逆に83年の8%から89年の12.8%へと大きく上昇した。分散化の状況を国別に見たのが表12である。各国とも外国証券保有額を高めているが、自国金融資産に占める比率ではドイツと日本、オランダが上昇した。とはいえ、日本の分散化率は証券投資を基軸に債権大国になった日本というイメージと比べて低い印象を免れない。これは分母にあたる日本の公社債と

株式の時価総額が巨額なために生じたものであり、金額ベースで見てもわかるように決して日本の分散投資が少ないことを意味しない。

このように、一国証券市場における非居住者のプレゼンスの高まりは80年代の特徴の一つであり、金融のグローバル化の一つを構成する。自国内で自国通貨建て証券を発行し、それを非居住者が購入することは、一国証券市場の開放、国際化の一階梯であり、クロスボーダーの国際金融取引の重要な一環である。したがって、対米証券投資特に国債への投資によるファイナンスは、「資金調達のために国際資本市場を利用する形ではない」ことを理由に「米国の経常収支赤字のファイナンスは、伝統的な意味での国際資本市場とは無縁のところで行われている」²⁹⁾とする議論は明らかに金融のグローバル化を無視したもので、肯首しがたい。ドルが基軸通貨であるが故に、対米国債投資が注目を集め、その政治経済学的意義が強調されるが、一回国債の非居住者保有は何も基軸通貨国の国債市場に限った出来事ではない。先進11カ国の国債のクロスボーダー保有額は83年から88年の間に2,000億ドルから6,000億ドルへと3倍に増加し、各国の発行残高に占めるクロスボーダー保有の比率、言い換えれば一回国債市場への外国の浸透度では、アメリカの17%に対してオーストラリア、カナダは5割を超えている(表13)。さらには、流通市場だけの問題でもないことを指摘しなければならない。新規発行に占めるネットの外国購入の比率

表12 民間投資家による外国証券保有

	全証券 (10億ドル)			一国ポートフォリオに占める比率			株式の比率			債券の比率		
	1983	1985	1988	1983	1985	1988	1983	1985	1988	1983	1985	1988
カナダ	9	12	16	4	4	4	5	5	5	1	2	2
ドイツ	42	69	176	9	10	15	13	10	15	7	10	15
日本	57	185	431	4	8	7	—	—	—	—	—	—
オランダ	12	21	46	18	19	22	29	24	25	10	15	21
イギリス	88	148	267	19	22	22	22	20	20	16	24	25
アメリカ	83	112	157	2	2	2	1	2	2	3	2	2

(出所) Morgan Guarantee Trust, *World Financial Markets*, issue 5, 1989 p. 3.

表13 国債のクロスボーダー保有

(10億ドル)

	1983年			1988年			83-88年
	発行残高	クロスボ ーダー		発行残高	クロスボ ーダー		新発債に占める クロスボーダー
オーストラリア	37	7	18.9%	52	27	51.9%	143%
ベルギー	41	6	14.6%	111	14	12.6%	10%
カナダ	104	51	49.0%	183	94	51.4%	55%
フランス	32	1	3.1%	151	12	7.9%	16%
ドイツ	70	7	10.0%	248	76	30.6%	57%
イタリア	98	2	2.0%	394	16	4.1%	2%
日本	466	27	5.8%	1,228	44	3.6%	-2%
オランダ	25	8	32.0%	80	28	35.0%	36%
スペイン	6	0	0.0%	41	1	2.4%	3%
イギリス	151	14	9.3%	232	37	15.9%	44%
アメリカ	707	91	12.9%	1,392	236	17.0%	21%
合計	1,738	213	12.3%	4,112	583	14.2%	

(出所) Morgan Guarantee Trust, *World Financial Markets*, issue 5, 1989 p. 5, 6 より作成。

表14 株式の国際取引⁽¹⁾

	1979	1980-84	1985	1986	1987	1988	1989	1990 ⁽³⁾
取引額 (10億ドル)	73	198	385	801	1,344	1,213	1,598	1,500
全取引 ⁽²⁾ に占める割合	6.3	9.8	10.4	12.1	11.6	11.4	13.6	13.5
取引量 (1979=100)	100	209	277	403	591	440	483	583

(注) (1)非居住者名義で国内市場で取引された国内株式

(2)国内取引と国際取引の合計

(3)推定

(出所) P. Turner, *op. cit.*, p. 54.

は、オーストラリアのように100%外国人購入の国は例外にしても、カナダ、ドイツ、イギリスが5割前後の高い率を占め、アメリカでも21%である。

株式への国際分散投資の拡大も、80年代に生じた特徴である。株式の国際取引総額は、70年代末の730億ドルから90年には1兆5,000億ドルにまで拡大し、国内取引を含む全株式取引に占める国際取引の割合も、9.3%から13.5%まで上昇した(表14)。国際株式投資は、伝統的に、国際債券投資の20~25%であるが、直接投資関連の株式購入やエクイティ債発行の増大を考慮に入れると、クロスボーダーの株式フローは、80年代に、国際資本移動の主要構成要素となったと言えよう³⁰⁾。表15は先進10カ国の株式の相

互持ち合いの状況を示しているが、87年まで日本、EC諸国からの流出とアメリカへの流入というパターンがそれ以後日本、アメリカ、EC諸国からの流出とEC諸国への流入というパターンに大きく変化している。特にEC域内の株式フローが目立つのである。

国際分散投資=「証券の相互持ち合い」が進展したのは、各国金融市場が相互にアクセス可能になったことを意味するのであり、それは80年代の金融規制緩和=長期資本移動に対する政策障壁の除去と通信技術の進歩によって成し遂げられたものであった。

(2) スワップとグローバリゼーション

グローバリゼーションに貢献したのは、国際

表15 株式投資フロー⁽¹⁾

(10億ドル)

	年 平 均		1985	1986	1987	1988	1989	1989の GNP比
	75-79	80-84						
流 出								
ア メ リ カ	0.2	1.7	3.7	1.2	-2.1	0.9	16.7	0.3
日 本	0.1	0.2	1.0	7.1	16.9	3.0	17.9	0.6
E C 諸 国 ⁽²⁾	0.8	5.9	12.7	22.8	-0.5	20.7	43.3	0.9
ド イ ツ	0.1	0.4	1.6	2.2	0.1	10.3	5.0	0.4
イ ギ リ ス	0.8	5.4	7.4	12.4	-2.5	5.6	32.7	3.9
ス イ ス			1.4	2.1	2.0	-4.0	-1.1	0.6
流 入								
ア メ リ カ	1.5	3.4	4.3	17.2	15.6	-0.5	6.6	0.1
日 本	0.6	3.5	-0.7	-15.8	-42.8	6.8	7.0	0.2
E C 諸 国	1.5	2.0	5.6	13.7	12.0	11.0	24.5	0.5
ド イ ツ	0.9	0.8	2.1	6.8	-1.2	3.0	12.6	1.0
イ ギ リ ス	0.4	0.8	1.8	3.7	9.4	4.6	2.8	0.3
ス イ ス			5.0	8.4	3.5	3.9	6.2	3.5

(注) (1)流出欄のマイナス記号は、国内で保有された外国資産のネット売却を示し、流入欄のマイナス記号は、外国所有国内資産のネット売却を示す。

(2)ベルギー、ルクセンブルグ、フランス、ドイツ、イタリア、オランダ、スペイン、イギリスの合計

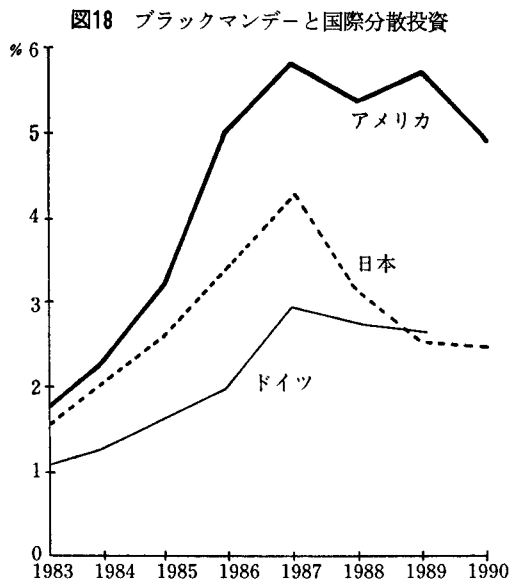
(出所) P. Turner, *op. cit.*, p. 56.

分散投資の志向であるが、国際的資産分散は外国市場での金利・為替リスクをヘッジする派生金融商品（フューチャー、オプション、スワップ）の開発によっても促進されている。「取引所や店頭で取引される派生商品の市場が急拡大したことは、1980年代に金融市場で生じた最も注目すべき出来事³¹⁾であった。

派生金融商品の中で最も成功しているのがスワップであり、82年の50億ドルから89年末の1兆5,000億ドルへと市場は拡大した。スワップとは、二者間でおのおのの債務を交換する取引で、金利(変動金利と固定金利)および通貨スワップの種類がある。従来、スワップの動機に関する通説は、固定金利資金調達市場と変動金利調達市場との間では借入人の信用力(格付け、規模、収益力)に応じた調達コストの格差に大きな違いが存在することに着目し、各々の企業が比較優位を有する方の調達方法で資金調達を行ったうえで、スワップ取引を行えば、両社がともに資金調達コストを軽減できるというよう

に、国際貿易論における「比較優位原理」を国際金融市場に類推して当てはめることでスワップ取引の成立を説明してきた。しかし、スワップが信用力格差に基づく裁定取引だとするならば、裁定の結果信用力格差は縮小するので、それにつれてスワップ市場は収縮するはずであるにもかかわらず、現実には拡大を続けている³²⁾。このパラドックスに答えるために、信用力格差以外にスワップ取引拡大の動機を求めなければならない。

モルガン銀行月報³³⁾は、借り手および投資家双方にとってのスワップの動機を、①コストの節約と収益の拡大、②リスクのヘッジ、③有利と判断される新規の活動機会の3つに分類する。それぞれの動機は、①国境毎に異なる収益と信用リスクの格差の裁定、②金利および為替リスクの管理、③調達と投資のグローバルな分散化という行動に結び付くと整理したうえで、今日ではリスク管理と分散化動機が市場拡大の原動力になっていることを指摘する。その根拠



(注) 国内市場における非居住者のグロスの売買額の割合

(出所) Morgan Guarantee Trust, *World Financial Markets*, issue 2, 1991, p. 12.

になるのが、87年のブラックマンデー以降、国際分散投資の比率の低下である(図18)。前節で見たように、国際分散投資=証券市場の相互開放が80年代の特徴であったが、国際分散投資だけではリスク回避として十全の策ではないことが、87年以降明らかになったのである。そこで、スワップを含む派生金融商品がリスク管理の効果的な手段として認識され、その結果取引規模も急拡大したと推測されるのである。「派生金融商品はすべて、資産価格の変化に伴うリスクを管理する目的で開発されたものであり、近年、金利や為替相場や株価指数の変動が大きくなったことがその成功を支えた何よりの要因であった」³⁴⁾。

派生金融商品市場の動向を、表16 abc をもとに瞥見しておこう。まず、金利スワップと通貨スワップであるが、両者の89年末残高では金利スワップが通貨スワップの3倍の取引額であ

表16a 通貨スワップ (想定元本)

	1987	1988	1989	1990. I	89年 残高
合計(10億ドル)	86	124	170	189	449
最終利用者	69	95	123	136	334
マーケット・メーカー	17	29	47	53	115
ドル	77	104	132	125	354
円	27	46	80	85	201
スイス・フラン	13	21	17	31	65
マルク	12	17	18	24	54
オーストラリア・ドル	14	13	40	33	62
ECU	9	12	13	17	40
ポンド	4	10	16	16	33
その他	17	26	39	47	90
非ドル	10	20	37	65	95
平均規模 (100万ドル)					
ドル	26	31	23	24	28
非ドル	28	32	23	15	29
平均残存満期					
ドル	5.3	5.3	4.9	4.5	4.8
非ドル	5.1	5.4	5.2	5.0	4.8

(出所) Morgan Guaranty Trust, *World Financial Markets*, issue 2, 1991.

表16b 金利スワップ (想定元本)

	1987	1988	1989	1990. I	89年 残高
合計(10億ドル)	388	568	834	1,123	1,503
最終利用者	262	375	516	677	956
マーケット・メーカー	126	193	318	446	547
ドル	287	366	545	589	994
円	32	43	62	135	128
ポンド	21	46	68	119	100
マルク	22	33	41	97	85
フラン	4	16	28	25	42
スイス・フラン	5	12	24	43	29
ECU	2	8	12	25	19
オーストラリア・ドル	10	20	35	36	68
カナダ・ドル	3	11	13	25	29
その他	3	4	6	19	86
平均規模 (100万ドル)					
ドル	24	27	28	31	27
非ドル	12	15	13	17	12
平均残存満期					
ドル	4.1	3.8	3.7	3.4	3.8
非ドル	5.1	4.7	4.1	4.1	3.9

(出所) 表16aに同じ。

表16c 取引所で取引される先物とオプション

	1987	1988	1989	89年 残高 (10億 ドル)
先物				
合計(100万ドル)	167	178	229	1,215
金利先物	146	156	201	1,199
短期金利	29	34	70	1,003
3カ月ユーロダラー	24	25	47	672
長期金利	116	123	131	196
アメリカTB	68	72	71	32
日本10年物国債	18	19	19	129
通貨先物	21	22	28	16
オプション				
合計(100万ドル)	48	50	62	433
金利オプション	29	31	42	388
通貨オプション	18	18	21	44

(出所) 表16aに同じ。

り、今日通貨リスクよりも金利リスクに曝されていることを示している。金利変動リスクに敏感な金融機関が、金利スワップの最終利用者である。また、両スワップの通貨構成では、近年ドルの割合が低下しており、ドルからの分散という形で通貨リスクを管理しているのが特徴である。リスク回避手段はスワップだけではない。先物とオプション取引は、「スワップの親しい従兄弟」³⁶⁾であり、通貨・金利先物市場が信用リスクを克服する場であるのに対して、通貨・金利オプションは、相場変動リスク管理の道具である。両市場を比べると、先物取引額がオプションをはるかに上回っているが、それぞれの金利と通貨の比率ではどちらも金利取引が圧倒的である。先物金利取引では、短期先物が4/5を占め、かつ半分以上が3カ月ユーロダラー金利先物であるのに対して、長期金利先物では89年残高で日本の10年物国債がアメリカの財務省証券を陵駕している。オプション取引の特徴は相対市場(OTC)であることで、89年に通貨オプションの8割、金利オプションの9割が相対取引であった。

スワップの動機はリスク管理という取引参加者の私的利害に結び付いているが、マクロ経済的には、「諸市場を以前以上に結び付け、国内

市場と国際市場の境界を一層浸食することを助ける」³⁶⁾あるいは「国民市場の伝統的で規制的な分断を克服するのを助け、それによって金融市場をグローバルに統合することに貢献した」³⁷⁾という評価が与えられている。「諸市場を結び付ける」ことは統合を意味し、「国内市場と国際市場の境界を一層浸食する」ことは、国内市場の国際化を通じたグローバリゼーションの意味である。したがって、両方の評価はスワップによる「金融市場のグローバルな統合」に帰着する。しかし、統合とグローバリゼーションは同一次元ではない。統合とは、理論的には、一物一価の成立であり、裁定の余地のない均質的市場の形成であるが、そのような意味での金融市場の統合は決して存在しない。これに対して、グローバリゼーションは、国境の存在を前提にした国内市場の国際化、すなわち相互浸透であり、そのような国内市場の内的結合を意味する。したがって、「グローバルな統合」の現実的意味は、グローバリゼーションと解する以外にない。そこで、スワップがグローバリゼーションに貢献するというのは、「スワップは以前にはメジャーな通貨によってのみ演じられた国際的投資、借入の役割をマイナーな通貨が発展させることを可能にする」³⁸⁾というように、資金調達・運用を行う可能性のある金融市場が全世界に拡大し、このマイナー通貨建て金融市場がスワップを通じて各国の金融市場と有機的に結合することを意味する。例えば、国際的に利用されることのなかったオーストラリア・ドル建てのスワップ取引が拡大しているのは、前述のオーストラリア国債の外国人保有率の高さとともに、ローカル市場(マイナー通貨)の国際化の一事例であり、メジャー通貨の独裁を打破したという意味でスワップの「民主化」³⁹⁾効果と言ってよからう。

(3) グローバリゼーションと「多極化」

80年代の国際金融市場は、一方では、グローバリゼーションを生み出しつつも、他方では、「(多極化 multipolarization)」なる現象も生

表17 主要国際金融市場のシェア（対外資産残高ベース）

	1971	1975	1980	1984	1990	増加倍率
ニューヨーク	6.8	9.7	11.6	17.6	9.7	1.4
東京	3.0	3.6	3.7	5.0	14.1	4.7
ロンドン	22.7	22.4	20.3	19.5	15.9	0.7
パリ	7.2	7.3	8.2	5.8	6.8	0.9
フランクフルト	8.0	6.8	4.9	3.0	5.9	0.7
チューリッヒ	16.7	8.5	8.0	6.4	6.6	0.4
ルクセンブルク	3.1	5.4	6.0	4.0	5.3	1.7
バハマ	6.2	9.8	7.2	5.8	2.3	0.4
シンガポール	0.6	1.9	2.5	4.0	5.2	8.7
香港	0.9	1.6	2.2	3.1	6.9	7.7
全世界（10億ドル）	200	562	1,754	2,518	6,725	33.6

(出所) IMF, *International Financial Statistics*, various issues より作成。

じさせた。国際金融市場は、国際的預金吸収に基づく支払決済機能と国際的貸付機能を保有している。その端的な表現が「短期借り・長期貸し」であった。国際的貸付機能という面から国際金融市場を比較すると、表17のような結果を得ることができる。まず、71年から90年までのシェアの増加倍率で見ると、シンガポール、香港、日本のアジア3カ国が上位3位までを独占する。特にアジア NIES の一員であるシンガポールと香港の躍進は目覚ましく、90年の市場シェアでも香港はパリ、フランクフルト、チューリッヒといったヨーロッパの主要市場を超え、シンガポールもルクセンブルク市場と並んでいる。両市場が、「すでに発達した国際金融センターであり、グローバル化した金融市場の一部になっている」⁴⁰⁾とする評価が現れる所以である。市場シェアの大きさで見れば、ロンドン、東京、ニューヨークの順であり、その特徴はロンドンの比率の低下と東京の上昇、ロンドン、東京、ニューヨークが国際金融市場として鼎立していることである。国際金融市場の多極化する現象を引き起こす原動力は、アジアの金融市場の国際化であったと一言で過言ではなからう。そこで、統合化と多極化という一見パラドキシカルな現象をどのように理解すべきかという問題が生じた。しかし、統合化と多極化を対立的に理解するべきではない。グローバリゼ

ーションを、ローカル市場の国際化と国際化した市場の内的結合と理解すると、多極化とはまさにローカル市場の国際化を意味するのであり、統合化あるいはグローバリゼーションの前提なのである。両者はまったく次元を異にする現象であることを理解しなければならない。

金融市場の多極化を国際通貨の多様化と同義と理解する見方にも一言しておかねばならない⁴¹⁾。国際通貨とは、中心国金融市場にその国際通貨建てで保有された預金残高であり、支払決済に用いられるのが本来の機能である。国際通貨が国際金融市場の上に成立する概念である以上、一国の金融市場が国際化することは、同時にその国の通貨も国際化することであるとする見方が生じるのもまったく根拠のない話ではない。しかし、現実はどうであろうか。まず、対外資産・負債残高でトップのイギリスは、ユーロ市場の中心ということで、圧倒的に外貨建ての金融市場構成である。すでにポンドは国際通貨の座を離れていることから、イギリス国際金融市場とポンドの国際化は関係のない出来事である。むしろ、それはドルとの関連で語られるべきであろう。すなわち、アメリカ金融市場は、資産で約9割の自国通貨建てポジションを持っているが、その額はイギリスの外貨建て資産より少なく、日本の外貨建て資産残高よりもわずかに多いだけである。他方、自国通貨建て対外

表18 金融市場の対外ポジション(1989年残高, 10億ドル)

		対 外 ポ ジ シ ョ ン				計	国内外貨建 ポジション	合 計
		自国通貨建		外貨建				
イギリス	資 産	73.8	8.0%	850.2	92.0%	924.0	274.5	1,198.5
	負 債	122.1	11.9%	905.8	88.1%	1,027.9	233.0	1,260.9
日 本	資 産	372.7	44.3%	469.3	55.7%	842.0	475.1	1,317.1
	負 債	291.4	33.1%	588.3	66.9%	879.7	381.0	1,260.7
アメリカ	資 産	534.2	89.1%	65.1	10.9%	599.3	0.0	599.3
	負 債	580.6	89.7%	66.6	10.3%	647.2	0.0	647.2
ド イ ツ	資 産	188.1	70.1%	80.4	29.9%	268.5	4.4	272.9
	負 債	96.7	60.6%	63.0	39.4%	159.7	6.7	166.4

(出所) BIS, *Annual Report*, 1990.

負債は表18の4カ国のなかでは一番多い。この事は、アメリカは国際通貨国として国際的支払決済機能は保持しつつも、国際金融市場の機能を構成するもう一方の国際的貸付機能をユーロ市場に分担させていることを意味する。次に、日本であるが、対外ポジションの5割以上が外貨建てということで、イギリスに近い形になっている。日本の金融市場の国際取引のもう一つの特徴は、総対外資産・負債に占める国内外貨建てポジションの比率が、資産で36%、負債で30.2%と極めて高いことである。これら2つの特徴は、日本の国際金融活動が非居住者との自国通貨＝円建てでの取引になっていないことを示している。国際金融市場の多極化を国際通貨の多様化と同義と考える立場からすると、ドイツ金融市場の位置が不可解である。つまり、3大国際金融市場は、ロンドン、東京、ニューヨークであるが、3大国際通貨はドル、マルク、円であるので、マルクの母国であるドイツ金融市場は少なくともアメリカ並みの規模を誇っていなければならないはずである。にもかかわらず、資産ベースではパリにすら遅れを取っている。内訳を見れば、全体の規模は小さいながら、自国通貨建て資産70%、負債60%と日本と比べて高い比率であるが、やはり金額では日本の円建て対外ポジションよりも半分から1/3にすぎない。

以上から、国際金融市場の多極化と国際通貨の多様化は平行に進行していないことは明白である。金融市場の多極化は、あくまでも各国の金融自由化・規制解除→各国市場への自由なアクセス→市場間の相互浸透→金融市場の同一化・平準化→グローバル化という繋がりの中で理解されねばならないのである。

<注>

- 1) Benjamin J. Cohen, *Banks and the Balance of Payments*, Croom Helm, 1981, p. 11.
- 2) Guido Carli in 1976 PerJacobsson Lecture, p. 30, cited from B. J. Cohen, *ibid.*, p. 30.
- 3) McCracken Group Report, *Towards Full Employment and Price Stability*, OECD, 1979, p. 129.
- 4) A. Lamfalussy and M. Dealtry, *Reserves and International Liquidity*, *BIS Economic Papers*, No. 22, June 1988, p. 25.
- 5) 鈴木浩次編『国際流動性論集』東洋経済新報社, 1964年, 8ページ。
- 6) H. W. Arndt, 'The Concept of Liquidity in International Monetary Theory', *The Review of Economic Studies*, October 1948, J. Williamson, 'International Liquidity', *The Economic Journal*, September 1973.
- 7) 山本栄治『基軸通貨の交替とドル』有斐閣, 1988年, 217ページ。
- 8) J. Hung, C. Pigott, and A. Rodrigues, 'Financial Implications of the U. S. External Deficit', *FRBNY Quarterly Review*, Winter-Spring 1989,

- p. 36.
- 9) この点に関しては、奥田宏司「米経常収支赤字のファイナンスと各国の対米証券投資」『立命館国際研究』4巻1号, 1991年5月, が詳しく分析している。
- 10) ところで、アメリカの社債や株式への投資は、国際収支ファイナンス目的でおこなわれている訳ではないという議論がある。「それは経常収支赤字のファイナンスそれ自体を目的とするものではなく、結果として相殺するにすぎないのである。したがって、このことを、1970年代における非産油途上国の経常収支赤字のファイナンスと同一視し、国際流動性概念の変質をいうのはいすぎというべきであろう」(中西市郎『変動相場制』下における経常収支赤字の『ファイナンス』)中部大学『国際関係学部紀要』No. 6, 1990年, 7頁)。しかし、国際収支は個々の取引者の私的な取引を事後的に総括したものである以上、マクロ的には対米証券投資が経常収支をファイナンスしたと把握しうる。そもそも70年代の国際収支ファイナンスも、非産油国が経常赤字をファイナンスするために借入れたのではなく、経常赤字の下で輸入を継続するために貿易金融として借入れた側面を見逃すべきではなく、その際には経常収支は「結果として相殺」されたのである。70年代の国際流動性「変質」論の立場からすれば、80年代の対米ファイナンスも従来の国際流動性の枠を超えたものであった。「私的体制支持金融」(松村文武『債務国アメリカの構造』同文館, 1988年)概念は、このことの別の表現である。
- 11) G. S. Tavlás and Y. Ozeki, 'The Japanese Yen as International Currency', *IMF Working Paper, mimeo*, January 1991, pp. 28-30.
- 12) S. W. Black, 'The International Use of Currencies', Y. Suzuki, J. Miyake and M. Okabe, *The Evolution of the International Monetary System*, University of Tokyo Press, 1990, p. 175.
- 13) G. S. Tavlás and Y. Ozeki, *op. cit.*, pp. 22-23.
- 14) この点の詳細な検討は、G. S. Tavlás and Y. Ozeki, *ibid.* を参照されたい。
- 15) 中尾茂夫「世界マネーフローの構造とリスク」『世界経済評論』1991年2月, 39頁。
- 16) 中尾茂夫『ジャパマンネーの内幕』岩波書店, 1991年。
- 17) T. J. Allen, 'Developments in the international syndicated loan market in the 1980s', *Bank of England Quarterly Bulletin*, February 1990, p. 71.
- 18) *Bank of England Quarterly Bulletin*, May 1988, p. 212.
- 19) 松井和夫『M&A—20世紀の錬金術—』講談社現代新書, C. E. V. Borio, *Banks' Involvement in Highly Leveraged Transactions*, *BIS Economic Papers*, No. 28, October 1990.
- 20) 桜井満夫『ユーロボンド市場と日本』東洋経済新報社, 1990年, 108頁。
- 21) *Bank of England Quarterly Bulletin*, May 1987, p. 237.
- 22) 辰巳憲一『国際企業金融論』東洋経済新報社, 1990年, 186頁。
- 23) P. Turner, *Capital Flows in the 1980s: A Survey of Major Trends*, *BIS Economic Papers*, No. 30, April 1991, p. 60.
- 24) 以上は、*Bank of England Quarterly Bulletin*, May 1988, p. 211, 'Domestic and International Commercial Paper Markets', *BIS, International Banking and Financial Market Developments*, Aug. 1991, J. G. S. Jeanneau, 'Structural changes in world capital markets and eurocommercial paper', *Bank of England Discussion Papers*, No. 37, Feb. 1989 参照。
- 25) OECD, *Financial Market Trends*, No. 48, February 1991, p. 5.
- 26) 住友銀行『経済月報』1991年7・8月, 50頁。
- 27) 国際決済銀行第61回年次報告, 東京銀行調査部訳『国際金融レポート'91』1991年10月, 178頁。
- 28) G. Bishop, 'Ecu Bonds: Pioneer of Currency Union', *Euromoney*, January 1991, P. Lee, 'Hue and Cry', *Euromoney*, July 1991, 「世界の債券市場動向」『日興リサーチセンター 投資月報』1991年9月参照。
- 29) 小林襄治「国際資本市場の動向」岩見徹・伊東元重編『国際資本移動と累積債務』東大出版, 1990年, 72頁。
- 30) P. Turner, *op. cit.*, p. 54.
- 31) 国際決済銀行第60回年次報告, 『東京銀行月報』1990年8月, 37頁。
- 32) 以上の説明は、佐藤節也・吉野克文『金融ハイテクの経済学』東洋経済新報社, 1991年, 第2章参照。
- 33) 'Swaps: Versatility at controlled risk', *World Financial Markets*, issue 2, April 1991.
- 34) 国際決済銀行第60回年次報告, 『東京銀行月報』1990年8月, 37頁。
- 35) *World Financial Markets, op. cit.*, p. 8.
- 36) 'The interest rate and currency swap markets', *BIS, International Banking and Financial Market Developments*, Nov. 1989, p. 21.
- 37) *World Financial Markets, op. cit.*, p. 20.
- 38) B. Brown, *The Economics of the Swap Market*, Routledge, 1989, p. 95.
- 39) *ibid.*
- 40) OECD, *Financial Market Trends*, No. 47, October 1990, p. 18.
- 41) A. K. Swoboda, 'Financial Integration and International Monetary Arrangements', Y. Suzuki, J. Miyake and M. Okabe, *op. cit.*

(1991年11月6日受理)