

Title	米国金融制度の「国際化」について：その実体は？
Sub Title	"Internationalization" of the U.S. financial system : is it more than skin-deep?
Author	桑山, パトリシア・ヘイガン
Publisher	慶應義塾経済学会
Publication year	1992
Jtitle	三田学会雑誌 (Keio journal of economics). Vol.84, No.4 (1992. 1) ,p.747(5)- 763(21)
JaLC DOI	10.14991/001.19920101-0005
Abstract	
Notes	小特集：経済学会コンファレンス：金融システムの国際比較
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-19920101-0005

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

米国金融制度の「国際化」について

——その実体は？——

パトリシア・ヘイガン・桑山

目次

- I はじめに
- II 金融の国際化を測る尺度
- III 「善意の無関心 (Benign Neglect)」の伝統
- IV 結論：ブレントン・ウッズ体制に代わる新しい「契約」は？

I はじめに

過去数十年の間に米国の金融制度の国際化が進んだことについては、殆ど疑問の余地がない。歴史的な観点から、リチャード・クーパーは最近の論文で米国の経済および金融制度が、為替の変化や資本移動が極めて重要と信じられていた1920年代あるいは1890年代以上に世界経済と強く結びついていると述べている [Cooper 1989]。これは、数字を挙げて証明するのは難しいがもっともらしい説である。しかし、実際、最近の「国際化」にはどのような意味があるのだろうか。米国の経済および金融活動が海外の経済および金融活動と密接に関わり合っている現在でも、海外の出来事が民間および公的な金融機関の日々の業務に及ぼす影響については、依然明らかになっていない。

この論文は、どの国においても金融政策の決定機関が「金融制度」の重要な部分を占め、制度全体の重要な変化を映し出す傾向がある、という視点に立つものである。この観点から見ると、米国の国際化は大きな前進を遂げていないように思われる。1980年代を通してFRB（フェッド）が採った主な金融管理手段を見ると、為替の変化や国際的な資本の流れの影響は、依然として驚くほど小さい。これを示す単純だが重要な例として、金融政策の運営に当たり、対外方針が考慮されないことが挙げられる。対外方針を活用することは、未だに米国では殆ど想像もつかないこととされている。この点で、米国と日本は共に欧州の傾向と対峙する立場になっている。欧州では為替相場を金融政策の中期目標とする慣習が急速かつ確実に進展している。欧州では、金融開放や金利自由化という世界的な傾向の当然の成り行きとして、金融政策の国際的な連携が行なわれているが、米国ではそうっていない。

II 金融の国際化を測る尺度

まず最初に、「国際化」がどの程度進んでいるかを、金融政策の策定および実施に関係した尺度

を用いて査定してみよう。このためここでは、金融政策の中期目標とその手段が海外の影響をどの程度受けているかを明らかにするため、米国の資本市場と世界市場との繋がりを見ることにする。

A 狭義のマネーサプライ

金融制度をバランスシートの面からみると、当然「マネー」の最も狭い定義、即ち、現金と取引決済預金を最初に調べることになる。

1 現金

現金の使用の国際化を測る尺度はない。米国のデータは、(a)フェッドが発行した現金の額、(b)商業銀行の金庫に保管されている額、を明らかにしており、(a)(b)を差し引いて、(c)流通している現金、を算出することもできる。一方、(a)米国の居住者が保有する海外通貨、(b)海外の居住者が保有する米国通貨、について公式の統計はない。

しかし、(a)は殆ど無視できるほどの額と見て差しつかえなく、(b)は米国のマネーサプライ管理にとっては深刻な問題にならないものである。米ドルは長い間幾つかの国で法定貨幣とされてきており、また合法、非合法の違いはあるが、並行通貨として用いられてきた国々もある。そのような使用が一定のペースで伸びている限り、米国の政策分析には殆ど影響を及ぼさない。時に、海外で流通している米ドルが突然増加したり減少したりすることが、米国のマネーサプライを歪めているのではないかと考えられることもある。例えば中南米のある国で信用の危機が生じたり、不法な麻薬取引が急増したりすると、資産の保管手段や取引手段として米国の現金に対する需要が急増したと考えられるケース等である。しかし、米国の取引手段の中で現金が果たす役割が小さいことから、これがマネーサプライ管理にとって深刻な問題となったことはない。また時にこれが測定上の問題となつて、マネタリーベースや、場合によってはM1の金融政策の指針としての有用性を損なう場合もあるが、これは新しい問題ではなく近年その度合いが高まっているわけでもない。しかしこの問題は、非合法の国内取引に用いられることによって生じる統計上の問題より数量的な重要性はずっと低いものの、フェッドが伝統的にマネタリーベースを重要視することを嫌う一つの原因となつて⁽¹⁾いると言えるだろう。

2 預金

米ドルが世界的に認められた通貨であるため、規模の何如に係わらず米国人にとって外貨を保有する利点は殆どない。しかも、米国人が外貨預金を持つことは、1980年代の終わりまでフェッドの非公式の反対によって制約されてきた。米国の銀行による外貨預金の許可申請に対する「マーティン・スーパーズ書簡」がそれである。入手可能なデータから推定する限り、1990年の米国の銀行以外⁽²⁾の居住者による外貨預金の総額は、約300億ドルに過ぎない。これらの多くが大口の定期預金で、

注(1) Goodhart (1986)は取引貨幣の有効な測定手段について検討している。通常取引を目的とする国際的な利用、即ち、自国の通貨への不安によるものや取引の隠蔽のためでない利用は、これまでのところ、ECUをこのような目的に使うことが正式に認められている欧州でもあまり一般的となっていない。

米国の通貨統計に入れるとしても、広義のマネーサプライだけに含まれるものである。

一方、外国人居住者が保有する米ドル建ての預金も、米国の通貨総量の中での割合は僅かに過ぎない。米国内の銀行以外の民間外国人居住者に対して持つ負債の総額は、1990年末現在約 800 億ドルで、M3 の約 1.9 % となっている。また銀行以外の民間外国人居住者の保有する要求払い預金も 97 億ドルに過ぎず、狭義の M1 の 1.1 % に留まっている(表 1 参照)。

米国及び外国人居住者が保有する海外の米ドル預金は、国内のマネーサプライとの比較で、若干金額が大きくなっている。1990年末現在の B I S の統計によると、米国の銀行以外の居住者による海外米ドル預金は 2,250 億ドルで、広義の M3 の 5.5% に匹敵している。(これらの預金が米国銀行の海外支店に預けられている限り、その殆どが米国のマネーサプライ、特に殆どが大口の定期預金であるため、M3 に含まれることになる。) 非居住者が海外で保有する米ドル建て預金として把握されている額は、1,630 億ドルで、これは M3 の 4 % 弱に相当する。

Table 1 International components of U. S. monetary aggregates

\$ billions, as of December 1990

	<i>Foreign-currency:</i>	<i>Dollar-denominated:</i>			<i>For comparison:</i>
	held by U. S. nonbanks	held by nonbank foreigners in the U. S.	held by foreign nonbanks offshore	held by U. S. resident nonbanks offshore	U. S. monetary aggregates
Currency in circulation					246
Demand deposits		9.7			277
M1					825
Non-transaction components:					
Time deposits		64.1			
M3-type	32.2	80.1	162.9	225.6	
M3					4114
Memo: M2					3230

Sources: Federal Reserve Bulletin, June 1991, Tables 1.21 and 3.17;

BIS, International Banking and Financial Market Developments, May 1991,

Tables 4b, 4d and 5b.

1960年代には、海外のドル市場がフェッドの金融政策を阻害する可能性があるか否かがしきりに論議された。当時これらの預金は米国の準備金の制約を回避する手段として伸び始めていた。そのため、米国外の、準備金の制約のない預金へのシフトは、準備乗数を不安定にし、マネーサプライの伸びに対する政策の効果を予測し難くすると考えられていた。「バーゼル協定」は、10か国の中央銀行が自ら保有するドルを米国以外の銀行に預けることを自粛することを申し合わせたもので、たとえ協定が常に守られるとは限らないにせよ、この「マネーサプライ管理」の問題を概念的に受け入れることを示したものである。1970年代には、準備乗数モデルによる金融管理論が支持されな

注(2) BIS, 国際銀行業務と金融市場の発達, 1991年5月。表 5b。米国以外の報告地域の銀行が銀行以外の米国居住者に対して持つ非ドル負債は、1990年12月現在322億ドルで、米国のM3の0.8%に相当する。

Table 2 U.S. Assets Abroad

	1976	1980	1990
\$ billions			
U. S. official reserve assets	44.1	171.4	174.7
U. S. government assets	45.0	63.8	81.2
U. S. private assets	368.6	686.3	1508.2
Direct investment	223.0	385.1	598.1
Foreign bonds	34.7	43.5	129.1
Foreign stocks	9.5	19.2	93.3
Other claims held by U. S. nonbanks	20.3	34.7	33.5
U. S. bank-reported claims	81.1	203.9	654.3
Total	457.6	921.5	1764.1

Table 3 Foreign assets in the United States

	1976	1980	1990
\$ billions			
Foreign official holdings	104.4	176.1	369.6
U. S. Treasury securities	72.6	118.2	296.0
Other U. S. assets	31.9	57.9	73.6
Non-official foreigners	177.3	365.8	1806.6
Direct investment in the U. S.	48.9	124.1	465.9
U. S. government securities	7.0	16.1	134.4
Other, bonds	12.0	9.5	244.0
Corporate stocks	42.9	64.6	231.2
Other liabilities of U. S. nonbanks	13.0	30.4	44.1
U. S. bank-reported liabilities, n. i. e.	53.5	121.1	687.0
Total	281.7	541.9	2176.2

Note: Direct investments valued at current cost

Source: U. S. Department of Commerce, Survey of Current Business, June 1991

くなったため、この問題に対する懸念も薄れた。その後一時フェッドのポール・ボルカー議長がこの問題を取り上げたことがある。同議長は、国際間でより統一のとれた準備率を適用することによりバーゼル協定を補足する必要があると提案した。しかしこの提案は実践されなかった。それは、外国の中央銀行が米国流の準備率を採用することに消極的だったことと、それ以上にそれをオフショア金融センターで実施しようとすることに消極的だったためである。またその頃には米国の当局内でも、ユーロ市場の存在が公開市場操作や金利誘導を通じたフェッドの金融管理を阻害すると信じる人が殆どいなくなっていた。それは一つには、ユーロドル預金の大半が、M3のような広義のマネーサプライだけに含まれる大口預金であるためである。フェッドはM3の公式の目標圏を定めているものの、M1及びM2より広い範囲のマネーサプライが、金利政策の決定で重要な役割を果たしたことは殆どない。

グッドハートが指摘するように、ユーロ市場は個々の国家当局が居住者銀行に対して異なった準備率や管理及び税制を課すことを困難にしている。少なくとも、先進国では好まれていない広範な為替管理を用いない限り、これらは効果を発揮出来ない。このような制約の認識から、銀行の健全

性を維持するための規制 (Prudential requirements) に重点をおいた共通の制度の設定が促されることになった。この点に関しては、1970年代のB I Sの主催で主要国の中央銀行を対象とするブランデン（後にクック、ミューラー、現在はコリガン）委員会が発足して以来、著しい進展が見られる。

B 国際的な資産保有

政策に関連した国際化を示すもう一つの尺度は、米国居住者による様々な海外資産の所有と、海外居住者による米国資産の所有の重要性が増したことである。流動性や回転率といった特性次第では、これらの国際的な資産保有は、海外の金融事情に対する短期的及び長期的な反応に大きな影響を及ぼす可能性がある。表2—4は、国際的な資産保有が近年著しく増大していることを示している。外国人が保有する米国の国内資産の割合は依然比較的小さいが、一部の資産部門では問題になるほどの規模になっている。例えば、社債の総残高に占める外国人保有の比率は30年の間に1%弱から13%強まで伸びている。また、外国人は米国政府証券の総残高の13%強を保有している。初期の外国人所有は主に公的な準備機関に限られていたが、現在では米国の政府証券の約5%が、外国の民間部門によって保有されている。

Table 4 Foreign holdings of financial assets in U.S.
\$ billion (% of total)

	1945	1960	1990
Checkable deposits	2.7 (2.63)	2.1 (1.70)	21.3 (3.18)
Time deposits	1.6 (2.95)	2.9 (1.62)	43.5 (1.51)
U.S. government securities	2.6 (1.16)	10.7 (5.33)	466.0 (13.36)
Official foreigners'	2.6 (1.16)	8.6 (4.31)	291.0 (8.34)
Private foreigners'	0.0 (0.00)	2.0 (1.02)	175.0 (5.02)
Corporate bonds	0.5 (2.09)	0.7 (0.78)	203.2 (13.42)
Corporate stocks	2.7 (2.31)	9.3 (2.16)	218.4 (6.57)
Total U.S. assets owned by foreigners	16.3 (3.52)	33.9 (2.53)	1635.5 (10.07)

Source: Federal Reserve Board, Balance Sheets for the U. S. Economy 1945-90.

C 回転率の上昇と資産保有の変動性

国境を越えた資産所有の増加は、国内金利に新たな変動、つまりこれまでと異なる要因による変動をもたらすことにより、国内の金融管理に影響を及ぼす可能性がある。英国当局が1970年代半ばに外国におけるボンドの残高をなくす決定を行なった一つの動機は、これらの負債が少数の外国の公的機関に保有されることにより、英国市場がその個々の保有者の突然の資産の移転或いは操作によって崩壊する危険があることを懸念したためである。世界のドル市場の規模の大きさから見て、⁽³⁾このような問題は米国にとってはそれほど大きな懸念材料とはならない。むしろ米国の金融管理で

注(3) それでも、この問題は米国でも過去15年の間に頻繁に浮上している。特に、準備の豊富な幾つかの小国の中央銀行が、大量の通貨資産の投機的な運用を行なうことを決めた時期が何度かあった。これらは、米ドルとその他の準備通貨の間の為替相場を短期的に変動させた、としばしば実際より大袈裟に取り沙汰され、米国当局を苛立たせ、時に反発させた。

問題となるのは、国際的な資産保有のために一部の国内金融市場が為替変動の影響を受け易くなる点である。為替変動は過去においてアメリカ人が資産を保有している限り無視してもよい要因であった。この変化は、米国財務省当局が四半期毎の借り換えの時期にドルの成り行きを注意するか、少なくとも注意しているという印象を与えざるを得なくなった1980年代後半に顕著となった。

既存のデータから回転率を割り出すことは容易ではないが、国際収支データからその下限らしきものを概算することができる。取引は個々の分野毎にネット集計されるため、数値は資産の種類と期間によって恣意的に決められることになる。しかし、それでも資産の規模の経時的変化を推測することができる。

Table 5 International capital flows

	1960	1970	1980	1987	1990
Annual flows, in \$ billion*					
U. S. assets abroad	12.9	14.3	86.1	96.6	63.7
U. S. private assets abroad	5.1	14.3	86.1	92.6	69.2
Foreign assets in the U. S.	3.2	10.2	72.8	226.7	86.3
U. S. government securities	1.0	9.5	14.5	52.5	29.4
Foreign private assets in the U. S.	1.7	12.0	42.6	181.7	53.9

* Measured as annual net purchases plus annual net sales. Categories are overlapping.

Source: U. S. Department of Commerce, Survey of Current Business.

これらの統計等から、金融資産の国際的な保有が特に過去10年の間に目覚ましい伸びを見せたことが窺える。特に目立つのは日本の投資家による米国証券への投資で、その年間回転率は1980年代半ばに急上昇し、1986年には保有高の10倍となった。[Loeys, 1991] 規模はこれほど大きくないが、米国の投資家による海外証券の保有や、米国における海外投資家全般の行動にも同様の傾向が見られる。しかしここ2、3年のこれらの回転率はどれも再び低下している。これは恐らく、国際投資が自由化の初期段階を越え成熟の段階に入ったためと思われる。しかし低下の一部は、為替や金利リスクをヘッジするため、オプション等の派生商品の利用がキャッシュ市場に代わって増えたためと見ることができる。この理由による低下が大きければ、キャッシュ市場の回転率が低下したと言っても、金利や為替相場の変動が少なくなる訳ではない。

D 金利の運動性

国際化が原因で互いの国の金利が国境を越えて決まる事態になると問題である。米ドル金利の場合、明らかにそうになっている。米国には為替管理の規制が存在しないため、米国内の金利とユーロドル市場の金利の間にはズレが生じる可能性が殆どない。クーバー [1989] は、1974年から84年までの間のロンドンにおける90日ユーロドル預金と米国のCD金利に、99%の相関関係が認められることを指摘したが、これは驚くに当たらない。金利の平均格差は、0.63%で、標準偏差は0.60%であった。しかし後者のズレは、含まれる預金の違いによって説明することができる。即ち、発行代表者としての両者の統計に含まれる銀行グループの違いによる信用の格差等である。

これ以上に重要な、ドルとドル以外の金利の相互間の影響は、1980年代半ばまではとりたてて強まっていた。クーパーは、1974—84年の短期のドルとポンドの月別平均金利に0.55という相関係数を認めているが、これはそれ以前の固定為替レート時代に見られた相互関係と比べて大幅に低下している（1964—71年は0.79、1925—38年は0.93）⁽⁴⁾。実際、ドルとポンドの短期金利の相関関係は、第一次大戦前の1876—1914年の0.45という水準より僅かに高いだけであった。平均格差と標準偏差も近年の方がそれまでになく高くなっている（但し1974—84年の高金利水準に対する割合としては高くない）。

1980年代末まで、主要通貨の金利の相関関係は低い状態に留まり（表6参照）、為替レートの変動が依然として三つの主要通貨圏（ドル、円、ドイツマルク圏）の金利の月別推移の連結を弛めていることを示している。1980年代の前半は例外で、この時期はドイツの金利が、急上昇するドル金利と歩調を合わせることを余儀なくさせられていた。長期金利も短期金利の場合とほぼ同様である。1980年代後半には、平均格差は縮小したものの、円及びマルクのドル金利との月別変動の相関関係は実際には共に薄れる様相を見せていた。

Table 6 International linkage of short-term interest rates

	1980-85	1986-91	1980-85	1986-91
Three-month maturity	Dollar vs. DM*		Dollar vs. yen**	
Correlation coefficient	0.86	0.26	0.40	0.24
Average difference	4.44	1.67	3.09	1.34
Standard deviation of difference	1.80	2.06	2.83	1.65
10-year bond yield	Dollar vs. DM		Dollar vs. yen	
Correlation coefficient	0.84	0.23	0.46	0.14
Average difference	3.69	1.19	4.26	2.78
Standard deviation of difference	0.86	1.12	1.36	1.10

Calculated using monthly averages through June 1991.

* Eurodollar vs. Euro DM deposit rates

**Yen CD vs. U.S. Treasury bill rates

相関関係が強い場合でも、外見上のそのような関係が果たして米ドルからその他の通貨への一方的な影響でなく、相互的な影響によるものか否かを測ることはできない。しかし、少なくとも、金利の連鎖が強まっており、1980年代末からは相互に影響し合う関係となっているとの認識はある。これを最も端的に表しているのが、1990年初めに他の通貨と共に起こったドル金利の上昇である。これは、ドイツの再統一によって当初西部ドイツから引き出される金融資本がそれまでの予想を大幅に上回るだろうという市場の観測に対応したのだった。市場の反応が過剰であったか否かを判断するまでもなく、このエピソードは、米国の資本市場の参加者達が世界情勢を念頭において活動しており、これまで以上に世界的な需要と供給の観点から金利の見通しを判断していることを示している。

注（４） 1876—1914年と1925—38年の相関関係は、Oskar Morgenstern, *International Financial Transactions and Business Cycles*, 1959—Dornbusch and Fischer [1984] に引用—より。

Table 7 Sources and uses of savings in the United States

	Gross domestic saving (\$ billions)		Gross Percent of domestic investment from savings of:		
	domestic saving (\$ billions)	domestic investment (\$ billions)	foreign sector	private sector	government sector
1929	15.9	17.4	-4.6%	85.6%	5.7%
1933	0.9	1.7	-11.8%	111.8%	-82.4%
1939	8.9	10.6	-9.4%	104.7%	-20.8%
1940-49	22.0	23.2	-6.4%	158.0%	-63.1%
1950-59	64.0	64.2	-1.0%	101.1%	-1.4%
1960-69	114.7	113.7	-3.6%	102.5%	-1.5%
1970-79	275.0	274.7	-1.2%	105.2%	-5.1%
1980-89	5405.0	5364.5	13.4%	118.9%	-18.2%
1980	443.0	450.0	-2.9%	106.3%	-7.7%
1981	520.8	526.1	-2.0%	104.6%	-5.6%
1982	446.3	446.3	0.2%	124.8%	-24.8%
1983	463.6	468.8	7.2%	126.3%	-27.4%
1984	568.5	573.9	16.0%	117.4%	-18.3%
1985	533.5	528.7	21.4%	125.8%	-24.9%
1986	525.4	523.6	25.8%	127.9%	-27.5%
1987	555.5	544.9	27.8%	121.6%	-19.7%
1988	656.0	627.8	18.2%	119.7%	-15.2%
1989	691.5	674.4	14.0%	115.6%	-13.0%
1990	657.9	654.8	13.7%	119.7%	-19.2%

Source: Economic Report of the President, February 1991, Table B-28

Table 8 U.S. international asset position and earnings

\$ billions (% of GNP)

	OUTSTANDING ASSETS:			INCOME FLOWS:		
	U. S. -owned abroad	Foreign -owned in U. S.	Net position	Current account balance of payments	Net invest. ment income	Net factor income from abroad
1976	458	282	176	4 (0.24)	16	21 (1.18)
1978	619	398	221	-15 -(0.69)	20	31 (1.36)
1981	987	628	359	7 (0.23)	31	52 (1.71)
1984	1105	941	164	-99 -(2.62)	24	47 (1.71)
1985	1174	1110	64	-122 -(3.05)	16	41 (1.01)
1986	1319	1393	-74	-145 -(3.84)	11	34 (0.81)
1987	1463	1598	-135	-162 -(3.59)	5	29 (0.64)
1988	1534	1840	-306	-129 -(2.64)	2	34 (0.69)
1989	1673	2112	-440	-110 -(2.12)	-1	38 (0.72)
1990	1765	2176	-412	-92 -(1.69)	12	39 (0.71)

Sources: U. S. Department of Commerce, Survey of Current Business;
Economic Report of the President, February 1991.**E 貯蓄・投資のバランスと純資産ポジション**

最も劇的でよく指摘されている変化の一つに、1980年代の米国の貯蓄・投資バランスにおける国際的な資本移動の影響が挙げられる。これにより米国は、第一次大戦前以来初めて純債務国となり、

同時に、何十年も続いていた海外からの純所得の米国G N Pに対する貢献がマイナスに転じた。1980年代初めのレーガン＝ヴォルカー体制によるポリシー・ミックスの結果、米国政府の財政赤字は急増したが、外国の偶発的な諸事情により、これが民間資本投資を「クラウド・アウト」することとはなかった。中でも重要なのは、1980年12月以後資本移動に対する制限が撤廃されると同時に、日本のポートフォリオがこれに対応した点である。日本の大幅な貯蓄超過が米国の不足を補う形となった。国際的な資本流動がなければ、1980年代の米国経済は大きく異なった展開となっただろう。それだけでも、この時期に金融の国際化への動きがあったとすることができる。

1980年代の貯蓄・投資の逆転現象は一回限りのもので、ユニークな時代ということになるかもしれない。それでも、米国の資産残高を変えた効果は、今後も国家の所得及び支出の流れにとって重要な意味を持ち続けるだろう。海外からの純投資収益は第二次大戦後1989年までずっとプラスであった。ピークとなった1981年には、純投資収益が国民会計を310億ドル増大させた。これは米国G N Pの約1%に相当した。国民会計の純要素所得で見ると、1981年の米国の国民所得のうち、海外からの要素所得が520億ドル、G N Pの1.7%を占めていたが、その後は1%を下回る水準に後退している（表8参照）。

III 「善意の無関心 (Benign Neglect)」の伝統

米国の経済政策が海外からの規制を受け入れたがらない背景には、経済的、歴史的、文化的要因がある。経済的要因は単純である。米国は農業や製造業が自給可能となった1914年前後から経済「大国」であり、米国人は、政策に関係した国内の経済変数、即ち生産高、雇用、物価、金利等が海外の経済に大きな影響を及ぼすことはあっても、逆に影響を受けることは殆どないという考え方に慣れていた。また、歴史的な偶然も手伝って、米国の政策の誤りは国際的な規範の「ルールに従おうとした」時に生じたと考えられた。どちらの要因も、アメリカ人の文化的な好みである、個人や国家（少なくとも自分達の国）は外部からの制約を受けずに自らの見地に従うべきだという信念によって強化されたのは間違いない。米国が中央銀行の設立を他の先進国より長く避けてきたのは、これらの三つの傾向によるところが大きい。また、米国のマクロ経済政策機関が「国際化」を阻むような組織構成になっているのも偶然ではないだろう。

A 金本位制の教訓

金本位制、もしくは何らかの形で固定為替制度は、殆どの国の近代史において、主要な金融政策の指針としての役割を果たしてきたが、1970年代の初めにブレトンウッズ体制が崩れて以来、これは先進諸国には当てはまらなくなっている。しかし、欧州ではこれが再び創造されつつあり、その範囲は既にE Cを網羅し、更にE C圏外にも急速に広がっている。

米国の経験は、例によって複雑である。1830年代から既に何らかの形の金本位制に執着してきた

ものの、アメリカ人は絶えずそれが必要なものか、利益をもたらすものか、或いは外国人や銀行家の企む策略ではないかと迷っていた。1870年代には、南北戦争前の平価で金本位制を再現しようとする15年間の努力の結果2回の深刻な景気後退を経験した。金本位制に反対する議論はこの時代の経験から幾らかの根拠を得ている。即ち、金のために被ったデフレだけでなく、それが農業地域と工業地域に及ぼす影響の違いから地域間の対立が生まれたことである。新しい銀鉱の発見とそれに続く価格低下と合わせて、この歴史は1896年の選挙で金が演じた効果的な役割を物語っている。タイミングよく発生した1895—6年のリフレーション⁽⁵⁾がなければ、「金の十字架」を脱ぎ捨てる公約をしたブライアン候補がマッキンレーに勝った可能性もある。

それに続く時代は度々恐慌に見舞われた。そして1907年の恐慌の際には、アメリカ人はついに中央銀行を設立するという考えを受け入れることになった。その結果が1912年の連邦準備法と1913年の連邦準備制度の発足だった。同法は金本位制に従うことを再確認したが、遵守義務は既に絶対的なものではなかった。これは思想的な理由によるだけでなく、金の制約を無視できるほど米国が大国となり、外国の経済的影響から独立していたため⁽⁵⁾という見方もできる。

連邦準備法はフェッドによる貨幣発行を支えるための金の最低準備率を定めていた。特定の比率を設定する方法に比べ、これはフェッドに金融政策における相当な自由裁量を与えるもので、この権利をフェッドは最初から行使することになる。第一次世界大戦が始まってから5か月後の1917年9月に、米国は（正式にはないが）実質的に金の輸出を停止した。他の国々は既に戦争勃発と同時に停止していた。1920年代の米国は、金兌換制を維持する唯一の国となっていた。しかしフェッドは最低準備率によって許される範囲で金の流動を「不胎化する」措置もとっていた。金が国外へ流出していたにも係わらず、フェッドは1920年初めまで通貨供給量を増やし続けた。1921—25年には、金の輸入により金の比率が必要水準を遙かに越えて上昇しているにも拘わらず、信用供与を抑制した。しかしフェッドは金の比率が法定限度ぎりぎりまで低下した1920年には引き締めを行ない、1920—21年の景気後退をもたらしている。このことが米国で金本位制が不人気となった一因である。実際には第一次大戦直後の時期に緩めの金融政策を採るという慎重さを欠く政策も当然非難されるべきだろう。（結局のところ、金本位制度は各国に最後の瞬間になるまで予防手段を講じてはいけな⁽⁵⁾いと定めた訳ではない）。

1931—32年にフェッドは、深刻な不況に直面している景気を積極的に支える政策を採らなかった。金本位制（と連邦準備法の中に同法に幾分矛盾しながらも見られる「実質手形」主義）は的確な方向性を示さなかったが、そのためにフェッドがとり得た景気浮揚措置が妨害されたと非難することはできない。金の比率は低下したが、フェッドに抑制を強制するほど下がってはいなかった。むしろ、意思決定を下した人々が、自由裁量を行使する決断ができなかったのである。それ以前の数年に亘り、金本位制度の本来の解釈を踏み外していると批判されていた彼らは、この時には明らかに利用可能な権利を選択しようとしなかった。更に欧州がその少し前に超インフレを経験していたことも影響

注（５） Friedman and Schwarz (1963)

を与えた。このような背景の下で、「保守的な」政策の伝統的な概念を退けるには、普通の知的勇氣以上のものが必要である。この失敗により、フェッドは大恐慌の発生について大きな責めを負うことになる。これは、今日でも金融政策を決定するための指針を持たないために生じた損失の古典的な例とされている。

これらの経験と世界における米国経済の規模の拡大が、フランクリン・ルーズベルト大統領が後にとった金本位制の「統制のとれた停止 (Orchestrated suspension)⁽⁶⁾」策の背景となっている。ルーズベルト大統領が国内の経済目標を国際的な規則に従わせることに對し、断固拒絶した声明は、国際的な金融政策協力に対する米国の態度の根幹を形成する優れたものである。1933年にロンドンで開かれた世界金融経済会議に宛てた有名な書簡がそれである。予想に反して彼は、期日も定めない優柔不断な金本位への復帰宣言を、世界の J P モルガン各社によって課された「盲目的追従」であるとして退け、拒否権を発動した。

“The world will not long be lulled by the specious fallacy of achieving a temporary and probably an artificial stability in foreign exchange on the part of a few large countries only.

The sound internal economic system of a nation is a greater factor in its well-being than the price of its currency in changing terms of the currencies of other nations... Old fetishes of so-called international bankers are being replaced by efforts to plan national currencies with the objective of giving to those currencies a continuing purchasing power which does not greatly vary in terms of the commodities and need of modern civilization... When the world works out concerted policies in the majority of nations to produce balanced budgets and living within their means, then we can properly discuss a better distribution of the world's gold and silver supply to act as a reserve base of national currencies.”.

ニューディール政策は、今日まで続いている米国の公的な金融構造の大半を決定したものであるが、その中に1934年の金準備法(Gold Reserve Act)が含まれている。この法律は金本位制を名目上は残しているが、実質的にはルーズベルトによって示された否定的な思想を実行したものである。国際的な決済のために米国政府には金を売る義務があると定めながら、この法律は金の私的購入と所有だけでなく金貨の鑄造と流通を禁じることにより、実質的に金の役割を減じている。またこの法律は、大統領に金価格を変更する権限を与えている。米国の金準備の水準はもはや、金融政策を抑制するものではなくなったのである。

B 米国の政策決定機関の構成

金準備法はまた、金準備取引と国際金融政策全般に関する米国財務省の権限と責任を定めていた。

注(6) Crabbe (1989)

それらの責任を果たすための組織としては同法は財務省の中に為替安定化資金 (Exchange Stabilization Fund) を設立した。これが米国における政府と中央銀行の独特な責任分担の基礎となるものであった。大抵の国では、蔵相が金利及び為替政策に責任を持ち、(市場操作や監視等の) 実行機能を中央銀行に任せている。しかし、ドイツは例外で、金融政策の両側面がかなりの独立性を持って、中央銀行であるブンデスバンクに委ねられている。このためブンデスバンクは、独自の柔軟性を持って、外国為替と金利の操作の目標及び手段の設定を行なうことができる。

米国では、財務省がドル及び国際的な金融関係に関する政策を決定し、実施することになっているが、国内金利政策の管理は連邦準備制度の独立した領域とされている。少なくともこれが1951年のフェッドと財務省の「アコード」以後の責任分担である。この「アコード」は、フェッドによる独立宣言が米国議会の支持を得たもので、その後の国内金融政策の慣習においてしっかりと確立されている。財務省の為替政策に関する法的権限はこれまで問題にされたことはないが、絶えず厳しい障害に直面してきた。つまり、為替レートに影響を及ぼす唯一の効果的な手段である金利政策をフェッドが管理しているという事実である。外国為替操作において、フェッドが(ニューヨーク連銀の外国為替部を通じて) 米国財務省の代理として全ての取引を実施し、同時に連邦準備制度が独自に持つ準備の保有と運営を行なっている。この二つの機関の法律専門家は、フェッドが独自に外国為替市場に介入する権限を持っているか否かで合意に達したことはない。全員が認めるのは、フェッドが財務省の操作に拒否権を発動することができないということである。たとえフェッドの幹部が不適当と認める操作であっても、ニューヨーク連銀は財務省の代わりに操作を実施することを拒むとはしない(但し介入に二の足を踏み介入効果が薄まったり、フェッドが時に自己資金を使うことを拒むことはある)。財務省がフェッドの外国為替操作に拒否権を発動できるか、が論議されることもあるが、フェッドがこれを試みたことがないという事実が、自らその答を明らかにしているだろう⁽⁷⁾。フェッドと財務省の双方の人物と状況次第で、ドル政策を支える介入が活発かつ効果的に行なわれたこともあるが、事実上これらの組織構造は、米国の外国為替政策らしきものを策定・実行する上で新たな障壁をもたらすものである。

連邦準備制度そのものの組織構造も、政策の国際化を阻むものとなっている。米国議会が1912年によりやく中央銀行の設立を認めた時にも、その権限がニューヨークやワシントンに集中し過ぎないようにするための配慮がなされていた。主な政策委員会(理事会と後の連邦公開市場委員会—FOMC)は広い範囲の地域及び企業グループの代表によって構成されるべきだという主張は、東海岸の「国際派」の人々の力が強くなり過ぎないようにするには効果的である。当初は殆ど全ての金融政策がニューヨークの主導で決められており、このパターンは国際的な分野では最も長く続いていた。ドル政策は、ニューヨークの「専門家達」だけに任せておくには重要過ぎる、と考えられるようにな

注(7) 実際には、フェッドが予め財務省の承諾を受けずに操作を行なうことがある。但しこれらは、通常その直後に承諾されている。Charles Coombs が述べているケネディ暗殺の時のエピソードは一つの例外である。しかしこれは明らかに、政策の不一致というより、連絡のミスというべきものである。(Coombs, Chapter 2)

ったのは、ようやく1970年代になってからである。ワシントンのFRBの理事達や時に議長までが、ニューヨーク連銀の幹部と共に、欧州の中央銀行の代表達との話し合いのためにバーゼルに出向き、FOMCでもニューヨーク連銀の外国為替マネジャーによる毎月のレクチャーを超えた討論を始めるようになったことが、この変化を象徴的に表している。この変化の新しさを物語るように、現在でも国際政策が議長によって決められるか、或いは（最近は殆どないが）ニューヨーク連銀総裁によって決められるか、について微妙な感情が残っている。これはフェッドの職員達が、財務省がドル政策によってフェッドの金利政策領域に侵食することを厭うのと似た感覚である。

C プレトン・ウッズとそれ以降

第二次大戦後の金融体制は、米国の立場を再びユニークなものとした。名目上、プレトン・ウッズ体制は、ドルを金交換制度の中心に据えることによって米国にこの制度を支える義務を負わせるものであった。実際には、この制度は対外的な遵守基準や規制を明示したものではなく、米国は「n番目の通貨」で差しかえなかった。それでも米国の当局者達は、米国の独自の特権を広げるものと、他の国が見なしたこの制度を、ドルの正常な管理を困難にするものと考えた。従って、1971年8月に、米国政府は、正当な行為として、国際金融合意による足枷を再度振り捨てたのである。これで米国は金交換の窓口になることを止め、プレトン・ウッズ時代が正式に終わることになった。

それでは、戦後の外国為替政策は、フェッドの金融政策にどの程度の影響を及ぼしてきたのであろうか。端的に言うと、「あまり大きな影響はない」ということになる。年代順に追ってみると、第二次大戦後今日まで、変化より連続性の方が目立っている。

1950年代には、朝鮮戦争が明らかに経済に影響を及ぼし、米国のインフレ圧力を増大させる海外要因となった。しかしドルは安定しており、直接問題とする理由はなかった。1960年代と70年代初めには、金融政策は依然として殆ど完全に国内的な問題だった。シャーマン・メイゼル氏は、自身がフェッドの理事だった時代（1965—72）を振り返って次のように述べている。「国際的な配慮のためにFOMCが純粋に国内的な見地による目標を実際に変更したのは、100回以上の指令のうち僅か8回だけであった。その他何回かの指令は、国際的な準備の流れのために多少調子が変わられたが、大幅なものではなかった。理事会の政策決定が影響を受けた割合も恐らくほぼ同様であった。」[Maizel, 1973]メイゼル氏の指す8回のケースのうち、5回は準備流失による引き締めであり、3回は海外通貨（ポンド、フランスフラン、イタリアリラ）の売り圧力が高まることを警戒した引き締めの回避であった。その他4回は、金或いは外国為替の流出を防ぐために引き締めの時期を速めたケースと、ポンドの切り下げを遅らせるために、引き締めの時期を遅らせたケースである。

メイゼル氏は更に、フェッドは、自らが決定するのではなく、また論理的に設定されたわけでもない国際政策目標に、多くの関心を持ち過ぎている、という彼自身の感想を明らかにしている（これは恐らく、当時と現在の他のメンバーの感想を代表したものと言えるだろう）。同氏はこの状況が「アコ

ード」以前のフェッドの財務省の国債管理決定への服従と類似していると述べ、フェッドが独自に健全な金融政策を策定する能力を脅かす危険があると述べている。彼の不満の一部は、変動相場制への移行によって解消されたが、為替レート目標が財務省によって決定されるため、フェッドの独立を脅かすという全般的な問題は、現在でも時々聞かれる。特に、ジェームズ・ベーカー財務長官のプラザ提案によってG 5 諸国の「協調」政策が盛んになって以来顕著になっている。最近の例では、1989年9月—10月に二人のフェッドの理事が、ドル売り介入に関するG 7 の合意を支持するFOMC の決定に反対している。彼らが反対の理由を説明するために用いた表現は、かつての論争を彷彿とさせるものであった。

1970年代も、フェッドの幹部達が国際的な目標に注目したのは、危機的状况の際に限られた。1978年11月1日のカーター法案や、1979年10月6日のヴォルカー長官の「サタデー・スペシャル」等がその例である。しかしこれらのケースでは、既に外国為替の危機は、より一般的な危機の一部となっており、実際の問題は国内の有権者を悩ませた二桁のインフレだった。ドル危機はむしろその一つの症候であった。その都度、外国為替の目標（ドル防衛）の優先順位はすぐに後退した。カーター法案の場合には、国内需要を抑えることなく為替操作だけに頼ったため、目標は達成されず仕舞いに終わり、そのまま優先順位も後退した。[Greene, 1984]

1980年代前半にドルが再び強くなると、「善意の無関心」が復活した。ロナルド・リーガン財務長官が率いる米国当局は、ドル高を市場が米国に対して払う敬意と見做し、いずれ彼の後任者達が問題視することになる自国の競争力の衰退を無視した。一方フェッドは、膨大な財政赤字が続く中、ドルの上昇をフェッドの反インフレ策の避けられない副産物と見る傾向があった。もちろん、ドルがインフレ抑制の助けとなったのは事実であるが、それはフェッドの目標そのものではなかった。

1985年の9月以降、政府とフェッドの首脳達はドルの水準を公式に問題視しはじめた。この転換はジェームズ・ベーカー氏が財務長官になって間もなく、「プラザ合意」の発表によって劇的に行なわれた。（既に1985年の1月のG 5 の後にG 10が同規模の介入を行っており、しかもそれは同年2月下旬のドルのピークと完全に一致することから、欧州の中央銀行筋は今でも、米国が9月になって突然熱心なリーダーシップをとり始めたことを、米国の「遅刻」と見做している）。それ以後、G 5（現在はG 7）の蔵相と彼らの（それまで秘密裏に行なわれていた）定期協議が米国の外国為替政策の表立った道具となった。

しかしこの場合、またその後においても、ドルが強調されるのは殆ど危機の場合に限られていた。1985年以後、ドルが金融政策に深刻な影響を与えたのは、下落した時だけで、強過ぎる時ではなかった。これはこの間のFOMC の指令を見れば明らかである。政策調整の条件の中で「外国為替市場の情勢」が1985年中に3位より上にランクされたことはなかった（ベーカー長官のプラザ提案が行なわれる1か月前の8月に3位になった）。またドルの安定を目指したルーブル合意の時、即ちドルの弱さに対抗することに焦点が移った時の、ヴォルカー氏の2月のハンフリー＝ホーキンズ証言は、政策が引き締められていないことを示した。3月31日の会議（ドルが150円を超える予想外の軟化をみせた

1週間後)の時点でも、この状況は変わらなかった。しかしこの会議で、ドルは1位に押し上げられた。そしてドルが更に軟化した4月30日に金融引き締めが実施された。次の5月の会議では、ドルの重要性は2位に下げられ、8月には3位に、11月には(5項目中)4位になった。そして1988年5月までその位置にとどまり、その後はリストの最後に位置したままである。(実際、このリストでは、外国為替の状況と国内金融市場の状況を一つの項目として扱っている。これはドルを、それ自体で独立した経済要因或いは政策指針として捉えるのではなく、国内金融市場の障害となり得るもの、と捉えた考え方である)。

実際、1989年10月には、FOMCは外国為替を一段と格下げした。10月2日の会議の議事録は、ドル水準の目標を設定しないことがフェッドの政策決定の背後にある基本理念であると記録している。その時点で金利を引き下げないことを決めた委員会の理由の一つは、9月下旬のG7会議から日が経っていないことであった。その会議ではドルの上昇を抑える努力をすることで合意しており、FOMCの委員達は、これが彼らの金融政策姿勢に影響を与えたと見られたくないと述べた(これに対する反対意見は記録されていない)。1989年末のエピソードは、政府の為替政策が慣習的な権力の限界を超えた例である。強い法的権限に基づいてG7の声明と積極的な為替市場介入を推進しているうちに、財務省はフェッドが金利政策でバックアップしても良いと考えていた程度をはるかに超えてしまった。財務省はこれにより、それまで一度もテストされたことのなかった理論を世界の前で明らかに実証することになった。その理論とは、財務省の為替政策に関する権限は、フェッドの支持を受けない限り実体のないものである、というものである。1989年末にフェッドが財務省の為替介入操作の激しさと規模に反発して行なった空前の公開論争は、苦い後味を残し、その後のG7の為替市場協調への熱意を後退させた。

IV 結 論：ブレトン・ウッズ体制に代わる新しい「契約」は？

1989年末のエピソードは、フェッド内部に依然として、対外目標が限度を超えて政策に影響を及ぼすことを嫌う心理があることを思い出させた。ある人々は、1960年代のメイセル氏のように、為替レート目標を、フェッドの金利政策が財務省の影響下に屈する危険をもたらし得るものと感じている。また別の人々は単にドル目標を、海外要因に不当な重点をおくものと見做している。後者は、しばしば政策の展開において前者と反対の立場をとることがある。それは、ドル防衛がフェッドの引き締めをきつ過ぎるものとする、と考えるためであるが、必ずしも常にそうなるとは限らない。このことは要するに、どのような理由にせよ金融政策に対外方針を形式的或いは定期的に用いることを避けようとする機運が組織全体にあることを物語っている。

危機以外の様々な状況においては、日々の政策決定において海外要因が大きなウェイトを占めることはない。フェッド内には、ドルをサイクル的変動要因とみなす知的伝統があり、これは今も変わっていないようである。国内経済要因がフェッドの引き締めを必要とする場合、インフレ抑制の

推進という高金利の好ましい効果と共に、ドル高は当然の副産物と考えられている。景気成長が低く、フェッドが緩和を行なっている時期には、ドルは低下すると考えられ、許容可能な範囲に留まる限り、その刺激効果が歓迎される。許容範囲とは、国内資本市場に悪影響を生じていない、ということである。

殆どの場合、対外要因がフェッドの政策決定に影響を及ぼす程度は、それらの要因が国内の変動要因に影響を及ぼす程度によって決まる。大半の中央銀行がインフレ目標を達成することを義務と考えている時代には、これはしばしばドルの変動によるインフレ効果と要約されることになる。米国経済の海外との結びつきが貿易や投資を通じて次第に増大しているため、この効果も著しく大きくなっていると予想されるが、現在までのところ明らかにそうになっている訳ではない。1970年代末のフェッドの有名な研究は、当局に広く認められている原則を明らかにしている。即ち、ドルが10%下がると、2、3年の間に消費者物価インフレが約1.5%上昇する、と言うものである。[Hooper and Lowrey, 1979] これと、後のほぼ似たような結論の研究から、1980年代前半のドルの上昇はその時期のインフレ低下のおよそ $1/4$ から $1/3$ をもたらし、どの時点でも国内要因の影響の方が支配的であったことが推定される。経済の国際化がもてはやされていたものの、1980年代後半のドルの下落がインフレの上昇に与えた影響は更に小さかった。これは、一つには特殊な事情によるものである。即ち、外国の自動車メーカーと繊維製品メーカーの価格対応を遅らせた輸出の自主規制と、日本およびその他のアジアの生産者がドル建て価格を設定しているためである。従って、インフレとドルの関係は1990年代初めの方がずっと密接になるだろうと示唆するアナリストもいる。しかし、フェッドのスタッフの分析はこれとは異なっている。彼らは、ドルの下落が輸入価格、ひいてはインフレにより大きく波及するという見方は根拠がないと推定している。[Hooper and Mann, 1989] 従って、経済の国際化がやがて効果を表して、フェッドの政策思考がドルを一段と重視する方向に向かうことは確かであるが、そのプロセスは非常に緩やかで、実際にはこれまでのところ殆ど感知できないほどである。

それでも何らかの変化が生じているのは確かである。1980年代前半がブレトン・ウッズ「契約⁽⁸⁾」(Contract)後の分解の時代であるとする、その後の時代は、その分解の結果と、各国の政策が再び甘んじなければならない制約の限度を認識させられた時代である。米国が純債務国になったことは、世界の資本市場の国際化と合わせて米国を国際的な資本の流れの影響を受け易い国にしたが、そのために(フェッドや政府の幹部は言うに及ばず)議会指導者達がマクロ経済について話したり、実行したりすることまでが制約されることになった。1987年10月の株価大暴落はこの点で大きな意味を持つ出来事であり、米国の政治家達に意見の不一致で市場を騒然とさせたり、財政政策を多少とも変更させたりすることを避けなければならない、という教訓を与えた。新しい契約は恐らく、

注(8) Goodhart (1989, p.139)は、Frenkel and Goldstein の調文を引用して、これを「為替相場の安定が、＜重要な副産物＞となることを期待しつつ、各国が国内レベルで安定政策をとること」の暗黙の合意であると述べている。

「善意の無関心」を捨てることではなく、金融政策を以前より狭い範囲のオプションに限定することが考えられよう。信用の危機は国内金融市場を崩壊させ、従って選挙の得票数に大きく響くため、それを再び引き起こさないようにとの配慮から、政策は一定範囲から離れてはならないことになる。しかし1980年代半ばのような膨大な不均衡が再び生じない限り、米国当局は「いつも通りの仕事」、即ち、対外方針や制約を特に意識することのない政策を続けるだろう。

参考文献

- Board of Governors of the Federal Reserve System, "Minutes of the Federal Open Market Committee", (press release, eight times yearly).
- William Branson and Richard Marston, "Price and Output Adjustment in Japanese Manufacturing", NBER Working Paper # 2878, March 1989.
- Charles Coombs, *The Arena of International Finance*, John Wiley & Sons, 1976.
- Richard N. Cooper "The United States as an Open Economy", in R. W. Hafer, ed., *How Open is the U. S. Economy?* Lexington Books, 1985.
- Leland Crabbe, "The International Gold Standard and U.S. Monetary Policy from World War I to the New Deal", *Federal Reserve Bulletin*, June 1989.
- Rudiger Dornbusch and Stanley Fischer, "The Open Economy: Implications for Monetary and Fiscal Policy", NBER Working Paper # 1422, August 1984.
- Milton Friedman and Anna Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press, 1963.
- Joseph Gold, *Exchange Rates in International Law and Organization*, American Bar Association 1988.
- Charles A. E. Goodhart, "International Considerations in the Formulation of Monetary Policy", in Charles A. Piggott, ed., *International Financial Integration and U. S. Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of New York, 1989.
- Margaret L. Greene, "U. S. Experience with Exchange Market Intervention", Federal Reserve Board Staff Studies # 127, 128 and 129, 1984.
- Peter Hooper and Barbara Lowrey, "Impact of the Dollar Depreciation on the U. S. Price Level: An Analytical Survey of Empirical Estimates", Federal Reserve Board Staff Study 103, April 1979.
- Peter Hooper and Catherine Mann, "Exchange Rate Pass-through in the 1980s: The Case of U. S. Imports of Manufactures", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1989, # 1, pp. 297-329.
- Jan Loeys, "Japanese investment in U. S. securities", *Markets Research note*, April 19, 1991, Morgan Guaranty Trust Company.
- Sherman Maisel, *Managing the Dollar*, W. W. Norton, 1973.
- Jeffrey Sachs, "The Dollar and the Policy Mix: 1985", *Brookings Papers on Economic Activity* 1985, # 1.

(モルガン・ギャランティ・トラスト ヴァイス・プレジデント)