

Title	国際通貨制度と国際金融：国際的ファンド・フローの変化
Sub Title	The international monetary system and international finance : changes in international fund flows
Author	深町, 郁彌
Publisher	慶應義塾経済学会
Publication year	1994
Jtitle	三田学会雑誌 (Keio journal of economics). Vol.87, No.2 (1994. 7) ,p.330(176)- 360(206)
JaLC DOI	10.14991/001.19940701-0176
Abstract	
Notes	特集：コンファレンス「20世紀末の資本主義」
Genre	Journal Article
URL	<a href="https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-19940701-0176">https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-19940701-0176</a>

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.

# 国際通貨制度と国際金融

—国際的ファンド・フローの変化—

深 町 郁 彌

## 1 はじめに

1980年代の後半、為替媒介通貨（vehicle currency）の機能においてドルからD、マルクに交替している。この交替は基軸通貨ドルにたいする第2のエロージョン（侵食）である。筆者がいま検討しているひとつの問題である。この為替媒介通貨機能の第2の侵食といったことに関連していえば、1970年代変動相場制への移行ののち、ドイツをはじめEC各国はすでに契約通貨（invoicing currency）の機能の多様化と準備通貨、投資通貨（investment currency）の分散化が進行していた。この契約通貨の多様化とは、為替リスクを回避するため自国通貨建てで商品輸出入の為替契約を行うということであった。準備通貨（reserve currency）はドルを中心とする公的な外国為替準備であり、投資通貨は民間の金融商品や企業が保有している準備金で金融商品に投資されているものであった。これら準備通貨、投資通貨はドルから他通貨に分散されることになった。ここで基軸通貨の機能に一言ふれておきたい。

第1次大戦前、ポンドスターリングは契約通貨と銀行間外国為替市場で取引通貨・決済通貨の3つの私的通貨の機能で国際通貨の地位を占めていた。だが基軸通貨ドルの機能では、私的通貨の機能として為替媒介通貨と投資通貨が加わり、さらに公的国際通貨の機能として準備通貨と介入通貨の2つの機能がつけ加わることになった。これらの基軸通貨の機能のあいだの関係を述べてみよう。

為替銀行と顧客とのあいだの契約通貨では、76年に西ドイツの輸出では、自国通貨建ての為替契約は86%ともっとも大きく、イタリアでは39%と小さかった。同じく76年に推定された日本の輸出に占める円建ては20%にすぎなかった。輸入の場合、同じ76年に西ドイツ41.9%、イタリア16%、そして日本は1.2%であった。しかし銀行間外国為替市場では、取引通貨・決済通貨と為替媒介通貨はドルに集中されていた。79年の「30人委員会」の調査では、ドルが為替取引の一方の側に含まれているのは、ロンドン外国為替市場で取引の99%、チューリッヒで95～99%、そしてパリで例外的に60%ほどであった。<sup>(1)</sup> 決済通貨という点では、ニューヨーク手形交換所（CHIPS）で世界のドル決

済の90%が集中され、相殺されていた。また為替媒介通貨は、例えばポンドをD.マルクにかえるのに、直接為替売買をするというのではなく、ドルはポンド売り・ドル買いとドル売り・D.マルク買いと2回の取引の媒介役として出てくる。ドルは売りと買いで2つの為替売買をつなぐののでそういうのである。したがって為替リスク回避のため契約通貨をドル建てから他通貨に多様化し、準備通貨、投資通貨を分散しておればおるほど、為替媒介通貨はますます大きくあらわれることになる。

この為替媒介通貨ドルが、欧州通貨制度（EMS）の中心となっているD.マルクによって交替され侵食されてきたのである。85年9月のプラザ合意、87年2月のルーブル合意のもとにG5、G7の国際金融協調が進められた。アメリカがリードした外国為替市場への協調介入と、西ドイツ、日本の金利をアメリカ以下に押さえる金利協調にもかかわらず、ドルの為替相場は著しく下落した。プラザ合意のときの1ドル=237円が17ヵ月後のルーブル合意のときには153円に、そして93年7月には104.2円に下っていた。ドルの金交換性はなくなったが、そのかわり変動相場制下で相場下落のアキレス腱をもつことになった。

EMS内の中小規模の外国為替市場をもつオランダ、スウェーデンでは直物取引においては銀行間市場での為替媒介通貨は、ドルよりマルクの方が多くなった。92年4月のオランダの自国通貨の対D.マルク取引は直物取引の54%、そして対ドル取引は31%である。スウェーデンでは対D.マルク取引55%、対ドル取引21%である。ロンドン外国為替市場では、自国通貨ポンドが相手ではなくて、ドル対D.マルクの取引が第一位であり、ドルを含まないクロス取引が急速に増加してきている。ここではドル、D.マルク、円という3つの通貨間の為替取引が展開している。そしてEMS内では、オランダ、スウェーデンなどがD.マルクを取引通貨・決済通貨として、また為替媒介通貨として多く使用している。さらにD.マルクを自国通貨にたいする介入通貨として使用していることが明らかである。これらについては別稿をみられたい<sup>(2)</sup>。

小論で対象にしているのは、1990年以降の国際的ファンダ・フローのドイツ、日本、アメリカのあいだの逆転である。90年10月3日に東ドイツは西ドイツに併合され、統一ドイツが誕生した。ここでは統一ドイツ、日本、アメリカに限定してファンダ・フローの逆転を探りたいとおもう。

## 2 ERMの変動幅拡大と国際通貨制度へのインパクト

欧州通貨制度（EMS）の外国為替機構（ERM）では、1993年8月2日まで為替相場の変動幅は上下2.25%であった。EMSのスネイクの内部においては固定相場制がとられている。対外的に

---

(1) 深町郁彌『現代資本主義と国際通貨』岩波書店、1981年、第6章「変動為替相場と国際通貨」参照。

(2) 深町郁彌「為替媒介通貨におけるドルのマルクによる交替」『広島大学経済論叢』第17巻第3・4号、1994年3月、をみられたい。

ドル、円などの域外通貨にたいしては変動相場制である。8月2日のEMSの緊急蔵相・中央銀行総裁会議では為替相場の上下変動幅を15%に拡大した。ただしD.マルクとオランダギルダーとのあいだの変動幅は、さらに上下2.25%に維持されていくことになったのである。この上下変動幅の15%への拡大は、「事実上の変動相場制」への移行といわれ、ECUという「単一通貨制採用への道が遠く」になったといわれ始めている。ECは市場統合から一年を通過し、93年11月にはマーストリヒト条約（欧州連合条約）が発効し、94年初頭には欧州通貨機関（EMI）が創設され、通貨統合は第2段階にはいることになる。これはマーストリヒト条約に書かれている通貨統合面でのスケジュールであるが、12月末現在で「再び変動幅を縮小し通貨統合のルールに乗せようという声は聞こえない」といわれている<sup>(3)</sup>。いずれにしろ、欧州統合のなかで単一通貨の発行という97年での第3段階への移行は遅れざるをえないであろう。

では8月2日のERMの上下変動幅の2.25%から15%への拡大措置を蔵相・中央銀行総裁会議は、またドイツは、どうしてとらざるをえなかったのであろうか。しばらくこの点について考察を加えてみたい。まずERMの変動幅拡大にいたるプロセスを辿ってみよう。

#### 1992年

- 7月17日 独公定歩合を8%→8.75%に利上げ
- 9月13日 EC通貨評議会でイタリアリラを7%切下げ
- 9月15日 英ポンドがERM下限レート（1ポンド=2.778マルク）を割り込む
- 9月17日 英、イタリアがERMを一時離脱、スペインペセタ5%切下げ
- 9月20日 仏、マーストリヒト条約を国民投票で承認
- 11月22日 スペインペセタ、ポルトガルエスクード、各6%切下げ

#### 1993年

- 1月31日 アイルランドポンド、10%切下げ
- 5月13日 スペインペセタ、8%切下げ、ポルトガルエスクード、6.5%切下げ
- 7月2日 独、第5次利下げ。公定歩合7.25%→6.75%。ロンバード金利8.5%→8.25%
- 7月8日 仏フランが対独マルクで1マルク=3.4フラン近くに下落。仏中央銀行が市場介入。デンマーククローネなどにも売り圧力
- 7月30日 独の第6次利下げ。ロンバード金利0.5%下げ、公定歩合は据え置き。仏フラン、

(3) 「欧州統合新たな試練」『日本経済新聞』1993年12月30日；「EC通貨統合なお曲折も——マーストリヒト条約批准完了」同上紙、10月13日；「通貨統合の推進確認」同上紙、10月30日；「経済悪化筋書き狂わす」

『朝日新聞』1993年10月14日；「通貨統合、現実性失う」同上紙、11月2日；“D. Marsh on former political leaders who advocate closer European integration”, *Financial Times*, Sept. 9 1993；“EC ministers veto early return to old ERM”, *ibid.*, Oct. 11；“The Maastricht recipe” *Economist*, Oct. 23 1993, pp.13~15.；“Europe’s monetary future” *ibid.*, pp.19~21.

E R M下限レート（1マルク=3.4305フラン）を割る。E C各国の中銀は仏フラン、デンマーククローネなどを買い支えるために、600億マルクを超える市場介入実施

7月31日 ブリュッセルでE Cが緊急通貨評議会<sup>(4)</sup>

ブリュッセルの緊急通貨評議会のあとに続いたのは8月2日の緊急蔵相・中央銀行総裁会議であった。2.25%あるいは6.0%（スペイン、ポルトガル）の上下変動幅の15%への拡大が決定され、実施されたのである。

1993年7月末までの13カ月の期間、ドイツは8.75%の公定歩合を7月2日まで5回ほど引き下げて6.75%にしている。7月30日には公定歩合は引き下げることができなかったが、ブンデスバンクの証券担保貸付金利であるロンバード・レートは0.5%引き下げざるをえなかった。13カ月のあいだにロンバード・レートは4回利下げして、9.75%から7.75%に引き下げられた<sup>(5)</sup>。

この同じ7月30日、イギリスとイタリアの通貨はいずれも2.25%の変動幅下限を割り込んでしまい、E R Mから離脱する通貨危機がおこっている。31日のE C通貨評議会が開催されたのはこうした危機によってであったが、ドイツはロンバード・レート金利を引き下げただけで公定歩合には手をつけることができなかった。92年9月15日には、同じくポンドスターリングはE R Mの変動幅下限を割りこんで、17日にはイギリス、イタリアはE R Mを一時離脱してる。またスペインペセタは3回の為替切下げでこの1年間に19%平価切下げを行い、ポルトガルエスクードは2回で12.5%の切下げ、そしてイタリアは1回で7%の切下げを行っている。こうしたE C各国のこの1年間の通貨危機にもかかわらず、ドイツは、公定歩合、ロンバード金利の引下げでしか対応することができなかったのである。ドイツはどのようにこれまでのようにD.マルクの為替平価切上げによって通貨危機に対応することができなかったのだろうか。不況の底にあったE C各国は金利引下げを行わなければならなかった。だがドイツの金利が高く維持されていて、自国の金利引下げを行うと、E C諸国は証券投資、短期貨幣資本の流出、したがってE R Mの変動幅下限内に自国の為替相場を維持できなくなるのである。ドイツの高い金利と自国の金利引下げ要請とのあいだの矛盾である。

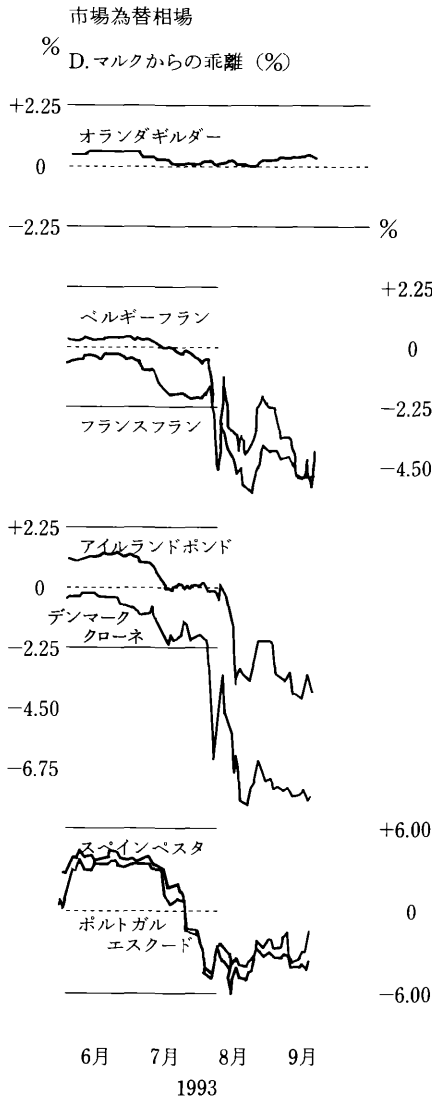
では7月末から8月にかけてのE C各国通貨のD.マルクにたいする為替相場の変動、E R Mの変動幅下限を割り込んだ通貨混乱の状況を見ておこう。

図1に示されているように、欧州諸国の3ヵ月貸付の金利は93年2月の上昇のあと6月までは低下傾向を示していた。これはドイツの公定歩合、市場金利が低下していたからである。デンマーク、次いでフランスの3ヵ月金利の下落は大幅であった。しかしこうしたEMS加盟国における市場金利の低下という金融政策の方向にたいして、93年7月から金利は上昇に転じ、金融状況は逼迫し、そしてE R Mのなかでフランスフラン、デンマーククローネ、スペインペセタ、ポルトガルエスク

(4) 『日本経済新聞』1993年8月3日。

(5) "The recent monetary policy decisions and developments in the European Monetary System" *Deutsche Bundesbank Monthly Report*, Aug.1993. p.21.

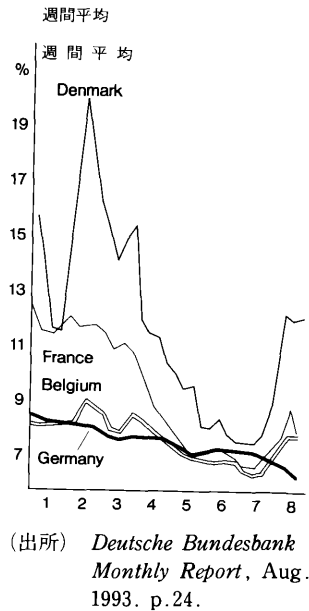
図1 D.マルクにたいする  
EMS通貨のポジション



(注) 上下変動幅15%へ拡大ののち、D.マルクにたいするオランダギルダーの変動幅は、2国間の協議により2.25%に維持された。最終ポジションは1993年9月10日。

(出所) Deutsche Bundesbank Monthly Report, Sept. 1993. p.71.

図2 欧州諸国の3ヵ月貸付金利



ードなどの諸国通貨は著しい投機圧力に曝されることになった(図1参照)。ここでは以下指摘するように、これらのEMS諸国の通貨と為替相場は、貨幣資本移動の渦にまきこまれていくのである。図2は3ヵ月貸付金利を週間平均で算出したものである。そこでもっと詳細に市場金利の変動をフォローしなければならない。そこでユーロカレンシー市場での各国通貨の金利を7月末の変動に向けて追ってみよう。

まず各国の公定歩合である。ドイツでは7月2日に6.75%、そして9月10日に6.25%と引下げられている。フランスではドイツの公定歩合を追いかけて7月5日に同じ6.75%に引き下げている。これにたいしてデンマークでは7月19日に9.25%に引き上げ、そしてポルトガルでは7月12日に12.0%、7月26日に14.5%と2回にわたって引き上げている。次は市場での金利上昇

を示しておこう。『フィナンシャル・タイムズ』紙によれば、7日間通知預金でもっとも高いのはデンマークの金利40%~30%、次はスペインの16.25%~15.25%、そして第3はフランスの16%~13

%である。3ヵ月ものは、デンマーク16%~13%、スペイン12%台、フランス10.25%~9.25%となっている。<sup>(6)</sup>これらの金利の急騰には、ドイツ以外のEMS各国の為替相場下落が対応していた。「7月30日だけで、デンマーククローネは下限の介入点に到達し、ほぼ300億マルクの外国為替がブンデスバンクにどっと流れ込んだ。ブンデスバンクに流入したEMS加盟国の通貨を全部あわせると、7月中ではほとんど600億マルクに達した。それらの大部分はフランスフランであった<sup>(7)</sup>」。ブンデスバンクはフランスフランを支えるために、7月にはいと大量にフランを買い入れていた。とくに7月後半には裁量的介入だけでなく、義務介入によってフランスフランの支持買入れを多量に行わざるをえなかったのである。ちなみに、7月30日の買上げによる流入300億マルクは、ドル建てに換算すると、約154億ドル、7月中の600億マルクは約309億ドルほどである。

そうした外国為替市場への介入操作にもかかわらず、ドイツ以外のEMS諸国の通貨、デンマーククローネ、フランスフラン、ベルギーフラン、スペインペセタ、そしてポルトガルエスクードはそれぞれ変動幅の下限を割り込んでしまったのである。

EMS各国は不況対策のため金融緩和政策をとり、金利は実際に低下していた。ドイツはそれらの国々の要請によって1年余りのあいだに5回にわたって公定歩合を引下げた。そして4回ほどロンバード・レートを利下げしてきた。欧州域内では公定歩合の高さではドイツはイギリス、ベルギー、オランダ、オーストリア、スウェーデンより高く、デンマーク、ポルトガル、スペインより低かった。フランスはドイツの公定歩合に追随していた。さらにアメリカの3%、日本の2.5%より遙かに高いものであった。どうしてドイツの公定歩合6.75%は、欧州内では中位以上のレベルにあり、アメリカ、日本より高いのであろうか。市場金利についても同様である。しばらく東ドイツ統合後のドイツの状況を考えてみたい。

### 3 ドイツ経済の現状

ドイツがEMSをベースとする国際通貨あるいはアンカー通貨 (anchor currency) であることを前提とすると、それ以外のEMS各国は不況対策として、自国の金利を引き下げることが必要である。ところが金利を引き下げると、貨幣資本の流出、そして自国通貨売り・D.マルク買いという通貨危機の状況に曝されることになった。こうしたドイツへの貨幣資本流入、他国通貨売り・D.マルク買い操作には、ドイツと各国の通貨当局のD.マルク売り・他国通貨買いの市場介入の反対操作が大規模に行われたのである。この市場介入操作は国内のマネー・ストックを著しく増加させた。93年5月~7月のM3は308億マルクであり、対前年比で10.4%の増加率であった。<sup>(8)</sup>「通貨増加の封じ

(6) "Euro-currency interest rates" *Financial Times*, July 30, 1993.

(7) "The recent monetary policy decisions and developments in the European Monetary System" *ibid.*, p.24.

込めはまさに危殆に瀕していたのである<sup>(9)</sup>。為替市場介入による銀行の流動性、さらにマネー・ストックの増加は、ドイツでは91年、92年とすでに繰り返されていた<sup>(10)</sup>。

東ドイツを統合して新しいドイツがあらわれたのは、1990年10月3日であった。この東ドイツ統合にともなってドイツの負担と経済構造の悪化がはっきりあらわれてきたのである。

まず第1は国際収支の変化である。ドイツの国際収支は、91年から経常収支が赤字になり、資本収支が流入の黒字に転じている。表1に示されているように、西ドイツの国際収支は80年から90年まで一貫して黒字であり、資本収支はそれに対応して赤字の流出であった。ドイツのこの国際収支の経常収支の黒字から赤字への、そして資本収支の赤字から黒字への逆転は、アメリカ、日本の国際収支、とくに資本収支の変化をもともなって、世界的なファンド・フローを変えることになった。

ドイツの資本収支の項目では直接投資、証券投資、銀行勘定（短期貸）、その他短期資本が示されている。91年、92年のいずれも直接投資は流出の赤字であるが、それ以外の項目ではすべてが流入となっている。ただし公的決済については91年が支払超で3億ドルの赤字、92年が受取超で355億ドルの黒字である。

これにたいしてアメリカの国際収支では、91年に経常収支の赤字が3億7000万ドルと著しく小さくなり、資本収支が86年から90年までとは異なって、189億ドルの赤字の流出となっている。この資本収支には直接投資、証券投資、銀行勘定の項目が示されている。90年について、アメリカの証券投資が297億ドルの赤字の流出であることは記憶さるべきである。さきに述べたように、この90年に、アメリカの貨幣資本がドイツの証券投資を行ったことに対応している（注10参照）。91年になると、資本収支の合計が赤字になったアメリカでは、直接投資が156億ドル、また銀行勘定が184億ドルといずれも赤字で流出している。とくに銀行勘定というのは、アメリカの国内の銀行がユーロ市場の支店あるいは関連金融機関にたいして、また海外の銀行にたいして、銀行間市場で短期に貸し付けることが中心である。92年では、経常収支の赤字は大きくなり、資本収支は207億ドルと資本の流入で黒字に転じている。直接投資は前年に続いて赤字となっているが、証券投資、銀行勘定では黒字の流入である。さらに公的決済では91年、92年とも支払超過、債務増の赤字である。

日本の国際収支では、いずれの年も経常収支は黒字、資本収支は全体としては赤字の流出である。しかし変化はすでに90年にあらわれている。銀行勘定は136億ドルほど赤字であり、それ以前の短期資本の流入による黒字とは逆転した状況に達している。91年には直接投資のほかに、銀行勘定が935億ドルと赤字の短期資本流出となっている。92年では、直接投資の赤字のほかに、銀行勘定

(8) “Monetary developments” *Deutsche Bundesbank Monthly Report*, Sept, 1993, pp. 20, 21.

(9) “Overview” *ibid.*, p.14.

(10) 宮崎義一氏は、1990年3月末から4月にかけて日米の貨幣資本がニューヨーク市場と東京市場からフランクフルト市場に向かったこと、そして日米の証券市場の収縮と株価下落が発生したことを検出している（宮崎義一『複合不況——ポスト・バブルの処方箋を求めて——』中央公論社、1992年、199ページ以下参照）。



表1 日・米・独国際収支

(単位:10億ドル)

	86	87	88	89	90	91	92
<u>アメリカ</u>							
経常収支	-147.5	-163.5	-126.6	-101.1	-90.4	-3.7	-62.4
資本収支	113.7	106.6	90.3	118.1	60.5	-18.9	20.7
直接投資	18.4	15.8	41.8	38.9	12.4	-15.6	-39.3
証券投資	70.5	29.2	38.7	46.3	-29.7	6.1	16.3
銀行勘定	19.8	46.9	13.9	12.1	23.8	-18.4	47.0
公的決済	33.8	56.9	36.3	-17.0	29.9	22.6	41.7
〈外貨準備高〉	<48.7>	<47.7>	<49.1>	<75.6>	<85.3>	<77.7>	<71.3>
<u>日本</u>							
経常収支	85.8	87.0	79.6	57.2	35.8	72.9	117.6
資本収支	-72.1	-44.8	-64.1	-81.9	-56.7	-90.0	-119.0
直接投資	-14.3	-18.4	-34.7	-45.2	-46.3	-29.4	-14.5
証券投資	-101.4	-93.8	-66.7	-28.0	-5.0	41.0	-26.0
銀行勘定	58.5	71.8	44.5	8.6	-13.6	-93.5	-73.0
公的決済	-13.7	-42.3	-15.5	24.7	20.9	17.1	1.4
〈外貨準備高〉	<42.2>	<81.5>	<97.7>	<84.9>	<77.1>	<69.0>	<68.7>
<u>ドイツ</u>							
経常収支	39.5	45.9	50.6	57.4	47.1	-19.8	-22.2
資本収支	-36.4	-22.5	-69.8	-67.4	-40.2	19.5	57.7
直接投資	-8.9	-7.2	-10.3	-7.5	-20.8	-18.6	-12.7
証券投資	22.0	-2.6	-43.7	-4.4	-2.4	28.3	35.8
銀行勘定, 短期	-27.9	-3.9	-10.4	-30.3	-1.0	23.1	37.5
その他短期	-25.1	-5.5	-12.5	-27.4	-11.3	3.5	13.2
公的決済	-3.1	-23.4	19.2	10.0	-6.9	0.3	-35.5
〈外貨準備高〉	<55.8>	<83.5>	<63.0>	<65.1>	<72.6>	<67.8>	<95.5>

(注) 公的決済一印は黒字

(出所) 石田定夫『日本の資金循環』1993年(原資料 BIS年報、63号)

730億ドル, さらに証券投資が260億ドルと赤字の流出となっている。2年にわたる銀行勘定の赤字, したがって減少には, それ以前における銀行のユーロ市場からの短期資本の借入の返済にあてられたものが多い。日本の場合, 経常収支の黒字よりも資本収支全体の赤字の方が大きい。したがって3年とも公的決済はいずれも支払超過の赤字である。

以上のようにみると, 世界的なファンド・フローが変化していることがわかる。ドイツは, 表1に示されているように, 86年~90年には資本収支は, 直接投資, 証券投資, 銀行勘定, その他短期資本のどの項目においても, 赤字で流出となっている。ところが91年, 92年では, 資本収支は全体として, また直接投資以外の3つの項目でそれぞれ, 黒字の資本流入に転じている。日本では, 資本収支が全体として赤字の流出にあることはこれまでどおりであるが, 89年までは短期資本の取入れで黒字であった銀行勘定が, 90年以降では赤字の資本流出に転じてしまっている。一言つけ加えておくが, ドイツの場合とは銀行勘定のバランスが逆になってしまっている。91年には証券投資が

赤字の資本流出から黒字の流入に逆転してしまっている。ドイツ、日本にたいしてアメリカでは、86年から89年まで資本収支全体は黒字であったが、90年には証券投資が赤字で資本が流出している。91年には資本収支が赤字になり、銀行勘定がまた赤字に転じたのである。

ドイツの構造変化の第2は、ドイツの金利が他の国々より高く維持されていたことである。さきにはEC内でイギリス、ベルギー、オランダ、スウェーデンより高かったこと、またEC外のアメリカ、日本より遙かに高かったことを指摘しておいた。さらにつけ加えておくと、92年7月17日にはドイツの公定歩合は8.75%と90年代で最高であったが、東ドイツ統合後3回にわたる公定歩合引上げを行わざるをえなかったのである。この7月にはドイツの長期金利——10年もの国債利回り、複利——は8.28%、銀行間市場の短期金利は9.8%と高かった。長・短金利の逆転にはブンデスバンクの金融引締め、市場逼迫が示されている。ドイツの東ドイツ統合は90年10月3日であったが、その翌年の91年にはマネー・ストック M3は対前年比20.5%と著しく増加した。インフレーションを回避するため金融抑制の政策をとったのである。87年には対前年比0.2%であった消費者物価指数は、西ドイツ地域では92年4月、5月には4.6%、東ドイツ地域では同年8月には12.9%であった。この物価上昇を抑制する政策がとられたのである。

しかし、どうしてこのように市場金利が高いレベルに押し上げられてしまったのであろうか。ここでは東ドイツの統合がどのような財政需要、そして金利上昇をもたらしたか明らかにしておかなければならない。

表2は、まず東ドイツ統合以前の88年、89年の連邦政府、州・地方自治体の金融市場における借入れを示している。これは狭義の財政資金需要に対応する。さらに鉄道・郵便事業にもとづく借入れ、そして東ドイツの統合後の国有企業の民営化のための信託庁の借入れである。鉄道・郵便事業と信託庁の借入れは広義の財政需要にかかわっている。

連邦政府、州・地方自治体の借入総額は、88年、89年と統合の行われた90年から92年までのあいだでは大きな違いがある。88年にはこの借入総額のGNPにたいする比率は3%レベルであったものが、90年以降の1年では5%~6%と2倍近くに増大している。93年第1四半期の連邦政府、州・地方自治体に、鉄道・郵便事業、信託庁の民営化のための借入分を合計すると、ドイツの公的借入総額は534億マルクに達する。そして続く93年の4月~7月では、それらの借入総額は619億マルクに増えている。さらにつけ加えておけば、東ドイツ統合以前の89年末に928億マルクであった連邦政府、州・地方自治体の公債残高は、92年の第4四半期末には1兆3453億マルクに増加している。

ではどれだけの財政資金がドイツから東ドイツ地域に公的にトランスファーされたのであろうか。表3は、91年から94年における巨額の財政資金のトランスファー合計を示したものである。ただしこれらの算出には91年、92年の部分的推定、93年、94年の推定が用いられている。ここでは連邦政府と西ドイツ旧州政府・地方自治体が分離されている。連邦政府の東ドイツ地域へのトランスファ

表2 金融市場からの公的借入れ (単位:10億マルク)

	総 額	借入れ方法		非居住者による 公債買入れ
		債券発行	手形貸付	
連邦政府, 州・地方 自治体				
1988年	54.0	42.1	12.2	6.6
1989	25.8	32.9	-6.8	18.8
1990 <sup>2</sup>	112.2	90.9	21.7	15.1
1991 <sup>3</sup>	106.8	71.3	35.8	50.9
1992 <sup>pe</sup>	102.5	94.2	8.8	77.1
1992年				
第1四半期	23.0	27.8	-4.8	4.4
4月~7月	25.6	28.2	-2.4	7.8
1993年				
第1四半期	35.5	36.0	-0.4	42.8
4月~7月	49.4	30.9	18.7	...
鉄道・郵便事業				
1988年	4.9	3.6	1.3	-1.9
1989	3.4	-0.1	3.4	-0.8
1990	9.2	6.9	2.3	1.2
1991	17.7	12.4	5.3	1.3
1992	27.0	19.2	7.8	2.2
1992年				
第1四半期	7.1	3.3	3.8	-0.1
4月~7月	3.9	2.7	1.2	
1993年				
第1四半期	7.0	5.5	1.5	0.3
4月~7月	1.8	0.1	1.6	
信託庁				
1990年	4.3	-	4.3	
1991	19.9	4.9	15.0	
1992	28.9	19.4	11.1	
1992年				
第1四半期	2.9	0.3	2.6	
4月~7月	8.0	0.7	7.4	
1993年				
第1四半期	10.8	18.4	2.5	
4月~7月	10.7	29.7	0.1	

- (注) 1 “pe”は一部推定。  
 2 Cash advancesを含む。  
 3 1990年7月から10月2日までの全ドイツ(GDR)の州予算を含む。  
 4 1991年から東ドイツ州政府と地方自治体を含む。連邦政府によって引き継がれた連邦鉄道債務は含まれない。  
 5 1日債務の償還支払いは総額から差し引く。

(出所) “Public finance” *Deutsche Bundesbank Monthly Report*, Sept. 1993, p.37.

一額合計は、4000億マルク、旧西ドイツ州政府・地方自治体の額は340億マルクである。そして「ドイツ統一」基金、東ドイツ地域の失業保険料のための連邦雇用庁によるトランスファーがある。

表3 東ドイツ地域への公的トランスファー

(単位:10億マルク)

	1991pe	1992pe	1993e	1994e
連邦政府	75	89	117	119
旧西ドイツ州政府・地方自治体	5	5	10	14
「ドイツ統一」基金	31	24	15	5
EC予算	4	5	5	6
連邦雇用庁	25	24	18	18
法的年金保険基金	—	5	12	12
トランスファー総額	140	152	177	174
総額	140	152	177	174
東ドイツ地域からの連邦政府受取分	33	35	39	42
ネット・トランスファー合計	107	117	138	132

(注) “pe” は一部推定, “e”は推定。

(出所) *ibid.*, p.40.

「ドイツ統一」基金は90年度途中からはじまり、94年度まで5年間で終了する予定である。91年から94年までの4年間の公的トランスファー額は合計750億マルクである。連邦雇用庁の失業保険料のための4年間の合計額は850億マルクに達すると予測されている。このほかEC予算と法的年金保険基金とのトランスファー額が示されている。それから各年ごとにドイツから東ドイツ地域へのトランスファー額の総計が、狭義の財政資金のみならず広義のものまで含めて示されている。91年に1400億マルクであったものが93年には1770億マルクであり、94年にもほとんど減少しない、と予測されている。東ドイツ地域からの連邦政府受取分を差し引いたネットのトランスファー額合計が各年ごとに、91年の1070億マルクから93年の1380億マルク、そして94年にも横ばいでほとんど減少していない<sup>(11)</sup>。

現在のドイツの大蔵大臣ワイゲル (T. Waigel) は「統合ドイツはヨーロッパの前進を妨げるものではない」という一文でこう述べている。「1989年以来連邦財政で300億マルクから400億マルク、したがってGDPの1.5%を節約したにもかかわらず、「西」から「東」へのトランスファーは、GDPの4%から4.5%まで連邦政府の財政赤字を増大させた。もし民営化のための信託庁とドイツ鉄道事業の負債を引き継ぐとすると、それらを含めたドイツの将来の債務額では、連邦政府財政の

(11) 中村良広氏は「西」から「東」への狭義と広義の財政資金トランスファーについて、1991年度の総額を1526億マルクと計算し、詳細に分析している。各省予算、ドイツ統一基金、信託庁、連邦雇用庁、東部躍進共同事業 (Gemeinschaftswerk Aufschwung Ost) 売上税、減税、旧東ドイツ医療金庫赤字補填、人的・技術的援助に区分して説明されている (中村良広「社会的市場経済への運営コスト——統一費用と財政制度——」住谷一彦・工藤章・山田誠編者『ドイツ統一と東欧変革』ミネルヴァ書房、1993年、148ページ以下; 原靖則、美和卓「欧州経済 深刻化する雇用状勢」『景気観測』野村総合研究所、1994年1月、「拡大に歯止めかからぬ財政赤字」)、参照。

赤字はGDPの5.5%から6%に達することになる<sup>(12)</sup>と。

ワイゲル蔵相はこの「個人的見解」で97年までに年間の歳出の伸び率が約3%になること、したがってそれまでのGDPの名目成長率の半分になることを楽観的に期待している。IMFの最近の予測では、信託庁と鉄道事業を含めたドイツの予算ポジションは、91年と95年のあいだにGDPの5%ほど改善すると期待されている。「ドイツはその財政赤字を削減するため最大の努力を払っている」。もちろんこうした改善には、ドイツの中期プランニングが3%の実質経済成長率に達することが前提されている。東ドイツ地域が西ドイツにくらべてさらに高く成長して、全体の0.5%分をうけもってくれらるとすると、西ドイツでは2.5%の成長率を維持していけばよいのである。89年から93年のあいだの5年間の実質成長率の合計は、他のG7の国々の平均より5分の1以上高い11%、つまり1年当り2.2%にほかならなかったことにもとづいている。したがって、さきに示したように、低下傾向をみせているとはいえ、ドイツの公定歩合、ロンバード金利、市場金利がEMSの国々のなかで高いレベルにあり、アメリカ、日本より高いということは、まさに以上のような東ドイツ地域への財政資金のトランスファー、ドイツの狭義、広義の財政赤字、公債累積に由来するものにほかならなかった。表4には93年1月と8月の平均市場金利と金利スプレッドが掲げられている。

ワイゲル蔵相は「ドイツは世界経済の『役に立たない代物 (lame duck)』ではない」と言い切っている。しかし楽観的にそう言い切ることができるであろうか。

さきにワイゲル蔵相はドイツの中期プランニングで実質成長率が3%になることを前提して議論を進めてきた。ところが、西側のエコノミストのドイツの成長率についての見方は多岐にわたって

表4 1993年の貸出利率の変動

借用のタイプ		平均金利	金利スプレッド
100万マルク以下の当座勘定信用	1月	13.65%	12.00%—15.00%
	8月	12.69	10.75 —14.25
100マルク以上で500万マルク以下	1月	12.06	11.00 —13.75
	8月	10.98	9.50 —13.00
手形割引	1月	10.36	8.95 —12.25
	8月	8.79	7.25 —10.75
住宅付土地担保の10年ものモーゲージ貸付	1月	8.33	7.98 — 9.28
	8月	7.55	7.45 — 8.34

(注) 1 平均金利は、金利スプレッド内の算術平均。

2 スプレッドは、金利幅のトップの5%、ボトムの5%を除去している。

(出所) “Monetary development” *Deutsche Bundesbank Monthly Report*, Sept. 1993, p.24.

(12) T.Waigel “Unified Germany no drag on Europe” *Financial Times*, Oct. 12 1993.

表5 ドイツの経済見通し

	統一ドイツ			旧西ドイツ			旧東ドイツ		
	92年	93年(e)	94年(f)	92年	93年(e)	94年(f)	92年	93年(e)	94年(f)
個人消費	2.2%	-0.6%	-1.2%	1.5%	-0.9%	-1.5%	7.3%	1.7%	1.4%
建設投資	9.0%	3.8%	4.7%	4.9%	0.4%	1.5%	36.4%	21.3%	18.2%
機械設備投資	-2.7%	-13.2%	-4.6%	-4.8%	-15.9%	-5.8%	11.0%	2.0%	1.0%
政府消費	3.8%	-1.4%	-0.9%	3.2%	-1.1%	-1.1%	7.2%	-3.2%	-0.4%
国内需要	2.5%	-1.6%	-0.9%	1.2%	-2.6%	-1.5%	11.3%	4.6%	2.7%
外需(10億マルク)	-17.4	-20.8	-3.1	175.9	178.8	197.5	-193.3	-199.6	-200.6
輸出	8.7%	-6.9%	-0.2%	8.4%	-6.9%	0.0%	13.0%	-7.9%	-4.7%
輸入	6.5%	-6.5%	-1.9%	4.9%	-8.6%	-2.4%	12.4%	0.8%	-0.5%
内需寄与度	2.5%	-1.6%	-0.9%	1.1%	-2.4%	-1.4%	22.1%	8.6%	4.9%
外需寄与度	-1.2%	-0.1%	0.6%	-0.5%	0.1%	0.7%	-11.7%	-3.0%	-0.4%
実質GNP	1.3%	-1.7%	-0.3%	0.6%	-2.3%	-0.7%	10.4%	4.9%	4.7%

(出所) 原靖則, 美和卓「欧州経済 深刻化する雇用状況」『景気観測』1994年1月(原資料 ブンデスバンク, D I W (ドイツ経済研究所), 39ページ。

おり, 94年の成長率はマイナス0.5%から1%までのあいだである。ブンデスバンクの成長率予測も, 5月には2.9%であったものが, 6月には1.3%, 7月には2.3%と次々に変更されてきている。<sup>(13)</sup>

表5は, ブンデスバンクとドイツ経済研究所(D I W)の資料にもとづいて原靖則, 美和卓の両氏が作ったドイツの経済見通しである。92年から94年にかけて統一ドイツ, 旧西ドイツ, 旧東ドイツに分けて, 国内需要, 輸出と輸入の差の外需, それに実質GNP成長率などが示されている。統一ドイツでは, 対前年比の個人消費は93年, 94年ではいずれもマイナス, また機械設備投資も92年から94年まで対前年比の減少が予測されている。建設投資と政府消費はプラスで増加が予測されているが, 国内需要全体では93年, 94年減少が続くと予測されている。<sup>(14)</sup>

外需といわれているのは財, サービスの輸出と輸入の差額である。92年には174億マルク, 93年には208億マルク, そして94年には31億マルクの赤字が予測されている。それらにもとづいて実質GNPの対前年成長率が算出されているのである。

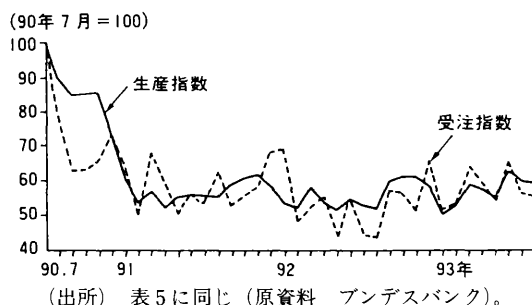
さらに旧西ドイツ, 旧東ドイツについて述べておきたい。いずれも90年10月3日の統合前の西ドイツ, 東ドイツの地域をそのまま統合後も適用して予測が行われている。統合後においても輸出, 輸入, 外需では, 旧東ドイツが他国として取り扱われている。旧西ドイツでは, 92年に1759億マルクと外需が黒字になっているが, この黒字には旧東ドイツの1993億マルクの赤字が対応している。93年と94年も同じような対応関係となっている。そこで図3で旧東ドイツ製造業の受注指数と生産指数をみられたい。90年7月にいずれも100であった2つの指数は, 91年1月には50~60の水準に

(13) C. Parkes "Feckle barometers", *ibid.*, Oct. 25 1993.

(14) 原靖則, 美和卓, 前掲論文, 38ページ以下, 参照。

下落した。その後ほぼ横ばいに推移していくが、93年には若干回復して70近くに上昇している。製造業の受注指数、生産指数がこのような立ち直りえない状況にあるのは、旧東ドイツの旧西ドイツからの輸入（移入）が輸出より遙かに大きく赤字のマイナスになっているためである。旧東ドイツの外需は大きく赤字のマイナスである。したがって以上の91年に50～60の水準におちた生産指数が出発点となって、旧東ドイツの対前年比の国内需要の各項目が算出されているのである。

図3 立ち直りえない旧東ドイツ製造業



もうひとつ、ドイツの失業率について若干ふれておきたい。統合前の90年には東ドイツの労働者750万人の92%が雇用されていた。93年8月ではこの750万人の15.4%が失業している。同年12月における統一ドイツの失業者数は369万と報じられている。<sup>(15)</sup>雇用創出策・職業訓練の参加者、短期操業者を含めると、実際の失業水準は35%に達してしまう。失業者数は262万人になり、これに旧西ドイツの失業者数233万人をあわせると595万人に達することになる。<sup>(16)</sup>

いま旧東ドイツの総生産高は全ドイツの7%ほどである。だがこの旧東ドイツの生産の低下、失業者数の増大をひきおこしたのは、東ドイツの統合にさいして、4000マルクを限度として東ドイツマルクを西ドイツマルクと等価として交換させる政治的決定を行ったことに根ざしている。

こうした協定を結ぶことによって、旧東ドイツの製造業者はコストと生産物価格とを急速に引き上げるようになった。そしてコメコンという社会主義ブロックの崩壊によって、90年以前に東ドイツの輸出の75%以上を占めていた東ドイツの市場が取り去られてしまった。そこでドイツへの統合以後、信託庁は旧東ドイツの産業を民営化しリストラクチャーするプログラムに取り組んだ。1万3000の企業のうち1万が売却され、2500が閉鎖され、あとの500は民営化の準備中である。ベルリンをベースにしたドイツ経済研究所(DIW)の経済担当者フラスベック(H. Flassbeck)は年間売上高の30%ほどが損失になるといっている。ブレーキとなっているのは高い賃金水準である。

ゴールドマン・サックスのフランクフルト事務所の主任エコノミスト、マイヤー(T. Mayer)は効率報酬を維持していく取決めが必要だ、という。マイヤーの推定によると、旧東ドイツ産業の生産性は旧西ドイツ水準の約65%であるが、それにたいして賃金は西の賃金の70%~80%ほどというのである。それは1人当りの労働コストを70%ほど高くしてしまう。信託庁の長官プロイエル

(15) 『日本経済新聞』1994年1月27日、参照。

(16) J. Dempsey "A painstaking restoration" *Financial Times*, Oct. 14 1993 ; 「不況深刻で豊かさしばむ」, 「独産業曲がり角に」『日本経済新聞』1993年10月25日、参照。

表6 ドイツの失業率

	旧西ドイツ		旧東ドイツ	
	失業者数	失業率	失業者数	失業率
1991年	1689千人	5.7%	913千人	
1992年	1808	5.9	1170	
1992年				
第1四半期	1703	5.6	1254	
第2四半期	1768	5.8	1172	14.4%
第3四半期	1831	6.0	1158	14.2
第4四半期	1937	6.3	1097	13.5
1993年				
第1四半期	2086	6.8	1165	15.2
第2四半期	2219	7.2	1112	14.6
1993年				
4月	2207	7.1	1118	14.7
5月	2233	7.2	1097	14.4
6月	2265	7.3	1100	14.4
7月	2309	7.5	1165	15.3
8月	2332	7.5	1175	15.4

(出所) *Deutsche Bundesbank Monthly Report*, Sept. 1993.

(B. Breuel) は、賃金が高いことが、旧東ドイツ経済がまだ自立できないでいる唯一の理由ではない、そして旧東ドイツの製造業会社には投資の形態で需要をつくり出すポンプ給水と旧西ドイツ、その他の地域からの発注が必要と主張している<sup>(17)</sup>。しかし「西」の1マルクと「東」の1マルクとの交換が、旧東ドイツの賃金を高くした元凶であることには間違いはない。

小論では、東ドイツを統合したドイツの負担にしか触れていない。ドイツの産業構造、また西ドイツの産業構造についてはほとんど触れることができなかった。この問題にかんして田中素香氏は、EC主要国、とくにドイツが1980年代 R&D 政策を進めてきたが成果が乏しいことを指摘している。DRAMの生産技術では、韓国企業のほうがジーメンスより上である。「ジーメンスは、IBMの技術を受け入れて64メガの生産を行っているものの、中心的な生産機械はキャノン、シャープからの輸入に依存している。……ジーメンスはまたわが国の富士通、東芝の技術なくして大型コンピュータを生産できない」。したがって、ハイテク部門では日本、アメリカから先端技術を受け入れて当該部門の生産を継続するという以外の選択は難しいことになる。西ドイツを含むEC諸国は1970年代にME化を含まない旧型の重化学工業の技術進歩を行ったことになる<sup>(18)</sup>。東ドイツ統合だけでなく、ドイツ、ひいては西ドイツの産業構造のあり方に今日の問題が胚胎していると考えるべ

(17) 『日本経済新聞』1994年1月27日、参照。

(18) 田中素香「20世紀末の資本主義——EC統合と世界」慶應義塾経済学会コンファレンス（1993年11月19日・20日）報告要旨、6ページ、参照。筆者はこの田中氏の報告要旨を興味深くうかがった。



きである。

ドイツは、EMS諸国から自国への貨幣資本の流出には、ECU中心レートの変動幅上下15%の拡大によってしか対処することができなかった。D.マルクの切上げというこれまでの政策はとることができなかったのである。そしてEMSの各国が不況にたいして金融緩和・金利引下げの政策をとることにたいしては、ドイツは金利の引下げ以外には対策をとれなかったのである。金利の高いドイツへの貨幣資本の流入は、D.マルク売り・デンマーククローネ買いによるマネー・サプライの増加をもたらすから、インフレーション抑制のためにはマネー・サプライを押しさえなければならなかった。したがってドイツ通貨当局は各国の金利引下げに対応するために自らも金利引下げ政策をとらざるをえなかった。しかし短期金利を引き下げて外国人保有証券の大量売りがでると、証券市価下落、したがって長期利回りの上昇を招く恐れもあったのである。

#### 4 国際的ファンド・フローの変化

ここで1990年代からのドイツ、日本とアメリカのあいだの国際的ファンド・フローが80年代から大きく変化したことを検討することにしよう。

東ドイツの統合ののち、統一ドイツはそれまでの国際的な資本投資を資本輸入に変えてしまった。さきの表1に示されているように、89年までは直接投資、証券投資、銀行勘定等を通じる短期貨幣

---

、東ドイツ統合とその負担だけでなく、西ドイツ、そしてECの在来型の産業構造のために、今日の状況が長く続き、成長率も極めて低いと考えられる。

ドイツの産業構造のリストラクチャーの必要ということは次の「フィナンシャル・タイムズ」最近号の社説でも明らかである。ドイツのコール首相は、ドイツにとって今必要なのは、財政赤字の削減、産業のリストラクチャー、組合の低い賃金上昇への同意の3つであることをまず指摘している。ドイツ産業協会研究所の調査では、西ドイツの単位労働コストは85年に他の工業諸国の平均以下14%であったものが、92年には他の工業諸国の加重平均より23%ほど高くなっている。OECDによれば、ドイツの世界市場の輸出のシェアは、87年以来他のG7の国々により縮小している。その原因は、80年の半ば以降、ドイツの賃金と賃金以外のコストの他の国々に平均以上の上昇およびD.マルクの切上げにほかならない。

ドイツには労働コストの引下げがなによりも必要である。しかし低目の賃金決定にたいする頑強な抵抗は、可処分所得が租税のたえまなき増加と国内サービスのコスト上昇によってすでに侵食されていることによる。ドイツの連邦政府の収納金額のGDPに占める割合は、フランスを別として、G7の他の国々により高い。東ドイツ地域のための債務の追加分5000億マルク（1940億ドル）を加えてしまうと、明年にはマーストリヒト条約のガイドラインであるGDPの60%はすぐ超過してしまう。ブンデスバンクは短期金利の低下のテンポを緩めざるをえない。そして92年夏以来の固定金利のドイツ債券の外国からのネットの買取りは、3400億マルクという、これまでにない金額に達している。ブンデスバンクが恐れているのは、あまりに早く短期金利を下げると、ドイツ債券の外国人による大量売却がひきおこされて、長期金利が高くなり、財政が悪化することである。この説でのコール首相の94年度の分析はきわめて貴重である（“In Germany, it may get worse” *Financial Times*, Feb. 15 1994）。

資本はいずれも資本流出，したがって国際収支の赤字であった。ここではあとに述べる日本のケースとは逆に，短期貨幣資本も資本の流出超であったことをとくに指摘しておきたい。ところが91年からは直接投資はこれまで同様流出超であったが，そのほかの証券投資および短期貨幣資本は資本の流入超になったのである。

日本の国際収支では，80年代と同様，90年代も資本収支は全体としては流出超，したがって赤字が続いている。しかしながら，89年までは，銀行勘定を通じる短期資本の借入れは貸付よりも大きかった。わが国は外貨建て，とくにドル建ての対外証券投資との関連でユーロ市場からの巨額の借入れと貸付を行っていた。ユーロ市場の中心をなすのはイギリスのロンドンである。このイギリス所在の銀行を別とすると，日本の銀行のドル建て借入れはもっとも大きかったのである。この銀行勘定による短期資本の導入が，90年にはマイナスの資本流出超となった。したがって日本の資本収支の内容を検討していくと，90年には証券投資，銀行勘定を通じる短期貨幣資本の収支では，いずれもマイナスの流出超，したがって赤字に転じている。

さらに基軸通貨国アメリカをみておこう。1989年までアメリカの資本収支は，経常収支が赤字であることと関連して，直接投資，証券投資および銀行勘定を通じる短期貨幣資本のいずれにおいても，資本流入，したがって黒字であった。ところが90年にはアメリカの証券投資はマイナスの資本流出超となった。だが資本収支の全体は605億ドルと前年から半減してはいるが，まだ資本の流入超である。90年の経常収支が減少傾向にあるからである。91年になると，経常収支は赤字がわずか37億ドルにまで減り，資本収支は全体として189億ドルのマイナス，流出超に急転している。この年は直接投資，銀行勘定を通じる短期貨幣資本が大幅に流出超に転じているからである。92年には経常収支の赤字は再び拡大し，短期貨幣資本収支はまた流入に転じているが，直接投資は依然マイナスの資本流出超となっている。

このように，ドイツ，日本，アメリカの国際収支のなかの資本収支，したがって国際的ファン・フローは大きく方向を変えてきている。1980年代と90年代のこのようなファン・フローの変化のあいだにはいっているのは，前述した統一ドイツの出現にほかならなかった。しかしそれだけではない。80年代末から90年にかけて証券と土地投機のバブル経済の崩壊，そして銀行とその他金融機関の不良貸付債権が累増してきている。それらの結果はながい不況である。これから述べることになるが，ドイツ，日本，アメリカのあいだでの国際的ファン・フローは94年にはいった現在においてもそのまま維持されているようである。80年代後半のG7の国際金融協調下の以上3国の国際的ファン・フローがノーマルなものであって，90年代初頭のファン・フローが異常なものであるのか。あるいは80年代後半のファン・フローが外国為替市場への協調介入とドイツ，日本の金利のアメリカの金利以下への押し下げという金利協調における異常なマネーサプライ，金融緩和の結果であり，90年代にはノーマルなファン・フローに戻ったとよいのであろうか。以下述べるところは，93年第3四半期までの国際的ファン・フローの状況の追跡である。

まずドイツの資本収支を検討しよう。ドイツの資本収支の変化は、91年と92年について、経常収支がマイナスの赤字に転化したことに対応して資本収支が黒字となり、証券投資と銀行勘定を通じる短期貨幣資本収支がいずれも流入、したがって黒字に転化したことである。直接投資については90年代にはいっても投資超過の資本流出である。表7はドイツの対外・対内証券投資、表8はドイツの短期資本収支である。いずれの表も92年中の総括、そして92年の1月～3月の第1四半期から93年の第3四半期、そして7月～9月までのフローの数字を示してある。表7のドイツの対外証券投資というのは、ドイツ国内居住者が外国の株式、債券を購入すること、つまり国際収支上の資本の流出、したがって赤字であり、非居住者のD.マルク建ての債券発行もこれに含まれている。外国のドイツ証券投資というのは、外国にいる非居住者が株式、債券を購入すること、つまり資本の流入の黒字である。さらに下の3段には証券取引、長期資本の収支、そして経常収支が示されている。

表8の短期資本収支では、1銀行、2企業・個人——金融取引と貿易信用への区別、3公的収支、さらに短期資本収支、総資本収支の数字が示されている。銀行、企業・個人、そして金融取引と貿易信用では、資産、負債、収支がそれぞれ示されている。

表7の経常収支では、四半期毎の区分ではすべてがマイナスの赤字である。また表8の総資本収支は、表7の長期資本と表8の短期資本の収支を合計したものであるが、1992年第4と93年第1の両四半期だけが資本流出の赤字であり、それ以外は流入の黒字である。表7の長期資本収支、そして証券取引収支では、92年第1と第2の四半期だけがいずれもマイナスの資本流出である。ところが表8の短期資本収支では、マイナスの資本流出になっているのは92年第4、93年第1と第2の四半期である。一言つけ加えておけば、銀行、企業・個人の金融取引の貸付が大きくなっているからである。表7の証券取引の収支を構成しているのは、ドイツの対外証券投資と外国のドイツ証券投資である。ドイツの対外証券投資はすべての四半期で買い越しのマイナス、これにたいして外国のドイツ証券投資収支はすべての四半期で、非居住者がドイツ国内の証券を購入するので資本流入のプラスである。したがって非居住者のドイツ証券購入をドイツ居住者の外国証券購入のための資本流出が超過しておれば、証券取引の収支は、示されているように、資本流出のマイナスとなる。92年第1と第2の四半期がそうであった。

ところで、ドイツの対外証券投資と外国のドイツ証券投資を株式と債券のそれぞれで合計し、さらに短期資本収支を対比してみよう。92年第1、第2四半期では株式、債券ともに資本流出のマイナス、しかし短期資本は流入のプラスである。92年第3、第4、そして93年第1、第2の各四半期では、株式売却による資本流出、これとは反対の債券の大規模な購入で資本流入のプラス、そして第4四半期以後はいずれの期も流出のマイナスとなっている。93年の上半期の数字を示しておくと、株式の売却による資本の流出464億マルク、債券の購入による資本の流入1219億マルク、そして短期資本の流出は698億マルクであった。のちに他の国々の流出入と対比したい。

表7 ドイツの対外・対内証券投資

(単位：億マルク)

		1992年	92年 第1四半期	第2四半期	第3四半期	第4四半期	93年 第1四半期	第2四半期	第3四半期	7月	8月	9月
ドイツの対外証券投資		-680	-173	-167	-48	-293	-351	-201	-45	-26	-57	+38
株式		-595	-84	-86	-142	-283	-260	-139	-79	-60	-37	+18
債券		-85	-89	-81	+94	-9	-91	-62	+34	+34	-20	+20
(内、非居住者発行D、マルク建て)		-73	-16	-52	+39	-45	-61	-33	+18	+0.5	+17	-
外国のドイツ証券投資		+1300	+76	+58	+574	+593	+713	+692	+469	+281	+9	+180
株式		-31	-17	+19	-12	-21	-24	+56	+80	+43	+28	+9
債券		+1331	+93	+39	+586	+614	+737	+635	+389	+237	-19	+171
(内、連邦債・地方債)		+835	+63	+13	+478	+282	+496	+457	+226	+144	-43	+125
合計	証券取引	+620	-97	-109	+526	+300	+362	+491	+424	+255	-48	+218
(ネット)	長期資本	+466	-95	-153	+484	+230	+285	+481	+416	+255	-44	+205
経常収支		-394	-185	-103	-127	-80	-78	-50	...	-85	-75	...

(注) 1 カッコは「債券買入れ」の内数。

2 「連邦債・地方債」には、鉄道及び郵便事業の発行した債券が含まれている。

(出所) Deutsche Bundesbank, Monthly Report, May, Sept. &amp; Nov. 1993.

表8 ドイツの短期資本収支

(単位：億マルク)

		1992年	92年 第1四半期	第2四半期	第3四半期	第4四半期	93年 第1四半期	第2四半期	第3四半期	7月	8月	9月
1	銀行											
	資産	+155	+172	+188	-57	-148	-208	-291	+86	+94	+248	-256
	負債	+487	+173	+50	+333	-55	+110	+10	+47	+21	+63	-37
	銀行収支	+642	+345	+239	+276	-204	-98	-282	+133	+115	+311	-293
2	企業・個人金融取引											
	資産	-306	-116	+5	+112	-253	-284	+22	-98	-80	+34	-52
	負債	+67	-107	+24	+98	+33	+20	-1	-61	-32	+6	-35
	収支	-239	-223	+30	+210	-220	-263	+21	-159	-112	+40	-87
	貿易信用											
	資産	+282	+161	+23	+52	+46	-10	-1	...	+43	+39	...
	負債	-11	+9	-2	-33	+14	-10	-12	...	-13	-26	...
	収支	+271	+171	+22	+19	+60	-20	-14	...	+30	+13	...
	企業・個人収支	+32	-52	+51	+229	-160	-283	+7	-115	-82	+53	-87
3	公的収支	-73	-47	-40	+3	-28	-11	-31	+2	-11	+25	-12
	短期資本収支 (1+2+3)	+601	+247	+286	+508	-393	-393	-305	+19	+22	+390	-392
	総資本収支	+1068	+130	+152	+992	-162	-108	+176	+436	+227	+346	-187

(出所) 表7に同じ。

次に日本の資本収支を検討しよう。1980年代、とくにその後半には、日本の国際収支は経常収支が大幅の黒字であり、資本収支は証券投資、直接投資によって赤字となっていた。とくに日本の機関投資家の証券投資が、プラザ合意(1985年9月)、ルーブル合意(1987年2月)のG5、G7の国際

表9 日本の対内・対外証券投資

(単位;100万ドル)

	1992年	92年 第1四半期	第2四半期	第3四半期	第4四半期	93年 第1四半期	第2四半期	第3四半期
日本の対外証券投資	-34362	-1103	-11714	-3703	-17842	545	-12202	-2481
株式	3012	3975	417	615	-1995	-67	-1165	-5051
債券	-35634	-4021	-14074	-3990	-13549	3380	-10013	3267
円建て外債	-1740	-1057	1943	-328	-2298	-2768	-1024	-697
外国の日本証券投資	8171	14080	-2066	-8282	4439	-4972	-8696	19
株式	8731	7479	256	987	9	4765	1321	7384
債券	-8194	3540	-4055	-5204	-2475	-3268	6063	-408
円建て外債	7634	3061	1733	-4065	6905	-6469	-16080	-6957
証券取引	-26191	12977	-13780	-11985	-13403	-4427	-20898	-2462
長期取引	-28459	13406	-13599	-8569	-19697	-5702	-21738	-7937
経常収支	117551	27581	28787	28254	32929	35930	31352	32038

(出所) 日本銀行『国際収支統計月報』1993年11月より作成。

表10 日本の短期資本収支

(単位;100万ドル)

	1992年	92年 第1四半期	第2四半期	第3四半期	第4四半期	93年 第1四半期	第2四半期	第3四半期
貿易信用	-954	-1629	677	-1433	1431	-1306	1276	-1583
借入	-3065	-1430	-1014	937	-1558	-3766	-4560	1575
証券投資	628	958	1847	134	-2311	-95	-3208	-1793
(内、現先取引)	308	391	300	31	-414	-998	-170	-1414
短資合計	-7039	-2095	-2137	-1522	-1285	-4782	-5856	-1371

(出所) 表9と同じ。

金融協調のもとでドル建てを中心とする外貨建てのかたちで展開していた。しかし銀行勘定などを通じる短期貨幣資本にかんしては日本は大きくドル建てを中心に借り入れていた。銀行勘定を通じる短期資本では89年まで借入超であった。この短期資本については日本は80年代の西ドイツとは異なっている。

表9の日本の対内・対外証券投資と表10の日本の短期資本収支をみられたい。表9では日本の居住者の対外的な証券投資、そして非居住者の日本への証券投資をそれぞれ資本の流入と流出の差額により示したものである。

このほか証券取引、長期資本の収支、経常収支を掲げてある。ここでいう円建て外債とは、非居住者が日本国内で発行する円建ての債券であり、これには70年にアジア開銀債で始まった公募公共債、私募債、公募民間債が含まれている。

また表10の日本の短期資本収支では、貿易信用、借入、1年以内の現先取引を含めた証券投資を合計したものを示している。ここでいう借入とは、日本の銀行の海外支店を含めた非居住者と日本

国内の非銀行居住者とのあいだのインパクトローンなどの短期の貨幣資本貸借である。

日本の経常収支はすべての四半期で大幅の黒字である。しかし長期資本、証券投資の収支は、92年第1四半期では134億ドル、130億ドルの資本流入超となっている。日本の居住者は対外証券投資で資本流出超になっているが、海外からの日本への資本流入、そして買い越しは140億に達している。日本の居住者だけをみると債券の売り越し、そして株式の買い越しである。これは第2、第3四半期そして92年中についても同じである。また海外からの日本証券投資についても株式買い越し、債券売り越しという状況は、93年第1四半期まで1年以上続いている。そこで日本の対外証券投資と外国の日本証券投資との合計を、ドイツの合計と対比してみよう。92年中の日本の証券投資では株式は買い越し117億ドルの資本流入、しかし債券は売り越し438億ドルの資本流出となっている。これにたいしてドイツの証券投資では、株式は売り越し626億マルク——92年の平均電信為替相場1ドル=1.5595マルクにより換算すると401億ドル——の資本流出、しかし債券は買い越し1246億マルク——799億ドル——の資本流入と、日本の株式、債券の売買とは逆になっている。日本の証券投資の合計は売り越し117億ドルの資本流出、しかしドイツの合計は買い越し620億マルク——398億ドル——の資本流入のもとでの株式と債券の逆の運動である。93年上半期の株式と債券の売買では日本は同じく株式の買い越し、債券の売り越しであるが、円建て外債は大幅に263億ドルの売り越しの資本流出となっている。これにたいしてドイツでは株式の売り越し、債券の買い越しが続いている。

だが四半期ごとの数字をみると、日本は証券取引の合計では92年第1四半期に買い越しの資本流入である。ドイツの場合には、日本とは逆にその第1四半期、第2四半期の証券取引の合計が赤字で、さらに93年8月にも国際通貨危機により赤字となっている。

さらに短期資本収支を加えておこう。日本の場合には短期資本収支では、表10に示したように、資本流出の赤字である。92年中では現先取引を含めた証券投資は、第3四半期まで黒字である。92年第4四半期以後の各四半期では逆に証券投資は売り越しの赤字に転化している。ドイツの場合には92年中は第3四半期まで資本流入の黒字であるが、第4四半期から93年の第1、第2四半期までは赤字に転じている。以上のような日本とドイツの証券投資内部における株式と債券の逆の運動、そして短期資本収支については、アメリカの資本収支とも関連させて、金利の国際比較も入れて改めて考察してみたい。

ではアメリカの資本収支を検討してみよう。表11はアメリカの対外・対内証券投資、表12はアメリカの銀行貸付債権である。表12では下段に経常収支、証券取引合計があり、アメリカ居住者の外国証券の買入れ額と非居住者のアメリカ証券買入れ額とが、株式、債券、そして対欧州、対ドイツ、対日本と区分して示されている。表11においてはアメリカの銀行貸付債権が掲げられている。まず貸付形態による銀行自身の貸付債権、そして次には貸付先の地域による区分で工業国にたいする貸付のうち対欧州、対日本向けだけが示されている。地域別区分としては工業国のほかに、カリブ海

表11 アメリカの対内・対外証券投資

(単位：億ドル)

	1992年	92年	92年	92年	92年	93年	93年	93年
		第1四半期	第2四半期	第3四半期	第4四半期	(1月～6月)	第2四半期	第3四半期
1 米国の外国証券買い	-480	-85	-83	-138	-174	-471	-269	-202
株								
株式	-306	-73	-28	-87	-119	-206	-80	-126
対欧州	-306	-27	-3	-65	-76	-99	-26	-73
(対イギリス)	-79	-16	10	-25	-49	-44	-14	-30
対日本	-40	-15	-3	-16	-5	-19	-15	-4
債券	-173	-12	-55	-51	-55	-265	-189	-76
対欧州	-193	-72	-40	-64	-76	-237	-131	-106
(対イギリス)	-170	-25	-38	-13	-93	-177	-79	-98
対日本	2	17	1	-32	11	9	-5	14
2 外国の米民間証券買い	303	46	105	27	125	244	94	150
株								
株式	-44	-30	-14	-40	40	38	36	2
対欧州	-53	-16	-17	-38	18	22	32	-10
(対ドイツ)	-1	-2	1	-2	2	5	3	2
(対イギリス)	-35	-15	-11	-23	14	-5	12	-17
対日本	-37	-33	-7	-2	6	-3	-4	1
民間債券	346	76	118	67	85	206	58	148
対欧州	173	47	50	45	31	76	28	48
(対ドイツ)	25	10	5	3	7	8	1	7
(対イギリス)	133	37	39	35	22	65	25	40
対日本	-4	-4	17	-25	8	36	8	28
3 外国の財務省債券買い	369	6	102	49	212	132	136	-4
民間証券取引(1+2)	-177	-39	22	-111	-49	-227	-175	-52
対欧州	-379	-68	-10	-122	-103	-238	-97	-141
対日本	-79	-35	8	-75	20	23	-16	39
経常収支	-664	-1	-163	-239	-261	-101	-147	-254

(注) Not seasonally adjusted の数字を使用。

(出所) Survey of Current Business, U.S. Department of Commerce, Sept. 1993, p.101, p.109 より作成。

表12 アメリカの銀行勘定

(単位：億ドル)

	銀行自身の 貸付債権	工業国にたいする 貸付債権		
		対欧州	対日本	
1992年	289	14	-184	206
第1四半期	137	298	74	223
第2	36	-119	-201	98
第3	121	-215	-3	-204
第4	-44	50	-54	88
1993年(1月～6月)	211	237	134	139
第1四半期	184	160	132	92
第2	27	77	2	47

(注) ドル建債券と外貨建債券の合計である。

(出所) Survey of Current Business, Sept. 1993, p.111 ページより作成。

金融センター、その他地域があることをつけ加えておこう。

アメリカの国際収支では、80年代には経常収支が大幅に赤字であり、82年から資本収支は資本流入の黒字に転化し、85年にはストックでアメリカは対外的に債務残高が大きくなった。85年9月のプラザ合意のG5、87年2月のルーブル合意のG7の国際金融協調のもとで、日本の機関投資家の対アメリカ証券投資が急激に増大した。短期資本収支も資本流入の黒字であった。すでに指摘したところである。ところが90年代にはいると、まず証券投資、次いで91年には銀行貸付勘定により短期資本が流出し、同年には資本収支が全体として資本流出に転じた。アメリカの経常収支赤字も37億ドルほどに減少していた。

まず証券投資をみよう。92年には経常収支は664億ドルと赤字が拡大したにもかかわらず、証券取引の赤字も177億ドルとなった。この証券取引は、外国からの財務省債券 (Treasury securities) 買いを除いたものである。アメリカの居住者による外国証券買いは480億ドルの資本流出の赤字であり、株式も債券も買い越しの赤字である。これにたいして非居住者によるアメリカ証券の買入れは303億ドルの資本流入の黒字であった。株式は資本流出の赤字であるが、債券は346億ドル流入の黒字である。92年第1四半期から93年第2四半期までのあいだ、92年第2四半期を除いて、証券取引は合計で資本流出の赤字である。そしてアメリカ居住者の外国証券買いはいずれの四半期でも赤字である。株式を買入れるため、欧州と日本にたいして資本が流入している。債券買入れについては欧州へすべての四半期で資本が流入しているが、日本にたいしては92年の第3と93年第2の四半期だけ資本が流入している。

これにたいして非居住者のアメリカ証券買入れはすべてが資本流入の黒字になっている。株式にたいする資本の動きは92年第1から第3の四半期までが資本流出の赤字であり、その後は資本流入の黒字である。債券はすべての四半期で資本流入となっている。欧州、そのなかに含まれているドイツにたいする株式買入れは、第3四半期まで資本流入の赤字である。株式取得のため欧州に資本が流出して赤字である。それ以後はアメリカへの資本流入で黒字になっている。日本では、92年第4と93年第2の四半期にアメリカへの資本流入があるが、それ以外ではすべてが日本にたいする流出で赤字になっている。

表12の銀行勘定では短期資本の流出入をみることにしたい。この表で示されているのは、アメリカの銀行によって報告された外国人にたいする貸付債権の増減である。92年の地域別区分のうち、欧州にたいしては184億ドルの資本流出の赤字であるが、日本からは206億ドルの流入超の黒字である。四半期ごとの区分では第2から第4の四半期まで対欧州の流出であり、日本にたいしても第3四半期には資本流出で赤字となっている。

工業国にたいする貸付債権をみられたい。92年中では、アメリカから欧州にたいしては資本が流出して赤字であるが、日本からは逆にアメリカに流入しており黒字となっている。そして四半期ごとでは、92年の第2から第4四半期では欧州にたいして流出の赤字である。対日本は全体では黒字



であるが、第3四半期だけが流出の赤字となっている。対欧州から3ヵ月ほど遅れている。93年では第1、第2四半期いずれにおいても、対欧州、対日本ではアメリカには資本が流入し黒字になっている。表1の示すところでは86年から90年までアメリカの銀行勘定による短期資本収支は流入超の黒字であった。この収支が流出超の赤字を示したのは91年である。92年の四半期ごとの数字では流出超の赤字が出てきている。

アメリカの対内・対外の証券投資では、財務省債券を除いた、アメリカの外国証券買いと外国のアメリカ民間証券買いの合計、民間証券取引では四半期区分では、92年の第2を除いて、資本流出の赤字となっている。外国の財務省債券買いをそれらに加えてしまうと、民間証券取引の赤字が消されてしまうことになる。そこで対内・対外の証券投資を株式と債券に分けてみよう。92年1年間では、アメリカの対内・対外の株式取引は、350億ドルの売り越しの資本流出、そして証券取引は173億ドルの買い越しの流入である。四半期毎の計算では株式は93年第2四半期までいずれも売り越し、そして証券は92年の四半期は買い越しの流入である。93年にはまた売り越しと買い越しが四半期ごとに繰り返されている。

もうひとつ、表12によってアメリカの銀行貸付による短期資本の運動をみておこう。92年第4四半期では貸付債権は減少し資本の流出が示されている。しかしそれ以外の四半期ではいずれも短期資本は流入している。表1の年間の銀行勘定での短期資本の運動では流入の黒字であるから、資本流出の赤字の方が異常である。

そこで以上のアメリカの資本収支の状況にドイツ、日本のものを対比してみよう。さきの表11には、対欧州と対日本を抜き出した民間証券取引が掲げられている。この民間証券取引では、外国からのアメリカ財務省債券の売買の数字は取り除かれている。民間証券取引の年間および四半期ごとの数字では、アメリカは、92年第2四半期を除いて、外国からの証券の買い越しで資本流出の赤字となっている。欧州にたいしては民間証券取引はすべてアメリカからの資本流出となっている。また日本にたいしては92年1年間ではアメリカは資本流出の赤字となっている。周知のように1980年代後半では大幅な赤字が続いていた。そうするとアメリカから証券買いのため日本に資本流入していることは、80年代後半と異なる状況である。アメリカの対日本の資本流出は、92年第1、第3、そして93年の第1の四半期である。これらは、表9で示された証券取引による日本への資本流入が92年第1四半期だけであったのとは異なっている。いうまでもないが、こうした食違いは、日本への資本の流出がアメリカ以外の国々からも生じているからである。

さらにドイツ、日本のところで指摘しておいたように、株式と債券とはそれらの売買が逆相関であることが多かった。株式売りと債券買いあるいは株式買い・債券売りという具合である。アメリカの場合でもそうである。とくに外国からのアメリカ証券買いのところではコントラストがはっきり出ている。

さらに各国の金利の比較を入れて資本流出入の考察を進めよう。表13では長期金利として社債の

表13 各国の金利比較

(単位：%)

	社 債 利 回 り				短 期 金 利			
	ドイツ	イギリス	日本	アメリカ	ドイツ	イギリス	日本	アメリカ
1992年								
1～3月	8.7	10.60	5.95	8.28	9.61	10.21	5.135	3.89
4～6月	8.9	10.20	6.21	8.26	9.76	9.46	4.678	3.68
7～9月	9.2	10.30	5.59	7.98	9.72	8.23	4.064	3.08
10～12月	8.2	10.22	5.42	8.02	8.97	6.33	3.791	3.07
1993年								
1～3月	7.3	9.76	4.80	7.73	8.32	5.39	3.380	2.96
4～6月	7.1	9.53	4.65	7.41	7.68	5.19	3.206	2.97
7～9月	6.8	8.57	4.46	6.89	6.83	5.19	2.954	3.00

(注) 1 「社債利回り」、ドイツでは4年を越す確定利付事業債のうち、残存期間が最長のものの月間利回り、イギリスでは25年の確定利付事業債および金融債の平均利回り、日本では東証取引所の一般事業債（電々債を除き、電力、ガス債を含む）の月末の最終利回りの算術平均、アメリカでは、ムーディーズ、インベスターズ、サービス Aaa 社債利回り。

2 「3ヵ月もの短期金利」、ドイツではインターバンク・レート（3ヵ月）、イギリスでは3ヵ月ものTB入札レート、日本ではCD（90日～179日）平均金利、アメリカでは3ヵ月ものTB流通レート。

(出所) 『経済統計月報』日本銀行、各号より作成。

利回り、そして短期金利としてインターバンク・レート、TB、CDのレートを示しておいた。

表11のアメリカの対内・対外証券投資では外国からの財務省債券買いが独立に示され、それを除いた民間証券取引、そして欧州と日本に対する資本流出が示されている。ここで民間証券取引収支は、92年第2四半期の資本流入を除いて、各年各四半期とも資本流出の赤字である。ところが外国の財務省債券は買い越しの流入の黒字である。ちなみに、この財務省債券買いには、協調介入でドル買上げをしたアメリカ以外の各国の通貨当局が大きなシェアで加わっている。ただしここでは指摘するにとどめよう。そこで問題のひとつは、民間証券取引だけに限るとすると、アメリカから欧州、とくにドイツ、そして日本へ大量の債券とくに国債、地方債買いのため貨幣資本が流出していることである。民間証券取引収支では177億ドルの貨幣資本流出、そして対欧州には379億ドル、対日本には79億ドルが出ていっている。表7のドイツの証券投資によれば、ドイツへの貨幣資本流入は398億ドル—620億マルク—、そして表9の日本の場合では、貨幣資本の流出は、証券投資全体で262億ドルである。アメリカ、日本からの対外証券投資による資本流出、ドイツへの資本流入という国際的ファンド・フローが描き出されている。これは外国の財務省債券買いが分離されて、民間証券取引だけをとり出したからである。

問題の第2は、株式売り・債券買いあるいは債券売り・株式買いという関係のもつ意味を明らかにすることである。92年でアメリカの株式売り越しは350億ドルで、債券買い越しは173億ドルである。同年、ドイツの株式は401億ドル—626億マルク—の売り越しで、債券は797億ドル—1,246億マルク—の大きな買い越しである。だが民間証券取引全体ではアメリカは資本流出、ド

イツは流入であった。すでに述べたところである。日本の場合は、株式の買い越し117億ドルと債券の売り越し438億ドルで、証券取引全体では資本流出の赤字であった。

以上の2つの問題について若干説明を加えておきたい。各国の金利比較では長期金利の社債利回りにかんしては、イギリス、ドイツのEC 2国が高く、アメリカ、日本がそれらに続いている。ただし93年にはいると、アメリカの利回りの方がドイツより少し高くなっている。これと対比すると、インターバンク・レート、TBおよびCDなどの短期金利では、ドイツ、イギリスに比べるとアメリカ、日本は格段に低くなっている。そして社債利回りとは異なって短期金利ではドイツとイギリスが逆転してきている。ドイツ、イギリスの方が長期と短期の金利の較差が大きくなっている。また92年から93年にかけて長期金利も短期金利も低下してきている。とくにイギリスでは、短期金利が半分ほどに低落している。すでに述べたように、不況局面打開のため金融緩和政策を可能なかぎりとっているからである。

民間証券取引では、アメリカから欧州と日本にネットで貨幣資本が流出している。92年からの各四半期について、とくに対欧州にかんしてはそうである。また日本の場合でも、92年第1四半期以外は、いずれの四半期も証券取引はネットでは貨幣資本の流出となっている。また債券取引をみると、93年の第1、第2四半期では売り越しの資本流出である。逆に日本の場合は、92年の第2、第3、第4の四半期では資本流出となっている。以上の証券取引の状況では、ドイツの社債利回りがアメリカ、日本に比して高いこと、そして将来の長期金利の低下の見通しが大きな規定要因としてうかがわがってくる。

しかしこの債券取引での資本流出入の点にかんしては、利回り比較と長期金利の動向だけでことがきまるわけではない。さらに銀行およびその他の金融機関の流動性または転嫁流動性 (shiftability) を考慮しなければならない。さらに証券のうちで株式については、景況の局面、そして金融・財政の政策を視野に入れた「実物固定投資の予想収益率 (expected rate of return in real fixed investment)<sup>(19)</sup>」をもうひとつ視角として取りあげる必要がある。

---

(19) D. Danker and P. Hooper, *International Financial Markets and the U.S. External Imbalance*, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, No.372, Jan. 1990, p.3, p.23. 「実物固定投資の予想収益率は1980年代に低下していったが (1970年代のレベルおよび外国の平均水準にたいして相対的に)、合衆国の金融資産にたいする収益とはまったく反対に動いていた」 (*ibid.*, p.20) ここで「予想収益率」と金利の反対方向への動きが確認されている。1970年代後半「実物固定投資の予想収益率」が高くなり始めたとき、合衆国の名目金利は他の主要国より低かった。81年に「予想収益率」がピークに達して下落していたが、80年代には、合衆国の名目金利は他の主要国、ドイツ、日本より遙かに低かった。

この「実物固定投資の予想収益率」は実物資産にたいする予想収益率が直接の尺度である。そしてこの尺度は、「株式、企業利潤全体の収益、そして直接投資にたいする収益」を含んでいて、合衆国と他の国々とのあいだの比較を行っている (p.16)。このペーパーでは、80年代のキャピタル・ゲインと配当の各国間の比較、合衆国製造業セクターの相対的な収益性 (profitability)、また外国資本の合衆国と外国とへの直接投資の比較が示されている。

1980年代後半G 5, G 7の国際金融協力のもとで、アメリカは協調介入をリードし、ドイツ、日本の市場金利を自国の金利以下に押し下げる政策をとっていた。このもとでは、アメリカの経常収支の赤字が依然として続き、資本収支、そして証券取引は大きな黒字を示していた。日本、西ドイツなどの機関投資家は84年、85年にアメリカ民間企業の社債と財務省債券を買入れていた。87年にはドルの為替相場が大幅に下落したので、これらの機関投資家は財務省債券と社債を86年~88年のあいだに株式に入れ替えたのである。この期間は不動産と株式投機のバブル経済であった。アメリカと日本は金融を緩和したので、両国間の金利差は86年には3%以下に狭まり、さらに対円のドル為替相場は大きく低落したのである。したがって日本の機関投資家の生命保険、信託銀行などは、為替リスクも加わってくるので予定していた収益をあげることができない。そこで機関投資家は株式保有に切り替えて、買入れと売却をくりかえして差額利益を獲得する方策をとったのである。この時期はスペンディング政策と低金利政策に支えられた「実物固定投資の予想収益率」が上昇していたことになる。<sup>(20)</sup>金融緩和によりバブル経済が展開し、キャピタル・ゲインと配当が膨らんだのである。このバブル経済によって景気がピークに達したのはアメリカでは89年の初めである。工業生産高（耐久・非耐久財）、工業稼働率で示されているが、フェデラル・ファンドレート、3ヶ月のTBレートなどの金利では反転・下落が開始されている。そしてアメリカでは景気がボトムに達したのは90年7月から91年3月にかけてであった。<sup>(21)</sup>ドイツでは景気のピークは91年であり、反転して現在まだ景気の下降そして横ばいを続けている。日本ではピークは90年8月から91年5月にかけてであり、現在にいたるまでまだボトムに達していない。金利指標に景気のピークから下降への反転ははっきり出ている。<sup>(22)</sup>アメリカの景況のピークはドイツ、日本のピークよりも1年半ほど先行している。ドイツ、日本ではまだボトムにも到達していない。

92年の各四半期中、アメリカの証券取引では、株式売り・民間債券買いの操作が行われている。こうした操作を日本、ドイツの機関投資家は行っている。アメリカでは先にピークに到達して債券価格が騰貴し利回りが低下しているので、外国の機関投資家は債券の売却で差額利益の獲得を目指しているわけである。またさらに市場価格の崩落した株式の代わりに極めて流動性ないしは転嫁流動性の高い債券をもったのである。そして92年中には欧州にたいして379億ドル、日本にたいして79億ドルの証券投資のため貨幣資本を流入させたのである。

さらにドイツへの短期貨幣資本の流入について述べておかねばならない。短期資本のドイツへの流入は92年の第1から第3の四半期、そして93年の第3四半期に行われている。

92年と93年の上半期にいずれの四半期においても日本から短期資本が流出していた。80年代日本

---

(20) *Op. cit.*, pp. 6 ~ 8.

(21) "Business Cycle Indicators", *Survey of Current Business*, Oct. 1993, C-14, c-19, c-20.

(22) *Deutsche Bundesbank Monthly Report*, Nov. 1993, p.7; 日本銀行『国際比較統計』1992年, 5 ~ 6 ページ, 26 ページ。

の銀行に短期資本が流入していたのとはまったく逆の状況である。日本の銀行は、ユーロ市場からユーロドルを中心にもっとも多く外貨を借り入れるとともに、香港の自行支店を経由して、ユーロ円インパクトローン、東京オフショア市場（JOM）の資金を国内勘定の一般資金に転換する取引を行っている<sup>(23)</sup>。

ではアメリカの場合はどうであったか。同国の銀行勘定では、工業国にたいする貸付債権は92年の第2、第3四半期において流出の赤字となっている。さらに地域別にみると、欧州にたいしては、92年では第1四半期以外では資本の流出であり、日本にたいしては第3四半期のみが流出となっている。93年の上半期ではアメリカへの資本流入へ戻っている。表9によると、80年代後半はすべて資本流入であったのとは対照的である。91年中にはすでに資本流出に転じていた。

そこで外国の財務省債券買いを除いたアメリカの民間証券取引は資本の流出であった。これにさらに短期資本のアメリカからの流出を加えて考察を進めよう。

すでにみたように、アメリカの92年と93年第2四半期までの短期金利は、日本よりも低く維持されていた。ドイツ、イギリスより低いのはもちろんである。長期金利である社債利回りでは日本より高かったが、ドイツ、イギリスよりは低く維持されていた。しかも92年から93年へと短期金利も長期金利の社債利回りも低落していた。この金利の低下傾向はほかの3国の場合も同じであるが、92年初めにはイギリスでは10%以上、そしてドイツでも9%台であった。そのときアメリカでは短期金利が3.89%、社債利回りは8.28%であった。

表14にはアメリカのマネーサプライ増加率が示してある。ベースマネーは92年、そして93年の各四半期、9%から12%台の高い増加率を示している。アメリカは、ほかの諸国にさきがけて90年7月から翌年3月にかけて景況がボトムに到達した。アメリカでは財政赤字は91年には2687億ドル、92年には2902億ドルと年々の記録を更新していった<sup>(24)</sup>。その赤字額は国債の発行によって財政資金が調達されたのである。そして通貨当局は、この国債の低コストでの発行と景気刺激のため金融緩和の措置をとったのである。

連邦準備は、89年半ばから90年末にかけて短期利率を徐々に引き下げ、そして90年12月以来はほぼ4%ほど急激に短期利率を引き下げたのである。表14に示すところでは、ベースマネー、そしてM1が高い比率で増加しているのに、M2、M3は増加率が低い。M1は93年の第1四半期を別とすると、いずれの四半期にも10%から16%のレベルにある。これにたいしてM2は第4四半期に2.7%であるのがもっとも高い伸びである。「この増加率の違いはM2の流通速度が増えているの

(23) 香港の自行支店を経由することによるJOM資金の国内勘定の一般資金への転換については次の論文を参照されたい。

佐藤進「香港金融の外貨化傾向——過渡期における香港金融の『国際化』現象——」『経済論叢』（京都大学）第150巻第4号、1992年10月、79ページ。

(24) 相吉宏二「米国の財政赤字と国債の消化をめぐる——回顧と展望——」『第一勧銀総研研究報告』'93II号、4ページ。

表14 米国のマネーサプライ増加率

(単位：億マルク)

	1992年				1993年			
	第1四半期	第2四半期	第3四半期	第4四半期	第1四半期	第2四半期	7月	8月
ベースマネー	9.3	7.8	10.5	12.6	9.1	9.8	9.5	11.5
M1	10.4	10.6	11.7	16.8	6.6	10.5	13.8	10.5
M2	3.2	0.3	0.8	2.7	-1.8	2.2	1.9	1.4
M3	1.9	-0.6	0.1	-0.2	-3.7	2.6	-1.2	0.3

(注) ベースマネー＝銀行の総準備＋流通現金  
M1＝流通現金＋要求払預金＋決済勘定等  
M2＝M1＋小口定期預金等  
M3＝M2＋大口定期預金等

(出所) *Federal Reserve Bulletin*, Federal Reserve Bank of New York.

に、M1の流通速度は減じているからである」。市場金利が下がったときには、M1の支払勘定とM2の貯蓄勘定との金利差は僅かなものなので、投資家が支払勘定から貯蓄勘定に通貨を移すことをあまり好まない。M1の流通速度が減退したのはそのためである。したがってマネーサプライの増加をみるためにはベースマネーか、M1の増加率をみておけばよい。

そこでカーネギー・メロン大学のメルツァー (A. Meltzer) にバブル危機到来の予測を語らせておこう。メルツァーは「影の公開市場委員会」代表として金融引締めを主張するのである。メルツァーはアメリカの93年の名目成長率は5.5%であるが、ベースマネーの伸びは年率11%であることをまず指摘する。「マネーの過剰分はこれまでは金利低下による株や債券価格の上昇で吸収されてきた。通貨供給が経済成長の伸びを上回る状態を保つためには、金利が下がり続け、株価なども上昇し続けなければならない」。こういう金利の低下と擬制資本である株価の上昇をいつまでも続けていけるわけではない。「マネーの伸びを抑えないかぎり、インフレが再燃するのは避けられない。日本でもベースマネーの伸びが年率11%という期間が数年続いた後、伸び率がゼロにまで減速し、バブル破裂をもたらした。……米国も現在の状態をあと一年ぐらひは続けられるかもしれないが、いずれ限界がくる」。こうしてマネタリストのメルツァーは連邦準備による通貨供給の伸びを抑える必要を力説するのである。<sup>(27)</sup>

ここで現実資本蓄積にたいする貨幣資本の過剰蓄積について若干述べておきたい。管理通貨制下の変動相場段階でのベースマネーの創造は、基軸通貨国アメリカの場合は前述したような国債の公開市場買上げによるものであった。もうひとつの大きなルートは、日本やドイツが円やD. マルクなどの他国通貨にたいするドル為替相場下落を阻止するため外国為替市場でドルを買い上げるこ

(25) *Economic Report of the President, together with the Annual Report of the Council of Economic Advisers*, GPO, 1993, pp.102~107.

(26) 93年10~12月のアメリカの成長率は94年にはいって年率7.5%に上方修正された (『日本経済新聞』1994年3月2日)。

(27) A. メルツァー「米もバブルの危機 金融引締め急務」『日本経済新聞』1993年10月20日。

とであった。この場合円、D. マルクが現金供給される。こうした現金準備——中央銀行預け金と手許現金——を基礎に商業銀行は要求払預金の創造というかたちで運用可能な貨幣資本をつくり出していくことになる。銀行資本の資産のうち現金準備の占める比率は5～6%である。<sup>(28)</sup>

アメリカで国債を買い上げる公開市場操作で創造された現金準備と流通現金を加えたベースマネーを基礎にした貨幣資本は、国内での金利低下、株式、債券の価格騰貴だけでなく、ドイツ、イギリス、さらに日本の証券市場に国際的ファンド・フローとして流入してきている。このアメリカからの貨幣資本流入は、規模の小さい欧州各国の証券市場に大きな影響をあたえ、93年8月末にはイギリス、フランスで株価の市場最高、そしてドイツで年初来の相場上昇の原動力となった。<sup>(29)</sup> 93年初頭日本での外国人買いは、保有株の売却差益を求める銀行、企業の売り圧力に対抗して市場の株価を支えている。この外国人買いにはアメリカだけでなく、欧州からも加わっているのである。<sup>(30)</sup> 日本の為替相場は、このような国際的ファンド・フロー、擬制資本運動によって押し上げられているのだろうか。

## 5 むすびにかえて

筆者が対象としていることのひとつは、D. マルクがEMSの外国為替機構であるERMをベースに為替媒介通貨の機能でドルに交替していることである。70年代の変動相場制下では欧州内で自国通貨建てで為替契約を行うというかたちで契約通貨が多様化した。これが第1のドルの衰退とすれば、80年代後半の為替媒介通貨のD. マルクによるドルの交替は第2の侵食とってよい。

ところが、90年代にはいると、80年代とは国際的ファンド・フローが変化し逆転してきている。94年には、アメリカ連邦準備はこれまでの金融緩和を停止せざるをえなかった。しかし基軸通貨国である特権を存分に用いて、バブル崩壊後アメリカは金融緩和を続け、民間証券投資のための資本輸出を展開してきた。ドイツは、EMS内で為替媒介通貨でドルと交替している現段階で、資本収支での資本の流出から流入へと状況を逆転させてしまっている。しかもこの状況は統一ドイツの誕生によって作り出されたものではなく、80年代におけるドイツの経済構造変化に大きく根ざして

---

(28) 深町郁彌「80年代の資金過剰と証券市場」『証券経済学会年報』第27号、1992年5月、295ページ以下、参照。

(29) 『日本経済新聞』1993年9月8日、26日；M. Morgan “Mixed Views on Highs in Germany, Hong Kong” *Financial Times*, Oct.12 1993.

(30) 「海外投資家がリード」『日本経済新聞』、1994年1月21日；「外国人買いが原動力」同上紙、1月27日、4月2日。1月26日の日本国債指標名柄利回り（東証大口）3.5%、米国債5.73%、ドイツ6%、連邦債5.77%。外国人投資家の買いは三菱重工株、富士通株など株式に向っている。日本経済の1995～96年にかけての急ピッチの回復がいわれている。なお1、2月合計の外国投資家の買い越しは2兆2445億円に達している。

いるといわざるをえない。

D. マルクによる為替媒介機能でのドルへの交替には新しい問題が出てきている。まず基軸通貨ドルの横で、局地的にD. マルクがドルに入れ替わることである。そして、EMS内でのD. マルクの介入通貨としての使用が、銀行間為替市場での取引通貨・決済通貨としての機能を高め、為替媒介通貨としての位置づけをきめたことである。

だがドイツの資本収支での資本流入という状況がさらに続くとなると、D. マルクの為替媒介通貨化、そしてECUでの通貨統一にどのような影響が出るであろうか。さらに検討し続けなければならない。

(熊本学園大学経済学部教授)