

為替平衡資金について

1. はしがき

貿易為替制度の正常化が進展するに伴い、1930年代に西欧諸国で重要な役割を演じた為替平衡資金が問題となつてゐるが、その根拠としてあげられているものは次の2点のようである。

その第1は為替相場自由化の対応策としてその設置が必要であるという考え方で、為替相場の自由化が進み現在の相場公定制度が廃止せられる場合には、為替相場安定の立場から通貨当局の意を体して為替市場に出動する機関が必要であるとする。但し現行IMF体制を前提とする限り相場の変動といつても平価の上下1%の範囲内にとどめねばならず、このためにはこの上下限で通貨当局が無制限に売買に応じなければならない。従つてそれは固定相場の一種とも考えられ、その意味では自由変動相場を前提とする平衡資金活動の余地は少い。しかしこの1%の幅のなかでも市中相場を政策的見地から適正にリードするため平衡資金の存在が必要であるとする意見もあり、更にはIMF規定の上下1%の幅自体が将来拡張せられることも考えられる。第2は経済の安定的成長に重点をおき、国際収支変動の影響に対する隔離手段としてこれが必要であるという考え方で、このために外貨の集配機関を設けて売買に應ぜしめる必要があるとする。以下各国の平衡資金設置の事情とその機能、更にまた各国の平衡資金と中央銀行との関係の実情などについて紹介してみよう。

2. 為替平衡資金設置の事情

1932年の英国を初めとして1930年代に米国、カナダ、ベルギー、フランス、スイス、オランダなどの各国において平衡資金が設置された一般的背景は次のとおりである。

1931年の英国の金本位離脱を契機として各国の金本位離脱が一般的となり、その結果金本位のメカニズムによる為替相場の安定は不可能となつた。しかし各国は為替相場の動揺、特にその投機的季節的変動を好まず、安定のため何らかの措置を必要とした。かかる状況においてドイツ、中東ヨー

ロッパ諸国をはじめ世界の多くの国は為替の直接統制手段たる為替管理の採用に向かつた。これに対し英国を中心とする西欧諸国は自国通貨、自国金融市場の国際性維持の立場から（これらの国は保有外貨資金も比較的豊富で外貨需給に対する弾力性を保持していた）為替管理の採用を行わず自由市場の存在を認める立場をとつた。しかし相場を全然自由に変動せしめ、あるいは当時盛んであつたホット・マネーの移動をそのままにしておくことは、貿易政策上あるいは国内信用安定の立場から到底これに堪え得なかつた。そこで通貨当局の意を体して随時為替市場に出動し、相場の安定、ホット・マネーのかく乱的影響を規制する機能を行うものが必要とされるに至つたが、これは後述する理由から中央銀行より分離した特別の機関で行うことが望ましいと考えられた。

以上のごとき国際収支の好ましくない変動より生ずる為替相場の動揺あるいは国内信用のかく乱を抑制することは、金本位制の崩壊後も、多くの国において中央銀行の金及び外国為替業務の一部として果たされてきた。しかるに1930年代に上記の諸国において中央銀行外にかかる機能を有する特別の機関が設けられたのは、当時これらの国において次のような特殊事情があつたからである。

(イ) 中央銀行の主要勘定は定期的に公表せられる関係上、当時これが為替投機業者にかつ好な材料を提供する危険があつた。

(ロ) 中央銀行のなかには定款乃至法制上為替オペレーションに出動しえないものがあつた。

(ハ) 国際収支の通常の変動の影響を中和する程度ならば中央銀行によつても行いえたが、当時のホット・マネーの移動は大量かつ急激であり、これを中央銀行の金利政策で中和するには金利政策が過度に変転するおそれがあり、又オペレーションによるにしても当時は中央銀行の保有資産が限られていた関係上完全には吸収しえず、むしろ中央銀行外でこれを処理することが適当と考えられた。

(二) 当時は金本位離脱後もなお一般的には法定準備率が存在し、またそれが停止せしめられている場合でも中央銀行の貸借対照表の構成には伝統的な比率があり、これを著しく逸脱することは困難と考えられたところから、金流入傾向が強い国においては過剰な金及び外貨準備を中央銀行以外のものが保有することにより通貨の増発を抑制することが適当と考えられた。

なおこのほかに金価格、為替相場の変動によるリスク負担の問題が平衡資金設置の有力な理由であつたとの推測もあるが、当時リスクが問題となり得たのは主としてイギリスのみであり（フランスその他は相場が下がる傾向であつたから利益こそ生ずれば損失は考えられなかつた）、しかも英蘭銀行発行部の利益及び損失は1928年紙幣及び銀行券条令によりすべて国庫に帰属せしめられることとなつていたので、為替リスクの点から特に平衡資金が設置されたとの推測は採り難い。

ところで平衡資金の機能そのものは元来中央銀行の行うべきものであつたから、前記のごとき国際的なホット・マネーの急激な移動が下火になるに伴い、為替平衡資金は解散され中央銀行に吸収される傾向を生じた。ベルギー、スイスなどはこの好例である。またスカンデナヴィア諸国においては別個の機関を創設する特別な事情がなかつたため、初めから中央銀行がこの衝にあたつた。

更に残存せる各国の平衡資金についても、第2次大戦のぼつ発により為替管理が採用せられ固定的な公定為替相場が一般化した結果、いずれもその存在理由を失い解散せられ、あるいは為替管理のための外貨集中勘定へ転化せしめられた。

第2次大戦後の今日為替平衡資金の形態を一応維持しているのは英国、フランス及びカナダであるが、これら諸国においてもその平衡資金的機能はあまり活動していない。すなわち英国では為替管理は未だ撤廃されておらず、平衡資金機能は外国市場における振替可能ボンドの相場維持のためのドル貨売却に利用されているのみで、その本質は依然として外貨集中勘定である。この事情はフランスでも同様である。ただカナダでは1952年以来為替制限は撤廃せられ平衡資金の機能の一部が復活されている模様であるが、実際の為替オペレ

ーションは、同国の為替管理委員会解散に伴い為替資金勘定（Exchange Fund Account）の代行者となつたカナダ銀行によつて行われている。

3. 為替平衡資金の機能

資金の活動は次の二つの面を有する。

(1) 為替市場に対する機能

平衡資金は与えられた資金源（金評価益又は大蔵省証券）をもつて為替市場に出動し、自国通貨を売向い、買向うことによつて為替相場の安定をはからんとするものであるが、成立当初の資産形態により為替市場への機能は若干異なる。すなわち金評価益をもつて設立せられた平衡資金の資産は、開設当初には主として金から成つていたため、自国為替の下落を防止するためには便利であるが、初めより自国為替の騰貴を抑制する必要がある場合、特にその必要が繰り返される傾向がある場合には不便である。一方大蔵省証券を資金源として発足した平衡資金は、自国為替の騰貴を防止するには有力であるが、当初より為替悪化の方がむしろ危惧される場合には都合が悪い。自国為替下落の惧れが強かつたフランスが前者の型を取り、自国為替騰貴を抑制する必要のあつた英国が後者の成立形態をとつたのも偶然ではない。米国は当初フランス型をもつて発足したが、これが金流入、ドル為替騰貴の抑制に不便であることに気づき、1936年末よりいわゆる金不貲化計画に転換した。

平衡資金は当初は逃避的資本移動や為替投機などに基く為替相場の不当な変動を除去することを、目的とし、やがて季節的変動を調節することも目的の中に加えられた。たとえば英国の為替平衡資金の目的について当時の蔵相チェンバレンは (イ) 相場の季節的変動 (ロ) 相場の季節的変動その他の変動を激化する投機業者の策動 (ハ) 避難所を求める資本の流出入によつて惹起せられる為替相場の変動、を防止することにあると説明している。又さらに進んでは為替相場の一般的傾向に対しても、それが不適当な場合にはこれを訂正して通貨当局の欲する水準に維持しようとする活動もみられた。なお資金が市場で実際に買向う外貨は各国とも金と交換しうるものに限られていた。従つて例えば英国の場合ではその対象は当初米ドル次いでフラン（フランスの金本位離脱まで）であつた。

以上のごとき資金の機能に基づいて、ホット・マネーの流出入による為替相場の短期的な変動はかなりの程度まで抑制せられた。

(2) 国内信用に対する機能

平衡資金の活動が国内信用の面に果たした役割は、各国それぞれの特殊事情により異なっている。平衡資金は当該国の経済の要請に応じて、あるいは国際収支変動の影響を中和するもの (Buffer) として働き、あるいは国際収支の影響を伝播するもの (Transmitter) として活動した。

いま平衡資金のメカニズムを英国の場合を例にとつてみるにその資金源は大蔵省証券からなっている。従つて

(イ) 外貨の流入によるポンドの不当な強調に対してポンドで売り応ずる場合に、そのポンド資金を大蔵省証券の英蘭銀行への売却によつて調達すれば国内にインフレ的影響を及ぼし、これを大蔵省証券の市中への売却でまかなえば国内に中和的影響を及ぼす。

(ロ) また外貨の流出によるポンドの不当な軟調に対し外貨 (金) で売り応ずる場合に、その対価たるポンドで英蘭銀行から大蔵省証券を買えば国内にデフレ的影響を及ぼし、これを市中から買えば国内に中和的影響を及ぼす。

英国の平衡資金の場合はこの中和的機能の利用 (たとえば外貨の流出に際し、それに見合うポンド貨の減少が過度のデフレを惹起するおそれある場合は、売却外貨の見返りポンドをもつて市中から大蔵省証券の買取を行つてデフレ効果を中和し、反対に外貨流入によるインフレを抑制するためには、手持大蔵省証券の売却により外貨買入のためのポンド資金を調達するなど) によつて、かなりの程度に国際収支の影響を中和する機能を果たした。

英国の平衡資金のこのような成果から、平衡資金活動の国内信用に与える影響としてはその中和機能のみが喧伝せられる傾向にあるが、しかしそれはやや一面的な観察であると言わなければならない。なぜならばすべての国の平衡資金がこのような中和機能を果たしたのではないからである。例えばフランスの為替安定資金の場合には、同資金のフラン資金が原則としてフランス銀行の外貨 (金) 買入れ、もしくは同行の無利子貸金に依存

し、一方外貨売却に伴う取得フランはフランス銀行に預託される方式がとられたため、国際収支の変動は原則として金本位のルールに似た状況で国内信用に伝播された (但し戦中、戦後の期間である1940年2月—49年7月は例外)。

これによつてみれば平衡資金の中和的機能は資金の存在そのものに本質的に付随するものではなく、むしろその金融操作、すなわちその外貨買入資金の調達方法及び取得自国通貨の運用方法如何によることであり、従つてそれはハロッドも指摘しているごとく中央銀行の公開市場操作機能の一部を代行するものにほかならない。

英国において平衡資金が国内信用に対する中和的役割を果たしたのは英国の平衡資金の資産構成がそれに適し (大蔵省証券)、且つその資産量も十分であつたこと (当初1億7千5百万ポンド、その後5億7千5百万ポンド) のほかに、その操作を可能ならしめた国民経済的背景があつたからである。すなわち、(1)英国の金融市場 (money market) が十分な発達を遂げていたこと、(2)1930年代の英国の金融市場が international deposit market として機能していたために大蔵省証券の市場が広がつたこと、(3)更に重要なことはこの時期において英国の国際収支には少くとも恒常的な不均衡がなかつたこと、などがこの背景をなしていた。1930年代のフランスのごとく恒常的に金流出が続く場合、金流出に伴う国内信用の収縮を中和する政策をとることは、フランを金もしくは外貨に替えつつある大衆に一層フラン資金を供給することになるわけで、フランスの平衡資金が英国のごとき操作をとりえなかつた原因はここに存したと考えられる。また逆に米国のごとき金流入一方の国においてもその影響を中和することは、支払準備制度の活用など、いわゆる金不胎化政策にまたねばならなかつた。

以上のごとく各国平衡資金の意図した目的は国により時代により必ずしも一樣でないが、各国の平衡資金に共通する目的は、資本の移動と投機業者のかく乱的活動によつて惹起せられる為替相場の不当な変動を抑制することにあつた。そして平衡資金の歴史はこの限りにおいてある程度までは有効であつたが、またそこに自ら効果の限界があ

ることを示した。かくて為替が常時一方的方向に動く国の場合には、平衡資金の設置のみではこれを防止しえず、為替管理のごとき直接手段に頼るか、あるいはまた金融財政の根本を調整する方策をとらざるをえないことが明らかとなった。

4. 為替平衡資金と中央銀行

以上のごとき為替平衡資金の内外両面における安定機能は平衡資金設立以前には中央銀行がこれを行ってきたところであり、また平衡資金の活動期においても一部の国においては依然として中央銀行がその衝にあたっていたことは前述のとおりである。そこで両者の関係につき、(1)平衡資金の国内信用に対する安定操作は中央銀行の公開市場操作の機能の一部代行にほかならない点、また(2)通貨の対内価値とともに対外価値の安定は中央銀行の責務と考えられる点、等が当然問題となりうる。

これらの点に関する両者間の関係の調整は、1930年代の資金活動最盛期においては大部分の国において、平衡資金の運用・管理を中央銀行が行うという方法により实际的に解決せられた。もちろん当時においても平衡資金を中央銀行に合併すべしという議論が行なわれており、たとえばホールは英蘭銀行を改革して平衡資金を英蘭銀行発行部へ合併することを提唱した。(注1) またジョンソンは、「同額の財源を与えられて中央銀行がなしえないことは為替資金もこれをなしえない」という意見を表明した。(注2)

すでに述べたごとく1930年代の一部西欧諸国において中央銀行外に特に平衡資金の設立を必要ならしめた主たる理由は (1)機密性の問題 (2)法制上の問題 (3)中央銀行金融調節手段の未成熟などであつた。又このほかに強いて求めれば (4)通貨準備の一部を銀行制度外に分離することの必要性 (5)為替リスクの問題などがある。(注3)

しかしながらこれらの諸理由は現状では次のごとくいずれも決定的なものとはいえない。

(1) 1930年代において平衡資金設置の最大の理由であつた機密性保持の重要度は、為替相場が激しく動揺し、短期資金の移動が自由に行なわれ、従つて投機の介在余地の多かつた当時と比べれば、IMF体制下の現在ではかなり稀薄化したことはいなめない。また機密性の問題がなおかなり重

要であるとしても、平衡資金を別個に設立することによつて機密性の確保が完全に行なわれるわけのものでもない。たとえば英国の場合、平衡資金の操作は大蔵省証券の動きを各種の方法を以て測定すれば実際の平衡資金の資産状態に近いものを推測することが可能であり、従つて平衡資金の行うべき操作の方向規模を察知することは必ずしも不可能でない。またフランスの場合にはフランス銀行のバランス・シートにおける政府当座勘定の動き、あるいは資金に対する貸上金項目を追及すれば資金の資産状態を推察しえ、将来の操作について予測することもできよう。このように、機密性の保持は平衡資金の設立そのものによつて絶対的なものとなるのではなく、反面中央銀行が為替オペレーションを行つても、そのバランス・シートの公表の仕方如何によつてはある程度の機密性の保持が可能であるともいえる。

(2) 中央銀行が為替オペレーションに出動し得ないという法制上の制約は当時でもごく一部の国(英国)に見られたにすぎず、現在ではほとんど解消せられている。

(3) ホット・マネーの大量移動が国内信用に与える急激な影響を中和するための中央銀行の金融調節手段の問題については、1930年代当時と異り現在では金利政策のほかに、公開市場操作、支払準備制度、あるいは公開市場操作の手段としての中央銀行債務証書など、大いに整備せられてきていることに注意すべきであろう。

まず、国際収支変動の過度の影響を緩和する手段として支払準備制度を利用した最初の事例としては、すでに触れたごとくまず1930年代における米国の経験が挙げられよう。すなわち当時米国は一方的な金流入に伴う市中銀行の過剰準備膨脹傾向に対処し、元来預金者保護のために設けられた支払準備制度を活用して、1936年7月以降、数回にわたり準備率の引上げを行い、これを吸収した。また豪州では、第2次大戦後5年間続いた出超期に、同国の支払準備制度たる特別勘定(調査月報31年3月号参照)の運用によつて、流入外貨額にほぼ見合う過剰準備を中央銀行に凍結して国内信用がインフレ傾向に陥るのを防止し、逆に朝鮮動乱後の反動期においては、1951年7月から52

年末にかけてこの特別勘定を大幅に解除し、国際収支逆調に伴う国内資金量の急激な減少を緩和した。今日では米国、豪州に限らずほとんどすべての主要国において支払準備制度が採用され、この操作によつて国際収支変動の影響を中和することは比較的容易となつてきている。

更にこの同じ目的に、公開市場操作の手段としての中央銀行債務証券を活用した事例としてはアルゼンチンがある。すなわち1934年以降外貨の流出に伴う国内信用の変動を調整するため、アルゼンチン中央銀行は、自己を債務者とする金及び外貨見返証券 (Certificates of Participation in Gold and Foreign Exchange Holdings) を発行し、外貨流入期にはこの証券の売却によつて得た資金で外貨を買取りこれを特別勘定に分離保有し、他面外貨の流出に際しては同行は証券の買戻しを行つて国際収支の変動が国内経済に与える急激な衝撃を緩和した。なおこれと同様な制度はフィリピンおよびセイロン中央銀行法にも規定されている。

更にまた国内信用にかく乱的影響を与えるのは単に国際収支の変動のみでなく、投資、消費の動向、財政のバランスもまた大きな要因であるから、国際収支の影響のみを中和してもそれは部分的中和にとどまり、全体的にはかえつて不均衡をもたらす場合も多いとすれば、国際収支の影響の中和は、国内信用の調整とからみ合わせて総合的に行なわれる方が適当であろう。

(二) 通貨準備の一部 (対外準備の部分) を中央銀行外に分離することの必要性は、比例準備率の廃止または停止に伴い、あまり問題でなくなつてゐる。むしろ最近の中央銀行法の立法例は、中央銀行の保有する金および外貨が主として対外準備のためのものである、との考え方が強いことを示している。

(ハ) 為替リスクについては前述のごとく1930年代にもあまり問題とせられなかつたが、特に現在ではIMF体制を前提とする限り、相場がさほど大幅に変動することは考えられず、従つて為替オペレーションから中央銀行が大きな損失をこうむる惧れは少く、長期的には損益ほぼ等しくなる傾向にある。

ただ平価の変更が行われる場合には相当額の利益もしくは損失を生じうることはもちろんである。この点について各国の事例をみると、オーストリー、フィリピンおよびセイロンにおいては、中央銀行法中に特別の規定を設けていることが注目される。このうちオーストリーではリスクカバーのための特別準備金勘定を設け、為替差益を一般収益から別除して積立てることになつてゐる。またフィリピンおよびセイロンでは平価変更に伴う損益が特別の調整勘定に組み入れられ、その効果は不胎化されることになつてゐる。その他特別の規定のない大部分の国については、(イ)オーストリーのごとく特別準備金勘定を設けぬまでも、あらかじめ為替リスクをも考慮して一般積立を行つてゐるのか、(ロ)それとも平価変更に伴う損失のごとき非常の損失は国庫が補償すべきものとの考え方によつてゐるものか、必ずしも明瞭ではない。

なお中央銀行自体が平衡資金の機能を果している典型的な事例としては西ドイツのレンダーバンクがある。すなわち現在西ドイツではフランクフルト、ベルリン、ハンブルグ、ミュンヘン、デュッセルドルフの5市場で米ドル、カナダドル、ポンドその他10数種の通貨の相場が建てられており、そのやり方は次のごとくである。(イ)取引所における場立人は為銀のみで、取引対象は直物に限られ、先物は扱わない。(ロ)各取引所においてミートしない需給は仲買人を通じてフランクフルトへ出合を求める。(ハ)フランクフルトでは需給の関係によつてレンダー・バンクが売買出動し、相場を適当な水準に安定さすが、現状では米ドルのみに介入し、英ポンド等については放任主義をとつてゐる。(ニ)これら需給の総合結果に基いて取引時間の終りに相場を建て、これが当日レンダー・バンクによつて改めて公表され、これを以てその日の相場とし、フランクフルト以外の四市場をしてこれに追随させてゐる。

(注1) N. F. Hall, The British Exchange Equalization Account, 1935.

(注2) G. G. Johnson, The Treasury and Monetary Policy 1932-38. 1939.

(注3) League of Nations, International Currency Experience, 1944. 小島、村野訳「国際通貨」