

資料

国際金融問題に関する提言

- C. A. クームス (ニューヨーク連銀副総裁)
 M. イクレ (スイス国立銀行理事)
 E. ラナリ (イタリア銀行外国為替担当支配人)
 J. チュングラー (ブンデスバンク理事)

—— ニューヨーク連銀月報 8月号論文 ——

国際通貨制度改革論議の動向が注目されるおりから、最近発行されたニューヨーク連銀月報 8月号は、その巻頭論文として、米国、西ドイツ、スイスおよびイタリアの各中央銀行の対外金融政策責任者の共同執筆にかかる「国際金融に関する提言」(Conversations on International Finance)と題する論文を掲載した。

本論文の第1の特徴は、最近における流動性論議が主としてエコノミストないし評論家によりかなりアカデミックに展開されてきたのに対し、国際金融上枢要な地位を占める前記4か国の政策担当者が、一応私見の形をとりながらも、半ば公的に各中央銀行の実際に即した見解を表明したとみられることである。その意味で本論文は今後予想される流動性論議において重要な意義を有することは明らかであり、またとかく観念的に流れやすい流動性論議を現実 に即したものとするうえでも大きな意義を持つものと思われる。

第2の特徴はその内容である。本論文の基本をなす考え方は、①現行国際通貨体制は十分に弾力的であること、②国際収支規範(balance-of-payments discipline)は常に遵守される必要があること、ならびに③国際流動性の所要額は一国国際収支の黒字→赤字の振幅いかににより決定されるものであり、所要流動性ないし国際収支振幅は貿易量と何らの函数関係に立つものではないこと、の3点に尽きるといえよう。したがって問題解決の方向は国際収支規範と国際収支赤字時における国際間の信用供与の両者を調和ある形で、同時に確保することにおかれ、結論として現行国際通貨体制の強化を打ち出したのである。その意味では本論文はヤコブソン、ブレッシング、ローザあるいは本年のB I S年報と同一見解に立つものであり、格別目新しい主張を行なったわけではないが、ともすれば見失われがちであった国際収支規範を強調した点、また事実上現在の国際金融機構の支柱となっている国際金融協力のあり方や問題点を明らかにした点において、大いに注目すべきものがある。

以下紹介するのは本論文の全訳である。

各国中央銀行の外国為替業務を担当している幹部職員は、その業務遂行の過程において、相互の利害に係る問題につき個人的な見解を交換し合う多くの機会を持っている。最近、クームス、イクレ、ラナリおよびチュングラーの4名は、このようにして意見を交換した結果、多くの点で一致をみたため、これらを記録に留めることを試みた。その結果がここに掲載する論文である。この論文が広く一般の人々、とくに国際金融に関心を有する人々にとって有益なものとなることを期待したい。

1. はじめに

1961年の春以来、イタリア銀行、ブンデスバンク、スイス国立銀行およびニューヨーク連邦準備銀行(米国財務省および連邦準備制度双方の代理人として)は、他の中央銀行とともに、金市場、為替市場におけるさまざまなオペレーションを共同して行ない密接な関係を保ってきた。われわれは、これらのオペレーションあるいはこれに関連したオペレーションに関する交渉やそれらの実施について、各自の銀行から授權されている

わけであるが、ほとんど毎日のように行なわれる相互の連絡の過程を通じて、われわれ4人はお互いにはほぼ同様な考え方であることを発見した。とくに最近われわれはニューヨークおよびバーゼルにおいて、さまざまなオペレーション上の問題について討議する機会を持ったが、そこでわれわれは為替市場における過去2年間の経験をも回顧し、さらに将来におけるオペレーション政策のありうべき姿のいくつかについて、われわれが個人としてどの程度まで同意できるかについても討議を行なった。その結果、われわれは相当大幅な同意に達したので、この討議の要約を紹介することが、何らかの役に立つのではないかと考えた次第である。

2. 若干の一般的結論

まず何よりもわれわれにとって明らかなことは、ドルおよびポンド両通貨に対する圧迫が頻発した全期間を通じ、ドイツ・マルクおよびギルダの平価切上げ、ベルリン危機、カナダ・ドル平価切下げ、世界的な株価暴落、キューバ危機ならびに最近では英国のEEC加盟交渉失敗に伴い惹起された相次ぐ為替に対する衝撃を吸収するうえで、現行国際通貨制度が高度の弾力性と円滑性(flexibility and resilience)とを発揮したという事実である。これらの緊急事態は大西洋をはさんだ主要国中央銀行および財務省ならびにIMFによる協力措置によって迅速かつ効果的に処理された。

ロンドン金市場における共同操作についての非公式な取決め、中央銀行の先物市場操作、バーゼル協定のような特別取決め、もしくはスタンバイのスワップ取引のごとき公式取決めに基づく中央銀行の信用供与、米国の外貨取得と為替市場介入、英国およびカナダに対するIMFの巨額な信用供与ならびにごく最近の米国財務省による外貨建特別債務証書および債券(certificates and bonds)の発行など、これらのすべては為替市場が深刻な事態に直面した多くの場合において投機

的な圧力を相殺し、これを押えるうえにきわめて有効であることを十分に立証してきた。いまいかなる主要通貨に対して投機的な動きを試みようと、その者は予想される各国中央銀行、財務省およびIMFによる共同防衛措置に対決することとなる。かかる国際協力の取決めを通じて、いまいかなる通貨が攻撃にさらされようとも、真の意味において有効な(impressive)資金を動員してその通貨を支援することができるようになったのである。

しかるに、このような中央銀行その他政府間の防衛取決めについて、これを単なる一時的なかつ頼るに足りない便法の域を出るものでないとする傾向が一部にみられる。もちろんこれらの取決めによる防衛措置の多くが突発的な緊急事態を処理するべく急速実施され、時としては数時間のうちに実施されたこともあったことは事実である。これらはほとんどの場合双務的なベースで取決めが行なわれたために、相互に関連のない弥縫策の域を出ないような印象を与えるかもしれない。しかしながらこれらの防衛措置が双務的であることは、この措置が当該両国の市場や制度の実際に確固たる基礎をおくことができるという最も重要な長所をもつものであり、また新たに発生する予測できない必要性に弾力的に適応できるものでもあることをも意味している。投機的な動きに対して、それが激しくならない前に必要とあらば電話による協議を通じて迅速に対処できることの重要性はいくら強調しても強調しすぎることはない。われわれの意見では、過去2年間を通じて発展してきた中央銀行および政府間の共同防衛措置は、現行国際通貨機構の恒久的な強化措置とみなさるべきであると考えられる。

同時に、これらの現行国際通貨制度の漸進的な適応および強化措置だけで、長期的に必要とされる流動性を十分まかなうことができるかどうかという疑問が、大学関係その他の多くの重要な人々によって表明されていることも、われわれは知っている。これらの疑問はしばしば、いわゆる「流

動性ジレンマ」(liquidity dilemma)の考え方から生じているように思われる。この流動性ジレンマが結果的に示すところは、現行制度による限り、きわめて好ましくない二つの結果以外は生じ得ないということである。すなわちまず第1に、米国はその国際収支赤字によって国際流動性を引き続き供給することができようが、その結果ドルの信認は漸次蝕ばれついには崩壊の余儀なきに至るか、もしくは第2に米国が国際収支を均衡させれば国際流動性の継続的な供給が断たれることになり、これに依存すると考えられる世界貿易および決済の永続的な拡大は止まってしまうかのいずれか以外にはあり得ないというのがその考え方である。われわれは、かかる流動性ジレンマを解決せんとして展開された多くの理論的な国際通貨制度改革案を検討した結果、その提案者達は多くの正しい問題提起を行なっているが、これまでのところでは実行不可能な解決策しか示唆していないと考えざるを得ない。

米国政府が、国際収支赤字を解消させるという確固たる決意を表明することによって、流動性ジレンマの一方の問題(one horn)に対し考えられる唯一の回答を行なったことはきわめて明白である。この国際収支赤字解消が失敗するならば、それは遠い将来にまでおよぶ破滅的な結果をもたらすであろう。米国国際収支の赤字は1961年、62年と若干の改善を示してはいるが、いまや一刻も早く赤字を解消しなくてはならないという段階にきているのである。

流動性ジレンマのもう一方の問題、すなわち世界貿易および決済の拡大と多少なりとも歩調を合わせて国際流動性を増加させる必要があるとする点については、故ヤコブソン博士がこの問題に関する多くの認識の混乱を次のように端的に指摘している。

「交易が——国内、国際を問わず——拡大するにつれ十分な金融を確保するためにナショナル・カレンシーによる信用供与を拡大させる必要がある。交易はもちろんナショナル・カレンシーによ

ってファイナンスされるわけであるが、外国貿易は主として主要工業国の通貨によってファイナンスされる。したがって外国貿易の拡大は、個々の国の信用機構を通じて金融がつけられることになる。昔の金本位制の下においてはすべての国における信用創造は金の動きに密接にリンクしており、また今日においてもなお非常に多くの国において、信用量の変動はその通貨準備に反映される国際収支の変動に大きく左右される状態が続いている。しかしながら、このような両者の結びつきがあるからといって、通貨準備の増加なくしては信用量の増加はありえないと考えてはならない。……この信用創造と通貨準備とのリンクは絶対的なものではない。信用の拡大と準備の増加の間には何ら本質的な対応関係(inherent parallelism)はあり得ないのである」。

同様に、1963年のB I Sの年次報告(30頁)は次のように指摘している。

「われわれは国際決済制度における公的な流動資産の機能について明確な理解を持たなければならない。この公的な流動資産は、日常の取引において決済のため使用されている流通手段(circulating medium)ではない。この点は国内取引の決済のために国内通貨残高(domestic money supply)が用いられる場合とは事情が異なる。巨額に上る対外取引も外国為替市場における売り買いの相殺によって決済されるが、この場合でも取引の媒介となるものは、国内通貨残高から生れる現実の流通手段である。したがって、外貨資産の使用は受払資金量の間に時として生ずる差額をカバーする場合のみに限られる。このことは公的な流動資産総量の必要量と世界の貿易量との間には、何ら単純な函数関係が成り立たないということの意味するものである。事実、交換性回復以来国際間の短期資金移動が活発化した結果、貿易量の増大によって必要となった以上に対外流動性の使用範囲が拡大されざるを得なかった。同様に流動性の必要量とその他の統計的諸量、たとえば国内の通貨供給ないしは対外取引量というようなも

のとの間に、単純な函数関係が成り立たないことも、多くの国の経験と比較することによって容易に明らかとなろう。それというのも流動性の必要量は何らかの不安定さと関連をもったものであり、しかもこの不安定さの原因がさまざまであり、また国によって区々であるため、両者の関係について普遍的な等式関係が成立しないからである」。

われわれは、国際流動性の問題とは本質的には主要貿易国の国際収支が黒字から赤字、赤字から黒字へと振動するその振動(swing)にいかに対処するかの問題であると考えたい。この振動の振幅が貿易や資本取引の増大に比例して大きくなるということはまず考えられないが、われわれはその振幅がある程度大きくなるであろうことは認める。しかしながら、かかる振幅の拡大に対する金融という問題は、過去2年間にわれわれが処理してきた問題のタイプとその程度だけが異なるにとどまり、本質的な性格において異なるものではないと考える。

1962年におけるIMFおよび世銀の総会において、モードリング蔵相は長期的にみた場合の流動性の必要量を確保するうえで金にのみ依存することは、理論的に支持しうる考え方ではないと主張したがそのとおりである。蔵相は同時に二つの準備通貨、すなわちドルとポンドの増加には限界があり、もしその増加のみに頼っていけば、世界の貿易と生産の発展は阻害されるであろうと警告した。われわれは、公的保有にかかる金および外貨双方の今後における増加の可能性は、しばしば考えられているよりもかなり大きく、とくに米国がその金準備を相当額の外貨保有により補うならばいっそうそうであると確信するものであるが、流動性の供給源として今後永久に金と外貨だけに依存することが、軽卒であることを認めるのにやぶさかではない。

長期的にみた場合、公的機関の直接(outright)保有にかかる金および外国為替を何らかの形で補充しなければならなくなる可能性を認めたいうえで、われわれは金保証を通じキー・カレンシーを

金と等位におくことによって、ドルとポンドの公的保有を引き続き増大させようとするさまざまの提案を検討してみた。しかしわれわれは、このようないわば「インスタント・ゴールド」ともいえるべき提案が有する利点は単に幻影的なものにすぎないと結論せざるを得ない。このような金保証は恐らくあてにならない(not credible)ことが明らかとなるであろう。仮にそうでなく、このような金保証が一時的にせよ信頼に値し、したがってキー・カレンシー国が第3国に対する債務をいっそう拡大することとなったとすれば、これはキー・カレンシー国の流動性ポジションの悪化を招き、徐々に金保証に対する信頼性を損うこととなるであろう。要するにキー・カレンシーは国際収支規範(balance-of-payments discipline)からのがれることはできないのであり、また何らかの方策によりこれからのがれる可能性をつくることもできないのである。そして、この国際収支規範こそ通貨の安定にとって唯一の真の意味での保証者(the only real guarantor)なのである。

かくして、金も外貨もあるいは金保証の方策も長期的にみて必要とされるであろう流動性の増加をまかなうのに不十分であるとなれば、避けることのできない主要通商国の国際収支の変動に対処するための方策として、われわれが考えるものは畢竟、これら諸国間の相互的な信用供与(mutual credit facilities)をいっそう発展させることだけであり、これ以外に有効な方法はないのである。公的機関が直接保有している準備を補うために中期信用を供与することこそ、まさにIMF発展の目的そのものであり、1961年に協議が行なわれた借入取決めによって、いまやIMFは米国を含め、いかなる加盟国に対しても真に巨額の流動性を供給しうることになった。

短期的な信用供与の面で見ると、過去18か月間に連邦準備制度は大西洋兩岸の主要中央銀行の大部分と協議を行ない広範なスワップ取決め網を発展させてきている。かかるスタンドバイのスワップ取決めは、一定額までの信用供与を事実上自動

的に与えるものであるが、関係中央銀行によって繰返し強調されているように、これらは本来、比較的短期間に反転すると予想される資金移動に対処するものとして考案されたものである。

これに対してさらに必要と考えられたものは中期、たとえば15～30か月の期間の信用供与方式であった。すなわち、スワップ取決めに適するような短期間のうちには反転が見込まれず、かといってIMF借入を必要とするほど一般化したものでもない国際収支の赤字を処理するために、このような方式は有用であろうと考えられたわけである。この点に関してわれわれは最近の米国による外貨建の特別債務証書ないし債券の発行という実験を検討したが、その結果このような形の借入方法の利用をさらにいっそう発展させることができるであろうと考えている。とくに必要な場合かかる特別債務証書ないし債券に流動性を保証する条件が付されている限り、これらは国際流動性に関し一つの重要な新局面を開くものであろう。

かくして、われわれは流動性を次の四つの主要供給源から供給するような国際通貨制度を、ぐくもおおざっぱであるが描き出すことができる。

- (1) 金および外国為替の公的保有
- (2) 正式のスワップ取決めないし非公式ベースに基づく同種の双務的了解
- (3) 債権国通貨建による特別債務証書および債券の発行
- (4) IMFの活用

かかる体制は各国に対し、経済的規範(economic discipline)と国際信用とを調和のとれた形で保証するものである。この制度の下では短期の信用供与は大部分自動的となると思われるのに対し、長期の信用については債務国と債権国との間の双務的な交渉もしくは債務国とIMFとの間の交渉を必要とするようになるであろう。以下において前述した四つの流動性供給源のそれぞれの特殊な問題について、われわれの討議をやや詳細に述べることとする。

3. 国際流動性の供給源

(1) 金および外国為替

イ、金

新産金およびソ連の金売却によって市場に供給される金は現在年率にしておよそ15億ドルの水準にある。このうち工業用金として通常約4～5億ドルが年々費消され、近年においては残りの金の大部分が国際政治情勢の緊迫化、ならびにしばしば生ずるドルおよびポンドの軟化によって促進された民間の投機的な買いによって吸収されている。1961年暮に発足した金プール取決めは当局によるロンドン金市場のコントロールを大いに容易ならしめたが、同時に金に対する潜在的な投機筋に対して現行の公定金価格が、維持されうるものであり、かつ維持されるであろうということを衆知せしめる効果をますます発揮するであろう。さらに根本的には、昨年秋に起こったキューバ危機は国際政治関係において一つの重要な転換点であったとみられ、政治的な緊張が今後徐々に緩和されていく道を開いたといえるかもしれないのである。これと同時に、もし米国の国際収支赤字解消にいっそうの進展がみられるならば、金に対する民間の需要は主として工業用、装飾用だけに限られるようになるであろう。それに伴って中央銀行およびその他の公的機関は新産金やソ連の売却する金を現在よりはるかに多い割合で取得することが可能となろう。そのうえ、投機筋がここ数年間に取得した大量の金を保蔵するため巨額の経費を必要としたことを考慮すると、実際問題として今後私的退蔵金のうちかなりの量が放出され、公的用途に向ける市場の金供給が増加しても驚くには当たらないであろう。

ともあれ、国際政治の緊張が緩和し他方ドルが強化されるという二つの仮定に立てば、新産金とソ連の金売却によって公的機関の金

準備は年率約2%の割合で増加することとなるであろうが、これは国際流動性の増加に非常に大きく貢献するであろう。このような新規金供給の各国公的機関への秩序ある配分は現行の金プール取決めの存続によってより容易となるであろう。

ロ、外国為替

前述のごとく、米国ができるだけ早急に国際収支の均衡を回復し、外国中央銀行へのドル流出を削減するとともに、米国金保有のこれ以上の減少を最小限に食い止めることは、最も基本的な問題である。この点に関して米国における現行の国際収支計算方法が国際収支の赤字を不当に拡大していることがないかどうかという点をここで検討することは十分価値のあることであろう。

現在、米国の国際収支統計においては、米国の銀行の対外短期債権をそれらの対外短期債務から差引くことはせず、国際収支尻の計算に当たってはグロスの対外短期債務の変動のみを取り上げている。このグロスの対外短期債務は、外国中央銀行によって保有されている場合は金に転換可能であり、また民間で保有されている場合でもそれは容易に公的機関に移転可能である以上、こうした計算方法は米国の流動性ポジション、すなわちその保有金に対する潜在的な請求権の総額に対して注意を集中させるのに役立っている。したがって米国が国際収支の均衡を完全に回復するような時が到来するまでは、このような統計方法を続けることが賢明であるといえよう。これに対して米国の収支ポジションの均衡が回復された後においては、米国銀行の対外短期債権を全部ではないにしても、外国銀行に対する短期債務と相殺するよう検討することは意味のあることであろう。今後何年かにわたって米国の輸出が増加するに伴い、米国がアクセプタンスその他の貿易金融によって外国人に対する債権を増加していくことは自然

なことでもあり、また望ましいことでもある。逆に世界貿易および決済が引き続き増加していけば、外国の商業銀行や民間業者は、貿易その他經常取引の金融のため、手持ちのドル残高を徐々に増加させようとするであろう。この場合、中央銀行間の協力やその他の方策により投機的な動きがチェックされるならば、このように貿易金融から生じた債権、債務を国際収支統計上相殺することは大きな利点をもつことになるであろう。

1961年に米国は、一つにはドル防衛の手段として、もう一つには、長い眼でみて国際流動性増加に資する手段として、外貨を取得しこれを準備として保有するという新方策を打ち出した。これはまさに革命的な(revolutionary)進展であって、これにより国際通貨制度には新しい局面が開かれ、また今後において国際通貨機構をいっそう強化する大きな可能性が開かれたのである。現在の段階では、主として米国国際収支の赤字が続いているため、米国当局はこれまでのところごく限られた額の外貨しか取得できないでいるが、それにもかかわらずこれらを使って比較的小規模のドル支援のための為替市場介入が行なわれた結果、すでに心強い成果があがっている。今後米国の収支が均衡もしくは黒字に向かうにつれ、外貨蓄積はますます広範に行なわれるであろう。もちろん米国当局は外貨保有に伴うリスク要素に対して十分な考慮を払おうとするであろうが、米国の外貨保有量が、リスクを深刻に考えねばならないほど大規模になる前に、米国は外貨蓄積について次のような二つの制度的な制約に当面する可能性が大きいと思われる。第1の制約とは外貨の短期的な運用面におけるもので、米国保有外貨がかなり増加した場合、現在の状態では、西欧諸国の多くはその運用先を米国に提供しえなくなるであろうという問題である。もちろんポンドと、高度に発達したロンドン金融市場

は大きな例外であるが、このことは同時に米国当局にとってその保有外貨のかかなりの部分をポンドの形で保有することが技術的に便利であることを示唆するものであろう。この運用先の問題は欧州大陸諸国における金融、資本市場の発展の速度いかんによって大きく左右されるわけであるが、この点については、米国の欧州大陸通貨保有がかかるとの市場の発展に追加的な刺激を与える可能性もあるであろう。もっとも運用面の問題に関する制度的な障害は欧州側にだけあるわけではない。何となれば連邦準備制度は法律によっていかなる外貨残高といえどもこれを外国の財務省証券に運用することを禁止されているからである。

米国が外貨蓄積を進めるうえでの第2の主要な制約は、ある国の通貨残高が必ずしも常に他の国に対する支払に十分に利用できないという事実である。その結果米国としては、直接取引によろうと市場取引によろうと、いつでもある欧州通貨を他の欧州通貨に転換する用意があるにもかかわらず、これらの取引を行なうことは併行的にドルの取引を生ずることとなり、当初ドルを用いない趣旨から発足した全取引の意義を失わせる結果をもたらすであろう。しかしながら、ドルが国際通貨として使用されることに基づくこのような不

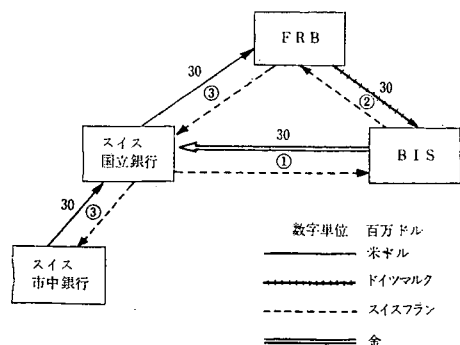
都合な結果を多少とも回避する方法は、昨年12月ブンデスバンク、B I Sおよびスイス国立銀行の協力の下に米国財務省勘定のために実施されたドイツ・マルク対スイス・フランのスワップ取引のなかに見出すことができる(訳注)。この方法は明らかに今後ともいっそう発展させることが有益であろう。

ハ、外貨に対する金の比率

大西洋をはさんだ主要中央銀行の金の保有率は国により大幅に異なっている。このような金保有率が著しく異なるパターンが安定的であるかについては、われわれとしては疑問を持たざるを得ない。何か特別の取決めでも行なわれない限り、率の低い国の金保有の割合は徐々に高まると考えてよいであろう。この場合、金保有率の平準化が非常に高い水準で行なわれるならば、金為替本位制度からの後退と国際流動性の縮小を意味するようになることはいうまでもない。

この問題に対処するために、われわれは今日の各国金保有率間の開きを徐々に縮小するような、以下のごとき漸進的な方法を示唆したい。すなわち第1は、新産金およびソ連の売却金が金保有率の低い国でしかもその比率引上げを望んでいる国にできるだけ全額流入するよう促進すること、第2は金保有率が高い国の金政策(gold policies)をもっと弾力的なものとするものである。ここでいう高率国の金政策の弾力化とは必ずしもその国の金保有率を永久に引き下げてしまうことを意味する必要はなく、恐らくある期間だけ一時的に外貨残高を若干ふやすよう努力するという以上に出るものではない。あるいは一時的にせよ外貨の公的保有増加を正当化するのが困難である事情があるならば、代案として、金保有率の高い国はその国際収支黒字の期間に商業銀行に対してスワップないし先物操作を行ない、これによって公的機関が外貨を買わなくてもすむような方法、手段を検討

(訳注) この取引を図示すれば次のとおり。



すべきである——かくすることにより国際収支黒字に基づく流入外貨について、中央銀行に売却することなく商業銀行はこれを保有するようになる。

しかしながらたとえ現在の金保有率の開きがかかなり縮小したとしても、金保有率が比較的低い国と比較的高い国との間のドルの移動をどのように調整するのが良いかという問題は依然残るであろう。すなわち西ドイツからスイスへのドルの移動は、たとえ米国国際収支がその時均衡していても、米国保有金の潜在的な流出要因となるであろう。この場合前述したように、黒字国はその金政策を若干弾力化し、または商業銀行とのスワップもしくは先物操作を行なうことによって、この調整過程を吸収(cushion the adjustment process)することができるであろう。しかしながら金保有率の高い国が持続的かつ巨額な黒字を続ける場合には、米国としては黒字国通貨建の特別債券を発行することにより、黒字国の余剰ドルの一部を吸収することが適切と考えるであろう。かかる債券は、後により詳しく述べるが、このような国際収支黒字国に対して適当な投資物件を与えることとなる。

(2) 中央銀行のスワップ・ファシリティ

昨年中に、連邦準備制度を一方の当事者とし、ほとんどすべての主要欧州中央銀行およびカナダ銀行、B I Sを他方の当事者とする総額15億ドル以上に達するスワップ取決め網が漸次作りあげられた。当初これらスワップ取決めの大部分は基本額50百万ドルのクレジット・ラインを供与するものであった。しかし金額については次に示されるようになり弾力的な取扱いがなされている。すなわちカナダ・ドル危機に際しては米国、カナダ間のスワップ取決めに基づき250百万ドルの資金が引き出され、株式相場暴落により生じた投機圧力に対処するため計2億ドルのスイス・フランとの二つのスワップ取決めが行なわれたほか、イタリア銀行および

ブンデスバンクとのスワップはそれぞれ1.5億ドルに、またフランス銀行とのスワップは50百万ドルから2億ドルに増額され、最後に英蘭銀行とのスワップ取決め額は5億ドルに増額されたのである。このように強化されたスワップ網はいまやいかなる激しい投機的な動きにも対抗しうる防衛の第1線を形成している。さらにもっと重要なことは、スワップ網の存在自体が、現行の金および為替の平価を維持せんとする中央銀行の決意を明確ならしめ、これにより投機の拡大をその根源において抑圧する結果となっているということである。

ところで、これまで連邦準備制度がイニシアチブをとってスワップ取決めを発展させてきたように、今後同様のスワップ取決め網を発展させるうえで他の中央銀行がイニシアチブをとるであろうかどうかについては今のところ何ともいえない。このことよりはるかに重要なことは投機的な圧力にさらされている仲間の中央銀行に対し、世界の中央銀行全体(entire central banking community)が自発的なかつ理解ある関心を寄せることである。1961年のポンド危機の際欧州の諸中央銀行によって英蘭銀行に供与された9億ドルを上回る「バーゼル」援助("Basle" credit)は、中央銀行が攻撃にさらされている通貨を防衛するために直ちに行動する能力と用意とがあることを示した最も劇的な例であった。もっとも最近では、1963年の2月から3月にかけての欧州大陸中央銀行数行による英蘭銀行に対する250百万ドルの短期信用供与は、ポンドに対する新たな投機筋の攻撃を未然に防ぐうえで大いに役に立った。

中央銀行間のスワップその他の信用供与はその性格上本質的に短期的なものであり、したがってこれらファシリティの利用は資金の流れが比較的短期間内に反転することが期待されるような状態の場合だけに限定されなければならない。過去2年間を通じ多くの操作にあたり、英蘭銀行、カナダ銀行、連邦準備制度その他関係

中央銀行はこの原則を厳格に守ってきた。しかしながらいうまでもなく、中央銀行にとって常に国際収支動向を適確に判断できるとは限らない。最初は一時的な逆調とみられたものでも、後になってその改善に長時日を要する基調的な不均衡に根ざすことが明らかになる場合もある。このような状態の下では、中央銀行間スワップにより長期化した赤字をまかなおうとするならば、短期信用を繰返し回転することとなり、関係中央銀行の双方にとって厄介な事態を招来する結果になりかねないであろう。したがってこのような場合には中央銀行スワップの代わりに中期信用を利用しなければならない。英国がかつてバーゼル方式の短期信用を返済し、IMFによる中期信用の利用に移行したのは、この点に関する一つのよい例であるが、事情が異なる場合には中央銀行スワップから政府間の中期信用利用に移行する方がより適当となるであろう。なお、往々にして中央銀行が余りにも短期借入に深入りしすぎて真の改善を怠り、政府をしてIMFもしくは他の中期信用の利用を余儀なくさせるようになるかもしれないという危険を回避するために、大西洋をはさんで協調関係にある中央銀行の間で、スワップないしこれと同様の信用取引について、相互に十分な情報を交換し合うことが望ましい。

(3) 特別債務証書ならびに債券

前述したようにスワップ信用は、資金の流れが短期間内に反転することによって決済されない場合には、これを何らかの形の中期信用に置き換えるべきである。こうした短期間内の反転の見込みがない場合には、当初から中期信用を取決めるべきである。ある国にとっては、また一定の状況のもとでは、IMFのクレジットに依存することが最も適切な処置である。しかし、事情の異なる他の場合には、債権国と債務国との間の双務協定がより望ましいと考えられるかもしれない。戦後、米国が欧州諸国に供与した直接の政府借款は、現在なお残高約60億ド

ルに達するが、これはIMF引出しに代わるこの種の信用供与にほかならず、米国自身が頑固な国際収支の赤字に直面する現在、国際収支黒字国との間に双務的なベースで同様の中期信用を受ける取決めに結ぼうとしてはならない理由は何ら存しない。

こうした双務的中期信用取決めは、正確にいうと、実は1962年中のイタリアの大幅の黒字とこれに伴うイタリア為替局における巨額のドル準備累増に端を発するものである。同年のはじめ、イタリア、米国両当局はイタリアへの資金流入がここ当分継続する可能性を認め、したがって中央銀行間のスワップ取決めをもってこの情勢に対処しようとはしなかった。米国財務省は、これに代えて、イタリアに流入するドルをイタリア・リラ建の3ヵ月物債務証書の発行によって吸収することに踏み切った。イタリアの国際収支が黒字を続け、上記証書が数回にわたり借り換えられたのち、米国財務省およびイタリア銀行はこの証書を15ヵ月物債券に借り換えることに合意するに至り、この種の中期信用供与の必要性が明白かつ公式に確認されることとなったのである。

イタリア銀行はこの中期債券を購入することにより、1962年中のイタリアの黒字の相当部分を米国に対する公的投資により効果的にファイナンスしたわけである。貸手国中央銀行が自国通貨建債券の引受けにより中期の对外投资を行なうというこの方式は、必ずしも現在の国際収支黒字のファイナンスのみに限定される必要はなく、海外で短期収益資産に運用されている過去の黒字の一部をより安定的なものとするために事後的に用いられることもあろう。すなわち米国財務省とブンデスバンクは、ブンデスバンクの保有するドル準備の一部をマルク建中期債券に借り換えたが、この借換えは両者いずれにも好都合であることが証明された。この取引において、若干の技術的な支障、すなわちブンデスバンクの資産運用が実質的に期間90日未満の

短期ものに限定されている点にかんがみ、このマルク建中期債券には90日物債務証券に転換するという特権が付与されている。ただしこの転換はブンデスバンクの準備の急減した場合を除いては行なわれないという暗黙の了解が存在しており、そのような場合には米国もこの債務を期限前に返済することを適当とするであろう。したがって、ドイツ側からみても、この中期債券は、国際流動性をささえる健全な金融資産形態として完全な有用性を備えている。なおブンデスバンクがその保有する短期ドル資産を中期マルク債券に置き換えることにより、その金準備率が改善されるという副次的な効果もあった。

同様の転換を認める特権は続いて1962年イタリア銀行に対し発行されたイタリア・リラ建債券にも拡大された。またベルギー国立銀行およびオーストリア国立銀行の蓄積した余剰ドルを吸収するため、これら両行に対して発行されたベルギー・フラン建およびオーストリア・シリング建債券にも転換特権が付されている。

さて、このような特別の債券および債務証券の発行は、必ずしも米国の負っている赤字の当の相手国である黒字国によって引き受けられる場合のみに限る必要はない。当然のことながら、実際問題としては大部分の欧州諸国の黒字は、これら諸国が米国に対してのみならず多くの他の諸国に対しても全般的に債権超過となっていることを示している。したがって、米国の国際収支が均衡を回復した後にも、若干の諸国がしばしば大幅な債権超過を示すことがあろうし、その場合国際金融体制のバンカーである米国は金保有高の純減という事態に直面するかもしれない。そのような場合について、さきにわれわれは、国際収支黒字国がその金政策をより幅のあるものとするとか、先物為替ないしそれに関連した操作をより広範囲に活用するとかにより、米国保有金の純減を避けるといった点について、非公式な了解を取り付けるよう努力す

べきだという見解を述べた。これに対して米国が黒字国に対し、当該国通貨表示の特別債券の形でその余剰外貨の投資対象を提供することは、他の諸国間における著しい収支の過不足の結果生ずる米国保有金の純減を最小限に食い止めようとするこうした方式を整えるうえでも、有効であろう。

ところでこの特別債券および債務証券の発行が果たすもう一つの有効な役割は、最近米国財務省とスイス連邦政府およびスイス国立銀行との間で締結された取決めで実証されている。スイス連邦政府は過去数年にわたりかなりの額の財政黒字を継続してきたが、こうして蓄積されたスイス国民の貯蓄を投資する対象を得たいと望んでいた。当初同政府の投資は米国財務省証券など海外の短期証券に対して行なわれていたが、同政府は当然かかる海外投資について先物カバーをとろうとし、この過程で先物為替市場においてスイス商業銀行およびその他の民間投資家と競合することになった。このような先物レートに対する圧迫をとり除くために、米国財務省は1961年為替市場において先物スイス・フランの取引に応ずる政策を開始し、その結果スイス政府との間で相当量の先物契約が成立した。しかし、スイス連邦政府は米国財務省との先物契約を繰り返し更新してはいつも全額を再投資したため、ついにはこの操作が不必要かつ煩瑣なものであると考えられるようになった。そこで米国政府がスイス連邦政府に対しスイス・フラン建債券の形の投資対象を提供するとの決定が行なわれ、これによりスイス政府が為替市場に依存する必要をなくし、かつその投資活動が米国の財務省および連邦準備制度の他の為替取引を混乱させるおそれをも減少させることが可能となった。

第2の操作は、米国財務省がスイス国立銀行に対し90日物債務証券へ転換可能な8ヵ月物スイス・フラン建債務証券(のちに中期債券へ借換え)を発行したことに関連したものであ

た。この債務証書は、スイス政府が従前いわゆる「不胎化証券」の発行により、商業銀行から引き揚げ、それまで、スイス国立銀行における特別勘定に未使用のまま保有していた資金に投資対象を提供するものとして考案された。こうして米国財務省が比較的有利な金利で取得したスイス・フランは、為替市場への介入資金として、ないしは随時固定価格で金に転換するために用いることができる。一時的にせよ、米国財務省に対して金保有を補充する手段を与えるというこうした可能性は別としても、この操作は、個々の取引について、為替保証を内容とする取決めが金保証から期待されるすべてのことを金保証に伴う何らのわずらわしきなしに達成することができるという事実を確認させるものである。もちろん実際問題としても、スイスにはスイス・フラン建の中期債券を対価に金を米国に売却する用意があるのである。

このような特別債務証書および債券はおそらくスワップ取決め網の背後にある防衛第2線として発展する可能性があり、今後さらに、この種取引の発展を慎重に検討することを勧めたい。

(4) 国際通貨基金

IMFは多くの点で国際通貨制度の最終的な流動性準備を提供する機関である。IMFクォータは国際流動性に対する有効な追加準備供給源であり、これをさらに増大させることが可能

である。各国のクォータの相当部分はその国際収支が赤字になったときには何時でもその準備の一部となりうるものであり、重要ないくつかの前例に示されるとおり、クォータ全額の利用も可能である。われわれは、各国の引出しについて多少の差はあれ自動性を認めていることなどの重要なIMFの政策問題に対し、何らかの判断を下す資格があるとは思わないが、早晩この自動性と規律との適度の調和(an appropriate blending of automaticity and discipline)が実現されるであろうと確信している。ともあれ、スワップ取決め網や特別債務証書および債券の発行を通ずる双務的信用の広範な活用の可能性は、IMFの活動に対してきわめて有用な補完的手段を与えうるものである。

実際問題としては、赤字国ないし黒字国が国際収支尻の変動に伴って信用を授受する際に、画一的な方法をとることを期待し、もしくは要求する必要はない。ある国にとっては、IMFのクレジットが現在も今後も事実上の防衛第1線であるのに対し、他の諸国はIMF資金の使用を、より長期的かつ全般的な赤字に対処する場合に限りたいとするであろう。しかしながら、どのような道を選ぶにせよ、IMFが現に存在し、かつ巨額な資金を保有しているということ自体が、IMFが象徴し具現している国際金融協力の型を今後も引き続き全加盟国に対して保証するものであろう。