

# ドル防衛強化策と国際金融・資本市場

## 〔要 旨〕

新しいドル防衛策によって、米国国際収支は本年3月以降には黒字に転じ、これに伴ってユーロ・ダラー市場は急速に引き締まり、また欧州資本市場での外国起債は一段と困難を増すにいたった。ことに、いままで各国の公的準備のバッファー(緩衝器)機能を果たしてきたユーロ・ダラー市場のひっ迫によって、今後は各国公的準備への直接的な圧迫は当然強まるであろう。

もっとも、現状ではこれが直ちに世界的流動性不足という事態へ発展するとは思われないが、部分的、限界的な影響は無視できない。問題は米国国際収支の改善基調が今後どの程度持続するか、また、それに対して世界経済に大きな影響力をもつ欧州諸国がいかなる政策態度を示すかにかかっている。とくに世界貿易のスローダウンが問題視される現状においては、欧州主要国の政策的反応が重要視されなければならない。ドル防衛政策によって国際資本の交流は大きな制約をうけ、本来自由なるべき国際間の資本交流が妨げられ、資本市場の統合、発展が阻害されるという問題はある。しかし、国際金融・経済の現状は、世界経済がドル防衛政策の基本線を所与の条件として認め、これに対する適応の方途を見出さなければならないことを示している。結局、ドル防衛政策に伴う世界経済上の問題点は、国際協力を通じて解決するほかはないが、米国が提案した国際通貨会議は、問題解決への新たな政策的努力の方向を示すものであろう。

## 目 次

は し が き	(ガイドラインの強化と米国市場)
1. ドル防衛策強化の国際資金移動に与えた影響	(引き締まる欧州市場)
(1) 米国ドル短期債務の減少	(低迷を続ける株式市場)
(2) 国際金融市場への影響	2. ドル防衛政策と今後の問題点
(ユーロ・ダラー市場規模の縮小気配)	(ユーロ・マーケットと国際流動性)
(為替相場に現われた影響)	(国際資本市場の問題点)
(3) 国際資本市場への影響	(資本移動と国際間の政策調整の問題)
	む す び

## は し が き

本年2月、米国が民間資本流出抑制策を中心とする新しいドル防衛措置を打ち出してから6ヵ月になろうしているが、その間ドル防衛強化の影響

は、国際金融・資本市場においてかなりはっきりしたかたちで現われはじめている。

2月のドル防衛措置が明らかにされた直後には、対外資本流出抑制策がガイドライン設定という行政指導的政策であったため、その効果を疑問

視する見方が少なくなかった。しかし、その後数次にわたってガイドラインが強化され、また今後長期間にわたりドル防衛策を持続するという政策当局の堅い決意が再々表明されたこと、またこの政策の効果が、国際収支の黒字転換、ドル相場の反発、ユーロ・ダラー市場のひっ迫などの事態となって現われるに至り、ドル防衛策に対する米国内外の評価も次第に変わってきた。

現在のところ、このようなドル防衛策の効果が直ちに世界の流動性不足を招くほどの大きな影響を与えているとはみられない。米英両準備通貨国の慢性的な国際収支赤字を背景にこれまでに累積された世界の流動性は、とくに欧州大陸諸国を中心にかなりの水準にあるからである。しかし、いままで巨額の赤字を続けてきた米国国際収支が本年3月以降には黒字に転じ、国際資金移動のパターンが大きく変化した結果、限界的なドル需要国に対してかなりの圧迫を与えつつある事実を否定できない。

今後、ドル防衛政策が世界経済および国際金融面にどのような影響を与えるかは、米国国際収支改善基調がどの程度持続するか、それに対して世界経済に大きな影響力をもつ欧州諸国がいかなる政策態度を示すかにかかっている。したがって、現状においてドル防衛政策の世界経済に及ぼす影響を正確に見通すことはなお困難であるが、以下本稿では、これまで現われた国際金融・資本市場面での動きと、その示唆する問題点についてひとつおりの検討を加えることとしよう。

## 1. ドル防衛策強化の国際資金移動に与えた影響

### (1) 米国ドル短期債務の減少

ドル防衛強化後の米国国際収支の改善はかなり著しい。昨年第4四半期に年率62億ドルに達した国際収支赤字は、本年第1四半期には年率29億ドルに半減した。本年1～2月にはドル防衛強化を見越した大量の民間資本流出がみられたが、3月以降の収支尻が一転して黒字化したためである。しかも、かかる黒字基調は第2四半期にはいっても続いている。

かかる国際収支の大幅改善によって、米国の対外ドル短期債務(国際機関を除く)は、本年3月以降欧州諸国向けを中心に大幅に減少し、3、4月の2ヵ月間の減少は約12億ドルに上った。かかる短期ドル債務の減少のうちには、年初来とくにフランスなどを中心として活発化した保有ドルの金転換による分が含まれているが、これを除いても3月以降の減少は約7億ドルに上っている。もっとも、4月末における同債務残高は国際収支の大幅悪化をみた昨年第4四半期直前の水準に戻

米国のドル短期債務(国際機関を除く)増減(一)

(単位・百万ドル)

	公 的 機 関			銀行 (D)	その他 外国人 (E)	表 面 計			実質計 (C+D +E)
	表面 (A)	米 保有金 (B)	国 実 質 (A-B) (C)			(A+D +E)	うち(注) 欧州	(注) その他	
1964年7月	19	6	13	565	- 2	582	129	450	576
8月	191	28	163	155	29	375	357	15	347
9月	39	- 14	53	-140	75	- 26	136	-158	- 12
10月	- 21	- 37	16	669	14	662	- 51	687	699
11月	423	- 40	463	466	- 10	879	778	178	919
12月	501	- 95	596	-635	53	- 81	225	-112	14
1965年1月	-636	-263	-373	544	7	- 85	-251	172	178
2月	96	-215	311	- 7	47	136	3	110	351
3月	-388	-354	34	-368	40	-716	-474	-251	- 362
4月	-332	-159	-174	-134	- 14	-480	-512	55	- 322

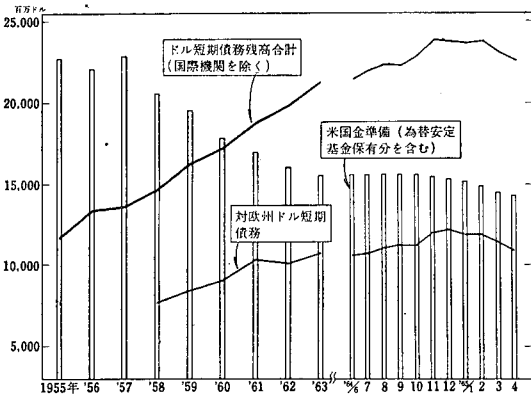
(注) 国別内訳にはドル短期債務のほかドル以外の通貨債務を含む。

資料：米国財務省、Treasury Bulletin.

ったにすぎないが、61～64年の年平均増加額(金転換分を除く)が約22億ドルに上っていたのに比べると著しい減少といわなければならない(第1図参照)。

(第1図)

米国の対外ドル短期債務残高の推移



資料：米國, Treasury Bulletin.

(2) 国際金融市場への影響

(ユーロ・ダラー市場規模の縮小気配)

このような短期ドル債務の減少が現実にかんがるかたちで国際金融市場に影響を与えたかが問題である。現在のところ、そのもっとも直接的な影響をうけているのはユーロ・ダラー市場である。

最近発表された国際決済銀行年報(第35次)は、本年2月の米国資本流出抑制策によりユーロ・ダラー市場はこれまではなかった新局面を迎えつつあると述べ、この例証として主要9か国の商業銀行のドル建対外債務が1964年4～12月間に約28億ドルの増加をみた後をうけて、本年1～3月には約4億ドルの減少に転じた点をあげている。これを英蘭銀行資料(四半期報本年6月号)が示すロンドン市場の動きによってみると、同市場の資金規模は64年末には44億ドル(年中14億ドル増)に拡大したが、その後本年にはいって新規供給はかなり減少し、3月末現在46億ドルと目立った伸び悩みをみせはじめている(第2図参照)。これは、昨

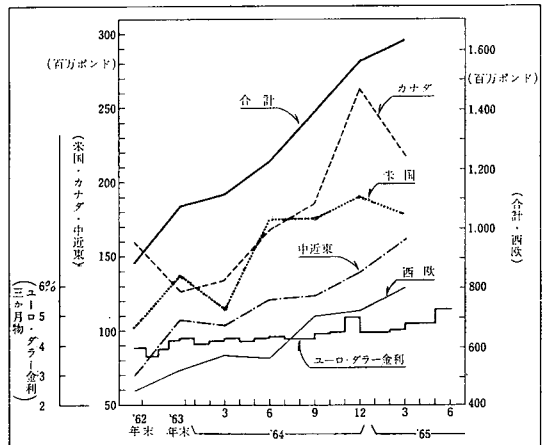
年中多分に金利平衡課税の抜け道として利用された米国市銀の短資放出がユーロ・ダラー市場に流れていたものが逆に回収に転じたためである。もっとも、本年にはいって西欧諸国(とくにスイス、フランス、イタリア)および中近東諸国からの供給増加がみられるが、大口の出し手である米国の銀行、企業ならびにカナダの銀行などの資金回収分を十分埋め合わせるには至っていない。しかも、4月以降にはカナダの銀行のドル預金著減によるユーロ・ダラー資金の引き続き大幅引揚げによって、市場資金量は縮小に転じている。このため最近のユーロ・ダラー市場全体の縮小は昨年増加額の1/4程度に相当する5～6億ドルに達したとみられている。

他方、在欧州米系銀行、企業の本国向けドル送金ないし所要資金の現地調達切替えの動きがユーロ・ダラー市場への圧力をいっそう強めた(ロンドン市場における米国の債務超過、64年末675百万ドル、65年3月末963百万ドル)。このようなユーロ・ダラー市場の需給両面の要因により、市場金利は長短期物とも軒並みに上昇し、たとえば3か月物金利は5%台と、米国預金金利の水準、

(第2図)

ロンドン金融機関の米ドル債務(借款など特殊取引を除く)残高の推移

(出し手国別)



資料：英蘭銀行, Quarterly Bulletin, 1965年6月

さらにはプライム・レートをも上回るに至っている。

さらに、取引方法にもかなりの変化がみられる。従来みられた5年以上の長期取引は全くみられなくなり、2～3年物の中期取引も事実上停止するに至ったなどは、その顕著な現われである。

もっとも、このような米国、カナダからの資金回収の動きが強まった反面、金利上昇に伴う新規資金の流入もみられる。また、たとえばイタリア銀行は、最近市中銀行に対しユーロ・ダラー市場への資金放出を勧奨しているともいわれている。これが市場ひっ迫の緩和材料になったことはもちろんである。

#### (為替相場に現われた影響)

ユーロ・ダラー市場の以上のような引締まりにみられるように、欧州諸国での流動的なドル資金需給のひっ迫化は著しいものがあるが、これを映じて、本年2月以降欧州主要通貨およびカナダ・ドルの対米ドル相場はいっせいに軟化するに至った(第3図参照)。とくに目立った動きは、マルク、スイス・フランおよびカナダ・ドル対米ドル相場の軟化である。

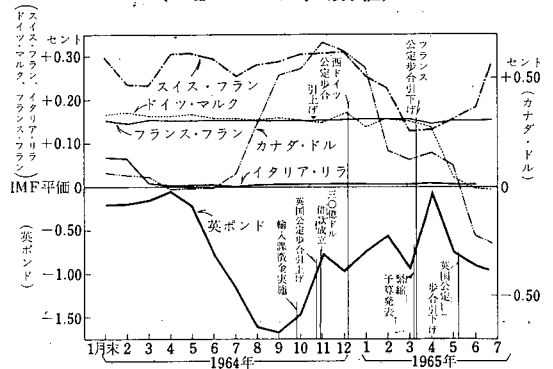
たとえば、昨年前半には国際収支黒字の累積から1マルク=25.17セントと平価(25セント)を大幅に上回る高値をつけ、平価切上げのルーマーさえ呼んだマルクは、6月中旬以降には1963年3月以来約2年3か月ぶりに平価を割るに至っている。こうしたマルク相場の軟化は、もちろん最近の国内景気過熱化に伴い貿易収支の黒字幅が縮小したことが主因であるが、ドル防衛強化後における在西ドイツ国系銀行および企業の本国向け利潤送金等による短資の流出が大きく影響しているとみられている。スイス・フランは、本年3月下旬には数年ぶりの安値(1スイス・フラン=22.9925セント)を記録したあとかなり持ち直している。これは国内資金需給のひっ迫に加え、最近のペナ

ム問題など国際政情不安からスイス・フランの需要が高まっているためとみられる。もっとも従来の対ドル先物プレミアムは最近ではかえってディスカウントに転じ(3月末プレミアム年率1.348%、7月23日ディスカウント0.043%)ているところからみると、スイス・フランの持ち直しも基調的なものとはみられない。また、カナダ・ドルは4月に一時持ち直したあと統落し、6月以降平価を割っている。ドル防衛強化以来カナダへのドル資金流入が大きく減少したためである。

この間、比較的平静に推移しているのはフランス・フランおよびイタリア・リラであるが、これは同通貨がマルクおよびスイス・フランに比べて国際性が薄いうえ最近における両国の国際収支の好調によるものといえよう。

(第3図)

欧米主要通貨の対米ドル直物相場  
(ニューヨーク市場仲値)



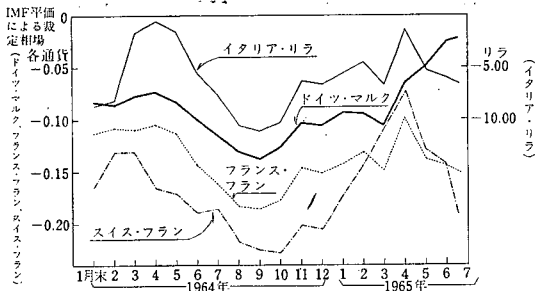
(注) イタリア・リラは100リラ当り、その他は1各国通貨当り。  
資料：ロイター。

ところで、ドルの堅調はポンドとの関係においても例外ではない。ポンドの対ドル相場はとくに6月中旬以降には英蘭銀行のかなりの市場介入にもかかわらず統落し、最近では直物は2.79ドルすれすれで低迷をみている。また、大陸諸通貨に対するポンド相場も、マルクを除いて再び軟化に転じ(第4図参照)、最近では昨秋のポンド危機当時の水準にまで低下している。かかるポンド相場の軟化は、海外スターリング地域諸国の輸入期入り

に伴う季節的な要因、労働党政府の施策に対する不安感など、必ずしもドル防衛政策の影響とばかりはいえないが、最近のユーロ・ダラー市場のひっ迫に伴う英国国内でのポンド転換資金の引揚げといったドル防衛策の影響も大きく作用している。いずれにせよ、現在対外準備の約9割をIMF資金など対外借入に依存し、しかも今後2年半～5年間でその返済を行わなければならない英国にとっては、ドル防衛策の影響下苦しい立場におかれており、ポンドの将来はいぜん不安要因を残しているといえよう。7月27日、政府は社会保障制度強化の見送り、資本流出に対する為替制限の強化、賦払信用期間の短縮などかなり広範なポンド対策を打ち出し、これを好感してポンド相場は若干持ち直したが、数日を経ずして再び軟化をみている。

(第4図)

ポンドの対欧州主要通貨直物相場  
(ロンドン市場仲値)



資料：ロイター。

### (3) 国際資本市場への影響

#### (ガイドラインの強化と米国市場)

ドル防衛策の影響をうけているのは国際金融市場だけではない。世界の長期資金調達面でも同様の影響がうかがわれる。

まず、米国市場の動きをみると、本年上半期中の外国起債公募分は387百万ドルと昨年中の167百万ドルの2倍強に達した。ドル防衛強化にもかかわらずこのような起債の活発化をみたのは、金利平衡税法の適用期限の2年延長ならびにゴア修

正条項発動による銀行貸付への同法の適用という新政策が打ち出されたことによって、同法適用に関する従来の不確定な要因が解消し、これまで起債を見合せていた各国が米国市場での起債に踏み切ったためである。それと同時に米国政府のニューヨーク市場の国際性維持に対する配慮も見過すことはできない。すなわち、政府はドル防衛策の結果、米国市場の国際的な機能が低下することをおそれ、すでに昨年4月以降ニューヨーク証券取引所の外国証券上場基準を緩和<sup>(注)</sup>したが、本措置による米国市場の高い証券流通性が起債者をして米国起債に向かわしめたのである。

(注) 従来の発行額の20%程度が米国内で消化された証券でなければ上場を認めない取扱いを緩和し、今後全額米国外で消化される証券にも上場を認めた。

以上のように、このところかなり活発な米国市場での外国起債も、先行きについては必ずしも樂觀を許さない情勢とみられる。これまで対外投資に関するガイドラインの外におかれていた生命保険会社、投資信託など銀行以外の金融機関の当初償還期間5年以上の対外投資に対して、6月21日以降新たにガイドラインが示されたからである。しかも、最近国内債の起債が活発化しており、ここ当分外国起債への圧力が強まるとみられている。すでに5、6月には公募分のみで19億ドルに上る巨額の社債発行および増資が行なわれ、これに伴う国内債利回りの上昇から、6月下旬に発行された東京都債の応募者利回りは6.5%と、4月の電々債(6.03%)より悪化し、米国での本邦債起債としては最悪の条件となった。

#### (引き締まる欧州市場)

一方、欧州市場は、一昨年7月の米国金利平衡課税の提案以来、米国市場に代わって新しい国際資本市場としての役割を期待されてきたが、最近ではとみにひっ迫の度を深めている。これは、引き続きコスト・インフレによる企業の内部留保の

低下によって、欧州企業自身の自国資本市場への依存度が高まり、外国起債の応募に振り向けうる資金余力が次第に乏しくなっているところへ、新しいドル防衛策によるドル資金不足の影響が加わったためである。なかでも、当面もっとも大きな影響をうけているのは欧州でのドル建起債である。

すなわち、昨年来欧州起債の大宗を占めてきたドル建債は、本年上半期1.1億ドルと昨年上半期(2.7億ドル)はもちろん、下半期(1.8億ドル)起債額をも下回った。もっとも、本年5月以降米国市場で起債された豪州国債などの外債(4銘柄80百万ドル)がほとんど全額欧州で消化されたといわれていることを考え合せると、実質的にはほぼ前年下半期並みの起債実績であったかもしれない。

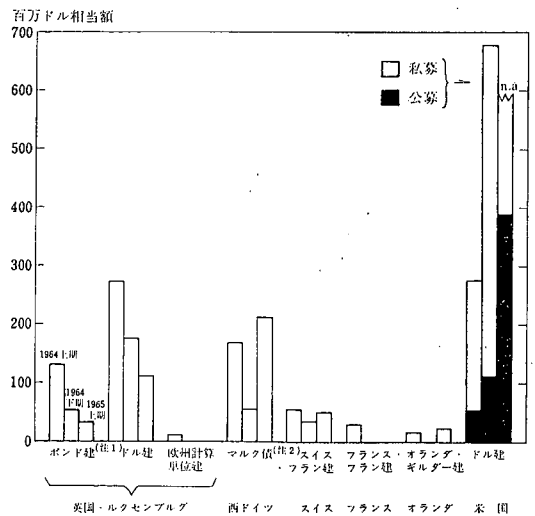
ところが7月にはいって欧州でのドル建債は全く中絶し、先行き起債の見通しはかなり困難とみられるに至った。これは、従来からドル建起債の主要資金源であったユーロ・ダラー市場資金が前述のように最近著しくその規模を縮小していること、さらにはユーロ・ダラー市場金利上昇に伴う起債コストの上昇などの諸事情によるものとみられる。

このようなドル建起債の先行き見込み難もあって、欧州通貨建の外債発行への努力が強化されている。たとえば5、6月にかけてポンドとマルクの通貨選択約款付起債が、スウェーデン電力会社 Swedish Lamco Syndicate (4百万ポンド相当額)および米国石油会社 Socony Mobil Oil のルクセンブルグ子会社 Mobil Oil Holding (10百万ポンド相当額)によって再び行なわれ、また、7月上旬にはアプス構想に基づくEEC6か国での欧州並行起債がイタリアの国有電力公社(ENEL)によって行なわれた。このような試みは、前者の場合、ロンドンの国際的資本市場としての機能を持続させようとする英国マーチャント・バンク

の積極的な活動と、それに対する英当局の支援によるものであり、また、後者の場合にはEEC内部の協調をいっそう強め、かつ欧州資本市場の育成を図ろうとする意図により行なわれたものであろう。しかしより直接の動機としては、最近のドル防衛強化による欧州でのドル資金需給のひっ迫から起債者が償還リスク(通貨選択約款付起債は、債券所持人の通貨選択権が関係通貨の信認を弱めるおそれがあるほか、起債者にとって当該通貨のいずれか一つについて平価の変更が行なわれれば、償還の際かなりのリスクを負う)を冒し、または起債コスト高(本欧州並行起債の応募者利回りは、西ドイツ、オランダ、ルクセンブルグでは6.53%の高率で、多分に最近の西ドイツ国内債利回り高騰に引きずられた面が強い)という犠牲を敢えてして本方式の起債に踏み切った結果であるとみられる。

一方、従来、ドル建債に次いで大きな役割を果たしてきたマルク債は、最近の西ドイツ資本市場の混乱から当面起債を見合せざるを得ない情勢にあるが、この場合にも経済の過熱やコスト・イ

最近の欧米資本市場における外国起債



(注1) 償還分を差引いたネット起債額。  
 (注2) うち39百万ドルはポンド、マルク選択約款付起債。

インフレといった国内事情に加えて、欧州でのドル資金不足の影響が多分に市場への圧迫要因となっているとみられている。前述した米国系企業の現地資金借入や、資金の本国送金ならびに米国人保有のマルク債券の売却などがかなり大きく影響しているからである。

その他のスイス、フランス、オランダ、ベルギーなどの市場では、国内投資の停滞による資本市場の不振や外国起債に対するきびしい管理などから、いままできたる外国起債は行なわれていないため、ドル防衛策の影響はとくに起債面に現われていない。

#### (低迷を続ける株式市場)

すでに、一昨年来の景気抑制策に基づく投資の不振とコスト・インフレによる企業利潤への圧迫から、イタリア、フランス株式市場は長期的な低迷を続けており、また、西ドイツでも債券市場の不振(価格下落、利回り高騰)と今秋の総選挙を控えての政情不安などが手伝って年初来株式市場は一段と軟化をみている。一方、英国では労働党政府の資本利得課税提案や金融引締めに加え、ポンド不安によって昨年10月来不振を続けており、株式不振は日本、欧州をも含めて世界的な傾向となっている(第6図参照)。

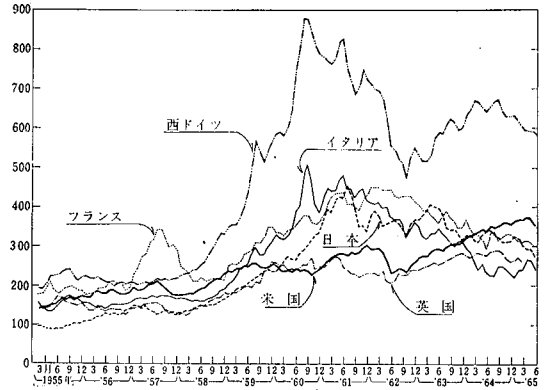
このようななかで、米国市場はひとり好況を続け、5月14日には史上最高の高値を示したが、その後は反落に転じ、その後も6月1日のマーチン発言や、ベトナム戦局悪化など悪材料に妨げられて、いぜん低迷を脱していない。

このように世界の株式市場の低迷は、基本的には経済実体面の暗さに政治的不確定要因がからまった結果だといえる。ただ、金融的にみて重視されるのは、西ドイツなどにみられるように最近の長期資金需給ひっ迫による債券利回りの上昇が株式不振の一要因となっているのをはじめ、ドル防衛策による国際金融市場のひっ迫が、株式市場に

対しても心理的な圧迫要因となっていることはやはり否定できないのである。

(第6図)

主要国の株価指数推移(1953 = 100)



資料: IMF, International Financial Statistics.

UN, Monthly Bulletin of Statistics.

その他各国資料、日本は旧東証ダウ平均。

原資料は1962年1月以降基準年次が1958年に変更されているが、便宜上これを1953年基準で換算した。

## 2. ドル防衛政策と今後の問題点

以上ドル防衛下の最近の国際金融・資本市場の動きを、ひととおり検討した。現在までの推移を通じていえることは、2月以降のドル防衛策は、ユーロ・ダラー市場を中心とした国際金融市場の需給関係に相当なインパクトを与え、またコスト・インフレはじめ各種の要因からすでにひっ迫傾向にあった長期資本市場、とくに外債市場に対してもかなり重大な圧迫要因となっているということ、さらにこれが世界的な株式不振とあいまって、世界経済の先行きについて少なからぬ警戒人気を醸成する要因となってきた、ということである。

問題は今後の見通しであるが、もちろん事態はなお進行中であって、早急な判断はむずかしい。最近の国際金融・資本市場の変化にしても、そこにみられる一時的要因をどう評価するかによって、今後の見通しは違ってくる。ドル防衛策の世界経済に与える影響はデフレ的とみるのが一般的であ

ろうが、より重要なことは、関係国が新事態にいか  
に政策的に対応するかということである。今後の  
見通しに関連した政策上の問題点をあげてみよう。

#### (ユーロ・マーケットと国際流動性)

第1に問題にしなければならないのは、ドル防  
衛強化が世界の流動性に与える影響である。すで  
にみたように、米国の国際収支は、2月のドル防  
衛策を境に、巨額の赤字から3月以降は若干の黒  
字へと急速な転換を遂げた。この結果は、各国の  
公的準備の動きにも端的に現われている。昨年中  
の世界の公的準備(国際機関を除く)の増加は34億  
ドル(うち金9億ドル、ドル25億ドル、ポンド4  
億ドルの各増、IMFポジション等4億ドル減)  
に及んだ。増加の中心は第4四半期であり、しか  
もその大部分は西欧諸国の増加(29億ドル)であ  
った。ところが、現在までの動きをみると、すで  
に英国はもちろん、カナダ、豪州、日本などはドル  
資金の流入減から対外準備は頭打ち、ないし減少  
に転じており、また欧州大陸主要国の場合でも、  
貿易収支の改善にもかかわらず公的準備は年初来  
伸び悩んでいる。

しかも注意すべきことは、もしユーロ・ダラー  
市場のバッファー(緩衝器)機能がなかったなら  
ば、米国国際収支変動に伴う世界の公的準備ポジ  
ションの変化はもっと急激であったであろうとい  
うことである。すなわち、昨年中の米国の国際収  
支赤字に伴う短期ドル負債の増加25億ドル(国際  
機関を除く)のうち外国公的当局に対するものは  
7.9億ドルにとどまり、他は民間機関に対する負  
債増加であった。このような民間機関の保有増と  
なったドル残高の相当部分がユーロ・ダラー市場  
に流れ、その後のドル防衛強化に伴う対米資金回  
流の相当部分をまかなったことは確かである。

こうしたユーロ市場のバッファー機能が、今後  
どの程度同じように働きうるかは問題である。今  
後さらに米国の国際収支が政府の期待するように

均衡化(その結果は本年中10億ドル以下の赤字)す  
るものとすれば、世界のドル保有残高はほとんど  
ふえなくなる。もっとも、既述のように、最近の  
ようなユーロ市場の急速な引締まりが金利の上昇  
を招き、これがこれまでユーロ市場に現われてこ  
なかつた外国保有ドル残高のユーロ市場への流入  
をさそうであろう。しかし、こうした新規資金の  
誘引にも限界がある。国際決済銀行年報の推定に  
よれば、本年3月末現在の欧州におけるユーロ・  
ダラー残高は重複計算を除き約70億ドルとされて  
いる。このようなユーロ・ダラーの供給源は米国  
以外の諸国の保有するドル残高(282億ドル)であ  
り、とくにそのうちの民間保有分約108億ドルが  
中心であろう。そうだとすれば、今後新たにユー  
ロ市場に吸引されうる民間ドル資金は両者の差額  
約30億ドルにすぎない。しかも、これらのドル残  
高の多くはすでに通常の貿易決済の working  
fund として使用され、またはその他の金融取引  
のカバーとして自由な運用が不可能であるものが  
多いと考えられる。

そうだとすれば、これまでのようなユーロ・ダ  
ラー市場のバッファー機能は弱まり、その結果、  
今後は各国の公的準備への圧迫がそれだけ強まる  
ことになる。ユーロ・ダラーへの依存が困難とな  
った諸国が、増大するドル資金需要を国内為替市  
場でまかない、これが結局公的準備の減少となっ  
て現われる可能性があるからである。

このような対外準備の圧迫が各国にどのよう  
にして現われるかは、それぞれのおかれた立場によ  
って異ってくる。すでに対外準備の減少は西ド  
イツ、オーストリアなどでも現われているが、英  
国、カナダ、豪州、日本などの対外準備への圧迫  
はかなり大きい。一方、今後低開発国への影響が  
いかなる形で現われるかも重大な問題である。

しかし、今後の世界景気の動向と直接関連して  
最も注目を要するのは、世界経済に大きな影響力



をもつ西欧諸国が今後、対外準備への圧迫に対していかなる政策的反応を示すかという点であろう。かりに、伝統的に対外準備の動向に敏感な西欧諸国が対外準備の減少をおそれ、よりデフレ的性格の強い政策方向をとるとすれば、これがすでに主要原料価格の長期的な低落から対外準備の減少にあえいでいる低開発諸国に大きな影響を与え、場合によっては世界経済全般の停滞を大きくする危険性がないとはいえない。幸い現在までのところ、欧州諸国の政策態度には英国を除いてきたる変化はみられず、むしろ西ドイツでは少々の対外準備の減少をも甘受する態度すら示している。しかし、昨年中12%の伸び率を示した世界貿易は、本年第1四半期には年初の米国の港湾ストによる輸出の急減という特殊要因があったにせよ、年率5%増と半減しており、また、EEC諸国の域外輸入も本年1～4月には前年同期をわずかに0.5%上回る(昨年1～4月の対前年同期比15%増)という停滞傾向を示している現状では、西欧主要国の政策態度のわずかな変化が世界経済に大きな影響を与えることは明らかである。この意味で今後の欧州諸国の政策態度はことさら注目を要するのである。

### 世界貿易の推移

(年率、単位・億ドル)

	輸出 (fob)	輸入 (cif)	輸出入合計
64年第1四半期	1,456(+17.0) <sup>%</sup>	1,526(+16.3) <sup>%</sup>	2,982(+16.7) <sup>%</sup>
2 "	1,520(+11.8)	1,610(+11.6)	3,130(+11.7)
3 "	1,458(+ 9.3)	1,546(+ 8.3)	3,004(+ 8.8)
4 "	1,643(+10.9)	1,678(+ 9.5)	3,321(+10.2)
64年中計	1,519(+12.1)	1,592(+11.3)	3,111(+11.7)
65年第1四半期	1,512(+ 3.8)	1,614(+ 5.8)	3,126(+ 4.8)

カッコ内は対前年同期比。

資料：IMF、International Financial Statistics。

#### (国際資本市場の問題点)

米国の資本流出抑制策は、国際資本市場の発展に重大な影響を持つことはいままでの間でもない。もちろん米当局の目標は総合収支の均衡回復であり、

資本流出の抑制といっても、それは経常収支の黒字の限度内に収めればよいのであって、資本の流出を全面的にストップしようとしているのではない。米当局者が、ドル防衛政策の世界的影響を限界的なものだと説明しているのはそのためである。しかし欧州経済のスローダウンの傾向からみて、米国の経常収支黒字は今後当然縮小を免れず、この分を資本収支のいっそうの改善で埋め合わせようとするれば、資本収支の改善目標は当然きびしいものとなる。おそらく長短期合わせて65億ドルという昨年の資本収支赤字を、少なくとも3分の1の程度に圧縮するというあたりが今年目標とならざるを得ないであろう。国際資本市場を通ずる資金の疎通は、これによって相当制約されざるを得ない。

一方、ドル防衛下の欧州資本市場の見通しはどうか。長い目でみれば、ドル防衛策は欧州資本市場の拡大を刺激しよう。金利平衡税の提案がそうであったように、今後米国市場から締め出された世界の資本需要は当然欧州市場に集中するであろうし、また、各国当局ならびに市場関係者の市場育成努力は、今後いっそう強化されるに違いない。

かねて指摘されてきたように、欧州資本市場の発展を妨げてきた要因の中で、もっとも重大なものは貯蓄・投資パターンならびに金融制度の特異性である。欧州諸国の所得水準からみて、その貯蓄力は決して低くはないが、その新規貯蓄の多くが、制度的、慣習的に流動的な金融資産に投資され、長期債権保有に向かわない。このことが、機関投資家の未発達、その他各種の制度的、政策的要因とあいまって欧州市場の発展を妨げてきたのであるが、いまや資本市場育成への各国の熱意は著しいものがある。いっそう重要なことは、最近のような長期金利の上昇が伝統的な金融パターンに影響し、流動的貯蓄を資本市場に導入する強い誘因として働く可能性が出てきたことである。こ

の点からいえば、ドル防衛策の強化は、長い目でみて欧州市場の発展、さらにはその統合化を促進する要因となろう。

しかし欧州における外債発行の見通しとなると、少なくとも当分は悲観的というほかはない。金利平衡税の影響下において昨年中の欧州外債市場が、米国並みの起債実績を示したことは既述のとおりである。本年にはいっても最近まで相当の起債量がみられた。しかし、欧州起債の中心は潤沢なユーロ・ドル資金の供給にきさえられたドル建債であった。ユーロ・ドル残高の増加が期待できない状態では、今後のドル建債の見通しは当然暗くなる。加えて、各国の国内資金需給のひっ迫が当分続く以上、一般に外債消化に向かう資金余裕は限られてくる。これはドル建債に次いで有望視されてきたマルク債についてとくに指摘される点である。欧州における資本市場発展の長期的見通しと、当面の外債発行見通しを混合すべきではない。ドル防衛政策下の国際資本市場の見通しはやはりかなり困難とみなければならぬ。

#### (資本移動と国際間の政策調整の問題)

このように、ドル防衛政策の国際金融・資本市場に与える影響は大きいのであるが、しからばそうした問題の多い米国の対外政策のあり方を世界経済的観点からいかに評価すべきであろうか。

国際市場統合論の立場に立って、現在の政策のあり方を大胆に批判するのがキンドルバーガー教授である(注)。

(注) C.P. Kindleberger, Balance of Payments Deficits and the International Market for Liquidity, 1965.4

キンドルバーガーは、民間資本の流出を抑制することによっていわゆる国際収支の改善を図ろうとする政策の誤りである所以をつぎのように論じている。まず第1には、前に指摘したように、欧州では流動的金融資産への選好が米国に比して異

常に高いという点である。このため欧州市場では長短金利の格差が米国の場合より格段に大きい。資本取引自由化後は、米国からは長期資本が欧州へ流れ、逆に短期資金は米国へ流入するのは当然である。この結果両市場の統合と金利水準の平準化が進むわけで、それ自体なんら不健全なことではない。しかし長短期資本を総合すれば、米国の対外債権、債務はバランスしているのであって、これを国際収支上の赤字と見るのは、国際収支統計上の問題にすぎない(注)。米国が現在の国際収支統計を基礎に資本の対外流出を抑制しようとすることは、世界的な金融・資本市場の統合を妨げ、米欧間の金利格差を拡大するのみで、なんら問題の解決にならないというのがその結論である。

(注) 国際収支統計改善に関するベルンシュタイン委員会案は、従来「収支尻決済項目」(settlement item)として、黒字要因には計上されていなかった外国人保有のドル流動資産および中長期米国債のうち民間保有分の増減を黒字要因に計上するという改正案を勧告している。しかし、キンドルバーガー教授は、公的保有と民間保有の区分は便宜的なものであるため、とくに民間保有だけを黒字要因に計上するのは無意味であるとして、独自の国際収支の計上方法を提案している。

このキンドルバーガーの議論は、真の意味の資本市場統合は、最も効率の高いニューヨーク市場を世界の金融センターとする以外にあり得ないといふかねての主張をふえんしたものであって、それなりに注目すべきものがある。しかし教授の主張のように資本取引が完全に自由化され、この結果、国際金融センターたる米国が短期借り、長期貸しの形でバンキング・ポジションをいっそう悪化させることが果たして許されるであろうか。そこから起こる金融不安は、国際収支統計概念の改訂だけでは防げないだろう。教授の主張は、現在の国際通貨制度、そして国際金融上の通念に照して、少なくとも実際的とはいえない。

米欧間の国際収支の調整について、より実際的

な見地から問題指摘を行なったのが、最近の国際決済銀行年報であった。同年報によれば、米国から欧州への一方的な資本流出が起こるのは、両市場間に金利、および資金のペイラビリティの大きな格差があるためである。そうした基本的な不均衡自体に手をつけず、直接措置で資本の流れ自体を是正しようとするのは、国際収支調整の本来のあり方ではなく、また通貨交換性回復の理念にも違反する。結局同年報の政策勧告は、欧州諸国では国内インフレ抑制のためにより多く財政政策や所得政策を用い、金融政策は対外均衡を旨としてより緩和方向(金利引下げ)で運用さるべきであり、他方米国は資本収支改善のために金融引締め策にあまり臆病であってはならないというのである。

この国際決済銀行年報の指摘は、開放体制下における金融政策の一般的原理を示すものとしてはきわめて正しい。しかし、米欧資本市場の間に存在する構造的格差が余りに大きいということ、また欧州諸国でインフレ対策緩和を困難にしている国内事情、あるいは米国経済にとっての成長政策維持の緊要性を考えると、国際決済銀行の示す理想的な政策勧告も、その実現は必ずしも容易でない。

結局、IMFのシュバイツァー専務理事が指摘したように、世界の主要国は、交換性回復後の資本移動対策について、いまだ最終的な解決策を見いだしていないということであろう。これは長期資本対策においてとくに然りである。結局米国はじめ世界の主要国は、資本収支の均衡化のために、当分現在のような試行錯誤的な政策を続けて行かざるを得ないであろう。

## む す び

米国のドル防衛策は、準備通貨国としてこれ以上対外ポジションを悪化させることができないというぎりぎりの現実の上に立って推進されつつある政策である。その後の国際収支改善が果たして

本格的なものかどうかまだ見極めがつかないといったフランスなどの見方もあるが、一方ではそうした欧州側の疑念に応え、他方あくまで国際通貨ドルへの信託を不動のものにするためにも、米国としては多少のフリクションを冒しても国際収支の均衡達成努力の手をゆるめることはできないであろう。また事実国際経済の現状からみて、国際通貨不安のこれ以上の拡大はあくまで避けなければならない絶対的要請なのである。そうだとすれば、われわれとしてもドル防衛政策の基本線をいわず所与のものとして、それに即応した対策を進めなければならないであろう。ドル防衛の圧力の下で景気の立直りを促進しようとするわが国にとって、情勢はかなりきびしいものがある。ドル防衛以前の安易な外資依存体制からの脱却は当然のことであるが、今後は一段と複雑化した国際金融情勢に即応した対外金融ポジションの強化が国内資本市場の育成とならんで切実な政策課題となってくる。もちろんその解決は決して容易ではないが、現在のわが国にとって、これは決して解決不可能な問題ではない。わが国の外資依存といても国内の巨大な貯蓄、投資フローの大きさからみればそれはあくまで限界的な部分にすぎないということ、したがって適切な国内・対外政策の運営によって十分調整可能なものであるということ、忘れてはならないのである。

一方、ドル防衛政策のもたらす国際的な諸問題を国際的な視野で解決することの必要性もいよいよ高まってきた。これらの問題は、交換性回復という新事態の下において、国際通貨の安定を期し、しかも国際金融の円滑な発展を期するために、主要各国が国際協調を通じて解決すべき新しい政策課題にほかならない。米国が国際収支改善という新事態の上に立って新たに提案した国際通貨会議は、そうした新しい協力への最初の接近の試みとみることができる。