

国際的インバランスの拡大と 世界金融資本市場の成立

——レーガノミックスと国際金融市場——

安 倍 惇

はじめに

1980年代の国際金融市場においては、「金融のグローバル化」(Globalization)と「金融の証券化」(Securitization)が著しく進展した。ことに1981年12月のニューヨーク市場におけるIBF (International Banking Facilities) および1986年12月の東京市場におけるオフショア市場 (Japan Offshore Market, 略称JOM) の設立によって、世界の三大金融市場にいずれも「新しい国際金融市場」であるユーロ市場が設立されたが、こうしたユーロ市場の内包的・外延的発展によって、ユーロ市場を中心とした各国の金融市場のグローバルな統合とその同質化が進展した。また1982年夏からの途上国の債務支払危機の発生は、1970年代の国際金融システムであった「シンジケート・ローンの時代」の終焉をもたらすとともに、「リスクと変動の時代」の1980年代に対応した国際的な株式や各種の証券取引を中心とした国際金融システムである「国際ポートフォリオ投資の時代」の出現をもたらした。もっとも1987年10月の世界的な同時株価暴落 (ブラック・マンデー) の発生は、金融の「グローバル化」と「証券化」による「世界金融資本市場」の成立と、また同時にそこでの著しい不安定性の増大を示しているといえよう。

ところでこうした「世界金融資本市場」の成立は、金融の「グローバル化」や「証券化」をもたらした1980年代における世界経済の構造変化と、それを反映した国際的資金循環および国際金融システムの形成にその基本的原因を求めるべき

であろう。別稿¹⁾で考察したように、世界経済は70年代の「スタグフレーションの時代」から80年代には「リスクと変動の時代」へと大きくシフトしたが、こうした世界経済の構造変化は、そこでの国際的な財やサービス貿易等の変化によって世界の経常収支構造にも大きな変化をもたらした。すでに70年代にあって、石油価格の大幅引上げ等によって産油国と石油輸入国との間に経常収支における著しいインバランスが発生²⁾したが、いずれもその後の工業製品価格の値上り等によってそうしたインバランスは数年後にはほぼ解消にむかった。だが、80年代においては、アメリカにおけるレーガン政権の登場とその特異な経済政策（＝「レーガノミックス」）によって「過剰消費＝借金依存体質」を強めたアメリカにおける巨額の経常赤字と、逆に対米輸出等による日本や西ドイツ（およびアジア NIES 等）の巨額の経常黒字といった新たに発生したインバランスが拡大しつつ長期にわたって存続した。こうした長期にわたる国際的インバランスの拡大の結果、そこに発生した世界経済の不安定性を解消し、経常黒字国（＝資本過剰国）から経常赤字国（＝資本不足国）への大規模な国際的資金の円滑な環流をはかるために、G7 等による定期的な国際的マクロ調整の実施と、さらにそうした資金の流れを媒介する新たな国際金融システムの構築が要請された。したがってアメリカの巨額の経常赤字の発生を中心として不安定性を増大させた80年代の世界経済の構造変化と、それにとまなう世界の経常収支構造の変化に規定されて、「リスクと変動」に対応した「国際ポートフォリオ投資の時代」と称される80年代の国際金融システムが構築されるとともに、同時にそこでのユーロ市場等の国際金融市場を中心とした各国金融市場のグローバルな統合や証券化によって「世界金融資本市場」が成立したのである。

この小論においては、以上のような視角のもとに、まず80年代の国際金融市場の「世界金融資本市場」化をもたらした始発の原因であるアメリカのレーガ

1) 拙稿「世界経済の構造変化と国際金融市場」『愛媛経済論集』第7巻第1号、1987年7月、を参照されたい。

2) 70年代の国際金融システムであったユーロ市場を中心とした「シンジケート・ローンの時代」は、こうしたインバランスをユーロ銀行を介してファイナンスするシステムであった。前掲拙稿、7～11頁を参照されたい。

ン政権の下でのレーガノミックスを取り上げる。そしてさらにレーガノミックスの展開にともなう世界経済の不安定性の増大と、その最大の要因をなす国際的インバランスの拡大および基軸通貨国アメリカの世界最大の純債務国化が、いかなるプロセスを経て1980年代の新しい国際金融システムの成立と国際金融市場の「世界金融資本市場」化をもたらしたかを考察したい。

I. レーガノミックスの展開と世界経済の不安定化——1980年代の世界経済

(1) レーガノミックスとアメリカ経済

1980年代の世界経済の展開に最も大きなインパクトをもたらしたのは、依然として世界のGNPの1/4を占めるアメリカ経済の動向であった。そしてそこでのアメリカ経済は、レーガン政権の登場とその特異な経済政策体系であったレーガノミックス (Reaganomics) の展開によって特徴づけられるであろう。

アメリカ・ドル (以下、ドルと略称) の金交換停止による過剰ドルの発生とドルの減価は、OPEC 諸国による石油価格の大幅引上げ等をもたらした。その結果1970年代の世界経済は、「不況下の物価高」に悩む「スタグフレーションの時代」となった。ことにIMF体制の崩壊にともなうパックス・アメリカナの動揺とスタグフレーションの発生のもとで「みじめな経済パフォーマンス」³⁾に悩まされたアメリカにおいては、70年代の終りには政府とケインズ経済学への不信がとみに高まった。たとえば70年代の10年間にアメリカの連邦政府の財政支出は約3倍に拡大したにもかかわらず、その間のGNPの実質年平均成長率はわずかに3.2%にすぎず、しかも失業率は年平均6.1%に達した⁴⁾。したがってこうした「みじめな経済パフォーマンス」は、当時の民主党政権と、かつての「黄金の60年代」以来、歴代のアメリカ政権の政策形成に深くかかわってきたケインジアン達へも強い不信をつのらせた。こうした背景のもとで「強いア

3) M. Feldstein, ed., *The American Economy in Transition*, 1980, (宮崎勇監訳『戦後アメリカ経済論』上, 東洋経済新報社, 1984年, 11頁。)

4) 『1989年・アメリカ経済白書』日本評論社, 1989年, 396頁, 417頁, 454頁。

メリカの復活」を掲げたレーガン政権が1980年代に登場したのである。

1981年に発足したレーガン政権の下では、それまでのケインジアンに代わって反ケインジアンがその政策形成に深くかかわるようになった。発足後のレーガン政権は、まずその経済政策の目標を、①高い失業率とインフレ率の克服をめざすスタグフレーション対策と、②生産性上昇率の引上げ対策、においた⁵⁾。そしてそこでのスタグフレーション対策を主として担ったのがフリードマン（M. Friedman）に代表される「マネタリスト」達であり、また生産性引上げ対策を担ったのがフェルドシュタイン（M. Feldstein）に代表される「サプライ・サイダー」達であった。

マネタリストは、スタグフレーションの最大の原因をそれまでの長期にわたるケインジアンの誤った財政金融政策に求めた。そして彼らは、インフレの最大の原因である通貨供給量を長期にわたって抑制気味に管理することによってスタグフレーションの克服が可能である、と主張した。具体的には、将来の通貨供給量の伸びを毎年徐々に落していくことによってインフレ期待を抑制し、マネタリスト的な総需要抑制策を採用することであった。そしてこうした反ケインズの政策の実施をはかるために、レーガン政権の財務省や大統領経済諮問委員会、さらには連邦準備制度に積極的に参加していった。

またサプライ・サイダーは、アメリカ経済の不振の原因が基本的には生産性上昇率の鈍化にあると指摘する。そしてそうした生産性上昇率鈍化の原因を、グロスの設備投資からインフレを考慮して再取得価格で評価した減価償却費や、さらに公害対策費や消費者保護のための投資といった「非生産的」投資を控除したネットの設備投資の対 GNP 比率の低下に求めた。また、彼らは設備投資不振の原因が、企業と家計の両部門における貯蓄不足にあり、しかも貯蓄不足の原因はインフレ下の累進税制による限界税率の上昇にある、と主張した。その結果として彼らは大規模な減税を提言した。つまり限界税率の軽減によってまず企業と家計の両部門の貯蓄を増加させ、それによって設備投資の

5) 同時に大統領選挙の際の公約および反インフレ対策の一環として、金本位制の復活案が真剣に検討された。

増大をはかることにより生産性の大幅な引上げが可能である、と主張した。

こうしてマネタリストとサプライ・サイダーの組合せによる反ケインズ主義的政策体系であり、「アメリカの経済政策の進路変更をめざす、ニューディール以降最も重大な試み」⁶⁾とされるレーガノミックスが、1981年2月にレーガン政権の4つの基本方針による「経済再建プログラム」として議会に提出され、8月にはそうしたレーガノミックスの核心をなす「経済再建租税法」(Economic Recovery Tax Act, 略称 ERTA) が成立した。ERTA は「アメリカ経済問題の最大の原因は政府自体にある」とするレーガン大統領の長年にわたる確信と、したがって「小さな政府の実現が経済成長を高める」といった大統領選挙での彼の主張を経済学者達の協力により反ケインズ主義的政策体系として具体化したものである。そこでは、①歳出の削減による「小さな政府」の実現、②大幅な減税による貯蓄率の引上げとそれによる投資の刺激、③マネー・サプライの厳しいコントロール、④政府の経済活動に対する介入や規制の撤廃または緩和、といった4つの政策からなっていた。

ところでこのレーガノミックスの核心をなす ERTA にみられるように、ここでは政策の国際的影響に関してはアメリカに伝統的な「ビナイン・ネグレクト」的なスタンスが踏襲されていた。当時のブレーンの一人であったニスカネン (W.A. Niskanen) が後に述懐しているように、彼らは「経済政策の国際的連関を殆ど認識していなかった」し、また「国際的な状況は政策案に影響を及ぼす重要な考慮事項ではない、ということが暗黙の前提」⁷⁾として政策が形成されていた。したがってこうしたアメリカの独善的な政策体系であるレーガノミックスが特異な金融政策と財政政策の「ポリシー・ミックス」として80年代のアメリカ経済のみならず、世界経済の展開にも多大なインパクトをもたらすことになった。そこでつぎにこうしたレーガノミックスの経済的帰結について、アメリカ経済と世界経済の2つの側面から検討を加えてみたい。

6) W. A. Niskanen, *Reaganomics: An Insider's Account of Policies and the People*, 1988, (香西泰訳『レーガノミックス』日本経済新聞社, 1989年, 17頁。)

7) W. A. ニスカネン, 邦訳, 前掲書, 22頁。

(2) アメリカ経済の「過剰消費＝借金依存体質」の増大

吉富勝氏はレーガンやサッチャー政権の登場によって「1980年代は、非ケインズの政策の実験の時代として幕を開いた」ものの、結果的には「反ケインジアン主義をもって登場したレーガンの経済政策が、ケインジアンの世界をつくりだしてしまった」⁸⁾と指摘している。つまり当初の「小さな政府」の目標は軍事支出の増大⁹⁾などによって結局実現できなかったばかりでなく、皮肉にも「ケインジアンの世界」である財政赤字拡大による「大きな政府」の存続が、結果的にアメリカ経済の不況からの脱出とその後における好景気の持続をもたらしたのである¹⁰⁾。

このように反ケインズ主義を掲げて登場したレーガン政権が、結果的には「ケインジアンの世界」をつくりだしてしまった原因としては、その政策体系であるレーガノミックスに求めることができる。レーガノミックスは、マネタリストによるスタグフレーション対策とサプライ・サイダーによる生産性引上げ対策の組合せであった。1981年のERTAの成立の結果、その目標とした減税（個人の所得減税と企業の投資減税）は、他面におけるインフレ抑制のための急激な金融引締政策の結果でもある1981年中ごろからの戦後最大の不況（＝「レーガン不況」）の発生による税収の落込みもあって、82年には連邦政府の歳入の減少をもたらした。だが「強いアメリカの復活」を目指す軍事支出の急増¹¹⁾などによって歳出は11%も増加したため、82年には財政赤字が急激に拡大し、財政赤字の対GNP比率は81年の2.1%から4.6%へと倍増した（第1表参照）。そしてその後も、景気の回復や1982年の「税の衡平と財政責任に関する法」（TEFRA）、1985年の「均衡予算および緊急財政赤字管理法」（通称「グラム＝ラドマン＝ホリングス法」）および1986年の「税制改革法」（TRA）といった

8) 吉富勝「レーガン政権下の日本経済」1984年、東洋経済新報社、1頁。

9) アメリカ連邦政府の国防費の支出は、1980年の1,427億ドルから87年には2,953億ドルへと倍増した。前掲「1989年・アメリカ経済白書」366頁。

10) 1989年1月に提出されたレーガン政権最後の「大統領経済諮問委員会年次報告」は、「大統領が職を去るに際して、経済は7年目の景気拡大下にある。これはアメリカの歴史上最長の平和時景気拡大である」としてレーガン政権の政策を賛美している。同上書、306頁。

11) 1981年の1,695億ドルから82年には1,938億ドルへと15.7%増加した。同上書、366頁。

第1表 アメリカの財政と消費者信用・設備投資の推移

(単位:10億ドル, %)

	連邦政府の歳入・歳出			消費者信用残高 (対GNP比率)	新規設備投資額 (対GNP比率)
	歳入	歳出	収支(対GNP比率)		
1980年	553.8	615.1	-61.3 (2.3)	349.4 (13.1)	282.8 (10.6)
81	639.5	703.3	-63.8 (2.1)	366.6 (12.3)	315.2 (10.6)
82	635.3	781.2	-145.9 (4.6)	381.1 (12.1)	310.6 (9.9)
83	659.9	835.9	-176.0 (5.3)	430.4 (13.0)	304.8 (9.2)
84	726.0	895.6	-169.6 (4.6)	511.8 (13.9)	354.4 (9.6)
85	788.7	985.6	-196.9 (5.0)	592.4 (15.0)	387.1 (9.8)
86	828.3	1,033.9	-205.6 (4.9)	636.1 (15.2)	379.5 (9.1)
87	916.5	1,074.2	-157.8 (3.6)	685.5 (15.5)	389.7 (8.8)

(出所) 「1989年・アメリカ経済白書」日本評論社, 1989年, 366頁, 373頁, 400頁, より作成。

第2表 アメリカの個人所得の処分 (カッコ内は対個人可処分所得比率)

(単位:10億ドル, %)

	個人支出		個人貯蓄
	個人消費	その他	
1980年	1,732.6 (90.3)	48.5 (2.6)	136.9 (7.1)
81	1,915.1 (90.0)	53.0 (2.5)	159.4 (7.5)
82	2,050.7 (90.7)	56.8 (2.5)	153.9 (6.8)
83	2,234.5 (92.0)	62.9 (2.6)	130.6 (5.4)
84	2,430.5 (91.1)	74.0 (2.8)	164.1 (6.1)
85	2,629.0 (92.6)	84.3 (3.0)	125.4 (4.4)
86	2,807.5 (93.0)	90.5 (3.0)	121.7 (4.0)
87	3,012.1 (93.8)	93.4 (3.0)	104.2 (3.2)

(出所) 「1989年・アメリカ経済白書」日本評論社, 1989年, 431頁, より作成。

財政政策をめぐる一連の変更がなされたものの、増税は回避され、しかも歳出の削減もなされなかったために財政赤字は巨額にのぼり、第1表にみられるようにつねにその対GNP比率は5%前後に達した。

また、ERTAの目的とした個人所得と企業の投資に対する減税による貯蓄と投資の刺激策は、そうした減税が個人消費の増大と企業のLBO等によるM&Aなどの「マネー・ゲーム」によって吸収され、当初の目的を達することはでき

なかった。家計部門においては、70年代のインフレ下で形成された債務者利得による「借金依存体質」の解消は一向になされなかった。減税による可処分所得の増加にもかかわらず、個人貯蓄率は80年代にはむしろ次第に減少傾向を示すとともに、また消費者信用残高の対 GNP 比率の増大にみられるように、減税がむしろ借金による個人消費を刺激する結果となった（第1，2表参照）。企業部門等においても、加速減税償却制度の導入などの大幅な減税による投資刺激策にもかかわらず、ドル高による輸出の不振もあって新規設備投資額の対 GNP 比率は80年代を通じて停滞したままであった（第1表参照）。しかも製造業における自己資本比率の低下や負債比率の上昇などにみられるように、M&A などによる資産の売却やその対抗策のための借入金の増加によって、企業の財務面ではむしろ80年代を通じて悪化傾向が続いた（第3表参照）。

第3表 日・米製造業の主要財務比率の推移

（単位：%）

	自己資本比率		負債比率		総資本利益率	
	日 本	アメリカ	日 本	アメリカ	日 本	アメリカ
1980年	20.9	49.6	377.9	101.5	2.5	6.7
81	22.8	48.9	338.1	104.7	1.7	6.5
82	25.1	48.5	298.6	106.1	2.0	4.4
83	26.5	49.1	277.0	103.6	2.1	5.0
84	27.6	47.7	262.0	109.8	2.6	5.8
85	29.6	45.1	238.2	122.0	2.4	4.5
86	31.3	44.0	219.6	127.1	1.7	4.2
87	33.1	42.8	201.8	133.9	2.2	5.4

（出所） 日本銀行調査統計局『国際比較統計』1989年，150頁，152頁より作成。

このようにレーガノミックスの下でのアメリカ経済にあっては、政府・家計・企業の各経済主体がいずれも「過剰消費＝借金依存体質」を強めた。しかもそこでの借金の約半分は日本など外国からまかなわれた。こうして借金によって維持された過剰消費とその拡大が、1982年以降の「歴史上最長の平和時景気拡大」といったアメリカ経済の「良好なパフォーマンス」（『1989年・アメリカ経済白書』）をもたらしたのである。だが80年代のこうしたアメリカの海外から

の借金に依存した独善的政策による国内経済の繁栄は、「将来を借金の抵当に入れた^{まが}粉い物の繁栄」¹²⁾であり、しかもその対外的側面をみるならば、そうした「繁栄」が世界経済の不安定性を増大させるとともに、そこでのアメリカ経済の脆弱性をも深めたことが理解されるであろう。

(3) 世界経済の不安定化と国際的インバランスの拡大

①世界経済の不安定性の増大

レーガノミックスの目標としたインフレの鎮圧は、FRB 議長ボルカーのもとで実施された。1981年から82年にかけてのFRBによる緊縮的な金融政策によって金利とドルが急上昇するとともに、景気も急激に悪化した。こうした「歴史始まって以来最も深刻」とされた「レーガン不況」は、変動相場制移行後、各国経済のマクロ経済の不安定化と景気変動の同時化が強まった¹³⁾G5 諸国等を中心に世界不況へと拡大した。その結果、高金利とドル高、および輸出不振に直面して、70年代に多額のドル建債務をかかえた非産油途上国の多くは、デット・サービス・レシオが急上昇した。そしてついには債務の支払いが困難となり、1982年8月のメキシコの債務支払危機を契機にラテン・アメリカ諸国を中心に多くの途上国の債務支払危機が表面化した。こうした途上国の累積債務問題の深刻化は、80年代における「南北問題」の新たな発現とその深刻化にはかならず、したがって「レーガン不況」を直接的契機とした世界経済の不安定性の増大でもあった。

またそうした累積債務問題の深刻化は、70年代にシンジケート・ローン等によってラテン・アメリカ諸国を中心に多額の融資を続けてきた米銀等ユーロ銀行にも巨額の不良債権を発生させた。その結果、国際的な金融不安が発生するとともに、米銀主導のもとで展開されてきた70年代の国際金融システムの崩壊をもたらした。しかも債務危機の発生は最も多くの不良債権を抱える米銀の危機で

12) B. M. Friedman, *Day of Reckoning: The Consequence of American Economic Policy under Reagan and After*, 1988, (三木谷良一訳「アメリカ最後の選択」東洋経済新報社, 1989年, 6頁。)

13) 鈴木淑夫「世界の中の日本経済と金融」東洋経済社報社, 1987年, 15~18頁, を参照。

もあったため、その後の累積債務問題への取組みは、「ペーカー構想」（1985年10月）や「メニュー・アプローチ」（1987年9月）等にみられるように、アメリカ財務省の主導のもとで進めざるをえなかった。

レーガノミックスはまた各種の規制の撤廃や緩和をはかったが、アメリカはそうした政策の実施をG5諸国等の先進各国へも要求した。その結果、金融面においては、アメリカ主導による世界的な金融の自由化・国際化が進展した。だがそうした各国の規制の撤廃等による金融の自由化・国際化によって、他面では各種のリスクの発生とその増大や、国際的なホット・マネーの跳梁をもたらすとともに、それらによって引起される世界的な為替相場体系の混乱（＝「変動相場制下の国際通貨危機」¹⁴⁾の発現）を繰り返し発生させて、国際金融市場や為替市場における不安定性を著しく増大させた。

このようにレーガノミックスは、80年代の世界経済を「リスクと変動の時代」とすることによってそこでの不安定性を増大させた。だが、レーガノミックスが80年代の世界経済を不安定化させた最大の要因は、つぎにみるようにアメリカの貿易収支赤字の巨額化による三大工業国間を中心とした国際的インバランスの拡大と、基軸国際通貨国であるアメリカの純債務国への転落であった。

②国際的インバランスの拡大

アメリカの貿易収支は70年代からすでに慢性的な赤字傾向を示していたが、80年代にはその赤字幅がさらに拡大していった（第4表参照）。そして1987年には赤字額がついに1,521億ドルに達し、史上最高を記録したが、この赤字額はその年の日本（797億ドル）と西ドイツ（659億ドル）の貿易黒字額の合計にほぼ等しい。このように80年代には三大工業国間を中心とした貿易収支の不均衡が著しく拡大し、こうした国際的インバランスの拡大が世界経済に様々な「リスクと変動」をもたらしてその不安定性を増大させたのである（第5表参照）。

こうした80年代における国際的インバランスの急激な拡大は、現行変動相場

14) 変動相場制の下での国際通貨危機の新たな展開について、詳しくは拙稿「国際通貨危機の新展開」『愛媛経済論集』第7巻第2号、1988年1月、を参照されたい。

第4表 アメリカの貿易収支と対外ポジションの推移

(単位:10億ドル)

	貿 易 収 支			対 外 ポ ジ シ ョ ン		
	輸出額	輸入額		資 産	負 債	
1980年	225.6	240.8	-15.2	607.1	500.8	106.3
81	238.7	261.3	-22.6	719.6	578.7	140.9
82	216.4	244.0	-27.6	824.8	688.1	136.7
83	205.6	258.0	-52.4	873.5	784.5	89.0
84	224.0	325.7	-101.7	895.9	892.6	3.3
85	218.8	345.3	-126.5	949.7	1,061.1	-111.4
86	227.2	365.4	-138.2	1,073.3	1,341.1	-267.8
87	254.1	406.2	-152.1	1,169.7	1,548.0	-378.3
88	322.4	440.9	-118.5	1,253.7	1,786.2	-532.5

(出所) 日本銀行調査統計局『外国経済統計年報』1988年, 66頁, 68頁, より作成。

第5表 世界の経常収支の地域別動向

(単位:10億ドル)

年	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
全 世 界	-27.3	-68.6	-105.7	-79.5	-86.1	-73.5	-57.3	-44.6	-57.5
工 業 国	-58.8	-17.0	-20.9	-18.5	-57.7	-50.8	-19.3	-49.4	-49.8
アメリカ	-1.9	6.9	-8.7	-46.3	-107.0	-116.4	-141.4	-160.7	-141.1
そ の 他	-60.6	-23.9	-12.2	27.7	49.3	65.6	122.1	111.3	91.2
(日本)	-10.7	4.8	6.9	20.8	35.0	49.2	85.8	86.7	77.8
(西独)	-13.8	-3.6	5.1	5.3	9.7	16.3	38.1	44.2	41.4
発展途上国	30.6	-48.6	-86.9	-64.0	-33.5	-24.3	-38.9	4.4	-7.9
産 油 国	96.4	34.8	-18.1	-19.6	-5.4	3.0	-30.4	-1.0	-8.8
非産油国	-65.7	-83.3	-68.8	-44.4	-28.1	-27.3	-8.5	5.4	0.9
ソ連・東欧等	0.8	-3.0	2.1	3.0	5.1	1.7	0.8	0.4	0.2

(出所) IMF, *World Economic Outlook*, 1989, P.143.

制自体の欠陥¹⁵⁾も無視できないが、しかしその主たる原因としては、レーガノミックスの展開に求めることができる。すでにみたようにレーガノミックスは当初の反ケインズ主義の主張とは異って、現実には財政赤字の急激な拡大によ

15) 変動相場制には、M. フリードマン等が主張したように当初国際収支の自動調整作用が働くことが期待されたが、現実にはそうした作用は働かず、むしろ国際間のインバランスを拡大する結果となった。

るケインズの財政政策でもって景気を刺激するとともに、また通貨供給量を厳しく管理する緊縮的金融政策によってインフレの鎮静化をはかるものであった。そうした拡張的財政政策と緊縮的金融政策の組み合わせによる「ポリシー・ミックス」の結果、1983年以降、景気が上昇するとともに失業率は低下し、また物価も次第に安定化していった。だが、こうしたレーガノミックスによる「国内経済の良好なパフォーマンス」にもかかわらず、アメリカ経済は対外的には国際競争力の低下と産業の「空洞化」や、経常赤字の急拡大による純債務国への転落といったその脆弱性をむしろ深めた。そして国際的インバランス拡大の直接的原因であるアメリカの「双子の赤字」は、そうしたレーガノミックスの展開によってもたらされたのである。

レーガノミックスによる減税と拡張的財政政策は、GNPの約60%を占める個人消費と、約20%を占める政府支出の増加によって国内では好景気をもたらしたものの、他面においては巨額の財政赤字の発生と消費財を中心とした輸入の急増をもたらした。そして巨額の財政赤字をファイナンスするためにTB等の財務省証券などが緊縮的金融政策のもとで大量に発行された結果、金融市場において「クラウディング・アウト」が発生し、高金利が続いた。インフレ鎮静化のもとでの金利上昇によってアメリカと日本や西ドイツ等の経常黒字国（＝資本過剰国）との実質金利差が一層拡大したため、それらの諸国から多額の資金がアメリカ金融市場に流れ込んだ。そのため、ドルが過大評価されドル高が発生した結果、アメリカの輸出競争力が低下して輸出が停滞するとともに、逆に輸入物価の下落によって輸入が急増した（第4表参照）。

このようにレーガノミックスによる財政赤字の拡大が、まず国内における消費ブームをもたらし輸入の増加を引起すとともに、さらに「金利上昇→資本流入→ドル高→輸出減少・輸入増加」といった他の経路のもとで貿易赤字を拡大させた¹⁶⁾。つまりアメリカ国内においてレーガノミックスの展開による財政赤字の拡大によって「過剰消費＝借金依存体質」が強まり、しかもそうした財

16) 鈴木淑夫氏は主として金利要因を重視され、国際的インバランスの拡大は、「米国の財政赤字拡大に伴う実質金利差の拡大が、最大の始発的原因」とであると指摘されている。前掲書、70頁。

政赤字をファイナンスするための海外からの資金の借り入れによってドル高が進み、それがさらに過剰消費を促進する結果となったのである。したがってアメリカの貿易赤字の拡大は、まず財政赤字の拡大によって引き起こされたことがわかる。そしてこうしたレーガノミックスによる「双子の赤字」の拡大が、国際的インバランスの拡大となって発現するとともに、さらにアメリカの純債務国への転落をもたらすことによって、80年代の世界経済の不安定化を著しく促進したのである。

③アメリカの世界最大の純債務国化

レーガノミックスの展開にともなう国際的インバランスの拡大は、世界の資産・負債構造といったストック面においてもドラスティックな変化をもたらした。すなわち1981年に1,409億ドルの史上最高かつ世界最大の対外純資産をほこったアメリカが、わずかその4年後の1985年には純債務国に転落し、1988年末には5,325億ドルの純債務を有する世界最大の純債務国となっている（第4表参照）。こうしたアメリカの純債務国化の最大の原因は、レーガノミックスの展開にともなう対外負債の急拡大であった。つまりそこでの貿易赤字の拡大と海外からの借入れの増大による対外負債の増大テンポが、対外資産の増大テンポを大きく上まわった結果、急激に対外ポジションを悪化させ、純債務国への転落とその後における世界最大の債務国化をもたらしたのである。

貿易赤字とともにアメリカのそうした対外負債急増の原因となった海外からの資金の流入は、米銀の海外支店等からの借入れのほかに、主として外国の通貨当局等によるTB等財務省証券の購入と、民間部門による社債や株式等の購入および対米直接投資によってなされた。つまりレーガノミックスの展開にともなう政府や民間部門の「過剰消費＝借金依存体質」の強まりがアメリカの貯蓄不足の増大をもたらし、その不足分を海外からの各種のファイナンスに依存することによってフローの面では一応調整がなされた¹⁷⁾ものの、ストックの面

17) たとえば1987年のアメリカの経常収支は1,437億ドルの赤字であったが、この赤字は海外からの公的資金361億ドルと民間資金864億ドルのネットの借入れによってファイナンスされた。*Federal Reserve Bulletin*, November, 1989, A 55.

では対外負債の急増となって発現したことを示している。したがって財政赤字の拡大による貿易赤字の拡大と、過剰消費やマネー・ゲームによる貯蓄不足が、アメリカの対外ポジションの急激な悪化の原因であった。

こうした対外ポジションの急激な悪化によって1985年には第1次大戦以来はじめて純債務国に転落したため、後期レーガン政権はそれまでの政策体系の修正をはかった。財政赤字に対しては、「グラム＝ラドマン＝ホリングス法」を制定して将来の赤字の削減目標を設定するとともに、また貿易赤字に対しては、G5による「プラザ合意」によってドル高を修正し、輸出の拡大と輸入の抑制をはかった。だが増税を避けるとともに、軍事支出等の歳出の削減もなされなかったため、財政赤字の改善はその後もさほど進展しなかった。また「プラザ合意」後、ドルが急落したにもかかわらず、貿易赤字の改善もなされなかった。その原因としては、「Jカーブ効果」も指摘されたが、むしろ80年代前半のドル高によって産業の「空洞化」が進んでいたことや、過剰消費傾向による旺盛な内需の存在が輸入価格の上昇にもかかわらず輸入の増加傾向を持続させたことなどが指摘されるべきであろう。したがって後期レーガン政権の下での若干の政策の修正にもかかわらず、レーガノミックス自体はその後も存続したため、アメリカの対外負債の増加によって対外ポジションの悪化が続いた¹⁸⁾。そしてこうしたアメリカの「双子の赤字」と国際的インバランスの拡大、および基軸国際通貨国の世界最大の純債務国化といった世界経済の不安定性の増大を背景として、1987年10月の世界的株価の同時暴落が発生したのである。

以上のように、レーガノミックスの展開にともなうアメリカ経済の「腐蝕状態」（ベンジャミン・M. フリードマン）の進展とそれにとמוなう世界経済の不安定性の増大が、つぎにみるように80年代の国際金融システムと国際金融・資本市場に対して多大な影響をもたらすことになったのである。

18) レーガン政権は、その政権末期においても、アメリカの純債務国化に対してきわめて楽観的であった。たとえば「1987年にアメリカの総対外債務に対する返済額はGNPの2%以下で、これは対外債権から得るアメリカの収入額よりも少なかった。仮にアメリカの対外債務がさらに増加しても、アメリカにとっては問題にする必要はないのである。」（『1989年・アメリカ経済白書』188～9頁）と述べている。

Ⅱ. 1980年代の国際金融システムと国際金融市場——「世界金融資本市場」の成立とその不安定性

(1) 80年代の世界の資金循環とその特徴

70年代の世界の資金循環は、主として石油を中心とした天然資源の賦存とその貿易によって引起こされた国際的な経常黒字国と経常赤字国の間に生じたインバランスによって規定された¹⁹⁾。すなわち主として産油国に集中するオイル・マネーを、経常赤字に悩む非産油国（ことに非産油途上国）に対して還流することを中心に世界の資金循環が形成された。

だが80年代の世界の資金循環は、70年代とは大きく異なり、さきにみたようにもっぱら経常収支のインバランスが拡大したアメリカと日本・西ドイツの三大工業国を中心とした先進諸国の間で行われた。つまりレーガノミックスの展開にともなうアメリカ経済の「過剰消費＝借金依存体質」の促進とそれにともなう三大工業国を中心とした国際的インバランスの拡大等による世界経済の構造変化が、80年代の世界の資金循環を基本的には規定した。そして国際的インバランスの拡大のもとで、そこに生じた著しい国際的な資金の偏在と巨額の資金需要を、新たに構築した国際金融システムによって国際的にファイナンスすることを中心に世界の資金循環が形成されたのである。もっともそこでの過剰資本の巨額化によって、現実の資金の流れはのちにみるように70年代とは異なり、証券化やその投機的取引とディーリングの盛行等によって複雑かつ不明瞭となり、世界の経常収支構造と資金循環構造との関係も直裁には現われなくなっている。その結果、80年代においては世界経済における現実資本の運動と貨幣資本の流れとの関連性を否定するかつてのケインジアン的見解が強まった。

また三大工業国を中心とした先進諸国間のインバランスのもとで世界の資金循環が形成された結果、かつて70年代の資金循環の形成にあたって決定的な役割をはたした発展途上国は公的資金を除いてそこから基本的には排除されてしまった。しかも83年以降は、新規融資の停滞と元利支払いの増加によって途上国から資金が逆に流出する事態が続いている。したがって、依然として経常赤字に

19) 前掲拙稿「世界経済の構造変化と国際金融市場」9頁、参照。

悩む途上国へのファイナンスは、もっぱら ODA や世銀グループ等の公的資金によってなされているにすぎない。こうした80年代の途上国を排除した世界の資金循環は、途上国の経済成長や輸出の停滞をもたらし、南北間の格差を一層拡大する結果となった（第6表参照）。

第6表 世界貿易の地域別シェア

（単位：10億ドル，％）

	輸 出				輸 入			
	1980年		1988年		1980年		1988年	
	金 額	シェア	金 額	シェア	金 額	シェア	金 額	シェア
先 進 国	1,261	63.1	2,030	70.5	1,361	68.1	2,060	71.5
途 上 国	559	28.0	570	19.8	465	23.3	550	19.1
共 産 圏	178	8.9	280	9.7	172	8.6	270	9.4
世 界	1,998	100.0	2,880	100.0	1,998	100.0	2,880	100.0

（出所） 1989年『世界経済白書』 114頁。

（2） 80年代の国際金融システム

①国際金融システムの転換

70年代の「シンジケート・ローンの時代」の国際金融システムは、当時の国際的過剰資本の貯水地となったユーロ市場を主たる舞台に、アメリカ巨大銀行の主導のもとに構築された。そこでは石油価格の大幅引上げ等によって形成された産油国と非産油国の間のインバランスを背景に、ユーロ市場に流れ込むオイル・マネーや不況下の各国で発生した過剰資本を、主として米銀主導のもとで組成された大規模なシンジケート・ローンの形態で非産油途上国を中心に貸し付けるシステムであった。だがこうした70年代の国際金融システムは、1982年夏の途上国の債務支払危機の発生によってついに破綻した。そして83年以降においては、三大工業国間を中心としたインバランスの拡大を背景として、先進諸国間に発生した国際的な資金の偏在と巨額の資金需要を、各種の国際的金融機関の介在のもとでファイナンスするための新たな国際金融システムが構築されていった。

この「リスクと変動の時代」の80年代の世界経済のもとで構築された新しい国際金融システムは、70年代後半のアメリカで始まった金融の自由化や「証券化」による「金融革命」のユーロ市場等の国際金融市場への強い影響のもとで形成されたシステムでもあった。そこでの資金の流れを媒介する金融機関も、かつての国際銀行資本に代わって、国際的な投資・引受業務を営むアメリカの投資銀行や証券会社、イギリスのマーチャント・バンク、日本の証券会社といった非商業銀行的金融機関や、それらの業務を伝統的に兼営する西ドイツやスイス等ヨーロッパ大陸系のユニバーサル・バンクがそのシステムの構築にあたって中心的な役割をはたした。これらの先進国の金融機関は、巨額の対途上国債権の焦げ付きによって痛手を受けた国際銀行資本に代わり、国際間のインバランスの拡大による資金の偏在と巨額の資金需要を媒介するために、ユーロ市場やニューヨーク、チューリッヒ等の伝統的市場において各種の証券形態での取引を中心とした新たな国際金融システムを構築していった。そしてこうした新たなシステムの構築とともに、後に詳しくみるようにユーロ市場を核とした各国金融市場の統合である「金融のグローバル化」やユーロ・セキュライゼーションにともなう「金融の証券化」が急速に進展していった。しかもこのシステムのもとで、過剰ドル等に起因する世界的な過剰資本の存在を背景に、各種の証券取引を中心としたアメリカのLBO等によるM&Aや日本の「財テク」ブームにみられるような国際的規模でのマネー・ゲームも盛んに行われるようになった。したがってこうした国際的な各種の証券形態での取引を中心とした80年代の国際金融システムは、「国際ポートフォリオ投資の時代」と称されるようになったのである。

②国際金融システムの展開とアメリカ経済

新しく構築された80年代の国際金融システムのもとでは、もっぱら資本過剰国である日本や西ドイツから資本不足国であるアメリカへの資金の環流がはかられたが、こうしたアメリカへの資金の環流を円滑に促進するために、三大工業国間を中心とした先進国間の金利格差構造の形成とその存続がきわめて重要な条件とみなされた。もっとも80年代前半にはレーガン政権によってインフレ

鎮静化のための高金利政策が採用されたため、人為的に金利格差構造を形成しなくても経常黒字国等の過剰資本が高金利を求めて自らアメリカ金融市場へ流れ込んだ。だがアメリカの資本不足をファイナンスする巨額の資金の流入によって、ファンダメンタルズとは無関係に異常なドルの独歩高が発生し、80年代前半の世界の為替相場体系を大きく歪める結果となった。しかもそうしたドル高が、さらに為替差益の獲得をもはかる証券投資を中心とした投機的なアメリカへの資金移動を発生させたため、ドル高が長期にわたって存続した。

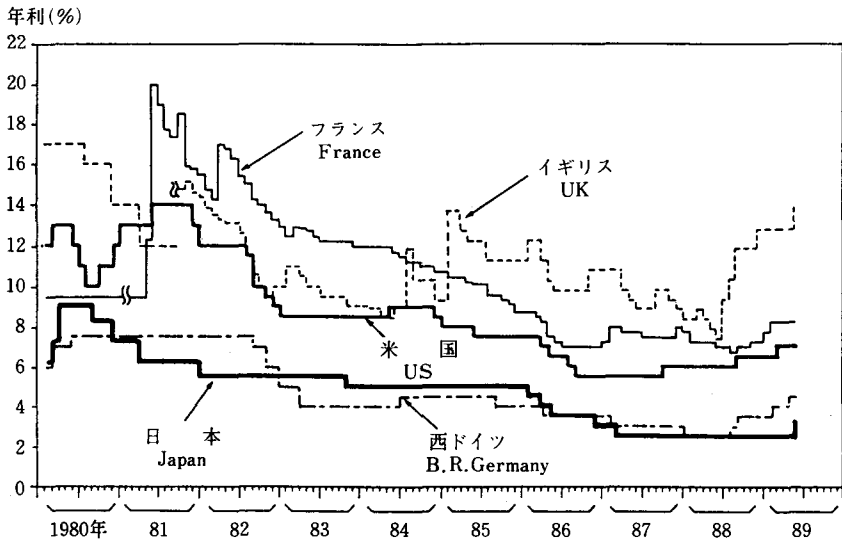
だが、この新しい国際金融システムの展開のもとで発生したアメリカにおける長期にわたる高金利とドル高は、他面において、アメリカ経済の国際競争力を著しく弱める結果となった。こうしたアメリカ経済の国際競争力低下の結果が、1985年の純債務国への転落にほかならない。

1985年9月の「プラザ合意」は、「双子の赤字」の発生による基軸国際通貨国の純債務国への転落といった未だかつて経験したことのない異常な事態の出現に危機感を抱いたG5諸国によるドル高の修正を中心とした合意であった。つまり高金利とドル高が輸出の停滞と輸入の急増をもたらした結果アメリカが純債務国化した、との主張のもとに、各国当局はマクロ経済政策の協調と為替市場への協調介入などによってドルの過大評価の修正をはかることで合意した。そして為替面でのそうした合意とともに、その後も資本不足国アメリカへの日本や西ドイツ等からの資金の円滑な環流を維持するために、三大工業国間の金利格差の存続がはかられることになった。つまりドルの急落によってアメリカから資金が流出するような事態になれば、アメリカ経済が恐慌状態に陥るとともに、世界経済も大混乱する、とのいわゆる「ハード・ランディング・シナリオ」がマリス（S. Marris）等によって盛んに喧伝されたからである。その結果、86年以降、アメリカの公定歩合引下げと連動する形で、日本と西ドイツ等の公定歩合が同時に引き下げられていった（第1図参照）。

だが、「プラザ合意」後の急激なドルの下落²⁰⁾による各国間の為替レート調

20) 1985年9月末から87年1月までに、ドルの実効レートでみた下落率は23.7%に達した。

第1図 主要五カ国の公定歩合の推移



(出所) 日本銀行調査統計局『国際比較統計』(1989年), 11頁。

整にもかかわらず、アメリカの貿易赤字は縮小せず、むしろ拡大傾向を示した。したがって為替レート調整に大きく依存した国際的インバランスの是正には明らかに限界があることが示された。こうした状況のもとで、1987年2月にG7諸国によって「ルーブル合意」が成立した。そこではそれ以上の為替相場の変化は各国の成長や調整を阻害する恐れがあり、したがって今後は為替レートを当面の水準で安定させるために、各国が為替面のみでなく経済政策全般について緊密に協調をはかることが合意された。そして日本や西ドイツの黒字国に対しては、物価の安定を維持しつつ、内需を拡大して黒字の縮小をはかる政策の採用と、アメリカなど赤字国に対しては、インフレを回避しつつ成長を促すための政策と赤字の縮小をはかる政策の採用が約された。このように、「ルーブル合意」は、「プラザ合意」と同様に、先進国間のインバランスをマクロ経済政策の協調と為替市場における協力によって解決をはかることを目的としているが、「プラザ合意」がもっぱらドル高の修正のための為替面での協調を重視

したのに対して、そこでは各国間の為替レートの安定とマクロ政策の協調を重視しながらインバランスの解決をはかることで合意がなされたのである。そしてまた「ルーブル合意」と前後して、日本と西ドイツの公定歩合はそれぞれさらに2.5%および3%へと引き下げられ、5.5%のアメリカの公定歩合との格差の拡大がはかられた（第1図参照）。これはドルの下落によってインセンティブを失ったアメリカへの国際的な資金の環流をはかるための協調的な金利政策の発動にほかならなかった。

だが、1987年10月に、西ドイツの金利引き下げを求めるアメリカと西ドイツとの対立を契機として、ニューヨーク株式市場を中心とした世界的な同時株価の暴落が発生した。この「ブラック・マンデー」の発生は、アメリカの「双子の赤字」の解消や国際的インバランスの是正が一向に進展しない80年代の世界経済に対する株式市場からの不信感の表明であるとともに、そこでの国際金融システムの危機の発現でもあった。こうした国際金融・資本市場の危機を打開するにあたって大きな役割をはたしたのが、巨大化した「ジャパン・マネー」²¹⁾であった。「プラザ合意」後の急激な円高と低金利による「カネ余り現象」のもとで、企業や機関投資家のもとに発生した過剰資金である「ジャパン・マネー」が直ちにニューヨーク等海外の株式市場に流れ込み、そこでの株価暴落による市場の混乱の拡大を阻止するにあたって大きく貢献したのである。したがって80年代後半の世界経済と国際金融・資本市場においては、世界最大の経常黒字国であり対外純資産保有国となった日本とその金融機関が、「ジャパン・マネー」を背景としてそこでの国際金融システムの存続にとって最も重要な役割を演じるようになったといえよう。

(3) 80年代の国際金融・資本市場

①「金融のグローバル化」とユーロ市場

国際金融市場は、従来は銀行取引により短期資金取引の行われる国際銀行市

21) 「ジャパン・マネー」の具体的な展開について、詳しくは、中西享「ジャパン・マネーの奔流」ダイヤモンド社、1987年、を参照されたい。

場と、証券取引により長期資金取引の行われる国際資本市場に分けられるとともに、また、市場の構成員や規制の態様などによって「外部 (External) 金融市場」と「対外 (Foreign) 金融市場」に分けられてきた²²⁾。70年代の「シンジケート・ローンの時代」にあつては、米銀を中心とした国際銀行資本の活躍によって、国際銀行市場、とりわけオイル・マネーなどの国際的過剰資本の「集散地」となったユーロ・カレンシー市場が肥大化し、そこでの「外—外」取引（オフショア取引）が急拡大したため、「新しい国際金融市場」として「外部金融市場」の存在が各方面から大いに注目を集めた。もっともニューヨークやスイス等の伝統的国際金融市場である「対外金融市場」も、世界インフレや多国籍企業の発展にともなう世界貿易の拡大と各種起債の増加等によって、貿易金融や外債発行が急増した結果、大きく発展をとげた。とりわけ変動相場制移行後は、為替リスク回避などのために BA 市場や外国為替市場が急成長をとげて、伝統的市場の発展に大きく貢献した。このように70年代の国際金融市場にあつては、「外部金融市場」であるユーロ市場と「対外金融市場」である伝統的市場がそれぞれそこでの機能を明確に分担しつつ、当時の国際金融システムの展開の舞台となった。

だが、70年代末から80年代にかけての世界経済の構造変化、ことに1982年8月のメキシコにおける債務支払危機の発生以降、国際金融市場もドラスティックに変化していった。その結果、そこでは「世界の資金調達者がユーロ市場を通して調達者の国籍とは必ずしも同一でない仲介金融機関を通じて、ロンドン・スイス・西独・日本で起債し、世界各国の投資家に販売され、24時間結びつけられた世界のトレーディング市場で売買されるという構図²³⁾」が形成された。つまりユーロ市場を核として各国の金融・資本市場が国境を越えて互いに結びつくことによって、文字通り地球規模での「金融のグローバル化」(Globalization) が進展し、「世界金融資本市場」が成立したのである。

22) G. Dufey and I. H. Giddy, *The International Money Market*, 1978, (志村嘉一・佐々木隆雄・小林襄治訳「国際金融市場」1983年、東京大学出版会、5頁)。

23) 安田隆二「金融機関におけるグローバル化の課題」『ビジネス・レビュー』Vol. 34, No. 1, 36頁。

ところで「証券化」とともにこうした「世界金融資本市場」の成立をもたらした原因である「金融のグローバル化」は、①70年代後半のアメリカに始まった金融・資本市場の自由化やそこでの相次ぐ新金融商品の登場による「金融革命」の世界的展開、②各国の企業・金融機関等の金融活動の国際化、③そうした「金融革命」や金融活動の国際化を可能とした新しい通信・コンピュータ技術の発展、といった三つの基本的要因が指摘されている²⁴⁾。だが、ニューヨーク・東京・ロンドンの三大金融・資本市場を中心としたこうした「世界金融資本市場」の成立にあたっては、「新しい国際金融市場」であるユーロ市場の80年代における内包的・外延的発展とそれによる各国の金融・資本市場の同質化が指摘されるべきであろう。80年代になって、ニューヨーク IBF（1981年12月）や東京オフショア市場（1986年12月）の設立にみられるように、「対外金融市場」である各地の伝統的市場においても、相次いでオフショア市場が併設されるとともに、さらにカリブ海周辺等の各地においても国際的金融機関の支店や「ペーパー・カンパニー」等が設立されて新たにオフショア市場が拡大していった。こうした三大金融市場においてユーロ市場化が進展するなど80年代におけるユーロ市場の内包的・外延的発展によって、70年代までの「外部金融市場」と「対外金融市場」における国際金融取引の上での機能の明確な分担はしだいに消失していった。そして従来、貿易金融や外債の発行等を通じて伝統的市場と強く結ばれてきた各国の金融・資本市場も、自由化の進展とともにインパクト・ローンの取り入れやユーロ債の発行等を通じて各地のユーロ市場との関係を深めていった。その結果、ユーロ市場とそこでの自由な取引の発展のもとで、ユーロ市場と伝統的市場、各国の金融・資本市場の三つの市場が同質化するとともに、新たに「世界金融資本市場」として互いに統合化されていった。こうした「世界金融資本市場」の成立によって、現在では各国の企業や金融機関等の資金の調達やその運用にあたっては、そうした同質化した三つの市場のなかから最も有利な市場を自由に選択することが可能となっている。

24) 鈴木、前掲書、99頁。

このように80年代の国際金融・資本市場では、ユーロ市場を中心に各国の金融・資本市場が統合され、エレクトロニック・ネットワークで結ばれたニューヨーク・東京・ロンドンの三大金融市場を中心とした「世界金融資本市場」が成立し、地球的規模での24時間営業体制のもとにディーリング等によって各種の金融取引が展開されるようになった。そこでは様々な顧客の需要に対応するために多国籍化や国際業務を急拡大させた各国金融機関のあいだで、各種のスワップ取引や先物取引、オプション取引などの新しい金融手段を自由に組み合わせた新金融商品が相次いで創り出されるとともに、投資家や発行者の獲得をめぐる熾烈な競争が展開されている。

ところでこうした「世界金融資本市場」の成立にともなって、各種の国際金融取引の決済システムのグローバル化と、外貨建取引の急増および取引通貨の多様化が進展している。ユーロ・カレンシー取引においては、通貨の受渡しは当該発行国所在銀行の当座勘定を通じて行われるが、以前はそうした通貨の受渡しは個別銀行間でテレックスによって行われていた。だが今ではSWIFT等のグローバルなオンライン・ネットワークのもとで一括して実施されるようになった。また、ユーロ債やユーロCP等の受渡し決済（デリバリー）も、今ではEUROCLEARやCEDEL等のグローバルな決済システムのもとで行われるようになった。

「金融のグローバル化」とともに外貨建取引が急増した。その結果、為替リスク回避のための取引の増加や、取引通貨の選別による多様化が生じている。為替リスク対策の中心を占める先物予約等が急増したため、先物取引に関連するスワップ取引を中心に各国の外国為替市場の取引額が急増している²⁵⁾。また、金利とともに為替リスクが外貨建取引にともなう通貨の選択にあたって重視される結果、かつての圧倒的なドルを中心とした取引から、西ドイツ・マルクやスイス・フラン、円等による取引通貨の多様化が著しく進展した。たとえば国際債（ユーロ債と外債）の発行において、ドル建の比率は1983年には57%を占

25) たとえば東京外国為替市場の出来高は、1980年の5,791億ドルから、88年には42,757億ドルへと7.4倍に急増している。『平成元年度・大蔵省国際金融局年報』103頁。

めていたが、87年には38.8%へと激減したのに対し、円は逆に5.3%から13.7%へと急増するなど国際金融・資本市場における取引通貨の多様化が進展している（第7表参照）。

第7表 国際債の発行に占める通貨別構成比

（単位：%，10億ドル）

年	1983	1984	1985	1986	1987	1988
米 ド ル	57.0	63.6	60.8	53.9	38.8	41.2
スイス・フラン	17.5	12.0	9.0	10.7	12.9	11.1
ドイツ・マルク	8.6	6.2	6.7	8.0	8.0	10.1
英 ポ ンド	3.9	5.1	4.0	4.6	7.8	9.4
円	5.3	5.5	7.8	10.4	13.7	8.4
E C U	2.8	2.7	4.2	3.4	4.0	4.9
そ の 他	4.9	4.9	7.5	9.0	14.8	14.9
合 計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
（発 行 額）	(77.1)	(109.5)	(166.4)	(233.4)	(169.8)	(205.9)

（出所） OECD, *Financial Market Trends*, November 1986, October 1989, より作成

②ユーロ・セキュリティゼーションの展開

80年代における国際金融・資本市場の「金融のグローバル化」は、同時に取引形態における「金融の証券化」(Securitization)とともに進展した。こうした「金融の証券化」がさらに「金融のグローバル化」を助長したともいえる。つまり各国における金融の自由化・国際化と「金融革命」の進展が、さきにみたユーロ市場の内包的・外延的発展とともに国際金融・資本市場における「金融のグローバル化」と「金融の証券化」をもたらすとともに、その結果として「世界金融資本市場」の成立をもたらしたのである。

国際金融・資本市場における「金融の証券化」は、やはりそこでの「金融のグローバル化」をもたらしたユーロ市場を通じて促進された。ユーロ市場を中心とした国際金融市場における「金融の証券化」は、一般に「ユーロ・セキュリティゼーション²⁶⁾」と称されるが、こうしたユーロ・セキュリティゼーシ

26) ユーロ・セキュリティゼーションについて、詳しくは、入江恭平「ユーロ・セキュリティゼーションと国際銀行業」 高見誠良編『金融のグローバルゼーションⅠ』法政大学出版局、1988、123～157頁、を参照されたい。

ンは、1982年夏以降の途上国における債務支払危機の発生によって崩壊した「シンジケート・ローンの時代」の国際金融システムに代わって、新たに構築された「国際ポートフォリオ投資の時代」の国際金融システムの形成過程において展開された。途上国の債務支払危機の発生によってシンジケート・ローンは激減し、それに代わる国際的資金調達の方法として、ユーロ市場等の国際金融市場で固定利付債（SB）や変動利付債（FRN）等の中・長期債券や、ユーロ・ノート（NIF）やユーロ CP 等の短期証券の発行が急増していった（第8表参照）。

第8表 国際金融資本市場における資金調達手段の変化

(単位：%)

年	1981-82	1983	1984	1985	1986	1987	1988
シンジケート・ローン	56.6	43.7	28.9	16.4	13.5	23.3	28.2
シンジケート・ローン リスク関連ニューマネー	56.6	34.4	23.2	13.6	13.5	20.9	26.5
—	—	9.3	5.7	2.8	—	2.4	1.7
国際債	37.7	50.1	56.5	65.4	58.6	46.1	50.1
固定利付債	27.0	32.0	29.6	36.1	36.5	30.9	35.3
変動利付債	7.8	12.7	19.4	22.8	13.2	3.3	4.9
株式関連債	2.1	5.2	5.5	4.5	6.9	10.9	9.1
ゼロクーポン債等	0.8	0.2	2.0	2.0	2.0	1.0	0.8
ファシリテイ	5.7	6.2	14.6	17.2	24.9	26.0	20.0
N I F 等	5.7	6.2	14.6	12.7	9.7	11.8	7.4
ユーロ CP 等	—	—	—	4.5	15.2	14.2	12.6
ユーロ株式	—	—	—	1.0	3.0	4.6	1.7
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
総額 (10億ドル)	170.3	153.8	197.3	279.6	388.1	392.9	453.5

(出所) OECD, *Financial Market Trends*, November 1986, October 1989, より作成

その結果、1986年の国際金融・資本市場における資金調達においては、証券形態による調達シェアが87%を占めるに至った。こうした1982年以降のユーロ市場等における国際金融システムのもとでの取引形態のローンから債券等証券形態へのシフトが、ユーロ・セキュライゼーションにほかならない。

ところでユーロ・セキュライゼーションをもたらした背景としては、まず第1に、「リスクと変動の時代」である80年代の世界経済においては、為替リ

スクや金利リスク等のマーケット・リスクや、国際的取引の拡大によるクレジット・リスク、累積債務問題等のカントリー・リスクといった各種のリスクが高まった点が指摘されるであろう。こうした国際金融取引におけるリスクの多様化・複雑化とその増大によって、そこでの金融手段もローン形態に比べてリスクの回避が容易な証券形態へとシフトした。80年代の国際的な資金の流れは、主として三大工業国を中心とした先進諸国間における国際的インバランスの拡大にともなう国際的な資金の偏在と巨額の資金需要をファイナンスすることにあった。その結果、国際金融・資本市場においては、カントリー・リスクの高い発展途上諸国はそこから締め出され、そこでの資金調達者はもっぱら資本不足国アメリカを中心とした先進諸国の政府や企業および金融機関によって占められた（第9表参照）。こ

第9表 国際金融資本市場における資金調達者の地域別等の比率の変化

（単位：％）

年	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
OECD諸国	68.0	70.0	75.6	83.3	90.9	89.1	91.2
発展途上諸国	25.9	23.0	16.6	9.2	5.0	6.7	5.0
東欧諸国等	0.4	0.7	1.7	1.9	1.0	0.9	1.0
世銀等その他	5.7	6.3	6.1	5.6	3.1	3.3	2.8
合 計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

（出所） 第8表と同じ。

これらの調達者は、各国における「金融革命」の影響もあって、ローン形態よりもリスク回避が容易であるとともに、しかも多様な手段でより低利の資金が広範な投資家から集められる証券形態を選好した。ことに高い格付けを得た大手の優良企業は、多額の途上国への焦げ付き債権を抱えて格付けの低下した国際銀行資本よりも有利な条件で低コストでユーロ市場等で証券発行が可能となったこともあって、資金調達をローンから証券形態へとシフトしていった。また、資金の運用者であっても、かつてのOPEC諸国等の産油国に代わって日本や西ドイツ等の経常黒字国を中心とした先進諸国の投資家や金融機関がそこでの中心的地位を占めるようになった。これらの投資家は、その保有する資金を、カントリー・リスクを避けてアメリカを中心とした先進諸国の金融・資本市場やユーロ市場におい

て投資するとともに、そこでの投資対象も、マーケット・リスクを避けて流動性が高く容易に売却が可能な各種の証券を選好した。しかもこうした投資家の需要に対して、巨額の財政赤字をファイナンスするためのアメリカ政府によるTB等各種財務省証券の大量発行や、LBOなどのM&A等のための資金調達をはかるアメリカ巨大企業等による大量の証券発行などによって、多様かつ大量の証券類が市場に供給された。したがって、国際金融取引における各種のリスクの高まりのもので、資金の調達者と運用者の両者の選好を反映して、ユーロ・セキュリティゼーションが進展したのである。

また第2には、国際金融取引におけるそうしたローンから証券形態へのシフトを助長したのが、そこでの取引を仲介する国際的金融機関の交代とその国際業務上の変化であった。途上国の債務支払危機の発生によって、国際銀行資本によるシンジケート・ローンを中心とした国際銀行貸出業務も停止または大幅な縮小を余儀なくされた。そしてそれに代わって新たな国際金融システムの構築にあたり主導的役割をはたしたのが欧米や日本等の投資・引受銀行や証券会社等の非商業銀行的金融機関であった。これらの金融機関は、その国際金融業務として各種債券の発行・引受や、それらのディーリング業務を行ってきたが、1982年の途上国の債務支払危機発生後は、停滞・縮小するシンジケート・ローンに代わって、それらの業務をユーロ市場等の国際金融市場において急速に拡大していった。そしてまたこれらの投資・引受銀行や証券会社等の伝統的な業務分野に、大手の米銀や邦銀等のユーロ銀行が、各地の国際金融市場に設立したり買収したりした支店や証券会社現地法人を介して相次いで参入していった。そのため、ユーロ市場等において激しい競争が展開され、その結果としてユーロ・セキュリティゼーションも大いに促進されたのである。

ユーロ・セキュリティゼーションをもたらした第3の背景としては、NIFやFRN、ユーロCPなどの各種の金融商品や、スワップ、フューチャー、オプションといった金融手段の登場が指摘されねばならない²⁷⁾。ことにNIFやFRNの

27) もっともNIFやFRN等は、すでに70年代から存在していたが、当時の市場や金融システムのもとでは、ごく一部で利用されたにすぎなかった。

ような貸付と証券の混成（ハイブリッド）商品は、ローンの性格を有しながらもローンに比べて各種のリスクを回避するうえで優れており、そのため、シンジケート・ローンがきわめて不振となった1983年から86年にかけてはそれを代替する有力な金融商品として市場に登場するとともに、その取引の発展を通じて市場全体の証券化を大いに促進する役割をはたした（第8表参照）。またユーロCPは、NIF とほぼ同じ性格を有する無担保・無記名の短期約束手形であり、1986年以降、NIF の停滞とFRN の破綻²⁸⁾のもとで急成長をとげた。こうした新しい金融商品の登場とともに、通貨や金利のスワップや、オプション、フューチャー等の新しい金融手段の発達も、ユーロ・セキュライゼーションを大いに促進した。これらの金融手段は、当初はリスク回避手段として発達したが、やがて各種の金融商品やスキームのなかに組み込まれるようになり、いまでは国際金融取引のみならず各種の国内金融取引にも広く利用されてその証券化を促進している。

このようにユーロ・セキュライゼーションは、80年代における世界経済の構造変化のなかで、そこでの国際金融・資本市場における国際的な資金の流れや資金の調達者・運用者の選好の変化、国際金融取引を仲介する国際的金融機関やその国際金融業務における変化、そして新しい金融商品や金融手段の発達といった三つの背景のもとで展開された。こうしたユーロ・セキュライゼーションを中心とした「金融の証券化」や「金融のグローバル化」によって「国際ポートフォリオ投資の時代」としての新しい国際金融システムが確立するとともに、また「世界金融資本市場」が成立したのである。

むすびに代えて

1980年代の世界経済は、パックス・アメリカナの動揺にもかかわらず依然として世界のGNPの $\frac{1}{4}$ を占めるアメリカ経済が、レーガン政権の登場とその特異な政

28) FRN は1986年12月に、それまでの過剰発行等を背景に流動性が麻痺し、その後市場が急激に縮小していった。詳しくは、入江、前掲論文、を参照されたい。

策体系であるレーガノミックスの展開によってドラスティックに変化したため、その多大なインパクトのもとで構造を大きく変化させた。そしてレーガノミックスの展開のもとで、アメリカの巨額の「双子の赤字」の発生による国際的インバランスの拡大と国際的資本移動の大規模化や、アメリカの世界最大の純債務国化等による世界経済の不安定性の増大が、結局、80年代の国際金融・資本市場のあり方を大きく規定した。したがって「金融のグローバル化」と「金融の証券化」による「世界金融資本市場」の成立は、そうした世界経済の不安定性の増大に対する国際金融・資本市場の対応の結果でもあった。

だが、こうして成立した「世界金融資本市場」とそこでの国際金融システムには、そうした世界経済の不安定性に起因する市場の不安定性が依然としていくつかが存在している。

たとえば現在の国際金融システムは、その通貨面においては、1971年の8月以来、本来の国際通貨である金との交換を停止するとともに、さらに世界最大の純債務国となってその資産の裏付けを喪失しているアメリカの国民通貨ドルを基軸国際通貨とする脆弱な国際通貨システムに依存している。しかも1973年の変動相場制移行以来、「ノン・システム」化した現代の国際通貨システムは、アメリカの独善的な国際通貨政策によって「ドル本位」的性格を強めるとともに、ドルの乱高下によって世界の為替相場体系も大きな混乱を繰り返している。したがってこうした脆弱で不安定な国際通貨システムに依存する国際金融システムもまた、著しい不安定性を内包していることが指摘されねばならない。

また、ドルの金交換停止と変動相場制移行によって「アンカー」を喪失した現代の世界経済と国際金融システムは、80年代に入ってストレンジ (S. Strange) が指摘²⁹⁾したように「カジノ」化を強めた。そして、こうした現代の「カジノ」化を象徴する「ジャンク・ボンド」がアメリカ市場で大量に発行され、それが現代の国際金融システムのもとで「国際ポートフォリオ投資」の対象とされてきた。だが、今年2月のジャンク・ボンド市場最大手であるドレクセル・バーナム・

29) S. Strange, *Casino Capitalism*, 1986, (小林襄治訳「カジノ資本主義」岩波書店, 1988年。)

ランベール社の倒産は、今年１月以来の最大の債権国日本の株価の暴落とともに、まさに現代の国際金融・資本市場と国際金融システムに内在する不安定性とその増大を告知しているように思われる。