

Black Wednesday と現代の外国為替市場

——新たなボンド危機の発生を中心に——

安 倍 惇

はじめに

1992年9月16日水曜日のロンドン外国為替市場では、早朝から深夜まで国際的投機筋の巨額のボンド売りと、それに対抗する当局（大蔵省とイングランド銀行）の行動によって、ボンド相場の急落と金利の乱高下を中心に激しい混乱が続いた。この「Black Wednesday」の混乱のなかで、英国はようやく2年前に参加したばかりの欧州通貨制度（E M S）の為替相場メカニズム（E R M）から離脱した。そしてその後のボンド相場の急落傾向の下でのボンド危機（Sterling Crisis）の展開と、Black Wednesdayの際のドイツ連邦銀行の対応等への激しい批判を背景に、英国政府はE R Mへの早期復帰断念とその総点検（overhaul）を要求し、そのため、他のE C 11カ国との間に厳しい対立が生じた。

こうしたE M Sの根幹をなすE R Mからの英国の離脱とその早期復帰断念は、マーストリヒト（Maastricht）条約によってその実現を目指しているE Cの通貨・金融統合に対して重大な影響をもたらすことになった。しかもBlack Wednesdayの4日後に実施されたマーストリヒト条約をめぐるフランス国民投票の結果が、辛くも僅少差でもってその批准を承認したにすぎなかった¹⁾ことや、ボンドとともにイタリア・リラやスペイン・ペセタ、フランス・フラン等のE C通貨がいずれも激しい売り投機をあげたことをみれば、E Cの通貨・

1) マーストリヒト条約をめぐるフランス国民投票は、辛くも51.05%の支持でもって批准されたが、投票率を考慮するならば、国民のわずか30%の支持しかえられなかったともいえる。

金融統合への道はきわめて険しいことがわかる。

また、今回のポンド等の欧州通貨危機に際して、当局が必死に自国通貨を守るための介入を行ったにもかかわらず、結局、大幅な切り下げ等を余儀なくされた。これは、現在の外国為替市場がもはや大きく変質をとげ、その結果、1980年代の中頃までその効力を発揮することができた一連の介入方法が、いまや殆どその効力を喪失したことをも示している。

以下の小論においては、筆者が文部省在外研究員としてロンドン大学に滞在中に遭遇したポンド危機を取り上げ、その経過と背景、および国際的投機筋と称されるものの実体と、彼らの活動舞台となったロンドン外国為替市場の最近における変化について考察したい²⁾。

1. Black Wednesday とその背景

(1) Black Wednesday とポンド危機

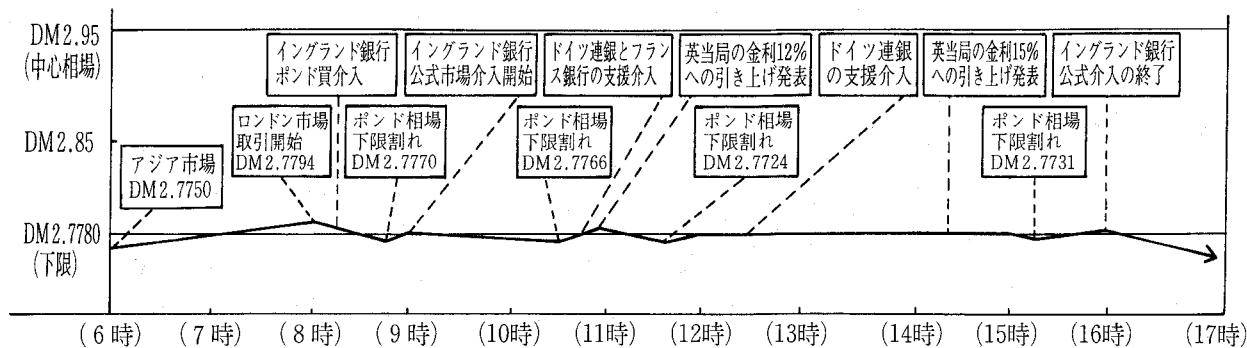
1992年9月16日(水)の午前11時、英国大蔵大臣(Chancellor of the Exchequer) ラモント(N. Lamont)は記者団に対して金利2%の引き上げを発表した。この10%から12%への金利引き上げは、その約30分前に首相のメジャー(J. Major)との協議の結果、ポンドの切り下げを回避するとともに、動揺する政府への信頼(Credibility)を回復するための最後の手段としてとられた措置であった。

この日、イングランド銀行³⁾は朝から投機筋——その実体については後に詳しく検討する——による大量のポンド売り・マルク買いの圧力にさらされ、ERM内でのポンドの floor rate (下限相場)である1ポンド=2.7780マルク(以下、DM2.7780等と略称)を守るための厳しい戦いを強いられていた(以下、

2) 小論は、筆者のシティ等の邦銀関係者への個人的なインタビューや、*Financial Times* 紙および *Economist* 誌等の英国の各新聞や雑誌の記事をもとに執筆されており、したがって、多くの場合、個人や企業等の特定の名称は省略している。

3) 英国の金融政策の権限は、日・独・米等の各国とは異なり、中央銀行であるイングランド銀行ではなく全面的に大蔵省に集中している。イングランド銀行は、大蔵省の指示に従ってその政策の実行面をたんに受けもつにすぎない。

第1図 Black Wednesdayのポンド相場とERMの介入（単位：対マルク相場）



(出所) *The Daily Telegraph*, 17/Sep. および *Financial Times*, 17/Sep. より作成。

第1図参照)。前日からポンド相場はすでに下限に近づいており、巨額の外貨準備が介入のために使われていた。だが、16日には、ロンドン市場の取引開始前に東京や香港・シンガポール市場ですでにポンド相場は下限を突破して下落していた。そのため、午前8時の市場取引開始直後から、イングランド銀行は下限を守るために大量のポンドの買い介入を実施した。その結果、ポンド相場は一時的にDM2.7794まで回復した。しかしイングランド銀行の介入にもかかわらず、その後もポンド相場の下落傾向は続いた。そして10時過ぎには、ドイツ連銀やフランス銀行のポンド支援のための本格的な介入にもかかわらず、ポンド相場は下限を突破してDM2.7766まで下落した。こうした早朝からの激しいポンド売りによるポンドの下落を背景に、首相と大蔵大臣の協議が行われ、2%の金利引き上げが決定されたのである。

政府の非常手段としての金利引き上げ発表後も、市場でのポンド売り圧力は衰えず、そのため、11時半頃にはポンド相場は下限以下のDM2.7724まで下落した。そこで12時頃からは再びドイツ連銀がポンド支援に乗り出すとともに、イングランド銀行も必死になって下限を回復するためのポンド買いを続けた。だが、投機の流れは一向に衰えず、巨額のポンド売りの下でポンド相場は下限付近から上昇することができなかった。

こうした予想に反した展開に、政府は大いに苦慮するとともに、ついに狼狽して14時過ぎに金利をさらに3%引き上げて15%とする、と発表した。しかし市場では、そうした政府の措置に逆うかのようにむしろポンド売りが強まり、15時過ぎにはまたもポンドは下限を割り込み、DM2.7731まで下落した。その後、イングランド銀行を中心にドイツ連銀等の支援の下で市場取引終了直前までポンド相場の下限を守るための必死の防戦が続けられ、16時の取引終了時には一応DM2.7784まで回復することができた。

だが、ロンドン市場の取引終了後、ポンド相場は急落しはじめた。もはやイングランド銀行の直接的介入のなくなったポンド相場は、ニューヨーク市場等

4) 翌9月17日の英国の各新聞は、1面から多くのスペースで「Lamont fails to save pound」(*The Daily Telegraph*)のような当局批判で満ちあふれていた。

で下限を大きく突破し暴落しつづけたのである。こうした厳しい展開を受けて、ラモント蔵相はついに19時45分に、ポンドのERMからの離脱を宣言するとともに、15%に引き上げた金利も12%に引き下げる、と発表した。このERM離脱と金利引き下げ発表後、ERMのアンカーを解かれたポンド相場はさらに急落を続け、結局、16日の世界の外国為替取引の最後の市場であるニューヨーク市場では、史上最低のDM2.6929で取引を終了した。

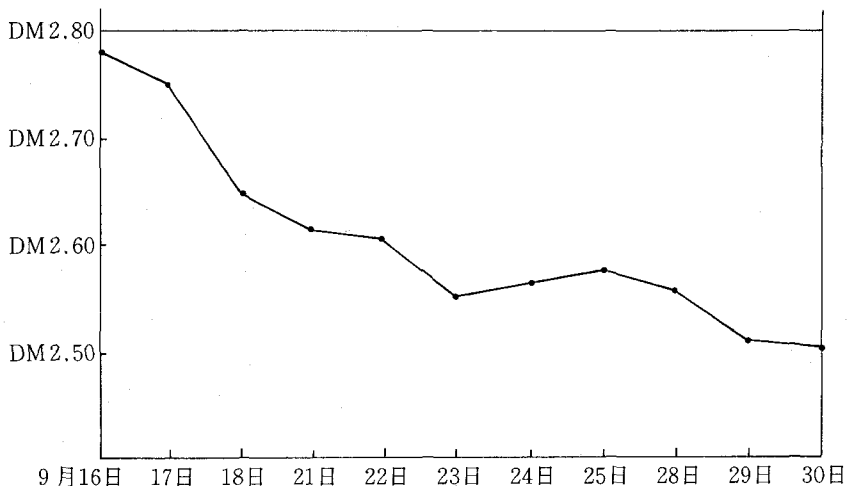
かくして英国当局にとっては悪夢のような Black Wednesday は、ポンド相場の暴落とそのERMからの離脱でもってその長い1日を終えたのである。ラモント蔵相を中心とした当局の必死の防戦も空しく、国際的な投機筋による巨額のポンド売りの流れをくい止めることはできなかった。そしてこの Black Wednesday は、当局に対する激しい批判とその信頼の一層の低下をもたらすとともに、またその後におけるポンド相場の急落（第2図参照）と、当局の政策的混乱⁵⁾を中心としたポンド危機の始まりでもあった。

(2) Black Wednesday の背景——英国のERM加盟とその金融政策の矛盾

Black Wednesday の直接的原因をめぐっては、「シュレジンガー発言」を中心に英・独間に深刻な対立が発生した。英国、ことにラモント蔵相に代表される当局や議会の有力議員、および「タブロイド紙」の激しいドイツへの非難——10月1日の *Financial Times*（以下、F. T. と略称）は「New Anglo-German Word War」といった特集記事で両国の対立を詳しく紹介している——も、英国の一部の報道機関等の冷静な分析が指摘するように、今回のポンド危機の原因でもある現在の英国経済の不振と、その金融政策が直面していた深刻な矛盾を背景に噴出した、英国の苛立ちの現れでもあった。つまり、Black Wednesday の直接的原因とされるドイツ連銀総裁シュレジンガー（H. Schlesinger）の「舌足らず」でやや不注意な発言——独の *Handelsblatt* 紙等との10月15日のインタビューで、イタリア・リラの切り下げ後もさらに引き続い

5) 政府は、ERMへの復帰とマーストリヒト条約の国会での審議開始の時期等をめぐり、閣内や保守党内の対立もあってその立場が大いに揺れ動いた。またERMの総点検を要求したものの、9月27日のEC蔵相会議で他の11カ国の反対にあい、結局取り下げざるをえなかった。

第2図 Black Wednesday後の9月中の市場取引日の
ポンド相場の推移 (単位: 対マルク相場)



(出所) *Financial Times*, 1/Oct., 1992.

て他の弱い通貨の調整が必要である、ととれる発言を行い、その内容がポンドの切り下げ必要論として通信社等に同日夜に流された——は、たんに「灯油にマッチをすった」⁶⁾にすぎない。英国の通貨当局者は、9月15日火曜日のシュレジンガー発言が伝わる以前に、すでにポンドがいまや投機の対象となっていたことを市場でのディーラーとの戦いで知っていた。15日の午後、イングランド銀行は市場で約30億ポンドもの買い介入を行ったにもかかわらず、ポンドはDM 2.80を越えることができなかったのである⁷⁾。そしてその日の夕方には、大蔵省とイングランド銀行の最高幹部達の緊急会議が開かれ、今後のポンド防衛について協議がなされた。だが、緊急の金利引き上げ等の対策は講じられな

6) *Financial Times*, 30/Sep.

7) フランスのある銀行関係者は、こうした市場の反応に対して英国当局が何ら新しい対策を取らなかったことに疑問をなげかけるとともに、もしも仏フランがこうした状況になれば、仏当局はオーバーナイト金利を40%に引き上げたであろう、と指摘している。(F. T. 19/Sep)

かった。つまり深刻な不況に直面している英国にあって、金利引き上げは政府にとって禁物だったからである。こうした深刻な不況に悩む英国経済と、その金融政策の矛盾と手詰まりこそ、シュレジンガー発言によって点火された Black Wednesday の激しいポンド売り投機の基本的な原因であった。

1980年代後半の英国の金融政策は、ERMへの加盟問題と、その加盟後に生じた新たな問題を中心に展開された。まず80年代後半には、当時のローソン (N. Lawson) 蔵相の下で ERMへの加盟問題が本格的に取り上げられた。だが、当時のサッチャー (M. Thatcher) 首相と加盟の時期およびそのための経済政策等をめぐって対立し、結局、加盟推進派のローソン蔵相はハウ (G. Howe) 外相とともに辞任をせまられた。「ヨーロッパおよびヨーロッパ人が嫌い」(ヒース元首相) であるサッチャー首相の下で、1979年のEMS成立後もERMに加盟せず、アウトサイダーの立場をとってきた英国も、サッチャー政権末期の人頭税の導入問題やインフレの激化にみられるように政治的・経済的混乱が深刻化し、そのため、財界を中心にERMへの加盟が強く主張されるようになった。財界は、ERMへの加盟によって為替相場の安定を期待するとともに、同時に一連の政治的混乱も避けられるだろう、と考えた。だが、彼らの支持するローソン蔵相の経済政策とERMへの加盟は、サッチャー首相の強硬な反対にあり、結局、蔵相は辞任に追い込まれるとともに、ERM加盟も見送られたのである。

だが、1988年6月のマドリッドでのECサミットで英国のインフレが問題となり、その収束の必要性からERMへの加盟が参加各国から強く要請された。また、当時進められていたECの通貨・政治同盟に向けての政府間協議においても、英国のERM加盟問題が取り上げられた。結局、主として政治的・外交的理由から英国のERM加盟がサッチャー政権末期に決定され、当時の蔵相であった現在のメージャー首相を中心にそのための作業が進められていったのである。

1990年10月のERM加盟後は、ポンドはその central rate (中心相場) である1ポンド=2.95マルクを維持するとともに、金利も、加盟前の15%から91年9月には10.5%まで低下した。経済政策の指針 (lodestar) とされたインフレ率

も、当初の予想以上に低下していった。だが、政府にとっては不幸にも、そうしてインフレ問題が予想された以上にうまく処理されたのに対して、経済自体は、予想以上に悪化していった。その結果、91年前半には、政府にとっても、ERM加盟国として要求される金融政策と、国内経済状態から要請される金融政策との間に深刻な矛盾が生じていることが明らかとなった⁸⁾。

しかも、そうした矛盾をより一層厳しくしたのが、その後におけるドイツの高金利政策とアメリカ経済の低迷の長期化である。

ドイツの東西統合にともなうドイツ連銀の反インフレ政策としての高金利は、「マルク本位制」的性格の強いERMの加盟各国に対して、対マルク相場を維持するためにも高金利政策を強いる結果となった。したがって、高い失業率とバブル経済崩壊後の失速状態にある英国経済にとっては、財界や議会などの各方面から金利引き下げの要求が強くなされても、その実施はきわめて困難であった。

また、アメリカ経済の回復による直接的・間接的な輸出の増大を期待したにもかかわらず、アメリカ経済は長期にわたって低迷を続けるとともに、その影響もあって西欧や日本等も不況色を強めた。そのため、サッチャー政権の下で輸出拡大を重視した政策体系をとってきた英国経済は、大きな打撃を受けた。しかも対マルク相場の固定の下で、ポンドの過大評価がなされていった結果、不況下にもかかわらず経常収支の赤字がGDPの2%にも達するようになった。

Black Wednesday 後の10月になってスペインの蔵相等によって暴露されたことであるが、9月13日のイタリア・リラの7%切り下げとドイツ金利の引き下げによるERMの調整の際に、当局者の間で「弱い通貨」のポンドの切り下げ問題が取り上げられた。だが、英国の当局者は、ポンドは欧州通貨に対して過大評価されていないし、また、ERMの部分的調整は、むしろドイツ金利の急落をもたらすかもしれない、と考えていた。しかも、9月20日のフランス国民

8) 当時の英国経済においては、ERMの条件を守ることによって「景気回復の萌芽はドイツ連銀の monetary winter の下で枯れてしまった」(F. T. 30/Sep) のである。

投票後は、ERM相場体系を維持するのが困難な状況が発生し、フランスの提唱によってERMの大幅な調整が避けられないであろう、と予想していた。したがって、リラの7%の切り下げを認めたイタリアとは異なり、ポンドの切り下げはラモント蔵相等によって拒否されたのである⁹⁾。ポンドの切り下げを認めることは、それまでの経済政策体系の失敗を認めることでもあり、当時の彼らにとっては「プライドが許さなかった」¹⁰⁾のである。

だが、英国当局者の判断とは異なり、国際的投資家や市場関係者は、すでに夏頃から過大評価がなされていたポンドへの懸念を強めていた。彼らは、英国のERM加盟以前からの高金利や、加盟後のポンドのマルクへの固定によって安全性が高まったため、多額の資金を英国に投資してきた。しかし、6月初めに議会の一部の議員がポンドの切り下げを主張しはじめた頃から、その資金を他へ移しはじめた。邦銀関係者の証言では、まずリスクに敏感な中東と極東の投資家達が資金を引きあげるようになり、やがて他の投資家も彼らの資金を他へ移しはじめた。その結果、夏頃にはすでにポンド投資の本格的な逆流が生じていたのである。こうした市場の動き——もっとも後に詳しくみるように、そこでの資金の動きはオプションや先物予約等を用いた最新の洗練された手法によるヘッジが大きなウェイトを占めていたため、必ずしも資金の流出がただちに表面化せず、そのために当局も判断を誤ったともいえる——にもかかわらず、当局は何ら新たな対応策をとらなかった。そして、ラモント蔵相に代表されるように、ひたすらドイツの高金利が「諸悪の根源」とみなして、ドイツ当局者に対して繰り返し金利引き下げを要求しつづけたのである¹¹⁾。つまり、自らの金融政策の手詰まりを、ドイツの金融政策の転換によって打開せんと図ったのである。こうした当局の対応は、当然、市場の政府への信頼をさらに大きく損

9) つまり、もしも英国の当局者がこの時点でポンドの切り下げに応じていれば、その後の事態はまったく違った展開をみせたと思われる。

10) F. T. 6/Oct.

11) Black Wednesday 直前の9月5日に英国のバースでEC蔵相会議が開かれたが、その席で、議長のラモント蔵相は、ドイツ連銀のシュレジンガー総裁に繰り返し4回も金利引き下げを強く要求した。それをみかねたドイツのワイゲル (T. Waigel) 蔵相が、ラモント蔵相に攻撃をやめるように要求し、シュレジンガー総裁も怒って席を立った、と報じられている。(F. T. 5/Oct)

う結果となって、ポンド売りを加速した。ことに国際的投資家達は、ポンドの過大評価に加え、英国金融政策の矛盾とその破綻を意識するようになり、彼らの金融資産を本格的にマルク等の他の資産へ移しはじめた。9月13日のERMの調整とその後のシュレジンガー発言は、そうした資金の流れを最終的に加速させたにすぎなかった。そしてこうした投資家達の行動にともなう巨額のポンド売りこそ、Black Wednesdayにおける国際的投機の中心であり、彼らが銀行ディーラーを介して市場で大量のポンドを売却しマルク等を買いつけたのである。

そこでつぎに、今回のポンド危機において強い非難を浴びた国際的投機の实体について、さらに詳しく分析してみたい。

Ⅱ. 国際的投機の实体

(1) 投機的取引の変化

今回の欧州通貨危機において、通貨の切り下げをせまられた各国の政府や中央銀行関係者は、市場での銀行の投機的行動がそうした通貨混乱と大幅切り下げをもたらした、と激しく非難している。たとえばラモント蔵相は、巨額の銀行による投機的取引が、ポンドの切り下げとERMからの離脱をもたらした「旋風」の役割をはたした、と繰り返し非難した。またフランスのサパン (M. Sapin) 蔵相も、仏フランの切り下げ圧力と戦いながら銀行等による投機的行動を激しく非難するとともに、「かつてのフランス革命においては、投機家は断首刑に処せられたことを想起せよ」¹²⁾と警告した。

だが、国際的銀行を中心とした外国為替市場の関係者の多くは、そうした当局の主張は単純な見方にすぎない、と批判している。彼らも、仲間の一部のインターバンク・ディーラーが今回のポンド等の切り下げによって多額の利益を得たことは認めている。また、彼らの主張によれば、当時ERMの下限にあり、

12) F. T. 25/Sep.

客観的な状況からみても切り下げが不可避と思われたポンドやリラ、ペセタ等を売るのはディーラーとして職務上当然の行為である。一部のディーラーが、それらの切り下げ予想通貨を売却し、切り下げ後に買い戻すことによって利益を得ることは、市場経済の下では何ら非難されるべきことではない、と主張する。しかし同時に、彼らの多くは、銀行ディーラーの取引において、今回の欧州通貨危機に際してそうした「古典的投機取引」はごく小さな部分を占めたにすぎない、と指摘する。彼らによれば、1974年のヘルシュタット銀行事件やその後も相次いだ銀行ディーラーの投機的取引の失敗による巨額の損失の発生によって、現在では当局や各銀行内部で厳格なガイドラインが設定されており、市場でそうした「古典的投機取引」を行うことはもはや大きく制限されている、と強調する。

それでは今回の欧州通貨危機における明らかな彼らの投機的取引は、どのような性格の取引だったのだろうか。外国為替市場関係者や機関投資家等の国際投資家の証言をもとに推測するならば、結局、今回の投機を中心は、国際的投資家のヘッジのための「弱い通貨」の売却にあったように思われる。年金基金や投資信託等の機関投資家を中心とした国際的投資家は、80年代にその保有資産の国際化を急速に進めたが、彼らは今回の欧州通貨危機の発生以前から、「弱い通貨」であるリラやポンド等の資産のリスク対策の必要上、新たな金融手法であるオプションやフューチャー等を駆使した各種のヘッジングを大がかりに進めた。こうした国際的投資家による国際的ポートフォリオ投資のリスク対策のためのヘッジこそ、今回の通貨危機におけるポンド等の切り下げ予想通貨の売却といった投機的取引の中心をなしていた。国際的投資家とそのファンド・マネージャーは、銀行ディーラーを介して Black Wednesday の際に巨額のポンド売りを行ったが、こうした今回の投機的取引は、従来からの銀行ディーラーが自らの短期のポジションをもとに展開してきた「古典的投機取引」とは内容的にも大きく異なっていることがわかる。そのため、銀行ディーラーは、今回の通貨危機におけるポンドの売却が自らの投機であることを否定するのに対し、彼らのポンド売りと市場で戦った当局者は銀行の投機的取引を激しく非難

する、といった結果をもたらしたのである。つまり、つぎにみるように80年代、ことにその後半における世界的なマネー・エコノミーの異常な発展を背景とした国際ポートフォリオ投資の急増と、それにともなう外国為替市場の変質が、今回の通貨危機の際の市場での巨額の投機的取引と未曾有の混乱をもたらした基本的な原因であったように思われる。

(2) 国際的ポートフォリオ投資の急増とそのヘッジ

1980年代は、アメリカにおけるレーガノミックスの展開とその独善的な国際通貨政策によって、米国への資金流入を中心とした国際的な資金移動が大規模化するとともに、80年代後半には先進工業国を中心にマネー・エコノミーの肥大化がバブル現象をともなって進行した。こうしたマネー・エコノミーの進展の下で巨額の資産を保有するようになった機関投資家等は、ファンド・マネージャーを介してその保有資産の国際化をはかっていった。それは、世界的な為替や資本管理の緩和と、金融自由化の進展により、投資家が自らにとって最も有利な市場や通貨をグローバルに選ぶことのできる条件が形成されたからでもあった。その結果、たとえば平均的な英国の年金基金は、今ではその資産の20%を海外で投資しているが、1980年にはわずか6%にすぎなかった¹³⁾。この英国の年金基金にみられるように、各国の投資家による巨額のポートフォリオ投資の国際化が進展した結果、1980年代の国際金融資本市場にあってもその国際金融システムにおいてグローバル化と証券化が著しく進展し、「国際ポートフォリオ投資の時代」が出現した¹⁴⁾。

だが、1980年代の世界経済は、為替や金利等のリスクと変動にたえず悩まされた「リスクと変動の時代」でもあり、投資家によるポートフォリオ投資の国際化は、当然その海外で保有する債券や株式等の価値が表示通貨の変動によって大きく影響を受けることになる。たとえば80年代前半にドル表示の金融資産を保有した国際投資家は、「プラザ合意」後のドル暴落によってその価値が半

13) F. T. 30/Sep.

14) 1980年代の国際金融システムについて、詳しくは拙稿「国際的インバランスの拡大と世界金融資本市場の成立」『愛媛経済論集』第10巻第1号、1990年8月、を参照されたい。

減した。こうした各種のリスクへの対策として、投資家やファンド・マネージャーは80年代後半以降、先物予約等のヘッジを盛んに行うようになった。またそうしたヘッジは、オプションやスワップ、フューチャー等の新たな金融手法を駆使した「派生的金融商品 (derivative)」の出現とその急成長によって、その手段の多様化がもたらされた¹⁵⁾。その結果、国際的投資家によるヘッジは、いまでは外国為替取引において最も急成長をとげている分野となっている。そしてそのことが今回の欧州通貨危機に際しては、市場での銀行ディーラーを介した「弱い通貨」の巨額の売却となって現われたのである。そこでつぎに、シティの日本の銀行や証券関係者等の証言などをもとに、今回のポンド等の通貨危機における国際的投資家とそのヘッジについて、三つのタイプに分けて考察を加えてみたい。

①企業財務担当者

これまでも通貨危機発生たびに、リーズ・アンド・ラッグズ等の手法を用いて実質的に大がかりな投機を行ってきた輸出入に関係する企業は、今回の通貨危機においても、多国籍企業を中心に投機的行動を展開した。海外取引を行う企業の財務担当者は、その保有するポンド等の「弱い通貨」で表示された債権や債務を、リーズ・アンド・ラッグズや各種のヘッジ手段を用いて投機を行った。たとえば銀行関係者の証言では、ある英国の輸入業者は、そのマルク建てでの輸入の決済にそなえて、ポンドの切り下げ予想が市場に流れはじめた6月頃からすでにポンドを売却し、多額のマルクを購入して資金手当てを行っていたことを指摘し、こうした企業の財務担当者によるポンドの売却は、9月14日以降急増し、16日の Black Wednesday にはその頂点に達したと証言する。つまり、13日のリラ切り下げによって加速された今回の大量のポンド売りは、

15) たとえば、わが国の投資信託は新たに90年代に為替リスク対策とコストの抑制を狙って「他通貨ヘッジ」を盛んに用いるようになった。他通貨ヘッジは、たとえば高金利のポンド債券に投資した場合、通常の為替ヘッジではポンドを先物で売却するが、他通貨ヘッジの手法では、ポンドの代わりにポンドよりも低金利であるためヘッジコストの安いマルクを売ってヘッジする。コストの抑制で運用利回りを高めることができるとともに、ポンドとマルクが固定され、対円で連動している限りは為替リスクも回避できることになる。

このような企業の財務担当者によるヘッジやリーズ・アンド・ラグズがその主要な原因の一つであった。

一般に現代の外国為替市場での巨額の取引においては、貿易や直接投資等の実需に裏づけられた取引はわずか5%ほどにすぎず、残りの取引はまったくの投機である、と説明されている。だが、銀行関係者はそうした「5%説」を強く否定する。彼らによれば、1980年代のドル対マルク相場等の激しい変動が企業に多額の損失をもたらした結果、企業による先物予約やそのポジションを守るためのスワップ取引が急増し、主としてヘッジを目的とした企業のそのような為替取引が今では市場での取引の約20%を占めている、と主張する。企業のそうしたヘッジも、当然、投機的性格の強い取引であるが、企業や銀行関係者は、それらの取引を一般の投機と同じようにみなす見解には強く反対している。だが、ヘッジのための先物取引やスワップ取引も、現実にはのちにみるように現代の外国為替市場が大きく構造変化し、一種の「構造的為替投機の世界」¹⁶⁾ となっていることもあって、一般の投機的取引と明確に区別するのが難しいのも事実である。

②年金基金等の機関投資家

わが国の生保や投資信託等に代表されるように、各国の機関投資家は80年代にその保有資産の国際化を進めた結果、多額のエクスポージャーを拡大していった。これらの機関投資家の多くは、「プラザ合意」後のドル暴落によって多額の損失を被ったため、80年代後半には拡大するエクスポージャーに並行してヘッジのための取引にも積極的に取り組んできた。そして今回の欧州通貨危機においても、すでにみたように機関投資家のファンド・マネージャーは、その保有する国際的ポートフォリオをヘッジするために「弱い通貨」の売却を行った¹⁷⁾。ある銀行関係者によれば、有力外為銀行のディーリング・ルームは今で

16) 徳永正二郎『現代外国為替論』有斐閣、1982年、322頁。

17) さきにみた他通貨ヘッジの手法は、今回の欧州通貨危機では為替リスク対策としては不完全であることがわかった。市場の混乱のなかで、日本の投資信託各社は「弱い通貨」の売却によって資産の目減りを最小限にとどめるために必死に取り組んだが、結局、他通貨ヘッジによる損失をカバーしきれなかった。

は数千万ポンドを市場で取引しているが、ある巨大年金基金は、ヘッジを目的として数10億ポンドを動かすこともあり、その結果、今ではこうした機関投資家の行動によって市場の流れが大きく影響を受けている、と指摘している。これらの機関投資家は、一般に長期的な市場の見方をするものの、80年代後半のドル暴落後は通貨価値の変動には敏感になっている。そして市場の動向をみながらたえず巨額のヘッジのための通貨売買を行っており、当然、今回の通貨危機の際にも、そうしたヘッジのための巨額のポンドの売却が市場でのポンド売りの主要な原因の一つとなった。たとえばある銀行関係者は、今回の Black Wednesday において、米国のある巨大基金が、ロンドンをはじめ世界各地の外為市場で1日中巨額のポンドを売りつづけた、と証言している。

③その他一般の投資家

かつての「チューリッヒの小鬼 (Gnomes of Zurich)」と称された通貨投機に多大な関心をもつ投資家達を中心に、為替差益の獲得を狙う投資家は、80年代の為替と金利の激しい変動の下で投機的取引を繰り返してきた。彼らは、80年代後半のドルの急落の下で、ポンドやリラを買ってきた。これらの通貨は、高金利をもたらす上に、E M U構想の進展やインフレ率の収束傾向によってその安全性と対ドル相場の上昇が期待されたからである。ある日本の銀行関係者によれば、1985年から今年の夏頃までに、主として英国の高金利に引かれて400～500億ポンドの短期資金が流れ込んだ、と推測されている。ことに1990年10月のE R M加盟後は、マルクへの固定と低インフレ率予想が強まり、そうした短資流入が促進された、と指摘している。彼の銀行も、この間に急激にポンド投資を増大させたことを認めている。

だが、こうした短期のポンド投資の流れは、今年の夏頃からは本格的に逆流しはじめていた。銀行関係者によれば、まず為替差益に敏感な短資が流出しはじめ、やがて金利差益に関心をもつ資金の流出がそれに続いた、と指摘する。こうしたポンド売りに加え、ヘッジ目的から先物市場での短期投資家のポンド売り予約も急増しはじめた。こうした流れの下で、9月13日のリラ切り下げが実施され、そのため、同じ「弱い通貨」のポンド売りが一層加速された。そし

て「シュレジンガー発言」が市場に伝えられるとともに、これらの短期資金投資家は本格的に投機的行動を取るようになり、大規模なポンド売りを仕掛けた、と銀行関係者は指摘する。彼らによれば、今回のポンド危機の最大の勝利者はこれらの短期資金投資家達であり、インターバンク・ディーラーは彼らの多額のポンド売りの注文を仲介したにすぎない、と主張する。これらの投資家達は、1980年代にポンドを買うことによって高い収益を得てきたが、今回のポンド危機においても、イングランド銀行が市場でポンドを買いつづけた結果、何ら為替差損を発生させずにポンドから逃れることができたのである。

Ⅲ. 外国為替市場の変質と中央銀行

今回のポンド危機によって、イングランド銀行はその保有する外貨準備の約半分を10月16日の Black Wednesday の1日で失った。だがそうした介入も、何らその目的を達することができず、ポンドの大幅切り下げとERMからの離脱に追い込まれてしまった。またそれに先だって、イタリア当局も、リラを守るために保有外貨準備のすべてを介入資金として使用したにもかかわらず、結局、リラの7%切り下げとERMからの離脱を余儀なくされた。フランス当局は、ドイツ連銀の大幅な支援の下で辛くもフランス・フランの危機を脱することができたが、その保有外貨準備の多くを失った。このように、今回の欧州通貨危機においては、その投機資金が巨額であったこともあるが、現在の外国為替市場にあっては各国中央銀行による介入の影響力が著しく低下したことを示している。こうした各国における中央銀行の市場への介入の効果の激減は、今後の当局の為替市場政策に重要な課題を提起したといえよう。

1973年の変動相場制への移行後、80年代の中頃までは中央銀行の市場への介入は、市場の混乱を防止するうえで大きな力を発揮することができた。たとえば1985年9月末の「プラザ合意」による各国中央銀行の協調介入は、過大評価されてきた基軸通貨ドルを市場での混乱を回避しつつ大幅に切り下げること成功した。だが、80年代のマネー・エコノミーの異常な拡大は、現代の外為市

場にも構造的な変化をもたらした¹⁸⁾。かつての外為市場は、商銀のディーラーによって支配されてきた。彼らは短期のポジションの下で、為替や金利の裁定取引による利益の追求を行っており、これらの商銀ディーラーが投機的行動にでても、中央銀行は介入やオーバーナイトの金利操作で自国通貨を守ることに成功してきた。しかし、80年代後半以降の外為市場においては、バブル現象をともないつつ異常な拡大をとげたマネー・エコノミーの肥大化の下で、巨額の金融資産を保有するようになった年金基金や投資信託・生保等の機関投資家を中心とした国際的投資家達が、かつての商銀ディーラーに代って市場の「主役」になっている。これらの国際的投資家は、短期のポジションの下で行動した商銀ディーラーとは異なり、長期のポジションを取るのが一般的となっている。しかも今では銀行保有規模に匹敵するほどの短期資産をも保有しており、通貨変動の際には、保有する長・短期の巨額の資金を市場でヘッジ等の複雑な操作を展開することによって、資産価値の防衛と差益の獲得を狙った投機的行動を行っている。市場関係者の多くは、今回のボンドとリラの切り下げは、そうした国際的投資家の攻撃的なアプローチと、市場でのヘッジを中心とした特殊な対応によって説明できる、と指摘している。つまり、当局等のガイドラインの下での商銀ディーラーのいわば単純な行動に対して、国際投資家とそのファンド・マネージャーは、攻撃的であり、しかも豊富な資金をもとにその各自の資産構成等に対応した独自の複雑な行動をとっている。国際的投資家のそうした行動については、市場関係者以外には、殆ど知られていないのが現状である。

9月下旬のイングランド銀行の報告¹⁹⁾によれば、ロンドン外国為替市場の銀行間取引は、1989年に比べ9%減少したのに対し、投資信託や他の金融機関の比率はむしろ増加した。また同時期の先物市場取引は12%増加したにもかかわらず、直物市場取引は14%も減少している。こうした市場構造の変化は、市場の「主役」が商銀ディーラーから国際的投資家に移っていることを示している。

18) 現代の外国為替市場の構造とそこでの投機的取引については、吉本佳生「外国為替市場の市場構造と為替レート変動」国際経済学会編『国際経済』第43号、1992年、が興味深い分析を行っている。

19) F. T. 26/Sep.

ところでこうした外国為替市場の急激な構造変化は、市場を統括する中央銀行等の当局に対してもつぎのような課題を投げかけるとともに、新たな為替市場政策の形成を促しているように思われる。

まず第1に、今回の欧州通貨危機に示されたように、最近の通貨ヘッジの規模は中央銀行保有準備に匹敵するほどの資本移動を生じさせており、そのため当局の介入効果が殆ど減殺されている。IMFの報告²⁰⁾では、今年の6月現在でG7の各国は合計約3,500億ドルの準備を保有していた。だが、ロンドンの有力投資信託のファンド・マネージャーは、彼の銀行はBlack Wednesday後の1週間で、市場で規則的に資産をヘッジするために250億ドルの資金を動かしたことを認めるとともに、「忙しい日にはわれわれの取引は15～30億ドルに達している。10の他のロンドンの銀行もほぼ同じくらいの資金を動かしている。したがって、最近の1週間で中央銀行がいかに巨額のボンド等の売りと戦っているかがわかるであろう」²¹⁾と語っている。

また第2に、商銀等の銀行ディーラーと異なり、ファンド・マネージャーは長期のポジションをとるため、中央銀行がその保有準備でもって対抗することが著しく困難となっている。銀行ディーラーは短期の取引をし、下落の予想される通貨を売り、切り下げ後に買い戻し差益を稼ぐ。こうした短期の投機取引に対しては、中央銀行はオーバーナイトの金利の引き上げや売却の対象とされている通貨を買うことで相場を上昇させ、大きな影響力を行使することができた。だが国際的投資家やファンド・マネージャーは、短期の差益を稼ぐよりもリスク管理により強い関心をもっている。市場関係者によれば、Black Wednesday 前後に銀行ディーラーが厳しいガイドラインの下でボンドの短期売買による差益を狙っていた際にも、ファンド・マネージャーはもっぱら市場でボンドの長期売却に取り組んでいた。こうしたヘッジ等のための長期取引に対して、当局が従来の介入方法等でその目的を達することはさきわめて難しいことを中央銀行関係者も認めている。

20) *International Financial Statistics*, September 1992.

21) F. T. 30/Sep.

第3に、為替リスク対策等から80年代に急成長をとげたオプションや先物取引などのヘッジ手段が、新たな資本移動を促進している。また、新しく登場した派生的商品 (derivative) の多くも、ファンド・マネージャーの長期投資によるポジションを通貨価値の変動から守ることができるため、急成長をとげている。これらの取引によって、国際的投資家やファンド・マネージャーは銀行等に少額のプレミアムを与えることにより、保有する巨額の資産を通貨価値の変動から守っている。たとえば今回の債券危機に際して、市場関係者によれば、ファンド・マネージャーの多くがすでに Black Wednesday 以前に債券の切り下げを予想し、銀行等から ERM の下限以下の行使価格 (exercise price) ——たとえば DM2.70——で債券売りのオプションを買っていた。9月16日にイングランド銀行が16時の市場取引終了後、ERM の下限を守るための市場での介入を止めた後に、債券が予想以上に急落した原因の一つは、介入停止によって債券が ERM の下限を割り込み、そうしたオプションの行使価格に下落したため、オプションを売っていた各銀行がその日のニューヨークや翌日の東京市場等で一斉に債券を売却し、自らの損失が発生するのを回避したためである。こうしたオプション契約にもとづく銀行の巨額の債券売りが、ロンドン市場の取引終了にともなう当局の介入停止後に行われたため、債券の下落が一層加速される結果をもたらしたのである。

以上のように、現在の外国為替市場が巨額の資金を動かす国際的投資家とファンド・マネージャーの活動によって大きく影響を受けるようになったため、そこでの当局の対応が著しく困難化している。リラを守るために保有準備のすべてを失ったイタリア当局や、Black Wednesday の1日で保有準備の半分を失ったイギリス当局にみられるように、現在の巨額化し取引期間の長期化した投機的資金の動きに対して、いまでは各国の中央銀行の保有準備がまったく不十分であるばかりでなく、その市場への介入方法等も根本的な修正を迫られているのである²²⁾。

22) イングランド銀行は、今回の債券危機における対応の失敗と、さきの BCCI (Bank of Credit and Commerce International) 事件をめぐる対応の仕方をめぐって、英国の議員や報道機関から厳しい批判がなされ、またその組織の改革の必要性が盛んに主張されている。(F. T. 28/Oct.)

むすびに代えて

昨年12月にオランダのマーストリヒトでE C 12カ国首脳が経済と金融の統合を目ざして締結した条約——一般にはマーストリヒト条約と称されているが、正式の名称は“Treaty on European Union — Maastricht 1992”である。——は、デンマークの批准失敗にもかかわらずフランスの国民投票の賛成によって辛くも救われた。だが、Black Wednesday とポンドのE R M離脱によって、E Cの主要国である英国における統合への熱気は完全に失われてしまった。その後の英国の議会の動きは、与党保守党内の厳しい対立にみられるように、今年中に条約を承認することはまったく不可能であることを示している。

また、一度、明らかに英国やイタリア等の「弱い通貨」の国と、ドイツやフランス、ベネルックス諸国等の「強い通貨」の国とを区別した「二段階方式 (two-speed union)」による統合案がE Cのドロール (J. Delors) 委員長らから提案されたが、独・仏首脳の協議の結果、一応否定された。だが、英国の現状からみてそのE R Mへの早期復帰は政治的にも経済的にも困難であるように思われる。しかし英国とイタリアのE R Mへの早期復帰は、E Cの通貨・金融統合を予定通り進めるためには不可欠の条件であり、したがってE Cの統合問題は通貨・金融面でいまや大きな暗礁に乗り上げた状態にある。

しかしながらマーストリヒト条約によってその目標が設定されたE Cの通貨・金融統合は、20世紀前半に2度の悲惨な世界大戦を経験したヨーロッパにとっては、世紀末の平和な時代を象徴する壮大な試みでもあった。そしてE C 12カ国の通貨・金融統合と、またその政治統合の実現は、21世紀の世界の政治経済体制とそこでの国際通貨制度を考える際にきわめて重要なモデルを提供するはずであった。したがってBlack Wednesday の発生は、そうした世界の将来に対しても重大な影響をもたらしかねない暗い事件であったといえよう。

(1992年11月18日)