

バブル経済の崩壊と国際資本移動の変質

——ジャパンマネーの収縮とアメリカンマネーの台頭——

安 倍 惇

は じ め に

1985年9月の「プラザ合意」後における世界的なバブル経済発生の下で、日本の機関投資家や財テク企業等の投資資金である「ジャパンマネー」が国際金融・資本市場を席卷した。だが1990年代に入ってバブルがはじけ、その結果国際資本移動も大きく変容を遂げた。そこでは、1985年以来純債務国に転落した米国の投資資金(=「アメリカンマネー」)が、バブル経済の崩壊によって収縮したジャパンマネーに代わって急速に台頭し、国際金融・資本市場で主導的地位を占めるようになってきた。

ところで1970年代の産油国のオイルマネーや1980年代のジャパンマネーは、いずれも巨額の国際的インバランス発生下における経常黒字の国際的な還流としての性格をもっていた。それらの経常黒字の多くは、ニューヨーク等の伝統的市場や、さらに現代の国際的過剰資金の集散地でもある「新しい国際金融市場」であるユーロ市場を介して、各種の証券投資や国際貸付、さらに経常赤字国に対するファイナンス資金などに使用された。だがバブル崩壊後に台頭してきたアメリカンマネーは、世界最大の純債務国であり経常赤字国=資本不足国である米国からの投資資金の流出であり、本質的にもこれまでの経常黒字の還流とは性格を大きく異にしている。また、その投資にあたって、短期のキャピタルゲイン志向が強く、従来の経常黒字国の長期のプレースをしいた国際投資パターンとはかなり異なったものとなっている。したがって90年代に入って

こうした債務国＝赤字国を基軸とした新たな国際資本移動の出現は、たんにバブル経済崩壊後の資本移動の変化の問題としてだけでなく、またそうした資本移動を可能にする現代の国際通貨・金融システムの在り方にたいしても多くの問題を投げかけているように思われる。

以下の小論においては、80年代後半から90年代初めにかけての国際資本移動の変質を、そこでの世界的な経常収支構造および資金循環構造の変化に伴って生じた世界的なバブル経済の発生と崩壊に着目して考察する。まずはじめにバブルの発生と崩壊過程において顕著に見られたジャパンマネーの発生とその収縮を取り上げ、さらに90年代に入ってバブル崩壊後に急速に台頭したアメリカンマネーの性格とその問題点を、現代の国際通貨・金融システムとの関係をも含めて詳しく考察することにした。

I. 世界的バブル経済の発生とジャパンマネーの奔流——1980年代後半の国際資本移動

(1) 80年代後半の世界経済と資金循環

1. プラザ合意後の三大工業国を中心とした国際的インバランスの拡大

80年代の世界経済は、パクス・アメリカナの崩壊期にあるとはいえ、依然として世界のG N Pの約1/4を占めるアメリカ経済の動向に規定されて展開されたといつてよい。そしてそのアメリカ経済は、70年代後半のスタグフレーションの下での「みじめな経済パフォーマンス」¹⁾からの脱却を掲げた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。

マネーサプライの抑制によってインフレの克服をめざすマネタリストと、減税による投資拡大＝生産性引き上げを主張するサプライサイダーの組み合わせ

1) 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。

からなる反ケインズ主義的政策体系であったレーガノミックスは、「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」²⁾であった。だが、「経済政策の国際的連環を殆ん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」³⁾として形成されたレーガノミックスは、たんにアメリカ経済に対してのみならず、世界経済全体に対しても重大なインパクトをもたらした⁴⁾。

まずマネタリストの反インフレ政策は、その通貨供給量の厳しい抑制によって金利の急上昇をもたらした。しかも他方において減税政策の下で軍事支出の急拡大がはかられたため、財政赤字が急増し、それをファイナンスするためのTB等の財務省証券の大量発行が行われた。こうした財政赤字ファイナンスは、金融市場において「クラウディング・アウト」を発生させ、金利をさらに上昇させた。インフレの沈静化のもとでの金利急上昇によって、アメリカと日本や旧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みドル相場を上昇させた。その結果、ドルの過大評価がなされ、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。

また、減税による貯蓄および投資の増加を企図したサプライサイダーの政策は、70年代のインフレ進行下での債務者利得体験によって「借金依存体質」を強めた家計部門にあっては、減税による可処分所得の増加が貯蓄や投資に回らず、もっぱら消費に向けられたため、その目的を達することはできなかった。しかもドル高による輸入物価の下落が消費をさらに刺激したため、いっそう「過剰消費体質」が強まり、貿易赤字も急拡大していった。

こうしたレーガノミックスによる高金利やドル過大評価および「過剰消費＝

2) 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。

3) 邦訳前掲書, 22頁。

4) 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—レーガノミックスと国際金融市場—」『愛媛経済論集』第10巻第1号, 1990年8月, 3～14頁, を参照されたい。

借金依存体質」の強まりは、巨額の「双子の赤字」を発生させるとともに、逆に対米輸出拡大によって日本と旧西ドイツにおける経常黒字を拡大させた。三大工業国間を中心とした著しいインバランスの発生は、85年にはついに基軸国際通貨国アメリカの純債務国への転落をもたらし、82年夏以来の途上国のデフォルトの危機発生もあって不安定性を増した世界経済をさらに一層深刻化させた。

純債務国への転落によって危機感を強めそれまでの「ビナイン・ニグレクト」政策を改めたアメリカの主導の下で、1985年9月末にG5諸国による「プラザ合意」がなされた。高金利とドル高が輸出停滞と輸入急増をもたらしためアメリカが純債務国に転落した、との認識の下に、G5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修正を図ったのである。だが、「プラザ合意」後のドルの急激な下落にもかかわらず、アメリカの貿易赤字は縮小せず、むしろ「Jカーブ効果」や「逆Jカーブ効果」もあって三大工業国間を中心に国際間のインバランスは拡大した（第1表参照）。たとえば85年から87年にかけてドルは円にたいして255円から138円へと急落したも

第1表 世界の経常収支

年	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
全 世 界	△74.0	△60.0	△37.0	△53.0	△86.0	△127.0	△108.0	△109.0	△87.0
工 業 国	△62.0	△30.0	△60.0	△54.8	△80.0	△113.0	△20.0	△32.0	△11.8
アメリカ	△121.7	△147.5	△163.5	△126.7	△101.1	△90.4	△3.7	△56.1	△109.2
そ の 他	59.7	117.5	103.5	71.9	21.1	△22.6	△16.3	24.1	121.0
(日 本)	49.2	85.8	87.0	79.6	57.2	35.8	72.9	118.9	131.4
(ドイツ)	16.4	39.5	45.9	50.6	57.4	47.1	△19.8	△25.8	△21.3
発展途上国	△20.0	△39.0	5.0	△13.0	△12.0	1.0	△82.0	△67.0	△99.0
(O P E C)	2.0	△28.0	△6.0	△15.0	△1.0	18.0	△48.0	△31.0	△25.0
(N I E s)	9.0	22.0	31.0	28.0	24.0	14.0	10.0	10.0	12.0
旧ソ連等	8.6	10.0	21.0	15.1	4.0	△20.1	△8.9	△19.0	△8.0

(注) 旧ソ連等にはCIS（独立国家共同体）諸国および東欧諸国を含む。

(出所) OECD "Economic Outlook" 各号より作成

の、アメリカの貿易赤字は1,222億ドルから1,596億ドルへと30.6%増加し、逆に日本の貿易黒字は560億ドルから870億ドルへと55.4%拡大した (U. S. Department of Commerce, "Survey of Current Business" June 1988. および日本銀行『国際収支統計月報』1988年12月号参照)。つまり為替レート調整による国際的インバランスの是正は短期的には難しいことがわかったため、あらためて1987年2月にG7諸国による「ルーブル合意」がなされた。そこでは為替面のみでなく金利等も含めた経済政策全般についても緊密に協調を図ることが合意された。もっとも87年10月に、自国への国際的資金の還流を図るために金利引き下げを求めたアメリカの要求を旧西ドイツ当局が拒否したことを契機に、ニューヨーク株式市場を中心に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、国際的なマクロ協調政策の有効性や一向に改善されないアメリカの「双子の赤字」、および拡大傾向を続ける国際的インバランス等にたいする市場の強い不信感の表明であった。

2. 世界的バブル経済の発生と資金循環構造の変質

87年10月の「ブラック・マンデー」の発生は、国際金融・資本市場の世界的な危機でもあったが、その危機を打開するにあたって最大の役割を果たしたのが日本からの巨額の投資資金＝ジャパンマネーであった。「プラザ合意」後の相次ぐ公定歩合引き下げによる史上最低水準の金利と、円高にもかかわらず急拡大する経常黒字を背景とした「カネ余り現象」のもとで、企業や銀行および機関投資家等に発生した過剰資金でもあったジャパンマネーが、直ちにニューヨーク等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。

80年代後半にはこのジャパンマネーに象徴されるように世界的な「カネ余り現象」が生じるとともに、世界経済の「マネー・エコノミー」化や国際金融で

の「カジノ」化が一層進展し、各国でバブルが発生した⁵⁾。こうした世界的な「カネ余り」＝過剰資金の発生とバブル経済出現の国際的背景としては、IMF体制崩壊後、「ドル本位制」として運営されてきた現在の国際通貨制度のドル過剰流出への歯止めの欠落が最大の要因であるが、80年代後半にはさらに「プラザ合意」後の世界の経常収支構造におけるインバランスの拡大と、それをファイナンスするための国際的な金融緩和を基調とした政策協調が指摘されるべきであろう。

すでにみたように「プラザ合意」後のドル急落にもかかわらず、過剰消費＝借金依存体質の強い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。そのためこうした巨額の経常赤字対策およびさらに円滑な対米赤字をファイナンスするための金利政策などの先進諸国による様々な協調体制がとられた。ことに対米輸出を中心に貿易黒字を拡大する日本に対しては、内需拡大による輸入促進策とともに、世界最大の債権国として低利の資金供給が強く要請された。また日本にとっても、急激に進行する円高とそれにとまなう不況対策としても金利引き下げが有効との判断の下に、86年1月からは公定歩合が相次いで引き下げられ、87年2月にはついに2.5%といった史上最低の金利水準となった。この史上最低の公定歩合は、その後の景気回復にもかかわらず89年5月まで据え置かれバブル発生最大の原因となった。当局は金利据え置き理由として、円高＝ドル安によって石油などの国際商品の輸入価格が下落し一般物価が安定していたこととともに、円滑な対米ファイナンス等のための国際金融協力の必要性を強調した。

こうした金融緩和・超低金利のもとで、大企業はワラント付転換社債等の発行によるエクイティ・ファイナンスを急拡大させ、調達した資金を設備投資以外に株式等の購入など内外での「財テク」にも盛んに利用したため、株価が急上昇してしまった。また、大企業といった従来からの投資先を失った銀行は、

5) 国際金融の「カジノ」化については、S. ストレンジが詳細に分析している (Susun Strange, *Casino Capitalism*, 1986, 小林襄治訳『カジノ資本主義』岩波書店, 1988年)。

投機的資金の流入によって値上がり傾向にあった不動産関連融資を急拡大させていったため、地価の上昇が首都圏からさらに全国的に波及していった。一般に、バブルとは、「資産価格がファンダメンタルズから大幅に乖離して上昇すること」であるが、80年代後半のこうした株価や地価などの資産価格の急上昇とまたそこでの企業や家計等の価格上昇期待こそ、まさにバブルの発生にほかならない⁶⁾。

ところで80年代後半にバブルが発生したのは、日本だけではなかった。イギリスやスウェーデン・フランスなどの西欧諸国や、また「ブラック・マンデー」以前のアメリカでも不動産や株式価格の急上昇が生じた。それらの諸国にあっては、いずれも金融緩和の下での銀行などの金融機関の積極的な融資姿勢がバブル発生的有力な原因となった。

こうした金融機関の融資姿勢の積極化は、70年代末以来アメリカの主導の下に進められてきた世界的な金融自由化の進展とともに、80年代に世界の三大金融市場におけるユーロ市場の設立を中心に急激に進展した「金融のグローバル化」および「金融の証券化」のもとでの各種金融機関の激しい競争がその背景をなしていた。国際的インバランスの発生とその拡大の下で、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——それまでのローンに代わる国際ポートフォリオ投資が主たる形態をなすシステム——によって国際的にファイナンスすることが80年代の国際資本移動の課題⁷⁾であったが、世界各国の金融機関は、積極的にそこでの競争に参加していった。ことに「金融自由化」を背景に80年代後半の日本の金融機関は、以下で詳しくみるようにその「国際化」のもとに国際金融・資本市場に積極的に参加し、世界的なバブル経済発生において主要な役割を担った。

6) 80年代後半の日本におけるバブルの発生とその崩壊過程についてはすでに多くの研究がなされているが、経済企画庁も『平成5年版・経済白書』113～203頁において詳細な分析を行っている。

7) 前掲拙稿「国際的インバランスの拡大と世界金融資本市場の成立」15～7頁を参照されたい。

(2) ジャパンマネーの奔流＝世界最大の債権国日本の「世界の銀行」化

1. ジャパンマネーの源泉……巨額の経常黒字と長・短期資金の取り入れ

80年代後半の国際的な資金フローを主導したジャパンマネーの主たる源泉としては、①「プラザ合意」後の急激な円高の下でのJカーブ効果等により生じた大幅な経常黒字（黒字のピークは86年度の941億ドルで、GNPの4.4%に達した）、②大企業等の非為替銀行部門がインパクトローンの導入や国際債の発行などによって調達した資金、③為替銀行部門がその海外支店や、インターバンク市場経由で取り入れた資金、などがあげられる。

ジャパンマネーの最大の源泉は、言うまでもなく87年以降は縮小傾向を示したものの、日本経済の強い国際競争力の反映である貿易＝経常収支の黒字であった。85年以降の大幅な円高の進行にもかかわらず、日本からの輸出は増加を続けた。90年代に入っても依然として続いている輸出金額の増加は、主として円高による輸出価格の上昇と輸出品目の高付加価値化、およびNIEsやASEAN・中国等の東アジアへの輸出の急増によってもたらされた⁸⁾。他方、輸入も、バブル経済の発生にともなって87年度以降輸入数量は急増した。しかし、ドル安と石油等の国際商品価格の低迷などにともなう輸入価格の下落もあって、輸入数量の増加ほどには輸入金額自体は増加しなかった。その結果、貿易黒字の縮小は徐々にしか進まなかった。だが海外旅行の急増などによる貿易外収支の赤字急増もあって、87年度から90年度にかけて経常黒字は大幅に減少し、90年度には86年度の約1/3の337億ドルにまで減少した。

また、円高とバブル経済の発生による株価の急上昇を背景に、大企業等は「財テク」などのためにインパクトローンの導入やエクイティ関連等の国際債の発行などによって国際金融・資本市場から大量に資金を調達した。例えば1989年には、国際資本市場における国際債の発行総額2,557億ドルのうち、日本が975億ドルでその38.1%を占める⁹⁾など多額の資金調達を行ったが、こうして海外

8) 『平成5年版・経済白書』210および211・247頁参照。

9) OECD, *Financial Market Trends*, February 1994, p. 54.

で調達した資金のかなりの部分が、ジャパンマネーとして再び海外での直接投資や証券投資により流出していった。

さらに為替銀行も、自行の海外支店やインターバンク市場を介して海外銀行等から巨額の短期資金を取り寄せた。1986年度には734億ドルにものぼる短期資金が金融勘定の為替銀行部門を通じて流入したが、これらの資金の多くは同年度の長期資本収支の赤字1,447億ドルにみられるように直接投資(152億ドル)や証券投資(1,101億ドル)などによって海外に流出していった¹⁰⁾。

このように80年代後半には海外から経常黒字や企業および銀行などの長・短期資金の取り入れといった三つの主要な源泉から巨額の資金が流入した。そしてこれらの資金が、つぎにみるようにジャパンマネーとして北米を中心とした直接投資や国際資本市場等での証券投資によって還流していったのである。

2. ジャパンマネーと「短期借・長期貸」構造の実態

各種の金融機関のなかで、銀行固有の機能は、その本来業務である預金と貸付を通じた「短期借・長期貸」による信用創造機能にあるとされている。19世紀の世界市場を支配したイギリスは、自らの巨額の経常黒字に加え、国際金融市場ロンドンに世界各国から様々な資金を集め(=ロンドン・バランスの形成)、それらの資金を積極的に海外に投資し、「世界の銀行」として「短期借・長期貸」構造を形成した。80年代後半の日本も、かつてのイギリスと同様に巨額の経常黒字に加えて、さきにみたようにさまざまな長・短期資金を積極的に海外から取り入れ、それらの資金を機関投資家や財テク企業等による海外での証券や不動産等の購入などによって投資し、国際貸借面においては「短期借・長期貸」構造を形成した。

85～90年の日本の内外資金フローを国際収支表により確認するならば、経常収支の黒字幅(年平均で658億ドル、以下同じ)を大きく上回る巨額の長期資本の流出(994億ドル)が続いたため、その差額(336億ドル)を短期資本の流

10) 日本銀行国際局『国際収支統計月報』1987年12月号参照。

入 (139億ドル) と為銀部門等の金融勘定の黒字=借り入れ (260億ドル) によってファイナンスする、といった構造にあったことがわかる (第2表参照。但し誤差脱漏があるため収支はゼロとならない)。つまりこの間の日本は「世界の銀行」として、明らかに「短期借・長期貸」構造を形成していた。

だが80年代後半の「世界の銀行」=日本は、ジャパンマネーの奔流といった華やかさにもかかわらず、その資金フローの実態とそこでの通貨面をみるならば、まさに「バブル時代の世界の銀行」であり、かつてのイギリスの場合とはその内容を大きく異にしていた。

まず80年代後半の内外資金フローにあっては、長・短期資金の流出と流入にまたがって計上される「両建て取引」が増加し、その結果本来の資金フローが増幅されていたことが指摘されている (平成5年版『経済白書』227~30ページ参照)。80年代後半の両建て取引には、①国内主体間の取引が海外市場で行

第2表 国際収支の推移

(単位 億ドル、△は赤字または資金の流出超)

	〈経常収支〉			〈長期資本収支〉			〈その他の収支項目〉				
		うち 貿易収支		うち対内外 証券投資	うち対外 直接投資	うち 対外借款	〈i + ii〉	短期収支資金 〈i〉	金融勘定 〈ii〉	うち為銀部門	
1980年	△107	21	23	94	△ 24	△ 26	115	31	84	131	
81	48	200 △	97	44	△ 49	△ 51	44	23	21	64	
82	69	181 △	150	21	△ 45	△ 79	34	△ 16	50	0	
83	208	315 △	177	△ 19	△ 36	△ 84	△ 52	0	△ 52	△ 36	
84	350	443 △	497	△ 236	△ 60	△119	109	△ 43	152	176	
85	492	560 △	645	△ 430	△ 65	△104	114	△ 9	123	109	
86	858	928 △	1,315	△1,014	△145	△ 93	432	△ 16	448	585	
87	870	964 △	1,365	△ 938	△195	△162	534	239	295	718	
88	796	950 △	1,309	△ 667	△342	△152	485	195	290	444	
89	572	769 △	892	△ 280	△441	△225	541	208	333	86	
90	358	635 △	436	△ 50	△480	△222	287	215	72	△136	
91	729	1,030	371	410	△307	△131	△1,022	△258	△764	△934	
92	1,176	1,323 △	285	△ 262	△172	△ 76	△ 786	△ 70	△716	△730	
93	1,314	1,415 △	783	△ 627	△137	△ 82	△ 529	△145	△384	△150	

(注) 海外との資本の流出入関係がみやすいように、公表ベースの国際収支統計を組み替えて作成。「その他の収支項目」とは、短期資本収支÷金融勘定を表し、金融勘定における符号は公表計数と逆転している (本表上金融勘定の△は対外支払ポジションの好転 (資産の増加および負債の減少) を示す)。

(資料) 日本銀行「国際収支統計月報」

(出所) 「日本銀行月報」1994年5月号

われ、その結果資本流出と資本流入が両建てで計上される「循環型取引」と、②長期資本流出と短期資本流入がセットで行われる「外・外型取引」の二種類が存在した。「循環型取引」は、主として当局の規制の強い国内市場を避ける目的で行われた。それには、株価の強い上昇期待のもとでエクイティ関連外債を中心とした企業の海外での外債発行（資本流入）と日本の投資家によるそれらの外債購入（資本流出）によるものと、旺盛な資金需要を背景に主として為銀の本支店間を中心に行われたユーロ円インパクトローンの取り入れによるものがあった。ユーロ円インパクトローンの取り入れ（資本流入）先の多くは為銀の東南アジアの支店であったが、その原資は主として本店からの送金（資本流出）であり、したがって実質的には制約の多い国内金融取引の海外支店を利用した迂回取引であった。

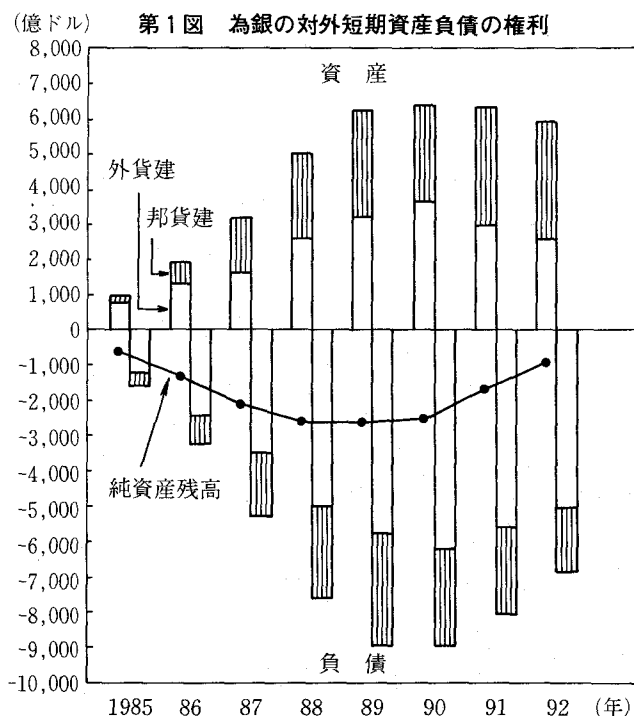
また「外・外型取引」は、主として当時のドルの長短金利差の拡大を背景に行われた為銀を中心としたユーロ・ダラー預金取り入れ（金融勘定での資金の流入）と、米国債等のドル建て長期債券への投資（長期資本の流出）によるものであった。こうしたドル建てでの長期・短期取引の組み合わせによって、為銀は持高の発生を回避しつつ金利差益を獲得することができた。

こうした両建て取引が盛んに行われたため、80年代後半の資金フローはより一層増幅されたものとなり、そのため日本から海外への資本投資としてのジャパンマネーの流出も過大に評価される結果となった¹¹⁾。

さらに「世界の銀行」としての日本の国際資本取引について、その通貨面を見るならば、かつてのイギリスが自国通貨のポンド建てで行ったのとは異なり、日本は円建てではなくもっぱらドルを中心とした外貨建てで行ったことがわかる。1980年代になって世界的な金融自由化を背景に、外為法改正や日米円ドル委員会でのアメリカからの強い要求などもあって円の国際化が大きく進展し、

11) 中尾茂夫氏は、80年代における日本の銀行等金融機関の株式等の「含み益」依存経営とともに、こうした両建て取引にともなう海外短期資金への大幅な依存の実態を重視してそれを「又貸し」として強調し、それにともなうジャパンマネーの脆弱性を指摘されている（中尾茂夫『ジャパンマネーの内幕』岩波書店、1991年）

輸出の円建て比率や外国通貨当局の準備資産に占める円の比率は上昇していった。だが、資本取引面においては、ユーロ円取引の増加はあったものの、「円投型」の投資が85年以降の急激な円高によって巨額の評価損を発生させたり、また為替市場での圧倒的な為替媒介通貨ドルの有利性などもあって、大幅なドルへの依存が続いた。例えば85年以降の為銀の短期対外ポジションについてみるならば、貿易や資本取引の急増を反映して為銀の資産・負債とも急激に増加していったものの、85～89年平均で資産989億ドルのうち主としてドルからなる外貨が51%を占め、また負債1,378億ドルのうち67%を外貨が占めた（第1図参照）。「為銀主義」の日本では、外為業務は為銀が独占しているため、国際取引は全て為銀を介して決済されるが、国際取引の増加にもかかわらず為銀の



(出所) 『平成5年版・経済白書』

短期対外ポジションにおけるドルを中心とした外貨への依存は、金融面では「短期借・長期貸」構造を形成して一応「世界の銀行」としての役割を担った日本の国際通貨面での脆弱性を端的に示しているといえよう。

Ⅱ. バブル経済の崩壊とアメリカンマネーの台頭——1990年代初めの国際資本移動

(1) 90年代初めの世界経済と資金循環

1. バブル経済の崩壊と世界不況の発生＝「マネー・エコノミー」の蹉跌

80年代後半には世界的な「カネ余り現象」のもとで世界経済の「マネー・エコノミー」化が進展するとともに、多くの国においてバブルが発生した。だが90年代に入って世界的に金融環境が大きく変化し本格的に金利が上昇するとともに、バブルは崩壊していった。

80年代初めの「レーガン不況」のあとのアメリカでは、レーガノミックスの展開の下での異常な消費拡大を背景に好景気が続き、株価や不動産価格の急上昇（バブルの発生）が見られたが、1987年10月19日の株式市場最大の株価暴落（「ブラック・マンデー」）によってバブルがはじけた。その後はジャパンマネーの流入などによって恐慌の発生は一応回避できたものの、長引く景気後退の下で株価や不動産価格は低迷した。そして不良債権の急増のもとで貯蓄貸付組合（S & L）の相次ぐ倒産やジャンク・ボンド市場最大手のドレクセル・バーナム・ランベール社の倒産（1990年2月）などにみられるように金融機関等の経営を圧迫していった¹²⁾。

「ブラック・マンデー」後も依然として株価や地価が高い上昇率を維持し続けた日本でも、89年5月に景気過熱によるインフレ発生への懸念から9年ぶりに公定歩合が引き上げられてからは、それまでの資産価格値上がり期待を背景

12) 「ブラック・マンデー」およびジャンク・ボンドについて、詳しくは Tin Metz, *Black Monday - The Catastrophe of October 19, 1987 -*, 1988. および Glenn Yago, *Junk Bond - How High Yield Securities Restructured Corporate America -*, 1991. を参照されたい。

とした投機的需要（バブル）も急速に剥落していった。5月の公定歩合引き上げ後も株価は年末まで上昇を続けたが、それに対し当局は「バブル潰し」のため89年10月・12月および90年3月と繰り返し公定歩合を引き上げて「プラザ合意」以前の水準にまで戻したため、90年に入って株価は急落した。しかも90年に入ってアメリカやドイツで長期金利が上昇しはじめたため、日本の長期金利も上昇傾向を示すようになり、株価の下落を一層促進した。また、地価についても、87年以降に導入された様々な投機的な土地取引に対する抑制策にもかかわらず全国的な値上がり傾向が続いた。だが、金融引き締め効果などによって90年半ば以降は取引も減少に向かうとともに、91年以降は大都市圏から本格的に地価が下落に転じた。したがって90年代に入って、それまでの資産価格上昇期待を背景としたバブルがはじけるとともに、その後は深刻な「バブル崩壊不況」を長期にわたって経験することとなった。

アメリカや日本だけでなく80年代後半にバブルが発生したイギリス等の西欧諸国でも、ドイツ金利の上昇とともに90年代に入って各国でバブル経済が崩壊し、その後は深刻な不況と二度にわたる激しい通貨危機に襲われた¹³⁾。これらのバブルの崩壊した諸国では、通常の景気後退に加えてバブル期とは逆の資産デフレが生じたため、不況がさらに深刻化した。例えば日本では、バブル期に勞せずして資産を増やした企業や家計は、同時に負債をも増やしながら株式や不動産投資等を行ったが、その結果、バブルの崩壊による資産価格の下落によって多額の負債だけが残るといったバランスシートの悪化に直面した。つまり、「バブルの崩壊と循環的な景気のメカニズムとが、相互に分かちがたく一体となって景気後退を深刻化させた」（『平成5年版・経済白書』102頁）のである。こうした日本をその典型とする世界的な「バブル崩壊不況」の発生は、80年代に急速に進展した世界経済の「マネー・エコノミー」化に冷水を浴びせるとともに、つぎにみるように日本の対外資金還流形態の激変や世界的な超低金利を背景とした投機的金融取引の急増をもたらすことによって世界の資金フローに

13) 拙稿「欧州通貨危機と経済・通貨統合問題」愛媛大学法文学部論集『経済学』第28号、1994年9月、を参照されたい。

たいしても多大なインパクトをあたえた。

2. ジャパンマネーの収縮と金融派生商品（デリバティブ）取引の急増 ——バブル崩壊後の世界の資金循環と金融市場の変化

90年代に入って「バブル崩壊不況」が深刻化する下で、80年代後半のバブルの時代に減少傾向にあった日本の経常黒字は再び急拡大していった。86年度の941億ドルをピークに、円高による輸出削減効果やバブル発生などによる内需拡大等によって減り続けた経常黒字は、90年度には337億ドルにまで減少した。だがその後も円高が続いたにもかかわらず、「バブル崩壊不況」発生に伴う輸入の低迷と、高付加価値化や価格引き上げ等による輸出の増加によって貿易黒字が拡大し、その結果93年度の経常黒字は1,300億ドルに達した¹⁴⁾。他方、日本よりも早く不況に陥ったアメリカでは、実質金利がゼロとなるほどの超低金利政策が採られるなどの不況対策によって景気の回復も早く、92年後半からは個人消費や設備投資が本格的に拡大傾向を示した。そのため91年には738億ドルまで縮小していた貿易赤字が急増しはじめ、93年には1,325億ドルに拡大するとともに、経常赤字も1,092億ドルまで拡大した（U. S. Department of Commerce, "Survey of Current Business" June 1994. 参照）。また、EU諸国など多くの国も、不況により赤字幅は減少傾向にあるものの依然として経常赤字が続いている。

ところでこうした世界の経済収支構造とそこに生じる不均衡が、本来は世界の資金循環構造を規定することになる。つまり国際金融システムの最大の役割は、経常黒字国（＝資本過剰国）から経常赤字国（＝資本不足国）への円滑な資金の還流にある。もっとも「リスクと変動の時代」であった80年代に、アメ

14) 日本の巨額の経常黒字発生をマクロ対外バランスと国内のISバランスの面から見ると、GNPから消費・投資・政府支出を引いたものが貿易収支に等しく、また、GNPから消費・政府支出を引いたものが貯蓄に等しいことから、事後的に見れば貯蓄と投資の差額が貿易＝経常収支に等しいことになる。したがって、90年代に入って日本はバブル経済の崩壊によって貯蓄・投資バランスの不均衡が一層拡大していることがわかる。

リカの経常赤字急拡大による巨額のドルの流出がもたらした世界的な「カネ余り現象」や、急激に進展した国際金融市場における「証券化」と「グローバル化」およびそれらを背景とした「カジノ」化現象が、「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の成立をもたらし、以来、国際的資金フローと世界の経常収支構造との関係は表面的には曖昧なものとなった¹⁵⁾。だがそのような80年代の国際金融システムの下でも、経常黒字国の日本や旧西ドイツから経常赤字国アメリカへの直接的・間接的な資本移動がそこでの主要な資金フローを形成していた。したがって90年代に入って生じた世界の経常収支のインバランスも、現代の国際金融システムを介して国際的にファイナンスされることになる。

しかしながら「リスクと変動の時代」の80年代に、本来のリスク回避手段としての性格を越えて新しい金融手法として著しい発展を遂げたスワップ・オプション・フューチャーなどに加えて、さらにバブルの発生・崩壊過程においてはそれらの金融手法を駆使した金融派生商品（デリバティブ）が相次いで登場した。その結果、90年代に入って世界の金融市場においてオフバランス取引であるデリバティブ取引が急増し、92年末にはすでに世界全体のデリバティブ取引残高は先進国主要銀行の国際市場でのオンバランス資産残高を2倍以上も上回る約17兆ドルに達しており、過去3年間で約2.5倍に膨らんだ（1994年6月6日、日経金融新聞）。また、B I Sの93-94年の年次報告書（6月13日発表）によれば、デリバティブ取引は93年にも一段と拡大し、93年末で先物とオプションの取引残高は約7兆8,400億ドルで1年間に69%も増加した（1994年6月14日、日本経済新聞）。さらにスワップ取引残高も金利スワップを中心に急増しており、このようなオフバランスで、しかもヘッジファンドによるレバレッジ効果——ヘッジファンドは資産を担保に銀行から融資を受けて投資を拡大させてゆくが、その際、先物やオプションなどの売買によって大きなレバレッジ効果を生み、その結果運用される資産の時価総額は10倍にも達するとされる——

15) 詳しくは拙稿「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、および前掲拙稿「国際的インバランスの拡大と世界金融資本市場の成立」を参照されたい。

が存在するなどの投機的性格をもつデリバティブ取引の急増は、現代の国際通貨・金融システムの不安定性をさらに増幅¹⁶⁾するとともに、また金融当局にとってもそこでの金融取引の実態把握を一層困難なものにしている。

こうしたデリバティブ取引の急増によって、90年代の国際的資金フローの実態を正確に把握することは極めて難しくなっているが、BISやOECDおよび各国当局の発表する統計などから資金フローの概略を見ることはある程度は可能である。

90年代に入っても依然として世界最大の債権国であり経常黒字国である日本は、本来的には世界最大の資本供給国としての地位を占めている。しかし90年代のバブル経済崩壊後の日本は、もはや80年代後半のような「世界の銀行」としての役割を果たさなくなった。すでにみたように85～90年の日本は、両建て取引の増加による資金フローの増幅はあったものの経常収支の黒字を大きく上回る巨額の長期資本の流出を続け、その差額を短期資本の流入と為銀部門を中心とした金融勘定の黒字によってファイナンスする、といった「短期借・長期貸」構造を形成した。そしてこうした「世界の銀行」として短期資金を長期資金に変換するリスクを引き受け、ジャパンマネーを世界に還流するための内外資金循環構造を構築することによって、91年まで「国際的な資金フローの中心的な地位を保っていた」¹⁶⁾のである。

だが91年以降、経常黒字が再び急拡大したにもかかわらず、長期資本の流出は激減（91年は逆に外国からの証券投資の急増により371億ドルの流入超）し、かつての国際金融・資金市場を席卷したジャパンマネーは大幅に縮小した（第2表参照）。例えば92年の内外資金フローをみれば、1,176億ドルの経常黒字に対し、長期資本収支の赤字（＝流出）は285億ドル（そのうち証券投資は262億ドル、直接投資は172億ドルであった）にすぎず、また短期資本収支の赤字も70億ドルであり、残りの殆どは主として為銀部門による金融勘定（716億ドル

16) 1992・93年の二度にわたって欧州通貨市場を震撼させた通貨危機の原因の一つは、ヘッジファンド等によるマルク買を中心とした巨額のデリバティブ取引にあった。詳しくは拙稿「Black Wednesday と現代の外国為替市場」『愛媛経済論集』第12巻第2号、1993年2月、および前掲拙稿「欧州通貨危機と経済・通貨統合問題」を参照されたい。

の赤字＝流出)を通じて還流された。経常黒字がさらに1,314億ドルに拡大した93年についても、外国での株式投資の急増にもかかわらず長期資本収支の赤字は783億ドル、また短期資本収支赤字も145億ドルであり、残りの部分は金融勘定(384億ドルの赤字)を通じて還流されている。こうしたジャパンマネーの縮小と金融勘定を通じた経常黒字の「後ろ向きの還流」は、BIS報告書における日本所在銀行の国際的債権および債務の急激な減少¹⁷⁾となって現れており、また、東京外国為替市場での外為売買高が91年度以降3年連続で減り続け、最も多かった90年度に比べ93年度は約30%も減少したことにも現れている(1994年8月25日、日本経済新聞)。

このように90年代に入っての世界最大の経常黒字国日本の国際的な資金還流に際しての形態変化と「短期借・長期貸」構造の解消は、国際金融・資本市場とそこでの国際的資金フローに対して当然多大なインパクトをもたらしている。そこでつぎに収縮したジャパンマネーに代わって急激に台頭してきたアメリカンマネーを中心に90年代の国際金融・資金市場を概観してみよう。

(2) アメリカンマネーの台頭と現代の国際通貨・金融システム

1. アメリカンマネーの台頭……90年代初めの国際金融・資金市場とアメリカの「金融的復活」

80年代に急激に進展した国際金融市場のセキリタイゼーションは、90年代に入っても依然として続いており、前年に比べて市場が30%も急拡大した93年には証券形態での調達がファシリティ関連を含めれば84%を占めている(第3表参照)。そしてそこでの主要借り手国の変化をみれば、1989年には借り手の23%を占めた日本は93年には11%へと激減したのにたいし、逆に景気回復にともない経常赤字が再び拡大したアメリカと、東西統一に伴う財政赤字や経常赤字の拡大により資金需要の増したドイツはそれぞれ14%から15%、および3%から

17) 「最近における内外資金フローの動向」『日本銀行月報』1994年5月号、36頁。

18) BIS "63rd Annual Report" 東京銀行調査部訳『国際金融レポート'93』日本評論社、1993年11月、115頁を参照されたい。

8%へとシェアを拡大している（第4表参照）。

第3表 国際金融資本市場における資金調達手段の変化

調 達 手 段	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
証券・ファシリティ等	321.9	376.9	393.3	368.7	455.8	481.8	660.0
国際債	180.8	227.1	255.7	229.9	308.7	333.7	481.0
株式関連債	18.2	7.7	8.1	7.3	23.4	23.5	40.7
シンジケートローン	91.7	125.5	121.1	124.5	116.0	117.9	130.1
バックアップ・ファシリティ	31.2	16.6	8.4	7.0	7.7	6.7	8.2
非引受ファシリティ	71.0	76.6	73.2	66.2	80.2	127.9	150.5
ユーロＣＰプログラム	55.8	57.1	54.1	48.3	35.9	28.9	36.6
中期ユーロ・ノート・プログラム	15.2	19.5	19.1	17.9	44.3	99.0	113.9
総 額 (10億ドル)	392.9	453.5	466.5	434.9	536.0	609.7	810.5

(出所) OECD, "Financial Market Trends" 各号より作成

表4表 国際金融資本市場における資金調達国の変化

(単位: 10億ドル)

資 金 調 達 国	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
OECD諸国	350.2	413.8	426.5	384.4	468.9	535.7	690.6
(アメリカ)	66.2	61.3	66.7	47.1	78.1	95.0	124.7
(日 本)	55.2	61.0	107.0	64.5	83.8	75.5	85.4
(ドイツ)	11.9	13.6	15.6	16.0	19.9	28.4	65.0
発展途上国	26.3	22.5	21.8	28.6	47.2	47.3	84.4
中・東欧諸国	3.7	4.6	4.7	4.6	1.8	1.5	6.2
そ の 他	12.7	12.6	13.5	17.3	18.1	25.2	29.3
総 額	392.9	453.5	466.5	434.9	536.0	609.7	810.5

(出所) OECD, "Financial Market Trends" 各号より作成

こうした国際金融市場における変化を、日本・アメリカ・ドイツの資金フローを中心に行った日本銀行の分析（前掲論文『日本銀行月報』1994年5月号所収）によってみてみるならば、まずそれら三国の対内外証券投資においては、①アメリカはアジア・日本・中南米等への証券投資を急増させた結果（91年△450億ドル→92年△480億ドル→93年△1,254億ドル）、その規模が日本の約2.5倍に達したこと、②日本は91年に対内株式投資の急増によって410億ドルの流入超となったが、92・93年にはそれぞれ262・627億ドルの流出超となったこと、

③ドイツは国内資金需要の増大によって対外証券投資が減少（91年△157億ドル→92年△432億ドル→93年△210億ドル）したこと、④アメリカとドイツでは対内証券投資が大幅に増加（アメリカ：91年683億ドル→92年896億ドル→93年1,567億ドル、ドイツ：91年386億ドル→92年864億ドル→93年1,474億ドル）したこと、が指摘され、93年にはアメリカと日本が資金の出し手となり、アメリカ・ドイツ・アジア諸国が資金の主な取り手であったとされている（同上論文、36頁）。

また、国際的短期資金取引の中心であるユーロ・カレンシー市場においては、①日本は93年には92年に比べ長期資本収支の赤字が拡大したものの、依然として経常黒字を大幅に下回ったため、最大の資金放出国（92年流出超739億ドル→93年1～9月同825億ドル）であったこと、②アメリカが経常収支赤字の拡大から資金の取り手（92年流入超613億ドル→93年1～9月同400億ドル）でありつづけたこと、③ドイツは経常収支の赤字が続いたが、93年には長期資本収支の黒字幅が対内証券投資の増加により拡大したため、資金の出し手（92年流入超494億ドル→93年1～9月流出超137億ドル）に転じたこと、が指摘されている（同上論文、36頁）。そしてこうした最近の日・米・独の三国を中心とした国際的資金フローの分析の結果、日銀は、93年には「日本の対内外証券投資が前年に比べかなり活発化し、しかも、日本はユーロ市場において最大の資金の出し手であったが、国際証券投資における米国資金の規模が急拡大したため、日本を通じる資金流入のウエイトは低下」するとともに、これまでの日・米の二国間を中心とした構図が崩れ、欧州やアジア諸国等への資金流入が拡大するなど、「資金フローが80年代後半に比べ多様化した」（同上論文、38頁）と述べている。

このように国際的資金フローにおける日本の地位の低下と、逆に国際証券投資を中心としたアメリカのプレゼンスの急上昇は、国際金融におけるセキリタイゼーションの進展をも背景に、「表裏の関係にある」（1994年6月30日、日本経済新聞）とされるジャパンマネーの収縮とそれに代わるアメリカンマネーの急激な台頭として90年代はじめの国際資本市場を特徴づけている。ことにそう

したアメリカンマネーの台頭を強く印象づけたのは、その中心的地位を占めるヘッジファンドや年金ファンドなどによる海外での証券投資額が、93年に1,254億ドルと前年(480億ドル)に比べ2.6倍に急増したことがあげられる¹⁹⁾。この当局の把握する投資額自体が、すでにかつてのジャパンマネーがピークに達した89年の日本の対外証券投資額(1,132億ドル)を上回っており、しかもそれらの取引額に加え、統計には表れない先物等のレバレッジ効果をきかせた各種のデリバティブ取引の急増を考慮するならば、実際の市場での取引額は当局にも正確に把握するのが不可能なほどの巨額に達しているものと思われる。

ところでアメリカンマネーの最大の源泉は、90年以降の超低金利政策のもとで銀行預金から投資信託(Mutual Fund)へシフトした個人等の資金である。対外投資の急増した93年には、前年に比べ預金が減少したのに対し、投資信託は年間で2,681億ドルもの純増となった。投資会社の発行する株式を購入する形をとるミューチュアル・ファンドに代表される投資信託は、その運用成績が一本ごとに毎日の新聞などに開示され、解約も顧客の自由であるため、ファンド・マネージャーは当然短期の値上がり益(キャピタルゲイン)志向を強めざるをえない。93年の前半にはそれらの資金は主として値上がり期待の大きかった国内の株式や債券等に向かったが、株式に対する高値警戒感が生じた後半からは欧州やアジア・中南米など海外での証券投資へとシフトした。アメリカンマネーの台頭が市場関係者以外からも広く注目を集めるようになったのは、資金が本格的に海外の株式や債券の購入に向かうようになった93年の後半以降にすぎない。

2. 「資本不足国」アメリカの投資資金＝アメリカンマネーの脆弱性と投機性

アメリカンマネーが国際金融・資金市場で主導的地位を占めるようになった1993年には、アメリカの経常収支赤字が前年(600億ドル)に比べて1.7倍の

19) もっとも93年にはアメリカの直接投資も前年(310億ドル)に比べ1.6倍の500億ドルへと急増しており、こうした直接投資の急増もアメリカンマネーの台頭をさらに印象づける結果となった。

1,090億ドルへと急拡大した。つまりアメリカンマネーは、70年代のオイルマネーや80年代のジャパンマネーのような経常黒字国＝資本過剰国の投資資金ではなく、世界最大の経常赤字国＝資本不足国の資金であり、したがって「赤字国である米国を回転台にした資金の流出入」（1994年6月30日、日本経済新聞）といった性格をもっている。事実、1,254億ドルの対外証券投資と502億ドルの対外直接投資を行った93年のアメリカへの資金流入をみるならば、712億ドルの外国政府等からの公的資金や、468億ドルの米銀海外支店からの送金、外国民間人等によるアメリカの国債（243億ドル）や社債（610億ドル）および株式（180億ドル）の購入、316億ドルの海外からの直接投資などによって巨額の資金が流入している²⁰⁾。つまり公的資金を中心にこれらの海外から流入した様々な資金によって自国の「双子の赤字」をファイナンスするとともに、さらにその一部を自国内の銀行預金からシフトした投資信託などを通じて外国での証券投資にあてたことがわかる。

しかし、こうした世界最大の経常赤字国＝資本不足国を「回転台」とした「弱い通貨」ドルによる国際的資金フローは、かつての経常黒字国＝資本過剰国の「強い通貨」と「世界の銀行」化のもとでの国際資金フローとは異なり、極めて脆弱な基盤の上で展開されている。したがって絶えずそこにつきまとうドル不安や赤字ファイナンスへの不安は、依然として経済的衰退化の進むアメリカを基軸国際通貨国とする現代の国際通貨・金融システム全体の不安へと発展する危険性をはらんでいることになる。

現代の国際通貨システムである変動相場制と「ドル本位制」の下では、基軸国際通貨国であるアメリカは、その国際通貨発行特権によって各種の国際金融取引を自国国民通貨ドルで行うことができる。そして為替相場変動を考慮する必要もなく、自国内の資金と海外から取り寄せた同じドル資金を様々な金融機関等を介して一体的に内外での貸し付けや投資にあてている。だが、そうした「赤字国資金」の流出は、流入国においては最近の日本に典型的に見られるよ

20) U. S. Department of Commerce, *Survey of Current Business*, June 1994.

うにドルへの不信とドル相場の大幅な下落(＝過小評価)をもたらすとともに、投資家の対米証券投資等の回避となって発現する。すでにみた最近の日本の対外証券投資の激減と経常黒字の金融勘定を中心とした「後ろ向きの還流」は、80年代後半のドル安による為替差損発生と、90年代に入ってからバブルの崩壊による資産価格の下落および急激な円高の進展により、二度にわたって保有海外資産に多額の損失が生じた生命保険会社等の機関投資家のドルを中心とした外貨建資産への投資の回避が主要な原因となっている²¹⁾。こうしたドルの下落と海外投資家によるドル資産離れは、アメリカの経常赤字ファイナンスを困難化するとともに、弱いドルと経常赤字国資金に依存する現在の国際通貨・金融システムにとっても大きな不安定要因となっている。

また、アメリカンマネーは、基本的には長期のプレースをしいたオイルマネーやジャパンマネーと異なり、短期で極めて投機的性格の強い投資資金である。すでにみたようにアメリカンマネーの最大の源泉は超低金利のもとで個人から幅広く資金を集める投資信託であり、資金を運用するファンド・マネージャーは毎日の新聞等で運用成績が開示されるため短期のキャピタルゲイン志向が強い。したがって金融環境の変化や株式・債券などの相場の動向に神経質であり、値下がり(キャピタルロス)の発生には極めて敏感である。たとえば94年2月に連邦準備制度理事会(FRB)が金融政策を引き締めに転じて以来、債券相場下落(長期金利の上昇)と株価・ドル相場下落が連鎖的に生じたが、その原因の一つとして投資信託の過剰反応と思われるような一連の行動がそれらの相場変動を加速したと指摘されている(1994年5月10日、日本経済新聞)。しかも投資信託の運用資金は、ヘッジファンドに代表されるように先物やオプション・スワップなどのデリバティブ(金融派生商品)を盛んに利用する投機的な強い資金としても知られている。例えば2月の金利引き下げ後の市場の混

21) 80年代後半のジャパンマネーの最大の担い手であった機関投資家は、為替リスクを避けて93年以降はもっぱら世界銀行や外国政府などの発行するユーロ円債に投資している。ユーロ円債は93年には4兆1千億円(約410億ドル)発行されたが、発行者は円をドルなど外貨に換えて使用するため、円建て債の発行拡大は最近の円高の進展を阻止する円安・ドル高要因となるとともに、また、経常黒字の新たな還流ルートともなっている。

乱の中で、デリバティブを使った代表的な投資信託の一つであったアスキ・ファンドが破綻したが、その原因は、デリバティブ市場での売り買いが難しくなり、そのため金利上昇の影響を避けるための方策が取れなかったことにあるとされている。

このように短期で投機性の強い投資資金であるアメリカンマネーは、金融環境や市場の変動に極めて神経質に反応している。そして80年代後半以降、ユーロ市場を核として各国金融市場のグローバルな統合化が進展し、いまでは事実上の「世界金融資本市場」が成立している世界の市場を舞台として国際間を激しく移動している。こうした世界の市場を利益を求めて駆け回るアメリカンマネーの台頭は、その「弱い通貨」ドルといった通貨面と、実体経済面での世界最大の赤字国の資金といった脆弱性も加わり、80年代後半以来の冷戦の崩壊による世界システムの大転換期にあって、ただでさえ不安定な国際通貨・金融システムをさらにいっそう不安定なものにしていると言えよう。

むすびに代えて

80年代後半から90年代初めにかけての国際資本移動の変質を、そこで生じた世界的なバブル経済の発生と崩壊の過程において国際的資金フローを主導した二つの投資資金の交替——ジャパンマネーからアメリカンマネーへ——を中心に考察してきた。基軸国際通貨ドルの衰退化と過剰流出にともなう国際通貨システムの不安定性の高まりと、そうした過剰ドルを背景に投機性の強いデリバティブ取引の急増によってさらに強まった国際金融システムの「カジノ」化現象が、80年代後半から90年代初めにかけての世界的なバブル経済発生の原因の一つをなすとともに、また、バブル崩壊後の国際的資金フローにおけるジャパンマネーの収縮とそれに代わるアメリカンマネーの台頭の背景をなしている。

こうした国際資本移動の変質は、20世紀末の世界経済における最大の発展センターとしての役割を担っている東アジアの金融市場に対しても多大な影響をもたらしている。ジャパンマネーの収縮は、80年代の世界の三大金融市場の一

つとして急成長を遂げた東京市場の低迷・空洞化を引き起こすとともに、規制が少なくコストの安い香港やシンガポール市場の急激な発展をもたらした。その結果、現代の国際金融取引の最大の市場であるオフショア市場の規模に関しては、1994年3月末現在、東京市場が7,297億ドルで低迷しているのにたいし、香港市場は6,317億ドル、シンガポール市場は3,978億ドルへと急成長を遂げている（1994年8月31日、日本経済新聞）。こうした東京市場の地位低下とそれにとまなう香港・シンガポール市場の急成長は、たんに東アジアの金融市場の変化にとどまらず、近い将来において世界のマネー・センターと国際的資金フローについてもドラスティックな変化を引き起こす可能性を強めているように思われる。