

金融・証券講座

貝塚啓明／志村嘉一／蠟山昌一 編

第IV卷

金融・証券の国際的展開

金融・証券講座

貝塚啓明／志村嘉一／蠟山昌一 編

第Ⅳ卷

金融・証券の国際的展開

東洋経済新報社

金融・証券講座 第Ⅳ巻

定価 2000 円

昭和56年10月2日 発行

編者 貝塚啓明／志村嘉一
蟻山昌一

発行者 中井義行

発行所 東京都中央区日本橋本石町1の4 東洋経済新報社

郵便番号 103 電話03(270)4111(大代表) 振替口座東京3-6518

©1981〈換印省略〉落丁・乱丁本はお取替えいたします。 3033-9148-5214
Printed in Japan

編者のことば

第1次石油危機で大きく揺れ動いた国際通貨・金融機構は、さらに第2次石油危機と先進国に定着したスタグフレーションとによって、落ちつく先も見出せぬまま動揺をつづけている。とくにアメリカの国内高金利が「強いドル」を生み出し、主要国通貨の対ドル相場を低落させ、国際金融市場ばかりか各国金融市場にも重大な影響を及ぼしつつあるというのが現実の姿である。

戦後長い間、対外的金融関係を管理・統制されてきた日本経済は、1960年代終りごろから急速な自由化政策をすすめてきた。アメリカについて自由世界第2位という経済大国に成長した日本が、必然的にたどらざるをえない国際化への道であった。経済成長の動因を対外経済関係に求めざるをえないという宿命を負う日本は、国際化の途上において貿易、金融、資本取引等の面で多くの問題を惹き起こし、同じようにまた、国際化に伴う大きな波をかぶらざるをえなかったのである。

国際通貨・金融問題という難解かつ複雑な問題を取りあげるには、さしあたりまず第1に、日本経済の成長との係わりから金融・証券市場の国際化という側面を明らかにする必要がある。それには日本の対外的金融活動という面と諸外国の日本国内金融・証券への進出、つまり日本における国際金融・証券市場の成立という二つの側面を明らかにする必要がある。そこでは日本経済の国際的にみた構造・体質面での特長と、それに規定された金融・証券の特長とが、国際化の過程にどのように反映されているかという視点が重要であろう。

第2は、国際経済の主役に仲間入りした日本にとって、その通貨である円は必然的に国際通貨のひとつとならざるをえない。日本の金融・証券市場の国際化は、円の国際化と同じプロセスを意味する。国際基軸通貨であったドルの凋落とともに、国際通貨体制の多様化がすすみ、円もその一角を担おうとしている。このことは、国際的な通貨・金融問題の日本への影響が従来にも増して、はるかに直接的かつシビアになることを意味し、日本の国内市場と政策当局のそれへの対応が、ますます重要な課題になりつつあることを意味しているといえよう。

第3は、ひとまず日本をはなれて、国際通貨・金融全体を鳥瞰し、その構造変化とそれに伴う問題の摘出、その背景等を明らかにすることである。もっとも、ひと口に国際通貨・金融といっても内容的には、いくつかの問題に分解し、それぞれ固有の問題と相互の関連が明らかにされる必要がある。さし当たりまず検討されるべき重要な問題は、国際通貨制度であろう。IMF体制の崩壊はアメリカ経済の世界経済覇権の破綻を背景にしていたが、それにつづく現行変動相場制はドル本位への傾斜を残した国際通貨の多様化を現実的基礎にしている。しかし、石油問題、非産油途上国債務問題、各国通貨政策等、変動相場制の運営に立ちはだかる大きな問題が山積している。とくにアメリカ経済を軸に組み立てられてきた自由主義経済圏は、事実上の崩壊一再編過程をたどりつつある。このような現実が動揺をつづける国際通貨体制の現状にとって大きな不安定要因となっている以上、問題の現実的解決も将来への展望もけっして容易ではないといわざるをえまい。

国際通貨制度上の問題は、直接的には各国の国際収支の動向とその通貨の対外関係のあらわれとしての外国為替市場の動向を反映している。各国間の経済取引は、その総体的結果が国際収支の動向としてあらわれ、その決済が外国為替取引をつうじて行われる。現行の変動相場制のもとで、国際収支と外国為替市場とがどのような仕組をもち、相互にどのような関連をもっているか、現実に展開されているこれらの問題を理論的な立場から、整理し、解明することが第2の問題領域といえよう。

各国間の経済取引は、結局はグローバルな資金・資本の移動としてあらわ

れ、それが国際金融市場を構成し、さらに各国経済、金融市場に一定のインパクトを与えることになる。トータルとしての国際資本移動を、実証、理論の両面から考察する必要性はきわめて大きいといわざるをえない。第3の問題領域がこれである。オイル・マネーの還流、ユーロ・ドル市場の動向等を無視しては、国際資本移動に関する問題を定式化し、さらに上述の外国為替相場の決定との関係、各国経済・政策等への影響を明らかにすることは不可能である。

以上のような、国際通貨・金融・資本取引等に関する問題の実証的、理論的解明は、最終的にはそれらが結局のところ日本経済にどのような影響をもたらし、どのような政策的対応を迫っているかという、現実の問題に帰着せざるをえない。本巻の究極の目的もそこにある。金融・証券に関する研究分野のなかでも、本巻が対象としている国際的問題に関する分野は、相対的に遅れているというのが現実である。問題の性質上、究極的な解決策を示すことは不可能であるといわざるをえない。しかし、現実に広義の意味における国際金融が直面している問題について、その本質と真の原因の所在を実証的、理論的に明らかにすることはできたと考えている。われわれのこの成果について、読者の御批判、御意見をいただければ幸甚である。

1981年8月

志村 嘉一

目 次

編者のことば

第1章 金融・証券市場の国際化

相田 雪雄

1 概 観	3
2 海外市場でのファイナンス	12
3 流通市場での外人投資	20
4 対外証券投資	28
5 東京市場での円建ファイナンス	33
6 80年代への展望	41

第2章 円の国際化と金融政策

吉富 勝

1 はじめにー問題の限定ー	47
2 国際通貨の機能	48
2.1 通貨の3大機能	48
2.2 国際通貨の機能	49
2.3 国際通貨の機能の特殊性	50
3 国際通貨に選ばれる条件	54
3.1 国際通貨への生成の3条件	54
3.2 国際通貨への生成の具体的過程	58
4 円の国際化	60
4.1 円の国際化を媒介する日本の金融・証券活動の国際化	60

4.2 円の国際化の現局面とその特徴	62
5 円の国際化と金融政策	65

第3章 国際通貨制度

佐々木 隆雄

1 IMF 体制崩壊の意味	71
1.1 管理通貨制度と国際通貨秩序	72
1.2 アメリカの経済的覇権の喪失	77
2 変動相場制	80
2.1 為替相場制度の実態	80
2.2 変動相場制の評価	83
3 跛行するドル本位制	97
3.1 ドルの国際通貨機能の現状	97
3.2 現状の問題点	104
4 国際金融市場の新機能	110
4.1 ノンシステムと国際金融市場	110
4.2 非産油途上国の対銀行債務問題	112
5 むすび	120

第4章 国際収支と外国為替市場

大山 道広

1 国際取引と国際収支	123
1.1 経済取引の概念と分類	123
1.2 国際収支とその構成	128
1.3 国際収支の均衡	133
2 国際決済と外国為替取引	138
2.1 国際取引の決済	138
2.2 外国為替市場	142
2.3 為替相場の概念と実態	146
3 為替相場と国際収支の理論	150
3.1 先物取引と金利裁定	150

3.2 直・先相場の決定	153
3.3 国際収支の調整と購買力平価	160

第5章 国際資本移動

石山 嘉英

1 なぜ国際資本移動を研究するか	167
1.1 オイル・マネーの動向	168
1.2 ユーロ・ダラー市場	169
1.3 わが国の資本取引の自由化	172
2 わが国における資本取引と資本収支の特徴	175
2.1 資本収支の推移	175
2.2 当局による最近の資本取引コントロール	179
3 伝統的な為替市場モデルとその発展	182
3.1 わが国における実証研究	182
3.2 為替市場理論の概要	184
3.3 ストック・アプローチ	188
4 マクロ経済の中の国際資本移動	191
4.1 マンデル＝フレミングのモデル	192
4.2 固定相場制度のもとでの資本移動	194
4.3 変動相場制度のもとでの資本移動と為替レート決定のメカニズム	198

執筆者紹介

索引

金融・証券講座

第Ⅳ巻

金融・証券の国際的展開

第 1 章

金融・証券市場の国際化

相 田 雪 雄

1 概 観

歴史的な経過からみると、明治以降第二次世界大戦前にもある程度の金融・証券市場の国際化が行われていた。

国際的なファイナンスという点では、明治政府成立後間もない明治3年(1870年)に、第1回外貨建国債100万ポンドがオリエンタル・バンク(わが国では東洋銀行と呼ばれていた)取扱いの下にイギリスで募集されている。アメリカのナショナル・バンクの制度にならった銀行制度を日本に創設することを目的とした「国立銀行条例」が公布されたのが明治5年(1872年)であり、それによって第一国立銀行が設立されたのが翌明治6年(1873年)であった。また「株式取引所条例」が公布され、東京と大阪に株式取引所が設立されたのは明治11年(1878年)である。こうしてみると、国際的な金融・資本取引は、日本における近代的な金融・証券市場が成立する以前にすでにその端緒が存在していたといえることができる。

またその後、第一次世界大戦中の大幅な貿易・貿易外収支の黒字から、日本は資本輸出力をも備えるようになり、大正5年(1916年)から大正7年(1918年)にかけて、イギリス、フランス、ロシア3カ国の円建国債、合計10銘柄、6億4100万円が発行され、大蔵省預金部あるいは銀行団等により引き受けられた。これらは今日の円建外債の発行、円建ローンの供与による国際的な円建ファイナンスの起源と言えるものであろう。

昭和初期は、日本にも世界的金融恐慌の波が及び、多難な時期ではあったが、また国際的な資本、資金取引の面では戦前で最も自由な時期であった。

表 1.1 に見られるように、外債発行は当初、国債から始まり、その後地方債、社債にも及んでいくが、外債の発行が盛んになった結果、大正末期から昭和初期には、日本の発行体の発行した公社債の全残存額中で外貨債が約20%を占める状況になった(表 1.2 参照)。当時、日本の投資家はこうした既発行の外貨債を取得できたので、外国為替相場の動向を見ながらの売買が相当活発に行われた。証券会社の最初の海外事務所がニューヨークに設けられたのが昭和 2

表 1.1 戦前における外債発行の推移

(単位 円換算, 100万円)

	国 債	地 方 債	社 債	合 計
明治 3 年	4.9	—	—	4.9
6	11.7	—	—	11.7
32	97.6	0.3	—	97.9
35	—	4.0	—	4.0
37	214.8	—	—	214.8
38	829.9	—	—	829.9
40	224.5	3.1	39.1	266.7
41	—	—	58.6	58.6
42	—	63.0	0.3	63.2
43	218.5	—	5.0	286.5
44	—	92.7	58.6	151.3
大正 2 年	106.7	—	19.4	126.0
3	24.4	—	—	24.4
4	29.3	—	—	29.3
12	—	—	108.3	108.3
13	545.0	—	74.2	619.2
14	—	—	142.2	142.2
昭和 1 年	—	98.2	20.1	118.2
2	—	41.4	15.3	56.8
3	—	—	242.3	242.3
4	—	—	23.0	23.0
5	264.5	—	—	264.5
6	—	—	60.4	60.4

(資料) 大蔵省『国債統計年報』同『明治大正財政史』(第12巻)、日本興業銀行『日本外債小史』、『野村證券株式会社五十年史』。

表 1.2 公社債現存額中の外貨債の割合

	国債、地方債、社 債現存額	うち外貨債（外貨債の割合）	
	100万円	100万円	%
大正10年末	6,262	1,532	(24.5)
11	6,777	1,519	(22.4)
12	7,359	1,585	(21.5)
13	8,264	1,837	(22.2)
14	9,115	1,961	(21.5)
昭和1年末	9,674	2,047	(21.2)
2	10,387	2,034	(19.6)
3	11,589	2,178	(18.8)
4	12,116	2,162	(17.8)
5	12,598	2,267	(18.0)
6	12,915	2,225	(17.2)

(資料) 日本興業銀行『全国公社債明細表』。

年（1927年）であり（野村證券）、また、野村證券を例にとると、昭和11年（1936年）中の全公社債売買中、30.8%が外貨債の売買であった。

他方、銀行業務との関連では、明治初年の横浜、神戸、長崎を中心とした貿易に伴う銀貨等による支払手段の取引は、外国銀行によって独占されていた状況にあったが、正銀取引を日本人の手によって行うべく設立されたのが横浜正金銀行（現在の東京銀行の前身）であった。同行は明治13年（1880年）に設立された後、日本の貿易の伸長の下で、すでに明治年間に20の海外支店、出張所を持つにいたっている。また大正年間には、引き続き貿易拡大に伴って、財閥系の銀行を中心とする他の大銀行によっても海外支店が設置され、その数は昭和初期にさらに増加している。日本の銀行による戦前の外国為替取扱いは、銀行によって多少の差はあるが、昭和10年頃までに最盛期をむかえている。

昭和6年（1931年）に満州事変が勃発し、翌年には「資本逃避防止法」、さらに翌々年に「外国為替管理法」が公布された後は、金融・証券市場でも徐々に戦時統制が強化され、戦争の拡大に伴って、資本・資金の国際的取引の途はしだいに閉ざされていくことになる。

昭和20年（1945年）の終戦の後、日本経済は深刻な打撃を受けた状態から立

ち上がらねばならず、一方、国際的信用はきわめて低く、貿易収支はおおむね大幅赤字であった。こうした状況の下で、「国際収支の均衡」、「外貨資金の最も有効な利用」等を目的とする「外国為替及び外国貿易管理法」（外為法）が昭和24年（1949年）になって制定され、ようやく外資導入の可能性も生まれるようになった。昭和25年（1950年）に優良外資の保護を意図した「外資に関する法律」（外資法）が公布、施行された。しかしながらこの両法では、当時の底の浅い外貨準備を考慮して、「原則禁止、例外自由」の管理方式がとられ、特に流入した外資が急激に流出することがないように配慮された。

この外国為替管理体制は、その後の日本経済の発展と外貨準備の増大に応じて運用面で弾力化、自由化されてきたが、基本的な骨格は昭和54年（1979年）の外為法の全面的な改正、外資法の廃止にいたるまで、ちょうど30年間維持されてきた。

戦後の国際的な資金・資本取引は、復興期、そしてそれに続く経済拡大期の強い資金需要、さらに貿易収支が概して入超で外貨準備に乏しかったこと等から資本輸入からスタートした。しかも国際的信用の回復には時日を要したので、当初は証券を海外で発行するにはいたらず、資本輸入の大部分は貸付金（外資を導入する側から見れば借款）形態であった。

昭和25年から外国投資家による対日証券投資の途が開かれていたが、当初は後述のように証券の最低保有期間、売却代金の外貨送金についての制限があり、また海外での日本経済についての理解度も低かったので、外国投資家による対日証券投資の展開は投資元本の分割回収方式が廃止される昭和36年頃まで待たねばならなかった。

証券の海外発行による資金調達で戦後国際市場への復帰第一歩を記録したのが、昭和34年（1959年）のドル建国債3000万ドルのアメリカ市場での発行（中・長期債抱合せ発行）であった。その後、アメリカ市場で日本の発行体による証券発行がかなり行われるようになったことは後述のとおりである。また対日貸付あるいは市場経由の対日証券投資でもアメリカからのものが中心であった。

1963年にアメリカはドル防衛を目的として利子平衡税を創設したが、これは

表 1.3 外資導入関係認許可状況

(単位 100万ドル)

年 度	株式持分	(うち市 場経由)	(その他)	受益証券	社 債	外貨債 発 行	貸付金 債 権	その他とも 計
昭和25	3	0	3	0	0	0	0	3
26	13	2	12	0	0	0	4	17
27	10	2	8	*	*	0	34	45
28	5	1	4	1	0	0	49	55
29	4	1	3	*	0	0	15	19
30	5	2	4	*	*	0	47	52
31	10	3	6	*	*	0	94	103
32	11	3	8	*	0	0	124	135
33	11	5	6	*	*	30	231	273
34	27	10	17	*	*	0	128	155
35	74	22	52	1	*	9	127	212
36	116	56	60	1	*	72	388	578
37	165	92	73	1	*	155	358	679
38	185	91	94	1	*	194	503	891
39	85	43	42	2	1	175	651	929
40	83	33	50	*	3	63	380	545
41	127	69	58	*	*	0	330	476
42	160	127	34	*	*	50	638	867
43	670	598	72	*	*	219	948	1,937
44	2,463	2,332	131	*	1	235	790	3,548
45	1,556	1,396	159	1	100	122	846	2,797
46	2,652	2,373	279	2	316	55	971	4,053
47	4,068	3,842	226	1	347	31	1,137	5,649
48	2,039	1,786	252	8	247	22	610	3,006
49	1,611	1,415	196	12	742	446	2,103	4,997
50	3,575	3,356	219	18	2,033	1,565	2,504	9,792
51	4,800	4,564	236	28	3,271	1,427	1,761	11,379
52	3,271	3,013	258	69	8,742	1,378	1,529	15,151
53	6,030	5,658	372	49	9,734	2,749	1,688	20,421
54	7,344	6,659	686	1	9,091	3,320	2,303	22,197

(注) *=500千ドル未満。

(資料) 大蔵省。

アメリカ中心の日本の外資導入に一つの転機をもたらすことになった。アメリカからの対外投資が利子平衡税創設によりアメリカ国内での投資に比べて税制上いじめるしく不利になったので、アメリカからの対外投資が減退し、日本も

表 1.4 国際的起債の通貨別構成

(単位 億ドル, ()内構成比%)

年	米ドル	ドイツ・マルク	オランダ・ギルダー	スイス・フラン	日本円	その他	合計
1970	30(65.6)	8(17.0)	4(8.9)	2(4.2)	* (0.3)	2(4.0)	46(100.0)
71	33(52.6)	11(17.4)	3(5.0)	7(10.6)	1(1.5)	8(12.0)	63(100.0)
72	53(54.0)	16(16.9)	4(3.2)	8(8.4)	3(3.2)	13(14.2)	97(100.0)
73	35(44.2)	14(17.7)	2(2.5)	15(19.5)	3(3.5)	10(12.6)	78(100.0)
74	43(62.5)	6(8.7)	4(5.7)	9(13.3)	0(0)	7(9.8)	69(100.0)
75	102(51.2)	34(16.9)	9(4.5)	33(16.6)	1(0.3)	21(10.5)	199(100.0)
76	197(60.7)	40(12.3)	11(3.1)	54(16.2)	2(0.7)	21(6.7)	325(100.0)
77	191(56.1)	63(18.6)	7(2.0)	50(14.6)	13(3.4)	17(5.0)	340(100.0)
78	131(38.2)	90(26.4)	8(2.3)	57(16.6)	38(11.2)	19(5.4)	343(100.0)
79	171(41.7)	90(22.0)	6(1.5)	98(23.9)	18(4.5)	27(6.6)	410(100.0)

(注) * =5000万ドル未満。

(資料) Morgan Guaranty Trust, *World Financial Markets*, 野村総合研究所『財界観測』1979年12月。

資金調達源をユーロ市場を中心とする他市場に求めざるをえなくなった。利子平衡税は1974年に廃止されるが、ふりかえて考えると、1963年の利子平衡税等によるドル防衛策は、戦後の国際政治の中でのアメリカの圧倒的な指導力、国際金融の世界でのドルのほとんど独占的であった地位に変化を生じ、いわゆる多極化に向かったことを示す象徴的な出来事であった。今日なお、ドルは国際金融上最大の通貨であり、国際金融の年々の量的拡大の中で、ドル建金融の金額自体は引続き増加傾向にある。しかし、上掲の表 1.4 の国際的な起債の通貨別構成の推移から見られるように、ドルの相対的地位は低下傾向にあり、これは世界の GNP 合計額なり、世界の輸出総額中に占めるアメリカのシェアの低下傾向と無縁のことではないと考えられる。

このようにドルが戦後の国際金融の中で、ほとんど独占的な通貨から最有力通貨へと変化してきたことと表裏の関係にあるのが、いわゆるブレトン・ウッズ体制の崩壊であり、その潮流の中で生じたのが固定為替相場制度から変動為替相場制度への移行であった。

幾度かの為替レートの段階的調整が行われた後に、1973年に変動為替相場制度が主要国により採用され、為替相場の日々の変動が国際的な金融・資本取引の中での為替損益の存在をあらためて認識させることになった。