

# 「複数基軸通貨金為替本位制」論争について

……銀行原理的視点からの発言……

松 井 均

## 1. はじめに

雑誌『世界経済評論』1989年2月号で小島清氏が提唱された「複数基軸通貨金為替本位制」構想をめぐる、同誌5月号、7月号、及び8月号において小島清氏と村野孝氏との間で論争が行われた。筆者は、これら一連の論文を読んだ結果、両氏の論争には国際金融研究上大変重要な視点からの考察が欠けていることを知った。本稿の目的は、このブランク部分の議論を補充し、国際通貨制度の今後について筆者自身の考えを小島・村野両氏の考えと比較対照しつつ述べることである。

## 2. 通説としての流動性ジレンマ論

小島氏が「複数基軸通貨金為替本位制」を提唱された根本的なねらいは、単一基軸通貨制の制度的必然として生ずる（と小島氏が考える）流動性ジレンマを解決することである。<sup>1</sup> 流動性ジレンマとは、基軸通貨の供給ルートが基軸通貨国の「国際収支赤字」<sup>2</sup> 以外に存在せず、さりとて、このルートで基軸通貨を供給すれば基軸通貨への信認が低下・崩壊してしまう、というジレンマのことである。周知のように、この流動性ジレンマ論はロバート・トリフィン著（村野孝・小島清監訳）『金とドルの危機』（原著1960年、邦訳1961年）によって米国や日本に広まり、今日まで通説として学界に普及して来た学説である。小島氏がこの流動性ジレンマ論を前提とし、流動性ジレンマの解決策とし

---

1989年10月20日原稿提出

て「複数基軸通貨金為替本位制」構想を提唱され、村野氏が流動性ジレンマ論への批判や言及をせずに小島構想への反論を行われたのは、無理からぬことと言える。今日なお、流動性ジレンマ論は米国においても日本においても学界の通説なのである。

しかしながら、通説が正しい（あるいはより妥当である）とは限らぬ。既に以前から尾崎英二、滝沢健三、中西市郎等の諸氏及び筆者によって主張されて来たように、銀行原理的視点から考察すれば、流動性ジレンマは単一基軸通貨制の制度的必然ではない。以下、その理由について説明する。

### 3. 基軸通貨供給の3ルート

いま、基軸通貨国が1ヶ国であるとしよう。（基軸通貨国が複数存在する場合も以下の議論は同様に成り立つ。）さて、基軸通貨国居住者が他の国々（非基軸通貨諸国）の居住者に向けて基軸通貨を発行するルートは、以下の3通りある。第1は本源的発行、第2は派生的発行、第3はタレ流し発行である。第1の本源的発行とは、通常、銀行行動理論の分野において説明されるように、市中銀行がハイパワード・マネーや外貨を顧客から受け取り、これと引き換えに預金通貨（流動性預金口座残高）を顧客に与えることを指す。これと同様、基軸通貨の本源的発行とは、基軸通貨国の居住者が他の国々の居住者から金（Gold）やハード・カレンシーを受け取り、これと引き換えに基軸通貨（すなわち基軸通貨国中央銀行又は市中銀行における基軸通貨建て流動性預金口座残高、あるいは、基軸通貨国居住者を支払人とする基軸通貨建て流動性債券）を他の国々の居住者に与えることである。第2の派生的発行とは、通常、市中銀行が短期貸付、手形割引、流動性債券購入等を顧客相手に行い、その代金（貸付金）として預金通貨を顧客に与えることを指す。これと同様、基軸通貨の派生的発行とは、基軸通貨国の居住者が他の国々の居住者を相手に短期貸付や貿易手形等（非基軸通貨国居住者を支払人とする）流動性債券類の購入を行い、その代金（貸付金）として基軸通貨を他の国々の居住者に与えることである。<sup>3</sup> 第3のタレ流し発行とは、（銀行行動理論の分野においてタレ流しとい

う言葉が使われることはほとんどないのであるが) たとえば、市中銀行が自ら営業用に消費した電気や電話・テレックスサービスの代金支払いとして、電力会社や電信電話会社に預金通貨を与えることを指す。これと同様、基軸通貨のタレ流し発行とは、基軸通貨国の居住者が自ら行った輸入の代金支払いや対外利子支払いや非流動性海外資産購入の代金支払いとして、つまり基礎収支赤字の代金支払いとして、基軸通貨を他の国々の居住者に与えることである。

本源的発行及び派生的発行によって基軸通貨が発行される場合、基軸通貨国の対外流動性貸借ポジションは改善も悪化もしない。基軸通貨国対外貸借対照表の負債サイドに「基軸通貨残高」ないし「対外流動性債務」という項目の金額が増えるが、同時に、資産サイドにこれと同額だけ「金・外貨準備」または「対外流動性債権」という項目の金額が増えるからである。<sup>4</sup> これに対し、タレ流し発行によって基軸通貨が発行される場合、基軸通貨国の対外流動性貸借ポジションは悪化する。負債サイドに「基軸通貨残高」ないし「対外流動性債務」という項目の金額が増えるのに、資産サイドにはこれと見合うだけの資産(見合い資産)は金・外貨準備や対外流動性債権といった流動的な形態では入って来ないからである。基軸通貨がタレ流し発行される場合、基軸通貨国の対外貸借対照表において資産サイドに記入されるのは、「対外純債務」項目の金額(経常収支赤字>長期資本収支黒字のケース)もしくは「対外非流動性債権」項目の金額(長期資本収支赤字>経常収支黒字のケース)もしくはこの両項目の金額(経常収支赤字且つ長期資本収支赤字のケース)である。基軸通貨国がタレ流し発行を継続的に行えば基軸通貨への信認は低下する。<sup>5</sup>

#### 4. 「タレ流し」は単一基軸通貨制の制度的必然か?

さて、流動性ジレンマ論者の中には、基軸通貨発行のルートがタレ流し発行(さらにその中で、経常収支赤字のケース)しかないと主張する人が少なからず見られる。たとえば小島氏は、基軸通貨米ドルが米国の経常収支赤字のみによって世界に供給され、しかもそれが単一基軸通貨制の制度的必然であったと考えておられる。(本稿注1参照) これは、言うなれば、「市中銀行が毎期の損

益計算書において営業赤字を記録しなければ預金通貨を創出し得ない」と主張するに等しい。ところが現実には多くの市中銀行は、毎期の損益計算書において営業黒字を記録し、かつ膨大な預金通貨を創出し、市中に供給し続けている。電気代や電話・テレックス料金等営業費用の支払いによってタレ流し発行した分の預金通貨は、それを上回る利子・手数料等営業収入によって回収し、差し引きで営業収支を黒字とし（業務純益及び経常利益をプラスの値とし）、かつ本源的発行及び派生的発行（主として後者）により預金通貨を発行しているからである。同様に基軸通貨国も、毎年の国際収支表において経常収支黒字及び基礎収支均衡又は黒字を記録し、かつ膨大な基軸通貨を創出し、世界に供給し続けることが可能なはずである。（少なくとも「制度的に不可能」ではないはずである。）輸入、対外贈与、対外利払い、非流動性海外資産購入等によってタレ流し発行した分の基軸通貨は、<sup>6</sup> それを上回る輸出、対外投資収益、非流動性資産対外売却等によって回収し、差し引きで経常収支を黒字とし、基礎収支を均衡又は黒字とし、かつ本源的発行及び派生的発行（主として後者）により基軸通貨を発行すればよいからである。

ちなみに、イムラー（1958年、P. 70, Table 4）の研究によると、1848年から1913年まで、当時唯一の基軸通貨国であったイギリスの経常収支は一貫して黒字であった。また、マクミラン・レポート（1931年、PP. 149-150）は、第一次世界大戦前のイギリスが対外流動性貸借ポジションにおいてほぼ均衡（ときには資産超過）状態であったと推定し、イギリスの基礎収支が第一次世界大戦前において均衡（ときには黒字）の近辺で推移したことを示唆している。少なくとも、基軸通貨の供給をこのような方法で（即ちタレ流し発行に頼らずに）行うべきであるという認識が、マクミラン・レポートには明確に示されており、タレ流し発行（基軸通貨国の対外流動性貸借ポジション悪化）が基軸通貨制とりわけ単一基軸通貨制下での基軸通貨供給に伴う制度的必然だなどという主張はマクミラン・レポートには全く見られなかったのである。

ところが、第二次世界大戦後ほぼ唯一の基軸通貨国となったアメリカは、これと同じ方法で基軸通貨ドルを世界に供給することをせず、遅くとも1960年頃

から（金・ドル交換停止の1971年を経て）1973年に向け、ドル供給の大部分をタレ流し発行に頼ってしまったのである。<sup>7</sup> しかしこれは基軸通貨制とりわけ単一基軸通貨制の制度的必然として生じた帰結ではない。米国の経済政策・通貨政策上の運営ミスとして生じた帰結である。<sup>8</sup>

銀行行動理論の分野では、市中銀行による預金通貨発行において本源的発行及び派生的発行（とりわけ後者）がメインの発行形態であるのは当然とされ、タレ流し発行などは（「タレ流し」という言葉自体、銀行行動理論の分野では聞かれないくらい）ほとんど議論にさえのぼらない。また、ケインズ等、マクミラン・レポートを執筆したイギリスの金融研究者達の間では、第一次世界大戦前の基軸通貨国イギリスによるポンド発行において、タレ流し発行は行われなかった（イギリスの対外流動性貸借ポジションはほぼ均衡ないし資産超過であった）と推定され、少なくとも、タレ流し発行（イギリスの対外流動性貸借ポジションの悪化）が基軸通貨制（とりわけ単一基軸通貨制）下の基軸通貨供給に伴う制度的必然だなどという主張はなされなかった。ところが、これと対照的に、第二次世界大戦後の基軸通貨国アメリカによるドル発行に関しては、今日に至るまで、米国及び日本の学界多数派の間では、タレ流し発行（アメリカの対外流動性貸借ポジションの悪化）が基軸通貨制（とりわけ単一基軸通貨制）下の基軸通貨供給に伴う制度的必然であると主張されてきたのである。

市中銀行による預金通貨発行及び第一次世界大戦前の英国によるポンド発行を論ずる際にはタレ流し発行などは論外とされ、タレ流し発行が信用通貨制故の制度的必然だなどとは決して見なされない（見なされなかった）にもかかわらず、第二次世界大戦後の米国によるドル発行を論ずる際となると、一転して何故か、タレ流し発行が信用通貨制故の制度的必然だと見なされる。これは、極めて奇異である。この点の認識が小島氏等流動性ジレンマ論者の多くには欠けており、小島氏への反論において（パクス・ブリタニカ時代のイギリスを繰り返し引き合いに出しながら<sup>9</sup>）この点の指摘を全く行わなかった村野氏も、やはりこの点の認識を欠いていると考えられる。

基軸通貨のタレ流し発行（とりわけ、小島氏が取り上げた、基軸通貨国経常

収支赤字のケース)は、基軸通貨制とりわけ単一基軸通貨制の制度的必然ではない。一般に、信用通貨発行主体の単複のいかんにかかわらず、タレ流し発行は信用通貨制であるが故の制度的必然などではなく、信用通貨発行主体の運営(自己管理)ミスがタレ流し発行の真の原因である。基軸通貨制とりわけ単一基軸通貨制であっても、基軸通貨国が国際収支節度を守り、(できれば經常収支黒字 $\geq$ 長期資本収支赤字のケースによって)基礎収支を均衡ないし黒字に保ち、派生的発行(短期貸付)によって基軸通貨を供給すれば、基軸通貨の信認維持と供給量拡大とは両立可能であり、ジレンマが生ずべき必然性は存在しない。

「流動性ジレンマは単一基軸通貨制故の制度的必然だから新たに『複数基軸通貨金為替本位制』を施行して従来の制度的欠陥を除去すべし」と説く小島氏の主張は、信用通貨供給メカニズムへの十分な理解を欠くものと言わざるを得ない。小島構想の最大の問題点はここにあると筆者は見る。そして、小島構想への反論において、この点の指摘を全く行わなかった村野氏に対しても、筆者は同様の批判を向けざるを得ないのである。

## 5. 金 (Gold) をめぐる論点

本稿においては、銀行行動理論の分野で通常用いられる本源的発行(primary issue)、派生的発行(derivative issue)という用語をそのまま用いたが、これらの用語は「本源的発行が主であり、派生的発行が従である」という通貨主義的旧観念を用語自体の中に含んでおり、次の2つの理由(1)、(2)から、好ましくない用語であると筆者は考える。

(1)横山昭雄氏(1977年)が指摘されたように、手続き的に本源的発行が先で派生的発行が後という関係は、現代の金融構造の下ではもはや存在しない。横山氏は市中銀行の預金通貨発行についてこの点を指摘されたのであるが、筆者は基軸通貨国居住者による基軸通貨発行についても同様のことが言えると考え。手続き的に、基軸通貨国通貨当局の金預かり(ないし金購入)が先で、基軸通貨国金融市場におけるバンク・アクセプタンス等短期貸付けが後だ、など

とは誰も考えまい。

(2)信用通貨発行者が派生的発行（短期貸付・回収の厳格な繰り返し）によって通貨の自己循環力・決済力を常に入念に保守・点検し、その通貨への経済社会の信認が高まるにつれ、発行通貨残高に対して通貨発行者が交換性維持のために必要とするリザーブ（市中銀行にとってのハイパワード・マネー準備、基軸通貨国にとっての金準備）の比率は、ヨリ低くて済むようになる。

以上2つの理由から、筆者は、本源的発行を交換発行（conversion issue）と呼び、派生的発行を貸出發行（lending issue）と呼んで、両者間に敢えて主客関係や因果関係を含味させない方が好ましいと考える。ただし、本稿では説明の便宜上、すでに多くの人々の耳目になじんだ学界慣用語法に従うこととした。

さて、小島氏のように「タレ流し発行が基軸通貨制（とりわけ単一基軸通貨制）の制度的必然である」と主張するのは、流動性ジレンマ論者の多くが陥る素朴かつ決定的なミスであるが、流動性ジレンマ論者の中には、これとやや異なった論法（ないし表現）をとる論者もいる。彼らは、表現上、タレ流し発行が基軸通貨制の制度的必然だとは直接言わず、その限りでは一見、派生的発行ルートの存在を認識しているかのようにも見えるのであるが、とにかく「基軸通貨発行残高増大に伴う基軸通貨国の金準備率の低下は、それ自体『悪』であり、基軸通貨の信認を低下させる」と主張する。このような主張を行う流動性ジレンマ論者の一人が、他ならぬ「元祖」ロバート・トリフィン（1960年）である。<sup>10</sup>

この言わば「元祖流動性ジレンマ論」の問題点は、上記(2)の点への認識が稀薄であることである。即ち、元祖流動性ジレンマ論は、基軸通貨発行残高の増大がタレ流し発行によるのか派生的発行によるのかという相違を重視せず、前近代の金匠（ゴールド・スミス）さながら、ただ信用通貨発行残高と金準備量との比率だけを信用通貨の信認維持に際してのバロメーターと考えるのである。これは、派生的発行が信用通貨の信認維持において果たす機能（近代的銀行原理）を無視又は軽視した考え方である。この意味で、元祖流動性ジレンマ論に

においても、やはり派生的発行の概念は実質的に欠落していると言える。

奇妙なことに、この金（ないしリザーヴ）と信用通貨の信認との関係をめぐる論点に関しては、小島氏は極めて銀行原理的視点に近い主張（氏のいわゆる「金観」）を展開している。即ち、小島氏（1989年2月、P.18）は「現代の国民通貨は『管理通貨』であり、（中略）信認の基礎は、国民経済のもつ生産力と資産であって、金ではない。このことは国際流動性＝国際通貨についても等しく妥当する」と述べている。さらに小島氏（1989年2月、P.18）は、複数基軸通貨金為替本位制構想における金準備の役割を、複数基軸通貨諸国間に国際収支節度遵守の「シグナル」を鳴らすための「尺度」として規定し、この目的に役立つならば複数基軸通貨諸国間の「決済資産」としては「必ずしも金でなくてもよい」と述べており、氏の考え方（「金観」）が心情としては銀行原理的視点に極めて近いことがわかるのである。<sup>11</sup> それだけに、氏が銀行原理そのもの（米ドルの派生的発行により流動性ジレンマが回避可能であること）を充分明確に認識していなかったことが惜しまれる。なお、これと対照的なのが村野氏であり、小島氏の「金観」を再三批判した後、「筆者の貨幣論はケインズの、またその系譜のものではないことを断っておきたい」（村野論文1989年8月、P.18）と述べ、自らの考え方が銀行原理的視点から遠いことを認めている。

銀行原理的視点からは、信用通貨の信認を支える主力は派生的発行の際に生じた「流動性債権」であり、本源的発行の際に生じた「リザーヴ」はむしろ従である。少なくとも、信用通貨発行者が派生的発行において優良債権維持に努め、通貨の決済力に対する保守・点検を常に入念に行っていくほど、信用通貨の信認根拠は「リザーヴ」から「流動性債権」へとヨリ比重を移していく。金準備・金交換性は（少なくとも量的には）信用通貨の信認を支える主力ではなくなり、信用通貨発行者（基軸通貨国）に財務節度（国際収支節度）を守らせ、チェックするための技術的一手段に過ぎなくなる。もし信用通貨発行者（基軸通貨国）に金交換性を賦課せずとも財務節度（国際収支節度）が自主的・裁量的に守られるならば、金準備はもはや「飾り」（ケインズ1930年P. 268の表現を用いれば「ゴールド・カモフラージュ」）ということになる。そして、この



ような方向を目ざして信用通貨制を運営して行くべきである、というのが（本稿の立脚する）銀行主義及び管理通貨主義の考え方である。<sup>12, 13</sup>

## 6. 今後の国際通貨体制について

最後に、今後あるべき国際通貨体制について、筆者の考えを小島・村野両氏の考えと比較対照しつつ述べる。

筆者は、現行のドル単一基軸通貨制を各国通貨当局間の協定によって変更することは可能でなく、また、将来のために必要不可欠でもないと考える。基軸通貨たる通貨は、各国通貨当局ではなくマーケットが認定するのであり、また、既に説明したように、タレ流し発行による基軸通貨の信認低下は単一基軸通貨制故の制度的必然ではないからである。小島構想の中核は、タレ流しで信認の下がったドルのうち公的残高をマルクや円のようなハード・カレンシーで代替・置換することである<sup>14</sup>。これだけならば、かつてのローザ・ボンドやSDR代替構想と基本的に同じ過剰ドル回収・非流動化策ということであり、筆者は支持する。しかし小島構想の場合、部分的金決済で米国に国際収支節度回復請求の「シグナル」を鳴らすという「ルール」を制度に組み込む点や、金を再び主要通貨間為替レート固定（アジャスタブル・ペッグ）の中核に据える点や、ドルを代替・置換したマルクや円もドルと同格・無差別の「基軸通貨」として「国際流動性」を形成する点、などが特徴点であり、これらの点については筆者は（その現実性や望ましさに関し）疑問を抱く。

筆者は、今日の米国は金決済に反応して国際収支節度を取り戻すなどというオートマティズムをいきなりルールとして受け入れられるような状態ではなく、「政治経済学的に」無理があると考え。この点では筆者は村野氏と同意見である。（ただし筆者は、各国間の裁量的経済政策協調についてまで非現実的として退けることはしない。）また、小島構想において、マルクや円がドルと同格・無差別の「基軸通貨」として「国際流動性」を形成する、という点についても、筆者は疑問を抱く。ちなみに、英文稿において小島氏は“… When all the constituent key currency countries falls in deficit, they cannot increase

official international liquidity without a liquidity dilemma. It becomes necessary in such a situation to invite some other major surplus country to join in the scheme.” (Kojima, June 1989, p. 8 n. 6) と述べているが、基軸通貨国というのは、あくまでもマーケットが決める（認定する）のであり、ある国の国際収支状況が良好だからといって通貨当局間協定でその国が基軸通貨国になれるものではない。同様に、一旦ある国がマーケットの認定を得て基軸通貨国になった以上、その国は、経済運営のミスから国際収支状況（及び対外貸借ポジション）が悪化したからといって通貨当局間協定によりその座を他国に譲る（あるいは肩代わりしてもらおう）わけにはいかないのである。仮にそのような形で通貨当局間協定により、「複数基軸通貨群」を構成し「基軸通貨」を名乗る通貨グループのメンバーが変わっても、冷徹なマーケットは新しいメンバーを信認しないであろう。小島構想においては「公的国際流動性」における基軸通貨複数化が提唱されているが、公的国際流動性だからマーケットの信認は当初得られなくても後からついて来ると楽観できようか？マーケットの信認不十分な「基軸通貨」を、その名を与えた各国通貨当局自身が本当に基軸通貨として信認するであろうか？筆者は疑問を抱く。信用通貨への信認は上（当局）から与えられるものではなく、下（マーケット）から育ち上がるものである。少なくとも国際社会ではそれが現実の姿であり、各国通貨当局と言えどもこの現実を「協定」によって変更（又は修正）することは無理であると筆者は考える。

筆者は、国際通貨制度を通貨当局間協定で変えるよりも、ドル単一基軸通貨・管理フロートという、マーケットが選んだ（少なくともマーケット主導で成立した）現行制度の下で、裁量的国際協調政策により国際経済・金融秩序回復をめざす方が現実的であると考え。もちろん、すべてに先立ってまず重要なのは、米国の経済社会自身が健全な実体生産活動、節度ある消費生活及び財政運営といったモラルを取り戻すよう自助努力することである。〔この点では、「ゲームのルール」重視の小島氏も、「ルールの非現実性」を協調する村野氏も、（当然ながら）同意見である（小島論文1989年7月、P.36）。〕筆者は、裁量的国際

協調によって、米国の自助努力を促しつつ、現行のドル単一基軸通貨・管理フロート制下で米国の対外流動性貸借ポジション改善をめざすべきであり、これが最も現実的な対処法である、と考える。まずは各国も協力して米国の経常収支赤字幅を徐々に減らし、経常収支赤字<長期資本収支黒字のケースによる基礎収支黒字状態を続けて米国の対外流動性貸借ポジションを改善しつつ、米国の対外純債務残高増加速度を減らして行くのである。<sup>15</sup>（なお、この間において、マルクや円が部分的に基軸通貨的な役割を担うようになるかも知れぬが、それはあくまでマーケットが判断して決めることである。）

次に、こうして米国の経常収支赤字幅を減らして基礎収支黒字状態を続けた結果、将来、米国が対外流動性貸借ポジション均衡国さらには経常収支均衡国にカムバックした後は、どうすべきか？村野氏（1989年5月、8月）は、この問題への明確な解答を与えていない。再び米国の「国際収支赤字」化によってドルを供給するのか？それとも米国の「国際収支均衡」のまま世界経済が成長し続け、「ドル不足」の再来を招くのか？それではまた流動性ジレンマの繰り返しであり、流動性ジレンマ論者による国際通貨制度改革案提唱（かつてのトリフィン「世界中央銀行」構想から今回の小島「複数基軸通貨金為替本位制」構想に至るような）の繰り返しになろう。これでは事の本質が解決されたとは言えぬ。小島氏のように（村野氏も同様と考えられるが）タレ流し発行（とりわけ米国経常収支赤字のケース）以外にドル供給ルートが存在しないと考えている限り、この繰り返し・堂々めぐりから逃れる途はない。この問題への解答を示さず、ただ当面における米国の国際競争力強化及び「国際収支」改善を主張するだけでは片手落ちである。

筆者は、銀行原理的視点から、この問題への解答を次のように与える。米国は将来、対外流動性貸借ポジション均衡及び経常収支均衡状態にカムバックした後においては、基礎収支を均衡に保ったまま、ひきつづき経常収支改善（黒字化及び黒字幅拡大）を続け、且つ派生的発行により基軸通貨ドルを拡大する世界経済に向けて供給して行くべきである、と。経常収支をひきつづき改善して行くことにより、基礎収支均衡の内訳は、経常収支=長期資本収支=0のケー

スから、経常収支黒字=長期資本収支赤字のケースへと変わって行く。これは、米国が対外流動性貸借ポジション均衡状態を保ちつつ、対外純債務残高を縮小し、対外純債権国へとカムバックの歩みを続けることを意味する。

## 7. 結 論

以上を踏まえ、筆者の主張をまとめると次の通りである。

(1)現行のドル単一基軸通貨制を通貨当局間協定によって変えることは可能ではないし、また、将来のために必要不可欠でもない。ある通貨を基軸通貨として信認し流通させるか否かについて最終的決定権をもつのはマーケットであり、また、タレ流し発行による基軸通貨の信認崩壊（流動性ジレンマ）は、単一基軸通貨制故の制度的必然ではないからである。今日の国際通貨問題の解決方向は、制度の変更という方向ではなく、現行の基軸通貨国アメリカの経済モラル回復をめざす方向一本にしぼるべきである。

(2)アメリカが今後、経常収支及び基礎収支の改善によって対外流動性貸借ポジションを改善し均衡に維持しつつ対外純債務を縮小する、というシナリオに沿って各国が米国の自助努力を促し、且つ米国に協力することが望ましい。そのために、(SDR, マルク建て債, 円建て債等を用いた) タレ流し分ドル残高の回収・非流動化策や各国間経済政策協調を適宜裁量的に発動し、各国間でバードゥン・シェアを行うことが望ましい。このシナリオを円滑に進めて行くに際し、為替レートの固定化は(アジャスタブル・ペッグを含め)好ましくないと筆者は考える。現行の管理フロートを維持し、為替レート伸縮可能性を国際金融システムの安全弁として常時確保しておくべきである。アジャスタブル・ペッグの欠陥(小宮1975年, 第6章参照)は、為替投機の「一方的選択権」を助長し、再び外国為替市場を混乱させかねない。為替レート固定宣言は、経済・金融政策面での国際協調が実績を積んだ後に給仕上げとして可能となるのであり、まず為替レートを固定宣言してから各国をルールでしぼるとするのは極めて危険なやり方であって今日の国際社会にはそぐわないと筆者は考える。

(3)米国が将来、対外流動性貸借ポジション均衡かつ経常収支均衡国にカムバッ

クした後においては、米国はひきつづき経常収支の改善を進め、経常収支黒字＝長期資本収支赤字というパターンで基礎収支均衡を保ちつつ、対外純債務を縮小して行くべきである。そして、もはやかつてのようなタレ流し発行によるドル供給は繰り返さず、今度は専ら派生的発行によってドルを世界経済に供給して行くべきである。即ち、かつての基軸通貨国イギリスが行っていたように、そして現代の先進国経済において個々の市中銀行が行っているように、将来のアメリカも、銀行原理的信用通貨制（基軸通貨制）運営方式を明確に認識し実施すべきである。

(4)村野氏は国際「政治経済」の現実に極めて悲観的であるが、現状の打解をめざすかぎり、やはり国際協調以外に途はないと筆者は考える。そしてそれを、アメリカが「絶対的地位」から「相対的強国に下降」（村野論文1989年8月、P. 23）した今日における銀行原理的基軸通貨制運営の補強手段として活用すべきであると考え。村野氏（1989年8月、PP.23-24）は、「一国の通貨・金融政策の独立性の確保の要求はとりわけきわめて強固である」と述べ、これを「通貨高権」の名の下に容認されるが、通貨高権とは国際収支節度からの逸脱権までも含むのであろうか？筆者は、そこまでの容認はすべきでないと考え。

(5)今後、「通貨高権」の大義名分の下に米国が国際収支節度回復への自助努力を怠り、各国が国際協調への努力を怠るならば、マーケットがかつての「ブラック・マンデー」のような暴力的反応を（株式市場のみならず外国為替市場にまで）示しても、致し方ないと筆者は考える。経済・金融の営み及び政策にモラルや節度が回復しない状況下では、そのようなマーケットの反応が唯一の教訓となろう。

(6)第二次大戦後の米国に国際収支節度から逸脱する格好の理論的口実を与え、今日なお多くの研究者が国際通貨問題の本質及び解決方向を見誤る原因となっている点で、流動性ジレンマ論の弊害は極めて大きかった（今なお大きい）と筆者は考える。英国マクミラン・レポートの銀行原理的視点が第二次大戦後の米国経済学界に受け継がれず、流動性ジレンマ論が通説となって今日に至ったことは、米国にとっても世界にとっても大きな損失であったと言わざるを得な

い。

## 注 釈

- 1) 小島論文(1989年2月)における次の記述を見られたい。「現行のようにドルだけが事実上の基軸通貨であるため、総合収支赤字国が国際流動性を補給することになり、基軸通貨の信認が不安定になるのではあってはならない。次節で『複数基軸通貨金為替本位制』を提案する所似である。」(P.11下段)「だが結局、国際流動性補給の大部分を、唯一の基軸通貨USドルの世界への放出に頼ってきた。それは米国が経常収支赤字に陥ることによってのみ補給された。」(P.19上段) “Up to the present, international liquidity (the U. S. dollar) has been supplied only through continued deficits of the American balance of payments, a further source of loss of confidence in the dollar. This liquidity dilemma will be rectified if, besides the U. S. dollar, such currencies as the Japanese yen and West German mark are backed with gold; the country with a balance of payments surplus provides international liquidity…” (Kojima, June 1989, pp. 1-2) 小島氏(1989年2月)は、公的準備としての米ドル残高が米国の総合収支赤字のみによって供給され、民間保有分も含めた全体としての米ドル残高が米国の経常収支赤字のみによって供給されたと述べ、しかもそれがドル単一基軸通貨制の制度的必然であったとして議論を展開している。なお、小島氏が米国の「総合収支」と言うとき、それが gross liquidity balance, net liquidity balance, official-reserve-transactions balance のいずれを意味するのか明記されていない。(文脈から判断して official-reserve-transactions balance ではないかと思われる。)
- 2) 流動性ジレンマ論者が基軸通貨国の「国際収支赤字」と言うとき、その定義がしばしば曖昧である。この点について尾崎英二氏(1964年, P.184)は、「流動性ジレンマ論が、単純に国際収支赤字という不明確な表現を使って怪しまないところに、すでにその論理の不確実さが認められる」と述べている。小島論文においても総合収支の定義が不明確である。

- 3) 本稿では以下、「流動的」・「非流動的」なる言葉を多用するが、ある債権（資産）又は債務（負債）が流動的か非流動的かを分類する際に、万人が納得するような明確な分類基準が存在するわけではない。国際収支統計で用いられるような、満期1年未満か1年以上かを基準とした「短期」・「長期」の分類が「流動的」・「非流動的」の分類に厳密に対応するわけでもない。しかし、こうした分類上のグレイ・ゾーン問題に拘泥しては、本稿で扱うような議論を進めて行くことが不可能となる。よって本稿では、ある分類基準によって流動的な債権・債務と非流動的な債権・債務とがブラック&ホワイト式に分類可能であるとし、さらに、この分類が国際収支統計で用いられる短期・長期なる分類と著しくかけ離れたものではないとして、以下議論を進めて行くことにする。
- 4) 「対外流動性債権」が基軸通貨の信認を支えるメカニズムは以下の通りである。いま、非基軸通貨国居住者Aに対して派生的発行された基軸通貨がその後国際取引の過程で非基軸通貨国居住者Bの所得となり、Bがこれを外国為替市場で売ったとしよう。すると、近い将来、基軸通貨国居住者への短期債務返済に充てるために自国通貨を売って基軸通貨を買い求めるAの行動が外国為替市場に生ずる。〔このとき、返済義務に迫られたA国に対し、基軸通貨国が安易な追加融資をしないことが肝心である。もしここで安易な追加融資をすれば、そのような基軸通貨発行はキンドルバーガー(1985年, p. 44)のいわゆる wild-cat banking となり、もはや銀行原理的な意味での派生的発行ではなくなる。〕また、このとき非基軸通貨国居住者CがAに（返済用の）基軸通貨を貸してやったとしても、近い将来、今度はCへの返済のためにAはやはり外為市場で基軸通貨を買い求めねばならない。つまり、派生的発行された基軸通貨は、流通のプロセスでたとえ外国為替市場に一時的な「基軸通貨売り」圧力をかけても、基軸通貨国からの安易な追加融資がないかぎり近い将来いずれかの非基軸通貨を代価とする新たな「基軸通貨買い」圧力を再び外国為替市場にかける。これが基軸通貨の為替価値を常に下から支える。基軸通貨国の「対外流動性債権」が基軸通貨の信認を支えるのは、このようなメカニズムが働くからである。
- 5) 国際金融関係の文献では（小島論文も含め）しばしば「ドルのたれ流し」という表現が、明確な定義なしに用いられる。しかしその場合でも、「た

れ流し」という表現において、「基軸通貨国が通貨発行特権を乱用して通貨価値の管理義務を怠り、満足な価値（ないし決済力）の裏付けもせずになさんな通貨発行を行っている」という非難のニュアンスが込められていることは明白である。したがって、「タレ流し発行」に関する本稿での定義は、世間一般の用語法を同一の趣旨でいっそう明確化したものと筆者は考える。なお、本稿で定義した「タレ流し発行」に英訳を与えるとすれば、deficit-financing issue が適切である。

- 6) 当初は派生的発行したつもりだったにもかかわらず、後にその分の債権が不良化し、回収不能となった場合、その分の基軸通貨は「対外贈与」の一部としてタレ流し発行分に含めるのが妥当である。
- 7) *Federal Reserve Bulletin* (1964年6月号～1977年8月号) 所載の“Short-Term Liabilities to Foreigners Reported by Banks in the U. S. (payable in dollars)”をドル残高の統計的対応物とし、“Short-Term Claims on Foreigners Reported by Banks in the U. S. (payable in dollars)”をドル建て米国対外流動性債権の統計的対応物として、1960年～1976年までの各年末時点における「ドル建て米国対外流動性債権÷ドル残高」の比率(C/Lレシオ)を計算すると、次の表の通りである。

年	'60	'61	'62	'63	'64	'65	'66	'67	'68
C/L	0.1725	0.2195	0.2115	0.2350	0.2884	0.2841	0.2752	0.2702	0.2659
年	'69	'70	'71	'72	'73	'74	'75	'76	
C/L	0.2312	0.2462	0.2250	0.2463	0.2930	0.4027	0.5191	0.6235	

即ち、ドル残高のうち、派生的発行残高の占める比率は、1961年から1973年まで常時20%台を保っていたに過ぎない。そして、1971年以前においては、米国からの金引き出しはあっても、米国への金売り渡し（預け入れ）はほとんどなく、差し引きでは米国の金準備減少が（1969年を弱い例外として）続いていた（ドルの本源的発行残高はゼロどころか常時マイナスであった）。したがって、1からこの時期（1961年から1971年）のC/Lレシオを差し引いた残り70数パーセントに、このネット金引き出しによって消滅したドル残高のシェアを加えた比率（少なくとも70数パーセント以上）が、この時期（1961年から1971年）においてタレ流し発行残高の常時占めていたシェアだったことになる。ちなみに滝沢健三氏（1975年、P.17）の計算によると、第二次世界大戦以降1970年末までの「戦後25年間のドル残



高増加額394億ドルのうち311億ドルまでが（国際収支の累計表からいえば340億ドルまでが）基礎収支の赤字に負っている」と推定される。即ち、滝沢氏の計算によれば、戦後25年間におけるネットのドル残高増加額を分母とし、この間におけるグロスのタレ流し発行累積額（一旦タレ流し発行された後に金引き出しにより消滅した分のドルを含む）を分子とした比率は、78.9%（ $311 \div 394$ ）ないし86.3%（ $340 \div 394$ ）だったことになり、筆者の算出結果と符合する。

- 8) 単独で基軸通貨国になれるような国は軍事大国でもあるわけだから、対外軍事支出増大による基軸通貨国の経常収支及び基礎収支悪化は単一基軸通貨制の「制度的必然」である、と主張する論者がいるかもしれぬ。しかし、対外的に軍事支出がかさむならば、その分だけ自国の消費・輸入水準を抑えるとか、輸出競争力を衰弱させぬよう国内での設備投資を怠らぬといった、経済運営面での努力を行うことにより、経常収支及び基礎収支悪化を防ぐ道は開かれている。対外支出のかさむ軍事大国が同時に基軸通貨国としての信認をも保ちたければ、経済運営面でそれなりの自己鍛練（生産力増強）や節制（過剰消費防止）といったモラルが求められるのは、むしろ当然とも言える。よって、「単一基軸通貨制下では基軸通貨国＝世界の警察官だから基軸通貨国の経常収支及び基礎収支悪化（基軸通貨のタレ流し発行）は制度的必然だ」という主張は、やはり不適切であると筆者は考える。ちなみに、1946年から1987年までの42年間において米国の軍事取引収支赤字幅が投資収益収支黒字幅を上回ったのは、わずか3回（1953年、54年及び58年）にすぎない。（『アメリカ経済白書』日本評論社、1989年、p. 345参照）
- 9) パクス・ブリタニカ時代の国際金融に関する村野氏のステートメントには、筆者の目から見て「問題発言」と思われるものが少なくとも2点ある。第1点は、パクス・ブリタニカ時代の英国が「世界独占的な金準備」を保有していた（村野論文1989年5月、P.26）というステートメントである。これは、イエーガー（1976年）における次の記述と相容れない。「第一次世界大戦前において、イングランド銀行は3000万ポンドから4000万ポンドの金準備で営業した。3000万ポンドを下回することはしばしばあったが、4000万ポンドを上回することは極めて稀であった。これは、イングランド銀行よ

りも責任 (responsibility) の少ないオーストリア・ハンガリーやロシア及びフランスの中央銀行がそれぞれ約5000万ポンド、1億ポンド及び1億2000万ポンドに近い金準備を保有していたのに比べると対照的である。」(イエーガー, 1976年, P.299)「(イングランド銀行が) かくも僅かの金準備でかくも広汎な内外取引をいかにして行っているのかということについて当時の人々は批判と羨望の狭間に当惑していた。」(イエーガー1976年, P.300) また, リンダート (1969年, PP.10-11, Table 1) によれば, 1913年末時点で, 世界の主要35ヶ国通貨当局による金保有総額48億4620万ドル (= 9億9581.6万ポンド) のうち, 英国 (イングランド銀行) の保有分は1億6490万ドル (= 3388.4万ポンド) であり, 3.40%に過ぎない。これもやはり村野氏の上記ステートメントとは相容れない。村野氏による「問題発言」の第2点は, 「パクス・ブリタニカのイギリス」の「国際流動性ポジション」が「短期借, 長期貸 (Short Borrowing Long Lending) であった」(村野論文1989年8月, P.18) というステートメントである。本稿の本文中でも述べたが, マクミラン・レポート (1931年, P.149) には “Before the War London’s short-term position with the rest of the world was probably well balanced.” と記されており, これもやはり村野氏のステートメントとは相容れない。

- 10) トリフィン (邦訳P.84) における次の記述を見られたい。「金為替本位制は, 世界通貨準備の不足を救済する助けとなることができるかもしれないが, いつでも救済できるとは限らない。つまり, 基軸通貨国がその総準備の増加を上廻るほどに短期的金融債務を増加させ, かくて自国の純準備ポジションが悪化するのを許す程度に応じて, 準備不足救済に資するにすぎないのである。しかしながらもし基軸通貨国がこのような状態をいつまでも放置しておく, その基軸通貨に対する外国人の信認は漸次減退し, 金為替制度自体を崩壊に導くことになりがちである。」この引用文において, 「総準備」とは基軸通貨国の保有する金 (Gold) 等リザーヴのことであり, 「純準備ポジションが悪化する」とは「金準備率が低下する」の意味である。
- 11) 小島構想においては, 「各基軸通貨ごとの金準備/国際流動性比率 (G・Lレシオ) を均等化させるように一定のルールに従い運営する。これによ

り複数国際通貨に対する優劣のない信認が保たれる」(小島1989年2月P.14)と主張され、表面的には金匠原理ないし通貨原理が装われている。しかし実は、小島氏は、国際収支節度をチェックする「尺度」として金を「偽りのバックング」(小島1989年7月号, P.32)に便宜上使い、併せて、(金への思い入れの強い)村野氏のような「金観」を「逆用」(小島1989年7月, P.32)して一石二鳥効果をねらおうというのである。

- 12) 「管理通貨制」とは、通貨当局が国民通貨の金交換性を一方的に無理矢理停止し、不換銀行券を法的強制力によって流通させる、といった通貨制度のことではない。少なくとも、そのような状態は銀行主義の理念に反する。銀行学派やケインズのいわゆる管理通貨制(ないし銀行原理的信用通貨制度)とは、信用通貨発行者が、自らの発行する通貨とリザーヴ(金)との交換性を一方的に停止しなくても、長年にわたる通貨発行者の財務節度維持と派生的発行の結果、人々の通貨に対する信認が十分に高まってリザーヴ(金)への交換請求が自然消滅(ケインズの表現によれば「安楽死」)した状態を指すのである。これは、(例えば為政者の放漫財政や戦争支出に協力して行った)タレ流し発行により人々の信認を失った通貨発行者が金とりつけ騒ぎに遭って一方的に交換停止宣言し、不換銀行券が法的に流通する(させられる)「管理通貨制」へ移行するのは、事情が違う。「管理通貨制」なる用語がそのような場合に用いられることをケインズは決して喜ばぬであろう。
- 13) 参考までに、(i) パクス・ブリタニカ期の1909~10年当時におけるポンド残高に対するイギリスの金準備率と、(ii) 金・ドル交換停止直前の1970年末におけるドル残高に対するアメリカの金準備率とについて、概算数値を以下に示す。

(i) ハートレイ・ウィザースの推計によると、1909年におけるイギリスの“short and semiliquid claims on foreign debtors...which was currently turned into cash to be presently reinvested almost anywhere within the gold area”は1億5000万~2億ポンドである〔シュンペーター(1939年, Vol. II, P.673)参照〕。また、1910年1月5日におけるイングランド銀行発行部保有金準備は3279万1千ポンドである〔滝沢(1985年, P.17)参照〕。そこで、マクミラン・レポート(1931年,

P.149) の推定に従い、当時（第一次世界大戦前）のイギリスの対外流動性貸借ポジションがほぼ均衡していた（対外流動性債権+金準備=対外流動性債務だった）とすると、当時（1909~10年頃）のイギリスの対外流動性債務（ポンド残高）は、約1億8000万ポンド~2億3000万ポンドとなる。これを分母として、当時のイングランド銀行保有金準備約3000万ポンド（あるいは3300万ポンド）を割ると、その比率は0.130~0.167（あるいは0.143~0.183）と算出される。もちろん、当時（第一次世界大戦前）のイギリスの対外流動性貸借ポジションが「時には資産超過でさえあった」（マクミラン・レポート、P.150）とすれば、金準備率はこれよりも高いレンジの値となる。

(ii) Federal Reserve Bulletin 1972年12月号の第4表及び第8表によると、1970年末における Short-Term Liabilities to Foreigners Reported by Banks in the U. S. (payable in dollars, to all foreigners) は、41393百万ドルであり、また、U. S. Treasury and Exchange Stabilization Fund の保有する Gold Reserve は11072百万ドルである。よって、ドル残高に対する金準備の比率が $11072 \div 41393 = 0.2675$ と算出される。

(i), (ii) いずれも〔とりわけ (i) は〕あくまで概算数値でしかない。それでも、以上の数値から、1970年末におけるアメリカの金準備率が1909~10年頃におけるイギリスの金準備率と比べて著しく低かったとは考えられない。むしろアメリカの金準備率の方が高かったのではないかと思われる程である。にもかかわらず、外国からの金とりつけ騒ぎがイギリスの場合に起こらず、アメリカの場合に起こったのは何故かと言えば、その最大の原因は他でもない。マクミラン・レポートに記されているように当時（第一次世界大戦前）のイギリスが対外流動性貸借ポジション均衡（時には資産超過）状態であったと推定され、ポンド残高が大部分（1億5000万~2億/1億8000万~2億3000万=83%~87%）対外流動性債権でカバーされていた（ポンド残高の大部分が派生的発行残高だった）と推定されるのに対し、アメリカの場合、1970年末においてドル残高に対する対外流動性債権のカバー率は24.6%（本稿注7参照）に過ぎなかった（ドル残高の大部分がタレ流し発行残高だった）からであると筆者は考える。

ちなみに、シュンペーター（1939年、Vol. II, P.673）は、イギリスの成

功因について次のように述べている。“Management of the international component, however, was so successful only because there was the powerful wall of short and semiliquid claims on foreign debtors that sheltered the English structure. Without it, that structure would never have been worked on such small margins of safety or by means of such delicate adjustments.”

- 14) 小島氏 (1989年2月) は、公的ドル残高が米国の総合収支赤字によってのみ供給される、と主張していながら、公的マルク残高や公的円残高は西独や日本の総合収支が黒字でも「貸付け」によって供給される、としている。そして、「こういう貸付はIMFの仲介するGAB協定に基づいて従来も行われてきたところである」(小島1989年2月, P.16) と述べている。つまり、小島氏は、米国の場合には「貸付け」による公的ドル残高供給ルートを否定し、米国の総合収支赤字以外に公的ドル残高供給ルートはあり得ない(それ故単一基軸通貨制下では流動性ジレンマが生じざるを得ない) と主張しておきながら、他方では、西独や日本の場合には総合収支が黒字でも「貸付け」による公的マルク残高や公的円残高の供給ルートがあるとし、これを自らの構想(基軸通貨複数化による流動性ジレンマ解決)の中核に据えているのである。この点は筆者の目にはチグハグ且つ不自然なものと映る。米国が直接「総合収支赤字」を解消しつつ自ら「貸付け」によって公的ドル残高を供給する、という方式の方が流動性ジレンマ解決策として自然ではなかろうか。
- 15) Federal Reserve Bulletin 1989年8月号所載の統計から、Bank's Own and Domestic Customer's Claims on Foreigners Reported by Banks in the U. S. (payable in U. S. dollars) 及び U. S. Reserve Assets (Gold, SDR, IMF position, and Foreign Currencies) 及び Claims on Foreigners Reported by Banks in the U. S. (payable in Foreign Currencies, excluding those held by U. S. monetary authorities) を比較的流動性の高い米国対外債権及び資産として資産サイドに計上し、

Liabilities to Foreigners Reported by Banks in the U. S. (payable in U. S. dollars and in Foreign Currencies) を比較的流動性の高い米国対外債務として負債サイドに計上して、対外流動性貸借対照表を作成すると、1988年末時点で米国は約1044億ドルの流動性負債超過である。なお、経済企画庁『経済月報』No.458（平成元年8月）P.105表7によれば、流動性・非流動性あわせた全体としての対外貸借において、米国は1988年末時点で5325億ドルの負債超過（対外純債務国）である。

## 付 記

本稿において筆者は、小島・村野論争への論評・発言を主目的とし、流動性ジレンマ論への批判をその一環（ただし最大の環）として位置づけた。しかしながら、小島・村野両氏の他にも、流動性ジレンマ論に立脚して（あるいは流動性ジレンマ論の論理構成を全く批判せずに）国際通貨問題を論ずる研究者は今日数多い。我国においては例えば島崎久弥（1983年）、吉野俊彦（1987年）、小宮隆太郎（1988年）、河合正弘（1989年）等の人々がそうであり、米国においては例えばピーター・ケネン（1980年）、スチーブン・マリス（1985年）、ルディガー・ドーンブッシュ（1986年）、リチャード・クーパー（1987年）、ヤコヴ・フレンケル（1987年）、ロバート・アリバー（1987年）、ロナルド・マッキンノン（1984年、88年）等の人々がそうである。流動性ジレンマ論が通説としていかに広く普及し（又は放任され）ているかがわかる。我国内外において国際経済・国際金融問題に多くの論著を公表されている小宮隆太郎氏（1975, 83, 88年）は、筆者の知る限り、一度も流動性ジレンマ論を批判したことがなく、言及さえも全く行っていない。流動性ジレンマ論支持を明記する島崎・吉野・河合氏等と異なり、小宮氏の徹底した流動性ジレンマ論不言及は筆者にとってむしろ印象的である。米国の研究者では、わずかにチャールズ・キンドルバーガー（1985年, p. 85）が流動性ジレンマ論を「misguided に思われる」と批判しているのみである。ただし、そのキンドルバーガーが1966年以来主張している「米国＝世界バンカー論」は、市中銀行の満期変換（maturity transformation）からのアナロジーによって基軸通貨国の「短期借り長期貸し」（対外流動性負債超過状態）を正当化する主張であり、基軸通貨国の「短期借り短期貸し」（対外流動性貸借均衡状態）を正当視する本稿のような銀行原理的主張

とは異なるものである。筆者の見解では、市中銀行が満期変換を行えるのは用心深い短期借り短期貸しパターンによって長年にわたり顧客の信頼を培ったればこそ、その信頼の範囲内においてであり、「銀行（バンカー）だから満期変換（短期借り長期貸し）して当然だ」と言うキンドルバーガーの主張は本末転倒と筆者には思える。また、基軸通貨国が流動性危機に陥っても、市中銀行の場合と異なり、リザーヴ（Gold）を追加供給して支援してくれるレンダー・オブ・ザ・ラスト・リゾートが背後に控えているわけではないのだから、その分だけいっそう用心深く常日頃から短期借り短期貸し構造の遵守に努めねばならぬはずである。これらの点の考慮がキンドルバーガーの「米国＝世界バンカー論」には欠けていると筆者は考える。

なお、本稿の脱稿直前に中西市郎氏の論文「技術的メカニズムとしての『複数基軸通貨金為替本位制』提案について」が『世界経済評論』1989年10月号に発表された。この論文において中西氏は、小島構想が立脚する流動性ジレンマ論の妥当性について、疑問を投げかけている。しかしそこでの中西氏の論法は、筆者が本稿で用いた論法とはやや異なるものであり、中西氏自身が1985年の著書（PP.47-48）で用いた論法ともやや異なるものである。即ち中西氏（1989年10月）は、(i) 公的保有ドル残高が米国の「国際収支赤字」以外にユーロ・달러市場での貸借によっても増加し得ること、及び (ii) 「アメリカの経常収支赤字のたれ流しによって諸外国の手に累積されたドルも、ユーロ・달러市場において有利に運用されるかぎり、為替市場で売りに出されることはない」（中西論文1989年10月P.15）こと、の2点をもとにして、流動性ジレンマ論は現在の世界経済には必ずしもあてはまらない、と主張している。(i) の主張について筆者は次のようにコメントする。ユーロ・バンクは、既に何らかのルートで発行され米国人もしくは非米国人（含、法人）名義で米銀帳簿上に存在しているドルを（米銀帳簿上で口座振替することにより）有利に活動させる仲立ちをする、という信用媒介機能は持つが、米銀帳簿上のドル総額自体をユーロ・バンクが自らの意思で増やす（信用創造する）ことはできない。そして、ユーロ・バンクの信用媒介が米国人貸手Aと非米国人借手Bとをつなぐ場合にのみ、ユーロ

ロ・バンクはドル残高を「派生的発行」していると言える。しかしこれとて、Aが直接Bに貸せる、という形態での派生的発行が迂回化したものにすぎない。つまり、ユーロ・ダラー市場などもともと存在せずともドルの派生的発行は可能である（事実、可能であった）。よって、タレ流し発行（米国の基礎収支赤字）以外に派生的発行（短期貸し出し）というドル残高（公的ドル残高であれ民間ドル残高であれ）供給ルートが存在することを主張するために敢えてユーロ・ダラー市場を引き合いに出す必要はない。むしろ、ユーロ・ダラー市場に信用創造機能があるかの如き誤解を惹き起こしかねず、有害でさえあると筆者は懸念する。〔ちなみにエシヤー（1988年p. 509）によれば、ユーロ・ダラー信用乗数値に関する近年の推計結果は、この値がほぼ1に等しいとのコンセンサスを生みつつあると言う。信用乗数値が1に等しいとは、要するに、信用創造機能が無いことを意味する。〕また、(ii)の主張については中西氏自身、ドルにとって有利な（つまりタレ流されたドルの為替価値下落を今まで緩和してきた）(ii)の効果が今後もアテにできる保証はないと認めている。タレ流しドル残高増加の結果、一朝ドル不安が昂ずれば、ドルを売って他通貨資産へ避難しようとする究極的貸手を出発点としてドル融資引き揚げの嵐が米国金融市場とともにユーロ・ダラー市場をも襲うことは必定なのである。ユーロ・ダラー市場が存在したとてタレ流しはやはりドルの価値を崩壊させることに変わりはない。結局、中西氏（1989年10月）のようにユーロ・ダラー市場の機能に依拠して流動性ジレンマ論を批判する論法には土台無理があると言える。そもそも、ユーロ・ダラー市場の機能と流動性ジレンマ論の論理的誤りとは、互いに直接関係のない論点同士なのである。よって、ユーロ・ダラー市場など引き合いに出さずとも（むしろ引き合いに出さぬ方が）流動性ジレンマ論の誤りのエッセンスを正確に指摘できると筆者は思うのである。

#### 参考文献（言及順）

小島清「『複数基軸通貨金為替本位制』を提唱する」『世界経済評論』1989年2月、PP. 8-20.



- Kojima, Kiyoshi (June 1989) "The Multiple Key Currency Gold-Exchange Standard: A Proposal," *Hitotsubashi Journal of Economics*, Vol. 30, pp. 1-13.
- 小島清「『複数基軸通貨金為替本位制』再論」『世界経済評論』1989年7月, PP.26-37, P.45.
- 村野孝「『複数基軸通貨金為替本位制』を論評する」『世界経済評論』1989年5月, PP. 23-31.
- 村野孝「『複数基軸通貨金為替本位制再論』を読んで」『世界経済評論』1989年8月, PP.16-24.
- Triffin, Robert (1960) *Gold and the Dollar Crisis*, Yale University Press.  
〔村野孝・小島清監訳『金とドルの危機』勁草書房, 1961年〕
- 尾崎英二「国際流動性問題の解決の方向」『国際流動性セミナー』至誠堂, 1964年, PP. 182-208.
- 尾崎英二『SDR…国際通貨体制の将来』東洋経済新報社, 1969年.
- 尾崎英二『国際管理通貨』東洋経済新報社, 1973年.
- 滝沢健三『国際金融機構』文雅堂銀行研究社, 1975年(新訂版1985年).
- 滝沢健三『国際通貨』新評論, 1980年.
- 滝沢健三『国際金融・通説への批判』東洋経済新報社, 1984年.
- 中西市郎『国際金融…理論と現実』新評論, 1985年.
- 松井均「基軸通貨制に関する一考察: 国内金融メカニズムからのアナロジー」『商学討  
究』(小樽商科大学)第36巻第3号, 1986年2月, PP.237-260.
- Imlah, Albert (1958) *Economic Elements in the Pax Britannica*, Harvard University Press.
- Committee on Finance & Industry (1931) *Report*, London: His Majesty's Stationery Office.〔通称マクミラン・レポート〕
- Yeager, Leland (1976) *International Monetary Relations*, second edition, Harper & Row.
- Lindert, Peter (1969) *Key Currencies and Gold 1900-1913*, Princeton Studies in International Finance No.24. Princeton University Press.
- 横山昭雄『現代の金融構造』日本経済新聞社, 1977年.
- Keynes, John M. (1930) *A Treatise on Money: The Applied Theory of Money*, in *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. VI, Macmillan, 1971.
- Schumpeter, Joseph (1939) *Business Cycles: A Theoretical, Historical, and Statistical Analysis of the Capitalist Process*, McGraw-Hill.
- 小宮隆太郎『国際経済学研究』岩波書店, 1975年.

- 小宮隆太郎・須田美矢子『現代国際金融論』〔理論編, 歴史・政策編〕日本経済新聞社, 1983年.
- 小宮隆太郎『現代日本経済』東京大学出版会, 1988年, 第6, 7, 8章.
- 島崎久弥『金と国際通貨』外国為替貿易研究会, 1983年.
- 吉野俊彦『円とドル』日本放送出版協会, 1987年.
- 河合正弘「国際通貨システム…n-1問題, 国際通貨, クレディビリティ」『金融研究』(日本銀行金融研究所) 第8巻第1号, 1989年3月, PP.37-84.
- Kenen, Peter (1980) *Essays in International Economics*, Princeton University Press.
- Marris, Stephen (1985) *Deficits and Dollars: The World Economy at Risk*, Washington D. C. : Institute for International Economics. [大来佐武郎監訳『ドルと世界経済危機』東洋経済新報社, 1986].
- Dornbusch, Rudiger (1986) *Dollars, Debts and Deficits*, The MIT Press. [翁邦雄・奥村隆平・河合正弘訳『現代国際金融』HB J出版局, 1988年]
- Cooper; Richard (1987) *The International Monetary System*, The MIT Press.
- Frenkel, Jacob (May 1987) "The International Monetary System: Should it be Reformed?" *American Economic Review*, Vol.77, No.2, pp.205-210.
- Aliber, Robert (1987) *The International Money Game*, fifth edition, Basic Books Inc, Publishers.
- Mckinnon, Ronald (March 1984) *An International Standard for Monetary Stabilization*, Institute for International Economics.
- (Winter 1988) "Monetary and Exchange Rate Policies for International Financial Stability: A Proposal," *Journal of Economic Perspectives*, Vol.2, No.1, pp.83-103.
- Kindleberger, Charles P. (1985) *International Capital Movements*, Cambridge University Press.
- Despres, Emile, C. P. Kindleberger, and W. S. Salant (1966) "The Dollar and World Liquidity: A Minority View," *Economist*, Vol. 218, No. 6380 (February 5) [reprinted in C. P. Kindleberger (1981) *International Money*, George Allen & Unwin, chap. 4]
- Ethier, Wilfred (1988) *Modern International Economics*, second edition, W. W. Norton.