

## 論 説

# 1995年の「協調的為替・金融政策」と日本の対外投資(1995 - 97年) 90年代後半の世界的資金循環のなかで

奥 田 宏 司

### はじめに

小論では前稿<sup>1)</sup>に引き続き1990年代後半期における日本の対外投資の諸特徴を論じるが、それは95年春から97年10月までに限定される。その理由は、95年春以降の米、日、独によるこれまでの政策の転換と「協調的為替・金融政策」<sup>2)</sup>の実施がこの期における国際的なマネーフローを規定したこと、また、97年秋における日本の諸金融機関の破綻がそれ以後の日本の資本収支構造を大きく変化させたからである<sup>3)</sup>。

95年の米、日、独による「協調的為替・金融政策」が90年代後半期に特有な世界的なマネーフローを形成し、日本のこの期における対外投資もこの国際的なマネーフローの一部をなしているのである。したがって、95年の「協調的為替・金融政策」がどのように形成されていったかを、やや詳細に跡付けなければならない。しかも、その形成過程における重要な時期に日本が国際的な政策合意の先導的な役割を演じているのである。

この期における日本の対外投資を考察するということは、アメリカ、ヨーロッパはもちろんアジアを含めた国際的なマネーフローを考察することにつながる<sup>4)</sup>。敷衍すれば、この時期の日本の対外投資を90年代後半期に特有な世界的な資金循環のなかで考察することを通じて、日本の対外投資がもつ諸特徴、すなわち、アメリカ経常収支赤字ファイナンスにおける位置、米株価の急激な上昇への「寄与」の度合い、そして、アジア通貨危機の要因の醸成の一面を解明することができよう。それは、「協調的為替・金融政策」の合意がアジア通貨危機に二重に作用したことの理解につながるのである<sup>5)</sup>。短期的には環太平洋地域におけるマネーフローを変化させてアジア地域への資金流入を極限にまで推し進め矛盾を累積させたという作用と、円安の浸透がアジア通貨危機の「限界の要因」として最後に作用したという二重である。

小論の分析視角は以上のようなものであるが、再度、以下のことを強調しておきたい。90年代前期

にはある程度可能であった国内要因を主たるものとしての日本の対外投資の分析が、90年代後半期(95 - 97年)における日本の対外投資の分析にはまったく通用しないということである。95年の「協調的為替・金融政策」を論じ、それによって90年代後半期に特有な世界的な資金循環が形成されたことを前提にこの期の日本の対外投資は論じられなければならないのである。

### 、1995年の為替・金融政策の国際的協調

1995年春から夏にかけての日米を中心とし、独も参加した為替・金融政策の転換と国際協調<sup>6)</sup>は、90年代後半期における国際マネーフローの動向を大きく左右することになった。本節においてはその転換と協調の構築の過程をたどりたい。

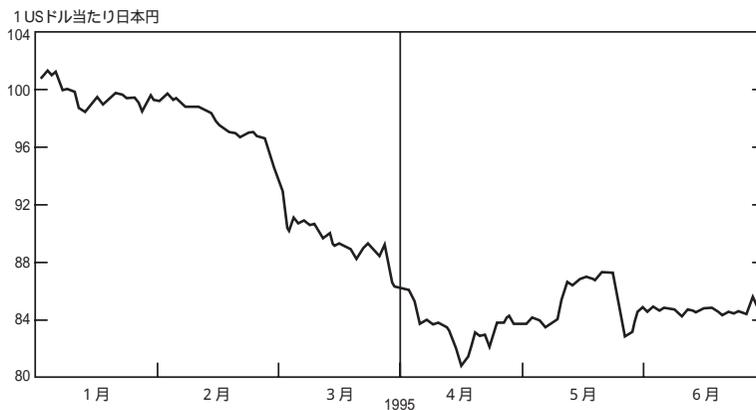
ところで、以前に筆者は協調体制を必然化させた要因として2つのことを指摘した。95年における日本経済の急速な減速、金融システム不安が世界経済、世界の金融不安をもたらしかねないということ、具体的には、日本の金融不安はアメリカ債券市場からの資金引き揚げを招き、アメリカ長期金利の上昇をもたらす危険性がある、95年に入ってアメリカの景気が減速し、金利引下げが必要になったが、ドルが下落している時期に金利引下げを行なうとドルの暴落につながりかねないということ、したがって金利引下げのためにはドル安を止めておく必要があった、という2点である。これらの2要因によって日米双方は円高・ドル安是正の点で利害が一致したのである<sup>7)</sup>。本節においては、この2要因をベースにしつつ、ドイツの事情も少し加えながら協調体制の構築過程を詳細に見ていきたい。協調の動きは95年春から始まるが、その前に95年第1四半期の状況を見ておこう。

#### 1) 第1四半期の状況

第1四半期はじめての円・ドル為替相場(第1図参照)に影響を与えた主要な要因は、94年末から始まったメキシコ通貨危機であった。メキシコ危機によってアメリカ貿易赤字の増大が予想され、また、危機はドル資産を含む北米の資産に対する嫌悪感を増大させた。さらに、アメリカの対メキシコ金融支援パッケージの実現性、議会の動きがそれを増幅させた<sup>8)</sup>。中南米における不安はエマージング市場全体の不安につながり、アジアにおいても不安が広がった。そうした中で、アジアのエマージング市場国はドル資産を一部円資産へ転換させた<sup>9)</sup>。

2月1日、米連銀はインフレ懸念から公定歩合を0.50%引き上げ、5.25%に、また、フェデラル・ファンドの誘導目標水準も5.50%から6.00%に引き上げた。これは昨年2月以来7度目のFFレート誘導目標水準の引き上げである。しかし、その金利引き上げは市場では織り込み済みと見られ、反応は少なく、ドル相場は前日の上昇を受けた利食い売りで下落した<sup>10)</sup>。ドルの下落は2月から加速していったが、それは種々の要因による。第1に、2月22日にグリーンズパン連邦準備

第1図 ドルの対日本円相場の推移（直物相場）



出所：「財務省および連邦準備の外国為替操作，1995年4月～6月」『東銀経済四季報』1995年 秋，107ページ。

議長が議会で「（金利の）政策スタンスを維持するか緩和さえするときにやってくるかもしれない<sup>11)</sup>」との証言を行ない，94年から続いてきた金融引締めが最終段階にあることを示唆したことがあげられる。第2に，連邦準備の高官による「最近のドル安を懸念していない<sup>12)</sup>」という発言，ミルーピン財務長官の「市場介入嫌悪」の発言報道<sup>13)</sup>がドル安を加速させた。第3に，米議会における均衡予算に関する憲法修正条項の否決がアメリカ財政赤字の慢性化＝経常収支の大幅な赤字が持続するという考えを生み出した<sup>14)</sup>。さらに，継続されていた日米間の貿易交渉において，アメリカが日本に対して厳しいスタンスを採るであろうという報道が円相場を引き上げた<sup>15)</sup>。

第1図に明らかなようにドルは3月に入り大きく下落していった。これを受けて第1表のごとく，日本の通貨当局は2月17日から連続して為替介入を行なっている。その額は2月17日

第1表 日本の通貨当局による為替介入<sup>1)</sup>

(億円)

1995年 2月17日	409	3月16日	628
2月20日	223	3月17日	492
2月23日	155	3月20日	134
2月24日	328	3月21日	622
2月27日	68	3月22日	178
3月1日	183	3月23日	442
3月2日	482	3月24日	2,037
3月3日	1,086	3月27日	846
3月6日	1,167	3月28日	580
3月7日	278	3月29日	842
3月9日	182	3月30日	1,334
3月13日	757	3月31日	3,388
3月14日	409	1995年1～3月の計	17,954
3月15日	704		

注1) 介入はすべてドル買・円売

出所：財務省「外国為替平衡操作の実施状況」(平成13年7月13日)より。

から3月末までに1兆7954億円に達している。これに対して、アメリカ通貨当局の介入はこの第1四半期には2回の介入にとどまっている。アメリカは3月2日に円とマルクを対価にそれぞれ3億ドルの為替市場介入を、3日にもマルクを対価に4億5千万ドル、円を対価に3億7千万ドルの市場介入を行なった<sup>16)</sup>。また、3月8日にグリーンズパン議長は下院予算委員会で証言し、「ドル安は行き過ぎであり、潜在的なインフレ圧力を高めることから好ましくない」「ドル安に対処するためには財政不均衡への取り組みが重要な鍵である」<sup>17)</sup>と述べた。しかし、アメリカ当局による3月の介入は2回で終わり、ドルは円、マルクに対してそれ以後も下落を続けていった。その要因の一つとして「財務省および連邦準備の外国為替操作、95年1月 - 3月」は次のような重要な指摘を行なっている。「アジアの中央銀行が対外準備の通貨構成を調整するため、また円建て債務をカバーするためにドルを売っているといったレポートに市場参加者が注目したため、依然として市場のムードはドル安傾向が続いた」<sup>18)</sup>。アジアの中央銀行はドル離れをおこしているのである。アメリカ当局は他の機関のレポートとして、アジアの中銀がドル準備から円準備に切り替えていることを、「未確認情報」ながら指摘していることにならなければならぬ。

## 2) 第2四半期の状況

2月にアメリカ金利の上昇期待が遠のいたことからじまったドル相場下落は4月下旬のG7の声明発表まで続いた。第1四半期末のドル安をもたらしたいくつかの要因は第2四半期にも持ち越された。まず、日米間の自動車、同部品交渉において激しいやりとりが続いたこと、アメリカは日本に対して制裁を加えるとの報道が一層の円高をもたらした<sup>19)</sup>。カンター米通商代表による「日本の規制緩和計画にやや失望、日米自動車協議をいつまでも待てない」<sup>20)</sup>との発言が円高を誘導したのである。

さらに、第1四半期から引き続いてアジアの中央銀行はドル離れをおこしている。「財務省および連邦準備の外国為替操作 95年4月 - 6月」は次のように記している。「アジアの中央銀行がドルを売っているとの噂がドルへの圧力を強めた」<sup>21)</sup>。円の問題よりもアジアにおいて基軸通貨ドルへの不信感が広まっていたのである<sup>22)</sup>。

このようなドル安に対して日本の通貨当局は連日為替介入を行なった(第2表)が、アメリカ当局も4月3日、5日と相次いで介入を行った。3日、ドルが円に対して86.50円をつけたとき、ニューヨーク連銀は東京、シンガポール、香港、シドニー市場で円を対価に総額5億ドルの介入を行なった。同じ日にニューヨーク市場において連銀はマルクを対価に7億5千万ドル、円を対価に2億5千万ドルの介入を行なった。円 - ドル市場介入は日本との協調介入であった<sup>23)</sup>。この介入についてルービン財務長官は「政府は強いドルがアメリカの国家的利益であると信じており、強く安定した通貨を維持するために非常に重要な経済ファンダメンタルズの

第2表 日本の通貨当局による為替介入<sup>1)</sup>

(億円)

1995年4月3日	1,255	4月17日	371
4月5日	432	4月18日	82
4月6日	684	5月31日	635
4月7日	252	6月28日	430
4月10日	1,407	1995年4～6月の計	6,050
4月14日	503		

注1) 介入はすべてドル買・円売  
出所：第1表と同じ。

強化に引き続き努力する<sup>24)</sup>と述べたが、相場はほとんど動かず、5日再びの介入となった。5日には日本だけでなく、ドイツ連銀も協調介入に参加した。ニューヨーク連銀は円を対価に2億5千万ドル、マルクを対価に8億5千万ドルの介入を行なった。この介入についてもルービン財務長官は「この介入は強いドルに向けた協調介入であり、強いドルはアメリカの利益であるとともに、世界中の他の国の利益でもある<sup>25)</sup>」と述べた。

しかし、これらの介入でもドルの下落は止まらず、14日に日本銀行が公定歩合を0.75%引下げ1.0%にするとともに、日本政府は内需振興、規制緩和、金融市場に関する施策等の「緊急円高・経済対策」を発表した<sup>26)</sup>。にもかかわらず、日米自動車次官級会議が不調に終わり、米ブラウン商務長官は「日米自動車協議には依然とした隔たりが存在する。アメリカは日本に圧力をかけ続ける<sup>27)</sup>」と述べ、さらに、クリントン大統領が「ドル・円下落は日本の国内問題が原因<sup>28)</sup>」と発言し、日本政府の「緊急円高対策」の効果はほとんど表われなかった。

ドル相場に転機をもたらしたのは、4月25日（日本時間26日）に発表されたG7の声明であった。声明は「最近の（為替）変動は…正当化される水準を越えている…こうした変動を、秩序ある形で反転させることが望ましい<sup>29)</sup>」と述べ、G7は為替市場において緊密な協力を継続することで合意した。しかし、アメリカ政府がこの時点で本格的なドル安是正に踏み切ったと見るのは早計であろう。というのは、アメリカ政府は日本に対して自動車交渉の決裂に伴い「制裁」を科す準備をはじめたと公表しているからである（5月10日）。G7の声明にアメリカ政府が同調したのは、アジアの中央銀行の「ドル離れ」やドルの80円台割れへの一定の対応と見るべきであろう。

4月末から5月上旬における相場の「安定」は、アメリカ議会在野が財政赤字削減案を可決したことを契機とし、また、ドイツ連銀総裁が「ドイツとドイツの経済的パートナーはドイツ・マルクが過大評価され続ければ痛手を被る」「我々は通貨が過大評価され続けることを望むものではない」と表明したことによる<sup>30)</sup>。しかし、5月下旬にはアメリカの4月雇用統計の悪化や耐久消費財、中古住宅販売の停滞を受けてドルは再び低下し、アメリカを含むG10は5月31日一斉に為替市場介入に踏み切った。ニューヨーク連銀はマルク、円でそれぞれ5億ドルの介入

を行ない、日本の介入はこの日だけで635億円にのぼった(第2表)。ルービン長官は、「今回の介入がG7の声明における目標に一致したもの」<sup>31)</sup>であることを確認し、「市場参加者は今回の操作が主要銀行間の協調の強まりの兆候であり、主要国が強いドルを互いに望んでいると解釈した」<sup>32)</sup>。

6月に入り、FRB副議長の米景気減速懸念の表明など、アメリカ経済の減速の兆候がさらにはっきりしてきた。アメリカの金融政策の緩和への期待感と、同時に日本、ドイツの金利引下げも予想されるようになってきた。また、6月中旬のサミットでは為替相場については新たな声明は出なかったが、下旬に日米自動車協議の合意が成立し、本格的に先進主要国の間で為替・金融政策の協調体制を構築する諸条件が整ってきた。一方、アジアにおいては依然として諸中央銀行はドル相場の変化に応じてドル売りを行っていた<sup>33)</sup>。

### 3) 第3四半期の状況

この期間のはじめ、市場はドル相場の行方についてまだ確信をもてず、日米独の金利引下げを期待していた<sup>34)</sup>。しかし、この期間に本格的なドル安是正が実現した。それは、各国の通貨当局の協調政策によるところが大きい。とくに、日本政府の金融・対外投資促進の諸策が大きな影響をもたらした。「財務省および連邦準備の外国為替操作 95年7月 - 9月」は次のように記している。「本報告期間開始時には、日本の金融システム不安、持続する巨額の貿易黒字・経常黒字をうけて、市場参加者は日本における一層のデフレ懸念を抱えていた。これらの問題に対する早急な処置が取られなかったことから、市場参加者は新たな円高を予想していた。しかしながら、7月から8月にかけて日本政府によって実施されたさまざまな措置は、市場参加者の期待を変化させた」<sup>35)</sup>。

日本による円高是正のための7月7日の諸策は、アメリカの景気後退によって7月6日(日本時間7日)に実施されたアメリカの金融緩和のタイミングを狙って打ち出された。7月7日、日本銀行は「当面の金融調節方針について」を発表し、オーバーナイト・コールレートを公定歩合よりも低い0.75%(史上最低)に誘導していった<sup>36)</sup>。財務省・連邦準備制度の『外国為替操作』には記されていないが、この金利誘導は日米の協調によるものであった。日本時間で前日の7月6日、FRBはフェデラル・ファンド誘導金利をこれまでの6.00%から5.75%へ0.25%引き下げた。この引下げは個人消費、生産の減速が見られアメリカの景気に減速感が強まってきたことによるものである。グリーンズパン議長は7月19日の議会で証言し、金利引下げの意図を次のように述べている。「1ヶ月ほど前に私は・・・景気後退のリスクが小さいながらも高まってきたと述べた。・・・過度の景気鈍化のリスクが消滅したと言えるところまでに到達していないことは確かである」<sup>37)</sup>。しかも、この協調金利引下げは、協調為替介入を伴っていた。アメリカは金利引下げの翌日(7月7日)、日本が金利引下げと為替市場介入を行なったこと

第3表 日本の通貨当局による為替介入<sup>1)</sup>

(億円)

1995年7月7日	579	9月8日	8,576
8月2日	6,757	9月22日	5,991
8月11日	935	1995年7～9月の計	25,584
8月15日	482	1995年10～12月の計	0
9月6日	2,264		

注1) 介入はすべてドル買・円売  
出所：第1表と同じ。

を確認して、円を対価に3億3330万ドルの為替介入を行なった<sup>38)</sup>。これは日米の協調でなされ、日本の通貨当局は579億円のドルを購入した(第3表)<sup>39)</sup>。

かくして、6月下旬の日米自動車協議の妥結を受けた7月6、7日の協調金利引下げ、7日の協調為替介入は日米間での為替・金融政策の協調体制への構築が本格的になったことを物語るものである。

その後、大蔵省は8月2日に「円高是正のための海外投融資促進対策について」を発表した<sup>40)</sup>。それは、保険会社の外貨建対外貸付の解禁、保険会社の円建対外貸付の50%ルール撤廃、非居住者ユーロ円債の還流制限の完全撤廃、機関投資家保有外債の評価方法の改正、為銀の持高規制の緩和による円投入外債投資の促進、公的機関による対外資金協力、というものである<sup>41)</sup>。この日本の政策発表にも日米協調の為替介入が伴っていた。8月2日、日本は6757億円にものぼる介入を行ない(第3表)、それを受けて、アメリカは同日に円を対価に5億ドルの介入を行なった<sup>42)</sup>(マルクを対価の介入は8月2日には行われていない)。しかも、この介入に際してルービン財務長官は次のように述べている。「(アメリカ)政府は日本の当局が資本移動の障壁をとりのぞく政策を講じたことを歓迎する。これらの政策と協調介入は4月25日のG7による共同宣言に沿ったものである」<sup>43)</sup>。

一方、ドイツ経済の鈍化傾向が明らかになり、8月9日ドイツ連銀はレボ金利を4.45%に引き下げ、それ以後数週間うちに、さらに6回引き下げられ4.08%とされた<sup>44)</sup>。しかし、8月中旬までの諸為替相場を主導していたのは円-ドル相場であった。財務省・連銀は次のように述べている。「8月の第1、2週にはドイツ・マルクに対して(ドルが)上昇したが、これはアメリカとドイツの経済見通しの変化を反映したというよりは、ドルの円に対する動きに連動した可能性が高い」<sup>45)</sup>。協調介入は8月15日も米日独で行なわれ、アメリカは円を対価に3億ドル、マルクを対価に4億ドルの介入を行なった<sup>46)</sup>。日本は482億円の介入を行なった(第3表)。

以上のように、日米自動車協議の妥結、アメリカの景気後退による金利引下げの必要性、さらにはアジアのいくつかの中央銀行によるドル離れ等の事態を受けて、アメリカ政府はドル安是正へ明確にスタンスを転換し、また、日本の通貨当局による金利引下げ、対外投資促進のた

めの諸政策の発表，さらにはドイツ連銀の金利引き下げが実施され，日米独の金融・為替協調体制が7月から8月にかけて本格的に構築されていった。しかも，7月6日のアメリカ景気後退を原因とするアメリカの金利引下げを契機とする7日の日本の金利引下げ（アメリカ時間で6日），為替市場への介入，また，8月2日の諸政策の発表と為替市場への介入に見られるように，協調体制構築の重要な役割を果たしたのは日本であった<sup>47)</sup>。

財務省・連邦準備の「為替操作報告」は，8月2日の大蔵省による「規制緩和策の発表によって直ちに日本人による海外資産への購入が生じることはなかったが・・・日本の投資家が既存の対外資産に対する通貨ヘッジを取り崩し<sup>48)</sup>」たと記し，これが円高傾向を止める重要な一要因になったことを認めている。さらに，日本銀行は9月8日公定歩合を0.5%引下げ，0.5%にするとともに，コールレートを公定歩合よりも低めに誘導することを明らかにした<sup>49)</sup>。これらの協調体制の構築を受けて，ドル・円相場は7月当初の84円台から9月中旬には105円近くまでに一挙に上昇した。また，ドル・マルク相場も7月の1.39マルク台から8月末には1.46マルク台へとドルが上昇した。9月中旬以降ドルは若干低落していったがアメリカによる介入はなく，日本がかなりの規模の介入を行っている（第3表参照）。しかし，10月以降の第4四半期にアメリカ，日本，ドイツは為替市場介入を実施していない<sup>50)</sup>。

## ，国際マネーフローの変化のなかでの日本の95 - 97年の対外投資

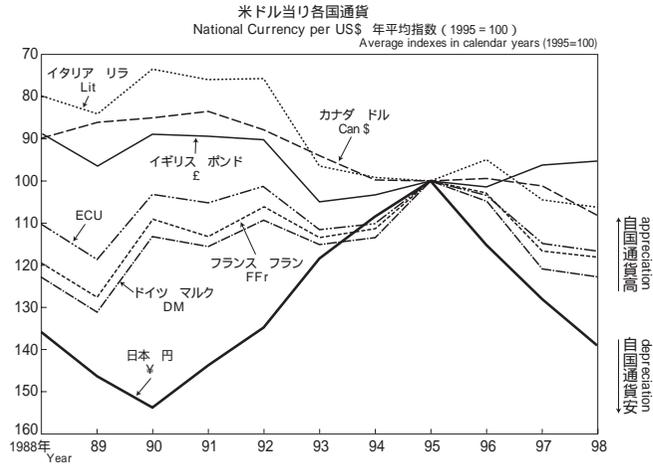
### 1) アメリカを中心とする国際資金循環の形成

前節でみたように95年の春から始まった「協調的為替・金融政策」への転換は7月から8月にかけて日本が先導しながら最終的に成立したものであるが，これは日本の対外投資を変化させたばかりでなく，この「転換」によって世界のマネーフローそのものを大きく変化させた。

第2図に各国通貨の対ドル相場の推移が見られる。95年春を境に円ほどではないが諸通貨も下落している。各国通貨をドルに換えての投資が有利な状況が現われているのである。しかも，アメリカ，日本，西欧諸国の景気動向が，アメリカの好況，日本・西欧の不況となり，ドル金利と諸金利との格差が大きくなっている（第3図）。ますます諸通貨をドルに換えての投資が有利な状況となった。このような環境の中で1990年代後半期にアメリカを中心とする国際資金循環が形成されてきた<sup>51)</sup>。

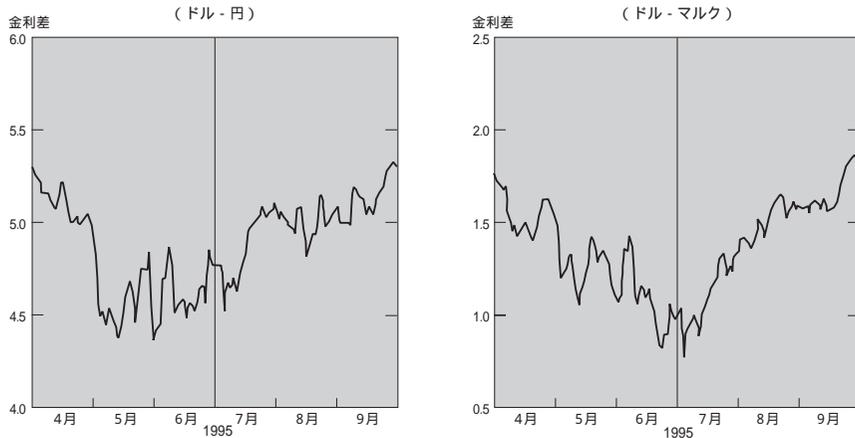
「転換」後の国際マネーフローは，アメリカ国際収支，とりわけ，資本収支に最も顕著に表われている（第4表）。とくに，アメリカへの証券投資が95年から急増している。94年には対米証券投資が912億ドルであったのが，95年には1959億ドル，96年2852億ドル，97年は3443億ドルへの増加である。95年からの対米証券投資は米経常赤字をはるかに上回り，それをもって経常赤字のファイナンスが行なわれるとともに，対米証券投資と95，96年には「在米外

第2図 為替相場



出所：日本銀行『日本経済を中心とする国際比較統計』1999，17ページ。

第3図 ドルとの短期金利差（3ヶ月物ユーロ預金先物 95年12月物）



出所：「財務省および連邦準備の外国為替操作，1995年7月～9月」『東銀経済四季報』1996年，136 - 137ページ。

国公的資産」( =ドル準備) が、アメリカに「対外投資余力」を生みだし、米銀による対外貸付、非銀行部門の非関連外国人との取引(主たるものはミューチュアル・ファンド、ペンション・ファンドによる取引)が伸びていく。アメリカ民間部門の対外投資は94年に1810億ドルであったのが、95年には3417億ドル、96年4196億ドル、97年4867億ドルへと増加し、98年、99年にも高い水準を維持している。

まさに、世界の資金がアメリカに集まり、アメリカから再び世界各国へ流出しているのだ

第4表 1990年代のアメリカ資本収支<sup>1)</sup>

(単位: 億ドル)

	SCB ライン	1992	93	94	95	96	97	98	99
直接投資		-285	-326	-341	-410	-54	8	357	1,456
対外	51	-483	-840	-802	-988	-919	-1,048	-1,425	-1,554
対米	64	198	514	461	578	865	1,056	1,782	3,010
証券投資		180	-418	309	734	1,354	2,253	1,306	1,923
対外	52	-492	-1,463	-603	-1,225	-1,498	-1,190	-1,361	-1,312
対米	65,66	672	1,045	912	1,959	2,852	3,443	2,667	3,235
非銀行の非関連 外国人との取引		132	113	-350	143	-326	-53	-151	-166
対外	53	-4	8	-363	-453	-863	-1,218	-382	-857
対米	68	136	105	13	596	537	1,165	231	691
在米銀行の取引 債権	54	212	306	-42	-751	-916	-1,411	-356	-762
債務	69	162	251	1,043	302	165	1,490	398	542
民間資本取引収支		401	-74	619	18	223	2,287	1,554	2,993
統計上の不一致	70	-484	11	-112	-38	-519	-1,322	719	-488
在米外国公的資産	56	405	718	396	1,099	1,267	190	-199	436
経常収支	76	-485	-825	-1,182	-1,099	-1,209	-1,398	-2,175	-3,244

注: 1) 民間債務については「米通貨」(SCBライン 67)を除く。

出所: *Survey of Current Business*, July 2001, pp. 46 - 47 より。

る。この事態を、IMFは1997年の文書で次ぎのように述べている。「アメリカはグローバルな資金仲介の役割を果たしている。すなわち、アメリカは相対的に安全で流動性に富む金融資産(アメリカ政府債、優良企業債)と高い利回りを提供することによって国際的な資金を引き付け、逆に、アメリカはそれらの資金を、国際金融市場を通じて流動性において劣るがより高い利回りを持つ海外の金融商品へ投資してきたのである」<sup>52)</sup>。

## 2) 日本の「円投」型・対外証券投資の増大

日本の対外投資の変化もこの大きな変化の中で基本的には生じたものである。円高から円安基調への変化、さらに、日米間の金利差が拡大した(短期金利格差は95年5月に4.5%程度であったのが、7月中旬には5%前後に拡大した 第3図)ことによって、円をドルに替えての投資(=「円投入・外貨建対外投資」、以下略して「円投」)が有利になった。以下、95年からの「円投」を見ていこう。なお、本項の分析は前述のように97年10月までのものとなる。97年11月における三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券の破綻によって銀行、諸金融機関の

投資・融資活動は一変するからである。

第5表の日本の国際収支表を見られたい。95年の証券投資収支赤字が前年比で7000億円ほど増加している。また、日本の機関投資家（信託勘定、生保、損保）の「外国証券」の保有額の変化が第4図に示されている。93年に6000億円の減少、94年に1100億円の増加であったのが、95年には1兆2000億円の増加になり、96年には6兆4000億円、また、97年は10月までに6兆3000億円の増加となっている。もちろん、この投資はほとんどが円を外貨に換えての投

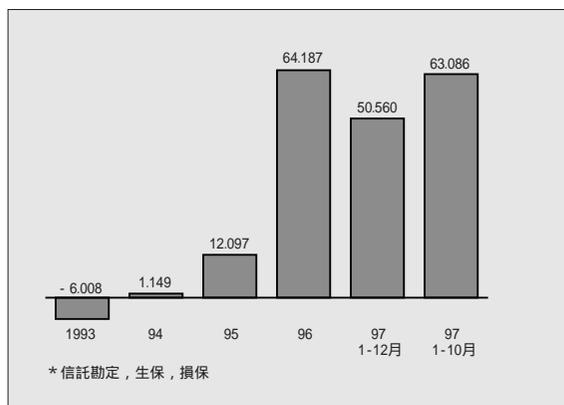
第5表 日本の国際収支（新方式、単位；100億円）

	1993	1994	1995	1996	1997	1997年1月-10月
経常収支	1,467	1,334	1,039	716	1,144	887
貿易収支	1,548	1,473	1,234	910	1,231	965
サービス収支	-478	-490	-539	-678	-654	-563
所得収支	453	413	416	582	674	575
経常移転収支	-57	-62	-75	-98	-107	-91
資本収支	-1,170	-899	-628	-335	-1,483	-1,060
投資収支	-1,154	-880	-606	-299	-1,435	-1,015
直接投資	-152	-176	-212	-252	-275	-242
証券投資	-776	-237	-308	-451	372	-513
その他	-225	-467	-86	404	-1,531	-260
その他の資本収支	-17	-19	-21	-35	-49	-45
外貨準備増減 <sup>1)</sup>	-300	-259	-542	-394	-77	-156
誤差脱漏	3	-176	131	13	416	329

1)(-)は増

出所：日本銀行『国際収支統計月報』より。

第4図 日本の機関投資家\*の外国証券保有の増加額（億円）



出所：日銀『経済統計月報』

第6表 日本の国別対外証券投資<sup>1)</sup>(ネット)

(億円)

	1994	1995	1996	1997 / 1 - 10月	1997
アメリカ	15,442	16,091	53,460	60,225	37,815
イギリス	29,021	30,804	10,996	15,951	15,692
ドイツ	- 9,783	4,371	6,977	8,575	4,587
ルクセンブルグ	43,922	23,622	- 2,120	3,965	3,999
その他	2,952	9,510	23,459	- 4,776	- 25,391
合計	81,554	84,398	92,772	83,900	36,700

注1) 95年末までは証券を取得又は処分した市場別に集計されているが、96年からは発行体の国別に集計されている。

出所：『国際金融年報』平成8年版(1994 - 95年), 459ページ, および平成9・10年版(1996 - 97年), 343ページ。

資(「円投」)である。

しかし、前節の米財務省・連邦準備の文書にあったように、8月の規制緩和によって直ちに外国証券への投資が急増したのではない。本格的な急増は96年から始まり、97年10月まで続いている。とはいえ、95年が「円投」型・対外証券投資における変化の年であったことははっきりしている。

それでは、日本の対外証券投資はどこに向かったのだろうか。それを示すのが第6表である。96年からアメリカへの投資が急激に増加していることがわかる。しかし、この表の見方については注意が必要である。95年までと96年以後には連続性がないのである。というのは、95年末までは大蔵省の国別分類は証券の取引市場によってなされていた。例えば、アメリカ政府、企業等が発行した証券であっても日本の諸金融機関がイギリス市場から購入した場合、イギリスへの投資と表示され、また、日本の企業がルクセンブルグにおいてユーロ円債を発行し、日本の金融機関がそれを購入すれば日本の対ルクセンブルグ投資として表示されていたのである。それが、96年からは取引される市場の如何を問わず証券の発行国によって分類されるようになり、アメリカ証券をイギリス市場から購入してもアメリカ向け投資として表示されることになった。

そのことを認識して第6表を見ると、アメリカ証券への投資規模が大きいことがはっきりわかる。96年からイギリス、ルクセンブルグへの投資が減少し、アメリカへの投資が大きくなっている。また、95年までは、実はアメリカ証券であったものがイギリス、ルクセンブルグ市場から購入され、そのためにそれらの国に分類されて、対アメリカ証券投資が過少に見られていたことが改めて確認される。96年には全対外証券投資のうちの58%がアメリカ証券への投資となっており、97年1 - 10月にはアメリカへの投資額が6兆円を超し、全投資に占める比率も72%に高まっている。95年からの「円投」型・対外証券投資は大半がアメリカ証券への投資だったのである。

### 3) 「外転」による銀行の対外金融

次にこの時期の対外金融に関してぜひ検討しなければならないことは、為銀による円を外貨に換えての、したがって、持高を形成しての対外融資・投資（「外転」による投資）である。これを可能にしたのは95年8月に発表された大蔵省の「円高是正のための海外投融資促進策」における為銀の持高規制の緩和であり、ドル高の進行である。持高を形成してもドル高が進行しておれば為銀は損失を発生させないからである。

第7表を見よう<sup>53)</sup>。これはBISによる日本所在銀行の外貨建資産負債であり、対外取引、対内取引の両者を含んでいる。この表によると、94年末までは300億ドルから500億ドルの負債超過で、円高時にこの規模の「円転」<sup>54)</sup>が存在していた。しかし、95年には逆に資産超過が一挙に1218億ドルにもものぼった。94年末から95年末にかけて1700億ドルを越える変化である。95年には対外資産は1500億ドルを超える増加となり、他方で対内・外貨建資産（インパクトローン）が減少するとともに、外貨建負債の方は対外、対内とも減少し、ドル高進行のなかで「外転」<sup>55)</sup>が大規模に進んでいるのである。

しかも、この「外転」は「円キャリートレード」と密接に関連していた。ドル高および円の短期金利とドル等の短期金利の差は拡大しており、「円キャリートレード」が有利な状況になっていた。つまり、為替差益とともに金利差を稼げるのである。第5図は円とタイ・パーツの円キャリートレードの利回りを示している。95年には年率で計算して100%を超える利回りもたらされている。円キャリートレードといえば、ヘッジファンドなどがよく言われるが、日本の銀行も円から諸通貨に転換して運用し、収益をあげていたのである。

日本銀行『国際収支統計月報』によると、95年上期の「貸付」は4兆2300億円であったのが、下期には11兆4000億円に増加し、ユーロ円貸付の増加に伴う為銀本店から香港、シンガポール支店向けの「貸付」（4兆7400億円）<sup>56)</sup>を除くと、1兆9400億円がアメリカ向け、2兆5300億円が西ヨーロッパ向け（うち1兆1000億円がイギリス向け）、香港、シンガポール以外

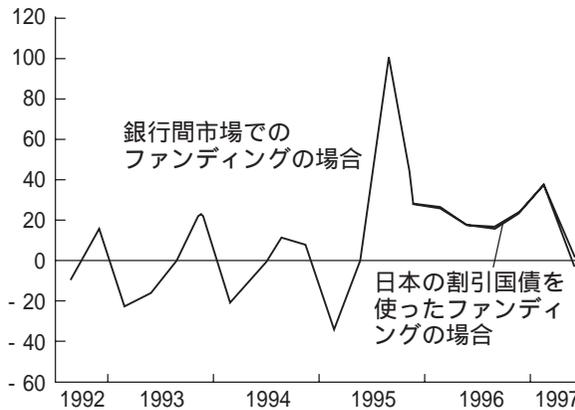
第7表 日本所在銀行の外貨建資産負債（ストック）

（億ドル）

	資 産			負 債			= -
		対 外	対 内		対 外	対 内	
1993	7,689	4,321	3,368	8,196	4,816	3,380	- 507
94	7,600	4,381	3,219	8,120	4,709	3,411	- 520
95	8,874	5,927	2,947	7,656	4,556	3,100	1,218
96	8,112	5,734	2,378	6,493	4,338	2,155	1,619
97.9	8,233	6,157	2,076	6,284	4,383	1,901	1,949
97.12	8,600	6,482	2,118	6,642	4,382	2,260	1,958

出所：BIS, *International Banking and Financial Markets Developments*, 各号のTable 2E, 3A (93-96), 2C, 4A (97) より。

第5図 年率計算したタイ・パーツでの円キャリー・トレードの利回り



出所：IMF, *Hedge Funds and Financial Market Dynamics*, 1998, p. 18.

のアジアへ8000億円などとなっている<sup>57)</sup>。「外転」の大きさから日本所在銀行が円を多様な諸通貨へ転換して運用していることが知れる。

96年、97年にも「外転」は95年ほどではないが進んでいる。96年は401億ドル、97年は第1四半期から第3四半期までに330億ドルである。しかし、96年は対外資産は増加せず、対内・外貨建負債が減少するかたちで、それは進んでいる。おそらく、非銀行部門が「円投」型の対外証券投資を伸ばし、「外貨預金」を減らしたものと思われる。それに照応するように国内銀行・銀行勘定の「外貨預金」は3兆5000億円ほど減少している<sup>58)</sup>。97年第1四半期から第3四半期には対外資産が423億ドル増加し、これが「外転」の主要な要因となっている。円キャリー・トレードが97年の上期にやや利回りが高くなっているのも影響しているであろう。しかし、95年から見られた邦銀の「外転」は、97年11月における日本の金融不安の発生によって頓挫し、外見上は「外転」のように見えてもその内容は異なるものになってしまう（後述 小論の末尾）。

#### 4) 「円投」「外転」のもたらしたもの

それでは、95年下期から顕著になった「円投」、「外転」は、とりわけ、アメリカ、アジアに対してどのような経済的影響をもたらしたのであろうか。ここでは3つのことに触れたい。第1番目に日本のアメリカ経常赤字ファイナンスが考えられる。第8表を見られたい。95年には日本の対米投資収支赤字は1兆6270億円と比較的少額にとどまっていたが、前節で見たように95年には円高・ドル安是正のために大規模な為替市場介入が行なわれ、5兆4235億円にものぼる外貨準備（95年から97年10月までの介入はすべてドル<sup>59)</sup>）の増加があり、資本収支赤字とドル準備の合計（7兆505億円）が対米経常黒字（3兆7565億円）を上回って米経常赤字を

第8表 日本の対米国際収支

（億円）

	1995	1996	1997	1997上期
経常収支	37,565	40,482	61,099	27,712
投資収支	-16,270	-33,081	-44,620	-28,614
直接投資	-8,088	-12,914	-8,310	-4,385
証券投資	9,586	-9,866	-14,338	-26,075
資産	-14,110	-55,531	-40,394	-48,576
負債	23,696	45,665	26,056	22,501
その他投資	-17,768	-10,302	-21,971	1,846
資産	-23,377	-12,474	-55,480	-7,880
負債	5,609	2,172	33,509	9,726
参考：外貨準備 <sup>1)</sup>	-54,235	-39,424	-7,660	-9,016

注1)(-)は増。

出所：日本銀行『国際収支統計月報』より。

ファイナンスしている。

96年における対米ファイナンスはもっと顕著である。日本の対米経常黒字は4兆482億円であるが、日本の対米投資収支赤字は3兆3081億円、それに外貨準備3兆9424億円が加わり、2つの合計は7兆1067億円となって経常黒字額をはるかに上回る。97年の通年では経常黒字の方が、投資収支赤字と外貨準備を合計した額よりも大きくなっているが、97年上期には経常黒字よりも投資収支赤字の方が大きく、それに外貨準備が加わってアメリカへのファイナンスが続いている。したがって、95年の為替・金融政策の転換は、80年代に日本が担っていた対米ファイナンスとしての役割を、この間、復活させたのである。しかし、この役割は97年下期に消滅する。97年下期に前記の三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券の破綻に伴う金融不安によって日本の国際収支構造は一変するからである。

第2番目は、アメリカ株価の上昇に対する「円投」の「貢献」である。95年からのドル相場の上昇は各国からの対米投資を促進させ（第4表）、これが、アメリカの株価上昇をもたらした。アメリカ株価の変化が第9表に示されているが、米株価が上昇しはじめるのは95年からである。ダウ平均が93年12月末に3754ドル、94年12月末に3834ドルとこの一年間にはほとんど上昇していなかったのが、95年12月末には5117ドルと一挙に上昇し、それ以後も急上昇している。

日本の対米投資のうち、最大の項目は証券投資であるが、96、97年に「円投」のかたちをとって対米証券投資が増加するのである。96年の対米証券投資は5兆5531億円（第8表 約500億ドル）にのぼり、これは全世界からの対米証券投資の20%弱である。95年の為替・金融政策の転換により、国際マネーフローに大きな変化が起こり、日本の「円投」型・対米証券投

第9表 アメリカの株価の推移

	S & P's 500種		ダウ工業株30種	
	株価指数	前年比	平均	前年比
1992	435.71	4.5	3,301.12	4.2
93	466.45	7.1	3,754.09	13.7
94	459.27	-1.5	3,834.44	2.1
95	615.93	34.1	5,117.12	33.5
96	740.74	20.3	6,448.27	26.0
97	970.43	31.0	7,908.25	22.6
98	1,229.23	26.7	9,181.43	16.1

出所：日本銀行『日本経済を中心とする国際比較統計』1999, 63ページ。

資もこの株価上昇に「寄与」していることは明らかである。

3番目には日本の銀行によるアジア融資である<sup>60)</sup>。95年の「協調的為替・金融政策」は種々の経路を通じてアジア各国へ資金を流入させることになった。第10表にBIS報告銀行からアジア各国への資金流入が示されている。まず注意しなければならないことは、額において全アジアが全途上国を上回っていることである。このことはアジア地域以外からは資金が引き揚げられているということである。これは94年から97年上期まで一貫している。しかも、アジア向けでは銀行向けが大きな比重を占めていることも注目される。そして、全アジアへの資金流入は94年に238億ドルであったのが、95年には693億ドルと大幅に増加し、96年にも約400億ドルの水準が維持されている。とくに、大きな額になっているのがタイと韓国である。両国には94年からすでに巨額の資金が流入し、3年間でタイは598億ドル、韓国は486億ドルにのぼっている。両国が占める全アジアの中での比率は95、96年には70%を越えている。しかし、

第10表 BIS報告銀行からアジア各国への資金流入<sup>1)2)</sup>

(億ドル)

	全アジア	タイ	韓国	インドネシア	マレーシア	中国	台湾	全途上国
1994	238	178	105	66	74	-29	-35	-8
	( 51 )	( 15 )	( 21 )	( 34 )	( -6 )	( 17 )	( -18 )	( -20 )
95	693	329	177	62	16	132	12	333
	( 161 )	( 25 )	( 31 )	( 33 )	( 11 )	( 7 )	( -10 )	( 125 )
96	396	91	204	56	25	33	-8	195
	( 195 )	( 16 )	( 60 )	( 67 )	( 13 )	( 16 )	( -3 )	( 174 )
97上期	322	5	16	66	74	76	40	157
	( 136 )	( -8 )	( 30 )	( 26 )	( 2 )	( -8 )	( 1 )	( 171 )

(注) 1) BIS報告銀行の各年末のネットポジションの変化を示し、これをネットの資金流入とした。

2) カッコ是对ノンバンク。

出所：BIS *International Banking and Financial Markets Developments*, Table 5A, 5B より作成。

97年上期にはすでに両国への資金流入は大きく落ち込んでいる（タイが5億ドル，韓国が16億ドル）。

また，BIS報告銀行の債権の期間構成をみると（第11表），1年未満の債権が「全地域」で56.3%であるのに対し，アジアと中東が62.2%と高い比率を占め，とりわけ，韓国とタイが一段と高い比率を示している<sup>61)</sup>。そして，アジア各国に対するBIS報告銀行の国際的債権を国籍別で見ると（第12表），「日本の銀行」が大きい額を占めていることがわかる。97年6月現在でアジア全体に対する債権の約3分の1が「日本の銀行」になっている。タイでは過半がそうであり，韓国，インドネシア，マレーシアにおいても高い比率になっている。ところで，ここで「日本の銀行」となっているのは，国内の銀行だけでなく，邦銀・海外支店を含めてであり，

第11表 BIS報告銀行の報告地域外に対する債権の期間構成（97年6月）  
（%）

	1年未満	1～2年	2年以上	未分類
報告外の全地域	56.3	4.9	29.7	9.1
東ヨーロッパ	50.8	6.5	36.7	6.0
ラテン・アメリカ	52.3	3.9	36.2	7.7
中東	62.2	5.5	30.0	2.3
アフリカ	51.5	6.9	35.6	6.0
アジア	62.2	4.9	25.0	8.0
タイ	65.7	6.7	23.8	3.9
韓国	67.9	4.0	15.8	12.3
インドネシア	59.0	6.0	29.0	6.0
中国	52.0	6.5	33.5	8.0

出所：BIS, *The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Lending, First Half 1997, Jan. 1998. Table 1* より。

第12表 国籍別銀行<sup>1)</sup>の各国に対する債権残高（97年6月）  
（億ドル）

	ラテン・アメリカ	アジア						途上国を含む全地域 <sup>2)</sup>
			タイ	韓国	インドネシア	マレーシア	中国	
日本	145	1,238	377	237	232	105	187	1,727
アメリカ	603	323	40	100	46	24	29	1,310
イギリス	169	297	28	61	43	20	69	778
ドイツ	319	472	76	108	56	57	73	1,782 <sup>4)</sup>
フランス	193	404	51	101	48	29	73	1,002
オランダ	162	128	16	17	28	11	16	419
計 <sup>3)</sup>	2,511	3,894	694	1,034	587	288	579	10,549

（注）1）在外支店を含む。2）報告地域以外の全地域。3）その他の国を含む。

4）東欧向けが485億ドルにのぼっている。

出所：Ibid., Table 2 より。

日本国内の銀行から直接的にアジア各国へ資金が流出している部分ばかりでなく、アメリカ、ヨーロッパ、アジアの金融市場経由で流出している部分を含んでいる。それらを厳密に区分することは公表統計の限界から出来ないが、95年には国内から香港、シンガポールを除くアジアへ140億ドルの融資があり、邦銀・海外支店からは約60億ドルの融資があったと思われる<sup>62</sup>。

このように、95年の「協調的為替・金融政策」の実施は、日本の銀行によるアジアへの直接的な資金放出を促し、また、アメリカ市場、アジア市場を経由してアジアへの資金流入をもたらしたのであるが、このことは1997年のアジア通貨危機を醸成させることになった。アジアへの資金流入は95年以前から続いていたが、95年の政策の実施はアジアへの資金流入を一段と高い水準に押し上げた。しかし、その水準は限界に近づきつつあり、前述のように短期化していた。また、ドル安是正は、アジア各国が採用していたドル・ペッグ制のもとでアジア各国の通貨を過大に押し上げ、貿易上の有利性を削ぎ、危機の要因を作っていた。

## おわりに

最後に、以下の2つのことを記しておこう。95年の「協調的為替・金融政策」が出来上がる前、アジアの中央銀行は、ドル準備から円準備に切り替える動きを起こしていた。その意味では、アジアにおいてもドルに対する信認が揺らぎ、ドル体制は動揺し始めていたのである。しかし、「協調的為替・金融政策」の樹立以後のドル高と金利格差の下でのアメリカへの世界からの資金流入は、ドル体制を一挙に強固なものに仕上げた。

一方、日本においては97年11月の三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券の破綻によって資本収支構造は一変した（第5表）。97年1月から10月までの証券投資収支は5兆1300億円の赤字であったのが、11 - 12月には8兆8500億円の黒字となり、97年通年では3兆7200億円の黒字となっている。日本の諸金融機関によって証券投資が11 - 12月に大規模に引き揚げられているのである。代わって、「その他」（大部分が貸付）が大きな赤字となっている（11 - 12月に12兆7100億円）。これは、ジャパン・プレミアムの拡大によって邦銀本店が海外支店へ資金の回送を余儀なくされているのである<sup>63</sup>。小論では詳細に論じられないが、11月の諸金融機関の破綻によって、日本の対外投資は、小論でみた90年代後期に特有の国際的なマネーフローの趨勢から外れてしまった。

（2003年9月1日 脱稿）

## 注

- 1) 「90年代前半期における日本の対外投資の諸特徴」『立命館国際地域研究』第21号，2003年3月。
- 2) 一部には「逆プラザ合意」とも言われた。『財經詳報』1995年10月17日，3ページ。
- 3) この変化については拙稿「金融不安下の円・ドル相場の規定因 ジャパン・プレミアムの拡大と円キャリー・トレード」『証券経済』第20号（1999年7月）参照。
- 4) 筆者はアメリカ国際収支構造の転換を通じて，90年代におけるアメリカを中心とする国際マネーフローの分析を行なっている。以下を参照されたい。拙書『ドル体制とユーロ，円』日本経済評論社，2002年5月，第3章「1990年代のアメリカ国際収支構造とマネーフロー」。
- 5) 拙稿「環太平洋地域のマネーフローと金融・通貨危機 95年の日米の協調的為替・金融政策の破綻」『経済』1998年4月号参照。
- 6) 95年4月末のG7の合意は一部で「逆プラザ合意」と言われた（『財經詳報』95年10月17日，3ページ）が，本節で見るとアメリカがドル安是正のスタンスをはっきり示すのは7月以降のことである。
- 7) 前掲拙稿「環太平洋地域のマネーフローと金融・通貨危機」18ページ，「為替相場と円高・円安」奥田，横田，神沢編『国際金融のすべて』法律文化社，1999年所収，64ページ参照。もちろん，筆者によるこの2点の指摘にはいくつかの文献を参考にしている。とりあえずは次ぎの文献を参照されたい。『財經詳報』1995年9月5日，6 - 7ページ，同1995年10月17日，3ページ，『国際金融』1995年12月15日，7ページ。
- 8) 「財務省および連邦準備の外国為替操作，95年1月 - 3月」『東銀経済四季報』1995年夏，116 - 117ページ参照。
- 9) 『国際金融年報』平成8年版，95ページ，『外為年鑑』1996，7ページ参照。
- 10) 大蔵省『調査月報』第84巻第6号，1995年6月，94 - 95ページ参照。
- 11) 「財務省および連邦準備の外国為替操作，95年1月 - 3月」『東銀経済四季報』1995年夏，118ページ。
- 12) 『国際金融年報』平成8年版，96ページ，「財務省および連邦準備の外国為替操作，95年1月 - 3月」，118ページ。
- 13) 『国際金融年報』平成8年版，96ページ。
- 14) 「財務省および連邦準備の外国為替操作，95年1月 - 3月」，118ページ。
- 15) 同上，119ページ。
- 16) 同上，119 - 120ページ。介入にあわせてルーピン財務長官は次のように述べている。「強いドルは我々の国家的利益である。だからこそ，我々は市場の中で他と協調しながら活動してきた。政府は一層の財政赤字を含む経済ファンダメンタルズの強化に引き続き努力している」（同上，120ページ）。
- 17) 大蔵省『調査月報』第84巻第6号，1995年6月，107ページ，*Economic Forecasts and the Roles of Deficit Reduction and Productivity*, Hearings before Committee on the Budget, House of Representatives, March, 7 and 8, p.124.
- 18) 「財務省および連邦準備の外国為替操作，95年1月 - 3月」122ページ。
- 19) 「財務省および連邦準備の外国為替操作 95年4月 - 6月」『東銀経済四季報』1995年秋，107 - 108ページ。
- 20) 『国際金融年報』平成8年版，96ページ。

- 21) 「財務省および連邦準備の外国為替操作 95年4月 - 6月」108ページ。アジアの中央銀行によるドル売りについては『国際金融年報』平成8年版, 97ページも見よ。
- 22) 『外為年鑑 1996』8ページ参照。
- 23) 「財務省および連邦準備の外国為替操作 95年4月 - 6月」108ページ。
- 24) 同上, 108 - 109ページ。
- 25) 同上, 109ページ。
- 26) 詳しい内容については、『日本銀行月報』1995年6月, 115 - 120ページ参照。
- 27) 『国際金融年報』平成8年版, 97ページ。
- 28) 同上, 97ページ。
- 29) 『日本銀行月報』1995年6月, 122ページ。
- 30) 「財務省および連邦準備の外国為替操作 95年4月 - 6月」, 113ページ。
- 31) 同上, 114ページ。
- 32) 同上, 114ページ。とくに, 協調介入前の5月29日にはドルが81円台になったことから, ドルの80円台割れは介入基準であるとする見方が広まった(『外為年鑑 1996』9ページ参照)。
- 33) 『外為年鑑 1996』9ページ。
- 34) 「財務省および連邦準備の外国為替操作 95年7月 - 9月」『東銀経済四季報』1996年 , 135ページ。
- 35) 同上, 137 - 138ページ。
- 36) 『日本銀行月報』1995年9月, 54ページ, 「財務省および連邦準備の外国為替操作 95年7月 - 9月」『東銀経済四季報』1996年 , 138ページ。
- 37) *Conduct of Monetary Policy*, Hearing before the Subcommittee on Domestic and International Monetary Policy of the Committee on Banking and Financial Services, House of Representatives, July 19, 1995, p. 52
- 38) 「財務省および連邦準備の外国為替操作 95年7月 - 9月」『東銀経済四季報』1996年 , 140 - 141ページ。
- 39) 第1表, 第2表から明らかなように日本の通貨当局による為替介入が4月まではほとんど連日のようになされていたのが, 5月からは連日の介入はなくなった。その代わりに, 1回ごとの介入額が大きくなっている。これについては榊原英資『日本と世界が震えた日』中央公論新社, 2000年, 119 - 125ページ, 同『為替がわかれば世界がわかる』文芸春秋, 2002年, 196ページ参照。
- 40) この「海外投融資促進対策」は市場の関心を資本収支へ向ける一つの大きなイベントとして考案されたという(榊原英資『日本と世界が震えた日』中央公論新社, 2000年, 122 - 123ページ)。
- 41) 『日本銀行月報』1995年10月, 75 - 76ページ。
- 42) 「財務省および連邦準備の外国為替操作 95年7月 - 9月」, 141ページ。
- 43) 同上, 141ページ。
- 44) 同上, 140ページ。
- 45) 同上, 140ページ。
- 46) 同上, 141ページ。
- 47) 榊原英資氏は前掲書においても明確にこのことを示していないが, 「7月から8月にかけて日本政府によって実施されたさまざまな措置は, 市場参加者の期待を変化させた」という先に引用した財務省・連邦準備の「為替操作報告」の文章からも, そのように言えよう。

- 48) 同上, 138ページ。
- 49) 『日本銀行月報』1995年11月, 75ページ。
- 50) *Federal Reserve Bulletin*, March 1996, p. 210, および第3表。
- 51) 1990年代のアメリカ国際収支構造の分析は, 前掲拙書『ドル体制とユーロ, 円』, 第3章参照。
- 52) IMF, *International Capital Markets ; Developments , Prospects, and Key Policy Issue*, Nov. 1997, p. 3.
- 53) BISのこの統計は1995年末の数値が修正されている。第7表は修正後のものである。BIS四季報の96年5月号では95年末の日本所在銀行の外貨建対外資産は4731億ドルと表示されているが, 96年8月号では5927億ドルと大幅に上方修正されている。外貨建対外負債, 外貨建対内資産・負債も修正されているが, 修正幅は小さい。なお, 95年における四半期ごとの修正値は示されていない。
- 54) 「円転」は持高の規制度内において為銀が外貨を円に替えて運用するものである。円高時に有利に運用できる。86年8月の持高規制の改正において, 持高の限度額が従来の30万ドルから100万ドルに引き上げられた。しかも, この限度額については「外為市場の状況, 各為銀の個別事情等を考慮し, 大蔵大臣が別途持高を指示しているケースが多い」とされる（『国際金融年報』平成8年版, 105ページ）。
- 55) 95年8月の持高規制緩和は大幅な「外転」を可能にしたのである。
- 56) 本邦為銀・海外店によるユーロ円貸付残高は95年に7兆3000億円の増加となり, その原資の大部分は本店から海外店への円資金の回送となっている。
- 57) 日本銀行『国際収支統計月報』1997年4月号, 149ページ。
- 58) 日本銀行『経済統計年報』1997年, 57ページ。
- 59) 財務省「外国為替平衡操作の実施状況」(2001年7月13日)
- 60) 前掲拙稿『経済』所収論文, 22 - 24ページ参照。
- 61) BIS, *The Maturity Sectoral and Nationality Distribution of International Banking, First Half 1997*, Jan. 1998, Table 1 .
- 62) この推定について, 前稿「90年代前半期における日本の対外投資の諸特徴」19 - 20ページ参照。
- 63) 前掲拙論「金融不安下の円・ドル相場の規定因 ジャパン・プレミアムの拡大と円キャリアートレード」参照。

## The cooperative foreign exchange and monetary policies in 1995 and Japanese foreign investment in 1995-1997

This paper will review the cooperative foreign exchange and monetary policies which were formed between U.S.A., Japan and Germany in 1995. These countries made an effort to induce dollar's appreciation and the differences of the three rates of interest. These policies had a great influence on the world money flow in the second half of 1990s. The Japanese foreign investment in 1995-1997 was a part of this world money flow.

Therefore, the first subject of this paper is to explain how cooperative policies were formed. The second subject is to define the status of the Japanese foreign investment in the world money flow in the second half of 1990s.

( OKUDA, Hiroshi 本学部教授 )