

## 国際収支の通貨区分と為替需給の分析の意義 — 拙稿へのコメントの検討 —

奥 田 宏 司

### 目次

#### はじめに

#### I, 国際収支表と非銀行部門の為替取引

- 1) 諸通貨での国際諸取引と国際収支
- 2) 資金の支払・受取および資金の流出入と銀行の為替持高

#### II, 国際諸取引と銀行の為替調整取引

- 1) 顧客の直物取引, 先物取引と為替調整取引
- 2) 顧客のスワップ取引と為替調整取引

#### III, 小結と残った論点についての説明

- 1) 小結
- 2) 残った論点についての説明

#### はじめに

拙稿「2013年の日本の国際収支構造と為替需給——経常収支黒字の消滅, 日本の国際収支表の分析方法——」(『立命館国際研究』27巻1号, 2014年6月<sup>1)</sup>、以下ではこの拙稿を「2013年分析の拙稿」と記す)に対して、外国為替業務に経験のある論者から検討を要するコメントをメールでいただいた(以下では「A氏のコメント」と記す)。個人的なメールであり名前を明らかにすることはできないし、全文を記すことは差し控えなければならないが、主要な内容は以下のようなものである。①銀行の為替ポジションは、アクチュアルと先物の合計の総合ポジションを見ながら調整される、②国際収支表はあくまでアクチュアル・ポジションを記録したものであり、国際収支の数値の分析だけでは、本当の姿を知ることはできない、③為替資金取引が実需とは別に自由にできる現在では、通貨ごとの資金過不足とか為替ポジション調整は、実需

とは無関係の世界で大々的に行われている。

この①②③の内容から、このコメントは言外に国際収支表の数値から為替需給、為替調整の実態を解明すること、ましてや為替相場の変動を明らかにすることは不可能だと言われているのだと思われる。

小論<sup>2)</sup>は拙稿へのこのコメントを検討しようとするものである。このコメントの②は不正確であるか間違いであるが、①③の部分は正しい内容を含んでおり、実は筆者もそれらについてはこれまでに何度も論じてきたのである。例えば、1996年の拙書においては次のように記している。「日本の対外取引におけるドル等の外貨、円の利用は、最終的には本邦為替銀行の外貨・邦貨別対外ポジションによって総括される」<sup>3)</sup>。「金融勘定の「為銀部門」の通貨区分があるパターンをとるのは大半がアバブ・ザ・ラインの種々の取引の結果であり、その意味において金融勘定の「為銀部門」が「総括」的意味を持つのである。したがって、アバブ・ザ・ライン取引における通貨区分の解明を抜きにして金融勘定の「為銀部門」の検討を行ってもそれは不十分であろう」<sup>4)</sup>。さらに、非銀行部門（顧客）の為替取引に伴う銀行における持高の発生と為替調整取引については、後掲の第3表を掲載しているテキストやいくつかの論稿において論じてきた<sup>5)</sup>。

「2013年分析の拙稿」ではそれらを踏まえ前提にして論じているが、詳しい説明は省略している。そのために、このコメントを送られたA氏は残念ながら筆者がそれらの点を考慮していないように論じられ批判されることになったものと思われる。「2013年分析の拙稿」において「序論」を設定し、持高の発生、為替調整取引などのことを論じておけばよかったと思う。多くの読者にとっても「序論」が必要であろう<sup>6)</sup>。

そこで、小論は「2013年分析の拙稿」では前提にしていたこうした諸点を改めて詳細に論じ、国際収支構造、国際収支の通貨別の分析によって為替需給のあり様、そのあり様によって行なわれる為替持高・為替資金の調整を明らかにする意義、為替相場変動の最終的な規定因（中長期的な）をより深く確認しようとするものである。「A氏のコメント」はそれらの再確認のよい機会となった。記して謝意を表したい。

## I、国際収支表と非銀行部門の為替取引

### 1) 諸通貨での国際諸取引と国際収支

各国の国際諸取引は種々の通貨で行われており為替取引が不可避である。アメリカ以外の先進諸国の場合、本国通貨建取引と外貨建取引が混在しており、外貨建取引の部分については居住者による為替取引が必要になる<sup>7)</sup>。日本の貿易の通貨別区分、対外証券投資の通貨区分が「2013年分析の拙稿」の第3表（輸出）、第4表（輸入）、第7表（対外証券投資）に示されて

いた。また、欧州主要国の貿易における通貨区分については拙書（『現代国際通貨体制』日本経済評論社、2012年）の47ページ（表2-2）を、世界各国（地域）の国際債務証券（自国通貨建を除く）の発行における通貨区分については同著の158ページ（表5-22）を参照されたい。アメリカの場合にもドル建部分が多いが外貨建取引<sup>8)</sup>もあり居住者による為替取引が必要である。途上国の場合は外貨建の国際取引がほとんどであるから<sup>9)</sup>、国際諸取引に際して為替取引が大きな比重を占める。

一国の国際諸取引を一定の方法で整理されたものが国際収支表であり、各国の国際諸取引が種々の通貨で行われていることから、国際収支表の諸項目の実際の数値は諸通貨で構成されている。それらを諸為替相場で1つの通貨（自国通貨、ドルあるいはユーロ）に換算して国際収支表が作成されているのである<sup>10)</sup>。

I-Sバランス論によって経常収支額、民間の資本収支と外貨準備を含む「広義の資本収支」（新しい国際収支表では金融収支）の金額は把握できるが、それらの内訳が把握できないだけでなく通貨区分もつかめない。I-Sバランス論では一つの通貨で国際諸取引が行なわれていることになってしまい、I-Sバランス論から外国為替論を展開すること、為替需給に規定される為替相場を論じることはむずかしい<sup>11)</sup>。

さて、拙稿へのコメントで述べられていたように、「国際収支表の諸項目の数値はアクチュアル・ポジションを記録したもの」であろうか。安東盛人氏は、「アクチュアル・ポジション」とは「直物並びに現金持高のこと」<sup>12)</sup>であると書かれていた。他の文献でも以下のように言われる。アクチュアル・ポジションは「直物為替持ち高と訳す。外国為替銀行の外国為替持高の種類の一つで、直物為替取引によって発生した持高」<sup>13)</sup>である。ところが、非銀行部門（顧客）の外貨建・国際諸取引には為替取引が伴うが直物為替だけが利用されるのではない。詳しくは後に述べるが先物為替、スワップも利用される（最も簡単な例は外貨建貿易に伴う先物為替契約である）。それゆえ、国際収支表の諸数値によって銀行に発生する持高は直物持高とは限らない。国際収支表の諸数値は、単純に国際収支表の期間における資金の支払額・受取額、資金の流出入額を記録したものであるというのが正確であろう。しかも、資金の支払・受取、資金流出入が国際収支表に記録される時点と、それらに伴う為替取引が実施される時点は厳密には一致しない<sup>14)</sup>。かくして、資金の支払・受取、資金の流出入が、銀行にどのような為替持高をどのように形成するのとは別に論じられなければならない（小論の第1節の次項および第2節）。

以上のことを確認したうえで、さらに、経常収支と金融収支（投資収支）とでは、資金の支払・受取、資金の流出入の金額の形成の仕方が異なることを知らなければならない。経常収支の諸項目では、国際収支表の期間の諸取引の累積額が表示されている。例えば、その期間の輸出の累積額、輸入の累積額が記録され、その差額が貿易収支である。サービス収支でも累積された受取と支払があり、その差額がサービス収支額である。所得収支（第1次所得収支、第2次所

得収支)でも同じで、累積された受取と支払があり、それらの差額が所得収支である。

それに対して、金融収支(投資収支)においては資産と負債があり、それぞれは国際収支表の期間内の新規投資額から投資引揚げ額が差し引かれて表示されている。例えば、当該国から国際収支表の期間中に4000億円の新規投資が行なわれ、その期間中に1000億円の投資の引揚げがあったとすれば、金融収支(投資収支)の資産側には3000億円が記載されるのである。負債側でも同じである。当該国への期間中の新規投資が2000億円あり、同期間中に投資の引揚げが1000億円あれば、負債側に1000億円が記載され、金融収支は2000億円(2013年末までの投資収支ではマイナスの2000億円)と記録される。

この場合、投資が長期の場合と短期の場合とでは、さらに事情が異なる。長期投資の場合には、新規投資が国際収支表の期間中に引き揚げられることがなく、引き揚げられる投資は国際収支表の期間以前に投資された過去の投資の引揚げである。その差額が資産側に記録される。短期投資の場合には、同期間中に新規投資と引揚げがあり、「相殺」されてしまって資産側の数値にはあがってこないことが多い。短期投資で資産側に残るのは期末に新規投資があり、それが引き揚げられるのは次期になる場合である。負債側でも同様である。当該国への新規投資と引揚げの差額が負債側の金額となり、短期投資の場合には新規投資と引揚げが「相殺」されることが多くなる。そして、資産側の金額と負債側の金額の差額が金融収支(投資収支)の金額となる。

このような投資の長期と短期の違いは、為替取引の違いにもなる。長期投資にはほとんど直物為替が利用される。先物為替、スワップの期間はほとんどが短期であるからである(第1表)。短期投資の場合は、直物が利用されることもあるがスワップが多く利用される。

## 2) 資金の支払・受取および資金の流出入と銀行の為替持高

このように国際収支の諸項目に表わされた諸数値は資金の受取・支払の金額、資金の流出入の金額を表示し、アメリカ、ユーロ諸国、その他の先進諸国、途上国により異なるが、そのう

第1表 世界の外為市場における先物為替、スワップの期間<sup>1)</sup> (2013年4月の1日平均、%)

|                    | 先物為替  |       |       | スワップ   |        |       |
|--------------------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|
|                    | 全通貨   | ドル    | 円     | 全通貨    | ドル     | 円     |
| 7日まで               | 39.8% | 39.7% | 48.7% | 70.1%  | 71.3%  | 69.0% |
| 7日以上1年まで           | 55.3  | 55.6  | 46.7  | 26.0   | 24.8   | 26.7  |
| 1年以上               | 4.6   | 4.7   | 4.6   | 3.9    | 4.0    | 4.3   |
| 取引総額 <sup>2)</sup> | 6,800 | 5,877 | 1,227 | 22,276 | 20,296 | 3,319 |

注1) 報告機関間の取引、その他の金融機関との取引、非金融機関との取引を含むすべての取引の比率。

2) 単位は億ドル。

出所: BIS, *Triennial Central Bank Survey, Global foreign exchange market turnover in 2013*, Dec. 2013, pp.2-9.

ちの一定部分、あるいは、かなりの部分は外貨での支払・受取、資金流入であるから為替取引が伴う。それによって銀行の為替持高が発生する。いまは議論を単純化する必要から、顧客（非銀行部門）は為替取引を国内の銀行とのみ行うものと前提し、その前提の検討についてはのちに論じることしよう。

銀行自身は基本的には為替持高を発生させるような国際取引を行わない（為替持高をもっても少なくとも直物と先物をあわせた「総合持高」の少額）。為替リスクが大きいためである。銀行の対外投資はほとんどが中・長期的には本国通貨で、あるいは外貨を調達しそれを投資に当てる形で行なわれる。本国通貨を外貨に換えて行なう投資はスワップを利用（総合持高は発生しない）して短期的に行われるだけである（スワップのほとんどは第1表のように短期である）。したがって、先に記したように顧客は為替取引を国内の銀行とのみ行うものと前提すれば、外貨に対する直物と先物をあわせた為替需給は基本的には銀行以外の部門（顧客）が行なう国際諸取引（従来のアバブ・ザ・ライン取引）の状況によって変化し、その為替需給によって為替相場変動は中・長期的に規定される。

しかし、国際収支表の期間の取り方によって、国際収支表から算出される為替需給の有り様も若干変わる。国際収支表の期間を短くとれば、例えば、3ヶ月にすれば、前述の短期投資の「相殺」は少なくなるから、為替需給も変わりうる。それでも3ヶ月以内の短期投資の場合にも「相殺」がある。

ところで、銀行がインターバンクで為替取引を行なうのは以下の諸事情である。第1に、銀行は顧客との為替取引（顧客は直物取引に限らず先物取引、スワップ取引も利用する）で発生した持高を解消するために銀行間で為替取引を行なう（持高解消の取引で主に利用されるのは直物取引、スワップ取引で持高の解消過程に種々の裁定取引なども付随する——後述）。第2に、持高調整取引とは別の、銀行が独自に行なう裁定取引などの短期投資を行なうためにスワップ取引を行う（総合持高はゼロ）。第3に、有力諸銀行は銀行間為替取引の売買差益を得る目的で為替取引を行なう（為替ディーリング）。有力銀行は他銀行から安く外貨を買い、他銀行へ高く売れば売買差益を得ることができる。有力な銀行は売買双方の相場を狭い幅の建値で提示し、それによって取引額を増加させている。実際に売買双方の注文が均等に取れば、為替持高を発生させることなく、大きな売買差益を獲得することができる。しかし、売買がどちらかに傾き持高が生まれると、ディーラーは建値を敏速に変更したり、巧みなディーリングによって持高を解消していかななくてはならない。そのために、銀行間為替取引は一層拡大していく。

銀行間為替相場は銀行間外為市場における外貨と本国通貨の需給関係で決まることは自明であり、問題はその需給関係がどのようにして作り出されるかである。以上に述べたように、銀行は持高を基本的にもたない（持高をもっても総合持高で少額にとどまるのがほとんど）から、直物と先物をあわせた為替需給は、結局、顧客取引から生まれる持高の如何、顧客の国際諸取

引（アバブ・ザ・ライン取引）の如何によって決まるということになる。

しかし、各国の経済・社会・政治の諸状況や政治家、当局者の言動などによって、今後のこれらの諸状況の予想、期待により為替ディーラーは銀行間相場の建値を変化させ、売り買いの額を均衡させながら為替取引を増大させていく。したがって、短期的には非銀行部門の為替取引によって銀行の持高が発生する以前に、銀行間為替相場はときに大きく変動する。例えば、アメリカの株価下落が起これば、それがアメリカ経済の拡大を抑制する方向に働くと思われるときには、諸銀行はドル安の相場で建値を出すだろう。また、日本の金融システムに何か不安が起これば、円相場を低くして建値を出すだろう。このように顧客との為替取引で持高が発生する以前に諸状況の予想・期待次第で銀行間為替相場が大きく動くのは、持高の発生に伴う為替調整取引から生じる銀行間為替取引よりも売買差益を狙った為替ディーリングの規模がきわめて大きくなっているからである<sup>15)</sup>。さらに、短期的な為替相場の変化予想に応じて顧客も為替取引を早めたり遅らせたりすることもある（リーズ・アンド・ラグズ）。

このように為替相場は短期的には顧客取引から発生する持高の状況から離れて「独自」に変動する余地があるが、それはあくまで短期的であり、中長期的な趨勢として為替需給の方向を決めているのは上に述べたように顧客の種々の国際取引であり、中長期的な為替相場はその為替需給によって規定されていく。ただ、顧客の国際取引といっても前述したように、短期投資においては投資とその引揚げがあり相殺されるから、実際には為替取引が伴いながら、国際収支表には資産額、負債額に表示されないことがある。この場合には為替取引額は外貨のネット資金移動の額よりも大きな額となる。しかし、その場合にも、資金の流出と流入があるのであるから為替相場への影響は短期的で中長期的には緩和されてしまうであろう（後述）。

再度述べれば、為替需給を最終的に規定するのは国際収支表に示される顧客の種々の国際取引であり、これが中・長期的に為替相場を規定していくということになる。次に顧客の国際諸取引によって銀行に発生する為替持高とその解消のための為替調整取引のいくつかの実例を示そう。

## II, 国際諸取引と銀行の為替調整取引

### 1) 顧客の直物取引、先物取引と為替調整取引

拙稿へのコメントでは「国際収支表はアクチュアル・ポジションのみを記録する」と述べるが、国際収支表に示された外貨の支払・受取、資金の流出入には以下にみるように顧客の直物為替、先物為替、スワップの利用が伴ない、銀行に種々の為替持高を発生させ、銀行の為替調整取引が必要になる。

経常収支の諸項目であれ、金融収支の諸項目であれ、外貨での支払・受取、資金の流出入が

生じたときの最も簡単な為替取引は、その都度、顧客が銀行と直物為替取引を行うことである。この取引を発生させる要因は多様である。貿易、サービス、投資収益、経常移転の諸項目でもおこりうるし、非銀行部門の種々の対外投資でも生じうる。多くを述べる必要はないであろう。銀行はこの為替取引によって生まれた直物持高を銀行間直物取引で解消する。

しかし、顧客は国際収支表の諸項目に表示される外貨での支払・受取、資金移動を先物為替、為替スワップを利用しても行なう。最も簡単な例は貿易代金の支払・受取を、先物為替を利用して行なう例である。例えば、日本の輸入業者がドル建て7000万ドルの輸入を行なったとき、多くの場合、輸入契約が成立した時点（例えば1月はじめ）で先物予約（例えば先物期間3ヶ月）を行なうだろう（1月に銀行の先物為替の売り、財貨の所有権の移転はその後）。先物期間が終了する4月はじめに輸入業者は貿易代金を支払うが、輸入として記録された金額が先物為替取引の円とドルの受け渡しの実行によって支払われたのである。

反対にドル建輸出（6000万ドル）があったとし、輸出業者はドル売りの先物契約（銀行の買い）をしたとすれば、この輸入と輸出をあわせて銀行の先物での持高は1000万ドルの売持となる。銀行間先物市場は市場規模が小さく（第2表）、銀行は持高の解消に先物市場を利用するのは困難であるから、この場合、銀行はまず総合持高をゼロにするために直物を1000万ドル買うであろう。その後、頃合を見つけてスワップ取引（直物で1000万ドルの売り、先物で1000万ドルの買い）を実施して、直物でも先物でも持高をなくそうとする。

以上の例のように、拙稿へのコメントにあった「国際収支表はあくまでアクチュアル・ポジションを記録する」という言い方は不正確である。貿易代金の支払・受取という国際取引の最も簡単な例でさえ、顧客は直物取引だけでなく先物取引も利用し、為替調整取引には直物為替、スワップが使われるのである。

第2表 世界の外為市場の機関別取引<sup>1)</sup> (2013年4月の1日平均, 億ドル, %)

|              | 直物            | アウトライト先物     | スワップ          |
|--------------|---------------|--------------|---------------|
| 報告機関間の取引     | 6,754 (33.0)  | 1,815 (26.7) | 10,852 (48.7) |
| ローカル         | 2,624 (38.9)  | 457 (25.2)   | 3,819 (35.2)  |
| クロス・ボーダー     | 4,130 (61.1)  | 1,358 (74.8) | 7,033 (64.7)  |
| その他の金融機関との取引 | 11,827 (57.8) | 4,021 (59.1) | 9,994 (44.9)  |
| ローカル         | 5,509 (46.6)  | 1,783 (44.3) | 4,046 (40.5)  |
| クロス・ボーダー     | 6,318 (53.4)  | 2,237 (55.6) | 5,948 (59.5)  |
| 非金融機関との取引    | 1,881 ( 9.2)  | 964 (14.2)   | 1,430 ( 6.4)  |
| ローカル         | 1,203 (64.0)  | 579 (60.0)   | 775 (54.2)    |
| クロス・ボーダー     | 678 (36.0)    | 385 (40.0)   | 656 (45.9)    |
| 合 計          | 20,462        | 6,800        | 22,276        |

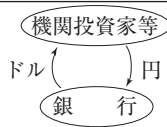
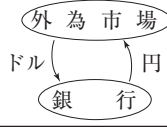
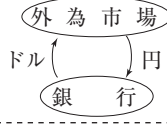
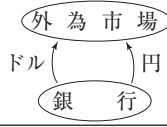
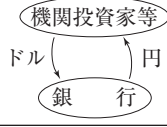
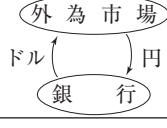
注1) 全通貨の取引。

出所：BIS, *op.cit.*, p.2 and 6 より。

また、上の例でドル金利が円金利よりも高いとき、銀行は直物取引で総合持高をゼロにするにとどめ、スワップ取引を行わなければ金利裁定取引が可能となる。すなわち、銀行は直物で1000万ドルのドルを買い、総合持高をまずゼロにする（持高は直物での1000万ドルの買持、先物での1000万ドルの売持）が、そのあとスワップ取引を実施しないのである。このとき、銀行には為替資金のアンバランスが生まれている。直物取引でドル資金が手元に入るが円資金が不足する。銀行は1000万ドル相当の円資金を種々の方法で調達し、手持の1000万ドルを先物為替期間、アメリカ市場で運用するであろう。先物期間が終了する時点で運用していたドル資金が回収され、そのドル資金でもって先物為替取引に伴うドル資金が支払われ、逆に円資金の受取で調達していた円資金を返済する。つまり、銀行は持高調整取引（総合持高をゼロに）を行ないながら金利差の利益を得る（金利裁定取引を実施している）のである<sup>16)</sup>。

さらに、非銀行・金融機関等が投機的な円の先物を買う場合がある（「空売」）。以下の事例である。今、日米間に2%の金利差（ドル金利が高い）があり、直物相場が1ドル = 118.20

第1図 機関投資家等による「空売」と為替調整取引

|                                   | 直 物                                                                                 | 先 物                                                                                  |
|-----------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|
| 機関投資家等による先物での円売り (A)              | (1ドル = 117.61円)                                                                     |   |
| (A)の為替調整取引 (1) (直物) (B)           |  |                                                                                      |
| (A)の為替調整取引 (2) (スワップ) (C)         |  |                                                                                      |
|                                   |                                                                                     |  |
| この取引が行なわれるのは(A)の先物取引の先物期間の終了時 (D) |  | (1ドル = 124.80円)                                                                      |
| (D)の為替調整取引 (E)                    |  |                                                                                      |

出所：筆者の作成。



円だとすると、「金利平価」の理論より3ヶ月の先物相場は117.61円に近くなろう<sup>17)</sup>。3ヵ月後に円安が進行し直物相場が125円になると予想する機関投資家等はドルに対して先物で円を売る。そして円安が進行した3ヶ月後に直物でドルを円に転換する。予想がほぼ当たり、3ヵ月後の直物相場が124.80円になったとすると7.19円の利益が挙げられる。

銀行は「空売り」が行なわれた時点で先物での持高が生まれ、銀行は外為市場から直物でドルを買ってまず総合持高をゼロにするだろう（第1図のB欄）。また、銀行は直物、先物でも持高をなくすならば（金利裁定取引を実施しないならば）、さらに直物でドルを売り、先物でドルを買うスワップ取引を行うであろう（同図のC欄）。直物で円安が進行した3ヵ月後、機関投資家等は直物でドル売・円買を行なう。銀行は外為市場に対してドルを売って持高を解消するだろう（同図のE欄）<sup>18)</sup>。

この例で指摘しておくべきことは3点である。第1は、この「空売り」は非銀行部門にとっては円もドルもネットでの資金移動を伴わないものである。先物為替取引の実行時（ドルと円の受渡し時点）には反対の直物取引が行なわれて、ドルと円の受渡しがそれぞれ相殺されている。第2に非銀行部門による先物取引に対応して銀行は持高を解消するために直物、スワップを用いており、ネットでの資金移動はおこっていない。ただし、銀行がスワップ取引を行なわないで（持高を総合持高にとどめ）裁定取引を行なった場合は、先物期間中のドルの資金移動がおこる。第3に、この例では3ヶ月の間に円安が進行するという前提であるが、この円安自体はこの投機的な為替取引によって生じているのではない。この投機が円安を一時的に加速することがあっても、円安は国際収支表に表われている国際諸取引による為替需給、その他の短期的な経済的・政治的な諸要因から生じているのである。

## 2) 顧客のスワップ取引と為替調整取引

非銀行部門（顧客）が実需取引でスワップ取引を利用する一例は次である。貿易取引あるいはサービス取引等でのドルの支払が必要で、数ヶ月後にドルの所得収支等の受取がある顧客は、直物で円をドルに換え、先物でドルを円に換えるスワップ取引を行なうだろう<sup>19)</sup>。この例では、国際収支表にはドルでの支払も数ヵ月後のドルでの受取も記録される（国際収支表の期間中）。貿易やサービス取引、所得収支等の実需取引にも関わらず顧客のスワップ取引が行なわれているのである。他方、ドルの受取があり、数ヵ月後にドルの支払がある顧客もあろう。それら、両方の顧客のドルでの受取、支払が国際収支表（貿易収支、サービス収支、所得収支等）に記録され、スワップ取引の需給を作り出している。顧客の実需取引でさえスワップ取引が伴うのである。

銀行はそれに対して、通常は銀行間市場で反対のスワップ取引を行ない持高をなくすであろう。しかし、顧客とのスワップ取引では銀行の総合持高はゼロであるから、場合によっては総

合持高をゼロにしたまま種々の裁定取引を実施するだろう（前述）<sup>20)</sup>。

さらに、顧客の短期投資もスワップによって行われるだろう。例えば、機関投資家等が短期で円をドルに換えて米株式・債券などで運用する場合などである。その場合、機関投資家等は多くはスワップ取引（直物で円をドルに換え、先物でドルを円に換える）を行なうだろう。運用期間中に直物で円高が生じると為替損失もありうるからである。この場合、銀行には総合持高は発生しないが、多くの場合は反対のスワップ取引を銀行間で行ない持高をなくすであろう。あるいは、銀行は機関投資家等と為替スワップ取引を行っても総合持高はゼロであるから、ときには銀行は為替調整取引を実施しないで、別途ドル資金を調達して手元に入ってきた円資金を先物期間運用するかもしれない。

以上の1) 顧客の直物取引、2) 顧客の先物取引、3) 顧客のスワップ取引の3つをあわせた持高の発生と為替調整取引の例を、筆者は『国際金融のすべて』（共編、1999年、31～34ページ）、『現代国際金融 第2版』（共編、2010年、30～32ページ）で論じている。再度、小論でも第3表を掲げ説明しておこう。

いまある銀行の対顧客取引による持高が第3表の上段（円・ドル取引）のようになったとする。銀行は顧客と直物取引、先物取引、スワップ取引（直物と先物）を行っている。直物取引は銀行のドル買が2000万ドル（うち800万ドルはスワップ取引の一部）、ドル売が1900万ドル（うち900万ドルはスワップ取引の一部）、したがって直物は買持100万ドルである。先物取引は買が1100万ドル（うち900万ドルはスワップ取引の一部）、売が1300万ドル（うち800

第3表 持高表と為替調整取引（円・ドル取引）

（単位：万ドル）

|         | 買     |      | 売     |      |
|---------|-------|------|-------|------|
| 直物取引    | 取引 a  | 1200 | 取引 c  | 1000 |
|         | 取引 b  | 800  | 取引 d  | 900  |
|         | 直物持高  | 買持   | 100   |      |
| 先物取引    | 取引 d' | 900  | 取引 b' | 800  |
|         | 取引 e  | 200  | 取引 f  | 500  |
|         | 先物持高  |      | 売持    | 200  |
| 総合持高    |       |      | 売持    | 100  |
| 為替調整取引  |       |      |       |      |
| ①直物取引   |       | 100  |       |      |
| ②スワップ取引 |       |      |       |      |
| 直物      |       |      |       | 200  |
| 先物      |       | 200  |       |      |

（注）取引 b と b' はスワップ取引。取引 d と d' もスワップ取引。

出所：奥田他編『国際金融のすべて』法律文化社、1999年、32ページ、『現代国際金融第2版』同、2010年、31ページ。

万ドルはスワップ取引の一部)、したがって、先物は売持 200 万ドルである。そうすると、直物と先物を合わせた総合持高では売持の 100 万ドルとなる。この場合、この銀行が他の銀行と直物で 100 万ドルのドル売、先物で 200 万ドルのドル買を行なえば、直物、先物の双方で為替持高も為替資金も調整され、為替調整取引は完璧である。しかし、このような為替調整取引の実施は現実的には困難である。というのは、第 2 表で見たように銀行間の先物取引は少額であり、銀行間先物市場ではドル買の「出会い」を見つけにくいからである。そこで、為替リスクのすべてをなくすことはできないが、まず、すみやかに総合持高をゼロにして為替リスクの大部分をなくす。今の場合、この銀行は銀行間外為市場において取引が容易な直物取引で 100 万ドルのドル買を行い総合持高をゼロにしたうえで、頃合を見つけて直物でドル売、先物でドル買のスワップ取引を 200 万ドル行えば、直物、先物の双方で為替持高も為替資金も調整され、為替調整取引は完璧になる（第 3 表の下段）。銀行間スワップ市場は取引額が大きく、「出会い」を見つけやすいのである。

しかし、いまこの銀行が外為市場において直物で 100 万ドルのドル買を行なって総合持高をゼロにしたうえで、直物でドル売、先物でドル買のスワップ取引の額を 200 万ドルではなく 100 万ドルにとどめた場合、為替調整を完璧にしなかった 100 万ドルについては、総合持高はゼロのままであるが、直物は 100 万ドルの買持、先物は 100 万ドルの売持が残る。したがって、為替リスクの大半は回避されているがリスク回避は完全ではない。また、為替資金の補充問題が残されている。このような問題が残されているが、銀行にとっては魅力的な取引が可能となる。つまり、200 万ドルのうち 100 万ドルは為替調整を完璧にしないで、金利差を得る金利裁定取引が実施できるのである。

例えば、資金を円よりもドルで短期で運用するほうが有利な場合（金利差等）、この銀行は直物の買持によってドル資金が手元にあるから、この資金をドルのまま先物為替の期間中、例えば、3 ヶ月間米短期証券で運用するであろう。しかし、この銀行は 100 万ドル相当（為替相場場で換算して）の円資金を預金か他の銀行からの借入によって調達しなければならない。直物で 100 万ドルの買持であるから。そして、3 ヶ月後、米短期証券を売り、そのドル資金で先物取引の実行がなされ、円資金が戻ってきて、調達された円資金の返済が出来る。このように総合持高はゼロにしたまま直物、先物で持高を残した為替調整取引を行なえば、銀行は同時に金利差等を利用した裁定取引を実施できるのである。今の例で言えば、円資金を調達してきてドルで運用したのである。

以上は顧客の為替取引とそれから発生する為替調整取引であったが、顧客との為替取引による持高為替調整とは離れて独自に、銀行はスワップを利用して短期投資を行なうことがある。もちろん、総合持高では持高が生まれにくいから、時には多額にのぼることもある（2000 年代に入って銀行のこのような投資が増大した<sup>21)</sup>）。

とはいえ、顧客の短期投資、銀行の短期投資を問わず、国際収支表の期間中にこれらの投資と引揚げが終了していれば、投資と引揚げが「相殺」されて国際収支表には表われないが、スワップ取引が実行されている。しかし、その場合、直物ではドル需要が高まり先物では円需要が高まろう。その結果、直先スプレッドが拡大し、他の事情が変わらないとすれば、この短期投資にうまみが減少していき、この取引は沈静化していこう。短期投資が直物で行なわれていれば投資と引揚げが「相殺」され、国際収支表の期間中をとれば為替需給は均衡する。

逆に、反対の短期投資もあろう。つまり、海外の機関投資家、銀行等がスワップ取引（直物でドルを円に換え、先物で円をドルに換える）を利用して日本株等に運用する場合である。この場合は、直物で円需要が高まり先物でドル需要が高まる。その結果、直先スプレッドが変化し、その取引のうまみは減少していく。かくして、実際には、通常は双方向での短期投資が行なわれており、スワップの（直物、先物それぞれの）為替需給は均衡化する傾向をもつ。

したがって、一般的に言えることは、双方向での短期投資があり、それが直物で行なわれていけば、為替需給は国際収支の期間中に均衡し、スワップで行われた場合も、通常の時期には直物と先物を合わせれば為替需給は均衡している。短期資金の移動に自由があり、ジャパン・プレミアムなどの「異常」が生まれていない平常な時期には直物相場と先物相場のスプレッドが両国の金利差によって規定され、その直先スプレッドと直物相場が先物相場を規定する。直先スプレッドと金利差が等しくなったとき、「金利平価」が成立したというのが先物相場論の基本である<sup>22)</sup>。この「金利平価の理論」によれば、直物相場は独立変数であり、先物相場は従属変数である。市場に「異常」が生まれ、「金利平価の理論」が妥当しない場合については後述しよう。

### Ⅲ、小結と残った論点についての説明

#### 1) 小結

以上のここまでの論述をまとめれば以下のようなようになろう。①世界の国際諸取引は様々な通貨で行われており、国際収支表の諸数値も実際は諸通貨で構成されている。それらが諸為替相場で換算されて国際収支表にはひとつの通貨で表示されているのである。②国際収支表の諸数値は、国際収支表の期間中の資金の支払・受取の金額、資金の流出入額を示すものである。③経常収支の諸項目は累積額が記録されているのに対し、金融収支（投資収支）の諸項目においては資産と負債の項目が設定され、期間中の新規投資と投資の引揚げの差額が資産と負債のそれぞれに記録される。したがって、短期投資の場合には、国際収支表の期間中に新規投資と引揚げが「相殺」されて、国際収支表には記録されないことが多い。④国際収支表の諸数値は実際は自国通貨建の部分と外貨建部分に分かれ、外貨建部分は国際収支表の当該国側の非銀行部門

（銀行にとっては為替取引の顧客）に為替取引が必要になるが、自国通貨建の部分は当該国の顧客には為替取引の必要がない。⑤顧客の為替取引によって銀行には持高が形成されるが、顧客の為替取引は直物為替に限らず、先物為替、スワップも利用される。したがって、国際収支表の諸数値は銀行にアクチュアル・ポジションのみを形成するのではない。先物でもスワップでも持高は形成される。⑥銀行は顧客との為替取引によって発生した種々の持高を、主にインターバンクで直物取引、スワップ取引を使って解消する。そのような持高調整取引を行ないながら、銀行は種々の裁定取引（短期投資）をも行なう。顧客との為替取引によって発生した持高の為替調整については第3表にまとめられている。

⑦銀行は基本的に持高をもたないし、もっても「総合持高」の少ない額にとどまるから、直物と先物をあわせた為替需給は基本的には顧客の外貨での国際諸取引によって決まる。したがって、為替需給の実態に迫るために国際収支表の諸項目の通貨区分をできるだけ明らかにすることが必要になる。⑧以上の経緯によって生まれた為替需給が中長期の為替相場を規定し、為替需給が均衡しなければ為替相場が変動し、それが大きければ通貨当局の為替市場介入が行なわれる。⑨しかし、銀行間の為替取引（為替ディーリング）の規模、銀行とファンド等の機関投資家との為替取引規模が膨大になっており、短期の為替相場は各国の経済・社会・政治の諸状況や政治家、当局者の言動などから変化しうる。為替ディーラーはそれらの予想、期待により銀行間相場の建値を変化させ、ファンド等も取引を短期に変化させるから、非銀行部門（とりわけ、非金融部門）の為替取引によって種々の持高が発生する以前に銀行間為替相場はときに大きく変動するのである。とはいえ、為替ディーリングは基本的には持高が生まれまいに行なわれるから、中長期的な為替相場は顧客の国際諸取引から生まれる為替需給によって決まっていく。

## 2) 残った論点についての説明

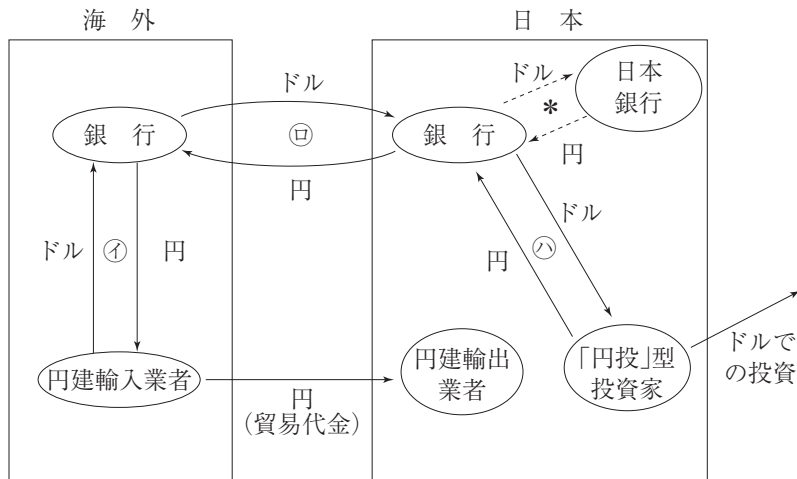
以上の諸点の明確化によって「A氏のコメント」への回答はほぼ終わると思われるが、なお、論じておかなければならない点は以下の諸点である。1) 顧客が自国通貨で国際諸取引を行なっても、当該国の銀行には海外の銀行との為替取引が必要になろう。2) 小論では、これまで顧客は自国の銀行と為替取引を行うと前提したが、一部は海外の銀行と行なわれている。3) 銀行等は居住者と外貨建取引（インパクトローン、外貨預金等）も行なうが、この取引自体は居住者間の取引であるから国際収支表に記録されない。しかし、銀行の外貨建・対内取引に伴う外貨資金の調達・運用等は国際収支表に表われる場合もあるし、また、銀行の持高に影響をきたす場合もある。

4) 短期投資の場合には、国際収支の期間中に新規投資と引揚げが「相殺」されて、国際収支表には記録されないにもかかわらず為替取引が行われている。直物取引で短期投資が実施さ

れている場合は、売りと買いがあり国際収支表の期間中に為替需給は均衡化するが、スワップが利用される場合（いわゆる銀行による「円転」「外転」もスワップを利用して行なわれる）、通常の時期には先物相場は直物相場と金利差に規定され「金利平価」が形成されるが、何らかの異常な事態が発生すれば「金利平価」が形成されず変容を受けるかもしれない。異常な時期について補足的に論じよう。

まず、第1点目であるが、国際収支表の当該国の非銀行部門が自国通貨で国際諸取引を行った場合、当該国の非銀行部門（顧客）には為替取引の必要がないが、非居住者にとっては為替取引が必要になる。それが当該国の銀行の海外の銀行との為替取引をもたらず。以下のような場合である。従来、日本の経常収支は大きな黒字であり、その大部分は円建であった（通貨別貿易等から算出される<sup>23)</sup>）。円建・経常黒字額に相当する日本からの円建投資額がなく、前者が後者よりも多いと外銀は円の売持となり邦銀との為替取引を必要とするだろう。このとき、邦銀の方がドル等の売持をもっていなければ、外銀と邦銀との為替取引は順調に進まない。つまり、日本の投資収支のレベルで中長期の円を外貨に換えての投資がなければならぬのである（第2図参照）。この図の（イ）の額は日本の円建・経常黒字額と円建・対外投資額により決まってくるだろう。また、（ハ）の額は非銀行部門による円を外貨に換えての投資額によって決まってくる。そして、（イ）の額と（ハ）の額がアンバランスになれば、（ロ）の銀行間為替取引は順調に進まず為替相場は変動する。さらに、為替相場が変動すれば、（イ）の額、（ハ）の額も変動する。円高になれば為替差損がうまれるから（ハ）の額は減少し、また、円建投資

第2図 円建貿易黒字の大部分<sup>1)</sup>の決済



注1) 円建対外投資を上回る部分。  
出所：第3表と同じ、60ページ、62ページ。

の受入れも忌避されて減少し、円高がさらに進む可能性がある。逆に円安が進行すると為替利益が生まれるから（ハ）の額は増加し、さらに円安が進む可能性がある<sup>24)</sup>。国際収支の諸項目での通貨区分を明らかにしなければならないゆえである。

次に、上記の第2点を論じよう。全世界の顧客は為替取引の半分以上または半分近くを海外の銀行と行なっている。前掲の第2表によると、全世界（53カ国・地域）の非報告・金融機関の直物取引のうちクロス・ボーダー取引は53%を占めており、アウトライト先物取引では56%、スワップ取引では60%となっている。全世界の非金融機関の取引ではクロス・ボーダー取引は、それぞれ36%、40%、46%である。しかし、東京外為市場（2013年4月、第4表）では銀行の非銀行・金融機関との取引のうち、直物で28%、先物で8%、スワップ28%がクロス・ボーダーとなっており、また非金融機関の取引では、それぞれ0.4%、2%、0.3%とクロス・ボーダー取引がかなり少ない。これは日本所在銀行の海外の非銀行部門との為替取引が少ないことを示しているのであるが、日本の非銀行部門が海外の銀行とどれぐらいの為替取引をしているかはわからない。とはいえ、日本の非銀行部門のクロス・ボーダー取引がある程度あることはおおいに考えられる。それゆえ、非銀行部門（顧客）の為替取引の全額が当該国に所在している銀行の持高に直接反映することにはならない。例えば、本邦内の非銀行部門へドル資金の入金があり、非銀行部門が外銀（または邦銀の海外支店——顧客のクロス・ボーダー取引の多くは海外支店との取引であろう）と為替取引を行なった場合、外銀（または邦銀の海外支店）は円の売持となろう。そこで外銀（邦銀海外支店）は結局は邦銀に対して円買・ドル売を行なうであろう。この時点で邦銀はドルの買持になる。それは時間的なズレはあっても、本邦内の

第4表 東京市場での機関別取引<sup>1)</sup> (2013年4月中) (億ドル, %)

|                               | 直物            | フォワード        | スワップ          |
|-------------------------------|---------------|--------------|---------------|
| インターバンク参加者 <sup>2)</sup> との取引 | 19,795 (62.9) | 2,387 (34.5) | 25,974 (77.4) |
| 国内                            | 2,107 (10.6)  | 902 (37.8)   | 1,731 ( 6.7)  |
| 国外                            | 17,688 (89.4) | 1,485 (62.2) | 24,244 (93.3) |
| その他金融機関との取引                   | 1,983 ( 6.3)  | 3,544 (51.2) | 1,436 ( 4.3)  |
| 国内                            | 1,418 (71.5)  | 3,266 (92.2) | 1,028 (71.6)  |
| 国外                            | 565 (28.4)    | 277 ( 7.8)   | 408 (28.4)    |
| 非金融機関との取引                     | 8,139 (25.9)  | 876 (12.7)   | 3,676 (11.0)  |
| 国内                            | 8,106 (99.6)  | 862 (98.4)   | 3,665 (99.7)  |
| 国外                            | 32 ( 0.4)     | 14 (0.16)    | 11 ( 0.3)     |
| 合計 <sup>3)</sup>              | 31,453        | 6,924        | 33,425        |

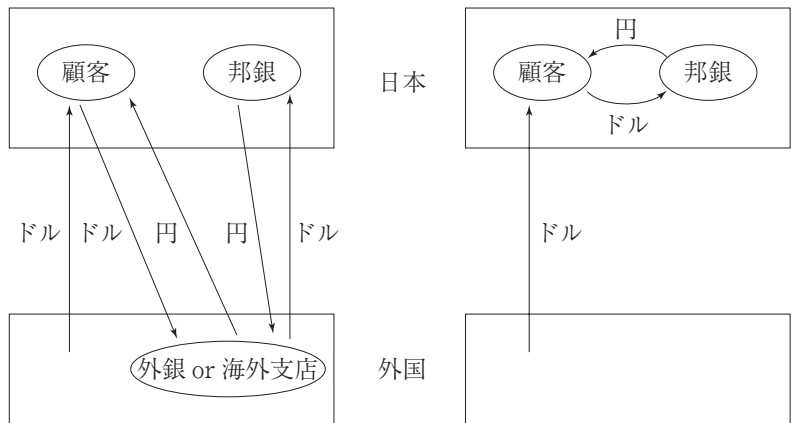
注1) 全通貨の取引。

2) 報告機関は除く。

3) 報告対象金融機関（国内）との取引を含む。

出所：東京外国為替市場委員会「東京外国為替市場における外国為替取引高サーベイの結果について」2013年7月29日、参考計表の表1より。

第3図 本邦内顧客の外銀（邦銀海外支店）との為替取引と邦銀の為替取引



出所：筆者の作成。

顧客が邦銀に対してドル売・円買の為替取引を行ったのと結果的には同じ事態となる（第3図）。つまり、考察を簡単にするために国内の顧客の為替取引はすべて当該国の銀行と行なうと前に前提していたことと変わりはないのである。したがって、顧客が外銀（多くは邦銀海外支店）と為替取引を行っても、国際諸取引の状況が当該国の銀行の持高を左右するといえるのである。

次に第3点について、例えば銀行は国内の顧客に外貨建貸付（インパクトローン）を行なうが、その外貨を銀行は調達しなければならない。銀行は海外から調達する場合もあるし、顧客との種々の為替取引で生まれた外貨資金を利用するかもしれない。前者の場合には外貨資金の調達と貸付であるから持高は生まれないが、海外から調達された外貨資金は国際収支表に記録される。後者の場合には国際収支表に記録されないが、銀行に持高が生まれるときがある。さらに、顧客（非銀行部門）は外貨預金を行なう。一般論としては貿易、投資収益等の外貨資金の受け取りがその原資になる場合も考えられるが、日本のドル建経常収支は赤字であるから、銀行との為替取引が伴う場合がほとんどであろう。したがって、銀行には持高が生まれる。そして、銀行はその外貨預金をインパクトローンに利用するかもしれない。以上のように銀行の居住者への外貨貸付、外貨預金等はそれ自体は直接には国際収支表に表われないが、銀行の国内・顧客との外貨建取引には一部、国際収支表に表われる取引を伴うし、銀行に持高を発生させることがあるのである<sup>25)</sup>。したがって、持高の全体的形成については外貨建・対内取引に関しても考察が必要になる。先に記した「小結」にはこの部分の補整が必要であろう（後述）。

最後に第4点についてであるが、短期投資が直物為替で行なわれていれば、国際収支表の期間中に投資と引揚げがあり為替需給も均衡する。スワップで行われた場合も、通常の時期には直物と先物を合わせれば為替需給は均衡し「金利平価」が成立する。しかし、ジャパン・プレミアムなどの「異常」な事態が発生したとき、あるいは、何らかの要因で短期投資が対外投資



か対内投資のどちらかに持続的に傾いたときには、先物相場は上の「金利平価」の基本的な議論とは異なり一定の変容を受ける。北海道拓殖銀行、山一証券などの破綻があった1997年の秋に大規模なジャパン・プレミアムが発生し、邦銀海外支店の資金調達が困難になった。本店から海外支店へスワップを使って資金供給することになったが、その際、ジャパン・プレミアムに近い「追加」のスワップコスト（＝「追加」の直先スプレッド）を要求され、先物相場は「金利平価」から乖離することになった<sup>26)</sup>。

また、日本からスワップを利用した対外投資が巨額にのぼった2003年などに先物相場の「金利平価」からの乖離が生じた。米金利の低下による米証券価格の上昇が見込まれ、他方、日本はゼロ金利のもと、銀行も含めて諸金融機関はスワップを利用した多額の短期対米投資を行なおうとした。しかし、スワップ取引の相手が不足する事態（直物でドルを円に換え、先物で円をドルに換える短期投資が少ない事態）になれば、スワップ取引の需給にアンバランスが生まれて、スワップレート（＝直先スプレッド）が金利差から乖離する状況になってくる。この事態が、直物で外貨を円に換え先物で円をドルに換えて行なう短期投資に有利になり（「円転コスト」の低下）、日本のゼロ金利とあいまって「マイナス金利」を生み出していった<sup>27)</sup>。このように、スワップ取引を伴う短期取引が対外投資あるいは対内投資のうちどちらかに持続的に傾いたときにも先物為替相場に変容が生じる。

以上のように、「特異な時期」には先物相場に変容が生じるのであるが、通常の時期には、国際収支表に表われない短期投資においても直物と先物をあわせた為替需給は均衡し、為替相場に大きな影響を与えないといえよう。

「残った論点」を以上のように論じ、先ほどの「小結」に「残った論点」の第3点と第4点を加味し以下のような補整をしたい。つまり、銀行の外貨建資産負債は「アバブ・ザ・ライン」の種々の取引さらには為銀が行なうビロー・ザ・ライン取引の全体的帰結、結果として存在しているということである<sup>28)</sup>。

（2015年2月5日脱稿）

## 注

- 1) 以下の手順により立命館大学国際関係学部のホームページより入手可能。立命館大学ホームページ→国際関係学部ホームページ→学部紹介→出版物→立命館国際研究。
- 2) 小論は、前稿「グローバル・インバランス論と対米ファイナンスにおける日本と中国のちがいがい」『立命館国際研究』（28巻1号、2015年6月）の執筆前に脱稿し、ただちに公刊する予定であったが、前稿が28巻1号の締め切り前に脱稿でき、テーマの性格上、前稿の早い公刊が好ましいと考え、小論の公刊は28巻2号にした次第である。
- 3) 拙書『ドル体制と国際通貨』ミネルヴァ書房、1996年、第8章「日本の対外取引におけるドルと円——本邦為替銀行の対外ポジションと「為替需給」——」、235ページ。この拙書の第8章は、大蔵省『調

査月報』(第81巻第4号, 1992年4月)に掲載された佐藤幸典氏の論稿「近年における国際収支「金融勘定」の動向について」を参照したものである。この論稿で佐藤氏は為替銀行の通貨別・対外取引(短期, 長期)についての統計値を掲げられている。なお, この拙書第8章の執筆に先立って筆者は2つの論稿を検討している(拙稿「本邦為替銀行の対外ポジションと先物為替取引」『立命館国際研究』5巻2号, 1992年9月)。1つの論稿は『東京銀行月報』(1992年5, 6月号)に掲載の論文(寿崎雅夫「国際収支・為替需給と為替相場」), もうひとつは, 『金融財政事情』(1992年6月8日)に掲載の論稿(佐藤明義「銀行はいかにして対外負債を返済できたか」)である。これらの論稿は国際収支表の分析をもとに, 銀行の為替ポジション, 為替需給を検討したものである。

- 4) 同上拙書, 243ページ。
- 5) 為替持高, 為替資金の過不足の発生による銀行の為替調整取引について筆者は何回も論じてきた。テキストでは以下のものである。奥田, 横田, 神沢編『国際金融のすべて』法律文化社, 1999年, 30～34ページ, 奥田, 神澤編『現代国際金融 第2版』法律文化社, 2010年, 29～32ページ。テキスト以外に早い時期のものでは, 『多国籍銀行とユーロカレンシー市場』同文館, 1988年(30～34ページ)においてユーロ登場以前の西欧諸銀行の為替調整取引を論じている。また, 『ドル体制と国際通貨』ミネルヴァ書房, 1996年, 10～14ページ, 『ドル体制とユーロ, 円』日本経済評論社, 2002年, 第5章「ドルを媒介に実施される裁定取引と為替調整取引」, 『現代国際通貨体制』日本経済評論社, 2012年, 第8章「ユーロと諸通貨間の短資移動」なども参照されたい。
- 6) A氏の他にも実務経験のある研究者によっても同趣旨の発言がなされたと間接的に聞いている。概略は以下のようである。為替相場の変動要因を通貨別国際収支だけで説明するのは無理ではないか。為替取引はスポットだけでなく先物もあり, ネットの資金移動だけをみてもわからないから, という。筆者が知らないところでもこのようなコメントが多くなされているのかもしれない。小論でこのようなコメントに対して改めて詳しく説明を行なう必要があると思った次第である。なお, 「2013年分析の拙稿」と同趣旨の方法で分析したものに次の論文がある。田中綾一「日本の経常収支動向と国際収支分析の問題点」『関東学院法学』第24巻第3号, 2015年1月。
- 7) 本国通貨建て取引の場合には居住者による為替取引はおこってこないが, 非居住者にとっては「外貨」であるから海外で行なわれる為替取引から海外の銀行と本国の銀行との銀行間為替取引がおこってくる。これについては後述する。
- 8) アメリカの貿易の通貨区分は十分に公表されていないが, 2003年の輸入ではドル建が90.3%であり, 9.7%が外貨建である(拙書『現代国際通貨体制』日本経済評論社, 2012年, 86ページの注1, 222ページの表7-10をみられたい)。
- 9) 途上国の国際取引に本国の途上国通貨がほとんど利用されないことについては, 以下を参照。拙稿「現代国際通貨体制の分析と諸範疇の明確化」『立命館国際研究』25巻3号(2013年3月), 52～53ページ。
- 10) 日本の場合には「省令レート」によって換算される。以下を参照されたい。日本銀行国際局「報告書作成の際に使用するレート(換算レート)の説明」(2014年12月1日)。日本銀行・国際収支統計研究会『入門 国際収支』東洋経済新報社, 2004年, 21ページ。
- 11) 筆者のI-Sバランス論への言及については以下の拙稿を見られたい。「経常収支と財政収支の基本的把握——「国民経済計算」的視点の意義と限界——」『立命館国際研究』26巻2号, 2013年10月。また, 前掲拙稿「グローバル・インバランス論と対米ファイナンスにおける日本と中国のちがひ」の注8もみられたい。
- 12) 安東盛人『外国為替概論』有斐閣, 1957年, 176～177ページ。

- 13) 責任編集，貝塚啓明・中嶋敬雄『国際金融用語辞典 第4版』銀行研修社，1998年，8ページ。
- 14) 国際収支統計は「発生主義」で，財貨は所有権が移転した時点，サービスはそれが提供された時点，金融取引は債権・債務が発生した時点で記録される（日本銀行・国際収支統計研究会『入門 国際収支』東洋経済新報社，2000年，18ページ）。また，貿易取引は，国際収支統計では上のとおりであるが，日本の貿易統計では輸出は積載船舶または航空機が出港する月に，輸入は輸入が承認された月に記録されることになっている（同上，290ページ）。いずれにしても，それぞれの国際取引に伴う為替取引が実行されるのは，それらの時点とは必ずしも一致しないであろう。
- 15) 前掲『国際金融のすべて』52～54ページ，『現代国際金融 第2版』53～56ページ，参照。
- 16) 筆者は後述の表（第3表）を利用しながら，これらの為替調整取引，金利裁定取引に近い例を論じている。前掲『国際金融のすべて』31～34ページ，『現代国際金融 第2版』30～32ページ参照。
- 17)  $\{(118.20 - x) \div 118.20\} \times 12 \div 3 = 0.02$ .  $x = 117.61$
- 18) この例を筆者は，以下の拙書で示している。『円とドルの国際金融』ミネルヴェ書房，2007年，第6章「1997年の金融不安下の円・ドル相場の規定因」，とくに152ページ。
- 19) この代替取引は顧客が銀行からドル資金を短期で借り入れ，それでもって支払にあて，数ヶ月にドルの受取があるからそれでもって返済する取引である。借入かスワップの利用かの選択は金利負担と直先スプレッド（＝スワップコスト，金利差に収斂）の裁定になる。
- 20) これに近い例を筆者は後掲第3表を挙げて論じている（先ほどの『国際金融のすべて』31～34ページ，『現代国際金融 第2版』30～32ページ）。
- 21) 前掲『現代国際金融 第2版』67ページ。
- 22) 前掲『国際金融のすべて』55～57ページ，前掲『現代国際金融 第2版』57～59ページ。
- 23) 前掲拙書『ドル体制と国際通貨』244ページ（表8-5），拙稿「ドル建貿易赤字，投資収益収支黒字，「その他投資」の増大」『立命館国際研究』21巻3号，2009年3月など参照。
- 24) 前掲『国際金融のすべて』57～65ページ，『現代国際金融 第2版』59～65ページ，参照。
- 25) 前掲拙書『円とドルの国際金融』第6章，164～165ページに国内顧客との外貨取引の1例を示している。なお，ユーロ円インパクトローン（邦銀海外支店等の国内顧客への円貸付）の場合は邦銀から海外支店等への円資金の送金があり，顧客の借入と邦銀の円送金の双方で国際収支表には記録されるが，銀行に持高を発生させるものではない。
- 26) 同上書，第6章，154～158ページ参照。
- 27) 同上書，第7章，176～183ページ参照。
- 28) 前掲拙書『ドル体制と国際通貨』1996年，第8章，251ページ。

（奥田 宏司，立命館大学国際関係学部教授）

## Currencies Divisions of Japanese Balance of Payment and Supply-Demand for Foreign Exchanges

A researcher made a critical comment on my paper on the Japanese balance of payment for 2013. This paper is my critical response to his assertion. He maintained that we cannot know the supply-demand for foreign exchanges by analyzing a balance of payment because a balance of payment records only actual positions of foreign exchanges.

However, this assertion is incorrect because a balance of payment records not only actual positions but also forward positions and swap positions. Therefore, we have to examine currencies divisions of all international trades including current trades and financial trades. By doing so, we can understand properly the supply-demand for foreign exchanges and exchange rates in Japan.

(OKUDA, Hiroshi, Professor, College of International Relations, Ritsumeikan University)