

日本の為替管理の自由化と国際収支構造の変化*

深 尾 光 洋**

1. はじめに
2. 外国為替市場と為替需給——為替管理政策分析の基礎概念
3. 戦後の為替管理自由化と国際収支構造の変化
4. 現行の国際収支概念の問題点
5. おわりに

1. はじめに

日本経済と世界経済の相互依存関係は、日本の国際収支に端的に現れる。終戦直後の混乱期を経て、1ドル＝360円の固定レートを採用、その後の変動相場制移行、さらに為替管理の自由化に伴う金融国際化の進展は、日本の国際収支構造を大きく変化させてきた。そこで本論文では、戦後の資本収支を中心とする国際収支構造の変化を、為替管理の自由化と対比させて振り返るとともに、その変化の持ついくつかのインプリケーションについて論じる。

戦後のIMF体制下において、固定相場制の維持に果たした為替管理の役割を分析することは、最近の国際通貨体制の選択についての議論と深い関係がある。変動相場制移行後においても、為替相場の安定のために為替管理の強化がしばしば行われたが、その効果を振り返ることは、今後の為替政策を考えていく上でも重要であろう。また国際収支統計は、

政策運営上の貴重な資料となっているが、国際収支の動向をよりの確に把握し、それを広く一般に分かりやすい形で発表していくためには、その公表形式を時代の要請に適合させていく必要がある。現在のいわゆるIMF方式の国際収支表とその中の基礎収支、総合収支等の収支概念は1966年から用いられているが、その間に日本が固定相場制から変動相場制に移行し、また為替管理の大幅な自由化がなされていることを考えると、再検討の必要性は大きい。

以下、まず2.では、国際収支と為替管理の関係を分析する基礎となる、国際決済の仕組み、直先為替レートと金利裁定のメカニズム、現行の国際収支表の仕組み、国際収支と為替需給の関係、の4点について簡単に説明する。次の3.では、戦後の為替管理政策の変化と、資本収支を中心とした国際収支構造の変化を概観する。特に主要な為替管理政策の手段とその効果について、やや詳しく分析する。4.では、現行の国際収支統計の公表形式につい

* 本論文の作成に当たっては、神戸大学・天野明弘教授、専修大学・須田美矢子助教授から有益なコメントを頂いた。

** 日本銀行金融研究所研究第1課調査役（現外国局）

て批判的に検討する。最後に5.では、本論文の分析から得られる政策的なインプリケーションを論じる。

本論文の結論をあらかじめ要約すれば、以下の通り。

- (1) 日本は1964年に経常取引に関する円と外貨との交換性を回復し、IMF体制にその本来の姿で参加したが、当時の為替管理の程度は現在とは比較にならないほど厳しく、またIMF体制末期の71年には経常取引に差し支えるほどの為替管理を行ったにもかかわらず巨額の短資流入を抑えることはできなかった。その後の金融の国際化進展をも考え合わせると、将来、海外の金融・経済動向からある程度独立した金融政策を行いつつ、固定相場制に近い通貨体制に復帰することは、いかに強い為替管理を行ったとしてもほぼ不可能であると考えられる。
- (2) 1973年の変動相場制移行後も、1970年代には依然かなり厳しい為替管理が続いていたため、民間資本移動は限定されたものにとどまった。この結果、日本の対外資産・負債のGNPに対する比率も、70年代にはほぼ横ばい圏内の動きにとどまり、経済規模の拡大に対比した金融国際化の程度はあまり進展しなかった。
- (3) 1977～78年には経常収支の大幅な黒字が発生したが、民間資本の流出入は為替管理によって抑制されていたので、黒字のかなりの部分は通貨当局のドル買い介入によって吸収される必要があった。しかし介入はleaning against the windと呼ばれる為替レートの変動に対し受動的な方法で行われていたため、市場で大幅な円高が生じた段階で初めて、黒字が通貨当局による介入に

よって吸収された。このためこの時期には、為替管理の存在と受動的な介入方針の組合せが、大幅な円高の原因になった可能性がある。

- (4) 為銀に対する円転換規制（外貨資金を取入れ、それを円運用することに対する上限額の規制：詳しくは後述）は、変動相場制に入ってからでも継続されていた。これについては、当時すでに民間資本移動のチャネルが多様化していたため、為銀のみを規制しても有効性はなく不要であったとの議論もある。しかし1970年代の非銀行部門に対する為替管理はなおかなり有効であったため、為替管理によって円相場維持政策を行うには、円転換規制もその一環として必要であった。
- (5) 1980年代に入ってから、民間資本移動の厚みが急速に拡大してきた。これは、80年末に對外取引を原則自由とする新外為法が施行されたこと、機関投資家の外国証券投資に対する通貨当局の規制が緩和されたこと、また為銀の国際金融業務の拡大により、為銀を通した資本の流出入が拡大してきたこと、等の理由による。
- (6) 今日では、金融の国際化が定着し、国際的な資金の運用・調達が企業の日常業務に組み込まれてしまっているため、為替レートに人為的に大きな影響を与えるような厳しい為替管理の発動は、大きな混乱を起こしかねない。このため、現在の外国為替管理法で定められている為替取引に対する有事規制の発動は、きわめて例外的な緊急避難としてしかできない状態になってきている。
- (7) 為銀の業務が、1960年代のような外貨による貿易金融中心のものから、次第に多様

化（海外への円・外貨での貸出、対外証券投資、短期資金のディーリング等）するのに伴って、為銀部門を経由する長短の資本移動は膨大なものになっている。この結果、為銀の対外短期資本取引だけをその他の資本取引から区別して金融勘定に計上している、現行国際収支表の総合収支の概念は、国際収支の現状を分析する上でむしろミスリーディングなものとなっている。IMFの国際収支統計作成のガイドライン（IMF国際収支マニュアル）は、これまで国際取引や通貨制度の変化に対応して変更されてきており、わが国も国際収支表の公表形式を現行のIMF国際収支マニュアル第4版に準拠したものに変更することなどにより、国際資本取引の実態の変化に適合させて行くことが望ましい。

2. 外国為替市場と為替需給——為替管理政策分析の基礎概念

為替管理政策の効果を分析するためには、国際的な資金決済の仕組み、直先為替レートと金利裁定取引との関係、国際収支統計の仕組み、対外取引と為替需給との関係など、国際金融についての理解が不可欠である。そこでここでは、為替管理政策が為替レート、国内金融市場に与える影響を分析するための理論的基礎となる、これらの基礎的な概念について簡単に説明する。

(1) 国際資金決済と外国為替市場

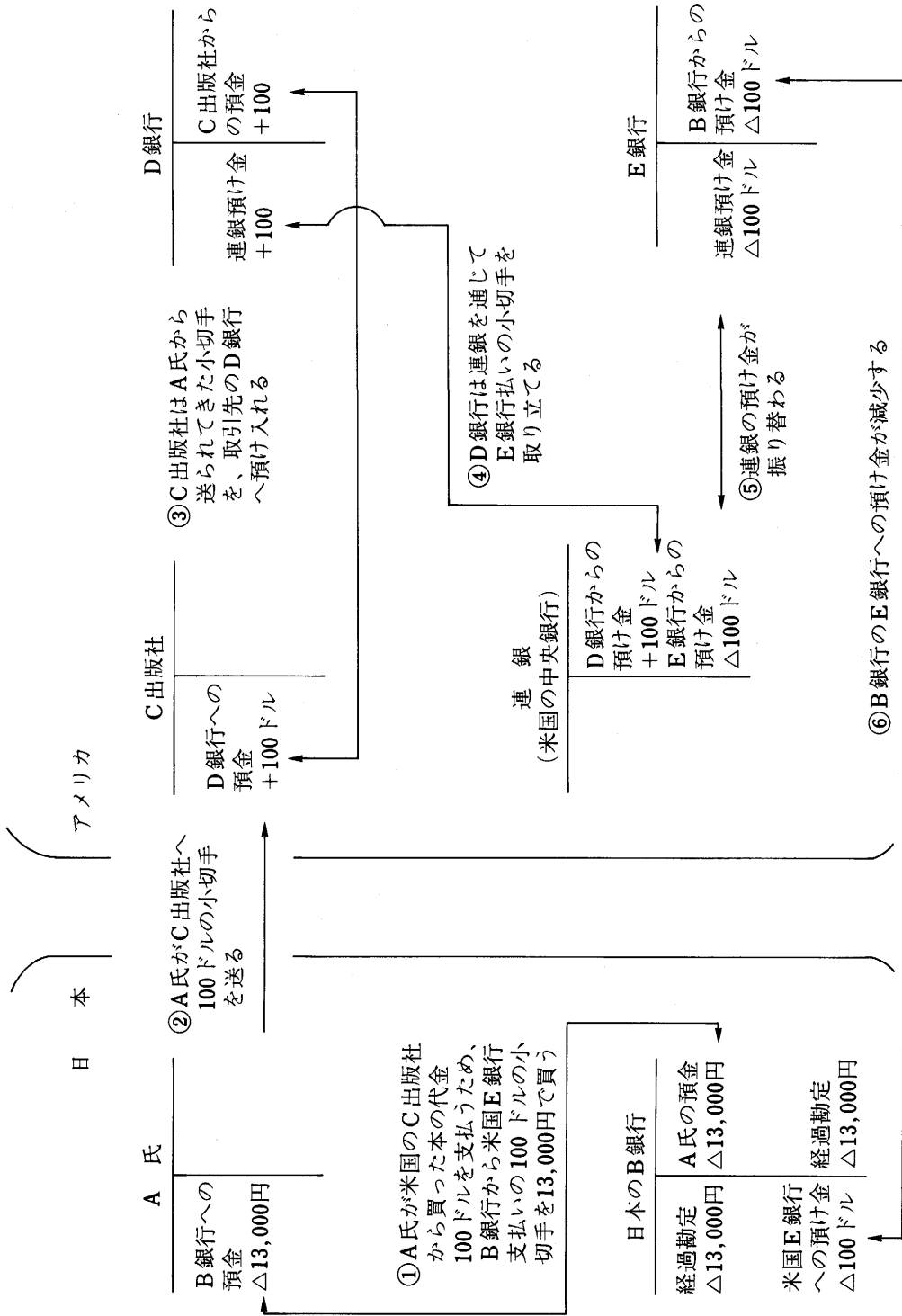
「外国為替」という言葉は、やや抽象的に、国際的な資金決済の仕組みそれ自体という意味と、より具体的に、外貨建ての小切手、旅行小切手、現金、為替手形等の様々な対外支払いに用いられる金融資産という意味の二つを持っている。ここでは、まず国際的な資金決済の仕組みを簡単に説明し、次に対外支払いに用いられる外貨建ての金融資産を売買する市場である外国為替市場での、外貨の需給について考える。

ある国の通貨は、通常その国の中でしか通用しない。このため海外への支払いにおいては、支払人が海外の通貨を入手した上で海外に支払うか、外国の通貨を受け取った受取人の側で、受け取った外貨を自国通貨に交換する必要がある。このように、対外決済に伴って外貨の売買が必然的に行われるが、その外貨を売買する市場が外国為替市場である。¹⁾

外国為替市場で売買される「通貨」には、海外旅行等に必要なお札もあるが、その大部分は、送金上便利な海外の銀行への要求払い預金の形態を取っている。外国為替業務を行う銀行は、海外にこうした要求払い預金を保有し、これを顧客からの要望に応じて売却したり、顧客が受け取った外貨を買い取ってこの預金に預け入れたりすることによって、海外との取引の決済を円滑に行っている。第1図は例として、日本に住むA氏が米国の

1) なお外貨の売買ではなく、貸借取引を行う外貨の資金市場は外国為替市場と密接に関係しているが、この二つの取引は明確に区別して理解する必要がある。これは以下で説明するように、自国通貨を対価とする外貨の売買は、為替レートの変動リスクにさらされる外貨の持高を変化させるのに対し、外貨の貸借取引自体は、外貨建ての資産負債を同額同方向に変化させるため（銀行の外貨建て貸付の実行自体は、その外貨預金債務と外貨の貸付債権を同額増加させる）、為替リスクにさらされる外貨の純持高を変化させないからである。

第1図 対外決済のメカニズム



C出版社から買い入れた本の代金100ドルを支払う場合の対外決済のメカニズムを示したものである。取引コストを捨象すると、この図ではA氏は1ドル=130円の為替レートでB銀行から100ドルの小切手を買入れる(第1図の①)。この小切手が外国為替(海外への支払い手段)である。小切手は米国のC社に送られ(第1図の②、③)、米国内の決済システムを通して(第1図の④、⑤)、最終的に日本のB銀行の米国E銀行への預け金が減少すること(第1図の⑥)で対外決済が終了する。

B銀行のこうした顧客に対するドル売りが続く場合には、外国為替業務を行っていく上で必要なドルの残高が不足してくる。このためB銀行は、他の銀行からドルを買うなどしてドルの持ち高を維持しようと努めるため、ドル高円安の圧力となる。このように、対外取引に伴って外貨の需給が変化することになり、この結果固定相場制下では公的介入により外貨準備が変動し、変動相場制下では為替レートが変動することになる。また必然的に外貨の売買が発生する対外取引だけでなく、国内の預金や貸出などの資金取引にも外貨は使われており、これらの外貨建ての国内取引による外貨の売買も為替の需給に対し影響を与える。

狭い意味での「外国為替市場」は、外国為替銀行間における外貨の売買市場を指し、そこで取引される対象は、上の例でみた対外決済に用いる外貨建ての預金である。日本では、ドルが外貨で円は本国通貨であるが、米国では円が外貨でドルは本国通貨である。そこで「外国為替市場」は、各国におけるその国以外の通貨で表示された預金の売買市場であると考えることができる。このため日常用いら

れる言葉の使い方では、「外国為替」とは対外決済に用いられる外貨建ての預金、ないしそれに対する請求権であると考えてよい。

外国為替に対する需要は、前述の貿易取引だけでなく、内外の金融資産の予想される利回り格差によって、大きく影響される。内外の通貨の交換を伴う資本取引には、為替の先物契約を利用したいいわゆる先物カバー付きの金利裁定取引もあるが、これについては2.(2)で詳しく論ずることにして、ここでは為替の先物を用いないアンカバーの資本取引について、以下の3つのケースに分けて考えてみよう。

まず固定相場制の下で、人々が現在の固定レートが維持されると信じて疑わない場合を考えてみる。この場合に内外で金利差があると、資金の運用は金利の高い国で、調達金利の低い国で行うインセンティブがある。このため資本は金利の低い国から高い国へと流れる傾向があり、この資本取引は先物カバーなしの(あるいはアンカバーの)金利裁定取引と呼ばれる。

第2に固定相場制の下で、本国通貨の切上げが予想される場合を考えてみよう。この時は、外貨建ての借入れを行った上で、本国通貨建ての金融資産を買うことによって、短期間に大幅な利回りを得ることができる。このような取引は、実態的には上の先物カバーなしの金利裁定取引と同じであるが、一般には投機的資本移動と呼ばれている。この取引を行った上で、予想に反して本国通貨の切上げが行われなくても、この投機に伴うコストは内外の金利差だけでありリスクは少ない。このため、このような投機はワンウェイ・オプションとも呼ばれる。

第3に変動相場制下でのアンカバーの資本

取引を考えてみよう。自国通貨で運用する場合には、為替レートの変動からくるリスクはないのに対して、外貨で運用する場合には、外貨を買った時点と将来外貨を売却する時点の間の為替レートの変動によるリスクが存在する。変動相場制においては、一般に外貨が自国通貨に対し将来上昇する可能性もあれば、下落する可能性もあり、アンカバーの資本取引は大きなリスクを伴う。

為替管理は一般に、輸出入や国際資本取引などに伴う外貨の売買を規制することによって為替レートの安定を図ったり、海外の金融情勢が国内市場に波及するのを遮断したりするために行われてきた。2.(2)では、この為替管理の効果を考える上で重要な、直物為替レートと先物レート間のスプレッドと内外の金利差の関係を見てみよう。

(2) 直先為替レートと金利裁定のメカニズム

外国為替市場では、預金のようにすぐ使用可能な外貨が売買されているだけではなく、将来受渡しが行われる外貨（先物為替）も取引引きされている。この将来受け渡される通貨の取引は、以下で示すように本質的に資金の貸借と密接に関係している。以下では、Deardorff (1979) のダイアグラムを使って説明を行うが、議論を具体的にするために、現在のドル・円と将来のドル・円の取引について考える。また為替の売買や資金の貸借に必要な取引コストについては、簡単化のために捨象する。

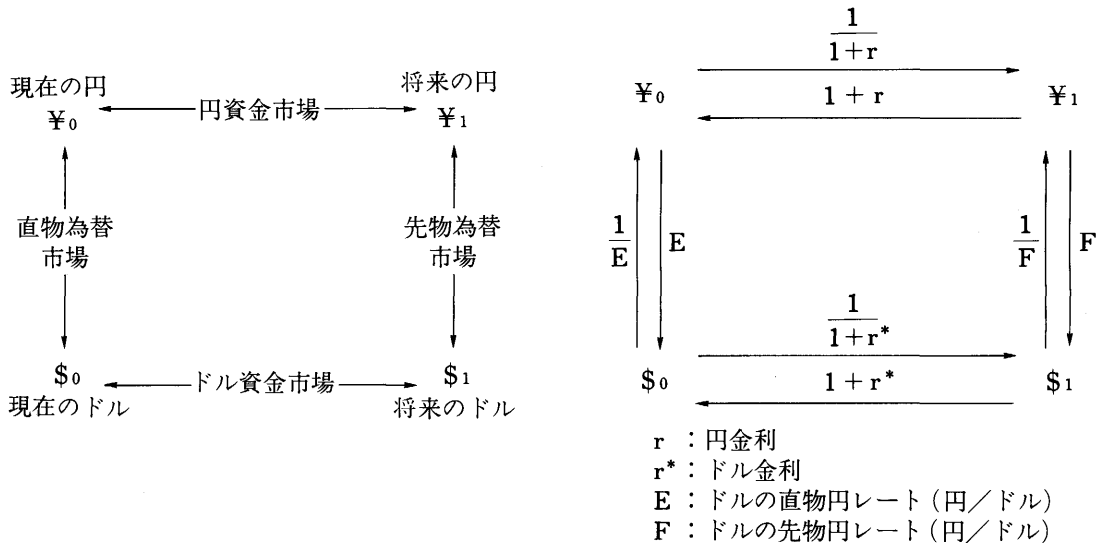
第2図の上のパネルでは、現在の円を $¥_0$ 、将来の円を $¥_1$ 、現在のドルを $＄_0$ 、将来のドルを $＄_1$ で表してある。為替レートには、現時点での円とドルの間の交換比率である直物レートと、将来の時点の円とドルの交換を現

時点で予約する相場である先物レートとがある。このうち先物レートでの取引は、先物契約を締結する現時点においては、外貨の引渡しやその代金の支払いは行われず、約束された時点になってはじめて、先物契約であらかじめ定められた相場でドルの売買が実行される。これを簡単化して言えば、為替の直物市場は現在のドルと現在の円を交換する場であり、その交換比率が直物レート、先物市場は将来のドルと将来の円を交換する場であり、その交換比率が先物レートであるといえる。

これに対し円資金市場は、円資金を運用したり調達したりする場であるが、見方をかえれば、現在の円と将来の円を交換する場である。円資金を運用することは、将来の円($¥_1$)を現在の円($¥_0$)で買うことである。そしてこの交換比率は、円の市場金利と関係している。またドル資金市場も、現在のドル($＄_0$)と将来のドル($＄_1$)を交換する場であり、その交換比率がドルの市場金利に関係している。

このように外国為替市場と円・ドル資金市場は、現在の円とドル、将来の円とドルを交換する場であり、そこで4つの交換比率である、直物の円・ドルレート、先物の円・ドルレート、円の金利、ドルの金利が決定されることが出来る。この関係を示したのが第2図の右のパネルである。図には8本の矢印が示されているが、これらのうち縦の矢印は、矢の元の通貨で矢の先の通貨を買うことを示している。例えば、 $¥_0$ から $＄_0$ への矢印は、円ドル直物為替市場を通じて円を売ってドルを買うことを表している。そしてそれぞれの矢印の近くに書かれている記号は、矢の先の通貨を1単位買うときの矢の元の通貨で図った価格を表す。円売りドル買いの場合

第2図 直先為替レートと金利裁定のメカニズム



であれば、記号 E は現時点での 1 ドルの直物円レートが E であることを示す。このため、この反対の円買いドル売りを表す $\$₀$ から $¥₀$ への矢印の横には、その逆数である $(1/E)$ が示されている。同様に、 F は現時点での 1 ドルの先物円レートである。

次に横方向の矢印を見てみよう。 $¥₀$ から $¥₁$ に向かう矢印は、現在の円で将来の円を買う行為を表し、円資金の運用にあたる。その上にあるように、将来の 1 円は現時点では、それを名目金利で割り引いた価格で買えるため、円金利を r として $1/(1+r)$ で買うことができる。²⁾ この逆に $¥₁$ から $¥₀$ に向かう矢印は、将来の円で現在の円を買う行為を表し、円資金の調達にあたる。このため、現在の 1 円を将来の円で測った価格は、この矢印の上に表示されているように、金利を含む $(1+r)$ になる。これとまったく同じ関係が、

現在のドル $\$₀$ と将来のドル $\$₁$ の交換市場であるドルの資金市場について成り立つ。

以上の関係を見て分かるように、円資金取引 ($¥₀$ と $¥₁$ の交換) は、直物為替市場 ($¥₀$ と $\$₀$ の交換)、ドル資金市場 ($\$₀$ と $\$₁$ の交換)、先物為替市場 ($\$₁$ と $¥₁$ の交換) の 3 つの市場を通すことによって行うことができる。例えば、現在の円で将来の円を買う ($¥₀ \rightarrow ¥₁$: 円資金の運用) 取引は、次のようにしてもよい。(1)現在の円で現在のドルを買う ($¥₀ \rightarrow \$₀$: 直物ドル買い)、次に(2)入手した現在のドルで将来のドルを買う ($\$₀ \rightarrow \$₁$: ドル資金の運用)、最後に(3) 将来のドルで将来の円を買う ($\$₁ \rightarrow ¥₁$: 先物円買い)。このように、為替の先物取引を利用して外貨により実質的に円での運用・調達を行う取引が、広い意味での先物でカバーされた金利裁定取引である。すなわち、円資金をそのまま円資金市

2) ここで金利 r は、投資期間にあわせた単位で考える必要がある。すなわち 3 か月の先物を考えるときには、年率 5 % の金利は、1.25 % ($=5 \times 3/12$) である。

場で運用するか、それとも上のように外国為替市場を含む3つの市場を通して運用するかを、為替の直物相場と先物相場の間の乖離率（直先スプレッド）や円とドルの金利差を見ながら決定するわけである。

このような先物でカバーされた金利裁定取引の採算は、第2図の右のパネルを利用して簡単に求めることができる。例えば、上でみた円資金をそのまま運用する場合と、まずドルを買ってからドル資金市場で運用し、それを先物で売っておく取引を比較する場合を考えてみよう。なお説明を簡単にするために、取引コストについては捨象する。

（円資金をそのまま運用）

将来の1円の価格 P_1 は $¥_0 \rightarrow ¥_1$ の上の記号から

$$P_1 = 1 / (1+r) \quad (1)$$

（直物ドル買い、ドル運用、先物ドル売りの組合せ）

将来の1円の価格 P_2 は $¥_0 \rightarrow \$_0$ 、 $\$_0 \rightarrow \$_1$ 、 $\$_1 \rightarrow ¥_1$ のそばの記号を掛け合わせて

$$P_2 = E \cdot 1 / (1+r^*) \cdot 1/F \quad (2)$$

もし P_2 の方が P_1 よりも低ければ、円をそのまま運用するよりもドルに替えてから運用した方が有利になる。ここで注意を要するのは、この後者の取引には為替レートが変動することによるリスクが全くないことである。すなわち、この取引を実行した時点で直物のドルを買い入れるものの、先物市場でそ

れを同時に売却しているためヘッジされており、将来為替レートが変動することによるリスクは負っていない。このため P_1 と P_2 が取引コスト以上に乖離している場合には、金利裁定取引によりリスクなしで利鞘を得ることが出来ることになり、上に示した取引ないしその逆の取引が発生する。そして円・ドルの資金市場、直先の為替市場に為替管理などの規制がなければ、直先の為替レートや内外の金利がこの乖離を消すように変化する。この結果、(1)式と(2)式の右辺を等しいと置いて整理した、次の先物カバー付きの金利裁定条件が成立する。³⁾

$$F/E = (1+r) / (1+r^*)$$

上の式の両辺から1を引いて整理すると、次のようになる。

$$(F-E)/E = (r-r^*) / (1+r^*)$$

この右辺を小さい r^* について近似すると（例えば3か月物ドル金利が年利8%なら、 r^* は $0.08 \times 3/12 = 0.02$ ）次の金利裁定条件の近似式が得られる。

$$(F-E)/E \doteq r - r^* \quad (3)$$

すなわち、ドル先物レートの直物レートからの乖離幅（年率%）は、円金利とドル金利の差（年率%）に等しいという条件である。

なおこの条件式の導出に当たっては、資金の貸借取引や為替取引に必要な取引コストを捨象していたことに注意が必要である。この

3) 金利裁定条件が成立するためには、現時点で為替管理等の規制がないことに加え、先物契約が実行される将来の時点までにその契約の履行を困難にする為替管理等の規制の発動が予想されないこと、税制により、受取金利、支払い金利、直物為替と先物為替の売買差額等が経済的にみて平等に扱われていること等の条件が必要である。

ため実際に観測される内外の金利差と直先為替レートの間には、為替管理などが無い場合でも、上の金利裁定条件式は完全には成立せず、小幅の乖離があるのが普通である。

実際の先物カバー付きの金利裁定取引においては、直物為替と先物為替の売買が別々に行われることはきわめてまれで、直先スワップと呼ばれるドルの直物買いと先物売りの組合せ取引 ($\text{¥}_0 \rightarrow \$_0$ と $\$1 \rightarrow \text{¥}_1$) ないしドルの直物売りと先物買いの組合せ取引 ($\$0 \rightarrow \text{¥}_0$ と $\text{¥}_1 \rightarrow \$1$) が使われる。この直先スワップ取引は、通常為替の売買と考えられているが、と同時に円とドル資金の運用と調達を組み合わせた取引と見ることも出来る。すなわち、第2図の右のパネルから、次のような関係がわかる。

- 1) ドルの直物買いと先物売り ($\text{¥}_0 \rightarrow \$_0$ と $\$1 \rightarrow \text{¥}_1$) の組合せは実質的に円資金の運用とドル資金の取入れ ($\text{¥}_0 \rightarrow \text{¥}_1$ と $\$1 \rightarrow \0) の組合せと全く同じ取引である。
- 2) ドルの直物売りと先物買い ($\$0 \rightarrow \text{¥}_0$ と $\text{¥}_1 \rightarrow \$1$) の組合せは実質的に円資金の取入れとドル資金の運用 ($\text{¥}_1 \rightarrow \text{¥}_0$ と $\$0 \rightarrow \1) の組合せと全く同じ取引である。

このように考えると、直先スワップ取引が実質的には資金取引であり、直物レートと先物レートの乖離幅であるスプレッドが、円ドルの金利差と同じ役割を果たしていることが理解されよう。

(3) 国際収支統計の仕組み

現行の国際収支統計は、居住者而非居住者の間の所有権の移転を伴う取引を、複式簿記の原則に基づいて記録したものである。⁴⁾ この統計作成の目的は、わが国と海外との間の財貨サービス、資本の流れを包括的に把握することにあり、特にそのうち経常収支は、GNPにおける経常海外余剰と対応して、国際取引の国内経済に与えるインパクトを分析する上できわめて重要なものである。⁵⁾

複式簿記では、経済取引が通常は同じ価値を持つものの交換であることに着目して、全ての取引をいくつかの項目に分けた上で、それぞれの取引をプラスとマイナスで同額2つの項目に計上する。国際収支統計では、財貨・サービスの輸出はプラス、輸入はマイナスで計上し、その合計は経常収支と呼ばれる（贈与も経常収支に含まれるが、これについては後述）。また資本取引については、対外資産の減少ないし対外債務の増加を資本の流入と呼びプラスで、対外資産の増加ないし対外債務の減少を資本の流出と呼びマイナスで計上する。このように定義すると、贈与のような反対給付を伴わない取引を除いて考えれば、日本の財貨・サービスの輸出超過（経常収支の黒字）は、必ず資本の総流出額（資本収支の赤字）に等しい。

例えば、日本の企業が輸出を行いその代金をドルのキャッシュで受け取った場合には、

-
- 4) 国際収支統計では「対外取引」を対象にしているが、この対外取引としては、国籍や国境をまたぐ取引としてではなく、居住者而非居住者の間の取引として捉えている。ここで居住者とは、わが国に経済活動の本拠を置く個人と法人を、非居住者は外国に本拠を置く個人と法人を指す。詳しくは、速水 (1977, pp.25) を参照。
 - 5) 正確には、国際収支表の経常収支から移転収支（贈与金、年金の送金、賠償、経済協力費、救援費など）を差し引いたものが、GNP項目である経常海外余剰（財貨・サービスの輸出と海外からの要素所得の合計から財貨サービスの輸入と海外への要素所得を差し引いたもの）に対応する。詳しくは、経済企画庁 (1978) を参照。

輸出はプラスで計上され、一方日本の対外資産であるドルのキャッシュの増加は、資本の流出としてマイナスで計上される。⁶⁾これに対し純粋な資本取引では、同額の資産の交換であるため、ネットの資本流出は発生しない。例えば通貨当局が、為銀が海外に持つドル預金を介入により買い取った場合には、民間部門の対外資産が減少し、資本の流入（プラス）になるとともに、通貨当局の対外資産が増加し、同額の資本の流出（マイナス）が生ずる。国際収支統計では、贈与のような反対給付を伴わない取引については、「移転」という対応項目を経常収支の一項目として名目的に設けることによって、複式簿記の原則を貫いている。例えば、財を外国に贈与した場合、輸出に計上するとともに、「移転」に同額のマイナスを計上する。このため国際収支統計では、常に次の等式が成立する。

$$(\text{経常収支}) + (\text{全ての資本収支}) = 0 \quad (4)$$

これは財貨・サービスの取引の裏には、常に広い意味でのお金の流れ（資本の流れ）があることを示している。

国際収支表では、資本取引を長期資本と短期資本に分けて記録している。長期資本は、株式投資のように満期のない資産や、発行時点で満期が1年超の債券、満期が1年超の公的機関、金融機関や企業、個人の貸借が含まれる。これに対し、短期資本には、満期が1年以下の債券や、貸借、預金が含まれる。

なお日本の国際収支表では、この資本収支のうちの一部を上式の右辺に移項して、次のように表示している。

$$\begin{aligned} & (\text{経常収支}) + \left(\begin{array}{l} \text{長期資本収支と為銀・通貨} \\ \text{当局以外の短期資本収支} \end{array} \right) \\ & = - \left(\begin{array}{l} \text{為銀と通貨当局} \\ \text{の短期資本収支} \end{array} \right) \quad (5) \end{aligned}$$

このうち左辺の合計は総合収支と呼ばれ、右辺は金融勘定と呼ばれている。また上の式の左辺に含まれる国際収支の項目をのことをアバブ・ザ・ライン、右辺に含まれる項目をビロウ・ザ・ラインと呼んでいる。これはよく国際収支表を、経常収支を一番上に表示し、次に長期資本、為銀と通貨当局以外の短期資本収支、誤差脱漏の順に上から下へならべ、ここまです線を引いた上で総合収支を計算しているため、この区切り線の上をアバブ・ザ・ライン、下をビロウ・ザ・ラインと呼ぶからである。

このいわゆる IMF ベースの国際収支統計は、為替管理が厳しく、また固定相場制時代であった1966年に開始されて以来、その形式が変更されていないため、そのうちのいくつかの収支概念が今日では的確なものでなくなっていることは否定できない。この点については、4.で詳しく論じる。

(4) 国際収支と為替需給

国際収支と為替の需給は相互に深く関係しているが、同一ではない。そこでここでは、この二つの概念の関係を整理しておこう。

外国為替市場は、通常、狭い意味では外国為替取引を銀行間で行うインターバンク・マーケット、広い意味ではこれに銀行の対顧客取引を含めた市場として捉えられている。そして先にみたように、ここで取り引きされ

6) 普通の日本語では、輸出代金をドル・キャッシュで受け取ると、資金の流入と呼ぶ。このように国際収支統計の用語法は、普通の日本語とは異なる点に留意が必要である。

る「外国為替」は、対外決済に使える外貨建ての預金、ないしそれへの請求権であると考えることができる。しかしこのように狭く「外国為替」を定義すると、為替レートを変化させる圧力としての外貨の需給を十分とらえることができない。これは外貨建ての債券、外貨建ての輸出契約締結にともなう外貨受取債権などは、企業や金融機関により外貨持高(為替の直先総合ポジション)として、外貨建て預金と一体的にその残高を管理されているからである。また資産だけでなく外貨建ての負債も、為替需給に大きな影響を与える。すなわちドル建ての借入れを行って、受け取ったドルを売却して円で運用すれば、円のドルに対する上昇圧力として働く。そこで以下では、「外国為替」は広い意味での外貨建ての資産・負債であると考え。そして、外国為替のマクロ的な需給を包括的に理解するために、この広い意味での外貨建ての資産・負債を自国通貨建ての資産・負債と交換する場合が外国為替市場であると考えことにする(以下の分析は、詳しくは深尾(1983)を参照)。

この定義では、一見先物為替の持ち高が外国為替市場の概念から抜けているように見える。しかし先物取引は、先にみた第2図のダイアグラムから、直物為替取引と2つの資

金取引の組合せと考えることができる。すなわちドルの先物買い($\yen1 \rightarrow \$1$)は、円資金の調達($\yen1 \rightarrow \yen0$)、直物ドル買い($\yen0 \rightarrow \0)、ドル資金の運用($\$0 \rightarrow \1)という3つの取引の組合せと同値である。そこで以下の為替需給の分析においては、先物為替持ち高(外貨建て輸出契約に伴う将来のドル代金を受け取る債権、外貨建て輸入契約に伴うドル代金の支払い債務を含む)は、すべてこの3つの取引に分解して、直物持ち高に合計されていると考えて分析する。⁷⁾

このように、外国為替市場を広く捉え、先物持ち高も直物持ち高に上乗せして考えると、この市場は各経済主体が外貨の直先総合ポジションを売買する場であるといえることができる。

このように定義された外国為替市場における需給均衡を分析するには、第3図のように単純化された資産負債残高表を用いるのが便利である。この表では、世界は日米2か国からなっており、通貨は円とドルしか存在しないと仮定されている。各部門名の下にはその部門が保有する金融資産の残高が通貨別に示されており、各通貨について資産超過なら正、負債超過なら負の数値が入る。日米それぞれについて、通貨当局とその他(通貨当局以外

7) 為替の先物市場は2.(2)で見たように、為替の直物市場と2つの通貨の資金市場を組み合わせたものと本質的に同値である。このため、先物市場の取引をすべて直物取引に還元することで、分析上は先物市場を無視することができる。なおここで、日本の居住者が保有する、将来のドルである先物持高を直物持高に還元する場合に、その居住者が実際に直面しているドル金利で割り引く必要があることに注意が必要である。特に居住者による外貨での借入れ規制等の為替管理がある場合には、国内の実効的なドル金利は海外のドル金利よりも大幅に高くなり、先物の1ドルは直物よりも大幅に割り引いて考える必要がある。また同様に、非居住者の保有する円の先物持高についても、その非居住者が直面する円金利で割り引いて考える必要がある。為替管理等がない場合には、単に先物持高をそれぞれの通貨の金利で割り引いた上で、直物持高に加えればよい。為替管理がない場合については、こうすることによって、為替需給の分析が小宮・須田(1983a)が用いているような、伝統的なチアン・ゾーメン・モデルに比べて大幅に簡単になる。この点については、深尾(1983, 1985)を参照。

第3図 単純化された資産負債残高表

部門 資産	日 本		米 国		計
	通貨当局	その他	通貨当局	その他	
円資産	$Q_{¥}^j$	$Y_{¥}^j$	$Q_{¥}^u$	$Y_{¥}^u$	0
ドル資産	$EQ_{\j	$EY_{\j	$EQ_{\u	$EY_{\u	0
合計	0	B^j	0	B^u	0

(注) Q：通貨当局の保有する純金融資産残高

Y：その他部門の保有する通貨別の純金融資産残高

B：その他部門の保有する純対外金融資産残高

上付き文字 j：日本

上付き文字 u：米国

下付き文字 ¥：円建ての資産負債

下付き文字 \$：ドル建ての資産負債

E：1ドルの円価格

の政府と民間の合計)の2つの部門に分けられ、通貨当局以外の政府は外貨建ての資産・負債を保有しないと仮定されている。またこの表では、為替の先物持ち高は、直物に換算されて計上されている。例えば、日本のその他部門がドル先物の買い入れ契約を持つ場合には、上で論じたように円建て債務とドル建て資産の保有に分解して計上してある。また外貨建て輸出契約に伴う将来のドル受取債権はドル建ての金融資産に、また輸入契約に伴うドル支払い債務はドル建ての金融債務に、それぞれ計上してある。

この表を縦にみると、各部門の各通貨建ての金融資産の純保有高(資産－負債)を知ることができる。日米両国の通貨当局については、その実物資産と資本勘定を捨象してあるので、両部門のネットの金融資産保有高はゼロとなる。これに対し、両国のその他部門のネットの金融資産保有高は、それぞれの国の

累積貯蓄額から累積投資額と累積財政赤字を引いたもの(I－Sバランスの累積額)に対応し、純対外資産残高(契約ベースの累積経常収支高をキャピタルゲイン・ロスで調整したもの)に等しい。この関係は次のように考えると理解しやすい。国民所得勘定の貯蓄と投資の関係から、民間部門の貯蓄(S)は、民間の投資(I)、財政赤字(G－T)、経常収支(BC)の合計に等しい。

$$S = I + (G - T) + BC$$

この両辺を過去にさかのぼって累積すると、民間部門の純資産保有額(W)は、実物資本ストック(K)、国債の純残高(D)、対外純資産高(B)の合計に等しいことを示す次の式が得られる。

$$W = K + D + B$$

あるいはこれを変形して、

$$B = W - K - D$$

が成立する。このため対外純資産高は、累積貯蓄額から実物資本と国債の純残高を差し引いたものに等しく、徐々にしか変化しない。⁸⁾

これらのバランスシート制約条件は、次の式で表される。

$$Q_{\text{¥}}^j + EQ_{\$}^j = 0 \quad (6)$$

$$Y_{\text{¥}}^j + EY_{\$}^j = B^j \quad (7)$$

$$Q_{\text{¥}}^u + EQ_{\$}^u = 0 \quad (8)$$

$$Y_{\text{¥}}^u + EY_{\$}^u = B^u \quad (9)$$

例えば日本の通貨当局のバランスシートである(6)式を見ると、その純ドル建て資産保有額(外貨準備)が $Q_{\j で表され、それ以外の円の金融資産と債務の純額が $Q_{\text{¥}}^j$ で表されている。通常は純ドル建て資産保有額は正であるので、円の純資産保有高(円建て資産マイナス円建て債務)は負になっている。

一方各通貨建ての金融資産の需給は、この表を横に見ることで知ることができる。すなわち、もしある部門が円資産を持っている場合には、必ずどこか他の部門が円債務を保有しなくてはならない。このため、この表を横に合計すると必ずゼロになる必要がある。このため、次の資産市場の需給均衡式が成立する。

$$Q_{\text{¥}}^j + Y_{\text{¥}}^j + Q_{\text{¥}}^u + Y_{\text{¥}}^u = 0 \quad (10)$$

$$Q_{\$}^j + Y_{\$}^j + Q_{\$}^u + Y_{\$}^u = 0 \quad (11)$$

このうち(10)式は円資産の需給均衡式、(11)式はドル資産の需給均衡式である。なお(11)

式では、全ての項に共通に掛かっている為替レート(E)を消去してある。

さらに世界全体の純金融資産保有高はゼロになるため(だれかの金融資産はだれかの債務)、次の式が成立する。

$$B^j + B^u = 0 \quad (12)$$

(10)式と(11)式はバランスシート制約条件と(12)式から独立でない。そこで(10)式をとり、(6)式と(7)式を用いて $Q_{\text{¥}}^j$ と $Y_{\text{¥}}^j$ を消去すると、次の重要な式が得られる。

$$B^j = EY_{\$}^j - Y_{\text{¥}}^u + EQ_{\$}^j - Q_{\text{¥}}^u \quad (13)$$

この式は、各経済主体がその直先総合ポジションを売買する場である、外国為替市場の需給均衡式と解釈することが出来る。なぜなら、(13)式右辺の第1項と第3項($Y_{\j 、 $Q_{\j)は日本のその他部門(民間部門)と通貨当局の直先総合ポジション、第2項と第4項($Y_{\text{¥}}^u$ 、 $Q_{\text{¥}}^u$)は米国のその他部門と通貨当局との直先総合ポジションをそれぞれ表す。そしてこの直先総合ポジションの調整は(13)式の制約条件を満たしながら行われる必要がある。仮に日米の通貨当局が外貨建てのポジションを保有しない場合には、 $Q_{\j 、 $Q_{\text{¥}}^u$ はゼロになる。このとき日本に累積経常収支黒字があれば B^j は正になり、これは日本のその他部門のドルの買い持ちポジション($Y_{\$}^j > 0$)ないし、米国のその他部門の円の売り持ちポジション($Y_{\text{¥}}^u < 0$)によってファイナンスされなくてはならない。

民間部門は、為替レートの変動に対する予

8) 正確には輸出入契約残高も金融資産・負債の保有額に含むと仮定されているので、この表のBは通常の対外純資産残高に、輸出契約残高を加え、輸入契約残高を差し引いた額に等しい。詳しくは深尾(1983, pp.66-68)参照。

想や内外の金利などに反応して、その直先総合持ち高である $Y_{\i 、 $Y_{¥}^u$ を売買する。為替管理は民間部門の為替の持ち高調整に対し、直接運用額の規制や借入れ規制を行ったり、またカバーつき、カバーなしでの金利裁定取引を抑制することによって、為替の需給に影響を与えようとするものである。一方外国為替市場に対する通貨当局の介入は、(13)式の中の $Q_{\i 、 $Q_{¥}^u$ を直接動かすことで、為替需給に影響を与えようとする操作である。

3. 戦後の為替管理自由化と国際収支構造の変化

わが国では、第二次大戦直後はきわめて厳しい為替管理体制を採り、その後徐々にこれを緩和して今日に至っている。ここでは、以上で展開してきた理論的な分析の枠組みを用いて、戦後の為替管理政策の方法とその効果を時代を追って整理し、またそれが日本の国際収支構造や為替レート変動に与えた影響を

第1表 日本の為替管理の歴史の概要

1945年 8 月	第二次世界大戦終了。 全ての対外取引と外貨準備資産は、GHQ (General Headquarters of Allied Powers) が管理。
1949年 4 月	1 ドル360円の単一為替レートを決定。
12 月	外国為替取引原則禁止の「外国為替及び外国貿易管理法」を公布・施行。 民間輸出再開。
1950年 1 月	「外国為替予算制度」を実施。民間輸入再開。
6 月	「外国為替等集中規則」の導入。集中相場公定。
1952年 4 月	対日講話条約発効、GHQ 廃止。
7 月	東京外国為替市場の再開。
8 月	IMF 加盟。
1963年 4 月	公的介入の開始。集中相場を屈伸制に移行。
1964年 4 月	IMF 8 条国へ移行 (外国為替予算制度の廃止)。 OECD へ加盟。
1971年 8 月	米国がドルと金の交換性を停止 (ニクソン・ショック)。 円は一時フロートに移行。
12 月	IMF 平価を 1 ドル308円に変更 (スミソニアン・レート) 為替変動幅を上下2.5%に拡大。
1972年 5 月	外貨集中制を廃止。居住者外貨預金制限付き自由化。
1973年 2 月	円の変動相場制移行。
1977年11月～79年 2 月	円高に対応して資本流入規制措置の導入。
1980年12月	新外国為替管理法の施行 (それまでの為替取引を原則禁止とする法体系から原則自由へ転換)。外貨預金、外貨借入れの全面自由化。
1986年12月	本邦オフショア市場の創設。

(注) 日本の為替管理の歴史の詳細については、付表 1 を参照。

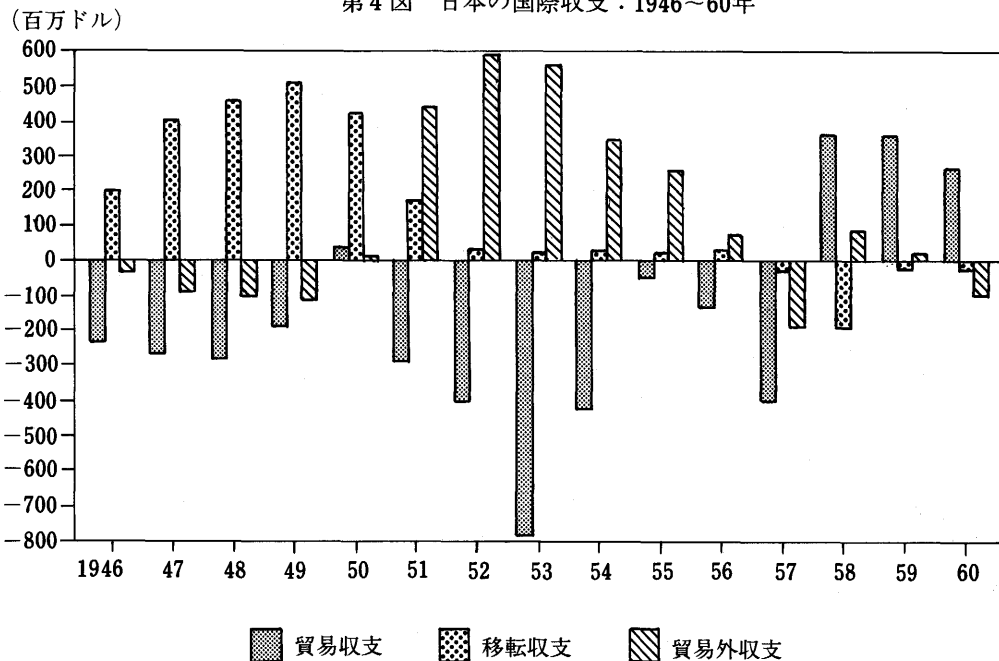
概観する。なお戦後の為替管理の簡単な歴史が、第1表に示されている。⁹⁾

(1) 終戦直後から1964年まで一經常取引に対する為替管理と外貨予算制度

戦後の混乱期から日本経済が立ち直ったこの時期には、対外取引全般が厳しい為替管理により規制され、資本取引はもとより、輸出入についても強い制約があった。外貨は政府に集中され、輸出などで受け取った外貨は、外貨予算制度により輸入などの対外支払いに割り当てられていた。以下では、終戦直後から外貨予算制度が廃止され、輸出入などの經常取引が自由化された1964年までを概観する。

1945年8月の日本の敗戦後、日本は連合国によって占領された。連合国最高司令部(GHQ)は日本の対外取引を全面管理下におき、輸出入は全てGHQと日本政府を通して行われた。終戦直後は輸出も伸びず、食料などを輸入するためには、米国からの援助が不可欠であった。この当時の日本の国際収支(第4図参照)を見ると、46年から50年までは、貿易収支の赤字を多額の移転収支の黒字(米国からの援助)で賄っていた。終戦直後の激しいインフレの下では、安定した為替レートの設定は不可能で、政府は輸出を伸ばすために輸出向けの円のドル相場を低く設定すると同時に、生活費の上昇を抑えるために輸入向けには円のドル相場を高く設定し、安く国内

第4図 日本の国際収支：1946～60年



9) より詳しくは、付表1を参照。以下の為替管理、国際収支の推移の記述は、速水(1977)、日本銀行(1985, 1986)、藤田(1987)、経済企画庁(1984)、小宮・須田(1983a, b)、大蔵省(1988)などを参考にした。旧外国為替管理法下の為替管理については、大蔵省『国際金融局年報』(1977)4.「外国為替管理政策」が詳しい。

へ売り渡していた（複数為替相場制）。このため対外的には、日本は輸入超過だったものの、政府の貿易に関する対国内の円の収支は輸出品の買取り額が輸入品の国内売り渡し額を上回る赤字（円の対民間支払超過）となり、これが日銀信用で賄われた結果インフレの原因の一つになっていた。

しかし戦後の混乱が徐々に収まり、また米ソ関係の冷却化に伴って米国の対日経済援助が増額され、日本の戦争賠償を最小限にして日本の経済復興を速める方針を米国が取ったことから、日本の生産も軌道に乗り始めた。これを機に戦後のインフレを払拭するため、GHQからの司令により厳しい財政・金融の引締めと単一為替レートの設定からなるドッジ・ライン（連合軍最高司令官の財政顧問、ドッジ氏の立案した政策）が実施された。これに伴って、1949年3月には、対外取引の規制と外貨準備の運用がGHQから日本政府に設置された外国為替管理委員会に移管され、同年4月には1ドル360円の単一レートが設定された。なお外国為替管理委員会は52年に廃止され、為替管理と外貨資金の管理は大蔵省に移管された。日本経済の復興に伴い、対外貿易も政府から民間に移行され、49年12月からは輸出を、また50年1月には輸入を、それぞれ民間業者が行えるようになった。

貿易の民間移行に平行して、為替管理の機構が整備された。1949年12月に公布された「外国為替及び外国貿易管理法」（旧外国為替管理法で80年12月に大改正）では、外国為替取引は原則として禁止され、政省令や通達で例

外的に認めることとされた。この法律の下で、わが国では民間部門の外貨の保有を原則的に禁止する「外貨集中制」（1950年6月に導入、形態を変えつつ72年5月まで存続）がとられた。この制度の下では、外貨を入手した居住者は、外国為替公認銀行等を通じて直ちに通貨当局に外貨を売却する義務があった。また当初、顧客と為銀、為銀と政府の間の為替相場はすべて公定され、この公定相場で全ての外貨が政府に集中された。このため為替市場の成立する余地はなかった。その後52年6月には、為銀が一定限度まで海外の銀行に外貨預金口座を保有することが認められ、¹⁰⁾ 輸出入はこれらの口座を通して決済されるようになった（持高集中制への移行とコルレス契約の締結）。これに伴って、為銀の持高の相互調整の場としての東京外国為替市場が再開されたが、政府と為銀の間の集中相場は1ドルの売り360円35銭、買い359円65銭に固定され、銀行間の相場もこの70銭の狭い幅の中で行われ出来高も僅かであった。¹¹⁾ なおこの時点では、政府は公定相場で外貨をいわば受動的に売買するのみで、能動的な市場への介入はなされていなかった。

輸出入を民間業者が行えるようになると、輸出代金の受取時期や輸入代金の支払い時期を変化させることによって、かなり多額の資金を国境を越えて動かすことが可能になる。このようなリーズ・アンド・ラグズを制限するために、輸出入代金の決済時点の限界を定めた標準決済方法に関する規則が1950年11月に公布された。これは標準決済制度と呼ばれ、

10) このとき、為銀の直物売り持ちを原則として禁止した。これは後の円転規制につながる。

11) 1953年1月には集中相場を1ドル360円80銭、359円20銭にし売買値幅を70銭から1円60銭へ拡大。その後59年9月にIMF平価の上下0.5%へと売買値幅をさらに拡大。

徐々に規則が緩和されつつ80年末の新外為法施行まで存続し、その後も特殊な決済方法に対する規制（現在は2年を越える前受けや前払い、債権債務の相殺等は要許可）として存続している。

このような制度によって集中された外貨は、1951年1月以降四半期毎の外国為替予算制度（52年度以降は半年毎、64年4月に廃止）によって、対外支払いに割当られた。また非居住者が入手した円についても外貨への交換が厳しく制限され、非居住者の円建て金融資産（円キャッシュ、円預金など）の保有もきわめて限られたものであった。なお50年5月には、対内直接投資や技術の導入など対内投資に関する規制をまとめた「外資法」が公布された（80年に新外為法に吸収し廃止）。

このように民間部門による資本移動が実質的に禁止された状況の下では、日本の民間部

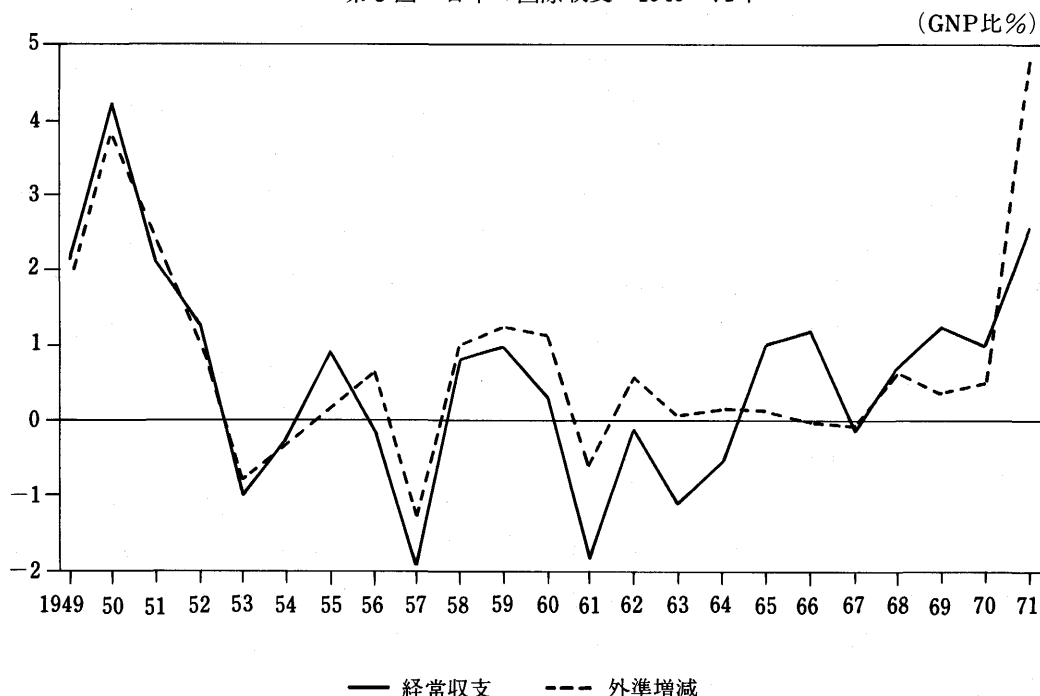
門の外貨の直先総合ポジション、海外の民間部門の円の直先総合ポジションは共にほぼゼロになる。また、交換性のきわめて限られた円を外貨準備として持つ海外の通貨当局はなく、海外の通貨当局の円ポジションもゼロになる。このときには、2.で導いた外国為替市場の均衡条件式(13)式は次のようにきわめて単純になる。

$$B^j = EQ_s^j \quad (14)$$

すなわち、日本の累積経常収支は外貨準備に等しくなる。これをある期間について見ると、経常収支の黒字はほぼ外貨準備の増加に等しくなるわけである。

事実第5図にみるように、戦後1962年までは、経常収支と外貨準備の変化幅はほぼ平行して変動しており、民間部門の資本移動の金額が小さかったことを示している。日本の経

第5図 日本の国際収支：1949～71年



常収支は1947年から52年まで黒字を続けたが、貿易収支は赤字基調を続け、50年まではアメリカからの援助（移転収支の黒字）、51年から52年にかけては、朝鮮戦争の勃発に伴う米軍の日本での調達（いわゆる特需で、貿易外の受取）により経常段階の黒字を達成したものである。こうした中で52年8月にはわが国のIMF加盟が承認され、国際収支困難に対してIMFの資金を利用することが可能になった。また同時に、わが国は1ドル360円の平価の上下1%に為替レートを維持することを義務づけられた。

その後特需の減少と日本経済の過熱にともない、1953年には経常収支は赤字化し、政府はIMFからの借入れと金融引締めによってこれを乗り切った。その後も日本の経常収支は、景気拡大期には赤字化しがちで、57年にもIMFからの借入れと引締め政策がとられた。

このように終戦後の日本では、不足しがちな外貨事情の下、外貨集中制と外国為替予算制度というきわめて厳しい為替管理が敷かれていたため、経常収支さえ通貨当局が外貨準備の増減やIMFからの借入れなどでファイナンスしてやれば、当局が固定為替レートを維持することは可能であった。しかしこのような体制は、わが国が成長し海外との取引を拡大するにつれて、不便なものとなっていった。

(2) 1964年から1973年まで—IMF体制下の為替管理

ここでは、日本が対外経常取引に関する為替管理を撤廃した1964年から変動相場制に移行した73年までを概観する。日本は経済の急速な発展を背景に、64年には輸出入等の対外

経常取引に関する為替管理を撤廃した。対外的な資本取引はこれ以降も制限されていたが、輸出入に付随した資本取引が拡大し、いわゆるリーズ・アンド・ラグズによる資本移動が目立つようになった。日本の経常収支は60年代後半には黒字基調が定着し、円買い圧力も徐々に強まっていった。そして71年夏には、円の切上げが予想される中で、厳しい為替管理にもかかわらず巨額の短期資本が流入、円はフロートに移行した。同年末のスミソニアン協定により、一時固定制に復帰したものの、73年春には再び変動相場に移行した。このように、経常取引を自由に行いつつ固定相場を維持するという本来のIMF体制は、長くは続かなかった。

(経常取引に関する為替管理の自由化と円の部分的な交換性回復)

戦後の復興過程を経て、国際収支困難に見舞われつつも日本経済は高い成長率を達成し、この間輸出入も飛躍的に拡大した。このような中で政府は、1960年6月に「貿易為替自由化計画大綱」を決定し、IMF8条国への移行とOECD加盟を目標にした。IMF8条国への移行は14条国時代に認められていた経常取引に対する為替制限を撤廃することを意味する。またOECDへの加盟は経常取引にともなう資本移動だけでなく、純粋な資本取引についても徐々に自由化していくことを意味した（大蔵省『国際金融局年報』1977、p.89）。

まず1960年7月には、非居住者がわが国への輸出などの経常取引を通じて取得した円、ないしは外貨を売却することで取得した円について、外貨との交換を自由化し、そのために非居住者自由円勘定を創設した。これを逆

にいえば、それ以外の円は外貨との交換が自由でないことを意味している。また同時に、この自由円勘定を通じて貿易の決済を行う、円為替が導入された。

次に経常取引についての為替管理を撤廃する準備段階として、1963年4月には初の公的介入が実施された。従来、外国為替特別会計は受動的に公定相場で為銀との外貨の集中売買を行っていたが、以後は為替レートはIMF 平価 1 ドル360円の上下0.75%の範囲で自由に変動できるようになり、通貨当局はこの範囲内で弾力的に平衡介入を行うようになった。またこのときから、為銀の対顧客直物相場に対する法的規制が撤廃された。これにより、東京外国為替市場の規模は急速に拡大した。

1964年4月には、イギリス、西ドイツなどの西欧諸国に3年遅れて日本はIMFの8条国に移行し、経常取引についての為替管理を撤廃、具体的には外国為替予算制度を廃止し観光渡航を認めた。これにより、財貨サービスの輸入のためであれば、円はかなり自由に外貨に交換できるようになった。またこのとき、日本はOECDに加盟した。経常取引についての為替管理を撤廃すると、輸出入に絡む資本取引も必然的にある程度自由化されることになる。例えば造船などの受注生産では、輸出前に代金を前受けする場合があります、これは資本の流入にあたる。またその他の輸出においても、取引を有利にするために長期間の輸出金融を付ける場合があります、これは資本の流出にあたる。一方輸入においても、前払い（資本の流出）や輸入代金の後払い（輸入ユーザンス、資本の流入）が行われる。このような経常取引に関係した資本取引は、スムーズな貿易を行うには不可欠だったこともあり、

標準決済制度による制限の存在にもかかわらず、60年代には日本の貿易規模が拡大するにつれて増加した。

しかし経常取引に絡む資本取引の増大は、民間部門がかなり大幅に外貨の持高（直先総合ポジション）を変化させることを可能にする。これは、平価の維持についての信頼がある場合には、経常収支の不均衡をある程度民間の資本移動が自動的にファイナンスするように働き得る。事実1970年頃までは、経常収支不均衡幅に比べて、外貨準備の変動は小さく、民間資本収支が経常収支不均衡をファイナンスしていたことを示している（第5図および西堀（1972）参照）。すなわち、IMF 平価が将来とも維持されるとの信頼があれば、将来の為替レート変動からくる外貨建て資金の借入れ、ないし外貨での運用のリスクは、上下0.75%と極めて限られたものである。このため、仮に国内の円での借入れ金利がドル建て借入れの金利を名目で上回っていれば、先物でカバーすることなく外貨を借り入れることが有利になる。63～64年には経常収支が赤字となり、金融引締め政策がとられたが、これにより内外の金利差を裁定する長短資本が流入し、公的介入は少額にとどまった。

（短期資本の流出入拡大のメカニズム）

先物カバーなしでの金利裁定資金の流れは、次の2つの形態をとる。第1は、実際に先物カバーがない資金の流れであり、外貨建ての輸入ユーザンスの増減、外貨建ての輸出前受けの増減、非居住者自由円預金の増減等である。これについては、内外の名目金利差を直接裁定する取引であり、説明を要しないであろう。第2は、表面的には先物カバー付きでの金利裁定短資の流れであり、これは、

先物カバー付きの輸入ユーザンスや、後に説明する為銀による円転である。これらの取引は、先物でカバーされた外貨建ての取引で、実質的には円建ての取引である。しかし、これらの取引の先物為替によるカバーの相手方は、カバーなしの外貨ポジションを変化させており、このカバーの相手方と金利裁定短資の流れを総合してみれば、実質的に先物カバーなしの金利裁定となっている。これらの取引は為替管理の効果を理解する上で重要なので、以下やや詳しく説明しよう。

仮に日本の短期金利が8%、米国のドル金融市場の短期金利が4%だとすると、内外の名目金利差は4%あり、固定為替レートが確実に維持されると予想されれば、ドルでの借入れの方が円による借入れよりも有利となり、また円での運用がドルでの運用よりも有利になる。これは上の第1の形態の先物でカバーしない資本を日本へ流入させるように働き、直物市場に対し直接ドル売り円買い圧力として働く。さらに、2.の(3)式でみたように、先物でカバーされた金利裁定取引は、ドルの先物為替レートを直物レートに対して、年率4%のプレミアム（ドルの先物高）になるように動かす。言い換えれば、年率4%のプレミアムにならないと、カバー付きの金利裁定取引は為替変動リスクなしの収益を生むので、為替管理などにより止められない限りカバーつき短資が流れ続ける。しかし当時の固定相場制の下では、直物為替レートの変動幅はIMF平価の上下0.75%しかなく、合計でも1.5%にすぎなかった。このため、年率4%のプレミアムでは、4か月半($12 \times .5/4 = 4.5$)以上の期間については、直物か先物のいずれかがこの変動幅の範囲を越えてしまい、短期資本が流れることになる。直物については介

入によって常にこの変動幅の内側に維持されていたため、通常は先物レートがこの上限を上回ることになる。しかしドルの先物レートがこの上限を上回ると、将来ドルを売る必要のある輸出業者などにとっては、高い先物でドルを売った方が、将来の時点で直物ドルを売るより確実に有利になる。そこで、先物ドル売り・円買いが発生するとともに、それに対応するカバー付き短資が流入する。

この取引の相手方となる為銀は、先物でドル買い・円売りを行うが、そのヘッジのためには通常ドルを借り入れた上で、直物でそのドルを売り円を買い入れる取引を行う。この為銀による直物ドル売り・先物ドル買い取引は、ドルを借りた上で円に換えて運用するため円転換取引（略して円転）と呼ばれている。為銀による円転は先物でカバーされた金利裁定であり、直先総合ポジションを変化させず、その意味で投機的な取引ではない。しかし先物市場での円買いと、為銀による金利裁定取引を総合してみれば、ドル売り円買い圧力として働き、同時に円資金を円金融市場に対して供給するため金利低下圧力として働く。このような円転換は、先物でカバーした外貨借入れを行える者であればだれでも可能な取引であるが、当時は為銀以外には取引コストが高かったほか非銀行部門に対する為替管理も厳しく、為銀以外には輸入ユーザンスを受けられる輸入業者など一部の者しか行うことができなかった。

（短期資本の流出入と金融政策）

これらの経路による資本の流入は、固定相場制下における金融政策の独立性を困難にする要因である。仮に資本取引に対する為替管理がなければ、この2つの経路による資本の

日本の為替管理の自由化と国際収支構造の変化

流入は、内外の金利差がほぼなくなるか、固定相場を通貨当局が放棄するまで続く。このような短期資金の流入は、1961年6月からの金融引締め期と、67年8月からの引締め期に多くみられた。これに対し、通貨当局は純粹の資本移動を厳しく制限するとともに、經常

取引に伴う資本移動も輸出入ユーザンスの期間を制限する事などにより、規制していた。また為銀についても、資金流入圧力が強い時期には円転換などの海外からの短期資金借入れ残高を抑制する規制が行われた。^{12,13)} 円転換に対する規制措置は、2.でみたよう

- 12) 為銀に対しては、1961年7月以降海外短期資金の取入れ金利に対して上限金利を指導して、資金取入れを抑制した（66年7月廃止）。さらに62年6月以降、為銀はユーロ・ダラー、非居住者自由円預金などの短期外貨債務（自由円預金は外貨扱い）に対し、その一定割合を流動性外貨資産で保有しなければならないとする、「外貨準備金制度」が導入された。この制度は、67年6月に廃止されるまで続いた（下表参照）。またこれを補完する措置として、主要為銀に対し海外短資の取入れ額を抑制する指導が64年7月以降行われた（日本銀行1986, p.265）。

外貨準備金制度の準備率の推移

実施日	準備率	高率	高率適用の対象
1962年6月11日	20%		62年12月中の平残を上回る分 64年8月以降の増加分
1963年1月11日	20%	35%	
1964年8月1日	25%	35%	
1965年6月1日	25%		
1966年4月1日	15%		

（出所） 日本銀行（1986）、p.265

- 13) 1968年2月以降、主要為銀による円転について、上限を設定して行政指導による規制を行った。これは71年9月に、法令に基礎を置く規制になった。円転規制では、当初為銀の外貨の直物売り持ち額に、非居住者自由円勘定残高を加えた金額に対し上限が設定された（下図参照）。この結果、為銀は円転に加え自由円預金の受け入れを抑制した。その後73年12月以降、自由円勘定のうち本支店勘定以外の部分（一般の非居住者の顧客からの預金等で一般自由円勘定と呼ばれる）は、円転規制の枠から除外された。円転規制に本支店自由円勘定が含まれているのは、海外で円転した上で日本に円資金を送金することは、実質的に日本で円転を行うのと同じだからである。

円転規制の概念図

資 産	負 債
外貨建て資産（A）	外貨建て債務（B） 非居住者自由円勘定（C）

$$\text{円転額} = B + C - A < \text{円転規制の上限}$$

円転規制の上限は、邦銀については規制当初は正であったがその後徐々に圧縮され、70年2月以後ゼロ、在日外銀については各行ごとに定められた枠。

なお、外国為替資金貸付制度（輸出金融制度、72年3月に停止）による日本銀行からの借入金の引き当

な先物でカバーされた金利裁定取引を制約し、直先スプレッドを内外の金利差から乖離させるように働く。例えば、上でみた日本の金利がドル金利よりも高い場合について考えると、金利裁定取引ができない場合には、先物為替の需給は直物為替の需給から切り離され、先物の売りが先物の買いと見合うような水準に先物為替レートが決まる。この結果先物での円買いは直物市場の円買いに結び付かなくなり、直物市場での円買い圧力は弱くなるわけである。

1960年代の日本では、すでに輸出入の金額はGNPの10%程度に達しており、輸出入に絡む資本移動（対外支払いを早めたり遅らせたりするのでリーズ・アンド・ラグズと呼ばれる）が仮に2か月分だけあったとしてもGNPの3%以上の金額になる（ $20 \times 2 / 12 = 3.33$ ）。60年代央の外貨準備が約20億ドルとGNPの2%強だったことを考えると、固定相場制の維持とある程度独立した金融政策の両立のためには、厳しい為替管理が不可欠だったことが理解されよう。このように、日本が経常取引についての為替管理を撤廃するとはほぼ同時に、IMF体制に内在する問題点である、固定相場制の維持と独立した金融政策運営の間の矛盾が明らかになり、厳しい為替管理の継続が必要となった。

先に述べた経常取引に関する為替の自由化措置により、1950年代に比べて60年代には資本移動が拡大し、経常収支と外貨準備の増減との間の乖離は拡大したものの、70年までは

その乖離は比較的小さなものにどどまった（第5図参照）。これは、内外の名目金利差を先物カバーなしで裁定しても、平価の変更が見込まれない場合には、得られる収益は年率で高々数%にとどまり、面倒な為替管理をくぐって資本を動かしてもさほど大きな利益が得られなかったことによると思われる。しかしこのような資本移動に伴う採算は、固定相場制の維持が疑われるようになると大きく異なったものになる。仮に円がドルに対して切り上げられると、カバーなしでのドル売り円買いは短期間に大幅な利益をあげることができる。また外貨建ての輸出契約や延べ払い輸出に伴う外貨の受取債権も、ヘッジをすることなく円が切り上げられると、大きな為替差損を被るため、ドル売りによるヘッジ取引は不可欠なものとなる。しかもこのような平価変更を予測した投機やヘッジは、変動相場制下の投機やヘッジと異なり、仮にその予想が外れても損失を被ることはほとんどなく、きわめて有利なものになる（いわゆるワンウェイ・オプション）。

（黒字の定着と円の変動相場移行）

1968年頃からわが国の経常収支の黒字傾向が定着し、それまで20億ドル前後で一進一退を続けていた外貨準備も70年末には44億ドルに達した。一方米国ではベトナム戦争の拡大などから景気が過熱し、71年には貿易収支が戦後はじめて赤字化したほか、資本の流出も激化した。こうした中で、わが国の為替管理

てとなっている輸出手形残高と、為銀が外国為替資金特別会計とのドルの直買い先売りのスワップによって取得した外貨資産残高は（輸入資金貸付制度と呼ばれ、輸入ユーザンスをファイナンスするもの、80年3月廃止）、上の式のAから差し引かれた（円転上限を低くする効果）。

この円転規制は、77年6月直物持高規制に移行し、84年6月に廃止された（大蔵省『国際金融局年報』1977、p.135）。

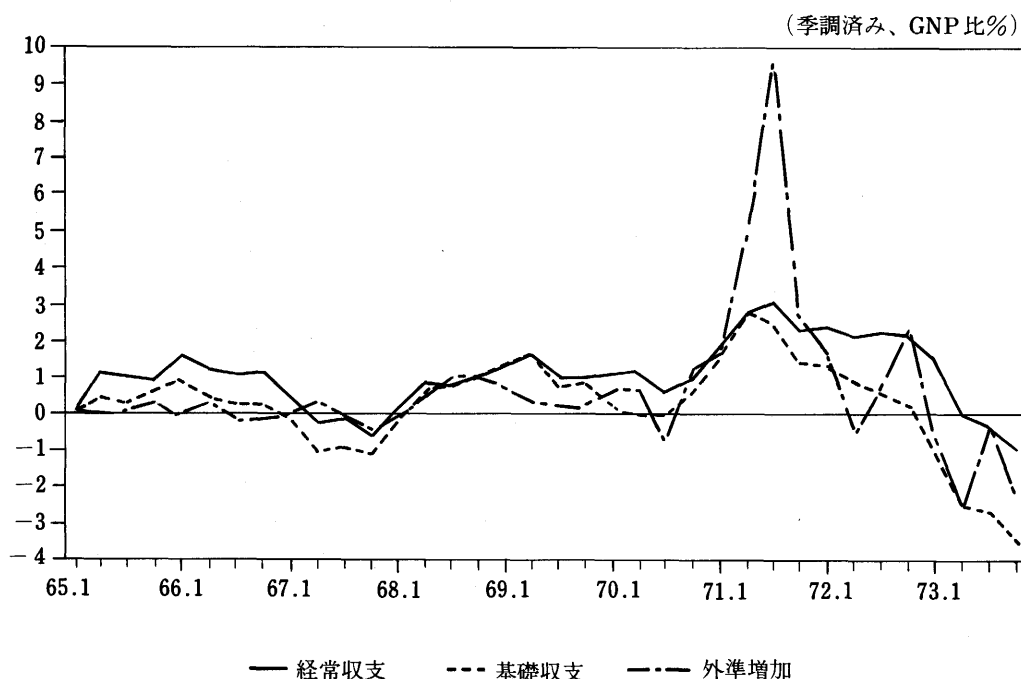
日本の為替管理の自由化と国際収支構造の変化

もそれまでの資本流出抑制型から資本流出を促す方向に転換された。70年4月には投資信託に外国証券の組入れを許可(上限1億ドル)したほか、71年1月には保険会社にも外国証券の購入を許可(上限1億ドル)した。さらに7月には投資信託と保険会社の外国証券購入の金額制限を撤廃し、また一般投資家の外国証券の購入・売却を包括的に許可した。しかし円の切上げが議論され、ドルの先安観が強い下では、資本の流出は進まなかった。

1971年5月にはマルクが変動相場制に移行し、これが円切上げの予想を生んで日本への資本流入が激化し、外貨準備は前年末の44億ドルから7月末には79億ドルへと急増した。

こうした中で、8月15日に米国は米ドルの金交換を停止し、10%の輸入課徴金を賦課することを発表した(いわゆるニクソン・ショック)。8月16日から日本がフロートに移行する直前の27日までの11日間に流入した資本は、輸出前受金などを中心に40億ドルにも達し、外貨準備は120億ドルに達した。このように、経常取引についての為替管理がかなり自由化されると、純粋な資本取引については厳しい為替管理があっても、巨額の資本移動が発生しうることが分かる。第6図にみるように、71年央には経常収支の黒字をはるかに上回る外貨準備の増加があった。¹⁴⁾ この時の資本流入は、日本企業の海外の子会社が海外

第6図 日本の国際収支：1965～73年



14) 1971年のフロート時には、外貨準備の一部を本邦の為銀に預託する一方で、為銀がこのドルの一部を直物市場で売却、先物のドルを中小企業から市場の先物より高く買い取るという操作が行われた。これにより、預託された外貨準備は通貨当局の対外資産ではなくなるので、外準が減少する一方、中小企業は輸出に伴う為替リスクをヘッジすることができた。また通貨当局による輸入資金貸付制度も、表面上の外貨準備を

でドル借入れをしたうえで、親会社に対し輸出前受金として送金されたものや、円建ての証券を購入したものが多かったとみられている（日本銀行1986、小宮・須田1983）。当時は輸出前受金に対しても規制がなされていたが、きわめて短期間に巨額の利益が見込まれる状況の下では、その有効性は限られたものであった。イギリスが8月23日に変動相場に移行した後、日本は28日に変動相場制に移行

し、戦後の固定相場体制は事実上崩壊した。このときのフロートは、通常の経常取引に関する為替取引をも困難にするほどの為替管理を行った上で、通貨当局が相場を徐々に円高に切り上げたものであって、近年のフロートの経験とは大きく異なったものであった。^{15,16)}

1971年12月には、米国スミソニアンでの協定に基づき円の IMF 平価を308円に切上げ、

減少させる効果があった（小宮・須田、1983b、p.12）。

輸入資金貸付制度は、日銀が為替銀行に対し輸入ユーザンスの一定割合に相当する円貨を公定歩合で貸し付け、為替銀行はこの円資金で外国為替特別会計からドルの直買い先売りのスワップで外貨を調達し、輸入業者にユーザンスを供与するものである。これは80年3月に廃止された（大蔵省『国際金融局年報』1977年、p.135）。

- 15) こうした中で、通貨当局は為銀の対外短期債務残高を1971年8月18日の水準で凍結する規制を導入した（同年12月21日廃止）。これにより為銀はドルの買取りに伴うヘッジのためのドル債務取入れができなくなり、輸出予約の受け入れ、輸出手形や旅行小切手の買取りなど通常業務にも支障をきたすことになった。このため、8月19日から10月29日まで為銀は対顧客先物レートの公示を停止し、一部で輸出予約の受け入れを拒否した。さらに日本が変動相場制に移行した8月28日には、為銀の非居住者自由円勘定の取入れ残高に対する上限規制を導入した。後者は、決済勘定である自由円預金に対する残高規制であって、通常の決済取引までも困難にするものであった。このためこの規制は72年1月に廃止された。この間の事情については、小宮・須田（1983b）第1章を参照。

- 16) ニクソン・ショックの後の円のフロートは、今日と異なり、厳しい為替管理と介入の下、実質的に通貨当局によって相場が決定されていた。日本銀行（1986、p.337）は「当時の実状は、為銀をはじめ、市場の関係者がいかなるレート水準へ相場の誘導が行われるのか、日々、否刻一刻かたずをのんで当局の一挙手一投足を見守る中で、相場形成自体は事実上完全に当局に委ねられるという状態に近かったといえよう。」と記述している。

- 17) 非居住者自由円勘定の準備率の推移は以下の通り。

実 施 日	残高準備率	増加額準備率	増加額の基準期間
1972年6月1日	0	25%	72/4/21～5/20
7月1日	0	50%	72/5/21～6/20
1973年12月10日	0	10%	72/5/21～6/20
1974年9月12日	0	0%	
1977年6月1日	0.25%		
11月22日	0.25%	50%	77/10/1～10-31
1978年3月18日	0.25%	100%	78/2/1～2/28
1979年1月17日	0.25%	50%	78/2/1～2/28
2月10日	0.25%	0%	

（出所） 日本銀行、『経済統計年報』、1986年3月

為替変動幅を2.5%に拡大した。切上げ直後はドルが強含みで推移したものの、その後再び円買い圧力が強まり、72年中には輸出前受金規制の再強化や、非居住者自由円勘定に対する増加額準備率の設定、¹⁷⁾非居住者による本邦証券の取得額を処分額の範囲内に限定(純増ゼロ)など、資本流入規制がなされた。このうち増加額準備率の設定は、為銀が受け入れた非居住者円預金の一部を日銀に無利子で預けさせるもので、実質的に非居住者が受け取ることができる円金利を引き下げる効果があった。

この間、1972年5月には戦後長く続いた外貨集中制が廃止され、これに伴って一般の居住者や非居住者が本邦内の為銀に外貨預金を開設することができるようになった。しかし、居住者は円を売却して外貨預金を開設することはできず、輸出などの法令により認められた取引によって取得した外貨しか預入できないなど制限が強かった(円を対価に外貨預金の売却は可能)。また非居住者の外貨預金についてもその預入や払い出しに制約が多かった。

この時期には外貨準備の増加を抑制するため、資本の流入を抑制するとともに資本の流出規制が緩和された。これにより第7図にみるように、海外の資源開発、販路確保などのための借款、対外直接投資、プラント輸出などに関連した延べ払い信用が拡大し、長期資本の流出は72年以降拡大した。^{18,19)}しかし、

対外証券投資や短期資本の流出はドルの先安感が根強くあまり拡大しなかった。

マクロ政策面では、経常黒字の削減、円切上げによる不況深刻化の懸念、円の再切上げの回避などのため、拡張的な財政政策と大幅な金融緩和策が採用され、これが1972年後半からの激しいインフレの主因になった。

スミソニアン体制は長く続かず、72年6月には英国ポンドが変動相場制に移行した。73年にはいるとドル売りが各国為替市場で激化し、2月14日には円が変動相場制に移行したほか、3月には西ドイツ、フランスを含むEC主要加盟国の通貨が共同フロートを開始した。

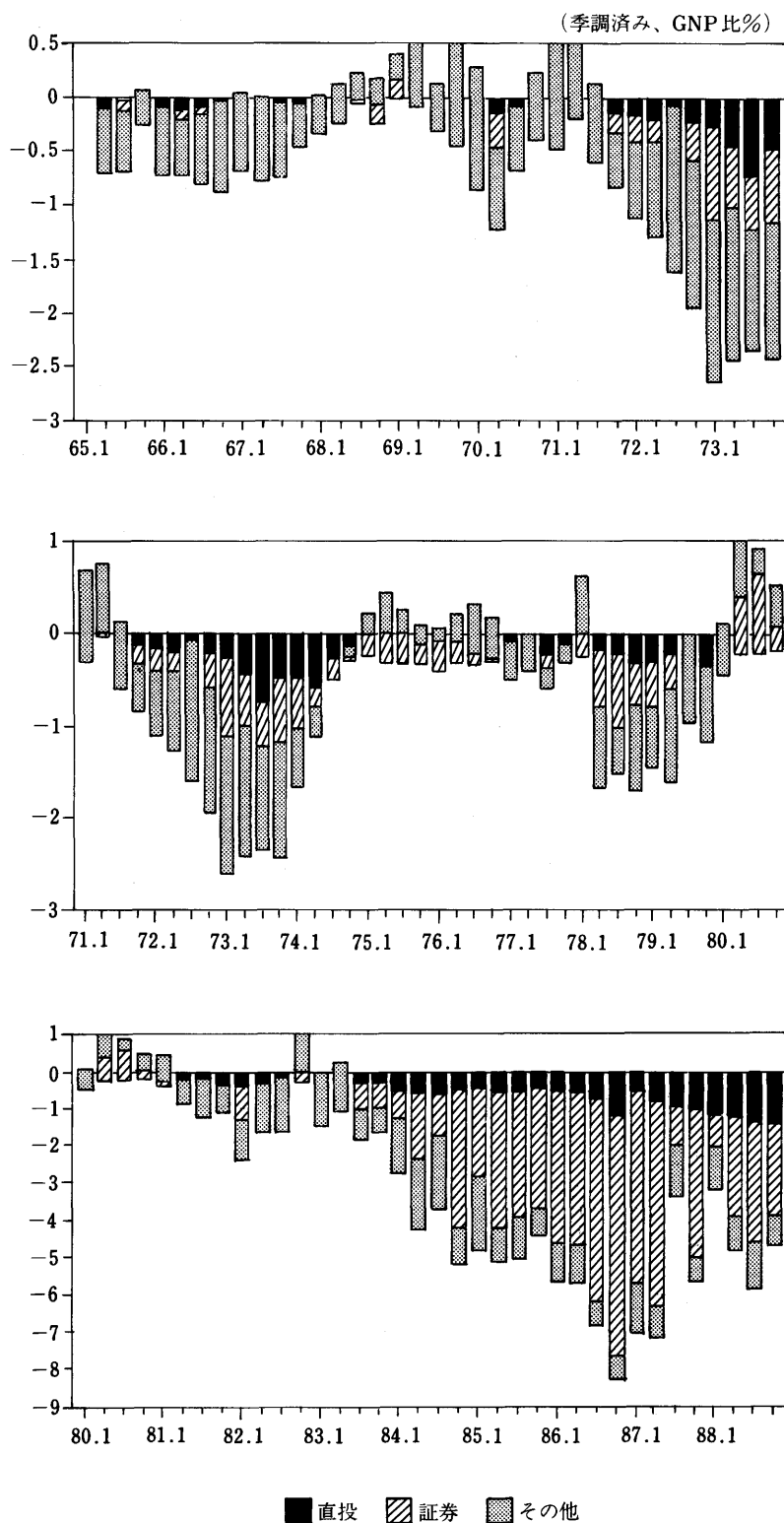
この固定相場制末期において、わが国全体としてどの様に外貨の需給がバランスしていたのかを知るためには、対外資産負債残高表を継続して分析する必要があるが、1971年末以前については、これが発表されていない。そこでここでは、65年以降の国際収支の累積値から、大ざっぱに推計してみよう。第8図は経常収支の累積額と外貨準備高増減の累積額を示したものである。この2つの数値の差額は、経常黒字のうち政府の短期資産として保有されていない外貨の金額であり、ほぼ民間の外貨持高の変化額と見ることができる。これによると、1965年から68年頃までの経常黒字は、ほぼ民間の外貨保有高の増加によりファイナンスされたことがわかる。その後、1969年から71年にかけては、民間の外貨保有

18) この時期には、円高に加え政府による奨励もあって、対外直接投資が急増し海外投資元年と呼ばれた(小宮1988、第5章)。

19) この時期の重要な規制緩和には、1972年4月の東京ドル・コール市場の発足がある。これにより、銀行間の外貨建て資金取引を東京で行えるようになった。2.で見たように、外国為替市場と円、ドルの資金市場にはきわめて密接な関係があるので、この市場の発足は外為銀行の資金操作を容易にする面で重要な働きをしている。

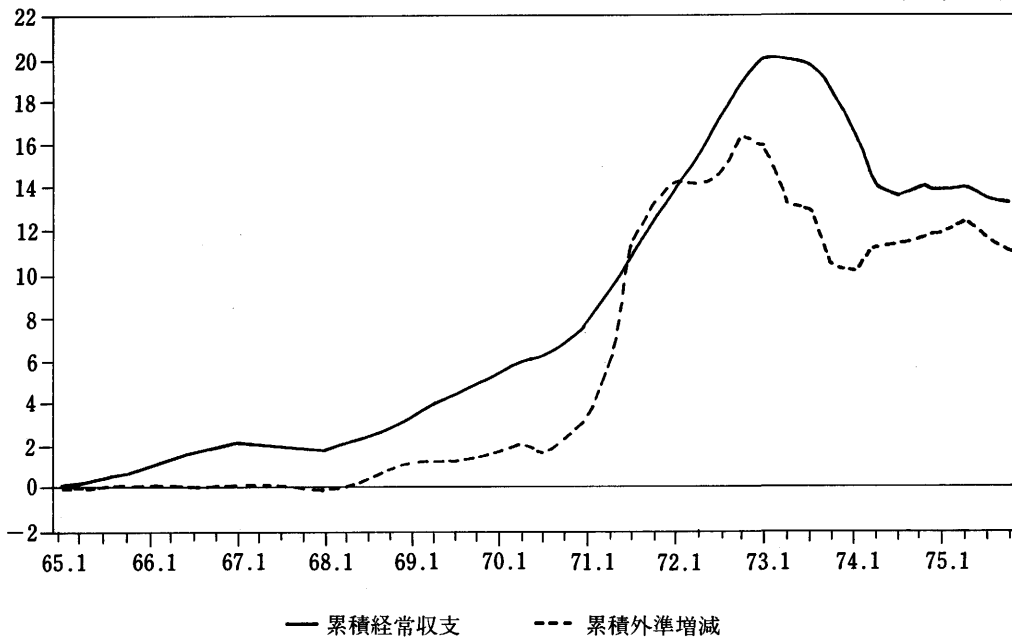
金融研究

第7図 日本の長期資本収支の構造



第8図 累積経常収支とそのファイナンス：1965～75年

(10億ドル)



高の上昇と、外貨準備の増加で経常黒字がファイナンスされていった。最後に71年には、経常黒字が大幅に増加する中で、ドル安予想から、民間部門が貯めてきたドルを一気に売却する一方、外貨準備が100億ドル以上も増加し、民間の為替リスクを政府が肩代りしたことがわかる。

(3) 1973年から80年まで—資本移動規制下の管理フロート

日本は1973年春に変動相場制に移行した。固定相場制から変動相場制への移行は、外貨建て資産・負債を保有することに伴うリスクを一変させた。固定相場制の下では、平価変更が予想される場合には、いわゆるワンウェイ・オプションの状態になり、外貨建て資産ないし負債の保有により、リスクなしで大きな収益機会が得られる。しかし変動相場制の下では、外貨建て資産・負債の保有は常に損

失を被るリスクを伴うようになる。このリスク構造の変化は、短期資本の移動性を大幅に低下させたと考えられる。この結果、変動相場制移行後しばらくは、固定相場制末期に比較して投機的な短期資本の流出入が減少し、むしろ介入による為替相場の誘導が容易になったように窺える。しかし、低い民間資本の移動性の下で、経常収支不均衡のファイナンスを通貨当局が行わないと、為替レートを大幅に変動させることになる。77～78年の円高は、このようにして発生した可能性がある。3.(3)では、為替取引を原則禁止としていた旧外国為替管理法の下での為替管理の実際と、それが変動相場制下における国際収支、為替レートに与えた影響を概観する。

(変動相場制移行後の為替管理政策)

日本は1973年春に変動相場制に移行したが、当初は為替管理が厳しく、また相場形成

も通貨当局の主導によるもので、固定相場制に近い運営がなされていた。事実欧州の通貨情勢が安定した73年3月下旬から石油危機が発生した10月央までの期間は、円ドルレートは265円を中心にあわせて小幅な動きにとどまっていた（小宮・須田1983a）。しかし、日本の景気の過熱と円の切上げ効果から73年央には経常収支は赤字に転じ、さらに同年秋の第一次石油危機により、同年末から74年前半にかけて経常収支はGNP比2%近い赤字を記録した。経常収支の悪化に加え、物価も急速に上昇したことから、円に対し強い売り圧力が働き、74年1月には円の対ドル・レートは320円まで下落した。

このような円安圧力に対し、資本の流入に対する為替管理を撤廃すると共に、流出規制が急速に強化された。1973年末には対内証券投資の純増ゼロ規制が撤廃されたほか、非居住者自由円勘定の増加額準備率が引き下げられた。また74年初には輸出前受金規制が緩和された。これに対し対外投資については、74年1月に銀行、証券会社、投資信託、保険会社に対し、純増ゼロの自主規制が導入されたほか、居住者の外貨預金残高を純増ゼロとする規制が導入された（付表1参照）。さらにマクロ政策面では、金融・財政政策の厳しい引締めが行われた。

経常収支は日本経済が深刻な不況に突入したこともあって、1974末にはほぼ均衡する至った。第9図を見ると、73年後半から74年前半にかけての経常、長期資本収支の大幅な赤字にもかかわらず、外貨準備の減少は小幅

にとどまったが、これは為銀による対外借入れの大幅な増加があったからである。²⁰⁾ 為銀による資本流入は、国内金融市場の逼迫に伴って、急増する原油輸入などに付随した輸入ユーザンスの利用が増加したことなどによるとみられる。このような為銀の対外借入れ急増に加え、ヘルシュタット銀行の挫折によるユーロ市場の混乱もあり、74年後半には本邦為銀の外貨資金取入れが困難化し、一時的に一般の市場金利以上の金利支払いを要求される場面もあった。

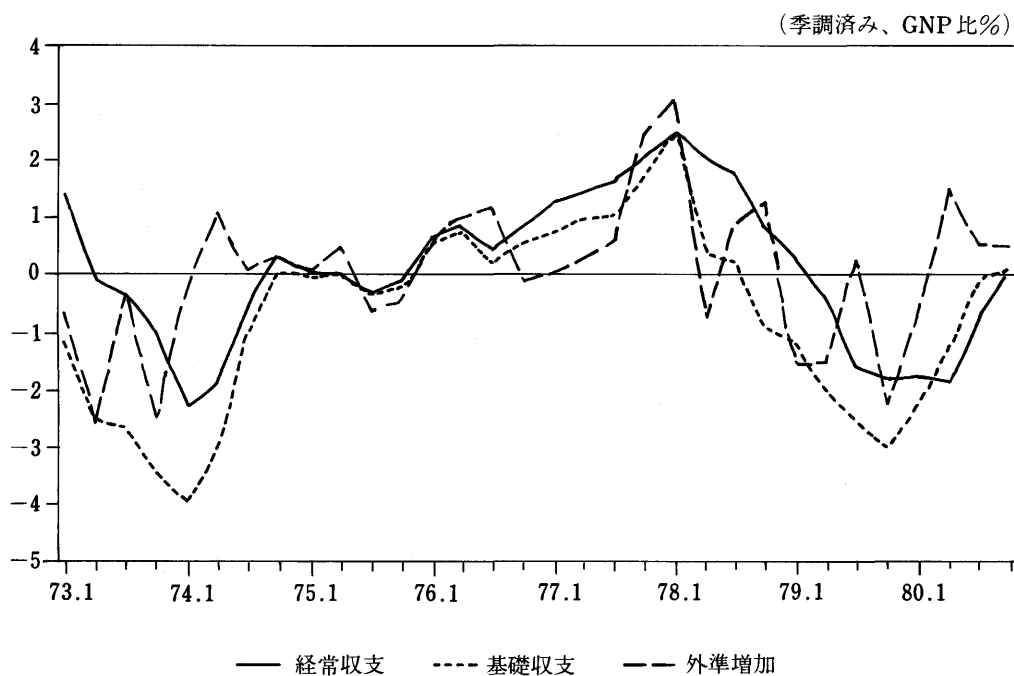
米国に比べ日本の景気回復が遅れたこともあり、日本の経常収支は1976年頃から黒字が拡大し、民間部門が保有する対外資産も77年頃から増加を始め、円レートも上昇を始めた（第10図、第11図）。

円相場の急速な上昇に対応して、ドル買い介入を行うとともに、資本の流出規制の緩和と流入規制の強化が行われた。1977年6月には居住者外貨預金勘定の残高規制を撤廃するとともに、居住者による短期外貨証券の取得禁止措置を撤廃した。また同年11月には非居住者自由円勘定の増加額準備率を設定した（50%）。78年3月には増加額準備率を100%に引き上げ、事実上増加額に対する付利を禁止、さらに非居住者による円建て債券の取得を厳しく規制した。このときには、経常取引までも困難にするような厳しい為替管理措置はとられなかったが、71年に見られたような輸出前受金の流入や輸入ユーザンスの増加などによる、巨額の短資流入は見られなかった（第9図）。これは変動相場制下では、固定相

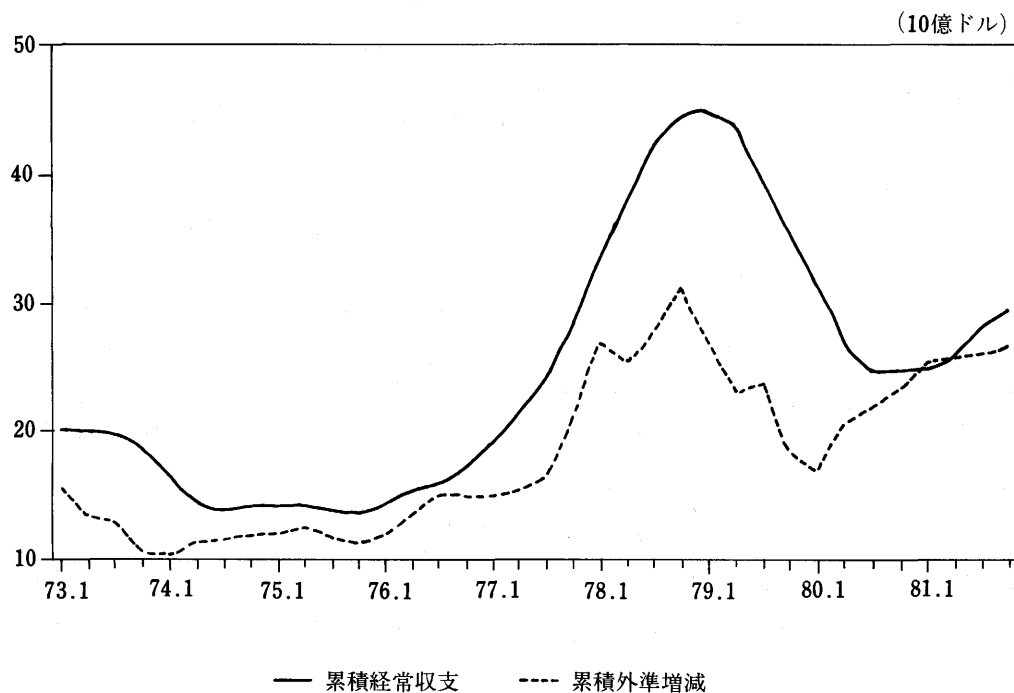
20) この間外貨準備は1974年に入ってからむしろ増加しているが、これはドル売り介入以上に為銀への外貨預託や輸入資金貸付に付随した外貨スワップが回収されたことによるとみられる（日本銀行1986, p.435、小宮・須田1983b, p.108）。

日本の為替管理の自由化と国際収支構造の変化

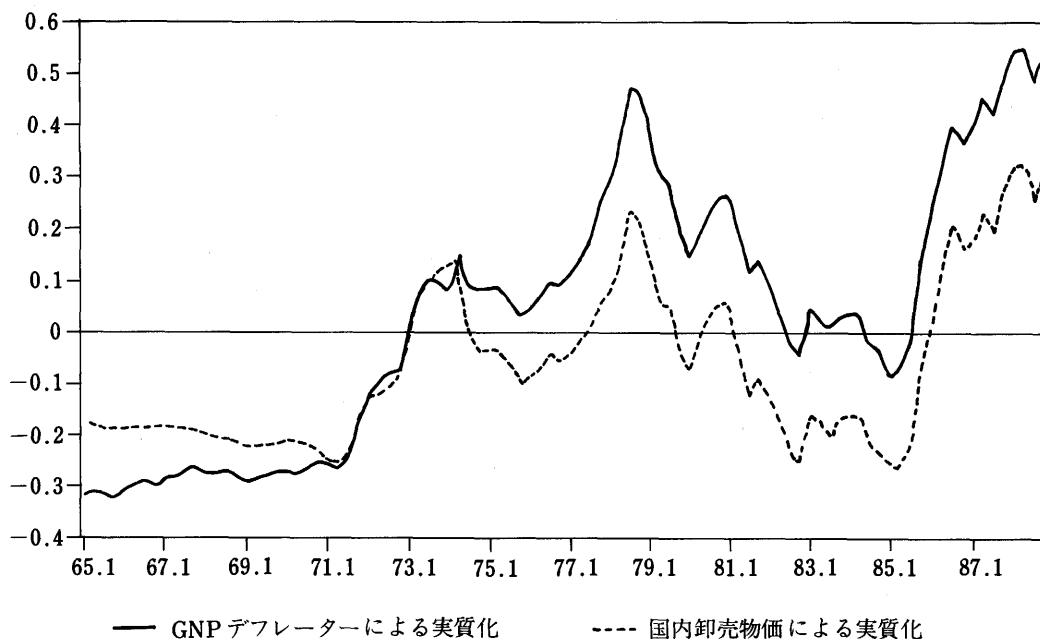
第9図 日本の国際収支：1973～80年



第10図 累積経常収支とそのファイナンス：1973～81年



第11図 円ドル実質為替レート
1973年第1四半期基準（自然対数値）



場制時代とは異なって為替レート的大幅かつ不確実な変動により、短期的な為替投機が格段にリスクの大きなものになっていたためと考えられる。この意味で、当時の円高の主因は投機的な資本流入によるものではなく、後で説明するように、むしろ資本流出を困難にするような為替管理体制の下で経常収支の大幅な黒字が発生し、またそれによる外貨の受取を十分吸収するだけの介入が行われなかったものによると考えられる。

その後も円レートの上昇は続いたが、1978年11月のカーター大統領によるドル防衛策発表をきっかけに、円は反落に転じた(第11図)。また経常収支の黒字も、円高の効果や日本経済の景気拡大によりこのころから減少に転じ、さらに79年の原油価格の大幅上昇(第二次石油危機)もあって同年と80年には大幅な赤字を記録した。こうした中で、円高期に採用された資本流入規制は、79年中にすべて撤

廃され、さらに同年5月には非居住者の現先取引が解禁された。

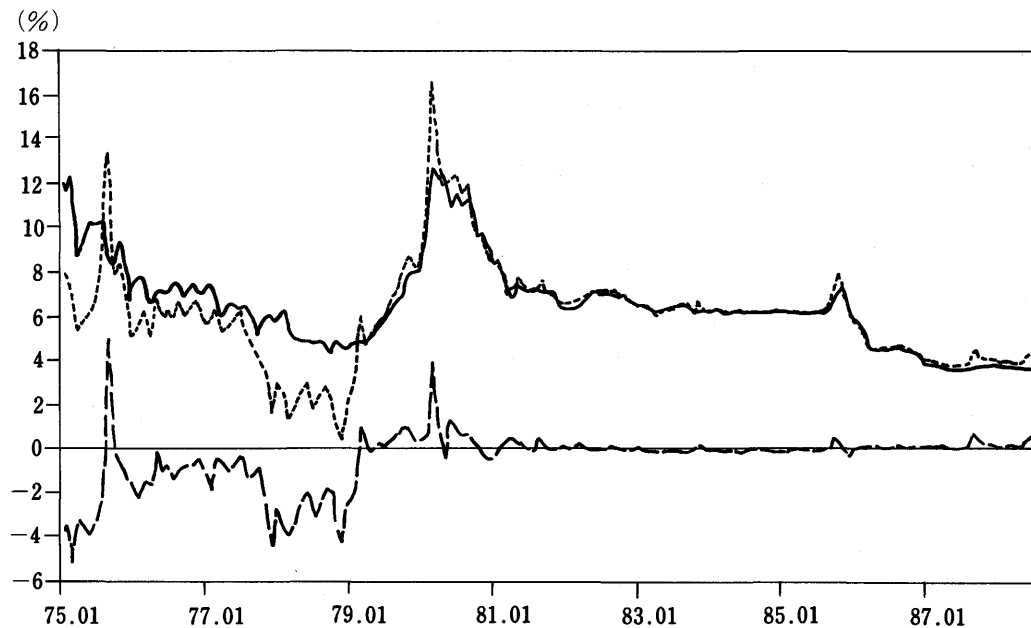
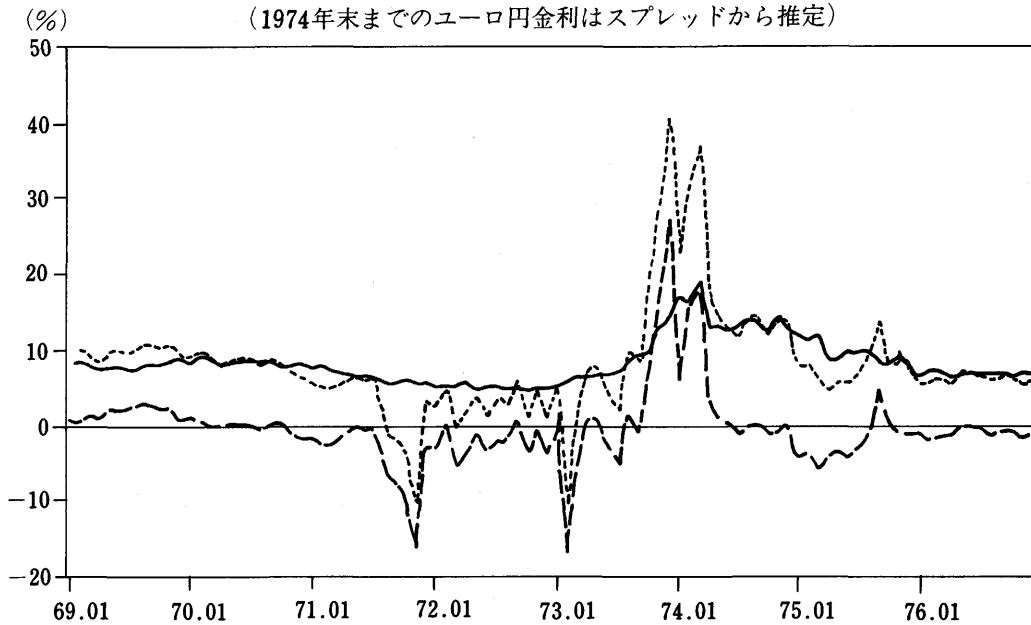
(為替管理による内外金利差の発生メカニズム)

このような為替管理の方向転換は、国内の円金利と非居住者が自由に貸借できるという意味での海外における円金利であるユーロ円金利の関係からもみることができる。第12図は、データが利用可能な1969年以降について、月末時点の3か月物現先金利と3か月物ユーロ円金利を比較したものである。ユーロ円金利のデータは、75年以降しか継続的なものがないため、それ以前については東京外国為替市場の円ドル先物レート(の3か月物の直先スプレッドとユーロ・ダラー金利から推定している。これは規制のないユーロ市場では、ドルでの貸借と円ドルの先物取引が自由にできるため、ユーロ円資金市場自体の取引が仮に

日本の為替管理の自由化と国際収支構造の変化

第12図 金利裁定条件

(1974年末までのユーロ円金利はスプレッドから推定)



—— 現先レート - - - - ユーロ円金利 - . - . 内外の円金利差

薄くても、2.でみたように実質的には円での貸借が可能になるためである。例えば、現在ドルを持っていて円で運用したければ（現在のドルで将来の円を買う）、直物で円を買って円資金を運用しても、ドル資金を運用した上で先物で円を買っても、同じ結果が得られる。このため、ユーロ円金利とユーロ・ダラー金利、円ドルの直先スプレッドの間には、次の関係式が成り立つ。

$$\begin{aligned} \text{ユーロ円金利} &= \text{ユーロ・ダラー金利} \\ &+ \text{ドルの先物プレミアム} \quad (15) \end{aligned}$$

国内の円金利とユーロ円金利は、為替管理がなければ内外の市場間の裁定取引により、ほぼ一致するはずである。しかし現実には1980年頃までは為替管理がかなり厳しかったことを反映して、大幅な乖離がみられた。ここで、内外の円金利が乖離するメカニズムについて考察してみよう。

まず円に対して上昇圧力が強く、これに対応して日本への資金流入規制が行われている場合を考えてみる。この場合には、非居住者は外貨を非居住者円預金や円建ての証券など、円建ての資産で運用することで、円の上昇からの利益を得たいと考えるであろう。しかし為替管理により、円建ての証券の取得な

どが禁止されると、残されるのは非居住者円預金だけになる。²¹⁾円転規制などにより日本の為銀の非居住者円預金の受け入れが制限されていると、為銀はまず非居住者円預金の金利を引き下げることに対応し、これと裁定関係にあるユーロ円金利は、日本の国内金利を下回りゼロに近づくことになる。また非居住者自由円勘定に対する高率の増加額準備率の適用は、自由円預金を受け入れた為銀の採算を悪化させ、自由円預金の金利を引き下げる働きをする。さら厳しい規制により、為銀が受け入れを拒否するようになると、非居住者にとっての円金利は実質マイナスにもなりうる。²²⁾これは、ユーロ円預金を受け入れた銀行が日本で金利ゼロでも運用できない場合には、ヘッジのために他の非居住者に対し円で貸し出す必要があるが、円の上昇が予想されると円債務を負うリスクが大きく、マイナス金利が必要となるからである。²³⁾ユーロ円金利の低下は、非居住者の円運用により得られる金利収入を減少させるため、円買い圧力を弱めるように働く。なお(15)式からも分かるように、ユーロ円金利の低下はユーロ・ダラー金利一定の下で、ドルの円に対する先物相場のディスカウント幅拡大としても顕在化する。

21) もちろんユーロ円預金は可能であるが、それを受け入れた銀行は為替リスクを避けるために究極的には日本へ資金を持込んで運用するか、他の非居住者に円で貸し出す必要がある。

22) 円の現金を日本から買うことによって、少なくとも金利ゼロで運用できるが、これは現金の輸送を伴い、取引コストが高いと思われる。しかし、長期間にわたってユーロ円金利がマイナスになる程の為替管理を行うと、現金の流出が拡大し為替管理を無効にするように働く。

23) 実際には、マイナスの金利が円資金の受入れに適用されるよりは、ドル預金をドルの先物売りで実質円建てで運用する場合の円利回りがマイナスになるであろう。これは、ドルの先物が円に対して日米間の金利差以上にディスカウントされることと同値である。ドルの先物が下落すると、ドルの将来の下落を先物相場が織り込んだ形になり、ドルの先物による売却圧力を低下させる。なお2.でみたように、先物でドル売りが行われたドル資金の運用は、円資金の運用と全く同じ経済的意味を持つ。

円の上昇圧力が強い場合には、居住者にとっても、先物カバーなしでドル債務を負うことが有利になる。すなわちドルを借り入れた上で直物市場で売却、円で運用し、ドルが下落してから買い戻してドル債務を返却すれば、キャピタルゲインが得られる。このため、為替管理により円の上昇を防ぐには、通貨当局は居住者によるドルの借入を制限する必要がある。²⁴⁾

このように、為替管理はユーロ円金利を国内の円金利に比べて低下させることで、直物円レートの上昇を抑制する働きがある。この内外の円金利の乖離は、ドル先物相場が日本国内の円金利と米国のドル金利から決まる先物でカバーされた金利裁定条件（(3)式）以上に直物の円・ドルレートに対して下落（ドルのディスカウント幅拡大）することで、ドルの先物売却を抑制する効果と表裏一体の関係にある。為銀による円転換などの先物でカバーされた金利裁定取引は、ドルの先物相場がこの金利裁定条件式以上に下落するのを妨げるため、為銀以外に対する為替管理の効果を無効にする働きがある。すなわち、このドルのディスカウント幅の拡大は、為銀による円転換取引を有利にし、為替リスクなしで利鞘を得る機会を与える。ドルの先物を安く（大きなディスカウントで）顧客から買った為銀

は、ドル資金を借り入れた上でドルの直物を売却することでヘッジを行い、同時に利益を得る。この円転換取引は、ドルのディスカウント幅を縮小させ、ドルの直先スプレッドを日本国内の円金利と米国のドル金利との差に等しくするように働く。このため変動相場制下においても、円の上昇圧力を為替管理で抑えるためには、為替管理の一部として円転規制が必要となる。²⁵⁾

次に円に対する売り圧力が強く、資本の流出規制が行われている場合を考えてみよう。この時には前述の場合と逆に、ユーロ円金利は国内の円金利を上回る傾向がある。すなわち非居住者は円借入れを行い、借り入れた円を売却してドルを買って、円が下落してから安い円を買い戻すことで利益を得ようとする。このため、為替管理では居住者である銀行などによる、非居住者への円貸出を制限する。日本からの円資金の流出が完全に停止できた場合には、ある非居住者が円売り投機をするためには、他の非居住者から円を借り入れる必要がある。しかし円の先安期待があると、円で資金を運用するのはキャピタルロスを被る可能性が高いので、非居住者も高い金利でないと円での貸出をしない。このため、ユーロ円金利は日本の円金利以上に上昇する傾向がある。これは、先の円の上昇圧力が強

24) 国内のドル借入を制限することは、国内のドル金利を海外のドル金利以上に引き上げることとはほぼ同じ経済的意味を持つ。この内外のドル金利の乖離は、内外の円金利の乖離と表裏一体の関係にある。すなわち、国内でドルの先物取引が許されていれば、円資金市場とドルの直先市場を使ってドルの資金取引を行うことができる。この場合の国内の実効ドル金利は、次の式により表される（第2図参照）。

$$\text{国内の実効ドル金利} = \text{円金利} + \text{ドルの先物ディスカウント}$$

25) 小宮・須田（1983a, pp.155-156）は、変動相場制下では円転規制は無効だとしているが、理論的には本論文で示したように有効である。しかし、経常取引に対し差し支えない程度の規制であれば、大幅な内外の円金利差を維持するのは困難であり、その有効性の程度は限られたものであると考えられる。

い場合と同様に、ドルの先物プレミアム拡大としても顕在化する（(15)式参照）。

またこのようなときには、居住者も円を売却してドルで運用することにより、キャピタルゲインを得ようとする。このため為替管理により、居住者による外貨証券の取得や外貨預金の設定等が制限される。為替管理により円の下落を抑制する場合にも、金利裁定取引はその効果を無効にするように働く。すなわち、為銀による円投入（円転の逆に、円資金をドルに換えた上で先物でカバーして運用）はドルの先物プレミアムの拡大を抑制し、資本流出規制を無効にするように働く。このため、為替管理の有効性を維持するためには、この円投取引を規制する必要が生ずる。

第12図をみると、1970年後半から73年9月までは、ユーロ円金利は資本流入規制を反映して国内の現先金利を下回るかほぼ同じ水準にあった。特に1971年11月と73年2月頃には、(15)式で計算されたユーロ円金利がマイナス10%にもなっており、非常に厳しい流入規制が行われたことが分かる（マイナスのユーロ円金利の意味については、脚注(23)を参照）。これに対し、第一次石油危機が発生した10月頃から、ユーロ円金利は現先金利を大幅に上回り、一時は40%にも達した。そしてユーロ円金利が国内金利を大幅に上回る状態は、石油危機による混乱が一段落した74年央まで続いた。

石油危機後の混乱が治まったあと、為替管

理が緩和されたこともあってユーロ円金利と現先金利の乖離も比較的小幅に推移していた。しかし1977年11月に至って、資本の流入規制が格段に強化されたことから、ユーロ円金利は現先金利を大幅に下回るようになった。第12図に示されたように、非居住者円勘定に対する高率の増加額準備率が課され、非居住者による円建て債券の取得がほぼ不可能になった時期には、ユーロ円金利は現先金利を2~5%下回っていた。しかし、これらの為替管理が撤廃されるとユーロ円金利は現先金利に近づき、特に非居住者による現先取引が解禁された79年5月以降は、その乖離幅が非常に小さくなっているのが観察される。^{26,27)}

このように、為替管理は内外の円資金市場間の裁定を制限することで、円高時の円買い圧力や円安時の円売り圧力を弱め、より少ない介入額で直物為替相場を安定化させることを可能にしたとみることができる。しかし同時に先物相場は不安定化し、輸出入取引の先物によるヘッジをコストの高いものにしたことは否めない。すなわち、円の先安期待が強いときには、前述のような為替管理はドルの先物プレミアムを大幅にし、輸入業者がドルを先物で手当する場合には、ドルの先高を織り込んだ高いドルを買わなくてはならない。このため、円レートの安定化を狙った為替管理によって、直物レートは安定化したものの、先物は直物ほどには安定化しなかった点に注意が必要である。

26) 1980年3月にはユーロ円金利が現先金利をかなり大幅に上回ったが、これは海外の政府などが保有する自由円（公的自由円）に対する金利の上限規制が撤廃され、本邦為銀による自由円預金の取入れ競争が行なわれたためである。

27) Fukao and Hanazaki (1987) は日本を含む主要国通貨について、その国内金利とユーロ金利を比較している。また日本についてのより詳細な分析は、Otani and Tiwari (1981)、Ito (1986) を参照。

(為替管理政策と資本移動)

このように、日本の為替管理は、1973年央までの円の先高感が強い時期には、資本の流入の抑制と資本の流出促進が行われ、石油危機が発生した後は逆に資本の流出抑制と流入促進へと180度の転換が行われた。さらに、日本の円高が急速に進んだ77～78年にはまた方向転換が図られ、資本の流入規制と流出促進が行われた。このような為替管理の変更の効果を、円高期の流入抑制、円安期の流出抑制という防衛的な効果と、円高期の流出促進、円安期の流入促進という積極的な効果に分けて考えると、そのうちの防衛的な効果は内外の円金利差の乖離の形成等に見られるように、ある程度有効であったと思われる。しかし積極的な効果については、1972～73年の長期資本流出拡大など、効果がみられた時期もあるが、全体としていえば資本を経済的なインセンティブと逆に動かそうとするもので、その効果は限られたものであったと考えられる。

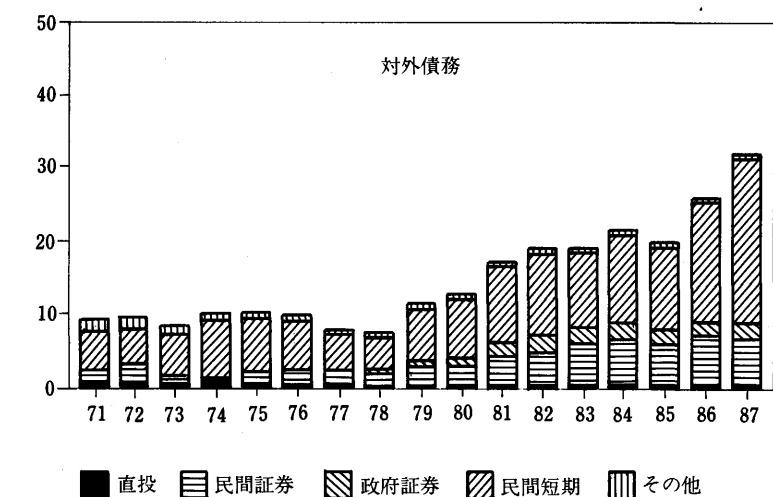
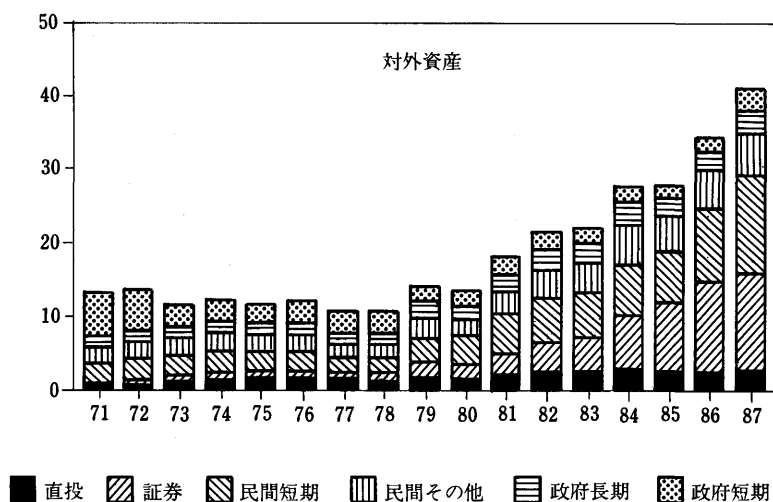
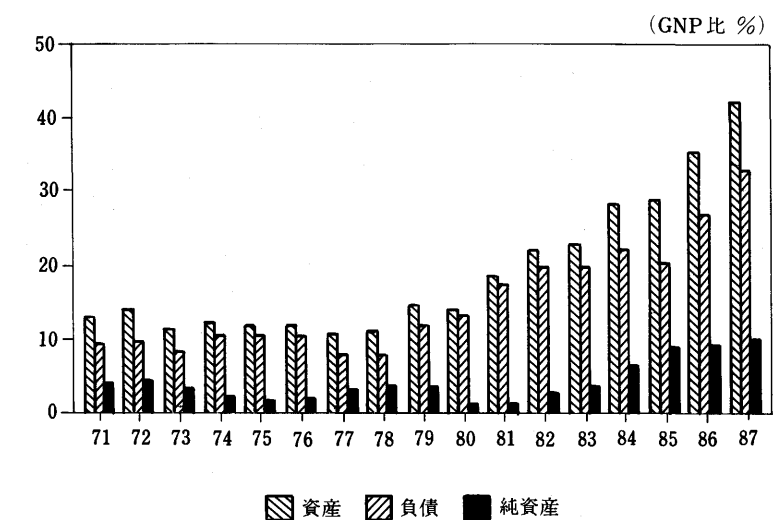
1970年代の為替管理政策が日本の金融の国際化に与えた効果を総合的に見るために、日本の対外資産負債残高のGNP比率の推移を示したのが第13図である。これは、各暦年末の日本の対外資産・負債残高を、各年の第4四半期の日本の名目GNPの米ドル換算額(第4四半期の平均円ドルレートを使用)で除したもので、データが公表されている71年以降につき図示している。このうち上のパネルを見ると、80年代の日本のグロスの対外資産・負債は日本の経済規模に対して、ほぼ横ばい圏内の動きであったことが分かる。これは、この時期の為替管理の緩和が、それぞれの為替レート変動の局面だけを考慮したものであって、内外の金融市場の資金交流を進めて

ゆこうとするものではなかったからであると考えられる。一般投資家による対外証券投資についても、71年以降一応自由化されていたが、それを機動的に先物でヘッジすることに対し、実需原則による厳しい制約があった(78年4月に緩和)。また旧外国為替管理法の仕組みが全ての対外取引を原則禁止にした上で、政省令で禁止を解除したり、個別に取引の許認可を与える方式をとっていたため、どのような取引が具体的に自由化されているのかを知ることが難しく、一般投資家による対外投資を阻害していたことは否めない。対外証券投資を大がかりに行う能力がある銀行、証券会社、投資信託、保険会社は、1974年1月から75年6月の対外証券投資純増ゼロの自主規制期間(銀行は77年3月まで)を除いて、変動相場制移行後の時期には対外投資が可能であった。しかし80年末の新外為法の施行以前は、生命保険会社が78年以降少額の外債投資を行ったのみで、通貨当局の対外証券投資に対する見方が全般にネガティブだったこともあって、これらの機関投資家による目立った対外投資は行われなかった。

グロスの対外資産・負債のGNP比率はあまり変化しなかったものの、その構成は徐々に変化していた。まず資産を見ると(第13図)、政府短期資産(外貨準備)の総資産に対する比率は、1971年末の40%から一貫して減少し80年には16%にまで低下した。外貨準備の実額は1971年末の152億ドルから80年末には252億ドルに増加しているため、この比率の減少はこの間のドルの下落と日本経済の成長によるものである。これに対し民間短期資産(為銀の短期期資産が主体)、対外直接投資が増加を続け、証券投資も79年頃から上昇し始めた。一方負債を見ると、民間短期債務(為銀

金融研究

第13図 日本の対外資産負債残高(暦年末)



の短期債務が主体)が一貫して大宗を占めているが、外債発行を中心とする民間証券の比率が上昇してきている。このため70年代を全体としてみると、日本経済は成長を続けた反面、金融市場の国際化はさほど進展せず、外貨集中制を廃止した70年代初の水準にとどまっていたと見ることができる。

次に、純対外資産の動きとそのファイナンスについて見てみよう。日本経済は第一次石油危機を克服し、1975年末には経常収支が黒字化、その後も78年初まで黒字の拡大が続いた(第10図参照)。これに対し国際資本取引面での自由化が進んでいなかったため、民間資本の流出は小さく、当時の状況では経常黒字は結局介入によりファイナンスされる必要があったといえる。事実事後的に見ると、1976年から78年までの経常黒字に伴う外貨建て資産の増加のほぼ3分の2が外貨準備の増加によってファイナンスされた。しかしそれにもかかわらず、77年から78年にかけて、円はドルに対し大幅に上昇した。これは介入が事前的に経常黒字を吸収するように行われたのではなく、為替レートの変動をならすという、*leaning against the wind* 型の介入であったためであると思われる(当時の日本の介入についての実証分析は Quirk (1977) を参照)。事実第14図からわかるように、1975年から80年にかけての実質外貨準備高(米国の消費者物価で実質化)と実質為替レートの水準との間には、きわめて強い相関が窺える。²⁸⁾

このように考えると、この当時は経常黒字が拡大する一方で、対外証券投資など資本取引面での自由化が不十分だったため民間が外貨建て資産の増加を吸収できず、強いドル売り圧力が生じ、これに対応してドル買い介入が行われたと見ることができる。換言すれば、為替管理が比較的厳しく、民間部門の資本移動が小さい状況の下では、大幅な経常黒字のファイナンスには介入によるほかなかったものの、介入方針が為替レートの変動をならすという受動的なものだったため、大幅な円高が生じたと考えられる。このため、介入をもう少し強化して経常黒字を外貨準備の増加で吸収すれば、円高はより小幅なものにとどまった可能性がある。しかし仮に、円相場の上昇を止めるほどの介入をすれば、1971年夏のようなワンウェイ・オプション的な円買いが増加することも考えられるので、かなりの円高はいずれにせよ避けられなかったであろう。

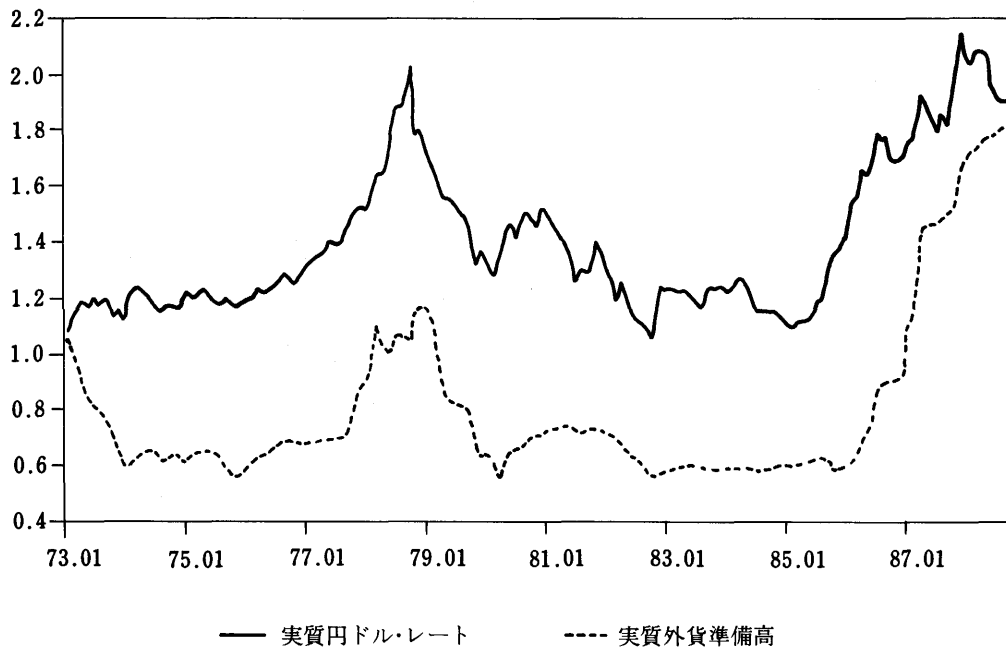
(4) 1980年代——新外国為替管理法下の急速な金融国際化

1980年末には、為替取引を原則自由とする新外国為替管理法が施行されたほか、生損保、信託銀行等の機関投資家に対する対外証券投資に対する規制もこのころから急速に緩和された。この国際資本取引の自由化は、当時の米国の高金利とあいまって、対外証券投資を活性化させ、同時に80年代前半の長期間にわ

28) 小宮・須田(1983)第7章によれば、1978年3月までは特定の相場水準で円の上昇を防衛するタイプの介入が多かったとしている。しかし事後的に、かつマクロ的にみれば、為替レートの変化幅と外貨準備の増減はかなり相関しており、むしろリーニング・アゲinst・ザ・ウインド型の介入だったように見える。なお1981年に入ってから、外貨準備高と為替レートとの相関が弱まっている。これには、米国レーガン政権のスプリンケル財務次官が同年4月に不介入方針を明確にし、為替レート安定への国際協調体制が弱まったことも影響していると推察される。

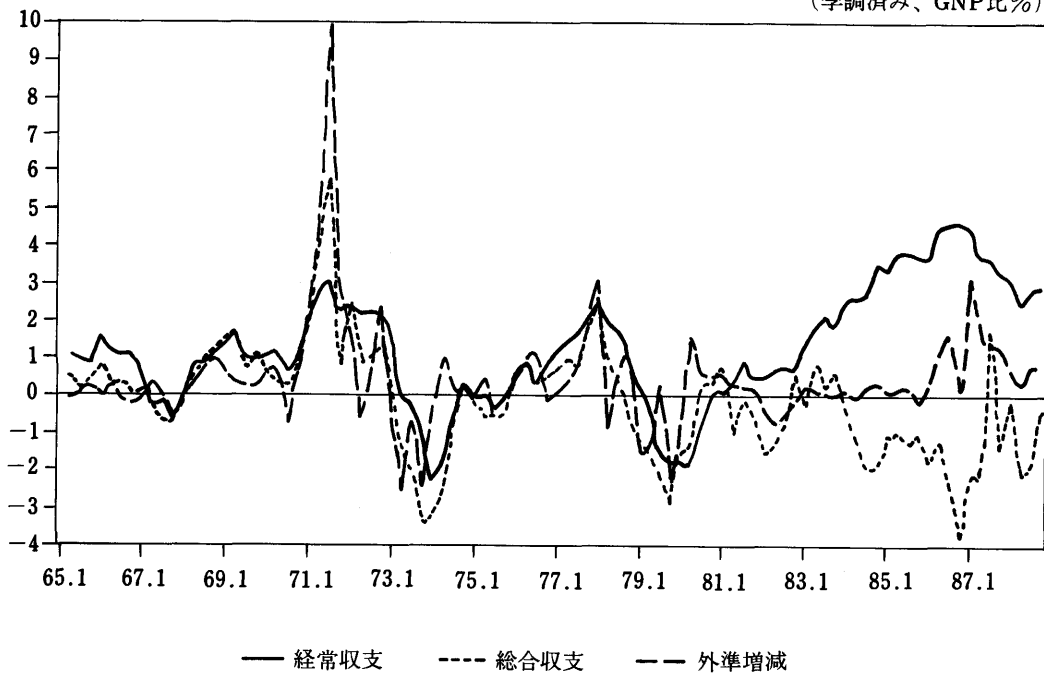
金 融 研 究

第14図 円ドルレートと日本の外貨準備高
(1973年1月=1.0の指数)



第15図 日本の国際収支：1986～88年

(季調済み、GNP比%)



たる円安の原因となった。以下では、この時期の為替管理の自由化が国際収支構造に与えた影響を中心に概観する。

(1980年代の日本の国際収支動向)

円の対ドルレートは1978年10月に175円50銭の最高値を記録した後、第二次石油危機による経常赤字の増大、79年夏からの米国の金融引締めによるドル金利の急上昇等により急速に下落し、79年末には240円台にまで下落した。しかし日本は第二次石油危機によるインフレを短期間で克服し、経常収支の赤字も80年末には解消した。こうしたことから、円レートは80年中は上昇し200円に近づいたが、その後米国の実質高金利の持続と日本からの長期資本の流出圧力の強まりにより、85年初まで円安傾向が続いた。またこれに対応して、日本の経常黒字も増加を続けた。しかし85年春頃から円レートは上昇に転じ、特に同年9月のブラザ合意以降87年末まで急速な円高が続いた。

第15図は1965年以降の日本の経常収支、総合収支、外貨準備増減額（通貨当局による介入額にほぼ対応し、公的部門収支と見なせる）を示している。この図から分かるように、71年の短資が大幅に流入した時期を除き、これらの3つの収支は80年代初までかなりの程度平行して動いてきた。すなわち、民間の資本移動が比較的小さかったため、ならしてみれば経常収支の黒字はかなりの程度外貨準備の増加に対応していた。

しかし1980年代に入り、これら3つの収支が大幅に乖離するようになった。このうち経常収支と総合収支をみると、83年から経常収支の黒字は急速に増大しているのに対し、総合収支は逆に赤字基調となっている。この2

つの収支の乖離の主因は、長期資本の流出、特に民間部門の対外証券投資の急速な増加である（第16図、第17図参照）。また総合収支が赤字となっているのに外貨準備の増加が続いているのは、為銀部門を通じた短期資本の流入を反映したものである。換言すると、83年以降の時期には、経常収支と、為銀部門の短期資本収支が黒字を続け、これには民間の対外証券投資を主体とした長期資本の流出と外貨準備の増加（85年後半以降）が見合っていたといえる。短期資本の純流入額に対応した長期資本の流出は、日本全体をマクロ的に見ると国際的な金融仲介機能を果たしていると見ることができる。これに対し、経常収支の黒字に対応した長期資本の流出は、日本の世界に対する貯蓄の供給と見ることができる。

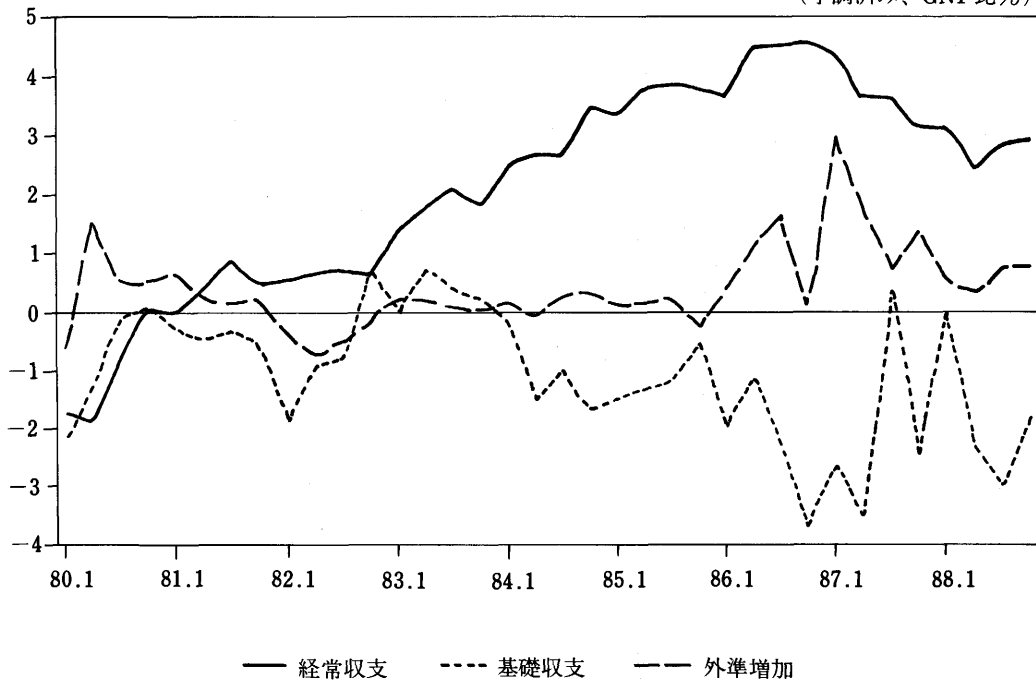
このように、民間部門を通じた国際資本移動は1980年代に入って、飛躍的に増大し、経常収支と公的部門収支の乖離幅は大幅に拡大した。この結果、日本の金融の国際化も急速に進展した。先の日本の対外資産・負債残高のGNPに対する比率を示した第13図を見ると、日本のグロスの対外資産・負債は80年代に入ってから急激に増加してきたことが分かる。対外資産は1980年末には14%程度だったが、87年末には42%に、また対外債務も、80年末の13%から87年末には32%に達している。この間対外純資産も経常収支の黒字によって増加を続け、80年末の1%から87年末には9%にまで増加した。

その内訳は、当然のことながら先にみた国際収支の動きに対応している。資産の増加で特に大きく寄与しているのが、民間の対外証券投資と、為銀の対外短期資産の増加を中心とした民間短期資本の流出である。一方債務

金融研究

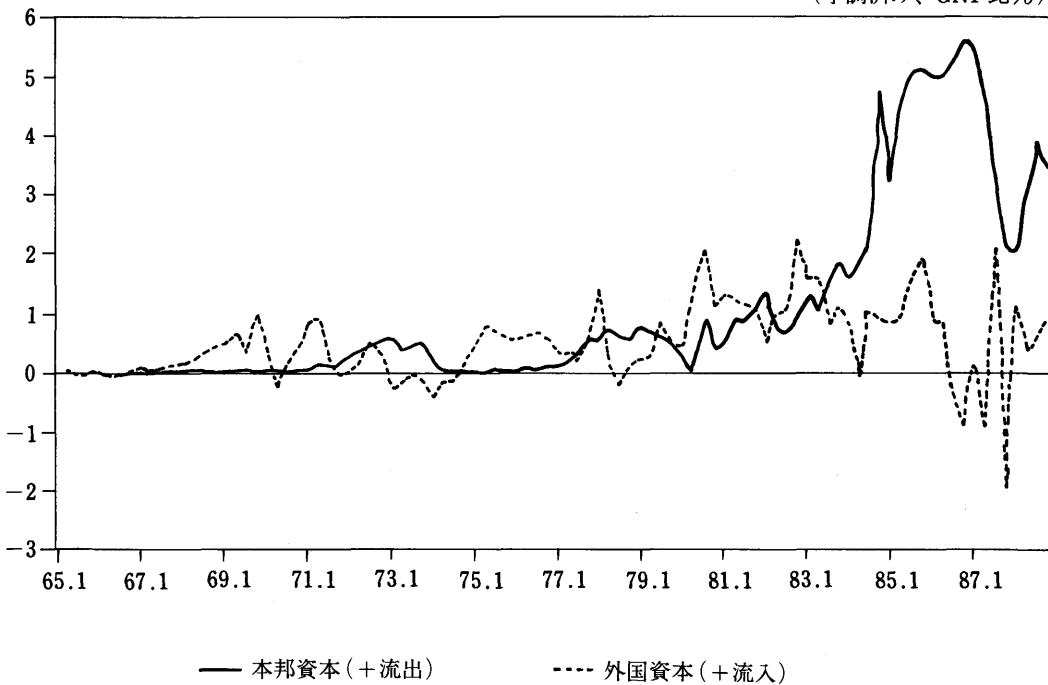
第16図 日本の国際収支：1980～88年

(季調済み、GNP比%)



第17図 日本の証券投資収支の構造

(季調済み、GNP比%)



の増加で寄与が大きいのは、為銀の短期資金取入れを主体とした民間短期資本の流入と、非居住者の本邦証券の取得増加である。このうち、為銀の対外短期資産・負債の増加は、負債の増加が資産の増加を大幅に上回っている。

このように、1980年代には民間資本移動が従来になく活発化したが、それに大きく寄与したのが、80年12月の新外為法の施行、機関投資家に対する対外証券投資規制の緩和、さらに為銀の国際金融業務の拡大である。以下ではこれらの要因について、やや詳しく見てみよう。

(新外国為替管理法の施行)

1980年12月に新しい外国為替管理法（「外国為替及び外国貿易管理法の一部を改正する法律」、以下新外為法と略称）が施行され、日本の為替管理の体系が、戦後長く続いた対外取引を原則禁止とするものから、原則自由とするものに変更された。旧外為法下の為替管理の体系は、敗戦後の厳しい経済情勢の下で乏しい外貨を経済復興のため活用する必要を反映したものであった。しかし、日本経済が発展を続け、経常取引のみならず対外資本取引のかなりの部分についても自由化を行うに至って、形式上対外取引を原則禁止する法体系を維持することは、諸外国からみて日本が不透明な規制を行っているとの印象を与えるため問題となり、為替管理体系の全面的な変更が行われたものである。

新外為法では、外国為替取引を原則として自由とし、例外的に一部の取引を規制するとの考え方が採用された。また資本取引については、(1)国際収支の均衡を維持することが困難な場合、(2)外国為替相場に急激な変動をも

たらず場合、(3)国際資本移動により金融資本市場に悪影響をもたらす場合、には有事規制を発動できるようになっているが、今日まで発動されたことはない。この新外為法の施行により、新たに居住者による本邦為銀への外貨預金（円売りによる場合を含む）と、居住者による本邦為銀からの外貨での借入れ（いわゆるインパクト・ローンの取入れ）、が完全に自由化された（届け出も不要）。また外貨預金の金利については、臨時金利調整法による上限規制が課されず、自由金利とされた。非居住者による本邦為銀への円・外貨での預金は自由とされたが、円預金については顧客が海外の公的当局でない場合には、臨時金利調整法による上限規制の対象（1986年12月に開設された東京オフショア市場では対象外）となり、また円相場の急激な変動を防止する等のために必要な場合には、付利を禁止できるようになった（今日まで発動されたことはない）。さらに指定証券会社経由の対内・対外証券投資については、届け出も不要とされた。この結果、居住者は外貨建ての資産・負債を自由に保有できるようになった。これはこれまでの為替管理を本質的に変更するものであり、円の外貨との交換性の制限をほぼ撤廃するものであった。このように、一般の円が交換可能になったため、従来非居住者自由円勘定と呼ばれていたものが、単に非居住者円勘定と呼ばれるようになった（福井1981）。

この新外為法の下でも、先物為替予約の実需原則と円転規制は残されていた。しかし新外為法の下では、これらの規制はあまり意味があるものとはいえなかった。まず為銀に対する円転規制についてみると、為銀以外の居住者による外貨建ての借入れと、その返済のための外貨の買い予約が自由化された結果、

為替管理としては無意味なものとなった。すなわち、為銀の円転による金利裁定が制約されていても、企業などによる金利裁定取引が自由となり、また大手企業にとっては、その取引コストも為銀と大差ないため、円転規制の実質的な意味が失われたのである。ちなみに現先金利とユーロ円金利の間の乖離幅を見ると、第12図に見られるように、80年末以降ほとんど差が見られなくなっている。²⁹⁾

また先物の実需原則についても、自由金利による外貨預金と外貨借入れが自由化された

ため、直物を通して外貨ポジションを自由に調整できるようになり、あまり意味のない規制になった。³⁰⁾ 実需原則は1984年4月に、また円転規制は同年6月に相次いで廃止された。

(機関投資家の対外証券投資の活発化)

基本的には、新外為法は個別の機関投資家の対外証券投資についての規制を変更するものではなかった。しかし新外為法施行と同時に、通貨当局の機関投資家の対外証券投資に

第2表 期間投資家に対する対外証券投資規制

総資産に対する対外証券投資残高比率の上限規制

(%)

1988年末の資産総額 (兆円)	生命保険	損害保険	貸付信託・合同 運用金銭信託	年金信託	簡易保険	資金運用部
	92.4	19.6	37.3	17.7	39.9	209.4
(総資産残高は貸付信託のみ)						
1980年の状況	10	10	0	0	0	0
1981年1月	↓	↓	↓	10	↓	↓
1983年5月	↓	↓	↓	↓	10	↓
1986年2月	↓	↓	1	↓	↓	↓
3月	25	25	↓	↓	↓	↓
4月	↓	↓	↓	25	↓	↓
6月	↓	↓	3	↓	↓	↓
8月	30	30	↓	30	↓	↓
1987年4月	↓	↓	↓	↓	↓	10
6月	↓	↓	↓	↓	20	↓
1989年2月	↓	↓	5	↓	↓	↓

(注) 上限規制により規制されている対外投資の種類は、機関投資家によって異なるため別の機関の間の数字は、必ずしも直接比較できない。詳しくは付表2を参照。

29) 1987年央から、現先金利とユーロ円金利の乖離幅がやや拡大してきている。これは現先取引に対して有価証券取引税が課せられるなかで、その他の非課税の短期金融商品の取引が拡大し、取引コストの相対的に高い現先市場は裁定取引にあまり使われなくなったためと思われる。ちなみに有価証券取引税が課せられないCD金利とユーロ円金利を比較してみると、最近では裁定関係が良く成立していることが分かる。

30) 為替の先物契約と、為替の直物契約と円・外貨建ての資金運用・調達のコマの間の同値性については、2.を参照。

対する態度が、かなり緩やかになったように窺える。1980年代以前は、機関投資家による対外投資はきわめて限られたものであった。例えば、生命保険会社の外国証券の保有残高は、80年末で総資産の2.7%にとどまっていた（投資額の上限は71年から86年まで総資産の10%と不変）。また信託銀行（正確には全国銀行信託勘定を指す）は、同じ時点で自分自身で運用する資産（年金信託、貸付信託、合同運用金銭信託）の中には、外貨建て資産を全く保有していなかった。

しかし1980年代になると、第2表に示されているように、対外証券投資が急速に自由化された（機関投資家の対外証券投資規制についての詳細は付表2を参照）。81年1月には年金信託に対し総資産の10%までの外貨建て資産への投資が認められた。また簡易保険に対しても、83年5月に総資産の10%までの外国債券取得が認められた。この機関投資家による対外証券投資の自由化が行われた80年代前半は、日本の景気回復が鈍く国内の資金需要が弱い反面、米国の実質金利が非常に高い時期に対応していた。このため、生命保険会社をはじめとする機関投資家は、競ってドル建て債券への投資を行った。

為替管理の自由化による一般投資家の対外証券投資に加え、機関投資家の対外投資が急増した結果、資本の流出圧力は強く、1981年から85年初まで円安傾向が続いた。この円安に対応して、通貨当局は一時的な対外証券投資規制を導入して対応した。すなわち、生命保険会社に対し、1982年4月から86年8月まで

対外投資の増加額に対する上限を設けたほか、損害保険会社、年金信託、簡易保険に対しても同様の規制を行った（付表2参照）。³¹⁾

しかし1985年以降円高が急速に進行すると、これらの規制が撤廃され、さらに対外証券投資残高の総資産に対する比率の上限が緩和された。86年中には、生・損保の上限が10%から30%にまで引き上げられたほか、簡易保険についても同じ年に20%にまで引き上げられた。このとき以降、機関投資家に対する対外証券投資の残高に対する上限規制値は、実際の投資残高をかなり上回っており、事実上制約とはなっていない。

第3表は主要な機関投資家の対外証券投資の残高を示したものである。表に示された9機関は、1988年末の日本の対外証券投資残高の約4分の3を保有している。この時点でみると、全国銀行銀行勘定は、この表の機関投資家の内で2番目に多い約11兆円の外国証券を保有しているが、直先総合持高規制もあって外貨建て証券のほとんどは外貨建ての借入れでヘッジされている。これに対し生命保険会社の持つ外貨建て証券13兆円は、その大部分がヘッジされておらず、アンカバースの対外証券投資を行う機関投資家として、最も重要な地位を占めている。機関投資家の総資産の中に占める外国証券のシェアは、第3表の下段に示されているように、80年代に入って急速に上昇してきており、生損保、証券投資信託では、88年末には9～14%に達している。³²⁾しかし1986年以降ドルが円に対し下落を続けたため、対外証券投資残高の伸びは低

31) この時の機関投資家に対する対外証券投資規制には、いくつかのループホールがあり、これを利用した対外証券投資が続いた。この点については、翁（1989）参照。

32) 機関投資家の対外証券投資とその運用戦略については、金融財政事情研究会（1984）、Fukao and Okina（1989）、Koo（1987）、Kawai and Okumura（1988）、植田・藤井（1986）等を参照。

金 融 研 究

第3表 機関投資家による対外証券投資の推移

対外証券投資残高（暦年末）

(10億円)

歴 年	76	77	78	79	80	81	82	83	84	85	86	87	88
全国銀行銀行勘定	639	687	767	911	1062	1430	2119	2722	4414	7327	9516	10620	11083
全国銀行信託勘定	32	55	93	146	173	332	560	944	1436	3461	6213	7872	8169
農林中央金庫	5	1	16	159	239	313	322	283	380	955	1624	1608	2032
生命保険会社	22	67	203	578	682	1123	1902	2927	3842	4772	7306	10343	13086
損害保険会社	29	68	95	150	193	236	336	571	820	1022	1375	1745	2045
証券投資信託	66	42	92	249	116	203	174	240	843	1635	3909	4146	4784
相互銀行	3	5	10	17	22	56	86	112	165	548	888	907	887
信用金庫	0	29	59	97	189	291	295	363	495	721	783	746	734
簡易保険	0	0	0	0	0	1	4	194	558	946	1465	1968	2240
合計	796	954	1335	2307	2676	3985	5798	8356	12953	21387	33079	39955	45060

総資産に占める比率

(%)

暦 年	76	77	78	79	80	81	82	83	84	85	86	87	88
全国銀行銀行勘定	0.39	0.39	0.40	0.43	0.46	0.57	0.78	0.91	1.33	1.95	2.24	2.23	2.10
全国銀行信託勘定	0.15	0.23	0.33	0.45	0.48	0.95	1.36	2.01	2.65	5.40	7.53	7.94	7.14
農林中央金庫	0.10	0.70	0.20	1.40	2.00	2.20	2.00	1.50	1.90	4.40	6.30	5.59	6.61
生命保険会社	0.20	0.40	1.10	2.60	2.70	3.90	5.70	7.70	8.80	9.30	11.70	13.73	14.15
損害保険会社	0.70	1.40	1.70	2.40	2.80	3.00	3.90	6.00	7.80	8.70	11.20	10.38	10.42
証券投資信託	1.60	0.90	1.60	4.10	1.90	2.80	1.90	1.70	4.70	8.30	12.50	9.25	9.08
相互銀行	0.02	0.02	0.04	0.06	0.07	0.16	0.22	0.27	0.40	1.25	1.92	1.76	1.60
信用金庫	0.06	0.10	0.18	0.26	0.46	0.65	0.61	0.71	0.89	1.22	1.23	1.06	0.96
簡易保険	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.02	0.87	2.24	3.38	4.68	5.57	5.61

(出所) 日本銀行『経済統計月報』

(注) 全国銀行信託勘定の数字は資産・負債から証券投資信託を除いて計算した。

下してきており、証券投資信託など一部の投資家では、総資産に対する対外証券投資の比率も低下している。

(為銀の国際金融活動の活発化)

為銀の国際業務は、1970年代に入ってから

の金融機関の海外進出の活発化を反映して拡大を続け、その国際資本取引も急速に多様化してきた。88年末の全国銀行の海外支店の資産残高は、140兆円と、この時点の全国銀行銀行勘定（これは全国銀行の本邦店のバランス・シートを合計したもの）の資産残高528

兆円のほぼ四分の一にも達している。この結果、為銀の海外支店で取り入れた資金を本邦店に送金してきたり、また海外店の業務のための資金を本邦店から送金したりすることによる資本移動が急速に拡大している。

為銀本邦店の国際金融活動においても、短期取引だけでなく外国証券投資や円・外貨での中長期貸出のウエイトが増加してきた。先の第3表で見たように、全国銀行銀行勘定は1988年末で外国証券を11兆円も保有しているが、このうち外貨建てのものは、ほとんどがユーロ借入れなどの短期・中期の外貨借入れでファイナンスされていると見られる。

さらに1986年12月の東京オフショア市場の開設により、為銀が本邦で行う「外-外取引」（非居住者から資金を調達して非居住者に対して貸し付ける取引）が、ユーロ取引と同様、金融取引規制や税制の面で制約の少ないものとなった。すなわち、東京オフショア市場の取引を国内市場とはある程度遮断した上で、金利規制、預金保険、準備預金の対象外にするとともに、金利について、源泉所得税及び法人税を非課税とすることになった。市場の資産残高は開設後順調に増加し、86年12月末に937億ドルであったものが、87年末には2388億ドル、88年末には4142億ドルに達している。この市場の取引には、本来の外-外取引（資本取引の中継貿易）に加え、国内金融取引について残存する規制をのがれた迂回取引がかなり含まれているが、そのほとんどが金融勘定の為銀部門の取引として本邦の国際

収支に計上されている。

このような事情から、為銀を通じた資本の流出入は拡大を続けている。為銀本邦店の国際金融活動を詳しくみることは、データの制約から困難であるが、全体としては短期資金を取り入れるとともに、これを中長期貸出や長期債で運用しているとみられる。このうち長期資本の流出がアバブ・ザ・ラインの長期資本の流出に、短期資金の取入れがビロウ・ザ・ラインの金融勘定に計上されているため、総合収支尻と外貨準備増減高の乖離幅が近年急速に拡大している（第15図参照）。

（1985年以降の為替レート変動と為替政策）

1980年代前半には、日本の為替管理の自由化と米国の実質高金利が重なり、強い資本流出圧力を生んだことから、円安ドル高が続いた。しかし85年には米国の実質金利が低下を始めた上、米国の経常収支赤字が巨額になったこともあり、ドルは急速に下落を始めた。この間、85年9月のプラザ合意により、G5諸国が一致してドルの過大評価是正の必要性を認めたことも、ドルの下落を早めたと見られる。

ドルの下落にもかかわらず、1987年前半まで日本からの長期資本流出はむしろ拡大した（第7図を参照）。これは先にみたように機関投資家に対する対外証券投資規制が86年に大幅に緩和されたことに加え、ドル安の当初はなおドルの先高期待があったことによるとみられる。³³⁾しかし事後的にみると、85年から

33) Ito (1988) は、国際金融情報センターが行っている、東京外国為替市場参加者の将来の円ドルレートに対する見通しについての調査を用いて、1985年9月のプラザ合意以後の円高局面における為替レートの先行き期待の動きを分析している。それによれば、プラザ以降1年間で円相場は1ドル240円台から150円台にまで激しく上昇したにもかかわらず、この間市場関係者は平均して、円はほぼ横ばいかむしろ円安を予想し続けていたとしている。

87年の期間については、日本の投資家によるドル資産の保有は、ドルの大幅な下落から円資産の保有よりかなり不利であった (Fukao and Okina 1988)。ドル資産を中心とした対外証券投資によるキャピタル・ロスがかさむにつれて、機関投資家の対外証券投資も87年後半からかなり減少し、円の対ドルレートの上昇も続いた。

この1985年から87年末にかけての円高は、73年の変動相場移行後の期間を通していても、きわめて急速かつ大幅なものであった。この円高とそれによる景気後退に対処して、公定歩合は1986年中と87年初に合計5回引き下げられ、87年2月には史上最低の2.5%に達した。また86年以降ドル買い介入が行われ、特に87年前半には外貨準備が急増した。これは87年2月のルール合意等を踏まえて、ドルの急速な下落を防ぐ国際的な協調の一環として介入が行われたためとみられる (船橋 1988)。

しかしこの期間には、通貨当局は1970年代までのような全面的な為替管理の強化を行わなかった。これは金融の国際化が定着し、国際的な資金の運用・調達が企業の日常業務に組み込まれてしまっているため、為替レートに人為的に大きな影響を与えるような、厳しい為替管理の発動は、大きな混乱を起こしかねないからであろう。仮に円高防止のために、非居住者の円建て証券投資や本邦企業のドル借入を停止したとしても、すでに円借入れをした非居住者やドル投資を持つ本邦の機関

投資家に対し、円を買って借入れを返済することや、ドルを直物ないし先物で売ってドル投資のヘッジをすることまで禁止することは困難である。もしすでにドル投資をしている機関投資家に対しそのヘッジを禁止したりすれば、将来にわたってドル投資には極めて慎重になり、むしろドル安につながりかねない。³⁴⁾ このように、一度国際資本移動を自由化してしまった現在、為替レートを操作するために為替管理を発動することは、きわめて例外的な緊急避難としてしか、できない状態になってきていると考えられる (経済企画庁 1984)。

(直接投資の増加)

1987年以降対外証券投資が減少する中で、対外直接投資は着実に増加を続けた。この結果、日本の経常黒字に対応する資本流出に占める純対外直接投資 (国際収支ベース) の割合は上昇を続けており、88年第4四半期にはGNPの1.4%と、経常黒字幅の2分の1弱に達している (第7図の下のパネルを参照)。対外直接投資と外国証券に対する投資では、為替レート変動からのリスクに対する認識が異なると考えられる。すなわち、対外直接投資の場合には一般に、外国の実物資産に対する請求権の取得であり、また投資期間も長期にわたることが多いので、将来投資先の国でインフレが発生しその通貨が下落しても、投資資産価格の値上がりでかなりヘッジすることが可能である (小宮・天野1972)。このた

34) 新外為法の下でも、非居住者円勘定に対する付利の禁止は可能である。しかし、為銀に対して円勘定に付利を禁止しても、為銀や本邦企業による円転により非居住者は円運用を続けることが可能であり、その効果はほとんど期待できない。すなわち、非居住者がドルで運用するとともに、ドルの先物売却、円の先物買入れを行い、本邦為銀や企業がこの先物取引の相手方となって、円転を行えば、非居住者は実質円建てで運用できる。この場合の利回りは、為銀や企業の円転以外の円資金調達コストとの裁定で決定される。

め対外直接投資については、一般の証券投資のようにその残高を為替のディーリング・ポジションとは見なさず、別に管理する場合が多いようである。このように考えると、経常黒字が対外証券投資でファイナンスされる場合には、本邦の投資家の外貨のディーリング・ポジションが増加し、円高・ドル安圧力が発生しやすいのに対し、経常黒字が対外直接投資でファイナンスされる場合には、円高圧力は弱いものにとどまると考えられる。³⁵⁾

対外直接投資についての統計には、国際収支ベースと新外為法に基づく届出ベースの2つがあり、届出ベースの直接投資は国際収支ベースの数字を40%程度上回っている。この不突合は主に、届出ベースの数字には直接投資の計画を届け出たが実行しなかった案件が含まれていること、また届出ベースの数字は対外直接投資の新規実行分を集計したもので投資元本の回収分を控除していないこと、の2つの要因によるものである。³⁶⁾

ここで地域別、業種別の数字が得られる届出ベースのデータでみると、対外直接投資は、円高が急速に進んだ1986年度から急増し、中でも北アメリカのシェアが84年度の35%から87年度には46%にまで拡大しているのが注目される（第18図、第4表）。また業種別にみると、87年度の対米直接投資154億ドルのうち44億ドル（全体の28%）が不動産業、29億

ドル（同19%）が金融保険業で、全体の3分の2が非製造業で占められている。このような対外直接投資の拡大は、製造業においては貿易摩擦に対応するための現地生産拡大のほか、日本企業による生産技術や品質管理などの経営資源の蓄積が進み、その優位性が高まったため、円高を機にこれを海外市場で活用する動きが強まったことが考えられる。また金融業では、買収・提携により、補完的な金融上のノウハウを取得することも、対外直接投資の重要な要因になっていると見られる。

4. 現行の国際収支概念の問題点

日本の国際収支構造は、3.で見たように、大きな変貌を遂げてきた。しかし日本の国際収支統計は、その公表形式が1966年以来基本的に変更されていない。このため、今日ではそのうちのいくつかの収支概念が、的確なものでなくなっていることは否定できない。そこでここでは、現行の国際収支表の収支概念について、近年の国際収支構造の変化を踏まえて検討する。³⁷⁾

（現行の国際収支表の構成）

本論文の2.で見たように、国際収支統計では経常収支と全ての資本収支を合計すれば、誤差脱漏を除いて必ずゼロとなる。このため、

35) もし企業などが、対外直接投資は完全に実物資産の所有であり、為替変動リスクが全くないとみなしている場合には、対外直接投資の為替需給に与える効果は、財の移動を伴わない輸入と同じである。現実には、直接投資として統計的に把握される金額には、貸出や株式投資に近いものから、不動産の取得、工場の建設など本来の直接投資まで、種々雑多なものが含まれている（小宮1988、第5章）。

36) また届出ベースと国際収支表の実行ベースの間で、統計に多少ラグが存在する。

37) 深尾（1983）の第6章で、著者は現行の国際収支表を為替需給分析に用いる上での限界とその改善方法について分析した。ここでは、為替需給分析だけではなく、国際収支表を一般に用いる上での問題点を論ずる。なお、これと同様の観点から総合収支の概念の問題点を論じたものに、久保田（1988）がある。

国際収支の赤字・黒字という言葉は、この国際収支項目のうちの一部を取り出して、その部分収支が黒字、ないし赤字の場合に用いられる。現在の国際収支表で採用されている部分収支には、次のようなものがある（詳しくは第5表を参照）。

貿易収支：經常収支を構成する取引のうち、サービス（運輸、保険、投資収益の流れ等）の収支を除き財の取引だけの収支を見たもの。

經常収支：財貨・サービスの純輸出額で、GNPの經常海外余剰にほぼ等しい。

基礎収支：經常収支と資本収支のうち期間が1年超の取引の合計。

総合収支：上の基礎収支に為銀以外の民間の短期資本収支と誤差脱漏を合計したもの。

外貨準備増減：外貨準備の増減で、通貨当局による介入額に外貨準備の金利収入を加えたものにほぼ対応。

これらの収支のうちで、経済的な意味付けが最も容易で、国際的にもよく用いられるのが、經常収支である。また外貨準備の増減は、通貨当局の介入姿勢を示す指標としてよく用いられる。

これに対し、近年意味付けが困難になってきているのが、基礎収支と総合収支（ないしその裏の金融勘定）である。基礎収支は、經常収支と長期資本収支の合計であるが、長期資本収支の中には債券のディーリングのように、極めて短期間に逆取引が行われるものが多く含まれており、短期資本との区分の根拠が非常に薄れてきている。このため各国の国際収支統計作成のガイドラインとなっているIMF 国際収支マニュアル第4版（「国際収支提要」とも呼ばれる）でも、基礎収支の表示

はあまり提唱していない（IMF 1977, Chap. 7）。

総合収支についても、3.で見たように近年為銀の国際金融業務が非常に活発化し、為銀の短期資本の取入れとその長期運用が拡大するにつれて、その意義が急速に薄れてきている。1966年以降、日本のいわゆる IMF ベース国際収支表では、総合収支までをアバブ・ザ・ラインとして表示し、総合収支を最も目立つ形で取り扱ってきた。そこで以下では、まず総合収支が中心的な部分収支概念として採用された事情を見た上で、近年その有用性が薄れてきた背景を見ることにしよう。

（総合収支概念の問題点）

民間の全ての対外短期資本取引のうち、為銀の短期資本取引がピロウ・ザ・ラインの金融勘定の中に為銀部門として計上され、為銀以外の民間短期資本取引はアバブ・ザ・ラインの「短期資本収支」として計上されている。このため為銀の対外資本取引は、そのうち期間1年超のものがアバブ・ザ・ラインの長期資本収支に、期間一年以下のものがピロウ・ザ・ラインの金融勘定に、と分割して計上されている。為銀が国際金融業務として、主に日本の貿易金融のみを外貨建てで行っていた時代には、為銀の活動はほとんどピロウ・ザ・ラインの為銀部門の変化に現われた。輸入の増加が本邦為銀の供与する輸入ユーザンス（本邦ローン）でファイナンスされると、その原資となる為銀の外貨借入れが増加し、これはユーザンス期間後にドル買い圧力として外為市場に現われる。このように、為銀部門を通じた資本の流入は将来の外貨不足要因になるとの観点から、他の民間資本の流入と区別して扱われた。經常収支の赤字や、為銀

第5表 資本収支を中心とした現行国際収支表

経常収支（輸出超過がプラス）	発生ベース（所有権移転ベース）の財貨・サービスの取引および移転収支。
長期資本収支（資産の減少ないし負債の増加がプラス）	当初契約の満期日が1年超または満期日のない政府および民間の資本取引。最近では、大宗が証券投資で、そのほか直接投資、延べ払い信用、借款等を含む。また政府による円借款や為銀による中・長期貸出なども含まれる。満期まで1年以下の期近債を含む。
資産（本邦資本）	円、外貨での本邦の対外長期資産。
負債（外国資本）	円、外貨での本邦の対外長期債務。
基礎的収支	経常収支、長期資本収支の合計。
短期資本収支（資産の減少ないし負担の増加がプラス）	円、外貨での短期資本取引のうち金融勘定に入るものを除くもの。具体的には為銀部門以外の民間の短期資本取引が含まれる。かつては短期の貿易信用や現先取引などが中心だったが、近年短期の借款（ユーロ円インパ）が急増している。
誤差脱漏	統計上の不突合。
総合収支	以上の合計。
金融勘定（定義により総合収支に等しい）	通貨当局（日銀、大蔵省）の対外短期資産・負債および、為銀本邦店の対外短期資産・負債。
外貨準備増減（増加がプラス）	金、外貨、SRD、IMF リザーブ・トランシュ。
その他（資産の増加ないし負担の減少がプラス）	外貨準備以外の通貨当局の対外短期資産・負債と為銀部門。
為銀部門	為銀本邦店の保有する円、外貨での対外短期資産・負債。

以外の民間資本の流出が為銀部門の短期対外純債務の増加（資本の流入）で賄われた場合には、「為銀ポジションの悪化」と呼ばれ、国際収支表上は総合収支の赤字として表示された。このような状態においては、総合収支は日本の対外支払い能力の変化の指標としての意味があった。³⁸⁾

しかし為銀による総合収支の赤字のファインダンスが「為銀ポジションの悪化」によって賄われたからといって、為銀が為替レートの変動リスクを伴う外貨の売り持ちポジションを負っていたわけではない。この当時から、為銀は直先総合持高規制の下で、大きな為替ポジションは持っておらず、外貨の借入れに

38) 1966年までは、日本の国際収支統計は「外国為替統計」と呼ばれ、その中の「総合収支」は外貨準備の増減と一致するように定義されていた。しかし66年4月以後、日本の国際収支統計はいわゆるIMF方式となり、「総合収支」として現在の定義である為銀ポジションの変化と通貨当局の対外短期資産の増減の合計が採用された。この国際収支表の概念の変更と当時の総合収支の意義については、犬田（1965, 1966）を参照。また通貨当局による民間銀行部門に対する統制力が弱くなると、総合収支の意義が薄れると論じたものに、天野（1980, p.125）がある。

伴う売り持ちポジションは、国内の業者に対する外貨貸出などの買い持ちポジションでヘッジされていた。このため為銀ポジションの悪化とは、単に為銀の対外短期債務が対外短期資産に比較して大きくなり、外国からのネットの短期借入れが拡大したことを意味したにすぎなかった。

為銀の国際業務は3.で見たように、1970年代に入ってから金融機関の海外進出の活発化を反映して拡大を続け、その国際資本取引も急速に多様化してきた。この結果、国際収支表の為銀ポジションの概念の有用性も徐々に薄れ、今日では全く形骸化するに至っている。これは次のような事情による。

- (a) 国際収支表は、居住者と非居住者の間の全ての取引を記録したものであるが、為銀の本邦店は居住者、為銀の海外支店は非居住者として扱われているため、為銀海外店の活動のうち本支店間の取引のみが国際収支表の金融勘定に計上され、海外支店の活動のごく一部しか国際収支表に反映されない。またこの結果、為銀が海外支店の勘定に計上してあった取引を本邦店の勘定に移しかえるだけで、巨額の国際資本移動が発生し得る。
- (b) 為銀の国際金融取引に占める円建て取引のウエイトが上昇するに従って、「為銀ポジション」は為銀の外貨建ての対外短期純資産残高ではなくなってきた。実際1988年末の為銀の対外短期資産のうち48.3%、対外短期債務のうち34.6%が円建てになっている。
- (c) 先にみたように、為銀の本邦店の国際金融活動においても、短期資産だけでなく外国証券投資や円・外貨での中長期貸出のウエイトが増加し、これらをピロウ・ザ・

ラインの為銀ポジションと切り離して考えることができなくなってきた。

- (d) 1986年12月の東京オフショア市場の開設により、為銀が本邦で行う「外-外取引」が拡大し、この取引のほとんどが金融勘定の為銀部門に計上されるようになった。

総合収支概念は、このような事情によって日本の対外支払い能力を示す指標としての意義を失った。しかし総合収支には、なおなんらかの意味付けができるとの、根強い見方が残っている。そこで以下では、そうした見方の根拠となっている、いくつかの(誤った)意味付けについて検討してみよう。総合収支に関する誤解には、次のようなものがある。

- (a) 総合収支は日本の対外支払い能力の変化を示す。

これが今日では、誤った見方であることは上で述べた。総合収支が対外支払い能力の一指標として用いることができたのは、厳しくみて外貨集中制が廃止された1972年まで、好意的にみてもせいぜい70年代末までであろう。

- (b) 総合収支戻は、為銀と公的介入により受動的にファイナンスされる。

これもよく見られる記述であるが、先に説明したように、為銀は全体としてはあまり為替リスクを負わないので、受動的に外貨を売買するといった見方は誤りである。また公的介入についても、変動相場制移行後は通貨当局のイニシアティブで行われており、受動的なファイナンス項目と見るのは誤りである。

- (c) 為銀ポジションは、為銀による外貨の純持高である。

これは先にみたように全くの誤解である。

- (d) 金融勘定はマネーサプライ増減の項目になっている。

これは、「マネーサプライ増減と信用面の対応」（日本銀行『経済統計月報』）のなかでマネーサプライの増減要因のうち「対外資産」に金融勘定の増減額が用いられているため、国際収支のうち総合収支の黒字は、そのままマネーサプライ増加要因になるとの誤解を生んだものである。「マネーサプライ増減と信用面の対応」は、マネーサプライ統計対象機関のバランスシートを統合して、次の式によりマネーサプライの増減要因を分析したものである。

(マネーサプライ)

$$= (\text{資産総額}) - (\text{マネー以外の債務と資本})$$

第19図はこの統合されたバランスシートの概念図を示している。この図とその中の式 (A) (上の式を詳しくしたもの) から分かるように、マネーサプライは常に資産の総額からマネー以外の債務と資本勘定を差し引いたものに等しい。このバランスシート式上で、国際収支に関する項目は長・短期の対外信用と、長・短期の対外債務である。現在のマネーサプライは、金融機関以外の非居住者の保有する円・外貨の預金を含んでいるため、左辺のマネーサプライに対応する右辺の項目のうち国際収支に関する項目は、長・短期の対外信用からマネー以外の対外債務を差し引い

第19図 マネーサプライ統計対象機関のバランスシート
(概念図)

資 産	負債・資本
国内信用 A + B	国内債務 E + F
財政部門向け信用 A	マネー E
民間向け信用 B	マネー以外 F
対外信用 C + D	対外債務 G + H + I
短期信用 C	短期債務 G + H
長期信用 D	マネー G
	マネー以外 H
	長期債務 I
	資本 J
合計 A + B + C + D	合計 E + F + G + H + I + J

$$\text{マネーサプライ} = E + G = A + B + C + D - (F + H + I + J)$$

$$= \text{国内向け信用} + (\text{対外信用} - \text{マネー以外の長短対外債務})$$

$$- \text{マネー以外の国内債務} - \text{資本} \quad (A)$$

$$\text{金融勘定} = \text{ネットの対外資産} = C - (G + H) \quad (B)$$

$$\text{マネーサプライに対応するネットの対外資産} = C + D - (H + I) \quad (C)$$

(注) この図では、資本は全て居住者が保有している、また対外長期債務にはマネーが入っていない(長期の非居住者預金はない)、との仮定を置いてある。

た式 (C) の金額になる。これは式 (B) で表される金融勘定とは大きく異なる。すなわち、マネーサプライの増減に対応する正しい国際収支項目を求めるためには、金融勘定に對外長期信用（為銀本邦店の中長期對外貸付と對外証券投資のうち1年超の満期分）を加え、非居住者保有のマネーを差し引く必要がある。

(e) 経常収支と資本収支の合計はゼロにならない。

これは、日本の国際収支表では、資本収支のうち金融勘定に含まれる部分をビロウ・ザ・ラインに置いて、符号を他の資本収支と逆にしているために生まれた誤解である。また「短期資本収支」には、為銀部門や通貨当局を通ずる短期資本収支が含まれていないにもかかわらず、あたかも全ての短期資本を含んだように表示している点も、誤解を生む原因となっている。

(f) 総合収支は世界全体でゼロになる。

貿易収支、経常収支については、各国で同じ統計作成方法を取っている限り、計上時点のラグを除くと原理的に世界全体でゼロになるはずである。³⁹⁾ また資本収支の項目についても、それが国際資本取引に使われた取引手段別（例えば、借款、証券、預金）の統計であれば、概念が各国で同じである限り世界全体でゼロになるはずである。例えば、ある国からの貸出は他の国の借入に等しく、また、ある国の証券買入は他の国の証券売却に等しくなる。

第6表 IMF 国際収支マニュアル第4版の標準項目

- | | |
|-----|------------------|
| I. | 経常勘定 |
| A. | 財貨、サービス、及び所得 |
| | 商品 |
| | 運輸 |
| | 旅行 |
| | 投資収益 |
| | その他の財貨、サービス、及び所得 |
| B. | 無償移転 |
| | 民間 |
| | 公的 |
| II. | 資本勘定 |
| A. | 準備資産を除く資本 |
| | 直接投資 |
| | 証券投資（ポートフォリオ投資） |
| | 公債 |
| | 民間債券 |
| | 株式 |
| | その他の資本 |
| | 長期資本 |
| | 自国の公的部門 |
| | 預金銀行 |
| | その他の部門 |
| | 短期資本 |
| | 自国の公的部門 |
| | 預金銀行 |
| | その他の部門 |
| B. | 準備粗餐 |
| | 貨幣用金 |
| | SRD |
| | IMF のリザーブポジション |
| | 外貨資産 |
| | その他の資産 |
| | IMF クレジット |

(出所) IMF (1977, pp.66-69)

39) 実際の世界の経常収支合計は、1980年代に入ってからかなり大きな赤字となっている。これは企業や個人の納税等と絡んで、経常支払いに比べて経常受取の捕捉率が低くなりがちなことによると見られている。しかしこのことは、概念上世界の経常収支合計が必ずゼロになることと全く別の、統計の精度の問題である。詳しくは、OECD (1982)、IMF (1987) 等を参照。

しかし資本収支の項目が、取引の主体（銀行、公的部門）別の統計であれば、世界全体では必ずしもゼロにはならない。例えば、日本の為銀が米国の企業に短期貸出を行うと、日本の国際収支では為銀部門の対外短期資産の増加として記録されるが、米国側では、非銀行部門の短資債務の増加として記録される。このように総合収支は、為銀と通貨当局という取引主体で切った資本取引項目であるため、各国が仮に日本と同じ総合収支概念を採用していても、世界合計はゼロにならない。⁴⁰⁾

（国際収支表の発表形式）

現在のIMF国際収支マニュアルでは、標準的な国際収支項目として、第6表のような形式を提唱している。この形式の国際収支表は、日本でもすでに大蔵省の『財政金融統計月報』の国際収支特集号に年1回だけ年次ベースの表が公表されている。この表では、毎月発表される国際収支表とは異なり、直接投資と証券投資以外の長短の資本収支が、それぞれ公的部門、預金銀行部門、その他の部門に分けられており、国際収支の動向をより詳しく分

析できるようになっている。さらにこの形式であれば、現在の総合収支を強調した発表形式と異なり、上で説明した誤解を招きにくいと考えられる。このため、現在の国内発表形式をこの表の形式に変更することが望ましい。発表する部分収支としては、この表により直ちに明らかな、経常収支と準備資産増減だけで十分と考えられ、現在の基礎収支と総合収支を表に計上する必要はないと思われる。もっとも統計的な継続性の観点からは、表外にメモ書きすることにより従来の基礎収支、総合収支を示すことも考えられる。

国際収支統計の意義をより長期的に考えると、現在の統計のように居住者と非居住者の間の取引のみを記録する方式自体、見直すことが考えられる。久保田（1988）はこの点について、日本の銀行や企業が海外の支店や現地法人を通じて世界的に活動をするようになった現在、これらの海外支店・現地法人の取引をも含む「連結国際収支表」を考える必要性を指摘している。全ての法人の連結を行うことは、統計作成上も非常な困難を伴うと考えられるが、金融機関については、その全世界ベースの取引の把握は比較的容易と考え

40) IMF がときに分析に用いる公的決済収支は、自国の公的部門の外貨準備から海外の通貨当局が自国に保有する準備資産を差し引いたものとして定義されている。この定義では、各国が対称的に国際収支を記録する限り世界の公的決済収支合計はゼロになる。しかし、通常自国の全ての対外債務のうちで、海外の通貨当局が保有する準備資産を正しく記録することは困難である。また産油国の通貨当局などでは、為替レートの維持安定のためというよりは、資産の運用として外貨を保有しており、これを公的決済収支の債務項目に入れることには問題もある（IMF1977、chap. 7）。

さらにこの公的決済収支の定義では、世界の通貨当局による介入全体の為替需給に与える影響を捉えることはできない。2. でみたように、通貨当局の為替需給に与える影響は、自国の通貨当局の外貨建て資産の持高から、海外の通貨当局の自国通貨の持高を差し引いた金額で測ることができる。すなわち円についてみると、日本の通貨当局が保有する外貨持高から、海外の通貨当局が保有する円の持高を差し引いた金額である。しかし、海外の通貨当局は必ずしもその円建ての準備資産を日本で運用するとは限らず、ユーロ円など日本以外に保有することが有り得る。このため、為替の需給を分析する上では、公的決済収支の概念にも限界がある。詳しくは、深尾（1983）第6章を参照。

られる。金融機関の国際的な金融仲介業務の重要性を考えると、金融機関について世界ベースで連結した国際収支表を發表することは、有意義なことと思われる。

5. おわりに

本論文では、戦後の為替管理の自由化と、それが日本の国際収支に与えた影響について概観した。日本の為替管理政策の大幅な変更としては、1964年のIMF 8条国への移行と、80年の新外為法の施行が挙げられる。日本のIMF 8条国への移行により、經常取引に伴う為替管理が自由化され、ケネディ・ラウンドの実施などによる関税の引き下げもあって、貿易は大幅に拡大した。これに対して、資本取引には今日からみるときわめて厳しい為替管理が行われおり、またこれはIMF協定上も認められていた。しかし經常取引に付随する貿易金融を利用した資本移動は、70年代初にIMF体制を崩壊させるのに十分であった。このため、固定相場制の下で經常取引を自由に行うという本来のIMF体制が機能したのは、日本では64年から71年までのわずか7年間、西欧諸国でも8条国移行の61年から71年の10年間であった。これに比較すると、今日の変動相場制は主要国が事実上フロートに移行した73年から16年間機能しており、その多くの問題点にもかかわらず、国際通貨制度としての強みを示していると言えよう。

変動相場制の下で、日本は1980年に為替管理を大幅に緩和する新外為法を施行し、また機関投資家に対する対外投資規制の大幅な緩和を行った。この結果、70年代に足踏みを続けていた日本の金融の国際化は、80年代に入って急速に進展した。機関投資家は、折

からの米国の高金利の下、競って対外証券投資を行った。これは強い円安・ドル高圧力を生み、日本の対米輸出の急増などによる日米の貿易摩擦を激化させた。この経験は、変動相場制下における為替レート的大幅なスイングに伴う問題を再認識させ、より為替レートの安定を重視したEMSのような通貨制度が見直される契機となっている。

このように、日本の為替政策は国際通貨制度や日本の国際貿易関係に大きな影響を与えてきた。日本の為替管理がほぼ完全に自由化された今日では、過去の為替管理が国際収支、為替レート変動に与えた影響を考えることは、不必要に見えるかも知れない。しかし将来の通貨制度改革を議論する上で、過去の為替管理により何が可能であり、何が不可能であったかを整理しておくことは、重要である。日本の1964年のIMF 8条国移行後の固定相場制の経験は、為替管理政策による固定相場の維持の限界を示すものである。今日においては、為替管理と介入の双方を用いたとしても、為替レートの安定と海外の金融・経済情勢から独立した金融政策の遂行とを同時に達成することは、不可能とみるべきであろう。

以 上

付表 1

日本の為替管理の歴史

1945年 8 月	第二次世界大戦の終了。 全ての対外取引と外貨準備資産は、GHQ (General Headquarters of the Allied Powers) によって管理された。資本取引や貿易取引が国家管理の下で行われた結果、為替管理自体はさほど意味を持たなかった。
1949年 3 月	日本政府に外国為替管理委員会を設置し、対外取引と外貨準備の運用を GHQ から移管。
4 月	外国為替管理委員会は 1 ドル360円の単一為替レートを決定。
11月	邦銀11行に外国為替業務を認可。
12月	民間業者が輸出を行えるようになった。 「外国為替及び外国貿易管理法」を公布・施行。この法体系のもとでは、外国為替取引は原則として禁止され、例外的に許される形式をとっていた。これは1980年12月に新外国為替管理法が施行されるまで続いた。 外銀10行に外国為替業務を認可。
1950年 1 月	「外国為替予算制度」を実施。 民間業者が輸入を行えるようになった。外国為替は、四半期ごとの外国為替予算（1952年度以後半年毎）により配分された。
5 月	「外資に関する法律」公布、6 月施行。
6 月	「外国為替等集中規則」（為替の全面集中制）の導入。居住者は入手した外貨債権等を、全て公定相場で外国為替公認銀行等に売却する義務があった。また外国為替銀行は、保有する外貨を日銀に売り渡す義務があった。
1952年 4 月	対日講話条約発効、GHQ 廃止。 「持高集中制」への移行。 外国為替公認銀行（邦銀11行）は、一定の持高までは外国の銀行に外貨預金口座を持てるようになった（コルレス契約の締結）。同年 6 月以降、輸出入は、これらの口座を通して決済されるようになった。 為銀の直物売り持ちは原則として禁止された。 この時点では、為銀の直先総合持高規制はなされていなかった。
7 月	東京外国為替市場の再開。 政府と為銀の間の集中相場は、1 米ドル売り360円35銭、買い359円65銭に固定。
8 月	外国為替管理委員会の廃止。 為替管理と外貨資金の管理はこれ以降大蔵省に移管された。 日本は IMF に加盟。これに伴い日本は為替レートを360円の上下 1 %に維持する義務を負った。
1953年 1 月	集中相場を1米ドル売り360円80銭、買い359円20銭に変更。
1955年10月	日本は GATT に加盟。
1957年 9 月	為銀に対し、直先総合持高規制を導入。
1959年 9 月	米ドルの集中相場がIMF平価の上下0.5%に拡大され、銀行間相場もそれと同じ幅だけ上下できるようになった。 銀行の対顧客相場も、この範囲で自由に建値できるようになった。また先物相場については、完全に自由に決定できるようになり、政府は先物のカバーに応じないこととなった。
1960年 6 月	政府は「貿易為替自由化計画大綱」を決定し、IMF 8 条国移行と、OECD 加盟を目標にした。
7 月	非居住者自由円勘定の創設。 経常取引により非居住者が取得した円勘定残高については外貨との交換を自由化。 円為替の導入。

日本の為替管理の自由化と国際収支構造の変化

- 1963年 4月 公的介入の開始。
集中相場（大蔵大臣売相場）が従来の売り、買い固定から屈伸制に変更。また為銀対顧客直物相場の自由化。
従来外国為替特別会計は自動的に為銀との集中売買を行っていたが、以後は IMF 平価の上下 0.75% の範囲内で弾力的に平衡介入を行うようにした。
- 1964年 4月 IMF 8 条国への移行。これにより、日本は経常取引についての為替管理を撤廃した（具体的には外国為替予算制度を廃止）。
OECD への加盟。
- 1968年 2月 円転換規制の導入（為銀が外貨を借り入れた上で外国為替市場で外貨を売却し、円に換えて国内で運用することに対し上限を設定した）。
- 1970年 4月 本邦の証券投資信託に外国証券の組入れを許可（上限 1 億ドル）。
- 1971年 1月 保険会社にも外国証券購入を許可（上限 1 億ドル）。
- 7月 証券投資信託、保険会社の外国証券購入についての金額制限を撤廃。
一般投資家の外国証券購入売却を包括的に許可。
海外不動産取得規制を緩和。
- 8月 米国がドルと金の交換性を停止（いわゆるニクソン・ショック）。
円は 8 月 28 日から 12 月 19 日までフロート。
輸出代金の前受金の取入れに対する規制を実施（1 万ドル以上を要許可）。
為銀の非居住者自由円勘定の取入れ残高に対する規制導入。
- 9月 為銀の円転規制、自由円勘定残高規制を法制化のうえ強化。
- 12月 IMF 平価を 1 ドル 308 円に変更（スミソニアン・レート）。
為替変動幅を上下 2.5% に拡大。
- 1972年 1月 輸出前受金規制を撤廃。非居住者自由円勘定の残高規制を廃止。
- 2月 信託銀行の外国証券の購入を自由化。
輸出前受金規制を再開（1 万ドル以上を要許可）。
- 3月 本邦為銀の外国証券の取得を許可。
外人投資家の政府短期証券の取得を禁止。
- 4月 東京ドルコール市場の開設。銀行間の短期の外貨資金取引が東京で行えるようになった。
- 5月 外貨集中制を廃止（制令の規定を削除、外国為替管理法の規定は存続し、1980年 12 月に廃止）。
これに伴い、一般の居住者、非居住者が本邦内の為銀に外貨預金を開設することを自由化。
- 6月 輸出前受金規制を強化（5 千ドル以上を要許可）。
非居住者自由円勘定に対し、25% の増加額準備率を設定。
- 7月 非居住者自由円預金勘定の増加額準備率を 25% から 50% へ引き上げ。
居住者の海外不動産取得を自由化。
- 10月 外人投資家の本邦証券取得を処分額の範囲内に限定。
- 1973年 2月 円の変動相場制移行。
- 11月 輸出前受金規制を緩和（要許可限度 5 千ドル→1 万ドル）。
外国投資家の本邦株式の取得規制（処分額の範囲内）の撤廃。
- 12月 為銀に対する円転規制を緩和し、本支店勘定以外の非居住者自由円勘定を売り持ち限度の枠から除外。
非居住者自由円勘定の増加額準備率を 50% から 10% へ引き下げ。
外国投資家の本邦債券取得規制（処分額の範囲内）の撤廃。
- 1974年 1月 輸出前受金規制の緩和（要許可限度額 1 万ドル→10 万ドル）。
居住者の短期外貨証券の取得の禁止。
居住者の外貨預金残高の増加に規制を導入（1973年の 10～12 月の各月末平残以下）。新規開設

金融研究

- に許可制を導入。
- 銀行、証券会社、投資信託、保険会社の対外証券投資に純増ゼロの自主規制。
- 7月 輸出前受金規制の緩和（要許可限度額10万ドル→50万ドル）。
- 8月 外国投資家の政府短期証券の取得を自由化（これにより、対内証券投資の規制はすべて撤廃）。
- 9月 非居住者自由円債務の準備率を10%からゼロに引き下げ。
- 1975年6月 銀行を除き、対外証券投資の自主規制撤廃。
- 1977年3月 銀行の対外証券投資の自主規制撤廃。
- 6月 居住者による短期外貨証券の取得規制を廃止（従来は事実上禁止）。
- 非居住者による株式、債券の取得の自動許認可への移行。円転規制を直物持高規制へ移行。
- 居住者外貨預金勘定の残高規制を撤廃。
- 外貨預金、非居住者自由円債務残高に対する準備率を設定（0.25%）。
- 11月 非居住者自由円勘定の増加額準備率を設定（50%）。
- 政府短期証券の公募停止により、非居住者の取得を事実上禁止。
- 1978年3月 外国投資家の本邦円建て債券取得規制導入（残存期間5年1か月未満の一般債券等の取得を禁止）。
- 非居住者自由円勘定に対する100%の増加額準備率適用（事実上の増加額に対する付利禁止）。
- 4月 対外証券投資のヘッジのための先物取引の解禁。
- 居住者外貨預金制度の拡充（円を原資とする300万円以下の設定容認等）。
- 6月 輸入ユーザンス期間の延長（120→140日）。
- 1979年1月 非居住者による円建て債券の取得規制の一部緩和（5年1か月以内→1年1か月以内）。
- 2月 外人投資家の本邦債券取得規制を撤廃。
- 非居住者自由円債務に対する増加額準備率廃止。
- 5月 非居住者の現先取引の解禁。
- 輸出前受金規制撤廃。
- 輸入ユーザンス期間の延長（140→180日）。
- 短期インパクトローンの解禁。
- 12月 インパクトローン取入れの弾力化。
- 1980年3月 公的自由円の金利自由化。
- 為銀の本支店自由円勘定を通ずる海外資金取入れの弾力化（直物持高規制から除外）。
- 12月 新外国為替管理法の施行（それまでの為替取引を原則禁止とする法体系から原則自由に転換）。
- 本邦為銀に対する居住者の外貨預金の自由化。
- インパクトローンの自由化。
- 輸入ユーザンス（1年以内）の自由化。
- 指定証券会社を経由する居住者の海外の証券取得の自由化（直接投資は届け出制）。
- 指定証券会社を経由する非居住者の本邦の証券取得の自由化（直接投資は届け出制）。
- 居住者による海外不動産取得の自由化。
- 非居住者自由円勘定から非居住者円勘定に移行（居住者が保有できる一般の円預金が全面的な交換性を持つようになったので、“自由円”とその他の“不自由円”を区別する必要がなくなったため）。
- 為替管理は有事規制に移行（今日まで発動されたことはない）。
- 1981年1月 外貨預金等の準備率の引き上げ（定期性0.25→0.375%、その他0.5→1.25%）。
- 3月 外貨預金等の準備率の引き下げ（定期性0.5→0.375%、その他1.25→0.5%）。
- 1982年3月 ゼロクーポン債の取得自粛。
- 4月 生命保険会社の外貨建て資産増加額に対する規制導入（1986年8月まで）。
- 1983年2月 ゼロクーポン債の販売再開。

日本の為替管理の自由化と国際収支構造の変化

- 5月 簡保資金による外国債取得開始（総資産の10%以内）。増加額に対する上限規制が課せられ、86年9月まで存続。
- 6月 為銀海外支店による非居住者向け短期ユーロ円貸付を自由化。
- 11月 年金信託の外貨建て資産増加額に対する規制導入（1986年8月まで）。
- 1984年4月 先物予約に関する実需原則廃止。
輸入ユーザンス期間延長（1年→2年）。
海外CD、CPの国内販売開始。
銀行の円建て対外貸付を自由化。
- 6月 為銀に対する直物持高規制（円転規制）の廃止（これにより、外貨で取り入れた資金を全く自由に円に換えて国内で運用できるようになった）。
為銀による本支店勘定による海外への円送金自由化。
居住者向け短期ユーロ円貸付の自由化。
- 7月 非居住者による本邦不動産の取得を自由化。
- 12月 短期ユーロ円CDの発行解禁。
- 1985年4月 邦銀海外支店による非居住者向け中長期ユーロ円貸付を自由化。
- 5月 居住者の短期ユーロ円借入れの事前届出義務の免除。
- 9月 先進5カ国がドルの過大評価は正で合意（ブラザ合意）。
- 1986年2月 貸付信託、合同運用金銭信託の外債投資を解禁（総資産に対する比率は1%以内）。
- 3月 生損保の外国証券投資の総資産に対する上限比率を緩和（10→25%）。
- 4月 年金信託の外貨建て資産の総資産に対する上限比率を引き上げ（10→25%）。
- 6月 貸付信託、合同運用金銭信託の外債投資の総資産に対する比率を1%から3%以内へ引き上げ。
- 8月 生損保、年金信託の対外投資の上限比率を引き上げ（25→30%）。
- 10月 為銀に対する先物カバー無しでの外貨証券投資を一部直先総合持高の枠外とすることを認める。
- 12月 本邦オフショア市場の創設。
為銀の非居住者との預金、借入れ、貸出取引（オフショア取引）について、国内金融市場とは遮断した上で、金利規制、預金保険、準備預金の対象外とし、非居住者に帰属する利子について源泉所得税を非課税とした。
- 1987年4月 資金運用部の外債投資開始（総資産の10%以内）。
- 5月 金融機関等の海外金融先物取引自由化。
- 6月 簡易保険の外国債証券の総資産に対する上限比率を10から20%へ引き上げ。
- 11月 非居住者ユーロ円CD発行自由化。
- 1989年2月 貸付信託、合同運用金銭信託の外債投資の総資産に対する比率を3%から5%以内へ引き上げ。
- 5月 為銀の居住者に対する、期間1年超の中長期ユーロ円貸付の自粛を廃止。

<参考>

1989年5月現在で残っている主要な為替取引に関する規制は以下の通り。

- ・ 為銀に対する直先総合持高規制。
- ・ 外国為替銀行制度（為銀以外の居住者間の外国為替売買、外貨貸付の許可制）。
- ・ 特殊な決済方法に対する許可制
- ・ 居住者による海外の銀行への預金の許可制。
- ・ 居住者による海外での証券発行、非居住者による本邦での外債発行、ユーロ円債発行についての審査制。
- ・ 直接投資の事前届け出制。
- ・ 一般の居住者による海外の先物市場への参加規制。
- ・ 機関投資家の運用資産に対する個別規制（付表2参照）。

付表 2

機関投資家の対外投資に対する規制の推移

この付表は日本の機関投資家の対外投資に対する規制の推移をまとめたものである。以下の表の情報は、次のような公表された文献によった：経済企画庁（1984）、植田・藤井（1986）、出口（1987）、近藤（1987）、野村総合研究所（1987）、Koo（1987）、日本経済新聞（1987a,b, 1988）金融財政事情研究会（1987）。

○生命保険会社 総資産：92.4兆円（1988/12）

総資産に対する対外投資の比率規制¹

1971年以降	外国証券投資（非居住者発行の証券、円建ての外国債を含む）が総資産の10%以内まで可能になる 外貨建ての本邦債や外貨預金はこの限度に含まれない
1986年3月以降	外国証券投資（円建ての外国債を含む）：総資産の25%以内 外貨建て資産（外貨預金、外貨建ての本邦債を含み為替先物によるカバー付き投資は除く）：総資産の25%以内
1986年8月以降	上記の外国証券投資、外貨建て資産の上限を総資産の25%から30%に引き上げ
対外投資の増加額に対する規制	
1982年4月以降	外債取得：資産増加額の5%以内
1982年5月－12月	外債取得：資産増加額の10%以内
1983年4月－86年3月	外債取得 ² ：資産増加額の20%以内
1986年4月－86年8月	外債取得 ³ ：資産増加額の40%以内
1986年8月以降	規制無し

(注)1. 海外貸付は円建てに限られかつ総資産の10%以内

2. 外貨建て本邦債権（いわゆるスシボンド）は20%枠の別枠で資産増加額の8%以内

3. 外国株式、外貨建ての本邦債を含む

○損害保険会社 総資産：19.6兆円（1988/12）

総資産に対する対外投資の比率規制¹

基本的に生命保険会社と同じ

対外投資の増加額に対する規制²

1980年代初－86年8月 外国債の取得を資産増加額の一定割合以下にするとの規制が存在³

1986年8月以降 規制無し

(注)1. 海外貸付は円建てに限られ、かつ総資産の10%以内

2. 規制の詳細は不明

3. 外国株式、外貨建ての本邦債を含む

日本の為替管理の自由化と国際収支構造の変化

○年金信託 総資産：17.7兆円（1988/12）

総資産に対する対外投資の比率規制¹

1981年1月以降 外貨建て資産（外貨預金を含む）は総資産の10%以内まで可能になる²
円建て外債はこの枠に含まれない

1986年4月以降 外貨建て資産：総資産の25%以内

1986年8月以降 外貨建て資産：総資産の30%以内

増加額に対する規制

1983年11月以降 外貨建て資産の増加額に対する規制を導入、詳細は不明（植田、藤井1986）

1986年4月－8月外貨建て資産の取得：資産増加額の40%以内

1986年8月以降 規制無し

(注)1. 円建て外債への投資は1979年9月より、円建て対外貸付は1978年3月より実施（金融財政事情研究会1984）

2. 植田、藤井（1986）は年金信託は対外投資を1979年に開始したと述べている。しかし当時は、円建て外債の取得に限られていた模様である。この日付（1981年1月）は金融財政事情研究会（1984, p.175）から採用した。

○貸付信託、合同運用金銭信託 総資産：貸付信託のみで37.3兆円（1988/12）

総資産に対する対外投資の比率規制¹

1986年2月以降 外債：総資産の1%以内

1986年6月以降 外債：総資産の3%以内

1989年2月以降 外債：総資産の5%以内

(注)1. 1986年2月までは対外投資はできなかった。また株式は保有できない。なおこれらの比率はすべて自主規制。

○特定金銭信託 総資産：13兆円（1987/3¹）

法令上取得できる債券についての制限はない。

(注) 大和銀行を含む7行（日本経済新聞社1987b）

○証券投資信託 総資産：53.1兆円（1988/12）

外国有価証券の組み込み比率は50%以内（内外債ファンドについては上限なし）

○簡易保険 総資産：39.9兆円（1988/12）

総資産に対する対外投資の比率規制¹

1983年5月 外国債券（円建て外債を含む）：総資産の10%以内

1987年6月 上記の比率を20%へ引き上げ

増加額に対する規制

1983年5月－86年3月 外国債券の取得：資産増加額の10%以内

1986年4月－86年9月 外国債券の取得：資産増加額の20%以内

（注） 株式は保有できない。1983年5月まで対外投資は認められていなかった。

○資金運用部 総資産：209.4兆円（1988/12）

総資産に対する対外投資の比率規制¹

1987年4月以降 外債（円建て外債を含む）：総資産の10%以内

（注） 株式への投資は不可。1987年4月までは対外投資はできなかった。

○外国為替公認銀行¹

対外投資に制限はない。外国為替の直先総合持高（先物を含む外貨建て資産負債をドル換算した純残高）は、各銀行に対して定められた上限を毎営業日の終わりの時点で越えてはいけない。しかし1986年10月以降、原則として先物カバーをつけずに1年以上保有する外貨証券投資を、一定額に限り、この直先総合持高の枠外とする。この外枠は、長期信用銀行で総資産の3%、その他の銀行で同0.5%とし、要望があった銀行に対し、新規に投資する場合に限って個別に認める。

（注） この項は、Koo(1987)、近藤(1987)によった。

付表3

図表のデータの出所

1. 季節調整済み国際収支の実額及びGNP比率

1946－1959年 西堀（1972）、第1表（年次）

1960－1988年 日本銀行外国局「国際収支統計月報」を×11により季節調整

GNP比率は上のデータを対応する期間のGNPのドル換算額で割って求めた。

2. 日本の対外資産・負債残高のGNP比率

大蔵省「財政金融統計月報」各号のデータを、各年の第4四半期の名目GNPのドル換算額で割って求めた。

3. 内外の円金利

現先金利、ユーロ円金利、直先スプレッドは、すべて3カ月物月末値。

【参考文献】

- 天野明弘、『国際金融論』、筑摩書房、1980年
- 犬田章、「国際収支関係の諸統計について」、『財政金融統計月報』、大蔵省印刷局、1965年5月
- 、「IMF方式国際収支統計について」、『財政金融統計月報』、大蔵省印刷局、1966年6月
- 植田和男・藤井真理子、「最近におけるわが国の資本流出について」、『ファイナンシャル・レビュー』第3号、1986年
- 大蔵省、『財政金融統計月報、国際収支特集』、大蔵省印刷局、1988年8月
- 、『国際金融局年報』、金融財政事情、各年版
- 翁邦雄、「80年代の機関投資家の外債行動について」、東京大学経済学部コンファランス、『日本の株価・地価の形成メカニズム』提出論文、1989年
- 金子義昭・井坂武彦共編、『ジャパン・オフショア・マーケットQ&A』、財経詳報社、1987年
- 金融財政事情研究会、『先物為替取引と財務戦略』、金財、1984年
- 久保田勇夫、『世界を動かす日本』、財経詳報社、1988年
- 経済企画庁、『新国民経済計算の見方・使い方』、大蔵省印刷局、1978年
- 、『昭和59年度、年次経済報告』、大蔵省印刷局、1984年
- 小宮隆太郎、『現代日本経済』、東京大学出版会、1988年
- ・天野明弘、『国際経済学』、岩波書店、1972年
- ・須田美矢子、『現代国際金融論—理論編』、日本経済新聞、1983年a
- ・——、『現代国際金融論—歴史・政策編』、日本経済新聞、1983年b
- 近藤健彦編著、『新国際金融事情』、財経詳報社、1987年
- 関要・渡邊敬之共著、『新しい外国為替管理法100問』、財経詳報社、1981年
- 出口治明、「大きな変貌を遂げる生保金融業務」、関要編『変貌する生命保険』、1987年
- 西堀彌寿雄、「戦後わが国国際収支の推移」、『財政金融統計月報』第244号、大蔵省印刷局、1972年
- 日本銀行、『日本銀行百年史』、第5巻、1985年
- 、『日本銀行百年史』、第6巻、1986年
- 日本経済新聞社、『東京国際金融市場』、日本経済新聞社、1987年a
- 、『日経ファイナンシャル』、1987年b
- 、「外債運用枠据置、資金運用部63年度も1000億円」、『日本経済新聞』、1988年2月22日、p.3
- 日本割引短資、『わが国の外国為替市場』、1980年
- 野村総合研究所、『公社債要覧』、1987年
- 速見優編、『国際収支』、金融財政、1977年
- 深尾光洋、『為替レートと金融市場』、東洋経済、1983年
- 、「書評—小宮隆太郎・須田美矢子著、現代国際金融論」、『経済学論集』第50巻第4号、東京大学出版会、1985年1月
- 福井博夫、『詳解外国為替管理法』、金融財政、1981年
- 藤田恒郎編著、『東京外国為替市場』、金融財政、1987年
- 船橋洋一、『通貨烈々』、朝日新聞、1988年
- Daardorff, Alan V., "One-Way Arbitrage and Its Implications for the Foreign Exchange Markets", *Journal of Political Economy*, Vol.87, No.2, April 1979.
- Fukao, Mitsuhiro and Hanazaki, Masaharu, "Internationalisation of Financial Markets and the Allocation of Capital," *OECD Economic Studies*, No.8, Spring 1987.
- and Okina, Kunio, "Internationalization of Financial Markets and Balance of Payments Imbalances: A Japanese Perspective", paper for Carnegie-Rochester Conference, April 22-23, 1988.
- International Monetary Fund, *Balance of Payments Manual*, fourth edition, 1977.

- *Report on the World Current Account Discrepancy*, September 1987.
- Ito, Takatoshi, "Capital Controls and Covered Interest Parity between the Yen and the Dollar," *The Economic Studies Quarterly*, Vol.37, No.3, September 1986.
- "Foreign ExchangeRate Expectations: Micro Survey Dataa", NBER Working Paper Series, No.2679, August 1988.
- Koo, C. Richard, "Japan and International Capital Flows", mimeo, Nomura Research Institute, 1987.
- Organisation for Economic Cooperation and Development, "The World Current Account Discrepancy" *OECD Occasional Studies*, June 1982.
- Otani, Ichiro and Tiwari, Siddharth, "Capital Controls and Interest Rate Parity: The Japanese Experience 1978-81", *IMF Staff Papers*, December 1981.
- Quirk, Peter J., "Exchange Rate Policy in Japan: Leaning Against the Wind", *IMF Staff Papers* 24, November 1977.