

ドル本位制度とアメリカ金融資本市場

古 谷 武 人

1. はじめに

現在の国際通貨制度は、変動相場制のもとにおける「ドル本位制」で、ドルの国際通貨としての信認を基礎においている。近年ドルは、アメリカ経常収支の継続的な赤字により、しばしば「ドル不安」に見舞われ、為替相場の乱高下や金との兌換性喪失も経験したが、しかしそれにもかかわらず大勢としては、いぜんとして基軸通貨としての地位を維持して国際経済の主役の地位を保っている。その主因はアメリカの政治的・経済的大国としての世界全般に対する影響力を背景に、国際経済の実態取引面における優位性にあるが、差し当り国際金融面においては、アメリカの経常収支赤字の拡大につれて増大する諸外国のドル残高が、ドル建資産への投資運用の形でアメリカに還流して、経常赤字をファイナンスするメカニズムが存在している事態がある。そしてそのメカニズムを成立させている背後にあるのが、世界最大の規模と高い流動性をもつアメリカの金融資本市場なのである。

本小論は、以下において、まずアメリカ国際収支の変遷とドルの国際的信認度の変容をみた上で、ドル本位制の成立基盤と今後の見通し、さらにその背後にあって世界の巨額なドル残高の投資運用市場となっているアメリカ金融資本市場の仕組みと魅力を明らかにすることとする。

2. アメリカ国際収支の変遷とドル資金流入の現況

第2次世界大戦後の世界経済運営の基本的枠組みは、1945年に成立したブレトンウッズ体制として組織化されたが、その一環としての国際金融制度もIM

Fを中心とした体制下にアメリカドルを基軸通貨に据えた固定相場制度が形成された。第2次大戦終結に先立つ20年間のいわゆる「戦間期」において、ドルはそれまでのポンドにかわって世界通貨の主役の地位を獲得し、戦後アメリカの圧倒的な経済力を背景に「金ドル本位制」が形成されたのは極めて自然な流れであった。

大戦直後にはドルのポンドに対する優位はそれほど明瞭ではなかった。たしかにドルは、当時金および他の通貨への自由交換性を維持していた唯一の通貨であり、それはアメリカの巨額の金準備と圧倒的な国際競争力によるものであった。しかし当初はポンドも、スターリング諸国の利用を中心に、貿易通貨や準備通貨として依然としてドルを上廻る規模で利用されていた。こうした状況から、次第にドルが唯一の基軸通貨の地位を固めていった背景を、実物取引面と資金取引面の両面からみていくこととする。

① 実物取引面

まず終戦直後の世界の輸出入の国別シェアをみると、輸出ではアメリカの優位が群を抜いていたが、輸入ではまだイギリスがわずかに首位を保っていた。アメリカの圧倒的な輸出シェアは、ヨーロッパ、日本が戦争による打撃を受け、戦後復興に必要な資材や食料すら自給する体制になかったことによる。イギリスはじめ主要先進国は、ドル地域以外からの輸入を増やそうとしても、アメリカ以外の諸国の供給力には限界があり、また海外スターリング諸国等もドル地域からの輸入に依存を強めていた。

国際資金の面で1950年代半ば頃まではアメリカからの資金流出は、マーシャル援助などの経済・軍事援助が主流を占めていたが、国際金融面でのドルの優位は、こうしたアメリカの経済的・軍事的な支配力によるところ以上に、アメリカが世界の復興需要に応じる最前線の国であり、同国がドル以外の通貨による支払いを受け入れないかぎり、他の諸国はドル取引を行わざるを得なかったわけで、その意味でドルの優位は、当時のアメリカの独占的生産能力を反映し

たものであった。その後1950年代後半からドルが国際通貨としての地位を一層上昇させた背景として、他の世界にとってドル建て取引に伴う便宜が最も大きかった事情があるものと考えられる。まず経常取引ではアメリカの輸出シェアが相対的に低下する一方で、輸入シェアが上昇する傾向が生じた。ヨーロッパ、日本の工業生産力の回復が、アメリカの異常に高い輸出力を次第に解消させた一方、アメリカの輸出が、産業用機械、事務機器、航空機、農産物などに特化していった。そしてこれらの品目でドル建て取引が一層促進されるとともに、輸入面においても工業原料・半製品が大きな比重を占めるようになり、これが輸入シェアの上昇に結びついた。輸入シェアが大きくなると、第1次大戦前のイギリスがそうであったように、世界最大の買い手として自国通貨建ての取引を拡大させることになる。アメリカ貿易の地域別構成をみると、輸出入とも全世界にわたって、まんべんなく取引を行っている状況がわかるが、こうした貿易関係がドル建て取引を更に促進させる上で有利にはたらいたものと考えられる。特に一般的な貿易関係以上に、直接投資と結びついた輸出入や技術移転、さらに特許使用料の支払いや多国籍企業の内部貿易などもドルの取引を拡大させた要因となったと考えられる。

② 資金取引面

先にみた通り、戦争直後の1950年代の前半まで、アメリカからの資金供給は民間資本取引ではなく政府の援助資金であったが、他方民間対外投資でも、アメリカはイギリスをはるかに超えて世界最大の資本輸出国になっていた。特に直接投資の額は証券発行や銀行融資に較べて巨額であった。そして1960年代半ば以降はこうしたドル建ての国際金融取引はアメリカ国内市場よりもアメリカの外部に急速に発達していった。すなわちアメリカの外債発行に対してユーロ債の発行が急増し、また非居住者によるドル建て流動資産のなかで、アメリカ国内市場よりもユーロダラー市場で運用される部分が急増した。ユーロ金融市場（ユーロ債市場とユーロ通貨市場）が1960年代後半にドル建てを中心に発展

したのは、それ以前に世界の経常・資本取引がアメリカを基軸にドル建てで行われていたからであるといえる。加えてユーロ市場における資金の調達・運用がアメリカ多国籍企業によって主導されていたことも指摘されているところである。

以上概観したような経緯をへて、ドルはポンドに代わって国際金融の中心を占めるに至り、アメリカ国際収支は大巾な黒字基調を続けたが、当然その反面多くの諸国は、1950年代末までには対ドル圏に国際収支の赤字を抱えて「ドル不足」に悩まされることとなった。この「ドル不足」に対しては、IMFや世界銀行の融資機能にも限界があり、西ヨーロッパ諸国や日本にとっての最大の解消策は、アメリカのマーシャル援助やガリオア・エロア資金であった。こうした援助資金並びにそれによるアメリカ製品の輸入を主軸に、ヨーロッパ諸国や日本は急速に工業生産を復興させていった。1958年末に西ヨーロッパ諸国が通貨の交換性を回復できたのは、ドル圏に対して競争力を回復させたことの証左と言える。1950年代にはヨーロッパ諸国は対アメリカ国際収支を黒字に転換してドル建て資産を増加させ、さらに60年代にはアメリカが発展途上国に対して行った経済援助や軍事支出による資金が、ヨーロッパ諸国のこれら地域に対する輸出の好調により、ヨーロッパに還流するという系路が大きくなった。こうして「ドル不足」とは逆に「ドル過剰」が問題とされる状況に至ることとなった。つまりアメリカの金準備に対して諸外国の持つ対米流動債権（ドル残高）

〈第1表〉金によるアメリカの対外短期債務カバー率

| | ①対外短期債務 (百万ドル) | ②金準備 (百万ドル) | ③カバー率 ②/①×100 (%) |
|------|-------------------|----------------|----------------------|
| 1950 | 7,117 | 22,820 | 320.6 |
| 1955 | 11,719 | 21,753 | 185.6 |
| 1960 | 17,366 | 17,804 | 102.5 |
| 1965 | 24,072 | 13,806 | 57.4 |
| 1970 | 40,449 | 11,072 | 27.4 |

(出所)『東京銀行月報』1976年11月号

が過剰になり、ドルの金交換に対する不安、ドル価値に対する不信感が生ずるに至った（第1表参照）。このようにして発生した「ドル危機」は1960年以降、アメリカ経常収支の赤字拡大に伴なって繰り返され、遂にはIMF固定相場制を崩壊させることとなるのである。

戦後最初のドル危機は1960年10月にロンドン金市場での金価格が1オンス＝41.6ドルにまで高騰したことに現れた。アメリカ当局の金交換に対する信認がゆるがない限り、金需要の異常な増加はないはずで、ロンドンの市場価格はアメリカの公定金価格1オンス＝35ドルの近辺で安定するはずであった。アメリカ当局は、これに対してヨーロッパ7ヶ国と共同して金プール協定を成立させ、ロンドン市場での金価格の高騰を抑えるとともに、外国通貨当局に金交換の自粛を要請した。続いて1968年3月には第2次ドル危機が発生し、この時もアメリカ当局は金プール協定による金の放出や、さらに対外投融資規制の導入による国際収支対策など懸命なドル防衛策を講じた。しかしこうした努力にもかかわらずロンドン市場での金買い需要を抑えきれずに、ついに同年3月金プールが崩壊した。こうして金価格は自由市場で決定される価格とアメリカ当局による公定交換価格との二重価格制となり、同時にブレトンウッズ体制の下での「金ドル本位制」の実態が失われ、事実上の「ドル本位制」に移行したといえる。

このようにドルの金交換性に不信が生じたのは、1960年代の半ばにアメリカ国際収支の悪化傾向を反映して、アメリカの対外短期流動債務（ドル残高）が増加し、これがアメリカの金保有額を上回るに至ったからであり（第1表参照）、しかも金によるドル残高のカバー率が持続的な漸減傾向を続けたことがその主因であったと考えられる。

ドルの金交換が実質的に制限されるようになった後、1971年に至って直接的にはアメリカの経常収支が赤字に陥り、もはやドルの金交換性を維持することが不可能となった事態を受けて、遂にニクソン大統領による公式な金交換停止が発表された（ニクソン・ショック）。これによってブレトンウッズ体制下の

固定相場制は拠り所を失い、主要通貨は変動相場制に追い込まれることになった。ニクソン声明後の混乱を收拾するため、同年12月にワシントンに先進10ヶ国の蔵相が集まり、固定相場制の再編が決められた。各国は金との交換性をもたないドルに対して新たに基準相場を設定し、その際主要国通貨は軒並みドルに対して切り上げられた（スミソニアン体制）。しかしこれによってもドルに対する信認は回復せず、アメリカの国際収支赤字に対してヨーロッパ諸国や日本はたえず大量のドル買い介入を余儀なくされ、その結果国内流動性の膨脹に悩まされた末、結局1973年2～3月にかけて、主要通貨は対ドル固定相場関係を放棄して変動相場制に移行した。そしてこの措置の後変動相場制は定着して、再び固定相場制に戻ることなく現在に至っている。IMFは1976年に至って協定を改訂し、変動相場制を追認している。

ニクソン・ショックのおきた前年の1971年にアメリカの貿易収支は戦後はじめて赤字に転落した。それまでアメリカの貿易収支は、ドル危機に際しての一時的縮小はあったものの黒字を続けており、1964年には68億ドルのピークに達した。その後アメリカの輸出が戦後工業生産力を回復したドイツや日本の輸出におされてシェア・ダウンし、年々黒字巾を縮小させ続けて、ついに1971年に至って22億ドルの赤字に転落し、翌72年には64億ドルの赤字と赤字巾が拡大した（第2表参照）。アメリカの軍事援助や経済援助は依然として巨額であり、加えて民間長短資本の流出も大きく、この結果国際収支の大巾な赤字拡大を余儀なくされ、金準備の流出が続いた。

さらに1980年代に入って、アメリカの国際収支は悪化の度合いを強めていくこととなった。第3表にみられる如く、1980年から1999年に至る20年間において、ごく短期の一時期を除いてアメリカの経常収支は年々大巾な赤字を続けている。20年間の推移をたどってみると1982年に赤字に転じた経常収支は、ブラック・マンデーの年の1987年に1,607億ドルのピークに達し、その後1991年までの4年間には一旦減少傾向に転じたものの、92年からは再度増加に転じ、1999年には3,244億ドルの巨額に達している。そしてこの推移とともに注目される

〈第2表〉アメリカの国際収支（1958～73年）

（単位：10億ドル）

| 年次 | 貿易 収支 | 財サービ ス収支 | 政府取引 | | | | 民間長期資本（純） | | | | 民間短期 資本（純） | 金準備 増減 |
|------|----------|-------------|-------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|---------------|-----------|
| | | | 軍事援助 | 政府援助 | 政府資本 | 小計 | 直接投資 | 証券投資 | その他 | 小計 | | |
| 1958 | 3.46 | 2.36 | -3.14 | -1.62 | -0.97 | -5.73 | -1.08 | -1.25 | -0.06 | -2.39 | -0.22 | 2.28 |
| 1959 | 1.15 | 0.31 | -2.81 | -1.63 | -0.35 | -4.79 | -1.13 | -0.22 | -0.05 | -1.40 | 1.12 | 1.08 |
| 1960 | 4.89 | 4.07 | -1.70 | -1.67 | -1.10 | -4.47 | -1.53 | -0.38 | -0.19 | -2.10 | -1.13 | 1.70 |
| 1961 | 5.57 | 5.56 | -1.47 | -1.86 | -0.91 | -4.24 | -1.53 | -0.44 | -0.22 | -2.19 | -0.30 | 0.86 |
| 1962 | 4.52 | 5.07 | -1.54 | -1.92 | -1.09 | -4.55 | -1.52 | -0.84 | -0.25 | -2.61 | -0.44 | 0.89 |
| 1963 | 5.22 | 5.93 | -1.56 | -1.92 | -1.66 | -5.14 | -1.98 | -0.82 | -0.57 | -3.37 | -0.19 | 0.46 |
| 1964 | 6.80 | 8.53 | -1.34 | -1.89 | -1.68 | -4.91 | -2.33 | -0.76 | -1.42 | -4.51 | -0.48 | 0.13 |
| 1965 | 4.95 | 7.14 | -1.64 | -1.81 | -1.61 | -5.06 | -3.41 | -1.11 | -0.05 | -4.57 | 1.03 | 1.67 |
| 1966 | 3.82 | 4.55 | -1.89 | -1.91 | -1.54 | -5.34 | -3.54 | 0.19 | 0.57 | -2.78 | 2.27 | 0.57 |
| 1967 | 3.80 | 4.38 | -2.04 | -1.81 | -2.42 | -6.27 | -2.81 | -0.29 | 1.97 | -1.13 | 0.14 | 1.17 |
| 1968 | 0.64 | 1.62 | -2.55 | -1.71 | -2.27 | -6.53 | -2.56 | 2.85 | 0.91 | 1.20 | 3.47 | 1.17 |
| 1969 | 0.61 | 1.02 | -2.61 | -1.65 | -2.20 | -6.46 | -2.36 | 1.58 | 0.73 | -0.05 | 8.12 | -0.97 |
| 1970 | 2.60 | 2.97 | -2.71 | -1.74 | -1.59 | -6.04 | -3.25 | 1.11 | 0.70 | -1.44 | -6.97 | 0.79 |
| 1971 | -2.26 | -0.21 | -3.55 | -2.04 | -1.88 | -7.47 | -4.91 | 1.18 | -0.65 | -4.38 | -10.14 | 0.87 |
| 1972 | -6.42 | -5.93 | -4.49 | -2.17 | -1.57 | -8.23 | -3.15 | 3.89 | -0.81 | -0.07 | 1.93 | 0.55 |
| 1973 | 0.96 | 4.18 | -2.81 | -1.94 | -2.64 | -7.39 | -2.31 | 3.30 | -0.81 | 0.18 | -1.90 | — |

（注）金準備のマイナスは純流入、プラスは純流出を示す。

（資料）Survey of Current Business, Oct 1972, June 1975.

のは、アメリカからの民間対外投資が経常収支の赤字を上回る規模で継続している点である。直近の1999年の金額でみると対外投資額は4,486億ドルに達しており、経常収支の赤字と併せて総額7,730億ドルの巨額の資金が国外に流出していることとなる。そしてその「原資」は国外からの対米投資によってファイナンスされなければならないわけで、第3表にみられる如く同年の民間対米投資額7,702億ドルがほぼこれに見合っている。

1990年代のアメリカへの資金の流出入をみると、第4表のアメリカ資本収支にみられるように、90年代に入ってアメリカの対外直接投資が急速に増大し、反面海外からの対米投資も増えたものの、96年まで収支は赤字（資本流出）であった。ところがこれが97年以降には逆に黒字に転じて、アメリカへの資金流入となっている。他方証券投資をみると、こちらは90年代には80年代にひき続

〈第3表〉 アメリカの国際収支

(単位：億ドル)

| | 経常収支 | 民間対米投資 | 在米外国公的資産 | 米の民間対外投資 | 統計上の不一致 |
|------|--------|--------|----------|----------|---------|
| 1980 | 23 | 471 | 155 | -737 | 209 |
| 81 | 50 | 813 | 50 | -1,039 | 218 |
| 82 | -55 | 930 | 36 | -1,168 | 366 |
| 83 | -387 | 828 | 58 | -602 | 162 |
| 84 | -943 | 1,146 | 31 | -318 | 167 |
| 85 | -1,182 | 1,472 | -11 | -381 | 165 |
| 86 | -1,472 | 1,944 | 356 | -1,100 | 286 |
| 87 | -1,607 | 2,032 | 454 | -895 | -90 |
| 88 | -1,212 | 2,068 | 398 | -1,056 | -193 |
| 89 | -995 | 2,164 | 85 | -1,513 | 496 |
| 90 | -790 | 1,077 | 339 | -814 | 252 |
| 91 | 37 | 934 | 174 | -731 | -457 |
| 92 | -485 | 1302 | 405 | -766 | -484 |
| 93 | -825 | 2,103 | 718 | -1,988 | 11 |
| 94 | -1,182 | 2,664 | 396 | -1,810 | -112 |
| 95 | -1,099 | 3,558 | 1,099 | -3,417 | -38 |
| 96 | -1,209 | 4,593 | 1,267 | -4,196 | -519 |
| 97 | -1,398 | 7,403 | 190 | -4,867 | -1,322 |
| 98 | -2,175 | 5,244 | -199 | -3,524 | -719 |
| 99 | -3,244 | 7,702 | 436 | -4,486 | -488 |

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

いて黒字（資金流入）を続けており、特に95年以降は顕著である。この結果両者を合計した民間資本収支は1994年以降継続して黒字となり、しかも黒字巾は拡大を続けてアメリカへの資金流入が増大している。これによって、1992年以降継続しているアメリカ経常収支の赤字が十分ファイナンスされる形となり、この結果ドル価値に対する信認の維持、さらにはドル基軸通貨体制の信認が確保されることとなっているのである。つまり1990年代に入ってアメリカ経常収支の赤字継続によつて年々累増するドル残高が、諸外国のアメリカに対する直接投資、証券投資の形でアメリカに還流しており、この結果アメリカは経常収支の赤字を「優雅に無視」(benign neglect)して、国内マクロ経済政策を優先させ得る余裕が生じ、ドル基軸体制の信認を維持し得ているのである。そし

〈第4表〉1990年代のアメリカ資本収支

(単位：億ドル)

| | 1992 | 93 | 94 | 95 | 96 | 97 | 98 | 99 |
|--------------------|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 直接投資 | -285 | -326 | -341 | -410 | -54 | 8 | 357 | 1,456 |
| 対外 | -483 | -840 | -802 | -988 | -919 | -1,048 | -1,425 | -1,554 |
| 対米 | 198 | 514 | 461 | 578 | 865 | 1,056 | 1,782 | 3,010 |
| 証券投資 | 180 | -418 | 309 | 734 | 1,354 | 2,253 | 1,306 | 1,923 |
| 対外 | -492 | -1,463 | -603 | -1,225 | -1,498 | -1,190 | -1,361 | -1,312 |
| 対米 | 672 | 1,045 | 912 | 1,959 | 2,852 | 3,443 | 2,667 | 3,235 |
| 非銀行の非関連 外国人との取引 | 132 | 113 | -350 | 143 | -326 | -53 | -151 | -166 |
| 対外 | -4 | 8 | -363 | -453 | -863 | -1,218 | -382 | -857 |
| 対米 | 136 | 105 | 13 | 596 | 537 | 1,165 | 231 | 691 |
| 在米銀行の取引 | 374 | 557 | 1,001 | -449 | -751 | 79 | 42 | -220 |
| 債権 | 212 | 306 | -42 | -751 | -916 | -1,411 | -356 | -762 |
| 債務 | 162 | 251 | 1,043 | 302 | 165 | 1,490 | 398 | 542 |
| 民間資本取引収支 | 401 | -74 | 619 | 18 | 223 | 2,287 | 1,554 | 2,993 |
| 統計上の不一致 | -484 | 11 | -112 | -38 | -519 | -1,322 | 719 | -488 |
| 在米外国公的資産 | 405 | 718 | 396 | 1,099 | 1,267 | 190 | -199 | 436 |
| 経常収支 | -485 | -825 | -1,182 | -1,099 | -1,209 | -1,398 | -2,175 | -3,244 |

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

てこの諸外国からの投資資金を吸引しその受け皿となっているのが、世界最大の規模と効率性をほこるアメリカの金融資本市場なのである。

3. 長期資本市場

アメリカの長期資本市場はその規模が大きいだけでなく、長期資本調達のための手段が多様化していること、それら手段のほとんどについてオープンな発行市場と流通市場が形成されていることに特徴がある。そして発行と流通のしくみが、きわめて洗練され、かつ成熟度も高いが、常に競争原理が働いてダイナミックに変化する点にその魅力がある。

1997年に新規発行された証券（短期を除く）の額は、株式が1179億ドル、中長期証券が1兆4871億ドルであった。私募株式と私募債券がこれに加わるが、

96年以降この統計は発表されていない。

① 株式市場

アメリカの証券取引所は、証券取引法に基づきSECに登録することとなり、これらは国法証券取引所と呼ばれている。現在これにはニューヨーク証券取引所（NYSE）、アメリカン証券取引所（AMSE）の他5地方証券取引所および店頭市場であるNASDAQがある。これらは個々に独立した取引所であるが、7取引所とNASDAQ市場の間ではITS（市場間取引システム）が稼働しており、ニューヨークおよびアメリカン証券取引所上場銘柄について、売買注文を最も有利な気配が出されている取引所に回送され、そこで執行されるシステムである。これにより投資家はITS内の市場での最良の気配を知り、最も有利な値段で注文が執行される機会を与えられている。

アメリカの株式には普通株と優先株があり、優先株に変動配当率優先株、償還権付優先株、転換優先株等多くの種類がある。近年の傾向としてM&Aブームの影響や投資家ニーズの多様化に対応して新しいタイプの優先株が出現しており、発行額も増加傾向にある。また最近の特徴として私募債発行が急増しており、1987年以降毎年100億ドルを超える実績を残し、89年には総発行額の44%を占めるに至っている。

アメリカには中小企業や起業スタート段階にある企業が比較的容易に、かつ短時間で株式公開が可能となるシステム（IPO）があり、定められた項目のディスクロージャーを行なうことを前提にどのような企業であっても株式公開が可能である。これにより近年多くの中小企業、ベンチャー・キャピタルが証券市場を通じて資金調達を行ない、経済全体の活性化に大きく貢献している。新規公開発行を行なった企業数はNYSEとNASDAQを合算して1995年548社、1996年766社に達しており、経済の好況下にあるとはいえ新規公開企業が年間700社を超えるという事実は、アメリカ経済と株式市場のダイナミズムを示すものといえよう。なお外国企業による株式発行は1996年、1997年を通じて年間200億

ドル前後に及んでいる。

次に市場規模をみると中心となるNYSEが上場企業数3,047社、時価総額9兆4131億ドル（いずれも97年末）を擁し、97年の年間売買株数1,333億株、売買代金5兆5,777億ドルで、売買代金で世界一の株式市場である。これに対してNASDAQは店頭市場ではあるが、登録会社数はマイクロソフト社、インテル社など有力企業を含むナショナル・キャップ部門が4,386社、スモール・キャップ部門が1,822社（いずれも97年度）で、97年の売買株数はNYSEを上回る1,639億株、売買代金は4兆8,717億ドルになっている。

② 債券市場

- (1) アメリカで発行されてる債券として、まず連邦政府の債務手段である財務省中長期証券がある。期間2年から10年未満のものは債務証券（Tノート）、10年以上のものは利付債券（Tボンド）の形式をとっていて、98年末の発行残高は2兆8,995億ドルである。その発行は財務省短期証券（TB）と同様に入札方式で行われており、大口投資家（機関投資家）に対する競争入札と小口投資家（個人）に対する非競争入札とが組み合わされている。落札者の決定にあたっては、まず小口投資家に割り当てをした後、大口投資家に対して入札価格の高い順から入札価格で落札される。そして小口投資家に対する価格は大口投資家の落札価格の加重平均とするのが基本である。なお、最低入札額はTBが1万ドルであるのに対して、期間3年以下のものが5,000ドル、期間3年超のものが1,000ドルで、個人の入札が容易となるよう配慮されている。
- (2) 次に政府関係機関債として、全額政府保有の政府機関（輸出入銀行、テネシー溪谷開発会社など）の債券、および民間投資が導入されている政府後援機関（住宅金融関連機関、農業信用銀行など）の債券がある。後者の債券には農業銀行債を除いては政府保証は付されていないが、格付け機関による高い格付けを得て発行されている。98年末発行残高は前

者が285億ドル、後者が1兆2,996億ドルとなっている。

- (3) 第3に州・地方債は、州政府および郡・市・公共団体などによって発行される債券で、その銘柄は100万といわれる程に膨大であり、多くは2,500万ドル以下の小口発行である。税収などを返済原資とする一般財源債と、道路、病院などの建設プロジェクト資金の調達のために発行され、その収入から返済される特定財源債（レベニュー・ボンド）の2種類がある。1998年末残高は合計で1兆4,643億ドルである。地方債の特徴は、利子所得が連邦所得税や地方税の課税対象とならないため、免税債券とも呼ばれており、このため地方債は個人（家計およびミューチュアル・ファンド）、損害保険会社、商業銀行の投資対象となっているが、同時に発行体にとっても低利回り発行が可能であり、公害防止債なども発行されている。
- (4) 社債 アメリカでは社債の発行市場が早くから発達しており、企業金融において銀行融資より高い比重を占めている。その理由として、第一には企業の社債発行は原則的に自由で、日本における適債基準のような起債市場への参入制限が存在しないこと、第二には社債の種類が多様で、発行会社のニーズに対応する起債が可能であることが挙げられる。普通社債のほか転換社債、ワラント債、収益社債、無担保劣後債、ジャンク・ボンド等の市場も拡大しており、さらに1980年代半ば以降はモーゲージ証券（MBS）や資産担保証券（ABS）など、証券化関連商品も急増して巨大な資本市場商品となっている。社債の満期についても、短期のCPを除いても、5～15年の中期物、25～30年の長期物など、さまざまな期間設定がされている。社債の発行残高は1998年末には3兆8,939億ドルに達し、財務省中長期証券の残高を上回っている。

社債の発行会社は引受業者と協議の上、社債の発行総額や発行条件の決定を行なうが、その際引受人となる証券会社は、社債の元利払いに関してさまざまな責任を持つことになるため、発行会社の発行開示内容に

ついて適切な調査を行なうこととなる。

社債募集には公募と私募の両形態があるが、公募発行の場合発行会社は発行に先立ってSECに登録届の提出が義務づけられており、ここに会社の財務内容や経営陣について真正かつ完全なディスクロージャーがなされなければならない。また投資家に対してもこれに準じた目論見書の交付が義務づけられている。私募債の場合は発行会社や発行証券について十分な情報を収集する能力をもつ特定少数の投資家に限定した募集が行われるため、発行会社は登録届出書や目論見書による開示が免除されている。加えて私募市場では1980年代から機関化現象の進展、ユーロ市場との競争激化、私募債市場自体の拡大を背景として、より柔軟な取引の可能な制度の導入が行われ、投資額1億ドル以上などの要件を満たす機関投資家に対しては、登録義務や証券保有期間の制限なしに自由に私募証券の売買が行なえるようになった。この結果ユーロ市場などに流出していた外国企業のアメリカでの資金調達が大巾に促進されることとなった。またこの措置でそれまで低迷を続けていたドル建外債（ヤンキー債）の私募発行が急増し、アメリカの私募発行市場に占めるヤンキー債の比率は1993年頃には約30%に達している。

アメリカでは起債に当って格付けが重要な役割りを果たしている。代表的な格付機関としてはS&P社、ムーディ社などが長年の実績と権威を持っている。S&P社の格付けはAAA格からC格まで9段階（D格はデフォルト）があり、このうち上位4格付けは投資適格、それを下回る債券はジャンク債と呼ばれている。格付けが下がるに従ってデフォルト・リスクが高いことが示され、逆に高い格付けを得ればそれだけ発行体は有利な発行条件での資金調達が可能となる。

③ 年金基金、投資信託

最後に、最近の投資家サイドの変化について特徴的な傾向を指摘しておく。

他の国々の場合と同様に、アメリカにおいても近年金融資本市場の機関化現象が顕著であって、個人資産に占める機関投資型資産の比重は、1994年末の46.7%から1998年末の52.4%に上昇している。この機関化現象進展の最大の担い手が年金基金および投資信託である。

アメリカの年金制度には公的年金及び私的年金として各種の年金があるが、これらのうち独立した年金基金をもっているのは州・地方自治体職員退職年金と企業年金である。年金基金の資産総額は1994年末の3兆6467億ドルから1998年末の6兆6753億ドルへと飛躍的に拡大している。その主要な運用内容は第5表にみられるように、株式が3兆8,251億ドル（57.3%）、政府および政府関係機関債が89.86億ドル（13.5%）、投資信託が5,641億ドル（8.5%）で、その運用が著しく株式に傾斜していることがわかる。しかも次にみるように投資信託の株式運用比率が69.6%であることを考慮すれば、年金基金の株式運用比率は

〈第5表〉年金基金の資産内訳（年末）

（単位：億ドル）

| | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 年金基金資産総額 | 36,467 | 42,730 | 48,695 | 57,997 | 66,753 |
| 州地方退職年金基金 | 12,943 | 15,179 | 17,149 | 20,441 | 23,441 |
| 私的年金基金 | 23,551 | 27,551 | 31,546 | 37,056 | 43,312 |
| （資産内訳） | | | | | |
| 現預金・証券レポ | 1,418 | 1,421 | 1,276 | 1,184 | 1,234 |
| MMMF | 316 | 375 | 427 | 477 | 584 |
| 信用市場手段 | 11,167 | 12,002 | 12,984 | 13,796 | 15,863 |
| 金融市場証券 | 656 | 779 | 831 | 819 | 936 |
| 政府証券 | 6,479 | 7,152 | 7,686 | 9,092 | 8,986 |
| 財務省証券 | 4,426 | 4,745 | 5,051 | 5,391 | 5,573 |
| 政府関係機関証券 | 2,052 | 2,407 | 2,636 | 2,809 | 3,415 |
| 社債・外国債 | 3,689 | 3,703 | 4,082 | 4,552 | 5,458 |
| その他 | 343 | 367 | 394 | 436 | 480 |
| 株式 | 15,389 | 19,919 | 24,466 | 31,697 | 38,251 |
| オープン・エンド投資信託 | 1,504 | 2,207 | 3,214 | 4,380 | 5,641 |
| その他 | 6,668 | 6,804 | 6,287 | 6,256 | 5,105 |

（出所）FRB, Flow of Funds Accounts

実質的には63.2%になる。アメリカの場合、通常投資信託を購入するときは投資会社の株式を購入し、逆に保有する投資信託を換金するときは投資会社がその株式を買い取る方式をとる（いわゆるオープン・エンド方式）。これに対して投資信託を換金するときに投資会社がその株式の買い取りをせず、投資家が株式市場で売却して資金を回収する方式（クローズド・エンド方式）のものもあるが、これはごくわずかである。オープン・エンド型投資信託は好調な株式市況持続の中で良好な運用実績をあげているのを主因に、近年めざましい発展をみせ、1994年末の1兆4,773億ドルから1998年末の3兆6,261億ドルへと2.5倍に拡大している。その資産運用内訳は第6表にみられるように、株式への投資が2兆5,234億ドル（69.6%）と突出している。

〈第6表〉オープン・エンド投資信託の資産内訳（年末）
（単位：億ドル）

| | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 信用市場手段 | 7,118 | 7,713 | 8,202 | 9,011 | 10,232 |
| 金融市場証券 | 431 | 502 | 472 | 578 | 658 |
| 政府証券 | 2,962 | 3,151 | 3,302 | 3,497 | 3,751 |
| 財務省証券 | 1,941 | 2,053 | 2,142 | 2,252 | 2,390 |
| 政府関係機関証券 | 1,021 | 1,099 | 1,161 | 1,245 | 1,361 |
| 州・地方自治体証券 | 2,070 | 2,102 | 2,133 | 2,198 | 2,434 |
| 社債・外国債 | 1,724 | 1,957 | 2,295 | 2,738 | 3,389 |
| 株式 | 7,096 | 10,249 | 14,700 | 20,187 | 25,234 |
| その他 | 490 | 565 | 522 | 696 | 795 |
| 合計 | 14,773 | 18,528 | 23,424 | 29,894 | 36,261 |

（出所）FRB Flow of Funds Accounts

4. 短期金融市場

アメリカの短期金融市場は期間1年以内の各種金融商品の取引市場で、取り引きされる商品ごとに、財務省短期証券市場、フェデラル・ファンド市場、レポ市場、譲渡性定期預金証書市場、コマーシャル・ペーパー市場、銀行引受手形市場が形成されている。

(1) 財務省短期証券市場

アメリカ政府の歳入不足を賄うため財務省は期間の異なる各種の証券を発行しているが、そのうち期間1年以内のものを財務省短期証券（TB）と呼んでいる。現在のところ規則的に発行されているのは3ヶ月（91日）もの、6ヶ月（182日）もの、および1年（52周）ものの3種類であり、いずれも割引形式で発行されている。通常公募方式で発行されるが、個人投資家、外国投資家を含めて入札者の範囲は広く、また流通市場での売買も盛んである。このほか財務省は状況に応じて最長9ヶ月までの種々の満期で納税準備証券を発行することもある。

TBの発行残高は第2次世界大戦以前にはせいぜい25億ドル程度であったが、戦後1945年には170億ドル、1976年1,612億ドル、1998年末現在6,376億ドルに達しており、単一発行体の金融商品としては世界最大の規模をもち、また財務省公認の政府証券取り扱いプライマリー・ディーラーによる1日あたりの売買高が300億ドルを超えるほどの高い流動性をもっている。ただ発行残高は近年のアメリカ財政収支の好転を反映して横ばいから微減傾向にある（第7表）。

TBは金融当局が行なう金融政策の手段として極めて重要な役割りを果たし

〈第7表〉 短期金融市場残高（年末）

（単位：億ドル）

| | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| フェデラル・ファンドと証券レポ | 5,495 | 6,600 | 7,015 | 8,224 | 8,777 |
| 財務省短期証券 | 6,973 | 7,425 | 7,612 | 7,019 | 6,336 |
| 譲渡性預金証書 | 4,112 | 4,769 | 5,909 | 7,134 | 7,769 |
| コマーシャル・ペーパー | 6,001 | 6,777 | 7,794 | 9,585 | 11,610 |
| 非金融企業 | 1,392 | 1,574 | 1,564 | 1,686 | 1,930 |
| 外国企業 | 427 | 562 | 675 | 651 | 729 |
| 金融企業 | 4,181 | 4,642 | 5,555 | 7,248 | 8,952 |
| うち資産担保証券 | 639 | 1,012 | 1,467 | 2,561 | 3,818 |
| 銀行引受手形 | 234 | 226 | 236 | 209 | 115 |
| 合計 | 22,815 | 25,797 | 28,566 | 32,171 | 34,609 |

（出所）FRB, Flow of Funds Accounts
Treasury Department, Treasury Bulletin

ている。それは連邦準備制度が商業銀行の準備残高に、主に短期証券の売買を通じて影響を与えるからである。連銀による買入れは銀行制度に準備を供給することとなり、売却は準備を減少させることとなる。連銀は短期証券以外の証券でも売買操作を行なうが、現実には連銀の証券の売買は短期もの、特にTBに集中している。

TBはさらに一般企業や個人の資産の重要な構成要素になっている。民間部門でTBに対する需要が強いのは、TBが極めて流動性に富み「現金に近い」性質を持っている点にある。TBの売買市場がよく組織だっていることは証券の現金化を容易にし、満期以前に現金化の必要が生じた場合の損失のリスクを軽減する。さらに満期期間が短いことは市場の変化を受けて価格が変動することから生ずるリスクを最小限に止めている。

(2) フェデラル・ファンド市場

連邦準備制度加盟銀行（国法銀行並びに州法加盟銀行）は受け入れた預金に対して一定の必要準備を現金および連邦準備銀行への預け金のかたちで保有することを義務づけられている。この連邦準備銀行への預け金がフェデラル・ファンド（FF）であり、銀行が日々の資金尻調整や支払い準備調節のためにこの預け金を貸借し合う場がFF市場である。

FF市場に参加できるのは連邦準備制度加盟銀行のほかに貯蓄銀行、貯蓄貸付組合などの預金取扱金融機関だけであり、FF市場はインター・バンク市場である。もともと必要準備は、預金者の現金払戻し請求に備えて銀行が流動性を確保するためのものであったが、現在ではもっぱら金融政策の観点から、準備率を変更することによって銀行の資金アベイラビリティに影響を与え、金融政策の効果を生じさせる手段として、公開市場操作の補完的な手段とみなされている。取引方式には銀行間の直接取引とブローカーを仲介する取引とがある。取引期間は大部分がオーバーナイトもので翌日返済されるが、なかには長期の取引（タームFF）もある。この取引に際して成立する金利、すなわちFF

レートは、短期金融市場の資金需給を反映する代表的な短期金利である。

FF市場は銀行が預金準備水準を調整する過程において、さらにまた一部の銀行にとっては恒常的な資金調達源として、極めて重要な役割をはたしている。各銀行にとって預金準備が所要水準を2%以上下回った場合には、不足額について公定歩合プラス2%のペナルティ金利が課される一方、過剰準備の積み上がりは期待収益の喪失となるため、各銀行はいずれも自行の所要準備目標をできる限り正確に達成しようとし、そのためのキメ細かな操作がFF市場を通して行なわれることとなる。

(3) レポ市場

レポ（リパーチェス・アグリーメントの略称）とは、証券の無条件取引であるアウトライト取引に対して、将来の特定日にあらかじめ合意された利率で買い戻す条件つきで証券を売却し、即時使用可能な資金を入手する取引であって、現先取引と呼ばれることもある。レポ取引の対象となる証券は財務省短期証券、譲渡性預金証券等の短期証券が中心であるが、財務省中長期証券、政府関係機関債や抵当担保証券などの長期証券も利用されている。レポ取引の期間は通常ごく短期間で、特に財務省証券を利用するレポはオーバナイトものがほとんどである。

前記のFF市場の参加者は商業銀行をはじめとする預金取扱金融機関に限られているが、これに対してレポ市場は預金非取扱金融機関、 MMMF（金融市場証券投資信託）、州・地方自治体、事業会社、年金基金、ミューチュアル・ファンド（以下では投資信託と記述する）なども参加するオープン・マーケットである。市場での資金の取り手は70%以上が商業銀行で、この市場はFF市場を補完する市場として位置づけられている。またこのレポ市場はニューヨーク連銀が公開市場操作のために介入を行なう場である。市場の残高はFF市場との合算で1998年末現在8,777億ドルである（第8表参照）。

〈第8表〉短期金融市場残高（年末）

（単位：億ドル）

| | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| フェデラル・ファンドと証券レポ | 5,495 | 6,600 | 7,015 | 8,224 | 8,777 |
| 財務省短期証券 | 6,973 | 7,425 | 7,612 | 7,019 | 6,336 |
| 譲渡性預金証券 | 4,112 | 4,769 | 5,909 | 7,134 | 7,769 |
| コマーシャル・ペーパー | 6,001 | 6,777 | 7,794 | 9,585 | 11,610 |
| 非金融企業 | 1,392 | 1,574 | 1,564 | 1,686 | 1,930 |
| 外国企業 | 427 | 562 | 675 | 651 | 729 |
| 金融企業 | 4,181 | 4,642 | 5,555 | 7,248 | 8,952 |
| うち資産担保証券 | 639 | 1,012 | 1,467 | 2,561 | 3,818 |
| 銀行引受手形 | 234 | 226 | 236 | 209 | 115 |
| 合計 | 22,815 | 25,797 | 28,566 | 32,171 | 34,609 |

（出所）FRB, Flow of Funds Accounts
Treasury Department, Treasury Bulletin

（4）譲渡性定期預金証券市場

譲渡性定期預金証券（CD）とは、満期以前にいつでも転売可能な大口定期預金証券のことで、1961年にファースト・ナショナル・シティバンクが発行して以来、他の銀行も導入し、証券ディーラーによる流通市場の整備とともに急速に発展した。レギュレーションQによる預金金利の上限規制が導入された以降においても、CDはこれの特例措置によって自由金利商品となった。さらに1971年に証券会社が開発した MMMF の好個の投資商品となったため、1982年までは順調に残高を伸ばしてきた。しかし1978年に証券会社の MMMF への対抗商品として銀行が市場連動型預金を導入し、次いで1982年に決済性をもつ自由金利商品 MMDA（金融市場預金勘定）を導入したのを契機に MMMF は減少に転じ、CD 残高も減少して自由金利商品としての CD の役割りは1982年をもって一段落した。しかし市場商品としての CD の役割がなくなったわけではなく、その後における大衆貯蓄手段としての MMMF の着実な発展および年金基金や投資信託の増加とともに CD の残高は再び増勢に転じて、1998年末残高は7769億ドルに達している。

CD市場の成長と発展は、銀行にとっては預金準備調整のための追加的手段ともなっている。連銀からの借入れ、FFの買入れ、短期資産の売却に加えて、銀行はCDに支払う金利を引上げて、追加資金を調達することもできるようになった。銀行はまた預金準備ポジションを調整するために、他の準備資産を市場で売却するのと同様に、他行のCDを流通市場で利用して売却している。

(5) コマーシャル・ペーパー市場

コマーシャル・ペーパー（CP）は企業が短期資金を調達するために振り出す無担保の短期約束手形で、アメリカの短期金融商品としては最も古い歴史をもっている。発行は割引形式で行われる。

CPは長い間発行残高においてTBに次ぐ規模をもつ金融市場商品であった。ところが近年の発行残高の増加は著しく、アメリカ財政収支の好転によりTBの残高が横ばいから減少に転じたこともあって、1996年末以降TBを上回るに至った。

CPの急激な増加は、金融の証券化の進展の中で、1983年に出現した資産担保コマーシャル・ペーパー（ABCP）が、90年代中頃から急速に発展したことによってもたらされた。ABCPは売掛債権、割賦販売債権、クレジット・カード債権などの受取債権を保有する企業が資金調達のために設立した特別目的会社（SPE）に受け取り債権を売却し、SPEがこれを信託会社に信託するとともに、それを担保としてCPを発行するというメカニズムをもったCPであり、資産担保証券（ABS）の短期版である。資産担保証券発行体によるCPすなわちABCPの発行残高は1994年末の639億ドルから98年末の3,818億ドルに増加し（第8表参照）、CP総額に占める比率も10.6%から32.9%に上昇している。

CPの発行体は格付け機関による高い格付けを得ている。発行方法としては発行体自身の販売力を使って投資家に直接販売する方法と、ディーラーを経由して販売する方法とがある。CPの大口投資家は MMMF、生命保険会社、年金基金、投資信託などの機関投資家であるが、海外からの投資も1998年末には

10.4%を占めている。

CPの発行期間は事実上最長270日である。というのは、これを超える場合には発行にあたってSEC（証券取引委員会）への登録が必要になるからである。

また実際の発行にあたっては、CPの期間は投資家のニーズに合わせて設定されることが多い。そのため、投資家は期日まで保有することが多く、CPの流通市場はあまり発達していない。

(6) 銀行引受手形市場

銀行引受手形（BA）は貿易取引に伴って振り出された一覽後定期払い手形（ユーザンス手形）に銀行が引き受け裏書きをしたもので、貿易業者への金融供与メカニズムと一体となっている。引受銀行はBAを投資家に売却することにより貿易金融資金を調達することができる。BAの残高は1984年頃までは順調に増加してきたが、それ以降漸減に転じて、1998年末にはわずかに115億ドルになった。その理由は国際銀行間市場の発展に伴って、より簡便な方法で貿易金融資金が調達可能になったこと、連邦準備銀行がBAの買い入れおよびBAを対象とするレポ取引を停止したことなどにあるので、BA市場が今後再活性化することはあまり期待できないと考えられる。

5. おわりに

以上、アメリカ国際収支と「ドル本位制」の変遷、ドル資金のアメリカへの流出入状況、さらには巨額な外国資金をひき付けているアメリカ金融資本市場の多様性や効率性について概観してきた。最後にこれらの諸点に関する最近の動向として、以下の事項を指摘しておきたい。

第1は、アメリカ金融資本市場が巨額な外国資金を吸収し続けている結果、市場証券残高に占める外国投資家のウエイトが高まり、そのため外国の経済情勢や国際金融市場の変化のアメリカ資本市場に及ぼす影響の度合いがきわめて大きくなっている点である。外国投資家のウエイトは1994年末～1998年末まで

に、財務省証券（連邦準備銀行保有分を除く）が21.7%から41.8%に、民間社債が12.4%から17.0%に、株式が6.4%から7.2%に、それぞれかなりの上昇をみせている。これら外国投資家は直接に為替リスクを負っていることが多いため、特に国際金融市場の動向には敏感であり、オフショア資金の動きとともに大きな資金移動の要因となっている。

第2は、投資の機関化現象が進んでいることがまた外国の経済事情や国際金融市場の変化のアメリカ金融資本市場に及ぼす影響を大きくしている点である。機関投資家は資産運用のプロであり、国内経済の動向だけでなく外国経済・国際金融の動向を常時注視して運用資産の内容を迅速かつ大量に変えていくので、時として内外にわたる大巾な資金移動を引き起こす。このこと自体は市場が市場としての役割りを果たしているともみることができ、一面では市場をますますプロ化させ、機関化現象を一層推進させることにもなる。

第3は、国際通貨制度上基軸通貨の地位を支える要因についてである。アメリカが経常収支の赤字を抱えて対外債務が累増し、為替相場下落傾向など、金融取引面からは基軸通貨を支える条件が失われるようにみえても、経済的規模とか他国との経常取引のあり方などの実態取引関係が短期的に容易に変化しないことから、一旦ドルが基軸通貨として選好されその地位を得ると、「慣性効果」が働くことが知られているが、アメリカの場合はさらにこれに加えて金融取引面においても、ドルの地位は強固であるといえる。つまりアメリカの大規模で懐の深い金融資本市場の存在によって、諸外国のドル残高がドル建資産運用の形でアメリカに還流し、アメリカ経常収支の赤字をファイナンスしている限りにおいて、ドルの基軸通貨としての地位は維持され、現行の「ドル本位制」が継続維持されることとなるのである。