

円が国際的に利用される条件：試論

米谷 達哉

tatsuya.yonetani@boj.or.jp

寺西 幹雄

mikio.teranishi @boj.or.jp

日本銀行金融市場局

〒103-8660 日本橋郵便局私書箱 30 号

2000 年 6 月

日本銀行金融市場局ワーキングペーパーシリーズは、金融市場局スタッフによる調査・研究成果をとりまとめたもので、金融市場参加者、学界、研究機関などの関連する方々から幅広くコメントを頂戴することを意図しています。ただし、論文の内容や意見は、執筆者個人に属し、日本銀行あるいは金融市場局の公式見解を示すものではありません。

## 円が国際的に利用される条件：試論

米谷達哉\*、寺西幹雄\*\*

### 【要旨】

- 本稿は「通貨の国際化」の条件、すなわち、ある国の通貨が当該国の居住者以外の主体によって広範に利用される条件を、通貨のもつ各機能から考察を加えたものである。なかでも、交換手段としての機能、価値貯蔵手段としての機能に着目するとともに、海外における通貨の国際化の歴史のエピソードを検証することを通して、円が国際的に利用されるための条件を検討する。
- 国際通貨国（過去の英国、現在の米国）の通貨が、国際的な取引の交換手段として圧倒的な優位を保っていた条件を歴史的に概観すると、かつての英国においては、競争力のある海運業や金融業を基礎とした世界的なネットワークを背景にポンドの国際通貨としての地位を確立していった。また、米国の場合は、多国籍企業の海外進出等直接投資が増加し、こうした米国企業の海外展開がユーロ市場でのドル建て決済ニーズの増大に結びつき、ドルの国際的な利用を加速させた。
- こうした国際通貨は、国際経済取引における交換手段としての機能において圧倒的な比較優位を有しているが、この交換手段としての比較優位には、使う人が多くなればなる程その人のメリットが大きくなるという通貨の持つ

---

\* 日本銀行 金融市場局 金融市場課 E-mail: tatsuya.yonetani@boj.or.jp

\*\* 日本銀行 金融市場局 金融市場課 E-mail: mikio.teranishi@boj.or.jp

ネットワーク外部性が深く関係している。この通貨の持つネットワーク外部性は、国際通貨国の産業ネットワークの形成を背景に構築されたと考えられる。英国の海運業にみられた世界的なネットワークや米国における技術力、ノウハウの比較優位を武器にした多国籍企業の世界展開は、こうした通貨の国際的な交換手段としてのネットワーク形成に大きく寄与してきたと考えられる。

- また、対外債務の中に占める自国通貨建て取引がどの程度行われているかということは、国際通貨の価値貯蔵手段としての役割をみる上で重要である。こうした例としては、東西ドイツ統一による財政赤字の拡大を契機に非居住者による国債保有が増大したドイツの例が挙げられる。この背景としては、ドイツ当局の市場整備が非居住者からみたマルクの価値貯蔵手段としての機能を高めたことが大きく寄与したと考えられる。
- 今後、わが国でも IT 革命、産業構造のサービス化、高付加価値化が進む中、知識集約産業の競争力上昇がますます重要になってくると考えられるが、こうした方向性は、対外的なサービス収支の改善をもたらすとともに、ノウハウ、経営資源面の比較優位が、海外の経営権獲得 直接投資の増加に結びつき、産業面、人的面でのネットワークが形成され、円が交換手段として国際的に使用されていく可能性がある。
- また、円が国際的に利用されるためには、とりわけ、わが国における国際金融仲介機能の質的变化も重要なメルクマールになってくると考えられる。80年代のようなドル建て短期借り・長期貸し（満期変換）を行うといったドル建ての国際金融仲介を進めるだけでなく、非居住者からみた円の価値貯蔵手段の高まりを反映した、わが国政府部門、民間部門による円建て借入が進展し、円を用いた満期変換が行われることが必要である。そのためには、非居住者にとって魅力ある国内資本市場を整備することは重要な政策課題となってこよう。
- 今後、わが国の経常収支は人口構成の高齢化から長期的には黒字の縮小が予想されるが、円の国際的な利用が増加するとすれば、ポンドやドル、マルクの例にみられたように、経常収支が黒字を維持している段階であると考えられる。

## 目 次

1 . はじめに .....	4
2 . 英国・米国における通貨の国際化 .....	6
2 . 1 . 国際収支発展段階説.....	7
2 . 2 . 英国のケース.....	7
2 . 3 . 米国のケース.....	8
3 . ネットワーク外部性と通貨の国際通貨化 --- 交換手段としての国際通貨化	8
3 . 1 . ネットワーク外部性の概念.....	8
3 . 2 . 国際通貨の交換手段としての機能.....	9
3 . 3 . 経済のネットワーク化と通貨の国際化.....	10
4 . 欧州におけるマルクの役割 --- 価値貯蔵手段としての国際通貨化 .....	12
4 . 1 . 価値貯蔵手段としてのマルクの役割変化.....	12
4 . 2 . マルクの為替媒介通貨化.....	14
5 . 円が国際的に利用される条件 .....	15
5 . 1 . わが国の産業構造の変化.....	15
5 . 2 . わが国の国際金融仲介機能の変化.....	16
5 . 3 . わが国の国債市場整備.....	20
6 . まとめ .....	20
<参考文献> .....	22

## 1. はじめに

金融市場のグローバル化が進展すると共に、通貨の利用についても「国際化」が意識され議論されることが増えている。例えば、1999年初には欧州11カ国で国民通貨が放棄され単一通貨ユーロが発足した。ユーロの発足以来、ユーロの為替レートは減価傾向を辿っているが、国際債券市場ではユーロ建ての債券発行が大きく増加し、ドル建て債券の発行と肩を並べるに至っている(図表1)。起債主体を見ても、欧州域内のソブリン国家や金融機関、企業だけでなく、エマージング諸国のソブリン国家や欧州域外先進国の企業、金融機関による起債も目立っている。一方、ドルについては国際的な利用という面では、従来から基軸通貨として圧倒的なシェアを占めていたが、最近では南米諸国におけるドル化(dollarization)の議論に象徴されるように、ドルが米国以外の国の国内通貨として利用することが真剣に議論され、現実にはアルゼンチン等一部の国ではそうした事態が現実のものとなっている。

この間、わが国においては、「円の国際化」が常に議論されてきたが、現実には、「円の国際化」はほとんど進展してこなかった。例えば、輸出の建値通貨として円が利用される割合には大きな変化は見られないし(図表2)、公的外貨準備に占める円資産の割合にも上昇傾向は窺われない(図表3)。「円の国際化」という概念は必ずしも明確でないし、また「円の国際化」を政策的に推進することが可能であるか、さらに望ましいかどうかについても様々な議論があるが、本稿ではそうした議論には立ち入らずに、「何故、円は国際的に利用されないのか」という一点に絞ってその背景を検討する。

最初に、検討に先立ち「通貨の国際化」を定義する。「通貨の国際化」とは必ずしも明確な概念ではないが、本稿ではある国の通貨が当該国の居住者以外の経済主体によって広範に利用される状況を指す言葉として使用する。しばしば指摘されるように、通貨の機能としては、計算単位、交換手段、価値貯蔵手段の3つが挙げられるが、通貨の国際化についてもこの3つの次元で考えることが出来る。

国際通貨の機能

	計算単位	交換手段	価値貯蔵手段
民間部門	表示通貨 (Invoice)	取引通貨 (Vehicle)	資産通貨 (Banking)
公的部門	基準通貨 (peg)	介入通貨 (Intervention)	準備通貨 (Reserve)

例えば、ドルを機能別にみても、計算単位としては貿易の表示通貨として世界

各地で使われている他、交換手段としても金融取引の決済等の取引通貨として圧倒的な地位を占めている（全世界外為取引の通貨別内訳＜各取引につき取引通貨が2重計上されているため合計は200%となる＞：米ドル 95/4月末83% 98/4月末87%、ユーロ＜独マルク、仏フラン、ECU、その他EMS通貨の合計＞60% 52%、円24% 21%）。また、価値貯蔵手段である資産通貨としてもドルのシェアは大きい（前掲図表1）。上記のような民間部門での通貨の国際的利用に対応して、公的部門についても通貨の国際的利用を3つの機能に即して考えることができる。例えば、ドルは、為替平價ないし中心レートを設定する際に基準とされる基準通貨として、また為替市場に介入する際に用いられる介入通貨として、さらに国際収支赤字等に対処する目的で保有される準備通貨（前掲図表3）として、圧倒的に大きな地位を占めている。

上記のような分類に即してドル以外の通貨をみると、まずユーロについては、計算単位および価値貯蔵手段としては、ドルと比較してみてもかなり利用されてきているが、交換手段としてはドルには遠く及ばない。一方、円の国際通貨としての役割は、日本の経済規模や対外債権残高の大きさとの比較で見ると、計算単位、交換手段、価値貯蔵手段のいずれの機能においても圧倒的に小さい。

このように円の国際的利用が少ないことの理由について明快な答えを用意することは難しいが、本稿では幾つかの仮説を提示したい。その際、特に以下のような疑問、問題意識を念頭に置きながら検討を行う。

- ドルと円の為替レートを比較すると、ドルは長期的に下落傾向を辿っているが、国際的な利用という面ではドルの地位は低下していない。為替レートの強弱は通貨の国際化には影響を与えないのか？
- ドルの有する様々な利便性を考えると、ドルが広範に利用されること自体は理解出来るが、一方で世界経済に占める日本経済の規模を考えると、これほどまでに円の利用が少ないのは何故なのか？
- 近年日本経済とアジア経済の関係が強まっているが、そうした傾向はアジア諸国との間では円の利用が高まる可能性を示唆しているのか？

本稿の構成は以下の通りである。第2、3章では、国際通貨の交換手段としての機能に注目する。まず、第2章では、過去、国際経済取引における交換手段としての地位を確立していったポンド、ドルの例を振り返り、どういう条件が満たされたときに国際的な交換手段となり得たのかといった点を考察する。特に、直接投資やサービス収支の動向の重要性に注目するとともに、競争力を持った知識集約産業やサービス産業が世界的なネットワークを形作っていく過程で、その国の通貨が交換手段の面での国際化を成し遂げていった点に焦点を当てる。第3章では、そのネットワーク形成と、通貨が交換手段の面で国際的に使用されていった点についての理論的な考察を加える。

次に、第4章では、国際通貨の価値貯蔵手段としての役割に焦点を当てる。ここでは、ユーロ誕生の前段階で既に欧州における国際通貨であったマルクの事例を基に、価値貯蔵手段としてのマルクの役割向上や、ドイツの国際金融仲介機能に焦点を当て、東西ドイツが統一した90年以降、マルクが欧州域内における国際通貨としての地位を強化させていく過程を考察する。

こうした事例研究の後、第5章では、円が国際的に利用される状況はどのような産業構造や国際金融仲介機能と対応しているかという論点について考察する。

## 2．英国・米国における通貨の国際化

通貨の国際化とは、国際経済取引の交換・決済における当該通貨の利用比率あるいは資産保有における当該通貨建て比率が高まっていくことである。本章では、過去、国際経済取引における交換手段としての地位を確立していったポンド、ドルの例を振り返り、どういう条件が満たされたときに国際通貨さらには基軸通貨<sup>1</sup>となり得たのかといった点を考察する。

ある国の通貨が国際通貨となる条件とは何であろうか。先に見たとおり、貿易の取引単位や支払い通貨に使われたり、非居住者に保有される程度が低いという点で円は国際的に利用されていない。その原因のひとつとして、わが国が持続的に経常黒字を計上しており、貿易相手国が円を入手するチャンスが少ないことが挙げられることがある<sup>2</sup>。

しかし、資本の国際間の移動が厳しく制限されたブレトンウッズ体制の時代にはあてはまるとしても、資本移動が大幅に自由化した現在、資本取引が経常取引に代わって、国際通貨を入手する重要な手段となり得るとの意見がある<sup>3</sup>。また、歴史的にみても経常赤字にならなければ、その国の通貨が国際化しないというのは必ずしも当ていない。例えば、19世紀後半から両大戦間期頃までのポンドが世界の基軸通貨とした時代<sup>4</sup>にあって、英国は貿易収支は常に赤字であったが、経常収支ベースでは常に黒字であった。

---

<sup>1</sup> 本稿では、一番よく使われる国際通貨、中心的な国際通貨を基軸通貨と定義する。

<sup>2</sup> 小野[1999]「円の国際化、赤字を覚悟で」、『経済教室』、日本経済新聞、6月15日。

<sup>3</sup> 関[1999]「アジアにおける円の国際化」、NRIレポート、7月22日号。

<sup>4</sup> 金本位制下の基軸通貨は、狭義には金為替そのものであるが、ポンドは金兌換を前提としている限りで基軸通貨でありえる。



以下では、上記のような議論を念頭に置きながら、ポンドおよびドルが国際通貨ないし基軸通貨としての役割を開始した時期について、伝統的な「国際収支発展段階説」に振返ってみてみることにする。

## 2.1. 国際収支発展段階説

経済の発展段階に対応する国際収支構造は、基本的に、その経済の経常収支が黒字か赤字かというフローの次元での特徴、対外純債権残高が正か負かというストックの次元での特徴によって分類でき、この2つの分類を組合わせた計4段階が得られる。

すなわち、初期の経済発展段階にある国では、国内投資が国内貯蓄を上回り、多大な経常赤字を資本収支で埋合わせている( )。この経常赤字国が、借入れを続けながら経常赤字を大きく改善し、やがて経常収支で黒字を記録し資金の返済を始める( )。返済し終えた後は未成熟の債権国となり、さらには年を追う毎に増加する経常黒字によって資本輸出が生じ、やがては成熟債権国の段階( )にいたる。しかし、この段階では、貿易収支が悪化し始め赤字を記録するようになる。そして、貿易赤字が対外利子受取りである投資収益を上回りはじめると、やがては債権を取崩すようになる( )。

国際収支発展段階説

フロー ストック	経常収支赤字国 (資本輸入国)	経常収支黒字国 (資本輸出国)
債務国		
債権国		

## 2.2. 英国のケース

19世紀半ばに産業革命をほぼ完成した頃の英国の場合、インドなどの植民地へポンドで投資し、その生産物を輸入していたため、貿易収支は再輸出を加えても製品輸出総額は輸入額の約8割に過ぎず赤字で推移していた。この貿易赤字は20世紀入り後も続いたが、その間、経常収支ベースでは常に黒字であり、英国が世界の商船隊の約1/3を擁する海運国として、海運収入により貿易赤字を埋めていた(図表4)。この経常黒字は対外投資に向かうため、その利子収入が元来大きかった海運収入に加わり経常収支の更なる黒字拡大をもたらしており、19世紀半ば以降の英国は、海運収入を中心とした経常黒字 対外投資 投資収益 対外投資というプロセスの中におり、対外純資産を積上げていた(第 段階)。第3章で述べるように、この海運業の発展を背景とした

世界的なネットワークを背景にポンドが国際通貨化し、基軸通貨としての役割を果たしていった。

## 2.3. 米国のケース

米国は既に、第二次大戦後、世界最大の債権国の地位（上記の第 段階）についており、1948～49年頃に米国は世界輸出の約1/4、金保有高は約2/3を占め、国民所得では英国、フランス、西ドイツの合計の3倍以上にまで達する程の経済大国となっていた。第二次大戦後、米国の資本輸出は、マーシャル・プラン等の公的資本輸出が主流を占めていたが、民間資本輸出では、1950年代入り後、自動車、機械、石油化学工業等を中心とする西欧向けの直接投資が中心的役割を果たしていた（図表5）。

こうした直接投資によって米国企業が外国に進出するのは、米国企業にとって利用可能な様々な経営資源を使って獲得することのできる利潤が、米国内よりも米国外の方において高いと予想されたからである。つまり、直接投資の経済的動機は資金の移動というよりもむしろ経営資源がその限界生産性の低い国から高い国へと移動するといつてよく、パテントやノウハウをはじめ広く技術的・専門的知識や販売・原料購入・資金調達等のマーケットにおける地位、およびブランド、情報収集・研究開発のための組織の移動を伴う<sup>5</sup>。次章で述べるように、こうした米国企業の経営資源での比較優位を背景とした直接投資は米多国籍企業の国際ネットワークを形成し、それが米銀の海外展開と結びつくことにより、進出先でのドル決済が広汎化していった。

なお、米国の貿易収支は60年代後半にかけて黒字幅を縮小し、71年には戦後初めて赤字を記録した。更に、貿易赤字は80年代以降急激に拡大している。しかし、米国は製造業からサービス産業への産業調整が進行し、これらサービス産業の経営資源の比較優位を背景とした国際的なネットワークを確立することに成功した。その結果、サービス収支では金融、情報や特許手数料等の高付加価値サービスを中心に、90年以降大幅な黒字を続けている（図表6、7）。

## 3. ネットワーク外部性と通貨の国際通貨化 --- 交換手段としての国際通貨化

### 3.1. ネットワーク外部性の概念

ここで、英国の海運業や、直接投資を中心とした米国多国籍企業の海外展開が特に

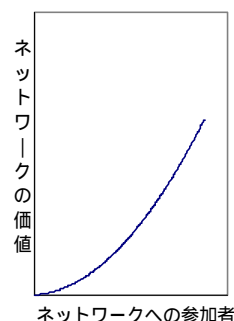
---

<sup>5</sup> 直接投資の理論の詳細については小宮[1972]参照。

交換手段としての国際通貨化と深く関わってきた背景について探ってみよう。この点について本稿では、「ネットワーク外部性」が大きな役割を果たしたという仮説を提示する。

「ネットワーク外部性」とは、最近、とくにインフォメーション・テクノロジーを使ったネットワーク経済を理解する上で注目されている概念<sup>6</sup>である。これは、「ネットワークを使う人が増えれば増えるほど、その利用者一人一人にとってその価値が増えてくる」というネットワークのもつプラスのフィードバック効果を意味している。その意味するところは、「大きなネットワークの方が小さなネットワークよりもユーザーにとって魅力があり」、「大きいネットワークを作り上げたものはますますユーザーにとっての利便性を高める（強者はますます強くなる）」というものである。

こうした例はコンピューター・メーカーであるアップルが競争に出遅れる一方、マイクロソフトが独占体制を作り上げていく過程など、インフォメーション経済の文脈でよく挙げられるところである。ネットワークの価値はユーザーの数によって決まり、しかもそれは非線形な形で急増する。つまり、ネットワークに接続するという価値は、既にそのネットワークにつながっている他の人たちの数によって決まるというものであり、いわば需要側の規模の経済といつてよい。



更には、こうしたネットワークのもつ重要な特色としては、例えばあるインフォメーションシステムが使っているテクノロジーのブランドから別のブランドに転換するためのコストが相当な額に上るため、ユーザーが現状のシステムに「ロックイン」されてしまい、現状のシステムにとって替わる新たなシステムへの移行が難しくなるということがある。

### 3.2. 国際通貨の交換手段としての機能

以上の「ネットワーク外部性」は、インターネット等バーチャルなネットワークに限ったことではない。伝統的な通信や運輸等の現実のネットワークにも当てはまるものである<sup>7</sup>。そして、こうした「ネットワーク外部性」は、通貨においても当てはまると考えられ、これまでもアカデミズムの世界で議論されてきた貨幣の3機能（計算単位、

<sup>6</sup> ネットワーク外部性についてはシャピロ，C．・バリアン，H．[1999]参照。

<sup>7</sup> 例えば、電話は一人だけ持っていては役に立たないものであり、使う人が増えれば増えるほど、その利用価値は高まるものであり、輸送のネットワークもその対象が増えるほどネットワークの規模が拡大し、その価値も増大する。

交換手段、価値貯蔵手段)を国際通貨に応用する議論<sup>8</sup>の中で、国際的な交換手段としての機能に着目したものに対応する。

交換手段としての機能には規模の経済が作用する結果、国際的な交換手段についても、交換の出会いの確率が高い通貨が国際通貨として利用されると考えられる。また、ドルの価値貯蔵手段としての魅力が減少する中で、ドルが基軸通貨であり続けられる慣性(inertia)についても、国際的な交換手段としての比較優位や、交換手段としての機能に対する「ロックイン」効果から説明がなされている。事実、ドルの為替レートが趨勢的に減価する中、ユーロカレンシー市場(国際的な銀行預金市場)では、ユーロ債市場に比べ、ドルの役割低下の程度が緩やかである。こうした特徴は、プラザ合意以降、ドルが大幅に減価した80年代後半に顕著にみられた。これは、ユーロ債市場が資産性を特徴とし、通貨の価値貯蔵手段としての機能を表している市場であるのに対して、ユーロカレンシー市場が流動性や決済性を特徴とし、通貨の交換手段としての機能を表していることによると考えられる(図表8)。

### 3.3. 経済のネットワーク化と通貨の国際化

次に産業構造のサービス経済化、ネットワーク経済化と通貨の国際化の関係についてみてみよう。例えば、かつての英国のように、海運業で比較優位にある国では、財の輸出に比較優位を持つ場合に比べて、以下のような面で「経済のネットワーク化 通貨の国際化」に繋がっていくメカニズムを有していると考えられる。

財と違い、サービスの場合、在庫が効かず供給する際に場所と時間が特定されている点に特徴がある。例えば海運の場合、ある特定の時までに入が相手先まで商品を持って初めてそのサービスを供給したことになり、船員の現地での滞在、消費等を通じて、各国毎に人によるネットワークが形成されていく素地が作られていく。こうした人的ネットワークを通じて通貨の交換回数は高まっていく。この点、財では輸出入国間のモノの移動が中心であり、貿易を通じた両者の間の人的ネットワークは形成されにくい(図表9)。

こうしたサービス産業によるネットワーク形成の効果は、直接投資の場合でも生れてくると考えられる。米国企業の多国籍企業化などの例では、直接投資は前述の通り、経営資源の比較優位を背景として行われており、投資先において技術指導や現地従業員の雇用を通じた投資国による人的ネットワーク形成が促されていく他、投資先から投資国への特許使用料の支払いや多国籍企業の内部貿易等を

---

<sup>8</sup> 以上の議論は、例えば Krugman[1984]、小川[1998]、ECU Institute[1995]、Matsuyama, Kiyotaki and Matsui[1993]を参照。

通じて通貨の交換回数は高まっていく。

それでは、こうしたサービス経済化や直接投資を基盤として形成されたネットワーク上では、具体的にどのような国の通貨の交換比率が高まり、国際通貨になるのだろうか<sup>9</sup>。これについては、第2章でみたドル、ポンドの例が示唆を与えているようである。ここで、それをまとめてみると、以下の通りである<sup>10</sup>。

### ポンドのケース

ポンドは、上でみた海運業や、金融業の発展を背景とした世界的な人的ネットワーク、金融ネットワークの上に、交換の出会いの多い通貨として国際通貨化し、その後、経済力が衰える中にあっても、第2次大戦後になってもドルに対するポンドの後退は漸進的であったように、国際通貨の慣性が長く作用していた。

### ドルのケース

ドルは、第二次大戦後のブレトンウッズ体制下、金および他通貨への自由交換性を維持した唯一の通貨となり基軸通貨の地位についたが、米国企業が経営資源の比較優位を背景とした直接投資により多国籍企業化を進めた50年代以降、世界的な交換手段としての地位を確立していった。そして、この米国企業の多国籍化が、60年代以降、それに追随する動きを強めた米銀の海外展開<sup>11</sup>と結びつき、進出先でのドル決済を一層広汎化させていった。この過程においては、米国が自国の技術力やノウハウを世界の共通言語としてネットワークを形成していく中で、直接、通貨の交換頻度が高まり、進出先でのドル決済が広汎化した。

こうした事例を基に、一国の通貨が国際通貨と成り得る条件を考えると、国際的なネットワークが形成される産業なり技術力・競争力を有することがひとつの条件と成り得ることがわかる。また、ある通貨が国際通貨としての地位を一度確立すると、その交換手段としての比較優位に対して慣性（inertia）が働く。こういう意味からは、

---

<sup>9</sup> Kindleberger[1981]は通貨の国際化を言語の国際化に例え、「大国（ドイツ）と小国（オランダ）の人が会話をする時は大国の言語（ドイツ語）が、小国（ブラジル）と小国（オランダ）の人同士が会話をする時は international な言語（英語）が使われる」と述べている。

<sup>10</sup> 第1章でみたとおり、例えば、ドルは価値貯蔵手段（民間部門による資産通貨、公的部門による準備通貨）としても利用されているが、ここでは、交換手段としての機能に焦点を当てて議論を行う。

<sup>11</sup> 1960年代に米銀の海外進出を促した要因としては、多国籍企業の海外展開に呼応して行われた以外に、米国の国際収支赤字（ドルの大量流出）対策として制定された対外投融資規制（例えば、米銀の非居住者に対する金融資産残高の上限規制を目的とした対外投融資自主規制 <Voluntary Foreign Credit Restraint Program: VFCR>）の回避という動機が挙げられる。

現在、進行中のIT革命、バーチャルな世界も含めたネットワーク経済化が進む中で、これらの分野における比較優位を保つことが、その国の通貨の国際化とも関係してくるのではないかと考えられる。

#### 4．欧州におけるマルクの役割 --- 価値貯蔵手段としての国際通貨化

前章では、国際通貨の交換手段の役割に焦点を当てて、ポンドやドルが国際通貨としての地位を確立していく過程をみてきた。本章では、主として価値貯蔵手段としての国際通貨の役割に注目し、この価値貯蔵手段としての国際化が急速に進み、その結果、欧州地域内の国際通貨としての地位を強固なものとしたマルクの例をとり挙げる。特に、マルクが、東西ドイツが統一した90年以降、欧州内における国際通貨としての地位を強化させていく過程を考察する。一方、マルクは、交換手段としては米ドルと比べ国際的な取引通貨としての地位は低かったが、このマルクの交換手段としての機能についても若干触れることとする。

##### 4．1．価値貯蔵手段としてのマルクの役割変化

ドイツの対外純債権残高（図表10）は、80年代には経常収支の黒字傾向を反映した民間部門主導の対外投資を中心に急増し、80年末の650億マルクから90年末の5,166億マルクに膨れ上がったが、東西ドイツが統一した90年以降は、ドイツ統一に伴う財政赤字の増大とこれを反映した経常収支の赤字拡大から大幅に減少している。このドイツの財政赤字は主として非居住者の国債購入によりファイナンスされており、非居住者の保有する公的債務の割合は90年末の21%から99/9月末の36%にまで上昇した（図表11）。

こうした非居住者の保有比率上昇の背景としては、91～93年については、国債発行の急増に加えて、ドイツ連銀の金融引締めもあってドイツの長期金利が高水準を続ける一方で、米国では実質金利ゼロ政策が採られた結果、内外金利差（図表12）から海外資金が流入したことが寄与している。また、92～93年については、欧州通貨危機によるflight to qualityの動きを反映し、非居住者によるドイツ国債への投資が増加したことも大きく寄与した。その後、94年には内外金利差の縮小から資金が流出するが、95年からは非居住者の国債保有比率は再度上昇トレンドにある。この90年代後半の非居住者保有比率上昇には、前述の金利差要因に加え、ドイツの国債市場のインフラ整備が進展したことが大きく寄与している（図表13）。

但し、このようにドイツ国債が非居住者に保有されるようになってからは、例えば、

長期金利が非居住者の投資動向にも左右され易くなった点は重要である（図表14）。ドイツの長期金利は91～93年にかけては既述の通り水準としては高かったが、非居住者の大幅な買い越しから金利は低下基調にあった他、非居住者が大幅に売り越した94年には長期金利も大幅に上昇している。こうした対外資金フローへの金利感応度の高まりは80年代後半にはみられなかった。

90年代前半のドイツの長期金利の高水準は、ドイツ統一が引起した側面が強い。ドイツ統一に伴い、政府が主に東から西への大量の移住が起きるのを防ぐという政治的な理由から東ドイツマルクを過大評価し、賃金や家賃、少額預金を1対1で西ドイツマルクと交換<sup>12</sup>したため通貨量が増加したこと（連銀は実際の購買力により近い西ドイツマルク1対東ドイツマルク2の交換比率を望んでいた）や、統一特需の発生とそれに伴う賃金上昇等を背景にインフレが強まった。

90年代後半のドイツの国債市場整備により、97年以降は10年物長期債（Bund）と5年特別連邦債（Bobl）に加えて6ヵ月物短期割引国債（BuBills）、2年物大蔵省証券（Schatze）、30年物連邦債が定期発行されており、Bund以外は四半期毎にほぼ一定額が入札されている。こうした措置により、6ヵ月、2年、5年、10年、30年といったベンチマークの年限で流動性の高い新発債が取引されるようになった。この結果、ドイツ国債市場はユーロ圏全体を代表する債券市場となっており、債券先物も出来高ベースで米国債市場を追い抜く規模まで成長している（図表15）。

このように、90年代前半は、ドイツの財政赤字拡大やこれに伴う長期金利上昇が非居住者の国債保有比率上昇に繋がり、それがマルクの国際化の一つの原動力となったが、90年代後半になると、政府、ドイツ連銀とも非居住者やユーロ圏でのベンチマーク作りを意識してドイツ国債のインフラ整備をすすめた結果、非居住者の保有比率は一段の上昇をみることになった。

この結果、ドイツの対外取引における通貨構成をみると、対外債権ではマルク建て、外貨建て共に増加しているが、対外債務では、非居住者サイドからみた価値貯蔵手段としての役割向上を反映して、90年以降、公的部門を始めマルク建て債務残高が急増した（前掲図表10）。つまり、国際金融仲介機能という観点からは、ドイツは自国通貨マルクでの資金調達に圧倒的に多く、このマルク建て負債を基に外貨およびマルク建てで投資を行っていた姿が浮んでくる。

---

<sup>12</sup> 賃金・給与、家賃、地代の他、現預金については、14才以下は2000東ドイツマルクまで、15～59才までは4000東ドイツマルクまで、60才以上は6000東ドイツマルクを限度に1対1の交換比率が適用された。その他の債権・債務は2対1で交換。

この点、日本は、非居住者サイドからみた価値貯蔵手段としての円の役割低迷を背景に、「ドル建て債務」と「ドル建て債権」の国際金融仲介機能を担っているに過ぎず（言わばドルのパス・スルー）、ドイツの果している国際金融仲介機能とは大きく異なっている（日本の国際金融仲介機能については第5章を参照）。

#### 4.2. マルクの為替媒介通貨化

4.1ではマルクの価値貯蔵手段としての機能を議論してきたが、次に、マルクの国際的な交換手段としての機能についても議論する。

欧州諸国間では、80年代後半以降、外国為替取引においてもマルクの役割が増大した。この要因としては、

上でみてきた価値貯蔵手段としてのマルクの役割増大に伴う非居住者のマルク保有残高の上昇が、マルク交換の頻度を高めたこと

EMSという欧州域内通貨制度の強化<sup>13</sup>により、ドルと比べて対マルクでみたボラティリティが欧州域内通貨で大幅に低下し、域内の資本取引が拡大したこと、を指摘できる。

これらの結果、外国為替市場ではEMS発足後、加盟国通貨間の通貨交換においてボラティリティの小さいマルクが媒介通貨としての地位を強めていった。

なお、欧州域内貿易においては従来よりマルクの使用比率が高かったが（図表16）、その背景としては、欧州諸国は従来から域内貿易のシェアが高く、ドイツがその域内貿易の中心国となっていた（図表17）ことに加え、ドイツは80年代後半以降、EC諸国向けの直接投資を積極的に展開し欧州諸国との水平分業のネットワークを形成・強化したこと等を挙げられる。

マルクが為替媒介通貨の地位を一旦獲得すると、欧州インターバンク市場でマルクが一層用いられるためマルクの取引コストの更なる低下を促し、取引コストの低下がマルクの為替媒介通貨としての地位を更に強化していくというフィードバック効果が働く。事実、ノルウェー、スウェーデン、フィンランドの北欧諸国は90年代入り後、本国通貨をECUにペッグ<sup>14</sup>したが、その結果、対ドルと比較してボラティリティが低下

---

<sup>13</sup> EMS 為替平価防衛を目的とした金利協調政策の活用が 1987 年に合意され、緊張が高まると為替平価の変更を余儀なくされた旧来の EMS と違い、EMS の投機対策が強化された。

<sup>14</sup> ノルウェー・クローネは 90 年 10 月、スウェーデン・クローナは 91 年 5 月、フィンランド・マルカは 91 年 6 月に ECU 連動を開始した。



した対マルクとの自国通貨取引が急増した（図表18）。

このように、マルクは、価値貯蔵手段としての役割に加え、交換手段としても役割を向上させてきたが、既述の通り、国際通貨の交換手段としての機能には慣性が作用するため、現在の世界的な基軸通貨としてのドルは、通貨価値が減価して価値貯蔵手段としての機能が低下（前傾図表8 - ）しても、交換手段としての機能が他の通貨より優位にあるためその地位を大きく変えていない（前傾図表8- ）。これは、ユーロ誕生後についても当てはまる。ユーロの現状の評価は、長期を中心にした価値貯蔵手段としての国際通貨化はかなり進んだものの、短期の決済、交換手段としての国際通貨としては、ドルに対してまだかなり劣位にあると見てよい<sup>15</sup>（図表19）。

## 5．円が国際的に利用される条件

第 2、3 章では、英国の海運業や、直接投資を中心とした米国多国籍企業の海外展開が世界的なネットワークを形作っていく過程で、ポンド、ドルが国際通貨の交換手段としての地位を確立していった事例をみた。また、第 4 章では、ドイツ当局の国内資本市場整備が非居住者からみたマルクの価値貯蔵手段としての役割を高め、マルクの国際通貨としての地位を強化させていく過程をみた。こうした歴史的事例を踏まえ、以下では、円が国際的に利用される状況はどのような産業構造や国際金融仲介機能と対応しているかという論点について考察する。

### 5．1．わが国の産業構造の変化

これまでの日本の非製造業は、国際的な競争に晒されてきた製造業と比較すると、概して、その生産性は上昇してこなかった。その結果、非製造業の国際競争力は弱く、例えば非製造業の中で大きな割合を占めるサービス産業の対外競争力のひとつの側面を示しているサービス収支は常に大幅な赤字を記録している（図表20、21）。英国や米国の例でみたように、円が国際的な決済通貨として利用されるかどうかは、これらサービス産業や知識集約産業の競争力を背景に世界的なネットワークを形成することが出来るかどうかにも依存すると考えられる。

---

<sup>15</sup> 銀行の運用調達構造が、達観すれば、短期調達、長期運用になっていることを勘案すれば、図表19から「ユーロの国際化」が中長期を中心にした価値貯蔵手段としての国際通貨化を中心に浸透しているものと考えられる。

現状、日本の輸出入取引の円建て比率が低い要因としては、以下のような要因が指摘されることが多い。

日本の輸出の対米依存、輸入の一次産品・原料依存という貿易構造。

日・米・アジアの貿易関係をみると、日本からアジアへ資本財を輸出する一方、最終消費財がアジアから米国へと輸出されているため、ドル建てでインボイスした方が為替リスクが回避できること。

日本の輸出企業が現地の販売価格を安定的に維持して市場シェアを確保しようとする傾向が強いことから、輸出を外貨建てでインボイスして為替リスクを自らが負担するインセンティブを持っていたこと。

わが国が今後、高付加価値のサービス産業、知識集約産業を中心とした産業構造に移行していく過程で、アジア諸国からの輸入が増え、アジアにとって日本が米国を凌ぐ最終需要国となってくれば、欧州域内貿易の中心国のドイツの例にみられたように、アジア域内で円の使用頻度が高まる可能性がある。また、米国の例にみられたように、本邦企業が、経営資源での比較優位を背景とした直接投資（図表22）を行い国際ネットワークを形成<sup>16</sup>していけば、円決済が増加する可能性も考えられる。

## 5.2. わが国の国際金融仲介機能の変化

円が国際的に使われていくためには、上でみたサービス産業、知識集約産業の国際ネットワーク形成による交換手段としてのインフラ整備の他に、ドイツの例にみられたように、非居住者にとって魅力ある国内資本市場を整備し、その結果として、わが国における国際金融仲介機能が質的に変化していくことが重要なメルクマールになってくると考えられる。

経常収支の大幅黒字とそれを上回る資本輸出により債権大国化した80年代のわが国の国際金融仲介機能をみると、長期資本収支<sup>17</sup>赤字が経常収支黒字を大幅に上回っており（図表23）、この差額は銀行部門による海外からの短期外貨調達、すなわち短

---

<sup>16</sup> 80年代後半以降の急激な円高を背景に、本邦企業はアジア諸国向けを中心に直接投資を行ったが、その動機は製造コストの削減を通じた輸出競争力の維持であったため、進出先での市場開拓を目的とした米国多国籍企業の例にみられたような人的面、産業面での国際ネットワークの形成は生じなかった。

<sup>17</sup> 旧BPベースでは、資本取引のうち1年以上にわたる取引を長期資本取引として区分していた。長期資本取引の収支が経常収支を上回りまた下回った時は、その過不足分は短期資本収支および金融勘定によってファイナンスされる。

期のドル調達によりファイナンスされている（図表24）。

このように、わが国の国際金融仲介機能は、資産サイドで「外貨建て・長期貸し」、負債サイドで「外貨建て・短期借り」の構造をとっており、とりわけ負債サイドで「自国通貨建て」での調達を行っていたドイツの構造と大きく異なっている。今後、円が国際的に使われていくとすれば、短期で調達したドルが長期で運用されるといったドルの満期変換が中心となるのではなく、ドイツにみられるように、非居住者からみた自国通貨の価値貯蔵手段の高まりを背景に、政府部門、民間部門による円建て借入れが進展し、円を用いた満期変換が行われる状態に対応している筈である。このことは、また、対外資金フローがこれまでの経常黒字の海外への還流という一方向ではなく、双方向で厚みのあるものとなっていくことを意味する。

わが国の国際金融仲介機能が変化していくためには、価値貯蔵手段としての円の役割が増大することが大前提となるが、これはポンド・ドル・マルクの例にみられたように、自国通貨に対する信認を獲得し得る対外純債権国の地位にある時期にこそ可能と考えられる。しかしながら、例えば、わが国の国債発行残高（除くFB）に占める非居住者の保有ウェイトを主要国と比較してみると、99/3月末時点では6%と低位に止まっている（図表25）。また、為替介入原資の短期国債についても非居住者の購入が外準の増加に比べて僅少である（図表26）。こうした結果、わが国を巡る資金フローという観点から国際金融仲介機能をみると、現状ではわが国からの片方向の対外資金フローの形となっており、双方向で厚みのあるものとはなっていない（図表27）。

なお、現在、価値貯蔵手段としての円の役割が小さいのは、円の為替レートのボラティリティが相対的に大きいこととも関係があろう（図表28）。円のボラティリティが大きいために円建て証券にリスクプレミアムが要求され、それが非居住者の円債投資を抑えている側面があると考えられる。また、逆に、こうした円のボラティリティの大きさは、居住者の対外投資をも抑制する側面もあると考えられる。

もっとも、非居住者にとって為替リターンが獲得できる円高基調に加えて、最近では、インデックス運用を行っている先が時価ベースでみた先進国国債の発行残高に占める国別残高のシェアが大幅に増加していることからJGBへの投資を増やしており、価値貯蔵手段としての円保有の増加の動きも一部にみられている（図表29、30、31）。こうした非居住者の円保有比率の上昇により、国債の保有構成の多様化が図られ市場参加者の厚みが増し市場規律が働く一方で、対外資金フローの感応度の高まりを通じ

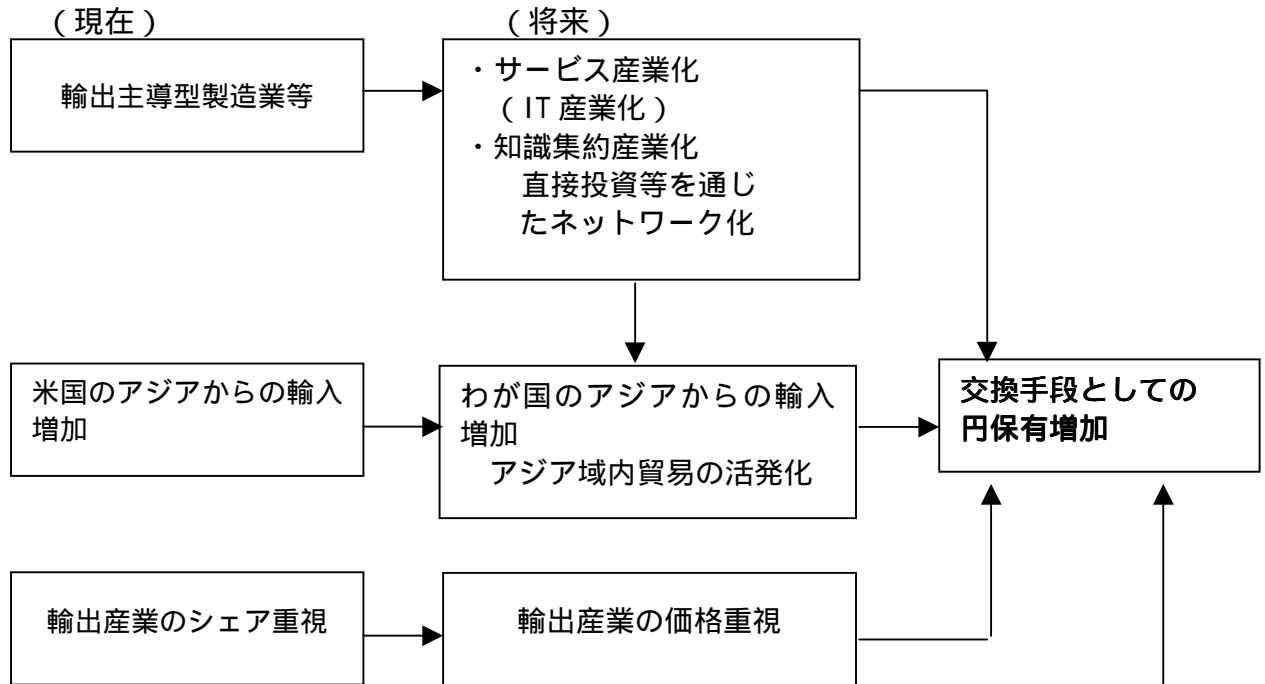
た金融資本市場の不安定化要因をもたらす可能性もある点には注意が必要である<sup>18</sup>。

今後、円の国際的な利用が進めば、こうした保有構造の多様化がソブリン・リスクなどに対する対外資金フローの感応度の高まりを通じた金融資本市場の不安定化要因をもたらす可能性がある一方で、非居住者の円建て保有資産の上昇が通貨価値安定の安全弁として働いたり、日本国内における様々な経済改革を促す契機となるというメリットも現われてくると考えられる。

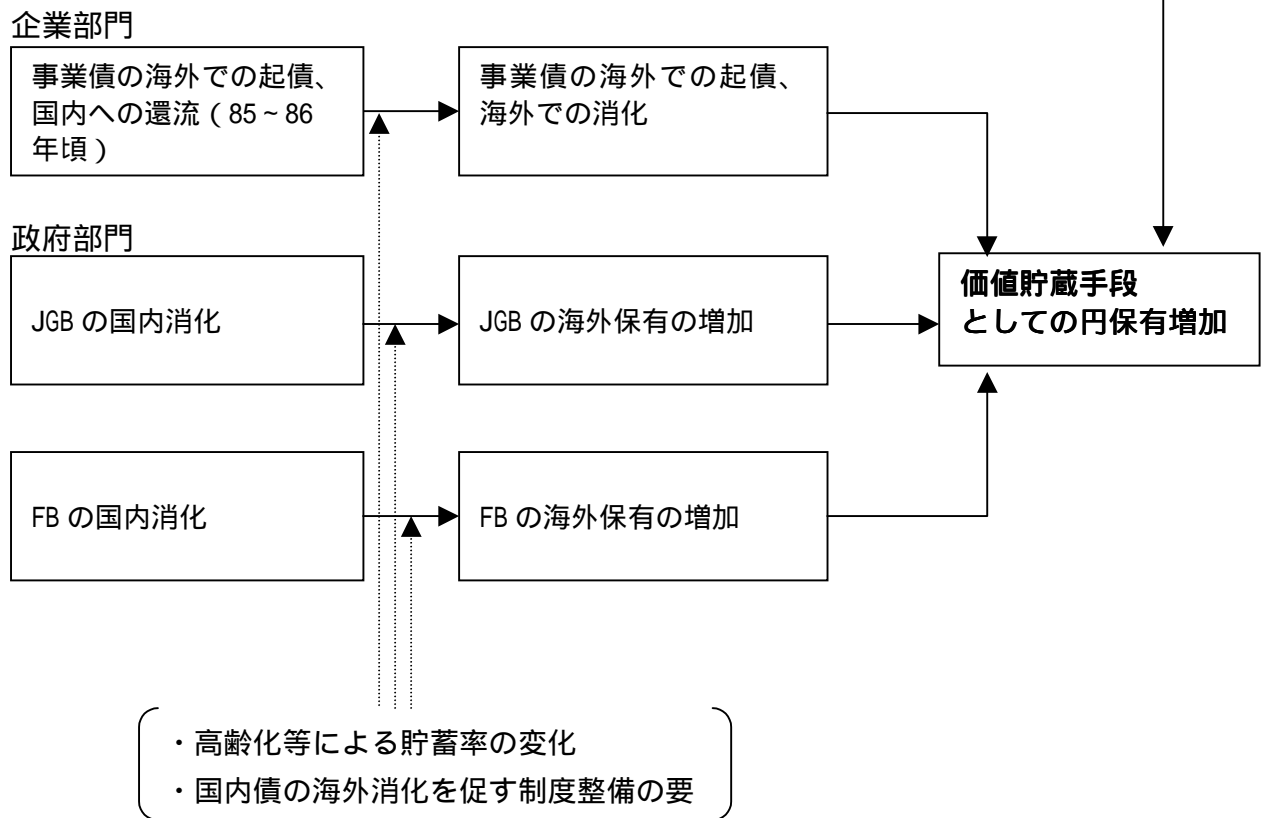
---

<sup>18</sup> 例えば、30年国債と10、5年債の間でスプレッド取引を行っていたとみられるヘッジファンドは、本年1月以降の米国イールドカーブの急速な逆イールド化によって損失が拡大したが、この米国市場での損を円資産で益出す等の行動に出たとみられ、この結果円安・ドル高を誘発したと考えられている。

**(わが国の産業構造の変化)**



**(わが国の国際金融仲介機能の変化)**



### 5.3. わが国の国債市場整備

通貨が国際的に使われる条件についてこれまでみてきたが、通貨の国際化はそれ自体を目的として進めることは適当でないし、また可能でもない。しかし、各国通貨が国際金融市場で凌ぎを削るような競争状況にあることを十分に認識すれば、国際化を阻む障害の改革に対する重要性、緊急性の認識は自ずと変わってくる。そうした状況認識に立った上で、日本の金融市場の魅力を向上させていく努力は重要である。その際、現状の国債市場は現状の発行規模を考えると、わが国の金融市場の魅力を向上させていく上で中核的な市場と位置付けられる。

近年、わが国でも国債市場の改革に向けて様々な努力が払われてきたが、海外主要国と比較すると、税制を含めなお多くの制度的な差異が存在し、現状では、上でみた通り、わが国の国債発行残高に占める非居住者の保有ウェイトは主要国と比べて低位に止まっている。今後、非居住者の国債保有ウェイトを上げていくためには、わが国の国債市場の機能向上が不可欠であり、源泉徴収制度等の税制による流動性阻害要因の最小化、ヘッジ取引や裁定取引を容易にする先物市場・レポ市場の利便性向上、決済期間の更なる短縮化による取引・決済慣行の安全性確保と標準化の推進等、改革のメニューは多岐に渡るが、具体的な市場改革を急ぎ、円の価値貯蔵手段としての魅力を高める必要がある<sup>19</sup>。

わが国の国債残高がかなり増大していることを前提にすれば、これを梃子に金融市場改革を進め円の魅力を高めていくという努力は、先にみた90年代初頭のドイツの例と同様、わが国にとっても重要である。

## 6. まとめ

本稿では、円が国際通貨となる条件について、過去の歴史的事例を参考にしながら考察してきたが、それをまとめると以下の通り。

- (1) 国際通貨国（過去の英国、現在の米国）の通貨が、国際的な取引の交換手段として圧倒的な優位を保っていた条件を歴史的に概観すると、かつての英国においては、競争力のある海運業や金融業を基礎とした世界的なネットワークを背景にポンドの国際通貨としての地位を確立していった。また、米国の場合は、多国籍企業の海外進出等直接投資が増加し、こうした米国企業の海外展開がユーロ市場でのドル

---

<sup>19</sup> わが国の国債市場の機能向上にむけた市場改革の方向性については白川[1999]、[2000]参照。

建て決済ニーズの増大に結びつき、ドルの国際的な利用を加速させた。

- (2) こうした国際通貨は、国際経済取引における交換手段としての機能において圧倒的な比較優位を有しているが、この交換手段としての比較優位には、使う人が多くなればなる程その人のメリットが大きくなるという通貨の持つネットワーク外部性が深く関係している。この通貨の持つネットワーク外部性は、国際通貨国の産業ネットワークの形成を背景に構築されたと考えられる。英国の海運業にみられた世界的なネットワークや米国における技術力、ノウハウの比較優位を武器にした多国籍企業の世界展開は、こうした通貨の国際的な交換手段としてのネットワーク形成に大きく寄与してきたと考えられる。
- (3) また、対外債務の中に占める自国通貨建て取引がどの程度行われているかということは、国際通貨の価値貯蔵手段としての役割をみる上で重要である。こうした例としては、東西ドイツ統一による財政赤字の拡大を契機に非居住者による国債保有が増大したドイツの例が挙げられる。この背景としては、ドイツ当局の市場整備が非居住者からみたマルクの価値貯蔵手段としての機能を高めたことが大きく寄与したと考えられる。
- (4) 今後、わが国でもIT革命、産業構造のサービス化、高付加価値化が進む中、知識集約産業の競争力上昇がますます重要になってくると考えられるが、こうした方向性は、対外的なサービス収支の改善をもたらすとともに、ノウハウ、経営資源面の比較優位が、海外の経営権獲得 直接投資の増加に結びつき、産業面、人的面でのネットワークが形成され、円が交換手段として国際的に使用されていく可能性がある。
- (5) また、円が国際的に利用されるためには、とりわけ、わが国における国際金融仲介機能の質的变化も重要なメルクマールになってくると考えられる。80年代のようなドル建て短期借り・長期貸し（満期変換）を行うといったドル建ての国際金融仲介を進めるだけでなく、非居住者からみた円の価値貯蔵手段の高まりを反映した、わが国政府部門、民間部門による円建て借入が進展し、円を用いた満期変換が行われることが必要である。そのためには、非居住者にとって魅力ある国内資本市場を整備することは重要な政策課題となつてこよう。
- (6) 今後、わが国の経常収支は人口構成の高齢化から長期的には黒字の縮小が予想されるが、円の国際的な利用が増加するとすれば、ポンドやドル、マルクの例にみられたように、経常収支が黒字を維持している段階であると考えられる。

以上

< 参考文献 >

- 石見徹[1995]『国際通貨・金融システムの歴史』、有斐閣
- 小川英治 [1998]『国際通貨システムの安定性』、東洋経済新報社
- 奥田宏司 [1997]『両大戦間期のポンドとドル』、法律文化社
- 小野善康 [1999]「円の国際化、赤字を覚悟で」、日本経済新聞 6月 15 日
- 外国為替等審議会[1999]「21 世紀に向けた円の国際化」
- 木村武・中山興[2000]「為替レートのボラティリティと企業の輸出行動」、『日本銀行調査月報』、3月号
- 香西泰 [1996]「貿易黒字・円高の時代は終わった」、『論争』、9月号
- 上川孝夫・今松英悦編著 [1997]『円の政治経済学』、同文館
- 関志雄 [1999]「アジアにおける円の国際化」、NRI レポート 7月 22 日号
- 小宮隆太郎・天野明弘 [1972]『国際経済学』、岩波書店
- 小宮隆太郎・米村紀幸 [1993]『ヨーロッパ統合と改革の行方』、東洋経済新報社
- シャピロ , C.・バリアン , H. [1999]『「ネットワーク経済」の法則』、IDG ジャパン
- 白川方明[1999]「日本の国債市場の機能向上に向けて」、日本銀行金融市場局ワーキングペーパーシリーズ 99- J -3
- 白川方明[2000]「日本の国債市場改革」、日本銀行金融市場局ワーキングペーパーシリーズ 00-J-6
- 高橋祥夫[2000]「主要国の国債管理政策とわが国へのインプリケーション(2)」、ドイツ銀行レポート Global Markets Research 2月 10 日号



田中素香 [1996] 『EMS：欧州通貨制度』、有斐閣

中尾茂夫 [1985] 『世界マネーフロー』、同文館

山本栄治 [1988] 『基軸通貨の交替とドル』、有斐閣

Deutsche Bundesbank, ed., [1998] *Fifty Years of the Deutsche Mark*, Oxford University Press.

Deutsche Bundesbank, [1991] “The significance of the Deutsche Mark as an invoicing currency in foreign trade”, *Monthly Report of the Deutsche Bundesbank*, November.

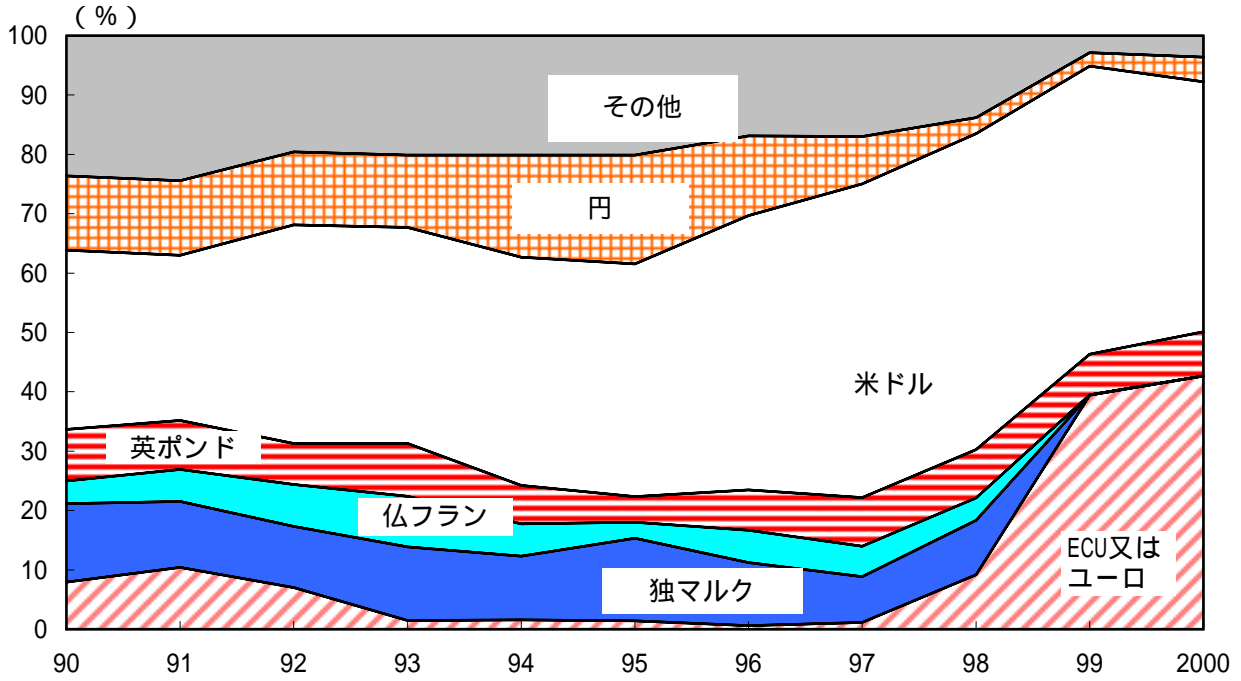
ECU Institute, ed., [1995] *International Currency Competition and the Future Role of the Single European Currency*, Kluwer Law International.

Kindleberger, C. [1981] *International money*, George Allen & Unwin.

Krugman, P. [1984] “The International Role of the Dollar” in: Bilson, J.F.O. and Marton, R.C. (eds.), *Theory and Prospect in Exchange Rate*, University of Chicago Press.

Matsuyama, Kiyotaki and Matsui, [1992] “Toward a Theory of International Currency” in *Review of Economic Studies* 93, pp. 283-307.

(図表1) 主要通貨の国際債発行額に占めるシェア



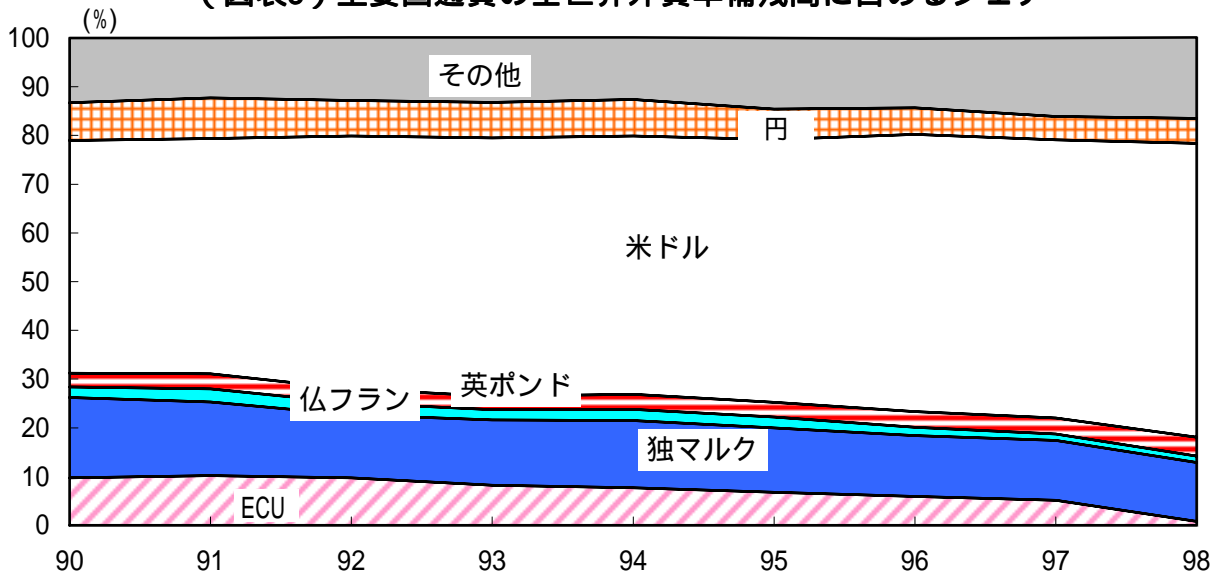
(出所) Thomson Financial Securities Data

(図表2) 主要先進国の輸出入決済における自国通貨建て比率

		(%)			
		80年	88	95	97
日本	輸出	29.4	34.3	36.0	35.8
	輸入	2.4	13.3	22.7	22.6
米国	輸出	97.0	96.0	n.a.	n.a.
	輸入	85.0	85.0	n.a.	n.a.
ドイツ	輸出	82.3	81.5	74.8	n.a.
	輸入	43.0	52.6	51.5	n.a.

(出所) 外国為替等審議会

(図表3) 主要国通貨の全世界外貨準備残高に占めるシェア



(出所) IMF

(図表4) イギリスの経常収支の推移 (1913~28年)

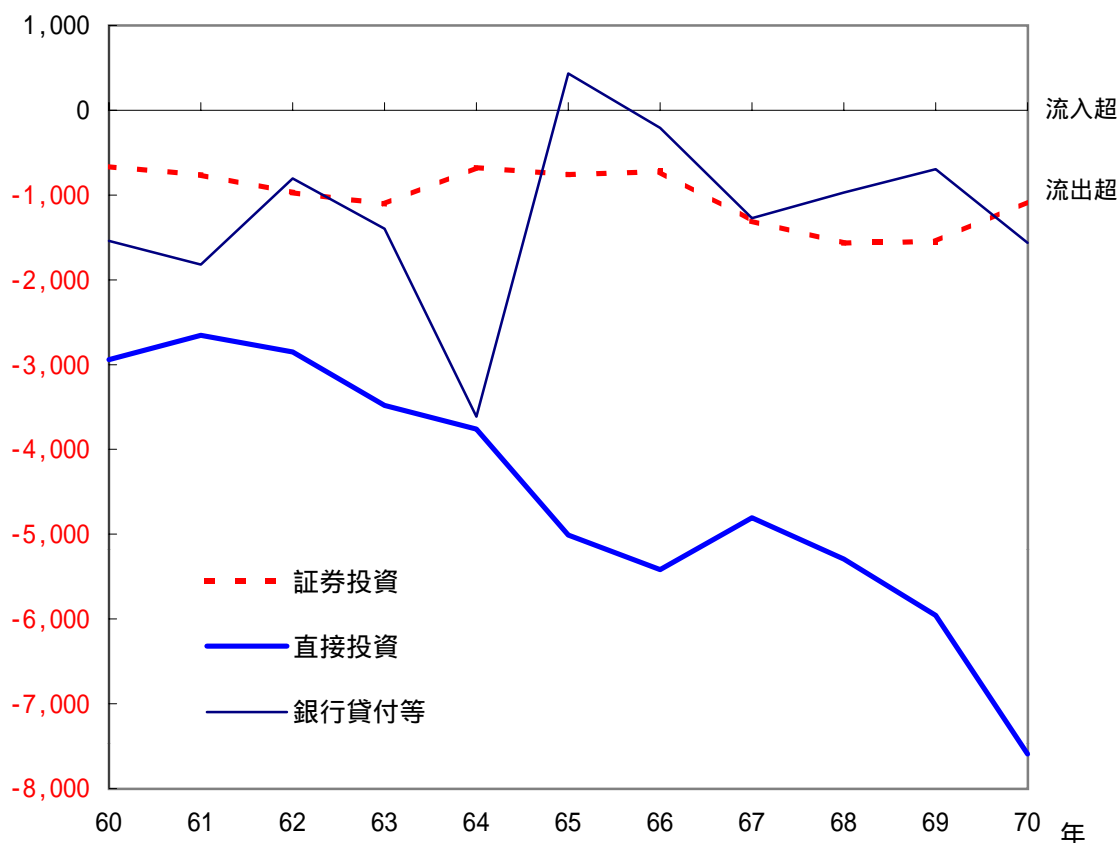
(百万ポンド)

	1913年	1920	1922	1924	1926	1928
商品	-132	-380	-176	-338	-463	-352
政府取引	-12	-7	-5	-25	4	15
海運	94	340	110	140	120	130
海外投資収益	210	200	175	220	250	250
短期投資利子等	25	40	30	60	60	65
その他サービス	10	15	10	15	15	15
経常収支	195	208	144	72	-14	123

(出所) 奥田[1997]

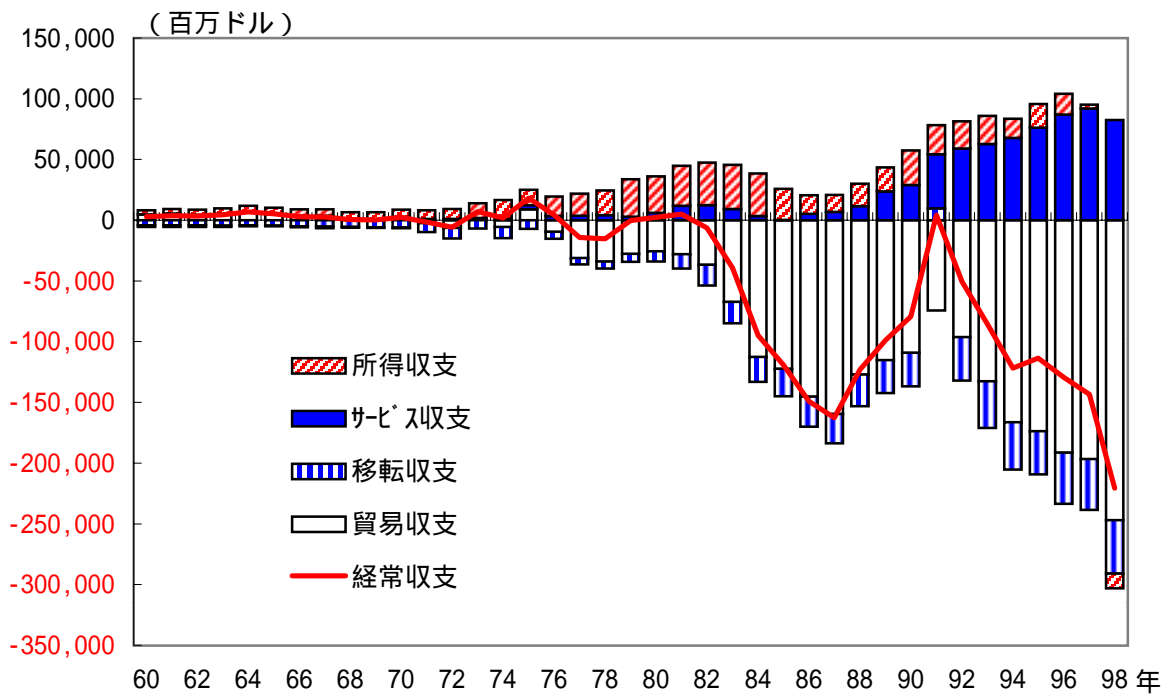
(図表5) 米国民間部門の対外投資の内訳

(百万ドル)

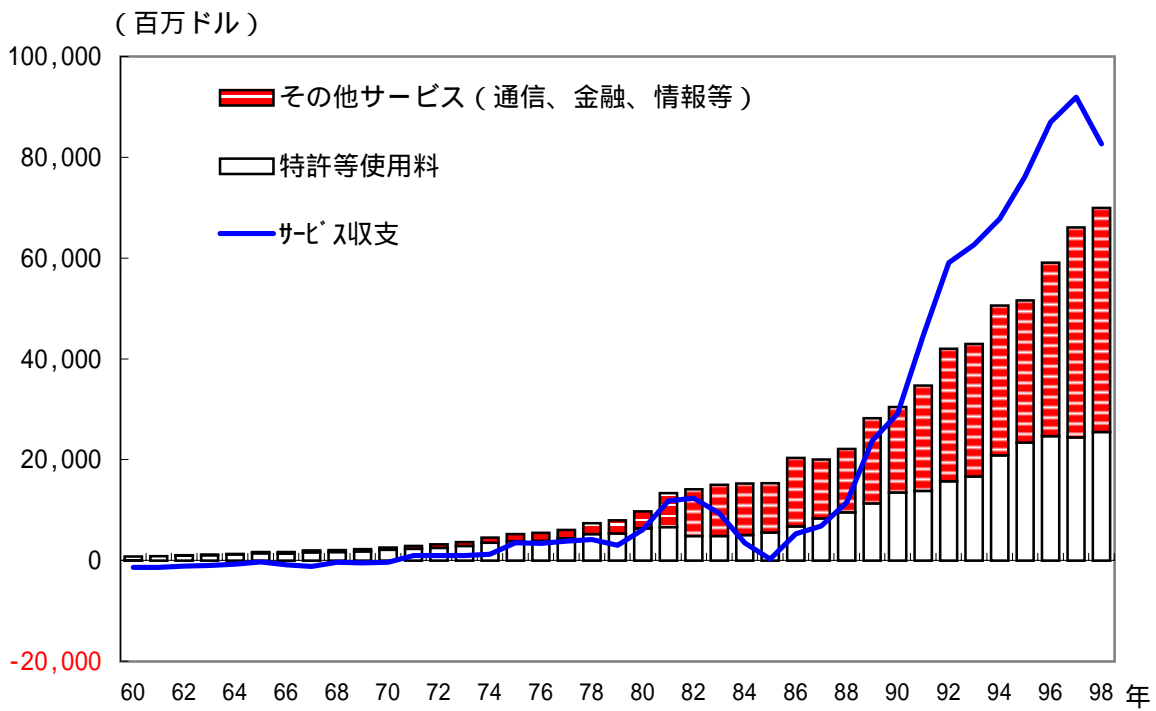


(出所) 米国商務省

(図表6) 米国の経常収支の動向



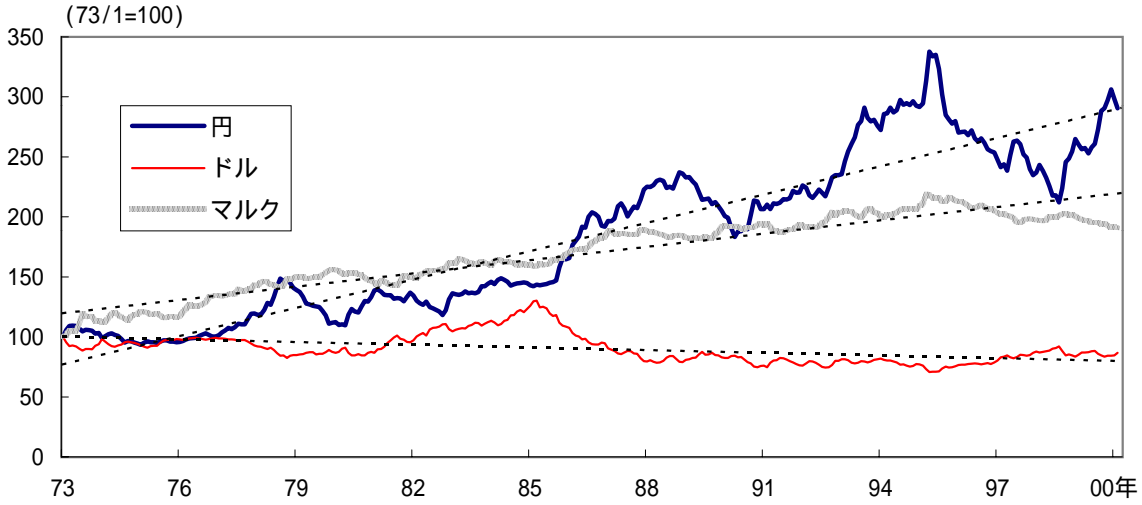
(図表7) サービス収支の動向



(出所) 米国商務省

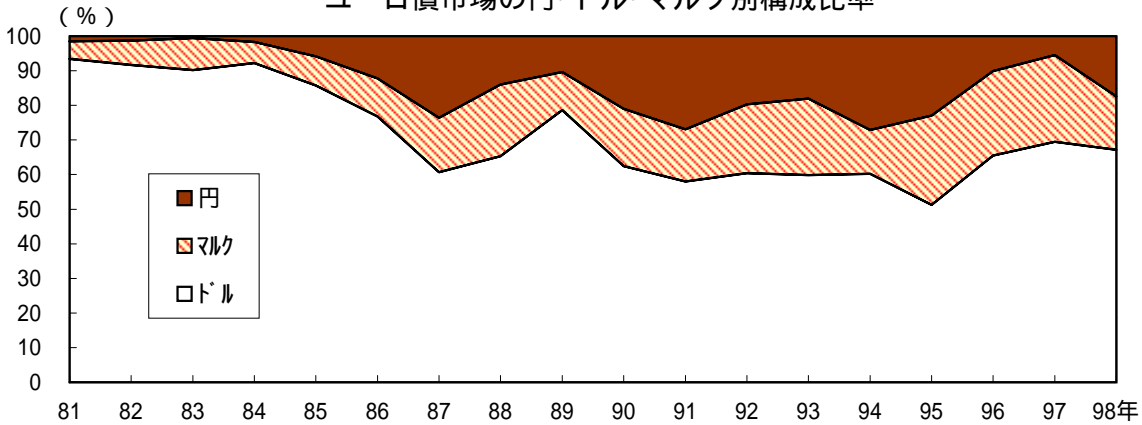
(図表8) ドルの基軸通貨としての慣性

円・ドル・マルクの名目実効為替レートの推移



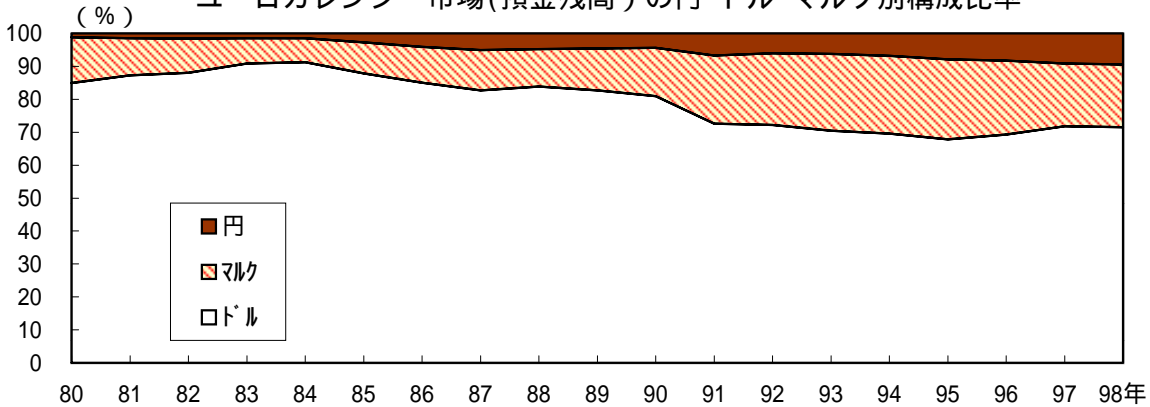
(注) 点線は、円、ドル、マルクの名実効為替レートのトレンド線を示す。  
(出所) IMF

ユーロ債市場の円・ドル・マルク別構成比率



(注) 1. 97年までは各通貨建のユーロ債発行額、98年はユーロ債発行残高を基に算出。  
2. 図表1の国際債と異なり、非居住者が当該通貨国で発行する債券は含まれない。  
(出所) OECD

ユーロカレンシー市場(預金残高)の円・ドル・マルク別構成比率

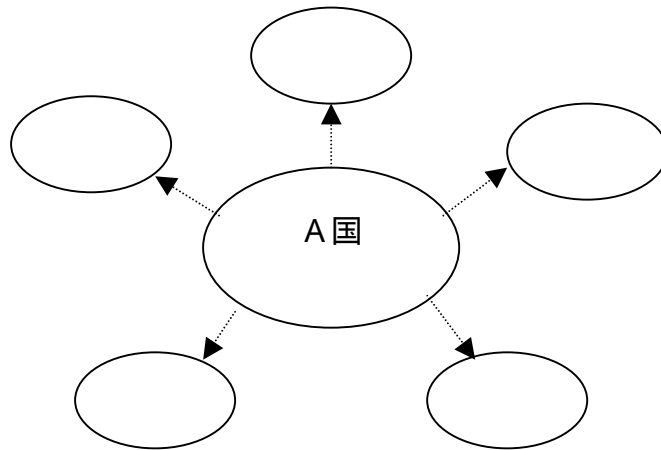


(注) BISへの報告提出銀行の外貨建債務残高(対居住者分を除く)を基に算出。  
(出所) BIS

(図表9)経済のネットワーク化と通貨圏の形成

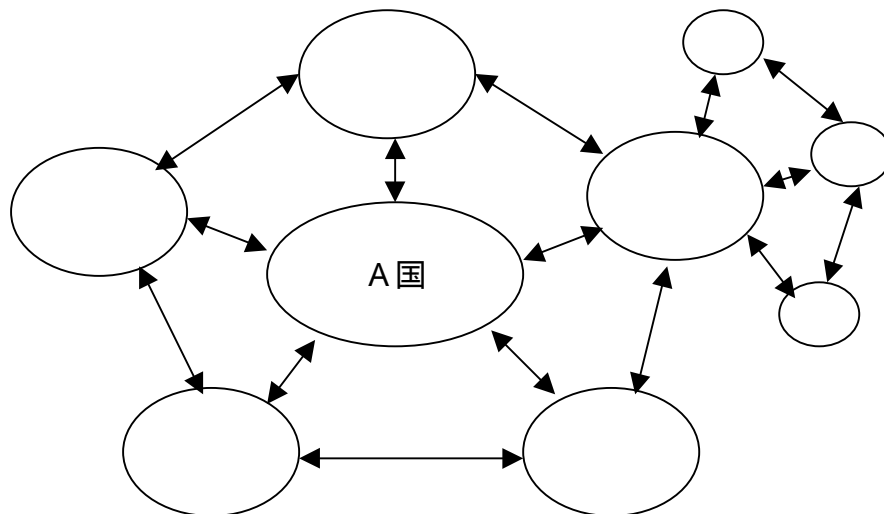
財に比較優位を持つ国のケース

(例：自動車産業)



サービスに比較優位を持つ国のケース

(例：英国の海運業，米国の金融業・情報通信産業)



(注)楕円は国を表す。また、矢印のうち、点線は財の移動、実線は人、技術、経営資源等の移動を表す。

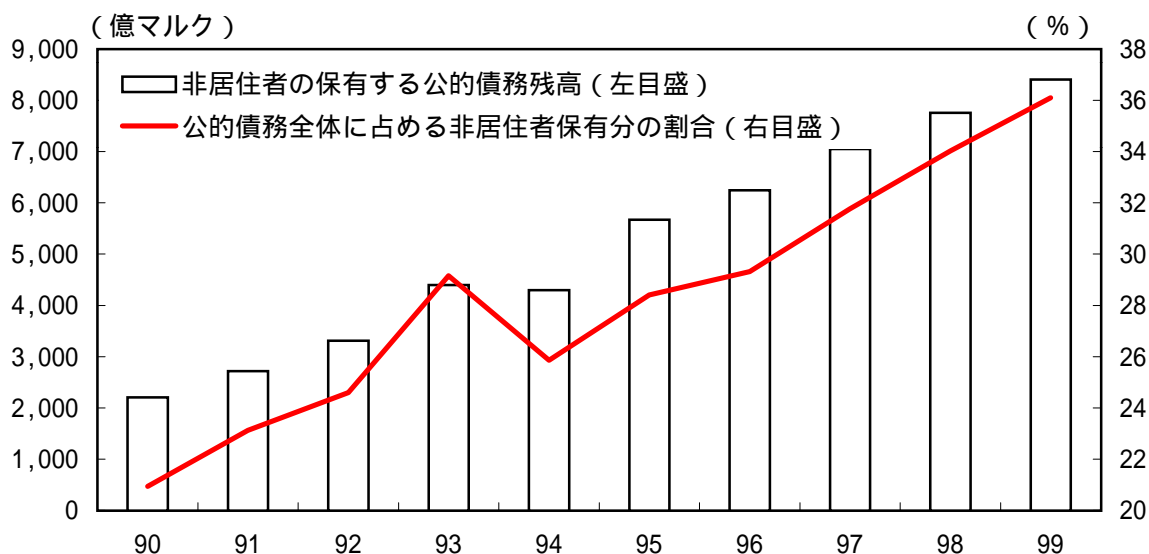
(図表10) ドイツの対外債権債務残高

(億マルク、( )内は構成比 %)

	合計	保有主体別			通貨構成別		
		金融機関	企業・個人	公的部門	マルク建て	外貨建て	
対外債権	1980年	5,027 (100.0)	1,521 (30.3)	2,311 (46.0)	365 (7.3)	n.a. n.a.	n.a. n.a.
	1985	8,453 (100.0)	2,902 (34.3)	4,465 (52.8)	226 (2.7)	3,947 (46.7)	4,506 (53.3)
	1990	16,334 (100.0)	6,135 (37.6)	8,640 (52.9)	495 (3.0)	8,550 (52.3)	7,784 (47.7)
	1995	23,851 (100.0)	8,750 (36.7)	12,971 (54.4)	898 (3.8)	11,581 (48.6)	12,270 (51.4)
	1998	36,962 (100.0)	14,601 (39.5)	19,981 (54.1)	1,029 (2.8)	13,325 (36.1)	23,637 (63.9)
	対外債務	1980年	4,377 (100.0)	1,575 (36.0)	2,118 (48.4)	425 (9.7)	n.a. n.a.
1985		7,337 (100.0)	2,362 (32.2)	3,429 (46.7)	1,267 (17.3)	5,822 (79.4)	1,515 (20.6)
1990		11,168 (100.0)	3,866 (34.6)	4,712 (42.2)	1,963 (17.6)	9,157 (82.0)	2,011 (18.0)
1995		22,000 (100.0)	9,389 (42.7)	6,321 (28.7)	5,974 (27.2)	17,203 (78.2)	4,797 (21.8)
1998		36,491 (100.0)	17,640 (48.3)	10,097 (27.7)	8,430 (23.1)	26,638 (73.0)	9,853 (27.0)
対外純債権		1980年	650	-54	193	-60	n.a.
	1985	1,117	540	1,036	-1,041	-1,875	2,991
	1990	5,166	2,269	3,928	-1,468	-607	5,773
	1995	1,851	-639	6,650	-5,076	-5,622	7,473
	1998	471	-3,039	9,884	-7,401	-13,313	13,784

(出所) ブンデスバンク

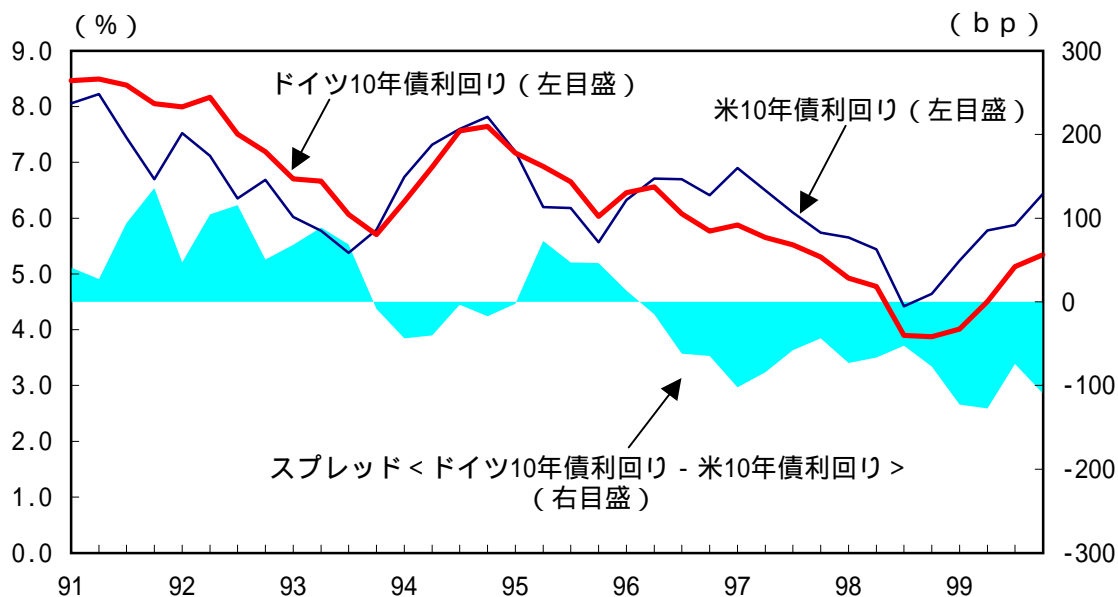
(図表11) 非居住者の保有するドイツ公的債務の割合



(注) 99年は9月末計数、その他は12月末計数を使用。

(出所) プンデスバンク

(図表12) 独・米国債利回りの推移



(出所) Bloomberg、データストリーム

(図表13) ドイツ国債市場のインフラ整備

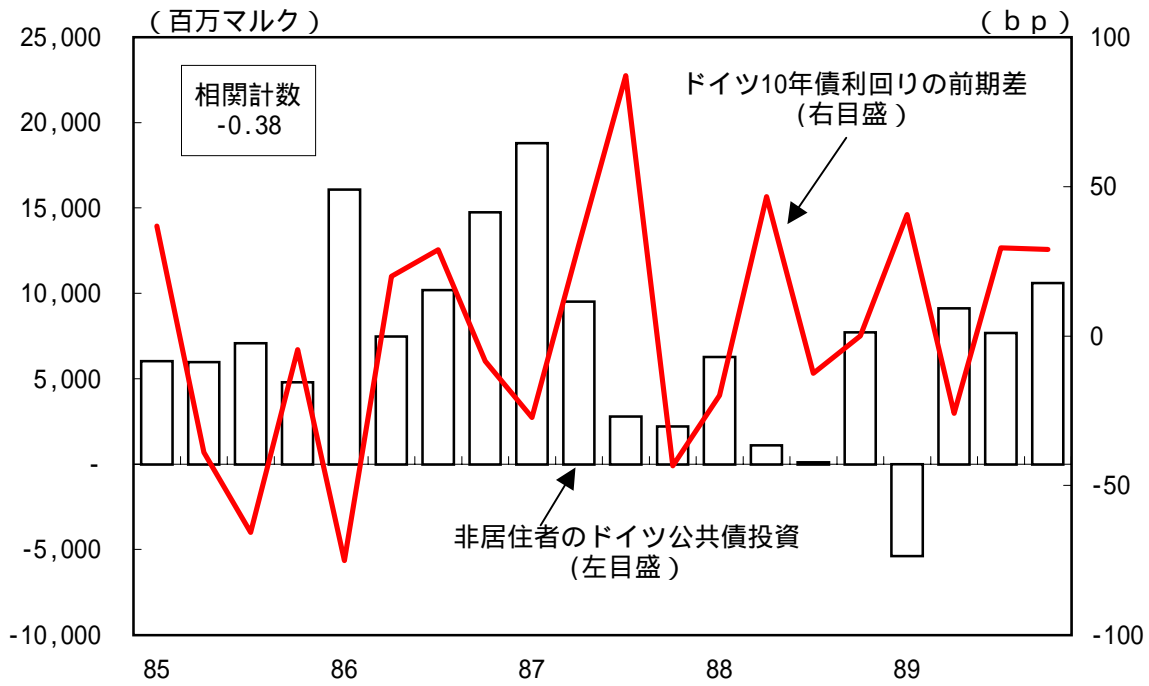
- 1996年 7月：6ヵ月物短期割引債(Bubills)の導入
- 1996年 9月：2年物大蔵省証券(Schatze)の導入
- 1996年 7月：ドイツ連邦長期債(10年物および30年物)のストリップングを導入
- 1997年：定期的な債券発行計画に向けた準備を開始 30年債を定期発行へ
- 1998年：連邦債の常設シンジケート団方式を廃止し、入札制度を導入
- 1998年10月：30年物国債先物の上場開始
- 1999年 1月：欧州通貨統合 既発国債をユーロ建てに変換  
利息計算方式の変更(30日/360日 実日数/実日数)

(出所) ドイツ銀行

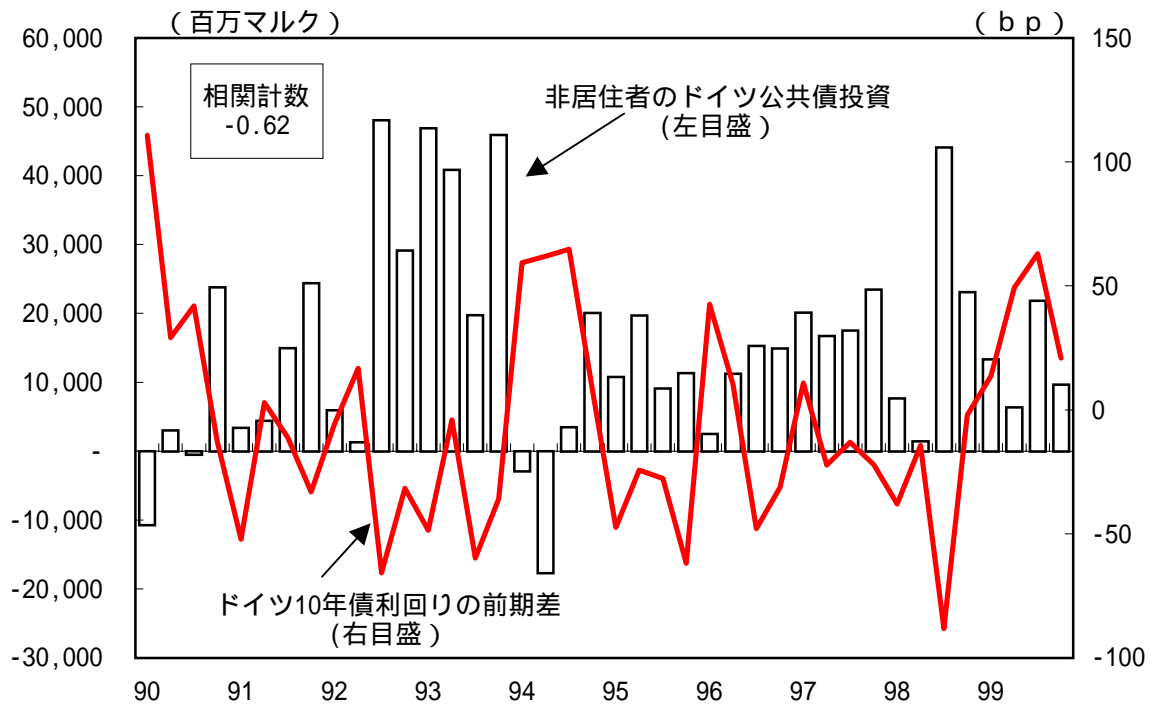


(図表14) 非居住者のドイツ公共債投資とドイツ10年債利回り

80年代後半

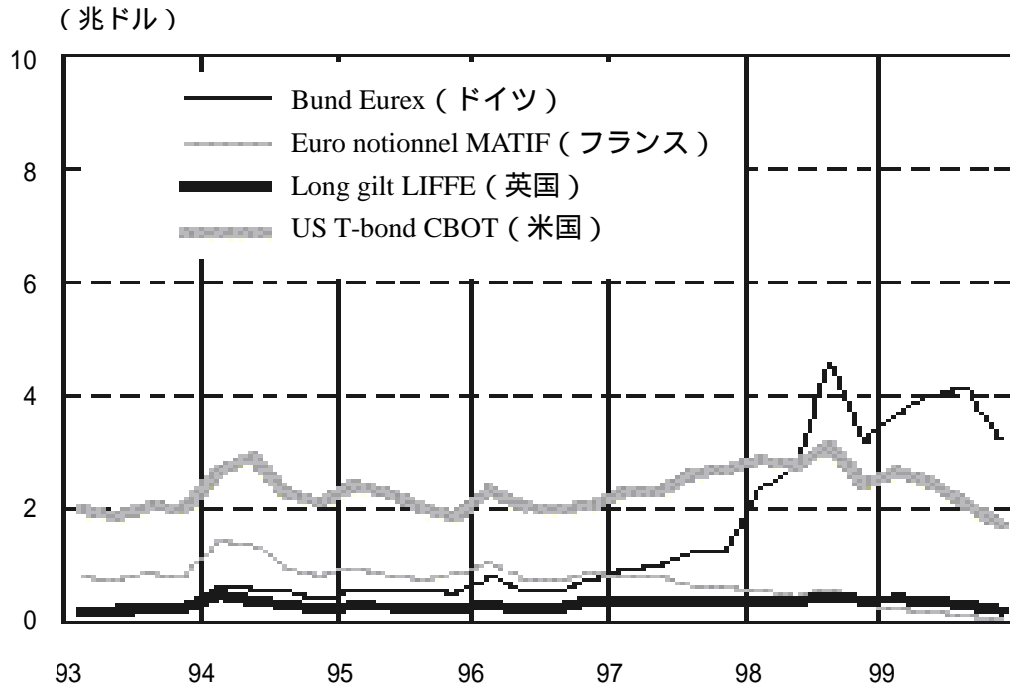


90年代以降



(出所) ブンデスバンク、データストリーム

(図表 15) 主要欧米長期金利先物市場の出来高推移



(出所) BIS

(図表16) ドイツの貿易における建値通貨の割合

(%)

建値通貨/輸出	1980年	1985	1988	1989	1990
独マルク	82.5	79.5	79.2	79.2	77.0
米ドル	7.2	9.5	8.0	7.5	6.5
仏フラン	2.8	2.7	3.2	3.4	3.9
英ポンド	1.4	1.8	2.0	2.6	2.7
伊リラ	1.3	1.5	1.8	1.8	2.2
日本円	n.a.	0.4	0.4	0.4	0.4
その他	n.a.	4.6	5.4	5.1	7.3
建値通貨/輸入	1980年	1985	1988	1989	1990
独マルク	43.0	47.8	52.6	52.6	54.3
米ドル	32.3	28.1	21.3	22.3	20.9
仏フラン	3.3	3.8	3.6	4.1	3.6
英ポンド	3.4	3.0	2.4	2.6	2.5
伊リラ	2.4	1.5	1.6	1.8	1.9
日本円	n.a.	1.8	2.5	2.0	1.8
その他	n.a.	14.0	16.0	14.6	15.0

(出所) ブンデスバンク

(図表17) 欧州域内貿易におけるドイツおよび欧州諸国の貿易依存度

ドイツの地域別輸出入

(%)

輸出	全世界	米国	EU14カ国	その他
70年	100	9.1	59.4	31.5
75	100	5.9	56.2	37.9
80	100	6.1	60.6	33.3
85	100	10.4	58.6	31.0
90	100	7.1	62.6	30.3
95	100	7.5	57.0	35.5
輸入	全世界	米国	EU14カ国	その他
70年	100	11.0	57.4	31.6
75	100	7.7	57.0	35.3
80	100	7.5	54.4	38.1
85	100	6.9	57.4	35.7
90	100	6.6	59.5	33.9
95	100	7.1	54.6	38.3

(注) EU14カ国は、オーストリア、ベルギー、デンマーク、フィンランド、フランス、ギリシャ、アイルランド、イタリア、ルクセンブルク、オランダ、ポルトガル、スペイン、スウェーデン、英国。

EU14カ国の地域別輸出入

(%)

輸出	全世界	米国	ドイツ	その他
70年	100	7.7	18.0	74.3
75	100	5.4	16.7	77.9
80	100	5.2	17.6	77.2
85	100	9.8	16.6	73.6
90	100	7.0	18.8	74.2
95	100	6.4	19.0	74.6
輸入	全世界	米国	ドイツ	その他
70年	100	10.2	18.7	71.1
75	100	8.5	17.5	74.0
80	100	8.6	16.8	74.6
85	100	8.1	18.0	73.9
90	100	7.6	20.6	71.8
95	100	7.5	19.1	73.4

(出所) IMF

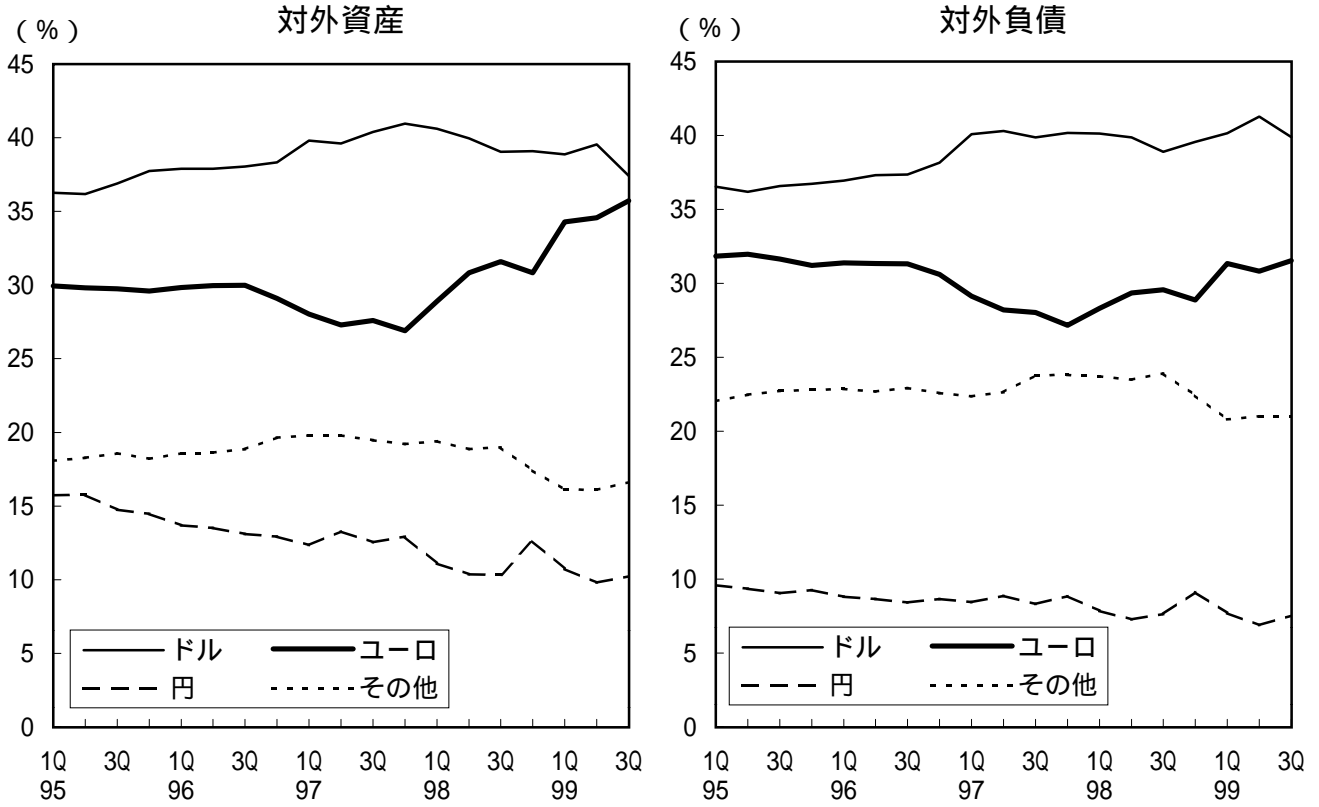
(図表18) 対自国通貨取引に占めるドイツマルク・米ドルのシェア  
(各国外為市場ベース)

(%)

	自国通貨対米ドル取引			自国通貨対独マルク取引		
	1989	1992	1995	1989	1992	1995
イギリス	87.8	70.9	71.7	8.5	23.0	20.0
スイス	68.3	64.4	65.1	26.8	24.0	28.0
フランス	55.3	46.4	53.4	35.3	42.9	39.4
オランダ	61.0	56.3	63.4	30.0	28.8	25.7
デンマーク	76.6	54.1	68.9	21.3	33.7	20.2
<b>スウェーデン</b>	<b>86.3</b>	<b>57.7</b>	<b>56.5</b>	<b>10.5</b>	<b>25.4</b>	<b>36.0</b>
ベルギー	69.4	63.6	69.8	20.4	22.5	25.3
イタリア	60.6	58.4	75.3	19.7	29.0	18.2
スペイン	65.2	64.2	71.9	23.9	26.7	24.8
アイルランド	50.0	38.6	54.0	33.3	44.3	16.1
<b>ノルウェー</b>	<b>88.0</b>	<b>76.9</b>	<b>66.4</b>	<b>4.0</b>	<b>15.6</b>	<b>25.9</b>
<b>フィンランド</b>	<b>88.0</b>	<b>69.5</b>	<b>48.7</b>	<b>4.0</b>	<b>27.4</b>	<b>44.4</b>
ギリシア	66.7	54.9	40.1	33.3	30.9	19.1

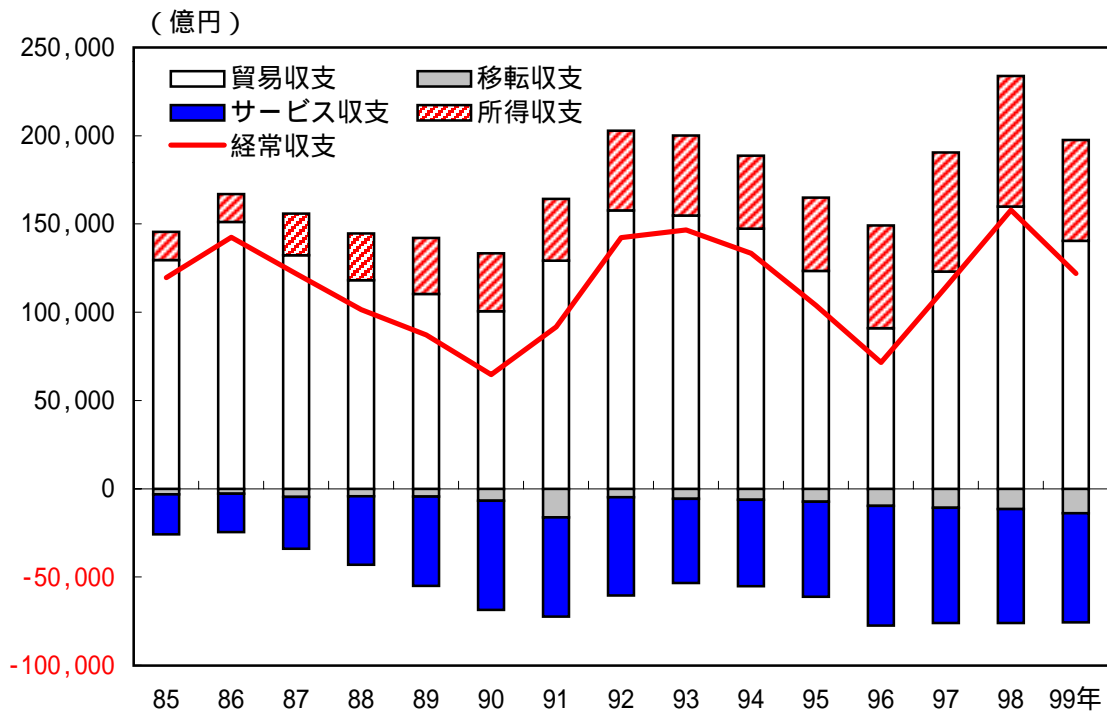
(出所) BIS

(図表19) 先進国銀行の対外資産・負債残高の通貨別シェアの推移

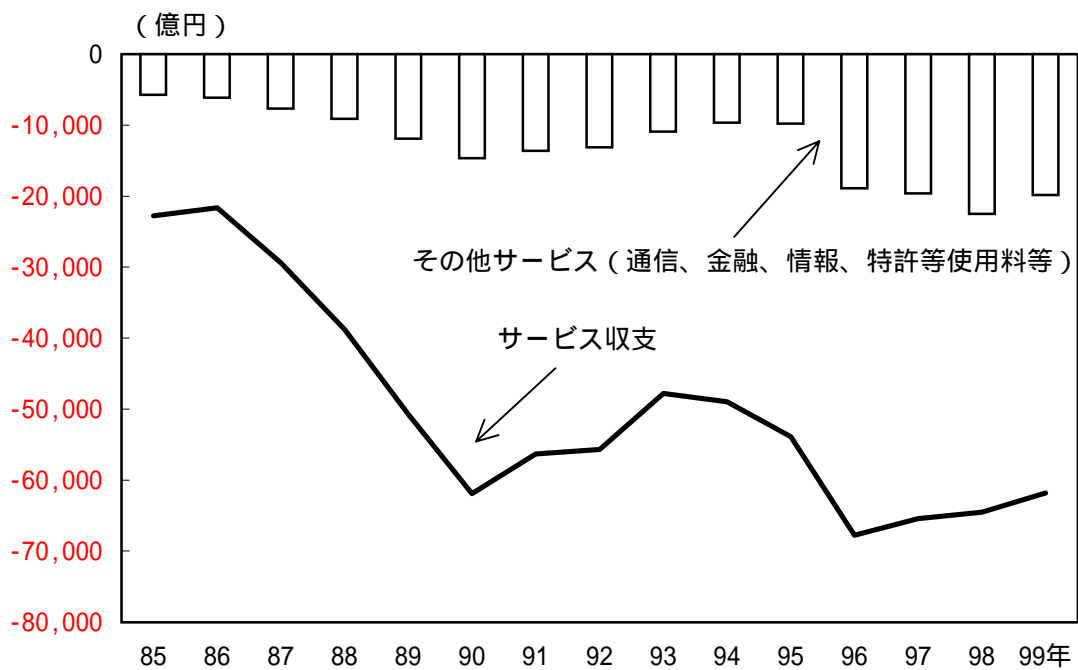


(注) 98/4Qまでは、ポルトガル以外のユーロ参加10か国の通貨建ておよびECU建ての合計。  
 (出所) BIS

(図表20) 日本の経常収支の動向



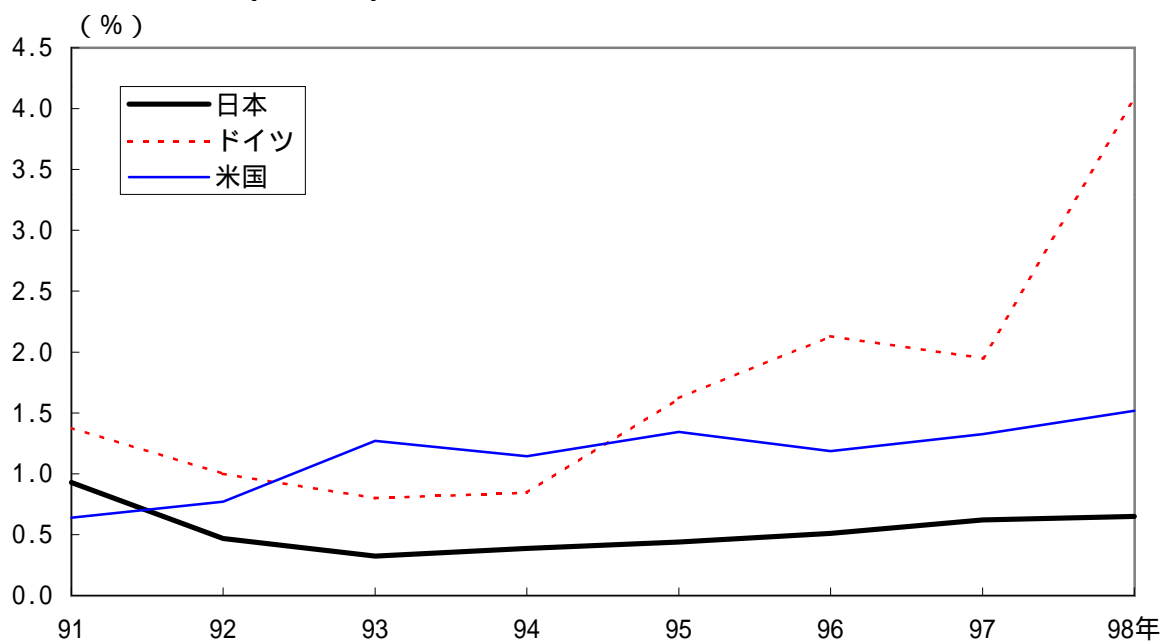
(図表21) サービス収支の内訳



(注) 93年以前の「その他サービス」の計数は旧BPベース。

(出所) 日本銀行

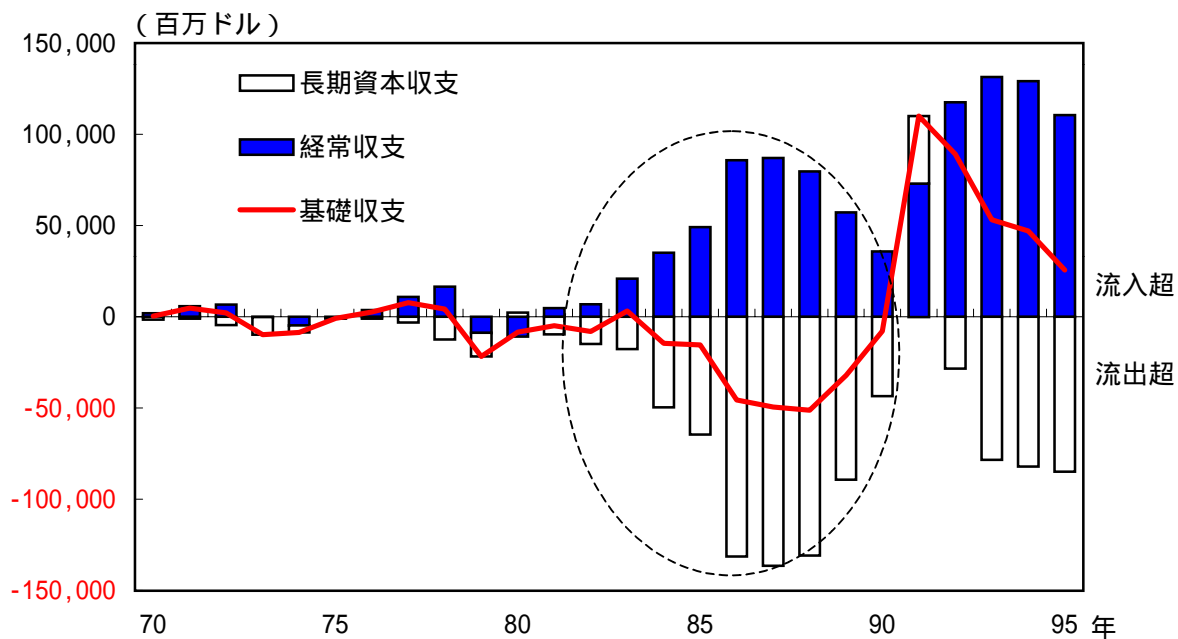
(図表22) 日・米・独の対外直接投資の対GDP比率



(出所) IMF



(図表23) わが国の国際収支(旧ベース)の動向

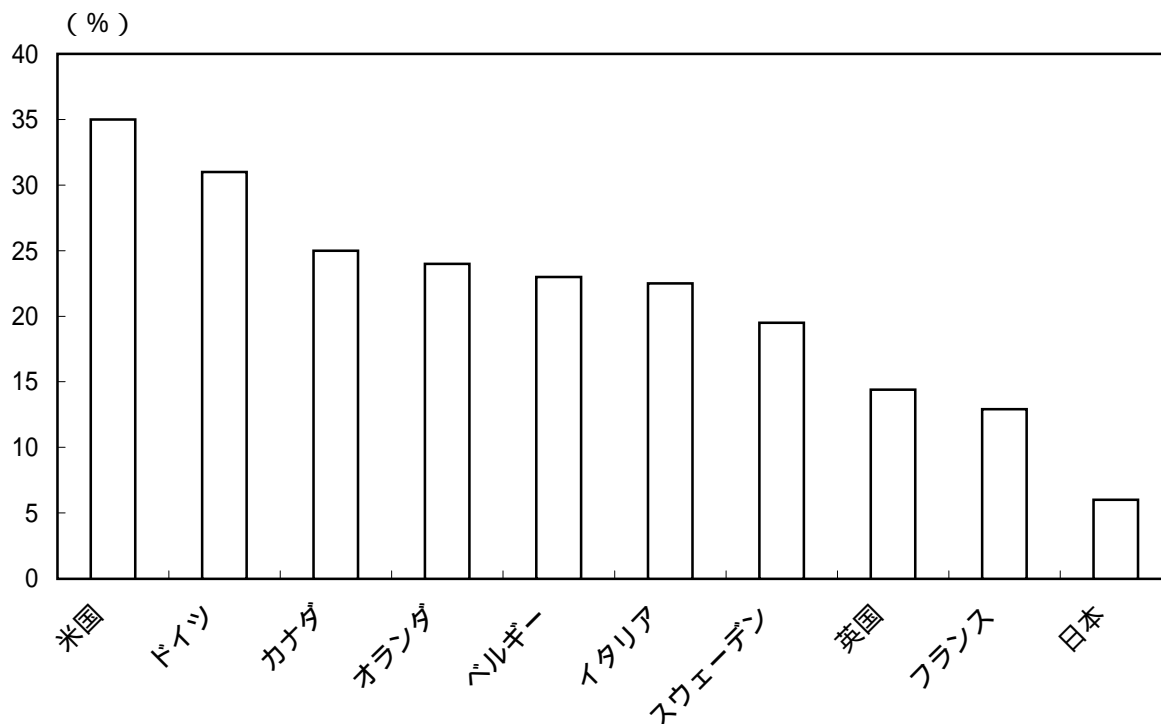


(図表24) 本邦所在銀行の短期外貨建て純資産残高の推移



(出所) 日本銀行

(図表25) G10諸国における国債の非居住者保有比率



(注) 日本、米国は99/3月末, その他の国については、97年末時点。  
(出所) BIS

(図表26) 99年中のわが国の資本収支の動き

(億円)

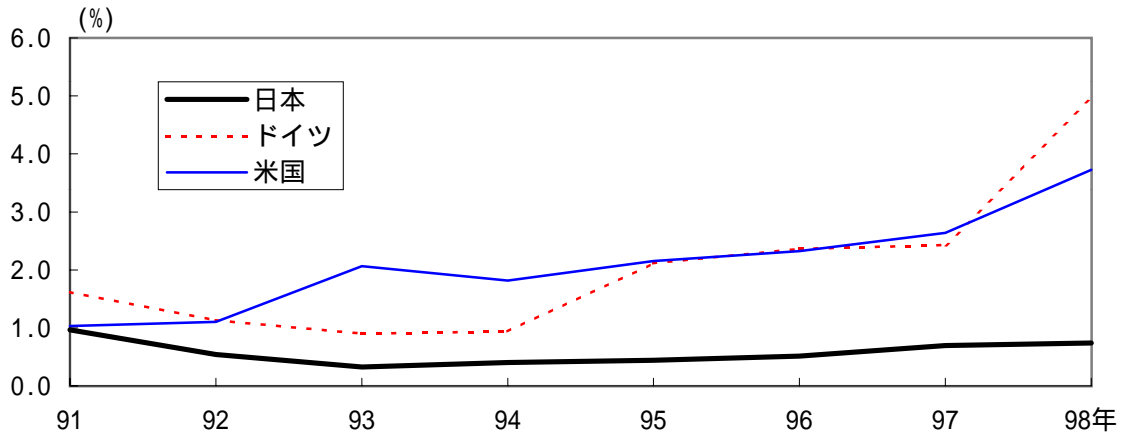
経常収支	121,972		
資本収支	56,148	資産	負債
投資収支	37,059	(対外投資)	(対内投資)
直接投資	12,050	26,052	14,002
証券投資	53,247	179,082	125,836
株式	77,129	36,656	113,785
中長期債	101,840	85,321	16,520
短期債	34,254	42,571	8,317
その他投資	28,237	268,469	240,232
その他資本収支	19,089	—	—
外貨準備	87,963	—	—
誤差脱漏	22,139	—	—

(注) は資本の流出(居住者による対外投資や貸付の実行、非居住者による対内投資や貸付の回収、外貨準備の増加等)を示す。

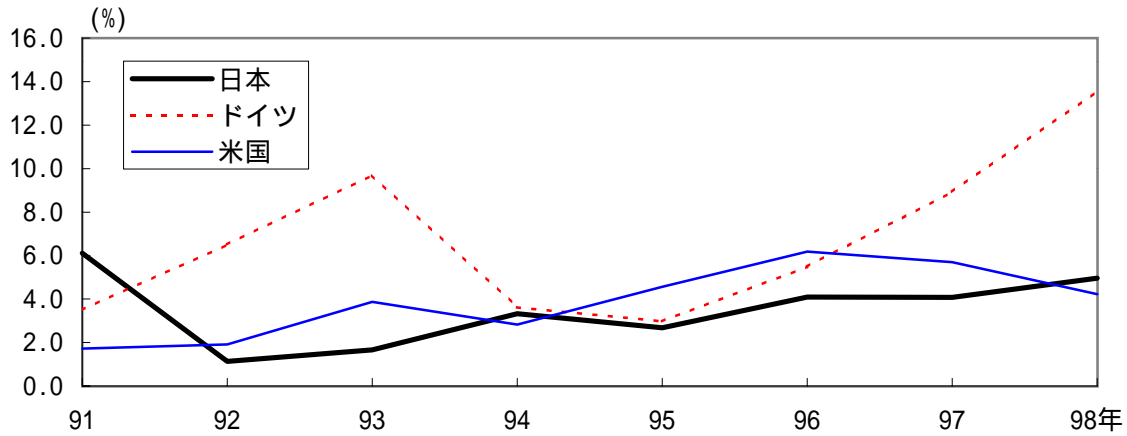
(出所) 日本銀行

(図表27) グロス直接投資・証券投資・その他投資の対GDP比率

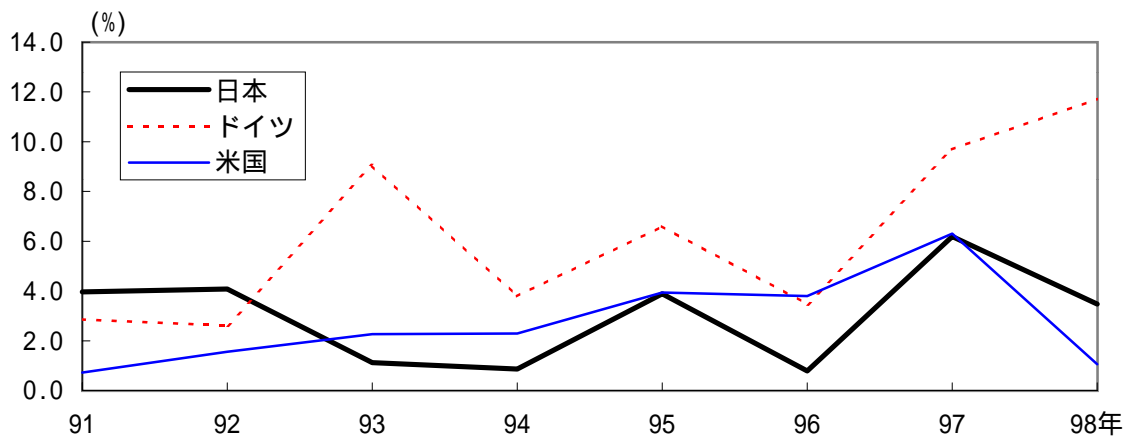
グロス直接投資の対GDP比率



グロス証券投資の対GDP比率



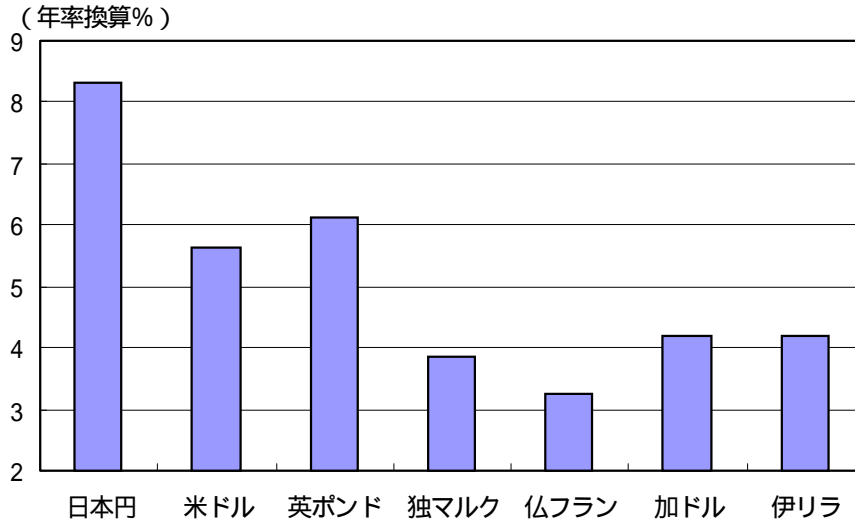
グロスその他投資の対GDP比率



(注) グロス直接投資は、対外直接投資および対内直接投資の絶対額を合計して算出(グロス証券投資、グロスその他投資も同様)。

(出所) IMF

( 図表 28 ) 為替ボラティリティの国際比較



( 注 1 ) ボラティリティの計測方法には様々なものがあるが、上図では、次式に基づいて計算した最もオーソドックスな標準偏差型のボラティリティを表示した。

$$V_t = \sqrt{\frac{1}{m} \sum_{i=1}^m (\Delta e_{t-i})^2}$$

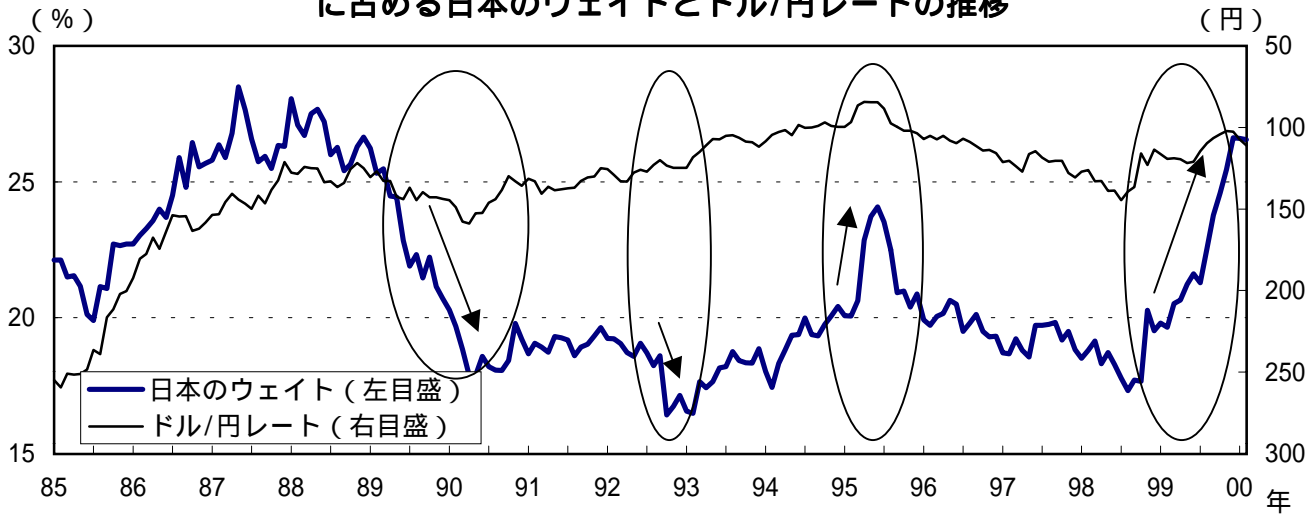
$e_t$  は名目実効為替レート ( 対数値 ) で、 $e_t$  はその変化率を表わす。

算出にあたっては、どの程度のサンプル数  $m$  にするか ( どの程度長く過去に溯って算出するか ) が問題となるが、ここでは 1 ヶ月間 (  $m=20$  営業日 ) とした。

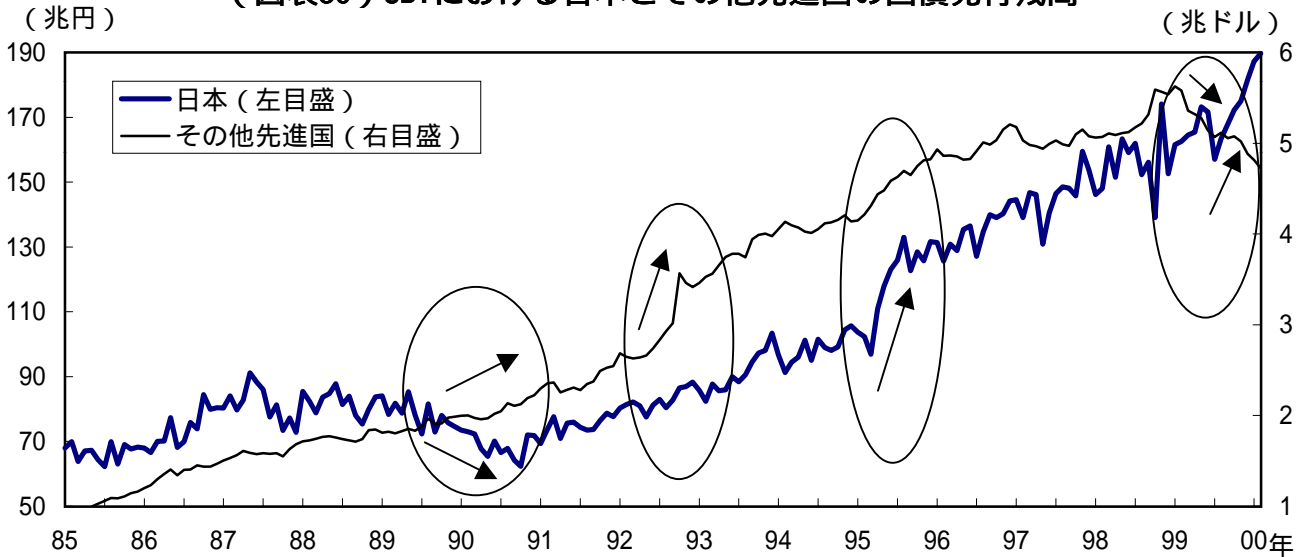
( 注 2 ) 計測期間は、名目実効為替レートのデータ制約から、1983 年 10 月 ~ 1998 年 9 月 ( 日次ベース ) であり、上記ボラティリティは同期間の平均を示したものの。

( 出所 ) 木村・中山 [2000]

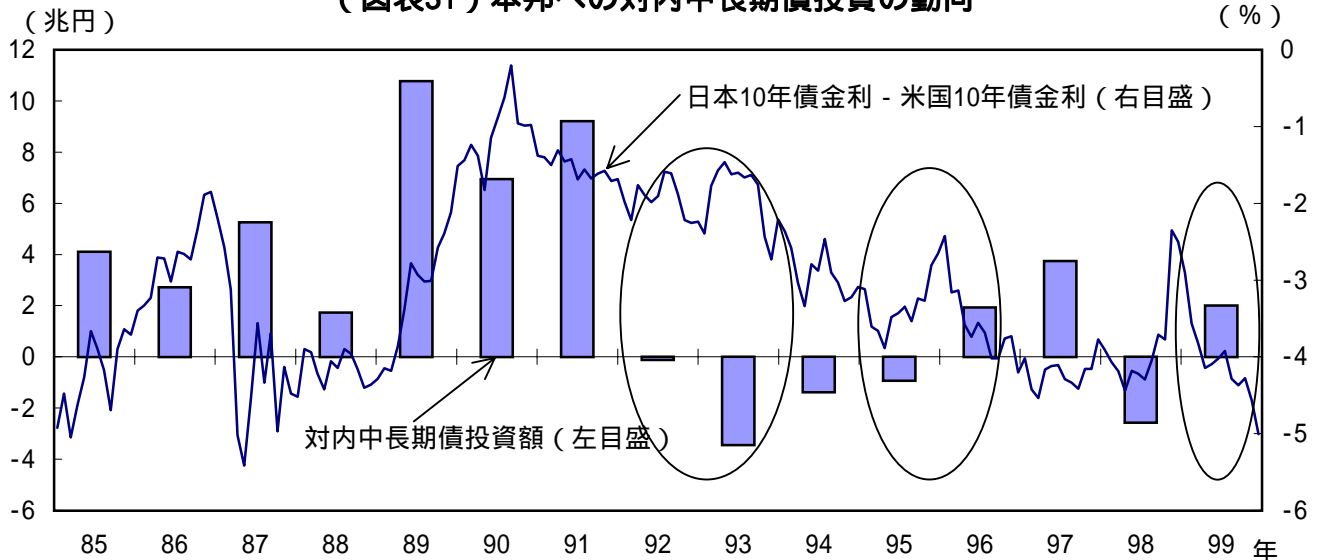
(図表29) ソロモンズミスパーニー・ボンド・インデックス (SBI) に占める日本のウェイトとドル/円レートの推移



(図表30) SBIにおける日本とその他先進国の国債発行残高



(図表31) 本邦への対内中長期債投資の動向



(注) 丸で囲まれた部分は、SBIに占める日本のウェイトがドル/円レート以外の要因で変化した期間を指す。

(出所) SBI、日本銀行、Bloomberg