

戦後国際通貨史

たけなか まさはる
竹中正治
● 龍谷大学教授

金・ドル本位制は、 どのように変容していったか

基

軸通貨とは国際的な決済、価値の表示、そして価値の蓄蔵に使用される諸国通貨の中の通貨（マネーのマネー）である。第2次世界大戦後の基軸通貨と国際通貨・金融の歴史を鳥瞰するとレジーム・シフト（体制転換）と呼べる2つの大きな画期があった。米国を震源地とした金融危機と世界不況となった2007～09年が3番目のレジーム・シフトの画期となるだろうか。この問題を考えるためにも戦後の国際金融・通貨史とレジーム・シフトの根底にある原理を理解しておこう。

ブレトンウッズ・レジームの誕生 （1944年～50年代）

戦後の起点は大戦中の1944年7月に米国のブレトンウッズで連合国44カ国が集まって開催された国際会議である。金本位制と英国ポンドを世界の基軸通貨とする旧レジームは大戦前にとくに瓦解していた。それに代わる新しい国際通貨・金融体制の構築が会議の目的であり、「為替相場の安定（固定相場

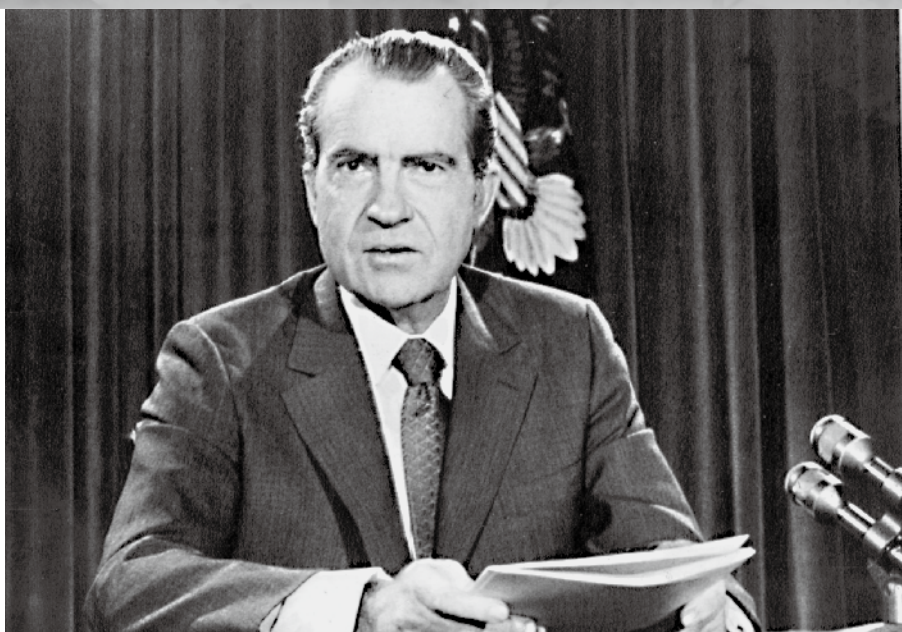
制）、国際通商の拡大、自由で公正な貿易・決済体制」が目標となった。具体的にはIMF（国際通貨基金）とIBRD（国際復興開発銀行＝世界銀行）の設立が合意された。

ブレトンウッズ体制と呼ばれるこの仕組みの要点は、IMFの加盟国は米ドルに対して自国通貨の相場を固定し、一方米国は1ドル＝35ドルの公定レートで他国政府からのドルと金の交換に応じるという「金・ドル本位制」であることだ。米国以外のIMF加盟国は金とのリンクではなく、ドルとの固定相場を選択した。ドルの固定相場を維持することは双務的ではなく、米国以外の諸国が負う義務だった。加盟国は短期的な対外収支の赤字に対して、IMFから融資を受けることが可能だった。対外収支の不均衡が基礎的（持続的）なものとは判断された場合は、固定相場（平価）の変更も可能だった。実際、英国は貿易赤字でポンドを切り下げ、貿易黒字の西独はマルクを切り上げた実績がある。しかし、米国が同様の不均衡に陥った場合の選択肢は明示的には存在しなかった。また、金・ドル交換の

約束は、米国のスナイダー財務長官がIMF専務理事にあてた書簡（1949年5月20日）の中で明確にされたもので、米国の一方的なコミットメントであった。この点が後の展開を理解するうえで重要だ。

ブレトンウッズ会議での新国際通貨・金融体制を巡る米財務省のホワイトと英国代表のケインズの論争は有名である。ケインズは各国の国際収支の過不足（帳尻）を決済する決済通貨として「バンコール」なる新通貨の創設を提案した。同時に資金不足国には必要な資金がオーバードラフト（当座貸し越し）の形で融資される。従って、バンコールの信用創造機能を持つ事実上の世界中央銀行を構想したことになる。

一方、米国の意図はドルを金と並ぶ基軸通貨にすること、あるいは、衰えたとはいえない広大な領域を支配する大英帝国の閉鎖的な貿易・決済システムの解体だったといわれる谷口智彦『通貨燃ゆ』2005年、日本経済新聞社）。ともあれ主要国の金本位制からの離脱と帝国主義的なブロック経済・保護主義が支



金・ドル交換停止を発表するニクソン大統領(1971年8月15日)

配的だった大戦前の状況は、米ドルを基軸通貨とする「金・ドル本位制」として再構築された。

ブレトンウッズ パラダイムの矛盾と終焉 (1960年代～73年)

戦後間もなく、米国は西欧諸国の経済復興を目的にした経済・資金援助としてマーシャルプランを実施した。戦禍で荒廃した欧州に

復興資材を輸出する余力があるのは米国だけであり、西欧は米国からの輸入とドル資金のファイナンスに依存せざるを得なかった点で、ドルが基軸通貨となる流れはブレトンウッズ会議のいかんにかかわらず実体的な次元で決まっていたともいえる。

戦後しばらく「ドル不足」に悩まされた西欧諸国も、1950年代末には自国通貨の自由な交換性を回復した。日本は49年のドッジラインと呼ばれる経済財政再建策で1ドル＝360円の固定相場が定められ、52年にIMFに理事国として加盟した。経常取引に関する通貨の交換(決済)を自由化する「IMF8条国」になったのは64年である。

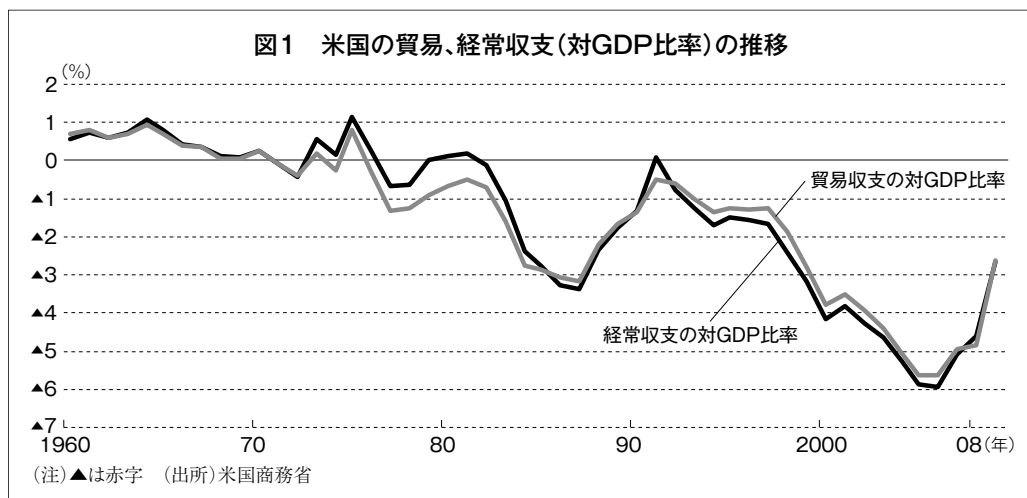
ところがブレトンウッズ体制は早くも50年代の末頃には矛盾を呈し始める。西欧や日本の経済復興・輸出能力の拡大(米国の輸入拡大)に伴い、米国の海外諸国政府に対するドル建て短期負債が増加し、それが米国政府の金準備を上回るようになった。その結果、公定レートでの金・ドル交換の持続性が不安視されるようになり、市場では金価格が公定レートを超えて上昇した。

当時のこうした問題状況の中で、ロバート・トリフィンの「流動性ジレンマ論」が注目を集め強い影響力を持った(Triffin "Gold and the Dollar Crisis" 1960)。国際取引の拡大に伴って国際的流動性としてドルに対する需要は増加する。一方、ドルの価値が米国政府の保有する金準備に裏付けられている限り、ドルに対する信託を維持するためには、米国の対外流動債務(短期負債)が米国の金準備を超えないことが必要である。ところが、ドル

の対外的な供給は米国が対外収支の赤字を拡大することによってしか実現できないとすれば、ドルの供給量拡大とその通貨価値の信託維持は両立しないジレンマに陥る、という理解である。

金準備の制約がなくなった今日でも、このトリフィンのジレンマ論を一般化して「特定

図1 米国の貿易、経常収支(対GDP比率)の推移



国通貨の基軸通貨としての供給増加と、その通貨価値の信認維持は両立しない」と考える論者がいるようだが、陳腐化した議論にすぎない。

なぜなら、1国の中央銀行が民間市場に流動性（マネー）の供給を増やす際に、中央銀行の純資産が減少する必然性は全くない。中央銀行が民間金融機関への融資を拡大するか、あるいは民間金融機関から国債を購入すれば、中央銀行の資産として融資、あるいは国債保有残高が拡大すると同時に、負債サイドに中央銀行券の発行残高が増加する。このように資産・負債両建ての形で、流動性（マネー）の増加が実現できる。

米国を世界の中央銀行に見たてて考えれば、同様に米国の対外資産・負債の両建ての拡大とその構成変化によって国際流動性（ドル）の供給増加が実現され得ることが分かる。ドルの対外的な供給の増加と米国の経常収支赤字や対外純負債の拡大は別々のことなのだ。

ただし、実際には60年代に米国の経常収支の黒字は次第に減少し（121頁図1）、また米国企業の欧州への直接投資（長期の資本流出）が増え、外国政府に対する米国の短期負債は米国政府の金準備を上回って増加した。こうした状況は当時「ドル危機」問題として議論され、「金プール協定」や「金の二重価格制」など小手先の対策が採られた。しかし公定レートでの金・ドルの交換性維持は次第に不可能になってきた。

ここで採り得る調整方法として、非米諸国の対ドル相場の切り上げ（ドル切り下げ）や、

金に対するドル相場の切り下げなどが議論となった。前者については自国の輸出競争力の低下を嫌う国が多く、合意を得るのは困難だった。一方、後者については米国の政治的なメンツからできなかったようだ。またその場合でも、ドル以外の通貨の対ドル相場の切り上げが同時に実施されなければ、米国の貿易・経常収支の改善は起こり得ない。結局、米国が選択したのは行政府だけの決断でできる金・ドル交換性の放棄だった（詳しくは、加野忠『ドル円相場の政治経済学』2006年、日本経済評論社を参照）。

ドル・フローター・レジームへの転換（1970年代）

71年8月、ニクソン大統領は新経済政策を発表し、その中で金・ドル交換停止を宣言した。外為市場では主要通貨に対するドル売りが殺到し、ドル相場は急落した。事態を收拾するために、同年12月に米国ワシントンのスミソニアン博物館で開催された10カ国蔵相会議では、金・ドルの交換性は放棄されたまま、各国通貨の切り上げによる新固定相場制が合意された（スミソニアン合意）。この時、円は1ドル＝308円に切り上がった。

しかしこの合意は不安定で、73年3月にはEC（欧州共同体）の西独、仏など6カ国が対ドル共同フロート（変動相場制）へ移行した。これら6カ国は相互の為替相場を狭い変動域にペッグ（固定）し、対ドルでは共同して変動相場制（フロート・システム）を採用したのである。この欧州の対応が最終的には99年の統一通貨ユーロの誕生に発展する。

いや応なしに始まった主要国の変動相場制移行であるが、結果としてこの変化は金融投資活動の自由化、グローバル化が飛躍的に進んだ今日の状況への第2のレジーム・シフトの画期となった。なぜか？

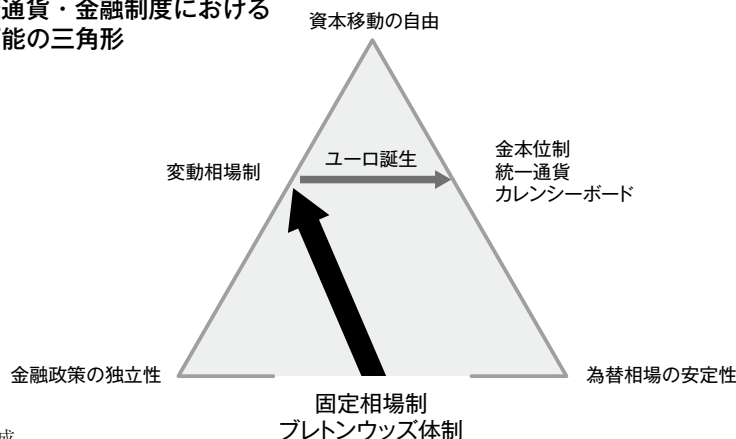
これを理解するためには、国際通貨・金融問題におけるトリレンマ（不可能の三角形）の命題を理解する必要がある（図2）。

①国境を超えた自由な資本移動、②自国の金融政策の独立性、③為替相場の安定性（固定相場）、これら3つの条件を同時に満たす制度は不可能であり、同時に満たせるのは2つの条件までであるという命題であり、確立されたものだ。

なぜ3つの条件は同時に成り立たないのか？もし、日米間で固定相場制と独自の金融政策を選択し、同時に内外の資本移動を自由化したら、どうなるであろうか。例えば米国債の利回りが同じ期間の日本国債の利回りより高ければ、投資家は日本国債を売って、米国債の購入に殺到するであろう。固定相場制の故に為替リスクはないのだから、金利の高い通貨に際限のないシフトが生じる。それは外為市場でのドル買い・円売りの殺到となる。固定相場を維持するためには政府が民間投資家相手にドル売り・円買いの為替介入をする必要がある。しかし、外貨準備の制約から介入は無尽蔵にはできない。従って固定相場制は維持できなくなる。

つまり固定相場制を放棄するか、あるいは資本移動を規制するか、または日本の金融政策の独立性を放棄して、円金利をドル金利にリンクして金利格差をゼロにするしか選択肢

図2 国際通貨・金融制度における不可能の三角形

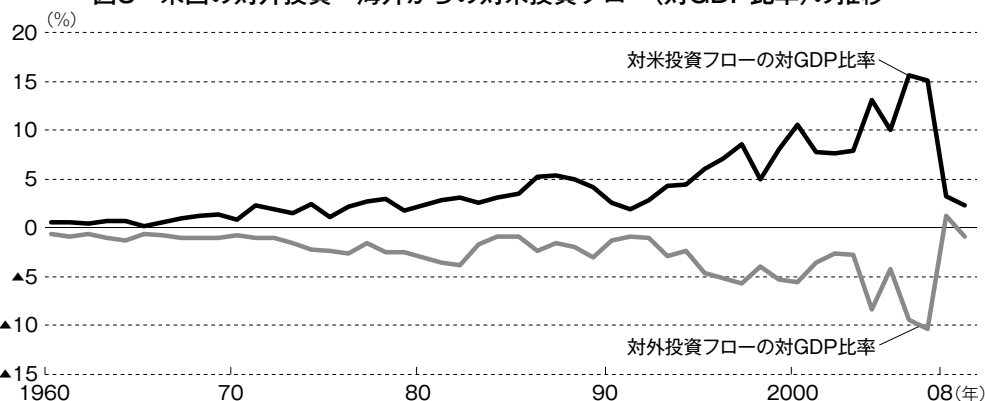


(出所)筆者作成

はない。
図2に示した通り、ブレトンウッズ体制とは国境を超えた資本移動を政府が規制することで、為替相場の安定性（固定相場）と各国金融政策の独立性を選択した国際通貨体制だったのだ。

73年からの主要国の変動相場制への移行

図3 米国の対外投資・海外からの対米投資フロー（対GDP比率）の推移



(注)▲は流出 (出所)米国商務省

が、国際通貨・金融史の第2のレジーム・シフト（図2の底辺から左辺に向けたシフト）となった意味も、これで理解できる。いや応なしに変動相場制に移行したのだが、もはや内外の資本移動を規制する必然性は原理的になくなった。

加えて70年代には2度にわたるオイルシヨ

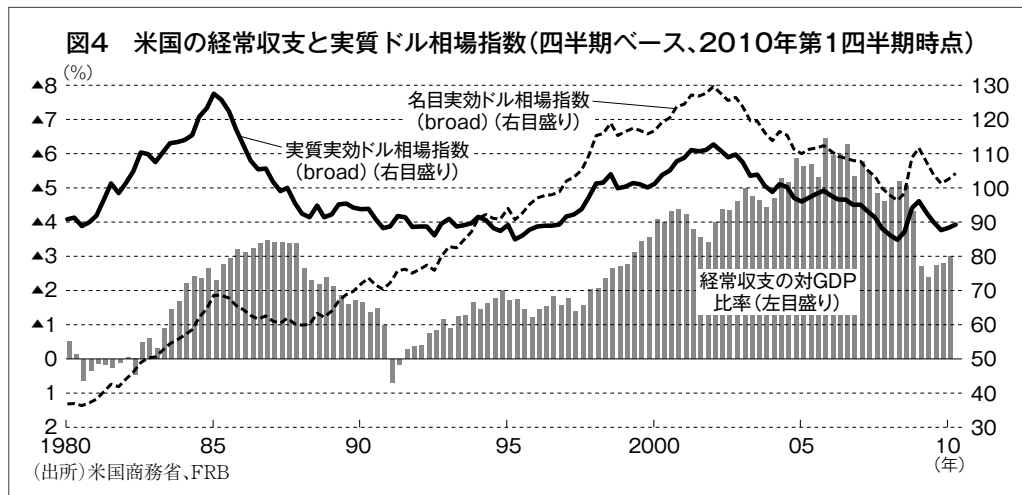
ックで石油輸出諸国と輸入諸国の間の貿易不均衡拡大が問題になった。貿易不均衡が生じても、貿易黒字国から赤字国に国際的な資金移動がスムーズならば問題はない。そうしたことを背景にその後、西欧、日本などで内外資本移動の規制緩和、自由化が進んだ。日本では80年に施行された外為管理法の改正で原則自由化が実施された。

国際的な資本移動は大別すると次の4つだ。①直接投資、②証券（株式や債券）投資、③ローンを含む銀行勘定の変化、④政府資金の移動（援助、借款など）である。70年代後半以降、①②③の形態の民間資本の国際的な移動が飛躍的に増えた。内外の資本移動が自由化されると、必然的にそれまでの国内の規制的な金利体系は維持困難になり、国内金利の自由化も進んだ。こうした国内の金融自由化は米国では70年代に始まり、日本や西欧では少し遅れて80年代に自由化が進んだ。今日の中国はまだこうした変化以前の状態にある。

固定相場制から変動相場制に移行する際、内外資本移動の自由化は選択の問題ではなく、必然であることをここで指摘しておく。というのは、詳しい説明は省略するが、為替変動リスクにさらされる経済主体はリスクヘッジ手段を必要とする。最も基本的なリスクヘッジ手段は為替先物取引であるが、為替先物取引は自由な内外資本移動を前提とした金利裁定原理が働くことで初めて十分な流動性を持った市場として成立し得るからだ。

80年代以降飛躍的に拡大した国際的な資本移動の推移を、米国の対外・対内投資フロー

の推移として見ると（123頁図3）、その急拡大がよく分かる。元々米国のみはドルと他通貨の固定的な為替相場の維持義務がなかったため、目立った資本移動規制も持たなかった。米国の金融を含むビジネスモデルは、国際的な投資資金の移動が自由化された環境にいち早く適応すると同時に、政治的な影響力



も駆使しながら、それをさらに拡大、推進する方向に働いたともいえよう。

プラザ合意 効きすぎたドル下落誘導 (1980年代)

80年代前半はドル相場高騰の時代となった。70年代に高進したインフレを収束させるためにFRB（米連邦準備制度理事会）のボルク・議長の下でマネーサプライの伸びを抑制する厳しい金融引き締めが行われた。その結果、ドル金利が高騰し、拡大した内外金利格差に誘引されて日本や西欧諸国から莫大な資金が米国債に投資された。こうした海外投資家のドル買いがドル相場の高騰をもたらしたのだ。しかも、保守革命を標榜するレーガン大統領は大規模な減税を行い、「悪の帝国」ソ連を軍事力でも圧倒することを目標に軍事予算を拡大した結果、財政赤字が急増した。このことは米国内の貯蓄投資バランスを過少貯蓄に傾斜させ、経常収支赤字はかつてない規模に拡大した（図4）。

一方で日本や西独などはドル高・自国通貨安で輸出が大いに伸び、相対的な高成長を実現した。とりわけ、日本は70年代のオイルショックから立ち直ると輸出の拡大で恒常的な貿易・経常収支黒字となり、米国は膨らむ対日貿易赤字に苛立った。それを象徴するのが当時の日米間の自動車問題だった。

こうした米国経済の一連の変化は、後になつて理論的にはマンデル・フレミング・モデルが予想する通りのことが起こったものとして理解された。つまり変動相場制の下で、減

税などで財政赤字を拡大し、同時に金融を引き締めるポリシーミックスを行うと、金利の上昇により海外資金の流入が生じ、自国通貨相場は上昇する。その結果、経常収支赤字は拡大し、財政赤字拡大による内需拡大効果は打ち消されるというシナリオである。

当初、レーガン大統領は「強いドルは強い米国の証しだ」と言って意に介さないふうであったが、製造業界を中心に産業界の危機感強く、政策転換を求める声が米国内で強まった。実際80年代前半のドル相場は購買力平価から見ても、かなり割高の水準にあったといえる。一方、日本や西欧諸国の政策当局も、経常収支不均衡の拡大を放置すると、やがて不均衡のハードランディング的調整が起こり、世界経済が不安定化することを懸念した。

こうした結果、85年9月ニューヨークのプラザホテルで開催された日米独仏英の蔵相・中銀総裁会議で、ドル高是正のための為替市場へのドル売り協調介入、対外不均衡是正に向けた政策協調、保護主義の回避などが合意された。このドル下落誘導のための協調ドル売り介入はとても効いた。対円でドルはプラザ合意前の240円近辺から85年末には200円台を割り込むまで急落したのだ。

当時の日本の大蔵省は、200円近辺の水準をドル高修正のめどと考えていた節があるが、困ったことにドル下落が止まらなくなつた。一転して下がりすぎるドル相場に対して繰り返しドル買い介入が行われたが、87年末の120円近辺までドル下落は止まらなかった。

このような政策当局の意図も予想も超えた



ブラザ合意の会議を終え、帰国して会見する澄田智・日銀総裁

ドル急落はなぜ起きたのだろうか？ プラザ合意以前の80年代前半、日本や西欧の機関投資家は高金利に誘引されて米国債投資を著しく拡大させた。これら機関投資家は4%、5%もの金利差がある限り、長期にドル債を保有すれば金利差益が為替損を上回り、低金利の自国国債に投資した場合よりもずっと高リターンが実現できると見込んだのだ。ところが、85年のプラザ合意の結果、彼らの考えた損益分岐点を超えてドル相場が下落しそうな様相になった。そこで彼らは先物予約でドル売りをするので、為替リスクのヘッジを始めたが、そのヘッジ売り自体がドル相場の下落到拍車をかける結果となったのだ。

変動相場制の 対外不均衡の調整効果

80年代後半、国際通貨・金融に関する論壇

では別の問題を巡って議論が起った。それは為替相場変化の対外不均衡調整効果である。プラザ合意以降のドル相場の下落は極めて急速であったが、米国の経常収支赤字は速やかに縮小しなかった。その結果、為替相場（正確には実質為替相場）の変動が経常収支不均衡を調整する効果について否定的な議論が広がった。

これに対してクルーグマンはマンデル・フレミング・モデルを修正・応用した理論モデル（マサチューセッツ・アベニュー・モデルと呼んだ）を提示して、実質為替相場の変動は経常収支不均衡に対して中期的な調整効果があること、ただしその効果が出るまでに米国の場合で約2年のタイムラグがあることを、実証研究に基づいて主張した（Krugman “Has the Adjustment Process Worked?” 1991）。

図4が示す通り、米国の経常収支赤字はドルの実質実効相場の下落到遅延しながらも、縮小し、91年には若干の黒字になった（ただし91年には米国の他の諸国からの湾岸戦争の戦費受け取りという一時的な黒字要因が含まれている）。ただし、国際的な資本移動が自由化した現代では、経常収支が中長期のタイムスパンでも均衡しなければならぬ必然性はないとも考えられている。

再構築された米国の覇権

（1990年代）

89年のベルリンの壁崩壊から91年のソ連邦の崩壊に至る時期は、社会主義経済圏が自壊し、資本主義経済圏との統合が始まったという意味で、世界経済の大きな画期と位置付けることができる。しかし、国際通貨・金融史の視点では、既に80年代から急速に進んでいた金融・投資のグローバル化と自由化のトレンドが、さらに旧社会主義圏にまで波及したという点で、独立した画期とは考えないでいい。

90年代になると国際的な直接投資、証券投資のフローが一層拡大し、米国の金融・資本市場はそうした急拡大する世界のマネーフローの中核になった。米国に流入する資金は経常収支赤字をファイナンスする規模をはるかに超え、米国の金融機関、ヘッジファンドをはじめ各種の投資ファンドや年金基金などがグローバルに对外投资を拡大するという双方向的なマネーフローの拡大が起った。米国は世界最大の対外負債国になると同時に、世界最大の対外資産国となることで（ネット

は負債)、世界の投資マネーフロー循環の中核を占める構図ができあがった。

70年代にはブレトンウッズ体制の終焉で「ドルは凋落する」という議論が盛んだったが、基軸通貨の地位を廃位されたのはむしろ金(ゴールド)だったと言わなければならない。今日に至るまで「金建て」で取引する者は誰もいない。ドルはデファクト(事実上)の基軸通貨となり、「ドル本位制」の時代となったのだ。

ドルが兌換性(公定レートでの金との交換性保証)を失った「不兌換紙幣」であるにもかかわらず、米国の対外決済に利用されていることは「基軸通貨の特権」と呼ばれている。これは不当、不公平なことであろうか?

今日、すべての通貨は不兌換紙幣(ペーパーマネー)にすぎない。国際市場での交換性(自由な売買)が保証されている国際通貨として、ユーロも円もポンドも対外的な負債の支払い手段になり得る。受け取り手がその通貨の保有を望まない時は、市場で他の通貨や金融資産に自由に交換できるからだ。その意味で「ドルの基軸通貨特権」とは相対的な事情にすぎない。

90年代初頭の景気後退・不動産不況から回復を始めると、米国の政界、ビジネス界の双方は次第に自信を回復し始めた。次の諸点が90年代の米国の復権の背景として指摘できるだろう。①ソ連邦の瓦解(米国が唯一の超大国)、②日本のバブル崩壊と低成長(それでもクリントン政権の貿易問題での日本への攻撃は執拗だった)、③IT革命と急成長する新興企業群の登場、④株価の長期上昇トレンド、⑤連邦政府の財政収支の劇的改善(98年には

黒字になった)。ただし米国の実質GDP成長率は80年代も90年代も平均ほぼ3%で変化はない。

ニュータイプの通貨危機 アジア通貨危機(1997~98年)

90年代最大の国際通貨・金融危機は97~98年のアジア通貨危機である。従来一般的だった通貨危機のパターンとは、放漫な財政・金融政策の結果、財政赤字と経常収支赤字が拡大し、インフレも高進し、経済の基礎的な条件が悪化した結果、対外的なファイナンスが困難になるものだった。

しかし90年代、日本をはじめとする先進諸国からの直接投資をテコに高度成長が続いていたASEAN(東南アジア諸国連合)諸国では、インフレ率も財政収支もおおむね健全だった。経常収支は赤字だったが、高度成長のための生産財や資本財の輸入が増加している結果であって、不健全だとは考えられていなかった。ひとつの大きな変化は、IMFなどの政策推奨も手伝って国境を超えた資本移動の自由化政策を押し進めていたことだ。直接投資ばかりでなく、非居住者の株式や債券への投資や海外からの銀行短期借り入れなど、動きの速い短期性資金の移動も自由化した。

その一方で各国政府は、為替相場については自由変動相場制ではなく、ドルに対して固定性の強い為替相場制度を堅持していた。為替相場の安定性に執着したのは、ASEAN諸国では経済に占める貿易比率が極めて高いことも一因であったろう。

また、高度成長を謳歌していたこれら諸国

の金融市場では、資金需要が旺盛で、国内金利は米ドル金利よりもずっと高い状態にあった。そのためASEAN諸国の企業や金融機関の多くが国内での資金調達よりも金利の低い海外での短期のドル建て借り入れを増やし、自国通貨に転換して使用するようになった。こうしてドルで借り入れ(短期ドル債務の増加)、自国通貨に転換する(自国通貨資産の増加という財務上のリスク・ポジション(ミスマッチ)が、空前の規模に積み上がった。このことは、自国通貨の対ドル相場が急落する場合には巨額の為替損失が生じることを意味していた。しかし為替相場の変動性は政府が介入で抑制していたので、為替リスクよりも金利格差のメリットの方が大きいという判断が支配的になったのだ。

この状況に目をつけたのが一部のヘッジファンドである。96年から97年にかけて、彼らはタイの通貨バーツなどに外為市場で巨額の「売り」を浴びせた。当初、タイ政府はバーツ買い・ドル売り介入で、投機的なバーツ売りに対抗した。しかし政府がドル売りを行うための外貨準備には限りがある。ついにタイ政府はバーツ相場を支えきれなくなり、97年7月政府は介入をやめ、バーツは急落した。

同様のことが、インドネシア、マレーシアでも起こった。企業は既に多額のドル債務を抱えていたが、自国通貨の下落による為替損失の拡大を食い止めるためにはドル買い・自国通貨売りをするしかない。その動き自体が自国通貨の相場下落に拍車をかけるという悪循環に陥った。

この崩壊の連鎖に巻き込まれた現地企業の



アジア通貨危機から立ち直り、好況のインドネシア(ジャカルタ市内)

Bloomberg

多くが、巨額の為替損失で債務超過に陥り、銀行借り入れは返済不能となった。そして、一気に信用危機、金融システムの危機へと発展した。

投資や融資の損失拡大で不安に駆られた国際的な投資家や金融機関は、リスクを縮小するために他の発展途上国への投資や融資の回

収に走った。その結果、それらの国も信用収縮に襲われ、金融危機はフィリピン、韓国、香港、台湾、さらには中南米、ロシアにまで広がった。まるで疫病のように金融危機が世界中に伝染したのである。米国では巨大ヘッジファンドLTCM(ロング・ターム・キャピタル・マネジメント)が事実上破綻した。

当時「ヘッジファンド悪玉説」が話題になったが、彼らのしたことは既に可燃性のガスが充満していた部屋に火のついたマッチを投げ入れたにすぎない。むしろ、アジア通貨危機は不整合な通貨・金融政策の組み合わせによって引き起こされたと理解できる。

ASEAN諸国政府は、内外の資本移動を自由化した以上、外為市場でも自由変動相場制を採用すべきだった。逆に固定的な相場制度を維持するのであれば、内外の資本移動を規制しなければならない。要するに前述の「不可能の三角形」に反する政策が採用されてしまったことが、問題の根底にある。当時、中国が国内への危機の波及を遮断することができたのは、ドルに対する固定相場制と資本移動規制を実施していたためである。

このアジア通貨危機を教訓に、3つの重要な変化が起こった。①危機予防のためのアジア諸国の政策協調の仕組みがASEAN+3(日本、中国、韓国)で進められ、危機時に外貨を提供するスワップ協定が締結された。②アジア諸国で資本移動規制がある程度復活した。③各国政府は外為市場での自国通貨売り・ドル買い介入を強め、輸出の増加と危機に対する抵抗力を高める外貨準備の積み上げに傾斜した。特に③のアジア各国の外貨準備の積

み上げは、その多くが米国債の購入に充てられ、2000年代にかつてない規模まで拡大した米国の経常収支赤字をファイナンスするマネーフローとなった。

ユーロの挑戦と矛盾

域内の経済、金融統合を進めていた欧州は99年ついに統一通貨ユーロによる通貨統合を果たした。これは図2に示した「不可能の三角形」で、EU(欧州共同体)諸国(加盟15カ国、ユーロ導入11カ国)が地域丸ごと左辺から右辺に移行する通貨・金融体制のレジーム・シフトだ。米国に匹敵する経済規模を有する地域が統一通貨に移行したことによる便益は大きい。しかし誕生から10年を経ていまだその内包する矛盾があらわになっている。

ある地域が単一の共通通貨を採用する便益が、それによる不都合(コスト)を上回る条件については『最適通貨圏の理論』(ロバート・マンデル)としてまとめられている。詳述する余裕はないが、国境で通貨が異なる現実をいったん忘れて次のように考えていただきたい。

例えば日本の首都圏ならば、インフレ率をはじめ経済活動の諸条件が相当均質であり、労働の移動性も高いので、単一通貨・単一金融政策の下に統合される便益がコストを上回っている。では、その範囲はどこまでか?九州までか? 韓国は含み得るか? 中国はどうか? と考えることができる。単一通貨を採用することによるコストとは、為替相場の変動と独自の金融政策という調整要因を放



矛盾を抱えながらも壮大な試みに踏み切ったユーロ

Bloomberg

棄することによるものだ。

ユーロ発足時の11カ国は、理論的には最適経済圏の条件を満たしていなかったと考えられた。また、金融政策を統一しながら、財政政策が各国主権に任されることの矛盾も統合準備過程でさんさんに議論された（ハンス・テイトマイヤー『ユーロへの挑戦』2007年、京都大学学術出版会）。それでも「統合された強い欧州」という政治的な志向と独仏間の微妙な妥協でユーロは実現した。統合から10年余り経たギリシャをはじめとするPIIGS（ポルトガル、イタリア、アイルランド、ギリシャ、スペイン）諸国の財政債務危機は、

こうした予見された矛盾が表面化していると考える。

例えば、ドイツとPIIGS諸国の間には生産性上昇率に趨勢的な格差がある。もちろんドイツが高く、PIIGS諸国が低い。通貨統合後もこれは変わっていない。言い換えると、1単位の付加価値を生み出すのに必要な労働コスト（単位労働コスト）がドイツでは減少基調で、PIIGS諸国との格差が広がっている。その結果、PIIGS諸国の貿易・経常収支は赤字が拡大し、対外負債は増加してきた。

通貨統合前であれば、対外不均衡がなら

かの限度を超えた時点で、PIIGS諸国の為替相場が下落し、調整機能が働く。自国通貨の相場が下落するということは、外貨建てで計算した場合の労働コストが低下する（自国の労働が安く売られる）ことだからだ。しかしこうした為替相場による調整機能は通貨統合によって放棄された。

ならばどのように調整は働くのだろうか？PIIGS諸国の物価と労賃がドイツに比較して下がることによって調整されるしかない。つまりドイツのインフレ率が趨勢的に上昇するか、あるいはPIIGS諸国がドイツより低インフレ・デフレになるしかない。ところがドイツは趨勢的に低インフレ経済で国民や政府にもアンチ・インフレ機運が強いので前者の選択肢はないだろう。すると、PIIGS諸国が今後デフレ圧力を甘受することによってしか調整は働かない。

しかしデフレは負債コストを押し上げることとで、投資を萎縮させ、経済成長にネガティブな効果を持つ。これがPIIGS諸国（ユーロ圏のGDPの約3割を占める）とユーロ圏の現在の憂鬱の根底にある問題なのだ。最終的な解決は、財政政策と政治の統合という「欧州合衆国」であろうが、それを目標にすることの合意はまだ見えない。

中国の台頭と人民元の挑戦

09年3月に発表された中国人民銀行の周小川総裁の論文「国際通貨体制の改革」は、その意図を含めてさまざまな波紋を起こした。周論文の要点は次の通りである。

「国際準備通貨とは、理論上次の条件を満たすべきである。①安定した基準と明確な発行規則による秩序立った供給の保証、②その総供給の増減調整が需要の変化に基づきタイムリーかつ柔軟に行われること、③この調整が特定の1国の経済の状況や利益に左右されないこと」——これが「理想的な」条件だというなら異論の余地はない。しかし、そもそもそのような「理想的な国際準備通貨」は歴史上存在したことがない。

金本位制下では基軸通貨もその他の通貨の供給量も、通貨当局の保有する金準備による制約を受けるので、その「発行規則は明確」かもしれない。しかし流動性(マネー)の供給は需要の変化に対応したタイムリーで柔軟なものになり得ない。資本主義経済は金本位制のもとたす流動性供給の硬直性に耐えきれなくなり、金本位制から最終的に離脱したのだ。周論文によると、米ドルを基軸通貨に据えたブレトンウッズ体制は、特定国の通貨を国際準備通貨にするというシステム上の矛盾により崩壊したのであり、米国家に対抗して非国籍通貨バンコルを提唱した英国ケインズ案の方が優れていたという。バンコルと世界中央銀行機能を提唱したケインズ案は、米国の覇権の前に実践されることはなかった。しかしそれが実践された場合にブレトンウッズ体制よりも、よく機能したかどうかは全く別の問題である。

ともあれ、周論文が米ドル基軸通貨体制への挑戦なのか、あるいは政府が保有する外貨準備通貨として何が望ましいかを議論しているだけなのか、意見が分かれるようだ。自国

が保有する外貨準備がドル中心だとドル相場下落で外貨準備の減価が生じ、莫大な損失が生じるから困るという主張のようにもとれる。

それならば、自国の外貨準備の通貨分散を進めればよいだけのことだ。今日ではブレトンウッズ時代のような外貨準備をドルで保有する必然性も合意もない。中国政府と中国人民銀行は自らの意思で人民元の対ドル相場の上昇を抑えるために外為市場で莫大なドル買いをし、その結果2・5兆ドルの外貨準備を保有しているにすぎない。

周論文はドルに代わってSDR(IMFの特別引き出し権)の拡大も提起しているが、現在のSDRの価値はドル、ユーロ、円、ポンドの主要各国通貨の合成にほかならない。従って準備通貨としてSDRの保有がより望ましいと考えるならば、SDRの通貨構成と同じ外貨準備構成にすればよく、それは自国だけで実現できる政策目標にすぎない。にもかかわらず、国際金融制度が問題だから改革すべきだというのは奇妙な議論ではなからうか。

あるいは、国際金融市場での流動性としての基軸通貨の機能が、専ら米ドルによって担われていることが問題だと考えるならば、その代替として提唱されるSDRの機能強化にはSDRの発行量とその調整に責任を負う事実上の世界中央銀行が必要となる。さらにSDR建てで発行されるさまざまな金融資産・負債の極めて大規模でよく発達した市場、つまり米国の金融・資本市場に匹敵するSDR市場が求められることになる。そのようなものが現実には可能だろうか？ 今の中国の延長

線上に階級、国家、搾取のない共產主義の理想の実現を期待するのと同じくらい私には空想的に思える。

今回の金融危機は第3のレジーム・シフトの画期となり得るか？

今回の金融危機を契機に「ドルの凋落」を語る議論が増えた。それをここで議論する余裕はないので、読者の考えに任せよう。ただし直近の金融危機が第3のレジーム・シフトになるかどうかを考える2つのステップがある。まず、「不可能の三角形」が示す左辺のフロート・レジームから他の2つの異なるレジームにシフトが生じるか？ 第2にフロート・レジームはそのまま、基軸通貨の交代が起こるか？

現行のフロート・システムから固定相場制、金本位制への復古、あるいは世界統合通貨などへのシフトがもし現実的に無理だと考えるならば、フロート・レジームの中でドルから別の通貨への交代が起こるかという選択肢しかない。先進国を中心に国際的な資本移動が自由化された現代、そのグローバルなマネーフローの中核になる巨大で開放された金融資本市場を有することが、デファクトとしての基軸通貨の必要条件(少なくともその1つ)と筆者は考えている。米国に代わってそうした条件を満たす国、あるいは地域が果たして21世紀に登場するだろうか。あるいは1930年代のような保護主義と経済ブロックにより分断された世界の到来という別シナリオもあり得るが、それは最悪のシナリオであらう。