

グローバル・インバランスと 国際通貨システム改革

草野 昭一

Global Imbalances and Reform of the International Monetary System

Shoichi KUSANO

This year marks the fortieth year since the shift to the floating exchange rate system. Under this system exchange rates may be far removed from economic realities, and at times they may fluctuate wildly. The floating exchange rate system has also been in the background of many economic and financial crises. A more stable international monetary system has long been sought, but so far none has been realized. In the 2000s, international current account imbalances entered a new phase. Imbalances have moved from being a bilateral problem or a problem among developed countries, to being a problem involving the entire world. We have entered a time of global imbalances. Discussion about reform of the international monetary system is again on the rise. Japan is the greatest victim of the floating exchange rate system, and is also the world's largest creditor nation. This paper will consider what is critically necessary in order to take the initiative in currency system reform.

はじめに

- I 変動相場制改革の試み
 - II グローバル・インバランスとその背景
 - III 競争的な基軸通貨体制
 - IV 日本はどうあるべきか
- 結びにかえて

はじめに

ポール・アインツヒは言った。

「現在、国際通貨分野における空位と云う事態が存在している。ドルが1971年8月15日に準備通貨としての役割を意識的に放棄するずっと以前に、ドルはその役割に適さなくなっていた。ドルはそれより良い通貨がなかったために引き続き準備通貨として使用されたのであった」¹⁾

爾来、40年の歳月が流れた。

それは金の裏付けを失くした、基軸通貨ドルの正当性が問われ続けてきた歳月である。また1973年春に²⁾先進諸国が連動相場制へ移行して以来、世界では経済・金融危機が頻発するようになった。そして、世界経済の不均衡も著しく拡大するようになった。

にもかかわらず、世界最大の債務国アメリカの通貨ドルは、依然として国際通貨システムの基軸通貨の地位を維持し続けている。また「ノンシステム」といわれる現行の変動相場制による国際通貨システムを、より安定したものに改革しようと幾多の提言がなされてきたが、今のところ実を結ぶに至っていない。

現行システムのもとでは、どうしてもアメリカは法外な過剰消費を膨らませて、経常収支赤字の大幅拡大を招来する傾向を止められない。また大きな不均衡が発生して調整する意思を持った場合でも、アメリカは、調整コストを自国経済に対してかけずに、もっぱら他国に大部分のコストを転嫁してしまう。

日本は、このドル基軸通貨体制と変動相場制の最大の犠牲者である。1980年代の日米経済不均衡の「是正」にあたって、日本が払わされた犠牲はあまりにも大きく、いまだにその傷は癒えてはいない。そして1990年代後半から、21世紀になって、アメリカと他国の不均衡は80年代とは次元の違う形で拡大している。不均衡が2国間ではなく、世界大となっている。グローバル・インバランスと呼ばれるゆえんである。

本稿では、こうした現状をもとに以下のことを検討してみたいと考える。はたして変動相場制の改革は可能であるのか。また、グローバル・インバランスの背景にある要因はいったい何なのか。基軸通貨ドルに節度を取り戻すためのアイデアである競争的基軸通貨制の可能性について。そして、そもそも国際通貨システムの諸問題に臨む際に何が重要なことであるのか。

本来ならば、世界最大の債権国であり続ける日本こそは、国際通貨システムの改革において主導権をとれる位置にあるはずである。にもかかわらず犠牲を払い続ける現状に対して、今こそ日本は正面から立ち向かうときに来ているのではないだろうか。

I 変動相場制改革への試み

ニクソン・ショックが発生した1971年の暮れ12月18日にスミソニアン体制が成立したあと、アインツヒは楽観的であった。

「私は、ブレトンウッズ体制へのわれわれの復帰——かなり大きな変更を加えられたうえでの復帰——はただ時間の問題であると確信した。その再建は数か月を要するかもしれないし、あるいは数年を要するかもしれない。しかし遅かれ早かれ、通貨安定の放棄によってつくり出された混乱状態は整理されるであろう」³⁾

「事実1971年12月18日に採用された方式のもとで、国際通貨体制は少なくとも75%の程度までブレトンウッズ体制に逆戻りした」⁴⁾

彼は、変動相場制が貿易均衡レートをもたらすはずがないと考えていた。そもそも変動為替相場制の主張は、外国為替取引のすべてが外国貿易からなっているという初歩的な論理的誤謬に基づいている。しかも、変動為替相場制論は、このような非現実的な仮定に基づいているばかりでなく、いくつかの大きな制約を受けている。そのうち最も重要なものは、商業取引と、それが外国為替受給量の増減の形で外国為替市場に及ぼす実際の効果との間の、絶えず変化するタイムラグである。しかしこのようなタイムラグは存在しないと仮定すれば、為替レートに対する外国貿易の影響は、非商業的性質の外国為替取引の影響——資本移動、投機、裁定取引、政府の対外取引から生ずる需給の不一致——によって相殺されたり、弱められたりする傾向がある。同一のレートが常にこれらすべての異なった取引に対する均衡水準であるということはまったくありえない。当然、為替レートは非商業取引によって、輸出入が理論的に均衡しうようなレートからは常に離脱する傾向を持つことになる。ドルが貿易均衡レートであるならば、それは資本移動や投機や裁定取引や政府対外取引から生ずる取引を均衡させはしないであろう。これらの取引はいずれも、為替レートを貿易均衡水準から離脱させる傾向がある⁵⁾。

変動為替レートが混乱をもたらすがゆえに、アインチッヒは世界がブレトンウッズ体制に逆戻りすると考えたようである。

しかし事態は、逆戻りするどころか、おびただしい数の経済・金融危機をもたえそぶように数十年の時を経ていくこととなった。

山下英次氏は、カルメン・ラインハート（メリーランド大学）&ケネス・ロゴフ（ハーヴァード大学）の研究にもとづいて、1900年以来この110年間近くの間で、対外債務危機と銀行危機の発生頻度が高い期間が2つあって、それは、両大戦間の混乱期と現行変動相場制の時期だけであると言っている⁶⁾。

現行変動相場制に移行して以降発生した経済・金融危機は、まず、1973年10月の第1次石油危機から始まり、1977年初め1978年10月までのドルの暴落、1979年から1980年までの第2次石油危機、1982年8月メキシコに端を発し、その後世界的な広がりを見せた中南米諸国を中心とした発展途上国の累積債務問題、1985年9月のプラザ合意とその後のドル暴落、1987年10月のブラック・マンデー、1990年代前半のドルの急落、1992～93年EMS危機、1994年12月のメキシコ・ペソ危機、1997年のアジア通貨危機、2007年7月の米国サブプライム・ローン危機に端を発した2008年グローバル金融・経済危機、さらには、そのアメリカ発の危機が波及した形の2008～2009年の中東欧を中心とする欧州諸国危機、等々である。そしてこれらは、究極的にはそのほとんどすべてがアメリカで発生した危機、もしくはアメリカの深刻な問題に関連して発生したものが少なくない⁷⁾。このような経済・金融危機による、社会的コストと資源の損失は計り知れないものがあるはずである。

またかつてロバート・マンデルは、理想的な国際通貨システムがあれば発生しなかったはずの「福祉コスト」(welfare cost) というものを提示した。当時（1993年頃）外国為替市場における一日の取引額は1兆ドル以上、たぶんもっと多かっただろう。1年間では、400兆ドルを超えただろう。この取引は社会的に必要なものだろうかと問う。より理想的な国際通貨システムがあれば不必要な取引コストは、資源の損失である。そこで大胆な仮定を試みる。(為替変動に対する) 防衛的な取引にともなって、どうしてもかかってくる福祉コストを取引額の200分の1と仮定する。そして、単一の世界通貨が存在したならば、発生しなかった防衛的取引がすべての取引の半分を占めると仮定する。すると、現行の国際通貨システムの「福

社コスト」は、 $1/200 \times 1/2 \times 400$ 兆ドル＝1兆ドル、すなわち、世界総生産（35兆ドル）の $1/35=2.86\%$ に相当する。これは、イギリスやイタリアのGDPに匹敵する額である⁸⁾。

1995年、ブレトンウッズ委員会日本委員会も深い憂慮を示した。

世界経済の統合が進み、金融システムはグローバルな結びつきが強まり、主要国はお互いの経済情勢からの影響を受けあう度合いが強まっている。国内の金融情勢の変化は他国に即座に影響を及ぼす。金融市場の規模と変動は大きくなり、為替相場の感応度も高まっており、市場の行動様式、認識、期待の変化に伴ってその動きは時として極端になる。為替相場の均衡水準からの大幅な乖離（misalignment）と乱高下（volatility）の悪影響は大きい。為替相場が均衡水準からかい離すると資源配分がゆがめられる。為替相場が度を越して乱高下すると不確実性が高まって生産的投資が抑制される。為替相場の均衡水準からの乖離は、国際競争力の変化を通じて、主要国の劣勢な産業分野から保護主義的圧力を高める働きをする。今日の発達した金融市場では、相場の変動をヘッジすることはできるが、ヘッジ取引にはコストがかかるし、あらゆるリスクをヘッジできるわけではない。またすべてのヘッジが完ぺきというわけにはいかない。1970年代初め以降、主要先進国の長期の平均成長率は年平均およそ5%から2.5%へ半減している。この成長率の低下は、それぞれの国で、それぞれの時期に多くの要因に影響されていることは事実だとしても、為替相場の節度の喪失はその一因をなしている⁹⁾。

とはいえ、為替相場管理のための持続的で一貫性のある取り組みはなされていなかった。ヨーロッパ為替相場メカニズム（ERM）に代表されるように、地域的な取り決めはあったが、すべての主要通貨を対象として一貫性のある体系的なアプローチはなされていなかった。また同委員会は、主要通貨間の固定相場制の可否について検討したが、固定相場制を支持する意見はほとんどなかったと言う。全世界はとても最適通貨圏といえるものではない。実質賃金の自由な調整は不可能であるし、労働力の国際的移動も自由ではない。主要通貨圏相互間の非対称的な構造変化やショックは、主要通貨相互間の為替の変動で調整を行うのが最適の方法であろう。構造変化が継続する可能性は今後とも大である。委員会は国際通貨システムの改革の余地は少ないことを認識していた。主要先進国は、ブレトンウッズ体制の下でドル以外の通貨を持つ国が味わったような、政策決定の独立性

の放棄をよしとはしないであろう。もちろん、主要通貨国の政府は国内経済政策と対外経済政策を分離することの困難さは認識していた¹⁰⁾。

ただ、同委員会は、積極的な協調の変化の線で、ある種の柔軟な為替相場バンドの提案において理論整備が進んでいることに注目した。

委員会は欧州のERM（為替相場メカニズム）が成功であったのか失敗であったのかについて、また、それがグローバルな通貨システムの検討にとって何か教訓を与えたかどうかについて議論した。

- ・1992年の英国ポンドとイタリアリラの切り下げは、市場の力を示すものであったのかあるいは当時の政策と経済ファンダメンタルズの不一致の現れであったのか。
- ・危機の前の数年間のERMの為替レートの硬直性は避けられなかったのか、あるいは、中心為替レートを時おり変更することにより避けられたのか。
- ・為替レートのボラティリティを制限する何らかの公的システムは、これがすぐにも固定相場制に移行するものでなければ永続しうるのか。
- ・1993年8月に合意された、より幅広い変動幅の中での為替の安定は、主要国際通貨間における幅広い為替相場バンドの考え方を裏付けるのか¹¹⁾。

幅広いバンドを設定するということは、為替レートはこうあるべきだという特定の見方を取り入れることではなく、むしろ、極端な為替レートを排除することを意味する。委員会は、政府が外国為替の取引されるべきレンジを示すよりも、むしろ明らかに逸脱している範囲を示す方が妥当であると議論した¹²⁾。

ともかく、柔軟な為替相場バンドが適切に機能するためには、為替相場が目標相場圏を突き破りそうになったときに、各国政府が果たすべき義務を明確にしておかなくてはならない。そして必要なときバンドのシフトを行い、長期的な柔軟性を確保できるよう、為替調整のルールを定めておかなければならないということが肝要である¹³⁾。

だが、難しい問題は、バンド設定の中心となる均衡為替レートを推定することの可能性である。實際上、これは、マクロ経済モデルを使わなければならない、パラメーターの推計には、金利、物価水準、経常収支、民間資本フローなど基礎的な経済変数相互の過去における関係が用いられる。し

かし、構造変化が継続的に起こっているとき、過去に推計されたパラメーターを、将来の予測のためにどのように調整すべきであるのか。また為替レートが、変動幅の限界に近づいているとき、政府は、その意味するところをどう理解すればよいのか。市場が「非合理」な領域に近づきつつあるのか、あるいは、政府モデルが時代遅れになっていることのシグナルなのか。こうした問題への明白で分析的な答えは存在しない¹⁴⁾。

とはいうものの、ロナルド・マッキノンが「ドル相場に関するプラザ＝ルーブル介入合意 1985～1992年」と名付けた体制における経験は、なにがしかの教訓を残しているとは考えられないであろうか。

プラザ合意はもちろん1985年9月22日のことである。だが、旧体制からの唐突な別離という意味では、1985年の2月までさかのぼることができる、とマッキノンは言う。第1に、米国政府は外国為替市場における受動的な対応を放棄し、ドルの急激な上昇を食い止めるためだけでなく、ドルの大規模な下落を導くためにも活発に介入を行うようになった。第2に、外国政府は今やすべての市場参加者に明らかになるような方法で、米国連邦準備制度と協調して介入を実施するようになった。それまでは自国の市場の状況に応じて単独あるいはバラバラにドル売り介入を行っていた。そして円とマルクに対するドル相場を指標として、ドルによる公的介入についての共通の方向性と意図が明示された。まさしく協調的公開市場介入の体制である¹⁵⁾。

アメリカ政府の行動が変化したことは、同国の外貨準備の蓄積によっても立証される。1978年から84年まで、アメリカの外貨準備は60億ドルから100億ドルの範囲にあったが、1989～92年には450億ドルから500億ドルの水準にまで積み上がっていた¹⁶⁾。

1985年9月22日ニューヨークのプラザホテルにおいて、大蔵大臣たちは単に、その年の2月にすでに起こっていたことを追認したにすぎなかったのである。アメリカ政府はドルの一層の引き下げに向けて、欧州や日本の政府と協調して介入を継続することとし、実際10月に再び介入を実行したのである¹⁷⁾。

確かに、1985年2月の時点では、主な関心は過大評価されていたドルを引き下げることにあつた。しかし、1987年2月、パリのルーブルで開かれたG7の大蔵大臣の会合においては、事実上初めて目標相場圏を設定する公式の試みが行われたのであつた。ドルの過度な下落の懸念が増大し

つつあったため、公式声明では、ドルは「現在の水準」の周辺で安定化すべきであるということが合意されたのである¹⁸⁾。

ルーブル会合の参加者たちが、やはり当時の水準である1.825マルク／ドルおよび153.5円／ドルの周辺5%という「参考相場圏」(“reference range”)を設定していたということは、ずっと後になってやっと明らかにされた。しかもこうした目標についてさえ、その後5年間にわたって継続的な「水準の再設定」が行われていたようである。ルーブル会合直後の1987年4月には、円相場が会合で定められた範囲を下回ったため、参考相場圏の中心は146円／ドルの水準に再設定された¹⁹⁾。

マッキノンには、この目標相場圏は控えめで脆いものかもしれないが、1973年からの14年間と比べると、1987年から1992年間のドル相場をより狭い範囲に保ったものと思われる、と述べている²⁰⁾。より安定した為替レートに向けた取り組みはそれなりの効果があるのではなかろうか。

もちろん「ドル相場に関するプラザ＝ルーブル介入合意 1985～1992年」は、日本にとってはまさしく悪夢であった。この点については後に言及しよう。

ところで、山下英次氏には変動相場制に関して唯一気にかかる点があるという。氏は、固定相場制への復帰さえ可能だと考えるのであるが、その唯一気にかかるというのは民主主義との関連である。

固定相場制の時代には、為替平価の変更をめぐる担当大臣が辞任に追い込まれるといった類の政治的混乱がしばしばみられた。現行変動相場制は、ノン・システムなので、政治家は基本的にはそれから解放され、為替レートの変動を常に市場の責任とすることができる。また、実際にはそうではなくとも、少なくとも表向きは、通貨の安定から解放され、国内経済政策に専念できるということになっている。その意味では国民の反発を受ける可能性が小さい。通貨の安定のために、国民生活を犠牲にしたというイメージをもたれる可能性が低いからである。このように考えると、確かに、変動相場制は民主主義とは相性が良いという点については認めざるをえない。民主主義体制との相性が良いということが、変動相場制のほとんど唯一のメリットではないか、と山下氏は述べている²¹⁾。

そして、筆者には、もっと違う意味で、通貨の安定の努力を阻むものがあるように思う。先ほどマンデルが「国際通貨システムの福祉コスト」という概念を提示したことを述べた。それは1993年にジュネーブで開催さ

れた国際通貨システムに関する会合の席上である。

そのマンデルの報告に対する討論で、銀行家の討論者の一人がこんなことを言っている。

「銀行家としてのシニカルな見解が許されるならば、外国為替を取引し、不安定な通貨が急変動したときに、顧客がヘッジするのを助ける仕事が、国際ビジネスで活動する銀行にとっては最も重要な収入源の一つだという事実に慰められる」²²⁾

国際通貨システムの安定に向けた取り組みが一向に進展しない背景にあるのは、意外とこのような事情が絡んでいるからかも知れない。

II グローバル・インバランスとその背景

1980年代に拡大した経常収支不均衡問題は、冷戦終結後のグローバルイゼーションの進展によって新たな展開をみせることになる。とりわけ2000年代に入ると、グローバル・インバランスとして関心を集めるにいたっている。

具体的には、アメリカにおける経常収支赤字の大幅な拡大と、日本、中国をはじめとする東アジア諸国や、石油等の資源輸出国における経常収支黒字の大幅な拡大からなる、世界的な経常収支不均衡状態を意味している²³⁾。

まず1980年代においては、80年代中ごろにかけて不均衡が拡大していった。1986年には、アメリカは1471億ドルの経常収支赤字を計上しており、それを日本が861億ドル、ドイツが385億ドルの経常収支黒字でファイナンスする形になっていた。したがって、この時期の不均衡の拡大は、アメリカの経常収支赤字拡大と日本およびドイツによる経常収支黒字拡大から構成され、先進国内のものに留まっていたのである²⁴⁾。1985年9月のプラザ合意は、この経常収支の不均衡是正を目的としており、為替相場による対外不均衡の調整を目的としたことは言うまでもない。

1990年代になると、アジア通貨危機以前と以後で世界の経常収支における構成パターンに大きな変化があらわれる。90年代前半においては、まだアメリカの経常収支赤字を日本の経常収支黒字がファイナンスするという構図が残る。たとえば、1995年では、日本の経常収支黒字は1113億ドルで、アメリカの経常収支赤字は1135億ドルでほぼ一対一で対応して

いる。ただし、この時期から新興国においても経常収支赤字が顕在化し始め、95年にはアジア新興国で282億ドル、中南米で379億ドルの経常収支赤字となり、通貨危機まではこうした大きな経常収支赤字が続いている。したがって、アジア通貨危機以前の不均衡は、日本および欧州地域の経常収支黒字と米国および新興国の経常収支赤字という構成パターンであった²⁵⁾。

1997年のアジア通貨危機以降から現在にかけては、アジア新興国と資源国において経常収支が黒字化し急速に拡大し、そしてアメリカの経常収支赤字が異常な拡大をみせた。2001年時点と最も経常収支不均衡が拡大した2006年時点と比較すると、アメリカの経常赤字は3971億ドルから8026億ドルにまで急拡大している。一方、経常黒字側では、日本の黒字は同時期877億ドルから1704億ドルへと倍増している。もっとも、経常収支黒字側における主役は資源国とアジア新興国、特に中国へ移っている。資源国の黒字は271億ドルに過ぎなかったが、4248億ドルへと15倍以上の拡大を見せている。これは特に2004年以降の石油価格上昇が背景となっている。そして中国の黒字は174億ドルに過ぎなかったが、2006年には日本を抜き2532億ドルにまで拡大し、同国は世界最大の経常収支黒字国となった。中国以外のアジア新興国においても、666億ドルだった経常黒字は1435億ドルへ倍増している。

このように、経常収支不均衡の構成パターンは時代とともに変化してきた。1980年代以降、一貫して経常収支赤字の中心は米国であるが、80年代や90年代においてはそれをファイナンスしてきたのは日本であり、経常収支不均衡は二国間の問題としてみなされ、議論されていた。ところが2000年代以降では、この関係は二国間から多国間の問題へとシフトし、まさにグローバルな経常収支不均衡の問題となったのである²⁶⁾。

為替レート変動による経常収支調整効果はほとんどないということが今ではよく知られている²⁷⁾。

アメリカ家計の過剰消費の肥大化と貯蓄率の低下、それに対応する黒字国における不均衡の拡大と過剰貯蓄の形成という構図でみれば、2000年代における経常収支不均衡の拡大は1980年代の不均衡拡大の再来である。しかもグローバルな規模での再来である。

2000年のITバブルの崩壊と01年の9.11同時多発テロに見舞われたアメリカは、景気の急速な冷え込みを懸念して、大幅な減税と国防費拡大政策をとるとともに大胆な低金利政策をとっていった。FRBは2003年まで

FFR を段階的に引き下げていった。

低金利政策は、住宅ローンの借入を容易にし、住宅投資の促進は住宅価格を上昇させ、それがさらなる投資を呼ぶ形で住宅バブルを生み出していった。

これと1990年代に開発された「金融工学」にもとづく証券化商品 CDO の活用がクロスして、いわゆるサブプライム・ローンの拡大にまで進展した。住宅価格の上昇を背景として「キャッシュアウト・リファイナンス」と「ホームエクイティ・ローン」が家計の過剰消費と貯蓄率の低下をもたらした。この過剰消費が黒字国における経常収支黒字拡大を加速し世界的な過剰貯蓄を促進した。

ついに2004年以降、アメリカの政策金利の動きが世界の長期金利と連動しなくなる事態が発生した。世界金利に対する過剰貯蓄の影響力が政策当局のそれを上回ってしまったのである²⁸⁾。世界的な過剰貯蓄を背景としてアメリカへ巨額の資本が流入し、長期金利を抑制して住宅投資と住宅価格上昇をさらに加速させていったのである。

ただ、ここで留意しなければならないことがある。アジアの経常収支黒字はもっぱらアメリカの財政部門の収支赤字、すなわち財政赤字に向けられていたことである。住宅関連の投資需要に対応したのは石油輸出国であった。もっとも、石油輸出国のアラブ諸国やロシアは、サブプライム・ローンに関連した証券化商品に直接に資金運用することは避けていた。その代わりに、欧州の金融機関が、石油輸出国の外貨準備を国際的に金融仲介して、アメリカの貯蓄不足を埋めていたのである。欧州の経常収支不均衡がそれほど大きくはなかったにもかかわらず、欧州の金融機関が米国のサブプライム・ローンに関連した証券化商品に資金を向けていたのは、石油輸出国などから資金を調達して米国へ資金を供給していたということである²⁹⁾。

アインチツヒはこうも言った。

「アメリカ国民にとっては新型の商品を所有することは最高のステータス・シンボルであるから、彼らに対して、新型が導入されるや否やなお十分使用しうる商品まで処分するという浪費型消費習慣を放棄させあるいは是正させるには、一大危機が——経済上の「パール・ハーバー」が——必要であろう³⁰⁾

実際、この度、アメリカの「浪費型消費習慣」に歯止めをかけたのは「一

大危機」であった。ただし「パール・ハーバー」ではなく、アメリカの、否、世界の金融の中枢においてであった。

2008年から09年にかけて、グローバル・インバランスは縮小した。もっとも、2010年以降、グローバル・インバランスの再拡大がみられ、今後再びグローバル・インバランスが続く傾向にある³¹⁾。

今回の世界金融危機によって、グローバル・インバランスは一時的には縮小した。しかし、このリバランスはあくまでアメリカをはじめとする資産価格バブルの崩壊にともなって発生したものである。アメリカが大規模な経常収支赤字とグローバル・インバランスを継続することに対する反省から発生したのではない。米国債はその流動性の高さから、再び投資を集め、長期金利は低下している。グローバル・インバランスの問題は、また浮上し始めているのである³²⁾。

山下氏は、アメリカは耐乏政策をとるべきだと主張する。本来、世界最大の債務国であるアメリカが考慮しなければならない国際収支（経常収支）、すなわち国内の貯蓄・投資バランスを考慮すると、アメリカの潜在成長力はマイナスである。したがって、アメリカ経済にとって健全な処方箋は、マイナス成長を何年間かつづけ、経済全体のバランス・シート調整に専念するということである。健全な経済構造を再構築するために、アメリカに必要とされるのは、国内の雇用を犠牲にしてある一定期間一種の耐乏政策（*austere policy*）を採用することである。アメリカ国民の生活水準を引き下げる必要があり、そのためには大幅に低い経済成長率（というよりもおそらくある一定期間マイナス成長）を目標とすべきである。結局のところ、アメリカがなすべきことは、他の重債務国と異なるところはない、と言う³³⁾。

国際通貨システムの対称性という観点に立てばまさしく正論である。しかしながら戦後のブレトンウッズ体制が、「浪費型消費習慣」（アインツヒ）を組み込んだ形で展開したのであり、日本やヨーロッパの高度経済成長もこの仕組みの上に実現したのである。今は、日本やヨーロッパがアジア新興国に置き換わったということになる。アメリカ以外のいずれの国もアメリカの「耐乏生活」は望んでいないと思われる³⁴⁾。むしろ、アメリカは「巨大なアブソーバー」（*absorber*）であるがゆえに覇権国でありうるとも言える。まさしく世界経済の「機関車」（*engine country*）であり続けているわけである。

中北徹氏が言うように、アメリカが主張したホワイト案によって、経常収支赤字国には調整の負担を義務づけられ、アメリカの責任を限定する形で、IMFの仕組みが構築されたのだが、その時は、アメリカは、自身が膨大な経常収支赤字を続けることを予想していなかったという事情はある。したがって、アメリカが経常収支の是正への規律を失った事態を想定しておらず、その場合の調整への有効な仕組みが整備されてないまま今日に至っていると言える³⁵⁾。

そして、このような状態が続く背景には、アメリカは経常収支赤字のファイナンスを容易に行えるという、米ドル固有の事情が考えられる。これは、米ドルが基軸通貨として使われていることから、アメリカの経常収支赤字が増えても、経常収支黒字国に属する非居住者の、アメリカ国内にある米ドル預金の残高がほぼ自動的に増えるという形でファイナンス問題が処理されていく。実務、あるいは決済の観点から言えば、これはアメリカ国内の銀行で、居住者のドル建て預金から、非居住者のドル建て預金に資金の付け替えが行われているにすぎない。対米輸出が行われると、輸出業者の預金口座にドルが振り込まれる。これを円に交換するとしても、インターバンクの次元では、そのドルを外為銀行が引き取るだけである。つまり、アメリカのドル決済システムのなかを滞留しているにすぎない³⁶⁾。

しかも、その過程では、アメリカ国内には魅力ある金融商品が豊富に存在するため、諸外国の投資家はアメリカの金融商品を好んで保有しようとする。これはアメリカ国内の銀行業務にビジネス機会の増大をもたらす。さらに、経済のグローバル化が進むなかで、世界的な金融の自由化、金融サービス業の国際化が急速に進行し、これに伴って、新興国も含めて多くの諸国で、資本取引の自由化が大幅に推し進められた。この過程で、高度な金融新商品が大量に販売されて、アメリカに巨額の経常収支赤字が発生しても、それを上回る資本勘定の黒字が可能になることでファイナンスが可能になる。まさしくアメリカ経済への資金の還流である。こうしてアメリカの経常収支赤字はあたかも「自動的に」ファイナンスされるのである³⁷⁾。

しかも、国際的な「交換手段」としてのドルは、民間外国為替市場において、直物および先物取引の銀行間決済の90%以上を占める中心的な媒介通貨であり続けている。銀行間取引には、大きな規模の経済性が存在するためである。この規模の経済性は、満期までの期間が長くなるにしたがっ

て、おのずと取引が薄くなる為替先物（およびオプション）市場を組織するための媒介としてドルが用いられるという点に端的に表れている。とりわけ先物市場は、世界的にドルを決済手段として構築されている。直物市場では、主要通貨間のクロス市場がいくつか存在しているが、直物市場取引のほとんど大部分はドルを媒介して行われている。そしてドルは、民間取引の媒介通貨として支配的地位を占めているため公的介入においても一般的に使われている³⁸⁾。

こうした状況を、基軸通貨ドルには慣性が作用していると表現する論者も多い。ネットワーク外部性が働く貨幣経済では、貨幣の交換手段に規模の経済が作用することを意味する。複数基軸通貨システムの中で選択肢として複数の基軸通貨が存在しているからといって、基軸通貨間で有効な競争状態にあるとは必ずしも言えない。ネットワーク外部性が存在する場合には、国際経済取引で支配的に大きなシェアを持つ基軸通貨の交換手段としての機能は、シェアの小さい他の国の通貨の交換手段としての機能よりも優れている。さらに、国際経済取引でその基軸通貨のシェアが上昇する一方、その他の国のシェアが低下すると、基軸通貨と他の国の通貨との間の交換手段としての機能における差異はますます拡大することになる。したがって、支配的に大きなシェアを持つ基軸通貨を発行する通貨当局は、極めて高い率のインフレーションを引き起こして、その基軸通貨を十分に大きく減価させない限りは、世界経済の国際経済取引におけるその基軸通貨のシェアを維持することができる。いったんある国の通貨が支配的に大きなシェアを持つ基軸通貨となると、その国の通貨は基軸通貨としての地位を維持することになる。このように、基軸通貨となったという歴史的事実によって、その通貨は基軸通貨としての地位を維持することになる。このようにして、基軸通貨には慣性が作用すると説明される³⁹⁾。

したがって、ドルの有用性を強化させるこうした好循環があるために、中心国に戦争、為替管理、あるいは激しいインフレでも発生しない限り、国際通貨の交替が起きる可能性は低い、ということになる⁴⁰⁾。

もはやアメリカの「浪費型消費習慣を放棄させあるいは是正させるには、一大危機」しかないであろうか。

III 競争的な基軸通貨体制

現行の国際通貨システムでは、基軸通貨ドルが独占的に存在することにより、基軸通貨国アメリカの通貨当局は通貨発行利益を最大限に追求しようとして、ドルを大量に供給して基軸通貨ドルの価値を低下する傾向にある。

基軸通貨ドルに求められるのは節度である。

そこでもし、米ドルと競争的な基軸通貨が他に存在しておれば、米ドルが独占的に基軸通貨の利益、すなわち通貨発行利益を無制限に享受することができないということになる。アメリカの通貨当局に対するガバナンスも働くであろう。なぜならもし他に有効に競争関係にある複数の基軸通貨が存在するならば、基軸通貨発行国の通貨当局が通貨発行利益を過度に追求しようとして通貨の価値を低下させると、国際経済取引において経済主体がその基軸通貨を利用や保有することを止めて他の基軸通貨に変更する可能性が出てくるからである。通貨間の有効な競争が行われるためには、他の国の通貨が米ドルに匹敵するほどの取引の決済通貨としてのシェアを確保する必要がある。つまり、基軸通貨ドルに対抗することができるほどの競争的な基軸通貨体制が出現することが必要なのである⁴¹⁾。

実はその競争的通貨の出現はかつてアインツヒも期待したことであった。

「準備通貨の役割をめぐってドルが他通貨の競争に遭遇するということは考えられる（中略）おそらくある形態の欧州通貨単位が時の経過とともに発展してくるであろうが、それは拡大ECの経済的・政治的統合の進展を前提とするに相違ない。欧州通貨単位がドルと指導的地位をめぐって競争するとすれば、そのことはドルとアメリカにとって有益であろう。なぜならば、アメリカ国際収支とドルが60年代に悪化した理由の一つは、ドルの主要競争相手通貨としてのポンドの悪化にあったからである」⁴²⁾

そして1999年EU共通通貨ユーロが誕生したのであった。2000年代に入り、EUの拡大とともにユーロの実力も顕著に上昇していった。

だがリーマン・ショックを契機とするグローバル金融危機で暗転する。

ドルの為替レートはサブプライム・ローン危機が顕在化した2007年夏以降、08年前半まではドル安傾向が続いていた。アメリカ政府とFRBは金融緩和とドル安容認という金融・為替面からのリフレ政策によって危機

を克服しようとし、それが原油など商品市況の上昇につながっていた。ドル安を抑制するため、中国や中東諸国はドル買い介入を継続したため、新興国の外貨準備が増加し続けていった。外貨準備は引き続き米国債に投資されていた。このため、この時期には民間の対米投資は急減したが、公的部門を通じたアメリカへの資金流入は膨らんでいった⁴³⁾。

だがしかし、グローバル金融危機が本格化した2008年後半はまったく違うパターンとなった。民間ベースの対米資金流入が急増してドルの実効レートが反発した。民間ベースの対米資本流入の急増はかなりの部分が米銀の資金貸借を通じて起こった。リーマン・ブラザーズの破綻以降、金融機関間で資金のやりとりが停止状態となった。欧州の銀行はドルを銀行間市場において短期で借り換えながら、ドル建ての証券化商品に投資（証券化商品の7～8割はドル建てとされている）したり、新興国向けに融資を行っていたとされる。ところが金融危機の中でドルの借り換えができなくなり、欧州の銀行は米銀にドルを返済せざるをえなくなり、それが米国への資金流入の急増となり、ドルを反発させたと考えられている。その意味では08年後半のドル高は金融危機が引き起こした病的な展開であったとみることもできる。短期資金の借り換えができないため、各国の金融機関が流動性のある資産を現金化しようとして互いに株式や債券を売りあい株価下落にもつながっていった。FRBとECBなど主要な先進国・新興国の中央銀行間のスワップ取引によるドル資金の融通も実施された。海外に保有する株式や債券を現金化してもなお、欧州や一部新興国では金融機関が返済のためのドル資金を全額調達することは難しい状態が発生していたのである⁴⁴⁾。

欧州の金融機関は、アメリカのサブプライム問題の影響を直接に受け、また、欧州自体の土地バブル崩壊の影響を受けバランスシートを棄損させた。さらに、数多くの証券化商品一般の中に、サブプライム・ローン証券化商品がどれほど含まれているか不明であることから、欧州の金融機関はカウンターパーティ・リスクに直面した。それはロンドン銀行間取引金利(LIBOR)に如実に現れた。ロンドン銀行間取引金利(LIBOR)と財務省証券(TB)レートとの信用スプレッドは、2007年夏以前には0.5%以下であった。しかし、2007年夏には、米ドル建てLIBORの信用スプレッドは2%まで跳ね上がった。さらに、2008年9月15日のリーマン・ブラザーズ・ショックによって、その信用スプレッドはさらに4.5%にまで跳ね上がっ

たのである。こうしてユーロや英ポンドが米ドルに対して暴落する事態となった。ユーロ圏周辺諸国の通貨も大暴落した⁴⁵⁾。

この間、円だけは主要通貨の中でドルに対して下落せず、むしろ上昇を続けていた。これは日本の銀行部門がドル調達による証券化商品投資などを行っていた規模が比較的限定的であったことが大きい。また2005～07年にかけては、円キャリートレードが大きく膨らんでおり、その逆流が起こっていたものと考えられている。国境を越えた円建て貸し付けは2005～07年に4398億ドル拡大した後、08年の6月にかけては501億ドル減少していたとのことである⁴⁶⁾。

競争的基軸通貨体制の出現へは遠い遠い道なのだろうか。

IV 日本はどうあるべきか

山下氏は主張する。

「認識すべきなのは、新たな国際通貨システムの構築をデザインするという意味で、いま最も適しているのは、ほかならぬわれわれ日本人であるということである。わが国は、1991年からすでに20年近くにわたって、世界最大の純対外債権国であり続けている。国際通貨システムは、どの国の国内の通貨・金融システムとも同じように、本来、債権者（国）のロジックに沿って作られるべきである。しかしながら、現在の国際通貨システムはこともあろうに、世界最大の純対外債務国を中心に運営されている。これは、ほとんど絶対矛盾である」⁴⁷⁾

この「ほとんど絶対矛盾」がなぜ続いているのだろうか。それどころか、1980年代の後半には、アメリカ経済の大調整のコストを、結果として、日本がほとんど一手に引き受けてしまったのである。「ドル相場に関するプラザ＝ルーブル介入合意 1985～1992年」は、日本にとってはまさしく悪夢であった。

大幅な経常収支赤字を抱えるアメリカは、大幅な貯蓄不足であるからには、国民の生活水準を引き下げて、つまり経済成長を抑制して一種の耐乏生活に徹するのが本来は健全な対応というものである。

しかしながら現行の国際通貨システムには、アメリカに経常赤字の調整をするよう規制するメカニズムがもともとない。それどころか、アメリカは経常収支不均衡の責任を貯蓄超過国に転嫁するようになった。アメリカ

は、カーター政権（1977-81）のときから「黒字国責任論」なるものを打ち出してきた。わずかに例外はあったものの、基本的には黒字を継続してきたアメリカの経常収支が、1977年に100億ドル台の赤字を計上した。動揺したカーター政権は黒字国に国際収支不均衡の調整コストを負わせようとして「日独機関車論」を打ち出してきたのである。アメリカは、日本と西ドイツに内需拡大を迫るとともに、とくに日本には一層の内需拡大に向けた経済構造調整を強く要請した。

しかし、黒字国責任論では、結局のところ、赤字国から黒字国への政策上のモラル欠如の輸出になってしまう。プラザ合意以降のわが国における経済的バブルの拡大は、内需の拡大要求を中心に、まさに米国から日本に、政策上のモラル欠如（飽くなき拡大政策）が輸入された結果といえる。しかも、日本の場合、日米経済摩擦が激化する中で、現実には、わが国の政治家、官僚、識者、国民の多くは、黒字を続けることに罪悪感を持ってしまった。1986年4月の「前川リポート」が、こうした日本人の罪悪感を植えつけてしまったのかも知れない⁴⁸⁾。

1980年代における米国の異常なマクロ経済政策は、直接的・間接的に実に多くの危機と困難を世界経済とりわけ日本経済にもたらした。日本経済の「失われた10年」もしくは「失われた15年」、あるいは最近では「失われた20年」という言い方もされるが、これはこの時の米国経済の大調整のコストを、結果として、日本がほとんど一手に引き受けてしまったことにある。為替レートの超円高や各種経済摩擦における対米譲歩という形を通じて、わが国は、結果として莫大なコストを負担することになってしまった。究極的には、日本の外交安全保障政策の弱点が、こうした形で表れることとなったのである、と山下氏は主張する⁴⁹⁾。全く同感である。

1980年代前半に、あれだけ大幅にドルの全面高が進行してしまった以上、プラザ合意は必要であったであろう。しかし、アメリカは、プラザ合意によるドル高の調整が十分に進んだとみられた後も、ジェームズ・ベイカー財務長官を中心にドルのトーク・ダウンを執拗に繰り返し、極端なドル安・円高を意識的に作り出した。

プラザ合意の1985年9月に1ドル＝240円程度であった円の対ドル為替レートは、86年7月には160円程度となり、国際的にはこのあたりの水準でドル高の調整は終了したとみられた。実際、同年10月には、ドル高の調整は十分進んだとする「第1次宮沢・ベイカー合意」が成立した。しか

し、ベイカー財務長官は、この合意を反故にして、ドルのトーク・ダウンを繰り返した。そして87年1月「第2次宮沢・ベイカー合意」、また同年2月にはG7の「ルーブル合意」によってドル高の調整はもう十分に進んだと多国間で合意された。にもかかわらず、アメリカ政府はドルのトーク・ダウンを続けた。その結果、88年1月4日には、円相場は1ドル=120円程度と、プラザ合意からわずか2年余りの間に円の価値は2倍に跳ね上がってしまったのである⁵⁰⁾。

為替市場が、アメリカ政府高官の発言に呼応して、急激に円高方向に動いたのは、一連の日米経済摩擦における日本側の交渉姿勢も大きく影響していたのは間違いないだろう。日本は、もっぱら譲歩に譲歩を重ねる対米宥和政策に終始した。すなわち、日本の極めて弱腰の対米外交姿勢が、過度に円高を増幅したことは否定できない⁵¹⁾。

こうした過大な為替レートの変更も経常収支の日米不均衡を是正することはできなかった。だが超円高の過程で、日本からアメリカへ、実質的にかんがりの所得移転が行われたことは間違いない。その後の日本経済の「失われた10年」「失われた15年」「失われた20年」はその帰結であろう。わが国は、間違いなく現行フロート制の最大の被害者だと言えよう⁵²⁾。

結びにかえて

ここまでポール・アインツヒに問いながら稿を進めてきた。彼がもともとの書物を世に送り出したのが1972年である。国際通貨システムをめぐる基本的構図がいかに変わっていないかがわかる。

経常収支のインバランスは是正される気配はない。変動相場制もこの先続いていかならう。アメリカの経常収支赤字がどんなに拡大しても、最後の危機が起こるまでは、「自動的に」ファイナンスされる。一大危機以外にもはや歯止めはなくなったのかもしれない。

むしろ、アメリカが本気で変動相場制や経常収支の不均衡に取り組もうとするかは、もっと構造的変化が起こらないと無理なのかも知れない。

その点に関して、アジア新興国が、内需により大きく依存した経済成長路線へと転換することが新たな変化をもたらすであろう。また、アメリカの製造業復活の展望もありうべき変化である。

そして日本に決定的に必要なものは、外交安全保障力の構築であろう。

その力がいかに大きな意味を持つかは、プラザ合意後の異常な円高・ドル安の進行で思い知ったはずである。そのことを抜きにしていかなる手を打ったとしても、日本は現行変動相場制の最大の犠牲者であり続けることになるであろう。

注

- 1) アインチヒ、ポール著、石崎昭彦／中野広策訳[1974]『ドルの運命』東洋経済新報社、p. 165. (Einzig, Paul [1972], *The Destiny of the Dollar*, Macmillan)
- 2) ロナルド・I・マッキノンによれば、「1973年3月は、一般には「変動」相場制の時代とみなされているが、この用語法は正しくない。この時期には公的介入が続いていたばかりでなく、介入は秩序だったルール、あるいはパターンに従っていた」マッキノン、ロナルド・I 著、日本銀行「国際通貨問題」研究会訳 [1994]『ゲームのルール 国際通貨制度 安定への条件』ダイヤモンド社、p. 127. (Mckinnon, Ronald I. [1993] “The Rules of the Game; International Money in Historical Perspective,” *Journal of Economic Literature*, Vol. 31, pp. 1-44)
- 3) アインチヒ、p. 220.
- 4) アインチヒ、p. 231.
- 5) アインチヒ、pp. 157-159.
- 6) 山下 [2010]『国際通貨システムの体制転換 変動相場制批判再論』東洋経済新報社、pp. 140, 143.
- 7) 山下、p. 144.
- 8) Mundell, Robert [1995], “Prospects for the International Monetary System and its Institutions,” in Genberg, Hans (ed.), *The International Monetary System: Its Institutions and its Future*, Springer-Verlag, p. 28. オリジナルペーパーは、1993年9月2-4日にジュネーブで開催された「通貨・銀行業研究国際センター」(International Center for Monetary and Banking Studies) 主催による会合で提出されたものである。
- 9) ブレトンウッズ委員会日本委員会 [1995]『21世紀の国際通貨システム——ブレトンウッズ委員会報告——』社団法人金融財政事情研究会、p. 18. 本書は、ブレトンウッズ協定調印50周年を記念して、IMF・世銀グループの役割の根本的見直しを目的に米欧日3極の国際金融の専門家で組成された民間レベルの検討委員会(Bretton Woods Commission)の報告書の翻訳ならびに解説である。
- 10) ブレトンウッズ委員会日本委員会、pp. 17-18, 57-58.

- 11) ブレトンウッズ委員会日本委員会、p. 64.
- 12) ブレトンウッズ委員会日本委員会、p. 64.
- 13) ブレトンウッズ委員会日本委員会、pp. 61, 64.
- 14) ブレトンウッズ委員会日本委員会、pp. 64–65.
- 15) マッキノン、pp. 135, 137.
- 16) マッキノン、p. 140.
- 17) マッキノン、p. 142.
- 18) マッキノン、p. 142.
- 19) マッキノン、pp. 142–143.
- 20) マッキノン、p. 144.
- 21) 山下、p. 317.
- 22) Thunholm, Lars [1995], “Discussion” in Genberg, Hans (ed.), *The International Monetary System: Its Institutions and its Future*, Springer-Verlag, p. 60.
- 23) 中村周史 [2013] 「グローバル・インバランスとマクロ経済の関係」小川英治編『グローバル・インバランスと国際通貨体制』東洋経済新報社、p. 4.
- 24) 中村、p. 5.
- 25) 中村、p. 6.
- 26) 中村、p. 7.
- 27) 1980年代、米国の経常収支赤字を是正するのに必要な為替レート調整を計算するのに多大な労力が費やされた。加盟国の圧力を受け、IMFは多大な資源を使って均衡為替レートを計算した。なぜ、かつて為替レート調整を強調する論調が支配的だったのか。為替レート調整に過度の強調点を置く提言命令のような協定条文（協定第4条）のせいで、IMFが身動きが取れなかったからではないか、条文を改正すべき時に来ているとハンス・ジェンバークは主張している。Genberg, Hans [2010], “‘Global inflation’ and ‘the proper use of policies under fixed and flexible exchange rates’,” in Wyplosz, Charles (ed.), *The New International Monetary System: Essays in honor of Alexander Swoboda*, Routledge, p. 55.
- 28) 中村、pp. 22–23.
- 29) 小川英治 [2013] 「グローバル・インバランスと国際通貨体制」小川英治編『グローバル・インバランスと国際通貨体制』東洋経済新報社、p. 83.
- 30) アインチヒ、p. 245.
- 31) 小川、p. 78.
- 32) 中村、p. 30.
- 33) 山下、p. 150.
- 34) Eichengreen, Barry [2007], *Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods*, The MIT Press, pp. 19–20.

- 35) 中北徹 [2012] 『通貨を考える』 筑摩書房、pp. 114-115.
- 36) 中北、pp. 115-116.
- 37) 中北、pp. 116-117.
- 38) マッキノン、pp. 123-124.
- 39) 小川、pp. 108-109. 小川英治 [1998] 『国際通貨システムの安定性』 東洋経済新報社、pp. 256-259.
- 40) マッキノン、p. 121.
- 41) 小川、pp. 110-113.
- 42) アインチッヒ、p. 240.
- 43) 吉川雅幸 [2009] 『ドルリスク』 日本経済新聞出版社、pp. 233-234.
- 44) 吉川、pp. 233-234.
- 45) 小川、pp. 90-93.
- 46) 吉川、p. 234.
- 47) 山下、p. 304.
- 48) 山下、pp. 153-154.
- 49) 山下、p. 147.
- 50) 山下、pp. 159-160.
- 51) 山下、p. 161.
- 52) 山下、pp. 289, 292.