

■ 研究ノート

欧米における国際通貨制度改革論争について

—複数基軸通貨制度と SDR 本位制への展望—

鳥 谷 一 生

2008年アメリカ発世界金融危機を契機に、欧米では、米ドルを国際通貨・基軸通貨とする現代の国際通貨金融システム＝「米ドル本位制」に代る新たな国際通貨体制構築に向けた議論が、静かに続いている。本研究ノートでは、そうした議論の内、複数通貨基軸構想と SDR 本位制構想について欧米の研究者の諸説を取りまとめたものである。

キーワード：世界金融危機、「米ドル本位制」、国際通貨制度改革構想、複数通貨基軸構想、SDR 本位制

I はじめに

2008年9月のアメリカ発世界金融危機から6年が経過する。危機は、フランスやドイツの巨大銀行を巻き込みつつ、やがてギリシャ、イタリア、スペイン、ポルトガル等いわゆるPIIGS諸国の銀行危機と単一通貨ユーロの存亡に関わる危機にまで発展した。他方、2009年3月中国人民銀行周総裁のIMF特別引き出し権SDR（Special Drawing Rights）改革論の提起を契機に、米ドルを中心とする現代の国際通貨金融システム＝「米ドル本位制」の存立根拠を改めて問い質す国際通貨制度改革論議が世界的に巻き起こった¹⁾。そうした一連の論議の中心国の一つがフランスであり、2011年フランスで開催されたG20において、当時のサルコジ大統領は、人民元をSDRのバスケット通貨に含めるべきであるとの考え

を表明した²⁾。

ところで、歴史を振り返れば、フランスは、既存の国際通貨金融システムにおいて、英米とは反目と協調とが相半ばする立場、時に呉越同舟的な特異な立場を表明してきたことが想起される。例えば、再建金本位制下1920年代後半におけるフランス銀行の金政策、第二次大戦後、J. Rueffの旧IMF体制批判—いわゆる「ブーメラン通貨論」—と1960年代のフランスの対米金交換要求である。当時のフランス大統領ド・ゴールをして、米ドルが「法外な特権 (exorbitant privilege)」を有していると批判したのもこの時代であった。そして今、世界第二位のGDP大国、世界最大の外貨準備保有国として躍り出た中国との間で、フランスは「米ドル本位制」に代る国際通貨金融システムの在り方について検討を行っている。

そこで本稿は、フランスにアカデミズムのルーツを有する三人の研究者、すなわち Fahri, Emmanuel, Gourinchas, Pierre-Olivier, and Rey, Hélèn らの「米ドル本位制」観そしてドル・ユーロ・人民元による複数基軸通貨制度論を手がかりに、危機を契機に改めて復活した感のあるSDR本位制論等、近年欧米で展開されている国際通貨制度改革論について、私見も交えつつ紹介していきたい。

II 2008年世界金融危機と「米ドル本位制」について

(1) 「米ドル本位制」健全論と国際収支調整の非対称性

i. 「米ドル本位制」健全論と対立する見解
世界金融危機を契機に、「米ドル本位制」の瓦解が指摘されてきた。それは、1980年代を境に財政赤字・経常収支赤字の「双子の赤字 (twin deficits)」に陥り、遂には対外純債務国、世界最大の対外債務国に陥ったアメリカ経済に、遂に「清算の日 (The Day of Reckoning)」³⁾が到来するかの如き見解であった。

もっとも、危機の原因たるサブプライム・ローン等を背後に控えた資産担保証券の不良資産化が、米マネー・センターバンクのシステミック・リスクに及ぶに至って、FRBは「最後の貸し手」として巨額の救済融資が行い、米財務省も度重なる財政的挺入れを行った。また、この間足かけ6年間、3次に及ぶFRBのQE (Quantitatively Easing) 政策によって、巨額のドル建流動性供給が講じられた。つまり、危機から6年を経過して漸くにして危機以前の隆盛を取り返したアメリカ金融資本市場ではあるが、その前提には上記のような政府・中央銀行による一連の救済策があったことに留意すべきである。

ところで、危機が深化するにつれ、ユーロ地域や新興経済諸国へ流出していたドル建投融資が引き上げられてアメリカに還流してきたばかりか、海外の余剰資金もドルに転換されて米国債等「安全資産」へと投じられてきた。このことにより、米国債の流動性と金利の低位安定性は維持され、国債の新規発行により財政資金調達を余儀なくされた米財務省にとっては、正に好都合であった。こうして、

アメリカ発世界金融危機によっても、「米ドル本位制」の優位性は揺らぐことはなく、ここに国際通貨・基軸通貨としての米ドルの健全性を主張する見解が改めて示されることになった。その代表的な論客の一人が、Prasadである⁴⁾。こうした見解を、以下では、「米ドル本位制」健全性論という。

だが、ユーロ地域や新興経済諸国へ流出していたドル建投融资が米国に還流してきたとはいっても、それは危機に直面した米及び欧州系銀行・金融機関が、ドル建現金準備を確保すべく投融资資産を処分したためなのではないか。或いは、日本やスイスといった低金利国から調達された資金が、ドルを媒介にイギリス、オーストラリア、ニュージーランド、ブラジル、トルコ等、高金利諸国に投資されるいわゆるキャリー・トレードの解消 (unwinding) の過程において、ドル人気が高まったのではないか⁵⁾。

他方、貿易・経常収支赤字を計上する新興経済諸国・発展途上諸国では、収支ファインダンスをドル建国際短期資本移動に依存していたため、危機に至るまで流入していたドル建国際短期資本移動が勢い流出に転じてしまい、国内マクロ経済は、金利上昇と為替相場下落に晒され、深刻な調整局面を迎えることになった。危機に直面し国際決済手段としての米ドルが最も必要とされるクリティカルな局面において、ドル建短期資金の調達が不可能となったばかりか、それまで外資流入により国内で形成されてきた資産が売却清算された上、ドル為替に転換された訳である。したがっ

て、「米ドル本位制」健全論が指示すアメリカへの資金の還流或いは逆流といった事態について、これを残余諸国の立場からみれば、ドル建国際金融の中断以外の何ものでもない。確かに、アメリカの金融システムは確かに残ったかもしれない。しかし、ドル建国際金融の中断に直面した残余諸国は、急激な信用収縮とマクロ経済調整を余儀なくされたのである。新興経済諸国・発展途上諸国から先進諸国、特にアメリカへの資金移動 (uphill flows of capital)、これは現代の国際通貨金融システムが、資源配分機能において歪みを有していることの一証左である⁶⁾。

ところで、当然ではあるが、上に記した米財務省とFRBによる一連の救済策の対象が、国内金融システムの安定化にあったことはいうまでもない⁷⁾。この点で、米財務省・FRBが「世界の中央銀行」として行動した訳では決してなかったことに留意すべきである。つまり、アメリカ以外の残余世界は、FRBに「最後の貸し手」としての行動を期待することはできないのである⁸⁾。

こうして、アメリカの商業銀行・金融機関が世界経済の流動性供給を担っていることは確かではあっても、ドルが国内通貨である以上、対外的な流動性供給も国内金融経済に大きく規定されつつ、且つその投融资行動は、各国の景気循環に対して順循環的 (procyclical) に作用しながら、世界経済のブーム&バーストを作り込んできたといわねばならない⁹⁾。

ii. 「米ドル本位制」下の非対称性—「国際金融のトリレンマ」の「二項対立」への転化—

ところで、上記のような事態が発生するのも、一国の国民通貨である米ドルが国際通貨・基軸通貨として機能することに拠るといわねばならない。なぜなら、理論的には、自国の国民通貨が同時に対外決済手段として機能する中心国＝アメリカには、為替市場は存在しないからである。為替市場が存在するのは、アメリカ以外の残余諸国においてである。したがって、アメリカは、変動相場制下、残余諸国で建てられる個々の対ドル為替相場に対し配慮をすることもなく、対外決済も対内決済も等しくドル建為替による決済—ドル建為替手形が指図する特定の商業銀行預金口座での振替決済—で済んだことになっている。だからである。アメリカは、ドルの全面的大暴落を除けば、「慥なる無視 (Benign Neglect) 政策」を決め込み、常に自国中心の独立した財政金融政策が可能なのである。ここに、後にも記すアメリカの「負債決済」原理の土台があるし、いわゆる国際収支調整の「非対称性 (asymmetry)」といわれる「米ドル本位制」の構造的矛盾もここに存在する。

上記のことを踏まえれば、国際経済学の常識ともいえるいわゆる「国際金融のトリレンマ」命題—「為替相場の安定性」、「独立した金融政策」、「自由な国際資本移動」の三つは同時には成立しえないという命題—の内、為替相場の安定性に配慮する必要は、アメリカ

には元来からしてない。残るは、「独立した金融政策」と「自由な国際資本移動」である。実際、アメリカは、「米ドル本位制」下、「独立した金融政策」をもって「自由な国際資本移動」を牽引してきた。

ところが、アメリカを除く残余諸国においては、事情が異なる。なぜなら、残余諸国は、対内経済と対外経済とを連結させる為替相場の安定性に十分に配慮せざるをえないからである。したがって、残余諸国においては、固定／変動の為替相場制度によって程度の違いはあれ、資本移動を自由化した途端、「独立した金融政策」と国際的金融資本取引・為替取引の自由化との間には憂慮すべき問題が発生することになる。このことについて Rey は、残余諸国にあっては、「鼎立不可能命題 (impossible trinity= 国際金融のトリレンマ)」は「二項対立 (irreconcilable duo)」に転じると記している^{10),11)}。蓋しというべきである。

(2) グローバル・インバランスと新「トリフィンのジレンマ」説—ドル建準備資産の限界—

2008年アメリカ発世界金融危機に至る2004年、元FRB議長A. グリーンスパンが、「グローバル・インバランス論」を主張した。それは、アメリカの貿易・経常収支赤字が、中国等その他周辺諸国の過剰貯蓄＝過少消費に起因し、過剰貯蓄は株式・債券投資としてアメリカに還流して米長期金利を引き下げ、それが国内の住宅投資—過剰消費を煽る下地になったと主張するものであった。グリーンスパンのこ

うした一方的な議論は各方面から批判を受け、或いは冷笑されつつ無視された。何故なら、グリーンズパンのいう‘グローバル・インバランス論’とは、アメリカの貿易・経常収支赤字の主たる原因を、長年不調に陥ってきた自国のマクロ経済調整に求めるのではなく、中国等周辺諸国の過剰貯蓄＝過少消費に一方的に責任転嫁させたからである。

しかし、危機から6年以上が経過し、アメリカ経済の回復とその貿易・経常収支赤字拡大をみて、Fahri, Gourinchas and Rey は、ここに新たな論理の地平を展開したといつてよい。すなわち、国際決済通貨・準備通貨としての米ドルの卓越性を十分に認めつつ、だからこそ、国際流動性として米ドルが引き続き供給され、アメリカ以外の周辺諸国通貨当局は外貨準備資産として米国債を保有し続けようが、「今後アメリカはどれだけの米国債を発行すれば、周辺諸国の準備資産需要を満たすことができるのか」と立論する¹²⁾。米政府が財政赤字削減に臨めば、当然ながら米国債の発行は減少し、世界の米国債需要は満たされない。そのため米国債価格は高騰（＝ドル建金利は低下）し、アメリカ経済はバブルに陥る。そして繰り返されるブーム&バーストの度ごとに、システムミック・リスク回避を目的にFRBは「最後の貸し手」として行動する。その後は、再びQEが導入され、低金利下の金融経済には「流動性の罨」が待ち受けている。逆に、米政府が財政赤字を放置すれば、米国債価格は下落（＝金利は上昇）し、アメリカ経済はリセッションに陥る懸念が出てく

る。これをFahriらは、「トリフィンのジレンマ」の再来というのである。米ドルが国際通貨・基軸通貨であることにより、いわゆる「国際通貨発行特権」に浴した米財務省の国債発行節度が緩むことを「法外な特権」という一方で、「特権」の上に積み上げられた米国債残高の約半分が非居住者に保有されていることを「法外な義務（exorbitant duty）」としている。なぜなら、米国債の償還能力（solvency）が微塵でも揺らぐことになれば、米国債価格は暴落＝米金利は上昇し、アメリカはもとより、世界経済は甚大な影響を被ることになるからである。

もっとも、「トリフィンのジレンマ」—以下では、便宜上、新・原「ジレンマ」説と区別して記す—とはいっても、原「ジレンマ」説が世界的に着目された1960年代とは、今日の国際金融・決済の在り方は決定的に異なる。なぜなら、旧ブレトン・ウッズ体制下において、アメリカ以外の周辺諸国通貨当局は、為替平価を維持すべく市場介入したドル建公的外貨準備を、金1オンス＝35ドルで米財務省に交換請求するという制度的取り決めがあったからである。原「ジレンマ」説は、旧IMF体制下におけるかかる国際決済の在り方を前提に、アメリカ財務省保有の金準備と周辺諸国通貨当局が保有する公的ドル建短期債権とを比較し、前者が後者を上回る限り、国際流動性としてのドルの価値安定性は維持される、だが後者が前者を上回るようになれば、確かに世界経済にとっては潤沢なドル建流動性が供給されるものの、今度はドルの価値安定性

が揺らぐ懸念があると喝破したのである。ドルに限ったことではないとはいえ、ここに一国の国民通貨が国際通貨となるにあたっての矛盾が存在するのであって、原「ジレンマ」説が、後に SDR につながる新国際準備資産構想を提唱することになる根拠は、正にこの矛盾にある。

これに対し、現代の国際金融決済にあっては、世界貨幣としての金廃貨は決定的となるも、国際的金融資本取引と為替取引の自由化が進んだことで、世界の外貨準備の約60%が依然として米ドルである。新「ジレンマ」説は、こうした現状を踏まえ、国際流動性としてのドルの価値安定性を米国債の支払い能力と結びつけ、米国債価格とドル建金利の相反関係に矛盾の表出を認めたのである。この点で、現代の国際通貨システムが、国際流動性としてのドル供給に支えられ、それが正に準備資産としての米国債という金融手段に依拠していることが十分に意識されている。

ところで、「米ドル本位制」といわれる現代の国際通貨金融システムは、第二次世界大戦後から今日までの間に大きく変質してきた。特に1971年の金・ドル交換停止、そして1980年代、「双子の赤字」に直面したアメリカの資金循環を支援すべく、西独・日本等の先進諸国から国際金融資本取引と為替取引の自由化が始まったことは決定的であった。これによりアメリカは、貿易・経常収支赤字の支払い決済を国際的金融資本取引という借入・負債に形態転換させてきた。これが「負債決済」といわれる事態であり、かかる借入・負債に

付帯する利子率のベンチマークが米国債利回りに他ならない。こうして、1980年代中盤にアメリカは純債務国に転落する一方で、1990年ともなると、金融のグローバル化の波は新興経済諸国・発展途上諸国にまで押し寄せ、いわゆる金融のグローバリゼーションは展開していった。かかる体制において、米ドルを国際通貨・基軸通貨とするアメリカは、世界からの余剰資金を集中させてドル高・低金利の条件を作り出す一方で、低金利ドル建資金をベースにレバレッジをかけて、国際的金融資本取引と為替取引の自由化に踏み切った世界中の金融資本市場に投融資を行ってきた。そのため投融資を受け入れた諸国の為替相場は上昇し、現地投融資資産及び現地通貨建てを受け取る利子・配当収入のドル建評価は水増しされた形で膨れ上がることになった。その結果、アメリカは「短期借・長期貸」の国際投資ポジションを得つつも、その内容は、かつての「世界の銀行家」とは様相を異にし、世界の金融資本市場の割安資産を物色する「ベンチャー・キャピタリスト」へと転じていったというのが、Gourinchas and Rey の元来の認識であったことは、ここで確認しておいてよいであろう¹³⁾。

もっとも、1997年の東アジア危機を契機に、為替投機による通貨金融システム崩壊の危機を懸念した新興経済諸国・発展途上諸国は、これ以降急激に外貨準備を積み上げてきた。そして今日、グローバル・インバランスの一方の主役は、中国を筆頭とする BRICs 諸国に交替した感があるとはいえ、非居住者によ

る米国債購入こそは、アメリカ経済の資金フローを根底から規定し¹⁴⁾、それが国内では例えば住宅等民間固定資本投資に転じる一方で、他方ではBRICs諸国からの輸入を促してきた。

振り返ってみれば、戦後の旧ブレトン・ウッズ体制下において、アメリカは貿易黒字の縮小をもって、西欧・日本の戦後復興と高度経済成長を支えてきた。その帰結が、1971年金・ドル交換停止とその後の変動相場制への移行であった。そして1980年代以降ともなれば、貿易・経常収支黒字国の西独・日本等先進諸国に対し、国際的金融資本取引と為替取引の自由化を要求し、上記の如き、アメリカは「負債決済」が可能な体制を確立してきた。これを契機に、アメリカの「双子の赤字」は拡大の一途を辿り、その過程でNIEs、ASEAN等、新興経済諸国・発展途上国の工業化と経済的テイク・オフが実現してきた。しかし、21世紀の世界経済の行く末を俯瞰すれば、今後、中国、インド等、BRICs諸国はいうまでもなく、まだまだ数多の発展途上諸国が今後の経済発展を待っている。この点を考えた時、果たして国際流動性としてのドルの供給力は、今後も可能であろうか。世界の外貨準備としての米国債は、アメリカ政府の負債であって、その支払い能力は最終的には同国民の担税力にかかっている。この点からすれば、BRICs諸国等の外貨準備が、今後も米国債で構成されることに、アメリカ自体応じることができない可能性もあろう。ここにアメリカの「負債決済」という現代の国際通貨金融システム＝「米ドル本位制」の限界が

潜んでいるというべきか。つまり、「米ドル本位制」は、アメリカによる「負債決済」の破綻というよりも、「体制」として成功するが故に限界に逢着し、その世界史的使命を終えるということになるだろうか。

では、アメリカの「負債決済」を可能にする現代の国際通貨金融システム＝「米ドル本位制」に代わりうる国際通貨体制とは何であろうか。これまで積み上げられてきた議論を振り返ってみると、金本位制復帰論を除けば、方向性としては複数基軸通貨体制とSDR本位制であろう。項を改めて検討していこう¹⁵⁾。

Ⅲ 新国際準備資産の創出と新国際通貨協定の可能性

(1) 人民元「国際化」と新三国際通貨体制への道—複数基軸通貨制度構想—

冒頭に記した通り、2009年3月中国人民銀行周総裁は国際通貨制度改革論を提起した。これを契機に中国は、人民元建貿易取引、香港金融市場での人民元建債券取引等、人民元「国際化」策を推進し、2014年11月には上海・香港両株式市場での相互乗り入れが始まった。本稿では人民元「国際化」について、これ以上言及しないが、Fahriらは、今や世界第二位のGDPを擁し、世界最大の外貨準備保有国となった中国が、国際的金融資本取引を含む人民元建為替取引を自由化させるべきであるとしつつ論を進める。すなわち、人民元をドル・ユーロに並ぶ国際準備資産通貨の地位に置き、複数基軸通貨制度改革構想を示すのである¹⁶⁾。その際の彼らの根拠こそは、上に

記した「法外な特権」とこれに対する「法外な義務」なる概念である。すなわち、国際準備資産を供給する国際通貨国は「法外な特権」を享受する以上、当該国政府は、国債の流動性を維持すべく、財政健全化を図らねばならないという¹⁷⁾。

Fahri らに拠れば、複数基軸通貨制度を確立した場合、財政健全化を図った準備通貨発行国ほど、当該国通貨建国債を準備資産として保有しようという世界的需要が増大するから、金利低下という「法外な特権」に浴することができるという。そのため、国際準備資産を供給する諸国政府の財政節度も自ずと高まる一財政節度を喪った国の国債は売却されて金利は上昇する一のものであって、これを Fahri らは、財政競争 (fiscal competition) という¹⁸⁾。要するに、彼らの複数基軸通貨制度構想案を支えるのは国際準備資産の具体的形態である国債の流動性 = 政府債務償還能力であり、そのためにも準備資産を供給する政府には財政健全化が求められることになる。この点で、彼らの見解は、「米ドル本位制」下、現在ある「負債決済」ではなく、非居住者が準備資産として保有する相手国中央銀行通貨建国債は確実に支払い決済されねばならないこと、つまりは「資産決済」の主張をしていることになる。その上で彼らは、新興経済諸国・発展途上諸国の今後の経済発展に伴う国際準備資産不足を補うだけでなく、危機の際の緊急避難的国際流動性不足に対応するためにも、中央銀行間の「網羅的な世界的なスワップ協定 (a star-shaped system of swap

agreement)」の確立と IMF の FCLs (Flexible Credit Lines) 等の融資制度の強化を提唱する¹⁹⁾。

もっとも、Fahri らは、国際通貨制度改革のもう一つの道である SDR については厳しい立場をとっている。なぜなら、世界政府はおろか、世界中央銀行も存在しない現実において、SDR を「資産決済」に付すといっても、結局は SDR を構成するバスケット諸通貨、すなわちドル等の国民通貨に転換されるに過ぎず、そうした諸国民通貨を発行する各中央銀行の発券担保が各国政府国債であり、その流動性を根底で支えているのが徴税権を具えた各国民国家だからである。加えて、ユーロ危機の場合にもみられた通り、非対称的なショックに直面した国民経済にとって、為替相場は重要な調整手段である。したがって、SDR 本位制に限らず、固定的な為替相場制度を具えた単一国際通貨制度 (an anchoring of the international monetary system) に復帰することは、極めて困難であるとの考えである²⁰⁾。

では、SDR 本位制論者の所説はいかなるものであろうか。次にみていこう。

(2) 国際準備資産 SDR の可能性

i. 代替勘定案の復活

本稿の冒頭にも記している通り、SDR とは IMF 特別引出権であり、1970年 IMF への出資比率に応じて加盟国に配分された²¹⁾。創設当時、SDR の価値は金 1 オンス = 35 SDR と表示されていたため、事実上 1 SDR = 1 ド

ルであり、当時は 'Paper Gold' とも呼ばれた。

だが、1971年金・ドルの交換停止、1973年の変動相場移行、そして1976年ジャマイカ合意による世界貨幣=金の廃貨決定を契機に、SDR の価値算出にあたって金とのリンクは外され²²⁾、先進国主要通貨のバスケット方式(2011年1月1日現在、ドル41.9%、ユーロ37.4%、ポンド11.3%、日本円9.4%)で計算されるようになった。いわゆるバスケット通貨といわれる所以もここにある²³⁾。

だが、現行の SDR 自体が国際取引の決済通貨となることはない。SDR は、各国の外貨準備資産として計上はされるものの、それ自体はハード・カレンシーへの交換を請求する引き出し権であるため、引き出し権が行使された場合には、結局ドル、ポンド、日本円等、各国民通貨へと転換されていくし、現実の為替取引がこれら国民通貨建てで行われている以上、SDR 自体が介入通貨として機能する訳でもない。したがって、現状の SDR は、計算単位(ニューメール)としてのみ存在するだけで、「机上の通貨 (desk currency)」ともいわれる。

SDR の加盟国への配分は、一般配分と特別配分がある。一般配分の決定は5年毎行われることになっているが、実際には過去3回の配分があったのみである。具体的には、SDR 創設時の1970年~1972年にかけて行われた93億 SDR の第一次配分、1979~1981年の第二次配分121億 SDR、そして2009年8月第三次配分の1,612億 SDR である。また、IMF 協定の第4次改正が2009年8月10日に発

効し、215億 SDR の特別配分が行われた。これは、現在の IMF 加盟国の5分の1以上にあたる諸国が、1981年以降に加盟しているため、2009年までの第三次配分まで SDR の配分を一度も受けていないという状況を是正するためのものであった。2009年の第三次一般配分と特別配分により、SDR の累積配分額の合計は約2,040億 SDR となり、従前の約10倍の規模となった²⁴⁾。

ところで、IMF 加盟国が SDR を利用するのは、対外決済のための国際流動性不足に直面した場合である。加盟国は、配分を受けた SDR を、利用したい特定の国民通貨発行国の通貨当局に引き渡し、当該国民通貨を借り受けるのである。したがって、SDR とは、加盟国が他の加盟国から SDR と引き換えに、必要とする国民通貨を借り受ける融資枠制度(クレジット・ライン設定制度)であるといえる²⁵⁾。したがって、この融資枠を使用する加盟国にとって、SDR は「通貨借入権」であるが、SDR を受け入れる加盟国にとっては、「通貨貸付義務」である。

だが、制度発足以来凡そ40年、SDR の歩みは、決して順風満帆とはいえなかった。なぜなら、アメリカの「慇懃なる無視政策 (Benign Neglect Policy)」によって、ドル建過剰流動性が世界の金融・為替市場に溢れ、また上記の通り、1980年代以降、世界各国で国際的金融資本取引と為替取引の自由化が進むにつれて、加盟国が国際流動性不足に陥った場合でも、1960年代と比較して、遥かに容易に国際金融市場からのドル建資金借入が可能となっ

たからである²⁶⁾。

もっとも、このように世界の金融・為替市場で溢れかえるドル建過剰流動性に対し、先進諸国通貨当局は、為替相場安定化のために、裁量的に市場介入を繰り返してきた。その結果累増する外貨準備を、IMFのSDR建代替勘定(substitute account)に積み上げる構想、すなわち代替勘定案が提案された。しかし、変動相場制下において、ドルとSDRとの交換比率を一定に維持する負担問題—これを受諾すれば、アメリカはドル為替相場の安定化にコミットメントを余儀なくされる—が残存したことから、代替勘定案にアメリカが異議を唱えるようになり、同案は80年代以降、事実上頓挫してしまった²⁷⁾。

ところが、2008年9月のリーマン破綻を契機としたアメリカ発世界金融危機の前年、サブプライム・ローン危機が徐々に表面化しつつあった2007年、Peterson InstituteのBergstenが、ドル建過剰流動性がドル危機に転じることを懸念して、公的過剰ドルの受け皿として代替勘定案の復活を提唱した²⁸⁾。その後、本稿冒頭の中国人民銀行・周総裁のSDRに関する発言を受けて、またシステミック・リスクを回避すべく、FRBが巨額のドル建過剰流動性を市場に供給し、それが世界の金融・為替市場を再び跳梁跋扈する事態を目の当たりにして、同研究所のKenenは、「代替構想は、極めて不安定なものとなる複数通貨準備制度の今後の更なる展開に対し、防波堤(bulwark)となろう」²⁹⁾と記している。つまり、代替勘定は、ドル建過剰流動性を吸収する受け皿と

しての役割を担うという訳である³⁰⁾。

しかし、たとえ代替勘定がドル建過剰流動性の受け皿となったところで、依然次のような問題が控えている。

第一に、SDR建代替勘定は、ドル建流動性の代替なのであるから、世界の流動性規模自体には変化は与えない。そのため、SDR建代替勘定は、BRICs諸国等、今後経済発展を目指す発展途上諸国の爆発的な外貨準備資産需要増にいかに対応していくのかという問題は、何ら解決されていない。

第二に、そこでIMF自体がSDR建債券を市場発行して外貨準備需要に応えるべきである、ひいてはこのようにして調達した資金をいわゆる開発金融リンクとして途上国に優先的に配分すべきという考えがある。しかし、IMFが債券市場で発行して調達するのは、主にドル建資金なのではないか。また、IMFが調達して備えるドル建資金を途上国の外貨準備需要に充当するという制度自体は、いわば中央銀行間スワップ協定—1997年チェンマイ・イニシャティブと2010年に発効したそのマルチ化—でも可能である。それ故、SDR建債券発行による外貨準備補填案を、IMF独自の新制度とするには新規性に欠ける嫌いがある。もとより、これが開発金融リンク制度結びつけば、途上国の外貨準備調達コストは大きく下がるものの、その分関係政府・中央銀行の政策運営においてモラル・ハザードが生じる懸念がある。

このようにみれば、SDR建代替勘定を拡充してみたところで、結局のところ、それは

国際通貨・基軸通貨＝ドルへと交換される利子付きの「通貨借入権」でしかなく、「米ドル本位制」の軛から外れることには全くならないのである。つまり、SDRが「通貨か金融か」と問われれば、迂回的ドル建資金調達金融手段といわざるをえない。或いは、もし「通貨」であるとするれば、「通貨」を発行し得るための純資産的裏付け、SDRを発行するIMF独自の財政的土台という問題が次に問われるのである³¹⁾。換言すれば、SDRの貨幣的基礎が問われることになる。

ii. SDR本位制への道

そこで、SDRの貨幣的基礎をIMF保有金準備に求め、SDRの発行を保証発行間制限制度—金準備による保証発行分と経済情勢により制限外の保証発行を許したり、発行総額の内一定比率を常に金準備で保有する比例準備制度—とすることもできよう。或いは、国連・国際通貨金融システムの改革構想案—いわゆるスティグリッツ委員会—が示した通り、SDRの保証発行分については、主要国の国債を準備資産とすることもできよう³²⁾。そのためには、Fahriらが指摘するように、各国国債の償還能力を確保すべく、関係国政府に財政規律を求める数値目標が必要であろう。正にSDR本位制である。

そこでSDR本位制下の国際決済システムとなるが、例えば、各国中央銀行は、IMFにSDR建決済勘定を置き、調整可能なSDR／各国通貨の固定為替相場の下、日々の国際決済はこのSDR建勘定で行うという制度も考えられる³³⁾。

もっとも、SDRの貨幣的基礎が真に問われるのは、諸国間の多角的な最終決済が行われるにあたって、相殺決済が不可能な場合、未決済残高が発生する場合である。そのためにも、貿易・経常収支の黒字・赤字が長期構造的に一方に偏ることにブレーキを掛けるための反景気循環的マクロ経済政策とマクロ・プルーデンシャル政策³⁴⁾、更には順景気循環的な動きを行う国際短期資本移動に対する規制—最近IMFも承認するようになった—が必要となる。

こうしてIMFは、名実共に世界の中央銀行となり、世界の「最後の貸し手」として再編強化される必要がある。正にブレトン・ウッズ為替相場体制の再構築である³⁵⁾。

IV 国際通貨制度改革構想の要諦—結びにかえて—

もとより、IMFを支える世界政府は現実には存在しない。しかし、アメリカFRBとECBによる巨額の国債購入によって、今日米国債よりもスペイン国債の利回りが低い状況にある。つまり、スペイン国債が米国債よりも安全な投資有望資産として存在しているのである。市場の正常なレーティングは、最早全く機能していないといわねばならない。その一方で、日銀の巨額の追加マネー供給だけでなく、2014年11月貸出金利引き下げを決定した中国・人民銀行の巨額の流動性供給がこれに加わりそうである。こうして世界経済は「通貨戦争」の様相を帯びる一方で、再びマネーの狂気に煽られ、ブーム&パーストの

道を辿るのであろうか。これを回避するには、各国中央銀行のマネー供給に制度的な枠を課し、国境を越えた世界的なマネーの流出入にも規制を課して、安定した国際決済システムを確立するしかないであろう。それが、本稿でスケッチした国際公共財としてのSDR本位制である。しかし、現状をみる限り、そのための道のりは遥かに遠いといわざるをえない。

〈参考文献〉

- Bénnassy-Quéré, Agnès, Pisani-Ferry, Jean, and Yu, Yonding [2011], 'Reform of the International Monetary System, Some Concrete Steps,' *La Lettre du CEPII*, No 309, March.
- Bergster, Fred., 2007, 'How to solve the problem of the dollar,' *Financial Times*, Dec. 10.
- Boughton, James M. [2001], *Silent Revolution, The International Monetary Fund 1979–1989*, IMF.
- Bush, Oliver, Farant, Katie, and Wright Michelle [2011], 'Reform of the International Monetary and Financial System,' Bank of England, *Financial Stability Paper*, no. 13, Dec.
- Costabile, Lilia, 'Curent Global Imbalance and the Keynes Plan,' *PERI Working Paper Number 156*, Dec.
- D'Arista, Jane [2005], 'The Role of the International Monetary System in Financialization,' edited by Epstein, Gerald A., 'Financialization and the World Economy, Edwar Elgar.
- Dudley, W. C. [2014], 'US Monetary Policy and its Global Implication,' remarked at the Central Bank of the United Arab Emirates, Abu Dhabi, 13 November.
- Fahri, Emmanuel, Gourinchas, Pierre-Olivier, and Rey, Helen [2011], *Reforming the International Monetary System*, Center for Economics policy Research (CEPR).
- Friedman, Benjamin M. [1988], *Day of Reckoning: The Consequences of American Economic Policy*, Random House.
- Gourinchas Pierre-Olivier, and Rey, Hélène [2005], 'From World Banker to World Venture Capitalist: The US External Adjustment and the Exorbitant Privilege,' presented to *NBER Conference on G7 current account imbalances: Sustainability and Adjustment*.
- Helleiner, Eric [2009], 'Enduring Top Currency Fragile Negotiated Currency: Politics and the Dollar's International Role,' in *The Future of The Dollar*, edited by Helleiner Eric, & Kirshner, Jonathan, Cornell U. P.
- IMF [2010], Currency Amounts in New Special Drawing Rights (SDR) Basket, Dec. 10 (<http://www.imf.org/external/np/tre/sdr/sdrbasket.htm>, 2014/11/30)
- IMF [2014], Currency Composition of Official Foreign Reserves, Sept. 30 (<http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/>, 2014/11/30).
- Kenen, Peter [2010], 'The Substitution Account as a First Step Toward Reform of the International Monetary System,' *Policy Brief*, Peterson Institute for International Economics, July.
- Marris S. [1985], *Deficits and the Dollar: The World Economy at Risk*, Institute for International Economics (大来佐武郎監訳『ドルと世界経済危機』東洋経済新報社、1986年)。
- McCauley, Robert N. and McGuire, Patrick [2009], 'Dollar appreciation in 2008: safe haven, carry trades, dollar shortage and overhedging,' *BIS Quarterly Review*, Dec.
- McCauley, Robert N. and Schenk, Catherine R. [2014], 'Reforming the International Monetary System in the 1970s and 2000s: Would an SDR Substitution

Account Have Worked Out?,' *BIS Working Papers*, No. 444, March.

Obstfeld, Maurice [2011], 'The SDR as an International Reserve Asset: What Future?,' *Rapid Response*, 11/0885, International Growth Center, March.

Ocampo, Jose Antonio [2010], 'Building an SDR-Based global Reserve System,' *Journal of Globalization and Development*, Vol. 1, Issue 2.

Prasad, Esward S. [2014], *The Dollar Trap, How the U. S. Dollar Tightened Its Grip on Global Finance*, Princeton U. P.

Rey, Hélén [2013], 'Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence,' presented at *the 25th Jackson Hole symposium*, Wyoming, August.

Santor, Eric [2011], 'Le système monétaire international: évaluation et pistes de réforme,' *Revue de La Banque du Canada*, automne.

Tommaso Pasoda-Schioppa [2010], 'The Ghost of Bancor,' *Louvain-La-Neuve*, 25 Feb.

The United Nations [2009], *The Commission of Experts of the President of the United Nations, General Assembly on Reform of the International Monetary and Financial System*.

Williamson, John [2009], 'Understanding Special Drawing Rights (SDR),' *Policy Brief*, Peterson Institute for International Economics Number PB09-11, June.

福永一樹・松井謙一郎 [2009], 「最近の SDR の活用を巡る議論に係る考察—公的・民間部門での活用の可能性の観点から—」『国際経済金融論考』（国際通貨研究所），第 4 号。

鳥谷一生 [2009], 「安定した国際通貨制度を求め—国連・国際通貨金融システム改革委員会「報告書」を読んで—」『大分大学経済論集』，第 61 巻 6 号。

〈注〉

- 1) McCauley and Schenk [2014] によれば，国際通貨制度改革の議論を行っている二つのグループが存在するとしている。一つは，Marc Uzan が主宰する Reinventing Bretton Woods Committee，もう一つは The Palais-Royal Group であり，元 IMF 専務理事 Michel Camdessus，元フランス中央銀行理事・元 BIS 副専務理事 Andre Icard 等が参加している（p. 2）。
- 2) Prasad [2014] は，この件について英仏間のやり取りを詳細に記している（pp. 250–255）。Bénnassy-Quéré, *et. al.* [2011] も参照されたい。
- 3) Friedman [1988]，また，Marris [1985] も，同じような趣旨であった。
- 4) Prasad [2014], pp. 63–65.
- 5) McCauley and McGuire [2009], pp. 88–90.
- 6) Bush *et. al.* [2011], p. 9, p. 11.
- 7) ニューヨーク連銀総裁 Dudley [2014] の最近のスピーチでも，この点について言及されている。つまり，アメリカ FRB の金融政策は国内に視点が置かれているのである。
- 8) Fahri, Gourinchas, and Rey [2011] p. 5.
- 9) Ocampo [2010], p. 4 参照。
- 10) Rey [2013], p. 315.
- 11) Rey, *op. cit.*, p. 319. だからである。独立した金融政策を堅持するには，アメリカを筆頭に世界経済の主要諸国の銀行・金融機関の投融资の背後に控えるレバレッジに着目し，これを抑制するマクロ・ブルーデンシヤル政策が必要であり，こうした政策を補完すべく，場合によっては資本規制策も必要であると指摘している。この点では，Tommaso [2010], p. 9 も同断である。
- 12) Fahri, Gourinchas, and Rey [2011], p. 20. 引き続いて，次のように記している。「アメリカの財政力（米国債の「保証」）と海外で保有されている準備資産ストック—別言すれば，アメリカの対外債務—との間で，今日非対称性が膨張して

- いる。… (中略) …為替相場体制を超えて、準備通貨の発行国 (the issuer) を規定するのは、グローバルな経済ストレスの時期において流動性を供給できる能力である。この能力は、発行国の財政力にかかっている。したがって、成長する世界において、アメリカは、準備通貨の独占を最後は手放さざるを得なくなろう。」
- 13) Gourinchas and Rey [2005], p. 3.
- 14) こうしたシステムを、Ocampo [2010] は、「発展途上諸国の外貨準備が工業諸国、特にアメリカ政府が発行する資産に投じられている以上、これら (途上諸国…訳者) 諸国の準備蓄積は、低金利での豊かな諸国への貸出以外の何ものでもない」と記している (p. 3)。
- 15) Ocampo, *ibid.*, も、この二つの方向性で国際通貨制度改革構想を押えている (p. 2)。
- 16) ユーロ地域の金融危機を契機に、単一通貨ユーロの信認が依然不安定な中、Franco-Chine connection ともいべき今後の国際通貨金融関係には、注意をしておいた方がよいであろう。
- 17) Fahri, *et. al.* [2011], p. 21, Santor [2011], p. 11.
- 18) *ibid.*, p. 21.
- 19) *ibid.*, p. 4, pp. 36-37.
- 20) *ibid.*, p. 44.
- 21) Williamson [2009] は、当時の SDR の配分について、極めて興味あるコメントを記している。「当時の考え方は、準備創出を決定する基準を討議すべく、1970年に IMF が招集した会議から拾うことができる。主たる考え方は、IMF は世界の準備ベースを基本的にコントロールできるというものであり、準備は多分に固定的な金供給と意図的に変化させていく SDR の額から構成されるというものであった。… (中略) …この点で IMF は、SDR の発行額を変えることで、世界のマネーの動きを決定できるというものである。これは、マネタリストとケインジアン の対立が真っ盛り の時であって、そうした
- 考え方の大きな柱は、IMF は、総需要の短期的変動から離れて均衡的な長期的貨幣成長率にしたがって SDR を配分すべきか、それとも IMF は、短期的な反循環的ファイン・チューニングすべきかということであった。マネタリストが勝利し、IMF は、準備不足の見通しをベースにしつつ、複数年にまたがる「通常期」向けに SDR の配分率を引き続き決定した。」(p. 2)
- 22) Boughton [2001] は、これを契機に、SDR は 'Paper Gold' から 'Paper Tiger (張子の虎)' に転じてしまった形容した (p. 924)。
- 23) IMF [2010].
- 24) 福永・松井 [2009] を参照。
- 25) 融資であるため、SDR 利用にあたっては、貸借金利が課せられる。SDR を利用した国は、IMF を経由で、SDR 保有国 (自国通貨を貸し出した国) に対して金利を支払うが、その際の金利は水 SDR バスケットを構成する諸通貨の金利を加重平均して算出される。
- 26) Williamson [2009], p. 2.
- 27) MaCauley and Schenk [2014], pp. 5 - 6.
- 28) Bergsterm [2007].
- 29) Kenen [2010], p. 2.
- 30) Helleiner [2009], pp. 85-86 も参照のこと。
- 31) Obstfeld [2011], pp. 6 - 7.
- 32) The United State [2009], p. 116, 国連の本報告書の紹介については、鳥谷 [2010] を参照。
- 33) Ocampo [2010], p. 6.
- 34) UN [2009], pp. 64-70.
- 35) バンコール案或いは SDR に基礎を置いた国際通貨金融システム改革構想については、アメリカ・マサチューセッツ大学 Political Economy Research Institute に繋がる D'Arista [2005], Costabile [2007] 等、今日でもポスト・ケインズ派の考え方に繋がる研究者が賛同している。