

# 世界金融危機と国際通貨体制

## The Global Financial Crisis and the International Monetary System

石橋 貞 男

Sadao ISHIBASHI

### Abstract

This paper discusses the relationship between the global financial crisis of 2008 and the present international monetary system, in which the U.S. dollar continues to be the main reserve currency. The global financial crisis of 2008 was directly triggered by the bursting of the U.S. housing bubble. The housing bubble — the result of over-investment and over-consumption in the United States — was caused by subprime loans and the global imbalance. Subprime loans were facilitated by the securitization of assets — a phenomenon closely connected to deregulation in financial institutions, which was promoted by free capital transfer and the flexible rate system. The global imbalance, on the other hand, was sustained by the massive U.S. current account deficit. America's overwhelming advantage as the leading international currency allowed it to maximize the amount of its deficit. We conclude that the flexible rate system and America's neglect of the international balance of payments were ultimately caused by the collapse of the gold-dollar standard in 1971.

### はじめに

2008年の世界金融危機から3年が経過しようとしている。世界金融危機は、その後の世界的な財政出動と金融緩和そして新興国の経済成長によって、これまでのところ深刻な状況を脱しつつあるように見える。しかし、それはたとえばアメリカの異例のゼロ金利政策の下における、2回にわたるさらに異例の量的緩和策（QE 1・2：Quantitative Easing）によるものであった。とくにこれらの量的緩和策では、国債の大量購入により財政赤字を下支えした点において財政・金融一体的な政策展開がみられた。そしてQE2については、ドルの過剰流動性による資源価格の高騰とドル安誘因などの「副作用」が指摘され、11年6月末をもって終了することになった。しかし、膨張した財政の健全化およびゼロ金利政策からの転換は、今後の課題として残されるとともに、ギリシャ財政危機や中国の不動産バブルなどの懸念を抱え、本格的な回復には不透明感が漂っている。

世界金融危機の発端は、07年夏から注視されるようになったいわゆるサブプライム問題であった。08年春のアメリカの投資銀行ベアー・スターンズ救済で一息ついたが、08年9月の同リーマン・ブラザーズの破綻をきっかけにして世界的な株価下落と信用収縮に至り、一気に世界金融危機へと直結した。この世界金融危機は、いわば世界の銀行であったアメリカの国際的決済・信用創造・金融仲介機能が麻痺し、世界的資本移動の基軸が揺らいだことを意味しているだけでなく、それまでの世界経済の拡大局面を演出してきたアメリカにおける過剰消費にとがめが入ったことを意味しており、アメリカを世界的な大消費地として拡大してきた世界経済の実体面の縮小に至り、全面的な世界経済危機へと波及した。

本稿では、この時点で世界金融危機の原因について振り返り、次のような視点から考えてみたい。それは、これからみるように世界金融危機はさまざまな複合的な要因によるものであるが、それらの複合的な要因は国際通貨体制のあり方にその根源的な原因があるのではなからうか、つまり国際通貨体制が世界金融危機の大きな外枠をなしていたのではなからうか、という視点である。

そこでまず、世界金融危機の原因となったサブプライム問題の背景を金融自由化の流れの中で検討し、サブプライムローンを膨張させた証券化手法の問題点と住宅バブルによる過剰投資・消費の実態を明らかにする。次に、金融の自由化を中心とする金融の新潮流と国際通貨体制との関連を考えた後、現在の国際通貨体制の下における国際通貨基軸国の特権がもたらしたアメリカの経常収支赤字の拡大についてみる。さらに、基軸通貨国特権により支えられてきたグローバル・インバランスの実態とグローバル・インバランスのサステナビリティの議論を検討したい。そして最後に、国際通貨体制の行方について考えていきたい。

## 1 世界金融危機の複合的要因

### (1) サブプライム問題の背景

今回の世界金融危機はサブプライム問題を発端としていたが、このサブプライム問題はいわば21世紀型金融の新潮流とみられる諸現象が複合的に作用した結果として捉えることができる。ここで取り上げる新潮流とは、金融のグローバリゼーション、金融の自由化、そしてデジタル化の進展である<sup>(1)</sup>。

そしてこれらの現象に1つのまとまりを与える原動力が、70年代以降の「戦後パックス・アメリカナの衰退と転換」(河村 [2009] :5-6) の下における金融のグローバリゼーションであり、その背後にある国際資本移動として現れる過剰流動性つまり国際過剰資本であった<sup>(2)</sup>。このような世界中に利益を求めて移動し続ける資本にとって、次の2つの大きな制約要因がある。金融のグローバリゼーションは、それらの制約要因を取り除くことによってグロー

---

(1) これらは、すべて金融の新たな現象としてある意味では肯定的に受け取られてきた面もある。拙稿([2007])では、これらの現象の問題点について十分に把握できていなかった。

バリゼーションがさらに促進されるという反作用を受けながら深化していった(徳永[2009]:147-160)。

1つは、技術的な要因に関わる資本移動に要する取引費用の大きさである。金融取引費用は、情報通信技術の発達による金融取引のデジタル化によって驚異的に低下した。とりわけインターネットの利用は革命的な意味をもった。インターネットは無国籍性を本質としており、グローバル化を推進する技術そのものである。その点で情報通信技術の発展なくしては、現在の金融取引のグローバル化の進展も考えられない。世界中の金融機関が世界中の金融市場において時空を超えて、取引できる場が技術的に可能となった。各地の金融市場は、取引費用の低下とスピードアップによってまさにグローバルに連動化・一体化する市場となった。なおデジタル化は、増大するリスクを回避する証券化・デリバティブ取引において複雑な金融商品の創出とその取引も同時に可能にした(石橋[2007]:98-103)。

もう1つは、制度的な制約の問題である。金融の世界はこれまで規制で雁字搦めにされてきた。さまざまな規制は、結局、取引費用に跳ね返る。そこで国際過剰資本は、各国の金融や税制に関する規制から離れ、自由なユーロ市場のようなオフショア金融センターへ向かった。金融の自由化の進展はこのユーロ市場から始まった。これが各国の金融自由化を促進したのは、多国籍銀行が国内金融市場でもユーロ市場のような規制の少ない環境を望むようになったからであり、国内金融市場における規制が厳しければ金融取引が国外に逃げる可能性が出てきたからである(徳永[2009]:139-141,149-150)。

国際過剰資本にとって重要なのは、まずは資本取引の自由化であるが、それは各国の金融制度そのものの自由化と相互促進的に進化した。ここでは、アメリカを中心に金融の自由化について①金利の自由化、②業務の自由化、③金融商品の自由化の3つに分けてみておこう。それらは、金融の証券化をとおしてサブプライム問題と大きく関わってくる。<sup>(3)</sup>

金融規制は、1929年大恐慌後の「1933年銀行法(Glass-Steagall Act)」に始まる。預金金利規制・要求払い預金に対する付利禁止・連邦預金保険制度の創設・銀行業務と証券業務の分離を内容としていた。規制緩和への胎動は、70年代の初めから始まり、99年の「新金融制度改革法(Gramm-Leach-Bliley Act)」の成立をもって終結を迎えた。

まず、①アメリカにおける「金利自由化」は、60年代後半のインフレによる市場金利上昇を背景としていた。規制された預金金利と証券市場における市場金利に乖離が生じ、銀行

---

✓(2) 大庭([2008]:171)は次のように指摘している。「金融のグローバル化を『直接的』に牽引しているのは、累積した過剰資本である。1971年のアメリカの金ドル交換停止によって金による最終決済ができなくなった各国保有の過剰ドル、あるいはその後のアメリカの経常収支赤字で生み出された非居住者保有のドル預金の累積と、各国国内市場における過剰資本が、国際間の金融取引に投入され、金利、為替、株式等金融商品の価格変動に関与している。さらにこのような変動リスクに対応するためのヘッジ手段であるデリバティブなどの金融技法の開発を促している。」

(3) 金融の自由化については、斎藤([2003])を参照した。

からの資金流出現象（disintermediation）が発生した。そこでは、銀行と証券会社との新金融商品開発を通じた資金獲得競争がみられた。結局、83年の金利自由化は銀行間の競争を激化させ、銀行の利鞘を圧縮した。このことは銀行に手数料収入が得られる証券業務への関わりを促すことになった。

次に②「業務の自由化」は、銀行業務と証券業務の分離の是非を問うものである。銀・証分離の根拠は大恐慌時に問題となった「利益相反」であった。しかし、Glass-Steagall Actはその後、徐々に形骸化されていく。最終的には、99年にGramm-Leach-Bliley Actが制定され、金融持株会社のもとに銀行が証券会社と系列関係をもつことが認められた。商業銀行を中心とする金融持株会社による金融コンglomリットの形成が進むとともに、伝統的な投資銀行との間で軋轢が生じた。商業銀行系の金融グループによる証券会社の買収増加ならびに投資銀行業務への進出拡大である。このことが今回の金融危機と大きく関わっている。

たとえば、投資銀行であったゴールドマン・サックスは業務を次の3つに分けていた。それは、(a) 投資銀行業務（株式・債券引受業務など）、(b) トレーディング業務・プリンシパルインベストメント業務、(c) 資産運用業務・証券サービス業務の3つであるが、99年以降、(b) による収益の増加が著しくなった。(b) にはディーリング業務などの自己勘定の業務を含むが、とりわけウエイトが高まったビジネスが「originate to distribute」であったという。これは、証券化商品という金融商品を創って(originate)、売る(distribute)ことによって、金融商品のいわば生産と流通の利益を一挙に得るビジネス・モデルであった。これが、サブプライム・ローンに利用されたのである（金本 [2009] : 213-6）。

さらに③「金融商品の自由化」の例として、「資産の証券化」にふれておきたい。日本における証券化商品の自由化は、日本版金融ビッグバンの中で進展した。日本では、不良債権問題の処理の1つとして貸出債権の証券化が動き出したのは96年になってからであった。その年、日米包括経済協定で資産担保証券ABS (Asset-Backed Securities) が解禁となり、98年に特別目的機関SPC (Special Purpose Company) の法的枠組みが明確に規定された。

アメリカにおいては、すでに70年代に最初のモーゲージ担保証券 (Mortgage Backed Securities:MBS) が登場し、80年代には消費者信用債権などの資産の証券化が進行していた。遡れば19世紀からはじまるアメリカの住宅金融の歴史の中で、1930年代から60年代までは第2期とされ、34年には連邦住宅省 (Federal Housing Administration) によってFHA保険という形で住宅ローンに対する公的な信用補完が提供されていた（第1次公的信用保証）。それに対して70年代以降の第3期には、ファニーメイなどの政府支援機関が住宅ローンを担保とする証券MBSを発行し、そのMBSに対して信用保証を付けた（第2次公的信用保証<sup>(4)</sup>）。そして、サブプライムローンで問題となる証券化商品は、そのような公的信用保証が

(4) 片桐 ([1995] : 81) は、モーゲージそのものに対する信用保証を第1次信用保証、モーゲージ担保証券に対する信用保証を第2次信用保証と呼び、多層的に信用保証が展開してきたという。

付かない、民間だけで完結するいわゆるノンエイジェンシー MBS であった。問題は、このノンエイジェンシー MBS が急増する過程で起きた（みずほ総合研究所編 [2007]：第2章、松田 [2009]：71-4）。

## (2) サブプライム問題

サブプライム問題が世界的な金融危機へと発展するメカニズムにおいて「資産の証券化」という金融手法が大きな役割を演じた。ここでは、サブプライムローンに膨張させた証券化手法の問題点と住宅バブルによるアメリカの過剰消費をみておきたい。

証券化のスキームは、直接金融と間接金融との中間型ともいわれる「市場型間接金融」の中で活用される。「市場型間接金融」では、少なくとも2種類の金融機関がそれぞれ借り手と貸し手の側に立ち市場取引により金融を媒介する。貸し手側には、受益証券という間接証券を発行し資金運用者から資金を集めて、市場で証券に投資する投信会社やヘッジファンドなどの運用会社が介在する。借り手側には、資金調達者の資金需要を満たした貸出債権という資産を、販売可能な魅力ある証券に組成してそれを市場に供給する投資銀行などがある。ここでの証券は、伝統的な債券・株式といった証券ではなく、貸出債権・ローン債権などの資産の証券化である証券化商品（ABS）が中心である。金融機関と資金の運用者・調達者との間は相対取引となるが、金融機関同士が証券化商品を市場で取引するとされる（池尾ほか [2006]：20-23、齋藤 [2003]：268-273）。

ここでのポイントは、これまで銀行がもっていた貸出債権が担保となり証券化され、販売され、銀行のバランスシートの資産側から切り離されるという点であった。つまり、借り手のデフォルトのリスクつまり貸出債権のリスクが、証券化商品のリスクとして、運用会社をとおして最終的な資金運用者に切り分けられ移転されるという点にあった。

しかし現実には、このような証券化がサブプライムという「信用力が低い」と判断された借り手への住宅ローンに利用されるとともに、上でみた「市場型間接金融」がより複雑な形を取るようになる。1つは、証券化のプロセスの中で第1段階の証券化、第2段階の証券化という具合に証券化が重層化したことである。このことで借り手のリスクの所在がよりいっそう不透明になった。もう1つは、リスクを切り離れたはずの銀行自体も、さらなる利益を求めて銀行を含む金融グループ間で証券化商品を相互に買い支え、再びリスクを取っていたということである（みずほ総合研究所編 [2007]：第3章）。

証券化のプロセスは、例えば銀行など原資産保有者からサブプライムローン債権を投資銀行が買い集めてオリジネーターとなり、まずその債権を特別目的機関（Special Purpose Vehicle：SPV）に売却し、オリジネーターの他資産から切り離され、独立した資産として、そのキャッシュフローを裏付けにしてRMBS（Residential Mortgage-Backed Securities）が組成される。これが第1次の証券化である。このRMBSの中には債務履行の優先劣後によって

シニア・メザニン・エクイティといったリスクの異なる証券に切り分けられた。公的保証が付かない証券においてはこの優先劣後が重要な意味をもつ。一方ではこの中でシニアはシニアだけを集めて再証券化がなされるとともに、他方ではメザニンなどの RMBS と消費者ローン債権・自動車ローン債権を原資産とする他の資産担保証券（ABS）とを併せて再プール化されて、第2段階の再証券化がなされた。これら再証券化された証券化商品が債務担保証券 CDO（Collateralized Debt Obligations）である。この証券化の重層化の中で、統計的にはリスクが低く、リターンが相対的に高く格付けの高い証券化商品がより多く創り出されるとともに、リスクそれ自体は決して無くならないから、サブプライムローンのデフォルトが上昇して証券化商品に対する信用が低下した場合には、リスクが不透明になっていただけに、それが紛れ込んでいたすべての証券化商品について信用不安が拡散し、格付けの高い証券化商品も流動性が急低下した。

一方では、格付けの高い証券化商品を創り出したということは、それだけ一般的に資金を引き付けたということであり、他方では格付けの低い商品は利回りが大きいということでヘッジファンドなどの投機資金を引き付けた。その点で、証券化はサブプライムローンに対する資金融通を最大限に拡張するシステムであったといえる。

もう1つ指摘すべきは、SIV（Structured Investment Vehicle）である。これは、銀行自らが流動性支援を行う実質的な親銀行となって設立した事業体で、短期低利の ABCP（Asset-Backed Commercial Paper）と MTN（Medium Term Note）などで資金調達をして、長期で高利の事業債、RMBS や CDO の証券化商品で運用して利鞘を稼ぐものである。ここで銀行は、形の上では切り離れた事業体を使っているが、銀行グループ間で互いに証券化商品を持ち合うことによって、いったん証券化で切り離れたリスクを再び取っていたことになる。これはそもそも証券化スキームの根本的な意義に反している。この場合、証券化商品の格付けが落ちると、ABCP による資金調達ができなくなり、結局、銀行が流動性を支援することになり、銀行自体の経営にまで影響が及んだ。以上の問題を抱えた証券化のスキームが、アメリカの住宅バブルを最大限に拡大し、今回の金融危機を深刻化させた大きな要因であると考えられる。

アメリカの住宅バブルと崩壊は、直接には 90 年代末から 2000 年代初めにかけての IT バブルと崩壊の延長線上にあるといわれる。注目すべきは、90 年代末にかけてすでに住宅部門も活況を呈し住宅価格の上昇と住宅モーゲージの増大がみられ始めていることである。その流れの中で、IT バブルの崩壊や「9.11 テロ」を受けて、FF レートは 2000 年の 6.5% から 03 年 1% にまで引き下げられた。この当時の極端な金融緩和によって IT バブルから住宅金融に資金が大きくシフトした。住宅価格の高騰が始まり、これを背景にとりわけ 03・04 年からサブプライムローンが大きく拡大したという（河村 [2009a] : 6-8）。

アメリカの住宅バブルが引き起こしたのは、実体経済面における過剰消費および過剰投資

である。住宅購入が証券化の利用によりサブプライム層にまで拡大するとともに、その融資にはヨーロッパなどから国際過剰資本を呼び込み、住宅価格は極限まで上昇した<sup>(5)</sup>。そして住宅価格の上昇によって、サブプライム層の借換えによる住宅購入が容易になるという循環がみられた。

たとえば、住宅価格の上昇は次のような形で消費を拡大した。2つのMEW(Mortgage Equity Withdrawal)といわれる。キャッシュ・アウト型リファイナンスとは、金利低下時の借換えによる利子節約とともに、住宅資産評価の増加分を担保価値の増加分としてローン残高を積み増し、その一部を現金化する方法で、01年から05年までに合計7600億ドルも現金が引出された。HEL(Home Equity Loan)では、住宅の純資産価値(「住宅資産」マイナス「住宅ローン未払い残高」=エクイティ)を担保として、銀行から新たに融資を受けるもので、現金引出し額は91年から00年までに4700億ドル、01年から05年までに1兆600億ドルに上ったという。住宅価格の上昇による「資産効果」を現金化するものにほかならない。その結果、01年以降05年までにMEWにより引出された現金による消費は2兆ドルを超え、個人消費支出が1.7%押し上げられたという(飯島[2009]:51-4)。

しかし、そもそもサブプライム層に対する融資自体が証券化手法の利用で嵩上げされており、元来は融資そのものが不可能なところに融資がなされていた点で、事の始めから家計の過剰消費・投資があったと考えられる。06年6月に住宅価格が下落に転じ、延滞率の上昇から破綻が始まった。しかしなぜこのような過剰消費・投資が可能となったのであろうか、それはアメリカにおいては膨大な経常収支の赤字とリンクしていた。そして、そのことは国際通貨ドルの基軸通貨としての問題に行きつくことになる。

## 2 世界金融危機と国際通貨体制

### (1) 金融の新潮流と国際通貨体制

今回の世界金融危機では、証券化商品を使ったサブプライムローンによる信用膨張が基底をなしていた。すでにみたように、このような証券化商品はそれを利用した金融機関とともに、金融のグローバリゼーション、金融の自由化、金融のデジタル化が複雑に絡み合ってもたらされたものであり、その中心に金融のグローバリゼーションがあった。そして金融のグローバリゼーションこそは、70年代以降の「戦後パックス・アメリカナの衰退と転換」のプロセスの中で、アメリカが世界を舞台として自らを基軸とする資本蓄積の再構築をめざす戦略であった。アメリカが基軸国であり続けることを支えていたものが、まさに基軸通貨としてのドルであった。その意味で世界金融危機は、世界的な経済膨張の基軸的連関の中心国で起こったのであり、国際通貨ドルが基軸であることの意味が問われざるを得ない事態に

---

(5) ヨーロッパからの証券化商品投資については、鈴木([2010]:96)参照。

至っている。

ブレトン・ウッズ協定に基づく国際通貨体制である旧 IMF 体制は、ドルを基軸とする固定相場制であった。そしてドルが基軸通貨であることは、金・ドル交換によって政策的に保証されていた（増田 [2007] : 311-4）。IMF 体制は 1971 年にニクソン・ショックといわれる金・ドル交換停止によって崩壊するが、国際通貨体制に 2 つの大きな問題を惹起した。1 つは固定相場制の崩壊と変動相場制への移行であり、もう 1 つはアメリカの国際収支節度喪失の問題である<sup>(6)</sup>。この 2 つが世界金融危機の大きな外枠となっていると考えられるのである。

変動相場制への移行と金融の新潮流との関連を確認しておこう。変動相場制の影響で最も大きな変化は、資本移動の自由化である。国際金融のトリレンマ論からすると、旧 IMF 体制は固定相場制と金融政策の独立性を確保するために国際資本移動を抑制していた。それに対して変動相場制の採用は、為替相場の安定性を放棄することによって、金融政策の独立性と資本移動の自由を確保することを可能にした。先進諸国が変動相場制を受容することによって、金融のグローバリゼーションはその橋頭堡を獲得した（岩田 [2007] : 261-2）。

国際資本移動によってもたらされる為替相場の絶え間ない変動とオーバーシュートによって、製造業が大きなリスクに晒された。企業業績が為替相場の変動に激しく左右されるようになった。そのために輸出企業は多国籍企業として世界的に分散して生産・流通拠点を展開せざるを得なくなり、経済のグローバリゼーションは実体面でも進んだ。実体面と金融面のグローバリゼーションとは相互関連的に進み、各国の金融の自由化を促進したと考えられる。

また、為替相場と金利と株価という 3 つの重要な金融指標は相互に関連し合っており、為替相場の絶え間ない変動はそれ自体が問題となるだけでなく、金融指標全体のボラティリティが相互連関的に高まり、世界経済は「リスクの海」に放り込まれた<sup>(7)</sup>。このことはリスクの分散と回避つまりヘッジ手法を生み出さざるを得なくした。その手法が証券化とデリバティブである。しかし、リスクヘッジの背後には必ずリスクテイクがあり、証券化商品のデフォルトに対する保険機能を果たした CDS（Credit Default Swap）を販売した保険会社 AIG（American International Group）の救済にもみられるように、ある面でリスクが拡大することにもなりかねなかった。

---

(6) 池田 ([2003] : 91-5) は、金・ドル交換停止による IMF 体制の崩壊が金融グローバリゼーションの起点となったとして、それが引き起こした歴史的変化を次の 4 点で捉えている。①過剰な国際流動性の供給、②変動相場制への移行の必然化、③資本移動の自由化の進展、④デリバティブ取引の発展。そしてこのような変化が、「90 年代に問題となっている国家を揺るがすほどの世界的マネーの膨張の規定要因になっている」という。

(7) 斎藤 ([2003] : 48-50) は、為替相場・株価・金利の金融変数の相互連関性を「金融の三角形」として説明している。



## (2) 国際通貨体制と世界金融危機

次に、金・ドル交換停止によって、アメリカの国際収支節度の喪失という問題が発生した点についてみておこう。この国際収支節度の喪失が、世界金融危機のもう1つの大きな外枠となっている。

ブレトン・ウッズ体制では、アメリカの経常収支赤字に対する節度は、金・ドル交換によって守られざるを得なかった。例えばアメリカが経常収支の赤字で為替相場がドル安・円高方向に動いた場合、日本は固定相場制を維持するために円売り・ドル買い介入することになる。このことは外貨準備の増加に結びつき、ドルに対する交換圧力となり、金準備の減少を引き起こしかねない。そこで自ずと節度が働いた。最終的には、金による資産決済という形で経常収支による負債は清算されることになりかねないからであった。しかし、外国通貨当局のドル保有に対するアメリカの金準備の比率が100%を割り込む事態となると、金・ドル交換は保証できなくなる。その結果としての71年の金・ドル交換停止は、国際収支節度の喪失を引き起こしかねないことになった(徳永[2009]:135-9)。

金・ドル交換停止は何をもたらしたか。旧IMF体制では、金・ドル交換のためにドルは基準通貨、介入通貨、準備通貨という公的レベルの機能を独占することで、制度的に基軸通貨となっていた(藤田[2003]:3-7)。しかし、その制度的保証が消失したにもかかわらず、ドルは国際通貨の基軸として機能し続けた。変動相場制では、ドルの国際通貨たる資格は国際金融・資本市場、および外国為替市場という民間レベルにおける国際通貨機能にその基礎をおいている。それでは、国際通貨としてのドルの実態をみておこう。

①公的レベル(介入・準備通貨)についてみてみよう。10年末の「公的外貨準備の通貨構成」によると、総額9兆2582億ドルの公的外貨準備のうち、どの通貨建てであるかが確認されているのは55.3%であり、その内訳はドル61.4%、ユーロ26.3%、ポンド3.96%、円3.8%となっている。ドルは、00年前後には7割を超えたこともあるが依然として公的な外貨準備の6割を占めている。ユーロは3割近くになっている(IMF,COFER)。

②為替媒介通貨機能についてみてみよう。国際外国為替市場での10年4月の日平均取引高の通貨区分では、総計200%の中でドルが84.9%、ユーロが39.1%、円が19.0%となっている。(BIS[2010]:12)。欧州中央銀行の報告書においても、大きくいって為替取引のうちドルに関わるものが9割を占め、ユーロはそれに対して4割とされている(European Central Bank[2010]:22-3)。民間の銀行間取引では、ドルが極めて頻繁に使われていることが分かる。

③貿易契約・決済通貨は、財・サービスの取引に使われる国際通貨であるが、ドルがやはり支配的であるといえる(徳永[2008]:48)。とくにアジアではドルがよく使われている。日本は、輸出49.3%・輸入73.5%がドル建てである。同じく韓国は輸出82.5%・輸入81.7%。タイは輸出81.7%・輸入79.2%。インドネシアは輸出93.2%・輸入83.6%、などである。それに対してユーロ諸国では域内の交易では当然ユーロが使われるので、高い域内貿易比率

からドルのウエイトは落ちるが、それにもかかわらずドルのシェアはかなり大きいとみるべきであろう。フランスは輸出 39.5%・輸入 46.5%，ドイツは輸出 23.9%・輸入 37.1%，また、イギリスは輸出 26.0%・輸入 37.0% となっている。アメリカ自身は、輸出の 95%，輸入の 85% がドル建てである。

④投資・調達通貨について試みる (European Central Bank [2010] : 15-16, 同 [2009] : S1)。まず、調達面での国際債券市場における通貨構成の傾向をみると、2009 年第 4 四半期時点、国際取引分の狭義でみると、ドル 45.8%，ユーロ 31.4%，円 5.8% となっている。国内分を入れた広義でみると、ドル 38.2%，ユーロ 29.8%，円 13.4% となっている。これをみると、円のグローバル化の低調さが浮き彫りになるとともに、ドルのユーロに対するグローバル化の程度は相対的それほど高くない。ユーロのドルへの接近が目される。それでは次に運用面で試みよう。2007 年末時点における各国の債券投資の資産残高における通貨構成は、ドル対ユーロの割合でみると次のようになっている。アメリカはドル 77% : ユーロ 10%，メキシコは 99% : 0%。アジアでは、日本 40% : 20%，韓国 86% : 7%。EU 非ユーロ地域ではスウェーデンは 26% : 44% となっている。EU 非ユーロ圏ではほぼユーロのシェアがドルを上回るが、アジアやラテンアメリカではドルが圧倒的であり、やはりドルでの運用がグローバルなレベルでは進んでいるといえる。

以上みてきたようにドルの基軸通貨としての地位は、為替媒介通貨を軸として準備通貨における国際通貨としてのウエイトの相対的な高さを背景にして発揮されてきた。そしてアメリカは基軸通貨国の特権により経常収支赤字を拡大し続けてきた。それはアメリカは基軸的な国際通貨国として負債決済ができるからである。国際間のドル資金の移動は、アメリカにおける資金移動が国内の銀行預金の振替で行われるのと同じ仕組みで行われる。国際間における銀行預金の振替の大部分は、アメリカの銀行に保有されているドル預金によって行われている。そして、アメリカ以外の第三国間土の取引でもドルで決済される場合、アメリカの銀行の預金の振替で処理される (徳永 [2009] : 131-6)。

ここから基軸通貨国アメリカの特権が生じる。非基軸通貨国の場合、輸入が超過したり対外投資をして国際収支の赤字が生じる場合、国際通貨を得るために外貨を海外から調達する必要が生じる。しかし、アメリカが輸入超過になったり、対外投資が超過しても、ドルが国際通貨であり他国がそれを受け取ってくれる限りは、ドルを国際通貨として創出することで国際収支の赤字が可能であった。経常収支赤字として預金の振替として流出したドルが財務省証券に投資されれば、対米投資も預金の振替として処理される。それゆえに、世界は決済のために必要とするドルの供給を受け入れたのである。問題はそれが過剰に供給されたことにある。

金・ドル交換停止により、過剰な経常収支赤字をチェックするシステムがなくなった。チェックする働きをするのはドルが暴落するのではないかという懸念だけになった。アメリ

力の銀行預金としていったんは受け取られたドルが、ドル建て金融資産で運用される限りは問題がない。ただその預金が直ちに他の通貨と交換されたり、とりあえずの運用先であった財務省証券が売られて例えばユーロ建ての債券に移し替えられる時には、ドル売りとなりドル安要因になる。それは同時に、アメリカ財務省証券が売られることであるから、債券価格の下落・金利上昇の要因ともなる。アメリカにとって外国による財務省証券への投資は財政赤字を支える柱ともなってきた。

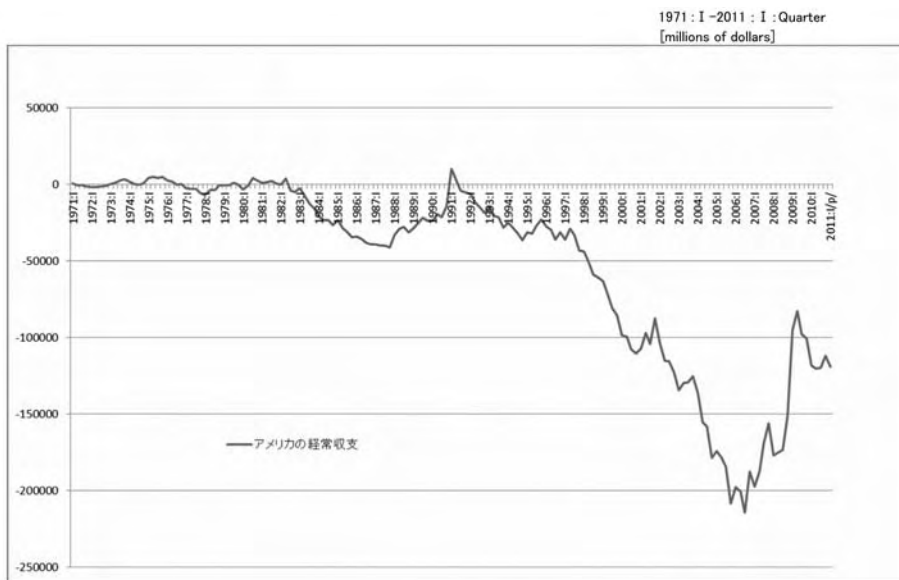
### (3) 国際基軸通貨国とグローバル・インバランス

アメリカの経常収支赤字は危機直前までその赤字額を膨張させてきた(図表1)。経常収支赤字は資本収支黒字で埋められなければならない。しかし、アメリカは単に経常収支赤字を埋める額の資本収支黒字だけを受け入れていただけではなかった。アメリカに対しては、経常収支赤字を上回る膨大な資金流入と資金流出があり、その中で経常収支赤字がファイナンスされていた。アメリカは世界的な資金循環の中で、基軸通貨国としてその循環の中心に位置していた。

ここでは、危機前後の資金循環構造の変化についてみておきたい(図表2-1, 図表2-2)。07年には、アメリカの経常収支は7103億ドルの赤字、対内投資は2兆646億ドルの流入、対外投資が1兆4536億ドルの流出、資本収支は6110億ドルの黒字であった。

危機直前の08年第2四半期において、ベアスターンズ救済の影響下において、すでに対内投資は第1四半期の4562億ドルの流入から199億ドルの流出へと逆流している。その結果、

図表1 アメリカの経常収支の推移



出所: U.S. International Transactions Accounts Dataから作成

図表 2-1 アメリカの国際収支の推移

1998-2010 : Annual

[million of dollars]

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
経常収支	-215062	-301656	-416338	-396603	-457248	-519089	-628519	-745774	-800621	-710303	-677135	-376551	-470898
財・サービス収支	-166140	-263159	-376749	-361771	-417432	-490984	-605356	-708624	-753288	-696728	-698338	-381272	-500027
所得収支	4265	11931	19178	29728	25175	43691	65081	68591	44182	101485	147089	128001	165224
移転収支	-53187	-50428	-58767	-64561	-64990	-71796	-88243	-105741	-91515	-115061	-125885	-123280	-136095
資本収支	66965	238148	477701	400254	500515	532879	532331	700716	779440	611038	763515	196463	240554
対外投資 (資本流出)	-353829	-504062	-560523	-382616	-294646	-325424	-1000870	-546631	-1285729	-1453604	332109	-139330	-1005182
米公的準備資産	-6783	8747	-290	-4911	-3681	1523	2805	14096	2374	-122	-4848	-52256	-1834
米政府資産	-422	2750	-941	-486	345	537	1710	5539	5346	-22273	-529615	541342	7540
対外直接投資	-142644	-224934	-159212	-142349	-154460	-149564	-316223	-36235	-244922	-414039	-329081	-303606	-351350
対外証券投資	-130204	-122236	-127908	-90644	-48568	-146722	-170549	-251199	-365129	-366512	197347	-226813	-151916
非銀行部門・債権	-38204	-97704	-138790	-8520	-50022	-18184	-152566	-71207	-181299	-928	456177	144867	7421
銀行部門・債権	-35572	-70685	-133382	-135706	-38260	-13014	-366047	-207625	-502099	-649730	542128	-242865	-515043
対内投資 (資本流入)	420794	742210	1038224	782870	795161	858303	1533201	1247347	2065169	2064642	431406	335793	1245736
外国公的資産	-19903	43543	42758	28059	115945	278069	397755	259268	487399	481043	554634	480237	349754
対内直接投資	179045	289444	321274	167021	84372	63750	145966	112638	243151	221166	310092	158581	236226
対内証券投資	184896	254337	389906	379507	383702	312160	475101	582686	625016	672259	-2695	-10982	376881
財務省証券	28581	-44497	-69983	-14378	100403	91455	93608	132300	-58229	66845	162944	-14937	256428
その他証券	156315	298834	459889	393885	283299	220705	381493	450386	683245	605414	-165639	3955	120453
非銀行部門・債務	23140	76247	170672	66110	95871	96526	165872	69572	244793	183221	-31475	12404	77456
銀行部門・債務	39769	54232	116971	118379	96410	97207	335206	214736	462043	517628	-428337	-317079	177100
デリバティブ取引	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	29710	6222	-32947	49456	13735
統計上の不一致	148105	67684	-61361	-16849	-43126	-11969	93138	31942	-6742	92660	-59443	130773	216761

出所：U.S.International Transactions Accounts Data から作成

図表 2-2 アメリカの国際収支の推移

2008 I -2011 I : Quarter

[million of dollars]

	2008:I	2008:II	2008:III	2008:IV	2009:I	2009:II	2009:III	2009:IV	2010:I	2010:II	2010:III	2010:IV	2011:I/p/
経常収支	-177232	-175262	-173608	-151032	-95253	-82811	-97858	-100629	-118292	-120300	-120127	-112179	-119274
財・サービス収支	-182535	-183846	-186135	-145822	-92814	-81385	-99293	-107779	-119642	-130523	-131113	-118749	-140797
所得収支	39037	39931	44229	23893	27299	29071	34704	36928	36384	43170	45740	39930	54771
移転収支	-33735	-31347	-31703	-29103	-29738	-30497	-33269	-29777	-35034	-32947	-34754	-33360	-33248
資本収支	217912	158121	185561	201919	7578	-915	46419	143380	16330	18099	176281	29844	181854
対外投資 (資本流出)	-238333	177984	113445	279012	122132	33471	-294896	-38	-313010	-168537	-286834	-236802	-325205
米公的準備資産	-276	-1267	-179	-3126	-982	-3632	-49021	1379	-773	-165	-1096	200	-3619
米政府資産	3268	-41592	-225997	-265293	244102	193750	57736	45754	9433	-2441	788	-240	-588
対外直接投資	-92199	-95140	-66710	-75031	-67952	-67301	-80674	-87678	-110148	-69478	-78734	-92990	-86473
対外証券投資	-11990	-4820	115406	98751	-36457	-94132	-54167	-42057	-47028	-22114	-39336	-43438	-58505
非銀行部門・債権	120047	75492	121264	139374	17717	33152	81399	12599	10932	4382	-2146	-5747	-86757
銀行部門・債権	-257183	245312	169661	384338	-34296	-28366	-250169	69966	-175425	-78721	-166310	-94587	-89263
対内投資 (資本流入)	456245	-19863	72116	-77093	-114554	-34386	341315	143418	329340	186636	463115	266646	507059
外国公的資産	216229	181419	142224	14762	109438	129251	109108	132440	89751	66736	135477	57790	70906
対内直接投資	88544	66637	62738	92172	143	27134	61260	70044	52085	33930	79655	70557	25276
対内証券投資	-644	39041	-56869	15777	-21631	-29861	21503	19007	89614	66587	142735	77945	-3760
財務省証券	14415	18801	66153	63575	45906	-30003	-27893	-2947	84193	82062	60659	29514	3475
その他証券	-15059	20240	-123022	-47798	-67537	142	49396	21954	5421	-15475	82076	48431	-7235
非銀行部門・債務	72442	-61088	85846	-128675	-8001	20154	18944	-18693	27728	21302	11668	16758	38361
銀行部門・債務	86424	-246102	-167668	-100991	-206319	-179129	126321	-57952	67897	-4019	83066	30156	363700
デリバティブ取引	-7966	-2355	-4886	-17740	7221	11275	11496	19464	16152	9980	-11893	-504	n.a.
統計上の不一致	-32706	19513	-13110	-33139	80475	72479	39979	-62160	85813	92223	-44116	82841	-62567

出所：U.S.International Transactions Accounts Data から作成

08年の対内投資は4314億ドルへと対前年比5分の1ほどに大きく減少し、そして09年にはさらに3358億ドルへと減少してきている。詳しくみると、対内投資は08年第2四半期と08年第4四半期から09年第2四半期まで元来プラスである流入からマイナスの流出に逆流している。対内投資は、内訳としては銀行部門・債務のマイナス、そしておそらくサブプライム関連と考えられる「財務省証券以外の証券」に対する投資の引上げや非銀行部門・債務のマイナスが大きくなっていった。それらを緩和していたのが、外国公的資産の底堅さと対内直接投資であった。

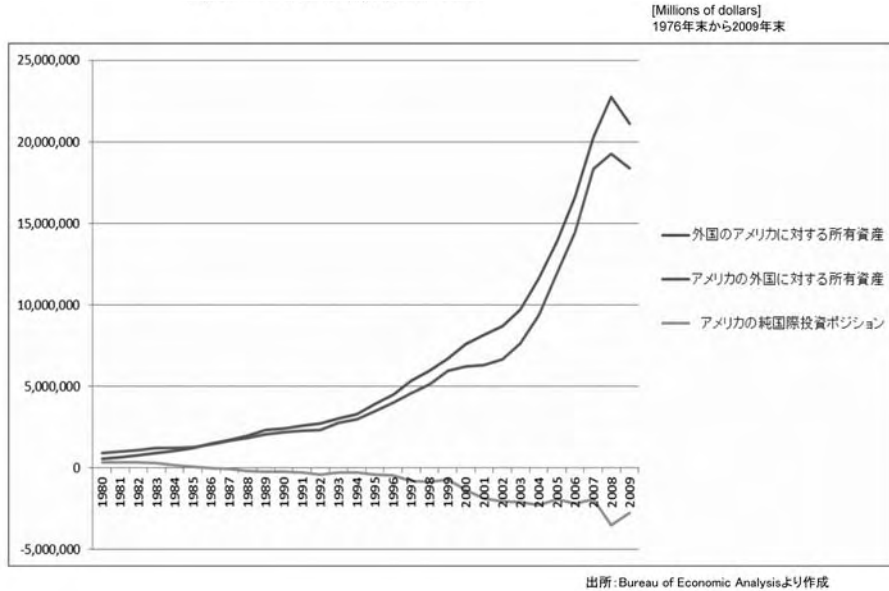
対外投資については、07年の1兆4536億ドルの流出が、08年は3321億ドルの流入と逆流したが、09年は1393億ドルの流出へ戻った。対外投資も08年第2四半期にはすでに、1780億ドルの流入と逆流が始まっていて、08年第2四半期から09年第2四半期までは対外投資はプラス、つまり資本が逆流しつづけている。それは、非銀行部門・債権は危機前から2010年第2四半期まで一貫して引上げられており、銀行部門・債権も08年には5421億ドルも引上げられたことによる。ただ、09年には対外貸出は回復してきた。対外証券投資は、08年には1979億ドルの流入つまり逆流となっている。また、2009年は対外米政府資産が5413億ドルも減らされ、資本流入している。これらに対して対外直接投資は、コンスタントに行われていた。

資本流入も資本流出も大きく変化する中で、資本収支は07年の6110億ドルから08年6108億ドルとなった。ほとんど変化はないが、しかしそれは08年の対内投資が約5分の1まで減少する一方、対外投資が逆流することで生じていて内容が違っている。そして09年には1653億ドルの黒字に減少してきた。それに相応するように、経常収支赤字も、07年7180億ドルであったが、08年の6689億ドルから09年には3784億ドルまで減少した。とくに四半期毎のデータとグラフをみると、経常収支赤字は、その最悪期は2006年第3四半期の2144億ドルで、2009年の第2四半期には828億ドルにまで減少したが、10年から11年にかけて約1200億ドルの前後となっており、これから改善していくのかどうかの岐路に立っているように見える(図表1, 2-1, 2-2)。

アメリカはこれまでの経常赤字の累積の結果を大きな要因として、世界最大の対外純債務国となっている。その背景には、グロスの債権・債務残高の急激な膨張がある(図表3)。両建てで増えた債権・債務残高の差額として純債務残高も拡大してきたとあってよい。ストックでみたアメリカの対外債権・債務である国際投資ポジションは、09年末時点でグロスで対外債務21兆1169億ドル、対外債権18兆3791億ドルで、対外純債務残高は2兆7378億ドルとなっている。

アメリカの対外純債務残高は、86年から徐々に増え始め、2000年に1兆ドルを超え02年から07年までは2兆ドルを前後していたが、08年末には対前年から1兆5782億ドルも増加し、3兆4938億ドルにまで拡大した。世界金融危機を受けて、グロスの債権・債務残高の

図表3 アメリカの国際投資ポジション



これまでの増大トレンドに異変が起きた。しかし、対外純債務残高に歯止めがかかったのかどうか、この点についても今後を注視する必要がある。

それでは、以上のようなアメリカの経常収支赤字を主因とする対外債務残高の増大にみられるようなグローバル・インバランスについて、これまでの論争に学びながら現在における問題について考えていきたい。<sup>(8)</sup>

1960年代のドル危機に対して、トリフィンらの多数派は流動性ジレンマ論を展開した。つまり、①流動性供給はアメリカ国際収支赤字によってつくられる流動性ドルによっている。②しかし赤字の累積はドルの金への交換性つまり信認問題を引き起こす。③アメリカは赤字を停止しなければならないが、それは世界的な流動性不足を招く。④したがって、世界準備に追加すべき何らかの新準備資産を計画する必要がある、とした。そして、この新準備資産がその後 SDR (Special Drawing Rights) として現実化した。

これに対して、少数派としてのキンドルバーガーらは「世界の銀行」論を展開した。それは国内銀行原理の国際金融への拡張的適用とされる。つまり、①国際収支赤字は実質上の不均衡の指標とならない。アメリカの赤字はヨーロッパの強いドル需要に基づくもので、ドル供給の減少は世界の経済成長を阻害する。②アメリカは一種の世界の銀行としてヨーロッパ人の流動性需要と彼らの貯蓄との仲介機能を行っている。③アメリカの資本輸出は短期のドル預金となってアメリカにフィードバックするとした (岩野 [1977]: 52-3)。しかし、注意

(8) 藤田 ([2003b]) から多くを学んでいる。徳永 ([2008]: 17)・岩野 ([1977]: 50-75) も参照した。

すべきはこの時点の議論はアメリカの経常収支が黒字であることを前提にしていたということである。

基軸通貨国は「世界の銀行」として3つの役割が期待されているという。①国際決済に必要なインフラとしての基軸通貨の銀行間決済システムを提供すること。②資金仲介機能として、国際金融・資本市場を提供し、経常収支黒字国から投資された余剰資金を経常収支赤字国に供給すること(国際的金融仲介)。③国際的に必要とされる流動資金を短期貸付で供給すること(国際的信用創造)、である。これに照らせば、国際通貨として一国の国民通貨を利用している限り、基軸通貨国が経常収支黒字の範囲内で長期資本輸出を行えば信認の問題は発生しないとする「基礎収支均衡論」は説得力をもつ。しかしながら金・ドル交換による国際収支赤字に対する歯止めがなくなり、しかも経常収支赤字がとめどもなく増加するという状態に至れば、自ずとドルのサステナビリティ問題が発生せざるを得なかった(藤田[2003b]:23)。

現在のグローバル・インバランスとはどのようなものであるのか。まず世界全体としては、アメリカの膨大な経常赤字に対しては、東アジア諸国・産油国諸国などの経常黒字が対応している。とくにアメリカは04年から08年まで毎年6000億ドルから8000億ドルに及ぶ赤字(対GDP比5%台、08年4.7%)を継続してきた。それに対して、産油国とともに中国が大きく経常黒字を拡大する形になっている。現在、アメリカの経常収支は総額4709億ドルに対して、最大の対赤字国は中国になっており、その額は10年には3003億ドルとなっている(U.S. Department of Commerce [b])。アメリカの経常赤字は、結局、アメリカの投資が貯蓄を大きく上回っているということであるが、これはすでにみてきたように、過剰消費により貯蓄が大きく減少している中で起きている事態であった。それに対して、中国などアジアにおいては貯蓄が過剰となっていることになる。

このような経常収支のインバランスが特に中国側では外貨準備の増加として問題となって現れている<sup>(9)</sup>。これは、中国が05年の「変動相場制」への移行後も為替管理を続けており、資本移動の規制の下で人民元の対外価値上昇をおさえるために、人民元売り・ドル買い介入した結果である。遡ると、中国の00年から05年までの累積の経常収支黒字は347億ドル、純資本流入は291億であり、それに合わせて外貨準備が664億ドル増加した。そして外貨準備高は941億ドルであった(06年7月)。中国の外貨準備はその後、急速に増加している。07年12月には1兆5000億ドルを突破、10年6月には2兆4542億ドルに達し、11年3月末には3兆447億ドルとなっている(国家外汇管理局HP, 日本経済新聞:2011.4.15)。世界の外貨準備の総額が9兆2581億ドルほどであるから、そのほぼ3分の1を占めている。介入は、人民元高・ドル安阻止という意味がある。人民元高・ドル安になれば、外貨準備でも

(9) 田中([2008]:367-8)に多くを学んでいる。元の出所はTurner,P and Mohanty,M.S ([2006]:41)。

つドル資産が目減りすることになる。中国としては為替差損を恐れて外貨準備を減らしたいが、減らせば人民元高・ドル安が生じるかもしれないというジレンマが生じている。アメリカ側からすれば中国の外貨準備が増え、それが財務省証券に投資され続けることで、金利を抑え、財政赤字と経常収支赤字をファイナンスできる構図となっている。<sup>(10)</sup>

問題は、中国が外貨準備をどれだけ対米金融資産、とくに財務省証券に振り向けているかであり、そしてその今後の動向である。2011年4月、中国は1兆1525億ドルの米財務省証券を保有している（Department of the Treasury）。財務省証券の他に、すべての短長期証券（株式・機関債・社債）を合わせれば、10年6月30日現在、総額1兆6110億ドルの対米金融資産を保有している（Department of the Treasury, et al. [2011]）。ちなみに日本は、中国に次いで財務省証券を9069億ドル、長短期の証券を全体として1兆3930億ドル保有している。

#### (4) グローバル・インバランスのサステナビリティ論

グローバル・インバランスを背景としたドルのサステナビリティについてのこれまでの議論を大きく3つに分けてみておこう。<sup>(11)</sup>それは、①経常収支赤字は持続不可能であるとする説。②経常収支赤字は持続可能であるとする説。③グローバル・インバランスなど問題にする必要もないという持続可能・不可能の議論を超える「新パラダイム」説の3つであった。

①持続不可能説はアメリカの正統派の議論とされる。このままではドルの暴落に至り、米金利の高騰と不況、ひいては世界不況に至るとする。これに対しては、黒字国の対ドル為替相場の切り上げにより、アメリカの経常収支赤字を赤字許容範囲（GDP比3%程度）にしなければならないという。このような議論は、プラザ合意の再来を想起させた。

②持続可能説は、ドル暴落の懸念が高まっても実際には急激な暴落が発生しなかったことの理由づけとあってよいだろう。その1つは、当時の状態にブレトンウッズ体制の復活をみてとる考え方であった。アメリカの経常赤字を前提にしたアジアの対米輸出と経済成長は、今後も吸収できる労働力人口の豊富さから長期間続く。そのことを基礎にしてアジアの為替介入と外貨準備による財務省証券投資が続けば、アメリカーアジア間の為替安定はブレトンウッズ体制のように長期間可能であるはずである。人民元の切り上げはかえって「安定した不均衡」を覆し世界金融恐慌を引き起こす可能性があるとして反対した。「不均衡」の存在は認めている。しかし、それはここでは長期に安定的であると考えられていた。2つめは、グリーンスパンの金融グローバリゼーション説といわれるもので、米経常収支赤字の膨張を資本収支黒字が支えるパターンは21世紀国際通貨レジームの新現象であり、安定性をもつと考えられた。それは金融のグローバリゼーションにより、国内貯蓄が国内投資されるいわゆるホームバイアスが低下したからであるとされた。これも同じくドルの人為的な大幅切り

(10) 中国人民銀行の不胎化政策とその含意については、金澤（[2009]）を参照。

(11) 田中（[2008]）による論点の整理を参考にした。



下げには反対した。

③「新パラダイム」説は、グローバル・インバランスはたんなる為替の切り上げ・切り下げによって解決する問題ではなく、グローバリゼーションの中で深化した世界経済の構造転換という実体面を考慮しなければならないという考え方である。製造業を国外に出してしまったアメリカは、巨額の資金を稼ぎ、家計部門の貯蓄が0%のときに、企業の内部留保は増え続け貯蓄超過部門となり、その余剰資金によって自社株購入、M&A、LBOや外国での資産購入を行っている。そしてアメリカは、ドル安となっても貿易赤字収支は均衡へと復帰しない産業構造をもつに至ったという。たしかに、グローバル・インバランスはアメリカと世界経済の持ちつ持たれつの構造的関係を端的に表す現象とあってよい側面はある。またアメリカ主導のグローバリゼーションの中で起こった世界経済の構造転換が、グローバル・インバランスの大枠を規定しているといつてよい。しかし、問題は世界経済の構造転換につれて国際通貨体制がそれにふさわしいものになっていたかどうかである。国際通貨体制は、金との関連を絶たれた国際通貨ドルを基軸とする20世紀型の国際通貨体制のままであった。経済実体がグローバル化しているのに、通貨のグローバル化は真に進んでいたのであろうか。ドルは金との関係が切れることによって、より自由にグローバルな通貨となった側面がある。しかし、そこに陥穽があった。

世界金融危機を危機後になって振り返ると、以上のグローバル・インバランスについてのサステナビリティ論はいずれも的を射ていなかったと考えられる。まず、グローバル・インバランスによるドルの急激な暴落は起こらなかった。その意味では持続可能であったかにみえた。したがってまた、超楽観的には世界経済の構造転換を考えれば、グローバリゼーション下のグローバル・インバランスは、問題設定そのものが成立しないようにも考えられた。しかし、グローバル・インバランスにはやはり無理があった。

世界金融危機と国際通貨体制の関連性は遠いように見える。しかし、根底ではつながっている。すでにみたようにグローバル・インバランスとは、アメリカの経常収支赤字拡大とそれを支える中国などアジア諸国による経常収支黒字拡大およびそれを反映した外貨準備高の激増である。この不均衡は不均衡でありながら、それによりたしかに世界経済の好況が支えられていた側面がある。好況の実態は、アメリカの住宅バブルによる過剰投資・過剰消費とそれを支えたアジアからの輸出つまりアジアの過剰貯蓄であった。アジアは輸出で潤った。しかしその果実は外貨準備として蓄積し、アメリカを中心に証券投資された。しかしアメリカの経常収支赤字の拡大は、国際収支節度の喪失を意味しており、基軸国際通貨国にのみ許される特権を根拠としていた。この特権なくしてこれほどのインバランスは起こりようがない。ドルの暴落という危険性は再三指摘されたが、経常収支赤字はむしろ拡大した。そのファイナンスは、経常収支赤字をはるかに上回る資本の流入・調達と資本の流出・投資というアメリカを中心とする国際資金循環の中で行われていた。そしてこの国際資金循環は、メリ

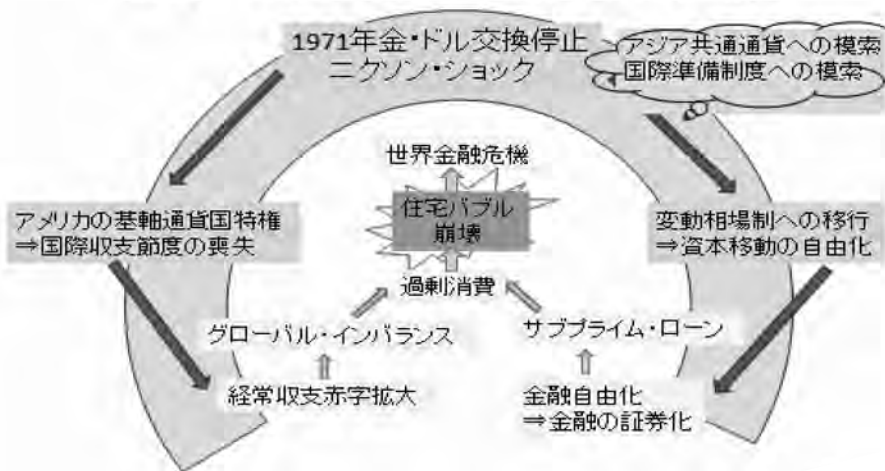
力の証券化商品を軸とする金融力と基軸通貨ドルとによってもたらされていたと考えられる。

ところが破綻は、ドルの暴落ではなくサブプライムローンのデフォルトという形で起こった。サブプライムローン危機が世界的な金融危機そして経済危機となったのは、1つはサブプライムローンが金融の証券化という新手法により融資の規模を最大限に拡大したことにある。そしてそれは、アメリカの住宅バブルという過剰投資・消費がグローバル・インバランスの中で最大限に許されていたということである。2つめはこの証券化商品に対してはとくにヨーロッパを中心に世界中からの資本流入があったという点である。世界的な資本循環の中でサブプライムローンは支えられていた (Department of the Treasury, et al. [2007] : 58)。サブプライムローン危機は金融面ではヨーロッパから始まった。この証券化商品を抜きにしては、今回の金融危機がグローバル・インバランスをとがめるとい形を取らなかったとみられる。

以上みてきたように、世界金融危機はアメリカの住宅バブルの崩壊による。そのことは、アメリカでの過剰投資・消費を暴露した。アメリカの過剰投資・消費は、一方では実体面におけるグローバル・インバランスの結果であり、これはアメリカが経常収支赤字の膨大な拡大を許されてきたということである。これはまた、アメリカの基軸通貨国特権による国際収支節度の喪失によってもたらされた。他方では、アメリカの過剰消費が拡大したのは、金融面におけるサブプライムローンの融資によるところが大きかった。これは、グローバリゼーションによる金融自由化・金融の証券化によって可能となった。これはまた、変動相場制への移行による資本移動の自由化の結果としてもたらされた。そして、以上の実体面での破綻のカギとなる国際収支節度の喪失と金融面での破綻のカギとなる変動相場制への移行による資本移動の自由化とがともに、現在の国際通貨体制を規定している71年ニクソン・ショックという金・ドル交換停止をその淵源としているのであった (図表4, 参照)。

以上のとおりであるならば、今回の世界金融危機について全体としての連関の中でその根

図表4 世界金融危機と国際通貨体制の構図



本的な原因の剔抉を図ろうとすれば、国際金融体制ひいては国際通貨体制に対する問題提起に直結することにならざるを得ないと考えられる。

### 3 国際通貨体制の行方

まず、世界金融危機を受けての20ヶ国・地域首脳会合(G20サミット)の内容を中心にみておきたい。これは金融サミットとも呼ばれるが、国際的な金融規制・監督、金融危機に直結する財政問題、そして為替の安定を含んだ国際通貨体制問題へと論点が移ってきた。

第1回目はワシントンで08年11月に開かれた。緊急首脳会合であり具体策に乏しいが、①財政拡大での国際協調、②金融市場の規制・監督の強化、③IMFの機能拡充など広範囲で方向性が示された。「保護主義や通貨切り下げ競争」を排除することでも一致した(日本経済新聞:08.11.17)。

第2回は09年4月ロンドンで開かれた。①参加国全体で10年末までに5兆ドルの財政出動の確認、②2500億ドルの貿易金融支援とドーハ・ラウンドの早期大枠合意を目指す方針の確認など保護主義に対する具体的な措置、③IMF改革をめぐって、出資比率見直しを2年前倒して11年に行うこと。新興・途上国への支援策を3倍の7500億ドルとすること。そして中国からは400億ドルの抛出の表明などがなされ、世界最大の外貨準備を背景に国際通貨体制の見直しに関する積極的な発言があった(日本経済新聞:09.4.4)。

第3回はピッツバーグで09年9月に開催された。ここでは米国の巨額の経常赤字に代表される世界経済の不均衡を是正することで一致した。具体策は、米国は貯蓄率を上げて財政赤字の縮減すること、中国は輸出依存度を下げて内需を拡大することとされた。金融規制としては、自己資本比率の厳格化、金融機関経営者の高額報酬制限で詰めがなされることになった(日本経済新聞:09.9.26)。

第4回は10年6月にトロントで開催された。ギリシャ財政危機を受けて財政再建問題に焦点があてられた。日本を除く先進国は13年までに財政赤字を半減することを表明した(日本経済新聞:10.6.28)。

第5回は10年11月にソウルで開催された。最大の焦点は、グローバル・インバランスつまり世界経済の不均衡は正のための国際協調の枠組みであった。是正のための「参考指針」を11年前半に設けることに合意し、具体的な数値の決定などは持ち越された。この合意の背景には「通貨安競争」と国際通貨体制そのものの是正への視点の移行がある。「通貨安競争」は、為替介入による積極的な切り下げだけではなく、人民元のように介入により事実上ほぼドルにペッグすることによる通貨価値の過小評価も含まれるし、またアメリカのような超金融緩和による金利引き下げがもたらすドルの通貨安の容認も含まれる。各国は自国通貨安による輸出増加と雇用拡大をめざすことを意識している。しかし、不均衡をそのままに許容し、それを是正できない国際通貨体制そのものに課題があることが注目されてきた。問題

は、現在の国際通貨体制の欠陥を「参考指針」に基づく国際的な経済政策協調により改善しようとする方向性にあるとみられる。ただ、11年11月にフランス（カンヌ）で開催予定のG20サミットでは、国際通貨制度改革が主要議題になる見込みもあるという（日本経済新聞：10.11.6,10.11.13）。

G20サミットの前に11年2月パリで開かれたG20財務相・中央銀行総裁会議では、不均衡是正に向けた「参考指針」に使う経済指標については、①公的債務と財政赤字、民間貯蓄率と民間債務、②貿易収支、投資所得及び対外移転の収支から構成される対外収支、とする点で合意した。国際通貨システムの改革ではSDRと呼ばれる国際準備資産の役割などについて検討する方針で一致したという（日本経済新聞：11.2.20）。

さらに11年4月にワシントンで開かれた同会議では、監視の対象となる国を特定する判定基準を指す「参考指針」で合意がなされた。上の対外収支などの指標を用いた上で、各国の発展段階などを加味した評価など4つの判断基準を定め、その内2つに該当する国を対象にすることを盛り込んだ。指針を当てはめると、日・米・中、英・独・仏、インドの7ヶ国が相互監視の対象国となる見通しである。SDRについては、現在の4通貨の構成通貨を拡大する道筋を議論することで一致した、という（日本経済新聞：11.4.16）。

最後に以上を踏まえて、国際通貨体制の行方について考えたい。経済のグローバリゼーションの深化は、国際通貨についても新たな枠組みを要請することにならざるを得ないと考えられる。ここでは、2つの方向性をみる。1つは、ユーロのようにリージョナルな共通通貨を求める動きである。もう1つは、世界準備通貨を制度的に創設すべきであるという議論である。

アジアでは、97年のアジア通貨危機を受けて域内に金融協力の必要性の認識が高まり、チェンマイ・イニシアティブ（CMI）とアジア債券市場イニシアティブ（ABMI）などの形で具体的に金融協力関係が進展してきた（石橋 [2009]）。とくにCMIではリーマン・ショック後、それまで二国間スワップ協定であったものをマルチ化（CMIM）することで合意し、1200億ドルへと資金枠が拡大したことに加え、各国の貢献割合（contribution proportion）が日本と中国（含む香港）とが32%の同額という形で決着した。

そのような中で、06年には「地域通貨単位」を研究することも承認されていた。そこでアジア開発銀行が欧州通貨単位（ECU）を参考にアジア通貨単位（Asian Currency Unit：ACU）の構想を発表したが、ACUを構成するバスケットの中に各国通貨をどのような割合で入れるのかというウエイトづけをめぐる合意形成がなされないまま、それ以降、現在のところ公式の進展はみられていない。<sup>(12)</sup>

ところでこれまで、伊藤・小川・清水（[2007]）は、GDPウエイトと貿易ウエイトを

---

(12) 中国では08年春「アジア通貨協力検討会」が設置され、AMFの設立や人民元、円、韓国ウォンなどを組み込んだACUの活用、将来的な通貨統合が検討課題となっているという（朝日新聞：09.4.1）

算術平均したウエイトを使い、ASEAN+3の13カ国通貨のバスケット通貨をAMU (Asian Monetary Unit) として試算し、それをAMU乖離指標とともに経済産業研究所(RIETI)ホームページで公表してきた<sup>(13)</sup>。さらに、上のチェンマイ・イニシアティブのマルチ化(CMIM)で合意された各国の貢献割合そのものをウエイトづけに利用したアジア通貨単位(AMU-cmi)を創設すべきであるとする提案も出されている(伊藤・清水[2009])。

AMUのウエイトづけとは、各国通貨のUS\$-euro建ての変動の大きさがUS\$-euro建てのAMUの為替変動に及ぼす割合の大きさ(ウエイト)を意味する(石橋[2009]:237, 石橋[2009]:233-4)。したがって、そのウエイトの基準については、①貿易額、②購買力平価のGDP、③名目GDP、④外貨準備高などとそれらの組み合わせといったいろいろなものが考えられたが、普遍的な基準はない。その点では、一定の客観性を踏まえた政治的な合意によるほかはない。「貢献割合」自体がどのような議論を経たかは分からないが、日中韓とASEANの割合が80対20で、日本と中国の割合が同じ、韓国の割合はその半分という決まり方であった。ウエイトは合意さえできれば十分であるし、AMUがとりあえずCMIにおける独自の経済サーベイランスに利用されるという位置づけからも、AMU-cmiはウエイトについての1つの現実的に妥当な提案であると位置づけられる。

もう1つの動きは、世界準備通貨を制度として創設しようとする議論である。これについては中国人民銀行・周小川総裁の論文が大きな波紋を投げかけた。その要約は次のようなものである(周[2009], 田代[2009])。

今回の金融危機は現在の国際通貨体制が創造的に変革されることを求めている。変革の方向は、グローバルな経済と金融の安定を守るという目的を達成するような、安定した価値をもち、ルールに基づいて発行され、供給が管理される通貨を獲得することである。①準備通貨発行国は世界に流動性を供給すると同時に準備通貨の価値を維持することはできないという、トリフィンのディレンマはまだ生きている。②国際通貨体制変革のゴールは、個々の国家とは関係がない長期的に安定した国際的準備通貨を創造することである。超国家主権の準備通貨には、ケインズの提案した「バンコール(Bancor)」もある。また、IMFは69年にブレトンウッズ体制の欠陥を緩和するためにSDRを創出している。SDRが国際通貨体制改革にとっての光明である。③SDRの割当額が増額されるべきである。それによりIMFは財源問題や投票権と代議制度改革における困難を処理できる。そしてSDRと他の通貨との決済システムを確立すれば、国際貿易と金融取引にも広く受容される支払い手段となる。SDRの魅力を増すためにSDR建ての金融資産を創出すべきだ。それにはSDR建て債券の導入が良いきっかけとなる。さら

---

(13) AMUの価値の表示(建値)は、米ドル(65%)とユーロ(35%)の加重平均(以下、US\$-euro)が使われる。したがって各国通貨の為替変動の比率は、US\$-euro建てでその実際のレートと基準のレートとの比較として測られる。

に SDR の通貨バスケットにはすべての主要通貨が含まれるように拡大すべきであり、SDR の配分も純粋な計算に基づいたシステムから例えば外貨準備のような現実的な資産によって裏打ちされた制度へ移るべきだ。④個々の国家による準備通貨の管理より国際機関による準備通貨の集中管理のほうが、投機を防止し金融市場安定化の点でより効果的である。徐々に既存の準備通貨を SDR で置きかえることは、増加する SDR の配分にとっての基盤を築くことでもありうる。

以上の主張は、現在、着実にその成果を得ている。① SDR の割当総額は 3160 億ドル相当とそれまでの約 10 倍になった。81 年以來の「一般配分」は、約 2500 億ドル相当で金融危機の影響を受けたものであり、対外債務の返済などに不安のある新興・途上国向けである。「特別配分」の約 330 億ドル相当は 97 年の第 4 次改正案が今回、米国の賛同を得て発効したことによる。② SDR 建て債券発行については、IMF は初めて発行する債券を合成通貨単位である SDR 建てで最長 5 年債とすることが決定された。中国、ロシア、ブラジルが最大 700 億ドル購入する見込みとなっている（日本経済新聞：09.7.3）。③ SDR の通貨バスケットについては、4 通貨から拡大する道筋がフランスの G20 サミットで話し合われることになる。

次に、スティグリッツの議論についてみておきたい（Stiglitz, J.H. [2006] : 245-68, 邦訳 : 359-91）。国際通貨危機以前の議論ではあるが参考にされるべきである。

世界金融システム（global financial system）の欠陥の裏には、多くの場合、世界準備システム（global reserve systems）の欠陥がある。途上国・新興国の外貨準備高の急増ぶりに注目すべきである。現行の準備システムには自滅性があり、準備通貨発行国の負債が際限なく膨らんでいった場合、最後には、通貨自体から準備金としての適性が失われてしまう。今日のドルはまさにこの過程を歩んでいる。新たな世界準備システムでは、一国の負債膨張に依存する必要性—これこそが現行の根源的な矛盾であり、ほぼ確実に不安定化をもたらす原因となっている—がなくなるため、世界経済の安定性は強化される。私が提唱する解決策は、ケインズによって認識されていたものである。すなわち、国際社会は外貨準備として役立つ新しい不換紙幣（fiat money）を提供できるというものである。ケインズはこの新しい貨幣を「バンコール（Bancor）」と呼んだ。世界の国々は、例えば危機の時にこの不換紙幣—これを「世界紙幣（global greenbacks）」と呼ぼう—を自国の通貨に交換することを認めるであろう。……国際社会はケインズが意図した流動性を特別引出権（SDR）の形で提供できることをすでに了解済みである。SDR こそは、IMF が創造することが許されている国際通貨（international money）の一種である。世界紙幣は単にその概念を広げたものである。私は、新しい世界準備通貨であることを強調するために、そして現存の SDR システムとの混同を避けるためにこの新しい貨幣を「世界紙幣」と呼ぶ。

このスティグリッツの「世界紙幣」は、ほぼ周総裁のいう新たな SDR と同じコンセプト

であるといってよい。ここでは「世界紙幣」という訳語を踏襲したが、もちろん現実に紙幣が発行されるわけではない。ともに帳簿上の通貨であり、世界準備通貨制度におけるいわば預金通貨といってよいであろう。両者はともにケインズの Bancor に言及している。現在の SDR は Bancor の考え方を継承している側面はあるが、Bancor と現在の SDR とは同一ではない。両者は、むしろ現在の SDR に改善を加え、ケインズの Bancor に近い形をめざすべきであると主張していると読むことができる。

両者の考え方は、ともに世界的な準備制度の創設ということである。その世界準備制度における世界準備通貨が新たな SDR であり「世界紙幣」であった。それはどのような意味をもつのであろうか。それは世界準備通貨に対しては各国通貨の非対称性がなくなることでありと考えられる。ケインズの Bancor 案の特徴は、一言でいえば、経常収支が一定の割合を超えれば黒字国と赤字国とともに課徴金が課せられる多国的決済機構としての清算同盟をつくりだし、そこでの通貨を Bancor とするものであった。すなわち、現在のグローバル・インバランスといわれる世界経済の不均衡を Bancor の創出をとおしてシステムそのものによって回避するところにあつたと考えられる。<sup>(14)</sup>

#### おわりに

周総裁もスティグリッツも、ともに国際通貨体制の今後について世界準備制度の創設という形で改革を提案していた。しかし、国際通貨体制の改革の方向性は、新たな世界準備制度の創設の是非という点に絞られてよいのかどうか、またそれを実現する制度設計とその実現可能性について、現在の SDR を手がかりにどのように考えることができるのかについては今後の課題となろう。

また、アジア共通通貨への模索が長期的に示す方向性は、さしあたりはドル・ユーロ・アジア通貨の三極通貨体制という複数基軸通貨体制であろう。しかし、それは歴史的にはさらなる統合への過渡的な国際通貨体制であるとも捉えることができよう。その意味において、世界準備通貨の創設という構想とも関わってくると考えられる。

今回の世界金融危機は、世界的資金循環の基軸国であるとともに世界的過剰消費国の金融システム破綻をきっかけとしており、当面の金融危機脱出のための財政・金融政策や不均衡是正をめざす方策がさしあたり重要となるが、それだけでは根本的な解決には至らないと考えられる。経済のグローバリゼーションにふさわしい新たな国際通貨体制への模索が始められるべきである。

---

(14) Bancor と SDR の関連についての詳細は、拙稿(石橋 [2010])を参照していただきたい。

## 文献一覧

- 飯島寛之 [2009], 「バブル・リレーで走り続ける世界経済」 山口義行編『バブル・リレー』岩波書店。
- 池尾和人・財務省財務総合政策研究所 [2006], 『市場型間接金融の経済分析』日本評論社。
- 池田正雄 [2003], 「アメリカを巡る世界的資金フローの変化とその歴史的意義」 SGCIME 編『世界経済の構造と動態』御茶の水書房。
- 伊藤隆敏・小川英治・清水順子 [2007], 『東アジア通貨バスケットの経済分析』東洋経済新報社。
- 伊藤隆敏・清水順子 [2009], 「最近のアジア金融協力の進展とアジア通貨単位 CMI (AMU-cmi) の提案」経済産業研究所 (RIETI) HP。
- 今田秀作 [2009], 「ドル本位制と東アジア」和歌山大学経済学部・山東大学経済学院「共同研究会編『グローバル化のなかの日中経済関係－進展と深化－』御茶の水書房。
- 岩田健治 [2007], 「グローバリゼーションと為替相場制度」上川孝夫・藤田誠一・向壽一編『現代国際金融・第3版』有斐閣。
- 岩野茂道 [1977], 『ドル本位制』熊本商科大学海外事情研究所。
- 大庭清司 [2008], 「グローバリゼーションと金融技術革新」田中素香・岩田健治編『現代国際金融』有斐閣。
- 河村哲二 [2009], 「アメリカ発のグローバル金融危機－グローバル資本主義の不安定性とアメリカ」経済理論学会編『経済理論』第46巻第1号。
- 金澤孝彰 [2009], 「中国の外貨準備運用をめぐるマクロ的課題」和歌山大学経済学部・山東大学経済学院「共同研究会編『グローバル化のなかの日中経済関係－進展と深化－』御茶の水書房。
- 片桐 謙 [1995], 『アメリカのモーゲージ金融』日本経済評論社。
- 金本悠希 [2009], 「金融規制の緩和と投資銀行ビジネスの変容」武藤敏郎・大和総研編『米国発金融再編の衝撃』。
- 斎藤精一郎 [2003], 『現代金融入門・改訂4版』日本経済新聞出版社。
- 周 小川 [2009], Reform the International Monetary System (<http://www.pbc.gov.cn>)。
- 鈴木 均 [2010], 「戦後ヨーロッパ経済の奇跡」 SGCIME 編『現代経済の解説－グローバル資本主義と日本経済－』御茶の水書房。
- 田代秀敏 [2009], 「中国が構想するドルに替わる新機軸通貨」『エコノミスト』2009年6月23日号。
- 田中素香編著 [1996], 『EMS：欧州通貨制度』有斐閣。
- 田中素香 [2008], 「グローバル・インバランス」田中素香・岩田健治編『現代国際金融』有斐閣。
- 徳永潤二 [2008], 『アメリカ国際通貨国特権の研究』学文社。
- 徳永潤二 [2009], 「国際過剰資本がバブルを生んだ」山口義行編『バブル・リレー』岩波書店。
- 日本銀行 [2008], 『金融システムレポート』2008年3月号 (<http://www.boj.or.jp>)。
- 藤田誠一 [2003a], 「『ドル本位制』とユーロの登場」田中素香・藤田誠一編著『ユーロと国際通貨システム』蒼天社出版。
- 藤田誠一 [2003b], 「『ドル本位制』と国際資金循環」田中素香・藤田誠一編著『ユーロと国際通貨システム』蒼天社出版。
- 増田正人 [2007], 「パックス・アメリカナの時代」上川孝夫・藤田誠一・向壽一編『現代国際金融・第3版』有斐閣。
- 松田 岳 [2009], 「住宅バブルの深層」山口義行編『バブル・リレー』岩波書店。
- みずほ総合研究所編 [2007], 『サブプライム金融危機－21世紀型経済ショックの深層』, 日本経済



新聞出版社。

石橋貞男 [2007], 「デジタルエコノミーにおける金融業」 SGCIME 編『情報技術革命の射程』御茶の水書房。

石橋貞男 [2005], 「現代にとって貨幣とは何か:国際通貨の行方」村上和光・半田正樹・平本厚編著『転換する資本主義:現状と構想』御茶の水書房。

石橋貞男 [2009], 「アジア共通通貨の可能性」和歌山大学経済学部・山东大学経済学院「共同研究会編『グローバル化のなかの中日経済関係-進展と深化-』御茶の水書房。

石橋貞男 [2009], 「アジア統一貨幣的可能性」山东大学经济学院・和歌山大学経済学部(共同研究) 汇编『全球化中的中日经济关系-发展与深化-』经济科学出版社。

石橋貞男 [2010], 「国際金融危機と SDR - SDR とバンコルー」『研究年報』(和歌山大学) 第 14 号。  
BIS [2010], *Trennial Central Bank Survey: Report on global foreign exchange market activity in 2010* (<http://www.bis.org>).

Department of the Treasury : Major Foreign Holders of Treasury Securities (<http://www.treas.gov>).

Department of the Treasury, Federal Reserve Bank of New York, Board of Governors the Federal Reserve System [2008], *Report on Foreign Portfolio Holdings of U.S. Securities as of June 30, 2007* (<http://www.treas.gov>).

Department of the Treasury, Federal Reserve Bank of New York, Board of Governors the Federal Reserve System [2011], *Report on Foreign Portfolio Holdings of U.S. Securities as of June 30, 2010* (<http://www.treas.gov>).

European Central Bank [2010], *The international Role of the Euro, July 2010* (<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/euro-international-role201007en.pdf>).

Stiglitz, J.H. [2006], *Making Globalization Work*, W.W. Norton (楡井浩一訳 [2006] 『世界に格差をバラ撒いたグローバリズムを正す』徳間書房)

Turner, P and Mohanty, M S [2006], "Foreign exchange reserve accumulation in emerging markets: what are the domestic implications?", *BIS Quarterly Review*, Sept. (<http://www.bis.org>).

#### ホームページ

国家外匯管理局 : <http://www.safe.gov.cn>

經濟産業研究所 (RIETI) : <http://www.rieti.go.jp>

財務省 HP : <http://www.mof.go.jp>

IMF, COFER : Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (<http://www.imf.org>).

U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis [a] : US International Transactions Accounts Data (<http://www.bea.gov>)

U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis [b] : US International Transactions Accounts Data ,by Area-China (<http://www.bea.gov>)

