

信用理論研究

第 37 号

2019 年 5 月

大会報告および討論

春季大会（國學院大学）：

大会共通テーマ：「リーマンショックから 10 年

—金融緩和が残したもの—世界金融危機後の金融化の進展と課題」
金融政策正常化下における米国金融

……………飯島寛之（立教大学）

欧州中央銀行の金融政策とその評価

……………星野 郁（立命館大学）

リーマンショック後の金融政策の特徴には変化があるのか

金融肥大化と変動相場制下におけるゲームのルール—

……………松本 朗（立命館大学）

秋季大会（愛知教育大学）：

大会共通テーマ：「現代史としての国際通貨システム」

ポンド・ネットワークの盛衰

—国際通貨のネットワーク効果、協働効果、履歴効果の観点から—

……………前田直哉（神戸松蔭女子学院大学）

高屋定美（関西大学）

現代国際通貨体制としてのドル体制、ユーロ体制

……………奥田宏司（立命館大学（名））

発展途上国の通貨統合とドル体制—湾岸産油国の動向を事例に—

……………木村秀史（島根県立大学）

部会活動報告

学会事務局報告

会員著書・論文目録

信用理論研究学会

目 次

大会報告および討論

春期大会共通テーマ「リーマンショックから10年

—金融緩和が残したもの—世界金融危機後の金融化の進展と課題」

金融政策正常化下における米国金融

……………飯島寛之（立教大学）……………（1）

欧州中央銀行の金融政策とその評価

……………星野 郁（立命館大学）……………（17）

リーマンショック後の金融政策の特徴には変化があるのか

—金融肥大化と変動相場制下におけるゲームのルール—

……………松本 朗（立命館大学）……………（39）

秋期大会共通テーマ「現代史としての国際通貨システム」

ポンド・ネットワークの盛衰

—国際通貨のネットワーク効果、協働効果、履歴効果の観点から—

……………前田直哉（神戸松蔭女子学院大学）……………（63）

高屋定美（関西大学）

現代国際通貨体制としてのドル体制、ユーロ体制

……………奥田宏司（立命館大学（名））……………（83）

発展途上国の通貨統合とドル体制—湾岸産油国の動向を事例に—

……………木村秀史（島根県立大学）……………（103）

部会活動報告……………（123）

学会事務局報告……………（125）

会員著書・論文目録……………（127）

大会報告と討論

金融政策正常化下における米国金融

飯島 寛之

(立教大学)

はじめに

世界金融危機から10年を迎え、今日のアメリカ経済は過熱感のない安定した景気回復、インフレ圧力の抑制という環境のもとにありながら、緩やかな金融引き締め予想から長期金利が上昇し、景気悪化懸念も醸成されつつある。いわゆる適温経済と呼ばれる状態である。しかしその穏やかな成長は、1990年代末、巨額の経常収支赤字を記録して世界経済の成長を牽引しながら、その赤字をも成長要因として内需拡大を実現することで高成長を実現してきたアメリカの成長とは違い、今日のアメリカ経済の回復が停滞基調を根本的に克服したものではないことを示している。安定した景気回復の見方と同時に、長期停滞論が論じられるのはこうしたことと無関係ではなかろう。金融政策の正常化はこうした環境下で進められようとしている。

連邦準備制度理事会（FRB）による世界金融危機後の流動性の供給が国内および世界各国での危機の深刻化を食い止める役割を果たしたことは明らかである。しかし、その後の非伝統的金融政策が景気回復を起動させる役割を担った否かについては依然として議論がある。加えて、この10年にわたって進められてきた一方での金融緩和政策、他方での金融規制強化が国内の実体経済や金融の役割にどのような変化をもたらし、アメ

リカを中心とする国際資金循環の構図にどのような影響を与えたのかについてもいくつかの見方が存在する。それゆえ本稿では、①リーマンショック後の金融緩和政策は、実体経済の回復にはどの程度有効であったのか、②金融緩和政策とともに進められた金融の規制強化は、アメリカを軸とする国際的資金循環にどのような影響を与えたのか。この2点について検討することを課題とする。

1. 緩和的金融政策と非金融企業

(1) 非金融企業の利益と投資

10年にわたる金融緩和は実物経済にいかなる影響を与えたのであろうか。紙幅の制約もあるため、ここでは非金融企業について検討しよう。

まず利益率について簡潔に確認すると、1990年代に上昇が続いたアメリカ非金融企業の総資産利益率は、その後半に大きく低下した後、2000年代初頭には回復している。1998年から2009年までの利益率の平均は3.0%と歴史的にみても低いのに対し、2009年以降の10年間平均は3.4%でわずかにそれより高くなっている。

また利益額は危機前よりも増えており、対GDP比でみた危機後の利益の割合の平均は6.9%と、危機前の10年(5.4%)よりも高い。非金融企業の利益は金融資産への投資に用いられ、その結果として金融資産蓄積が進行してきたことが多くの研究で明らかにされているが、2000年前後を境に総資産に占める金融資産の割合の一方向的な拡大はほぼ止まっている¹。

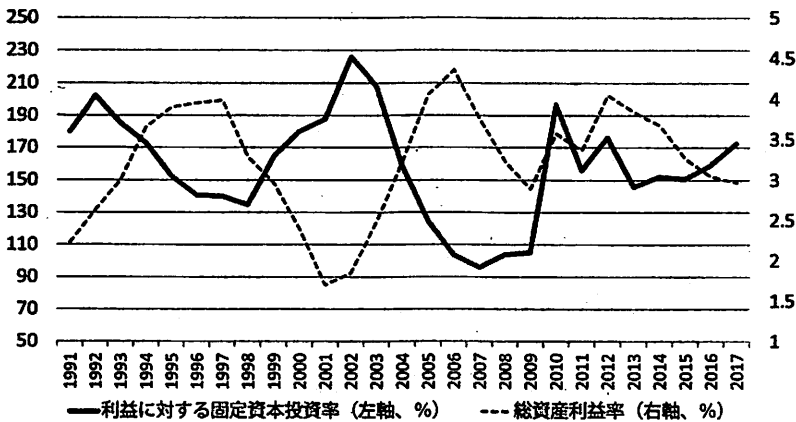
1 非金融企業の保有する金融資産の総資産(実物資産+金融資産)に対する割合は、1990年に36.9%であったがその後、2000年には資産の半分を金融資産が占めるに至った(51.8%)。しかし、その後50%前後で推移しており、2017年の割合は48.9%となっている。以上はFRB, *Financial Accounts of the United States* による。

ここから推測されるのは、利益は金融資産の蓄積のみならず、実物資産への投資もまた行われてきたのではないかということである。

そこで非金融企業が利益を次の固定資本投資にどれほど回したか（現実資本の蓄積がどの程度行われたか）を図1からみると、1980年代中頃をピークにその割合は傾向的に下落しつつあったものの、この10年足らずの間は持ち直し、比較的高い水準が続いていることが確認できる。すなわち世界金融危機の後も蓄積額は維持されるか、むしろ増大傾向にあり、増大した企業利益は、一方的に金融資産に流れ込んだのではなく、实体经济における蓄積にも向けられてきたのである。

とはいえ、アメリカ経済は依然として長期停滞基調を脱していない。GDP比の純投資の規模でみても、ITブームや住宅ブームの時期などには若干の上昇があったものの、基本的には下落傾向を免れてはおらず、現在もその状況は変わっていない。すなわち、超低金利環境にあってもアメリカ経済は長期停滞下での「適温経済」にとどまっているといえよう。

図1 非金融企業の利益率・固定資本投資割合



注) 利益率は固定資本残高を利益で除したもの
出所) FRB, *Financial Accounts of the United States*

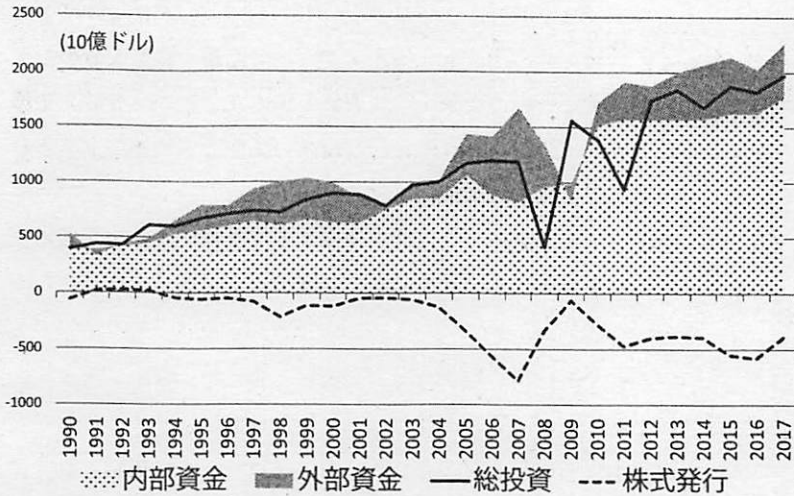
(2) 外部資金調達と金融緩和

さて、金融緩和が実体経済へ与えた影響をみるためには、それが企業の資金調達に与えた影響についても検討しておく必要がある。

図2は、非金融企業の総投資（実物資産＋金融資産）を賄う内部資金（利益－税－配当＋減価償却）と外部資金の内訳を示している。この図が示すことは、①内部資金が2008－09年を境に急増していること、②総投資はほぼ内部資金額に等しいこと、とはいえ③本来内部資金に加えるべき株式の新規発行を内部資金とは別にみても、マイナス（すなわち調達ではなく自社株買いを通じた償却）を記録しており、その分だけ実際の内部資金は減少すること、④外部の資金は危機直前も大きく増えたが、危機後はまた継続的に大きな額が続いている、などの諸点である。大まかに理解するならば、総投資（実物＋金融資産投資）への投資は先にみた大きな利益によって賄われ、調達した外部資金は自社株買いに充てられているというように理解できよう。こうした構図は危機直前にも大規模にみられはしたが、それは一時的なものであって、危機後には継続的かつ大規模に行なわれているのである。

この外部資金増加の中心にあるのは銀行借入ではなく、社債によるものである。マクロ的な観点から見てみても、金融緩和政策によってマネタリー・ベースは2014年の緩和縮小まで3度にわたって急増したものの、年末ごとのマネーストック（M2）の伸び率は1990年代末から2000年代前半までの平均と同程度のものであった。すなわち、金融緩和が目的に達するための重要なルートである銀行貸出はほとんど増えておらず、緩和による長期金利の低下が債券の発行を通じた企業の外部資金調達を促してきたのである。2014年の利上げ開始以降もその構図に変化はみられず、おおむね横ばいで推移する国債利回りとリスク資産の社債利回りとの差である社債スプレッドは縮小を続けている。もちろん想定された銀行貸出の増大というルートと違ったとしても、こうした調達が投資に利用されるのであれば

図2 非金融企業の内部資金と外部資金



出所) FRB, *Financial Accounts of the United States*

望ましいであろうが、先にみたように、こうした調達資金は固定資本投資に利用されず、その限りにおいて実体経済の拡張を促してはいない²。

2. 世界金融危機と金融規制

(1) 金融規制の強化

世界金融危機の反省と10年の変化を考えると、国際金融規制とその

- 2 金融緩和政策の効果がインターバンク市場からより広い意味での金融資本市場へとシフトしているという事態は、FRBが引き締めへ転じると今度は「引き締めが引き締めになりにくい」環境をも生み出している。BIS(2017)は、FRBの金融政策の正常化過程においても長期金利が上昇せず、株高も進行していることから、事実上、金融政策の正常化は進んでいないのではないかという問題を提起している。

反応についても検討しておく必要がある。

世界金融危機以降の国際的な金融規制・監督は、G20が方向付けを行い、金融安定理事会（FSB）が基準策定プロセスの監視と調整を分担して担いつつ、各国は決定された規制・監督方針を国内法、ルールとして整備するといったプロセスで行われ、国際的な規制の強化と協調とが進められている。そのポイントは3つに集約できる。

第1は、金融システム全体の安定性を確保するマクロプルーデンスの視点を重視し、それを強化することを前提に制度づくりが進められるということである。

第2は、世界の金融機関の自己資本比率規制を強化し、金融システムの流動性を強化することにある。とりわけバーゼルⅢでは、リスクアセットベースの自己資本比率規制を中心としつつも、グローバルな規制としては初めて十分な流動性を持つことも要求し、流動性カバレッジ比率（LCR）と安定調達比率（NSFR）も導入された。また、金融システム上重要な金融機関（SIFIs）という区分が導入され、金融システムに及ぼす影響の大小に応じて基準に取り扱いの差をつけるとともに、景気循環あるいは信用の拡張・収縮状況に応じて基準を変動させるという従来にない着眼点加えられている。

第3は、SIFIsのいわゆる Too big to fail の問題にかかわる課題に対する取り組みである。2011年にFSBは、金融システムの混乱や納税者負担を伴わないかたちでのSIFIsの破たん処理に関する国際的標準を策定し、これを受けて各国で改善が進められている。また、2013年にはグローバルなシステム上重要な金融機関（G-SIBs）が実質的破たんした場合に備えて、損失を吸収できる債務を発行することで総損失吸収力（TLAC）を高めることが求められるようになった。

こうした国際的な方向づけが進むなか、アメリカではオバマ政権下で金融規制改革を積極的に推進し、2010年には包括的金融規制改革法である

ドット・フランク法を成立させている。同法は G20 が主導する国際金融規制改革をアメリカ国内で実施するための条項が多く含まれており、システム上重要な金融機関に対する金融監督体制の整備、リスクの高い業務に対する規制（ボルカー・ルールなど）、金融機関の破たんにもなう納税者負担の回避、消費者や投資家の保護など、幅広い分野で帰省を強化する内容をもつものである。

(2) アメリカの金融規制とその「反転」

以上のような金融規制の強化によって、アメリカの金融機関および投資家のリスク行動は制約を受けているとの指摘や各銀行の健全性強化が進んだことを指し示す指標も出されるようになった。このことから、金融機関行動の変更を通じた「カネ余り」や金融活動の膨張が反転する可能性を示唆するような見解もみられるようになっている。

では、こうした規制の強化は金融活動の膨張やその結果としての金融危機の再燃を防ぐのか。このように問題を立てたとき、3つのことを考慮しなければならない。

第1に、レバレッジ比率の低下という事態が金融規制を理由にしているのか否かという点である。危機以前から金融機関は实体经济の低成長を反映して収益性が低下し、それを補うためにトレーディング業への依存を高めてきた。その帰結が先の金融危機であったのだが、規制に適應するようにトレーディング部門を縮小し、従来のビジネスモデルに回帰しても収益性の問題は解消されるわけではない。そこで業務の「選択と集中」とが必要になるのであるが、その過程で生じている銀行借り入れ需要の低迷や金融イノベーションの停滞が今日の低リスク状況を生み出し、結果として規制がクリアされているとすれば、規制の効果および金融危機を生じさせてきた根底が変わっているとは言い難い。

第2に、金融の自己崩壊を起源とする世界金融危機が实体经济へ影響を

与えたという順番に立って一連の規制強化の考え方が構築されているという点である。しかし、金融資産の蓄積と金融的利益の高い収益性を強いた原因が実体経済の低成長にあるとすれば、金融規制の強化は根底にある問題への解決策ではないことになる。

トランプ政権誕生以降、金融規制を緩和させようとするいくつかのアイデアが登場しているのは、これらの結果ではなかろうか。この点が第3点である。たとえば、トランプ大統領は金融規制改革に関する「原則」を示し、財務長官に対する現行の規制のレビューと大統領への結果報告を求め（2017年2月大統領令）、この大統領令に対して財務省から報告書が公表されている。現政権が初めて提案した金融規制改革の提案である同報告書は、その狙いについて中小金融機関に対する規制を緩和し、中小企業への貸出しを増やし、経済の活性化および雇用を促進させることにあると説明しており、具体的にはストレステストの対象となる銀行資産基準の引き上げ、また総資産100億ドル以下の銀行に対してはボルカー・ルールの適用を免除するなど、ドット・フランク法の枠組みの中で、ボルカー・ルールの基準を緩和することが提案されている。他方、議会下院もまたドット・フランク法などの規制は、中小企業や低所得のアメリカ人の基本的な金融サービスへのアクセスを困難にし、経済成長を損なうことから、ボルカー・ルールの廃止を含むドット・フランク法を改正する内容を盛り込んだThe Financial CHOICE ACTを可決している。

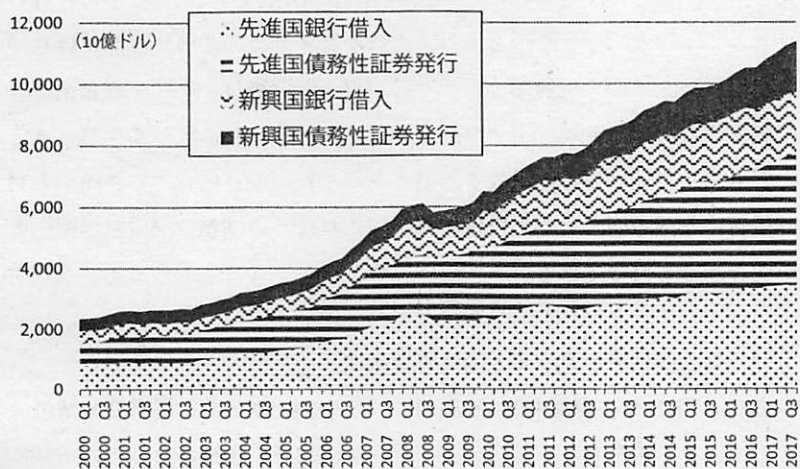
現段階においてこれらの試みがどのように調整されるかは不透明である。しかし、いずれの金融規制改革も基本的には中小金融機関に対する規制緩和を志向しながら、大規模な金融機関に対するそれへの動きもみられる。実体経済が低調であり続ける中で、金融規制は「反転」の可能性を強めているのである。

3. 金融政策とドルの国際的役割

(1) ドル建て債務の増大と「緩和マネー」

金融政策や金融規制について論じるとき、アメリカの場合にはさらに国際的な資金循環に与える影響についてもまた検討しなければならない。たとえば利上げ局面において懸念材料として近年取り上げられることの多い、アメリカ以外の非銀行部門によるドル建て債務の増大という点からこれを考えていこう。

図3 アメリカ以外で非金融部門が有するドル建て債務



出所) BIS, Global liquidity indicators

危機以前からアメリカ以外の先進・新興諸国は、多くのドル建て債務を負い続けてきた(図3)。こうしたドル債務の急増は、新興国については債務不履行や資本の流出による為替相場の急落という懸念を引き起こし、先進国については世界金融危機直後に生じた「ドル不足」の再燃を想起さ

せる。すでにドルを利用した投資のためのドル需要とそれに際するドル調達コストの上昇という意味での「ドル不足」生じているものの、ここでの「ドル不足」は世界金融危機直後に生じ、国際的な資金循環を一気に縮小させたそれである。

世界金融危機に至るまでの間、アメリカ経済の活況と世界経済の安定に支えられてドル建ての債務は上昇を続けた。アメリカは経常収支赤字拡大と対外投資を積極的に実施することで非居住者保有のドル資産を急増させ、そうしたドル建ての資産が形態と持ち手を変えることによってグロスの巨額な対米投資となって「還流」する条件を自らつくりだしてきたのである。当該期のドル建て債務上昇はそうした国際資金循環の一部の姿であったが、その資産の持ち手を特徴づけたのは、銀行間市場、MMFなど銀行以外のノンバンク等からドルを取り入れ、それをアメリカの証券化商品に投じていたヨーロッパの金融機関であった。世界金融危機はこうした資金循環の逆転、すなわちヨーロッパの金融機関のドルの取入れの困難を生じさせるとともに、アメリカの経常収支赤字の（がそれ以前と比べての）縮小と対外投資の急減を通じた対米投資の減少、それゆえの国際金融取引の縮小とを引き起こしたのである。

(2) 量的緩和下で委縮する国際資金循環

では、FRBの金融緩和の継続はアメリカを中心とする国際資金循環にどのような影響をもたらしたのであろうか。数多く指摘されるのは、先にみたドル建て債務の急増に通ずる「緩和マネー」の膨張あるいは国際流動性の供給であろう。想定されるのは、低金利という環境下にあるアメリカ国内で流動性が創出され、その一部がアメリカのグロスでの対外投資となって世界的な流動性を増加させるというルートである。こうした流動性の発生そのものを否定することはできないが、ここで確認しておかなければならないことは、金融緩和期にはこうした流動性の供給や資本取引がかつて

を上回る規模で生じているわけではなく、むしろアメリカを軸とする国際的な資金循環は委縮したものであったという点である。

上述のように、アメリカからのグロスの対外投資は、非居住者保有のドル建て資産として形態を変えて保有される。そこで非居住者が保有するドル建ての金融資産残高（直接投資を除く）の平均伸び率を確認すると、1990年代後半には16.0%、2001-07年には14.1%であったのに対し、2008-17年の平均は5.3%に過ぎない³。これは裏を返せば対米投資の源泉となるドルの提供元であるアメリカからの対外赤字が小さくなっていることを示している。経常収支赤字はピーク前の3分の2、アメリカからの対外投資も平均すればピーク時の半分程度にすぎない。このことが対米投資の小ささ、したがって非居住者がアメリカに保有する金融資産残高の伸びの低調さの原因となっている⁴。すなわち、先にみたドル建て債務の増大は、「アメリカの金融緩和→マネーストックの増大→新興諸国をはじめとする海外投資」という新しいドルの注入が拡大したという点に大きな原因があるわけではなく、例えば典型的にはユーロドル市場での取引が繰り返し行われた結果ということになる。その背景にあるのは、アメリカの金融緩和を契機とするさまざまな国際的取引金利の低下である。

過去に比べて増加ペースの鈍い非居住者保有ドル資産ストックが、各国の成長率格差とアメリカの低金利を出発点とする各種金融商品（とりわけ金利感応的な商品）の価格と収益性の低下を背景に持ち手と形態の変化を促し、その回転数が上昇することでアメリカ以外の非金融部門保有ドル建て債務が積み上がっているのである。2000年代後半までにみられた積極

3 いずれもFRB, *Financial Accounts of the United States* による。なお、2節で触れたように、国内のマネーストックの伸びも大きなものではない。

4 非居住者保有のドル建て金融資産残高の前年比伸び率は2015年にマイナスになったものの、翌年には急上昇し、2017年には危機後最高の伸び率と史上最高を記録している。

的なアメリカの対外投資を起点にするドル建て債務の増大とはこうした意味で大きな相違があるといえよう。

このように、アメリカを軸とする国際的な資金循環という視点から見たとき、アメリカの金融緩和期とそれ以前との違いの一つには、「緩和マネー」の供給というイメージとは裏腹に、以前に比べてアメリカが提供する流動性が小さなものになっているという点を挙げることができる。その理由の一つが金融規制の強化にあることは想像に難くない。しかし上述のように、その規制強化は「反転」の可能性が高まっている。アメリカをはじめとする先進資本主義国における低成長とそこから遊離して運動させざるをえない金融資産の増大といった事態は変わらず、規制の強化が「反転」することの帰結はマネーゲームの復活、依然としてドルを中心とする国際金融取引であり続ける可能性は高い。

むすびにかえて

「金融緩和が遺したもの」という共通テーマに即して本稿を振り返るならば、以下の点を指摘できよう。

第1に、アメリカでは「緩やかながら景気期の拡大」が生じており、その限りにおいて金融政策は本格的な転換を迎えている。しかし、だからと言って実物経済の停滞基調が変わったわけではない。緊急事態への対処としての金融措置には一定の効果があつたとしても、金融危機以降の事態は、金融緩和には限界があるという点を明確に示したのではなからうか。またそれとかかわって第2に、底流に流れ続ける現実資本蓄積の停滞と、大規模な金融・財政政策の結果としての金融資産の膨張、その結果としての格差拡大である。

最後に、根底にある現実資本蓄積の停滞を打開するための自由な金融活動に対する欲求と、国際金融規制とソフトガバナンス体制の構築という古

くて新しいせめぎあいの復活ということにはかならない。

【参考文献】

- 奥田宏司 (2017)『国際通貨体制の動向』日本経済評論社
 北原徹 (2017)「ポスト・リーマンの米国金融と金融肥大化の終焉」『立教経済学研
 究』第71巻第2号
 小西一雄 (2016)「資本主義の『金融化』とは何か」『研究紀要』第21号
 ——— (2014)『資本主義の成熟と転換』桜井書店
 高田太久吉 (2015)『マルクス経済学と金融化論』新日本出版社
 立石剛 (2010)「アメリカ経済の金融化について」『経済学論集』44巻2・3号
 田中隆之 (2014)『アメリカ連邦準備制度 (FRS) の金融政策』きんざい
 中本悟・宮崎礼二編 (2015)『現代アメリカ経済分析』日本評論社
 牧野裕・紺井博則・上川孝夫編 (2017)『複合危機』日本経済評論社
 BIS (2017), "A paradoxical tightening?," *Quarterly Review*, December.

【コメント・一般討論への回答】

1. 上川孝夫氏のコメントへの回答

非伝統的な金融政策において意図された波及ルートは、①大規模資産購入で行われた国債購入によって、長期金利を低下させ「より広範な金融情勢の緩和を促進する」こと、②同じく民間資産購入によって、金融安定化策に加えての住宅投資の刺激を目指すとともに、QE3の時にはまた住宅ローン市場のサポートによる「より広範な金融情勢の緩和の促進」を目指すものであった。また③フォワードガイダンスによっては、長期金利の低め誘導と、設備投資増加などの実体経済の刺激を通じた成長期待形成が目指されていたと考えられる。報告で触れた銀行貸し出しのほかにも、「より広範な金融情勢の緩和」が今回の金融緩和の特徴であったというのは指摘の通りである。とはいえ、「広範な金融情勢の緩和」で期待される結果として実物経済の投資拡大があったことを考えると、FRBにとって非伝統的な手法を用いた金融緩和の結果は必ずしも期待通りではなかったのではないかというのが報告の趣旨であった。むしろ、報告の通り社債等の発行による自社株買いの促進など、金融化現象の促進が招かれた可能性も高いのではないか。また、危機後は家計債務は伸びていないものの、CLOなどが増えている点もまた危うい副作用なのではなからうか。

大手金融機関の規制については、その「効果」について考えてきたが、むしろ金融革新との関係のなかで自らの一種の既得権益を守るために規制が必要とされているという指摘は大変勉強になった。現段階においては金融規制の強化が金融機関の行動を縛るような状況にないというのがわたくしの評価で、したがって既存の体制を維持するという上でも役立っているのではないか。

危機以降、アメリカからのドルの供給は拡大しておらず、アメリカの金利低下をはじめとする国際的な低金利環境が、ユーロ市場等を通じた国際的な資金移動を引き起こしている。ドル債務の増大というとき、この認識が重要であるという点が報告の趣旨であった。とはいえ、そうした国際資金循環上の変化はあっても、借り手がドル債務を累増させ、それが逆回転を始めることの結果は、上記の相違があろうがなかろうが深刻な事態をもたらす。またドル債務の増加がどこで生じているのか視点も考える必要があることは承知していたが、今回の報告では割愛した。重債務貧困国といういわば新しい市場にまで貸し出しが進むといった実態が何を意味するのかを考える必要はあろう。

2. 建部正義氏のコメントへの回答

今回の金融危機対応のなかにあって、FRB が最後の貸し手機能を果たしてきたという点については異論がない。ただし、重要なことはその過程のなかでFRB が何を購入してきたかであり、その差異を理解することが重要なのであろうと考えられる。よく知られるように、QE1 から3はそれぞれ目的をもって国債あるいはGSEやMBSといった民間資産を購入してきた。上川氏への回答においても触れたが、時々の困難に処するための購入資産の選択がFRB には重要であったと考えている。

とはいえ、共通なことはそれらを通じて「より広範な金融緩和」、すなわち長期金利に働きかけて金利の長期低位安定を実現することを目指していたという点である。これまでの金融政策が短期金利を通じて波及していったのに対し、量的緩和(信用緩和)においては直接に直接金利に働きかけ、それが証券価格などに影響を与えることで市場にインパクトをもたらすという大きな違いは中央銀行の機能よりも市場構造の変化をあらわすものであって、その点については中央銀行の機能・役割という側面のみならず、より広い視点から検討する必要がある。

3. 北原徹氏：「企業利益が金融資産の蓄積に向けられてきた」という場合の資産の内容はどのようなものか。また、「調達した外部資金は自社株買いに充てられている」ということの根拠は、両者が金額的に近いという以外に何かあるか。さらに、「米国の景気回復と金融政策の正常化によりドル中心の国際金融取引が復活する」ということについて、そのメカニズムはいかなるものか。

回答：特定可能な項目でいえば、対外直接投資と売掛債権である。しかし、それら項目よりも多いのは「雑多な資産」と認識されるものである。これらにはGSEへの出資、ファイナンス・カンパニー子会社への出資などのほか、繰延資産、前払費用、「のれん」、他社株式などが含まれていると考えられている。また、次の質問については、より詳細に検討する必要があることは承知しているが、現段階では金額が近いという点で大づかみに理解している。最後の「景気回復、金融政策の正常化とドルの国際金融取引」という関係については、報告ではそうした関係性を述べていない。報告では、危機以降もドルを利用する国際金融制度は変わっていないこと、また金融緩和期にあってアメリカからのドルの供給は世上言われるほど行われていないこと、むしろドルの国際的利用の大きさゆえにアメリカの金融緩和が世界的な金利の低下圧力を引き起こしていること、そのことがユーロ市場などを通じてドル貸借の回転数を上げていることである。

4. 高山洋一氏：「ドル不足」は、ドルの国際通貨・基軸通貨の安定を示すものだという見解があるが、そうした見解をどう評価されるか。

回答：世界金融危機後の事態からも明らかなように、「ドル不足」現象は、その前段階においてドル建ての貸借が実施されており、典型的には何らの理由でそれが円滑にロールオーバーなどされずに返済が迫られるという事態を示している。したがって「ドル不足」が深刻であればあるだけ、それ以前にドルを利用した国際取引が行われたことの証左であると考えられ、その意味においては“何らの理由”がドルに対する不安を示しているとしても、「ドル不足」という現象そのものはドルの安定を示すものであると理解される。とはいえ、それが「ドル不足」とその混乱の収束以降もドルの安定を示すものでなからう。

5. 木村二郎氏：不良債権問題の視点から、今次金融危機でとられた信用緩和と政策が果たした役割をどのように評価するか。

回答：金融危機後の不良債権の発生において金融緩和あるいは信用緩和が果たしてきたことは、信用不安を抑え、また結果的に超低金利が銀行を支援するような形になってきたことであろうと思われる。中央銀行は、金融機関の不足資本の事実上の補填を行ってきたといえよう。しかし信用緩和とそれ自体が不良債権問題を根本的に解決するわけではい。むしろそれは金融政策の枠を超えて金融行政全体を含めて解決されるものであろう。ただこれまでと違うのは、例えば日銀は資本増強を実施して、自分自身のバランスシートをリスクを抱えることを通じた大規模に金融緩和を行っている点であろう。他方、FRBについていえば、報告で論じたように今次の金融危機においても、幾度かのQEを含むアメリカの信用緩和は危機対応策として

効果を発揮したことは明らかであるが、アメリカの不良債権問題を含む債務問題に対してどのような影響があったのかについては、これまで検討してこなかったため、今後の課題とさせていただきます。

6. 小西一雄氏：FRBと日銀、ECBが展開してきた非伝統的な金融緩和政策を内容上区別すべき特徴、相違をどのように考えればよいか。

回答：「各中銀の施策は内容的に区別するところがあるのでは」と問われているが、日銀とFRBとの相違についてだけでいえば、長期金利の継続的な低下を約束しつつ広範な金融緩和状況継続しようとするという目標においては同様のものであると考えている。その上で、内容上について指摘すれば、セキュリタイゼーションの進んだアメリカでは長期金利が貸し出しというよりも証券市場に影響を与えることを通じた作用を期待した資産の買い入れが行われるといった特徴をみることができよう。対して日銀の場合、それが意図するものか行かなかという点はおくとして、実際には為替相場を通じた効果が大きいという点を抜きにその作用を考えることはできないであろう。とはいえ、非常事態としての対応を除けば、日米の大きな差異は、日本が危機以前からのデフレという状況の克服を意識せざるを得ないのに対して、FRBの場合にはインフレ率は低いものの、それ自体を意識しないという点は大きいのではないか。

7. 中野瑞彦氏：金融緩和が金融危機の本質を克服できたかどうかどのように考えるか。

回答：「本質」が何であったのかについては、依然として多くの議論があるところだが、金融緩和策が危機の本質を克服できたかと問われれば、いずれにしてもできていないということになる。例えば金融危機の本質を各種の金融商品の膨張やその自己実現危機だとみれば、金融緩和ではそれは解決できるものではない。他方、実体経済の停滞が本質だとみると知れても、報告で述べたように、金融緩和ができることには制約がある。

8. 近藤昌志氏：金融緩和政策は社会構造のどこ（あるいは誰）を利することになったと考えればよいか。

回答：社会構造というとなんか難しいが、非常に簡潔に言えば、利を手にしたのは金融資産を有していた者あるいはそうした階層ということになる。しかも危機以前のアメリカの成長構造が危機後の諸施策の中で反転して問題が噴出した、クローズアップされたひとつの結果がトランプ政権の誕生であろう。これを生み出した構図、支持層を明らかにしていくことがご質問への回答の近道になる。

欧州中央銀行の金融政策とその評価

星野 郁

(立命館大学)

はじめに

欧州中央銀行の金融政策は、欧州の経済・通貨統合および金融統合との関係抜きには語れない。通貨統合は、1960年代後半に浮上し、EMU (Economic and Monetary Union, 以下EMU) の創設を通じて、経済統合の成果を守ると同時に、ドルに翻弄されない対称的な国際通貨制度の構築を目指していた。計画はブレトンウッズ体制の崩壊によって一旦は頓挫したものの、70年代末にはEMS (European Monetary System) が創設され、80年代末の通貨統合一計画の再浮上に繋がっていく。90年代に入ると、経済グローバル化が進む中で劣勢に立たされた欧州は、通貨統合と金融・資本市場の統合(金融統合)を通じてこれに対抗しようと、ユーロはそのための切り札であった。しかし、ユーロ導入後経済統合やユーロ圏の経済収斂が一向に進まない一方で、金融統合は飛躍的に進展した。ユーロ圏の銀行のビジネスも大きく変容し、積極的な国際化戦略や投資銀行業務を展開するなど、大胆なリスクテイクに走った。そして、グローバルな金融経済危機、それに続いてユーロ危機が起きると、ユーロ圏の銀行ならば金融システムは深刻な危機にさらされることになった。未曾有の危機に対し、欧州中央銀行は、物価の安定を第一の使命とする当初の保守的なスタンスをかなぐり捨て、非伝統的な金融政策をも駆使しながら危機の鎮静

化に努めた。「ドラギ・マジック」と称される大胆な金融政策の打ち出しは、ユーロ圏の崩壊を防ぐ上で決定的な役割を果たしたといえる。しかし、今回の未曾有の危機を引き起こした構造的諸問題の多くは依然未解決のままに残されている。本報告では、危機の発生に至るまでの欧州通貨・金融統合の展開と、危機発生後の欧州中央銀行による金融政策の運営、ユーロ圏の銀行行動や金融構造の変化、銀行監督規制改革を概観し、危機対策の成果と問題点を明らかにする。

1 欧州通貨・金融統合の展開

1.1 通貨・金融統合の戦略的役割

通貨統合は、欧州統合の中で最も重要でかつセンシティブな領域の一つに属し、経済統合と不可分に結びついているだけでなく、欧州統合の盟主であるドイツやフランスにとって死活的利害を有する領域であった。通貨統合は欧州統合の戦略的中枢に位置し、通貨統合なしに欧州統合がここまで深化することはありえなかった。他方、金融統合は、金融資本市場の統合を通じて国境を超えた自由な資金の取引がなされる状況を指し、通貨統合実現のための必要条件とされた。欧州では、既に1960年代半ばに、資本移動自由化の進展を受けて統合資本市場の創設が構想されていたが、その後の国際通貨危機や為替管理の再強化、通貨統合一計画の失敗により実現はならなかった。しかし、70年代末にEMSが創設され、欧州域内の通貨の安定が達成されたことにより、80年台半ばに域内市場統合戦略が浮上し、80年代末にはEMU構想も再浮上する。また、この間に資本移動の自由化も進むなど、通貨統合と金融統合は相携える形で進展した。

ところが、1990年代に入ると欧州経済は再び長期の不況に突入し、EMSも不安定化した。経済のグローバル化が進展する中で、アメリカに対する欧州の劣勢が明らかとなり、新興国による追い上げも強まる中で、

EUは通貨と金融を梃子に新自由主義的な政策をより徹底させる方向で経済の再生を図る戦略に傾斜していく。通貨統合は、経済統合の補完を通じて経済成長と雇用の拡大だけでなく金融統合の進展をも促し、金融市場による規律効果がより強く働くようになることで、財政の健全化や労働市場の弾力化、労働生産性の向上、企業経営効率の改善や産業の再編も促進されると期待された。さらに、金融統合固有の領域では、国毎に分断されていた銀行市場や金融・資本市場が統合され、多様で厚みのある単一金融・資本市場が誕生することにより、企業の資金調達や投資家の資産運用がより容易になり、その結果ユーロ圏レベルで最適な資金の配分を通じて技術革新や経済成長、雇用の拡大が促進されると期待された。かくして、通貨・金融統合は、欧州経済の再生に向けた戦略的な役割を担っていた。

1.2 通貨・金融統合のパラドックス

ユーロ導入後、ユーロ圏内外のクロスボーダーの金融統合は飛躍的に進展した。ユーロ圏の短期金融市場は速やかに統合され、クロスボーダーの資金取引は急速に拡大した。資本市場でも、ユーロ圏各国の国債利回りは最も信用が高くユーロ圏最低のドイツ国債の水準に収斂した。同じく、ユーロ圏の銀行のビヘイビアにも大きな変化が現れた。商業銀行業務中心であったユーロ圏の大手銀行のビジネスは、投資銀行業務に著しく傾斜し、収益の過半を占めるようになった。2005年には、EUで時価主義会計も導入され、株主重視の経営などアングロサクソン流のビジネス・カルチャーや投資銀行ビジネスの浸透に拍車を掛けることになった。同時に、ユーロ圏の大手銀行は積極的な国際化戦略を推し進め、アメリカ市場では証券化商品のビジネスに深く関与することになった。EUの金融監督規制当局も、バーゼルⅡの策定過程において銀行の内部リスク評価モデルの導入を推し進めるなど、欧州の銀行業界の利害を代弁し、リスクテイクを促すルール作りにも積極的に関与した。その一方で、ユーロ圏各国の金融監督規制当局はユー

ロ導入後クロスボーダーの金融取引が著しく活発となっていたにもかかわらず、ユーロ圏レベルで何ら抜本的な対策を取ろうとしなかった。

ところで、アメリカの金融危機とユーロ圏のそれとは、多くの点で共通している。アメリカの場合はノンバンクが、ユーロ圏の場合は銀行がそれぞれ危機の主演となったが、いずれも短期の市場性資金に過度に依存し、それに高いレバレッジを掛けて、デリバティブをはじめとするリスクが高くより長期で流動性の低い金融商品で運用したり、トレーディングに充てたりしていた。資金は多くの場合、住宅及び商業用不動産関連の融資や運用に向けられ、危機発生の際には市場からの資金調達と資産の売却が同時に困難となり、流動性と期間のミスマッチによる流動性の枯渇が生じることになった。

他方で、両者の間には相違もある。アメリカの場合、特に証券化とその破綻が金融危機の中心的な要因となったが、ユーロ圏の場合、不動産貸付債権の売却に関する法的な制約もあって、証券化はそれほど進展しなかった。確かに、スペインやアイルランドでは、銀行の過剰な不動産融資と不動産バブルの崩壊が危機の主要な要因となったが、イタリアのように、国内経済の低迷による銀行の不良債権の積み上がりや、ドイツやフランスの大手銀行のように、クロスボーダーの融資や運用の破綻が危機の主要な原因となったケースもある。何よりもユーロ圏の場合、ソブリン危機の発生により、銀行の保有するソブリン債の損失が急増し、当該銀行ないし当該国の金融システム全般に対する信用不安が高まることにより、市場からの資金調達が困難になったことが危機の大きな原因となった。南欧諸国やアイルランドでは、銀行の救済で膨らんだ財政赤字がソブリン危機の引き金となって銀行危機に跳ね返るというように、銀行危機とソブリン危機のループも生じた。さらに、欧州銀行固有の危機の要因として、通貨のミスマッチも挙げられる。欧州の大手銀行は、アメリカの金融危機発生以前、FXスワップ市場をはじめアメリカ内外の市場から短期のドル建て資金を調達

し、それをドル建て資産への投資に向けていた。しかも、リーマン・ショック発生の後も、フランスを中心に欧州の大手銀行は、MMF 市場からのドル建て資金調達に依存し続け、2011 年末に欧州の金融システムに信用不安が生じた際には、再度深刻な流動性危機に見舞われることになった¹⁾。ユーロの誕生にもかかわらず、ユーロ圏の銀行は、短期のドル建てホールセール市場からの資金調達への依存を著しく深め、通貨のミスマッチも著しく増大させた。

2 欧州中央銀行の金融政策の展開

2.1 欧州中央銀行の金融政策とガバナンスの特徴

欧州中央銀行は、物価の安定を第一の使命とし、そのために独立性が保障されている。EMU を主導していたフランスやイタリアにとって、ドイツの参加なしにはおよそ EMU は無意味であり、両国は欧州中央銀行理事会の多数派を握ることによってドイツを抑え込み、金融政策運営の主導権をにぎることを狙っていた。他方、ドイツ政府は、EMU の創設には同意したものの、EMU の創設に懐疑的で物価の安定に強い拘りを持つ国内世論を説得する必要に迫られていた。かくして、欧州中央銀行はドイツの強い意向によりドイツ連邦銀行に似せて創られることになった。総裁こそ出さなかったものの、チーフ・エコノミストにはドイツ連邦銀行の理事で同行の理論的支柱であったイッシングを据え、金融政策運営のコンセプトや組織構成の面でも当初ドイツ連邦銀行の影響が濃厚であった。為替レート政策はユーロ圏財務相の権限に属し欧州中央銀行は、為替レートは市場が決めるものとビナインネグレクト政策を装っていたが、実際には緩やかな騰貴を望んでいた。というのも、ユーロの騰貴は、金融市場の信頼の向上

1 Van Rixtel, A. & Gasperini G. (2013) p. 14.

とインフレの抑制につながるだけでなく、絶えざるマルクの騰貴がドイツの産業の国際競争力を鍛えたのと同様、ユーロ圏の産業に国際競争力向上の圧力として働くからであった。ユーロ参加のための収斂基準やユーロ導入後の財政規律維持のための安定成長協定締結を強く迫ったのも、ドイツに他ならなかった。欧州中央銀行だけでなく EMU の構造そのものに、ドイツの影響が色濃く反映されていた。

とはいえ、欧州中央銀行はドイツ連邦銀行の単なるコピーではない。その最大の特徴は、同行が複数の主権国家から成るユーロ圏の超国家的な中央銀行であることにある。ユーロ圏は、単一通貨圏といいながら、経済・産業構造や国際競争力、金融システムのあり方も異なる複数の国々から構成されている。また、通常中央銀行であれば、政治権力をバックに民主的な負託が与えられ、金融政策の遂行にあたり民主主義的正当性が担保されているが、欧州中央銀行はそうした基盤を欠いている。通貨統合とは、「貨幣と国家の結び付きを断ち切ろうとする試み（イングランド銀行キング元総裁）」²に他ならなかった。そうした欧州中央銀行の特性は、金融政策の運営の困難さにも反映されている。

例えば、欧州中央銀行が設定可能な金利水準は1つしかない。それは必然的にユーロ圏の平均値に近いものにならざるを得ない。しかし、インフレ率の乖離を所与とすると、当該金利水準はある国々にとっては高過ぎ、他の国々にとっては低過ぎる水準となり、結果としてユーロ圏のどの国にとっても相応しくない水準とならざるを得ず、結果的に不均衡の増大を後押しすることになる。同様のことは、為替レートにも当てはまる。ユーロの対外為替レートは、ユーロ圏のある国々にとっては過大評価となり、他のある国々にとっては過小評価とならざるを得ない。実際、ユーロ導入後ドイツは当初こそ割高な実質為替レートに苦しんだものの、賃金・物価の継

2 King (2016) p. 247.

統的な抑制を通じて趨勢的に競争力が改善した。他方、南欧をはじめ他のユーロ圏諸国は、賃金・物価の上昇により実質為替レートの騰貴に苦しむことになった。欧州中央銀行の金融政策の円滑な運営のためには、ユーロ圏の経済収斂と競争力の平準化が望ましいが、そのようにはならなかった。そして、未曾有の危機の発生は、欧州中央銀行と同行の金融政策のあり方を大きく変えていく。

2.2 危機を通じた欧州中央銀行の変貌

欧州中央銀行の金融政策は、危機の発生を受けて、物価の安定からユーロ圏の金融システムの安定化へシフトした。シフトはトリシェ総裁からドラギ総裁への交代の時期とも重なり、ゴールドマン・サックスでの実務経験を通じてマーケットをよく知るドラギ総裁の下で、欧州中央銀行の金融政策は以前には想像もできなかったような変貌を遂げた。政策企画・立案、管理部門でドイツ離れが進行すると同時に、金融業界との交流が著しく深まった。欧州中央銀行の「変身」は、金融業界との交流の深まり抜きには考えられない。欧州中央銀行は、物価の安定を至上命題としテクノクラートに支配される頑迷で保守的な中央銀行から、金融市場や金融業界の動向に極めて敏感でプラグマチックに行動する中央銀行へと変身を遂げると同時に、同行の金融政策は濃厚な政治性を帯びるようになった。ユーロ加盟国の経済政策の運営に頻繁に口出しするようになり、時には国内政治にさえ介入するようになった。2011年秋にイタリアで経済危機が深刻化した際には、トリシェ前総裁とドラギ次期総裁が連名で当時のベルルスコーニ政権に対し抜本的な歳出削減や公共サービスの自由化、賃金交渉制度や雇用法の改正など、中央銀行に付託された権限を越えるような構造改革の実行を迫り、結果的にベルルスコーニを退陣に追い込んだ。2015年初めに起きた3度目のギリシャ危機の際には、資金供給の停止をちらつかせ、反緊縮政策を掲げるティプラス政権を屈服させた。

もっとも、欧州中央銀行の振る舞いはこのように大きく変貌を遂げる一方で、同行の金融政策の中心は、一貫して「ユーロ圏の銀行による民間部門への融資の回復」に置かれている³。ノンバンクが危機の主役であったアメリカとは異なり、ユーロ圏では銀行が主役で、危機の発生により軒並み深刻な流動性危機さらには支払い能力の危機に直面することになった。銀行が機能不全に陥ることで、ユーロ圏の金融システム全体が危機にさらされると同時に、銀行に著しく依存している南欧諸国をはじめとするユーロ圏の実体経済も、危機に瀕することになった。そのため、欧州中央銀行は、政策金利を断続的に引き下げ、固定金利で割り当て限度額一杯に銀行に流動性を供給する一方、各国政府も直接の資本注入や債務保証の提供を通じて銀行の救済に走った。また、政策金利の引き下げと並行して、2010年5月から2012年2月にかけては、SMP (Securities Markets Programme) を通じてユーロ圏周辺国の国債の限定的買入れ (2100億ドル) を、2009年7月から2010年6月と、2011年11月から2012年10月には、CBPP (Covered Bonds Purchase Programme) を通じてカバード・ボンドの買入を行なった。さらに、欧州の銀行の流動性危機が深刻化した2011年末から2012年初めにかけては、2度にわたり LTROs (Long-Term Refinancing Operations) を実施し、総額1兆ユーロの3年物低金利の資金供給を行うことで、ユーロ圏の銀行の危機を救った。そして、2012年夏金融市場の動揺が頂点に達した時には、ドラギ総裁が「ユーロを救うためなら何でもする」と発言、9月には OMT (Overnight Monetary Transaction) を通じてユーロ圏の国債を無制限に買う用意があることを公表し、以後金融市場の動揺は鎮静化に向かった。

2.3 非伝統的金融政策へのシフトと量的緩和策の評価

3 白井 (2016)

しかし、急性の危機が収まる一方で、2013年以降ユーロ圏のインフレ率は傾向的に低下してデフレ傾向が強まり、イタリアなどユーロ圏の高債務国は債務負担の増大に苦しむことになった。同時に、FRBや日銀が量的緩和を継続しバランスシートを拡大させる一方、欧州中央銀行のバランスシートは、LTROsの返済が進み縮小した結果、ユーロ圏の金融条件は相対的に引き締まり、それがユーロ高へと繋がった。ユーロは、2013年以降の2年間にドルをはじめ主要通貨に対して10%騰貴し、南欧諸国やコア諸国では特にフランスの国際競争力の悪化をもたらすことになった。ユーロ高は、内的減価圧力の増大によりこれらの国々の構造改革を通じた競争力の改善やユーロ圏の経済収斂を促す梃子となる筈であったが、そうはならなかった。そのため、欧州中央銀行は、量的緩和を中心とする非伝統的金融政策の遂行を通じて、債務負担軽減のためのインフレ促進と同時に、競争力回復のためのユーロ安への誘導を図った。それは、同行の為替レート政策の明確な転換を意味した。2014年6月に欧州中央銀行への預金金利を-0.1%に引き下げるマイナス金利政策を導入したのを皮切りに、2015年3月からは毎月600億ユーロ相当のユーロ圏の国債やEU機関債の買入れを行うPSPP (Public Sector Purchase Programme)を開始して本格的な量的緩和に踏み切った。

量的緩和策の実施に関しては、当初ユーロ圏の国債の買入れは事実上の財政ファイナンスにあたるとして反対が強かったことから、2014年10月よりABS (Asset-Back Securities)を購入するABSPP (Asset-Back Securities Purchase Programme)が導入された。ABSPPは、証券化の再生を支援するプログラムの一環でもあり、CBPS3を通じて3回目となるカバード・ボンドの買入れも開始された。しかし、民間債券の買入れだけでは政策効果は限られていたことから、ユーロ圏の債券市場で最大の規模を有する国債が買入れの対象となるのは自然の成り行きであった。PSPPを通じたユーロ圏の国債の買入れは、欧州中央銀行が2割、残りを各国中

中央銀行がその持ち分のウェイトに応じて自国国債について行い、損失発生の際には当該中央銀行がそれを負う仕組みとなった。2016年6月からはCSPP (Corporate Sector Purchase Programme) で社債の購入にも踏み切った。社債市場はフランスを中心に偏りが見られ、市場の規模も大きくないことから、当初は買入れの対象にならなかった。しかし、その後の2年間に1430億ユーロも買入れたと見られ、欧州中央銀行は選択的な信用配分により産業政策の領域にも踏み込んだといえる。かくして、APP (Assets Purchase Programme) により、2015年以降欧州中央銀行のバランスシートは著しく拡大した。2016年4月からは月額を買入れを800億ユーロにまで引き上げた。

こうした欧州中央銀行によるユーロ圏の国債の大規模な買入れが、ソブリン危機の鎮静化に貢献したことは間違いない。国債の買入れそれ自体に加え、ユーロ圏の金利の低下を通じて、コア諸国での運用難に直面した資金がより高い利回りの見込める周辺国に移動することで、危機によって生じたユーロ圏の金融・資本市場の分断の修復が進み、周辺国の国債市場の安定化につながった。しかも、ユーロ圏の銀行は、国債を欧州中央銀行とのレポ取引にも使っていたことから、国債市場の安定は銀行の資金調達コストの低下にもつながった。ABS債やカバード・ボンドの買入れにより、銀行や投資家が大きな恩恵を受けたのも間違いない。社債についても同様である。さらに、量的緩和は、株価や不動産価格を押し上げ、危機で暴落していたアイルランドやスペインの不動産価格は、危機以前の水準ないしはそれを上回る水準にまで回復し、両国経済を押し上げる効果を持った。

しかし、量的緩和がユーロ圏全体の实体经济やインフレ率の押し上げに効果を上げたのかについては、意見が分かれる。ユーロ圏の景気拡大は緩やかに続いていたものの、それが明確な形で表れたのは2017年の春であっ

た。フランスの大統領選挙で親 EU 路線を掲げるマクロンが勝利したことを受けて、欧州統合の先行きに対する悲観論が後退し、景気拡大に弾みがついた。資金調達コストの低下に加えて与信が回復し、引当金が減少することで、銀行の収益も緩やかな回復に向かった。しかし、銀行による与信の伸びは緩やかで、それも住宅向けが中心で銀行の収益は依然低い水準にある一方、極端な低金利は、金融機関の収益を圧迫し、より高い収益を求めてリスクテイクに走らせている。資産効果と併せ、量的緩和は資金配分の歪みをもたらしていることは間違いない。

さらに、ユーロ圏の実体経済の回復についても、それが量的緩和の成果といえるかどうかは、必ずしも明確ではない。ユーロ圏の内需が力強さを欠く中で、一足先に危機を脱したアメリカ向けに自動車を中心とする輸出が増えたことが、ユーロ圏の景気拡大の一因となったのは明らかで、最も大きな恩恵を受けたのはドイツであった。なるほど、量的緩和がユーロ圏を促し輸出の増大に結び付いた限りで、実体経済へのプラスの効果を生んだともいえないが、ユーロ圏では、景気の拡大とインフレ率の上昇を受けて、2018 年中にも資産買取りプログラムの終了が予定されている。しかし、APP だけで 2 兆ユーロ、総額で 4 兆ユーロを超える水準にまで拡大した欧州中央銀行のバランスシートの縮小には、今後何年もかかる見込みであり、量的緩和の効果に対する評価を下すのは時期尚早であろう。

3 ユーロ圏の金融システムと金融規制、経済・通貨統合の行方

3.1 ユーロ圏の銀行行動の変化と危機の後遺症

ユーロ圏の銀行は、危機後金融規制の強化を受け、また自らの経営判断に基づいて業務の見直しを進め、総じて伝統的な商業銀行ビジネスおよび国内ビジネスへの回帰が見られる。

ユーロ圏の銀行は大手行を中心に、自己資本比率の引き上げを図り、普通株の Tier1 比率は 15.4% へ上昇した⁵。同じく、連結資産が 2008 年から 2016 年にかけて 14% 減少するなど資産圧縮を進め、レバレッジと同時に国際的なエクスポージャーを引き下げた⁶。負債面に関しては、危機以降ホールセール市場からの資金調達低下し、一般顧客預金への依存が高まっている⁷。また、危機の主要な要因となったドル建て資金の調達に関しては、ユーロ圏の大手銀行によるそれは大きく減少した⁸。しかし、フランスの大手銀行は依然ドル建て資金の調達を続け、アメリカの規制によって資金調達が困難となった MMF 市場から FX スワップ市場に調達先をシフトさせ、その限りで期間・流動性のミスマッチ同様通貨のミスマッチも解消されてはいない。また、資産・運用面では、無担保取引から担保付き取引へシフトし、レポ取引が拡大している。他方、コストのかかるトレーディング業務を縮小し、マーケット・メーカーからの撤退も見られる。銀行の本業といえる融資は、危機後長く伸び悩んでいたが、2017 年以降漸く回復傾向にあり、この面では欧州中央銀行の金融政策が功を奏しつつあるといえるかもしれない。

しかし、危機の後遺症は、ユーロ圏の銀行の構造的不振、経営上の脆弱性に表れている。危機後ユーロ圏の銀行が経営不振に喘ぎ低迷を続ける一方、JP モルガンやゴールドマン・サックスら米系投資銀行は華々しい復活を遂げ、グローバルな舞台上で 1 人勝ちの様相を呈している。ユーロ圏の銀行も、危機後不良債権の処理や経営戦略の見直し、支店の統廃合などのリストラを進めてきたが、収益性は低いままとなっている⁹。ユーロ圏の

5 Ibid. p. 43.

6 Borio, C. McCauley, R. and McGuire, P. (2017) p. 47.

7 ECB (2017) p. 36.

8 Borio, C. McCauley, R. and McGuire, P. (2017) p. 47.

9 ECB (2017) p. 42.

銀行全体としてのコスト効率は改善しているものの、専ら大手銀行によるもので、中規模銀行では逆に悪化しており、経営面で格差が鮮明となっている。銀行同盟の創設にもかかわらず、危機以前に活発に行われた国境を超えるユーロ圏ないしEU規模でのM&Aを通じた再編は大きく減少し、国内においてさえ活発ではない¹⁰。

また、危機以降、銀行に対する規制強化と銀行ビジネス低迷の間隙を突いて、ノンバンクによる金融仲介も顕著に増加した¹¹。低イールドに苦しむ保険会社（特に生命保険会社）は、ハイイールドの資産（社債や金融債）への投資を増やした。また、ノンバンクの中でも投資ファンドやFVC（Financial Vehicle Corporation）は、絶対額ではそれほど大きくないものの、2008年12月以来資産を80%以上増大させた。非金融企業による社債の発行を通じた資金調達も増えている。もっとも、こうしたノンバンクによる銀行に代わる金融仲介が、今後もユーロ圏で進むかどうかは不明である。

確かに、社債市場は、低金利や欧州中央銀行による買入れプログラムによる支援もあって、活況を呈している。しかし、その持続的な継続的な発展可能性については未だ不透明で、エクイティ・ファイナンスは引き続き低迷している。また、欧州中央銀行やEU金融当局は、証券化の再生に加えて、中小企業の資金調達をより容易にする手段として、銀行の企業向け融資債権を担保として発行される証券市場の育成を図ろうとしているが、肝心の証券化市場は低迷したままとなっている¹²。

3.2 金融監督規制の強化とその限界

金融危機発生後、銀行の暴走を看過した金融監督規制当局、多額の税金

10 Ibid, p. 29.

11 Ibid, p. 7.

12 Ibid., p. 65.

や流動性を提供して銀行の救済を図った各国政府や中央銀行に対しても、厳しい批判が向けられた。それを受けて、国際的な金融監督規制組織であるバーゼルの銀行監督委員会は、バーゼル3の策定に着手し、リスク資産査定 of 厳格化や自己資本比率の引き上げ、特にグローバルに活動し金融システム上重要な大手銀行に対しては追加的な資本バッファを課すと同時に、新たにレバレッジ比率、流動性カバレッジ比率、安定調達比率に関する規制を導入した。バーゼル3は、2022年から段階的に導入され、27年に完全実施となる。ユーロ圏でも、銀行同盟の創設同時に欧州中央銀行はユーロ圏の大手銀行に対する監督規制権限を手に入れ、バーゼル3の導入を睨んで業務を遂行している。しかし、果してそれで危機の再発を防げるであろうか。

金融危機の主要な要因として、流動性リスクが益々意識されるようになっている。危機の際には、突如流動性が枯渇し、資産の投げ売りや資産価格の暴落を招き、それが銀行の破綻に繋がった。また、危機以降の規制強化によりコスト負担が重くなったことから、銀行はマーケット・メイキングやトレーディングから撤退し、金融市場の取引が大口の投資ファンドに集中するなど寡占化が進むことで、先の金融危機同様、市場に緊張が走った際に再び流動性が枯渇し、危機が発生することが懸念されている¹³。勿論、バーゼル3も流動性リスクを考慮に入れているが、市場流動性リスクの定量的な把握は困難で、危機が起きた際の制御は難しいとされる¹⁴。

実際、市場性資金に過度に依存し高レバレッジをかけて取引を行っていたユーロ圏の大手銀行は、流動性カバレッジ比率やレバレッジ規制のクリアが困難であることが明白であったために、バーゼル3策定の過程で欧州中央銀行への働きかけを通じて当初の基準からの引き下げを認めさせた。

13 Plender (2015)

14 宮内 (2015)

リスク資産の査定に関しても、危機で問題が指摘された銀行の内部リスクモデルが、条件付きであったもののバーゼルⅢでも引き続き採用されることになった。ソブリン危機で問題となった国債のリスク評価に関しても、ドイツ除く欧州勢と日本の反対で、引き続きリスクフリーとすることが決定された。そうした当局の後ろ向きな姿勢は、危機後のEU内の金融監督規制改革についても鮮明となった。危機を受けてその再発防止のために、フィンランド中央銀行総裁のリーカネンを長とする報告が提示した、銀行業務と投資銀行業務を分離する銀行構造改革提案は事実上棚上げされ、「大き過ぎて潰せない銀行」問題の解決は放置されたままとなっている。また、危機の直後こそ様々な規制強化に汲々従ったものの、アメリカ同様ユーロ圏の大手銀行も規制の再緩和を目指し攻勢に出ており、フランスやドイツをはじめとする政府も自国銀行のそうした動きを止めるどころか、逆に支援している。多くが骨抜きにされたとはいえ、ボルカールールが導入、施行されたアメリカに比べて、ユーロ圏当局の銀行に対する迎合的な姿勢は際立っている¹⁵。

確かに、ユーロ圏の場合、大手銀行は銀行同盟の第一の柱である単一銀行監督メカニズム（SSM：Single Supervisory Mechanism）の下で欧州中央銀行の監視下に置かれている。しかし、上記のようにバーゼルⅢに準拠した規制そのものが必ずしも十分ではなく、かつ先ごろ発覚したロシア・マネーをめぐるラトビアの大手銀行と中央銀行総裁の不祥事によっても、ユーロ圏の銀行監督規制体制の抜け穴と欧州中央銀行による監督機能の脆弱性が明らかとなった。銀行同盟の第二の柱である単一破綻処理機構（SRM：Single Resolution Mechanism）に関しても、イタリアの銀行危機でその欠陥が露呈した。大手のモンテ・パスキをはじめ経営危機に陥った3行は、イタリア政府によって救済され、銀行の株主や経営者、大口債

権者に破綻の責任を負わせる破綻処理のルールを事実上破ると同時に、単一のルールブックといいながら、実際には各国政府に裁量を認めざるを得ない限界が明らかとなった。銀行同盟の最後の柱とされる単一預金保険制度も、ドイツが強く反対しており、実現の道は開けていない。

3.3. 困難が予想されるユーロ圏と欧州統合の行方

欧州経済・通貨統合は、欧州統合の究極の目標である政治統合の推進と同時に、欧州経済の再生を目的としていた。しかし、経済統合を通じた抜本的な構造改革は容易に進まず、安易に金融に頼る傾向が顕著となり、それが銀行の暴走にもつながった。その後、高い代償を払って漸くユーロ圏の経済は正常な状況に戻りつつある。その過程で、欧州中央銀行が絶大な役割を果たしたのは間違いない。にもかかわらず、インフレ率や実質金利の相違、競争力の格差など、危機の原因となった経済収斂の不十分さは依然解消されてはいない。今後経済収斂が進むか否かも不明で、そうである限りどの加盟国にとっても相応しくないという欧州中央銀行の金融政策の抱えるジレンマは決して解消されない。経済格差是正のためには予めから財政統合の必要性が叫ばれ、先に欧州委員会とフランス政府がユーロ圏における財政統合の青写真を提示したが、財政同盟への移行は容易ではない。しかも、ユーロ圏の景気回復を支えた輸出も、ユーロ高やアメリカとの貿易戦争発生のおそれから、これまでように期待できないかもしれず、ドイツをはじめ輸出の要に位置している自動車産業の先行きも不透明感が増している。2019年には、危機の鎮静化に絶大な貢献を果たしたドラギ総裁の退任も予定され、欧州中央銀行の金融政策の先行きも不透明となっている。「貨幣と国家の結び付きを断ち切ろうとする試み」はこの先も困難が待ち受けていることは間違いない。

参考文献

- Boyer, Robert, (2013), *Overcoming the Institutional Mismatch of the Euro-Zone*, (邦訳山田鋭夫・植村博恭訳『ユーロ危機—欧州統合の歴史と政策—』、藤原書店、2013年)
- Borio, C. McCauley, R. and McGuire, P. (2017), 'FX swaps and forwards: missing global deb?', *BIS Quarterly Review*, September.
- Claeys, G. and Demertzis, M. (2017), 'How should the European Central Bank 'normalise' its monetary policy?', *Bruegel Policy Contribution*, Issue no 31. European Central Bank, *Monthly Bulletin*, 各号。
- (2017), *Report on financial structure*, October.
- King, Mervyn, (2016), *THE END OF ALCHEMY—Money, Banking, and the Future of the Global Economy*, (邦訳遠藤真美訳『錬金術の終わり—貨幣、銀行、世界経済の未来』、日本経済新聞社、2017年)
- Plender, J. (2015), *Capitalism—Money, Morals and Markets*, Biteback Publishing, (邦訳(岩本正明訳)、『金融危機はまた起こる—歴史に学ぶ資本主義—』、白水社、2016年)
- Roubini, Nouriel & Mihm, Stephen (2010), *Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance*, Penguin, (邦訳山岡洋一・北川知子訳、『大いなる不安定—金融危機は偶然ではない、必然である—』、ダイヤモンド社、2010年)
- Van Rixtel, A. & Gasperini G. (2013), 'Financial crises and bank funding: recent experience in the euro', *BIS Working Papers*, No. 406.
- 白井さゆり (2016)、『超金融緩和からの脱却』、日本経済新聞社。
- 翁百合、『転機迎えた国際金融規制⑤ 欧州の強化回避志向映す』、日本経済新聞 2017年1月18日朝刊。
- 星野郁 (2015)、『EU 経済通貨統合とユーロ危機』、日本経済評論社。
- (2018)、『EU 銀行同盟と銀行構造改革に関する批判的考察』、『国民経済雑誌』第217巻第1号。
- 宮内博至 (2015)、『金融危機とバーゼル規制の経済学—リスク管理から見る金融システム—』、勁草書房。

討論者のコメントへの回答

横浜国立大学上川先生への回答

質問1について、ドルの覇権への挑戦は、1960年代に通貨統合構想が浮上した時からの欧州の悲願であったが、ユーロの誕生にもかかわらずユーロ圏の銀行がドルビジネスに乗り出したのは、ユーロでのビジネスの商機がさほど広がらない一方で、アメリカ経済が活況を呈していただけでなく、BRICsを中心とする新興国でもドル資金需要が高まっていたためである。

質問2について、マイナス金利はさほど実体経済の押し上げやユーロ高の阻止に効果がないことから、国債の買入れを通じた本格的な量的緩和へ乗り出したが、危機の根本的な要因は、インフレ率や競争力の異なる国々を一つの通貨圏に統合してしまった、換言すれば、国家と貨幣の結びつきを断ち切ろうとした、通貨統合そのものの問題点から来ていると考える。ユーロは誕生したものの、一時的な不動産バブルに湧いたスペインやアイルランドはともかく、ユーロ圏全体に画期的な成長をもたらしたわけではなく、結局アメリカや中国をはじめとする新興国の成長に頼らざるを得ず、そのためにアグレッシブな国際化戦略やドルビジネス、リスクな投資銀行業務に手を染めたものの、失敗を余儀なくされた。

質問3について、危機にもかかわらず、ユーロ圏は拡大したが、新たに参加したのは東欧の小国で、労働市場が弾力的で労働力の移動性も高く、外資の流入も盛んで、国内の銀行システムも欧州の有力外国銀行が支配しているため、ユーロ参加に大きな問題はなかった。他方で、既存のイタリアやフランス、南欧諸国は、労働市場が硬直的で競争力も低く、国内経済構造改革も上手く行かず長期の低迷に苦しんでいる。拡大だけをとればユーロは成功しているように見えるが、内部の構造的欠陥は解決されないままとなっている。

中央大学建部先生への回答

ECBが今回の危機で事実上の最後の貸し手機能を果たしたのではないかとのご指摘はその通りと考える。報告では言及できなかったが、ユーロに参加する中央銀行間の決済システムであるターゲットシステム2でも、経常収支赤字国に対して無利子の自動的なファイナンスが行われており、これもある種の「最後の貸し手機能」としてユーロ圏の安定を支えている。要するに、欧州中央銀行は、銀行に対して最後の貸し手機能を果たしたり、大規模な国債の買入れによってソブリン危機を鎮めたり、ユーロ安誘導を通じて輸出の振興を図ったりしてユーロ圏を崩壊の危機から守った。そして、10年間かけてユーロ圏経済は漸く一定の安定を取り戻したが、

アメリカとの貿易戦争や中国経済の減速、域内では英の EU 離脱やイタリアの混乱等で再び岐路に立たされている。

一般討論の質問への回答

千葉商科大学清水先生への回答

ソブリン危機が銀行危機を誘発するメカニズムに関しては、確かに国債は規制上はリスクフリーとなっているが、ソブリン危機では国債の利回りが高騰し、国債を大量に保有する銀行に対する市場の不信が高まり、資金調達コストが上昇ないし調達そのものが困難となって危機を誘発する一方、銀行危機は銀行危機で、銀行救済のための公的資金の支出や財政赤字増大の懸念を生むことで、政府債務の利回り上昇につながるなど、相互に絡み合っている。日本の方が政府債務は大きい、ECBの場合、国債の買い入れに制限があり、日銀のように無制限に特定国の国債を買い入れることができない。財政ファイナンスに限界が画されていることが、ユーロ圏でソブリン危機が発生した一因と思われる。

奈良学園大学岩見先生への回答

ユーロ安は ECB が量的緩和を通じて意図的に行おうとしたもので、確かにドイツが一番恩恵を受けているが、他のユーロ圏諸国もその恩恵に預かっており、ドイツだけを利したわけでない。

元三菱信託銀行足立様への回答

ユーロ圏の不良債権処理に関しては、国別で状況に差異があり、全体としては減少傾向にあるが、南欧特にイタリアでは景気の低迷もあり処理はそれほど順調に進んでいない。

立教大学小西先生への回答

ECBの場合、量的緩和は専ら国債の買い入れが中心で、幅広い資産を購入しているFRBや日銀とは対照的である。EUとしては、資本市場を発達させ、銀行融資に代わる資金調達手段を民間企業に提供したいとの思惑や、次の危機が起きた場合に資産買い入れの対象にする目的から、資本市場同盟の創設を進めようとしているが、そう簡単ではないと思われる。

中央大学建部先生への回答

ECBが量的緩和において株式を購入しないのは、買えないのではなくて、ユーロ圏の場合株式市場の規模が小さく、偏在しているため、政策効果が期待できない

ことにある。

桃山学院中野先生への回答

EUの場合、研究者によっては、銀行同盟が創設されて抜本的な危機対策が進行しつつあるとの楽観的な見方があるが、「大きすぎて潰せない銀行」問題や構造的な銀行の経営不振等があり、本質的な危機の克服がなされつつあるようには思われない。なるほど、EUの場合、預金保険や財政同盟の創設など取り組むべき課題はクリアになったが、それらの政策の実行のためには、多くの政治的社会的障害があり、解決は容易ではないと思われる。

愛媛大学近廣先生への回答

危機対策として取られた金融緩和策は、資産効果を通じて格差を拡大し、他方救済策として取られた緊縮政策は一般の国民に厳しい生活を強いたことで、政治的社会的分裂を増幅し、反EU・移民、排外主義を強めたように思う。

専修大学熊野先生への回答

EUの場合、同一の国家であるという意識を持ち、財政の共通化を図らない限り、単一通貨の成功は覚束なかったというのは仰るとおりで、欧州の政治家は楽観的に考えていたが、財政統合は容易に進まない。抛出国の側に強い抵抗があり、財政同盟への道は容易でないことから今後も危機は不可避と思われる。

中央大学建部先生への回答

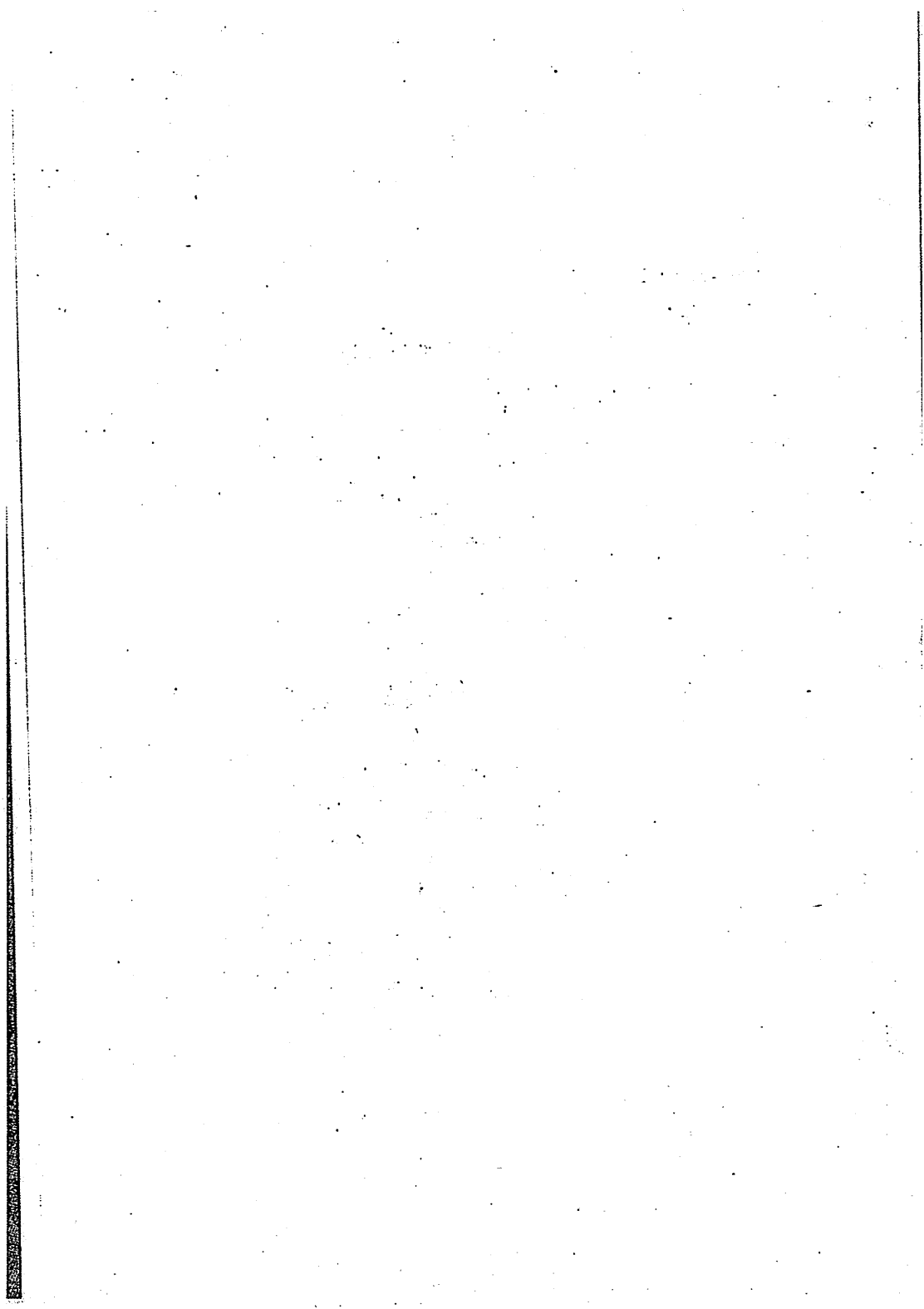
ECBの金融緩和による副作用は日本ではほとんど聞かれないというが、ドイツを中心に極端な低金利策に対する怨嗟の声が強い。日本同様、銀行の収益への悪影響や不動産バブルへの懸念が指摘されている。しかし、南欧諸国は巨額の債務を抱えていることから、緩和の継続を強く望んでおり、対立は解消されないままとなっている。

元三菱信託銀行足立様への回答

ヨーロッパの銀行の不良債権処理は、進んでいないとのことだが、データ上は進展している。日本でソブリン危機が起きず、ユーロ圏で起きた理由は、イタリアでは、日本同様貯蓄率が高く、イタリア人は自国国債を沢山保有しているが、イタリア中銀は日銀と違いイタリア国債を無制限に買うことはできない。そのため、金融市場、投資家に動揺が生じるし、生じても行動できないことが、両者の違いを生んでいる一因と思われる。

中央大学鶴田先生への回答

ヨーロッパで反緊縮運動が活発になっているが、仰るように、90年代以降の新自由主義政策への反発から起きていると思う。もっとも、現在の反緊縮運動は左翼というより右翼から来ている。背景には、長期にわたる不況や高失業、EUからの緊縮政策の押し付けや国家主権の侵害に対する反発がある。ギリシャの場合は小国なのでEUが反乱を抑え込めたが、今焦点となりつつあるイタリアは、ユーロ圏3番目の大国で、ギリシャのようなわけにはいかない。また、EUでは政治的イベントが常に金融政策や金融市場に大きな影響を与える。統合が前進している時には経済も上手くいき金融も安定するが、そうでない時には不安定化するなど、統合の行方が経済・金融の行方を大きく左右している。よって統合にはこの先も困難が待ち受けているのは確実で、再び金融危機が起きるであろうことは避けられないと思われる。



リーマンショック後の金融政策の 特徴には変化があるのか

—金融肥大化と変動相場制下におけるゲームのルール—

松本 朗
(立命館大学)

I. 国際通貨体制と金融政策—ゲームのルール—

1. 固定相場制下のゲームのルール

1) 固定相場制と価格標準

資本主義経済社会は、金本位制→金為替本位制→IMF 固定相場制（金ドル体制）へと通貨制度を変遷させてきた。これらの制度の特徴は、そのメカニズムに差はあるとは言え、固定相場制を採用しているところにあった。金本位制ないし金為替本位制では、通貨と金とが結びつくことによって対外的な通貨の交換比率（為替相場）も固定された。国内的な金平価が同時に国際的な（為替相場における）金平価も成立させたのである。マルクス経済学的に規定すれば、法制的な（明示的な）価格標準が制定されることによって、対外的な通貨の交換比率が自動的に成立したと言える。

戦後の資本主義国は、国内的には金本位制を放棄し、したがって、価格標準は法制的に維持されなくなり、管理通貨制に移行した。しかしその一方で、旧 IMF 体制下において加盟各国は固定相場（旧 IMF 平価）の維持義務を負うと同時に、アメリカはドルの金との交換制を維持することによって相場水準のアンカーを保証した。国内的に管理通貨制に移行した状

況にあっても、対外的な公的のみの金とドルとの交換制という限定的な金と通貨との固定関係が保たれた。ドルが限定的ながらも金との固定関係を維持していることを背景に、加盟各国通貨とドルとの固定為替相場制が成立したと言える。また、公的な局面での金とドルとの固定関係があるため、金市場価格も $1\text{oz}=\$35$ を保っていた。したがって、こうした動向の背後には「事実上の価格標準」が存在しているという考え方も生まれた。そして、それを推計する試みもなされてきた¹。

2) 固定相場制下における金融政策—ゲームのルール—

金本位制下では、金平価（法制的な価格標準）が維持され、結果として為替相場は固定されていく。その結果、金平価の維持と為替相場の固定が金融政策を制約した。また、国内的に金平価（法制的な価格標準）が放棄されていた IMF 体制においても、調整可能な釘付け相場制度の下で、各国の金融政策は制約されていた。これがいわゆる「ゲームのルール」²といわれるものの骨幹をなしているといえる。以下、ゲームのルールについて簡単な整理をしておく。

まず金本位制の場合を考えてみよう。国際収支の状況及び国内経済の状

- 1 山田喜志夫、「価格標準と金の市場価格・費用価格—1ドルの代表金量」『現代貨幣論—信用創造・ドル体制・為替相場—』青木書店、1999年。とはいえ、「事実上の価格標準」という概念は、論争点でもあり、また十分に受け入れられているとはいいがたいのではあるが…。
- 2 白川前日銀総裁も在任中、この言葉を使用し、金融政策の制約条件としてしての「ゲームのルール」に言及している。「物価が上がらない限り中央銀行は低金利を続けるというのが新しい『ゲームのルール』だと理解するようになると、人間の行動は変化します。レバレッジや期間ミスマッチの拡大を生み出した原因は複雑ですが、ひとつの大きな原因はそうした『ゲームのルール』のもとで生じた低金利の持続予想でした。」（白川方明「中央銀行の果たす役割—バブル、金融危機、デフレの経験を踏まえて—」、日本金融学会 2010 年度秋季大会における特別講演、2010 年 9 月 26 日）。

況によって金が移動し、そのことが中央銀行の金準備の状況や金融市場の状況（典型的には金利の動向）に影響を与え、中央銀行の金融政策を左右した。つまり、金準備の動向が中央銀行の金融政策を左右する重要な要因になり、同時のそのことが固定為替相場を維持させた。中央銀行の金準備と金平価の維持という義務が、固定相場を存続させる金融政策を中央銀行に課すことになった。これが金本位制下のゲームのルールである。

旧IMF体制下の固定相場制維持を前提とすると、政策当局は、為替相場変動の原因となる国際収支の黒字ないし赤字を解消するか、為替相場介入によって為替相場変動を押さえ込むかの措置を採ることになる。為替相場変動のコントロールは、国際収支の黒字・赤字（国際的な不均衡）の原因である国内の景気状態を金融政策によってコントロールすることで達成される。例えば、国際収支が黒字で、為替相場が上昇している場合には、金利を引き下げ、国内経済を刺激し、国際収支の黒字減少と為替相場の下落を促していく。逆に、国際収支が赤字で、為替相場が下落しているような場合は、金融を引き締め、国内経済を減速させて、国際収支の赤字解消と為替相場の下落を防ぐことを追求する。

インフレーションが発生した場合を考えてみよう。この場合、物価は名目的に上昇する。しかし、為替相場は固定されているので、インフレーション（通貨減価）が起きた通貨の相場は、過大評価になる。この結果、国際収支は赤字になると同時に、外貨準備の減少からいずれ金融引き締めと緊縮財政を採らざるを得なくなる。つまり、固定為替相場の維持という制約が通貨の代表金量の減少に伴うインフレーション（名目的物価騰貴）の歯止めになると考えられる。

このように外貨準備と固定相場制の維持という前提が、金融政策に一定の制約を課すことになることを「国際通貨制度におけるゲームのルール」という。このようなゲームのルール（政策的な制約）が生まれる理論的な理由を指摘するとすれば次のようになる。

通貨制度において金平価が維持されるということは、法制的（明示的）な価格標準が維持されていることを意味する。そして、旧 IMF 体制下での固定相場制の維持義務は、管理通貨制度下において事実上の価格標準が存在していることを示しているといえる。ここで価格標準とは、金本位制下においては法制的な金平価で示される通貨の代表金量のことであり、また、旧 IMF 体制下では、金とドルとの公的な無制限交換を軸とする旧 IMF 平価が、ドルおよび加盟各国通貨の通貨価値（事実上の価格標準）のアンカーの役目を果たしていたことが、事実上の価格標準の存在を推定させる根拠といえる³。

論を先に進めるために、ここでは一応、通貨の価値を、価格標準ないし事実上の価格標準と前提しておきたい。

3) 国際通貨制度におけるジレンマ

金本位制にせよ、旧 IMF 体制にせよ、通貨制度を考える場合、固定相場（価格標準）の維持が大きな矛盾の要因であった。以下ではそのことを中心に旧 IMF 体制下における金融政策のもつジレンマについて見ておこう。

i. 価格標準の維持と実体経済の矛盾

固定相場制を維持するためには、各国は国内均衡（完全雇用、経済成長、物価の安定など）と国際均衡の矛盾に直面する。例えば、高度成長期の日本経済が「国際収支の天井」にぶち当たったのもそれに当たる。つまり、

3 とはいえ、旧 IMF 体制下では国内兌換は停止され、ドルと金との交換も公的部門に制限されていたのであるから、事実上の価格標準と IMF 平価とは乖離する蓋然性は高くなり、それが各国の国際収支不均衡の原因の一つとなり、度重なる通貨危機と平価調整が行われるようになったことは否定できない。その意味で、旧 IMF 平価と事実上の価格標準の関係を考えることは重要な研究課題である。また、そうした問題意識での先行研究があることも指摘しておく。

経済成長を維持しようとする国際収支は赤字になり、引き締めを余儀なくされ、経済成長が減速するというのがそれである。為替平価維持しようとすることは、事実上の価格標準を狭い範囲内で維持しなければならないことを意味する。一方で、インフレーションが続けば、現実の物価は為替平価の水準を規定していたそれ（事実上の価格標準の近似値）を越えて上昇する。そのことが、輸入を増やし国際収支を悪化させ、金融引き締めへとつながるのである。

さらに、戦後の国際通貨制度（旧IMF体制）では、国際収支黒字と経済成長を両立する国と国際収支赤字と国内経済成長とのジレンマに悩む国に二極化し、黒字国責任論や赤字国責任論が生まれた。これは、国際競争力の差に基づく構造的ジレンマと言える。このことをやや大胆に理論的な問題として指摘するとすれば、価格標準（ないしは為替平価）と「貨幣の相対的価値」の矛盾と言えるかもしれない。国際競争力を規定する「貨幣の相対的価値」と為替平価（事実上の価格標準を規定する）との間の矛盾が、この二極化の背後にある事態と言えよう。

ii. 基軸通貨国と周辺国の矛盾

このこと以外に、戦後の国際通貨制度では、基軸通貨国と周辺国が抱える矛盾という問題も存在した。周知のように、国際通貨制度を維持するためには三つの要素が守られなければならなかった。①国際収支の維持、②通貨の信認、③流動性の供給である。特に、基軸通貨国には、①・②と③とを両立できないいわゆる「トリフィン・ジレンマ」が存在し、それが旧IMF体制を脆弱化させた原因とされ、さまざまな議論が展開された。一方、周辺国は本来のジレンマ、つまり①、②、③で規定される国際収支均衡と国内均衡を維持するというジレンマと対峙していたと言える。

しかし、こうした矛盾を抱えながらも、IMF固定相場制が維持された一つの理由は、ブレトンウッズ体制が「アメリカの圧倒的な経済力と金保有高を前提とした非対称的なシステムであり、「アメリカが、金平価を

維持しつつ国内均衡を追求し、それ以外の国が対ドル平価を維持しつつ対外均衡を追求する」(「N-1」問題)というシステムが機能したからであろう。言い換えれば、「国際通貨体制を維持し、自由通商と多角的決済を維持するコストを削減するとともに、各国政府が、自国優先的なインフレ政策による景気高揚策をとることを妨げ、構成国側の経常収支不均衡を『調整』し、各国経済が必要とする『流動性』を供給し、これらを機能させる基軸通貨としてのドルの『信認』を維持する機構」⁴がそれなりに機能していたからといえる。

2. 変動相場制下のゲームのルール—理論と現実

それでは、変動相場制によってこれまで見てきたような「ゲームのルール」や「国際通貨制度におけるジレンマ」とその調整はどのように変容したのであろうか。

その点を考察するために、ごく教科書的に変動相場制支持論者による変動相場制のメリットについて整理しておこう。フリードマンを中心とするマネタリストがよってたつ理論的支柱は、市場原理(価格調整メカニズム)への全幅の信頼にある。変動相場制においても同様で、為替相場変動の持つ価格調整メカニズムが働くことによって市場全体の均衡が図られるとする。つまり、為替相場の変動による価格調整メカニズムによって国際収支の均衡は自動的に達成され、同時に国内均衡も図られる。したがって、通貨の信認を人為的に追求する必要は無くなり(為替の介入の必要も無くなり)、外貨準備はいらなくなる。通貨当局は、国内均衡の達成に専念できるようになるとする。さらに重要なことは、短期の資本移動も均衡回復的

4 伊藤正直「IMFの変容をどう理解するか—ブレトンウッズ体制崩壊の捉え方—」伊藤、浅井篇『戦後 IMF 史—創生と変容—』名古屋大学出版会、2014年、P. 283。

に作用するので、いずれ為替相場変動幅も縮小し、均衡化すると主張した。

ここでみてわかるように、変動相場制論者は、資本主義経済の歴史の中で採られてきた固定相場制の下で通貨当局を縛ってきた「ゲームのルール」が変動相場制の下ではまったく無くなってしまふ、と主張していると言える。つまり、価格標準の維持と実体経済の均衡（国内均衡および国際均衡）との間の矛盾の調整は変動相場制の下では止揚される、というのが変動相場での特徴と言うことになる。

それでは、変動相場制下において、固定相場制下で通貨当局を縛っていた「ゲームのルール」からの解放は実現したのだろうか。この点については多くの研究が提起され、ほぼ否定されていると言える⁵。そのポイントはおおむね以下のようにまとめることができるだろう。

(1) 為替相場変動＝価格調整メカニズムによる国際収支調整機能は働かず、「グローバル・インバランス」問題に象徴されるように、むしろ国際収支の不均衡は拡大し、「強い通貨」と「弱い通貨」の二極化が一層広がった。

(2) 為替介入の必要はますます高まり、外貨準備の必要性は高まった。変動相場制を採る先進国は、拡大する資本移動と相場の乱高下に対抗するため相場への介入を止めることができなかった。したがって、外貨準備をなくすことはできていない。その最も典型的な事例は1997年のアジアの通貨危機に見ることができる。

さらに、多くの国々が何らかの形で管理されたフロート制ないしは、基軸通貨に対して為替相場を固定せざるを得ず、そうした制度的実態からも外貨準備の必要性は失われなかった。こうしてみると、変動相場制下でも国内均衡（あるいは国際均衡）を至上命題とする、何らかの為替相場水準

5 例えば、紺井博則「変動為替相場制の40年」『商学論纂』（中央大学）第55巻第5・6号、2014年3月。

(事実上の為替平価)を意識せざるを得ない状況に変化はなかった。

、現実の為替相場の水準が事実上の価格標準とどのような理論的關係になっているかという重要な研究課題は残る。しかしながら、各国の金融政策が、実体経済の均衡をめざすという点で他通貨に対する対外価値(相対的な交換比率)、あるいは擬似的な価格標準を意識せざるを得ないという状況は、今日でも続いていると言える。

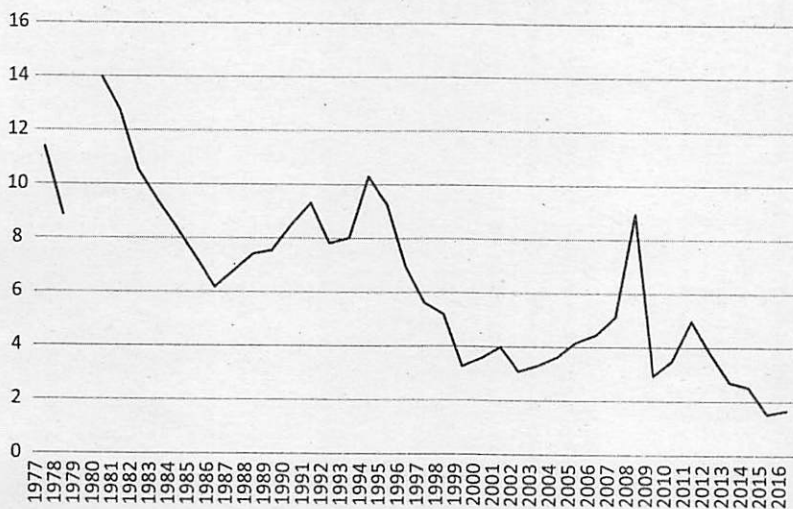
II. 90年代以降の為替相場変動のと金融政策

前節まで、「ゲームのルール」というキーワードで固定相場制(旧IMF体制)と変動相場制の連続性を見てきた。そこでの主張の中心点は、変動相場制下においても通貨制度を制約条件とする金融政策の縛り=ゲームのルールは失われぬと言うことであった。しかし、変動相場制という縛りの中で金融政策が目標としなければならないことは、固定相場制とは異なってくる。本章ではこのことを、変動相場制のゲームのルール(あるいは為替相場変動)における金融政策の変化として考察したい。

ここでの前提となるポイントを二点指摘しておきたい。第一に、前節でも指摘したように変動相場制下において資本取引が内外において増大し、投機的な短期資本移動が激しくなったこと⁶。一方で、世界的にインフレ率が低下し、物価が安定基調になってきたことである(図表1)。後者は、事実上の価格標準の変更による為替相場の変動要因が'90年代に入り、薄

6 BIS統計によると、2016年4月の為替市場における1日平均取引高は、ネットで5兆0670億ドル。これに対して、同年4月の貿易額(世界全体の輸出金額)は、オランダ経済政策分析局の分析に基づけば、約4615億ドル、WTOの統計に基づけば約4006億ドルである。これを30で除した額は、それぞれ154億ドルと134億ドルになる。したがって、このときの実物経済に対して為替取引は、329倍ないし379倍になる。この倍数は、1998年の統計に基づく数値では98倍であった。

図表1) Inflation, consumer prices (annual %) – World –



source) World Bank, <https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG>

れてきたことを意味する。そうすると、変動相場制という制約下での金融政策は、前者、すなわち資本移動を主たる変数として意識しながら行われるようになる。

最も典型的な事態は、1997年のアジアの通貨危機に見られる。この時、アジアのエマージング・マーケット（新興国市場）から国外への資本逃避が急速に進み、通貨や株式市場は暴落し、急激な国内経済の収縮に見舞われた。アジアのエマージング諸国は、もともと先進国からの直接投資と輸出産業に過度に依存しつつも、経常収支が慢性的な赤字という脆弱な経済構造にあった。そこに短期資本の均衡破壊的な為替相場への攻撃が仕掛けられ、経済危機がアジア各国の国内経済から世界中へと広がった。

ここにみられるように、'80年代以降の世界の経済状態（国際均衡および国内均衡）についてアジアの通貨危機が示していることは、世界的な貨幣資本の過剰と資産市場の膨張によって国際通貨制度が攪乱されるという

特徴である。国内的には、拡大した資産市場における膨張（バブル）とその破裂によって国内均衡が攪乱される事態が繰り返し起こり、他方で国際的な資本移動がその攪乱の引き金や増幅器になっているのである。これが変動相場制下の特徴であり、各国の金融政策にとっては、こうした資本移動が大きな制約条件になってきたと言える。

資本移動が拡大し、その移動が国内均衡を大きく左右する事態になってきたことは既に見てきた。このような状況下で通貨当局が最優先されるべきは、攪乱的資本移動をコントロールするための各国通貨の信認の確保にあるといえる。例えば、アジアの通貨危機では、急速な資本逃避による準備金の喪失によって国内経済に厳しい引き締め圧力がかかる事態になった。これは金本位制下における金準備の流失、言い換えれば、貨幣恐慌に陥った事態と言える。こうした事態を避けるためには、通貨の信認を確保することが肝要となる。通貨の信認が確保されれば、金利操作によって資本移動をある程度コントロールできるからである。

それでは信認を確保する最も基本的な要因は何か。それは、経常収支ないしは基礎収支の黒字あるいは均衡の維持であろう。そして、このような経常収支あるいは基礎収支の黒字ないしは均衡を保つことのできる為替相場水準を維持し、最終的には資本移動をコントロールことが金融政策を制約する条件へと変化してきた。これこそが、'90年代以降の国際通貨制度におけるゲームのルールであると推定したい。

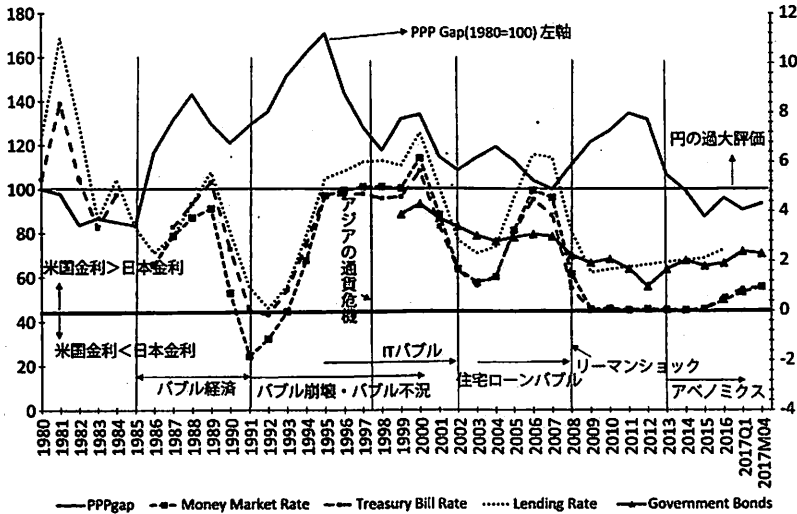
こうした点を前提に、次章では、日本を例にとりながらこのことを見ていく。

1. バブル崩壊と円の過大評価

1990年代以降の日本の為替相場変動を見たとき、その調整を担ってきたのが、①金利格差（図表2）と②為替介入であることを以下で見ていく。

BISが加盟各中央銀行に求めている、当該国の銀行の対外債権の統計に

図表 2) 日米金利差と円のドルに対する過大、過小評価



出所) IMF, IFS

従って、'90年代の邦銀の対外債権の状況を検討する。

1990年代以降の邦銀の対外債権債務の状況の特徴の一つは、対外債務残高の減少と他方での対外債権の増大である。1990年代にはいると「ジャパン・プレミアム」問題に代表される、日本の金融機関の国際金融市場における信用の低下が、国際金融市場における対外債務の取り込みを困難にしている様子が、残高統計から見て取れる。

問題は、1990年代後半以降2007年に至るまでの動向である。対米債務についてみると、債務残高は減少するが、しかし、逆に、債権残高は超金融緩和政策が始まった95年以降急速に増加する。90年代後半は日米の金利差が、そして2000年以降は「ゼロ金利政策」と「量的緩和政策」が邦銀の米国向け外貨債権を増大させたと考えられる（ゼロ金利政策時の米国向け債権の伸び率は9.2%、量的緩和政策時：2001年～2005年のそれは、51.7%）。さらに、米国向け外貨債権の内訳をしてみると銀行向け債権の

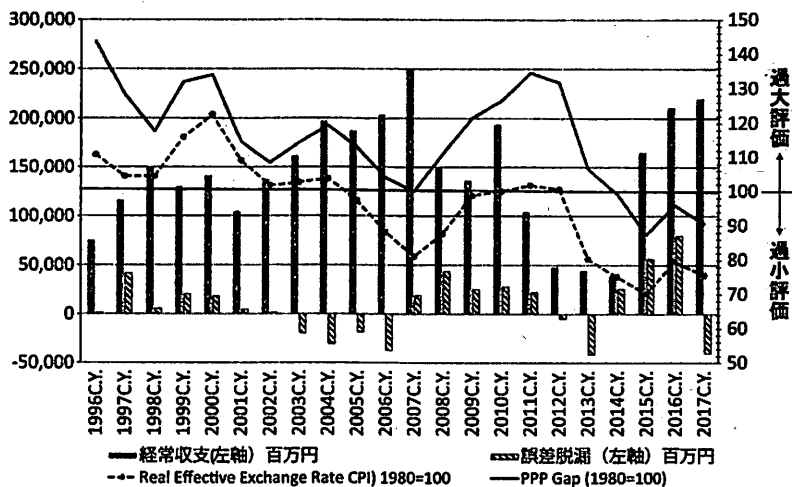
割合は減少し、非銀行向け債権の割合が拡大している。つまり、主に対ドル預金で構成されると考えられる銀行向け外貨債権ではなく、証券投資、あるいは非金融機関事業会社などへの貸付が増大している。

ここまでの統計分析によって、1990年代後半以降バブル不況の深刻化の中で国内における投資先が失われたという条件と、2000年代に入り超金融緩和政策によって金融市場において実現したほぼゼロに近い金利条件との中で発生した円キャリー・トレードが、1990年代以降続いていた円高を一定の水準に押さえ込んだ要因の一つだったことがいえる。

この効果は、経常収支の回復に現れてくる。為替相場は金利差が縮まると徐々に過大評価の縮小を始め、そのことが経常収支へとつながっていったのである（図表2、図表3）。

しかし、こうした金融機関の行動以上に円高阻止の役割を果たした要素がある。それが為替介入である。以下では公的部門の動向を検討していく。

図表3) 経常収支、誤差脱漏、実質実効為替相場、対ドルPPP Gap



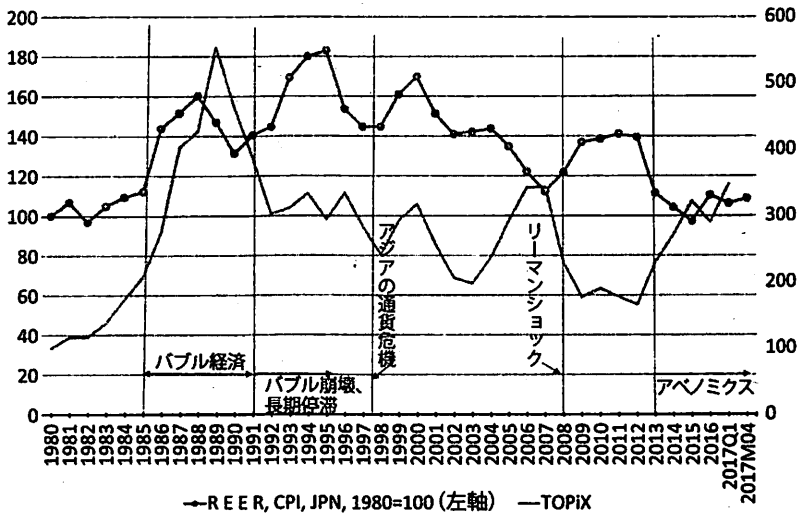
原資料) 財務省 HP; IMF/IFS

外貨準備の増加は為替の外貨介入を通じて達成される。したがって、介入額と外貨準備の大きさは一定の関係がある。1996年以降、日本の財務省は為替介入額を公表しており、そのほとんどがドル介入である。このことから、外貨準備のほとんどがドル資産と仮定できる。そこで、アメリカの対日金融収支のうち非居住者の対米金融資産増と日本の外貨準備の増加とを比較した。ここから次のことが理解できる。①超金融緩和が進んだ1995年の時期、②ゼロ金利政策が採られた時期、そして③量的緩和政策が最も進行した時期に、対米金融資産の伸びと外貨準備の増加額がほぼ等しくなる。言い換えれば、経常収支黒字を上回る日本の対米金融資産の増加は、日本政府によるドル買い介入によって達成されたと仮定できる。

特に、2001年以降の量的緩和政策時は、日米の金利差が急速に縮小した時期であった。したがって、日米の金利差によってアメリカへの資本還流を促すことができない政府は、為替介入によってドルを支える必要があった。そこで、この時期日本の対米金融資産の増大が著しく、グロスの米国の対日金融収支は、経常収支戻の4倍を超える規模になっている。ということは、巨額の介入を続けなければならなかったほどに、為替市場でのドル売・円買圧力が強かったことが推測できる(図表2)。

さて、円の介入が行われた①～③すべての時期で、アメリカによる対日金融資産も増加している。つまり、対米累積経常収支黒字を原因とするドル売り・円買いによって日本国内に流れ込んだ資本が、日本の金融資産に投資されたことを示している(その一部が、株式市場や不動産市場における「外資」の動きとして現れる)。このことから、累積経常収支黒字とその裏返しとしてのドル資産の累積が日本国内への流入する投機的な資本の源泉であり、そしてドル相場を維持する介入政策が投機的資本の日本流入の基礎条件となっていることが推測できる。国内の資本市場の投機的な価格変動(いわゆるミニバブル現象)の対外的な要因はこのように捉えることができる(図表3)。

図表 4) 円の実質実効為替相場と株価 (TOPIX)・1980=100



原資料) IMF/IFS, 東証 HP

03年1月～04年4月の巨額の介入を行ったのは、当時の財務官・溝口善兵衛である。彼は証言の中で、「当時、日本経済は…（中略）…デフレスパイラル…（中略）…に陥る寸前の厳しい状況だった。にもかかわらず日本銀行は量的緩和政策をとっていて、すでに金利を下げる余地を失っていた。財政が悪化していた政府も新たな財政出動は困難だった。一方、米国も経済状態は良かったが、イラク攻撃が近いとの見方からテロなどによる経済停滞の懸念があって、ドル安圧力がかかっていた。我々は『デフレ下の円高』というこれまで経験したことのない状況に直面していた。異常事態に伝統的な手法では対応できなかった」と証言している。しかし、理論的には疑問が残る。デフレを「物価下落を伴う経済の停滞過程」と捉

7 「検証 構造改革 第4部・当事者たちの証言⑩」朝日新聞、2006年9月16日、7面。

えるとすれば、オーソドックスなセオリーからすれば、円高圧力がかかるのは当然のことであり、「異常事態」とは言えない。特に、日本のように輸出主導型の経済構造になっている国では、国内の有効需要（市場規模）の縮小は、国外への輸出圧力につながり、経常収支の黒字から円高が予想される。こう考えると、溝口財務官の本音は、証言の次の部分に現れている。「80年代のレーガン米大統領やサッチャー英首相の改革の時は、経済悪化に伴って自国通貨が安くなり、国内企業の輸出競争力が高まったので改革の痛みが吸収されやすかった」⁸。つまり、レーガン、サッチャーが行ったような規制緩和＝自由化と不良債権の強制処理策は、恐ろしい状態を国内に及ぼす。それを政策的に緩和するための一つのルートとして輸出を確保する必要があった。したがって、輸出競争力を削ぐような円高はなんとしても回避したかった、ということだろう。

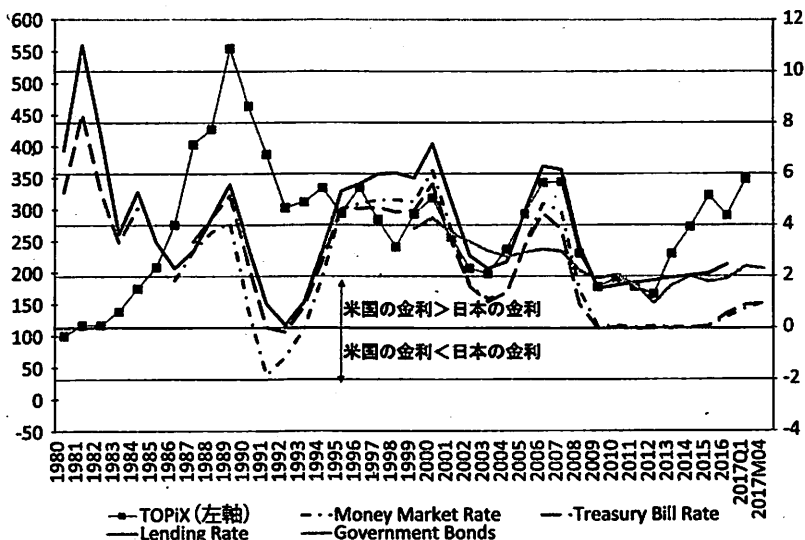
2. リーマンショック後に変化はあるのか

リーマンショック後の明らかな変化は、日米の金利差が極限まで縮小するなかで、為替相場の上昇（過大評価）と株価の急激な下落が起こったことである。リーマンショック後は、各国がリーマンショック後の資産価格の下落（価値破壊）をゼロ金利政策で調整しようとした。このことは、少なくとも為替政策（為替相場調整）という点での金利政策の効果を減少させた（図表2）。言い換えれば、金利差によって為替相場、实体经济、株価の維持する政策は、少なくとも取れなくなった。したがって、リーマンショック後は、経常収支黒字という事態を基礎にして、さらには、円の信託を前提に、円は過大評価へと振れていく。

こうした中で、再登場したのが量的緩和政策であったと言えそうである。リーマンショック直後から再導入された実質的なゼロ金利政策は、日米の

8 同上。

図表5) 株価 (左軸) と日米金利差 (右軸)



原資料) IMF/IFS, 東証 HP

金利差をゼロにした。したがって、金融政策の手段としての金利政策は放棄された。一方、リーマンショック後の世界経済の縮小と円高の影響が、2010年を境にして経常収支の黒字を急速に縮小させていく。こうした中で、金融緩和政策は一段と引き上げられ、事実上、量的な操作へと移行するようになった。つまり、中央銀行は、金利操作を放棄した中で、量的緩和政策という手段によって経常収支黒字と為替相場水準を維持しなければならないという「ゲームのルール」に従わざるを得なくなったといえそうである⁹。政府も、2010年9月には、6年半ぶりに円高阻止のための為替

9 白川方明総裁は2010年11月28日の講演で次のように述べている。「円高は、やや長い目でみると、輸入物価の下落を通じ、交易条件の改善、すなわち、日本全体の実質所得の増加に繋がるという効果も有しています。日本銀行としては、こうした長期的な観点から、為替市場の動向が日本経済にどのような影

介入を行った¹⁰。これらの事態からわかるように円高阻止と経常収支黒字の縮小を食い止めることが政策的に重要な目標になったといえるのではないだろうか。

さて、こうした政策にもかかわらず、円高の進展は、経常収支を縮小させ、国際収支のファンダメンタルズを変化させた。そして、為替相場は、その後円安へと動き始めた。そして、この円安にさらなる圧力をかけたのが、アベノミクスであった。いわゆる「異次元の量的緩和政策」が為替相場の過大評価の解消を加速した。

この政策の為替相場政策という面から見た特徴は次のところにある。「異次元の量的緩和政策」は、金融市場（銀行）に対して大幅な資金供給を行うことによって、ゼロ金利を維持しつつ株価を下支えし、実体経済の安定化を図ったということが言える。そして、それが為替相場を安定化（過大評価の解消）につながっていった。アベノミクス初動前後の円相場下落が、量的緩和政策のよって日本からのアメリカへの資金移動を促し、円の水準を低めに誘導できたと考えられる。形を変えた「円キャリー・トレード」が円安を促した¹¹。その結果、経常収支の黒字を回復させ、同時に、株価も上昇させた。これが日本の経済の景気回復を支えたと言って良

響を与えるか、また、そうしたもとの、企業がどのような取組みを進めようとしているのかといった点についても注意を払っています。」としたうえで、「(2010年10月初)の措置は、海外経済の減速や円高に伴う悪影響を懸念する企業や家計のマインドを安定化させるうえで、効果があったと考えています。」(「最近の金融経済情勢と金融政策運営(名古屋での各界代表者との懇談における挨拶)」。

- 10 政府もこの時の為替介入について過度な円高と実体経済への影響を認めている。内閣府政策統括官室(経済財政分析担当)「日本経済2010-2011-景気「再起動」の条件-」2010年12月(<http://www5.cao.go.jp/keizai3/2010/1210nk/n10-2/n10-2-1.html>)
- 11 この点、以下の論文を参照されたい。松本朗「『異次元金融緩和』と円安・株高-アベノミクスは景気回復をもたらしたのか-」『経済』(新日本出版社) No. 239, 2015/08, 131-145。

い。

したがって、量的緩和政策の資産市場（株式市場等）への影響が薄れると、日本銀行や通貨当局（財政機関も含めて）直接に資産市場に介入をせざるを得なくなったのである。

3. 小結

ここでこれまでの分析の結果をまとめてみたい。変動相場制下の「ゲームのルール」は、資本取引の膨張（国内的には、資産市場経済の拡大）によって大きく変化したといえよう。つまり、資産価格の破裂（バブル崩壊）による価値破壊の調整は、国内的には金利を極限まで引き下げ、資産市場を支える形での所得移転効果によって行われた。その一方、資産市場の破裂による国内の調整局面では、実体的経済は外需に依存する形で支えられた。したがって、金融政策、資産市場動向、為替相場動向といった変数は、外需すなわち経常収支の動向に左右されていく。これらのことは、①実質実効為替相場と株価の動きが逆相関になっていること。②少なくとも2008年のリーマンショックまでは金利と株価がほぼ連動して動いていることから理解できる。したがって、経常収支の水準を維持する為替相場水準の維持が、暗黙の「ゲームのルール」の一つになったと推測できる¹²。

12 日本銀行の速水総裁（当時）は、ゼロ金利政策への復帰に先立つ講演において以下のような見解を示すと共に、円安誘導への政策も示唆していた。「米国経済の急速な減速の影響を受けて、昨年末以降、輸出や生産の増勢鈍化が徐々に明確になってきました。実際、わが国の輸出は昨年第4四半期には前期比横ばい程度にまで減速し、先行きについても、当面、減少は避けられないものとみています。——（中略）——。／今後の金融政策運営について、——（中略）——思い切った政策をトライするという意味では、『為替相場を介入により大幅な円安に誘導する』という政策も考えられます。」（「最近の金融経済情勢と金融政策、速水総裁講演（データ）」『日経金融新聞』、2001/03/14、9面）。量的緩和政策の効果について、当時のマスコミは日銀が「長期金利の低下も期待し」、

そして、リーマンショック後、「ゲームのルール」という制約条件は、資産市場を舞台とする金融資本に量的緩和という数量ベースの手段によって働きかけ、為替相場を一定水準に押さえ込み、外需による国内均衡の達成を図るといった枠組みの中で貫かれるようになったといえそうである。

ところで、現代資本主義の特徴は、金融の肥大化にあると言われる。实体经济を遙かに上回る資本取引が現代経済を支配していると言われる。しかし、そうした事実の一方で、バブル崩壊後の日本の国際収支の動向を見ると意外な一面が見えてくる。図表6では、グロスの経常取引に対する資本取引の倍数を示したものである。バブル期（1986年から1989年）には、資本取引は経常取引を凌駕するほどまでの規模に拡大したが、長期金融緩和政策がとられる1995年以降、その割合は縮小し、最近では経常取引の17%にまでなっている。また、その割合と株価の動向の関係を見たものが、図表7である。こちらも同様に、1990年代半ばまではグロスの経常取引に対するグロスの資本取引の規模が大きくなっていることと、株価の動向に関連が見られるが、1995年以降はむしろその関連は低くなる。こうした指標は、現状においても日本経済にとって経常取引という実物経済が対外的に重要な意味を持っていることを示していると言えよう。

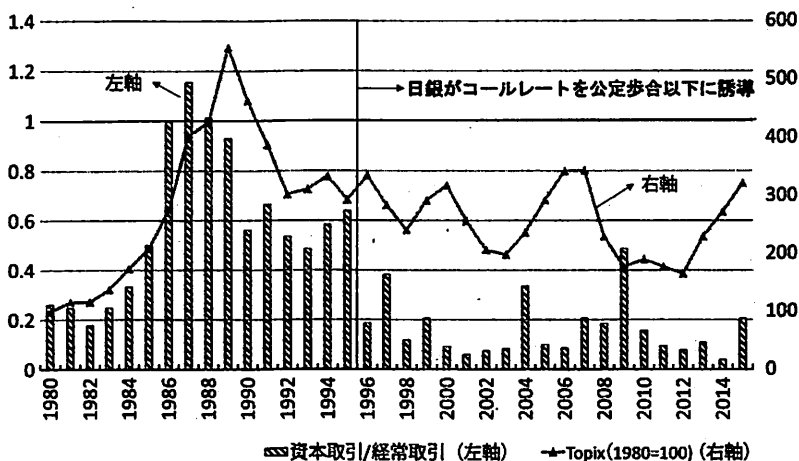
図表6) 経常取引（グロス）に対する資本取引（グロス）の割合

	1980-1989	1986-1989	1990-1995	1996-2011	2011-2015
資本取引/経常取引	58.6%	102.0%	57.8%	17.1%	16.7%

原資料) 財政金融統計月報（国際収支統計特集）各年

その低下が結局は「円安要因」になることを指摘している（『日本経済新聞』朝刊、2001/03/20、1面）。

図表 7) 国際収支におけるグロスの経常取引に対するグロスの資本取引の割合（倍率）と株価（TOPIX）の関係



原資料) 東京証券取引所 HP、財政金融統計月報

Ⅲ. 結びにかえて—超金融緩和政策の出口をゲームのルールから考える—

以上の分析の結果、次の結論を得た。変動相場制下において周辺国は、資本移動による金融市場および実体経済の攪乱を避けるために通貨の信認（為替相場水準の安定）が求められる。そのためには、まずは国際収支（特に経常収支）の均衡と物価の安定に迫られる。その上で、資本移動をコントロールする金融政策を採っていくことになる。さて、今後の出口政策を考える場合、こうした基本条件を基に問題を考える必要があるように思われる。経常収支の黒字を維持しつつ、為替相場の過大ないしは過小評価を避けつつ相場水準を維持する。そのことによって、国内の資本市場を通貨当局、中央銀行がコントロールすることが続けられるかどうかにかぎがありそうである。

【討論者からの質問と回答】

1. 上川孝夫氏（横浜国立大学（名））

1) 現在の国際通貨制度は、世界的にみれば完全な変動相場制とは言えず「ソフトベッグ」といえるのではないか。「変動相場制のゲームのルール」と言えないのではないか。中心国のゲームのルールをどのように考えるか

2) 金融政策の目標が国内的には資産市場価格、対外的には為替レートになっていることが90年代以降の主張されているゲームのルールの中身と理解した。しかし、資産市場や為替レートは金融政策の目標になり得るのか。あくまでも主目標は物価であり、資産や為替はバスの一つではないか。

3) 安倍政権下での為替相場下落は、ギリシャの債務危機など外的な幸運な条件であったからである。また、変動相場制でゲームのルールを設定するのは難しいのではないか。

<回答>

1) 国際通貨制度の現状（状態）は、上川先生の指摘されたとおりである。とはいえ、固定相場制を採用している国々は従来言われているゲームのルールに制約を受け、変動相場制の国々は「変動相場制度」下の新たなゲームのルールに服さざるを得ないと考えている。

2) 中心国は現在でも基軸通貨国特権を維持していると考えており、その状況下でゲームのルールの制約は周辺国ほどの制約を受けない（ビナインネグレクトは現在でも可能）と考える。

3) 私自身もアベノミクスが為替の下落を誘発したとは考えていない。当時の經常収支の状況などファンダメンタルの要因が基本であると考えている。金融政策の基本目標は物価であり、現象的あるいは明示的に中央銀行がそれを表明していることは認める。しかしながら、今回の問題意識は国内均衡、国際均衡というやや大きな視点で問題を捉えた時に、通貨当局は経済原理的なファクターによってその政策を制約されざるを得ないのではないかとということを主張したつもりである。

2. 建部正義氏（中央大学（名））

1) 「固定為替相場の維持という制約が通貨の代表金量の減少に伴うインフレーション（名目的物価騰貴）の歯止めになる」、ということにはならない。要するに、価格標準が存在するか否かのポイントは、兌換が認められているか否かという側面に依存し、平価ないし為替相場に依存するわけではない。変動相場制下を含めて、平価ないし為替相場の維持は、「価格標準の存在を推定させる根拠」にはならない。

2) 日本銀行の目的に含まれるのは、銀行券の発行を別とすれば、金融政策の遂行(物価の安定が理念となる)ならびに信用秩序の維持だけである。それ以外のことを目的とするならば、日本銀行法違反ということになる。

<回答>

1) 今回の研究報告の意図の一つは、価格標準論を現状分析にあたってどのように位置づけるべきかというところにある。変動相場制ないし不換制では、事実上の価格標準はかなり幅を持って考えざるを得ないだろう。かなり幅を持って価格標準を押さえた上で、その変動がどのような影響を实体经济や経済政策に与えているかを考えたかった。

2) 制度的・法的には、日本銀行の金融政策の目標は物価の維持、信用の維持だけである。しかしながら一方で、ことある毎に日銀関係者が為替相場の水準や国内均衡を意識したアナウンスメントしていることをどのように考えるべきかと言う課題はどこまでも残ってくるのではないか。

【一般討論での質問と回答】

○高山洋一氏(大東文化大)

Q: 名目為替相場と実質為替相場の区別において事実上の価格標準をどう押さえるのか

A: PPP(購買力平価)を事実上の価格標準の近似値として捉え、ギャップ部分を実質為替相場と捉えたい。

○足立一夫(元三菱UFJ信託銀行)

Q: 旧IMF体制下の平価によるアメリカの対外公的金兌換は、事実上の価格標準の維持にはならないのではないかと。インフレの歯止めにはならない。

A: 国内面ではインフレの歯止めになっていなかったことは事実であるが、その一方で金購買力指数とドルの物価指数がほぼ同じピッチで進んでいるという意味で、限界はあるものの一定の歯止めになっている事を示しているのではないかと考える。また、周辺国はドル平価を守る以上、一致幅の中にインフレは収まったと言えるだろう。

○小西一雄(立教大(名))

Q: FRB、日銀、ECBがそれぞれに展開した金融緩和政策の特徴、相違を述べてください

A: FRBの金融緩和政策は資産市場を支えるという面があったのに対して、日銀の場合は財政政策および实体经济の下支えという面が強かったのではないかと。

○中野瑞彦（桃山学院大）

Q：金融緩和は金融危機の本質を克服できたか。また、金融緩和が残したものは何か

A：金融危機の本質をどう定義するのかによる。例えば、貨幣恐慌と定義するならばバブルの再来や金融不安定性が取りざたされている以上克服されているとは言えない。日本の95年以降現在までの金融緩和政策は、3局面に分けることができる。それぞれの局面が持っていた意味・性格は、それぞれで異なっている。残したものとしては、所得の再分配や格差構造の拡大、所得購買力の著しい毀損、地域金融機関の収益構造の悪化を指摘できるのではないかな。

○近廣昌志（愛媛大学）

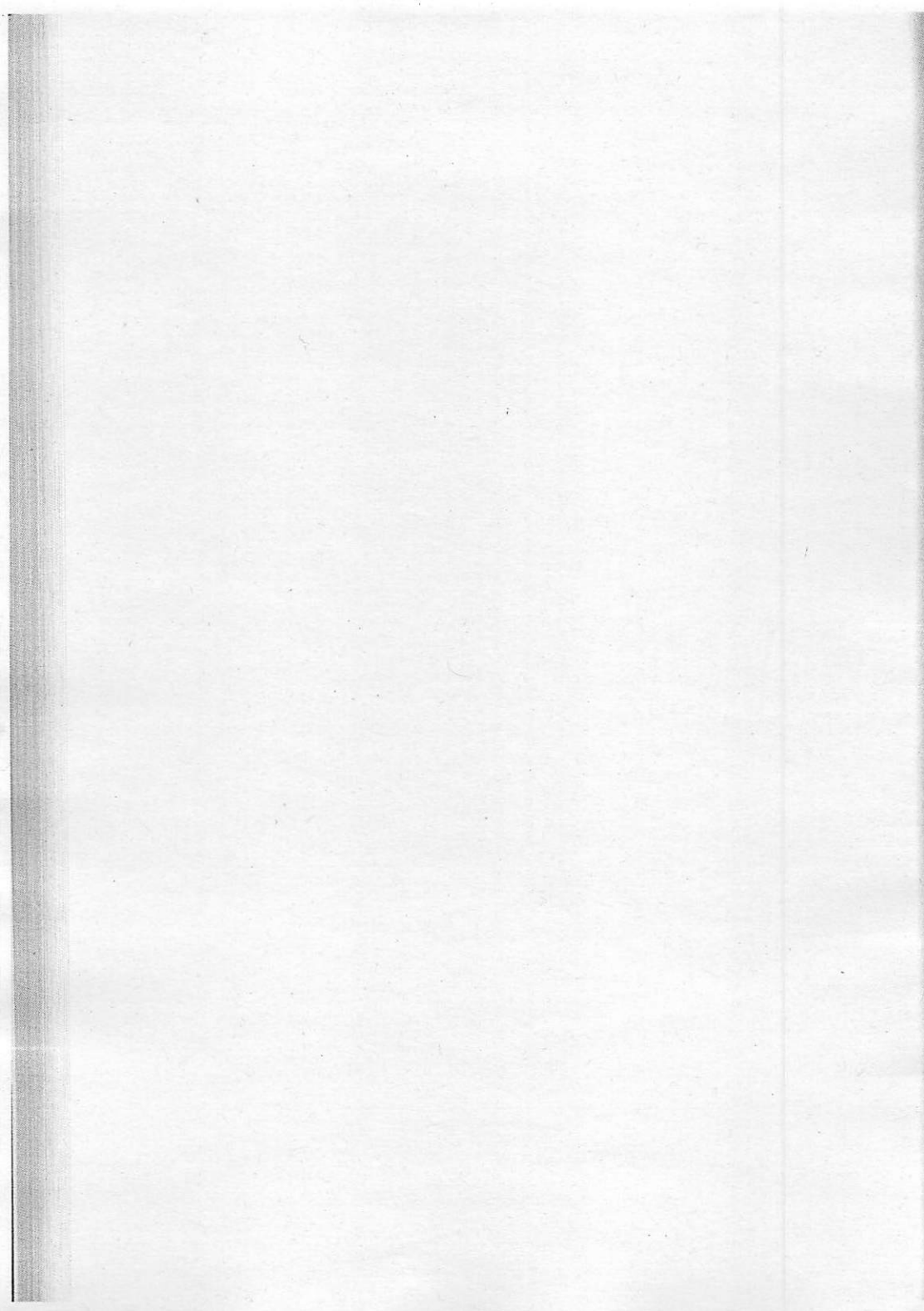
Q：10年間の超金融緩和政策によって社会構造のどこ、あるいは、だれを利することになったのか。財政と国民負担との関係でも回答して欲しい。

A：巨額財政赤字の下で日銀券の信用を支え、インフレなき世界を造り出してきたのは、超金融緩和政策によって可能になった経常収支黒字だったのではないかな。

○熊野剛雄（専修大（名））

Q：ルールそのものがそもそも非現実的なのではないか

A：例えば、価値法則のようにゲームのルールもまた一種の経済法則として経済政策の制約条件となっていると言う意味で使っています。この点で、「非現実的」とは考えていない。



ポンド・ネットワークの盛衰

—国際通貨のネットワーク効果、協働効果、履歴効果の観点から—

前田 直哉

(神戸松蔭女子学院大学)

高屋 定美

(関西大学)

1 はじめに：問題意識

基軸通貨ポンドの衰退について、高屋（2009）が示した国際通貨のネットワーク効果、協働効果、履歴効果の観点から考察すると、どのような新しい知見や現代へのインプリケーションが得られるであろうか。基軸通貨ポンドの衰退過程は第一次世界大戦後に始まったとされるが、ポンドからドルに基軸通貨が交替したのは戦間期ではなく、第二次世界大戦後であったのではないだろうか。また、基軸通貨ポンドのいずれの機能が最初にドルにシフトし、いずれの機能が最後まで残ったのだろうか。さらに、基軸通貨ポンドの衰退過程の中で、1925年金本位制復帰、1931年金本位制停止、1949年ポンド切り下げといった歴史的イベントが生じたが、それらは基軸通貨の交替にとってどのような影響を与えたのだろうか。われわれは、本稿で取り上げるレジームチェンジというイベントが基軸通貨のシェアを恒久的に変化させるとの仮説を立て、上記の歴史的イベントがレジームチェンジにあたるものであったのかどうかを考える。最後に、このような歴史的考察から、今日の基軸通貨ドルの持続可能性という問題に対してどのようなインプリケーションを引き出すことができるのだろうか。これ

らの問題を考察することが本稿の目的である。

以下、第2節ではネットワーク効果、協働効果、履歴効果を説明し、その重要性を指摘する。第3節では、入手可能なデータに基づいて再建金本位制期の基軸通貨ポンドがネットワーク効果を通じてどのように変容したのかを述べる。第4節では、1930年代変動相場制期のポンドと米ドルとの競争関係がどのようなものであったかを確認する。第5節では、ブレトンウッズ体制期の米ドルがポンドをどのように凌駕していったのかを述べる。

2 ネットワーク効果、協働効果、履歴効果

2-1. ネットワーク効果、協働効果、履歴効果とは

本稿では、基軸通貨を市場シェア比率が最も高く、ネットワーク効果が最も高い通貨とし、国際通貨を市場シェア比率が低く、ネットワーク効果が比較的低い通貨と定義する。また、基軸通貨の交替を考察するツールとして、ネットワーク効果、協働効果、履歴効果という概念を用いる。

まず、ネットワーク効果とは、外国為替市場での取引が多くなればなるほど、規模の経済性が働き、取引費用は逡減するという効果である。このことは国際通貨の利用が収獲逡増的な特徴を持つということを数理的に表現している。言い換えれば、より多くの主体がある通貨を国際決済に利用すればするほど、その通貨が外国為替市場でマッチングするタイミングは短くなり、その取引費用も逡減していくと考えられる。そのため、ある通貨のシェアが高くなれば、その通貨を利用するネットワークに経済主体は参加しようとし、ネットワークがさらに拡大する。

ここでは外国為替市場における2通貨の競争モデルを想定し、次の3つの仮定を置く¹。

1 数理モデルの詳細は高屋(2009)を参照。

仮定1：各期の収益最大化を図る第3国の投資家が2通貨のどちらかに投資する。

仮定2：外国為替市場での実際取引されている量が取引費用に影響を与える。想定される取引費用は取引のマッチングに依存するものとする。

仮定3：投資の決定要因は2つの資産保有に伴う現在と将来の収益および取引費用に依存する。

取引費用関数には2つのケースが想定できる。すなわち、(1) 収穫逦増的な取引費用関数と(2) 収穫逦減的な取引費用関数である。(1)の想定では、ショックが起き、国際資本移動が生じたとしても、それに伴って取引費用は逦増するので、通貨シェアの変化は限定的である。しかし、(2)の想定ではショックが起き、国際資本移動が生じると、通貨シェアが急増あるいは急減する。このような状況を、ここでは基軸通貨のネットワーク効果が強いケースと考える。このネットワーク効果の最大の特徴とは、何らかのイベントが契機となって、市場参加者の期待が変化し、通貨シェアが大幅に変動するということを説明できることにある。

また、国際通貨の各機能は独立的ではなく、互いに作用し、強化しあうという効果があるものと考えられる。そのような国際通貨の機能が相互に影響し合う効果を協働効果と呼ぶこととする。国際通貨の機能は図表1のように、民間レベルと公的レベルに分類できる。貿易契約や証券発行の建値を表示する通貨が表示通貨、実際の国際経済取引に使用される通貨が取引通貨、資金の運用・調達のために用いられる通貨が資産通貨である。為替平価を設定するために用いられる通貨が基準通貨、為替介入の際に使用される通貨が介入通貨、外貨準備として保有される通貨が準備通貨である。

民間レベルにおける協働効果としては、例えば①⇒②⇒③のルート、ま

図表 1. 国際通貨の機能

	計算単位	支払手段	価値貯蔵
民間レベル	①表示通貨	②取引通貨	③資産通貨
公的レベル	④基準通貨	⑤介入通貨	⑥準備通貨

(出所) Cohen (1971) を参考に、著者作成。

たは③⇒②⇒①のルートが考えられる。ある通貨が表示・取引通貨として使用されると、その通貨を運用・調達するために、資産通貨としても使用する必要が生じる。また、ある通貨が資産通貨として使用されていると、その調達した通貨を表示・取引通貨としても使用できる。公的レベルにおける協働効果としては、例えば④⇒⑤⇒⑥のルートが考えられる。ある通貨を基準通貨として選択すると、その通貨で介入を行うと同時に、準備通貨として保有しなければならない。民間レベルと公的レベルの協働効果としては、例えば①・②・③⇒④・⑤・⑥のルート、または④・⑤・⑥⇒①・②・③のルートが考えられる。ある通貨が民間レベルで使用されていると、その通貨にペッグしようとするインセンティブが通貨当局に働き、その使用が公的レベルの全機能にまで波及しうる。また、ある通貨が公的レベルで使用されていると、その通貨を嗜好するインセンティブが民間企業に働き、その使用が民間レベルの全機能にまで波及しうる。このように、国際通貨の機能間で協働効果が働くことによって外国為替市場の流動性が増加するとともに、マーケットメイク機能が高まる。その結果、国際通貨の取引費用（ビッド・アスク・スプレッド）が低下すると考えられる。

最後に、履歴効果とは、何らかのショックが発生し、経済構造が変化した結果、経済が元の状態に戻っても、必ずしも全てが元通りにはならないことを意味する。ここでいう履歴効果とは、既存の基軸通貨が存在する中で、国際通貨が新たに登場したとしても、市場の慣習・慣行上、既存の基

軸通貨を使用され続け、基軸通貨と国際通貨の通貨シェアがなかなか変わらない状況を指す。

2-2. ネットワーク効果、協働効果、履歴効果の連関

ネットワーク効果、協働効果、履歴効果の間ではどのように連関しているのだろうか。協働効果を通じて低下したビット・アスク・スプレッドはネットワーク効果によって更に低下しうる。上述したように、ネットワーク効果の特徴とは、市場参加者の期待に従って、通貨シェアが急増あるいは急減しうることにある。市場参加者の期待を変化させるのは循環的変動、レジームチェンジという2つのケースであると考ええる。すなわち、循環的変動とは為替レート予想が回帰的であり、いったん均衡為替レートから乖離しても、いずれ元の水準に為替レートが戻るものと市場参加者が期待するケースである²。一方、レジームチェンジは市場参加者の期待を恒久的に変化させるケースである。言い換えれば、前者による通貨シェアの変化は一時的であるのに対し、後者による通貨シェアの変化は恒久的であるということになる。循環的変動やレジームチェンジはそれぞれ歴史的にどのようなものであったのだろうか。循環的変動あるいはレジームチェンジが生じたとしても、基軸通貨のシェアがなかなか変化しないとすれば、履歴効果が働いていると考えられるが、それは過去、実際に生じたのであろうか。次節以降、基軸通貨ポンドの衰退過程を検討することによって、このことを確認する。

2 為替レートに関する予想が回帰的であるケースだけではなく、その予想が一方方向に向かうケースもありうる。例えば、通貨切り下げが予想されるケースがそれにあたる。そのときは、投機的攻撃も生じうる。したがって、一方向の投機的な動きも通貨シェアを一時的に変化させるものと考えられる。

3 再建金本位制期での基軸通貨ポンドの変容

再建金本位制期には、ポンドの表示・取引通貨の機能は維持されたものの、資産通貨の機能はドルに取って替わられ、取引通貨全体ではドルがポンドを一時的に上回った。その状況を示したのが図表2である³。

再建金本位制期には、国際通貨の各機能を直接的に表す指標およびデータが限られている。そこで山本（1988, 1994）に従い、銀行引受手形残高を表示・取引通貨の代理指標として、对外投资を資産通貨の代理指標として用いる⁴。また、英国、米国の対外短期債務をポンド残高、ドル残高と見なし、これらを取引通貨の指標として用いる⁵。

再建金本位制期にニューヨーク市場の銀行引受手形残高は増加したが、ロンドン市場のそれを上回るものではなかった。また、ロンドン市場で第三国間貿易の目的で引き受けられた手形量は1927年に1億4,000万ポンド、1928年に2億100万ポンド、1929年に1億7,600万ポンド、ニューヨーク市場でのそれは8,300万ポンド、1億400万ポンド、1億7,100万ポンドであった。一方、1920年代に入った当初から米国の対外投資は英国のそれを上回り、再建金本位制期には米国は英国の2倍近い対外投資を行った。図表3が示しているように、再建金本位制期にはドル残高がポ

3 1927年から1935年までのロンドン、ニューヨークの銀行引受手形のデータおよび1919年から1938年までの対外投資のデータは確認済みであるが、本稿では紙幅の関係で割愛する。

4 次節以降の1930年代、ブレトンウッズ体制期も国際通貨の各機能を直接的に表す指標・データが限られているので、再建金本位制期と基本的に同様の代理指標を用いている。

5 ポンド残高、ドル残高が民間部門、公的部門の保有分に分けられるのであれば、前者を取引通貨利用の指標として、後者を準備通貨利用の指標として用いることもできるが、その利用ができなかったため、準備通貨の利用については論じていない。

図表 2. 再建金本位制期のポンド

①表示通貨 ○	②取引通貨 ×	③資産通貨 ×
④基準通貨 ?	⑤介入通貨 ?	⑥準備通貨 ○

(注) ○はポンドのシェア1位であること、×はポンドのシェア1位ではないこと、あるいは利用がないことを示している。?は利用できるデータが不明であることを示している。

(出所) 筆者作成。

図表 3. ポンド残高とドル残高 (年末残高、100万ポンド)

年	1927	1928	1929	1930
ポンド残高	419	503	451	434
ドル残高	637	595	632	573
ポンドシェア	39.7%	45.8%	41.6%	43.1%

(注1) $\text{ポンドシェア} = \text{ポンド残高} \div (\text{ポンド残高} + \text{ドル残高}) \times 100\%$

(注2) ポンド残高、ドル残高は外国人勘定のロンドン、ニューヨークで保有されている預金、手形から構成されている。

(出所) Committee on Finance and Industry (1931), p. 113.

ドル残高を上回っていた。このような逆転が生じたのは、銀行引受手形残高ではポンドのシェアが最も高かったものの、対外投資ではドルのシェアが最も高かったことによると考える。

1925年金本位制復帰というイベントは基軸通貨ポンドにとって必ずしも有利に働くものではなかった。英国は1925年に金本位制に旧平価で復帰したものの、金本位制を再停止し、ポンドを切り下げるのではないかという市場参加者の不安は投機的攻撃を引き起こした。英国の政策当局はその投機的攻撃への対応に苦慮した。

第一次世界大戦前の国際金本位期には、英国の政策当局は循環的変動に対応することができた。すなわち、英国の金利が低下して金利格差が生じ

ると、金利裁定取引の機会が生じ、英国から資本が流出し、ポンド相場が下落する。ポンド相場が金輸出点を割り込むと、金裁定取引を通じて英国から金が流出した。そこで英国の政策当局はバンクレートを引き上げ、資本・金を還流させた。ここで看過してはならないのは、バンクレート引き上げによって英国に資本・金を還流させるためには、為替レート予想が回帰的であることが必要となるということである。第一次世界大戦前の国際金本位期には、ポンド相場の復元にはバンクレート政策が有効であると市場に信認されていたことが、為替レート予想を回帰的なものにしてきたと考える。しかし、第一次世界大戦後にはそれが部分的に崩れてしまった。バンクレート引き上げによるポンド防衛には限界が存在したのは、高失業率が社会問題化していたからである⁶。このことがバンクレート政策の有効性に対する市場の信認を低下させたと考える。

このように、英国では国際収支問題が慢性化したため、同国のマクロ経済政策に対する制約が継続的にかかることになった。その結果、ネットワーク効果と協働効果が十分に作用せず、基軸通貨ポンドの地位は揺らいだ。一方、米国の貿易金融、対外投資はともに急増した上に、同国のマクロ経済政策も何ら制約を受けなかった。その結果、ネットワーク効果と協働効果が作用し、国際通貨ドルの地位が高まったと考えられる。

4 1930年代変動相場制期のポンドとドル

1930年代変動相場制期には、ポンドの表示通貨、取引通貨、資産通貨の機能では一定程度維持されたものの、ドルのそれらの機能は著しく低下した。英国はポンドベッグ圏の形成と拡大に成功し⁷、ポンドの基準通貨、

6 再建金本位制期のポンド防衛の限界については金井（2004）を参照。

7 ポンドベッグ圏については島崎（1976）、米倉（2000）を参照。

図表 4. 1930 年代変動相場制期のポンド

①表示通貨 ○	②取引通貨 ×⇒○	③資産通貨 ×⇒○
④基準通貨 ○	⑤介入通貨 ?	⑥準備通貨 ○

(出所) 筆者作成。

介入通貨、準備通貨の機能が高まった。それに対し、米国もドルペッグ圏を形成したが⁸、その規模はポンドペッグ圏にはるかに及ばなかったため、ドルの基準通貨、介入通貨、準備通貨の機能が高まったとは言えない。その状況を示したのが図表 4 である⁹。

1932～1935 年平均の英国の銀行引受手形額は 1927～1931 年平均の 60% 台の水準に低下したが、米国のそれは 30% 台の水準にまで落ち込んだ。1932～1938 年平均の英国の外国資本勘定発行は 1924～1928 年平均の 20% 台の水準に低下したが、米国のそれは 2% 台の水準にまで落ち込んだ。英国の対外純債務をポンド残高の代理指標として用いると、図表 5 からは、海外スターリング地域保有分のみならず、非スターリング地域保有分も増加していたことが分かる。また、図表 6 によれば、ドル残高は 1932 年から 1933 年にかけて急減した。これは英国の金本位制停止後、米国も金本位制を停止し、ドルを切り下げのではないかという不安が市場で支配的になったからである。米国では 1932 年より銀行危機が発生していたので、金利引き上げによるドル防衛を実施できず、ドル危機を誘発した。結局、米国は 1933 年に金本位制を停止し、ドルを切り下げた¹⁰。ドル残高が

8 ドルペッグ圏については Eichengreen (2008) を参照。

9 章末注 3 と同様のデータによって、このことは確認済であるが、本稿では紙幅の関係で割愛する。

10 米国の 1933 年金本位制停止および 1934 年金本位制復帰については平岡 (2012) を参照。

図表 5. 英国の対外純債務（年末残高、100万ポンド）

年	対外純債務	海外スターリング地域	非スターリング地域
1932	468	246	222
1933	538	275	263
1934	580	316	264
1935	600	346	254
1936	721	358	363
1937	808	387	421
1938	598	339	259

(注) 対外債務の中には外貨建ても含まれている。
 (出所) 上川 (2015), 177 頁。

図表 6. ドル残高（年末残高、100万ドル）

年	総額	その内、ヨーロッパ
1932	745.6 (213.0)	469.1 (134.0)
1933	392.0 (92.6)	155.7 (36.8)
1934	610.6 (121.4)	245.0 (48.7)
1935	1,227.3 (250.5)	717.7 (146.5)
1936	1,491.6 (300.1)	814.3 (163.8)
1937	1,729.6 (350.1)	1,017.1 (205.9)
1938	2,042.0 (418.4)	1,237.8 (253.6)

(注 1) ドル残高は外国人勘定のニューヨークで保有されている預金、手形、短期証券および外国銀行保有の引受手形債権から構成されている。
 (注 2) カッコ内は各年平均のポンド相場で換算したものの。
 (出所) Board of Governors of the Federal Reserve System (1943), pp. 575-581, 681.

1934 年以降に増加しているのは、米国の貿易金融、対外投資はともに低水準で推移していたので、もっぱら同国が 1934 年に金本位制に新平価で復帰したとき、金買い上げ価格を引き上げて、金を世界から吸収したこと

による¹¹。

1931年金本位制停止というイベントは基軸通貨ポンドに必ずしも不利に働くものではなかった。1931年金本位制停止後にポンド相場は下落し続けたが、1932年末以降に上昇に転じ、1930年代末までそのトレンドが続いた。また、1930年代の英国の経常収支は赤字基調であったが、その赤字をどのようにファイナンスするかということが問題になることはなかった。英国に資本流入が続いたのは、英国経済がひとまず安定化し、反インフレ政策を堅持したのに対し、米国経済は不安定化し、インフレ政策も採用したことを背景として、為替レート予想がポンド高・ドル安で更新されたためと考えられる。さらに、当時の世界で最大規模のポンドベッグ圏が形成されたことも英国の経常収支赤字ファイナンス問題を緩和した。

金本位制停止後の1930年代には英国に資本とともに、金の流入も続き、英国の国際収支問題は生じなかったため、同国のマクロ経済政策にかかっていた制約も緩和された。その結果、ネットワーク効果と協働効果が再び作用し、基軸通貨ポンドの地位が復活したと言える。一方、米国の貿易金融、对外投资はともに急減し、また1934年以降にドル残高が増加したのももっぱら金を世界から吸収したことによるので、ネットワーク効果と協働効果は作用せず、国際通貨ドルの地位は後退したと考えられる。

5 ブレトンウッズ体制期での基軸通貨ポンドの衰退

ブレトンウッズ体制の成立（米国以外のIMF加盟国のドル平価の設定）と1949年ポンド切り下げというイベントは、基軸通貨ポンドの地位が喪失していくターニングポイントになった。言い換えれば、これらのイベントは市場参加者の期待を恒久的に変化させるレジームチェンジであった。

11 この点については滝沢（1975）を参照。

図表7. プレトンウッズ体制期のポンド

①表示通貨 ○⇒×	②取引通貨 ○⇒×	③資産通貨 ○⇒×
④基準通貨 ○⇒×	⑤介入通貨 ○⇒×	⑥準備通貨 ○⇒×

(出所) 筆者作成。

当初は「ドル不足」が生じていたので、ポンドには履歴効果が働き、その利用は大幅に低下しなかったが、1950年代半ばに「ドル不足」が解消されたため、基軸通貨はポンドからドルにシフトすることになった。その状況を示したのが図表7である。

第二次世界大戦直後には世界貿易の3分の1、1950年代には4分の1がポンド建てでファイナンスされた¹²。また、ドル建て銀行引受手形残高が戦間期の水準まで回復するのは1960年代以降のことである¹³。一方、米国は1950年代前半には英国の3倍以上、1950年代後半には5倍以上の対外投資を行った¹⁴。図表8によれば、ドル残高は1948年以降、一貫して増加している。ポンド残高をドル換算すると、減少傾向にあり、110~120億ドル台の範囲で増減を繰り返している。ドル残高がポンド残高を上回ったのは1956年のことである。

プレトンウッズ体制の成立と1949年ポンド切り下げというイベントはいずれも基軸通貨ポンドに不利に働くものであった。これらのイベントを受け、市場参加者は為替レート予想を大幅に変更したと考えられる。すなわち、2つのイベントによって、為替レート予想は、循環的変動のような回

12 この点については Clarke (1965) を参照。

13 この点については Solomon & Tamagna (1955), Cooper (1966) を参照。

14 1947年から1958年までの対外投資のデータは確認済みであるが、本稿では紙幅の関係で割愛する。

図表 8. ドル残高とボンド残高 (年末残高、100 万ドル)

年	ドル残高	ボンド残高	ドルシェア
1945	6,883	14,516	32.2%
1946	6,475	14,871	30.3%
1947	5,519	15,999	25.6%
1948	6,327	14,710	30.1%
1949	6,329	10,738	37.1%
1950	7,340	11,878	38.2%
1951	7,978	12,309	39.3%
1952	9,258	11,127	45.4%
1953	10,266	11,749	46.6%
1954	11,354	12,292	48.0%
1955	11,895	12,001	49.8%
1956	13,797	12,166	53.1%
1957	14,383	11,712	55.1%
1958	15,367	11,908	56.3%
1959	17,261	12,608	57.8%

(注 1) ドルシェア=ドル残高÷(ドル残高+ボンド残高)×100%

(注 2) ドル残高は外国人勘定のニューヨークで保有される預金、財務省証券等、その他短期債務等から構成されている。

(注 3) ボンド残高は外国人勘定のロンドンで保有される預金、大蔵省証券、商業手形、約束手形、英国政府・政府保証債から構成されている。

(注 4) ボンド残高は当時のドル相場で換算している。

(出所) Board of Governors of the Federal Reserve System (1976), pp. 932, 1046, Bank of England (1970), p. 125.

帰的なものではなく、レジームチェンジに伴う一方向への変更となった¹⁵。この為替レート予想の大幅な変更はボンド利用を減退させるものであった。実際、イギリスは 1947 年に 1 ボンド=4.03 ドルで IMF 平価を設定した

15 これに関する実証分析として、われわれは「構造変化をともなう単位根検定 (ADF 検定による)」を用いて、期待形成の構造変化が、1949 年 8 月に生じていることを検出している。本稿では紙幅の関係上、分析結果を割愛する。

が、1949年に1ポンド=4.03ドルから1ポンド=2.80ドルに平価切り下げを実施した。IMF平価を切り下げた後も、依然、国際収支に重大な問題を抱えていた英国はIMF平価を維持できず、ポンドを再び切り下げるのではないかという市場参加者の不安が投機的攻撃を引き起こしたが、英国の政策当局はその投機的攻撃への対応に苦慮せざるをえなかった。第二次世界大戦後の英国では完全雇用が第一の政策目標となっていたため、バンクレート引き上げによるポンド防衛には限界があった¹⁶。そこで英国は嚴重な為替管理を行ったが、リーズ・アンド・ラグスを抑止することはできなかった。また、スターリング地域（特にアジア諸国）の經常収支が赤字基調になったことも、英国の国際収支問題を深刻化させるものであった。その結果、英国は国際収支問題に再三直面し、マクロ経済政策に制約がかかり続けた。

このように、ポンドにとって不利なレジームチェンジが起きたにもかかわらず、ドル残高がポンド残高を上回るのは1956年であった。それまで時間がかかったのは、履歴効果が働いたためと考えられる。「ドル不足」が1950年代後半まで解消されなかったため、ドルの潜在的需要は大きかったにもかかわらず、ポンドが代替的に使用された。しかしながら、ポンド残高の積み上げが進んだわけではない。ポンドは再び切り下げられるのではないかという市場参加者の不安を英国は政策調整によって払拭できず、また嚴重な為替管理もポンドの利便性を低下させるものであったため、ポンド残高を積み上げるインセンティブは強く働かなかったと考えられる。海外スターリング地域保有のポンド残高は増加しているが、海外非スターリング地域保有のポンド残高は減少し、ポンド残高全体も減少傾向にあった。

1950年代後半に「ドル不足」がようやく解消された。これによって、

16 プレトンウッズ体制下のポンド防衛の限界については金井（2014）を参照。

ドルとポンドの通貨シェアは逆転し、その差が拡大する一方となったのは、ドルにはネットワーク効果と協働効果が作用したが、ポンドはその効果が逆向きに働いたためと考えられる。基軸通貨の機能がポンドからドルにシフトしたのは次のような順であった。まず、米国以外のIMF加盟国がドル平価を設定したことによって、ドルの基準通貨、介入通貨、準備通貨の機能がポンドのそれらの機能を上回った。続いて、米国が英国の2倍以上の対外投資を行ったことによって、ドルの資産通貨の機能がポンドのその機能を上回った。最後に、ドルがポンドを上回ったのは、表示・取引通貨の機能であった。

6 むすびとして：今日の基軸通貨ドルの持続可能性

本稿では主にネットワーク効果、履歴効果を用いて、ポンドがどのように基軸通貨の地位を衰退させてきたのかを検討した。本稿の主張は、従来、想定された1930年代における金本位制から変動相場制への移行ではなく、1949年の平価切り下げが基軸通貨の交替イベントにあたるのではないかというものである。その時期以降、ポンドは徐々に衰退していったものとする。本稿の分析にはまた現代の国際通貨システムに次のような示唆がある。すなわち、現在、米ドルが基軸通貨として利用されていて、その結果が協働効果とネットワーク効果を通じて、基軸通貨ドルの地位が維持されている。レジームチェンジは通貨シェアを恒久的に変化させるが、ドルが基軸通貨化を果たした後、そのようなレジームチェンジは生じていない。ユーロの登場もレジームチェンジと言えるだけの影響力を現時点までは持っていない。国際通貨国が新たに登場したとしても、ネットワーク効果が弱ければ、ショックが起きたとしても、通貨シェアの変化は限定的である。ネットワーク効果が発揮されるためには、新しい国際通貨への需要が掘り起こされ続けるとともに、国際通貨の供給もその需要に合わせて継

続される必要があろう。現実的に米ドルを凌駕する他の通貨ないしは通貨単位が基軸通貨として機能するのは早期には難しいであろう。しかし、上記の条件を満たす新たな国際通貨秩序が登場すれば、基軸通貨の交替も起きうると期待される。

参考文献

- Bank of England (1970) *Statistical Abstract*, London.
- Baster, A. S. J. (1937) "International Acceptance Market," *American Economic Review*, vol. 27, no. 2, pp. 294-304.
- Board of Governors of the Federal Reserve System (1943) *Banking and Monetary Statistics 1914-1941*, Washington, D. C.
- (1976) *Banking and Monetary Statistics 1941-1970*, Washington, D. C.
- Clarke, W. M. (1965) *The City in the World Economy*, Institute of Economic Affairs.
- Cohen, B. J. (1971) *The Future of Sterling as an International Currency*, Macmillan.
- Committee on Finance and Industry (1931) *Report*, London. (加藤三郎・西村閑也訳 (1985) 『マクミラン委員会報告』日本経済評論社。)
- Cooper, R. L. (1966) "Bankers' Acceptances," *Monthly Review Federal Reserve Bank of New York*, June, pp. 127-135.
- Eichengreen, B. J. (2008) *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*, 2nd edition, Princeton University Press.
- Solomon, R. & F. M. Tamagna (1955) "Bankers' Acceptance Financing in the United States," *Federal Reserve Bulletin*, May, pp. 482-494.
- 金井雄一 (2004) 『ポンドの苦闘—金本位制とは何だったのか』名古屋大学出版会。
- (2014) 『ポンドの譲位—ユーロダラーの発展とシティの復活』名古屋大学出版会。
- 上川孝夫 (2015) 『国際金融史』日本経済評論社。
- 島崎久弥 (1976) 「ポンド残高の史の変遷—スターリングが替本位制度の崩壊過程」『東京銀行月報』第29巻第11号, 4-100頁。
- 高屋定美 (2009) 『ユーロと国際金融の経済分析』関西大学出版部。
- 滝沢健三 (1975) 『国際金融機構』文雅堂。
- 平岡賢司 (2012) 「世界大恐慌と国際通貨制度」国際銀行史研究会 [編] 『金融の世

界史一貨幣・信用・証券の系譜』悠書館, 367-405頁。

山本栄治 (1988) 『基軸通貨の交替とドル—「ドル本位制」研究序説』有斐閣。

—— (1994) 『「ドル本位制」下のマルクと円』日本経済評論社。

米倉茂 (2000) 『英国為替政策—1930年代の基軸通貨の試練』御茶の水書房。

討論者・フロアーからの質問へのリプライ

金井雄一氏 (名古屋女子大学)

(質問1)

「6 今日の基軸通貨ドルの持続可能性」に「新しい国際通貨への需要が掘り起こされ続けるとともに」とあるが、これは具体的にどのようなことを意味するのか。

(前田回答)

当該国際通貨建ての金融資産需要のメニューが増えたこと (多種多様な金融商品、デリバティブズの提供) を意味している。

(質問2: 奥田宏司氏、木村秀史氏との共通)

国際通貨体制とその変容を把握しようとするとき、政策当局者、関係者などの主体的活動、努力に注目する必要があるのではないか。

(高屋回答)

政策決定プロセスに関わる関係者が、具体的に国際通貨制度を変容させていくというミクロの動きは重要であると考え。ただし、今回の発表はマクロ的な動向に着目しているので、ミクロの行動については今後の課題としたい。すでに、この点については前田氏と共同研究を進めているところである。

(質問3: 奥田宏司氏、木村秀史氏との共通)

基軸通貨が存在する世界で、途上国通貨統合が実現する可能性についてどのように考えているか。

(高屋回答)

途上国の通貨統合は実現する場合もあるが、経済的な実現可能性という観点からは難しいのではないか。最適通貨圏の理論から見て、途上国が通貨統合を行うデメリットは小さいかもしれない。しかし一方で、メリットも小さく、通貨統合を実現する誘因をはたして持ちうるのか。メリットが小さい理由は、途上国経済の輸出品がモノカルチャー的であり、かつ隣国の途上国と類似した産業を持つとすれば、相

互に貿易を活発にさせるメリットは薄く、あえて通貨統合を行うメリットがそれほどないからである。むしろ、途上国は基軸通貨にベッグして、隣国ではなく世界貿易市場とのリンクを強めるというのが最適な選択ではないか。

鳥谷一生氏（京都女子大学）

（質問1）

「5 プレットンウッズ体制」を読むと、ポンドが国際通貨の座を降りたのは、1949年ポンド平価切下げとその後の為替管理のように考えられる。為替管理が敷かれれば、非居住者がポンドを国際取引決済通貨として利用することに規制が課せられるのであるから、ネットワーク効果、協働効果、履歴効果もいずれも働かなくなる。このことと1950年代後半以降の「ドル不足」の解消ということは、論理的にどのようにつながっているか。

（高屋回答）

為替管理の下でポンドの利便性が低下していたのは確かであるが、スターリング地域では、必ずしもそうではない。スターリング地域でのポンド利用があったからこそ、当時、ポンドが国際決済通貨の地位を維持できたものと考えている。それは履歴効果と言えるのではないか。1949年の平価切り下げは市場参加者のポンドの期待レートを永続的に減価させ、ポンド保有の動機をくじくものであった。また、ドル不足の時代では、ポンドを代替的に利用せざるをえなかった。しかし、ドル不足が解消されると、減価予想の強いポンドではなく、ドルが選好され、ポンドが基軸通貨の地位を完全に撤退したと考えている。

（質問2）

「5 プレットンウッズ体制」の末尾には「基軸通貨の機能がポンドからドルにシフトしたのは次のような順であった。まず、米国以外のIMF加盟国がドル平価を設定したことによって、ドルの基準通貨、介入通貨、準備通貨の機能がポンドのそれらの機能を上回った。続いて、米国が英国の2倍以上の対外投資を行ったことによって、ドルの資産通貨の機能がポンドを上回った、最後にドルがポンドを上回ったのは、表示・取引通貨の機能であった。」と記されている。この記述は、公的国際通貨としてのドルの諸機能が、私的国際通貨としてのドルの諸機能に先んじることでドル体制が始まったというように読める。もし、このように理解してよいのであれば、報告者の報告趣旨と多分に矛盾するのではないか。

（前田回答）

国際通貨化のチャンネルは公的レベル、民間レベルのいずれか一方ではなく、そのどちらからもあると考えているので、今回の発表趣旨とは矛盾するものではない。

実際、ポンドはもっぱら民間レベルから国際通貨化し、ドルはもっぱら公的レベルから国際通貨化していった。

(質問3)

基軸通貨ポンドを考える上で、国際通貨の機能を民間レベル、公的レベルに分けて考察するツールは有効なのか。

(高屋回答)

国際通貨の機能それ自体は一般的なフレームワークであり、これを基軸通貨ポンドの動向を説明するために、応用している。国際金本位制期にはポンドの利用は民間利用が中心であったが、戦間期から第二次世界後に公的利用の重要性が台頭しているので、その時代によってポンドの利用を説明するため、国際通貨の機能を2つのレベルに分けるツールは有効であると考えている。

三谷 進氏 (立教大学)

(質問)

国際通貨の機能を挙げている図表1に媒介通貨が含まれていないのは何故か。

(高屋回答)

今回の発表で取り上げた期間は固定レート制が中心であり、為替媒介通貨の機能はその他の通貨機能の受動的な役割を果たしていたと考えている。ただし、現代では、為替媒介通貨の機能に各通貨の機能が最終的には集約され、それが外為市場の需給に影響を与えているので、為替媒介通貨の機能が重要な役割を果たしているということには間違いない。

足立一夫氏 (元三菱 UFJ 信託銀行)

(質問)

「6 今日の基軸通貨ドルの持続可能性」に「ユーロの登場もレジームチェンジと言えるだけの影響力を現時点では持っていない」とあるが、その原因はどのようなものであると考えるか。

(高屋回答)

基軸通貨におけるレジームチェンジは不可逆的な力であると考えている。しかし、現時点でユーロをめぐるのは経済規模こそ、ドルに匹敵するものの、金融市場の利便性、流動性はまだアメリカの金融市場におよばず、またユーロ危機に示されるようにユーロ体制の脆弱性も認識されている。そのため、現時点では、ユーロ登場がレジームチェンジとまでは言えないものとなっている。

星野 郁氏（立命館大学）

（質問：奥田宏司氏、木村秀史氏との共通）

ユーロ創設時、ヨーロッパの政治家、政策当局者はドルの覇権への挑戦と盛んに言っていた。しかし、現状はそれとは程遠い状況にある。その原因はどのようなものであると考えるか。

（高屋回答）

ユーロ創設時には、ドル覇権への重大なチャレンジになると欧州だけでなく、わが国の研究者も期待していた。しかし、欧州の政策担当者がユーロの国際通貨化、基軸通貨化を当初から企図していたとは考えていない。例えば、現在は整備されてきたが、共通した銀行監督も当初にはなく、現在も共通した株式ルールは整備中である。もしユーロをドルに当初からチャレンジさせるような通貨として企画するのならば、早い段階から金融同盟、資本市場同盟のようなものが必要であったと考える。それを未整備のまま、ユーロを誕生させた政策当局者の意図は、当面ユーロは基軸通貨になる必要はないというのが真意ではないか。また、ユーロ危機にも直面し、様々な制度の未整備が露呈したことがユーロの国際的な利用を進めなかったのではないか。その結果、ユーロはドルの覇権を奪うような存在ではないというのが現状である。ただし、貿易決済でのユーロの利用は進展してきたので、金融市場が整備されていけば、将来はユーロのシェアもさらに高まるものと考えている。

小西宏美氏（駒澤大学）

（質問）

1920年代に米国がドル建て対外債務を増やす上で何らかの障害はなかったのか。

（前田回答）

1920年代には米国の貿易金融、対外投資はいずれも民間主導でなく、政策当局・政府主導であった。このことは、基軸通貨ポンドがすでに存在していることやカントリー・リスクを考慮すれば、ドルが民間主導で国際通貨化するの難しかったということを物語っている。

現代国際通貨体制としての ドル体制、ユーロ体制

奥田 宏司
(立命館大学)

はじめに

2018年10月22日の信用理論研究会での報告とその予稿集をもとに、以下にドル体制、ユーロ体制の世界史的位置を明らかにしていきたい¹。その解明には、以下のことを踏まえる必要がある。それは、「国際通貨とは世界貨幣＝金とは異なる独自の範疇であり、それ自体決して単なる金の代理証券ではない」（木下悦二『国際経済の理論』有斐閣、1979年、230ページ）という指摘である。私はこの指摘をベースにこれまで国際通貨論を展開してきた。本報告でも同じである。小論末尾に記した拙書④の第1章「世界貨幣と国際通貨」、第2章「国際通貨の諸相と基軸通貨」、また小論注2、3をみられたい（紙幅の制約から小論においては統計・資料、他の論者の文献を示すことができない。それらは末尾の諸拙書に示しているので参考にされたい）。

現代の国際通貨体制は、地域的区分をもちながらドル体制とユーロ体制から成り立っている。ユーロ体制はロシアを除く欧州において。筆者は、ドルがポンドを凌駕してドル体制を構築していったように、将来ユーロが

1 紙幅の制約により予稿集の一部を割愛した。

ドルを凌駕していくとは考えていない。二つの体制は長期間併存していくものと考えている。では、まず国際通貨とは、ドル体制とは、ユーロ体制とは、それぞれどのような概念なのかについて論じよう。

I、金交換停止とドル体制——現代国際通貨体制の誕生と展開

1) 不換の国際通貨体制の誕生（その前史としてのIMF体制）

現代国際通貨体制は1971年以後ドル体制として登場してきた。金と交換されないドルが基軸通貨として再編され、そのドルで国際信用連鎖が構築されてくる。ドル体制である。73年以後の変動相場制の下でユーロ・カレンシー市場が一層規模を拡大し、オイルショックの中でユーロ・シンジケートローンが展開していく（拙書①の諸章）。ユーロ体制は1999年以後に現われてくる。欧州でユーロが基軸通貨に、そのユーロで欧州においては国際信用連鎖が成立していった（拙書⑥5～8章）。

金の世界貨幣としての機能はIMF体制下で民間レベルでは観念的にはともかくもほぼ消失しており、国際決済は各国の銀行が主要先進諸国の銀行に置いている一覽払預金（国際的信用の一形態）を国際通貨として利用してもっぱら行われてきた（国際通貨の原初的規定——並為替、逆為替を利用した国際決済を参照）。国際金本位制のもとでも1880年代以降、交通手段、電信手段の発達を受けて近代的な国際通貨が誕生²して以後は、国際決済の大部分は国際通貨を用いて行なわれていたのである（拙書④の第1章）。71年の金ドル交換停止によって金の世界貨幣としての機能は完全に停止した（金は一商品に、以後は国際通貨による「国際決済」³と全

2 予稿集の注2に記載したマルクスからの引用参照（拙書④26～27、37～39ページ）。

3 国際諸取引には何らかの決済が必要であるが、商品（金を含む）・サービスによる実際の決済か、国際的な諸信用形態（諸銀行等が海外に置いている外貨メ

面的な国際信用連鎖の展開)。すでに IMF 体制下で価値保存の動きは金だけに向かうのではなく、金は価値保存のための商品バスケットの中の一つになってきており、原油、希少金属、小麦、その他、商品先物市場が生まれていたが、71年以後、諸商品市場は大きく展開していく⁴。

IMF 体制下の 1950 年代末から 60 年代に先進各国の国際収支の不均衡は拡大していった。とくに、米の民間資本収支、政府関係収支の赤字が經常収支黒字を上回り、米から西欧へ金流出も進んでいった⁵。国際収支の不均衡の拡大によって、米当局の金による決済は不可能になっていった。

經常収支、国際収支の不均衡の増大によって累積した一覽払残高は、金に代わって種々の投資形態をとっていく（諸々の信用形態による「最終決済の代位」）。国際金本位制のもとでは各国のロンドン、ニューヨーク所在の銀行にもたれる一覽払残高の増減によって為替相場が大きく変動すれば、金現送点を超えて金による決済が実行されたが。また、種々の投資によるその「代位」を実現させる先物為替、為替スワップが、諸金融市場（長短の国債、CD、ユーロ・カレンシー市場の展開、デリバティブ商品など）が 1960 年代から成長・展開していった⁶。かくして 1960 年代に民間部門

、建残高＝国際通貨も一つの信用形態）による「決済」が進む。後者による「決済」は、のちに商品・サービスによる決済を可能にするものである。また、それは商品・サービスによる決済を延期させ、その期間、信用形態自体の「価格」の上昇を目的として保有される場合もある。信用形態による「決済」が戦争、革命等で不可能になった場合、金、商品・サービスによる決済しかない。第 2 次大戦中の米の「現金自国船政策」がわれわれには頭に浮かぶ（拙書④40 ページ）。

- 4 比喩的には、価値形態が第 2 形態（全体的な、または展開された価値形態）以上に進行しないということであろう。諸商品の価値が他の諸商品によって表現される（拙書①304 ページ）。このことが変動相場制の基礎にある。
- 5 牧野純夫『円・ドル・ポンド第 2 版』岩波新書、1969 年参照。
- 6 1950 年代、60 年代にドルがポンドを凌駕して戦後の国際通貨体制が構築されていくのであるが、その根底には種々の貿易取引がドル建化していくことが

に「国際過剰資金」が生まれ、それがIMF固定相場制を崩壊に導く。多国籍企業、多国籍銀行の保有する短期資産残高が60年代末に急増している（拙書①50ページ）。1960年代に金による決済は政府間で、しかもごく一部で行われたに過ぎなく、為替市場介入によるドル保有の大部分はドル準備として保有されて米の赤字をファイナンスする役割を担った。

2) 不換の国際通貨体制がどうしてドル体制として構築され維持されるのか。

ドルの金交換は停止されたが、ドルはIMF体制の下とはいくつかの点で異なる諸機能を付加され基軸通貨として再編される。ドル体制とは、不換のドルが基軸通貨として機能し、その上でドルの国際信用連鎖が形成されている国際金融体制である。そこで、以下の三点が示されなければならない。第1に、ドル体制下での基軸通貨とはどのような通貨であるか、第2に、ドルの国際信用連鎖がどのように形成されているか、第3に、米經常収支赤字がファイナンスされ続けることでドル体制は維持されるが、そのファイナンスがどのようにされてきているかである。

第1について。ドルは金との関連が断たれたが、1970年代以降にも世界の諸国際取引のうちドル建・国際取引が最大規模をもち、外国為替市場においてはドルが一方となる取引が最大である（注6もみられたい）。各国の銀行は顧客取引によって様々な通貨で持高をもつ（為替リスクの発生）が、ドル以外の諸通貨で持高をもった場合、ドル以外の諸通貨どうしの銀行間市場は規模が小さく直接交換はむずかしいので市場規模が大きいドル

ゝある、とくに原油をはじめ一次産品のドル建化がある。原油取引には比較的長期の貿易が為替金融を伴うが、その金融を供与できるのがポンドではなくドルであったのである。この点は等閑視されてはならない。ドル・アクセプタンスがロンドン・アクセプタンスを上回っていく（関下・奥田編『多国籍銀行とドル体制』有斐閣、1985年、86～87ページ）。

を一方とする取引を二つ行なうことになる。例えば、英銀がマルクで売持をもった場合、銀行間市場でポンドをドルに換えそのドルをマルクに換えるのである。この場合、ドルは為替媒介通貨として機能したのである(1960年代からそうで、のちに直物為替取引では西欧でマルクが為替媒介機能を持つようになるが、それは1990年代になってからである——④の第2、4章)。

しかも、ドルは為替媒介通貨としての機能以外に、各国通貨の相場の基準通貨として、当局の為替市場における介入通貨として、その結果、準備通貨としての機能を併せもち、基軸通貨になっていった。1980年代末まではドルが唯一の基軸通貨であった(④第2章)。

第2について。米の経常収支は1970年代にはほぼ均衡しており、米の民間投資収支の赤字は先進各国の為替市場介入によるドル準備を原資としていた(オイルダラーとともに1970年代のドル国際信用連鎖)が、1980年代以降、米の経常赤字は各国による種々の米への投資、ドル準備によってファイナンスされなければならなくなった。経常黒字国の黒字額は金交換の停止のもとでは何らかの信用形態での対外資産とならざるをないが、ドル金融市場(米国内市場、ユーロダラー市場)が突出した規模と多様性をもち、ドルでの投資、資産の保有が便利で有利となる。他の通貨での運用は市場規模が相対的に小さくリスク、コスト等が大きく、ドル以外の通貨での投資は相対的に少なくなる。それゆえ、各国の投資は多くがドル建投資となり、結果的に米経常赤字のファイナンスが進んでいく⁷。また、米のドル建・対外投資には「代わり金」が形成され、投資収支は均衡するから米のドル建対外投資も伸びていく。米は債務国でありながらドルでの国際信用連鎖が進んでいく(⑥第1章、⑦第2章)。また、貿易決済、短

7 各国のユーロダラー市場での運用は、ユーロダラー市場における金融機関の対米資産保有となるから、それが米の経常赤字をファイナンスすることになる。

期資本取引には、先物為替、為替スワップがより多く利用されることにより、「金利平価」が成立・展開していき、為替損はほとんど生まれず（為替スワップ取引額が外為取引で最大規模に）、ドルを中心とした短資移動と短期諸金利体系が成立していった（①第4章）。

第3点の概要はみたが次項で改めて論じ、ここでIMF体制とドル体制の異同を示しておく。1) IMF体制下では対外決済の一部が金によってなされたがドル体制下ではなくなった。2) IMFの下では金交換をベースに各国通貨はドルに対する固定相場制が維持されたが、金交換停止後には変動相場制に⁸。3) IMF体制下においてもドルは銀行間外為市場では為替媒介通貨であった。4) 1960年代に米経常収支は黒字で、その黒字でもってドルの国際信用連鎖が構築されていたが、70年代以降黒字はなくなり、ドル信用連鎖は海外の米への投資、ドル準備や諸外国の対米投資を原資とした米の対外投資、米のドル建投資による「両建」の連鎖によって形成されている。5) IMF設立に際して原則とされた「自由、多角、無差別」はドル体制下で途上国まで徹底されていった（④の序章）。

II、米経常赤字のファイナンスの経緯とドル体制の「非対称性」

1) 米経常赤字のファイナンスの経緯

さて、前述の第3点であるが、米の経常赤字のファイナンスがあってドル体制は維持されるものであるから、米経常赤字のファイナンスのなされる方、経緯を見なければならぬが、それらはすでに前項で概略をみた。ここでは、ドル建経常黒字保有国と非ドル通貨で黒字を保有している諸国に分けて論じよう。

ドル建経常黒字国の銀行にはとりあえず一覽払ドル残高が形成されるが、

8 注4も参照を。

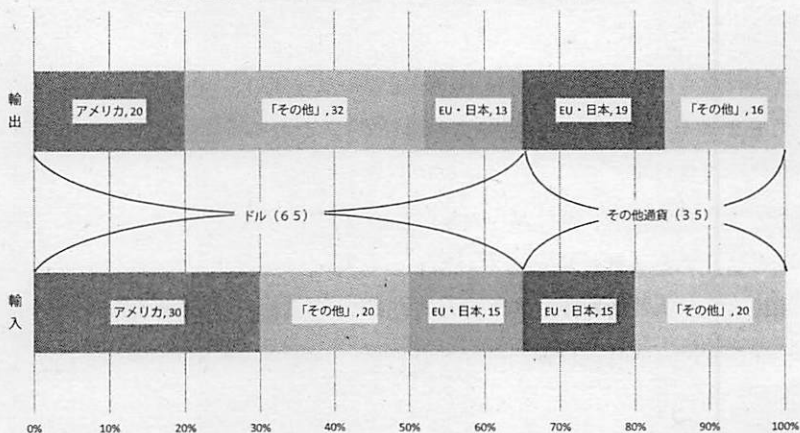
そのドルが各種の対米投資に転化していく。ドル建黒字保有国がその黒字をドル以外の通貨に転換して運用するには運用力に制約があり、為替リスクが伴うから黒字の大半はドル建投資になっていく（産油国は運用の多くをオフショア市場の金融機関を通じて）。このドル建経常黒字保有国のドル建投資は米にとっては「債務決済」となる。

ところが、日本、西欧諸国はドル建経常黒字をもっていない。これらの国の貿易の通貨建比率からそれがわかる⁹。したがって、これらの国の対米投資は米の「債務決済」とはならない。ドル建経常黒字を保有していない先進諸国（西欧、日本）の対外投資は、一般的には、ア）それらの国の非ドル通貨をドルに換えての投資、イ）自国通貨建投資、ウ）米を除く先進各国間の非ドル建投資となる。西欧諸国の場合、イ）ウ）の西欧諸国間の投資がEU統合の進展により進行し、それが1990年代にマルクの基軸通貨化の進展を促し、このことがユーロ通貨統合の案地を形成していった（④の第4～7章）。ア）の対米ドル建投資は一部にとどまった（③104～109ページ）。

それに対して、日本は対米ドル建貿易黒字のほとんどを産油国等の資源諸国へ支払ってしまいドル建では少しの赤字で、貿易黒字のほとんどは円建であるが、円建投資はほとんど伸びていない。日本の貿易相手諸国（アジア諸国、オーストラリア等）はドル建貿易黒字と円建赤字をもっており、それらの国はドル建黒字を円に転換して円建赤字を決済し、日本からの円投資をほとんど受けない。その結果、日本の円建・経常黒字は円建投資とならず円をドル等の外貨に換えての投資になっていくが、円高時には為替リスクの故に民間長期投資は伸びず、さらなる円高となって為替介入＝ドル準備増となっていく（④第11章）。

以上の各地域、各国の通貨別貿易をモデル化（「2通貨・3地域モデル」）

9 予稿集注9、④46～47ページ、その他拙書参照。

図) 世界のドル建貿易と「その他」通貨建貿易^{1) 2) 3)}

注：1) アメリカの輸出、輸入はすべてドル建とする

2) 「その他」—アメリカ、EU、日本を除くすべての諸国

3) 全輸出額は10兆ドルとする。国における数値は%

出所：筆者作成（拙著⑥の62ページより）

して表示すると、図のようになる（⑥第3章）。全世界では10兆ドルの輸出額、輸入額があるとし、うち65%がドル建であり、「その他」通貨建が35%であるとする¹⁰。ドル建輸出のうち、米が20%、米、EU・日本を除く「その他」諸国（産油国、中国を含む、この図では「その他」）が32%、日本・EUが13%（計65%）、「その他」通貨建輸出のうち、EU・日本が19%、「その他」が16%である（計で35%、米の輸出、輸入は簡単化のためにすべてドル建だとする）。ドル建輸入の65%のうち、米が30%、「その他」が20%、EU・日本が15%（計65%）であり、その他通貨建輸入は、EU・日本が15%、「その他」が20%である（計で35%）。

上のように区分すると、各地域（国）の通貨別貿易収支は次のようにな

10 ここでの「その他通貨」とはユーロ、円、ポンド等の先進国通貨がほとんどである。

る。アメリカは1兆ドルのドル建貿易赤字、米、EU・日本を除く「その他」諸国（産油国、中国を含む）はドル建が1.2兆ドルの黒字、「その他」通貨建が0.4兆ドルの赤字、全体で0.8兆ドルの黒字、EU・日本はドル建で0.2兆ドルの赤字、その他通貨建で0.4兆ドルの黒字、全体で0.2兆ドルの黒字である。

この各地域の貿易収支については以下の二つの説明が必要である。第1に、「その他」地域に含まれる諸国間の貿易黒字・赤字は相互に相殺され、また、EU諸国と日本、EU諸国間の貿易黒字・赤字も相互に相殺され、上記の貿易収支の額は地域ごとに「統合された」収支である。第2に、「その他」地域は「その他」通貨で赤字をもっているため、「その他」地域のドル建黒字の一部が「その他」通貨に転換されてEU・日本に支払わなければならない。その資金をもって、EU・日本は対米ドル建投資を行なうのである。

以上がドル体制下における世界の通貨別貿易決済のパターンであり、ドル建・国際マネーフローの基本を規定する（米の「ドルードル投資」¹¹を除いて）。1990年代までは日本、西欧諸国に加えて産油国、一部の途上国などが、今世紀の初めから2013年までは産油国と中国等が、2014～17年にはユーロ地域と日本が主に対米ファイナンスを行なった¹²（⑦第2章、1980年代、1990年代については⑥第1章）。

Ⅲ、ドル体制の「非対称」的性格とドル体制の後退の諸要因

1) ドル体制の「非対称」的性格（ドル体制は国際公共財ではない）

11 米のドルでの対外投資は「代わり金」が生まれ投資収支は均衡。予稿集の注11参照。

12 最近のユーロ地域の対米投資については、拙稿「ユーロ地域の国際収支とドイツの国際収支についての覚書」『立命館国際研究』31巻1号（2018年6月）参照。

以上にみてきたドル体制は明らかに米にとって有利である。これまで米の経常赤字はファイナンスされてきており、米の経常赤字が継続的になっても緊縮政策は強要されない。ここでは日本と中国による対米ファイナンスにおける差異をみておこう。なお、対米ファイナンスは「自動的」ではない¹³。

中国は、対米だけでなく全世界に対して大きな経常黒字を記録するに加えて、厳しい内外投資規制のゆえに投資収支においても資金流入となってきた。以上の国際収支状況により人民元高が生じるから、中国当局によるドル買の為替市場介入は日常的で大規模なものになりドル準備が急増していく。対米ファイナンスはただちに進み「完全」なものになっていく。米の経常赤字が増大していても米金利は上昇せず、生産と消費が持続し、他方、介入相場は当局の意図によって決まり（人民元安に誘導）、人民元売りによってマネーストックが増加していき、中国の景気過熱も持続しがちとなる。「グローバルなインバランス」が拡大していく。

それに対して、日本の場合、対米ファイナンスの資金の大半は民間資金であり円高傾向になってきたときに対米投資は減退気味になり、さらなる円高となって当局の為替市場介入が行われた。したがって、介入は断続的で米への日本からの資金流出も断続的となる。米の金利は上昇気味となる。このように1980年代、90年代における日本のファイナンスと今世紀に入っ
ての中国のファイナンスの差異に注意しておく必要がある（⑦第3章）。

一方、ドル体制下において米以外の諸国の赤字の継続には強い緊縮政策が伴う。途上国などの赤字は自国通貨ではなくほとんどがドル建（現在、東欧諸国ではユーロ建）であるから、米のように「債務決済」ができずドルで支払わなければならない。経常黒字をもつようになるか、ドルで借入れを行なうか、ドル準備で支払うかをせまられる。赤字が継続して借入が

13 予稿集の14ページ、⑥第2章、⑦第2章第3節参照。

できず外貨準備が枯渇すれば通貨危機に陥るだろう（1980年代の途上国債務危機、90年代のアジア通貨危機など）。その場合、IMFなどからの融資となりコンディショナリティが付随するから、財政・金融等の緊縮政策、途上国に対する自由化政策の強要となる。IMF、世界銀行がドル体制を支える機関になっているのである（②の第2、3章、⑤第8、9章）。

2) ドル体制の後退をもたらす諸要因

非ドル通貨での各国の経常取引が増大し、経常黒字国の非ドル通貨での対外資産保有が増大していけばドル体制は後退していく。以下が考えられる。イ) 原油等の一次産品のドル建が後退。中東産油国、ロシアなどの欧州への原油輸出のユーロ建化と産油国のユーロでの対欧州投資の進展（⑦第5章の注3、15および144～145ページ参照）＝オイルグラマーの減少。ロ) 中国、アジア諸国の貿易における非ドル諸通貨（円、人民元等）の利用の増大、それらの国の経常黒字が非ドル通貨で形成される。そうなれば米の「債務決済」が進まず米赤字のファイナンスが困難に。ハ) ユーロ建の諸金融市場の規模の増大と多様化。これが進行するには南欧の国債不安の解消が必要¹⁴。二) ユーロ地域（主にドイツ）がユーロ建の対外投資を伸ばし対米投資が減少していく¹⁵。ホ) 日本も円建・対外投資を伸ばし、その結果、対米投資の減少。ヘ) 中国のアジア・インフラ投資銀行、「一带一路」構想の実現。これらは基本的には中国のドル準備を原資とするものでドル資金の「流転」となるが、南アジア、中近東、中央アジア諸国の中国との経済関係が深くなっていけば、各国の人民元の受取も増大し人民元の「国際化」が進展する（クリアリング銀行の設置拡大と中国との貿易のド

14 拙稿「ユーロシステムの「公的部門買入プログラム」(PSPP)について」『立命館国際研究』31巻2号(2018年10月)参照。

15 前掲拙稿「ユーロ地域の国際収支とドイツの国際収支」の第17表参照。

ル建決済から一部は人民元決済に——⑦235~241 ページ参照)。しかし、現実にはまだ上の諸要因が一挙にドル体制の後退を引き起こすまでには至っていない¹⁶。

IV、ユーロ体制について——紙幅の制約により簡単に(③第4、5章、④第4~8章、⑥第5~8章、⑦第6章をもとに)。

ユーロ登場以前の西欧において、相互間の貿易での主に自国通貨での輸出とEU統合による相互投資の進展がマルクの為替媒介通貨化(直物のみ)、基軸通貨化を進展させ、それを踏まえてユーロが登場する(マルクの研究を踏まえてユーロ研究の必要)。ユーロ体制とはユーロがロシアを除く欧州において基軸通貨として機能し、そのうえで主にユーロでの国際信用連鎖が形成されている体制である。

ユーロ通貨統合構想には少なくとも2つの点が考慮されていた。1つは西欧において1980年代にマルクの基準通貨化、90年代に為替媒介通貨化の進展がみられたが、このマルクをEU統合の中にどのように取り入れるか、この戦略プランがユーロ通貨統合であった。もう1つは欧州各国の成長率の向上と経済格差の是正への期待であった。

通貨統合には統一の決済機構(TARGET)の構築が必要である。これがないと統一通貨ユーロは登場しえない。TARGETによるユーロ決済

16 2018年10月22日の報告(予稿集)ではこれらの諸要因を列挙するにとどまったが、米の巨額の対中貿易赤字が中国のドル準備を増大させ、それがアジア・インフラ投資銀行、「一帯一路」構想の原資となって「ドルの世界への挑戦」になりうること、また、産油国の一部が原油取引の非ドル通貨建に動き出す可能性がありうることを中心に、ドル体制のかなたに暗雲が見えていることを以下の拙稿で論じた。「ドル体制の持続可能性について」『経済科学通信』第149号(近刊)。

については以下の拙書をみられたい。④第8章、⑥第6章、⑦第6章。TARGETの設立によりユーロ域内諸国間の国際収支の不均衡は、各国中央銀行の欧州中央銀行へのバランス (TARGET Balances) となり、域内各国間の支払には外貨準備は不必要になった。また、域外とのユーロ建国際取引の決済も決済口座がどこの国の銀行に保有されているかによって TARGET Balances は変化する。

ところが、ユーロ統合には域内各国間にインバランスを形成する主に3つの要因が当初から含まれていた。第1は、ユーロ為替相場は、統合がなかった場合に想定されるマルク相場、ギルダー相場よりも低く、ペセタ、ドラクマ相場などよりも高くなった。ドイツ、オランダなどが有利でスペイン、ギリシャなどに不利で、貿易収支の不均衡が持続する要因となった。第2に、短期金利は統一されるが各国の経済格差に伴い長期金利には格差が残り、第3の要因 (為替リスクの解消による投資環境の変化) とあまって「北」から「南」への投資の増大をもたらし、当初はそれが「南」の成長を助けたがバブル的事象が発生しやすくなった。ギリシャの財政粉飾を契機に「南」(「構造問題」を有する) から資金が一挙に流出し南欧危機となっていくた (アジア通貨危機にも似る)。南欧危機に対応して ESM (欧州安定メカニズム) が設立され融資が行われたが、それにはコンディショナリティが付加され緊縮政策の強要となっていくた。

それでは、ギリシャなどにはユーロ離脱の選択肢をありえたであろうか。それはあり得なかった。というのは、ユーロ各国の中央銀行には「最後の貸手機能」が残っていないからである。それはユーロシステム (実質的には ECB) に移っており、ユーロ離脱の時点で ECB の融資が停止され、諸銀行の倒産と「貨幣の枯渇」が発生して大混乱となるからである¹⁷。した

17 中南米の場合は、自国の中銀に「最後の貸手機能」があり、過剰融資が進行して極端なインフレが発生したのと対照的である。

がって、ユーロ離脱は決定されず、ESM、IMF などからの種々の融資がなされながらギリシャなどには厳しい緊縮政策が強要されてユーロへの国民の反発は強くなっていく。

ユーロ不安が一段落してきた 2015 年以降、ユーロシステムは PSPP（公的部門買入プログラム——ユーロ域内各国中銀による自国国債等の買入と ECB による買入、世上では「量的金融緩和」と言われる）を 18 年未まで実施した。これは二つの性格を有している。スペイン、イタリア等のソブリン不安の軽減と物価上昇・ユーロ安の政策とである。PSPP によってギリシャ危機以来のソブリン不安の軽減には一応成功したと言えるが、各国中銀の自国国債保有と諸銀行の中銀預金は大きく増加したにもかかわらず、一般企業・家計への貸出は伸びていないし物価上昇は不十分である。他方で、PSPP の実施は TARGET Balances の大規模な不均衡的累積を残し、PSPP の停止はユーロ高と物価上昇率の低下を引き起こす可能性もあろう¹⁸。

ユーロ通貨統合は、域内の経済的不均衡を是正する機能をもともと有していないから、ユーロ地域内の経常黒字諸国（とくにドイツ）は何らかの形態（民間資金、TARGET Balances、ECB の融資、ESM の資金供与、「共通財政」など）で域内赤字諸国に対して資金を供与しないとユーロ体制は維持できない（このことがドル体制とは根本的に異なる）。「共通財政」も検討課題になろう。

現時点では、ユーロ体制はドル体制と対立的関係になっていないし（予稿集のⅢ節 3 項参照）、ユーロ地域（とくにドイツ）の対米ファイナンスが原油価格の下落、中国の国際収支の「変調」をきたした 2015 年から進行している（注 12 の抽稿参照）。

18 前掲抽稿「ユーロシステムの「公的部門買入プログラム」(PSPP) について」

V、人民元について——紙幅の関係で要点のみ（拙書⑦第7章をもとに）。

人民元は「国際化」してきていると言われるが、依然としてドル体制の中にある。中国当局はいくつかの重要な規制を課している。第1に厳しい投資諸規制を課し、本土と香港の間でさえ短資移動は自由ではない。したがって、香港等におけるオフショア人民元取引はユーロ・カレンシー市場取引とは性質が異なる。香港への人民元の流入には「特別のルート」があった。第2に、当局は外国の銀行（香港の銀行も含め）が本土内の銀行に一覧払預金口座の設定、その振替、残高補充を認めていない。それゆえ、非居住者（香港の居住者も含め）が人民元決済を行なうことは極めて難しい。

それを本土外で可能にするのが香港等でのクリアリング銀行の設置である（香港に中国銀行の香港法人を認定、03年12月）。香港の銀行がクリアリング銀行に人民元口座を設定（ただし、クリアリング銀行の口座の振替が認められるのは10年7月——これによって香港の銀行どうしが人民元取引を行なうことができるように）し、クリアリング銀行は中国国内の人民元決済制度（CNPS）とリンク（人民銀行、本土内の銀行に口座を持ち）しているから人民元決済ができる。しかし、クリアリング銀行の設定はいくつかの国、地域に限られている。当局は09年にクリアリング銀行を介して香港等と本土との間で経常取引の人民元決済を認める（⑦の図7-7参照）。それ以前は香港と本土の間でさえ取引はドル建てで実施（本土と香港の銀行は在米銀行に口座を設定して）。クリアリング銀行がいくつかの国、地域に設定されているが、クロスボーダー人民元決済は約95%が香港経由である。

当局は10年12月に香港の銀行が人民元で決済を行なう顧客と為替取引を行なう場合に限り、香港の銀行がクリアリング銀行と人民元為替取引を

行なうことを認める。ただし、クリアリング銀行はCNPSにリンクしていることから、その相場は上海相場（CNY相場）となる。一方、香港の銀行どうしの為替取引はクリアリング銀行に置かれている人民元口座を利用したもの、香港に流入してきた人民元をもとにしたもので上海相場とは異なるCNH相場が成立する。かくして香港に二つの相場が形成（自由な資金移動に伴う裁定とは異なる「別の」裁定取引が発生、資金移動が自由でないから香港と上海では二つの人民元金利も）されている。

また、対内外投資が「適格外国機関投資家制度（QFII）、02年」（特定の外国金融機関にライセンスを与え投資枠を設定）、「適格国内機関投資家制度（QDII）、07年」（特定の国内金融機関にライセンスを与え投資枠を設定）により、「管理」されつつ進行している。その後、香港の人民元を利用した「人民元適格外国機関投資家制度（RQFII）、12年12月」（ライセンスの供与と投資枠の設定）、「人民元適格国内機関投資家制度（RQDII）、14年12月」（同）などの諸制度も設立された。

人民元の現状は「管理された国際化」であり、本格的な国際化のためには外国の銀行が本土内の銀行に一覧払口座の設定、振替、残高補充ができるようになること、内外の資金移動が自由になることが必要で、これらが達成されて本格的な人民元決済が行なわれるようになる。それらが実現されておらず、国際決済が自由でない人民元が本来の国際通貨になることはない。

追記：予稿集の「まとめ」では詳しく記載できなかったので、当日の報告の最後に口頭で補充を述べた。以下である。

ドル体制とユーロ体制は、それらを成り立たせている「原理」が異なる。ドル体制はドルを各国が基軸通貨として利用することによって成立している。その利用は、IMF体制と異なり協定などによってではなく、各国にとっては便利で、より経済的であるからである。しかし、同時に「非対称性」が生まれ、主権上の喪失が頻繁に生まれる。また、米経常赤字が種々

の形態でファイナンスされることによって維持される。

他方、ユーロ体制は、ユーロ統合（協定による）に参加した諸国が通貨自主権を失ったとはいえ、ユーロが自国通貨でもあり、その自国通貨でもって統合参加諸国の相互は決済できる。外貨準備が必要ない。参加していない周辺諸国にとっては、協定などによってではなく利便性・経済性によってユーロを基軸通貨として利用している。

現在、ユーロ地域は米への投資によってドル体制を支え、ドルとユーロの二つの体制が「併存」しているのであるが、予稿集Ⅲの3)で触れたように対立的諸契機も含まれている。ヨーロッパへ輸出される原油などの一次産品がユーロ建化したり、中国などのアジア諸国の貿易の一部のユーロ建化がそれである。原油貿易のユーロ建化について扱った ECB の文書もある（⑦第5章の注参照）。

さらに、二つの体制、それぞれに安定の条件、動揺をきたす条件が異なっている。ドル体制は米経常赤字がファイナンスされれば維持される。ドル体制の後退をもたらす諸要因についてはすでに述べた。ユーロ体制の安定化条件についてもほぼ述べている。ドイツなどの「北」からスペイン、イタリアなどの「南」に対してどのような資金であろうと供給されることである。「北」の国民がそれを渡ると、「南」の赤字のファイナンスが困難になり、緊縮政策が強要され、反ユーロ感情が高まってくる。

筆者の文献

- ①『多国籍銀行とユーロ・カレンシー市場』同文館、1988年
- ②『途上国債務危機とIMF、世界銀行』同文館、1989年
- ③『ドル体制と国際通貨』ミネルヴァ書房、1996年
- ④『ドル体制とユーロ、円』日本経済評論社、2002年
- ⑤『円とドルの国際金融』ミネルヴァ書房、2007年
- ⑥『現代国際通貨体制』日本経済評論社、2012年
- ⑦『国際通貨体制の動向』日本経済評論社、2017年

コメンター、フロアからの質問への回答

I、鳥谷一夫教授のコメント（「債務決済」という概念は木下教授の国際通貨把握には馴染まないのでは）に対するお答え

ドル建経常黒字国は、その黒字をいったん在米銀行への一覧払預金残高（国際通貨）として受取り、漸次それをいろいろな金融資産に移し替えていく。米からすれば債務でもって経常赤字をファイナンスしているのである。これが「債務決済」といわれるものである。したがって、鳥谷教授が言われるのは、一覧払預金残高の形成・振替という事象及び国際通貨規定とその残高の運用＝「債務決済」という事象との次元の差の問題であり、国際通貨についての木下教授の把握と私の把握のズレではないだろう。

予稿集（小論）の注3でも触れているように、また学会当日の回答でも述べたように、「債務決済」は最終的決済（金を含む商品・サービスによる支払い）が繰延べされることである。債務決済という事象は、国際金本位制の下では生じることはない。対外収支の不均衡から為替相場が平価から大きく乖離するときは金現送が行なわれるからである。しかし、IMF体制、ドル体制の下では金現送が行なわれないから、経常黒字国には債権が、赤字国には債務が累積されざるを得ない。木下教授ご自身も『世界経済評論』2007年9月号において、「国際通貨国には負債決済が許される」（23ページ）、「（ドル建）為替決済では債権側は在米為替銀行のドル建流動性債権で受け取る。これが国際通貨国の負債決済の姿であって・・・資金は1ドルも米国外に出ていない」と述べられている（同ページ、拙書⑥の43～48ページも参照されたい）。

II、紺井博則教授の質問（リーマンショックがドル体制に与えた影響は？）へのお答え

リーマンショックによって米金融機関は流動性危機に直面しインターバンク市場は機能マヒに陥った。米金融機関は種々の債権の回収に追われており、ヨーロッパの金融機関（米金融機関からドルを調達し種々の米金融資産に投資していた）に対する回収も緊急を要するものであった。ヨーロッパの金融機関はインターバンク市場からドルを調達することができない事態となり「ドル不足」が発生し、ドル・ユーロ相場はドル高になっていった（拙書⑥108～114ページ、⑦47～49ページ参照）。

ドル・インターバンク市場が機能しないという事態の発生は、ドル国際信用連鎖

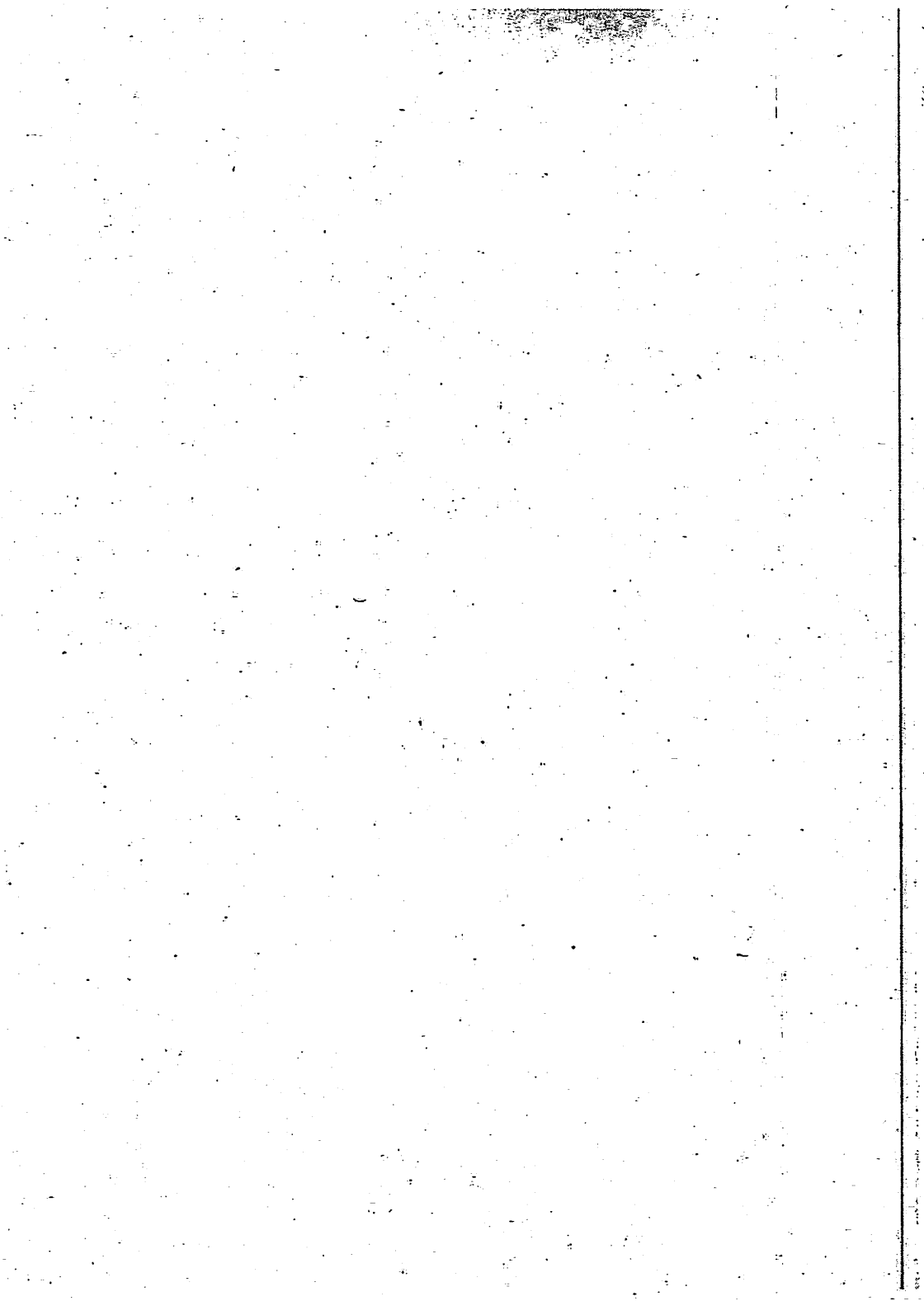
の崩壊であり、FRBは国内での流動性確保の諸政策の実施とは別に、欧州諸中央銀行とのスワップ協定によってドル資金を欧州に供給し、その協定を経てやっと米金融機関は欧州の金融機関から債権を回収できたのである。結局、FRBがドルの国際信用連鎖の崩壊を阻止しドル体制を支えたのである。以上の経緯からすれば、FRBによるドル供給はドル体制を支えたにしてもドル体制を強化したとは言えないだろう。

Ⅲ、金井雄一教授の「政治家、政策担当者の発言等を分析において利用すべきではないだろうか」という趣旨の発言と星野郁教授の当局者による「ドル覇権への挑戦」という発言に関して。

諸資料の公表で可能になれば、当局者の発言、メモなどを最大限利用すべきであろう。私自身、ライヒスバンク総裁のH.シャハト、イングランド銀行総裁のM.ノーマン、ニューヨーク連邦準備銀行のB.ストロング、J.M.ケインズのメモ、手紙等を利用して1924年のドーズプラン、25年の英金本位制復帰、31年末から32年の英為替政策などを論じたことがある（拙書『両大戦間期のポンドとドル』法律文化社、1997年）。

しかし、発言等には政治的な意図あるいは種々の観測が込められており、それを考慮しなければならないし、受けとめる側の思いすぎにも注意をしなければならない。実態的な事実関係の進展との突合せがどうしても必要である。このことは、星野郁教授による「ユーロ創設時、ヨーロッパの政治家、政策当局者はドルの覇権への挑戦を言っていたが、それとは程遠い現状にある。その原因は一体どこにあるか」という質問と合わせて考えていくと明らかであろう。

私は、欧州の政治家、政策当局者がどのような発言を行なっている、ユーロ創設時、ユーロはマルクを引き継いだものであり、ロシアを除く欧州においてドルから「独立」した通貨体制ができていく可能性があるが、欧州以外においてドル体制に代わるものが構築されていくものとは考えていなかった。初めから欧州に限定した「ドルへの挑戦」であった。世界の外為諸市場の状況、欧州及び世界各地における欧州諸通貨での信用連鎖（債権・債務関係）等の実態的な事実関係の進展がそのようなものであったのである。これらの実態を踏まえて政治家等の発言等を考えなければならない。現在においても、欧州以外でユーロがドルを凌駕していく可能性が小さいことは明らかであろう。



発展途上国の通貨統合とドル体制

—湾岸産油国の動向を事例に一

木村 秀史

(島根県立大学)

はじめに

今日の国際通貨システムは、ドルが中心的な役割を果たしており、様々な問題を抱えつつも、今のところそれなりに機能している。しかし、言うまでもなく、このような国際通貨システムが最善な選択であるわけではなく、あくまでもセカンドベストとして機能しているに過ぎない。特定の国民国家のローカルな通貨が国際的な通貨システムにまで拡張して機能しているだけであり、現代社会はどの国にとっても対称的な国際通貨システムを未だに創出できないでいる。

このような非対称的な国際通貨システムのために、周辺国はこれまで良くも悪くも様々な影響を受けてきた。とりわけ発展途上国では、ドルが中心的な国際通貨であることによって、とても大きなマクロ経済政策上の影響を受けてきた。

一般的に途上国では、先進国よりも対外均衡が重要である場合が多い。それは、国内で生産できる財が限られているため、多くのものを輸入に頼らなければならないからである。したがって、為替相場は国内の物価安定にとって極めて重要であり、多くの場合、対外均衡を優先せざるを得ないのである。となると、途上国にとって主要な国際通貨であるドルは、常に

主要な関心事である。ドルの為替相場が安定していることが重要であることは言うまでもないが、それだけにとどまらず、アメリカの金融政策の動向にも目を向ける必要がある。なぜなら、途上国が対外均衡を重要視している以上、アメリカの金利水準が自国の為替相場のみならず、国内の金利にまで影響を及ぼすからである。つまり、アメリカの金融政策が途上国の資本フローに影響を与え為替相場に圧力がかかることから、それに対応するために金利をコントロールせざるを得ないという構図である。このように、為替市場の規模が小さく、さらには国内貯蓄の過小から対外資本への依存度が高い途上国では、国際資本フローの動きに大きく翻弄される宿命にある。加えて、通貨の国際的な信用力に乏しい途上国では、対外債務を外貨建てで負うケースがほとんどであるため、その過大な為替リスクも引き受けることになる。このように、アメリカの国民通貨であるドルが国際通貨システムとして機能している構造こそが、途上国のマクロ経済政策を不安定にしているのである。

さて、そのような中で、途上国では、どのような対応が可能であろうか。近年の途上国の高い経済成長率と先進国経済の低成長に鑑みると、途上国自身が新たな国際合意に基づいた国際通貨システムの再構築に主体的に関わることは不可能ではないだろう。とはいえ、アメリカの発言力は未だ強く、それなりにドル体制が機能していることを考えると、こういった改革機運は必ずしも醸成されているわけではない。そこで、途上国のドル体制への対応策として通貨統合が有効な選択肢の一つであるというのが、本論文の趣旨である。

今日の通貨統合といえば真っ先にユーロを思い起こすことだろう。しかし、途上国でもすでに単一の通貨圏があることや、その計画が進んでいることはあまり知られていない。実際、中東やアフリカなどのいくつかの国々で通貨統合を模索する動きがある。ユーロが誕生してから20年余りが過ぎ、いくつかの困難を抱える中でも一定の成功をおさめてきたといえる今、

通貨統合という歴史的实验の次なる舞台は発展途上国である。したがって、今こそ途上国の通貨統合に目を向ける必要があるだろう。

途上国で通貨統合を行うことの意味とは何であろうか。この最も単純かつ最も重要な問いに対する答えは、それほど簡単ではない。それは、先進国とは異なる経済構造を持つ途上国であるがゆえに、先行事例であるユーロの論理を単純に当てはめて比較するだけでは、何も見えてこないからである。この点を明らかにするためには、途上国の通貨統合を理論的な視点で捉えながら、その特徴をひとつひとつ浮き彫りにしていくしかない。

通貨統合の理論といえば、「最適通貨圏の理論 (Optimum Currency Area)」が重要である。今日でも通貨統合の是非を測る物差しとして、最適通貨圏の条件を満たしているかどうかが重要視されている。しかし、この理論自体をも問題視すべきである。先進国とは大きく経済構造の異なる途上国の通貨統合の分析において、従来の最適通貨圏の条件を単純に当てはめるだけでは、事態を見誤る可能性があるからである。したがって、途上国通貨統合を評価・分析するための物差し自体を考え直すことから始めなければならない。このようなプロセスを経て初めて、その特徴を浮き彫りにすることができるといえよう。

以上のことから、本稿では、途上国の通貨統合についての理論的な考察、とりわけ「最適通貨圏の理論」について途上国の視点から再検討することから始まる。その後、中東の湾岸産油国 (GCC) で計画されている通貨統合に着目し途上国通貨統合の実際を捉えつつ、最後にそれまでの分析を総合して、ドル体制との関係を考えてみたい。

1. 途上国における為替政策と金融政策の有効性

通貨を統合した場合、為替レートがなくなるため各国独自の為替政策は不可能になる。同時に、各国中銀ではなく共通の中央銀行による金融政策

にとって代わるため、各国独自の金融政策も失うことになる。「最適通貨圏の理論」では、これらのマクロ調整手段が地域間で必要とされない領域で、一つの通貨圏を構成するのが望ましいとしている。それは、すなわち産業構造が同質的であるために域内のマクロ経済状況に差異が生じず、地域間の調整手段として為替政策や金融政策を用いる必要がない場合か、同質的ではない地域間であっても労働力の移動など別の調整手段が存在する場合である。

単一の通貨圏を構成にするにあたって、各国がこれらのマクロ調整手段を失うのは非常に大きなコストであるが、このようなコストを受け入れても一つの通貨圏であることのメリットが大きいような地域では通貨統合が可能である。しかし、この考え方で注意すべきなのは、為替相場の調整や金融政策がマクロコントロールにおいて常に有効に機能するということが前提になっている点である。有効に機能するからこそ、それを失うのは大きなコストになるというロジックである。しかし、そもそも為替政策や金融政策はどんな場合でも有効な調整手段となるのだろうか。これは先進国を前提とするのであれば、一定程度支持できることかもしれない。しかし、途上国は必ずしも先進国と同じとは限らない。つまり、最適通貨圏論で主張しているような産業構造の同質性を論じる以前に、そもそも途上国の経済構造に応じてこれらの政策手段の有効性は異なるのである。為替政策や金融政策がマクロ経済の安定において必ずしも有効な政策手段とはならないケースでは、これらの政策手段を放棄して通貨統合を行うことのコストはより小さなものとなるはずである。次に、為替政策と金融政策それぞれについて、この点を検討してみよう。

2. 途上国通貨統合における為替政策の放棄のコスト

国家の経済構造によって為替相場の増価と減価がもつ意味合いが同じで

はないという認識を持つことは、一義的に重要である。為替相場の減価は歓迎するが増価をできるだけ避けたいと考える国があれば、逆に為替相場の減価が全く歓迎されない国もある。途上国では、為替相場は増価したり減価したりすることで、都合良くマクロ経済をコントロールできる手段とは限らないのである。

例えば、産業構造が比較的多様化していて経常収支が黒字傾向にある国は、国際競争力のある産業を有しており、為替相場の変動が輸出品の相対価格に影響を与えやすい。また、産業が多様化しており国内で一定程度の財が供給できるため、為替相場の変動が輸入全体に与える影響は必ずしも大きいわけではなく、国内物価に与える影響は小さくなる。それゆえに、輸出の価格競争力と国内物価の安定のどちらを重視するかによって、為替の減価政策や増価政策を用いることが一定程度可能である。

一方、資源や農産物に依存するようなモノカルチャー経済では、これらの輸出品の価格がドル建ての国際市場で受動的に決定されるため、為替の減価政策は価格競争力を強化する手段にはなりにくい。為替相場の減価は、輸出企業の自国通貨建ての収入を増やすことにはなるが、それは補助金のようなものでしかなく、ドル建て価格を下げて価格競争力を強化して輸出数量を伸ばしたり、市場のシェアを拡大したりすることは基本的には不可能である。つまり、どんなに為替相場が減価しても、市場のシェア拡大などの製品の競争力向上にはつながらないので、ドル建て収入そのものにはあまり影響がなく、当然、ドル建て経常収支の改善にも寄与しない。一方、このグループはエネルギー以外の財の多くを輸入に頼らなければならないため、為替減価は国内物価の上昇に直結しやすい。仮に国内の幼稚産業を育成する目的で為替減価政策を採用しても国内の物価が大きく上昇するため、実質為替相場では名目減価分が相殺されることになり、輸出産業を育成する効果はそれほど高くはならない。それどころか、インフレは生産意欲の減退を招き、社会の安定を損なうため、デメリットの方が目立つ結果

となるかもしれない。以上のことから、これらの経済構造をもつ国々では為替減価政策にはほとんどメリットはない。このような経済では国内の物価安定に強い関心が向けられるため経常収支の動向に関係なく常に為替増価を望む傾向にあり、為替相場を動かすことは調整の政策手段にはなりにくいし、場合によっては国内経済のファンダメンタルズを不安定化するだけの厄介な存在でしかない。このように、途上国といっても経済構造によって為替政策へのスタンスは様々であり、最適通貨圏の理論が想定しているような有効な政策手段であるとは限らないのである。

3. 途上国通貨統合における金融政策の放棄のコスト

途上国の金融政策は、先進国のように常に国内均衡を目標にしているわけではない。つまり、程度の差はあるが、対外均衡、すなわち為替相場のコントロールを目標にしている場合が多い。金融政策が為替相場の安定に強くコミットすればするほど、金利の自主性は失われることになる。というのも、アメリカの金融政策などの外部の金利環境による資本フローの変化に対応するために、受動的に金利水準を調整せざるを得ないからである。金利の自主性が存在せず、為替相場の安定を維持するために外部の金利環境に応じて国内均衡と矛盾した金利水準を受動的に受け入れなくてはならないのであれば、マクロコントロールのために自らが主体的に行う有効な政策手段であるとはいえないだろう。もちろん為替相場を通じて国内の物価をコントロールできるわけだから、その意味で金融政策を有効な政策手段とみなすことは可能である。しかし、そのために实体经济全体に大きな影響を及ぼす金利を自立的に選択できず、国内均衡を完全に犠牲にしなくてはならない以上、先進国よりも多大なコストを負担していることになる。とりわけ小国であればあるほど為替市場が不安定であり、その分、金融政策は対外均衡に強くコミットせざるを得ない。

実際、世界各国の為替相場制度をみる限り、固定相場制を採用している国が半数以上を占めており、その多くが途上国である。さらに、固定相場制を採用している国々は、金融政策を対外均衡に振り向けている場合が多い。実際、多くの国々では、金融政策の名目アンカーは国内均衡よりも対外均衡にコミットされており、為替相場を何らかの形でコントロールしている国のおよそ7割が対外均衡重視の金融政策を行っている¹。途上国の多くが強弱はあるものの何らかの資本移動規制を課しているにも関わらず、その多くが金融政策を対外均衡にコミットしているという現実は、為替相場をコントロールするには資本規制だけでは十分ではなく、金融政策と国内均衡にも負担をかけざるを得ないということを意味している。

以上のことから、途上国では金融政策は先進国ほど有効な政策手段であるとは言えないだろう。むしろ、アメリカなどの外部の金融政策に振り回され続けることになる。しかし、通貨統合によって、いくらかでも自立的な金融政策が実施できるようになるのだとすれば、各国独自の金融政策を放棄するコストは小さいことになる。このことは次のように説明できる。通貨統合によって通貨に対する信認が増し為替市場の規模が拡大すれば、対外均衡すなわち域外通貨に対する為替相場の安定が統合以前よりも容易になる。この場合、確かに各国独自の金融政策を放棄することになるが、統一中央銀行による共通の金融政策が国内均衡をいくらかでも追及できるようになるので、各国にとって独自の通貨と金融政策を保持するメリットはあまりないことになる。通貨を統合すると域内については為替相場が存在しないため、その安定のための政策は必要なくなる。一方、域外については引き続き域外通貨との為替相場が残るが、対外均衡の安定を実現するために振り向けられる金融政策の負担は、上記の理由で各国単独で国民通

1 このあたりのデータについては、IMF, Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. を参照。

貨を保持する場合よりも小さくなる可能性が高い。このような状況下では、現在のユーロ圏のように「国内均衡を目標とした共通の金融政策」が実施できる余地が生まれることになる。たとえ共通ではあっても国内均衡を目標にした金融政策の実施がある程度可能になるのであれば、それは通貨統合以前には不可能であったことなので、途上国各国の金融政策の放棄コストは小さくなるということである。このように、途上国では国内の物価や景気を金融政策によって直接調整することは困難であり、対外均衡の安定を通じてそれを達成している以上、為替相場の安定に金融政策を固定化させるしかない。このような国では、通貨統合に参加することで対外均衡のコントロールが容易になるのであれば、独自の金融政策を保持し続ける経済的な合理性は低くなる。

では、次に、実際の例として湾岸産油国で検討されている通貨統合計画を概観しながら、これまでの分析的視点を当てはめて当該通貨統合を考えてみたい。

4. 湾岸産油国（GCC）の通貨統合計画

現在、湾岸産油諸国の地域共同体である「湾岸協力会議（Gulf Cooperation Council）」（以下、GCC）において通貨統合が計画されている。GCCの構成国はサウジアラビア・アラブ首長国連邦（UAE）・クウェート・カタール・バーレーン・オマーンの6ヵ国だが、このうち通貨統合に当初から参加する予定なのはアラブ首長国連邦とオマーンを除く4ヵ国である。

通貨統合計画の出発点となったのは、1983年に発効した統一経済協定（UEA）である。2000年のGCC首脳会議で将来的に通貨を統合することが決定された後、2001年には統合に至るまでの具体的スケジュールが決められ、2010年までに通貨を統合することが合意された。2005年になると、ユーロ圏に倣って通貨統合に向けたマクロ経済指標の収斂基準が決定

された。このように順調に見える通貨統合構想であったが、2006年にオマーンが通貨統合からの一次離脱を表明し、2009年にはUAEが脱退を表明したため、大幅な規模の縮小を余儀なくされた。

2008年のGCC首脳会議で「GCC通貨統合協定(GCC Monetary Union Agreement)」が4ヵ国により調印され、翌2009年に発効した。これにより、GCCで通貨が統合されることが正式に決定した。協定の発効を受けて、2010年にはGCC中央銀行の前身となる通貨評議会(GMC: Gulf Monetary Council)が発足し、初代総裁にはサウジアラビアの中央銀行であるサウジアラビア通貨庁(SAMA: Saudi Arabian Monetary Agency)のジャーセル総裁が指名された。今後、この通貨評議会の場で通貨統合に向けた具体的なプロセスが話し合われることになる。しかしながら、当初、予定されていた2010年の導入は延期となり、今のところ次のスケジュールが定められないままの曖昧な状況が続いている。

GCC通貨統合の目的は大きく分けて2つ考えられる²。一つは、対外的なプレゼンスの拡大である。通貨統合によって統一かつ不可逆的な共同市場が誕生することになるため、GCCという経済共同体の一体性を強化することにつながる。これにより、GCCの国際的な発言力の拡大や外交交渉・通商交渉などの対外的な交渉力が強まることになる。また、共同市場の有望性が評価されることにもなるので、通商交渉ではより有利な立場に立てるし、先進国のような大国との交渉の土台に乗ることも可能となるだろう³。

-
- 2 ただし、実際のところ、通貨統合に対する政策当局の意図はそれほど明瞭ではない。したがって、ここでは合理的に考えられる目的を掲げているという点に注意されたい。
- 3 この点については、Emilie J. Rutledge, *Monetary Union in the Gulf: Prospects for a Single Currency in the Arabian Peninsula*, Routledge, 2009, p. 105を参照されたい。

二つ目は、労働力が増え続けているにも関わらず遅々として進まない非石油産業の育成という難題を解決するためである。これは、偏狭な国内市場の限界を突破するために通貨統合を伴う高度な共同市場を創設し、これをテコに経済成長や産業育成を進めていこうというものである。通貨交換や為替リスクのない共同市場の下では、クロスボーダー FDI の拡大が期待でき、このような域内資本の有効活用も大きなメリットとなる。

5. GCC 通貨統合における為替政策と金融政策の放棄のコスト

次に、前半で検討してきた政策放棄のコストに関する理論的な視点から、湾岸諸国の為替政策、続いて金融政策について考察を試みる。

結論からいえば、湾岸諸国の為替政策の放棄のコストは、かなり小さいと評価できる。現在の湾岸諸国の為替相場制度は、基本的にドルペッグ制である。湾岸諸国はそもそも為替相場を動かすような政策調整を避けてきたし、それを政策手段とは見なしていない。

湾岸諸国で為替政策が調整手段として適当でないのは、その経済構造が特殊だからである。湾岸諸国の主要な輸出品は、石油などのエネルギー資源である。この場合、自国通貨をドルに対して減価させれば、石油輸出における自国通貨建て収入が増えることになる。しかし、石油などの一次産品は国際価格で取り引きされるので、輸出国はその価格を受動的に受け入れるしかない。つまり、為替を減価させたとしても、製品の価格競争力の改善とそれに伴う輸出数量の拡大には結び付かない。結果的に、ドル建て収入が増えないまま、たんに見かけ上の自国通貨建て収入が増えるだけである。さらに、湾岸諸国ではエネルギー以外の多くの財を国内で生産できないため、為替相場の変動に伴う輸入コストの変化は、国内物価に極めて大きな影響を与える。したがって、為替減価政策は、国内の物価上昇を招く可能性が高い。このため、為替減価政策によって非石油産業の価格競争

力を改善しようとしても、実質為替相場では物価の上昇によって名目減価分のいくらかが相殺されてしまう。

同様に、湾岸諸国の独自の金融政策の放棄のコストも相当に低いといえよう。湾岸諸国では基本的に資本規制が存在しない中で厳格なドルベッグ制が採用されているため、金融政策の裁量の余地は皆無でありアメリカのFFレートに厳格に連動せざるを得ない。つまり、湾岸諸国においては金融政策の自立性は皆無であり、国内均衡と整合的な金利水準を自主的に選択することは不可能である。したがって、GCCで通貨統合を行うことで対外均衡にかかる金融政策の負担が減少すれば、統一中銀による共通の金融政策が国内均衡にコミットできるようになるかもしれない。すなわち、為替相場の安定と金融政策の自立性を完全ではないにせよ、いくらかでも達成できる可能性があるということである。

6. 途上国の通貨統合とドル体制

最後に現代の中心的な国際通貨システムであるドル体制と、これまで論じてきた途上国の通貨統合が、どう関連してくるのかについて述べたい。結論からいうと、しばらくの間、ドル体制が続くのであれば、この非対称的なシステムに対する途上国の対応策として通貨統合が1つの政策オプションになり得るということである。途上国は良くも悪くもドル体制に組み込まれて、そのシステムの中でアメリカの為替政策や金融政策に対して受動的に対応するしかない。しかし、これまで見てきたように、国民国家単独では実現できなかった金融政策の自立性を通貨統合による「共通の金融政策」の下で、完全ではないにせよいくらかでも実現できるのであれば、それは途上国のマクロコントロールにとって非常に大きなメリットとなり得る。また、別の視点として、通貨統合によって為替相場が安定し、域内の資本規制が自由になれば、相互投資の拡大から域内の貯蓄を有効に活用で

きるようになる。これは、域外からドル建てで対外債務を負う必要性が低下するという点でもある。さらに、通貨統合によって通貨の信認が高まれば、共通通貨建てで域外から対外債務を負うことができるようになるかもしれない⁵。こうなれば、アメリカの金融政策に左右される外貨建て対外債務の為替リスクを軽減できる可能性も高まる。このように、途上国は非対称的なドル体制に振り回される構造を、完全ではないにせよいくらかでも克服すべきだし、克服することが可能なのである。

これまでの検討を踏まえると、途上国で通貨統合を行う経済合理性は一定程度高いと見るべきで、その意味では実現可能性は高いと言えるだろう。しかし、現実はその簡単ではない。途上国の通貨統合が容易に実現しないのは、結局は政治的な問題が大きいためである。加えて、近年ではユーロ圏で債務危機に関わる問題が長期化していることで、周辺国が通貨統合に懐疑的になるのも当然である。このような政治的な諸問題を乗り越えることは、経済合理性以上に大きな困難を伴うのである。

おわりに

本稿では途上国での通貨統合を理論的な視点で捉えながら検討し、ドル体制下の通貨統合に経済合理性があることを示してきた。最後に、今後の国際通貨システムをどのようにイメージするのかについて、いくつかのシナリオを検討して本稿の結びとしたい。まず第1に、これまでのドル体制が大きく変化せずに存続するシナリオである。これまで何度かドル体制の危機論が叫ばれてきたものの、ドル体制は今も続いている。中国が主張す

4 言うまでもなく、構成国の大半が経常赤字国であれば域内全体の貯蓄が不足している状態なので、必ずしも投資の拡大に寄与するとは限らない。

5 もちろん、途上国だけで構成される共通通貨の信認が必ずしも高まるとは限らない。

る SDR を活用する国際通貨システム改革論のような改革機運も一部には見られるが、それが今すぐ大きな見直しにつながるとは考えにくい。第2のシナリオは、上記のような改革機運が醸成され、特定の国民通貨に依存しない対称的な国際通貨システム改革が進むことである。これは、ドル体制よりも有用なオプションになり得るが、短期的に実現するのは難しく長期的な課題であろう。そして、第3のシナリオは、ドル体制が存続しながらも、一定の地域を包摂するローカルな地域国際通貨が誕生し、それがドル体制と併存するシステムである。途上国を中心に通貨統合が進むシナリオもここに属する。しかし、通貨統合に限らず、特定の国民通貨が地域の主要通貨になることも考えられる。例えば中国の人民元がアジアの中心的な通貨になるか、人民元化が進む、などである。ただし、この場合、地域の中で引き続き非対称的なシステムが残るので、ドル体制下にある場合と本質的には何も変わらない。これらのシナリオはどれも一朝一夕には実現できるようなものではないが、改革により短期間のうちにシステムが大きく変わるといよりは、ドル体制の欠点を補いながらも漸進的にゆっくりと国際通貨システムが変化していくというのが最も現実的なシナリオであると思われる。そして、このシナリオの中に、各途上国地域で通貨統合が模索される姿もイメージできるのである。

これまで、途上国通貨統合によってむしろ自立的な政策手段をいくらかでも追及できるようになると述べてきたが、これは対域外での資本移動規制が伴ってより強力になることを強調しておきたい。これまで、資本移動の自由化は、新自由主義的なイデオロギーの下で IMF を中心に進められてきた。しかし、結果的にみれば、資本移動の自由化が各国経済に与える有用性はそれほど明瞭ではなく、途上国にとってはむしろ通貨危機などの危機のリスクが増幅し、それに対応する必要性から金融政策を対外均衡により強力に振り向けざるを得ない結果となっている。さらにいえば、資本移動の自由化により経済成長率は高まるどころか、先進国を中心に低成長

経済が常態化し、その結果、格差の拡大すら進行している。結局のところ、資本移動の自由化による恩恵を受けたのは、主に銀行家などの金融業者や投資家といったような富裕層に過ぎないのである。金融のグローバル化は明らかに行き過ぎており、金融のグローバルスタンダードを優先するあまり、途上国を中心に国内マクロ経済政策における事実上の主権が侵害されているのである。以上のことを鑑みれば、とりわけ投機的な資本移動については資本規制を強化するか、トービン税などの別の手段を模索すべきである。これらは、ドル体制下にある途上国自身が自主・自立的に実現できる政策であり、国際協調などの困難なプロセスは必ずしも必要としない。これにより、途上国はアメリカの金融政策によって自国のマクロコントロールが規定されてしまうという構造を弱め、マクロ経済政策の自立性やフリーハンドを獲得できる可能性が高まるのである。

【参考文献】

- 木村秀史『発展途上国の通貨統合』蒼天社出版、2016年。
木村秀史「新興国の複合危機」牧野裕・紺井博則・上川孝夫編著『複合危機—ゆれるグローバル経済—』日本経済評論社、2017年12月。
Emilie J. Rutledge, *Monetary Union in the Gulf: Prospects for a Single Currency in the Arabian Peninsula*, Routledge, 2009.
Jeffrey Frankel and Andrew K. Rose, "The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria," *NBER Working Paper*, No. 570, 1997.
Robert A. Mundell, "A Theory of Optimum Currency Areas," *The American Economic Review*, Number 4, 1961.

【討論者からの質問と回答】

1. 金井雄一氏（名古屋女子大学）

途上国での通貨統合の実現は、理論的にはコストが低いため可能であると言えるが、現実的には政治的な問題により困難が伴うという点は同感である。しかし、少

し長期的に見た場合、その実現可能性はあると考えてよいか。もし、実現するなら国際通貨体制にどういったインパクトがあると考えるか。

〈回答〉

現在のユーロが足踏みをしている現状を見て、途上国では通貨統合に積極的にならない面はあるだろう。しかし、その一方でユーロの有用性は必ずしも失われてはいない。そのように考えると長期的には途上国の通貨統合は、十分にあり得る選択肢である。2つ目の質問について、GCC 通貨統合に限って言うと、アラブやイスラム経済圏の中心的な通貨になるという経済的な意味以外の部分でも重要性があるし、イスラム金融とリンクすることで独自の通貨圏が広がっていく可能性も考えられる。また、ほとんどドル建てで貿易が行われているようなドル体制下にある途上国で通貨統合が実現し、いくらかでも共通通貨建てに切り替わればドル体制へのインパクトは大きいと思う。さらに、石油などの一次産品の建値通貨も共通通貨建てに置き換わることがあれば、ドル体制に与える影響はさらに大きくなる。

2. 鳥谷一生氏（京都女子大学）

ドルを基軸とする現代の国際通貨体制に大きな問題がある点は同意するが、たとえGCCの通貨統合が実現したとしても、グローバルな経常取引・金融資本取引はドル建てで変わりはないのではないか。地域通貨統合だけでドル体制を克服できるのかどうか、グローバルな観点からの見解を聞きたい。

〈回答〉

途上国の通貨統合が現在のドル体制を克服できるかどうかといえば、それは無理だろう。本報告の趣旨としては、脱ドル化ではなく、弱ドル化というイメージである。ドル体制に組み込まれて自立的な金融政策を採れない途上国が、通貨統合によって、いくらかでも自立的な政策を採れるようになれば、ドルへの従属的な関係を和らげることが可能であるということである。

【一般討論での質問と回答】

○岩見昭三氏（奈良学園大学・名）

通貨統合によって、新たな「コスト」が生じるリスクはないか。域内の資本移動が膨張し、流入国のバブル膨張⇒崩壊というシナリオは考えられないか。

〈回答〉

域内の資本移動に関して言えば、リージョナルインバランス問題を重要視している。域内の経常収支不均衡によって、対外債務が域内で形成されるというリスクが問題である。ユーロ圏では長期金利が収斂したことで不均衡が拡大したので、制度設計の時点で金利格差によって不均衡の拡大を抑止する必要がある。ただし、GCC

の場合は、基本的には経常収支黒字国なのでリージョナルインバランスは問題にはなりにくい。

○足立一夫氏（元三菱UFJ信託銀行）

①GCCの通貨統合が延期され、未だに明確なスケジュールが決まっていないのは何故か。

②GCC通貨統合が「非石油産業の育成・雇用の創出」に寄与することができるのか。

〈回答〉

①公式のアナウンスでは、リーマンショックによる延期が主な理由である。しかし、その背景に横たわる潜在的な問題は政治的な対立にあるように思われる。例えば、最近明らかになってきたことだが、カタールと他の湾岸産油国の外交政策等を巡る意見の食い違いなどがあって、域内での結束が思ったほど強固ではないということである。

②通貨統合は万能ではない。産業政策などその他の政策が伴ってはじめて非石油産業の育成が進展すると考えている。また、サウジアラビア人は怠け者であるため、労働力としての質も問題。このあたりの労働政策も必要である。

○松本 朗氏（立命館大学）

①物価と為替相場の因果関係をどのように捉えているか。

②財政政策をどのように位置づけているか。

為替相場が原因で物価を結果としてモデルを組み立てているように見える。これだと国々の経済構造の問題などがスポイルされてしまう。さらに財政政策が抜けているから名目と実質という問題を考えたときのインフレファクター、名目のところが外れるという印象を持っている。

〈回答〉

①どちらか一方ではなく、両者は相互依存関係にあると考えている。例えば、為替相場が下落すれば輸入コストの上昇から物価が上昇し、今度は物価の上昇が購買力平価的な観点から為替相場を下落させるといった具合である。

②通貨統合下においては、財政は統合すべきと考えている。ただし、必ずしも財政を統合しなければならないというわけではない。その場合、財政規律を保つために長期金利格差は必要である。

○星野 郁氏（立命館大学）

①欧州の政治家や政策当局者は、当初、ドル覇権への挑戦を唱えていたにも関わ

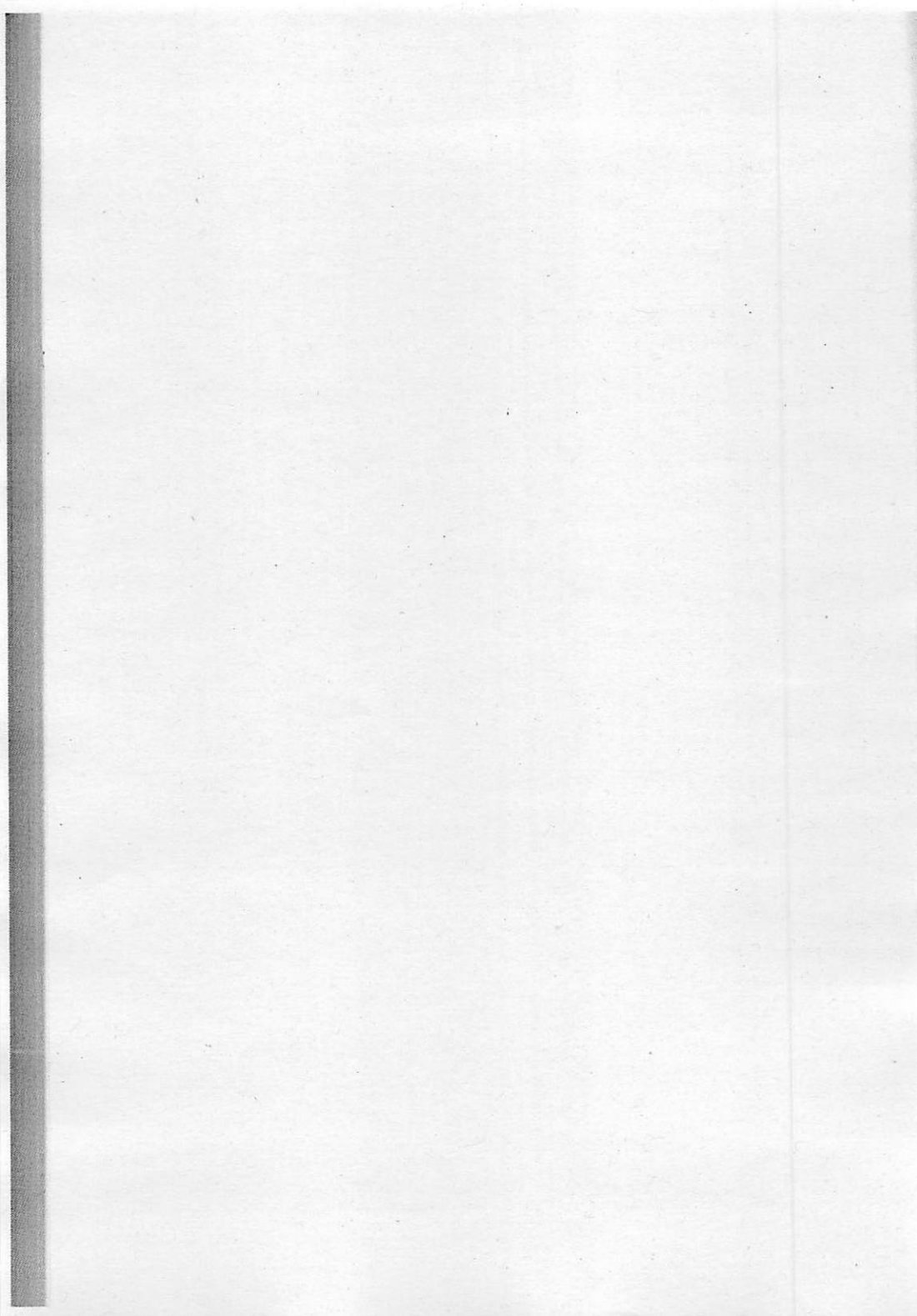
らず、覇権とはほど遠い現状がある。この原因はどこにあると考えているか。

②ユーロの歴史を見るとユーロ圏は最適通貨圏ではないにも関わらず、政治的な動機で進んできた。経済合理性はあっても政治的な実現性が低いという意味で途上国ではユーロ創設の背景とは逆な状況であるが、そのあたりをどう考えるか。

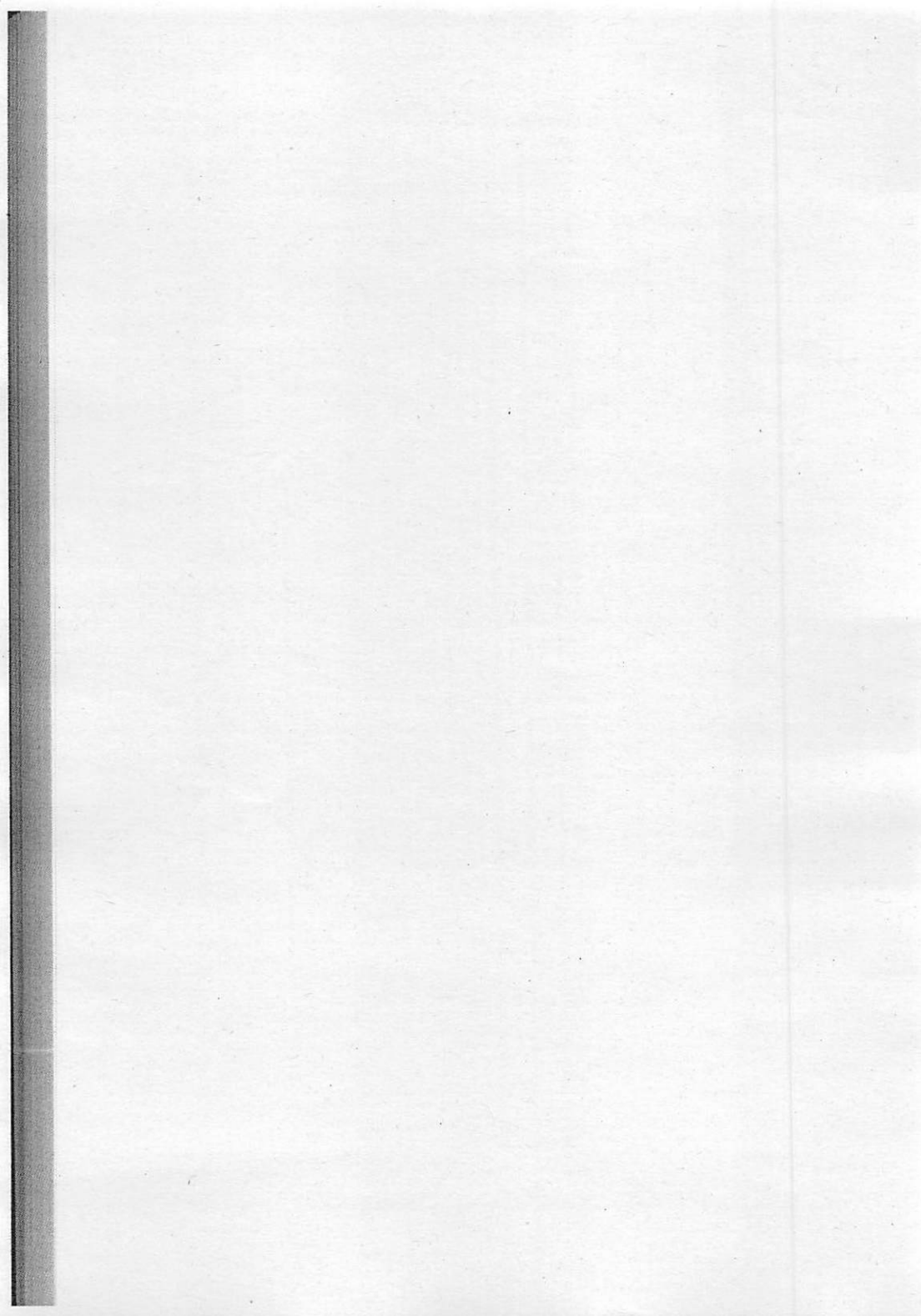
〈回答〉

①ユーロ圏の経常収支が均衡していることが原因の一つと考えている。このような状況では、ユーロが域外に十分に供給されず、この結果、国際通貨としての地位が向上しなかったのではないか。

②ユーロ圏では最適通貨圏の内生性というロジックをユーロ推進のために政治的に利用した。途上国では経済合理性はあるので、政治的な側面がクリアできるかどうかを鍵握っている。ただし、途上国のような民主主義が浸透していない国々では、通貨主権を手放すことはより難しいと考えられる。



部会活動報告



[北海道部会]

日 時 2019年3月9日(土) 14時～17時
 場 所 北星学園大学 研究棟 10階会議室
 報 告 者 ①小林真之(北海学園大学)
 論 題 「政府支援企業(GSEs)と2008年金融危機
 —アメリカにおける住宅金融の在り方をめぐって—」

[関東部会]

日 時 2019年1月13日(日) 13:30-17:00
 場 所 拓殖大学文京キャンパス F館(国際教育会館)
 F303教室
 報 告 者 ①前畑雪彦(桜美林大(名))
 論 題 「21世紀におけるマルクス・シンポジウム：貨幣論の
 動向」
 報 告 者 ②山村延郎(拓殖大)
 論 題 「金銭・通貨の定義
 —貸金業法の国際的適用範囲に係る判例との関連で—」

[関西部会]

日 時 2019年3月30日(土) 13:30-17:00
 場 所 大阪市立大学商学部 2F会議室
 報 告 者 ①神野光指郎氏(大阪市立大学)
 論 題 「金融仲介システムの進化と銀証関係」
 報 告 者 ②入江恭平氏(中京大学)
 論 題 「複合危機としてのユーロ危機」

[西日本部会]

- 日 時 2019年2月23日(土) 14時～
- 場 所 西南学院大学 西南コミュニティセンター1階多目的室
- 報告者 ①高山浩二氏(九州産業大学商学部)
- 論 題 「アメリカにおける異業種の銀行業参入と大手金融持株
会社の業務範囲
－GLB法後の銀行業と商業の境界をめぐる動き－」
- 討論者 前田真一郎氏(九州大学経済学研究院)
- 報告者 ②神崎稔章氏(尾道市立大学経済情報学部)
- 論 題 「イギリスの産業発展と金融」
- 討論者 平岡賢司氏(熊本学園大学名誉教授)

学会事務局報告

春季大会は、2018年5月28日（月）に國學院大學の渋谷キャンパスで開催されました。会場は若木タワーの地下1階の会議室でした。

梅雨入りまえで湿度の高い日ではありましたが、会場はゆったりと広く落ち着いた作りで、大変快適でした。國學院大學の若木タワーでは2007年の春季大会が開催されています。その年は、若木タワーが落成した年だったそうです。そのときの共通テーマは、「金融グローバル化と国際通貨」でした。サブプライムローン危機が顕在化する直前であり、ドルの国際的な信用が拡張していることなどが、報告されたと記憶しています。

それから10年を経過し、今大会のテーマは「リーマンショックから10年—金融緩和が遺したもの—」でした。金融システムにとって極めて重要な変容と展開が、サブプライムローン危機後に日米欧で生じていることを痛感しました。

懇親会は、大会会場と同じ建物の18階「有栖川宮記念ホール」で開かれました。飯田 裕康 先生のご乾杯のご発声の後、日中の議論が続くとともに、素晴らしい東京の眺めを堪能できました。

秋季大会は、10月22日（月）に愛知教育大学の教育未来館・講義室3Aで開催されました。さわやかな秋晴れの中、名鉄・知立（ちりゅう）駅からバスに揺られることおよそ20分、やや起伏のある静かな一角にキャンパスが見えてきました。教育未来館は、ゆるやかな弧を描いたような創りで、斬新かつ清新な雰囲気でした。

国際通貨と基軸通貨についての活発な議論が続き、あらためて信研の学びの深さ、広さを痛感しました。懇親会は、金井 雄一 先生のご挨拶と乾杯のご発声で始まりました。ドイツのワインやビールも堪能できました。国際通貨の学問のあとに、インターナショナルなメニューをいただけるこ

とに感動しました。さらには味噌カツが用意されており、ご当地グルメとしては至福のひと時となりました。懇親会では、アルバイトの教育大生が、ベトナムとドイツに集中講義で現地調査に行ったことなどを話してくれました。モノ、ヒト、カネのグローバルな展開を立て続けに感じる大会だと、しみじみと思いました。

両大会にご登壇いただいた皆様、開催校の皆さま、大変お疲れ様でした。ありがとうございました。

会員著書・論文目録 (2018年)

氏名	著書・論文名	掲載誌名・出版社名	刊行月
伊藤倉正司・ 足立一夫	地方銀行の持続可能性	東北学院大学経済学 論集、第150号	12月
石橋 妙子	「台湾における人民元取扱い の変遷」(研究ノート) “The Change of Impact from Renminbi in Taiwan,” (学会発表)	熊本学園大学商学論 集、第22巻第2号 The 8th AURCED- MARCED Interna- tional Conference on Development Alter- natives, Place: ヤン ゴンリサーチセンター (ミャンマー)	3月 3月
岩田 佳久	Clément Juglar's Explana- tion of Recurring Crises and the “World Market and Crisis” The Change of Impact from Renminbi in Taiwan,” (学 会発表)	Marx-Engels- Jahrbuch 2017/183月 The 8th AURCED- MARCED Interna- tional Conference on Development Alter- natives, Place: ヤン ゴンリサーチセンター (ミャンマー)	3月 3月
岩見 昭三	「ECBの金融政策と企業の 資金調達—金融政策は成長 の基盤となりえたのか？」	高屋定美、棚池康信、 嶋田巧編著『危機の 中のEU経済統合』 文眞堂、所収(第2 章)	4月
大谷禎之介	A Guide to Marxian Politi- cal Economy: What Kind of a Social System Is Cap- italism? 【資本論草稿にマルクスの苦 闘を読む】	Springer Internatio- nal Publishing AG 桜井書店	2月 11月
掛下 達郎	英米大手銀行グループの業 務展開と金融深化	公益財団法人日本証 券経済研究所・証券 経営研究会編『変貌 する金融と証券業』 第10章	4月

氏名	著書・論文名	掲載誌名・出版社名	刊行月
	「英米大手銀行グループの収益構造は異なるのか？ 金融化の内実を探る」大会共通テーマ「世界金融危機後の金融化の進展と課題」	信用理論研究会『信用理論研究』第36号	5月
北原 徹	ポスト・リーマンの米欧日銀行の収益構造変化 ポスト・リーマンの米国経済	『経済志林』法政大学、第85巻第3号 『立教経済学研究』第72巻、第2号	3月 10月
清田 匡	「企業の資本の必要と企業間信用—N. J. Polak の資金繰りの理論と M. W. Holtrop の現金余剰の理論」	大阪市立大学経営学会『経営研究』第68巻第4号	2月
建部 正義	黒田総裁下の日銀の金融政策を総括する、 中央銀行の最後の貸し機能 (Lender of Last Resort) について—学説史的考察—	新日本出版社『経済』第272号 中央大学商学研究会『商学論叢』第60巻第1・2号	5月 9月
鳥谷 一生	2015年8月人民元為替相場下落以降の上海・香港金融市場の新展開—債務繰り延べと外資導入— 中国・人民元『国際化』戦略とその現状と展望 —中国人民大学・国際貨幣研究所の論説から—	『現代社会研究科論集 (京都女子大学大学院現代社会研究科)』12号 『現代社会研究 (京都女子大学現代社会学部)』19号	3月 3月
西尾圭一郎	「金融政策と金融システム」 「地方銀行の国際化と多国籍銀行業」	インド文化事典編集委員会『インド文化事典』丸善出版、610-611頁。 掛下達郎、西尾圭一郎『英米の大手銀行と日本の地方銀行—金融システム、業務展開、国際化—』松山大学総合研究所、33-59頁。	1月 3月
前田 淳	書評：平岡賢司著『再建金本位制と国際金融体制』	日本金融学会『金融経済研究』第41号	12月
前田 直哉	「日本の家計と高等学校家庭科教育における生活設計」	『神戸松蔭女子学院大学教職支援センター年報』第3号	8月

氏名	著書・論文名	掲載誌名・出版社名	刊行月
松本 朗	〔翻訳〕 ジャック・レアルド ン「経済学教育の急進的な 改革」(“A Radical Reform- ation of Economics Edu- cation”)	『立命館経済学』第 66巻第5号(立命館 大学経済学会)	1月
	現在の国際通貨体制(変動 相場制下)にゲームのルー ルはあるのか	『立命館経済学』第 67巻第3号(立命館 大学経済学会)	9月
山田 博文	「財政ファイナンス・日銀ト レードと国債ビジネス」	(公財)政治経済研究 所『政経研究』No. 111	12月
由里 宗之	日米地域銀行の存続と再編 —なぜ日本の地域銀行は減っ ていくのか— 金融(第12章)	ミネルヴァ書房 経済地理学会 編、 『キーワードで読む経 済地理学』、原書房	4月 6月

信用理論研究 第37号

2019年5月発行

発行者	信用理論研究学会
発行所	信用理論研究学会
〒802-8577	北九州市小倉南区北方4-2-1 北九州市立大学経済学部 前田 淳研究室
	TEL 093 (964) 4125
印刷所	株式会社 信利
〒545-0001	大阪市阿倍野区天王寺町北2-4-16
	TEL 06 (6713) 1833
