

国際流動性に関する 財政的側面について

モーリス・オブストフェルド

要 旨

グローバルな流動性供給を拡充するためのあらゆるスキームは、財政的な支援と国際社会の協調を必要とする。危機に陥った国家や金融機関に対する貸出は、そのクレジットリスクが誰かによって負担されなければならないことを意味している。国際通貨基金（IMF）の強化をはじめ、国際的な貸出機能が拡張されたことによって、財政的な後ろ盾についても相応の拡充が求められている。本稿のこの指摘は、合同保証による「ユーロ圏・ソブリン債」構想を含め、ユーロ圏内のソブリン危機への対応にも当てはまる。また、特別引出権（SDR）が今後、特別な役割を果たせるかどうかという論点も、財源の強化や国家間での負担の調整の成否に依存している。

キーワード：国際流動性、ソブリン債務、ユーロ圏危機、財政連合、
国際通貨基金（IMF）、特別引出権

本稿は 2011 年 6 月 1～2 日に東京で開催された日本銀行金融研究所主催、2011 年国際コンファレンス「金融と実体経済の連関性と金融政策」において行われた基調講演原稿をもとに、日本銀行金融研究所が著者の同意を得て翻訳したものである（文責：日本銀行金融研究所）。

モーリス・オブストフェルド カリフォルニア大学バークレー校教授
(E-mail: obstfeld@econ.berkeley.edu)

1. はじめに

2007年から2009年にかけての金融危機の根源的な原因、特に国際的な通貨金融システムがどの程度大きな要因であったかという点については、依然として議論が続いている。しかし、危機の進行とその後には観察された事態が、グローバルな通貨金融システムのインフラ面に多くの弱点があることを明らかにしたことは確かである。これらの弱点は、国境を越えた危機の伝播に強い影響を与え、政策対応を必要とさせたものであり、現在着手されている各種改革の焦点となっている。

改革の試みは国際的な不均衡や為替レートの妥当性の検証から金融監督における各国当局間での協力体制まで多岐にわたっているが、今回の私のスピーチでは、国際流動性とは何か、そしてそれが十分に供給されているかという点に焦点を当てる。このトピックは国際的な金融危機の後ならではのもののようには思えるかもしれない。しかし、流動性供給を巡る課題は常にその形を変えて存在しており、国際金融の変容に伴って一段と速やかな対応を求められるものとなってきたのである。

典型的な流動性危機は債務返済能力への懸念から発生するが、極限的な状況では、流動性危機が債務返済能力への懸念を生み出す。こうした2つの問題の関係を考えると、流動性危機の予防や（仮に予防できなかった場合の）対応は、Goodhart [1999] が強く主張しているように、財政当局の問題とならざるをえない。国際的な側面に目を向けると、こうした事実は各国の財政当局と民間の市場参加者による費用負担の問題を否応もなく引き起こすものであり、その問題は2010～11年の欧州におけるソブリン債務危機時に痛切なまでに明白になったことである。実際のところ、財政負担の分担の問題は、国際流動性に関する議論のあらゆる側面にかかわっている。

2. 国際流動性：過去の状況

十分な国際流動性を維持するという視点は、ブレトン・ウッズ体制期における国際通貨システム改革に関する議論の主要な論点であった。しかし、その時期の4つの重要な特徴、つまり、米ドルと金の兌換性、固定為替レート制、金融取引に関する厳しい規制（特に国際取引に関する規制）、そして、未発達な金融市場といった特徴は、議論のあり方を今日とはかなり異なるものにしてきた。

1970年代の初めに固定為替レート制が破棄されると、グロスでの外貨準備が国際流動性の最も重要な供給源となった。政策に関する諸条件を満たすことを前提としつつも、外貨準備はIMFの資金によっても補完された。また、先進国の一部は1960年代に固定為替レート制に対する投機的取引に対抗するために構築された外貨スワップ・ラインからも流動性を得ることができた。当時、外貨準備を保有する主な動機は、固定為替レート制を維持することであった。そして、民間による国際的な信用

供給が不足する中では、輸出によって取得できる外貨が十分でない場合に輸入のための資金を調達する必要があることと、固定為替レート制を維持することは緊密に関係していたのである。世界経済が急速に成長する中では、各国が準備として保有している金の総額が世界の国際準備（international reserve）需要を満たすほどに増加することはありえない。このため、国際準備需要のさらなる増加は米ドルの保有によって満たされることになり、その結果、国際的な流動性の供給は米国の国際収支赤字の拡大と緊密に関連することになった。

しかし、このシステムは自己破壊的に働く作用を必然的に内包していた。これは有名なトリフィンのディレンマと呼ばれるものであり、国際流動性が不足するか、米国以外の国による米ドル保有額が拡大し、1オンス = 35米ドルのレートでの兌換を維持する能力を米国が失うというものだ。実際に、トリフィンが指摘した転換点、すなわち1オンス = 35米ドルで計算すると全世界の国際準備の額が米国保有の金の価値を上回る状況に1960年には達してしまった（Eichengreen [2011]）。そして、その後のブレトン・ウッズ体制の歴史は、米ドルの減価を何とか回避することに腐心するものであった。

トリフィンが指摘した問題は、根源的には財政にかかわるものであった。1970年には、世界各国による外貨準備としての米ドル保有額は、米国の国内総生産の4.2%に相当する金の兌換を米国に要求することができる水準であった。当時の米国連邦政府のグロスでの債務額は国内総生産のわずか28%である。この財政負担は「仮に」1オンス = 35米ドルという兌換比率が維持されるならば対処可能なものであったが、世界中の米ドル建て外貨準備の兌換に応じるには米国は金準備を全て購入しなければならず、このことは金価格を際限なく上昇させるため、結局は米国が破綻することを意味していた。

このディレンマを解消する最も革新的な施策は特別引出権（Special Drawing Right: SDR）の創設であった。SDRは国際通貨システムの改革において枢要な役割を果たしうる存在として最近改めて注目されている（例えば、Zhou [2009]を参照）。SDRは、1969年にIMF協定への初の修正事項となり、翌1970年1月1日に創設された。SDRは、IMFを通じて得ることができる他の資金を補完する「無条件」資金である。ここでの無条件とは、スタンドバイ取極とは異なり、（利払いを行う限りにおいて）IMFが要求する政策条件に従う必要が通常はないことを意味している。SDRは、IMF加盟国の出資額（quota）に応じて加盟各国に配分されており、他の加盟国と特定の通貨建ての準備を交換できる仕組みになっている。このように、SDRは、IMF加盟国が外貨準備をより効率的にプールして共有することを可能にすることで流動性を補完する。こうした機能を通じて、SDRが外貨準備における米ドルの役割を補完するばかりでなく、最終的にはその役割を取って代わり、米国の国際収支赤字を大きく増加させることなく国際準備が順調に増加していくことが期待されていた。

3. 国際流動性：現在の状況

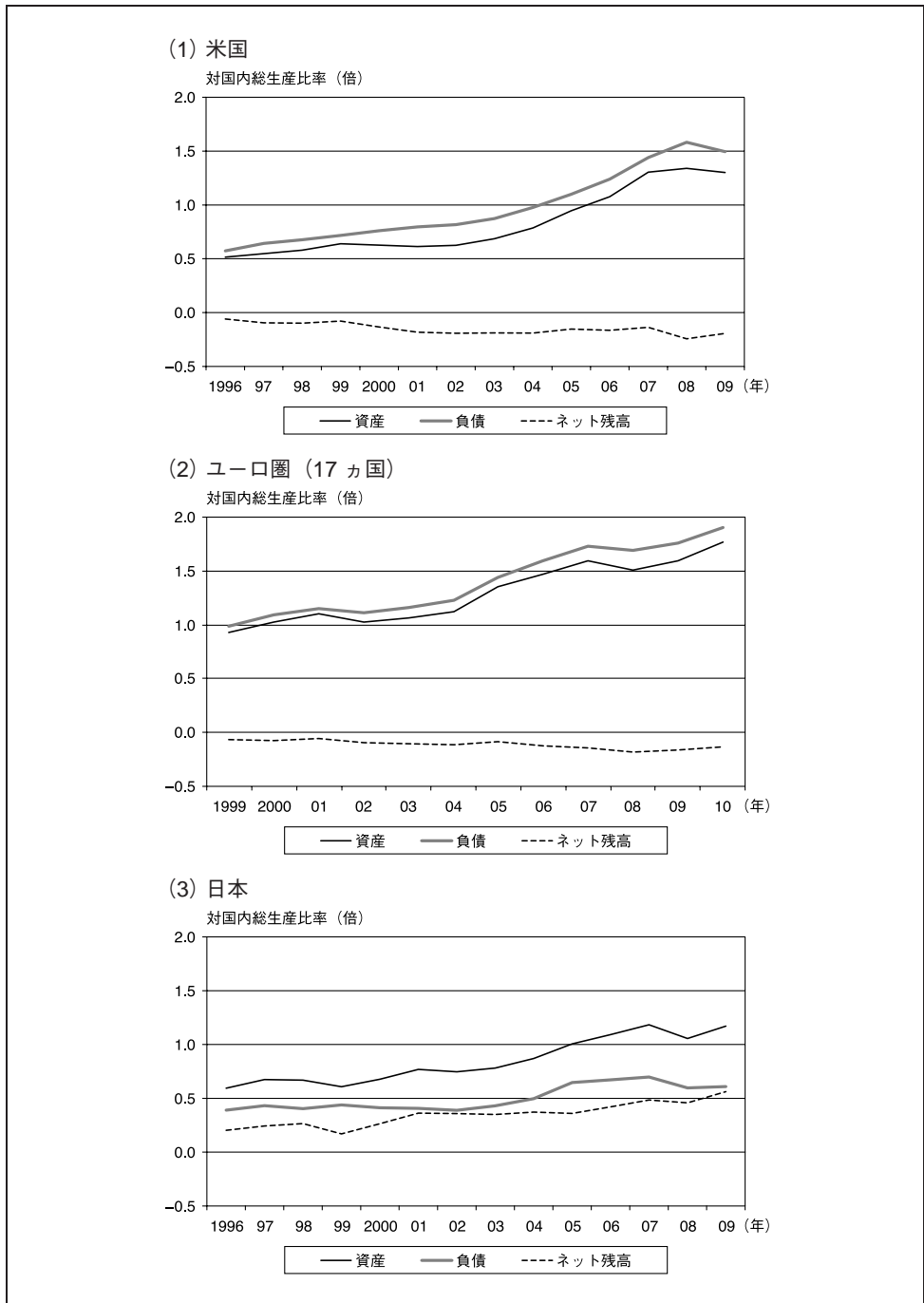
1970年代以降、国際通貨金融市場の変容は、量の面でも質の面でも、国際流動性が需要される要因を変化させてきた。米ドルと金の兌換性が失われてから久しく、世界のより多くの国々において為替レートはより柔軟に決定されるようになった。国内金融市場の自由化は大きく進展しており、国を越えた金融取引も劇的に増加した。1960～70年代に米ドル建て準備の主な保有者であった工業国は、金融市場からの借入が容易になったこと、変動為替レート制へ移行したことから、SDRの役割を強く意識しなくなった。1981年から2009年の間には、SDRの配分の引上げを求める声は（無視されていたが）新興国から出ていたのである。しかし、2007～09年の金融危機とその後の状況は、富める国々にとってさえも国際流動性の確保は依然として重大な問題であることを示したのである。その背景はブレトン・ウッズ体制の時代とは異なるものであるが、実のところ、新興国の経験に照らせば新奇なものではない。

富める国々は、グローバル資本市場に深く組み込まれることによって、主に2つの脆弱な領域において国際流動性を必要とするようになった。すなわち、金融機関の支援とソブリン負債向けの資金調達である。これらは緊密に結び付いた問題である。なぜならば、民間の金融システムを支援することはソブリン債務を膨張させる一方で、財政的な制約を受けている政府は金融の安定・維持に関して信認を得ることが難しくなるからである。これら2つの要因は過去に新興国での危機において大きく作用したものであるが、先進国への脅威として作用した際には金融自由化の進展に大きく関係していた。

先進国での金融自由化の発展の程度を知るには、急速に増加しているグロスの対外資産負債残高をみるとよい。この増加プロセスは、少なくとも潜在的なバランスシート危機のリスクが拡大し続けていることを表している。図表1は所得水準が最も高い3つの通貨圏のグロスの対外資産負債残高を示している。米国（パネル(1)）とユーロ圏（同(2)）において、グロスでの対外資産負債残高は、国内総生産対比では1990年代後半からはほぼ倍増しており、ユーロ圏の水準は、メンバー国間での多額のポジションを相殺した後でも米国を上回っている。この間、両地域で負となっているネット残高は比較的緩やかにしか拡大しておらず、その水準も大きなものではない。日本（同(3)）に目を転じると、グロスでの負債は極めて緩やかにしか増加していない。1999年から2009年の間には、日本のグロス対外負債残高の増加は同資産の増加の半分にも満たない。2009年には、日本のネット残高は国内総生産の半分以上に上っている。

ユーロ圏の2004～07年におけるグロスでの資産残高の加速的な増加の一部は、欧州諸国が米国の資産担保証券（ABS）や社債を購入してきたことを反映しており、そのための資金調達は（集計値でみると）国債の発行と銀行間借入によるものであった（Bernanke *et al.* [2011] を参照）。その結果として、2007～09年に欧州の米ドル

図表 1 主要通貨圏におけるグロスおよびネット対外資産負債残高



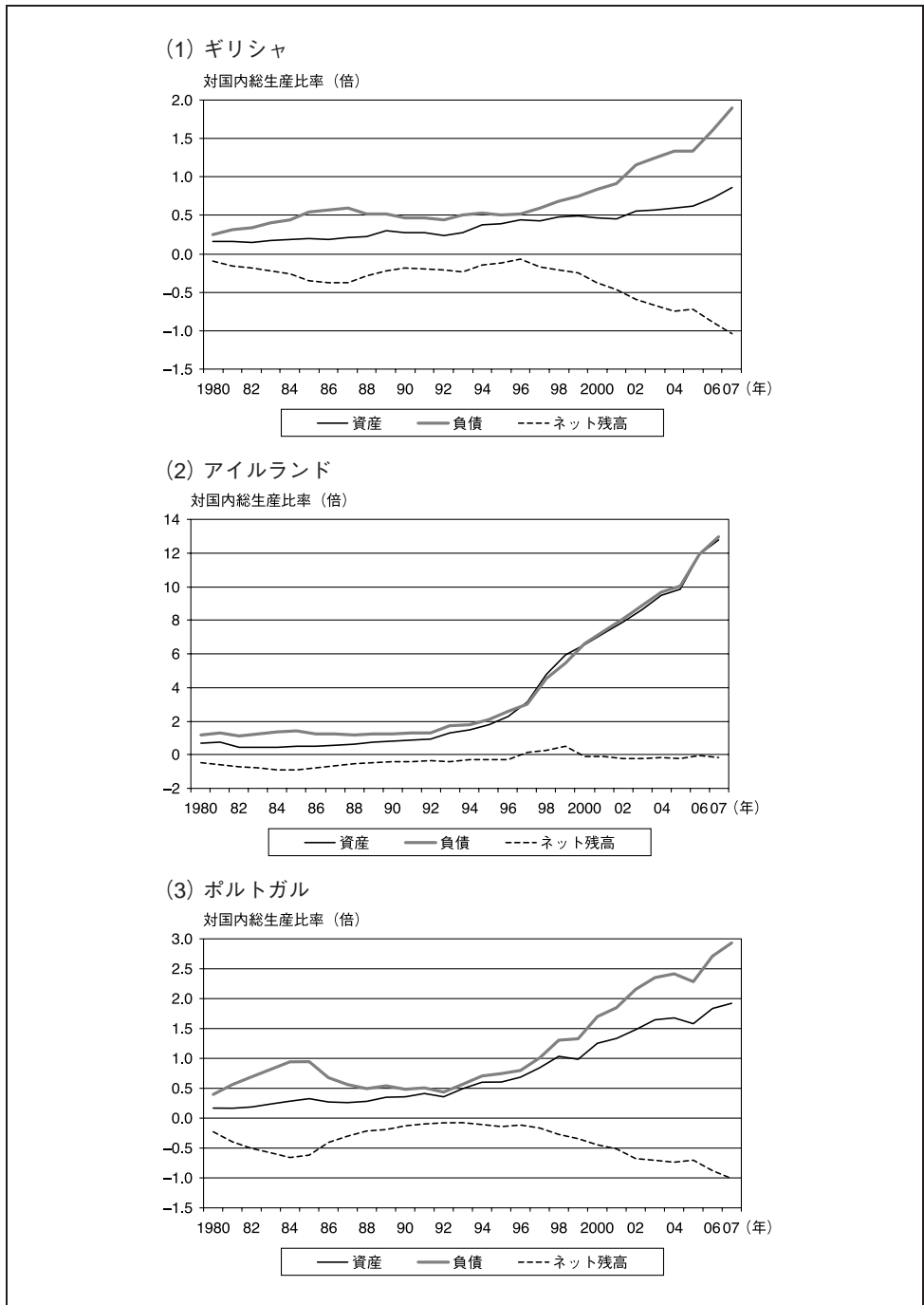
資料：(1) <http://www.bea.gov>, (2) <http://sdw.ecb.europa.eu>, (3) <http://www.boj.or.jp/en/statistics/br/bop/index.htm/> and http://www.esri.cao.go.jp/en/sna/kakuhou/kekka/h21_kaku/23annual_report_e.html. (1)は2011年5月2日時点、(2)および(3)は2011年4月29日時点でのデータ。

調達市場において混乱が生じており、このことが先に触れたグローバルな金融の脆弱性の第一の領域、すなわち金融機関の資金調達問題を意味している。

欧州の銀行は、米ドルを調達するうえで、リテールの預金基盤がないことから、短期の市場性資金による米ドル調達に依存しており、その資金で米ドル建てABSを購入していた。しかし、今回の金融危機において、それらの銀行は、米ドル資金を借り換えることや、為替スワップによりユーロを無理のない条件で米ドルに換えることができなくなった (McGuire and von Peter [2009])。銀行が保有する不良資産は非流動的であり、売却すれば損失を確定せざるをえず、価格下落が投売りを招くことで一段の価格下落につながるという動きを助長することになった。一方で、(欧州中央銀行が供給した)ユーロが米ドル調達のために為替市場で売却されたことで、緊急時に米ドルを保有する動きは一段と強まり、米ドルが増価した。米国連邦準備銀行が、同銀行の割引窓口を利用可能な欧州の銀行に対して大量かつ直接的に米ドルの貸出を実行したことは知られているが、他国中央銀行に対してのスワップ・ラインの提供は、民間への直接的な貸出の実行を補完する大きな施策であった。その過程では、欧州中央銀行をはじめとする他国中央銀行は、緊急融資の信用リスクを引き受けていた。つまり、国際的な最後の貸し手という役割から発生しうる財政負担の一部を米国連邦準備銀行から引き受けていたのである。仮に、例えば欧州中央銀行がこの貸出によって多額の損失を抱えることになっていたら、ユーロ圏の政府群は、欧州中央銀行に対する損失補てんや資本注入に加えて、米国連邦準備制度に対する最終的な財政負担についても勘案しなければならなかったであろう。

先ほど言及した第2の脆弱性、つまり、資本流入がソブリン債務問題を引き起こすチャネルについては、ユーロ圏のいくつかの比較的小規模な国々における最近の経験が例といえる。図表2のデータは2007年までしか示されていないが、これは Lane and Milesi-Ferretti [2007] の更新されたデータベースから引用したものである。図表2のパネル(1)は、ギリシャの事例が、過去の新興国の債務危機についてよく知られたパターンと同じであったことを示している。ユーロ圏への加盟以後、金融の深化 (financial deepening) はみられたものの、ネット対外負債の急速な拡大が主要な要因であり、これは Obstfeld [2004] の用語に従うと同時点取引 (intratemporal trade) ではなく、もっぱら異時点間取引 (intertemporal trade) といえる。多額の財政赤字を反映して経常収支の赤字も拡大しており、これらはネット対外負債を拡大させることになり、加えて国内総生産対比での政府債務の水準は新興国が危機を招くことなく維持できた水準を超えてしまった (Reinhart, Rogoff, and Savastano [2003])。債務の実質価値を減らすうえで、外貨での借入を行わざるを得ない新興国と同様に、ユーロ圏の個々の加盟国は、インフレーションや通貨減価という手段を使うことができず、何らかのかたちでの債務不履行しか手段がないという事実を考慮すると、対外債務の拡大はなおさら驚きである。危機の発生は当然といえる。驚くべきことは、それがもっと前に発生していなかったことであり、その理由としてはユーロ圏の他の加盟国からの支援が期待されていたこともあるに違いない。

図表 2 ユーロ圏の債務危機国におけるグロスおよびネット対外資産負債残高



資料： <http://www.philiplane.org/EWN.html>. 全て 2011 年 5 月 2 日時点でのデータ。

アイルランドの例は、大規模で国際的なエクスポージャーを持つ銀行部門を抱えることの危険性を雄弁に物語っている（図表2、パネル(2)）。対外資産と負債の国内総生産に対する比率はともに2007年には13倍といった途方もない高さであるが、国庫にとってのリスクと考えることは一見大げさに思えるだろう。なぜならば、多くの借入がアイルランドで国際的な業務を行う銀行により行われながらも、アイルランド経済とのかかわりはほんの少ししかなかったからである。しかし、同国の「ネット」対外債務はさほど大きなものではなかったにもかかわらず、システミックな重要性を持つ銀行の債務は、国内銀行危機に対応するために政府が部分的にでも引き受けたことでソブリン債務危機に火がつくほどのインパクトを持った。この経験から得ることができる教訓は明確である。それは、グロスでの負債、特に短期負債が問題となるということである。何らかの資産を債務者が保有しており、負債を相殺しているようにみえていても、資産の流動性が極めて低く、大幅に値崩れした価格でしか売却できないということもあるだろう。

ポルトガルは、ギリシャとアイルランドにみられた最も懸念すべき特徴の両方を有している（図表2、パネル(3)）。すなわち、国内総生産対比でみたグロスの対外資産負債残高はギリシャを超えていることから大きな流動性リスクを有しており、ネットでの対外負債はギリシャと比肩するほどに大きく、既に2007年には国内総生産とほぼ同額になっている¹。

これら3か国のソブリン債務危機に対する政策対応としては、これまでも新興国で多くみられたような、IMFの関与も含めた施策が採られている。加えて、欧州中央銀行（ECB）、欧州金融安定ファシリティ（EFSF）を通じたユーロ加盟国、そして欧州委員会という欧州連合の組織が金融支援を含めて関与し、また、支援を受ける諸国におおのの要求を突き付けているという特徴がある。これらの要求の中には、（少なくとも今までのところ）直接的なソブリン債務の再編を拒否することが含まれているが、これは、債務再編が欧州内の他国銀行の存続を危うくするばかりでなく、危機国の銀行システムを支援したり、危機に陥っている国の国債を直接購入している欧州中央銀行の資本の毀損にもつながる可能性があるということが1つの理由になっている²。欧州内でのそのような支援が、暗黙の財政資金の共用化を含めて一段と制度化されるかどうかは、依然として検討中の案件である。

高所得国の中では、ソブリン債務危機はユーロ圏で最も深刻であるが、アイスランドなどのユーロ圏外の国も困難な状況に至っている。国も金融機関ももっぱら自国通貨建ての債務を抱えている場合には、それらの債務を返済するために外貨を必要とすることはないだろう。もっとも、そのような国でも財政不均衡が大幅になると急激なインフレーションや通貨減価圧力に見舞われることで、外貨準備を為替介

1 ポルトガル中央銀行は、2010年末における同国のネット対外資産残高の対国内総生産比率が-108.5%であったと報告している。

2 ユーロ圏における現在の危機では、既に述べたような2つの金融の脆弱性が顕在化している。すなわち、債務国の金融機関はECBの最後の貸し手機能に依存しており、政府部門は、デフォルトを避けるため、公的な貸出に依存している。

入に利用するために求めるということはあるかもしれない。例えば、1970年代半ばに英国がIMFのスタンプバイ取極を必要とした場合などである。

ユーロ圏の問題は、加盟国が1つの中央銀行を共有しているために、それぞれが個別に通貨価値の切下げを行うことで調整の一助とすることができないという点において、特異なものといえる。その代わりに、経済が弱体化した加盟国は、国内のデフレーションが回復に寄与することに頼るしかない。しかし、国内のデフレーションを受けて債務の実質価値が高まり、一段と不安定性が高まることになる。現状において状況を一段と悪化させているのは、グロスでの負債が高いほど、債務者から債権者への資金再配分が一段と大きいということである。その背景にあるレバレッジの拡大は、ユーロ導入の前でみられた欧州内における（そして世界的な）金融の自由化の結果の1つであった。しかしながら、ユーロ圏の危機はグローバル化した金融危機の中核にあり、広い意味でよく似た危機は、将来的には一段と大きな規模で発生する可能性があるといえよう。

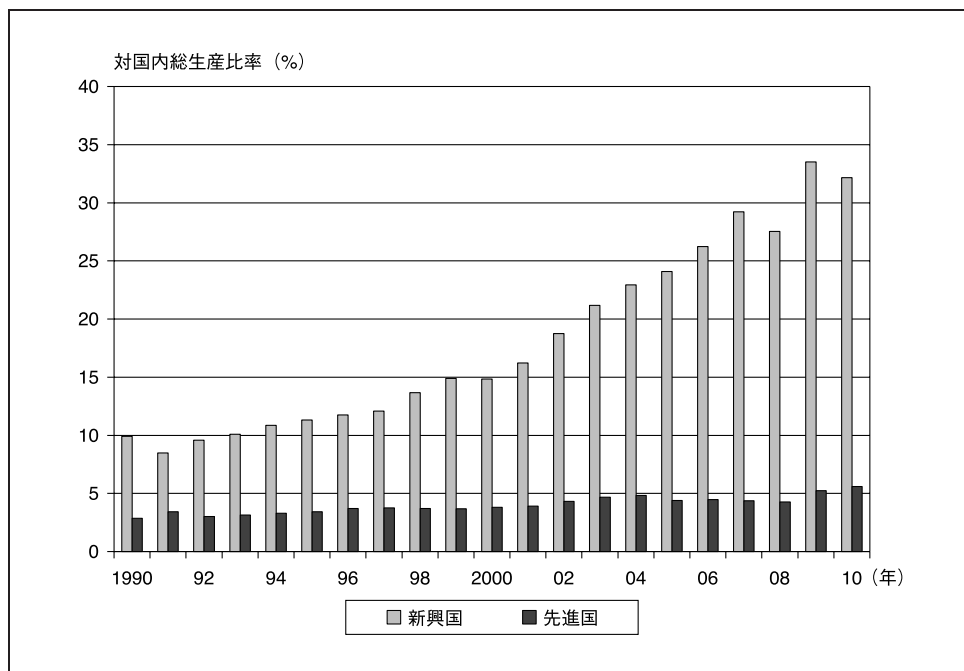
ここまで議論してきたことは、将来的に一段と国際流動性が必要とされることを意味している。先進国での金融統合の進展を考えると、これらの国を流動性供給により支援する必要が生じる可能性を排除しては、現実的な見通しを立てることはできない。加えて、現在新興国に分類されている国々からの流動性需要の拡大も続くであろう。それらの国々は、高所得国よりも急速に成長しており、購買力平価で測った世界の総生産の半分以上を既に占めているのである。新興国のグロスでの資金の流れは、民間部門でも先進国のレベルにはまだまだ及ばないものの、グローバルな金融において重要性もシェアも高まっている。したがって、新興国の成長は国際流動性への需要をますます増加させるだろうし、ここで議論するように何らかの改革が行われなければ、世界の金融システムは不安定化しやすくなると思われる。

4. 将来の流動性需要に応えるために必要な施策

1990年代後半に広く発生した金融危機を経て、発展途上国と特に新興国は、外貨準備の蓄積を急速に拡大し始めた。部分的には、それらの国での外貨準備の増加は輸出主導型の経済成長戦略の結果でもあったが、国内外での金融危機時に流動性の高い国際的な通貨を保有しておきたいという予備的な動機もあった。その結果、新興国の金融部門の成長に伴い、それらの国の外貨準備高の保有額が拡大した(Obstfeld, Shambaugh, and Taylor [2010])。1990年以降の外貨準備高の変化を図表3でみると、先進国では過去20年間での増加はさほど大きくはないが、新興国や発展途上国での増加は急激なものであり、今やそれらの国のGDPの約3分の1までになっている。当然のことながら、低所得国の外貨準備保有額は、同額に相当する先進国の国内総生産の一部に対応しており、その額は先進国の資本市場に影響を与えるに十分大きい額である。

外貨準備を保有することの大きな魅力は、「無条件で」直ちに利用できる流動性を

図表3 新興国および先進国における外貨準備高



備考：先進国は、香港、韓国、シンガポール、台湾を除き、チェコ、エストニア、スロベニア、スロバキアを含む。

資料：外貨準備高のデータは IFS (International Financial Statistics, 2011 年 5 月)、国内総生産のデータは WEO (World Economic Outlook Databases, 2011 年 4 月) よりそれぞれ抜粋。外貨準備高には各国の手法により計算された準備金の額も含む。

確保できるということである。しかし、個々の外貨準備保有国の不利益につながる側面もある。つまり、外貨準備は（自国通貨での計算で減価するという）財政コストに類似したコストが高くなることもあり、このコストは仮に外貨準備を利用した流動性確保の限界的な価値がなくなったとしても発生しうるのである。（なぜならば、一国のバランスシート上では、民間の短期外貨建て負債が外貨準備と対応するからである。）

個々の国が負うこれらのコストにとどまらず、流動性確保を意図した国家的な自己保険としての gros での外貨準備の保有は、多大な「システミックな」コストも潜在的に生じさせる。外貨準備の積上げは、主要な準備通貨発行国の金利に影響を与えることを通じて、いわゆる「法外な特権 (exorbitant privilege)」に対する国際的な反発を強めることに一役買っている。しかし、こうした国際的な反発は、しばしば問題の本質を誤認している。また、一国の外貨準備において通貨の構成を変えたり、通貨圏は同じであっても圏内の資産クラスの構成を変化させるようなポートフォリオのシフトは（例えば、中国がユーロ圏のソブリン債を購入するようなケースを想定するとよい）、為替レートや債券価格を不安定化させるような影響を与える

だろう。また、外貨準備保有の便益には戦略的補完性が作用するといえるかもしれない。つまり、ある国が外貨準備を積み上げることから便益を受けると、近隣他国の金融の「相対的な」不安定性が高まったとの認識が生まれ、そのことが近隣他国にとっての外貨準備保有の便益を高めることになる。その場合、非協調的な均衡として、全ての国による過剰な外貨準備の保有が引き起こされるだろう。自国通貨価値を低位に維持し、国内需要抑制による国際収支黒字を各国が目標とする場合にも、協調の失敗が問題となる。最後に、グローバルな危機においては、ある国が外貨準備を取り崩すことが他国の危機を一段と深刻化させるかもしれない。例えば、海外の金融センターにおける銀行預金の引出しが同国内での流動性調達を一段と難しくさせるかもしれない。ここでの重要なポイントは、ある国の金融機能の回復力を高めるように見える施策が、同時に国際金融システム全体の回復力を低下させるかもしれないということである。

グロスでの外貨準備に依存したシステムの問題は、投資対象として適当な準備資産の供給が十分ではなくなる可能性としても指摘できる。その可能性については Farhi, Gourinchas, and Ray [2011] が強調しており、トリフィンが指摘したメカニズムの再来といえるものである。すなわち、上記の外貨準備積上げの背景となっている発想は、自己保険の仕組みを不安定化させるプロセスを必ず生むのである。新興国および発展途上国は、歴史的に信用市場へのアクセスについて高所得国よりも強い制約に直面しており、そのため外貨準備をより強く求めることになった。同時に経済成長率は高所得国よりも高く、その傾向はしばらくの間は続きそうである。しかし、それらの国々が外貨準備として保有する比較的低リスクの資産の供給量は限られている。例えば、外貨準備資産として適格な資産としては、中央政府の負債や政府からの暗黙の保証が付されている銀行預金と考えられる。これらの資産が「安全」資産となっている理由は、当該政府が、資産の実質価値をインフレーションで低下させる可能性を予測しやすい（そして、望ましくはその可能性が低い）ことを含めて、高い信用度を保っていることである³。しかし、政府は際限なく負債を実質的に保証することはできない。投資家からみて安全資産と認識されている負債を発行して危険資産への投資を増やす政府は、いずれかの時点で、資金の貸し手はその安全とされている資産の資金化を望むというシステミックな危機に陥り、財政問題に直面することが確実になる。したがって、新興国および発展途上国が、現時点では豊かで信用力が高いが全世界の国内総生産に占める比率を低下させている少数の国の金融商品に投資することによって、長期的に外貨準備需要を満たすことはできないと思われる^{4,5}。

3 安全資産は、Gorton and Pennacchi [1990] が議論したように、情報に対して非感応的でなければならない。しかし、昨今の金融危機が示したように、情報に対して非感応的であると想定されていた資産（例えば、住宅ローン証券の AAA トランシェなど）が情報に対して感応的になり、非安全資産となるかもしれない。同様のことは、政府保証に疑いが持たれた場合にはエージェンシー債や大手銀行の預金にも起きる可能性はある。

4 当然ながら、特定の準備保有者にとって安全な資産が、他の保有者にとっては安全でないことがある。極端な例を挙げると、現在シリアが保有する準備の選択肢は他のほとんどの国よりも少なくなっている。

5 これに関連して、伝え聞いたところによれば、2000～01年頃、アラン・グリーンズパンは、連邦債務が財

このように考えると、数十年にわたる傾向を転換してまで金の保有額を増やそうとしている中央銀行が存在する理由を理解しやすくなる。しかし、その結果が金価格に及ぼす影響は、システミックな危機を引き起こしかねない。中央銀行が、よりリスクの高い資産を保有するようになると、その資産の売却によって金融の不安定性が高まり、価格が下落する可能性も高くなるのである。

こうした自己保険から生じる問題は、IMF等の中央機関を通じた国際流動性の供給をより緩い条件で行えるようにすることで克服しうる。IMFが最近導入した弾力的信用供与枠（Flexible Credit Line）と予備的信用供与枠（Precautionary Credit Line）は、まだ十分とはいえないがその方向への一歩といえる。

これらの新しい制度は、IMFが経常収支危機に陥った国への融資を行うという伝統的な役割を一段と強化するものである。また、IMFによる最近のギリシャやアイルランド、ポルトガルに対する融資プログラムへの参加は、欧州当局との緊密な協力があるばかりでなく、明示的に経常収支問題と関係していないという側面においても、新しい方向への進展である。IMFは、ユーロを流通させているが発行はできない国に対して、ユーロを融資しており、他の協調融資主体が全面的に負うことができない財政的かつ執行面での負担を引き受けることをも見込んでいる。

しかし、IMFと併存するかたちで、金融機関に複数の通貨での流動性供給を直接的に行うための仕組みも必要であり、例えば2007年に始まった中央銀行間での外貨スワップ・ラインがその例である。今のところ、各国の中央銀行は、アドホックで裁量的なやり方でなければこのような仕組みを設定することはなさそうだ。しかし、もしそうであるならば、それに伴う不確実性が、グロスでの外貨準備の保有による流動性を代替する効力を削ぐことになるだろう。機能がよりわかりやすい仕組みは、各国中央銀行が外貨を必要とする他国中央銀行への融資のために、IMFや国際決済銀行（BIS）に対して融資枠を設定するというものかもしれない⁶。そのようなシステムでは、危機時には主要な準備通貨を発行する国の中央銀行は、他国中央銀行が必要とする通貨建てでの外部流動性（outside liquidity）を作り出すだろう。

当然ながら、そのようなシステムの構築に当たっては、モラルハザードを抑制する仕掛けが極めて重要である。不完全ながらも予防策としては、IMFが同システムを通じた支援を実行するに当たっては、一定の評価基準を満たし、政治的にも独立性が高いという条件を満たす中央銀行のみを対象とすることがありえよう。同様のアイデアに関するさらなる議論は、Truman [2008, 2010] や Obstfeld [2009]、Farhi, Gourinchas, and Rey [2011] などにも示されている。

流動性の配分を促進するうえで、補完的ながらもより限定的な効果しかない策としては、各国の外貨準備をプールして共有するというものだろう。そのスキームを利用すれば、例えば中国が保有する外貨準備を、流動性支援が必要とIMFが判断し

政黒字によって減少していく状況下、米国連邦準備銀行が自身のポートフォリオの国内投資分の一部を民間部門のリスク性資産に投資せざるをえなくなるという事態に陥ることを懸念していた。

6 中央銀行は、IMFよりもBISが好ましいと考えるだろう。BISはこの分野に経験があることに加え、IMFよりも政治的圧力から距離を置いている。

た国への支援に速やかに利用することが可能であろう。

国際流動性を高めるこれらのスキームのいずれを実現するに当たっても、高度なレベルでの財政支援に関する合意と国際社会における協調が必要とされる。問題を抱える国家や金融機関に融資するということは、究極的にはどこかに鞆寄せされなければならない信用リスクの存在を意味しているのである。IMFの機能拡充を含む融資制度の拡充には、財政的な後ろ盾を一段と強固にする必要がある。将来的な欧州安定化メカニズム（European Stability Mechanism）のデザインにおいてもこの点は明らかであり、同時に論争的ともなった。ユーロ圏ソブリン債の提唱の中でも、資金面で強固な国に対して、同債務の最終的な保証者になるという財政面での対応が要求されている（Juncker and Tremonti [2010]）。結果として発生する債務保証を通じて、信用力の高い国は、その他の国に対して、直接的な財政負担という形で補助金を支払うことになる。あるいは、実際にある加盟国が危機に陥った際には、当該国を救うためにより多額の潜在的なコストを負担する形にもなりうる。金融のグローバル化は、金融の安定を脅かすリスクが国境を越えて相互依存的にならざるをえないことを意味しており、このため、国際的な政策協調が正当化される。そうした政策協調には、必要な財源を共同で供給することや、タダ乗り（free riding）を防ぐため、財政負担を政治的に配分するメカニズムが含まれる。

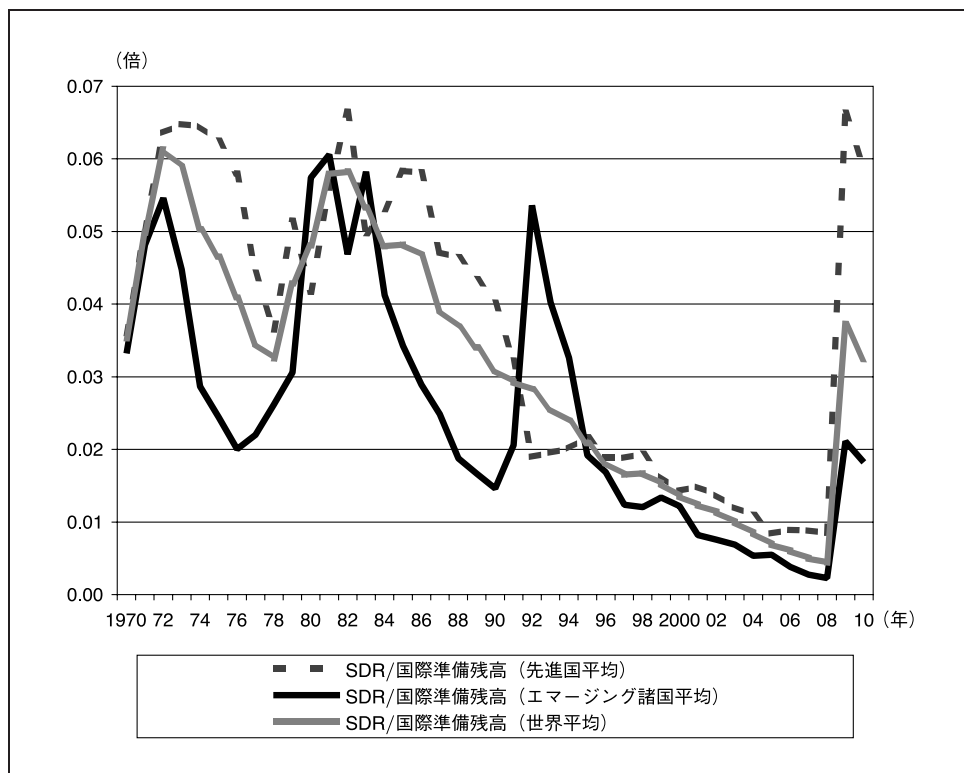
5. SDR が持つ可能性について

IMF協定の第8条は、加盟国に対してSDRを「国際通貨システムにおける主要な外貨準備資産」とするという目標に向けて努力することを求めている。また、国際的な政策立案に携わる者や過去に携わっていた者が最近提案している準備通貨システムの形も、SDRの役割を高めることで米ドルの準備通貨としての特権的な地位に修正を迫るものである。その背景には、米ドルの特権的な地位は不公平感を生んでいるばかりでなく、潜在的な不安定性を高めているとの考えがある。では、そのようなシステムは現行システムと比べて優れているのだろうか。特に、国際流動性の需要により効果的に備えることができるのだろうか。この問い掛けは、第8条が志向する姿を実現するための具体的な計画がない中では、回答が難しいものである。

過去においてもSDRは国際準備の6%を上回ることはなく、2009年4月と9月に多額の新規配分を行った後でも4%を下回る額しかない（図表4）。SDRが現在の国際通貨システムにおいてより大きな役割を担えていない要因はいくつかあるが、財政面での制約は主要な原因の1つである。しかし、このことはSDRの役割が今よりも大きくなることを意味しておらず、むしろより大きな役割を担うことが有益だろう。

現状、SDRは外貨準備をプールして共有する仕組みとして機能しているといっ
てよく、流動性が潤沢な国から差し迫って必要としている国に再配分することに役立っている。SDRを保有している国は、他のIMF加盟国やBISなどの組織とSDR

図表 4 SDR の国際準備残高に対する比率



資料：IFS（2011年3月）

の取引をすることでハード・カレンシーを得ることができる⁷。しかし、このメカニズムでは、グローバルな危機において必要とされるハイパワード準備通貨（訳注：新規に金融システム内に注入される準備通貨）のかたちでの流動性の創出は行われない。例えば、米ドルを入手するために米国財務省に SDR を売却した場合、米国連邦準備銀行が同財務省発行の SDR 証券を受け入れて米ドルを発行する。その SDR 証券は米ドル建てであるので、同財務省はあらゆる通貨リスクを負うことになる。しかしながら、供給された米ドル建てのハイパワードマネーは（通常は）自動的に不胎化され、不胎化されないとしてもほとんどの場合は量的には小さなものである。例えば、2011年5月4日時点で米国連邦準備銀行は SDR 証券を 52 億米ドル相当しか保有していない。同様に、SDR を利用して英国から米ドルを調達しても、米ドルの流動性が創出されることはない。

SDR の価値は、IMF 加盟国の準備プールへの請求権の価値が安定するように、4 つの主要な準備通貨からなるバスケットの価値に連動している。しかし、SDR 自体は民間市場で売買の対象となる通貨ではない。これは決定的に重要な点である。

⁷ 各国間で行われる SDR の取引は、通常は自発的な取引であるが、時には IMF が、対外資金ポジションが良好な国を SDR 受入れ国として「指名」することもある。

なぜならば、SDR は市場操作に直接的に利用されることはありえないことを意味しているからである。また、民間の SDR 市場の創造には大きな障害がある。この点に関する議論は Eichengreen [2011] が参考となる。そして、仮に IMF が SDR 債券を民間市場で発行することで民間市場での SDR 取引を促進することができるとしても、IMF の債務は大幅に拡大することになり、加盟国による財政的裏付けの必要性を高めることとなる。

仮に、各国がより多くの SDR を保有し、準備通貨の保有額を減らすならば、これまで議論してきた gross での外貨準備が大量に保有されることから生じる問題の深刻さはある程度は軽減されるかもしれない。準備通貨を SDR によって大幅に置き換えるという提案の主要なものとしては、各国が代替勘定を利用して外貨準備を IMF に預託する代わりに SDR を受け取る仕組みが提唱されている（例えば、Kenen [2010] などがこのような提案をしている）。しかしながら、こうしたスキームは金融的な負担を単に IMF に移転しているだけであり、IMF は（準備通貨が法外な特権を有する場合）低いリターンしか得ることができない中で、為替レート変動に伴うリスクを負うことになる。言い換えると、特定の準備通貨、もしくは複数の準備通貨に対する「公的な」取り付け（official runs）と呼べる現象の危険が低減したとしても、そのような準備システムに伴うコストは依然として誰かが支払うことになる。

IMF 加盟国はそのコストをどのように分担することができるだろうか。1979～80 年には、代替勘定を利用するアイデアはこの問題にぶつかり、完全に消滅したのである。そして、その問題の大きさは現在の方がずっと大きい。ユーロ圏で現実にもみられたように、集権化された財政制度が存在しないことは、システム的な意味での金融安定（systemic financial stability）を向上させる公共財の提供を阻害するのである。（各国の準備通貨ポートフォリオでは平均的に米ドル比率が高い。しかし、現在では、SDR とリンクする通貨バスケットを再現するように準備通貨ポートフォリオを組むことは当然可能である。）

もし、SDR が配分プロセスのみによって創出され、前述のような代替を通じて創出されることがないならば、現行の制度のもとで、SDR が準備通貨に取って代わるには本質的な限界があることになる。このトリフィネス的（Triffinnesque）な問題は、IMF 協定第 8 条の高遠な目標を実現する可能性に強い制約を課している。その理由を簡単に述べると、SDR は単にハード・カレンシー建ての準備に対する請求権であり、民間市場で売買することができないため、SDR 発行残高が gross での準備通貨総額に達してしまうと、その後の SDR の発行は追加的な価値を一切持たないということである⁸。

もし、Truman [2008, 2010] が提唱したように、各国の「中央銀行」に対して SDR の請求権を行使し、当該国の通貨を要求することができるならば、状況は異なってくる。なぜならば、危機における準備通貨の外部供給（outside supply）が弾力的に

8 ここでは、例えば米国の財務省や連邦準備銀行が、現行法のもとで大規模な SDR 証券の発行に進んで同意することはないという前提を置いている。

行われることになるからである。そのようなシステムは、最近のグローバルな金融危機の際に中央銀行間で結ばれたスワップ取引のネットワークが持つ安定化効果を再現することになろう。加えて、アドホックに設定されるスワップ取引とは異なり、そのシステムの機能は予め計算に入れることができ、また、選ばれたいくつかの国だけでなく全ての国が利用できるであろう。

同じ効果を持つ仕組みは、SDRに触れることなく作ることも可能かもしれない。それは、単に各国中央銀行の融資枠を制度化したうえでIMFに管理させるという既示したやり方である。そうした信用枠は、ソブリンを対象として拡充され柔軟性を増しているIMFの融資制度を補完することになろう。SDRを介しての仕組みの利点としてTrumanが示唆したことは、SDRが既に存在しているということである。つまり、各国間で交渉したうえで各国からの承認を得るための費用を改めて支払う必要がない。しかしながら、Trumanの提言を受け入れるとしても、おそらくは各国で法律の修正が求められることになるだろう。そして、各国の財務省と中央銀行で多額の為替損益が生じる可能性についても了承を得る必要がある。

同様に、明示的に準備をプールすることで、現行のSDRを利用した準備プール制度を完成させ、それをより柔軟かつ必要性を満たすものとして運用することは可能かもしれない。準備をプールすることで、現行の出資額に基づくSDRの配分方式よりも柔軟性が高まることになるだろう。その方式の利点としては、SDRを利用する際に発生する為替リスクを先物市場でコストを伴う可能性もある反対売買により相殺する必要がないことである。SDRが準備と同様の役割をより大きく担うならば、反対売買に伴うコストも著しく大きなものとなりうるのである。

6. 結び

国際流動性にかかわるシステムとその改善に向けた財政の役割に焦点を当ててきたが、システムの再構築はそれだけを取り上げることで達成することはできず、困難を伴う補完的な各種の改革を必要とする。

国際流動性にかかわるより高度なセイフティー・ネットは、それがSDRに基づくものか、それとも、IMFに集約されるクレジット・ラインに基づくものかにかかわらず、IMFの力を強めることになり、そのことはIMFのガバナンス構造にかかわる必要な改革を求めることになる。それらの改革は、新興国や発展途上国の世界経済に占めるウエイトの高まりを反映するかたちで、それらの国々の声をより強く反映することが意図されるものになるだろう。改革後の国際通貨システムの一部として、IMFのマクロ経済および金融に関する監視権限は強化されて然るべきである。そのような変化は、IMFのガバナンスに関する改革の必要性を大いに強めることになるだろう。

昨今の経験は、銀行部門の問題が、海外の金融機関にも外部性をもたらす大きな財政問題へと即座に変化する可能性を示している。これは、単一通貨を利用する

ユーロ圏だけにとっての問題ではなく、グローバル化したあらゆる金融システムにとっての問題といえる。したがって、国際的な協調として行われる最後の貸し手機能や、それに伴う国際的な財政支援の協調は、金融の監督や規制に関するある種の共通の枠組みを必要とする。国際的な監督システムは、さまざまなモラルハザードを防止するものでなければならないが、それが効力を発揮するためには、国境を跨ぐ金融機関の問題解決や付随するコストの分担に関する明確なガイドラインを整備し、金融機関監督が国際的に緊密な協調のもとで行われる必要がある。国単位での監督体制を温存するといった、ユーロ圏において失敗した（しかし、多くはそのままになっている）試みは、その必要性を明示している例である。モラルハザードを抑制するには、高所得国も対象となることを想定しつつ、財政破綻時には整然とした債務再編が行われることを予測可能とするシステムも必要となる。

Schoenmaker [2011] によって描写されたトリレンマは非常に多くの事象に応用することができる。もし、金融の統合を望むのであれば、国単位での金融規制もしくは金融の安定を諦めなければならない。より一般的に言えば、市場のグローバル化が効果的に機能するためには、財政協調のための仕組みなど、ガバナンスにかかわる各種の仕組みもグローバル化を必要とされるのである。

参考文献

- Bernanke, B. S., C. Bertaut, L. P. DeMarco, and S. Kamin, "International Capital Flows and the Returns to Safe Assets in the United States, 2003–2007," *Financial Stability Review*, Banque de France, February 15, 2011, pp. 13–26.
- Eichengreen, B., *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*, New York: Oxford University Press, 2011.
- Farhi, E., P.-O. Gourinchas, and H. Rey, "Reforming the International Monetary System," mimeo, 2011 (available at http://socrates.berkeley.edu/~pog/academic/FGR_march2011.pdf).
- Goodhart, C. A. E., "Myths about the Lender of Last Resort," *International Finance*, 2 (3), 1999, pp. 339–360.
- Gorton, G., and G. Pennacchi, "Financial Intermediaries and Liquidity Creation," *Journal of Finance*, 45 (1), 1990, pp. 49–71.
- Juncker, J.-C., and G. Tremonti, "E-Bonds Would End the Crisis," *Financial Times*, December 5, 2010.
- Kenen, P., "An SDR Based Reserve System," *Journal of Globalization and Development*, 1 (2), 2010, Article 13 (available at <http://www.bepress.com/jgd/vol1/iss2/art13>).
- Lane, P. R., and G. M. Milesi-Ferretti, "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004," *Journal of International Economics*, 73 (2), 2007, pp. 223–250.
- McGuire, P., and G. von Peter, "The US Dollar Shortage in Global Banking and the International Policy Response," BIS Working Paper No. 291, Bank for International Settlements, October, 2009.
- Obstfeld, M., "External Adjustment," *Review of World Economics*, 140 (4), 2004, pp. 541–568.
- , "Lenders of Last Resort in a Globalized World," *Monetary and Economic Studies*, 27, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2009, pp. 35–52 (available at <http://www.imes.boj.or.jp/english/publication/mes/fmes.html>).
- , J. C. Shambaugh, and A. M. Taylor, "Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves," *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2 (2), 2010, pp. 57–94.
- Reinhart, C. M., K. S. Rogoff, and M. A. Savastano, "Debt Intolerance," *Brookings Papers on Economic Activity*, 34 (1), 2003, pp. 1–74.
- Schoenmaker, D., "The Financial Trilemma," *Economics Letters*, 111 (1), 2011, pp. 57–59.

- Truman, E. M., “On What Terms Is the IMF Worth Funding?” Working Paper No. 08-11, Peterson Institute for International Economics, 2008.
- , “The IMF as an International Lender of Last Resort,” *Real Time Economic Issues Watch*, Peterson Institute for International Economics, October 12, 2010 (available at <http://www.piie.com/realtime/?p=1767>).
- Zhou, X., “Reform the International Monetary System,” mimeo, 2009 (available at <http://www.bis.org/review/r090402c.pdf>).

