

金融のグローバル化と国際通貨制度

香 西 泰

(日本経済研究センター)

1. はじめに
2. 金融グローバル化と基軸通貨としてのドル
3. 変動相場制と金融グローバル化
4. アメリカの債務累積と国際通貨制度
5. 国際通貨制度の改革

1. はじめに

世界の金融資本市場の統合が進み、グローバル化の傾向が顕著であることは、よく知られている。このような動きは、国際通貨制度に対してどのようなインパクトをもたらすものであろうか。

さらに実際問題として、グローバル化の動きは、アメリカの債務国化と平行して進んでいる。このことは、グローバル化の傾向そのものに、また国際通貨制度の将来にどのような意味をもつものだろうか。

本報告は、これらの問題にあえて若干の検討と解答を試みようとするものである。

2. 金融グローバル化と基軸通貨としてのドル

今日の国際通貨制度の特徴としては、(1)ドルが依然「基軸通貨」とみなされていること、(2)主要通貨間では変動為替相場がとられていること、を挙げることができよう。金融グローバル化とこれらの特徴の間にはどのような関係があるか。まず、(1)からみよう。

金融グローバル化の進展にとって、通貨が統一されていることは有利に働くであ

う。そのことからすれば、ドルが支配的な国際通貨、基軸通貨として存在することは、金融グローバル化の進展と矛盾せず、むしろこれを促進する条件であったと考えられる。しかし基軸通貨といってもその意味は時代によりかなり異なっている。

かつてのIMF体制のもとでは、ドルと金との間には convertibility が保障されており、それが一米国の国民通貨にすぎないドルに基軸通貨としての地位をあたえるものと考えられてきた。各国通貨はドルに対して平価を維持することがシステムの基本になったのである。1971年にいって、アメリカはドルと金との交換性を停止し、1973年以降主要通貨は変動相場に移行したから、この意味ではドルは基軸通貨ではなくなったことになる。今日ドルが依然として基軸通貨だという場合、基軸通貨の定義は、国際取引に広くもちいられる国民通貨というあいまいな意味のものであり、金との交換性を含むものではない。

1973年以来、主要国通貨の間では、変動相場制がとられている。このことは、かつては基軸通貨の重要であった機能を減殺することになった。かつて固定平価制のもとでは、基軸通貨は、準備通貨、介入通貨として用いられてきた。変

動相場制のもとでは、理論的には準備通貨、介入通貨は必要がない。もちろん、現実の為替レジームは、政府当局による介入を含むもので、完全なクリーン・フロートではない。また、主要通貨以外では、ドルとの間の固定相場を維持するものが少なくない。その限りでは、準備通貨、介入通貨ともに必要である。そのことは明白である。しかしその一方で、ともかく変動相場制がとられる以上、準備通貨、介入通貨の役割が減少することになるのも否定はできない。

金との交換性停止や変動相場への移行は、ドルの「基軸通貨」としての地位を後退させるものであったと思われる。それにもかかわらず、ドルが依然として「基軸通貨」的な地位にとどまったのは、なぜだろうか。それはアメリカの経済力や軍事力がやはり大きいということのほか、ドルを用いての国際取引がますます大量に行われるようになったからである。そしてそれには、ユーロ・ダラー市場の発達の影響が大きい。いうまでもなく、ユーロ・ダラー市場の発展は、金融グローバリゼーションの進展を支える重要な条件をなすものである。この観点からすれば、金融グローバリゼーションそのものが、多数国通貨間の取引を活発にし、その際の交換手段としてドルを基軸通貨の役割にとどめる方向に作用してきたともみられよう。

基軸通貨とは、国際金融センターで用いられるその国の通貨と考えられてきたが、オフショア市場の発達で、金融センターの所在国の通貨と、そこでもちいられる通貨は分離することになった。そしてそこには完全に自由な資本市場が育つことになる。この自由を求めて資金があつまるのが、ドルの国際通貨としてのより広い利用を促進することになったのである。

ドルは金との交換性を失い、変動相場のもとで価値変動にさらされている。それにもかかわらず、ドルは支配的な国際通貨としての地位を

たもってきた。それは一部は金融グローバリゼーションに支えられてのことであつたとみられる。このような関係がどのようにして可能とされてきたか、項を改めて検討を続けよう。

3. 変動相場制と金融グローバリゼーション

変動相場制のもとで基軸通貨の意味が変化していったにもかかわらず、ドルが少なくとも vehicle currency としては支配的な地位にとどまったのは、変動相場制のもとでも国際資本移動がさらに活発となっていったことによる面があるが、変動相場制のもとでどうして資本移動は活発でありえたのか。変動相場制は資本移動に為替リスクを付け加えることで資本移動にブレーキをかける作用をもつものと思われ、また、変動相場のもとでは国際収支の均衡を配慮する必要がなくなり、マクロ政策の観点からは資本移動の必要も少なくなると考えられる。それなのにどうして国際資本移動は活発化したのかが問題である。

国際資本移動が活発になるには、歴史的にみれば、第二次大戦中には一般化していた資本移動規制が解除されていくことが前提になる。

戦後の国際金融体制の基礎となったとされる IMF 条約は、經常取引についての規制廃止、自由化をもとめる一方で、「資本移動は統制しうる」こととされていた。同条約の原案執筆者ケインズ、ホワイトとも、そのことを受入れていた。資本移動の統制は戦後経済体制の「恒久的特徴」であるとみられるとケインズは書いた。といってケインズは資本移動統制強化論者ではなかったが、特に自由化を急ぐ必要は認めていなかったようである。IMF 体制にあっては、短期的な国際収支の不均衡には IMF からの資金融通で対処するものとされ、基礎的不均衡には為替レートの調整によることとされていた。

その一方、経済発展のために長期の資本移動が必要な場合は、国際復興開発銀行（世界銀行）がその任に当たるとされていたのである。そこには、特に「民間の」資本移動は出る幕が与えられていなかったといえよう。戦間期における投機的短資移動の破壊的影響の記憶がまだ新しかったのである。

資本移動の自由化を公式の政策としたのは、OECD の資本自由化綱領（1960年）である。もちろん OECD 諸国がこれを採択したのは、現実には資本移動が活発化したからであり、ユーロ・ダラー市場の発展が影響している。

IMF 条約は資本統制、經常自由、固定平価を原則としたが、OECD 綱領以後は資本自由となった。それが他の項目にどう影響したかをみよう。資本移動が活発化し、為替レートが激しく変動するなかで、保護貿易への傾斜が目立ってきている。資本移動の自由と自由貿易は、補完的關係にあるというよりは代替的拮据的關係にあるのではないかを疑うことも不可能ではない。ただこれは、資本移動がゆきすぎている（均衡を逸脱している、または均衡破壊的におこなわれている）結果で、資本自由化一般がただちに自由貿易を破壊するとはいえないかもしれない。

つぎに固定平価については、そのもとでは資本移動はより活発におこなわれたはずである。その意味では今日資本移動が活発なのは、変動相場のゆえにではなく、変動相場にもかかわらずだといわなければならない。ただその一方で、資本移動がこれだけ活発だと、固定平価は維持困難となる。変動相場制は、それ自体としては資本移動に抑制的であるとしても、固定平価が維持できない以上残されたただ一つの選択という面がある。そのような迂回した関係で、資本移動の自由化と変動相場制は結びついているといえよう。

資本移動が自由化され、変動相場がとられたとして、資本移動が現実にもるように活発となるには、変動相場にともなう為替リスクが多少とも緩和されるとともに、移動すべき資本が供給され需要されることが必要である。そうした事態は、いかにして可能となったか。

変動相場制のもとで為替リスクは小さいものではなかったが、それにもかかわらず資本移動が活発であった条件として、為替リスク軽減のテクニックの発達があったことは確かであろう。ポートフォリオ・マネジメント、先物ヘッジ、オプションなどの技術がますます発達し、かつより広く利用可能になってきたといえる。仮にこのような傾向を極限まで延長して考えるとすれば、変動相場といってもポートフォリオ全体としては固定相場とかわらず、リスクなしに資金が移動しうることになる。情報処理技術の進歩で資金移動のスピードがいちじるしく高まっていることを考えると、変動相場といっても為替リスクのない単一通貨の世界と同様に資金の移動が生じることになる。

もちろんこれは誇張であるが、そのような傾向が存在していることは否定できないと思われる。さらにいえば、前述の金融諸技術の発展は、複数の通貨資産を単一のそれであるかのように処理することを可能にする方向に発展している。諸通貨はいわばベクトルのままで処理され、必ずしも単一の基準に還元される必要がない。このことは、単一の基軸通貨の必要性を減じるものといってよいだろう。金融グローバリゼーションは、量的には通貨と通貨の交換の媒介手段としての基軸通貨への需要をたかめるが、その背後では、単一の基軸通貨の必要性は薄れていく傾向が潜在的に進行しているとみられる。これは国内の金融イノベーションにおいて、金融取引の増大が通貨需要をふやす側面と、金融資産間の代替性の増大が通貨需要を減らす側面

とが、共存しているのと平行な事情にあるといえよう。

つぎに国際間の資本移動は、ミクロ的には高い収益率を求めておこなわれる。国により当初の収益率に差が大きければ資本移動の必要も大きいことになる。国際収支均衡のために資本を輸入する必要はなくても、高い収益を求めて資本はひとりで移動するものであり、その資本移動を含めて為替レートが決まっていく。その上、マクロ政策の面からみると、各国は直接には国際収支の均衡に配慮する必要から解放されて財政金融政策の自由度が大きくなったことが、かえって経常収支の不均衡拡大すなわち資本移動の活発化をもたらすことになった。通常のオープン・マクロのモデルでは、財政赤字の拡大は自国通貨の切上げをもたらす、そのことで経常収支を赤字にし、資本輸入を誘発する。1981年以来のレーガノミックスはまさにこのメカニズムによって、資本移動を大規模化させたのであった。

変動相場制のもとでも、一見してそう思われることとは反対に、資本移動は縮小せずむしろ拡大した。そして資本移動が活発なことが、そのための vehicle currency としてのドルにこれまで基軸通貨の地位に止まることを許してきたのだと考えられる。しかし資本移動を大きくした各国財政金融政策の独自の動きは、債権債務の一方的な累積を招き、国際通貨制度に不安定要因を付加する結果をともなった。現在アメリカの累積赤字とドルの減価が問題となっているので、これと国際通貨制度の関連をみよう。

4. アメリカの債務累積と国際通貨制度

以上の議論では、変動相場といい資本移動といっても、一方的にレートが下落したり一方的にある国が債務を累積させる場合は、必ずしも考慮されていなかった。しかし現実には、ア

メリカの経常収支の大幅な赤字が継続しており、今やアメリカは世界最大の債務国となったとみられている。そしてそのことが、ドルの価値の不安定をもたらしている。

アメリカの経常収支赤字については、それが維持可能なものかどうかなど多くの論点があるが、ここでは基軸通貨としてのドルとの関係で考えてみる。かつて、固定平価制のもとで、ドルについて信任と流動性のジレンマが論じられたことがある。アメリカの国際収支が赤字でなければ流動性（準備通貨のことが念頭にあったと思われる）が不足し、赤字だと信任が動揺するというのである。このジレンマは、アメリカの純債権残高が金準備が大きいつきにのみ表面化しないですむものだと考えられよう。そのような世界では、基軸通貨国が債務国であることは、矛盾であるといえる。

しかし今は変動相場制がとられている。変動相場制のもとでは、どうか。問題は、為替レートの下落にしばらくしてくると思われる。赤字の累積がドルの減価を引起こすとすれば、そのときでもドルは「基軸通貨」として止まることが出来るだろうか。そして「基軸通貨」の交替が生じるとき、国際通貨情勢は危機的状況を経過しなければならないのではないか。そのような議論が世間で関心を呼んでいる。いま挙げた二つの問題を仮に「ドル離れ」「ドル取付け」の問題と名付けておく。

ドルが減価していくと、国際取引に用いられるドルの割合は、ドル減価の結果として他の通貨に比べ相対的に減ってくる。このような事後的な意味でのドル離れは、人々にあまり気付かれないままに進行し、少し時間がたてば大きな効果を発揮する。いつの間にかドルのウエイトは下がり、円のそれは高まっていく。

これに加えて、ドル下落の予想が人々のドル保有を減らすという事前的意味でのドル離れが

生じるだろうか。それが生じないためには、アメリカの金利が他国より高く維持される、アメリカの財政赤字が減らされる、または逆説的だが、これ以上のドル下落が必要でないと思われるところまでドルが下落することが要求されるだろう。

金融自由化や金融技術の発展が、諸通貨間の代替性を高める方向にあることは、ドル離れの影響を緩和するはずである。金融技術的には、単一の基軸通貨への依存は減少している。しかしその一方で、金融グローバリゼーションのなかで国際金融取引量は拡大しているから、ドル離れの影響は大きく出る可能性がある。ドル離れから「基軸通貨」が不足し、国際金融取引や世界の経済成長が抑えられる結果としての可能性も無視はできないが、過渡期の混乱の方がより注目にあたいすると思われる。

ドル離れの過渡期の混乱を強調するのが「ドル取付け」説だといってよい。ドルの下落予想からドル債権の回収が急がれ、これが投売りされる。ドルが下落し、ドル債券も値下がりする。金利上昇は不況をもたらし、累積債務国問題が深刻になる。最悪の事態は銀行経営の破綻、信用秩序の動揺が生ずることである。

このように事態が発展する可能性があることは否定できない。しかしそれが必然であると論証することも困難であろう。以下ではこれと関連してしばしば提起される二つの主張についてコメントしておこう。

その一つは、国際金融市場にも「最後の貸手」が不可欠だという主張である。しかし国際金融市場といってもドルや円やマルクのような国民通貨がもちいられている以上、それぞれの国の中央銀行がその国の銀行の流動性供給については「最後の貸手」として機能するはずである。ドルの債権債務が収縮する過程でアメリカの銀行が流動性不足におちいったなら、連邦準備銀

行がそれを供給しようと思えばできないことはないはずである。たとえば日本の銀行がユーロ・ダラー市場の急収縮のなかでドルの支払いを必要とするとしても、それはドルが暴落し円が急上昇しているときだから円をもっていけば高値でよろこんで受取られるはずである。円資金ならば最終的には日本銀行が供給できる。流動性不足の域を越えて銀行経営が破綻し、回収不能が見込まれるために中央銀行も救援出来ない場合もあるが、それは「最後の貸手」が存在する国内金融市場についてもおなじことである。国際金融市場において信用秩序維持のための態勢整備が必要だとの主張はよいとして、それを「最後の貸手」の有無にしぼるのは、幾分過度の単純化であるように思われる。

そうはいっても、「最後の貸手」が今日問題になるには、それなりの理由もないわけではない。すでにみたように、資本移動は各国による規制のないオフショア市場を通じておこなわれることがすくなくない。そこに参加しているのは、多くの国の金融機関や企業であるが、現地法人などの形をとるものがあり、その「母国」がどこであるかがはっきりしない場合もある。国際資本取引においては、使用される通貨と、取引する企業の本来の所属と法人格の国籍とが、一致しないことがある。日本の銀行が現地法人の子会社を通じてドルで取引していることは、例外でもなんでもない。こうした場合に、いわば「母国主義」をどの基準で適用するのかははっきりしないことがある。そしてそれがはっきりしないことが混乱の原因になりうる。「最後の貸手」がはっきりせず、出動が遅れることもありうるからである。「最後の貸手」についての制度化ルール化が進んでいる国内金融市場とかなりの差があることは事実である。

しかし国内においても金融革新、金融自由化が進めば、新種の金融機関の登場も考えられる

から、「最後の貸手」のルールもたえず見直される必要はある。その点では、相違は程度の問題ともいえるわけである。

「最後の貸手」についてのルールの明確化はいそがなければならない。とくに支払い機構の技術革新が進んでいることに中央銀行も対応していく必要がある。しかしそのことと最後の貸手が存在しないということとは多少次元の違う話である面もある。中央銀行は金融秩序維持に責任を持つ公共機関として存在しているのであり、中央銀行不在のもとで民間大銀行が他の銀行を自己の利益と責任で救済するという場合とは事情が異なっているといえよう。

いま一つは、基軸通貨ドルの退場は1930年代始めのポンドのそれとおなじく国際金融市場の危機をもたらすという主張である。その背景には、基軸通貨の交替は覇権の交替であり、歴史的な大変動と結び付くはずだという見方が存在することが多い。これはこれで興味ある見解ではあるが、ポンド切下げとは事情が異なっていることも注意しておく必要がある。当時のポンドは金本位をとっていたが、今日のドルは金との交換性はすでに放棄しており、変動相場のもとにある。あのときにはバンク・オブ・イングランドが取付けにあったが、連邦準備制度が取付けに会うことはない。もともと、ポンドの悲劇は無理な金本位復帰をしたことにある。その金本位離脱は正しい選択であってそれが悲劇なのではない。1930年代のイギリスの経済は、1920年代のそれに比べても明るかった。

金融グローバリゼーションのなかで生じている主要国の国際収支不均衡が国際通貨制度にとって不安定要因であることは確かである。破局説に直ちに従うことはできないが、国際収支不均衡是正と国際通貨金融制度の安定性増大への努力が必要である。

5. 国際通貨制度改革

国際通貨制度改革について、多くの議論が提出されている。

今日の国際通貨制度の特徴として、国際資本市場の統合が進むなかで、国民通貨の一つ（ドル）が「基軸通貨」とされていること、主要国通貨間で変動相場制がとられていることがあげられる点は前にみた。

この制度は考えてみればいろいろな「矛盾」をもっている。一国通貨がグローバル化した国際資本市場で国際通貨とされていることは、こうした「矛盾」の顕著なものといえる。そしてこれは単に論理的に考えられた矛盾というだけでなく、現実の国際通貨制度のもたらしている問題にも関連が深いように思われる。

現在の国際通貨制度の問題点はドル危機に集約することが可能かも知れない。ドル危機は一国通貨であるドルが国際通貨であるため、アメリカの経済運営によって世界経済全体が大きな影響を受ける状態を反映している。

もちろんアメリカは世界の大国であるから、アメリカ経済のパフォーマンスが世界経済に大きな影響を与えるのは当然である。各々の国の経済運営の独立性にも限界がある。特に資本市場の国際的統合がすすんだ現在ではそうである。日本のような国は、アメリカと絶縁して生きることは不可能であろう。しかしドルが国際通貨であることは、アメリカの失敗の影響を世界全体に拡大して伝える可能性がある。変動相場のもとでは為替は不安定になりうるが、ドルが国際通貨であり、アメリカの対外不均衡が大きいことが世界中の為替市場を不安定にしている。

この事態を改善するにはどのような方策が考えられるだろうか。一つは、国際通貨発行国にその特権に見合った責任を求めることである。

基軸通貨国が経済運営に節度を保つことが基軸通貨を維持する条件であるとの考えに立つ人は主張している。しかしその責任をはたすことをどのようにして確保するかが問題であろう。第二には、国民通貨を基軸通貨とするのではなく、SDR や ECU のような国際通貨を新しく創造すべきだとの見解がある。ただし国際機関が主権国以上に政治圧力から自由かどうかはまだ分らない。大国にとっても経済運営に節度をまもることは自国にとっての利益である面がある。国際機関については、通貨発行特権に酔うことはないかも知れないが、政治的圧力から独立して節度を守る利益も少ないようにみえる。また国際機関が創造する金融資産は、政府間取引にもちいられることが多い。民間資本取引が活発な現状では、その使用範囲の狭さが問題となろう。近年、累積債務問題解決の要請などから、公的資金が注目されつつあるにしても。

国際機関のような人為的機構にたよらず、むしろ経済のなかに国際通貨制度運営の基準を作り出すことは考えられないか。金本位の復活はその一つの方向である。最近では、商品価格にリンクした金融運営なども提唱されている。一種の実物準備の復活とも考えられよう。

以上はややラジカルな提案であるが、もう少し常識的な改革案として次のような方向が論じられている。

その一つの方向は、政府協調、主要国通貨供給の伸びの申し合せ、通貨（当局）の統合に及んでいる。今日の国際収支不均衡が政策協調不在から生じていることを考えると、この方向での国際通貨改革には同情が寄せられる。通貨統合はしばらく別として、前二者についていえば、実行性の確保が見通しにくい。

第二の方向としては、為替相場安定化を指向するものがある。ターゲット・ゾーンから固定平価制復帰までの構想がとなえられている。固

定平価制が崩壊したのは1960—70年代のインフレーションによってであった。インフレーションが収束した以上、固定制復帰への条件も整ってきた面がある。しかし一方では、主要国の国際収支不均衡など、為替レートを安定させるににくい条件も残っている。政策協調によってできるだけ国際収支均衡の拡大を防ぐとともに、為替レートを直接安定させることを過度に重視すべきではなからう。

第三の方向としては、国際的資金移動をむしろ抑制することを考えるものがある。金利平衡税、トービン・タックス、輸出入リンク制などがそれである。資源配分の観点からいって望ましいかどうか、金融グローバリゼーションや金融技術革新のなかで、実効性があるかどうか、なお検討を要するところであろう。

以 上