

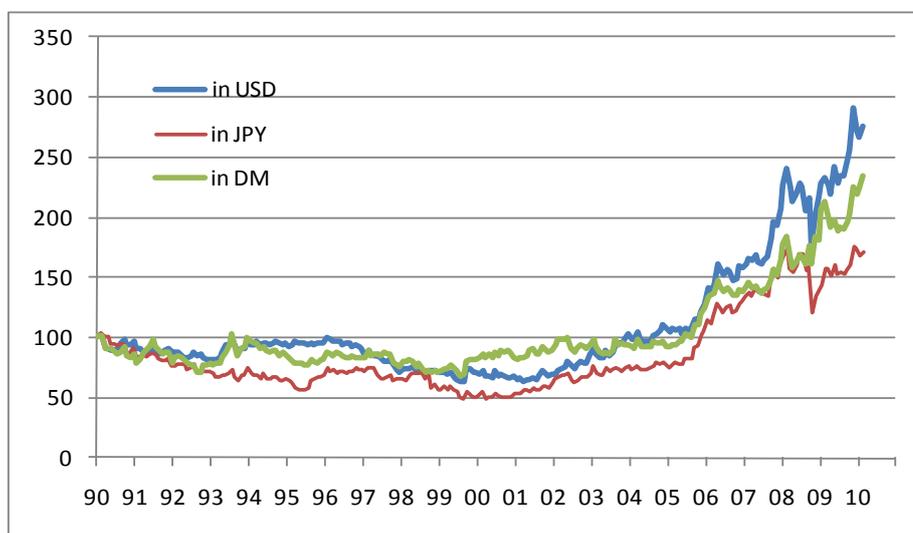


## 世界金融危機を経た国際通貨制度の行方

(財) 国際通貨研究所  
 開発経済調査部長 伊達 信夫  
[date@iima.or.jp](mailto:date@iima.or.jp)

「米ドル覇権の終わり」が騒がれるようになって久しい。米国の巨大な対外債務や米中央銀行の凄まじい流動性供給を見れば、米ドルの価値に高いリスクがあることは否定しようがない。グローバル金融危機への対処の過程で、財政が危険な状態になりつつある国が米国以外でも増えており、政府が特段の裏付け資産なく信用で発行する「通貨」というものに対する漠然とした不安が高まっている。そうした雰囲気の影響か、ないしは投機的便乗の結果か、金利を全く生まない上に保管に大きなコストがかかるはずの金（gold）が人気を集め、値上がりを続けている。米ドルのみならずユーロ、円に対してもその値上がりは顕著である（図表 1）。

(図表 1) 金価格（トロイオンスあたり、ドル、ユーロ、円ベース 1989 年末=100）



(資料) Bloomberg データに基づき国際通貨研究所作成

もとより、金本位制への回帰等、通貨に現物資産の裏付けを求める手段は現実的解決策たりえず、各国政府が信用に基づいて発行する「通貨」の集合体である国際通貨体制に対する信頼の維持・回復が求められている。

### いくつかの国際通貨体制再構築案

国際通貨体制を再構築し、通貨の信認回復を目指すにあたり、金融危機の教訓は正しく活かされつつあるだろうか？残念ながら答えはNOである。今回の金融危機では米国でのバブル崩壊のショックが、米ドルを介して瞬時に世界中に伝播した。「過度の米ドル依存は危険だ」というのが通貨に関する最大の教訓である。したがって最も自然な処方箋は、米ドル依存度を下げる、というものになるはずだ。有力な選択肢は2つある。ひとつは新たな国際準備通貨の創設。もうひとつは米ドル/ユーロ/円/人民元等、複数の有力通貨による多極化である。

前者のオピニオンリーダーが、コロンビア大学教授でノーベル賞経済学者のスティグリッツ氏である。同教授は、昨年9月に自身が中心となってとりまとめた国連専門家委員会報告書<sup>1</sup>の中で、SDR（特別引出権）等の通貨バスケットを裏付けとする国際新通貨をIMF（国際通貨基金）あるいは新たに設立する国際準備銀行が発行・管理する構想を提言している。「今回の金融危機は、新たな国際通貨体制構築に対する政治的障害を克服する絶好のチャンスである」という同報告書の主張には強い共感を覚えるが、その後実際にG20が動いている気配は感じられない。本構想の実現のために自ら汗をかいて邁進するインセンティブを有する国が存在しないのだ。また、基軸通貨国としての既得権を有する米国は強く抵抗するだろう。本構想実現のための政治的ハードルは、現実的には非常に高いと判断せざるを得ない。

後者のアイデアは、地域毎にアンカー通貨を機能させることにより、特定国の危機が他地域に波及しづらくするというものである。確かに一定のリスク分散効果が期待できるかもしれないが、特定国通貨への依存という根本的問題は解消しない。また多極化が実際に通貨の安定をもたらすかどうかという点については議論が分かれている。特定通貨間で短期間のうちに巨額の資金シフトが

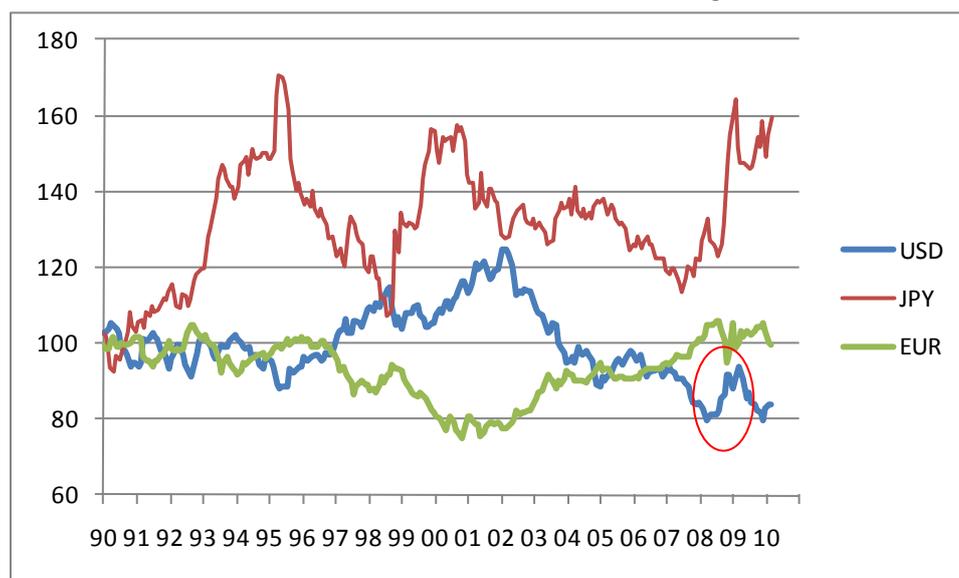
---

<sup>1</sup> United Nations, “Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System”  
[www.un.org/esa/desa/desalert/2009/Nov/UNFinalReport.pdf](http://www.un.org/esa/desa/desalert/2009/Nov/UNFinalReport.pdf)

起こるような事態を多極化だけでは抑止できない可能性がある。更に、アジア地域にドル以外のアンカー通貨が出現するまでには、まだまだ相当な時間と努力を要する。国際新通貨の導入よりは実現に向けてのハードルが低いかもしれないが、いずれにしても10年単位での取組とならざるを得ないであろう。

より現実的な第3の選択肢として、米ドル基軸体制を修復して当面使い続ける、というものがある。米国は依然として世界の中で圧倒的な経済力と軍事力を誇り、米ドル建て金融市場の規模と懐の深さも群を抜いている。これまで決済通貨として米ドルを利用してきた人々は、よほど強い理由がなければ別の通貨に乗り換えようとはしない。現行の米ドル基軸通貨体制はこれらの要因に強く支えられており、簡単に別の何かで置き換えられるものではない。リーマン・ショックで市場がほぼ機能不全に陥った期間中、サブプライム問題の震源地国通貨であるにもかかわらず、米ドルは暴落するどころかむしろ急騰した(図表2)。

(図表2) 主要3通貨 名目実効レート推移 (Bank of England 1990=100)



(資料) 英中銀データに基づき国際通貨研究所作成

質への逃避における受け皿通貨としてその Quality を証明した格好だ。米ドル資金流動性不足の危険が高まった際には、米中央銀行が「最後の貸し手」として機敏かつ大胆に対処したため、深刻なスクイズは回避された。米当局が堅実な経済政策運営を実施し、基軸通貨国としての責任を果たしてくれるのであれば、米ドル中心の現行体制は十分使えるものであり、過度に米ドルを不安視するのは不適切という考え方もありうる。問題は G20 や IMF 等が米国に対して対外債務の秩序ある圧縮を求める等、十分な牽制機能を果たせるかどうかである。

## プレゼンスを高める新興国

今回の金融危機をきっかけに、世界の金融、経済問題解決のためのプラットフォームは G8 から G20 に移行しつつある。経済面でプレゼンスを高めている途上国の声はより重視されてしかるべきだが、メンバーが多すぎて利害関係が複雑になる分、意思決定は重要なものほどまとまりにくくなり、いざというとき機能しないという強い懸念がある。とはいえ、近年特に目覚ましい経済発展を遂げている中国、インド両国が G20 における途上国側の牽引役となり、国際社会における責任を積極的に果たすようになることを期待したい。

金融危機をきっかけに資金基盤が拡充された IMF は、G20 にグローバルベースのサーベイランス結果を定期的に報告する等、今や G20 の事務局機能を担い始めている。もともと途上国の流動性危機への対処が IMF の役割の中心であったが、途上国が強い抵抗なく IMF 融資機能を活用できるよう、IMF は弾力的クレジットライン (FCL) 創設等、より柔軟な融資制度の拡充に動いている。IMF がいざというときの流動性供給という保険的機能を一括して引き受けることにより、自前の外貨準備積み上げの必要性を減じ、資金の有効活用と健全な経済政策運営への専念を可能にしようとしているのである。今後については途上国の発言権拡大を目指すガバナンス改革の行方が注目される。スティグリッツ教授が強く推奨する国際新通貨については、IMF にその発行主体たらしめる野望はなさそうである。IMF は平時の見張り役、危機時の保険提供者に徹しようとしている。

## アジアの課題：AMF や共通通貨の可能性

アジアに焦点をあてると、中国は人民元をいずれはユーロや円のようなハードカレンシーにすることを目指し、資本移動の監視体制確立、金融市場の整備、銀行セクターの強化、一部周辺地域での人民元決済利用拡大を鋭意進めている。一方、欧米からの人民元柔軟化（切り上げ）圧力に対しては、性急な変動相場制への移行は為替市場の混乱を招くだけで世界経済にとっても有害として慎重なスタンスを崩していない。急激な円高進行とその後のバブル崩壊、金融危機を経験した日本の教訓から学んだ中国は、人民元相場を自分で完全にコントロールできる範囲及びペースでしか動かたくないと考えている。したがってアジア及びグローバルベースでの通貨政策協調に消極的なのである。しかし一方でいずれはアジアを人民元通貨圏にしたいと考えているようだ。恐らく何十年かけてでも人民元をアジアのアンカー通貨にするべく次々と施策を打ってくるはずだ。当然円の国際的地位は一層低下する。日本としては、今のうちにアジアにおける通貨政策協調の枠組みの中でリーダーシップを確立し、うまく立ち回

っておく必要があるだろう。

アジアにおける通貨政策上の当面の課題は、①予想されるドル下落トレンドへの対処、②人民元とアジア通貨間の安定性確保、③外貨準備の有効活用、と考えられる。現在、チェンマイ・イニシアチブのマルチ化（CMIM）の更なる拡充と、域内サーベイランス強化が進められているが、アジア諸国間の通貨政策協調を効果的に実現するためには、設置が合意されているサーベイランス・ユニットにとどまらず、資金、人、権限等を一元的に集約した強いプラットフォームがあつて良い。ひとつのアイデアがアジア通貨基金（AMF）だ。AMF構想はアジア通貨危機後に日本が提案した際、米国の強い反対で立ち消えになったが、もともとアジア内にはAMF支持の声がある。アジア固有の問題への機動的な対応を目指すAMFとIMFとの棲み分けは十分可能であり、モラルハザードの問題をクリアする仕組みにすれば、AMFとIMFの二層構造になること自体に特段の不都合はない。危機対策を含む幅広い通貨政策協調の場として、また外貨準備の活用手段として、有効な選択肢の一つと思われる。

鳩山首相は折に触れて「アジア共同通貨」の可能性に言及している。日本がこれ以上の円の地位低下を防ぎ、アジアにおけるリーダーシップを今後も維持しようとするのであれば、アジア共同通貨が実際に現実味を帯び始めるのが何年後になろうとも、本構想関連の研究を着実に積み上げつつ、導入のチャンスを伺っておくべきであろう。アジア通貨から構成される通貨バスケットのベンチマークを開発し、域内サーベイランスに活用することや、連動する金融商品を設計することであれば今からでも着手可能である。共通通貨の貴重な先行事例としてユーロ及び欧州から学ぶべき教訓は多い。特にギリシャ問題は、共通通貨導入後に起こりうる最も深刻な問題の縮図である。ユーロは一度参加してしまうと離脱は技術的に不可能であり、ドイツ連銀がユーロ導入前からよく表現していた通り「逆戻り不能な運命共同体」である。欧州がこの問題を解決していくプロセスを我々もよく見ておかなければならない。

国際通貨体制の再構築については、現在ほとんど手つかずの状態と言っている。対応に緊急を要するドル暴落や円急騰が起こっていないため当面の優先順位が低いのだ、ということであれば必ずしも悪いことではないのかもしれない。しかし、今後各国が出口戦略を遂行していく過程で、為替市場が再び混乱に陥る可能性は決して小さくないように思われる。いざという時に迅速かつ適切な対応ができるよう、市場が落ち着いているうちにこそ準備を開始しておくべきだ。ビジネス界の立場からは、通貨政策に信頼性、予見性があり、その結果として為替レートの安定がもたらされることが望ましい。最終的にどのような通

貨制度を目指すかに関わらず、グローバルベースでは G20 が、アジアにおいては例えば AMF が必要な政策調整や相互監視、危機対応等を遂行し、為替市場の行き過ぎを予防、是正する体制をまず整備すべきではないか。将来のあるべき姿を見据えつつ、国際協調体制の再構築に向けた施策をひとつひとつ着実に積み上げていく努力が求められている。

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2010 Institute for International Monetary Affairs (財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-Chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話：03-3245-6934 (代) ファックス：03-3231-5422

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp) URL: <http://www.iima.or.jp>