

# Newsletter



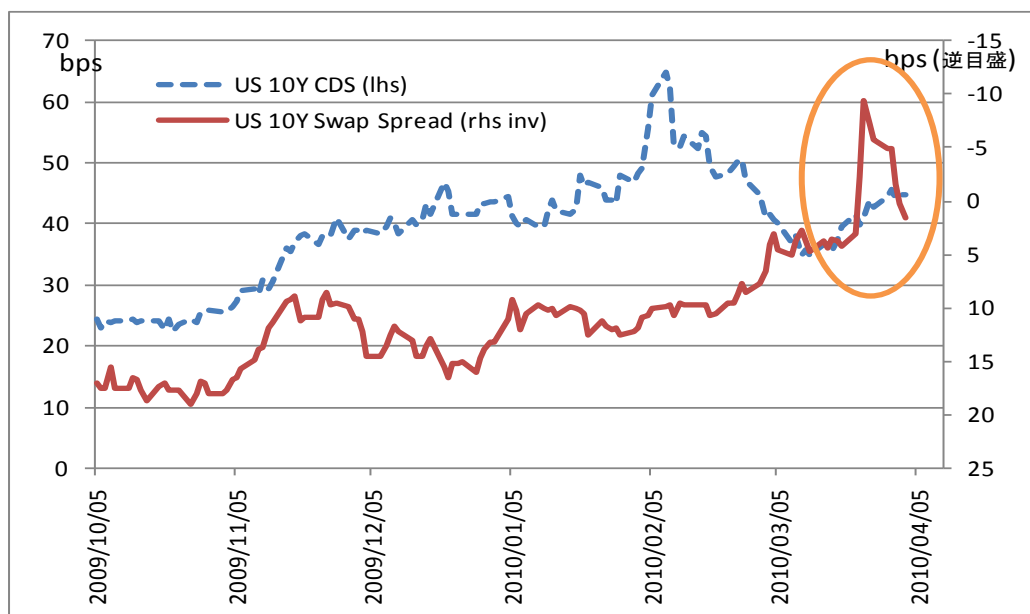
Institute for International Monetary Affairs  
(財)国際通貨研究所

## G20 での通貨政策協調議論本格化を期待

(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)

米長期金利がじりじりと上昇している。米国の景気回復がその主因ということであれば歓迎すべきことだが、残念ながらそれだけが理由ではないようだ。大規模財政出動をファイナンスするための米国債大量発行が長期化しており、米国債市場の需給関係が崩れ始めていることに加え、米財政悪化に対する懸念の深刻化に伴い CDS に見る米政府に対する信用リスクプレミアムが再び上昇し始めているのだ (図表 1)。その結果、ドル 10 年ゾーンでスワップスプレッド

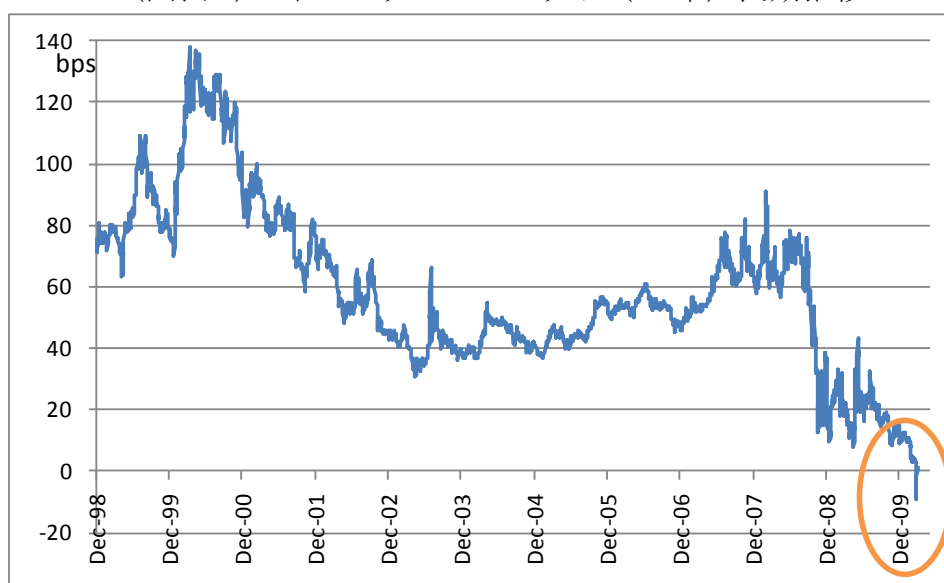
(図表 1) 米 CDS とスワップスプレッド (10 年)



(資料) Bloomberg データに基づき国際通貨研究所作成

ドが一時マイナスに転じるという、過去に前例のない事態が発生した(図表2)。マイナスのスワップスプレッドを素直に解釈すると、最上級の格付けトリプル A を有する米政府の信用力が、平均すればトリプル A に満たないはずの銀行システム全般の信用力に対して見劣りしている、ということになる。足元の市場は金利上昇をドル買い材料と捉えているようだが、長期的に見れば、米政府及びドル基軸通貨体制の信認に対する新たな警鐘と考えるべきである。

(図表2) 米スワップスプレッド (10年) 長期推移



(資料) Bloomberg データに基づき国際通貨研究所作成

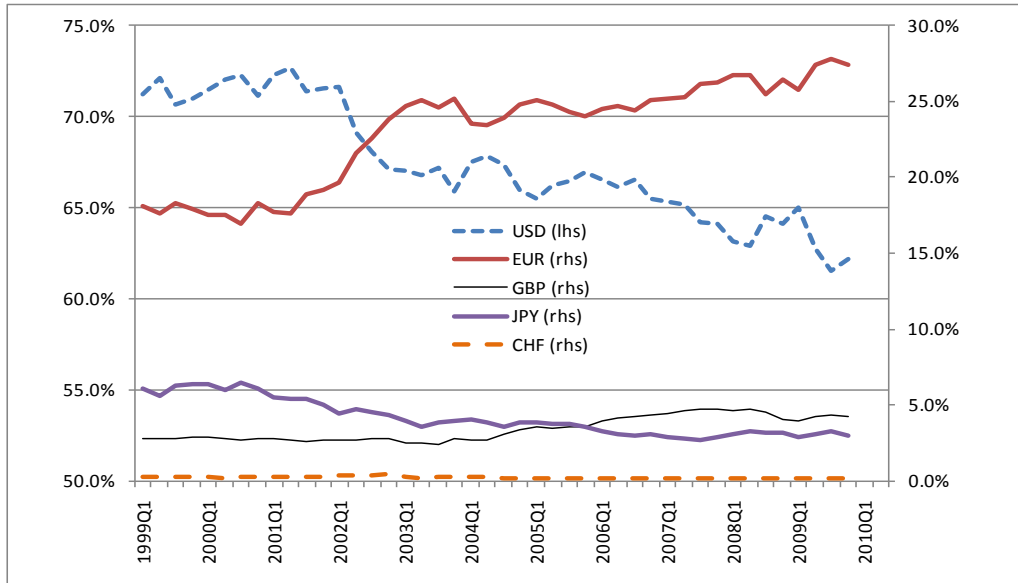
懸念されているドル安がなかなか実現しない一因としては、ギリシャ危機に端を発するユーロの信認低下が挙げられる。IMFによると、昨年第4四半期の外貨準備におけるドルのシェアは、ユーロのシェアを奪還する格好でやや持ち直した(次ページ図表3)。しかし2002年頃から顕著になっているドル離れのトレンド自体は今後も続くものと考えられる。

ドル基軸通貨体制から移行する受け皿の有力な選択肢として、SDRの活用が議論されている。昨年3月に発表された中国人民銀行の周総裁の論文「国際通貨システムに関する考察<sup>1</sup>」がそのきっかけとして最も有名なものである。また、ノーベル経済学賞受賞者でコロンビア大学教授のスティグリッツ氏は、昨年9月にとりまとめた国連専門家委員会報告書<sup>2</sup>の中で、SDRを裏付けとしIMFが発行・管理する国際新通貨の創設を提案している。

<sup>1</sup> <http://www.pbc.gov.cn/english/detail.asp?col=6500&id=178>

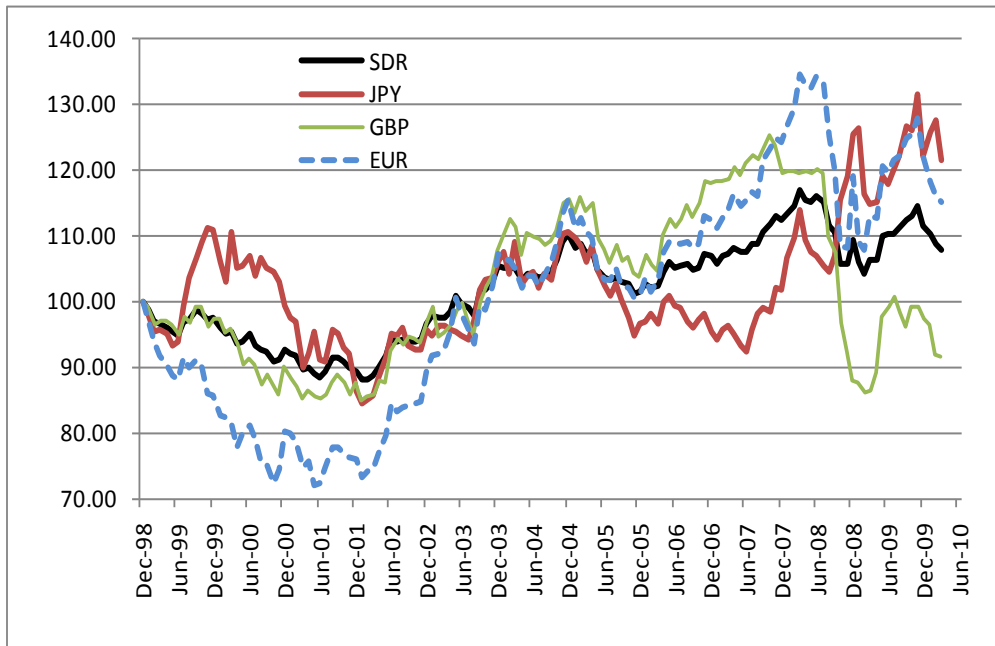
<sup>2</sup> United Nations, "Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System"  
[http://www.un.org/ga/econcrisissummit/docs/FinalReport\\_CoE.pdf](http://www.un.org/ga/econcrisissummit/docs/FinalReport_CoE.pdf)

(図表3) 外貨準備における主要通貨シェア推移



(資料) IMF

(図表4) SDR及びその構成通貨の対ドルレート推移 (1998末=100)



(資料) Bloomberg データに基づき国際通貨研究所作成

図表4はSDRを構成する主要通貨<sup>3</sup>及びSDRの対ドルレートの過去10年強の推移を示したものである。SDR構成通貨の対ドルレートの動きが相応に分散するため、その加重平均としてのSDRは個々の構成通貨より安定的なものとなっている。また、米国一国の利害や経済状況に左右される度合いもドルに比べる

<sup>3</sup> 現在のSDR構成ウェイトは、USD44%、EUR34%、JPY11%、GBP11%。

と低くなる。もともとSDRは金やドルに代わる国際準備資産として創設されたものであるため、超国家的基軸通貨としてのポテンシャルを備えているのである。しかしSDRはその創設以来、国際準備資産として実際に活用されることはほとんどなかった。通貨として使うためのインフラが十分整備されておらず、あまり使われていない通貨を自分だけが使うことに伴うコストが高いためである。

ユーロの誕生に深く関わった元ECB専務理事のパドア・スキオッパ氏は、「SDRは適切な政策発動によりクリティカルマスを超えられれば、通貨として十分機能する。」「その適切な政策についての具体的なアイデアを提示するのは難しいが、ユーロの前身であるバスケット通貨ECUの経験が大いに役立つはずだ。」と主張する<sup>4</sup>。通貨には、人が使うから自分も使う、という「ネットワークの外部性」が作用するため、多少無理矢理にでも一定量の利用を始めてしまえば、その後一段と利用を拡大する際のコストは格段に低下する。

最近になって、英王立国際問題研究所（Chatham House）がSDRを国際準備通貨として活用するための具体的政策提言「Beyond the Dollar<sup>5</sup>」を発表した。保護主義台頭阻止のため、国際通貨体制の改革が急務であると強く訴えると共に、そのためにIMFを強化し、SDRの活用を拡大すべきと提言している。具体的には、まず途上国の利害をより反映するようIMFのガバナンス改革を実施した上で、IMFをSDR管理及びサーベイランスの主体として強化する。その上でSDR割当や希望する国が主要通貨をSDRに交換できる特別勘定(substitution account)の設定により、予見可能かつ政治的に中立な方法でSDRの供給を増やす。更にはSDR建て金融商品の提供とSDR建決済機関の整備等により、民間におけるSDR利用を推進する、というものである。本報告書は、前述の周論文と重なる部分も多いが、今後将来のあるべき国際通貨体制の検討を開始する上で非常に重要かつタイムリーな提案と位置付けてよいであろう。

この構想の実現における最大のハードルは、SDR管理主体としてIMFが今後の国際通貨体制の中枢を担うという点で国際的な合意に至ることであろう。まず現在進行中のIMFガバナンス改革の中で、より途上国の意見が反映される仕組みにした上で、IMFが中立の機関として生まれ変わる必要がある。更にSDR構成通貨各国に対しては厳正な審判員としてサーベイランスを実施し、必要となれば苦い薬を飲ませなければならない。また、ドルやユーロをSDRに交換す

---

<sup>4</sup> 国際通貨研究所主催 国際金融シンポジウム「ポストクライシスの国際通貨体制を考える ～基軸通貨の将来像とアジアの使命～」 2010/3/18

<sup>5</sup> Chatham House, “Beyond the Dollar: Rethinking the International Monetary System”, Edited by Paola Subacchi and John Driffill, 2010/3/17 [http://www.chathamhouse.org.uk/files/16146\\_r0310\\_ims.pdf](http://www.chathamhouse.org.uk/files/16146_r0310_ims.pdf)

る窓口として必然的に発生する為替リスクを適切に管理し、いざという時は最後の貸し手として機能するための権限と体力が付与されなければならない。

IMF を中心とする SDR 活用という新たなコンセプトでいったん合意できれば、後は適切な政策発動による SDR 利用推進あるのみである。SDR 建て金融資産の流通を促進するためには、まず各国政府が発行する国債の一部を SDR 建てで発行し、その決済が可能となる仕組みを整備することから始めるべきであろう。この際、SDR 建て国債に対しては、源泉徴収税免除等の税制優遇措置や、中銀オペ用担保玉として利用する際のヘアカット率を低く設定する等、保有インセンティブを付与することが有効な普及促進手段になるものと思われる。また、幅広い投資家層と発行体層を短期間で引き付けるための金融仲介ビークルとして投資信託を積極的に活用すべきと考える。キャピタルゲイン課税軽減等の税制優遇措置の適用や、宣伝広告面での政府支援などを通じて SDR 建て投資信託の設定が拡大すれば、民間発行体及び民間投資家による SDR 建て調達及び投資を活性化することができるであろう。こういった施策を通じてクリティカルマスがクリアできれば、SDR の使い勝手は格段に良くなり、一層の普及に弾みがつくものと思われる。

6月にカナダで開かれるG20首脳会議を前に、G20議長国等5カ国（米英仏加韓）は3月29日付けで他の20カ国・地域（G20）首脳に対し、世界経済の不均衡是正や金融規制の強化等で成果を出すべきと訴える共同書簡を公表した<sup>6</sup>。表面的には金融規制改革の実現が前面に押し出されているが、これまでのG20ではあまり踏み込んだ議論がされなかった通貨問題にも敢えて言及している。この書簡は折しも米中間で人民元切り上げを巡る議論が白熱し、米国が中国を「為替操作国に認定」するかもしれないという微妙なタイミングで出状された。昨秋のピッツバーグサミットで国際協調プラットフォームとして公式に位置づけられたG20の場で、米国は人民元問題の冷静な解決を図ろうとしているように思われる。その際、中国が主張するSDRの活用を中長期的な課題として取り上げることは、人民元問題における中国からの譲歩を引き出す上でも有益であろう。オバマ政権にとって中国は、イラン問題や核軍縮で協力を取り付けたい重要なパートナーである。米議会の圧力に屈し、米中間で保護主義的措置の応酬に走るような事態だけは何としても避けるべきであろう。G20はいよいよその真価が試される局面を迎えつつあるようだ。足元の為替水準に不満をぶつけあうのではなく、安定的で柔軟性に富む新たな国際通貨体制のあるべき姿を見据えた、建設的な議論の積み重ねが始まることを期待したい。

以 上

---

<sup>6</sup> <http://www.whitehouse.gov/the-press-office/joint-letter-g20-leaders>

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、宜しくお願ひ申し上げます。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おります。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>