

戦後国際金融の背景と課題－基軸通貨「ドル」の行方－

奥村隆平

The purpose of this paper is to present the common framework for developing the international economic dynamic analyses in this special issue. Substantially, I consider the background of the international monetary systems in the post-war period. It is well known that the beginning of the international monetary system after the war was the Bretton Woods system. The key currency was the dollar. But the legitimacy of the dollar as the key currency was doubted often to the present. In this paper, I examine the role and condition of the key currency, and consider the destination of the dollar as the key currency.

はじめに

米国におけるサブプライム・ローン問題の発生と、その後のリーマン・ショック以来、世界は大きく動揺し、同時に現在の国際通貨体制についての疑問が生じつつある。言い換えると、基軸通貨としてのドルに対する信頼が揺らいでいるのである。果たしてこれまでと同様にドル基軸通貨体制が継続するのであろうか。

基軸通貨としてのドルについて疑問が生じたのは今回が初めてではない。ドルのゆくえを論じる前段階として、戦後の国際通貨制度の変遷とドルに対する危惧について振り返ってみよう。

I. ブレトン・ウッズ体制

1. ブレトン・ウッズ体制の概要¹⁾

第2次大戦後の国際通貨体制は、1944年に調印されたIMF協定に基づくブレトン・ウッズ体制である。国際通貨体制としてのブレトン・ウッズ体制は、為替レート制度、外貨準

備制度、および国際収支不均衡の調整メカニズムという3つの観点から特徴づけることができる。

1) まず、為替レート制度についていえば、固定平価の上下1%を超えてはならないと規定されていたように固定レート制であった。平価についていえば、米ドルのみが金の量目で定められ、それ以外の通貨は米ドルによって表示された。ただし、基礎的不均衡と認められた場合には平価の変更も許容されていた。

2) 外貨準備についていえば、米国は金で準備し、その他の国々は金またはドルで準備することとなった。ただし、金と兌換可能な通貨はドルだけであった。このことが戦後の国際通貨体制においてドルが基軸通貨国となることを保証するものであった。

3) 調整メカニズムは、アジャスタブル・ペッグ制が採用された。すなわち一時的な国際収支の赤字の場合は、IMFからの借り入れで賄うが、基礎的不均衡にあると認められた国の場合は為替平価の変更が許された。ところが、このような調整メカニズムは、投機家に一方的選択権を与える結果となり、ポンド

危機やゴールド・ラッシュのような通貨危機の原因となった。

2. 最初の警告：金との交換性

R.トリフィンが1960年に発表した著作、*The Gold and the dollar Crisis: The future of Convertibility* がIMF体制への最初の警告となった²⁾。トリフィンは、国際流動性としての基軸通貨「ドル」の供給が、アメリカの国際収支赤字を通じた対外短期債務の増大を通じて行われる限り、やがてアメリカ・ドルの金交換性を危うくすると論じた。すなわち、米国以外の国の通貨当局がドルから金への交換を要求する時、それを満たすだけの金を米国が保有していることができないからである³⁾。

トリフィンの警告にも関わらず、ベトナム戦争激化の影響もあって、対外短期ドル債務残高は増加を続け、金準備を大幅に上回った段階で、ニクソン政権は1971年8月金・ドル交換停止を発表した。このことによって、ドルの価値が金によって保証されることはなくなったのである。

このことは、ふたつの大きな意味を持っている。第1に、この結果、先進国では、なし崩し的に変動レート制が採用されるようになったことである。ブレトン・ウッズ体制下における為替レートの固定化は、当該国の通貨当局が外国為替市場に介入することによってなされていた。例えば、日本の通貨当局は1ドルを常に360円で購入することでドルの価格を維持する義務があった。そのような義務を放棄した理由は、購入したドルが、これまでとは違って1オンス35ドルという公定価格で金と交換できるという保証がなくなったからである。為替市場での介入がなくなれば、ド

ルの価格は均衡価格へと下落していくのである⁴⁾。

金交換性停止の第2の意味は、アメリカが金の保有量という制約にとらわれずに基軸通貨ドルを発行することができるようになったということである。

3. 金の後ろ盾をなくした基軸通貨「ドル」

金による価値の保証が失われたことにより、ドルは基軸通貨の地位を失ったであろうか。そうではない。金交換停止後も、ドルは国際通貨の中で最も中心的な役割を演じている。すなわち、国際経済取引における、契約通貨、決済通貨、資産通貨として相変わらず用いられている。特に、第3国間において用いられる通貨、すなわち媒介通貨としてのドルの地位は圧倒的である。

しかし、言うまでもなく変動相場制移行後のドルの地位は次第に低下している。その理由として、長期的なドル価値の下落、ユーロの台頭などがあげられるであろう。にもかかわらず、国際取引における大部分の決済はニューヨーク市場を中心としたアメリカの銀行制度を使って行われているのである。

4. 基軸通貨が持つべき要件

基軸通貨が国際取引において便利に用いられるためには、次のような要件が満たされていなければならない。第1に、貿易取引および資本取引における自由な交換性である。言い換えれば、為替管理などの取引上の制限がないことである。第2に、基軸通貨は国際的受領性が保証されなければならない。そのため、通貨価値が安定していることと効率的な金融市場の存在である。

これらの条件は、たとえ金との交換性が失

われてもドルの特性として残っていた。その結果、ドルは基軸通貨として機能しているのである。金の役割は、ドルがこのような要件を満たすまでの期間、ドルに対する信託を保証することであった。言い換えると、金は基軸通貨「ドル」の養育係であったと言える。

II. ポスト・ブレトン・ウッズ体制

1. ノン・システム

金・ドル交換停止後の国際通貨制度の混乱とその後のブレトン・ウッズ体制の再建という試みは、石油ショックの波に洗い流されて、世界の先進諸国は、なし崩し的に変動相場制を採用することになった。この暫定的な体制は、1976年1月のジャマイカにおけるIMF総会において合法化された。

IMF第2次改正から生まれたこの通貨制度は、J. Williamsonによって、ノン・システム（システムのない体制）とよばれた⁵⁾。その理由は、この制度がIMF加盟国に何らかの秩序を課すということを行っていないからである。

1) 為替レート制度についていえば、変動レート制を採用することも、固定レート制を採用することも許容された。固定レート制をとるのであればどのような国の通貨あるいは通貨バスケットにペッグしてもよいことになった。

2) 国際準備制度についても、各国が準備として何を保有すべきかについての規定はない。主要準備資産は外国為替であるが、これらの主要部分は依然としてドルである。

3) 国際収支調整についても特段のルールはない。しかしながら、世界的な資本移動の自由化・活発化は、経常収支の赤字を資本流

入によってファイナンスするという道を用意することとなった。

2. 経常収支不均衡と国際資本移動

1973年の石油ショックに伴う原油価格の大幅上昇は巨額のオイル・ダラーを産油国にもたらした。このドル資金は国際資本市場を通じて、先進工業国の赤字をファイナンスするためと非産油発展途上国の経済発展を目指した対外投資として還流した。先進工業国の経常収支赤字は数年で解消し黒字化した。ラテン・アメリカの非産油発展途上国では銀行借入れの形態で資本が流入し続け、これらの国々の高度経済成長を助けた。

しかしながら、1981年に登場したレーガン政権は、インフレーションに対抗するため、厳しい金融引き締めを行った。その結果、高金利、ドル高、および世界不況がもたらされた。これが非産油発展途上国を直撃し、一次産品価格の下落、輸出不振、利払いの増加により、ラテン・アメリカの国々はデフォルトを宣言することとなった。累積債務問題の発生である。この結果、累積債務国は国際資本市場からの借入れが不可能となり、同時に経常収支の赤字も縮小した。

投資リスクを嫌う国際資本の新しい流入先は、レーガノミックスにもとづく経済政策を実施中のアメリカであった⁶⁾。そのアメリカでは減税と巨額の軍事支出による財政赤字が膨大な経常赤字をもたらしていた。いわゆる双子の赤字である。年間1000億ドルを超えるアメリカの経常赤字は、日本、西ドイツおよびイギリスからの証券投資によってファイナンスされた。ただし、イギリスの対米投資はロンドン市場を通じたイギリス以外の国からの迂回投資であった。

3. 第 2 の警告：双子の赤字

ドル高と持続的な経常収支赤字という状況を見て、S. マリスは、*Deficits and the Dollar: The World Economy at Risk* で警告を発した。すなわち、このような巨額の経常収支は持続可能ではないこと、さらに、為替レートによる調整が行われるとすればドルの暴落というハードランディング・シナリオも想定されるということである。

世界の主要先進国すなわち G5 は、この事態に対応してプラザ合意を成立させ、国際的政策協調を通じたソフト・ランディングを目指した。その後、日本はバブルの発生と崩壊により、経済的な苦境に立ち、いわゆる「失われた 20 年」を経過することになるが、アメリカはブッシュ政権のもとで経常収支赤字を縮小し、その後のクリントン政権下では政府財政赤字を黒字化することに成功する。その間、アメリカは長期的な好況を迎えることになる。

III. 東アジア通貨危機の理論的分析

1. 危機の概要

1980年代後半から1990年代にかけて、国際資本の投資先の中心地は東南アジアであった。特に、ASEAN諸国は、海外からの直接投資をてこに、輸出主導型の経済成長を指向し「世界の成長センター」と呼ばれるほどであった。ところが、東アジアは、1997年に通貨危機に見舞われる。

この間の事情を振り返ってみよう。まず、為替レート制度についてであるが、主要先進国は、変動レート制を採用しているのに対し、途上国の多くは事実上の固定レート制を採用することが多い。その理由は、変動レート制

は、為替レートの変動というリスクを持っているため、そのリスクをヘッジする必要があるからである。先物予約やオプション取引などを用いてリスク・ヘッジがなされるが、そのためには十分に整備された金融機関とそれを監督する熟練した金融当局の存在が不可欠である。そのような金融システムが存在しない途上国の場合は、固定レート制を採用することによって、取引費用の節約を図ることができる。しかし、固定レート制は投機的攻撃に弱いという致命的欠点がある。その点をカバーするために、途上国は通常、強力な為替管理を行っている。そのような為替管理をやめさせ、資本市場を自由化させようというのが、IMFの基本政策である。資本市場の自由化の後に生じたアジア通貨危機について、タイを例にとって説明してみよう⁸⁾。

1990年代前半の東アジア経済は「東アジアの奇跡」と呼ばれたほど好調であった。タイも例外ではなく、8%をこえる実質経済成長率、高い貯蓄率、縮小する所得格差など良好なパフォーマンスを示していた。国際収支状況をみれば、高い国内金利を背景に大量の資本輸入が続いていた。これは同時に、経常収支の持続的な赤字を意味する⁹⁾。

当時、タイはドル・ペッグ制という事実上の固定レート制を採用していた。そのときのレートは、約25バツであり、このときの経常収支赤字分は資本流入で補われていた。タイへの資本流入の形態は、満期の短い短期資金であり、しかも民間資金が多かった。継続的な経常収支赤字は、巨額の対外負債を生み出し、その返済可能性に疑問が生じたとき資本の流れは逆転する。タイでは、1997年の第Ⅱ四半期からこの逆転が生じた。政府が何もしなければ、為替レートは、当然、減価する。

しかし、タイの金融当局は、国際収支の赤字額に相当する外貨準備を放出して、固定レートを維持しようとした。外貨準備がなくなれば必ず、バーツは減価し、言い換えればドルの価値は上昇するわけだから、この段階でバーツを売ってドルを購入すれば間違いなく利益を得ることができる。これが投機的なドル買いである。このような投機的攻撃が起これば、ドルに対する需要は急増し、外貨準備の減少はより急速になり、為替レートの減価はより大きくなる。バーツは結局、1ドル50バーツ近くまで減価した。これがアジア通貨危機の発端である。同様の通貨危機は東アジアの国々に伝染した。

2. 修正マンデル＝フレミング・モデル

ここで、「修正マンデル＝フレミング・モデル」とよぶモデルは、マンデル＝フレミング・モデルに予想為替レート導入したモデルである¹⁰⁾。また、モデルを用いる分析の過程では、「将来を見通す視点」も重要になる。たとえば、一時的な金融政策の変化は長期均衡レートとしての予想為替レートを変化させないが、恒久的な金融政策の変化は、予想為替レートを変化させるとか、一時的な減税は消費をあまり増加させないが、恒久的な減税は消費をより以上に増加させるとかの視点である¹¹⁾。

修正マンデル＝フレミング・モデルの方程式体系は、以下のようになる。

<財市場の均衡条件>

$$Y = C(Y_+)+I(r_-)+G+X(E/P_+) - EQ(Y_+, E/P_-) \quad (2)$$

<貨幣市場の均衡条件>

$$M/P = L(Y_+, r_-) \quad (3)$$

<国際収支の恒等式>

$$\Delta ER = X(E/P_+) - EQ(Y_+, E/P_-) + K[r_+ - r^* - (E^e - E)/E] \quad (4)$$

<貨幣供給の恒等式>

$$M = D + ER \quad (5)$$

ここで、 Y = 実質GNP、 C = 消費、 I = 投資、 G = 政府支出、 X = 輸出、 Q = 輸入、 E = 為替レート（自国通貨建て）、 E^e = 予想為替レート、 P = 物価（一定）、 M = 貨幣供給、 L = 貨幣需要、 r = 自国利子率、 r^* = 外国利子率、 K = 純資本流入、 D = 国内信用、 R = 外貨準備である。さらに、各変数の下の記号は偏微係数の符号を表す。

このモデルに目新しいところは何もないであろう¹²⁾。ただし、一点だけ述べておけばここでは為替レート決定について、資産市場アプローチではなく、国際収支アプローチが用いられている。その理由は、国際収支アプローチの方が、国際収支状況について陽表的に表すことができるとともに、資本移動の自由化の程度について、より統一的に考察することができるからである。マンデル＝フレミング理論の一つの側面は資本移動の自由化が国際マクロ経済にとってどのような意味を持つのかの分析にあったともいえるからである。

固定レート制の場合は、 $E^e = E = E_0$ （一定）である。その場合の、修正マンデル＝フレミング・モデルを図示すれば、図1のようになる。ここでは、資本移動が制限されているケースについて描かれている。IS線とLM線はそれぞれ(2)式と(3)式に対応し、BP線は国際収支が均衡している場合の(4)式に対応し

ている。BP線の左側の領域は国際収支（総合収支）黒字の領域であり，右側は赤字の領域である。資本市場の自由化が進展するとBP線は，より平坦になる。当初の一般均衡点をA点とする。

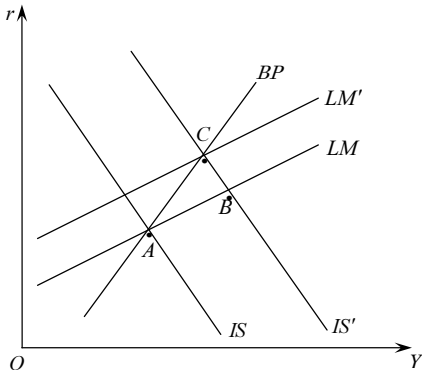


図 1

いま例えば，財政拡張政策がとられたとしよう。IS線が右方にシフトして，新しい財市場と貨幣市場の均衡点はB点となる。ところがB点において，国際収支は赤字である。したがって，外貨準備が減少し，貨幣量もまた減少する。この結果，LM線は左方にシフトして国際収支の均衡が達成され，新しい一般均衡点はC点となる。資本移動が制限されている状況では，貨幣量の調整はそれほど大きなものではないと考えられる。

しかし，ここで国内バランスを優先させるため外貨準備の減少を国内資産の獲得，例えば国債の公開市場買いで相殺したらどうであろうか。この場合は，国際収支不均衡が継続し，外貨準備の枯渇が生じるであろう。

3. タイの通貨危機：理論的解説

ノン・システムと呼ばれる国際通貨体制の下で，主要先進国は変動レート制を採用して

いるが，途上国の多くは事実上の固定レート制を採用することが多い。市場の自由化の後に生じたアジア通貨危機についての理論的説明をここでもタイを例にとって行ってみよう。

通貨危機前のタイの外国為替市場の状況が図2に示されている。ここで，横軸はドルの量，縦軸はバーツ建ての為替レートである。XX線は，輸出によって獲得したドルの供給量，MM線は輸入に基づくドルの需要量である。バーツが減価すると輸出が伸びてドルの供給量が増加し，同時に輸入が減少してドルの需要量は減少すると想定している。当時，タイはドル・ペッグ制という事実上の固定レート制を採用していた。そのときのレートは，約25バーツであり，図の E_0 にあたる。このとき経常収支は，ABの長さの赤字である。経常収支を均衡させるような為替レートは， E^* で示してある。しかし，この赤字分を資本流入で補えば， E_0 というレートは維持可能である。タイへの資本流入の形態は，満期の短い短期資金であり，しかも民間資金が多かった。継続的な経常収支赤字は，巨額の対外負債を生み出し，その返済可能性に疑問が生じたとき資本の流れは逆転する。タイでは，1997年の第II四半期からこの逆転が生じた。図2に基づいて考えれば，ABだけの資本流入がストップしたとみてよい。政府が何もしなければ，為替レートは， E^* の水準まで減価する。しかし，タイの金融当局は，ABの額に相当する外貨準備を放出して，固定レートを維持しようとした。外貨準備がなくなれば必ず，バーツは減価し，言い換えればドルの価値は上昇するわけだから，この段階でバーツを売ってドルを購入すれば間違いなく利益を得ることができる。これが投機的なドル買いである。このような投機的攻撃が起これば，

ドルの需要曲線は右にシフトし、外貨準備の減少はより急速になり、為替レートの減価はより大きくなる。バーツは結局、1ドル50バーツ近くまで減価した。これがアジア通貨危機の発端である。

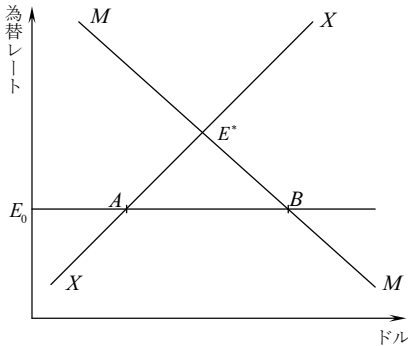


図2

以上のような部分均衡論的な説明は一方的選択権に基づく投機的アタックの解釈としては一定の教育的価値はあるかもしれない。しかしながら、タイが図2のような状況に追い込まれるまでの理論的な説明としては十分とはいえないであろう。タイの国際収支状況を時代を追って観察すると、1980年代後半までは経常収支の赤字も資本流入もそれほど大きなものではなく、総合収支はおおむね均衡していた。1990年代初頭の資本市場の自由化措置とともに資本の流入が活発化し、それとともに経常収支の赤字が拡大した。とはいえ、総合収支はかなりの額の黒字基調で推移していた。1997年に資本の流れが逆転し、総合収支も赤字化する。その後の経過は、すでに述べたとおりである。

さて、以上の経過は資本移動の活発化の結果、固定レート制度の維持が困難となったブレトン・ウッズ体制のたどった経過によく似ている。その意味で、東アジア通貨危機の背

景にある経済状況はマンデル＝フレミング理論のホーム・グラウンドともいえる。

上に述べた全体の流れを、Bird (2007) の図を用いて説明してみよう。図3において、BP線は資本市場自由化後の国際収支均衡線である。国内均衡を示すA点は、国際収支黒字の領域にある。タイの高金利を目当てに膨大な資本が流入し、経常収支の赤字を凌駕していた。この時期はタイの好景気の時期であり、それを表現するためのIS線の右方シフトや、国際収支黒字に基づく貨幣量の増加を表すためのLM線の右方シフトなどが分析上は取り上げる必要があるが、説明を簡単にするため省略する。

さて、このような持続的な経常収支赤字は対外債務を累積させ、返済可能性に疑義を生じさせる。資本の流れが「警戒的」となり、経常赤字の持続性に疑問符がつく。言い換えると為替切下げの予想を生じさせる¹⁴⁾。これは、修正マンデル＝フレミング・モデルにおいてBP線の上方シフトをもたらす。すると、国内均衡点Aはいまや総合収支赤字の領域に入る。貨幣量が大幅に減少すればLM線の左方シフトにより、総合収支の均衡を達成することも可能であるが、これは国内均衡の観点

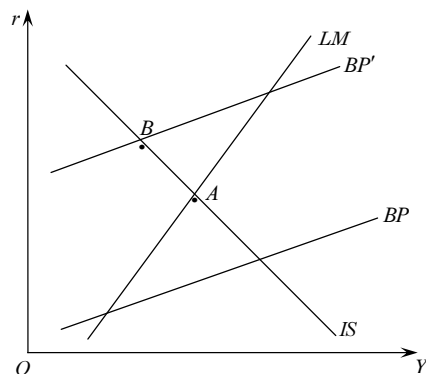


図3

から許容できないであろう。そこで金融当局は不胎化介入を行う。結果として外貨準備が流出し続け、それが枯渇した時にパーツの大幅切り下げが生じたのである。

以上のような分析からどのような教訓が得られるであろうか。タイの通貨危機の原因は、まず、第一義的に国際収支の問題だという点である。つまり、持続的な経常収支の赤字が膨大な対外債務を増大させ、対外投資家に返済可能性についての不信感を持たせたという点があげられる。もちろん、経常収支の赤字そのものが悪いわけではない。経常収支の不均衡は、GDPと国内アブソープションの通時的な動きを調整するために必要なものである。ただし、これは固定レート制下と変動レート制下とは異なる意味を持つ。変動レート制下では、経常収支不均衡は、資本収支によって必ず相殺される。外貨準備は、原則として変化しない。しかしながら、固定レート制においてはそのような保証はない。固定された為替レートの下における経常収支不均衡を資本収支がうまく相殺するというメカニズムは存在しない。両者の乖離に応じて、外貨準備は増減する。外貨準備が危機的な水準まで下落すると投機的アタックが始まることはすでに述べたとおりである。したがって、経常収支赤字を適切な水準にとどめておくことが通貨危機を避けるために重要である¹⁴⁾。

そのための方策として、二つのやり方が考えられる。ひとつは、マクロ経済政策である。1950年代の日本では、「国際収支の天井」ということがいわれた。景気が拡大し、経常収支赤字が増加すると景気引き締め策がとられたということが例にあげられる。

もうひとつとして、途上国は資本市場の自由化を急ぐなどということである。資本の移動

が制限的な状況では、経常収支赤字をファイナンスするための十分な資金流入が期待できないため経常収支そのものが大幅なものにはなりにくい。そして、最終的には変動レート採用に耐えられるような国内の金融システムを十分に整備した後に、変動レート制を採用し、資本市場を開放する。

IV. 通貨危機以後の状況

1. 新ブレトン・ウッズ体制

通貨危機での経済的困難を経験した東アジア諸国は、経常収支で赤字を出すことを極力避けるようになった。東アジアの経常収支黒字の吸収先はアメリカであった。その結果、M. Dooleyらによって新ブレトン・ウッズ体制 (Bretton Woods II) と呼ばれるインフォーマルな国際通貨体制が現れた¹⁵⁾。この体制は、1960年代のブレトン・ウッズ体制と類似しているとされる。この体制は中心国と周辺国からなり、周辺国は過小評価された固定為替レートのもとで経常収支を持続し、中心国通貨建ての低収益率の外貨準備を蓄積するというものである。

1960年代の周辺国は、日本とヨーロッパ、2000年代の周辺国は、東アジア諸国、特に中国である。中心国は言うまでもなくアメリカであるが、大きな違いは1960年代は公的な固定レートの時代であり、2000年代は事実上 (de facto) のドル・ペッグ制であるという点である。

新ブレトン・ウッズ体制は同時にグローバル・インバランスの状態をも意味していた¹⁶⁾。アメリカの巨額の経常収支赤字を伴う、このような体制が持続可能なものであるかについて議論がなされている間に、市場からの判決

が下った。すなわち、サブプライム・ローン危機とそれに続く、リーマン・ショックである。この結果、アメリカの経常収支赤字は、2006年度の8020億ドルから2009年度の3780億ドルへと半減した。対GDP比で言えば、6%から3%への減少である。3%は持続可能な経常収支赤字と考えられている数字である。今回の出来事は市場による強制的な国際収支調整とみることもできる。

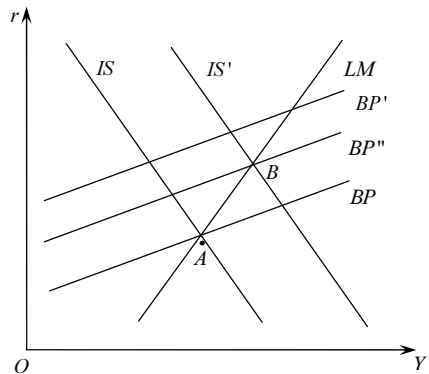


図 4

2. アメリカの持続的経常収支不均衡

次に、現在のアメリカの経常収支不均衡について修正マンデル＝フレミング・モデルの観点からどのようなことが言えるか検討しよう。

アメリカの経常収支は、1982年から赤字基調となり、1980年代末から90年代初頭にかけて一時的な回復をみるものの、その後は赤字を拡大し続け、2006年には、GDPの約6%にのぼった。この経常収支の赤字は、ほぼ同額の資本収支の黒字によってファイナンスされ、総合収支でみると常に均衡してきた。

この状況を修正マンデル＝フレミング・モデルに基づいて図示すれば、図4のようになる。A点においては、総合収支が均衡しており、言いかえれば、外国為替市場に不均衡が存在しないため、通貨危機の恐れはない。しかし、仮に何らかの理由でドルが減価するという予想が生じたとしよう。

その場合、図4においてBP線が上方にシフトして、BP'線となる。国際収支は赤字となり、外国為替市場で超過需要が発生する。したがって、ドルが減価する。ドルの減価は、二つのチャンネルを通じて国際収支を改善する。ひとつは経常収支に対する効果であり、経常収支を改善するとともに、乗数効果を通じて

GDPを増加させる。もうひとつは、資本収支に対する効果であり、減価すると予想されたドル価格が恒久的であるとすれば、現実のドルの減価は対外資産の収益率を低下させ、資本収支が改善する¹⁸⁾。このふたつの効果を通じて国際収支線はBP'線へとシフトし、B点において新しい均衡が達成される。

3. 政策目標としての経常収支

近年、アメリカを中心として持続的な経常収支の不均衡について懸念する見解が出ている。すなわち、持続的な経常収支赤字とその結果としての対外債務の蓄積が持続できなくなり、不均衡の解消はドルの暴落という形で生じ、それはアメリカ経済と世界経済に大きな混乱をもたらすのではないかという懸念である。

このような議論は以前にもあり、そのころ私は経常収支不均衡の問題に関する共同研究に参加した¹⁹⁾。そこでは、経常収支の不均衡に関する歴史的、理論的、政策的な観点から、具体的に英国、米国、カナダなどの国々を取り上げケース・スタディーの手法を用いて検討し、過去においてかなり大きな経常収支不均衡が問題を起こさずに持続してきたことを

明らかにした。研究の成果は須田美矢子 (1992) として出版されている。その研究における主要な結論は、

「一国の経常収支は無数の個人 (家計) ・企業・非営利団体等の貯蓄・投資差額の合計に等しい。したがって基本的には、それら多数の民間主体の判断の合計として、経常収支が持続的に大幅赤字になったとしても (また持続的に大幅黒字になったとしても)、国民経済的観点あるいは経済政策の観点から、それらは望ましくないものと考えられる性質のものではなく、むしろむしろ民間経済主体の最適な選択の結果であると考えべきものであろう。また一般的にいて、そのような場合の経常赤字のファイナンスについては憂慮する必要はなく、ことにフロート制のもとではそうである。そのような場合に、もし不均衡がいずれは是正される性質のものであるとすれば、そのような是正の力は政策当局の介入がなくても自動的に働くはずである。(p. 262)」

「ただし、財政赤字はじめ政府部門の財政行動 (政府保証を含む) は、しばしばさまざまな政治的諸力の影響を受けるので経済的合理性・一貫性を欠いていることがある。この場合には経常収支赤字を放置しておくならば、将来禍根を残すことになる場合もある。(p. 302)」

私には、以上のような結論を現在も変える必要はないように思われるが、2011年8月の米国での債務上限改定問題と其後の米国債格付けの引き下げは、基軸通貨ドルへの第3の警告といえるかもしれない。米国債の格付けが最高位のAAAを維持していることは、基軸通貨ドルの重要な要件になっているからである。外貨準備を米国債で保有している国々

にとって米国債の格付けの引き下げは許容できないであろう。今後、オバマ政権がどのように財政を再建するかが注目されるところである。

V. 今後の見通し

今後の見通しとしては、まず、アメリカ・ドルは、今後も基軸通貨であり続けるであろうということである。国際通貨の有用性は、使われる地域が広いほど、また、使用されてきた期間が長いほど高まる。その意味でドルは最も有用性が高いといえる。特に、媒介通貨としてのドルの地位は揺るがないであろう。ドルのライバルは、ユーロであるが、ユーロは主にヨーロッパ地域で用いられているのに対し、ドルは全世界、特にアジア地域で用いられている。特にアジアは、米倉 (2008) も指摘しているように、現在、最も成長の期待されている地域であり、さらに太平洋を囲む形でアメリカ、中国、日本という、GDPにおいて、世界第1位から第3位までの国々がドル圏を形成している²⁰⁾。その意味で、アメリカ経済に何か致命的な困難が生じない限り、アメリカは基軸通貨国であり続けるであろう。ただし、資産通貨としてのドルという観点から見ると、ドルの価値の下落は、米国債の格付けの引き下げは各国の準備通貨の構成のなかでドルの比率を下げるように働くかもしれない。

第2に、ブレトン・ウッズ体制崩壊後の国際経済の歴史は、貨幣面から見るとバブルの形成と崩壊の歴史でもあった。本稿との関連からいうと、1980年代後半の日本、1990年代後半の東アジア、そして2000年代後半のアメリカである。バブルの崩壊後には、経済に大

きな爪あとを残した。2010年代において、バブル形成が最も危惧されているのが中国である。中国は元の価値を低めに抑えるために、為替市場に介入している。ドル買い介入が続く限り、マネー・サプライは増加し続ける。これは、必ず、インフレかバブルを生み出すであろう。中国に求められているのは、物価、資産価格、景気及び国際収支に注意を払いながら、ゆっくりと元の価値を上昇させて、均衡為替レートに近づけていくことであろう。

第3に、ブレトン・ウッズ体制以降に出来る大きな変化は、各国、特にアメリカの金融節度の低下である。今後の国際通貨体制の安定化のためには、経常収支目標について国際的に合意するとかの協調体制を強化することが必要であろう。

謝辞

本稿の内容を、日本国際経済学会中部支部春季大会、東北学院大学TG研究会において報告した際に出席者の方々から貴重なコメントを頂いた。これらの方々には感謝します。もちろん、本稿に残存する誤りは筆者のみの責任であることは言うまでもない。

参考文献

- 1) ブレトン・ウッズ体制の概要についての基本的な解説については、例えば、山本(1997)を参照されたい。
- 2) Triffin (1960)。
- 3) トリフィンの「流動性ジレンマ論」は、国際金融論における主流派である。これに対する反論としては、滝沢 (1984)、松井 (2002)、Despres, et al. (1966) 等がある。
- 4) 変動相場移行についての、より詳細な説明に

ついては、滝沢健三 (1981), pp.35-37参照。

- 5) Williamson (1976), および Williamson and Milner (1991) 参照。
- 6) いわゆるレーガノミックスの実体は、サプライサイド・エコノミックスである。Mundell (1971), Mundell (1989) 参照。
- 7) Marris (1985)。
- 8) アジア通貨危機全般についての詳細な説明については、上川他 (2000) 参照。
- 9) 本論文文末の〈参考資料〉「タイの国際収支」参照。
- 10) マンデル＝フレミング・モデルについては、Mundell (1968), Fleming (1962), 奥村 (1989) を参照されたい。
- 11) 修正マンデル＝フレミング・モデルについては、奥村隆平 (2001) 参照。
- 12) 比較的新しい国際マクロ理論として、Obstfeld and Rogoff (1996) をあげておく。
- 13) ここで用いられている「警戒的」という用語法は、小宮 (2006), p.183において引用されているハロッドの言葉である。
- 14) ここでは経常収支赤字の累積が通貨危機の基本的な原因であるとする伝統的見解をとっている。アジア通貨危機を、「経常収支危機ではなくて資本収支危機である」(p.92) とする見解については、中條 (2008) 参照。
- 15) Dooley, M., D. Folkerts-Landou, and P. Garber (2003)。
- 16) Eichengreen (2007) 参照。
- 17) 論文末尾の〈参考資料〉「アメリカの国際収支」参照。
- 18) 予想されるドルの低価格とそれよりは高い現時点のドル価格の価格差が大きいほどドル資産の収益率は低くなる。逆にいえば、対外資産の収益率は高くなる。ところが、現実のドルの価格が予想されたドルの価格に近くなれば、ドル保有のキャピタル・ロスは低下し、対外資産の相対的な収益率は低下する。
- 19) 持続的不均衡に対する懸念の代表例としては、Marris (1985) がある。
- 20) 米倉 (2008), p.224。

参考文献

- 奥村隆平 (1989), 『変動為替相場制の理論: 改訂版』, 名古屋大学出版会。
- 奥村隆平 (2001), 「国際マクロ経済学」, 大山道広編『国際経済理論の地平』, 東洋経済新報社。
- 上川孝夫/上川研究室 (2000), 「アジア通貨危機」, 上川孝夫・新岡 智・増田正人編『通貨危機の政治経済学 21世紀システムの展望』, 日本経済評論社。
- 小宮隆太郎 (2006), 「通貨危機と為替投機—概観と若干の論評—」, 『日本學士院紀要』, 第60巻第3号, pp.165-202。
- 須田美矢子編 (1992), 『対外不均衡の経済学』, 日本経済新聞社。
- 滝沢健三 (1981), 『国際通貨の話』, 東洋経済新報社。
- 滝沢健三 (1984), 『国際金融 通説への批判』, 東洋経済新報社。
- 中條誠一 (2008), 「東アジアの通貨・金融協力の現状と展望」, 馬田啓一・木村福成編『検証・東アジアの地域主義と日本』, 文真堂。
- 松井 均 (2002), 『銀行原理と国際通貨システム』, 勁草書房。
- 山本栄治 (1997), 『国際通貨システム』, 岩波書店。
- 米倉 茂 (2008), 『変幻進化する国際金融』, 税務経理協会。
- Bird, G. (1998), *International Macroeconomics: Theory, Policy and Applications*, Second Edition, Macmillan Press Limited, (秋葉弘哉監訳『国際マクロ経済学: 理論・政策・応用』, 文真堂, 2001年)。
- Bird, G. (2007), *An Introduction to International Macroeconomics: Theory, Policy and Applications*, Third Edition, Palgrave Macmillan.
- Despres, E., C. Kindelberger, and W. Salant (1966) "The Dollar and World Liquidity: A Minority View," *The Economist* 218 (5February), pp.526-529. (C. P. キンドルバーガー著・益戸欽也訳『インターナショナル・マネー』, 産業能率大学出版部, 1983年, 所収)。
- Dooley, M., D. Folkerts-Landou, and P. Garber (2003) "An Essay on the Revised Bretton Woods System," NBER Working Paper No.9971, September.
- Eichengreen, B. (2007) *Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods*, The MIT Press, (畑瀬真理子・松林洋一訳『グローバル・インバランス』, 東洋経済新報社, 2010年)。
- Fleming, J. M. (1962), "Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates," *International Monetary Fund Staff Papers*, Vol.9, pp.369-79.
- Marris, S. (1985), *Deficit and The Dollar: The World Economy at Risk*, Institute for International Economics, (大来佐武郎監訳・坂本正弘/安田靖訳『ドルと世界経済危機』, 東洋経済新報社, 1986年)。
- Mundell, R. A. (1968), *International Economics*, New York: Macmillan Co., (渡辺太郎・箱木真澄・井川一宏訳『【新版】国際経済学』, ダイアモンド社, 2000年)。
- Mundell, R. A. (1971), "The Dollar and the Policy Mix: 1971," *Essays in International Finance*, International Finance Section, Princeton University, no. 85.
- Mundell, R. A. (1989), "The Dollar and Policy Mix: 1989," *Rivista di Politica Economica* Vol.79, pp.57-78. Reprinted in *Global Disequilibrium in the World Economy: Central Issues in Contemporary Economic Theory and Policy* (Baldassarri, McCallum and Mundell, eds.), London:St Martin's Press, pp.57-78.
- Obstfeld, M., and K. Rogoff (1996), *Foundations of International Macroeconomics*, Cambridge, Mass.: MIT Press.
- Triffin, R. (1960) *Gold and the Dollar Crisis: The Future of Convertibility*, YALE University Press. (村野孝・小島清監訳『金とドルの危機』, 勁草書房, 1961年)。
- Williamson, J. (1976) "The Benefits and Costs of an International Monetary Nonsystem", in

戦後国際金融の背景と課題－基軸通貨「ドル」の行方－

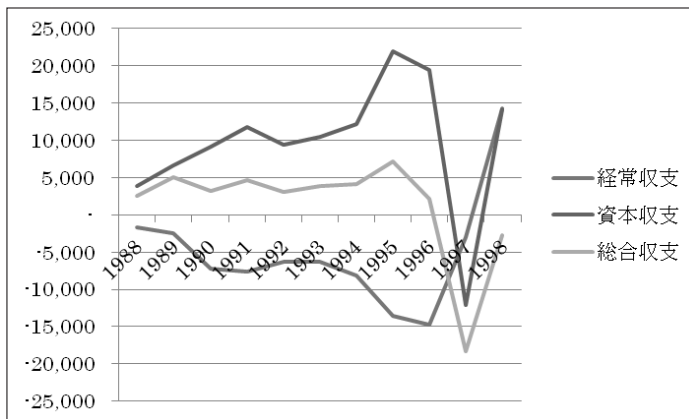
E. M. Bernstein *ET AL.*, *Reflections on Jamaica*, Essays in International Finance No. 115, International Finance Section, Princeton University.

Williamson, J., and C. Milner (1991) *The World Economy*, Harvester Wheatsheaf.

(名古屋大学大学院経済学研究科)

<参考資料：国際収支のグラフ>

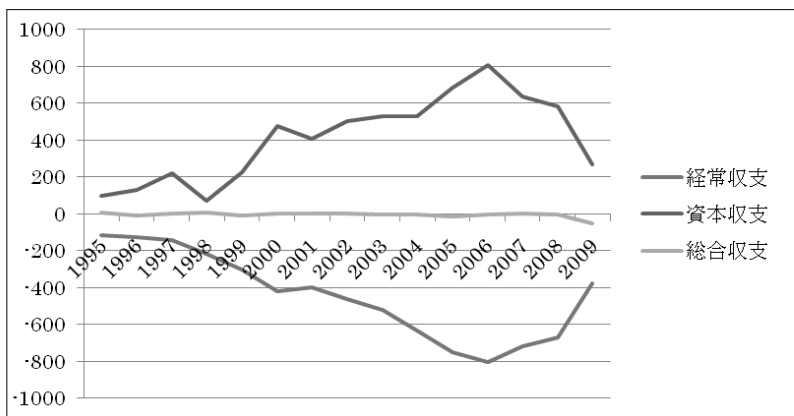
タイの国際収支



(単位 100万ドル)

(出所) International Financial Statistics Yearbook 2001

米国の国際収支



(単位 10億ドル)

(出所) International Financial Statistics Yearbook 2010