

平成26年度『証券ゼミナール大会』

第4テーマBブロック・下関市立大学・西戸ゼ

5 ミナール

「グローバル金融危機について」

10

下関市立大学ゼミナール

小村班

15

目次

- 5 序章— p 3
 - 1 章 サブプライム問題とは— p 4
 - 1-1 サブプライム問題とは
 - 1-2 サブプライムローンの波及について
 - 1-3 国際危機への発展の要因
 - 10 1-4 問題点と対策
 - 2 章 国際金融危機のメカニズムとドル預金創造— p 10
 - 2-1 グローバル・インバランス
 - 2-2 米国のファイナンスのための対外負債
 - 2-3 世界銀行によるベースマネーとしてのドル保有
 - 15 3 章 今後起こりうる金融危機— p 17
 - 3-1 グローバル・インバランスの歴史
 - 3-2 基軸通貨の交代
 - 3-3 ドル流通の理由
 - 3-4 ドル発行によるアメリカの利益
 - 20 4 章 ドルー極体制に代わるシステムの可能性— p 25
 - 4-1 ドルー極体制の問題点
 - 4-2 他の準備通貨の供給策
 - 4-3 今後の見通し
 - 4-4 ドル基軸通貨体制に代わるシステム
- 25 終章— p 30
- 参考文献— p 31

序章

5

現在、日本経済を取り巻く環境は大きく変化している。もっと言えば世界中の経済、金融状態は様々な問題を抱え非常に不安定で、単なる経済現象としての不景気にとどまらず、政治、社会あるいは文化や思想にも及ぶ複合的な意味での全般的な危機であり、目が離せない状態となっている。さらに国際化が進んでいる今、どこかの国が金融危機を起こすやいなやほかの地域、または国々が影響を受けてしまうといったことも少なくはない。さらにそれらの国の力が世界において高い割合（地位）であれば世界に及ぼす影響はより大きくなるに違いない。こういった際の国際金融危機においての原因や今後起こりうる金融危機、その予防策を考えていくために、本論文では金融危機が起こるメカニズムを過去の事案を踏まえつつ述べ、またその危機が広まった理由や背景とともに今後起こりうる金融危機を考え、その予防策をまとめていく。

とりわけ今回本稿を進めていく際には、現在の世界的な基軸通貨がドルである以上の問題、ドル基軸体制であるためアメリカの影響をまろに受けってしまうといった点に着目し、ドル（アメリカ）体制について重きを置いて進めていくことにする。

そこでまず、ここで言う国際金融危機とは、ある一国の国に起こった金融危機が周りの国または繋がりのある国、地域にも影響を及ぼすものという概念を用いり、論文を進めていくことにする。

25

第1章 サブプライム問題とは

1-1 サブプライム問題とは

初めに、国際通貨の中心であるドルを発行しているアメリカを発端に世界中に影響を与えたサブプライム問題について言及する。

30

サブプライム問題とは、アメリカにおける信用力の低く低所得者層向けの住宅ローンの大量の焦げ付きが発生し、このローンを裏付けに発行された証券化商品は世界中の投資家に売却されていた。そして、住宅価格下落によって、金融機関が損失を出し、世界的な信用収縮や流動性不安にまで発展した一連の問題の総称である。

はじめにサブプライムローンについて説明する。アメリカにおいて信用力の低い借り手に対して貸し付けた住宅ローンの総称である。アメリカの消費者の大半は、借り入れ・返済の履歴と現在の借り入れ状況について、記録がとられており、これを点数化したクレジットスコアと呼ばれる点数がつけられている。クレジットスコアは、借金の返済が遅延すると低下し、クレジットスコアが低い借り手は信用が低いと判断されることとなる。サブプライムローンの融資する条件は、1、所得に対する借り入れが50パーセント以上。2、過去1年に30日間の延滞が2回以上ある。3、過去5年以内に破産したもの。4、クレジットスコアが660点以下のもの。5、過去2年以内に抵当物件の差し押さえ、債権の償却を受けたものである。サブプライムローンは、クレジットスコアが低い借り手に対して貸し付けられるため、ローンの回収遅延リスクは、信用力の高い借り手に対して貸し付ける住宅ローン(プライムローン)よりも大きく、金利も高めに設定され変動金利がベースである。しかし、借り入れ当初の2～3年間のみ低い固定金利が設定され、返済負担が一時的に軽減される仕組みとなっているため、低金利期間が終了すると、一気に返済額が増えることになる。住宅価格が上昇している間は借り換えによって負担増を先延ばしにすることが可能であったが、住宅価格の低下や金融機関の貸出姿勢の厳格化によって借り換えが困難になり、住宅ローン延滞率は上昇し、住宅バブルは破裂したのである。

25 1-2 サブプライムローンの波及について

そこで、なぜサブプライムローンがリスクの高いローンであったにもかかわらず、急増した背景について説明する。

アメリカでは、ITバブル崩壊、米国同時多発テロなどアメリカ経済を揺るがす出来事が起こり、1999年に一度ピークをつけたアメリカの株式市場は、2002年までの3年間で約8兆ドル時価総額を喪失し、当時の対GDP比では約6割に

相当する。このような事態にグリーンSPAN FRB 議長は政策金利である FF（フェデラル・ファンド）金利を大胆に引き下げ、超低金利政策を採用した。この金融緩和により住宅への投資が増加し、それに伴い住宅価格が上昇した。住宅価格の高騰は新たな経済成長を牽引力になりえた。その状況に目をつけた金融

5 業界が、普段では金を貸さないような顧客にまで金を貸し始めた。住宅の担保価格が上昇しているため、支払いができなくなっても、住宅を処分すれば十分に貸した金を回収できると考え、債務者の返済能力を十分に審査しなかったのである。金融機関が業績を上げるためには、住宅ローンの拡大に走るしかなく、金融機関の住宅ローン貸し出し競争は激化した。当時、ユーロ高ドル安の影響

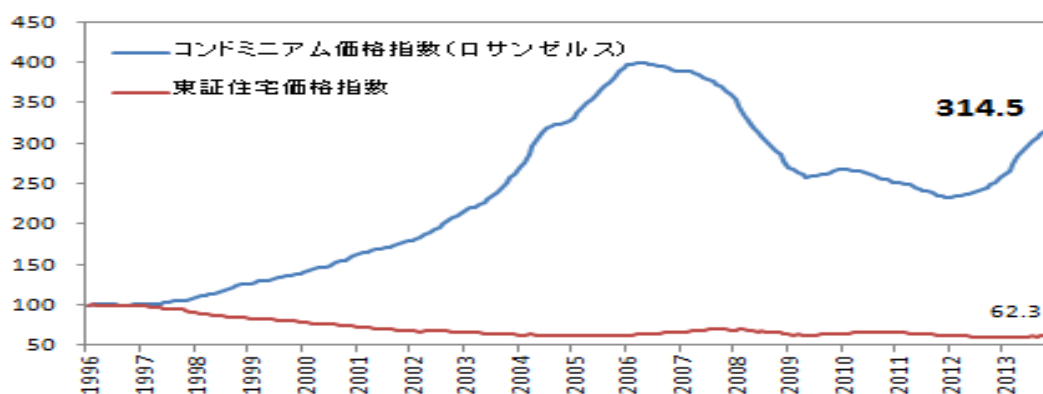
10 で、米国不動産はユーロ圏のものより安いと判断されたため、欧州を中心とする外国人の米国不動産投資が急増した。世界中の投資資金がアメリカへ流れ込むこととなり、住宅バブルへと発展した。さらに、サブプライムの多くは連邦当局の監督に服さないモーゲージバンクによって貸し出された。モーゲージバンクとは、住宅ローンを専門に扱うノンバンクである。これらの中小のモーゲージバンクは規制も少なく、顧客に具体的な返済額をシミュレーションして説明することが義務付けられていた銀行などとは違い、債務者が借り換えて繰上償還した場合に違約金を課す等の略奪的金融と呼ばれる劣悪な条件の貸し出しが多く、危険なローンが多く市場に出回ることとなった。サブプライムローンは住宅が上昇し続けるという神話のもと 2007 年前半まで貸し続けられた。

15

20 しかし、図 1-1 のように 2006 年から住宅価格の下落により、ローンを支払えず、差押えに至る事例が急増した。このような事態により、住宅市場においては在庫が積み上がり、住宅価格がさらに下落するという悪循環に陥った。さらに、これらのローンを証券化した商品の価格下落により、投資家である金融機関に損失が発生することとなった。今回のサブプライム問題では、証券化を前提として住宅ローンが第三者に転売されたことと、証券化されて世界の投資家

25 販売されたことが問題を大きくかつ複雑にしたのである。

図 1-1 コンドミニアム価格指数（ロサンゼルス）と東証住宅価格指数の推移
（1996年1月=100）



5

（引用 S&P/Case-Shiller 東証資料より）

1-3 国際危機への発展の要因

アメリカだけにとどまらず、他の国々まで影響を受けた一番の要因と言われているのがサブプライムローンの証券化である。まず、証券化の流れについて説明する。住宅専門の金融会社であるモーゲージバンクがサブプライムローン利用者にお金を貸し付け、その債権を大手銀行へ売却する。これによりモーゲージバンクは債務不履行リスクから解放され、この時点で債権は大手銀行へ移る。銀行は債権をその銀行が設立した特別目的会社である SPV(Special Purpose Vehicle) へ売却し、実際に証券化を行うのは SPV である。こうしてリスクを SPV に移動させ、銀行に債務不履行リスクは及ばないはずであったが、当時の住宅バブルにより地価が上がり続けていたため銀行は更に他の特別目的会社の SIV (Structured Investment Vehicle) 設立し、SIV が SPV の発行していたサブプライムローン証券化商品を購入していたのである。これにより、サブプライム問題が深刻になっていく状況で商品を保有していた SIV が危機に陥り、一度は債務不履行リスクから逃れたはずの大手銀行が SIV 救済のため巨額の損失を負うことになったのである。

また、証券化のしくみでは投資家たちに販売するにあたってリスクを曖昧にする様々な仕組みがあり、そのうちの一つに優先劣後構造がある。これは元本

の返済金について優先順位を決めるものであり、優先される順にシニア、メザニン、エクイティとなっている。これらは、民間の格付け会社によって設定されており、格付けが高いシニアが安全で、エクイティが危険であるかのように思われるが、これらの商品を構成する債権はすべて同じ中身であるため、受け取りの優先順位に違いはあるが、どれも同じ債務不履行リスクを抱えているということである。また、優先劣後構造に加えて、一度格付けされた証券化商品は更に優先劣後構造により再証券化され、さらに多くの投資家に販売されることとなった。そして、先に述べたように、2006年以降住宅価格が下落したことにより、証券化商品の格下げが起こった。この格下げにより、安全だと思われていた商品も信用を失い、買い手不在となり、住宅ローンや証券化商品を在庫として抱えていた金融機関にも影響が及んだ。サブプライム問題が拡大した経路は証券化であるが、それはあくまでルートであって、それを問題視するだけでは本質を見誤る。住宅ローンが貸し出され、それが証券化され、多くの投資家が保有したが、それぞれのプロセスにおいて、何が問題であったか、という観点から大きく分けて3つの点が挙げられた。1つは、自己資本・流動性・リスク管理に対する健全性監督の強化、2つ目は、透明性・価格評価の強化、3つ目は、信用格付けの役割・利点の変更という点である。ここでは、3つの点について説明する。

まず、自己資本の問題は、裏を返せばレバレッジの問題でもあり、高いレバレッジをかけて投資したファンドが多かったことがサブプライム問題を拡大した背景の一つである。また、市場性資金に大きく依存し過ぎると、市場での流動性がひっ迫した場合に、一気に資金操りに行き詰る可能性があることや昨今の金融グローバル化の中で、市場のボラティリティーが従来ヒストリカルに計算されていた統計量を突然拡大するリスクがあるため、そのような流動性の問題を踏まえて、金融機関のリスク管理能力、特にシニアマネージメントの全社的なリスク把握能力の向上が求められることと、金融機関のレバレッジのあり方にそのものについても、考えなければならないということである。

次に、透明性・価格評価の強化については、サブプライム問題では、証券化商品を誰がいくら持っているのかわからないという相互不信がインターバンク市場で緊張を高めたことから、誰がどのような商品をいくら持っているのかを

開示させようとする動きが強まり、G7 共同声明では、「金融機関は、複雑で流動性のない商品に関し、リスクへのエクスポージャー、償却及び公正価格の見積もりを徹底的かつ即時に情報開示すべき」(小林正宏 大類雄司 世界金融危機はなぜ起こったのか 2008年 191 ページ)としている。しかしこの点に関して、

5 情報開示は大切であるが、何でも原理原則を貫くのがよいのかという意見や、金融情勢によっては同じことの繰り返しになってしまうのではないかという声もあがっており、慎重に対応しなければならない問題である。

1-4 問題点と対策

最後に、信用格付けの役割・利点の変更という点である。格付けの問題は、

10 格付けに依存した投資家側と格付けを行った格付機関に分類できる。投資家の問題としては、格付けのみを信用し、詳細な分析を行わず商品を購入したことが挙げられる。しかし、住宅ローンの証券化商品については、債務者が随時繰上償還を行うオプションを保有していることから、キャッシュフローの分析が非常に難しい商品であるため、格付けを信頼することはやむを得ない部分がある。

15 そこで、投資家における分析担当者の拡充等の措置が講じられることを期待したいところであるが、市場が縮小傾向にある民間証券化商品のためにコストをかけるのか、やや心配な面もある。そして、格付け機関の問題としては、2年固定のような新しいローン商品が導入されたのがつい最近のことで、そのような住宅ローンに問題が生じた場合どのように焦げ付きが出るのか、長期間に

20 わたり観測された履歴データが存在しなかったにも関わらず、従来の住宅ローンから類似した返済パターンを想定していたことと、住宅価格が上昇を続けた中、それが大きく下落に転じた場合の損失を十分織り込んでいなかったことが挙げられる。また、情報化社会の中で、格付け機関の判定や投資家の判断に供される情報は、たとえ短期間であっても豊富に準備されていたと考えられるが、

25 おそらく断片化した正確な情報に対して、不動産価格が下落したらというもう一つのスクリーニングをかける作業が行われなかったという点も挙げられる。

サブプライムローン問題が最初に表面化したのが2007年8月に起きたパリバ・ショックである。フランスのBNPパリバがサブプライム証券化商品に投資した傘下のファンドの資産を凍結、個人を中心とした投資家から

30 の解約請求に応じなかったことで大問題となった。さらに、2007

年 9 月にはイギリスのノーザン・ロック銀行の取り付け騒ぎにまで発展した。これらにより ECB（欧州中央銀行）が大量に流動性供給を行ったことを機に、サブプライムローン問題の影響は世界に波及した。サブプライム関連商品によるヨーロッパ系金融機関の損失はアメリカよりも深刻であり、その様子はパリバ・ショック時の資金供給量の大きさ（ECB 1,289 億ドル、FRB 240 億ドル）から見ても明らかである。

最後に、問題点と対策について説明する。問題点ではリスク管理と金融監査の緩みが挙げられる。超金融緩和による住宅価格の高騰で、証券化商品の格付けの信用性や住宅価格下落による損失の見積もりの誤り、グローバル・インバランスによる過剰流動性によって住宅バブルが起これ、略奪的金融と呼ばれる劣悪な条件の貸し出しや返済能力に合っていないローンの組み方といった点である。そこで、G20 サミットでは、「金融危機再発防止にむけて、すべての金融市場・商品・市場参加者を対象に規制を強化する、金融監査当局間の連携を強化する」(グローバル恐慌 浜矩子 2009 年 146 ページ)といった対策がとられるようになった。事前策としては、借り手も貸し手もローンの組み方にもっと慎重になるべきだったことと、だれがどれくらいサブプライム証券化商品を持っているかの情報を把握し、公開することで、インターバンク市場でスムーズに資金調達を行える環境をつくるべきであったといえる。そして、2008 年 9 月のリーマン・ブラザーズ破綻により、サブプライム問題は金融システムのメルトダウンの危機、さらには世界恐慌への不安を募らせるものへと完全にマグニチュードを変えた。現在の世界経済の危機は、金融危機、実体経済、ドル暴落への不安とも分類できる。現在、日本のバブル崩壊、さらには大恐慌との比較で対策が検討されているが、それらの 20 世紀的な対応で問題が解決するのか、金融システムの現状を踏まえた検証が必要となってくる。マネーはこれまでグローバルな存在であり続け、アメリカという 1 つの国における規制緩和や市場経済を重視する考え方が、アメリカという大国を媒介し金融という手段で世界的にグローバリズムとして展開されたものが金融資本主義である。このような状況で、マネーの流れが国家を超えた存在であり続けるのであれば、これらに対応する枠組みは国際協調の中で創出されるべきである。

第2章 国際的金融危機のメカニズムとドル預金創造

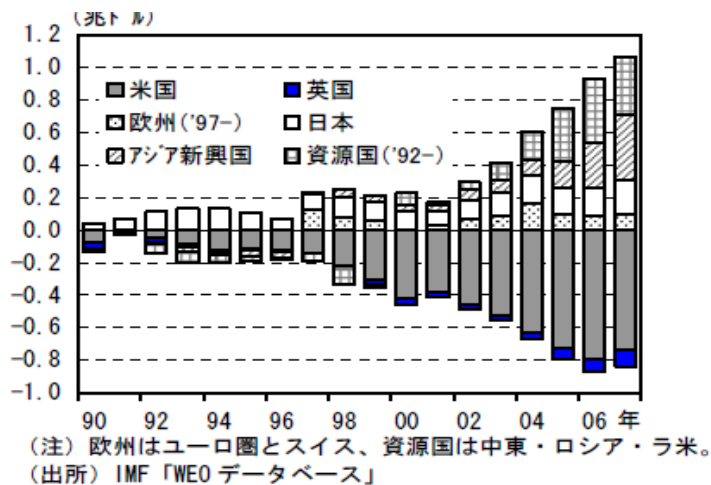
5 これらのドル（アメリカ）が関係した金融危機はなぜ起こったのか、またなぜ国際的な金融危機に陥ったのか。ここで明らかにしたいことは、なぜアメリカで発生したサブプライム危機が世界的な金融危機に変質したのか、ということである。前章で検討したようにサブプライム問題は基本的にはアメリカのカリフォルニア州、ネバダ州、マイアミ州およびミシガン州で生じた住宅ローン

10 の不履行の問題であり、いたってローカルな問題だが、それが各国に伝播し国際的な金融危機に変質していったということは何らかのメカニズムが働いたという以外にない。このメカニズムの核心が、国際的な経常収支の不均衡である。具体的に言えば、アメリカの経常収支の赤字によるドルの散布と、経常収支赤字をファイナンスするためのこのドルのアメリカへの還流という過程に、国際

15 的な金融危機を引き起こすトリガーがあったと考えられる。またここでは、国際的な金融業務を行うグローバル銀行の存在が重大な意味を持つ。最初に国際的な経常収支の不均衡について考える。

2-1 グローバル・インバランス

20 図 2-1 グローバル・インバランス



(引用 日本銀行「金融市場レポート」2009年1月)

上の図は 1990 年からサブプライム問題が表面化した 2008 年までの、国際的な経常収支のインバランスを表したものである。2000 年代に入ると、アメリカの経常収支の赤字は突出するようになり、イギリスを除き、日本、欧州、アジア新興国および資源国は黒字を記録している。

5 国際資本移動が活発している中で世界の経常収支不均衡は拡大している。その中でも一番の目の付け所はアメリカである。アメリカの経常収支はかねてより世界最大の赤字額を記録している。経常収支の赤字額は 2001 年の 3983 億ドルから 2006 年には 8035 億ドルへと 2 倍以上にも膨らんでいる。またアメリカの GDP は 2001 年に 0.4% のマイナス成長へとなり、2002 年から 2005 年の期間も -3% で推移しており、それに伴う貯蓄率の低下が経常収支の悪化を助長した。

15 90 年以降アメリカが経常収支の赤字を過剰に積み増すことによって支えてきた、簡単に言えばアメリカがやたらと消費して世界中から物を大量に買うよって世界成長を支えてきた。大量に輸入して大量に消費するのでアメリカの経常収支は慢性的に赤字になる。一方で中国、日本やドイツあるいは産油国の経常収支は慢性的な黒字である。グローバル・インバランスの原因としては貿易黒字国の内需が十分でないということも考えられ、内需が不十分であるためアメリカの消費に頼るしかない。

20 このアメリカの過剰消費が世界経済の不均衡を引き起こしていると考えられ、またこの不均衡状態は当面持続可能であると考えられる。

他にもアメリカの経常収支の大幅赤字はアジア諸国の過剰貯蓄が生み出していると考えられるという見解もある。それは以前貯蓄不足で対外債務を負ってファイナンスすることで金融危機を起こしたアジア諸国は、その金融危機を踏まえて貯蓄過剰へ変化し、その余剰分を先進国に投資しているからだ。

25 これと同じように今、アメリカでは自国のファイナンスを外国からのドル資金の流入によって行っている現状がある。対外債務を積み増すことによって自国のファイナンスを行っているのだ。次に米国が行っている外国からのドル流入によるファイナンスについて考えてみる。

30 2-2.米国のファイナンスのための対外負債

先ほど述べたようにアメリカの過剰輸入により、ドルの蔓延が進んでいる。つまりはドルの価値下落の圧力を受けている。またこれはアメリカ自らが起こしている問題でもある。アメリカは最終的には自国経常収支赤字のファイナンスを他国からのドルでファイナンスしている現状がある。

5 アメリカの対外債務が増え続けているにつれてアメリカのファイナンスを海外の資本流入で行うのが難しい中で、実際に危機を感じたヨーロッパなどでは対米の投資は減少している。これに伴ってさらにアメリカの資本収支の黒字額は2007年の6.4%から2009年は2.8%へと低下している。さらにアメリカでのGDPの増加している現状も踏まえて、今回の世界的な金融危機を経験してからのこのグローバル・インバランスにおいてのリ・バランスの傾向は顕著であるといえる。

しかし、今後もこのグローバル・インバランス、ブレトンウッズⅡ体制が当面持続していくだろうと考えられるのかは世界的不均衡の最大の担い手であるアメリカと中国との関係である。中国などはまだ国内の消費市場は小さいため、15 アメリカにモノを売って成長していったほうが早い。こうしてアメリカ向けの輸出が増える結果アメリカは慢性的な貿易収支赤字に陥る。

こうした中国とアメリカとの経済的な相互依存関係がこれまで以上に強くなってきていることが原因である。また中国の貿易収支の一貫した黒字や人民元をドル相場制に対して安定している。またほかのアジア諸国の外貨準備の増加20 などからもまだまだこのインバランスやブレトンウッズⅡ体制は続いていくと考えられる。

先ほど述べたように世界金融危機を経て多少の不均衡の是正（リ・バランス傾向）はみられるもののまだこの体制は続いていくだろうと考える。さらにこの体制の不安定さはこれまで以上に増していくとも考えられる。

25 その理由として考えられるのは、先ほど述べたようにグローバルインバランス（経常収支赤字）を経て、アメリカが自国経常収支赤字のファイナンスを外国からのドル資金流入で行っている点である。アメリカが過剰輸入でばら撒いているドルを対外負債として外国から流入している。つまりはドルをドルで運用する両建てしている問題がある。アメリカにこうも外国が資本を送る理由として、30 アメリカが投資先として魅力的であり、さらにドルの減価傾向やアメ

リカの所得収支の黒字も要因として考えられる。アメリカの対外債務が増えれば増えるほどそれが世界中にドルをもたらし、そのドルを使って世界の民間銀行（グローバル銀行）がベースマネーとしてのドルを蓄えていく。このベースマネーとしてのドルが問題であることを次に説明する。

5

2-3.世界銀行によるベースマネーとしてのドル保有

図 2-2 ドル資金の流入

10



15

(注) 銀行の途上国に対するネット債務残高（債務－債権）の前年差を表示。
 (出所) BIS「国際資金取引統計」

(引用 日本銀行「金融市場レポート」2009年1月)

図 2-2 は先進国銀行のドル資金の流出入を表したものである。先ほど述べたようにアメリカの経常収支赤字によって散布されたドルは、最終的にはこの赤字をファイナンスすることによって非居住者の保有する対外ドル資産（アメリカから見ると対外負債）という形態をとる。したがって図で示されている先進国銀行へのドル資金流入も、アメリカに対して経常収支黒字国の居住者によるものでありこのドル預金が先ほど述べた対外ドル資産の一部を形成する。ここで重要なことは、銀行はこの流入したドル資金をベースに銀行自身の信用で、銀行制度全体で見るとその数倍のドル貸し付けやドル証券の購入を行うことができるということだ。これを行う銀行は、明らかにこれをベースマネーとして自行の信用でヘッジファンドや他の機関投資家に多額のドルを貸し付けたりして、ドル建ての証券化商品を大量に購入しているはずだ。便宜的にアメリカの経常収支赤字に由来するこの銀行のドル資金をハイパワード・ドルと呼ぶと、

30

アメリカの経常収支赤字が増大した 2000 年以降はハイパワード・ドルの供給に伴ってこのドル預金の創造が大々的に行われてきたはずである。

図 2-3 世界各国の大手銀行の収益性

Profitability of major banks ¹												
As a percentage of total average assets												
	Pre-tax profits			Provisioning expenses			Net interest margin			Operating costs		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2004	2005	2006
United States (10)	1.84	1.89	1.83	0.19	0.17	0.18	2.78	2.65	2.51	3.46	3.25	3.10
Canada (5)	1.22	1.01	1.32	0.06	0.10	0.10	1.97	1.79	1.64	2.92	3.00	2.56
Japan (13)	0.34	0.73	0.94	0.55	0.14	0.09	0.95	0.85	0.97	1.70	1.29	1.37
Australia ² (4)	1.48	1.39	1.61	0.18	0.13	0.13	2.09	1.68	1.96	2.18	1.62	1.64
United Kingdom ³ (9)	0.95	0.87	0.98	0.20	0.23	0.27	1.21	1.07	1.13	1.69	1.58	1.68
Switzerland (5)	0.73	0.68	0.84	-0.01	-0.02	-0.01	0.96	0.68	0.45	2.72	2.34	1.72
Sweden ² (3)	0.91	0.90	1.03	0.02	0.01	0.01	0.99	0.88	0.76	1.21	1.07	1.12
Austria ² (3)	0.78	0.85	1.64	0.34	0.31	0.38	1.83	1.64	1.90	2.41	2.09	2.40
Germany ⁴ (9)	0.13	0.37	0.47	0.22	0.08	0.09	0.72	0.63	0.66	1.41	1.15	1.19
France ³ (6)	0.65	0.67	0.86	0.08	0.05	0.06	0.86	0.83	0.81	1.49	1.94	1.43
Italy ² (5)	0.87	1.05	1.15	0.41	0.24	0.32	1.99	1.70	2.14	2.83	2.11	2.54
Netherlands ² (4)	0.50	0.59	0.55	0.08	0.05	0.10	1.26	1.10	1.14	1.51	1.30	1.45
Spain ² (5)	0.89	1.18	1.51	0.24	0.23	0.34	1.47	1.55	1.78	1.78	1.80	2.12

¹ The values in parentheses indicate the number of banks included for 2006. ² All values are IFRS. ³ For 2005 and 2006, IFRS; 2004 values are a mix of local GAAP and IFRS. ⁴ Values are a mix of IFRS and local GAAP.
Source: Fitch Ratings. Table VII.1

5

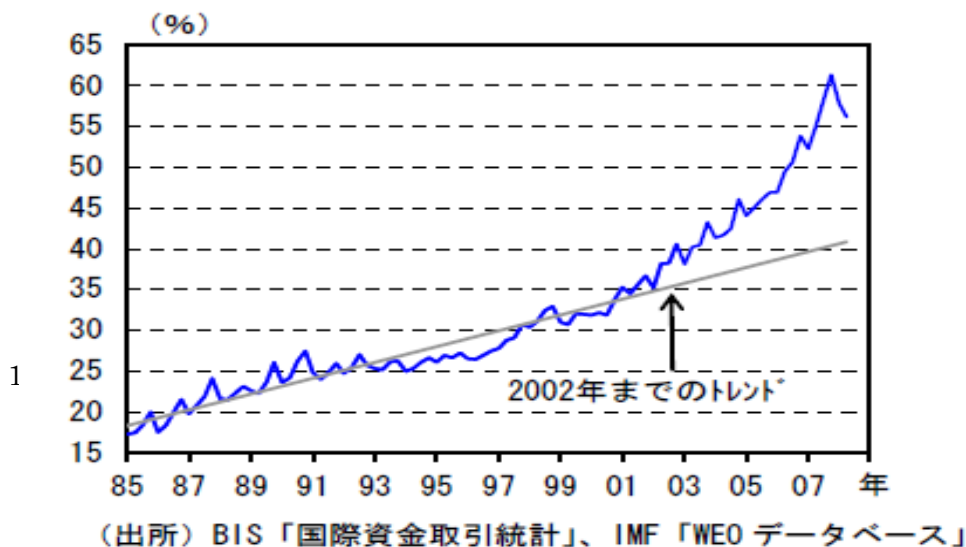
(引用 BIS 77th annual report)

図の 2-3 は世界各国の大手銀行の収益性を表している。これを見ても分かるようにほぼすべての国の銀行が先ほど述べた自行の信用でヘッジファンドや他の機関投資家に多額のドルを貸し付けたりして、ドル建ての証券化商品の購入などを通して利益を上げていることがわかる。またこのハイパワード・ドルは非常に危険なドルである。それはこれらが創造マネーであるということである。つまりは実体経済からかけ離れたドルであることだ。民間のグローバル銀行がこれらを行い続けるのは非常に危険である。またハイパワード・ドルが信用創造ドルを作れば作るほど、実体経済から離れていくのは当然である。

20

図 2-4

世界の銀行の対外債権残高と世界 GDP



(引用 日本銀行「金融市場レポート」2009年1月)

15

図 2-4 は世界銀行の対外債権残高と世界の GDP の関係、すなわち (世界の銀行の対外債権残高) / (世界の GDP) で示される比率の推移を表したものである。国際的な取引の大部分がドル建てで行われており、各国の政府の外貨準備金のほとんどもドル資産であるという現状を考えれば、図で示されている銀行の対外債権残高の大部分がドル資産であると考えても問題ないだろう。2000年以降のこの比率の推移をみると、2002年までのトレンドと離れ始め、2007年には GDP に比較して対外債権残高が大幅に増大したことが確認できる。つまり、実体経済を大きく超えるドル資産の獲得があったということであり、サブプライム問題が表面化する以前に、世界経済はバブルの渦中にあったといえる。

このような銀行のドル資産の獲得が増大した背景には、先ほど述べたハイパワード・ドルを基にした世界的なドル預金の創造があったといえる。もし、銀行によるこのようなドル預金の創造が行われることなく、アメリカの経常収支赤字分に見合うだけのドル資産の獲得があったならば、言い換えれば世界の実

態経済の成長に見合ったドル資産の獲得だけならば図 2-4 においての両者の比率は 2000 年以降もトレンド周りで推移していたであろう。これらに関して最初に述べた国際的な金融危機に発展する理由の点に関して触れるとするならば、2007 年になるとサブプライム問題によって MBS の価格が下落したために、

5 このような証券化商品の購入や、またこのような商品の獲得をヘッジファンド等に貸し付けていた先進国銀行の安全に対する不安は世界的に広がった。図 2-2 に示されているように、それまで銀行に流入していたドル資金は 2007 年末から流出に転じた。こうなると、今度はそれ以前のドル資金の創造の逆回転が生じる。つまり、銀行がドル資金の流出しようと、例えば一単位のドル資金を

10 獲得しようとするれば、銀行制度全体で考えるとそれまで行っていた貸し付けや投資をその数倍単位で精算させなければこの一単位を獲得できない。これにより、ドル証券の市場価格はより一層下落し、貸し付けも回収不能となるケースが増大し、銀行のバランスシートは壊れる。債務超過の陥る銀行も当然あられ、実際にリーマン・ブラザーズ等の投資銀行は破たんした。これがバブル崩

15 壊である。

以上の考察により、私たちが主張したいことは国際的な経常収支のインバランスそのものがサブプライム問題を国際的な金融危機に変質させたということではなく、インバランス（主にアメリカの経常収支赤字）に起因するハイパワー・ドルをベースに世界の主要な銀行が世界的にドル預金の創造を大々的に

20 行っていたことが問題である、ということである。国際金融危機はこの行き過ぎたドル預金創造の巻き戻しである。例えアメリカで住宅ローンの不履行の問題は生じなかったとしても、2000 年以降の行き過ぎたドル預金創造の下では、どこかの国の小さな経済危機でさえ国際金融危機を引き起こしたであろう。

このようにみると、国際金融危機を回避させるための対策は、世界的に統一

25 された銀行管理の強化と、流動性を十分に提供することで危機を未然に防止できるような世界的な中央銀行の設立であろうということになるだろう。

しかし私たちの見解は違う。銀行管理の強化は一時的に効果があっても時間がたつとともに、危機の経験は薄れ銀行は再び過剰な信用を創造するだろう。このようにバブルが繰り返し起こっていることは歴史が物語っている。最後の

30 貸し手として世界的中央銀行の設立は望ましいが、単一通貨で統一されていな

い世界経済においては最終的な流動性の供給という役割は制限されるであろうし、各国の中央銀行が世界的な中央銀行に通貨管理の権限の大きな部分を引き渡すということは政治的に困難であると考え。このように世界的な中央銀行の設立は理想であっても実現は困難であると考え。

- 5 私たちは、単一通貨で統一されていない世界経済において、ドルがあたかも世界通貨であるような地位を占めていることに、今後も世界的な金融危機を引き起こす危機を感じている。サブプライム問題を端緒とした世界的な金融危機は、上記で示されたように世界的なドル預金の創造が主因である。世界経済がドルに依存する限り、世界経済にはこの危険が常に内包されているのだ。
- 10 次の章ではこれらの事項を踏まえて、今後起こりうる金融危機について述べていきたいと思う。

第3章 今後起こりうる金融危機

15

最初にグローバル金融危機をある一国の国に起こった金融危機が周りの国または繋がりのある国、地域にも影響を及ぼすものこの論文の中で重きを置いて今後起こりうる金融危機について考えていく。

- 20 今後起こりうる金融危機として考えられるのは今現在世界の基軸通貨はドルであり、国際的な経済活動に必要な国際通貨が一国通貨ドルに担われるということは国際通貨の供給がアメリカの国際収支の赤字を通じて供給されざるを得ず、それにより米国の国際収支の赤字拡大がドルの通貨価値の下落を招く。通貨発行はアメリカの経常収支の赤字を通して発行されているのでグローバル・インバランスの拡大の要因となっている。これからわかるようにグローバル・
- 25 インバランスの是正が必要だ。国際通貨が一つでなく複数であればこのようなリスクも分散できもし金融危機が起こっても影響は小さくなる。そこで私たちは金融危機の予防策として複数基軸通貨体制の可能性を考える。

- 30 このなかで日本などの経常収支黒字国と経常収支赤字国のアメリカとでグローバル・インバランスが発生している。このグローバル・インバランスを是正しなければ将来的に金融危機につながってしまう。そこでまず、グローバル・

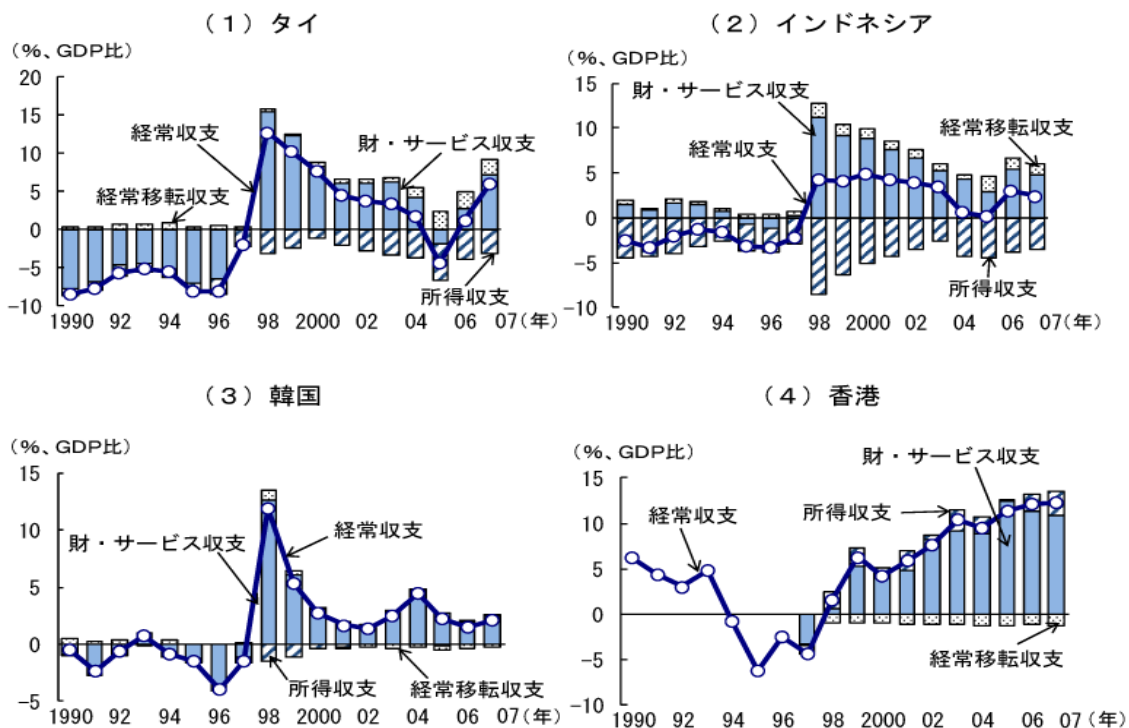
インバランスの歴史を振り返っていく。

3-1 グローバル・インバランスの歴史

5 グローバル・インバランスの中心にはアメリカの経常収支赤字の拡大がある
 がその裏では中国、日本などといった国の経常収支の黒字拡大がある。

はじめに図 3-1 を見ると 1980 年代中ごろにかけて不均衡が拡大している。
 この時期の不均衡の拡大は、アメリカの経常収支赤字が拡大し日本とドイツは
 経常収支黒字拡大している。中国などはまだ発展しておらずこの不均衡拡大に
 10 関係していない。不均衡は先進国内だけの問題だった。グラフからわかるよ
 うに 1990 年代にはいり不均衡の拡大が大きくなり始めている。この時期ちよ
 うどアジア通貨危機がおこった。それ以前と以後で世界の経常収支の状況に大
 きな変化がでてきた。この時期から新興国においても経常収支赤字が見え始め、
 95 年にはアジア新興国で約 300 億ドル、中南米で約 380 億ドルの経常収支赤
 字となり、通貨危機まではこうした大きな経常収支赤字が続いていた。

15 図：3-1 アジア新興国の経常収支

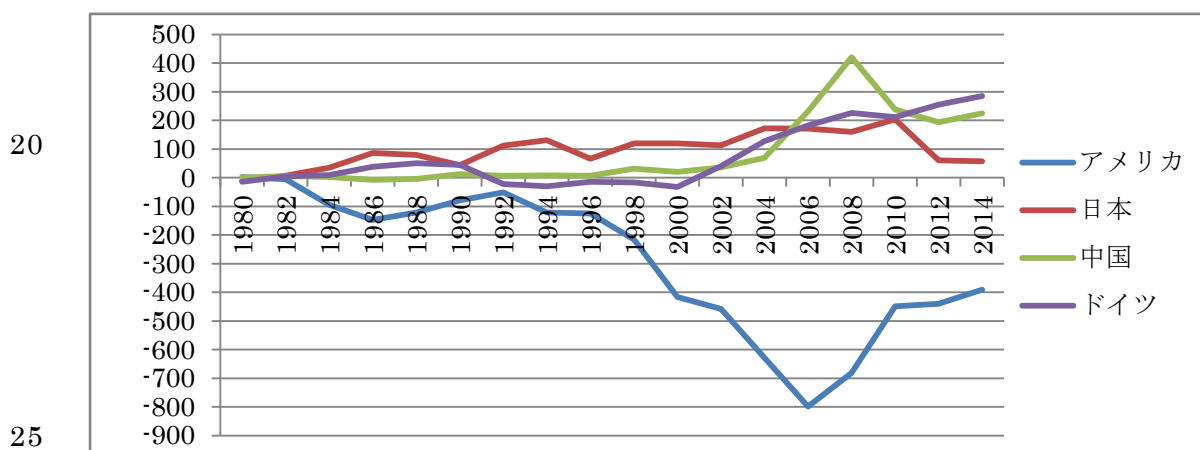


(引用 世界の潮流 II 通貨制度に関するアジア地域の経験 内閣府 2012 年)

第2章 第3節)

これからわかるように、アジア通貨危機までの不均衡は、米国の経常収支赤字と日本と欧州先進国の経常収支黒字によって構成されていた。アジア通貨危機後から現在にかけて、アジア新興国において経常収支が黒字化し急速に拡大し石油の需要高まりなどからロシアや中東といった資源国も経常収支黒字を拡大した、そしてアメリカの経常収支赤字が1996年以降急速な拡大をみせた。アメリカの経常赤字が最も拡大した2006年時は2001年時の約2倍になった。一方、経常収支黒字側ではアジア通貨危機以後黒字は拡大している。経常収支不均衡の構成状況は年々変化してきた。1980年代以降、経常収支赤字はアメリカだけであるが、80年代や90年代に日本などの国はそれをファイナンスしていた。経常収支不均衡は二国間の問題としてみなされ、議論されていた。2000年代以降になると、この関係は二国間からより多くの国との間の問題へと変化してグローバルな経常収支不均衡の問題となってきた。2008年から09年にかけて、グローバル・インバランスは縮小した。しかし、2010年以降、グローバル・インバランスの再拡大がみられ、今後再びグローバル・インバランスが続く傾向にある。

図：3-2 主要国の経常収支 単位：10億ドル



(IMF World Economic Outlook より筆者作成)

世界金融危機によって、グローバル・インバランスは一時的には縮小したがサブプライム問題以後再び問題となってきた。グローバル・インバランス問題をこれ以上深刻化させないため、グローバル・インバランスの是正と対策を考えていかなければならない。

3-2 基軸通貨の交代

ドル以前の基軸通貨はポンドであった。それではなぜポンドからドルへ基軸通貨が変わったのだろうか。

- 5 第1に、2つの大戦を経験し、米国の経済規模が大きくなり、英国の経済規模を大きく上回ったことが上げられる。また、第1次大戦では、米国は兵器・物資の供給し米国の輸出力が上がり、輸出国として成長した。第2次大戦でも連合軍諸国への兵器・物資の供給を行い輸出・生産を第1次大戦時よりもさらに拡大し、米国は世界で圧倒的な力を持った経済大国になった。アメリカの工業化が功を奏した結果だった。

結果的に、米国は第1次大戦以前にすでに英国を上回る経済規模と貿易規模持つ経済となっていたが、2つの大戦を経験したことによって、米国と英国の経済力の格差は開いたのである。

- 15 第2に、米国では1913年に中央銀行ができ米国の金融制度が整備され、さらに輸出力増大による貿易金融が発展したのに対し、英国では貿易が縮小し、それに伴いロンドンでの貿易金融がアメリカと比べ減少した。米国では、1913年に中央銀行である連邦準備制度が設立されたことで、それに伴って様々な規制が緩和され、より自由に銀行が活動を展開できるようになった。規制緩和だけでなく、中央銀行は米国の銀行および外国に対して、ドル建てでの金融取引
- 20 を行うよう積極的に働きかけた。それにより米国企業のドル建てでの貿易取引が拡大した。

- 第3は、ドルの信認の高まりだ。第2次世界大戦以前の金本位制、戦後のブレトンウッズ体制では、通貨価値の安定のために金が大きな役割を果たしていた。第1次世界大戦以降の貿易黒字を通して金を多くアメリカは獲得し、金の
- 25 浮遊量は世界一となった。これにより米国の通貨ドルへの信認が高まった。

基軸通貨が変わって以来ドルに変わる通貨は生まれてこなかったのか、それは米国の経済規模がドルに取って代われないほど大きかったこと、ドルに代わる通貨が出てこなかったことなどが上げられる。

30 3-3 ドル流通の理由

現在ドルは世界中で使われている。それではなぜドルを使用するようになったのか。ポンドが基軸通貨であったときからそれを振り返ってみる。

18世紀半ばから19世紀にかけて産業革命が起こった英国は、世界で最も早く工業化してそれに伴う社会構造の変革により経済成長を遂げ、それによって貿易が以前より盛んになり、他国とも貿易が進んでいった。「世界の工場」として製品を大量に海外に輸出。貿易の拡大に伴い金融市場も活性化し、ロンドンの金融機関による貿易金融も発達していった。

現在のイギリスの中央銀行である英国銀行は17世紀末に設立され、次第に近代的な中央銀行としての役割を果たすようになり、1717年に導入された金本位制によって貨幣制度が確立され、ポンドの通貨の価値が金で裏付けられるようになった。このような経済と金融の発展のおかげで、ロンドンには世界でもっとも発達した金融市場となった。

その結果、ポンドが基軸通貨になるのは自然なことである。その当時のアメリカの金融市場はイギリスほど発達しておらずこのときドルは基軸通貨にならなかった。他に基軸通貨となれるような通貨はなかった。

ポンドは基軸通貨となり各国の貿易、国際金融取引に他の通貨よりも使われる通貨となり、また各国の中央銀行はポンドの国際的な信認を認め、ロンドンの銀行のポンド預金を金と並び、準備通貨として保有するようになった。ポンドの基軸通貨の地位は、19世紀から第1次世界大戦前まで続いた。

その間、米国は石油や鉄道産業をけん引役とする第二次産業革命によって、豊富な石油資源と広大な土地を持つアメリカの経済が急成長を遂げ、米国のGDPは1870年までには英国を抜いて世界第1位となり、1912年までには世界最大の輸出国となった。しかし第1次世界大戦直前の時期には、米国は世界で経済大国となっていたが、ドルは国際的な取引にほとんど使用されておらず、したがって各国の準備通貨としても保有されていなかった。

米国の経済的地位は英国をうまわわっていたのに、ドルが国際通貨の役割をまったく持たなかったのはなぜだろうか、それには以下の3つのような理由があった。

- ①政府の銀行に対する規制、②米国に中央銀行が存在しなかったこと、
- ③過去に米国で金融危機が頻発していたこと

以下ではそれぞれについて詳しく見ていく。

①当時の連邦政府は、銀行が経済に大きな力を持つことを恐れていて、米国の銀行の活動にたいして厳しい規制を加えていた。銀行は貿易金融業務を行うこと、外国に支店を置くことが禁止されていた。ほかには他の州に支店を置くことなども規制されていた。

②米国では 1913 年まで中央銀行がなかった。英国の中央銀行である英国銀行はこのときすでに英国銀行が中央銀行の役割を果たしていた。そして中央銀行により金融の安定化が図られていた。

③米国では金融危機が頻繁に起こっていた。米国には金融安定化を図る中央銀行がなかったため、19 世紀～20 世紀初めにかけて銀行破綻によって金融危機が頻発していた。

19 世紀～20 世紀初めに起こった金融危機は約 10 にも上り中央銀行がなかったためいかに経済が不安定だったかわかる。

金融危機が起こると金利が高騰し、また経済も不況に陥った。金融情勢・経済情勢が不安定な国の通貨は、国際通貨としての役割を果たすことができない。これらの理由から英国を上回る経済力を持っていたアメリカのドルが基軸通貨にならなかった理由である。

しかし、第 1 次世界大戦後は状況が大きく変化し、ドルの国際通貨としての役割が大きくなった。そして 1920 年代半ばには、ドルはポンドに変わり世界の基軸通貨となった。ニューヨークの市場規模は発展してロンドン市場を上回り、米国との貿易だけでなく第 3 国間の貿易でもドル建ての取引が行われはじめて、ドル建ての貿易金融はアメリカの経済の中心であるニューヨークで行われた。さらに基軸通貨が変わったことで準備通貨もポンドからドルが変わった。それに加えて第 2 次世界大戦に米国が勝利したことによって、ドルが基軸通貨として確立された。

基軸通貨として使われている通貨にはロックインが働くと考えられている。世界中の人は米ドルが基軸通貨として使う事に慣れており、他に優れたものがあっても簡単には基軸通貨を変更しないという人の習慣が関係する。さらに基軸通貨ドルの取引が活発に行われることで取引コストが安くなること、各国の貿易取引において現役の基軸通貨をインボイス通貨・決済通貨として使う習慣

があることなどによって、基軸通貨の交代が起こりにくいことを意味している。ポンドは基軸通貨として使われていたにもかかわらず、1920年代半ばには、ドルがポンドに代わって基軸通貨となり、それ以来、現在まで基軸通貨はドルである。

5

3-4 ドル発行によるアメリカの利益

現在、国際通貨ドルがアメリカの経常収支の赤字を通して発行されている。それによりさらにグローバル・インバランスが拡大している。

なぜ赤字を出してまで通貨を発行するのだろうか。赤字を出してまで発行するということは何かしらの利益があるからだ。

ドルが世界中で使われることでアメリカにはいろいろな利益が生まれている。

まずは、ドル紙幣が国外で使われていることによる通貨発行益である。現在、基軸通貨はドルで、世界中にドルが流通していて、計算単位（価値尺度）、決済手段、価値貯蔵手段（貯蓄・投資）という役割を果たしている。米国は、貿易で購入した製品に対し、米ドルを刷って渡すだけで、他国から好きなものを手に入れることができる。他国のように汗水流し、苦勞して輸出先を開拓し、商品やサービスを販売して稼ぐ必要は少ない。日本でもイギリスでも、どの国の中央銀行も通貨発行益を得ているが、米国の場合は、基軸通貨がドルであるうえ、ドル流通が米国内だけでなく米国外にも及んでいるので、通貨発行による利益が多くなっている。「米国政府は中央銀行に国債の金利を払うが、それは中央銀行の利益金となる。したがって、政府と中央銀行を合わせたものを米国政府と考えると、米国政府は国外流通のドル紙幣金額だけ無利子で国債を発行しているのと同じことになる。ドル紙幣の国外流通に伴う通貨発行益は、年150～300億ドルといわれている。」（ドル基軸通貨体制の行方 谷内 満 2012年 42ページ）

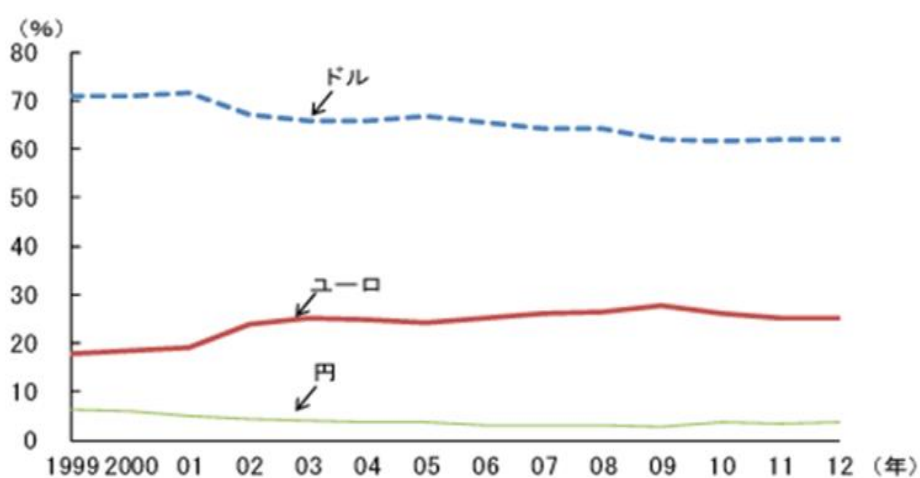
次に現在基軸通貨はドルである。国際通貨は国際通貨特権というものを持っている。アメリカは自国の銀行の信用創造によりドルを作り出すことができ、対外決済が自分たちの債務によって可能になる。アメリカは非基軸通貨国と違い経常収支の赤字を資本収支の黒字で補う必要はなくなる。これにより経常収支の赤字を続けることができる。

30

アメリカは経常収支の赤字を資本収支の黒字を通して債務を補っている。

最後は、外国がドル資産を多く保有することで利益が生まれるということだ。外国の外貨準備の多くは米国の国債を保有することだ。外国の民間金融機関なども米国のドル建て債務に積極的に投資している。それによって、米国の政府と企業は低金利で資金を調達できていることになる。

図：3-3 外貨準備通貨比率



10 (世界経済の潮流 2012年Ⅱ 第2章 第1節 内閣府 引用)

グローバル不均衡は今後を考えると世界経済の1つの不安要因である。米国の大幅な経常収支赤字が長く続けば、米国の対外負債が増え、その結果、外国のドル建て資産に対する需要は減少する。ドルはどんどん売られ、それまで大量にドルは発行されているので結果的にドル安が起こる。ドル安によって米国の経常収支赤字は縮小するので調整が行われることになる。しかし、何らかのきっかけでドルを避ける行動が一気に起これば、ドルや、米国株価の暴落、米国金利の上昇を通して、米国経済および世界経済が混乱に陥る可能性がある。グローバル不均衡が拡大することは世界経済にとって不安要因となる。不安要素をなくしていかなければならない。

20 「ニューヨーク連銀の推計によれば、2005年において、ドル紙幣発行残高の約65%が米国外で流通しており、100ドル札の場合はその比率は75%にもものぼる。」(ドル基軸通貨体制の行方 谷内 満 2012年 41ページ)とあるように

いまだにドルが国際的に流通している。

図：3-2 通貨別に見た世界の為替取引

(%)

	2001年	2004年	2007年	2010年
ドル	89.9	88.0	85.6	84.9
ユーロ	37.9	37.4	37.0	39.1
円	23.5	20.8	17.2	19.0
ポンド	13.0	16.5	14.9	12.9
その他	35.7	37.3	45.3	44.1
合計	200.0	200.0	200.0	200.0

5

10 ドル基軸通貨体制の行方 谷内 満 2012年 36 ページ

この図からわかるようにドルのシェアは少しずつ低下してはきているもののそのシェアはいまだに大きい。

このまま基軸通貨がドルでグローバル・インバランスが拡大していけばまた世界的な金融危機を招きかねない。そこで次の章ではその解決策として複数基軸

15 通貨体制について検討していきたいと思う。

第4章 ドルー極体制に代わるシステムの可能性

20 4-1. ドルー極体制の問題点

1960年代に、国際金融システムの安定性に関する問題点として、トリフィンのジレンマが提唱された。トリフィンのジレンマとは、国際金融システムにおいて、資金の自由な移動と為替の安定、それと国内金融政策の自由度確保の三つを同時に満たすのは困難である、という意味である。ユーロ圏は前者二つを
25 選択して、金融政策を ECB に一元化している。一方、アメリカは、強いドルを標榜し、ドルの価値を維持しようとする努力を続けてきたのである。

このジレンマが提起された背景には、当時はまだ国際的な資本フローがあまり活発でなかったという事情があった。しかし、国際的な資本フローが活発な現代では、基軸通貨国アメリカの公的決済収支が赤字にならなくても、決済に
30 必要な流動性は民間同士の国際的な金融取引によって手当される。

したがって、トリフィンのジレンマ自体、国際金融界で長らく忘れ去られていたのである。しかし、世界金融危機を受けて、「準備通貨の発行国は、国内金融政策と国際金融政策との間のジレンマに常に晒されている。準備通貨の発行国は国際流動性を供給すると同時に、準備通貨の価値を維持することはできないという、トリフィンのジレンマは現在もなお存在している」(通貨で読み解く世界経済—ドル、ユーロ、人民元、そして円— 小林正宏、中林伸一 2010年7月 225 ページ) という指摘もある。

現代の国際金融システムでは、準備資産としてのドルの需要が一層高まっているという特徴がある。第一に、民間による国際的な分散投資の拡大は安全資産としての米国債への世界的な需要を増やす。第二に、よりよいリスク・リターンを求めて頻繁に移動する資本フローは国際金融システムを不安定にする。第三に、国際的な金融取引の拡大も決済通貨としてのドルの需要を高める。こうして、海外の投資家と通貨当局がともに、米国債など流動的なドル資産の購入を増やすので、米国の借入コストは低下する。

そして、実質金利の低下は、貯蓄にはマイナス、消費や投資にはプラスに働く。そのためアメリカは、政府・民間部門の双方で、貯蓄を取り崩すインセンティブを持つことになる。各国の準備資産保有需要の高まりを背景に、米国債の債務残高が積みあがるのである。これが準備資産の地位の土台となる信認を損ねることにより、現代のトリフィンのジレンマが確立されることになるのである。

ドルや各国の通貨が取引される市場は銀行市場である。そこで、ドルが売り買いされると、その代金はドル建ての預金口座を通じて決済される。通貨当局が外為市場に介入して、ドルを買うと、買ったドルはいったんニューヨークの銀行のドル預金口座に入る。

しかし、決済に使われるこの預金口座では金利がつかないので、米国債に投資されるのである。米国債は、信用度が高く市場の流動性が高いからである。外貨準備は、安全性が高く流動性の高い資産で保有する必要がある。証券化商品などは外貨準備の保有資産としては適さないのである。国債は債権の中でも安全なものなので、リスクフリーの商品と呼ばれており、他のすべての債権は国債との信用格差に応じて価格付けされている。海外からの需要の増大によ

って国債金利が下がると、国内のすべての金利が下がる。そのため、民間の消費や投資も刺激されるため、海外からの借入に一層依存するようになってしま

5 2010年3月の講演で、コロンビア大学のスティグリッツ教授は、現行のドル
基軸通貨体制の問題点を三点挙げている。一つ目は、弱い世界需要である。新興市場国が予備的な動機で貯蓄をするために、支出が減り、グローバルな景気の悪化につながるのである。二つ目は、規律の欠如である。アメリカが所得以上に支出することによってグローバル・インバランスが生じるという非対称性の問題。G20での取り組みはうまく機能しない。三つ目は、アメリカの借入コストはゼロに近い、という不公平性である。

10 教授は、現行の国際金融システムの不安定が高まったのは、規制緩和のせいではないかと考えている。資本市場や金融市場の自由化、また、貿易自由化によって、輸入割当が関税化された事もあげている。輸出主導の成長を遂げようとしても、WTOのもとでは、輸出振興策が制限されているため、為替政策が成長戦略としての役目を担うようになるのである。また、関税化による貿易自由化の副作用として、貿易不均衡が拡大する。また、貿易を通じた経済ショックの国際的な伝播の規模とスピードが高まる。さらに、アメリカの農業補助金のせいで、中国は農作物の競走上、人民元を切り上げることは難しくなっていると述べている。

20

4-2.他の準備通貨の供給策

25 2009年11月、IMFのスタッフによって発表されたレポートが注目を浴びている。レポートの冒頭に、これはIMFスタッフである著者三人の個人的見解であり、IMFの公式見解ではないという断り書きが記されているものの、国際通貨制度改革について踏み込んだ検討が行われているのである。このレポートでは、現在のドル基軸通貨体制に代わるシステムとして、以下の三つを検討している。

30 第一に、複数基軸通貨システムである。歴史的にあまり例はないが、複数の代替的な準備通貨が台頭することは可能である。取引コストの効率性は低下するが、準備資産の中で一国の通貨のみが積み上がることによる不安定性は減少

する。ドルに競合する準備資産は、金融、貿易、GDPにおいてアメリカと比肩する規模を持ち、アメリカと同程度の信頼性をもつ政策決定制度をもつ経済圏から発行される。第一にユーロ、続いて円や人民元も、IMFがそのような意思をもち必要な措置をとれば、将来的にそうした地位に至る可能性はある。ただし、ネットワークの外部性（取引コストの効率性）から、基軸通貨がひとつの支配的通貨に収斂していく動きを克服できるかは疑問である。ネットワークの外部性とは、ネットワークが広がることによって、利便性が高まることである。加入者同士はお互いに市場で対価を払う経済取引をしているわけではないので、市場の「外部」で効用に影響を及ぼしあっているという意味で、「外部性」と呼ばれる。基軸通貨の文脈では、基軸通貨として使用されればされるほど、利便性が増すのである。基軸通貨が一つであれば、ネットワークの外部性の観点からは、最も利便性・効率性が高い。

第二に、SDRを基礎とするシステムである。SDRは現在、世界の準備資金の約4%を占めているに過ぎないが、徐々に主要な準備通貨としてはいけば、最終的にはネットワークの外部性を損なうことなく、システムの安定性を高めることができる。そのためには、流動性を高めることが必要である。IMFによるさらなる発行に加え、各国財務省や企業によるSDR建ての債券発行などが必要である。ただし、決済はSDR構成通貨である。

第三に、新たなグローバル通貨の創設である。個別国の経済状況とは隔離され、加盟国によって支えられる国際通貨を発行する機関は、真の「グローバルな最後の貸し手」となるのである。

4-3. 今後の見通し

2010年3月18日に、国際通貨研究所主催の第十九回国際金融シンポジウムにおいて、財務省の中尾武彦国際局長が、スティグリッツ教授らと討論した。ここでのスピーチが、政策担当者の国際通貨システム改革をめぐる諸問題についての考えを表している。

まず、ドルについては、グローバルな価値貯蔵手段、支払い手段、計量単位として圧倒的なプレゼンスを示しており、現在の国際通貨システムがドル基軸であることに疑問の余地はないとしている。また、アメリカの経済力が相対的

に低下し、基軸通貨としてのドルの地位がチャレンジを受けているとの議論についても、米国経済が時代の要請に応じてダイナミックに変貌していく柔軟性と多様性を有していることから、直近の動向のみからアメリカの力の衰退をいうことは的確でないと述べている。

- 5 複数基軸通貨体制については、複数通貨間の競争によって、規律が向上することによりシステムの安定性が増すという考え方と、基軸通貨発行国間の経済パフォーマンスの相違等により資金フローと為替レートのボラティリティー（変動）が拡大し、システムがむしろ不安定になるとの両方のみかたを示している。
- 10 SDR については、「ドル、ユーロ、円、ポンドの合成通貨でしかなく、民間取引に使用できる SDR 紙幣、SDR 通貨があるわけではない。また、SDR は、使用国にとっては、「通貨請求権」、通貨を提供する国にとっては、「通貨貸出義務」であり、外貨準備を相互に融通する、コンディショナリー（融資条件）のないクレジット・ラインの性格にとどまっている」（通貨で読み解く世界経済—ドル、ユーロ、人民元、そして円— 小林正宏、中林伸一 2010年7月 250ページ）と指摘している。そのうえで、「SDR の機能や使用範囲の制限を考えれば、SDR がグローバルに大きな役割を担うのは困難ではないか」（通貨で読み解く世界経済—ドル、ユーロ、人民元、そして円— 小林正宏、中林伸一 2010年7月 250ページ）としている。さらに、「ユーロ圏、日本、中国他を含めた主要国が、IMF のサーベイランス（経済監視）や G20 の相互評価を通じて、自国の経済政策の国際的な影響を勘案しつつ、責任ある経済運営を行っていくことが、国際通貨システムを安定させていく上で最も有益である」（通貨で読み解く世界経済—ドル、ユーロ、人民元、そして円— 小林正宏、中林伸一 2010年7月 250ページ）としている。
- 25 SDR が国際通貨となるためには、多くの障害が立ちはだかっている。SDR は加盟国間での決済にのみ有効な通貨単位で、民間の国際取引とは無縁である。また、SDR は実際の通貨の比重をかけて算出されているが、その 6 割程度はドルが占めているのである。よって、SDR が広まったとしても、ドルのみを市場から駆逐するような形で広まらない限り、ドルの地位が脅かされることはない
- 30 のである。

4-4.ドル基軸通貨体制に代わるシステム

前述したように、現在のドル一極体制には様々な問題点がある。リーマン・ショックに端を発した世界金融危機は、現在のドル基軸体制を揺るがすかに見えたが、実際は、ドルは基軸通貨としての地位を失っていない。

最も実現しやすい新たなシステムは、複数基軸通貨システムである。その候補として挙がるのは、ドル、ユーロ、円、人民元である。基軸通貨となるには、アメリカと比肩する経済規模を持ち、アメリカと同程度の信頼性を持つ政策決定制度もつ経済圏でなければならない。

中でもドル、ユーロ、人民元の三つが基軸通貨となる複数基軸通貨システムが好ましいと考える。中国は未だ開発途上国でもあり、これからも経済成長を続けていくことが期待できる。人民元が国際通貨となるには、まだ時間がかかるが、国内の金融制度を整えて着実に成長を続けていけば可能である。人民元がすぐに国際通貨となれない最大の理由は、人民元が海外でほとんど流通していない、つまり、流動性がないという事実である。中国は貿易黒字国なので、外貨を稼ぐことはあっても、海外に人民元で支払う分が少ない。人民元が国際通貨となるためには、中国が内需を拡大してアメリカのように海外から大量の輸入をするような体質に変換していくが必要になってくる。

複数基軸通貨システムでは、ネットワークの外部性から、基軸通貨が一つの支配的通貨に収斂していく動きを克服しなければならない。現状のまま複数基軸通貨システムに移行しても、基軸通貨がドルに収斂されてしまい、結局ドル一極体制とあまり変わらなくなってしまう。基軸通貨は、基軸通貨として使用されるほど、利便性・効率性が増す。三つの基軸通貨ができるだけ均等な割合で、世界中で使用されるような新しい制度が、この複数基軸通貨システムを成功させるためには必要なのである。

終章

私たちの提案する複数基軸通貨システムの実現には、長い年月が必要になる。なぜなら、現在のままでは複数の基軸通貨を作ったとしても、ネットワークの

外部性から基軸通貨が一つの支配的通貨、すなわちドルに収斂してしまう危険性があるからである。現状のドル一極体制から移行するためには、通貨の発行国であるアメリカと同等以上の経済規模、そして経済安定を EU と中国が実現しなければならないからだ。

- 5 今後もしばらくは、ドル基軸通貨体制が続いていくと考えられる。複数基軸通貨体制への移行はすぐには実現できないが、時間をかけて着実に土台を作ることが、より強固で安定した体制の完成に繋がってくるのである。

現在の体制に関しての問題点は明らかにした。今後このままだと再び金融危機を招きかねない、それ故に各国がグローバル金融危機に対して真摯に向き合い、問題解決に向けて協力していくことが必要となってきた。

(参考文献)

<書籍>

- 15 ・小林正宏、中林伸一 通貨で読み解く世界経済—ドル、ユーロ、人民元、そして円— 中公新書、2010年7月
- ・中尾武彦 国際通貨システム改革を巡る諸問題についての考え方 国際通貨研究所シンポジウム、2010年3月
- ・橋本優子、小川英治、熊本方雄 国際金融論をつかむ 有斐閣、2007年4月
- ・浜矩子 グローバル恐慌 岩波新書 2009年1月
- 20 ・小林正宏 大類雄司 世界金融危機はなぜ起こったか—サブプライム問題から金融資本主義の崩壊へ— 東洋経済新報社 2008年11月
- ・滝田洋一 世界金融危機開いたパンドラ 日本経済新聞出版社 2008年12月
- ・中空麻奈 早わかりサブプライム不況 朝日新聞出版 2009年1月
- ・中野剛志 柴山桂太 グローバル恐慌の真相 集英社出版 2011年11月
- 25 ・伊藤元重 現代経済入門 日本経済新聞出版社 2011年2月
- ・秋山 誠一 吉田 真広 ドル体制とグローバリゼーション 駿河台出版 2008年5月
- ・相沢幸悦 世界経済危機をどう見るか 時潮社 2010年3月
- ・浜矩子 ドル終焉 ビジネス社 2010年2月

<インターネット>

・ 内閣府 世界経済の潮流 2012年Ⅱ

http://www5.cao.go.jp/j-j/sekai_chouryuu/sh12-01/index.html

・ 揺れるドル、複数基軸通貨体制の可能性 PRESIDENT

5 <http://www.president.co.jp/pre/backnumber/2009/20090216/9516/9526/>

・ 通貨地域の形成と基軸通貨の選択 河合 正弘

<http://www.esri.go.jp/jp/archive/sei/sei008/sei008a.pdf#search='%E8%A4%87%E6%95%B0%E5%9F%BA%E8%BB%B8%E9%80%9A%E8%B2%A8%E4%BD%93%E5%88%B6'>

10 ・ ドル基軸通貨体制の行方 草野 満

http://www.waseda.jp/w-com/quotient/publications/pdf/wcom432_02.pdf#search='%E3%83%89%E3%83%AB%E5%9F%BA%E8%BB%B8%E9%80%9A%E8%B2%A8%E4%BD%93%E5%88%B6%E3%81%AE%E8%A1%8C%E3%81%8F%E3%81%B8'

15 ・ アジア危機、世界経済危機とグローバル・インバランス 飯野 光浩 小浜 裕久

<http://usr.u-shizuoka-ken.ac.jp/kn/US13000001201011001000.pdf#search='%E3%82%A2%E3%82%B8%E3%82%A2%E5%8D%B1%E6%A9%9F%E3%80%81%E4%B8%96%E7%95%8C%E7%B5%8C%E6%B8%88%E5%8D%B1%E6%A9%9F%E3%81%A8%E3%82%B0%E3%83%AD%E3%83%BC%E3%83%90%E3%83%AB%E3%83%BB%E3%82%A4%E3%83%B3%E3%83%90%E3%83%A9%E3%83%B3%E3%82%B9'>

20 ・ グローバル・インバランスと国際通貨システム改革 草野 昭一

・ 世界経済危機とグローバル・インバランス—国際経済秩序へのインプリケー

25 ション— 白井さゆり 2009年11月

http://gakkai.sfc.keio.ac.jp/dp_pdf/09-08.pdf#search='%E4%B8%96%E7%95%8C%E7%B5%8C%E6%B8%88%E5%8D%B1%E6%A9%9F%E3%81%A8%E3%82%B0%E3%83%AD%E3%83%BC%E3%83%90%E3%83%AB%E3%83%BB%E3%82%A4%E3%83%B3%E3%83%90%E3%83%A9%E3%83%B3%E3%82%B9'

30

・ 日本証券業協会

<http://www.jsda.or.jp/shiraberu/syoukenka/index.html/>

IMF <http://www.imf.org/external/japanese/index.htm/>

・ Standard & Poor' s http://www.standardandpoors.com/ja_JP/web/guest/h

5 ome/

・ 東京証券取引所 <http://www.tse.or.jp/>

・ グローバル・インバランス

<http://music.geocities.jp/sonokomagie/imbalance/data.html>

<http://toyokeizai.net/articles/-/2353>/東洋経済紙

10 ・ 日本銀行金融市場レポート 2009年1月

<https://www.boj.or.jp/research/brp/fmr/data/mkr1001a.pdf>

・ BIS 77th annual report

<http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2007e.htm>

・ 日本銀行総裁 白川方明 「グローバル・インバランスと経常収支不均衡」

15 フランス銀行 (Financial Stability Review) 掲載論文の邦訳 2011年2月

https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2011/data/ko110218a1.pdf

20

25

