

5

10 平成26年度証券ゼミナール大会

グローバル金融危機について

15

20

立命館大学 経営学部 三谷ゼミ 第4テーマ B班

25

## 目次

	はじめに	P2
	<b>第一章 なぜ金融危機が起きるのか</b>	<b>P3</b>
	第一節 起こる要因	P3
	第二節 バブルの歴史	P3
5	第三節 サブプライム・ローンとは	P5
	第四節 アメリカの対応	P7
	第五節 事前策	P8
	<b>第二章 これから起こりうる金融危機</b>	<b>P10</b>
	第一節 シャドバンキングとは	P10
10	第二節 シャドバンキングの仕組み	P10
	<b>第三章 ドル基軸通貨体制からの脱却</b>	<b>P12</b>
	第一節 ドル基軸通貨体制の問題点	P12
	第二節 複数基軸通貨体制の可能性	P14
	<b>第四章 グローバル金融危機をふせぐために</b>	<b>P15</b>
15	第一節 通貨バスケットとは	P15
	第二節 他の通貨体制との比較	P16
	第一項 固定相場制	P16
	第二項 変動相場制	P17
	第三節 国際金融トリレンマによる考察	P17
20	第一項 為替相場の安定	P18
	第二項 金融政策の独立性	P19
	第三項 資本移動の自由度	P20
	第四節 通貨バスケットを採用している国	P24
	第五節 アジア諸国における通貨バスケットの可能性	P26
25	おわりに	P29
	参考文献	P31

はじめに

現在までに世界で金融危機は様々な地域で起こり、問題となってきた。2007年に米国のサブプライム・ローンの証券化商品の問題や2008年には米国の5大投資銀行の1つであったリーマン・フブラザーズの破綻であるリーマン・ショックが起り、グローバル金融危機の様相は明確になり、世界に多大な影響を与えた。地域的にもアメリカ、ヨーロッパだけでなく、新興国へと拡大し、世界的な金融危機へと発展していった。

現在の金融市場は徐々に回復し、安定を取り戻しつつあるが、100年に一度とも言われた、1929年の大恐慌以来の危機からの完全には正常化がなされているとは言えない状態にあるといえる。そのため、各国は経済政策の運営に関して引き続き細心の注意が払っている。同時に、このような金融危機を繰り返さないために、また、危機が起こってもそれかが深刻なものにならないようにするために、金融の規制・監督や国際的な機構・制度にどのような改革を行っていくべきものなのかも課題となっている。

本論文では、なぜ金融危機が起こるのかをサブプライム・ローン問題を例に挙げて考えていきたい。そして、今後起こりうる金融危機として中国のシャドーバンキングに視点をあて、どのような仕組みになっているのかを見ていく。その後、現在のドル基軸体制の問題点を指摘し、複数基軸体制の可能性の大きさについて考える。そして、我々は通貨バスケットという通貨体制を提案する。通貨バスケットは「国際金融のトリレンマ」<sup>1</sup>という観点から見ることにより、他の通貨制度より優れていることがわかる。また、通貨バスケットのメリットとして、通貨の安定性、金融危機が起こった時の回復の早さが挙げられる。これを、通貨バスケットを実際に採用しているシンガポールを例に考えた。このように、通貨バスケットは現在の通貨体制より優れている点が多いため今後必要になるのではないか。

---

<sup>1</sup> 開放経済下で各国政府が①為替相場の安定、②自由な資本移動、③金融政策の自由度（独立した金融政策の実施）という3つの政策目的を同時に実現するのは不可能であり、どれか2つを達成しようと試みると、残りの1つが矛盾してしまうというもの。

## 第一章 なぜ金融危機が起こるのか

ここではなぜ、金融危機が起こるかをサブプライム・ローン問題を例に挙げて、考えていきたい。

### 5 第一節 起こる原因

まず、なぜ金融危機が起こるのかを考えていきたい。その要因としてはサブプライム問題などの金融問題が考えられる。そして、その根本的な原因となっているのがバブルの崩壊である。バブルとは、投機などの過熱によって資産価値が実質価値をはるかに超えるほどに高騰し、その後急激に投機熱が下がり資産価値が下落するといった現象のことだ。そして、多くの場合、それまで投機を  
10 支えていた何らかの期待・神話の崩壊、政策対応（金利引き上げ）による合理的資産価値の低下などを引き金にして、バブルが崩壊することで達成される。

### 第二節 バブルの歴史

15 まず、バブルの歴史を確認してみる。図1をみると、金融に関するシステムが構築される以前からバブルが発生し崩壊していることがわかる。また、バブルの発生と崩壊は時代を超え繰り返し起きていることがわかる。このように過去の実績から考察すると、バブルの最中にバブルを認識することは、ほとんど  
20 不可能であることがわかる。なぜなら、バブルの最中にバブルを認識することができていたら被害を最小にとどめることや、崩壊を防ぐために動くことができるはずだからだ。だが、実際にバブルは発生、崩壊し世界の経済に多大な影響を及ぼしてきた。また、バブルの最中にバブルを認識することも難しいが、  
25 バブル崩壊に気づくのも遅れやすいのだ。というのも、いずれの場合も、決定的に景気が悪化して、初めて、バブル崩壊が起こったことが理解できたのである。そのため、当然のことながら、適切に金融を引き締めて、バブルの発生と崩壊を防ぐことは困難を極めるのだ。また、歴史的に、一つとして同じパターンのバブルはない。1980年代は、日本の不動産と金融、1990年代はIT、2000年代は米国の住宅と、引き金となった事物はすべて異なる。そして、それらの事物は、次に起こるバブルでは、二度と主役になることはない。たとえば、バブル  
30 崩壊後、日本では不動産価格が急騰することはないし、米国のIT株がかつて

のような上昇を見せることもない。一旦、バブルが崩壊すると、その傷跡は大きいため、容易には復活できないのである。このように毎回のパターンが大きく異なるため、過去から学び次に生かそうという動きはなかなか困難である。ここまで説明したように、我々はバブルが発生していること、また崩壊したことを気づくことはない。しかし、バブルの最も恐ろしいポイントはそこではない。バブルの最も恐ろしいポイントとは、バブルとその崩壊の衝撃が回を追うごとに巨大化していることである。これは、世界の金融市場が巨大化している以上、必然である。つまり、時代とともに、バブルは巨大化し、その上、バブル崩壊時に我々が受けるダメージも巨大化しているのである。

10

(図1) バブルの歴史 コラム バブルと危機は繰り返す

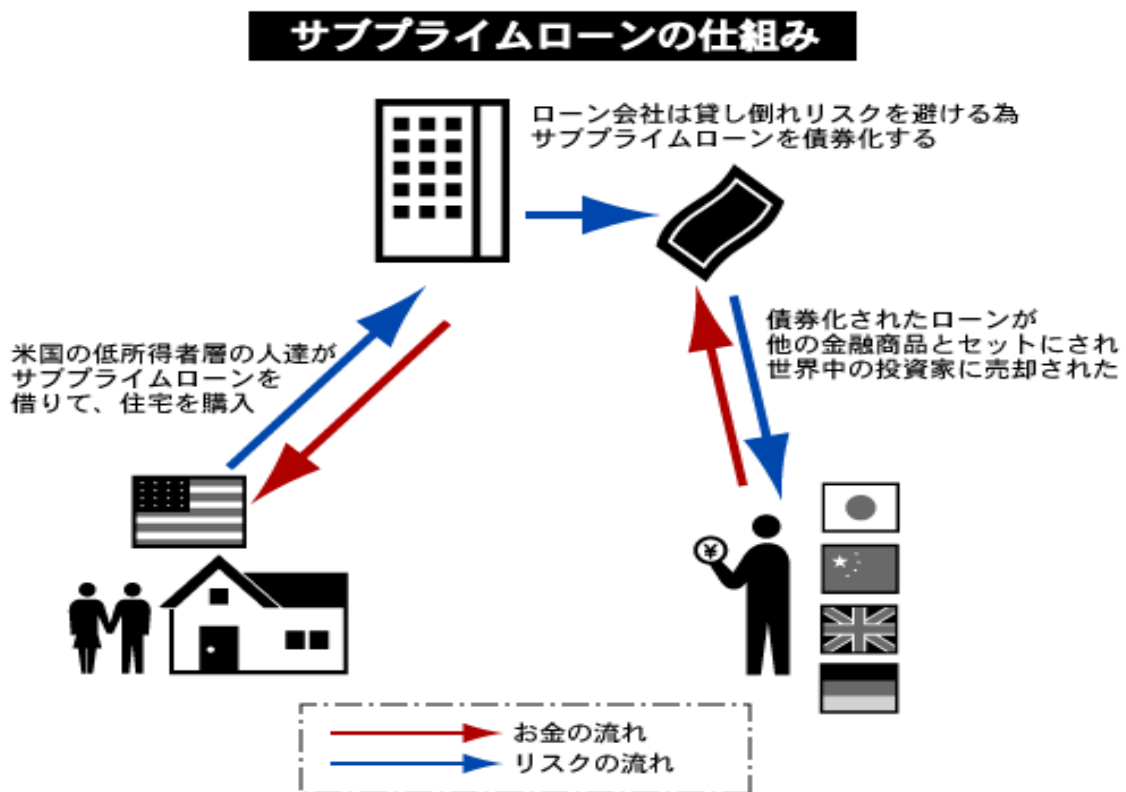
年号	バブル崩壊につながる事件
1637年	チューリップバブル崩壊
1720年	南海泡沫事件
1923年	大恐慌
1987年	ブラックマンデー
1989年	日本バブル崩壊
2001年	ITバブル崩壊
2007年	サブプライム問題

<http://www.camri.or.jp/annai/shoseki/gekkan/2013/pdf/201309-5.pdf>

### 第三節 サブプライム・ローン問題とは

ここからはサブプライム・ローン問題を例に挙げていきたい。2007年にアメリカの低所得者層向け住宅ローン、いわゆるサブプライム・ローンによるバブル崩壊が起こったことによって引き起こされた世界大不況の波は、世界各国に押し寄せていった。この大不況は世界金融危機と呼ばれるようになった。1990年代半ば、アメリカでは住宅購入を考えていた低所得者層や、通常ではローンを組むことができない人々を対象に住宅ローン貸し付けを広めた。これがサブプライム・ローンである。住宅ローンを取り扱う銀行や住宅金融専門会社が、このサブプライム・ローンを積極的に広めて利用者を増やした。こうして住宅購入の客層が拡大したことにより一過性の住宅ブームがおり、不動産業者は景気に潤った。（図2）はサブプライムローンの仕組みを簡単にまとめたものである。

（図2）



15

（引用：サブプライム問題解体新書）

<http://subp.nf4hou.com/kabu/index2.html>

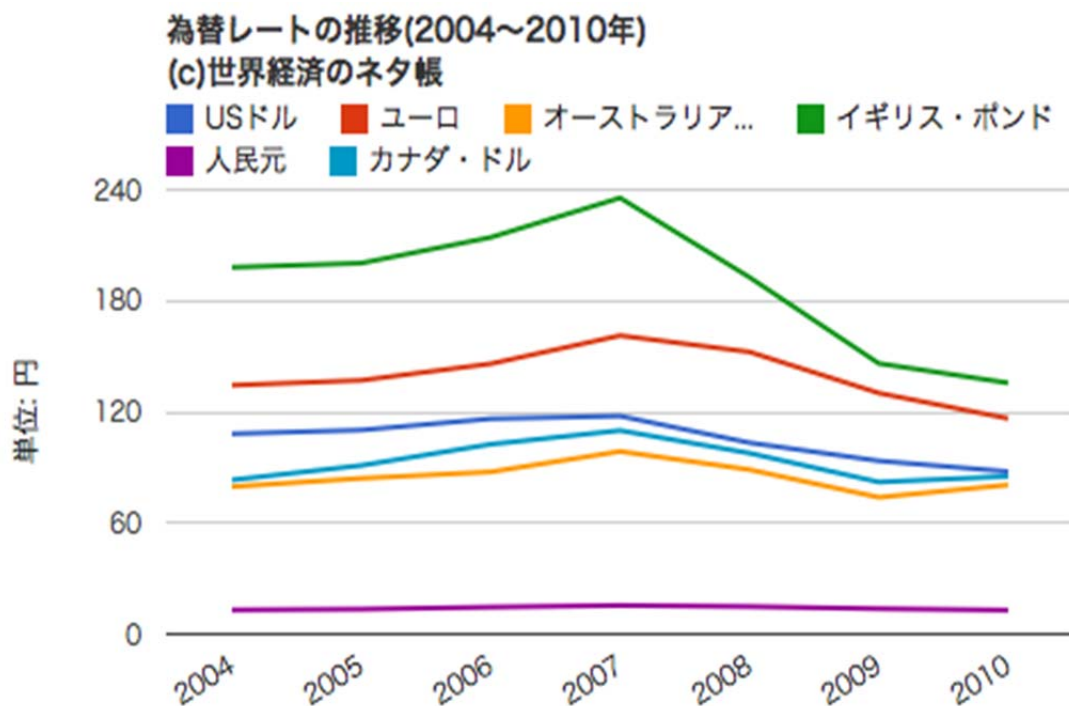
このようなサブプライム・ローンは高金利であり、年10%以上の金利が発生した。そのため債務者の返済が滞るリスクも発生するが、サブプライム・ローンは金融商品として証券化されていたため、債権を他に売却することができたので、金融機関にとっては、多大な利益を得ることができた。しかもリスクが  
5 少ないというメリットもあり、さらにサブプライム・ローンは拡大していった。2006年までには、貸付総額は1.4兆ドルまで膨らんだ。ローンを借りた人々は住宅購入に集中した。そのため超過需要となり、住宅価格は上がっていき、2000年代初頭よりも倍額まで伸びた。そのため、ローンを組んだ住宅購入者は、住宅価格上昇分を担保に追加融資を受けることができ、あるいは住宅を転売し  
10 てローンを返済するケースも発生した。住宅ブームは加熱していく事となった。実体以上に価値が上がった住宅バブルは次第に膨張していった。アメリカのサブプライム・ローンにおけるバブル経済である。

ところが、サブプライム・ローンの行き過ぎが顕在化し、返済が滞ると購入物件が差し押さえられて住居を失う問題が発生した。2006年になると住宅価格  
15 の伸びが鈍くなり、ローン返済の延滞がいきなり増加傾向をたどると同時に、ブームも曇りが見えて住宅も余り始めた。返済に失敗した金融機関の一部では資金繰りが苦しくなり、担保も無力と化して経営破綻する金融会社も発生した。2007年では格付け機関によってサブプライム・ローン関連証券の評価格下げも発表された。住宅バブルの崩壊が始まったのである。これにより株価下落や為  
20 替ドル安が起り始め、売れなくなった証券をかかえた金融機関の破綻は加速した。そしてこれを発端として、サブプライム・ローン問題は、国際問題と化した。次の(図3)はサブプライム・ローン問題が起きた2007年の前後3年の為替レートの推移である。これを見ると2007年に下がっていることがわかる。

25

30

(図3) 為替レートの推移



(引用 <http://ecodb.net/tool/>)

#### 5 第四節 アメリカの対応

米国では、政府及び、FBRをはじめとする金融当局かが貸し手・借り手双方に対する包括的な対応策や金融市場の動揺を抑えるための政策を打ち出した。

1 つ目は、HA(連邦住宅局)<sup>2</sup>による住宅ローンの融資保険制度の拡充等を柱とした住宅保有者に対する支援策だ。OFHEO(連邦住宅企業監督局)が、政府系住宅金融公社ファニーメイ(連邦住宅抵当公社)、フレディマック(連邦住宅貸付抵当公社)に対して年間2%のペースで住宅ローン買い取り可能額を引き上げることを決定した。さらに、両社に対し住宅ローン買い取り基準の上限を緩和させた。OFHEOは、住宅ローン債権の買い取り枠を最大2000億ドル(約20兆円)に拡大すると発表した。

次に、当時のブッシュ大統領は、住宅保有者支援策として、最大120万人を対象に他のローンへの借り換えや5年間の金利凍結などに金融機関と共同で取り組む政策を発表した。また、総額1680億ドル(約18兆円)に上る緊急経済

<sup>2</sup> 住宅取得の促進と住宅ローン保険プログラムの管理を目的とした機関。



対策を発表した。これは個人向けの戻し減税と企業の設備投資を促す優遇税制を柱として、消費喚起と雇用創出を見込んだものだ。

2つ目はFRBの金融緩和と流動性対策だ。FRBは2007年8月以降2008年4月までにFF金利を連続して引下げ、2.0%とした。これは米国の政策金利が、物価の上昇率を差し引くと、ゼロ%の状態になったことを意味している。こうした金融緩和政策に加えて、FRBはサブプライム・ローン問題により生じた一連の金融危機に対してTAFや米国債貸付、PDCFなどの流動性対策を行なった。

3つ目は各国中央銀行との連携だ。FRB、ECBなど5つの主要中央銀行は各国の短期金融市場に大量の資金を供給する緊急声明を発表した。この際に、FRBは年末までに最大400億ドルの越年資金を供給(TAF)するとともに、ECBとスイス国立銀行(中央銀行)のドル資金調達を支援するために、為替スワップ協定を締結したことも併せて発表した。

#### 第五節 事前策

事前にやらなければならないことは、いくつか考えられる。まずは債権などの証券化に一定のガイドラインを設けることだ。サブプライム・ローンをプライム・ローンに混ぜ込んで「安全な金融商品(CDO)」として売ることに對して、これまでは寛容でありすぎだった。おまけに無責任な保険会社がこの手の商品を保証していたために、いかにも安全そうにみえた。少なくとも、この保険会社が破綻するまでは。さらに格付け機関が乗り出してき、細切れのローンをこね合わせた代物にトリプルA、すなわち最優良の格付けを与えた。こうして折り紙付きとなった「ミンチ商品」が世界中に輸出されたのである。フレディマック(連邦住宅貸付抵当公社)やファニーメイ(連邦住宅抵当公社)が発行する債券もまるで国債のような格付で、リーマンの債券もそうであった。今必要なのは、格付けや証券化商品の成分表示に厳格な基準を確立することである。工業製品には米国材料試験協会(ASTM)<sup>3</sup>が厳格な基準を設けているが、金融商品についても、国際的に認められるような厳格な基準が必要である。

<sup>3</sup> アメリカ材料試験協会のことで工業用材料(鉄および鉄鋼、非鉄金属、ゴム、プラスチック、塗料、繊維など)全般にわたった規格と試験方法(金属試験、一般試験など)が制定されている。国際的に権威があるので世界中で使われている。

サブプライム問題の仕組みやそれに対するアメリカの対応、想定えられる事前策を考えてきた。これは、バブル景気が訪れ、それが崩壊し、世界に多大な影響を与えるという流れになっている。つまり、金融危機が起こる要因というのは、このサブプライム問題のようにバブルが崩壊することによるものであると考えられる。

5

また、金融危機はバブルの崩壊とともにやってくる。バブルの発生、崩壊は気づくことが困難である。そのため、バブル発生しそれを早期に取り締まることは困難である。よって、バブルを未然に防ぐためには金融規制を強化し、いつどのような形でやってくるかわからないバブルに対して常に警戒の姿勢で構えることが必要であるのだ。

10

15

20

25

30

## 第二章 これから起こりうる金融危機

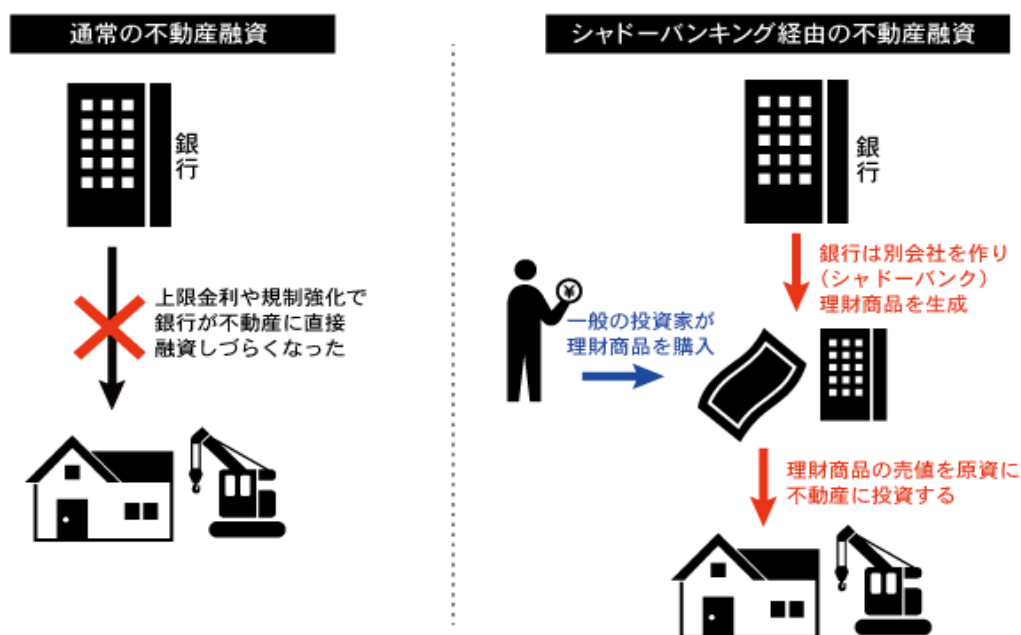
### 第一節 シャドーバンキングとは

- 5 シャドーバンキングとは、公の統計には表れない「地下経済」全般を指す言葉である。地下経済とは、政府が実体を把握しきれない非合法的な経済活動のことで、麻薬密売や売春などの非合法ビジネスや、合法的な商売でも脱税された部分や、宗教法人へのお布施など税が掛からないものも該当する。新興国では、貧困層が行う家族経営の商売などの脱税が事実上黙認されており、マフィアなど闇組織の活動も盛んなので、地下経済の規模がGDPの半分以上を超える国もある。
- 10 また、2013年に日本で話題となった中国のシャドーバンキング問題というのは、もう少し意味が狭いものである。中国で問題となっているのは、不動産融資の規制を回避するために使われる「理財商品」というもので、中国ではかねてより、不動産バブルが進行しており、政府はその抑制のために様々な規制を設けている。しかし、銀行は不動産バブルに乗って更に儲けたいと考えており、また一般の中国人投資家もより高い利回りの金融商品を求めている。この
- 15 情勢に答えるべく作られたのが、理財商品というものである。この理財商品が不動産バブルを助長して中国経済に大きな影響を与えられている。

### 第二節 仕組み

- 20 中国では、銀行が融資する金利に制限が掛けられている。規制には様々な理由があるが、その一つが、不動産バブルの抑制である。よって銀行は、高い金利を付けられないため、融資は一部の優良な不動産開発だけに限らざるを得ない。しかし、それでは不動産開発ブームの恩恵をあまり受けられない。そこで銀行は、自身でするのではなく、一旦別の投資会社を設ける。この会社は、不動産投資目的の会社として運営され、一般の投資家へ「理財商品（不動産融資の金融商品）」を販売する事で、資金を集める。この資金で不動産開発へ融資し、投資家への配当金との差額を鞘抜きして儲けを出すのである。
- 25

(図1)



(引用：シャドーバンキング解体新書)

<http://shadowbank.nobisiro.com/page/sikumi.html>

5

シャドーバンキングの仕組みを、簡単に説明すると上記の(図1)のようになる。(図1)は不動産投資を例に説明をしている。(図1)の右側のような銀行の帳簿に載らない、裏側での融資なので「影の銀行」と呼ばれる理由である。直接の融資だと金利規制の対象となるのが、投資ファンド<sup>4</sup>のような形式を取れば、その規制の対象外になるという、法律の穴をついている。中国では、融資の貸出金利がおよそ6%に制限されており、この金利で貸す事は銀行にとってリスクに見合っていない。しかし銀行融資ではなく、シャドーバンクを介した理財商品という形にすれば、10%程度の金利で不動産業者に貸し出す事が可能になる。しかもこの形式だと、不渡りリスクは理財商品を購入した投資家が被る事になり、問題の一つとなっている。

15

<sup>4</sup> 投資家から集めた資金をあるテーマに沿った投資先に投資し、そこから上がる配当や売却益などを投資家に分配する仕組みのこと。

### 第三章 ドル基軸通貨体制からの脱却

#### 第一節 ドル基軸体制の問題点

5 今後再び起こると予想されるグローバル金融危機を防ぐためには、ドル基軸通貨体制からの脱却が必要であると考えている。その理由を述べる前に、まずはドル通貨基軸体制について説明していく。

10 現在、国際的な経済取引における決済通貨として米ドルが採用されている。いったんある国の通貨が基軸通貨として国際取引のなかで一般受容性を高めると、その一般受容性が高いことから世界中でその通貨が基軸通貨として保有され、そして利用されて、その通貨が基軸通貨として世界の国際経済取引で支配的なシェアを占めることになる。そして、そのこと自体がますますその基軸通貨に一般受容性を高めることになる。このように一般受容性を高めた通貨は基軸通貨としての地位を獲得する。そして、現在はその基軸通貨がドルであるのだ。

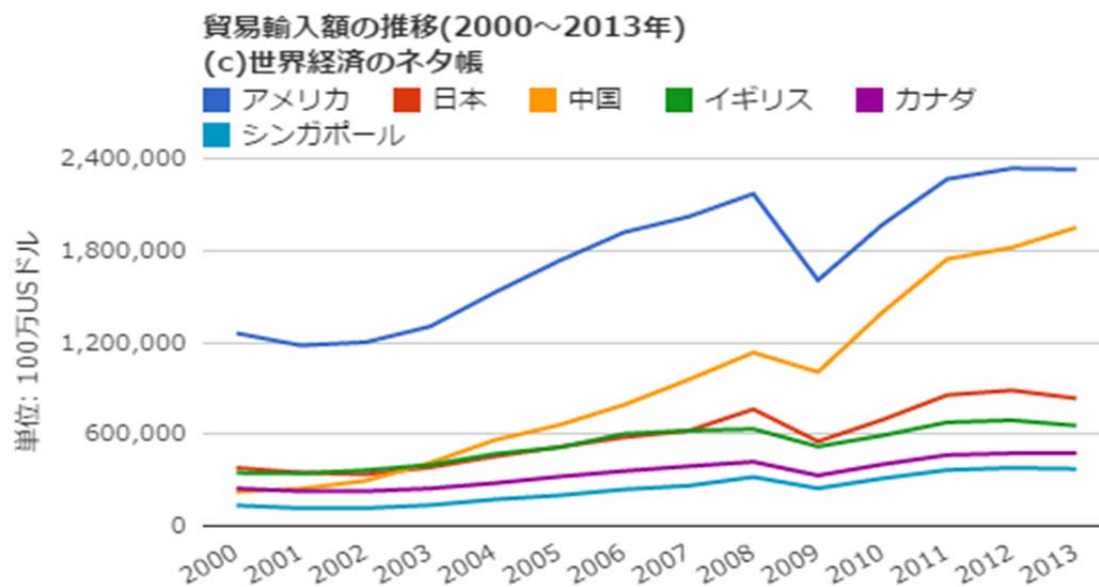
15 そのため、ドルが大きな損害を受け暴落してしまうと、ドルを扱っている多くの国々は打撃を受けることになる。図1・図2からわかるようにアジア、北米、ヨーロッパなどの様々な地域において輸出額、輸入額が大幅に減少していることがわかる。つまり、世界中の国や地域がドルの変動により多かれ少なかれ影響を受けているのだ。アメリカとの貿易が多い国ではこの影響は計り知れないものとなる。

20

25

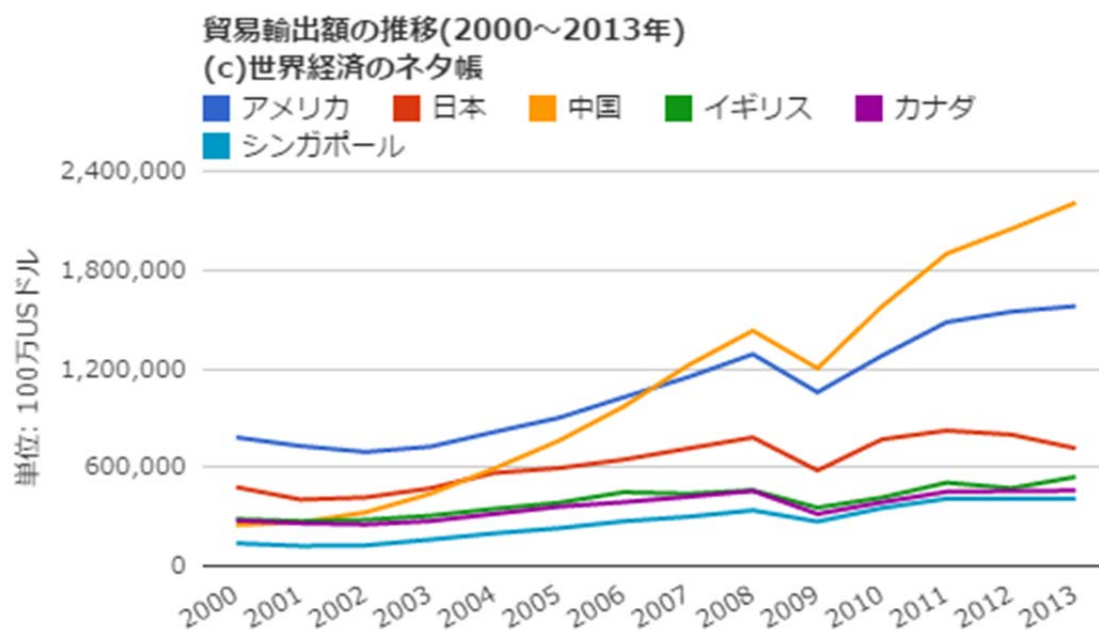
30

( 図1) アメリカ、日本、中国、イギリス、カナダ、シンガポールの貿易輸入額



(引用 <http://ecodb.net/tool/> )

5 ( 図2) アメリカ、日本、中国、イギリス、カナダ、シンガポールの貿易輸出額



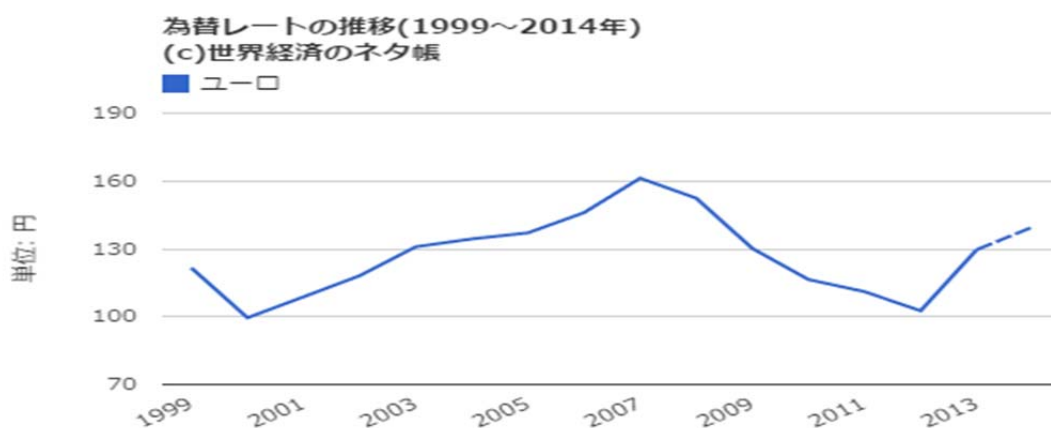
(引用 <http://ecodb.net/tool/> )

## 第二節 複数基軸通貨体制の可能性

まず、ドル基軸通貨体制に代わる通貨制度として複数基軸通貨体制が考えられる。複数基軸通貨体制はドルに匹敵するほどの国際通貨を新たに設定することで、国際取引においてドルに対する圧倒的な依存を取り除く効果がある。そして、ドルへの依存を解消することで、たとえドルが暴落したとしてもそれにより発生する影響を緩和することができる。だが、この制度の最大の問題点はドルに並びうる通貨を設定することが非常に困難であることだ。先に述べたように基軸通貨は高い一般受容性をもち、国際取引において決済通貨となることが必要である。そのため、ドルと同程度に高い受容性をもち、決済通貨となりうる貨幣が存在しなければドル基軸通貨体制から脱却することは不可能である。そこで、ヨーロッパ圏内では圧倒的な受容性を誇るユーロの可能性を考える。

ユーロは、ユーロ圏はもとよりその周辺国との間の経済取引における決済通貨として第二の基軸通貨として米ドルに肩を並べつつあった。しかし、図2からわかるように2008年に発生したリーマンショックや2010年のギリシャ危機<sup>5</sup>などの金融危機を受けて為替レートが極めて不安定な状態となっている。このような不安定な通貨を第二の基軸通貨として設定することは極めて困難である。なぜなら、基軸通貨が不安定ではそれを採用する国の経済をも不安定な状態に陥れることにつながるからだ。

(図3) USドル/円の為替レート



20

(引用 <http://ecodb.net/tool/>)

<sup>5</sup> ギリシャ共和国の2009年10月の政権交代を機に、財政赤字が公表数字よりも大幅に膨らむことを明かしたことに始まる一連の経済危機。

#### 第四章 グローバル金融危機を防ぐために

三章で説明したように、グローバル金融危機を防ぐためには、何よりもまずドル基軸通貨体制から脱却することが必要である。なぜなら、世界中の国々のドルへの依存度が高すぎるからである。そのため、ドルの変動がそれぞれの国の経済状態を左右することになった。だが、ドル基軸通貨体制から脱却するために複数基軸通貨体制を採用することは困難を極める。そこで、我々は通貨バスケット制度を提唱する。この章では、まず、通貨バスケット制の仕組みを説明し、他の通貨体制と異なる点を挙げていく。次に、国際金融のトリレンマ的視点から考察を行い、通貨バスケット制のメリットを説明する。そして、最後に通貨バスケット制を採用している国をあげつつ、制度の可能性を探っていく。

##### 第一節 通貨バスケットとは

前章から分かるように名目二国間為替相場ではドルの負うリスクやドルの世界経済に対する役割が大きくなりすぎるため、一度金融危機が発生してしまうと世界全体を巻き込んだ金融危機へと発展する可能性が高くなる。そのため、主要国の為替相場が変動しても自国は安定的な為替相場を維持することが可能な制度を取り入れる必要がある。そこで我々はドル基軸通貨体制の問題点を解消するために通貨バスケット制を提言する。

通貨バスケット制度は今までのように自国通貨の対ドル為替相場の安定を維持するのではなく、実質実効為替相場の計算に入っている貿易相手国通貨に対して安定性を維持するようにする通貨制度である。つまり通貨バスケット制度とはある国の通貨価値を複数の通貨価値の合計（加重平均）に等しくなるように通貨制度を行うことである。

例えば、160 バーツ<sup>6</sup> が 200 円の円と 2 ドルのドルの和に等しいものとする。また、為替市場で成立している円ドル為替相場が 1 ドル 100 円ならばバーツ / ドル為替相場は  $200 \text{ 円} + 2 \text{ ドル} / 160 \text{ バーツ}$  で求めることができるので 1 ドル 40 バーツとなり、バーツ / 円為替相場は 1 円 0.4 バーツとなる。

次に円高が進み円ドル為替相場において 1 ドル 80 円になったとすれば、同様の計算によってバーツの為替相場は 1 ドル 35.6 バーツ、1 円 0.44 バーツとなる。

---

<sup>6</sup> タイの決済通貨のこと。



円ドル為替相場が1ドル100円の時と比べ対ドルではパーツ高、対円ではパーツ安になっていることがわかる。逆に円安が進み1ドル120円になれば1ドル43.6パーツ、1円0・364パーツとなり対ドルではパーツ安、対円ではパーツ高になる。

- 5 また、貿易関係が密接な通貨をその重要度に合わせた比重でバスケットに入れることにより、パーツは対外的な競争相手の通貨（上記の例ではドルと円）に対してそれぞれの重要度に合わせて連動することができる。実際に、どのようなウェイトで複数の通貨で構成された通貨バスケットを作るかについては、当該国の貿易シェアを用いて国際決済銀行が計算している実行為替相場のウェイトを用いる。
- 10

## 第二節 ほかの通貨体制との比較

- 通貨バスケット以外の為替制度として固定相場制度と変動相場制度を挙げ両者を説明した後、国際金融のトリレンマの観点から3者を比較し通貨バスケットの優位性を述べる。
- 15

### 第一項 固定相場制

- 固定相場制とは為替相場の変動幅を固定または最小限に規制するものである。市場を監督する通貨当局が国際通貨基金（以下IMFと表記する）の設定した平
- 20 価の上下1%以内に維持する管理相場で、経済の動向が急激に変化した際の激しい値動きに対し通貨介入を行うなどして変動幅を守ろうとする。

- ある国間で為替相場を固定させるという点で通貨バスケット制度は固定相場制に含まれるが、通貨バスケット制度のように複数国間の加重平均値を取るのではなく1国のみ通貨、例えば米ドルと固定している場合、アメリカが利上
- 25 げを行った時には自国の景気動向や金融政策にかかわらずアメリカに追随しなければならなくなるのである。

- また新興国や途上国の様に経済規模の小さな国では自国の経済成長が海外経済の動向に左右されやすいため自国から見て経済的な影響力の大きな国の通貨に対する固定相場制を取ったほうが有利であることが多い。つまり、自国の
- 30 経済規模が大きいため対外との相場に依存した経済活動ではなく国内の経済の動

向に応じて金融政策を行う必要性が高い国では逆に不向きであると考えられる。経済規模の大きな国同士が固定相場制をとった例が欧州連合の経済通貨同盟で用いられているユーロである。ユーロは発足時から十数年がたったにも関わらず各国の交換レートが当時設定した固定相場としてそのまま残っている為調整

5 されるべき箇所が調整されず歪が大きくなっているのである。欧州連合は経済不安定化のリスクを回避するため、マーストリヒト条約に基づき各国が物価、金利、為替相場の安定、財政赤字の4項目からなる基準を満たすことが条件になっていた。しかし単一通貨により経常収支の調節機能がなくなることを考慮すれば、経常収支赤字に対して何らかの基準をつけるべきであったと考える。

10 ユーロの例からも分かるように、為替相場の変動の安定を取る代わりに自由な金融政策を諦めたものが固定相場制である。

## 第二項 変動相場制

変動相場制はフロート制とも呼ばれ、上記の固定相場制のように為替相場の変動費率を固定せずに外国為替市場の需要と供給により自由に変動させる制度

15 のことである。

変動相場制の歴史は浅く、1970年のいわゆるニクソンショックでアメリカのニクソン大統領がドルと金の兌換を停止すると発表したことが固定相場制から変動相場制への変化の発端となった。しかし、金とドルの兌換が停止されたとい

20 っても米ドルの基軸通貨としての地位は保たれ、ドルの負う負担は世界経済が発展していくにつれ大きくなり結果的に前述したドル基軸通貨の問題点へと繋がり、現在ではドル基軸通貨に変わる新たな制度が求められている状態なのである。

## 25 第三節 国際金融のトリレンマによる考察

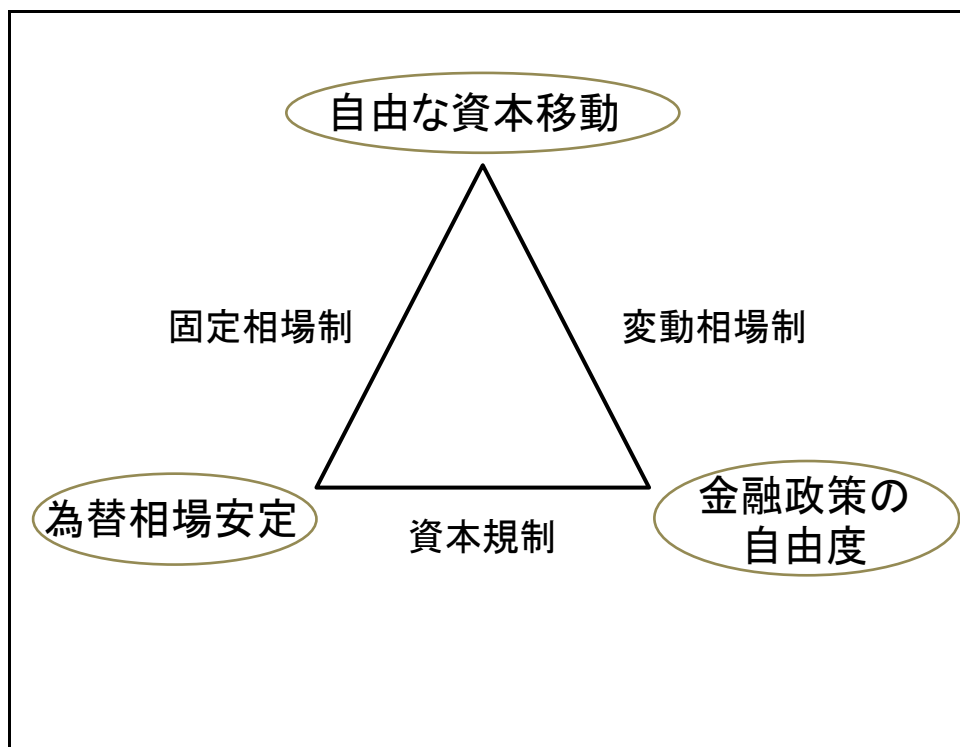
次に上記で述べた3つの制度（通貨バスケット制度、固定相場制度、変動相場制度）をトリレンマの観点から具体的数値を上げて比較し、通貨バスケット制度という制度の有用性を示す。

「国際金融のトリレンマ」とは開放経済下で各国政府が①為替相場の安定、

30 ②自由な資本移動、③金融政策の自由度（独立した金融政策の実施）という3

つの政策目的を同時に実現するのは不可能であり、どれか2つを達成しようと試みると、残りの1つが矛盾してしまうというものである。（下図参照）

（図1）「国際金融のトリレンマ」



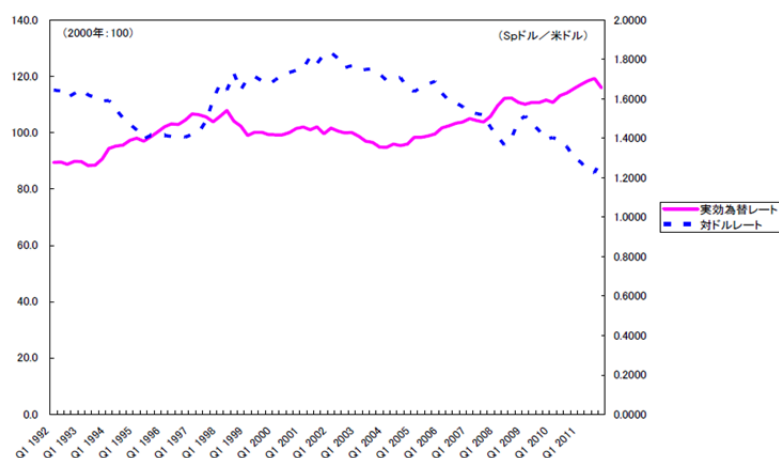
5

#### 第一項 為替相場の安定

まずは、為替相場について対米ドル相場と名目の実効為替相場の推移と比較する。

- 10 1992年第1四半期から2011年第2四半期までの20年間の平均で対米ドル最高値は2011年第3四半期の1.2255、最安値は2002年第1四半期の1,8330となっており、その中間値から見て上下20%の間に収まっているので安定していると言える。また、通貨バスケット同様に主要取引通貨との総合的な価値を示す実効為替相場でも、2000年を100として最高値は119.3、最安値88.3となっているので安定していると考えられる。
- 15

( 図 2 ) シンガポールドル相場推移



7

([http://www.jsie.jp/Annual\\_Conferences/71th\\_Konan\\_Univ/pdf/8-1\\_Akabane\\_paper.pdf](http://www.jsie.jp/Annual_Conferences/71th_Konan_Univ/pdf/8-1_Akabane_paper.pdf))

## 5 第二項 金融政策の独立性

上記の固定相場制の説明でも挙げた欧州連合が採用した通貨同盟とは自国通貨の廃止を通じて未来永劫自国通貨を他国通貨に一定の為替相場で固定してしまう制度なので究極の固定相場制度といえる。また、通貨同盟下での名目為替相場は次のように示すことができる。

### 10 自国通貨建て表示の自国の物価 / 外国通貨建て表示の外国の物価

そのため、通貨同盟内のいずれかの国の物価が上昇（下落）すればおのずと他国の物価も上昇（下落）せざるを得ないことになる。つまりある国でデフレが生じれば他国でもデフレが生じることになる。つまり、通貨同盟内のインフ

15 レ率は国、地域を問わず一致することになる。しかし加盟国のインフレ率<sup>7</sup>の推移をみるとポルトガルのみ他国のインフレ率と足並みをそろえておらず、こ

これは通貨同盟における名目為替相場の式が成立していないことを意味している。通貨同盟では、各国の中央銀行は自国固有の金融政策を捨て通貨同盟の中央銀行に金融政策をゆだねることを意味する。そのためポルトガルだけでインフ

<sup>7</sup> 各国のインフレ率(2011) オランダ 2.9 % ポルトガル 10.2 % ドイツ 2.7 % (出典) 小川英治 (2013) 「グローバルインバランスと国際通貨体制」 東洋経済新報社

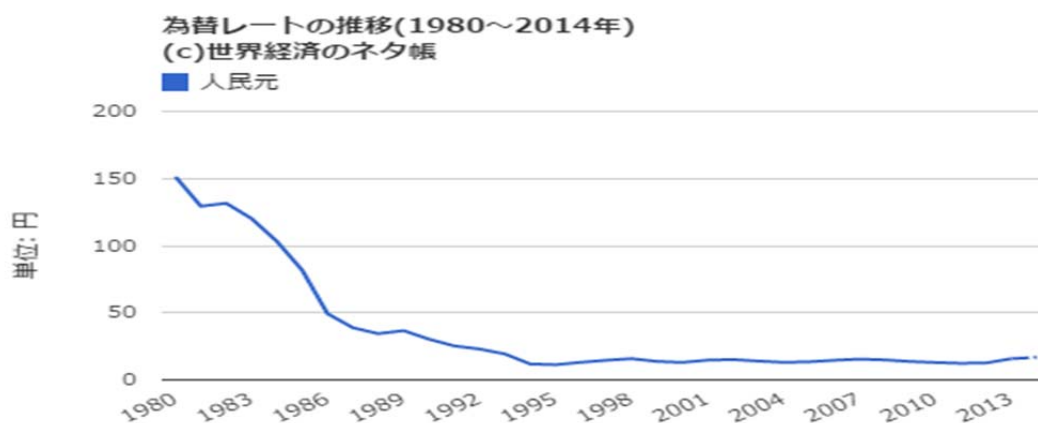
レが生じて金融引き締めでインフレを退治することはもはやできない。したがってユーロのような固定相場制ではある国固有の物価や景気の安定化に金融政策は対応できないのである。

## 5 第三項 資本移動の自由度

最後に資本移動の自由度について述べる。今回は中国の人民元改革に沿って説明をしようと思う。

人民元改革<sup>8</sup>をおこなう以前の中国、つまり人民元を管理フロート制へ移行し通貨バスケット制を導入する以前の中国は、社会主義経済であったため政府が外貨を集中管理していた。そして、貿易は政府が計画貿易のもとで国営貿易会社を通じて一元的に行っていた。また、資本取引も厳しく制限されていたため、貿易や資本取引のために中国元と外貨が交換されることはなく、為替レートは国営貿易会社の会計などに使われる公定レートを採用していた。しかし市場経済移行により貿易自由化が導入されると計画貿易が縮小し自主貿易が拡大したため為替レート制度の改革も必要となった。1981年の二重為替レート制の導入を経て1994年には為替レートが1本化されることとなった。この期間は為替の大幅な切り下げが起こったが、これは社会主義経済下で維持された極端に割高な為替レート水準を是正するために必要な調整であった。

(図3) 中国元の長期的推移

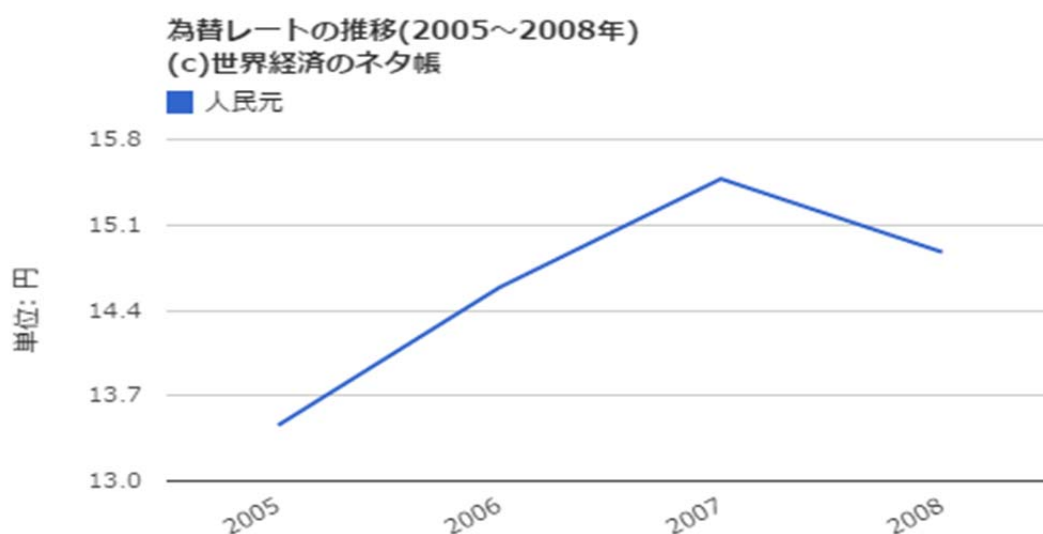


20

<sup>8</sup> 中国の通貨である人民元を2005年7月より管理フロート制へ移行し同時に通貨バスケット制を導入したこと

2005年には中国との2国間貿易赤字が大幅化した中国から元切り上げの圧力が高まり、中国は新たな為替制度改革を発表した。改革の内容は2点あり、一つ目は通貨バスケットを参照する管理変動相場制に移行すること、二つめは対ドルレートが、中国人民銀行が発表する中心レートから±0.3%以内の変更を可能にすることで、制度上は1ヶ月で最大9%の切り上げ（切り下げ）が可能となったことである。

(図4) 2005年為替市場改革後の中国元



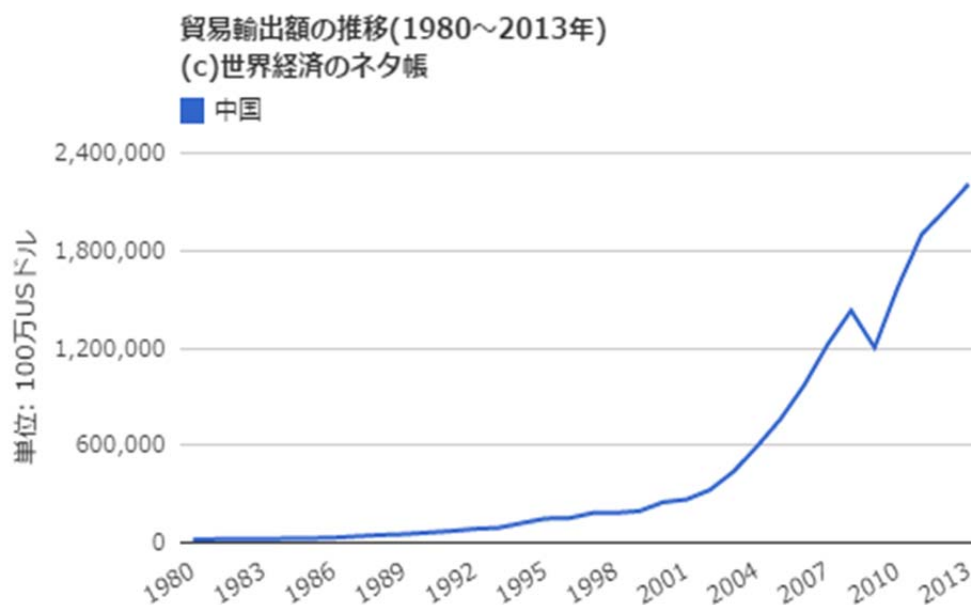
つまり、中国は通貨バスケットを参照することで資本移動の不自由さを克服することができたのである。1998年の輸出が前年比より+0.5%にとどまったことから為替レート変更後の輸出の伸び率の不振から人民元の切り上げは中国の対外貿易に大打撃を与える、引き下げをすべきだという意見もあるが、1998～2001年における中国の対外貿易と諸外国の対中直接投資の低迷は、人民元の実質的切り上げによるものだというよりも、むしろアジア金融危機後の日本、韓国、ASEAN<sup>9</sup> 諸国の経済危機および世界経済の低迷によるところが大きかったと言える。

よって、アジア金融危機と2000年に起こったアメリカのITバブル崩壊による世界経済の低迷の悪影響で、世界貿易は伸び率が鈍化し、中国の主な貿易相手国も国内需要の不振と輸入の減少を生じたにすぎなく、2000年以後の中国の対

<sup>9</sup> 東南アジア諸国連合

外貿易の躍進と諸外国の対中直接投資の急増は、人民元の実質的切り上げの影響も上手く克服されたことを示している。

(図5) 中国の貿易輸出額の長期的推移



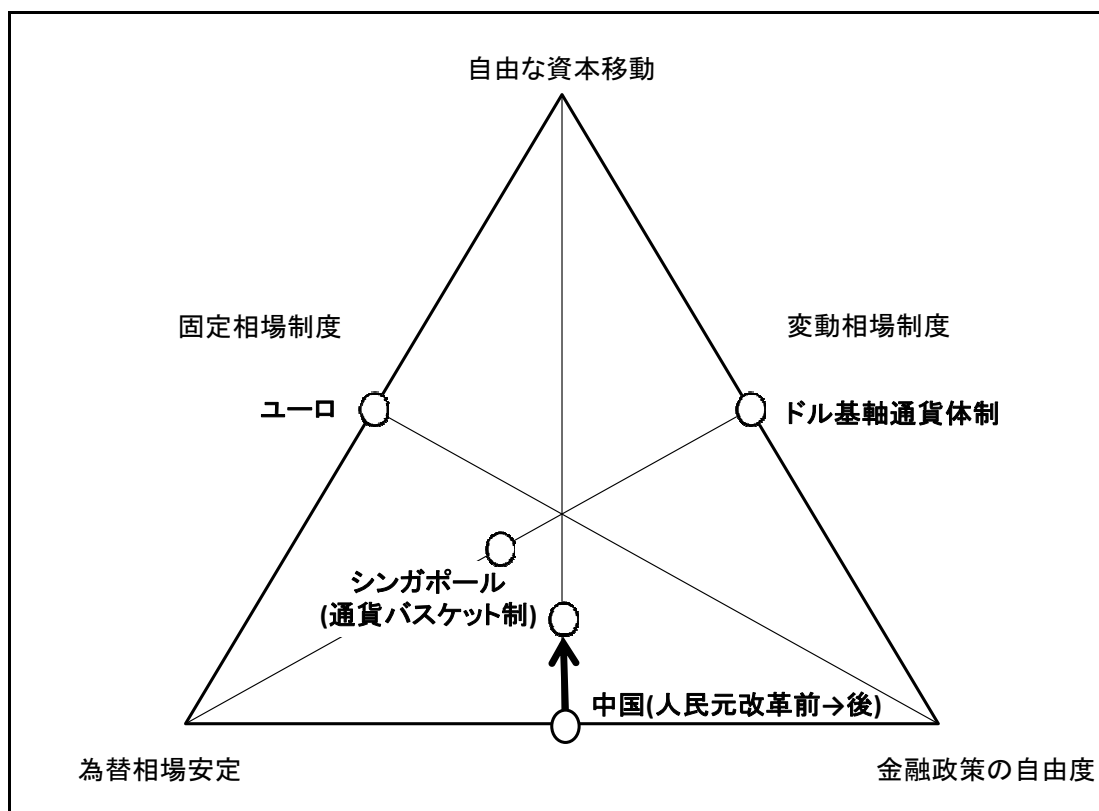
5

以上のことから通貨バスケット制はより早い経済回復を実現させることができ、どの制度よりもトリレンマの三点をカバーしているため、二点に特化し他の一点をカバーする他の制度より経済危機が起きた際より柔軟に対応できるといえる。

10

15

(図6) 国際金融のトリレンマから見た各通貨制度



5

10

15



#### 第四節 通貨バスケットを採用している国

1981年、シンガポールでは「インフレなき経済成長の維持」を政策目標とし、その達成のための手段として、通貨バスケットに基づく変動為替相場制を採用した。為替相場の管理は、中央銀行の機能を合わせ持つMASが運営し、相場の変動を為替バンド内に抑えるように市場介入を行う。なお、シンガポールにおける貿易総額の対GDP比は、2010年で297.56%と世界第二位で、貿易が経済に与える影響は極めて大きく、MAS<sup>10</sup>は為替の安定化に注力している。シンガポールの貿易取引相手国の構成を見ると、40%強を東アジア諸国が占め、アメリカ、日本、EUはそれぞれ10%台で推移しており、特定の先進国が圧倒的なシェアを占めているわけではない。このような状況では、特定の国の通貨に連動させるよりはむしろ、貿易量に基づいて構成される通貨バスケットを採用した為替制度、つまり通貨バスケット制が望ましい。つまり、シンガポールでは通貨バスケット制をとりいれるほうがドル基軸体制をとるよりも大きなメリットがある。

実際に、シンガポールが通貨バスケット制度を採用していることで金融危機の影響を軽微なものにすることができたのかを見ていく。その際に、1章で説明したリーマンショックを取り上げて説明する。

図7はそれぞれの通貨の対米ドル相場の推移を表したものである。この表からリーマンショックが起きた2008年と2009年の間で、自国通貨に対する米ドルの値がどれだけ変化したかを求めていく。すると、イギリスのポンドは約16%、ユーロは約5%、日本の円は約11%、韓国は約16%変化していることがわかる。その一方で、シンガポールのシンガポールドルと中国の人民元は2%の変化率となっており、他国と比べて格段の差があることがわかる。つまり、シンガポールは通貨バスケット制を採用することでリーマンショックの影響を抑えることができたといえる。また、前述したように、シンガポールは1992年から2011年までの20年間の間で、最高値1.2255、最安値1.8330のレベルにあり、その中間値からみて上下20%の範囲内に収まっている。これを安定していると呼ぶかどうかは個人差があると考えるが、比較的緩やかに対ドルで元高に向かってい

<sup>10</sup> シンガポールで広範囲な通貨、金融政策を担当してきた通貨金融庁。

ると言われる人民元も、2005年から2012年の7年の間で25%近く切りあがっていることを考えれば、20年で上下20%以内の変化率ということは安定していると評価できる。

(図7)各国通貨単位 対米ドル相場(平均)の推移

国名	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
イギリス	1.8318	1.8204	1.8426	2.0017	1.8532	1.5645	1.5461
ユーロ圏	0.8054	0.8041	0.7971	0.7306	0.6827	0.7198	0.7550
日本	108.19	110.22	116.30	117.75	103.36	93.57	87.78
韓国	1,114.32	1,024.12	954.79	929.26	1,102.05	1,276.93	1,108.29
シンガポール	1.6902	1.6644	1.5889	1.5071	1.4149	1.4545	1.3635
中国	8.2770	8.1940	7.9730	7.6080	6.9490	6.8310	6.7700

5 資料 IMF International Financial Statistics

## 第五節 アジアにおける通貨バスケットの可能性

アジア諸国間ではバスケット制を導入することは比較的容易である。4.1で説明したとおりバスケット制は、ある国の通貨価値を複数の通貨の価値の合計に等しくなるように、通貨政策を行うことである。また、バスケットを構成する際には、貿易関係が密接な通貨をその重要度に合わせた比重でバスケットに入れることが必要になる。しかし、実際どのようなウェイトで複数の通貨で構成された通貨バスケットを作ればよいかについては貿易シェアに基づいて決めるわけだが、ここで問題が生じる。貿易のシェアは各国々によって違っており、国の数だけ通貨バスケットが存在してしまうことである。よって、通貨バスケット内の通貨の構成比が近ければ近いほど、バスケットの複雑な構造が解消され導入が容易になるのだ。

ここで、アジアの国々の貿易シェアを見ていく。図表8からも見て取れるようにアジア諸国は貿易や直接投資においてアメリカのみならず日本・欧州や域内諸国とも密接な関係があることから、為替相場の安定性は、当該国通貨の対ドル為替相場の安定性ではなく、緊密な経済関係をもった複数の外国通貨のバスケットに対する当該国通貨の安定性を意味することがわかる。したがって、アジア諸国にとって安定すべき通貨は米ドル・円・ユーロと域内通貨から貿易ウェイトを用いて構成される通貨バスケットとなる。図表3は、BIS<sup>11</sup>が計算・公表している実効為替相場のそれぞれの通貨に対するウェイトを示している。このウェイトは当該国の貿易シェアにより算出されているが、アジア各国の対米貿易シェアは10カ国平均で13.3%なのに対して、対ユーロ圏は12.9%、対日本は15.6%となっている。

このように、主要三カ国 / 地域に対してはほぼ同じ割合で貿易関係を持っており、一つの国に圧倒的な貿易シェアをもたないことがアジア諸国の特徴である。そのため、通貨バスケット内の通貨のウェイトが国ごとにあまり差がないのである。よって、通貨バスケット制を導入する際の複雑さが解消されることになる。つまり、通貨バスケット制はアジア諸国にとって望ましい通貨体制であるといえる。

---

<sup>11</sup> 国際決済銀行のこと（Back of International Settlements の略）

( 図 8 ) アジア各国・地域の BIS 実効為替相場に基づく貿易シェア

国	米国	ユー ロ圏	日本	中国 香港	韓国	台湾	ASEAN	その 他	アジ ア 計
中国	19.0	19.4	15.9	0.6	7.9	5.8	8.4	22.9	38.7
台湾	13.5	11.1	18.7	27.6	6.0		9.5	13.8	61.6
香港	8.3	12.5	11.8	14.0	4.7	4.7	23.0	21.1	58.1
イン ドネ シア	10.1	11.0	15.7	16.7	5.1	2.8	24.0	14.6	64.3
日本	16.6	14.0		30.2	5.9	3.8	12.1	17.3	52.1
韓国	13.0	13.4	16.3	28.5		3.5	8.2	17.2	56.5
マレ ーシ ア	14.3	12.6	13.1	18.1	4.4	3.8	19.5	14.2	58.9
フィ リピ ン	14.9	11.5	17.9	16.5	6.6	4.9	17.2	10.5	63.1

シン	13.3	12.8	11.0	19.6	5.6	4.4	19.3	14.0	59.9
ガポ									
ール									
タイ	10.5	11.3	20.5	18.8	4.3	3.6	14.7	16.3	61.9
平均	<b>13.3</b>	<b>12.9</b>	<b>15.6</b>	<b>19.0</b>	5.6	4.2	15.6	16.2	57.5

小川英治（2013）「グローバルインバランスと国際通貨体制」参照

5

10

15

20

おわりに

ここまで、なぜ金融危機は発生し繰り返されてしまうのか、それを防ぐためにはどうすればよいのか論じてきた。予測が不可能なバブルの発生、その崩壊が金融危機の発端と考え、ここではサブプライム・ローンに焦点を絞って論じた。そして、これから起こりうる金融危機として、シャドーバンキングの脅威も示した。私たちはそれらを踏まえたうえで、金融危機を防ぐためには「ドル基軸通貨からの脱却」が必要であると考え、具体的な方法として、通貨バスケット制を提案する。これまで我々がとってきたドル基軸通貨体制はドルへの依存度があまりに高いため1度ドルが暴落すると世界を巻き込んだ国際金融危機に発展してしまうという問題点があった。つまりドル基軸通貨体制は、金融危機に陥った際経済回復に必要なドル自体が正しく機能できない状態となるため立て直しが困難なのである。しかし、通貨バスケットは、自国通貨の対ドル為替相場の安定を維持することだけでなく通貨バスケット内の複数の通貨価値の加重平均に対して自国の為替相場の安定性を維持することをポイントとしており、一国あたりの負担する通貨価値が小さいため国際的な記入危機が起きても柔軟で素早い立て直しが可能なのである。

通貨バスケットで特筆すべきはやはりその“安定性”である。これは、国際通貨体制からみるトリレンマからの考察やシンガポールで通貨バスケットが功を奏したその実例がその主張を裏付けている。トリレンマは為替相場の安定、金融政策の独立性、資本移動の自由度の三点からなるが為替相場の安定においては変動相場制より、金融政策の独立性においては固定相場制より、資本移動の自由度においては社会主義経済をはじめとする資本規制政策より優れており、他の政策より弱点が少ないと考えられるので、どのような金融危機が発生しても発生した金融危機のタイプに合わせ対応することが可能である。また、シンガポールでは、リーマンショックが起きた2008年から2009年の間に、わずか2%しか対ドルレートが変動していないことがわかる。この数値は、他の国々と比較してみるとどれだけ影響を受けていなかったかがはっきりとわかる。このように、金融危機によってある通貨価値が暴落したとしても、通貨バスケット制を採用していれば影響を圧倒的に軽減できる

同時に私たちはアジア域内の体質を分析し、アジア域内での通貨バスケット

導入の実用的な可能性にも目を向けた。アジア諸国は貿易や直接投資においてアメリカや日本、欧州と密接なつながりがあるため、アジアにおける為替相場の安定とは緊密な経済関係をもった複数の外国通貨のバスケットに対する当該国通貨の安定性を意味することがわかる。このように1つの国に圧倒的貿易シェアを持つわけではないアジア諸国は通貨バスケットのもつ複雑性という問題点も解消することができるのである。

このように通貨バスケット制度の採用は、グローバル金融危機を防ぐうえで非常に有効な手段と言え、早期の導入が望ましい。

10

15

20

25

30

参考文献

< 書籍・雑誌 >

- ・赤羽裕（2012） シンガポールドルから考える通貨バスケットの特性
- ・小川英治（2013） 「グローバルインバランスと国際通貨体制」  
5 東洋経済新報社
- 小川英治（2007） 「通貨バスケットの経済分析」 東洋経済新報社
- 小川英治（2011） 「東アジアの通貨事情が見える『国際金融のトリレンマ』  
入門」 『プレジデント2011年6.13号』
- 小川英治（2001） 「地域横断的な通貨バスケット制の総括と展望」
- 10 ・ジョン・ウィリアムソン著、小野塚佳光編訳（2005）  
『国際通貨制度の選択：東アジア通貨圏の可能性』岩波書店
- ・多田忠義（2008） 「通貨バスケット制の特徴と中間性」農林中金総合研究所
- ・三浦潔（2001） 「シンガポールの通貨バスケット制度」財務省委嘱  
『通貨バスケット制実施国の実態調査 第2章』
- 15 ・絹川直良（2007） 「アジア通貨単位と通貨バスケット指数」経営論集第17巻

< ホームページ >

- REUTERS ロイター <http://jp.reuters.com/article/forexNews/idJPJK068309220111212>
- FM プライム by GMO <https://www.fxprime.com/firstfx/lecture/09.html>
- 20 iFinance <http://www.ifinance.ne.jp/glossary/currency/cur129.html>
- FXCM <http://www.fxcm.co.jp/support/word/k1pgmk000000qgf5.html>
- 金融用語辞典 <http://www.findai.com/yogow/w00446.htm>
- 証券投資用語辞典 <http://secwords.com>
- Weblio 辞書 <http://www.weblio.jp/content>
- 25 投資ファンド業界情報 <http://private-equity.jp/fund/>
- サブプライム問題解体新書 <http://subp.nf4hou.com/kabu/index2.html>
- シャドバンキング解体新書 <http://shadowbank.nobisiro.com/page/sikumi.html>
- 世界のネタ帳 <http://ecodb.net/tool/>