

準備通貨の多様化と為替リスク*

有 馬 敏 則

I . はじめに

第2次大戦後に構築されたブレトン・ウッズ体制（IMF体制）は、金とドルを中心とする国際金為替本位制であった。すなわち金1オンス＝35ドルで相互に交換可能で、各国は金為替であるドルに一定比率でリンクしていた。

1946年のブレトン・ウッズ体制発足後しばらくは、世界各国でドル不足が続き、過少流動性が問題であった。世界経済を拡大させるためには、金の増産では限界があり、世界で流通する基軸通貨としてのドル総額を増大する必要があった。国際流動性たる国民通貨であるドルを供給するためには、米国が世界から財・サービスを積極的に輸入し、常に経常赤字を出し続けなければならなかった。そして世界各国は、進んでドルを受け入れた。その意味で米国は「国際通貨発行特権（International Seigniorage）」¹⁾を保有していたといえる。

しかし米国の国際収支大幅赤字は続き、対外短期ドル債務が米国保有金を超過した1960年からはドルの信認が低下し、たびたび「ドル危機」が発生した。第1図は世界の公的準備の資産別（SDR表示）推移である。1960年時点では金の比率が一番大きく、ついでドルを中心とする外貨、そしてIMFからの借入れ枠（リザーブ・ポジション）の順であった。

ところが戦後復興を済ませ、急速に拡大する国際貿易に対し、引き続き金は生産面の制約から対応できず、もっぱら米国国際収支赤字により国際流動性が供給されてきた。その意味でドルに対する信認は低下していたものの、「計算

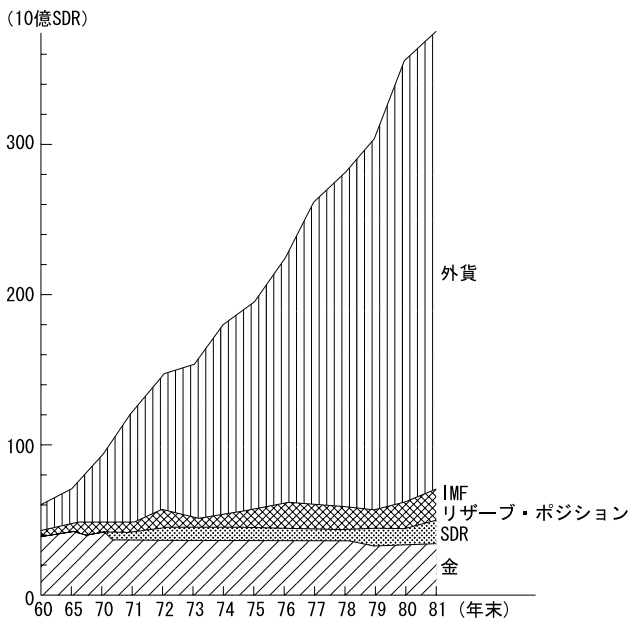
* 本稿は滋賀大学経済学部学術後援基金による研究成果の一部である。

1) 国際通貨発行特権についての費用・便益分析については、拙著『国際通貨発行特権の史的研究』日本学術振興会、1984年を参照されたい。

単位通貨」「決済通貨」「準備通貨」として、ドルは世界各国に受け入れられた。さらに1965年から米国が本格的にベトナム戦争に参戦してからは、米国国際収支赤字は大幅に拡大し、ドル供給も急増した。

そして1971年8月15日、米国金保有量100億ドルのうち30億ドルを金と交換しようとしたスイスの動きに対し、ニクソン大統領は金とドルの交換を停止し、戦後のブレトン・ウッズ体制は名実ともに崩壊した。その後同年12月、スミソニアン合意による通貨の多角的調整が行われ、金に交換されないドルを中心とした「ドル本位制」的状况が続いたものの、金準備に制約されなくなった米国は、ますます金融節度を守らず、米国国際収支赤字は依然として改善されなかった。これは第1図で1965年からドルを中心とした外貨準備が急増していることにも明示されている。そして、ついに1973年2月から3月にかけて主要国は変

第1図 公的準備の資産別推移



(注) 金は1オンス = 35SDR で評価

<出所> IMF, International Financial Statistics 各号

動相場制移行を余儀なくされ、現在まで継続している。

本稿においては、1973年の変動相場制移行から1979年の欧州の ECU (European Currency Unit, 欧州通貨単位) 発行開始までの期間と、ブラザ合意 2 年前の1983年から日本のバブル崩壊が本格化した1992年までの期間、アジア通貨危機が発生した1997年からサブプライム問題が顕在化した前年の2006年までの期間、2007年以降の4期間について、IMF 加盟国の公的外国為替準備の通貨別構成について検討し、準備通貨の多様化の動きを概観していく。

そしてドルの実効為替相場が低下し、サブプライムローンによる世界的信用不安下での「ドル離れ現象」と為替リスクについて考察を行いたい。

Ⅱ．変動相場制移行から ECU 発行まで

1．1973年から1979年までの公的外国為替準備の通貨別構成比率

(1) 公的外国為替準備の計算方法

第1表は IMF の『1980年年報』に掲載された、変動相場制移行後の「IMF 加盟国の公的外国為替(外貨)準備の通貨別保有比率」である。第1表は従来ドル表示であった各国通貨建の公的短期債務残高が、SDR(Special Drawing Rights, 特別引出権)表示で行われている。この理由は第2表の「公的外国為替準備の

第1表 公的外国為替準備の通貨別保有比率 (SDR 評価, %)

年・四半期	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1979 ECUを除 いた時
米ドル	84.6	84.3	85.1	86.6	85.1	82.1	(65.1)	77.8
ポンド	7.0	6.1	4.1	2.1	1.8	1.6	(1.9)	2.1
ドイツ・マルク	5.8	6.6	6.6	7.4	8.5	10.3	(10.7)	11.7
フランス・フラン	1.0	1.0	1.3	1.0	0.8	1.0	(0.9)	1.0
スイス・フラン	1.2	1.6	1.7	1.6	2.2	2.0	(2.8)	3.1
オランダ・ギルダー	0.3	0.4	0.6	0.5	0.4	0.5	(0.7)	0.7
円			0.6	0.8	1.2	2.5	(3.3)	3.6
ECU							(14.7)	

< 出所 > IMF, *Annual Report 1980*, p.64.

第2表 公的外国為替準備のSDR評価による変化 (単位100万SDR)

年・四半期	1973 : 1974 :	1974 : 1975 :	1975 : 1976 :	1976 : 1977	1977 : 1978 :	1978 : 1979 :	1973 : 1979 :
ドル							
当初価値額	75,151	86,007	105,144	122,145	151,885	161,437	75,151
量の変化	10,856	15,976	16,323	36,328	20,137	-16,034	83,586
価格の変化	0	3,161	678	-6,588	-10,585	-1,325	-14,659
変化総量	10,856	19,137	17,001	29,740	9,552	-17,359	68,927
ポンド							
当初価値額	6,236	6,233	5,052	3,011	3,267	3,174	6,236
量の変化	199	-243	-1,296	41	-69	675	-693
価格の変化	-202	-938	-745	216	-24	294	-1,399
変化総量	-3	-1,181	-2,041	257	-93	969	-2,092
ドイツ・マルク							
当初価値額	5,192	6,748	8,208	10,391	15,185	20,203	5,192
量の変化	1,054	1,472	1,162	3,806	3,790	2,453	13,737
価格の変化	502	-11	1,021	988	1,228	944	4,672
変化総量	1,556	1,461	2,183	4,794	5,018	3,397	18,409
フランス・フラン							
当初価値額	909	1,052	1,626	1,421	1,484	1,073	909
量の変化	232	479	-66	48	401	75	1,169
価格の変化	-89	95	-139	15	88	52	22
変化総量	143	574	-205	63	489	127	1,191
スイス・フラン							
当初価値額	1,075	1,625	2,067	2,229	3,862	4,041	1,075
量の変化	457	147	1	1,093	-363	2,035	3,370
価格の変化	93	295	161	540	542	79	1,710
変化総量	550	442	162	1,633	179	2,114	5,080
オランダ・ギルダー							
当初価値額	287	413	743	758	809	988	287
量の変化	94	336	-58	27	107	483	989
価格の変化	32	-6	73	24	72	30	225
変化総量	126	330	15	51	179	513	1,214
円							
当初価値額			715	1,114	2,062	4,903	
量の変化		709	363	722	2,532	3,650	7,976
価格の変化		6	36	226	309	-1,255	-678
変化総量		715	399	948	2,841	2,395	7,298
ECU							
当初価値額	-	-	-	-	-	0	0
量の変化	-	-	-	-	-	27,691	27,691
価格の変化	-	-	-	-	-	4,818	4,818
変化総量	-	-	-	-	-	32,509	32,509
小計							
当初価値額	88,850	102,078	123,555	141,069	178,554	196,719	88,850
量の変化	12,892	18,876	16,429	42,065	26,535	21,028	137,825
価格の変化	336	2,602	1,085	-4,579	-8,370	3,637	-5,289
変化総量	13,228	21,478	17,514	37,486	18,165	24,665	132,536
公的保有総額							
当初価値額	98,285	114,400	137,347	160,330	200,294	221,134	98,285
変化総量	16,115	22,947	22,983	39,964	20,840	24,891	147,740
期末の価値額	114,400	137,347	160,330	200,294	221,134	246,025	246,025

SDR 評価による変化」で示されているように、為替取引による各国通貨別保有額の変化のみならず、各国通貨の SDR 価格の変化も反映させようという企みである。すなわち第 2 表では、7 通貨建ごとに公的外国為替準備の変化要因を「(取引)量の変化」と「(評価)価格の変化」に区別し、変化総量として表示している²⁾。

(2) SDR と通貨バスケットのウエイト

SDR は、国民通貨ドルが同時に基軸通貨としての役割を果たすために生じる「流動性ジレンマ」³⁾を克服するために、1969 年外貨準備資産として創設された。当初 SDR の価値は純金 0.888671 グラムと等価とされ、ブレトン・ウッズ体制下のドルの金分量と同一（金 1 オンス = 35 ドルという金価格下におけるドルと等価）で、1 SDR は 1 ドルに相当した。しかし 1973 年の変動相場移行に伴い、SDR を金価値で表すことの正当性が低下し、1974 年 7 月 1 日に新 SDR の価値は通貨バスケットとして定義された。

通貨バスケットに組み入れられる通貨は、国際貿易で 1968 年～1972 年の 5 年間の平均輸出額が世界の 1% 以上を占めている 16 カ国通貨であった。当初 SDR バスケットのウエイトは米ドル 33.0%、ポンド 9.0%、ドイツ・マルク 12.5%、フランス・フラン 7.5%、円 7.5%、カナダドル 6.0%、リラ 6.0%、オランダ・ギルダー 4.5%、ベルギー・フラン 3.5%、スウェーデン・クローネ 2.5%、オーストラリア・ドル 1.5%、デンマーク・クローネ 1.5%、ノルウエー・クローネ 1.5%、スペイン・ペセタ 1.5%、オーストリア・シリング 1.0%、そして南アフリカ・ランド 1.0% であった。

また 1 SDR に含まれる各国通貨額（各国通貨建）は、1974 年 6 月 27 日に終

2) さらに各年末における SDR 建の公的為替準備に占める各国通貨構成比を、以下の式により 1973 年基準の実質値に変換して求めることができる。

$$1973 \text{年基準の各年末各国通貨構成比} = \frac{R}{SR} \times 100 (\%)$$

ここで R = $\frac{\text{当該年末の当該国通貨の邦貨建 SDR 相場}}{1973 \text{年末当該国通貨の邦貨建 SDR 相場}}$ × 各年末各国通貨構成比

3) 国際流動性を供給するためには、米国の国際収支赤字が必要であるが、あまりにも赤字を出し過ぎるとドルの信認が低下するというジレンマで、トリフィン (R. Triffin) が 1961 年『金とドルの危機』で指摘し、「トリフィン・ジレンマ」とも呼ばれる。

る3ヵ月間の各国通貨の対米ドル平均相場(ニューヨーク市場の正午現在)や、新SDR発足前日の取引日である6月28日(金曜日)の対米ドル相場を用いて決定された。

1974年7月1日に新SDRの価値基準が適用された時、1SDR=1,20601ドル、1SDR=248.77円であったが、その後のSDRの価値は16通貨の為替相場変動により、各国通貨ウエイトに応じ影響を受けることになるので、毎日変動することとなった。

その後1978年7月に16通貨のうち、デンマーク・クローネと南アフリカ・ランドが除外され、サウジアラビア・リアルとイラン・リアルが通貨バスケットの中に加えられ、ウエイトも若干変更された⁴⁾。第1表の通貨でSDRバスケットのウエイトは、米ドル33.0%、ポンド7.5%、ドイツ・マルク12.5%、フランス・フランク7.5%、オランダ・ギルダー5.0%、円7.5%(以上合計ウエイト73.0%)に変更された。

2. 公的外国為替準備の通貨別保有比率の推移

(1) 米ドルの保有比率の推移

第1表によると主要国が変動相場制に移行した1973年第1四半期末から1976年第4四半期末まで米ドルの保有比率は上昇している。そして1977年第4四半期末から若干の低下傾向がみられるものの、1978年10月のカーター大統領のドル防衛策実施もあり1978年までは80%台を維持した。また1979年第4四半期に65.1%と急減しているのは、EMS(European Monetary System, 欧州通貨制度)のもとで、EC(European Community, 欧州共同体)加盟の各国中央銀行が保有する外貨準備のうち金およびドルの20%をFECOM(欧州通貨協力基金)に預託することを見合いとしてECU⁵⁾が発行されたという技術的措置のためである。FECOMに払い込まれたドルは、公的外国為替準備から除かれるためで、

4) 詳しくは則武保夫「SDR その価値と性格」『国際金融教室(安東盛人・土屋六郎編)』有斐閣、1981年、pp.205-208。加瀬正一『SDRの知識』日本経済新聞社、1979年、荒木信義『変貌する国際通貨制度』教育社、1979年を参照されたい。

5) EMSではIMFのSDRをまねて、その中心にECUを置いている。ECUは為替相場の表示単位、介入等の操作の基礎、介入、信用供与制度の表示単位、通貨当局間の決済手段等

このドルを公的外国為替準備に算入すれば、ドルの通貨別保有比率は77.8%となる。

ドルの保有比率が1976年をピークに減少しているのは、第2表のドルの項目の価格の変化がマイナスになっていることから判るように、1977年秋からのドル相場下落によるSDR評価下落が反映されたためである。

しかし1973年の主要国通貨の変動相場制移行にともない、準備通貨の多様化が声高に主張されたにもかかわらず、1977年まで米ドルが7カ国通貨合計の85%前後の保有比率を維持したことは、注目に値する。1973年から77年は米国内の景気刺激のため積極的な金融・財政政策が採られ、金融緩和の時期でもあった。経常収支赤字拡大の他に証券投資、短期資本等資本流出も増大し、海外で保有される国際通貨ドルの急増をもたらした。

大量のドル供給に対し、ドル下落にともなうドル売りの対象としては、ドイツ・マルクやスイス・フラン等強い通貨が選ばれた。そして西ドイツ通貨当局はマルク相場の急激な上昇を回避するために為替市場に介入し、「ドル買い・マルク売り」を通じて、ドル保有を増加させた。このように西ドイツ以外の通貨当局は、「ドル売り・マルク買い」によりドル債権をマルク債権に転換し、準備通貨の多様化を図った。

したがって、この時期に西ドイツ以外の通貨当局が売却したドルは、西ドイツ通貨当局に購入され、結果的に西ドイツ以外の通貨当局のマルク保有増大とともに、西ドイツ通貨当局の公的ドル準備増大となった。よって公的外国為替準備においてマルク保有は増加するが、ドルも保有国は変わるもののドルの総量は減少しないことになる⁶⁾。

(2) ドル以外の通貨の保有比率の推移

第1表からポンドの保有比率の1975年からの急激な低下と、ドイツ・マルクの右肩上りの保有比率の上昇が注目される。これは英国とドイツの経済の差に

、としてフルに利用されることになっていった。詳しくは、拙稿「欧州通貨統合とEMS」『彦根論叢』第201号、1980年3月を参照されたい。

6) 深町郁彌『現代資本主義と国際通貨』岩波書店、1981年、pp. 305-318。

よるところが大きく、1974年には両国の比率は逆転している。そして1979年には、ドイツ・マルクが11.7%に達している。

また1973年、74年のデータは不明なものの、円は1975年に計上されて以来、ドイツ・マルクと同様に右肩上りで比率を拡大し、1979年には3.6%と、スイス・フランを追い抜いて、保有比率が米ドル、ドイツ・マルクについて第3位と躍進している。

Ⅲ．プラザ合意直前から日本のバブル崩壊まで

1．公的外国為替準備の通貨別保有比率（1983年～1992年）

第3表はIMFの『1993年年報』に掲載された1983年から1992年までの「公的外国為替準備の通貨別保有比率」であり、第4表は同年報で公表された1986年から1992年までの「公的外国為替準備のSDR評価による変化」である。第4表は、基本的に第2表と同じ手法で作成されている。

第3表は公的外国為替準備の通貨別構成を「All countries(全地域) = Industrial countries(先進諸国) + Developing countries(発展途上諸国)」に分類して示している。また第4表はSDR表示であるが、SDR自身の通貨価値の標準バスケット方式も変更された。既述のように1978年7月、通貨バスケットの構成通貨16カ国の入れ替えと、その通貨のウエイトの一部が調整されたが、さらに1981年1月から構成通貨を米ドル、ドイツ・マルク、円、ポンド、フランス・フランの主要5カ国通貨に簡素化され、ウエイトも変更された。さらに1986年にウエイト調整が行われ、米ドル42.0%、ドイツ・マルク19.0%、円15.0%、フランス・フラン12.0%、ポンド12.0%となった。

2．通貨別保有比率の推移

(1) 米ドルの保有比率の推移

第1表より米ドルの公的外国為替準備に占める保有比率が、1979年より70%台に低下したことは既述したが、その後も米国の高金利の影響もあり、第3表の全地域で1984年までは70%前後を維持していた。しかし1985年9月22日のプラザ合意後の急激なドル相場下落の中で、1985年から1989年までは60%台に低

第3表 公的外国為替準備の通貨別保有比率 (%)

年 末	Memorandum ECUs Treated Separately										
	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1992
All countries											
U.S. dollar	71.1	69.9	64.8	67.0	67.8	64.6	60.2	57.5	58.4	64.4	55.3
Pound sterling	2.5	2.9	3.0	2.5	2.4	2.7	2.7	3.4	3.6	3.2	3.1
Deutsche mark	11.7	12.6	15.1	14.6	14.4	15.6	19.0	18.6	16.5	13.0	12.5
French franc	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8	1.0	1.4	2.3	2.8	2.5	2.4
Swiss franc	2.3	2.0	2.3	2.0	1.9	1.9	1.5	1.4	1.4	1.3	1.3
Netherlands guilder	0.8	0.7	1.0	1.1	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	0.7	0.7
Japanese yen	4.9	5.8	8.0	7.8	7.5	7.7	7.7	8.8	9.4	8.1	7.8
Unspecified currencies	6.0	5.4	4.9	4.1	3.9	5.4	6.5	6.9	6.9	6.8	16.9
Industrial countries											
U.S. dollar	77.2	73.5	65.2	69.4	71.4	67.7	59.6	56.0	55.8	64.9	49.9
Pound sterling	0.7	1.4	1.8	1.3	1.1	1.5	1.4	1.9	2.0	2.3	2.2
Deutsche mark	13.0	15.1	19.5	16.7	15.9	17.3	22.5	21.9	20.0	14.4	13.5
French franc	0.0	0.1	0.1	0.1	0.4	0.7	1.2	2.5	3.2	3.0	2.8
Swiss franc	1.5	1.5	2.1	1.7	1.6	1.7	1.1	1.1	0.8	0.6	0.5
Netherlands guilder	0.5	0.6	1.0	1.1	1.3	1.1	1.2	1.3	1.2	0.5	0.5
Japanese yen	5.1	6.3	8.9	8.3	7.1	7.0	8.1	9.6	10.4	7.4	7.0
Unspecified currencies	2.0	1.4	1.4	1.4	1.3	3.0	4.8	5.9	6.5	6.9	23.5
Developing countries											
U.S. dollar	64.6	66.2	64.5	63.2	59.8	57.4	61.3	60.7	62.7	63.6	64.6
Pound sterling	4.4	4.4	4.3	4.6	5.2	5.6	5.6	6.4	6.0	4.6	4.6
Deutsche mark	10.3	9.0	10.0	11.0	11.1	11.6	11.3	11.6	10.8	10.9	10.9
French franc	1.6	1.5	1.9	2.0	1.8	1.7	1.8	2.0	2.1	1.9	1.9
Swiss franc	3.2	2.5	2.6	2.5	2.7	2.5	2.3	2.2	2.2	2.5	2.5
Netherlands guilder	1.0	0.8	0.9	1.1	1.1	0.9	0.8	0.7	0.8	0.9	0.9
Japanese yen	4.7	5.2	6.9	7.1	8.5	9.2	6.9	7.3	7.7	9.0	9.0
Unspecified currencies	10.3	9.6	9.0	8.5	9.7	11.1	10.0	9.0	7.7	6.7	6.7

< 出所 > IMF, *Annual Report 1993*, p.107.

下し、1990年と91年には50%台に一段と低下している。米国景気が回復した1992年には60%台を回復している。しかし、備考にあるように ECU 発行のために FECOM (欧州通貨協力基金) に預託されたドルは、公的外国為替準備から除外されるために、ECU を考慮するとドル保有比率は55.3%まで低下してしまう。

先進諸国におけるドル保有比率は、1985年を除いて1987年までは70%台前後を維持し、1988年に60%台に低下し、1989年から1991年までは50%台に下落している。

第4表 公的外国為替準備のSDR評価による変化 (単位100万SDR)

年 末	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
U.S dollar							
Change in holdings	3,054	38,700	17,227	11,125	16,891	15,029	37,965
Quantity change	22,126	70,963	4,709	5,400	37,470	17,240	25,857
Price change	-19,072	-32,263	12,518	5,726	-20,580	-2,211	12,108
Year-end value	187,168	225,867	243,094	254,220	271,110	286,140	324,104
Pound sterling							
Change in holdings	-1,376	1,220	2,351	1,198	5,021	2,010	-1,069
Quantity change	-667	489	2,164	2,348	3,522	2,561	2,610
Price change	-708	732	187	-1,150	1,499	-551	-3,679
Year-end value	7,572	8,792	11,144	12,341	17,363	19,372	18,304
Deutsche mark							
Change in holdings	-1,904	9,830	10,585	23,484	8,633	-6,608	-16,043
Quantity change	-7,758	6,956	14,283	17,068	3,955	-4,638	-14,626
Price change	5,854	2,874	-3,698	6,416	4,678	-1,970	-1,417
Year-end value	43,466	53,296	63,880	87,364	95,997	89,389	73,346
French franc							
Change in holdings	-296	589	1,217	2,366	5,446	3,156	-818
Quantity change	-424	482	1,481	1,927	5,091	3,155	-608
Price change	129	107	-264	438	354	1	-210
Year-end value	2,398	2,987	4,204	6,570	12,016	15,172	14,354
Swiss franc							
Change in holdings	-859	1,141	745	-1,007	444	57	209
Quantity change	-1,825	498	1,490	-958	-235	412	434
Price change	965	644	-745	-49	680	-356	-225
Year-end value	6,031	7,173	7,918	6,911	7,355	7,412	7,621
Netherlands guilder							
Change in holdings	425	1,273	-249	778	523	192	-1,918
Quantity change	31	1,020	53	439	289	267	-1,916
Price change	393	253	-302	339	234	-76	-1
Year-end value	3,282	4,554	4,305	5,083	5,606	5,798	3,881
Japanese yen							
Change in holdings	-620	4,352	3,756	4,039	10,050	5,276	-5,257
Quantity change	-3,733	1,734	2,724	7,701	10,221	2,038	-7,388
Price change	3,113	2,618	1,032	-3,662	-170	3,238	2,131
Year-end value	23,418	27,769	31,525	35,564	45,615	50,891	45,634
European currency unit							
Change in holdings	2,677	16,521	-5,985	364	492	4,046	4,455
Quantity change	-372	14,049	-3,296	-1,878	-2,107	4,950	8,713
Price change	3,049	2,472	-2,689	2,242	2,600	-905	-4,258
Year-end value	40,720	57,241	51,257	51,621	52,113	56,159	60,614
Sum of the above							
Change in holdings	1,102	73,626	29,647	42,347	47,501	23,158	17,525
Quantity change	7,379	96,191	23,608	32,048	58,206	25,986	13,076
Price change	-6,277	-22,565	6,038	10,299	-10,705	-2,829	4,449
Year-end value	314,055	387,681	417,327	459,674	507,175	530,332	547,858
Total official holdings							
Change in holdings	15,863	91,988	38,375	50,675	48,531	31,926	20,720
Year-end value	364,135	456,124	494,498	545,173	593,704	625,630	646,350

< 出所 > IMF, *Annual Report 1993*, p.108.

発展途上諸国におけるドル保有比率は、1983年から1987年まで60%台前後と先進諸国より低水準で推移している。しかし1989年から1991年までは60%台と、

先進諸国よりもドル保有比率が高く、1989年の天安門事件やイラクのフセイン大統領のクウェート侵攻等により、「有事のドル選好」が働いたものと考えられる。

また第4表の米ドルの年末のドル価値は、1986年の1871億 SDR から1992年の3241億 SDR まで一貫して増加している。これは最下段の公的総保有準備高の年末の価値が継続して増加しているのと同じ動きである。

(2) ドル以外の通貨の保有比率の推移

ポンドは全地域では、1983年から1989年まで（1985年を除いて）保有比率が2%台であったものが、1990年から1992年まで3%台となり、北海油田等産油国としての立場の強化や英国内経済の回復が反映されているといえるだろう。しかしポンド保有比率は先進諸国では、1983年から1990年まで2%以下と低水準であるのに対し、発展途上諸国では4%台から6%台と高水準にある。これは大英帝国時代の旧植民地諸国のポンド保有が、現在も続いていることを示しているといえるだろう。

ドイツ・マルクは全地域で、1983年から1989年まで11.7%から19.0%まで一貫して保有比率を高めている。しかし東西ドイツ統合による経済状況の悪化により、1990年から1992年までは保有比率を減少させている。ドイツ・マルクは発展途上諸国では、1983年から1992年まで9%から11%台で推移しているのに対し、先進諸国では1983年から1988年まで（1985年を除く）13%台から17%台、1989年から1991年までは20%台と、より保有比率を高めている。これは先進諸国の、この期間のドル保有比率の低下とは対照的で、「ドル売り・マルク買い」による準備通貨のシフトが発生した時期といえる。

フランス・フランも全地域で1988年から保有比率を増加させており、1989年までは先進諸国よりも発展途上諸国で保有比率が高い。しかし1990年からは逆に先進諸国での保有比率を増大させている。

スイス・フランは全地域で保有比率を傾向的に低下させ、先進諸国で1989年から1992年まで落ち込みが激しい。しかし発展途上諸国では1983年から1992年まで、保有比率を2%台で維持しており、一定の信頼を獲得している。

オランダ・ギルダーは全地域で1985年から1991年まで1%台を維持してきたが、一般的に発展途上諸国より先進諸国で保有比率が高いといえる。

円は全地域で1983年から1991年まで保有比率を増大させ、1991年には9.4%にまで達している。この時期は1985年9月のプラザ合意による円相場の50%におよぶ上昇期間と合致しており、日本国内での株・土地・書画骨董のバブル発生とバブル崩壊の本格的時期でもある。この円保有比率上昇の過程で、円の国際通貨化を展望した「円の国際化問題」の議論が大きく高まった。円は時々発展途上諸国でより多く保有される年があるものの、全般には先進諸国での保有比率が高いといえる。また第4表から年末の円の価値は、1980年から1991年まで一貫して増加している。

Ⅳ．アジア通貨危機からサブプライム問題直前まで

1．公的外国為替準備の通貨別保有比率(1997年～2006年)

第5表はIMFの『2007年年報』に掲載された1997年から2006年までの「公的外国為替準備の通貨別保有比率」であり、第6表は1998年から2006年までの「公的外国為替準備のSDR評価による変化」である。第6表は基本的に第2表と同じ手法で作成されている。第6表はSDR表示であるが、標準バスケット方式で作成されるSDRの価値は、1996年1月1日に改定され、さらに2001年1月1日に改定された。

1996年の改定では、米ドル、ドイツ・マルク、フランス・フラン、円、ポンドの主要5通貨で構成されるものの、ウエイトが米ドル39.0%、ドイツ・マルク21.0%、円18.0%、フランス・フラン11.0%、ポンド11.0%に変更された。そして2001年の改定は、EU(European Union, 欧州連合)における共通通貨ユーロ(Euro)の流通開始にともなう変更である。すなわち共通通貨ユーロに参加したドイツ・マルク、フランス・フラン、オランダ・ギルダー、ECUはEuroに統合されて発表されることになった。

2001年1月1日の改定により、SDRの価値を決定するのは米ドル、ユーロ、円、ポンドの4通貨となり、ウエイトは米ドル45.0%、ユーロ29.0%、円15.0%、

第5表 公的外国為替準備の通貨別保有比率 (%)

年 末	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
All countries										
U.S. dollar	65.2	69.4	71.0	71.1	71.5	67.0	65.9	65.8	66.7	64.7
Japanese yen	5.8	6.2	6.4	6.1	5.1	4.4	3.9	3.9	3.6	3.2
Pound sterling	2.6	2.7	2.9	2.8	2.7	2.8	2.8	3.4	3.6	4.4
Swiss franc	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4	0.2	0.2	0.1	0.2
Euro ²	-	-	17.9	18.3	19.2	23.8	25.2	24.9	24.2	25.8
Deutsche mark	14.5	13.8	-	-	-	-	-	-	-	-
French franc	1.4	1.6	-	-	-	-	-	-	-	-
Netherlands guilder	0.4	0.3	-	-	-	-	-	-	-	-
ECUs ³	6.0	1.2	-	-	-	-	-	-	-	-
Other currencies ⁴	3.8	4.5	1.6	1.5	1.3	1.6	2.0	1.9	1.7	1.7
Industrial countries										
U.S. dollar	59.1	67.6	73.5	72.7	72.7	68.9	70.5	71.5	73.6	71.9
Japanese yen	5.9	6.9	6.7	6.3	5.5	4.3	3.8	3.6	3.4	3.5
Pound sterling	2.0	2.1	2.2	2.0	1.9	2.1	1.5	1.9	2.1	2.5
Swiss franc	0.1	0.2	0.1	0.2	0.3	0.6	0.2	0.1	0.1	0.2
Euro ²	-	-	16.1	17.0	17.9	22.3	21.9	20.8	19.0	20.4
Deutsche mark	16.2	13.4	-	-	-	-	-	-	-	-
French franc	0.9	1.2	-	-	-	-	-	-	-	-
Netherlands guilder	0.2	0.2	-	-	-	-	-	-	-	-
ECUs ³	11.2	2.3	-	-	-	-	-	-	-	-
Other currencies ⁴	4.4	6.2	1.5	1.7	1.6	1.8	2.0	2.1	1.6	1.4
Developing countries										
U.S. dollar	72.4	71.2	68.3	69.4	70.2	65.2	61.3	60.2	61.0	59.7
Japanese yen	5.7	5.6	6.1	5.8	4.6	4.4	4.0	4.1	3.7	2.9
Pound sterling	3.3	3.3	3.7	3.5	3.5	3.5	4.0	4.9	4.9	5.8
Swiss franc	0.6	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
Euro	-	-	19.9	19.7	20.5	25.3	28.5	29.0	28.5	29.6
Deutsche mark	12.5	14.3	-	-	-	-	-	-	-	-
French franc	2.1	2.1	-	-	-	-	-	-	-	-
Netherlands guilder	0.5	0.4	-	-	-	-	-	-	-	-
ECUs ³	0.0	0.0	-	-	-	-	-	-	-	-
Other currencies ⁴	3.0	2.7	1.7	1.3	1.0	1.3	2.0	1.6	1.7	1.9
Memorandum items:										
Unallocated reserves ⁵										
All countries	21.3	22.1	22.6	21.7	23.6	25.5	26.6	29.5	32.4	33.9
Industrial countries	2.1	1.1	0.7	0.4	0.1	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
Developing countries	36.2	36.5	37.6	36.1	38.1	40.6	41.9	45.3	46.7	46.6

< 出所 > IMF, *Annual Report 2007*, p.3.

ポンド11.0%と変更され、現在に至っている。

2. 通貨別保有比率の推移

(1) 米ドルの保有比率の推移

第3表より米ドルは全地域で、1990年、1991年に50%台へ保有比率が低下したものの、米国の高金利政策により1992年には60%台を回復し、第5表でもアジア通貨危機の1997年、ロシア危機の1998年とも60%台を維持し、1999年から

第6表 公的外国為替準備のSDR評価による変化 (単位100万SDR)

年 末	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
U.S. dollar									
Change in holdings	16 854	81 786	114 437	63 779	- 6 614	100 191	134 565	198 696	115 348
Quantity change	43 129	65 927	74 684	33 108	63 318	184 717	184 681	99 524	185 608
Price change	- 26 275	15 859	39 753	30 671	- 69 932	- 84 525	- 50 115	99 173	- 70 260
Year-end value	631 185	712 971	827 407	891 186	884 573	984 764	1 119 329	1 318 025	1 433 373
Japanese yen									
Change in holdings	2 373	7 233	6 598	- 7 658	- 5 534	1 476	6 585	5 663	- 529
Quantity change	- 1 947	- 1 453	11 247	- 963	- 6 411	205	7 637	8 656	3 494
Price change	4 319	8 686	- 4 649	- 6 694	877	1 271	- 1 052	- 2 993	- 4 023
Year-end value	56 838	64 072	70 670	63 012	57 478	58 954	65 539	71 202	70 673
Pound sterling									
Change in holdings	- 103	4 769	3 060	1 659	3 432	4 289	16 108	13 960	26 606
Quantity change	851	4 867	3 886	1 409	2 464	3 775	14 487	16 098	19 487
Price change	- 954	- 97	- 826	249	968	513	1 620	- 2 137	7 119
Year-end value	24 248	29 018	32 078	33 737	37 169	41 458	57 565	71 526	98 132
Swiss franc									
Change in holdings	- 278	- 698	825	342	1 901	- 2 005	- 530	54	1 015
Quantity change	- 313	- 385	732	308	1 400	- 2 106	- 661	243	938
Price change	35	- 313	94	34	502	102	131	- 189	77
Year-end value	3 009	2 311	3 136	3 479	5 380	3 375	2 845	2 899	3 914
Euro									
Change in holdings	-	44 304 ²	33 139	26 423	74 819	62 014	47 411	54 327	93 079
Quantity change	-	64 818	36 903	30 133	48 525	28 355	33 956	81 628	62 561
Price change	-	- 20 514	- 3 764	- 3 710	26 294	33 659	13 456	- 27 300	30 517
Year-end value	-	179 926	213 064	239 487	314 306	376 320	423 731	478 058	571 137
Deutsche mark									
Change in holdings	- 10 958	-	-	-	-	-	-	-	-
Quantity change	- 14 619	-	-	-	-	-	-	-	-
Price change	3 661	-	-	-	-	-	-	-	-
Year-end value	125 673	-	-	-	-	-	-	-	-
French franc									
Change in holdings	1 209	-	-	-	-	-	-	-	-
Quantity change	881	-	-	-	-	-	-	-	-
Price change	327	-	-	-	-	-	-	-	-
Year-end value	14 782	-	-	-	-	-	-	-	-
Netherlands guilder									
Change in holdings	- 828	-	-	-	-	-	-	-	-
Quantity change	- 944	-	-	-	-	-	-	-	-
Price change	115	-	-	-	-	-	-	-	-
Year-end value	2 478	-	-	-	-	-	-	-	-
European currency unit									
Change in holdings	- 46 128	-	-	-	-	-	-	-	-
Quantity change	- 47 599	-	-	-	-	-	-	-	-
Price change	1 472	-	-	-	-	-	-	-	-
Year-end value	10 890	-	-	-	-	-	-	-	-
Sum of the above									
Change in holdings	- 37 859	137 395	158 060	84 545	68 005	165 965	204 139	272 701	235 518
Quantity change	- 20 560	133 774	127 451	63 995	109 296	214 945	240 099	206 147	272 088
Price change	- 17 300	3 621	30 608	20 550	- 41 292	- 48 980	- 35 960	66 553	- 36 570
Year-end value	869 104	988 297	1 146 356	1 230 901	1 298 906	1 464 871	1 669 010	1 941 711	2 177 228
Other currencies									
Change in holdings	5 275	- 24 602	1 287	- 1 489	4 570	8 964	2 472	1 025	3 611
Year-end value	40 754	16 152	17 438	15 949	20 519	29 483	31 955	32 980	36 591
Total official holdings									
Change in holdings	- 30 328	130 540	188 244	144 926	140 400	264 501	377 670	507 111	427 063
Year-end value	1 167 558	1 298 098	1 486 342	1 631 268	1 771 669	2 036 169	2 413 839	2 920 950	3 348 013

2001年にかけては「強いドル政策」の影響もあり70%台に達した。しかし第2図の1970年を100とした主要通貨に対するドル指数である「ドル実効為替相場」の低下とともに、2002年からは65%前後で推移している。

第2図 ドル名目実効為替相場の推移（対主要国バスケット）
(1970年 = 100)



<出所> Federal Reserve Board 資料

米ドルは1997年のアジア通貨危機と1998年のロシア危機では、発展途上諸国で70%台の保有比率になったものの、1999年以降2006年まで（2002年を除く）は先進諸国で70%の保有比率を維持している。これに対し、発展途上諸国では1999年から2005年まで（2001年を除く）60%台で推移し、先進諸国での保有比率とはきわだった違いをみせている。

先進諸国（とくにEUと日本）では、獲得した米ドルで米国債や米企業の株や社債を購入することにより、経常赤字で米国から流出した米ドルが、資本収支（とくに金融面）の黒字として米国に還流させている。これに対し、発展途上諸国とくに巨額のオイルマネー保有国は、目減りする米ドルから通貨価値を高めているユーロにシフトし、準備通貨の多様化を図ることにより、為替リス

ク回避を図っているものと推測されている。

(2) ドル以外の通貨の保有比率の推移

円は全地域でバブル崩壊後の1991年に保有比率9.4%まで上昇したものの、その後急速に比率を下げ、2006年には保有比率3.2%と低迷している。これはバブル崩壊後の日本経済の低迷と超低金利政策が大きく影響しているものと考えられる。円は1997年から2001年まで先進諸国で発展途上諸国より保有比率が高いのに対し、2002年から2005年までは発展途上国での保有比率が先進諸国よりも上回っている。これは発展途上諸国への円借款がそのまま保有されていることも一因である。

ポンドは全地域で傾向的に保有比率を高めている。これは英国経済の景気好調さや拡大EUの一員としての地位の上昇も反映されていると考えられ、2006年には保有比率で円を上回っている。しかし先進諸国でポンドは、2%前後の保有比率で推移しているのに対し、発展途上諸国では1997年から2002年まで3%台、2003年から2005年までは4%台、2006年は5.8%と保有比率が高まっている。これは英国の旧植民地諸国や拡大EU内の発展途上諸国のポンド保有に加え、オイルマネー保有国の分散投資も考えられる。また第6表からポンドの年末の価値は1998年から2006年まで一貫して増加し続けている。

スイス・フランは、全地域、先進諸国、発展途上諸国とも1%未満で、1973年に変動相場制へ移行したとき、各国通貨当局から選好された輝きはなくなりつつある。

拡大EUの共通通貨ユーロは、実際に紙幣や硬貨が流通し始めたのは2001年1月からだったものの、計算単位として使用され始めたのは1999年1月からであった。したがって1999年からは、共通通貨ユーロに参加したドイツ・マルク、フランス・フラン、オランダ・ギルダー、ECUの通貨別構成比率は公表されなくなった。

ユーロは、全地域で1999年から2003年まで急速に保有比率を拡大させた。景気後退期の2004年、2005年は若干低下させたものの、2006年には保有比率を25.8%と史上最高としている。ユーロは発足以来、先進諸国では16%台から

22%台の保有比率であったのに対し、発展途上諸国では約20%から29%台の保有比率を維持している。しかも1999年から2006年までの全期間、発展途上諸国のユーロ保有比率が先進諸国のユーロ保有比率を上回っている。

ユーロが発展途上諸国でより多く保有されている理由としては、米ドルの減価による為替リスクを回避するための、オイルマネーの米ドルからユーロへのシフトの高まりが考えられる。また拡大EU加盟国27カ国のうち、共通通貨ユーロに参加を許されているのは2006年で12カ国、2007年で13カ国、2008年で15カ国にすぎず、参加していない拡大EU加盟国とくに発展途上諸国に区分される諸国が公的外国為替準備としてユーロを保有していることも看過できない。

2006年末時点で、ユーロの保有比率は25.8%であるが、ユーロに参加していないポンドの4.4%を加えれば30.2%となり、米ドルの64.7%の約半分まで保有比率を高めていることになる。

V. 準備通貨の多様化と為替リスク

1. 国際的資金循環

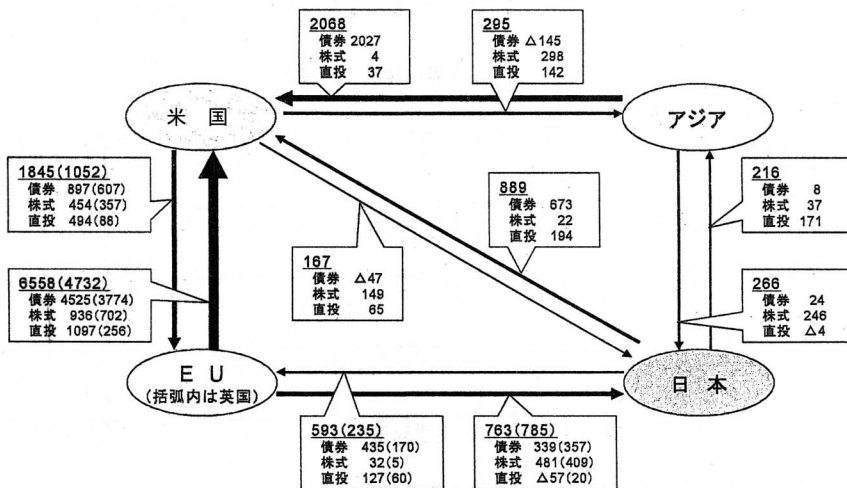
第3図は、2006年の国際的資金の流れ（フロー）を示している。EUの米国への投資は債券4,525億ドル、株式936億ドル、直接投資1,097億ドル、合計6,558億ドルで、そのうちの72%が英国からの投資である。英国の投資には、オイルマネーの迂回投資も含まれている。

アジアからの投資には、中国（香港を含む）、台湾、インド、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイの10地域が含まれ、いわゆる「アジア新興国」からの投資が中核となっている。

日本から米国への投資は、債券673億ドル、株式22億ドル、直接投資194億ドルの合計889億ドルである。日本の外貨準備増加分は、ほとんど米国債の購入にあてられている。

このように米国から流出したドルは、通信技術やパソコンの向上等により、米国の生産性が上昇するという「ITバブル」や不況をもたらさない「ニューエコノミー」の時代になったとか、「住宅バブル」と、次々に資産価格の上昇

第3図 国際的資金循環



((単位) 億ドル, △はマイナス。(注1) アジアの内訳は, 中国(香港を含む), 台湾, インド, インドネシア, 韓国, マレーシア, フィリピン, シンガポール, タイの10地域。(注2) EUは2006年末時点の加盟国25カ国(2007年1月1日に加盟したブルガリア, ルーマニアは含まず)。(資料) 財務省「国際収支統計」, 米国財務省「Capital Movements」, 米商務省「International Transactions」, 金融庁「第1回我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ資料」)

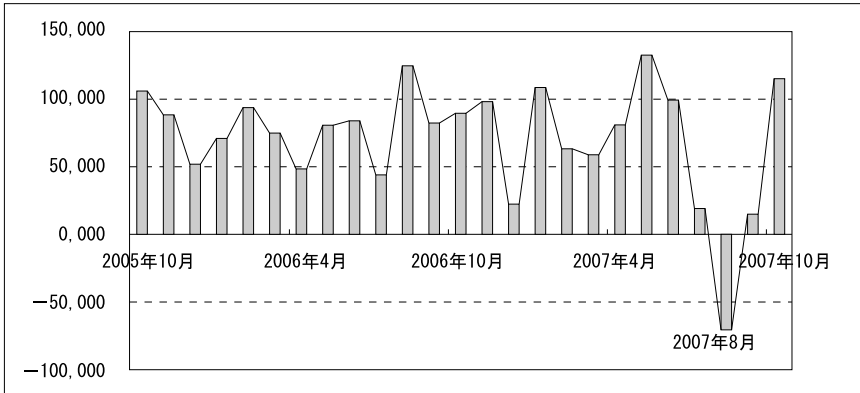
<出所> 必ず証券資料を一部修正

により, 外国保有のドルを米国に還流させ, 米国経済は高成長を達成してきた。

しかし2006年秋からの米国住宅価格の下落とともに, 2007年8月には, サブプライムローン(低所得者向け住宅ローン)の焦げつき問題として大きくクローズアップされ, 全世界的信用不安に拡大している。金融工学を利用した証券化商品にサブプライムローンが組み込まれ, 正確な不良債権の把握が困難で, 世界的信用収縮が発生している。

その結果, 第4図のように, 2007年8月, 世界から米国への証券投資がマイナスとなり, 米国から資金が流出するという異変が発生した。政府関係債券保有残高の増加幅は243億ドルと月間平均増加額だったのに対し, 財務省証券(TB)は7月の1兆2,533億ドルから1兆2,054億ドルと479億ドルの減少となっ

第4図 対米証券投資



(単位: %)

< 出所 > Federal Reserve Board 資料

た⁷⁾。

その後、対米証券投資はプラスに転換したものの、中国や中東諸国が「外貨準備高に占める米ドル建て資産のウェートを引き下げる方向で検討している」という報道がしばしばなされ、米国から流出したドルが証券投資等を通じ米国に還流するメカニズムには、ほころびが生じはじめています。

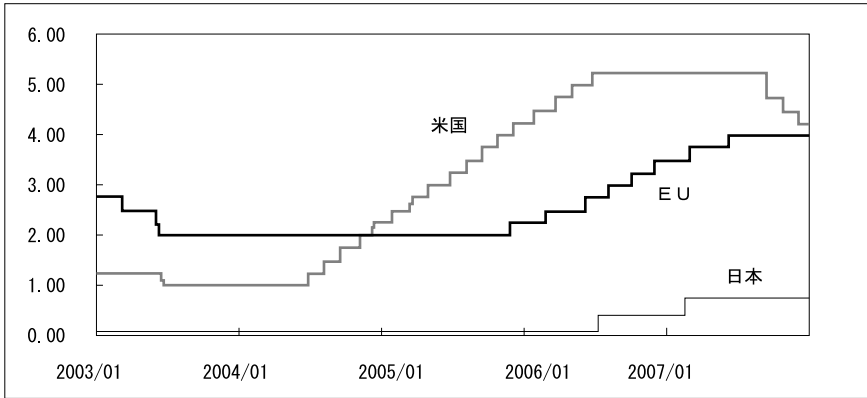
2. 世界的資金の流れの変化

米国のサブプライムローンに起因した世界的信用不安の中で、第5図のように米国のフェデラル・ファンド (FF) レートは、数次にわたって引き下げられ (2008年2月21日時点で3.5%)、EUの政策金利もインフレ圧力の中で引き上げられないでいる。また「円キャリートレード」により、世界に過剰流動性を供給していると批判されてきた日本のコールレート (無担保、オーバーナイト物) 金利も、0.5%で引き上げられないでいる。

このような米国とEUの金利差の逆転により、EUへの資金のシフトが発生するとともに、サブプライムローン証券化商品を購入した金融機関の大幅損失

7) 浪川 攻「米国債の海外保有残が減少に高まる 『ドル危うし』の懸念」『金融ビジネス』Autumn 2007, pp 28-30.

第5図 各国政策金利



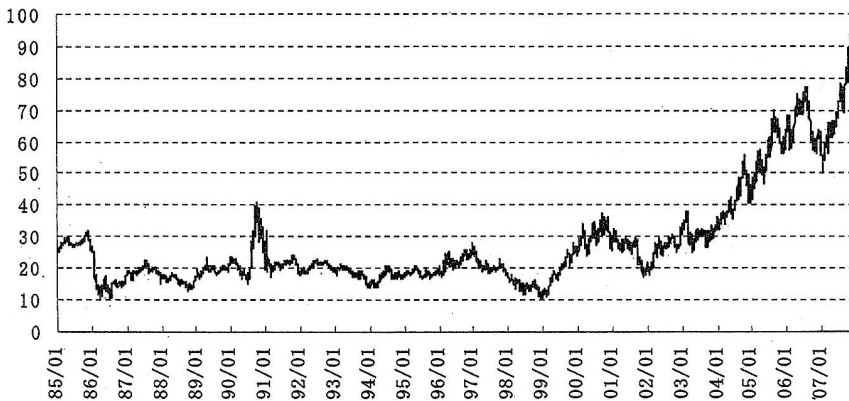
(単位: %)

< 出所 > 日本銀行『金融経済統計月報』各号

や、消費低迷による企業業績不振で株式市場の急落が発生し、株式市場から商品市場への世界的資金のシフトが大量に生じている。

第6図の原油価格の急騰をはじめ金価格、鉄、鉛、アルミ等の一次産品価格、穀物価格、海上運賃先物価格等々は、需給とかけ離れた投機資金の集中により

第6図 原油価格(WTI)の推移



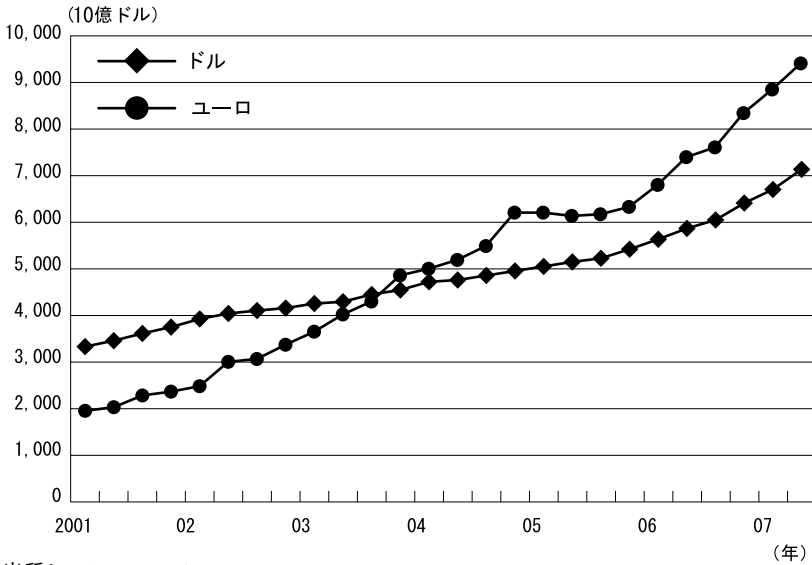
出所 Datastream

大幅な価格上昇となった。このように米国での米国債や財務省証券，株式市場への資金の流入が減少し，商品市場への巨額の資金集中は，世界経済を大きく混乱させている。

3. ドル暴落と為替リスク

国際的資金の流れに変化が生じ，第5表にみられるように，準備通貨の多様化も進展している。とくに公的外国為替準備の保有比率では共通通貨ユーロの比率の高まりが注目される。また第7図のように，ドル建てとユーロ建ての国際債の発行残高では，すでに2003年にユーロがドルを上回っている。

第7図 ドルとユーロの国際債の発行残高の推移



民間資金のドル離れに加えて，米国貯蓄率がゼロかマイナスに近いなかで，米国政府が莫大な赤字をファイナンスするためには，巨額のオイルマネーを保有する産油国に頼らざるを得ない。オイルマネーの英国を通じての米国への証券投資もその現れである。しかし産油国においては，自国通貨のドルペッグの見直しや，長年ドル体制を側面から支えてきた「石油価格のドル建てからユー

口建てへの見直し」等も検討されている。米国国際収支赤字のファイナンスが不可能になったとき、ドル暴落は発生し、ドルを保有をしている投資家や国家は大幅な為替リスクを蒙ることになる。ドル暴落に備えた官民の為替リスク管理が、今ほど急がれているときはない。

<参考文献>

- (1) 有馬敏則『グローバル経済下の内外金融のリスク管理』滋賀大学経済学部研究叢書，第36号，2002年。
- (2) 伊東光晴「ドルは静かなる崩壊に向かう」『エコノミスト』2007年12月18日号。
- (3) 岩井克人「意外にもろいドル基軸通貨体制」『エコノミスト』2007年10月9日号。
- (4) 勝 悦子『円・ドル・マルクの経済学』東洋経済新報社，1994年。
- (5) 斎藤 満「過剰流動性は資源を目指す」『エコノミスト』2007年11月13日号。
- (6) 佐々木融「ユーロシフトする世界の投資家」『エコノミスト』2007年11月27日号。
- (7) 寿崎雅夫『円・ドル・マルクの時代』東洋経済新報社，1995年。
- (8) 田中 宇「世界がドルを見限る日」『エコノミスト』2007年11月27日号。
- (9) 田中素香『EMS：欧州通貨制度 欧州通貨統合の焦点』有斐閣，1996年。
- (10) 野神隆之「『需給は度外視』のマネーゲーム」『エコノミスト』2007年11月13日号。
- (11) 深町郁彌『現代資本主義と国際通貨』岩波書店，1981年。
- (12) 深町郁彌編『ドル本位制の研究』日本経済評論社，1993年。
- (13) 藤田正寛編『国際金融論』有斐閣，1990年。
- (14) 山本栄治『「ドル本位制」下のマルクと円』日本経済評論社，1994年。
- (15) 吉川雅幸『ドルリスク』日本経済新聞社，2004年。
- (16) 吉田健一郎「第2の基軸通貨として高まる存在感」『エコノミスト』2007年10月9日号。
- (17) 吉野昌甫・藤田正寛編『国際金融論』有斐閣，1982年。
- (18) ロナルド・マッキノン，大野健一『ドルと円』日本経済新聞社，1998年。