

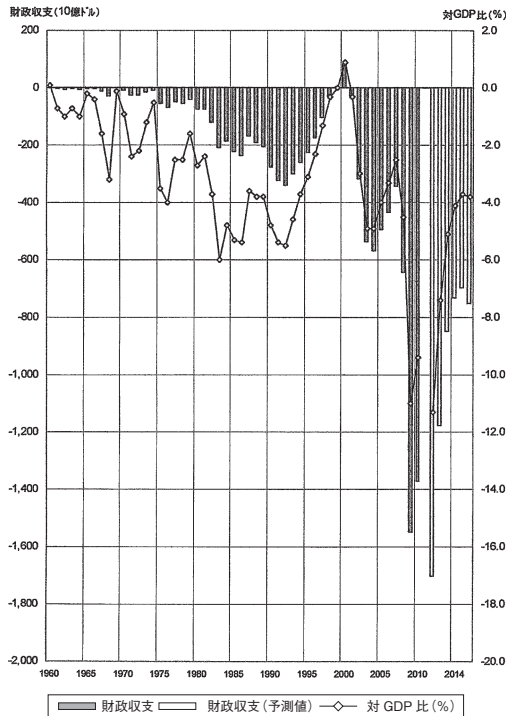
国際通貨制度の動揺と国際金融リスク管理

有馬 敏 則

I. はじめに

1971年8月15日の「金とドルの交換性停止」、いわゆる「ニクソン・ショック」により、第二次大戦後に創設された「ブレトンウッズ体制(旧IMF体制)」は、名実ともに崩壊した。本年2011年は、それから丁度40年になるが、依然

第1図 アメリカ連邦政府の財政収支(オンパジェット)と対GDP比の推移



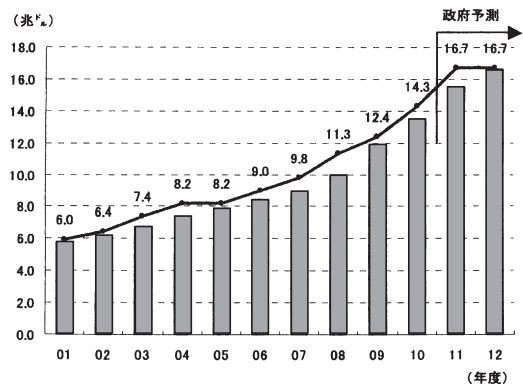
注1, 2011～2016年は予測値
 注2, オンパジェットは、社会保障基金と郵便会計を除く
 注3, 合計は社会保障会計と郵便会計を含む
 〈出所〉 Office of Management and Budget, Budget Message (The President's Budget)

として国際通貨体制は、確固たる新たなる枠組を作り上げることが出来ないままである。現在でもドルに代わる国際通貨は現れず、国際通貨体制は、グローバル化の進展下で、ヘッジファンドを始めとする巨大投機資金である「リスクマネー」の攻撃に遭い、日米欧主要国の弱体化とも相まって、大きく動揺している。

とくに基軸通貨国アメリカのドルは、景気低迷や政府資金調達の高コスト化により経済的にも追い詰められ、国際通貨制度動揺の元凶となっている。第1図は、OMB (Office of Management and Budget, ホワイトハウス行政管理予算局) 発表の「アメリカ連邦政府の財政収支(オンパジェット)と対GDP比の推移」、第2図は「アメリカの連邦債務残高と連邦債務上限」を示している。アメリカでは、政府が無制限に連邦債務を膨らませないように、連邦債務残高の上限が法律で決められている。

第1図に示されているように、連邦政府財政収支は2000年以外毎年赤字で、連邦政府の債務

第2図 アメリカの連邦債務残高と連邦債務上限



〈出所〉 Office of Management and Budget 発表資料より作成。

残高は増大を続け、しばしば債務上限に近づいた。したがって連邦債務上限を変更するためには、政府が法案を提出して、議会での承認が必要で、連邦債務上限は第2図に見られるように、2000年以降でも10回引き上げられている。

しかし2010年2月に議会が決定した連邦債務上限の1兆2,940億ドルは、2011年7月時点で事実上この上限に達していた。したがって連邦債務残高の上限が8月2日までに引き上げられなければ、法的に予算執行が不可能となってしまう、国債の償還資金不足や各種給付金等の政府サービスの停止等に追い込まれる事になっていた。そのような事態を避けるために、2011年7月から8月にかけて、与野党で連邦債務上限引き上げ交渉が行われたものの難航し、8月1日やっと大幅な財政赤字削減策と引き換えに、連邦債務上限引き上げ法案が下院を通過し、さらに8月2日に上院でも承認された。そしてオバマ大統領が連邦債務上限を合計2.1～2.4兆ドル引き上げる「財政コントロール法(Budget Control Act of 2011)」に署名し、アメリカ国債のデフォルトという最悪の事態を免れる事ができた。しかし、一連のドタバタ劇によるドルへの信認の低下や、今後の財政赤字削減について引き続き課題を残している。とくに今後の追加景気対策や予算審議も難航を極める可能性が高まり、ドルの信認低下となっている。

さらに、2011年8月7日に大手格付け会社「スタンダード・アンド・プアーズ(S&P)」は、アメリカ国債の格付けを、史上初めて最上級の「AAA」から「AA⁺」に一段階引き下げ、ドル動揺に拍車をかけた。これは、アメリカの債務支払い能力の信頼性が下がったとの印象を、全世界に与えたといえる。しかし、アメリカ国債格下げの影響の予測は容易ではない。サブプライムローン(アメリカの低所得者向け住宅ローン)を担保にした「MBS(Mortgage Backed Security, 住宅ローン担保証券)」や

「CDO(Collateralized Debt Obligation, 債務担保証券)」等々証券化商品に最上級の格付けを付し、2008年9月15日のリーマン・ブラザーズの破綻による世界金融恐慌に導いた責任の一端を持つ格付け会社が、果たして国債格付けの正確な能力があるかどうかは、疑問のあるところである。しかも格付けを下げるに当たったの計算で、2兆ドルも過大に連邦債務を計上するという計算ミスをしていたとの指摘¹⁾もある。

しかしながら現実には、サブプライムローンによる証券化商品の暴落により巨額の損失が発生し、アメリカの金融機関や住宅金融機関が経営危機に陥るなど、アメリカ経済の弱体化は紛れもない事実である。そのような状況下で、格付け会社にアメリカ国債格付けを引き下げる口実を与えたといえる。

また、ドルに替わる基軸通貨として期待され、近年、IMF加盟国の公的外国為替(外貨)準備での保有比率を高めてきた「共通通貨・ユーロ」も動揺している。すなわち、EU27カ国のなかで17カ国が参加している「共通通貨・ユーロ」のうち、GIIPS諸国(ギリシャ、アイルランド、イタリア、ポルトガル、スペイン)が、財政危機により、しばしば投機資金の標的とされ、「共通通貨・ユーロ」の崩壊も囁かれるほど、迷走が続いている。

これに対し、巨額の財政赤字や2011年3月11日の東日本大震災に苦しんでいる「日本・円」も、2011年3月17日に海外市場で「\$ 1 = ¥76.25」を付け、戦後最高値であった1995年4月19日の「\$ 1 = ¥79.75」をあっさり更新した。円は、さらに2011年10月31日に、「\$ 1 = ¥75.32」という歴史的円高に見舞われ、日本経済は大きな困難に直面している。また「スイス・フラン」も投機資金により、歴史的スイス・フラン高となり、「€ 1 = 1.2スイス・フラン」以上になると、無制限介入をすると宣言して、スイス・フラン防衛に追われている。

1) 『読売新聞』 2011年8月10日 朝刊

第1表 公的外国為替(外貨)準備の通貨別保有比率

(%)

年 末	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
All countries											
U.S. dollar	71.1	71.5	67.1	65.9	65.9	66.9	65.5	64.1	64.1	62.1	61.5
Japanese yen	6.1	5.0	4.4	3.9	3.8	3.6	3.1	2.9	3.1	2.9	3.8
Pound sterling	2.8	2.7	2.8	2.8	3.4	3.6	4.4	4.7	4.0	4.3	4.0
Swiss franc	0.3	0.3	0.4	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
Euro	18.3	19.2	23.8	25.2	24.8	24.1	25.1	26.3	26.4	27.6	26.2
Other currencies	1.5	1.3	1.6	2.0	1.9	1.7	1.8	1.8	2.2	3.1	4.4
Advanced economies											
U.S. dollar	69.7	70.5	66.4	67.1	67.3	69.2	68.1	66.0	67.1	65.1	64.4
Japanese yen	7.3	6.1	5.4	5.2	5.0	4.7	4.2	4.0	4.3	3.9	4.7
Pound sterling	2.8	2.7	2.8	2.3	2.7	2.7	3.3	3.5	2.7	2.8	2.6
Swiss franc	0.3	0.3	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
Euro	18.4	19.0	23.3	23.1	22.9	21.2	22.2	24.2	23.3	25.4	24.3
Other currencies	1.5	1.4	1.6	2.1	2.1	1.9	1.9	2.1	2.5	2.6	3.9
Emerging and Developing economies											
U.S. dollar	74.9	73.9	68.7	63.2	63.1	62.8	61.6	62.1	60.8	58.6	58.3
Japanese yen	2.8	2.4	1.7	1.1	1.3	1.5	1.3	1.8	1.9	1.8	2.8
Pound sterling	2.6	2.8	2.8	3.8	4.9	5.1	6.0	5.9	5.5	5.9	5.5
Swiss franc	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1
Euro	18.0	19.6	25.1	30.1	29.1	29.0	29.4	28.5	29.9	30.1	28.2
Other currencies	1.5	1.0	1.5	1.8	1.4	1.5	1.6	1.5	1.9	3.6	5.1
Memorandum items:											
Unallocated Reserves											
All countries	21.6	23.4	25.4	26.5	29.2	34.2	36.9	38.5	42.6	44.1	44.7
Advanced economies	9.0	9.9	11.4	11.9	11.8	12.4	12.0	11.3	11.8	12.6	12.4
Emerging and Developing economies	42.9	44.4	46.4	47.1	50.6	54.4	55.5	54.0	58.5	60.4	60.8

〈出所〉 IMF, *Annual Report 2011*, Appendix p. 4.

このような状況下、本稿においては日米欧の為替相場の乱高下の原因を探り、国際金融リスク管理のための諸方策を考察したい。そのため、まず IMF 加盟国の公的外国為替(外貨)準備に占めるドル、ユーロ、円、ポンド、スイス・フランの保有状況を SDR とのかかわりで概観し、準備通貨の現状について考察する。そして外国為替市場での、ドル、ユーロ、円の動向について検討する。最後に当面の国際通貨制度安定のためには、準備通貨としての地位は低下しているものの、決済通貨としては圧倒的地位のドルの安定が不可欠であるとの認識のもと、あるべき国際通貨制度と、国際金融リスク管理策について考察したい。

II. SDR 評価による公的外国為替(外貨)準備中の各国通貨保有比率

1. SDR 評価の公的外国為替(外貨)準備の通貨別保有比率(2002年～2010年12月)

第1表は、IMF [International Monetary Fund (国際通貨基金)] の、“Annual Report 2011 (2011年報)” に掲載された2002年から2010年までの IMF に自国外貨準備構成を報告した国全体の「SDR 評価による公的外国為替(外貨)準備の通貨別保有比率」であり、第2表は、「2001年から2010年までの公的外国為替(外貨)準備の SDR (Special Drawing Rights,

第2表 公的外国為替(外貨)準備のSDR評価による変化

(単位 100万 SDR)

年 末	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
U.S. dollar										
Change in holdings	64.3	-7.0	100.3	141.1	203.6	112.0	228.5	80.2	55.0	240.2
Quantity change	33.6	63.0	184.7	191.5	103.7	182.7	307.3	32.4	84.8	211.0
Price Change	30.7	-70.1	-84.4	-50.4	99.9	-70.7	-78.8	47.9	-29.8	29.3
Year-end value	893.1	886.1	986.4	1,127.5	1,331.1	1,443.2	1,671.7	1,751.9	1,806.9	2,047.1
Japanese yen										
Change in holdings	-7.7	-5.5	1.5	6.6	5.7	-3.4	8.4	9.4	-0.8	41.2
Quantity change	-1.0	-6.4	0.2	7.6	8.7	0.5	8.9	-12.3	1.6	26.8
Price Change	-6.7	0.9	1.3	-1.1	-3.0	-3.9	-0.5	21.7	-2.4	14.4
Year-end value	63.0	57.5	59.0	65.5	71.2	67.8	76.2	85.6	84.8	126.0
Pound sterling										
Change in holdings	1.7	3.4	4.3	16.1	13.9	25.0	25.4	-12.3	14.4	8.1
Quantity change	1.4	2.5	3.8	14.5	16.1	18.0	28.9	22.9	4.8	10.1
Price Change	0.2	1.0	0.5	1.6	-2.1	7.0	-3.5	-35.2	9.6	-2.0
Year-end value	33.7	37.2	41.5	57.6	71.5	96.5	121.9	109.6	124.0	132.1
Swiss franc										
Change in holdings	0.3	1.9	-2.0	-0.5	0.1	0.9	0.3	-0.3	-0.4	0.2
Quantity change	0.3	1.4	-2.1	-0.7	0.2	0.8	0.1	-0.6	-0.5	-0.2
Price Change	0.0	0.5	0.1	0.1	-0.2	0.1	0.1	0.3	0.0	0.4
Year-end value	3.5	5.4	3.4	2.8	2.9	3.8	4.0	3.8	3.3	3.5
Euro										
Change in holdings	26.5	74.8	62.0	47.7	54.4	74.6	131.9	37.2	79.9	68.3
Quantity change	30.2	48.5	28.4	34.2	81.7	44.5	92.4	59.9	67.2	115.0
Price Change	-3.7	26.3	33.6	13.5	-27.3	30.0	39.5	-22.7	12.8	-46.7
Year-end value	239.6	314.4	376.4	424.1	478.5	553.1	685.0	722.2	802.1	870.4
Sum of the above										
Change in holdings	85.1	67.6	166.1	211.0	277.7	209.1	394.5	114.2	148.1	358.0
Quantity change	64.5	109.0	215.0	247.2	210.4	246.5	437.6	102.2	157.9	362.5
Price Change	20.6	-41.4	-48.9	-36.3	67.3	-37.4	-43.1	12.0	-9.8	-4.6
Year-end value	1,233.0	1,300.5	1,466.6	1,677.6	1,955.3	2,164.4	2,558.8	2,673.1	2,821.2	3,179.2
Other Currencies										
Change in holdings	-1.4	4.6	9.0	2.6	2.2	5.3	8.4	12.3	28.7	58.7
Year-end value	16.0	20.5	29.5	32.1	34.3	39.6	48.0	60.3	89.0	147.7
Unallocated Reserves										
Change in holdings	61.2	68.1	89.5	164.3	329.1	253.9	346.1	397.9	266.0	388.1
Year-end value	382.0	450.2	539.6	703.9	1,033.1	1,287.0	1,633.0	2,031.0	2,297.0	2,685.1
Total official holdings										
Change in holdings	144.8	140.3	264.6	377.9	609.0	468.3	748.9	524.5	442.8	804.8
Year-end value	1,631.0	1,771.2	2,035.8	2,413.6	3,022.6	3,490.9	4,239.8	4,764.3	5,207.1	6,012.0

〈出所〉IMF, *Annual Report 2011*, Appendix p. 5.

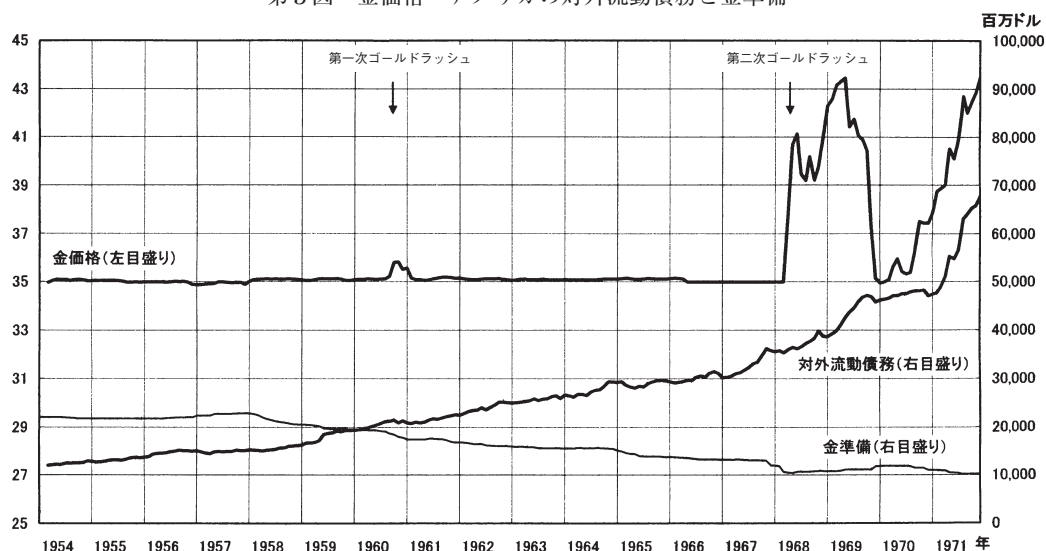
特別引出権)評価による変化」である。これは為替取引による各国通貨別保有額の変化だけでなく、各国通貨のSDR価格の変化も反映させようとするものである。

2. 「流動性ジレンマ」とSDRの創設

SDRは1969年に、固定為替相場制度であったブレトン・ウッズ体制を支持するために、IMFにより創設された国際準備資産である。第二次大戦後のブレトン・ウッズ体制は、金とドルを

中心とする「国際金為替本位制度」であった。すなわち、金1オンス(oz) = \$35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。しかし急速に拡大する国際貿易に対し、「金」は生産面の制約から対応できず、もっぱら、国際流動性は圧倒的金準備を保有するアメリカの国民通貨であるドルにより供給されてきた²⁾。つまりアメリカの国際収支赤字により、国際流動性が供給されてきたのである。しかしアメリカの国際収支赤字が

第3図 金価格・アメリカの対外流動債務と金準備



(注) 左目盛の単位は1オンス=○ドル

(出所) FRB, *Federal Reserve Bulletin*. (金準備, 対外流動債務)

IMF, *Annual Report, 1966, International Financial Statistics*. (金価格)

拡大し過ぎると、ドルに対する「信認」が低下するジレンマ、いわゆる「(国際)流動性ジレンマ(トリフィン・ジレンマ)」を抱えていた。

歴史的には第3図に示されているように、アメリカの対外流動債務がアメリカ保有金準備を超過した1960年や、1967年11月18日のポンドの14.3%の切り下げに触発された3回の金投機の高まり等々により、しばしば「ドル危機」が発生し、金価格が急騰する「ゴールドラッシュ」となり、「ドル防衛策」がいく度となく講じられてきた。しかしついに1968年3月16日から、政府間では金1オンス=\$35の交換を維持するものの、民間はロンドン自由市場価格で交換するという、いわゆる「金の二重価格制」への移行を余儀なくされ、ブレトン・ウッズ体制の実質的崩壊となった。

このようなドル危機の継続的発生のもとで、将来の国際流動性需要に対する新準備資産の検討が1963年10月から始まり、1967年9月のIMFリオデジャネイロ総会で、ついにSDR創

出の大綱が決定された。そして金の二重価格制に移行した直後の、1968年3月29～30日にストックホルムで開催された10カ国蔵相会議で、SDR創出に関する最終的な調整を行い、同年5月、IMF総務会はSDR創設の決議を採択し、SDR制度導入が確定した。その後IMF加盟国の割当額(Quota)の85%以上の賛成等、必要な手続きを経て1969年に発効し、1970年から加盟国の割当額に応じてSDRが配分されたのである。

3, SDRの価値表示の変遷

SDRは1970年35億ドル、1971年30億ドル、1972年30億ドル、合計95億ドルが創出された。1SDRの価値は、当時の1ドルの価値に等しい0.888671gの純金と等価とされた。しかしSDRの創設は、ブレトン・ウッズ体制の強化には繋がらなかった。なぜなら当時のニクソン大統領は、スイスが30億ドルを金と交換しようとしているとの情報を基に、1971年8月15日、金とド

2) 拙稿「国際通貨発行にともなう諸問題」『彦根論叢』第222・223号を参照されたい。

ルの交換を停止したからである。その後、同年12月のスミソニアン会議と1973年2月の2回、ドルは金1オンス = \$ 35から\$ 38, \$ 42.22に切り下げられ、1 SDR = \$ 1 から1 SDR = \$ 1.0857, 1 SDR = \$ 1.2に切り上がった。しかしドルの金交換が再開されることはなく、1973年2月から3月にかけて世界各国は、相次いで変動相場制に移行した。

したがって日々変動する為替相場のもとで、SDRを金価値で表示する事の正当性が低下し、1974年7月1日から新SDRの価値を、1968年から1972年の5年間の世界の財・サービス輸出額の平均1%を超える16カ国通貨にウエイトを付けた加重平均による「標準バスケット方式」により決定されることになった。その後1978年7月に、16通貨のうち2通貨が入れ替えられた³⁾。そして1981年1月から構成通貨をアメリカ・ドル、西ドイツ・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年と1996年に5カ国のウエイト調整が行われた。

そしてSDRの価値は、EU (European Union, 欧州連合)の共通通貨「ユーロ (Euro)」の2002年1月からの紙幣や硬貨の流通開始に伴って、2001年1月から、アメリカ・ドル、ユーロ、円、ポンドの4通貨となり、ウエイトはアメリカ・ドル45.0%、ユーロ29.0%、円15.0%、ポンド11.0%となった。さらに2006年1月から、ウエイトがアメリカ・ドル44.0%、ユーロ34.0%、円11.0%、ポンド11.0%に変更された。さらに2011年1月からはウエイトが、アメリカ・ドル41.9%、ユーロ37.4%、ポンド11.3%、円9.4%に変更され、現在に至っている。

このようにSDRのウエイトは、通貨発行国(あるいは加盟国が参加している通貨同盟)の財・サービス輸出額と、これらの通貨が他の加盟国により外貨準備として保有されている額を基に決定されている。したがって円は、前回

までのウエイトでは4カ国中3位であったものが、今回のウエイト改正では4カ国中最下位となり、他の主要国に比べ存在感が薄くなっている事を示し、日本経済の地盤低下を反映しているとも言える。とくに次節で概観するように、IMF加盟国の公的外国為替(外貨)準備中の円の保有比率が低下していることが大きく影響していると言えるだろう。

Ⅲ、公的外国為替(外貨)準備中の各国通貨保有比率

1、『IMF 2009年報』からの公的外国為替(外貨)準備の通貨別保有比率の変更点

第1表はIMF加盟国が保有する公的外国為替(外貨)準備に占める各国通貨保有比率の2000年から2010年12月までの推移を示している。変動為替相場制に移行した1973年から2001年までの公的外国為替(外貨)準備に占める通貨別保有比率は、拙稿「準備通貨の多様化と為替リスク」『彦根論叢』第371号(2008年3月)で検討しているので、本稿では通貨保有比率が過去のデータと若干異なる2000年からの各国通貨保有比率の変化を考察したい。

まず“IMF Annual Report (『IMF年報』)”の2008年版までは、IMF加盟国をIndustrial countries(先進諸国)とDeveloping countries(発展途上諸国)に分類し、両者を合計したものをAll countries(全諸国)として分析していた。ところが2009年報からは、IMF加盟国をAdvanced economies(先進経済諸地域)とEmerging and developing economies(新興経済地域と発展途上経済地域)に分類し、両者を合計したものがAll countries(全諸国)と変更して、公表されている。1国単位にとどまらず、経済地域の著しい発展を考慮して、このような変更がなされたものである。

3) 則武保夫「SDR制度」、土屋・安藤編『国際金融教室(新版)』、有斐閣、1977年、pp.207-208.

2. 公的外国為替 (外貨) 準備の通貨別保有比率

(1) アメリカ・ドル

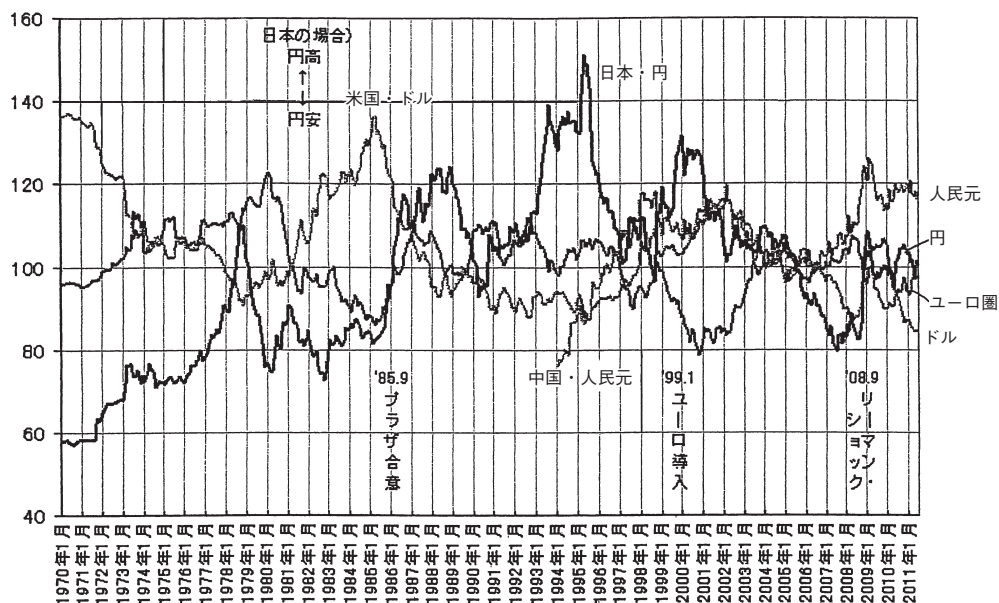
『IMF 2007年報』では、全諸国でのアメリカ・ドルの保有比率は、2001年71.5%、2002年67.0%、2003年65.9%、2004年65.8%、2005年66.7%、2006年64.7%、先進諸国のドル保有比率は、2001年72.7%、2002年68.9%、2003年70.5%、2004年71.5%、2005年73.6%、2006年71.9%、発展途上諸国のドル保有比率は、2001年70.2%、2002年65.2%、2003年61.3%、2004年60.2%、2005年61.0%、2006年59.7%となっている。これに対し『IMF 2011年報』によると、第1表のように、全諸国では若干ドルの保有比率が高くなっており、先進経済諸地域ではドル保有比率が下回っている。また新興経済地域と発展途上経済地域は、2007年版に比べドル保有比率が高くなっている。これはSDR価値

の変更が影響しているためである。

『IMF 2011年報』によれば、「全諸国」では1999年から2001年までは、「強いドル政策」の影響により、70%で推移していたものが、2002年から2011年4月までは60%台に急落している。これは2001年9月11日の「同時多発テロ」によるアメリカの威信の低下により、従来、「有事のドル選好」と言われるように、天変地異や戦争等々になればドルが優先的に保有されてきたものが、逆に「ドル離れ」が進んだことを意味している。また2006年からのアメリカの住宅価格の急落により、2007年～2008年にかけての「サブプライムローン(低所得者向住宅ローン)」を証券化した商品の大暴落による世界金融恐慌も、「ドル離れ」に大きく影響している。

地域別では、2002年まで「先進経済諸地域」よりも「新興経済地域と発展途上経済地域」の方が、ドル保有比率が高い。2002年までは、1997年のアジア危機や1998年のロシア危機とい

第4図 実質実効為替相場の推移(円, ドル, ユーロ圏, 人民元)
消費者物価指数ベースの実質実効為替レート(月平均, 2005年=100)



(注) 対象バスケットはブロードベース (58カ国)。ただし1993年以前はナローベース (27カ国, 中国を含まず) に接続 (2011年6月まで)。

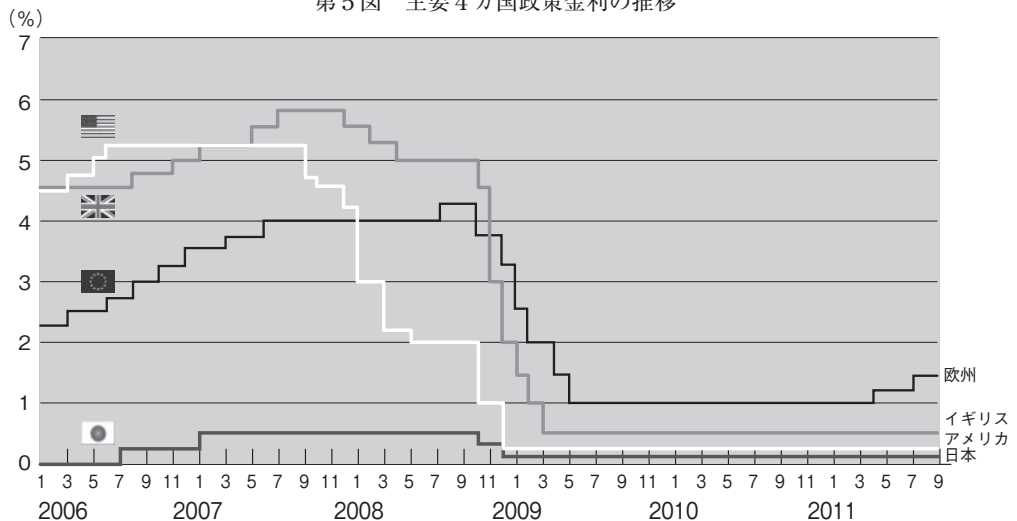
(出所) Bank for International Settlement HP より作成。

第3表 世界各国の実質実効為替相場〔2005年基準〕

国名 \ 年	1985	1990	1995	2000	2005	2009	2010	2008-09年 伸び率(%)	2009-10年 伸び率(%)
ADVANCED ECONOMIES									
U.S.A.	134.2	94.2	91.2	107.8	100.0	95.3	91.6	4.6	▲ 3.8
Canada	110.6	111.8	88.0	82.3	100.0	96.9	105.3	▲ 3.8	8.8
Australia	96.9	97.2	84.0	80.3	100.0	100.8	115.3	▲ 2.5	14.4
Japan	82.4	96.2	136.3	126.2	100.0	101.5	102.7	12.7	1.2
New Zealand	76.2	87.4	88.5	73.0	100.0	86.4	94.2	▲ 6.1	9.0
Austria	87.6	93.7	107.3	95.0	100.0	101.5	98.7	0.8	▲ 2.7
Belgium	90.9	97.6	106.8	91.8	100.0	104.3	101.0	0.4	▲ 3.1
Denmark	84.0	95.1	99.9	92.5	100.0	105.6	102.0	2.9	▲ 3.4
Finland	116.9	132.1	111.0	95.7	100.0	103.9	98.2	1.0	▲ 5.4
France	97.6	101.3	106.6	92.7	100.0	101.9	98.7	0.2	▲ 3.1
Germany	112.4	120.3	115.4	94.3	100.0	102.3	97.3	0.7	▲ 4.9
Greece	78.6	82.5	93.9	88.1	100.0	106.9	106.7	1.4	▲ 0.1
Iceland	86.4	88.0	79.9	87.3	100.0	62.3	65.4	▲ 19.2	5.0
Ireland	90.2	94.2	89.8	81.1	100.0	107.4	100.2	▲ 4.8	▲ 6.7
Italy	94.9	110.8	86.9	90.2	100.0	103.2	99.4	1.2	▲ 3.7
Luxembourg	95.7	97.0	105.2	94.0	100.0	104.5	101.8	1.0	▲ 2.6
Netherlands	89.0	91.6	101.5	88.8	100.0	102.8	99.0	2.0	▲ 3.7
Norway	97.9	99.2	95.3	90.1	100.0	97.8	102.7	▲ 2.6	5.0
Portugal	73.5	80.2	93.9	90.3	100.0	102.1	99.9	▲ 0.5	▲ 2.2
Spain	79.8	104.4	93.5	88.8	100.0	106.2	103.7	0.1	▲ 2.4
Sweden	117.2	126.9	110.4	103.3	100.0	89.5	95.8	▲ 9.5	7.1
Switzerland	87.1	95.4	111.5	96.1	100.0	101.6	107.5	3.8	5.8
U.K.	83.5	87.0	76.3	98.7	100.0	80.9	83.8	▲ 12.2	3.6
EMER.& DEVELOP. ECO.									
DEVELOPING ASIA									
China	199.0	116.0	92.1	108.5	100.0	119.4	119.0	3.5	▲ 0.4
Malaysia	184.6	126.3	129.2	105.6	100.0	103.3	108.9	▲ 2.7	5.4
Pakistan	196.3	122.9	117.5	106.7	100.0	98.6	103.7	0.9	5.1
Philippines	154.4	108.8	130.7	108.6	100.0	121.3	126.8	▲ 2.5	4.5
Singapore	117.4	101.7	115.3	109.0	100.0	108.0	111.7	0.3	3.4

〈出所〉 IMF, International Financial Statistics, 2011年4月号より作成。

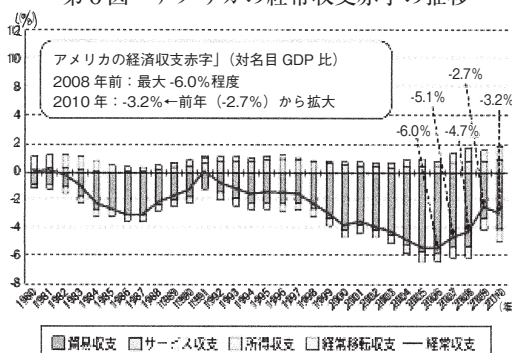
第5図 主要4カ国政策金利の推移



(注) 2011年9月8日時点

〈出所〉 野村証券ホームページ, 外為どっとコムホームページ。

第6図 アメリカの経常収支赤字の推移



〈資料〉アメリカ商務省資料より作成。

〈出所〉通産省『通商白書 2011年版』p.18.

う「有事」の中で、「新興経済地域と発展途上経済地域」がドル保有を優先したものと思われる。また後述する EU の共通通貨「ユーロ」は、計算単位として 1999 年 1 月から使用され始め、2002 年 1 月から紙幣や硬貨による本格的な流通を開始したのに伴って、「先進経済諸地域」はユーロへの分散投資を行ったものと考えられる。

しかし 2003 年からは、傾向としては減少方向であるものの、「先進経済諸地域」のドル保有比率が、「新興経済地域と発展途上経済地域」を上回っている。第 4 図は消費者物価指数ベースの円、ドル、ユーロ圏、人民元の実質実効為替相場(月平均、2005 年 = 100)、第 3 表は世界各国の実質実効為替相場を数字で表したものである。

ドルの実質実効為替相場は、1985 年をピークにしてその後下落し、1997 年頃から再び上昇し始め、2001 年 1 月をピークとして低下した。そして、一時 2009 年に上昇し、その後低下している。ユーロ圏の実質実効為替相場は、ユーロ紙幣や硬貨が流通し始めた 2002 年 1 月より上昇している。このような状況から、「新興経済地域と発展途上経済地域」、とくに産油国を中心とした巨額のオイルマネー保有国は、減価するドルから増価するユーロにシフトして、公的外国為替(外貨)準備を多様化することにより、為替リスク軽減を図ってきたと見られる。

「先進経済諸地域」は、第 5 図の各国の主要政策金利の推移によれば、2004 年～2008 年 1 月迄の、ドル金利がユーロ金利よりも高かった期間はとくにそうであったが、第 6 図のアメリカの経常収支赤字の推移にも示されているとおり、アメリカの経常収支赤字やアメリカ企業の海外への投資等によってアメリカ国外に流出したドルを獲得した諸国は、ドルをアメリカ国債や財務省証券、アメリカの金融機関等への預金としてアメリカに還流させた。このように、アメリカの対外流動債務が諸外国に受け取られ続ける限り、ドルの国際通貨としての地位は維持され続けているのである。

(2) EU の共通通貨・ユーロ (Euro)

① ユーロ参加国の推移

EU 加盟国中 11 カ国(ベルギー、ドイツ、スペイン、フランス、アイルランド、イタリア、ルクセンブルグ、オランダ、オーストリア、ポルトガル、フィンランド)が、1999 年 1 月から計算単位としての共通通貨・ユーロを使用し始めたため、第 1 表では、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 [European Currency Unit, 欧州通貨単位] は、1999 年から公表されなくなり、その合計がユーロとして一括して計上されている。

その後 2001 年 1 月にギリシャがユーロに参加し、ユーロ参加国は 12 カ国となった。そして 2002 年 1 月から紙幣・硬貨が市中に流通し始め、2003 年 3 月からユーロ圏 12 カ国の唯一の法定通貨となった。2007 年から 2011 年にかけて、スロヴェニア、キプロス、マルタ、スロヴァキア、エストニアが次々にユーロに参加し、2011 年 11 月時点で、ユーロ参加国は 17 カ国となっている。

② EU への歴史と EU 加盟国の推移

EU の歴史は、第二次大戦後の 1946 年 9 月 19 日にウインストン・チャーチルが、チューリッヒで「ヨーロッパ合衆国構想」を提唱したのに始まる。その後、欧州石炭鉄鋼共同体の創設、

EEC (European Economic Community, 欧州経済共同体), 欧州原子力共同体, EC (European Community, 欧州共同体), 「トンネルの中のスネーク」制度, EMS (European Monetary System, 欧州通貨制度(1973年3月13日)), EMU (Economic and Monetary Union, 経済通貨同盟), マーストリヒト条約発効による EU (The European Union, 欧州連合) 創設(1993年11月1日), オーストリア, フィンランド, スウェーデンの EU 加盟(1995年1月), 旧共産圏10カ国の EU 加盟(2004年5月1日, 拡大 EU), 2007年1月のブルガリア, ルーマニアの EU 加盟を経て, EU 加盟国は2011年11月時点で, 27カ国(オーストリア, ベルギー, ブルガリア, キプロス, チェコ, ドイツ, デンマーク, スペイン, エストニア, フィンランド, フランス, ギリシャ, ハンガリー, アイルランド, イタリア, リトアニア, ラトビア, ルクセンブルク, マルタ, オランダ, ポーランド, ポルトガル, ルーマニア, スロヴァキア, スロヴェニア, スウェーデン, イギリス)となっている。

そして既述のように2011年11月時点で EU 加盟27ヶ国中, 17カ国が, 「共通通貨・ユーロ」に参加している。しかし, 英国はユーロに参加していない。

③ユーロの公的外国為替(外貨)準備中の保有比率

第1表によれば, IMF 加盟国のユーロ保有比率は, 1999年に「全諸国」の17.8%から, 景気停滞期の2004年, 2005年を除いて傾向的に上昇し, 2009年で27.3%に達している。これにユーロに参加していないイギリス・ポンドの4.3%を加えれば, ユーロ圏で IMF 加盟国の公的外国為替(外貨)準備の31.6%となり, ドルの62.2%の約半分となっている。

④ユーロの地域別保有比率

ユーロの地域別保有比率について検討すると, ユーロが計算単位として使用された1999年～2001年までは, 「先進経済諸地域」では18～19%であったものが, 実際に紙幣や硬貨が流通し始めた2002年からは, 21%～24%台へと保

有比率が高まっている。これに対して, 「新興経済地域と発展途上経済地域」では, 1999年～2001年までは17%～19%と, 「先進経済諸地域」とほぼ同水準である。

しかし2002年からは25%～30%台と, 「先進経済諸地域」よりも2ポイント～9ポイント, 保有比率が高い。2010年ではギリシャ危機で低下しているが「先進経済諸地域」24.3%に対して, 「新興経済地域と発展途上経済地域」は28.2%と, 「新興経済地域と発展途上地域」が3.9ポイントも高い。これは前述したように, 「新興経済地域と発展途上地域」に属する産油国を中心とした巨額のオイルマネー保有国が, 減価するドルから増価するユーロにシフトして, 公的外国為替(外貨)準備を多様化することにより, 為替リスク軽減を図ってきたことが大きいと言えるだろう。

また EU 加盟27ヶ国のうち, 17カ国が共通通貨ユーロに参加しているに過ぎず, 残りの発展途上経済地域に属するユーロ非参加 EU 諸国は, 公的外国為替(外貨)準備としてユーロを保有している。また1部の EU 加盟国外の諸国でも, 従来からの通貨同盟により, 相手国がユーロ導入したため自国もユーロを法定通貨にした場合もある。たとえばフランスとアンドラ公国・モナコ公国, イタリアとサンマリノ共和国・バチカン市国, スペインとアンドラ公国等である。またコソボ, モンテネグロ, サン・マルタン等々の EU と正式な合意をしていない非公式使用国・地域もあり, 補助通貨としてユーロを使用している国もある。

(3)その他の諸国

「円」の保有比率は1991年に9.4% (「先進経済諸地域」では10.4%) まで高まったものの第1表によれば, 日本経済の長期低迷と低金利政策で傾向的に低下し, 「全諸国」では2003年から3%台になり2009年で2.9%になった。しかし, 欧米通貨危機で2010年には3.8%に上昇している。円は1987年, 1988年において, 「新興経済

第7図 円/ドル・ユーロの推移



(注) 月間平均値。ドルはインターバンク相場(東京市場) スポット・相場、ユーロは対ドルの円相場とユーロ・相場から算出。

〈出所〉 IMF, *Principal Global Indicators* (PGI) より作成。

地域と発展途上経済地域」が、「先進経済諸地域」よりも保有比率が高かったが、それ以外の期間では、「先進経済諸地域」が「新興経済地域と発展途上経済地域」よりも保有比率が高い。

「ポンド」は、「全諸国」について傾向的に保有比率が高まっている。2003年までは保有比率が2%台だったのに対し、2004年～2005年は3%台、2006年からは4%台に上昇し、2006年からは円の保有比率を上回っている。地域別で検討すれば、IMF加盟国の公的外国為替(外貨)準備中のポンドの保有比率は、「新興経済地域と発展途上経済地域」のほうが3%～6%台なのに対して、「先進経済諸地域」は2%～3%台で、「新興経済地域と発展途上経済地域」が「先進経済諸地域」の2倍以上になっており、2006年には6.0%に達している。これは、かつてポンドが国際通貨であったときの「ポンド残高」や、大英帝国時代の旧植民地諸国でのポンド保有、EU加盟非ユーロ参加国内の「新興経済地域と発展途上経済地域」のポンド保有、さらに産油国のオイルマネーの分散投資も考えられる。

「スイス・フラン」は、「全諸国」、「先進経済諸地域」、「新興経済地域と発展途上経済地域」とも、1%未満であるが、外国為替市場では、円とともに投機資金の受け皿となって、スイス・フラン高となっている。そこで、2011年9月6日

にスイス国立銀行は、「€1 = 1.2スイス・フラン」に、スイス・フランの上限を決め、「無制限介入政策」を採用して、投機資金に対抗している。

IV. 外国為替市場の動揺

1. 円・ドル、円・ユーロの外国為替市場での変動

第7図は、変動相場制に移行した1973年から、2011年9月までの「円・ドル相場」と、計算単位としてユーロが導入された1999年から2011年9月までの「円・ユーロ相場」である。既述したように、巨額の財政赤字や2011年3月11日の東日本大震災に苦しんでいる「日本・円」は、大方の予想に反して、2011年3月17日に東京外国為替市場で\$1 = ¥79.21、海外市場で「\$1 = ¥76.25」を付け、戦後最高値であった1995年4月19日の「\$1 = ¥79.75」をあっさり更新した。しかし翌3月18日のG7(先進7カ国財務相中央銀行総裁会議)の円売り協調介入により、一転円安になった。しかしながら2011年10月31日には、さらに「\$1 = ¥75.32」という歴史的超円高に見舞われ、日本経済は大きな困難に当面している。

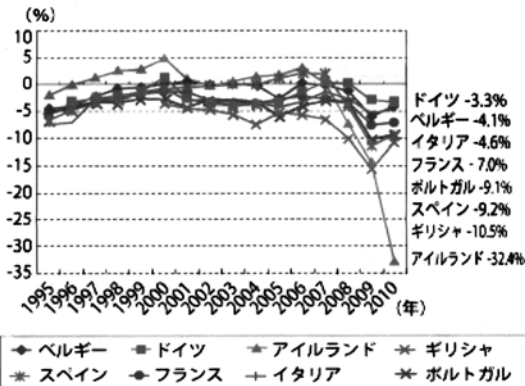
(1) 2011年3月17日の円高の要因

2011年3月17日に急激な円高となった理由としては、東日本大震災直後、日本の生命保険会社や損害保険会社が保険金支払いの資金繰りのため、外貨建て資産を大量に売却し円に交換するとの思惑から、投機資金が大量の円買いを仕掛けたためである。しかし協調介入後、市場の関心が低金利政策を採っている日本と欧米との金利差に移り、4月8日には一時、\$1 = ¥85台まで円安となった。

(2) 2011年10月31日の円高の要因

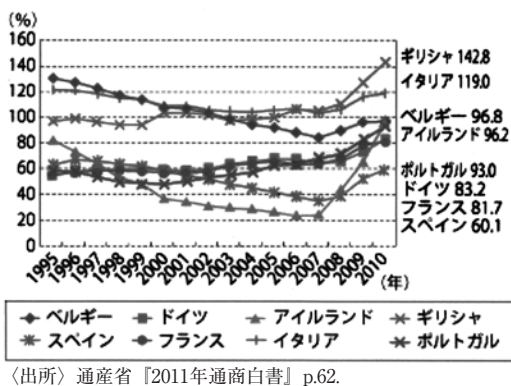
また10月31日の\$1 = ¥75.32の円高は、アメリカの景気低迷やEU諸国、とくにギリシャ

第8図 ユーロ圏各国の財政収支 (GDP 比)



〈出所〉通産省『2011年通商白書』p.62.

第9図 ユーロ圏各国の政府債務残高 (GDP 比)



〈出所〉通産省『2011年通商白書』p.62.

第4表 主要国の対外資産負債残高

(兆円)

		資産	負債	純資産	GDP 比
日本	10年末	563.5	312.0	251.5	52.5%
	09年末	554.8	288.6	266.2	56.5%
中国	10年末	333.0	187.0	146.0	44.9%
ドイツ	10年末	696.4	582.2	114.2	42.1%
スイス	10年末	267.6	203.1	64.5	136.1%
香港	10年末	235.0	178.5	56.5	308.6%
ロシア	09年末	102.1	91.2	10.9	9.1%
カナダ	10年末	115.8	137.2	△ 21.4	△ 16.2%
英国	10年末	1,184.2	1,208.8	△ 24.5	△ 13.2%
イタリア	10年末	224.4	253.2	△ 28.9	△ 17.1%
フランス	09年末	627.5	656.6	△ 29.1	△ 11.5%
オーストラリア	10年末	100.8	165.6	△ 64.7	△ 58.2%
スペイン	10年末	148.1	248.9	△ 100.7	△ 87.1%
米国	09年末	1,692.0	1,944.0	△ 252.0	△ 19.4%

(注1) 円建による各国計数の算出にあたっては、IMF *International Financial Statistics* に掲載の各年末におけるレートを用いて換算。

(注2) 10年末計数が公表されていない国・地域に関しては、09年度末残高を掲載。

(資料) ドイツ、スイス、イタリア、スペインは各国中銀公表の、香港、英国、オーストラリアは各国統計作成当局公表の "*International Financial Statistics*" に掲載の該当計数を用いて算出。中国は筆者作成。

〈出所〉日本銀行国際局、BOJ *Reports & Research Papers*, 2011年5月, p.9.

を頂点とする GIIPS 諸国の財政危機によるユーロの低迷のなかで、日本への投機資金が集中したことが上げられる。第8図と第9図は、ユーロ圏各国の財政収支 (GDP 比) と、ユーロ圏各国の政府債務残高 (GDP 比) であるが、GIIPS 5カ国とドイツ、ベルギー諸国は、ほとんどが財政収支赤字である。また政府債務残高も、ギリシャを筆頭にイタリア、ベルギー、アイルランド、ポルトガルと高水準に達している国が多い。

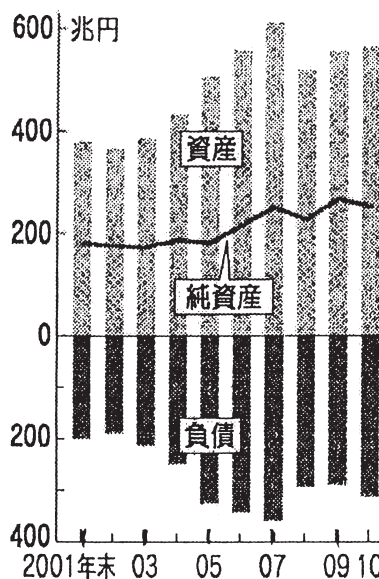
なぜ EU 諸国以上に財政収支が赤字であり、政府債務残高も EU 諸国を大幅に上回っている日本の円に、国際的な投機資金が集中するのかを解く鍵は、第4表の主要国の対外資産負債残高にある。2010年末の日本の対外純資産は、中国、ドイツを押さえて世界第1位である。世界の主要通貨に万が一の事が起きた場合、対外純資産が多い日本・円に投資しておけば、一番安全だとの思惑が働いているものと思われる。

(3)日本の対外純資産の推移と中国との比較

財務省が2011年5月24日に発表した2010年末の「対外資産・負債残高」によれば、日本の政府や企業、個人が海外に保有する資産から負債を差し引いた対外純資産は前年末比5.5%減の251兆1950億円で、2年ぶりに減少している⁴⁾。これは対ドル・対ユーロ等の円高の進行により、外貨建て資産の円換算での評価額が減少したためである。しかし純資産残高水準は、2009年に次いで過去2番目の高水準を維持した。第10図は2001年から2010年までの日本の対外資産・負債残高の推移であるが、IMF資料 (International Financial Statistics) によれば、日本の純資産残高は、1991年以来2010年まで、20年連続で世界最大の債権国となっている。

また中国国家外貨管理局によると、2010年末の対外 (金融) 資産が、前年末比19.3%増の4兆

第10図 日本の対外資産・負債残高の推移



〈出所〉『日本経済新聞』2011年5月24日夕刊。

1260億ドル (約333兆円) に上り、対外 (金融) 負債を差し引いた対外純資産は1兆7907億ドル (約146兆円) となり、日本に次いで世界第2位の純債権国となっている。中国の対外金融資産増加は、第5表の世界各国の外貨準備高に示されているように、「人民元」相場上昇を抑えるための為替介入で、2010年の外貨準備が2009年より18.6%増の2兆8660億ドルと急拡大したのが大きな要因である。さらに中国の外貨準備は2011年3月末で3兆ドルを突破している⁵⁾。

なお対外純資産の発生は本源的には経常収支戻りの累積による。これに既存の対外資産・負債の評価増減 (キャピタルゲイン・ロス) が加わる。すなわち「経常収支 = - 資本収支」であり、資本収支の長年に亘る累積額の時価評価であると言える。したがって単純化すれば、日本や中国のように経常収支黒字国は対外的には純資産国、第6図に示されているアメリカのような経常収

4) 日本銀行国際局『2010年末の本邦対外資産負債残高』, BOJ Reports & Research Papers, p.9, 2011年5月。

5) 『MSN 産経ニュース』, 2011年5月30日。

第5表 世界各国の外貨準備高(金を除く)

(単位:100万ドル)

2010 順位	2009 順位	国名	1985年	1990年	1995年	2000年	2005年	2009年	2010年	2008-09年 増減額	2009-10年 増減額
		WORLD	406,154	840,212	1,365,530	1,975,857	4,353,563	8,491,924	9,461,548	1,129,873	1,099,284
		(国数)	141	146	175	181	184	177	142	177	142
1	1	China	12,728	29,586	75,377	168,278	821,514	2,416,040	2,866,080	466,780	450,040
2	2	Japan	26,719	78,501	183,250	354,902	834,275	1,022,240	1,061,490	12,880	39,250
3	4	Saudi Arabia	25,004	11,668	8,622	19,586	155,029	409,694	444,722	▲ 32,555	35,028
4	3	Russia	n.a.	n.a.	14,383	24,264	175,891	416,649	443,586	4,899	26,937
5	5	Taiwan	n.a.	n.a.	n.a.	106,742	253,290	348,198	382,005	56,491	33,807
6	6	Korea	2,869	14,793	32,678	96,131	210,317	269,933	291,491	68,789	21,558
7	9	Brazil	10,605	7,441	49,708	32,434	53,245	237,364	287,056	44,520	49,692
8	7	India	6,420	1,521	17,922	37,902	131,924	265,182	275,277	17,763	10,095
9	8	Hong Kong	n.a.	24,568	55,398	107,542	124,244	255,768	268,637	73,299	12,869
10	10	Singapore	12,847	27,790	68,816	80,170	116,172	187,803	225,715	13,610	37,912
11	16	Switzerland	18,016	29,223	36,413	32,272	36,297	98,199	223,481	53,139	125,282
12	12	Thailand	2,190	13,305	35,982	32,016	50,691	135,483	167,530	26,822	32,047
13	11	Algeria	2,819	725	2,005	12,024	56,303	149,041	162,614	5,798	13,573
14	13	U.S.A.	32,096	72,258	74,782	56,600	54,084	119,719	121,392	53,112	1,673
15	14	Mexico	4,906	9,863	16,847	35,509	74,054	99,589	120,264	4,463	20,675
16	17	Malaysia	4,912	9,754	23,774	28,330	69,858	95,432	104,857	4,283	9,425
17	15	Libya	5,904	5,839	n.a.	12,461	39,508	98,725	99,645	6,412	920
18	21	Indonesia	4,974	7,459	13,708	28,502	33,141	63,563	92,908	13,967	29,345
19	18	Poland	870	4,492	14,774	26,562	40,864	75,923	88,822	16,618	12,899
20	20	Turkey	1,056	6,050	12,442	22,488	50,579	70,874	80,713	446	9,839
21	19	Denmark	5,429	10,591	11,016	15,108	32,930	74,291	73,503	33,825	▲ 788
22	22	Israel	3,680	6,275	8,119	23,281	28,059	60,611	70,907	18,098	10,296
23	24	U.K.	12,859	35,854	42,016	38,774	38,467	55,702	68,345	11,354	12,642
24	23	Germany	44,380	67,902	85,005	56,891	45,140	59,925	62,295	16,788	2,370
25	25	Canada	2,503	17,845	15,049	32,102	32,962	54,238	56,998	10,460	2,760
26	27	France	26,589	36,778	26,853	37,039	27,753	46,634	55,800	13,016	9,167
27	37	Philippines	615	924	6,396	13,090	15,926	38,783	55,363	5,590	16,580
28	26	Norway	13,917	15,332	22,518	27,597	46,986	48,859	52,860	▲ 2,091	4,000
29	31	Iraq	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	12,104	44,128	50,377	▲ 5,810	6,250
30	28	Argentina	3,273	4,592	14,288	25,147	27,179	46,093	49,734	1,238	3,641

〈出所〉 IMF, *International Financial Statistics*, 1995年 Sept., 2000年 Sept., 2011年 Sept. より作成。

支赤字国は純債務国(2009年末マイナス252兆円)であると言える。

対外資産の内容については、日本が証券投資や貸付といった民間資産中心であるのに対して、外貨準備が世界最大である中国では、国外への資本流出の中心は民間ではなく国家であると言えるだろう。また対外負債は日本の場合、国内への証券投資と借入が中心であるのに対し、中国では直接投資が大きな比重を占めている。中国が人民元の外国為替市場での自由な変動を阻止している状況では、まだ国際的な投資通貨として国際的に使用するのには困難で、日本円やスイス・フランが集中的に投機資金の標的とされているのである。

2, 繰り返される円高・ドル安の歴史とその原因

第4図の実質実効為替相場の推移(2005年基準)と、第3表の世界各国の実質実効為替相場(2005年基準)の数値によれば、短期間に50~60%の上昇率となった超円高局面が、1970年代、1980年代、1990年代と3回指摘できる。

第1の超円高は1970年代後半である。当時、カーター大統領の下でアメリカ経済が過熱し、国際収支赤字も拡大した。当時のブルメンソール財務長官による円高・マルク高への誘導を目的とした口先介入が何度も繰り返され、結果として超円高相場となった。しかし、為替相場による収支調整が十分でないとは判断すると、国際収支黒字国の日本と西ドイツは国際経済牽引の

役割を担うべきだと、黒字国責任論に基づく「日独機関車論」により、日本と西ドイツの内需拡大を要求した。

第2の超円高は、1980年代後半、とくに1985年9月22日のプラザ合意以降に50%も切り上がった急激な円高と、レーガン大統領のもとでのベーカー財務長官の円高誘導発言により、もたらされた。すなわち、プラザ合意以前は\$1 = ¥240台だった円・ドル相場が、ベーカー財務長官の円高発言で、1988年初めには\$1 = ¥120台まで急上昇したのである。急激な円高で輸出産業が大打撃を受け、日本銀行は円高不況対策のため、1987年2月23日、当時としては史上最低の2.5%への公定歩合の引き下げが行われ、この水準が27ヶ月間維持された。これが日本のバブル経済を引き起こす事となった。

第3の超円高は、1990年代前半にクリントン大統領下で発生した。1993年1月に\$1 = ¥125前後の円相場は、2月から急上昇し、4月19日には\$1 = ¥110台、6月15日には\$1 = ¥104.80となった。この背景には日本の大幅な貿易収支黒字があり、円高による貿易収支黒字削減要求を、欧米が鮮明にし始めたからである。クリントン大統領は1993年4月17日(土曜)、日米首脳会談の直後、円高を歓迎する発言をし、ベンツェン財務長官も幾度となく円高誘導発言を行った。その結果、急激な円高は進み、ついに1995年4月19日には\$1 = ¥79.75と当時としては史上最高の円高水準となったのである。

このような過去3回の超円高は、「日本がアメリカ経済の大調整のコストを、円高や各種経済摩擦における対米譲歩という形を通じて、ほとんど一手に引き受けてきた」と言えるのである。アメリカは変動相場移行後も、国内の失業率上昇に繋がるデフレ政策採用を嫌い、国際収支節度を守らず、国際収支の赤字を出し続けてきた。過去3回の超円高の時期は、アメリカの経済成長率が高水準で、経常収支赤字が拡大

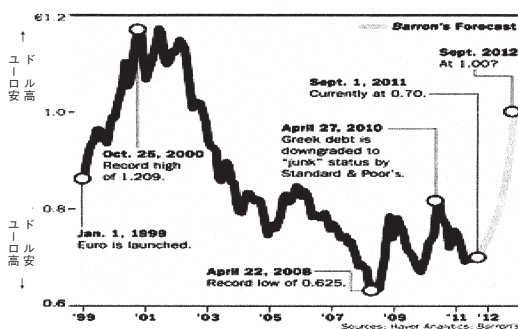
した時期と一致するのである。すなわち、アメリカは自国の経常収支不均衡是正策として、為替相場による調整を積極的に推進してきたのである。世界経済の混乱の最も大きな要因は、ここにあると言えるだろう。

3、ドル・ユーロ相場の推移

1999年から2011年9月までのドル・ユーロ相場は、第11図に示されている。実際にユーロ紙幣や硬貨を流通させる前に、1999年から計算単位としてユーロが導入される事になったのは既述のとおりである。ユーロ導入前の1998年、ノーベル経済学賞受賞者のミルトン・フリードマン(Milton. Friedman)はユーロの今後の見通しについて、「事態が悪い方向へと進展し、そのときイタリアが苦境にあった場合を想定すると、楽観的になれない」と、未来に対する不気味な予見を示したそうである⁶⁾。

フリードマンは、イタリア・リラが単独で取引される場合、リラの為替相場を下落させる事で問題はおおむね解決できると考えた。そして為替相場の下方修正によりイタリアの物価と賃金は近隣諸国よりも大きく切り下げられ、相対的な国際競争力は大幅に向上するとした。しかし近

第11図 ドル／ユーロ相場の推移



注 対ユーロでのドルの月平均推移(単位:ユーロ)
2012年9月は予測値

〈出所〉THE WALL STREET JOURNAL, Sept. 6, 2011.

6) THE WALL STREEY JOURNAL, Sept. 6, 2011.

隣諸国が単一通貨を採用している場合、このメカニズムは働かず、実際に諸物価と賃金を引き下げなければならない。その実施は至難の業であり、ユーロの将来は不透明だと述べたのである。

このフリードマンの懸念は、現在ユーロ参加国の中の GIIPS 5 カ国、とりわけギリシャのソブリン危機やイタリア危機として現実のものになっている。2010年5月のギリシャ危機（債務不履行危機）以来、欧州中央銀行（European Central Bank, ECB）や IMF、ユーロ参加国政府、欧州金融安定ファシリティ（European Financial Stability Facility, ESSF）や欧州金融安定メカニズム（European Financial Stabilisation Mechanism, EFSM）を総動員して、ギリシャを始めとする PIIGS 諸国に財政危機乗り切り支援をおこなっているものの、2011年11月になっても依然として沈静化していない。そして通貨同盟であるユーロ圏解体の懸念もくすぶっている。

第11図によれば、ユーロは2000年10月25日に \$ 1 = €1.209 (€ 1 = \$ 0.827) の最安値になって以降ユーロ高・ドル安になり、2008年4月22日には \$ 1 = €0.625 (€ 1 = \$ 1.6) に達した。その後2010年4月27日には、S & P がギリシャ国債の格付けを「投資不適格」の水準に格下げして、若干ユーロ安・ドル高になったものの、2011年9月1日には \$ 1 = €0.70 (€ 1 = \$ 1.428) まで上昇している。

ユーロ圏内での GIIPS 諸国の通貨調整が、ユーロという単一通貨採用で不可能であれば、圏外で調整したらよいのではないかという事になる。現在のドルは対ユーロで、2008年4月22日に次いで過去最低水準である。THE WALL STREET JOURNAL の G. エプステイン (Gene Epstein) 記者は各方面の取材から、ユーロの相場下落要因に対し、ドルが今後1年で上昇し、\$ 1 = €1 になる可能性があるとしている。ギリシャ救済策の効果の不透明さや、ドイツのメルケル首相率いるドイツの連立政権さえもが、経済が弱体化しているユーロ圏諸国の現在およ

び将来的な救済妥当性を疑問視している事を上げている。またイタリアとスペインの救済申し出の可能性も高まっているとする。

このように弱体化しているユーロであるにも係わらず、対ドルで今まで下落しなかったのはなぜであろうか。それはユーロとともにドルも、サブプライムローンによるリーマンショックからまだ十分に回復しておらず、両通貨は底値を競い合っており、そのためにユーロ・ドル相場も比較的安定を保っていたといえる。しかし今後は、両通貨は大きく変動する可能性が出て来ている。

V, 国際金融リスクとリスク管理

1, 国際金融リスクの発生

以上考察してきたように、国際通貨発行国アメリカの弱体化とアメリカを補完すると見られてきた EU の通貨危機による、近年の「リスクマネー」の攻撃は、円やスイス・フランといった特定国に集中しており、外国為替相場の変動幅も、それら諸国を中心に拡大しており、歴史的円高やスイス・フラン高が発生している。従来為替相場の変動によるリスクは、「為替リスク」と呼ばれてきた。しかし国際通貨制度の動揺による特定国の「為替リスク」は、従来の用語とは区別して、「国際金融リスク」と呼ぶことにしたい。

近年の「国際金融リスク」発生は、リーマン・ショックやユーロ圏内のソブリン危機という大変動の中でも、マクロ経済政策を対外調整に振り向けず、あくまでも受動的立場を採り続けるアメリカのドルと、ユーロ圏内の経済格差への対応の遅れが目立つ EU、とくにユーロの動揺によるところが大きい。

アメリカは、2008年9月15日のリーマン・ショックにより引き起こされた世界金融危機の中で、自国の経済回復のために量的緩和政策 QE1 や QE2 (Quantitative Easing) を矢継ぎ

早に実施した。短期政策金利も0～0.25%の超低金利に誘導し、自国国債5000億ドルを連邦準備銀行が買い入れ、量的緩和政策で供給されたドルは、世界の商品市場や新興国に集中することになった。

その結果、金価格は史上最高を更新し、金1oz.= \$2000に迫る高値となっている。またトウモロコシ価格も史上最高値を更新した。このように市場規模が小さい商品市場に投機的資金が集中し、商品価格の異常な高位水準をもたらしている。さらに新興国に集中豪雨的に資金が流入し、インフレを助長させてきた。しかしギリシャ危機やイタリア危機の中で、ドルを手元においておこうという動きが高まり、一転ドル調達が困難な状況になっている。

2. 国際金融リスク管理

世界銀行は2011年5月17日に“Multipolarity: The New Global Economy”(多極化—新世界経済)のタイトルの報告書を発表した。それによれば、韓国・ブラジル・中国・インド・インドネシア・ロシア等新興6カ国の経済成長が、年平均4.7%を記録し、2025年にはこの6カ国で世界の経済成長の過半数を占めると分析している。一方日本、アメリカ、イギリス等の先進国の経済成長率は、2.3%に留まるものの、引き続き世界経済の中で重要な役割を果たし、世界経済の成長を加速させる存在であるとしている。

そして報告書は、「新興国の急速な成長は世界の経済成長の中心を従来の先進国から、先進国と発展途上国全体に分散させる」と多極化を予想している。またドルを基軸通貨としている現行の国際通貨制度にも変化が生じ、ユーロと人民元も主軸通貨の一つになると予想している。

本稿において、準備通貨としてのドルがIMF加盟国の公的外国為替(外貨)準備の中で

の保有割合を減らしてきている状況を概観した。この事だけを取ると、ドルは国際通貨としての役割が大きく揺れているようにも見える。しかし国際決済銀行(Bank for International Settlements<BIS)の調査によれば、2010年4月の平均日次取引高ベースによれば、国際的な取引に使われる取引通貨としてドルは、依然として84.9%のシェアを維持している⁷⁾。リーマン・ショック後や現在のギリシャ危機の中でも、国際決済通貨として需要されるのは圧倒的にドルである。

今後世界銀行が予想するように、基軸通貨の多様化が進むにしても、当面の間、国際通貨制度の中心になるのは依然として「ドル」である。アメリカが自国の経済成長にマクロ経済政策を使うだけでなく、国際通貨制度安定のためにアメリカのマクロ経済政策を使うような環境整備を世界各国が行う事が、まさに『国際金融リスク管理』であると言えるだろう。また共通通貨ユーロが今後とも存続し、多極化の国際通貨体制の一員となるためには、金融政策の統一に加えて、財政政策の統合を図り、厳密な財政収支管理が不可欠となるだろう。

【付記】

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。記して謝意を表する。

参考文献

- (1) Gourinchas, Pierr-Olivier and Helene, Rey, “International Financial Adjustment Journal of Political Economy”, 2007 vol.115, no.4.
- (2) Zhou Xiaochuan, “Reform the International Monetary System” The People’s Bank of China, March 2009.
- (3) United Nations. “Report of the Commission of Experts of the Presidents of the United Nations of General Assembly on Reforms of the International Monetary System” Sept.21 2009.
- (4) United Nations “Report of the Commission of Experts of the Presidents of the United Nations of

7) 『週刊東洋経済』2011年9月17日号, p.18.

- General Assembly on Reforms of International Monetary System” Sept. 21 2009.
- (5) C. Fred Bergsten, “The Dollar and the Deficits : How Washington Can Prevent the Next Crisis” Foreign Affairs, Volume 88 No. 6, November/ December 2009.” The Global Crisis and the International Economic Position of the United States” in Special Report 20 “ The Long-Term International Economic Position of the United States” May 2009.
- (6)一般社団法人全国銀行協会, 「アジア経済圏にとって望ましい金融・資本市場のあり方」『金融』2011年4月, pp.49-82.
- (7)草野豊己, 『リスクマネーの威力』, 廣済堂あかつき株式会社出版事業部, 2011年.
- (8)浜 矩子, 『ユーロが世界経済を消滅させる日』フォレスト出版, 2010年.
- (9)伊藤さゆり, 「二兎を追うユーロの金融政策に勝算はあるのか」『週刊東洋経済』2011年6月4日号.
- (10)前田直哉・西尾敬一郎, 「国際通貨ドルに対する信認と政策問題」『世界経済評論』2010年, 11/12, pp.74-82.
- (11)みずほ総合研究所編, 『ソブリン・クライシス』日本経済新聞出版社, 2010年.
- (12)野村資本市場研究所, 『中国の人民元国際化に向けた動きに関する調査』, 財務省委託調査。2009年12月.
- (13)小川英治, 「欧州ソブリンリスクとユーロ暴落」『世界経済評論』, 2010年9/10. pp.28-35.
- (14)萩原新次郎監訳, 大統領経済諮問委員会年次報告『米国経済白書 2011』『エコノミスト』臨時増刊, 2011年5月23日号.
- (15)萩原陽子, 「G20直前に中国が提起した国際通貨システム改革論」『三菱東京UFJ銀行 経済情報』2009年4月6日, pp.1-5.
- (16)小野 亮, 「国際準備通貨としてのドルの地位～鍵を握る中国と格付け機関の動き」, 『みずほマーケットインサイト』2011年7月6日. pp.1-7.
- (17)大井・大谷・代田「貿易におけるインボイス通貨の決定について：『円の国際化』へのインプリケーション」『金融研究』2003年9月 pp.91-130.
- (18)猿渡英明「デフォルトを回避するも、課題を残す財政再建問題」『米国経済ウォッチ』, みずほ証券リサーチ&コンサルティング, 2011年8月5日, pp.1-8.
- (19)竹中正治, 「グローバル・インバランスとドル基軸通貨体制の行方」, Business & Economic Review, 2010年2号. pp.56-78.
- (20)田代秀俊, 「南京会議でSDR構成通貨に浮上した人民元」『エコノミスト』2011年5月17日号, pp.30-31.
- (21)通商産業省, 『通商白書』, 2009年版, 2010年版, 2011年版.
- (22)山下英次「日本が一手に引き受ける米国のマクロ経済調整コスト」『エコノミスト』2011年8月9日号, pp.36-38.
- (23)山田晴信, 「日本と中国が支えるドルの信認が失われるとき」『エコノミスト』2011年5月17日号, pp.26-27.
- (24)『読売新聞』2011年4月9日朝刊.

Turmoil in the International Currency System and International Financial Risk Management

Toshinori Arima

In this thesis, I will analyze the situation in which, since the end of the convertibility of the US dollar into gold in August 1971 and the introduction of the floating exchange rate system in February 1973, the United States' current account deficit and fiscal deficit have been on a rising trend. I will also point out that the US monetary and fiscal policies, which have placed priority on the domestic economy for decades, have been nearly stretched to their limits both domestically and internationally, especially after the financial crisis triggered by the collapse of Lehman Brothers in September 2008.

I will also discuss the ongoing crisis in the 27-member European Union. Of the 17 countries that use the single currency, the debt crisis in the GIIPS (Greece, Italy, Ireland, Portugal and Spain), most notably Greece, is shaking the foundation of the euro, the currency that has been hailed as the second-most prominent international currency after the dollar. I will also look into the possibility that, in the worst case, the situation could spiral into an international financial crisis that may exceed the Lehman shock in scale.

I will then take a look at endeavors for international financial risk management in Japan, the United States and Europe with a view to forestalling a fiscal and financial crisis, and discuss ways to contain turmoil in the current international currency system and construct a more stable worldwide system.

In this context, to gain an understanding of the dollar' s current standing as a reserve currency, I will analyze the shares of global currencies in governmental foreign exchange reserves in three regional categories—all countries, advanced economies and emerging/developing economies—based on data from the IMF Annual Report 2011. I will also look into historical changes in the Special Drawing Rights, because they play an important role in conducting analytical calculations.

Additionally, I will examine the historical movements of real effective exchange rates for the dollar, euro, yen and yuan, policy rates in major countries, historical changes in the US current account deficit, and historical movements in the bilateral exchange rates between the yen and the dollar, the yen and the euro, and the euro and the dollar. In doing so, I will also look into the history of the yen' s appreciation and factors behind the current strength of the Japanese currency, which is hovering near its record high.

Finally, based on these analyses, I will discuss international financial risk management with a view to containing turbulence in the international currency system, and expound on how such a system should ideally be managed.

