

《論 文》

国際金融システムの再構築に向けて
Reconstruction of International Financial System

本 澤 実

年報 創刊号 2010年12月（抜刷）

政策科学学会

国際金融システムの再構築に向けて

Reconstruction of International Financial System

本澤 実

HONZAWA, Minoru

要旨

世界の金融経済は、リーマンショックの後に危機的状況に陥ったが、G20諸国を中心とした財政出動による景気対策と中央銀行の積極的な資金供給によって乗り越えたかのように見える。しかし、それはバラマキによって生じた危機を、再びバラマキによって先送りしたに過ぎない。

2000年代初めのIT・通信バブル崩壊の影響は、欧米を中心とした不動産市場のバブルによって先送りが行われた。今回の世界的財政拡大と日米欧の中央銀行の資金供給増大の結果、新興国各国においてバブルの兆しがみられるが、それは2000年以降3度目の世界規模のバブルへと拡大を続けている。

本稿の課題は、世界同時金融危機の根本的原因について歴史的視点に立ち分析を行うことである。とくに、世界経済の中心である米国経済の展開と金融のグローバル化との関連を考慮しつつ検討を行い、今後の世界の通貨体制について考察する。

いうまでもなく、現在の通貨体制動揺の問題の起源は、第二次大戦後のブレトンウッズ体制が崩壊した1971年のニクソン・ショックにある。その後の金融のグローバル化を経て、不換紙幣体制下で世界の貨幣量は膨張を続け、ドル中心の現在の通貨制度の持続性に疑問が生じているのである。

本稿では、ブレトンウッズ体制以降の世界の通貨・金融体制の展開を検討した上で、現在の通貨・金融制度の持つ問題点と限界を考察した。最後に、今後の世界が目指す通貨制度の在り方について、現時点での筆者の考え方を述べている。

Keyword

ブレトン・ウッズ体制、ニクソン・ショック、金融のグローバル化、サブプライム問題、多極分散型通貨システム

Bretton Woods System, Nixon Shock, Globalization of Financial Markets, Subprime Problem, Multipolarization of Global Currency System

はじめに

世界経済は、2007年のサブプライム危機が表面化して、2008年に金融危機が経済危機へと波及するまでは順調に成長を続けているように見えた。とくに、世界のGDPの約28%

を占め世界経済の牽引役となっていた米国経済については、2000年代半ばには「ゴールドロックス経済 (Goldilocks Economy)」¹⁾ と呼ばれるインフレなき長期景気拡大が実現したという強気の見方が広がっていた。

世界全体の実質GDP成長率は、2001年の

IT・通信バブルの崩壊や米国の同時多発テロに伴い大幅に落ち込んだ。しかし、FRBの政策金利引き下げを動因とした住宅投資や個人消費の伸びで息を吹き返した米国経済に支えられ、世界経済は2003年以降は再び大きく拡大を続けた。2006年から2007年にかけては、ニューエコノミーといわれた1990年代後半を凌いで世界経済は5%成長を達成して、世界の総GDP規模は2008年末には60兆ドルを超えた。今回の景気拡大の流れは先進国から途上国へと広がり、1990年代における債務問題の解決とも相俟って途上国においては成長が一段と加速した。

一方で、米国経済に牽引されて拡大を続けた世界経済は、大きな不均衡を抱えることとなった。それが米国の経常収支赤字である。米国の経常収支赤字は他の地域に比べて突出して大きく、2006年には年間8000億ドルを超え対GDP比6.2%に達した。そして世界の経常収支のバランスをみると、米国の赤字（需要）が世界経済を支えている姿がはっきりと見えてくる。

こうした世界経済の構造は、米国が産業競争力の低下に伴う経済の弱体化に対して、世界の財の購買者として経済水準を維持する戦略を選択したことから生じたものだ。言葉を変えれば、米国は世界に依存し、世界は米国に依存して存在するようになったということだ。そして、貿易の自由化と金融の自由化が表裏一体となって、この世界経済の循環の仕組みを支えていたといえる。

本来、米国で経常収支赤字が続くとドル安を伴うはずであるが、1990年以降米国が赤字の下でも一定のドルの価値を維持できたのは、金融グローバル化の進展により世界中の資金が米国へ集中したからだ。世界の資金が米国

へ集中して資産価格の上昇を促し、上昇した資産価格が借入余力を高めて、米国の個人消費を支え続けたのである。

この仕組みが働き続けるためには、米国の通貨ドルが全世界に対して強制通用力を持たなければならない。すなわち、米国が通貨覇権を維持するということであり、それは米国の絶対的な軍事力・政治力が継続することを前提条件としている。しかし、最近の米国をみていると、アフガニスタン問題ひとつを取ってもこの条件を満たしているように思われない。

本稿では、世界同時金融危機の根本的原因について、歴史的視点に立ち分析を行う。とくに、世界の中心である米国経済の展開と金融のグローバル化との関連を考慮しつつ検討を行い、今後の世界の通貨体制について考察する。

I 第2次世界大戦後の国際金融システム

1. ブレトンウッズ体制

現在の国際金融システムを考える前提として、第2次世界大戦以降の国際社会の枠組みを振り返ってみよう。戦後の枠組みは、戦勝国側の連合国が作ったシステムであるが、実際は米国が構築したもので『パックス・アメリカナの経済体制の確立』と表現できる²⁾。

その枠組みとは、「金にリンクした唯一の通貨ドルを基軸通貨とした固定相場為替相場制を柱とするIMF・金ドル本位体制と、戦後の自由貿易体制の制度的枠組みであるGATT体制を基本の2本柱として、戦後の米国による政治的・経済的対外援助をおこなう『ドル散布体制』』ということが出来る³⁾。つまり政治的とは軍事を意味し、経済とはODAなどの資金援助や技術援助を含んでい

る。戦後の日本も、この米国の構築した枠組みの中で多くの援助を受けることによって経済成長を遂げることができたのである。この戦後のドル散布体制が、戦争で疲弊した国々における産業発展や購買力を生み出した。それは裏を返せば、援助を受けた国々が米国企業の作った製品を購入する顧客となったことを意味している。その国際貿易を支えた仕組みが GATT 体制であったのである。

2. ブレトンウッズ体制の崩壊

1960年代中頃になると、それまで圧倒的競争優位にあった米国に代わって、ヨーロッパ諸国とくに西ドイツと日本が急速な経済発展により国際競争力を高めてきた。これは第二次世界大戦が生み出した異常な事態が平準化する過程でもあった。

戦後の IMF・GATT 体制には 2つの問題が存在した。ひとつは、R. トリフィンが「流動性のジレンマ」として論じた問題である。戦後一貫して、米国政府の軍事的経済的援助（ドル散布）と多国籍企業を中心とした対外投資によって流出したドルは、米国企業の産業競争力を基盤とする貿易黒字によって国内へ還流するという国際資金循環の仕組みが働いてきた。しかし、米国企業の競争力低下に伴って貿易収支が縮小し、赤字へと転落することによりこの資金循環構造の崩壊が進んでいった。米国の対外ドル債務は増加する一方で、米国の金準備は急激に減少した。こうして、金 1 オンス = 35ドルで金とドルとの交換性を維持することが困難となり、それがドルの不振を拡大してドル危機にまで発展したのである。もちろん米国も手をこまねいていたわけではない。ドル防衛のためにさまざまな施策を打ち出した。米国単独で行ったロー

ザ・ボンドの発行、金利平衡税の導入のほかに、中央銀行間のスワップの取り決めや金プール協定など主要先進国間の協調行動による施策もあった。また、IMF の特別引出権 SDR もそのひとつだった。SDR は、米国の国際収支赤字とは無関係に国際流動性を増加させる方法として導入が図られた。しかし米国の継続的国際収支赤字によって生じた過剰ドルの一部は、米国に対する金交換請求として現れ、米国の金準備は急速に減少していった。1968年には「金の二重価格制」（つまり 1 オンス 35ドルによる公的金とドルの交換性は維持しつつ、ロンドン金市場での金価格上昇を放置したこと）によって、金価格は大きく上昇してドルに対する金の裏づけは形骸化していった。

もうひとつは、IMF・GATT 体制がインフレを促進する機能を内包していたことである。国際収支の悪化国の為替切り下げ圧力に対して、米国のドル供給がそれを緩和する一方で、ドル買い支えを通じて国際収支黒字国の国内流動性が拡大する傾向があった。それが極端に進めば世界的にインフレを高進させることになる。加えて、固定為替相場制は為替投機に対して弱点を持っていた。IMF 制度の下では、基礎的不均衡がある場合には IMF 平価の変更が可能だった。それ自体は各国の不均衡発展に適応して為替調整を可能とする柔軟性を制度に与えていたが、為替の一方向への投機を必ず成功させることにもなった。これを自己実現的投機アタックと呼んでいる。基軸通貨ドルの過剰と為替投機は、各国でマネーサプライの増加を加速させて、IMF=ドル体制の固定為替制度は、世界的にインフレを伝播させるメカニズムとして働いたのである⁴⁾。それはまた、インフレ的な景

気拡大を世界的に促進もしたのであった。

II 管理通貨制度下における国際金融システム

1. ニクソンの新経済政策

1971年8月、米国のニクソン大統領が「新経済政策」として金・ドル交換の停止と10%の輸入課徴金の賦課、90日間の賃金・物価および地代・家賃の凍結を発表した。いわゆる「ニクソン・ショック」といわれる出来事だ。この政策により、ドルはすでに形骸化していた金の裏づけを公式に喪失した。また、賃金や物価のインフレ進行を抑制するために、政府によって直接統制という戦時経済的な経済安定化措置が導入されたということでもあった。ニクソン・ショックによりドルの交換性が停止された後、10カ国グループは1971年の12月にワシントンのスミソニアンで次のことを決めた。

- ① ドルを切り下げて金1オンス38ドルとする
- ② 各国通貨の為替相場はセントラル・レートの形で発表する
- ③ 為替相場の変動幅をセントラル・レートの上下2.25%とする

スミソニアン体制の内容を要約すれば、金との交換性のない米ドルに対して各国が自国の為替相場を固定した制度であるといえる。しかしこの制度も長続きはせず、1972年6月に英国、1973年1月にスイス、2月に日本、イタリアが変動相場制へ移行し、3月にEC通貨（除く英国、イタリア、アイルランド）が共同変動相場制を採用した。スミソニアン体制の崩壊と主要先進国の変動相場制への移行により、1978年4月にはIMF協定も改正となり、将来の平価制度への復帰の可能性を残しながらも変動相場制が正式に承認された

のである。こうして金ドル固定相場制を基本とするブレトンウッズ体制は、名実ともに終わりを告げた。

ブレトンウッズ体制後の管理通貨制度の本質は、最終決済先送り体制と表現することができる。すなわち国際収支の最終尻の決済を先送りして放置した体制である。したがってこの体制の唯一の拠り所は国家による適切な通貨管理だけであり、ニクソン・ショック以降の世界は各国の政策の協調を避けることができなくなった。

2. ニクソン・ショック後の規制緩和の展開

① 資本規制の廃止

ブレトンウッズ体制（固定相場制）においては、IMF協定によって固定平価を維持するための介入義務があったため、各国とも經常取引や資本取引については厳しく規制を行っていた。しかし1973年3月に固定為替相場制度が廃止された後、米国を含む主要国は、それまで行ってきた資本取引に関する規制を取り除き始めた。米国は1974年に金利平衡税を、西ドイツはバールデポ制度を撤廃した。英国においても1979年10月に為替管理が全廃された。日本では1977年から資本規制は徐々に自由化され、1984年12月に施行された新外為管理法により法的に為替管理の緩和が確立された。

西側主要国のうち1980年代まで資本規制を維持し続けたのはフランスとイタリアで、ともにEMS（欧州通貨制度）のメンバーで資本流出にたびたび脅かされていた。ドイツマルクのような他の強い通貨に対する為替レートの変動幅を2.25%以内に抑えるという約束を果たすために資本規制を維持したのだ。しかし両国も1986年以降に資本規制を取り除き、

1990年までには事実上すべての先進国が資本市場の開放を果たしたのだった。

その他の国々では、その後も資本移動に対する厳しい規制を維持した。しかし、資本移動自由化の世界的潮流は変わらず、新興市場においても1990年代に入って資本市場の開放が始まったのだった。

② 金融市場の自由化

資本の自由化と並んで重要な柱となったのが「金融の自由化」である。金融の自由化という場合、金利自由化（上限制限撤廃）と銀行業務に対する規制の撤廃の2つを意味する。米国の金融自由化の流れを見てみると次のようになる⁵⁾。この動きをみると、預金金利の自由化に始まり、業務の規制緩和、営業地域の規制緩和と段階を追って金融の自由化が進められてきたことがわかる。

- 1980年 預金金融機関規制緩和および通貨量管理法 (DIDMCA)
- 1982年 ガーン・セイントジャーメイン預金金融機関法 (DIA)
- 1989年 連邦預金保険制度の改革、資本充実、および統合、連邦法金融機関規制当局の規制権限とその実施権限の強化、およびその他の目的のための法律 (FIRREA)
- 1990年 連邦預金保険公社改善法 (FDICIA)
- 1994年 リーグル・ニール州際支店銀行業務効率化法
- 1999年 グラム・リーチ・ブライリー法 (GLB 法)

こうした資本移動と金融市場の規制緩和が、1980年代には米国から他の先進国へと波及し、1990年代以降は新興国へと波及していった。

後者の場合、金融がまだ発達していなくて初期段階にあるような国では、規制緩和の対象となる民間金融機関がない場合もある。その場合は、政府がまずそれまでに保有してきた銀行を民営化して、民間銀行業務を禁止する法律を廃止することから始める必要があった。

3. 1980年代の金融技術の発展

政治的・軍事的・経済的にも「強いアメリカ」の復活を目指して1980年代初めに登場したレーガン大統領は、「新保守主義」「新自由主義」を掲げ、ニューディール以来のケインズ主義政策を放棄して、「市場重視」「小さな政府」「規制緩和・撤廃（ディレギュレーション）」を産業再活性化の基本理念とした。その経済政策は、「サプライサイダー（供給重視の経済学）」と通貨金融政策としての「マネタリズム」を2大特徴としていた。その主な政策手段は、①投資減税・個人所得減税、②各種政府規制の緩和・撤廃、③戦後の伝統的労使関係の転換を促進する労働政策にあった。このレーガノミクスと呼ばれる政策は、1980年代の米国経済に大きなインパクトを与えたが、同時に世界経済にとってもマクロ的拡張の枠組みを与えたのである⁶⁾。

国内においては、「レーガン軍拡」と福祉支出削減失敗による支出の拡大と、大幅減税と80年代初めの不況による収入減少により、米国の連邦財政赤字は急速に悪化した。同時に弱体化した国内産業の下でのマクロ拡張政策は、経常収支の赤字も急激に拡大させた。こうして1980年代半ばには「双子の赤字」が定着したのだった。これがブラザ合意という通貨調整へと繋がっていったのである⁷⁾。

こうした状況の中で、1980年代の前半から続いた金融自由化と金融革新に加えて、1980

年代後半にはプラザ合意などのドル高是正政策の下で進んだ金利の低下と金融緩和によってM&Aブームが大規模に起こった。このブームでは、投資銀行や証券会社だけではなく、商業銀行や生保なども関与してTOB合戦や銀行ローン（レバレッジド・ローン）やジャンクボンドを利用したLBOなどの手法が盛行を極め、株式市場では大きな金融相場が出現した。この動きは、米国主要企業の事業再編・再構築の流れとも関連しつつ進み、米国経済がマネーゲームの様相を強めたのだった。

1980年代にその胎動が始まり、1990年代に入って加速した「グローバル化」という世界経済の顕著な特徴として現れてきた動きも、この1980年代の米国の経済再編と転換を最大の動因とする戦後パックス・アメリカナという世界的な政治経済秩序の衰退と変化の過程で現れている現象と捉えるべきであろう。金融面から見てみると、1980年代には、M&Aブームのほかにもデリバティブ（スワップやオプション）、証券化などの金融技法も日常的に利用され始めた。その意味では、1980年代はそれに続く1990年代以降の「金融グローバル化」の準備を、制度的（金融自由化）にも技術的（レバレッジド・ローン、デリバティブ、証券化）にも着々と進めた時代ともいえる。

Ⅲ 金融のグローバル化とその後の国際金融市場の展開

1. 金融のグローバル化の進展

金融のグローバル化は、どのような背景の中で進展してきたのであろうか。

まず、1980年代の米国産業の変革と転換の中で、機械や電機などの大量生産型寡占企業

中心の経済からIT、通信などの産業に中心をシフトしたことが重要だ。これらIT・通信技術の発展により国境の壁は急速に低くなり、金融のグローバル化を進める大きな力となった。次に、冷戦の終結によって旧ソ連・東欧経済圏が資本主義の市場に参入してきたことも背景として指摘できる。同時に、1980年代に累積債務問題で苦しんでいた中南米やアジアの発展途上国も、1990年代に米国が主導したプレイディ・プランの導入により問題を解消して新たに市場へ戻ってきた。これらの新興諸国が、資本主義市場に戻り米国主導の新自由主義的政策を取り入れて金融市場を開放していく中で、金融のグローバル化は世界中に一段と浸透していった。さらに、金融技術の進化もグローバル化に弾みをつけた一因だ。市場型貸付（シンジケート・ローン）の浸透や、デリバティブや証券化技術の発達により金融商品の標準化が進み、世界の市場が一体化する助けとなった。

このように、通信やIT技術の発展を背景として、世界の市場の一体化を縦糸とし金融技術・商品の標準化を横糸として、金融のグローバル化は世界中に面として広がっていったのである。

2. 1990年以降の国際金融市場の展開

金融のグローバル化が進展した結果、世界経済の変動はかつてなく大きくなっている。市場の変動は激しくなり、1990年以降大きな経済金融危機が頻発している。先進国では、1990年代初めの米国のM&Aブームの崩壊、92年の北欧の金融危機、90年代後半の日本の金融危機、2000年のITバブル崩壊などがあり、新興国では1994～5年にかけてのメキシコ危機（テキーラショック）、97年のアジア

通貨危機、98年のロシア危機および LTCM 危機、99年のブラジル危機、2001年のアルゼンチン危機など枚挙にいとまがない。こうした危機のたびに、先進国では市場主義に立脚した米国流の金融再生手法が導入され、その混乱の中で金融の米国化が促進された。途上国の場合は、国家経済再建のために IMF の支援を受けると同時に、「ワシントン・コンセンサス」といわれる政策条件の受け入れをすることとなった。平価の切り下げ、総需要抑制的マクロ経済政策、構造改革などの IMF 主導（実際は米国主導）の片務的政策は、多くの場合途上国側に多くの負担と軋轢を生むこととなったのである。

2000年の米国発の IT バブルの崩壊はこれらの危機の中でもその規模は最も大きく、FRB も政策金利を6.5%から1%まで急速に下げるなど世界が大幅な金融緩和を行った。この時期に日本は、ゼロ金利政策から量的緩和政策をとり2004年のピーク時には30~35兆円の資金を市場に供給し続けたのである。このゼロ金利政策とそれに続く量的緩和政策は、投資家が市場において安い円資金を大量に調達して、その資金を外貨に換えて運用することを促進した。いわゆる「円キャリートレード」といわれる取引である。IT バブル後のこの世界同時リフレ政策で供給された大量の資金が、金融のグローバリゼーションで一体化した世界の市場を先端の金融技術進歩に後押しされて駆け巡り世界同時バブルを形成したのだ。その際にその動きを加速したのが、「レバレッジ」「ディリバティブ」「証券化」の3点セットである。これらの先端の金融技法が、金融界の人々の欲望とあいまってリスクを拡大していったのである。

3. サブプライム問題とは

今回の世界同時金融危機では、多くの市場で様々な問題が同時に起こったが、そのきっかけが米国のサブプライム問題であったことは疑いがない。サブプライム問題とは、米国の低所得者向け住宅ローン（サブプライムローン）で起こった問題である。1990年代前半までは、リスクの高いサブプライムローンの比率は住宅ローン全体の中では限られたものであった。1990年代の半ばからのサブプライムローン急増の原動力となったのが、資金供給のもととなった証券化だった。2000年ごろからは証券化で格付 BBB 以下のメザンクラスのリスクを引き受ける CDO が出現して、再証券化によってほとんどのリスクを移転できるようになりサブプライムローンの残高は急増した。問題発生当初は、サブプライム問題は米国の住宅ローン市場の限定的な問題と考えられていた。しかし、実際にはこの問題は米国内にとどまらず欧州やアジアにも飛び火し、拡大を続けていった。いったいこのような金融危機を招いたサブプライム問題の本質とは何なのだろうか。

4. サブプライム問題の背景

サブプライム問題の背景として、「証券化」「レバレッジ」「ディリバティブ」と「当局の規制の不備」の4つが挙げられる。

元来、サブプライム問題とは米国のサブプライムローンに端を発した問題である。金融機関によって貸出が実行されてそのバランスシートに保有されていた時代であれば、金融機関の不良債権問題として問題が銀行システムの中に留まる話であった。実際に、1980年代の米国の貯蓄金融機関問題（S&L 問題）や1990年代の日本のバブル崩壊後の金融危機

においては、担保不動産価格の下落に伴って銀行の保有する貸出債権が不良化して銀行の経営危機に発展した。ところが、サブプライムローンを含めて住宅関連貸出の7割が証券化される今日では状況は一変していた。すなわち、証券化という地下水脈を通じて、「貸出市場（間接金融市場）」と「証券市場（直接金融市場）」が一体化していたのだ。問題が貸出市場で起これば、その影響が地下水脈の証券化市場を通じて証券市場に直接伝播するのである。具体的には証券市場において関連する商品の価格が下落する形で、貸出市場の問題が証券市場に伝播して危機が顕在化するのだ。この危機は市場を通じて伝播するため、その伝わるスピードは大変速く危機を認識したときにはすでに遅いのである。これが21世紀型の危機といわれるサブプライム問題の姿である。

さて、証券化の問題の一つは情報の非対称性が存在するという点である。原債権である住宅ローンの組成者（オリジネーター）と証券化商品の投資家が異なるため、投資家は借入人の情報を知らない。このために投資家は専門家の客観的評価を頼りにする以外にない。その客観的評価を行ってきたのが格付け機関であった。しかし、格付け機関も本来の機能を果たすことができなかった。証券化の2つ目の問題はモラルハザードの問題である。組成者はできるだけ多くの貸出をまとめて、それを第3者に転売してリスクヘッジをして利益を上げようというインセンティブが働く。市場が拡大するにしたがって、このインセンティブ（欲望）が歪みを発生させるのだ。さらに証券化によって債務交渉に困難さが出てきたことも大きな問題になっている。銀行が貸出債権を保有しているときのように、状況

に応じた柔軟性のある交渉をすることはできないのである。

今回のサブプライムローンの証券化では、幾重にも証券化が行われてきた。もともとの住宅ローンが証券化されてRMBS（Residential Mortgage Backed Securities）となり、RMBSの劣後部分が再証券化されてCDO（Collateralized Debt Obligation）となった。さらにCDOがCDOスクエアに再々証券化され、CDOスクエアがCDOキューブに証券化されるに至って、市場は規律を失い欲望マシンへと変わったのである。この仕組みの中に組み込まれていたのがレバレッジ（Leverage）である⁸⁾。このレバレッジが証券化の仕組みと相俟って急激な信用拡大を引き起こした。とくにヘッジファンドが投資家となる場合はRMBSやCDOの購入の際にもレバレッジをかけるために、原住宅ローンに対して最終的には1000倍ものレバレッジ比率になることもあったといわれている。このような極めて高いレバレッジが存在する中で原債権に損失が発生した場合には、そのマイナスの影響の大きさは計り知れない。

当局の規制に関しては様々な問題が挙げられるが、ここでは金融機関のリスク管理にかかわる問題を指摘しておこう。金融機関が直面するリスクは大きく「信用リスク」と「市場リスク」に分けられる。しかし現代の金融の世界では、この二つのリスクは必ずしも明確に分けられるものではない。たとえば健全な取引相手でも、市場の状況が一変することによって突然深刻な苦境に陥り、その結果不健全な信用に変わってしまうことは頻繁に起こりうる。市場が正常な状況では問題がなかった債権でも、市場の異常な変化の中では不良債権に変わってしまうこともあるのだ。

現代の金融市場におけるリスク管理の難しさはこの点にあるわけだ。

5. 今後の金融規制のあり方

金融のグローバル化によって金融取引においては「国境」は無意味なものとなっており、これまで各国ごとに行ってきた規制・監督だけでは不十分で国際的規制・監督の必要性が高まっている。国際的規制・監督については金融の自由化に対応して1970年代半ばから発展し、まずG10（10カ国中央銀行総裁会議）が始まり、G10が1975年にBIS内に「銀行規制および監督慣行に関する委員会（現在のバーゼル銀行監督委員会）」を設立した。1980年代に同委員会は、銀行に対して自己資本比率規制を公表した。BISはまた、銀行・証券・保険の3分野の規制を行う委員会の本拠でもある。BIS以外の国際金融規制機関としては、証券監督者国際機構（IOSCO）があり、これはクロスボーダー規制の技術を開発する組織である。しかし今回の危機で明らかかなことは、これらの既存の仕組みでは全く危機管理の役に立たなかったということである。

今日の金融市場でとくに注意が必要なのは「為替リスク」である。為替制度が、固定相場制度から変動相場制へ変わったことによって、国内市場と国際市場は「シームレス」な世界になった⁹⁾。為替レートの変動は、金利・国内債券・住宅ローン・自動車ローンなどのコストの変動に影響してくる。為替レートの変化は、資産価値と負債価値の劇的な再配分をもたらし、「通貨のミスマッチ」はバランスシートに直ちに深刻な不均衡をもたらす。また為替レートが変化をすれば収益率も変化するので、経済全体の金利構造を完全に

崩壊させる可能性もあるのだ。

さらに深刻なのは「最後の貸し手」機能に関する部分で、単純に「外国通貨は印刷ができない」という理由から危機的状況になっているのである。しかし1995年のメキシコ危機でも示唆されていたように、IMFが最後の貸し手としての機能を果たすことは容易ではない。世界が、最後の貸し手をどのように担保するかは今後の大きな課題である。

最後に — 今後の国際通貨制度のあり方

国際社会では、20カ国・地域会議（G20金融サミット）などを中心として、低迷する世界経済の回復と新たな国際金融システム安定化を同時に実現するための議論が始まっている。現在の世界経済回復の処方箋は、信用膨張で世界中に拡大したマネーの収縮で生じた問題を、拡張型の財政・金融政策で解決しようというものだ。これは、マネーのバラマキで生じた問題を、再度バラマキで解決しようとしているのに他ならない。とくに基軸通貨国の米国の経済・金融両面での激しい疲弊と併せて考えると、現在のドルを中心とした通貨体制を維持していくことは難しいであろう。

現時点では新たな通貨体制の姿はまだ見えてこないが、筆者は、世界通貨としての金が一定の役割を果たすシステムが、今後現れてくるのではないかと考えている。具体的には、現在の米国の財政面での疲弊や経済・金融分野での問題の深刻さを考えると、今後の通貨体制が現在のドル一極体制から多極分散型通貨システムへ向かっていくと予想している。その際の分散型とは、地域共同体化の流れの中で地域単位に通貨の統合がおこなわれ、これまでのような個別の通貨体制からより為替リスクの少ない通貨制度へと移行していくこ

とを意味している。地域単位の通貨統合といっても、必ずしも共通通貨を意味するものではなく、その前段階としてバスケット方式など緩やかな統合の方法も考えられよう。そして、それらの地域通貨のアンカー役として金との関連をもった世界通貨が登場してくるのではないだろうか。

注

1. ゴルディロックス経済という考え方は、1990年代末に流行したニューエコノミー (New Economy) に類似した概念で、「米国は貯蓄する必要なしに、永久に膨大な対外赤字を続けていくことができる。連邦準備制度理事会 (FRB) は拡張的通貨政策を際限なく続けることができる。株、債券、不動産などの資産バブルはなく、インフレなき経済成長を続けることができる。」という見方であった。
2. 河村、柴田 [1995] 参照。
3. 河村 [2003] 参照。
4. 石見 [1995] 参照。
5. 高木 [2006] 参照。
6. 河村 [2003] 参照。
7. 本澤 [2009] 参照。
8. レバレッジとは文字通りには「てこ」という意味であるが、金融界では外部借入れの意味で使われる。
9. イートウェル、テイラー [2001] 参照。

参考文献

- 石見徹 [1995] 『国際通貨・金融システムの歴史』有斐閣。
- 河村哲二、柴田徳太郎 [1995] 『現代世界経済システム』東洋経済新報社。
- 河村哲二 [2003] 『現代アメリカ経済』有斐閣。
- 高木仁 [2006] 『アメリカの金融制度 (改訂版)』東洋経済新報社。
- 本澤実 [2009] 『国際金融システムの再構築』御茶の水書房。
- Eatwell, John L. and Lance J. Taylor [2000], *Global Finance At Risk*, The New Press. 邦訳、イートウェル、ジョン L.、ランス J. テイラー、岩本武和、伊豆久訳『金融グローバル化の危機』岩波書店、2001年。
- Financial Times [2008], "Gold is the new global currency", *Financial Times*, January 7, 2008.
- Greenspan, Alan [2007], *The Age of Turbulence: Adventures in a New World*, Penguin Press. 邦訳、グリーンズパン、アラン、山岡洋一、高遠裕子訳『波乱の時代』(上・下)、日本経済新聞社、2007年。グリーンズパン、アラン、山岡洋一訳『波乱の時代 サブプライム問題を語る』日本経済新聞社、2008年。
- Rajan, Raghuram G., Luigi Zingales [2003], *Saving Capitalism from the Capitalists*, Crown Business. 邦訳、ラジャン、ラグラム・G., ルイジ・ジンガレス、堀内昭義、アブレウ聖子、有岡律子、関村正吾訳『セイヴィング キャピタリズム』慶応義塾大学出版会、2006年。