

# 為替レートと経常収支

張 韓 模

Exchange Rate and Current Account

Hanmo JANG

## 要 旨

本研究は、経常収支と為替レートとの関係、基軸通貨と為替レートとの関係を明らかにすることを目的とするものである。ソウルで開催された G20では、世界経済危機の原因が経常収支不均衡にあるとし、最重要課題として経常収支不均衡問題を取り上げた。本研究では、問題は経常収支不均衡にあるのではなく、中国をはじめとした新興国通貨に対してドル為替レートの引き下げにあると分析する。続いて国際通貨としてのドルの地位について、ウォーラーステイン、スティグリッツ、キーシー、デュリーらの研究を検討する。最後に基軸通貨の条件として価値貯蔵と流動性供給を取り上げる。

**キーワード** : G20 為替レート 経常収支不均衡

## 1 はじめに

ケインズは、『通貨改革論』の第4章「貨幣政策の諸目標」において<sup>1</sup>、「通貨不安は、アメリカを除くほとんどの諸国では、二つの要因から成り立っている。すなわち、各国の通貨を価値基準と想定されていた金表示において安定させつづけることができなかつたこと、そして購買力表示において金自体が安定性を保つことができなかつたこと、この二つの要因である」(Keynes, Vol. VI, 訳 p.119)。ケインズがこの文章で用いる「金」という言葉を「ドル」に換えて読み直すと、殆どの国における通貨危機は、自国の為替レートが安定しないことと、またドルそのものが不安定さを増していることから起因するということになる。まさしく今の世界情勢である<sup>2</sup>。

最近為替レートをめぐる G20の合意内容が大きな議論を呼んでいる。1985年9月に先進5ヶ国蔵相・中央銀行総裁会議、いわゆる G5 により発表されたプラザ合意は、円為替レートを劇的に変化させた出来事であった。プラザ合意が発表された時期を前後として、多くの経済学者が議論した論点は、貿易不均衡と為替レートをめぐるテーマであった。つまり日米貿易摩擦を緩和し、アメリカの経常収支赤字を減らすた

---

佐賀大学 文化教育学部 日本・アジア文化講座

<sup>1</sup> 『通貨改革論』の第4章「貨幣政策の諸目標」は、『説得論集』(ケインズ全集9)にも掲載されている。

<sup>2</sup> ポストケインジアンは、今回の金融危機の原因について、ケインズ- ミンスキーの理論構造で説明を与えている。詳しくは Sen (2010) を参照されたい。

めには、急激な変化は望ましくないものの、中長期的には円高ドル安への調整はやむを得ないということであった。

プラザ合意が発表されてから約1年が経過した時、次のような報道があった。「G5直前に240円台にあった円相場は、最近では155円がらみで推移し、この間約55%（IMF方式）の急騰となっている。（中略）ところで、G5合意の狙いが、各国の対外不均衡を是正し、保護貿易主義の高まりに歯止めをかけることにあったことはいうまでもないが、現実には、これまでのところ、協調政策の効果は出ていない。米国の貿易収支赤字は、今年7月で1020億ドル、前年同期に比べて211億ドルも拡大している」<sup>3</sup>。

今回韓国で開かれたG20の蔵相・中央銀行総裁会議並びに首脳会議も25年前の議題とほとんど変わっていない。違うことがあるとしたら、G5がG20に拡大したこと、アメリカの相手が日本から中国になったことである。今のドル高基調の為替レートはアメリカの経常収支赤字を構造的なものにしており、このことは国際通貨システムを不安定に導くと議論する。本研究は、本論に入って、このような状況を背景として、経常収支と為替レートとの関係、基軸通貨と為替レートとの関係を明らかにし、これからも基軸通貨としてドルの役割は続くことを主張する。

## 2 先進国の金融緩和と新興国の引き締め

アメリカのサブプライムローン問題、リーマンショックに端を発した世界経済の危機は大恐慌以来の恐怖と言われたのが2008年9月であった。それから2年が過ぎた現在、世界の株式市場の時価総額は52兆ドル強と推計され、金融危機直前を6兆ドル上回ったと報じられた。その背景としては、アメリカ及び日本などによる金融緩和政策が目目される<sup>4</sup>。世界経済は、再びバネ余り時代を迎えており、その状況をめぐって、先進国と新興国の対立構図が浮き彫りになっている。

このような状況の中で、アメリカと日本は更なる金融緩和政策を発表した。FRBは、2010年11月3日に開催されたアメリカ連邦公開市場委員会において、①2011年6月までに6000億ドルの長期国債を追加購入する共にFRB保有のMBSなどの元本償還金でアメリカ長期国債を2500億-3000億ドル購入すること、②インフレは低下傾向にあるので政策金利の低水準を維持していくことなどの緩和政策を決定した<sup>5</sup>。つまり経済回復を目指してこれからも事実上のゼロ金利政策を維持していくことを明らかにした。一方日本銀行は、FRBの上記のような決定が報じられた直後、11月5日に金融政策決定会合を開き、国債や社債、上場投資信託などを5億円分買い取ることを発表した<sup>6</sup>。日米によるこのような巨額の量的緩和政策は、中国をはじめとする新興国との政策対立を引き起こした。

新興国が反対しているのは次のような事情である。オーストラリアは1983年までに固定相場制を採用していたが、同年12月に変動相場制に移動した。そして2010年11月5日の外国為替市場において、1豪ドル=1.0003米ドルまでに上昇し、初めて等価となったことが大きく報じられた<sup>7</sup>。1年前となる2009年10月

<sup>3</sup> 『日本経済新聞』、1986年9月26日、朝刊、「プラザ合意の成果（大機小機）」。

<sup>4</sup> 大きく膨らんだマネーは商品相場にも流入している。国際商品の総合的な値動きを示すロイター・ジェフリーズCRB指数（1967年平均=100）は10月25日に約2年ぶりに300を突破して危機前の価格となり、銅などの非鉄金属や大豆などの穀物や金も一段高となっている（『日本経済新聞』2010年10月28日、朝刊）。

<sup>5</sup> MBS（Mortgage-Backed Securities）とは、不動産担保融資を裏づけとして発行された証券化商品である。なお、政策金利のフェデラルファンド（FF）の誘導目標は現行の年0.025%で据え置くと発表した。このような政策決定は、委員会において、賛成10、反対1で可決されたが、少数とはいえ、量的緩和政策の効果に疑問視する意見もある（『日本経済新聞』2010年11月4日、朝刊）。

<sup>6</sup> 商品別買取金額は、国債1.5兆円、国庫短期証券2兆円、社債5000億円、CP5000億円、ETFとREITがそれぞれ4500億円と500億円となっている（『日本経済新聞』2010年11月6日、朝刊）。

<sup>7</sup> 『日本経済新聞』2010年10月17日、朝刊。

頃の豪ドルの為替レートは、1豪ドル=0.7米ドル前後の水準であった。つまりその間大幅な豪ドル高になった。このような状況はG20のメンバーとなっている多くの新興国においても共通する現象である。

言うまでもなく、多くの新興国は自国の通貨高を好まない。そこには二つの理由がある。一つは韓国及び中国のように貿易依存度が高い場合であり、もう一つは外資の流入によって物価が高騰すると共に為替相場が乱高下するからである。アメリカは世界に対して多くのドル流動性を供給する緩和政策を展開する一方、新興国の多くはその弊害を事前に防ぐために、資本流入に規制を設けたり、金融引き締め政策を実施している。表1は新興国のこのような状況を纏めたものである。

表1 主な新興国の金融規制策等

国名	内 容
中国	<ul style="list-style-type: none"> <li>金融機関の貸出と預金の基準金利（期間1年）を0.25%引き上げ（10月20日）</li> <li>大手6行の預金準備率を17.5%に0.5%引き上げ（10月12日）</li> <li>アメリカの量的緩和政策に説明を求めると発表（11月5日）</li> <li>インフレ4%を超えているので、追加的金利引き上げを示唆（11月10日）</li> <li>支払準備率を0.5%引き上げ18.0%に（11月15日）</li> </ul>
ブラジル	<ul style="list-style-type: none"> <li>政策金利を年10.75%で据え置き（10月20日）</li> <li>海外からのブラジル国内の債券投資にかかる「金融取引税」の税率を2%から4%に引き上げ（10月5日）</li> <li>海外からブラジル国内の債券投資にかかる「金融取引税」の税率を4%から6%に引き上げ（10月18日）</li> <li>アメリカの量的緩和政策を批判（11月5日）</li> </ul>
インド	<ul style="list-style-type: none"> <li>ルピー売り・ドル買い介入を実施（10月15日）</li> <li>レポ金利を年6.00%に0.25%引き上げ、リバース・レポ金利は年5.00%に0.5%引き上げ（9月16日）</li> <li>レポ金利を0.25%引き上げ年6.25%（11月2日）</li> <li>リバース・レポ金利を0.25%引き上げ年5.25%（11月2日）</li> </ul>
韓国	<ul style="list-style-type: none"> <li>海外からの資金流入に新たな規制措置を検討（10月19日）</li> <li>政策金利を年2.25%で据え置き（10月14日）</li> </ul>
インドネシア	<ul style="list-style-type: none"> <li>政策金利を年6.5%で据え置き（10月5日）</li> <li>外国資金流入対策として中銀債券で最短の3カ月物の発行停止（11月11日）</li> </ul>
オーストラリア	<ul style="list-style-type: none"> <li>政策金利を年4.5%で据え置き（10月5日）</li> <li>政策金利を0.25%引き上げ年4.75%（11月2日）</li> </ul>

出所：各報道による。

アメリカをはじめとした先進国は、長い不況から回復できず、低成長やデフレ圧力にあえいでおり、中国及びブラジルなどの新興国は資産バブルの懸念と通貨高の問題で利害が対立する。先に述べたように、日本銀行は、11月5日に、10月から実施していた実質ゼロ金利政策、中央銀行が金融緩和をしばらく続けると約束する時間軸政策に加えて、様々な資産を買い上げてマネーサプライを増加する金融緩和政策を発表した。このような一連の緩和政策に踏み込んだ日銀の白川総裁は、その理由について、日銀短観等によると、経済と物価の見通しが下振れするリスクが高まっているからであると説明した<sup>8</sup>。このように先進国の金融緩和政策は、新興国への資本流入を増加させ、新興国通貨の為替レート引き上げにつながり、また物価上昇の圧力がかかる。表1で示しているように、新興国の中でも、中国、インド、ブラジルはより積極的な対策を講じている。

<sup>8</sup> 白川方明総裁は、日本経済の先行きが不透明であると判断した理由について、日本国内の経済状況以外にも、アメリカにおいて高い失業率が続いていること、個人消費や住宅投資の回復のテンポが鈍いことなども判断材料であると説明した（『朝日新聞』2010年10月21日、朝刊）。

中国人民銀行は、2010年10月12日に大手6行の預金準備率を0.5%引き上げて17.5%に、11月15日にはさらに0.5%を引き上げて18.0%にした。このような支払準備率引き上げは2010年に入って既に4回目である。また10月20日には預金と貸し出しの基準金利（期間1年）を0.25%引き上げた。中国人民銀行は、この決定について、先進国の金融緩和によってだぶついた資金が中国に流れ込み、食品の値上がりや住宅価格の高止まりなどインフレが懸念されるからであると説明した<sup>9</sup>。上半期の中国消費者物価指数の上昇率は3%前後であったが、8月から3.5%に上昇し、10月末には4%を超えていると言われている。このような中国の状況は、インド及びブラジルにおいても同等である。韓国のソウルで開催された第4回G20首脳会議は、主にこのことを議論して、対立構造を解消し、国際的合意を引き出すことが狙いであった。

### 3 ソウル宣言と為替レート

第4回G20首脳会議の前、10月22日-23日に韓国の慶州において、20カ国・地域財務相・中央銀行総裁会議が開かれた。この会議において、11項目からなるコミュニケが発表された<sup>10</sup>。その内容を検討すると、全体的に新興国と先進国、その中でも中国とアメリカのそれぞれの主張、つまりIMF改革と為替レートに関する内容が合意の柱として盛り込まれている。まず第2項では、外国為替市場への介入を排除し、各国のファンダメンタルズを反映する「市場で決定される為替レートシステム」に移行することを明らかにしている。

そして第5項において、IMF改革に関する内容を取り上げている。2012年の年次総会まで新興国・発展途上国に6%以上の出資割り当てを移転し、順次出資割り当て見直しを実施する。また理事の数を現行24人で維持しながら、先進国の理事枠を2つ減らして、その議席を新興国の枠とし、なお全理事を選任する制度に移行する。また理事会の構成を8年ごとに見直すことに合意した<sup>11</sup>。

中国は、以前からアメリカによって左右されるIMFの改革を求めてきたが、その改革のうち一つが出資比率問題である。一方アメリカは、中国が毎年膨大な貿易収支黒字を出していることを根拠として、元が安すぎると主張してきた。このような状況を背景として、20カ国・地域財務相・中央銀行総裁会議においては、「市場で決定される為替レートシステム」と「IMF出資割り当て6%」を交換した形での合意となった。ところが、IMF改革に関しては明確な数値目標が含まれている半面、為替レートについては具体的な目標が示されていない。当然アメリカは数値目標を定めることを要求した。つまりアメリカは、経常収支の不均衡を是正するために、経常収支の黒字または赤字を2015年までにGDP比4%以内に制限することを求めた<sup>12</sup>。結局、この要求は、今回の合意では受け入れられず、G20ソウル会議に委ねられた。

ところで、この合意によって、中国をはじめとした新興国はどのようなことが得られたのだろうか。IMF出資割り当てを6%以上に引き上げた場合、中国の出資割り当ては現在の6位から3位となり、韓国は18位から16位になる。出資割り当ての順位が上位にシフトしたことはその国の経済力を反映している側面がある。また新興国出身の理事が二人増えることは、IMFの意思決定過程において、途上国に有利に働くことが予測される。しかしIMFの基本政策を変えるほどの影響があるわけではない。IMFにおいて決定

<sup>9</sup> 『朝日新聞』2010年10月20日、朝刊。

<sup>10</sup> 20カ国・地域財務相・中央銀行総裁会議の慶州コミュニケは韓国の『聯合ニュース』（2010年10月23日）による。全文は英語で発表された。

<sup>11</sup> 為替レートとIMF改革の他に合意された主な内容は以下のとおりである。先進国の財政健全化が必要、為替の競争的な切り下げを回避、ガイドラインに従って過度の不均衡が持続する場合は経常収支目標制を実施、11月のソウル・サミットに持続可能な成長のための包括的な行動計画を提出、銀行の新たな自己資本規制の期限内の完全実施、などである。

<sup>12</sup> この要求は、ガイトナー財務長官が慶州会議の直前に参加国に送った書簡を通じてであった。この書簡で4%という数値目標の根拠は示していない。中国の経常収支黒字はGDP比約4.7%である。『聯合ニュース』（2010年10月21日）。

される主な事項は85%以上の賛成を必要とする。アメリカは、出資割り当て比率を調整した後も、17.41%を所有する<sup>13</sup>。

「市場で決定される為替レートシステム」とした為替に関する内容は、言うまでもなく抽象的な表現であり、先に述べたIMF改革も大きな意味を持つものではなかった。このように20カ国・地域財務相・中央銀行総裁会議は具体的な解決策を示すことができないまま、議論の焦点を整理する形で終わった。この会議に引き続き、11月11日 - 12日に行われたG20ソウル首脳会議は、74項目で構成する合意文書、三つの付属書、G20政策公約集を発表して閉幕した<sup>14</sup>。この中でも、お互いに相手を監視することを予定している政策公約は重要な意味を持つ。表2は、通貨・為替に関する政策公約の中で、アメリカ、中国、日本のそれを比較したものである。

表2 主要国の通貨・為替に関する政策公約

アメリカ	<ul style="list-style-type: none"> <li>・市場で決定されるドル価値を追求</li> <li>・雇用拡大と物価安定を二つの政策目標とした通貨政策</li> <li>・長期目標とそれに関連する政策の透明性確保と追加的政策手段開発</li> </ul>
中国	<ul style="list-style-type: none"> <li>・通貨政策の緩和基調を維持</li> <li>・柔軟な為替レートのための改革</li> <li>・バランスのとれた経常収支の促進</li> </ul>
日本	<ul style="list-style-type: none"> <li>・包括的な金融緩和政策導入（無担保コール翌日物レートを0 - 0.1%で維持）</li> <li>・中長期価格安定のための明確した政策</li> <li>・資産購入プログラムの作成</li> <li>・為替レートのモニタリング実施と必要に応じて行動実施</li> </ul>

出所：Policy Commitments by G20 Members, <http://www.g20.go.kr/>

表2の示しているように、アメリカの政策公約のポイントは金融緩和とドル安であり、日本は金融緩和と円高抑制、中国のそれは金融緩和と漸進的改革、という内容である。この政策公約からも読み取れるように、具体的に対立していることは、人民元の為替レートの問題である。つまりアメリカは即時の人民元引き上げを、中国は漸進的変化を主張している。先にも述べたように、この問題の解決策として、アメリカが持ち出したのが経常収支の数値目標である。しかしこの要求は、財務相・中央銀行総裁会議と同じく、G20首脳会議においても、明文化はできなかった<sup>15</sup>。

それでは全く進展はなかったのか。G20首脳会議において、唯一の成果とも言える合意が一つあった。G20首脳会議の合意文の第11項（ソウル・サミット後の相互評価システム）において、経常収支など世界経済の不均衡を是正するために、参考指針（indicative guidelines）を設けることに合意した。つまり経済成長の持続可能性を高めるために、G20参加国が経常収支等において過度な不均衡を生んでいないかを評価し、その是正を要求する仕組みである。2011年上半年期までにその指針を具体化し、2011年のG20フランス会議において、その指針を使用して政策評価を行うことを盛り込んだ。しかしこの合意の実行は具体的な数値作業を前提とするため、実行は不透明なところがある。

為替レートを変更することで経常収支赤字は削減できるか。少なくとも日本の経験はその逆である。日

<sup>13</sup> 新たな出資比率は、アメリカの次に日本が6.46%、中国が6.39%である（『時事通信』、2010年11月6日）。

<sup>14</sup> G20ソウル首脳会議に関する資料は、公式ホームページを参照されたい（<http://www.g20.go.kr/>）。

<sup>15</sup> 経常収支の数値目標は、中国だけが反対しているわけでない。ドイツも正面から反対の意見を述べているし、日本も消極的である。世界は、中国とアメリカの対立軸のみならず、七つの対立軸があるという。経常収支黒字国 vs 赤字国、為替操作国 vs 被操作国、財政緊縮国 vs 積極国、民主主義国 vs 独裁国、西側 vs その他、干渉主義 vs 主権主義、大国 vs 小国などである。このうち、アメリカと中国は主権主義を一緒に主張している。詳しくは、Rachman Gideon (2010) を参照されたい。

本とアメリカの間では、60年代の繊維製品、70年代のカラーテレビ、80年代の自動車をめぐって、貿易摩擦が続いた。この状況の中で、プラザ合意によって速いスピードで円高が進んだが、アメリカ向けの貿易黒字は両政府が期待したようには減らなかった<sup>16</sup>。つまりアメリカは、40年間にわたり、経常収支赤字を減らすために、相手国の通貨高を求めてきたが、問題解決には至ってない。

しかし、もしアメリカの政策目標が、経常収支の赤字削減ではなく、ドル安であるならば、G20ソウル首脳会議は既にその目標を達成したと言える。主要国通貨の対ドル変化率を見ると、2010年7月末を基準として、11月8日の時点で、ユーロは6.6%、円は6.1%、ウォンは5.8%、インドのルピーは4.3%、ブラジルのレアルは3.3%、元は1.4%の高となっている<sup>17</sup>。

#### 4 基軸通貨としてドルの地位

今まで議論してきたように、世界は、金融緩和と為替レートをめぐって、対立構図が鮮明となっている。このような状況から、基軸通貨としてのドルはこれからもその役割を果たすことができるのか、ということが話題となっている。これからのドルの運命を議論する有力な三つの見解がある<sup>18</sup>。一つ目は、今の膨大な経常収支不均衡をアメリカが背負うことはできないので、ドルは基軸通貨としての役割を果たすことができないという観点である。この観点に立つと、ドル為替レートの引き下げだけが今の危機的状況を打開する唯一な方法となる。二つ目は、ドル基軸通貨システムはもう限界まで来たので、新しい国際通貨システムを準備することを主張する。この議論では国際通貨としてのSDRの役割に注目する。最後の議論は、アメリカの経常収支赤字は、新しい問題ではないので、これからもドルは基軸通貨としての役割を果たすと主張する。

まず経常収支不均衡に注目する議論である。多くの経済学者は、今の世界経済が抱えている不均衡は持続不可能であると主張する<sup>19</sup>。つまり図1が示しているように、最近アメリカの不均衡はGDP比6%まで拡大しており、GDP比6%まで拡大したのは初めての経験である。このままでは世界経済がさらに不安定にさらされることになり、したがって為替調整などの対策を主張する。またKirshner(2009)は、アジア通貨危機、LTCM危機、リーマンショックといった危機が国際社会にもたらす不安定さと不信感が増したことにより、国際協調は期待できないことを議論する。つまり70年代のドル危機、80年代の為替危機などは、プラザ合意のような国際的政策協調によって乗り越えてきたが、これからこのような協調は期待できないために、基軸通貨としてのドルについて悲観的な見解を明らかにする。

しかし図1の示しているように、アメリカの対外不均衡がGDP比6%を超えているとしても、イギリスのそれに比較すると、それほど大きなものではない。特にイギリスが非常に安定した成長を成し遂げたと言われる19世紀後半を見ると、イギリスの不均衡は概ね5-10%の間を記録している。もちろん今と19世紀は通貨システムが異なるので、直接的比較は難しいかもしれない。しかし経常収支不均衡だけが危機の原因になるわけではない。

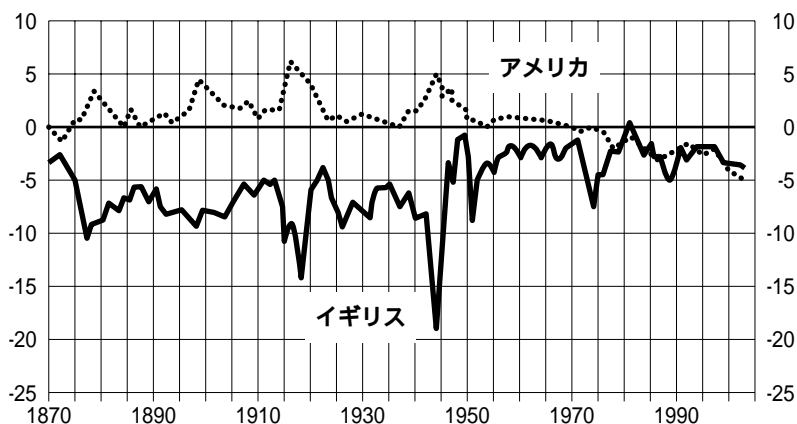
<sup>16</sup> 日本の財務省関係者は、結局経常収支の数値目標があっても、アメリカが海外で売れる競争力のある商品を生産しなければ、経常収支赤字は改善しないと指摘している(『朝日新聞』2010年10月24日、朝刊)。

<sup>17</sup> 『時事通信』、2010年11月12日。

<sup>18</sup> Helleiner Eric and Jonathan Kirshnerは、「これからのドルの運命」に関する議論を、三つのカテゴリで纏めて紹介している。三つのカテゴリは、マーケット・アプローチ、制度的アプローチ、地政学的アプローチである。

<sup>19</sup> Feldstein(2008)、Bergsten(2007)などがこれに属する。

図1 アメリカとイギリスの GDP 比貿易バランス (%)



出所：Bracke Thierry, Matthieu Bussiere, Michael Fidora and Roland Straub (2008), “A Framework For Assessing Global Imbalances”, *Occasional Paper Series*, No.78, ECB, p.13.

次に国際通貨システムの改革が必要であるとする議論である。世界システム論をリードしてきたイマニュエル・ウォーラーステインと2001年にノーベル経済学賞を受賞したジョセフ・E・スティグリッツは、異なる観点から、基軸通貨ドル・システムの改革を求める<sup>20</sup>。殆ど同じ時期に、二人は、為替レート切り下げ競争が世界経済にとってプラスにならないこと、急激な変化は望ましくないこと、特に各国の協力による経常収支不均衡問題の解決が必要であることなどを強調する。

まずウォーラーステインが目指すのはアメリカの非対称的地位である。アメリカは、自国の通貨ドルが世界準備通貨となり、他の国とは違って、必要に応じて自国通貨を印刷することができる地位にある。またドルが基軸通貨として機能するためには、膨大な貿易収支黒字を出している、とりわけ東北アジア諸国の協力が必要である。その協力とは、ドルを交換手段として利用するだけでなく、余ったドルを財務省証券の購入といった投資手段として利用することを前提とする。しかし問題はドルの為替レートが、他の通貨に対して、一貫して切り下げられてきたことに注目する。

ドルの価値下落によってアメリカ国債への投資利益がさらに減少し、貿易黒字から発生する利益を相殺してしまう局面を迎えた場合は、ドル売りは加速化し、ドルの信認はなくなると説明する。このような事態を迎えると、現実的にドルに代わる基軸通貨は存在せず、世界は多極通貨時代に突入することになり、1930年代と同じく、世界は混乱期に入る。最後にウォーラーステインは、IMFのカン総裁の言葉を引用し、通貨戦争は痛いダメージを与えると結論付ける。

この状態が進むと、世界は物々交換時代に逆戻りするかもしれないとウォーラーステインは警告する。ウォーラーステインが主張するのは、現実的に基軸通貨になれるのはドルのみであり、全ての通貨を同時に切り下げることはできないので、システムが崩壊せず安定するためには、東北アジアとアメリカが協力する必要がある、と理解される。つまりウォーラーステインが出した処方箋は、アメリカはドルの増発は自制し、東北アジアには経常収支不均衡問題を調整する義務を課している。

このような論点はスティグリッツにおいても大きな違いはない。まずスティグリッツは、世界経済を復興させるためには、為替レートの切り下げではなく、各国による協力体制を構築することを求める。経済

<sup>20</sup> 以下の内容は次の文献による。Wellestein Immanuel (2010), “Currency Wars? Of course”, <http://www.iwallerstein.com/>, Stiglitz Joseph E. (2010), “A Currency war has no winners”, *Gaurdian*, 1<sup>st</sup>. Nov.

状況が低迷しているときに、為替レートを引き下げて輸出拡大を図る政策は、政策立案者にとって、選択し易い政策であるが、今のような脆弱な国際経済環境の下では、結局各国にとってダメージの方が大きいと主張する。スティグリッツの出した処方箋は、IMFのSDRのようなシステムを取り入れた、新しい基軸通貨システムを構築することである。新しい基軸通貨システムの導入を主張する背景の一つは、国際総需要の問題がある。多くの国は、自国の通貨を防衛するために、ドル買いにより膨大なドル資産を蓄積しているが、この蓄積は経済的に意味を持ってない。それだけ総需要を減少させる。これは世界経済にとって一つのジレンマである。

現在の状況をそのまま放置すると、1971年にアメリカはブレトン・ウッズ体制を一時的に崩壊させたように、現システムの崩壊もありうる。このような結末を避けるためには、まず国際協力によって、経常収支不均衡問題を和らげ、中長期的には新しい基軸通貨システムの構築をデザインする必要があることを訴える。以上のように、世界経済が持続的に発展していくために、二人の学者が共通して主張しているのは、通貨切り下げ競争を避けること、保護主義のような措置を撤廃すること、国際協調を進めること、そして経常収支不均衡問題の解決に取り組み、中長期的には世界経済を安定させる新しい基軸通貨システムを検討することなどである。

最後に、現在の状況は、ブレトン・ウッズⅡ体制であり、危機を迎えているわけではないと主張する議論である<sup>21</sup>。新興国は、自国の通貨安を通じて、アメリカへの輸出拡大による成長戦略をとっており、それによって国際不均衡は発生していると分析する。またこのような状況は、新しい現象ではなく、1970年代と同じ構図であるとし、当時は日本及びドイツ等のヨーロッパがアメリカの周辺国を形成したが、今はその役割を中国と韓国などが担っている、と分析する。新興国の黒字とアメリカの赤字といった構造を前提とするブレトン・ウッズⅡシステムは、新興国にとっても、アメリカにとっても利益が大きいので、経常収支不均衡問題が自動的に調整されることは難しい。

以上検討してきた三つの視点は、一つ共通点を有する。それは、経常収支不均衡問題と国際通貨システムの不安定は何らかの因果関係を有するという視点である。またどのような国の通貨が基軸通貨となるのかを議論する時に、経済規模が大きくて経常収支が黒字であることをあげる場合が多い。このように考えると、基軸通貨国が経常収支赤字に陥ると、当然ながら通貨システムが不安定になり、まさに今は危機的な状況を迎えていることになる。

ケインズは、『貨幣改革論』のフランス語版の序文において、為替レートと貿易収支の関係について、次のように説明する。「よく耳にする議論に、フランスは豊かでつましく、かつ勤勉な国であるとか、あるいはその貿易収支は一見うまくいっているという理由で、フランは価値が下がらないというのがある。これも、貨幣の価値を究極的に支配しているものが何であるかについての混乱から生じている。(中略)フランスの富と貿易収支とにより、当局が健全な貨幣政策をめざしやすくはなるかもしれない。しかしこの両者は同一物ではない。一国の貨幣単位の価値はその国の富の関数ではないし、貿易収支の関数でさえもないのである」(Keynes, Vol. VI, 訳 p.xxiii)<sup>22</sup>。

このようにケインズは為替レートと経常収支の直接的関係を否定した。統計を見る限り、このことは昔

<sup>21</sup> ブレトン・ウッズⅡシステム論は、Dooley(2003),(2007),(2009)において、展開している議論である。この議論は、固定相場の下では、このシステムは安定していると分析する。つまり今のような為替レートの乱高下がこのシステムの弱体化につながっていると分析する。これに対して、Roubini(2005)は、中国の元とドルは基本的に安定してなかったことを議論する。つまり為替レートの変化がシステムを不安定化するのではなく、新興国が過度な経常収支黒字によって為替レートが不安定になっているという。

<sup>22</sup> 続いてケインズは、フランの価値を決定するものとして、現在および将来におけるフランの流通量、フランス国民がフランの形で持とうとする購買力の量をあげている。



も今も当てはまる。さらにストックとフローの概念を用いると、両者の関係はより明確である。為替レートは、外国為替市場において決定される。この取引はストック取引であり、基本的に資本収支の変化は発生しない。何故ならば為替の取引は常に等価交換が発生するからである。一方経常収支はフローの取引であり、この取引が資本収支の変動に関わるのである。つまり為替レートと経常収支は、通貨量と物価との関係と同じく、長期的変動とは関係してるとしても、そもそも性質が異なる取引である。長期的には皆死んでしまうのである(同上, p.66)。

## 5 結び - 基軸通貨の条件

ドユリー(Dooley)らは、現在の状況をブレトンウッズⅡシステムと捉え、新興国とアメリカにとって、利益があるので、基本的に安定すると分析した。私は、「安定する」という結論に同意するものの、それは経常収支問題ではないと考える。「二つの貨幣論」のアプローチである<sup>23</sup>。

私は、新しく誕生したG20について、それはドル為替レートを引き下げるための組織であると分析した。ドルの過去を検討すると、ある通貨に対しては為替レートを引き上げ、ある通貨に対してはその為替レートを引き下げる歴史である。なぜなのか。それが基軸通貨生存の条件であると考えられる。基軸通貨は基本的に二つの要素を必要とする。つまり価値貯蔵と流動性供給である。トリフィン、ブレトンウッズ・システムの下では、この二つが両立することはできないジレンマであり、通貨システムが不安定になる原因であると分析した。その通りである。よく知られているように、金からドルを切り離したニクソン・ショックはこれが原因である。

開発途上国、例えばベトナムでは、人々はドルを喜んで受け取れる。何故ならば、ベトナムのドンに比べてドルの将来価値がより高く、ドン安が進むと、皆が予測しているからである。この場合、ドルは価値貯蔵手段として使われる。一方流通が広がることは価値を下げることを前提する。価値が下がらないと次の人に手渡さないからである。

1960代にドル危機を迎えたのは、ドルの価値が金に固定されていたために、ドル為替レートを引き下げることができなかったのが原因である。そして1970年代に入り、ドルは金との関係を打ち切り、円とマルクを対象として通貨安を進めた。つまりこの時期から円とマルクは金の役割を果たすようになった。ドルの流通が広がるにつれて、金となった通貨も増えていた。それが今のG20である。全ての通貨に対して、為替レートを引き下げていくと、皆が受け取らなくなり、基軸通貨としての寿命は終わる。しかし現在の世界においては、ドルに対して自国通貨の為替レートを引き下げる国の数が、それを引き上げる国の数より多い。

## 参考文献

- Bracke Thierry, Matthieu Bussiere, Michael Fidora and Roland Straub (2008), "A Framework For Assessing Global Imbalances", Occasional Paper Series, No.78, ECB.
- Caballero, R. J., E. Farhi and P. O. Gourinchas, (2008), "Financial Crash, Commodity Prices and Global Imbalances", Working paper No.14521, NBER.
- Cohen Benjamin J. (1998), *The Geography of Money*, Cornell University Press.
- Dooley, M. P., D. F-Landau and P. M. Garber, 2003, "An Essay on The Revived Bretton Woods System", Working paper No.9971, NBER.
- (2007), "The Two Crises of International Economics", Working paper No.13197, NBER.

<sup>23</sup> 二つの貨幣論の考え方については、拙稿(2009),(2010)を参照されたい。

- 
- (2009), “Bretton Woods II Still Defines the International Monetary System”, Working Paper No.14731, NBER.
- Feldstein, M. S., (2008), “Resolving the Global Imbalance: The Dollar and The U.S. Saving Rate”, Working paper No.13952, NBER.
- Keynes J. K (1971), *A Tract on Monetary Reform, CW 4*, Macmillan,
- 中内恒夫訳 (1978), 『貨幣改革論』 東洋経済新報社 .
- Helleiner Eric and Jonathan Kirshner (2009), “The future of the dollar: whither the key currency?”, *The future of the dollar*, Cornell University Press.
- Kirshner Jonathan (2009), “After The (Relative) Fall: Dollar Diminution and the Consequences for American Power”, *The future of the dollar*, Cornell University Press.
- Rachman Gideon (2010), “The G20’s seven pillars of friction”, *Financial Times*, Nov.8.
- Roubini Nouriel (2005), “Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? -- The Risk of a Hard Landing in 2005-2006”, <http://www.stern.nyu.edu/globalmacro/>
- Sen Sunanda (2010), “The Meltdown of the Global Economy: A Keynes-Minsky Episode?”, Working Paper No.623, Levy Economics Institute of Bard College.
- Stiglitz Joseph E. (2010), “A Currency war has no winners”, *Gaurdian*, 1<sup>st</sup>. Nov.
- Wellestein Immanuel (2010), “Currency Wars? Of course”, <http://www.iwallerstein.com/> .
- 張 韓模 (2009), 「周辺部における流動性選好」『佐賀大学文化教育学部研究論文集』, 第14集第1号 .
- 張 韓模 (2010), 「基軸通貨ドル・システムにおける G20の役割」『研究論文集』(佐賀大学文化教育学部), 第14集第2号 .