

国際通貨ドル体制のレジリエンス

山 上 宏 人

I はじめに

第2次世界大戦後に成立したブレトンウッズ体制は、アメリカの世界的な政治経済的支配力を反映したドル覇権体制である。冷戦下の1945年から1950年代に世界的な「ドル不足」経済の下でケインズ主義的に西側世界各国の有効需要を下支えするために、アメリカは「ドル散布政策」による対外援助、軍事支出を通じてドルを供給していった。1960年代には世界的な成長経済を牽引したのである。この時代のアメリカは経常収支黒字国であり、世界最大の純債権国であった。そして米ドルは金交換を保証された唯一の通貨であり、米ドルを基軸通貨とするドル基軸通貨レジームが成立するのである。しかし、ヨーロッパと日本の戦後復興によってアメリカの圧倒的な経済力は後退するとともに、ベトナム戦争への過剰なコミットメントによって、過剰ドルの供給からその信認を喪失してドル危機が進行して、金・ドル本位制のブレトンウッズ体制は崩壊するのである。

1971年の金・ドル交換停止（ニクソン・ショック、1971.8.15）後に成立したスミソニアン体制は、金交換性を失った米ドルによる平価設定に基づく固定為替相場制であり、まさにドル本位制の成立であった。しかしこの基軸通貨国と非基軸通貨国の国際収支節度が「非対称性」なシステムは持続不可能であった。アメリカの一方的な拡張的金融政策による過剰ドルは、大量のドル流入に悩む日本や欧州諸国が米ドルを基準通貨とする固定為替相場制を停止して変動為替

国際通貨ドル体制のレジリエンス

相場制へ移行するのを促すのである。変動為替相場制のもとでは米ドルは国際通貨としては主要な先進国通貨と同列のものとなったが、なお基軸通貨として圧倒的に優位な地位を維持しており、マルク（のちにユーロ）や円の追従を許さないものである。その意味では国際通貨システムは「事実上の」ドル本位制を続けているのである。変動為替相場制はキングストン合意（1976年）に基づくIMF第2次改正協定によって正式のものとなったが、現在まで続いているこの国際通貨システムを「キングストン体制」と呼んでおこう。

1980年代末に社会主義圏が崩壊し、アメリカはまさに世界の単独の政治・経済・軍事的覇権国となった。しかし、経済的にはそのパワーの後退は明白であり、70年代に貿易・サービス収支赤字国となり、80年代には経常収支赤字国となって、1985年プラザ合意後にドルの大暴落を経験する。80年代末にはついに純債務国に転落するなど、覇権国としてのアメリカ経済には大きな変容が見られるのである。90年代から2000年代には経常収支赤字を外国資本流入でファイナンスする構造が定着し、世界中の経常収支黒字国の過剰貯蓄を吸収しアメリカ国内の過剰消費・投資をファイナンスすることによって、アメリカは自ら世界の有効需要を創出するという「グローバル・ケインズ主義」を主導する役割を果たすようになった。そして、このグローバル・インバランスの進展する中で世界金融危機（2008年）に導くのである。一方で、日本は世界最大の債権国となり、またヨーロッパでは経済通貨統合が大きく進展した。また中国を初めとする新興国の経済発展は目覚ましいものがある。これを反映して、国際通貨としてのドルの相対的地位が低下する一方で、マルク（のちにユーロ）と円の相対的地位は向上した（ドルの侵食）。ルーブル合意後のG7政策協調体制によって米ドルの下落は防止された。新興国をも巻き込んだ世界金融危機への対応を協議するG20ワシントン・サミット（2008年11月）には10の先進国・地域に加えて中国・ロシアを始めとする10の新興市場国が参加することになる。世界はますます多極化に向かっているのであるが、しかし、このドルの相対的地位の後退が、直ちにドルの衰退には結びつかないのである。アメリカは依然

として世界において政治経済的に覇権的地位を維持しており、米ドルを基軸通貨とする国際通貨ドル体制はなお健在なのである。

筆者は、以前の論考（山上 1995）で、①ドル体制の不安定性とドル危機によって、体制内でのシステムの変容、つまり金・ドル本位制から「事実上の」ドル本位制へ、固定為替相場制から変動為替相場制への転換が進んだこと、しかし、②ドル基軸通貨レジームを実情に合わせてドル・マルク・円の3極通貨体制、あるいはSDR本位制に転換することは困難であること、したがって、③ドル基軸通貨レジームのもとで世界の名目アンカーとしての米ドルの国際的管理が必要であること、を指摘した。2000年代のグローバル・インバランスと世界金融危機を経験した現在では、ドル体制の不安定性と米ドルの国際的管理の必要性を改めて確認することができる。しかし、ここで注目すべきことは、戦後のドル体制がニクソン・ショック（1971年）から世界金融危機（2008年）までの大激変に見られる「大いなる不安定性（volatility）」にもかかわらず、驚くほどの「レジリエンス（復元力，resilience）」を持ち続けていることである⁽¹⁾。本稿では、このドル体制のレジリエンスの要因を国際レジーム論から検証するとともに、現在のキングストン体制（変動為替相場制）におけるドル体制のレジリエンスの特性を検討することにする⁽²⁾。

II 国際通貨ドル体制の変容

1. 国際通貨ドル体制

国際通貨ドル体制（以下では「ドル体制」と呼ぶ）とは、米ドルが基軸通貨（キーカレンシー，key currency）として、民間取引での①計算単位としての表示（契約）通貨機能、②支払手段としての決済（取引）通貨機能、③企業や銀行が決済準備として保有する資産通貨機能、公的取引での④公的釘付け（ペッグ）の基準となる基準通貨機能、⑤為替介入に用いる介入通貨機能、⑥外貨準備としての準備通貨機能、これらすべての国際通貨機能を支配的・独占的に果たす国際通貨システムのことである⁽³⁾。ドル体制の特性はこの基軸通貨システム

国際通貨ドル体制のレジリエンス

にあるのである。

ドルが基軸通貨として支配的に国際通貨機能を果たすマイクロ経済的な根拠は、交換過程における媒介物としての貨幣の使用の効率性にある。国際決済が取引当事国のいずれかの通貨を使用して行われる場合には、外国為替市場において決済通貨として双方の国民通貨のバーター取引（直接交換）が必要になる。このバーター取引の非効率性（「二重の一致」を求めるコスト）は、多数の国民通貨の売買にあたって、1つの国民通貨が国際的支払手段（決済通貨）になってその売買を仲介すること（間接交換）で解消するのである。これを「為替媒介通貨」⁽⁴⁾機能と呼んでいる。

このような国際的支払手段になる第1の条件はその国の世界市場における貿易規模である。もう一つの重要な条件は決済資金の運用・調達を便宜を提供する国際金融市場の存在である。世界最大の貿易国アメリカの国民通貨・ドルは支払手段として受取可能な領域（国）の拡大によってその受領性を高める。さらに、ドルは大規模で高度に発達した国際金融市場を持つことから、最も流動性の高い国際的価値貯蔵手段なのである。ドルは為替媒介通貨となることで、民間取引の決済（取引）通貨機能を果たすのに最適な通貨となる。これとの関連で民間取引での表示（契約）通貨機能（特に、第3国間貿易の表示通貨となる「貿易媒介通貨」機能）および資産通貨機能を果たすのである。また、各国通貨当局が為替介入を行うに当たっては、為替媒介通貨であるドル為替市場で介入操作を行うことが効率的である。この介入通貨機能との関連で、ドルは基準通貨機能と準備通貨機能を果たすのである（米ドルが世界の外国為替市場、および外貨準備保有で支配的な地位にあることについて、図表1、および図表2参照）。

ドルが基軸通貨となるマクロ経済的な根拠に「N-1問題」がある。N国世界では(N-1)個だけの独立の国際収支調整手段が必要である。Nヵ国がそれぞれ国際収支均衡を目的に国際収支政策あるいは為替相場政策を行使すれば、それは政策の「過剰決定問題」をひきおこす。基軸通貨システムは、基軸通貨

図表1 世界の外国為替市場取引の通貨別シェア

(単位：%)

	1998年	2001年	2004年	2007年	2010年	2013年
米ドル	87.3	89.9	88.0	85.6	84.9	87.0
ユーロ		37.9	37.4	37.0	39.1	33.4
独マルク	30.1					
仏フラン	5.1					
ECU および他の EMS 通貨	17.3					
日本円	20.2	23.5	20.8	17.2	19.0	23.0
英ポンド	11.0	13.0	16.5	14.9	12.9	11.8
豪ドル	3.1	4.3	6.0	6.6	7.6	8.6
スイス・フラン	7.1	6.0	6.0	6.8	6.3	5.2
加ドル	3.6	4.5	4.2	4.3	5.3	4.6
その他	15.2	26.9	21.1	27.6	24.9	26.4
合計	200	200	200	200	200	200

(注) ①各年4月の平均1日取引額のシェア。

②各取引には2つの通貨が含まれるので世界の合計は200%になる。

(出所) BIS, Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange Turnover in April 2013: Preliminary Global Results (Sept. 2013), および Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2004 (March 2005) より作成。

国が第N国として自国の国際収支政策の目標設定を差し控えることで、他のN-1国の国際収支政策の目標の整合性を保証するのである。基軸通貨国は第N国としてこの増加した自由度をこのシステム全体の安定のために利用する立場にある。つまり、基軸通貨国は、国際収支調整過程で受動的な地位に立つことで、国際収支調整義務から解放される。同時に、基軸通貨国には第N国として、国際本位の安定、つまり、世界的な適正物価水準を決定する責任が生じるのである。⁽⁵⁾

基軸通貨国アメリカは形式的には国際収支制約から解放されるが、依然として世界全体の必要性、つまり世界の国際通貨秩序の安定を考慮した国内マクロ経済政策を運営する義務がある。アメリカの経済規模と国際金融市場での圧倒的な地位を考えると、アメリカの経済政策には、真に安定的であり、世界全体

図表2 世界の外貨準備の通貨別シェア

(単位：%)

	1995年	1998年	2001年	2004年	2007年	2010年	2013年
ドル	60.0	69.3	71.5	65.5	63.9	61.8	61.0
ユーロ			19.2	24.7	26.1	26.0	24.4
独マルク	15.8	13.8					
仏フラン	2.4	1.6					
蘭ギルダー	0.3	0.3					
ECU	8.5	1.3					
ポンド	2.1	2.7	2.7	3.5	4.8	3.9	4.0
円	6.8	6.2	5.1	4.3	3.2	3.7	3.8
スイス・フラン	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.1	0.3
加ドル							1.8
豪ドル							1.8
その他通貨	4.9	4.5	1.3	1.9	1.8	4.4	2.9
配分準備	74.5	78.1	76.6	70.8	61.4	55.7	53.3
非配分準備	25.5	22.0	23.4	29.2	38.6	44.3	46.7

(注) 通貨別シェアは外貨準備の通貨別配分をIMFに報告している国々の外貨準備総額(配分準備, allocated reserves)の中で占める比率である。IMFに通貨別配分を報告していない国々の外貨準備総額は非配分準備(unallocated reserves)と呼ばれており、中国などの新興国(非報告国)の外貨準備の急増で近年上昇傾向にある。

(出所) IMF, Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves より作成。

にインフレ的あるいはデフレ的な影響を与えないという意味での「責任性」が求められている。一方で、アメリカは世界の通貨管理者として、①政治的な威信の獲得、②国際収支調整負担の免除、③国際通貨発行利益(シニョリッジ)の独占的獲得、が可能となる。しかし、この覇権的な権利の行使が搾取的であり不当であると受け取られないように、他の国々に対する経済厚生、その他の政治的価値の配分に関して、怨恨や対立を生むべきでないという意味での「正当性」が必要なのである。⁽⁶⁾

2. ブレトンウッズ体制の国際通貨システム

国際通貨ドル体制は、ブレトンウッズ体制のもとで形成され発展していく。

ブレトンウッズ体制は、金・ドル本位制の固定相場制のゲームのルールに従うものである。IMF（国際通貨基金）の平価制度に基づいて、加盟国は自国通貨の平価（par value）を、金あるいは1944年7月1日現在の金価値（量目および純分）を持つ米ドルによって表示し、各国通貨の平価で計算した平価比率（パリティー，parity）の上下1%以内に為替レートを安定させる義務がある。実際には、基軸通貨国アメリカだけは公的ドル保有に対して金1オンス=35ドルの価格で金交換に応じることを保証し、その他の加盟国は自国通貨の対ドル・レートをパリティーの水準に安定させる義務を果たしたのである。

基軸通貨システムの非対称性（階層性）は明白であり、基軸通貨国と非基軸通貨国とでは国内マクロ経済運営に求められる国際収支節度に著しい違いがある。基軸通貨国アメリカは自国通貨ドルが国際的支払手段として国際決済可能であり、自律的なマクロ経済運営によって国際収支節度はルーズとなり、ドルの金交換性への信頼を損なわない程度に国際収支節度が求められただけである。一方で、固定為替相場制を維持すべき非基軸通貨各国では外貨準備の制約があり、世界のトレンドと異なる国内マクロ経済の運営を継続して国際収支の赤字をださないために、厳格な国際収支節度が求められるのである。

ブレトンウッズ体制下でのドル危機（ここでは民間金市場での金価格急騰、公的保有ドルの金交換要求として現れる）は、基軸通貨国アメリカの果たすべき義務をめぐるアメリカと他の国々（西欧）の対立の激化によるドル体制の不安定性を意味している。それはドルの国際通貨パワー（国際通貨としての能力）の後退とともに生じるが、それがシグナルとなってドル体制の転換を進めるのである。⁽⁷⁾ドルのパワーの後退は、先進国の中でのアメリカのGDPや輸出のシェアの大幅な低下に現れている。民間の長期資本輸出や途上国援助も低下傾向にあり、他国への政治・経済的な影響力や国際収支調整の強制力は低下しているであろう。1948年には先進国の準備資産の69%を占めていたアメリカの対外準備（金）保有は急減し、ドルの国際通貨（国際流動性）創出能力を損なっている。貿易収支黒字の急激な減少は、対外融資能力、国際収支（外国の銀行およ

び通貨当局に対する短期債務増減を除く「流動性収支」赤字の調整困難な国内経済状況の進行を表している。⁽⁸⁾

ドル危機は、アメリカの金融緩和政策による国際収支（流動性収支）赤字の拡大によって、過剰ドル債務によるアメリカの金準備率の大幅な低下と世界的な物価騰貴がおこる場合に引きおこされる。ヨーロッパはドルの金交換要求によってこれを抑制しようとするが、アメリカの金融引締め策が不十分であれば、アメリカからヨーロッパへの金流出が続いて、アメリカ保有の金は枯渇してくる。ドルの確定比率での金との交換性への信頼性が失われて民間市場で金投機（ゴールド・ラッシュ）が起り、システムは動揺する。アメリカが金保有の限界に突きあたってドルの金交換を停止すれば、システムは崩壊する。このようなドル危機を終息させるには、アメリカがヨーロッパの金交換要求を誘発するような過剰ドル債務の累積を解消するように国際収支赤字の是正を図る一方で、ヨーロッパがアメリカの赤字是正努力に期待して、アメリカの金枯渇による金交換停止を促進するようなドルの金交換要求を自粛するという協調関係が必要であった。⁽⁹⁾

ドル危機が終息に向かわず、システムの崩壊に発展していった原因は、このシステムの脆弱性（流動性ジレンマ）⁽¹⁰⁾にあるのではなく、その運営にあたって、アメリカの国際収支赤字を巡って、欧米間の関係が「協調」から「対立」へと転換したことにある。1960年代の初頭から、アメリカは様々なドル防衛を展開し、ヨーロッパ諸国に対してドル防衛への協力を求めて、両者の間には金プール協定（1961-68年）を初めとして各種の国際金融協力制度ができあがる。しかし1960年代後半のジョンソン政権による「偉大な社会」計画とベトナム戦争への本格介入の同時追求で、両者の「対立」は決定的となる。

対立の中心は米ドルの特権的な地位にあった。ヨーロッパは、アメリカが国際収支（流動性収支）赤字をドル債務の形で自動的にファイナンスする能力を不当に使用していると考える。それは、アメリカのヨーロッパへの直接投資の拡大（欧州自動車産業の M & A）やベトナム戦争介入などのように、政治的に

歓迎されないものであったり、あるいはアメリカのインフレーションのヨーロッパへの輸出であったりした。ヨーロッパはこのようなアメリカの国際収支赤字を止めるために、ドルの金交換要求によって過剰ドル債務の資産決済を求めたのである。

ヨーロッパの不満に対するアメリカの回答は「ドル本位制」論、黒字国責任論であり、国際収支（流動性収支）赤字に対して「ビナイン・ネグレクト（優雅な無視, benign neglect）」策に転換する。アメリカは世界の銀行として国際的な「短期借りの長期貸し」の金融仲介を通じて国際流動性としての短期ドル債務を供給しているのであり、これはアメリカにとって国際収支赤字要因と見なすべきではない。また、この短期ドル債務の形での国際流動性の便宜の供与と十分競争的な金利の供与から考えると決して搾取的なシニョリッジは存在しない。もし過剰ドル債務が累積しているのであれば、黒字国の責任として自国通貨を切り上げるべきだということになる。⁽¹¹⁾

欧米の対立は結局1971年の金・ドル交換停止（1971.8.15）によってブレトンウッズ体制の崩壊に導いた。アメリカは先進国間での多角的通貨調整によって円、マルクなどの切り上げを求めることになる（スミソニアン合意、日本円の対ドル切上げ率16.88%、西独マルクの対ドル切上げ率13.58%）。アメリカは、1960年代の積極的な成長政策によるインフレの進行によって、長期にわたるドルの過大評価からくる失業に苦しむようになっており、貿易収支の悪化をただ放置する政策に終止符を打って、積極的にドル切下げを推進する攻撃的政策に転換せざるをえなくなったのである。旧来のシステムでは、アメリカは世界の「ゴールド・センター」として金の国際価格を変更できる立場にあったが、為替レートの決定権は米ドルにベッグしている非基軸通貨国の側に握られており、アメリカは為替レートの変更という政策手段を有効に使用できなかったのである。金・ドル交換停止は、金・ドル本位制をドル本位制（金交換性の保証のない米ドルを基軸通貨とする固定相場制）のスミソニアン体制へと転換することになる。

3. ポスト・ブレトンウッズ体制の国際通貨システム

国際通貨ドル体制は、スミソニアン合意（1971.12.18）による多角的通貨調整の後、各国通貨が金交換を停止した米ドルにリンクする固定為替相場制のスミソニアン体制が成立することによって、米ドルが世界の通貨の基準となり、国際決済における「最終支払手段」となる、まさに「ドル本位制」となるのである。各国通貨は名目上金1オンス=38ドルの通貨価値を持つ米ドルを基準にして平価を設定し（金の公定価格引上げ）、為替相場はそのパリティの上下2.25%内に安定させられる（為替変動幅拡大）。これは基軸通貨国アメリカが米ドルの金交換性停止によってドルの信認維持のための国際収支節度を放棄する一方で、非基軸通貨国には固定相場制維持のための国際収支節度を課する「非対称なシステム」（責務の不公平性）である。

スミソニアン体制の下で、アメリカのルーズなマクロ経済政策の運営によって、アメリカの国際収支（流動性収支）赤字は拡大し、アメリカは米ドルの10%再切り下げ（金1オンス=42.22ドル）に追い込まれる（1973.2.12）。日本や欧州諸国は経常収支黒字の拡大と投機的な資本流入（短期資本収支黒字）に直面して、過剰な外貨準備増加、すなわち国内の過剰流動性を防ぐために、これに対抗する形で変動為替相場制に移行した（日本 1973.2.14, 西欧8カ国 1973.3.19）。

これはドル覇権（ヘゲモニー）の弱体化の結果として生じたものである。すでにアメリカのパワーの過剰行使を許すものではなく、早晚、国際通貨システムは固定為替相場制から変動為替相場制へ転換するのは不可避であった。しかしこの変動為替相場制のもとでも、各国が裁量的に為替介入を行って為替相場の安定を図るという意味で管理フロート制の実態を持つものであり、基軸通貨としての米ドルの機能に決定的な変更を加えるものではなかった。国際通貨システムは米ドルを基軸通貨とする「事実上の」ドル本位制となり、アメリカは金交換のくびきから脱却して身軽になっただけでなく、新たにドル為替レートを政策手段として使用できるパワーをもったドル基軸通貨レジームとして再生

するのである。

変動為替相場制は、キングストン合意（1976年）によるIMF第二次改正協定（1978年発効）によって公式の為替制度と認められた。自国通貨の金への釘付けは禁止されたが、「フロートを含めた自由な為替制度の選択」が可能となるのである。その結果、「キングストン体制」（IMF第2次協定によって追認され、現在まで続いている変動為替相場制の国際通貨システムである）の為替相場制度は、米ドルなどにベッグする固定為替相場制から管理フロート、自由フロートまでを含む、加盟国が選択した各種タイプの為替相場制度で構成される混合システムとなる。そこでは、地域性をもった階層的通貨圏（中心的な通貨の存在）、あるいは緩やかな結びつき（通貨リンク）が形成されており、その中心的な通貨間で為替レートが自由にフロートしているという意味で、変動為替相場制の国際通貨システムが成立しているのである（現在は、基軸通貨ドルと準基軸通貨ユーロの非対称な「弱い」2極通貨体制である（Hartmann 1998, pp. 93-97））。

しかし、キングストン体制は明確なゲームのルールが欠けている。変動為替相場制といっても、各国の通貨当局が自国の利益に従って裁量的に為替市場に介入するものであるが、その為替介入に関する明確なルールは与えられていない。IMFの「行動コード」によると、「安定した為替相場システム」（a stable system of exchange rates）を確立するために、各国の為替相場政策に関して、「国際収支の効果的な調整を妨げるための、また他の加盟国に対して不公正な競争上の優位を得るための、為替レートあるいは国際通貨制度の操作を行わない」と規定されている⁽¹²⁾。しかし、これは何の義務的要素も、またこれを監視すべき機構もない一般的な行動コードにすぎないものである。つまり、現在の国際通貨システムの本質は、分権的な為替市場システムであって、これを運営する実効性のある世界的な統一ルールが存在しない「ノンシステム」であり、これを「国際的レッセ・フェール体制」と呼んでおく（Corden 1986）。

国際的レッセ・フェール体制のもとでは、各国の通貨当局は国際収支の調整

国際通貨ドル体制のレジリエンス

を為替レートにゆだねるのも任意であるが、為替相場体系の整合性を保障する機構は形成されていない。通貨当局間で為替レートの目標に齟齬あるいは対立が生じる場合、各国の為替相場政策の目標の齟齬・対立（非両立性）を解消する⁽¹³⁾ようなシステムの制御機構が必要となる。

1つの制御機構は、アメリカが世界の資本市場および為替市場において残余の純売買者として受動的に行動することである。米ドルが基軸通貨として機能している現状では、基軸通貨システムの非対称性が存在しており、ブレトンウッズ体制やスミソニアン体制と同様に、基軸通貨国アメリカは「N-1問題」における第N国の受動的立場にあって、ドルの通貨価値を安定させてその信認を維持するという重大な責任がある。しかしすでにアメリカはその責任を有効に履行するパワーを失っており、アメリカ自身が国内産業や雇用への関心から、ドル為替レートの目標値をもって他の主要国の為替相場政策に影響力を行使する場合が少なくないのである。

このように基軸通貨システムにおいて基軸通貨国アメリカが受動的な役割に従わないで積極的に為替相場目標をもって行動する場合にも、アメリカの金融政策を通じて利子率の制御機構が働かならば、各国の為替相場目標の非両立性も解消されるであろう。

いまアメリカ以外のすべての国が対ドル・レートの目標値を持ち、その結果アメリカの経常収支赤字が継続して、外国の民間および公的部門全体として対米債権が累積するでしょう。アメリカが受動的な態度を止めて、経常収支の赤字、つまり外国の対米債権の増加を縮小しようとするれば、金利引下げによってドル減価を誘導するであろう。もし外国の為替相場目標に絶対的な水準があるとすれば、外国の為替介入は目標の為替レート水準を回復するために増加し続ける。しかし外国の経常収支黒字国にとって、この為替介入の継続にはコストが伴う。それは世界市場での過剰貸付のコスト、すなわち、世界金利とその資金が国内利用された場合の潜在的な社会的収益率とが均衡する最適貸付水準以上の対外貸付を行うコストである。アメリカの利子率が引下げられると、黒字

国の超過貸付のコストが高くなり、黒字国の為替レート目標値は修正されるであろう。アメリカの金利引下げ政策は、外国の為替レート目標に変更を加えて、アメリカの望むドル減価は達成されることになる。

しかし、利率の制御機能が不十分であれば、各国の為替相場目標に折り合いを付けるのは不可能であり、結局、最終的には変動為替相場制における市場システムの制御機構である為替レートによる強制的な調整（ドル暴落）が起こるのであろう（市場調整の暴力性）。これがキングストン体制におけるドル危機であり、アメリカの国際収支赤字が累積してドルの大幅な減価が生じると、ドルの投機売りを誘って「ドル暴落」が起こるのである。実際に、アメリカは1977-78年、1986-87年、2007-8年の3度、ドル暴落に見舞われるのである。

最初のドル暴落（1977-78年）は、カーター政権が「機関車論」（米独日が協調的な需要拡大策によって積極的に世界経済を牽引）によって第1次石油危機後の世界不況からの脱出を図って拡張政策を展開し、インフレと国際収支赤字の劇的な拡大を生みながらドル安を放置した結果生じたものである。次のドル暴落（1986-87年）は、レーガン政権の「強いドル・小さい政府」政策による「双子の赤字」（財政赤字と貿易赤字）によって生じたものである。金融引き締めによるインフレ抑制と拡張財政による成長に成功しながら、対外的にはドル高と経常収支の大幅赤字を続けて、G5プラザ合意（1985.9.22）によるドル高是正の結果、ドル暴落につながったのである。三度目の暴落（2007-8年）では、2000年代のグローバル・インバランスのもとで世界的な「貯蓄過剰」資金がアメリカに集中するが、アメリカの住宅・不動産バブルによるサブプライム危機に巻き込まれて資本流入は停止してドルは急落する。ところが、この場合はリーマン・ショック後の世界金融危機への波及によって、国際的なドル流動性不足がおこって米ドルは急反発したのである。

1度目の危機はアメリカのインフレ抑制（高金利政策）・ドル防衛策（カーター・ボンド）への転換によって終息したが、2度目の危機は1987年2月のG7ルーブル合意による「レファレンス・レンジ」の導入と政策協調（西独・

国際通貨ドル体制のレジリエンス

日本の金利をアメリカ以下に引下げる金利調整)によって終息に向かうことになる。もはやドル危機はアメリカ単独では対処不可能であり、国際協調のもとに管理しなければならなくなったのである。ところが、3度目の危機はアメリカが世界中をバブル崩壊・世界金融危機に巻き込むことで、ドル危機はアメリカ自らが救済の前面に立つことになるのである。

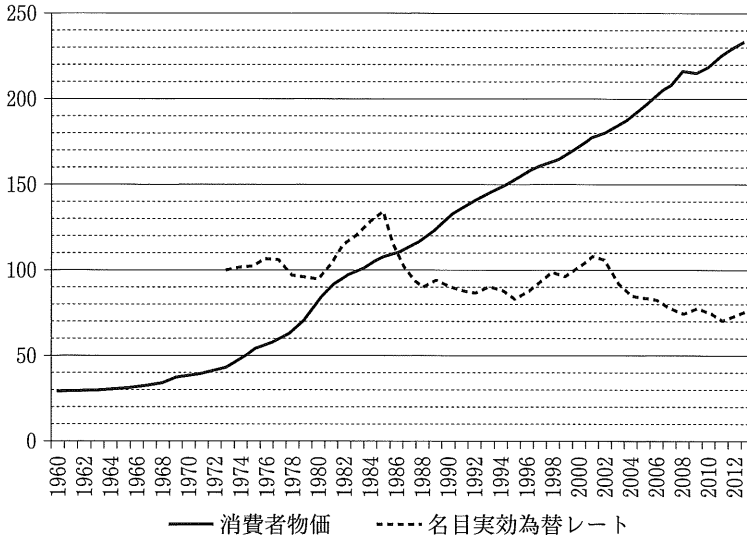
Ⅲ アメリカの国際収支・国際投資ポジションの変容

1. ブレトンウッズ体制（～60年代）—未成熟債権国段階—

ブレトンウッズ体制下の60年代までのアメリカの国際収支構造は、これを国際収支の発展段階説にてらしてみると「未成熟債権国」段階（貿易・サービス収支黒字、投資収益収支黒字、経常収支黒字、純債権ポジション）にある。貿易・サービス収支は黒字、投資収益収支も黒字であり、経常収支は大幅な黒字であった。国際投資ポジション（対外資産負債残高）は世界最大の対外純資産残高を保有していた。アメリカは世界最大の経済規模（GDP および外国貿易）を誇っており、経常収支黒字による資本輸出国であった。この時期はアメリカの黄金時代であり、戦後世界の高度成長をリードし、物価・為替レートも安定していた。米ドルは基軸通貨として発展していく三位一体の条件（世界最大のGDP・外国貿易、経常収支黒字、公的金の独占的保有）を備えていたのである（アメリカの物価・為替レートの動向については図表3、国際収支の動向については図表4参照）。

この時期のアメリカの国際収支パターンをドルの流出入から見てみると、それは全体として1940年代後半の「ドル不足」時代に見られたマーシャル・プラン（1947-51年）のような「ドル散布政策」によって、ドル資金を世界に供与してこれをアメリカからの輸出への支払いに充てるという「ドル散布型」であった。アメリカは強力な国際競争力と大規模の対外投資資産をもとに、民間経常取引（商品・サービス貿易、投資収益）での受取超過（貿易収支黒字、軍事取引を除くサービス収支黒字、および投資収益収支黒字）を続けたが、それに見

図表3 アメリカの物価・為替レートの推移



(注) ①消費者物価は、都市部消費者全項目の物価指数、1982～84年=100である。
 ②名目実効為替レートは、主要国通貨指数、1973年3月=100である。なお、主要国通貨指数には、ユーロ圏、オーストラリア、カナダ、日本、スウェーデン、スイス、イギリスの通貨が含まれる。
 (出所) US, Department of Labor, Bureau of Labor Statistics Data, および Board of Governors of the Federal Reserve System より作成。

合うだけのドル資金を、政府取引（軍事取引、政府贈与、および政府投資）での支払超過（軍事取引収支赤字、政府贈与移転収支赤字、および公的対外資産増加）と民間投資収支赤字（民間対米投資をこえる民間対外投資の支払超過）を通じて海外に提供していたのである。このドル資金の支払超過分は外国公的資産（外国の外貨準備保有）の増加となっている。しかし、この間に、商品貿易での国際競争力の低下による貿易収支黒字の減少、ヨーロッパへの直接投資の拡大が進むとともに、政治的な対外コミットメントの拡大（特にベトナム戦争）で政府取引の赤字も拡大を続けた。このような構造変化の結果、民間取引収支全体（貿易収支黒字、軍事取引を除くサービス収支黒字、投資収益収支黒字、および民間投資収支赤字）での黒字は減少したが、これに対して政府取引

図表4 アメリカの国際収支構造の推移

(単位：億ドル)

	1946-59 年平均	1960-69 年平均	1970-79 年平均	1980-89 年平均	1990-99 年平均	2000-09 年平均
経常収支	16.6	33.3	-3.1	-777.9	-1223.8	-5757.5
貿易収支	40.9	40.8	-103.8	-941.1	-1732.3	-6344.1
輸出	143.6	264.8	974.0	2463.8	5435.2	9256.8
輸入	-102.7	-224.0	-1077.9	-3404.9	-7167.6	-15600.8
サービス収支 (うち軍事取引)	2.6 (-0.5)	-9.0 (-8.7)	21.7 (5.7)	94.7 (-32.1)	678.9 (3.2)	813.5 (-111.4)
所得収支 (うち投資収益)	21.2 (21.2)	48.8 (48.8)	147.6 (147.6)	263.6 (268.8)	191.4 (231.0)	662.3 (754.7)
経常移転収支 (うち政府贈与)	-48.1	-47.3 (-36.5)	-68.6 (-40.5)	-195.1 (-86.7)	-361.6 (-95.5)	-889.2 (-258.7)
資本移転収支				-0.2	-17.4	31.9
金融収支		-27.8	-25.7	580.0	1140.7	5532.3
民間投資収支		-24.0	-143.8	489.3	645.7	2402.6
対米投資		40.2	175.3	1370.0	3366.9	8005.6
直接投資		5.1	40.8	329.2	907.3	1819.9
証券投資		8.9	35.9	379.1	1466.1	3804.0
その他投資		26.1	98.7	661.7	993.5	2381.7
対外投資		-64.1	-319.1	-880.7	-2721.2	-5603.0
直接投資		-42.2	-122.7	-206.3	-950.5	-2256.5
証券投資		-10.1	-34.3	-75.8	-974.0	-1596.9
その他投資		-11.9	-162.1	-598.6	-796.7	-1749.6
公的投資収支		-3.9	118.0	90.7	495.0	3081.9
外国公的資産		8.0	145.8	163.5	482.4	3125.7
公的対外資産 (うち公的準備)		-11.8 (4.6)	-27.8 (-0.7)	-72.7 (-46.2)	12.6 (9.4)	-43.8 (-45.3)
金融派生商品						47.8
統計上の不一致		-5.5	28.9	198.0	100.4	193.3

(注) 対米投資・外国公的資産増加(資本流入)はプラス、対外投資・公的対外資産増加(資本流出)はマイナス。

(出所) US, Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis より作成。

収支（軍事取引収支赤字，政府贈与移転収支赤字，および公的対外資産増加）の赤字による補正機能，すなわちドル散布政策は硬直的となって拡大し，アメリカは適切な国際収支赤字のコントロールを失って，外国公的資産（外国の外貨準備保有）は増加を続けたのである（図表4参照）。

50年代まで絶対的優位にあったアメリカ経済が黄金の60年代においてドル危機に遭遇したのは国際政治経済状況とシステムの問題があったからであろう。60年代まではアメリカの物価は安定しており，世界の名目アンカーとして米ドルの基軸通貨としての地位に問題はなかった。しかし，ケインズ主義に基づく積極的な成長政策に加えて，1960年代後半のジョンソン政権による「偉大な社会」計画とベトナム戦争への本格介入によって生じた「ドル垂れ流し」はドル散布政策の役割を超えたものであった。ドルの金交換性を保証する金・ドル本位制は，民間の金投機（ゴールド・ラッシュ）や欧米間の政治的不協和（フランスのような公的保有ドルの金交換要求）に対して脆弱だったのである。

2. ポスト・ブレトンウッズ体制Ⅰ（70～80年代）—成熟債権国から債権取崩し国へ—

1970年代のアメリカの国際収支構造をみると，貿易収支が赤字に転換して貿易・サービス収支は赤字となったが，まだ投資収益収支の黒字がこれをカバーしており，ほぼ経常収支は均衡する状態となった（70年代前半は黒字であったが，後半には赤字となる）。国際収支の発展段階は「成熟債権国」段階（貿易・サービス収支赤字，投資収益収支黒字，経常収支黒字，純債権ポジション）となり，さらに「債権取崩し国」段階（貿易・サービス収支赤字，投資収益収支黒字，経常収支赤字，純債権ポジション）への移行がみられるのである。これが80年代になると，貿易収支の赤字は大幅に拡大し，投資収益収支の黒字が貿易・サービス収支の赤字をカバーできなくなり，経常収支の大幅な赤字が定着するのである。これによってアメリカの国際収支は完全に「債権取崩し国」段階に移行するとともに，この「債権取崩し」は急速に進んで，80年代末にはア

国際通貨ドル体制のレジリエンス

アメリカは純債務国に転落するのである。

この時期のドル資金の流出入から見たアメリカの国際収支パターンは、ブレトンウッズ体制下の「ドル散布型」とは一転して「ドル吸引型」となる。1980年代前半のレーガノミクスの時代に見られたように、アメリカは高金利政策によってあたかもブラックホールのように対外資金を吸引するのである（松村1993）。アメリカは国際競争力が低下するとともに、民間取引での貿易収支の赤字が拡大し、民間投資収支で対外投資はますます拡大を続けたから、従来の政府取引での支払超過（軍事取引収支赤字、政府贈与移転収支赤字、および公的対外資産増加）も加わって、外国に大量のドル資金を流出し続けることになる。したがって、それに見合うだけのドル資金を国内に回収するために、従来の外国の公的資産（外貨準備保有）増加だけでなく民間の対米投資も加えて、公私にわたって外国からの対米投資を吸引しなければならなくなったのである。この間に、貿易収支赤字はますます拡大して、大幅な経常収支の赤字が発生するようになるとともに、外国資本の吸引はますます困難になってきた。海外からの資本流入がストップするとドル暴落が起こるのである。アメリカがこのような脆弱な国際収支パターンを続ける限り、繰り返してドル危機つまりドル暴落がおこる危険は大きく、しかも自らの力でこれを終息させることは難しくなってくるのである（図表4参照）。

この時期、アメリカの産業は60年代までのアメリカの繁栄をリードしてきた自動車、鉄鋼、電気産業などが、次々に欧日の企業のキャッチアップにあって、アメリカ経済の国際的な地位を衰退させていった。70年代には、第1次石油危機後の世界不況に対するカーター政権の「機関車論」（米欧日による世界的な需要拡大策）はインフレとドル暴落を引きおこしてしまう。80年代には、これに代わって登場したレーガン政権の「強いドル」政策は「双子の赤字」を引き起こして、通商摩擦は激化し、産業空洞化（Deindustrialization）が問題となった。そして、プラザ合意（1985.9.22）のドル高是正によって再びドル暴落がおこるのである。アメリカでは、インフレーションが高進し、世界の名目アン

カーの役割を果たせなくなってしまった（石油危機の70年代は年率10%を超えるインフレであり、インフレ終息を図った80年代でも年率5%を超えていた）（図表3参照）。ドル流出はますます大規模になり、ドル吸引に窮する事態に発展した。変動為替相場制のもとでも貿易収支・経常収支赤字の調整は順調に進まないで累積して行き、外資流入や外国政府のドル買支えが止まれば暴力的な市場調整（ドル暴落）がおこるということが明らかになった。ドル体制は、経常収支のほぼ均衡していた70年代には外国の公的資産（外貨準備）保有による「公的体制支持金融」に、大幅な経常収支赤字となった80年代には、これに加えて外国民間対米投資による「私的体制支持金融」に大幅に依存する状況に陥ったのである（松村 1993）。

3. ポスト・ブレトンウッズ体制Ⅱ（90年代～）—投資収益黒字を維持した先進債務国—

90年代以降のアメリカの国際収支構造をみると、貿易・サービス収支の赤字は巨大化して、投資収益収支は黒字を維持しているが、経常収支赤字も巨大となり、ますます拡大を続けている（90年代の経常収支赤字は80年代の赤字の1.6倍、2000年代は90年代の4.7倍である）。国際投資ポジションはすでに大幅な債務超過（純債務ポジション）となっているが、投資収益収支は黒字という状態にあるのである。アメリカは、国際収支の発展段階からみると「債権取り崩し国」段階（純債権国）を通り過ぎて純債務国に回帰している。「未成熟債務国」段階（貿易・サービス収支赤字、投資収益収支赤字、経常収支赤字、純債務ポジション）に回帰しているとすれば、投資収益収支は赤字となる。しかし、アメリカの投資収益収支は依然として黒字を維持しており、「投資収益黒字を維持した先進債務国」という特殊な状況にあるのである。

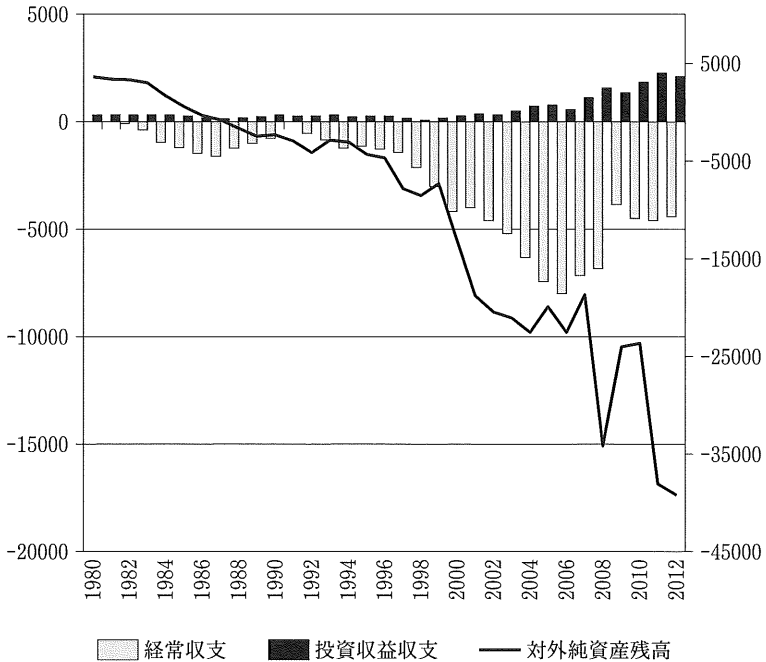
経常収支赤字・対外純債務ポジションとなった90年代以降のアメリカの国際収支パターンをドル資金の流出入から見てみると、70～80年代の単に経常収支赤字をファイナンスするために外国から資金を吸引する「ドル吸引型」ではな

国際通貨ドル体制のレジリエンス

く、経常収支赤字をはるかにこえる大規模な資金を海外から導入し海外に向けて大規模に投資する「国際金融センター型」となるのである。民間の貿易・サービス収支の巨大な赤字とともに、従来の政府取引での支払超過（軍事取引収支赤字、政府贈与移転収支赤字、および公的対外資産増加）が加わった大規模のドル資金の流出があるが、これをはるかに超える外国からの巨額の対米投資（民間対米投資、および外国公的資産（外貨準備保有）の増加）によるドル資金流入があり、その超過分がアメリカの大規模な民間対外投資によるドル資金の流出となっているのである。これは90年代では、90年代後半のIT革命、あるいはニューエコノミーによる好調なアメリカ経済だけでなく、80年代の累積債務危機から脱却した新興市場国に向けて、外国からの巨額の民間資本がアメリカの金融市場に流入したことを反映するものである。2000年代のグローバル・インバランスでは、欧日だけでなく中国のような新興国をも含む外国資本の流入が続いて、アメリカの住宅・不動産バブル、サブプライム危機に続く世界金融危機に世界中を巻き込むことになるのである（80年代の外国資本流入は経常収支赤字の1.8倍であったが、90年代には3.1倍となり、2000年代には1.9倍となった。外国公的資本で見ると、80年代は21%、90年代は39%、2000年代は54%と、外国公的資産（外貨準備保有）の重要性が拡大している）（図表4参照）。

アメリカには経常収支赤字をはるかに上回る世界の国々からのアメリカ資産保有（民間保有資産および公的準備資産）の増加（資本流入）があり、主に財務省証券および民間債券・銀行債務（短期ドル建て）の流動債務の増加となる。そして、この超過分はアメリカ保有の対外資産（主に民間保有資産）の増加（資本流出）となるが、これは主に直接投資・株式（長期・現地通貨建て）のリスク資産で構成されている。アメリカは単に経常収支赤字ファイナンスのために対外借り入れを行っているのではない。巨大な国際的金融仲介者として、積極的に世界の国々に対して「短期借り・長期貸し」による流動性とリスクの変換を行っている。アメリカは基軸通貨発行国（世界の銀行）として、自己あてのドル債務による負債決済によって国際収支赤字（流動性収支）の自動的ファ

図表5 アメリカの経常収支・投資収益収支と国際投資ポジション
（単位：億ドル）



（注）経常収支・投資収益収支（左目盛）、対外純資産残高（右目盛り）
（出所）US, Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis より作成。

イナンスが可能であると同時に新たな信用供与（対外貸付）が可能であり、また国際金融センター（国際資金の回転台）として大規模な国際資金の導入と対外投資を行っているのである。ロンドンのようなオフショア国際金融センターは、ユーロ市場として米ドルなどの外貨建てでの資金の調達と運用によるその利ざや稼ぎを行っているに過ぎない。この点で、基軸通貨国アメリカは国際通貨発行機能を持った国際金融センターであり、自国通貨であるドル建て債務による資金変換を行うという意味で、基軸通貨国（ドル）の「特権（privilege）」が存在する。これによって、アメリカはドル建て・短期債務を創出して、外貨建て・長期資産への対外投資を行うことで大幅な利益の獲得が可能になるので

国際通貨ドル体制のレジリエンス

ある。投資収益収支は純債務国であるアメリカにとっては赤字であってもよいのだが、対外純債務残高の増加にもかかわらず黒字が続いている（むしろ拡大している）。これはアメリカが外貨準備、民間債券、銀行預金などで短期資金を預かって、対外直接投資や証券投資などを行う「国際的ベンチャー・キャピタル」機能（Gourinchas and Rey 2005）を果たしていることから、対外債務利子などの支払いに対して対外投資収益の受取が大きいからである（図表5参照⁽¹⁴⁾）。

VI 国際通貨ドル体制のレジリエンス（復元力）

1. ドル基軸通貨レジームの持続性

国際通貨ドル体制はブレトンウッズ体制（金・ドル本位制，固定為替相場制），スミソニアン体制（ドル本位制，固定為替相場制），そしてキングストン体制（「事実上の」ドル本位制，変動為替相場制）へと展開してきたが，これは「国際レジーム」としてのドル体制，つまり「ドル基軸通貨レジーム」の変容過程であると考えられる。ドル体制は，1971年のニクソン・ショックから，1985-6年のプラザ合意・ドル暴落，2008-9年のサブプライムローン危機・世界金融危機，そして2008年からのバーナンケ・ゼロ金利ショックまでの大激変に直面して驚くべきレジリエンス（復元力，resilience）を見せたのである。ドルは国際金融市場での促進役，世界の主要な表示通貨，決済通貨，介入通貨，および準備通貨，つまり基軸通貨の地位を守っている。ドル体制はドル基軸通貨レジームにおける運用システムを転換することによって，そのレジリエンスと持続性を実証してきたのである。

「国際レジーム」の考え方は，国際関係の問題領域において（ここでは「国際通貨問題」である），利益，権力（パワー），価値，慣例，知識などの「基本的原因変数」が，「関連する行動と結果」に対して直接的な関係を持つのではなく，両者の間に介在する「国際レジーム」（主義，規範，規則，意思決定手続き）が「行動と結果」に対して関係を持つというものである。すなわ

ち、国際レジームは、私利（self-interest）、政治権力、また現代の国際関係の基本にある国家主権原理などが、その発展（形成、持続、消滅）の基本原因となるが、関連する分野での行動と結果に対しては、国際レジームが独自に影響を及ぼすことになる。この国際レジームの自律性は、①基本的原因が変化しても国際レジームが変化するまでのラグが存在すること（ラグ要因）、②国際レジーム自体が基本的原因を変化させるフィードバックが存在すること（フィードバック要因）⁽¹⁵⁾、から来るものである。

ドル基軸通貨レジームは、ブレトンウッズ体制下で形成された。これは第2次世界大戦後の国際通貨システムにおけるアメリカの圧倒的な経済的・政治的・軍事的パワーに基づいて、その権力と利益に資する自由主義的な世界市場を再建し、それを他国に強制することによって形成されたものである。しかし、それはまた、アメリカが戦後の世界経済の安定と国際貿易の成長を求めるケインズ主義的な思想に適応した国際経済秩序を創造し、国際公共財の提供者としてマーシャル・プランに代表されるような自由主義世界市場の危機の救済者となり、IMF・GATT体制による自由貿易をめざす国際通貨・貿易システムの提供者となることによって形成されたものである。

ブレトンウッズ体制は、金あるいは1944年7月1日現在の価値を持つ米ドル（金1オンス=35ドル）を各国通貨の基準とする金・ドル本位制であり、米ドルの金交換が保証されているという意味で金為替本位制である。しかし、ドルの金為替としての機能は公的準備資産（外貨準備）の金交換性保証という国際的側面に限定されたものであり、米ドルの金交換が戦後アメリカの世界的な公的保有に関する独占によって保障されているかぎり、ドルの金交換性は問題にされなかった。その意味で、これは実質的にドル本位制として機能していたと言ってよいのである。ドルの金交換性は、イギリスが創設した国際金本位レジームの慣例に従うものとして、戦後の国際通貨システムのレジーム創設には重要な役割を果たしたものと想像される。しかし、レジーム形成にとってそれは形式的なものにすぎなかったのであり、1960年代において国際決済における

国際通貨ドル体制のレジリエンス

「最終支払手段」としてドルの威信が問われ、ドルの通貨価値を保障するアメリカの真の実力が問題となったときに始めてこの問題が表面化するのである。

ドル基軸通貨レジームは「ドル覇権（ヘゲモニー）」体制（ドルの支配性）という意味で1960年代にその頂点に達していたといえる。それは同時に基軸通貨としてのドルの独占的地位に対する拮抗力を生み出し、ドル使用の拡大に対するチェック・アンド・バランスの機構が成立するのである。ブレトンウッズ体制では、覇権国アメリカのドルの金交換性の保証こそが他のレジーム参加国に影響力を付与することになる。覇権国はそのリーダーとしての責任の遂行のゆえにその覇権の特権を享受するものであるが、覇権国アメリカにパワーの過剰行使があって、レジーム参加国ヨーロッパがドルの金交換要求によってアメリカの責任追及を行ったというのがブレトンウッズ体制におけるドル危機の本質である。金プール制度創設（1961年）とその金プール制度解体による金の二重価格制への移行（1968年）、1960年代前半におけるドル防衛策の導入と60年代末におけるビナイン・ネグレクト政策への転換、そして1971年の金・ドル交換停止となるが、この覇権国アメリカの行動は自由主義の原理およびドルの特権と責任の規準に照らして矛盾するものとなっていったのである。

ポスト・ブレトンウッズ体制において、金・ドル交換を停止した固定相場制の Smithsonian 体制はまさにドル本位制となったが、これは「ドル覇権」の弱体化の結果として生じたものである。すでにアメリカのパワーの過剰行使は許されるものではなく、アメリカの貿易収支赤字が拡大するなかで日欧は変動為替相場制に移行していく。加盟国の自由な為替相場制度の選択を基本とするキングストン体制となって、変動為替相場制は各国が裁量的に為替介入を行うという意味で管理フロート制の実態を持つものであり、基軸通貨としての米ドルの機能に決定的な変更を加えるものではなかった。ドル体制は米ドルを基軸通貨とする「事実上の」ドル本位制であり、また、アメリカも新たにドル為替レートを政策手段として使用できるパワーを持った「ドル・リーダーシップ」体制⁽¹⁶⁾（ドルの指導性）へと転換するのである。

現在に続くキングストン体制の国際通貨システムは、米ドルを初めとして、独マルク、仏フラン（これらは後にユーロとなる）、英ポンド、日本円などの先進国通貨が国際通貨として機能（国際貿易・金融取引の表示通貨、他の通貨の釘付けの対象となる基準通貨、外貨準備としての準備通貨、SDRの構成通貨などの特別な機能を持つ）することになるが、米ドルが基軸通貨として影響力を持つ「事実上の」ドル本位制の変動為替相場制である。これをブレトンウッズ体制と比較してみると、固定為替相場制から変動為替相場制への転換とともに国際通貨における「ドルの侵食」⁽¹⁷⁾が見られるわけであるが、国際レジームとしてのドル基軸通貨レジームという点では基本的変化はない。その意味では、ブレトンウッズ体制からキングストン体制への転換は、政治経済的にはアメリカが圧倒的な（無言の）支配力をもった「ドル覇権」体制から、アメリカが国際通貨である先進国通貨の中で「事実上の」支配力（指導性）をもった「ドル・リーダーシップ」体制への転換ではあるが、それはドル基軸通貨レジーム内での転換なのである。

ポスト・ブレトンウッズ体制でドル基軸通貨レジームが存続している理由を考えると、まず「レジーム変化のラグ要因」として、①基軸通貨システムの慣例化、②代替的なポスト・ドル体制に関する認識不足と不確実性の存在、があげられる。

第1に、基軸通貨システムが慣例化するのには、ドル体制のもとで、基軸通貨システムのミクロ経済的およびマクロ経済的利点が認識されたことによるものであろう。多数国・多数通貨で構成される国際経済取引を市場によって効率的に運営してゆくには、各国通貨のバーターによる各国間決済の非効率性を回避しなければならない。1つの基軸通貨を基準に各国通貨価値を設定し、為替媒介通貨によって各国通貨の売買を媒介する基軸通貨システムの効率性は明らかである。⁽¹⁸⁾ブレトンウッズ体制では米ドルが金交換性を持った唯一の国民通貨であり、米ドルが基軸通貨の地位を占めるのは自明のことであったといえるだろう。しかし、ポスト・ブレトンウッズ体制では、米ドルは国際通貨機能を果た

国際通貨ドル体制のレジリエンス

す主要国通貨のうちの1つの通貨にすぎなくなった。ところが、この複数の先進国通貨が国際通貨としてその機能の一部を分担する状況においても、1つの国際通貨が基準になる基軸通貨システムの効率性は一層明確になったといえるだろう。

次に、代替的なポスト・ドル体制として、複数の先進国通貨が国際通貨機能を分担する現状を積極的に追認したSDR本位制を考えてみよう。具体的には、スミソニアン体制崩壊後に提起された20カ国委員会の「国際通貨制度改革概要」⁽¹⁹⁾(1974年)に見るように、この国際通貨システムは、①SDR本位制、②弾力的為替相場制度、③対称的国際収支調整過程、④国際機関(IMF)による国際流動性(SDR)の管理、⑤SDRの開発リンク、という特性を持つものであり、加盟国の均等な権利配分と責任に基づくポスト・ドル体制をイメージするものであった。しかし、当時の20カ国委員会の国際通貨制度改革の作業において米欧間に根本的な意見の相違が露呈したように、この新しい国際通貨システムに関する認識と実現性への関心は極めて小さいのである。⁽²⁰⁾

次に、ドル基軸通貨レジームを存続させている「既存レジームのフィードバック要因」として、①オフショア金融市場の発達によるユーロダラー市場の拡大、②規模の経済(スケール・エコノミー, economies of scale)およびネットワーク外部性(network externality)によるシステム転換費用の増大、があげられる。

第1に、オフショア金融市場の発達による世界中へのユーロダラー市場の拡大は、米ドルによる極めて広範で奥行きのある国際金融市場を誕生させた。1960年代に、アメリカの金融機関は国内の監督・規制(特に、預金金利規制〔レギュレーションQ〕、金利平衡税)を逃れて、国内の資金取引(内一内取引および内一外取引)を海外のオフショア市場(優遇税制・規制緩和による外一外取引の促進)に移転することでユーロダラー市場の基盤を形成した(外部市場化)。1970年代には2回のオイルショックによるオイル・ダラーが市場規模を一挙に拡大した。これによってアメリカ国内に限定されていた米ドル建ての

金融取引を世界中で容易に行われる状況が生じるのである。そこではタックスヘイブンの簇生、投機的資本取引の拡大など、そのマイナス面も生じるが、米ドル建ての金融・為替市場の基盤が強化されることになるのである。⁽²¹⁾

第2に、システムの大規模化によってその転換費用が増大すると、既存のシステムの存続は強化される。基軸通貨国が大規模の世界の貿易シェアと金融・為替市場を持つ大国であることから分る通り、「規模の経済」による金融・為替取引費用の削減効果は大きい。金融・為替取引費用には金融・決済機構のインフラ設置のための大規模の固定費が含まれるが、取引量の拡大は固定費の「卸売市場」効果によって取引費用を急速に低下させるのである。特に、情報産業型のネットワークが形成される金融・為替市場では、米ドルのネットワークが主流になり、その利用者が増えれば増えるほど通貨の流動性と受領性が拡大することで、米ドル利用者全体に便益が高まる外部経済効果をもっている（これを「ネットワーク外部性」という）。米ドル建ての通貨取引についてこのような累積効果が働いて自発的な集中化現象が生じるのである。ここでは「過剰な慣性」が働き、独占的レントの享受が可能となる。したがって、システム転換の費用は非常に大きなものとなるのである（基軸通貨の慣性）。⁽²²⁾

2. ドル体制の不安定性とレジリエンス（復元性）

1945年以來のドル体制は驚くほどの「レジリエンス（復元力, resilience）」を持ち続けている。ドル体制にみる「大いなる不安定性（volatility）」にもかかわらず、くりかえす危機からの回復（復帰）のサイクルを理解するには、危機の異なる局面での歴史的・分析的視点が必要である（McKinnon 2013, p. 13）。

ドル基軸通貨レジームの不安定性の根源は基軸通貨ドルのパワーの過剰行使にある。1960年代までのアメリカの国際収支は「未成熟債権国」段階にあり、その過剰なパワーの行使のゆえにドル体制の危機（金交換要求）を迎えたのであるが、まだ自国の経済政策の操作を通じて自ら国際収支不均衡を調整する能力を残していたと言える。しかし、1970～80年代には、アメリカの国際収支は

国際通貨ドル体制のレジリエンス

「成熟債権国」段階、さらに「債権取崩し国」段階へと移行して行き、外国資本の流入に大きく左右される状態となっていった。プラザ合意（1985年）からルーブル合意（1987年）におけるドル体制の危機（ドル暴落）でのG7政策協調体制に見られるように、アメリカは自らの政策を通じて国際収支不均衡を管理する能力がきわめて限られてきたのである。つまり、アメリカはドル基軸通貨レジームの覇権者としてその意思を強制する実力を喪失し、リーダーとして支配的に影響力を持つに過ぎないまでにドル覇権は衰弱したのである。ところが、1990～2000年代にはアメリカの国際投資ポジションは純債務ポジションとなったが、国際収支は「債権取崩し国」段階と同じパターンを維持しており、「投資収益黒字を維持した先進債務国」という特殊な状況にある。アメリカは、1990年代のIT革命によって国際競争力を回復し、2000年代にはグローバル・ケインズ主義によって世界経済の成長をリードするとともに、世界の余剰資金を生産性の高いアメリカ資本市場へと誘引し、さらにそれを世界の国々に投資する力を獲得したのである（グローバル・インバ⁽²³⁾ランス）。ドル体制の危機はサブプライム危機（住宅・不動産バブル崩壊）・ドル暴落となって現れるが、これがヨーロッパの銀行を巻き込んだ世界金融危機に発展することでドル流動性危機・ドル高に見られるように、ドルの復活が起こったのである（坂本 2014）。

国際通貨システムの運営には、①流動性（国際流動性の適正供給）、②信認（国際通貨の信認の維持）、③調整（各国間の経常収支不均衡の調整）の3つの機能が求められる。基軸通貨システムにはこの3つの機能に関連して次のような特異性が存在する。すなわち、①国際流動性（国際通貨）の供給にあたって基軸通貨国に国際的シニョリッジ（通貨発行利益）が発生すること（法外な特権）、②国際収支赤字の継続による国際流動性（基軸通貨国の対外短期債務）の増大は基軸通貨の信認を損なうこと（流動性ジレンマ）、③為替レート調整に関して基軸通貨国は受動的であり、経常収支不均衡是正のための為替レート調整の主導性は非基軸通貨国側にあること（調整の非対称性）である。そこで、現在のポスト・ブレトンウッズ体制Ⅱ（90年代～）におけるドル体制のレジリ

エンスをドル基軸通貨レジームの持つ基軸通貨システムの特異性という点から考えてみよう。

（1）法外な特権

基軸通貨システムの第1の特性は基軸通貨国に国際通貨発行による国際的シニョリッジ（通貨発行利益）が生じることである。⁽²⁴⁾非基軸通貨国の民間部門や政府は国際取引のために国際流動性（国際通貨）を必要としており、国際収支（銀行および通貨当局の対外短期資産増減を除く総合収支）黒字を通じて基軸通貨を獲得してこれを保有している。これに対応して、基軸通貨国は国際収支（外国の銀行および通貨当局に対する短期債務増減を除く流動性収支）赤字を通じてこの国際流動性（国際通貨）を提供すること、つまり「債務決済」によって外国からシニョリッジ（通貨発行利益）を獲得することができる。非基軸通貨国の銀行部門に対しては、国際流動性の便宜の供与に見合った十分競争的な金利を供与していると考え、基軸通貨国のシニョリッジは非基軸通貨国の通貨当局の外貨準備増加に対応する公的決済収支（非基軸通貨国の公的短期資産増減を除く）の赤字によって可能となった「輸入超過ないし対外純投資の利益」である。

基軸通貨国アメリカのシニョリッジを見ると、ブレトンウッズ体制下では、アメリカの経常収支は黒字であり、それによって可能となる対外純投資以上の余分の対外投資の利益を獲得できたことになる。ポスト・ブレトンウッズ体制下の経常収支赤字が拡大した現在では、純資本流入によって可能となる経常収支赤字以上の余分の輸入超過を許容するものである。さらに、変動為替相場制のもとでドル下落が起ると、この外国政府保有の外貨準備に対してインフレ・タックスの徴収となるのである（Mundell 1971, chap. 15）。これらは基軸通貨国アメリカにとって「法外の特権（⁽²⁵⁾exorbitant privilege）」を享受するものである。

基軸通貨国アメリカの「法外の特権」は国際的シニョリッジやインフレ・タ

国際通貨ドル体制のレジリエンス

クスの獲得にとどまらない。アメリカの場合には、国際収支の赤字はドル債務決済によって「自動的に」ファイナンスされるのである。これは非基軸通貨国では不可能なことであるが、アメリカにとってマクロ経済政策の国際収支制約に対するバッファーとなるものであり、それだけマクロ経済政策の自由度を増すものである（これは金融節度の喪失にもなる）。アメリカは「インスラー経済（insular economy）」型の自律的な金融政策の運営によって、世界経済の不安定性をもたらすことになるが（McKinnon 2010）、同時に、大幅な経常収支赤字の恒常化した現在のアメリカにおいても、世界金融危機におけるバーナンキの超金融緩和策のように、世界経済の復活にも寄与することを可能とするものである。

さらに、基軸通貨国アメリカは自国通貨ドル建てでの対外債務受け入れが可能であり、対外純債務国となったアメリカは国際投資ポジションにおいても「法外な特権」を享受している。アメリカの対外総資産・負債に対する総利益は、①対外負債に対する対外資産の超過投資収益（つまり投資収益収支）と、②資産価格および為替レートの変動によるドル資本利得・損失（キャピタル・ゲインおよびロス）、の2つで構成される。アメリカはこの両方において利益を獲得しており、ドル体制の維持に貢献しているのである（Gourinchas and Rey 2005）。

前者の投資収益収支を見ると、対外純債務国であるアメリカにとっては赤字であってもよいのだが、純債務残高の増加にもかかわらず黒字が続いている。これはアメリカが外貨準備、民間債券、銀行預金など低金利の短期資金を預かって、対外直接投資や証券投資など高収益の長期投資を行う「国際的ベンチャー・キャピタル」機能（Gourinchas and Rey 2005）を果たしていることから、負債側での低金利の対外債務利子などの支払いに対して、資産側での高額な対外資産収益の受取りがあるからである。図表5に見るように、2000年代のグローバル・インバランスで経常収支赤字が拡大する時期には、むしろ大きく拡大する傾向にあるのである。

後者は「評価効果 (valuation effect)」と呼ぶべきものであるが、ポスト・ブレトンウッズ体制下の変動為替相場制では為替レートの変動の拡大によってその浮動性は極めて大きくなっている。アメリカはグロスの対外負債を大規模に受け入れると同時に、グロスでの対外資産を大規模に保有している。ところがその対外負債は主に自国通貨であるドル建てであるが、対外資産は外国通貨建てであることから、ドル建ての資本利得・損失はグロスの対外資産の評価効果を反映して大きく変動するのである。ドル下落（減価）がおこると対外資産（外貨建て）にドル資本利得（キャピタル・ゲイン）が発生するから、アメリカのドル建ての対外純債務残高は減少する。アメリカの国際投資ポジションは純債務ポジションにあるが、大幅な経常収支赤字の継続にもかかわらず、対外純債務残高はドル減価のプラスの効果が大きく影響してほとんど上昇が見られない。1995年以降上昇を続けていたドル相場は2002年以降に下落（ドル安）に転じた結果、2002年以降経常収支赤字は5000億ドルを超えて拡大を続けたにもかかわらず、対外純債務残高はほとんど上昇が見られないのである（図表5参照、2008年、2011年のドル高反発では逆に対外純債務残高は激増している）。

（2）流動性ジレンマ

基軸通貨システムの第2の特性は、国際流動性（国際通貨）の安定的な供給と基軸通貨の信認の維持のジレンマ、つまり「流動性ジレンマ」（トリフィン・ジレンマ、トリフィン・パラドックス⁽²⁶⁾）とよばれるものである。基軸通貨国の国際収支赤字を通じて国際流動性が供給される基軸通貨システムにおいては、基軸通貨国の国際収支赤字の継続による基軸通貨の供給（基軸通貨国の対外短期債務の増大）は過剰となり、基軸通貨の信認（その価値保証に関する信頼性）を損なう。基軸通貨国が基軸通貨の信認を維持しようと国際収支赤字を縮小して国際流動性の供給を制限すれば、国際流動性の不足を招くことになる。

トリフィン (Triffin 1960, chap. 7) によると、ブレトンウッズ体制における金・ドル本位制（金為替本位制）には次のような問題点がある。つまり、金の

国際通貨ドル体制のレジリエンス

産出量が世界貿易の増大にマッチしないとすると、必要な国際流動性はアメリカの国際収支（流動性収支）赤字によるドルの供給に依存せざるをえない。しかし、アメリカの国際収支赤字の継続は対外短期債務の増大を通じて、ドルの金交換性を危うくして、ドルの信認を損なうことになるのである。

しかし、これは基軸通貨国の国際収支赤字を通じた基軸通貨による国際流動性の供給とその通貨への信認は両立しない（ジレンマ）ということの意味するものではない。トリフィンも述べているように、両者は両立しにくいということである。

「金為替本位制は、世界の通貨準備の不足を救済する助けとなるかもしれないが、いつでも救済するとは限らない。基軸通貨国がその総準備の増加を上回るほどに短期金融債務を増加させて、自国の純準備ポジションが悪化するのを許容する範囲で準備不足救済の助けとなるにすぎないのである。しかしながら、もし基軸通貨国がこのような状態の発生と継続をいつまでも放置しておくと、基軸通貨に対する外国人の信認は漸次減退して、金為替本位制自体を崩壊に導くことになりがちである。」（Triffin 1960, p. 67）

ブレトンウッズ体制における金・ドル本位制（金為替本位制）のもとでのドル危機は、本来的には、金為替本位制の制度上の脆弱性に由来するものである（流動性ジレンマ論）。国際流動性の大部分が金為替であるアメリカの短期ドル債務によって供給されると、それはアメリカの金準備率の悪化によって自らドルの信認の基礎を掘り崩してシステムを崩壊させる危険があるのである。しかし、これは自動的に、金準備率の悪化＝ドル過剰＝ドル信認低下＝金・ドル本位制崩壊（停止）、を意味するものではない。金準備率の悪化→ドル過剰→ドル信認低下→金・ドル本位制崩壊（停止）の連関のなかで、システムの不安定性とその停止の問題、つまり、いつ「ドル過剰」と認識するか、なぜ「金・ドル本位制崩壊（停止）」となるのか、これには歴史的・政治経済的要因が作用しているからである。

金・ドル本位制崩壊の真の原因は、このシステムの脆弱性そのものにあるの

ではなく、アメリカの国際収支赤字を巡る欧米間の「対立」にある。ヨーロッパは、アメリカの国際収支（流動性収支）赤字がドル債務の形で自動的にファイナンスされる「法外な特権」の過剰行使があるとして、過剰ドル債務の資産決済を求めたのである。これに対するアメリカの回答は「ドル本位制」論、黒字国責任論であり、「ビナイン・ネグレクト（優雅な無視）」策であった。金・ドル本位制は崩壊せざるを得なかったのである。

トリフィンの流動性ジレンマ論に対しては、そもそもアメリカの国際収支赤字は問題なのかどうか（ドルの信認を損なうのか）という形で批判が提示された（「少数派」意見⁽²⁷⁾）。つまり、基軸通貨国アメリカの国際収支赤字＝基軸通貨ドルの過剰供給、を意味するものではないということである。アメリカは「世界の銀行」として国際的な「短期借り・長期貸し」の金融仲介を通じて国際流動性としての短期ドル債務を供給しているのであり、これはアメリカにとって国際収支赤字要因と見なすべきではない。ブレトンウッズ体制下では、アメリカの国際収支は「未成熟債権国」段階にあって、経常収支黒字を維持していた。したがって、ここでの国際収支赤字の要因は多国籍企業のヨーロッパへの直接投資や政府貸付（援助）による資本流出であって、それがアメリカの銀行および政府の対外短期ドル債務の累積となっているのである。これはアメリカの金融収支における資産側での対外長期資産の増加に対応した負債側での対外短期ドル債務の増加であって健全なものなのである。短期ドル債務の累積は確かに金準備率の低下となって現れるのだが、管理通貨制のもとでは金準備が過剰ドルの指標とはいえないということである。

ところがポスト・ブレトンウッズ体制下で、経常収支も赤字となり、さらに国際投資ポジションが対外純債務ポジションになった時に、同じ論理は成立しなくなる。この場合の国際収支赤字要因の大宗は経常収支の赤字であって、この赤字を短期ドル債務で決済することになる。これは金融収支の負債側に一方的に対外短期ドル債務増加が生じることを意味している。これは「世界の銀行」としての金融仲介ではなく、一方的な対外債務受け入れであり、健全な国際収

国際通貨ドル体制のレジリエンス

支赤字ポジションにはないのである。しかし、この場合にも、基軸通貨国アメリカの国際収支赤字による対外短期ドル債務の累積＝「過剰ドル」の累積とは言えないであろう。世界の国々には国際流動性としての「短期ドル債務」への需要があり、アメリカの国際収支赤字を通じた「短期ドル債務」の供給は常に「ドル過剰」となるわけではないからである（前田・西尾 2010）。

ポスト・ブレトンウッズ体制下での変動為替相場制は、アメリカにとってはドルの信認維持に好都合の制度である。変動為替相場制下では「ドル過剰」はドル下落となって現れる。為替レートの調整はスムーズに進むものではなく、為替レートのミスアラインメントによって経常収支赤字は累積し、ドル危機は「ドル暴落」という形で現れる。しかし、この為替レートの調整はアメリカにとっては自動的に国際競争力の回復に資するものであり、競争相手国に対して強制的に経常収支黒字の調整を迫るものなのである。また、対外純債務ポジションにあるアメリカはドル下落によって対外純債務残高を削減することになる。外国通貨建てで対外債務を受け入れる非基軸通貨国であれば、自国通貨下落は債務返済を一層困難として破たんをもたらすものである。しかし、基軸通貨国アメリカはドル債務の受け入れという「法外な特権」によってそれを回避できるのである（Gourinchas and Rey 2005）。

ここで非基軸通貨国がその対米債権の価値下落をみてドルを放棄すれば、ドル基軸通貨レジームは崩壊するのか。変動為替相場制のもとでは、ドル売りはユーロ買い、円買いなどとなって現れる。アメリカは国際競争力を回復し、他の国々は不況圧力を受ける。アメリカのグローバル・ケインズ主義による世界経済の牽引が求められるところとなるであろう。むしろ、非基軸通貨国はドル債権残高を保有したままドル暴落の嵐の過ぎるのを待つであろう。ドル暴落でドル債権を持つ非基軸通貨国には帳簿上での評価損が生まれるが、ドルが回復すればその資金を取り戻せることを知っているからである（Prasad 2014, p. 304）。

（3）調整の非対称性

基軸通貨システムの第3の特性は、為替レート調整の非対称性である。基軸通貨システムにおいては、基軸通貨は各国通貨の対外価値を表示する基準通貨となる。基軸通貨国は自国通貨である基軸通貨の価値の安定を図り、各国はこの自国通貨と基軸通貨の為替レート（基準レート）の安定を図る。これによって基軸通貨システム全体の通貨価値の安定が維持されることになる。したがって、基軸通貨国は各国通貨に対する為替レートの設定に関しては受動的な立場にあり、非基軸通貨国が為替相場政策を通じて自国通貨の為替レートを設定する立場にある。各国間の経常収支不均衡是正のための為替レート調整の主導性は非基軸通貨国側にあるのである。

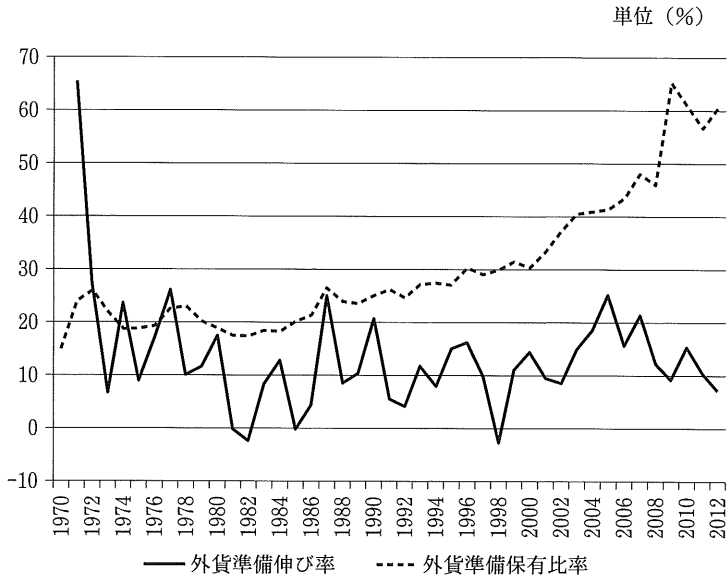
ブレトンウッズ体制における金・ドル本位制のもとでは、各国は自国通貨の平価を金あるいは1944年7月1日現在の金価値を持つ米ドルでもって表示し、各国通貨の平価で計算したパリティの上下1%以内の為替相場を安定させる責任がある。ただし、経常収支の「基礎的不均衡」の場合に限って平価変更が可能である。経常収支の基礎的不均衡にある国は平価変更による為替レートの変更によって経常収支の均衡化を図ることができる。基軸通貨国アメリカの平価変更は金価格の変更を意味しており、容易に実施できないものであった（経常収支改善のためのドル切下げには金価格の引上げが必要であり、特定の国、特に当時のライバル国であった旧ソ連や人種差別国である旧南ア連邦を利するものであった）。また、基軸通貨国アメリカの平価変更はすべての国の為替レートを一律に変更するものであり、アメリカの特定の競争相手国通貨（特に旧西ドイツ・マルクと日本円）の為替レートだけを調整することはできないのである。結局、1960年代後半に貿易収支悪化（黒字縮小）とドルの過大評価を意識したアメリカは「黒字国責任論」を振りかざして個別に平価調整（切り上げ）の圧力を加えるしかなかった。そして、最後は金・ドル交換停止によってスミソニアン合意による多角的通貨調整に持ち込んで、西ドイツ・マルクと日本円の大幅切り上げを達成したのである。

国際通貨ドル体制のレジリエンス

ポスト・ブレトンウッズ体制のスムソニアン体制下では、金交換性を失った米ドルが基軸通貨の地位に立って基軸通貨システムが運営されることになる。基軸通貨国アメリカは金との交換性を断ち切ることで容易に米ドルの為替レートを変更できるようになった（1973年の再切下げ）。スムソニアン体制から離脱してキングストン体制下の変動為替相場制に移行すると、為替レートの調整は為替市場に任せることになる。これも基軸通貨国アメリカにとっては有利なことであった。アメリカの国際収支は貿易・サービス収支赤字、さらに経常収支赤字となって、アメリカにとって絶えずドル切下げが求められる。一方で、経常収支黒字の非基軸通貨国は為替レートの切り上げを求められるが、これを市場の圧力に応じて切り上げるか、あるいは為替介入によってこれを阻止するためにドル買い上げを続けるかである。いずれにしてもこれは非基軸通貨の為替レートの市場調整に任されることであり、基軸通貨国アメリカの経常収支赤字の調整にとっては好都合なことなのである。

アメリカの財務省証券は外国投資家・銀行にとって流動性避難場所（liquidity haven）あるいは安全避難所（safe haven）を提供する。アメリカは、外国投資家、特に新興市場国中央銀行をこの財務省証券の網の中に引き込んでとりにすることができる。アメリカがその金融政策を通じてグローバル金融市場に貨幣を氾濫させるとき、ドル過剰に直面した海外諸国は、ドルに対して自国通貨を切り上げるか、あるいはドル買い介入するかの選択に直面することになる。もし通貨切り上げを容認すると、その輸出は競争力を失い、すでに保有しているドル建て債券（米財務省証券）の資本損失（キャピタル・ロス）を被る。もし通貨切り上げを抑制するためにドル買い介入を行うと、米財務省証券の保有が一層増加して、結局ドル減価がおこるとその資本損失を被らなければならない。海外諸国は米財務省証券の保有に関していつ（今か将来か）その資本損失を被るかの選択を行うだけである。多くの新興市場国は、現在の輸出成長を維持するためにドル買い介入を行い、自己保険としてドル準備を蓄積し、将来のその資本損失を甘受することになるのである（Prasad 2014, p. 122）。

図表6 世界の外貨準備の推移



(注) ①外貨準備伸び率は、世界の公的準備資産のうち外国為替保有分の対前年(年末値)増加率である。

②外貨準備保有比率は、世界の公的準備資産のうち外国為替保有分の世界の輸出総額に対する比率である。

(出所) IMF, International Financial Statistics 各号より作成。

アメリカ経済は世界にとって大きすぎるし重要すぎるから、世界の国々はアメリカの金融政策の失策による混乱から逃れて安全を求めてこの「ドルの罌」(Prasad 2014)に導かれるのである。⁽²⁸⁾新興市場国は、金融市場の発展とグローバル金融市場への統合によって、浮動的な資本フローによる混乱(流入による拡張と流出による破綻)から自らを保護するために一層の外貨準備蓄積を必要とすることになる。図表6に見るように、2000年代のグローバル・インバランス下で、中国を初めとする新興国の外貨準備保有の増加で世界の外貨準備保有比率が急上昇している。⁽²⁹⁾また、ポスト・ブレントンウッズ体制下で、アメリカは3度の「ドル暴落」に見舞われたが、その時期(1977-78年、1986-87年、2007-8年)には世界の外貨準備保有が急増しており、アメリカは外国政府の支援(ド

ル買い支え)によってドル体制の危機を乗り切ってきたのである。

V おわりに—ドルのレジリエンス—

「レジリエンス (resilience)」とは、「外部から屈曲、拡張、圧縮のような力を加えられた物質がすばやく元の状態に戻る特質」、また、「人が衝撃や抑鬱からすばやく立ち直れる特質」のことである (OED)。心理学や精神医学の分野では「精神的回復力」、「復元力」、「抵抗力」、「耐久力」などと訳されており、自発的治癒力の意味である。ここではアンドリュー・ゾッリ=アン・マリー・ヒーリーに従って「システム、企業、個人が極度の状況変化に直面したとき、基本的な目的と健全性を維持する能力」と定義しておく。これは変化に直面した際の継続性と回復というレジリエンスの2つの本質的側面に基づいている。レジリエンスの向上には「適応能力の維持」が重要である。つまり、状況の変化に適応しつつ自己の目的を達成する能力、いざという時に備えての「許容性の幅」の確保である。その条件の1つは、突然の変化や決定的な閾値の接近を感知する信頼性の高い「フィードバック・メカニズム」を備えており、危機を感知しての「ダイナミックな再構築」、「内在する抵抗メカニズムの活性化」である。第2の条件は、システムの構成要素を「多様化」、「分離可能」として、切迫した状況に陥ったシステムの働きを局所化して平常時よりも依存度を小さくすることである。システムは必要に応じて分離可能なモジュール構造を採用することで、破損した部分の「分離・取り替え」によって、逆に、適切に資源を集中した「高密度構造」によってレジリエンスを向上できるのである (アンドリュー・ゾッリ、アン・マリー・ヒーリー 2013, 9~18ページ)。

われわれは国際通貨ドル体制のレジリエンスの根拠を国際レジームとしてのドル基軸通貨レジームの持続性にあると考えてきた。それはドル覇権の後退に適応した基軸通貨システムの変容である。これを上述の「システムの適応能力の維持」という点から見直してみると次のようになるであろう。

まず、「フィードバック・メカニズム」、「抵抗メカニズム」に注目すると、

アメリカは基軸通貨ドルの国際的シニョリッジの搾取を目的にするのではなく、最終的には基軸通貨ドルの信認の維持に配慮してきたことが重要であろう。ブレトンウッズ体制下でのドル危機に対するドル防衛策の実施（アイゼンハワー・ケネディ・ジョンソン政権）、ポスト・ブレトンウッズ体制下のドル暴落に対するドル防衛策（カーター政権）、G7 政策協調（レーガン政権）がその現れである。

次に「分離・取り替え」という点に注目すると、アメリカは大胆に基軸通貨システムの運営システムを変更して弾力的に対応してきたと言えるだろう。ブレトンウッズ体制の金・ドル本位制が維持不可能となれば、金・ドル交換性の停止（ニクソン・ショック）によって、新たに変動為替相場制への移行を実現する。ポスト・ブレトンウッズ体制下で経常収支赤字・純債務国ポジションが定着すると、アメリカの金融・為替市場の国際金融センター機能を強化してドル債務ポジションを有利に運営しているのである。

最後に、レジリエンスを高める「高密度構造」としてアメリカの金融・為替市場に注目して、これを検討しておこう。

基軸通貨の経済的条件として、①経済規模（グローバル貿易・金融シェア）、②マクロ経済政策（信認維持）、③開放的資本勘定（資本自由化）、④変動為替相場制（交換可能通貨）、⑤金融市場の発展（広さ・深さ・流動性）、があげられる。とりわけ、金融市場の発展は基軸通貨の持続性の条件として重要である。アメリカは経済規模やマクロ経済政策の点で50～60年代の最盛期から大きく後退している。しかし、基軸通貨の地位はそれに比例して侵食されているわけではない。経済規模では、EUのユーロ、中国の人民元も米ドルの有力な競争者たり得るであろう。しかし、アメリカの金融市場の深さ・広さ・流動性は、ドルの卓越した地位を脅かすものへの力強いバッファーとなっている（Prasad 2014, pp. 244-245, p. 261）。

ユーロ圏では各国国債は不均質であり、リスク、収益、および流動性が異なっている。ドイツ国債は安定性の名声は高いが、その債券市場は流動性を欠いて

国際通貨ドル体制のレジリエンス

いる。ドイツを含むユーロ圏諸国全体で支えるユーロ圏債が加盟国の国債に取って代わるようになれば、ユーロ圏に米国債市場と同等の均質性と流動性を持った市場が誕生することになる。しかし、ユーロ圏諸国はそのような踏み込んだ財政連邦主義は認めないであろう (Eichengreen 2009, p. 58)。

中国の人民元は貿易・金融取引の拡大とともに国際化が急速に進められているが、資本勘定の交換性には制限がある。中国が資本勘定の交換性（自由化）を完全に実現するには、市場の透明性の確保、銀行の民営化、監督・規制の強化、健全で安定した金融・財政政策、そして為替レートの伸縮化など、難しい前提条件が存在する。まだ人民元で準備通貨を保有する魅力は限定的であり、貿易の大半を中国と行っており、国際金融ビジネスの大半を上海で行っている国に限られるであろう (Eichengreen 2009, pp. 65-66)。

一方で、アメリカの金融市場の特性はその深度 (depth) にある。米国債への投資は流動的であり、容易に売買できるものである。グローバル金融混乱時に見られた米国財務省証券への駆け込みは、安全性への逃避というよりも流動性への逃避と言うべきものであった。「ドル減価の見通しによって外国投資家は元本損失に曝されるとしても、グローバル金融市場が大荒れのときでもなお彼らは米国財務省証券に群がってくる。なぜなら、嵐が去って空が晴れた時に、彼らは何の困難もなく財務省証券を売却してその資金を取り戻すことができることを知っているからである」 (Prasad 2014, p. 304)。

外国投資家がここまでアメリカ政府の負債責務の清算を信じる根拠は結局アメリカの「制度 (institution)」のレジリエンスにある。それは、①政府の行政・立法・司法部門間で働くチェック・アンド・バランスの制度化されたシステム、②民主的プロセスによって自動修正機構を提供する公的制度の透明性、自由表現権、拘束されないメディア、そして、③行政・立法部門から独立し、公正で首尾一貫したルールの解釈者である法的枠組み、である。これらのアメリカのデモクラシー・システムが、政府による直接の、あるいはインフレによる間接的手段による債務不履行はないという外国投資家の信念の形成にとって極めて

重要なのである（Prasad 2014, pp. 300-302）。

現在においてもドルは世界の究極の「安全避難通貨（safe haven currency）」（Prasad 2014, p. 304）なのである。マッキノンも言うように、米国財務省証券は依然として国際債券市場のベンチマークであり、「リスクなし」の資産と見られている。危機において世界の国々はアメリカの創出した金融市場と制度にどうしても匹敵できないのである。危機を繰り返す「大いなる不安定性」の故に、「ドル本位制は誰も望まないのだが、1945年以来、外国為替市場の政府・民間参加者による顕示的選好はそれを使用し続けることであった。多角的な国際貿易を保障する重要な通貨機構として、ドル本位制は注目すべき生存者（survivor）であって、失い難い価値があり、取り替えるのも困難なのである」（McKinnon 2013, p. 4, p. 29）。

注

- (1) ドル体制の持続性について、Eichengreen (2009), Goldberg (2010), McKinnon (2013), 岡本・楊枝 (2011), 谷内 (2012), 坂本 (2014) 参照。
- (2) プレトンウッズ体制後のドル本位制の展開を「レジリエンス (resilience)」のキーワードで分析したのはマッキノン (McKinnon 2013) である。
- (3) 国際通貨の機能については、Cohen (1971) chap. 1 参照。
- (4) 為替媒介通貨については、Swoboda (1969), 深町 (1993) 参照。
- (5) 「N-1 問題」については、Mundell (1968) Appendix to chap. 13 参照。
- (6) 基軸通貨国のマクロ経済政策の「責任性」と「正当性」については、Cohen (1977) pp. 226-233 参照。
- (7) いわゆる「覇権安定論」については、Kindleberger (1973) chap. 21 参照。
- (8) ドルのパワーの後退については、Bergsten (1975) pp. 28-45 参照。
- (9) 金・ドル本位制におけるドル危機の構図については、Mundell (1968) chap. 20 参照。
- (10) 「流動性ジレンマ」論については、Triffin (1960) chap. 7 参照。
- (11) いわゆる「少数派」の「ドル本位制」論については、Despres, Kindleberger, and Salant (1966) 参照。
- (12) IMF 加盟国の為替相場政策の行動コードは、IMF 第2次改正協定第4条1項、および「為替相場政策のサーベイランス」（1977年4月29日 IMF 理事会採決）によって与えられている。
- (13) 国際的レッセ・フェール体制の制御機構については、Corden (1985) chp. 12

参照。

- (14) アメリカを巡る80～90年代の国際資金循環については、藤田（2003）、徳永（2008）参照。
- (15) 「国際レジーム」論については、Krasner（1983）参照。
- (16) キンドルバーガーは国際システムの安定にとって中心国の役割の重要性に注目する「覇権安定論」者の1人であるが、彼は「覇権（hegemony）」という言葉には、武力、脅迫、圧迫という響きが強すぎるから、「リーダーシップ」という言葉の方が適切であるとしている（Kindleberger 1988）。アメリカは、まさに覇権の支配力を失ったが、中心国としての指導性を保持しているという意味で、「リーダーシップ」体制というのが適切であろう。
- (17) 変動為替相場制下の「ドル本位制」において、ドイツ・マルクや日本・円のような先進国通貨の国際通貨機能が拡大し、プラザ合意（1985.9.22）、ルーブル合意（1987.2.22）での外国為替市場への協調介入、米独日間の金利協調のような政策協調体制が形成される。ここに見られるような基軸通貨ドルの支配的地位の後退という「ドルの侵食」現象については深町（1993）に詳しい。
- (18) 国際通貨の存在しない国際的パートナー・システムでは、一般に、各国通貨の為替相場は両国間の国際収支が均衡する水準に決まる。第*i*国と第*j*国の通貨の為替相場 E_{ij} は、さしあたってこの第*i*国と第*j*国の間の国際収支ポジションに応じて変動すると考える。もし第*i*国が第*j*国に対して国際収支が黒字であれば、第*i*国通貨は第*j*国通貨に対して騰貴する。つまり、

$$(1) \quad \dot{E}_{ij}(i) = F_{ij}(i)(P_{ij}(i)); F_{ij}(i)(0) = 0, F'_{ij}(i) > 0$$

$$i = 1, 2, \dots, N-1; j(i) = i+1, i+2, \dots, N.$$

ただし、 $E_{ij}(i)$ ：第*j*国通貨建ての第*i*国通貨の為替相場、 $P_{ij}(i)$ ：第*i*国の第*j*国に対する国際収支。

均衡においては、

$$(2) \quad P_{ij}(i) = 0.$$

(1)、(2)式より、*N*国間の $N(N-1)/2$ 個の国際収支均衡式によって *N* 国間の $N(N-1)/2$ 個の為替相場が決定される。しかし、このときに各国通貨の為替相場は(3)式のような裁定条件を必ず満たしているとは限らないから、この体系は過剰決定となり、為替相場は再調整されなければならない。

$$(3) \quad E_{ij}(i) = E_{ik} \cdot E_{kj}; i \neq k \neq j.$$

裁定条件の方程式の数は $(N-1)(N-2)/2$ 個であり、 $N(N-1)/2$ 個の国際収支均衡式は残りの $(N-1)$ 個の為替相場を独立に決定できるだけである（置塩 1986, 65～69ページ参照）。

国際通貨の存在しない変動為替相場制は、このような複雑な為替相場調整による N 国間国際収支均衡を必要とする国際的パートナー・システムなのである。ここで1つの基軸通貨を設定すると、 $(N-1)$ 個の非基軸通貨国の国際収支均衡式によって、 $(N-1)$ 個の非基軸通貨国通貨の基軸通貨に対する為替相場が決定される。その他

の通貨に対する為替相場は裁定条件によって決定される。

- (19) de Vries (1985) pp. 165-196 所収。
- (20) 2009年3月の「世界の準備通貨としてのドルをIMFのSDRに置き換えるべきだ」という周小川中国人民銀行総裁の発言は、現在のドル体制への不満の表明であって、中国が本気でSDR本位制導入を考えているとは思えない。あるいは「人民元の準備通貨化」という中国の本当の狙いのカモフラージュかもしれない (Eichengreen 2009, p. 64)。
- (21) 世界の銀行の近年 (2013年3月, 2014年9月) の貸付残高の居住地別比率 (%) をみると、先進国 (72.6, 69.8), オフショア・センター (12.9, 14.7), 新興市場国 (12.2, 14.7) である。BIS, Quarterly Review: International Banking Statistics at end-September 2013 and 2014 参照。
- (22) ドル体制の持続性において一度獲得した基軸通貨のネットワーク効果が重要である点について McKinnon (2013) pp. 86-87 参照。基軸通貨化における取引費用の役割については、Krugman (1980) 参照。ネットワーク外部性と転換費用については、Dowd and Greenaway (1993) 参照。
- (23) 2000年代のグローバル・インバランスにおけるドル危機説を否定して、ドル体制の強靱性を主張したものと、早川 (2007), 米倉 (2007) 参照。
- (24) 国際的シニョリッジ (国際通貨発行利益) については、Mundell (1971) chap. 15 参照。
- (25) ドルの「法外な特権 (exorbitant privilege)」については、Eichengreen (2011) 参照。
- (26) 「流動性ジレンマ」については、Triffin (1960) chap. 7 参照。
- (27) 「少数派の意見」については、Despres, Kindleberger, and Salant (1966) 参照。
 わが国でも「ドルという一国の国民通貨を国際通貨として使用する制度は論理的な矛盾を内包しているという、いわゆる流動性ジレンマ論」は間違いであるとされている。「アメリカの国際収支の赤字が続けばドルの信認は失われ、その国際通貨体制は崩壊する」という論理的必然性はない。「ドル残高の増加をアメリカの輸入超過や対外直接投資などで賄えば、やがてドルの信認が失われるのは当然であるが、ドル残高の増加をアメリカの貸出しによって賄うのならドルの信認は不変に維持される」のである。「外国の銀行がアメリカの銀行に保有するドル残高がアメリカの輸入超過によって増加するのは当然であるが、實際上ドル残高の増加要因としてもっとも重要なのは外国の商業銀行がアメリカの商業銀行から受け入れる信用 (借入れ) である。」つまり、ドル残高というアメリカの債務が増加すれば必ずそれに見合っ
 てアメリカの対外資産も増加するからドルの信認が揺らぐことはないのである (滝沢 1984, 第1章 参照)。この議論に従うと、アメリカは基礎収支の均衡を維持する限り、ドル債務残高に対する準備資産と対外短期債権の純ポジションを維持できる。これは実際に60年代のアメリカには妥当することであったが、80年代にアメリカの経常収支が赤字に転換し、さらに世界最大の純債務国に転落したことによって、

国際通貨ドル体制のレジリエンス

この議論は破綻したことになる。

- (28) 大森 (1987, p. 20) は、プラザ合意 (1985) 後のドル暴落で日本の対米投資が引くに引かれぬ「アリ地獄」に陥ったとして、このアリ地獄現象を「あめ玉の入った壺の中に手を突っこんで抜けなくなったベビーちゃんの泣き顔だ」とアメリカ・エコノミストの言葉を紹介している。「あめ玉をにぎったベビーちゃんは、あめ玉を離さない限り、壺の中から手を抜くことは絶対に不可能となっているのである。」
- (29) Dooley, et al. (2003) の「復活ブレトンウッズ体制」説が主張するように、2000年代のグローバル・インバランスでアメリカへの資本流入を支えたのは従来の欧日先進国に代わって登場した中国をはじめとする新興国であった。

参 考 文 献

- アンドリュウ・ゾッリ, アン・マリー・ヒーリー (2013) 『レジリエンス 復活力』 (須川綾子訳) ダイアモンド社。
- 大森実 (1987) 『恐慌が迫る—アメリカの報復』講談社。
- 岡本憲也・楊枝嗣朗編著 (2011) 『なぜドル本位制は終わらないのか』文真堂。
- 置塩信雄 (1986) 「利率・外国為替率の運動」『国民経済雑誌』第154巻第6号, (12月)。
- 坂本正弘 (2014) 「世界金融危機とドル本位制」『国際金融』1263号, (8月)。
- 滝沢健三 (1984) 『国際金融 通説への批判』東洋経済新報社。
- 谷内満 (2012) 「ドル基軸通貨体制のゆくえ」『早稲田商学』第432号, (6月)。
- 徳永潤二 (2008) 『アメリカ国際通貨国特権の研究』学文社。
- 早川博之 (2007) 「米ドル信認問題と米国多国籍企業活動について①, ② —なぜ『ドル危機』はこれまで起きていないか—」『国際金融』1179号, 1180号, (8月, 9月)。
- 深町郁彌編 (1993) 『ドル本位制の研究』日本経済評論社。
- 藤田誠一 (2003) 『『ドル本位制』と国際資金循環』田中素香・藤田誠一編著『ユーロと国際通貨システム』蒼天社出版 所収。
- 前田直哉・西尾圭一郎 (2010) 「国際通貨ドルに対する信認と政策問題」『世界経済評論』第54巻第6号, (11/12月)。
- 松村文武 (1993) 『体制支持金融の世界—ドルのブラックホール化』青木書店。
- 山上宏人 (1995) 「ドル危機とドル体制の転換」藤原秀夫／同志社大学アメリカ研究所編著『現代アメリカ経済研究』晃洋書房 所収。
- 米倉茂 (2007) 「ドル危機説の憂鬱」『国際金融』1177号, (6月)。
- Bergsten, C. F. (1975), *The Dilemmas of the Dollar*, New York University Press.
- Cohen, B. J. (1971), *The Future of Sterling as an International Currency*, Macmillan.
- (1977), *Organizing the World's Money*, Basic Books.
- Corden, W. M. (1985), *Inflation, Exchange Rates and the World Economy, 3rd ed.*, Clarendon (岡部光明訳『国際マクロ経済学』東洋経済新報社, 1986年)。

- Despres, E., C. P. Kindleberger, and W. S. Salant (1966), "The Dollar and World Liquidity: A Minority View," *The Economist*, 5 February.
- de Vries, M. G., ed. (1985), *International Monetary Fund 1972-1978, Vol. III*, International Monetary Fund.
- Dooley, M. P., D. Folkerts-Landau, and P. Garber (2003), "An Essay on the Revived Bretton Woods System" *NBER Working Paper*, No. 9971, September.
- Dowd, K., and D. Greenaway (1993), "Currency Competition, Network Externalities and Switching Costs: Towards an Alternative View of Optimum Currency Areas," *Economic Journal*, Vol. 103, September.
- Eichengreen, B. (2009), "The Dollar Dilemma – The World's Top Currency Faces Competition," *Foreign Affairs*, Vol. 88, No. 5, September/October.
- (2011), *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*, Oxford University Press (小浜裕久監訳『とてつもない特権』勁草書房, 2012年).
- Goldberg, L. S. (2010), "Is the International Role of the Dollar Changing?" *Current Issues in Economics and Finance*, Federal Reserve Bank of New York, Vol. 16, No. 1, January.
- Gourinchas, P.-O., and H. Rey (2005), "From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and the Exorbitant Privilege", *NBER Working Paper*, No. 11563, August.
- Hartmann, P. (1998), *Currency Competition and Foreign Exchange Markets: The Dollar, the Yen and the Euro*, Cambridge University Press.
- Kindleberger, C. P. (1973), *The World in Depression 1929-1939*, University of California Press (石崎昭彦・木村一朗訳『大不況の世界 1929-1939』東京大学出版会, 1982年).
- (1988), *The International Economic Order*, Harvester・Wheatsheaf.
- Krasner, S. D. (1983), "Structural Causes and Regime Consequences: Regimes as Intervening Variables," and "Regimes and the Limits of Realism: Regimes as Autonomous Variables," in S. D. Krasner, ed., *International Regimes*, Cornell University Press.
- Krugman, P. (1980), "Vehicle Currencies and the Structure of International Exchange," *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 12, No. 3, August.
- McKinnon, R. I. (2010), *Rehabilitating the Unloved Dollar Standard*, Heinz W. Arndt Memorial Lecture, Canberra, 15 April.
- (2013), *The Unloved Dollar Standard: From Bretton Woods to the Rise of China*, Oxford University Press.
- Mundell, R. A. (1968), *International Economics*, Macmillan (渡辺太郎・箱木真澄・井川一宏訳『国際経済学』ダイヤモンド社, 1971年).
- (1971), *Monetary Theory: Inflation, Interest, and Growth in the World Economy*,

国際通貨ドル体制のレジリエンス

Goodyear Publishing Company (柴田裕訳『国際経済の貨幣的分析』東洋経済新報社, 1976年).

Prasad, E. S. (2014), *The Dollar Trap: How the U.S. Dollar Tightened Its Grip on Global Finance*, Princeton University Press.

Swoboda, A. K. (1969), "Vehicle Currencies and the Foreign Exchange Market: The Case of the Dollar," in R. Z. Aliber, ed., *The International Market for Foreign Exchange*, Frederick A. Praeger.

Triffin, R. (1960), *Gold and the Dollar Crisis: The Future of Convertibility*, Yale University Press (村野孝・小島清監訳『金とドルの危機』勁草書房, 1961年).