

## 金融グローバリゼーションの構造と変容

上 川 孝 夫

ご紹介に預かりました横浜国立大学の上川です。経済学部で国際金融論の授業を担当しております。研究面では19世紀から現在にいたるまでの様々な国際通貨システムを比較分析するという作業に取り組んでいます。現在を例にとってみますと、アメリカのドルと、ヨーロッパの単一通貨ユーロ、あるいはアジアの通貨システムを様々な視角から比較分析して、今後の制度設計を考えるという課題になります。本日も、そうした国際金融の視角から、グローバリゼーションの問題を考えてみたいと思います。

さて、19世紀以降の資本主義世界経済の歴史を振り返ってみますと、金融のグローバリゼーションには、二つの「類型」があるように思われます。

最初は19世紀末から第一次大戦にいたるまでの時期です。当時は先進工業国イギリスの通貨であるポンドを基軸通貨としながら、多角的決済機構にもとづいて国際資本移動が活発化するという現象がみられました。国際金本位制のもとで固定相場制が支配した時期でありました。これが「古典的」グローバリゼーションの時期です。第一次大戦後、国際情勢は大きく変化しますが、国際資本移動は再び活発になります。しかしそれは結局短命に終わり、1929年以降の世界大不況の過程において崩壊の運命をたどります。1930年代には各国は金本位制を離脱して管理通貨制に移ると同時に、対外的には変動相場制ないし為替管理を採用していきます。ここに古典的グローバリゼーションは最終的に解体されます。

第二次大戦後のブレトンウッズ体制の下において固定相場制は復活しますが、IMF（原）協定第6条においては、戦間期にみられたような攪乱的

な短資移動を避ける目的から資本取引規制が容認されてきました。当初からその制約が小さかったのはアメリカとカナダ、それにスイスくらいでした。また、戦後当初アメリカから流れた資金はマーシャルプランや対外軍事援助にみられるように国家資本が中心でありました。1960年代に入るとEECの関税障壁を乗り越えるために米系多国籍企業の対ヨーロッパ進出が積極化するなど、直接投資も増加したわけですが、証券投資や銀行融資などが活発になるという状況ではありませんでした。そうした動きが明確になるのは1980年代以降のことです。金ドル交換と固定相場制とに支えられたブレトンウッズ体制が崩壊し、対外的にも不換化した基軸通貨ドルが変動相場制のもとで取引を拡大するという時代へと移行するのです。これが「現代」のグローバリゼーションです。

このように金融グローバリゼーションには二つの類型があると考えられますが、そこにはそれぞれイギリスとアメリカという覇権国が存在し、しかも多角的決済機構にもとづいて国際資本移動の活発化がみられたという点で共通性があります。しかし国際通貨システムの視点からみれば、両者の性格はまったく異なっているようにみえます。古典的グローバリゼーションの時期は<国際金本位制—固定相場制>という組み合わせだったのに対して、現代のグローバリゼーションは<管理通貨制—変動相場制>という組み合わせに変容しているからです。こうした相違は資本主義世界経済の発展段階の相違を反映しているわけですが、しかし理論的にみれば、両者は、国家に対する市場の優位性を認めるようなシステムだという点では、やはり共通性がみられるのです。

たとえば、国際金本位制の下では、民間人による自由な金輸出入が認められており、その金裁定取引によって、金本位通貨間の為替相場は金現送点の狭い範囲内に収まり、固定相場が実現される傾向にありました。当局の行うべきことは、金の公定価格を決めることと、その金価格で銀行券の金兌換を保証することなどに限られていました。これに対して、管理通貨制の下では、金本位制の下でみられたような金現送点は消滅するために、二通貨間の為替相場は、変動相場制とならざるをえません。そのようなもとでなお固定相場を維持しようとするれば、為替管理の導入、あるいは当局による為替市場への介入義務が必要になってきますが、現在は為替管理が撤廃される傾向にあり、為替市場への介入も義務づけられているわけではありません。

このように、現代のグローバリゼーションは、古典的グローバリゼーションと同じく、少なくとも理論的には、国家の市場への介入を最小限にとどめ、市場の領域を広げるようなシステム上の特徴をもっています。

ところで、金融のグローバリゼーションは、これを別の角度からみれば、いわゆる「通貨の交換性」の問題として捉えることもできます。ここで通貨の交換性とは、国際取引を行うにあたって、自国通貨を他の通貨（主には国際通貨）に交換することを認めることです。たとえば、戦後の日本を考えてみますと、当初は外貨の不足から、自由な国際取引は認められていませんでした。外貨事情が好転するにつれて、まず経常取引に関する通貨の交換性を回復しました。これがIMF 8条国であり、日本は1964年にその地位に移行しました。しかし当時はまだ資本取引は自由化されていなかったのです。その後、資本取引に関する通貨の交換性も徐々に自由化され、1980年の「外為法」改正によって、対外取引は原則自由となります。先ほど石井先生の話で、ヨーロッパにおいてグローバリゼーションが話題にのぼり始めたのは1992、3年頃だということでしたが、たとえばフランスとイタリアは1990年に為替管理の撤廃に踏みきっています。

こうした動きは先進国だけでなく、発展途上国にも広がりました。IMF 8条国への移行時期をみますと、先進国においてはヨーロッパや日本などは1960年代前半に集中していました。これに対して発展途上国は1990年代に集中しています。この時期、発展途上国、なかでも新興工業国が、輸出指向型工業化政策と市場経済化へと大きく乗り出しました。また89年の「ベルリンの壁」崩壊以降、旧社会主義諸国も市場経済を導入しはじめ、IMFに加盟するとともに、8条国に移行しました。これらの国の中には8条国入りすると同時に、あるいはやや遅れて資本自由化に乗り出す国がありました。さらに、こうした動きには、IMFや世銀の構造調整政策による後押しもありました。ちなみに中国とロシアが8条国入りしたのはともに1996年、わずか7年前のことです。こうして1990年代には、文字どおり地球的規模でマネーが動くようになったのです。

この間、グローバリゼーションの波は日本にも押し寄せました。金融グローバリゼーションが明確なかたちで始まった1980年代に日本で何が起こったかと言いますと、それは東京マーケットの台頭でした。東京は「眠らない都市」とか「24時間都市」とか呼ばれるようになりましたが、その背景には日本が貿易黒字をため込み、80年代半ばに世界最大の純債権国に浮上したことがありました。日本のマネーは実は多くはドル建てで流れたのですが、当時は「ジャパンマネー」などと呼ばれました。バブルの最中のことです。国際金融センター都市の歴史をみますと、19世紀半ばにロンドンが登場し、1920年代に入るとニューヨークが勃興してきます。そして1980年代半ばに東京が台頭し、ロンドン、ニューヨークと並んで世界の金融センターの仲間入りをします。国際金融都市の「三極化」の出現です。

これら三大都市は、地理的には地球をほぼ三分するよう立地していますから、これら都市をつなぐことで24時間のグローバル・トレーディングというものが可能になりました。たとえば、三大都市のすべてに拠点をおけば、24時間いつでも取引を行うことができますし、一つの都市に

しか立地していなくても、3交代勤務で業務を行えば、同じく24時間取引ができます。当時「インテリジェント・ビル」ともてはやされたアーク森ビルもそういう場所でした。その結果、先ほど伊豫谷先生の話にもありましたように、東京の都市機能というものが大きく変容します。S・サッセンの『グローバル・シティ』というタイトルの本が出版されたのは1991年のことでしたが、東京にも世界都市機能という新しい機能が付け加わったのです。グローバリゼーションの中で都市機能に変質する、あるいは経済の変容が都市機能を作りかえたのです。

現代の金融グローバリゼーションは、どのような特徴をもっているのでしょうか。古典的グローバリゼーションと対比すると、次のような特色がみられます。まず、19世紀末に国際資本移動の主要な形態となっていたのは公債や鉄道債などの債券であり、これに直接投資が続いていたのに対して、現代は証券投資や銀行融資など流動性の高い資本移動も活発化しています。また、国際資本移動の対象となる地域も、19世紀末のイギリスでは植民地や新定住地域、あるいは熱帯地域などに限られていたのに対して、現代はその広域性を拡大しています。そして最後に注目されるのは、国際金融市場がいちじるしく高度化したことです。

現代の国際金融市場は、伝統的市場、ユーロ市場、デリバティブ市場の大きく三つに分けられます。伝統的市場とは、ある国において対外貸付や外債発行などが行なわれるものです。たとえば、東京市場から外国の政府に対して円建ての融資が行われるとか、外国企業が東京市場で外債を発行するとかというもので、円の母国である日本から資金が流れます。19世紀半ばにはロンドン市場がそうした役割を果たしていましたが、1920年代にニューヨーク市場が台頭し、1980年代半ばには東京市場が浮上することになりました。

ユーロ市場は、第二次大戦後の1950年代にロンドンを中心に発達した市場です。このユーロというのは現在のヨーロッパ単一通貨のユーロとは違います。ユーロ市場がどのような市場なのか、

簡単にいうと、ロンドンにおいてドル取引が出来るようになったことです。イギリスの通貨はポンドですが、そこで別の国の通貨が自由に取引できるようになる、それがユーロ市場の最大の特徴です。ただし、そのドル取引の決済（引渡し）はニューヨークで行われます。生身のドルはアメリカでしか流通していないからです。ではなぜドル取引をわざわざアメリカ以外の国でやるかというと、それはアメリカには様々な規制があるからです。ユーロ市場は、金利規制、情報開示義務、税制などで有利な扱いを受けている点に特徴があります。

また、このユーロ市場の一種にオフショア市場があります。オフショア市場には二つの類型があり、一つはタックス・ヘイブン型の市場です。つまり、税回避のための単なる記帳センターとなっているもので、パハマ、ケイマンなどの例があります。もう一つは実際に取引が行われる市場で、通常は特別の勘定が設けられています。代表的なものに、ニューヨークIBF、東京オフショア、シンガポールACU、バーレーンOBU、バンコクIBF、ラブアンなどがあります。

最後にデリバティブ市場は、先渡、先物、スワップ、オプションなどのかたちで取引が行われるものです。デリバティブ市場が発達する契機となったのは、先進国における成長率の鈍化、それにとまなう貨幣資本の過剰化、変動相場制や金融自由化による資産価格の不安定化、さらには急速な情報通信の発達などです。取引の動機としては、リスク・ヘッジ、裁定、投機といったものがあります。デリバティブ市場の規模をみる物差しに想定元本残高という指標がありますが、統計をとり始めた1990年に5兆ドル規模だったのが2002年には約100兆ドルと20倍にも成長しています。それと同時に、大きなリスクを内部に抱えるようになっていきます。先ほど伊豫谷先生から「時限爆弾」という話がでましたけども、金融も例外ではありません。むしろ金融市場こそ、無数の「時限爆弾」を抱えていると言ってよいでしょう。金融でよくリスク・ヘッジという言葉がありますが、それはミクロ的にリスクを回避すること

ができたとしても、マクロ的にリスクがなくなることの意味するわけではありません。なぜならリスク・ヘッジとは単にリスクを他者に転化する行為にすぎないからです。

この国際金融市場において広く活動しているのは、巨大な金融機関や多国籍企業などです。たとえば、デリバティブ取引の取扱高では、米系の巨大金融機関が上位を独占しています。また、先進国の銀行は、途上国向けの銀行取引や非銀行部門向け融資などを積極化してきました。年金基金、保険会社、投資信託などの機関投資家も、新興工業国などの証券や、それを組み入れたポートフォリオを保有するようになってきました。通貨危機の際に話題になったヘッジファンドは私募投資信託の一種です。

国際金融市場が複雑化し、巨大なリスクを抱え込むようになったことから、近年、世界各地で通貨危機が頻発するようになってきました。1990年代に起きた通貨危機に限っても、1992～93年のヨーロッパ、1994～95年のメキシコ、1997～98年のアジア、そしてロシア、ブラジルなどへと続いていきます。通貨危機とは、自国通貨が外国為替市場で一気に売られ、急落する現象ですが、近年の通貨危機には、これまでにない特徴がみられます。通貨危機のタイプとしては、一般に、次の三つが考えられます。第一は、発生地域による区別（基軸通貨危機、周辺部危機）、第二は、対内要因による区別（財政危機、金融危機）、そして第三は、対外要因による区別（経常収支危機、資本収支危機）です。

たとえば、これまでのドル危機というのは、基軸通貨危機であり、その背後には財政赤字（財政危機）と経常収支危機がありました。つまり、基軸通貨危機、財政危機、経常収支危機の三つが組み合わさった危機だったのです。また、基軸通貨国ではありませんが、ラテンアメリカの通貨危機の場合にも同じような特徴がみられました。これに対して、1997年のアジア通貨危機は、新しい特徴をもっていました。危機にあった国の財政は比較的良好で、インフレ率も低く、また経常収支の赤字幅も極端には大きくなかった。しかしそこ

に大量の外資が入ってきて、銀行の過剰融資、バブルの誘因となり、その後バブルは崩壊、金融システムも破綻して、外資は一挙に流出します。つまり資本取引が絡んだ危機だったのです。アジア通貨危機は、周辺部危機、金融危機、資本収支危機という三つが組み合わさった新型の危機でした。ただし、ここで資本収支危機というネーミングは、私のオリジナルではなく、元アジア開発銀行研究所所長の吉富勝というエコノミストが付けた名称です。また、元IMF専務理事カムドシュは、近年の危機を称して「21世紀型危機」と呼んでいます。

このように、金融グローバリゼーションが進展する中で、発展途上国にも大量の資金が入るようになりました。しかしいったん資金が流出すると、深刻な通貨危機が引き起されます。アジア通貨危機はまさにその典型でした。1990年代に頻発した通貨危機は、グローバリゼーションの負の側面、その不安定性を最も象徴的に示す出来事だったといえるかもしれません。

頻発する通貨危機を受けて、様々なレベルで危機管理策が浮上してきました。それは三つのレベルに分けて考えることができます。第一は、一国レベルの危機管理策です。具体的には、資本自由化のあり方、外貨準備の維持策、短資依存回避のために長期金融市場の育成、直接投資の促進策などが課題としてクローズ・アップされています。第二は、地域圏レベルの対応です。たとえば、東アジアにおいては、2000年5月のASEAN+3（日中韓）の財務相会談において、通貨危機のさいに中央銀行間で相互に資金を融資すべく、スワップ協定網を整備していくことで合意されました。これは「チェンマイ・イニシアチブ」と呼ばれています。戦後の中央銀行間のスワップ協定といえ、1962年にニューヨーク連銀とフランス銀行が調印したスワップ協定が有名ですが、最近では周辺国にも同様の動きが広がりつつあるのです。第三に、グローバルなレベルでも、IMFや世銀によって、新しい融資スキームが次々に作られています。IMFでは、通貨危機対策として、1997年にSRF（補完的準備ファシリティ）、99

年4月にCCL(予防的クレジットライン)を創設しました(後者は2003年11月末までの時限措置)。またG7においても、1999年にFSF(金融安定化フォーラム)が創設されています。

周辺国における通貨・金融危機の発生、近隣諸国への伝染、そして中心国への波及といった事態は、1920年代末以降の再建金本位制の解体過程を想起させます。それは既にのべたように古典的グローバリゼーションの解体につながりました。現在は国際間の政策協調が過去に比べて進展しており、また様々な危機管理策も検討されています。しかし、これによって現代のグローバリゼーションが果たして維持可能なものになるのかどうか、注目される点です。

通貨危機が頻発するようになった背景として、世界的な金融自由化の進展に加えて、過剰ドルの存在を指摘しないわけにはいきません。世界の外貨準備高は、変動相場制移行後の1975年の1,374億SDRから2000年の1兆4,783億SDRへと、25年余りに10倍以上に増加しています。通貨別にみますと、ドルが同期間に75.7%から64.3%へとやや低下したものの、絶対額では1,040億SDRから9,512億SDRへと約9倍に膨張しています。これに対してドイツマルクは6.0%から12.8%(1995年)へ、日本円は0.5%から4.9%へと微増にとどまっております。1999年に誕生したユーロも12.3%(2000年)と、ドルには遠く及びません。

こうした過剰ドルの主要な供給ルートになっているのは、アメリカの経常収支赤字の拡大です。アメリカの経常収支赤字は1980年代前半に拡大した後、一時減少しましたが90年代末から再び拡大に転じており、現在は史上最高水準を更新しています。このアメリカの経常収支赤字に対応する国内のインバランス(貯蓄不足)部門をみると、80年代前半は財政部門であったのに対して、90年代後半は財政黒字化により民間部門に中心が移りましたが、最近では民間部門のインバランスが続くとともに、財政部門が再び最大のインバランス部門になっています。「双子の赤字」ならぬ「三つ子の赤字」といってよいでしょう。

アメリカの経常収支赤字拡大の背景には、日本に続いて中国や新興工業国などのキャッチ・アップという要因がありますが、国際通貨システムの上での要因も忘れてはなりません。まずアメリカの経常収支赤字は、戦後のブレトンウッズ体制の下でしたら、アメリカからの公的金融準備の流出につながったのですが、1971年8月の金ドル交換停止により、その道は閉ざされ、節度がきかない構造が定着しています。また、1973年春の変動相場制の移行後、国際収支不均衡の調整はマクロ経済政策よりも為替レートに依存するようになりました。さらに、アメリカの経常収支赤字は短期的には必ずしもドル安に直結するとはかぎりません。国際資本移動の活発化によって、為替相場が金利差や為替相場予想などに左右されるようになったからです。経常収支赤字が拡大した80年代前半や90年代後半に等しくドル高が進行したのは、その証といえます。

とはいえ、世界の貿易と投資におけるアメリカのシェアは依然として大きく、アメリカに依存せざるをえない構造が続いていることも事実です。この点を国際通貨の機能に分けて考えてみましょう。まずドルは民間貿易の建値通貨として、アメリカが当事者に入らない第三国間貿易において最も利用されている通貨です。また外国為替市場においてドルは最大の為替媒介通貨となっています。海外での現金流通でもドルは最大の残高となっています。さらにドル建て金融市場は、ニューヨーク市場にユーロ市場(オフショア市場)を加えて、世界最大となっています。

アメリカはその経常収支赤字を資本収支黒字によってファイナンスしている純債務国であり、基軸通貨国でありながら債務国になっているという特徴があります。しかもアメリカは経常収支の赤字幅を上回る資本収支黒字を実現しながら、その差額を再び資本輸出するという構造になっています。アメリカは巨額の資本移動を双方向で行っているわけで、これは「新帝国循環」と呼ばれるものです。一方、古典的グローバリゼーションの時期においては、イギリスは経常収支黒字を維持し、その黒字で資本輸出をおこなう純債権国であ

りました。この点に両者の決定的相違がありません。

アメリカの経常収支赤字は、他方では、対外短期債務の累積を意味しており、無限に維持可能というわけではありません。現に「プラザ合意」によるドル安転換を余儀なくされた80年代前半に続いて、現在もまた、いわゆる「サステナビリティ問題」が再燃しています。ドル暴落を回避しながら、ドル中心の国際資金循環をいかに維持するかが、アメリカ通貨外交の基本であると言えます。貿易業者の利害からゆるやかなドル安を受容することはあっても、金融業界やウォール街の利害を損ねるようなドル暴落は好まないという傾向にあります。しかしドル暴落は他国にとっても自国通貨の暴騰でありますから、巨額のドル売りがあると、他国もドル買い介入を行わざるをえないという深刻なジレンマを抱えています。それゆえドルは、外国通貨当局の外貨準備として積み上げていくのですが、こうして積み上ったドル残高は、今日、輸入額などと比べても巨額の水準に達しています。

一方、1980年代半ばからドイツマルクと日本円の国際化が進展しましたが、これらはグローバルなドルの優位性を脅かす存在とはなりません。80年代に国際通貨の一角に仲間入りするかに見えた円は、90年代に入ってバブル崩壊とともに、地盤沈下を余儀なくされました。マルクは西ヨーロッパにおける基軸通貨の地位を獲得しましたが、地域通貨としての性格を超えるものではありませんでした。これに比べると、1999年に発足したユーロは短時日のうちにドルと並ぶ基軸通貨に台頭するとは考えにくいのですが、中長期的にはドルにとって「対抗通貨」となることが予想されます。しかもEU加盟国は、2004年に新規加盟が予定されている中東欧10カ国を入れると、計25か国となります。もちろんドルの地位は、経済力だけでなく、政治・軍事・言語・文化など構造的に支えられており、そうした構造的基盤に変化がないかぎり、基軸通貨ドルの地位が短期間のうちに急速に低下すると考えるのはやや楽観的な見方と言うべきですが、ドルの「対抗通

貨」が戦後はじめて登場したことは注目すべきです。

ここで金融グローバリゼーションを考える場合の「国際標準」と「多元性」という問題に触れてみます。先に述べた19世紀のケースですと、確かに当時はイギリス中心の枠組みであり、金本位制と自由貿易とは当時のいわば「国際標準」だったわけですが、他方では多元的な側面もありました。イギリス以外にもドイツ帝国の創設があり、ドイツ帝国は保護関税政策を導入して、イギリスに対抗するということがありました。またフランスは「ラテン通貨同盟」という通貨同盟を結成しておりました。学問的には、比較優位論と自由貿易論に立つ古典派経済学に対して、ドイツではF・リストのように保護貿易政策を擁護する学者が輩出しました。また金本位制といっても世界中が金本位制であったわけではなく、銀本位制をとる地域がアジアの中国や香港、ラテンアメリカ、そして中東の一部などに存在していましたし、金とか銀とかの裏付けのないペーパー・マネー（不換紙幣）を流通させている地域もありました。したがって、イギリスの影響力が大きかったとはいえ、一般に言われるよりは多元的な側面を併せもっていたのです。

そのことは現在についてもいえます。現在も「国際標準」が叫ばれ、また「アメリカ一極集中」などと言われますが、よくみると多元的な側面も併せもっています。ユーロのように地域的に統合してやっている地域もありますし、東アジア地域でも、後で述べますけれども、新しい地域協力の動きが出てきています。また、反グローバル化の動き、あるいはグローバル化の波に乗っているようにみえて実は自立した政策展開を行っているケースもあります。現代のグローバリゼーションもそうした多元的な視点でみるのが、たとえば新しいグローバルな制度設計を考える際にも重要だと思ふのです。

私の最近の研究テーマは、冒頭にも述べましたように、19世紀から現在にいたるまでの様々な国際通貨システムを比較検討し、新たな制度構築の可能性を探ることにあります。このこととの関

わりで、現在の世界の為替相場制度についてみてみましょう。ここには大きく三つのグループが存在しています。

第一は、変動相場制を採用しているグループであり、日本などほとんどの先進国が入っています。これは為替相場の変動を許容したうえで、必要に応じて市場介入するというものです。ときには自国優位の為替相場を実現するための市場介入もあり、その場合には「ダーティ・フロート」などと呼ばれています。

第二は、中間的制度を採用しているグループであり、為替相場を比較的安定させようとしている国です。典型的なのは固定相場制です。固定相場制を採用している地域がいまでも世界にかなりあるのです。日本に住んでいますと、世界の多くの国の通貨の為替相場が毎日動いているのだらうと思うかもしれませんが、実際には安定させている、あるいはさせようとしている国が多いのです。たとえば、アジアでは、香港ドルは米ドルに対してリジットな固定相場を維持していますし、中国人民元も事実上ドルに対して固定相場となっております。

第三は、自国通貨を放棄しているグループです。これには他国通貨の国内流通と通貨統合とがあります。まず他国通貨の流通ですが、その代表例は「ドル化」です。米ドルが法貨、すなわち法律上の貨幣として、自国通貨の代わりに流通しているのです。ラテンアメリカなどに広がっており、エクアドルとか、最近ではエルサルバドルといった国が採用しています。もう一つは通貨統合です。先ほど石井先生から詳しい話がありましたユーロ地域がその代表例ですが、それ以外に二つの通貨統合地域があります。一つは東カリブ海地域で、もとはイギリスの植民地だったところで、現在は東カリブ・ドルという共通通貨を発行しております。もう一つはアフリカの旧フランス植民地だった地域で、CFAフランという共通通貨を発行しています。

このように世界の為替相場制度は大きく三つに分類されるのですが、カリフォルニア大学にB・アイケングリーンという学者は、国際資本移動が

活発化していくと、これら三つのうち、第二の為替安定の維持が難しくなっていく。その結果、世界の為替相場制度は第一の変動相場制か、第三の自国通貨の放棄という方向に、両極分解せざるをえないと述べております。これは「両極の解」(コーナー・ソリューション)と呼ばれる見方です。

しかし事態はそう単純ではなさそうです。多くの国がいまだに固定相場制、ないしそれに近い第二のパターンを選択しているからです。これにはそれなりの理由があります。ひとつは、輸出志向工業化政策のためです。輸出促進政策にとっては為替が安定していたほうがよく、また中長期的な投資計画を立てやすいと考えられているからです。いま一つは、外資導入政策のためです。為替の変動が大きいと、海外投資家は大きなリスクを抱え込むこととなります。しかも発展途上国ではリスク・ヘッジのための先物市場が整備されていない場合が少なくないので、いきおい海外投資家は為替リスクに敏感にならざるをえないこととなります。最後に、物価安定政策という面もあります。いったん自国通貨が急落すると、海外からの輸入に対して多額の支払いが必要となります。輸入業者がこの分を国内価格に転嫁しますと、消費者にしわ寄せがいきます。

実際、アジア通貨危機の際に、このようなことが起きました。たとえば、インドネシアでは、ルピアの対ドル・レートは、危機前の1ドル=2,400ルピア(1997年第2四半期)から危機発生後には1ドル=12,000ルピア(1998年第3三四半期)となり、10分の1まで減価しました。そうすると1ドルの商品を輸入するのに、今までの10倍の自国通貨を出さないと買えなくなる。それが食料品であると事態は深刻ですし、とくに低所得層への影響は甚大です。インドネシアでは、国民経済が混乱しただけでなく、当時のスハルト大統領が辞任するという政治的混乱にまで発展しました。それゆえ発展途上国にとって為替を安定させるということは、社会政策的あるいは政治的にも大きな意味をもっているのです。

このような状況の中で、東アジアの今後の為替

相場制度にとって注目されているのが、ヨーロッパの動きです。先ほど石井先生の話にもありましたように、ヨーロッパでは、域内の為替相場を安定させることを目標に掲げてきました。たとえば、1979年にEMS（欧州通貨制度）を発足させまして、これをユーロ発足にいたるまで維持してきたわけです。EMSには三つの構成部分がありました。第一は、ERM（為替相場機構）という固定相場制度のための仕組みであり、当初、相互の通貨の変動幅を上下各2.25%におさえる取り決めをしていました。これには共通農業政策（CAP）を維持する必要もありましたし、域内の貿易依存度が段々と高くなってきたという事情もありました。第二は、ECU（欧州通貨単位）という通貨バスケットです。これは域内諸通貨をもとに加加重平均方式でつくった人工通貨でした。第三は、域内通貨基金の創設です。為替安定のためには当局の為替介入資金が必要ですが、ヨーロッパでは加盟国が出資しあってそのためのファンドを創設していました。これがEMCF（欧州通貨協力基金）というものです。アジア通貨危機のさいにアジア通貨基金の話が出ましたが、ヨーロッパでは通貨基金が早くから作られていたのです。こうしたヨーロッパの試みは、ある意味では、グローバリゼーションに対するヨーロッパ的対応であったといってよいと思います。

そういう動きにアジアが目をつけられないわけがありません。通貨危機後のアジアにおいては、通貨・金融改革をめぐる論議の焦点として、三つの課題が浮上しています。第一は、為替相場制度の見直しです。ドル中心の外資依存構造が通貨危機を引き起こす一因になったとの反省から、ヨーロッパのECUのような共通の通貨バスケットを導入しようという提案です。これは、アジアにも共通通貨を、という主張に結びついています。第二は、通貨スワップ網の構築です。これについては既に述べました。第三は、アジア債券市場の育成です。証券投資や銀行融資など短期資本を取り入れていたために通貨危機の影響を大きくしたとの反省から、アジア各国通貨建て、ないしアジア共通通貨バスケット建ての債券を発行し、長期資

金を調達しようという計画です。これには格付け機関の問題とか、元金の返済ができなくなったときの信用保証機関の創設の問題が併せて検討されています。

このように金融グローバリゼーションといっても、地域ごと、国ごとに様々な動きや対応の仕方があるわけです。資本取引を自由に認めるのではなく、規制をしている国もあります。アジアでは中国やマレーシアなどです。したがって、金融グローバリゼーションの研究では、たんにグローバルなマネーの動きだけではなく、国別あるいは地域別にどのような動きがあるのかをよく研究することが重要であり、それがグローバリゼーションの理解を深めるカギになります。

国際通貨システムが今後どうなるのかということですが、それを可能性の高い順から並べてみますと、第一は、ドルの「単一基軸通貨体制」の継続です。第二は、ドルとユーロを基軸通貨とするような「複数基軸通貨体制」の出現です。そして第三は、ユーロのような「共通通貨」の世界的広がりでしょう。

私はドルの優位性がまだかなりの間続くだろうとみています。最近ユーロ高が進んでいますが、この背景には欧米の金利差の問題とか、アメリカの経常収支赤字が急拡大している問題がありますが、外国中央銀行の中には外貨準備をドルからユーロに切り替えている所もあります。これもユーロ売りになっています。こうした外国中央銀行の行動は当面は一時的なポートフォリオ調整のためだと思われませんが、ユーロ加盟国の拡大とあわせて、ドルからユーロへの構造的なシフトが進んでいくと、国際通貨システムはドル・ユーロの複数基軸通貨体制へと次第に移行していくことになるのではないかと思います。あるいは、その間隙をぬって、ヨーロッパの共通通貨のような動きが世界的な広がりをみせて、新しい世界秩序の形成の焦点になるのかどうか、興味はつきません。

国際金融の分野にも、反グローバリゼーションの動き、あるいはグローバル化に対してガバナンスを徹底させるという考え方があります。これまでも様々なレベルでオールタナティブな戦略が



出されております。たとえば、「目標相場圏」構想、「トービン税」構想、「資産決済」論、「WFA（世界金融機構）」構想などです。目標相場圏構想というのは、主要通貨間で適切な経常収支水準を実現できるようなFEER（基礎的均衡為替相場）を算定し、これを中心レートとして、一定の変動幅（上下各10%など）に為替相場を安定させようとする構想です。トービン税というのは一種の為替取引税であり、すべての為替取引に対して低率フラットの税を課すことで、繰り返し行われる投機的な為替取引のみを排除しようとするアイデアです。また資産決済論は、過剰ドルを他の準備資産によって整理・代替しようという構想で、金ドル交換性を復活させようという考え方もこの系譜に属すると考えてよいと思います。さらにWFAは、世界大で活動する金融機関に対する規制・監督機関として想定されています。BIS（国際決済銀行）がアドホックに行っている様々な規制・ルールの設定なども、こうした常設の機関で行われると考えられます。

いずれにせよ、こうした様々な戦略や構想を具体化しながら、時代の要請に応えるグローバル・ガバナンスのあり方を模索することが求められていると思います。すぐに実現するのは難しいものばかりのようにみえますが、われわれにとって重要なのは、歴史的に新しい時代を迎えている以上、世界や地域、また一国レベルの制度設計をどのように行うのかということです。そのためには歴史に大いに学ばなければならないし、学問の動向にも敏感でなければならない。日本発の制度設計をするためにも、グローバリゼーション研究は一つの手がかりになりうるというのが、今日の私のメッセージです。

## ■コメンテーターへのリプライ

コメンテーターの鳴瀬先生は私の報告を大変うまくまとめていただきました。金融グローバリゼーションの二つの類型、つまり古典的と現代的というのは私の付けたネーミングです。19世紀以来の金融グローバリゼーションの歩みを見る

と、そういうタイプ分けができるのではないかと思ったのです。両者の「共通性」は通貨の交換性をベースにして国際資本移動、国際資金循環が活発になっている状況です。鳴瀬先生のご主張は、その際にもう少し両者の「異質性」を強調すべきなのではないかということであろうかと思えます。それはまさにその通りでありまして、実は今日の報告では19世紀末と現代の比較をやると思っていましたが、時間の関係で割愛したわけです。先生がおっしゃるように、アメリカのグローバリゼーションの大きな特徴は、ドルを制約するものがなくなっている、ドルのオーヴァーハングというのでしょうか、経常収支赤字があれほど巨額にもかかわらず、ドルの圧倒的な優位性が続いていると言う状況、これをどう考えるかです。

19世紀末の場合、イギリスの国際収支に対する制約は、やや専門的になりますが、金本位制というところにありました。経常収支は黒字でありまして、そこから資金を流していました。「帝国循環」といっているわけですが、基本的には稼いだ経常収支黒字を流すというシステムだったわけです。ところがアメリカの場合は異なっています。80年代の前半に経常収支赤字が拡大した後、一時赤字は縮小しましたが、最近また史上最大規模の経常収支赤字となっています。しかもアメリカは経常収支の赤字幅以上に資金を海外から引き寄せ、その差額をまた海外に流すという構造になっています。「新帝国循環」と呼ばれていますが、これは文字通り経常収支レベルでの制約が弱まっていることを意味しています。

このアメリカの政策転換の背景には、鳴瀬先生も指摘されましたように、戦後のニューディール・スクールから次第にバンカーの論理が強くなってきて、それがネオリベリズムの影響力の増大と結びついていることがあります。このことは他の学者も指摘していることであり、私も否定するつもりはありません。問題は、アメリカのこういう特異な構造がいつまで続くのかということです。それは言い換えればドルの評価をどのように考えるのかという、鳴瀬先生が最後に述べられ

た私に対する質問と重なってきます。

ある国の通貨が基軸通貨になりますと、なかなかそういう構造が崩れにくいという面があります。今のドルも同じです。ただ、一昔前のドルと違うところは、1999年にヨーロッパ統一通貨ユーロが登場したということです。ユーロ登場以前はドルを売ろうにもその資金の受け皿がなかった。円は影響力を低下させていましたし、ドイツマルクは地域通貨であって、金融市場も狭隘でした。グローバルなレベルでドルから逃避する資金の受け皿がなかったわけです。かつてポンドからドルへ資金がシフトしたとき、1960年代のことですが、しばしばポンド危機が発生しました。あの時はもうドルが存在していて、過剰ポンドを整理しようというときにドルが受け皿としてあった。もちろん当時はドルも売られたわけですが、過剰ポンドを整理するための「バーゼル合意」が締結されました。

このポンドからドルへ、という歴史から類推すると、ユーロという受け皿が登場したこと自体、アメリカにとって脅威だと思われれます。最近のユーロ高は欧米の金利差、それからアメリカの貿易赤字と財政赤字、これがマーケットに影響を与えてユーロ高をもたらしているのですが、もう一つは先ほど私が報告の中で述べましたけれども、通貨当局の中に外貨準備の一部をドルからユーロに切り替えている所があることです。ただ、これはまだ一部の国の動き、しかも一時的なポートフォリオ調整の動きにすぎないように思われれます。ドルの地位が決定的に低下するのは、おそらくは貿易や投資の地域構造の変化、また軍事・防衛問題が絡んでいくときですね。ポンドが決定的に凋落したのは、1967年にイギリスが極東から駐留部隊を撤退させたときでした。当時の首相は労働党のウィルソンです。

以上は長期の話ですが、短期的には為替相場というのは、投資家の思惑で大きく変動することがあります。ドル自体も暴落する可能性を否定することはできませんが、しかし他方ではG7であるとかIMFであるとか国際協調の枠組みもありますから、おそらくパニックが起こっても、危機の

伝染を食い止めようとするでしょう。

もう一つの問題であります。私は先ほどの報告の中で、世界の為替相場制度が両極に分解するという「両極の解」の話を紹介しました。つまり中間的な制度が難しくなって、マーケットに任せてしまう変動相場制か、地域的に統合したり、アメリカのドルを入れて通貨主権を放棄したりするようなグループに二極分解するという見解があるという話をしました。これは鳴瀬先生もおっしゃいましたように「マンデル・フレミング・モデル」に基づいているのですが、この議論の特徴は資本自由化が前提に入っていることです。もしも自由化を漸進的にやれば中間的な制度も維持可能なわけです。これをやったのが1998年のマレーシアだったわけです。マレーシアは資本取引に規制を入れて、固定相場制を維持しながら、政策自立性を確保したわけです。つまり短資を規制して為替相場を一定に維持しながら、国内景気のコレクターのために金利を引き下げたのです。これは後にIMFすら一定の評価をするようになりました。それからもう一つ、先ほど述べたEUのケースは、まさに中間的な制度（EMSがそうです）から出発してユーロに行きついたという経験です。

それから、このモデルの考え方は、アメリカ以外の、経済学でいう「小国」を念頭においた議論です。要するに基軸通貨国ではなくて周辺部にこうした政策ジレンマが生じるという話なのです。しかし、アメリカにおいても経常収支赤字の急拡大から「サステナビリティ問題」が再燃しています。ドルのオーヴァーハングのほうが、世界的にはむしろ本質的に重要な問題だと思います。

## ■質疑応答

質問 「具体的に中国の人民元はどうか」。

——人民元の評価ですが、私の大学にも中国の留学生がおりまして、人民元の研究をやっている人がいます。国際通貨システムにおける中国の特色というのは、中国と香港、さらに台湾を含めると、外貨準備高が世界最大になるということです。また中国と香港で、日本を除くアジアの外貨

準備高のおよそ四割を占めており、アメリカの国債などに運用しています。最近、中国は外貨準備三割位をユーロに切り替える方針であると報じられています。アメリカが困るのは、これによりドルが大量に売られることです。したがって、アメリカも中国に弱みを握られているのです。最近、人民元の切り上げ問題が話題になっていますが、アメリカにとっても人民元の切り上げといえないところがあるのです。ですから中国にとってドルは通貨外交上の切り札になっているわけです。

ただし、中国の通貨当局、とくに中国人民銀行の行長（総裁）の発言などをみると、中国は徐々に変動相場制に移る準備もしているようです。変動相場制に向かうということは、先ほどの「両極の解」の話ではないのですが、資本取引規制も徐々に緩和していくとみられています。直接投資は基本的に認めていますけれども、問題は証券取引です。徐々に規制が緩和されつつありますが、株式取引には規制を入れています。アジア通貨危機の教訓から、自由な資本取引を認めることには慎重です。これが変動相場制移行となると、そうはいかなくなってくるので、今後は資本取引の規制緩和と変動相場制とがセットになって検討が進んでいくとみられます。

東アジア地域では、私が先ほど述べましたように、ASEAN+日中韓が中央銀行間でスワップ協定網を結んで資金を相互に融通しようという合意があります。日中韓というシステムとは、要するに日本と韓国の間で中国が入るという点が重要でありまして、過去の政治的な経緯がありますから、こういうパワー・バランスに配慮しながら、東アジアの通貨協力を構築していこうという動きです。そういうことで中国が今のグローバリゼーションの動きに逆らうような行動に出ることはないと思います。すでに中国の近隣諸国において人民元のキャッシュが流通しておりますし、人民元

の国際化ということも近い将来のテーマとして浮上してくるでしょう。最近、中国国内ではそうしたテーマを扱った著書や論文が沢山出ています。

東アジアの通貨システムの将来はどうなるのかといえば、日本円と人民元が国際化を競うというシナリオが考えられます。他方で、アジア共通通貨の構想はどうなるのか。ドルに加えて、日本円、人民元、そしてアジア共通通貨構想という、錯綜した通貨外交の構図が見えてくるわけです。ナショナリズムと批判されるかもしれませんが、日本がこの通貨外交において積極的にイニシャチブを握ろうとすれば、もう少し円の役割を大きくしていかないといけない。そうしないと発言権は大きくならないだろうと思います。もっとも私自身は共通通貨論者です。アジアはヨーロッパと状況は異なりますが、アジアに共通通貨を、という戦略を結実させるためにも、日本の発言権の拡大を願う一人なのです。

**質問**「アメリカはもう終わった。これからはヨーロッパだということ。EUは果たして位置付けとしてユーロも含め、本当に強くなるのか」。

——「本当に強くなるのか」という質問の趣旨が、為替相場レベルの話であれば、短期的に為替相場というのは上がったたり下がったりしますから、それは色々ありうると思います。問題は構造的な変化であり、それと結びついた強さです。その点で言うと、将来かりにドルが衰退する、あるいはユーロがドルに匹敵する通貨になるとしても、それはより長期のプロセスになるであろう、ということ先ほどの報告の中で述べたつもりです。そういう意味でいうならば、将来のことで推測になりますが、様々な問題も抱えているとはいえ、ユーロが構造的に強くなる可能性を排除することはできないと思います。