「ドル本位制」に関する一考察

松　浦　一　悦

目　次

はじめに
Ⅰ．旧 IMF 体制における「ドル本位制」を巡る議論
　1．トリフィンの「流動性ジレンマ論」
　2．キンドルバーガーの「世界の銀行」論
Ⅱ．変動相場下の「ドル位制」の展開
　1．「N － 1」論―マッキノンの新三国通貨協定案
　2．国際通貨国と「世界の銀行」―銀行主義原理の見解
Ⅲ．アメリカの経常収支赤字下の「ドル本位制」
　1．アメリカ経常赤字の「自動ファイナンス」論とドル危機
　2．グローバル・インバランスと「ドル本位制」
結びにかえて

はじめに

戦後の IMF 体制は事実上ドルを国際通貨とする国際通貨体制として展開した。1971 年の金ドル交換停止後，ドルは国際通貨機能のうちの基準通貨としての本来の資格を失ったため，ドルと自国通貨をリンクしていた周辺国は固定相場制から変動相場制へ移行した。しかし，ドル以外の基軸通貨は存在しなかったため，周辺国は依然としてドルを国際通貨として使わざるをえなかった。この状況下で，ドルをなおも国際通貨として利用し続けるべきという現実的な政策を支持するものとして，「N － 1」理論が登場する。「N － 1」論はアメリカの国際通貨発行特権を認め，ビナイン・ネグレクト政策を正当化させる論拠であった。

1970 年代には石油価格の高騰を背景に，産油国は先進諸国に対し原油を輸出することによって莫大な貿易黒字を計上し，また，アジア NIES のような新興国は，輸出志向型発展に成功を収め，先進諸国の市場に向けて輸出を拡大させていった。アメリカは周辺国に対し市場を積極的に開放し，周辺国からの輸入を拡大した結果として，アメリカの輸入超過は拡大し続けた。そして，78 年にはアメリカの対外赤字の劇的な悪化に伴い，ドル不安が再燃する。

さらに，1980 年代に，ドル問題はアメリカの「双子の赤字」ファイナンスの持続性との関連

で論じられることになった。80年代前半のアメリカにおける高金利とドル高は国内インフレ率を引き下げる効果を生みだした。しかしその半面，高金利・ドル高政策は国内設備投資の低迷と雇用の縮小を招き，税収の落ち込みに利払い負担の増加が加わる一方で，軍事支出は増加したため，財政赤字は拡大した。さらに，国内の需要が回復する中で，ドル高の下で輸入量が増加したため，大幅な輸入超過が生まれたのである。そして，この「双子の赤字」が円滑にファイナンスされなければ，世界の投資家によるドル資産離れが一斉に進むことによってドル危機が発生するのではないかという懸念が市場に広がった。

1980年代半ばから議論され始めたアメリカ経常赤字の「サステナビリティ」(持続可能性) 問題は，換言すれば，国際通貨ドルの信認は維持できるのかどうかという問題である[1)]。「双子の赤字」をＧ５の協力の下で調整することを目的とする85年のプラザ合意は，先進諸国の為替市場における協調介入によってドルを支える体制の始まりを意味するものであった。

1990年代において，民主党のクリントン政権の下で，アメリカは情報産業と金融産業が経済を主導し，アメリカは比較的安定した経済成長と雇用増加を享受できた。好景気を謳歌した90年代後半に，財政収支はフローレベルで一旦黒字になったが，経常収支赤字は縮小することなく拡大し続けた。そして，2008年９月にサブプライム・ローン問題に端を発するアメリカ発金融危機が発生し，金融危機は欧州にも伝播し，世界的な金融危機の様相を呈した。世界金融危機はアメリカ中心の国際資金循環を大きく変容させ，投資家のドル離れ現象を引き起こす契機となった。それに加えて，2011年７月，膨張し続けるアメリカの財政赤字を背景にアメリカ国債の格付けが引き下げられ，これを受けてアメリカの債務支払い能力についての不信感が市場で強まったこともドル離れを促した。おりしも，世界市場での中国の台頭を背景に，人民元の国際化が進むにつれ，「ドル本位制」は揺らいでいる。

本稿では，改めて「ドル本位制」に関する論争を振り返り，アメリカの経常収支赤字の下での「ドル本位制」の問題を考察したい。第１章で，トリフィンの流動性ジレンマ論とそれに対するキンドルバーガーの批判のポイントを整理し，キンドルバーガーの「アメリカ＝世界銀行」論を検討する。第２章で，変動相場制下での「ドル本位制」論を「Ｎ－１」と銀行主義原理の見解の検討を通して概観する。第３章では，アメリカ経常収支赤字下での「ドル本位制」の特質と課題を論じる。

Ⅰ．旧IMF体制における「ドル本位制」を巡る議論

１．トリフィンの「流動性ジレンマ論」

一国の国民通貨を国際通貨として使用する制度の問題点を指摘し，国際通貨制度の安定性について早くから問題提起をしたのがR.トリフィンである。基軸通貨国が国際流動性を供給するためには，国際収支が赤字でなければならず，しかし赤字が続けばドルの信認は次第に失わ

れていく，という「金為替本位制」の矛盾点を論じたのである。トリフィンの議論をもう少し見ておこう。

「もし基軸通貨国が，自国の国際短期債務の増加に応じて金保有残高を増加させる場合には，かかる貸付が国際流動性の不足を緩和させることにはならない。基軸通貨国がその経常勘定余剰のみならず，他の諸国が準備として蓄積した自国通貨の額に等しい自発的な貸付による資金の流入を賄う十分な額を，外国に再貸付ないし贈与の形態で与えることに成功した場合にのみ，国際流動性の不足を緩和し，かつ『希少基軸通貨』たる事態をの展開を回避することができるのである[2)]。」

かといって，基軸通貨国が自国通貨を外国に供給し続ければ，「債権国の純準備ポジションは徐々に悪化し，その通貨は準備保有国にとって絶対的に安全と思われなくなるであろう。そうなると，準備資金の流入は鈍化し，さらに逆に流出が始まり，国際収支不均衡を緩和するよりは，これを悪化することになるかもしれない[3)]。」こうして，その基軸通貨に対する信認は漸次減退する。

以上が，いわゆる「流動性ジレンマ論」と云われる内容である。彼は 1952 年から 59 年までのアメリカの国際収支を分析し，経常勘定を上回って資本輸出および経済援助が増加することにより非居住者ドル保有高が増加し，それが金保有高を上回っていることを示すことで，ドルの信認が低下することを主張した[4)]。

２．キンドルバーガーの国際金融仲介論

トリフィンが世界へのドルの供給はアメリカ国際収支の赤字に依存すると考えたのに対して，キンドルバーガーは，アメリカが「世界の銀行」として「短期借・長期借」によってドルを世界に供給することは当然の役割であると主張した。つまり，アメリカの経常収支黒字を上回る資本収支赤字は，世界に対し米ドルを供給していることを意味するが，この場合の基礎収支赤字は，アメリカが「世界の銀行」として「短期借・長期貸」を行っている結果であって，ドルの信認維持という観点から問題にならないと論じた。

アメリカ以外の国にとって国際収支の均衡条件は，Ｘ－Ｍ－ＬＴＣ＝ＳＴＣ＋Ｇ（Ｘは輸出，Ｍは輸入，ＬＴＣは長期資本移動，ＳＴＣは短期資本移動，Ｇは金融勘定を表す）であるが，「世界の銀行」としてのアメリカの均衡条件は，Ｘ－Ｍ－ＬＴＣ－ＳＴＣ＝Ｇとなる。すなわち，アメリカの場合には総合収支レベルの均衡が国際収支均衡の基準である。キンドルバーガーは戦後のアメリカの国際収支について次のように述べる。

「アメリカは戦後，経常収支の黒字を上回る資本輸出と海外援助とにより，ドル建て流動資産を世界に供給してきたこともあって，久しくこの超過は不均衡を示すという意味での赤字を反映したものではなかった。アメリカの資本流出と海外援助は，一つでなく二つの要請を満たしてきた。第一に，それはアメリカ以外の世界の国々に財・サービスを供給してきた。しかし

第二に，アメリカの対外貸付が自国通貨をドル建て流動資産に置き換える外国人によって相殺される限り，アメリカは過剰投資を行ってきたのではなくて，金融仲介サービスを提供してきたことになる。赤字は主としてその第二プロセス――ここでは，アメリカはほとんどの場合，短期借りの中長期貸しを行ってきている――を反映したものである[5)]。」

基礎収支が赤字であってもアメリカにとって国際収支は不均衡ではないという理由について，キンドルバーガーはアメリカを銀行に例えて次のように述べる。「銀行は，その疑いのない負債に対して疑わしい資産を獲得している場合には，あるいはポートフォリオ（金融資産）が不均衡で流動資産の割合が縮小している場合には，「赤字状態」にある。しかし，準備率が維持されている限り，長期で貸し付け短期で借り入れるという事実自体は赤字ではない。長期で貸し付け短期で借り入れることは，銀行を含めて金融機関が行うところである。それはゆき過ぎることがあるから，ポートフォリオは当座預金，第二次資金および長期資金の間でバランスさせられなければならないし，預金はそれが過敏であるから警戒されなければならない[6)]。」したがって，アメリカは短期借り・長期貸しを行うことで基礎収支は赤字になり，対外債務残高が金準備を上回っても，「健全な貸出業務」を行っている限り，国際収支は不健全ではない。

では，キンドルバーガーは「健全な銀行業務」についてどのように考えているのか。「銀行の健全性を判断することは，私の考えでは，厳密な残高あるいは諸比率の問題ではない。銀行倒産において，議論はＣＡＭＥＬという頭文字をめぐって回転する。ここでＣは資本，Ａは資産の質，Ｍは管理，Ｅは収入，Ｌは流動性を表す。アメリカはベトナム戦争に至るまで流動性の他はすべてに関して満足な結果を収めたと，考えるべきだった。しかし，商業銀行にとって十分であっても，ＣＡＭＥＬは世界的な金融センターにとっては十分ではない。満足な成果を収める上で必要なのは，外国の短期負債の一定の比率に足並みを揃える流動性だけでなく，インフレーションに抵抗することである[7)]。」

以上のように，キンドルバーガーはアメリカを「世界の銀行」として捉えて，ドルの供給を「世界の銀行」による長短期の満期変換機能によって説明している。このよに整理した上で，キンドルバーガー説の問題点を述べておこう。

先ず，国際通貨国の国際収支のあり方を論じるに当たって，国内の銀行業務をそのまま世界市場との関係に適用していることは理論的で妥当ではない。商業銀行の特殊性は短期資金を長期資金に変換する機能にあるからといって，アメリカが世界市場に対して短期借・長期貸によるドルを供給することは国際収支不均衡を意味するものではなく，したがって，ドル信認問題は生じないといえるだろうか。

アメリカの短期借・長期貸は，国際収支上で経常収支黒字を上回る長期資本投資（＝基礎収性支）を行うことを意味する。この場合に，対外貸付と対外投資は資金の還流の点で明確に区別すべきであろう。①対外直接投資は投資先の資本と永続的な経営関係を取り結ぶために行うのであるから，資金の還流は保証されない。②利子取得およびキャピタルゲインの獲得を目的

とする証券投資も同様である。③経常収支勘定の公的経常移転は無償と貸与の二つがあるが，無償の公的移転は一方的な資金の供与であり，本国に還流する保証はない。このように考えると，基軸通貨国の短期・長期貸の満期変換による資本の供給と還流は，銀行と同じレベルで論じられるべきではない。

したがって，大規模な長期投資を短期資金借入によって賄う状態，すなわち，アメリカの基礎収支ポジションが大幅に悪化する場合に，ドルを保有する非居住者から資産の引き出しに応じることができなければ，ドルの信認は問題となる。

しかしながら，短期借・長期貸によるドル供給は国際通貨国による流動性供給のための一つのルートであることを否定しているのではない。なぜならば，短期ポジションの悪化が問題になるのは，短期債務に基づく資産の引き出し－ IMF 体制下では金との交換－にアメリカが応じることができない限りにおいてある。つまり，国際通貨国は自国にとっての短期債務に対し資産の交換に応じることができれば，つまり，国際通貨国は十分な準備資産を保有していれば，基礎収支はマイナスポジションであっても，ドル信認問題は生じないであろう。

キンドルバーガーの議論では，アメリカを「世界の銀行」に例えながら，アメリカのドル短期債務に対する十分な準備資産を保有することの意義が軽視されていた[8)]。この点に関しては，トリフィンの主張が正鵠を射ている。

Ⅱ．変動相場下の「ドル位制」の展開

1．「N － 1」論―マッキノンの新三国通貨協定案

（1）新三国協定案の内容

マッキノンは，1971 年 8 月のニクソン声明，その後の二度にわたる通貨調整，石油危機にともなう国際通貨制度の動揺，変動相場制への移行といったドル本位制の現実の推移を見据えて，1974 年に，アメリカ，西ドイツ，日本の三国間の安定的為替相場の維持を意図して新三国通貨協定を提言した。マッキノンが設定する課題は，「現実問題として，各国間の経常勘定の交換性をまもり，長期の契約締結のために安定した国際的ニュメレール（価値尺度）を提供し，そして，流動資産に魅力的な価値保蔵手段を提供するための首尾一貫した通貨『システム』を維持するには，どのようなルールが必要とされるのか」[9)]である。この問題は，換言すれば，如何にして国際流動性の安定的供給と通貨価値の安定（通貨の信認）を維持するのか，という問題である。

戦後，形成されてきた「ドル本位制」を完全に対称的な通貨制度に置き換えることは不可能であったため，現実的な改革に向けてのアプローチはドルに基づく国際通貨制度に一定のルールを課すことであった[10)]。マッキノンは，もはやアメリカ一国だけでは満足のいく方法でドル体制を運営できないことを認識し，日本と西ドイツの協力の下に相対的な通貨価値の安定を図

ることを提案した[11]。

マッキノンは全体としての同盟のマネタリー・ベースのコントロールを政策目標として，ドル，マルク，円の間の公的な為替平価を再確立するべきだと主張した[12]。平価を守るという義務を果たせば，通貨当局は日常的に為替市場で介入を行うことを意味する。この結果，例えば，国際収支が赤字である場合に，平価維持のための介入によって外貨準備が減少するので，国内のマネタリー・ベースは減少するであろう。もし中央銀行が経済成長の趨勢に見合って国内証券を公開市場操作を通じて購入することになっていれば，上記の介入によって引き起こされる為替の売買は，マネタリー・ベースの減少を抑制するため，短期の国内通貨政策のあり方に支配的影響を与えると考えることができる。しかしながら，重要なことは，「中央銀行が首尾一貫した行動を取るとすれば，中央銀行が与える国内信用の趨勢的増加を達成するという方針は，国際決済の帳尻によって撹乱されてはならないことである[13]。」すなわち，短期的に国際収支が悪化して赤字が生じた場合，国内のマネタリー・ベースの減少による通貨供給量の減少という影響を妨げてはならない。逆に，国際収支が黒字の場合に国内のマネタリー・ベースの増加を妨げてはならない。その意味において，国際決済に伴う通貨供給に対する影響を中立化（不胎化）してはならないのである。

しかし，1970 年代の「ドル本位制」下において，周辺国における為替市場介入のマネタリー・ベースへの影響は非対称的である。例えば，国際収支黒字の西ドイツ連銀は為替相場安定のためにマルク売り・ドル買いの市場介入を行うと，公開市場操作でマルクを吸収しない限り，国内のマネタリー・ベースは増加する。ところが，西ドイツのドル保有は公的にはアメリカのマネーサプライ（M1）の一部として計上されるけれども，アメリカの公衆にとってはマネー・サプライが減少するだけに留まり，マネタリー・ベースは不変のままである。しかも，そのアメリカの銀行預金が公開市場でアメリカ政府証券の取得のため西ドイツの通貨当局によって支出されるとしても，アメリカのマネタリー・ベースは依然影響を受けない。こうしてアメリカの国際収支の赤字は完全に不胎化される[14]。

では，如何にしてアメリカでマネタリー・ベースの不胎化が自動的に生じないようにできるか。それは，アメリカの商業銀行にあるドイツ（そして日本）のすべての公的な預金がニューヨークの連邦準備銀行（Fed）の特別勘定に移されることによって可能となる。例えば，アメリカが国際収支赤字に陥れば，反対の西ドイツ中央銀行は固定相場を維持するために市場介入した結果生じた米ドル相当額が，Fed に預けられた国内銀行部門の預金から西ドイツ中央銀行保有預金に振り替えられる。その目的は，公開市場でのアメリカの連銀によるアメリカ政府証券の購入を回避し，それによってアメリカのマネタリー・ベースの補給路を断つことである[15]。この措置によって，アメリカの国際収支が赤字である場合に，Fed に移された金額だけアメリカのマネタリー・ベースを収縮させることになるる。また，ドイツや日本が黒字国である場合に肝心なことは，公的介入によって生じたマネタリー・ベースを通貨当局が不胎化しないこと

である。こうしたルールを遵守することによって，国際収支不均衡の少なくとも最初の直接的影響に関する限り，赤字国におけるマネタリー・ベースの縮小と黒字国におけるそれの拡大とは対称的になる。

次に考えるべきことは，「N－1 問題」とアメリカの政策である。第N国通貨としてドルが共通のニュメレールとして選択された場合，アメリカは整合的な為替相場の体系を維持するためには，為替相場についての目標も外国為替市場への直接介入も放棄し，「N－1」カ国が設定する平価を受け入れなければならない。為替平価の設定について受動的立場を取るということは，国際収支についても同様に受動的立場を取るということを意味する。すなわち，為替平価の設定を通じて国際収支の目標を設定できるのは「N－1」カ国であり，アメリカはそれらの残余として計算できる国際収支の不均衡を甘受しなければならないということである。「N－1」カ国が国際流動性に対する需要を増加させるとき（国際収支の黒字），必然的に第N国であるアメリカは赤字を計上することが要求される。アメリカとの間だけのこのような一時的不均衡は，体系全体にとって重要な安全弁あるいは「バランスの輪」なのである[16)]。

（2）「N－1」論の限界

以上，国際通貨ドルの安定性についてのマッキノンの議論をみてきた。彼の議論の核心は，中心国米独日三カ国が国際金融協力により，長期的通貨政策としてはマネタリー・ベースのコントロールを通じて世界のマネー・ストックの増加率を一定に維持して，また短期的には裁量的通貨政策を行わず，「非不胎化ルール」を採用して世界全体のマネー・ストックの増加率を不変にする。そして公的為替平価を設定し，固定相場制に復帰することであった。そうすれば，新しい国際通貨制度に「対称性」を導入することができ，通貨の相対的価値を維持し，世界の通貨需要に対し安定したニュメレールの供給が可能であると主張したのである。

マッキノンの改革案は，世界の貨幣準備が世界の物価水準を規定するという「国際貨幣数量説」に依拠して，「金本位制と同じように国内貨幣と国際貨幣が事実上同じものになる」という国際通貨制度の創設である[17)]。マネタリストの立場から彼は，貨幣量の変化を外生的に捉え，貨幣量は経済活動の水準の変化を引き起す原因であると考える。そこで，世界貨幣需要関数は安定的であると仮定し，世界貨幣の増加率を一定にするルールを作ることによって，世界インフレやデフレを防止することができると考えた。以上のようにマッキノンの議論を整理した上で，問題点を述べてみたい。

第一は，マネタリストの貨幣理論に対する批判である。中央銀行の準備量と貨幣供給，さらにそれと物価水準との結びつきは，決して一義的なものではない。確かに，再生産の外部に位置する準備金をベースにして，通貨の供給は行われるのであるから，信用通貨は「外生性」をもつ。しかし，信用通貨は再生産の側からの需要に応じて供給されるという意味で，同時に「内生性」をもつ点が看過されているといえる。

第２に，貨幣供給は世界市場の貨幣需要に応じて行われるが，Ｎ番目の国際通貨国は国際収支の不均衡を甘受しなければならないため，Fed の流動性供給自体に歯止めがかからない。したがって，Fed の緩和政策がアメリカのマネー・サプライを膨張させて国際収支赤字を招く一方で，Fed に預託した西ヨーロッパの中央銀行の外貨準備が塩漬けにされたままの状態である限り，アメリカの拡張的貨幣政策と国際収支赤字は継続することになる[18]。

最後に，政治的な観点からの実現可能性という問題がある。今日では，欧州中央銀行（ECB）がこの同盟に参加することは，その提案をアメリカからの挑戦とみるユーロ圏諸国からの反対を免れないであろう。また，IMF を世界銀行とする SDR 本位制すら実現しそうもない現状で，ヘゲモニーを大きく低下させているアメリカが，Fed を「事実上の世界中央銀行」とするこの改革案を世界に承認させるのに成功する可能性はほとんどないと言える[19]。

２．国際通貨国と「世界の銀行」論―銀行主義原理の見解

（１）国際収支均衡論

トリフィンの「流動性ジレンマ論」については，キンドルバーガーによる批判の内容を先述したが，日本では主に銀行主義原理視点に立つ論者から批判がなされてきた。銀行主義原理の立場から「流動性ジレンマ論」を批判する論拠は，国際収支の基礎収支が均衡すべきであるという点にあるが，現実には，1960 年代以降アメリカの基礎収支は赤字であったため，論理の前提条件が現実と乖離している点で，否定的な評価がされている[20]。しかし，国際通貨の信認問題を考察する上で理論的な示唆を得ることができるため，国際収支アプローチからみた「流動性ジレンマ論」批判を検討しておこう。

先ず，「流動性ジレンマ」は基軸通貨制の論理的必然か否かという点について，滝沢健三氏の主張を要約すると以下の通りである。トリフィンは流動性の供給ルートとして，基軸通貨国の輸入超過や対外長期資本流出といった基礎収支の赤字しか考慮に入れてないところに問題であり，基軸通貨国においては非居住者への短期貸付債権を資産勘定に置いて，短期貸付を行うという供給ルートがあることが看過されている。確かに基礎収支赤字によるドルの供給が続けば，ドルの信認が失われていくのは当然であるが，ドル残高の増加（流動性の供給）を基軸通貨国の貸付によって賄うのならば，ドルの信認は不変に維持される。したがって，ドル信認を傷つけなくてもドルの供給は可能であるから，「流動性ジレンマ」は論理的必然ではない[21]。

そこで，基礎収支概念を表１で確認しながら，滝沢氏の主張をさらに引用しておこう。「基礎収支が均衡しているということは，その金融項目も均衡しているということであり，したがって，基礎収支の均衡が保たれている限り，もし短期資本勘定に属する外国人保有のドル残高が増加すれば資産勘定においては必ず対外短期貸付が増加するか，金などの準備資産が増加することを意味している。つまり，ドル残高というアメリカの負債が増加すれば，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は揺らぐことはない[22]。」

表 1　基礎収支基準の国際収支項目の分析

マイナス項目	プラス項目	
経常収支支払（輸入等）	経常収支受取（輸出等）	
長期資本流出 （居住者の対外投資）	長期資本流入 （非居住者の対内投資）	基礎収支
短期資本流出 （米国の対外短期貸付増加） 金準備増加	短期資本流入 （非居住者保有ドル残高増加）	総合収支

このような議論についての第 1 の問題は，短期債務の創出による短期貸付は常に国際通貨国のバランスシートの健全性を保証するとは限らない点である。例えば，貿易手形等流動性債権の購入による非居住者に対する短期貸付は，過剰発行を生み出さないという保証はない。実際には，「真性」と考えられた手形さえ不渡りとなる場合もあり，投機を目的とした貨幣需要から通貨が発行される場合もあるから，過剰発行を阻止することは不可能であろう。その点で短期借・短期貸は必ずしも基軸通貨の信認を保証しない[23]。

第 2 の問題点は，基礎収支均衡こそが国際通貨の信認を維持する条件とする考え方である。滝沢氏によれば，「管理通貨制のもとにおいて通貨の対外価値を維持する唯一の手段は，通貨の金貨値を維持することではなく，基礎収支の均衡を維持することなのである[24]。」

では，基礎収支の赤字はどのような意味において問題なのか。この点について，同じ「銀行主義原理」の立場で基礎収支均衡を説く松井氏の議論を引用しておこう。

「基軸通貨国は資産側に優良な「流動性債権」を計上して通貨を発行する限り，すなわちサウンド・バンキングを行う限り，通貨の過剰発行は生じない。ただし，基軸通貨国の居住者が自ら行った輸入の代金支払いや対外利子支払いや非流動性海外資産購入の代金支払いがそれらの受け取りを超過する場合，すなわち基礎収支赤字の場合に，「タレ流し発行」が生まれると説明する。そして，「タレ流し発行」に導いた基礎収支赤字の原因は，政策当局のミスであり，中央銀行の金準備は「タレ流し発行」の制御作用として働く[25]。」

銀行主義原理の視点から基軸通貨国は「世界の銀行」と位置付けられるので，基軸通貨国から供給される国際通貨は貸付取引によると看做される。しかし，経常収支赤字と長期資本収支赤字による国際収支の供給は明確に区別する必要がある。長期資本投資は国内マクロの IS バランスでみると余剰貯蓄分の対外投資を意味している。長期投資は将来的にその見返りに利子および配当をもたらし，投資国の所得収支の黒字に作用する。これに対して，経常収支赤字は国内所得の海外移転を意味するもので，経常赤字による対外支払いは対外債務を生み出すことに加えて，将来の利払いによる所得移転を生み出す。基軸通貨国の経常収支赤字は，流動性債権を計上することなく，一方的な対外債務額を生み出している状態を示すものである。これは，いわゆる「垂れ流し」発行と言われるもで，ドルの信認低下を引き起こすものである。

したがって，基礎収支赤字として問題にすべきは，経常収支黒字を条件とする基礎収支赤字である。すなわち，Ｘ－Ｍ－ＬＴＣ＝ＳＴＣ＋Ｇ（この場合，Ｘは輸出，Ｍは輸入，ＬＴＣは長期資本移動，ＳＴＣは短期資本移動，Ｇは金融勘定［為銀勘定＋外貨準備増減］を表す。）の式の左辺において，経常収支－長期資本収支＜0，というケースである。

これは，経常黒字を上回る長期資本投資を行っている状態であり，短期資金を満期変換によって長期投資を行っている姿を表している。上記の右辺のＳＴＣは左辺の赤字を補填するだけの黒字を計上しなければならない。短期借り・長期貸しの状態は，将来投資資金の還流が保証されない長期資本の流出に対して，短期資金の流入で対応しているという意味で，短期債務を増加するものである。では，このマイナスの短期ポジションが増加することは国際通貨の信認を低下させることになるのであろうか。

長期資本投資は直接投資，証券投資，長期貸付であるが，投資先との永続的な経済関係を結ぶ目的で行う対外投資については，本国へ資金が還流するまでの時期を予想するのは困難である。例えば，対外直接投資は非投資相手先に長期間投資資金が拘束されることを意味する。あるいは，逆に長期的運用目的での証券投資が景気変動による見込み収益率の変化を受けて満期以内で本国へ還流する場合もある。このような意味で満期が不確定な対外債権を短期債務でカバーしている状態は，確かに，短期債務に基づく流動性の引き出しに柔軟に応じることを困難にするものである。しかし，短期債務の増加それ自体は，必ずしも基軸通貨の信認を毀損しない。重要なことは，長期債権を補填する短期債務が生じた場合に，短期債務額をカバーできる十分な準備資産を保有することである。基軸通貨国は十分な資産を保有していれば，周辺国は基軸通貨国に対する短期債務を資産へ交換する請求―金本位制下では国際通貨と金との兌換請求―をする必要はないので，国際通貨の信認は揺るがないであろう。

（２）銀行原理のオープンシステム論

もう１つの銀行主義原理によれば，ドル本位制の特徴は，「この世界はUS連邦準備制度（Fed）が事実上の縦横銀行として機能する金融システムである」[26]と捉える。岩野氏によれば，「アメリカは，他の諸国と異なって基軸通貨国という特別な地位を得ているので，国際収支の赤字を金・外貨等の準備資産によるよりは，自国通貨ドルで決済できる。」[27] すなわち，アメリカFedを「世界の銀行」として捉え，国内で流通する貨幣は世界においても流通すると理解される。

さらに，「アメリカドルが国際通貨として機能しているという事は，アメリカFedの債務が，単にアメリカ国民に対するだけでなく，世界の人々への債務，つまり『貨幣』として，資産化されていること意味している」[28]と述べられ，アメリカのドルを「国際紙幣」と定義付けられた。そして，現実の銀行当座預金勘定をベースとしたドル為替決済の支配的慣行を特徴とする新しいシステムの特徴を強調されている。

岩野氏によれば，アメリカの銀行制度がオープンシステムとして世界に広がったものであり，居住者と非居住者の取引は国内取引と同じものとして扱われるため，国際収支の不均衡はドルの信認にとって問題にならない。例えば，アメリカの居住者が海外から輸入し，すなわち，世界の商品生産の実需に応じてドルが供給され，アメリカの銀行制度において非居住者保有のドル建て預金が設定されるとき，アメリカの輸入増加と短期債務（貿易収支赤字と短期借入）が生まれる。この預金の設定は市場で所得の発生に基づく通貨供給であるので，健全な通貨が供給されることを意味する。

そもそも，アメリカのドルは強制通用力を持つ国際紙幣であるので，国際通貨の信認問題は生じない。紙幣の価値は財･サービスおよび金融商品等の流通量に対する量によって決定され，したがってドル相場は国内の貨幣価値を反映するように決定されるだけである。

このような銀行主義原理の立場からドル本位制の特徴を論じる場合に，問題点はドルを最終決済手段として認識することによって，現状の問題点の原因が曖昧になることである。ドルはあくまでもアメリカにとっては自己宛債務であるから，アメリカ経常赤字によって周辺国が保有するドル残高の累積は，アメリカにとって債務が繰り延べられている事態を示すものである。したがって，ドルの支払いによって国際決済が完了したわけではなく，国際通貨国がもつ「負債決済」を「特権」と言って，ドルを国際決済手段とみるのは謬見であろう[29)]。もし，アメリカの経常赤字によるドルの支払いを国際決済と看做せば，経常赤字によるドルの世界への散布がドルの過剰発行を引き起こしていることに目を覆うことになる。

Ⅲ．アメリカの経常赤字下の「ドル本位制」

１．アメリカの経常赤字の「自動ファイナンス」論とドル危機

1971 年の変動相場制移行後，アメリカはビナイン・ニグレクト政策を続けた結果として，70 年代から既に貿易収支は赤字であったが，1982 年以降，経常収支もついに赤字に転落した。その後，経常収支は 90 年代初頭に一旦黒字になりはするが，93 年に再び赤字に転化し，その後，赤字幅は増加し続けた。一方，アメリカの資本収支については，経常赤字を大幅に上回る資本が流入し，さらに経常赤字を補填してなお余りある資金を対外投資している。すなわち，アメリカは基礎収支を悪化させ，過剰流動性を供給しているのであり，その結果，ドルの信認問題がローズアップされるようになった。例えば，2002 年の大手企業の粉飾決済，不正経理に端を発した金融不安が生じ，また，2007 年のサブプライム・ローン問題を契機にアメリカの金融不安が生じると，ドル離れあるいはアメリカ離れが起きて，再びドル相場の大幅な下落が生じた。これらのドル信認低下の直接の理由は，巨額のアメリカ経常赤字のサステナビリティに対する市場の懸念が強まったことである。つまり，アメリカの債務返済能力は確実なのかどうか，それに関連して，アメリカの巨額の経常赤字のファイナンスが円滑に行われるのかどうかという

問題が，ドル信認を左右している。

ところで，アメリカの経常赤字の「維持可能性」を積極的に主張する理論的根拠となっている見解がある。一つはアメリカ経常赤字が自動的にファイナンスされるという説，もう一つが経常赤字は常に資本収支黒字によって補填されるというＩ－Ｓバランス論である。これらの2つの見解を検討しておこう[30]。

先ず，木下悦二氏はアメリカの経常赤字の「負債決済」論を次のように説明される。

「固定相場制のもとでは，（経常赤字国によって・・・引用者）ドル過剰になると各国の通貨当局はドルを買い支えようとするため，外貨準備を増加することになる。このドルはアメリカにとって債務である。つまり，国際通貨国アメリカは他の国際収支赤字国とは違ってドル建て債務で赤字を埋め合わせたことになる。平たく言えば，‘付け’（＝ドル建て延払信用）で買物をしたのと同じである。これは「負債決済」と呼ばれる。」そして，「基軸通貨国だけはこのように自国通貨建ての負債で国際決済できるという一種の通貨発行特権をもっていることになる。」[31]このような理由で，アメリカの経常収支赤字の拡大はドル危機の根本的原因とはならないと主張されれる。

1971年の金ドル交換停止以降の変動相場制下においても，この「負債決済」の意義は変わらない。非居住者がアメリカへ商品を輸出したとき，（ドル建）為替決済では債権側は在米為替銀行のドル建流動性債権で受け取る。払ったドルがアメリカ外でどのような取引に用いられ，保有者を転々してもこのドルはアメリカ内に留まっている。残余はドル建証券や，リスクのないアメリカ債，公債の購入に当てている。いわば『拘束された対米投資』である[32]。

例えば，アメリカの居住者が非居住者から財やサービスを輸入すると，その輸入額に見合う非居住者保有の「ドル預金」（アメリカにとっては対外債務）がまず形成される。アメリカ国内の企業（Ａ）がドル建で輸入した場合，アメリカ国内におかれているドル預金が（Ａ）から海外の輸出者（Ｂ）へ移る（対外債務の形成）。しかし，ドル預金そのものはアメリカ国内に留まる。Ｂ企業はどのドルを種々の対米投資に使うかもしれない。また，そのドルを自国通貨へ転換するかもしれない。その為替取引の相手先によって諸事態が生まれる。相手先が海外のドル建輸入業者であると，ドル預金は（Ｂ）から銀行を介した為替取引によってドル建輸入業者（Ｃ）へ，さらにドル建輸出業者（Ｄ）へ移っていく。その場合，Ｄ企業がアメリカ企業であれば（アメリカの輸出であれば），対外債務は消えるが，Ｄ企業が外国企業であれば，対外債務は残る。いずれの場合もドルは国内に留まっている。

ただし，アメリカの経常収支が赤字の場合には，アメリカのドル建輸入とドル建輸出，海外諸国間のドル建輸出・輸入が相殺され，アメリカの経常赤字に相当する額が「非居住者ドル預金」として対外債務が形成され，さらに，このドル預金が原資になって非居住者による種々の対米投資が形成される。これがアメリカによる「負債決済」の内実である。

木下氏によれば，アメリカの輸入業者はドル建て預金で支払うことによって国際決済を完了

したこと（＝負債決済）になり，その場合，非居住者がドル建て預金をアメリカの銀行制度に保有する。これは，アメリカとって短期借入によってその輸入がファイナンスされていることを意味する。ゆえに，いかにアメリカの経常赤字が膨大となっても，海外からの資本流入によって経常赤字は自動的にファイナンスされるので，アメリカの経常収支不均衡は問題にされることはない。

しかし，アメリカの経常赤字は「負債決済」されることによって国際決済が完了するという論理に問題があることは先に述べた。以下，この問題を掘り下げてみたい。

IMF 協定 8 条第 4 項は，自国通貨の交換を請求された国は「（交換を）請求した国の通貨または金のいずれで支払うかを選択する権利をもつ」と規定した。IMF 原協定における「交換性」は，「資産決済の理念」ないし「資産決済の原理」に即したものであった。「資産決済の原理」とは，債権債務の支払い決済は必ず債権者・債務者の双方にとっての資産で行われなければならない，ということであり，これがこれまでの貨幣市場経済の基本原理であった。これを通貨について言えば，いつでも要求があれば，通貨の発行者（中央銀行）もしくは国家が，「国民通貨に化体した債務」の支払履行に応じるということにほかならない[33)]。旧 IMF 体制においては，アメリカドルは広く周辺諸国の間の支払差額の決済手段として機能し，その結果，アメリカとその周辺国との間だけでなく，その他諸国間の支払差額も周辺諸国とアメリカとの公的な債権債務関係に集約されることになった。アメリカはこの振り替えられたドル債務を最終決済することが，アメリカによるドルの金交換の意味であった。アメリカ財務省は金ドル交換の義務を負っているため，海外の通貨当局からドルと金の交換請求があれば債務の最終決済を実行する。このようにして，「資産決済の原理」が貫徹していた。

ところが，1971 年 8 月にアメリカは他の通貨当局からの金とドルの交換請求に応じることができないと宣言し，金とドルの固定価格での交換を廃止した。これによって世界市場は変動相場制へ移行することとなった。したがって，ドルは本来の基準通貨としての資格を失い，国際決済手段としての機能を果たせなくなったといえる。しかし，ドルに代わる国際通貨は存在しなかったため，依然として事実上国際通貨として流通している事態を受け止めて，ドルは国際的な最終決済手段として機能すると認識するのは謬見であろう。非居住者が保有するドル残高はあくまでもアメリカの債務であり，アメリカの巨額の経常赤字の継続はアメリカにとって債務が繰り延べられている事態に過ぎないといえる。

金ドル交換停止による変動相場制以降後，IMF は本来の「通貨の交換性」である固定レートでの交換ではなく，「変動レートでの交換性」を 8 条国加盟の条件として認めせざるを得なくなった。IMF 加盟国は「変動レートでの交換性」を他国に対して保証する義務を負っている。これは，国際取引における「資産決済の原理」を貫徹させるためである。なぜならば，不換の国民通貨での価値実現は，あくまでも当該通貨国国内市場でのことであって，世界市場での一般的な意味はもちえない。国民通貨の相互交換性が付与されなければ，円滑な国際決済も円滑

な国際経済活動も不可能であるからだ[34]。

以上のように考えると，周辺国の通貨当局が保有するドル残高はアメリカにとっては債務であり，これは国家間の「資産決済」が繰り延べられている状態を示すものであり，「負債決済」によって国家間の最終決済が完了したと理解することはできない。

「負債決済」についてのもう一つの問題は，アメリカの経常赤字によってドルが創造されることの影響である。周辺国の経常収支が赤字である場合に，最終決済は金あるいは外貨で行わなければならない。ところが，アメリカの経常収支が赤字である場合には，アメリカの銀行制度の中でドル建て預金が創出される。このドル預金の創出は，「銀行」と考えるアメリカの貸付取引によるものではなく，財・サービスの輸入超過に対する支払いによるものであるから，銀行主義原理の立場からみれば，「無から有が生まれる」ようなものである。これが「過剰ドル」の根本的原因となっているという点において，このような通貨の供給はドルの信認を毀損させるであろう。

次に，アメリカ経常赤字の「維持可能性」の論拠となるＩ－Ｓバランス論を見ておこう。小宮隆太郎氏は「国際収支のマクロ経済分析」の視点から貯蓄・投資バランスと経常収支の関係を次のように説明される。

「完全雇用水準で総貯蓄が国内総投資を超過する国では，その超過額に等しい資本輸出が行なわれ，趨勢的経常収支は黒字となる」[35]，「一国の総貯蓄と総投資の差額が経常収支あるいは経常海外余剰に等しい」[36]と。また，この関係は「恒等式という性質のものではなく，均衡条件を示す均衡式である」と述べられる。そして，経常収支黒字に等しい額が「広い意味での資本収支」[37]（「広い意味での資本収支」とは外貨準備も含めたすべての部門の対外投資である）赤字になるという理由で，黒字国の資金が国際金融市場に「自動的に還流」することを通じて，赤字国に流入する。

しかし，Ｉ－Ｓバランス論は，一国の経常収支赤字は事後的に「広い意味での資本収支黒字」と同じであることを示すものであり，一国の経常収支赤字は自動的に資金還流によってファイナンスすることを示す論理でない[38]。Ｉ－Ｓバランス論は，経常収支の黒字・赤字は事後的にある相場とある金利の水準において「広い意味の資本収支」（外貨準備残高を含めて）の赤字・黒字に一致するということを示すにすぎないからである[39]

もっとも，膨大なアメリカ経常赤字のファイナンスに関して，Ｉ－Ｓバランス論を主張する論者の一部は行き過ぎた経常赤字に警鐘を鳴らせている。すなわち，膨大なアメリカの経常赤字が自動的にファイナンスされるかどうかは保証されず，アメリカへの資金還流に支障を来す時に，ドル不安あるいはドル危機が発生すると主張する。対アメリカ投資を規定する要因は，アメリカの相対的な金利水準，アメリカへの将来投資に対する見込み利潤率の動向，あるいはアメリカの財政赤字の均衡についての見込み等であるが，それらの条件が将来満たされ続ける保証はない。

ところで，小宮氏と同様に，R. クーパー，マッキノンなどもＩ－Ｓバランス論の視点からアメリカ経常赤字の「維持可能性」について論じているが，彼らの議論には共通する国際通貨の理解がみられる。例えば，R. クーパーによれば，「ドル本位制」において，2 つの非対称性が実際の国際決済にもたらされる。第 1 は，民間部門がアメリカドルを，交換・計算・価値の一時的貯蔵のための手段として広く用いることである。第 2 は，公的介入手段としてのドルの使用である[40]。このようにドルの民間取引における機能は国内流通と国際流通において違いがなく，国際部門の商品取引において国際支払い手段として利用されると理解されている。

このような貨幣観に立ち，「ドル本本位制」の特徴は国際通貨国と周辺国との非対称性にあると捉え，ドルの国際通貨としての利用を「特権」としてみれば，アメリカの経常収支赤字は世界のドルへの実需による支払いによるものであるから，アメリカ経常赤字はやむを得ない状態ないし正当化されるべき状況となるであろう。そして，アメリカの経常赤字の規模は，赤字のファイナンスに支障が起きる限りにおいて問題となるだけである。ドルの国際通貨としての利用を「特権」として捉える考え方は，基本的にはドルによる支払いを「負債決済」する考え方と同一であろう。その点からみれば，「負債決済」論に対する同じ批判は避けれれない。繰り返しになるが，アメリカの経常赤字はアメリカの債務として累積され，支払債務が繰り延べられている事態を示すものである。

２．グローバル・インバランスと「ドル本位制」

2000 年代にアメリカの経常赤字幅が拡大する一方で，中国をはじめとする東アジア諸国並びに産油国の経常黒字が拡大した。インバランスという意味は，豊かな国アメリカの経常収支赤字を，新興国の黒国等がファイナンするという奇妙な姿のことである。アメリカは経常赤字によってドル建て流動性債務（＝ドル建て預金通貨）が生み出し続けて，それを世界に散布し，それらの資金をアメリカに還流させることによって，アメリカの過剰消費および財政赤字を支え続けるという実体が維持されてきた。ところが，2008 年 9 月のアメリカ金融危機に端を発する世界金融危機によって，アメリカを中心とする資金還流メカニズムが大きく崩れた。換言すれば，「ドル本位制」を支えてきた環境を揺るがす事態が生まれたのである。

アメリカが経常赤字や対外投資によって世界に散布したドルは，アメリカへの証券投資，直接投資および銀行借入という形でアメリカに還流してきた。しかし，2007 年のサブプライム・ローン問題の発生が，アメリカの金融・資本市場に傷を付けたというにとどまらず，その実体経済を困難にしていることが知られるにつれ，海外投資家は手にしたドルをアメリカに還流させねばならぬ必然性は薄くなり，また，海外投資家が既に投資していた資金の回収を行ったのである。いわゆる投資家のドル離れが進んだ。さらに，2008 年 9 月からアメリカ金融危機が深刻化するにつれ，ドル離れに拍車が掛った。

ドル資金がアメリカから逃避した帰結は様々な形に現れた。例えば，中国，インド，ブラジ

ルのような新興国に，過剰とも思える規模の資金が集中した。資金の流入は信用を膨張させて，債券市場の価格を引き上げ，また，不動産価格を急騰させた。そして，商品市場に向けて資金が流れ，石油，金や小麦などが投機の対象となっている。さらに，日本円，スイス・フランは逃避通貨となり，2011 年夏にスイスと日本では未曾有の通貨高を引き起こした。

ところで，グローバル・インバランスの背後にあるのは世界的余剰資金の存在である。大量の余剰資金がアジア，産油国，そして多くの国々の企業部門における余剰資金が，世界市場へ流れ出したことにある。資金の「余剰」という意味は，諸国における産業が，これを用いて一定の予想利潤率を保証することが期待できないため実物投資に利用できないという意味においてである[41]。余剰資金を生み出した原因は単純化して説明することは困難であるが，基本的には，①主要諸国の金融政策の市場迎合的なあり方と，②アメリカの経常赤字の増大が，主要な要因であろう。

①主要国の金融政策の中でもアメリカの FRB は経済成長と雇用拡大を進めるための金融環境をつくっていた。2002 年にエンロンやワールドコムの粉飾事件などによって株式市場が低迷したときや，2003 年のイラク戦争で株価下落とドル相場の下落が起こったとき，FRB は即座に金融緩和政策を発表し，流動性の供給によって金融市場の不安を払拭した。その後の長期にわたる低金利はサブプライム・ローンによる住宅ブームの下地を作った。EU では 2003 年にドイツとフランスのコア諸国が不況を背景に財政赤字の拡大による「安定成長協定」を遵守できない一方で，アイルランドやスペインの周辺諸国は不動産ブームが発生していた。このとき，ECB は低成長の諸国を支える低金利の金融緩和政策を続けた結果として，後にアイルランドはバブル崩壊による銀行倒産に見舞われたのである。

②さらに，アメリカの経常収支赤字の拡大は余剰ドルを生み出す構造的な要因といえよう。アメリカの経常赤字は 1993 年から増加の一途を辿り，ピーク時の 2006 年には約 8000 億ドル（対 DGP 比 6％）に達した[42]。その赤字の殆どは貿易赤字によるものであり，対中国，対アセアン諸国および対産油国との貿易赤字が圧倒的である。2003 年におけるアメリカの経常赤字額が世界経済全体に占める割合は 71.5％であった[43]。銀行主義原理の観点から基礎収支ポジションは均衡すべきという基準でみれば，アメリカの経常赤字によるドルの供給は「垂れ流し」発行であるため，過剰な供給だといえる。したがって，この過剰ドルの発行はドルの信用を毀損する要因となる。

また，アメリカの経常収支赤字は，諸国の外貨準備を増加させる。なぜならば，ドルの価値が下落してゆく中で，その他諸国が為替を安定させようとすれば，諸国の通貨当局は為替介入せざるをえないので，外貨準備は増加する。その結果として，諸国ではマネタリー・ベースの供給が増加し，国内の過剰流動性を生み出していった。

さらに，周辺国の通貨当局の外貨準備や民間金融機関の保有するドルは，対米直接投資やアメリカ国債投資を通じてアメリカに還流して，アメリカの消費と投資を支えたのである。2004

年にアメリカの FRB は過熱気味の景気に警鐘を鳴らし，政策金利を引き上げる政策に転換した。ところが，金利引き上げは，ドル建資産の魅力を高めることで世界からアメリカへの資金流入を促す結果となった。そうした資金還流が引いてはサブプライム・ローン問題の条件を作るものであった。

以上のように見ると，赤字国アメリカと中国を筆頭とする新興国の間のインバランスを補填する資金循環は，国際通貨をドルとする「ドル体制」の帰結であり，また，「ドル体制」を支える基盤でもあったといえる。

結びにかえて

FRB は 2010 年 8 月にデフレ懸念の台頭を受けて再び金融緩和路線に転換した。同年 11 月から毎月 750 億ドルの長期国債を購入し，2011 年 7 月には長期国債の購入額は総額で 6000 億ドル（48 兆円）に上った。大量の資金供給は長期金利を押し下げ，ドル安，株高などの二次的効果をもたらしたと言える。しかしながら，金融危機後の金融不安を払拭するために，こうした国債購入による中央銀行券の発行が付加価値生産の裏付けのない通貨の創出を意味することは言うまでもない。いわば，「無から有が出てくる」ような通貨の供給は，アメリカ国内におけるドルの減価をもたらすと同時に，対外的にもドル価値を引き下げる効果をもたらす[44]。

その後，2011 年 7 月にアメリカの財政赤字処理を巡って政府と議会の対立が先鋭化する中で，世界市場はアメリカの政府の債務支払い能力に懐疑的なったことがら，一旦ドル建資産からの逃避が増加したため，株式価格の大幅な下落とドル相場の大幅な下落が生じた。これに対して，FRB はさらなる金融不安を抑えるために，量的緩和策を継続し，引き続き，未曾有のマネタリー・ベース供給を行っている。

もう一つの FRB の流動化政策は，通貨スワップによるドルの供給である。FRB は 2011 年 8 月に通貨スワップ協定に基づき欧州中央銀行（ECB）へ 1 週間に 5 億ドル（約 380 億円）のドル資金を供給した。この通貨スワップの理由は，欧州市場では金融不安を背景に銀行間市場でドル資金の需給が引き締まり，金利上昇が目立っていることである。

欧州におけるドル資金需要の増加の背景には，アメリカの証券化商品の売却が増加したことがある。欧州の金融機関が保有するアメリカの証券化商品は，依然 3000 億ドルにのぼる[45]。欧州の金融機関は資産を圧縮する目的でドル建債券を売却しようとすれば，取引相手は決済のためのドル資金を必要とするので，支払手段としてのドル需要が増加する[46]。その時，欧州の銀行はその資金繰りに追われて，銀行間市場では資金需要が逼迫するため，市場金利は上昇する。それゆえ，この種のドル需要の増加は，決してドルの強さやドル信認の堅固さ表すものではない。

ドル離れ現象として，他には他の通貨当局の外貨準備資産に占めるドルのウエイトが今後減

少することが予想される。ただし，ドル相場が自国通貨に対し急激に下落すれば，通貨当局および民間投資家は為替差損をこうむるため，通貨当局はドルを買い支えざるを得ない。その結果として，通貨当局のドルのウエイトは短期的には大きく低下することはないであろう。

ところで，ドルに代わる国際通貨は現状ではまだ現れていない。2008 年からの欧州金融危機が深まる中，ユーロ圏のほとんどの国は金融機関の救済を目的とした公的資金の投入と税収の落ち込みによって，政府赤字の対ＧＤＰ比率 3%ルールという安定成長協定を反故にした。特に 2009 年冬から金融危機に見舞われたギリシャの財政問題は深刻であり，その後も一向に回復の兆しが見えないことから，ギリシャ問題はユーロ信認低下の原因となっている。このようにユーロはドルに並ぶ国際通貨になるような状況にない。人民元の国際化は今後進むであろうが，直ちにドルに代わる国際通貨になる段階ではない。このようにみると，国際通貨が不在となる不安定な国際通貨体制が暫く続くであろう。

注

1）スティーブン・マリス，1986 年を参照。
2）R. トリフィン，1961 年，108-109 頁。
3）R. トリフィン，1961 年，110 頁。
4）R. トリフィン，1961 年，2 頁，図「1949 － 1959 年のアメリカ国際収支」，図「1949 － 1959 年のアメリカの金保有量および世界のドル保有額」を参照。
5）P.C. キンドルバーガー，1983 年，73 頁。
6）P.C. キンドルバーガー，訳，1978 年，437 頁。
7）C.P.Kindleberger, 1987, p.44.
8）キンドルバーガーは，「準備率が維持されている限り，長期で貸し付け，短期で借り入れという事実自体は赤字でない」と述べているが，準備率とはどのような意味で使われているのか不明である。アメリカを世界の銀行という視点から見れば，金の保有量に対するアメリカの対外短期債務額の比率と定義すべきであろう。
9）R.I. マッキノン，楊枝訳，1982 年，2 頁。
10）「対称的な通貨制度」とは，経常収支の不均衡がある場合に，当該国のマネタリー・ベース残高に与える影響は対称的になるという通貨制度である。
11）R.I. マッキノン，楊枝訳，1982 年，10 頁。
12）R.I. マッキノン，楊枝訳，1982 年，15 － 16 頁。
13）R.I. マッキノン，鬼塚・工藤・河合訳，1985 年，241 頁。
14）R.I. マッキノン，楊枝訳，1982 年，20 頁。
15）R.I. マッキノン，楊枝訳，1982 年，21 頁。
16）R.I. マッキノン，鬼塚・工藤・河合訳，1985 年，30 頁。
17）山本，1988 年，275 頁。
18）鳥谷，2010 年，105 頁。
19）山本，1988 年，277 頁。
20）鳥谷，2010 年，116 頁，藤田，2003 年，24 － 25 頁を参照。

21）滝沢，1990 年，18-31 頁。
22）滝沢，1990 年，33 頁。
23）「経済成長とともに年々増加する流通貨幣量の重要な部分はたしかにこのような銀行の手形流通・流通金融によって充足される。しかし資本制生産確立後の景気変動を前提すれば，実需と投機は渾然一体となり，実手形も過剰取引と結びつくから，手形が確実に支払われるかどうかは事前にはわからない。手形の自己流動性とは円滑な再生産循環を前提に成り立つもとであって，恐慌・不況期にはそれは成り立たないし，また，好況期にも業績不良の業者にあっては手形不渡りが生じうる。」（野田，253 号 2007 年，219 頁。）同様の視点から銀行学への批判の論点を整理した研究として，鈴木，2004 年，第 5 章「銀行信用と通貨供給メカニズム」127-128 頁を参照。
24）滝沢，1990 年，36 頁。
25）松井，第 40 巻第 3 号，108 頁。
26）岩野，2011 年，18 頁。
27）岩野，1986 年，139 頁。
28）岩野，2011 年，35 頁。
29）滝沢氏は次のように述べられる。「基軸通貨国であるアメリカが赤字を計上したときには自国通貨の引き渡しで決済できる。つまり負債の増加という形で決済できる。…ただし，ドルが金と交換を約束していた限りにおいてはアメリカの負債決済の特権も程度問だということになる筈であるが，交換性を停止している現在においては，この主張はかなりの程度首肯できる」（滝沢，1990 年，28 頁）。
30）本稿における「自動ファイナンス論」の整理は奥田（2008 年）を参考にしている。
31）木下，1991 年，141 頁。
32）木下，2007 年，23 － 24 頁。
33）平，2001 年，169 頁。
34）平，2001 年，172 － 173 頁。
35）小宮，1994 年，102 頁。
36）小宮，1994 年，169 頁。
37）小宮，1994 年，169 頁。
38）アメリカの経常収支赤字ファイナンスの近年における論争については，鳥谷（2010 年）第Ⅱ部第 7 章を参照されたい。
39）この議論に対して，奥田宏司氏は小宮氏の「自動ファイナンス」論を以下のように評価される。「I-S バランス論は，為替相場や金利水準等がどうであれ，ある相場，ある金利において（「均衡点」において）経常収支黒字額は「広い意味での資本収支」赤字額に等しいということのみを言っているのではないだろうか。これは国際収支表を見てもわかることである。誤差脱漏をゼロにすれば，経常収支の額は資本収支と外貨準備の合計額に等しい。プラスとマイナスの符号が逆になっているだけである。したがって，例えば，円高になれば為替リスクが加わり円をドルに換えて行なわれる対外投資は減少し，それがさらに円高をもたらし，通貨当局の為替介入を招き，外貨準備が増大し，「広い意味での資本収支」のなかで，外貨準備の構成比率が高まる。I-S バランス論は，「広い意味での資本収支」の中の構成要素の多様性についてはもともと何も述べないのである。ましてや，どの通貨で資本収支が構成されているかについては何も述べない」（奥田，2008 年 3 月，60 － 62 頁。）

40）クーパー，武藤訳，1988 年，157 頁。
41）鈴木，2008 年，24 － 28 頁を参照。
42）Bureau of Economic Analysis,U.S. International Transactions Accounts Data より。
43）嶋田，2009 年，111 頁。
44）ドルの実効為替レートは，2011 年 4 月時点で，FRB の指数（1973 年 3 月 = 100）は 21 日時点で 69.38 と 08 年 3 月の安値（69.28）を下回った（『日本経済新聞社』2011 年 4 月 26 日，夕刊。）
45）『日本経済新聞』朝刊，2011 年 9 月 14 日付け。
46）資本欧州銀行はコマーシャルペーパーを，米ＭＭＦに購入してもらうことで，ドルの資金繰りをつけてきたが，米ＭＭＦは欧州銀行向けの資金放出を絞っているため，ドル不足が生まれている。

参 考 文 献

岩野茂道『金・ドル・ユーロダラー』文真堂，1984 年。
岩野茂道「ドル本位制の構造―銀行原理のオープンシステム」（岡本憲也・楊枝嗣『なぜドル本位制は終わらないのか』文眞堂，2011 年，所収）。
岡本憲也・楊枝嗣『なぜドル本位制は終わらないのか』文眞堂，2011 年。
奥田宏司「アメリカ経常赤字の「自動ファイナンス」論について―国際通貨ドル論とＩ－Ｓバランス論の問題点」立命館国際研究，20 － 3，2008 年 8 月。
奥田宏司「米経常赤字ファイナンスと対外債務・債権の概念上の区分―アメリカ国際収支表の見方の再検討―」立命館国際研究，22 － 3，2009 年 9 月。
小宮隆太郎『現代日本経済』東京大学出版会，1988 年。
小宮隆太郎『貿易黒字・赤字の経済学―日米貿易摩擦の愚かさ―』東洋経済新報社，1994 年。
木下悦二『外国為替論』有斐閣，1991 年。
木下悦二「世界不均衡を巡って―世界経済の構造変化の視点から」（『世界経済評論』2007 年 9 月号）。
島田巧『世界経済論 増補改訂版』八千代出版，2009 年。
鈴木芳徳『グローバル金融資本主義』白桃書房，2008 年。
鈴木芳徳『金融・証券論の研究』白桃書房，2004 年。
鈴木芳徳「信用理論の基本構造（一）（二）（四）」『経済貿易研究＜研究所年報＞』（神奈川大学経済貿易研究所），No.15, No.16。
滝沢健三『国際金融　通説への批判』東洋経済新報社，1984 年。
滝沢健三『国際通貨入門』有斐閣，1990 年。
鳥谷一生『国際通貨体制と東アジア』ミネルヴァ書房，2010 年。
松井均「複数基軸通貨金為替本位制」論争について…銀行主義原理視点からの発言」小樽商科大学『商学討究』第 40 巻第 3 号。
松井均「基軸通貨制に関する一考察：国内金融メカニズムからのアナロジー」小樽商科大学『商学討究』第 36 巻第 3 号。
藤田誠一「「ドル本位制」と金融政策の国際化」『証券経済』165 号。
野田弘英「健全銀行主義の一考察」『経済学』（東京経大学会誌）253 号，2007 年。
平勝廣「国際通貨」（小野朝男・西村閑也編『国際金融論入門』有斐閣，1989 年，所収）。
平勝廣『最終決済なき国際通貨制度』日本経済評論社，2001 年。
山本栄治「「ドル本位制」下のゲームのルール」（『基軸通貨の交替とドル』有斐閣，1988 年）。

R. クーパー『国際金融システム』HBJ 出版局，1988 年。
R. トリフィン『金とドルの危機』小島・村野監訳，勁草書房，1961 年。
R. I. McKinnon, A new Triparite Monetary Agreement or a Limping Dollar Standard?, Essays in International Finance No.106. Oct., 1974.（楊枝嗣朗訳「新三国通貨協定か　ドル本位制か？」，岩野茂道監訳，現代国際金融融研究会訳『ドル本位制と変動相場制－プリンストン大学金融論集 2－』関西書店，1982 年
R.I.Mckinnon, Money In International Exchange, 鬼塚・工藤・河合訳『国際通貨・金融論』日本経済新聞社，1979 年。
スティーブン・マリス『ドルと世界経済危機』大来佐武郎監訳，東洋経済新報社，1986 年。
P.C. キンドルバーガー『インターナショナルマネー』益戸欽也訳，能率産業大学出版部，1983 年。
P.C. キンドルバーガー『国際経済学』評論社，1978 年。
P.C.Kindleberger,International Capital Movements, Cambridge University Press, 1987.