

## 序文：21世紀の国際通貨システム

河合 正弘<sup>\*1</sup>

第2次世界大戦後の国際通貨システムは、1971年のニクソン・ショックまで、IMF・ブレトンウッズ体制と呼ばれる、金に裏打ちされた米ドルを基軸通貨とする固定為替レート制度を基本としていた。国際通貨システムは、調整期間を経て、1973年に主要先進国を中心に変動為替レート制度に移行した。1975年には米、英、独、仏、伊、日の先進主要6か国が首脳会合を開始し、世界的な政治・経済の課題に対し協同行動をとることで、世界経済の安定的な成長を図ることとした。この会合は、1976年にカナダが参加して、主要7か国首脳会議（G7サミッ

ト）となり、自由・開放的なルールに基づく国際秩序を支える国際政策協調の枠組みとして、重要な役割を果たすことになった。米ドルは、その後も、貿易・投資決済、資産・負債保有、外貨準備、為替安定化のアンカーなど、最も支配的な国際通貨としての役割を果たし続けている。国際通貨システムは、その後も世界経済の構造的変化（発展途上国の対外債務問題、旧社会主義国の市場経済化、経済・金融のグローバル化など）に対応しつつ、柔軟なかたちで機能してきたが、21世紀に入って大きく変容することになった。

### I. 21世紀における国際通貨システムの変容

国際通貨システムの変容の第1は、1999年に完成した欧州の経済通貨同盟（EMU）が軌道に乗り始めたことである。それまでは欧州で各国ごとに異なっていた通貨（独マルク、仏フラン、伊リラ、蘭ギルダーなど）が単一の国際通貨ユーロに統一されたのである。米国に迫る経済規模をもつユーロ地域の出現により、米ドルが支配的な役割を果たしていた世界の通貨システムが、ドルとユーロの2極通貨体制に移ることを印象づけた。ユーロ地域への参加国は発足当初の11か国から、2008年までに15か国に拡大し（その後も拡大を続け2023年には20か国体制になっている）、ユーロ地域外でのユーロの国際的な使用も高まった。

変容の第2は、1997-98年のアジア通貨・金融危機がロシアやブラジルに伝播し、米国の大手ヘッジファンドLTCMの経営危機をもたらすなど先進国にも影響が及び、国際金融システム改革の議論を引き起こしたことである。危機が新興国の通貨・金融危機に端を発していたことから、新興国におけるマクロ経済政策や金融システムの強化が重視された。とりわけ、新興国における適切な為替レート制度の選択、国際資本移動の自由化の手順、国内金融市場の発展・強化が課題だとされた。また、アジア通貨・金融危機に際し、IMFが誤った政策対応を行ったのではないかとこの観点から、IMF改革が進められた。とくに金融支援に伴う融資条件（コ

\*1 財務総合政策研究所特別研究官、東京大学名誉教授

ンディショナリティ)の策定において、危機国の広範な構造問題の是正を対象にするのではなく、マクロ経済的な視点から重要だと考えられる問題に焦点を絞ること、危機国のオーナーシップを重視することとされた。東アジア諸国は通貨・金融危機を教訓に、地域協力を進め、チェンマイ・イニシャチブ、地域経済サーベイランス、アジア債券市場構想に取り組み、通貨・金融危機の再発防止に努めることになった。

グローバルなレベルでは、20か国(G20)財務大臣・中央銀行総裁会合が創設され、先進国だけでなく新興国も参加するかたちで世界経済・金融の安定化をめざして国際協力を進めることになった。さらに、金融市場のサーベイランス・監督を通じて各国の金融システムや国際金融市場の安定化を図る目的で、新たに金融安定化フォーラム(FSF)が設立され、IMF・世界銀行が「金融セクター評価プログラム」(FSAP)を導入して加盟国の金融システムの監視・評価を行うこととし、IMFは新たに危機予防の目的で緊急信用枠(CCL)を導入した。

変容の第3は、米国発のサブプライム危機をきっかけに、世界金融危機(2007-09年)が起きたことである。米国発のサブプライム危機はリーマンショックで頂点に達し、米国の金融システムを大きく傷つけただけでなく、新興諸国(とりわけ、東欧やバルト諸国)から急激な資本流出を促して金融危機を引き起こすなど、世界経済を大きく不安定化させた。それは、一方で、米国の相対的な退潮を印象づけたが、連邦準備制度(FRB)が先進5か国・地域(加, 欧, 日, スイス, 英)や別の9か国(豪, ブラジル, デンマーク, 韓, 墨, NZ, ノルウェー, シンガポール, スウェーデン)の中央銀行に対して、通貨スワップ協定を通じて米ドル流動性を供給することで、国際金融市場の安定性維持に努めた。G20財相・中銀総裁会合に加えて、首脳会合(G20サミット)が新たに設立されて、先進国と新興国が共に世界金融危機に対応することになり、国際金融システム改革の必要性が再び議論された。

今回は、先進国主導で進められてきた政策の透明性、金融規制・監督、会計・監査・破綻法制などの国際基準の改善・強化に重点が置かれるとともに、国際金融機関(IMFなど)の改革がめざされた。とりわけ、銀行部門に関わるバーゼルIIIの枠組みが示されるなど、金融システムに対する規制が国際的なレベルで強化された。米国がFSAPに参加してこなかった現状を踏まえ、全てのG20諸国がFSAPに参加することとした。FSFが金融安定理事会(FSB)に改組され、より多くの新興国の声を取り込むことになった。また、IMFサーベイランスが世界金融危機の早期発見・警告に寄与しなかったことから、サーベイランスの焦点を、従来のマクロ経済分析の枠組みだけでなく、FSAPなどを通じた金融市場の健全性・脆弱性にも当てることとした。IMFのクォータが倍増となり、資金基盤が強化され、かつCCL(2003年に失効)に代るものとして、新たに弾力的信用枠(FCL)や予防的信用枠(PCL)が導入された(PCLは後に予防的流動性枠(PLL)に変更された)。

世界金融危機は欧州に波及して、欧州金融危機を引き起こした。中でもギリシャが深刻な債務危機・経済危機に陥り、ギリシャがユーロ地域から離脱するのではないかと(Grexit)との懸念を生み出し、欧州経済通貨同盟(EMU)の存続そのものを危ぶませた。また、世界金融危機をきっかけに、中国が人民元の国際化に乗り出すとともに、発展途上国向けのインフラ融資を拡大させ、「一帯一路」構想のもとで発展途上国向け公的債権を飛躍的に拡大させた。東アジア地域は、チェンマイ・イニシャチブをマルチ化させ、域内サーベイランス機関であるASEAN+3マクロ経済リサーチオフィス(AMRO)を設立するなど、地域金融協力を強化させた。

変容の第4は、2020年からの新型コロナウイルスの世界的な感染拡大により、世界経済が大きな影響を受けたものの、主要先進国・地域による大規模な金融・財政政策の対応や

IMF・世界銀行による発展途上国支援などにより、国際通貨システムが円滑に機能してきたことである。とくに米国のFRBは、世界金融危機時のように、先進5か国・地域や別の9か国などの中央銀行に米ドル流動性を供給して、国際金融市場の安定化に寄与してきた。また、債務脆弱な発展途上国がコロナ禍で対外債務の返済に困難をきたすようになり、G20の枠組みで、公的債務に対する救済措置が取られている。G20諸国は、まず公的対外債務の返済猶予措置（DSSI）を取り、2022年からは、公的対外債務の再編（債務削減を含む）に取り組むことになった。パリクラブの加盟国でない中国が世界最大の発展途上国向け二国間債権大国になり、かつ、民間債権者の役割も高まっていることから、発展途上国の債務再編は容易でない。とりわけ、中国による発展途上国向け債権の実態が完全に明らかになっていない状況で、多国間での債務国の債務再編交渉を行うことは難しく、債権・債務情報の透明化が喫緊の課題になっている。

変容の第5は、2022年のロシアのウクライナ軍事侵攻により、米欧日が包括的な対口経済・

金融制裁を科したことから、国際通貨システムの分断のリスクが高まったことである。米欧日は、ロシアの主要銀行に対するドル決済の制限・禁止措置、SWIFTからの排除、ロシア中銀の外貨準備の凍結などを通じて、ロシアを国際通貨・金融システムから切り離そうとしてきた。それに対し、ロシアは国際決済・外貨準備通貨としてのドルやユーロに対する依存から脱却し、ルーブルや人民元での国際決済、金や人民元での外貨保有を拡大しつつある。中国も、かねてから、独自の人民元国際決済システム（CIPS）を導入し、デジタル人民元の開発に取り組み、人民元を主要な国際通貨に押し上げることで、米ドルに依存しない国際通貨・金融システムを構築しようとしてきた。そのような中国が、ウクライナ侵攻後、ロシアとの貿易取引（特に原油やガスの輸入）を拡大させ、ロシアとの経済関係を緊密化しつつある。中国の台湾侵攻などで米中対立が決定的なものになれば、国際通貨システムが西側（米欧日を中心としたもの）と東側（中国・ロシアを中心としたもの）に分断する可能性が高まろう。

## II. 本特集の掲載論文の要約

以上のような問題意識の下に、本特集が組まれており、次の8本の論文が収録されている。河合正弘「20年代の国際通貨システム」伊藤宏之・河合正弘「国際通貨体制の変遷：為替レート制度とトリレンマ制度」櫻川昌哉「米ドル一強は持続するのか」伊藤さゆり「国際通貨としてのユーロの過去・現在・将来—コロナ禍、ロシアによるウクライナ侵攻を超えて—」中曾宏・橋本政彦「国際通貨としての円」関根栄一「中国の人民元国際化戦略とデジタル人民元との関係・展望」

福田慎一「新興諸国の通貨制度と経済の安定性：インフレ目標の効果に焦点を当てて」有吉章「国際通貨制度の中のIMF—グローバルゼーションと分断化—」

以下、それぞれの論文を簡単に説明しておきたい。

まず、河合正弘論文「20年代の国際通貨システム」では、国際通貨システムが直面するいくつかの重要な問題が論じられる。本論文は、第2次世界大戦後の国際通貨システムは、1971年のニクソン・ショックを境に第1の変貌を遂げ、1999年には第2の変貌を遂げたとする。第

1の変貌は、ニクソン・ショックまでのIMF・ブレトンウッズ体制と呼ばれる米ドルを基軸通貨とする固定為替レート制度から、1973年に主要先進諸国を中心に変動為替レート制度に移行したことによって生じた。第2の変貌は、1999年に西欧11か国が共通通貨ユーロを創出させて、国際通貨システムを複数基軸通貨制度へと展開させたことで生じた。河合論文によれば、2007-09年には、国際通貨システムの中心国である米国発の世界金融危機が起きたが、最も支配的な国際通貨としての米ドルの機能が損なわれる事態には至っていない。2010-15年の欧州金融危機により、ユーロのもつ制度的な脆弱性が明らかになり、ユーロが世界的な規模で米ドルに匹敵する役割を果たすようになることは容易でないことが示されたからだとされる。中国は世界金融危機以降、増大する経済力・金融力を背景に人民元の国際化を積極的に進め、米国の通貨・金融覇権に対する競争に乗り出している。ロシアも2022年のウクライナ侵攻後の金融制裁により、人民元への傾斜を深めている。しかし、人民元が本格的な国際通貨になるためには、国際資本移動の自由化や開放的で深み・厚みがあり流動性の高い人民元建て金融市場の存在が欠かせず、それには相当の期間を要するとされる。

河合論文は、国際通貨システムの諸類型を固定為替レート制度、変動為替レート制度、協調的通貨制度（欧州通貨制度〔EMS〕と欧州経済通貨同盟〔EMU〕）の3つにまとめ、それぞれの特徴を整理する。次いで、国際通貨システムを支える主要な柱として、通貨の交換性、為替レート制度と金融政策の枠組み、国際通貨の選択、グローバル金融セーフティネットを取り上げて説明する。さらに、国際通貨システムの焦点として、グローバル・インバランスと米国の経常収支赤字、ユーロの導入と欧州金融危機、発展途上国の金融危機・債務危機、中国人民元の国際化、中央銀行デジタル通貨を取り上げて、それぞれについて分析する。最後に、国際通貨システムの将来として、4つのシナリオ

（「新たな米ドル本位制」、 「グローバルな準備通貨制度」、 「多極的な国際通貨システム」、 「国際通貨システムの分断」）を考察し、ユーロ経済通貨同盟の強靱化、アジアにおける準備通貨の創出と金融協力、国際通貨システムの分断のリスクについて検討している。

次いで、伊藤宏之・河合正弘の共同論文「国際通貨体制の変遷：為替レート制度とトリレンマ制度」は、為替レート制度と国際金融のトリレンマ制度に焦点を当てて、数量的な観点から、国際通貨システムの変遷や特徴を明らかにすることを試みる。為替レート制度は、為替レート安定化ないし変動の程度と為替レート安定化のアンカー通貨によって決まり、トリレンマ制度は為替レートの安定性、金融市場の開放度、金融政策の独立性の程度の組み合わせによって決まるとする。為替レートの安定性（ないし変動）の程度とアンカー通貨については、伝統的なFrankel-Weiやその修正版であるKawai-Pontinesの推定式から得られるとする。金融市場の開放度は、各国の対外資産と対外負債の和のGDP比および貿易比によって示すことができるとする。金融政策の独立性は、各国の短期金利が海外金利と国内外の経済要因（国内のGDPギャップやインフレ率、海外の成長率や原油価格）のどちらにどの程度反応するかによって示すことができるとする。トリレンマのいずれの指数も0から1の間をとるものとして測定される。

伊藤・河合論文は、100か国以上の諸国における為替レート制度の分析から、世界全体や世界の各地域における主要通貨圏（米ドル圏、ユーロ圏、英ポンド圏、日本円圏、中国人民元圏）と自由な為替フロート制を採用する経済圏の規模およびその変遷を求めている。また、各国のトリレンマの組み合わせがどのように変化してきたかをトリレンマ三角形に図示することで、直観的な分析も行っている。本論文は、以下のような結果を得ている。第1に、米ドル圏の世界経済シェアは依然として世界最大であるものの、ユーロ圏の出現と近年における人民元圏の急速な台頭により、低下する傾向にある。

同時に、為替フロート制を採用する経済圏の世界シェアは拡大する傾向にある。第2に、一部の例外（ユーロ地域諸国など）を除き、先進国と発展途上国の両者は、トリレンマ制度の選択について、為替レートの柔軟性と金融市場の開放度を高める方向に変化させてきた。今日、自由な為替フロート制、開放的な金融市場、独立した金融政策の維持という「コーナー制度」を採用する国は、先進国と発展途上国の間で広がっている。その一方、安定的な為替レート、閉鎖的な金融市場、独立した金融政策の維持という別の「コーナー制度」を採用する先進国は存在しない。また、安定的な為替レート、開放的な金融市場、独立した金融政策の放棄という3番目の「コーナー制度」を採用する先進国はユーロ地域などに存在するが、それを採用する発展途上国はごく少数に限られる。また、これら3つのコーナー制度以外の組み合わせ（「中間領域」を含む）を選択する国も多い。第3に、先進国と発展途上国の両者に最良のマクロ経済パフォーマンスをもたらすトリレンマ制度は存在しない。

櫻川昌哉論文「米ドル一強は持続するのか」は、国際通貨としての米ドルがどこまで人民元の台頭に耐えられるのかについて論じている。本論文は、その前半部分で、米ドルが国際通貨として独占的な地位をいかにして獲得し維持してきたのかについて、その歴史的経緯を説明し、後半部分で、米国を脅かす挑戦者として登場しつつある中国が米国の通貨覇権を脅かす可能性があるかどうかを考察し、国際通貨システムの今後の行方を探っている。

櫻川論文によれば、米国が通貨覇権を発揮できているのは、米国が自由な国際資本移動、透明性の高い為替レート制度、厚みがあり流動性の高い金融市場、組織された国債市場、独立性の高い金融政策を保持して、質の高い金融市場と市場原理の下で、大量の安全資産を国際的に供給しているからである。この点、中国は、流動性が高くかつ厚みのある金融市場を国内に備えておらず、対外的な流通に耐える安全資産を

海外に供給できる段階には達していないとされる。中国は、米国の覇権に対峙するために、軍事、外交、貿易、先端技術の分野で米国と対立を深めているが、もっとも出遅れているのが通貨の分野である。中国の人民元が米ドルに並ぶあるいは凌駕する国際通貨になるためには、資本移動規制を撤廃し、為替政策の透明性を高める必要があるが、中国は、2015年の上海株式暴落や2021年の恒大集団の過剰債務問題にみられる住宅バブルなど国内金融市場の不安定性を抱えており、簡単には金融自由化に踏み切れないとされる。そのため、中国政府が広範な金融制度改革を実施して市場原理を尊重する姿勢をみせないかぎり、外国人投資家は人民元建ての資産を持つとせず、貯蓄手段としての魅力がない人民元は国際通貨として限界がある。このような観点から、櫻川論文は、中国が米ドルを中心とする国際通貨システムを覆すのはいまのところ難しく、むしろ住宅バブルの崩壊で経済が失速すると、通貨覇権を唱える政策自体が修正を余儀なくされる懸念があると結論付けている。

伊藤さゆり論文「国際通貨としてのユーロの過去・現在・将来—コロナ禍、ロシアによるウクライナ侵攻を超えて—」は、コロナ禍とロシアのウクライナ侵攻を経たユーロにとっての課題について分析している。伊藤論文によれば、1999年に導入された共通通貨ユーロは、欧州金融危機など困難な時期を経て現在に至るまで、米ドルに次ぐ国際通貨としての地位を維持してきた。ユーロ地域は信用力の低い小国の新規加盟による拡大が続き、EUを取り巻く環境変化への対応策として、国際通貨としての役割強化を打ち出すようになったとされる。新型コロナウイルスの感染拡大による経済危機に対して、欧州金融危機時の経験を教訓に、EU各国は大規模な財政拡張に踏み出し、ECBも大胆な金融緩和策で対応してきた。EUは「復興基金」を創設して共通財源を大幅に強化し、コロナ危機による長期的な影響を最小化することに努めてきた。

伊藤論文は、さらに、EUは、ロシアによるウクライナ侵攻への対応で、米英日とともに対口経済・金融制裁を発動したが、ユーロを制裁手段の1つとしたため、国際通貨としてのユーロの強化が損なわれるリスクがあるとしている。ただし、ウクライナ侵攻は、ユーロの持続可能性への不安に発展するリスクともなり得るし、統合深化を促す契機ともなり得るとする。EUにとっての政策上の優先課題は、防衛力拡充、エネルギー安全保障、経済安全保障となり、その実現には多額の投資を要するが、共通財源を強化して対応しようとはしていないと評価する。伊藤論文は、EUのエネルギー危機対策については、的が絞りが切れておらず、EU内では内容や規模にばらつきがあり、独仏の両大国による補助金の利用が目立つなど、理想的な対応とは言い難いと懐疑的である。ECBは「中期的な物価安定」のために金融政策の正常化を進めつつ、利回り格差の拡大という「分断化」に対処するツールは備えるが、エネルギー危機に付随する非対称的ショックには対応できないので、政治レベルでの協調的な取り組みが必要だとしている。

伊藤論文は、ユーロの将来について、ウクライナのEU加盟やユーロ導入を見通すことは難しいが、EUとユーロはウクライナの復興で重要な役割を果たすことになるだろうとみる。デジタル・ユーロへの取り組みが示すとおり、ユーロの役割を高めることで戦略的自立を追求する方針が維持されていることを確認する。今後も、紆余曲折はあっても、ユーロを守るために必要な政治合意が積み重ねられ、ユーロは「欧州の基軸通貨」としての様相を強めて行く一方、グローバル化の後退で、欧州を超えたユーロの国際的な役割の拡大は制約されると予測する。最後に、ユーロはドルに次ぎ、人民元を上回る国際通貨として踏みとどまるが、人民元との差は着実に縮まって行く結論付けている。

中曽宏・橋本政彦共同論文「国際通貨としての円」は、円の国際化と東京などの国際金融センター構想について論じている。この論文は、

国際通貨としての円の役割は劇的に拡大していないものの、日本の経済規模の相対的低下に比べれば相応の地位を維持していると評価している。また、世界金融危機以降、邦銀が基軸通貨であるドル建てを中心とする国際金融仲介業務の最大の担い手となった点、中央銀行間スワップ網が創設されたことで円など主要通貨が非常時においてもドルへの転換が担保されることになった点を踏まえ、円がドル基軸通貨体制を補完する国際通貨としての役割を果たすようになっているとする。ドルの基軸通貨としての役割に当分は陰りが見えない中、円が独自に国際通貨としての存在感を増していくことは考えにくいだが、円が今後とも一定の役割を果たし続けていくとしている。

中曽・橋本論文は、現在進行中の日本の国際金融都市構想が、円の国際通貨としての役割を後押ししていくことになると予測する。東京など国際金融センターが、国内外の企業のファイナンスの場として機能していくことは、アジア太平洋地域の企業の資金調達を支えることを通じて同地域の持続的経済発展に寄与する。その一方で、円が国際通貨としての機能を適切に発揮していくためには、決済システムなどの基幹インフラの高度化や、東京市場での資金調達手段の多様化が課題であると指摘している。日本経済の持続的発展に向けて、金融面からは、日本の金融機関、円、国際金融センターの役割を一体的に捉えた上で、課題克服に向けて対処していく必要があると結論付けている。

関根栄一論文「中国の人民元国際化戦略とデジタル人民元との関係・展望」は、21世紀に入ってから人民元の国際化の歩みを分析している。本論文によれば、中国による人民元の国際化は、世界金融危機を機に、2009年から人民元建て貿易決済の導入という形で始動し、2015年の国際通貨基金（IMF）の特別引出権（SDR）構成通貨への採用決定に向けて戦略的に進められた。この間、人民元クリアリング銀行の設置、人民元建て通貨スワップ協定の締結、人民元建て適格外国機関投資家（RQFII）の運用枠の配

分、越境証券投資に関する香港との相互取引制度（コネクト）といった中国独自のやり方で、人民元の国際化が進められた。2015年の為替レート制度改革後、一時、中国は大量の資本流出に見舞われたが、人民元国際化の方針そのものに変更はなく、越境証券取引の制度改善も進められているとしている。デジタル人民元については、国内のリテール向けがメインである一方、国際決済に向けた共同研究も進められている。

関根論文は、人民元の国際化を進める上での課題として、ゼロコロナ政策により減少した外国人による対内投資（とくに株式投資）を回復させていくこと、ロシアのウクライナ侵攻を機に人民元建て決済が拡大する中で米欧からの二次制裁を回避していくことを挙げている。中国はIMF等のグローバルな枠組みやBRICSなどの新興国間金融協力の枠組みの中で人民元の存在感を高めていく戦略を掲げるが、人民元の国際化を更に進めるためには、国際資本移動の規制緩和を実行しつつ、自国の金融政策と為替政策に配慮したかたちで国際金融のトリレンマを解決していく必要があると結論づけている。

福田慎一論文「新興諸国の通貨制度と経済の安定性：インフレ目標の効果に焦点を当てて」は、新興国の通貨制度（為替レート制度と金融政策の枠組み）がそのマクロ経済パフォーマンスに及ぼす影響について計量的な分析を行っている。新興国経済がもつ潜在的な成長力は、先進国経済のそれを大きく上回る一方、その経済基盤は依然として脆弱で、これまでもしばしば深刻な金融危機に見舞われてきた。このため、多くの新興国では、自国通貨に対する信認を高め、持続的な成長を実現することが大きな課題だった。福田論文は、こうした点を踏まえ、2000年代後半以降の新興国を対象として、通貨制度のあり方が「経済成長率」、「為替レートの減価率」、「インフレ率」という3つのマクロ経済パフォーマンスにいかなる影響を与えてきたかを分析している。その際、変動為替レート制や固定為替レート制といった伝統的な為替レート制度だけでなく、インフレ目標や為替レート・アンカー

といった金融政策の枠組みの効果についても比較検討している。

福田論文は、分析の結果、固定為替レート制や為替レート・アンカー制は、為替レートの減価やインフレ率の上昇を抑える効果があった一方で、経済成長を低下させる傾向があったことを示している。その一方、金融政策の枠組みとしてのインフレ目標は、変動為替レート制と同様に、経済成長を低下させなかっただけでなく、単なる変動為替レート制とは異なり、為替レートの減価やインフレ率の上昇を抑える効果があったことを見出している。この結果は、近年新興国で増えつつあるインフレ目標採用国が、変動為替レート制採用国と同様に、金融政策に自由度を持たせることで高い経済成長を実現すると同時に、インフレ目標にコミットすることによって単なる変動為替レート制採用国よりも安定したインフレ率を実現してきたことを示唆するとしている。ただし、インフレ目標を導入した直後の効果を見た場合、インフレ目標には成長促進効果はあったものの、インフレ抑制効果はそれほど大きくなかったとしている。福田論文は、最後に、インフレ目標による短期的な変動（ボラティリティ）の抑制効果については、成長率に関してはある程度観察されたものの、為替レートやインフレ率に関してはさほど有意には観察されなかったと結論付けている。

有吉章論文「国際通貨制度の中のIMF—グローバルリザーブと分断化—」は、過去数十年間に及ぶIMFの役割の変遷について論じ、今後の課題を指摘している。本論文は、第二次世界大戦後のIMF・ブレトンウッズ体制において、IMFが国際通貨制度の中で中核的な役割を担っていたとする。すなわち、加盟国における経常勘定に対する為替制限の撤廃を促すこと、安定的な為替レートを実現させること、基礎的不均衡を是正するための平価調整を促すこと、必要に応じた短期金融支援を行うとともに被支援国の政策調整を促すこと——などである。しかし、IMFは近年の複数通貨制とグローバルな金融システムへの移行という環境変化に

対し、適応を迫られてきたとする。IMFの国際通貨制度上の役割は、緊急時の国際流動性支援に特化した限定的なものになる一方、援助機関としての役割が拡大するなど伝統的なマクロ・為替政策以外の分野への傾斜が強まっていると評価する。IMFは専ら分析と提言を通じて影響力を発揮することとなったが、そのためには十分な専門性を有し、広く信頼と支持を得ていることが必要であるとする。

有吉論文は、今後の国際通貨金融面のリスクとしてグローバル化した金融システムから生じるものを重視するが、この面でIMFが十分な専門性を有しているとは言い難いと指摘してい

る。また、国際政治情勢はIMFへの広範な支持獲得に影を落としているとも論じている。IMFは、現在の国際通貨制度を支える金融システムに関する専門性を高める必要があり、国際決済銀行（BIS）やFSBなどとの協力・連携も欠かせないとする。有吉論文は、国際通貨制度の今後を展望して、国際政治面から分断化のリスクを抱えているとし、国際通貨制度の協議の場としての役割を維持し、グローバルな国際金融機関として知的リーダーシップと求心力を発揮し続け、市民社会からも広範な支持を得ていくことがIMFにとって大きな課題であると結論づけている。