

2020年代の国際通貨システム

河合 正弘^{*1}

要 約

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・ショックを境に大きく変貌した。それまでの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から、1973年以降、主要先進諸国を中心に変動為替レート制に移行したからである。国際通貨システムは、1999年の西欧11か国による共通通貨ユーロの創出によって、複数基軸通貨制度へと展開し、第2の変貌を遂げるようになった。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。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考えられる。

本稿では、まず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〕とユーロの経済通貨同盟〔EMU〕）の3つにまとめ、それぞれの特徴を整理する。次いで、国際通貨システムの主要な柱として、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分析する。最後に、国際通貨システムの将来として4つの将来シナリオ（「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」）を挙げ、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論じる。

キーワード：国際通貨システム、通貨の交換性、グローバル金融セーフティネット、グローバル・インバランス、欧州経済通貨同盟（EMU）、人民元の国際化、金融危機・債務危機、中央銀行デジタル通貨、アジアの通貨・金融協力、国際通貨システムの分断

JEL Classification : F31, F32, F33, F34, F38, F42

* 1 財務総合政策研究所特別研究官，東京大学名誉教授

I. はじめに

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・ショックを境に大きく変貌した。それは1971年まではIMF・ブレトンウッズ体制と呼ばれ、米ドルを唯一の世界的な基軸通貨とした固定為替レート制だったが¹⁾、1971-72年の調整期を経て、1973年以降は主要先進諸国を中心に為替レートの決定を市場に委ねる変動為替レート制に移行した。ただし、変動レート制への移行後も、米ドルは最も支配的な国際通貨——貿易取引や資本取引のインボイス・決済通貨、公的準備資産通貨、アンカー通貨（為替レート安定化の対象通貨）——として機能し続けてきた。米国は1980年代以来、巨額の経常収支赤字を計上し、世界最大の対外純負債国になったものの、事実上の基軸通貨としてのドルの地位は揺らぐことがなかった。

しかし1999年には、西欧11か国による共通通貨ユーロの創出によって、国際通貨システムは第2の変貌を遂げることになった²⁾。西欧諸国は1993年に市場統合を完成させて、米国の経済規模に匹敵する欧州連合（EU）を発足させ、次いでその加盟国の大半がドルに挑戦しうる新たな国際通貨ユーロを創出し、世界の通貨システムを複数基軸通貨制度へと転換させたのである。他の先進諸国（日本、英国、カナダ、オーストラリア等）はそれぞれ通貨価値をドルやユーロにフロートさせているものの、これら2大通貨に匹敵する国際通貨を供給しているわけではない。日本円と英ポンドはドル、ユーロ

に次ぐ国際通貨であるが、円はアジアにおける地域的な基軸通貨としての役割を担っておらず、英ポンドもかつての基軸通貨としての機能を失っている。

米国では、2000年代前半から住宅価格の上昇を背景にサブプライム・ローンが拡大し、その証券化商品が世界的な規模で販売されていたが、住宅価格が2006年央にピークアウトして下落を始めると、サブプライム・ローンの返済に行き詰まる借手が累増し始めた。2007年にサブプライム危機が顕在化し、2008年9月にリーマンショックが起こると、危機の深刻さが認識されて世界的な規模で流動性不足が広がった。世界の金融機関・投資家が米ドルの流動性を必要としていた中で、米国の金融機関が世界中から一気にドル資金を引き揚げたこともあり、世界金融危機（2007-09年）となった。海外資本に依存していた多くの先進国・新興国が急激な資本流出と流動性不足に直面し、金融危機に陥った。国際通貨システムを支える中心国である米国で金融危機が起き、それが世界の金融市場に深刻な影響を与えたのである。危機に対応するための米国の金融政策（ゼロ金利政策や量的緩和政策）とその後の政策転換は、発展途上国の資本流入と流出のサイクルを生み出し、テーパータントラムなどの混乱を引き起こした。

世界金融危機に面した欧州では、ハンガリー、ウクライナ、バルト3国などが資本流出による

1) 国際通貨とは、貿易・投資・金融面で開放的な先進国によって供給される国民通貨で、国際貿易・投資・金融取引や資産・負債のストック保有に用いられる通貨である。具体的には、資本勘定における為替管理を廃止して交換性を達成している国の通貨を指す。主要な国際通貨のうち、他の諸国によって為替レート安定化や公的準備資産保有の対象になるものは基軸通貨と呼ばれる。詳しくは、河合（1994a、第8章）を参照のこと。

2) 2001年にはギリシャが参加してユーロ地域は12か国体制となり、その後も段階的に参加国が増大し2015年に19か国になり、2023年1月にはクロアチアが加わり、ユーロ地域は20か国体制になった。

外貨準備の枯渇で通貨・金融危機に陥った。また、先進国であるアイスランド、アイルランド、スペイン、ポルトガルなどが海外マネーの流出や不動産バブルの破裂で金融危機に陥った。なかでもギリシャは、財政の不透明性を機に、極めて深刻な債務危機に陥り、「ユーロ地域からの離脱」(Grexit)の可能性が論じられるようになり、ユーロの経済通貨同盟が制度的な脆弱性をもつことが明らかになった。ユーロの発足後10年ほどで、ユーロ地域は最大の危機に面したといつてよい。

東アジア地域では、貿易・投資を通じた経済統合が進み、自律的な経済圏としての性格を備えてきた。また、中国がめざましい躍進・成長を遂げ、2010年には日本経済の規模を上回るとともに、人民元の国際化を積極的に進めた。東アジア諸国の多くは、アジア通貨危機(1997-98年)の時期まで事実上の対ドル・ペッグ制を採用していたが、危機後はそこから次第に離れ、為替レートの柔軟性を高めてきた。ただし、これら諸国は依然として米ドルを為替安定化のアンカー通貨としている。東アジア諸国は、欧州のように新たな地域通貨圏を作り出す経済的・政治的な条件を持ち合わせていないが、様々な公式・非公式の通貨バスケットに基づく管理フロート制、自由フロート制を採用している。各国の通貨バスケットにおいては、米ドルのウェイトが依然として高いが、次第に人民元のウェイトが上昇しつつある。東アジアにおいては、このまま人民元の国際的な使用が高まり、人民元圏ができていくのだろうか、それとも米ドルの役割が維持されるのだろうか、日本円の役割はどこにあるのだろうか。本稿では、こうした問題意識から、2020年代以降の国際通貨体制を展望してみたい。

円滑に機能する国際通貨システムは、世界経済の安定のための国際公共財だといえる。たとえば、為替レートの不安定性の回避、円滑な經常収支不均衡の調整、通貨・金融・債務危機への適切な対応、平時・危機時における世界経済への十分な国際流動性の供給などグローバルな

公共財としての役割を担っている。これまでの国際通貨システムは、アジア通貨危機、世界金融危機、ユーロ金融危機、新型コロナウイルスの感染拡大による経済危機などに、完全ではないにしても、ある程度効果的に対応してきた。とはいえ、国際通貨システムの絶え間ない改革は必要である。為替レートや国際資本フローのボラティリティが高まる中で、新興諸国の通貨・金融危機が頻発しており、危機の防止・対応・解消に向けた態勢強化が必要とされている。グローバル・インバランスの問題が再発する可能性があり、その是正をどう図るかという課題が残されている。ユーロ地域も、経済通貨同盟の強化のために、さらなる制度改革を必要としている。多くの発展途上国は、対外債務を累増させる中で、いかに債務の維持可能性を確保し、経済を成長軌道に乗せていくかという課題に直面している。米国の連邦準備制度理事会(FRB: Federal Reserve Board)は、自国経済の安定化をめざして金融政策を運営し、その結果ドルレートが変動するが、自国の事情を優先するあまり、他国への波及効果に考慮を払わない可能性があるため、米国の意思決定をグローバルな観点から最適化させるための枠組みが望ましい。さらに、2022年2月のロシアによるウクライナ侵攻を契機に、米欧日はロシアの銀行のSWIFTからの排除やロシア中銀の外貨準備資産の凍結など包括的な対ロ金融制裁を科して、ロシアを西側の国際通貨・金融システムから切り離そうとしている。そのことは、将来的に、国際通貨システムが西側と東側(ロシア・中国など)に分断される可能性があることを示唆しているが、国際公共財としての国際通貨システムの役割をどう維持していくかという問題がある。

以上の点を踏まえ、本稿は以下のように構成されている。第Ⅱ節では、まず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、協調的通貨制度の3つにまとめ、それぞれの特徴を整理する。第Ⅲ節では、国際通貨システムの主要な柱として、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。第Ⅳ節では、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

取り上げて分析する。第Ⅴ節では、国際通貨システムの将来として、まず4つの将来シナリオを挙げ、次いでユーロの経済通貨同盟の強硬化、アジアにおける通貨・金融協力と準備資産の創出、国際通貨システムの分断のリスクについて論じる。第Ⅵ節では全体の結論を述べる。

Ⅱ. 国際通貨システムの諸類型

「国際通貨システム」は極めて広い概念であり、「公的部門・民間部門による国際的な通貨・金融取引を規定する公式・非公式のルール・枠組み・慣行」と定義される³⁾。国際通貨システムに関する議論は、為替レート制度、国際通貨・国際流動性の供給、国際資本移動の程度、国際収支の調整メカニズム、n-1問題、システムの対称性・非対称性、国際金融のトリレンマなどの視点から、検討されてきた。国際通貨システムの目的は、各国間の財・サービス・資本の国際取引を円滑なものにし、かつ各国の金融システムの安定性を確保しつつ、世界経済の成長と物価安定を促すための通貨的な枠組みを提供することにある。つまり、国際貿易・投資・金融取引が安定的に成長するための、国際通貨上のルール・枠組み・慣行を整えることが国際通貨システムの役割だと言える⁴⁾。

表1は、以上のような観点から、国際通貨システムのプロトタイプ——過去及び現存の制度の類型化——を示したものである。表では、国際通貨システムにおけるn-1問題の解決、トリレンマ（為替レートの安定性、資本移動の自由度、金融政策の自立性）への対応、システムの対称性といった特性が重視されており、さらに主要な国際通貨として機能していた（あるいは

現在機能している）ものが示されている。これらの特性が存在するものには○印を、存在しないものには×印をつけており、その両者を兼ね備えたものないし中間的なものには△印をつけている（この判断は必ずしも厳格なものではなく一応の目安である）。

固定為替レート制度

表では、固定為替レート制に基づく国際通貨システムとして、かつての国際金本位制とIMFブレトンウッズ体制の2つが挙げられている。国際金本位制は、各国の中央銀行が一定の金平価の下で自国通貨の金兌換を保証することを通じて、各通貨間の為替レートが金現送点の範囲内に限定される通貨制度である。金本位制の「ゲームのルール」の下では、為替レート設定上のn-1問題は存在しない。国際収支の黒字・赤字は、自由な資本移動の下で金の流入・流出を引き起こして、自動的に（中央銀行が金不胎化政策を採用しない限り）マネーサプライを増減させ、国内の価格水準を上昇・下落させて国際収支を調整するとされた（デビッドヒュームの物価・正貨移動のメカニズム）。このような金本位制は各国にとって概ね対称的な形で機能した。

3) この定義はCooper (1987, p.223) によるものである。ただし、彼の定義には「公的部門」しか含まれておらず、「民間部門」は含まれていない。

4) 以下は、河合 (1994a, 第8章) を近年の展開を踏まえてアップデートしたものである。

表1 国際通貨システムの諸類型

国際通貨システム		特性	n-1 問題 の解決	為替レート の安定性	資本移動の 自由度	金融政策 の自立性	対称性	主要な国際通貨
固定為替 レート制度	金本位制 (1879-1913)		○	○	○	×	○	金, 英ポンド
	IMF・ブレトンウッズ体制 (1945-1971)		○	○	×	○	×	米ドル
変動為替 レート制度	両大戦間期の管理フロート 制 (1919-25, 1931-36)		×	×	△	○	△	英ポンド, 米 ドル
	現行の管理フロート制 (1973- 現在)		△	△	△	△	△	米ドル
	現行の自由フロート制 (1973- 現在)		○	×	○	○	△	米ドル
協調的 通貨制度	欧州通貨制度 (EMS) (1979-1998)		○	○ [対域外×]	△	△ [対域外○]	△	独マルク, 米 ドル
	経済通貨同盟 (EMU) (1999- 現在)		○	○ [対域外×]	○	×	○ [対域外○]	ユーロ, 米ド ル

注：○印はそれぞれの特性が備わっていること、×印は備わっていないこと、△印はその両者を兼ね備えているか中間的なものであることを意味する。協調的通貨制度における〔 〕内は域外の通貨・中央銀行に対する特性。

出所：筆者が河合（1994a, 第8章）の表8-2を近年の展開を踏まえてアップデートしたもの。

ただ実際には、国際金本位制の最盛期（1879-1913年）においてすら、教科書的な「自動調整メカニズム」が働いていたわけでも、各国が完全に対称的な形で金本位制を維持していたわけでもない。まず、各国の中央銀行は、国際収支赤字・金流出時には金利を引き上げて金流出を抑制し、国際収支黒字・金流入時には金利を引き下げて金流入を抑制する政策を取り、それを通じて国際収支の調整を図っていた。各国はロンドンに保有するポンド残高を用いて国際取引・決済を行っており、ポンド残高の供給量は、金本位制の制約のもとでイングランド銀行によってコントロールされていた。イングランド銀行は、国際金融市場に大きな影響力を持っていたため、世界の金利水準の動向を規定し、各国の短期金利はロンドン金利を媒介に互いに連動していた。このようにイギリスは世界の金利水準を決める、非対称的な立場にあったが、国内景気や雇用に配慮した独自の金融政策を追求できたわけではなかった。その意味で、金本位制が持つ「対称性」は、基本的に確保さ

れていたと言ってよい。

IMF・ブレトンウッズ体制は、第二次大戦後に作り出された国際通貨システムの枠組みである。この体制は、米国の圧倒的な経済力と金保有高を背景に、非対称的な固定為替レート制度として機能することになった。すなわち、米国は金平価（金1オンス=35ドル）を維持しつつ、国内均衡（物価安定、安定成長、高雇用の実現）を追求する一方、米国以外のn-1か国は、対ドル平価を設定・維持して（変動幅は±1%）米国の低インフレを輸入しつつ、対外均衡（中期的に維持可能な国際収支の実現）を追求した。それは、米国が為替レートや国際収支のターゲットを持たず、残りのn-1か国の為替レート政策と国際収支政策の帰結を受け入れて「n番目の国」としての役割を果たすことでn-1問題を解決する通貨システムだった。ただし、この通貨制度は、各国に「基礎的不均衡」が生じたときに、それを是正する目的での平価変更を認めたので、厳格な固定レート制ではなく、「調整可能なくぎ付け制度」（adjustable peg）と

呼ばれた。

IMF・ブレトンウッズ体制は、自由・無差別・多角的な決済制度を樹立することを目指したが、戦前の国際短期資本移動（ホットマネー）が攪乱的なものだったという認識から、資本取引規制や資本勘定に関する為替制限については、これを認めた。そのため、国際資本移動は完全に自由なものではなく、米国など先進数か国以外の諸国は、固定レート制の維持を脅かさない範囲内で、ある程度自立した金融政策を追求することが可能だった。

変動為替レート制度

変動為替レート制度は、通貨当局が頻繁に市場介入を行って為替レートの大幅な変動を避けようとする管理フロート制と、市場介入を最小限のものに抑え為替レートの決定を基本的に市場に委ねる自由フロート制とに分けられる。表では、両大戦間期の管理フロート制、および現行の管理フロート制と自由フロート制が取り上げられている。

両大戦間期の管理フロート制は、第一次大戦終結からイギリスが金本位制に復帰するまでの時期（1919-25年）と、再建金本位制崩壊の後、3国通貨協定が締結されるまでの時期（1931-36年）に採用された。この2つの時期に、為替レートはフロートしていたが、各国当局が市場介入・為替操作を行う傾向が強かった。特に再建金本位制崩壊後の時期は、近隣窮乏化的な為替切り下げ競争と通貨ブロックの形成によって特徴づけられた。各国とも、為替レートを操作することで、自国の利益（雇用確保、国際収支黒字の実現）の追求を優先したことから、n-1問題が深刻な形で現れた。当局による非協力的な為替レート管理が、国際通貨システムの分断（為替制限など）と国際貿易の継続的な縮小をもたらした。

1973年以降の変動為替レート制は、「ノンシステム」（Williamson 1976）と呼ばれることがある。レートの形成が市場実勢に委ねられているだけでなく、国際通貨の供給や国際収支の調

整に関するルールが確立されていないからである。ただし、為替市場介入に関しては一定の基準があり、近隣窮乏化的な為替レート操作を行うことが禁じられている。各国は、マネーサプライないし金利を中間目標とした金融政策を運営してきたため、これまでのところn-1問題は顕在化することがなかった。また国際政策協調の枠組みも、国際通貨基金（IMF）や主要先進7か国首脳会合（G7サミット）、金融・世界経済に関する首脳会合（G20サミット）を中心に形成されてきたこともあり、1930年代のような混乱に陥ってはいない。

ただし、現在多くの発展途上国が採用している管理フロート制の下では、各国当局が為替レートの大幅な変動や一方向への為替レートの動きを抑えるべく為替市場介入を行っているため、各国通貨と米ドル（国によってはユーロ）の間に非対称性が存在する。大半の通貨当局は、依然として米ドルを準備通貨として保有し、対ドルレートを安定化させようとする一方で、民間の経済主体も、米ドルを最も重要な国際通貨とみなして使用・保有してきたからである。

先進国の大半と一部の発展途上国が採用している自由フロート制は、各国通貨当局が為替レートの決定を基本的に市場実勢に委ねるため、n-1問題を引き起こさず、対称的な通貨システムに近いものである。各国は、自由な資本移動の下で、為替レートの乱高下やミスアライメントを経験することがありうるものの、金融政策の自立性を確保できる。ただし、米ドルが支配的な国際通貨として機能していることから、米国のマクロ経済状況や経済政策（とりわけ金融政策）の変更などの影響を受けざるをえず、完全な対称性が得られていない。また、米国には経常収支不均衡を調整するためのマクロ政策「節度」が課されにくい。

協調的な通貨制度

欧州においては、協調的な通貨制度が構築されてきた。スネーク制度が1970年代初めに導入され、次いで欧州通貨制度（EMS：European

Monetary System), 経済通貨同盟 (EMU: Economic and Monetary Union) の設立へとつながった。1971年8月のニクソン・ショック後、先進10か国は同年12月に新たな固定レート制に関するスミソニアン合意に達した。この合意では、米ドルが円やマルクに対して切り下げられるとともに、各通貨の対ドル中心レートに対する変動幅がそれまでの $\pm 1\%$ から $\pm 2.25\%$ に拡大された。しかし、欧州共同体加盟諸国は域内の為替安定を図るため、相互の間の為替レート許容変動幅をスミソニアン合意の半分に縮小することとし、「スネーク制度」を採用した。スネーク制度は1979年3月まで約7年存続した後、EMSにとって代わられた。表ではEMSとEMUが取り上げられている。

EMSは、為替レートメカニズム (ERM: Exchange Rate Mechanism) と呼ばれる為替市場介入ルールによって支えられたもので、欧州諸国が域外諸国に対して共同フロートを取りつつも、域内では調整可能な形での為替レートの安定化を図る取り決めだった。ERMの為替市場介入ルールでは、二国間の為替レートが変動マージン ($\pm 2.25\%$ 、例外的に $\pm 6\%$) の上限ないし下限に近付くと、これら両国が対称的な形で為替市場介入を行い、マクロ政策を運営することとされていた。しかし実際には、ドイツとそれ以外の諸国との間での非対称性が目立つようになった。通貨価値の下落は独マルクに対する場合が大半で、変動マージン内で市場介入を行うのはドイツではなく、ドイツ以外のが為替が下落した国であることが多かったからである。そのため、ドイツの中央銀行であるブンデスバンクがEMS全体の金融政策を設定する役割を果たし、独マルクが最も重要な域内通貨として機能した。その意味でEMSは、独マルクを中心に形成された、非対称的な通貨制度だったと言える。

EMSは1990年1月までに12回のリアライメント (通貨調整) を経験したが、1990年代初めにはイギリスなどがERMへの参加を果たすとともに、資本移動規制がほぼ完全に撤廃さ

れ、金融サービスの自由化も進められた。しかしこの時期に欧州通貨危機 (1992-93年) が起こり、イタリアとイギリスがERMから離脱し (1992年9月)、1993年にはドイツとオランダを除き変動幅が 15% に拡大した。その後、通貨危機は収まり、イタリアは1996年にERMに復帰したが、英国は復帰することがなかった。

1999年にはEU加盟11か国が単一通貨ユーロを導入し、単一中央銀行である欧州中央銀行 (ECB: European Central Bank) を設立することで、EMUが発足した。ユーロの導入で域内の為替レートは完全に安定したが、ユーロは他の主要通貨に対してフロートすることになった。それぞれの加盟国は金融政策手段を失ったが、ユーロ地域全体としては共通の独立した金融政策を備えることになった。EMUがERMと決定的に異なる点は、それが複数通貨を前提にした固定レート制ではなく、単一の中央銀行の下での協調的な通貨制度であり、従って、非対称的な固定レート制でなく、対称的な固定レート制だということである。ドイツはERMの下で、自由な資本移動と安定的な為替レートを享受しつつ、相対的に自立した金融政策を運営することができ、「国際金融のトリレンマ」の制約を強く受けないという非対称的な立場にあった。そうしたドイツがEMUに参加することは、自立した金融政策を失うことを意味したが、その一方で、多様な経済を含むユーロ地域に入ることで、恒常的な為替切り上げ圧力や対ドル・レート的大幅な変動が自国経済に与える影響を小さくできるという便益を得ることができた。

Ⅲ. 国際通貨システムの主要な柱

国際通貨システムとは、経常取引と資本取引の自由化の程度、為替レート制度、国際通貨（国際流動性を含む）の供給メカニズム、国際収支の調整方式、ならびにそれらを国際的に監視・調整する枠組みや機関の総体を意味する⁵⁾。国際通貨システムはグローバルな公共財としての役割を果たすものであり、世界経済の安定と成長に寄与することが期待されている。そのためには、システムが円滑に機能するよう世界各国が協調することが求められる。こうした観点から、本節では、国際通貨システムを支える柱として、通貨の交換性、為替レート制度と金融政策、国際通貨の選択、グローバル金融セーフティネットについて、現状をデータで押さえつつ説明する。

Ⅲ-1. 通貨の交換性：経常勘定・資本勘定における為替の自由化

国際経済取引が活発なかたちで進められるためには、経常取引・資本取引が自由化されることが望ましい。為替面からそれを支えるのが、経常勘定・資本勘定における各国通貨の交換性の樹立である。通貨の交換性とは「居住者・非居住者のいずれもが、財・サービス・資産の国際取引を行う目的で、各国通貨と外貨（とくに米ドル・ユーロなど主要な国際通貨）を為替市場で自由に売買できる状態」を指す。つまり、国際経済取引から派生する外貨取引に何らの制限が課されない状態である。通貨の交換性は国際通貨システムの円滑な機能にとって欠かせない

い第1の柱といえる。

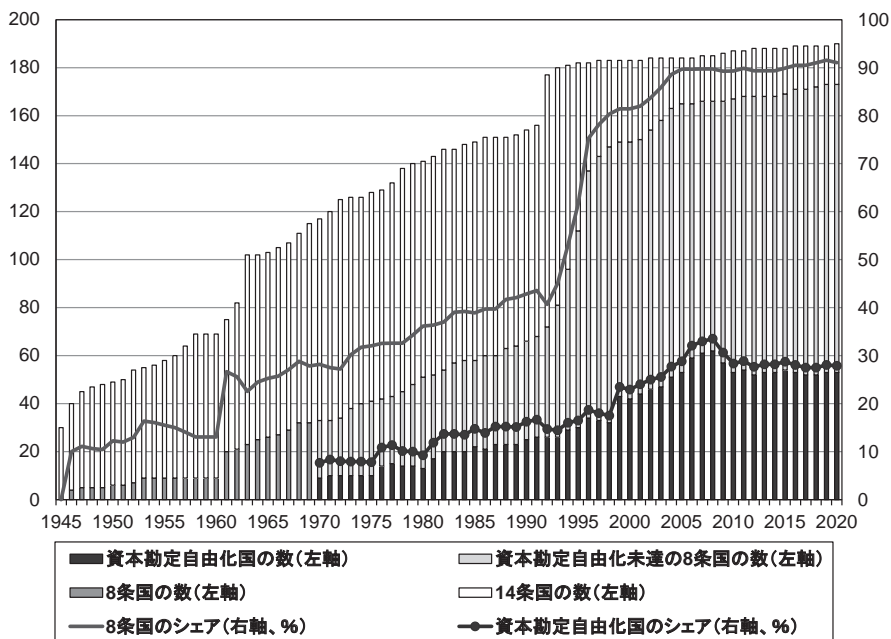
通貨の交換性には、経常勘定における交換性と資本勘定における交換性がある。前者は、経常勘定取引（財・サービスの輸出入貿易や貿易外取引）を行う目的で、後者は資本勘定取引（直接投資、証券投資、銀行間取引など）を行う目的で、それぞれ各国通貨と外貨を自由に売買できることを意味する。IMF加盟国は、経常取引における通貨の交換性を実現させる義務を負っており、その義務を果たせない国は為替制限の撤廃に取り組む必要がある。現在のところ、IMF加盟国は資本取引における交換性を実現させる義務を負っていないが、経済協力開発機構（OECD：Organization for Economic Cooperation and Development）に加盟すると、資本移動および貿易外取引の自由化規約に沿った資本取引の自由化に努める必要があり、事実上、資本勘定における通貨の交換性を実現させることが求められる。

図1は、IMF加盟国、経常取引に関する為替制限を維持している14条国、経常取引に関する為替制限を撤廃した8条国、8条国のうち資本勘定取引に関する制限を自由化した国のそれぞれの数、及び8条国と資本勘定自由化国のシェアの推移を示している。IMF協定は、第8条で加盟国の経常取引に対する為替制限を禁止しており、その義務の履行を受諾している国が8条国と呼ばれる⁶⁾。また、第8条を履行することが困難な国については第14条で例外を認めており、第8条の義務の履行を受諾できてい

5) IMF (2016a) は、国際通貨制度とは、①為替レートと為替レート制度、②経常取引に関わる決済と移転、③国際資本移動、④国際流動性の供給と利用（アクセス）に影響を及ぼすルール・メカニズム・慣習およびそれらを規制する機関の総体を指すとしている。

6) IMF協定第8条は、①経常取引に対する為替制限の撤廃、②複数為替レート制度など差別的通貨措置の禁止、③他の加盟国保有の自国通貨に対する交換性の付与を規定しており、加盟国間の経常取引に関する多角的支払制度の確立と為替制限の撤廃を目標としている。日本は1964年4月に14条国から8条国に移行した。

図1 IMF加盟国：14条国，8条国，資本勘定自由化未達の8条国，資本勘定自由化国の推移



(注) ボスニア・ヘルツェゴビナ、リベリア、モルディブ、サントメ・プリンシペは8条国ではないが、過去において資本勘定の自由化を達成したとされる時期があり、その場合は資本勘定自由化国に含まれている。

(出所) IMF, “List of members.” <https://www.imf.org/external/np/sec/memdir/memdate.htm> など；Chinn and Ito, “A de jure measure of financial openness.” https://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm より筆者作成

ない国が14条国と呼ばれている。IMFはどの加盟国が資本勘定の為替制限を自由化したかについて示していないため、ここでは、Chinn and Ito (2008)が開発した指標により、資本勘定自由化を達成した国を決めることにした。Chinn-Ito指標は、各国の資本勘定の開放度を測定する指標であり、IMFの『為替制度と為替制限に関する年次報告書』(Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions)で報告されている、国境を越えた資本・金融取引に対する制限についての情報をバイナリダミー変数に基づいて体系的に数値化したものである。ここでは、0-1の範囲で定義されたChinn-Ito指標(0は最も厳格な為替

制限、1は為替制限の完全な自由化)が0.94以上のケースについて、資本勘定の為替制限が自由化されているとした⁷⁾。

この図から、IMF加盟国数は1990年代前半まで増大したが、それ以降は殆ど増えておらず、直近では190か国となっている。經常勘定での為替取引の自由化を果たす8条国の数は時間とともに増大し、とりわけ1990年代に急増しており、直近では173か国(全体の91%)になっている。残りの17か国のうち11か国が低所得国であり、中所得国は5か国である(残りのシリアはデータ不足のため所得分類がなされていない)。ここから、所得水準の低い発展途上国が經常勘定の交換性を樹立できていないことが

7) 直近のChinn-Ito指標は2019年までのものしか示されていないため、2020年の指標については2019年と同一だと仮定した。因みに、2019年時点において、この指標が1となる国は55か国、0.94以上1未満の国は0となっている。

分かる。資本勘定での為替取引の自由化を果たす国の数は2000年代までトレンドとして増加したが、同年代後半にピークアウトし、その後減少して直近では53か国（全体の28%）になっている。その過半が先進国（30か国）であり、残りは中所得国（16か国）と低所得国（7か国）である⁸⁾。興味深い点は、資本勘定での為替取引の自由化を果たす国の数は、2008年に62か国（全体の34%）のピークに達した後、減少していることである。世界金融危機の影響などを受けて、とくに発展途上国の間に国際資本移動を制限しようとする動きが現れた可能性がある。

經常勘定や資本勘定における為替の自由化にはメリットとデメリットがある。經常勘定取引については、自由化のメリットは何といっても国際貿易からの利益である。しかし、貿易財部門における国際競争力が乏しい発展途上国にとっては、自由化により海外から競争力のある製品が流入することで国内産業の発展が阻害される可能性があり、国内的な準備を整えた後に自由化することが望ましいと考えられていることがうかがえる。資本勘定における自由化のメリットとしては、異時点間の資源配分を効率化させ、資産の満期変換を容易にし、資産保有の収益性とリスクを最適化させることなどが挙げられる。しかし、資本の国際移動は短期的に急激な形で生じることから、為替レートの急激かつ大幅な変動をもたらしたり、銀行部門に大きな影響を与えたりする可能性がある。そのため、未成熟な貿易財部門や脆弱な銀行部門を抱えている発展途上国は資本勘定の自由化には慎重な姿勢をとる傾向が強い。

一般的には、資本勘定の自由化は經常勘定の自由化が実現された後に達成される傾向にある。その一つの理由は、資産市場の需給調整スピードは財市場の需給調整スピードよりもはる

かに大きいことから、国際資本取引の急激な動きが、為替レート、金利、株価などを大きく変動させ国内マクロ経済を不安定化させやすいからだと考えられる。そのため、資本勘定の自由化については、それを実現させるための前提条件が必要であり、自由化の適切な「手順」(sequencing)があるとされている(McKinnon 1991)。自由化の前提条件としては、国境を越えた資本の流れに関するデータを収集する能力を確立すること、安定的なマクロ経済状況（低位で安定したインフレ率、安定した経済成長、持続可能な財政と債務の状況）を実現させること、信頼できる中央銀行を設立すること、金利の自由化を行い、深く厚みがあり流動性の高い金融市場を発展させること、強力な規制・監督の枠組みにより透明性の高い健全な金融システムを構築すること、市場実勢を反映させる変動為替レート制度を導入することなどが挙げられる。自由化の手順としては、經常取引、直接投資など長期的な資本取引、そして短期的な資本取引の順に自由化すること、資本流入を先に自由化し、次いで資本流出を自由化すること、非居住者による資本取引を先に自由化し、次いで居住者による資本取引を自由化することなどが重要とされる。

Ⅲ-2. 為替レート制度と金融政策の枠組み

為替レート制度は国際通貨システムを支える第2の柱である。IMFは、加盟各国が採用する為替レート制度をいくつかのタイプに分類し発表してきた。その分類方法は、ユーロが発足する直前の1998年末から新たな方式に変更された。それまでは、加盟国がIMFに報告した申告に基づく分類がそのまま公表されていたが、申告された為替レート制度が必ずしも実態を反映していない（たとえば管理フロート制や単独フロート制だと申告されたとしても、事実

8) 資本勘定での自由化を達成していない先進国はアイスランド、サンマリノ、スロバキア、スロベニアのみである（アンドラ、ルクセンブルグについてはChinn-Ito指標が示されていない）。資本勘定の自由化を達成している低所得国として、カンボジア、ガンビア、ハイチ、ニカラグア、ウガンダ、イエメン、ザンビアが挙げられる。

上は固定レート制に近いなど）との認識から、IMF スタッフによる独自の判定に従い、現状をより反映すると考えられる分類方法に変更されたのである。

為替レート制度

表2は、1999年以降の時期について、IMF加盟国の為替レート制度の変遷をまとめたものである。為替レート制度は、基本的にハード・ベッグ制度（厳格な固定為替レート制度）、ソフト・ベッグ制度（緩やかな固定為替レート制度）、管理為替レート制度、変動為替レート制度に大別される。ハード・ベッグ制度は、「独自の法貨が存在しない制度」（米ドルやユーロなど他の通貨を法定通貨として使用するもの）と「カレンシー・ボード制」を含む。ソフト・ベッグ制度は、「伝統的な固定レート制」、「安定化的な固定レート制」（2009年に導入）、「クローリング・ベッグ制」、「クローリング・バンド制」（2009年以降は「クロール的な制度」）、「水平バンド内の固定レート制」を含む。変動為替レート制度は、2008年までは管理フロート制（「事前に決定された為替レート経路をもたない管理フロート制」と「単独フロート制」を、2009年以降は「フロート制」と「自由フロート制」をそれぞれ含む⁹⁾。

表では、IMF加盟国の為替レート制度が、先進国と発展途上国とに分けて示されている。この表から、為替レート制度の選択に関して、先進国と発展途上国との間で明らかな違いが存在することがわかる。先進国の場合には、ハード・ベッグ制度とソフト・ベッグ制度を採用する国の数は時間とともに減少し、変動為替レート制度を採用する国の数が増加している。ハード・ベッグ制度およびソフト・ベッグ制度を採用している先進国は、2021年にそれぞれ3か国（全体の8%）ずつで、アンドラとサンマリノ（ユーロを法定通貨として利用）、香港（米

ドルに対する「カレンシー・ボード制」）、デンマーク（EMR-IIに参加し「ユーロへの伝統的な固定レート制」を採用）、シンガポール（通貨バスケットに対する「安定化的な固定レート制」を採用）、スイス（ユーロに対する「クローリング・バンド制」）に限られる。また、変動為替レート制度をとる先進国は、21年に31か国（全体の84%）に上り、99年の25か国（全体の69%）から増えているが、その理由の一つとして、従来ユーロに為替レートを安定化させていた欧州諸国が次々とユーロ地域に加入し、域外通貨に対して共同フロートするようになったことが挙げられる。2021年において「フロート制」を採用する先進国はアイスランド、イスラエル、韓国、ニュージーランドであり、「自由フロート制」を採用する先進国は、豪州、カナダ、チェコ、日本、ノルウェー、スウェーデン、英国、米国、ユーロ地域19か国である。現在のところ、「他の管理為替レート制度」をとる先進国はいない。

これに対して、発展途上国の場合には、ハード・ベッグ制度やソフト・ベッグ制度を採用する国の数が増え、変動為替レート制度を採用する国の数が減少している。ハード・ベッグ制度をとる国の数は1999年の16か国（全体の11%）から2021年に22か国（全体の14%）に増え、ソフト・ベッグ制度を取る国の数は同期間に74か国（全体の50%）から89か国（全体の57%）に増えている。変動レート制度をとる国の数は、同じ期間に59か国（全体の40%）から33か国（全体の21%）に大きく減少している。また、「他の管理為替レート制度」を取る国の数は減少傾向にあるとはいえ、2021年において12か国（全体の8%）が採用している。ハード・ベッグ制度については「独自の法貨が存在しない制度」をとる国の数がわずかながら増え、ソフト・ベッグ制度については「クローリング・バンド制」をとる国の数が大幅に増えている。変動為替

9) 2009年に新たに「安定化的な固定レート制」と「他の管理為替レート制度」が追加されているが、これらの制度がそれぞれ前年までの「伝統的な固定レート制」や「管理フロート制」などどう異なるのかは必ずしも明らかでない。

表2 IMF加盟諸国の為替レート制度、1999-2021年

	全てのIMF加盟国・地域 (2009-2021年)												
	2009年4月	2010年4月	2011年4月	2012年4月	2013年4月	2014年4月	2015年4月	2016年4月	2017年4月	2018年4月	2019年4月	2020年4月	2021年4月
ハード・ベツク制度	23	25	25	25	25	25	24	25	24	24	24	24	25
独自の法定不変の制度	10	12	13	13	13	13	13	14	13	13	13	13	14
カレンシー・ボート制	13	13	12	12	12	12	11	11	11	11	11	11	11
ソフト・ベツク制度	65	75	82	75	82	83	90	76	81	89	89	90	92
他の伝統的な固定制	42	44	43	43	45	44	44	44	44	43	43	42	41
安定的な固定制	13	24	23	16	19	21	22	18	24	27	25	23	24
クローリング・ベツク	5	3	3	2	2	3	3	3	3	3	3	3	3
クローリング・バンド	1	2	12	12	15	15	20	10	15	18	23	24	24
水準バンド内固定制	4	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1
他の管理為替レート制度	21	17	24	19	18	10	20	18	13	13	15	12	12
変動為替レート制度	79	68	66	66	65	65	67	71	69	66	66	63	64
管理フロート制	46	38	36	35	35	36	37	40	38	35	35	32	32
単独フロート制	53	30	30	31	30	29	30	31	31	31	31	31	32
総計	188	189	190	190	191	191	191	192	192	192	192	192	193

	先遣国・地域 (2009-2021年)												
	2009年4月	2010年4月	2011年4月	2012年4月	2013年4月	2014年4月	2015年4月	2016年4月	2017年4月	2018年4月	2019年4月	2020年4月	2021年4月
ハード・ベツク制度	4	4	3	3	3	3	2	2	2	2	2	2	3
独自の法定不変の制度	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	2
カレンシー・ボート制	3	3	2	2	2	2	1	1	1	1	1	1	1
ソフト・ベツク制度	2	2	2	2	3	3	4	3	3	2	2	2	3
他の伝統的な固定制	2	2	2	2	2	2	1	1	1	1	1	1	1
安定的な固定制	0	0	0	0	0	1	2	2	2	1	0	0	1
クローリング・ベツク	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
クローリング・バンド	0	0	0	0	0	1	1	1	0	0	0	1	1
水準バンド内固定制	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
他の管理為替レート制度	0	1	1	2	1	2	1	1	0	0	0	0	0
変動為替レート制度	30	29	30	29	29	29	30	31	31	32	32	32	31
管理フロート制	2	4	3	2	3	4	4	5	5	6	6	5	4
単独フロート制	28	25	27	27	26	25	26	26	26	26	26	27	27
総計	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	37

	発展途上国 (2009-2021年)												
	2009年4月	2010年4月	2011年4月	2012年4月	2013年4月	2014年4月	2015年4月	2016年4月	2017年4月	2018年4月	2019年4月	2020年4月	2021年4月
ハード・ベツク制度	19	21	22	22	22	22	22	22	23	22	22	22	22
独自の法定不変の制度	9	11	12	12	12	12	12	13	12	12	12	12	12
カレンシー・ボート制	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
ソフト・ベツク制度	63	73	80	79	80	86	73	78	87	87	88	89	89
他の伝統的な固定制	40	42	41	41	43	43	42	42	42	42	41	40	39
安定的な固定制	13	24	23	16	19	20	20	16	22	26	25	23	23
クローリング・ベツク	5	3	3	3	2	2	3	3	3	3	3	3	3
クローリング・バンド	1	2	12	12	14	14	19	10	10	15	17	22	23
水準バンド内固定制	21	20	16	22	18	17	10	20	18	13	13	15	12
他の管理為替レート制度	49	39	36	37	36	36	37	40	38	34	34	31	33
変動為替レート制度	44	34	33	33	32	32	33	35	33	29	29	27	28
管理フロート制	5	5	3	4	4	4	4	5	5	5	5	4	5
単独フロート制	132	153	154	154	155	155	155	156	156	156	156	156	156
総計	182	182	182	182	182	182	182	182	182	182	182	182	182

	全てのIMF加盟国・地域 (1999-2008年)											
	1999年1月	1999年12月	2000年12月	2001年12月	2002年12月	2003年4月	2004年4月	2005年4月	2006年4月	2007年4月	2008年4月	
ハード・ベツク制度	20	20	21	22	22	22	22	22	22	22	23	23
独自の法定不変の制度	6	6	7	8	9	9	9	9	9	10	10	10
カレンシー・ボート制	14	14	14	14	13	13	13	13	13	13	13	13
ソフト・ベツク制度	81	77	76	70	71	68	67	74	82	81	81	81
他の伝統的な固定制	53	59	58	55	56	56	55	56	63	70	68	68
クローリング・ベツク	6	5	5	4	5	5	5	5	5	6	6	8
クローリング・バンド	10	7	6	6	5	5	4	1	0	1	2	3
水準バンド内固定制	12	6	7	5	5	5	4	5	6	5	3	3
変動為替レート制度	84	88	89	94	94	96	98	91	83	83	84	84
管理フロート制	26	27	32	42	45	46	49	52	53	48	44	44
単独フロート制	58	61	57	52	49	48	46	38	35	40	40	40
総計	183	185	186	186	187	187	187	187	187	188	188	188

	先遣国・地域 (1999-2008年)											
	1999年1月	1999年12月	2000年12月	2001年12月	2002年12月	2003年4月	2004年4月	2005年4月	2006年4月	2007年4月	2008年4月	
ハード・ベツク制度	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
独自の法定不変の制度	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
カレンシー・ボート制	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
ソフト・ベツク制度	7	7	7	5	6	6	6	5	6	5	3	3
他の伝統的な固定制	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
クローリング・ベツク	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
クローリング・バンド	1	1	1	2	2	2	2	3	4	3	1	1
水準バンド内固定制	4	4	4	2	2	2	2	3	4	3	1	1
他の管理為替レート制度	25	25	25	27	26	26	26	27	26	27	29	29
変動為替レート制度	5	5	5	3	3	3	3	3	2	2	2	1
管理フロート制	20	20	20	24	23	23	24	24	24	24	25	25
単独フロート制	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36
総計	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

	発展途上国 (1999-2008年)											
	1999年1月	1999年12月	2000年12月	2001年12月	2002年12月	2003年4月	2004年4月	2005年4月	2006年4月	2007年4月	2008年4月	
ハード・ベツク制度	16	16	17	18	18	18	18	18	18	18	19	19
独自の法定不変の制度	5	5	6	7	8	8	8	8	8	9	9	9
カレンシー・ボート制	11	11	11	11	10	10	10	10	10	10	10	10
ソフト・ベツク制度	74	70	69	65	65	65	63	62	68	77	78	78
他の伝統的な固定制	51	57	56	53	54	54	53	54	61	68	66	66
クローリング・ベツク	6	5	5	4	5	5	5	5	5	6	6	8
クローリング・バンド	9	6	5	5	3	3	3	1	0	1	2	2
水準バンド内固定制	8	2	3	3	3	3	2	2	2	2	2	2
変動為替レート制度	59	63	64	67	68	68	70	71	65	56	55	55
管理フロート制	21	22	27	39	42	43	46	49	51	46	43	43
単独フロート制	38	41	37	28	26	25	24	22	14	10	12	12
総計	149	149	150	150	151	151	151	151	151	152	152	152

(出所) IMFのウェブサイトより筆者作成 <https://www.kantei.go.jp/singi/keizaisaisi/keitei.html#fous2017>

レート制度については、1999年から2008年にかけて「管理フロート制」をとる国の数が大幅に増大したものの、「単独フロート制」をとる国の数は大きく減少しており、2009年以降は「フロート制」をとる国の数が大きく減少し、「自由フロート制」を採用する国の数は一貫して4-5か国（2021年にはチリ、メキシコ、ポーランド、ロシア、ソマリア）にとどまっている。

為替レート制度の選択においては「2極の解」が重視されてきた。すなわち国際資本移動の程度が高い国では、ドル化やカレンシー・ボード制などハード・ペッグか、為替レートが自由に変動するフリーフロート（自由フロート制）のいずれかに向かうべきで、ソフト・ペッグ制や「管理フロート制」など中間的な為替レート制度は避けるべきだという考え方である。とりわけ、新興市場経済の為替レート制度の選択に関してこのような考え方が薦められる場合が多かった（Fischer 2001）。これまでの為替レート制度の選択のあり方を見ると、たしかに先進国の場合には、ハード・ペッグか、頻繁な為替介入を伴わないフリーフロートかという2極分化の傾向が見られるが、新興国を含む発展途上国の場合には、そうした傾向は見られず、むしろソフト・ペッグや管理フロート制を志向する傾向が強いといえる。

金融政策の枠組み

表3は、IMF加盟国がどのような金融政策の枠組みを採用しているのかをまとめたものである。為替レート制度のあり方を論じる際には、金融政策当局がどのような名目アンカーを念頭に政策決定を行っているかという「金融政策の枠組み」を同時に考慮することが有用である。「金融政策の枠組み」は、「為替レートアンカー」と「マネタリーアンカー」とに分けられ、後者はさらに「通貨供給量目標」、「インフレ・ターゲット」、「その他」に分けられる。「為替レートアンカー」とは、他国通貨ないし通貨バスケットに自国の為替レートを安定化させることで物価や成長率などの安定を図るものである。「通

貨供給量目標」と「インフレ・ターゲット」とは、それぞれマネーサプライをコントロールすること、インフレ率をある一定の幅に留めるよう金利を操作することで物価・経済の安定を図るものである。「その他」とは、金融政策当局が、ある特定の名目アンカーにのみ注目するのではなく、様々な金融・経済指標をモニターしつつ政策決定を行うものとされる。

世界全体で見ると、「為替レートアンカー」を金融政策の枠組みとする国の数はトレンドとして減少し、「通貨供給量目標」や「インフレ・ターゲット」を採用する国の数が増え、「その他」を採用する国の数は減っている。具体的には、2021年の時点で、「為替レートアンカー」を採用する国の数は80か国（全体の41%）で最も多く、次いで「インフレ・ターゲット」を採用する国が45か国（23%）、「その他」が43か国（22%）、「通貨供給量目標」が25か国（13%）となっている。ただし、先進国と発展途上国の間には類似点とともに相違点もある。どちらのグループにも共通する類似点は、「為替レートアンカー」を採用する国の数が減少し、「インフレ・ターゲット」を採用する国の数が増えていることである。相違点としては、「通貨供給量目標」を採用する先進国の数が減っているのに対し、発展途上国の数が増えていること、「その他」を採用する先進国の数が増えているのに対し、発展途上国の数は減っていることが挙げられる。

より詳しく先進国グループを見ると、「為替レートアンカー」を採用する国の数は1999年の11か国（全体の31%）から2021年に5か国（14%）に減っている。「通貨供給量目標」を採用する先進国の数はもともと3か国と小さかったが2021年にはゼロになり、「インフレ・ターゲット」を採用する国の数は1999年の6か国（17%）から2021年には11か国（30%）に増え、「その他」を採用する国の数も同期間に16か国（44%）から21か国（57%）に増えている。「その他」が増えているのは、主としてユーロ地域に属する国が「その他」を採用

表3 IMF 加盟諸国の金融政策の枠組み、1999-2021年

A: 全てのIMF加盟国・地域		1999	1999	2000	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
		1月	12月	12月	12月	4月	4月	4月	4月	4月	4月	4月	4月	4月	4月	4月	4月	4月	4月	4月	4月	4月	4月	4月	4月	4月	
為替レートアンカー		96	95	92	93	93	93	90	89	96	105	115	103	100	97	91	92	89	87	82	82	82	81	80	80	80	
米ドル		49	48	47	47	45	45	43	46	52	60	66	54	50	48	43	44	43	42	39	39	38	38	38	38	37	
ユーロ		24	24	25	24	26	27	27	27	29	28	27	27	28	27	27	27	26	25	25	25	25	25	25	25	26	
その他通貨		7	7	7	8	8	8	8	7	7	7	7	7	8	7	8	8	8	8	8	9	9	9	9	9	9	
通貨バスケット		16	16	16	13	14	13	12	9	8	10	15	14	15	14	13	13	12	12	9	9	9	9	8	8	8	
通貨供給量目標		18	17	16	16	14	16	16	21	27	19	18	25	29	28	26	25	25	24	24	24	24	24	24	26	22	25
インフレ・ターゲット		7	8	12	16	19	19	21	21	22	25	28	29	31	31	32	34	34	36	38	38	40	41	41	43	45	
その他		64	65	63	60	61	59	60	56	42	39	27	31	33	33	39	39	43	43	48	46	46	46	45	47	43	
総計		185	185	186	187	187	187	187	187	187	188	188	188	189	190	190	191	191	191	192	192	192	192	192	192	193	
B: 先進国・地域		1999	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021		
		1月	12月	12月	12月	4月	4月	4月	4月	4月	4月	4月	4月	4月	4月	4月	4月	4月	4月	4月	4月	4月	4月	4月	4月		
為替レートアンカー		11	11	11	9	10	10	9	9	10	9	8	7	7	6	6	6	5	4	4	4	4	4	4	4	5	
米ドル		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	
ユーロ		6	6	6	5	6	6	6	7	9	8	6	5	5	4	4	4	3	2	2	2	2	2	2	2	3	
その他通貨		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
通貨バスケット		4	4	4	3	3	3	2	1	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	
通貨供給量目標		3	2	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
インフレ・ターゲット		6	6	6	9	9	9	9	10	10	10	10	10	10	11	10	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	
その他		16	17	18	17	17	17	17	17	16	17	18	19	18	20	20	19	20	21	21	21	21	21	21	21	21	
総計		36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	37	
C: 発展途上国		1999	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021		
		1月	12月	12月	12月	4月	4月	4月	4月	4月	4月	4月	4月	4月	4月	4月	4月	4月	4月	4月	4月	4月	4月	4月	4月		
為替レートアンカー		85	84	84	83	83	83	81	80	86	96	107	96	93	91	85	86	84	83	78	78	77	76	76	75		
米ドル		48	47	46	46	44	44	42	45	51	59	65	53	49	47	42	43	42	41	38	38	37	37	37	36		
ユーロ		18	18	19	19	20	21	20	20	21	20	21	22	23	23	23	23	23	23	23	23	23	23	23	23		
その他通貨		7	7	7	8	8	8	8	7	7	7	7	8	7	8	8	8	8	8	9	9	9	9	9	9		
通貨バスケット		12	12	12	10	11	10	10	8	8	10	14	13	14	13	12	12	11	11	8	8	8	8	7	7		
通貨供給量目標		15	15	15	17	14	16	16	21	27	19	18	25	25	29	28	26	25	25	24	24	24	24	26	22	25	
インフレ・ターゲット		1	2	6	7	10	10	11	11	12	15	18	19	20	21	22	23	23	25	27	29	30	30	32	34		
その他		48	48	45	43	44	42	43	39	26	22	9	12	15	13	19	20	23	22	27	25	25	24	26	22		
総計		149	149	150	150	151	151	151	151	151	152	152	152	153	154	154	155	155	155	156	156	156	156	156	156		

(出所) IMF のウェブサイトより筆者作成 <https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/kettei.html#tousi2017>

しており、その数が1999年の11か国から2021年には19か国に増加していることによる。

発展途上国グループを見ると、やはり「為替レートアンカー」を採用する国の数は減っているが、それでも2021年には75か国（全体の48%）と高い水準にある。また先進国のケースと同様に、「インフレ・ターゲット」を採用する発展途上国の数は、1999年の1か国から2021年の34か国（22%）へと大きく増えている。「通貨供給量目標」を採用する発展途上国の数は、先進国の場合と異なり、1999年の15か国（10%）から2021年の25か国（16%）へと増えている。逆に、「その他」を採用する発展途上国の数は1999年の48か国（32%）から2008年の9か国（6%）へと激減した後、それ以降は2021年の22か国（14%）へと回復の方向を示している。世界金融危機を契機に「その他」に関心を示す発展途上国の数が再び増加し、急速な減少に歯止めがかかっているといえる。

為替レートのアンカー通貨

表3は、「為替レートアンカー」を採用している国がどの通貨に為替レートを安定化させてきたのかについてもまとめている。IMFは、2008年以降の時期については「為替レートアンカー」の対象通貨を示しているが、それ以前の時期については示していない。そこで、2007年までの時期に関しては、IMFの『為替制度と為替制限に関する年次報告書』の各国ごとの記載に基づき、為替安定化の対象であるアンカー通貨を特定することにした。為替レートのアンカー通貨としては、米ドル、ユーロが主要な役割を果たしていることが分かる。

まず世界全体でみると、「為替レートアンカー」を採用する国の数は1999年の96か国（全体の52%）から2008年の115か国（61%）へと増加したが、その後は減少し2021年に80か国（41%）になっている。それに応じて、米ドルをアンカー通貨とする国の数は、1999年の49か国（26%）から2008年の66か国（35%）に増加し、その後は2021年の37か国（19%）

に向けて減少している。ユーロをアンカー通貨とする国の数は、1999年の24か国（13%）から2006年の29か国（16%）に微増し、その後は漸減して2021年には26か国（13%）になっている。その他の通貨（豪ドル、インドルピー、南アランドなど）に対し為替を安定化させる国の数は1999年の7か国（4%）から2021年の9か国（5%）へと微増する一方、特別引出権（SDR）など複数通貨のバスケットに安定化させる国の数は1999年の16か国（9%）から2021年の8か国（4%）へと減少している。

2021年において「為替レートアンカー」を採用する先進国の数は5か国にすぎず、残りの75か国が発展途上国であることから、世界全体のアンカー通貨の選択のトレンドは発展途上国のそれを反映したものになる。そこで以下、発展途上国に焦点をあてることにする。米ドルをアンカー通貨とする新興・途上国の数は、1999年の48か国（発展途上国全体の32%）から2008年には65か国（43%）のピークに増加し、その後2021年の36か国（23%）に向けて減少している。ユーロをアンカー通貨とする発展途上国の数は、1999年の18か国（12%）から2010年には23か国に増大し、その後は同じ水準で推移し2021年に至っている（同年の発展途上国に占める比率は15%）。その他の通貨に対し為替を安定化させる発展途上国の数は1999年の7か国（5%）から2021年の9か国（6%）へと微増する一方、通貨バスケットに安定化させる新興・途上国の数は1999年の12か国（8%）から2021年の7か国（4%）へと減少している。

このように、為替レート安定化のためのアンカー通貨としては、依然として米ドルが最も好まれ、続いてユーロとなっている。1970年代までは複数の国が英ポンドをアンカー通貨として利用していたものの、近年では米ドル、ユーロ以外の通貨に為替を安定化させる国は限られており（先進国の間ではゼロ）、人民元は台頭しつつあるとはいえ公式のアンカー通貨にはなっていない。また、通貨バスケットに安定化

させる国の数も世界全体で8か国にすぎなくなっている¹⁰⁾。

Ⅲ－3. 国際通貨の選択

既に述べたように、主要な先進国と一部の発展途上国は、1973年春、変動為替レート制に移行したが、次第に多くの先進国・発展途上国が固定レート制から離れ、より柔軟な管理フロート制や自由フロート制を採用するようになった。国際資本移動が活発化する中で、金融政策当局者が自立した通貨主権を求めるようになったからだといえる。その中で、各国は自らにとって最も適切だと判断する国際通貨を貿易・資本取引の決済、外貨建て資産、外貨準備、為替安定化のアンカーなどの目的で利用している。国際通貨の選択が国際通貨システムの第3の柱である。

依然として支配的な米ドル

変動レート制への移行を契機に、米ドルの国際通貨としての機能の低下が予想されたが、こ

の50年間にわたり、米ドルは世界の支配的な国際通貨としての地位を保持している (Ito and Kawai 2021)。表4が示すように、2022年において、世界の外国為替取引の88%が米ドルを相手にした取引であり、公的外貨準備の60%、国際取引決済の42%、国際金融資産残高の48-50%が米ドルないし米ドル建てである。また、前項で見たように、世界の通貨当局は為替レートアンカーの対象として米ドルを選択する傾向が強い。とくに多くの発展途上国が為替の安定化や管理をめざす目的で公式・非公式の通貨バスケットを採用していると考えられるが、それに占める米ドルのウェイトは高く、アンカー通貨としての米ドルの役割が大きい。米ドルに続き、ユーロ、日本円、英ポンドや近年台頭する中国の人民元も国際通貨としての役割を果たしているが、米ドルの優位性は決定的である。

1980年代以降、米ドルの支配的な地位に挑戦するいくつかの試みがなされてきた。1980年代後半から90年代にかけて、日本が「円の

表4 主要通貨の国際的利用の進展状況 (%), 2022年

通貨	外国為替 市場取引額 2022年4月	公的外貨 準備高 2022年9月	国際取引 決済額 2022年12月	クロスボーダー 銀行債務残高 2022年6月	国際債券 発行残高 2022年9月	GDP 2022年
米ドル	88.4	59.8	41.9	48.3	50.1	24.7
ユーロ	30.5	19.7	36.3	30.7	36.4	13.8
日本円	16.7	5.3	2.9	3.8	1.2	4.2
英ポンド	12.9	4.6	6.1	4.7	7.1	3.1
中国人民元	7.0	2.8	2.2	--	0.4	19.9
豪ドル	6.4	1.9	1.3	--	0.9	1.7
加ドル	6.2	2.5	1.8	--	0.5	2.2
スイス・フラン	5.2	0.2	1.0	1.2	0.7	0.8

(注) 外国為替市場取引額のシェアは、二つの通貨が交換されることから、合計は200%になる。2022年のGDPシェアはIMFの推計に基づいて算出されている。

(出所) BIS, IMF, SWIFTのデータより筆者作成

10) しかし、これは公式の分類によるもので、実際の為替レートの動きを統計的に分析すると、為替レートを人民元や複数の主要通貨からなる非公式の通貨バスケットに対して安定化させている国は少なくないことがわかる。伊藤・河合 (2023) を参照のこと。

国際化」を掲げ東アジアにおける「円経済圏」の構築をめざしたが、バブルの崩壊を受けて頓挫した。1999年に誕生したユーロは、その国際的な利用が大きく拡大し米ドルに匹敵する国際通貨に成長するかに考えられたが、世界金融危機後の欧州金融危機でその限界（銀行同盟や財政同盟の欠如など）が示された。また、世界金融危機を契機に中国が人民元の国際化に乗り出し、広域経済圏「一帯一路」沿線国を中心にデジタル人民元の国際標準化を進めようとしているが、人民元の国際的な使用の程度はまだ限られている。

ユーロの国際的な役割については限界があるとはいえ、ユーロ通貨圏（ユーロ地域とユーロを重視する周辺諸国）の拡大は国際通貨ドルの地位を構造的に浸食してきた。旧ソ連邦の崩壊に伴い、中欧・東欧・旧ソ連邦構成諸国は、当初米ドルを主要な国際通貨と見なして対ドル・レートの安定をめざしたが、次第にユーロをみずからにとってより重要な国際通貨とみなすようになり、ユーロの国際的な使用・保有が拡大した。人民元については、その国際化の進展により、貿易・投資のインボイス・国際決済における人民元利用の拡大や発展途上国の通貨バスケットに占めるアンカー通貨としての役割の増大により、国際通貨としての役割が増大しつつある。そのため、世界各国の中央銀行の間には、外貨準備の中の米ドルの一部をユーロや人民元など他の通貨にシフトしようとする動きが見られる。それは、部分的には米ドルへの依存からの脱却（「脱ドル化」）をめざす試みを反映したものであり、とりわけ2018年以降の米中対立の深刻化や2022年の対口金融制裁により加速される可能性がある。

興味深い点は、そうした挑戦にも拘らず、米

ドルが依然として世界で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ことだろう。その理由として以下の点が挙げられる¹¹⁾：①世界経済・貿易・金融に占める米国の経済規模が大きいこと、②米国のマクロ経済状況が長期的に健全かつ安定的であり、技術力・革新性を背景に日本や欧州を上回る高い潜在成長率をもっていること、③広く深く厚みがあり流動性の高い開放的な米ドル建て金融市場が存在すること（それは自由な国際金融・資本取引や法の支配によって支えられている）、④米ドルを支える米連邦準備銀行制度（FRB）が米ドル価値の安定を重視しかつ国際的な視野をもって政策運営にあたっていること（世界金融危機や新型コロナ経済危機に際して、FRBが他の主要中銀との間で通貨スワップ協定を結び国際流動性の供給に努めた）、⑤経常収支黒字を計上する東アジア諸国などの中央銀行が対米ドル・レートの上昇を回避すべく外貨準備としてドル資産を購入しドル価値の下支えを行う傾向にあること、⑥ネットワーク外部性や慣性効果の存在（国際通貨としての利用度が高まれば利便性も高まり、その地位が維持される傾向にある）。

これらに加えて、米国は経常収支赤字の累積により世界最大の純負債国になっているものの、次節で述べるように、それがさらなる経常収支赤字につながるという構造にはなっておらず、それが米ドルの国際的な信認の維持につながっている。要するに、米ドルは依然として世界で最も重要な国際通貨であり、多くの発展途上国にとって基軸通貨としての役割を果たしている。しかしドルの地位は、ユーロの利用拡大や人民元の国際化の進展によって構造的に浸食されつつあり、長期的にある程度退潮していくものと考えられる。しかし、ユーロや人民元が

11) 米財務省は、米ドルの長期的かつ持続的な卓越性は、米国の力強い経済パフォーマンス、健全なマクロ経済政策と制度、開放的で深く流動的な金融市場、制度の透明性、自由変動通貨へのコミットメント、強力で予測可能な法制度——によるものとしている。US Treasury Department, Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners, December 2021, pp. 18-19.
<https://home.treasury.gov/policy-issues/international/macroeconomic-and-foreign-exchange-policies-of-major-trading-partners-of-the-united-states>

米ドルにとって代わるだけの実力を備えていないことも事実であり、かなりの期間にわたり米ドルが支配的な国際通貨としての地位を維持し続けるものと考えられる。

Ⅲ-4. 経常収支不均衡の調整

大幅な経常収支の不均衡（黒字や赤字）を是正することは、国際通貨システムが円滑に機能するための第4の柱である。ある国（とくに世界の主要国・地域や一群の諸国）に大幅な経常収支不均衡が現れた場合には、不均衡を是正して問題を深刻化させないことが当該国・地域にとっての政策課題になる。

経常収支は3つの側面から捉えることができる。第1に、それは国際収支の一構成要素であり、財・サービス貿易収支と第1次・第2次所得収支の和となる。第2に、それは国民所得勘定の一構成要素であり、国民総生産（GNP = GDP プラス海外からの労働・資産所得の純受取り）と国内総需要（消費と投資の和）の差額、あるいは貯蓄と投資の差額となる。第3に、経常収支は対外純資産（純国際投資ポジション）の増減に一致する。したがって、経常収支の不均衡問題を検討する際には、これら3つの側面を同時に念頭に置いて考察することが有用である。

経常収支不均衡の是正は政策課題か

経常収支の黒字や赤字は、理論的には、各国の経済主体が消費と生産に関する異時点間の最適な意思決定を行う結果生じるものだと考えることができ、その場合、不均衡は問題にならないはずである。たとえば将来の高成長が見込まれる発展途上国にとっては、現時点で経常収支赤字を出して海外から借り入れて貯蓄を超える投資に振り向け、将来時点で債務を返済することが合理的だろう。あるいは、将来の人口高齢化の進展で低成長が想定される国にとっては、現時点で経常収支黒字を出して投資を超える貯蓄を海外資産として保有し、将来時点で海外資産を取り崩して消費を維持することが合理的だ

ろう。このように理論的には、経常収支の不均衡は黒字であれ赤字であれ、合理的な意思決定の結果である限り、不均衡は懸念すべきものではなく、政策的な課題にならない。

しかし、市場機能が十分機能しないときには、適切な水準の経常収支が実現しない可能性がある。それは、①経済主体が外生的与件の変化や将来のリスクを正確に認識しない、②消費や生産が緩慢にしか変化せず、市場の需給調整が速やかでない、③異時点間の予算制約に関して楽観的な見通しの下で過大な国際借り入れが行われる、④国際資本市場が完全でなく、経常収支不均衡のファイナンスが適切に行われなかったり、過大な経常収支不均衡でもファイナンスされたりする——などのケースがそれにあたる。このような時には、適切な経常収支不均衡が実現されない、あるいは実現される経常収支不均衡が適切な水準を超えて過大なものになる可能性がある。

実際、ある国の経常収支不均衡が適切な水準を超えて過大になると、赤字国だけでなく黒字国など世界経済全体にとってリスクとなりうる。たとえば、世界の主要国が大幅な経常収支赤字を出し続けて対外純負債を増大させると、その通貨に対する信認が失われて為替レートが大きく減価し、当該国のみならず世界経済に大きな影響を及ぼす可能性がある。あるいは、ある発展途上国が過大な経常赤字を出し、当面はそれを海外からの借り入れでファイナンスできたとしても、当該国への信認低下から資本流入が急減・停止したり、資本流出が起きたりして、通貨危機や金融危機に陥るリスクがある。また、ある国が経常赤字をかなりの期間続けて、過大な水準の対外債務を累積させると、元本・利子の返済に困難をきたして債務危機に陥る可能性がある。こうした危機国が小国であったり1-2か国にとどまったりするのであれば、世界経済への影響は限られるが、危機国の経済規模が大きい場合や数が多くなると、世界の金融市場や経済活動を揺るがしうる。こうした経常収支不均衡が政府部門主導（財政赤字の拡大や公的部

門の対外借り入れなど)によるものであっても、民間部門主導（民間投資の拡大や民間企業・銀行による対外借り入れなど）によるものであっても、過大な水準になると問題が生じうる¹²⁾。経常収支赤字国が存在するということは、黒字国が存在することを意味するが、そうした黒字国こそ赤字国のもたらす直接的な影響を受けやすい。

過大な経常収支赤字は一時的には実現できても長期間にわたり持続可能でなく、早期に是正することで深刻な影響を避けることができる。経常収支不均衡を是正するためには、当該国の所得・支出バランス（貯蓄・投資バランス）を望ましい方向に変化させる必要がある。そのため的手段としては、為替レートの調整、総需要管理政策、構造政策が挙げられる。第1は、為替レートの変化によって財・サービス貿易収支の赤字ないし黒字を縮小させることである。第2は、金融・財政政策によって国内需要を変化させることで、経常収支を均衡方向に導くことである。第3は、より長期的な視点から、経常収支赤字国にとっては、雇用や投資（対内直接投資を含む）の拡大あるいは技術革新の促進などによって国内の生産力を増強すること、経常収支黒字国にとっては、消費や投資の拡大を阻害する要因（消費者金融や住宅金融への制限、社会保障制度の不備など）を除去し、構造的に所得・支出バランスを均衡化させることが挙げられる。

これまでは主として経常収支赤字国が収支不均衡の調整の負担を担ってきたが、黒字国も収支の調整策を打ち出すなど、なんらかの形で赤

字国の調整を補完しなくては、赤字国の負担が大きくなりすぎる可能性がある。

為替レート制と経常収支の調整

過大な経常収支不均衡の是正は、固定為替レート制度の下でも変動為替レート制度の下でも政策課題になりうる。その基本的なマクロ政策手段は、いずれの場合も為替レート調整と金融・財政政策による総需要管理である。

固定為替レート制の場合は、経常収支黒字の是正には為替レートの切り上げで、経常収支赤字の是正には為替レートの切り下げで対応することが必要になる。これらの収支不均衡の幅が大きい場合には、総需要管理政策——経常黒字の是正には総需要の拡大、経常赤字の是正には総需要の縮小——と組み合わせて調整を進めることが望ましい。

1970年代前半に主要先進諸国が変動為替レート制に移行した当初は、為替レートの自由な変動が財・サービスの貿易収支に影響を与えて経常収支を円滑に調整させることが期待された。しかし、変動為替レート制の下で、市場で決まる為替レートは必ずしも経常収支不均衡を是正させる方向に変化するとは限らず、たとえそのような方向に動いたとしても、必ずしも不均衡を迅速に調整させる効果を持たないことが次第に明らかになった。為替レートは、経常収支だけでなく、内外金利差、国際資本移動、外的なショック、将来の為替レート予想など様々な影響を受けて変動するからである。為替レートが経常収支不均衡を是正させる方向に動いたとしても、①レートの変化が貿易数量に影響を

12) 1980年代から90年代前半にかけての日本の経常収支黒字の継続と其中で生じた日米経済摩擦を踏まえて、小宮（1994）は、「個々の民間経済主体の財貨・サービス等の収支尻は、それぞれが最善と考える選択の結果であり、それが長期にわたって赤字であっても、基本的に健全なものである」、あるいは「経常収支が持続的に大幅な黒字であったり赤字であったりすることは、他国に迷惑を与えることでもなく、それ自体不健全なことでもなく、不利なことでもない」としている。しかし、アジア通貨危機の震源地だったタイでは、危機前の1995-96年には民間主導による経常収支赤字が対GDP比で8%の水準に上っており、明らかに過大な水準にあった。あるいは世界金融危機後の欧州では、キプロス、アイルランド、ポルトガル、スペイン、バルト3国などが金融危機に陥ったが、危機前の民間部門主導の経常収支赤字は明らかに過大な水準に上っていた（対GDP比で、キプロス15%、アイルランド6%以上、ポルトガル10%以上、スペイン9%以上、バルト3国11-16%）。

及ぼすのに時間がかかる（Jカーブ効果や埋没費用の存在による履歴効果）、②レートが他のマクロ変数とともに変化するため、それだけでは貿易収支に期待された影響を及ぼすとは限らない——ことから、その効果は必ずしも大きくない。

言い換えれば、変動為替レート制においても、経常収支不均衡を調整するためには、生産・需要バランス（貯蓄・投資バランス）を変化させる必要がある、そうした変化なしに市場が決める為替レートの変動に委ねるのみで不均衡を是正することは難しい。経常収支赤字国の場合は総需要を抑制し、経常黒字国の場合は総需要を拡大させることで、それぞれ収支不均衡を縮小できる。いずれの場合も、そうした総需要管理政策が、望ましい方向への為替レートの変動を伴うならば、経常収支不均衡の調整は容易になる。

Ⅲ-5. グローバル金融セーフティーネット

国際通貨システムが円滑に機能するために欠かせない第5の柱は、各国が通貨危機や金融危機に陥った際に、国際流動性を提供して危機に対応できる仕組み——グローバル金融セーフティーネット——を整えることだ（IMF 2016b）。金融危機が発生した際、国際流動性を迅速に供給できる金融セーフティーネットがないと、危機が深刻化する可能性がある。逆に、そのような仕組みがあると、市場参加者の投機的行動に影響を与えて、金融危機の発生そのものを抑えることが可能になる。グローバル金融セーフティーネットは通常、①各国の通貨当局が保有する外貨準備、②2国間の通貨スワップ取極め、③IMFによる信用供与、④地域的金融アレンジメントによる信用供与——の4つのタイプから構成されている。

4つのタイプのグローバル金融セーフティーネット

第1に、通貨当局が保有する外貨準備は、それぞれの国が自然災害、食料・エネルギー危機、通貨危機などの緊急事態に備えて、あるいは為

替レートの安定化を図る目的で外国為替市場に介入するために保有するものであり、必要に応じて取り崩して緊急事態や為替レートの急落などに対応できる。東アジア諸国は、アジア通貨危機で外貨不足に陥った経験から、外貨準備を積み上げてきたが、変動レート制を採用する先進国の多くは、大量の外貨準備を持たない傾向がある。発展途上国にとっては、外貨準備は国際流動性が枯渇した際の「第一防衛線」（first line of defense）だと認識されている。しかし、外貨準備を保有するには機会費用（運用金利と調達金利の差、外貨価値の下落に伴うキャピタルロスの可能性）が存在することから、過大な額を保有することは望ましくない。

第2に、2国間通貨スワップ取極めとは、各国の中央銀行など通貨当局が互いに取極めや協定を結び、自国が一時的な流動性不足に陥った際、自国通貨や自国通貨建て国債などの担保と引き換えに、一定の為替レートで相手国通貨や米ドルなどの国際流動性を借り入れることを定めるものである。2008年のリーマンショック後、米国のFRBが主要中央銀行5行（カナダ中銀、ECB、日本銀行、スイス中銀、イングランド銀行）との間で「無制限の米ドル供給」を目的とした通貨スワップ協定を結び、ドル供給を受けた各国中央銀行は、それぞれの管轄する民間の金融機関に対して米ドル資金を供給した。FRBは続いて他の中央銀行9行（オーストラリア、ブラジル、デンマーク、韓国、メキシコ、ニュージーランド、ノルウェー、シンガポール、スウェーデンの中銀）との間で通貨スワップ協定を結んで支援した。同様の通貨スワップ協定は、新型コロナウイルス禍で各国経済が大きな影響を受けた際にも結ばれ、米ドル流動性が供給された。また、アジアにおいては、日本、中国、韓国などが相互に、あるいは他の発展途上国と2国間通貨スワップを結んでいる。

第3に、IMFはグローバル金融セーフティーネットの中心的な存在であり、国際流動性不足、通貨と危機、金融危機に直面する国に対して短期融資を行い、当該国が経済の安定・成長を回

復できるよう経済調整を支援している。融資の実行にあたっては、危機から迅速に脱却できるよう、総需要の抑制策（財政赤字削減・金融引締め）、為替レートの切り下げ、財政構造改革などを融資条件（コンディショナリティー）として課している。こうした融資としてはスタンドバイ取極（SBA：Stand-By Arrangement）、拡大信用供与措置（EFF：Extended Fund Facility）、ラピッド・ファイナンス・インストルメント（RFI：Rapid Financing Instrument）などがある。また、危機に事後的に対応するための融資に加え、危機に事前的に備えるための予防的融資や融資枠の設定も行っている。たとえば、良好な経済ファンダメンタルズや政策をもつと認められる国に対して、危機発生に備えて予め設定する融資枠として、短期流動性枠（SLL：Short-term Liquidity Line）、弾力的信用枠（FCL：Flexible Credit Line）、予防的流動性枠（PLL：Precautionary and Liquidity Line）などがある。また、低所得国向けには、貧困削減・成長トラスト（PRGT：Poverty Reduction and Growth Trust）の下で譲許的な融資（現在、ゼロ金利）が行われており、新設された強韌性・持続可能性トラスト（RST：Resilience and Sustainability Trust）は低金利での長期融資を行うものである。

第4に、地域的金融アレンジメント（RFA：Regional financing arrangement）による信用供与とは、世界の各地域に特化した地域的な金融機関が、国際流動性不足、通貨危機、金融危機に陥った加盟国に対して短期的な国際流動性を供与する仕組みである。そのような地域アレンジメントとしては、アラブ通貨基金（AMF：Arab Monetary Fund）、チェンマイ・イニシャチブ・マルチ化（CMIM：Chiang Mai Initiative Multilateralization）とその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：ASEAN+3 Macroeconomic Research

Office）、ユーラシア安定開発基金（EFSD：Eurasian Fund for Stabilization and Development）、欧州安定メカニズム（ESM：European Stability Mechanism）、ラテンアメリカ準備基金（FLAR：Fondo Latinoamericano de Reservas = Latin American Reserve Fund）などがある。IMFと各地の地域的金融アレンジメントは、通貨危機・金融危機の規模によっては共同で融資することがあることから（実際ESMとIMFは欧州金融危機に際して共同融資を行った）、両者の間の密接な協力が必要になっている^{13）}。

上記に挙げた4つのタイプのグローバル金融セーフティーネットに加えて、世界銀行や地域開発銀行（アジア開発銀行や米州開発銀行等）の開発金融機関が融資等の形で供給する外貨も、実質的には金融危機時に国際流動性として大きな意味をもつ。これらは多くの場合、短期的な国際流動性支援というかたちではなく、インフラ・プロジェクトや経済構造改善などのための長期融資であり、危機時にそれらの予定を繰り上げて緊急支出することで対応するものである。アジア通貨危機の際には、IMF融資だけでなく、世界銀行とアジア開銀も融資を行ってタイ、インドネシア、韓国を支援した。中南米の金融危機に当たっては、IMFに加えて米州開銀も資金支援を行った。リーマンショック時に、インドネシアはFRBから2国間通貨スワップを得られなかったため、世界銀行とアジア開銀（および日本の国際協力銀行〔JBIC〕とオーストラリア国際開発庁〔AusAID〕）から財政資金調達を円滑なものにするためのスタンドバイ融資ファシリティーの形での金融支援を受けた。

サーベイランス

グローバル金融セーフティーネットを論じる際にもう一点指摘しておくべきことは、金融

13) IMFと地域的金融アレンジメントの協力に関しては、G20財務大臣・中央銀行総裁会議で6項目の協力原則が承認されている（“G20 Principles for Cooperation between the IMF and Regional Financing Arrangements”〔October 15, 2011〕。 https://www.mofa.go.jp/policy/economy/g20_summit/2011/pdfs/annex04.pdf）。IMF（2017）も参照のこと。

セーフティーネットを補完する役割を果たすサーベイランス（政策監視）の重要性である。的確なサーベイランスを行い必要な政策対応を促すことで、通貨危機・金融危機の防止に努めることができ、仮に危機が起きた際には効果的な金融セーフティーネット（とくに2国間通貨スワップ、IMFや地域金融機関からの融資）の発動につなげることができる。

IMFは「国際通貨システムの安定性の確保」のための手段の一つとして、サーベイランスを行っている。サーベイランスは国別、地域別、グローバルの3種類あり、そのうち国別サーベイランスはIMF協定の第4条に規定されていることから「4条協議」とも呼ばれる。4条協議においては、IMFは各加盟国の経済・金融情勢や金融政策・財政政策を精査することを通じて、経済・金融の不安定性につながる、またはつながりかねない脆弱性やリスクを特定し、必要な政策調整に関する助言を行う。とりわけ、対外的な安定性が損なわれないよう、①基礎的な経常収支（景気変動や一時的ショック・要因を除いた経常収支）が概ね均衡しているかどうか、②国際資本フローが安定的なものかどうか、③対外バランスシートの構造が国際資本フローの急激なシフトに対して脆弱でないかどうか、④銀行などの金融部門が健全な状態にあるかどうか——などに着目して分析し、望ましい政策を助言することに力を置いている。このことで、各国が流動性不足や通貨危機・金融危機に陥らないよう努力することができる。

IMFは、世界をアジア太平洋地域、欧州、中東・中央アジア、サブサハラ・アフリカ、西半球に分け、それぞれの地域サーベイランスを行っている。地域サーベイランスにおいては、地域共通の脆弱性やリスク、地域内のマクロ経済、金融市場動向、金融・財政政策の波及効果、他地域からの波及効果などを分析し、マクロ経済や金融市場の安定性をめざす政策助言を行っている。

グローバルに統合された現代の世界経済では、一国の経済問題や経済政策が地域を超えて

他国にも影響を及ぼすことから、IMFはグローバルなサーベイランスを行っている。その重要な刊行物が『世界経済見通し』（WEO：World Economic Outlook）であり、世界経済と成長見通しに関する分析を行い、世界的なマクロ・金融情勢の波及効果を分析している。特に米国、中国、ユーロ地域といった主要経済国・地域の経済・財政・金融政策がもたらす波及効果の課題に焦点を当てている。また『国際金融安定性報告書』（GFSR：Global Financial Stability Report）は、世界の資本市場や金融の不均衡、金融の安定性にリスクとなりうる脆弱性を評価している。さらに『対外セクター報告書』（ESR：External Sector Report）は世界の中で経済規模の大きい20か国以上とユーロ地域の対外関係を、経常収支と為替相場、対外バランスシート、資本フロー、外貨準備高の観点から分析し評価している。

また、IMFだけでなく地域金融機関やOECD、国際決済銀行（BIS：Bank for International Settlements）などの国際機関も各地域や世界の経済・金融情勢に関して分析を行っており、多面的な観点から経済サーベイランスが進められている。

Ⅳ．国際通貨システムの焦点

Ⅳ－1．グローバル・インバランスと米国の経常収支赤字

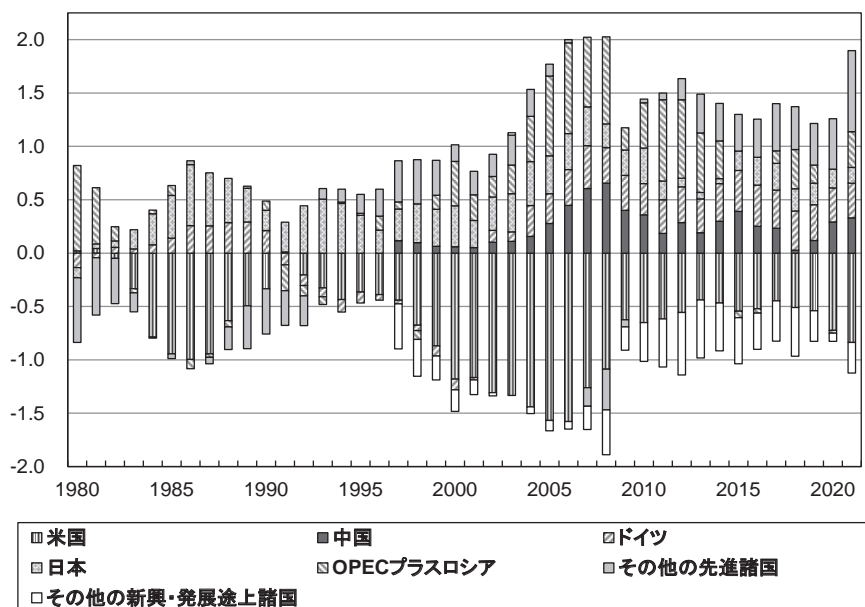
2000年代に入って国際社会の間で、世界的な経常収支不均衡（グローバル・インバランス）が世界経済のリスクとして認識され始めた。米国の大幅な経常収支赤字と東アジア諸国（日本や中国）、産油国（OPEC プラスロシア）、ドイツ等の経常収支黒字が世界経済にとっての不安定要因になると考えられた。グローバル・インバランスは、図2が示すように、すでに1980年代から見られており、2000年代に入って突然現れた現象ではない。ただ、不均衡の大きさが2000年代に入って拡大しており（米国の経常収支赤字の対世界GDP比は1980年代半の1%から2000年代半の1.5%に拡大）、グローバル・インバランスが国際的な関心を集めるこ

とになった。また、米国が一貫して経常収支赤字を計上し続けてきたのに対し、1980年代には日本とドイツが主要黒字国だったが、2000年代にはこれら2か国に加え、中国と産油国が主要黒字国となり、不均衡がグローバルな問題として捉えられるようになったといえる。

1980年代のグローバル・インバランス

米国は1980年代前半から持続的な経常収支赤字を経験し、1987年に赤字がピークに達した後も持続し、1989年には純国際投資ポジション（NIIP）がマイナスになり、第一次大戦後初めて純負債国に転じた。そのため、「ドル暴落」や「ハードランディング」の可能性が危惧されることになった。同時に、大幅な対米黒字を計上していた日本との間で貿易・経済摩擦が深刻

図2 世界の主要国・地域の経常収支不均衡（世界のGDPに対する比率、%）



（出所）IMF, WEO database, April 2022 より筆者作成

化し、米国は日本に対して円高や公共投資の拡大などを求めた。

米国が1980年代に経常収支赤字を計上したのは、金融引き締めと財政拡張という政策ミックス（レーガノミクス）をとったため、実質金利が上昇して海外からの資本流入が起こりドル高となり、好調な民間需要と財政赤字があいまって大幅な貿易収支赤字を作り出したからである。その一方で、日本やドイツが対米貿易黒字を拡大させ、経常収支黒字を計上していた。先進5か国（G5：日・米・英・独・仏）が1985年9月に「プラザ合意」に達し¹⁴、経常収支不均衡の縮小をめざして、ドル高是正のための協調介入を行った。ドルの実効レートはすでに同年春をピークに下落を始めていたが、米国の貿易赤字が続き、米国内で保護主義圧力が高まり、ドル高是正で対応することが望ましいと考えられたのである。米ドルは円（や独マルク）に対して大きく下落したが、米国の対外不均衡がなかなか改善しない中、市場ではドル安期待がむしろ強まった。

そのため、「ドル暴落」や米国経済の「ハードランディング」が起き、世界経済に由々しい悪影響が出るのではないかと懸念された。ステイーブン・マリリス（Marris 1987）は、米国が対外純負債国化する結果、投資収益収支が赤字になって経常収支赤字が定着し、対外純負債が一方的に拡大するという悪循環に陥るとし、それを防ぐには、ドルの下落や所得・支出バランス（貯蓄・投資バランス）の改善によって、貿易収支黒字を作り出し経常収支赤字を縮小させることが必要だと警告した。経常収支赤字が調整されないと、内外の投資家はドル売りに走り、ドル急落、米金利の急騰、株価の急落を通じて、強制的な経済調整が促されることになる（ハードランディング）とした。それは米国経済を深刻な景気後退に陥れ、中南米等の対外債務を抱えた発展途上国の間で返済不履行（デ

フォルト）を引き起こし、世界経済と国際金融市場をさらに不安定化させるとしたのである。

ドル・レートはたしかに下落したものの、ドル暴落や米国・世界経済のハードランディングは起きることがなく、80年代末から90年代初めにかけて経常収支不均衡は是正された。その理由としては、①1985-88年のドル安がラグを持ちつつ貿易収支調整機能を発揮させた、②国際資本市場が、時として公的為替市場介入に支えられつつ、米国の経常収支赤字をファイナンスし続けた、③先進諸国が一定の政策協調を進め（米国の財政赤字の縮小、日・独の総需要拡大）、米国が生産・支出（貯蓄・投資）バランスを改善させた——ことが挙げられる。それは、ドル安と貯蓄・投資バランスの改善という伝統的な調整過程だったといえる（河合 1994b）。

2000年代のグローバル・インバランス

米国の経常収支赤字は1990年代後半から再び増加し、2000年代半ばまで拡大を続けた。それに対し、黒字国・地域としてOPECプラスロシア、中国、ドイツ、日本が大幅な黒字を計上した。1980年代と同様、米国の経常収支赤字が累積し続けると、いずれ米ドルに対する信認が失われ、ドル暴落、金利急上昇、株価急落などによる「無秩序な」（disorderly）不均衡是正プロセスが始まり、米国経済・世界経済が深刻な不況に陥ることが懸念された。それを回避するためには、米国が赤字削減策をとるだけでなく、東アジア諸国や産油国が黒字削減策をとる必要がある——つまり「世界的な」不均衡を秩序ある形で是正するには「世界的な」解決策が必要だ——とされたのである。

この間、米国の経常収支赤字の対GDP比は2006年をピークに、中国の経常収支黒字は2007年をピークに縮小を始め、世界的な不均衡問題は秩序あるかたちで解消しつつあるかに見えた。しかし、2008年9月のリーマンショック

14) 5か国は「プラザ合意」で、経常収支赤字国と黒字国の両者が責任として政策協調を行うこと、為替レートのミスマライメントが起きたときには協調介入を行うこととした。

クを機に、米国のサブプライム危機が金融市場全体を覆う危機に転化し、欧州の金融システムをも大きく動揺させて世界金融危機を引き起こした。米国経済・先進国経済が同時不況に突入し、米欧市場に依存していた日本・東アジア諸国も輸出の急落から深刻な景気後退や成長率の急減速に陥り、「無秩序な」不均衡是正のプロセスが進んだといえる。しかし、米国発の金融危機の主因が世界的な経常収支不均衡にあったとは言えず、米国が経常収支赤字をファイナンスできない中で、ドル暴落や金利上昇が起こり金融危機につながったわけでもなかった。むしろ世界金融危機が勃発した直後は、ドル暴落ではなく、世界的に米ドルに対する需要が高まり、ドル高が起きた。米国発の金融危機をもたらした主因は、FRBによる金融緩和策を背景に起きた過剰なサブプライム住宅融資の拡大であり、金融機関による不健全かつ高リスクの事業活動——サブプライム・ローンをはじめ各種ローンを担保とする証券化商品を組み合わせた債務担保証券（CDO: Collateralized Debt Obligation）の開発・販売など——だった。たしかに、危機前の米国では経常収支赤字を出すことで、中国など海外からの資金流入により長期金利が低い水準に抑えられ、住宅融資を始めとする信用拡大が起きていた¹⁵⁾。しかし、金融危機の基本的な原因は、米国における過度な金融緩和の継続と金融機関に対する不十分な規制・監督体制だったといえる。

いずれにせよ、世界金融危機を受けて、米国の経常収支赤字と中国の経常収支黒字が急激に縮小した。米国では、それまでの住宅バブルに支えられた消費バブルが崩壊し、家計部門の貯

蓄率が大幅に上昇し、貯蓄・投資バランスが改善したからである。ただし、繰り返すように、この不均衡の是正はドル暴落やドル金利の急上昇を伴った訳ではなかった。中国では、投資の拡大により貯蓄・投資バランスが減少するとともに、人民元レートの上昇が貿易収支に影響を与え、経常収支黒字の急速な縮小につながった。

G20 諸国は、世界的な不均衡が再び拡大しないよう、ピッツバーグサミット（2009年9月）で「強固で持続可能かつ均衡ある成長のための枠組み」を立ち上げ、「相互評価プロセス」（MAP）を通して相互に監視することになった。これら諸国は、世界的な不均衡を測定する指標として①公的債務と財政赤字、②民間貯蓄と民間債務、③対外バランス（貿易収支、投資所得収支、対外移転収支）を取り上げ、それらの指標を基に、各国のパフォーマンスを評価することとした。G20の全ての国、なかでも上位7か国がより厳格に評価・監視されることになった。こうした努力もあり、グローバル・インバランスは目立った大きさになっていない。2020年代初めには、米国や中国の経常収支不均衡は経済的ファンダメンタルズと大方一致するものになったとされる。

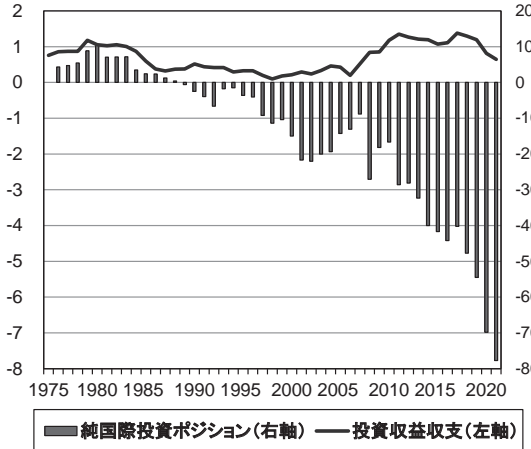
米国の経常収支不均衡の維持可能性

米国は1982年以降、1991年を除き、一貫して経常収支赤字を計上し、純国際投資ポジション（NIIP）をプラスからマイナスに転じさせただけでなく、世界最大の純負債国になった。図3が示すように、NIIPのGDP比は1990年代初めにはマイナス7%程度だったが、その後傾向的にマイナス幅が拡大し、2000年代初め

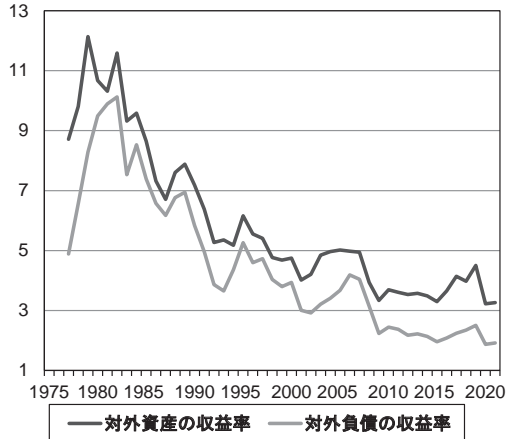
15) Obstfeld and Rogoff (2009) は、世界金融危機の重要な背景として、世界的なグローバル・インバランスを挙げた。米国が過大な海外借入れを行い、それが過大な住宅投資や個人消費を持続させたという考え方である。この点、住宅価格バブルが進行中の2004年の半ばに、FRBが金融引き締めへ転じ、2年ほどの期間にわたり政策金利を引き上げ続けたにもかかわらず、米国の長期金利とくに住宅金利はさほど上昇せず、住宅金融引き締め効果をもたなかったことがあった。FRBのアラン・グリーンズパン議長（当時）は、この現象を「長期金利の謎」と呼んだ。またベン・バーナンキ理事（当時）は、世界的に「過剰貯蓄」が存在したことが米国ひいては世界の長期金利を低い水準に抑えたとして、東アジアにおける過剰貯蓄の影響が大きいとした。しかし、世界金融危機の主因は、あくまでも米国における金融緩和の継続と、金融機関による高リスク事業活動を許した金融規制・監督体制にあった。Caballero (2009) も参照のこと。

図3 米国の純国際投資ポジション、投資収益収支、対外資産・負債の収益率

3A. 純国際投資ポジションと投資収益収支
(GDP比, %)



3B. 対外資産・負債の収益率 (%)



(注) 対外資産の収益率は、対外資産からの投資収益の受け取りを前年末の対外資産残高で割った比率で算出。同様に、対外負債の収益率は、対外負債への投資収益の支払いを前年末の対外負債残高で割った比率で算出。

(出所) 投資所得、国際投資ポジション、GDPの各データは米国商務省の経済分析局 (Bureau of Economic Analysis) より入手し、筆者が算出・作成

<https://apps.bea.gov/itable/itable.cfm?reqid=62&step=1>

<https://apps.bea.gov/itable/itable.cfm?reqid=19&step=2#reqid=19&step=2&isuri=1&1921=survey>

にマイナス22%、2021年にはマイナス78%へと急増している。米国が純負債国化した際に指摘されたように、NIIPがマイナスになると一般的には投資収益収支が赤字になり、それがさらなる経常収支赤字につながって純負債を累積的に拡大させ、不均衡が維持可能でなくなるという事態が考えられた。それは米ドルの信認の低下につながりかねなかった。

ところが、米国の投資収益収支(利子・配当等)は一貫して黒字(受取超過)を計上しており、対外純負債が雪だるま式に累増するという構図にはなっていない(図3A)。米国が海外で得る投資収益が外国への投資収益の支払いよりも一貫して大きく、投資収益収支が黒字を計上し続け、しかもこの10年ほどは黒字幅が対GDP比で10%程度と安定しているからだ。そ

の理由は、米国人の保有する対外資産の収益率が外国人の保有する米国資産の収益率よりも高いことにある(図3B)。米国の対外資産は、収益性の高い直接投資などの割合が大きい、対外負債は金融債務のかたがちが多く、とくに利回りの低い安全資産である財務省証券などが中心だ。内外収益率の差は2010年ごろまでは1%程度だったが、2019-21年の時期には1.5%以上に拡大している¹⁶⁾。そのため、米国は世界最大の対外純負債国であるにも関わらず、投資収益収支が赤字化せず、米ドルの国際的な信認は失われていない。

しかし、こうした状況が長期にわたり続く保証はない。対外純負債がさらに拡大すると、いずれ投資収益収支が赤字になる可能性が高いからだ。現在の米国の対外負債/資産比率は1.5

16) 米国の対外資産と対外負債の収益率は時間とともに低下しているが、前者が一貫して高い。因みに、対外資産の収益率は1980年代に平均9.0%、90年代5.6%、00年代4.5%、10年代3.7%であり、対外負債の収益率は80年代7.9%、90年代4.5%、00年代3.4%、10年代2.2%となっている。

程度だが、現行の内外収益率を前提にした場合、対外負債／資産比率が1.7になると投資収益収支が赤字になると見込まれる。したがって、グローバル・インバランスの中心である米国が経常収支赤字の縮小に向けた政策対応をとることが、米国・世界経済の安定、ひいては米ドルの国際的な信認の維持にとって不可欠になる。

Ⅳ-2. ユーロの導入と欧州金融危機

欧州は、ドイツとフランスを中心に、1950年代より経済統合プロセスを開始し、40年ほどの歳月をかけて欧州連合（EU）を作り上げ、1999年に経済通貨同盟（EMU）を発足させて国際通貨ユーロを導入した。ユーロの導入により、米ドルに次ぐ世界第2の国際通貨が誕生した。しかし、2008年の米国でのリーマンショックを機に、ユーロ地域の5-6か国が深刻な金融危機を経験し、一時はユーロのEMUそのものの崩壊が危ぶまれる事態に陥った。

経済通貨同盟の創設とユーロ圏の拡大

1999年、EU加盟15か国のうち収斂条件を満たした11か国（オーストリア、ベルギー、フィンランド、フランス、ドイツ、アイルランド、イタリア、ルクセンブルク、オランダ、ポルトガル、スペイン）がEMUを完成させ、共通通貨ユーロを導入した¹⁷⁾。EMU未参加のEU4か国（デンマーク、ギリシャ、スウェーデン、英国）のうちデンマークを除く3か国は、基本的に将来的にEMUに参加して単一通貨ユーロを導入することが想定された。デンマークは、例外規定の対象となっていた。

ユーロ導入のための収斂条件は、物価、財政、為替、金利に関する以下の4点である：①過去

1年間のインフレ率（消費者物価上昇率）が、最もインフレ率の低い3か国の平均値プラス1.5%以下であること、②過大な財政赤字状態でないこと（財政赤字のGDP比が3%以下、債務残高のGDP比が60%以下）、③過去2年間、為替レートが通常のERMの変動幅の範囲内にあり、加盟国通貨に対して切り下げられていないこと、④過去1年間、長期金利が最もインフレ率の低い3か国の平均値プラス2%以下であること。1999年以降、新規にユーロ地域に参加するためにも、これらの収斂条件が求められた。その基本は、物価の安定、大きすぎない財政赤字と政府債務、為替の安定、高すぎない長期金利である。為替レートについては、1999年から実施されたERMIIへの参加が義務付けられ、ユーロに対する自国通貨の標準変動幅を2年間、上下15%の範囲とする必要があるとされた。また、1997年に採択された安定成長協定（SGP）では、ユーロ参加国はユーロ導入後も収斂条件、とりわけ②の財政規律を守り続けることとされた。

その後、EU加盟国、ユーロ参加国はいずれも増加し（ただし英国は2020年1月にEUから離脱）、2023年の時点で、EU27か国中20か国がユーロ地域に参加しており（2023年1月にクロアチアがユーロ地域に参加）、ユーロ未参加のEU7か国の多くが既に自国通貨を公式・非公式にユーロに対して安定化しつつある。ブルガリア（カレンシーボード制）とデンマーク（ERMII）は制度的に為替レートをユーロに安定化させ、ルーマニアはクロール的な為替制度を取り、チェコ、ハンガリー、ポーランド、スウェーデンは為替をフロートさせながらもユーロを重視した政策をとっている。EU加盟

17) 1989年に、いわゆる「ドロール報告書」が発表され、EMU創設に向けてのスケジュールとして、3つの段階が提示された。第1段階は、EU域内の市場統合（資本移動の完全自由化を含む）の推進と全加盟国によるERMへの参加の実現、第2段階は、欧州中央銀行（ECB）の設立、ERMにおける変動幅の縮小、域内の金融・財政政策協調の強化、第3段階は、ECBによる一元的な金融政策の実施、為替レートの永久的な固定、単一通貨の発行——とされた。第1段階は1990年7月に、第2段階は1994年1月に、第3段階は99年1月に、それぞれ開始された。1999年1月のEMU完成にあたり、ユーロとEMU参加国通貨の間の交換レートは、前年末のECUと各国通貨の間の為替レートとされた。2002年1月よりユーロ貨幣の流通が開始された。

国ではないが、アンドラ、コソボ、モナコ、モンテネグロ、サンマリノ、バチカン は 1999 年以降ユーロを法定通貨として導入しており、ボスニア・ヘルツェゴビナはユーロのカレンシーボード制を、北マケドニアは対ユーロ安定化策をとっている。さらにその他の周辺欧州諸国や欧州域外諸国にもユーロの影響が及び始めており、ユーロ通貨圏は外延的に拡大しつつある¹⁸⁾。

米国に準ずる経済規模をもつユーロ地域の出現は、欧州域内だけでなく、周辺の地中海沿岸、中東、その他地域との貿易・投資・金融取引におけるユーロの国際的な利用を高めることが期待された。実際、貿易面でのユーロの使用比率、公的外貨準備でのユーロの保有比率は高く、為替レート安定化の対象であるアンカー通貨としてのユーロの役割も高まった。そのことは、新たな欧州通貨ユーロが、最も支配的な国際通貨としての米ドルに挑戦する潜在力を持つことを意味した。

欧州金融危機・政府債務危機の衝撃

2000 年代を通じてユーロ地域経済は順調な成長を遂げた。とりわけ、南欧諸国（GIIPS と呼ばれるギリシャ、アイルランド、イタリア、ポルトガル、スペインやキプロス）では、1999 年のユーロ導入（ギリシャは 2001 年から）によって金利が低下し、高成長を見込んだ大量の資本流入が起き、大半が不動産部門を中心に投資ブームを経験していた。ユーロ地域にはまだ参加していなかったバルト 3 国や中東欧諸国も、EU を拠点とする銀行から大量の融資を受け、成長を続けていた。そうした中、2008 年のリーマンショックで米国の金融危機が世界に伝播すると、これら南欧・中東欧諸国への資金

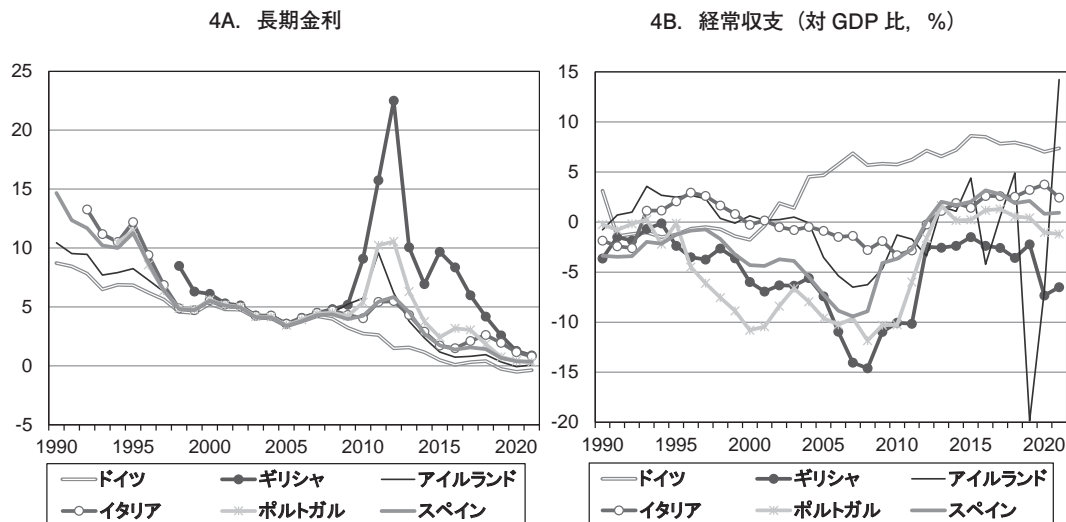
流入が逆転して大きな影響を受け、金融危機に面することになった。ギリシャの危機に際しては、同国がユーロ離脱を断行し、それが EMU の崩壊につながるのではないかと危惧された。50 年以上にわたる欧州経済通貨統合の歩みにとって、最大の危機が到来した。

1999 年以前には、欧州各国間で大きな金利スプレッドが存在していたが、ユーロ導入後の 2000 年代前半からユーロ参加国の間で名目金利が収斂を始めた。たとえばイタリアやスペインの長期金利は、ユーロ導入以前の 1990 年代半まではドイツの長期金利よりも 5% ポイント以上高かったが、ユーロ地域への参加が見込まれると次第に下がり、1998 年にはドイツの金利に収斂することになった（図 4A を参照）。ギリシャの長期金利も、2001 年のユーロ地域への参加でドイツの金利に鞆寄せされた。金融市場は、ユーロの導入により、南欧諸国の為替リスクだけでなくカントリーリスクまで下がったと誤って判断したことになる。南欧諸国では、2000 年代を通じて名目金利の低下とインフレの高まりにより実質金利がさらに下がり、高成長を見込んだ不動産部門など民間投資と海外資本流入が拡大し、大幅な経常収支赤字を計上していた（図 4B 参照）。経常収支赤字の GDP 比は、ギリシャで 15%、ポルトガルやスペインで 10%、アイルランドで 6% と極めて高い水準に上った。しかし、経常赤字をファイナンスしたのが、海外からの民間資本流入、とりわけドイツなどユーロ域内の大手銀行による融資だったことから、経常収支不均衡は重大視されず、不均衡削減のための政策措置もとられなかった。

2008 年秋のリーマンショックを機にこれら南欧諸国で投資ブームや不動産バブルが崩れると、金融機関の不良債権が増加して金融不安が

18) ロシアは 2005 年 2 月にルーブルの対米ドル連動制を廃止して通貨バスケット制に移行し、ユーロを重視する為替政策に転換した。通貨バスケットに占めるユーロのシェアを引き上げて米ドルとユーロの比率をほぼ 50 対 50 にし、外貨準備に占めるユーロの比率を引き上げた。しかし、ロシアは 2022 年 2 月のウクライナ侵攻後、米欧日の金融制裁を受けて、ユーロや米ドルを重視する政策から、人民元重視の政策に転換しつつある。アフリカの CFA フラン圏 14 か国は従来からのフランスとの取り決めを踏まえ、ユーロに対して通貨をペッグしており、他のアフリカ 3 か国も対ユーロ・ペッグ政策をとっている。

図4 ユーロ金融危機5か国及びドイツの長期金利と経常収支



(出所) 長長期金利は OECD データ, 経常収支は IMF データを用い, 筆者作成

OECD (2022), Long-term interest rates (indicator). doi: 10.1787/662d712c-en; IMF, WEO database, Oct. 2022.

高まり, それが政府の信用不安につながるという事態に至った。ギリシャでは, 2009年10月の政権交代で, 新政権が財政統計データを大幅に下方修正したことを機に, それまでの財政統計の粉飾が発覚し, 財政状況が極めて深刻だと判断された。市場では, ギリシャの財政状態に対する不信感から国債利回りが急騰し, 国債価格付けも引き下げられ, 政府財政と債務の維持可能性に疑問が持たれた。銀行部門が大量の国債を保有していたことから, 国債価格の下落が銀行部門の健全性を悪化させて複合的な金融危機につながった。ギリシャは EU と IMF からの金融支援 (第1次金融支援) を受けたものの, 危機が深刻化し, ギリシャのユーロ離脱がありうると思惑からユーロ制度そのものの危機につながる懸念された。アイルランドとスペインは不動産バブルの崩壊により, 銀行部門の不良債権問題が深刻化して金融危機に陥った。ポルトガルとキプロスではギリシャやアイ

ルランドの金融危機の余波を受けて金融危機が生じ, EU や IMF からの金融支援を受けた¹⁹⁾。ギリシャでは長期金利が 20% 以上の水準に, ポルトガルやアイルランドでも 10% の水準にまで上昇し, 銀行危機と政府債務危機が相乗的なかたちで進行した。ユーロ参加各国には独自の中央銀行が存在しないため, 通常の一国内で行われるような為替レート調整ができず, かつユーロ資金不足で国債価格の買い支えや銀行の資本増強も十分できず, EU や IMF の金融支援が必要とされたのである。

EU による危機国への金融支援は, 当初, 2010年6月に設立された時限機関である「欧州金融安定ファシリティ」(EFSF: European Financial Stability Facility) や 2012年6月に設立された「欧州金融安定化メカニズム」(EFSM: European Financial Stabilisation Mechanism) を通じて行われた。2012年12月には, EFSF の機能が恒久機関である「欧州安

19) これら5か国の金融支援の期間は以下の通りである: ギリシャが2010年5月 (EU と IMF による第1次金融支援, 第2次・第3次金融支援は EU のみ)-18年7月; アイルランドが2010年11月 (EU と IMF による金融支援)-13年12月; ポルトガルが2011年4月 (EU と IMF による金融支援)-14年5月; スペインが2012年6月 (EU による金融支援)-14年1月; キプロスが2013年3月 (EU による金融支援)-16年3月。

定メカニズム」(ESM)に発展的に継承され、ESMが欧州の金融支援機関として中心的な役割を果たすようになった²⁰⁾。EUは金融支援を供与するための政策条件として、各国に対して厳しい財政緊縮による経済安定化を義務付けた。その結果、金融支援を受けた南欧諸国は財政収支の改善に取り組んだものの、経済成長や雇用の回復が遅れた。

2011年から12年にかけて、南欧諸国の国債・証券の売却が続き、それを保有する南欧諸国の銀行やドイツなど北部欧州の大手銀行の資産状況が悪化するという「政府債務危機と銀行危機の悪循環」が続いた。ECBは、銀行危機に対して十分な「最後の貸し手」機能をもっていなかったが、2011年12月と12年2月に、無制限の3年物長期資金供給オペ(LTRO: Longer-term refinancing operation)を実施して、域内の約800の銀行に約1兆ユーロを低利で供与し、銀行危機に対処した。2012年に南欧の銀行から巨額の預金がドイツなど北欧に流出すると、ECBのマリオ・ドラギ総裁(当時)は7月のロンドン講演で「ユーロを救うためにECBは何でもする」ことを表明し²¹⁾、9月には危機国の国債を含む国債無制限購入措置(OMT: Outright Monetary Transactions)を

打ち出し、南欧の政府債務危機に対処した²²⁾。OMTプログラムは実際には発動されなかったが、市場の不安心理を和らげ、南欧諸国で危機的な状況を終息させる上で極めて大きな効果をもった。

20) ESMは、2012年10月、ESM条約に基づき設立され、2013年7月よりEFSFの業務を引き継いだ。同時にEFSFは支援プログラムの新規受付を停止したが、それまでの支援金がすべて回収されるまで解体されないため、現在もESMと併存している。ESMの最高貸付金額(融資能力)はEFSFの4,400億ユーロに対し、5,000億ユーロとされた。ESMには全てのユーロ加盟国が参加し、総額7,000億ユーロの資本金(払い込み資本金は800億ユーロ)を拠出し、融資のための資金は債券発行により調達される。資本金は、ECBへの出資比率(拠出キー)と同様、EU全体に対するESM参加各国の人口やGDPの割合から算出される。例えば、ドイツ27.1%、フランス20.4%、イタリア17.9%、スペイン11.9%となった。各参加国の投票権は、ESMへの資本金の負担割合によって決まる。ESMは短・中・長期(1年-30年)の債券を発行して調達資金をひとまずプールし、金融支援のための融資には資金プールから充当する。ESMの主な目的は、①金融危機に陥っている加盟国への融資、②発行・流通市場での加盟国の国債の購入、③予防的金融支援の目的での加盟国への融資、④金融機関の資本増強のための当該国政府への融資——を行うこととされる。

21) ドラギ総裁(当時)は、“Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough.”と述べ、ユーロ危機の終息に強い意思を示した。Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London, 26 July 2012 (<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>)を参照のこと。

22) ECBは、すでに2010年5月に、「証券市場プログラム」(SMP: Sovereign Markets Programme)を導入して危機国の国債を購入する動きを見せていたが、SMPは国債市場を安定させることはできなかった。ECBはOMTを実施する条件として、国債購入対象国がEFSFないしその後継機関であるESMの金融支援を受けること、およびその支援条件を遵守して財政再建に努めることを求めた。

ボックス1：ギリシャのユーロ離脱（Grexit）の可能性

ギリシャは政府債務危機・銀行危機に陥り、2010-12年の時期にIMFやEUからの金融支援を受けたが、緊縮財政の下で経済活動の低迷と高失業に陥った。そのため、ギリシャが成長を取り戻し危機から脱却するためには、ユーロ地域から離脱して、独自の通貨を取り戻した上で為替レートを切り下げ、国際競争力を高めることが必要だとする議論が高まった。「ギリシャのユーロ離脱」（Grexit）の考え方である。しかし、ギリシャが一旦ユーロ地域から離脱すると、金融市場は次の離脱候補国の国債にターゲットを当てた投機を繰り返す可能性があり、地域全体の金融市場が不安定化しかねない。そうした事態を受け、ECBのドラギ総裁はユーロの制度を守るための強い姿勢を見せ、2012年10月、ギリシャなど危機国の国債を無制限に買い取るOMTプログラムを発表した。政府債務危機に効果的に対応しないと、ギリシャの金融安定のみならずEMUそのものの存続が脅かされるという認識の下で打ち出した政策だったといえる。

その結果、2014年にはようやくギリシャ経済の悪化に歯止めがかかったが、ギリシャ国内では厳しい緊縮財政を課すEUに対する不満が高まっていた。2015年1月には、反緊縮政策を掲げる新政権が生まれ、金融支援の条件とされていた緊縮政策の一部撤回を表明したり、IMFへの債務返済を延滞したりした。ECBがギリシャの銀行への流動性支援を制限したことから、銀行預金の流出が加速化し、ギリシャは資本規制と銀行の休業の導入に追い込まれた（ギリシャ市民が一日に預金口座から引き出せる現金の上限が60ユーロとされた）。そのため、民間銀行の破綻や国債の債務不履行のリスクが高まり、「ギリシャのユーロ離脱」が再び懸念された。ギリシャのユーロ離脱については、北部欧州（ドイツ、オーストリア、オランダ、フィンランドなど）が賛成、南部欧州（フランス、イタリア、スペイン、ポルトガルなど）が反対の立場をとり、ユーロ地域内の「南北対立」が鮮明になった。北部欧州は、ギリシャが一時的にでもユーロ地域から離脱して、債務削減に取り組む方がEMUの求心力を強め、ユーロの信頼性を高めるとした。南部欧州は、ギリシャのユーロ離脱は戦後進めてきた欧州統合の失敗を意味し、ユーロの信頼性を著しく傷つけるもので、経済的・政治的な悪影響が極めて大きいとした。EMUが、通貨同盟としては機能するものの、一加盟国の銀行危機・政府債務危機・経済危機に十分対応できる体制を備えていないという制度設計の欠陥が顕在化したといえる。

しかし結局、ギリシャの政権は2015年8月にEUとの間で、第3次金融支援に合意したことから、「ギリシャのユーロ離脱」は回避された。仮に、ギリシャがユーロ離脱を決定したとすると、経済統合を進めてきたEUの政治的求心力が大きく損なわれただけでなく、不可逆的なプロセスとみなされていたEMUの存続が疑問視され、ユーロの対外的な信用が失われ、EMUそのものの崩壊につながった可能性がある。

IV-3. 発展途上国の金融危機・債務危機

発展途上諸国は、1970年代以降、3波におよぶ累積債務問題を経験し、そのすべてにおいて金融危機や債務危機に見舞われてきた（Kose, Nagle, Ohnsorge, and Sugawara 2021）。累積債務問題とは、ある国が持続的に経常収支赤字

を作り出して対外借入れを続け、対外債務を累積させる結果、各種の経済的な困難が生じることを指す。とくに対外債務が過大な水準にまで増大すると、債権者は債務国のデフォルト・リスクを懸念して追加の貸付けを行わなくなり、その結果資金流入の停止や市場金利の急上

昇に面する可能性がある。また、債務国が十分な外貨準備を持っていない場合、利子・元本返済の支払いや借り換えができず、為替レートが大幅に下落して金融危機・債務危機に見舞われることがある²³⁾。

途上国の債務累積の「3つの波」

第1波の累積債務問題（1970-89年）は1970年代から1980年代にかけて起き、主に中南米の発展途上国やサブサハラ・アフリカ地域などの低所得国の政府が過大な対外借入を行ったことが原因だった。アルゼンチン、ブラジル、メキシコなどの中南米諸国は、1970年代に政府主導で、主に先進諸国の銀行からシンジケート・ローンの形で膨大な額の対外借入れを行い、経済発展をめざした。しかし、1980年代に入ると米国での金利の引き上げや世界的な一次産品価格の低下により、債務返済負担が増加した。82年夏にメキシコが債務返済で行き詰まると、アルゼンチン、ブラジルなど10か国ほどの累積債務問題が一気に表面化した。国際社会は当初、債務返済の繰り延べ（リスケジュール）と新規融資（ニューマネー）の供与で乗り越えようとしたが成功せず、89年に米国が「ブレイディー構想」を打ち出し、シンジケート・ローンを米国債で担保された債券に転換するという債務削減策を発表したことで、累積債務問題に解決の兆しが見えることになった。大半の中南米諸国が80年代に「失われた10年」という経済的な苦境に陥り、債務負担の軽減なくして経済再生が望めなくなっていた。

社会経済基盤が脆弱なサブサハラ・アフリカの低所得国は、1970年代に海外からの借入れを行うことで経済発展を目指した。オイルショックの影響に見舞われた低所得国は、公共・公的保証債務（PPG：public and publicly guaranteed）を受け入れ、公的対外債務が累積した。しかし1980年代初頭には債務返済に支障をきたす国が見れるようになり、先進国政府はパリクラブでの

債務の繰り延べ（リスケジュール）を進めるとともに、IMFや世界銀行の構造調整プログラムを適用した。しかし、それは成功せず、債権国は、1996年の重債務貧困国（HIPC: Highly Indebted Poor Countries）イニシャチブや2005年の多国間債務救済イニシャチブ（MDRI: Multilateral Debt Relief Initiative）を導入し、HIPCs向け債権の削減に踏み切った。この二つのイニシャチブにより、低所得国37か国（うち31か国がサブサハラ諸国）が計1,000億ドルの公的債務の救済措置を受けた。

累積債務問題の第2波（1990-2001年）は、1990年代から2000年代初にかけて、メキシコ、東アジア諸国、ブラジル、アルゼンチンなどで通貨危機・金融危機・債務危機に至った事態を指す。これら諸国は、為替レート安定化政策の下で通貨が過大評価され、持続的な経常収支赤字を経験し、それを海外からの短期資本流入でファイナンスしていたため、資本流入の停止や流出への逆転によって外貨準備高の急減、為替レート的大幅な下落に面し通貨危機を経験した。メキシコや東アジアでは、銀行部門が脆弱な構造をもっていたため、通貨危機は銀行危機を伴い、それが深刻な経済収縮をもたらした。メキシコ、東アジア、ブラジルのケースでは、公的部門でなく民間部門が主要な対外債務者だったので、民間ベースでの債務解消が必要とされた。とくに東アジアでは、銀行の不良債権問題の解決のために、企業の過剰債務（外貨建て対外債務を含む）の再編・解消が必要とされた。債務不履行（デフォルト）に陥ったアルゼンチンのケースでは、公的部門の対外債務が過大な水準に上り、かつ債権者が主に民間の債券投資家だったため、債務危機の解決のために、政府と民間債権者との間での債務再編交渉が必要になった。しかし債権者が個人投資家を含めて海外に拡散していたため、債務危機への対応や解決が遅れ、2005年の債務再編を機にようやくデフォルト状態から抜け出すことができた。

23) 以下、詳しくは河合（2023b）を参照のこと。

累積債務問題の第3波（2001-09年）は、中東欧やバルト諸国で、2000年代前半から民間部門向け銀行融資——とりわけ外貨建て銀行融資——が急増して対外債務が拡大する中、2008年9月のリーマン・ショックの影響で資本流出に見舞われ、金融危機・経済危機に追い込まれるという形で起きた。これら諸国がEU加盟を果たし金融サービスを自由化させていたことで、EUとくにスウェーデンなどのメガバンクが進出し、本国の親銀行から借入れを行って、それを外貨建て融資として企業や個人に提供していた。とくにバルト3国はユーロに対し為替レートを安定化させており、大幅な経常収支赤字、外貨建て銀行融資の流入、対外債務の累積により、外的ショックや資本流出に対して極めて脆弱になっていた。変動レート制をとっていた中東欧諸国は為替レートの下落を通じてショックの影響をある程度吸収することができたが、外貨建て銀行融資が大きかった諸国（ルーマニアとハンガリー）や公的債務の対GDP比が高かった諸国（ハンガリーなど）は深刻な危機に陥った。ハンガリー以外は、公的部門でなく民間部門が主として対外債務を負っていたことから、民間主導の債務再編が進められた。

このように、世界の発展途上国は、過去50年にわたり3波に及ぶ対外債務の累増とそれに伴う金融危機・債務危機を経験してきた。こうした債務累増の波は、実質金利が低い時期に始まり、しばしば新たな金融商品・融資手法の導入や金融市場を取り巻く環境変化によって加速された。債務の累増は、投資家のリスク回避行動、リスクプレミアムの上昇、金利の引き上げや外的ショックをきっかけに止まり、最終的には資本流入の停止や流出への逆転が起り、金融危機・債務危機の形で終息することが多かった。それは、世界的な景気後退（1982年、2009年）ないし景気の鈍化（1998年、2001年）をしばしば伴った。その中でも、政府部門の対外債務の累増が引き起こした第1波の累積債務問題は、長期にわたり大きな経済損失をもたら

した。

第2波以降は、債務者、債権者ともに公的部門の役割が低下し、民間部門の役割が増加した。とくに民間部門（銀行、企業、個人）による対外借り入れが増大し、公的部門が対外借り入れを行う場合であっても債権者側が民間銀行や債券投資家へと多様化していった。アルゼンチンの例が示すように、民間債権者が少数の大銀行でなく、多数の債券投資家として分散されると、問題解決は難しく、かつ長期化する傾向にあった。ただし、低開発国においては、依然として債権者、債務者ともに公的部門が主たる役割を果たしている。公的部門が債務を負う傾向が強くなり、また民間部門の債務であっても、政府がそれを保証することで公的債務と見なされる。

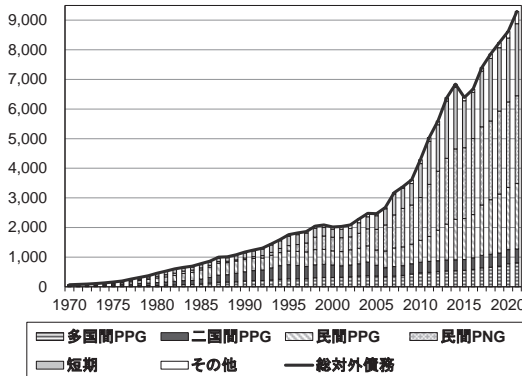
債務累積の「第4波」

累積債務問題の第4波（2010年—現在）は、多くの発展途上国が過去10年以上の期間にわたり対外債務を積み上げてきたことで進行中である。その背景の一つとして、多くの発展途上国が2007-09年の世界金融危機に面し、拡張的な財政政策を実施し、公的債務を拡大させたことが挙げられる。さらに、世界金融危機終息後は、米国が低金利政策をとっていたため、途上国側には、経済発展のための投資、特にインフラ投資の目的で対外借り入れを拡大する誘因があった。2020年以降は、新型コロナウイルス禍による経済危機に対応するため、再び拡張的な財政政策を採用し、その結果、対外債務を含む公的債務を拡大させた。その一方、観光など対面サービスに依存してきた発展途上国の中には、輸出の低迷で対外債務の返済に困難をきたすものがあらわれた（スリランカ、モルディブなど）。2022年には、ロシアのウクライナ侵攻と西側諸国による対ロ制裁を受けて、世界的にエネルギー価格、食料価格が高騰し、加えて、FRBやECBによる急激な金利引き上げにより、債務返済に困難をきたす発展途上国が増える傾向にある。

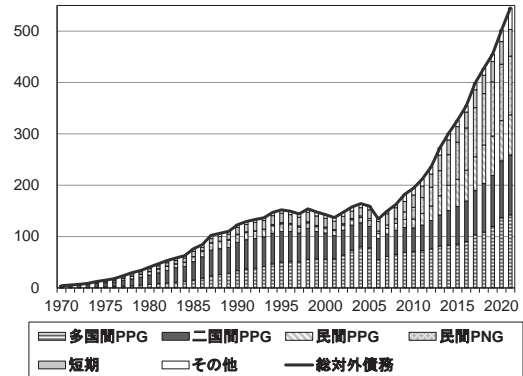
図5は世界銀行の『国際債務統計』に基づく

図5 発展途上国の対外債務の推移, 1970-2021年

5A. 低・中所得国の対外債務とその構成 (十億ドル)



5B. 低開発国の対外債務とその構成 (十億ドル)



(注1) PNG = 民間非保証 (private nonguaranteed), PPG = 公共・公的保証 (public and publicly guaranteed)。

(注2) 対外債務は、世界に対する対外債務総額 (External debt stocks, total [DOD, current US\$]) を指す。

(出所) World Bank, *International Debt Statistics* (2022) より筆者作成。https://databank.worldbank.org/source/international-debt-statistics#

発展途上国の対外債務状況を示したものである。図5Aから、発展途上国全体(低・中所得国)の対外債務が、2000年代後半から急速に拡大したことがわかる²⁴⁾。最近時点における対外債務の構成では、公共・公的保証(PPG)債務が全体の40%以下であり、民間債権者への非保証(民間PNG)債務と短期債務が全体の60%近くを占めるようになってきている。2000年代後半以降は、公的なPPG債務の大半が民間債権者への公的保証(民間PPG)債務になっている。これに対し、低開発国の対外債務(図5B)は、2007年以降、急拡大している(かつ図5Aで見られた2015年の低下は見られない)²⁵⁾。その大半がPPG債務であり、中でも多国籍・二国籍PPG債務が大きい。民間PNG債務と短期債務は、時間の経過とともに累増して

いるが、債務総額の太宗を占めるほどにはなっていない。

世界銀行は、対外債務に脆弱な発展途上73か国に焦点を当て²⁶⁾、対外債務の返済状況や返済可能性の状態をモニターしているが、このうち9か国がすでに「対外債務危機の状態」にあり、30か国が「対外債務危機のリスクが高い」とされている(ボックス2)。対外債務危機の状態にある9か国のうち8か国がサブサハラ・アフリカに属し、1か国が中南米に属している。対外債務危機リスクの高い国30か国のうち、半分の15か国がサブサハラ・アフリカ、7か国が大洋州、3か国が中南米、2か国が南アジア、1か国が中東・北アフリカ、東アジア、中央アジアの国となっている。このように、対外債務問題を抱える国の大半がサブサハラ・アフリカ

24) ただし、対外債務額は2015年に一時的に落ち込んでいるが、これは主に中国が2015-16年にミニ通貨危機に遭遇し、対外短期債務などが落ち込んだことを反映している。

25) 低開発国(LDC: least developed country)とは、国連により以下の3つの基準のいずれかを満たすと認定される国であるが、当該国の同意が前提となる。①一人当たりGNIが1,018ドル以下の低所得国、②人的資源開発指標(HAI: human assets index)が60以下の発展途上国、③外的ショックに対する経済の脆弱性(EVI: economic vulnerability index)が36以上の発展途上国。2022年8月現在で、世界の発展途上国のうち低開発国は46か国存在する(アフリカ33か国、アジア9か国、大洋州3か国、中南米1か国)。

26) これら諸国は、後述する「債務返済猶予イニシヤチブ」(DSSI)対象国であり、低開発国だけでなく低位・高位中所得国も含む。

諸国であり、それに大洋州諸国が続いている。

ボックス2：対外債務危機の状態にある諸国、対外債務危機のリスクが高い諸国

対外債務危機の状態にある国：

チャド、コンゴ共和国、エチオピア、ガーナ、グレナダ、モザンビーク、サントメ・プリンシペ、ソマリア、ザンビア

対外債務危機のリスクが高い国：

アフガニスタン、ブルンジ、（カーボベルデ）、カメルーン、中央アフリカ共和国、コモロ、コンゴ民主共和国、ジブチ、ドミニカ、ガンビア、ギニアビサウ、ハイチ、ケニア、キリバス、ラオス、（リベリア）、マラウイ、モルディブ、マーシャル諸島、モーリタニア、ミクロネシア、パプア・ニューギニア、サモア、シエラレオネ、南スーダン、セントビンセント・グレナディーン諸島、タジキスタン、（トーゴ）、トンガ、ツバル

注：アンダーラインの国はアジア・大洋州地域の国、括弧内の国は対外債務危機リスクが中程度だが総合的な債務危機リスクが高い国を指す。エチオピアとガーナは2022年3月の時点で、世銀により「対外債務危機のリスクが高い」国とされていたが、2022年中にデフォルトに陥ったので「対外債務危機の状態」にある国に分類されている。

出所：World Bank, Debt Service Suspension Initiative (March 2022) から筆者作成。

「債権大国」中国への債務の拡大

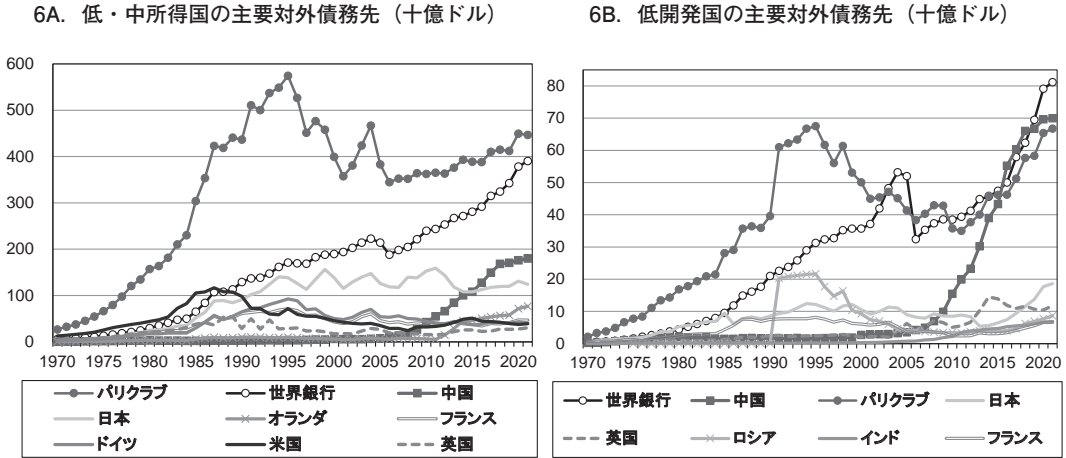
発展途上国の対外債務について、債権国・機関別の統計をみると、中国が最大の債権国として台頭していることがわかる。図6は、発展途上国がどの主要債権国・機関に対する対外債務を負っているかのデータを時系列的にプロットしたものである。主要債権国・機関として、いくつかの主要先進国、パリクラブ、世界銀行、中国などが挙げられている。パリクラブとは、加盟22か国全体の債権総額を指す²⁷⁾。世界銀行は、国際復興開発銀行（IBRD：International Bank for Reconstruction and Development）と国際開発協会（IDA：International Development Association）の融資額の合計である²⁸⁾。

図6Aによれば、発展途上国全体（低・中所得国）の対外債務先としては、パリクラブ22か国に対する債務総額が一貫して最大の規模で推移しており（2021年に4,470億ドル）、それに続くのが世界銀行に対する債務である（同年に3,900億ドル）。日本に対する債務は1990年代前半から個別国に対する債務額としては世界最大になったが、その後は伸びず、2010年代中央に中国にとって替わられた。発展途上国の中国に対する債務は2000年代後半から拡大し、21年には1,800億ドルに上っている（同年の日本に対する債務額は1,240億ドルで個別国として第2位）。図6Bは、低開発国の世界銀行、パリクラブ債権22か国、中国に対する債務総額が、2010年代以降、ほぼ拮抗していることを示している。2021年の債務額は世界銀行に対し810億ドル、中国に対し700億ドル、パリクラブ加盟22か国に対し670億ドルとなっている（日本に対しては中国に次ぐ190億ドル）。このことは、発展途上国（とりわけ低開発国）の累積債務問題を解決するためには、パリクラ

27) パリクラブ加盟国は以下の22か国である：オーストラリア、オーストリア、ベルギー、ブラジル、カナダ、デンマーク、フィンランド、フランス、ドイツ、アイルランド、イスラエル、イタリア、日本、韓国、オランダ、ノルウェー、ロシア、スペイン、スウェーデン、スイス、英国、米国。https://marketbusinessnews.com/financial-glossary/paris-club-definition-meaning/

28) 世界銀行のIBRDは中所得国および信用力のある低所得国の政府に融資を行い、IDAは最貧国の政府に無利子の融資や贈与を提供している。

図6 発展途上国の主要対外債務先(国・機関), 1970-2021年



(注) 各国の対外債務総額 (External debt stocks, total [DOD, current US\$]) のうち、世界銀行と主要債権国に対する債務額を示す。パリクラブとはパリクラブ加盟 22 カ国に対する対外債務の総計。

(出所) World Bank, *International Debt Statistics* (2022) より筆者作成 <https://databank.worldbank.org/source/international-debt-statistics#>

ブ加盟国だけでは限界があり、中国の積極的な関与が欠かせなくなったことを意味する。

第4波の累積債務問題への対応

発展途上諸国は 2010 年以降、再び対外債務を累増させて第 4 波の対外債務問題を迎えていたところ、新型コロナウイルス禍の影響を受け、経済的な苦境に面し、債務返済に支障をきたすケースが相次いだ (チャド、エチオピア、ガーナ、スリランカ、ザンビアなど)。とりわけ多数の脆弱な発展途上国が保健医療資源や財政資源の不足により危機的な状況に陥った。そのため、G20 財務相・中銀総裁会議で、これらの発展途上国に対する債務救済の議論が活発化し、公的債務返済を一時的に停止したり、減額したりする措置を導入した。

G20 財務相・中銀総裁会議がまず取った対応策は、「債務返済猶予イニシャチブ」(DSSI: Debt Service Suspension Initiative) の実施で

ある。これは、債務に対し脆弱な発展途上国 73 か国を DSSI 対象国として定め、2020 年 4 月-2021 年 12 月の期間にわたり、債務返済を猶予する措置である。この措置を受ける途上国は、IMF・世銀に金利、期間、担保など対外債務の情報を開示し、G20 が返済猶予の条件などを決めるとされた²⁹⁾。債務返済猶予の対象は公的債権者への PPG 債務だけでなく、政府保証のない民間債権者への PNG 債務も含むとされた。

DSSI 対象 73 か国中、2021 年末までの期間に返済猶予を享受した国は 48 か国に上り、計 129 億ドルの債務返済猶予が実行された³⁰⁾。ここで特筆すべきは、中国が公的債務の救済措置に関する多国間の協調行動に初めて参加したことである。公的債務の返済猶予などの債務措置は、これまで先進国などが構成するパリクラブ (主要債権国会議) が主導してとられてきたが、今回はパリクラブに正式参加していない中国を巻き込むかたちで協調行動がとられた。その一

29) ただし、DSSI 対象 73 か国中、対外債務データを公表しているのは 68 か国であり、5 か国が公表していない。また中国は、当初、中国国家開発銀行 (政府が 100% 出資) について「民間銀行なので DSSI の対象外」として、発展途上国向けの融資データを全面的に開示することに否定的な立場をとったとされる。

30) World Bank, <https://www.worldbank.org/en/topic/debt/brief/debt-service-suspension-initiative-qas>

方、期待された民間部門の参加は限られていた（1機関しか参加しなかった）。

この間、世銀などの国際開発銀行は、2020年4月から2021年12月までの期間に、DSSI対象国向け融資額として合計1,000億ドルのコミットメントを行い、うち660億ドル（純額482億ドル相当の移転）を実行した。IMFもこの期間、様々なファシリティを通じて、DSSI対象国に対して260億ドル（純額では214億ドル）の融資を実行した。IMFはさらに2021年に、新型コロナの影響を受けた脆弱国を支援する目的で、加盟国に対して6,500億ドルに上る特別引出権（SDR）を配分した（うち210億ドルが低所得国に直接割り当てられた）。G20の首脳らは、SDR配分の効果を大きく高めるために1,000億ドルに上る自国のSDRを転貸して、脆弱国を支援するとしており、2023年2月時点で870億ドル（及び14億ドルのグラント）のプレッジがなされている。

G20財務大臣・中央銀行総裁会議は、2022年から「DSSI後の債務措置の『共通枠組み』」を導入して、脆弱なDSSI対象国に対して債務再編（債務削減を含む）を進めることとした。それは、以下の手続きで実行される。DSSI対象国が公的な対外債務の再編を希望する場合、まずIMF・世銀が債務の内訳や返済の条件（金利や担保など）の債務情報を精査する。次いで、IMF・世銀が債務再編により当該経済がどれほど成長するかなどを検討し、債権国政府側に金利の減免や債権の一部放棄などを求め、全ての債権者が再編の条件を合同で確定する。民間債権者の参加も促されており、民間部門に対する公的債務の削減率が公的部門のそれと「少なくとも同等」になる必要があるとされる。

債務措置の「共通枠組み」の意義は大きい。第1に、対象国にもたらす債務再編のメリットはDSSIによる単なる返済猶予のメリットより

も大きい。第2に、パリクラブ加盟国だけでなく、中国など非加盟国を含むG20全体で、脆弱な発展途上国の公的債務の再編（債務削減を含む）の枠組みが初めてできた。第3に、民間債権者に対する公的債務も対象になることから、包括的な債務再編が可能になる。こうした観点から、チャド、エチオピア、ガーナ、ザンビアが「共通枠組み」に参加して、債務削減などの恩恵を受け、再び経済成長を図ろうとしている。また、対象国でないスリランカも対外債務の再編が必要とされる事態になっている。2023年2月の段階では、チャドに対する債務措置は妥結されたものの、他の参加国の債務再編の交渉は十分進んでいないとされる。他にも潜在的な参加国は多数いるとみられるが、まだ参加するに至っていない。

そのことは「共通枠組み」に課題があることも示唆している。第1に、G20合意に法的な拘束力はなく、制度の実効性に疑問が残る。第2に、中国に対する公的債務には、「隠れ債務」が相当程度あるとされ（借り入れ国側の対外債務やPPPプロジェクト・政府保証などによる偶発債務の情報開示が不十分）、また中国の途上国向け融資契約は「守秘義務」が多く、借入れ国の中には情報開示を控える国があり、債務の実態を把握することが難しくなっている（Gelpern, Horn, Morris, Parks, and Trebesch (2021), Horn, Reinhart, and Trebesch (2021))³¹⁾。中国が情報開示に向けて十分な透明性を確保し、国際スタンダードに沿った債務措置をとらなければ実効性を確保できないといえる。第3に、債務削減はデフォルトとみなされて、担保として資源開発権益や港湾の管理権などが債権者に委譲されることを恐れて参加しないケースがあるとみられる。第4に、民間債権者は同等の条件で参加し、公平な負担分担を行うことが求められているが、かつてのように

31) また、中国の融資を受けた途上国が過剰債務に陥って返済に行き詰まり、融資を受けたインフラ施設や資源開発の権益を中国に譲渡することに追い込まれるという「債務の罠」が問題視されてきた。中国の融資機関が、十分な審査なしに不透明なかたちで融資を行ってきたことが過剰債務を生み出し、それが結果的に「債務の罠」につながった可能性がある（Jones and Hameiri (2020)）。

少数の商業銀行や投資銀行だけでなく、多数の債券保有者を含むことから、それは容易でない。

Ⅳ－４．中国人民元の国際化

現在の国際通貨システムにおける最大の関心事の一つは、人民元の国際化の進展がどこまで国際通貨システムを変えていくのか、という点だろう。中国は10年以上にわたり、人民元の国際化を通じて、国際取引における人民元の使用・利用を高めようとしてきた。その目的は、米国のマクロ経済動向や金融政策が自国経済に及ぼす影響を最小化させるとともに、米国に対抗する形で世界的な通貨・金融覇権を追求することにあると考えられる。それに加えて、近年では、米国による金融制裁の効果を抑える目的もあるとされ (Nelson and Sutter 2021)、その傾向は2022年の西側による対口金融制裁の発動によって、さらに高まったように思われる。

人民元の国際化の進展

中国人民銀行をはじめとする当局は、リーマンショック後の2009年7月から海外との国際決済に人民元を使用することを認めた (それまで人民元は基本的に海外との間での取引決済や海外での使用ができなかった)。その理由として、リーマンショック後の世界金融市場で米ドル流動性が枯渇し、国際決済に支障が生じかねなかったこと、人民元の対米ドル・レートが大幅に変動し、為替リスクを軽減させる必要に迫られたことなどが挙げられる。人民元の使用は、当初貨物貿易に限られたが、次第に經常取引全

般に、さらに資本取引にも適用されるようになった。とくに自由で開放的な香港市場を活用しつつ、人民元建ての貿易取引、直接投資、預金残高、債券発行の拡大など人民元の国際化が急速に進められた³²⁾。

人民銀行は、2009年以降2021年末までの期間に、合計40の中央銀行との間で4.02兆元 (うち実効性のあるものは3.54兆元 [約5,000億米ドル]) に上る通貨スワップ協定を結んだ³³⁾。当初は、相手国が人民元を貿易・投資に使いやすくするよう制度的に後押しし、次いで相手国が国際流動性不足に陥った際に人民元を引き出して対応することも認めるようになった³⁴⁾。中国当局は、2010年には香港での非居住者による人民元建て債券発行を認可し、2011年からは人民元建ての対外・対内直接投資を認めた。さらに、人民元建て適格外国機関投資家 (RQFII) や適格国内機関投資家 (RQDII) の制度を開始し、内外資本移動の自由化を進めた。2015年には、上海黄金取引所で非居住者向けの人民元建て金取引を解禁した³⁵⁾。2016年10月には人民元がIMFのSDRバスケットの構成通貨に組み入れられた。人民銀行が元建ての国際資本・金融取引や為替取引に制限を設けていることから、人民元は資本勘定の上で交換性をもたないものの、IMF加盟当局間では「自由に使用可能」(freely usable) な通貨だと認定されたからである。SDRバスケットにおける人民元のウェイトは米ドル (41.7%)、ユーロ (30.9%) に次ぐ10.9%で、円 (8.3%) や英ポンド (8.1%) を上回るようになった³⁶⁾。そ

32) 人民元の国際化については極めて多くの文献があるが、ここでは差し当たり、Eichengreen and Kawai (2015)、関 (2018)、関根 (2023) を挙げておく。

33) People's Bank of China, 2022 RMB Internationalization Report, September 2022.

34) 人民銀行はロシア中央銀行との間で、2014年10月に1,500億元/1.75兆ルーブル (約220億ドル) の通貨スワップ協定を締結した。この協定は、ロシアによるクリミア併合後の米欧による対口経済制裁の影響や原油価格下落によるルーブル価値の暴落を緩和する目的をもっていたとされる。スワップ協定は2017年、2020年と3年ごとに更新され、現在も有効である。

35) 中国は、2015-16年に「人民元ショック」と呼ばれる大規模な資本流出、1兆ドルに上る外貨準備の喪失、為替下落圧力、株式市場の動揺を受けて、資本流出規制を厳格化したことから、資本移動自由化と人民元国際化のペースがスローダウンした。資本流出圧力が和らぎ始めた2018-19年以降、人民元の国際化のペースが次第に回復することになった。

れを受けて、IMFは人民元を米ドル、ユーロ、円、英ポンドなどと並ぶ公的外貨準備として統計発表するようになった。

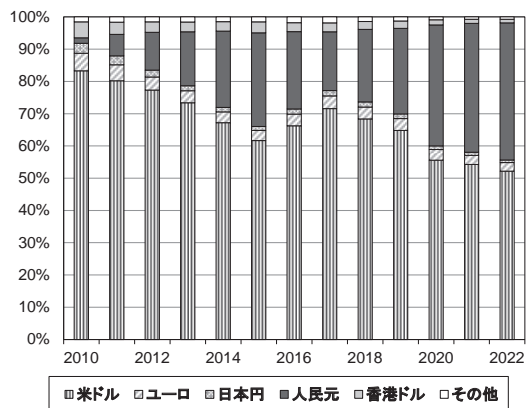
図7は、中国の国際取引において人民元の使用が高まってきていることを示すデータである。図7Aは、中国の非銀行部門による国際取引における人民元決済の比率が、2010年の実質ゼロから2015年の29%まで急速に拡大し、その後やや減少した後、再び上昇に転じ、2022年に43%に達したことを示している。対照的に、米ドルのシェアは2010年の83%から2022年の52%へとトレンドとして減少している。図7Bは、中国全体（銀行・非銀行部門）の国際決済における人民元の使用比率が2015年まで増加を続け、一時足踏みした後再び上昇していることを示している。財貿易における人民元の使用比率が低く、全取引（経常取引と資本取引の合計）における人民元の使用比率が高いことがわかる。これは、中国が香港を人民元国

際化のためのオフショア市場として、主に資本取引の目的で利用していることによるものである。財貿易の決済総額に占める人民元のシェアは、2010年のゼロから2015年の23%のピークまで急速に拡大し、その後一時的に減少した後、増加を再開し、2022年前半には17%に達している。

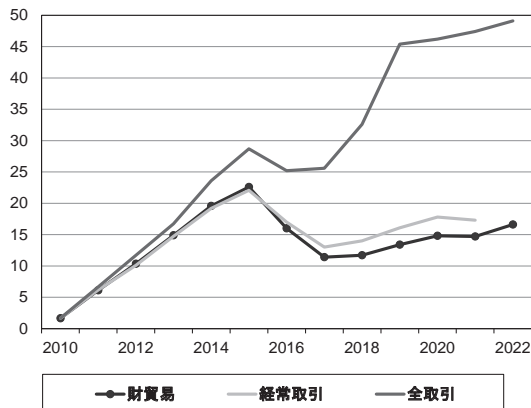
アジア地域では、各国の主たる為替アンカー通貨（為替レート安定化のための対象通貨）は依然として米ドルだと考えられるが、世界金融危機以降、人民元の重要性が高まっている。図8は、世界金融危機以前の2005-07年の時期と最近の2019-21年の時期における、アジア諸国・地域の公式・非公式の通貨バスケットに占める米ドル、人民元、日本円のウェイトの計測結果を示したものである。どちらの時期においても米ドルのウェイトは極めて大きく、いずれの国・地域（2019-21年のタイとインドネシアを除く）においても米ドルを重視した為替政策を

図7 中国の国際取引における人民元決済の比率（%），2010-22年

7A. 非銀行部門の国際決済における主要通貨の使用



7B. 国際決済における人民元建て比率（%）

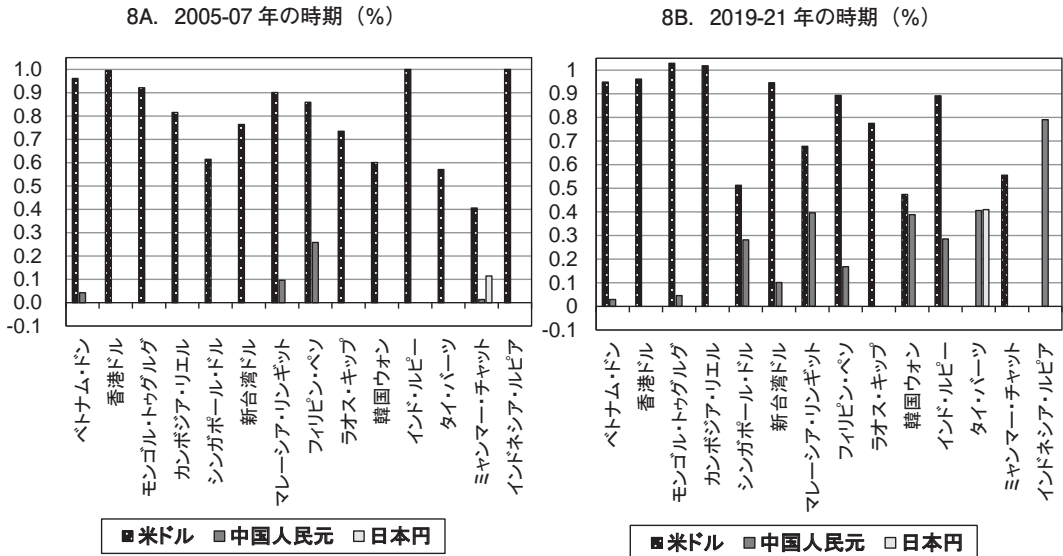


(注) 表7Bの2022年のデータは22年前半期間を指す。

(出所) 中国人民銀行の資料 (SAFE, *Time Series Data of Cross-border Receipts and Payments by Non-banking Sectors*; PBOC, *RMB Internationalization Report 2016-2022*) より筆者作成
<https://www.safe.gov.cn/en/2019/0919/1561.html>
<https://www.pbc.gov.cn/en/3688110/3688259/3689026/index.html>

36) 2022年8月には、5年に一度のSDRバスケット構成通貨のウェイトの改訂が行われ、米ドル43.4%、ユーロ29.3%、人民元12.3%、日本円7.6%、英ポンド7.4%になり、人民元のウェイトが高まった。

図8 アジアの各国における非公式の通貨バスケットに占める米ドル，人民元，日本円のウェイト



(出所) 伊藤・河合 (2023) の推定結果で、統計的に有意 (10%以上の有意水準) な通貨にウェイトを筆者がまとめ、作成したものの

とっていることがわかる。世界金融危機以降は、多くの国で人民元のウェイトが高まっており、マレーシア、韓国、インド、シンガポールでは人民元が第2のアンカー通貨になっている³⁷⁾。その反面、日本円のウェイトは高くない³⁸⁾。その背景として、中国経済の規模が拡大するに伴い対中貿易額が増大し、多くの諸国にとって中国が最大の貿易相手国になったため、人民元への安定化が重視されるようになったことが挙げられる。

デジタル人民元の開発の取り組み

人民銀行は2014年に、デジタル人民元 (DCEP: Digital Currency Electronic Payment, デジタル通貨電子決済) 発行に向けた取り組みを開始した。当初は、コスト削減等のメリットや実現可能性などの研究に専念し、2017年に人民銀行内にデジタル通貨研究所を

設立して研究体制を強化した。人民銀行は2020年1月、基準の策定や機能の研究・開発といった基本設計を終え、同3月にはデジタル人民元の流通に関連する法律の作成に取り組むと公表した。同4月から8月にかけて、深圳、蘇州、雄安新区、成都の4地域でパイロット運用 (試運転) を行い、次いで10月以降、本格的な実証試験を深圳、蘇州、北京、西安、海南など国内主要都市で進めた。また、人民銀行はBISが主導する中銀デジタル通貨プロジェクトである「複数中央銀行デジタル通貨ブリッジ」

(m-CBDC Bridge: Multiple-Central Bank Digital Currency Bridge) に参加し、香港、タイ、UAEの中央銀行との間でデジタル人民元の越境決済の実証実験を行っている。人民銀行は、2022年2月から3月にかけて北京で開催された冬季オリンピック・パラリンピックで海外からの旅行者やアスリートによるデジタル人

37) 2019-21年の時期のインドネシアでは人民元のウェイトが米ドルのウェイトを上回っているが、インドネシアは事実上変動為替レート制を採用しており、人民元への為替安定化の程度は極めて低い。

38) その例外はタイであり、通貨バスケットに占める米ドルのウェイトは統計的に有意でなく、日本円と人民元のウェイトが有意でほぼ拮抗する大きさになっている。

民元の大々的な利用をめざしたが、コロナ禍でバブル方式での開催だったために、外国人による利用は限られたものだった。それでも、同年8月までに、中国国内の15省・市の試験地区で、3億6,000万件の取引が行われ、560万以上の商店が参加し、取引額は1,000億元（139億ドル）を上回ったとされる³⁹⁾。デジタル人民元の正式導入のスケジュールは決まっていないが、導入に向けて各種の実証実験が着実に積み重ねられている。

中国が採用するデジタル人民元は二層型（間接型）で、指定金融機関（四大商業銀行など）が中央銀行に預ける準備預金をデジタル人民元に置き換える一方、希望する利用者に対してデジタル人民元を提供するものである。利用者は専用のアプリをインストールしてデジタル人民元口座（ウォレット）を開設し、自身の通常の預金口座からウォレットにデジタル人民元を移し、それを店舗での支払いや個人間の送金に使うことができる⁴⁰⁾。今後は法人・個人事業、金融、納税、政府調達などでの利用を促進するとされる。これまで実証実験に用いられたデジタル人民元を支える技術のコアはブロックチェーン（分散型台帳技術〔DLT: Distributed ledger technology〕の一種）ではなく、既存の電子決済をベースにした、匿名性を保持できかつ改ざんの危険性を排除できる新技術だとされる。金融政策の有効性を維持するためには、分散型よりも中央集権型の技術に基づく通貨の方が適していると考えられるからだ。

デジタル人民元が既存のモバイル決済（アリババ系のアリペイやテンセント系のウィチャットペイなど）と異なる点として、第1にそれが法定通貨であり、信用リスクが限りなく低い、第2に支払いと同時に決済が完了する、第3に

利用者の個人情報民間決済業者の手に渡らず、指定運営機関を通じて通貨当局の手に入る、第4にオフライン決済が可能である、第5に利用者（小売の商店を含む）に手数料がかからない——などが挙げられる。個人情報に関しては、原則的に「小額決済は匿名、高額決済は追跡可能」として運用される。このことは、匿名性の高い現金に代わり「制御可能な匿名性」を持つデジタル通貨を発行することで、当局が大口取引の資金の流れに関する情報を把握できることを意味する。ただし、オフライン決済が可能で手数料がかからないとしても、既存のモバイル決済利用者がどこまでデジタル人民元決済に乗り換える誘因をもつかは明らかでない。

中国がデジタル人民元の発行を急ぐ理由として、以下の点を挙げることができる：①通貨をデジタル化することで、民間のデジタル通貨（フェイスブック〔現在のメタ〕の提唱したリブラ〔後のディエム〕などのステーブルコイン）や暗号資産（ビットコインなど）から自国の法定通貨を保護し、通貨主権を維持できる、②国際取引においてデジタル法定通貨を用いることで、通貨間の相互運用性を確保し、リアルタイムで低コスト、低リスクかつ効率の高い経済取引および為替取引を完了できる、③二国間や複数国間でデジタル法定通貨の同盟を確立し、国際的な規範や基準をつくることができる、④中央銀行が経済活動や国内外の金融・資本取引をリアルタイムで追跡できる（トレーサビリティ）、⑤個人に直接、景気刺激等の目的での資金送金を行って需要喚起を図ることができる、⑥資金洗浄（マネーロンダリング）、テロ資金動員、脱税等を取り締まることできる、⑦マイナス金利政策などで金融政策の効果を高めることができる⁴¹⁾。

39) Coco Feng, "China digital currency: Transactions total 100 billion yuan at end of August as uptake marred by Covid-19 curbs, slowing economy." *South China Morning Post* (October 13, 2022). <https://www.scmp.com/tech/policy/article/3195744/china-digital-currency-transactions-total-100-billion-yuan-end-august>

40) また、ICカード等の物理的なカードである「ハードウォレット」もあり、専用の自動両替機で現金をデジタル人民元に交換してチャージできる。

41) ただし現状の実証実験では、デジタル人民元には金利がつけられていない。

これらの理由のうち、人民元の国際化の観点から重要なのは②と③だろう。中国当局は、②により人民元圏の形成を進めることができ、③により技術・運営・規制面などの国際基準作りでの先行者利益を得られる可能性があるからである(Nelson and Sutter 2021)。デジタル人民元の利用は、現在は国内での小売り決済など中国国内に限られているが、他国よりも先に越境送金や貿易・投資の決済等で国際的に普及すれば、「一带一路」沿線諸国など新興国を中心に人民元ベースの経済・通貨圏ができる可能性がある。中国がたとえ資本移動規制を課していても、デジタル人民元の利用がかなりの地域に広がることで、ドル、ユーロ、円の既存の国際通貨体制を脅かす。国際的な基準については、先行者としての中国が技術・運営面や規制・制度面で事実上の国際標準を設定する可能性がある。

国際銀行間決済システム CIPS の導入

既述のように、中国はこれまで、国際金融センターである香港を活用して、人民元による貿易代金決済や金融取引の拡大を図りつつ元の国際化を進めてきた。人民銀行は、人民元の国際化をさらに推し進め、海外とのクロスボーダー人民元決済を容易にするための独自の国際決済システムである「国際銀行間決済システム」(CIPS: Cross-border Interbank Payment System) を2015年に導入し稼働を始めた。2022年12月現在で109か国から1,360銀行が参加している。このうち「直接参加行」が77行、「間接参加行」が1,283行となっている。

このシステムを利用する海外の「間接参加行」は中国国内の「直接参加行」を通じて、人民元建てのクロスボーダー貿易取引、直接投資、融資、個人送金などの国際決済を行うことができる。これらの取引に関連して生ずる「直接参加行」間の決済は、これらの銀行がCIPSに開設した口座間の振替で行われ、それに伴う資金過不足は、

人民元の国内銀行間決済システム(CNAPS: China National Advanced Payment System)において「直接参加行」のCIPS口座とCNAPS口座の間での振替によって調整される。

国際決済で世界的に重要な役割を果たしているのは、国際銀行間通信協会(SWIFT)である⁴²⁾。国際決済は主に、金融機関同士の決済情報(金額や口座番号など)を伝達するネットワークと実際の資金移転を実行する決済システムの2つから成り立っている。SWIFTは前者の決済情報の伝達を行う民間のメッセージング・サービス機関であり、決済情報を大量かつ迅速に処理することができ、その普及率の高さから国際決済における事実上の標準規格となっている。SWIFTを利用しなくても、電話回線や電子メールで伝票をやりとりする旧式の情報伝達を行うことは可能だが、手間や時間やコストがかかり、効率的な国際資金決済の実行が難しい。

CIPSの利用機関数と決済処理件数・金額は伸びてきているものの、表5が示すように、その役割はまだ限られている。2022年における1日当たりの平均取り扱件数は1万7,650件、決済処理金額は593億ドルで、SWIFTの1日平均4,480万件、5兆ドルと比べると極めて小さい。表4で既に見たように、SWIFTを通じる国際決済のうち人民元が占める比率は2.2%と、米ドルの42%に比べて格段に低く、CIPSについても国境を越えた決済手段としての役割はまだ限られている。

その上、CIPSを通じた人民元の国際決済の大半が送金指示のメッセージングの目的でSWIFTを用いていると言われ、SWIFTの利用なしにCIPSによる国際決済を行うことは難しいのが現状である⁴³⁾。ただし、デジタル人民元が国際的に利用されるようになると、SWIFTのサービスを通さず、迅速で安価な国際決済が可能になる。人民銀行は現在、

42) SWIFTは、加盟金融機関によって所有される、ベルギー法に基づく協同組合であり、ブリュッセル近郊のラ・フルベに本社をもつ。そのため、ベルギー政府とEUの法制下にある。

SWIFTと連携しつつ、デジタル人民元の国際決済システムを構築しようとしている。同行のデジタル通貨研究所ならびに同行監督下にあるCIPSと中国支付清算協会が2021年1月、SWIFTと共同で金融融合会社を設立したが、その事業内容は、情報システムの統合、データ処理、技術コンサルティングだとされる。CIPSはSWIFTと連携しつつも、そのビジネスモデルや技術から学んで競争力を高め、いずれはSWIFTと競合する関係になると考えられる⁴⁴⁾。人民元のさらなる国際化に向けた、デジタル人民元の正式導入とクロスボーダー利用、及びSWIFTに依存しないCIPSの規模拡大と競争力向上は、米ドルから自立した人民元圏を形成していく上で欠かせない役割を果たそう。

Ⅳ－5. 中央銀行デジタル通貨 デジタルドルに向けた動き

米国はこれまでFRBによるデジタルドルの開発に積極的でなく、研究を進めるものの、その発行については慎重な姿勢を取ってきた。FRBは、デジタルドルが米国経済と決済システムにもたらす「潜在的な費用・便益」やその「国際的な意味合い」を十分評価し、すべての

利害関係者との広範な公的協議を行うなど、まだ多くの作業が必要だとする立場をとってきた。その背景には次の2つの考え方があった。第1に、民間のデジタル通貨がすでに有効な役割を果たしており、中央銀行のデジタル通貨導入のメリット（金融包摂、国境を越えた決済の利便性向上など）は小さく、むしろデメリット（民間の送金・決済業者のイノベーション力の低下、銀行の金融仲介機能の阻害、サイバーセキュリティ・リスクなど）が大きい可能性がある。第2に、基軸通貨ドルが信認されているのは、米国の法治国家としての信頼性、強固で透明性が高い諸制度、開放的で厚み・深みと流動性のある金融市場や自由な金融・資本取引が存在するからであり、人民元など他国通貨のデジタル化で容易に脅かされるものではない。

そのような見方を反映して、G7諸国も、中国に対抗して中銀デジタル通貨の発行に積極的に乗り出す姿勢は示してこなかった。たとえば、2020年10月の「デジタル・ペイメントに関するG7財務大臣・中央銀行総裁声明」では、中銀デジタル通貨が満たすべき事実上の3原則として「透明性」、「法の支配」、「健全な経済ガバナンス」を示して、中国を間接的に牽制した。

表5 国際決済システムSWIFTとCIPSの比較, 2022年

	参加国	参加金融機関数	決済処理件数 (1日平均)	決済処理金額 (1日平均)
SWIFT	200か国以上	11,696行（「会員行」2,360行, 「準会員行」2,993行, 「参加行」6,343行）	4,480万件 (2022年1-12月)	5兆ドル(2022年)
CIPS	109か国	1,360行（「直接参加行」77行, 「間接参加行」1,283行）	1万7,650件 (2022年1-12月)	3,890億元(593億ドル) (2022年1-12月)

(出所) SWIFTとCIPSのウェブサイトから筆者作成
<https://www.swift.com/about-us/discover-swift/fin-traffic-figures>
<https://www.cips.com.cn/en/index/index.html>

43) 直接参加銀行は、CIPSの電文メッセージを用いて相互の間での人民元決済を行うことができる。しかし、間接参加銀行は、顧客からの指示を受けて人民元を送金する際、通常、SWIFTのメッセージング・サービスを利用して直接参加銀行に送金を依頼するケースが多いと言われる。このことは、CIPSの処理規模が大幅に増えない限り、SWIFTから脱却することが難しいことを示唆する。

44) SWIFT自身も、2023-25年に新規格を導入して、情報処理能力を高め国際送金の効率化、利便性向上、不正送金（マネーロンダリング）の防止につなげることをめざしている。

また、2021年10月のG7財務相・中銀総裁会議では、中銀デジタル通貨に関する共通原則をまとめ、中銀デジタル通貨を発行する中央銀行は、金融システムと国際通貨秩序の安定化を図ることとし、かつ上記の3原則と厳格なプライバシー基準や利用者保護に向けた説明責任の重要性を盛り込んで、デジタル人民元の実現を急ぐ中国を牽制した。しかし、これらは牽制にとどまっており、G7全体として中銀デジタル通貨の発行に向けた計画などは示していない。

ところが2022年に入ると、米国はそれまでの慎重姿勢からより積極的な姿勢に転じるようになった。まずFRBは同年1月、中銀デジタル通貨に関する初の報告書を公表し、その導入のメリットとデメリットについて整理した⁴⁵⁾。米国での中銀デジタル通貨の取り組みが中国での取り組みと比べて大きく後れているとして、米国での議論を本格化させることになった。中銀デジタル通貨導入の大きなメリットとして挙げたのが、ドル覇権への貢献だ。新技術を使った決済サービスでドルが使われやすくなり、国境をまたぐ国際決済や送金が効率化でき、銀行口座をもたない人々がスマートフォンでドルの受け取りや支払いができるようになるとした。一方、デメリットとして、銀行預金から資金が流出するリスクや、プライバシーの侵害リスク、サイバー攻撃リスクを課題に挙げ、発行には「家計や企業などの経済主体にとってあらゆるコストやリスクを上回る利益をもたらす」ことが必要だとした。

次いで、米政府は同年3月、デジタル資産分野で初の国家戦略をまとめ、バイデン大統領がデジタル資産の技術革新を促す大統領令に署名した⁴⁶⁾。政府として中銀デジタル通貨を支えるインフラの検証作業や消費者保護などに関する研究を行い、実用化の可能性を検討するよう指

示した。バイデン政権はデジタル資産戦略を策定するにあたって、①消費者や投資家の保護、②米国と世界の金融システムの安定、③金融不正と国家安全保障の軽減、④米国のデジタル技術・経済競争力の維持、⑤金融包摂の拡大、⑥プライバシー保護や不正利用対策など責任あるイノベーションの促進——を優先事項に挙げた。バイデン政権は、米国版の中銀デジタルドルの研究開発を加速させ、多国間の実験に参加し、「国益に適う」と判断された場合には中銀デジタル通貨を発行する姿勢を示した。同年9月には、FRBによる中銀デジタル通貨の研究や実験を支援するため、省庁横断的な枠組みを新設して、デジタルドルの発行に向け具体的に検討するとした。

米国がデジタルドルの導入に積極的になったのは、中国への対応だけでなく、民間によるデジタル資産（ステーブルコインや暗号資産）の開発競争が活発になり、それにも備える必要があるという事情がある。すなわち、中国でデジタル人民元が導入され、その利用が国際的に急拡大すると、デジタル金融取引のデファクト標準が作り上げられてしまう可能性がある。あるいは、ステーブルコイン（テザー、USDコイン、JPMコインなど）や暗号資産（ビットコイン、イーサリアムなど）といった民間部門によるデジタル資産の拡大を放置すると、ドル離れが進む恐れもある。米ドルを中心とする国際通貨システムを維持するためには、FRBがデジタルドルを発行できる体制を整えていくことが重要だと認識されたといえる。デジタルドルの発行までには「数か月ではなく数年」単位が必要になるため、研究から実証実験に向けた具体的な計画の策定が喫緊の課題になっている。

45) Federal Reserve Board, Money and Payments: In the Age of Digital Transformation, January 2020. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/other20220120a.htm>

46) White House, “Executive Order on Ensuring Responsible Development of Digital Assets,” March 9, 2022. <https://www.whitehouse.gov/briefing-room/presidential-actions/2022/03/09/executive-order-on-ensuring-responsible-development-of-digital-assets/>

デジタルユーロ、デジタル円に向けた動き

欧州のECBは、デジタルユーロの実現可能性に関する分析作業や実験を、米国よりも積極的に進めてきた。ECBの優先事項は、ステーブルコインの利用が拡大する中で、通貨主権を維持し、銀行の金融仲介機能の低下を回避して金融安定を維持することにある。ECBは、2016年から日本銀行とホールセール中銀デジタル通貨のための共同DLT実験を行い、2020年10月には9か月に及ぶ内部予備実験を行った。予備実験では、デジタルユーロ台帳、プライバシーと資金洗浄対策、デジタルユーロの流通量の制限、エンドユーザーによるオフラインでのアクセス——などの問題に焦点を当て、大きな技術的障害は確認されなかったとされる。とくに、中央集権型、分散DLT型、両者のハイブリッド型のアーキテクチャーが実現可能であることが確認されたともしている。ECBは、2021年7月には、予備実験フェーズに続いて、24か月にわたる調査フェーズ「デジタル・ユーロ・プロジェクト」を開始した。その目的は、デジタルユーロが市場に与える影響を評価し、設計オプションを特定し、リスクなしでアクセス可能かつ効率的なデジタルユーロの形態を構築し、エコシステムにおける仲介業者の監督を伴うビジネスモデルを開発することにあるとされる。さらに、データの商業的利用やプライバシー侵害を防止するために、プライバシー保護を重視するアプローチをとっている。ECBは、2023年にはデジタルユーロ発行の可否を判断し、発行する場合はそれから3年以内に発行するとしている。

日本銀行も、中銀デジタル円に関する研究を進め、2021年春から3段階での実証実験に動き出している。2021年4月からの第1段階では、中銀デジタル通貨の発行・流通など基本的な制度設計に問題がないかについて検証した。2022年4月からの第2段階では、支払い予約や一括送金など決済の利便性向上、発行額・保有額の上限設定などシステムの安定性確保に要請される機能について検証した。2023年4月

からの第3段階では、民間事業者や消費者等が参加するパイロット実験を行い、消費者が実際にオンライン・オフライン環境で決済できるかどうか、民間の銀行口座からの支払い・受取が円滑にできるかどうかなどを検証する予定だとされる。ただし、日銀は実証実験について、発行を前提とした実験ではなく、既存の決済システムの代替手段として、今後状況が変化したときに備えるもので「準備はするが発行計画はない」という立場をとっている。しかし、中国の動きに後れないようFRBやECBと連携しつつ、中銀デジタル通貨の技術・規制・運営面に関する国際標準の形成をめざそうとしているように考えられる。政府内でも消費者保護、プライバシー保護、不正使用の防止、サイバー攻撃対策、金融システムの安定などに向けて法的・制度的な課題を洗い出す必要がある。日本にとっては、他国に大きく後れをとっているキャッシュレス化を進めて、消費者の利便性を高め、経済効率を向上させるためにもデジタル円の導入の意義は大きい。

基本的な決定因の重要性

中銀デジタル通貨は、越境決済を効率化させる上で大きなプラスの効果が期待できるが、必ずしも国際通貨システムに大変革をもたらすものとはいえない。国際通貨の地位の基本的な決定因は、安定した経済ファンダメンタルズ、貿易・投資・金融取引の規模、金融市場の深さ・広さ・流動性・開放性、法の支配といった点が最も重要だからである。それにもかかわらず、米国やユーロ地域が中銀デジタル通貨の開発プロセスを加速させているのは、決済を民間のステーブルコインに委ねておくことはできないという認識と、中銀デジタル通貨が関わる技術、規制、越境決済に関するデファクト標準の確立において、中国に遅れを取れないという意思があるように思われる。いずれにしても、システム設計の上で、既存の決済システムとの相互運用性や他国の中銀デジタル通貨との接続性をめざすこと、金融システムへの影響を十分考慮し

てシステム設計を行うこと、サイバーセキュリティを強化することなど課題は多い。

V. 国際通貨システムの将来

国際通貨システムの将来の方向性として、本節では、まず4つの将来シナリオを挙げ、次いでユーロの経済通貨同盟の強硬化、アジアにおける通貨・金融協力と準備資産の創出、国際通貨システムの分断のリスクについて検討する。

V-1. 4つの将来シナリオ

国際通貨システムは将来的にどのような方向に展開していくと考えられるのだろうか。ここでは、「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」の4つの方向を検討する。

第1に、「新たな米ドル本位制度」とは、米国が国際通貨ドルの発行国として極めて責任ある役割を果たすことが期待される制度である。この制度の下では、まず米国が安定的なマクロ経済政策を運営する——高いインフレ率や大幅な財政赤字・経常収支赤字を生まないような政策運営を行う——だけでなく、世界の貿易・投資の拡大を支えたり、世界的な国際流動性の逼迫や金融危機に対応したりするために、米ドル流動性を世界に供給するという役割を果たす。それに対して、他の諸国も安定的な低インフレと経済成長をめざすとともに、自国の経常収支が大幅な不均衡にならないよう、必要に応じて

マクロ政策を変更し為替レートの調整機能を発揮させることが期待される。

このような米国の役割は、McKinnon (1996) が指摘したゲームのルール上の役割を超えるものであるが、それが実現すると世界経済はより安定化しよう。しかし、FRBが常に世界経済全体を視野に入れて世界経済の安定のために金融政策を決定したり、必要に応じてドル流動性を世界に供給したりすることを期待することは必ずしも現実的でない⁴⁷⁾。なぜなら、FRBは金融政策を、国内（世界ではない）の物価安定と経済成長を支えることに振り向け、利他的な目的（世界経済の安定など）で金融政策を設定したり、他国にドル流動性を供給したりしないからである。米国が、世界経済に占めるGDPシェアを低下させる中で、世界経済の成長を支える目的で、あるいは世界的な流動性危機・金融危機時に、ドル流動性を国際公共財として世界に供給し続けるには負担が大きすぎると考えられる。加えて、米国の金融・財政当局が、自国の経常収支を意識した政策運営を行うことは考えにくい。

とはいえ、FRBはある程度世界経済の情勢を考慮しつつ政策決定を行える立場にある。FRBにとっては、みずからの政策が海外に影響を及ぼすこと、かつ海外経済の動向が米国経

47) FRBによる金融政策の変更は、しばしば国際的な波及効果をもたらしてきた。とりわけ新興国経済はFRBの政策変更の影響を受けやすく、たとえば、世界金融危機後に米国がとった量的緩和(QE)政策の導入と縮小に翻弄されてきた。FRBは2008年12月に事実上のゼロ金利政策を採用し、一連の量的緩和政策(QE1, QE2, QE3)を次々と導入したが、それはドル安を狙う「通貨戦争」だと新興国に批判された。また、2013年5月にバーナンキFRB議長(当時)がQE3の縮小を示唆したときには、多くの新興国において資本流出や為替・株価の下落を引き起こし(テイパー・タントラム)、再び批判を招いた。それを受けて、同年9月のG20サンクトペテルブルグサミットでは、「我々の中央銀行は、金融政策のあり方の将来的な変更については、引き続き注意深く測定され、明確なコミュニケーションが行われる、ということにコミットしている」とする声明が織り込まれ、新興国への配慮が示された(Kawai (2016))。

済にもはね返って影響を与えることを認識して、それを織り込んだうえで、金融政策の変更を決めることが合理的だからだ（Kawai 2016）。また、世界的な通貨危機・金融危機時に、ドル流動性を世界に供給することが世界経済の安定化につながり、もって米国経済を安定化させるのであれば、流動性を供給することが合理的だろう。実際、FRBは、リーマンショック後の世界金融危機時や新型コロナウイルス禍による経済危機時には、主要中央銀行5行との恒久的なスワップ協定を活性化させ、別の9行の中央銀行と時限的な通貨スワップ協定を結び、米ドル流動性を供給した。さらに、コロナ危機時には、他の海外中銀に対して、それらが保有する米国債を担保に翌日物のドル資金を供給した。要するに、FRBは、米国経済と海外経済との相互依存を内部化したかたちで政策決定を行う立場にあるため、それが世界経済の安定化にもつながりうる。これは、米国が、完全ではないにしても、ある程度「新たな米ドル本位制度」を支える可能性があることを示唆する。

第2に、「グローバルな準備通貨制度」とは、超国家的な準備資産が世界的な準備通貨として最も重要な役割を果たす国際通貨システムである。たとえば、米ドル、ユーロなどととも、IMFが計算単位としている通貨バスケットであるSDR（米ドル、ユーロ、人民元、日本円、英ポンドからなる）が準備通貨としての役割を高め、いずれは主要な準備通貨になるというシナリオである。これは、周小川人民銀行前行長（Zhou 2009）やジョセフ・スティグリッツが主導したいわゆる「スティグリッツ国連報告」（Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly 2009）が提唱した考え方であり、一国の国民通貨に依存しない国際通貨システムを構築するという観点からは意味のある考え方だといえる。国際流動性の供給を、米国一国のマクロ経済政策や短期資本収支の変動に委ねるのではなく、米・ユーロ地域・英・日・中の主要国全体の経済政策と短期資本収支に依存することになるので、その

方がより望ましいからである。また、SDRが主要な準備通貨になれば、それは将来的に、Cooper（1987, Ch.13）が論じたような世界共通の単一通貨になるポテンシャルをもつことにもなる。

ただし今のところ、SDRは米ドル、ユーロ、円などの準備通貨と同等の役割を果たしておらず、SDRを大きな額で自由に売買できる民間の市場はほとんどないといってよい。SDRは通貨当局間での取引やIMFを中心とした公的部門の間での計算単位、外貨準備としての役割しか果たしておらず、民間部門ではほとんど利用されていない。SDRの使用を高めようとするれば、SDRの民間市場——SDR建ての預金、貸出、債券取引——を活性化・拡大させ、SDR建ての決済システムを構築していく必要がある。さらに、SDRが国際的な準備通貨になるには、IMFが世界の擬似的な中央銀行としてその供給量を管理していく必要があろう。しかし、そのような方向は、準備通貨としての米ドルの役割を損なう可能性があるため、米国が賛同するとは思われない。また、SDRが世界共通通貨制につながるとすると、世界全体が最適通貨地域の基準を満たすことや、世界的な規模で銀行同盟や財政同盟ができることが必要になる。こうしたことを勧案すると、この考え方も当面のところ可能性が小さいといえる。

とはいえ、SDRを国際的な準備通貨とするという考え方は、短期的にはともかく、中長期的には真剣に討論を進めて行くべきだろう。公的部門におけるSDRの機能や民間部門におけるSDRの使用・利用を促進しつつ、長期的な観点から育てていくというアプローチだ。IMFは、世界金融危機時に2,800億ドル相当の、そして新型コロナウイルス禍の下で6,500億ドル相当のSDRをそれぞれ発行し、特に低所得の発展途上国の流動性・外貨準備の不足を補ってきた。米ドルを補完するためのSDRの有用性を高めていく試みは、今後も続けられるべきだろう。

第3の「多極的な準備通貨制度」とは、米ド

ル、ユーロ、アジア通貨を世界の準備通貨とするものであり、欧米の大半の経済学者は、アジア通貨として人民元が地域の準備通貨となると考えている (Farhi, Gourinchas, and Rey (2011), Fratzscher and Mehl (2014) など)。多極的な (複数) 準備通貨制度は、準備資産の多様化をもたらして資産価値を安定化させるとともに、主要通貨国の間で競争を引き起こすことから、準備通貨国 (とくに米国) に対して、マクロ経済政策の策定に節度をもたらすというメリットをもつものと考えられる。ただし、準備通貨が多数存在することになると、主要通貨間の為替レート変動を大きなものにし、ひいては国際通貨システムをも不安定化させる可能性がある。

世界経済の実態が米国、欧州、アジアと多極化していくにつれ、世界の通貨システムも多極化していくという考え方は、きわめて自然なものであり、現実性が高いものと言える。その当面の考え方はドル、ユーロ、アジア通貨による「3極通貨制度」だろう。しかし、「3極通貨制度」が実現するためには、欧州でユーロ地域が金融危機で傷ついた信頼性を取り戻す必要がある。また、アジア地域で独自の準備通貨が育つ必要がある。人民元がアジアの準備通貨になる可能性はあるものの、アジアの準備通貨としては複数通貨のバスケットを考えることもできる。また、3極準備通貨制度が不安定化しないよう、主要通貨国の間で各種の政策協調を図っていくことも必要になる。

第4の「国際通貨システムの分断」とは、国際通貨システムが米ドル、ユーロ、円、ポンドを中心とした西側と人民元やロシアルーブルを中心とした東側に分裂することを意味する。ロシアはクリミア半島を併合した2014年以降、米ドルへの依存から脱却する「脱ドル化」を進めてきた。米国の経済制裁を受けて、米国債を売却し、外貨準備としてのドル保有を減らし、ルーブルなどドル以外の通貨を用いた貿易決済を広げようとしてきた。2022年のウクライナ侵攻後の西側による経済・金融制裁を受けて、

ロシアは更なる「脱ドル化」を進めるとともに、人民元の使用・保有を拡大させている。ロシアは既に西側の国際通貨システムから締め出されつつあるが、中国も「脱ドル化」を本格化させることになると、「国際通貨システムの分断」は現実性を帯びてくる。

「国際通貨システムの分断」は、経済効率性の観点からは明らかに望ましくない。為替取引は取引額が大きくなればなるほどコストが低下するという規模の経済のメリットを発揮させるが、分断は取引コスト低下のメリットを縮小させ、国際通貨システムのもつ国際公共財としての便益を引き下げるからだ。しかし、安全保障の観点からすると、経済効率性を犠牲にしても、分断を追求しようとする政治的な動きが強まる可能性がある。ここでの問題は、果たして中国が既存の国際通貨の枠組みにとどまるのか、それともロシアと連携して東側の国際通貨の枠組みを作ろうとするのか、という点だろう。

V-2. ユーロ経済通貨同盟の強靱化

ユーロは、1999年に創出された際、米ドルに匹敵するほどの主要通貨に成長すると期待されていた。しかし、2010-15年のユーロ地域における銀行危機・政府債務危機は、ユーロの信頼性を大きく傷つけた。それは、南欧諸国の経済や銀行システムに深刻な影響を及ぼしただけでなく、ギリシャのユーロ離脱懸念などユーロに基づく経済通貨同盟 (EMU) そのものの存続を脅かしたからである。この経験から、ユーロが世界の主要通貨としての役割を果たすためには、EMU そのものの根本的な改革が必要であることが明らかになった。一言で言えば、ユーロ地域は、通貨や中央銀行が統一され金融政策が一元化されたにも拘わらず、財政政策・制度や金融システムの規制・監督体制が統一されていなかったという問題を抱えていた (de Grauwe (2013), Bénassy-Quéré (2015))。

そもそも EMU の発足にあたっては、域内加盟国が金融危機に面した際に、どのようなマクロ政策や金融安定化政策がとれるかについて、

いくつかの潜在的な懸念が指摘されていた。第1に、ECBは金融危機時に、中央銀行として十分な「最後の貸し手」機能を果たせないのではないかと懸念されていた。すなわち、加盟国が銀行破綻など金融危機に面した際には、ECBが危機国の銀行に大量の流動性を供給したり、危機国の国債を購入したりして金融安定につなげることに大きな制約が存在すると考えられた。第2に、各加盟国は独自の金融政策や為替レート変更のオプションを持たないので、景気変動に対しては財政政策が数少ない政策手段になるが、それにも制約がかけられていた。つまり、安定成長協定（SGP）により加盟国が大幅な財政拡張政策をとることや、EU運営条約の「非救済条項」により他の加盟国から財政支援を受けることが難しいとみなされていた。第3に、ユーロ地域においては、金融システム安定化の役割は、金融政策を一元的に所管するECBではなく、各国の中央銀行ないし規制・監督当局に委ねられていたため、域内規模で金融危機が広がった場合に効果的に対応できないのではないかと懸念されていた。EU域内では銀行相互の国境を越えた融資・投資が活発に行われ、国際的な業務提携も進展していたことから、各国の金融当局が個別に自国の銀行の規制・監督を行うという方式では、国をまたぐ金融不安や危機に効果的に対処できないと考えられていた。

実際、金融危機・政府債務危機の発生当初では、これらの懸念が現実的なものになった。しかし、危機が深まるにつれ、政策当局者は危機対応能力や手段を次第に強化し、ECBの「最後の貸し手」機能の確立、危機国への財政支援体制の構築、危機防止のための金融監督の強化などが進んだ。2012年6月には欧州理事会議長から報告書「真の経済通貨同盟に向けて」が、2015年6月にはジャンクロード・ユンカー欧

州委員会委員長をはじめとする5人の委員長・議長から報告書「欧州経済通貨同盟の完成」が提出され⁴⁸⁾、EMUを深化させるための経済同盟、銀行同盟、財政同盟に向けた動きが活発になった。

ECBの「最後の貸し手」機能の明確化

単一中央銀行であるECBの発足にあたって、最も懸念された問題は、ECBと各国中央銀行は金融不安や危機に際して「最後の貸し手」としての機能を十分果たせないのではないかとということだった。ユーロ・システムにおいては、金融不安や危機による流動性不足に対応するために、2つの手段が存在していた。第1は、ECBが公開市場操作を通じて市場に対し大量の流動性を供給するもので、たとえば2007年8月のパリパシヨックの際にMRO（Main refinancing operation）による市中への資金供給が行われ、金融パニックの鎮静化に寄与した。第2は、「緊急流動性支援」（ELA：Emergency liquidity assistance）であり、各国中央銀行が自らの責任と費用の下で、担保不足などで通常の資金供給を受けられなくなった銀行に対し、通常よりも高い金利で一時的に貸し出せる仕組みである。ECBが当該国の中銀に必要な資金を貸し出すことができ、民間銀行への流動性供給額に上限を設けることもできる。

しかし、南欧諸国で金融危機・政府債務危機が進展するにつれ、これらの手段だけでは金融市場を安定化できないことが明らかになった。そのため、ECBは非標準的な金融政策手段——無制限かつ長期の資金供給オペレーション、国債購入プログラム、資産購入プログラムなど——を次々と導入した。なかでも、2011年10月には、ギリシャやポルトガルのような財政に懸念のある諸国の国債を保有する銀行の資金繰り懸念を払しょくするために、これら銀行に長期の固定金利資金へのアクセスを保証す

48) Jean-Claude Juncker in close cooperation with Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi and Martin Schulz, “The Five Presidents’ Report: Completing Europe’s Economic and Monetary Union,” European Commission, 22 June 2015. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/5presidentsreport_en.pdf?dbdef79e21db0026e9c24130ad2f9b1d

ることを目的として、期間3年の長期資金供給オペ（LTRO）を実施し、金融市場の安定化に寄与した。2012年9月には、無制限の国債購入プログラム（OMT）を導入して、3年以内に満期の到来するユーロ加盟国の国債を、購入額の上限や購入対象国債の信用度に関する基準を設けずに（つまり危機国の国債を含むかたちで）購入することを発表した。OMTプログラムが発表されると、「国債購入金額に制限を設けない」という決定が市場から高く評価され、財政破綻懸念が高まっていたスペインやイタリアの10年物国債利回りは直ちに1.5%ポイントほど低下し、金融市場の安定化につながった。

このようにECBは、ユーロ地域における銀行危機・政府債務危機への対応過程において、その役割を著しく高めた。ECBは、EUおよびIMFとのトロイカに参加し、金融危機国に対する技術的支援を行った。また期間3年の長期資金供給オペ（LTRO）の実施やOMTの発表に見られるように、銀行危機と政府債務危機に同時に対処するかたちで「最後の貸し手」機能を強化させた。さらに、後述するように、EU域内における主要銀行の監督と金融システムの健全性確保の役割を担うようになっている。

銀行同盟

EUでは、金融危機・政府債務危機が起こるまで、銀行の規制・監督、破綻処理、預金保険の運営は各加盟国に委ねられていたが、域内での国境を超える金融活動が活発化の中で、多数の加盟国に広がったユーロ金融危機に対応することができなかった。EU域内では、2000年代を通じて、南欧諸国の旺盛な資金需要を背景に、国内銀行だけでなくドイツ等の大手銀行もクロスボーダー・ローンのかたちでこれら諸国への融資を拡大していた。南欧諸国での投資ブームが崩壊すると、多くの銀行が打撃を受け、かつ政府債務危機と相まって、複合的な金融危機が起きた。EUの金融システム安定化のためには、域内の銀行を統一的に規制・監督する仕組みをつくり、破綻処理ルールや預金保険制度

を共通化することが必要だという認識が高まり、銀行同盟の設立が進められた。たとえば、預金保険制度が国によって異なれば、銀行預金は預金保険制度の脆弱な国から強固な国へ移動して、金融不安時には預金流出が起こり危機を引き起こす可能性があることから、制度の共通化がめざされた。

銀行同盟はEU域内の金融システムの安定性強化を目的として、民間銀行の一元的管理を目指すものだが、その前提は単一ルールブック——EU域内の金融機関の健全性規制に関する共通ルール——の導入である。欧州銀行監督機構（EBA）が主導して、資本（量と質、資本バッファ要件）、流動性、レバレッジ、カウンターパーティーリスク、大口債権、ディスクロージャーなどの統一的な規制が策定され、2014年1月から実施された。銀行同盟は、単一銀行監督メカニズム（SSM）、単一破綻処理メカニズム（SRM）、欧州預金保険スキーム（EDIS）の3つの機構・制度から構成される。単一銀行監督メカニズム（SSM）と単一破綻処理メカニズム（SRM）は2014年11月に発足したが、欧州預金保険スキーム（EDIS）はまだ発足していない。

単一銀行監督メカニズム（SSM）は、従来のEU域内の各国ごとの監督機能をECBに集約・一元化させるもので、銀行同盟の中核である。EU域内には約8,000の銀行が存在するが、ECBは国境を超えて活動する銀行や主要銀行など約130行を「重要銀行」として特定し、子会社や支店も含めて、直接的に監督する。他の大半の中小行は、域内各国の銀行監督当局が監督するが、ECBが統一的な監督責任を持ち介入できる。外国の銀行の子会社や支店も監督できる。

単一破綻処理メカニズム（SRM）は、銀行が経営危機に瀕して金融システムの安定性が脅かされる場合に、ひとまず銀行をベイル・イン原則に沿って再建ないし破綻処理することにより、金融システムの機能を維持することを目的とするものである。ベイル・イン原則とは、銀

行の再建・破綻処理に際して公的資金を利用する前に、財政負担やモラルハザードを最小化するために、株式保有者や債権者に損失を負担させる原則を指す。銀行破綻処理を統括する機関として、単一破綻処理理事会（SRB）が新たなEUレベルの機関として創設され、関係国の破綻処理当局、欧州委員会、ECBとの密接な連携の下、再建・破綻処理を行う⁴⁹⁾。SRMは2016年1月に本格稼働した。

欧州預金保険スキーム（EDIS）は、預金者保護の制度をEU域内で共通化するものである。2016年には、域内諸国の間で、金融機関が破綻した際の保険金額の統一、付保対象、預金保険の支払い期日などについて制度的な調和を図ることで合意された。それに基づき、EUは10万ユーロの預金を保護する共通のルールを設けたが、預金保険制度はまだ統一されておらず、国によって制度が異なる状況が続いている⁵⁰⁾。その理由は、健全な銀行部門をもつドイツなど北欧諸国が、政府債務危機に見舞われた南欧諸国の銀行のバランスシートの内容に懸念を抱いているからである。すなわち、南欧の銀行は依然として多くの不良債権と国債を抱えており、健全な経営状態ではないことから、銀行破綻のリスクが高く、共通のEDIS基金がこれらの問題処理に用いられる可能性が高いこと、そのため、それらの銀行の間でモラルハザードの問題が生じうるとしている。

このように、ユーロ危機を経て、EU諸国は銀行同盟の基本理念や基本設計について合意しており、単一の銀行監督や破綻処理制度の構築で、主権を部分的にはあるが上部機関に委譲

し、財源やルールを共通化させる方向に動いている。しかし、SRMにおける破綻処理基金やEDIS基金など負担の配分に係る問題では、北部欧州と南部欧州の間でスタンスの違いが生じている。

財政同盟

ユーロ地域においては、加盟各国は金融政策の決定に関する主権をECBに委譲しているが、財政政策に関する主権を依然として確保している⁵¹⁾。財政同盟とは、加盟各国が主権国家における一地域のように、財政主権（徴税、予算編成・執行、支出、貸借、債務管理、財産管理など広範な権限）を上部機関に委譲し、この上部機関が国の枠をこえて政府予算を一体的に運営するものである。このような財政同盟ができれば、各国間の経済格差を是正したり、ある国での景気悪化による所得や雇用の落ち込みを加盟国全体で和らげたりするための財政資金の移転が可能になり、ユーロ地域の経済的な収斂やマクロ経済の安定化につながりうる。加盟国間の財政資金移転の重要性は、物価・賃金の柔軟性、自由な労働移動、景気循環の同調性などとともに最適通貨圏を支えるための重要な条件だと認識されていた。

南欧諸国で金融危機・政府債務危機が起きた際には、ユーロ域内の財源をプールし、それを景気後退や金融危機に陥った国に移転させていくメカニズムが存在していなかったことから、EUはとりあえず欧州金融安定ファシリティー（EFSF）や欧州金融安定化メカニズム（EFSM）を通じて危機国への金融支援を行い、

49) 破綻処理に必要な資金は単一破綻処理基金（SRF）から充当されるが、その原資はSRM参加国の全銀行が預金総額の1%を2023年までに積み立てること（約550億ユーロ）とされた。SRMの完成には、SRFが枯渇した場合に備えるバック・ストップが必要だと考えられている。SRFは2016年1月に活動を開始した。

50) 欧州委員会の提案によれば、EU域内の銀行は国ごとの預金保険基金に加え、EDISの預金保険準備基金にも保険料を払いこむとされる。当初の段階では、銀行が破綻した場合、当該国の基金が枯渇したときのみ、EDISは当該国の基金に融資のかたちで流動性を供給する。後の段階では、銀行が破綻した場合、不良債権処理の進展を見極めながら、EDISは当該国の預金保険制度と協調して破綻処理や預金保護を支援する。

51) 実際にはユーロ加盟国は安定成長協定（SGP）による制約を受けているので、完全な財政主権を維持しているわけではない。ただ、各加盟国は通常の主権国家における一地域よりもはるかに大きな財政主権（とりわけ徴税権や社会保険制度）を確保している。

その後、欧州安定メカニズム（ESM）を設立し、危機国への本格的な金融支援体制を構築した。欧州全体が、ESMを通じて、危機国への財政資金移転を行える枠組みをつくったといえる。しかしEUは、危機の主因が危機国（とくにギリシャ）の過剰な財政赤字や政府債務にあるとし、安定成長協定（SGP）を前提に緊縮財政を財政支援の条件として課した。そのため、危機国の経済情勢がさらに悪化し、危機からの脱却が遅れることになった。

財政同盟の構築については、EUはESMを設立するとともに、各国が財政規律を強化して健全な財政運営を行うための制度強化を図るという2段階構えの方向に展開することになった。後者については、ユーロ発足時に財政規律を定めたはずの安定成長協定（SGP）が危機を防止できなかったという反省に基づくものだった。EUは、まず2011年1月に「欧州セメスター」制度——EU加盟国の経済政策と予算に対する事前評価制度——を導入し、毎年上半期の6か月に、各国の政策と予算が事前に合意された目的に合致しているかどうかを審査し、修正することで、加盟国の経済・財政政策運営の監視を強化することとした。さらに、EU加盟国の経済財政ガバナンスを強化する「シックス・バック」（2011年12月）やユーロ加盟国の財政監視メカニズムを強化する「ツー・バック」（2013年5月）を導入し、過剰な政府債務残高の削減に関するルール明確化やマクロ経済不均衡の一体監視が加わった。さらに、2012年3月には、イギリスとチェコを除くEU加盟国が「安定、協調、ガバナンスに関する条約」（TSCG：Treaty on Stability, Coordination and Governance）を締結し、構造的な財政赤字をGDP比0.5%以下に抑えることを定め、これを憲法ないし同等の国内法で明文化することを義務づけた。

このようにEUは、ESMによる危機国への財政支援体制を構築するとともに、加盟各国の財政規律と経済政策協調を強化するという2段階構えで財政同盟の構築に取り組んできた。ユー

ロ地域の共通予算の拡充やユーロ共同債の発行など、本格的な財政同盟の議論は進んでいない。財政難にある南欧・中東欧諸国は、そのような財政同盟の構築を望んでいるが、財政上豊かなドイツなど北部欧州諸国は、財政負担を増加させる制度改革に強く抵抗しているからである。

EMUのさらなる深化のために

以上見たように、EMUは、欧州金融危機・政府債務危機を経て、はるかに強靱なものになった。ECBの「最後の貸し手機能」が確立され、単一の銀行監督制度の導入など銀行同盟の構築が着実に進み、ESMの活用による財政同盟が進展し、それを支える財政規律の強化に向けたEUレベルでの監視体制の進捗などが進んでいる。それはユーロ危機前の経済通貨同盟をEMU1.0とすると、今やEMU2.0が生まれつつあると言ってよい。ユーロが国際的な通貨として成熟していくためには、さらなる制度的な枠組みの強化が必要とされよう。表6は、新型コロナウイルス前の2019年6月の時点における、EMUの強化に向けた取組みをまとめたものである。それまでの取組みを踏まえ、現在と今後の取組みを着実に実行していくことが課題だ。

表の経済同盟は、欧州セメスター制度を中心に、各加盟国の財政・経済政策をEUレベルの相互監視下に置くことで、財政規律を強化して財政運営の健全化を促すとともに、経済的な不均衡を是正し、域内経済・社会の収斂と競争力を高めることを目的とする。財政規律の強化は、財政同盟のさらなる進展を支えるものとして位置付けられる。本来であれば、単一通貨をもつユーロ地域の財政は、単一国家のように、景気循環や各種のショック（金融危機、自然災害、感染症の拡大など）を緩和させる所得移転機能と、各国の間の構造的な所得格差を埋める再分配機能を持つことにより、単一通貨制度を円滑に運営できるはずである（de Grauwe 2013, 2015）。しかしそのような強固な財政同盟の完成（それはEMU3.0ができることを意味する）については、現在のところ北部欧州と南部欧州

表6 経済通貨同盟の強化に向けた取組み（2019年6月時点）

	これまでの取組み	現在の取組み	今後の取組み
経済同盟	<ul style="list-style-type: none"> ・欧州セメスターを通じた経済政策の協調強化（2011年1月） ・財政安定化のルール導入 ・マクロ経済不均衡手続きの導入 	<ul style="list-style-type: none"> ・域内経済・社会の「収斂と競争力のための予算措置」の導入： ✓加盟国の構造改革と投資の支援 ✓措置のルール整備 	<ul style="list-style-type: none"> ・経済の監視強化： ✓より簡素なEU財政ルールの構築（安定成長協定の見直し） ✓政策協調の枠組み（欧州セメスター）の透明性・有効性の改善 ✓社会的側面との連携強化
銀行同盟・資本市場同盟	<ul style="list-style-type: none"> ・単一ルールブックによる規制調和 ・銀行同盟の構築： ✓単一監督メカニズム（SSM, 2014年11月） ✓単一破綻処理メカニズム（SRM, 2016年1月） ✓欧州預金保険スキーム（EDIS） ・資本市場同盟の推進 	<ul style="list-style-type: none"> ・単一破綻処理基金（SRF）へのバック・ストップの強化 ・EDIS実現のためのロードマップ作り ・資本市場の活性化（資本市場同盟） 	<ul style="list-style-type: none"> ・単一ルールブックの継続的な改訂（銀行の国債保有の規制変更など） ・銀行同盟の完成：EDISの実現 ・域内の資本市場の統合促進のための規制改正（資本市場同盟） ・国債担保証券（安全資産）の発行 ・ユーロの国際的な役割の強化：米ドル依存を低下させ経済通貨主権を高めるため、流動性の高い証券市場の発展と金融市場の統合促進
財政同盟	<ul style="list-style-type: none"> ・欧州安定メカニズム（ESM）の創設（2012年10月） ・各加盟国の予算に対するより強力な監督 	<ul style="list-style-type: none"> ・ESM条約の改正： ✓予防的金融措置の改善 ✓SRFへのバック・ストップの提供 	<ul style="list-style-type: none"> ・財政安定化：欧州安定化機能（経済的なショックが生じた際に公共投資水準を維持する役割）の設立 ・共通の失業再保険制度の導入 ・ESMに対する法的枠組みの付与（EU法の枠組みへの統合）
説明責任とガバナンスの強化	<ul style="list-style-type: none"> ・欧州議会との対話の強化 	<ul style="list-style-type: none"> ・ユーロ地域の対外代表権の強化 	<ul style="list-style-type: none"> ・機関の強化 ✓EMU担当のEC副委員長とユーログループ議長に同一人の任命 ✓ユーロ地域財務省の設立

（出所）European Commission, Deepening Europe's Economic and Monetary Union: Taking Stock Four Years after the Five Presidents' Report, June 2019に基づき作成
https://economy-finance.ec.europa.eu/publications/deepening-europes-economic-and-monetary-union-taking-stock-four-years-after-five-presidents-report_en

の間で十分な合意ができておらず、近い将来にできる見込みもない。かつ、こうした財政同盟を構築するには、各加盟国の財政主権が基本的に上部機関に移譲される必要があり、それは政治同盟の構築を意味することになろう。経済同盟の趣旨は、そうした移行を徐々に促していくためのプロセスだと考えられる。

経済同盟の今後（19年6月以降）の取組みとしては、安定成長協定（SGP）を見直し、より簡素なEU財政ルートを構築することが挙げられる。EUは、2020年3月、新型コロナウイルス禍を踏まえて、加盟国がコロナ対応で機動的な財政政策措置をとれるよう、財政ルールの適用を一時的に停止した。財政ルール適用の再開は2023年以降とされるが、再開に伴い、現行ルールの変更が予定されている。とりわけ、ルールの運用が複雑になっているため、その簡素化が目指されるものと考えられる。また、政府債務残高の上限を対GDP比で60%とするルールも形骸化しており、見直される可能性がある。

銀行同盟は、EU域内の金融システムの安定性・強靱性の強化を目的として、民間銀行の一元的管理を目指すものだが、域内共通の預金保

険スキームはできていない。EUは、銀行同盟の完成に向けて努力するとともに、資本市場同盟の構築も推進しており、資本市場からの資金調達手段を拡大させることで銀行部門へのリスクの集中を回避しようとしている。ユーロ地域内では、ユーロ債券市場が国別に細分化され、資本市場が十分統合されておらず、米ドル債券市場のような大きな広がり、深さ、流動性が備わっていない。そのことが、ユーロの国際化の制約になっていると考えられることから、域内の債券市場の流動性を高め、統合を図ることで、ユーロの国際的な役割を強化することが目指されている。

EUは、2020年7月、新型コロナウイルスの感染拡大を受けた加盟国を支援する目的で、新型コロナ後の経済復興計画「次世代のためのEU」を決定し、その財源に充てるための総額7,500億ユーロに上る復興基金を設立し、欧州復興債を発行して資金調達することとした。この基金のうち6,700億ユーロ以上が復興強靱化の目的で使用され、返済義務のある融資と返済義務のない補助金に振り分けられる。EUが自己名義で大規模な資金調達のために債券を発行するのは初めてのことであり、「債務の共有化」に踏み込んだことで財政統合に向けた一歩になると考えられる。また、巨額の復興債の発行は、ユーロ建て債券市場の規模と流動性を高め、ユーロの国際化にも寄与する効果をもとう⁵²⁾。

V-3. アジアにおける通貨・金融協力と準備通貨の創出

アジア域内の通貨・金融協力の重要性

米ドル、ユーロ、アジア通貨による「3極準備通貨制度」ができるためには、アジア域内で魅力的な準備通貨が育つ必要がある。中国は世界第2の経済大国で、欧米の多くの専門家は人民元が世界で主要な準備通貨になると考えている。人民元が、ドル、ユーロと並び重要な準備

通貨になるということだ。人民元の国際化も着実に進んでいる。アジアでは既に人民元圏ができていているという見方 (Subramanian and Kessler (2013), Fratzscher and Mehl (2014)) もあるが、Kawai-Pontines (2016) や伊藤・河合 (2023) が示すように、人民元圏ができていているという証拠は少なくともまだ存在しない。人民元がアジアで主要なアンカー通貨としての役割を果たす兆しはあるものの、米ドルの役割を超えるものではないからだ。近年では各国の通貨バスケットに占める人民元のシェアが高まっているが、米ドルのシェアほど高いわけではない。アジアでは、為替レートの柔軟性が高まる中で、まだ多くの国が米ドル志向の為替レート制度を運営しており、米ドルが依然として貿易・投資・金融取引で支配的な役割を果たしており、最も重要な準備通貨だとみなされている。

それに加えて、中国は極めて膨大な構造的な問題に直面している。とりわけ、高齢化社会に向けて生産年齢人口が縮小している中で、社会保障制度の強化、国有企業改革、格差問題や環境問題への対応、不動産部門を中心とした金融システムの安定化など喫緊の課題がある。人民元の国際化をさらに進めるためには、中国の資本勘定をさらに自由化する必要があるが、それには金融市場のさらなる深化、国有銀行中心の銀行システムの改革、為替レートの柔軟化などが必要だ。また、中央銀行の独立性など金融政策の枠組みの近代化・透明化も、人民元への信頼性を高める上で重要だろう。人民元建て金融市場はより流動性を高める必要があり、何よりもさらに国際化を進める必要がある。

中国経済は今後も成長を続け、2030年代には米国のGDPを凌駕すると予想されるものの、一人当たりGDPがOECD諸国の平均値に達することは、長期的な観点からも難しい状況だ。中国の経済・金融・通貨への根源的な信頼性を高める上では、中国の制度とガバナンスの

52) 欧州復興債は、世界的に安全資産が不足する中、EUという高い信用力、5年から30年という期間の多様性、グリーンボンドという環境重視の姿勢、総額7,500億ユーロという潤沢な流動性を支えに、投資家から高い関心を集めている。

質の改善，とりわけ「法の支配」の確立が必要だが，それには相当程度の期間がかかろう。そうした観点から，人民元は今後ともアジアにおける重要な通貨として影響力を増してくるものの，近い将来に米ドルにとって代わるようになるとは考えにくい。

インドは，2022年に名目GDPが約3兆3,800億ドルに達し，旧宗主国の英国を超えて，経済規模で世界5位になった。中国が2022年に人口減に転じたのに対し，インドの人口は2023年中にも中国を上回り，その後も2060年代まで増加を続けると予測され，内需拡大を背景に高成長を持続させよう。とりわけ，インドの女性の労働市場参加率（現状，中国よりもはるかに低い）が高まるにつれ，GDPのさらなる底上げが期待される。IMFによれば，インドは2027年までに，ドイツと日本を抜いて世界第3位の経済大国になる見通しだ。それに伴い，インドルピーの国際化が進むものと思われる。

このように見ると，人民元の国際通貨化は今後も進展していくと考えられるが，インドルピーなど他のアジア通貨の国際化が急速に進む可能性もある。アジアの主要国の中で唯一の交換可能通貨である円の役割を無視することもできない。このことは，アジアで通貨・金融協力を進めることがますます重要になることを意味する。アジア各国が通貨面で協力しなければ，アジアは人民元，インドルピー，円など細分化された通貨制度を抱えることになり，それ自身が多極的な準備通貨の地域になろう。そうすると，米ドルが引き続き長期にわたり使用され続ける可能性が高く，それはアジアにとって最適な状態ではなかろう。アジア経済の規模が米国経済に比べてはるかに大きなものになるにも関わらず，アジアが依然として米ドルに依存し続けることは，必ずしも合理的な選択ではないからだ。

金融危機予防・対応の地域協力：チェンマイ・イニシャチブと域内サーベイランス

東アジア諸国は，1997-98年のアジア通貨・金融危機を経て，危機の再発を防止し，再発した場合に効果的に対応するという考え方の中で，通貨・金融協力を強化させてきた（Kawai（2010），（2015））。日本政府は1997年にアジア通貨基金（AMF: Asian monetary fund）構想を提唱したが，米国やIMFの反対で実現しなかった。それに替わるものとして，ASEAN+3（ASEAN10か国プラス日本，中国，韓国）の財務大臣グループは，2000年から，地域的な流動性支援メカニズムである「チェンマイ・イニシャチブ」（CMI: Chiang Mai Initiative）と地域経済サーベイランスのプロセスである「経済レビュー・政策対話」（ERPD: Economic Review and Policy Dialogue）を開始させた。さらに2003年からは，各国通貨建ての長期債券市場を発展させるための「アジア債券市場イニシャチブ」（ABMI: Asian Bond Markets Initiative）に取りかかった。

CMIとは，通貨投機を受けたり流動性危機に陥ったりした国に対して短期流動性を供与して，流動性危機から脱却させるための枠組みで，当初は2国間スワップ協定のネットワークとASEANスワップ協定から構成されていた。ERPDとは，域内各国の経済状況について，ASEAN+3という多国間の枠組みでの政策対話を通じて相互に監視し，ピアプレッシャー（友邦の圧力）により域内各国の政策改善をめざすものである。CMIとERPDは一体のものとして位置付けられた。ABMIは，アジア各国の現地通貨建ての長期債券市場を発展させることにより，アジア通貨危機の一因となった通貨と満期のダブル・ミスマッチを回避しつつ，アジアの貯蓄をアジアの投資につなげ，過度に銀行依存型の金融システムをよりバランスのとれたものに変えていくことをめざすものである。ABMIの下で，アジア債券市場発展のための「信用保証・投資ファシリティ」（CGIF: Credit Guarantee and Investment Facility）が³ADB

の信託基金として設立された。

CMIは世界金融危機後の2010年に多国間化（マルチ化）されるとともに、1,200億ドル規模のCMIM（Chiang Mai Initiative Multilateralization）ができ、全てのASEAN諸国と香港が参加することになった⁵³⁾。資金拠出額のシェアは、日本と中国がそれぞれ32%、韓国は16%、ASEANは10か国全体で20%とすることに決まった。さらに2012年には、中央銀行総裁がASEAN+3のプロセスに参加するとともに、CMIMの改革——CMIMの規模を2,400億ドルに拡大、IMFデリンク部分を30%に引き上げ⁵⁴⁾、危機予防機能をもつファシリティー（CMIM-PL：CMIM Precautionary Line）を新たに導入——が決まり、2014年に実施された。IMFデリンク部分は2021年にさらに40%に引き上げられた。その間、地域的な経済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：ASEAN+3 Macroeconomic Research Office）が2011年に設立され、2016年に国際機関に格上げされた。また、CMIM-PLを利用する際には、事前の判断基準として、対外ポジションと市場アクセス、財政政策、金融政策、金融部門の健全性とその監督、統計データの十分性が考慮され、事後の政策条件（コンディショナリティー）がAMRO、ADB、IMFによる分析を踏まえて課されうる。IMFデリンク部分でCMIM-SF（CMIM Stability Facility）を引き出す場合の政策条件の枠組みについても、議論が進められている。さらに、AMROはIMFとCMIM発動の疑似訓練を行い、不確定な側面を除去していく努力を行っている。

このようにCMIMとAMROについては、制度的な強化が進んでいるが、CMIMはまだ

発動されることがなく、実効性をもつためには課題を克服していく必要がある。それは、①各メンバー国にとって利用可能なスワップ上限額がまだ低い、②IMFデリンク部分はまだ低い、③CMIM発動にあたり依然として不確定な側面が残る（CMIM-PLの政策条件など）、④AMROの分析態勢・能力がまだ不十分、⑤CMIMをサポートする恒久的な事務局が存在しない——などだ。また、CMIMをIMFや他の地域金融アレンジメントと比較すると（表7）、CMIMには組織的に改善の余地が大きいことが分かる。すなわち、⑥CMIMには法的な位置づけが与えられていない、⑦融資財源は二国間通貨スワップ網であり出資割当や払込資本のかたちをとっていない、⑧資金は各国が自己管理するかたちをとっており一元管理とはなっていない、⑨他の機関は多様な融資手段を開発してきたが、CMIMの融資手段は危機対応（CMIM-SF）と危機予防（CMIM-PL）の2種類しかない——といった点である。これらをまとめると、今後の改革の方向として以下の点が指摘できる：

- ・CMIMを2国間通貨スワップ取極網から、各加盟国が資金拠出（出資割り当てや払込資本）を行う基金に転換して、資金管理を一元化し、各メンバー国にとって利用可能な資金上限額を大幅に拡大する。必要ならば、拠出資金をバックに債券発行を行う
- ・CMIMのIMFリンクを廃止し、CMIM発動時の政策条件を明確化する（その出発点として、CMIM-PLについて、同要請国のマクロ政策の枠組みが健全だと判断されればIMFリンクも政策条件も課さない、CMIM-SFについては、危機の規模が小さいと判断されれば

53) マルチ化により、一本の契約の下で、通貨スワップ発動に必要な手続きが共通化され、加盟国の保有する外貨準備を危機時に多国間で迅速かつ円滑に融通できるようになった。CMIMの目的は、短期的な流動性困難に対処し、既存の国際金融アレンジメント（IMFによる金融支援）を補完するとされる。

54) CMIの導入当初は、スワップ上限額の10%以内であれば、IMFプログラムなしで引き出すことができるとされ、それ以上を引き出す場合はIMFプログラムが義務付けられた。これは、CMIがあくまでもIMFの補完であるとの立場を反映するもので、CMIの引き出しがモラルハザードにつながらないようにするための歯止めの措置だと考えられた。IMFデリンク部分は2005年に20%に引き上げられた。

表7 IMF および地域金融アレンジメントの機能的な違い

	金融主体	法的地位	融資財源	資金管理	サーベイランス	融資手段	融資条件
IMF	IMF	法人	出資割当額、一般借入取極、新規借入取極	一元管理	あり（公開）	SBA（SCF）、EFF（ECF）、RFI（RCF）、FCL、PLL、SLL	IMF が設定
ESM	ESM	法人	払込資本、債券発行	一元管理	EC と ECB によるサーベイランス	経済調整融資、銀行資本注入、PCCL、ECCL	EC（および IMF）が設定
FLAR	FLAR	法人	払込資本、資本市場からの借入れ	一元管理・投資	あり（非公開）	流動性供与枠、国際収支信用、対外債務再編、財務	なし
CMIM	ASEAN+3 諸国と香港	2 国間通貨スワップ取極契約の集合	2 国間通貨スワップ網	各加盟国による外準の自己管理	AMRO によるサーベイランス（公開）	CMIM-SF、CMIM-PL	AMRO が設定（IMF-DLP）、AMRO と IMF が設定（IMF-LP）

（注） CMIM-PL=CMIM 危機予防枠、CMIM-SF=CMIM 安定（危機対応）ファシリティ、ECCL=強化された予防的信用枠、ECF=拡大クレジット・ファシリティ、EFF=拡大信用供与措置、FCL=弾力的信用枠、GRA=一般資金勘定、IMF-DL=IMF デリンク部分、IMF-LP=IMF リンク部分、PCCL=予防的信用枠、PLL=予防的流動性枠、PRGT=貧困削減・成長トラスト、RCF=ラビッド・クレジット・ファシリティ、RFI=ラビッド・ファイナンス・インストルメント、SBA=スタンバイ取極、SCF=スタンバイ・クレジット・ファシリティ、SLL=短期流動性枠。

（出所） 各種資料により筆者作成

ば IMF リンクを課さないが独自の政策条件を課す)

- ・ CMIM の融資手段のメニューを増やす
- ・ AMRO を CMIM のための恒久的な事務局にする（AMRO に対しより大きな財政的・人的な資源を与え、独立した高度の分析を行えるようにする、危機予防・発生時に対象国支援のためのワンストップ・オフィスにする、危機時のマネジャーの役割を負わせる）

究極的には CMIM と AMRO を統合し、法人格をもった事実上のアジア通貨基金にすることが望ましいといえる。

アジアの準備通貨の創出

経済規模が今後も拡大し続けるアジアにおいては、一国の通貨ではなく、「アジア通貨単位」（ACU: Asian Currency Unit）——円、元、ルピー、ウォン、ルピア、バーツなどアジア通

貨のバスケット——を導入して、それをアジアの準備通貨に育てていくことが考えられる。そのためには、アジア域内で、ACU 建ての銀行預金や銀行融資を開発し、ACU 建ての債券発行を行い、ACU 建ての決済システムを構築していくことが効果的だ。さらに、ACU 指標を域内為替レート協調の手段として用いていくことも、ACU を準備資産にしていく上で有用だろう。東アジアの多くの国は比較的柔軟性のある為替レート制を採用しているが、ACU 指標を用いて、お互いの為替レートが大きく乖離しないような枠組みを模索していくのである。アジア地域全体がドルやユーロに対する通貨価値を柔軟化させる一方で、お互いの為替レートが安定的に変動するような制度的な枠組みを構築していくことが、金融的な安定、持続的な経済発展につながる。

V-4. 国際通貨システムの分断のリスク

2022年2月24日のロシア軍によるウクライナ侵攻を受けて、米欧日はロシアに対する大規模な経済・金融制裁を開始し、ロシアの軍事侵攻が深刻化するのに応じて段階的により厳しい制裁措置を科してきた。主要先進7か国（G7）を主導する米国やEUによる対ロ金融制裁は、ロシアを既存の国際通貨システムから排除しようとするものといえる⁵⁵⁾。

米欧日の経済・金融制裁

米欧日による経済・金融制裁は極めて包括的で多岐にわたっている。ロシア政府・中央銀行や特定の銀行・個人の保有する対外資産を凍結し、ロシアの主要銀行をSWIFTから排除し、中央銀行によるドル、ユーロ、英ポンド、円の決済を禁止している。これらの金融制裁措置の多くは、すでに対イラン金融制裁でも用いられてきたが⁵⁶⁾、今回はロシアという軍事・エネルギー大国に対して包括的なかたちで発動されたという点に特徴がある。

対ロ金融制裁の中で最も重要なものとして、第1に、ロシアの主要銀行の対外資産の凍結や取引禁止・制限措置を挙げることができる。中でも、米国はロシアの最大手の政府系銀行ズベ

ルバンクや最大の民間銀行アルファバンクなど主要9行とのドル決済を禁止しており、その影響は大きい。ロシアの輸出決済の55%、輸入決済の36%がドル建て（2021年）で行われてきたからだ⁵⁷⁾。ただし、天然ガス貿易の決済を担うガспロムバンクに対しては、ドル取引を禁じる制裁を見送っている⁵⁸⁾。EUはロシアの6行との取引を禁止する措置を打ち出し、いくつかの主要銀行に対してはユーロ取引を禁じているが、ズベルバンクやガспロムバンクを制裁対象外としている。英国はロシアの主要行の在英資産を凍結し、日本はロシアの8行に対して資産凍結措置や支払・資本取引規制を行っている。

金融制裁の中で第2に重要な措置は、ロシアの主要7行をSWIFTから排除したことである⁵⁹⁾。ロシアでは300余りの銀行が国内外の銀行との主要な決済情報の伝達手段としてSWIFTのメッセージサービスを利用しており、排除されると国際的な資金決済が滞ると考えられた。ただし、SWIFTから排除されているのは7行のみであり、最大手のズベルバンク、ガспロムバンク、およびその他の銀行は排除されていない。後者の銀行をSWIFTから締め出すと、欧州の天然ガスや原油などの調達に支

55) 以下、詳しくは河合（2023a）を参照されたい。

56) イランに対する金融制裁は以下のものを含む：①イラン政府、イラン中央銀行、イランの金融機関の在米資産の凍結、②米国・外国金融機関によるイラン中銀及びその他の特定のイランの金融機関との取引禁止（とくにドル決済の禁止）、③中央銀行を含むイランの金融機関のSWIFTからの排除（EUと連携）、④イラン通貨リアル売買やイラン国外でのリアル建ての資金・口座の維持禁止、イランの公的債務の購入・発行引受の禁止など。

57) Bank of Russia, Currency Composition for Settlements of Goods and Services. https://cbr.ru/eng/statistics/macro_itm/svs/

58) 世界各国のロシアとのエネルギー貿易や農産品・鉱物資源貿易の多くはドル建てであるため、西側諸国はロシアの銀行に対する全面的なドル決済の禁止には踏み切れていない。米国がロシアの銀行とのドル決済を禁じたとしても、ドル以外の通貨での取引を制限することはできない。対ロ制裁に参加しているEU、英国、日本などの当局はユーロ、英ポンド、円などの利用を制限しているが、制裁に参加していない国（中国、インド、トルコなど）は、自国通貨を用いた取引を制限していない。

59) SWIFTはEUとベルギー政府の決定を受けて、22年3月12日（欧州時間）、ロシアの7つの銀行を排除した。ホームページに掲載された声明では、「EUが英国、カナダ、米国と協調して取った外交的決定は、SWIFTの金融メッセージサービスから特定の銀行を除くことでこの危機を終わらせようとするものだ」とした。SWIFTは、12年3月に、EUの決定を受けて、中央銀行を含むイランの30ほどの金融機関に対する通信サービスを停止したが、これは当時としては前例のない措置だった。その後、SWIFTはイラン核合意（JCPOA）を受けて16年1月に停止措置を解除したが、18年11月に再導入した。

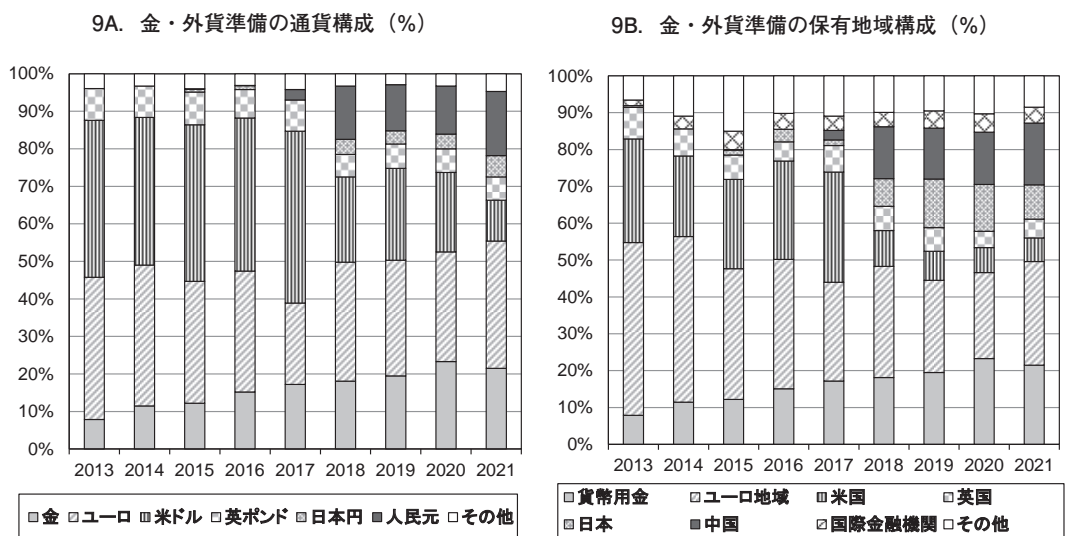
障が出る懸念があるためだ。EUは、エネルギー使用全体に占めるロシア産エネルギーの割合が高く、とくにガス・原油の供給をロシアに大きく依存してきたという事情がある。ロシアの主要7行以外の金融機関はSWIFTを利用した国際決済を続けることができる（「抜け道」がある）ので、SWIFTからのロシア主要銀行の排除は、ロシアを既存の国際決済網から完全に締め出すことにはなっていない。

金融制裁のうち第3に重要なものは、ロシア中銀の保有する米ドル、ユーロ、英ポンド、日本円などの外貨準備を凍結し、同中銀による為替市場介入を通じたルーブルの買い支えを難しくしたことである。図9は、ロシアの保有する金・外貨準備の通貨構成と保有地域別構成を示したものである。ロシアは2022年初（=2021年末）に総額6,130億ドルの金・外貨準備を保有していたが、このうちG7諸国通貨の外貨準備は3,490億ドル（全体の57%）であり、G7地域に保有されていた外貨準備は3,010億ドル（49%）以上に上っていた。金・外貨準備に占

める米ドルのシェアは、2013年末の42%から2017年末の46%へと上昇したが、それ以降急速に低下し、2021年末には11%まで下がった。それに代わり、金や他の通貨のシェアが上昇した。金のシェアは2013年末の8%からほぼ一貫して上昇し、2021年末には21.5%に達した。人民元のシェアは2013年末のゼロから2017年末の3%、2021年末には17%へと増加した。ユーロのシェアは2013年末の38%から2021年末の34%にわずかながら低下した。このように、ロシアはウクライナ侵攻の5年ほど前から外貨準備保有における米ドルからの脱却（「脱ドル化」）を図ってきたが、それでも侵攻直前のドル、ユーロ、ポンドのシェアは全体で57%を占めていた。

米欧日の金融制裁は、ロシアの保有する外貨準備のほぼ半分に相当する部分を凍結したことになる。ロシア中銀が利用できるのは金と人民元だが、それは全体の39%に過ぎず十分とは言えない。かつロシアが国内に保有する金を米ドルなど主要外貨に交換するためには、ロンド

図9 ロシアの金・外貨準備の通貨構成と保有地域構成（%），2013-21年



（注） 各年末の外貨準備高の構成比。

（出所） ロシア中央銀行の資料に基づき、筆者作成。Bank of Russia, *Bank of Russia Foreign Exchange and Gold Asset Management Report*, 2014-2022. https://www.cbr.ru/eng/analytics/oper_br/

ン市場などを通じた金の売却が必要になるが、そうした取引は金融制裁下で難しくなっている。また人民元は国際流動性が低く、米ドルやユーロを代替することは容易ではない。

ロシアによる国際決済の変化

米欧日による、対ロ金融制裁は完璧でないにしても、かなりの程度効果的に機能している。ロシアの政府・中銀や制裁対象の銀行による国際金融取引が制限され、米ドルやユーロでの国際決済が難しくなっているからだ。ただし制裁対象外の銀行（ガスプロムバンクや多くの中堅銀行）は依然としてSWIFTの利用や外貨決済（ドル、ユーロ決済）が可能であり、それがロシアの貿易と経済を支えている側面がある。

ロシアの主要銀行がドルやユーロで決済が行えず、SWIFTから排除されることになっても、当初、ロシアは独自の決済システムであるSPFS (Sistema Peredachi Finansovykh Soobshcheniy = System for Transfer of Financial Messages; 通称 Financial messaging system [FMS]) や中国のCIPSを用いて他国との貿易・投資の国際決済ができるのではないかと一部で考えられた。SPFSは、2014年のクリミア併合に対する米欧の対ロ制裁を機にロシア中銀が設立した金融情報伝達・決済用の銀行間システムであり、ロシアがSWIFTから排除された場合に備えて構築されたものである。2019年から毎日稼働する体制になり、ロシア中銀は「SWIFTとほぼ同等」と評価し、SPFSを通じたメッセージ件数が2020年に倍増し国内SWIFT件数の21%に達したとしている⁶⁰⁾。しかし、システムの国際的な接続性や処理件数は極めて限られている。2021年1月の参加機関数は403行で、このうちロシアの機関が大半を占め、非居住者機関は19行のみだった。海外からの参加機関は、CIS諸国や周辺国の銀行

に限られていたとみられる。その後、SPFSに参加し、ルーブル決済を行う海外金融機関の数は増えている模様だが、今のところSWIFTというまでもなくCIPSの役割には及んでいない。

ロシアの主要銀行が中国のCIPSに参加して、その人民元決済システムを利用する動きも出てきた(Nikoladze and Bhusari (2023))。侵攻前にCIPSに参加するロシアの金融機関は殆どいなかった模様だが、2022年7月上旬までに20行以上がCIPSに接続したとされる。ロシアの対中貿易における元建て比率は輸出で7%、輸入で27% (2021年) だったが、侵攻後は中国への石炭・原油輸出について人民元での受取を増やしており(Eichengreen 2022)、CIPSを通じた人民元建て貿易比率が高まっていると考えられる。さらに、ロシアのガスプロムは、中国へ輸出する天然ガスの決済について、従来のドル建てから人民元建てとルーブル建てに移行しており、天然ガスの決済でも人民元建てが拡大する方向にある。中国の貿易統計によれば、中ロ貿易額は21年の1,400億ドルから22年には1,900億ドルに増加し、今後もさらに増大する見込みであり、人民元建ての貿易決済が拡大を続けるものと思われる。ただし、既述のように、CIPSの決済処理件数・金額はSWIFTの規模よりもはるかに小さく、近い将来にわたりSWIFTを代替することは難しい。

とはいえ、ロシアは制裁後、輸出決済におけるドルとユーロの比率を引き下げ、ルーブルと人民元の比率を引き上げている。ロシア中銀によると、侵攻前の2022年1月にドルとユーロの輸出決済比率はそれぞれ52%と35%だったところ、侵攻後の9月には34%と19%に低下した(Prokopenko 2023)。その一方、同時期に、ルーブルの比率は12.3%から32.4%へ、人民元の比率は0.4%から14%へと、それぞれ大幅に上昇した⁶¹⁾。原油・天然ガスなどの輸出では、

60) Bank of Russia, Annual Report for 2020, May 2021. <https://www.cbr.ru/eng/press/event/?id=9819>

61) TASS, "Ruble's share in Russia's international settlements doubles against December 2021 - Putin," February 21, 2023. https://tass.com/economy/1579679?utm_source=bing.com&utm_medium=organic&utm_campaign=bing.com&utm_referrer=bing.com

制裁対象でないロシア内外の金融機関（ガスプロムバンクなど）を通じてドルやユーロでの決済が依然として続いているが、全体としてのドル及びユーロでの決済比率が下がり、代わりにルーブルと元での比率が高まっている。

ロシアはエネルギー輸出を拡大させていることから、当面外貨の入手に支障をきたすことはないが、外貨が必要になった場合には、ロシア中銀や国民福祉基金の保有する人民元建ての外貨資産あるいは中国との2国間通貨スワップで入手できる人民元を活用することが考えられる。2021年12月末の時点でロシア中銀の保有する外貨・金資産の約17%（1,050億ドル）が人民元建てであり、また通貨スワップ協定を発動することで最大1,500億元（約240億ドル相当）の人民元を入手でき、それらを中国との国際決済に充てることができる（ただし、第三国との決済に人民元を用いることは難しい）。その意味で、人民元の利用は、ロシアが米欧の金

融制裁の影響を和らげる手段になる。

中国の決断

国際通貨システムが西側と東側に分断することになるかどうかは、今後の中国の行動にかかっている。中国は、既存の国際経済・金融システムの枠組みの中で経済成長を続け、現在のような経済大国になった。その中国がロシアと連携して東側の国際通貨システムを作り、西側のシステムと対抗するようになることは現時点では考えにくい。しかし、仮に中国が台湾への軍事侵攻を断行し、米欧日から対口金融制裁と同様な制裁を受けることになると、国際通貨システムの東西分断の可能性がでてくる。米欧日は、中国がそのような方向に動かないよう対話を行っていく必要がある。日中が重要な役割を果たす東アジア金融協力はそのためにも重要な役割を果たそう。

VI. まとめ

現在の国際通貨システムは、依然として米ドルを中心に機能している。1999年のユーロの出現により、ドルの地位は構造的に浸食されつつあるが、2010-15年のユーロ金融危機により、ユーロのもつ制度的な脆弱性が明らかになった。ユーロ地域はその脆弱性を乗り越えるべく制度の強靱化を図ることで、ユーロをEU域内やその周辺国の間での最も重要な国際通貨として維持していこうとしている。しかし、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。

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。人民元は貿易・資本取引の決済通貨や公的外貨資産として、あるいは東アジア諸

国を中心に為替アンカー通貨として国際的な役割を高めており、16年にはIMFのSDRバスケットの構成通貨に含まれた。中国人民銀行は独自の国際決済システム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、米ドルに対抗しようとしている。中国は2015-16年に「人民元ショック」——急激な資本流出、為替レートの下落、および外貨準備の急減——に直面して、厳格な資本流出規制を導入したことから、人民元の国際化が足踏みした。しかし、2022年2-3月に米欧日が発動した包括的な対口金融制裁（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）を踏まえ、さらなる人民元の国際化を進めるものと思われる。ただし、

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考えられる。その一方、CIPSを通じた貿易・資本取引の国際決済やデジタル人民元による国際決済が「一帯一路」沿線諸国を中心に拡大することになると、それら諸国が人民元圏に組み込まれていく可能性がある。その結果、先行者としての中国が技術・運営面や規制面で、中銀デジタル通貨のデファクト国際標準を設定することがありうる。

米バイデン政権は、人民銀行が為替操作を行って意図的に元安をもたらしていないかどうか監視を続けるとともに、人民元の国際通貨としての潜在性を認識しつつ、通貨・金融面で対中競争に備える姿勢を打ち出している。それまでの方針を転換して、FRBを中心に省庁一体となってデジタルドルの開発を進めつつある。

貿易・投資を通じた経済統合が進み、自律的な経済圏として成長しつつある東アジア諸国は、将来的に米ドルから自立した通貨圏を形成していく可能性が高い。その意味で、ドル、ユーロ、アジア通貨からなる3極通貨制度は将来的に最もありうるシナリオだろう。その場合の課題は、どのようなかたちでアジア通貨圏が形成されるのか——日本円が主導するのか、中国人民元が主導するのか、円・元等のアジア諸通貨が協調的にアジア通貨圏を形成していくのか、それとも円・元などが協調せずそれぞれ独自の通貨圏を維持してアジア自体が複数通貨をもつというかたちで進むのか——という点だろう。円の力は1990年代の「失われた10年」の間に損なわれ、その国際化も進んでおらず、単独でアジア通貨圏の形成をめざすことは難しくなっている。人民元については、中国が透明かつ開放的で深み・厚み・流動性のある金融市場の構築、国際資本移動の自由化、法の支配の確立を図るにはまだ相当の年月を要することから、ドル・ユーロ・円に並ぶ国際通貨として成長するにはまだ時間がかかろう。その間、経済規模を

拡大させるインドがルピーの国際化に乗り出す可能性もある。そのことは、円・元・ルピーやその他のアジア諸通貨が、協調的に域内為替レート安定化をめざすことが望ましいことを示唆する。

中国がロシアと共に米ドルから独立した国際通貨システムを構築することも可能性として考えられるが、それは中国の国益に適うとは思われない。ASEAN諸国などが米ドルから離れて、中国・ロシアとともに米ドルに依存しない独自の通貨圏を形成する方向に動くとは考えられないからだ。逆に言えば、中国を既存の国際通貨システムの枠内にとどめるためにも、ASEAN+3諸国がCMIMのさらなる改革、AMROによる地域サーベイランスの強化、アジア債券市場のさらなる発展など域内通貨・金融協力を地道に進めていくことが重要になる。

日本はどのような役割を果たすべきなのだろうか。日本は、これまで安定的な国際通貨システムから多くの便益を得てきたことを背景に、それを擁護し、さらに日本にとって好ましい方向に展開させていくことが国益に適っている。そのため、G7やG20の枠組みを中心にIMFなどのグローバルな機能強化、円や東京市場のさらなる国際化、インド太平洋地域における「質の高いインフラ投資」のファイナンス、東アジア地域の金融安定など、多層的な国際通貨・金融協力に励むべきだろう。IMFの機能強化に向けた重要な課題は、新型コロナ危機の影響を受けた低開発国を中心とした債務問題への対応である。とりわけG20の枠組みで進められてきた、発展途上国73か国やそれ以外の脆弱な中所得国のうち債務返済に支障をきたしている国に対する公的対外債務の再編措置をとっていくことが欠かせず、中国に次いで公的対外債権の多い日本のリーダーシップが期待される。

日本の膨大な個人金融資産（22年9月末で2,008兆円、うち現金・預金は1,100兆円）をいかにインド太平洋地域の新興諸国に証券投資やインフラ投資のかたちで振り向け、これら諸国の経済発展に寄与し、もって日本経済の成長

につなげていくかという視点から、日本円と東京金融市場のさらなる国際化に向けた努力が喫緊の課題だろう。とりわけ人民元の国際化が円の役割を侵食するかたちで進んでおり、かつ中国国内の多くの都市が国際金融センター化しつつあることから、円や東京・大阪が埋没していかないよう政策的な措置を打ち出していく必要がある。

円の国際化と東京（ならびに大阪）金融市場の国際化はペアで進めることが効果的だ。準備通貨としての円資産（とくに日本国債）の国際的な保有を拡大させること、インド太平洋諸国通貨建ての金融資産の取引を東京で活発化させること、とりわけ円と中国・韓国・ASEAN 諸国通貨との直接交換市場を發展させることが有用だ。東京（や大阪）金融市場のさらなる国際化のためには、日銀、財務省、金融庁による共同作業が不可欠で、税制、言語、金融規制・金融インフラ面等での大幅な改善が望まれる。中銀デジタル円については、その安全性を確保した上で発行できる態勢を整えることが必要だ。

中国に対しては、既存の国際通貨・金融システムのルール・規範に従った行動をとるよう促していくという視点が重要だ。中国が、人民元レートの柔軟性をさらに高め透明性の高い変動レート制に移行すること、金融・資本市場をさらに対外的に開放して金融サービスと国際資本移動の自由化を進めること、国有銀行を民営化

し健全な市場規制・監督機関の下で透明性の高い市場競争に則った銀行システムを構築すること、国内の過剰債務問題（とくに不動産部門を中心とした企業債務や地方政府の融資平台債務）に対処するなど国内金融システムの安定性を維持しつつ、金融危機に対応できる体制づくりを進めるよう促していくべきだ。その中でも重要なことは、中国の経済・金融システムが国家資本主義的なものに傾斜していくのではなく、より開放的な民間部門主導型の「市場経済国」になるように仕向けていくことだ。また、世界最大の發展途上国公的部門向けの債権大国となった中国は、「一帯一路」事業を質の高い開かれた透明性の高いものにし、国際的な規範に則ったかたちでプロジェクトを運営していくべきだ。とくに中国による不透明な融資が借り入れ途上国の過剰債務につながってきたことから、中国が国際標準に沿った融資を行い、透明性の高い債権情報の開示を行うことで過剰債務問題を抑制できる。發展途上国が過剰債務に陥り、債務返済ができなくなった場合は、既存の国際的な手続きに従って協動的に債務再編に取り組む必要がある。中国にとっては、国際社会と協調しつつ發展することがその国益に適っているはずであり、日本は、中国を相互依存の世界にとどめることで、より責任のある国際的な協調行動を引き出すよう努めるべきだ。

参 考 文 献

伊藤さゆり（2023）「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—」『フィナンシャル・レビュー』（本号）
伊藤宏之・河合正弘（2023）「国際通貨体制の変遷：為替レート制度とトリレンマ制度」『フィナンシャル・レビュー』（本号）
河合正弘（1994a）『国際金融論』東京大学出版会

河合正弘（1994b）「米国の対外不均衡とサステナビリティ」、伊藤元重／通産省通産産業研究所編著『貿易黒字の誤解—日本経済のどこが問題か』東洋経済新報社、pp. 209-234
河合正弘（2023a）「米中の通貨・金融覇権競争：人民元の国際化と米欧日の対口金融制裁」、公益財団法人日本国際問題研究所『経済・安全保障リネージュ研究会最終報告書』令和4年度外務省外交・安全保障研究事業、pp. 83-

- 112
- 河合正弘 (2023b) 「一带一路構想と発展途上国の累積債務問題」日本国際フォーラム (3月)
- 関志雄 (2018) 「人民元の国際化に向けての課題—中国・地域・グローバルという視点に基づく考察—」『フィナンシャル・レビュー』2018年第1号 (通巻133号), pp. 65-87
- 小宮隆太郎 (1994) 『貿易黒字・赤字の経済学：日米摩擦の愚かさ』東洋経済新報社
- 関根栄一 (2023) 「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」『フィナンシャル・レビュー』(本号)
- ジョン・ウィリアムソン (小野塚佳光訳) (2005) 『国際通貨制度の選択—東アジア通貨圏の可能性』岩波書店
- Bénassy-Quéré, Agnès (2015), “The Euro as an International Currency”, *halshs-01144371* (April). <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-01144371>
- Caballero, Ricardo J. (2009), “Commentary: Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes.” In Reuven Glick and Mark Spiegel, eds., *Asia and the Global Financial Crisis* (San Francisco: Federal Reserve Bank of San Francisco), pp. 173-178. https://www.frbsf.org/wp-content/uploads/sites/4/Conference_volume.pdf
- Chinn, M. D. and H. Ito (2008), “A New Measure of Financial Openness”, *Journal of Comparative Policy Analysis*, 10 : 3 (September), pp. 309-322
- Cooper, Richard N. (1987), *The International Monetary System: Essays in World Economies*, Cambridge, Mass. : MIT Press [武藤恭彦訳『国際金融システム——過去・現在・未来』, HBJ 出版局, 1988年.]
- Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly (2009), *Reforms of the International Monetary and Financial System*, United Nations [森史郎訳『スティグリッツ国連報告：国連総会議長諮問に対する国際通貨金融システム改革についての専門家委員会報告：最終版 2009/09/21』水山産業株式会社出版部, 2011年1月.]
- de Grauwe, Paul (2013), “Design Failures in the Eurozone-Can they be fixed?”, *Economic Papers*, 491 (April), Brussels: European Commission
- de Grauwe, Paul (2015), “Design Failures of the Eurozone”, *VoxEU Columnn* (September), Center for Economic Policy Research (CEPR). <https://cepr.org/voxeu/columns/design-failures-eurozone>
- Eichengreen, Barry (2011), *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*, New York: Oxford University Press
- Eichengreen, Barry (2022), “Sanctions, SWIFT, and China’s Cross-Border Interbank Payments System”, *Marshall Papers* (May 2), CSIS Brief. Washington, D.C.: Center for Strategic and International Studies <https://www.csis.org/analysis/sanctions-swift-and-chinas-cross-border-interbank-payments-system>
- Eichengreen, Barry and Masahiro Kawai, eds. (2015), *Renminbi Internationalization: Achievements, Prospects, and Challenges*, Washington, D.C. : Brookings Institution Press <https://www.adb.org/publications/renminbi-internationalization-achievements-prospects-challenges>
- Farhi, Emmanuel, Pierre-Olivier Gourinchas, and Helene Rey (2011), Reforming the International Monetary System, Centre for Economic Policy Research, 76 <https://scholar.harvard.edu/farhi/publications/reforming-international-monetary-system>
- Fischer, Stanley (2001), “Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 15: 2

- (June), pp. 3-24
- Fratzscher, M. and Mehl, A. (2014), "China's Dominance Hypothesis and the Emergence of a Tri-polar Global Currency system", *Economic Journal*, 124 (581), pp. 1343-1370
- Gelpern, A., Horn, S., Morris, S., Parks, B., & Trebesch, C. (2021), *How China Lends: A Rare Look into 100 Debt Contracts with Foreign Governments*, Peterson Institute for International Economics, Kiel Institute for the World Economy, Center for Global Development, and AidData at William & Mary (31 March)
https://docs.aiddata.org/ad4/pdfs/How_China_Lends__A_Rare_Look_into_100_Debt_Contracts_with_Foreign_Governments.pdf
- Horn, Sebastian, Carmen M. Reinhart, and Christopher Trebesch (2021), "China's Overseas Lending", *Journal of International Economics*, Vol. 133 <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2021.103539>
- Hurley, John, Scott Morris, and Gailyn Portelance (2018), "Examining the Debt Implications of the Belt and Road Initiative from a Policy Perspective", *CGD Policy Paper* 121 (March), Washington, DC: Center for Global Development
<https://www.cgdev.org/publication/examining-debt-implications-belt-and-road-initiative-a-policy-perspective>
- International Monetary Fund (2009), "Initial Lessons of the Crisis for the Global Architecture and the IMF", Strategy, Policy, and Review Department (February). Washington, DC: International Monetary Fund <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/021809.pdf>
- International Monetary Fund (2016 a), "Strengthening the International Monetary System: A Stocktaking", *IMF Policy Paper* (February), Washington, DC: International Monetary Fund <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2016/022216b.pdf>
- International Monetary Fund (2016 b), "Adequacy of the Global Financial Safety Net", *IMF Policy Paper* (March), Washington, DC: International Monetary Fund <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/Adequacy-of-the-Global-Financial-Safety-Net-PP5025>
- International Monetary Fund (2017), "Collaboration between Regional Financing Arrangements and the IMF", *IMF Policy Paper* (July), Washington, DC: International Monetary Fund <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2017/07/31/pp073117-collaboration-between-regional-financing-arrangements-and-the-imf>
- Ito, H. and M. Kawai (2021), "The Global Monetary System and Use of Regional Currencies in ASEAN+3", In D. Guinigundo, M. Kawai, C-Y Park, R.S. Rajan, eds., *Redefining Strategic Routes to Financial Resilience in ASEAN+3* (2021), pp. 86-159, Manila: Asian Development Bank <https://www.adb.org/publications/strategic-routes-financial-resilience-asean3>
- Jones, Lee and Shahar Hameiri (2020), "Debunking the Myth of 'Debt-trap Diplomacy': How Recipient Countries Shape China's Belt and Road Initiative", Chatham House (August)
<https://www.chathamhouse.org/sites/default/files/2020-08-25-debunking-myth-debt-trap-diplomacy-jones-hameiri.pdf>
- Kawai, Masahiro (2010), "Reform of the International Financial Architecture: An Asian Perspective", *Singapore Economic Review*, 55:1 (March), pp. 207-242
- Kawai, Masahiro (2015), "From the Chiang Mai Initiative to an Asian Monetary Fund",

- ADB Working Paper Series*, No. 527 (May), Tokyo: Asian Development Bank Institute <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/160056/adb-wp527.pdf>
- Kawai, Masahiro (2016), “International Spillovers of Monetary Policy: The U.S. Federal Reserve’s QE and the Bank of Japan’s QQE”, In Tamim Bayoumi, Stephen Pickford, and Paola Subacchi, eds., *Managing Complexity: Economic Policy Cooperation After the Crisis* (Washington, D.C.: Brookings Institution Press), pp. 139-176
- Kawai, Masahiro, Richard Newfarmer and Sergio L. Schmukler (2005), “Financial Crises: Nine Lessons from East Asia”, *Eastern Economic Journal*, 31:2 (Spring), pp. 185-207
- Kawai, Masahiro and Victor Pontines (2016), “Is There Really a Renminbi Bloc in Asia?: A Modified Frankel-Wei Approach”, *Journal of International Money and Finance*, 62, pp. 72-97
- Kose, M. Ayhan, Peter Nagle, Franziska Ohnsorge, and Naotaka Sugawara (2021), *Global Waves of Debt: Causes and Consequences*, Washington, D.C.: World Bank Group
- Krueger, Anne O. (2002), “A New Approach to Sovereign Debt Restructuring”, *Pamphlet* (April), International Monetary Fund, Washington, DC
- Lane, Timothy, Atish Ghosh, Javier Hamann, Steven Phillips, Marianne Schulze-Ghattas, and Tsidi Tsikata (1999), “IMF-Supported Programs in Indonesia, Korea, and Thailand: A Preliminary Assessment”, *IMF Occasional Paper* 178, International Monetary Fund, Washington, DC
- Marris, Stephen (1987), *Deficits and the Dollar: The World Economy at Risk, Policy Analyses in International Economics*, No. 14, Updated Version (August). Washington, DC: Institute for International Economics [大来佐武郎監訳, 1986『ドルと世界経済危機』東洋経済新報社 (First versionの翻訳).]
- McKinnon, Ronald I. (1991), *The Order of Economic Liberalization*. Baltimore: Johns Hopkins University Press.
- McKinnon, Ronald I. (1996), *The Rules of the Game: International Money and Exchange Rates*, Cambridge, Mass.: MIT Press
- Nedopil, Christoph (2022), “Countries of the Belt and Road Initiative”, Green Finance & Development Center, FISF Fudan University <https://greenfdc.org/countries-of-the-belt-and-road-initiative-bri/>
- Nelson, Rebecca M. and Karen M. Sutter (2021), “De-Dollarization Efforts in China and Russia”, IF11885 (July 23), Washington, D.C.: Congressional Research Service <https://crsreports.congress.gov/product/pdf/IF/IF11885>
- Nikoladze, Maia and Mrugank Bhusari (2023), “Russia and China Have Been Teaming up to Reduce Reliance on the Dollar. Here’s How It’s Going”, *New Atlanticist* (February 22), Atlantic Council <https://www.atlanticcouncil.org/blogs/new-atlanticist/russia-and-china-have-been-teaming-up-to-reduce-reliance-on-the-dollar-heres-how-its-going/>
- Obstfeld, Maurice and Kenneth Rogoff (2009), “Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes”, In Reuven Glick and Mark Spiegel, eds., *Asia and the Global Financial Crisis* (San Francisco: Federal Reserve Bank of San Francisco), pp. 131-172 https://www.frbsf.org/wp-content/uploads/sites/4/Conference_volume.pdf
- Prasad, Eswar S. and Raghuram Rajan (2008), “A Pragmatic Approach to Capital Account

- Liberalization”, *Journal of Economic Perspectives*, 22: 3, pp. 149-172
<https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jep.22.3.149>
- Prokopenko, Alexandra (2023), “The Risk of Russia’s Growing Dependence on the Yuan”, *Carnegie Politika* (February 2), Carnegie Endowment for International Peace
- Subramanian, A., and M. Kessler (2013), “The Renminbi Bloc is Here: Asia Down, Rest of the World to Go?” *Working Paper* 12-19. Washington, DC: Peterson Institute for International Economics.
- Williamson, John (1976), “The Benefits and Costs of an International Monetary Nonsystem”, In Edward M. Bernstein, et al., *Reflections on Jamaica, Essays in International Finance*, No. 115 (April). International Finance Section, Princeton University, pp. 54-59
- Zhou, Xiaochuan (2009), “Reform of the International Monetary System”, *BIS Review*, 41 (March), pp. 1-3 <https://www.bis.org/review/r090402c.pdf>