

## 国際通貨システム改革を巡る諸問題についての考え方

2010年3月18日 国際通貨研究所シンポジウム  
財務省 国際局長 中尾武彦

### 1. はじめに

最近、国際通貨システム改革についての議論が盛んに行われるようになってきている。我が国の立場からは、この問題をどのように整理し、考えていくべきなのか。財務省国際局は、G7やG20などの国際会議、国際通貨基金や世界銀行等との関係、外貨準備の運用、アジアにおける当局間の金融協力、米国、中国、ユーロ圏などとの二国間の財務・金融関係などを担当しているが、国際通貨システムのあり方はもちろん重要な課題の1つである。学術的にも政策的にも「唯一の正解」が用意されたテーマではないが、この際、内外の関係者との意見交換なども踏まえた現時点の私なりの考え方を整理してみたい。

以下では、まず、この問題の議論が活発になっている背景について触れた上で、我が国にとって重要な4つのテーマに焦点を当てる。

第1に、ドルを基軸通貨とする現在の国際通貨システムが、今後変容していく可能性についてどう考えるべきなのか、いくつかの論点を含めて議論してみたい。

第2に、上記とも関連するが、我が国が1980年代前半以降政策目標としてきた「円の国際化」の今日的意義について考えてみたい。

第3に、危機後の世界でIMFはどのような役割を果たしていくべきか、というテーマについて、我が国の考えを述べたい。

第4に、アジア地域は危機後も当初の予想を超えて全体としての成長を維持しているが、今後ともこのようなアジアの成長を支え、より持続的なものとする基盤として、アジア当局間でどのような金融・通貨面の協力が進められつつあるのか、現状を整理しておきたい。

### 2. 背景 —なぜ今、国際通貨システム改革が議論されているのか—

国際通貨システム改革についての議論が最近特に活発になっている背景としては、以下のような点があると考えられる。

第1に、国際金融危機の発生が挙げられる。金融危機、通貨危機はこれまで度々発生してきたが、今般の危機が、基軸通貨国である米国で発生したために、国際通貨システムに対して特別な意味を持つことになった。世界の金融・経済の中心としての米国への信頼の低下と、巨額の危機対応等による米国の財政赤字の急拡大により、ドル基軸通貨体制が揺らぐのではないかと、との見方が示されるようになってきている。

第2に、危機を契機としたIMFの役割拡大が挙げられる。米国発の金融危機が瞬時に世界中に波及する中、危機前には不要論さえ論じられていたIMFが国際金融システムの要として再び存在感を示している。現在、危機の教訓を踏まえてIMFの使命や機能をどう改革していくかが検討されており、この文脈でも国際通貨システムのあり方が議論されている。

第3に、中国の動向が挙げられる。中国人民銀行の周小川総裁が昨年3月に発表した論文は広く取り上げられるところとなったが、この論文<sup>1</sup>では、「外貨準備資産が特定国（米国）通貨へ集中することは好ましくなく、国際通貨制度の多角化を進めるためにSDRの地位向上が必要」との見方が示されている。中国は世界最大の外貨準備保有国でもあり<sup>2</sup>、この論文によって、国際通貨システムを巡る様々な議論が一層喚起されることとなった。また、最近の目覚ましい中国の経済成長とあわせ、人民元の国際的使用、すなわち「人民元の国際化」を巡る動きも注目を集めている。

第4に、ユーロの動向が挙げられる。今回の国際的な金融危機の中で、ユーロ圏の国々は、ユーロの存在により個別に通貨アタックを受けることがなくなり、全体的に耐性（resilience）を示してきたと言われてきた。しかし、最近のギリシャなどの問題をきっかけに、ユーロ圏の持つ課題に注目が集まり、「政治統合、財政移転機能が限定的な通貨統合には無理がある」、「ユーロはやはり最適通貨圏ではなかったのではないか」といった議論も改めて行われている。

### 3. ドルを基軸とする国際通貨システムについて

#### (1) 基軸通貨についての考え方とドルの役割

本日の4つのテーマの最初に、「ドルを基軸とする現在の国際通貨システムが、今後変容していく可能性についてどう考えるか」について考えてみたい。この問題を議論する際は、そもそも基軸通貨にはどのような役割が求められるかを明らかにすることが有益である。

基軸通貨には、価値貯蔵手段（公的部門にとっての準備通貨・民間部門にとっての資産通貨）、支払い手段（介入通貨・決済通貨）、計算単位（基準通貨・表示通貨）としての役割をグローバルに果たすことが求められる。では、現在ドルは、こうした役割をどの程度果たしているのだろうか。

ドルは、世界の外貨準備のうち約6割（通貨未判明分を除く<sup>3</sup>）を占めており、また、石油などグローバルに取引される一次産品の多くはドル建で表示されている。ユーロ債やサムライ債等の国際債<sup>4</sup>の発行について見ると、ユーロ建が2009年において約47%のシェアで健闘しているが、ドル建は約36%と高いシェアを維持している。国際的な資産運用の対象となる主要国の国債の発行残高を見れば、ドル建の米国債の存在感は極めて大きい。

今般の危機に際しては、各国金融市場でドル流動性が不足し、価値貯蔵手段・支払い手段としてのドルの需要の高さが改めて示された。さらに、企業の多国籍化、サプライチェーンのネットワーク化が進む中、国際的な事業を行う主要企業は、日本の企業も含め引き

<sup>1</sup> 周小川 “Reform The International Monetary System” 2009年3月23日人民銀行がウェブで公表

<sup>2</sup> 2009年末時点における中国の外貨準備高は2兆3,992億ドル、第2位の日本は1兆494億ドル。

<sup>3</sup> IMFのCOFER（Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves）によると、2009年第3四半期において、世界の外貨準備高のうち、通貨未判明分を除くと、ドルは61.6%、ユーロは27.7%、円は3.2%となっている。

<sup>4</sup> BIS Quarterly Review, March 2010” 2010年3月1日

続きドルを中心として為替リスクをヘッジしている。

このようにドルはグローバルな価値貯蔵手段、支払い手段、計算単位として圧倒的なプレゼンスを示しており、現在の国際通貨システムがドル基軸であることに疑問の余地はない。米国の経済的・政治的・文化的・軍事的な力を背景とした信頼、金融資本市場の流動性や深みと米通貨当局による取引インフラの整備に加え、いわゆる「ネットワーク外部性」による利用者便益の高さも、基軸通貨としてのドルを支える要素である。

米国の政治力、経済力等が相対的に低下し、基軸通貨としてのドルの地位がチャレンジを受けているとの議論はあるが、米国経済は時代の要請に応じて常にダイナミックに変貌していく柔軟性と多様性を有しており、直近の動向のみから米国の力の衰退を言うことは必ずしも的確ではないと考える。また、今後もドルが基軸通貨であり続けると主張する議論の多くは、「ネットワーク外部性」の存在により、国際通貨システムの参加者が現在のシステムを維持する慣性を持つ点も重視している。

## (2) 複数基軸通貨体制について

他方、ドルを中心とした現在のシステムは、米国の経済状況・国際収支の状況に依存する本質的な不安定性を内包しており、複数基軸通貨体制への移行が望ましいとの議論も、これまで繰り返し提起されてきた。複数基軸通貨体制が望ましいとする立場からは、「複数の通貨が準備通貨として競合することで、準備通貨発行国のマクロ経済政策を規律付けるメカニズムが国際通貨システムに組み込まれることにより、現状のドルを基軸とする通貨体制と比較してより安定的なシステムが実現する」という考え方が主張されてきた。

一方で、複数基軸通貨体制の問題点を指摘する立場からは、「複数の基軸通貨発行国間の経済パフォーマンスや金利の相違等により、資金フローと為替レートのボラティリティの程度と影響が現状よりも拡大し、システム全体がむしろ不安定になる」という点が指摘されてきた。

複数基軸通貨体制の実例として、1920年代にはポンドやドル、フランが並存する、安定的な複数基軸通貨体制が存在したことを挙げる議論もある。しかし、金本位制を前提とした当時のシステムは、計算単位や支払い手段として複数通貨が使われていたとしても、各通貨の価値は最終的には金の価値に依拠しており、真の意味での複数基軸通貨と言えるのかどうかは疑問である。

1980年代から1990年代にかけて、ドル、円、マルクによる3極通貨体制が喧伝されたこともあったが、現在ではそうした考え方は退潮していると言える。

## (3) ユーロの可能性について

ドルに並び、あるいは代替し、基軸通貨となりうる通貨が存在するのか、という点を考えてみた場合、最有力候補はユーロであると考えるのが普通であろう。

しかし、基軸通貨には当該通貨建で安定的に資産を運用できる市場が不可欠であるのに対し、ユーロについては、最も安全で資産運用のベンチマークとなるべき国債に関し、ユーロ加盟各国の国債市場が分立しており、市場の深みや流動性がドルと比較してはるか

に薄いものとなっているという問題がある。この点は、アイケングリーン・カリフォルニア大学教授が昨年話題となった論文<sup>5</sup>で強調している。加えて、ユーロがもともと抱えていた課題が今回の危機を経て再び注目されるようになってきていることは、既に述べたとおりである。

共通通貨としてのユーロの創設は、欧州経済の統合の深化、それによる活性化をはじめとして多くの成果を生んだと考えられ、今後もユーロ参加各国が叡智を集めてユーロの直面する課題に取り組んでいくことが期待される。しかし、ユーロには様々な制約があることも事実であるため、今後周辺国や欧州と歴史的につながりの強い地域で使用が拡大していくことは考えられるにしても、ユーロがドルに比肩する国際基軸通貨となる可能性は当面考えにくいのではないかと思われる。

#### (4) 国際通貨システムにおける人民元の位置付けについて

次に国際通貨システムにおける人民元の位置付けについて議論したい。中国の著しい経済成長をもって、人民元が将来ドルに並ぶ基軸通貨となるのではないかと、との見方をする人すらいる。確かに、最近、近隣諸国などとの間での人民元による貿易決済の試行的解禁（09年7月）<sup>6</sup>や香港における人民元建債券の発行（09年10月）、中国の金融機関・香港企業の香港での人民元建債券の発行（各々08年、09年）、人民銀行による新興国との通貨スワップ（08年12月～09年4月）といった人民元の国際的使用の拡大<sup>7</sup>に向けた動きが見られる。これらの動きを受けて、「人民元の国際化」についての論評も多くなされている。

しかし、中国の当局者自身が、人民元の貿易決済への使用は、危機の中でドルの流動性不足が生じたのに対応し、貿易者にとっての利便を図り、円滑な貿易を維持するために考えられた措置であって、一般的に「人民元の国際化」を目指しているわけではないとの立場である。実際、人民元が貿易決済に使われるためだけであったとしても、輸出者・輸入者の人民元建のファイナンスや余剰資金の運用は必要であり、資本勘定の自由化と完全に切り離すことはできない。中国における資本勘定の自由化、その前提として国内の金利自由化等の規制緩和プロセスには、まだ相当の時間がかかるとと思われる。

我が国の円の貿易決済への使用は、1960年の自由円勘定の創設に遡ることができる。中国の場合、経済発展のモデルが日本の高度成長期と比べると、国際環境の違いもあって国際的な資金を活用していくより開放的なものになっていることや、アジア地域を中心にいわゆる華僑のネットワークがあることなどを考えると、日本よりは短期間で「国際化」が進む可能性があるが、そう簡単な話ではない。

温家宝首相は昨年9月に「一国家の通貨が国際的な承認を受け主要な流通通貨になれる

<sup>5</sup> Barry Eichengreen “The Dollar Dilemma - The World’s Top Currency Faces Competition -” Foreign Affairs September/October 2009

<sup>6</sup> 人民元による貿易決済の試行的解禁：広東・長江デルタ地域と香港・マカオ間、広西・雲南とASEANの間。ただし利用額は2009年末までで約35億元（約455億円）超の水準

<sup>7</sup> 人民銀行による新興国との通貨スワップ：韓国(08年12月12日)、香港（09年1月20日）、マレーシア（09年2月8日）、インドネシア（09年3月23日）、ベラルーシ（09年3月11日）、アルゼンチン（09年4月2日）の通貨当局と総額6500億元（947億ドル相当※締結日の為替レート）に及ぶ6件の2国間通貨スワップ協定を締結

か否かは、主としてその国家の経済的な実力によって決まるのであり、これは市場によって決定される。人民元が本当に国際的な通貨になるまでには、かなり長い時間がまだ必要である。」と述べているが<sup>8</sup>、そのとおりであろう。

いずれにせよ、当面、中国は、近隣諸国などとのクロスボーダー取引における人民元建決済の推進に注力していくものと考えられる。こうした方向性は中国との取引を行う日本企業にとってもメリットがあり、歓迎すべきものである。同時に、中国が人民元の国際的使用の拡大と適合するような、責任あるマクロ経済運営、適切な為替政策、段階的な資本取引の自由化、内外平等の原則に基づく国内金融セクターの規制緩和などの政策を進めていくことを期待したい。

#### (5) SDR の可能性について

IMF が創出する合成通貨 SDR の可能性については、どう考えればよいのだろうか。昨年 4 月のロンドン・サミットでは、途上国を含む全加盟国に対して総額 2,500 億ドルの SDR 新規配分が合意された。これが実施されたことにより、SDR の総配分額はこれまでの約 10 倍にまで増加した。SDR の配分により、新興市場国や途上国が、急激な資本フローの逆転への備えとなる外貨準備のバッファを、市中調達よりも低コストで設けることが可能となる。

他方、2,500 億ドルの SDR 新規配分が実施された後でも、現在の世界の外貨準備総額約 7 兆ドルに占める SDR の割合はわずか 3% である。また、そもそも SDR は、ドル、ユーロ、円、ポンドの合成通貨でしかなく、民間取引に使用できる SDR 紙幣や SDR 硬貨がある訳ではない。また、SDR は、使用する国にとっては「通貨貸出請求権」、通貨を提供する国にとっては「通貨貸出義務」であり、外貨準備を相互に融通する、コンディショナリティのないクレジット・ラインの性格にとどまっているということもできる。実際、仮に各国通貨当局が介入に SDR を用いる際は、SDR と引き換えに他国からドルや円などのハードカレンシーの提供を受けなければならない。

こうした SDR の機能や使用範囲の制限を考えれば、SDR がグローバルに大きな役割を担うのは困難ではないかと思われる。

もっとも、SDR の活用の仕方を工夫していくことは今後も可能であるし、必要でもある。例えば、最近日本や他のいくつかの主要国は、配分された SDR を使って IMF による低所得国向け譲許的融資の財源の貢献を行っている。

#### (6) 今後の基軸通貨体制について

以上、今後の基軸通貨体制を展望した場合、結論としては、ユーロ、次に述べる円、そして将来的には人民元の使用が、その周辺国・地域で拡大していくことはあるとしても、予見しうる将来にこれらの通貨がドルに並ぶようなグローバルな準備通貨や支払い手段、すなわち基軸通貨になるとは考えにくい。SDR についても、グローバルに基軸通貨のよう

<sup>8</sup> 2009 年 9 月 12 日 第 3 回夏季ダボス会議の開幕式での企業家との座談会における発言

な役割を担うことは想定しがたい。

したがって、現実的に考えた場合には、現在のドルを基軸とする国際通貨システムを前提に、その安定性を強化する努力を各国・地域が続けていくことが政策課題になると考えられる。まずは、基軸通貨国である米国の経済・財政運営が適切に行われることが重要である。この点、米国のバーナンキFRB議長自身、「世界の主要準備通貨としてのドルの地位が今すぐに揺らぐリスクはない。一方、ドルの地位を維持するために最も重要な要素は、米国の長期的な財政安定化である。」という趣旨を述べている<sup>9</sup>。

同時に、ユーロ圏、日本、中国ほかを含めた主要国が、IMFのサーベイランス（経済政策監視）やG20の相互評価の枠組等を通じて、自国の経済政策の国際的な影響も勘案しつつ責任ある経済運営を行っていくことが、国際通貨システムを安定させていく上で最も有益であると言えるだろう。

## 4. いわゆる「円の国際化」について

### (1) 「円の国際化」を巡るこれまでの議論

では、国際通貨システムにおける円の位置付けについてはどう考えるべきであろうか。1984年の日米円ドル委員会報告書の頃から日本政府は「円の国際化」を政策目標に掲げてきた<sup>10</sup>が、ここで立ち止まって、これまでの取組みと、国際通貨システムの環境変化を踏まえた今日的意味を考えてみたい。

これまで「円の国際化」という言葉が使われる際には、以下のような異なるレベルの目的が含意されていたと考えられる。

- ① 貿易などの経常取引だけではなく、資本取引も含めて円の交換性を確保し、高めていくこと
- ② 取引当事者のニーズに応じた形で円が自由に選択されるように、障害の除去、環境の整備を図り、特にアジア地域での円の利用を促進すること
- ③ 最終的には「3極通貨体制」という国際通貨システムの変革も視野に入れつつ、円がドルと並ぶようなグローバルな通貨となること

第1の点に関してこれまでの取組みを振り返ると、1960年に円を貿易取引に使うことを可能にする自由円勘定を導入したことを端緒に、経常取引の自由化（1964年IMF8条国に移行）、資本取引の原則自由化（1980年外為管理法改正）という過程を経て、1998年の資本取引の完全自由化実施をもって、円の交換性に関する制度的な手当ては完結していると言える。

第3の円がドルと並ぶようなグローバルな通貨を目指すという点については、先にも述

<sup>9</sup> 2009年10月1日 米国下院金融委員会公聴会でのバーナンキ議長発言。

<sup>10</sup> 1984年5月「日米円ドル委員会報告書」、「金融の自由化及び円の国際化についての現状と展望」、1985年3月 外国為替等審議会答申「円の国際化について」、1999年4月 外国為替等審議会答申「21世紀に向けた円の国際化」、2003年1月 円の国際化推進研究会座長取りまとめ

べた3極通貨体制の文脈の中で、特に1980年代から90年代にかけて標榜されたことがある。このような意気込みと、日本経済が“Japan as Number One”と評されるように絶頂期にあったことは無関係ではない。しかし、いずれにせよ、現在の日本経済の低成長や円建資産の低利回り等の現状も考えると、円がドルと並ぶようなグローバルな通貨の役割を持つようになるとは残念ながら考えにくい。

## (2) 「円の国際化」の今日的意義

順序は逆転したが、2点目のアジア地域などでの円の使用は、引き続き拡大していくことが望ましい。日本政府は、これまでも日本の国債・地方債の非居住者への利子源泉徴収課税の免除や、サムライ債発行に関する規制緩和をはじめとする様々な取組みを通じて、非居住者の円資産への運用、非居住者による円資金の調達への障害を取り払う努力を行ってきた。このような取組みは今後も続けていかなければならない。実際、平成22年度税制改正の一環として、非居住者向けの社債の利子非課税制度を新たに導入する法案が現在国会で審議されている。

しかし、これまでの取組みを踏まえて「円の国際化」の今日的意義を考えてみた場合に、円の国際的な使用促進自体がどこまで政策目標になるのかについては、改めて考える必要がある。

理論的には、自国通貨の国際的利用が高まることで、通貨発行益が増加し、経済主体が為替変動の影響を受けにくくなるといったメリットがもたらされる。また、自国通貨を基盤とする金融サービス業のビジネス・チャンスを増やし、自国の金融・資本市場の活性化につながる。他方、自国通貨の国際的使用が増加する際にはコストが伴うことも指摘されている。例えば、金融政策の自律性の低下、対外短期債務の増加がもたらす自国経済運営の脆弱性増加、及び自国通貨への需要増を背景とする為替レートの切上げなどが挙げられる。

我が国のような成熟した大きな経済の場合には、円の国際的な使用がもたらすコストは一般的にはそれほど大きくないとする見方がある一方で、メリットも「円の国際化」それ自体を政策目標として標榜するほどのものであるのかどうか、再考すべきとの議論もありうる。この点、例えばユーロについても、ECB（欧州中央銀行）のビニ・スマギ理事は、ユーロ創設10年の節目に開催された「The Euro at Ten」と題されたシンポジウムで、「ECBはユーロの国際的使用を促進もしなければ妨げることもしない。ユーロの国際的使用は完全に需要主導のプロセスである。」と述べている<sup>11</sup>。

一方、日本の金融・資本市場の活性化を図ることは、我が国の成長戦略にとって不可欠な要素である。国内の、新興企業や家計を含めた資金需要者と国内に豊富に存在する貯蓄を効率的に金融仲介し、成長の基盤を支える機能を強化していくことが重要であることは言うまでもない。加えて、我が国の金融サービスを発展させ、ダイナミックに成長するアジア圏のニーズを取り込んでいくことは、今後の我が国の国際的な「稼得能力」の観点か

<sup>11</sup> “The Internationalization of Currencies- A central Banking Perspective” Lorenzo Bini Smaghi Conference “The euro at 10: The next global currency?” hosted by the Peterson Institute of International Economics and BRUEGEL Washington, 2008年10月10日

らも極めて重要である。

結論としては、「円の国際化」、換言すれば円の国際的な使用の拡大は、日本の金融・資本市場の活性化という政策の表裏一体の政策として、取引当事者が自由に選択をした結果、円の国際的使用が拡大するという効果を目指すものではないか。

なお、金融・資本市場の活性化については、金融庁が中心となって、金融・資本市場インフラの整備、市場の公正性・透明性の確保、利用者保護の徹底・利用者利便の向上、に向けた制度面での改革に積極的に取り組んでいる。我が国の金融・資本市場の活性化には、こうした当局の取組みに加え、金融システムの担い手である我が国金融セクターの競争力強化やその前提となる金融機関の経営基盤の強化に向けた努力が重要であることもあわせて強調したい。

## 5. 危機後の IMF の役割について

国際通貨システムを巡るもう1つの重要な論点が、危機後の世界における IMF の役割である。米国発の金融危機が瞬時に世界中に波及する中、IMF は、危機に陥った国々に対して多額の融資を実施し、G20 等の国際会議の場でマクロ経済政策に関する有益なインプットを提供して存在感を示した。また、IMF の融資資金を補うために日本が1,000億ドル相当のボランタリーな IMF への貸付を決めたことを契機に、IMF の資金基盤の3倍増が合意された。更に、適切な経済政策をとっている国に対し、事後のコンディショナリティを必要としない、危機予防のためのクレジット・ラインを結ぶ新たな融資制度(FCL)も創設された。SDRの大規模な配分が行われたことも既に述べたとおりである。

今般の危機は、加盟国の国内金融システムの安定がその国のマクロ経済の安定・成長の重要な要素であることに加え、一国の金融システムの問題が国際金融システム全体や世界経済の不安定化をもたらすこと、そして、IMF が危機対応の面で効果的な役割を果たすためには、柔軟で的確な加盟国支援の仕組みと、それを支えるしっかりとした資金基盤が必要であることを如実に示した。

これらの教訓から、IMF はこれまでの加盟国の国際収支困難への対応、為替の安定の促進、各国のマクロ経済政策の監視などの使命に加え、今後は加盟国の「金融の安定」を明確な使命の一つに位置付けることが必要であると考ええる。その上で、金融セクターに関する加盟各国へのサーベイランスを強化し、各国の財務省、中央銀行、金融規制当局が参加するFSB(金融安定理事会)や各国中央銀行がメンバーとなっているBIS(国際決済銀行)と適切に役割分担しつつ、協調を強化していくことが必要であると考ええる。

IMF が危機予防・危機対応双方の観点から新興国に必要な外貨を提供していくためには、IMF の融資制度を更に使い勝手がよいものにしていく努力が求められる。今回の危機においては、米国のFED(連邦準備制度)がドルのスワップ・ライン協定を4つの新興国と締結<sup>12</sup>、当該国の外貨流動性供給に一定の役割を果たしたが、ストロス＝カーン専

<sup>12</sup> 2008年10月29日 韓国、シンガポール、メキシコ、ブラジルに対してそれぞれ300億ドルのドル・スワップラインを締結。



務理事は、「FED が将来においてもこのような流動性支援の提供を望み、またそれが可能かについては、当然視すべきではない。」と述べている<sup>13</sup>。

各国のハードカレンシーの供給は各国の中央銀行の責任分野であり、IMF が直接、民間の金融機関にとっての「最後の貸し手」となるようなことは考えにくい。資本移動が大規模かつ瞬時に国境を越えて生じるような世界で、流動性危機に国際社会としてどう備えておくのかは、今回の危機を踏まえ、改めて重要なテーマとなっている。

関連する問題として、自由な資本移動に対する IMF の考え方の変化についても触れておきたい。1990 年代後半までの IMF は、自由な資本移動はそれ自体が促進すべき善であり、資本規制は悪であるとして、急激な資本移動のリスクを十分に吟味しない傾向が見られた。これに対して我が国は、新興市場国の状況によっては資本規制の導入が適切な場合もありうることを、また資本勘定の自由化は適切な順序で行うべきことを繰り返し主張してきた。この点、IMF が先般公表したレポート<sup>14</sup>では、自由な資本移動の重要性とともにリスクにも焦点が当てられ、アジア通貨危機以降の新興市場各国の政策も参照しつつ、一定の状況下では資本規制、特に急激な資金流入に対するプルデンシャルな規制の導入が適切であることが整理されている。適切な資本規制のあり方について加盟国に指針を与えていこうとする、IMF のこのような現実的姿勢を歓迎したい。

## 6. アジアにおける金融協力

最後に、ダイナミックなアジアの成長を支え、より持続的なものとする基盤として、アジア当局間でどのような金融・通貨面の協力が進められているのかに触れておきたい。

その前に、まず、アジアの最近のパフォーマンスを概観すると、危機後にアジア新興国は痛手を受けたグローバル経済とどこまでデカップリングされ成長を維持するのかという議論があったが、結果を見ると、例えば 2009 年の成長率は、中国、インドだけでなく、インドネシア、フィリピン、ベトナム等多くの国がプラスの成長を維持している。アジアの生産の最終消費地は結局圧倒的に米国である、といった見方もあったが、アジア各国の内需と域内の生産ネットワークに根ざした、内生的な成長が見られることは明白になりつつある。ASEAN+3 域内の貿易比率も約 50%（2008 年の輸出入）と、EU には及ばないものの NAFTA よりも高水準となっている。

このようなアジア諸国の良好なパフォーマンスの背景には、90 年代後半のアジア通貨危機の教訓から、各国が健全なマクロ経済政策、金融セクター政策に努めてきたことに加え、アジアにおける金融・通貨協力がコンフィデンスの維持や資金の円滑な流れに貢献した面もあると考える。危機の前に各国通貨が実質的にドルにペグしていたことが、投機資金の流入とバブルの生成につながり、その持続可能について不安が生じたときには急激な資金の逆流を招いたという問題もあったが、この点については、その後、大きくとらえればアジアの為替制度はより柔軟なものに移行しつつあると考えてよいだろう。

<sup>13</sup> “An IMF for the 21<sup>st</sup> Century” Addressed by Dominique Strauss-Kahn At Bretton Woods Committee Annual Meeting Washington D.C., 2010 年 2 月 26 日

<sup>14</sup> IMF Staff Position Note “Capital Inflows: The Role of Controls” 2010 年 2 月 19 日

アジア通貨危機の1つの教訓として、長期的に必要となる資金の多くを短期的な海外からの借入で賄うという「期間のミスマッチ」と、国内投資のための資金を外貨借入で賄うという「通貨のミスマッチ」の「ダブル・ミスマッチ」が危機を深刻化させたという点があった。そして、その背景には、アジアの貯蓄が域内で仲介されずに、ロンドンやニューヨークで運用され、それがアジア地域に再還流するという資本フローが存在していたことが挙げられる。

アジア通貨危機の教訓を踏まえて進められている、アジア域内の金融協力の取組みの1つが「アジア債券市場イニシアティブ（ABMI：Asian Bond Markets Initiative）」である。これは、アジア域内の資本市場での域内通貨建の債券発行を促すことにより、域内の貯蓄がそのまま域内の投資につながることを目指すものである。今回の危機において、アジア諸国の多くが景気刺激策としての財政政策を実施するために必要な資金を、国債発行により円滑に賄うことができたことは、このイニシアティブの1つの成果であると思われる。

ASEAN+3では、危機時に外貨準備を融通しあうチェンマイ・イニシアティブや域内サーベイランスの強化の取組みも進められている。チェンマイ・イニシアティブについては、契約を一本化し意思決定を共通化するマルチ化が今月末に実施に移され、また、資金支援の前提となる経済の相互監視を強化するためのサーベイランス・ユニットの早期の設立も目指されている。チェンマイ・イニシアティブは元々グローバルなIMFの機能を補完する地域的取組みとして位置付けられてきたが、IMFが危機の経験を経て融資のあり方や、経済政策のアドバイスについて改善の努力を行っている中、今後、チェンマイ・イニシアティブとIMFがどのように連携を強化していけるのかについて、議論を深めていきたいと考えている。

## 7. おわりに

以上、国際通貨システムを巡る諸問題と我が国の課題についての考え方を整理してきた。取り上げたテーマの中には、ドル基軸通貨体制の将来といった既視感を覚えるような課題もあれば、中国やアジアにおける金融・通貨問題のような新しい課題もある。

今回深く立ち入らなかったテーマとして、各国の為替制度をどう考えるかという課題も重要である。この点について一言だけ触れると、1970年代前半までのドルを機軸とする固定相場制、いわゆるブレトンウッズ体制の下では、3つは両立しないとされている「国際金融のトリレンマ」のうち、為替の安定と各国の金融政策の独立性が追求され、国境を越えた資本の自由な移動という点は、むしろ資本移動を抑制すべきという考え方であった。その後、固定相場の維持が困難になり変動相場制に移行した後は、金融政策の独立性とともに、自由な資本移動が積極的に促進されるようになった。

国境を越えた自由な資本移動は善であり促進すべきという考え方と、各国における金融セクターの規制緩和、すなわち民間金融セクターの自由で革新的な金融活動はそれ自体が善であり促進すべきという考え方が、今回の世界的な金融危機の遠因になっていると考えることもできる。一方、国内あるいは国境を越えた資本の自由な、活発な移動は、各国における企業活動や家計にとって様々な便益をもたらしたとともに、新興市場国の高い成長

を促したこともまた事実である。いずれにせよ、再び為替の固定、資本移動の抑制という世界に戻ることは現実的ではない。今回の危機の経験を踏まえつつ、健全なマクロ経済政策、適切な金融規制・監督に一層努めるとしても、今後とも、為替の大きな変動、資本の大規模かつ急激な移動から来る問題は、国際社会にチャレンジを与え続けていくということを覚悟しなくてはならない。

日々変化する国際経済・金融の環境の中で、国際通貨システムや為替制度、そしてまたマクロ経済政策や金融セクター政策に関して、各国がどのような選択を行うべきなのか、国際社会がどのように協調して対応していくべきなのか、常に根本に帰って考えていく姿勢を忘れてはならない。

(以上)