

基軸通貨の行方

早稲田大学大学院 商学研究科教授 岩村 充

目 次

1. 通貨と国力
2. 金融政策の限界
3. ドルの通信簿
4. 国際的インフレ課税
5. 共通通貨の夢と現実
6. 基軸通貨の行方



【略歴】

1950年東京都に生まれる。1974年4月日本銀行に入る。ニューヨーク駐在、金融研究所などを経て1998年1月より早稲田大学教授。著書に『企業金融の理論と法』（東洋経済新報社）、『企業金融講義』（東洋経済新報社）、『新しい物価理論』（岩波書店・共著）、『貨幣の経済学』（集英社）などがある。東京大学経済学部卒業。早稲田大学博士。

ドルはいつまで基軸通貨なのだろうか。サブプライム問題から始まる世界経済危機の震源地となった米国、その米国の通貨を国際通貨体制の中心に据え続けることへの不協和音が聞こえてくる。危機の震源地であり、その後始末に苦闘する米国の現状をみると、基軸通貨たるドルの将来を疑う声が出てくるのも無理はないようにも思える。

ドルが基軸通貨になったのはブレトンウッズ会議である。まだ第二次大戦が終わっていない1944年7月、米国ニューハンプシャー州の避暑地ブレトンウッズで行われたこの会議で、①米国がドルと金との間に平価を設定し、②次に各国がそのドルと自国通貨との間で平価を設定するという固定相場制の仕組みが決まった。ブレトンウッズ体制である。基軸通貨ドルの時代が始まったわけだ。しかし、現在のドルの地位は当時とは違っている。ブレトンウッズ体制は1971年のニクソン・ショックにより崩壊した。現在でもドルが基軸通貨であり続けているのは、ブレトンウッズ体制崩壊後の変動相場制の世界でも、以前と変わらずドルが基軸だと人々が考え続けてきたからである。

それは単なる惰性によるものだったのかもしれない。基軸通貨は国際間の決済に使われ、また契約の単位になる。さらに、多くの国や企業あるいは投資家にとって中心的な支払準備になる。決済や契約の単位としてどの通貨を選ぶかという問題であれば、他の人々が何を選んでいるかは重要な考慮要素になる。いわゆるネットワーク効果が働くわけだ。こうした場合、人々は通貨選択の大前提に大きな変化が生じない限り、使用する通貨を変更しようとはしない。

だが、もし惰性だけでドルが基軸通貨であり続けているのだとしたら、大変動の今が現状を見直すチャンスだろう。危機に瀕したときこそ、改めて基軸通貨にふさわしい通貨を探す、そのチャンスのはずだからである。

しかし、市場は冷めているようだ。危機に際して売り込まれたのは、震源地たる米国のドルではなく、着々と通貨圏を拡大しつつあるはずのユーロだった。円は、いったんは危機からの逃避先として値を上げたが、いま流れは反転しつつあるようにも思える。現状をみる限り、数々の不安を抱えつつもドルはやはり基軸なのである。

では、なぜ基軸はドルなのだろうか。それに答えるためには、通貨とは何か、その価値とはどう決まるのか、まずそこから考察を始めなければならない。

1. 通貨と国力

経済や政治の状況が通貨の価値と関係がありそうだということを、私たちは実感として知っている。テロや災害に襲われた国の通貨は売られ、人々に強く支持された政権の誕生は通貨の買い要因になる。だが、それがどのようなメカニズムによるものなのかは、意外なほど知られていない。

経済学の入門書には、市場における通貨の売りは為替相場を下落させ、買いは上昇させるとある。だが、同じ本に、輸入が増加すると外貨の買いが増加するという記述を発見すると、わけが分からなくなる人も多いはずだ。その通りなら景気が良くなると輸入が増え通貨は安くなるはずだが、それはニュースや経済解説で語られている相場の動きとは違うような気がするからだ。何かを見落としたのだろうか。

ヒントは、通貨は資産の一種だということにある。資産とりわけ金融資産の価値は、その背後にあるキャッシュ・フローに対する期待に支えられている。だから、単純な需給だけでは資産の価格は決ま

らない。通貨の価値を考えるとときには、その日々の需給に目を奪われるのではなく、それを資産価格格的にとらえて通貨の背後にある経済価値の動きをチェックしておかなければならない。

そうした観点から、通貨というシステムに関する経済主体たちの資産負債関係をバランス・シート的に書き出してみたのが図表1である。単純化のために、現在と将来の物価水準（これを P とする）は常に等しく、また、利子率は名目実質ともに常にゼロだとしておこう。こうすると、現在価値と将来価値を区別する必要がなくなり、物価も現在から将来を通算した通時的な平均値となるので、長期的に通貨の価値に影響するのが何なのかを見通しやすくなる。なお、 α および β とあるのは、国債および社債の全発行額に対する中央銀行の保有割合で、いうまでもなく $0 \leq \alpha \leq 1$ かつ $0 \leq \beta \leq 1$ である。

これから何が分かるだろう。まず、企業が十分に自己資本を用意しているとして考えてみよう。この場合、民間企業の業況に対する予想 ν の変化は彼らの株式資本によって吸収されてしまっていて物価水準には影響しなくなる。したがって、物価水準 P が満足すべき条件は、政府および中央銀行のバランス・シートから導かれる、

$$P = \frac{(1-\alpha) \cdot G - \beta \cdot D + N}{s} \quad (1)$$

だけということになる（注1）。政府は、民間企業と異なり、リスクを吸収するバッファとしての自己資本を持たない。このため、その財政事情に関する予想 s の変化は、この体系の中の名目価値と実質価値をつなぐパラメーターである物価水準すなわち通貨価値の変化に直結することになるわけだ。これが、テロや災害は通貨の売り要因で強い政権の誕生は買い要因だという「実感」の正体である。そうした要因は式の分母である財政事情に関する予想 s の変化を通じて物価水準を上下させようとする圧力になるのである。

もっとも、通貨の価値は民間部門の状況からいつも切り離されているわけではない。企業の業績が悪化し債務超過による倒産が懸念されるようになると、上記の式は、

$$P = \frac{(1-\alpha) \cdot G + N}{s + \beta \cdot \nu} \quad (2)$$

という形に変化する（注2）。企業業績に生じる揺らぎを吸収して物価水準への影響を遮断していた株式価値の伸縮性が役目を果たしきれなくなって、企業の将来に対する予想 ν の変化が物価水準に影響す

（図表1）各部門のバランス・シート

政府のバランス・シート

（資産の部）	（負債・資本の部）
国債償還財源（実質価値 s ）	国債（名目額 G ）
中央銀行自己資本（実質価値 θ ）	

中央銀行のバランス・シート

（資産の部）	（負債・資本の部）
国債（名目額 $\alpha \cdot G$ ）	銀行券（名目額 N ）
社債（名目額 $\beta \cdot D$ ）	中央銀行自己資本（実質価値 θ ）

民間企業のバランス・シート

（資産の部）	（負債・資本の部）
企業価値（実質価値 ν ）	社債（名目額 D ）
	株式（実質価値 q ）

（資料）執筆者作成

るようになるわけである。中央銀行が低格付けの企業の社債を抱え込むと、その資産価値劣化を通じて通貨への信認が揺らぎ、物価の上昇を招くと指摘されることがあるが、そうした指摘はこの文脈によるものであろう。もっとも、そうした揺らぎによる物価水準への影響は、一般には政府の財政事情に対する予想が変化したときに比べれば限定されていると言ってよい。企業業績の変動の効果はまず自己資本で吸収されるだけではなく、そこを通過するほどの大きな変動でも債務保有比率 β によって薄められてからしか物価水準には影響しないからである。

こうした観点から政府と通貨価値との関係に注目する物価理論をFTPL (Fiscal Theory of the Price Level: 物価水準の財政理論) という (注3)。FTPLが示すものは、一国の通貨の価値と経済力や政府の統治能力との間の分かち難い関係である。経済力や政府の統治能力は「ファンダメンタルズ」あるいは「国力」などと呼ばれて、為替や国際投資の実務家の間では通貨価値の先行きを読む材料として常に重視されるものの、経済学の教科書ではそれがなぜ通貨の価値に関係するのか、必ずしも明らかにされていないように思われる。FTPLの良さは、そうした一種の「もやもや感」を単純なバランス・シート関係の整理を通じて取り払ってくれるところにある。

企業金融の理論では、株式1単位当たりの価値は、株主に帰属する将来のキャッシュ・フローの現在価値を発行株式数で割ったものと等しくなければならないとする。FTPLとは、そうした考え方を国の請求権についての議論に拡張したものだともいえよう。株式が企業への請求権であるのと同じように国債は国への請求権である。銀行券は国ではなく中央銀行への請求権だが、中央銀行はその資本勘定を通じて財務的には国に連結されているから、その本質は国に対する迂回的な請求権と考えてよい。そうすると、国の将来に対する見方の変化は、国債と銀行券の実質価値の変化となって現れることになるが、それは企業業績に対する見方の変化が株価の変化の背景にあるとする企業金融の理論とパラレルである。すなわち、通貨の価値とは国の株価のようなものだということになるわけだ。これがFTPLから得られるメッセージである。

以下では、このFTPLの枠組みを活用しながら、通貨価値の問題を考察していくことにしよう。だが、その前に、通貨価値を決定するもう一つの要素、すなわち金融政策の役割について考えておかなければならない。

(注1) 中央銀行のバランス・シート条件から、

$$\alpha \cdot G/P + \beta \cdot D/P = N/P + \theta$$

が得られ、政府のバランス・シート条件からは、

$$s + \theta = G/P$$

が得られるので、両式から中央銀行の自己資本 θ を消去すれば(1)式が得られる。

(注2) 企業が債務超過になると株式価値 q はゼロになるので、企業のバランス・シート条件は、

$$v = (1-x) \cdot D/P$$

となり (x は企業債務の削減比率)、社債を保有する中央銀行のバランス・シート条件も、

$$\alpha \cdot G/P + \beta \cdot (1-x) \cdot D/P = N/P + \theta$$

というかたちに変化する。これらと、政府のバランス・シート条件、

$$s + \theta = G/P$$

から x および θ を消去すると(2)式が得られる。

(注3) FTPLの理論的枠組みについては渡辺努・岩村充『新しい物価理論』(2004年・岩波書店)を、また発想の背景については岩村充『貨幣の経済学』(2008年・集英社)を参照。

2. 金融政策の限界

FTPLが示すものは、政府の財政事情についての予想と通貨価値との間で成立するはずの均衡関係だが、その基本構造を示す(1)や(2)の式では金融政策の役割が見えてこない。もちろんそれは当たり前で、この条件式を導くに際して、現在と将来の物価水準は常に等しく、また、利子率は名目実質ともに常にゼロだと、いささか乱暴に仮定しておいたからである。金融とは現在と将来の購買力すなわち貨幣を交換する取引のことだから、現在と将来を通じて貨幣と実物財との相対価格が変わらず利子率もゼロで動かないと仮定されては、金融政策の役割が見えなかったのは当然である。では、どうしたらFTPLの体系に金融政策の効果を導入できるだろうか。

答は、1920年代の経済学者アービング・フィッシャーが定式化した「フィッシャー等式」にある。ちなみに、フィッシャー等式とは、経済学の世界で「自然利子率」と呼ばれる実物ベースでの投資収益率と、一般に「名目金利」と呼ばれている貨幣ベースでの投資収益率、そして「物価上昇率予想」との間に成立している次のような関係式である（注4）。

$$\frac{1 + \text{名目金利}}{1 + \text{自然利子率}} = 1 + \text{予想物価上昇率}$$

自然利子率という概念は馴染みにくいかもしれないが、簡単にいえば、私たちが現時点で得られる実物財を消費してしまうのではなく、その財を必要とする人に活用させて将来時点で返してもらうときにどの程度の対価を期待できるか、それに依存する現在財と将来財の相対価格のことである。たとえば、1単位の穀物を手にしている人が、その穀物を農夫に融通して畑に撒くことを許すとき、収穫の秋には何単位の穀物を返してもらうという契約が可能か、その比率のことだと考えてもらえば良い。自然利子率を決めているのは人口や技術進歩などの「自然」の条件であり、金融政策にとっては外生的に規定された環境条件である。

これに対して分子の名目金利は金融政策で操作できる変数である。名目金利は通貨の独占的な供給者である中央銀行が、通貨の供給態度をどうするかによって決まる。1年後に満期を迎える額面1単位の証券を、その額面どおりの金額で買い取って通貨を供給すれば名目金利は0%ということになるし、額面の半額でしか買い取らないと宣言すれば名目金利は100%となるはずだ。だから、そうした通貨の独占供給者としての地位を活用すれば、中央銀行は物価上昇率予想に介入できることになる。

以上の2つの利子率と物価の上昇率予想との関係を整理したものがフィッシャー等式である。だが、ここで奇妙に感じる読者も少なくないだろう。この式が示すのは、金融を引き締めると物価上昇率が大きくなるという関係である。これは多くの人の直観とは反対の結論だからである。金融政策で金利を上げると物価が下がるというのなら分かるが、金利を上げると並行して物価が上がるというのはどういうことなのだろうか。

理由は簡単である。フィッシャー等式は現在と将来の物価水準の間の関係を示しているだけで、金融の引き締めや緩和によって生じる物価水準の変化自体を示しているわけではない。だから、そこを混同すると奇妙に感じてしまうのである。

金融を引き締めれば、現在から将来にかけて物価はより険しい上り坂を描くことになるが、それは、

将来の物価が上昇するのではなく、現在の物価が下落するのでも達成できる。金融を引き締めるか否かは、現在から将来にかけての物価の「坂」には影響するが、それで現在の物価が上がるか下がるかは、現在と将来を通算してみた物価の平均的な水準について答えなければどうなるとも言えないのである。ところが、そうした物価の「通時的平均値」を支配しているのは(1)式および(2)式、すなわち現在と将来を通算した経済のパフォーマンスと、その上に存在している財政収支に対する人々の予想だから、これは基本的には金融政策で操作できる相手ではない。そうした制約の下にある金融政策とは、要するに物価水準を現在と将来との間で配分する政策に過ぎないのだとも言える。

これは金融政策に対する「甘い期待」を断ち切らせるものでもある。金融政策で現在の物価を抑え込むことは可能でも、その代償として将来の物価は上昇してしまうし、反対に現在の物価を持ち上げようとすれば将来の物価には下方圧力を生じさせてしまう。金融政策とは無から有を生む「魔法の杖」ではないわけだ。短期的なインパクトを抑え込むためなら金融政策は役に立つが、それだけで長期的な通貨価値を維持するのは無理な話なのである。だから、基軸通貨の将来というような長いレンジでの展望を行おうとするとき、まず注目すべきは経済の基礎的なパフォーマンスとそこでの財政の動きであって、金融政策はそれらを補完する脇役程度と見ておく方が無難なのである。

そこまですを確認したうえで、ドルの過去の実績を採点することを試みてみよう。基軸通貨としての安定性について通信簿を作ってみるのである。

(注4) この式の意味は、左辺分子の「名目金利」を「円預金金利」に置き換え、左辺分母の「自然利子率」を「ドル預金金利」に置き換え、さらに右辺の「予想物価上昇率」を「ドル先物価格上昇率」と置き換えたら分かりやすくなる。そこで得られるのは、先物市場で普通に用いられる裁定式だからである。すなわち、この式の本質は、現在時点で評価した財と貨幣との先物価格（予想物価上昇率）が、貨幣の金利（名目金利）と財の金利（自然利子率）とのスプレッドで決まるということであり、その限りでは、標準的な先物価格裁定条件のバリエーションにほかならないわけだ。

3. ドルの通信簿

さて、基軸通貨ドルの安定性である。ところが、少なくとも単純な為替レートで評価する限り、成績は思わしくないようにもみえる。かつての固定相場制の時代に360円／ドルだったドルは、ニクソン・ショックから7年後の1978年秋には180円／ドルを下回るまでに下落したが、1980年代に入ると厳しい引き締め策の効果などから持ち直して82年の秋には270円／ドルを超えるまで上昇した。ところが、ドル高是正を狙った85年のプラザ合意で今度は急降下、半年後の86年夏頃には160円／ドル前後に低下し、そこで一応の落ち着きを取り戻したが、その後も趨勢的には緩やかな下落が続いている。こうした数字だけから見れば、ドルの価値はお世辞も安定していると言えそうもない。米国は基軸通貨国としての特権を利用して世界を相手にドルの叩き売りを行っているようにすらみえる。そうした見方は妥当なのだろうか。

この状況をFTPL的にみたらどうだろう。企業金融とのアナロジーでドルの状況を評価するのである。

AとBという2つの事業会社があって、業績はほぼ等しく成長性や技術基盤も似たり寄ったりだとする。ただ、この2つの会社は株式に対する方針が異なり、A社は盛んに株式分割を繰り返すのに対し、B社は株式分割などしないという方針を守り続けているとしよう。A社の株式が2倍に分割されれば株

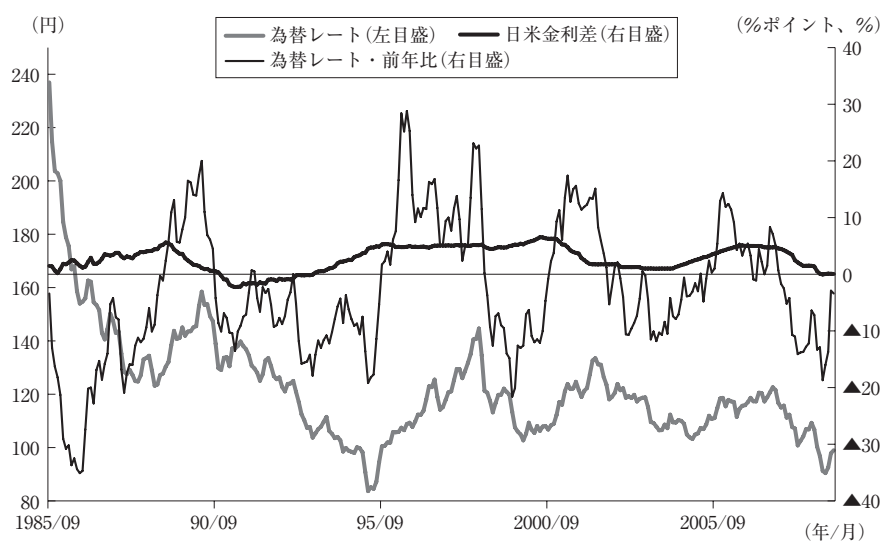
価はB社の2分の1になるが、それだからと言ってA社の株主がB社に比べて損をしているとは限らない。株式分割は表面上の株価を下落させるが、それで株主が損失を被るわけではない。株価の下落を打ち消すだけの株数の増加が株主に生じているからである。

では、通貨価値評価において株式分割に相当するものはあるのだろうか。それが金利である。金融取引とは現在の貨幣1単位を将来の貨幣と交換する契約である。そこで、企業金融とのアナロジーで貨幣の1単位を株券の1枚と同じだと考えてみよう。そうすると、そこでの名目金利とは、貨幣の発行者である中央銀行が現在の貨幣と将来の貨幣を交換するときの交換比率だと位置付けることができる。これは、株式の発行者である会社が現在の株券を将来の株券に交換するときの比率すなわち株式交換比率と金利とが実はパラレルなものだということを示すものである。それなら、プラザ合意後も続いているドルの長期的な下落も、その間に同時進行した株式分割ならぬ貨幣分割比率の差とも言うべき日米金利差の影響を考慮せずには評価できないはずだろう。

そうした観点からドルの実績を評価すれば、少なくとも85年プラザ合意後のドルの成績は悪くないように思える。図表2はここ20年ほどのドル円レートの動きと日米短期金利差とを追ったものであるが、この間、ドル金利はほぼ一貫して円金利を上回っている。こうした過去のデータからみる限りでは、ドルの価値低下は金利差に見合ったもので、無償での株式分割が株主不利益をもたらすわけではないのと同じように、ドル資産保有者たちに迷惑をかけているわけではなさそうである。通貨価値の下落が迷惑になるのは、人々の予想を裏切って通貨価値下落が発生したときであり、具体的には名目金利に織り込まれていない通貨価値下落が生じてしまったときなのである（注5）。

だが、過去の成績は将来の成績を保証するものではない。基軸通貨ドルの将来の成績は、将来の米国経済のパフォーマンスと政治の求心力に依存するが、それを確実に予想するのは不可能に近い。また、基軸通貨国の意思決定に介在する可能性がある「国際的インフレ課税」ともいうべきシナリオについても考

（図表2）円ドルレートの推移



（資料）日経NEEDS

（注）為替レート＝東京市場 円・ドル相場 銀行間直物 中心値

日米金利差＝FFレート平均(米)－無担保コール翌日物(日)。

えておいた方が良い。

(注5) その観点からは、ドル相場の動きが「人々の予想していた金利差」に見合ったものだったかどうかが問題になる。外為トレーダーの間では「ブラザ合意後日米金利差3%説」が普及していると聞くが、この説が当たっているとすれば、そうした金利差とバランスするドルの対円下落率は20年間で1/1.8倍ほどに達するはずである。一方、ブラザ合意が作り出したドル急降下局面を抜けた後でのドルの実際の下落率は1/1.6程度にとどまっている(160円/ドル→100円/ドル)。こうしたスコアでみれば、少なくともブラザ合意後のドルは、人々の予想との対比でまずまずの善戦をしていることになる。

4. 国際的インフレ課税

政府が何らの理由で財政支出の大幅な拡大を決め、その一方で将来の増税は決して行わないと決定したとしよう。FTPLによれば、物価水準の通時的平均値は上昇することになるが、それは「インフレ」というかたちで国債保有者に対する課税を行ったことと実質ベースでは同値である。これは一般に「インフレ課税」と呼ばれる効果であるが、基軸通貨国である米国のユニークさは、その課税的効果の大部分を他国へと振り向けてしまうことが可能なおところにある。

米国財務省の統計によれば、2008年6月現在で、米国政府の長期債務36,210億ドル(政府関係機関債を含めれば106,070億ドル)のうち22,110億ドル(同じく36,750億ドル)、比率にして61.1%(同じく35%)に当たる部分が海外の政府および民間部門によって引き受けられている。これだけ大きな割合が海外の投資家に保有されていれば、インフレ課税は主として海外へと向けられてしまい(この効果を「国際的インフレ課税」と呼ぶことにしよう)、基軸通貨国たる米国政府は自国の選挙民には相対的に小さな負担しか求めずに財政の拡大に動くことができることになる。こうしたシナリオが描けるということは、国際的な政策協調の文脈での基軸通貨国の地位を特異なものとしている可能性がある。

話を単純化するために、AとBの2国からなる世界を描いてみよう。また、両国の政府とも、自らの財政政策に一定のケインジアン効果があると信じている一方で、そうした政策のリカーディアン的境界についても認識しているとしよう。要するに、国債を発行して財政需要を活発化させれば、それ自体は現在の景気にプラスの効果があるはずだが、他方でそれは人々に増税を予想させるので、将来所得に対する予想を弱気化させ景気にはマイナスの効果もあると認識しているとする。

この場合、両国の間に交易関係がなければ、両国ともその財政活動水準をケインジアン効果とリカーディアンのマイナス効果とがバランスする水準に調整するはずである。財政による景気刺激効果は、その活動を拡大させていけば次第に効率の悪い事業機会を拾わざるを得なくなる。したがって、そうして逡巡していくプラス効果と将来における費用負担の現在価値であるマイナス効果とが等しくなる水準まで財政を拡大するのが合理的決定だからである。

ところが、ここで両国間に交易関係が存在すると、各政府の意思決定は自国の政策決定の他国への影響を考慮せざるを得なくなる。財政拡大による景気刺激効果は交易を通じて他国に漏出するが、その負担は他国には転嫁できないからである。これは両国の政府を誤った決定に陥らせるリスクの存在を示唆するものである。A国の立場からいえば、景気対策として公共投資を活発化させたとき、その影響は資材輸入や設計委託などに伴ってB国にも波及するが、そうした投資を賄う財源として発行された国債の償還はA国内での課税によらざるを得ない。したがって、A国の意思決定はB国への効果波及を考慮し

ないときに比べて抑制的あるいは緊縮的にならざるを得ないだろう。同じことはB国にも言えるから、そこで何らかの政策協調が実現できなければ両国は図表3で示すような「囚人のジレンマ」の状況に陥ってしまうかもしれない。多国間でも話は同じである。いわゆる世界同時型の需要不足に際して、事態を打開するため勇躍して不況対策に取り組んだものの他国が協調しないというような事態を各国が心配し始めると、すべての国が他国の財政出動の効用にタダ乗りしようとするために、世界全体として最悪の選択を行ってしまう可能性が避けられなくなるわけだ（注6）。

では、ここで片方の国が基軸通貨国だったらどうだろうか。状況は変化しそうである。国際的インフレ課税の効用に期待できる基軸通貨国は、漏出する景気対策の効果と対外転嫁できない後年度負担の非対称性に悩む度合が他国より小さい。したがって、基軸通貨国の政府は財政による景気刺激に他国より小さな制約で踏み出すことが可能になる。そして、放っておけばタダ乗りされかねない景気対策に他国を呼び込むことに熱心になるだろう。今回の経済危機における米国の行動が重なって見えるシナリオだが、それがうまくいけば、最悪のジレンマ状況から世界を救いだす強力なドライバーになるかもしれない。

もっとも、物事には裏と表がある。財政拡大のツケをインフレ課税として他国に転嫁できるということは、反対に財政規律を回復しようとする行動をとったときには他国への所得移転が生じることを意味する。一定の状況で他国への「インフレ課税」が可能であるということは、反対の状況では他国への「デフレ給付金」が不可避であるということと等しい。だから、基軸通貨国が短期的な国益のみを考えると、その意思決定はインフレ的なバイアス、それも常に人々の予想を超える緩和を行いやすいという意味でのインフレ的なバイアスがかかりやすくなるはずだ。つまり、基軸通貨国が米国のような「超大国」であるとき、世界は「インフレ課税」と「デフレ給付金」の非対称性による超大国の政策的バイアスに引きずられるリスクを警戒しなければならなくなってしまうわけだ（注7）。対策はあるのだろうか。

一つのアイディアは基軸通貨を分散することである。基軸通貨はドルと決め打ちするのではなく、最初から準備通貨を分散しておけば問題は軽減される可能性がある。そうしたアイディアの中には、通貨当局のポートフォリオ構成通貨を各通貨当局の独自的意思決定によって多角化するべきだというものから、そもそも米国という一国の政策運営の適切さに期待するドル基軸通貨体制から卒業して、現在は通貨当局間の決済手段に位置づけが限定されているSDRを本格的な「通貨」に格上げするべきだというものや、さらにはユーロにならって新たな地域共通通貨を創設すべきだとする主張もある。しかし、各国の選択によってドル以外の通貨が自然に準備通貨化することと、新たな共通通貨を作り出そうとすることは、似ているようでまったく異なるアイディアである。基軸通貨の将来を考えると、この点を混同

(図表3) 政策選択のジレンマ

		B国の選択	
		財政出動しない	財政出動する
A国の選択	財政出動しない	B=△ A=△	B=× A=◎
	財政出動する	B=◎ A=×	B=○ A=○

解説：AとBの両国は、
 ①自国は何もしないで相手の財政出動にタダ乗りするのが最善だが、
 ②両国とも財政出動するのがそれに次ぎ、
 ③両国とも財政出動を控えるのは良い結果をもたらさないと分かっているが、
 ④それでも自国の財政出動にタダ乗りされてしまうのが最悪、
 だと考えていると、A国においてはB国がどのような選択を行おうとも財政出動しない方が良い選択になり（各セルの左下部分を縦方向に比較）、B国においても同じことが言えてしまうので（各セルの右上部分を横方向に比較）、結果としては、どちらの国も財政出動を控える結果になってしまう。

（資料）執筆者作成

して議論してはならない。

(注6) 1977年に米国のカーター大統領は、世界経済の停滞からの脱却のためには、米国だけでなく日本と西独が世界経済の牽引車になるべきだという「日独米機関車論」を展開した。マルク至上主義とまで言われていた西独はカーター提案に乗らなかったが、日本はこれを受け入れ翌年のボン・サミットで成長率7%目標を国際公約した。今から思えば、それが現在に続く国債残高累増の始まりだったといえる。日本が国債残高累増の問題を克服できなかった理由は様々に考えられるが、景気刺激効果の漏出と他国に転嫁できない後年度負担という財政拡大における非対称性問題が関係していないとは言えまい。各国がこうした日本の状況を参照するとすれば、世界経済の問題に対処するために自国財政活動の拡張を引き受けることには慎重になるはずではないだろうか。

(注7) これは企業金融の世界でもしばしばみられる機会主義的行動問題（いわゆる「モラル・ハザード」問題）の一類型でもある。ただし、この問題が一般に認識されると機会主義的行動の可能性が金利に織り込まれて資金調達コストを押し上げることになるので、そうした疑念を招かぬよう行動するのが米国政府のとしての利益になる。プラザ合意以降の金利および為替データはそのリスクを意識した米国政府の合理的判断の結果なのかもしれない。ただ、この数年における米国政府長期債務海外保有比率の高まりからみると（2000年5月35.2%→2008年6月61.1%）、機会主義的行動のインセンティブは急速に高まっているともいえるから、今後についての楽観は禁物という見方もできるはずである。

5. 共通通貨の夢と現実

SDR通貨化案にせよ新共通通貨創設案にせよ、その背景にあるのは国家主権の枠を超えた通貨発行システムへの思いであろう。そうしたアイディアのなかには、かのブレトンウッズ会議におけるケインズのバンコール発行構想があり（注8）、そして何と言っても今日のユーロがある。だが、主権の枠を超えた通貨を創出するには、財政と通貨価値との相互関係を慎重に見極めておく必要がある。

議論を整理するために、AとBの2国が共通通貨を発行するため共通の中央銀行を設立した状況を図表4としてモデル化しておこう。このパネルはパネル1を拡張したものであり、各符号に付した添え字 a および b は、それがA国およびB国のものであることを示している。ここで、AとBの両国は共通通貨建てで国債を発行しているとしよう。また、話を簡単にするために企業倒産の可能性は除外することにしておこう。そうすると、(1)式と同様の手順により、物価水準決定式として、

$$P = \frac{(1-\alpha_a) \cdot G_a + (1-\alpha_b) \cdot G_b - \beta \cdot D + N}{s_a + s_b} \quad (3)$$

が得られる。ずいぶん簡単だがこれが共通通貨の均衡価値である。

ところで、この式をみると意外な感を持つ読者もいるのではないだろうか。共通通貨の価値（通時価値）は、中央銀行の国債などの保有状況にかかわらず、AとB両国の財政収支に対する予想の

(図表4) 共通通貨のシステム

A国政府のバランス・シート

(資産の部)	(負債・資本の部)
国債償還財源（実質価値 s_a ）	国債（名目額 G_a ）
中央銀行自己資本（実質価値 θ_a ）	

B国政府のバランス・シート

(資産の部)	(負債・資本の部)
国債償還財源（実質価値 s_b ）	国債（名目額 G_b ）
中央銀行自己資本（実質価値 θ_b ）	

中央銀行のバランス・シート

(資産の部)	(負債・資本の部)
A国債（名目額 $\alpha_a \cdot G_a$ ）	銀行券（名目額 N ）
B国債（名目額 $\beta_b \cdot G_b$ ）	中央銀行自己資本（実質価値 $\theta_a + \theta_b$ ）
社債（名目額 $\beta \cdot D$ ）	

民間企業のバランス・シート

(資産の部)	(負債・資本の部)
企業価値（実質価値 v ）	社債（名目額 D ）
	株式（実質価値 q ）

(資料) 執筆者作成

変化に応じて上下することになる。別の言い方をすれば、中央銀行がAとBどちらの国の国債をオペ対象として通貨供給を行うかは、共通通貨の通時価値には影響しない（注9）。通貨の健全性を大事にする感覚からいえば、AとBの両国のうち、より健全な財政を維持している国の国債を重点的にオペ対象にしたいと主張したくなるし、国債の円滑な発行を重視する立場からいえば、苦しい財政事情の国の国債をオペ対象とすべきと主張したくなりそうなどころであるが、共通通貨の枠組みが維持されるという前提で考える限り、そのどちらの主張も意味はないのである。なぜ、そうなるのだろうか。

答は簡単である。AとBの両国の財政は中央銀行の資本を通じて結びついてしまっているから、その紐帯がほどけることを想定しない限り、A国とB国の財政を区別する意味はない。それが、理由である。だが、そのことは、A国とB国の財政に何の制約も生じないということを意味するものではない。

話を整理するために、中央銀行に対するA国とB国の持分比率が k 対1と決められているとしよう。そうすると、私たちはこの通貨システムに、

$$\theta_a = k \cdot \theta_b$$

という条件式を加えて考えざるを得なくなる。これは、AとBの両国の財政について、

$$s_a - G_a = k \cdot (s_b - G_b)$$

という条件を加えるということを意味する。すなわち、共通通貨のシステムの持ち分比を維持するためには、システムに参加する国々は互いの財政状況を同期させなければならないということになるわけだ。ヨーロッパ通貨統合においては、物価・財政・公的債務・長期金利・為替の5項目における同期が条件とされたが、この過程で最も困難を極めたのが財政と公的債務の同期だったとされている。共通の通貨を創出するためには、参加国の財政活動の同調が不可欠なのである。

しかも、共通通貨の課題は創出時だけのものではない。共通通貨を結婚にたとえるのならば、恋愛と婚約の時代はまだ良いのである。本当の悩みは結婚の後に生じるものだ。共通通貨を構成する各国の財政事情は、いうまでもなく一様ではない。だから、A・B両国のうちの片方、たとえばA国が災害や紛争に巻き込まれるというような事態は当然に覚悟しておかなければならない。そうした事態になれば、A国の財政事情に対する人々の予想 s_a は大きく悪化するが、ここでB国には2つの選択肢が生じる。

第一の選択肢は、自らも財政 s_b を放漫にするのである。もっとも、これは積極的な決定のかたちをとるとは限らない。A国の財政余剰予想 s_a が小さくなれば自然に通貨価値も低下するから、B国にとっては自分の債務の返済義務が実質ベースで軽減される。そうした債務軽減にあわせて自分の財政を運営していけば、A国の困難を「奇貨」としたかのような財政運営を露骨に行う必要はない。だが、それは見え方の問題であるに過ぎない。生じている事態は、A国に生じた困難がインフレ課税というかたちで通貨圏全体に波及しているということなのである。

第二の選択肢は、中央銀行への持ち分比率の変更、具体的には k の切り上げをA国に提案することである。こうすれば、A国に生じた困難のインフレ課税化を抑制できる。持ち分比率 k の変更に合わせて、自らの財政規律を強化すれば通貨価値を完全に維持することも不可能ではない。さらに進んで、A国に生じた困難の重大さに応じて持ち分比率 k をどんどん修正していけば、最後に k は無限大に発散するだ

ろう。要するにA国の持ち分比率はゼロとなり、A国は共通通貨システムから排除させられることになる。「排除」という表現が適切でなかったら「脱退」である。表現は異なるが実質は変わらない。共通通貨システムから排除されたA国にとっては、かつての共通通貨建で負担していた債務はもはや外貨建国債であるから、そうした債務の金額が大きければ、ドル建外債の償還に苦しむラテンアメリカの国々と同じく、いずれ国としての債務不履行を心配しなければならなくなる（注10）。それが共通通貨という甘い蜜月時代の後日談となるわけだ。

もちろん、現実はいくほど簡単ではない。このモデルでは「A国に困難が生じて財政余剰予想 s_a が縮小する」と想定したが、この財政余剰予想 s_a とは文字通り「予想」であって確実に観察できる「事実」ではない。だから、状況に応じた出資比率修正交渉は困難を極めるだろう。交渉を行うのがB国政府ではなく、一応は中立的立場にあるはずの中央銀行であっても事態が改善するとは思えない。出資比率の修正ではなく、通貨価値を維持するためにA国に財政再建を求めることにしても困難と摩擦が大きいことには変わりはない。財政の状況を改善するために考えられる処方箋は数多いが、そうした処方箋が当事国の状況に最適なものである保証はないし、また、そうした処方箋に基づく処置と状況の回復が同時に起こったとしても、その効能を厳密に立証することは無理に近い。そうした外からの危機処方がどれほど大きな摩擦を伴うものであることは、一応の成功と評価されているはずの97年のアジア通貨危機に対処したIMFへの当事国世論の反応を思い起こせば想像がつくはずなのである。

ユーロ創設の過程をみると単なる最適通貨圏の発想だけではない域内融合に対する熱意、とりわけ2度の世界大戦における交戦国だったフランスとドイツにおける相互融合への熱意が大きな推進力になっていたように思えてならない。そうした熱意が維持される限り、ユーロは域内における問題を克服し続けるだろう。だが、それが上記2つの選択肢のいずれによるものなのか、あるいは中間的なものなのか、中間的であるとして第一と第二のどちらに近い解決なのか、それらによって通貨価値の将来に対する見方は大きく揺さぶられることになる。そうした不安定性を抱えた通貨が将来の基軸通貨となるとは信じられないのである。実際、今回の金融危機に際して最初に売り込まれたのは、通貨価値にける構成国の政府の関与と決意が分かりにくいユーロだった。これは単なる市場の気まぐれと片付けるべきではない。国家主権を超えた通貨といえども聞こえは良いが、それを生み維持するために耐えねばならない痛みを忘れてはなるまい。

そこまで考えれば、SDRの通貨化やアジア新通貨というような構想を機能させることが容易でないことは明かだろう。後戻りのない地域融合への熱意に支えられているはずのユーロでも、いったん財政の同期が崩れたときの処理は大変なはずである。そうした熱意の基盤すらない共通通貨を創出して危機を迎えたとき、誰が責任をとるのだろうか。その覚悟がなく共通通貨の夢を語るとしたら、それは現実的でないばかりか危険ですらあることに私たちは気づくべきだろう（注11）。

（注8）ブレトンウッズ会議に参加したケインズは、主要国通貨バスケット方式による新しい決済通貨バンコールの創出を提案したが採用されなかった。

（注9）中央銀行がどちらの国の国債をオペ対象に選んでも、それは単なる(3)式分子の間の振り替わりに過ぎないから通時的物価水準への影響はない。ただしオペの総量は通貨価値の時間軸上での配分の変化（物価上昇率予想の変化）を通じて個別時点の物価には影響する。オペの総量が増えれば一般には金利が低下するから、それはフィッシャー等式を通じて現在の物価を下支

える効果が生じる可能性が高いといえよう。

(注10) これまでの分析からも明らかなように、自国通貨建国債というのは、その国の株式のようなもので、国の財政がいくら悪化しても実質価値が下落するだけで債務不履行は生じない。これに対して、外国通貨建国債は発行国の財政事情に応じて価値が伸縮しないから、財政の悪化は債務不履行問題に直結する。ラテンアメリカの国々で頻発する債務不履行問題も、彼らの巨額の外貨建資金調達の結果であって、日本のような自国通貨建国債において財政ファイナンスを行っている国の問題と同視してはならない。

(注11) いわゆる最適通貨圏アプローチにおいては、政府の活動は外生的に所与（実質ベースで最適化されてる）と仮定され、そうした通貨圏の形成と政府活動との相互作用については無視されていることが多いようだ。

6. 基軸通貨の行方

基軸通貨は国際間の決済に使われ、また契約の単位になる。基軸通貨は国際間の決済財であり価値尺度なのである。ところで、決済財として使われるためには、十分な量の通貨が供給されていなければならない。そして、価値尺度になるためには、その価値が安定していなければならない。

この決済財としての適格性と価値尺度としての適格性の両立という課題は、国際通貨体制を考える人々の頭を常に悩ませ続けてきた。ドルが国際間決済に使用される通貨として十分に供給されるためには、その米国の経常収支は赤字であることが望ましい。そうでなければ、米国以外の国の企業や政府は、基軸通貨国からの借り入れによってしかドルを手に入れることができなくなってしまう。一方、米経常収支の赤字はドルに対する信認を低下させる。それでドルが弱体化すれば、誰もドルを準備資産として保有し続けようとしなくなってしまう。これが、議論を提起した学者の名にちなんで「トリフィン・ジレンマ」と呼ばれる問題である。

しかし、幸いにしてというべきだろうか、現実には学者の悩みを裏切り続けてきた。米国は貿易収支の持続的な大赤字によって国際流動性を十分すぎるほど供給してきたが、その貿易赤字を理由とするドルの暴落は一度も起こっていない。米国は、大量のドルを世界に供給しながらも、世界中から人々と技術を引き込む経済の活力と分かりやすい政治の求心力とによって、通貨への信認を維持してきたのである。それは、伸び盛りの会社が大量の株式を発行しながら株価を崩さずに成長し続けてきたようなものである。

さて、そこで今回の世界経済危機である。もし今回の危機がこれまでの国際通貨体制を支えてきた米国への期待が曲がり角に来たことを意味するものだとすれば、ここで基軸通貨体制見直し論が沸き上がるのも無理はないようにも思える。しかし、そこで誰もが納得する明日の基軸通貨を明示するのは不可能に近い。私たちが住む世界がさまざまな不確実性にさらされている以上、通貨というシステムにも絶対の安全はなさそうだからだ。それは、今回のサブプライム問題から得られる教訓にも重なる。

サブプライム貸付の証券化が大きな金融危機を招いた理由については、さまざまな見方があるが、問題の原因を商品組成や格付の過程に求めて、監督と規制の強化こそ再発防止の鍵だと聞くと、さすがに失笑を禁じえないところがある。サブプライム商品を含めて資産プール型証券化商品の要点は、プールされる資産に一定のプロファイルを定義し、そうした定義に基づいて、個々の資産に生じる価値の揺らぎから商品全体を保護するところにある。管理者の怠慢や債務者の事故などから生じる「イベント・リスク」から保護するために、プール内資産については可能な限り恣意性を排除した管理ルールが設けられるのが、そこでの大原則である。だが、恣意性を排除するということは危機への対応の柔軟さを封じ

ることにもなる。システムを「イベント」から強くしようとすれば、イベント以外の危機、たとえばマクロの経済変動から生じる危機には弱くなるのである。馬を小屋につないでおけば馬が逃げるリスクは低くなるが、小屋の火事で馬が焼け死ぬリスクは高くなる。それに気づきもしなかった人たちが、いまさら何を監督するというのだろうか。

国際通貨体制の明日を考えるとときでも同じことである。新しい通貨システムをより安全にしようとする努力は正しいが、その努力が裏目に出る可能性も低くはないのである。今回の危機をきっかけとして湧き上がった基軸通貨見直し論を眺めてみると、危機の震源を米国に求め、そしてSDR的あるいはユーロ的な共通通貨の創出を提案するものが多い。筆者は反対である。共通通貨という仕組みの維持の難しさはすでに指摘したところであるが、今回の危機からさらに学ぶべきは、危険を回避するために互いを拘束しあうシステムは、生じた事態が想定外のときには迅速と俊敏とを奪う別の危険を内包しているものだということである。そして「当局」というものは、あらゆる事態をその蓋然性を含めて予想し得るほどは賢くはないのである。

共通通貨というシステムへの信認を維持していくためには、参加国が互いに他国の政策を監視し合う仕組みが不可欠だが、そうした仕組みは非常時における迅速な対応の足枷になりかねない。もし、今回の危機が世界共通の通貨体制の下で起こったらどうなったか、今回よりも迅速かつ柔軟に事態に対処できただろうか、そう考え始めれば不安の方がずっと大きいのではないだろうか。危機の原因を作ったのはドルだ、だからドルを使いたくないというのでは問題は解決されないのである。

もちろん、それは基軸通貨ドルを無条件で支持するものでもない。改めて考えてみると、外貨準備にも国際決済にも「基軸」が必要だったのは、私たちの認知の能力が限定され、多面的な価値評価や予想が容易ではなかったからなのかもしれない。かつてはドルと円との関係を伝えるだけで経済紙の紙面は手一杯だった。だが、FX先物という名の通貨取引を家事の傍らで易々とこなす人たちが登場し、彼らが金融のプロたちと対等に渡りあい、何カ国もの通貨ポジションを普通感覚で扱っているのを見ると、国際通貨体制が相対化し多様化して何が困るのかという思いにとらわれるのは筆者だけではあるまい。

次に来るのは、基軸通貨の交代ではなく、基軸の相対化なのではないだろうか。

(2009. 5. 15)