

岡本恵也・楊枝嗣朗編著

『なぜドル本位制は終わらないのか』

(文真堂, 2011年)

北原 徹

本書は、九州貨幣金融研究会という研究交流の場での世界の金融、現代の金融を廻る研究発表・討論を土台に編集されたものであり、次の6つの章から構成されている。

- 第1章. ドル本位制の構造—「銀行原理のオープンシステム」—
- 第2章. 揺らぐとも「アメリカ経済」、揺らぐとも「ドル本位制」—「グローバル金融資本主義」のダイナミズム—
- 第3章. 1980年代における金融革新とドル体制の展開
- 第4章. 東南アジアの金融システム構造の変化と金融危機
- 第5章. グローバルインバランスからグローバル・シャドーバンキングへ—バーナンの global saving glut 論の展開をめぐって—
- 第6章. 欧州通貨ユーロの桎梏—「つなぐ通貨」ユーロと「粉飾された」中央銀行 ECB—

各章は内容的にかなり独立しているので、以下、章ごとに取り上げて議論していくことにする。

第1章. ドル本位制の構造—「銀行原理のオープンシステム」—

本章では、今回の世界金融危機を通じて、ドル本位制が揺らいだのではなく、逆にドル本位制の強固さが示されたことが論じられている。今回の世界金融危機に至る2000年代において、ヨーロッパの銀行が、国際金融業務においてドル建ての資産・負債を巨額に積み上げてきたのに対して、アメリカの銀行はヨーロッパ通貨建て資産・負債をほんのわずかししか保有していないことが、BISの論文を使って示される。このことは、金融仲介取引における国際通貨としてのドルの圧倒的強さを示し、欧州銀行によるドル建ての資産・負債の両建て拡大の動きは、国際金融業務が米国内の国内銀行業務化（国際金融の国内金融化）していることを示す。こうした2000年代の欧州銀行の動き、国際金融の国内金融化の動きを資金面から支えていたのが、FXスワップ市場の拡大と米国MMFであった。現代の国際金融がいかにドルを使った金融仲介業務を中心に回転しているかが、如実に示されている。こうした土壌の上で、金融危機勃

発に伴い、短期のドル市場資金に依存する欧州銀行はドル流動性危機に見舞われたが、米欧の中央銀行間通貨スワップ協定に基づく、米国連銀から欧州銀行への巨額のドル資金供給（最後の貸し手機能）によって最終的に封じ込められることになった。ドル資金の最終的供給者である米国連銀の最後の貸し手機能が、米国内だけでなく、海外に対してもボーダーレスに発揮されたということであり、米国連銀が世界の中央銀行としての役割を果たしたということである。ドル本位制の広がりや深さを示すものである。

今回の世界金融危機での欧州銀行のドル流動性危機という現象に着目して、国際通貨としてのドルを考察している点は興味深い。本章では、欧州銀行の2000年代におけるドル資産保有増大（2兆ドルから8兆ドルへの）が、国際金融におけるドルの優位性を示すものと解釈されている。しかしながら、次の点には注意が必要だと思われる。欧州銀行保有のドル資産の内容は、①在米拠点保有の現地債権、②対米海外債権、③米国以外の国へのドル建海外債権、の3つに分けられる。①は国際金融というより、基本的には欧州銀行が米国に進出し、米国の国内金融を担っているというものである。2000年代の②の中には、シャドーバンキングに見られるように形の上ではロンドンを拠点としているが、内実はドルの短期資金を米国内で調達し、それを米国の証券化商品に投資するという部分がかかなり含まれており、これらは結局、欧州銀行が米国の国内金融を担っているということである。2000年代初頭から金融危機までの欧州銀行のドル資産保有急増の内容は、BIS統計によれば、①が0.7兆ドルから3.2兆ドルへ2.5兆ドル増大、②が0.6兆ドルから2兆ドルへ1.4兆ド

ル増大、③が0.7兆ドルから2.8兆ドルへ2.1兆ドル増大というものである。こうしたことを考えると、2000年代における欧州銀行のドル資産保有急増の内容は、かなりの部分が米国国内金融へ欧州銀行が進出した結果を示すものである。これは、欧州銀行の海外進出・国境を越えた事業展開（米国の国内金融への進出）という意味で国際金融現象ではあるが、現地通貨を使った現地での資金調達・運用であるから、そもそも国際通貨や基軸通貨に関係するものではない、と考えるべきではなかろうか。そうすると、欧州銀行の2000年代におけるドル資産保有急増を、国際金融におけるドルの優位性を示すものと解釈することには留保が必要なのではなかろうか。

第2章、揺らぐとも「アメリカ経済」、揺らぐとも「ドル本位制」—「グローバル金融資本主義」のダイナミズム—

本章では、経済学者は100年で時代を語るべきという考えの下で、現代金融システムを分析する際の基本視点・分析課題として、以下のものが提示されている。

国際資本移動優位の時代—グローバル化—の牽引力—

グローバル化を牽引しているのが国際資本移動であり、その中で情報生産機能における圧倒的比較優位により米国が「グローバル・ファイナンシャル・センター」としての地位を確立していること、及びBRICs等の新興国の目覚ましい経済発展が国際資本移動によるものであることが強調されている。

「企業生産金融優位」から「家計消費金融優位」へのコペルニクスの転回—生産と消費の対立命題の消失—:

これまでの金融論では、生産・企業金融を専ら議論してきたが、高度大衆消費社会という現状を認識すれば、消費・家計金融こそが金融論の分析の中心となるべきと論じられている。さらに、高度大衆消費社会においては、今回のアメリカの金融危機に見られたように、中央銀行の最後の貸し手機能が、住宅ローン・消費者ローン証券化商品の購入という形で、従来の企業部門から家計部門へ前進し、財政政策も従来のケインズの有効需要政策から、家計の預金保護や住宅ローンの借手救済という形で家計の資産保全へと前進している。

サブプライム金融危機の理論的要点—「高度大衆金融社会」の未熟—:

サブプライム金融危機で顕示されたのは、現代が高度大衆金融社会であること及びそれがまだ未熟であることである。高度大衆金融社会を成熟させるための課題は、家計負債面では、消費金融を金融システムにビルトインさせるのに証券化は不可欠であることから、家計の債務に基づく証券化商品（国債・社債に対する「家債」）の透明性・信頼性の確保である。また、家計資産の蓄積の面では、運用代理人に依存しない個人直接投資責任主義の育成が課題である。

本章で提示された上記の視点・課題は、現代金融システムを分析する上でベースとなるものであろう。ただ、その中で、BRICs等の新興国の目覚ましい経済発展が「グローバル金融資本主義」下の国際資本移動によるものであるかどうかについては、もっと立ち入って考察すべき点があるように思われる。というのは、新興国

の経済発展への貢献に関して、国際資本移動の中の先進国からの直接投資が貢献したのは明白であるが、「グローバル金融資本主義」の下での金融・証券投資がどのように、どの程度、どのような内容の貢献したのかは必ずしも明らかではない。本章では、「中国の成長、躍進が海外からの資本流入によるところが大きい」と述べられているが、中国の経済成長が先進国からの直接投資に大きく依存していたことは明らかだが、金融・証券投資に依存してはいなかったと考えられる。また、本書第4章では、東アジア諸国が1997年の通貨・金融危機の後、海外資金に依存しないで国内預金を基に銀行貸出を伸ばし、経済を発展させてきたこと、そうした海外資金に依存しない金融構造が今回の世界金融危機からの悪影響を免れた1つの要因であることが論じられている。「グローバル金融資本主義」の下での新興国の実物経済と貨幣・金融経済との関連について、分析すべき大きな課題が残されているように思われる。

第3章. 1980年代における金融革新とドル体制の展開

本章では、1980年代における国際金融市場での米系を中心とする各国金融機関の競争・分業の構造とそこでのドルの役割が分析されている。ユーロ市場、ユーロ債市場、デリバティブ市場が関連し合って発展し、各国の金融機関・借手・投資家とユーロ取引への参加者が増大・多様化する中で、金融機関間の競争は激化し、米系金融機関は標準化されていない特別仕様取引のパッケージャーとしての性格を強めることで、分業関係の中での競争力を維持していった。様々な通貨を使った各種のユーロ市場は、

厚みのあるドル市場（短期金融市場、財務省証券市場、金利スワップ市場）を中心軸として、デリバティブを利用した各種の裁定取引によって結び付けられていた。ドル市場が多様な国際金融取引の最終的な価格基準を提供する役割を果たしていた。

第4章. 東南アジアの金融システム構造の変化と金融危機

本章では、サブプライム金融危機が東南アジアの金融・経済に及ぼした影響、及びそれとアジア通貨・金融危機以降の東南アジアの金融システムの構造変化との関係が議論されている。東南アジア諸国（タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン）は、サブプライム金融危機により実体経済面では、貿易縮小により経済成長が一時的に低下するという影響を受けた。金融面では、株価下落という影響を受けたが、為替相場、海外資金の流出、国内銀行貸出といった面では影響を受けていないことが示されている。金融面でサブプライム金融危機の影響を受けなかった背景としては、1997年のアジア通貨・金融危機以降の構造変化（十分な外貨準備の保有、海外資金に依存せずに国内預金を基にする国内銀行貸出）が挙げられている。今回の金融危機を東南アジア諸国は打撃を受けることなく乗り切ったことで、現行のドル本位制に疑問を投げかける動きは、東南アジアには存在しないことが述べられている。

第5章. グローバルインバランスからグローバル・シャドーバンキングへ —バーナンキの global saving glut 論の展開をめぐる—

本章では、今回の世界金融危機の原因をめぐる論議が、バーナンキの global saving glut (GSG)論とその発展・展開を中心軸として分析され、今後の研究課題が展望されている。GSG論とは、2005年にバーナンキが提起した次のような議論である。アジアの新興国等は1997年のアジア通貨危機以降、経常黒字への転換を図り、対外準備の確保に走り、こうした経常黒字国の過剰貯蓄が米国への資本流入となり、米国の経常収支の赤字拡大と長期金利の低位維持をもたらし、住宅価格の上昇にもつながった。この議論は、今回の金融危機の原因に関するグローバルインバランスの下での「国際資金流入説」の基礎をなすものである。その後バーナンキは、2010-11年には、経常黒字ではないヨーロッパからの米国証券化商品への投資という民間資本流入が、米国内のモーゲージ金利を低下させ、サブプライム住宅ローン需要を拡大させたと論じた。さらに、高格付け証券化商品＝安全資産に対するこうしたヨーロッパの銀行からの需要の高まりが、米国の金融サービス業界をして、リスクの高い住宅ローンを高格付証券化商品に転換する証券化業務に駆り立てた理由だと議論している。

こうした議論の展開を本章の筆者は、国際資金流入説とシャドーバンキング論の結合（ヨーロッパの銀行による米国証券化商品投資）であり、国際シャドーバンキングのバーナンキ版＝

GSG・Version2だと整理・評価している。その上で、オリジナルのGSG論にしろ、GSG・Version2にしろ、いずれも、金融危機の原因に関する「金融政策失敗説」に対する自己弁護の論理であることが指摘されている。こうした研究の流れを踏まえ、残された今後の研究課題として、国際的シャドーバンキング論の拡充・深化が提起されている。GSG論において指摘された過剰貯蓄の源泉である産油国及び新興国による対外投資とシャドーバンキング・システムとの関係は、十分解明されておらず、今後の重要な研究課題であると論じられている。

本章では、米国への海外からの資金流入を廻るバーナンキの議論の展開が、2000年代の金融状況の変化に照らし合わせて、金融危機を廻る他の論者の議論との位置関係を明確化することを通じて、的確かつ分かりやすく整理されている。ただ、バーナンキのGSG論とシャドーバンキング論は元々分析の狙いが異なる別々の議論である。GSG論は、米国経常収支赤字の拡大の要因が米国内にあるというより、海外の経常黒字国＝貯蓄超過国から米国への資本流入の拡大とそれに伴う実質金利の低下にあるという議論である。それに対して、シャドーバンキング論は、世界金融危機の原因としてシャドーバンキング・システムを通じる短期資金調達・長期証券化商品運用を重視する議論である。そうした狙いを異にする別々の議論を、GSG・Version2という形で統合的に理解することの積極的意義は何だろうか、統合による分析深化や理論発展の可能性はどういうものだろうか。必ずしもはっきりしないように思われる。バーナンキ自身も統合といったものを考えてはいないのではなかろうか。しかしながら、過剰貯蓄の源泉である産油国及び新興国による対外投資の

世界金融危機までの動き（シャドーバンキング・システムとの関係）や今後の動向という、研究課題として提起された問題自体については、世界の金融の動向を考察する上で非常に重要なものだと考えられる。

第6章. 欧州通貨ユーロの桎梏— 「つなぐ通貨」ユーロと 「粉飾された」中央銀行 ECB—

本章は、ユーロ札賛論を批判しつつ、現在の欧州の金融・財政危機の原因となっているユーロの通貨としての欠陥について論じている。本章では、ユーロ研究の権威である田中素香氏の議論を主たる素材として、今回のユーロ危機の根本原因がユーロの「設計図と現実のズレ」なのか、それとも「設計図そのもの」なのかという問題、及び「つなぐ通貨」という田中氏のユーロ規定をめぐる問題という大きく2つの問題が議論されている。

ユーロ危機の根本原因に関して、田中氏は、もともと欧州先進国通貨同盟であったものが、不適格なはずの南欧諸国がぞくぞくと加盟し、通貨同盟の設計図と現実にズレが生じた点に求められている。それに対して、本章では、危機の根本原因は「設計図と現実のズレ」ではなく、「設計図」そのものにあると主張されている。今回の危機の根本原因となった「設計図そのもの」の問題点とは、ユーロ圏のコア諸国と周辺諸国とが経済的に収斂しない中で、コア諸国、特にドイツの需要不足に対応した金融政策とその結果としてのコア諸国から周辺諸国への膨大な資本輸出と周辺諸国でのバブルの発生である。

共通通貨ユーロの規定に関して、田中氏は「つなぐ通貨」と規定されている。無理に単一化させるのではなく、ユーロ圏諸国の多様性を維持しながらも統一的に機能させるための通貨ということである。本章では、「つなぐ通貨」という現状のユーロに対する規定は的を射たものであるが、多様性を維持しながらも統一的に機能させるといったことが本当に可能なのかと疑問が提起され、「つなぐ通貨」ユーロは貨幣制度として十全な機能を果たすことができず、次のような問題点・欠陥を抱えていると論じられている。貨幣資本市場の各国毎の分断がユーロ貨幣資本市場の発展の重大な阻害要因となっていること、ECBの中央銀行としての不備（発券機能の欠如、金融政策を決定する政策理事会でのECBのボードメンバーの実質的権限のなさ）。金融システムの安定性維持に関して、ユーロ圏全体の規模での金融の監督・規制が存在せず、監督・規制機能や最後の貸し手機能そのものは、ECBではなく各国の中央銀行・金融監督当局に委ねられており、ECBは勧告・助言機能を持つだけであること。

ユーロ礼賛論が共通通貨ユーロの構造的問題をまともに考慮していない、という点に関してはその通りだと考えられる。その上で、現在のユーロ危機の根本的原因が、「設計図と現実のズレ」（欧州先進国同盟という当初のユーロ設計に対して不適格なはずの南欧諸国の加盟）にあるのか、それとも共通通貨ユーロの「設計図そのもの」にあるのかという問題に対して、後者の見方が正しいことが本章の議論で十分示されたかどうかは、判然としないように思われる。というのは、例えば、最適通貨圏の条件から外れる南欧諸国がユーロに加入したことが今回の危機の原因だったと理解することができる

なら、それは危機の原因は「設計図と現実のズレ」と考えることもできるからである。

また、「つなぐ通貨」ユーロが多様性を維持しながらも本当に統一的に機能しうるのかという本章の問題提起に関しては、「つなぐ通貨」という性格はやはり不安定で過渡的なものと理解すべきだし、「つなぐ通貨」の不安定性が露呈したのが今回の欧州危機であると評者にも思われる。ただ、「つなぐ通貨」ユーロの問題点・欠陥に関する本章の議論は、全体として、1999年の共通通貨ユーロの導入段階の制度的枠組みを前提にして、その時点での問題点・欠陥を論じているように思われる。しかしながら現実には、その後域内制度の調和や共通化を図るための様々な改革が行われてきており、また2008年のリーマンショック以降は金融システム安定化のための様々な対応措置がユーロ圏でも採られており、そうしたユーロ圏における通貨・金融制度の現実の動きを踏まえて、通貨ユーロの問題点・欠陥を論じるべきではなかろうか。問題点・欠陥が、これまでの、または今後の改革によって対処可能なものなのか、それとも共通通貨そのものに内在する対応不能なものなのかを、ユーロ導入後のこれまでの及び現在進行中の現実の動きを踏まえ、より立ち入って検討されるべきだと思われる。

例えば、貨幣資本市場の各国毎の分断という問題に関しては、欧州危機の重大な要因となったコア諸国から周辺諸国への膨大な資本輸出は、資本市場がユーロ圏内で急速に統合されたことを示すものではないだろうか。また、最後の貸し手機能に関しては、2008年以降の世界金融危機ではユーロ圏でも各国の中央銀行がその機能を大いに発揮したが、それで対応できなかったユーロ圏特有の決定的な問題が発生した

とは思われない。金融システム安定化のための規制・監督機能に関しては、世界金融危機の中でユーロ圏でも各国の金融監督当局・財政当局は銀行への資本注入や銀行救済を行い危機に対応し、その経験を踏まえ、2010年のドラロジェール報告に基づき、ユーロ圏全体にわたる監督当局として、「欧州監督機構」が既に発足している。「欧州監督機構」下の「欧州銀行監督機構 EBA」は、2010年から EU 圏全体にわたるストレステストを実施している。2010年に顕在化した欧州ソブリン危機に関しては、ECB は最後の貸し手機能を發揮して、ギリシャ等の国債の買い支えを始めた。

こうした現実の動きを考慮すれば、共通通貨ユーロは最初から完成されたものではなく、それが存続していく途は、未完成のものが問題や危機に直面してそれへの対応を通じて変貌・進化していく、というプロセスを通じるものだと考えるべきではないだろうか。

以上、各章はそれぞれの問題意識の下で書かれているが、大変刺激になる点が多々あり、現代の世界の金融システムを考察する上で貴重な業績だと考えられる。

(立教大学経済学部教授)