

周小川論文の波紋

田中 修

はじめに

月末に周小川人民銀行行長は、3つの論文を発表した。1つは国際通貨システム、1つは貯蓄率、1つはマクロ・ミクロ経済の周期性に関するものであるが、最初の国際通貨システムに関する論文が波紋を広げている。これは4月2日の金融・経済に関する首脳会合（G20）を意識して書かれたものと考えられるので、その概要と反応を紹介したい。

1. 論文の概要

今回の金融危機の爆発と蔓延により、我々に再び以前からの懸案でありながら解決をみていない問題に直面している。それは、どのような国際基軸通貨¹であれば国際金融の安定を維持し、世界経済の発展を促進できるかということである。歴史上、銀本位、金本位、金兌換本位、ブレトン・ウッズ体制は、いずれもこの問題を解決するための異なる制度手配であったし、IMFの設立趣旨の1つもこれによるものである。しかし、今回の金融危機は、この問題が解決にほど遠いどころか、現行の国際通貨システムに欠陥が存在することにより問題が益々激化していることを示した。

理論上は、国際基軸通貨の条件とは、次のものである。

安定した基準と明確な発行規則によって秩序立った供給を保証しなければならない。

その供給総量は、需要の変化に基づきタイムリーかつ柔軟に増減調整を行うことができる。

この調整は、いかなる一国経済の状況・利益からも超越していなければならない。

現在のように、主権信用通貨を主要な国際基軸通貨にしていることは、歴史上まれな特例である。今回の危機は、創造的な改革を行い現行の国際通貨システムを整備しなければならないこと、国際基軸通貨について価値が安定し、需給が秩序立っており、総量が調整可能なように整備を推進してこそ世界経済・金融の安定を根本的に維持できること、を我々に警告した。

1.1 今回の金融危機の爆発と急速な世界的蔓延は、現在の国際通貨システムの欠陥とシステムリスクの反映である

基軸通貨発行国にとって、国内の金融政策目標と各国の基軸通貨に対する要求とは常に矛盾する。金融当局は、自国通貨の国際機能を軽視して、単純に国内目標を考慮することはできない。また、内外の異なる目標を同時に配慮することもできない。自国のインフレを抑制するという需要によって、世界経済の不断に増大する需要を十分に満足できない可

¹ 論文では、「国際準備通貨」という言い方をしている。

可能性があるばかりか、内需を過度に刺激することによって世界に流動性を氾濫させる可能性もある。基軸通貨発行国は、世界に流動性を提供すると同時に、価値の安定を確保することはできないのである。

一国の通貨が全世界の 1 次産品価格を定める通貨、貿易決済に用いる通貨、準備通貨になった後は、当該国は経済のアンバランスをレートで調整しようとしても無効となる。多数の国家の通貨は当該一国の通貨を参照しているからである。経済のグローバル化は、あまねく受け入れられる基軸通貨によって恩恵を受けてきたが、この通貨を発行する制度的欠陥によって被害も受けている。ブレトン・ウッズ体制の解体後、金融危機がしばしば発生し、かつますます激烈になっていることからすると、現行の通貨システムに全世界が払った代償は、これから得た利益を上回っている。基軸通貨の使用国が深刻な代償を払うのみならず、発行国も日増しに増大する代償を払っている。危機は、基軸通貨発行当局の故意ではないにせよ、制度的欠陥の必然的結果である。

1.2 主権国家と無関係で、価値の長期的安定を維持できる国際基軸通貨を創造し、主権信用通貨を基軸通貨とすることに内在する欠陥を回避することが、国際通貨システム改革の理想的目標である

(1) 超主権的な基軸通貨の主張は、由来は古いが今日に至るまで実質的進展がみられない。

1940 年代、ケインズが 30 種類の代表的商品を価値決定のベースとして国際通貨単位「Bancor」を設立する構想を提出したことがあるが、遺憾なことに未だ実施できないでいる。しかし、ホワイト案を基礎としたブレトン・ウッズ体制の崩壊は、ケインズ案がより先見の明があった可能性を示すものである。ブレトン・ウッズ体制の欠陥が暴露された当初、IMF は 1969 年に特別引出権 (SDR) を創設し、主権通貨を基軸通貨とすることによる内在リスクを緩和した。遺憾なことに、分配メカニズムと使用範囲の制限によって、SDR の役割は今日まで十分発揮できずにいる。しかし、SDR の存在は国際通貨システムの改革に一縷の希望を提供した。

(2) 超主権的な基軸通貨は主権信用通貨に内在するリスクを克服するのみならず、世界の流動性を調節する可能性を提供する。

国際機関が管理する国際基軸通貨は、世界の流動性を創造・コントロールすることを可能にする。一国の主権通貨がもはや世界貿易の尺度・参考基準となくなるとき、当該国のアンバランス調節に対するレート政策の効果は大いに増強される。このことにより、将来の危機発生のリスクを極めて大幅に引き下げ、危機処理の能力を増強することができるのである。

1.3 改革は大きな所から着眼し、小さい所から着手し、順を追って進め、Win Win を追求しなければならない

安定的な価値決定基準を有し、各国が受け入れる新たな基軸通貨を再建することは、長い期間を経て実現する目標であろう。ケインズが構想した国際通貨単位を設立することは、人類にとって更に大胆な構想であり、各国政治家が非凡な先見性と勇気を引き出すことが必要である。短期間内では、国際社会とりわけ IMF が、少なくとも現行体制の生み出すリスクを認め、正視し、これを不断にモニター・評価し、かつタイムリーに警告を発しなければならない。

同時に、SDR の役割を十分発揮させることをとりわけ考慮するべきである。SDR は超主権的基軸通貨の特徴と潜在力を有している。同時にこれを拡大することは、IMF が経費・発言権・代表権の改革方面で直面している困難を克服することに資するものである。このため、SDR の分配推進に力を入れるべきである。これには、各構成国の政治上の積極的分担・協力が必要である。特に、1997 年第 4 次協定改正及びこれに対応した SDR 分配決議を通じて、1981 年以降に加盟した構成国が SDR の利点を早急に享受できるようにすべきである。これをベースにして、SDR 発行の一層の拡大を考慮する。

SDR の使用範囲を拡大しなければならず、これにより各国の基軸通貨に対する要求を真に満足させることができる。

SDR とその他の通貨との清算関係を確立する。

これにより、現在の SDR が政府あるいは国際組織間の国際決済しか使用できない現状を改め、国際貿易・金融取引の公認された支払手段とすることができる。

国際貿易、取引量の多い商品の定価、投資及び企業の記帳において SDR 建ての使用を積極的に推進する。

これは、SDR の役割強化に資すのみならず、主権基軸通貨建てを使用することによる資産価格の波動及び関連リスクを有効に減少することができる。

SDR 建ての資産創設を積極的に推進し、その吸引力を増強する。

IMF は SDR 建ての有価証券を研究中であり、これが推進されれば 1 つのよいきっかけとなる。

SDR の価値決定・発行方式を更に整備する。

SDR 価値決定のバスケットの範囲を世界の主要経済大国に拡大すべきであり、加重において GDP を考慮する要因の 1 つとしてもよい。このほか、SDR に対する市場の信用を更に高めるため、SDR の発行を人為的な価値計算から、現物資産にうらづけられた方式に転換してもよいし、各国の現有の準備通貨を吸収してその発行準備とすることを考慮してもよい。

1.4 IMF が構成国の一部外貨準備を集中管理することは、国際社会の危機対応・国際通貨金融システムの安定維持の能力を増強することに資するのみならず、SDR の役割を強化する有力な手段である

(1) 信任に値する国際機関が世界の外貨準備資金の一部を集中管理し、かつ合理的なり

ターン率を提供して各国の参加を吸引する。

これは各国が分散使用し各自で戦いに臨むより、外貨準備資金の役割をより有効に発揮することができ、投機・市場恐慌に対し更に強い威嚇・安定効果をもたらす。参加した各国にとっては、所要の外貨準備を減少させることに資し、節約した資金を発展・成長に用いることになる。IMF は構成員が多く、同時に世界で唯一通貨・金融の安定を維持する職責を担っており、かつ構成国のマクロ経済政策に対し監督を実施できる国際機関である。IMF は以上の役割を担うにふさわしい専門的特長を有しており、構成国の外貨準備を管理することにより、おのずと優位に立つことになる。

(2) IMF が構成国の外貨準備を集中管理することは、SDR が基軸通貨として更に大きな役割を発揮することを推進する有力手段にもなる。

IMF は、市場化モデルを考慮し、開放式基金を形成し、構成国の現在累積している準備通貨を集中管理して SDR 建ての基金単位を設定できる。IMF は各投資家が現在の準備通貨を使用して基金単位を購入し、必要なときは準備通貨を買い戻すことを認める。こうすれば、SDR 建て資産の発展を推進するとともに、現有基軸通貨の世界的流動性のコントロールを部分的に実現することになり、更には SDR 発行を増加することにより、現在の基軸通貨の基礎を序々に置き換えることができる。

2 . 他の政府関係者の発言

(1) 謝旭人財政部長

3月14日、インタビューに応じ、G20に臨む基本姿勢として「速やかに多元化した国際通貨システムを建設しなければならない。多様な通貨の役割の発揮に努め、共同で国際通貨システムの安定を支える。」と周行長に同調している(新華網北京電 2009年3月25日)。

(2) 人民銀行胡曉煉副行長

ドルに代替する基軸通貨について聞かれ、「これは外貨準備の投資の多元化の問題である。中国の外貨準備はずっと多元化の減速に基づき、ドル・ユーロ・円等多様な通貨に投資している」と話をはぐらかせている(新華網北京電 2009年3月4日)。

3 . 海外の反応

環球時報 2009年3月25日、新華網 3月26日、新華網総合 3月27日は次のように伝えている。

英：インデペンデント

米国のガイトナー財務長官が「中国は人民元レートを操作している」と批判したのに対する中国の反撃ととらえている。

英：タイムズ

中国が自己の経済パワーを顕示したものであり、ドルに対する挑戦であるとし、中国が世界主要経済大国との交渉において自信を強めていることの現われだとしている。

米：オバマ大統領

24日の記者会見において、「私は(新たな)国際基軸通貨を創造する必要があるとは考えていない」と発言。

IMF：リブスキー筆頭副専務理事

新しい国際基軸通貨を創造することを議論するのは、「十分自然」であり、周行長の建議は「非常に厳粛なものであり、私は新しい国際基軸通貨を創造することに関する議論及びその他国際通貨システムの改善に関する建議の議論は、続けられるものと確信している」と評価している。

国連：専門家チーム(代表：スティグリッツ)

「主要通貨のバスケットを用い、新たな国際通貨システムを確立することは、国際通貨システムを再建する中長期改革の一部である」と建議している。

IMF：ストロスカーク専務理事

「中国の提起は合理的であり、新たな国際基軸通貨に関する議論は、決して新しい事柄ではない」としつつも「ドルがすでに主導的地位を喪失しているとは思わない」としている。

欧州委員会：経済・通貨担当アルムニア委員

「全ての人は IMF が世界経済において更に大きな役割を發揮するべきだと考えている。しかし、現在ドルの基軸通貨としての役割に重大な変化の発生はみられない。現在の世界基軸通貨はなおドルであり、これは長期にわたり続くだろう」としている。

オーストラリア：ケビン首相

24日、ワシントンにおいて「ドルの基軸通貨としての地位は争うべくもない」と述べている。

(4月1日記)