

国際公共財としての国際通貨制度の変遷

有吉 章*

要 約

本稿では、国際公共財としての観点から国際通貨システムの変遷を分析する。国際通貨制度は、一般受容性のある通貨を国際取引で利用可能にするという便益を提供する点で、優れて国際公共財であると言える。しかしながら、通貨は国内・国際の両種の取引に利用されるため、歴史的にも、通貨に対する国内的要請と国際的要請が時として対立し、国内的な目標が国際的な目標に優先され、国際通貨制度の維持を困難にしてきた。経済のグローバル化の結果、マクロ経済面では国内目標と国際目標は単純な対立関係にはないことが認識されるようになった半面、安定した国際通貨制度を支えるための銀行監督等の制度的な枠組みについてはより高い要求が課されるようになるとともに、制度の国際的な調和と国内的な運用との間の緊張関係が顕在化しており、国際公共財としての国際通貨制度の供給は引き続き困難な課題でありつづけるであろう。

I. はじめに—公共財としての貨幣

貨幣は分割可能かつ排他性があり、通常の公共財の定義からすれば純粋な私的財である。しかし、貨幣のもたらす便益は貨幣そのものの消費ではなく、他の主体が貨幣を交換手段として受容するという点にある。こうした *network externality* により取引コストが削減され、商品・サービスの場所と時間を越えた交換が可能となり、貨幣は経済的な厚生を飛躍的に向上させることとなった。貨幣という仕組みは非競争的でありかつ非排他的であり優れて公共財であると言える。

貨幣が貨幣として機能するためには一般的受容性を維持し続けることが不可欠であり、そのためには価値が安定していることが重要であるが、同時に取り扱いのコストが低いこと（保管、携帯、輸送等の利便、幅広い価値のレンジに対応できる、真贋の判断が容易）も必須である。また、貨幣は取引手段として経済の中を循環しなければその機能を発揮できないことから、一時的にも貨幣が偏在したり、貨幣へのアクセスが途絶したりすることのないことが重要である¹⁾。さらに、貨幣価値の安定という観点から

* 財務省大臣官房審議官兼財務総合政策研究所次長。本稿の内容は全て筆者の個人的見解であり、財務省あるいは財務総合政策研究所の公式見解を示すものではない。

1) 貨幣経済化した世界では一般的には貨幣の量が十分であれば問題は生じないはずであるが、ある者が貨幣を入手出来ずに支払いを行えないと、その貨幣を受け取るはずの者も支払いが不可能になり、こうした状況が連鎖する結果、支払不能のスキム状態が発生する可能性がある。この場合流動性を一時的に供給できれば全体に貨幣が流れ、困難が解消する。

も、その供給が需要に見合った形で安定的に供給される必要がある²⁾。通貨制度の仕組み、即ち公共財の供給という観点からは、制度がいかにこうした要求を満たしているかが重要である。貴金属は上記の性質を満たすものとして自然発生的に貨幣として利用されたが、その後様々な変遷を経て、中央銀行の独占発行による管理通貨制度が貨幣に要求される様々な性質を最もよく満たすものとして、現在では広く採用されるに至っている。

もっとも、一般的受容性という点では *network externality* が圧倒的に重要であり、いったんある貨幣が定着すれば、価値の不安定性があっても、圧倒的に多くの他者がある貨幣を受け入れるという一点で当該貨幣の保有が有利になり、それがまた貨幣を貨幣たらしめつづけることになる³⁾。こうした観点からは、むしろ貨幣自体の存在は所与として、いかに貨幣的価値の混乱やそれに伴う外部不経済、例えばハイパーインフレや恐慌を防止するかが重要となる。即ち、*public bad* としての通貨の不安定防止することが、伝染病の防止のための公衆衛生と似た形で、公共財の供給とする考え方がある。⁴⁾

金が貨幣として使われていた時代においても、政府は金貨の鑄造を通じ貨幣秩序の形成に関与してきた。金貨は鑄造時には金の量目と金貨が表象する価値が一致していても、使用により摩滅し、この両者が乖離するという問題がある。金貨が額面にて通用するのなら、支払いには出来るだけ摩滅したコインを使う方が有利であり、「悪貨が良貨を駆逐する」というグレシャムの法則が働き、結果として金貨であっても取引の際に常に計量しなければならないという面倒なことになる。英国政府はエリザベス一世の治下(16世紀後半)、ある程度以上摩滅した金貨を回収し鑄造し直し、流通している金貨が常に一定

の量目を有するという政策を導入した。これにより、いちいち貨幣を計量する必要をなくし取引コストを大きく削減することに成功した。しかも、17世紀半ば以降は金貨の改鑄のコストを国が負担することにより、金貨価値の高度の安定を実現した。こうした政策はまさに公共財の供給と言える。⁵⁾

英国の例は公的な負担による安定した通貨という公共財の供給の例であるが、逆の例も多く存在する。典型的な例は金貨の品位をわざと落とすことで発行者が差益 (*seigniorage*) を得ようとするものである。貨幣供給の増加はインフレをもたらすこととなる。また、経済が拡大すれば貨幣需要は増大するので極端な差益をとらないことで物価の急激な上昇は避けられても、グレシャムの法則から逃れることは出来ず、古い金含有率の高い貨幣は価値が高まり、退蔵されることとなるし、異なる貨幣間の選別や交換レートが発生など、貨幣としての利便性を損なう結果にもなる。

公共財の供給という観点からは、現代における管理通貨制は多面的な様相を呈する。貨幣供給の直接的コストは管理通貨制においては紙幣の印刷コストだけであるから、商品貨幣に比べ経済全体としての貨幣の供給コストは小さい。また、貨幣の保有を通じて人々が負担するコストは保有に伴う機会費用であるから、他の資産との金利差や一般物価の上昇に伴う貨幣価値の減価がこれにあたる。このコストが貨幣の使用に伴う取引費用の低減に比べ小さければ貨幣の利用者はネットで便益を受けることが出来る。一方、この金利分や一般物価の上昇は、管理通貨制における通貨の発行者にとって *seigniorage* となるが、民主的な国民国家においてこれは国家の収入となり、公共サービスの供給をファイナンスするので経済全体として *seigniorage* の

2) その供給のためのコストも貨幣の利用に伴う取引コストの低下に十分見合うものである必要がある。

3) Selgin (2003), 岩井 (1993) 等参照。

4) 例えば、国際通貨制度についての Wyplosz (1999) や Allen (2002) の議論。

5) 加えて、当初は摩滅した金貨を使用する者に死罪を科すなど、司法的な手段による強制まで行っている。(Harrod (1969), pp. 6 – 9)

発生自体がマイナスをもたらすものでもない⁶⁾。こうした点からは、通常の公共財と違い、その供給をいかにファイナンスするかという財政的な問題は生じない。

しかしながら、fiat money の発行から seigniorage を得る際には、金貨の場合と違い改鋳という明確な行為もなく、悪貨による良貨の駆逐が目に見える形で起こらず、一般物価の上昇という形でしか認識出来ない。しかも税のように明確な負担感がないので、政府は通貨発行差益への依存を強める危険がある。これによりインフレが昂進し、所得分配上の悪影響をもたらすな

ど、様々な経済的環境の悪化をもたらす恐れがあり、これは、public bad と言える。このように考えれば、通貨を独占的に発行する政府がこうした事態を防止することが、消極的な意味ではあるが、公共財の供給と考えることも出来る⁷⁾。また、後述するように、貨幣は銀行システムと不可分の関係にあり、銀行システムの安定を維持することが通貨制度の安定にもつながるので、銀行監督をはじめ銀行システムの安定を保証するような様々な政府活動も通貨制度の安定のための公共財の供給と考えることが出来る。

II. 公共財としての国際通貨制度

国際的な場面においても通貨の果たす役割は国内におけるそれと変わりはない。いかに財貨サービスの場所と時間を越えた交換（即ち貿易と投資）を安定的かつ効率的に行う仕組みを作るかということが問題となる。金のような商品通貨を用いないとすれば、現実には各国の通貨を国際取引の決済のために利用し、かつ支払い用の準備として保有するということにならざるをえない。このような状況において、各国通貨が前節に述べた貨幣として必要な特性が十分満たされるかが問題となる。

第一に、外国の通貨を蓄積⁸⁾しても、その通貨を利用したいときに発行国が外国人による利用の制限（為替規制等）を行う可能性があり、一般的な受容性への疑念が生じ得る。第二に、通貨間の為替レートが変動し得るため、通貨の

購買力が安定するという保証はない。第三に、外国通貨は基本的に財貨サービスの輸出か借入れによって獲得することとなるが、借入れは外貨の発行国の銀行等に依存するため貸し出し態度の急変から流動性が不足し、交易活動に大きな制約が加わる可能性がある。途上国が外貨でしか借入れが出来ないことから生じる問題を指して、original sin とも言われているが、基本的に貨幣の偏在を解消し、貨幣が世界経済全体の中で以下にうまく循環させるかの問題である⁹⁾。第四に、特定国の通貨の供給は当該国の国内金融政策の反映であり、これが国際通貨としての長期的かつ世界的な貨幣需要の変動に対し、適切に増加するという保証はない。

とは言え、いずれの国の通貨も国際取引に使用せず、例えばすべて金で決済するという選択肢

6) 貨幣を国家が独占的に発行するのは、network externality というある種の独占的利益を民間主体に渡さず、国家自身が得ようとするものである。

7) こうした危険を重視する自由経済主義者は政府から通貨発行の権限を取り上げることこそ重要であるとして金本位、あるいは free banking による競争的な私的貨幣発行を主張する。

8) 自国通貨を外国人が保有してくれれば外国通貨は保有せずにすむが、その場合でもその外国人は外国通貨を保有することになる。つまり誰かは外国通貨を国際取引のために利用しなければならない。

9) もちろん、国内においても個々の企業や個人が流動性の不足に直面する可能性はあるが、中央銀行が最後の貸し手 (LOLR) としての役割を果たし得るため、経済全体として流動性不足に陥ることはない。

表1 個別国通貨を国際通貨として用いる際の問題点と国内通貨制度における対応

	問題点	国内通貨制度での仕組み
一般的受容性	為替規制の可能性	国家主権による保証
価値の安定性	為替レートの変動の可能性	物価安定を目的とした金融政策
短期的流動性	他国の銀行システム等への依存 (Original Sin)	国内金融監督、 最後の貸し手としての中央銀行
長期的供給	当該国の国内金融政策に依存	国内金融政策

は現実的でないので、国際取引に使われる通貨が国際通貨としての性質を満たすように、誰が、どのような形で努力するのか、あるいは不安定性という public bad を防ぐのかということが問題となる。

個別国通貨を国際通貨として使用する際の問題点を国内通貨制度との対比で示したのが表1である。国内において自国貨幣は通常、強制通用力があり、また、納税等対政府取引においては利用が保証されるなど、国家主権を背景とした一般的受容性が存在する。その他の点についてはもっぱら国内金融政策の運営の中で通貨として望ましい特質の確保が図られる。そこで、世界政府も世界中央銀行も存在しないことを前提に、いかに国際通貨として望ましい性質を確保する枠組みを構築するかが問題となる。さらに、前述の public bad の防止という点も含め、安定した国際通貨システムの維持になんらかの

負担が伴うのであれば、これを誰がどのように負担するのかという問題がある。

前節で述べたとおり、通貨はその圧倒的便益ゆえに自然発生的に利用されるものであり、自発的に供給されないものの供給の負担をどう考えるのかという通常の財政学的な問題は生じない。しかし、安定した国際通貨システムがどのようなメカニズムで供給され得るのかという点では、本特集のテーマである国際公共財の財政学という問題意識と呼応している。以下ではまず、19世紀以降の主要な国際通貨制度の変遷を国際公共財の供給という観点から概観する。その際、自国通貨が国際通貨として利用される国（基軸国）とそうでない国（周辺国）にとってどのようなコストと便益があるかを検討し、国際公共財としての（安定的な）国際通貨制度の供給について考察する。

Ⅲ．金本位制——公共財の予定調和的供給とその限界

各国において貨幣制が確立した後、19世紀末から第一次世界大戦までは金本位制のもとで国際通貨システムがある程度安定的に機能していた¹⁰⁾。前節で指摘した四点から見ると¹¹⁾、第一に国内通貨と金の双方向の兌換を保証し、金の

輸出入を規制しないことで交換可能性を確保することにより一般的受容性を強化した。第二に、各国が金平価を固定することにより自国の物価水準を安定化させるとともに通貨間の為替レートも固定化され、価値の安定性を実現した。ま

10) 以下の金本位制の記述については McKinnon (1993), Bordo and Eichengreen (1998) などによる。

11) 金本位制においても個々の取引の決済には各国通貨が用いられていた。従って、以下の説明は金本位制というメカニズムを通じて、各国通貨、特に基軸通貨がいかに国際通貨としての性質を満たしていたかの説明となる。

た、金の流出が国内金融を引き締めることで物価を下げ、対外収支を均衡化させるメカニズムを内在することで長期的な平価の安定を保証した。第三に為替が固定され、金の自由な輸出入という形で資本移動が自由化されていたため、各国の金融市場間の裁定が働き金利の引上げによって資本流入が起こるメカニズムを作り上げることにより短期的な流動性を確保した。また、極端な金融危機の場合には一時的に金本位制から離脱し為替を切り下げ、国内的には中央銀行がLOLRの役割を果たすことで流動性を確保した。この場合でも旧平価で金本位制に復帰するということが広く信じられていたため、国内流動性の供給を拡大した低金利下でも将来の為替の増価期待から資本流入は確保された¹²⁾。

上記の第一から第三点の結果、金本位制下の通貨は金と「同じ」ものとして扱われ、通常の取引は外貨（外国為替）で決済され、最終的な二国間の決済尻のみが物理的な金の移動により清算され、必要な金貨幣の量も節約されることとなった¹³⁾。しかしながら、第四点に関してはベースマネーたる金は世界的な需給により決定される一方、供給は需要の伸びには追いつかずしかも新たな金鉱山の発見に依存するなどランダムな要素が多く、この結果物価は長期的なデフレ傾向の中で変動を繰り返した。

第一次世界大戦までは金本位制は問題点を抱えながらもシステム全体としてはうまく機能し、現在においても金本位制への復帰を唱える論者がいる。注目すべきは、特別な世界的な機関も

必要なく、国際金融秩序が維持されていた点である。では、特別な機構無しに、ある意味では市場原理を通じて予定調和的に国際公共財たる安定した国際通貨制度が供給されていたのはどうしてであろうか。

最も重要だったのは世界経済金融の中心で国際通貨の供給国であった英、仏、独の各基軸国が金本位制に深くコミットし、このコミットメントが信用されていた点である。Network externalityにより同じシステムに参加すること自体の便益があるのはもちろんのことであるが、固定平価へのコミットメントにより、短期的な資本流入が国際収支を安定化させるというメリットがあった。また、周辺国にとっては基軸国の通貨を国際通貨として用いざるを得ないという点では選択の余地はないが、自らの通貨制度を構築するにあたっては、金本位制へのコミットメントが国際資本市場において“Seal of Approval”¹⁴⁾として機能し、借入れの際のリスクプレミアムを低下させた。金本位制へのコミットメントはそうした点で基軸国、周辺国ともに自己の利益に合致し、それがゆえにコミットメント自体が信用されることともなった¹⁵⁾。

金本位制へのコミットメントは国際通貨秩序の安定をもたらしたが、各国にとってコストがないわけではなかった。最大の問題は、国内金融政策が制約されるということであり、特に世界的な金の需給バランスの悪化がデフレ圧力をもたらすと、不況と失業という形で国内的なコストは大きく上昇することとなった。また、特

12) かつては第二点で指摘した国際収支の不均衡を通じた金の流出入に伴う金融の自動安定化のメカニズムを重視していたが、最近の研究ではむしろ金本位制へのコミットメントに伴う為替の中長期的アンカーの存在を重視する議論が多い。(Bordo and Kydland (1995) 等。)

13) この清算も制度的に行うわけではなく、需給に応じて外国為替の交換レートが変動して公定の平価と乖離したとき——例えばフランスの国際収支が支払い超になり、外国為替市場でフラン・ポンドの需給が悪化しフランが値下がりしたとき、パリでフランを平価で金に換え、それをロンドンに輸送してロンドンでその金を平価でポンドに換えた方が有利になるという裁定関係が働くことで自動的に行われる仕組みであった。

14) Bordo and Rockoff (1995)

15) 金鉱山の発見が19世紀に相次ぎ、また、19世紀末には安価な金の抽出技術が開発されたことで金の供給が増えデフレバイアスを軽減できたこと、世界金融経済の中心たる英国が自由貿易と金本位制に深くコミットしていたこと、金本位制は同一のルールに各国が従うということで国際政治的にも受け入れやすかったこと、など金本位制の維持にとって有利な環境が存在したとも指摘されている。(Bordo and Eichengreen (1998))

表2 金本位制下の国際通貨

	金本位制の仕組み	問題点	
一般的受容性	金兌換・金の自由な輸出入	コミットメントが疑われた場合の問題	通貨の受容性低下
価値の安定性	固定金平価		競争的切り下げ
短期的流動性	金本位制へのコミットメントによる自動安定化作用		流動性枯渇の可能性
長期的供給	金産出に依存	金産出不足による長期的デフレ	

に周辺国においては金本位制離脱の憶測が生まれると強力な引締め策をとり対抗せざるを得ず、例えば米国においては1892年から97年の間はこうした引き締めのため厳しいデフレと金融不安におそわれた¹⁶⁾。換言すれば、国内経済の安定という国内的な公共財の供給を犠牲にすることにより、国際通貨制度の安定という公共財が供給されていたと言える。しかし、19世紀においては金融政策を国内雇用の維持に使うべきとの政治的圧力が弱く、国内における景気後退の犠牲を払ってでも金本位制を維持できたが、第一次大戦後は、労働者の力の高まりを背景に金融政策を国内的な政策目的に振り向けるべきとの議論が高まった。さらに、第一次大戦の間に物

価が上昇したにもかかわらず旧平価で金本位制に各国が復帰したことから金が絶対的に不足し、外貨準備の積上げのために各国が金融を引き締めたことが世界的な不況を悪化させた。そこで各国は結果的には国内均衡を優先し順次金本位制を離脱することになった。いったん金本位制に対するコミットメントがなくなると、国際通貨としての一般受容性や流動性の供給にも齟齬をきたし、さらに競争的な切り下げもあって世界貿易は混乱・縮小し、世界経済のブロック化も進行し、国際金融秩序の崩壊という public bad により結局は各国経済の低迷をももたらすこととなった。(表2)

IV. ブレトン・ウッズ体制—強い米国に依存したドル本位制

戦後の IMF を中心とした国際通貨体制の再構築は両大戦間の経験を踏まえ、国際通貨制度の安定を企図したものであったが、同時に国内均衡の達成にも配意しようとするものであった。

その実際の運用は IMF 協定の意図したところとは必ずしも一致せず、事実上米ドルが唯一の国際通貨となったが¹⁷⁾、戦後約20年間にわたり、安定した国際通貨体制を生み出した。国際公共

16) Obstfeld (1998)。

17) IMF 協定が想定した仕組みは、すべての国において、外国人が経常取引を通じて手に入れた自国通貨に関しては中央銀行がドル若しくは金への交換を保証することにより、すべての通貨を国際取引に活用できるというものであった。しかし、50年代後半までは現実には米ドル以外の通貨は限定的な形で二国間の決済にしか用いられず、しかも相手国通貨の蓄積を回避するため二国間貿易がバランスするような様々な貿易為替規制が敷かれた。その後各国も経常収支の改善を背景に経常取引の規制を課さない8条国に移行し、自国通貨のドル・金との交換性を回復した。しかし、この交換性はあくまで経常取引についてであり、資本規制が残る限りはドル以外の通貨は国際通貨として広範に利用されることはなかった。

財の供給という観点から見ると、この体制は唯一の基軸国たる米国とそれ以外の諸国に異なった行動ルールを求めるものであった。米国自身は海外の米ドル需要に伴う国際収支の変化を受動的に容認することで国際的な通貨需要を満たした。また、米国が適切な金融政策を運営することで通貨価値を維持し世界的な物価水準の安定をもたらした。これに対し、米国以外の国は資本規制により得た金融政策の自由度と財政政策を弾力的に活用し、また必要な場合には為替レートの調整も行うことで対外、対内均衡を共に概ね実現することが出来た。もっとも、対外取引が拡大し、資本規制もある程度緩和されてくると金融政策の自由度は徐々に減少し、また為替レートの変更も極めてまれにしか認められなかったため、周辺国にとっては金本位制下に似て、金融政策が対外均衡の実現のために制約を受けることとはなかった。

国際通貨制度の維持に関する負担という点では、1950年代から60年代前半に至るまでは、ドルが国際通貨として利用されることによる米国にとっての負担はなかったといえてよい。米国には金兌換の義務はあったが金の保有量は諸外国の米ドル外貨準備に比して十分大きく、金兌換の維持が金融政策の大きな制約となることはなかった。また、海外における通貨需要が変動すると国内金融調整が難しくなることも理論的には考えられるが、海外当局の準備は基本的には米国債の形で保有され、通貨需要には影響がなく、海外民間主体のドル預金保有も比較的安定しており、米国の金融政策のかく乱要因とはならなかった。その結果、米国は基本的には国内均衡を目的とした金融政策を運営出来た。また、米国自身が為替レートの変更を行うことは想定されておらず、この点では政策の自由度を

放棄した形にはなっていたが、戦後しばらくは米国製品の競争力は圧倒的に高く、為替政策の制約が負担となる状況ではなかった。逆に、自国の経常収支の赤字を自国通貨の増発という形でファイナンスすることで、seigniorage も得ることができるという意味でメリットがあった¹⁸⁾。

米国以外の国にとっては上述のとおり、国際収支が金融政策上の制約となるものの、この点自身は資本規制により金本位制下よりは緩和されており、米国の金融政策が適切である限りは国際的な物価水準の安定と国際流動性の需要に応じた供給が果たされる、それなりのメリットのある仕組みであった。個々の周辺国（米国以外の国）にとっては国内マクロ政策の失敗や外的なショックから国際収支が悪化し、一時的な流動性の困難に直面することもあったが、これはIMFからの短期の借入れを受け、その間に国内経済の調整を図り、国際収支の均衡を回復する仕組みが機能した。また、平価の変更も可能であり、国内調整のみに依存する必要はなく、調整コストも金本位制下に比べ緩和されていた。

この体制も米国が突出した経済力を持ち、米経済自身も安定していた間はうまく機能したが、やがて不安定性を抱えるようになった。まず、米国以外の国が復興を果たし、規模が拡大するとともに国際通貨としてのドルに対する需要が高まった。その結果、Triffin's Dilemma として知られるように¹⁹⁾、公的な外貨準備が増大し、米国の公的な金保有を超え、米ドルの価値を保証していたドルの金への交換可能性に疑念が生じ始めた。さらに、資本規制が徐々に自由化された結果、米国以外の民間部門における外貨保有も増大していった。さらに、そうした中で、60年代後半には米国経済は国内社会政策への支出の増大にベトナム戦争の戦費負担が加わり拡張

18) 1960年代半ばに Aliber (1966) はドルが国際通貨であることの米国の利害を分析し、国際収支赤字のファイナンスを機動的に出来るメリットが大きい反面、金融政策上の制約というデメリットはドルが国際通貨でなくとも被るものであるとして米国にとってメリットのほうが大きいと結論付けている。

19) Robert Triffin が1960年に米議会で行った証言で有名になった。世界的に必要とされる流動性を供給するためには米国は国際収支を赤字にしなければならないが、赤字が累積するとドルに対する信認が揺らぐというもの。著作としては Triffin (1960) がある。

的な財政政策がとられ、金融も緩和基調で運営され、インフレが昂進した。しかし、欧州はこれにあわせて貨幣供給を増大させず、より低い物価上昇率を指向したため固定レートの下では競争力が向上し²⁰⁾、経常収支の黒字が膨らみ介入により外貨準備も増加し、Triffin's Dilemma がますます激化した。他方、米国内においても

60年代後半には経常収支の悪化とともに国際競争力の低下が問題とされ、為替レート変更の自由がないことが負担と感じられるようになった。こうして、金本位制の際と同様に、国内目標の遂行と国際的な通貨ルールの遵守の矛盾に直面し、米国による金ドル交換制の停止によって、ブレトンウッズ体制は崩壊することとなった。

V. 複数国際通貨の出現—国際通貨の競争的供給

ドル・金の交換制が停止され、金ドル本位制は崩壊したが国際通貨の利用自体はやめる訳には行かず、当面は米ドルが引き続き主要な国際通貨として利用され続けた。しかし、米国がどれだけドルの国際通貨としての役割に配慮した政策を遂行するか——即ち国際公共財を供給するか——は判然としなかった。むしろ1970年代の半ばにおいては“Benign Neglect”という言葉に象徴されるように、米国は国内目標を優先させ、ドルの対外的な価値の変動は放置するとの立場をとった。拡張的な米国の国内経済政策により米国の経常収支の赤字は拡大し、ドルが国際通貨であったため米国以外の国の（対米）ドル債権の累積につながった。

1970年代以降は、主要先進国が国際通貨としてより広範に利用され始める時期でもあった。主要各国の金融資本市場が発達し、資本取引の選択的規制の困難さが認識されるとともに、各国は資本規制の自由化を推し進めた。これにより、米ドル以外の通貨の利便性が向上し、米ドル以外も国際通貨としての要件をより満たすようになった。上述のような米国の政策のもとでは米ドルへの依存を回避したいとの各国の意向が強まり、各国は外貨準備の分散化を図った。

ポートフォリオ選択上の判断から資産分散を進める民間投資家の行動ともあいまって、米ドル以外の通貨を国際通貨として使う傾向が強まり、なかんずくドイツマルクは国際通貨としての役割を強めるに至った（表3）。

こうした需要の変化により米ドル以外の主要通貨の為替レートが対ドルで上昇することとなり、そしてドルの相対的な減価は他通貨への分散をさらに進めることとなった。ドルの急落を背景に、1978年には米国が政策を転換してドル価値の防衛に乗り出すが、その後1980年代初めには米国の金融引締めの結果ドルが大幅に上昇したことなどから米国は再び不介入主義に転じるなど、米国政府の為替政策はその時々を経済状況や政権の政治姿勢などを反映してしばしば放置と介入の間を揺れ動くこととなる。

一方、ドルへの依存を低めるために、欧州内においては通貨協力を促進して欧州域内通貨間の為替レートの安定を図ろうする気運が強まった。1972年のスネーク制度²¹⁾の導入からはじめ、1979年には共通単位としての ECU と介入資金の相互融通などを含む欧州通貨制度 (EMS) が発足し、1999年1月には単一の中央銀行 (ECB) のもとでの統一通貨が採用される

20) 加えて、技術的なキャッチアップと生産性向上によるバラッサ＝サミュエルソン効果が働き、消費者物価の上昇率が日欧と米国で等しくても交易財でみると日欧の競争力が高まっていった。さらに、周辺国においては外貨準備の増大を是とする傾向が強く、国際収支の黒字に対して為替レートや財政金融政策を調整しようとする意識に乏しかった。

21) 11節参照。

表3 公的外貨準備の通貨別構成の推移 (%)

	1975	1980	1985	1990
米ドル	76.9	68.6	64.2 55.3	49.1
英ポンド	3.7	2.9	3.1 2.7	3.2
独マルク	6.0	14.9	14.9 13.9	17.5
仏フラン	1.1	1.7	1.3 0.8	2.2
日本円	0.5	4.3	7.8 7.3	8.9
ECU			— 11.6	13.8

(出展) IMF Annual Report 各号より。IMF スタッフ推計。

(注) 1985, 1990両年の下段は金を見合いとして発行された ECU を含んだ数字。

に至った²²⁾。単一通貨のユーロは EU の政治的 同時にユーロをドルに拮抗する国際通貨とした
経済的な統合を進めるためのものではあったが、 いとする意向が働いていたと指摘されている。

VI. 変動相場制下の安定確保と政策協調

現在の体制は複数の通貨が事実上の国際通貨として利用され、それぞれの通貨間のレートは基本的に自由な変動に任せるという仕組みとなっている。これにより形式的には国内金融政策と国際通貨として役割維持のための政策との間の表面的な緊張関係は解消できた。しかし、為替レートの変動は対外取引に影響を与えるため、価値の安定性という問題がクローズアップされることになった。そこで、安定した国際通貨制度という公共財の供給は、主要国間で為替レートの安定化を図るための協調行動をとる、という形をとることとなった。具体的には、為替レートは基本的には各国のマクロ経済状況及び政策の相対的な関係から決まるものであるという認識から、マクロ経済政策の協調と、必要に応じた為替市場での協調的な介入という形で通貨

の安定を図ろうという方向が支配的になった。即ち、G7サミット、G5・G7財務大臣・中央銀行総裁会議といったフォーラムを通じ政策協調が図られることで共同して国際公共財を供給するというものである。

1980年代においてはプラザ合意、ルーブル合意といった形で、適正為替レートにつき合意がなされ、通貨介入の実施とある程度のマクロ政策の協調という形で為替レートを目標圏内にとどめる努力がなされた。しかし、こうしたマクロ政策協調体制も、いくつかの理由により必ずしもうまく機能しなかった。

第一に為替レートの安定といってもどの水準での、どの程度の安定が望ましいかについての合意が難しい。第二に、為替レートは各国の相対的なマクロ経済状況を反映して決まるので、

22) 欧州内の通貨協力の簡単な歴史については、例えば有吉(2003)参照。

どの国が政策を調整すべきかが一義的には決まらず、合意にいたることが難しい。各国とも自らの政策の調整を約束することを嫌うため、国際収支の黒字国が緊縮的過ぎるのか、赤字国が拡張的過ぎるのかといった点での合意が出来ない。第三に、制度的にも実際のにも財政金融政策とも国内政策上の要請から決定され、国際的な観点からこれを調整することが困難である。具体的には財政面では政治的プロセスで決定されるためどうしても国内経済状況が政策に反映されやすい。また、金融政策もインフレターゲットの考え方の普及に見られるように物価安定に特化すべきとの議論が強く、為替レートの変動も国内物価に影響を与える限りにおいて考慮されるという傾向にある。第四に、国際通貨としての機能では主要通貨はある程度代替的であり、資産としての期待収益による資産選好の変化に従って為替レートが大きく変動し得る。マクロ政策は資産の期待収益率に影響を与える大きな要因ではあるが、実際には様々な要素が関係するためマクロ政策と為替レートの関係は一

義的ではなく、状況によっては直ちにはあまり大きな影響を与えられないケースもある。逆に通貨間の資産選好の動きを完全にオフセットする形でマクロ政策を運営することは、国内経済の安定を大きく損なうケースも想定される。

こうした理由から、G7等においても、最近ではもっぱら自国のマクロ経済的な安定を図るように個々の国が適切に財政金融政策を運営すべきという以上に踏み込んだ政策協調が指向されることはなく、むしろ、為替レートの変動は避けられないとして、乱高下時やマーケットの思惑による為替レートの行き過ぎには介入等により対応する余地は残しつつも、構造政策等に政策対話の領域を広げることによって間接的に国際的な不均衡の是正ないしは調整の円滑化を図ろうという方向に進んでいる。表4はちょうど16年の歳月を隔てて同じパリで開催された財務大臣・中央銀行総裁会議のコミュニケのマクロ政策と為替政策にかかる部分を比較したものである。1987年のルーブル合意と最近（2003年）のG7声明の間における政策協調の方向性の変

表4 国際コミュニケで表明された政策協調

ルーブル合意（1987年2月22日：抄）	
●	日本国政府は、内需の拡大を図り、それにより対外黒字の縮減に寄与するような財政金融政策を続ける。
●	米国政府は財政赤字の対GNP比を1987年度の3.9%から、1988年度には2.3%に削減するとの観点から、政策を遂行する。 [他に加、仏、独、英も各々、マクロ政策につきコミット]
●	プラザ合意以来の大幅な為替レートの変化は対外不均衡の縮小に今後一層寄与するであろうとの点に合意し、この声明に要約された政策コミットメントを前提とすれば、いまや各通貨は基礎的な経済諸条件におおむね合致した範囲内にあるものになった点に合意。各通貨間における為替レートのこれ以上の変化は、各国における成長及び調整の可能性を損なう恐れがある。それゆえ、現状においては、為替レートを当面の水準周辺に安定させることを促進するために綿密に協力することに合意。
パリG7合意（2003年2月22日：抄）	
●	欧州は、より柔軟な経済を実現するために、労働・財・資本市場の改革の加速にコミットしている。日本は金融・企業セクターを含む構造改革の取り組んでいることを改めて表明した。米国は雇用創出、資本形成・貯蓄の奨励、生産性を高めるための措置を実施している。各国とも財政の持続可能性と物価の安定確保に引き続き強くコミット。
●	引き続き為替市場をよく注視し、適切に協力していく。 [他に構造面ではコーポレートガバナンスの強化、途上国と新興市場国における投資環境の改善等につき言及。]

（備考）有吉 [2003] から抜粋。

化がよく現われている²³⁾。

こうした複数国際通貨システムの公共財供給の観点からのコストベネフィットについては以下のように考えられる。自国の通貨の国際通貨化は当該国にとって便益をもたらすと共に負担を生む可能性もある。即ち、自国通貨での借入れが可能となることから、外貨へのアクセスが絶対的な制約となることはなくなるという利点がある反面、投資家の国際通貨間でのポートフォリオ選択により為替レートが急激かつ大幅に変動する可能性がある。特に金融市場が比較的小規模の場合は投機的な動きにより為替レートや国内金融資産価格の変動が大幅になり、介入や金融政策によっても十分にこれらの変動を緩和できないという事態が生じ得る²⁴⁾。加えて、政策協調を通じた安定確保という点ではたとえ自国の対外政策や国内政策上はその必要性がなくとも、国際的な協調の観点から自国にとって必ずしも最適でない政策をとらざるを得なくなる場面も考えられる。

また、長期的な供給が長期的需要とうまくバランスをとって動くかという点については、国際通貨として機能しうる国が経済規模で見て世界の太宗を占め、かつ各々の国の資本市場が開放されている状況で、個々の国の金融政策が適切に運営されていれば、トータルとしての世界的貨幣供給も極端な問題は生じにくいとも思われる。しかしながら、現実にはいくつかの危険も考えられる。最近においては巨額の米国の経常収支赤字が続いており、米国の対外純債務が拡大し続けるといずれかの時点で大幅なドルの下落を誘発するのではないかと不安が語られることもある一方、この赤字は外国投資家による高水準の対米投資を反映しているとも考えられる。この構図は一見すれば Triffin's Dilemma と似ているが、金・ドル本位制下と違い、米ド

ルの信用力はドルと金の交換可能性に依存しているわけでない。ドル資産の保有者が将来におけるドルの減価の可能性まで含めて主体的な判断のもとでドルを保有しているのであれば、米国の対外純債務の拡大自身は問題とはいえないとも考えられる。他方、ドル保有者が近視眼的であったり、保有が必ずしも経済的な動機に従わない周辺国の通貨当局に偏っていたりする場合には、本来ドル資産への選好の低下から働く米国経済への自然な規律が働いておらず、将来の国際通貨の不安定性を内在しているとも言える。また、この他にも特定の基軸国が拡張的な政策をとり、為替が下落した場合、他国が自国の為替上昇によるデフレを懸念し拡張的な金融政策を採用する結果、世界全体にインフレバイアスが発生するといった懸念もないわけではない。ただし、複数の通貨が競争的に供給される状況は、国内でみれば Free Banking の世界と類似しているが、歴史的に見れば Free Banking は必ずしも不安定な金融システムを意味しなかったとも主張されている²⁵⁾。

なお、こうした国際通貨の変遷によって、基軸国のみならず周辺国も影響を受けた。特に米ドル以外の通貨が広く利用され、変動相場制に移行すると、米ドルに対してペッグしても他の主要通貨に対しては相場が変動してしまい、その変動が経済に外生的なショックを与えるという問題に直面した。例えば、1997年のアジア通貨危機の原因の一つとして指摘されているのは、円対ドルレートが乱高下したため、ドルにペッグしていたアジア通貨の実効レートも大きく変動した点である。即ち、大幅な円高期に向上していた競争力が円安となったため悪化し、国際収支も悪化し、資本流出のひとつのトリガーになったと言うものである。ただし、後述するように、先進国が総体として資本自由化を進め

23) ルーブル合意においては、コミュニケには明記されていないが、為替が参照値から一定幅以上乖離した場合には当局が為替介入を行うという目標相場圏の仕組みが取り入れられた。

24) アジア通貨危機におけるヘッジファンドの一部市場での行動が「水溜りの中の象」として国際的な問題となった。FSF (2000) 参照。

25) Dowd (1992) など。

たことにも起因する資本市場のグローバル化に伴う資本流出入の不安定性が周辺国にはより大

きな影響を与えている。

Ⅶ．国際通貨制度における国際機関の役割

現在の国際通貨制度の中では国際通貨基金（IMF）が中核的な立場にあり、既存のシステムについての枠組みを与えるものではあるが、国際通貨の安定という意味での国際公共財の供給にかかる IMF の役割は現実問題としては当初から必ずしも大きくなかった。まず、基本的なところでは IMF 協定により、加盟国は経常取引に関連した自国通貨の外国通貨との交換を保証しなければならない。この *current account convertibility* により、通貨の一般的受容性がある程度確保されることとなる。ただし、当初の IMF 協定においては資本規制についてはむしろ積極的に是認されていた。その結果、国際通貨としての役割を果たし得るのは格別の資本規制を課していない²⁶⁾米ドルだけという構図となっていた。

価値の安定という観点からは、1970年までは IMF 協定に基づく（変更可能な）固定相場制度は為替レートの安定性を制度的に支えるものであった。しかし、これはあくまで周辺国、すなわち当時で言えば米国以外の国には意味があったが、基軸国たる米国の政策、及び国際通貨としての米ドルの価値について必ずしも影響を与えるものでなく、事実、最終的には米国の一方的な金ドル交換性停止の声明によりシステムが終焉を迎えた。

また、ブレトン・ウッズ体制の崩壊後の IMF 協定改正においては、国際流動性の新たな供給

手段として特別引出権（SDR）の配分が考案された。しかし、SDR は基本的に IMF 内の取引にのみ使われるものであり、国際通貨としての役割は期待し得ないものであった。SDR の配分という形で国際通貨の発行国が経常収支の赤字を出さずに国際流動性を供給する手段も考案されたが、資本取引の活発化により国際流動性の供給が基軸国の経常赤字に制約されることがなくなる中で SDR の配分は国際収支赤字国への単なる資源移転と変わらないものとなり、これも利用されなくなった。

現在の複数国際通貨と変動相場制下においては、IMF の役割は国内政策の国際的影響に配慮するようサーベイランスを通じた *peer pressure* をかけるという点と、危機時における流動性の供給者という役割に集約される。為替の安定については、IMF のカムドッシュ専務理事（当時）は1999年のスピーチ（Camdessus1999）で、「主要通貨間の為替レートの変動は広範な影響をもたらす」ので、「主要な国内通貨にかかる国内金融政策²⁷⁾も国際公共財の性格を有する」と指摘した。しかし、「主要な通貨圏の経済政策が国際的な影響につきより注意を払う」ことを必要と認めつつも、「金融政策に対する国内的要請と国際的要請が対立する場合に国際的側面に大きなウエートをかけることはしばしば間違い」であり、「為替レートの大きな変動は経済的にも妥当でマクロ的にも有用である場

26) 米国自身は国際収支の赤字拡大に伴い資本輸出規制を行ったが、ユーロドル市場という、米国以外で金融機関が米ドルを取り扱う自由な市場が成立したことから、米国以外の国にとって米ドルは極めて利便性の高い通貨となっていた。

27) 為替レートの変動以外にも、金融の状況によってリスク選好が大きく変動し、途上国等に対する資金供給の量と条件が大きく変動し、過剰貸付や急激な信用収縮により国際通貨システムが不安定化する可能性がある。

合もある」,と述べているように,こうした役割を強力に発揮すべきとのコンセンサスは存在しない。

IMFの国際公共財供給上の役割は,その発足以来むしろ,対外支払いにおいて困難に陥った国に対する国際通貨の一時的な融通という機能において発揮されてきた。国際収支の困難に陥った国に対し,IMFは経済調整策について当該国と合意すると共に一時的な外貨の融通を行うことで,当該国が経済を過度に引き締めたり,逆に競争的な為替切下げにより国際貿易を霍乱したりしないことを目的とした。世界恐慌の経験から民間の資本流出入は不安定であるとの認識が強く,資本取引を規制することで,国際収支の安定化を図ったが,これは同時に国際収支の困難時においてIMFの資金だけでも対応が可能であるということを意味していた。し

たがって,IMFがLender of Last Resort (LOLR)としての役割を果たすことが出来た。同時に,IMFは各国の経済政策を審査し政策の勧告を行い,また不適切な為替制度や為替規制についてはこの是正を要求するなどにより危機の予防にも努めてきた。(ブレトン・ウッズ体制,複数国際通貨の変動相場制下の国際通貨の特徴と問題点については表5,表6を参照。)

こうしたIMFの活動を公共財の供給コストと言う観点から見ると,貸付けに要する資金はIMFの加盟国が出資額の範囲でIMFを通じ融通し合う仕組みであり,共同して公共財を供給するものである。しかしながら,負担コストという観点からは,IMFを通じた貸付額は対IMF債権として必要となれば利用できることから対外準備とみなされ,市場金利に近い水準が付利されているため,出資国にとって直ちに負担と

表5 ブレトン・ウッズ体制下の国際通貨

	ブレトン・ウッズ体制の仕組み	問題点
一般的受容性	IMF協定による経常取引の交換性保証	資本規制があると利便性は限定 事実上のドル(金)本位制
価値の安定性	金(ドル)ペッグ(平価変更に対するIMFの審査等)	ペッグの永続性への疑問 米国は自国のレートにつき passive である必要
短期的流動性	資本規制とIMFによる危機時の流動性供給	資本流入の限定による成長制約
長期的供給	米国の国際収支の赤字に依存	Triffin's Dilemma

表6 複数国際通貨の下での国際通貨

	複数国際通貨の下での仕組み	問題点
一般的受容性	自由化された為替制度・資本移動	(金融危機の可能性?)
価値の安定性	政策協調等による安定化	政策協調の合意困難。通貨間の代替性が高いため為替レートの変動抑制自体が困難
短期的流動性	IMF融資の触媒的機能	資本移動が高まると触媒機能も発揮困難。危機の伝播。IMFに損失の恐れ/LOLR機能の発揮困難
長期的供給	各国の国内金融政策に依存	国際的要請との不整合の可能性

なるものではない。また、IMFの運営経費は貸付の際の利鞘でカバーされているので、この面でもIMFを維持するための加盟国としての直接的な財政負担はない。²⁸⁾

しかしながら、IMFの流動性供給という役割における直接的なコストはないものの、このシステムの有効性を支えている資本規制は一定のコストを伴うものであった。資本規制は投機的な資本移動を抑える半面、自国の貯蓄を超えた投資を行うことを困難にし、経済成長の足かせにもなり得るものであった。資本移動が自由であった時代に比べ、第二次大戦後においては経常収支の各国間の差異は小さくなった。Obstfeld (1998)によれば、1870年から1913年に至るまでの主要12ヶ国について計算した経常収支不均衡の対GDP比の絶対値は、平均して3.5%程度であったのに対し、1947年から73年の間では1.5%程度に縮小している。ブレトン・ウッズ体制は短期流動性の供給という点で国際通貨制度の安定を保証するものであったが、資本移動を妨げることでより高い成長の可能性を制約する可能性のある仕組みでもあった。ここでも国際通貨の安定という国際的な目標とより高い成長の追及という国内的な目標の緊張関係を見出すことが出来る。

ところで、前述のように、複数国際通貨の世界は同時に資本移動の自由化を伴うものであり、民間資本移動に対する不信感が先進国において弱まり、金融機関の対外活動に対する規制が緩和されるとともに、周辺国においても民間からの借入れが進んだ。当初は先進国の民間銀行のソブリン貸付が中心であったが、1980年代の中南米の債務危機等を経て、途上国や中進国の資本自由化と国際資本市場の発達を背景に、民－民ベースの貸し出しや資本市場での債券発行等、全体の規模が拡大すると共に資金フローの態様も多様化した。

対外借入れが民間資金にシフトし、かつ規模が拡大した結果、IMFが従来どおりLOLRの役割を果たすことに疑問が呈せられるようになった。まず、従来であれば国際収支の赤字をファイナンスする資本の流れには限度があったので、不均衡の拡大や債務の累積があまり進む前に国際収支上の困難が表面化したので、IMFの提供する一時的な資金支援で均衡を回復することが出来た。ところが、資本の流れが大きくなると、貸し手側のリスク判断次第では、大幅な経常収支不均衡を長期にわたりファイナンスし続けることが可能となり、対外債務残高も巨額となるケースが出てきた。そのため、資金繰りを維持するために必要とされる資金の規模に対してIMFの動員し得る資金が不足することとなった。

これに対し、IMFは借入れ国の調整政策と国際収支の持続可能性に「お墨付き」を与え²⁹⁾、さらに自らも資金をコミットすることで借入れ国に対する信認を回復させ資金の流入を促すという触媒的役割を果たすようその役割を変化させていった。しかしながら、一部の国が繰り返し債務の返済困難に陥り、IMF資金の借入れを繰り返す中で、危機時のIMF支援が民間資金の引上げを可能にすることからモラルハザードを生じ、かえって過剰な債務の累積を招いているのではないかと批判も高まった。また、債務が巨額になると資金繰りの問題ではなく、返済可能性の問題となり、金融的な対応がギリリスクジェーリングだけでなく、債権放棄を伴う可能性が出てきた。このためIMFの支援が加盟国の財政負担にも繋がるおそれがあり、システムの安定という公共財の供給のための明示的なコストが心配されるようになった³⁰⁾。さらに、1997年のアジア通貨金融危機におけるIMFの対応が間違っていたのではないかなどの批判の噴出も契機に、流動性の供給者としてのIMF

28) 借り入れ国にとっても市場で調達できない状況で借入れが出来るのでメリットが大きい。なお、ここでは単純化して議論しているが、IMFの財務構造は複雑であり歴史的にも変遷している。現時点におけるIMFの財務の仕組みについてはIMF (2001)を参照のこと。

29) その過程において既存債務のリスクを促す、調整的な役割も演じた。

の役割を再検討する機運が高まった。

VIII. 国際通貨制度から国際金融アーキテクチャーへ

IMF の役割の再検討を含む最近における国際通貨制度にかかる議論は「国際金融アーキテクチャー (International Financial Architecture)」論として総称されることが多い。これは国際通貨の安定が従来のような IMF 主導による一時的な流動性支援を通じた国際収支調整の円滑化では保証できず、グローバル化された国際資本市場における金融危機の予防と解決に重点を移さざるを得なくなったことを反映している。特に、エマージング諸国の金融不安は、これらの国の所得や資産の大幅な損失をもたらすだけでなく³¹⁾、国際的にも他のエマージング諸国への伝播、さらには危機の国の輸入圧縮による世界貿易の減少、債権国側の金融機関における多額の損失等、広範かつ大規模なコストを発生させる。こうした国際金融の不安定性という public bad を回避することが国際供給財の供給と言う点で新たな課題となっている。

国際金融アーキテクチャーについては多くの議論・提案が行われたが、国際通貨危機の予防と言う観点からはいかに大規模な資金流出が発生するような事態を防ぐか、危機の解決と言う観点からは債務返済のプロセスをいかに円滑に行うかが問題となる³²⁾。IMF との関連では以下の五分野が改革の検討対象となった³³⁾。

(ア)Transparency

債務国の経済状況や IMF のアドバイスが周知されていないため、楽観的な

見通しに基づき貸し込んだり、不安から急激な資金の引上げが起こったりすることを防ぐため、経済データや IMF のアドバイスをより広く、詳しく投資家等に伝える。

(イ)Codes and Standards

財政金融政策の透明性をはじめ様々な分野で国際的な標準 (ベスト・プラクティス) を設定し、各国の達成の程度を検証することにより、各国経済の体質を改善する。

(ウ)Financial Sector Strengthening

エマージング諸国における金融部門のリスクの管理・対応能力の不足が国内金融危機を発生させ、これが通貨危機と連動した経験を踏まえ、金融セクターを強化する。

(エ)Private sector involvement

危機の解決に際し、民間の貸し手が債務再編プロセスに参加し、迅速・適切な解決が行われるメカニズムを構築する。これはモラルハザードの防止にも寄与する。

(オ)IMF facility

IMF の融資制度を資本収支の危機によりよく対応できるよう、変革する。

このリストで注目されるのは、国内で言えば、金融・資本市場、破産法制等の分野に対応する

30) しかも過剰な貸付を行った貸し手が救済されることから、税による一部の民間主体への移転という分配的な側面も持つようになる。

31) 国際公共財供給と言う観点からは、エマージング諸国の所得が低く、金融危機の国民に対する影響が大きいことから、国際社会としても途上国援助としてその解決に協力するという視点も存在する。

32) その他より広範な提案については、例えば Eichengreen (1999) 参照

33) 議論の対象とされた分野、及びその分類は時と共に変化しており、ここでは IMF (2000) のリストによった。

点に重点がおかれていることである。これは、国内通貨システムの安定が銀行システムの発展に伴い、金融システム全般の安定の問題に広がっているのと同様の現象であると言える。

国内通貨制度で考えれば、銀行部門の発達により、銀行預金が通貨と同様に支払い手段として利用され、個人による小口取引を除いては、銀行口座間の預金の振替という形をとるのが普通である。従って、通貨の安定は、銀行間決済システムの安定や銀行に対する信認と深く結びついている。そのため、金融システムの安定のため、銀行監督や非常時における最後の貸し手としての中央銀行の役割等が整備されている。

国際間取引は銀行システムへの依存がさらに強い。これは、遠隔地であるため基本的に銀行を用いた決済にならざるを得ないというだけでなく、例えば貿易においても輸出信用状など、銀行の信用力を背景とした仕組みにより、貿易取引にかかる信用供与の円滑化が図られている。また、外国の民間部門に対する投融資にしても、個別の企業への投融資は情報の入手が困難な上審査などのコストがかかるので銀行への貸し付けが多く行われるようになった³⁴⁾。また、先進国の金融機関はデリバティブ市場を含め様々な形で巨額な取引のネットワークでお互いに結びついている。この結果、銀行システムの安定が国際通貨機能の維持に直結する事態となっている。

このことが明確に現われたのがアジア通貨危機であり、アジア諸国の金融セクターが多額の外貨の短期借入れによって国内活動をファイナンスしたため、通貨・期間のミスマッチが起こり、いったん海外投資家がアジア諸国の経済状況に疑問を持ち資金の引上げをはじめると、外貨が一挙に枯渇した。こうした外貨の枯渇は民間経済活動の制約になるのみならず、当該国政府の外貨建債務を返済するための外貨さえ不足

させるもので、ソブリンのデフォルトという問題にも繋がる。また、外貨の不足に伴い、当該国の為替レートが下落すると当該国通貨で計った外貨建て債務の負担が上昇し、債務返済を一層困難にさせる。さらに、こうした金融・通貨危機は資本市場を通じ各国に伝播し、国際的な通貨・金融システムの安定をも脅かす事態となった。

こうした経験を踏まえ、最近の国際金融アーキテクチャーにおける議論の一つの柱は各国の金融セクターをいかに強化し、金融セクターにおいてリスクが適切に管理されるようにするかである。また、リスク管理の前提として、借入れ国にかかる情報がタイムリーかつ詳細に入手でき、それに基づき投資判断が行われることの重要性も広く認識されている。さらに、具体的にどのような点を実行すれば金融システムの脆弱性が防止できるか、あるいは情報開示が十分か等の点については、後述のように、国際的に広く認められる基準を設定し、これとの乖離を点検する手法がとられている。(上記 IMF の検討分野の(1)～(3)に対応。)

また、最近の通貨・金融危機の特徴は、債務再編交渉の困難さにある。ソブリン債務については国内民間企業に適用され破産・企業再編法制のような強制力のあるメカニズムが存在せず、債務再編は基本的には当事者間の合意によらざるを得ない。従来のソブリン民間債務は銀行借入れが中心であったため、80年代の中南米債務危機のように、銀行団と債務国の相対の交渉を通じて、話し合いによって解決されてきた³⁵⁾。しかし、近年は債券発行による資本市場からの調達の高まっている。債券は保有者が分散化し、かつ純投資家として債務国との継続的な取引関係を重視しない者も多く含まれるため交渉自体が容易でないほか、リスケ等の条件変更の手続が融資に比べ格段に困難である。

34) これに加え、メキシコ、韓国等については、国際的な自己資本比率規制ルールにおいて、OECD加盟国の銀行に対する与信のリスクウェイトは通常の融資の五分の一であることなども影響していると指摘されている。

そのため、債務返済困難に陥った国が正常化するのに時間がかかるだけでなく、債券を除外して債務返済が行われると、債券保有者が事実上の優先債権者となり、債券保有者にかかるモラルハザードの問題や他の債権者に負担がしわ寄せされるという事態も発生し得る。そこで、債券保有者を含む民間債権者をいかに債務再編プロセスに巻き込み、応分の負担を求めるかが **private sector involvement (PSI)** として議論されている。

それでは、金融監督や円滑な債務再編を行うための仕組みを誰が、どのような形で供給するのであろうか。通常これらのメカニズムの多くは国内においては金融規制監督当局や司法制度が担っているものである。まず、金融規制監督については、そもそも自国の金融システムの安定を図ることは自国の利益にかなうことであり、国内公共財の供給と言う観点からも行うべきものである。とはいえ、監督規制の内容や質において各国間に差があると、規制や監督が有効に機能しない可能性がある³⁵⁾。そのため、国際的に統一されたルールや監督のベスト・プラクティスを普及させることが国際的な課題となっている。これらについては、例えば銀行監督についてはバーゼル銀行監督委員会が「銀行監督の原則」を採択し、かつ自己資本規制（いわゆる **BIS 規制**）をはじめ様々な分野で具体的な指針を定めている。

バーゼル銀行監督委員会の定めたルールは同委員会のメンバー国³⁷⁾がその遵守にコミットし

ており、世界的な金融システムを担う主要な金融機関をほぼカバーするものである。しかしながら、ルールの実質的な遵守の程度については国ごとで差異があり得、委員会メンバー国以外の国についてどうするかという問題もある。国際金融アーキテクチャーをめぐる議論では、**IMF** が（途上国については世銀も関与）バーゼル委員会の示したルールやベスト・プラクティスにどの程度沿っており、どのような脆弱性があるかを点検する作業が行われている。これは、銀行監督以外の証券、保険、決済システムを含めた総合的な評価を **IMF** 及び世銀が行う形で1999年5月以来、順次各国を対象に行われている³⁸⁾。しかし、**IMF** が行うのはあくまで各国の状況の評価であり、その評価の過程で指摘された問題点にどう対応するかはあくまで各国の裁量に任されている。これは、国内マクロ政策の国際的なインパクトについて、基本的には **peer pressure** に依存しているのと同じ構造である³⁹⁾。

一方、債務編成は国内における破産法制や裁判所システムが担っている分野であり、このシステムは契約の安定確保、私有財産制等を支える基本的な公共インフラである。これについては国家債務に関する国際裁判所を設立するという案も純理論的観点から提起されてはいるが、主権国家がそのような強大な権限を国際機関に委ねるとするのはおよそ非現実的な想定であるとの批判も強い⁴⁰⁾。国際裁判所による強制的な解決メカニズムがないとすれば、債務編成を円

35) 債務国の他国政府に対する公的な債務はパリ・クラブでの交渉を通じて債務再編が行われるのが通例である。他方、民間商業銀行の対債務国政府債権の交渉はロンドン・クラブという非公式グループを通じて行われることが多い。なお、債務国の民間部門の債務については、それぞれの契約の管轄地の法令手続に則って処理されることとなる。

36) 規制の緩い国に国際的な活動の場が移したり、**regulatory arbitrage** と言われるように、取引の形態等を工夫することによりより緩い規制が適用されるようにしたりすること。

37) 日、米、加及び欧州10カ国。

38) **FSAP (Financial Sector Assessment Program)** と称され、各種基準への適合度の点検と共に、各国の抱える金融システム上の脆弱性を評価する包括的な作業。詳しくは **IMF** のホームページ参照。<http://www.imf.org/external/np/fsap/fsap.asp>

39) マクロ政策と同様に、**IMF** の支援を要請することとなれば、融資の条件として金融システム上の問題への対応が要求されることはある。

滑に遂行するために必要な要素をどう組み込んでいくかと言う問題になる。具体的には、債券の弁済条件の変更（特別決議によってすべての債券保有者に適用されるようにする）、反対者による妨害の排除（提訴の制限等）などの確保である。IMFでは一時、IMFの協定改正を含む法的な枠組みの確立を目指したが、慎重論も根強く、金融システムの強化と同様に、基準を示しこれに沿って関係者が努力するという手法がとられている。弁済条件の変更については集団行動条項（Collective Action Clauses-CACs）と呼ばれる、債券保有者による特別決議により条件変更が行われ得る仕組みをあらかじめ債券の要綱の中に組み込んでおくことが推奨されており、現実にも普及が進んでいる。さらには、

Code of Conductと称して、債務者、債権者が債務再編交渉等の過程で守るべき規範を定めようとする動きもある。

国際公共財の供給と言う観点からこの新たな国際金融アーキテクチャーの議論をみれば、これらの分野が国際公共財であるとの認識は深まりつつあるも、具体的な範囲や供給のメカニズムについては合意には遠い状況にある。ここでも、例えばバーゼルの自己資本比率の仕組みが各国の実情に合っていないので一律適用は避けるべきだとの議論や、債務再編プロセスの法定化が各国の国内法制との整合性の問題もあって前進しなかったことに見られるように、国内公共財の提供と国際公共財の提供との間の緊張関係を見出すことが出来る。

IX. 今後の国際通貨制度の展開(1) —固定化を指向する周辺国の為替制度

以上に概観したとおり、安定的国際通貨システムの構築は時々の状況と課題への対応を繰り返しつつ変遷を重ねてきた。現在では複数の国際通貨が並存する中で、国際通貨制度に関する議論は国際金融アーキテクチャーのように、技術的、漸進的な議論が主体となっている。為替制度そのものに関しては、自由な資本移動、独自の国内金融政策、固定外国相場の三つを同時に実現することは出来ず、かつ資本規制も経済のグローバル化と金融資本市場の発展の中では自ずとその効果に限界があることから、為替の安定と国内金融政策の自由度とのトレード・オフの関係でどのような選択を行うかという論点を中心となっている。近年の傾向をみると、政治経済的な統合へのモーメント及び金融資本市場のグローバル化を反映し、周辺国通貨が基

軸通貨に対するリンクを強める傾向がある。この動きに関連して注目すべき動向が見られる。ひとつはドル等の他国通貨を事実上自国通貨として用いる動き（いわゆる dollarization＝ドル化）であり、今ひとつは地域間通貨協力の進展である。

ドル化は周辺国の一方的な選択であり、特にアジア通貨危機に端を発した国際金融の混乱の中で注目されているものである。上で述べたように、資本移動の規制が困難であるとすれば、独自の金融政策か固定相場制かのいずれかをあきらめるほかはない。固定平価を指向する場合⁴¹⁾、政府が対ドルの平価を定め、平価を維持すべく短期的な為替介入を行いつつ財政金融政策を調整するという伝統的な固定相場制のもとでは、常に平価変更のリスクが存在し、投機的

40) Eichengreen (2000) pp. 90–93.

41) 最適な為替相場制度については過去から様々な議論がある。現実的にはインフレが昂進し、金融政策に関する信認が失われた場合の安定化政策の一環として固定相場制を採用ケースや、対外経済開放度の極めて高い小国などによる固定性の採用が見られる。為替相場制度については、例えば Cordon (2002) を参照。

な資金の流出入は防げない。そこで平価維持に対するコミットメントを明確に示すことによって投機的な需要を抑え、為替の安定を図ろうとしたのが、カレンシーボード制であり、これは国内通貨の発行を完全に外貨により裏打ちする仕組みである⁴²⁾。これでもなお、制度からの離脱が可能であることから、完全なドル化は、ドル等の外国通貨をそのまま自国通貨として採用することによっておよそ為替変動のリスクを除去してしまおうというものである⁴³⁾。

完全なドル化のメリットはカレンシーボードからの離脱を含む平価変更の可能性が極小化され、対外借入れにかかるリスクプレミアムも縮小することである。また、急激な資本流出による経済危機の可能性も減少する。他方、自国通貨発行に伴う *seigniorage* は得られず、また、国内金融危機時における LOLR の機能も失うこととなる。さらに、採用した基軸通貨の本国における金融政策は自国の状況と無関係に決まるため、金利が経済状況に照らして不適切で金融面から却って経済が不安定化する可能性もある。結局、完全なドル化を含む固定相場制も万能ではなく、様々なメリット、デメリットがある選択肢の間で何を重視した判断を行うかである。ただ、ドル化がクローズアップされる点からも明らかなように、経済のグローバル化に伴い国際的な安定が国内安定のための前提条件で、必ずしも国内目標をとるか対外目標をとるかとの単純なトレードオフの関係にはない点が認識されてきている。特に、米国やユーロ圏周辺ではドル化に至らなくとも、ドルやユーロとの固定的な為替のリンクを指向する国が多くなっている。これは、一面で見れば、自国がコストを負担して通貨安定という「財」を購入するとい

う決断であり、当該国の通貨安定はシステム全体の安定という形で他国にも裨益するものにも関わらず、基軸通貨国をはじめとした他国はこのコストを負担しておらず、むしろ *seigniorage* の形で利益を得ている。こうした点にも、貨幣制度の持つ公共財としての特殊性が反映している。

ドル化は周辺国が自国の利害判断に基づいて行う決断であり、基軸通貨国側には直ちには大きな影響をもたらさない⁴⁴⁾。これに対し、地域金融協力はより双務的であり、地域全体として国際公共財を、場合によっては国内公共財に優先して、供給しようとするものである。そのもっとも進んだ例は EU の多くの加盟国による単一通貨（ユーロ）の採用である。ユーロにおいては参加国全体としての消費者物価上昇率（HICP）を目標として金融政策が運用され、*seigniorage* も一定の基準に従って各国に分配されるなど、*dollarization* と大きく異なる。当然、金融政策はユーロ圏全体の状況に照らし決定されるため個別国の立場からすれば引き締め過ぎであったり、緩和し過ぎであったりすることは常にありうる。しかし、メリットは単一通貨により国境を越えた取引がより円滑に行われ、経済統合を一層推進することにある。加えて、ユーロ加盟国についてはマーストリヒト条約において財政面からの調和が図られるほか、EU 域内において共通の監督基準によって銀行監督が行われ、通貨システムの安定が図られるなど⁴⁵⁾、共通通貨を支える様々な仕組みが存在する。

共通通貨の採用は経済理論的には最適通貨圏理論の問題である。Mundell (1961) を嚆矢とした一連の研究によりよく知られているように、同じような外的ショックにさらされ、かつショ

42) 基本的には金本位制下の仕組みと同様である。

43) もっとも、理論的な関心に比べれば、実際の採用は政治経済の混乱からやむを得ず選択される場合（エクアドル）や歴史的な経緯から採用されているもの（パナマ）等、ごくわずかである。

44) ドル化を採用する国の経済規模が大きく、基軸国（ドルなら米国）の金融政策等に影響を及ぼし得る場合には自ずから別である。

45) ECB の LOLR 機能については明示的なものがないとの問題点も指摘されているが、ELA (Emergency Liquidity Assistance) 機能等により適切な対応が可能との主張もある。(Shuler (2003))

ックに対し必要とされる実質為替レートや実質賃金の調整が似ている国の間では共通通貨を採用するメリットが大きい一方、さらされる外的ショックが異なる場合や、経済構造の違いから適切な対応に差がある場合には、共通通貨の採用はコストが高いとされる。しかし、実際に共通通貨を採用するに当たっては、主権国家としての象徴的な意味合いと国民的なプライドにも直結する自国通貨を放棄することに関する政治的な決断と国民的コンセンサスの形成の方がはるかに重要である。また、通貨システムが円滑に機能するためには、上述のとおり、銀行監督など、様々な制度面での統一化が必要であり、強い政治的なコミットメントが必要となる。

基軸通貨を中心とした、ドル化を含めた地域的な統合傾向に対し、基軸通貨間の為替レートの安定は一層困難となっている。ドル、ユーロ、

円がそれぞれ自らの金融政策の自由度を放棄して単一の通貨となることは想像しがたい反面、夫々の国際通貨としての利便度は向上しており、その観点からの通貨間の代替関係は高まっている。その結果、資産選択によって通貨需要が大きく変化し、主要通貨間の為替レートが大きく変化しやすい状況となっている。例えば、ユーロは1999年1月の発足以降、2年弱の間に対ドルで約3割下落し、その後2年半程で元の水準に戻り、さらに上昇を続けるという大きな変動を示している。今後、主要通貨間でさらに大きく急激な変動が起これば安定化を求めた国際通貨制度の改善の議論が高まる可能性もあるが、今のところ為替レートの高度の安定化のための特効薬も必要となる強い政治的意思の存在も見出せない状況にある。

X. 今後の国際通貨制度の展開(2) —地域公共財の供給としての地域金融協力

前節において論じた域内共通通貨は通貨制度という公共財の供給であり、地域協力としてももっとも深化した形のものであるが、地域金融協力によって供給される公共財には様々なレベルのものがあろう。例えば、欧州においては、第二次大戦後、ヨーロッパ内の対外収支を多角的に清算することでドルの不足に対応するための European Payment Union (EPU) が1950年に発足した。これはヨーロッパの通貨の交換性が回復していない状況で、二国間でのバーター的な清算を回避し、ヨーロッパ各国間の多角的清算を行うことによって域内貿易の拡大を図ったものであった。なお、EPUは仏フランの経常交換性回復により、1958年に廃止された。

EPUのような多角的清算機関は、支払手段としての受容性確保と国際通貨節約のためのメカニズムであるが、ほぼ全ての国がIMFの8条国に移行して経常取引のための為替制限を撤廃したため、貿易振興のための多角的な清算機

関のような形での地域的な公共財供給の意義は薄れ、地域協力の重点は通貨の安定性確保や緊急時の流動性確保に移っていった。例えば、スミソニアン合意によってドルと各国通貨の変動幅を2.25%以内とすることが定められたが、ドル以外の通貨間では最大4.5%の変動があり得た。欧州においては、当時のEC参加6各国の間で、相互の通貨の変動幅を最大2.25%に抑えるように介入することが取極められた。(いわゆる「トンネルの中のへび」。前掲の有吉(2003)参照。) この仕組みはECの通貨が対ドルでフローとした後も維持され、その後、第二次石油ショックを契機としていったんは崩れたものの、EMS (European Monetary System) が1979年に発足し、スエーデンを除くEU参加14ヶ国間の為替相場の変動を一定以下に抑えることとした(ERM=Exchange Rate Mechanism)。

こうした二国間レートを一定に保つ仕組みでは、例えばマルク＝フラン間のレートを維持の

ためには独中銀が介入しても仏中銀が介入しても結果は同じなので、どちらが介入し、その介入資金の調達に伴う負担を誰が負うかという問題がある。また、二国間レートの不均衡が構造的なもので中心相場の変更を行うとしても、どちらが対他通貨との関係でどちらがどれだけ切上げないし切下げを行うかという問題もある。ブレトン・ウッズ体制においてドルは金とリンクしており、切上げ・切下げと介入はドル以外の通貨当局が行うものであったが、双務的な地域協力においてはその責任の割当てが財政面への負担にも関連して問題となる。

ERMにおいては二通貨間で変動が限界に達したときは両国の通貨当局がレート維持のために無制限で介入することとなっており、介入資金を手当てするための信用供与メカニズムも構築されていた。これは一見各国にとって対称的なメカニズムのように見えるが、現実には弱い通貨が強い通貨の借入れを行うため、必ずしも無制限の介入が行われるわけでもなく、むしろ投機にさらされた弱い通貨が切り下げられる形で調整が行われる傾向にあった⁴⁶⁾。Bini Smaghi and Ferri (2001) は ERM における為替投機に対し、信用供与と為替レート調整がどのように使われたかを検証し、基本的にはドイツの政治経済的な利害に応じた信用供与がなされたと指摘している。即ち、ドイツと地理的に遠く支援のメリットがドイツ自身に及ぶ程度が少ない場合には資金融通は少なく、また経済規模が大きい国の危機時やドイツ自身が金融引締めを行う必要がある状況でドイツ自身の金融政策への悪影響を懸念される場合も、相手国への信用供与が抑制されたとしている。もちろんこうした指摘は通貨協力がドイツ一国の利害に応じて行われたことは示していない。EMS の仕組みはド

イツにも一定の義務を課すものであったが、域内通貨の安定という国際公共財の負担の程度に関し、自国の金融政策の影響にかかるコストが勘案されたと言うことである。ユーロの導入によって、真にシンメトリックな通貨体制が出来たと言える。

アジア地域においては、域内の経済発展段階の違い、貿易・投資など実物経済の統合度が従来あまり高くなかったことと政治体制の違いなどから欧州に比べ、通貨面での統合の動きは弱かった。しかしながら、アジア経済危機を契機に危機がアジア各国間で伝播する可能性が認識されたため、通貨面での協力が注目を集め、真剣に検討されるようになってきた。しかし、その具体的な内容は欧州における通貨協力とかなり異なった内容となっている。即ち、域内における相互の通貨価値の変動を抑制することを念頭においた欧州に対し、アジアにおいてはむしろ危機回避と緊急時の流動性供与に重点がおかれており、チェンマイ・イニシャティブ (CMI) と呼ばれる緊急時の流動性支援システムと、アジア債券市場構想 (ABMI) と呼ばれる域内の資本市場整備が現時点での協力内容の中心となっている⁴⁷⁾。

2000年5月のASEAN+3蔵相会合においてその枠組みが合意された CMI はアジア各国間の二国間通貨スワップ取極めのネットワークである。その構造は基本的には日本（及び韓国、中国）から ASEAN 諸国に対する緊急時における外貨融通の仕組みである。外貨融通が片務的であり、かつスワップの発動には資金提供国の同意が必用であり、地域公共財の供給としてはやや援助的な色彩を帯びている。また、その発動は原則 IMF のプログラムを条件としている点から IMF を通じたグローバルな国際公共財

46) こうした問題は当初から意識されており、どの国が平均から乖離しているかを示す *divergence indicator* と称する指標も調整の必要性を示すものとして採用されたが、政策を誤った弱い通貨の国に合わせることへのドイツの強い反対などからあまり政策に反映されなかった。ユーロにおいても同様の懸念から、通貨統合への参加の条件（いわゆる収斂基準）として、インフレ率の平均が最も低い3カ国の平均を1.5%超上回らないことや、財政赤字・債務残高に関する上限が設けられた。

47) 例えば、ASEAN+3 財務大臣会議共同声明（2004年5月15日）を参照。

供給の補完と言えなくもない。しかし、CMIは同時にASEAN+3の場における経済状況の多角的サーベイランスも含んでおり、また、本稿の執筆時点では、より深化した通貨安定のための仕組みとする検討も行われている⁴⁸⁾。なお、スワップによる日本からの外貨供給も対中国の取極めを除いてドルで行う契約になっており、これは各国の外国為替市場がドルを中心として形成されており、介入通貨がドルであるという事情によるが、CMIが域内の通貨相互の為替レート安定よりも域外との関係における安定性や流動性の確保を目指していることの反映とも解釈できる。その限りでは日本が他国に外貨を融通することによってアジア経済の安定とひいては日本経済の安定も図り得ることとなり、

日本の財政的な負担を正当化する一つの論拠となる⁴⁹⁾。

ABMIはより最近のイニシアティブである。アジアには国内貯蓄が十分にあるにもかかわらず、その貯蓄が国内投資に直接向かわず、多額の資金仲介が外国を通じて行われていた。そのため借入れにおいて通貨と期間のミスマッチが生じ、アジア通貨危機の一つの原因にもなったと指摘されている。ABMIはアジア域内における債券市場を整備し、アジアの貯蓄がアジアに長期の資金の形で直接流れるようにし、金融セクターの脆弱性を低めようとするものである。これは前記の国際金融アーキテクチャーの議論にも繋がるものであり、共通制度整備と言う形での公共財の供給であると言える。

XI. 結語

国際公共財としての通貨システムは、国内的な要請と対外活動からくる要請を勘案しつつ、その時々状況に応じ選択されてきた。近年においては、経済のグローバル化に伴い内外の区別を考える意義が減少しつつあり、様々なメリットを総合的に勘案して決定される傾向にある。特にマクロ的な経済運営の観点からは国内目標と対外目標が対立するものではないとの認識が広まっている。しかし、国際通貨システムは特定国のみが一方的に選択できるものでなく、明示的な制度や暗黙の国際的なゲームのルールに関する多国間の合意が前提となる。しかも、通貨としての機能は、単にある通貨制度を採用することで得られるのではなく、銀行監督をはじめ様々な社会経済制度によって裏打ちされ

る必要がある。そうしたミクロ的な制度は公共財の供給という観点からみるとコストの負担のありようだけでなく、例えば倒産法制においては懲罰的な法制を指向するか再生的な色彩を強めるか、監督においては自己責任原則と公的な介入のバランスをどうとるかなどにおいて様々な選択肢がありうる。そうした選択に当たっては国民の価値観にも強く依存するので、文化、価値観の異なる国間で共通の制度を合意していくことは困難も多い。経済のグローバル化が進展する中で、通貨という国際公共財の供給は、複雑なトレードオフ関係にさらされ、従来にもまして政治的要素を多く含んだ過程になると考えられる。

48) 考えられ得る方向としては、規模の拡大、域内協力としての性格をより明確にするためにスワップを双務的なものとする、スワップの発動を個々の国の判断に委ねるのではなく参加国全体で同時に行うこと、IMFプログラムとのリンクのあり方の再検討、サーベイランスのメカニズムの改善等があるが、究極的にはIMFの地域版のようなアジア通貨基金（AMF）のような形への深化も考えられる。

49) スワップによる直接的な財政負担は発生しない。財政負担は相手国からの返済が困難になった場合に生じ得る。

参 考 文 献

- Aliber, Robert Z. (1966). *The Future of the Dollar as an International Currency*. New York : Praeger.
- Allen, Mark (2002) : “Financing the Global Public Good of International Financial Stability”, in Inge Kaul, Katell Le Goulven and Mirjam Schnupf (eds.), *Global Public Goods Financing : New Tools for New Challenges , A policy dialogue*. UNDP.
- Bini Smaghi, Lorenzo and Giovanni Ferri (2001). “Was the Provision of Liquidity Support Asymmetric in the ERM? New Light on an Old Issue” *Italian Ministry of Treasury Working Paper*.
- Bordo, Michael D. and Barry Eichengreen (1998). “The Rise and Fall of a Barbarous Relic : The Role of Gold in the International Monetary System”, *NBER Working Paper* No.6436 (March 1998).
- Bordo, Michael D. and Hugh Rockoff (1995) “The Gold Standard as a ‘Good Housekeeping Seal of Approval’”, *NBER Working Paper* No.5340 (Nov. 1995).
- Camdessus, Michel (1998) : “International Financial and Monetary Stability : A Global Public Good?” Remarks at the IMF/Research Conference *Key Issues in Reform of the International Monetary and Financial System* (<http://www.imf.org/external/np/speeches/1999/052899.htm>)
- Dowd, Kevin, ed. (1992) *The Experience with Free Banking*. London : Routledge.
- Dowd, Kevin and David Greenaway (1993) : “Currency Competition, Network Externalities and Switching Costs : Toward an Alternative View of Optimum Currency Area” *The Economic Journal* Vol.103 (September) pp.1180 –89.
- Eichengreen, Barry (1999) *Toward a New International Financial Architecture, A Practical Post-Asia Agenda*, Washington, D.C., Institute for International Economics.
- FSF (2000) *Report of the Working Group on Highly Leveraged Institutions*, Financial Stability Forum (5 April, 2000) (http://www.fsforum.org/publications/publication_21_25.html)
- Galbraith, John Kenneth (1975) : *Money, Whence it Came, Where it Went*. Boston : Houghton Mifflin.
- Harrod, R.F. (1969) : *Money*. London : McMillan.
- IMF (2000) : *Progress in Strengthening the Architecture of the International Financial System : A Factsheet*. International Monetary Fund, July 31, 2000. (<http://www.imf.org/external/np/exr/facts/arcguide.htm>)
- IMF (2001) : *Financial Organization and Operations of the IMF*, IMF Pamphlet Series No.45. (December18, 2001) International Monetary Fund, Washington D.C. (Downloadable from IMF website)
- Kaul, Inge, Isabelle Grunberg and Marc A.Stern (1999). “Defining Global Public Goods” in Isabelle Grunberg and Marc A.Stern (eds.), *International Cooperation in the 21st Century* New York : Oxford University Press.
- Krugman, Paul and Maurice Obstfeld (2000) *International Economics, Theory and Policy (Fifth Edition)* Addison-Wesley.
- McKinnon, Ronald I. (1993) : “The Rules of the Game : International Money in Historical Perspective”, *Journal of Economic Literature* Vol. XXXI (March1993), pp. 1 –44.
- Mundell, R. A. (1961) : “A Theory of Optimum Currency Areas” *American Economic Review*, vol. 51, pp.657 –64.
- Obstfeld, Maurice (1998) “The Global Capital Market : Benefactor or Menace?” *Journal of Eco-*

- nomic Perspectives*, Vol.12, No. 4 (Fall1998), pp. 9–30.
- Shüler, Martin (2003): “How do Banking Supervisors Deal with Europe–Wide Systemic Risk?”, *ZEW Discussion Paper* No.03–03.
- Slegin, George (2003). “Adaptive Learning and the Transition to Fiat Money”. *The Economic Journal*, Vol. 113 (January2003), pp. 147–65.
- Triffin, Robert (1960) *Gold and the Dollar Crisis : The Future of Convertibility*. New Haven, Conn. : Yale University Press.
- Wyplosz, Charles (1999): “International Financial Instability”, in Inge Kaul, Isabelle Grunberg and Marc A.Stern (eds.) *International Cooperation in the 21st Century* New York : Oxford University Press.
- 有吉 章 [編] (2003): 「図説：国際金融」 財経詳報社.
- 岩井克人 (1993): 「貨幣論」 筑摩書房
- 田中素香 [編著] (1996): 「EMS：欧州通貨制度」 有斐閣.