

ポストクライシスの国際通貨体制を考える
～基軸通貨の将来像とアジアの使命～

Exploring Optimal International Monetary Regimes beyond the Crisis

～Perspectives on Global Currencies and Challenges for Asia～



財団法人 国際通貨研究所

Institute for International Monetary Affairs

はじめに

2008年のリーマンショックを端緒としたグローバル金融危機の荒波の中で、世界の基軸通貨としてのドルの地位が揺らいでいます。今回の危機の広がり的一端は、グローバル化した時代に米国経済さらに米国の通貨であるドルに過度に依存した金融経済構造にありました。この危機の教訓を踏まえて、今後世界が目指すべき国際通貨体制とはどのようなものなのでしょうか。その中でアジアにおける円や人民元の果たす役割はどうあるべきなのでしょうか。あるいはいよいよアジア共通通貨の実現に向けて、その胎動が始まるのでしょうか。

このような問題意識にもとづき、財団法人国際通貨研究所は、米国、欧州、アジアおよび日本から世界的に著名な方々をお招きし、2010年3月18日に経団連会館において「ポストクライシスの国際通貨体制を考える～基軸通貨の将来像とアジアの使命～」と題する国際金融シンポジウムを開催致しました。本シンポジウムでは、G7からG20へと大きな変化を遂げた新しい世界経済の体制の中で、世界経済がさらなる発展を遂げるために必要な国際通貨体制のあるべき方向、アジア諸国が取るべき通貨戦略を探るべく、パネリストそれぞれの視点から新しい国際通貨体制構築に向けてのご見解、ご意見を披露いただきました。

本稿は、同シンポジウムにおける各パネリストのスピーチおよびパネル・ディスカッションの議論を記録にまとめたものです。ご関心のある皆様方の今後のご考察への一助になれば幸いです。

2010年7月
財団法人 国際通貨研究所

Preface

The status of the dollar as the world's leading currency has been deteriorating since the global financial crisis struck. One reason why the crisis spread worldwide from the U.S. is that the global financial economic structure is excessively dependent on the U.S. economy and its currency. Learning from this crisis, what kind of international monetary system should we seek? What are the roles for the yen and the yuan in Asia? At long last, will we see the start of the new process toward introducing an Asian common currency?

With this background, the IIMA held a symposium titled "Exploring Optimal International Monetary Regimes beyond the Crisis – Perspectives on global currencies and challenges for Asia –" at Keidanren Kaikan in Tokyo on March 18, 2010. We were happy to welcome renowned discussants from the United States, Europe, Asia and Japan to explore new regimes which would contribute to world economic growth as well as the monetary strategies that the Asian region should pursue, under a new framework of the global economy shifting from the G7 to an expanded G20.

We sincerely hope this record of the symposium will help give you much inspiration in your business and academic considerations.

July 2010
Institute for International Monetary Affairs

パネリストの略歴/Profiles



高 海紅 中国社会科学院世界經濟政治研究所
国際金融研究室主任

1989年に現研究所に入所、現在に至る。この間カリフォルニア大学デービス校、シンガポール東南アジア研究所客員教授を務めるほか、各種学会の理事等を務める。北京大学および英デューラム大学より修士号取得。

Gao Haihong Senior Fellow & Director, IWEP, CASS

She joined IWEP, CASS in 1989. She was visiting scholar at University of California at Davis and Institute of Southeast Asia Studies in Singapore and now has many important posts at various academic councils. Received MA from Peking University and MSc from Durham University of UK.



中尾 武彦 財務省国際局長

1978年大蔵省（現財務省）に入省、1994-97年のIMF出向、2005-07年の駐米大使館公使勤務を含め、主税、証券、主計、国際金融局等で要職を歴任。2009年7月より現職。カリフォルニア大学バークレー校より経営学修士号取得。

Takehiko Nakao Director-General, International Bureau,
Ministry of Finance

He joined the Ministry of Finance in 1978 and served in a variety of bureaus such as Tax, Securities, Budget, International Finance, before taking present post in 2009. He also worked for the IMF from 1994 to 97, and served as Minister at the Embassy of Japan in Washington, D.C. from 2005 to 2007. Received MBA from University of California at Berkeley.



トマツソ・パドア・スキオツパ

プロモントリー・フィナンシャル・ヨーロッパ会長

1968年イタリア中央銀行に入行、84-97年の同行副理事、93-97年バーゼル金融監督委員会議長など要職を歴任し、98-2005年ECB理事に就任。06-08年には経済財政大臣を務める。MITより修士号取得。

Tommaso Padoa-Schioppa Chairman, Promontory Europe

He joined Banca d'Italia in 1968 and from 1984 to 97 he was Deputy Director General before he was assigned as Executive Director of the ECB in 1998. Also served as Chairman of Basel Committee on Banking Supervision from 1993 to 97. From 2006 to 08 he was Economy and Finance Minister. Received MA degree from MIT.



榊原 英資 早稲田大学教授

1965年大蔵省（現財務省）に入省、1971-75年のIMF出向を含め、理財局、国際金融局等の要職を歴任、99年財務官を最後に退職、慶応義塾大学教授を経て2006年より現職。ミシガン大学より経済学博士号取得。

Eisuke Sakakibara Professor, Waseda University

He joined the Ministry of Finance in 1965 and served mainly in Fiscal Bureau and International Finance Bureau before retiring from the post of Vice Minister of Finance for International Affairs in 1999. He then became Professor at Keio University before taking the present position in 2006. He also served for the IMF from 1971 to 75. Received Ph.D. in Economics from University of Michigan.



ジョゼフ・E・スティグリッツ コロンビア大学教授

1964年アマースト大学卒業後、イエール、プリンストン、スタンフォード大学等で教鞭をとる。現職の前には、1993-97年米国CEA委員および委員長、97-2000年には世銀上級副総裁を務めた。2001年ノーベル経済学賞を受賞。MITより経済博士号取得。

Joseph E. Stiglitz Professor, Columbia University

After graduating from Amherst Univ. in 1964, he taught at many universities including Yale, Princeton, and Stanford. He served as member and then chairman of the CEA from 1993 to 97, and Chief Economist and Senior Vice-President of the World Bank from 1997 to 2000. In 2001, he was awarded the Nobel Prize in economics. Received PhD in Economics from MIT.



行天 豊雄 国際通貨研究所理事長

1955年大蔵省（現財務省）入省、アジア開銀、IMF 出向、国際金融局、銀行局等を経て、1986年財務官。1990年プリンストン大学およびハーバード大学客員教授を務め、92年東京銀行会長に就任。1995年より国際通貨研究所理事長。

Toyoo Gyohten President, IIMA

He joined the Ministry of Finance in 1955 and served in such bureaus as International, Banking etc, and also for the IMF and the ADB before he was Vice Minister of Finance for International Affairs in 1986. After retiring from the MOF he taught at Princeton and Harvard Universities in 1990 and was assigned as Chairman of the Bank of Tokyo Ltd. in 1992. Since 1995 he has been president of IIMA.



渡辺 喜宏 国際通貨研究所専務理事

1970年東京銀行（現三菱東京UFJ銀行）入行後、台北支店長、開発金融部長専務取締役グローバル企業部門長などを歴任。2005年三菱UFJフィナンシャルグループ専務取締役を経て、08年国際通貨研究所専務理事。ABAC日本委員、日印経済委員会常設委員会委員長も務める。

Yoshihiro Watanabe Managing Director, IIMA

He joined the Bank of Tokyo (currently BTMU) in 1970, and served as General Manager of Taipei Office, of Structured Finance Division, Senior Managing Director/ Chief Executive of Global Corporate Banking Business Unit, etc. before he became Senior Managing Director of Mitsubishi UFJ Financial Group in 2005. He took the present position in 2008 and now also serves as member of ABAC and chairman of the Standing Committee of Japan-India Business Cooperation Committee.

目次／Contents

日本語版	
Japanese Version 1
英語版	
English Version46

本シンポジウムはすべて英語で行われました。日本語版は英語での記録を当研究所で翻訳したものです。

The English version is based on the transcript of the speeches and discussions which were conducted in English.

日本語版
Japanese Version

Occasional Paper No.21

第 19 回 国際金融シンポジウム

ポストクライシスの国際通貨体制を考える
～基軸通貨の将来像とアジアの使命～

(日本語版)

2010年3月18日 経団連会館



財団法人 国際通貨研究所

目次

第一部

1. 開会スピーチ 1
渡辺 喜宏 (国際通貨研究所専務理事)
2. 国際通貨金融制度の改革 5
ジョセフ・E・スティグリッツ (コロンビア大学教授)
3. 国際通貨制度の改革——日本の立場—— 11
中尾 武彦 (財務省国際局長)
4. 金融危機の背景と今後の望ましい改革 15
トマツ・パドア・スキオツパ (プロモントリー・フィナンシャル ヨーロッパ会長)
5. 第一部 パネル・ディスカッション 19

第二部

6. 国際通貨としての人民元の展望 27
高 海紅 (中国社会科学院世界政治経済研究所教授)
7. アジアにおける一層の協力の必要性 34
榊原 英資 (早稲田大学教授)
8. 第二部 パネル・ディスカッション 37



第一部

1. 開会スピーチ

渡辺 喜宏 (国際通貨研究所専務理事)

本日は、日頃国際通貨研究所の活動にご理解とご支援また貴重なご意見を頂戴している皆様にお越しいただき感謝申し上げます。又パネリストの皆様には遠路、或いは公務ご多用の折にも拘らずお越しいただき、厚く御礼申し上げます。

本日は、「ポストクライシスの国際通貨体制～基軸通貨の将来像とアジアの使命～」と題して議論してまいりますが、私共の理事長行天がモデレーターを務めます。パネリストの皆様からご意見をご披露いただき、活発な意見交換の場となるよう期待しています。



議論を始めるに先立って、最近の世界経済の動向をざっと振り返り、いくつかの論点を指摘したいと思います。世界経済は、各国財政当局・金融当局の協調的な克服努力が奏功し、今予想以上のスピードで景気後退から回復しています。しかし、状況は、積極的施策による反動のリスクを残し依然脆弱であり、まだシャンペンのボトルを開けて祝う段階には至っていません。IMFのストロスカーン専務理事が述べられたように、2009年はUnity、すなわち国際協調の年でした。今年はTransformation、変革の年として、規制改革、経済政策の見直し、危機の根底にあるガバナンスの改革など、世界的な課題が待ちうけています。

危機後の国際通貨を巡っては、大きく言って次のような3つの顕著な出来事がありました。第一は、国際貿易、投資、金融市場での基軸通貨米ドルの重要性を再認識したことです。リーマンショック直後の世界の金融市場はほとんど干上がるという状況でしたが、米ドルは、震源地の通貨でありながら、顕著な上昇を示しました。2008年9月のリーマンショックまでは、日本円は概ね円安傾向に推移し、ユーロは歴史的な高水準にありました。しかし、危機が深まるにつれ、ドルと円がユーロに対して上昇する展開となりました。

一方でアジア各国通貨は、アジアから米国に資本還流が起こるのではないかという危惧により大幅に下落しました。中国は対外ショックを避けるためドルペッグに戻り、人民元の緩やかな切り上げを停止してしまいました。この間のアジア各国通貨間の相場の変動は激しいものでした。アジア諸国の貿易は、アジア地域間の貿易量が増大しているにもかかわらず、そのほとんどがドル建てとなっています。また、アジアに投資されるドル建てリスクマネーの大宗が欧米の金融機関を通じて供給されています。今回の危機はいかにアジア経済が米ドルおよび欧米の金融機関に依存しているかをまざまざと見せつけました。

流動性危機に際して、FRBは迅速に「最後の貸し手」の役割を果たしました。多くの新

興国が FRB とのスワップ協定によりドル資金不足をしのごことができ、米ドルは基軸通貨としてグローバルな存在感と重要性を示しました。また、危機の最中、IMF・世銀といったブレトン・ウッズ機関の機能強化が図られましたが、ここでもドルの基軸通貨としての役割の重要性が裏づけられました。

第二は、金融市場が沈静化するにつれて、ドルの役割への疑問が提示されたことです。2009年3月、中国人民銀行の周小川総裁は、基軸通貨として必要な価値表示、決済、準備機能を一国の通貨である米ドルに過度に依存する現在の通貨体制に強い懸念を表明し、注目を集めました。周総裁は、基軸通貨の機能は国際公共財であり、したがってその機能は特定国の国内事情に左右されるべきではないとし、SDR の活用と人民元を SDR 構成通貨に採用するよう主張しています。

ドルを基軸とする現在の通貨体制には、アメリカの強大な経済力、軍事力、情報力、技術力など総合的な国力が他を寄せ付けないという背景があります。しかし、今回の危機からの回復過程で、世界の景気回復のリード役となったのはアジア、特に中国の景気回復でした。また、今後中国がアメリカと拮抗するスーパーパワーになってゆくとの見方や、経済の重心が西から東に移動している流れが顕著に見えてきたという背景もあり、周論文は大きな話題となりました。

第三は EU とユーロを巡る動きです。アメリカ発の衝撃はアイスランドといったヨーロッパの周辺国家に深刻な危機をもたらしましたが、当初は EU と IMF の協力による迅速な対策が奏功し、また統一通貨ユーロが安定的なアンカーとしてユーロ地域を保護する役割を果たしました。このため、ドルと並んで世界の通貨体制を支える一つの柱としてのユーロに注目が集まりました。

しかし、それも束の間で、ユーロに対するバラ色の期待は消え、今はむしろユーロの域内国の財政問題に不安が生じユーロの存続そのものが問われています。ギリシャの問題はそれを端的に示しています。こうした中、欧州版 IMF とでもいえる欧州通貨基金構想がユーロ圏の経済金融不安に対する治療策として検討され始めています。ヨーロッパがこの問題をどのように解決していくのか、パネリストの見解を伺いたいと思います。

さて、今回の危機の過程で、安定的な通貨体制こそ経済成長の基盤であり、特にアジアにおいては保護主義の防止と成長持続のためにそれが不可欠であることを改めて認識しました。将来の通貨体制に関する論点は次の3つに分類できるでしょう。

- 1) 新たな国際準備通貨の創設
- 2) ドル、ユーロ、そしてアジアを代表する通貨からなる三極通貨体制
- 3) 現行ドル体制の修正

ここでアジアの通貨について触れておきたいと思いますが、今回の危機に際してアジア

諸国の通貨は再度大きな変動に見舞われました。アジア危機や今回の危機を教訓に、チェンマイ・イニシアティブは拡充拡大されました。これは大変大きな一歩ですが、より強力な体制に向けての始まりの一歩にすぎません。チェンマイ・イニシアティブの拡充に加えて、私は好ましくない通貨市場での過度な変動を防ぐため一層の措置が取られることを期待しています。アジアにおいて事業を行う上で通貨の安定は決定的に重要だからです。

プラザ合意以降アジアの経済統合は急速に進展しました。アジアには ASEAN、ASEAN+3、ないし ASEAN+6 といった枠組みもたくさんできています。FTA も増加しており、中国と ASEAN の FTA も発効しました。わが国の首相（当時）は東アジア共同体さえ提唱しております。こうしたことを背景にアジアの域内通貨機関の設置を目指すべきでしょう。たしかに政治統合、あるいは安全保障を目的とした統合は夢物語かもしれませんが、経済統合は実現可能です。

我々はさらに前進して、アジア通貨バスケットやアジア通貨基金（AMF）、アジア通貨単位（ACU）といったことを議論すべきだと思います。現状のままにとどまれば、アジア経済は外的な金融ショックに対して振り回される状態から脱することはできません。アジアにおける安定的な通貨制度は、域内のバランスのとれた持続的成長を通じて世界経済にも貢献することでしょう。

通貨体制の変更が実現される前の段階では最適なポリシーミックスについて議論されることもあるでしょう。国際金融ではトリレンマ、いわゆる Impossible Trinity が議論されますが、今回の危機により三つの要素の優先順位の見直しの動きが始まったようにも見受けられます。危機の前には、フレキシブルな通貨と独立した金融政策、そして自由な資本移動という組み合わせが適切な政策ミックスであると考えられました。しかし危機後には、為替の安定性を実現すべく、賢明な金融政策と資本流入のコントロールを組み合わせるポリシーミックスが支持を得てきているように思われます。

現在、いわゆる出口戦略が問題になっていますが、出口戦略を実施する諸国間で政策協調が図られなければもう一段の通貨不安が起こる可能性があります。市場の混乱を避けるため、私は先進国間での政策協調のみならず、より力強く安定的な世界の通貨制度にむけて必要な措置をとるべく真剣な努力を始めるよう各国当局に提言したいと思います。

本日は中長期的にみてグローバルな成長を支える基軸通貨体制、その将来像を語るにこれ以上望むべくもない論客にお越しいただきました。本日の議論の中で、パネリストの皆様からこういった通貨を巡る様々な論点について御洞察を拝聴できればと存じます。ご清聴ありがとうございました。

行天 豊雄（司会、国際通貨研究所理事長）

それではパネル第一部を開始したいと思います。その前にまずパネリストの方々に本

シンポジウムにご参加の労をとっていただきましたことを感謝申し上げますとともに、かくもたくさんのお聴衆の皆様にお集まりいただいたことに御礼を申し上げます。



さきほど渡辺専務理事は、現在われわれが置かれている状況を大変総合的にまたバランス良くまとめてくださいました。ご存知のように、世界経済は戦後最悪の危機からゆっくりと回復をしてきています。重要なことは、この危機が世界的な信用ひっ迫という形で勃発し、それが世界的な需要の崩壊につながったということではないかと思えます。それは当初金融危機でしたが、あっという間に実体経済に伝染していきました。しかし、それは通貨危機ではなかった。実際、通貨市場では大きな混乱は起こらなかったのです。

ところが、興味深いことに、経済が徐々に正常化し始めるにつれ、ドルの役割、国際通貨制度の改革、安定的な為替相場メカニズムといった通貨の問題についての関心が突如として浮上しました。こうした動きがなぜ起こったかという理由は想像に難くありません。というのも、今回の危機の経験は、今世紀の初めに夢見たゴルディロックス経済、つまりインフレなき絶好調の景気の持続というのは実は全くの虚構であり、幻想であったということを実に物語っているからです。むしろ世界経済には、数十年にわたって存在し続けていたのに、我々が真正面から取り組むことを避けてきた厄介な問題が依然としてあふれているのです。

それらの問題としては、第一にグローバルな不均衡であり、第二に世界の膨れ上がった金融の役割、そして最後にこれらに劣らず重大なのですが、本日まさに我々が議論しようとしているテーマ、すなわちドルの将来があげられます。ドルの将来について改めて関心が高まっているのは、明らかに米国経済の覇権力が低下しているように見えることと直接関係しています。米国金融産業の脆弱性や、恐ろしいほどの財政悪化見通し、急拡大する対外債務など、今回の危機の過程で浮かび上がったこれらの問題が、ドルの信頼性ととともに、国際通貨制度の安定性についても世界的に懸念を高めることになったのです。そしてこれこそ我々が今回シンポジウムを開催した問題意識です。本日の議論で垂れこめる暗雲の中に光明を見出すことができることを心から期待しています。

先程ご紹介しましたように、本日はこの問題を議論するのにまさにうってつけのパネリストにお集まりいただきました。本日の進行は、まずスティグリッツ氏、中尾氏、パドア・スキオッパ氏のお三方にグローバルな観点から基調講演をしていただき、それに続いてその講演に関するパネル・ディスカッションを行い、休憩の後、高氏および榊原氏から地域的あるいは国家的観点からのお話をいただきたいと思いますと考えております。終了は 5 時半を予定しております。それでは開始します。まず、スティグリッツ教授、どうぞお願いします。

2. 国際通貨金融制度の改革

ジョセフ・E・スティグリッツ（コロンビア大学教授）



世界経済の効率的機能のために大変重要と考えられる話題についてお話しする機会を与えてくださり、ありがとうございます。これからしばらく何が中心の問題でどんな解決策があると私が考えているかをお話ししたいと思います。

グローバルな金融制度がうまくいっていないということについては今日広範なコンセンサスがあると思います。為替相場と金利のボラティリティ(変動)が激しく、とりわけ開発途上国がそのリスクを負わされています。欠陥のある金融制度が現在示している最も重要な兆候はもちろん世界的な金融危機です。この危機は「メイドインアメリカ」のラベルが貼られており、米国が世界に輸出したのですが、自慢できるものではありません。その金融制度が危機を急速に世界に伝播させる役割を果たしてしまいました。強調したいのは、これは本来効率的な市場が果たすべき機能ではなかったという点です。市場は安定的であり、かつ自己矯正力があるべきです。適切な金融市場とは、リスクを適切に負うことができる人、すなわち、金持ち国にリスクを負わせるということをより確かなものにするものであるべきです。しかし、標準的な理論が予言していたようには市場が機能しなかったのです。こうした例はいくつもあります、そのことには後でもう一度触れることにします。

今回の危機をきっかけとして、危機の原因について幅広く議論されるようになりました。エコノミストの間では、規制緩和や資本市場の自由化により銀行や金融機関が過大なリスクをとり、そして多くの場合暴利をむさぼる貸出が行われるようになったということで意見がほぼ一致していると思います。さらに、金融資本市場の自由化が危機の拡大に一役買いました。皮肉なことに、これまで数十年間の「金融改革」の中心にあったこれらの政策が、実はこの危機を招くと同時に世界中に伝播させる一因となったのです。

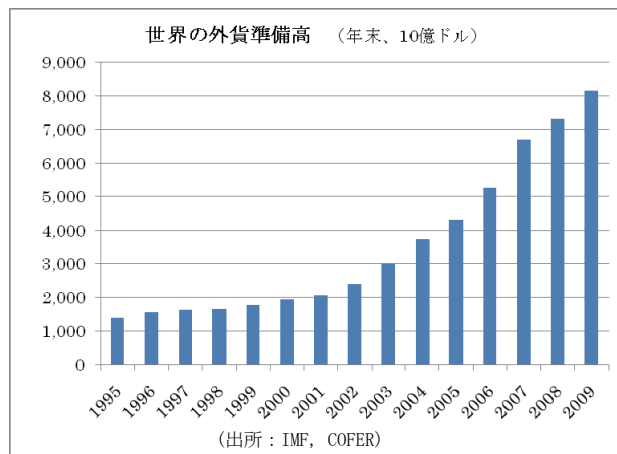
今回の危機で起こったことは多くの点で新しいものではありません。危機、バブル、パニックなどは、最初から資本主義の特徴でした。1600年代のチューリップ・バブル以降、危機が存在しなかった市場経済は一時期しかありません。それは大恐慌後の40年間で、この期間は世界のどこかで一、二の小さな危機があっただけでした。その理由は大恐慌の教訓に学ぶことにあったと私は思います。すなわち、そこでは強力な金融規制が実施されたのです。これらの規制は安定を強化したのみならず、急速な成長をももたらしました。規制の批判者たちは、規制は技術革新（イノベーション）を押さえつけ経済成長の妨げになるので、慎重にすべきだと主張しますが、これは全くバカげた主張です。正しい規制は実際には経済を刺激し、安定と正しい技術革新を促進するものなのです。この点についても

またあとで触れたいと思います。

金融制度がうまくいっていない問題の一因は、インセンティブの不適切な設定（ミスアラインメント）にあります。民間のインセンティブを社会的利益に合わせることで市場経済を機能させる中心的課題です。しかし、金融部門では民間の報酬と社会的利益の間には大きな格差があります。これらは過大なリスクテイクや近視眼的な行動ばかりか、技術革新のゆがみにもつながりました。金融部門は、多くの場合、リスク管理能力を向上させる形での技術革新を行いませんでした。むしろ彼らはリスク管理を悪化させる商品を開発し、このため何百万人というアメリカ人がもっとも重要な資産である家を失うことになったのです。2010年に予想される差し押さえ件数は08年、09年よりも多くなり、250万人から350万人のアメリカ人が家を失うとみられています。このため力強い景気回復の見込みはまったくおぼつかない状態です。技術革新は、会計規則変更と税制の裁定といった方面に向けられ、経済をうまく機能させるためのルールを弱体化させました。日本でも出版された私の最近の著書「フリーフォール」で述べた点をポール・ボルカーも強力に打ち出しておりますが、多くの技術革新の中で経済成長にプラスの効果があったものを見つけ出すのは困難です。経済諮問委員会の委員長であったとき、リスク管理を高度化すると期待される技術革新に対して金融部門が現に抵抗する場面に私は何度も出くわしました。

ここで申し上げたいのは、市場経済に伴う高いボラティリティと金融部門でのリスク管理の失敗によってもたらされる国際的な帰結についてです。為替市場の高いボラティリティは結果として外貨準備の大幅増加を引き起こします。これは、特に97年のアジア危機で

IMF や米国財務省がその対応に失敗した後に顕著でした。これはちっとも驚くことではありませんでした。各国は、十分な外貨準備をもっていなければ、自国の経済社会に悪影響を及ぼす IMF の政策により経済主権を脅かされる恐れがあることを学んだのです。後でこの急増の説明をしたいと思いますが、ここではその影響を見てみましょう。巨額の外貨準備は世界的な総需要を弱



めめます。各国は、所得を支出することよりも貯蓄するほうに向かっているのです。初歩の経済学の講義でこれは「節約のパラドックス」と呼ばれることを覚えていらっしゃるでしょう。これがいわゆる過剰貯蓄 (savings glut) と呼ばれるものにつながるのですが、私はむしろこれは過小投資 (investment dearth) だと見ています。

真の問題は、この金融経済制度が、貧困対策や地球温暖化の問題に対処するため世界を改造するといった、世界的に必要とされていることに貯蓄をリサイクルできなかったとい

うことです。それどころか、マネーは米国の住宅バブルに入っていく、莫大な金額が浪費されました。

このことはもちろん、我々が今日議論している中心的議題の一つ、すなわち世界的な不均衡の問題につながってきます。これは単純に言えば、世界の一部は消費する以上に生産しており、一部は生産する以上に消費しているということです。ある意味ではこうした事態はいつでも起こります。ある者は貯蓄し、ある者は借入れをするのです。問題は貯蓄と浪費を本来すべきでない国がしているということです。それは貯蓄と投資がうまく配分されていないということでもあります。米国は、ベビーブーム世代の高齢化に備えて貯蓄をしているべきでした。ところが米国は収入以上の生活をしてきたのです。反対に、開発途上国は資本ストックを増やすために借入れを行うべきでしたが、貯蓄国となっています。ですから、この状態が持続可能でないというのは明らかでした。経済諮問委員会の歴代委員長の一人が言っているように、持続可能でないものは持続させるべきではありません。最終的にそれは大きな問題となるのです。

そして世界的不均衡が継続しえないと認識されると、それは秩序なき巻き戻しにつながるのではないかという懸念を生みます。世界的不均衡は危機の原因となったわけではありませんが、依然として世界経済の安定にとっての脅威となっています。不均衡の秩序なき巻き戻しが次の危機を引き起こす可能性があるからです。ただし、現在世界経済が直面する重要な問題は世界の総需要の弱さであり、黒字国の予防的な外貨準備積み上げがその主因となっていることです。ケインズは、黒字国の問題とは、彼らが消費しないことにより世界的な総需要不足の一因になっていることであると強調しましたが、これこそ世界が今日直面している問題の一つです。不幸なことに、これは今後も長期にわたって直面するであろう問題です。危機以前に米国経済を支え、そして大部分の世界経済を支えてきたのは収入を上回る米国の旺盛な消費だったのです。我々は消費バブルに浸っていたのです。ですが、その日は過ぎ去りました。二度とふたたび帰ってこないでしょう。中にはそれを待ち望む人がいますが、そうなれば米国の悲劇につながるでしょう。相当期間に亘り悪化していた問題は、最終的にきちんと対処しなければならないのです。

ここで世界的不均衡の原因についてももう少し詳しく見ていきたいと思います。それらはグローバルな視点から見る必要があります。世界的不均衡の説明の一部はもちろん米国の過剰消費に関係しており、それはドルの準備通貨としての役割によって促進された面がありますが、もうひとつの面は他の諸国の過剰貯蓄にあります。準備を積み上げる理由はいくつかありますが、そのひとつはすでに申し上げたようにグローバルなボラティリティに対抗するためです。この点は東アジア通貨危機を経験したある国の首相から強く指摘されました。「我々は 97 年アジア通貨危機という学級にいた。そこで十分な準備をもたないとうなるかを学んだ。」と。彼は二度とその失敗は繰り返さないと言いました。しかし、2008 年の学級もまた同様の教訓を学ばねばなりません。十分な準備を持っていた国は今

回の危機を上手に乗り越えました。彼らは準備を持たない国よりもずっと上手に嵐を切り抜けることができたのです。この明らかな教訓は、準備を積み上げることの必要性です。しかし、準備を積み上げれば、それはその国を守ることになるでしょうが、同時に世界的には需要不足をもたらすという合併症を伴っているのです。

世界の貯蓄需要をもたらす第二の理由は輸出主導の成長と関連しています。中国の外貨準備積み上げは単なる世界的ボラティリティへの懸念に基づくもの以上になっており、競争的為替相場を維持したいとの願望もその一因となっています。輸出主導経済と世界的な外貨準備の増加に関して二点お話ししたいと思います。まず、大幅な黒字なしでも輸出主導の成長は可能であることを認識することが大切です。これこそ高度成長期にあった東アジア諸国の多くでみられた特徴でした。しかし、残念ながら WTO は為替相場以外の成長促進のために必要な重要手段を取り除いてしまったのです。WTO のウルグアイラウンドで知的所有権にかかわる規定を定めた TRIPS により事態はさらに困難になりました。そのため為替相場が輸出主導成長達成のためにより好まれる手段となっしまい、従って今後とも準備蓄積の基礎となり続けるだろうということです。

もう一つの準備蓄積の理由として、石油価格や天然資源価格の高騰で潤っている資源輸出国は、当然のこととしてまさかの時に備えて十分な貯蓄を持つとすることが関連しています。

危機後の世界的不均衡の見通しはどうかでしょうか。米国は少なくとも家計貯蓄率を上昇させるでしょう。直近の家計貯蓄率はほぼゼロから 5% へと急上昇しましたが、政府の赤字増加で相殺されています。問題は、家計貯蓄率が高水準となり、政府の赤字削減が起こるにつれ、世界的な総需要が弱くなるということです。さらに、危機により「予備的準備」への需要が強まりました。このことはやっとな認識されてきており、IMF も、準備積立は自己防衛には非効率であるとして、別の方法として保険的な機能を提供することでより重要な役割を果たすべく積極的に様々な提案を打ち出しています。しかし、残念ながら IMF は、必要な時に資金を出してくれるかどうかという点で十分な信頼を得ていません。過去数年間ストロスカーン専務理事のもとで、IMF がめざましい変革を遂げたことは大変高く評価されていますが、多くの開発途上国が恐れているのは、ある方向にそれほど劇的に変わることができるのであれば、逆の方向にも激変するのではないかということです。ですから各国は、将来資金が必要となった時には IMF にかまこむことができることを期待して自国の準備を取り崩すことはしないでしよう。

世界的不均衡の是正に向けて G20 は特定のアプローチを提示しました。それは米国がより多く貯蓄し、中国がより多く消費するというものですが、これには二つの問題があると思われます。一つは、仮に中国が為替相場を調整し消費を増やしたとしても、世界的不均衡の緩和には大して影響しないということです。米国は依然として大幅な貿易赤字を抱え

ることでしょう。米国は輸出を大きく増やすことにはならないでしょうし、依然として衣類や繊維などを、今度は中国からでなくスリランカやバングラデシュなど他の開発途上国から買い続けるでしょうから、多国間でみた米国の貿易赤字は依然残るでしょう。もう一つはよりグローバルな問題で、みんながアメリカ人のような贅沢三昧の生活をすれば、地球という星は存続しえないということです。

それに代わる解決策の提案があります。それはここにいらっしゃる榊原教授が私とともに取りまとめた国連の委員会の提案を基にした、より大きな改革を伴うものです。そこには4つの課題があります。時間がなくなっていますので、それらをリストアップし、後で時間があればまた触れましょう。1番目は世界の金融規制制度、2番目として世界の準備制度の改革、3番目はグローバルリスク削減策の改善、最後に世界の需要を満たすための貯蓄の還流メカニズムの改善です。それぞれについて簡単にポイントをご紹介します。

新しい世界の金融規制制度においては、明らかに我々はより強力な規制制度を必要としています。G20は思い切って金融安定化フォーラム（Financial Stability Forum）を金融安定理事会（Financial Stability Board）に変更する措置をとりましたが、私は、これが世界の金融システムがきちんと機能するやりかたに根本的な変更をもたらすほど十分な改革であるとは確信できません。これまでと同じ考えの同じ人たちでは深淵な改革を行うことはできないでしょう。FSFは明らかに危機の発生を防止できませんでした。確かに規制の網の目をくぐる裁定取引を防ぐためには国際協調が必要だということに同意しますが、それはとても達成困難でしょう。実際、金融部門にいる人たちが規制を望まない人は、それを防ぐ方法として実現できる訳がないと知っているからこそ国際協調を強く主張し続けているのではないかと勘ぐってしまうこともたびたびです。

現在芽生えつつあると思われる戦略の一つは次のようなやり方、つまり、まず規制し、そしてその後で調和させよう、というものです。各国は国民に対して自国経済、自国民を保護する責任があります。ですから、協調ができないのであればまず各国で適切な規制制度を導入します。そしてその後でどのように協調していくのか細部について検討するのです。

国連委員会が中期的に重視したもっとも重要な改革は、新しい世界の準備制度です。現行制度の弱点は以前から認識されていました。各国が準備を積み上げることにより世界経済の不安定の一因となり、かつ世界の総需要を弱めるという問題です。また現行制度は公正であるとも言えません。なぜなら、実質的には、貧しい国々が米国の対外援助よりもずっと多額の何兆ドルという資金を準備通貨の国々に貸しているのです。ドルによる準備制度というのはすでに揺らいでいますが、それこそ我々がここで議論している理由の一つでもあります。私は今後ドルに過度に依存した準備制度に戻っていくとは考えていません。21世紀の多角化した世界で、国際金融制度の大部分が一国の通貨に依存するというのはほ

とんど意味がありません。しかし、我々が新たな世界の準備制度を作らない限り、我々が向かっているシステム、それはドル／ユーロ、ドル／ユーロ／円、ドル／ユーロ／円／人民元といった二つか三つの通貨による制度でしょうが、それは現在のものよりも一層不安定なものになるでしょう。だからこそ世界的な準備制度を作ることが必要と考えるのです。

安定を高めるとともに他のさまざまな目標を達成するための方法には、黒字を減少させるインセンティブを含めいろいろなやり方があるでしょう。重要な先例としては IMF の SDR やチェンマイ・イニシアティブがあります。現行制度から新世界準備通貨制度への移行のやり方として国連委員会はいくつかの方法を提示しました。一つは既存の地域構想を拡張する「ボトムアップ方式」であり、もう一つは新たな国際機関の設立あるいは IMF の拡大です。これらは相互補完的なものであると思います。補足的に言えば、最近行われたチェンマイ・イニシアティブの拡張は重要な実績ですが、さらに一層の拡充と IMF からの切り離しが必要だと思えます。

国連委員会の報告発表後、新準備通貨制度の考え方は中国、フランス、ロシア等世界の国から相当な支持を得ており、そして最近では準備を開発途上国が気候変動に適応・緩和していくための支出にリンクして振り向ける案もでてきたりして IMF から支持を得ています。うまく構築できれば世界の準備制度は国際社会が地球の気候変動その他の世界の公共財への資金対応と世界金融の安定という二つの問題に同時に対処するのを支援することができるでしょう。

もう一点、世界中の資金需要にあわせて貯蓄をリサイクルさせる問題について述べておきます。我々は現在特異な状況に置かれています。一方で過剰能力がある世界を持ちながら、一方で巨大な需要が満たされない世界をもつという中で、地球温暖化と世界的貧困という二つの問題に端的にあらわれた数々の課題に立ち向かっているのです。必要とされるのは、明らかにもっと多くの投資を行うことです。一部の国にもっと貯蓄を減らしなさいというだけでは正しい解答にならないでしょう。答えは、これまで以上に貯蓄を生産的分野にリサイクルさせる必要があるということです。危機以前の世界の金融市場はこれに失敗し、資金は結局非生産的使用に回されてしまいました。最適な、少なくともよりよい世界の金融制度を作るにあたっての課題はまさにこの問題に対処することなのです。

最後に言わせていただくと、G20 は、G8 に比べて大いなる改善ではありますが、G20 の枠組みで世界の経済問題の協調的解決を図るのは容易ではないでしょう。私にとってもっとも重要な課題は先に述べた線にそった世界の準備制度の創設です。それは先程述べたように、地球温暖化の問題や世界的貧困、そして世界経済の安定化を促進するために使うことができます。これ自体は古い考えであり、ケインズが約 75 年前に述べました。おそらくその考えがようやく日の目を見るときがきたといえるでしょう。ありがとうございました。

3. 国際通貨制度の改革——日本の立場——

中尾 武彦 (財務省国際局長)



議長、ありがとうございます。通常私は聴衆の前でお話するときには恐れを抱くことはないのですが、本日は私が1978年に入省した時に課長であられた行天さんをはじめとして錚々たるパネリストがいらっしゃり、少し緊張しています。榊原教授とは、彼がアジア通貨基金の提案を作られたとき、ご一緒してこの考えを説いて各国を回りましたが、これは流産してしまいました。もうひとつ緊張する訳は、私が唯一の政策当局者だということで、政策の失敗に対してのご批判を受けなければなりません。しかしながら、この場は私お

よび財務省国際局にとって世界で今何が起きているか、国際通貨制度の改革問題に関して日本政府としてどんな立場をとるべきかをまとめるのに大変いい機会でもあります。

今回の危機からはマクロ経済運営の問題やスティグリッツ教授が指摘された規制の問題など、多くの教訓がありますが、本日私は国際通貨制度に焦点を当てたいと思います。日本語のテキスト¹をお配りしました。英文²は後ほど出させていただきます。

第一に、国際通貨制度に関して国際社会の関心が高まっている背景についてですが、もちろんその理由として今回の最近の国際金融危機が基軸通貨国である米国に端を発したということがあります。

第二は IMF の役割です。危機が起こる前のいわゆる「大いなる安定期間」(Great Moderation Period) においては、IMF の機能はほとんど無視されておりました。ファイナンス供与時に注文もつける IMF に行かずとも、各国とも国際民間市場で資金需要を満たすことができたからです。しかし、危機に際して IMF は、多くの東欧諸国など流動性を必要とする国にこれを供給するという重要な役割を果たすと同時に、各国に対して助言を与え、G20 の議論を支援するなどの貢献をしました。

第三の要素は中国の台頭です。渡辺専務理事が触れられましたように、中国の超大国としての出現が国際通貨制度への関心を高める一因となりました。昨年春に発表された中国人民銀行の周総裁の論文も、国際基軸通貨としてのドルの地位など多くの議論を呼び起こしました。

第四の要素はユーロへの挑戦です。恐らくパドア・スキオッパ氏がお話くださると思

¹ 国際通貨研究所ホームページ参照：

http://www.iima.or.jp/pdf/sympo_speech/Mr_Nakao_Speech_text_j.pdf

² 同ホームページ参照： http://www.iima.or.jp/pdf/sympo_speech/Mr_Nakao_Speech_text_e.pdf

いますが、ユーロは、危機が始まって以降ある時期までは、欧州各国の回復力の基礎になると見られていました。危機に際して各国の通貨が個別に攻撃を受けるのに比べて、ユーロは単一の共通通貨であり、通貨市場からの攻撃に対して抵抗力を示すと見られたのです。しかし、ギリシャ問題が発生した後、ユーロが果たして最適通貨圏を構成しているかどうか再び国際社会での論点になりました。ユーロ圏には国際経済の教科書で指摘されているほど十分に労働力の移動や財政の移転などが備わっていないからです。このように国際通貨制度には様々な問題があります。

私は当局が基軸通貨としてのドルをどう見ているかについてお話ししたいと思います。明らかにドルは、準備での使用を含め、今日の国際通貨制度における単一で最も重要な基軸通貨です。準備においてはドルのシェアは62%にのぼり、ユーロの28%をしのご有力な通貨です。また、貿易取引、石油の建値、流動性の調達等すべての分野において然りです。その理由は政治力、軍事力、文化力などいろいろありますが、奥行きがあり信頼できる金融市場と責任ある金融当局が存在することも挙げられます。同時にいわゆる「ネットワークの外部性」を挙げることもできます。人々がなにかを使い始めると、それを使うことが一層便利になるのです。明らかに「ネットワークの外部性」が存在します。したがって、現時点での私の結論を申し上げれば、今後の唯一の基軸通貨としてのドルの地位は挑戦を受けているが、ドルに代わる通貨を見出すことは難しいということです。米国が凋落しつつあり、その力が弱まっていると言うのは時期尚早です。もちろん、1950年代や60年代に比べると米国の力は弱まっていますが、米国が凋落し始めたとは思いません。米国は持続的成長のために必要なとてつもなくダイナミックな柔軟性と多様性を持っているからです。

1980年代あるいは90年代によく議論された三極通貨制度などの複数通貨体制については、確かにそれは、米国が基軸通貨として一定の制約を受けることにより、基軸通貨のモラルハザードを防ぐのに適切であるというメリットを持っています。しかし同時にそれは、スティグリッツ教授が言われたように、基軸通貨国・地域の状況に応じてボラティリティが高まるため単一通貨制度よりも不安定になりやすいといえます。

人民元について見ますと、中国は特に周辺国との貿易を中心に人民元の国際的使用を推進し始めていますが、これに関し当局は、ドルの流動性が不足した場合に貿易業者への貿易金融を支援するためのものだとして説明しています。ですからこれは人民元の国際化そのものというより、貿易促進のものです。中国にとって元の国際化は政策目標ではなく、民間取引の延長線上にあるものです。さらに、中国が人民元の使用を貿易だけに限って促進したいと思っても、輸出業者は人民元でお金を稼ぐのならそれを運用する機会が必要ですし、輸入業者も人民元で輸入をファイナンスするための資金が必要となります。ですから貿易だけに限ったとしても、そこにはある程度自由な資本取引が必要となってくるわけです。日本の経験からいえば、日本では1960年代には早くも円を貿易に使えるような政策をとり

始めました。中国の人民元の国際化は未だごく初期段階にあり、国際化にはかなりの時間がかかると思います。ただ、中国の発展モデルは60年代の日本よりもずっと開放的といえ、国際貿易や資産運用における人民元の利用は円の場合よりも急速に進むでしょう。でもやはり時間はかかると思います。中国が人民元の国際的使用を促進し始めたというのは、日本にとっても歓迎すべきことです。日本企業にとって便利になります。しかし同時に中国の当局が、公正な基盤にたつて金融市場の規制緩和を進めるとともに、責任ある財政、金融、為替政策を追求されるよう期待しています。

SDRについて一言申し上げますと、SDRはドル、ユーロ、円およびポンドで合成された人工的な通貨ですが、実際にはハードカレンシーではありません。お札やコインもありませんし、最後の貸し手機能を果たすためにSDRを使うこともできません。それは実態的には準備をもつ当局間のクレジットラインといえます。もちろん我々はSDRの使用を促進することはできますが、SDRが基軸通貨の地位を獲得する可能性については期待し難いと思います。

これまで述べたように、私見では、少なくとも予見しうる将来にわたりドルは依然として唯一の基軸通貨としてあり続けるでしょうし、私たちは米国当局に対しては責任ある財政金融政策を追求することをお願いすべきです。現在、米国当局はそれを実行していると思います。米国の財政収支は、危機の過程で刺激策をとったり税収が減少したりして大幅に悪化しましたが、米国は未だにドルを支える力を持っています。他の主要国、日本やユーロ、中国といった国々も国際通貨制度の安定を維持するために協力すべきです。

円の国際化について少し触れたいと思います。円の国際化にはおそらく三つの意味があります。一つ目は経常勘定取引及び資本勘定取引において円の完全な交換性をもつことですが、これはもうずっと前に完了しました。二つ目は特にアジア地域で円の使い勝手をよくすることです。政府は国債や地方政府債の源泉税免除等多くの努力を行ってきました。社債についても今年から免税されます。また、円建ての運用や借入を行う人たちのために日本の金融市場を深化させるよう努めてまいりました。

ここで円の国際化の目的について振り返ってみますと、ECBのスマギ理事、あるいは中国の周人民銀行総裁や温首相がおっしゃっているように、通貨の国際的使用というのは市場参加者の選択の結果であるといえます。ですから日本にとって重要なのは、日本の金融部門を強化することであり、これは日本経済の成長を高める基礎を与えるためにも、また力強く成長するアジアの役に立ってお金を稼ぐ機会を捉えるためにも必要なことでもあります。まず金融市場を強化することが非常に重要であり、それにより円の国際的な使用がもたらされるはずで、これらの政策は同時に行うべきです。

次にIMFについてです。詳しくお話する時間はありませんが、IMFの役割は再び極めて重要となっています。IMFは、国際収支上の困難とその背景にあるマクロ経済政策を監視

するだけでなく、各国の金融市場の安定についても監視すべきです。各国の金融市場は国際金融市場に伝染的な影響を与えるからです。金融安定理事会やその他の規制当局がこの問題に対処しつつありますが、IMF も金融の安定をもっと緊密に監視する権限を与えられるべきだと思います。

続いてアジアについてです。1998年にアジア通貨基金を作ろうと試みて以来、我々は多くの努力を続けています。マニラフレームワークもその一つで、これはサーベイランスと危機時の協調融資、そして技術支援が必要な国への支援をあわせたものでした。これは二国間のスワップ網であるチェンマイ・イニシアティブにつながりました。現在それは多角的フレームワークとなっており、チェンマイ・イニシアティブの事務局ともいえるサーベイランスユニットがまもなく設立される予定です。我々は、これが世界規模で担っているIMFの機能に取って代わるものとは考えていません。それはIMFの役割を補完すべきものです。しかしそれでもこれは今回のような危機時に信頼感を与えるという意味で非常に重要なものです。また、アジア債券市場イニシアティブは、ニューヨークを經由してアジアへ資金を還流させることに取って代わって、アジア域内で貯蓄と投資を仲介しようとするものです。詳細はお配りしたテキストをご覧ください。

最後に為替相場制度について若干ふれておきたいと思います。ブレトン・ウッズ体制のもとでは、それはドルと金をアンカーとした固定為替相場であり、当時我々は国境を超える資本移動を禁止はしませんでした。規制して抑え込もうとしました。その後、自由な資本移動と金融政策の独立性のために通貨安定を追求することを断念しました。これは国際金融制度のトリレンマと呼ばれるものですが、我々はその後制限のない資本移動を推進し始めたのです。我々は自由な資本移動こそ最善とみなし、それを推進しました。そして同時に国内の自由な資本移動を求める金融の規制緩和を行い、それが外来のものであれ何であれ、さまざまな金融イノベーションが行われました。我々はそれがよいことだと信じていたのです。この規制緩和と国際通貨制度の自由な資本移動への移行という二つの要因は今回の危機の一因になったのです。しかしながら我々はこのトレンドを覆すことはできないというのが私の結論です。我々は自由な国際資本移動という考えを放棄することはできません。それは新興国を含め世界経済に多くの機会を与えるものであるからです。中国や他の新興国経済の高成長の一因は、自由な資本移動があるがゆえに彼らは以前よりもずっと容易に資金を調達できるようになったからです。もちろんそれは多くの問題も生み出しましたが、我々はこうした世界に住まなくてはならないのだということを受容しなければなりません。それをどのように規制するか、制度の悪い側面をどのように抑制するか、よりよいマクロ経済政策を含めて我々は努力できるはずで、私はそれでも固定為替相場と厳しい資本移動規制が行われたブレトン・ウッズ時代に戻れるとは思いません。これで私のプレゼンを終わりたいと思います。ありがとうございました。

4. 金融危機の背景と今後の望ましい改革

トマッソ・パドア・スキオッパ（プロモントリー・フィナンシャル・ヨーロッパ会長）

本日はこのシンポジウムに参加の機会を与えて頂きありがとうございます。シンポジウムのテーマは、私としては特に歓迎するものです。なぜなら、今回の危機と改革の本質について本来なされるべきであった中心的な議論がこれまで行われてこなかったと考えるからです。私は危機の金融的側面を6つの点からながめ、望ましい改革がどうあるべきかについてお話ししようと思います。



第一の点は危機の金融的側面です。金融規制の弱点、対外不均衡、さらに、危機につながることとなった借入と消費を基にした成長モデルなどについて多くの分析がありますが、金融的要因についてはまだ十分に評価されていないと思われます。そこにはグローバリゼーションと結びついた非常に重要な国内的金融要因があります。米国の超緩和的な金融政策は、通常であればその政策効果としてのインフレーションによって修正されるのですが、主にアジアから輸入される非常に安価な工業製品によって物価上昇が抑え込まれ、消費者物価の上昇が発生しませんでした。その代わりに、資産価格の上昇がもたらされました。残念なことに、消費者物価のインフレであればみんなが貧困を感ずるのに対し、資産価格のインフレはみんなを裕福に感じさせ、持続不可能な道をさらに邁進させることになりかねず、実際にもそうなったのです。

今回の危機の背景にあったもう一つの金融的側面は完全に国際的なものです。つまり、国内通貨であるドルが準備通貨としての役割を果たしているため、通常ならば対外的な赤字を支払う必要から自ずと働く節制のメカニズムが効かず、ドル発行国である米国は長期にわたって赤字を続けることができたということです。この意味では、金融要因は危機に先立つ10年、15年といった期間をはるかに超えて存在しており、ドルが金から切り離された1971年まで我々を引き戻すことになると言えるでしょう。当時起こったことは、通貨がはじめて一切の商品から完全に切り離され、完全に人によって管理されるものになったということでした。世界はその時まで金が果たしていたある種の国際基準を失ったのです。

通貨が「実物」商品から切り離された結果、通貨は政策決定のアンカーとなる政治的権力や政府に一層強く結びつき、以前にも増してその管理は国内主導になりました。ロバート・トリフィンが早くからこのことに気が付き、いわゆるトリフィンのジレンマと呼ばれるものに定式化しました。彼は早くも60年代初に、(国内通貨として必要とされる)通貨安定と(国際通貨として必要とされる)国際流動性との間に根本的なジレンマがあること

を指摘しました。そしてこの矛盾の結果当時の制度は終焉せざるをえないだろうと予言しました。彼の診断は正しかったのです。もっとも米国では彼が予期しなかった形、つまりドルが極度に不足するというのではなく逆に過度に余るといって起こりましたが、重要なことは、国内通貨政策上の動機と国際通貨上の必要性との基本的な矛盾はトリフィンにより正しく認識されていたということです。

第二のポイントは変動相場制です。すべての通貨が変動することになれば、国際的調整や節度の問題は起こらないと主張する人がたくさんいます。彼らは世界的な変動相場制は二重の意味ですぐれた点があり、政治的に可能であるばかりか経済的にも最適だと主張しています。つまり政治的には各国の主権を保ち、経済的にはうまく調整できるというわけです。私は、これは完全な幻想だと考えます。変動相場制を受け入れるほうが、特定の為替相場ルールを受け入れるよりも国家主権の移譲が小さくてすむと考えるのは政治的にも全く非現実的です。それは日々見ての通りです。経済的にもそれが最適とするのは間違っています。第一に為替市場は、なんらかの指針となるような為替水準をタイミング良く見つけ出すことはできませんし、たとえそれができたとしても十分な不均衡調整を実現することができないからです。市場は調整が必要とのシグナルは発しますが、市場が必要とする調整はできません。事実、不均衡の多くは政策によるものであり、為替市場が望ましいと思われる政策変更をもたらすという証拠は全くないのです。世界には自国通貨を発行する150から200もの主権国がありますが、これらの国の通貨が全部変動すればおそらく悪夢といえる状態になるでしょう。我々は一般的にいくつかの基軸通貨について話をしますが、多くの開放的な小国にとっては、変動制は最善でないということは理論でも示されているとおりで。

第三のポイントはもう一度トリフィンのジレンマですが、今日、トリフィンのジレンマは、変動相場制下あるいは多角的通貨制度下で一般化して言い換えることができると思います。トリフィンのジレンマを今日的に再構成すると、通貨制度全体を安定させる必要性は、なんらかの超国家性が存在しない通貨制度下では、国内的配慮をもとにのみ追求される経済金融政策とは相容れないものであるということです。言い換えれば、たえずすべての通貨が変動相場制を採用し、単一の有力な通貨がなかったとしても、金融政策そしてグローバルな金融スタンスがそれぞれの国の国内的な要請によって決定されている限り、その結果もたらされる全体的な金融スタンス（この場合は各国の必要性を平均したものになる）は全体として世界経済の必要を満たすものになるでしょう。変動相場制であっても、あるいは多くの通貨があったとしても、トリフィンの基本的なジレンマは、それが国内的政策からの要請と国際的な必要性との間のジレンマであるという理由で存在するのです。

第四の点は簡単に述べます。ここまでの分析は多分多くの方にご理解いただけるものと思いますが、その結論は、非現実的だとしてしばしば拒絶されています。かつてこの分析を披露した時、私はジャーナリストに尋ねられました。「あなたは何を考えているのですか。

金本位制への復活を考えているのですか、あるいは SDR、固定為替相場、単一通貨を考えているのですか？」と。私は次のように答えて逃れました。「まだわかりません。一つには、飛行する物体を発明する以外に解決策がないということを示すためであり、もう一つは、飛行機を発明するためです。これまで私は飛行する物体が必要であるということを示してきました。しかし、私はまだ飛行機を発明していないということを認めざるをえません。」と。しかし、飛行機が発明されていないからといって、飛行物体がないかぎり解決策はないという主張が誤りだとは言えないのです。

どうすれば飛行物体が発明される前に飛行機について人々が知ることができるでしょうか。国際通貨制度が持続的であるために必要な飛行物体についてはいくつかの点がわかっていると思います。発明者には次の二つの重要な問題に注意を傾注すべきであるということはおわっているわけです。一つは為替相場制度の問題、もう一つは世界的アンカーの問題です。どちらの問題についても我々は多少なりとも知っています。このことを頭にいれ、次の五番目の問題、為替相場の問題に移りたいと思います。

私は解決策としてのユニバーサルな変動相場制を切り捨てました。同様に固定相場制もグローバルな解決策として排除すべきです。取り消し不能の（元に戻れない）固定相場制は欧州にとってはついに解決策となりましたが、世界にとっては解決策となりえません。為替相場は世界的には調整可能でなければならないと思います。難題は、定義上通貨はひとつであるということです。「連邦主義」は異なったレベルの政府に政策権限を振り分けることを意味しますが、通貨連邦主義の体制というのは、財政連邦主義体制よりも創設が難しいということになります。完全フロートと取り消し不能の固定相場をともに排除すれば、そこにあるのはその中間の体制、つまり一定の安定をもちながら変動もできるという体制です。もちろんそこには、通貨安定への要請と安定のコントロールを難しくしかねない自由な資本移動との間の基本的なコンフリクト（対立）をいかに融和させるかという困難があります。この問題は、最終的には為替相場を決定する際の市場と政策の役割分担をいかに見直すかにかかっているといえるでしょう。これらの役割がバランスした時代が二度ありました。最初は全世界で、次いで欧州において EMS の導入によって、それぞれ約 20 年間うまくいっていました。どちらの場合も資本移動の圧力によってこの中間の体制はまもなく崩壊しましたが、どちらも完全な固定あるいは完全なフロートよりも良い状況を作り出していました。しかし、それは飛行機（＝解決策）ではなく、飛行機のある一面を考えただけなのです。

スティグリッツさんが触れられたように、地域取極めもしかるべき役割を果たすことができるでしょう。グローバル化は地域化のコングロマリットです。国際貿易の目覚ましい成長は多分に地域貿易の成長によるものです。ユーロだけでなく、EMS の成功も含めた欧州での取極めのように、地域取極めはより良い世界秩序を作るための有益な素材となるでしょう。それは世界の形をより単純化し、国内レベルから直接世界レベルへいくよりも主

要通貨地域とその他の関係をより運営しやすくすると思われま

六番目、最後の点は、飛行機の第二の側面、つまりアンカーの必要性に関係しています。ここでは SDR についての議論があります。SDR の問題は二つあります。ひとつは、SDR の役割をいかに拡大するか、もう一つは、SDR はアンカーになりうるかというものです。聴衆の皆様はあまりご存じないでしょうが、欧州はこの点において特異な経験を示すことができます。欧州には ECU と呼ばれるバスケットがありました。これは流通する貨幣単位となり、多くの債券発行者による債券建値として使用され、多くの投資家が保有し、通貨としての特徴の多くを備えていました。SDR が人工通貨であるといってもあまり意味がありません。それを発行することは紙を印刷することとそれほど変わりません。通貨の役割と地位は、発行体によっても規定されますが、それと同じくらい使用されることで進展します。通貨の発展を発行体サイドからではなく、むしろ使用する側からみることも全く可能なのです。SDR は多くの点で当時の ECU よりも進んでいます。SDR はすでに公的な発行体 (IMF) をもち、国際的な地位と認知が確立しているからです。難点は流通していないということですが、流通を推進することはできます。清算制度も創ることができます。それはバスケットの構成通貨よりも安定しているため、とても魅力的な指標ですし、金融商品の建値と同様一次製品の建値としても魅力的になるでしょう。

ですから問題は、「SDR はアンカーになれるか」ということです。ECU の創設時、ドイツの高官は ECU を非常に嫌っておりました。ECU が各国通貨を平均したものであり、それは最適な構成要素である自国通貨 (マルク) に比べて劣後せざるを得ないと考えていたからに他なりません。確かにその通りで、ECU の場合はその中の主力通貨は平均より優れていたのです。ところが、SDR の場合、主力通貨は SDR の平均より良いわけではなく、したがって、ECU の場合に並行通貨あるいはバスケット通貨に対してなされた主張は崩れてしまうのです。SDR は、平均して主力通貨よりも安定的である通貨によって構成されていることからして、当面は多くの点でドルに勝る基準であり、かつ優れたアンカーとなりうるでしょう。

以上で終わりたいと思いますが、これは依然として完璧な解決策ではないでしょう。先程お話したトリフィンのより一般的な形でのジレンマ、つまり SDR が依然としていくつかの政策バスケットの平均であるという問題があるからです。SDR の役割が拡大しても、いわゆる最終通貨の問題を解決するものではありません。これを解決するためには国家の数でなく一つの通貨が必要です。言い換えれば、基準が通貨制度に内在しているかぎり、そして独自の政策運営の資格を持たない限り、基本的なジレンマは解消しません。SDR の利用を広げることは大きな進歩を示すものですが、まだ飛行機ができたとはいえ、飛行機を発明するまでには数十年かかるかもしれません。

5. 第一部 パネル・ディスカッション

行天： ありがとうございます。三人のパネリストから将来の制度について大変貴重な議論の材料をご提供いただきました。それぞれ望ましい、期待する、あるいは可能性があると思う考え方をご紹介いただきました。面白いことに、それらの間にはかなりのニュアンスの違いがありますが、これは大変歓迎するところです。休憩までに 30-40 分時間が残っていますので、お三方にそれぞれ一つ簡単な質問をさせていただき、そのあとで榊原氏や高氏も含めて意見の交換をしたいと思います。

まずスティグリッツ教授に対してですが、国連の提言に示されているあなたの提案はとても革新的で、日本でも大変な関心を引き起こしたと思いますが、皆さんもそれを実現させるためにどのようなステップと順序が必要かをお聞きしたいと思っています。またそれが可能としてどのようなタイムスパンを考えていらっしゃるのでしょうか。



スティグリッツ： 新しい世界の準備制度に向けてはいくつかの方法がありますが、この点こそ国連報告で議論した問題の一つです。一つの方法はボトムアップ方式、つまり、チェンマイ・イニシアティブとか、ラテンアメリカで議論されているものなどのように、まず各地域のイニシアティブから始めることです。そして地域の準備制度から世界的な準備制度へと統合する方法です。

次は現行プログラムの漸進的發展です。すでに SDR があります。G20 は危機に対応して SDR の発行を 2500 億ドル拡大しました。IMF には SDR を拡充する規定が既にあります。唯一の問題は米国が何度もその拡大に反対してきたことです。ですが、制度的機構はすでにできあがっています。ただ、現行の取極めではその場しのぎの拡充しかできません。そこで我々はこうした拡充を場当たりのでなくもっと定期的に行うべきだと言っているのです。SDR は IMF のクォータに基づいて配分されていることから、SDR をベースとしたアプローチにはいくつかの問題があります。たとえば明らかに自分で追加的準備など必要としない米国に最大の配分が行われることとなります。しかし、これらの問題はこれまでも議論されており、制度を効果的に機能させるのに必要な組織的改革は時間がたてば解決できるでしょう。

第三のアプローチは、大変難しい方法ながら私が気に入っているのですが、新しい国際機関、一種の国際準備銀行を作ることです。IMF の問題の一つは、各国が外貨準備をもちたいと思うのは、先に述べたように、危機発生時に支援を申し込んだとしたら IMF はとて

も受け入れられない条件を課すのではないかと恐れているからというところにあります。ですから彼らは IMF に行く代わりにどんなに機会費用がかかろうとも数千億ドルの準備を積み上げる価値があるというのです。そうすることによりこれらの国は、その独立性の価値が極めて大きいという見解を明確にしているのです。これらの国も実質的に自動的なアクセスをもつ世界的機関を設立する、あるいはケインズが「バンコール」と呼んだようなハードカレンシーと交換可能な新しい世界通貨を実質的に創出することには共通の利益があることを認識しています。

ここでパネリストの何人かから出された問題について述べさせてください。バンコールが準備通貨として有用であるためには、バンコールの国際市場がある必要はありません。必要なのは各国政府がこの SDR をドルやユーロ等に転換する意思があること、つまり、これを準備通貨にしようという政府間の合意があることです。ある種のルールで転換できるということで合意したら、各国はそれを十分に奥行きのある通貨に変えるでしょう。私が述べているのは準備通貨であり、通常の流通で使用される通貨である必要はありません。準備制度は相互保険の社会と同様にみることができましょう。この視点はチェンマイ・イニシアティブにおいてきわめて明瞭です。

実際、提案された準備通貨をそれ自体に使用を限定することにはメリットがあります。すでに示唆されたように、それが広範に使われれば使われるほど、国際的投機のために一層変動が大きくなるというのは問題です。ですからそれを通常の方法では取引できないようにすることには、ボラティリティへの投機の余地を減らせるというメリットがあります。各国のある種の合意に基づいた準備通貨として、それは相互保険を提供することになり、各国は多額のドルやその他の通貨を蓄積する必要がなくなるでしょう。

最後に言わせていただきますと、この新制度は他の制度と併存することができるものであり、ある時に即座にある制度から他の制度に移行する必要はありません。実際我々はある一群の国でこの相互保険体系を作り、時間をかけて「集団的準備」への依存を強めていくとの約束をしたらどうかということまで検討しました。それを実行するにつれて、ドルへの需要は減少するでしょう。アメリカ人はドルが準備通貨の地位に留まってほしいと思うかもしれませんが、他の諸国が何で準備を持つかを決めるのは米国ではありません。ドルを持ちたいかどうかを選択するのは他の国々なのです。もし他に可能な代替物があれば彼らはそれを選ぶでしょう。長期的にみればなにか新しい制度に向けた動きはすでに始まっていると思います。ドルの準備制度はすでに揺らいでいますし、チェンマイ・イニシアティブも出来上がっています。これは発展的なプロセスですが、変化はいずれ起こるでしょう。私が大変心配しているのは、新制度への動きを早急に進めなければ、二つあるいは三つの通貨からなる準備制度に向かい、その結果、大変不安定になるということです。

行天：ありがとうございました。他になにか質問やコメントはありますか。トマッソさん？

パドア・スキオツパ： あなたがおっしゃる利点、すなわち各国間での合意が十分でなくてもよいという点はわかりますが、もしその準備通貨が流通しないとすれば、このようなケースでは、米国の立場はどんなものになりますか。

スティグリッツ： 先程述べたように全員がこのクラブに参加する必要はありません。米国がこれに参加する場合には、米国が現在のような金融問題を起こしたとしたら、米国もその資金を利用することができるでしょうし、FRB も様々な懸念を生じさせている現在のようなバランスシートの拡張をする必要はないでしょう。米国も SDR 基金から引き出す権利があるので。

パドア・スキオツパ： ですが、ドルを蓄積する代わりにこの準備通貨を蓄積する黒字国があり、一方で、何らかの対応を余儀なくさせるような資金不足を実感しない赤字国があるという事態は依然起こるのではないのでしょうか。

スティグリッツ： 飛ばしてしまいましたが、それはいい観点です。申し上げたかったポイントの一つは、例えば黒字国への世界準備通貨の配分を減らすことにより各国に黒字をもたないというインセンティブを与えるような世界の準備制度を作り上げることができるのではないかということです。ケインズの考えにもそれがありません。ケインズは黒字国が世界的な需要不足の一因となっており、それらの国に圧力をかける必要があると考えたのです。ほかにも恒常的な赤字国や黒字国に圧力をかける方法があります。このように、世界準備制度はルールに基づいて長期的なシステミックな不均衡を避ける方法となりうるのです。

行天： それでは次のテーマに移りたいと思いますが。

榊原： SDR についてひとつ質問していいですか。SDR は、IMF が引き出し権を配分する適切な手段になってきましたし、SDR を受け取った国はそれを引き出してドルを取得することができました。しかし、SDR が取引通貨となったことはありませんし、準備通貨でもありません。日本のような黒字国は SDR をため込まないで、むしろドルをため込みます。ですからドルやユーロの代わりとしての SDR は実際的ではないのではないかと思います。この点どうお考えになりますか。

スティグリッツ： まず、人々がドルを準備通貨として持ちたいという魅力は、大きく低下しています。なぜなら、非常に変動が大きいとみられているからです。急増する債務や FRB のバランスシートの膨張をみている人々はインフレを心配しています。中央銀行がドル離れに動くのも驚くことではありません。同時に最近の欧州の問題をみるとユーロも問題を抱えていることが分かります。トマツさんがいったように、実際 SDR のバスケットはその構成通貨のどれよりも強くなっており、強くなりうるのです。ですから、効果的な価値保蔵のための準備として SDR はいくつかのメリットをもっています。

柳原： その点はわかりますが、各中銀は自分の好きな組み合わせを持ちたいと思うでしょう。たとえばユーロや円、タイバーツなどを決まった通貨の組み合わせでなく、自分たちの都合に合わせて持とうとするでしょう。それに対してはどう思われますか。



スティグリッツ： 結論として私が言いたいのは、各国とも安定的な世界金融制度を作ることに関心があるということです。現在の制度は安定的ではありません。もし人々が新しい制度はより安定的で世界の総需要を強め、成長を高める可能性があるとなれば、それが実現する希望が若干あります。つまり、世界の金融制度はいわば世界の公共財と言えます。現在の制度はその役割をうまく果たしておりません。この議論の一端は、我々は、世界的な観点からみて現在の制度より優れた制度、少なくとも主要な国々が準備を持つ方法を変えることはみんなの利益になるのだということに納得できる制度を考えることができるかということについてなのです。

行天： 次に中尾さんに移らせていただきます。彼はドルが依然最も重要な通貨の一つと考えておられるようです。中尾さんは少なくとも近い将来にドルに代わる国際基軸通貨はないとおっしゃいましたが、米国がドルの地位を回復するために最善を尽くすことを希望されているように思います。具体的な質問をしますが、米国はそのために何をすべきでしょうか。またそのために、他の国々の責任は何でしょうか、特に日本は米国のドル再生の努力を支援するため何をすべきでしょうか。

中尾： それは大変難しい質問ですが、今回の危機から学んだ教訓の一つは、政府の財政政策は金融の安定や通貨の安定にとって非常に重要な下支えであるということです。ですからこのような観点から、金融機関の預金保険や政府の支援のもとで中央銀行が提供する最後の貸し手制度は、金融安定をもたらす上で大変重要なものなのです。そして最後のよりどころは納税者の税金です。ですから主権国のみが納税者の税金に訴える権限をもっている、そしてそれが通貨や金融の安定を最終的に支えることになるのです。この意味で米国が追求すべき最も重要な政策は健全な財政の責任です。準備通貨というのは結局準備としてその国の債券を持ちたいということだからです。ユーロの問題の一つは、単一通貨であるにもかかわらず、政府債券は各国別に分かれており、欧州で十分な奥行きと流動性を持

っていないということです。その意味でドルは米国財務省証券市場の奥行きや流動性、そして米国の責任ある財政政策によって裏付けられているということから大変優位な地位にあります。ですから米国が責任ある財政政策を追求することをやめたりすれば、それは様々な問題を引き起こしかねません。

他の国々にとって重要なのは、もちろん適切な経済政策を追求することであり、基軸通貨の負担を分担するためユーロやアジアにおける円の役割が推進されるべきです。先程ユーロが最適通貨圏を構成するかどうかに触れましたが、各国はユーロの問題に対処するため真剣に取り組んでおり、問題を克服してくれるものと期待しております。また、私は地域協力の考え方や先進国の適切な経済政策追求の努力を支持するものですが、それでも先程の理由から、米国は当面無責任な国になることはないと思います。

行天： ほかに質問やコメントは？

スティグリッツ： 2、3 コメントさせてください。ひとつはトマッソさんがいったトリフィンのジレンマ、つまり国内利益と国際利益と間に内在する対立についてです。準備制度のためには健全で安定的な通貨を持ちたい。一方で、現在は強いドルを持つことは米国にとって利益にならない。米国は弱いドルと輸出を望んでいます。もちろんそれは米国の「公式の」政策ではありません。もしあなたが財務長官であれば強いドルを支持するスピーチをしなければなりません、だれもそれを信じていないのです。これは内外の利益相反の一つの例です。

もう一つは、米国は今家計に重くのしかかる巨額の債務残高に苦しんでいることです。全モーゲージの四分の一について国民はモーゲージの価値を上回る債務を負っているのです。この問題が解決されない限り、米国が力強い成長軌道に回復することは難しいといえます。

この債務過剰問題に対処する方法は二つです。ひとつは、例えば破産手続きを通じて債務を再編することですが、銀行はこれを望みません。彼らは強力なのでそんなことは起こさせません。債務再編を促す法案がいくつも出されましたが、銀行の圧力行使によりすべて否決されました。もう一つはインフレによって抜け出す方法です。公式の政策ではこれは起こり得ないものですが、国内利益と国際利益という観点からみれば、もし人々に気づかせず、また金利を高騰させないようにうまくできるのであれば、マイルドなインフレは最善の政策となるでしょう。中央銀行はそれをやらせないでしょうが、言いたいのは自国経済からみた米国の利益と準備通貨としての米国にとって望ましいこととの間には乖離があるということであり、この対立を見ればドルが主要な準備通貨であり続けるのは難しいということがはっきりすると思います。

行天： トマッソさん、なにかありますか。

パドア・スキオッパ： 榊原さんが SDR についておっしゃったことにも関わらず、これは SDR を発展させる理想的な状況になるでしょう。というのは SDR の使用拡大で唯一足りないのはクリティカルマスになっていないことだからです。クリティカルマスがあれば障害となる内在要因はなにもありません。ですから問題はいかにしてこのクリティカルマスを作り出すコストを克服するかです。これこそ市場にできなくて高邁な政策のみがなしようことでしょう。

榊原： 私がガイトナー財務長官になったとさせてください。財務長官として私はドル安政策によって失うものは何もありません。ドル安政策は輸出を促進し、米国の国際収支を改善させます。また、米国のネット負債のほとんどはドル建てで、資産の一部が外貨建てですからバランスシートも改善させるでしょう。さらに、米国はドルを刷り増しすることもできます。もちろんドルは下落するでしょう。損をするのは日本と中国です。米国の国益からみて弱い通貨政策をとるのは当然だと思いますが、それに対しスティグリッツ教授はどのようにお考えですか？

スティグリッツ： ガイトナー長官はその点を当然知っているはずだと思いますが、ルービンをはじめとする歴代の財務長官には「強いドルを支持する」と発言する伝統があります。ここには強いドルと強い国家との混同があります。ですからあなたも財務長官になったらこの発言をするよう期待されるのです。歴代長官が繰り返しそう述べますが、それは彼らの職務の一部なのであり、経済とは関係がないのです。みんなそれを理解していますし、彼もあなたの説明してくれた経済学を理解していると思います。理解していないなら、あなたの言うことに耳を傾けるべきでしょう。

行天： では最後にパドア・スキオッパさんに質問したいと思います。ユーロは現在疑いもなく世界で二番目に重要な通貨になっていますが、ユーロ圏のリーダーのほとんどはユーロをドルに変わる国際通貨にするよう推進すべきだとは考えていないのではないかと思います。これは正しいのでしょうか。もし正しいとすれば、なぜなのでしょう。そしてユーロが基軸通貨にならないとしても、今後数年間にどのように発展するのでしょうか？

パドア・スキオッパ： あなたのお考えは正しいと思います。ユーロと ECB はドイツとブンデスバンクから多くの考え方や態度を引き継いでいます。実際、ユーロ創出の際の基本的な取極めは、ドイツ側では、「自国通貨を放棄しましょう、でも共通通貨はドイツがマルクを作ったのと同じように運営されるべきです」というものでした。通貨の国際的役割について疑い深くて引っ込み思案なのはその遺産です。おそらく 70% は本気で、30% は言葉のあやだと思います。ドイツとブンデスバンクはドイツマルクの国際的な役割の拡大について嫌がっていました。国内価格の安定という国内の最優先課題に専念することをむずかしくするのではないかと懸念したことも一因でしょう。ですからユーロに対する欧州の態度についてあなたが言われたことは本当です。付け加えておきますが、私はよく言われて

いるようにユーロがドルに「代わる」ことができるとは思いません。仮にそうなったとすれば、とりわけアジア通貨がフロートしていない世界では EU 経済にとって有害なものになるでしょう。現在のようなドルの急落はほぼ間違いなくユーロの急上昇につながり、欧州各国経済に深刻な問題をもたらすことになると思います。私はユーロをドルの後継通貨とみておりませんし、そうなることを提唱することはありません。

ただ、私もスティグリッツさんと同様に、多角的通貨制度は安定的ではないと思います。ユーロが予想される各種地域的通貨取極めやさらには地域通貨の最初の事例であると思いますが、今後地域取極めが現実に進めば、大通貨圏間の関係をいかに組織化ないし運営していくかが問題であり、それは極めて複雑な構造でしょうが、今日われわれが抱えている問題ほどではないでしょう。

ヨーロッパは 70 年代半に二面的な決定を下しました。対外的に通貨をフロートさせる一方で対内的には固定することにしたのです。アジア地域はまだその選択に直面しつつある段階です。まだ対世界と対域内という二つの体制に分かれていません。日本を含むアジアの貿易のほとんどが域内貿易であるため、域内の制度を安定させる取極めは欧州貿易の場合にもまして重要でしょう。東アジアには一国から他国へとつながる生産チェーンがあります。ヨーロッパではほとんどが同種の国々による同種の製品の貿易でした。ですからユーロは国際通貨になるというのではなく、引き続き地域通貨とみるべきであると思います。

行天： なにかコメント、質問がありますか？

スティグリッツ： 欧州がユーロを準備通貨にしたい理由について補足させてください。私の本「フリーフォール」の中で再度繰り返したことの一つは、準備通貨になることには若干の利点があるが、利点を上回る大きな不利があるということです。利点とはいわゆるシニョレッジ（通貨発行益）であり、米国は今でも他の国からほとんどゼロ金利で借り入れることができるということです。これには大きな価値があります。これがまさに他の準備制度を作ることに對する米国の懸念の論拠なのです。しかし、準備にドルを持つ国の反対サイドには米国の貿易赤字があります。それらの国はこうしてドルを取得するので、米国の貿易赤字はそれらの国が準備として保有する財務省証券の流出に等しくなるとして均衡するのです。貿易赤字は国内需要の弱さの一因となります。輸出をするより多くの輸入をするからです。さらに言い換えれば、米国は自動車でなく財務省証券を輸出していることになり、それは雇用を作り出していないのです。現在アメリカ人のフルタイムの職を持ちたいと願う 6 人に 1 人が失業していますが、失業があるときには国内総需要の不足に対する関心が高まります。ヨーロッパも同じ問題を心配すべきです。少なくとも米国ではインフレにのみ気をとられている中央銀行と財政赤字を制限する安定成長協定、これは不安定非成長協定と呼ぶべきでしょうが、によって手足を縛られ、その結果総需要の弱さに対処する手段がないというような状況ではありません。米国が行ったのは巨額の財政赤字

を出し金融緩和政策をとることでした。米国にとっての問題は、この特定の戦略がいくつかの問題につながり、続けることが困難になりそうだということです。これこそ米国が現行制度から抜け出すことが重要だと思う理由です。世界的な準備制度はまさに米国にとって不可欠なのです。政治家はまだこれを十分理解しておりません。彼らは安く借り入れるメリットとそれに伴う貿易赤字のデメリットの両面を理解していますが、現在はほとんどゼロ金利で借り入れられる能力に気を取られています。しかしそれすら世界各国が潜在的なインフレと不安定さという理由で米国への貸し付けに伴うリスクを注視するようになるにつれ、動揺し始めるでしょう。

行天：ありがとうございます。中尾さん。

中尾：二つコメントします。ひとつはトリフィンのジレンマについてです。パドア・スキオッパさんもスティグリッツさんもこれに触れられましたが、現在の資本移動の自由な世界では米国は貿易黒字を出しつつも各国に長期の貸付を行うことにより短期の流動性を供給することは可能だと思います。これは19世紀の英国の状況であったと思います。これが一つ目です。

もう一点は、世界的な準備通貨は一国の金利でなく、世界的な金利を反映すべきだという指摘をされました。それはその通りですが、いわば国連の集団安全保障取極めは米国が提供する安全保障よりも優れていると見ることと似ています。個々のお考えは異なるでしょうが、私は国連のような集団取極めは米国のような一国の取極めとくらべて必ずしも有効かつ効率的で責任のあるものとは限らないと思います。それは何よりも米国の責任ある態度にかかっていますが、米国はそうした責任感を持っていると信じています。

行天：高さん、どうぞ。

高：一つだけ。準備通貨として米ドルを保有することのデメリットは米国に巨額の公的債務があるということですが、ユーロを保有する際にもデメリットがあります。それは集合的な欧州政府によって裏付けされたユーロ建て債券がない、そしてユーロ圏には統一された財務省がないということです。これは問題です。ユーロがドルに取って代わるのは困難だという点では皆さんと同意見です。私は準備通貨としても国際通貨としてもユーロがドルに近づくことすら難しいと思います。ですから、これは中国のように外貨準備を蓄積している多くの途上国にとって大変悪いニュースです。

行天： ありがとうございます。やや時間が押してきておりますのでここで第一部を終わりたいと思います。4時15分まで15分間の休憩に入ります。第二部では高さんが人民元について、またミスター円が円についてお話ししますので、時間厳守でお席にお戻りください。

第二部

6. 国際通貨としての人民元の展望

高 海紅 (中国社会科学院世界政治経済研究所教授)



この度は IIMA にてこの重要な案件について発表及び討論する機会を与えて頂き感謝しております。本日は中国、特に世界通貨としての人民元の展望についてお話をさせて頂きたいと思います。

まず現状の背景として、米ドル支配下の長期的かつ世界的な不均衡を是正するために、現行の国際通貨体制を見直す必要があるとの議論が盛り上がっています。しかしどのような通貨体制を見直すかについては様々な見解があり、その過程やタイムスパンはいまだはっきりしません。それでは中国にとって好ましい国際通貨体制とは一体どういうものなのか？というのが、皆様方のお知りになりたいところでしょう。现阶段で中国には 2 つの選択肢があると思います。ひとつは以前、中国人民銀行の周小川総裁が提唱し有名になった世界に “super-sovereign reserve currency” (超国家的準備通貨) を創設するという政策です。主権国通貨は世界通貨としての構造的欠陥を備えているという点からするとこれはとても理想的なフォーマットだと思われれます。しかし、多くの技術的問題があることから、この考えは今後長期にわたって検討すべき青写真の段階だと思えます。他方で、中国は US ドル・ユーロ・円に加え可能性として元、あるいは SDR も一緒に国際通貨の役割を果たす複数通貨体制をとるというもうひとつのオプションも模索しています。スティグリッツ教授がこの制度はより不安定だと主張されているのは承知していますが、新しい国際準備制度に関して我々がなんらかの共通の構想を作り上げない限り、複数通貨制度の可能性が高いでしょう。

最近いくつかの新しい展開が見られました。ひとつはギリシャの国家財政危機です。この件は当初大したことはないようにみえましたが、ユーロの将来性という観点でみると決して見過ごせない問題であり、投資家のソロス氏はユーロの破綻にもつながりかねないと言え指摘しています。もうひとつはアメリカの巨額な財政赤字です。最近の議会の公聴会でバーナンキ FRB 議長も債務は維持不可能な水準にあると認めています。財政赤字からの脱却は非常に繊細で大きな問題と思われれますが、最悪の状況はドル紙幣の増刷によりこれを回避することです。

これらの変化は何を意味しているのでしょうか？国際通貨体制の立て直しという課題に不安定な要素を与えたのは間違いありません。第 1 の問題は、一元化された財務機能のない単一通貨は持続可能かということです。ユーロを例にあげてみますと、ユーロは将来的に US ドルの最大の競争相手となると考えられていますが、残念ながら欧州の公的債務問題

の波に巻き込まれどうも問題含みとなっています。第 2 の問題として、ギリシャの問題が解決されるにせよされないにせよ、集合形態の通貨は避けようのない欠陥を持っている可能性があることを示し、アジア地域通貨の形成に疑問を投げかけることになりました。第 3 に、いかなる危機的状況下においても結局 US ドルが安全避難先の役割を果たしてきたことを見せつけました。ここで本題に戻りますが、US ドルの弱体化は長きに渡ったいわゆる「ドル覇権」の終焉をもたらすことになるのか、なるとするならばそれはどのくらい先なのか？ということ。この件についてはすでに議論がありましたが、真の問題はどこでどのタイミングで代替通貨が現れるかです。これが今日の本題「人民元は US ドルに取って代わることができるのだろうか」ということにつながります。

ここでは次のような側面からこの問題について述べたいと思います。1 つ目は人民元の海外あるいは地域での使用状況、2 つ目は人民元の国際化に関わるメリット、デメリットそして 3 つ目はそのための条件です。最後に簡単なロードマップを紹介しようと思います。

右の表は国際的・地域的にみた人民元の使用状況を表したものです。その規模や地域の広がりに関して、人民元の使用は非常に限られていますし、それも各国政府との取極めによるものがほとんどです。例えば公的用途

Degree
Summary of international / regional use of the RMB
In terms of size and range, the use of the RMB has many limitations, and mostly, they are tied with certain official arrangements.

Public purpose	Private purpose
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Payment currency in BSAs under CMI with (in USD billion) <ul style="list-style-type: none"> - Korea: 8 - Japan: 6 - Philippines: 2 ▪ Payment currency in bilateral swap arrangement between central banks, with (in RMB billion) <ul style="list-style-type: none"> - Korea: 180 - HKMA: 200 - Malaysia: 80 - Belarus: 20 - Indonesia: 100 - Argentina: 70 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ The cross-border clearing and settlement: <i>Implement of <Administrative Rules on Pilot Program of Renminbi Settlement of Cross-border Trade Transactions>(Jul. 2009)</i> ▪ RMB deposits in HK: <ul style="list-style-type: none"> - Initial amount with RMB 895 million (Feb. 2004) - Peak with RMB 78 billion (May 2008) ▪ RMB bond issuance in HK by state and commercial banks (in RMB billion): <ul style="list-style-type: none"> - China Development Bank: 5 (Jun. 2007). - Export-Import Bank of China: 2 (Jun-Jul. 2007) - Bank of China: 3 (Sep. 2007) - Bank of Communications: no more than 5 (Mar. 2008) ▪ RMB government bond issuance under ABF2 (Jun. 2005) ▪ ADB: 1 billion yuan Panda bonds (Dec. 2009)

というアジア通貨危機直後、チェンマイ・イニシアティブの二国間通貨スワップ取極めで 3 カ国との間で支払い通貨として使用されています。また今回の世界的金融危機を通じ二国間通貨スワップ取極めの支払い通貨として中央銀行との間で使用されています。民間用途においては主に国際間のクリアリング・決済に使用されています。中国政府がとった最も重要な政策は 2009 年 7 月に人民元による国際貿易取引決済の試行プログラムに関する管理規定を実行に移すことでした。決済に使用される人民元はいわば規則によって正式に認められたものであるためこれは大きなステップでした。これは同時に中国政府の人民元の国際化を推し進めたいとの意向を示すものという意味があります。ほかに重要な規則としては香港での人民元預金がありますが、これは大陸以外での人民元の保有を許した最初のものです。人民元建て債券発行は 4 行が香港で行ったほか、アジア・ボンド・ファンド 2 での人民元建て政府債発行と、2009 年の ADB による 10 億元のパンダ債発行があります。中尾さんがおっしゃるとおり、人民元の国際的使用はまだ初期の段階にあり、国際通貨とはいえません。さらに価値保蔵や公的なアンカー

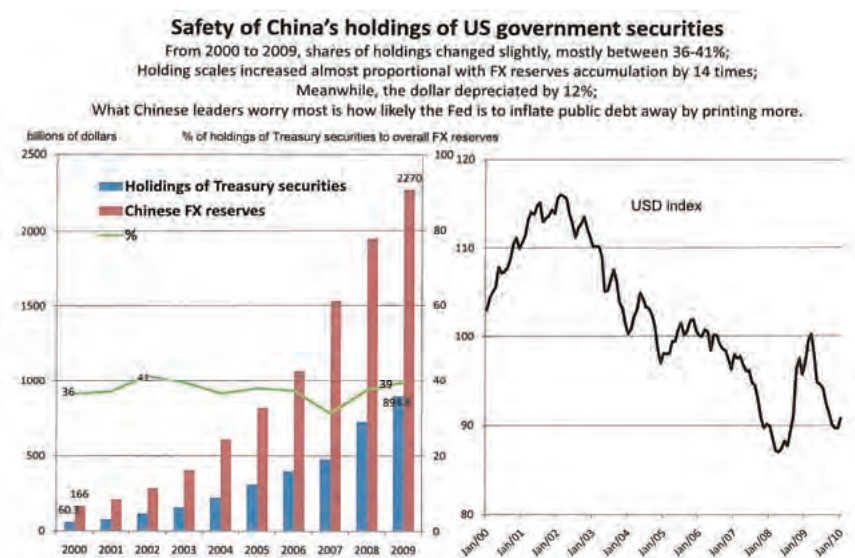
としての役割も果たしておりません。

次に国際化のメリットとデメリットに移りたいと思います。人民元の国際化により多くの利点をもたらされるということには幅広い合意があると思います。第 1 に中国企業の為替リスクを減らします。第 2 に中国の金融部門の拡大を助けます。第 3 は中国の金融センター設立に対する大きな後押しとなります。現在、2020 年までに上海を香港に次ぐ国際金融センターにつくりあげようという計画があります。最後に重要なことは、国際的に使われることにより政府にシニョレッジ（通貨発行益）が入るという点も指摘できます。

中国にとってのリスクは主に資本勘定の自由化からくると思われます。中国はまだ短期資本の激しい変動に対処する準備ができていません。もちろん国内金融政策に対するインパクトはまちまちです。一般的に言って、通貨の国際的使用により市場レートは公的レートに素早く調整できるようになり、金融政策の有効性を高めます。一方、70 年代のドイツや 90 年代の日本の経験にみられるように、混乱要因となる場合もあります。その一つは、第三国の通貨の代替として使用されることで、これは中央銀行の通貨供給量の管理へ影響を及ぼすことが考えられます。また、金融政策の変更時に裁定取引を促し、これが金融政策の効果を減殺してしまうこともあり得ます。

影響はいろいろありますが、もし中国は自国通貨を国際化したいのですか？と尋ねられたら、答えは「Yes」だと思います。さらにもっと重要なことは、人民元の国際化を押し進める新たな原動力があるということです。それは、米国債の最大の保有者となった中国にとって保有資産の安全性が大きな関心事になったということです。

右図の左側のグラフは 2000 年から 2009 年にかけての中国の外貨準備の積み上がり状況と米国財務省証券の保有額を示しています。米国債のシェアは 36-41%の間でほとんど変わっていませんが、保有実額は



ほぼ外準の蓄積に比例して増えており、09年の数字は2000年の14倍です。金額は巨額ですが、これは主にポートフォリオの調整というより絶対額の増加によるものです。一方、

米ドルインデックスはこの間 12%低下しています。ですから明らかにキャピタルロスが発生しています。さらに重要なことに、これが話の終わりではありません。中国指導者が心配しているのはFRBがドルを増刷することによりインフレで債務を帳消しにする可能性がどの程度あるのかということです。他方、中国もなんとか出口をみつめようとしています。そうした中、中国は成長パターンをシフトさせるという長期的プロジェクトにより外準の蓄積に歯止めをかけようとしています。人民元を国際化して、ドル資産への過度の依存を減らすことも明らかにもう一つの選択肢です。

ではその条件に移りましょう。いくつか一般的な条件があります。経済規模、交換性の進展度、財政の健全性および金融市場の発展度、本質的価値の安定、それにももちろん為替の柔軟性などです。経済以外の要因として、政治力や軍事力がありますが、国際通貨の地位のシフトに関してはイナースシア（慣性）も極めて重要です。ここでは、次のような特定の要因に焦点を当てていきます。まず資本取引の交換性、中国における金融市場の発展度、そして変動相場の柔軟性です。

まず、最初の条件についてですが、「Degree of convertibility(交換性の進展度)」の表は、

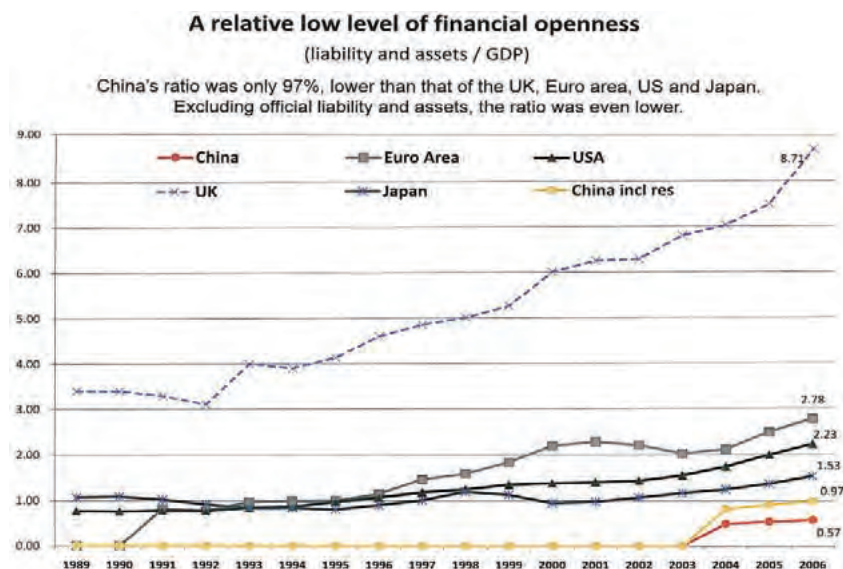
1. Degree of convertibility

Framework of capital controls

Major Items		Inflows	Outflows
Direct investment		Free	Free
		Inward remittance converted into Renminbi	Subject to SAFE reviewing sources of foreign exchange assets investments abroad.
Stock market	nonresidents	Purchase B shares and QFIs subject to a set of limitations	Sale B shares, repatriate of QFIs
	residents	Sale B, H, N and S shares abroad	QDIIs
Bonds and other debt securities	nonresidents	QFIs	International development agencies are permitted to issue RMB denominated bonds locally, with the approval of the MOF, the PBoC, and the National Development and Reform Commission.
	residents	Prior approval by State Council for Examination and SAFE. Earnings should be repatriated.	Authorized entities (insurance companies, securities firms and qualified domestic banks) may purchase foreign bonds that meet rating requirement, subject to approval of the CIRC and the SAFE.
Money market	nonresidents	QFIs	No permission
	residents	Bonds with less than one year duration and commercial instruments, approval by the SAFE.	Authorized entities (insurance companies, securities firms and qualified domestic banks)
Collective investment securities	nonresidents	QFIs invest in domestic closed-end and open-end funds.	No permission
	residents	Prior approval by State Council for Examination and SAFE. Earnings should be repatriated.	No permission for residents, except authorized entities
Derivatives and other instruments	nonresidents	No permission	No permission
	residents	Operations in such instruments by financial institutions are subject to prior review of qualifications and to limit on open foreign exchange position.	Banking institutions with approval by CBRC for the purpose of risk hedging, not for speculation. Non-financial institutions through approved business of local financial institutions with no prior permission, but through foreign financial institutions with prior approval by the SAFE.

2007 年末時点の中国の資本規制の枠組みを全体的に示したものです。個々の説明は省きますが、直接投資はすべて原則自由である一方、株式市場、債券その他債務証券は主に機関投資家向けです。当然流入のほうが流出よりも開放されています。短期市場やファンド、デリバティブその他の商品は厳しい規制の対象となっており、原則として非居住者には禁止されています。

この結果、対外資産負債の対 GDP 比で量った中国の開放度は大変低い状況です。このチャートは、中国と英国、ユーロ圏、米国、日本を比較したのですが、中国は 97%とチャートの一番下で、日本は同じ数値が 153%、英国はずっと高くなっています。97%というのは公的資産を含んでいます、これを除くと数値はもっと下がります。私が申し上げたいのは、世界は中国の公的資産に注目しすぎるということです。民間の金融フローという点では、中国はとても世界市場の大プレーヤーとはいえません。



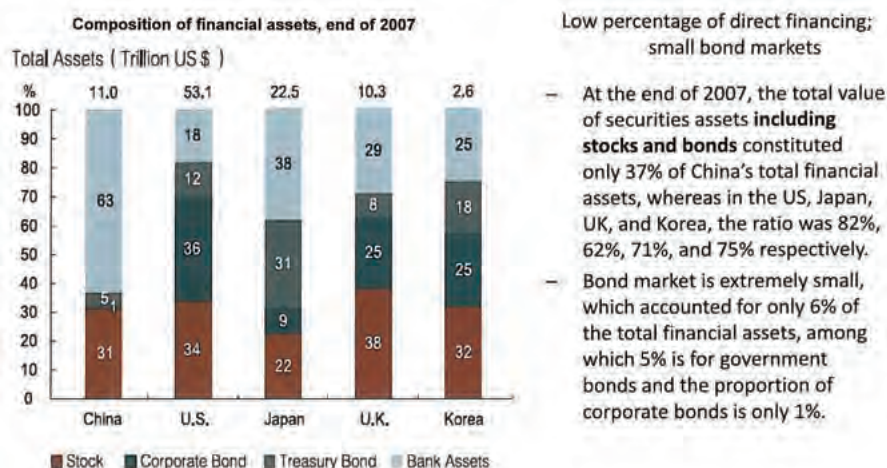
国際化の問題に戻りますと通貨の非交換性は国際化の障害になるのでしょうか。これは議論の余地があると思います。もちろん、理論的な議論になると、非交換性は障害になるといえます。資本規制の構成が人民元の使用範囲や規模の大部分を規定するからです。しかし同時に過去を振り返ると、多くの例外もありました。たとえば、ドイツや日本の経験は、実際には資本規制がオフショア市場の発達を促し、それが国際市場での通貨の使用を拡大させた、ということを示しています。交換性が必ずしも国際化と一致しない例は他にもあります。アジアでは香港ドルやシンガポールドルのように完全に交換可能な通貨がありますが、これらはいずれも国際通貨とはみなされておられません。

これらが中国に対して持つ意味はなんのでしょうか。第一に、交換性は明らかに利便性をもたらしますが、それが自然に国際化につながるものではないということです。ある通貨への国際的な需要はその経済の規模や影響力が十分に大きくなったときに生じるのです。第二に、ある種の資本規制が行われていても、市場の力が通貨の国際化プロセスを進展させることがあるということです。第三に、通貨の国際化は中国の政策目標とすべきではないということです。この点、私は中尾さんの議論にすべて賛同します。それは中国政府の政策目標でもありませんし、完全な交換性への移行ペースを加速させるための言い訳でもありません。個人的な意見として、中国政府は元の国際化と資本勘定の交換性は同一歩調で進めることを望んでいると思いますが、それは相互作用のプロセスなのです。これはまさに日本の経験から学んだことでもあります。日本政府は 90 年代に円の国際化を強力に推進しましたが、成功しませんでした。ただ国内市場の発展には役立つかもしれません。

二番目の要因としてとりあげる国内金融市場の発展度ですが、中国の金融市場は、直接金融の低い比率と規模の小さい債券市場という特徴があります。

図は中国とその他の国の金融資産の構成を示していますが、中国は直接金融市場が小さいことが明らかに見て取れます。2007 年末で債券、株式を含む証券資産の総額は中国の総金融資産

2. Development of domestic financial market



の 37%しかありませんが米国、日本、英国、韓国ではそれぞれ 82%、62%、71%、75%です。ですから中国はまだ直接金融市場では低位にあります。特に債券市場は通貨が国際化する可能性を示す指標として大変重要なものと考えられますが、残念ながら中国の債券市場は極めて小さい規模でしかありません。図からおわかりのように、総金融資産の中に占める債券市場の割合は 6%に過ぎず、しかも 5%は政府債によるもので、民間債は 1%に過ぎません。海外の投資家に人民元を受け入れてもらうにはあまりにも小さい市場です。仮に貿易決済で人民元が使われるとしても、金融市場の発達がなければその将来はないでしょう。

もちろん問題があります。我々はいま国際通貨としての米ドルについて話していますが、米国からは何を学んだのでしょうか。ここには強いイナーシア（慣性）があります。その理由の一つは米国が最も流動性が高く奥行きがあり大きな金融市場を持っているということです。欧州そして日本さえこのような総合的な市場を備えていません。特に、中国の債券市場は小さいために、中国には米国の FF 金利や日本の翌日物コールレート、ユーロ圏のリファイナンスレートに相当するような指標となる金利がありません。金利規制はまた別の問題です。このため中国政府は人民元の国際的使用の結果生じる為替相場への迅速な価格反映という利点を十分に生かしきれないのです。私は、人民元の国際化以前に、より総合的な金融市場とより一層自由化された金利メカニズムが導入されるべきだと思います。

続いて「人民元の為替相場の柔軟性」の問題ですが、通貨の国際化に至った場合、実務面から言えば、国際通貨の機能は為替相場制度の形態とは関係ないはずで、米ドルをご覧ください。実際米ドルは異なった為替相場体制を経験してきました。もちろん変動相場には不安定という問題がありますが、ドルの国際通貨への上昇はまさにブレトン・ウッズ

体制が崩壊したときに強化されました。もちろん柔軟性は通貨の国際化の条件だと主張する人もおります。どの国も人民元の場合のように米ドルにペッグした通貨に自国通貨をつなぎ止めたいとは思わないからです。中国がより柔軟な為替相場をとるべき主な理由は「Impossible Trinity」(トリレンマ)の問題にあります。すなわち、通貨の国際化には自由な資本フローが必要であり、自由な資本フローには独立した金融政策を守るために弾力的な為替相場が必要であるというものです。独立した金融政策は中央銀行の政策に対する信認を高め、それが通貨の信認を高めるのです。

最後にロードマップに移ります。実際には人民元の国際化について明確なアジェンダはなく、マーケットの力によって始まったところです。したがって短期的には市場主導のプロセスが、貿易・金融取引での人民元の国際的使用ということから始まります。当初の段階では政策手段が重要だと思います。たとえば人民元建て政府債及び事業債の発行、中国の自由貿易地域でのインボイス通貨としての元の使用奨励、チェンマイ・イニシアティブのような二国間・多国間の通貨スワップ協定の締結、円などの他の主要通貨とともに支払い手段としての人民元の使用、地域金融制度における人民元の使用拡大などがあげられます。

中長期的には人民元の使用を中国の近隣国に広げることにより、結果として地域内で利用されるようになると思いますが、これがさらに国際化につながるでしょう。もちろん国内的な発展も人民元の国際化が成功するためには重要です。

終わりに一言申し上げると、他の国々によって受け入れられることが中国の通貨が国際化するために重要な要素だと思います。その際、経済面での重要性はもちろん大切な要素ですが、さらに経済分野を越えた他の要因も大切でしょう。それは、より幅広い見地を必要とするテーマでしょう。これで終わりにいたします。

7. アジアにおける一層の協力の必要性

榊原 英資 (早稲田大学教授)



ありがとうございます。私は最後の報告者なので、聴衆を居眠りさせないようにする義務があるでしょう。そのために、これまで話をされた方々よりも少し挑発的で、かつ現実的になろうと思います。

3月14日に温家宝首相が記者会見で、中国に人民元を切り上げる様圧力をかける米国のドル安政策は隠れ蓑をまとった保護主義であるとして、公然と米国を批判したとき、中国の外国為替政策に関して熱い議論が occurred。これに対して、米国議会の議員130人がオバマ大統領に書簡を送り、中国が為替操作国であると指定するよう求めました。こうした最近の米国と中国の辛らつなやりとりは、かなりのところ現在世界経済に生じている構造変化を反映していると思います。その一つは先進国のもので、米国、欧州および日本が経済成長の段階から成熟の段階へと移行したことです。もうひとつは、新興諸国、とりわけ中国、インド、ブラジルなどが世界経済の表舞台に移ってきたことです。

先進国経済の成熟の兆候は、これらの地域での自動車販売が劇的に減少していることに現れています。米国ではかつては年間1600万台から1700万台の自動車売られていたものが、今や1000万台近くに減少しています。日本でも、新車販売は600万台を超えていたものが300万台をわずかに上回る程度になっています。ほぼ半減したわけです。もちろんこれは明らかにリセッションの結果です。けれどもリセッションが終わっても自動車販売がこれまでのピークに戻ることはないと思います。他方、中国の自動車販売は今や1000万台を越え、米国の販売台数を上回りました。こうした動きはおそらく今後数年は加速するでしょう。トヨタをはじめとする自動車メーカーを含め、製造業企業は成長を支えるためには新興国に移らねばなりません。

この経済における重点の新興国へのシフトは、「リオリエント（再構築）」現象と呼ぶことが出来るでしょう。10年ほど前に、アンドレ・グンダー・フランクという名のアメリカの歴史学者が、「リオリエント」と題する本を書きました。これは世界経済の東洋(Orient)への回帰(Reorientation)という二重の「Orient」という意味を持っています。4000年、5000年前の歴史をみれば、その殆どの期間で中国やインドが世界経済の中心にありました。西欧諸国が世界経済の前面に出てきたのはたかだか過去150年から200年のことに過ぎません。アングス・マディソンによれば、19世紀の初め1820年においてすら、中国とインド

の GDP を合わせると世界の GDP の 45% を占めていました。中国とインドの人口は合わせると世界の 55% でした。ですからアジア諸国、特に中国とインドが没落したのは 19 世紀半以降のことなのです。これは西欧の帝国主義勢力による植民地化の結果でした。インドは 19 世紀の中頃に植民地化されましたし、中国も同じ時期に部分的に植民地化されました。

この新興諸国の構造変化は米ドルの基軸通貨としての地位がゆっくりと低下していることを示しています。しかしながら、米国は依然として超大国であり、ドルは依然として基軸通貨であることを認識しなければなりません。どの通貨も予見しうる将来にドルに代わることはできないでしょう。ユーロはひとつの候補ですが、現在はギリシャ危機やいわゆる PIIGS 問題のためにとても弱くなっています。当面の危機は終わったように見えますが、問題はしばらく続くでしょう。この点については後でパドア・スキオツパさんの見方をお聞きしたいと思います。経済が上昇局面にあり、欧州が拡大していた時、ユーロは好循環局面にありました。しかし、私にはユーロは悪循環の局面に入ったように思われます。ユーロ圏の各国は金融政策と為替政策を利用できず、ギリシャが持っている唯一の政策手段は財政政策のみです。しかもギリシャがもっている唯一の選択肢は財政の引き締めです。リセッションの最中に財政の引き締めをしなければならない立場におかれたら、これは最悪の事態です。東アジアの危機の最中に、タイはリセッションに陥っていたのですが、そのときに IMF はタイに財政の引き締めを要求しました。欧州連合もギリシャに財政を引き締めるよう要請する以外の選択肢はないと思います。

スティグリッツ教授をはじめ、他の方からも言及がありましたように、米国は強いドル政策から弱いドル政策に政策転換したようです。このことと弱いユーロが組み合わさって、インドルピー、タイバーツ、マレーシアリングgit などのアジア通貨の上昇につながっていますし、人民元への切り上げ圧力にもなっています。円もいくらか上昇していますが、これはアジアへの近さの故でしょう。ユーロは 135・42 円から 110 円近くに下落しています。ドルに対して円は 100 円を上回る状況でしたが、現在では 90 円あたりになっています。中国や他のアジア諸国は、為替市場で介入を行い、急速に外貨準備を積み上げています。

こうした状況下でアジア諸国は何をすべきでしょうか。今、起こっていることは通貨の切り上げと巨額の外貨準備の積み上げです。ここで考えられる戦略の一つは外貨準備の効果的な運用です。シンガポールの GIC や Temasek のような政府系ファンドは少なくとも外貨準備の一部を使ってさまざまな資産に投資しています。中国も政府系ファンドを作りました。

もう一つは共同で運用するために外貨準備をプールすることです。1997 年に日本政府はアジア通貨基金の創設を提唱しました。当時それは危機管理メカニズムであると考えられていました。しかし、現在は外貨準備のプールは危機管理メカニズムではなく、中長期的に為替政策と金融政策を調和させるための出発点と考えることができるでしょう。すでに

指摘されているように、アジアにはチェンマイ・イニシアティブが存在します。それは二国間のスワップ協定でしたが、それが多国間の取極めに拡大されてきています。このチェンマイ協定は外貨の予備的確保にまで広げることができ、中長期的には我々がアジア通貨基金と呼んだものに発展するでしょう。

もう一つの展開は、これももちろん中長期的目標ですが、ユーロのようなアジア通貨の創出です。早急にはこれを行うことはできませんが、アジア通貨単位の研究から始めて、次第に広いバンドでの一種の共同フロート（スネーク）を形成し、そのスネークの幅を次第に狭くしていくことが可能でしょう。アジア通貨単位の創出は突飛な考えであり絶対実現しないとおっしゃるかもしれませんが、注目すべきことはいわゆる市場主導の統合が東アジアで急速に進展しているということです。東アジアの域内貿易は 1990 年には 40%に過ぎませんでした。しかし現在では東アジアの域内貿易は 57%から 58%に達しています。今後 5 年くらいの間に、東アジア域内貿易は 60%に達するでしょう。EU の域内貿易は 65%なのです。ですから 60%の域内貿易というのは EU の水準に極めて近いのです。このことはこの分野が市場主導、企業主導で急速に統合されてきているということを意味しているのです。

ですから私は、おそらく今こそ、日本政府、中国政府その他東アジア各国の政府がヨーロッパ方式に倣い何らかの制度構築を始める時ではないかと思えます。もちろんチェンマイ・イニシアティブは制度構築に向けた好スタートの一步です。ですが、我々はヨーロッパが過去 50 年かけてやってきたことを真剣に研究し、今後数年間に必要なインフラを整備するためヨーロッパに学ぶように努力すべきです。東アジア経済はすでに密接に統合されています。これは水平的統合です。我々は国をまたがる「サプライチェーン・ネットワーク」というべき生産ネットワークを作り上げています。したがって東アジア全体が特に製造業において一つの巨大な工場となっています。ですから今から 40 年後にアジア中央銀行をもつというのも全くの夢物語ではないと思えます。当然私はその時には生きてはいないでしょうが、私が歳をとった時に見る夢として素晴らしいものだと思います。ありがとうございました。

8. 第二部パネル・ディスカッション

行天： ありがとうございます。あと 30 分ほど議論の時間が残っています。この 30 分をどう使えば有益かと考えたのですが、やはりパネリストの方々に質問をして議論を盛り上げたいと思います。本日の聴衆のみなさんはビジネス界ないし研究機関の方たちなので、もう少し日常的な質問がよろしいかと思います。多分聴衆のみなさんは具体的で実務的な情報にご関心があるでしょうから、各パネリストにちょっと意地悪な質問をしてみたいと思います。もちろん返事を強要するつもりはありませんので、厭ならそうおっしゃってください。



では今度は順序を逆にして、高さんから伺いますが、きっと高さんもこうした質問を予期していらっしやったと思います。高さんがおっしゃったように人民元の為替相場についてはいろんなことが言われていますが、そこでは通貨の切り上げとフリーフロートとの間での混同があるように見受けられます。中国の首脳が最も真剣に考えるべきなのは特にドルに対する人民元の切り上げだと思います。

私が今後起きると予想していることを簡単に申しあげますと、人民元は 2005 年 7 月以降管理フロート体制をとっておりますが、現在はそれが機能しておりません。それで予想されるのは、中国はこの管理制度を再開し、多分為替相場を変動幅の上限まで上昇させる、そしてその水準からたとえば 2-3% といった変動幅を適用するというものです。クローリングペッグのようにこのやりかたを繰り返しながら、中国はかなりの実質切り上げを達成することができます。私はこのプロセスが遅くとも今年末から始まると思っておりますが、もし間違っていたらそうおっしゃってください。

また、中国経済は今や大変重要ですから人々は中国経済の実態について大変関心を持っています。懸念材料としてバブルとインフレの 2 つがすぐに浮かぶのですが、中国の資産市場や住宅・不動産市場でバブルは実際に起きているのかどうかについてご見解をお示しただければと思います。また、最近のインフレ動向も気になります。日本の伊藤隆敏教授は、今朝のフィナンシャルタイムズに中国のインフレ状況は懸念材料であると寄稿しています。これらがあなたへの質問です。

次に榊原教授ですが、先生がアジア通貨の地域取極めについて大変肯定的でいらっしやることに勇気づけられました。また、こんなことを聞いて失礼とは思いますが、先生は民主党の経済政策顧問として大変影響力があると伺っています。私がやや心配しているの

は、政府には明確な経済政策、特に対外経済政策についての枠組みがないように見受けられることです。現政権の対外金融為替政策というのはどんなものなのでしょう。厄介な質問とは思いますが、お考えを聞かせて頂ければと思います。

さて、中尾さん、あなたはここで唯一の政策当局者ですので、もう一度お聞きしますが、日本政府の対ドル為替相場政策はどんなものなのでしょう。ある大臣は強い円がのぞましいといたり、また反対に弱い円のほうがよいといたりしてどちらかわかりません。お立場上厳しいとは思いますが、ドルと為替相場政策、特にドルの暴落が起こった時どうするおつもりなのかをお聞かせ頂ければと思います。また、日本の外貨準備の活用についてもお考えをおきかせいただけますか。日本の外準は約一兆ドルと中国に次いで大きくなっており、約 8000 億ドルが米国財務省証券に投資されていますね。

パドア・スキオッパさんにはユーロについてお伺いします。今回のギリシャの問題ですが、これは予想の範囲内でしたか。今回のようなことの再発を防ぐため、あるいは現状を改善するためにはユーロ制度はどのような改革が必要とお考えですか。これが伝染する危険はあるのでしょうか。

スティグリッツさんにはすでにたくさんの質問にお答えいただきましたが、聴衆のみなさんは今後の米国経済の回復について聞きたがっていると思います。見通しはどのように見通しはどうぞ覧になっていますか。また、ドル崩壊の可能性があるとすれば、米国当局はどう対処するのでしょうか。

これらが各パネリストへの私の質問です。最初に高さん、どんなお答えになりますか。

高：ご質問ありがとうございます。困ることはありませんが、お答えがむずかしいですね。行天さんが切り上げとフリーフロートとの混同で困惑されているというのは、たいへんいい指摘だと思います。多くの方が二つのコンセプトを混同していることに気付いていないからです。もちろん切り上げは為替相場の水準にかかわるもので、どの水準が適切かはいいがたいものです。そのためにエコノミストや米中の政府高官の間で議論になるのです。

ですからもし中国政府にフリーフロートへ移るよにということなら、政府は喜んでその提案を受け入れるでしょう。それは中国にとっても世界にとっても長期的に良いことだからです。それは十分起こり得ることだと思います。人々の中には中国が切り上げを行うのか、変動幅を徐々に広げる方法をとるのか、あるいはもっと変動幅を広げるのかについて賭けをしている人もいます。私が正しいかどうか自信がありませんが、今年前半、いえ後半にも切り上げということは起こらないと思います。政府はおそらく徐々に通貨が強くなる道を選ぶでしょう。これは実際、市場の見方でもあります。そうでなければ中国はいわゆる名目相場と均衡相場との不均衡に苦しみ続けるでしょう。私の個人的な意見として、中国元は少し過小評価されていると思いますが、程度についてはいろいろな計算があり、

どれをとればいいかわかりません。ただ通貨を切り上げたほうが中国の利益になるという気がします。どの程度まで切り上げるかは全く中国政府の考え次第ですが、政府にはほかにも悪化している雇用や社会の安定のように優先すべきことがあるのです。たくさんの国内問題があります。為替問題は純粋な経済問題とはいえません。とりわけ今日では二国間の議論がだんだん政治的になってきていますが、中国政府は圧力をかけられると動こうとはしないでしょう。市場が落ち着いた時動く可能性があります。もちろん私は変動制の支持者ですが、中国は大国ですからそれは政府の長期的目標です。先程申し上げた通り、中国が元を国際化したいと思うなら資本の移動をもっと自由にする必要がありますし、独立した金融政策を望むなら為替をフロートさせる必要があります。ご満足いただけるかわかりませんが、これが最初の質問に対する私のお答えです。

バブルとインフレに関する二番目のご質問ですが、たしかに昨年のおよび今年年初には株式市場での価格上昇がありました。中央銀行は信用を拡大しましたが、すべて株式および債券市場に流れました。株式市場は実体経済以上に進みましたが、経済がまだ弱いためにこれは大きな問題です。インフレももう一つの問題だと思います。2月の数値は2.7%でしたが、これは予想以上の高さです。こうした背景から政府は人民元を少しだけ切り上げたいと思っています。なぜなら切り上げは国内的に経済を冷やすことになるからです。

行天： ありがとうございます。榊原さん、お考えを聞かせていただけますか。

榊原： わかりました。民主党の問題にお答えする前に、人民元の問題に少し触れさせてください。先程述べられた、ゆっくりと時間をかけて切り上げていく方法は、大変現実的だと思います。ただ、中国当局がそうした政策をとるかどうかは全く予測できません。ひとつ分かっていることは、高さんもさっきおっしゃったように、中国は外からの圧力のもとでは何もしないということです。米国政府は日本と中国の違いを理解すべきです。中国は独立した国です。そして圧力を加えられたら何もしないでしょう。これは日本の反応とは正反対です。米国は中国に圧力をかけることをやめるべきですが、もし正しい政策をとれば中国元は今後10-15年の間に著しく上昇するでしょう。日本で1980年代や90年代に起こったことがおそらく人民元にも起こると思われれます。中国経済の成長率からすると、これは極々当たり前です。単に時間と戦略の問題なのです。

民主党政権については、彼らは頻繁に資金集めの会食に呼んでくれますが、政策に関して私のアドバイスを求めたことはありません。誰かのアドバイスを聞く状況ではないのでしょう。政権は日本企業とまだ密接な関係を打ち立てておらず、政権内で何をすべきか手探りの状況です。彼らは、官僚は政治をリードすべきでないといって中尾さんのような有能な官僚にもまだ相談していません。ですから今はこうした新米の若い民主党政政治家が正しい政策を作ろうと模索しているのです。

さはさりながら、私は、民主党政権は5年間続くだろうし、おそらく次の10年も続くのではないかと思います。現在自民党は崩壊しつつあり、さらに多くの人が自民党を飛び出して第三の政党を作ろうとしています。でも第三政党は決して政権を取れません。ですから我々はこの民主党政権が続くと思わなくてはなりません。彼らが現在歩んでいる道を大幅に修正する必要はあるでしょう。そのうちに来ると思います。首相が代るか、代らないかはわかりませんが、これは戦後で最初の本当の意味での政権交代です。1993年に短期間の交替はありましたが、これこそ最初の真の政権交代で簡単にはひっくり返せません。民主党に極めて近い私としては聴衆の皆様にご辛抱をお願いしたいと思います。

行天： ありがとうございます。はい、中尾さん。

中尾： 榊原さんのコメントを聞いてさらに怖くなっております。かつての上司である行天さんから二つの質問をいただきました。ひとつは大変答えにくいものであり、もう一つは答えられないものです。難しい問題のほうは、我が国の外貨準備の運用をいかに改革するかであります。私は1兆ドルの外貨準備の運用を担当しておりますが、菅大臣はすでに外国為替資金特別会計を含む特別会計の見直しを行い、誤用があったり埋蔵金があったりしないか見定めると表明されています。これにはいろいろなやり方があります。規模が大きくドルへのエクスポージャーも大きいので、SWF（政府運用ファンド）のような形で使うとのアイデアもあるでしょうが、私としては、納税者はこうした莫大なお金を官僚やファンドマネージャーの手に委ねることは望んでいないと思います。というのもこのお金は、短期政府証券で調達し、それを極めて安全な外貨資産に投資しているもので、本当の余剰資金ではないからです。ですから一般の方々はそんな大きな資金を、革新的な手法で運用したいとは思わないのではないかというのが私の感触です。

お答が不可能な問題はドル円相場についてです。ここでは、「為替レートの変動や無秩序な動きは、経済及び金融の安定に対して悪影響を与える」という昨年秋のG7の声明を繰り返すだけです。この種の質問は予想しておりましたので、今日この声明をここにもってきたのです。

行天： ではトマツソさんどうぞ。

パドア・スキオッパ： ギリシャについてのご質問でしたね。それを私が予想していたかどうかというと、いいえ、このような種類のドラマが起こるとは予想しておりませんでした。ですが、安定成長協定の財政規律がいつかテストされるはずであったという事実と、そのテストが市場によりもたらされたというのは全く驚きではありません。そこにはいくつかの要因が積み重なっておりました。ひとつは統計に極端な歪曲があり、事態の展開を理解することを遅らせたことに加えて、危機の後遺症として市場がパニックに陥りやすくなる環境が作られていたことがあります。今後起こるのはEUが一致団結しているかどうかのテストだと思います。こんなふうにいえばいいでしょうか。米国は憲法制定の70年後

に自国の団結を試されたが、EU は最初の欧州協定締結の 60 年後にその一致団結が試されました。いつかなんらかの方法で若い連合体はテストを受けなければならないのです。そしてそのテストは技術的なものでも金融的なものでなく、政治的なものです。それは EU がどの程度分離主義的勢力に太刀打ちできるかのテストです。私はわざと、まったく異なった分野で米国の歴史的経験にも当てはまるような表現を使っていますが、そこでは当初の合意が大変あいまいで、それが何についてのものであったかを明らかにするのに何世紀もかかりました。



ギリシャに戻りますが、理解しなければならないのは、阻止しなくてはいけない 2 種類の伝染があるということです。ひとつはデフォルトの伝染であり、もうひとつは安易な救済の伝染です。全体としてみれば、これらの二つの事態を避けるための可能性と条件はなにか、第三の道をとるべきなのかということを見る必要があるでしょう。この二つの伝染のうちどちらがギリシャ以外の EU 参加国にとってコストが高くつくかは明らかではありません。今回のケースをあえて言えば、デフォルトは、誰がどんない方をしようと、ギリシャが負っている債務を少なくする方法であり、損失は債権を所有する側が負担し、その大半はギリシャ国外にいる、ということでしょう。

今後の予測を問われれば、次のような第三の道もあるのではないかと答えます。それは政治的に可能で経済的に有用であるというぎりぎりの線となる一連の調整措置からなるもので、そのパッケージはなんらかの方法で EU の支持を得るでしょう。支持を見つけなければならないのです。今起こっているのは、これはギリシャの失敗で誰もギリシャを助ける必要がない、という言い方は間違っていると急速に理解されていることです。たとえば、ドイツにとって問題となっているのは自国の通貨の安定です。それは対外問題ではないのです。域内の問題なのです。ドイツの首相の言葉や欧州諸国首脳の発言を読めば、このことは極めてはっきりしています。もちろん各国とも国民の意見に対処する必要があります。ある意味ではギリシャの、そしてある意味ではドイツ、フランス、その他の国民です。で

すからこれは政治的に困難な作業ですが、EUはこのテストにより力強いものに生まれ変わると思います。

行天： ありがとうございます。ところでスティグリッツさん、今米国で行われている規制改革の動きについてご意見をお聞きするのを忘れていました。とりわけボルカールールはどうなるでしょうか。

スティグリッツ： 2分間ではとてもお答えできない大きな課題を下さいましたので、予定をオーバーすると思います。第一の点、米国経済の回復ですが、著しくゆっくりとしたもので、2010年の末か2011年の初めとなりそうです。現状がどうなっているかをお示しますと、住宅の差し押さえ件数は2010年には09年よりも多く、250万から350万件になると予想されます。銀行倒産件数は09年の140件からさらに増えると見られます。商業用不動産の問題も浮上しつつあります。今後3-5年の間、毎年5000億ドルの住宅ローンが借り換えられなくてはなりません、居住用住宅ローンの4分の1は、評価割れです。商業用不動産は証券化されているので市場はより複雑な問題を抱えています。ですからこれらをスムーズに借り換えできるかどうかが大問題です。州政府も年間2000億ドルの歳入不足を抱えており、それはさらに拡大しています。州は均衡予算の枠組みを持っており、お金を印刷することができません。ですから歳出を削減していますが、これが成長にとって大きなマイナス要因となります。ほとんどのエコノミストにとって、米国が第二ラウンドの刺激策を必要としていることは明らかだと思いますが、それを実現する政治的能力は厳しいでしょう。

労働市場における困難な事態は言うまでもないでしょう。先程申しましたように、失業率は約10%ですが、本当に適切な統計というのは職探しをあきらめた労働者やパートタイマーを含んだものです。それによれば6人に1人以上がフルタイムの職を求めながら得られない状態です。失業者の40%は長期失業者です。労働市場と住宅市場にはマイナスの相互作用があります。アメリカはこれまで最もダイナミックな労働市場をもっていました、それは人々の移動を伴っていました。しかし、今や人々は新しい土地に移動して新しい住宅を買うことが難しくなりました。評価割れになった住宅を持つ人は住宅を売ってもエクイティ（純粋価値）を取り戻すことができないからです。同様の複雑な相互関係は、移住する行動パターンにも存在します。人々は退職するとたいてい南部に移動しますが、これが米国の活力の一部でした。今やこの人々も利益を出して住宅を売ることができなくなったため移動できません。このことはサンベルト地帯の問題が長引くことを意味しています。楽観的な見通しでも労働市場は2015年あたりまで通常の状態に戻らないというのがコンセンサスとなっています。また、雇用喪失、つまり創出されるべきであった雇用数と過去2年ほどで失われた雇用数の格差ですが、これは1000万人を上回っています。こうした状況では楽観的な明るいシナリオはとても描けません。これは金融部門の問題にとどまるものではないのです。

一部のアメリカ人は欧州がギリシャの危機でしくじったと思いました。そのために米国の状況が比較的良好に見えたため、それは米国にとって幸いでした。しかし、それで予想される結果はユーロが値を下げドルが強くなるということでした。ですから米国からの狭い視野で見ても、ギリシャ救済は望ましいことでした。

財政赤字への懸念が高まっていますので、ちょっと触れたいと思います。金融市場が時に非常に近視眼になるのには驚くべきものがあります。米国が赤字を拡大させることになるというのは完全に明らかでした。銀行を救済していたことから、景気回復を支援していたことから明らかだったのですが、それに気がつくには1年ほどかかったのです。米国では次のようなジョークが言われています。金融部門の赤字のタカ派は2008年9月頃に救済を求めている間にバケーションに出かけました。救済によって得られる資金をすべて得た時、彼らはバケーションから帰ってきて赤字についてしゃべり始めました。それは3月ごろでした。そして今は四六時中赤字のことで騒いでいます。私はこの赤字フェティシズムに極めて批判的です。我々を混乱に陥れたのは近視眼的政策でした。ですから我々は長期的な面に焦点を当てる必要があります。タイやインドネシアでのIMFの教訓にも学ぶべきでした。もし機が熟す前に赤字削減に取り組めば、経済は沈んでいき、赤字は実際にもっと大きくなるでしょう。もし資金を投資に使うなら、経済は短期的にも長期的にも成長させることができ、赤字も小さくなるでしょう。今日の赤字支出に対して長期的債務を引き下げるのに必要なのは約5~6%の公的投資収益率です。赤字についての教訓は、支出に注意しなければならないということです。現在、米国は存在しない敵に対して効き目のない兵器に年間数千億ドル支出しています。敵が存在しないのはいいことですが、それでも無駄遣いです。アフガニスタンでの戦争は無駄遣いだと思います。銀行救済がうまく行われなかった例もたくさんあります。もっと効果的に使い、もっと高い長期的リターンを得る方法がたくさんあるのです。赤字を懸念するといっても支出削減に向かうのではなく、むしろ支出の質を高め、そのリターンを高めるべきです。

三番目のご質問、ドルが崩壊すればどうなるかですが、答えは「何も起こらない」です。いろいろな意見が聞かれるでしょうし、財務長官は「米国は強いドルを信じる、我々は強い未来を作るためあらゆることをする」というでしょう。95年の4月頃ドルが円に対して急落した時のことをまざまざと思い出します。私はその時CEA委員長でしたが、ドルがどれだけ下がったかを見るために毎朝早起きをしなければなりません。そして私はそれを大統領幹部チームに報告したものです。財務長官、首席補佐官ら経済チーム全員で毎朝緊張した会議をしていたのですが、私が報告すると、皆が「これはとんでもないことだ(terrible)」と言います。そして次の日も同じことの繰り返しです。実質的なことは何も起こりませんでした。ただ輸出企業が喜んだだけです。ですからまたドルが下落を始めるとしても、これと同じようなことが起こるだけだと思います。

ただし為替相場については、一種の惨事が起こる可能性があると思います。人々はこう

したことが起きることを忘れていません。70年代初にブレトン・ウッズ体制を離脱した時にドルの崩壊がありました。これと同じようなことが起こる可能性があることに気をつけるべきだと思います。ですが、私が為替相場について考えるのは次のようなことです。ケインズは株式市場のことを美人コンテストのようだと語りましたが、為替相場とは「誰が世界で最も醜いか」を競う不美人コンテストだと私は思います。米国と欧州は激しく競争してきました。しばらくの間米国が明らかな勝者でしたが、数週間前には欧州がリードしているように見えました。今はまた米国が逆転しているように見えます。ですから、若干自信をもって言えることは、米国は一直線ではなく、何度も上がったり下がったりしながらも、引き続き弱くなっていくだろうということです。均衡回復のメカニズムは何らかの形で作用しますが、それは完璧ではありません。ドルが十分安くなった時、たくさんのヨーロッパ人がやってきてフロリダを買い占めたり、その他の資産を買うために支出し始めるでしょう。そうなれば為替相場は安定します。

最後にお話ししたいのは規制改革ですが、これは大変困難で長いプロセスです。リーマン・ブラザーズの崩壊から1年以上たっています。バブルが崩壊してからだと2年以上です。バブルが崩壊して初めて、我々が困難に陥っていることが明らかになったのです。次から次へと事件が起こりました。最初の国際的な事件は2007年8月の市場の混乱で、そのちょっと後にはベア・スターンズが崩壊し、さらにその後にはリーマン・ブラザーズが破綻しました。これらはすべてバブル崩壊の影響とみることができます。しかし、これまでのところ規制にはほとんど何の変化もありません。次のバブルとその影響を防止するための変更はほとんどなされていないのです。むしろ、主要な改革のいくつかには強力な抵抗がみられます。米国に大幅な規制改革がおこなわれる確率は現在のところ少なくとも50-50だと思います。それでも米国の改正には欧州が重要と考えている部分、米国のほとんどのエコノミストが重要と考えている部分がいくつか抜けているようです。適切に対応できていないいくつかを述べます。イングランド銀行のキング総裁は「大きすぎてつぶせないなら、大きすぎて存続しえないのだ」といった趣旨の発言をしました。我々は大銀行を分割し、課税し、業務を制限するべきです。これはボルカー氏が主張したことの一部ですが、おそらく実現しないでしょう。より強力な監督が行われるでしょうが、危機前には大した仕事をしなかったFRBの監督では、多くの信頼は得られそうにありません。

十分な対応がなされそうにない第二の大きな争点は、店頭取引で行われる不透明なクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）やデリバティブの問題です。公式見解はこれを取引所で行うよう奨励するというものですが、取引所がこれを適切に実現するという確証はありませんし、奨励策も十分ではありません。いくつかの銀行が店頭でのCDSで巨額の利益を得ています。銀行がこれらを発行するのですが、大きくてつぶせないということで銀行に保険を付与しているため、実質的には政府によって引き受けられているのです。CDSを発行している銀行は、すべて大きくてつぶせないところです。この点については何も十

分なことは行われたいでしょう。いいですか、AIG 一社への政府の救済額は何と 1820 億ドルになりました。これは巨額の資金です。二年間にすべての先進国からすべての途上国に与えられる対外援助の額に匹敵する資金が一会社に与えられたのです。あるいはその額は米国が四半世紀にわたってアフリカに与えた額といってもいいでしょう。そんなお金が一会社に行きましたが、しばらくはそれが最終的にどこに行ったかわかりませんでした。秘密にしようとしたからです。ですがその最大の分け前がゴールドマン・サックスにいったことが分かりました。これが秘密にしたかった訳だったのです。これが何もなされない、あるいは十分になされないと思われる第二の問題です。

ボルカーが強調した第三の大きな争点は、預金取扱機関による自己勘定取引の問題です。これは利益相反につながりますし、さらに悪いことにこれにより基本的に政府は投機的な取引に保険を提供しているのです。その上、金融機関は本来行うべき業務、すなわち一般の貸出行為に回帰させるべきではないかとの考え方が増大しています。ですが、これは利益の源泉ではありませんでした。彼らの利益のすべては裁定取引（投機）から生じているのです。クレジットが抑制されているという事実は経済を弱くしてしまう要因の一つです。この点についてもほとんど何も対応されそうにありません。

現在のところ、何かは起こりそうに見えますし、何らかの規制ができる可能性は数カ月前に比べると高まったといえそうです。同時にボルカーが提唱したような内容の多くを議会が決めることもなさそうです。以前にも同様のことを言ったことがありますが、ボルカーが急進的に見える時にはアメリカの政治に何かが起こっているということが分かるでしょう。

行天： スティグリッツさん、ありがとうございました。司会者の中には議論を総括しようとする人もいますが、私はいたしません。本日学んだことを総括するのは私の役目ではなく、皆さんの役目です。本日はご参加いただきました皆様、そしてとりわけ多くの貢献をしてくださったパネリストの方々に感謝を申し上げて終わりたいと思います。どうぞパネリストの皆様に盛大な拍手をお願いします。ありがとうございました。

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

This report is intended only for information purposes and shall not be construed as solicitation to take any action such as purchasing/selling/investing financial market products. In taking any action, each reader is requested to act on the basis of his or her own judgment. This report is based on information believed to be reliable, but we do not guarantee its accuracy. The contents of the report may be revised without advance notice. Also, this report is a literary work protected by the copyright act. No part of this report may be reproduced in any form without express statement of its source.

Copyright 2010 Institute for International Monetary Affairs (IIMA) (財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokuchō 1-Chōme, Chūō-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町1-3-2

電話：03-3235-6934（代）ファックス：03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>



財団法人 国際通貨研究所

〒103-0021

東京都中央区日本橋本石町 1-3-2 三菱東京 UFJ 銀行日本橋別館 12 階

Tel: 03-3245-6934 Fax: 03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>

Institute for International Monetary Affairs

12F The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd. Nihombashi Annex,

3-2 Nihombashi Hongokucho 1-Chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Tel: 03-3245-6934 Fax: 03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>