

# 金融危機と国際金融システムの不安定

伊藤 正直

東京大学大学院経済学研究科教授

## 「100年に一度」の危機？

サブプライムローン問題に端を発したアメリカ金融危機は、2008年9月15日のリーマン破綻以後、ヨーロッパ、アジアに波及し、国際金融危機へと展開した。危機は、金融部門にとどまらず、実体経済の悪化へと広がり、2009年6月1日には、100年の歴史をもち、昨年まで世界第一位の座を保持していたアメリカ自動車産業の雄GM（ゼネラル・モーターズ）が、史上最大16兆7300億円の負債を抱えて破綻した。

今回の危機は「100年に一度」（グリーンズパン前FRB議長）といわれ、最近では1930年代の世界大恐慌がしばしば引き合いに出される。しかし、「100年に一度」がいったいいかなる意味合いでいわれているのかは、必ずしも明らかではない。アメリカにとって100年に一度なのか、世界にとって100年に一度

なのかも不分明だし、「100年に一度」の中身についても共通の理解はない。アメリカ発の危機が世界に広がったこと、株式の暴落、多くの銀行破綻、工業生産の落ち込み、大量失業の発生など、金融危機と実体経済の危機が複合して発現したことなどから連想されているのかもしれない。あるいは、本音は「100年に一度の大事件なのだから、対策としてどんなことをしても構わない」、という政治的・政策的含意からの発言なのかもしれない。

なぜ、こうした事態が発生したのか。昨年9月のリーマン破綻当初は、1970年代以降アメリカで進んだ金融技術革新が非常に不安定なものでこれが危機の原因となったとか、投資銀行ビジネス・モデル、すなわち証券化・デリバティブ・レバレッジをベースにしたビジネス・モデルが金融破綻の根本原因だというようなことがいわれた。しかし、結論から先にいえば、そうした指摘自体はただちに間違いとはいえないものの、投資銀行ビジネス・モデルの破綻、金融技術革新の破綻は現象にすぎず、これらは金融危機の結果ではあっても原因ではない。

実際、2008年10月に発表されたIMFの調査によれば、1970年から2007年までの38年間に、208か国で通貨危機が、124か国で銀行危機が、63か国で国家債務危機が発生している。先進国、新興工業国、開発途上国を問わず、アジア、ヨーロッパ、南北アメリカ、アフリカと地域を問わず、金融危機が発生してきたのである。アメリカ金融危機もこれら

### いとう まさなお

1948年生。東京大学大学院経済学研究科博士課程単位取得退学。経済学博士（東京大学）。東京大学助手、立命館大学・名古屋大学助教授を経て現職。専攻は、日本経済論、金融論。

主要著書は、『戦後日本の対外金融—360円レート  
の成立と終焉』（2009、名古屋大学出版会）、『昭和  
和財政史 昭和49—63年』第7巻（2004、東洋  
経済新報社、共著）、『日本の対外金融と金融政策—  
1914-1937』（1989、名古屋大学出版会）ほか。

の危機と、別物ではありえない。

では、1970年以降の時期とはいったいいかなる時期であったのか。ここで直ちに想起されるのは、1971年8月のニクソン声明であろう。この声明を契機に、第二次大戦後から続いてきた「調整可能な固定相場制 (adjustable peg system)」としてのIMF体制は終焉を告げ、以後、現在に至るまで、国際通貨体制は、管理フロートとフリーフロートの間を揺れ動く変動相場制 (floating system)の下にある。そして、この変動相場制の中でドルの地位は長期的には低落し続けてきたが、その低落に見合う形での国際経済システム、国際金融システムは構築されていない。したがって、大恐慌期との比較をいうなら、まず、この国際通貨体制のあり方ないしは基軸通貨の問題が比較検討されるべきであろう。

## 戦間期の国際金融システム

第一次世界大戦後、1920代の国際金融関係は2つの難問を抱えていた。ひとつは、第一次世界大戦の直接の帰結としての戦債・賠償問題である。敗戦国ドイツは天文学的賠償金の支払いを連合国に負い、ヨーロッパの連合国は、巨額の戦債をアメリカおよび連合国相互間に対して負っていた。ケインズは「平和の経済的帰結」という論文を書いて、連合国側はドイツに対する賠償請求を大幅に圧縮すべきだと主張した。

もうひとつは、第一次世界大戦によって機能停止していた国際金融システム—それは当時は国際金本位制に他ならなかった—を、どのように安定的に再建するかであった。国際通貨システム再建のための国際協調の試みが追求され、国際会議が頻繁に開かれたが、問題はなかなか解決しなかった。第一次世界大戦後の国際金融システムは、この2つの不安定要因を抱え込んでいたのである。

1929年10月、ウォール街の株価が暴落し、大恐慌が勃発するや、こうした国際金融システム再建の試みは中断せざるをえなくなった。1920年代のアメリカ

は、「黄金の20年代」、「永遠の繁栄」を謳歌していた。住宅や自動車がローンで購入され、株取引を行っている家計はアメリカ全世帯数の1割、200—300万世帯に達していた。株取引の多くは、ブローカーを介してなされ、取引の4割が証拠金取引だった。

株価の暴落は、实体经济に波及し、工業生産指数は半減し、生産財の落ち込みは-77%に達した。卸売物価は4割減で、農産物価格の下落率は6割を超した。名目所得は半減し、失業者は1300万人、失業率は25.6%に達した。さらに、1933年3月までに銀行の40%、1万行近くが破産した。

大恐慌がヨーロッパに波及するなかで、1931年7月にはドイツが、同年9月にはイギリスと英連邦圏の各国が金本位制を離脱した。以後、主要国は、ブロック経済化の動きを強め、個別的な恐慌脱出策を図っていくことになるが、それでも、国際協調によって、恐慌から脱出しようという最後の試みが、大恐慌のさなかに追求されていた。

1933年6月から7月にかけて開催されたロンドン国際通貨経済会議 (World Monetary and Economic Conference)がそれである。この会議は、世界67カ国 (代表者派遣国は64カ国)、国際連盟各種委員会、国際労働局、万国農事協会、国際決済銀行の各代表総勢740余名 (含随員)の参加の下、恐慌からの脱出・世界経済の立て直しと国際通貨システムの再建を課題として開催されたもので、第一次世界大戦後最大規模の会議であった。

しかし、この会議は、アメリカ大統領ルーズヴェルトのいわゆる「爆弾宣言」によって空中分解した。1933年7月3日にルーズヴェルトの公表した声明は、自国を含む主要国の通貨安定協議の試みを「人為的な安定を達成しようとするもっともらしい詭弁」として否定し、国際金本位制の機能を「国際銀行家達の時代遅れの物神崇拜」として否定した。そして「国内の健全な経済制度」を確立すること、「国民通貨に永続的な購買力を付与する目的で国民通貨計画をたてる」こと、「世界の大多数の国々が、予算を均

衡させて収入内で暮らしていくために協調的な政策を実施できるようにすることこそが重要であると主張した。

このメッセージは、ハル、モーリー、ウオーバークなどのアメリカ代表団を呆然とさせただけでなく、会議そのものに「すさまじい衝撃」を与えた。フランスなどの金本位国は、同日直ちに、金本位の自由な運行を維持するという共同声明を出し、ルーズヴェルト発言拒否を宣言した。イギリスは、会議決裂の責任はアメリカにある、との声明を出すことを強く主張した。ヨーロッパのジャーナリズムは、アメリカ非難の大合唱を展開した。かくて、会議は崩壊に向かって一直線に進行した。

「イギリスは基軸国としての役割を果たす力を失い、アメリカは、その責任を引き受けようとしなかった」(キンドルバーガー)ことこそが、この事態を招いたのであり、以後、主要国はブロック経済化を急速に進展させて個別的な景気回復を図ったが、にもかかわらず不況は長期化し、最後は戦争へと帰結していった。1930年代の世界大恐慌の最深部、基盤には、このような国際金融システムの不安定があったのである。

## 基軸通貨としてのドル

このような推移をみるならば、現在の時点で中心的に比較検討さるべきことは、まず国際金融システムの問題ということになる。現時点での国際金融システムの動態とそのコアとしての基軸通貨のあり方こそが中心的問題なのであり、それと国民経済レベルでの金融危機発現の関連こそが問われているのである。

1970年代初めのIMF体制の崩壊とその後の変動相場制の継続は、基軸通貨としてのドルへの信認が、傾向的に低下したことを示している。この40年近くの間、ドルの対外価値はほぼ一貫して減価した。例えば、1971年までは1ドル360円だった円ドルレートは、1985年のプラザ合意以後急速に円高ドル安に動き、1995年には、日本のバブル崩壊後にもかかわらず、1ドル79円75銭となった。そして、そ

の後、ゆり戻しを含みながら現在では1ドル100円前後にある。ドルの価値は、この40年間で3分の1以下にまで落ち込んだのである。ドルが安くなったのは、円に対してだけではない。その他の大部分の主要通貨に対して安くなったのである。この点を見るならば、キンドルバーガーにならっていえば、「アメリカが基軸国としての役割を果たす力を失った」ことを示しているかのようにみえる。

しかし、他方で、世界各国のドル保有は、1980年代以降、急速に増大している。価値が下がっている通貨を、世界中が競って保有しているのである。変動相場制というシステムや金融のグローバル化が、ドル保有の増大をもたらした。変動相場制は、為替リスクを高める。金融グローバル化はポートフォリオの機会を増大させ、スプレッド獲得の場を大幅に拡大する。その結果として、様々なリスクが発生し、そのリスクをヘッジし、カバーするために、あるいは、逆にリスクをとって儲けるために、デリバティブ(金融派生商品)が頻繁に利用されるようになった。そこで使用される通貨の第一はドルである。実際、貿易やそれ以外の経常的な取引に必要なマネーは、世界を合計しても1年間で約8兆ドルといわれているのに、毎日の取引マネーは2兆ドルから5兆ドル、年間累計では900兆ドル以上に達している。实体经济が必要とするマネーの100倍ものマネーが世界を飛び交っているのであり、その筆頭がドルなのである。

こうして、世界中をドルが駆け巡るようになり、ドルは、取引通貨、媒介通貨としてだけでなく、準備通貨としても、以前より大きな地位を占めるようになる。2009年4月時点での主要国の外貨準備高をみると、中国1兆9000億ドル、日本1兆ドル、ロシア5300億ドルで、以下、インド、台湾、韓国、ブラジルと続いている。とくに中国は、この5年間で外貨準備を倍以上も増加させた。その外貨準備の多くがドルで保有されているのである。ここからみるならば、「アメリカは基軸国としての役割を果たす力を決して失ってはいない」ようにみえる。

このどちらが真実なのであろうか。両者を見比べ

るならば、長期的には、持続的に価値を下げ続けている通貨が、短期的には、最も低コストで効率的で安全な通貨となっていることがわかる。ここに、現在の国際金融システムの最大の問題が存在するのであり、国際金融不安を引き起こす根因があるのである。

## 安定的な国際金融秩序のためには？

1982年の中南米国際金融危機、1997年のアジア通貨金融危機において、しばしば語られてきたことは、これらの諸国で金融危機が発生したのは、それらの諸国の経済構造に問題があったからだというものであった。すなわち、「欧米諸国とは異なった腐敗・癒着、政争、利益圧力、権力の私物化、官僚主義、脆弱な金融システムなどに特徴付けられる Crony Capitalism（身内資本主義）という内部構造」こそが危機の根因であり、緊縮財政、金利引上げ、銀行・企業のリストラ、賃金抑制、情報開示、市場開放といった「構造改革」を遂行する以外には、危機を克服して透明で健全な経済を実現する道はないというのである。中南米危機やアジア危機においてIMFよりなされたコンディショナリティはこれを端的に主張した。日本の「失われた10年」においても同じことがいわれ、市場の規律付けが働くような「構造改革」の必要が声高に叫ばれた。

しかし、2008年9月のリーマン・ショック以降のアメリカ金融危機は、こうした見方がいかに皮相なものであるかを如実に明らかにした。もっとも市場規律が働き、効率的で合理的な市場であるはずのアメリカにおいて、激しい金融危機が発現したからである。1970年代以降の一連の金融危機において、危機の激化や波及を防ぐために、様々な対応策がとられてきた。金融危機の深度に対応し、預金封鎖、銀行休業にはじまり、救済融資、公的資金の投入、国有化、合併、不良資産管理会社の設立、預金保険、財政援助、IMFサポートプログラム等々である。

当面の措置としては、それらは必要なものであり、また、限定的に有効であるかもしれない。しかし、問題の根源が国際金融システムの側にあるとするならば、ドル価値の下落とドル・バランスの増大の両者を同時解決するようなシステム改革なしには、国際的な金融危機はこれからも再発せざるをえないであろう。かつてのケインズの世界通貨バンコールやSDRの再創出の主張もある。新しいバスケット・ペッグという主張もある。しかし、これらは、必ずしも具体的現実性をもたないし、かつてすでに挫折した方策でもある。とするならば、今後しばらくは、アドホックな国際政策協調の場を、重層的に積み重ねるしか、国際的金融安定を探る道はないであろう。■