

## 書評

# Barry Eichengreen 「Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods」 (The MIT Press, 2007)

品田直樹

### 著者紹介

著者のバリー・アイケングリーンは、1979年にイエール大学で経済学の Ph. D. を取得し、ハーバード大学に助教授および准教授として在籍した後、1986年よりカリフォルニア大学バークレー校の教授に就任している。また、1997 - 1998年には国際通貨基金 (IMF) のシニア政策アドバイザーに就き、2010 - 2011年には経済史学会の会長を務めた。

アイケングリーンは、国際金融や経済史、国際政治経済など幅広い観点から、金本位制の時代より現在に至るまで、グローバルな金融システムに関する数々の研究に取り組んでいる。特に1992年に刊行された「Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919 - 1939」は、第一次世界大戦によって各国間で対外不均衡が生じるなか、金本位制の下で各国の経済政策が制約され、1930年代の世界的な大恐慌を引き起こされた過程を分析したもので、著者の代表的な研究である。

また最近では、米国のドルが国際通貨としての支配的な地位を獲得した背景やそうした地位の維持可能性についてが、著者の主要な研究テーマとなっている。2011年に発表された「Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the dollar and the Future of the International Monetary System」では、米ドルの支配的な地位が今後、中国の台頭など他国の要因ではなく、米国の経済政策など自国の要因によって失われていくことを警告し、話題となった。最近のユーロ危機についても、著者は各種メディアを

通じて積極的に発言しており、学術的な場のみならず幅広いフィールドでの活躍が目立っている。

### 本書の概要

2007年に刊行された本書は、著者がアルゼンチンのトルクェート・ディ・テラ大学で行った講演を元に、1940年代半ばから1970年代初頭にかけてのブレトン・ウッズ体制に関するいくつかの分析を通じて、現在のドルを中心とする国際金融システムの将来的な展望を論じたものである。特に、ブレトン・ウッズ体制が作られ、崩壊していく過程が様々な視点から詳解されているが、それは著者が、過去の歴史から政策的なインプリケーションを学び取ることの重要性を強く認識しているためである。本書の主眼も、かつて世界各国が経験した国際通貨制度の歴史を振り返り、現在との類似点と相違点を浮き彫りにすることで、国際金融システムの行く末をできるだけ具体的に描くことに置かれている。

現在の米国を中心とする国際金融システムは、ブレトン・ウッズ体制と似ている点が多い。米国は周辺国の主要な輸出先としての役割を担い、周辺国は輸出主導の経済成長とドル建ての外貨準備の蓄積を志向している。

しかし本書が強調するのは、むしろその相違点である。様々な新興国の経済成長、ユーロの誕生、巨額の米国の経常赤字という側面は1960年代には見られなかったものであり、現在の金融システムがブレトン・ウッズ体制と同じように今後も数十年に亘り続くとは限らない、という主張が本書では繰り返し強調されている。

こうした著者の問題提起は、今後の世界経済の方向性を見通す上で極めて重要なものである。本書が刊行されたのは2008年のリーマン・ショック以前だが、その後の世界的な金融危機を経て、グローバルな対外不均衡は是正の方向に向かっているのか、あるいは新たな不均衡を生み出しているのかという点は、学問領域のみならず金融実務や政治など様々な分野での重要なテーマとなっている。そのため本稿では、本書の各章に沿って著者の主張を紹介し、最後に著者の展望する国際通貨体制の将来像が現在の国際金融システムにどのような意味をもつかを論じることとしたい。

## ブレトン・ウッズ体制の歴史と教訓

第一章は、本書全体を通じた著者のブレトン・ウッズ体制に関する考察や将来へのインプリケーションを要約した内容となっている。前述のように、著者は、現在の米国を中心とする国際金融システムはかつてのブレトン・ウッズ体制と非常によく似たものであり、それが今後も当面続くだろうという楽観的な見方は誤りである、というスタンスを取っている。確かに、1960年代の米国を中核国、欧州や日本を周辺国とする当時の構造は、米国を引き続き中核国とし、アジアの新興国を周辺国とする形で今もなお受け継がれているともいえる。しかし、アジア新興国の経済成長とドルの外貨準備の積み上げが続いて米国の経常赤字が引き続き維持されるとともに、ドルは下落せず、米国は拡張的な金融政策を取りつつインフレが抑制されるという展開は、決して持続可能なものではないというのが著者の見解である。

その主な理由として、著者は、(1) 1960年代初頭、ブレトン・ウッズ体制が存続の危機に見舞われた際、周辺国は集团的行動 (collective action) を前提とする「金プール (the Gold Pool) 協定」に合意し、事態の解決が図られた。しかし彼らの集团的行動は最終的には失敗に終わった。現在は周辺国がより多様化しているため、そうした行動が一層困難になっていること、

(2) 1940年代後半から60年代にかけて米国の金保有は約半分に減り、ドルの価値は下落した。現在は、ユーロというドル以外の外貨準備通貨になり得るものが存在するため、同様にドルからのシフトが起きる可能性があること、(3) 周辺国が外貨準備としてドルを持ち続け、その体制を守ろうとしたのは、米国が金とドルの兌換比率を一定に保つことで、彼らに対する債務の価値を維持することをコミットしていたからである。現在、米国は巨額の財政赤字を抱え、他通貨に対するドルの価値を保ち続けられるか不透明であること、(4) 資本の自由化が進んでいる現在、変動相場制の下で周辺国の中央銀行が為替レートをコントロールするためには、オペレーションをより大胆に、コストをかけて行う必要があること、そして(5) 周辺国内でも金融の自由化が進んでいるため、自国通貨を低めに誘導し国内貯蓄を高める政策を行っても、貿易財セクターに投資が向かうとは限らないことをあげている。

米国が1オンス35ドルという定められた比率に基づいて金とドルの交換を保証し、周辺国は自国通貨をドルに対して固定するという制度の下では、米国の経常収支が減少していく局面でのみ、周辺国は外貨準備を増やすことができる。米国は、周辺国にとって主要な輸出市場である一方、海外の企業を買収したり、あるいは米軍を海外に駐留させるなど政治面での関与も通じてブレトン・ウッズ体制を安定させ、維持していく中心的役割を担っていた。そのため、当時米国は「途方もない特権 (exorbitant privilege)」を有するとも言われていた。

こうした構造は、第二次大戦後の世界経済の拡大や金融の自由化、金融市場の発展といった動きのなかで、米国の資本フローがネットで流出していたことに支えられていた。しかしドルへの信認が一旦揺らぐと、それを維持しなければならぬ周辺国の集团的行動は破綻し、1971年にブレトン・ウッズ体制は終焉を迎えた。

仮に米国が金とドルの交換比率を引き下げたり、より緊縮的な金融・財政政策を行って経常収支を改善させようとしても、それは世界的な

経済成長の鈍化を招くことになるので、結局、ドルの外貨準備としての需要は減ったのではないかと著者は考えている。米国は、こうした直接的な対応を取る代わりに、米軍の海外活動に対する欧州各国からの支持の取り付けや、米国人旅行者の免税品の持ち込み制限、連邦準備銀行（FRB）の短期債の売却と長期債の購入（オペレーション・ツイスト）による金融緩和といった策を講じたが、ドルの下落と金の流出を完全に防ぐことはできなかった。

以上のように、ブレトン・ウッズ体制が多くの問題点を抱え、現在ではそれらがより脆弱になっていると著者は述べている。次章以降では、ブレトン・ウッズ体制下でみられたいくつかの出来事について、同様の視点から考察される。

## 「金プール協定」の合意と決裂

第二章で論じられる「金プール協定」とは、ベルギー、フランス、ドイツ、イタリア、オランダ、スイス、英国、米国が、ロンドン市場の金価格の安定化を目的とする各国の政策的な合意であり、1961年にスタートした。1930年代から第二次世界大戦後まで、世界経済が飛躍的に成長するなかで、ブレトン・ウッズ体制下でのドルと他国通貨の非対称な関係、つまり米国はドルと金と固定比率で交換し、他国は自国通貨をドルに固定させるという仕組みを通じて、ドルが世界中に供給されていった。

その結果、米国外でのドル保有は、1959年末までに米国の金準備を上回る規模に達した。

しかし、ドルに対する需要があまりにも増えたことにより、米国の経常収支の悪化だけでなく各国の政治情勢の変化など様々な要因で、米国に対する信認、すなわち金・ドル兌換の保証への信用が揺らぎやすくなった。金の実勢価格が上昇し、米国からの金の流出が大規模に起きたことから、米国は1961年10月に金プール協定を提案した。各国は一定割合の金準備を拠出してプールし、金の売却に対応することに合意した。翌1962年にはロンドン市場で金を買うことができるコンソーシアムとなった。

著者は、このコンソーシアムが各国の集団的利益に基づく集団的行動を前提としている点を強調している。ブレトン・ウッズ体制を協調して保持することが各国共通の利益であったにもかかわらず、実際には、米国の経済力や軍事力に依存するイギリスやドイツと、外貨準備における金保有を高めたいフランスやベルギーとでは、集団的行動への関与に潜在的に大きな違いがあった。結局、1964年末のポンド危機や1965年のドゴール仏大統領の金本位制への復帰表明、ベトナム戦争や中国による金購入等を背景に金価格が大幅に上昇し、1967年にフランスが協定から離脱すると、1968年に金プール協定は廃止された。

集団的行動が適切に機能しなかった理由として、米国が金融政策の拡大を通じて他国のインフレまで影響を及ぼすことや、協定国の違反行為や協定国以外の国のフリーライドを抑止できなかったこと、協定に基づく各国のオペレーションが透明でなかったことなどがあげられている。著者の関心は、同じような集団的行動を現在のアジアの中央銀行が取り得るかという点に向けられているが、それに対しては、東アジア各国の集団的行動だけでは中東など他の地域をカバーできない点や、為替管理政策に透明性が欠けている点、米国がアジアの様々な地域間協定に属していない点などを理由に、実現可能性は低いと考えられている。アジア諸国は輸出主導の成長を損なわない緩やかなドルの下落を望んでいるが、実際にドルが下落する局面では各国政府が集団的行動の様々な問題に直面することを、金プール協定の歴史は示している。

## 日本の通貨ペッグからの脱却

第三章は、日本が1971年に固定相場制から変動相場制に移行した過程を分析することで、現在の中国が従来輸出主導型成長を犠牲にして柔軟な通貨政策に移行できるか、また、それが世界的な対外不均衡の是正にどう影響するかという点を考察したものである。

現在の中国と同様に、日本も第二次大戦後か

ら1960年代にかけて輸出主導型の高成長を遂げるなか、通貨切り上げ圧力に晒された。日本はブレトン・ウッズ体制の崩壊後、1973年に完全な変動相場制に移行することとなったが、当初当局は、十分な流動性をもつ為替フォワードやフューチャーの市場がなく銀行や企業が適切に為替変動をヘッジできないため、為替相場が不安定化すると主張した。

しかし実際には、通貨切り上げによる輸出抑制の影響は世界的な需要の拡大により打ち消され、国内需要は政府の積極的な財政拡大政策により支えられた。金融システムは当局による金融機関への直接的なガイダンスから金利調節を通じたものに移行し、国際的な資本フローに対してはより開放的な金融市場の構築を目指し、当局は金融や企業信用を巡る環境を巧く調整することができた。著者は日本のこうした経験を高く評価しており、資本流入のコントロールを完全に排除したり、為替市場が発展して十分な流動性を持つことが変動相場制に移行する前提であるとは、必ずしもいえないと主張している。市場参加者が適切にヘッジ機能を提供できない場合は、中央銀行が市場介入などを通じて適切に管理することで対応することができ、また為替レートがある程度変動することが金融市場の発達を促すことにつながった側面もあると、著者は指摘している。

一方で、将来中国が通貨を切り上げれば米国の経常赤字の減少につながるが、1970年代の日本の経験からすると、大幅な自国通貨の切り上げは企業の収益性や投資活動を損ねて経済成長を妨げるリスクを伴うことも述べられている。世界景気の重要な一躍を担う中国の経済成長がハードランディングすることは誰の利益にもならないため、中国には、金融システムの改革と財政政策面でのサポートを続けながら、経済成長を大きく妨げないような緩やかな変動相場への移行が望まれると、著者は結論づけている。

## 準備通貨としての英スターリング

最後の第四章は、国際通貨制度上初めて基軸

通貨が交代した、つまり英スターリングから米ドルに移った背景を分析することにより、現在の支配的通貨であるドルが将来どのような位置づけとなっていくのかを見通す内容になっている。

著者は二つの間違った見方を紹介し、それについて反論している。一つは世界の外貨準備に使用される通貨は単一になるという見方、もう一つは外貨準備通貨として一度支配的な地位が確立すると、なかなかその地位は失われないという見方である。

前者については、英国が19世紀後半から20世紀初頭にかけて世界貿易の中心地であったため、取引通貨としてはスターリングが最もポピュラーな貨幣であった。しかし外貨準備通貨としては、保有者が流動性に加えて分散化の観点も持ち合わせているため、スターリングが占めるシェアは1913年末で2分の1に満たず、仏フランは3分の1、独マルクは6分の1となっていた。さらに1914年に米国連邦準備制度が設立されると、ニューヨーク市場の流動性が拡大し始め、1920 - 1930年代はスターリング、ドル、フランが外貨準備通貨としての地位を分け合った。ドルが世界の外貨準備の85パーセント近くのシェアを占めるようになったのは20世紀後半であり、それも第二次大戦後の欧州や日本では、経済回復が立ち遅れ、自国通貨の国際化よりも自国の資本フローのコントロールが優先されたという特殊な環境によるところが大きいと、著者は述べている。

また後者の見方については、当時のイギリス連邦や植民地の英国への忠誠や輸出市場としての位置づけがスターリングの準備通貨としての地位を支えていた部分が大きく、そうした関係が現在の米国と東アジアや中東諸国との間にあるかは不透明だと著者は述べている。

一方、著者は、米国の海外に対する債務が米国の保有する海外資産を上回っていること自体は、ドルの地位を脅かすものではなく、準備通貨が世界経済の拡大に伴って各国で積み上がった当然の帰結だと考えている。むしろ、米国が巨額の経常赤字を抱えながら対外純債務を増や

し続けている状況が、短期の資本流入を受けて長期の資本流出を続ける「世界の銀行 (banker to the world)」としてのポジションを脅かすと指摘している。

対外純債務が過度に積み上がり、ドルが下落してインフレが加速すると、他国が外貨準備をドルで持つメリットは薄れる。たとえ FRB が速やかに利上げしても、米国内の生産が大幅に低迷すれば経常収支はほとんど改善しない可能性があり、むしろ金利の大幅な上昇によって金融システムが不安定化し、ドルがさらに下落して、他国はドルから逃避する。これは、20 世紀前半よりスターリングがドルに対して下落し、英国のインフレ率が米国の 3 倍に上昇するなかで、スターリングが基軸通貨としての地位を失った歴史から得られる教訓だと著者は述べている。

もちろん、米国の経常赤字が緩やかに改善し、ドルが準備通貨としての地位を維持し続けるという楽観的なシナリオもあり得る。しかしこの場合でも、今の支配的な地位が続く保証はなく、複数の基軸通貨が並存する可能性を指摘している。

著者はドル以外に準備通貨となりうる最有力候補としてユーロを掲げているが、興味深いのは、その条件として欧州経済が健全であることとユーロ圏が一体となることを挙げている点である。著者は、いくつかのユーロ加盟国が ECB のタカ派的な金融政策に異を唱えて脱退し、自国通貨に戻る可能性は、彼らにとってデメリットも多いため可能性は小さいと述べている。一方、日本円や中国元が準備通貨となることに対し、前者については潜在的な経済成長力が乏しいこと、後者については通貨の流動性や透明性に問題があることを理由に、否定的な見解を示している。

### 著者の主張とリーマン・ショック後の展望

本書を通じた著者のメッセージは、第一章に書かれているように非常に明快である。ブレトン・ウッズ体制は必然的な欠陥を抱えている上、

現在のドル中心の国際通貨体制は当時よりもそれを維持するのが難しい状況にあることが、歴史的な事例と現在の状況とが逐次比較されながら論じられている。データを用いた分析は第三章を除くと必要最低限に止められているが、歴史的なアプローチを重視する著者のスタンスは一貫しており、説得力のある内容となっている。

本書が刊行されたのは 2007 年だが、その後のリーマン・ショック以降の世界経済の変化を踏まえ、著者の主張はどのように評価できるだろうか。2008 年から 2009 年にかけて米国経済が大きく後退するなか、米国の経常収支赤字は大幅に縮小した。米国への資本流入が減る一方、アジアなど新興国がそれまで貯蓄超過を拡大させてきたペースが鈍化したことから、米国とその他の国々との間で広がり続けていた対外不均衡はやや是正される方向に転じた。

これは、著者が本書で展望していたシナリオとは異なるプロセスで起きたものである。米国の巨額の対外純債務が持続不可能となりドルの信認が失墜したからではなく、米国内の家計部門での行き過ぎた貯蓄投資バランスが一気に調整され、世界的なデレバレッジを引き起こしたものだ。実際にリーマン・ショック後、世界的にはドルを含めた安全資産への資本逃避が起こり、ドルは円に対しては下落したが、ユーロに対しては大きく上昇した。

また、その後景気が回復する局面では、再び米国に資本が流入し、対外不均衡は再び拡大する動きがみられている。著者がドルに次ぐ準備通貨の候補としてあげたユーロも、折からのソブリン問題に直面し、まさに著者が第四章の最後で危惧していたリスクが現実のものとなり、ユーロが準備通貨としての地位を獲得できる可能性を大きく低下させている。

では、本書の展望とは異なり、現在の国際通貨体制はリーマン・ショックを経験しても本質的に変わっていないのだろうか。本書の内容を踏まえると、そうとは考えにくい。その理由の一つは、金融市場がグローバルに発展するなかで、ドルに対する認識が多様化してきている点である。2010 年 11 月に世界銀行のロバート・

ゼーリック総裁（当時）は、ドルやユーロ、円、ポンド、人民元を含めた新しい金融システムの再考を促し、市場動向のリファレンスとして金を検討すべきとの意見を出した。ゼーリックの本意は必ずしも旧来の金本位制への賛成ではなかったが、興味深い点は市場がそれを金本位制への回帰だと捉え、金価格が大きく上昇したことである。金融政策が制約される金本位制の問題は従来から広く認識されているにもかかわらず、こうした動きがみられたことは、ドル依存への警戒感が広まっていることを再認識させるものである。

二つ目は、ドルへの信認が弱くなる過程で、ドルと肩を並べるような支配的な役割は担わずとも、一時的にドルからの逃避先となる通貨や外貨建て資産が多様化するとともに、市場の変動が大きくなることである。金融市場のグローバル化により、新興国の政府や中央銀行の外貨準備に関わる投資行動も様々になっており、他通貨建て資産への分散が容易になっている。各国の外貨準備におけるアロケーションは急速に

は変化していないものの、投資行動の多様化に伴って各市場の変動が高まることになれば、現行の金融システムを揺らがせる一因となる。

三つ目は、第二章でも指摘されている各国の集団的行動を実現することの難しさが、一層高まっていることである。リーマン・ショック後の各先進国の大規模な金融緩和の影響が新興国市場や商品市況に多大な影響を及ぼしている一方、G20のような世界的な政策協議の場への参加国も大きく増えており、現体制の維持のためにコンセンサスを取ることは極めて困難になっている。

以上の通り、著者が本書を通じて提起しているテーマは極めて現代的なものであり、歴史的な考察に基づいて分かりやすくシナリオが示されている点が本書の大きな特徴であり、高く評価できるものである。ブレトン・ウッズ体制IIとも言われる現体制が内包する問題を再点検するとともに、展望されるシナリオに対する対処を考えることは、今後ますます重要となるだろう。