

# 国際金融システム安定の視点に立った ドル安対策

米財政収支への懸念等を背景に進むドル安は、エマージング諸国のドル買い介入もあって、ドル資産を蓄積させる意味でインバランスをむしろ拡大している。ドルの加速的な下落を防ぐには、課税等を通じてリスクテイクのコストを高めることや、外貨準備運用に関する透明性の向上や協調的調整を通じて市場の不安定化を防ぐことが有用となり得る。

## ドル安とインバランス

わが国の景気回復が<sup>ほかぼか</sup>捗々しくない中で、ドル円相場が90円前後で推移している状況は、日本人にとって奇妙に思える。実際、グローバルな視点に立つと、この間の為替相場の特徴は米ドルが多くの通貨に対して下落するという「ドル安」である（図表）。

ドル安の要因を挙げることはたやすい。米国では、景気対策や健康保険改革による財政赤字悪化への懸念が強いほか、金融緩和の継続による中長期的なインフレリスクも意識されている。また、コモディティ産出国が利上げを始める中で、対米金利差が拡大するとの見方もドル相場を圧迫している。米国政府による「ドル安政策」への思惑もみられるが、これだけ材料が揃っている以上、米国政府は何もしなくてもドル安を実現できる。

米国ではドル安歓迎論も強い。ドル安が企業収益にプラスであることは、第3四半期の決算発表から明らかである。また、世界の投資家が、ドル資金を用いた「ドル・キャリー取引」を展開しているのであれば、ドル安

はリスクアピタイトの回復を示す良い兆候となる。

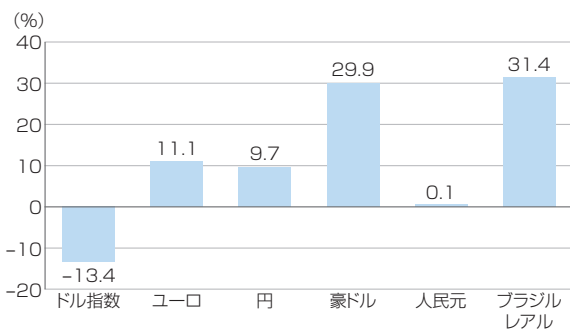
しかし、ドル安は国際金融システムに対するリスクを内包している。すなわち、ドル安は米国と世界との経常収支不均衡を是正し、その裏側にある資本フローへのストレスを軽減することが期待される。しかし、図表から明らかなように、対米経常黒字を抱える中国の人民元の対ドル相場はむしろ安定している。また、エマージング諸国を全体としてみても外貨準備が過去2年間で約9000億ドルも増加したことから推測されるように、これらの諸国は輸出への影響を抑制するためのドル買い・自国通貨売り介入を活発化しているとみられる。しかも、増加した外貨準備の相応の部分がドル資産に投資されているとすれば、米国の経常赤字を結果的にファイナンスしている。つまり、今回のドル安はインバランスの是正どころか、インバランスの拡大を可能にしてしまっている訳である。

## 国際金融システムの観点に立った対応

こうして、エマージング諸国を中心にドル資産の買い支えを続けている以上、筆者は、ドル相場が加速的に下落する事態が直ちに生ずるとは思っていない。

ただ、インバランスの拡大によって、国際金融システムの中に「ドル・ロング」のポジションが蓄積され続けている以上、何らかの理由で巻き戻しが生じれば、いかに流動性の高い為替市場でも機能は損なわれ、貿易金融や資本フローの<sup>まひ</sup>麻痺を招くであろう。米国は、90年代初頭のように日独等の少数の債権国を相手にすればよい訳ではなく、今や世界に広がった債権国によるドルへの信認を保つという難しい課題を抱えており、些細な疑心

図表 ドル指数と主要通貨の対米ドル相場の変化率  
 (3月末と比べた10月末の値)



(出所) Thomson Reuters

暗鬼が均衡を揺るがす可能性は小さくない。

インバランスを根本的に緩和する上では、米国と世界の国々の双方が経常収支の構造を変える必要があるが、そのためには実体経済面で様々な政策が求められ、結実するには多大な時間を要する。その間に均衡が崩壊しないとは限らないとすれば、国際金融システムの安定という視点からの対応を考えておくことの意味は小さくない。

FRBの元高官であるReinhart氏が指摘するようにドルが国際金融システムにとって“too big to fail”な存在であるとすれば、望ましい対応策は、金融監督における「大規模で複雑な金融機関（LCFI）」への対応を参考にすることが考えられる。つまり、LCFIの破綻によるシステミックリスクの防止には、①リスクテイクへのインセンティブを緩和する、②リスク量自体を削減する、の2つが柱である。これらをドルの問題に引き直すと、①はポジションを持つコストを高めることであり、具体的には資本や引当を付加的に義務付けることで実現される。②はポジションを圧縮させることであり、ポジションやレバレッジに上限を設定することで実現される。

こうした規制を、金融機関やヘッジファンドのみならず事業会社や個人投資家など多様な主体が参加する為替市場で実施するのは非現実的と見えるかもしれない。しかし、ブラジルが導入した対内証券投資に対する課税や、英国FSAのTurner長官らが提唱した“Tobin Tax”は①と同様な効果を持ちうる。また、金融機関へのレバレッジ規制や取引所取引におけるポジション規制は②の役割を担いうる。筆者は、為替市場への規制導入をアプリオリに支持するものではないが、国際金融システムの安定の点では、次善の策としての意味を持ちうると思う。

もちろん、巨大な規模に達した外貨準備も不可侵でない。関係国間の疑心暗鬼や市場関係者の思惑を通じてドル相場の不安定化を招きやすいことを考えると、透明性の向上は重要である。例えば、外貨準備のうちで危機に備えた準備資産は、国際金融機関への預け金で運用させることが考えられる。また、純粋な運用資産は、保有国が投資方針の概要を開示するとか、G20等の国際会議による統計として、集計値としての通貨別配分を明らかにするといった対応が考えられる。

さらに、米国と外貨準備の主要保有国が協調しつつ、外貨準備のドル資産を計画的に調整することも考えられる。これは、欧州諸国の中央銀行が金地金を計画的に調整してきたスキーム（ワシントン協定）と同様である。こうした枠組みは、ドル資産離れとの思惑を生む結果、為替や米国金利を不安定化させやすいとの批判も予想されるが、今回の金融危機が示した通り、市場の不安定化は不安心理によることが多い。筆者は、米国も同意の上で透明性の高い形で調整を進める方が、中長期的に望ましい結果をもたらすと考える。もちろん、米国は、外貨準備の主要保有国に対し、少なくとも調整期間中は「ドル安政策」を採用しないと約束することが必要である。

リスクを認識しながら有効な対策がないまま危機を招いたのでは、今回の金融危機の二の舞である。ドル安に対して、国際金融システム安定の視点に立った対応を準備しておくことは重要な課題である。



## Writer's Profile



**井上 哲也** Tetsuya Inoue

金融市場研究部  
主席研究員  
専門は金融政策、金融市場  
focus@nri.co.jp