

《資 料》

現段階における SDR の意義と 将来可能性

——IMF『SDR の将来に関するセミナー』——

平 勝 廣

- I SDR の創設以来未解決のままになっているいくつかの問題
- II 現行条項のもとでの SDR 配分の論拠
- III SDR 問題前進への期待
——1996 年 3 月 18 日, セミナーでの IMF 専務理事 Michael Camdessus の演説——
- IV 複数通貨制度における SDR の役割
- V 無条件流動性としての SDR の可能性
- VI 条件付き流動性の供給における SDR の可能性
- VII いかにしたら SDR を強化できるか
- VIII 進化する国際通貨制度と SDR の将来
- IX 公平問題——SDR セミナーの主要論点——
——パネルディスカッション——

現行の「変動ドル基軸通貨体制」としての国際通貨制度が根本的に改革されるべき段階に来ていることは改めて指摘するまでもない。それがどういう方向においてであるかについては、論者によって異なっているものの、最も広い支持を集めているのが、複数基軸通貨制度、具体的に言えば米ドル、独マルク（やがては統一欧州通貨ユーロ）、それに日本の円を加えた三極複数基軸通貨制度である。一般に、既に新たな制度へ向う萌芽が見出される改革構想であってこそ、実現可能性を持つということからすれば、当然のことであろう。だが、国際通貨制度改革の核心が、基軸通貨制度に内在する非対称性の排除にあるとすれば、それでは根本的解決とはならないように思える。もっと根本的な改革構想が検討されてよい。そうなると、ま

ずもって SDR に注目した構想があつてしかるべきであろう。周知のように、1960 年代のドル危機の進行という形でドル基軸通貨体制の限界が露呈した時、学界はもとより、IMF や各国当局を含めて、多くの国際通貨改革案が提出され、検討され、SDR の創設へと結びついた。SDR は、さしあたりは基軸通貨としてのドルを補足するものとして創設されたものの、少なくとも一部においては、将来的には国際通貨制度の基軸を担うものとしての熱い期待が込められていたのは確かである。しかるに、1970 年代末の IMF 協定の第二次改正での SDR の機能強化、さらに 1979 年の Witteveen IMF 専務理事による「代替勘定構想」の提案を頂点に、その後 SDR に対する期待は急速に薄れてきた。国際通貨制度の改革の必要が緊急の度を加えるのに比例して、あれほど注目されていた SDR の影は薄くなる一方のように見える。SDR を基軸にした本格的な国際通貨制度改革構想ということになると、今や皆無といってよい。これは一体どうしたことか。改めて現段階における SDR の意義と将来可能性が問われてよい。

こうした中で、実は、IMF は、1996 年 3 月 18・19 日の 2 日間にわたり、IMF のスタッフをはじめ、広く、先進国・発展途上国を問わず、学者、中央銀行家、民間銀行家さらには少数ながら大蔵大臣（経験者）の参加も得て、SDR に関するセミナーを開催した。このセミナーは、IMF の設立総会（1946 年 3 月 8 日～19 日）の 50 周年を記念するものであると同時に、「世界金融システムの変化に照らして、SDR の役割と機能について、外部の専門家を交えて、広範な意見を求めた」、1995 年 4 月の国際通貨制度に関する IMF 総務会暫定委員会の要請に応えたものであった。セミナー開会の挨拶の中で、IMF の専務理事第一代理 Stanley Fisher は次のように述べた。1978 年の IMF 第二次協定改正は SDR が国際通貨制度の主要な準備資産になるべきであると規定したが、これは今日でもなお適切な目標なのであろうか。それとも、SDR は単なる「1960 年代の神話」になってしまったのであろうか。そもそも今日の世界経済の中で SDR は有益な役割を果たせるのか、と。そして、彼は次のような疑問を投げかけた。

- ① 世界経済は現在でも SDR の存在から利益を得ているのか、さらに、SDR から誰が利益を得、誰が損をしているのか。
- ② 「安全網」 safety net あるいは IMF の緊急融資メカニズムの一部として、特

定の国家グループに狙いを定めた SDR 配分を実行することによって、SDR からの利益は高められるか。

- ③ SDR をどのように改変すれば、民間金融市場にとってもっと魅力あるものにできるであろうか。
- ④ 欧州経済通貨同盟は、SDR にどんな影響を及ぼすであろうか。あるいはもっと先を展望すると、もしヨーロッパ、アメリカそして日本が通貨を安定させることを公約することになった場合、SDR はどのような役に立つだろうか。
- ⑤ SDR は、IMF の貸付け資金を調達するための、より優れた手段となるだろうか。

これを受けて、セミナーは、六つのセッションとパネルディスカッションの形でもたれ、SDR についての多角的で包括的な論議が展開された。その概要は、Camdessus IMF 専務理事の演説とともに、IMF SURVEY, April 1, 1996 に収録されており、現段階における、SDR の位置づけと将来可能性に関する諸見解の所在を知り得る、格好の、かつ数少ない文献となっている。その意味で、これを訳出・紹介するのもあながち無意味ではあるまい。

なお、以下は大筋で原文にそくしつつも、一部要約したほか、必要に応じて補記あるいは注記した個所がある。当該個所は原則として [] で表示した。

I SDR の創設以来未解決のまま になっているいくつかの問題

IMF 理事 Alexandre Kafka が司会をつとめた最初のセッションでは、SDR の起源と、その創設以来配分をめぐる論議の中で繰り返し提起されてきた諸問題が討議された。

まず、ブルッキングス研究所の客員研究員 Robert Solomon が、新しい準備資産の探求を促し、SDR の創設に導いた 1950, 60 年代の国際通貨制度の展開を列挙した。1950 年代末、Robert Triffin は次のように主張した。合衆国が、増加する世界の準備資産の必要を満たすために、国際収支赤字を続けるならば、公定レートでドルを金に交換するという公約を全うする能力は基礎から崩されていくであろう。逆

に、合衆国が赤字を解消するならば、その他世界は準備資産を失い、世界的デフレに導くこともありうるであろう（「トリフィン・ディレンマ」）と。第一の準備通貨の発行国としての合衆国の特権についての懸念も増大しつつあった。こうした二つの懸念に応じて、G 10 や IMF の内部で国際通貨制度の改革をめぐって一連の討議が行われた。

- ① 1963-64 年：国際通貨制度に関する G 10 の総務会議において、フランスが G 10 に限定した「複合準備単位」 a collective reserve unit を提案。G 10 蔵相会議は、「やがては何らかの種類の準備資産を追加する必要があると感じられることになるかも知れない」と結論。
- ② 1964 年：IMF スタッフによる国際流動性についての研究は、将来の世界的準備資産の必要を満たすには合衆国の赤字は十分ではないと結論し、IMF を通じる準備資産の創造への新たなアプローチを提案。同年、Bellagio Group (11 カ国 32 人の学者)、準備資産の創造システムの改革を要求。
- ③ 1964-65 年：Ossola グループ（準備資産の創設に関する G 10 の研究グループ）、IMF 内部での引出権制度の創設というアメリカの提案を含め、様々の提案を検討。
- ④ 1965-66 年：一連の G 10 の総務会議が、準備資産の創造のための諸提案を検討。その間 IMF も諸提案を研究。
- ⑤ 1966 年：IMF による二つの提案。一つは通貨単位に基礎を置いたもの、もう一つは引出権に基づいたもの、いずれも IMF 内部に設けるという案。後者は合衆国の提案と類似していた。
- ⑥ 1966-67 年：IMF と G 10 の総務との合同会議、IMF 内に特別引出権を創設することで合意。
- ⑦ 1969 年：IMF 協定条項の第一次改正。SDR 制度を IMF 内に創設。
- ⑧ 1970-72 年：93 億 SDR の第一次の配分。

Solomon によれば、1969 年以降の、SDR に対する態度は、一部、予想もされない信用市場の拡張と民間資本移動の増加によって影響された。工業諸国は——そして徐々に開発途上諸国も——、準備資産を資本市場での借入れあるいは資本流入を通じて増強することができた。しかしながら、「借入準備」は当該諸国の債務を増

加させることになり、定期的な借換えを必要とする。SDR の第二回目の配分 (1979-81) の理由の一部は、それによって加盟国の「保有準備」の割合を増加させるということであった。もう一つの理由は、SDR の配分によって、IMF の第二次改正条項のもとで要求されていた、SDR を「国際通貨制度の主要な準備資産」にするということを押し進めるというものであった。

Solomon は、資本の移動性の高まりが、以前は準備通貨諸国のみによって享受されていた恩恵をより広範な諸国に与え、かくてブレトンウッズ体制の非対称性を小さくしたと述べた。彼は、「より対称的な制度を作りだそうという公的努力は成功しなかったのに、市場の発展がそれを成し遂げた」と述べた。市場の利用の増大は、健全な政策を推進するよう、借手諸国に対する規律を強めた。1960年代の国際流動性の重視はあまりに行き過ぎであって、国際収支調整にもっと力点が置かれるべきであった、と Solomon は結論した。

アルゼンチンの前中央銀行総裁 Adolfo Diz は、SDR の原協定の欠陥のひとつは、[SDR の配分を実行するか否かの判断基準としての]「世界の [準備資産の] 長期的必要」を定義せず、それが時とともにどのように変化するかを明確にしていないことであって、それは現在もそのままになっていると述べた。

IMF の前調査局長次長 Rudolf Rhomberg も、最初の論議以来未解決のままになってきた諸問題に注意を促した。第一の問題は、準備の質的強化か、量的強化か、ということであった。「トリフィン・ダイレンマ」を解決するために SDR が考案されたときに重視されたのは、既存の準備資産を補足することであって (量的強化)、「腐朽した準備通貨」を新たに創り出される資産で置き換えることによって、中心的な準備通貨 [つまりドル] への信頼を回復するという (質的強化) ではなかった。その後の論議でも、「代替勘定」という考えが提起され続けたが、決して広い支持を得ることはなかった。

さらに、創設以来、SDR の魅力を高めるためのいくつかの措置が取られた (例えば、価値の評価、利子、および保有や使用の原則) もの、SDR は完全に準備制度に統合されるには至らなかった。もう一つの問題は、準備資産創出の金融上の目的とその他の目的との間の矛盾——とくに、新しい準備が開発援助においてひとつの役割を果たすべきかどうかということ——が、SDR の発端から論議された

が、準備資産の創造と開発援助とのリンクは実現されなかった。

ジョンズ・ホプキンス大学の W. Max Corden は次のように述べた。資本の移動性が高い、弾力的為替制度の世界では、SDR の創造のそもそもの理由——世界的デフレの回避——はもはや当てはまらない、なぜなら諸国は、経常勘定の黒字を計上する代わりに、資本市場から借入れを行って、準備資産を増加させることができるからであり、また変動相場制度は諸国を世界的デフレから遮断するからである。同時に、今日では SDR の配分はインフレ的でもない、なぜなら諸国は、相殺的手段を講じて自国通貨の為替相場を上昇させることによって、世界インフレから自らを遮蔽することができるであろうからだ、と。さらに、付言して Corden は、IMF の貸付けは、条件付き [=調整策の実施を条件とする貸付のこと、いわゆる conditional credit] であるべきであり、IMF のクォータの増額、あるいは SDR の増発とその IMF への直接配分——個々の加盟国への配分ではなく——によって、拡大することができる」と述べた。

II 現行条項のもとでの SDR 配分の論拠

IMF 現行協定の下で SDR の配分を主張できるか。この問題は、IMF の秘書局長で顧問である Leo Van Houtven を司会者とするセッションで討議された。IMF の経済顧問で調査局長である Michael Mussa は、過去 10 年半にわたって SDR の配分が行き詰まっているのは、IMF の協定条項の、SDR を配分すべきか否かの判断基準——SDR 配分は、既存の準備資産を補足して、世界の長期的な必要を満たすという——をどう解釈するかについて合意が欠けていることを反映している、と述べた。彼は、SDR の適度な配分を行うという現在の条項の基底には強い論拠がある」と主張しつつ、世界的な準備資産の必要という考え方は、すべての加盟国が同時に、既存の準備資産を補足する必要にせまられなければならないことを言おうとしたものではないと述べた。その条項の意図するところは、「他の供給源からの準備資産の増加が SDR 配分によって補足されれば、世界経済のパフォーマンスが良くなり、国際通貨制度の機能や国際収支の調整過程が改善されるであろうということ」とであると主張した。Mussa によれば、「長期的」というのを強調したのは、世

界経済の循環的変動に対処したり、あるいはそれを改善しようとしたりしないことを意味せんとしたものであった。SDR メカニズムの設計者たちは、準備資産に対する需要は時とともに増加していき、SDR の配分によってその需要の一部を満たすべく、定期的に「準備資産の必要額の」見積もりがなされることを期待したのである。

SDR が考案された時の国際通貨制度 [=ブレトンウッズ国際通貨体制] はその後消滅してしまっただけでも、世界経済はやがて準備資産の不足の増大に直面し、世界の生産と貿易の増加におよそ平行して準備資産に対する需要は増加するであろうということでは、SDR の配分に対する反対者、賛成者、いずれの間でも一致していると、Mussa は指摘した。Mussa は、これだけでは、SDR 配分によって準備資産を補足する必要があると結論づける根拠としては十分ではないことは認めた。にもかかわらず、他の準備資産より質的に優れており、保有する費用も小さいから、SDR は好ましいと主張した。SDR は「保有準備」であるがゆえに、その配分は準備資産のストックを恒久的に増加させるのに寄与するであろう。SDR は、「借入準備」とは異なって、周期的に借り換える必要がなく、突然の回収を受けることもない。大工業諸国を除くと、ほとんどの国にとっては（資本市場での借入れを通じて、あるいは経常勘定の黒字を増加させることによって獲得される）その他の準備資産を保有するための費用は大きい、そのことは準備資産の、借入れ金利と収益率との開きに示されていると指摘した。その上、このコストは、準備保有の必要が増加するにつれて大きくなる。多くの発展途上諸国にとっては、この準備資産の保有コストに、資本流入を不胎化する必要が加わってくる。

これと対照的に、SDR の配分による準備資産の供給コストは無視しようと、Mussa は述べた。彼は、IMF 加盟諸国の大多数は、SDR の配分による準備資産創造の真の経済コストよりもずっと高い準備資産の保有コストを負担しているのであるから、SDR の配分が、世界的必要という配分基準を満たしていると主張しても筋は通る、と結論した。

Mussa は、SDR 配分に対する反対論に反駁して、IMF の専務理事によって提案されてきたような、360 億 SDR という控えめな配分が、工業諸国の金融面に直接影響を及ぼすことはまったくないだろうと述べた。とくに、SDR を準備通貨に交

換する諸国から生じる準備資産の流入は容易に不胎化できるであろうから、工業諸国の金融政策を通じて世界経済にインフレ的な影響を生み出すことは全くないであろう。準備資産の増加があったからといって、適度なものであれば、そのために受領国が調整を遅らせることもないであろう。実際には、準備水準の低さと借入準備を保有するコストの高さが、諸国に望ましくないほど制限的な政策を採用させることがありうる、と。最後に、Mussa によれば、諸国は、批判者が懸念しているように、他国を犠牲にして財・サービスの吸収を不当に増加させることはないであろう。現実の経験は、SDR のネットの使用国であった諸国は、一般に、SDR の使用額を上回る額の他の準備資産を保有していることを示している。結果として、配分が適当なものであれば、財・サービスに対する不当な需要をファイナンスすることはないであろう。彼の見解では、問題の本筋は、[SDR の] 配分がなければ、準備資産の高コストに直面する諸国は、増加する準備資産需要を満たすために、実物資源の使用を不当に圧縮せざるをえないということである。

Mussa は、[SDR の] 配分をめぐる意見の相違は、世界の長期的な準備資産の必要という基準とは無関係であって、配分から生まれる世界的な利益の分配の可能性と関連していると結論した。SDR 配分に対する反対は主に工業諸国による。工業諸国は、他の準備資産を保有するコストが低く、ことに SDR の収益率は他の準備資産の収益率以上に魅力的なものではないから、SDR 配分から利益を受けることはほとんどない。他方、主な賛成国は、他の準備資産を保有するコストが高く、持続的な、SDR のネットの使用国となる傾向のある諸国である。

インドの蔵相 Montek Singh Ahluwalia は、条項の曖昧さを克服するために、これまでの SDR の配分を検討し、今後の SDR の配分の導きにすることを提案した。不運なことに、先例は限られており、過去二回の配分のうち、二回目 [1 回目の誤り?] の配分のみがその時点の世界経済の状況に関連していたと、彼は述べた。Ahluwalia は、ブレトンウッズ体制の崩壊と国際資本市場の出現とともに、もともと考えられていた SDR の役割はなくなってしまったけれども、加盟国は第二回目の配分を続行したと指摘した。当時、加盟国の大部分は、今と同じように、今日反対者によって挙げられているのと同じ理由から、無条件流動性の創造には反対であった。また、IMF 協定の第二次改正の時点では世界経済は根本的に変化していたに

もかわらず、IMFは、SDRの役割の拡大を見込み、それを国際通貨制度の中心的な準備資産にすることを要求した、と。

Ahluwalia は、現在の SDR 支持論は「全体的準備資産の潜在的不足の見込みではなくて、SDR の配分がない場合の世界の準備資産の分布状況」に基づくものである、と述べた。金融市場の急速な発達によって、より多くの国が準備の必要を市場借入によって満たすことが出来るようになった。だが、多くの国にとっては、市場へのアクセスは拒絶され、あるいは、高いリスク・プレミアムがついてくる。さらに、発展途上諸国の信用度についての不正確な認識から生じる市場の失敗、投資家の側の「群れ」行動、そして伝染効果によって、発展途上諸国の金融市場へのアクセスが急に断たれることがありうるであろう。Ahluwalia は、こうした状況においては、とくに世界経済におけるインフレ圧力は低いので、SDR の定期的な一般的な配分を行う理由がある、と主張した。

キール世界経済研究所長 Horst Siebert は、準備を補充する世界的な必要については納得せず、過去数十年の世界貿易の増加が、SDR の供給制限によって妨げられたことはなく、SDR を拡張したからといって、必ずしも世界貿易の増加を助けはしないであろうと、述べた。SDR が補足的役割を果たすために必要な最適な供給量を算定する量的な尺度はないから、SDR の配分を主張する経済的理由は薄弱である。Siebert は、こうした信用に依存することは、諸国に時宜に適した調整や構造改革を企てる気をなくさせるから、無条件流動性を創造するのは、明確なモラル・ハザードを生み出すと指摘した。また、準備資産についての取り決めに考案する場合に公平を考慮する余地はないとも付言した。

Siebert は指摘した。ブレトンウッズ体制下の状況とは対照的に、最近、通貨制度における流動性不足は存在しない。諸国は、いくらかのコストを払ってではあるけれども、経常勘定の黒字、あるいは資本勘定の赤字を計上することによって準備資産を獲得できるし、あるいは各国の中央銀行は資産転換によって外国通貨を獲得できる、と。Siebert は、SDR に将来性はないとした。彼は、「IMF は、よく考えて、自己の正統性を SDR の拡大に結び付けないようにするのがよい。IMF は、ある国の金融危機が世界中に広がるのを防ぐという問題と金融市場へのその国のアクセスを助けるということに専念したほうがよいであろう」と述べた。

ワシントンの世界経済研究所の John Williamson は、ブレトンウッズ体制の崩壊と変動相場制への移行によって、補足的な準備資産の創出が存在しないがために制度的に不安定になる危険が存在するということとはもはやなくなったと指摘した。そして、彼は、もし SDR が将来性を持つことになるとすれば、今や妥当性を失った、世界的な必要という基準から解放されなければならないと付け加えた。

Williamson は、SDR の配分が、準備通貨国、非準備通貨国いずれにおいても、インフレ的になり得ること、そして、それが工業諸国から発展途上諸国への資源の移転に導くことになりうることを認めた。しかしながら、彼の見解では、このことは SDR の配分に反対する理由にはならない。彼は、年金の支払いがインフレの影響を持ち、資源の移転を必然的に伴うという事実があったとしても、公的年金制度はそれ自体で望ましいものであると考えられるのと同じである、と述べた。

それでは、SDR の命運は尽きたのか。必ずしもそうではない、Williamson はこう述べた。彼は、準備センター国が SDR を条件付き流動性として使用することにメリットを見出す可能性を含め、SDR の配分について合意が成立し、これによって、「IMF が、通貨担当部局を創設して、為替相場を SDR に——国民通貨に対してではなく——固定した国の銀行システムにとっての最後の貸手として機能するといったような、革新的役割を果たす」のを可能にする、いくつかのシナリオの概要を描いた。

IMF 理事 de Beaufort Wijnholds は、SDR という手段を維持するのが望ましいという点では Mussa と概ね一致した。彼は、とくに、SDR 配分が費用効果の優れた、準備資産の需要を満たす方法であるという主張は、説得力を持っていると考えた。彼は、準備資産が不足しているという見方には反駁した。彼は、IMF スタッフは準備資産の不足を過大に見積もる傾向があると述べた。工業諸国や発展途上諸国における自由化の進展を指摘しつつ、準備資産の不足を補うために引締め政策に諸国が頼っているという証拠があるとは思われない。実際、若干の中央銀行は、外国為替市場への介入によって過剰準備を蓄積してしまい、事実上政府のための投資基金として行動している、と彼は述べた。

将来については、Wijnholds は、欧州通貨同盟が実現すれば、新たな欧州中央銀行は、今日各国中央銀行が保有している準備資産よりもずっと少ない準備しか保有

しないだろうから、世界の準備資産の必要は減少するであろう、と述べた。Wijnholdsの望んだのは、まったく配分を受けたことの無い加盟諸国への公平な配分であって、そして、そうするためには、条項の改正が必要であることを認めた。[なお、以下で言及されているようにセミナー開催時点で IMF 新規加盟 38 ケ国が未だ配分を受けたことがなかった。]

Ⅲ SDR 問題前進への期待

——1996年3月18日、セミナーでの IMF 専務理事 Michael Camdessus の演説——

Camdessus は、SDR についてのセミナーでの昼食会の演説のなかで、最初の SDR 配分以来約 25 年、第二回目の配分以来 15 年経った、かくて、今や、SDR をめぐる諸問題を改めてみ直す「潮時」であると述べた。

Camdessus は、政策上の論争点はどこにあるのか、それはどのように前進させられるであろうか、と問い、以下の三つの問題については IMF 加盟諸国の大まかな合意があると述べた。

- ① 国際通貨制度において、なんらかの SDR の役割を維持する必要と、IMF の金融機能と制度の有益性。
- ② SDR 制度にすべての加盟諸国を加えることの重要性。
- ③ SDR 配分を受けたことのない加盟 38 ケ国に対する SDR の配分——それは、正当な根拠をもっているのみならず、久しく懸案となっている——が望ましいこと。ただし、どのような形を取って配分が行われるべきかについての見方は異なっているけれども。

SDR 配分をめぐる論争の多くは、世界の準備資産を補足するために必要な「長期的な世界の必要性」という基準に起因する。加盟国の中にはそうした必要に疑問を呈する国もある。だが、1981 年以来、世界の金を除く準備資産のストックは——それはしばしば加盟諸国が多額のコストをかけて獲得したものだが——年平均 7½% 以上で増加してきたのであって、それは、IMF 加盟諸国によってかつて討議されたことのある SDR 配分額の最大額をも上回った。加盟国にとっての、この準備資産を獲得する上でのコストが、SDR がどれほど準備資産を補足するのに役立つ

てるかについての一般の理解を深める必要を強めている。

Camdessus は、論争は、一部は長期的な世界の準備資産の必要を計測する方法に向けられているが、それ以上にそれをいかにして満たすべきかに向けられていると述べた。世界的必要という基準は、過剰流動性を創造しようという誘惑を押さえるのに必要不可欠であった。だが、世界の、金を除く準備資産のストックは 1995 年末現在で 9,230 億 SDR であるから、SDR の適度な配分が世界的インフレを引き起こすと主張するのは困難である。Camdessus は、長期的な世界の必要を満たす方法について、準備資産を獲得し保有するコストは、SDR 配分によって準備資産を供給する機会費用を上回ると述べた。

専務理事は、セミナーが、世界の準備資産の必要を満たすための SDR 配分的是非を明確にするのに役立つことを期待した。彼は、8 週間の輸入額に満たない準備資産しか持たない、発展途上諸国と移行経済諸国のおよそ 3 分の 1 にとくに注意を促した。これらの国の多くは、IMF の支援を受けて、強力な改革プログラムを推進している。だが、準備を増加させるためには、市場での過大な借入れ——多くの諸国はアクセスできなかったが——あるいは、国内需要と輸入の圧縮——それは調整努力を掘り崩し、世界経済に悪影響を及ぼす——が、必要であった。

Camdessus は、IMF の第 11 次の増資をめぐる議論の機会——それはいずれにしても幾つかの国では議会の承認を必要とするであろう——をとらえて、協定条項についての議論を再開することを提案した。一般的配分は、SDR の配分を未だ受けていない IMF 加盟国の不公平を和らげる方向へ大きく前進するであろう。それ以上により公平なものにするためには、協定を改正して、諸国のネットの累積配分額をクォータにそって調整することを規定することになるであろう。たとえば、この比率は、今までのすべての配分を受けた国の、SDR の純累積配分額のクォータに対する平均比率（17.4%）か、もっとも優遇された IMF 加盟国が受けている SDR の純累積配分額のクォータに対する比率（25.8%）に決定することが考えられよう。

SDR の配分額を世界の準備の穏当な最低割合に維持する最善の方法を捜し求める立場から、Camdessus は、各加盟国の SDR の純累積配分額が、クォータに対して、ある均一の最低割合を維持するという原則を確立することによって、加盟諸国への SDR の配分規準をより徹底的に合理化すべく、より大幅な協定条項の改正を

考究することを提案した。

Camdessus は、セミナー参加者に対して大きな構想を検討するように促した。彼は、今日の SDR の役割は、おおむね SDR の導入以後の国際金融制度の大きな変化を反映していると述べた。彼は、国際金融制度が今後も変化し続けることを踏まえながら、将来の国際金融制度の機能を改善するためには SDR の役割がどのように変化していけばよいかを考究することを提案した。

Camdessus は、資本市場のグローバル化が進展しているけれども、今度も市場は予見できないほどに変化し続けるであろうと述べた。グローバル化は、恐らく、事実上市場へのアクセスが制限されていない少数の国にとっては準備資産の必要を減少させるであろうが、他の諸国にとっては市場へのアクセスは保証されていない。そのうえ、多くの諸国は、概して自力ではどうにもできない理由による、自国の信用に対する市場の思惑の変化を被りやすくなってしまった。彼は、もしこうした傾向が続けば、それらの国は、いよいよ——ことに逼迫した時期には——やむを得ざる追加的流動性の供給源として、SDR[の配分]を主張するであろう、と述べた。

予想される「ユーロ」[＝欧州統一通貨]の創設も、かつて見られなかったほどに国際金融制度に影響するものと思われる。国際金融制度は、いつかは、ドル、ユーロ、そして円によって支配されるであろう。そのような状況の下で、SDR は中心的な貨幣資産として有益な役割を果たしうるであろうか。Camdessus はこう疑問を提起した。有益な役割を果たせれば、「SDR を国際通貨制度における第一の準備資産にする」という、加盟国全体の公式の目標に合致するであろう。それは、また、状況によっては、全体的危機の際の有効なアンカーを国際金融制度に備えることになるだろう。こうした可能性からすれば、われわれは、少なくとも、SDR の役割が、通貨制度とともに進化する可能性を維持しておくべきなのではないであろうか、と Camdessus は問いかけた。

Camdessus は述べた。今日 SDR がより重要な役割を果たせるようにすることが、そうした選択肢を残しておくのに役立つであろう、そして、それは以下のようにすることによって可能になるだろう、と。

- ① SDR の使用を公的保有者以外にも広めて、やがては民間市場の発展に、そしてできれば民間市場での SDR 価値の決定に導き、SDR が国際通貨制度の

一つのアンカーとして機能しうる日に備えるのを助けること。

- ② 定期的に適度な SDR の配分を行って、増加する世界的な準備資産の需要の小さな部分を満たすのを助け、SDR がその他の [=公的機関以外の] 取引主体の間で使用されるのを促進すること。

IV 複数通貨制度における SDR の役割

IMF 協定条項の第二次改正の目標とは反対に、SDR は、「国際通貨制度における主要な準備資産」になってはいない。それにかわって、SDR の導入後数年で、合衆国ドル、続いて独マルクと円によって支配される複数準備資産制度が発展してきた。なぜ SDR は、他の主要な準備通貨と競合することはできなかったのか。パリ大学の Christian de Boissieu は、IMF 理事 Karin Lissakers が司会をつとめた、複数準備制度の安定性についてのセッションで、こうした疑問を提起した。

de Boissieu は言う。SDR は、導入後 25 年以上、まったくの「部分的」貨幣にとどまっていると。自国通貨の為替相場を SDR に釘付けしているのは 3 カ国だけである。SDR は、IMF と地域的機関にとって計算単位として機能しているのみで、交換手段として機能する取引は極めて限られ、価値貯蔵手段としての役割も限られている。さらに重要なことだが、そうした公的な範囲の外での SDR の使用は限られたままである。民間 SDR も現れていない。

1960 年代——SDR が導入された時期——の世界の金融状況の特徴は、為替相場は安定し、革新的金融手段は存在せず、そして世界的流動性が不足する可能性があるということであった。SDR によって、世界貿易の成長を維持するために必要な追加的流動性を供給し、通貨制度の金・ドルへの依存度を引き下げることが意図されたのである。しかし、SDR は、創設後直ちに、ドルの金交換性の停止、変動相場制への移行、そしてドル不足が感じられる状況から合衆国の国際収支の構造的な不均衡によるドルの実際の、あるいは潜在的なオーバーハングという状況への移行等を含め、様々の構造的変化に見舞われた。

最初の配分期間が 1972 年に終わったときには、準備資産の不足の懸念を防ぐために SDR を更に配分することは不必要であることが明らかとなった。変動相場制へ

の移行は公的準備の需要を減少させ、流動性需要はドルのオーバーハングと国際通貨制度の民営化によって供給された。

SDR は「公的」通貨であり、民間 SDR は出現していないから、国際通貨制度の民営化から、SDR が得るところはなかった。SDR 取引の清算機構の欠如が、民間 SDR に対する需要を発展させる上でのもう一つの障害要因であった。さらに、SDR は、より洗練された金融手段（たとえば派生的市場）によって急激に時代遅れなものとなった。最後に、政治的圧力が、第二次配分以来 SDR の新規配分を妨げてきた。

複数通貨制度における競合

ドルの国際的役割の長期低落や、主要準備通貨としての独マルクと円の台頭によって、複数通貨制度が出現した。にもかかわらず、ドル、独マルクそして円の市場シェアを示すデータは、ドルが短期的にも中期的にも別の準備通貨によって完全にとって代わられることはないであろうということを示している。de Boissieu は、通貨の鼎立はしばらくは非対称的なままでであろうと述べた。

SDR は、複数通貨の競合における競争者としては二つの重大な欠陥に直面している。すなわち、

- ① 政治的威信の欠如。SDR を定義するバスケットを構成する5つの通貨国は、一つの制度としての凝集力も信用も欠いている。
- ② バスケットとしての定義。バスケット通貨は、金融の不安定性が高い世界においては、計算単位や価値蓄蔵手段として競争力を持ちうるであろう。しかし、媒介手段としては、それを構成する通貨あるいはその他の国民通貨のほうが格段に優れている。とくに、複数通貨のバスケットは、取引コストが高くつく。

de Boissieu は次のように述べた。SDR は、現在の形態のままでは、以下のような重要な「釣合いの通則」proportion rules の諸条件を満たし得ないから、複数通貨が競合している今日の世界では、「短期的にも長期的にも部分貨幣」ととどまるであろう。

- ① ある通貨の公的な使用は、それが、同じ通貨の民間使用の発展によって中期

的長期的に下から支えられなければ、ある限度を超えて発展することはできない。

- ② いかなる通貨であっても、金融取引での使用は、もしそれが同通貨の商業取引での使用によって維持されるのでなければある限度を超えて発展することはできない。

技術的には、SDR 建て取引の清算機構の創設、あるいは「ハード」SDR の創出によって、SDR の魅力は高められうるであろう。しかし、SDR の欠陥は、技術的なもの以上に政治的なものであるから、このような改善がなされても、SDR の使用に対する効果は限られているであろう、と de Boissieu は結んだ。SDR が公的通貨にとどまり、身元の明確な中央銀行や金融政策あるいは「最後の貸手」によって支えられないかぎり、信認と市場性を獲得する上で大きな困難に遭遇するであろう。

SDR の適所は？

三人の討論者のうち、慶応大学の内海孚一人が、複数通貨制度における SDR の役割の拡大を予想した。メキシコの金融危機の副産物は、各国は引き続き準備資産を保有する必要があることを示したことである。SDR は、資産を多様化し、突然の資産構成の変更というリスクを最小限にする手段として当局によって利用されるであろう。また、SDR の配分と抹消の弾力的管理によって、世界の流動性を管理下に置いておくことも可能となろう、と。

バード大学のジョン・F・ケネディー・ガバメント・スクールの Kathryn Dominguez は次のように述べた。SDR が、それに対処するために創出された、潜在的な問題領域——世界的流動性不足や、金と合衆国ドルへの過度な依存という問題——のなかで、支配通貨たるドルが受けている重圧と結びついた緊急の問題は、今日でもなお重要である。合衆国がドルへの圧力を和らげたいと望むならば、SDR が準備資産としての役割を果たすことが考えられよう。しかしながら、SDR の清算機構が存在しない状態で、SDR を資産に組み入れるためには、代替勘定など他の手段の創出を必要とするであろう、と。

ルヴェン（ベルギー）のカソリック大学の Poul de Grauwe によれば、SDR が広

範な受領性を獲得する機会には、「貨幣の共同財という性格」the collective good nature of money によって致命的なハンディキャップを負っている。つまり、ある人にとっての貨幣の有用性は、他の人がそれを使用するという事実に基づいているのであって、それ自身の内在的性格に基づいているのではない。新参の貨幣は——技術的に優れた貨幣であっても——、ECU において生じたように、適所を見出すのは困難だろう。de Grauwe は、SDR が——たとえ技術的に改善されたとしても——、共同財という、貨幣の性格を克服する唯一の道は、共同の政治的措置によるしかないであろうと、述べた。

V 無条件流動性としての SDR の可能性

IMF 理事 J. E. Ismael が司会をつとめたセッションでは、参加者たちは、IMF 協定条項による制約は捨象したうえで、無条件流動性の創出という点での SDR の可能性を論じた。

オランダの国立中央銀行総裁 Helmut Hesse は、国際通貨制度は 1960 年代以降根本的な変化をこうむり、そのため SDR 配分のもともとの目的は時代遅れになったと述べた。ここ数十年流動性が著しく増加したために、準備資産が不足していると主張するのは困難である。信用のある国は、国際市場での低コストの借入れによって、準備資産を追加する必要を満たすことができる。Hesse によれば、貧困国の準備資産が脆弱な状態に陥るのは、しばしば、不健全な政策の結果であった。だから、IMF による条件付き貸付けは、無条件の低コストの金融資金よりも適切であった。Hesse は、SDR に、メキシコ型の危機に対処するための安全網としてはほとんど将来性があるとはみななかった。SDR はそうした危機に対処するために考案されたものではなく、短期の予告で動員することはできない、と。

Hesse は述べた。SDR を国際通貨制度における主要な準備資産にするという目標を達するためには、IMF が、公的準備とその他の世界的な流動性の供給源を管理することが必要である。既存の準備通貨を犠牲にして、SDR の使用の拡大を図ることも必要であろう。そのためには、IMF を一種の中央銀行に格上げして、加盟国が金融諸問題についての自主権を譲ることも含めて、貨幣制度の根本的な変化が

必要となるであろう、と。もっとも、彼は、それが実現しそうもないことを認めた。彼は、SDR 制度を存続させる経済的理由を認めなかったけれども、それが廃棄されることは考えられないと述べた。

メキシコ銀行の副総裁 Ariel Buira は、統合された資本市場の成長にもかかわらず、「世界の流動性の創造と分配のための支配的な機構が、経済的に不公平であると同時に非効率な制度になってしまっている」と述べた。現行制度の欠陥には以下のようなものがある、と。

- ① 国際流動性へのアクセスの非対称性と、流動性の創造利益の分配上の不公平。準備通貨国による発行特権の享受。
- ② 発展途上諸国における、ほとんどの調整プログラムに対する不十分なファイナンス。
- ③ 国際流動性へのアクセスの不十分さによる世界経済のデフレ傾向。
- ④ 不安定な短期資本移動。

これらの欠陥は、諸国が成長力を完全に発揮するのを助けるために、国際流動性のアベイラビリティを増強し、その分配を改善することが必要であることを示している。Buira は、IMF が、中心的任務の一つとして、加盟国の流動性の必要額を算定し、それを満たす責任を負うことを提案した。「ちょうど各国中央銀行が自国経済の流動性の必要を毎年算定するように、……IMF は毎年世界経済の流動性の必要額を算定すべきである……。」

IMF は、準備資産の創造という目標に向けて、各国の長期的な準備需要を算定し、その需要のうちのどれほどの割合が SDR の配分によって充足してよいかを見積もることによって、諸国の必要にあわせて SDR を配分すべきである。それとは別のもう一つのアプローチは、各国の国際資本市場へのアクセスの額を基礎に SDR を配分するという方法であろう。こうして、ほとんどあるいは全く資本市場にアクセスしていない国は、それだけより大きな割合の SDR を受け取ることにする。Buira は、IMF が「安全網」を用意することによって、加盟国が金融市場での根拠無き短期的な圧力に対処するのを助けるという考えに賛成した。彼は、IMF に緊急融資制度を設けて、短期的なロンバード・タイプの貸付制度——つまり、国内通貨と SDR とのスワップ、あるいは、なるべくなら担保付き証券 collateralized securities

と引き換えの貸付け形態の援助制度を備えることを提案した。

パキスタン国立銀行総裁の Muhammad Yaqub, 総裁特別顧問 Azizali Mohammed, および国立銀行の研究顧問 Iqbal Zaidi は、共同発表の形で、毎年、適度な額の SDR の選択的な配分を主張した。彼らは、現在の制度では、ほとんどあるいは全く、市場にアクセスできない国は、準備資産を獲得するのに相当のコストがかかることを指摘した。市場にアクセスできない諸国は、経常勘定の調整によって準備資産を入手せざるを得ず、そのことは、消費や投資の抑制という形での高いコストを払わなければならないことを意味する。投資の格付けを受けられない国も、市場からの借入れを行うことはできるであろうが、大きなリスク・プレミアムを払わざるをえない。

かくて、彼らは、巨額の準備を必要としながら、市場借入れに全くあるいはほとんどアクセスできない発展途上諸国と移行経済諸国への SDR の「集中的」配分を提案した。この提案では、IMF の高度構造調整ファシリティーと世界銀行の国際開発協会のファイナンスを利用する資格を持つ諸国や移行経済諸国は、低コストで資本市場から借り入れることができず、その準備資産が3年間にわたって6ヶ月の輸入相当額以下に減少した場合に、SDR の配分を受ける資格を持つ。若干の発展途上諸国は、このアプローチの下では配分から排除されるであろうが、逆に資格を持つ国であっても、それを辞退することができる。

彼らは、それまで、無条件流動性の創造は IMF の条件付き貸付けの原則を掘り崩すという理由から、SDR の配分が反対されてきたことを十分に理解していたので、SDR の配分が一年間にクォータの 20% を超えないようにすることを提案した。それは、IMF 協定下の信用へのアクセスの限度額よりもずっと少ない。Yaqub, Mohammed, Zaidi の三人は、こうした選択的な配分のためには、IMF の協定条項の改正が必要であろうけれども、これが、現在の袋小路から抜け出る道であるように思われる、と結んだ。

VI 条件付き流動性の供給における SDR の可能性

IMF 専務理事代理 Alassane Ouattara が司会したセッションでは、セミナー参加

者は条件付き流動性の創造という点での SDR の可能性を論じた。

開会の冒頭、ローマ大学の Marcello De Cecco と Bocconi 大学の Francesco Giavazzi は、世界は未だ「世界貨幣」を受け入れる用意ができていないことを認めた。にもかかわらず、彼らは、SDR¹⁾によって、個々の通貨に対する投機の攻撃を抑制し、投機的攻撃の他の通貨への波及防止を助けることが出来るように、SDR の発行と管理機構を改革することを検討するのは意味があると認めた。彼らは、IMF の既存の金融メカニズムは、メキシコ型の危機を管理するためには、量的にも、また動員の速度においても、不十分かもしれないという懸念を表明した。加盟国中央銀行が当面の政策からみて不適切な平価切下げを防ぐのを助け、あるいは必要な時には秩序ある切下げを実行できるようにするといったような状況で、加盟諸国の中央銀行が SDR の信用枠を利用できるようにするのは、当然のことであろう。

SDR に基礎を置いた IMF の金融メカニズムは次の三つの特性を持つ必要がある。

- ① 緊急時の介入に備えての、スピード。
- ② リスクの広範な分散。IMF の加盟国が多いことが、そうしたメカニズムを、とくにリスクを広範に分散する上で、より魅力的なものにするであろう。
- ③ 一時的なものであること。というのも、危機管理機構は世界の流動性を恒久的に増加させるべきではないからである。

De Cecco と Giavazzi は、SDR に基礎を置いた金融メカニズムは、上記の条件を満たしうるであろうが、モラル・ハザードの危険を回避することができず、その結果必要な政策調整を遅延させることが起こり得ると述べた。こうしたトレードオフを容易に解決する方法はない。彼らは次のように結んだ。加盟国が秩序ある平価切下げを実行するのを助ける安全網の仕組みはどちらかといえば好ましいけれども、加盟国当局が「ファンダメンタルズから見て根拠がない」と考える切下げを避けるのを助けるために、そうしたメカニズムが使用されるのは、それ以上に、ずっと危険である、と。

中国人民銀行副総裁 Zhu Xiaohua は、準備資産としての SDR を強化し、準備資産の創造過程を改善し、「国際調整過程を編成する」うえでの IMF の役割を強化することに賛成した。SDR を質的・量的に改善すれば、SDR に基礎を置いた制度が

複数通貨の「ノンシステム」にとって代わり、「信認を強め、金融の安定性を促進し、そして、十分かつ安価な準備資産を公平に供給する」ことが可能となるであろう。Zhu は、複数通貨制度は世界の流動性に対する有効な国際的な管理を欠いていると主張した。IMF を強化すれば、確実に、世界の流動性の適切な供給を行い、現在のような不公平な準備資産の分布を修正することができるであろう。SDR の配分は、民間資本市場の、諸国の信用評価に対する「過剰反応」を打ち消すことによって、発展途上諸国にとって安定的な流動性の供給源を用意することができるであろう、と。こうして、Zhu は、IMF による SDR の一般的配分と配分後の発展途上諸国に有利な再分配を提唱した。Zhu は、結論として、最終貸付制度 safety net facility を——できるかぎり SDR を使って——創設すれば、IMF の資金は拡大され、IMF が、最後の貸手として機能し、潜在的な金融危機を防止することができるようになる」と述べた。

前 IMF 理事であって、経済顧問で調査局長である Jacques J. Polak は、SDR の金融技術を、現在のように IMF 加盟諸国への無条件流動性の供給だけでなく、条件付き貸付けにも適用することによって、IMF を完全に SDR に基礎を置いた機構にすることを提案した。

Polak は次のように主張した。すなわち、SDR 金融技術の下に IMF 勘定を整理統合することは、

- ① IMF の債権諸国に好ましい資産を供給する（報酬の上昇と使い勝手のよさ）。これは、IMF の協定条項を修正して、商業銀行が SDR を保有するのを認めることによって、いっそう改善されるであろう。
- ② クォータの過大な増額を求める必要を除去する。クォータを増額してもその 30% だけが IMF の貸付けの増加に使用できるだけである。
- ③ IMF が、二つの内部勘定〔＝一般勘定と SDR 勘定〕を統合することを可能にして、IMF の経費的経費を配分するための効率的な定式を見つけるのを容易にする。これには、SDR の貸方残高に対する「利子」以上に、SDR のネットの使用に対する手数料を高くすることも含まれる。〔周知のように SDR 保有額がそのネットの累積配分額を超えている加盟国はこの超過保有額に対して利子を受け取り、その保有額が純累積配分額を下回っている国は、SDR のネ

ットの使用額について同率の手数料を支払うことになっている。]

- ④ 加盟国のクォータが引き上げられた（それは、大きな財政的義務を負う約束をするという形を取る）際の、SDR や自国通貨での拠出を無くし、このことによって、IMF の信用拡張を管理する上でのクォータの役割を弱めることなしに、クォータについての定期的な協議を行うのを容易にする。
- ⑤ IMF の財務構造の透明性をよくする。

Polak は、SDR に基礎を置いた IMF の下では、信用膨張額をコントロールできなくなるのではないかという加盟国の懸念を和らげるために、IMF が、ネットの累積配分額の 100% とクォータ総額の一部を加えた額に等しい、SDR 残高の法定最高限度額を制定することを提案した。この定式によれば、10 年あるいは 20 年の間、クォータの一般増資を行う必要はなくなるだろう、と彼は述べた。

討論参加者であった、ハンガリー国立銀行総裁 Gyorgy Suranyi は、IMF は、発展途上債務諸国と移行経済諸国を援助するうえで、現体制の他のどんな機関も果たせない役割——限られた金融資金を供与しつつ、その監視によってその他の金融を触発するという役割——を果たしていると述べた。それと同時に、彼は、SDR の配分の必要に疑問を唱えた。彼は、持続不可能なマクロ経済政策であれば、それが国際流動性の創造によって支えられることはないであろう、と主張した。

VII いかにしたら SDR を強化できるか

IMF 理事 A. Shakour Shaalan が司会を務めたセッションでは、準備資産と国際計算単位という、SDR によって果たされている二つの役割が取り上げられた。参加者も、SDR の性格を変えることで、SDR の使用を増強できるかどうかについて議論を集中した。

ロンドンの City University Business School の Alec Chrystal は、口頭発表の中で、SDR の導入当初の期待は実現されなかったと主張した。彼は次のように述べた。SDR は、対外米ドル債務の増加という問題を解決するものとして提案された。すなわち、SDR の創設者たちは、超国民的な準備資産が、世界の主要な準備通貨としてのドルに取って代わることを期待した。しかし、資本移動が動員可能

で、金融法規がますます自由化されつつある今日の世界を考えて、そうした期待は実現されなかったのだと、Chrystal は述べた。もし SDR が現在の事業計画であれば、恐らく中止されなければならなかったであろう。彼には、現在だったらそれが導入されるとは思えない。

にもかかわらず、SDR は、政府間取引においては、小さいけれども、有益な役割を果たしており、放棄されるべきではないと、Chrystal は指摘した。「しかし、これは意図されていたような壮大な役割ではない」と彼は述べた。Chrystal は、SDR を現実に合わせて、公的部門にとっての便利な取引媒介手段並びに IMF にとっての中立的なニューメレールという、より限られた SDR の機能を反映するように、IMF の協定条項を改正することを薦めた。

ニューヨーク大学の Holger Wolf は、1985～94 年の SDR の実績を、二つの視角から評価した。第一の視角は、SDR は、国際的計算単位として、他の考えられる通貨バスケットと比べてどうであったかというものであり、その計算単位と諸通貨との間の為替相場の過重平均の(基調からの)変動性という点から評価した。第二は、準備資産の輸入購買力を維持するという点で、他のバスケットに比べてどうであったかという視角である。SDR はこの間程々により計算単位であったことを立証したが、準備バスケットとしてはうまく機能してはこなかった、というのが Wolf の結論であった。さらに、彼は次のことも指摘した。すなわち、計算単位としての SDR を改良するためには、通貨ウエイトの変更が必要であるが、そうすると準備バスケットとしての SDR の能力を悪化させてしまう、逆に通貨ウエイトの変更がなされなければ、計算単位としての機能を損なうであろう、と。

アフリカ政策研究会社 the African Policy Research Company の Jonathan H. Frimpong-Ansah は、最初に論評して、SDR が世界の主要な準備資産になるという創設者の希望をかなえることはできなかったという、Alec Chrystal の主張の主要部分に同意した。Frimpong-Ansah は次のように説明した。IMF が世界の流動性の管理機関として強化されることはなく、ドルその他の準備通貨が徐々に削減されることもなかった。そのために、SDR は決して世界の中心的な準備資産にはならなかったのだと。彼は、未だ答えが出せていない疑問は、非常に信認の厚い機関である IMF が、信認が低下し、将来が不確実な準備資産 [=SDR] を助長し、管理し続けるべ

きかどうかであると述べた。

国際収支研究所長 H. Robert Heller は、SDR の有用性いかんは真の支払手段機能を欠いているところにまでたどれると評した。彼は、この弱点を修正する一つの方法は、中央銀行、商業銀行、いずれもが利用できる SDR 支払制度を創設することであって、それによって、通貨横断的支払いの最終決済を、効率的かつ確実に実行する仕組みを備えることができるだろう、と述べた。

VIII 進化する国際通貨制度と SDR の将来

IMF 理事 Marc-Antoine Autheman が司会をつとめたセッションでは、SDR が、国際通貨制度の将来の進化によってどのような影響を受けるかを検討した。カリフォルニア大学バークレー校の Barry Eichengreen は、同じくバークレー校の Jeffrey A. Frankel と共同で執筆した報告論文の中で、「良かれ悪しかれ」、将来、国際通貨制度が SDR の役割の拡大をもたらすとは思えないと結論した。

Eichengreen は、SDR の可能性について三つの異なったシナリオを示した。すなわち、

- ① 近い将来にわたって為替相場の弾力性と資本の移動性が強まる可能性が高く、その行き着く先においては、SDR の役割は恐らく更に弱まるであろう。
- ② SDR が、近い将来に、現状よりもずっとうまくいくようになるということはないだろう。このシナリオのもとでは、ヨーロッパにおける SDR に対する需要は弱いままである可能性が最も高い。
- ③ 遠い将来（たとえば 50 年後）の問題として、世界的通貨ブロックあるいは単一の世界貨幣の出現の可能性が生まれて、SDR に対する新たな需要を生み出すことがありうるかどうかといえば、恐らくそういうことはないであろう。よりありそうなシナリオは、ドルによって主導され、独マルクや円によってバックアップされる三極通貨体制であろう。

その他の通貨が提供できないもので、SDR が提供しうるものは何であろうか。この疑問に答えるために、Eichengreen は、十分な準備資産を供給することと、安定的計算単位として役立つという、二つの機能に焦点を当てた。

① 準備資産の代替。Eichengreen は次のように述べた。もし主要な準備通貨の供給が他の準備資産に比べてあまりに大きくて、その価値に疑問を抱かせるようになった場合、資産代替を可能にすべく、SDR を配分しようという状況が生まれることがありうるだろうが、このシナリオはめったに起こりそうにない。資産保有者が最も取りそうな行動は、信認する他の通貨に切り替えることであろう。複数準備通貨制度は、為替相場の安定には役立たないかもしれないが、準備資産が不足することはない。こうした理由から SDR は脇役にとどまるといえるのがもっともありそうなことである、と。

② 計算単位。計算単位としての SDR の使用については、話は多少異なる。Eichengreen は、規模の経済によって、どちらかといえば複数通貨制度よりも単一通貨制度のほうが効率的であると指摘した。SDR は、バスケットとして算定されるのだから、「幾つかの点で」ドルあるいはその他の単一の通貨よりも、「本来より魅力的」であると、彼は主張した。しかし、ひるがえってうまく機能する国際通貨となる属性を考えると、SDR は、実現しそうでない候補者であると思われる——たとえドルが、次の 50 年をとおしてナンバーワンの地位から没落することになったとしても。もし政府や民間の取引主体が、資産を五つの通貨の複合バスケット形態で保有したいと思うならば、IMF が無くとも、SDR のバスケットを構成する外国為替の直接の取引によってそうすることが可能であろう。しかも、SDR が自然な顧客を得るのは——それは通貨が広範に使用されるようになる絶対的前提条件である——簡単ではない、と。

トロント大学の Wendy K. Dobson は、Eichengreen と Frankel の見解に同意しつつも、彼らの論文は、国際資本市場からの借入コストが極端に高い発展途上国にとって、SDR の配分が、決定的に重要な準備資産の供給源として役立つということに言及していないことに、とくに注意を促した。かくて、Dobson は、IMF がそうした諸国に流動性を供給すべく、低コストの SDR に基礎を置いたメカニズムを設立することを検討するよう提案した。SDR に関する諸問題の考察からさらに進んで、Dobson は、地域的相互依存が増大していけば——ヨーロッパ通貨統合の出現に反映しているように——、IMF の地域的監視の役割を高めて、加盟諸国の間の賢明なマクロ経済政策を援護することができるようになると主張した。

Fabrizio Saccomanni¹⁾ は、彼自身の、そして共著者 Tommaso Padoa-Schioppa——両者はともにイタリア銀行に属する——の見解として、Eichengreen と Frankel の結論の主要部分にはおおむね同意するが、公共財 [としての通貨の性格] や考慮すべき制度的な問題 public goods and institutional considerations を明らかに等閑視していることが気にかかる」と主張した。Saccomanni は、中央銀行が通貨安定を促進し、最後の貸手機能を果たすうえで直面する難題が時とともに大きくなって、SDR がこれらの機能を遂行するのにを手助けすることが考えられる、と述べた。

欧州通貨単位 ECU の経験に依拠しつつ、シティグループ/シティバンクの副頭取 H. Onno Ruding は次のように述べた。SDR の役割を高める一つの道は、IMF 協定の条項を改正して、商業銀行が彼らの取引の中で SDR を受け取れるようにすることであろう。もう一つの可能性は、世界銀行が、計算単位として、さらに貸付取引において、SDR を採用し、すでに加盟国政府が ECU について既にそうしているように、SDR 建て債券を発行することであろう、と。

IX 公平問題——SDR セミナーの主要論点——

——パネルディスカッション——

準備資産は、国際通貨制度の重要な特性であり続けると思われる。だが、多くの国——途上国世界の多くを含む——にとって準備資産を保有するのは費用がかかる。SDR は、今後数年においては、世界の諸国の間で準備資産を保有する費用を平等にするのを助ける役割を果たすかもしれないが、IMF 協定で想定されているように、主要な準備資産になりそうにはない。IMF の第一専務理事代理 Stanley Fisher は、最後のパネルディスカッションで、IMF の SDR セミナーの期間中に合意に到達した主な範囲は、こうした点であったと述べた。それでも、セミナーの出席者は、多くの問題を未決着のままに残したものの、いっそうの再検討と解明のためのいくつかの新しい道筋を開いたと付言した。

セミナー [パネルディスカッション] で焦点となったのは、Micael Mussa の論文と、IMF を完全に SDR に基礎を置いた機構にするという Jacques Polak の提案の、二つであった。前者は、現行協定の下での SDR 配分の論拠を呈示したもので

あり、後者は、IMF の金融の組織と機能の大きな変更を必要とするものであった。

SDR の積極的役割

プリンストン大学の Peter Kenen は、現行の条項の規定の下で SDR を増発するという合意が欠如していることは認めつつ、それにもかかわらず、[準備資産の]「長期的な世界の必要」という概念を、SDR の配分を根拠付けるように解釈することが可能であるという Mussa の主張に同意した。さらなる配分に反対する人々によってなされている主張は、それによって、政府が無責任な政策を追求するのが可能になるだろうということである。この見解の示唆するところは、市場諸力が、準備資産の需要と供給とを均衡させるであろうということである。責任ある、信用の高い政府は、いつでも、保有する準備資産から得られる収益率よりも、あまり高くない金利で準備資産を入手できるであろう。高金利で借入れを行うことによってより高い金利を払わなければならない諸国は、「どういうわけか低費用の[準備資産への]アクセスにふさわしくない」のである、と。

だが、と Kenen は疑問を呈示する、もしわれわれがいつでも市場諸力を頼りにできるのであれば、なぜ政府は準備資産を必要とするのであろうか。答は明らかだと彼はいう。政府は、まさに市場がそれを供給したとしないときに、資金調達を必要としたり、あるいはそれを欲することがありうるであろう。要するに、信用があることと、貸付に足る信用があること *worthiness and creditworthiness* とは同義ではないのである。彼は、SDR 形態での低コストの準備資産によって、資産貧困国が借入を行う上での信用を得られるようにすべきだ、と述べた。

Kenen は、Polak の SDR に基礎を置いた IMF 構想を、「根底的ではあるが、責任能力を持たない」ものと特徴づけた。¹ [その構想が実現すれば] IMF は、保有通貨を売却する代わりに、SDR を創出して、加盟国による借入れをファイナンスするであろう。² しかし、IMF には、自由に SDR を創出したり、公開市場操作を行っ

1 原文は“radical but not irresponsible”となっているが、文脈からみて、おそらく *responsible* の誤植であろう。

2 周知のように、IMF の信用供与は通常、借入国国民通貨と引き換えに、IMF 保有の外貨を「売却」という方法で行われる。

て準備ストックを調整する権限は与えられないだろう。SDR の額がいくらになるかは IMF の貸付残高次第であろう。Kenen は、とくに強調すべき点として次の三つを挙げた。すなわち、

- ① クォータが引き続き IMF の意志決定と IMF 信用へのアクセスの基準となろう。
- ② クォータの定期的な増資は、IMF の資金を増強する、賢明な方法ではない。
- ③ 各国政府は、IMF の信用創造力に対する管理権を放棄することはないであろう。全体的な IMF の貸付残高の上限と、IMF 理事会による、個別的な引出しの承認の要件が、過剰な信用拡張を防止するだろう。

Kenen は次のように述べた。Polak の提案は、当然、実現する可能性はないだろうが、次のような興味深い問題を提起している。すなわち、現行の取決めの下で、各国議会に IMF のクォータ [の増額] を 5 年ぐらいの間隔で説得する仕事がいいか、あるいは、IMF と IMF に資金を供給する方法を改革するよう、一度だけ議会を説得する仕事がいいか、どちらのほうが望ましいかという問題がそれである。一度きりの仕事のほうが困難ではあるが、それがなされれば、結局は IMF の機能を改善し、困難を減らしていくための道を平坦にすることができるだろう、と Kenen は結んだ。

新しい世界での古い SDR

南アフリカ準備銀行総裁 Christian Stals にとっては、討議が重要な論争点——つまり、新しい世界の SDR の役割、SDR の性格、および SDR の保護者としての IMF の役割——を明確化し、あるいは解決することができなかったが故に、多少不満が残った。

Stals は言う。SDR は、われわれが今日生きている世界とはまったく異なる世界で創設されたのであって、それによって対処するつもりであった潜在的危険はもはや存在しない。SDR がその目標を達成することができるよう、SDR の配分を規定する二つの原則が確立されている。世界の長期的な準備資産の必要の把握とその世界的な配分（つまり、各国の出資比率という定式に基づく、すべての IMF 加盟諸

国への分配)がそれである。今日では、この二つの原則が、現代の国際通貨制度の必要と目的に役立てるべく SDR を利用するうえでの大きな障害となってしまう。この現代の目標——すべての国への SDR の平等な分配を確保して、民間資本市場にほとんどあるいはまったくアクセスできない、全ての諸国に SDR を供給し、あるいは、貧困国が低コストの準備資産を保有するのを可能にするといったような——は、SDR を選択的に発行することを必要としているのであって、世界的な必要という要件からは容易に正当化され得ないものである。これらの目標を達成する唯一の道は、協定条項を修正することである。

世界が、SDR をどのようにしたいと考えるのか、確固たる決定が為されなければならない。国民通貨のバスケットという形で定義され、主に通貨当局間で使用される信用枠のままとどめるのか、あるいは、世界貨幣に進化させるのか、いずれであろうか。

Stals は、われわれは国際中央銀行無しに国際通貨を持つことはできないと述べた。彼は、セミナーの期間中に、IMF の権限を広げてより中央銀行のようなものにする、いくつかの提案がなされたことに言及し、そうした提案は政治的に実現不可能であると述べた。多くの国が、広範囲な権力を IMF に譲り、その金融自主権の大部分を放棄する意志があるようには思えない。主要国が国際中央銀行を支えるつもりがなければ、SDR に国際通貨の性格を与えようとする試みは時間の浪費である、と Stals は述べた。

Stals は、IMF は、協定条項の硬直性と時代遅れの SDR 制度によってがんじがらめにされていて、今日の国際通貨制度の諸問題の解決のための手段を供与できなくなっていると結論した。彼は、以下のことを基礎に、これらの問題への取組みがなされるよう提案した。すなわち、

- ① 現行の国際通貨制度における IMF の役割と機能の明確化。
- ② 現行制度の欠陥と短所の所在の確認。
- ③ IMF が今日の諸問題を解決するうえで有益な役割を果たすのを可能にする新しい解決法と手段の発見。
- ④ 将来の国際通貨制度における多国籍的機関としての IMF の目標の修正と確立。

もっともな、いくつかの疑問

Wendy Dobson による、「一つの問題を追求するなかでの一つの解答」という、SDR の性格付けを受けて、国際研究大学院研究所の Alexander Swoboda は次のような疑問を提起した。

- ① なぜ、SDR は創設されたのか。そもそもの目的は、金の代替物として初めての世界通貨を供給することを試み、それを実現することであった。共同で創造される——米ドルのような、国内的に創造される通貨ないし準備資産とは異なった——通貨は、全てが一国によって支配されるマクロ経済政策よりも、むしろ国際共同体の側での共同行動を見込んでいた。しかしながら、この胎児のごとき世界通貨を支える世界当局は存在しない。そして、SDR がそのもとで計画された通貨制度も、変動為替相場制に道を譲った。
- ② 変動相場制への移行が、協定第 18 条に述べられている準備資産の必要という規定の解釈に対してどのような変化を引き起こしたか。Swoboda は、準備資産の機能は、変動相場制の下では実質的に異なった意味を持つようになった、と述べた。その総額が、国際的に全体的な関わりを持つ実体であるとはもはや考えられない。むしろ、それは一国的な機能を担うようになった。つまり、個々の国は、自国の準備資産を、自国通貨への取付けに対する防御手段や、世界的均衡に順応するためよりも国内の不均衡をファイナンスするための手段として使用する。こうした脈絡からいうと、[準備資産の]「世界的必要」とは、「文書で証明された準備資産の増発の望ましき」を意味すると解釈できよう。
- ③ SDR は存続すべきであろうか。Swoboda は、SDR はなお有益な役割を持っていると述べた。彼は、すべての加盟国に対する小額の配分の持続と、新規加盟国に対する逡々配分に賛成した。彼は言う、小額の配分は、効率性と公平な利益をもたらし、通貨制度内部の結束を確かなものにするであろうと。彼は、国際通貨の創出には賛成したけれども、予見できる将来、SDR がその機能を果たすようになるとは見なかった。

信用枠の維持

前ベルギー大蔵大臣で、前 IMF 理事 Alejandro Végh も、SDR の適度な配分に賛

成した。にもかかわらず、彼は、条件付き貸付けへの強い選好を表明した。こうした理由から、彼は、Polak の、SDR に基礎を置いた IMF 構想を評価すると述べた。彼は言った。それによって、国際的信用の膨張は最低限に保たれるであろう。「IMF が一国の政府に条件付き流動性を供給するときに、その国が獲得する利益は、流動性から得られる以上に、その条件 [=要求される調整政策プログラム] から生じる」、と。彼は、過剰な流動性は、調整を遅延させるということも付言した。

Végh は、SDR に基礎を置いた緊急貸付制度を設立するとか、あるいは、最後の貸手としての役割を IMF に与えるとかいった提案には強い留保の姿勢を示した。彼は、一国レベルでの銀行危機と救済措置のコストに関心を持ち、これらのコストを国際的なレベルにそのまま当てはめるのは危険であろう。たとえ国際金融界が「更なるメキシコ」を負担する余裕があり得るとしても、将来の救済は世界経済の全体的な福祉を掘り崩すことになるかもしれない、と述べた。

現行の条項の枠内での SDR と現行の条項を超える SDR

Fisher は、セミナーを要約するなかで、討議から二つの大きなテーマが明らかになったと言った。すなわち、

- ① 現在および将来の役割はなお明確にされるべきであるが、SDR は、通貨制度が深刻な困難に陥った場合に、貴重な「安全網」となるものであるから、廃止されるべきではない。
- ② IMF と国際共同体は、いわゆる公平の問題——多くの IMF 加盟諸国が SDR の配分を受けたことがない——を解決する方法を見つける必要があるという点では一致している。

Fisher は、議論は大まかにいって二つの部分に、すなわち現行協定条項の下での SDR の役割に関する疑問と、協定条項が修正されたとした場合の SDR の可能な役割についての議論に分けられると述べた。

現行条項の下での SDR についての議論は、条項が配分を許しているかどうかのほうに集中し、SDR をさらに創造することが賢明かどうかはあまり焦点とはならなかった。長期的に世界の準備資産を補給する必要があると認められるという配分の要件

は、公平な分配という原則と衝突するように思われる。現行制度の下では、準備資産の創造益は、それらを供給する諸国——主に主要工業諸国——の手に入る。準備資産を創造する能力が無いその他諸国は外へ出かけて、それを——しばしば禁止的なほど高いコストで——借り入れなければならない。現在、ほとんどの IMF 加盟諸国は、準備資産を獲得するのは高くつくともっているけれども、そうしたコストが協定条項に定義されている、長期的な世界の必要の構成要素であるかどうかについては多くの議論があった。Mussa の論文は、準備資産を獲得するコストは、多数の諸国にとって、世界の必要という条件を満たすほど十分に高いことを示した。しかし、他の参加者は、世界的必要をそれとは違った意味に解釈して、SDR を配分する根拠を認めなかった。Fisher は、論議は未解決のままに残されているけれども、議論のおかげで論点が「鮮明となり、はっきりした」と述べた。

それと関連したもう一つの論点は、現行の条項は、条項で規定されている世界的配分のもとで、SDR を保有することから、SDR を受け取る国が得る以上の大きな利益を得ている国 [= 発展途上国等の国際収支困難国] への、SDR の分配を認めているかどうか、ということであった。一つの可能性は、Zhu Xiaohua によって提案された方針にそって、SDR の配分後に、自発的に再分配することであろう。すなわち、SDR の配分を必要としない諸国は、IMF メカニズムを通じた、その他諸国への再分配に SDR を使用できるようにすることである。

現行の条項は、国際通貨制度における主要な準備資産としての SDR の確立を求めているけれども、Fisher は、ほとんどの討論参加者が、予見可能な将来においては、そうした見通しが実現しそうにないことを認めたと述べた。SDR が、無条件信用枠から、完全な世界貨幣に進化することもありそうにない。

最後に、公的・民間両部門における SDR の需要を高めるべくいくつかの提案がなされた。参加者のなかには、民間市場での SDR の使用が促進されるべきだと考える者もいた。

Fisher は次のように述べた。現行条項を超えるような形で SDR を使用するについては、公平の問題を解決するための選択的あるいは傾斜的配分等の試みを含め、別のメカニズムや配分をめぐる、多くの議論を引き起こした。反論の余地のない根元的な点は、現在大国のみが準備の創造から生じる発行特権の諸利益を、确实

に、公平に分配されるようにするためには、条項をどのように修正するかということである、と。

Fisher は、将来の通貨制度における SDR の役割に関するセッションで、討議は後ろ向きなものから前向きなものへと展開した、と言った。セミナーの焦点は SDR の将来であったけれども、議論は、国際通貨制度の将来やその制度の中での IMF の役割についての根本的疑問をも提起した。Fisher は、これらの根本的な問題についての論議は、今後数ヶ月および数年の IMF の理事会の検討項目のなかで高い位置づけを与えられるであろう、と述べた。

付記：ここに訳出紹介するについて IMF Survey の編集発行人より快諾していただいたことに感謝する。