

## S D R の 価 値

村 本 孜

## 一 はじめに

一九七〇年から発行されたSDRは、その後三年間に約九三億ドル発行されたままで、中断している。国際通貨改革の論議の中では、新SDRあるいはSDRの改質が考えられ、中心的な準備資産 principal reserve asset に据えること、平価表示のニューメレル numeraire になることが確認されているが、現行SDRが創出当初のそれと異なる点は一九七四年六月の「国際通貨改革の概要」の第二部「当面の措置」に基く、SDRの価値決定の改訂（評価の改訂）と金利改訂だけである。<sup>(2)</sup>したがって、第一部「新制度」に盛られた諸々の改革は実現されていない。しかし、SDRをニューメレル、計算単位にする方向、いわゆるSDRリンクはかなり表現されている。SDRリンクのいくつかの実例を挙げよう。

- (一) 一九七一年一二月のスミソニアン通貨調整において、新しいレートを実現するに当って、従来の金ⅡSDRの価値

(第1表)

国名(通貨名)	変更年時	基準の変更	実質切上率(%)
ビルマ(キヤット)	1975. 1. 25	ポンド→SDR	—
イラン(リアル)	1975. 2. 12	ドル→SDR	1.5
サウジアラビア(リアル)	1975. 3. 15	ドル→SDR	2.3
クウェート(ディナール)	1975. 3. 18	ドル→通貨バスケット	1.6
カタール(リアル)	1975. 3. 19	ポンド→SDR	4.0
フィジー(ドル)	1975. 4. 4	ドル→通貨バスケット	2.4

S  
D  
R  
の  
価  
値

Rドルの関係からドル建価格を動かさずにいたシステムを止め、金  
II SDR II フランの関係が選択され、その際金とSDRはフラン建  
格で不変とした。つまり、ドル・リンクが絶対的でなくなり、ドル建  
表示でなく、SDR表示が一般化する嚆矢となった。

(二) いくつかの国の為替レート基準の変更において、従来のポンド・ド  
ルからSDR表示になる例が見られる。また、SDRでなくても、そ  
れに近い通貨バスケットが用いられている。最近の例を第1表に示し  
た。

(三) 産油国(OPEC)が原油価格を従来のドル建を廃止し、SDR建  
の採用に合意した。これは、ドルの変動による石油収入の購買力を防  
衛するため、一九七四年七月以降の標準バスケット方式表示による  
SDR価値が安定しているためである。<sup>(3)</sup>

(四) ユーロ債市場で一九七五年五月末から六月初めにかけて、SDR建  
の起債が行われた。スイスの大手化学会社のアルスイス社、スウェー  
デン国立投資銀行、フランス電力などによるもので、債券発行のよう  
な中・長期の金融における為替リスクをカバーすることが目的であつ  
た。<sup>(4)</sup> また、スイス・カイザー・アルマン銀行(ジュネーブ)がSDR

建預金口座を開始した。<sup>(5)</sup> さらに、アメリカの有力銀行チェース・マンハッタン銀行もSDR建預金・融資を開始した。<sup>(6)</sup>

(4) スエズ運河の通航料、国際航空運送協会（IATA）の国際航空料金、国際借款などがポンド建・ドル建からSDR表示になることが計画化されている。

このように、SDRを次節でみるような建値通貨として（事例(3)(4)(5)、ニユメールとして（事例(1)(2)）用いることが最近一般化しつつある。新しいSDRが実現しつつあるといえよう。ところが、SDRの価値といってもその実体はなかなか判りにくい。金価値保証がある、標準バスケットにリンクするといってもその意味するところは単純ではない。現行SDRは一方で金価値保証（SDR＝純金〇・八八八七一グラム、IMF協定第二二条二項）をもつが、金交換されないので、通貨請求権としてのSDRは通貨取引価値を標準バスケットにより決定していること一応理解されるのである。本論ではこのようなSDRの価値の持つ意味を国際通貨の要件との関連で明らかにしたい。

## 二 国際通貨の要件

貨幣の要件は何かという問をすること自体 Hicks の言うように“Money is what money does.”<sup>(7)</sup>なのであるから、極めてナンセンスなのかもしれない。そのアナロジーで言えば国際通貨の要件は何かという設問も、“International money is what international money does.”であるのだから、あらためて取上げることは陳腐であろう。しかし、貨幣は計算単位、交換手段、価値貯蔵の機能を果すものと貨幣理論の教えているように、国

(第2表)

貨幣の基本的機能 ( )は典型例	交換手段	計算単位	価値貯蔵
私的取引	取引通貨 (ドル, ポンド)	建値通貨 (ドル, ポンド)	資産通貨 (ドル, ポンド, 金)
公的取引	介入通貨 (ドル)	計算単位通貨 [ニューメレール] (ドル, 金)	準備通貨 (金, ドル, GDR, SDR)

際通貨の機能を整理することができよう。無論、最近の貨幣理論で言うような貨幣本質論の反省に立脚するというよりも、貨幣就中国際通貨が歴史的産物であることから、金・ポンド・ドルといった典型的国際通貨の果たした役割を見るにすぎない。

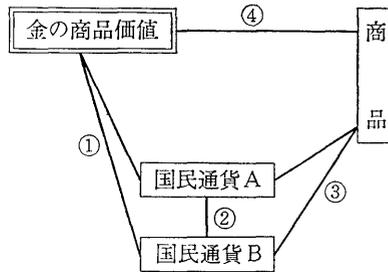
第2表を参照してほしい。国際通貨制度と外国為替機構を想起すればその意味する処は明らかであろう。国際通貨といっても、単に国際間に用いられる通貨と言っただけではその実体は不明である。大別すれば、国家間(政府、中央銀行間)およびIMFのような国際機関を通じる公的取引に用いられるものと民間レベルの貿易業者、為替銀行などの私的取引で用いられるものがある。また、貨幣経済である以上、計算単位、交換手段、価値貯蔵の機能を果すものが貨幣であるので、二つの取引に対応するそれぞれの機能を第2表のように命名しておく。これら六つの機能を世界全体のグローバルな取引で果すのが *fully developed international money* <sup>10</sup> なのである。ただここで注意すべきことは、第2表を満足するのはドル、あるいはかつてのポンド位のものであり、表自体国民通貨が国際通貨たる要件を示すに留ることである。表に示しておいたように、金は資産通貨、ニューメレール、準備通貨として機能するに留り、部分貨幣のように考えられるが、代表的国際通貨であることには変りがない。このことはGDR(IMF準備ポジション

ン)やSDRのように政府、中央銀行レベルでしか使用されないものについても同様であるが、部分貨幣の意味をよく示している。ある意味で、公的取引は私的取引の上部構造であり、第2表の下欄は上欄の上部構造といえよう。

SDRについて、一で論じた点をフォローすると、(一)および(二)はニュメールの機能に相当し、(三)(四)(五)は建値通貨の機能であり、かなりの機能を果すようになったと言えよう。「概要」の方向もまさにその点にあると言える。Machlupは、貨幣の諸機能のうち交換手段を最も本質的なものと考え、SDRは通貨請求権として他国通貨を売買することになるから、通貨の交換手段となることを指摘し、第2表には現われないが交換手段機能の存在をとらえている。また Keynes 的貨幣観——彼は『貨幣論』冒頭で「計算貨幣はそれにより債務や諸価格として一般的購買力が表現されるが、貨幣理論の本源的な概念である」と述べ、計算貨幣を貨幣の本質と考え、そこから本来の貨幣 money proper と債務の承認 acknowledgement of debt という二つのジャンルが派生したと考えた——によれば、計算単位機能を本質的としており、その意味ではSDRは貨幣の本質をもつ方向で発展していると考えられよう。

SDRの価値を考えるに当って重要なのは、上部構造としての計算単位通貨機能(ニュメール)であるのでその点を検討しておこう。その際通常平価概念を中心に議論がなされる。典型的なのは、金本位制の下での金平価であるが、それは各国が自由に一定の純分および重量の金を貨幣単位に定め、金貨の自由流通および自由鑄造・自由溶解、銀行券の法定平価での金兌換、金の輸出入の自由を認めることによって、全ての国民通貨が同質の金を共通尺度にして、それぞれの価値(交換比)を決定することができた。この場合には、金の商品価値と貨幣価

第 1 図



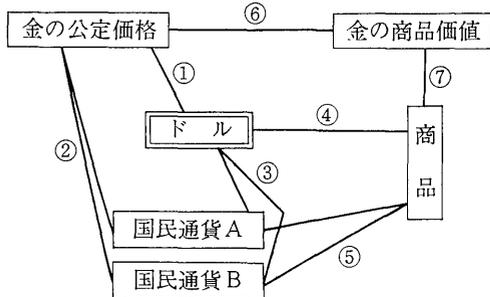
- ①金平価（兌換確保による平価維持義務）  
 ②金平価比  
 ③物価安定努力  
 ④金生産費，市場原則

値は一体化されており、また金平価（金と通貨の交換性）と金平価比の區別はそれほど問題ではない。（第1図参照。）

I M F 体制では、I M F 平価は金あるいは一九四四年七月一日現在のドルで表示されるが、いずれにせよ金基準であった。その際平価の維持は、①全ての加盟国が自国通貨と金の交換性を保証すること、すなわち平価での金の売買に應ずること（金本位制的運用）、②特定国だけが自国通貨と金の交換性を保証し、他国は特定国通貨と自国通貨の交換比率を平価比に一致させること（為替安定義務）、のいずれかによって行われる。①については介入通貨は不要で、各通貨は平等だが②の場合には特

定国通貨が特別の地位を有する。I M F 発足時にはアメリカ以外の諸国の金保有は僅少で、交換性は持ちえなかったため①のシステムは問題外で、②のシステムが現実化した。すなわち、アメリカがドルと金の交換性を維持し（他国の請求に応じ、いつでも自由にドルを公定価格という一定比率で金と交換し、ドルは金の商品価値を保証されていた）、他国は自国通貨の対ドル直物相場を平価比の上下各一％に維持する制度——金為替本位制——が成立し、ドルは第1表を満足し、キー・カレンシーとして機能した。しかし、協定上からドルの金交換性が義務付けられているわけではない。ところが、国の数を $n$ とすると、平価は $n$ あるが平価比は $n-1$ しかなく、維持すべき直物相場も $n-1$ で、これは国の数より少ないことになる。 $n$ カ国のうち一つは直物相場の維持義務はなく、事実上自由に金を売買する国は為替安定義務を果しているものとみなすことで、アメリカに為替安定義務を免除し

(第2図)



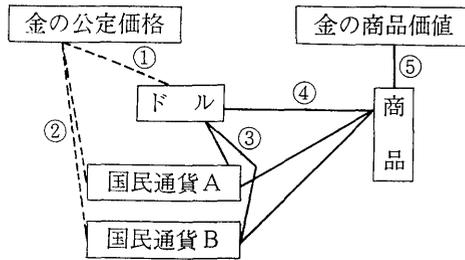
- ①金・ドル交換性
- ②IMF平価
- ③各国通貨の対ドル・レート
- ④アメリカの経済力による安定
- ⑤各国の物価水準
- ⑥⑦①④により安定

ていると考えられる。以上を図示すれば、第2図のようになる。つまり、金の商品価値を中心としてドル価値が他国通貨・商品の価値に対して安定するという形で、金の商品価値が基準だが、アメリカの圧倒的な政治力・経済力を背景とし、ドルの通用力・信用が制度そのものを保証し、金の商品価値は裏面に退き、ドルが価値基準となっていた。<sup>45</sup>

以上の関係が曲りなりにも成立したのは、IMF発足当初から一九五〇年代中葉までである。一九五〇年代後半にアメリカの政治経済力の相対的低下、国際競争力の弱体化が明らかになり、ドルは第2図の関係を維持できなくなった。④に疑問が生じて、①と⑤⑦との関係に乖離

が生じ、各国の手持ドルの金交換請求が起って、アメリカの金準備流出、自由金市場での金価格が公定価格以上になるという、一九六〇年末からのゴールド・ラッシュ現象が生じたため、金プール協定により対処したが成功せず、遂に、一九六八年の金の二重価格制とそれを追認した形での一九七一年八月の金・ドル交換停止という、アメリカの金・ドル交換サボタージュが結果された。第2図の①が消滅し(ただし、金の公定価格は存在し、金の価値を基準としたが、全く抽象的である)、⑥⑦もなくなり、②は無意味な形式であるので、結局③だけが意味をもつというドル本位制がスミソニアン体制の

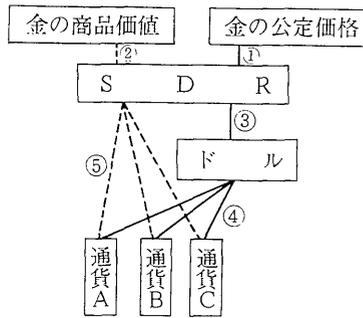
(第3図)



- ① 公的当局間の金・ドル交換比率
- ② IMF平価 (金平価)
- ③ 対ドル・レート (通貨交換比)
- ④ 各国物価水準
- ⑤ 市場原則

実体となった。ドルがニユメレルとなったのである。第3図がその関係を示している。

(第4図)



- ① } 金価値保証
- ② } 金価値保証
- ③ ドル・リンク
- ④ 通貨の対ドル・レート
- ⑤ SDR平価 (IMF金平価)

\*) ドルを16カ国平均値にすれば、標準バスケット・リンク

さて、SDRの登場がどのような関係をもたらしたであろうか。創出当初のSDRは、金とドルによって規定された。一SDRは純金〇・八八八六七一グラムに等しいと定められ(金価値保証)、これは丁度SDR合意時のドルと等価(一九四四年七月一日現在のドルと同じ)であった。すなわち、一SDR＝一ドルであった。SDRは、一方で金価値保証をもったが金交換されず、他通貨も金交換されなかったため、他通貨との価値関係はドル・リンクであった(次節で詳説する)。したがって、対通貨関係では、金と同様の立場で、ドルと一体化されてはいない。七一年一二月のスミソニアン会議におけるドルの金に対する七・八八%の切下げは、SDRに対しても同様

だったし、七三年二月の一〇%切下げも同様で、一SDR $\equiv$ 一・二二〇六三五ドル(一ドル $\equiv$ 〇・八二八九四八SDR)となったのである。ドル・リンクといっても、ドル換算でSDRと通貨の交換を行ったのである。ところが、七四年七月の標準バケスト方式では、ドル・リンクでなく、一六カ国通貨の加重平均値にリンクするように改められたのである。第4図は以上を際立たせようとした試みである。SDRのニュメール機能とは、③および④、そして⑤を指すのである。

### 三 SDRの価値

SDRは金価値保証ないし絶対的金価値をもつと言われる。その取扱は、公定価格を有する金と同じで、形式的である。とくに各国通貨のフロートの下ではSDRの各国通貨を通ずる市場価格での金価値(金価格)は実質上変動する——無論金の公定価格を前提としたIMF平価たる金平価(SDR平価)は不変である。つまり、SDRの金価値は実際上フロートということになるわけで、極めて抽象的なものにはすぎず、実際上の対通貨価値の表示には役立たない。それによって価値関係が規定されず、ニュメールにはならないのである。SDRが金交換されず、全ての通貨が金交換されないからである。

SDRの対通貨交換比率は、IMF協定二五条八項の同一価値原則に依り決定され、平価主義でない市場相場原理が採用された。その際規則〇三号により、具体的算定はドル換算が行われ、SDRとある通貨の交換比を決めるには、まず、SDR金価値とドルの金平価からドルのSDR平価を求め、ドルとその通貨の市場相場から、ドル換算でSDRのその通貨の価値を求めるのである(例えば、七三年二月にドルの一〇%切下げ当時で、一SDR $\equiv$

## S D R の 価 値

一・二〇六三五ドル、ある日のマルクの対ドル相場が一ドル $\equiv$ 二・五〇マルクならば、一SDR $\equiv$ 三・〇二五八八(一・二〇六三五 $\times$ 二・五〇)マルク、として示される)。SDRとドルの間だけ平価で、他通貨とは市場原則を用い、ドル換算で同額となるように換算する。つまり、ドル基準の同一価値原則で、SDRはドル・リンクなのである。

ところが、実際の使用については、SDRの価値がドルに作用されるわけだから、同一価値原則はSDRの絶対的金価値と矛盾することになる。各国は自国通貨の金価値(IMF平価)から換算したSDR金額も考えられ、同一価値原則のドル換算と齟齬を生ずることがありうる。為替市場で強い通貨(例えばマルク)がドルに対して切上げられると、SDRはマルクに対して減価し、その分だけSDRによるマルクの手取りが少なくなる。SDRの価値は、ドルに対して切上げとなる強い通貨に対して低くなる。したがって、SDRより強い通貨が選好され、SDRの準備資産の役割は後退してしまう。SDRは常にドルのSDR平価でドルに固定され、ドルと共に変動していることと同じように意識される。しかし、EC内部では固定相場制がとられ、平価維持のためEC各国は相互に市場で相手国通貨を購入し、その結果生じた債権債務の決済は一部金で、そして金価値をもつSDRで行われているが、先に示した齟齬が生じたのである。一九七三年夏のフランスのフラン買戻しはその例であり、ドルが欧州通貨に対し下落していたため、フランの金価値から換算したSDR金額よりフラン買戻しのために必要なドル換算のSDR金額の方が多額となってしまった。そのためフランスはフランの買戻しを拒否したので、一九七三年一月五日IMFの決議により、加盟国の合意によって行いうるSDR取引に限りSDRの振替に当事国間で合意した相場で行うことができる、という同一価値原則の部分停止がとられ、各国通貨のSDR平価(金価値による平価)で決済でき、ドル換算によらなくなった(平価主義で行う)。

第3図 1 SDR 中の各国通貨量

	ウェイト (%)	1 SDR中の 通貨別構成
米・ドル	33.0	0.40
西独・マルク	12.5	0.38
英・ポンド	9.0	0.045
フランス・フラン	7.5	0.44
日本・円	7.5	26
カナダ・ドル	6.0	0.071
イタリア・リラ	6.0	47
オランダ・ギルダー	4.5	0.14
ベルギー・フラン	3.5	1.6
スウェーデン・クローナ	2.5	0.13
オーストラリア・ドル	1.5	0.012
デンマーク・クローネ	1.5	0.11
ノルウェー・クローネ	1.5	0.099
スペイン・ペセタ	1.5	1.1
オーストリア・シリング	1.0	0.22
南ア・ランド	1.0	0.0082

S  
D  
R  
の  
価  
値

この同一価値原則の部分停止は初め二二〇日間、さらに二四〇日間延長されたが、規則〇三号の具体的算定方式の改訂が必要となり、新しい同一価値原則が生まれたのである。それが標準バスケット方式である。SDRの価値の安定性を確保することを目的に、標準バスケット方式（SDRの価値を主要国通貨の平均値にしようという案）、非対称バスケット方式（SDRの価値が通貨の切下げによって下落しないような定めを設け、SDRの価値を主要通貨の平均値より高めてゆこうという案）、平価方式および調整バスケット方式（SDRの価値は各国の設定する平価よって定め、SDRの価値いかんは各国の切上げ、切下げの結果に委ねようとする案）、が検討され、「概要」により標準バスケット方式が採用された。七四年七月一日決定された暫定価値決定——対通貨取引の価値決定——方式によれば、SDRは従来のドル単一だけのリンクから、第3表に示した一六カ国通貨（一九六八年から七二年までの平均輸出額がIMF加盟国合計の1%以上を占める）がその輸出シェアに応じた各通貨のウェイトにより構成するバスケットにリンクすることになった。あたかも各国主要通貨を一定の比率で分散して保有しているのと同じだけの価値をSDRに保証しようというものである。いうまでもないが、主要通貨の中に切上げ・切下げが生じた場合（あるいはフロート制における通貨の上昇・下降が生じた場合）にSDRの価値

## S D R の 価 値

は当該切上げ・切下げ通貨（上昇・下降の通貨）のウエイトに応じて上昇したり、下落したりする。ドル・リンクだったS D Rは各国通貨と結びつけられることになり、各国はS D Rを保有することで各国通貨を少しずつ持つことになり、従来より各国の危険負担が軽くなると共に、S D Rの安定に寄与する。

標準バスケット方式は新しい同一価値原則であるが、具体的表示は、一六カ国通貨を全部当日の対ドル相場でドル換算して合計すればその日のS D Rのドル価値が算出され、出発点の一九七四年七月一日の前営業日だった六月二十八日には一S D R＝一・二〇六三五ドルだった（但し、この場合にはS D R平価に合わせるための調整が行われた）。同様に一六カ国通貨の対マルク相場によるマルク換算すれば、一S D R＝三・〇八二二二マルク、円換算で三四二・七二四円、ポンド換算で〇・五〇五〇六六ポンド、フラン換算で五・八一七六二フラン、リラ換算で七八一・二六リラと算定される（いずれも前述の発行日におけるもの）。

さて、S D Rの価値はいづれにせよ同一価値原則によって対通貨交換比を決定しているのである。したがって、第4図に示したニューメーレル機能には基本的変更はない。現在もI M F協定は純金〇・八八八六七グラムに等しいと規定されている。したがって平価設定の基準となっており、各国通貨の金価値（I M F平価、厳密には金平価の理論値）との間にS D R平価を成立させる（第4図の⑤）。ただ、抽象的、理論的なものに留る。具体的なニューメーレル機能は、通貨交換比率の関係に存在し、第4図の③（および④）に意味がある。一に述べた(一)は⑤に係わるものである一方、(二)は③④に係わっている。しかし、⑤と③との齟齬が発生する可能性は、バスケットに含まれる通貨のウエイト分だけ依然存在するわけで、S D Rのニューメーレル機能は二本建のままである。

S D Rの価値に関連し、いくつかの見方に触れておこう。一つは、金本位制的アプローチで、S D Rの価値は

金で測られるべきで、絶対的リンクを考え、通貨への交換性とSDRの金交換性を不可欠とする。その際、金対SDR対通貨の関係は、Keynesの『貨幣論』の超国家銀行案の金対SBM対通貨の關係に類似しており、SDR平価は金平価となる。フランスに多い考え方で、わが国でも松村善太郎教授などにみられるが、「概要」にみられるような方向ではない。次に、SDRの金への交換性は不可能と考えるが、金との絶対的リンクを主張するもので、以上で詳しく論じた現行のSDRがそれであり、いわゆる金価値保証論的アプローチである。最後に、かつてのKeynes『貨幣論』の計表本位tabular standard論に見られるように、SDRの価値を一定商品群に対する購買力の安定の形で実現しようとする考え方(商品本位制アプローチ)もある。この点について、一次産品の国際緩衝在庫international buffer stockとの係わりで論ずる。<sup>20</sup>

#### 四 国際商品本位制とSDR

Kaldorは、一九七五年六月一三日の日本経済新聞社・日本経済研究センター主催の講演「スタグフレーションと世界経済」において、一次産品の国際緩衝在庫にリンクした国際通貨(たとえばSDR)を提唱した。<sup>21</sup> Kaldorは、世界的スタグフレーションの解明に力点を置いているが、その際その原因をそもそも補完的關係にあるべき一次産業と二次産業の不調和な発展過程に求め、その解決には一次産品の安定的確保が必要であるとし、実現には国際的緩衝在庫をつくり、需給を調和させ、価格の安定を図ることが重要であると論じた。世界経済の安定の最も望ましい方策として一次産品の国際的緩衝在庫を創設し、さらにSDRのような国際通貨の発行と直接リンクさせ、その供給を緩衝在庫の量の変動により自動的に調整させることが最良のメカニズムであると考えたのである

## S D R の 価 値

る。そうすれば、S D R はかつて金本位制の下で紙幣が金に裏付きされ、金と交換することができたように、基本的な財との交換性によって裏付きされることになる。かつて金本位制は、財との関係で安定した価値を保証するメカニズムを不完全ながら保有し、インフレを多少とも恒久的に防止する効果をもっていたが、金産出量が金ストックに比して僅少であったため、安定装置としては非常に不完全であった。現状で、金本位制に戻ることはできないしまた戻ることも望ましくないから（金産出の分布の偏在）、財を適当に分布させ、そのシステム利益を広げ、貨幣創造力の源泉をグローバルにするには、一次産品のストックを考えるのが望ましいのである。そうすれば、一次産品の価格安定と同時に、金本位制的メカニズムのメリットを享受できると考えたのである。

この Kaldor の主張は、三で見た商品本位制的アプローチであり、S D R の価値を金でなく、商品群にそれも一次産品群にリンクさせようとするものだが、その意味するところをより明らかにするために、国際商品本位制あるいは国際商品準備貨幣（計表本位、指数貨幣ともいう）について触れておこう。国際商品本位制のアイデアは、古くは Benjamin Graham [4]<sup>5)</sup>、あるいは Frank Graham [6]があるが、有名になったのは *Economic Journal* 誌上で一九四三年から一九四四年にかけて行なわれた、Hayek-Keynes-Graham, F. 論争である<sup>8)</sup>。さらに、現代版として、一九六四年の UNCTAD 第一回総会に提出された Hart-Kaldor-Tinbergen [10] が著名であり、その後メンデス・フランクス (Mendes-France, P.) [22] などがある。

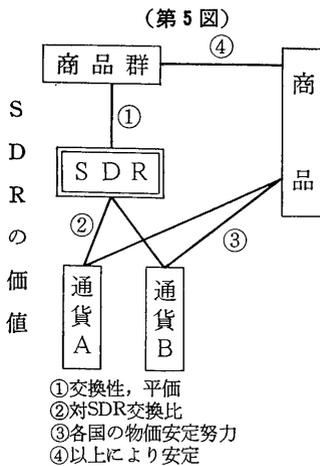
この中で、Hayek-Keynes-Graham, F. 論争<sup>9)</sup>、Hart-Kaldor-Tinbergen の論文にひいて論ずる中で、国際商品本位制をめぐる議論を明らかにしたい。まず前者であるが、これは Hayek [11] をめぐる論争なので、Hayek の主張を明らかにしよう。Hayek は、金本位制のメリットを評価し望ましいと考えるが、金は特殊な欠

点を持つのでこれに代る合理的代替物を商品群に求め、それに対して通貨発行（商品準備通貨）を行おうと考えた。金本位制のメリットとして挙げられるものは、(一)国際通貨創造機能がある、その際国内金融政策が何らかの国際機関の意思決定に作用されることはない、(二)金融政策を自動的なものとし、また予測可能とする、(三)そのメカニズムが保証する基本的貨幣供給の変化は全体として正しい、ことで、国際本位の自動メカニズムを評価したのである。ところが金供給が不十分なので、金に頼ることは不合理で、それに代る代替物として、商品群具体的には若干の貯蓄可能な原料商品の倉庫証券のある固定した組合せである商品単位を考え、それに対して交換可能な通貨を発行するシステムを考え、そうすることにより原材料の需要を安定化する効果を持ち、金本位制のメリットをすべて適用でき、デインメリットは排除できるといふのである。<sup>23</sup>これに対し、ケインズは商品本位のメリットは認めるものの、(一)物価安定とくにコスト・プッシュ的な要因に疑義があること、(二)国内貨金政策を同一歩調で行わない国々から起る弊害が存在すること（この場合には、当該国に政策の再考を要求すること、為替レートの変更を認めることが必要となる）、(三)固定レート制だから対外的に国内価格安定を強制することになり金本位と同様望ましくないことを論じた。<sup>24</sup>この Hayek に対する Keynes の批判を受けて、Graham, F. は、Keynes の(三)の論点については固定レート制に固執せず為替レートの変更も可能だから、いかなる政策も強制されず、むしろ商品本位のメリット（金の商品価値の安定、国際投資への利益、流動性選好の上昇を防いで生産を妨げない）を強調したが、<sup>25</sup> Keynes は商品本位の下では国内通貨が相互に歩調を乱してその価値を変化させる限り、国内通貨を国際通貨にリンクする何らかの秩序ある弾力的方法は考えられず、貨幣貨金の安定は国内的解決で行われるべきである、<sup>26</sup>という彼の国内均衡優先の思想を貫徹している。以上の論争で明らかなのは、商品本位制は金本位制の代替物で

## S D R の 価 値

あり、金の機能を商品準備に代替させ、それを通じる商品緩衝在庫の機能で商品価格を安定させることを狙っていることである。

この思想を現代化したのが、Hart-Kaldor-Tinbergen の提案である。その内容を記すことはできないので、概容を整理しておこう。彼らはまず国際通貨制度に対する代表的な三つの改革案(キー・カレンシー制度の拡張、世界中央銀行案、金価格改訂)を批判し、商品準備貨幣制度を提唱する。その内容は、金および安定度が高く貯蔵に耐久性のある商品群(主に一次商品)によりカバーされ、それらに交換可能である国際通貨、バンコール Bancor (預金通貨)を発行し、バンコールには金平価をもたせ、商品群との間の平価も安定に保ち、対各国通貨関係は固定レートでも変動レートでも可とする。すなわち、金以外の実物資産を緩衝在庫とすることで、物価下落時にはストック吸収(一次産品生産者の所得増加と流動性増加)、物価上昇時にはストック放出(一次産品生産者の所得制限と流動性減少)を行い、価格安定効果を期待するのである。バンコールと金・商品の交換が個々の商品の価格を金で安定させることになる。商品群の貯蔵コストが高く、その負担・処理に問題があるが、彼らはメリットとして、①国家的主権の相剋を回避できる、②金価格で示された商品価格の安定は、後進国・先進国両者にとって経済的利点をもつ、③世界経済成長メカニズムにおける経験的な非対称性を克服する(一次産品価格の維持と所得の増大)という基本的なものほかに、金本位制がうまく機能していた世界の経済的安定を実現すること、工業部門が停滞しても世界の所得の主要部分(一次産品)が保護され、工業部門から発生する不況に対して天井が高くなること、一次産品の生産者の所得保護によりしわ寄せが防止できること、発展途上国の所得と投資期待がより確実になり、高所得国と低所得国との間のギャップを埋め、経済成長に貢献することなどを挙げている。



このように、彼らの主張は一方で発展途上国の一次産品を国際通貨の基礎として国際通貨を供給し、他方一次産品の価格を安定させると共に発展途上国の所得を増大させることを目的として、国際的緩衝在庫の設立を考えたものである。さて、本節冒頭の Kaldor の主張はこのバンコールを SDR で行おうとするものであるが、この場合 SDR の価値は商品の価値に規定されることになる (Hart-Kaldor-Tinbergen 案では金も含む)。したがって、SDR は商品と等価となるわけで、金本位制の下での通貨と同じと考えられるが、各国通貨が商品と直接結び付くわけではないので、SDR は商品—SDR—各国通貨という図式の間項となる。SDR に対する各国通貨の交換比率は SDR 平価ないし対 SDR 交換比として表わされることになり、固定でなく調整可能ないし変動レートであるならば、SDR はあたかも金為替 (正確には商品為替とでも言うべきか) として機能することになり、これは IMF 体制発足時に考えられた金為替本位制 (金・ドル本位制) におけるドルの役割と同じであると考えられる。図示したが、第5図である。

ところが、各国はそれぞれ物価水準に介入し、商品群の価格安定を図るから、当然各国通貨と商品群の間にはかつての金本位制下の金平価のような関係も生ずるであろう。もし商品本位制が金本位制のように運営され、良好に機能するとすれば、SDR は各国通貨交換のニューメーブルとなるだけでなく、実物的裏付けのある価値の基準になるであろう。二で示した第2表に現れたニューメーブルは、いわば通貨交換比率を決定する上での計算単位としての意味を持つにすぎないが、実はその背後に実物的裏付

## SDRの価値

けが存在するか、しないかは明示的に現れない。かつての金平価、またIMF体制での平価（金を基準とした理論的平価）は、金の純分・重量という実物的裏付けをもつものであった。対ドル・レートとか、SDR交換比といったものは実物的裏付けは存在しないと云えるだろう。単に、 $n$ 通貨中の交換比 $m_i$ を決定する基準でしかないものであり、共通分母・公分母の役割を占めるに留る。しかし、商品本位にリンクしたSDRは、商品群（商品単位）に裏付けされるわけで、金本位制の下での金、あるいはIMF体制での「一九四四年七月一日現在の量目及び純分を有する合衆国ドル」と同じ機能を果しているものであり、第4図のSDRとは異なり、かなり性格が明らかになる。したがって、SDRの価値問題については一つの方向を示すものであるが、現在のSDR価値の方向とは異なるものと言えよう。

（付記） 本稿は金融学会関東支部理論政策部会報告「SDRをめぐる諸問題」（一九七五年七月二二日、於東洋経済新報社ビル）にその基礎を置くものである。報告の機会を与えられた同部会幹事山下邦男一橋大学教授および有益なコメントを賜った学会諸氏に記して感謝したい。本論脱稿後、東銀<sup>[28]</sup>を入手したが、利用できなかった。標準バスケット方式下でのSDRの内容、計算方法、SDR平価などに詳しい。とくに第4図の③④の関係でのSDR平価の成立を吟味し、SDR平価制を考えている。

- (1) SDRの改質過程の議論については拙稿<sup>[29]</sup>を参照されたい。本論はその補足たる意味を持つ。
- (2) 創出当初のSDRは基本的には、金・ドルを補充するものと考えられ、中心的準備資産の役割は持っていない。既存の準備資産の補充が必要なき創出されるからであり、ドルの量が増大して国際流動性が潤沢であれば、SDRの創出は不要と考えられた。

(3) 一九七四年七月に「SDRⅡ一・二〇ドル」だったが、一九七五年四月には「SDRⅡ一・二四ドル」であった。これは

諸通貨中でも安定している。

(4) 一九六〇年代から currency cocktail が用いられており、EUA、ECU、EURCO、BUNIT、ARRCRU がその事例である。

(5) 日本経済新聞一九七五年七月一〇日号によれば、三万SDR以下の預金を期間三カ月、年利六・五%で受け入れるものである。

(6) 毎日新聞一九七五年八月二二日号。

(7) Hicks [13], p. 1.

(8) これについては、館[26]がサーベイを与えている。ここでは、SDRの発行が貨幣の本質的機能は何かという問題を提起した一つの要因であることを指摘している。ただし、その解答は与えられていない。

(9) Cohen [3], p. 18.

(10) *Ibid.*, p. 17.

(11) Machlup [18], pp. 92—93.

(12) Keynes [15], p. 3.

(13) 行天豊雄 [9], p. 71 の第12図を修正したものである。以下、第2図、第3図、第4図も同書第13図、第14図、第15図を修正したものである。

(14) 新開陽一 [25], pp. 53—54.

(15) 天利長三教授は、金平価と対比し、準金平価、管理平価という語を用いておられる。天利長三 [1], [2]。

(16) 金価格(純金一オンス≡三五ドルとか、三五SDRという表示)は幻想にすぎない。価格を決める基準としての金が、自分の価格を決めると考えることは矛盾である。天利 [2], p. 39.

SDR の 価 値

## S D R の 価 値

- (17) 滝沢健三<sup>[27]</sup> p. 78—81.
- (18) 行天豊雄前掲書 pp. 76—81 がそれぞれ的方式に詳しい。
- (19) 滝沢健三前掲書 pp. 83—88。IMF は毎日原則として一六カ国のバスケットによるSDRの価値を発表している。
- (20) SDRの対通貨価値については行天前掲書が詳しいが、尾崎英二博士は国民通貨中対外価値が最も安定した通貨にSDRをリンクさせるというSDR最強通貨リンク論を唱えている。この考え方はSDRに最も安定した強い通貨の価値を保証することによって、SDRを中心的準備資産とすべきとする案である。但し、最強通貨の定義、SDRが強くなりすぎたときの退蔵問題などの議論がある。尾崎<sup>[24]</sup> pp. 238—241.
- (21) カルドア<sup>[15]</sup>および日本経済新聞一九七五年六月一八日号「経済教室」欄。
- (22) これぞ Hayek<sup>[12]</sup>に抄録されたもの。
- (23) Hayek<sup>[11]</sup>。
- (24) Keynes<sup>[16]</sup>。
- (25) Graham, F. <sup>[7]</sup>。
- (26) Keynes<sup>[17]</sup>。
- (28) Hart-Kaldor-Tinbergen<sup>[10]</sup>。これに対して Johnson<sup>[14]</sup> pp. 312—323 および Grubel<sup>[8]</sup>の理論的・実際の批判があるが、これではその存在を示すに留める。
- (28) 一次産品の緩衝在庫の発足についてはUNCTADで実現が検討されている。一九七六年五月の第四回総会が一つの目途にならう。

## 参 考 文 献

- (1) 天利長三「為替平価は何処へゆく——金平価・準金平価・管理平価——」全国地方銀行協会編『国際通貨問題の研究

- 究』銀行叢書 No. 162, 全国地方銀行協会 1973, pp. 37—66.
- (2) — 「叙めからみたポンド・スターリング」『証券研究』日本証券経済研究所 Vol. 45, pp. 91—170.
- (3) Cohen, B. J., *The Future of Sterling as an International Currency*, Macmillan, 1971.
- (4) Graham, Benjamin, *Storage and Stability*, McGraw-Hill, New York, 1937.
- (5) —, *World Commodities and World Currency*, McGraw-Hill, New York, 1944.
- (6) Graham, Frank D., *Social Goals and Economic Institutions*, Princeton Univ. Press, 1942.
- (7) —, “Keynes vs. Hayek on a Commodity Reserve Currency,” *Economic Journal*, Dec. 1944, pp. 422—429.
- (8) Grubel, H. G., “The Case against an International Commodity Reserve Currency,” *Oxford Economic Papers*, Mar. 1965 (New Series Vol. 17—1), pp. 130—135.
- (9) 行天豊雄編著『国際通貨制度』金融財政事情研究会 1975.
- (10) Hart, A. G., Kaldor, N., and Timbergen, J., “The Case for an International Commodity Reserve Currency,” in Kaldor’s *Essays on Economic Policy*, Vol. 2, Gerald Duckworth, London, 1964.
- (11) Hayek, F. A., “A Commodity Reserve Currency,” *Economic Journal*, June-Sep. 1943, pp. 176—184.
- (12) —, *A Tiger by the Tail*, The Institute of Economic Affairs, 1972.
- (13) Hicks, J. R., *Critical Essays in Monetary Theory*, Oxford Univ. Press, 1967.
- (14) Johnson, H. G., *Essays in Monetary Economics*, George Allen and Unwin, London, 1967.
- (15) カルドア、ニコラス「スタグフレーションと世界経済——国際通貨とリンクした一次産品の国際緩衝在庫を——(特別講演会)」『日本経済研究センター会報』第二五二号 1975. 7. 15. pp. 48—53.

S D R の 価 値

- [16] Keynes, J.M., *A Treatise on Money*, Vol. 1, Macmillan, 1930. (Collected Writings Edition, 1971.)
- [17] —, “The Objective of International Price Stability,” *Economic Journal*, June-Sep. 1943, pp. 185—187.
- [18] —, “Note by Lord Keynes,” *Economic Journal*, Dec. 1944, pp. 429—430.
- [19] Machlup, F., *Remarks on the International Monetary System: The Rio Agreement and Beyond*, The John Hopkins Press, 1968.
- [20] 松村善太郎『通貨改革と金の将来』東洋経済新報社 1974.
- [21] Meier, G.M., *Problems of a World Monetary Order*, Oxford Univ. Press, 1974.
- [22] マンナス・フランクス・ビューエル「国際通貨体制への提言」『朝日ジャーナル』1969.10.19. pp. 11—113.
- [23] 尾崎英二『SDR——国際通貨体制の将来——(増補版)』東洋経済新報社 1972.
- [24] —『国際管理通貨』東洋経済新報社 1973.
- [25] 新開陽一「ドル本位制への変質」館龍一郎・建元正弘・渡辺太郎・渡部福太郎編『国際金融講座IV 国際通貨』東洋経済新報社 1975. pp. 51—82.
- [26] 館龍一郎「金融理論の最近の展開」『季刊現代経済』No. 17. 1975. 3. 25. pp. 6—19.
- [27] 滝沢健三『国際金融機構』文雅堂銀行研究社 1975.
- [28] 東東銀行調査部(河西宏之)「標準バスケット方式のSDRについて」『東京銀行月報』第二七卷第六号 1975. 6. pp. 4—36.
- [29] 拙稿「SDRをめぐる諸問題——その改質を中心に——」『ビジネス・ニューズ』Vol. 23. No. 1, 1975. 6. pp. 11—20.