

## 将来を見晴らす長期投資観測 vol.22

(為替編3)金本位制の離脱ドミノと、  
国際通貨システムの脆さ参与 チーフストラテジスト  
平山 賢一

## 【要旨】

- ◆ 第一次世界大戦をきっかけに、経済覇権を誇った英国が衰退し、英国主軸の国際通貨システムも限界を迎えた。第二次世界大戦後の米国主軸の国際通貨システムも段階的に米ドルが変質を遂げる中で、その脆さを露呈し、金との関連を絶った変動相場制に移行した。
- ◆ その時々国際通貨システムにも耐用年数があり、永遠に存続するわけではないことは、頭の片隅に置いておきたい。今後も状況次第で、国際通貨システムが大きく転換する可能性も考えておくべきだろう。

## 半世紀が限界だった英国主軸の金本位制

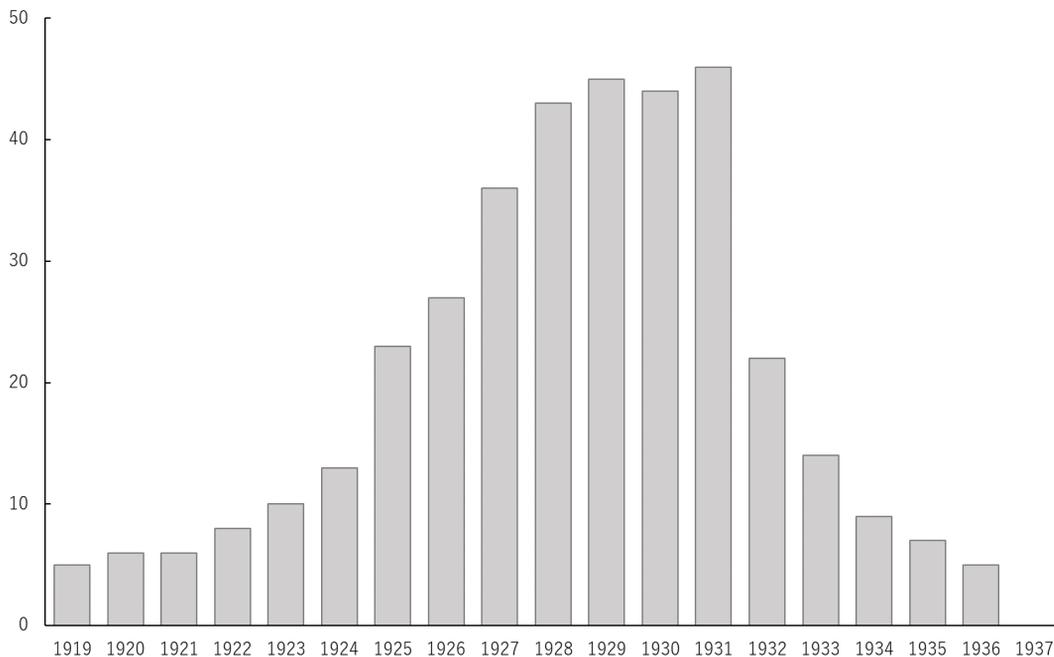
半世紀にわたり機能した英国を主軸とした金本位制も、第一次世界大戦期には、転換点を迎える。国際通貨システムの寿命は、半世紀程度ということだろうか。実際に、金本位制を採用する国は減少に転じている。大規模な戦争の費用を捻出するためには、それなりの資金が必要になったのが容易に想像できよう。金本位制採用国でも金準備を大きく上回る兌換紙幣の発行を余儀なくされたのである。その上で、国際収支の急激な悪化により、金平価での兌換に耐え難くなった政府は、金輸出（兌換）の停止に追い込まれたのであった。

米国は1917年9月に金兌換の一時停止と輸出禁止を発表したが（金輸出禁止令公布）、第一次世界大戦後の1919年6月には、いち早く金輸出を再開している（対ロシア除く）。一方、英国は、1914年8月に事実上金本位制を停止していたが（戦時禁制品指定）、1919年4月の関税法により金を輸出禁止品目に指定し、1919年7月以降、英ポンドは対ドルで下落した。1925年4月の金解禁（金本位制復帰）まで、英ポンドは為替平価を下回っていたのである。第一次世界大戦が英国を主軸とした国際通貨システムに与えた影響は大きく、約半世紀にわたり続いた金本位制は大きな揺らぎの期間を迎えることになった。主導権を保ってきた英国に、その大政奉還の時期が近づいていたのである。

## 金本位制の離脱ドミノ

第一次世界大戦時に金本位制を停止した国々も、戦間期に復帰する国が相次ぐが、1937年までには、全ての国が金本位制の停止に再度追い込まれ、第二次世界大戦の終戦を迎えた。具体的に、図1で確認してみると、第一次世界大戦後の米国が復帰した1919年に金本位制を採用していた国は5か国に過ぎなかったが、1925年4月に英国が復帰し、1928年には40か国を超えたのである。しかし、1929年10月のニューヨーク株式市場の大暴落をきっかけに吹き荒れた恐慌の影響が及ぶことになる。1931年をピークに金本位制採用国数は、減少に転じた。1932年には金本位制を採用する国の数は半減し、1937年にはゼロになる**離脱ドミノ**が発生したのである。第一次世界大戦後に、金本位制への復帰が相次いだものの、世界経済は恐慌に直面し、国際関係も悪化の一途を辿った戦間後期には、物価下落の嵐が吹き荒れ、再び金本位制の維持が難しくなった。戦乱が続く時代には、物価や国際通貨システムが不安定化するというパターンが踏襲されたとと言えるだろう。

(図1) 金本位制採用国数



(出所) Palyi (1972) "The twilight of gold, 1914-1936: myths and realities", Table IV-1を基に作成。

## ブレトンウッズ体制の抱える問題

第二次世界大戦後は、新たな国際通貨システムの構築が求められ、各国通貨と米ドルの交換比率を固定し、米ドルだけが金と交換比率を固定するという**ブレトンウッズ体制**（金・ドル本位制）に移行した。米ドルを基軸通貨として、金1トロイオンス=35米ドルの公定価格で米政府が**IMF**（International Monetary Fund、国際通貨基金）メンバー諸国の政府と金兌換に応じる体制である。金との兌換は米ドルのみに限られ、その他の通貨は米ドルにリンクされるという仕組みが起動した。

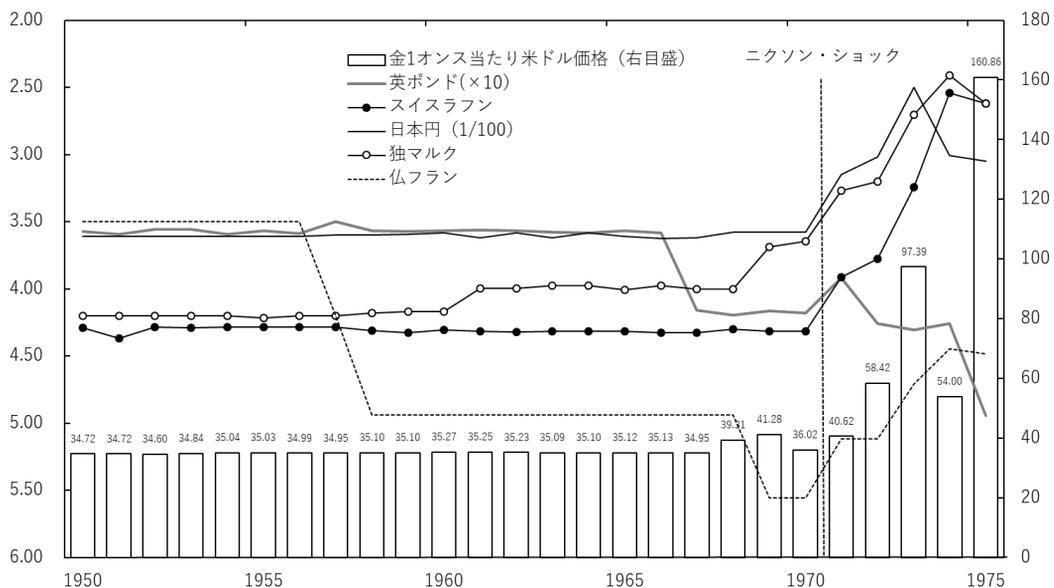
しかし、しばしばドル危機などに直面しつつ、戦後の経済成長ペースの上昇が顕著になるに従い、この国際通貨システムにも綻びが見え始める。第二次世界大戦後に機能した国際通貨システムは、基軸通貨としてのドルの変質を段階的に経験しながら、崩壊への道程を進むのであった。

オランダ、英国の金融史を輝かせた国際通貨システムも、その崩壊過程はゆっくりと段階を踏んで変質していったのと同じように、ブレトンウッズ体制も1960年代以降のいくつかの転機を迎えつつ、1971年の**ニクソン・ショック**に至っている。その変質の理由は、この体制自身が抱える平価設定の際に不均衡が発生するという構造的な問題であった。その不均衡とは、**金のドル価格問題と主要通貨間の為替レート調整問題**である。

## ニクソン・ショックに至る米ドルの変質① 一金とのリンクが切断

第一に、1950年代にはすでに、欧州諸国が発展する中で、米ドルに対する信認に動揺が見られるようになっていた。これは、金のドル価格問題と呼ばれている。海外軍事支出・対外援助・対外直接投資による国際収支赤字が続く米国は、対外流動債務残高の累積、公的金準備高の漸減といった事態が続いたためである。ロンドン金自由市場では、米国の公的金準備の減少に着目して、1オンス=35米ドルという平価よりも金の魅力が高いと判断した投機が活発化し、金価格上昇圧力が高まった。そこで欧米7か国は、1961年11月に「**金プール協定**」を定め、保有する金をプールして、ロンドン金自由市場での金価格の安定（金の売却）を図るようにした。

(図2) 為替レート（対米ドル・年末値）と金価格



(出所) IMFのデータを基に作成。

しかし、1960年代には、人口増加率の上昇に応じて高い経済成長率が続いたため、米ドルなどによる決済需要が高まる中、米国の金準備も1945年の200億ドルが、1968年には108億ドルまで半減した。世界貿易額の拡大に伴い、当然決済手段として米ドルへの需要が年々高まるのに対応し、その需要を満たすために米ドルを供給したことで**ドル余剰**が発生したのである。このドルの金価格問題は、英ポンドの2回目の切り下げが実施された1967年11月以降、激しい金投機により金プール協定が停止に追い込まれたことでピークを迎える。1968年3月には、公定価格とは異なる需給に応じた自由市場による金価格が併存するようになり、金と米ドルのリンクが事実上絶たれるのであった。

図2は、1950年から1975年までの米ドル対比の主要通貨と、金価格の推移を示したものであるが、1960年から1962年にかけて、1オンス = 35.25米ドルを挟んだ動きに終始しており、平価からわずか0.7%程度とはいえ、米ドル売り圧力が強かった。この時期に金プール協定に基づく市場介入が始まっており、1963年に金価格が名目上は落ち着きを取り戻しているのが確認できる。一方、1968年4月から1969年にかけての期間は、40米ドル台までの上昇となり、金平価のたがが外れた状態となった。事実上の米ドルの減価と言ってよいだろう。つまり、1971年のニクソン・ショックを迎える前の1960年代初頭に、金準備の減少に伴う米ドルの変質が問われるようになり、1968年4月には、金に対して事実上の米ドル減価が発生したのである。

## ニクソン・ショックに至る米ドルの変質② 一為替レート抑制の限界

第二に、ブレトンウッズ体制では、参加する国々の経済ファンダメンタルズが著しく不均衡に陥った場合に、外国為替レートが円滑に調整される仕組みが明確でないという欠陥も指摘されている。これは、主要通貨間の為替レート調整問題と呼ばれている。各国の外国為替レートは、切り下げを中心に度々調整されたが、1960年代後半には、ベトナム戦争を背景とするインフレーションが進行するだけでなく、米国の貿易収支が悪化し、資本の流出以外の要因で国際収支の赤字が顕著になった。基軸通貨国である米国の経済ファンダメンタルズの悪化により、国際競争力が向上した西ドイツや日本との不均衡が拡大したのである。

図2からは、概ね切り下げを中心に数多くのケースが確認できる。単独での切り上げを実施した西ドイツに対して、日本は切り上げの実施を見送っていたが、ドイツマルクも含めて日本円への買投機が活発化し、資本が米国から流入した。1971年に至って米国は貿易赤字を計上し、米ドルそのものの変質を促す経済ファンダメンタルズの変化の象徴となった。さらに、1970年代に入ってから主要通貨間の為替レート調整問題に対する具体的な方策を示さない米国の姿勢も、各国間のファンダメンタルズの不均衡の歪みを増幅させた。

そして、1971年8月15日に米ニクソン大統領は、「外国公的当局保有米ドルとアメリカの保有する金その他の準備資産との交換の一時停止」という米ドルによる金兌換一時停止の発表に至る。いわゆる**ニクソン・ショック**である。米ドルによる兌換が一時的にせよ停止されたということは、間接的に世界中の紙幣が、完全に不換紙幣になることを意味した。金交換停止後、1971年12月に一時的に固定相場制に戻ったものの**（スミソニアン合意）**、1973年3月には、一斉に変動相場制に移行することになる。

以上のように、ブレトンウッズ体制発足当初と比べて、金と米ドルの関係、他通貨と米ドルの関係が著しく変化し、1960年代初頭、1968年、1970年代という節目を経て、米ドルそのものが段階的に変質していったのである。国際通貨システムは、基軸通貨の変質の積み重ねにより、大転換を迎えるのであった。

われわれが当然と思っている主要通貨間での外国為替レートの変動の歴史は、この時に始まった。変動する外国為替レートの歴史は、たかだか半世紀に過ぎず、英国主導の金本位制も約半世紀の歴史で幕を閉じたことと重ねてみても、国際通貨システムにも耐用年数があり、永遠に存続するわけではないことは、頭の片隅に置いておきたい。今後も状況次第で、国際通貨システムが大きく転換する可能性も考えておくべきだろう。

---

## 投資一任におけるリスクについて

内外株式運用、内外債券運用、オルタナティブ運用は、主に国内外の債券・株式、また、プライベート・エクイティ、ヘッジファンド、不動産等に投資する複数の投資証券等を投資対象としますので、組入れている債券、株式、通貨等の価格下落、発行者の信用状況や倒産、財務状況の悪化等の影響により、資産価額が下落し、損失を被ることがあります。また、外貨建資産に投資する場合には、為替の変動により損失を被ることがあります。運用プロダクトの資産価額の変動要因としては、主に「金利変動リスク」「株価変動リスク」「為替変動リスク」「信用リスク」「カントリーリスク」「流動性リスク」「デリバティブ取引のリスク」等があります。したがって、お客様の投資元本は保証されているものではなく、資産価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

詳細については、契約締結前書面にてご確認ください。

---

## 投資一任における運用報酬について

受託資産残高に1.10%（税抜き、1.0%）を乗じたものが年間運用報酬（固定報酬部分）の上限となります。

※お客様との契約内容によって料率は異なりますので、あらかじめ具体的な提示をすることはできません。

また、成功報酬が掛かるプロダクトもありますが契約内容により算出方法は異なりますので、あらかじめ具体的な提示をすることはできません。

その他費用として、有価証券売買、デリバティブ取引時の売買委託手数料等、また私募投信等を組み入れる場合には、私募投信等の管理等に関する費用についてもお客様口座にてご負担いただきますが、実際の取引や私募投信等の残高に応じて決まる費用であるため、その金額を事前に表示することはできません。同じくそれらを含む手数料等の合計金額についても、同様に表示しておりません。

詳細については、契約締結前書面にてご確認ください。

---

## 会社概要

会社名：東京海上アセットマネジメント株式会社

<登録番号等>

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第361号

宅地建物取引業者：東京都知事(2)第98773号

取引一任代理等の認可：国土交通大臣認可第110号

<加入協会>

一般社団法人日本投資顧問業協会

一般社団法人投資信託協会

一般社団法人第二種金融商品取引業協会

一般社団法人不動産証券化協会

公益社団法人東京都宅地建物取引業協会

---

## 当資料のお取り扱いにおけるご注意

当資料は情報提供を目的に東京海上アセットマネジメント株式会社が作成した資料ですが、その正確性、完全性、および将来の市況の変動等について保証するものではありません。当資料における見解等は作成した時点のものであり、今後の金融情勢・社会情勢等の変化により、その内容が変更となる可能性があります。掲載されたデータは過去のものであり、将来の運用成果等を保証するものではありません。当資料の全部もしくは一部を第三者へ交付することはご遠慮下さい。

## ～無登録格付に関する説明について～

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等を顧客に告知する義務が課されております。（金融商品取引法第38条第三号）  
以下は、同法に基づいた無登録格付業者に関する説明です。

当社からご提供する格付情報につきましては、JCR（株式会社日本格付研究所）、R&I（株式会社格付投資情報センター）は金融商品取引法第66条の27に基づく登録を受けた信用格付業者ですが、その他の格付機関の格付情報については、以下の説明事項をご確認いただけますようお願いいたします。

### 1. 登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

### 2. 無登録の格付会社の例について

当社からご提供する格付情報を付与している格付会社のうち、下記の格付会社グループは金融商品取引法第66条の27に基づく登録を受けておりません。

#### 【スタンダード&プアーズ】

##### ■ 格付会社グループの呼称について

S&Pグローバル・レーティング（以下「S&P」と称します。）

##### ■ 同グループ内で登録を受けている信用格付会社の名称および登録番号

S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第5号）

##### ■ 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（<https://www.spglobal.co.jp/ratings>）の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け」をクリックした後に表示されるページに掲載されております。

##### ■ 信用格付の前提、意義及び限界について

S&Pの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものではありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものではありません。

信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。

S&Pは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&Pは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジエンスまたは独自の検証を行っており、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

#### 【ムーディーズ】

##### ■ 格付会社グループの呼称について

ムーディーズ・インベスターズ・サービス（以下「ムーディーズ」と称します。）

##### ■ 同グループ内で登録を受けている信用格付会社の名称および登録番号

ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第2号）

##### ■ 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ（ムーディーズ日本語ホームページ（[https://www.moodys.com/pages/default\\_ja.aspx](https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx)）の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページ）にある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

##### ■ 信用格付の前提、意義及び限界について

ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。

ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

#### 【フィッチ・レーティングス】

##### ■ 格付会社グループの呼称について

フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。）

##### ■ 同グループ内で登録を受けている信用格付会社の名称および登録番号

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第7号）

##### ■ 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ（<https://www.fitchratings.com/ja>）の「規制関連」セクションに掲載されております。

##### ■ 信用格付の前提、意義及び限界について

フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性については意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。

フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。

この情報は、2023年12月末に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。

詳しくは上記格付会社のホームページをご覧ください。

● TOPIXの指数値およびTOPIXにかかる標章または商標は、株式会社 J P X 総研または株式会社 J P X 総研の関連会社（以下、J P X といいます。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用等TOPIXに関するすべての権利・ノウハウおよびTOPIXにかかる標章または商標に関するすべての権利は J P X が有します。J P X は、TOPIXの指数値の算出または公表の誤謬、遅延または中断に対し、責任を負いません。ファンドは、J P X により提供、保証または販売されるものではなく、ファンドの設定、販売および販売促進活動に起因するいかなる損害に対しても J P X は責任を負いません。● MSCI Index は、MSCI社が発表している株式市場の動きを捉える株価指標です。同指数の著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCI社に帰属します。また、MSCI社は同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。MSCI社の許諾なしにインデックスの一部または全部を複製、頒布、使用等することは禁じられています。MSCI社はファンドとは関係なく、ファンドから生じるいかなる責任も負いません。● NOMURA-BPI（総合）に関する著作権、商標権、知的財産権その他一切の権利は、野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社に帰属します。● FTSE世界国債インデックスは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLCは、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利はFTSE Fixed Income LLCに帰属します。● 当資料で使用している各指数に関する著作権等の知的財産権、その他の一切の権利はそれぞれの指数の開発もしくは公表元に帰属します。