

国際通貨制度の変容と評価

岡 田 義 昭

1. はじめに
2. 国際通貨制度の変遷
3. 国際通貨の変動メカニズム
4. 国際通貨危機とスペキュレーション
5. 国際通貨制度の評価
6. 結 び

1. はじめに

戦後の新しい国際通貨制度は、1944年のブレトン・ウッズ会議から始まる。そこで決定された国際通貨制度に係わる取決めが、ブレトン・ウッズ体制として戦後の国際通貨取引の枠組みを与えることとなった。その後、ブレトン・ウッズ体制は様々な変遷を辿り、遂には71年の米国政府によるドル・金の交換停止によってその幕を閉じた。そして73年には主要通貨は変動相場制に移行した¹⁾。1980年代半ばに至ると、変動相場制は当初のクリーン・フロートから管理フロートへと変容し、主要国間の政策協調が重要な政策課題となった。そうした流れの中で、欧州は各国協調の下、スネークや欧州通貨制度(EMS)の経験を踏まえ、99年には永年の悲願であった統一通貨ユーロの誕生を実現させた。

他方において、通信情報技術の革命的進歩により、各国金融資本市場の規制緩和や内外資本取引の自由化と相俟って、市場間のリンケージは飛躍的に

高まり、マネーの取引は瞬時のうちに地球的規模で行われるようになってきた。その結果、市場参加者がひとたび通貨投機の発生を推測するや、自己実現的に通貨投機が発生するようになった。90年代の欧州、メキシコ、東アジア、ロシア、ブラジルなどでの通貨危機が端的にそれらを例証している²⁾。

そこで、本稿では、次節において先ず国際通貨制度の変遷を概観する。次いで第3節において、そうした制度の基底をなす基本原理を素描し、第4節において、国際通貨制度を大きく揺るがした一連の通貨危機の概要と新たな解釈をサーベイする。さらに第5節において、上述議論を踏まえ、国際通貨制度を評価すべく、特に外国為替相場制度、ドル本位制の非対称性、資本移動規制の面から検討を加える。最後に結びにおいて、新たな国際通貨アーキテクチャーを展望する。

[注]

- 1) 戦後の国際通貨制度に関しては、尾上(1993)、山本(1997)、Dormael(1978)、Eichengreen(1996)、Gardner(1969)、Scammell(1975)、Solomon(1977)、Yeager(1976)を参照。
- 2) 東アジアの通貨危機に関しては、岡田(1998)参照。

2. 国際通貨制度の変遷

a. 国内通貨と国際通貨

国際通貨制度とは、一般に「公的部門・民間部門による国境を超えた異種通貨の交換に対し、公式・非公式に定まった規則や慣行」を意味する¹⁾。ところで、個々の国々は、自国内ではその国の政府・中央銀行が発行する通貨のみを法定通貨 (legal tender) として認めている。それゆえ、その通貨が、国境を跨がる経常・資本取引の決済手段として広く使用されるためには、① 自由交換性ないしは一般受容性があること、② 価値安定性ないしは国際的信

認があること、③ 取引規模が相対的に大きいこと、④ 自由で開放された市場があつて使用・保有の利便性が高いこと、などの条件を満たしていることが必要である²⁾。かくして、金・銀などの貴金属や、英ポンド、米ドルなどが、その役割を果たしてきた。また、こうした国際的決済手段の変化とともに、各国通貨の交換比率の決定も重要な政策命題であり、これまで固定相場制ないしは変動相場制と交換比率問題は大きな変遷を遂げてきた。したがって、国際通貨制度の歴史とは、まさにこうした決済手段と相場制度の変遷が相互に絡み合ったものであったと言える。

b. 固定相場制

19世紀後半から第一次世界大戦までと両大戦間の一時期において世界的規模で成立したのは、「金本位制」であつた。そして、この制度は、歴史的に登場したすべての国際通貨制度の中で最もスムーズにかつまた長期にわたって運営されたことから、国際通貨制度の理想的な姿との評価を得た³⁾。しかしながら、1929年ニューヨーク株式暴落に端を発した世界大恐慌のため、1931年9月先ず英国が金本位制から離脱し、次いで同年中に25か国が金本位制を放棄したことから、再建金本位制は事実上崩壊した。こうした国際金本位制に代わる戦後の新しい通貨制度は、1944年7月に開催されたブレトン・ウッズ会議から始まる。そこで決定された国際通貨制度に関する取決めは、ブレトン・ウッズ協定として戦後の国際通貨制度を規定することになった。だが、この体制も、戦後の復興が長引き、14条国時代が長期化する過程で、IMF中心の国際通貨制度からパクス・アメリカーナの下で再編されたドル本位制へと変質していった。かくして、国際流動性の供給を米国の国際収支赤字に依存せざるを得ないという構造から、R.トリフィンの「流動性ジレンマ」論議に代表されるような過剰ドルないしはドルの垂れ流しの問題と⁴⁾、米国政府の自国本位のユニラテラリズムやビナイン・ネグレクト政

策での対応、その結果としてのゴールド・ラッシュ等、米ドルの「流動性」と「信認性」とに係わる本質的な問題を抱えることとなった。そして、米国を中心としたドル防衛策にもかかわらず、他に有効な解決策を見出だせないまま、遂に1968年3月に金の二重価格制が採用され、さらに1971年8月には米国政府が金交換停止を含む新経済政策を発表するに至って、ここに戦後の国際通貨体制を支えてきたブレトン・ウッズ体制が崩壊した。その後、スミソニアン合意によって、再度米ドルでのセントラル・レート制による相場の固定化をはかる試みがなされた。しかしながら、もはや金の裏付けを持たず価値の不安定な米国の国内通貨を、従来の平価のごとく国際的にも使用させることには所詮無理があり、結局ドル下落を見越した投機圧力に抗うことができなかったから、1973年2-3月には主要通貨はすべて変動相場制に移行した。

c. 変動相場制への移行

ここで注意すべきは、こうした移行が、固定相場制か変動相場制かという自由な選択肢の下で、合理的判断に基づいて後者が選び取られたものでは決してなかったということである。すなわち、1971年12月のスミソニアン合意の当事国10か国が、高まる投機的圧力に屈伏し相次いで介入義務を放棄した結果として、金本位制のような貨幣法やブレトン・ウッズ体制のような国際協定を持たない、いわゆる「制度なき制度」としての変動相場制に移行せざるを得なかったのである。当時、IMFならびに各国通貨当局の公式見解では、変動相場制は緊急避難で暫定的なものと受け止められ、国際通貨体制の再構築を目的とした20か国委員会が設置されるなど、安定的かつ調整可能な平価制度への復帰が模索された⁵⁾。

ところで、こうした「制度なき制度」としての変動相場制は、たとえそれが合理的判断に基づいて自由に選び取られたものではなかったにせよ、少な

くとも当初は、① 為替投機の為替レート安定化作用、② 為替レート変動の經常収支自動調整機能、③ 金融政策の独立性確保、④ 外生的な攪乱要因からの遮断・隔離、などのようなマクロ経済的効果が期待された⁶⁾。ところが、変動相場制に移行してから四半世紀経った現在、様々な検証結果により、こうした効果に対して以下のような評価がなされている⁷⁾。

(1) 安定化

一般に為替レートの安定度は、① 短期的な乱高下（ボラティリティ）、過剰反応（オーバーシュート）、バブル（ファンダメンタルズとは無関係な為替レートの一方向的・累積的な動き）の有無、② 中長期的なミスアラインメント（国内・国外均衡と整合的な実質為替レートからの乖離）の有無とその持続性、③ 将来の為替レートに対する予測可能性の程度、によって測られる。しかしながら、現実的为替レートの動きは、いずれの尺度によっても安定しているとは言い難いものであった。こうした不安定化の要因としては、変動相場制の下で為替管理や資本取引規制の緩和・自由化が進み、国際資本移動が飛躍的に活発化した結果、予想為替レートあるいはそれを決める将来のファンダメンタルズや経済政策の予想の変化に市場が敏感に反応し、大量の資本移動が瞬時に起こるようになったからである。ただし、こうした為替レートの不安定性が、通貨制度そのものに内在する欠陥と考えるべきものなのか、それとも実物経済や政策の不整合に起因するものなのかという点の識別は、通貨制度を論ずるうえで極めて重要であろう。

(2) 調整機能

為替レートが時として大幅に変化したにもかかわらず、結局のところJカーブ効果や履歴効果（ヒステリシス）が働いて国際収支は迅速には調整されないこと、そして、Jカーブの場合、それが最終的に調整されるまで一定の期間、例えば2～3年程度のタイム・ラグの生ずることなどが、計量モデルに

基づく各種シミュレーション結果から明らかになってきた。

(3) 独立性

経済政策の独立性に関しては、現実には多くの国々で単に国内均衡（物価と失業の最適トレードオフ選択）のみならず、為替レート of 安定化や対外不均衡是正のためにマクロ経済政策を割り当てる必要が生じている。それは、国内価格が短期的には粘着的であるため、名目為替レートの変動が実質為替レートの変動を惹起し、したがって他のマクロ経済変数の調整を最終的に必要とするからである。

(4) 遮断・隔離

財政政策はもちろんのこと、金融政策やその他名目的攪乱も実物経済へ何らかの影響を及ぼすから、そうした影響は、経済のグローバル化とともに容易に国際的に伝播するため、一国のマクロ経済政策が他国から独立的であることは実際上困難なことが明らかになった。

d. 基本的トレードオフ

さらに変動相場制には、オブズフェルド＝テイラーの言う「オープン・エコノミー・トリレンマ」と称される基本的なトレードオフ関係のあることが明らかになった⁸⁾。すなわち、① 為替レートの安定化、② 国際的資本移動の自由化、③ 金融政策の自律性、を同時に達成することは困難であり、例えば、激しく動く為替レートの安定化をはかろうとすれば、国際的資本移動の自由化と金融政策の自律性とのいずれかを断念しなければならないというものである。

e. 管理フロート

こうして、変動相場制の有効性とその限界が次第に明らかになるにつれ、主要国は当初意図されたクリーン・フロートの方向をやがて大きく転換する。すなわち、為替レートの不安定な動きが経済に大きな影響を及ぼすであろうと予想される場合、主要国（主としてG5ないしはG7）は、彼等同士の「政策協調」によってマーケットを管理しようというものである。例えば、1985年9月のプラザ会議でのドル安転換合意に始まり、86年春からの協調利下げや、86年・東京サミットでの政策相互監視強化のための経済指標導入を経て、87年2月のループルでの為替安定合意に至る一連の過程は、一方で、米国政府が「制度の民営化」には限度があることを認識し、それまでのビナイン・ネグレクト政策からN番目通貨の地位を放棄し「協力ゲーム」政策へ転換したことのマーケットへの意思表示であった。そして、それはまた、他方において、G5ないしはG7の政策協調が国際通貨制度においてある程度まで機能することを具体的に証明した事例でもあった。こうした主要国の政策協調に基づく管理フロートは、その後、いろいろな局面で観測されるようになるが、例えば、95年4月に東京市場で一時1米ドル当り79円75銭という戦後の最高値をつけた円ドル・レートの場合、G7、ハリファクス・サミット、日米欧ないしは日米協調介入という政策協調が採られることにより、円高ドル安の是正は効を奏した。

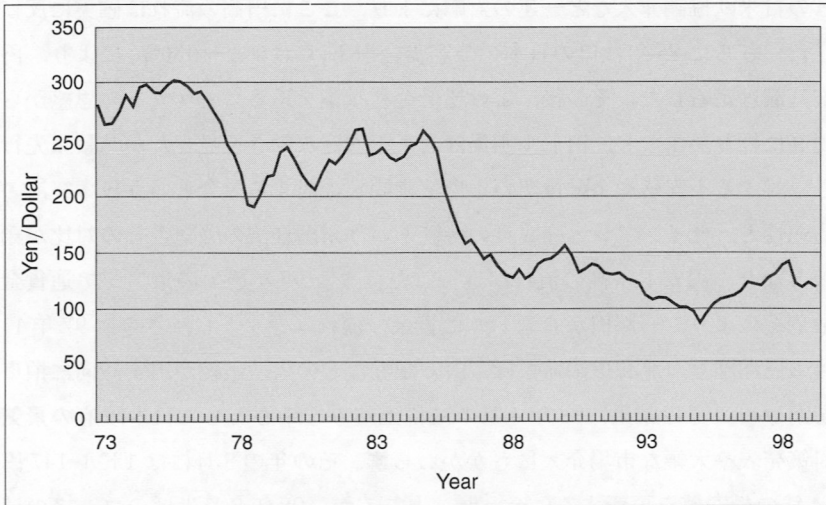
f. 市場介入の有効性

ところで、国際通貨制度は、主要通貨が変動相場制へ移行して以後、こうしてクリーン・フロートから管理フロートへ、単独介入から協調介入へと変遷してきたが、その過程で金融当局の外為市場への介入の「有効性」が絶え

ず議論となった。一般に当局の市場介入に関しては、① ポートフォリオ・バランス効果と、② シグナル効果とが期待される。前者は、介入により市場での自国通貨・外国通貨の需給量に影響を与えることによって、通貨間の相対価格である為替相場に変化を及ぼすというものである。こうした効果に対するこれまでの実証分析結果は、多くの場合、その効果は統計的に有意であるが極めて限定的というものであり、それゆえ、こうした検証結果から介入無効論がもたらされた。しかしながら、プラザ合意以降、ポートフォリオ・バランス効果に加えて市場介入のシグナル効果が新たに認識されるに至り、介入有効論の認識が急速に高まった。すなわち、シグナル効果とは、市場参加者は金融当局の市場介入行動から当局の為替政策や金融政策に関する意図をシグナルとして読み取り、将来の為替相場予想を変化させることで現在の為替相場に影響を及ぼすというものである。それゆえ、そこではシグナル効果の増幅作用の具体的な大きさが問題となるが、例えばJ. フランケル他は、米ドル・独マルク相場に関しプラザ合意前後の局面でシグナル効果の影響はポートフォリオ・バランス効果の約40倍程度であったという計測結果を得ている⁹⁾。さらに、ポートフォリオ・バランス効果ではうまく説明できなかった単独介入と協調介入との差異についても、シグナル効果を導入することで明確な説明が可能となる。すなわち、仮に両方で介入額は同じであっても、介入限度額や介入の意欲・確度などに関して金融当局から市場に伝達される情報は異なってくることから、両者の市場へのインパクトの度合いは自ずと異なってくるとする。また、覆面介入の有効性についても、一方で確かに情報伝達の精度を落とすが、他方で情報にノイズを被せることのメリットも種々確認されることから、その有効性は十分支持され得ることになる¹⁰⁾。

g. 円ドル相場の最近の推移

第1図は、円が変動相場制に移行した1973年以降最近までの円ドル・



第1図 円ドル・レートの推移 (東京市場)
 (資料：経済統計月報・年鑑，東洋経済新報社)

レートの動きを示したものである。

ここで特に1990年代の円ドル為替相場の動向を概観しておこう。90年代の円ドル・レートは、米国経済のリセッション入り(90年第三四半期)やイラクのクウェイト侵攻(90年8月)とともに、穏やかなドル安・円高基調で幕を開けた。次いで、93年年初以降95年半ばにかけて急激な円高が進行した。その背景としては、①日本の経常収支の黒字幅が急拡大したこと、②バブルの崩壊によりバッファーとしての含み益が急減したことに伴い、本邦機関投資家の対外投資スタンスが極めて慎重になったこと、③海外投資家の対日証券投資が活発化したこと、などが挙げられよう。かくして95年4月19日には東京市場で一時1ドル79円75銭という戦後の最高値を記録した。これに対し、4月下旬の7か国蔵相・中央銀行総裁会議での「為替相場の秩序ある反転」合意やハリファクス・サミットでの合意、7月の「七夕」介入、8月初めの大蔵省による「円高是正のための海外投融資促進対策」の発表、8月半

ばの日米欧協調介入など一連の対応により、ここに円高の流れは確実に反転した。さらに95年秋口の日本の公定歩合引下げ(1.00%→0.50%)により、円安基調は定着した。その後、この超低金利政策を巡るマーケットの思惑から円高に揺り戻すなど、円ドル相場は若干不安定な動きを見せたが、景気先行きに対する不安感や金融機関の不良債権問題に対する懸念という日本経済の脆弱性と、低インフレ・高成長の持続という米国経済の強靱さとの対比が顕著となり、円安ドル高の流れが進行した。また97年後半の東アジア通貨金融危機により、一層円から米ドルに資金の流れはシフトし、さらに97年11月の三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券などの大型破綻が円安傾向に拍車をかけた。その結果、98年4月の減税上積みを中心とした日本政府の景気対策発表や大幅な市場介入にもかかわらず、その年の8月には1ドル147円64銭の最安値を更新するに至った。ところが、98年8月半ばのロシアの通貨金融危機をきっかけとした米国市場や新興市場など国際金融市場の混乱は(これはウォッカ効果と称される)、ヘッジ・ファンドや本邦機関投資家の円買い・ドル売りを誘い、さらに世界的な信用収縮で市場の流動性が細っていたこともあって、一転して円高・ドル安をもたらした。

〔注〕

- 1) 河合(1994) p.312, 深尾(1990) p.218, McKinnon(1996) pp.23-24.
- 2) 島崎(1998) pp.8-11.
- 3) 尾上(1993) p.261.
- 4) Triffin(1960).
- 5) Solomon(1977), Chap.14.
- 6) 河合(1994) p.290, 山本(1997) pp.229-230, Argy(1994) pp.26-28.
- 7) 河合(1994) pp.292-296, 小宮・須田(1983): 歴史・政策編 pp.415-447, 山本(1997) pp.230-231, Argy(1994) pp.28-31.
- 8) Obstfeld(1998).
- 9) Dominguez & Frankel(1990).
- 10) 渡辺(1994)・第7章。

3. 国際通貨の変動メカニズム

次に、こうした変動相場制下での為替レートの変動メカニズムを、「国際金融論」のニュー・パラダイムはどう説明してきたか見てみよう。

a. 短期・中期・長期

時々刻々と動く為替レートには、今日様々な種類の考え方や説明が見られる。一般に、為替レートに影響を及ぼす要因や相互関連性が期間のとり方によって大きく変わってくることから、ここでは時間軸を仮に「短期」「中期」「長期」とに分けて、そうした視点よりそれら諸理論を整理してみることにしよう。「短期」とは、日々、週単位、ないしはせいぜい月々の変化を指す。「中期」とは四半期ないしは半年から数年程度の期間である。「長期」とは3～5年から10年程度のタイムスパンである。

b. 短期理論¹⁾

通常、財サービス市場の動きに比べ、資産選択に伴う金融市場での動きの方が格段に速い。したがって、日々、週ないしは1か月の間では、財サービス市場の動きはほとんど考えなくて済むから、短期の為替レートは、ストックとして各人が保有する各国通貨建金融資産（含貨幣）の需給を等しくさせるように決まると考えることができる。ただし各人が異なる通貨建金融資産をどの程度需要するかについては、各資産間の代替が完全であると考えられるマネタリー・アプローチでは、それぞれの国のマネー・サプライや生産量、金利によって決定されるものとしている。他方、各資産間の代替は不完全と

するポートフォリオ・バランス・モデルでは、将来の為替レート予想、金利、リスク・プレミアムなどによって決定されるものとしている。それゆえ、ポートフォリオ・バランス・モデルでは、為替レートの予想形成をどう定式化するかがモデルの説得性を左右する重要な決め手となる。

為替レートの予想には、① 現在の為替レートが将来も続くとする静学的予想、② 過去の予想レートを修正して将来のレートを予想とする適応的予想、③ 過去の為替レートの変化がそのまま将来も同方向で続くと予想する外挿的予想、④ 将来の為替レートは長期均衡予想為替レート（アンカー）に収束するとする回帰的予想、⑤ タイム・ラグに一定のウエートをつけた加重値で将来のレートを予想するとする分布ラグ予想、⑥ 人々は、将来の予想為替レートに対し、現在利用可能な情報を最大限活用することによって得られるところの客観的確率分布に彼等の主観的確率分布を一致させると考える合理的期待形成（確率変数の入らない確定的モデルでは通常「完全予見」として処理される）、などが用いられる。

ところで、こうした合理的期待形成の考え方を敷衍すると、株式や債券のような他の金融資産市場と同様に、「外国為替市場の効率性」命題が主張できる。すなわち、「現在の為替レートには市場参加者がその時点までに知り得たすべての情報が織り込まれており、したがって、将来の為替レート変化に対する期待値はゼロとなり、新たな収益機会は存在しない」というものである。それゆえ、この効率性命題にたてば、為替レートの変動をランダム・ウォーク仮説に則った確率過程として捉え、為替レートに影響を与える諸要因のうち、市場参加者にとって予見され得るものはすべて事前に為替レートに織り込まれ、事前に予見し得なかった偶発的要因（ホワイト・ノイズ）のみが不規則変動を生じさせると考えることができる。実際、外国為替市場で、多様なニュースに対し、市場参加者にとって「意外性」をもって受け止められた情報がしばしば為替レートを大きく動かすことがそのことを良く例証している。ところで、これまで外国為替市場の効率性命題を確認すべく、日次、

週次、月次データなどで様々な実証分析がなされてきているが、月次データで一部否定的な計測結果が見られるものの、おおむね良好な結果が得られている²⁾。

c. 中期理論³⁾

四半期ないしは半年から数年程度になると、財サービス産出量、雇用、經常収支、物価、賃金等、金融以外のマクロ経済変数も変化するから、こうした変数との相互関連性や財政・金融政策も視野に入れて分析モデルを構築する必要が出てくる。今日では、中期理論としては、「国際マクロ経済学」の要諦をなすマンデル＝フレミング・タイプのモデルが一般的である（第3節補論参照）。このモデルは、① 小国経済、② 開放体系、③ 実質ターム、④ 静学モデル、などの特色を持つ。さらに、これに財サービス価格の決定式や予想為替レートに基づく金利裁定式などを明示的に組み込むことにより、仮に財サービス価格が粘着的的为替レートに比して調整速度が遅いという仮定を置けば、変動相場制でしばしば問題となる為替レートの「オーバーシュート現象」の発生を説明することができる。

d. 長期理論⁴⁾

為替レートの長期的な均衡値としては、「購買力平価」的説明が良く用いられる。この説明は、自国は小国で外国の物価水準を所与とすれば、自国通貨建長期名目為替レートは、自国の物価水準と外国の物価水準との比率で決まる、というものである。ところで、こうした説明の背後には、およそ次のような考え方がある。

(1) 財裁定

同質の貿易財には、国際的に見て財裁定が働き、したがって、輸送費、不完全情報、不完全市場、貿易障壁などの要因を別にすれば、通常は一物一価の法則が成り立つとする。それゆえ、ある財バスケットの自国価格が、自国通貨建為替レートで換算した外国価格に比して高ければ、外国財が需要され、外国通貨の需要が増える結果、為替レートは上昇し、また外国財価格も上昇しようから、やがては $\text{自国価格} = \text{為替レート} \times \text{外国価格}$ となる水準で均衡すると考える。

(2) 購買力

購買力平価説の創始者である G. カッセルの主張に見られるごとく、購買力の高い通貨（したがって物価水準の相対的に低い国の通貨）は、そうでない国の通貨よりも相対的に需要が増加するのでその国の為替レートは下落（自国通貨建為替レートの増価）し、それゆえ、各国の対外通貨価値は最終的にはその国の購買力すなわち物価水準を反映した水準に落ち着くと考える。

(3) 複数金融資産

上述(2)の説明では通貨のみが考慮されているのに対して、もう少し多種類の金融資産を考える。ここで、 $\text{名目利子率} = \text{実質利子率} + \text{予想インフレ率}$ という関係（フィッシャー効果）、ならびに、 $\text{自国通貨建金融資産名目利子率} = \text{外国通貨建金融資産名目利子率} + \text{予想為替レート変化率}$ という関係（金利裁定）が成立するとする。長期的には予想インフレ率ならびに予想為替レート変化率は現実のそれとほぼ等しくなるから、各金融資産間の完全代替を想定すれば（それゆえリスク・プレミアムがゼロ）、自国と外国の実質利子率はほぼ等しく、したがって、両国のインフレ率の差が為替レートの変化に反映されるというものである。

購買力平価説は、ロジックそれ自体はこうして非常にシンプルなものであ

るが、実際の統計データから計測される数値は、長期均衡為替レート（アンカー）等、多くの現実的に有用な解釈をもたらし得るから、これまで数多くの実証分析が展開された。その結果、以下のような点がこれまで明らかになってきている。

(a) 価格変数に消費者物価指数ないしは卸売物価指数を当てはめた場合、一般に、為替レートの実績値は回帰式の理論値から大きく乖離するから、その意味では、購買力平価説は長期的に見て妥当するとは言い難い。乖離の理由としては、① データの問題（構成品目やウエートの差異、非貿易財の存在、価格の硬直性）、② 価格以外の要素、例えば生産性（バラッサ＝サミュエルソン効果）や政府支出、企業の価格戦略等が為替レートに影響を及ぼすこと、③ グレンジャー因果関係の検定結果に見られるごとく、為替レートと価格とは相互に影響し合うこと、などが掲げられよう。また、物価指数の構成品目をできるだけ分割して同質的な貿易財にまで還元し、購買力平価説の中心をなすところの国際的な財裁定による一物一価の法則の妥当性を検証しても、やはり多くの場合、必ずしも一物一価には収斂していない。

(b) さらに、こうした時系列データの計量分析では「定常性」が問題となる。そこで、為替レートと物価に対して、ディッキー・フラー検定量や ADF 検定量を適用した「単位根」検定ならびに「共和分」検定（為替レートと物価差の二変数ないしは為替レートとそれぞれの物価の三変数）を行うと、一般に非定常性帰無仮説を有意に棄却できない場合が多い。したがって、この面から見ても、購買力平価説の妥当性を主張することは難しい。

(c) しかしながら、データの期間数を延長し、例えば、1869～1984年や1791～1990年の英ポンド米ドル・レート、あるいは1803～1990年の仏フラン英ポンド・レートなど、超長期データに単位根検定・共和分検定を当てはめると、この場合は非定常性帰無仮説を有意に棄却することができるから、したがって購買力平価説の長期妥当性を主張し得る。また、現実の為替レートが購買力平価的均衡レートから乖離した場合でも、約3年から7年程

度で為替レートはそれら均衡値に向かって収斂していく（ショックの半減期）ことを、同時にそれらの計測結果は示している。

(d) ただし、これらデータに「チャウ検定」を施してみると、主要通貨が変動相場制へ移行した1973年を境として、それ以前と以後とでは、購買力平価を規定する「構造」に大きな変化の生じていることが分かるから、長期データの時系列分析の場合、この点の配慮は重要である。

[注]

- 1) 岡田(1997)・第1章, 河合(1994)・第3章, 浜田(1996)・第9 & 11章。
- 2) 伊藤(1992), 高木(1989)。
- 3) 岡田(1997)・第2章, 同(1999a), 河合(1994)・第3章, 浜田(1996)・第11章, Dornbush(1980), Fleming(1962), Frenkel & Razin(1987), Mundell(1962) & (1963)。
- 4) 岡田(1997)・第5章, 河合(1994)・第3章, 浜田(1996)・第9章, Froot & Rogoff(1995) (Grossman & Rogoff eds. (1995), Chap.32)。

第3節 補論

ここで、マンデル=フレミング・タイプ・モデルのプロトタイプを素描しておこう。なお、本モデルをベースに、これに将来の価格パラメータに対する各経済主体の予想形成を明示的に組み込み、アンカバースの金利裁定式や財サービス価格の決定式を追加的に導入したオープン・マクロ動学モデルについては、岡田(1999a)参照。

(a) 記号

Y : 国民所得	L : 貨幣需要
S : 貯蓄需要	A : (広義) 資本収支
I : 投資需要	r : 利率
NX : 経常収支	e : 自国通貨建為替レート
M : 貨幣供給	

これらはすべて実質タームとし、*印無しは自国の、*印有りは外国の変数を表すものとする。

(b) マクロ経済モデル

小国経済を仮定する。自国の開放マクロ経済は、

$$(1) \quad S(Y) - I(r) = NX(Y, Y^*, e) \quad \dots\dots \text{財サービス市場の均衡式}$$

$$(2) \quad M = L(Y, r) \quad \dots\dots \text{貨幣市場の均衡式}$$

$$(3) \quad NX(Y, Y^*, e) + A(r, r^*) = 0 \quad \dots\dots \text{国際収支の均衡式}$$

という3本の式で表せる。ここで自国の国民所得 Y が増えると貯蓄需要 S は増加し、自国の利子率 r が上昇すると投資需要 I は減少する。また、自国の国民所得 Y が増えると貨幣需要 L は増加し、自国の利子率 r が上昇すると貨幣需要 L は減少する。さらに、自国の所得 Y (外国の所得 Y^*) が増えると輸入等 (輸出等) が増えるから経常収支 NX の黒字の減少・赤字の増加 (黒字の増加・赤字の減少) となり、自国の利子率 r (外国の利子率 r^*) の上昇は資本収支 A の黒字の増加・赤字の減少 (黒字の減少・赤字の増加) となる。為替レート e の上昇 (i.e. 自国通貨建レートの減価) は、輸出等を増やし輸入等を減らすから、経常収支 NX の黒字の増加・赤字の減少に繋がる。ところで、貨幣供給 M は政策変数であるから、外国の国民所得 Y^* と外国の利子率 r^* とを所与とすれば、内生変数は自国の国民所得 Y 、自国の利子率 r 、為替レート e であり、また式は3本でかつそれぞれ独立しているゆえ、それら内生変数は一意的に定まる。

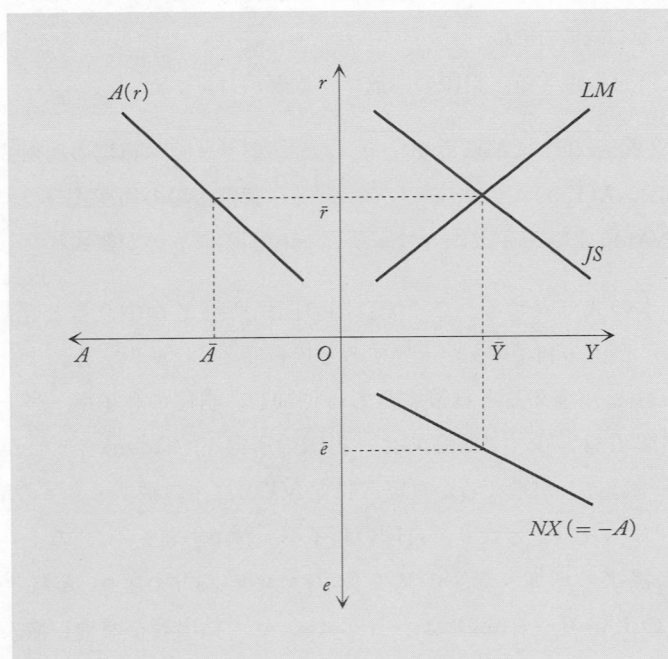
(c) 経済均衡の決定

次に、 $I(r) - A(r) \equiv J(r)$ と置けば、(1)(2)式は(3)式からさらに

$$(4) \quad S(Y) = J(r)$$

$$(5) \quad M = L(Y, r)$$

と書けるから、これら(4)(5)式と(3)式とを図示すれば以下のごとくである。



第2図

これから、均衡所得 \bar{Y} 、均衡利子率 \bar{r} 、均衡為替レート \bar{e} が一義的に定まることが明らかとなる。

(d) 財政・金融政策の効果

金融緩和政策は LM 曲線を右下方にシフトさせるから、所得の上昇と利子率の下落、したがって資本の流出を招き、為替レートは上昇（自国通貨建レートの減価）する。その結果、国内投資は増加するとともに、経常収支は黒字の拡大・赤字の減少となるから、自国の経済は一層拡大する。他方、財政

拡大政策は JS 曲線を右上方にシフトさせるから、所得の増加と利率の上昇、したがって資本の流入により、為替レートの下落（自国通貨建レートの評価）が生ずる。その結果、経常収支は黒字の減少・赤字の拡大となるから、利率上昇に伴う国内投資の減少と相俟って、最終的には所得は減少する。かくして、変動相場制下で貿易と資本移動が自由な小国では、金融緩和を伴わない拡張的財政政策を採っても余り有効ではない。

4. 国際通貨危機とスペキュレーション

1990年代に入ると、マーケットを震撼させるような出来事が次々と起こった。

a. 欧州

先ず、1992年6月に、経済通貨同盟（EMU）への移行スケジュールを含むマーストリヒト条約がデンマークの国民投票で批准拒否となったことで、EMUの実現可能性に疑念が持たれ、英ポンドや伊リラの大量売りが生じた。このことは、調整可能な釘付け制度（アジャスタブル・パリティ・グリッド）である為替相場メカニズム（ERM）に大きな緊張を生んだ。次いで、ドイツでは、東西両ドイツ統一に伴う巨額の財政赤字によってインフレ圧力が高まっていたから、7月に公定歩合を0.75%引き上げ、金融引締め政策を採った。その結果、ドイツに大量の外貨が流入し、ERM参加国の対マルク相場の多くは変動幅の下限に張り付いた。さらに9月に入り、フランスのマーストリヒト条約批准投票が近づくと、デンマーク同様否決されるのではあるまいかとの憶測が高まり、一層激しい通貨投機に見舞われた。かくして、伊リラの単独切下げに始まり、最終的には英ポンド、伊リラのERMからの離脱

や、スペイン・ペセタ、ポルトガル・エスクードなどの切下げに追い込まれた。また、事実上ERMに参加していた北欧三国も変動相場制に移行した。93年夏には、通貨危機が再び生じ、8月2日に緊急蔵相・中銀総裁会議の席上で、ERMの中心相場は変更しないものの変動幅の上下限をそれまでの2.25%から15%へ拡大することが決定された。これは、ERMに期待された本来の機能を著しく弱めることを意味した。

b. メキシコ

メキシコは、1980年代後半から積極的な経済改革を進め、累積債務問題の解決、財政の再建、インフレの抑制、高成長の確保、経済の民営化・自由化などに努めた。その結果、1992年末にNAFTA（北米自由貿易協定）に調印したこともあって、翌93年にはメキシコへの資本流入は約300億ドルと、ラテン・アメリカ全体への資本流入の約半分を占めるに至った。しかしながら、94年に入ると、米国の金利上昇に加え、3月には与党の大統領候補であったコロシオが殺害されたこともあって、資本の流入が抑制されるかなしは流出気味となった。かくして、外貨準備高は急減し、ペソ建の国債であるセテスが売れなくなるとともに、事実上米ドル建の短期国債であるテソボノスに国債発行の比重が急速に移っていった。これは、投資家にとってメキシコ・ペソの過大評価に伴う為替リスクの高まりを意味した。秋になると、与党幹事長の暗殺や大統領の弟のコロシオ暗殺関与疑惑に経済成長の低迷も加わって、資本流出が再燃した。大統領選でとりあえず与党が勝利するが、しかしながら新政府は最終的にはペソ切下げを含む経済政策を実行するのではないかという懸念をマーケットから払拭できず、資本流出は加速した。そして、12月20日には遂にペソの切下げに追い込まれた。しかしながら、通貨切下げ以外にこうした事態に対処すべき有効な手立てが講じられなかったから（errors of December）、その後、ペソの再切下げとフロートへの移行、テ

ソボノス償還に伴う金利の高騰、株価の暴落、通貨不安の他国への波及（テキーラ効果）などをもたらした。翌年1月31日にIMF・米国を中心とする総額500億ドルの支援パッケージが策定され、メキシコ通貨危機はとりあえず最悪状態を脱した。

c. 東アジア

東アジアは、1980年代半ば以降「奇跡」と言われるほどの急速な経済発展を遂げ、21世紀には欧米とならんで「成長センター」として世界経済の要諦を占めるであろうとの評価を受けるまでになった。しかしながら、1997年7月に至り、市場の「群衆行動」を誘って大量の売り投機を浴びたタイ・バーツが、それまでの通貨バスケット・ペッグ制を支え切れずそれを放棄して完全変動相場制に移行したのをきっかけに、「モンスーン効果」ないしは「トム・ヤム効果」と称されるごとく、タイの通貨・金融危機は周辺諸国に急速に「波及」・「伝染」した。インドネシア・ルピア、マレーシア・リングギ、フィリピン・ペソ、韓国ウォンは、いずれも97年末までの約半年間で対米ドル当り30～50%余り下落し、株価も大きく値を下げた。経済ファンダメンタルズが比較的安定していたシンガポール・ドルや新台湾元すらも、こうした危機の影響から免れることはできなかった。また、カレンシー・ボード制度による米ドル・ペッグ制をとっていた香港ドルも、10月下旬には一時大量に売られる場面が見られたが、金融当局の超高金利政策などにより、辛うじて米ドル・ペッグ制を維持することができた。しかしながら、株価はこうした金利の高騰に伴い急落した。さらに、タイ、インドネシア、韓国は、最終的には一定のコンディショナリティや構造調整策の実施と引換えに、IMFを中心とした国際的な金融支援を受けることとなった。かくして、世界経済の先導役の一端を担うことが期待された東アジア地域の経済成長率は、一転して大幅な下方修正を余儀なくされた。

d. ロシア

1991年8月にソ連共産党が解体して以来、ロシア政府は急速な経済の民営化と市場経済への移行を進めたが、その移行戦略は「拙速」との評価を受けるほどで余りうまくはワークしなかった。例えば、税収不足から95年より短期国債（GKO）を発行するとともに、コリドール制という目標相場圏を導入し、さらに翌年には外国資本に対する国債オークションへの参加を容認したから、高金利・低為替リスクと相俟って、GKOの外国人保有比率は確実に上昇した（94年の10%→97年の43%）¹⁾。ここで重要なのは、多くの商業銀行が、実物経済に対する本来の金融仲介機能を果たすことなく、外資相手の国債を担保とするレポ取引等、自らマネー・ゲームに狂奔したことである。その結果、実物経済は流動性不足から停滞を余儀なくされ、国債の償還のための国債借換えや国際機関への融資要請は、ロシアの外貨繰りに制約のあることをマーケットに気付かせた。かくして、東アジアの通貨危機の影響もあって、ルーブル売りは強まり、遂に98年8月、緊急金融対策によって、ルーブルの切下げ、中短期国債の償還停止と新発債への強制乗換え、民間対外債務の90日間返済繰延べなどに追い込まれた。

e. ブラジル

こうしたロシアの通貨危機の影響は、「ウォッカ効果」として中南米の新興国ブラジルに及んだ。ブラジルは、①米ドル・ペッグ制を採っている同国通貨のリアルに対して、それまで穏やかな切下げを続けてきたが、同国の永遠の政策課題であるインフレ抑制対策のために、それでもリアルの対米ドル相場を実勢より20~30%程度高めに誘導しているとの懸念が依然としてマーケットにあり、同国の為替管理政策への不安を拭えなかったこと、②98

年8月のロシア通貨危機以降、その影響でレアルの売り圧力が強まったが、それに対抗すべく、同国の外貨準備高は3か月間で700億ドルから400億ドルまで約300億ドル程度減らしたこと、③外資導入のために高金利政策を採ることにより、多額の金利負担から政府の財政収支は逼迫し、対GDPに対する財政赤字の比率は8%程度にまで達したこと、④98年11月、415億ドルのIMFを中心とする金融支援受入れを決めたが、その引換えとしての財政安定化計画の実現性に議会の反対もあって疑問が出てきたこと、⑤同国の有力州の一つであるミナスジェライス州が99年1月初めに連邦政府にモラトリアムを宣言したこと、などから大量の通貨投機にあい、99年1月18日には目標相場圏を放棄して変動相場制に移行した。

f. 理論的解釈

このような通貨危機に対しては、従来は主にその国の経済ファンダメンタルズの悪化にその原因を求めていた（例えばクルーグマン＝フルド＝ガーバー・モデル²⁾）。ここで、仮に通貨当局が固定相場制の維持と整合的でない拡張的な金融政策を採用した場合を想定してみよう。国内信用の持続的な拡大は、投資家の自国通貨建金融資産から外国通貨建金融資産へのポートフォリオ組替えをもたらしたり、国内需要増に伴う経常収支黒字の減少・赤字の拡大をもたらしたりするであろうから、公定平価に減価圧力が加わる。それゆえ、通貨当局は、公定平価維持のために自国通貨の買い介入を余儀なくされ、かくして外貨準備高は減少する。市場は当該国の保有する外貨準備高の減少傾向を見て、現行公定平価が仮に外貨準備高を最低水準、例えばゼロとした時の均衡市場為替レートよりも割高であると判断すると、それは即現在の外貨準備高ではもはや現行の公定平価を維持できないことを意味するから、市場は当該国の国際流動性や対外債務残高のサステナビリティに懸念を抱くようになり、場合によっては、既存貸出のロールオーバーや新規貸出をストップさ

せたり、スペキュレーションを行ったりする。

ところが、1990年代に至り、大量のマナーが瞬時に地球的規模で移動するようになると、上述した欧州、メキシコ、東アジアなどでの国際通貨危機の経験の蓄積もあって、通貨投機に関して新たな見方が生まれた。すなわち、ファンダメンタルズの悪化は単なるきっかけに過ぎず、市場参加者の「情報」への反応それ自体がそうした動きを増幅させ、自己実現的に通貨投機を発生させるとする見方や、あるいは、きっかけとしてのファンダメンタルズの悪化さえもはや前提とせず、きっかけはなんであれいかなる任意の情報も、市場参加者がひとたびそれが通貨投機を惹き起こすと推測すれば自己実現的に通貨投機が発生するという、いわゆる「サン・スポット均衡」的考えがそれである。こうしたロジックの中心をなす市場での情報の伝達や反応の仕方に対して、① 群衆行動 (herding)、② 伝染 (contagion)、③ 波及 (spillover) などの意味付けがされる。かくして、従来のファンダメンタルズ・モデルでは説明しきれない最近のグローバル化したマナー・マーケットの動きを分析するために、「群衆行動」や「伝染・波及」などを明示的に組み込んだ理論モデルが開発された (例えばオプズフェルド・モデル³⁾)。

こうした理論モデルは、① 対外債務に焦点を当てたものと、② マクロ産出量に焦点を当てたものとに二分される。①では二期間モデルを仮定し、政府の対外債務を短期と長期とに分け、さらに税収入とマナーサプライならびに政府支出を加えて、一般的な形での政府の予算式を作成する。この時、政府は租税の国民負担をできるだけ小さくしたいと考えること、ならびに、政府は公定平価の堅持を内外に表明していることから、仮に平価調整を行うと有形・無形の政治的・経済的ダメージを被るために、平価調整には一定のコストを要すること、を考慮にいれ、政府の政策目標を表した社会的厚生関数を定式化する。先の予算式を制約条件に、この厚生関数の最大化条件を導くことによって、平価調整を行う場合と平価を堅持する場合との、双方の経済の均衡条件が確定するが、それら両均衡条件の比較において免責条項による

平価調整の条件の範囲が定まる。かくして、経済ファンダメンタルズに関する他のパラメータが一定であるとしても、民間経済主体の当該通貨に対するリスク認識が例えば群衆行動や伝染・波及などによって変化した時にそれら条件の範囲は満たされることから、ここに経済ファンダメンタルズとは独立的にそれ自身が自己実現的に通貨投機を発生させるメカニズムが明らかとなる。同じことが②でも言える。すなわち、先ず、代表的企業の主体的均衡条件から実質産出量と実質賃金との関係式を導く。次いで、一期前の価格と今期の予想名目賃金との関係式を導入し、さらに購買力平価の成立を仮定することによって価格と為替レートとの関係を定式化する。そこで政府は為替レート変化率と目標実質産出量との乖離とを最小にするような政策目標関数を持つものとするれば、①と同様、それらの最適条件を導くことによって、平価調整を行う場合と平価維持の場合の均衡条件が確定する。かくして、平価調整条件の免責範囲が定まるから、それに対して、他のパラメータが変わらなくても民間経済主体の予想が変わることだけでそれら条件の範囲が満たされることが言え、したがって、ここに自己実現的な通貨投機の発生が明らかとなる。

〔注〕

- 1) 根本 (1998b) p.15。
- 2) 岡田 (1998), Krugman (1979), Flood & Garber (1984)。
- 3) 岡田 (1998), Obstfeld (1994), (1996) & (1997)。また、群衆行動、波及・伝染の詳細に関しては、岡田 (1999b)。

5. 国際通貨制度の評価

a. 現 状

1973年2～3月、主要通貨は変動相場制に移行した。それ以降、1976年のキングストン合意や1978年4月のIMF第2次改正協定を経て、世界の

外国為替相場制度は、今日、次のような固定相場制や変動相場制ないしはその折衷の形を採っている¹⁾。

- (1) 固定相場制 (米ドル等特定通貨, SDR, 通貨バスケットなどにペッグ)
- (2) カレンシー・ボード制 (為替ペッグ制を採る一方, 国内通貨流通量に見合うだけの外貨準備を通貨委員会に保有させる制度)
- (3) 共通通貨制・通貨同盟制 (他国の法定通貨を自国内でも流通させるか, あるいは同盟加盟国が統一通貨を流通させる制度²⁾)
- (4) 変動幅固定制 (通貨当局が中心レートとその上下一定の変動幅を固定しており, その幅の中で外為市場において自由に取り引されるが, 変動幅を超えそうな場合や, そうでない場合でも政策的に通貨当局が為替介入を行う制度)
- (5) クローリング・ペッグ制 (例えば内外インフレ率など特定の指標を基準に, 段階的かつ小刻みに平価を変更させる制度)
- (6) クローリング・バンド制 (特定の指標を基準に, 段階的かつ小刻みに変動幅の中心レートを変更させる制度)
- (7) 管理フロート制 (通貨当局が事前のアナンスやコミットメントなく外為市場に積極的に介入することで為替レートの動きを管理するもの)
- (8) 完全フロート制 (原則市場の需給のみによって決定されるが, 大幅な変動を抑制したり乱高下をスムーズなものにするための当局の裁量的な為替介入は認められる)

1999年1月1日現在のIMF加盟国185か国の内訳は、同日からの欧州の経済通貨同盟(EMU)の発足に伴い、固定相場制が39か国、カレンシー・ボード制が8か国、共通通貨制・通貨同盟制が37か国、変動幅固定制が12か国、クローリング・ペッグ制が6か国、クローリング・バンド制が10か国、管理フロート制が26か国、完全フロート制が47か国となっている。

b. 評 価

次に、上述した各制度について、その特色を検討してみよう。

ところで、為替管理や資本取引規制の緩和・自由化が進み、通信情報技術の革命的進歩と相俟って、国際金融資本市場のリンケージが飛躍的に高まると、大量の外国為替取引やデリバティブ取引などが地球的規模で瞬時に行われるようになった。その結果、予想為替レートやあるいはそれを決める将来のファンダメンタルズ・経済政策の予想に対して市場は敏感に反応し、大量の資本移動が一瞬のうちに起こり、それゆえ、変動相場制（クリーン・フロート、管理フロート）下での為替レートは、乱高下や過剰反応、バブル、ミスアラインメントなどをもたらす易くした。

こうした為替相場の不安定性は、短期的には、① 予見可能性の低下に伴い情報収集コストが増大する、② 為替リスク・ヘッジは先物為替予約やデリバティブによってしても必ずしも万全ではないしコストもかかることから経営リスクを高める、などのミクロ的コストを増加させる。また、マクロ的にも、為替相場の急速かつ大幅な増価は輸出減少による景気へのデフレ効果をもたらすし、逆に急速かつ大幅な減価は物価騰貴をもたらす。また、為替レートが不安定になると資本の流出入も不安定となり、国内の効率的な資本形成を妨げる。さらに、為替相場が均衡レート（すなわちマクロ経済が国内均衡・対外均衡と整合的な状態にある時の為替レート）から中長期にわたって乖離すると、不必要な生産要素・資源の産業間移動や国際間移動を招来し、したがって無用な調整コストを費やすこととなる。しかもこの場合、こうしてパレート最適な産業構造から一度逸脱すると、為替相場が逆転してもなかなか本来の構造に復元しないという「ヒステリシス効果」をもたらすことが多い。こうして、変動相場制下では、今日のマネーのグローバリゼーションに伴い、為替相場は極めて不安定になりがちで、このことは上述のごとく経済活動を大き

く損ねることになる。しかしながら、変動相場制は、一方で、内生的・外生的な攪乱から生ずる圧力を為替レートの変動で絶えず吸収・発散させる「柔構造」でもあり、経済の衝撃には極めて強い特色を持っていると言える。

これに対し、変動相場制の対極にある固定相場制（厳格な固定制、調整可能ベッグ）は、為替レートが安定することから、短期的なマイクロ・マクロの費用はミニマイズでき、中長期的にもパレート最適な産業・貿易構造を達成し得ることで経済厚生を高めることが可能となる。しかしながら、固定相場制は金融政策の独立性を失うと同時に、この制度はいわば「硬い構造」で、内的・外的攪乱から生ずる圧力をシステム内に強引に閉じ込めておこうとするものであるから、何らかのきっかけでひとたび公平平価の調整が行われそうになると、巨大な投機資金の流れが生まれ、多大のダメージを实体经济に与えることもあり得る³⁾。第4節で見たごとく、1992年から93年にかけての欧州通貨制度（EMS）、1994年末から95年初めのメキシコ、1997年半ばから98年前半の東アジア、1998年8月のロシア、1999年年初のブラジルなどに見られた世界経済を震撼させた一連の出来事は、このことを端的に例証していよう。こうして、固定相場制は、それを維持するためのコストのみならず、それが維持できなかった場合のコスト負担も大きい。

そこで、変動制と固定制の長所・短所の中庸を採ったものとして、ターゲット・ゾーン制ないしは目標相場圏制という制度が考えられる。これは、為替相場が変動し得る幅（バンド）を予め設けて、その範囲内に相場の変動を納めようとするものである⁴⁾。この制度の実行上の問題点としては、① 中心レートをどのような方法で算出するか、② 変動幅をどう決めるか、③ 為替相場の変動を制御する政策手段として何を割り当てるか、④ 中心レートを固定するのか変更を認めるのか、変更を認めるとしたらどういうルールを適用するのか、⑤ 中心レートや変動幅を予め市場に公表するのか否か、というものである。

(1) 中心レート

一般に中心レートには、米ドル等特定の通貨や SDR、実質実効為替レート、複数通貨バスケット、などが採用されるが、その水準をどこに置くかという点については種々議論がある。例えば、購買力平価レートは一つの候補である。また、この制度を最も体系的に定式化して提唱しているウィリアムソン＝ミラーは、「各国が最善の方法で対内バランスを追求し、また国際収支上の理由で貿易制限を行っていないという条件の下で、一景気循環内に經常収支の黒字または赤字を基調的な資本収支に等しくさせると予想される」実質実効為替レートを「基礎的均衡為替レート」と定義して、さらに具体的な数値をも各国ごとに計算している⁵⁾。

(2) 変動幅

どの程度の変動幅が適当かという点についての厳密な考えやコンセンサスはない。① 中心レートの採り方やその具体的計算値と、経済に均衡をもたらすであろう真の値との間の誤差の問題、② 余りに狭い変動幅では金融政策の自由度が失われること、③ ある程度の投機圧力を許容する必要があること、などから経験的に上下 10～15% の幅が適当とされている⁶⁾。

(3) 政策手段

為替相場を変動幅内にコントロールする政策としては、① 市場への介入、という直接的手段の他に、② 金融政策、③ 大量の資本流入に対して、例えば一定期間、中央銀行に無利子預託を義務付けるような、価格調整を主体とした市場と親和性のある資本移動規制策、などが考えられている⁷⁾。

(4) 変更ルール

厳密に中心レートを固定するよりも、諸条件の変化への柔軟な対応をはかるためにも、一定の指標に基づいてレート調整 (crawl) を行うのが一般的で

ある。その場合、予め週間・月間のごとく期間を定めて、その間のインフレ格差（実績値ないしは予測値）を基に中心レートを調整するのが通例であるが、さらにこれに生産性バイアス指標を加味して調整するケースもある。また交易条件を悪化させたり、対外債務/GDP比率を増加させるような外的ショックがある場合には、為替レートを減価させる必要が出てくるから、国際収支指標によるレート調整ということも考えられよう。あるいはウィリアムソン＝ミラーのいう基礎的均衡為替レート概念を適用すれば、国際収支指標のみならず国内均衡も含めた経済ファンダメンタルズに照らして調整されることも必要になってくる。

(5) 公 表

一般には中心レート水準や変動幅は市場に対して公表されている。これは、政府当局の制度維持に対するコミットメントを明確にさせ、市場の信認を得ることで、クルーグマンのいう「ハネムーン効果」⁸⁾を期待するためである。

c. 対 称 性

外国為替相場とは各国通貨の交換に伴う比率である。したがって、各国通貨の交換に係わる公式・非公式に定まった規則・慣行は、特定の国が有利・不利になることなく、各国間で公平かつ「対称的」なものであることが望まれよう。しかしながら、現状では米ドルが価値基準においても支払手段においても価値貯蔵においても圧倒的地位を占めている。例えば、米ドルは世界貿易の48.0%（92年）、全世界外貨準備の57.1%（97年末）、世界為替取引の43.5%（98年4月）を有している⁹⁾。かくして、国際的基軸通貨であるドルを発行する米国は、シニョレッジ・ゲイン¹⁰⁾を享受できるばかりでない。例えば、米国が持続的な経常収支赤字を出しても、資産運用の形で世界中の米ド

ルが米国に還流するかぎりその赤字はほぼ自動的にファイナンスされるから（ドルの自動還流システム）、米国はドル安防止や経常収支赤字削減のためにとりたてて引締めのマクロ経済運営を強制されることはないという「非対称的」立場にある。それゆえ、米国は、米国以外の国々と国際通貨制度に関して対称的な取決めにコミットするインセンティブが極めて弱いと言わざるを得ない。ドル本位制という米ドル一極集中型の国際通貨制度は、こうして不安定で脆弱な構造を本来的に有しており、ここに多通貨分散型の国際通貨制度の重要性が改めて認識される。

ところで、こうした文脈で最近関心を集めているのが「通貨バスケット制」で、貿易契約や資本取引、外貨準備などにおいて、米ドル・ペッグないしは de facto の米ドル・ペッグに代えて何らかの通貨バスケットを採用するというものである。例えば、東アジア地域でいえば、米ドル・円・ユーロの3通貨ないしはこれに域内通貨を加えたものを適当なウエートで加重平均した合成通貨を作成し、それに自国通貨を穏やかにリンクさせるという構想である。この場合、ウエートとしては、① 輸出額、② 貿易取引額（輸出＋輸入）、③ 為替レートの相手国貿易額への弾性値、④ 決済通貨別取引額、⑤ 最適ウエート（為替レート指数の分散を最小化するもの）などが考えられよう。また、この構想には、こうしたウエートの問題に加え、インフレ格差の調整をどうするかという問題がある。インフレ格差を調整することのメリットは、輸出競争力をそうしない場合より一定に保ち易い。他方、調整を施すことのデメリットとしては、新興国のように高インフレ体質の場合には、名目為替レートの継続的減価とインフレのスパイラルに陥る危険性や、外資導入に際して為替減価相当分をプレミアムとして国内金利に上乘せさせる必要が生じ、金利上昇リスクを生む。逆に、インフレ格差の調整を行わない場合には、名目為替レートが安定するから、この時のメリット・デメリットはちょうど上述と反対になる。

いずれにしても、こうした通貨バスケット制の採用により、米ドル一極集

中型から多通貨分散型への転換をはかることで、米国とそれ以外の国々との非対称性からくるドル本位制というものの持つ構造的不安定性をある程度軽減することが期待できよう。

d. 資本移動の規制

国際資本移動の規制緩和・自由化は、個々の投資家にとってみれば、① 国内市場に限定されるよりも高い期待投資収益機会が確保できる、② 各市場間の収益率に係わる共分散を低め得るから、投資リスクの有効な分散をはかることが可能となり、国内市場に限定されるよりもポートフォリオ全体のリスクをミニマイズできる、③ ポートフォリオの満期構成の変換が容易となる、などの利点がある。また、マクロ経済的に見ても、④ 経済ファンダメンタルズに照らして不健全・不適切な政策は、即座に大量の資本流出入や金利の急騰落を招こうから、政策当局に政策の節度を強いる、⑤ 経常収支の黒字・赤字を通じた異時点間の最適資源配分達成を、資本の国際間移動によって可能ならしめ、したがって国内市場だけに限定された場合よりも経済構成を高め得る、⑥ 限界生産力に国際的差異のある時、グローバルな資本移動により、一層生産性の高い用途に資源が配分されることで全体の総生産を高め得る、⑦ 金融システムの規制緩和・自由化を促すことにより、レント（自由な競争から生み出される以上の収益）の発生を抑制するので、資源配分の非効率性や所得分配の不正性を是正し、汚職・腐敗・クローニー・ビジネスなどの基となる不正利益を排除し得る、などのメリットが考えられる¹¹⁾。

しかしながら、資本移動の自由化の際に R. マッキノンのいう手順 (sequence) を間違えたり¹²⁾、あるいは経済のファンダメンタルズが不健全であるとか、為替政策が必ずしも適切でないとかすると、ヘッジ・ファンドを含む大量の通貨投機を時として浴びることもあり得る。しかも、群衆行動 (herding) や波及 (spillover)・伝染 (contagion) により、市場参加者の情報への反応それ自

体が自己増幅して、ひとたび通貨投機の発生を市場が推測するや通貨投機が発生するという、いわゆる「自己実現的」通貨投機発生の可能性が近年のマネーのグローバル化とともに急速に高まった¹³⁾。したがって、数百億ドル単位の外貨準備しか持たない多くの新興国にとってみれば、国際資本の無限定の流出入は今や大きな脅威となってきた。そこで、こうした国際資本移動、とりわけ短期性の資本移動の規制をどう取り扱うかが重要な課題となってくる。

一般に、国際資本移動を抑制するものとして、① 直接的な数量規制方式と、② 間接的な価格規制方式とがある。

(1) 直接規制

この方式は、直接に国内の株式や債券取得を非居住者に対して禁止したり、あるいは株式・債券保有を一定期間非居住者に義務付けたり（したがってその期間内の売却に伴う国外送金を禁じたり）するものである¹⁴⁾。

(2) 間接規制

他方、この方法は市場の価格メカニズムを援用するもので¹⁵⁾、(1)の直接規制よりは正当化し易いとされている¹⁶⁾。具体的には、例えば、① 源泉徴収税等流入資本に税を課すことや、あるいは、② 銀行部門を通じた流入資本に対してその一定割合を無利子で中央銀行に強制預託させることなど、いずれにしても資本移動コストを高め（すなわち資本価格を引き上げ）、それによって資本流入を抑制しようとするものである。預託方式は、技術的には容易で事例も多いが¹⁷⁾、しかしながら、銀行部門を経由した資本の流入部分にしか効果を及ぼさないから、非銀行部門に流入する資本への規制は困難である。また、課税方式は税の捕捉が不十分な国では採用が難しく、さらに税の捕捉・徴収に税当局の費用がかかる。したがって、預託方式の採用か課税方式の採用かという選択は、自ずとその国の金融市場の形態や整備状況など

に係わってこよう¹⁸⁾。

かくして、経済規模に比して巨額の資本の流出入があり、実体経済に大きなダメージが与えられる懸念が生じた場合は、緊急避難的な予防的措置として、上述した様々な資本移動規制策が「市場」対「国家」のギリギリの妥協点として実施されつつある。

〔注〕

- 1) IMF (1999), *International Financial Statistics*, May Issue, pp. 2-3.
- 2) IMF 前掲文献では必ずしも monetary union と currency union とを明確には区別していないが、本来は両者は峻別されるものであろう。すなわち、前者では同盟国内でそれぞれの通貨が固定相場で自由に変換されるものであり、他方、後者の currency union では同盟国が統一通貨を持ちかつその管理に共同で責任を持つものである (島崎 (1987) pp. 18-19, 同 (1997) pp. 81-82)。
- 3) 浜田 (1996) p. 240.
- 4) 目標相場圏制は、名目為替レートや実質実効為替レート、複数通貨バスケットなどが変動幅 (バンド) から乖離することを許さないが、これを許すような制度も考えられている (Williamson (1999))。この制度は、モニタリング・バンド制と称されるものであるが、政策当局はレートをバンド内に押しとどめる義務を免れるので、目標相場圏よりもより緩やかな制度と言えよう。ただし、① 市場は中心レート水準や変動幅を知っていること、② レートがバンドの外に出た場合、必ずバンド内にレートを戻す政策が採られるということを市場は知っていること、という点で、変動相場制よりも安定度が高まるとされている。
- 5) Williamson & Miller (1987)。また、そこで述べられている彼等の青写真を受け継ぎつつより詳細な政策論議を展開したものとして、Bretton Woods Commission (1994) 参照。
- 6) 7) Williamson (1999)。
- 8) Krugman & Miller eds. (1992)。
- 9) 大蔵省 (1999) p. 11 ならびに BIS (1999) p. 9。
- 10) シニョレッジないしはシニョレッジ・ゲインとは、貨幣の発行により発行者 (一般には中央銀行) が取得する利益のことで、狭義には流通貨幣の純増加分 (発行額一回収額 - 発行コスト) を物価水準で除したものとされている。国際通貨の観点からは、特に米国の場合、ドル紙幣が米国外で流通したり、米国債が海外の投資家・中央銀行に保有される分は、インフレなしに貨幣発行額を上昇させることができるから、その分シニョレッジを高めている、すなわち国際的な発行益を享受して

- いると言えよう（大蔵省（1999）pp.9-10）。
- 11) 青木他（1997）、河合（1994）・第2章、Obstfeld（1998）。
 - 12) McKinnon, R. (1991), *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy*, The Johns Hopkins U.P., p. 113.
 - 13) 岡田（1998）&（1999b）。
 - 14) 小宮・須田（1983）：理論編 p.244。
 - 15) したがって，“market friendly”と称される。
 - 16) 大蔵省（1998）、Dornbush（1998）、Krugman（1998）。
 - 17) 例えば、チリ、マレーシア、コロンビア、コスタリカ、スリランカ、イタリア、スペインなどの例がある（根本（1998a）p.24）。
 - 18) この他、「トービン税」と呼ばれるところの、世界中の外国為替取引に一律の国際税を課すことで過度の資本移動を抑制しようという、J.トービン・エール大学名誉教授が1971年に提唱した構想もある。これは、投資期間の短いものほど税率の負担によるイールド低下の度合いが大きくなるから、短期性の資本移動規制に有効とされるが、一方で、世界的に一律に課税されなければ非課税地域に資本が逃げるために各国の総意形成が重要であり、そうした点で実現性に欠けるとの批判もある（大蔵省（1998））。

6. 結 び

1990年代にマーケットを震撼させた欧州、メキシコ、東アジア、ロシア、ブラジルなど一連の通貨・金融危機を経て、今日、国際通貨アーキテクチャーの再検討の必要性が認識され始めている。現行国際通貨制度の問題点は、為替管理や資本取引規制の緩和・自由化が進み、通信情報技術の革命的進歩と相俟って、国際金融資本市場のリンケージが飛躍的に高まった結果、大量の外国為替取引やデリバティブ取引が瞬時に地球の規模で行われるようになったにもかかわらず、変動相場制ないしは固定相場制という枠組みの下で、依然として米ドルによる事実上の一極基軸通貨体制が採られていることに因る。例えば、経済のファンダメンタルズが不健全であるとか、為替政策が必ずしも適切でないとかすると、ヘッジ・ファンドを含む大量の資本移動や通

貨投機を時として浴びることもあり得る。しかもその際、群衆行動 (herding) や波及 (spillover) ・伝染 (contagion) により、市場参加者の情報への反応それ自体が自己増殖して、急激な資本移動や通貨投機が発生すると市場が推測すれば資本移動や通貨投機が発生するという、いわゆる「自己実現的」通貨危機発生の可能性が急速に高まってきた。それに対して、米国のみがドルの自動還流システムによりマクロ経済運営への制約から開放され得るような、いわば米国と米国以外の国々との間で国際通貨制度に非対称的な関係が存在するという事は、そうした通貨動揺に対処すべき対称的な取決めに対して、米国のコミットするインセンティブが極めて弱いものとならざるを得ないことを意味する。そこに上述した問題点の基本原因の一端を窺うことができよう。

そこで本稿では、1973年の変動相場制移行以後の国際通貨制度の変容について概観した後、それらの評価について、特に ① 変動相場制、目標相場圏制、固定相場制などの為替相場制度、② 制度の非対称性から来るドル本位制の持つ構造的不安定性とそれを是正するためのバスケット通貨制度、③ 短期性資本移動の規制、の問題を中心に論じたが、そこから導かれた結論は凡そ以下のごとくである。

- [1] 変動相場制と固定相場制にはそれぞれ長所・短所があり、したがってその中庸を採った目標相場圏制なる為替制度も考えられる。これは、為替レートが変動し得る幅を予め設け、その範囲内に相場の変動を納めようとするものであるが、ただしこの制度にも、変動幅や中心レートの算出・設定、制御、変更などで、実行上の様々な問題点が指摘できる。したがって、当面は変動相場制の下で、風に逆らう式やスムージング・オペレーション式の市場介入策によって、為替相場の乱高下や過剰反応などを出来るだけ最小化していく策を採ることが、最も現実的とも言えよう。そして、その学習効果次第では、次のステッ

ブとして、より相場の変動を抑制し得るような制度への移行も考えられる。

- [2] 次に、米ドル一極集中型のドル本位制の持つ不安定性・脆弱性を補強するものとして、「通貨バスケット制」構想がある。これは、複数通貨を適当なウエートで加重平均した合成通貨を作成し、それに自国通貨を穏やかにリンクさせるというものである。採択通貨の種類やウエートに実行上の問題はあるものの、こうした制度の採用を一層押し進めることにより、貿易契約通貨、投資通貨、準備通貨などで多通貨分散型への転換を実質的にはかることができるから、各国間にある程度の対称的關係が回復され、国際通貨としてのドルの非対称性から来る構造問題をより軽減することが期待できよう。
- [3] 最後に、マネーのグローバル化に伴う国際資本の無限定の流出入問題であるが、大量の短期性資本の急激な移動は時として实体经济に大きなダメージを与える懸念のあることが、最近の一連の通貨危機の事例で明らかになってきた。したがって、市場の価格メカニズムを援用したような market friendly な規制策、具体的には流入資本に源泉徴収税等を課すことや、銀行部門を通じた流入資本に対して一定割合を無利子で中央銀行に預託させることなど、資本移動コスト（すなわち資本価格）を高めることで流入を抑制する策が、緊急避難的な予防的措置として場合によっては正当化されることになろう。

〔参考文献〕

- 青木昌彦・金滢基・奥野正寛編（白鳥監訳）（1997）『東アジアの経済発展と政府の役割』日本経済新聞社
- 伊藤隆敏（1992）「為替レートの決定理論Ⅱ」伊藤隆敏編著『国際金融の現状』有斐閣
- （1997）「資本移動と新興市場——メキシコ危機の教訓——」『経済研究』第48巻第4号

- 大蔵省外国為替等審議会 (1998) 「アジアの通貨危機に学ぶ」
 ——— (1999) 「21世紀に向けた円の国際化」
- 大蔵省国際金融局 (1999a) 「国際金融システムの強化：G7 蔵相からケレン経済サミットへの報告」
 ——— (1999b) 「国際金融システム改革の主要課題」
- 岡田義昭 (1997) 『国際金融研究』 十一房出版
 ——— (1998) 「東アジアの通貨動揺に関する理論的・実証的考察 (1)(2)(3)」 『岐阜経済大学論集』 第32巻第1号～第3号
 ——— (1999a) 「変動相場制の理論的分析」 『岐阜経済大学論集』 第32巻第4号
 ——— (1999b) 「国際金融資本市場のグローバル化と短期資本移動」 『神奈川大学・商経論叢』 第35巻第3号
- 尾上修悟編著 (1993) 『国際金融論』 ミネルヴァ書房
- 小川栄治 (1998) 『国際通貨システムの安定性』 東洋経済新報社
- 河合正弘 (1994) 『国際金融論』 東京大学出版会
- 小宮隆太郎・須田美矢子 (1983) 『現代国際金融論——理論編・歴史政策編』 日本経済新聞社
- 島崎久彌 (1987) 『ヨーロッパ通貨統合の展開』 日本経済評論社
 ——— (1997) 『欧州通貨統合の政治経済学』 日本経済評論社
 ——— (1998) 「円の国際的役割」 『神奈川大学・商経論叢』 第34巻第1号
- 高木信二 (1989) 『為替レート変動と国際通貨制度』 東洋経済新報社
- 根本忠宣 (1998a) 「国際金融システム安定化のための処方箋」 『国際金融』 1008号
 ——— (1998b) 「ロシア経済危機と市場移行戦略」 『国際金融』 1014号
- 浜田宏一 (1996) 『国際金融』 岩波書店
- 深尾光洋 (1990) 『国際金融』 東洋経済新報社
- 益田安良 (1998) 「国際的資本移動抑制論が浮上」 『国際金融』 1011号
- 山本栄治 (1997) 『国際通貨システム』 岩波書店
- 渡辺 努 (1994) 『市場の予想と経済政策の有効性』 東洋経済新報社
- Argy, V. (1994), *International Macroeconomics*, Routledge
- Bank for International Settlements (1999), *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 1998*
- Bretton Woods Commission (1994), *Bretton Woods: Looking to the Future*
- Dominguez, K.M. and J.A. Frankel (1990), "Does Foreign Exchange Market Intervention Matter?" *NBER Working Paper*, No.3299
- Dornbush, R. (1980), *Open Economy Macroeconomics*, Basic Books

- _____ (1986), *Dollars, Debts and Deficit*, The MIT Press
- _____ (1998), "Capital Controls: An Idea whose Time Is Gone," *mimeo*
- Drazen, A. (1998), "Political Contagion in Currency Crises," *NBER Conference Paper*
- Eichengreen, B. (1994), *International Monetary Arrangements for the 21st Century*, The Brookings Institutions (藤井良広訳 (1997) 『21世紀の国際通貨制度』岩波書店)
- _____ (1996), *Globalizing Capital*, Princeton U.P. (高屋定美訳 (1999) 『グローバル資本と国際通貨システム』ミネルヴァ書房)
- _____, A.K. Rose and C. Wyplosz (1996), "Contagious Currency Crises," *NBER Working Paper*, No.5681
- Fleming, J.M. (1962), "Domestic Financial Policies under Fixed and Floating Exchange Rates," *IMF Staff Papers*, Vol.9
- Flood, R.P. and P.M. Garber (1984), "Collapsing Exchange-rate Regimes," *Journal of International Economics*, Vol.17, Nos.1/2
- Frankel, J.A. (1993), *On Exchange Rate*, The MIT Press
- Frenkel, J. and A. Razin (1987), "The Mundell-Fleming Model: A Quarter Century Later," *IMF Staff Papers*, Vol.34
- Gardner, R (1969), *Sterling-Dollar Diplomacy*, 2nd ed. McGraw Hill (村野孝・加瀬正一訳 (1973) 『国際通貨体制成立史』東洋経済新報社)
- Grossman, G.M. and K. Rogoff eds. (1995), *Handbook of International Economics*, Vol.3, North-Holland
- Jones, R. and P. Kenen eds. (1985), *Handbook of International Economics*, Vol.2, North-Holland
- Krugman, P. (1979), "A Model of Balance of Payment Crises," *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.11, No.3
- _____ (1997), "Currency Crises," *mimeo*
- _____ (1998a), "What Happend to Asia," *mimeo*
- _____ (1998b), "Saving Asia: It's time to get radical," *Fortune*, September 1998
- _____ and M. Miller eds. (1992), *Exchange Targets and Currency Bands*, Cambridge U.P.
- MacDonald, R. and M.P. Taylor eds. (1992), *Exchange Rate Economics*, Vol.1 and Vol.2, The Cambridge U.P.
- McKinnon, R.J. (1996), *The Rules of the Game: International Money and Exchange Rate*, The MIT Press
- Mundell, R.A. (1962), "The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for Internal and External Stability," *IMF Staff Papers*, Vol.9

- _____ (1963), "Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates," *Canadian Journal of Economics and Political Science*, Vol. 29, No. 4
- Obstfeld, M. (1994), "The Logic of Currency Crises," *Cahiers Economiques et Monetaires*, No. 43, Banque de France
- _____ (1996), "Models of Currency Crises with Self-fulfilling Features," *European Economic Review*, Vol. 40, No. 3/5
- _____ (1997), "Destabilizing Effects of Exchange Rate Escape Clause," *Journal of International Economics*, Vol. 43, No. 1/2
- _____ (1998), "The Global Capital Market: Benefactor or Menace?" *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 12, No. 4
- _____ and K. Rogoff (1996), *Foundation of International Macroeconomics*, The MIT Press
- OECD (1998), *Reports on the International Financial Architecture*
- Scammell, W.M. (1975), *International Monetary Policy: Bretton Woods and After*, The Macmillan Press
- Solomon, R. (1977), *The International Monetary System 1945-1976*, Harper & Row
- Triffin, R. (1960), *Gold and the Dollar Crisis: The Future of Convertibility*, Yale U.P. (村野孝・小島清訳 (1961) 『金とドルの危機』 勁草書房)
- Williamson, J. (1999), "Crawling Bands or Monitoring Bands: How to Manage Exchange Rates in a World of Capital Mobility," *International Economics Policy Briefs*, 99-3, Institute for International Economics
- _____ and M. Miller (1987), *Targets and Indicators*, Institute for International Economics (天野明弘監訳 (1988) 『為替レートと国際協調』 東洋経済新報社)
- Yeager, L.B. (1976), *International Monetary Relations: Theory, History, and Policy*, 2nd ed., Harper & Row