

変動相場制の経験と国際金融理論

新 開 陽 一

1. 報告の概要
2. 欧州通貨動揺(1992年9月)の解釈
3. 為替市場への介入の効果
4. マクロ政策の国際協調
5. 国際通貨制度——2、3の発言

1. 報告の概要

1980年代および90年代初めの国際経済の経験に照らして、過去10数年の国際金融理論の成果を展望するのが、私に与えられた課題である。しかし、私は論文の力点を学界サーベイ（したがって個々の理論・実証研究の学術的評価）に置くよりは、現実の出来事、例えばプラザ合意後の為替レートの変動や昨年9月の欧州通貨の動揺に焦点を合わせて、国際金融理論がもたらす知見をまとめる方に置きたい。また、高木報告との大まかな分業で、私は為替市場への介入の効果と、マクロ政策の国際協調を主として論じ、国際収支の調整と国際通貨制度をめぐる論点には、最後にごく簡単に触れるにとどめる。

まず次の2.では、われわれの記憶に新しい昨年9月の欧州通貨の動揺を取り上げ、介入の効果と国際政策協調についていかなる問題提起がなされたかを概観する。すなわち、為替レート・バンドの維持に対して単独介入は

有効か、協調介入ならどうか、また金利政策は有効かが問われた。一方、国際協調については、一国、例えばドイツの犠牲において他国の利益を図るのが協調であるか、一国内でも政府と中央銀行の対立が時に重要な結果をもたらすか、独立の中央銀行の思想と国際協調の関係は、などが問われたと考える。私の暫定評価は、①マクロ調整を欠いた単独介入の効果は限られている、②断固たる協調介入は有効であるが、そのマクロ政策への悪影響は今後の課題である、③国際協調について提起された問題はどれも複雑な含意を持つ、というものである。

これを踏まえて、3.では、為替市場への介入の効果に関する学界の知見を概観する。まず、理論・実証研究において用いられる定式を示し、1970年代から80年代へかけて、定式は同じであるが力点の置き方が変わったことを説明する。これはプラザ合意以後の介入の有効性を反映しているようが、なお有効性への疑問も根強いと指摘する。次いで、介入無効

本論文は1992年12月8日の金融研究会への提出論文を改訂したものである。改訂に際しては、パネリストとフロア参加者からのコメントに負うところが大きく、感謝の意を表しておく。

論の根拠になっているリスク・プレミアム研究にごく簡単に触れ、最後に比較的新しい研究領域として、介入が市場の期待に影響を及ぼすとの理論を眺め、学術的には興味深いものの現実の描写としては未だしであると論じる。

続く4.はマクロ政策の国際協調を取り上げる。協調については学界と実務界の見方に差があるとの指摘を受けて、2.で提起された問題はいずれも経済モデル（政策乗数および厚生関数）の差と協調の可否として定式化されると論じる。次いで、協調をよしとする健全な常識に触れ、外圧を利用しての健全な政策実施、あるいは国ごとの制度の差による協調の困難などの問題にも言及したい。最後に、日本の立場から国際協調を眺めると、協調を美化せず現実の政治を冷静に受け取るとともに、制度の協調の視点をより重視すべきであると結論する。なお、実際の協調の手段である客観指標に、金などの商品価格を加える米国提案に関する短い付論(4.(4))を加えた。

最後の5.では国際通貨制度をごく簡単に取り上げ、最適通貨圏の見方からECと日・独・米の間の固定相場を眺めるとともに、国際収支調整における為替レートの役割にも一言触れておいた。

2. 欧州通貨動揺(1992年9月)の解釈

本論文における私の狙いにとって、1992年9月の欧州通貨動揺は好適なケーススタディとなる。EMSは狭い範囲の為替レート・バンドを成功裡に運用してきたが、為替市場への介入と並んでマクロ政策の協調がその背景にあったとされていた。今回の動揺はドイツの高金利が発端であるが、それをめぐる利害対立はなかなか複雑で、欧州諸国だけでなく、ドイツ政府と米国当局も絡んでいた。きわめ

て大胆に整理してみると以下のとおりである。

イ. 介入の有効性

英国（および、おそらくイタリア）は単独介入でERMレートを維持しようと試みたが、マクロ政策でバックアップする意志を欠いたため失敗に終わった。英国の場合には金融引締めは国内目的には不適当であった（金融引締めを選んだドイツとのマクロ・ショックの相違）。ポンド防衛のためのスタンドバイ信用供与は市場を説得できなかった。イタリアの場合には、循環でなくトレンドとしてのマクロ病弊が大きな問題であろう。

仏フランの防衛は一応成功したが、これはドイツ当局が協調介入に参加したためと思われる。基軸通貨（このケースではマルク）をその発行当局が売る介入はしばしば有効である。しかし理論の見地からは不胎化介入の効果が問題となるのであり、ドイツ当局が今後マネーサプライ抑制政策をとれば、フランス当局は仏フラン防衛と国内景気維持のジレンマに直面する可能性が残っている。

ロ. 金利政策とレート維持

英・仏についてはすでに言及したが、（EMSの公式参加国ではないものの）スウェーデンの500%の政策金利は記憶に値する。固定レート維持の場合には投機はキャピタル・ロスの懸念がないので、金利政策で防衛するにはパナナ共和国並みの高金利を必要とする。これは理論的には昔から周知であったが、今回はその点を劇的に示したわけである。

スウェーデンはすでに福祉財政の破綻という独自の理由で緊縮政策を実施していたので、一時的に超高金利を受け入れた（外圧利用のショック療法につながる？）が、普通の場合にはこのような措置は受け入れ難いであ

II. 報告論文

ろう。つまり、金利政策で狭い為替レート・バンドを維持するのは困難である。スウェーデンも結局は維持できなかった。

ハ. 国際協調の目的

学界でマクロ政策の国際協調を分析する際には、パレート改善（全ての国の経済厚生が向上すること）を目的とするのが普通である。ところが今回は、ドイツ連銀が高金利は自国の厚生を改善する手段であると判断しているにもかかわらず、米・英はドイツに金利引下げを要求した。協調を美化して解釈すれば、a) 米・英の方がドイツ連銀より、何がドイツの厚生を高めるかについての知識が豊富であるか、b) 世界の厚生関数の見地から、ドイツの犠牲は小さく、米・英の厚生向上によって十分相殺される（ドイツから米・英への所得再分配政策）、ということになる。¹⁾しかし、素直に解釈すれば、米・英は利己的な目的でドイツに圧力をかけて犠牲を払わせようとしたのであろう。

国際協調とはある国（経済強国？）が若干の犠牲を払うことであるとの見方は、政策当局でもジャーナリズムでもなかなか有力である。しかし、協調が常に日・独の犠牲を意味するなら、二国が協調営為に（少なくとも経済的には）参加し続ける理由はない。また、今回はドイツ内部で連銀と政府の対立があり、コール首相は連銀まで出向いて利下げを要求したという。このような事態を一国の犠牲と解釈することは、少なくとも建前上はで

きない。建前上はやはり上述のa)、b)のよう、知識不完全か世界厚生関数を援用するしかないであろう。なお、以下では知識不完全をモデルの差と略称する。

ニ. 独立の中央銀行

国際協調を美化する立場からは、今回のドイツ連銀の高金利維持政策は協調を破壊する頑固・独善の行動であろう。しかし他方では、金融政策の思想の中には、独立の中央銀行が長い目でみて物価安定のほとんど唯一の誓（ことによると金本位と並んで）であるとの流れがある。マクロ国際協調と独立の中央銀行をどう織り合わせるかは重要な挑戦である。

ホ. ファンダメンタルズの差

ヨーロッパ諸国の中でもトレンドとしての基礎条件の差があることは、イタリア・スウェーデンに関して言及した。また、循環的な需要ショックと供給ショックが国ごとに異なる可能性にも言及した。これらは最適通貨圏の問題として学界で研究されているが、この点は5.で簡単に論じよう。

欧州通貨の動揺はその後ドル安となって日・米にも波及した。通貨動揺は局地化できないのである。また、日・米にはインフレ・生産性のほか、経常収支の大幅インバランスという基礎条件の差もある。ここで提起される問題は、日・米・独三国が最適通貨圏を形づくるかどうかである。この点も5.で簡単に論じたい。

1) 本文のパレート改善と世界厚生関数の区別は恣意的であるとの指摘を複数の方から受けたが、叙述が厳密でないのは反省したい。私の意図は次のとおりである。今、米国の厚生関数を u 、ドイツのそれを v とすると、世界の厚生関数は $W(u, v, \dots)$ となる。パレート改善の枠組みは W が u と v の（係数が恣意的な）1次式であるケースであり、本文で所得再分配と述べた枠組みは、何らかの根拠に基づいて W 関数を特定できるケースである。なお、いずれにせよ、国際相互依存あるいは外部性があるから、 u, v とも相手国の政策変数の関数である。

3. 為替市場への介入の効果

フロート移行後、介入の効果あるいは介入のルールは常に論議の対象になってきたが、1970年代に多数説であった無効論から、80年代の後半には有効論を再評価する方向になってきたようである。70年代の無効論は1982年サミットの委嘱によるJurgensen報告に集約されるが、85年のプラザ合意後の活発な介入とその一見したところの成功、またルーブル合意後の為替安定（事実上のターゲット・ゾーンとみる向きもある）が見直しの背景にあることは間違いない。

(1) 介入効果の分析枠組み

介入の効果の分析は、ごく短期のデータ（日次データなど）を用いたケーススタディも有力であるものの、多くはやや長い月次・四半期データによる計量分析か、純理論分析が主流をなしている。いずれの場合にも基本関係は：

内外貨建て資産比への需要

$$= \{ \text{金利差} + \text{期待為替レート} - \text{現為替レート} (= \text{リスクプレミアム}) \}$$

の関数、および

内外貨建て資産比への供給

$$= \frac{\text{市場のマルク資産（ドル評価）}}{\text{市場の総資産（ドル評価）}}$$

である。これは対マルク相場への効果を念頭に置いた米国の立場からの定式であり、日本あるいはECの場合には適宜変更すればよい。

不胎化介入の効果は、内外貨建て資産供給比が介入で変化した時に、需要側でいくつかの項目が変化し、結局のところ現為替レートがどれだけ変化するかで測られる。需要関数

のものはアンカバー金利平価からの乖離、あるいはリスクプレミアムである。1970年代の無効論は実は、需要関数が高度に弾力的（リスクプレミアムの僅かの変化が資産比需要を大幅に変化せしめる、あるいは介入を吸収する）との計量分析に根拠を置いていた。そこから介入無効論に直結するのは正しくない（金利差と期待レートをいずれも所与としなければならない）のであるが、この点はさらに後で言及する。

上の基本関係はごく簡単なものであるが、純理論にせよ計量分析にせよ、期待為替レートという厄介な変数を処理する必要がある、これが研究を困難ならしめている。困難さを実感するには、一応それを克服した Dominguez and Frankel [1990] がいかなる枠組みに従ったかをみるとよい。最近の欧州通貨動揺からも分かるとおり、介入効果はごく短期の問題であり、日次データを用いるのが望ましい。この研究ではドイツ連銀の日々介入の秘密データを（とくに許可されて）利用している（米国の介入データは事後的には計算可能であるという）。また期待為替レートのデータとしては、いくつかの市場サーベイを利用している。このような通常は入手不可能なデータによって、需要関数と為替期待関数の推定に成功したのである（計量分析のサンプルとしては週間隔）。

個々の研究を紹介・評価するのは本論文の目的ではないから、この論文にも深入りしないが、後の参照のために2点だけ述べておこう。期待関数では外挿的期待（前期の変化方向が次期にも続くと予想）が有力、とりわけプラザ合意後の2、3年については然りである。また、別途加えた新聞の介入ニュースも有意な説明変数である。全体として介入は有

II. 報告論文

効であるが、そのほとんどは期待変化を通してのものである。ともあれ、2学者の研究は特殊なデータに基づいており、学界の主流をなしているとは必ずしもいえない。

(2) ポートフォリオ効果

介入による直接の期待変化の効果を無視する時、介入の効果は内外貨建て資産への需要関数の弾力性に依存する。これを便宜上ポートフォリオ効果と呼ぶとして、弾力性がきわめて大なら効果が小さいことは上述した。実は、外国為替市場におけるリスクプレミアムの研究は、介入効果への関心とは別に、市場効率性のテストとしてきわめて活発に行われてきた。文献は引用しないけれども、多数の書物・論文の蓄積がある。

研究のほとんどは期待データを利用せず、合理的期待を仮定して計量手法で問題を処理している。合理的期待が上の2学者の結論と必ずしも一致しないことは別にして、²⁾介入が直接期待を変化させる効果（もしあるとして）、および単独介入と協調介入の効果の差をピックアップできない点も記憶しておく必要がある。ともあれ、結果を概観すると、リスクプレミアムはゼロではない（すなわち介入が完全に無効とはいえない）が、その値は小さい。また、リスクプレミアムの正負は時間とともに変化しうる。経時可変のリスクプレミアムを何らかのマクロ変数で説明する試みはほぼ失敗に終わっている。換言すれば、介入による内外貨建て資産比の変化という変数でも、リスクプレミアムを説明できない。介入は完全に無効とはいえずとも、有効で

あると計量的に示すことも困難なのである。

（なお周知のように、深尾光洋氏は一連の研究で、これと反対の結論を導いている。文献は新開[1991]を参照。）

このようにリスクプレミアムが小さいので、期待レートと現レートが同じ方向に変化する、あるいは金利差が介入によって大幅に変化するというような便利な想定をしない限り、介入の効果も小さいと結論せざるをえない。ついでながら、期待レートが大きく変化した時、金利政策で現レートを維持するのが困難なのは、この系としてすぐに理解できる。短期の期待レート変化は、年率で容易に数百パーセントに達しうる（旧IMF下の平価変更直前など）。したがって、必要な金利差も一時的には数百パーセントになるのである。

(3) 期待効果

このような背景の下で、上掲の2学者は介入が直接期待レートを変化させる効果を重視したのである。実際、プラザ合意後のドル急低下は、介入額を考慮してもポートフォリオ効果では説明できず、期待レートが変化したと判断せざるをえない。もっとも、期待変化のメカニズムには異論がありうるので、2学者は外挿的期待を援用するであろうが、Obstfeld[1988]のように関係国のマクロ政策の変化を重視する向きは多い。

期待変化の経済学的な分析は意外に厄介である。合理的期待にはすでに言及した。この立場を極端にまで押し進めると、不胎化介入は内外貨建て資産比そのものを変化させない（というより、国債は純資産でないとのり

2) コメントがあったので言及しておくが、後述のターゲット・ゾーンもしくはシグナル効果の理論分析においては、やはり合理的期待を仮定している。

カード等価命題) という結論に至る。本論文ではこのような極端な議論は割愛するのが適当である。介入の効果に関して興味深い研究が進んでいる分野は、ターゲット・ゾーンの純理論分析と、介入が当局のマクロ政策の変化を予告するとの、いわゆるシグナル論である。

ターゲット・ゾーン理論の基本的な考え方は、ゾーン境界で実施される徹底介入は売り方に投機ロスをもたらすので、売り方はゾーン境界までは売り進まない、というものである。そこで、為替レートの変動幅がファンダメンタルズのそれより小さくなる、つまり、介入は為替安定に対して有効である。もし当局がゾーン境界で徹底介入するだけでなく、ゾーン内でも時折不確定的に介入するなら、投機ロスの公算はさらに大になり、レート安定効果も高まる (Lewis[1990])。

ここでは為替レート変化に関する合理的期待が大きな役割を担っているが、ゾーン境界での徹底介入を前提にした議論は、最近の欧州通貨の動揺が提起した問題を回避しているともいえよう。実際、介入通貨の不足がありうる時には、介入有効の結果は成立しない。この時に有効性をもたらすのは、関係両国がともに自国通貨を売り介入する協調行動である。

ターゲット・ゾーンの純理論研究はおそらく、ルール合意以来の為替安定を念頭に置いたものである。米国も介入に参加するとの市場投機筋の懸念が、1987年以前に比べて格段の為替安定をもたらしたという見方は、直観的には納得がいくのではないか (プラザ合意以後しばらくは協調介入はleaning with the windタイプであった)。けれども、ターゲット・ゾーン理論の検証可能な諸命題をテスト

した計量研究は、概ねこの理論に否定的であることは記しておかねばならない (Flood, Rose and Mathieson [1990])。ただし、ほとんどの研究がEMSのデータを用いており、これは常識的なターゲット・ゾーン (中心レートの上下10%くらい) よりはるかに狭いゾーンのデータである。

介入が期待レートを変化させるとのもう1つの仮説はシグナル論である。当局のマクロ政策変更が市場に信認される (credibleである) ためには、当局にとって痛みを伴ないうる (costly) 介入がシグナルになり、為替期待もマクロ政策変更を反映して変化するというのである。普通、介入が痛みを伴ないうる理由として、当局の外貨保有のキャピタル・ロスを挙げる向きが多い。けれども日本を念頭に置いた時、外貨保有の為替差損が政策の信認を左右するとは考えにくい。この点については、渡辺[1992]は理論的により納得のいく定式化を試みている。しかし、(純学術的な評価は別にして) シグナル論が現実に対応するかどうかには、下で述べるように疑問がある。

(4) 介入効果の分析の含意

ポートフォリオ効果が有意に作用するには、よほど多額の介入を実施しなければなるまい。しかも、固定レート維持のような局面では、安全な投機が可能なので投機資金の規模はきわめて多額になる。おそらく、これに対抗できるのは、断固たる協調介入だけであろう。さらに、マクロ政策の変更が信認されるなら、あるいは介入が成功することになろう。

その意味でシグナル論の発想は正当なのであるが、現在の市場が介入をマクロ政策の変更のシグナルとしているであろうか。マクロ

政策の行方を探るFEDウォッチャー・日銀ウォッチャーは多数いるが、彼らが(為替レート水準そのものはともかく)介入額に注意を払っているとの証拠はない。また、モデルに即していうなら、Dominguez and Frankel [1990]のモデルにもいえることであるが、市場は介入額をすぐには知りえない。エピソードとしては、植田[1992,p.190]が船橋洋一氏の書物から引用して指摘しているが、日本当局は1986年7月に金利引下げを図ろうとして円売り介入を手控えた。これはむしろシグナル論とは逆の行動である(ただし、船橋・植田両氏ともここでシグナル論を評価しているわけではない)。

ターゲット・ゾーン理論でもシグナル論でも、介入が有効であるためには、すなわち介入によって直物レートが変化するためには、介入が不確定的であることが必要である³⁾(完全に予想できてはならない。ただし、ターゲット・ゾーン理論では為替レートのゾーン到達が不確定なのであるが)。ここからの教訓は、当局がいつ介入するかもしれないとの懸念が為替安定に貢献するのであり、直観的にも納得のいく結果であろう。しかし、これは特定のレートの維持には貢献しない。要するに、固定レートの維持はきわめて困難なのである。

4. マクロ政策の国際協調

(1) モデルの差とは

協調の目的に関する問題提起は、すでに2.で国際協調の分析の枠組みとしてのモデルの

差に帰着すると指摘したので、ここではモデルの差をもう少し説明しておこう。現実のマクロ協調はサミットやG7でごくルーズに実施されているが、その点は以下の(2)でさらに言及するとして、少しでも学術的に分析するにはモデルの援用が不可欠である。

一国の経済厚生が失業率・インフレ率などのマクロ変数に依存するとし、これを一国の経済厚生関数と呼ぶ(注1の u, v など)。ところで、マクロ目的変数は政策によって変化するが、公定歩合(あるいはベースマネー)・財政収支などの政策変数と目的変数の関係が政策乗数である。さらに、もし世界の経済厚生関数を考えるとすれば、それは各国厚生をもととするであろう(注1の W)。以上はごく形式的な議論である。ではモデルの差とは何か。

さきに言及したドイツ連銀と政府の見解の差は、金利維持か引下げをめぐるものであった。これは一応連銀がインフレ防止を重視、政府が失業減少を重視したと解せる。そうなら、自国の厚生関数の見方が違う(どちらによりウエイトを置くか)か、それとも政策乗数の見方が違う(金利引下げ効果の見方の差)。いずれにせよモデルの差である。けれども、ドイツ政府が対米協調を重視するあまり、米国の厚生関数(それは相互依存を通してドイツ金利がもとになっている)の向上を図った可能性もある。むしろ米国の政治圧力のせいである。そうなら、問題はモデルの差というよりは、協調の名による利己動機の発揮である。実はモデルの差と利己動機が絡むので、

3) コメントで指摘されたとおり、本文の介入有効の言葉使いは狭すぎる。確実にcredibleな介入が予想されるなら、為替レートは(ターゲット・ゾーン理論のように為替プロセスが確率的と仮定するのでなければ)介入水準に固定されるのであるが、この時にも介入は有効であったといえよう。

国際協調の結果が思わしくなるのである。

ついでに世界厚生関数に再度触れておくと、極貧国援助のように議論の余地が少ない場合には、世界厚生関数に基づく行動がなされていると解釈できる。けれども、主要国のマクロ政策のファインチューニングにおいて、ドイツの若干の厚生低下が米国の厚生向上で相殺できるというような議論が成立するとは思えない。つまり、パレート改善とは別の世界厚生関数を持ち出す協調営為は、成功の可能性がない。やはり、パレート改善に議論を限るべきである。⁴⁾

さて、今までは意識して為替レートに触れなかったが、3.でやや詳しくみたとおり、介入（もしくはマクロ政策一般）が為替レートに及ぼす効果は、理論的にも実証的にも詰まっていない。したがって、為替レートや国際収支を含むマクロモデルにおいて、政策乗数の値（時には符号）について見解の差は大きい。換言すれば、モデルの差が無視できない。いわんや厚生関数の形については、モデルの差は大きく、米国がドイツの厚生関数のインフレのウェイトを低いとみなすようなことは頻発する。利己動機をモデルの差で粉飾する場合も多々あろう。

モデルの差が深刻な問題を引き起こすのは、そのために協調によってパレート改善が実現するとは限らないとの結果があるからである（関係文献は新開[1991]にある）。学界ではこの結果によって、「マクロ協調論の棺桶に釘が打たれた」（ある若手米学者の言）との評価が有力である。それに対して、IMF、OECDなど国際機関に拠るエコノミストを中

心に、関係国の善意（利他心）があればモデルの差は縮小するとの筋道で研究が進められている。しかし、私にはこのような想定が意味を持つとは思えない。

そもそも独立の中央銀行をよしとする思想が有力なのは、一国内でも政府が常に厚生関数の最大化を目指すとは限らず、政権維持のためには長期の厚生低下につながる行動をとる場合が多いからである。いわんや米国のような政治大国の政府が、自らの政権維持のためにドイツのような政治小国の厚生低下をディスカウントするのは当然であろう。モデルの差のため明確な分析の裏付けを欠いた国際協調とは、所詮はパワーポリティックスの手段にすぎない。協調の美化は危険である。

(2) 協調の現実

以上はマクロ政策のファインチューニング、すなわち短期の裁量政策を念頭に置いた議論である。しかしながら、短期マクロモデルを用いた厚生改善というような厳格な基準から離れて、協調がやや長い目でみて部分的な成果向上をもたらすかと問うなら、肯定的な評価がなされる場合も多々あろう。すでに言及したルーブル合意後の為替安定はその一例である。このような立場からの研究が学界と実務界の間とでもいべき所で多数行われているが（例えば Blommestein [1991]、Dobson [1991]）、手法がケーススタディに傾いているのでサーベイは困難である。

1つ記憶すべき点は、国際協調の思想（これは国家主権尊重の立場からは驚くべきものである）が、政策のマイナスの国際波及を回

4) コメントで指摘された公共財のコスト負担は別にして、大不況が懸念されるような有事に際しては、一国の犠牲などといわず、できる国がまず手を打つことも必要であろう。

II. 報告論文

避するという良識に基づいていること、そうして協調を欠いた1930年代の教訓、ティンバーゲン、ケインズらの知的貢献などの長い歴史を持つことである。ブレトンウッズ体制は裁量政策でなくルール of 協調を体現したと解せるが、その後1970年代後半のサミットでも中期の協調行動がしばしば取り上げられた。協調が短期裁量政策に傾斜したのは比較的近年である。

協調の制度的な側面としては、国ごとの政治制度の差（米国の行政府・議会・連銀の相対的独立、ドイツの首相優位と連銀の独立、日本の諸官庁分立）が国際合意を困難にしたり、合意事項へのコミットメントを弱めたりする。むしろ国内政治におけるポピュリズムの程度も違い、例えばイタリアが財政節度を回復する見込みはごく小さい。国際機関の関与は強まってきており、専門知識の提供など有用な役割をも果たしているが、主要先進国に合意を強要し、合意事項を守らせる力は（ECコミッションといえども）持っていない。

こうした現実をみると、国際協調の対象を限定するのがよいと判断されるが、他方ではフロート下の為替レートの変動、自由化に伴う資本移動の活発化、金融機関を含む企業活動の国際化など、マイナスの波及のチャンネルになりうる分野が広まってきたのも事実である。また、国際的コミットメントが時に苦い良薬を飲ませる機会となることもないではない。要は「モデルの差」の難点から比較的自由な分野に限定して（それは勢い中長期の、ルール整備的な分野になろう）、国際協調の

精神を生かすのが望ましい、ということになる。⁵⁾

(3) 日本の立場

学界の知見を紹介するとの本論文の目的から離れるが、国際協調と日本の立場について私の考えを一言述べておこう。繰り返しになるが、国際協調を美化しないことである。アメリカ知識人が日本人は国連・五輪・ノーベル賞を過大評価していると指摘するが、これに国際協調を加えてもよい。植田 [1992, p.189f] によれば、日本の金融政策は2度の円高不況の後の回復期に判断を誤ったが、これには米国の圧力もあったかもしれない。ことによると国際協調にもっと冷厳な姿勢があれば、判断の誤りは回避できたかもしれない。（もっとも私は、どの国の当局であれ最適のタイミングで適度の裁量政策を実施できるとの見方には疑問を持っている。理由は単純に「モデルの差」あるいは知識不足である。）

しかし、日本はドイツよりも政治小国であり、国際圧力には抵抗力が弱いと思われる。とりわけ協調に冷淡とみられるのは回避したいところである。それにはルール面での協調に積極的な態度を示すのがよいのではないか。例えば銀行の自己資本比率に関するBIS規制を例にとると、最初からあまり抵抗せず国際世論に従うこともできたはずである。むしろルール提案も（裁量政策と同様に）利害対立と妥協の産物であり、欧米諸国の動機が日本の銀行の活動に枠をはめることにあったというのは事実であろう。けれども、もし早期にBIS規制に同意し（かつ実行し）、しか

5) 複数のコメンテーターから、私の議論がG3協調に偏っており、第三国の利害・行動が視野に入っていないとの指摘を受けた。そのとおりであり、今後さらに考えてみたい。

も「株の含みなどは本当に必要な時には消滅している」との英国代表の主張（と伝えられる）にも同意していたなら、現在の金融機関の苦境はずっと軽かったはずである。

これはもちろん後知恵である。私のいいたいのは、今日の環境の下では、国際銀行業務の規制であれ税制の国際調和であれ、ルールの協調が必要とされている。また、ルール整備の国際協調では、中長期の議論ができ、「モデルの差」の困難は比較的少ないので、相互に利益のある合意が成立しやすい、ということである。金融政策からははるかに離れるが、ガットのウルグアイ・ラウンドにおける日本の消極姿勢は、その意味で遺憾であった。同様のことが金融政策の分野で起こらないよう期待したい。

(4) 付論：資産価格を目標にしたマクロ協調

上で言及した日本銀行の1986～87年の景気判断の「誤り」論は、財サービス価格の安定からみて、資産価格を目標にした金融政策の運用を含意するであろう。また、国際協調の分野では、客観指標に金（きん）を含む商品価格を加えるとの提案がある。この付論は資産価格と金融政策の関係について、1つの問題点の指摘を行うものである。

まず、客観指標の補充案は、昨年ブッシュ＝ベイカー再選チームがG 7に提案したもので、これが米国の利己的動機を象徴する点ここでは繰り返さない（過去の同じ提案については新開[1991, p.223]を参照）。当面の問題との関連では、商品価格が資産価格の性格を持つかどうか重要であるが、金価格はいうまでもなくストック価格、他の小麦などもかなりストック価格の性格を持つといってよからう。

さて、商品価格を1つの目標にした金融政策については、学界に若干の研究の蓄積があり（例えばHook and Walton [1989]）、それがフィードバック・ルールとして運用されると、財サービス価格や生産の変動をかえって激化しうることが分かっている。その理由は、このような政策の下では商品価格指数が（例えば小麦供給ショックに対して）オーバーシュートし、そのため金融政策も行き過ぎるのである。この議論は世界経済全体にも当てはまるし、一国経済にも当てはまる。

ここでは問題提起にとどめる。また、いわゆる日本のバブル発生と崩壊についての当局の責任に、何がしかの光を投げる意図をも持たない（モデルが単純すぎるから）。資産価格あるいは商品価格と金融政策の関係は、さらに注意深く研究されるべきテーマである。

5. 国際通貨制度——2、3の発言

最後のセクションは結語に当てるのが普通であるけれども、結論めいた叙述は各セクションにあるので、以下ごく簡単に論じ残した問題に触れておきたい。

フロート下の国際収支調整については、調整政策の要・不要の検討もさることながら、1980年代の日・米のインバランスの原因およびその調整過程が、中期かつ大筋で昔ながらのマンデル・フレミング・モデルによって説明可能との主流派の立場（Bergsten [1991]、とくに同書のKrugman論文）がある。その中では、実質為替レートの調整（必ずしも為替政策を意味しない）が必要不可欠であるとの立場は、若干の検討が必要であろう。80年代前半のドル高がミスアラインメント（バブル）であったとの主張もあれば、貯蓄投資バランスにより比重を置く主張もありえよう。

II. 報告論文

いずれにしても、為替レートの伸縮性が調整過程を助ける点（つまり、固定レート下では調整過程の困難がさらに大きいという点）は、異論が少ないと思われる。これはフロート支持論につながる。他方、為替レートのミスマライメントの悪影響を重視し、ターゲット・ゾーンなどで為替安定を図るべしとの立場もある。国際収支の調整よりは単一通貨がもたらす利益（文字どおりの単一通貨から為替レート安定までを含む）を重視するのであるが、このトレードオフは少し視点を変えると最適通貨圏の議論になる。

最適通貨圏の考え方（の少なくとも1つ）は、単一通貨の利益を一方に置き、独自のマクロ政策で総需要の調整を実施できることの利益を他方に置き、両者のトレードオフを考慮して固定レートの適否を判断するのである。国ごとのマクロの需要・供給ショックが食い違う（正の相関を持たない）なら、最適通貨圏である公算は小さい。今回の欧州通貨

の動揺はこの点を明示した。実際、最近の研究によれば（例えば Bayoumi and Eichengreen [1992]）、EC内でもショックの相関が常にプラスとはいえないようである。いわんや、日・独・米の間でマクロ・ショックが高い正相関を持つとは考えられず（ショックでなく、生産そのものの相関も高くない）、三国が最適通貨圏をなすとの立場は支持し難い。

それではフロートの欠点である為替レート的大幅変動にどう対処するか。短期資本の移動に規制を加える（トービン税を含む）のは実務上の困難が大きいという。マクロ政策の協調ファインチューニングと協調介入の組合せは、為替安定をもたらしうるが、3.で述べた悪影響の方が大きいであろう。結局のところ、不確定介入による不安定投機の抑制に期待するしかないと思われる。

以 上

[大阪大学経済学部教授]

【参考文献】

- 新開陽一、『通論国際経済』、岩波書店、1991年
植田和男、『国際収支不均衡下の金融政策』、東洋経済新報社、1992年
渡辺 努、「不胎化介入のシグナル効果について」、『金融研究』第11巻第1号、日本銀行金融研究所、1992年3月（“Essays on the Sterilized Intervention Signaling and the Currency Composition of Government Debt,” Ph.D. Dissertation, Harvard University, 1991.）
Bayoumi, T. and B. Eichengreen, “Shocking Aspects of European Monetary Unification,” NBER Working Paper No. 3949, 1992.
Bergsten, C. F. ed., *International Adjustment and Financing : The Lessons of 1985-1991*, Institute for International Economics, 1991.
Blommestein, H. J. ed., *The Reality of International Economic Policy Coordination*, North-Holland, 1991.
Dobson, W., *Economic Policy Coordination: Requiem or Prologue ?*, Institute for International Economics, 1991.
Dominguez, K., and J. Frankel, “Does Foreign Exchange Intervention Matter ? Disentangling the Portfolio and Expectations Effects for the Mark,” NBER Working Paper No.3299, 1990.
Flood, R. P., A. K. Rose, and D. J. Mathieson, “An Empirical Exploration of Exchange Rate Target-Zones,” NBER Working Paper No.3543, 1990.

- Hook, A., and D. Walton, "Commodity Price Indicators: A Case for Discretion Rather Than Rules," in M. Miller *et al.* eds., *Blueprints for Exchange-Rate Management*, Academic Press, 1989.
- Lewis, K. K., "Occasional Interventions to Target Rates with a Foreign Exchange Application," NBER Working Paper No.3398, 1990.
- Obstfeld, M., "The Effectiveness of Foreign Exchange Intervention: Recent Experience," NBER Working Paper No.2796, 1988.