

総括パネル・ディスカッション：「21世紀の 為替相場制度における中央銀行の役割」

導入スピーチ

おきなくにお
翁 邦雄

日本銀行

1. 序論

総括パネルのテーマは「21世紀の為替相場制度における中央銀行の役割」である。このパネルに先立つセッションでは、エマージング市場諸国経済の観点から、主要3通貨の動向を与件として危機回避の問題について焦点が当てられた。この総括パネルでは、主要3通貨そのものにかかわるいくつかの論点を追加的に取り上げたい。

本コンファランスのアジェンダには、議論していただきたいいくつかの論点がすでに提起されている。それらはすべて重要で、注意深く真剣に検討するに値するものである。しかしながら、この導入スピーチでは、大谷・藤木 [2002] 論文に沿って、いくつかの問題に焦点を当てる。むろん、これは、総括パネルでの論点を制限することを意図するものではない。パネリストの方々には論じたいことを自由に論じていただきたいと考えている。

さて、私が提示したい中心的な論点は、為替レートの安定と物価の安定との関係を中央銀行はどのように考えるべきかである。むろん、この関係は、経済規模の大きい先進国の中央銀行にとってだけでなく、発展途上国の中央銀行にとっても、深刻な問題を含んでいる。しかし、日本銀行主催のコンファランスにおいて、この問題を取り上げることに特に意義があると考えられる。なぜなら、約30年前に日本が変動相場制を採用して以来、われわれはこの問題にずっと取り組んできたからであり、また、現在の日本のゼロ金利政策下では、為替レートと物価の安定との関係は、特に注目を集める問題となり得るからである。

以下のスピーチでは、はじめに、日本の経験に照らして、為替レートの安定と物価の安定との関係について論じた後、中・長期的な問題について簡単に触れたいと思う。

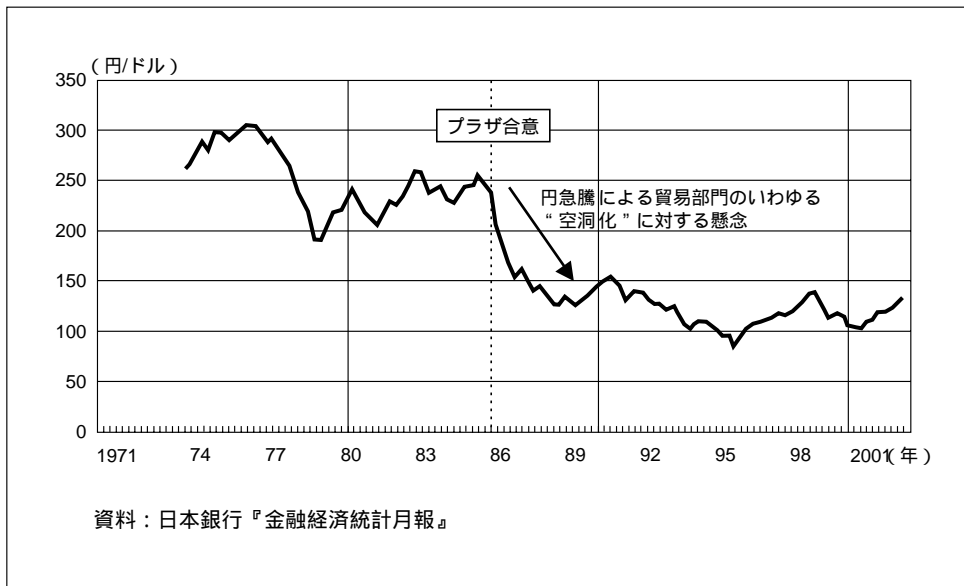
.....
本稿は、7月1日、2日に日本銀行金融研究所主催で行われた、テーマ「21世紀の為替相場制度」のコンファランスにおける著者の総括パネル導入スピーチの改訂版である。

2. わが国の経験

まず、為替レートの変動への対処方法に関する主要3カ国経済の懸念を示す一例として、日本の経験をご紹介します。1980年代後半、日本のエコノミストと実業家は、1985年のプラザ合意後の円急騰により景気後退と貿易財部門に生じるいわゆる「空洞化」を懸念していた（図1）。日本銀行は、デフレ・ショックを為替レート的大幅な変動に起因するものと考えていた。この時点では、国内物価の安定と為替レートの安定の間には、緊張関係は全くなかった。

振り返れば、円高を通じた需要低下圧力は、1987年または1988年頃にはすでに消滅していた。しかしながら、1987年10月のブラック・マンデーは、世界経済の景気後退への懸念とドル価値の持続可能性についての不安をもたらした。これを受けて世界経済の不安定化と為替レートの不安定化を回避するには、主要国間の政策協調が必要であるとの意見が強まった。また、日本は莫大な額の経常収支黒字を持つ世界で最大の債権国であったため、日本の金利上げは、国際的な政策協調の崩壊をもたらすであろうとの意見も聞かれた。異常なドル高が是正されると、米国では今度はドル安に対する懸念が、そして日本では円高による景気後退への不安が、それぞれ湧き起こった。その結果、国内景気に主に配慮した低金利維持は、日本ではしばしば国際的な政策協調の一環として議論された。当時、利用可能な情報は、国内価格の上昇リスクを示してはいなかった（図2）。振り返れば、リスクは不動産価格において明白であり、それを懸念する声もいくらかはあったが、中・長期的観点から金融システムにこれほど劇的な影響を与えるであ

図1 プラザ合意後の為替レートの推移



ろうと考える者はほとんどいなかった（図3）。そのような環境のもとで、日本銀行は予防的に金利を上げる機会を見出すことはできなかった。公定歩合をようやく上げることができたのは、インフレ圧力が多くの経済学者の目によくぶん明らかとなった1989年5月のことであった。

図2 価格と産出量の推移

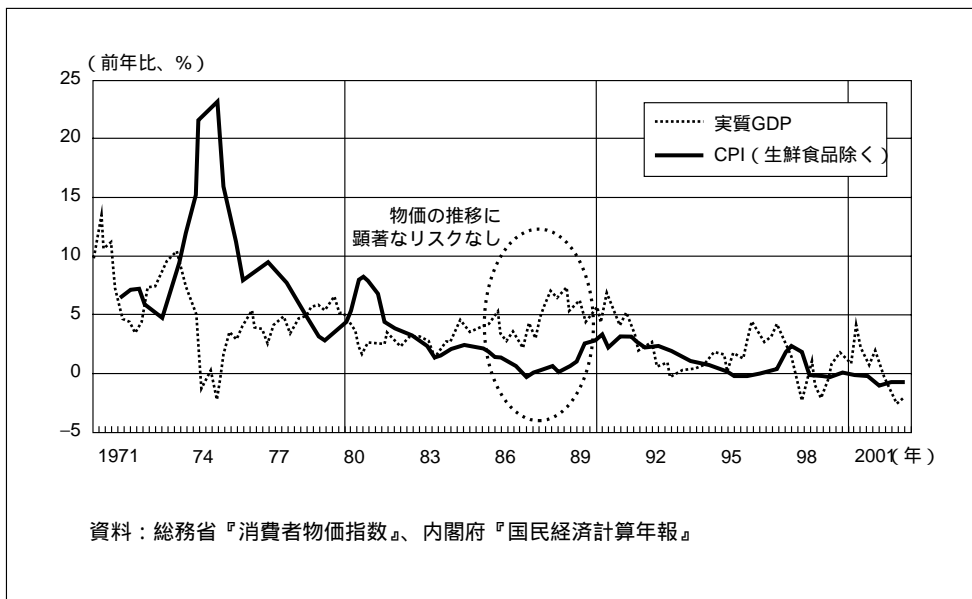
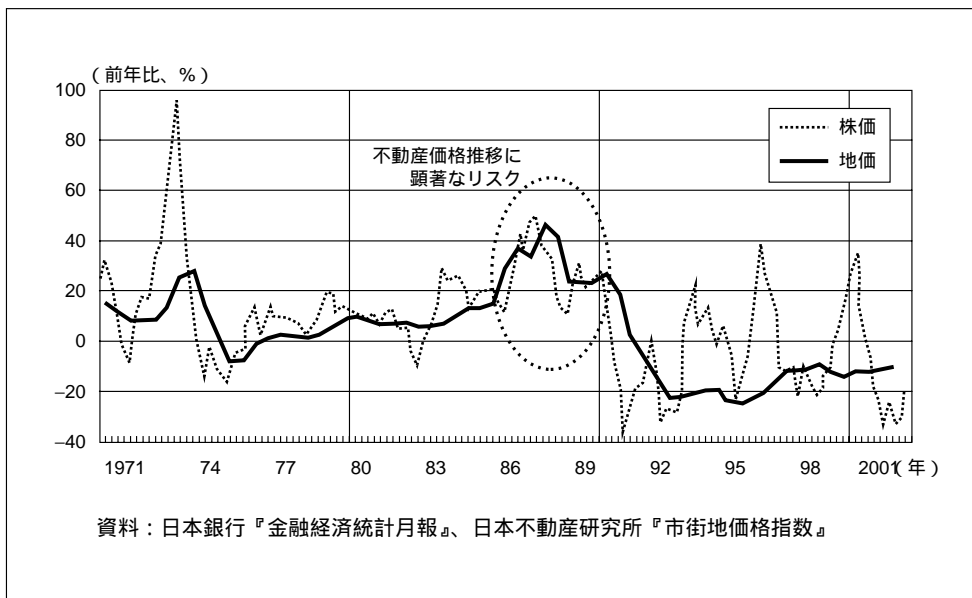


図3 不動産価格の推移



ちなみに1990年以降、わが国の名目為替レートは切り上がり、実質為替レートも同様の動きを示している。しかしながら、かつてメルツァーは、その後の名目円/ドル為替レートの変動が偶然にしては小幅すぎるのではないかという問題を投げかけられたことがある。ここでの論点は、為替当局による市場介入やアナウンスメントによって、ターゲット・ゾーンを維持することが可能かどうかという問題である。

3. 国際的なマクロ経済政策協調

この時期の日本の経験は、多くの教訓を含んでいる。そのなかで、今回のコンファレンスのテーマに関連したいくつかの教訓について述べたいと思う。1つは、為替レートの安定を目的とした国際的な政策協調は、より注意深い検討を必要とするという点である。

経済学者の間では、主要3ヵ国間での政策協調の必要性についての意見は分かれている。ある論者は、国際的な政策協調からの利得を示すために、ゲーム理論に基づいたモデルを1980年代半ばまでに提案した。また、他の論者は中央銀行間の政策協調を含む名目または実質為替レートの「ターゲット・ゾーン」を推奨した。これに対し、一部の経済学者は国内物価の安定を達成するという意味で最適な国内金融政策の枠組みだけで十分であり、為替レートの安定からの恩恵は二次的なものにすぎないと主張している。例えば、大谷・藤木 [2002] でも議論されているように、標準的なマクロ計量モデルは、国内金融政策が国際的にもたらす波及効果が、実証的にはさほど重要でないことを示唆している。また最近発表されたObstfeld and Rogoff [2002] でも、ルールに則った金融政策が実行されれば、国際的な政策協調から得られる利益は理論的に小さくなることが示されている。最近、学界においても国際的な政策協調への関心が再び高まっているが、それは新しい開放マクロ経済学の自然な拡張だと思われる。為替レートの安定を目的とした政策協調についての、パネリストの皆様のお考えを聞かせて頂ければ幸いである。

4. 為替レートの変動による部門間にわたる動学的帰結

日本の経験から得られる2つめの教訓は、為替レートの変動によって生じた、移行過程における経済のダイナミクスとさまざまな財・要素市場にわたる調整過程の性質を把握する必要があるということである。

ちなみに経済学者のなかには、新しい開放マクロ経済学のモデルに基づいた場合、部門間に生産性の相違があるとすると、国際的な政策協調から得られる恩恵は非常に大きなものになると指摘する論者もいる。

日本の経験に話を戻すと、実質為替レートの急騰は、劇的なリストラを反映した

輸出部門の生産性の向上を意味するものと思われていた。残念ながら、今日では、非貿易部門における生産性の向上が貿易部門におけるそれよりも後れをとり、そうした部門からの過剰な資源の放出、とりわけ過剰債務の解消が今日のわが国経済が直面している最も深刻な課題であることは明白になっている。

しかしながら、ブラック・マンデー以後の良好なマクロ経済動向は、多くの経済主体に成長率トレンドの上方シフト信じさせるに至った。今になってみれば、トレンドの変化のほとんどが一時的なもので、金融政策はこれをアコモデートすべきでなかった(図4)。しかし、持続的な経済の拡大局面では、上昇する成長率を循環的要素とトレンド要素とに峻別することは困難である。これまでのところ、結果は大きく違うものの、同様のことが最近の米国の経験にも当てはまる(図5)。

図4 わが国における成長率トレンドの変化

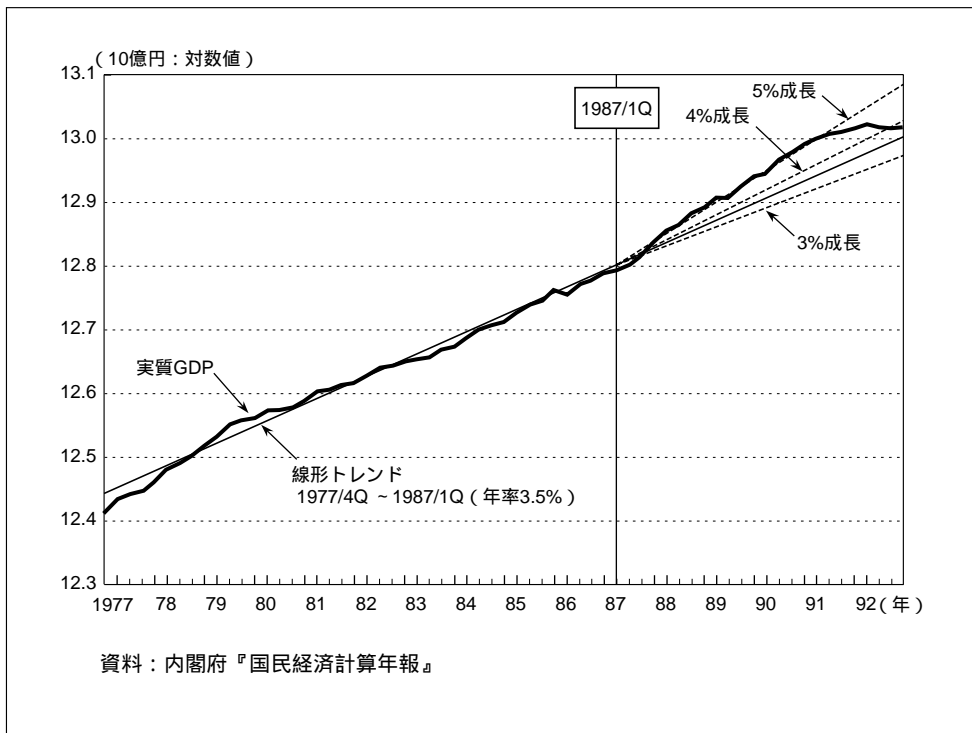
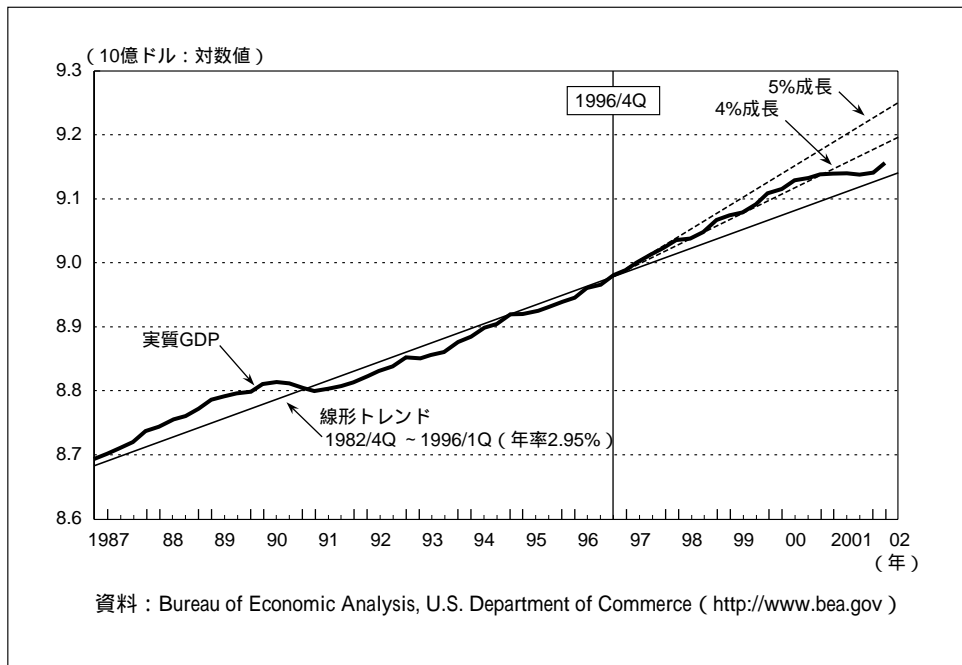


図5 米国における成長率トレンドの変化



日本では、非貿易財産業におけるブームおよび円高と国内物価安定の両立が、一般的な生産性の向上を金融政策がアコモデートした帰結であると誤解されていた。資産市場の熱狂のあとの金融政策の波及メカニズムを日米間で比較することは困難であるが、銀行部門の体力と適応力の差は、マネーの伸び率の差から推測できるだろう。

ここでの教訓は、金融政策が為替レートに反応して運営される場合、中央銀行は移行過程における経済動向、および、さまざまな財・要素市場に亘る調整過程を知る必要があるということである。しかし、現実には、われわれの知識には非常に限界がある。そうであるならば、為替レートの変動に対してどのように対応すべきであろうか。

5. ゼロ金利政策と為替レート

1980年代後半のわが国の経験はよく知られており、おそらく本日私が申し上げたことはすべて既知のことであったかもしれない。実際、もし私が海外からのコンファランス参加者だったとしたら1999年以來のわが国のゼロ金利政策、特に、名目金利ゼロ制約下での国内価格の安定を目的とした為替レートの役割に、はるかに強い関心を抱いただろう。この問題は、わが国においては昨年7月以來かなりの程度議論されているが、賛否両論がある。

6. エマージング市場諸国経済の問題

次に、エマージング市場諸国経済の問題に移りたいと思う。小国開放経済では変動相場制を選択した国でさえ、名目為替レート的大幅な変動を恐れることでは共通している。この受け止め方は、輸出部門における競争力を失うことへの不安からくるものかもしれない。

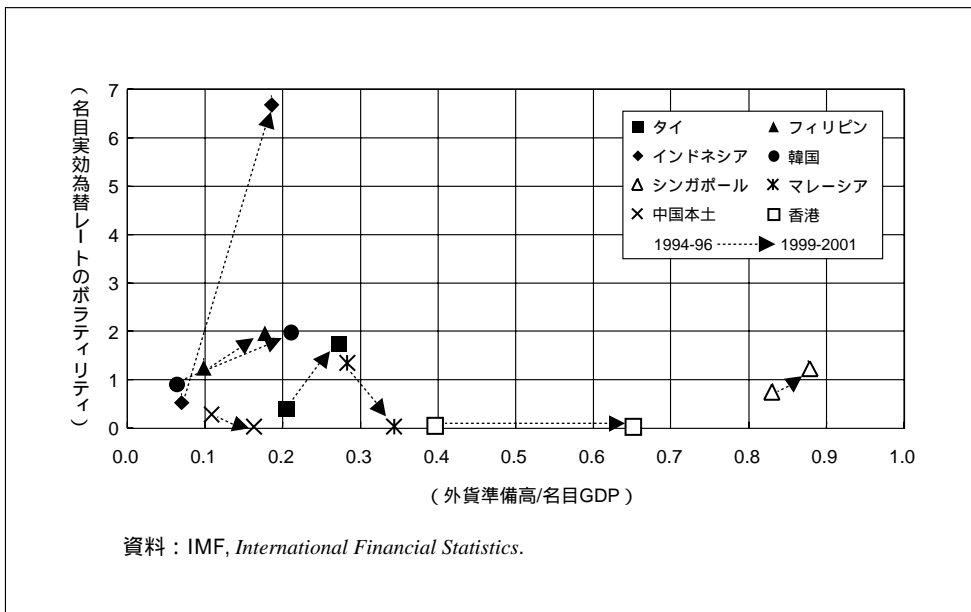
エマージング市場諸国経済が、自国通貨の持続的な増価に直面していると仮定しよう。もちろん、為替レートの変化が永続的なあるいは一時的なものであると判断するのは困難であるという意見があるかもしれない。また、名目為替レートの変動や均衡為替レート周辺での一時的な動きが、大変重要であることを示すに足る実証的に十分な証拠があるのかどうかと疑問視する意見もあるかもしれない。

自国通貨の増価に直面しているエマージング市場諸国経済にとっての当面の選択肢は、市場に任せて貿易財部門から非貿易財部門へと資源の再配分を劇的に行わせるか、輸出に頼る成長を続けるかである。後者を選択したとすると、実質為替レートに重きをおいた金融政策が長期的に持続可能な成長に寄与するのかという疑問が生じる。

実際には、為替レート変動への不安に対処するため、エマージング市場諸国経済は大量の外貨準備高を蓄積する傾向にある（図6）。先の疑問は、大量の外貨準備高の蓄積が、長期的な世界経済の安定と整合的かどうかと言い換えることができる。

この戦略が短期的に成功し、しかしながら、貿易相手国の経常収支赤字を減らす強い圧力が働くとしよう。その場合、小国開放経済諸国による外貨準備高の蓄積は、

図6 外貨準備高と為替レートのボラティリティ



必要な調整を遅らせることになるかもしれない。故に、名目為替レートにおける当面のリスクを回避することは、将来のより大きなリスクを導くことになりかねない。さらに深刻なことに、頻繁な通貨減価は、中央銀行の信認の喪失につながり、いわゆる「切下げバイアス」の状況に至るかもしれない。また、当面の為替レート変動を避けるための大量の外貨保有は、将来の資本ストックの損失をもたらし得る。このトレード・オフを評価できるような確かな方法はあるのだろうか。

もちろん、規模の大きい経済に対しても同様の疑問が指摘できる。例えば、一方で円安を推奨する意見があり、他方で米国の経常収支赤字は維持可能でないという意見がある。どちらの意見も正しいとすると、どのように折合いをつけることができるだろうか。

7. 21世紀の為替相場制度

ここまでは、中央銀行の短・中期的な政策に関する問題だけを述べてきた。先に申し上げたとおり、より長期的な問題も、大谷・藤木〔2002〕で取り上げられている。特に、中国経済が確実な成長を遂げ、人民元が世界経済において大きな役割を果たしているなかで、21世紀における主要通貨はドル、ユーロ、円であると仮定することは適当であろうか。米ドルは、再び唯一の国際通貨となるのであろうか。これらの疑問に対する回答を得るまでに、どれほどの歳月が必要なのであろうか。また、新たな生産技術の出現、広く流通する新しい地域通貨の登場、世界的なデフレ、といったショックなど、どのような経済条件が主要な国際通貨の枠組みに変化をもたらすきっかけになるのであろうか。

より一般的には、何カ国の通貨が21世紀に生き残れるだろうか。財・金融市場のグローバル化と同様に、取引や決済技術の向上を反映する相反する2つの力が、通貨の最適な範囲は国境に制限されるものではないことを示している。つまり、ユーロに象徴される集中化への強い力と、それとは正反対に、地域通貨の導入にみられる分散化への動きとである。

疑問点をあげることはいくらかでも可能であるが、ここらで切り上げよう。要するに、パネリストの長期的な観点からの意見を期待している。

参考文献

大谷 聡、藤木 裕、「21世紀の国際通貨制度：展望」、『金融研究』第21巻第4号、日本銀行金融研究所、2002年、77～114頁

Obstfeld, Maurice, and Kenneth Rogoff, “Global Implications of Self-Oriented National Monetary Policy,” *Quarterly Journal of Economics*, 117 (2), 2002, pp. 503-535.

パネリスト・スピーチ

アラン・H・メルツァー

Allan H. Meltzer カーネギー・メロン大学

総括パネル・ディスカッションの翁の導入スピーチでは、興味深く、しばしば厄介な問題が多く取り上げられた。そのいくつかは、固定相場制と変動相場制の適切な選択のような、単純な答えがない経済問題である。どのような国、どのような環境において、どのような為替相場制度が経済厚生を最大にするのだろうか。他方、翁の取り上げた問題には、難しい政治経済的問題も含まれる。誰が、物価の安定と為替の安定の双方を可能にする公共財を提供すべきか。物価安定を提供すべき国が、他国にインフレ税を課すようなことを防ぐにはどのようにすべきか。経常黒字や経常赤字の調整は誰がすべきか、2国間ですべきなのか。

世界の国々は、これらの諸問題を解決するためにさまざまな方法を試してきたが、未だ1つも解決にはいたっていない。これらの試みの歴史を振り返ると、最適解を見出すことや合意に達することは難しく、さらにそのコンセンサスを維持していくことはいっそう難しいことがわかる。物価と為替レートの安定のメリットを同時に獲得し、維持していくのは容易なことではない。89年にわたる連邦準備制度の歴史において、物価と為替レートの両方が安定していた時期は、物価安定を広く定義し低インフレの時期を含めたとしても、せいぜい20年である。さらに生産能力が安定的に成長していた時期に限定すれば、その期間はおよそ8～12年にまで減少し、全期間の10～15%程度となる。同様の経験は、他の多くの先進国でも広くみられる。

過去30年間の一部はこうした期間に該当し、多くの国が自国通貨を自由に、あるいは管理的に変動させることを選択してきた。米国は1982年以降、2つの小規模な景気後退を挟みつつも、成長と低インフレが両立した期間としては史上最長の時期を享受した。日本は、物価の安定と持続的な成長のどちらも経験せず、欧州連合の主要国は比較的低いインフレと比較的高い失業率を経験した。

一方、他の国々はさまざまな経験をしてきた。なかには深刻で長期にわたる経済危機を経験した国もあり、その原因の一部は為替相場制度にあると考えられる。アルゼンチンやアジア諸国がその例として挙げられよう。香港の経験は、厳格な固定相場制にはコストを伴うデフレが必要とされ得ることを示している。また、アルゼンチンの経験は、物価の安定や高い雇用を維持し、深刻で長期にわたる経済危機を避けるには、厳格な固定相場制だけでは不十分であることを示している。

主な結論は、古くから繰り返し伝えられているものである。すなわち、多くの国々、特に中・大国経済においては、マクロ経済政策が適切ならば、固定相場制であろうと変動相場制であろうと十分に機能する。政策が適切でないならば、どちら

の為替相場制度も問題を生み出すが、この場合には変動相場制を選択する方がよいと考えられる。反対に、小国開放経済では為替レートを固定し、中央銀行を閉鎖すべきである。これら両極の中間に位置する開放経済では、海外から物価安定を輸入することが可能ならば、固定相場制が最も適している。

この問題を解決しようとしてきた多くの試みの歴史は、最適な為替相場制度が明白でも不変でもないことを示している。超国家的ルールを設けることにより、金本位制は問題のいくつかを解決した。各国はそのルールに参加し、遵守することもできるが、ルールに参加せず、遵守しないこともできる。自国の利益になると思われたときには、多くの国々がルールを破った。しかし、1870~1913年の間は、そうした国の多くが金本位制に戻っていた。現在、金本位制はとられていない。それは、われわれがその便益を知らないからではなく、その費用を知り、費用が過大であると信じているからである。古典的な金本位制のもとでは、物価は景気循環と同方向に動くので、物価安定を維持するためには多くの失業を受け入れなければならない。マーシャル、フィッシャー、ケインズをはじめとする多くの著名な経済学者たちはこれらの問題に気づき、改善を試みた学者もいた。フィッシャーの「補整ドル」や、商品本位制に関する多くの提案は、中央銀行の裁量を制限するとともにデフレのリスクを減らすルールを模索したものである。

両大戦間の金為替本位制やブレトンウッズ体制は、金を補うためにドルやポンドを用いて、その基盤を拡大した。しかし、数年間の運営の後、両制度とも失敗に終わった。1920年代の金為替本位制崩壊に対する最も一般的な説明では、金の偏在、すなわち、米国、もしくは米国とフランスによる金所有のシェアが大きすぎたこと、あるいは協調や協力が失敗したことが挙げられる。私は、両制度が失敗した原因は為替レートのミスアラインメントにあったと考えている。為替レートの調整がインフレ/デフレかという選択を強いられたとき、多くの国々は為替レートを調整することを選択した。両制度ともデフレやインフレ以外には、制度の枠内で実質為替レートの乖離を調整する解決策を、持ち合わせていなかった。

ケインズやホワイトがブレトンウッズ体制を提案したとき、ヤコブ・ヴァイナーはケインズに、その制度は中央銀行と労働組合との間に争いを引き起こすと述べた。そして、ヴァイナーが、「もし労働組合が勝ったらどうする」と聞くと、ケインズがそのような結果は遺憾だという趣旨で答えた。ケインズはそのような結果が避けられないとは言わなかったが、実際には避けられなかった。ヴァイナーは、ブレトンウッズ体制がインフレを誘発することを正しく予見していた。ブレトンウッズ体制は、現実のインフレ率と望ましいインフレ率との乖離を調整するメカニズムを欠いていた。彼は、自分の予見がこんなにも早く実現したことに驚いたかもしれない。1958年12月の経常勘定における兌換から、1968年3月の金輸出禁止の実施にいたるまで、10年にも満たなかった。短い期間ではあったが、ブレトンウッズ体制は金為替本位制よりも長く持ちこたえた。金為替本位制の正確な長さは、どこでカウントするかによって異なる。英国は、1925年4月から1931年9月までの6年間、金兌換を実施した。フランスは、事実上1927年に金為替本位制に参加し、1935年に脱退した

ので、8年間参加していたことになる。ほとんどの国々は、1933年までには脱退していた。

私が引き出した教訓は、固定相場制は、全てのマクロ経済政策を通貨の対外価値という1つの制約に適応させる必要があるため、現代国家の政治経済と両立しないということである。現代の民主主義は、その対価を非常に長期間支払い続けることは好まない。Obstfeld and Rogoff [1995] が示したように、固定相場制のほとんどが2~3年以内に崩壊した。例外はあるが、非常に少ない。

これは大きな変化である。19世紀と20世紀初期、英国は約90年間にわたり為替レートを固定していた。経済危機の際、正貨支払いは停止したが、切下げは行わなかった。為替を安定させる政策は、いくつかの国が金本位制に加わった1870年代と1880年代のデフレの期間、そして、19世紀末の金鉱発見後に生じた年平均2~3%の緩やかなインフレの期間を経験した他の国々も、通常、90年よりは短い期間ではあるものの、概して同様の経験をしていた。

19世紀と20世紀の経験を比較すると、固定相場制と適度な物価安定が両立しないことはないという命題が支持されることがわかる。主要な変化は、有権者と政府が高い雇用に対しておくウエイトと、政府の役割に対する有権者の信念に関して起きたのである。

雇用を増やすために政府が意図的に赤字を出すという考え方は、ケインズが「一般理論」^[訳注]を出版するまで、経済学には正式に取り入れられていなかった。また、その考えは、第2次世界大戦が終わるまで、平時の政策にも入っていなかった。いったん赤字を出すことが政治的に受け入れられると、固定相場制を維持することはより困難になった。高い貯蓄率、インフレを伴わない政策、均衡予算だけでは十分でない。ある国の貿易相手国が売却すべき多くの負債を所有している場合、固定相場制を維持するためには、その国は貿易相手国の負債を買わなければならない。口に出しては言わないが、これが最近「政策協調」を主張する人々が求めているものである。変化しない為替レートと共通の利子率のもとでは、A国がB国の負債を買わなければならない。

翁は、為替レートを安定させ得る手段として、政策協調に関する問題提起を行った。オープニング・セッションの基調講演で私は、共通の政策ルールと共通のインフレ目標を採用するような政策協調について、そのいくつかの長所を議論した。こうした政策協調は、存続し得る唯一のタイプの政策協調であるが、その可能性は大きくないかもしれない。こうした政策協調のもとでは、実質為替レートが調整され得る一方、他国の利益のために、税率を上げ、支出を減らし、利子率を上げるようなことは政府に求められない。ブレトンウッズ体制やかつての欧州通貨統合の経験から、われわれは、国々はそのような政策協調に同意するかもしれないが、それは決して長くは続かないということを学んだと私は確信している。1920年代も同様で

[訳注] John Maynard Keynes, *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, London: Macmillan and Co., 1936. (塩野谷祐一訳、『雇用・利子および貨幣の一般理論』、東洋経済新報社、1995年)

あった。他の国々が金本位制に戻ることを米国が手助けしたのは、米国内の目標と矛盾しない場合に限られていた。

最後に、ノイズを含むデータに対する政府と中央銀行の反応についての私の懸念を表明したい。連邦準備制度の議事録を読むと、かなり予備的でしばしば不正確なデータに対して、彼らが反応していることに驚かされる。連邦準備制度はわれわれと同様に、彼らが反応しているデータ変化の多くが、次の改訂で消えるかもしれないということに気がつかなければならない。改訂後のデータをみれば、関心が強まるかもしれないし、弱まるかもしれないし、裏切られるかもしれない。時系列データに一時的な変動が多く含まれている場合には、ほとんど反応しないことが最適な反応になるだろう。ジョン・ミュースの先駆的な業績が現れて以来、われわれは、反応の大きさは、時系列データにおける恒久的な要素の分散に対する一時的な要素の分散の割合に反比例させるべきことを知っている。私は、このように考え、あるいは行動している中央銀行を知らない。日次、週次、月次、あるいは四半期の為替レートでさえ、ノイズを含んでいる。多くの研究によって、為替レート変動の影響はあまり大きくないことがわかっている。その理由は、為替レート変動の多くが一時的であるからだとは私は考えている。一方で、実質為替レートの恒久的な変化には、より大きく持続的な影響があるとも考えている。

物価の安定を目標とする政策ルールにおいては、中央銀行はインフレやデフレといった物価水準の恒久的な変化に対処しなければならない。為替レートの恒久的な変化は、名目かもしれないし、実質かもしれない。1985年以降の日本が学んだように、実質為替レートの増価を抑えるために中央銀行が市場介入することは間違いである。為替市場に介入する中央銀行は、変化が一時的か恒久的かという性質だけでなく、変化が実質か名目かという点に関しても、信頼できる情報を持つべきである。私は中央銀行がこのように行動しているという証拠をあまりみていない。それが真実ならば、なぜそうであるのかを聞くのは興味深い。多くの中央銀行が、変動が大きく、高いインフレには費用がかかると判断するまで、長すぎるほどの年月がかかった。主要国の中央銀行が共通のインフレ目標を持ち、物価の安定と為替レートの安定を主要国とそれ以外の国々にもたらすことは可能であり、望ましいということは今こそ中央銀行は学ばなければならない。

参考文献

Obstfeld, Maurice, and Kenneth Rogoff, "The Mirage of Fixed Exchange Rates," *Journal of Economic Perspectives*, 9 (4), 1995, pp. 73-96.

モーリス・オブストフェルド

Maurice Obstfeld カリフォルニア大学バークレー校

為替レートの安定と物価の安定は、しばしば矛盾する。実際、最終的にこうした矛盾が生じてしまうことは常に避けられないように見える。この事実は、名目為替レートを固定するような制度の安定性を、根底から揺るがす。例えば、大恐慌時には、金本位制の採用国の中でも、1930年代中頃まで金の平価を維持し続けていた「金ブロック」の国々が、より深刻なデフレに苦しんだ。ブレトンウッズ体制の調整可能な固定為替相場制は、こうした基本的な為替レートの安定と物価の安定の間にある緊張関係を認識して構築されたものである。ジョン・メイナード・ケインズは、英国上院議会で、為替レートが国内経済の必要に応じて調整されるのであって、その逆ではないと論じ、ブレトンウッズ体制を擁護した。しかし、1950年代から1960年代にかけて民間の資本移動が拡大していくと、慎重で「規律ある (orderly)」平価切下げはますます難しくなり、このため（特に）ドイツはインフレの輸入を避けるために、変動相場制への移行を余儀なくされた。こうした例はほかにも存在し、その中には欧州通貨同盟 (EMU: European Monetary Union) 加入の際に条件となる、マーストリヒト条約のインフレ率基準を今では満たしていないであろう現在のユーロ参加国も含まれている。

為替レートの安定を重視することが経済学的に強く支持されるのは、全ての国内価格に、為替転嫁が完全にかつ素早くなされるか、全くなされないかのいずれかの場合においてのみである。なぜなら、これら2つの極端なケースでは、為替レートは重要な相対価格に対して影響を与え得ないからである。中期的には、ほとんどの経済において、為替転嫁はこれらの中間の程度でなされると考えられよう。すなわち、為替レートの変化に対して、(自国通貨建ての) 輸入価格の反応は通常大きい一方、自国財価格の反応はより遅く、不完全である。こうした反応は、貨幣賃金の調整速度の遅さと、自国財・外国財の生産における生産地点での労働投入量の多さに左右される。

直観的には、名目為替レートの調整が望ましくなり得る状況は数多く考えられるが、これまでの私の議論ではまだ、「物価の安定」という言葉に具体的な定義が与えられていないし、物価の安定の達成を困難にし得る、インセンティブの問題にも触れていない。

物価の安定（もしくは最適な名目ターゲット）を定義するには、経済厚生観点からどの名目アンカーがよいか判断するうえで指針となるモデル（もしくは複数のモデル）が必要である。まずは、当局は金融政策ルールに従うことを完全にコミットできるという一時的な仮定のもとで議論を進めるのが有益である。すなわち、当面の間、動学的不整合性に関する諸問題は存在しないと仮定する。

自国通貨を基に輸出価格を設定する企業（producer-currency pricing）を仮定したモデル　つまり、輸出は生産者の国の通貨で契約されるとの仮定に基づいたモデル　では、輸入価格への為替レートの転嫁は大きくなる。こうしたモデルは、次のような対処策を提示する傾向にある。すなわち、国内で生産される財の価格を安定化させ、そうした最適な金融政策のいわば残差として、為替レートを調整させよ、というものである。この結果は、通貨の対外価値に対する「善意の無視」（benign neglect）と呼ばれるものである。

上述の結果は、金融政策の基本原則から得られるものであるが、これは（おおまかに、いくつかの留保条件を省略して）以下のように記述することができる。硬直的賃金（または価格）による資源配分の歪みが、金融政策の介入によって改善できる唯一の資源配分の歪みであれば、最適な金融政策は伸縮的賃金（または価格）のもとでの資源配分の達成を目標とする。この政策のもとでは、為替レートは、相対価格が適切な水準に決定されるように、自由に調整されなければならない。

もしも経済が、資産市場の不完全性等の追加的な歪みがもたらす問題に直面しているのであれば、その追加的な歪みと名目価格の硬直性による歪みの間に生じるトレードオフのうち、最適な組み合わせを達成することが必要になる。したがって、この場合、最適な金融政策ルールは、伸縮的賃金（価格）のもとでの資源配分を達成する政策ルールとは異なってくる可能性がある。為替レートの変動は、歪みが1つであるベンチマーク・ケースよりも、大きくもなり得るし、小さくもなり得る。どちらになるかは、歪みの具体的な性質によって変わってくる。また、この場合には、国際間で政策ルールを協調する動機が生まれ得ることになる（Obstfeld and Rogoff [2002]）。

これとは別の、しかし興味深い問題は、為替レートは、フォワードルッキングな資産価格として、金融政策運営上何らかの情報価値を持っているかどうかというものである。この点に関しては、悲観的にならざるを得ない。われわれは、ミーシーとロゴフの古典的業績から、標準的なファンダメンタルズ変数は、為替レートの予測においてほとんど役に立たないということを知っているが、この逆もまた正しいということは、あまり認識されていない。為替レートは、将来のファンダメンタルズに関して有用な情報をほとんど、あるいは全く、含んでいないのである。政策担当者が為替レートに含まれている全ての情報を最適に活用しているという理論的な可能性も考えられるが、よりもっともらしい理由は、単に、短期における為替レートの変動の大部分はノイズにすぎないというものである。

金融政策ルールへのコミットメントが不可能である場合には、動学的不整合性の問題に立ち向かわざるを得ない。この場合、少なくとも論理的には、為替レートの安定に依拠する政策（おそらく「厳格 hard」と分類されるような固定相場制など）が、コミットメントの手段として何らかの優位性を持てることがあり得る。しかし、こうした希望的観測にもかかわらず、固定相場制は一般に決定的に不完全なコミットメントの手段であることが証明されてしまった。固定相場制の戦略的妥当性は、過大評価され過ぎてきたのだ。

金融政策ルールと変動相場制の組み合わせも、厳格な固定相場制（hard peg）も、政府の財政が健全に運営されていない限り、信認を獲得することはできないだろう。ただし、固定相場制が信認を得るには、他の前提条件も満たされなければならない。まず、賃金の下方硬直性を弱めるような労働市場の改革が必要である。また、いくつかの形態の厳格な固定相場制のもとでは、最後の貸し手による通貨創造に頼れないため、国内金融システムに対するより注意深い監督や、財政当局による危機時の資金供給、あるいはその両方が必要となる。実際、金融政策ルールが信認を獲得しているのもとでは、予期せぬ通貨創造（あるいは吸収）が財政ショックの緩衝材の役割を果たし得るため、財政の制約も緩和される。したがって、多くの点から、固定相場制は変動相場制よりも信認を獲得することが困難であるように見える。また、最近、欧州でインフレ率が、欧州中央銀行（ECB: European Central Bank）が設定しているインフレ目標値の上限値を上回ってしまったことに示されるように、信認された変動相場制ですら、問題を抱えている。

信認された金融政策レジームを維持するうえでの構造調整の必要性に加えて、社会のより深い部分には、経済制度と政策の帰結を同時に左右するような、構造的、政治的、社会的、そして歴史的な特徴が存在する。こうした「深層部分のファンダメンタルズ（deep fundamentals）」が健全な経済政策運営と真っ向から対立するものである場合、単にそのうえに、現代の経済理論にしたがって設計された政策立案機関を移植するだけでは、うまくいかないであろう。そればかりか、深層部分のファンダメンタルズは、提案される改革戦略案に内生的に影響を与えるであろう。次の4つの例は、深層部分のファンダメンタルズの決定的な重要性を示している。

アルゼンチンとチリにおける、対照的な経験について考えてみよう。チリは、変動相場制と組み合わせたインフレーション・ターゲティングによる金融政策ルールへ、かなり成功裏に移行することができた。もちろん、同国はその他の主要な経済改革を行い、そして近年のエマージング市場諸国の危機時には、最悪の影響から免れることができた。反対に、アルゼンチンは、自らの金融政策を兌換法（Convertibility Law）^[訳注]によって束縛することによってのみ、1990年代初期にハイパーインフレーションから（おそらく一時的に）逃れることができた。非政府組織のトランスペアレンシー・インターナショナル（Transparency International）が作成している「汚職指数」が、チリを欧州連合（EU: European Union）諸国と同じくらいの水準と評価している一方で、アルゼンチンをそれよりかなり低い水準に評価しているという事実にかんがみれば、これは驚くべきことだろうか。兌換法の制定は、アルゼンチンが劣悪な政治状況を十分に自認したうえで、金融政策運営を機械的に行おうとするものであり、荒っぽい、最適ではないコミットメント戦略であった。Tommasi [2002, p.18]

[訳注] 兌換法は、ペソの対ドル・レートを1対1とし、両者の兌換性を保証したもので、1991年4月に公布・施行された。

が的確に観察しているように、「このレジーム選択と、1990年代における（事後的には非常に高かついた）レジーム維持には、思慮深く考えられた論理が存在していた。この論理は、アルゼンチンの政治体制と歴史の細部、主としてアルゼンチン国家が裁量的政策を機会主義的ではないやりかたでは実行できないという事実に、その基礎をおいていた」のである¹。しかし、結局、このシステムも破綻を免れ得なかった。

多くのエマージング市場諸国が、国際金融市場において自国通貨建てで借入を行うことが難しい、という「原罪（original sin）」として知られるようになっていく事実は、現在、最適な為替相場制度を考えるうえで考慮すべき重要な要素とされている。「原罪者たち（original sinners）」、すなわち多くのエマージング市場諸国は、為替リスクがヘッジされていない外貨建て負債を抱えている場合、為替レート調整により引き起こされる強烈なバランスシート効果に耐えることができない、といわれている。しかしこの場合、固定相場制で信認を獲得することはできないであろう。なぜなら、市場は、危機にみまわれたアジア諸国で実際に起こったように、平価切下げを余儀なくされて政策が完全に混乱してしまうだろうと予想するからである。固定相場制は、原罪問題を生じさせている、経済のより深層部分にある制度的特徴への対応策とはならないのである。

日本が今なお直面している苦境は、深層部分の非経済的要因がいかにして、変動相場制下のインフレーション・ターゲティングの信認を、インフレ期待の醸成を狙って量的緩和政策を行ってもなおデフレが持続してしまうほどに、根底から揺さぶり得るかを示している。潜在的な産出量に大きな損失が生じ、企業および公共部門のバランスシート毀損が進行しているにもかかわらず、リスクや雇用を分かち合う伝統が、大衆の怒りの噴出と真摯な政治的抗議の両方を妨げている。政治的指導者たちにはリスクを取って競うインセンティブがない。その結果、Svensson [2001] のような思慮深いマクロ経済救済案は、政策論議の参加者の間ではほとんど関心を引かない。

もちろん、政治的・歴史的要因が固定相場制度をサポートし得る場合もある。非常に強力な非経済的基盤によって達成された欧州の通貨統合は、その1つの例である。

1 私の注意をこの論文に向けさせてくれたブラガ・デ・マセードに感謝する。トマシは、アルゼンチンに関して次のように論じている。すなわち、根底にある社会的・政治的な制度と状況が、関係者による時間を通じた協調を妨げている場合には、経済改革の試みは柔軟なものとはなり得ない。そして、こうした政策の硬直性は、「機会主義的な行動だけでなく、効率的な調整をも」(p.14) 制限してしまうであろう。このため、あるコミットメント戦略は内生的に選択されるというだけでなく、選択の背後にある要因によって、計画が最終的に頓挫することが事前に決まってしまうかねない。Mishkin and Savastano [2001] もまた、金融政策の裁量を制限しようとする戦略が成功するかどうかは、一国の根底にある制度的インフラ次第であり、それが、最も信認を得られやすい為替相場制度をも指し示す、と論じている。

基本的な教訓は、経済要因は、政治（および政治的帰結を生み出している背後の要因）から分離できないということである。制度的基盤が健全でなければ、経済状況はどんな為替相場制度のもとでも悪化してしまうだろう。社会の根底が取り返しのつかないほどに腐敗してしまっている場合には、ドル化が最も「まし」なアプローチとなるかもしれない。ドル化は、国内の政策の一部を海外の主体に委任することに相当する。そして、社会の根底が腐敗してしまっているという状況を所与とすれば、国内の政治家の手から権限を取り上げれば取り上げるほど、事態は改善するかもしれない。しかし、ドル化ですら逆戻りすることは可能であるから、必ずしも信認されるとは限らない。撤回不可能な権限委譲と一国の独立性とが共存することは難しい。

言葉で書くことは実行することより簡単であるが、理想的な対処策は、まず深層部分の制度的枠組みを改革し、その後で為替相場制度を選択する、というものである。既得権益の保有者たちは、所得補償などにより中立化させ得る場合があるにしても、改革の実行を不可能にすることができる。また、よりよい制度を輸入してくるという対処策もあるかもしれない。こうしたことが起こっている最も代表的な舞台はEUである。すなわち、EUは近々劇的に拡大するとみられており、これは、よりよい制度によってカバーされる地域が広がることを意味する。

今後の為替相場制度はどうなっていくだろうか。経済の開放度が高いために為替転嫁率が高く、為替レートの変動がもたらすコストが特に高いような小国には、通貨同盟やドル化が最適な選択肢であり続けるであろう。大国は変動相場制、おそらく管理フロート制を採用する可能性が最も高いが、相場の固定や、為替レートの経路に事前にコミットすることは、まずあり得ないだろう。

参考文献

- Meese, Richard, and Kenneth Rogoff, "Empirical Exchange Rate Models of the Seventies: Do They Fit Out of Sample?," *Journal of International Economics*, 14, 1983, pp. 3-24.
- Mishkin, Frederic S., and Miguel A. Savastano, "Monetary Policy Strategies for Latin America," *Journal of Development Economics*, 66, 2001, pp. 415-444.
- Obstfeld, Maurice, and Kenneth Rogoff, "Global Implications of Self-Oriented National Monetary Rules," *Quarterly Journal of Economics*, 117, 2002, pp. 503-535.
- Svensson, Lars E. O., "The Zero Bound in an Open Economy: A Foolproof Way of Escaping from a Liquidity Trap," *Monetary and Economic Studies*, 19, 2001, pp. 277-312.
- Tommasi, Mariano, "Crisis, Political Institutions, and Policy Reform: It's Not the Policy, It is the Polity, Stupid," mimeo, University de San Andrés, 2002.

ロジャー・W・ファーガソンJr.
Roger W. Ferguson, Jr. 連邦準備制度理事会

1. はじめに

金融研究所が主催する為替相場制度に関するこのコンファランスにおいて、素晴らしいメンバーからなるパネル・ディスカッションに参加する機会を与えていただいたことに感謝する。いつもどおり、私がこれから述べる意見は、私個人のものであり、必ずしも連邦準備制度理事会あるいは連邦公開市場委員会の他のメンバーの見解を反映するものではない。

21世紀初頭での国際金融システムは、多様な為替相場制度によって構成されている。これらのうちいくつかは、欧州における新通貨統合のように、注意深い計画の産物である。その他の制度は、固定平価のブレトンウッズ体制に続いた主要通貨間の共同変動相場制（generalized floating）のように、以前の制度の失敗を受けて始まった。今回のコンファランスの第1セッションで報告された論文で述べられているように、IMFは為替相場制度を、通貨同盟から独立変動相場制までにわたる、8つのレジームに分類している。

2001年には、独立変動相場制に分類される国の数（47カ国）が、それ以外のレジームに分類される国の数よりも多くなった。事実、現在では、変動相場制は世界で最も広範囲で採用されている為替相場制度と考えられているといつてよい。今世紀に入ってから時間が経つにつれて、変動相場制は、それが意図的に採用されているにせよ、そうでないにせよ、現在の国際金融システムにおける本質的な役割を、あるいは支配的な役割すら、担っているようにみえてきている。

本日の私のスピーチでは、国際金融システムにおける変動相場制の、工業国と開発途上国双方に対する役割を評価することにしたい。全ての国に対して完璧に適用できる単一の為替相場制度はおそらく存在しないが、私は、変動相場制を支持する根拠となる、2つの所見を示したいと思う。第1に、変動相場制は過去30年にわたり、そこそこうまく機能してきた。その機能度は当初、一部の人たちが期待していたであろうよりも高かったとさえいえる。この結果は、部分的には、変動相場制が、金融政策当局に物価の安定を追求し、持続可能な経済成長を育む環境作りを助ける自由を与えたことによる。第2に、ある国が為替レートを固定しようとするときには、政策担当者は、こうした制度から最終的にどのようにして撤退するかを考えておかなければならない。経済構造が異なる国の通貨に対して為替レートを固定し、それを維持する政策的なコストが非常に高まった場合、その制度から離脱できないことは、満足のいく持続的な経済成長の達成を、長期的に妨げてしまうことになりかねない。こうした状況のもとでは、その国は、生じている不均衡に対処するために

政策を再検討し、資源のより有効な活用と生産量の増大を促すよう諸制度を政策的に変更することになり、最終的にはより柔軟な為替相場制度を採用する必要が生じる。

以下ではまず、主要工業国における為替相場制度に関する議論から始め、各為替相場制度がもたらすトレードオフと、それらのトレードオフが個々の国の状況に応じてどのように変化するかをみることにする。次に、異なった為替相場制度の便益・費用の評価についてエマージング市場諸国が直面するような、いくつかの特殊な問題を取り上げたい。

2. 工業国の為替相場制度

ブレトンウッズ体制が1973年に崩壊したとき、同体制が恒久的に放棄されることになると確信していた当時の政策担当者はほとんどいなかった。共同変動相場制への移行も、当初は国際通貨制度の永続的な特徴というより、投機的圧力への一時的な対応策としてみられており、世界の主要国はブレトンウッズ体制を修正したような制度へ最終的には戻っていくと予想されていた。G10各国の政策当局は不本意ながらも固定平価を放棄し、それに続くレジームを、約2年半もかけて徐々に受け入れていった。ランブイエ経済サミットが開催された1975年末になるまで、変動相場制は工業国間の標準的制度として正当化されることはなかった。

変動相場制の受入れに非常に時間がかかったことは、ある見地からは驚くべきことである。一般に、価格の伸縮性は経済システムにおける望ましい特性とみられている。価格変動は経済のファンダメンタルズの変化についての有用なシグナルであり、また、効率的な資源配分を達成させるような誘因を与えたり、遊休資源や不適切な資源配分を発生させ得るショックの吸収を助けたりする。為替レートの動きもこれと同じ機能を果たし得る。すなわち、市場経済のシグナルとして働き、効率的な資源配分の達成を助け、調整局面では資源をより完全に利用できるようにショックを吸収してくれるのである。

では、その後の国際金融システムにとって決定的な要素となった制度が受け入れられるまでに、それほど長い時間がかかったのはなぜなのだろうか。多くの理由のうち最も有力なのは、為替レートが経済のファンダメンタルズとは無関係に動き、変動が大きくなり過ぎてしまうのではないか、あるいは、為替レートが他国の政府によって操作されてしまうのではないかといった懸念の存在であろう。加えて、固定平価なしでは国際市場がより広範囲で機能不全に陥ってしまうのではないか、またその結果、国際貿易と投資に悪影響が及ぶのではないかという懸念もあったようである。

こうした懸念の1つは、その影響こそ予想されていたであろうより軽微であったものの、現実のものとなった。1973年の共同変動相場制の出現以降、為替レートのボラティリティは、名目値、実質値のどちらでみても劇的に大きくなった。しかし、

この特徴の全てが望ましくないものとみるべきではない。為替レートの変動は、それが経済のファンダメンタルズの変化を反映したものである場合、民間の投資家や政策担当者にとって有益なシグナルとなり、歓迎されるべきものである。為替レート変動は、ファンダメンタルズと無関係である場合にのみ懸念すべき材料となり得る。しかし、その場合も、シグナルがノイズを含んでいると認識している民間の経済主体は、資源配分の非効率性を減らすように意思決定を適応させることができる。実際、金融市場は適応してきた。ブレトンウッズ体制の崩壊後、国際金融市場の深みと流動性は増し、為替リスクとその他のリスクを分解して、それらを負担する意思のある投資家へと再配分することができるようになった。貿易と金融市場の発展に対する障害を排除する政策が重要視されていたことを所与とすれば、こうした発展はどのみち起こったのかもしれない。しかし、いずれにせよ、こうしたグローバル経済の特徴は、為替レートおよびその他の資産価格のボラティリティ増大に対処する助けとなってきた。同時に、貿易と投資への悪影響も、具現化しなかった。国際貿易は力強い成長をみせ、貿易量はブレトンウッズ体制後の時期を通じて、世界全体のGDPよりも速いスピードで増大してきた。また、国際貿易と投資の実証分析では、一般に、為替レートのボラティリティの増大がもたらす負の効果は有意なかたちで検出されていない。

国際貿易、対外投資、および国際金融市場の成長の主要因は、マクロ経済政策および構造政策の改善が達成されたことであつたかもしれない。こうした政策の改善は、低インフレ、より慎重な（prudent）財政政策、およびクロス・ボーダーでの貿易と金融取引に対する障害の撤廃をもたらした。しかし私は、変動相場制への移行が、これらすべてを間接的に支える役割を担っていたことも指摘したい。すなわち、為替レートの決定を基本的に市場に委ねることにより、政策当局は、自らの政策手段を、物価の安定および持続可能な経済成長を促すことに用いる自由を最終的には得たのである。変動相場制が金融政策担当者の仕事を容易なものにしたとまでいうつもりはない。1970年代の高インフレの経験からわかるように、ブレトンウッズ体制崩壊後における物価安定への道のりは、決して平坦なものではなかったし、政策当局が、インフレ圧力の流れを変えるという十分な決意を持ってインフレの問題に取り組み始めたのは、1970年代末もしくは80年代はじめだった。この時代の経験は、変動相場制を採用しても、強力な政策の必要性がなくなるわけではない、ということ裏付けている。しかし、変動相場制は、為替レートの安定も目標となる場合に弱まってしまう物価の安定へのコミットメントに金融政策の重点を置き直す機会を与える。

今日では、主要工業国の政策担当者は、為替レート変動の度合いが変化することを、正常な市場機能の一部として受け入れるようになってきた。主要工業国間の認識は、市場は概して為替レートをうまく決める、というものである。市場は為替レートを、常に経済のファンダメンタルズと整合的な水準に決定するわけでは必ずしもないが、為替レートを政策的に決定した方が長期間にわたって目標をよりうまく達成できると主張することは困難である。為替レートの変動が大きすぎる、

あるいは為替レートの水準が適切ではないといった特定の場合には、当局は望ましくない為替レート変動に対処するために不胎化介入を行ってきた。しかし、不胎化介入のこれまでの経験は、他の政策の発動による支援なしには、通貨価値を根本的に修正することはできないということを示してきた。それゆえ、介入は独立した政策手段ではない。介入がその有効性を最も発揮できるのは、国内目標と対外目標が適切に設定された場合のみであるが、そうした状況は常に成り立つわけではないのである。

米国、ユーロ圏、日本という3つの最大の工業経済圏が、為替レートの変動がもたらす帰結を受け入れることが最も容易かもしれない。3つの経済圏すべてにおいて、対外貿易は経済活動の重要な部分であるものの、国内の経済活動の占める部分の方が決定的に大きい。対外部門における変動は、経済活動全体に対してはより小さな影響しかもたらさないため、為替レート変動の行き過ぎあるいは不安定化は、政策担当者にとって相対的にみて重要性が低い問題となる。結果として、これら経済における為替レートの動きは、国内経済活動や全体的な物価水準の決定において、それほど重要な要因とはならない傾向があり、金融政策に対しても、それほど大きな影響を持たない。同じ理由により、為替レートは、これらの経済における金融政策の波及メカニズムにおいて、それほど大きな役割を果たさない。

これら3つの経済圏以外の工業国では、貿易が経済活動全体においてより大きな部分であるため、為替レート変動は経済活動およびインフレの評価、ひいては金融政策の意思決定において、より大きな要素となる可能性が高い。同様に、金融政策スタンスの変更が経済活動全体に及ぼす波及効果のうち、より大きな部分が為替レートを通じたものとなるだろう。

たとえ為替レートの変動がこれらの経済においてより重要なものとなり得るとしても、これらの経済が通貨同盟や固定相場制に加わることで利益を得られるかどうか、全くはっきりしない。その主な理由は、適切なアンカー通貨がこれらの全ての経済に対して存在するとは限らないということである。いくつかの国々では、米国や日本、ユーロ圏といったアンカー通貨国にとっては、さほど重要でない程度の小さな商品価格の変動からも、経済活動が影響を受ける。このため、これらの経済は、潜在的なアンカー通貨国においてはあまり生じないようなショックに晒されているのである。経済構造やショックに対する脆弱性に関するこうした非対称性は、固定相場制の望ましさを減殺する。非対称的な影響をもたらすショックが発生した場合、アンカー通貨国における金融政策の調整は、その国に対して為替レートを固定している国のマクロ経済調整にとって不適切なものとなり得る。

外的なショックに対してより脆弱な工業国においては、為替レートの減価は、より大きな経済の国内物価が受けるであろう圧力よりもさらに強い圧力をその国の国内物価に与え得る。その場合、金融政策は、その相対的な重要性ゆえに、海外動向によりしっかりと注意を払わなければならない。為替レートの減価は、これらの経済においては総需要に対してより大きなインパクトを持つかもしれないが、金融政策当局が物価の安定を維持するような調整を促すことに前向きであり、またその能

力を有しているとみられれば、必ずしも持続的なインフレを起こさない。実際われわれは、比較的大きな為替レート変動に晒されているいくつかの工業国が、変動相場制のもとで政策への信認獲得と物価の安定の達成に成功したことをみてきた。オーストラリア、カナダ、ニュージーランド、スカンジナビア半島諸国、スイス、そして英国はすべて、一般に物価の安定と整合的と考えられているような水準にまで、インフレ率を下げることに成功している。

その他のいくつかの工業国には、適切なアンカー通貨が存在するかもしれない。アンカー通貨国と為替レートを固定している国の間で経済が十分に統合されるか、あるいは、両国が経済の統合を強めたいと強く願っていれば、為替レートの固定や、ユーロ圏において行われたように通貨同盟の形成は、両国にとって意味があるかもしれない。こうした決断がどの程度望ましいかは、ある程度は、為替レート変動がもたらす取引費用の削減から生じる効率性の改善度合いによるだろう。もし、各国間の貿易の重要性が高く、そして、労働と実物資本が国境を越えて移動できる度合いが高いならば、こうした効率性の改善度合いは大きくなり、よりスムーズにマクロ経済調整が行われるであろう。また、為替レートを固定する国は、独立した金融政策の余地を放棄しているため、固定相場制により物価の安定が達成される状況がもたらされなければならない。こうした経済統合が、物価の安定の便益を犠牲にすることなく、効率性の改善をもたらすことに成功するならば、生産要素の移動と金融市場の統合を妨げている障壁がなくなることにより生じる追加的な便益が、為替レートのより強い固定を確実なものにするかもしれない。

最後に、スウェーデン、英国、デンマークといった、いくつかの工業国については、金融政策の独立性と為替レート調整を犠牲にして通貨同盟に加わることの費用と便益の評価作業は、まだ進行中である。

3. 発展途上国・エマージング市場諸国における為替相場制度

発展途上国およびエマージング市場諸国が代替的な為替相場制度を評価する際に直面するトレードオフは、工業国が直面するものと少し異なっている。工業国に関するすべての論点は開発途上国にも当てはまるが、開発途上国に関しては、為替相場制度を経済の発展過程を助けるようなものにするということも関心事となる。発展途上国およびエマージング市場諸国は、その性質として、市場主導型の経済活動がもたらす便益を確実なものとするうえで有益となり得る、法律・金融・政策面の社会構造を構築する過程にある。この構築過程は、えてして遅く、一様でもない。その1つの帰結は、発展途上国の金融システムが未成熟となることであり、対外借入に強く依存したままで経済が成長してしまう可能性がある。こうした国々では、また、財とサービスの配分に政府が大きく介入することになっているかもしれないが、こうした介入は経済のショック調整能力を制限してしまう。これらの困難は、物価の安定と慎重な財政政策スタンスを堅持できない弱い政策当局によって、さら

に悪化し得る。

こうした状況に立ち向かう場合、金融システムの安定あるいは物価の安定に寄与する為替相場制度 安定したアンカー通貨に対する信認された固定相場制など

は、特に短期的な圧力に直面している場合には、魅力的に映るかもしれない。しかし、危険なのは、長期的な視点に立った検討が無視されかねないということである。固定相場制で関係付けられた経済が、異なる構造を持ち、異なるショックにさらされている場合、両国に必要な政策は乖離し得る。特に、アンカー通貨国は金融政策を決定し、それは自国の都合に合わせてなされるから、この国との間で為替レートを固定している国は、金融政策の反応によっては相殺されない総需要の変動に影響を受けていることに気がつくかもしれない。もし賃金および物価の伸縮性が限定的であれば、こうした効果は非常に深刻なものとなる。それゆえ、固定相場制を採用しようとする国は、アンカー通貨国の金融政策を受け入れることが物価の安定に関してもたらす便益と、もしもアンカー通貨国と自国の経済構造が整合的でないならば生じ得る長期的な軋轢とを、比較検討しなければならない。また、将来は問題を抱え得るとしても、短期の便益が長期のコストを上回るようにみえる場合、固定相場制から撤退するタイミングを検討することも、依然として重要な点である。こうした撤退を最も容易に行えるタイミングは、もちろん、制度がうまく機能しているときである。問題が生じるまで待っていると、固定相場制からの撤退または固定相場の調整にかかるコストが増大してしまうだろう。

さまざまな固定相場制を分類するうえで重要な要素の1つは、一度作り上げてしまったアンカー国とペッグ国間の関係を断ち切ることが、どの程度難しいかという点である。現在のマレーシアのように、調整可能な固定相場制に類する制度を採用している国は、自国経済が苦境にある場合には、コミットメントの変更が（例えば切下げにより）比較的容易であると気づくであろう。しかし、そうした行動が可能であるということが知られると、固定相場に圧力がかかる可能性があり、それが固定相場制採用国の借入コストを上昇させ、圧力をさらに強めかねない。このような結果を避けるためには、固定相場制採用国は、為替レートのより強く完全な固定、すなわち、調整可能な固定相場制からカレンシー・ボード制や外国通貨による自国通貨の完全な置換への移行を検討する。つまり、固定相場制を放棄することのコストを上げることによって、その国は固定相場制の維持を投資家に信じさせようとするのである。これが成功すれば、投資家が要求する為替リスク・プレミアムは消滅するかもしれない。ただし、為替レートの切下げがもはや選択肢ではなくなってしまうえば、実際には、この代償としてデフォルト・リスクなど他の借入リスクが高まるかもしれない。

しかし、為替レートを強く固定すればするほど、固定相場制採用国とアンカー通貨国の経済活動に対して非対称なショックが何度も生じた場合に、制度を変更することがより困難になる。こうした制度から撤退することのコストは、為替レートが強く固定されていればいるほど大きくなる。このため、撤退することが望ましい場合でも、撤退が遅れ過ぎてしまい、コストがさらに増大してしまいやすくなる。

また、こうした制度においては、為替レート・チャンネルあるいは金融政策手段によって国内経済の調整を促進することができないため、労働市場により大きな調整負担をかけてしまう。賃金と物価の伸縮性がかなり高く、金融市場がよく発達している香港では、カレンシー・ボード制は1990年代後半のアジア危機、ロシア危機、ブラジル危機を生き残ったが、代償として、金利は高くなり、生産も大きく減少した。もちろん、アルゼンチンの経験は、もっとひどいものだった。カレンシー・ボード制はアルゼンチン国内のインフレの収束に役立ったが、ドルに対する為替レートの固定によって、アルゼンチンの競争力は主要な貿易相手国のいくつかに比べ悪化し、1990年代に同国が経験した、経済成長停滞の要因となった。

少数のエマージング市場諸国は、アンカー通貨に対して強固に為替レートを固定する制度のうち、自らの通貨を完全に放棄したり、アンカー通貨国の通貨を一時的に法定通貨として採用する、最も極端な制度を追い求めてきた。こうした政策は、例えばエクアドルやパナマにおいて実行されており、両国では米ドルを採用している。この政策は、自国通貨を放棄することによって為替リスクを効果的に消滅させる。しかし、この恩恵にはコストがかかる。国家が経済的ショックに対して金融政策や為替レートを調整する能力を失うばかりでなく、金融システム危機が生じた際に最後の貸し手としての役割を果たす能力をも、放棄することになるのである。また、通貨発行差益（seigniorage）収入を得る可能性も放棄することになる。さらに、為替リスクがなくなっても、それによって、高い借入金利や、さらには債務危機がなくなるわけでもない。

エマージング市場の国と潜在的なアンカー通貨国間のミスマッチが大きいとき
実際、それはしばしば大きいのであるが エマージング市場の国はアンカー通貨に対して為替レートを固定する誘惑を振り切って、変動相場制を採用することができる。いくつかのエマージング市場諸国はこうしたルートを辿っており、例えば、南アフリカ、韓国、チリ、メキシコが挙げられる。この戦略をとる場合には、金融政策当局が物価の安定に向けて行動するように規律付けられ続ける必要がある。というのは、目標達成の失敗は、通貨の急激な減価や借入コストの急激な上昇によって国際金融市場において速やかに罰せられ得るからである。工業国においてみられるとおり、変動相場制を採用するという戦略は、外的ショックの発生に際しては為替レート・チャンネルを通じた調整を可能とし、また金融政策当局に、行き過ぎた信用の増加を修正したり、最後の貸し手として行動したりするようなある程度の柔軟性を与える。さらに、為替レートの伸縮性は、国内市場に為替リスクの存在を再認識させたり、また外貨建て借入の行き過ぎを抑制することによって、国外からの負のショックに対する脆弱性を減らすことができる。

4. 結語

以上をまとめると、私の申し上げたいことは、変動相場制は過去30年間概ねよく機能した、ということである。なぜよく機能したかという点、ある程度は、調整過程における変動相場制の役割——効率的な資源配分の達成を容易にし、ショックを吸収して経済活動の安定化を助ける——結果である。確かに、為替レートのボラティリティの過度な増大が時々起こったが、そのことが上述の便益を相殺してしまったようにも、変動相場制を採用した国々をその発展過程から脱線させてしまったようにもみえない。われわれは、国際貿易や投資がブレトンウッズ体制後にも旺盛に行われてきたことをみてきたし、国際金融システムが、為替リスクをより効率的に扱う方法を発展させてきたことをみてきた。また、その副産物として、中央銀行は各国が物価の安定の達成にいつそう集中することを可能とするという、変動相場制が提供した機会を活用してきたのである。

為替相場制度の選択は、発展途上国に対しては異なったトレードオフをもたらし、多くの国々は、発展過程の一助となるよう、短期的には固定相場制を選んできた。しかし固定相場制は、長期的には経済活動の発展を制約する可能性があり、最終的にはより柔軟な為替相場制度の採用を、強制的に、あるいはより望ましいケースとしては自発的に、促すことになる。後者の場合、計画的に撤退戦略を実行することが必要となる。

すべてを考慮に入れると、変動相場制は、工業国と発展途上国両方に便益をもたらす。しかし、われわれは、どんな為替相場制度の成功も、健全なマクロ経済政策・構造政策に根本的に依存しているということ、認識しなければならない。変動相場制、あるいは他のどんな為替相場制度も、それをよく機能させるためには、よい政策が必要なのである。

ピエール・ヴァン・デル・ハーゲン

Pierre van der Haegen 欧州中央銀行

1. はじめに

お話を始めるに際し、為替相場制度に関するこのコンファランスを主催し、素晴らしい聴衆にユーロ圏の為替相場政策に関して話をする機会を私に与えてくれた日本銀行金融研究所に感謝したい。

まず、欧州共同体を設立する条約の中で定められ、欧州連合条約——マーストリヒト条約——で改正された制度的・政策的枠組みについて述べることにする。その際には、条約の枠組みが、単一為替相場政策と単一金融政策との間の不整合という潜在的リスクを回避するのに大いに役立つことを議論したい。次に、欧州通貨同盟（EMU: European Monetary Union）の第3段階開始以来、この枠組みがどのように適

用されてきたのかを振り返る。そして、欧州中央銀行 (ECB: European Central Bank) の為替相場政策を、実際に「善意の無視政策 (policy of benign neglect)」と呼ぶことができるか評価したい。

2. ユーロ為替相場の制度的・政策的枠組み

ユーロ為替相場の制度的・政策的枠組みは、政策目標と政策手段の両方において、単一金融政策を実施するうえでの整合性を完全に保証するよう構築されてきた。単一金融政策に与えられた抜きでた (overarching) 位置付けを踏まえると、単一為替相場政策との関連において、条約に記されている2つの基本原則が思い起こされる。

第1に、金融政策の遂行 (すなわちその定義と実行) に関する責任の不可分性という原則である。これは、金融政策の独立に関する原則の基礎となる根本的な概念であり、ECBとその意思決定機関は、その任務を完全に独立して遂行する。

第2に、金融政策の第一義的な目標は、物価の安定の維持である。この目標を害することなく、金融政策は、欧州共同体における一般経済政策も支持しなければならない。

これら2つの原則は、単一為替相場政策に関する多くの含意を持っている。ここでは特に、この政策の主要な部分を形成する4つの条約条項について強調したい。

第1に、単一為替相場政策は、ユーロ圏の物価の安定の維持という単一金融政策と同一の第一義的な目標を持つ (第4条)。このことにより、両立しにくい目標を2つの政策が追求することで不整合が生じるような余地は、条約には残されていない。

第2に、条約は、為替相場制度に関する正式な協定を締結する可能性を示している (第111条第1項)。しかし、これには欧州議会の全会一致が必要となるため、現実にはその可能性はまずない。さらに条約は、単一金融政策と為替相場政策の第一義的な目標である物価の安定の維持は、いかなる場合でも遵守すべきであると明記し、「物価安定の目的と整合的な合意に到達するため」にECBと協議しなければならないとしている。最後に、ブレトンウッズ体制のような固定為替相場制の運営は、3つの主要な経済地域間の合意を必要とするので、近い将来に実現することはまずあり得ないと考えられる。

第3に、条約は、為替相場政策に関して一般的指針を策定できる可能性に言及している (第111条第2項)。しかし、特別多数 (qualified majority) によってこの条項が発効したとしても、条項の使用は例外的なものにとどまるだろう。こうした事例は単一通貨が導入される以前にもみられ、例えば、1997年12月のルクセンブルク欧州理事会は、明らかなミスアラインメントが生じた場合など、例外的な

状況においてのみ一般的指針が考慮される点を明らかにし、一般的指針の特別な性質を確認した。加えて、条約はECBに対して特定の役割を与えており、一般的指針に関してはECBが勧告を行うないしは協議を受けねばならないことが定められている。さらに条約は、一般的指針は「第一義的な目標である物価の安定の維持を損なうものであってはならない」と ここでも 明確に述べている。

第4に、ユーロ・システムは、条約で定められた目標と職務を反映させながら、外国為替市場オペレーションの実施の有無と実施方法を単独で決定する責任を持つ。これらの職務には、物価の安定の維持に加え、「外国為替市場オペレーションの実施」と「加盟国の公的外貨準備の保有と管理」が含まれている（第105条）。これによりユーロ・システムは、政策手段の段階において、金融政策と為替相場政策との整合性を保つことができる。

このユーロに関する為替相場政策の枠組みは、ユーロ圏のように経済規模が大きく、比較的閉鎖的な経済が為替相場目標を追求することが望ましくない、という認識に基づく。自由な資本移動のもと、為替レートに関して設けられた中間目標や最終目標は、物価の安定の維持と矛盾するだろう。これは国際マクロ経済学の2つのパラダイムに由来する。第1のパラダイムは、矛盾したカルテット（inconsistent quartet）すなわち、自由貿易、自由な資本移動、独立した金融政策、固定為替相場を同時に維持することが不可能だということである。第2のパラダイムは、マクロ経済政策の明示的な国際協調によって得られる便益は、国内の安定を目指す政策から得られる便益より少なそうである、というObstfeld and Rogoff [2002] によって明らかにされたものである。

ユーロに関する為替相場政策の枠組みは、大半のEU加盟国の歴史的経験や他の2つの主要経済地域がとっているアプローチとは異なり、極めて独特なものである。

1999年以前の欧州の為替相場制度は、2つの重要な点において、現行制度とは異なっていた。第1に、EU加盟国のほとんどが為替相場メカニズム（ERM: exchange rate mechanism）に参加し、物価の安定を促進するために外的なアンカーを上手に活用していた。ただし、事実上システムの名目アンカーを担っていたドイツは例外であり、ERMに参加しながらもドイツは、自国の物価の安定を考慮して金融政策を決定していた。第2に、為替相場に関する決定事項は、ほとんどの加盟国において、各国の財務省が独占的、もしくはほとんど独占的に行うものであった。

他の2つの主要な経済地域である米国と日本における状況は、為替相場制度の選択に関しては異ならない。事実、ユーロ・レート同様に、米ドルと日本円の為替レートは最終・中間的な政策目標というよりも、経済情勢や政策、期待を反映しているように見受けられる。しかし、為替相場に関する事項は、米国では財務長官、日本では財務大臣に独占的に委ねられており、この点に関して米国と日本の枠組みは欧州とは異なる。

3. ユーロ圏は「善意の無視政策 (policy of benign neglect)」 を続けるのか？

ここまで紹介してきた制度的・政策的枠組みは、ECBが為替レートを無視する政策を続けてきたことを意味しない。為替レートはECBの金融政策ストラテジーにおいて一定の役割があり、外国為替市場介入はECBが利用することのできる調節手段の1つである。

為替レートは、幅広い金融・経済指標の中の1つであり、ECBの金融政策ストラテジーにおける第2の柱のもとで評価されている。為替相場の推移には、ユーロ圏経済の現状とその見通しを評価する情報が含まれている。ただし、他の指標に機械的に反応しないのと同様に、ECBの金融政策はユーロ・レートに機械的に反応するわけではない。

ユーロ・レートは、金融政策の波及経路における1つのチャンネルでもある。このチャンネルは、金融政策が為替レートの変化へ与える影響と為替レートの変化から経済へのパス・スルー率との2つの要素に分けられる。第2の要素の推計値については、ユーロ圏のマクロ経済モデルがまだ開発初期段階にあるため通常よりも高い不確実性を伴うものの、定量的に算出されている。異なるモデルからさまざまな推計値が導かれることからわかるように²、大雑把なものではあるものの、暫定的な推計値は既に利用可能となっている。ECBの広域マクロ経済モデル³を用いて、ユーロの名目実効為替レートが2年間続いて10%増価した場合の効果シミュレートすると、物価はショックが加わった後、最初の四半期で0.3%ポイント、ベースラインからの累積乖離幅は1年目で0.6%ポイント、2年目では1.2%ポイントである⁴。この無視し得ない効果は、ユーロ圏が米国や日本の経済よりも、対外的な開放性がやや高いことを反映しているように思われる。同時に、国内のチャンネルが金融政策の波及経路に対して果たす役割は為替レート・チャンネルよりも大きい。為替レート・チャンネルの第1の要素である金融政策の決定が為替相場の推移に与える影響を計測することはさらに難しい。前述したように、通貨の価値は多くの要因によって決定されるため、金融政策の影響の大部分は予測することができない。このことは結局、為替レート・チャンネルは無視できないが、金融政策を決定する際にそれを考慮に入れるのは非常に困難であるということを示している。

為替市場介入がECBの利用できるオペレーションの1つであるという事実からも、「善意の無視政策」を否定することができる。特に、明らかなミスアラインメント

2 代替的な推定値の例としては、Peersman and Smets [2001] やEls *et al.* [2001] が挙げられる。

3 Fagan *et al.* [2001] 参照。

4 これらの結果については、Issing *et al.* [2001] , pp. 62-63を参照。

ないし行き過ぎた為替レートの変動が確認されるような例外的な状況では、為替市場介入がシグナルとして用いられ、期待チャンネルだけから為替レートに影響を与え得る。もちろん、前述のように、この手段を使用する際には、物価安定の目標と介入時の金融政策の方向性に常に一致するようにすべきである。

明らかなミスアラインメントないし行き過ぎた為替レート変動の認定は、その大部分が判断の問題といえる。これは、理論・実証経済学者が均衡為替レートの定義や推計に苦労していることを反映している。最近の研究にはさまざまな概念や手法があるため、ユーロの均衡為替レートの推計結果は依然としてその幅が広い。

ユーロや他の主要通貨の均衡為替レートに関して、広く一般に認められた定義や信頼できる推計値が得られないことを踏まえると、為替市場介入は例外的な状況においてのみ検討されるべきだと考えられる。もっとも、そのような状況は実際に生じるものであり、事実、ユーロが導入された最初の2年間においても生じた。1999年と2000年にユーロが持続的かつ大幅に減価（1999年初から2000年9月までで、名目実効レートで約20%、対米ドル・レートで25%）したことを受け、ECBやヨーロッパ諸国は口先介入と為替市場介入を行った。ECBやヨーロッパ諸国の懸念は、マクロ経済モデルもアドホックな説明も持続的なユーロの減価を説明することができなかったという事実から生じた。

前述したように、伝統的な為替レートに関するさまざまな理論モデルはユーロの均衡為替レートについて幅広い推計値を与える。しかし、それにもかかわらず、これらの推計値がほぼすべて、経済のファンダメンタルズに対してユーロが過小評価されていることを示唆していた。

ユーロ安に対する代替的でアドホックな説明には、十分な説得力がなかった。市場の関心を集めた説明は、構造的な政策、成長の度合い、生産性の向上、資金の流れにおいて米国と欧州に差があったことを強調していた。しかし、そうした説明の多くは、欧州の短所を強調する一方で、長所を無視するものであった。例えば、欧州の構造改革に否定的な評価は、1990年代に市場の硬直性に取り組んできた多くのイニシアチブを見落としていた。また、国内・対外均衡における欧州の相対的な強さも、市場評価に十分に反映されていなかった。

包括的なモデルもアドホックな説明も、1999年末から2000年にかけての持続的なユーロ安を説明することができなかった事実を受け、ECBは2000年の9月と11月に外国為替市場に介入することを決定した。1回目の9月は連邦準備制度と日本銀行と協調し、2回目の11月は単独で介入した。これらの為替市場介入は、とりわけユーロ・レートの国際的・国内的影響を懸念してなされた。こうしたエピソードは、前述した制度的・政策的枠組みの例証となり得る。第1に、ECBはユーロ圏内において、為替市場介入の実施の有無やその実施方法を決定する独占的な責任があった。第2に、これらの為替市場介入は、単一金融政策やその第一義的な目標である物価の安定の維持と整合的であった。この点は、為替レートの推移が国内に与える影響

をECBが明示的に参照していることからわかる。第3に、為替市場介入の効果は期待チャンネルを通じてのみ生じることは疑いない、との考え方と整合的に、為替市場介入は不活化されており、ECBの金融政策の方向性には影響を与えなかった。

要約すれば、単一金融政策と単一為替相場政策に関する制度的・政策的枠組みは、ユーロ圏内の物価の安定を維持するという第一義的な目標に重点がおかれている。ユーロ圏の経済規模と比較的閉鎖的な経済の特性を考慮すると、為替レートが中間・最終目標の役割を果たすことはあり得ない。それにもかかわらず、事例を示したように、ユーロ・レートは無視されていない。金融政策の波及経路で果たしている役割、および、可能性をECBが日常的に幅広く評価している経済の推移や物価安定の見通しに与える影響を通じ、為替レートの推移は金融政策の枠組みに盛り込まれている。さらに、非常に例外的な状況においてのみ発動が考慮されるとしても、為替市場介入はECBのオペレーションの1つである。単一通貨の導入以来、単一金融政策と単一為替相場政策の枠組みは、本質的な価値と強さを示してきた。安定的な低インフレ期待が過去3年半にわたって維持され、持続的なユーロ安の期間もそれが保たれていたという事実は、ECBがその任務を達成している証拠である。

参考文献

- Els, P. van A. Locarno, J. Morgan, and J. P. Villetelle, “Monetary Policy Transmission in the Euro Area: What Do Aggregate and National Structural Models Tell Us?,” ECB Working Paper 94, December 2001.
- Fagan, G., J. Henry, and R. Mestre, “An Area-Wide Model (AWM) for the euro area,” ECB Working Paper 42, January 2001.
- Issing, O., V. Gaspar, I. Angeloni and O. Tristani, *Monetary Policy in the Euro Area: Strategy and Decision-Making at the European Central Bank*, Cambridge: Cambridge University Press, 2001.
- Obstfeld, M., and K. Rogoff, “Global Implications of Self-Oriented National Monetary Rules,” *Quarterly Journal of Economics*, 117 (2), 2002, pp. 503-535.
- Peersman, G., and F. Smets, “The Monetary Transmission for the Euro Area; More Evidence from VAR Analysis,” ECB Working Paper 91, December 2001.

やまくち ゆたか
山口 泰
日本銀行

大きな問題については、その大半が私の前にお話をされた高名な4名のパネリストによって論じられたか、あるいは十分に決着がついたように思う。そこで、私は、パネルの最後にお話するという特権を利用して、比較的狭い範囲、具体的には、足下の日本経済における為替市場と国内物価安定との関係に焦点を絞ってお話をすることとしたい。

為替レートの変動は、日本銀行にとって、しばしば頭痛の種であった。ブレトンウッズ体制の崩壊以降、円レートはしばしば唐突に大きく変動し、多くの人々にとって経済のファンダメンタルズとは不整合と思える水準に達した。過去のいくつかの局面において、日本銀行の政策担当者たちは、為替レートの安定化という不可能な課題に過度に心を奪われ、振り回されているといわれてきた。

より最近では、わが国で進行しているゼロ金利下の緩やかなデフレーションの処方箋を巡って金融政策と為替レートとの関係は、新たな議論の機会を提供している。現在の状況から脱出し、物価安定を実現するための有効な手段として、ここにおられるメルツァー教授をはじめ多くの学者から円安が推奨されているからである。実際、前回のコンファランスの場でもわれわれはスベンソン教授から円安水準での一時的な固定相場制導入を前提とした物価水準ターゲティング達成の提案を聞いた(Svensson [2001])。本日はこうした議論を踏まえ、為替レートと国内物価安定という目標との関係に焦点を絞ってお話ししたいと思う。

まず私は、為替レート変動を物価安定につなげるロジックを頭から退けているわけではないことを強調しておきたい。もし、わが国経済にとって均衡実質為替レートの減価が不可避であり、そこにいたる道筋がデフレーションか円安かの二者択一であるのであれば、デフレ的な環境下での名目賃金の硬直性を所与とするかぎり、円安が望ましいという議論には一定の説得力があるからである。ただし、わが国の名目賃金は、足下においては前年比2%の下落が観察されており、これまでに想定されていたよりずっと伸縮的な動きをみせている。こうした賃金の動向が国内の物価下落や景気変動にどのような影響を及ぼすかは、非常に興味深い点であるが、未だ十分な検討はなされていない。この興味深いトピックについては、また別の機会に議論することができればと思う。

わが国の歴史的な経験を振り返ってみると、1930年代前半のデフレーションからわが国経済が脱出した大きな原動力の1つは、金本位制からの離脱によって円の対ドル・レートが実に60%も減価したことであった。大幅な対ドル・レートの減価は対外競争力を大幅に改善することを通じて景気の浮揚に貢献した。今日のわが国は、2001年末で約180兆円、GDPの35%にも及ぶ大量の対外純資産を有している。そのかなりの部分は生保などの金融機関に保有されていることを考えると、円安は、一

一般的に予想される製造業の対外競争力の好転と輸入物価のパス・スルーを通じた物価下落圧力の緩和効果に加えて、対外資産価値の増大というわが国経済に好ましい影響をもたらすかもしれない。しかし、ここで問題となるのは、金融がグローバル化した現代において、どうすれば資本移動の流れを変えることができるのか、全くわかっていないということである。

このように経済活動へのプラスの効果があるにもかかわらず、私はやはりインフレを醸成し、景気回復を図る手段としての円安誘導を実施することについては否定的である。その理由は、円安期待を醸成することの困難さ、および名目為替レートを操作することの困難さに加え、国際通貨制度の安定および国際的な経済活動へ悪影響を及ぼす懸念にある。

円安誘導に私が否定的である理由をより詳しく述べる前に、まず、数ある資産価格の中で為替レートだけをコントロールの対象として検討することの根拠を考えてみたい。おそらくまず第1の理由は、為替レート変動が物価をはじめとするマクロ経済変数へ波及するメカニズムはかなり明確であることだろう。第2に、為替レートは適切な金利政策と財政政策のもとではこれを固定、ないしコントロールすることができ、厳格な形であれ、緩やかな形であれ、固定する対象通貨を適切に選択すれば物価安定が得られると考えられている。第3に、日本をはじめ多くの国がブレトンウッズ体制の崩壊にいたるまで、長期にわたって為替レートを固定し、繁栄を享受してきたという歴史的経験を持っており、少なくとも日本国民の多くにはこのときの記憶がなお残っている。そして第4に、為替レートを変更することは、購買力を国境を越えて移動させることになる。したがって、緊急事態においては、他国の需要増大という手助けを得ることは魅力的な手段として考えられるかもしれない。このように、経済および物価の安定を目指すうえで、為替レートの役割を強調する利点は、いくつかあるように思われる。しかし、景気や物価に影響を及ぼし得るという点では、株やその他の資産価格も同等の役割を果たすのではないだろうか。

実際、この点について日本は、典型的な例というより、典型的な犠牲者である。日本の地価は1990年以後年率約10%の割合で持続的に下落し、1990年代におけるわが国の経済動向に他の何よりも深刻な影響をもたらした。そして、こうした地価の下落が、わが国の金融システムをしばしばリスクに晒してきた。他の資産価格ではなく、なぜ為替レートを政策手段として選択すべきなのか。この点については、私自身の考えを述べずに、他のパネリストのみなさんに質問として提示させていただきたい。さて、わが国について、一部のエコノミストは、1990年代に入ってから円・ドルレートの変動幅の小ささは、偶発的なものではなく、通貨当局が暗黙に設定した狭いバンドが介入や他の行為で維持されてきたことによると考えているようである。

しかし、この点についての私の見解は異なる。最近において、日本銀行が政府の委託により為替市場に介入を行ったこともあり、ここで為替介入の有効性について立ち入るつもりはない。私が言えることは、日本銀行が景気と物価の安定を達成しようとする際に、為替変動は常にパズルであり、懸念材料であったということであ

る。そして、過去において日本の通貨当局が為替レートを思いのままにコントロールしてきた、とは私には到底思えない。1930年代に、大幅な為替減価が景気回復の有力な原動力になったといっても、それを可能にしたのは、金本位制を離脱しフロートに移行した1931年末のわが国には正貨準備が5億円しかなく、市場メカニズムが為替レートの減価を導いたからにほかならない。この点では、先に言及した2001年末で約180兆円におよぶ大量の対外純資産は1930年代のような円の減価を極めて起こりにくくしているといえよう。さらに、現在、われわれは短期金利はゼロ、長期金利は1%をわずかに越えるという超低金利の状態に直面している。こうした中で円を減価させようと考えた場合、自国金利の変更という手段が残されていない状況下では、外貨資産を十分に大量に購入し、確固たる円安へのコミットメントを伝達することによって市場の期待を変化させなければならない。それで問題ない、円が減価するまで外貨資産と引換えにマネタリー・ベースを供給すればよいという議論もあろう。しかし、この場合、市場参加者の期待を動かすために、政府・中央銀行は文字どおり極めて大量に外貨資産を購入する必要があるかもしれない。さらに踏み込んで円レートを特定の水準に誘導しようとするのであれば、その水準で日本銀行が無制限に外貨資産を購入することにコミットする必要性が生じると思われる。

為替レート形成の主役が市場参加者の期待であることにかんがみれば、この場合、政策の成否はそうしたコミットメントをどの程度市場が信じるかにかかっている。為替レートに複数の市場均衡が存在し得るとするならば、この疑問にアブリアリに答えを出すのは容易ではない。断固たるコミットメントのもとで、当局が信認に足る為替相場水準をアナウンスすればよい、という意見もある。しかし、こうした試みは、今日よりはるかに東京外国為替市場の規模が小さかった1970年代はじめにおいてすら成功しなかった。そのために、わが国をはじめ主要国はいずれも固定相場制を放棄したのである。

また、仮に、政府・中央銀行の円安誘導のコミットメントが市場に共有されたとしても、円安が際限なく進行することは望ましくないであろう。1985年のプラザ合意以降の経験は、いったん弾みがついた為替レートの制御がいかに困難かを物語っている。為替レートをオーバーシュートさせず、どこか適切な水準に維持することは可能だろうか。自国通貨が減価方向にオーバーシュートする局面では、中央銀行は無制限に外貨資産を売却し自国通貨価値を維持する必要がある。しかしながら、これは、自国通貨の無制限売却と異なり、原理的に不可能な要請である。ここで述べていることは、やや極端なケースかもしれない。しかし、非常事態を想定するのが中央銀行員という人種である。

さらにもう1つ、物価安定を達成するためにはどの程度の円安が必要かを議論しなければならない。わが国のデータを用いたわれわれのマクロ・モデルを用いた試算結果によれば、10%の円安の国内物価デフレーター押し上げ効果は数年後に0.5～1%ポイント程度に到達するにすぎない。この結果はなにもわが国に限ったことではなく、FRBのモデルによる米国経済についての試算でも、ほぼ同様の結果になるようである。このことは仮に、例えば、3年後に現在より2%高い物価水準を為替

レートの調整のみで実現しようとするれば、そのために必要な円安は、おそらく、1930年代の円安と大差ないオーダーのものになることを意味する。確かに、そのような大きな円安が起きれば、それは、ある程度のリフレーション効果を持つであろう。したがって、苦境に直面する経済にとって福音でこそあれ、問題ではないという立論もあり得るかもしれない。しかし、今日のわが国に1930年代のような大幅な減価が許容されるとは考え難い。近隣窮乏化政策、という貿易相手国からの非難は避け難いからである。

長い目でみた場合、円安の影響としては近隣窮乏化的な価格効果よりも所得効果の方が大きく、グローバルな経済に対するわが国の責任という観点からも円安を志向すべきだという立論もあり得るかもしれない。仮に近隣諸国にとっても長い目でみれば所得効果のメリットの方が大きいという主張が正しいとしよう。さらに、こうした中期的な効果に関する計測上の不確実性を抜きに考えてみよう。しかし、それでもやはり同じ問題が浮かび上がってくる。効果をもたらすために必要な急激な円安は、短期的にわが国と貿易相手国の経済関係に大きな摩擦をもたらすであろう。短期均衡を経由せずに長期均衡に到達することができない以上、短期的にもたらされる摩擦の障壁は十分に高いただろう。その摩擦が、市場の力による為替変動ではなく、為替介入など自国通貨の減価を直接的に意図した政策の結果もたらされたものであれば、IMF協定4条違反という批判を誘発し、わが国の政策当局への信認を損なうリスクがある。その潜在的成本は日本にとって極めて大きいのみならず、国際通貨制度全体の安定を脅かし、グローバルな財・サービス、資本取引を攪乱することを通じて世界経済全体にとって大きなコストをもたらしかねないからである。

最後に、簡単に結論を述べたい。以上の考察は、好むと好まざるとを問わず、日本においても他国においても、為替レートの形成は、市場に委ねざるを得ないのであるかというありきたりの結論を導かざるを得ないように自分には思われる。この結論は、わが国の特殊な現状においても適用される。言い換えると、われわれは国内物価の安定を達成するために、金融政策手段を用いて最善を尽くし、為替レートの水準については市場に委ねるということである。こうした立場は、急激な為替変動を安定化させるために、中央銀行が為替介入を行うということとは必ずしも矛盾するものではない。しかし、政策によって意図的かつ持続的に、大幅な円安誘導を試みることについては、私はやはり否定的である。

参考文献

Svensson, Lars E. O., "The Zero Bound in an Open Economy: A Foolproof Way of Escaping from a Liquidity Trap," *Monetary and Economic Studies*, 19, 2001, pp. 277-312.