

「21世紀の国際通貨制度」：ファイナル・リマーク

うえだかずお
植田和男

日本銀行

1. はじめに

私のこのコメントでは、まず、日本は停滞が続く状況から脱するために思い切った円安を指向すべきだという提案について手短かに論じ、次に、今回のコンファランスにおける為替相場制度に関する議論の中で際立っていた点について要約したい。

2. 流動性の罫への対処策としての為替レート政策

今回のコンファランスでは、日本は景気刺激のために大幅な円安を実現させるべきだという提言がいくつか聞かれた。最初に強調しておきたいのは、この政策は明らかに為替政策であり、それは法律上、日本銀行にではなく、財務省に授權されているということである。そのうえで、こうした政策がもたらすであろうマクロ経済面でのいくつかの帰結について論じてみよう。まず、円安は輸出を促進するであろう。しかし、国内金利も上昇すると思われる。特に、円安水準で為替レートを固定する場合、その傾向は明らかであろう。オプストフェルドが指摘したように、結果として、われわれは流動性の罫から離脱することができる。しかし、金利の上昇は、資金の借り手と国内の金融機関に対して確実にネガティブな影響を及ぼすこととなり、日本経済を苦しめている不良債権問題を悪化させるであろう。また、日本銀行に金利引下げの自由度が再び生ずるわけではないことにも注意しておく必要がある。(対米ドルでの)固定相場制のもとでは、日本の金利は連邦準備制度の金融政策に応じて動くことになるからである。

別の議論において、河合は、日本銀行は外国為替市場での不胎化介入を中止すべきだ、と論じた。不胎化介入と非不胎化介入は、日本銀行の短期国債(TB: treasury bill)購入が経済に与える効果の点で異なり得る。しかしながら、TB購入による効果は、ゼロ金利のもとでは小さいであろう。実際、日本銀行は既にTBおよびその他の資産を大量に購入して、年率30%近い率でマネタリー・ベースを増加させている。さらに、外国為替市場での介入の「非不胎化」を求める議論は、日本銀行の金融調節における技術上のポイントを見逃しているようである。財務省は、例えば3ヵ月もののTBを日本銀行に売却して得た資金をもって外貨を購入するというのが典型的なケースである。ここで、介入がもし「非不胎化」されれば、マネタリー・ベースは3ヵ月間は増加する。しかし、3ヵ月後には、財務省はTBを償還するために金

融市場で資金調達を行う必要があり、この時点でマネタリー・ベースの水準はもとに戻ってしまう。結果として生じるマネタリー・ベースの時間経路は非常にでこぼこしたものになるし、それがよい結果をもたらすようには思えない。残された唯一の可能性としては、日本銀行が現に行っているように、金融機関が中央銀行に保有しているリザーブ残高やマネタリー・ベースの残高にターゲットを設け、それを財務省の介入に応じて変動させることも考えられる。しかし、このようなルールは金融政策が為替レート政策に従属することを意味し、日本銀行にとってブルーデントな行動とは思われない。

3. 為替相場制度についての議論

今回のコンファランスを通じて、私は、バイポーラー・ビューが参加者にどの程度支持されているか見定めようと努めてきた。私の理解したところでは、バイポーラー・ビューに対する支持は予想していたほどには強くなかったようである。しかし、同時に、過去に同様なテーマで行われたコンファランスに比べれば、今回の参加者は中間的な通貨レジームに伴う困難さについてはるかに注意深く言及していた。

どれが最適な通貨制度であるのかについてはさまざまな要因に依存し、時の経過に応じて変化するように思われる。G3諸国（日本、米国、欧州）についてみれば、多くの参加者が変動相場制を最適な制度として支持した。もっとも、先ほど論じたように、日本については、為替レートをを用いた安定化政策を用いるべきだとの指摘も一部の参加者からなされた。G3諸国における変動相場制を最も明確に支持したのはオプストフェルドであった。為替レートの伸縮性は、名目価格の硬直性が存在するもとの、物価が伸縮的である場合の均衡を「（彼の言葉によれば）複製（replicate）する」うえで有用である。もちろん、この結論は企業が為替レートの変動に対してどのような価格設定行動をとるか、あるいは名目価格の硬直性以外にどのような歪みがあるか、といった点に大きく依存する。なお、為替レートのボラティリティが過大であることのコストに関し、ファーガソンは、企業や家計は為替レートの変動をヘッジするさまざまな手段を用いることができるため、G3諸国についてはさほど深刻でないと言及した。

より小さな国々については、厳格な固定相場制を推奨する意見と自由な変動相場制を支持する意見に分かれたほか、バイポーラー・ビューに反対する意見も開陳された。バイポーラー・ビューに反対する意見は、河合を含め、東アジア諸国からの何人かの参加者の間で特に強かった。アジアの貿易構造は相当に多様であり、東アジア危機の記憶も今なお生々しいので、参加者からはソフト・ペッグや通貨バスケット制に対する好意的見解や、地域共通通貨に賛意を表する意見さえ聞かれた。しかし、私にとっては、単一通貨よりも通貨バスケットにペッグする方がショックへの耐性が強いとの主張の根拠が明瞭でなかった。また、通貨統合を推し進めるには、政治的な統合が前提であるとの指摘もあった。

米州については、厳格な固定相場制を金融政策ないし財政政策の規律を確保するために使いたいという欲求が非常に強いように思われた。しかしながら、一部の参加者からは、この目的のために固定相場制を選択したことは、結局は一時しのぎにすぎなかったとの見解が示された。誰が経済政策を担当しよう、経済を立て直すまでのとりあえずの時間稼ぎとして、厳格な固定相場制が採用されたというのである。加えて、ひとたび適切な経済政策と政治体制が確立されれば、厳格な固定相場制はもはや不要になるとの指摘もあった。

こうした議論の流れから、以下のようなポイントが浮かび上がる。第1に、当然ではあるが、最適な通貨制度の選択は、経済的要因のみならず政治的・社会的要因に依存している。実際、最適な通貨制度という問題をより十全なかたちで分析するためには、狭義のエコノミストの守備範囲を超えた領域にまで踏み込む必要があるとの指摘があった。第2に、最適な通貨制度は体制の変化に応じて変わらざるを得ない。この点は、例えば、インフレーション抑制のために厳格な固定相場制を一時的に用いるといった事例で既に示されている。さらに、ある種の通貨制度を一時的に用いる場合、これらの通貨制度からの撤退戦略をいかにして用意するかという難問が生ずる。

結論として、最適な国際通貨制度の選択については、より注意深くかつ動学的な枠組みにおいて、さまざま経済の歪み（distortion）や政治的、社会的要因の含意について分析する必要があるという点において、今回のコンファランスの参加者が合意したように思われる。願わくば、今後、新しい開放マクロ経済学がこうした検討のためのよりよい足場を与えてくれることに期待したい。

