

金融研究会

「金融のグローバル化と国際通貨制度」

I. 会議の概要

はじめに——要旨

金融研究所は、1988年（昭和63年）12月22日に標題テーマの金融研究会（パネル・ディスカッション）を開催した。本研究会では、最近における金融のグローバル化の進展と米国の債務国化という2つの大きな環境変化の下で、「国際通貨」（現在「基軸通貨」とされる米ドルを含め国際的に一般に使用されている通貨）は、どのような変貌をとげていくのか、そして今後における国際通貨制度のあり方として具体的にどのような姿が考えられるのか、といった問題を採り上げた。¹⁾

上記のような狙いの下、本研究会（パネリストは下記の8名）では、国際金融を主として実務家的観点から捉えた論文（鳴沢論文）と、近年における研究の進展を踏まえて主として理論的観点から捉えた論文（河合論文）の2つの報告をまず求め、これに対して国際

金融の専門家4名がコメントするというかたちで包括的な討議を行った。なお、今回のテーマが、円の国際化や国際的な政策協調などカレントな問題にも深く関連するものであったことから、フロアーには金融機関の企画・調査担当部長等多数の参加を得た。

議長	小宮隆太郎	東京大学教授 (金融研究所顧問)
モデレーター	三宅 純一	金融研究所長
報告者	鳴沢 宏英	東京銀行参与
	河合 正弘	東京大学助教授
コメンテーター	新開 陽一	大阪大学教授 (金融研究所顧問)
	香西 泰	日本経済研究 センター理事長
	伊藤 隆敏	一橋大学助教授
	植田 和男	大阪大学助教授

当日の議論は2つのセッションに分けて進められた。まず第1セッションでは、「国際

1) 国際通貨制度と政策協調を巡る議論については、既に1986年（昭和61年）12月の金融研究会（国際通貨制度と政策運営）で、また金融のグローバル化を巡る議論については、1987年（昭和62年）7月の金融研究会（金融のグローバル化と制度的対応）でとりあげている（これらの内容については、「金融研究」第6巻第1号および第6巻第4号を参照）。今回は、これらを一歩進め金融のグローバル化の下での「国際通貨」および国際通貨制度の変貌に焦点を当てることとした。

通貨」およびそこで中心的な役割を果たす「基軸通貨」の条件や今後の展望について討議し、第2セッションでは、そうした国際通貨を前提とした場合の国際通貨制度ないしは外国為替制度についての討議を行った。当日の議論は極めて多岐に亘ったが、その主旨論点を予めまとめておけば、概ね以下のとおりである（文責、金融研究所）。

- ① 「国際通貨」という場合、その機能は、基本的には国内通貨の場合と同様の3つの機能（計算単位、支払手段、価値保蔵手段）ないしこれらから導かれる2種類の通貨（取引通貨、準備通貨）として理解できること、またそうした通貨であるための必要条件としては当該通貨の一般的受領性、当該通貨による金融の容易性、当該通貨保有の利便性（大きな投資機会、発達した国内金融市場等）などであるということで一般的に合意が得られた。また、そうした国際通貨は使用されればされるほど一般的受領性が高まる（慣性効果ないし一種の規模の経済性がある）ので、現状では依然米ドルが圧倒的な優位に立っている（依然事実上の基軸通貨である）という事実認識についても異論はなかった。
- ② 中心的な国際通貨を提供する基軸通貨国であるための条件としては、上記の国際通貨についての諸条件に加えて、資本の供給国であること、自らの国際収支の動向に能動的な対応を必要としないこと（「n番目の国」の地位）、などが指摘され、その上に経済外的条件（軍事上の優越性等）も必要とする向きもあった。米ドルは前記のように依然事実上の基軸通貨であるが、一方で米国はこれらの条件のうちもはや満たさないものもある（従って米ドルはいわば「基

軸通貨国なき基軸通貨」とでもいうべき状態にある）のが今日の姿であるというのがパネリストの最大公約数的見解であった。

- ③ 米国の純債務国化という問題は、上記①の諸条件に照らして考えた場合、ドルの国際通貨としての役割の後退に必ずしも直接的に結びつくものではないという意見が大勢を占めたものの、さりとて米国が債務国化する過程においては上記②の条件の中には満たされ難くなっているものもあること（米国の資本輸入国化、為替レートを意識した金融政策の運営ないし国際収支対策としての保護主義的手段の採用等）から、米国の基軸通貨国としての地位は多少とも後退してきているとの感は各パネリストとも拭い難かった。
- ④ 基軸通貨としての米ドルの地位が後退することにより、これまでの傾向であるドイツ・マルクや日本円が何らかの形でドルを補完するという動き（国際通貨の複数化）が今後一段と進展しようとする向きが大勢であった。一方、そうした国際通貨の複数化に伴い為替レート変動が不安定化するかどうかについては意見が分かれた。
- ⑤ 国際通貨のひとつとしてみた場合、ECU、SDRなどの合成通貨は、特定国の通貨（国民通貨）ではないことから一国の消長に左右されない点で国際通貨として優れているとの見方が多かったものの、それが国際通貨の中心的位置を占めるのは、あくまでも遠い将来の理想図としてであるとの見方であった。ただ、金融為替市場が発達した状況の下では、通貨の価値尺度と支払手段という2つの機能を分離して、合成通貨を表示通貨（契約通貨）として使用していくことが、現実離れしているようでいて意外と

I. 会議の概要

可能性があるとの見方（香西、以下敬称略）もあった。

- ⑥ 1973年以降の各国経済のパフォーマンスをもとに変動為替相場制度（フロート制）を評価する場合、その機能については、批判的な立場（両報告者）と肯定的な立場（4人のコメンテーター）に大きく分かれた。また、プラザ合意（1985年9月）以降における国際的な政策協調の動き（協調介入やマクロ政策の協調）についても、それが米国の政策節度（discipline）の欠如を日本や西ドイツに輸出するものだと批判的にみる向き（新開、河合、植田）と、米国自身にも節度を課したとしてその意義を評価する向き（鳴沢、伊藤）とが対立した。

- ⑦ 国際通貨制度のあり方を考える場合、これまでのフロート制の評価とも密接に関連するので見解には大きな濃淡の差があった。まず現行のフロート制を前提としつつその問題点（とくに為替レートのボラティリティ、ミスマライメント）を改善するうえで、短期資本移動をコントロールする（直接的な規制、ないし為替取引への課税）という考え方には、各パネリストともその望ましさからざる影響や実効性の問題を理由に概ね反対であった。また、国際的な政策協調の推進によって対処するという考え方については、それが各国にとって経済厚生を高めるうえでは、金融政策に対して民間部門の信認（credibility、通貨当局が安定的な通貨・為替レートの政策に対してどの程度コミットしているかについての民間経済主体の確信）が存在することが重要な条件であることが強く主張され（河合）、各パネリストとも同意を示した。そして問題は、米国の政策当局に対する信認があるか否か

であることも共通に認識された。

- ⑧ 現行のフロート制への代替案としては、目標相場圏への移行（鳴沢、伊藤）、米・独・日の3国が共同で「第n番目の地域」を形成する構想（河合）、の2つが主として議論されたが、いずれも、現行制度と比べて為替レート固定化の度合を強める分だけ各国の金融政策の自主性を部分的に損わしめるものであることを主たる理由にパネリストの間では強い反対論が続出し、合意らしきものは得られなかった。

1. 金融のグローバル化の下での「国際通貨」の条件

第1セッションでは、「国際通貨」に焦点を当て、それにとって必要な条件は何か、米ドル、ドイツ・マルク、日本円等の主要通貨をどう評価するか、将来をどう展望するか、という視点から議論を行った。ここでは、とくに①「国際通貨」の中心的存在ともいえる「基軸通貨」の問題をどう考えるか、②金融のグローバル化および米国の債務国化は国際通貨のあり方をどう変えていくか、③ECU、SDRなどの「合成通貨」の将来をどうみるか、といった問題を軸に活発な議論が展開された。

(1) 「国際通貨」を規定する条件と現状 （「国際通貨」の機能と条件）

河合は、国際通貨（国際的に使われる通貨）の基本的な機能として、国内通貨の場合と同様、①計算単位、②支払手段、③価値保蔵手段の3つを挙げるとともに、通貨の使用ないし保有主体として公的部門、民間部門を分けて考えれば、国際通貨には下表のような6つの側面がある、と整理した。

	民間部門	公的部門
計算単位	表示通貨・契約通貨	公的基準通貨
支払手段	媒介通貨・取引通貨・決済通貨	介入通貨・公的決済通貨
価値保蔵手段	資産通貨	準備通貨

一方、鳴沢は、上記よりも簡略に国際通貨を「取引通貨」(vehicle currency)と「準備通貨」(reserve currency)にわけて理解する(二分法)のが妥当と主張した。その理由として、ある一国の通貨(国民通貨)は国際的な「取引通貨」として利用度を高めることによって初めて「準備通貨」になりうるという関係にあること(従って、前者を下部構造、後者を上部構造として位置付け可能)、また民間部門の「取引通貨」は通貨当局の買介入によって「準備通貨」に転化することが指摘された。以上のような両者の理解に関して香西は、これらは分類、整理の相違に基づくものであり、国際通貨の機能としての考え方に大きな差異があるわけではないとコメント、その他のパネリストからも特に異論はなかった。

次に、以上のような機能を果たす国際通貨であるために必要な条件として鳴沢は、①当該通貨に対する信認(confidence、通貨価値の安定等)と通用力の高さ(支払手段としての一般的受領性)、②当該通貨による金融の容易さ(そのコストの低さと availability の高さ)、③当該通貨保有に対する誘因の大きさ(投資機会の大きさや、使用利便の高さなど)、の3つを挙げた。また河合は、国際収支の経常勘定における交換性の維持(経常勘定での取引について当該通貨の使用に制限のないこと。スタンフォード大学教授マッキノンが指摘する条件)および資本勘定におけるその双方が重要であると述べた。両報告者

が指摘したこれらの必要条件については各パネリストとも概ね異存はなかったが、香西のみは、国際通貨を考える場合には、通常の国民通貨について考える場合とは異なる面があることを指摘した。すなわち為替市場さえ十分に機能していれば、どの通貨でも決済に使用できること、また現に主要通貨はいずれも発達した為替市場を持っているといえることから、国際通貨の条件として一般的受領性(acceptability)を強調するのはやや行過ぎではないかと若干異論を唱えた。

ところで、現状において主要な国民通貨(米ドル、ドイツ・マルク、日本円など)が、それぞれどの程度国際通貨としての機能を果たしているのかという問題に対しては、河合は詳細な統計資料の分析に基づいて、①米ドルは、民間部門の資本取引の表示通貨としての機能が若干低下している(国際債の起債市場においてドル建取引はウェイトがやや低下)のを除けば、その他の機能に関しては依然圧倒的な優位性を保持していること(ことにインターバンク市場での媒介通貨として機能しているのは殆どドルのみであること)、②ドイツ・マルクは欧州地域内では国際通貨としての機能をある程度果たしていること、③日本円は国際的な計算単位(国際貿易における表示通貨や公的基準通貨としての側面)、および支払手段としての機能を未だ殆ど果たしておらず、価値保蔵手段(金融投資手段)としての機能を近年になって僅かながら果たしはじめたばかりであること、などが実態であ

I. 会議の概要

ると指摘した。この点に関連して新開は、国際通貨には一旦使用され始めると余程のことがない限り長期間に亘り使用され続けるという一種の慣性（inertia）があり、現在の米ドルの場合にもこうしたことが当てはまりそうであると付言した。また植田も、「国際通貨」にはそれが使用されればされるほど一般的受領性が高まるという意味で「規模の経済」（economies of scale）が働くことから、一旦使われた通貨は、例えその経済的実力が低下してもなかなか他の通貨にとって替わられない面があると述べ、新開に同調した。

（「基軸通貨」の内容と条件）

次に、いくつかの国際通貨の中にあって中心的な存在となる「基軸通貨」（key currency）を巡る議論に移った。まず鳴沢は、L.クラウス（カリフォルニア大学サンディエゴ校教授）の説を引用しつつ、「基軸通貨国」となるための経済的条件として、①当該国の経済ならびに通貨が高度の国際的信認を得ていること、②為替管理等の人為的規制がなく、加えて自由かつ奥行きの高い高度に発展した金融市場を擁すること、③資本の供給者（純輸出国）であること、の3つを指摘するとともに、米ドルはこうした条件を次第に充足しなくなっている反面、日本円、ドイツ・マルクはそれらを充足しつつあるとの判断を示した。もっとも、鳴沢によれば、基軸通貨国となるためには、こうした経済的条件に加え、軍事上の優越性、国際的な様々な事件に対する超然性（aloofness）などの経済外的条件（有

事に強い通貨たること等）も重要であり、現状では、これら両方の条件を充足するのは、経済的条件の面では前述したように問題の出ている米ドル以外にはないことを強調した。こうした考え方に関連して新開は、米ドルと日本円、ドイツ・マルクの間での貸借関係について触れ、日本は米国に対していわば銀行的行動（短期借・長期貸）をとっているうえ円の「基軸通貨」化に対しても積極的である（少なくとも「基軸通貨」化に抵抗していない）反面、西ドイツは米国に対してこれとは逆の関係（長期借・短期貸）にあり、またマルクの「基軸通貨」化には消極的であるという相違を指摘した。また、基軸通貨国たるには、大国という prestige が重要である（例えば、スイス・フランはこの点からみて「基軸通貨」にはなりえない）ことを指摘、経済外的条件の重要性を主張する鳴沢に合意した。一方、小宮は、基軸通貨になるためには国際金融取引が自由であるという国際的な信頼感が何よりも重要な条件であり、しかもそれが醸成されるには極めて長期間を要するものであるだけに、日本円の実情（1980年頃まで様々な形での為替管理を実施）を考えた場合、円が近い将来において基軸通貨の地位を占めるなどということは全くの幻想に過ぎないと反論した。

次に河合は、理論的な観点に立ち、ある国が基軸通貨国であるとは、その国のリーダーシップの下で国際通貨システムの調整における「 $n-1$ 問題」²⁾を解決すべく安定的なマクロ政策を採用して世界経済のアンカーとな

2) 「 $n-1$ 問題」とは、世界に n か国存在する場合、独立的な為替レート・国際収支の数は $n-1$ 個しかないため、 n 個のすべてが独自の為替レート政策あるいは国際収支政策を持つことは不可能であるという政策手段の数（ n 個）と政策目標の数（ $n-1$ ）個との間の整合性の問題である。たとえば、いずれかの

りうる国であると定義した上で、その具体的な姿をIMF・ブレトンウッズ体制下での米国に求めた。すなわち、同体制下では、米国以外の各国は、自国の為替レートを対ドルで固定化するとともに、それぞれが国際収支ターゲットを持つ一方、米国は、それらの結果決まってくる自国の国際収支動向に受動的に対応するという形をとって「 $n-1$ 問題」が解決されていた、その意味で米国は「 n 番目の国」としての役割を果たしたと分析した。その上で河合は、そうした国際通貨システムが安定的でありえたのは、この時期には①世界経済における米国経済の絶対的優位性が保たれていたこと、②米国経済が実質上閉鎖経済に近く、外為市場ないし国際収支の動向に制約されずに経済政策を運営しえたこと、③ドルに対する需要が比較的安定していたため、米国の利子率、インフレ率を安定化しえたこと、④米国が国際的にみて攪乱的な金融・財政政策を行わなかったこと、という4つの条件が満たされていたことを強調した。ところが、1960年代後半以降はこうした4条件が次第に満足されなくなり、このため現在は「 $n-1$ 問題」に整合的な解決の与えられない状況（「ノン・システム」）になっているとの理解を提示した。つまり、米ドルは依然として事実上の「基軸通貨」ではあるものの、米国自体は第 n 番目の国としての地位から後退してきており、その意味でドルは「基軸通貨国なき基軸通貨」とでも言うべき状態になっているというのが河合の現状認識であった。

こうした河合の考え方に対して香西は、経

済理論において一般均衡の成立を考える場合、 n 個の価格ではなく $(n-1)$ 個の相対価格のみが決まればよいというのは当り前のこと（ワルラスの法則）であり、何も問題にはならないにもかかわらず、国際通貨システムを考える場合においてのみ何故に「 $n-1$ 問題」が主要な問題になるのかわからないという疑問を呈し、小宮もそれに同調した。これらの批判に答えて河合は、競争的な一般均衡理論の場合には、経済主体が価格を与件として行動することの結果として $(n-1)$ 個の相対価格が決まってくるのに対し、国際通貨システムの場合には、各国がそれぞれ為替レートや経常収支について目標を持っており、しかも金融政策（ないしは財政政策）によってそれらを各国とも独自に動かすうにも拘らず、国際経済全体にとってはこれらの自由度は $(n-1)$ しかないところに「 $n-1$ 問題」が発生する理由がある（つまり、世界全体では n 個の政策手段が存在するが、実際に独立的に決定される為替レートないし国際収支の数は $(n-1)$ 個である）と説明した。この間、植田は、現在の経済学はそもそも貨幣が経済システムにとって何故必要となるのかという問題に対して十分な回答を未だに持っておらず、どの通貨が基軸通貨となるかを論じようとした河合論文もまたそうした弱点から免れていないと喝破した。

(2) 金融のグローバル化と米国の債務国化の下での「国際通貨」の変貌

（米国の債務国化が及ぼす影響）

以上のような米ドルの事実上の基軸通貨と

国が、第 n 番目の国、すなわち、為替レートおよび国際収支のターゲットに関して完全に受動的に対応すれば「 $n-1$ 問題」は解決され、国際通貨システムが円滑に機能する。

I. 会議の概要

しての機能が、最近における米国の債務国化につれて後退していくのか否かについて、鳴沢は、米国の債務国化が直ちに米ドルの有用性（利用可能性）を大きく制約するとは思われないとしながらも、それは米国の政策運営における節度のなさを示すものであるため米ドルの国際的な「取引通貨」ないしは「準備通貨」としての地位は今後相対的に低下していくことは避けられないと述べた。また、米国の債務国化につれて、ドルへの信認に動揺が生じる可能性が出てきており、このため今日の国際通貨体制に脆弱性を内在させる（いわゆるドル問題が発生する）に至っているとの判断を示した。河合も、米国の債務国化自体は、米国をかつて基軸通貨国たらしめてきた前述の4条件そのものを損わしめるものではないとしつつも、米国が債務国化する過程において、米国は基軸通貨国（第n番目の国）としての役割を実質的に放棄してきており（例えば、為替レートを意識した金融政策の運営ないし国際収支対策としての保護主義的手段の採用、国際的に攪乱的な金融・財政政策の実施、利子率・期待インフレ率の不安定化など）、このため、債務国化は米ドルの基軸通貨性の低下と関連を持っていると指摘した。これに対して新開は、米国の債務国化とドルの対外価値の不安定化は何も直接結びつけて考えるべきものではなく（ドル価値の大幅変化は米国が未だ債権国であった1970年代において既に生じていた問題である）、米国の債務国化はドル価値の不安定化要因としてとかく重視されすぎていると批判した。また伊藤は、ポートフォリオの一環として米ドル建の債権を保有している主体にとっては、米国の債務国化はそれが当初から予想されていたものである限り、全く問題にはならない答

（何故ならば、それに伴うドル価値の下落は、最適ポートフォリオの決定に際して既に織り込み済みであるため）であり、いわゆる「ドルのたれ流し」を重大視する必要はないと述べ、植田、香西もこれに類似した見解であった。

（金融グローバル化の下での国際通貨の複数化）

事実上の基軸通貨としての米ドルの地位が後退していく一方、金融取引のいわゆるグローバル化（どこでも、いつでも、そしてどの通貨でも比較的低コストで取引ができるようになること）が進展するときには、ドルの役割をドイツ・マルクや日本円が何らかの形で補完するような形をとって、国際通貨の複数化が現状よりも一段と進行すると予想する向きがパネリストの大勢であった。まず、鳴沢は、一般論として金融グローバル化の下では、各国の為替・金融市場の相互利用が促進されることから、国際的な「取引通貨」の多様化が進むと述べるとともに、今後のありうべき方向として、米ドルをドイツ・マルクや日本円が補完する形をとって国際通貨の複数化が一段と進展しようと述べた。そして、その将来の延長線上としてドル圏（南・北米州）、ECU 又はマルク圏（ヨーロッパ）、円圏（アジア・太平洋地域）から成る地域通貨圏の形成も考えられうることにした。また、鳴沢は、そうした国際通貨複数化のメリットとして①資本供給国としての日本や西ドイツが、資本輸入国に転じた米国の役割を交代して、国際的な資金循環を円滑化させること、②ドイツ・マルクや日本円の「準備通貨」化により、これまで米ドルとの間にみられた政策対応面での非対称性（米国が「基軸通貨」

国としての特権のみを行使し、その義務を果たさない状態)を改善しうることを挙げる一方、そのデメリットとして、各「国際通貨」の間で不安定な大量の資本移動の生じる懸念があることを指摘した。こうした考え方に対して、植田は、価値保蔵手段としての「国際通貨」の複数化は十分にありうるが、計算単位ないし支払手段としての「国際通貨」については前述のような「規模の経済性」から判断して必ずしも複数化が進展するとはいえないとの疑念を表明するとともに、ある国の通貨が「基軸通貨」となることのコスト、ベネフィットはそれぞれ何なのかについて掘り下げた分析が必要なことを指摘した。また、伊藤は、「国際通貨」の複数化は必ずしも攪乱的な資本移動を増幅するものではない(単一基軸通貨であってもそれは生じる)と主張したが、新開は「国際通貨」の複数化により、やはり為替レート的大幅変動の可能性が高まるとして、鳴沢を支持する立場をとった。

(合成通貨の将来展望)

次に ECU、SDR などの合成通貨 (composite currency) が、国際通貨として現状どの程度機能しているのか、また将来、それらの合成通貨が国際通貨の中心的位置を占めうるのかについての討議が進められた。まず、鳴沢は、合成通貨が「基軸通貨」となるような国際通貨制度 (例えば EMS の世界的規模への拡大や SDR 本位制) は、遠い将来のひとつの理想図に過ぎないとしながらも、ECU については、EC 地域内の「取引通貨」および「準

備通貨」としての機能を既にある程度果たしており、今後 EC の金融的統合が進展するにつれて、ECU の「国際通貨」としての性格は一層明確かつ鮮明になろうと述べた。また、鳴沢は、一方 SDR については「準備通貨」として活用していくためには、①量的制約 (現在、SDR の総額は金を除く対外準備総額の 4 % にすぎない)、②利用上の制約 (民間利用などについての制限が多い)、③通貨としての基本的な性格に関する問題点 (SDR はその発行準備となる資産の裏付けがなく、しかも IMF 自体はその債務者となっていない)、を克服する必要があると指摘し、そのための具体的方策としてかねてから唱えられている IMF の代替勘定 (substitution account)³⁾ 構想が検討に値すると主張した。また河合も、一国経済の消長に依存しない中立的な国際通貨を育成する必要があるとし、具体的には ECU や SDR を長期的な視野から育成していくこと (ことに民間部門による SDR の保有を制限している IMF 協定第 17 条を改定して、SDR 建ての民間金融・資本市場を形成していくこと) が、ひとつの可能性であると述べた。これに対して香西は、金融為替市場が発達した状況下では、通貨の価値尺度 (計算単位) としての機能と決済手段としての機能は分離可能であると思われるから、SDR や ECU は、「取引通貨」としては使用上の制約があるにしても、それらを「契約通貨」として利用することは可能ではないか (現実離れしているようでいて意外と効果があるのではないか) と指摘した。最後に河

3) 具体的には、IMF が米国以外の主要通貨当局の保有するいわゆる過剰ドルを吸収し、その代り金として SDR 預金を設定すること (過剰ドルの consolidation とその SDR への conversion) を内容とするもの。

I. 会議の概要

合は、少なくとも今世紀中は夢物語であると断った上で、R.クーパー（ハーバード大学教授）の提唱する世界単一通貨構想は、その前提条件となる①財市場、金融市場、生産要素市場の国際的統合、②税制・財政による資源移動・所得分配の国際的調節などの条件が満足されるようになるときには、通貨の有用性を最大限に高めるものだとの考え方を披瀝した。

2. 金融のグローバル化の下での国際通貨制度の変貌

第2セッションでは、国際通貨制度（ないしは外国為替制度）について、現行のフロート制をどう評価するのか、そして今後の代替的な制度としてどのような具体案が考えられるのかという問題を巡って議論が行われた。国際通貨ないし外国為替についての制度問題は、第1セッションで議論した「国際通貨」といわば車の両輪の関係にあるが、今後の具体的な国際通貨制度のあり方に関する各パネリストの意見は国際通貨の将来展望にもまして多様であり、小宮議長は「さながらプリズムの色彩のように微妙に異なる様々な色合いがあった」と議論を総括した。

(1) 変動為替相場制度およびブラザ合意以降の「管理」フロート制の評価

（変動為替相場制度への評価）

1973年以降における変動為替相場制度は、その下での経済の動きに照らして鳴沢、河合の両報告者とも批判的なスタンスをとったのに対し、4人のコメンテーターはいずれも、両報告者は変動為替相場制度の欠点を誇張しすぎていると反論した。すなわち、河合は、変動為替相場制度は、当初期待されていた①

経常収支の調整効果、②各国金融政策の自律性獲得、③海外からの攪乱波及からの隔離効果、などの面で不満足なパフォーマンスに終わっていると批判的であった。また鳴沢も、現行のフロート制には消極的な評価しか与えられないと述べた。

これに対して、植田は、①為替レートの短期的なボラティリティーは必ずしも貿易取引を阻害しないこと（ほとんどの実証研究はこれを支持）、②為替レートの変動は、国内の賃金・価格の硬直性から発生する非効率性を緩和する効果があること、③経常収支の不均衡は国際資本移動の裏側であり、国際的な経済効率の増大と対応している可能性のあること、などを指摘してフロート制を弁護した。また、香西は、フロート制の下での為替レートの変動は海外からのインフレを遮断する効果を持っていることを、そして伊藤は、フロート制が第1次、第2次石油危機に代表されるリアル・ショックに対して調整を容易にしたことを、それぞれ付言した。さらに、新開は、1980年代における米ドルの対ドイツ・マルクおよび円のレートについての「ミスアライメント」に関しても、それが果たしてフロート制度自体から発生したものなのか（この時期にターゲット・ゾーンをうまく運用することで回避しえたといえるのか）、それとも米国レーガン政権下でのマクロ経済政策の当然の帰結であったのかを議論した上でないとフロート制を正しく評価することはできないと述べ、両報告者ともフロート制の欠点を誇張していると総括した。もっとも、フロアーより館（金融研究所特別顧問）は、①「もしレーガン政権下での攪乱的なマクロ経済政策なかりせば」という議論に立ってフロート制を弁護することにはやはり問題があり、フロート

制の評価にあたってはそれらの与件をすべて織り込んだ上で、各国経済のパフォーマンスがどうなったのかを評価すべきである、②フロート制への移行に伴い不確実性が増大し、その結果、投資などリアルな資源配分にマイナスの影響があったことは事実ではないか、と発言し、フロート擁護論に一矢を報いた形となった。

(プラザ合意以降の「管理」フロート制の評価)

次にプラザ合意以降の「管理」フロート制の評価に議論が移った。まず鳴沢は、現行の「管理」フロート制について、それが参考相場圏 (reference range) に既に移行しているのか、それともその実験段階にあるのか、なかなか特定しにくい、プラザ合意以降の国際通貨協力への努力の積み重ね (incremental approach) により、方向としては参考相場圏に漸次近づいていると特徴づけた。また、そうした通貨システムは、極めて弾力的なものである (従って制度としての性格が比較的希薄なものである) だけに、各国の通貨主権ないし通貨政策の自主性を侵害するおそれが少ない反面、各国通貨当局に対する節度負荷ないし拘束力は弱く、また市場に与える信頼性 (credibility) も限定されていると評価した。

次に伊藤は、プラザ合意 (85年9月) 時点ではドル高の是正 (中期的なミスアラインメントの修正) が関係各国に明確に意識されていたという意味で目標相場圏 (target zone) 的な考え方が採用されていたといえるのに対して、ルーブル合意 (87年2月) 以降は為替相場の水準には大きな変更を希求しない一方、相場の変動をある程度のレンジ内に収めることが意図されていたようであるので、参考相

場圏的な考え方が支配しているように窺われると述べた。そして、プラザ合意以降の目標相場圏ないしは参考相場圏の追求は、米国に対しても節度 (discipline) を課すことになっていると述べ、最近の「管理」フロートに対して肯定的な立場を明確に表明した。一方、最近の「管理」フロート制に批判的な立場をとる新開は、米国が客観指標のサーベイランスを通じて日本・西ドイツに対して経常収支調整のための国内政策の変更を義務付けようとしているが、米国自身に余りやる気がない以上、それは日本・西ドイツに節度の欠如を輸出するものだと主張し、河合もこの点は同様の意見であった。また、植田は、ルーブル合意以降の協調介入について、①ドル暴落を防ぐ効果があったかもしれないが、②ドルを買い支えた通貨当局は長期的ドル安傾向の中で損を重ねており、その意味では為替相場をむしろ不安定化させる投機を行ってきたともいえるので、総合的には市場介入は為替相場安定にとって必ずしもプラスとはいえないと述べた。さらに続けて植田は、最近の「管理」フロート制を評価する際のひとつの大きなポイントは、米国の財政政策に何らかの制約を課することができるかどうかであることを指摘、この点について余り効果は期待できないとの意見であった。

(2) 今後の国際通貨制度のあり方に関する幾つかの具体案とその評価

今後の国際通貨制度のあり方については、①資本移動の規制、②国際的な政策協調による対応、③目標相場圏などいくつかの代替的な国際通貨制度、の3つをとりあげ、それぞれに関する具体案の評価・検討を行った。

I. 会議の概要

(資本移動の規制)

現行のフロート制を前提としながら、為替レートの攪乱的変動を回避するうえで資本移動を規制するという考え方に対しては、各パネリストとも概ね反対するということで意見の一致をみた。

まず、鳴沢は、実務家的な観点から、①短期資本取引に対する直接的な規制再導入は非生産的であるうえ実効性も期待しえないこと、②J. トービン（エール大学教授、前金融研究所海外顧問）の提唱する為替取引税（短期資本取引への課税、いわゆるトービン・タックス）という間接的な規制も同様に時代逆行であり、かつその相場安定化効果には疑問があること、③R. トリフィン（元エール大学教授）の提唱する間接的なコントロール（攪乱的な民間資本移動を相殺する方向で公的資本を移動させる）も、国際協調の精神には合致するものの、対症療法としての効果には限界のあること、をそれぞれ指摘し、資本移動の規制に関連する対応策には全体として否定的な態度をとった。次に小宮は、トービン・タックスは、為替取引の実情を知らない学者の考え出したものであり、ヘッジ取引と投機取引との区別がつかない状況の下ですべての為替取引に一律に課税するのはいかなるものかと発言、また植田も、資本移動自由化という流れを逆戻りさせることは生産的ではないとし、トービン・タックスについても、株式市場における類似の課税（有価証券取引税）が株価の安定化にさしたる効果を持っているとは思われなと言及した。一方、新開はトービン・タックスは、短期のボラティリティーが中期のミスアラインメントにつながるのを回避するという狙いを持ったものであり、全くナンセンスとはいえないと弁護した

が、これに対して伊藤は、そもそも短期のボラティリティーが中期のミスアラインメントにつながるの実証分析はないはずと反論した。この間、河合は、為替相場の短期的なバブルを打ち砕き相場を安定化する上では、為替市場への介入が各種規制や取引税よりも有効であると述べ、新開もこれに合意した。

(国際的な政策協調の促進)

フロート制を前提としつつ、諸問題に対して国際的な政策協調によって対応することが、各国の経済厚生を高めることになるのか否かについて、河合は、報告論文の中で詳細なモデル分析を行い、①民間部門が政策当局の金融政策に対して信認（credibility）を持たないときには、国際的な政策協調を行っても経済状態のパレート改善効果を持たない可能性があること、②他国においてその政策当局に対する民間の信認が失われているときには、自国の政策当局としては、民間の信認を得るように金融政策を運営することにより、国際協調に伴う潜在的な悪影響（「政策節度の欠如」を輸入すること）を小さくできること、を単純化のための諸仮定の下で導出した。そして、これらのモデル分析の結論を最近の国際的な政策協調問題に適用し、①米国の節度が欠如したままで、日本や西ドイツが対外不均衡是正のための拡張的金融政策を迫られるならば、それは世界全体としての経済厚生水準の低下をもたらしかねないこと、②その場合、日本や西ドイツでは、国際的な政策協調の動向いかんにかかわらず、民間部門の信認を得るような金融政策を行うことによって経済厚生を高めうることを主張した。また小宮も、金融政策に対する民間部門の信認の重要性を強調し、例えば西ドイツの立場から

すると、米国の金融政策に対する信認に問題がある状況の下では、西ドイツとしては国際的な政策協調によって世界インフレの渦中に巻き込まれることは避けたいのが本音であろうと発言した。

これに対して香西は、米国の財政赤字については、自由世界への公共財提供という部分もあるので、この負担を各国がどのように分担していくのか話し合うという形でのマクロ経済政策の協調は意味のないことではないと述べ、伊藤も前述したとおり、最近における国際的な政策協調は、米国自身のマクロ経済政策に節度を課するという側面を持っているはずだと反論した。また、鳴沢も、基本はあくまで各国自身が適切なマクロ政策を採ることであるとしつつも、各国間における政策協調（客観指標のサーベイランスなど）は前向きに評価しうる部分があると述べ、現状は「トンネルの先に明りが見えつつある状況」であり、これまでのように努力を続けていけば、いつかは実を結ぶはずと強調した。

（代替的な国際通貨制度）

以上のような議論を踏まえて、最後に今後における代替的な国際通貨制度として具体的に何が考えられるのかを議論した。

まず、鳴沢は、現状のソフトな相場圏（つまり参考相場圏的なもの）から、徐々にハードな相場圏（つまり目標相場圏的なもの）を目指していくべきであるとの立場を表明した。ただし、そうしたハードな相場圏に移行するためには、①各国の政治的意思（political will）があること、②各国間の経常収支の大幅不均衡が是正されること、③資産決済（外為市場介入によって増大する外貨残高の関係国間での決済）についてのルール（例えば、

レーガン・ボンドの発行など）を導入すること、の3つが必要条件であると付言した。伊藤も、目標相場圏を明確に支持するとの立場をとり、その場合に不可欠となる資産決済のルールについては、例えば米ドルがターゲット・ゾーンから下方に乖離した場合には、米国が円建ないしマルク建の債券を発行するよう義務づけることなどが考えられると主張した。

次に河合は、当面における米国の経常収支赤字と財政赤字問題について一応調整が終わったという条件付きでと断った上で、米国、西ドイツ、日本の3国が、共同で残りの世界各国に対し、「第n番目の地域」を形成するかたちをとって前述の「n-1問題」を解決すべきだとする構想を提示した。この場合、当然、米、独、日3国間における為替レートの安定化・固定化が要請されるため、これら3国は金融政策に対する民間部門の信認を確保しつつ、金融政策の自主性を部分的に放棄する一方、各国間での金融政策の調整を行うというのが、河合提案の内容であった。

以上のような2人の報告者が各々展望する通貨スキームを中心に多様な議論がなされた。まず目標相場圏構想に対しては、明確に反対する立場のパネリストも多かった。植田は、金融のグローバル化進展によって資本移動が活発化していることを前提とするならば、金融政策当局にとっては、論理的に言って①為替レートの固定化をあきらめるのか、②金融政策の自由度を放棄するのか、のうちのいずれかを選択しなければならないが、ターゲット・ゾーンを制度化するに足る明確な根拠が見出せない現状においては、①を選択するのが賢明であり、その場合、非常時に限定して協調介入を実施するという安全弁を残し

I. 会議の概要

ておくことで十分ではないかとの意見を出した。次に新開も、①適切なターゲット・ゾーンの値を計算することは實際上困難であること、②ターゲット・ゾーンを維持するためには金融政策の自主性を放棄せざるをえず、このため本来追求すべき国内政策目標の達成が困難になる事態が生じうること、③米国は資産決済ルールの導入に対して一貫して消極的であるので各国の外為市場介入が円滑に運ばない可能性があること、を挙げ目標相場圏に反対の立場を表明した。さらに香西も、金融面での国際協調に意味があるのは、為替相場スミージングのための市場への協調介入と危機（例えばメキシコの債務問題発生）に際しての国際的な信用秩序維持のための対応といった場合に限られており、為替レートを固定化するための協調にどれだけ意味があるのか疑問であると述べた。

目標相場圏に対する以上のような強い反論を受けて、鳴沢は、目標相場圏が円滑に機能するには米国と日本・西ドイツとの間における調整負担があくまでも対称的（symmetrical）なものでなければならず、そのためには、介入によってお互いに保有することになる相手国通貨の後始末をしう対称的な（資産決済の）ルール作りが必要であることを確認した。これに対して小宮は、国際協調

のための会議を重ねたところで米国からそうした譲歩を引き出せる可能性は乏しいものであり、米国をその気にさせるためには、やはり客観情勢が変化していくこと（例えば米国の対外累積債務の対 GNP 比率が上昇するか、本邦企業による米国企業の買収が活発化するなど）こそが必要になろうと指摘し、協調行動の実効性に疑問を呈した。この間、香西は、資産決済ルールとして米国にレーガン・ボンド（相手国通貨建ての債券）を発行させるとしても、もし当初予想されたほどドル安が進まないならば米国に利益を発生させることになり、従ってその場合には、米国政府に対してペナルティーを課すことにはならないのではないかと発言したが、これに対してフロアーから鈴木（日本銀行理事）は、①為替レートの動向に対しては、政策当局がどのようなマクロ政策のスタンスをとっているのかに関する市場の認識が重要な影響を及ぼすとしたうえで、②米国が為替政策上レーガン・ボンドを発行することは、米国当局が市場の予想している以上のドル安を招くことのないようにマクロ経済政策を運営しようとしている証左だと市場は受止めることになり、従って米国のマクロ経済政策に対する信認を増すという意味を持つものであると指摘した。

以 上