

Ⅱ. 報告論文

金融の世界的統合と国際金融体制の将来

鳴 沢 宏 英
（東京銀行）

1. はじめに
2. 国際通貨の諸機能
3. 準備通貨の複数化の意義および問題点
4. 合成通貨の役割と問題点
5. 複数通貨制と為替相場制
6. 残された若干の問題

1. はじめに

近年の国際通貨・金融動向において、特に注目されるふたつの特色がある。その第1は広義の金融革新（financial innovation）の広範かつ急速な進展であり、第2は、1985年9月以降顕著になった主要国間の国際協調路線である。このふたつの事実は、今後の国際通貨体制のあり方を考える場合の出発点とも言うべき重要な意義を持っている。

まず第1の金融革新の概念は、狭義には、新しい金融商品など金融手段の開発、なканずく金融の証券化と呼ばれる一連の新しい動きを指すが、そのもうひとつの重要な側面は、金融市場¹⁾のグローバル化であり、すでに現実のものとなりつつある24時間取引はその象徴的現象と言ってよい。

かかる金融市場の世界的な統合（global integration）の形成過程は、およそ次のごとく要約し得るであろう。まず原動力としては、為替管理の自由化、各種金融規制の撤廃（その結果としての国際金融関係の著しい流動化と緊密化）を挙げるべきだが、それと並行して、距離と時間のハンディの克服に大きく寄与した電算機および電気通信手段の飛躍的發展も忘れてはならぬところである。例えば過去20年間に、国際間の電気通信コストは、何と98%も（即ち50分の1に）低下したと言われる。

それらの結果、第1段階では、新規参入を含めて、国際金融市場の多元化と地理的拡散が進んだのであるが（遠心的傾向）、市場の利用者にしてみれば、各地市場への自由なアクセスが保証されているのだから（これも金

1) ここでは金融市場の概念を、資本市場、為替市場を含む広義のものとして使っている。特に断らない限り、以下同様である。

融自由化の帰結のひとつ)、当然利便の大きい効率のよい市場の選択(いわゆる“regulatory arbitrage”)が行なわれ、その結果、各地市場の提供する金融サービスの内容の同質化、平準化が促進される。それが進めば、時差を利用しつつ各市場を多面的に利用することが可能となる一方、一国の市場の活動範囲は、国境を越えて全世界の主要市場に拡大し、市場間の相互利用体制が構築される。これが統合の第2段階すなわち一元化ないし、求心的傾向にはかならない。かかる多様化と一元化との順次的な展開が、金融市場の世界的な統合過程なのである。

このようなグローバルな市場統合の流れに関して一言すべきは、東京市場の地理的な位置である。往時の東京市場は、欧米の金融中心地との間で、同時市場を持たないというハンディを負ったローカル市場にとどまっていた。ところが金融のグローバル化が進行する中で、かつてのハンディは有力な利点に転化するに至った。すなわち東京市場は、ニューヨークやロンドンといった既存の中心地から、時間的にも距離的にも隔てられているがゆえに、かえって前二者と並んで、グローバル化する金融市場のチェーンの一環をなす要の市場の位置を約束されることとなったのである。もとより東京市場が大をなすに至ったのは、第一次的には、世界最大の黒字国、債

権国としてわが国の有する強大な資金力に負うものであるが(東京市場は資金の仲介の場にとどまらず、その巨大な供給者である)、同時にその持つ絶妙な地理的地位の役割も過小評価されてはならない。

転じて第2の特色として注目される主要国間の国際通貨・金融協力の進展、その実績の積み重ねについて一言しておかねばならぬ。すなわち1985年のプラザ合意に始まり、ルーブル合意(1987年2月のマークⅠおよび同年12月のマークⅡと呼ぶべき持ち回り合意)に至る一連の動き、さらには東京およびトロント・サミットの経済宣言等に象徴される国際通貨協力の実績はかなり高く評価されてよい。このような国際協力体制の背後には、長年名実ともに世界経済の中心的存在であった米国の経済力ないしリーダーシップの相対的低下があるのだが、この点については後に論ずることとする。もとより戦後の国際通貨史上、国際協力が実効を挙げ得た前例は決して少なくないが(GABの創設、ポンド防衛への国際協力、カーター大統領時代のドル防衛策などはその具体例である)、反覆かつ継続的な協調行動が積み重ねられ、為替の安定、マクロ経済政策面の協調が相当の成果を挙げ得た事実は、過去の前例に比し際立ったものとして高く評価されて然るべきだと考える。²⁾

2) プラザ合意以降今日に至るまでの国際通貨協力については、頭からこれを有害無益として斥け、人為的な介入を一切排除する政策(hands-off policy)を支持する立場、あるいは全面否定はしないものの、その有用性や効果を疑問視する立場をとる向きも少なくない。「暗黒の月曜日」についての「ルーブル合意犯人説」などはその典型と言ってもよい。これに対して筆者は、これまでの足跡なり成果を無条件に賞讃するものではないが、各国が通貨主権(通貨政策の自主性)を堅持し、しかもシステム不在—non-system—と呼ばれる状況の中での国際協力という制約を考慮すれば、過去3年有余の実験は、将来のシステム構築への礎石を据え、明るい展望を拓いたものとして評価するに足るものと考ええる。

2. 国際通貨の諸機能

(1) 取引通貨 (vehicle currency) と 準備通貨 (reserve currency)

一国の通貨 (national currency) が同時に国際通貨 (international currency) としての機能を併せ営むという時代は、相当長期間続かざるを得ないとの前提に立って、国際通貨機能並びにそれを営むに足る条件をまず吟味してみよう。

「通貨」である以上、その一般的機能として挙げられる、価値尺度、決済手段、価値保蔵 (store of value) といった概念は、むしろ国際通貨にも妥当するが、ここでは、取引通貨 (vehicle currency) と準備通貨 (reserve currency) という二分法を採ることとしたい。さらに細分すれば、輸出入等に用いられる取引通貨と並んで、金融ないし投資通貨の概念を分けて考え、また介入通貨の機能を独立のものとも考えることも可能であるが、これらは、前者は取引通貨に、後者は準備通貨にそれぞれ含めたものとして以下の考察を進めることとする。なお、準備通貨という場合、通貨当局の保有する対外準備に繰り入れられた国民通貨を意味すること、またそれが国際流動性の主要な構成要素であることはいうまでもないが、国際流動性、とくにその適正量を論ずる場合には、公的な保有分 (準備資産) のみならず、民間保有の外貨残高をも考慮に入れる必要がある。ただ預金通貨にも擬せられる民間保有の国際流動性は、その量の測定が困難であるばかりでなく、適正量の判定基準が確立されていない。それゆえこの点は今後の課題として残し、本論文では立ち入らないこととする。

(2) 取引通貨としての機能およびその条件

まず数ある国民通貨のなかで、取引通貨機能を営みうる条件としては、一般的条件と個別的条件とに分けて考えることができる。まず個別条件の主なものとしては、国際商品で、伝統的に取引通貨が限定されているもの (原油などはその好例) あるいは取引の当事者のいずれが為替リスクを負担するかで取引通貨が決まるケース (主として両者の力関係が問題となる) などが挙げられる。

一般的ないし基礎的条件としては、当該国の世界貿易への関与の度合といった実体面の要因を別として、金融面では次の三者が主要と考えられる。その第1は通貨の信認と通用力 (決済手段としての acceptability)、第2は当該通貨による金融のコストならびにアベイラビリティ、そして第3は当該通貨保有への誘因 (投資機会の大きさ、使用の利便等) である。

まず第1の信認 (confidence) は国際通貨たる第1条件であるが、それを支えるのは安定した通貨価値とそれを裏打ちする適切なマクロ経済政策ということになろう。さらに言えば、為替管理等の規制がなく、国際取引への自由な利用が保証されていなければならない。また、たとえ市場は自由であっても、制度やルールの変更が頻繁に行なわれたり、国際慣行に照らして透明度の低い市場ないし通貨は当然劣後せざるを得ない。これらの条件が充足されれば、高度の通用力と acceptability が生まれることとなる。

第2の金融の可能性は、輸出入取引等の円滑な遂行のため、不可欠ではないものの、極めて望ましい条件として選好される。むしろ決済通貨とは異種の通貨で金融の行なわれるケースも少なくないが、両者が同一通貨であ

り、しかも金融のコストおよびその availability で有利な場合は、取引通貨としての利用価値が高くなる。とりわけ資本取引（起債ないし銀行融資）に用いられる通貨については、コスト優位性と市場規模の大きさは決定的な重要性を持つ。

第3に、取引通貨としての利用は、必然的に運転資金ないし支払準備（working balance）としての保有を伴う。保有の主体にはいわゆる実需筋と銀行の両者がありうるが、いずれの場合も、非居住者による保有を促進するためには、前述の諸条件のほかに、流動性の高い優良な金融資産を提供し得ることがきわめて望ましい条件となる。それは高度に発達した金融市場の存在を意味する。

金融のグローバル化は、前述のごとく、市場したがって取引通貨の選択幅を広げるとともに、各市場間の競争を促すこととなる。この競争に打勝ち生き残るためには、否応なしに自由化と規制緩和を進め、“regulatory arbitrage”に対抗しうるだけの競争力を備えることが不可欠の要請となる。然らざれば、当該通貨ないし市場は空洞化を余儀なくされる。これらの条件を円及び東京市場にあてはめた場合、通貨への信認および通用力、金融コスト等の基礎的条件については、まず申し分なしと言って差し支えないが、短期金融市場の整備、規制からの自由、市場の透明度、国際慣行への適応度等については、なお改善の余地が多く残されている。近年同じ円建起債でも、東京市場（サムライ債市場）に対して、ユーロ円市場が選好され、前者が空洞化を余儀なくされた事態がみられたが、これは東京市場が、自由な市場の選択という大勢に追従しえなかったこと（“regulatory arbitrage”の犠牲になったこと）を端的に物語っ

ている。

(3) 準備通貨の機能と条件

取引通貨を国際通貨の下部構造とするならば、準備通貨はその上部構造として位置づけられる。上部構造とは、第1に、取引通貨としての利用度ないし地位の向上が準備通貨機能を高める前提条件であることを意味する。換言すれば、一国通貨が先験的に準備通貨機能を営むのは、少なくとも市場原理に則った正常な発展過程とはいえないのである。

今日旧宗主国と旧植民地との間にみられる通貨面の緊密なリンク（とくにフランスとアフリカ諸国との間でこの関係が顕著である）は、単なる歴史的な遺物ではなく、両者間の経済交流のパイプが依然太く、取引通貨としてのフランス・フランの利用度が高いことを反映したものにはほかならない。ここにいうリンクは、準備通貨としてのフランの重要性と同時に、為替レートについてのフラン・リンク（ないし釘付け— pegging）をも意味するが、後者についてはなお後述する。

次に取引通貨として外貨を使用する場合、利用者側が為替リスクを負担する。もとより出超（入超）、資本純輸出（入）国のいずれであるかによって、リスクの内容は異なるが、経験的に当該外貨の売り持ちに傾くのが通例であるとする、準備通貨として当該通貨建金融資産を保有することは、「自然のヘッジ」（natural hedge）の効果がある。なお準備通貨が取引通貨の上部構造との見方は、当局の買介入によって、民間保有の国際流動性が準備資産に振り変わる効果をもたらす（売介入は当然その逆）。ドルについて言えば、民間保有分はいつでも公的保有（準備通貨）に転化する可能性がある。現に1987年中、民間の

II. 報告論文

ドル売りを各国通貨当局が買い支えによって受けてたち、ほぼ米国の経常赤字に相当する額が当局によって肩代りされた実例がある。

この他にも準備通貨の保有増は、公的な借入れ（ないし外債発行）の代り金を繰入れることや運用益の算入によっても起こるのであって、その経路は多様であるが、その結果積み上った準備通貨が、当然のことながら価値保蔵ならびに対外支払準備（一種の「緩衝在庫」）の機能を果たすことは言うをまたない。

最後に準備通貨としての保有ないし利用を決定するのは外国側であって、当該通貨国は受身の立場に立つ。可能なのは、準備通貨化に対して阻害しないという消極姿勢をとるか、あるいは積極的に利用の促進に資するとき施策をとるかの選択にある。ちなみに1988年のIMF総会における日本代表の発言は、後者の立場を公式に表明したものと解せられる（円の準備通貨機能についてはなお後述する）。

(4) 基軸通貨の概念、その条件

金ドル本位制が崩壊した後の世界では、米ドルはもはや制度的意味での基軸通貨（key currency）ではなく、事実上のドル本位制と呼ばれる状態が続く中で、事実上「基軸通貨」の機能を営みつつ今日に至っているものと解すべきである。よくいわれる n 番目国の通貨

としての地位は一応保持している。ただしIMFに登録された為替レート取決め（Exchange Rate Arrangements）では、米ドルは円やポンド等とともに、“independently floating”（単独のフロート）のカテゴリーに属していることは周知の通りである（ちなみに当該分類に属するIMF加盟国は18ある）（第1表参照）。

上記のごとくドルの地位は、事実上の基軸通貨にとどまるとはいえ、依然国際通貨体制のアンカー（重し）である以上、その役割を演ずるのは単一通貨であるのが望ましい（必ずしも適当な先例ではないのかもしれないが、金銀複本位制が、金銀比価の不整合のため、金本位制にとって代わられた過程は、準備通貨の複数化を考える場合、ひとつの有力な参考データになるものと思う）。このことは、後述のごとく、準備通貨が複数化した場合、それが不可避免的に内蔵する不安定要因を示唆するものにほかならない。

さて本論に戻って、基軸通貨としての適格条件については、種々の指摘がある。それらは、表現こそ異なれ、内容的には共通する部分が多い。最大の問題点は、それを純粋に経済・金融的な概念として捉える可否かである。経済的条件に限定する立場をとる例は少なくないが、その一例として、L. クラウスの説を採り上げてみたい。³⁾

L. クラウスによれば、円のもつ強みは、

3) 彼によれば、「基軸通貨の地位につき得る通貨は大国の通貨だけである。その国は通貨を外国に貸付けることができるほど豊かでなければならない。国際的な結び付きをもつため、国際貿易においてもその国は重要でなければならない。事業に必要な諸機能を果たすための金融機関を備えなければならない。また底が深く規制のない市場がなければならない。為替レートの不安定化を招くことなく、外国人がその通貨を売買でき、そして政府に妨げられることなく貸借し合えなければならない。」……………

そして最後に外国の信認の維持をもって、彼は必要条件の結びとしている。以上は「円は基軸通貨たりうるか」（季刊アステーション、1988年秋季号、森口親司監訳）からの引用である。彼の所論を要約すれば、

第1表 IMF加盟国の為替レート制度, I

1988年6月末現在

米ドル	釘付	付け (下記通貨に對する)			弾力的なフロート		
		仏フラン	他の通貨	SDR	その他の通貨バスケット	単一通貨による限定フロート	EC内共同フロート
アフガニスタン	ペニン	ブータン	アルジェリア	ビルマ	バーレン	ベルギー	アルゼンチン
アンティグア	ボルキナファソ	(インド・ルピア)	オーストラリア	ブルンディ	カタール	デンマーク	オーストラリア
バハマ	カメルーン	キリバチ	パナマ	イラン	サウジ・アラビア	フランス	中華人民共和国
バルバドス	中央アフリカ共和国	(オーストラリア・ドル)	ボツワナ	ヨルダン	アラブ首長国連邦	西ドイツ	コスタリカ
ベリーズ	チャド	セント	ケープ・ベルデ	リビア		イタリア	ドミニカ共和国
ジブチ	コンゴ	(南アフリカランド)	フィジー	ルワンダ		ルクセンブルグ	エジプト
ドミニカ	コートジボアール	スワジランド	フィンランド	セーシェル		オランダ	ギリシャ
エクアドル	赤道ギニア	(南アフリカランド)	ハンガリー				ギニア・ビサウ
エルサルバドル	ガボン	トンガ	アイスランド				インド
エチオピア	マリ	(オーストラリア・ドル)	ケニア				インドネシア
グレナダ	ニジェール		クウェート				ジャマイカ
グアテマラ	セネガル		マラウイ				韓国
ガイアナ	トーゴ		マレーシア				モリタニア
ハイチ			マルタ				モロッコ
ホンデュラス			モリシヤス				メキシコ
イラク			ネパール				スベイン
ラオス			ノルウェー				パキスタン
リベリア			パプア・ニューギニア				シンガポール
モザンビーク			ポーランド				スリランカ
ニカラグア			ルーマニア				チュニジア
オマーン			サントメ・プリンス				トルコ
パナマ			ソロモン諸島				ユーゴスラビア
パラグアイ			ソマリア				
ペルー			スエーデン				
セント・キタ・ネービス			タンザニア				
セント・ルシア			タイ				
セント・ヴァンセント			バヌアツ				
シエラレオネ			西サモア				
スーダン			ジンバブエ				
スリナム							
シリア・アラブ共和国							
トリニダード・トバゴ							
ウガンダ							
ベネズエラ							
ベトナム							
アラブ・イエメン共和国							
イエメン人民共和国							
ザンビア							

(資料) IMF, International Financial Statistics

Ⅱ. 報告論文

第1表 IMF加盟国の為替レート制度、Ⅱ

(単位:加盟国数)

	1982	1983	1984	1985	1986				1987				1988	
					I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II
釘付け(下記通貨に対する)														
アメリカ・ドル	38	33	34	31	31	31	31	32	33	34	35	38	39	38
フランス・フラン	13	13	13	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14
その他単一通貨	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
うちイギリス・ポンド	(1)	(1)	(1)	(1)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)
S D R	15	12	11	12	12	10	10	10	10	10	9	8	7	7
その他通貨バスケット	23	27	31	32	32	33	31	30	27	27	27	27	29	31
単一通貨に対する限定フロート	10	9	7	5	5	5	5	5	5	4	4	4	4	4
E C内共同フロート	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
一定の指標によるレート調整	5	5	6	5	5	5	6	6	6	5	5	5	5	5
その他管理フロート	20	25	20	21	21	21	20	21	22	24	24	23	21	20
単独フロート	8	8	12	15	16	18	20	19	20	19	19	18	18	18
合 計	146	146	148	149	150	151	151	151	151	151	151	151	151	151

(注) 各年のデータは期末データ。

(資料) IMF, *Annual Report on Exchange Restrictions*, 1961, 1966, 1971.

IMF, *Annual Report*, 1975, p.24.

IMF, *International Financial Statistics*, various issues.

①巨額の資金を貯蓄し、最大の対外投資国となりつつあること、②わが国金融機関の規模および経験の両面における優位制、③金融市場の深さと弾力性、④諸外国の信認を獲得し、維持するに十分な日本経済の強さの4点を挙げ、最後に、西独とは異なり、日本政府は、自らが基軸通貨国となることに抵抗していないとの、彼の認識を付記している。彼の円に関する所論は、いささか過大評価の感もあるが、彼の概念規定によれば、円は基軸通貨たるの条件をすでに充足しているか、もしくは将来充足しうる代表的な通貨ということにな

る。この推論そのものは、おおむね正鵠を得ているものと言いうるだろう。

問題は以上のごとき経済的条件のみに限って、基軸通貨の適格性を判断するのが妥当か否かにある。これに経済外的条件を加えるとすると、結論はおのずから変わって来ざるを得ない。経済外的条件という場合、軍事大国といった単純な表現をとるもの(ストリーター教授の説)から、超然性(alooofness)なる概念をもちいるもの(F. バークステンの説)まで種々の主張がある。有事の際に避難港たりうる通貨(safe haven currency)の概

①当該国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深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)であることの三者が不可欠の条件ということになろう。彼は、今日の米ドルがもはやこの条件を充足し得なくなったと断定し、やがて(今世紀中に)それにとって代わり、基軸通貨の座につくものは日本円であると結論している。

念も、意味するところは前二者と同工異曲と言ってよい。この経済外的条件を不可欠と考える限り、今日米ドル以外に基軸通貨たりうる条件を具備した国民通貨は存在しない。円もマルクも、経済的条件は十分充足し得ても、経済外的条件を欠くので、予見しうる将来単一の基軸通貨の地位につく可能性はほぼ絶無と断じて差し支えない。

3. 準備通貨の複数化の意義および問題点

基軸通貨は単一であるのが望ましく、しかも経済外的条件を含めてその適性を具備する国民通貨が、米ドル以外に存在しない状況の下で、肝心の米ドルが、その機能を十全に果たし得なくなっているのが、現実の国際通貨の姿である。その端的な証左は、米国が最大の純債務国、したがって最大の資本輸入国に墮している事実⁴⁾に求められる。その背後には、経済運営の失敗に帰すべき人災的要因もあるが、主因は、前にも触れたごとく、米国経済の地位の相対的低下、その結果生じた負担と実力とのギャップの拡大⁴⁾に求められる。かくて米ドルが戦後約20年間にわたって果たしてきた基軸通貨機能の重要な部分は、今や名実ともに欠落するに至った。もとより長時間をかけて米国経済を建て直し、また過大負担を軽減することによって、ドルが往年の地位

に返り咲く可能性を頭から否定し去ることは出来まいが、少なくともそれへの期待を前提として、今後の制度論議を展開するのは非現実的と断ぜざるを得ない。その意味でも、国際通貨の現段階を両大戦間の時期（ポンドからドルへの基軸通貨交代の過渡期）になぞらえるのは不当であり、今日われわれの当面する問題は歴史的先例がなく、したがってそれへの取り組みは、新しい国際通貨の実験とならざるを得ないのである。

かかる制約の下で浮上しているのが、次善ではあるが最も現実的な選択として評価される準備通貨の複数化だと思う。その骨子は、事実上の基軸通貨であるドルの地位（それは負担とともに特権を伴う）をさし当たり認めつつ、それを円やマルク等の重要な非ドル通貨が補強し補完するにある。なお準備通貨の複数化がただちに複数通貨制（multiple currency system）への移行を意味するものではない。がしかし運用面での複数化の進展は当然複数通貨制の土台作りを意味するもので、ある段階で制度化（institutionalization）が行なわれれば後者が実現することとなる（なおこのような制度化は、為替相場制度の面での具体的前進を伴わずしては実現困難と言える。——この点なお後述する）。

準備通貨の複数化の直接的な効用としては、介入通貨の多様化によって、介入資金の

4) 米国の純債務国への転落については、その在外資産を時価で再評価すれば、依然として500億ドル程度の純資産残高が残るとの試算に基づき、表面的な事実を過大視するのは不当との批判がある。しかし問題なのは、同国のポジションが経常収支の赤字の累積する中で、時系列的にみて、着実に悪化の一途をたどりつつある事実である。ただ債務国であることが、ただちに基軸通貨国の資格喪失を意味するものではないとの見解も恐らく正しいであろう。がしかし債務国ポジションの悪化こそあれ、改善への道がきわめて遠くかつ険しいものと判断せざるを得ない現状に鑑みれば、基軸通貨としての重要な条件の欠如はやはり否定すべくもない。

Ⅱ. 報告論文

充実・強化がはかられること、介入に伴う為替リスクの分散が期待できること、の2点が挙げられよう。さらにそれが量的に進めば、当然ドルが唯一の基軸通貨なるがゆえに享受し得た特権（国際収支節度を強要されないという特権）も漸次変容ないし後退を余儀なくされ、現在の国際通貨体制のもつ非対称制の改善に資するであろう。

次に準備通貨の複数化を考える場合、その拡大の範囲について定説があるわけではない。しかし前述の条件に照らせば、最小限円とマルク（将来は ECU というケースも考えられる）の2通貨は必須と考えられ、さらにその範囲をひろげれば、G5（SDR の価値基準を決定するバスケットの構成通貨）までという選択肢もあり得るだろう。さらに現在の国際通貨協力の重要な場となっている G7 の7通貨は考え得る最大限の範囲と言い得よう。いずれの場合も、当該通貨国の意思かんが重要な条件となることは前述したとおりである。

次に指摘すべきは、準備通貨の事実上の多様化は、すでに徐々ながら着実に進行しつつあるとの事実である。第2表は各国民通貨の準備通貨としての保有比率を示したもので、1987年現在で、米ドル67.1%、ドイツ・マルク14.7%、日本円7.0%となっている。また第3表は、とくにドル、マルク、円についてその保有国の地理的分布を示したもので、注目すべきは、マルクと円とを比較した場合、工業国グループの中では前者の比率が高いのに対し、途上国グループでは、逆に円の比率が相対的に高いことである。この事実は、EMS 内の中心通貨であるマルクの場合、EC 各国当局によるマルクの保有比率が高いことを反映したものと推定される。なおマルクと

円の比率の上昇は、保有者の選好の結果というよりも、むしろマルクや円の価値の上昇に負うところが大きい。

転じて準備通貨のウェイトの実質的増大は、前述のごとく、外国の通貨当局の政策的意思に依存するところが大きい。したがって IMF 総会におけるわが国の公的な意思表示のもつ意義そのものは高く評価さるべきであるが、さりとてこれが、直ちに円の準備通貨比率の増大をもたすわけではない。ただそれにもかかわらず、ひとつの中間目標を設定することは可能である。差し当たり、現在の西独マルク並の比率すなわち15%程度が、わが国経済の実力からみても妥当な比率と考えられよう。ただ EMS の中心通貨というマルクの特殊的地位を考慮すれば、10%というより控え目な目標値も一つの選択枝たりうるであろう。それをよりたしかな（実現可能な）ものとするためには、海外の通貨当局に対して、流動性の高い優良な短期金融資産を提供しなければならぬし、その量も増大するであろう需要を充足するに足るものとする必要がある。具体的には政府短期証券、とくに T B 市場の画期的な改革・整備がその核心とならねばならぬ。これは国内金融政策の見地からも緊要な課題と考えるが、ここではこれ以上立ち入らない。

次に準備通貨の複数化に内在する問題点—不安定要因—に言及しなければならない。準備通貨の特色は、非居住者（とくに外国の通貨当局）による保有額の大きいこと（対外的な開放度がそれだけ高いこと）である。しかも当該国は自由にして容量の大きい金融市場を擁していなければならない。

もとより冒頭に述べた金融の自由化、国際金融関係の流動化は、国際的な資本移動およ

金 融 研 究

第2表 IMF加盟国の公的外貨準備に占める各通貨のシェア

(単位: SDR で評価した%)

	1979 年末	1980 年末	1981 年末	1982 年末	1983 年末	1984 年末	1985 年末	1986 年末	1987 年末	(参 考) 1987年末 E C Uを別通貨と して扱った場合
全世界										
アメリカ・ドル	73.2	68.6	71.5	70.5	71.2	69.4	64.2	66.0	67.1	56.9
イギリス・ポンド	1.8	2.9	2.1	2.5	2.6	3.0	3.1	2.8	2.6	2.4
ドイツ・マルク	12.0	14.9	12.8	12.3	11.6	12.3	14.9	14.9	14.7	13.6
フランス・フラン	1.3	1.7	1.4	1.2	1.0	1.1	1.3	1.2	1.2	1.1
スイス・フラン	2.4	3.2	2.7	2.8	2.4	2.1	2.3	1.9	1.6	1.6
オランダ・ギルダー	1.0	1.3	1.1	1.1	0.8	0.8	1.0	1.1	1.1	1.1
日本円	3.6	4.3	4.0	4.7	4.9	5.7	7.8	7.6	7.0	6.4
その他	4.8	3.1	4.4	5.0	5.5	5.8	5.4	4.5	4.7	16.9
計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
先進国										
アメリカ・ドル	83.5	77.6	78.7	77.1	77.4	73.6	65.4	68.4	70.6	55.7
イギリス・ポンド	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	1.6	2.1	1.6	1.5	1.4
ドイツ・マルク	9.4	14.3	12.8	12.2	12.8	14.8	19.4	17.5	16.5	14.8
フランス・フラン	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6	0.8	0.7
スイス・フラン	1.4	1.7	1.7	1.7	1.4	1.4	1.8	1.4	1.1	1.0
オランダ・ギルダー	0.6	0.7	0.8	0.7	0.5	0.6	1.0	1.1	1.1	1.0
日本円	2.6	3.3	3.7	4.4	5.1	6.3	8.8	8.2	6.6	5.8
その他	1.2	1.2	1.2	2.8	1.7	1.2	1.1	1.2	1.8	19.4
計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
途上国										
アメリカ・ドル	62.9	59.8	64.1	63.8	64.7	64.9	62.8	62.0	59.4	59.1
イギリス・ポンド	2.9	5.0	3.5	4.1	4.4	4.4	4.4	4.6	5.0	5.0
ドイツ・マルク	14.6	15.5	12.8	12.4	10.3	9.7	9.9	10.8	10.9	10.8
フランス・フラン	1.9	2.9	2.3	2.2	1.8	1.7	2.2	2.2	2.0	2.0
スイス・フラン	3.4	4.7	3.8	3.8	3.4	2.8	2.9	2.8	2.8	2.8
オランダ・ギルダー	1.3	1.9	1.4	1.6	1.2	0.9	1.0	1.2	1.1	1.1
日本円	4.5	5.3	4.4	4.9	4.7	5.0	6.7	6.8	7.9	7.8
その他	8.3	4.9	7.7	7.3	9.5	10.6	10.3	9.4	10.9	11.4
計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

(注)1. 全世界は全IMF加盟国。

2. 先進国は、カナダ、アメリカ、日本、フランス、西ドイツ、イタリア、イギリス、オーストラリア、オーストリア、ベルギー、デンマーク、フィンランド、アイスランド、アイルランド、ルクセンブルグ、オランダ、ニュージーランド、ノルウェー、スペイン、スウェーデン、スイス。途上国はその他IMF加盟国。

3. 金拠出に対して発行されたECUは全体から除かれ、アメリカ・ドル拠出に対して発行されたECUは、アメリカ・ドルに含める。

4. 参考欄ではECU全体を別通貨としてその他に含めている。ECUの割合は全世界で11.7%、先進国で18.7%である。

(資料) IMF, *Annual Report*, 1988 (1980-87年のデータ)。

IMF, *International Financial Statistics*, Supplement Series, No.6, 1983 (1965-75年のデータ)。

II. 報告論文

第3表 外貨準備に占める通貨別シェア

(単位%)

	米ドル		ドイツ・マルク		日本円		その他の通貨	
	金額ベース	数量ベース	金額ベース	数量ベース	金額ベース	数量ベース	金額ベース	数量ベース
	全 世 界							
1982	70.6	70.6	12.3	12.3	4.5	4.5	12.6	12.6
1983	71.8	69.8	11.1	12.4	4.7	4.6	12.4	13.2
1984	70.6	65.8	11.9	14.7	5.5	5.4	12.0	14.1
1985	66.1	66.0	14.3	14.7	7.4	6.3	12.2	13.0
1986	69.3	73.1	13.7	11.8	6.9	4.9	10.1	10.2
1987	69.0	76.9	14.8	11.0	6.9	4.0	9.3	8.1
	先 進 国							
1982	76.0	76.0	13.1	13.1	4.4	4.4	6.5	6.5
1983	76.8	75.0	13.0	14.6	5.1	4.9	5.1	5.5
1984	73.6	68.8	15.2	18.8	6.3	6.2	4.9	6.2
1985	65.2	65.3	19.8	20.5	8.8	7.5	6.2	6.7
1986	68.1	72.7	18.1	15.8	8.2	5.9	5.6	5.6
1987	70.1	77.1	18.0	14.4	6.5	3.7	5.4	4.8
	途 上 国							
1982	65.4	65.4	11.5	11.5	4.6	4.6	18.5	18.5
1983	66.8	64.7	9.3	10.3	4.4	4.2	19.5	20.8
1984	67.8	62.9	8.8	10.9	4.7	4.6	18.7	21.6
1985	66.9	66.7	8.7	9.0	6.0	5.1	18.4	19.2
1986	70.7	73.6	8.3	7.0	5.3	3.8	15.7	15.6
1987	67.4	75.0	10.1	7.5	7.5	4.4	15.0	13.1

(注) 1. IMF の推定したデータをベースに、BIS の各国の外貨準備の通貨別構成により補足して作成。

2. 数量ベースの計数は1982年末の為替レートを基準に算出。

(資料) BIS, *Economic Papers*, No.22, June 1988.

び通貨間の代替を、主要通貨ないし市場に関する限り、ほぼ完全に自由にしたと言ってもよい。したがって準備通貨の複数化という結果を展望するまでもなく、現状の下でも大量の攪乱的（均衡破壊的）な短資移動が起こり得ないわけではない。つまり現行のシステム（ないしノンシステム）自体不安定要因を内在しているのである。

さらに付言すれば、今日の為替市場は、輸

出入その他実需の裏付けのある需給要因（フローの要因）を大きく上回る広義の資本移動ないし投機的な通貨の選好（アセット要因）によって影響される度合いが、近年とみに高まりつつあり、一般にそのシェアは、前者が5%程度、後者が95%といった推定が広範な支持を受けている。かかる為替市場の構造変化が、前述した国際的な金融革新の進展と深くかかわり合っていることは言うまでもない

ところだ。⁵⁾

要するに現状の下でも大量の資本のシフトや通貨の代替が起こり、しかもそれがバンドワゴン効果によって増幅されるケースは決して稀ではないのである。

しかしかかる危険（ないし不安定要因）は、準備通貨の複数化が進めばそれだけ増大するものと考えるべきである。複数化を指向するのは、前述のごとく正しい選択であるには相違ないが、それを推進する場合、それと並行して、増大する内在的不安定要因への備えに万全を期し、準備通貨の複数化の下で、国際通貨がさらに不安定化するという倒錯した事態は、是非とも未然に回避しなければならない。

その場合考える選択肢は、大別して、①技術的に攪乱的な資本移動を抑制する（もしくは未然にその発生を阻止する）仕組みないし規制の導入を図るもの、②マクロ経済政策の協調によって主要国経済のパフォーマンスの収斂をはかり、短資の大量移動の誘因そのものを排除せんとするものの2つがある。前者に属する対策の第1は、ある程度の為替管理（短期資本取引規制）の実施ないし再導

入である。たしかにブレトン・ウッズ体制は、經常取引の自由化は加盟国に義務づけたが、短期資本取引の自由化まで要求していたわけではない。それゆえ、通貨安定のため、規制を導入することは、その精神に反するものではないとの主張には一面の真理がある。だが世界的な金融市場の統合が、もはや不可逆的な流れとなっている現状では、規制の導入は反生産的な選択と言わざるを得ない。また一步譲ってその意義を認めるとしても、無数の対外取引の中から合理的な選別ないし抽出を行うことは実際問題として不可能である。非現実的な政策と言わざるを得ない所以である。

第2は短期資本取引への課税（為替税の賦課）である。短期間に反復的に取引が行われれば、それだけ税負担が重くなり抑制効果が働く理屈であるが、これも時代逆行であるばかりでなく、前述の資本取引規制の場合と同様、実効性に疑問がある。その意味でやはり消極的とならざるを得ないのである。

第3は、R. トリフィン教授の説で、直接に取引を規制する代りに、GAB (General Arrangements to Borrow——一般借入れ取り

5) かかる基本認識に異議を唱えるつもりはないが、少なくとも次の2点は考慮に入れておく必要がある。

(イ) 市場取引のうち、実需のカバーを目的とするものは、多くの場合、二重三重の銀行間取引のチェーンを形成するので、市場の出来高は、重複計上の結果、実際以上に増幅される傾向がある。それゆえ、たとえば年間の輸出入取引等の総額と世界の主要な為替市場の取引総額とを単純に比較して、実需取引のもつウェイトを過小評価する誤りを犯してはならないのである。

(ロ) 次に広義の投機取引の第1の誘因は為替相場の先行きに対する期待 (expectation) の要因であるが、かかる期待は経済の基礎的条件（とくに經常収支の順逆およびその予測）に基づいて形成される場合が多い。たとえば黒字国の場合は、実需の不均衡が、相場の先行き期待（具体的には値上がり期待）に基づく“leads and lags”によって増幅されたり、第2次的な当該通貨への需要を生む結果となるのが通例である。つまり95%にも上ると言われる非実需要因も、黒字（赤字）というフローの面の要因（表向きは5%という低率であっても）に影響される度合いが決して小さくないのである。經常収支動向の為替相場形成に及ぼす第2次的影響を過小評価してはならぬ所以である。

決め)の精神に則って、攪乱的な資本移動を相殺する方向で、公的資本を移動させるという間接的コントロールの方式を指向するものである。たしかに直接規制よりはすぐれた案であり、プラザ合意以来の国際協調の精神にも合致するものだが、対症療法としての効果にはやはり限界ありと言わざるを得ない。

転じてもうひとつの正統的と言うべきアプローチは、協調介入とマクロ政策協調から成る現在の管理システムを一層有効なものとし、大規模な攪乱的短資移動の禍因に迫ろうとするものである。すでに具体化しつつある客観指標を駆使しての相互監視の強化はたしかに有効であろう。ただ運用面で協力と協調の成果を積み重ねていく方式(端的に言えば、“managed float”の改善・強化)だけで、果たして肝心な通貨(為替相場)の安定を図りうるかについては、疑問なしとしない。複数化した準備通貨を擁するシステムが、真に安定的なものとなるためには、一步進めて為替相場制度のあり方についても、出来れば同時並行的に、より実体のある(tangibleな)システムの制度化(institutionalization)を目指す必要があると考えるものである(この点後述)。

4. 合成通貨の役割と問題点

今日国民通貨以外で、程度の差こそあれ、国際通貨機能を営んでいるのは、SDR(IMF特別引出権)やECU(欧州通貨単位)といった国籍のない合成通貨(synthetic currency)である。準備通貨の複数化を考える場合、主要な国民通貨と並んで、これら合成通貨の役割をどう位置づけるかは、重要問題の一つといつてよい。

遠い将来の展望としては、国民通貨に代

わって、合成通貨が主たる準備資産ないし基軸通貨の座を占める体制(たとえばSDR本位制やEMSの世界的規模への拡大)もひとつの理想図であるかも知れない。しかし予見しうる将来に関する限り、冒頭でも前提したごとく、国民通貨に依拠する体制を中心に考えざるを得ないとすれば、その枠組みの中でのSDRやECUの位置および役割はいかなるものとなるであろうか。

まず、地域的な制約をまとっているとはいえ、ECUについては、EC内の地域的なパラレル通貨(取引通貨ならびに準備通貨)に発展する可能性がある。ECUは、現状でもEMS参加国当局の保有する金およびドル準備の20%について、FECOM(欧州通貨協力基金)との間のスワップ取引によって創出される(すなわち発行準備たる資産の裏付けを有する)準備資産である。さらにその民間利用も、預金勘定、旅行小切手の発行、起債やローンといった資本取引等幅広い面に活発化しつつある。EMSの第2段階移行により、FECOMがEMF(欧州通貨基金)に発展することになれば(ましてや欧州中央銀行の創設が実現すれば)、その国際通貨としての性格は一層明確かつ鮮明なものとなる。ただ現状に則して言えば、準備通貨の複数化の役割はドイツ・マルク(これにポンドやフランス・フランが加わることもあり得よう)が担うこととなるであろう。なお一部のEC諸国では、約10年に及ぶEMS(ECU)の経験と実績とを踏まえて、そのグローバル化(具体的には日米両国の参加)を強く支持する声も聞かれるが、経済の実体面の裏付けを無視して、通貨面での地域的経験を世界的規模に拡大する発想には、にわかに同調し難いものがある。ただEMSの歴史的実験は、将来の国際通貨

第4表 全世界の外貨準備の推移

(単位:10億米ドル)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	増加額1983-87	
							名目額	実質額
非金準備								
外貨	284.9	289.8	314.5	352.4	411.0	597.6	312.7	251.4
IMF リザーブポジション	28.1	40.9	40.8	42.5	43.2	44.6	16.5	3.9
SDR	19.5	15.1	16.1	20.0	23.8	28.7	9.2	3.0
合計額	332.5	345.8	371.4	414.9	478.0	670.9	338.4	258.3
金準備								
数量(百万オンス)	1,034.9	1,033.6	1,032.5	1,035.1	1,035.6	1,033.4		
金額(名目)	455.8	397.8	323.6	338.6	402.3	499.8		

(注) 1. 各年のデータは期末データ。

2. 実質額欄での非金準備の各項目のデータは各期末の実質為替レートを用いて算出。

(資料) BIS, *Economic Papers*, No.22, June 1988.

体制の有り方を考える場合、貴重なデータと指針を提供するものであり、この成果は十分活用に値するものと言ってよい。

次に SDR は、周知のごとく、適正な国際流動性の供給のための有力手段として、1970 年以來 3 回の創出（配賦）が行われ、準備資産の一角を形成する柱のひとつとなっているのは事実だが、これを準備通貨、準備資産としてさらに活用するとなると、克服すべき問題が少なくない。その第 1 は量的な制約で、今日 SDR の総額は、金を除く対外準備の約 4 % を占めるに過ぎない（第 4 表）。しかも国際流動性の総量が潤沢であり、問題は、その偏在（分配の不均衡）にある現状の下では、SDR の新規創出はきわめて困難である。累積債務国への流動性補給の手段として、SDR の特別割当てを唱える向きもあるが、これまた実現は困難視されている。さらに言えば、SDR の創出を、累積債務問題という文脈の中でとり上げる発想自体疑問と言わざるを得

ない。

第 2 は SDR の利用をめぐる諸制約である。なるほど創出の当初に比べれば、その利用をめぐる制約は漸次緩和され、利用範囲および保有をみとめられる主体が拡大されつつあるが、ECU と比べると、民間利用の面を含めて、規制色が濃い。これを緩和し利用拡大を図ることは、技術的には十分可能であり、趣旨として反対すべき理由はない。

第 3 の問題点は SDR の基本的な性格である。SDR は一方的に無償で創出され、IMF 加盟国に配賦されるが、その本質は一種の通貨請求権にとどまる。しかも発行主体である IMF 自体はその債務者ではない。他の加盟国から交換可能通貨を引き出すための請求権（drawing right）であるとの基本性格は今なお改められてはいない。本来準備通貨たるためには、発行準備となる資産の裏付けがあり、かつ発行者みずからが債務者であるのが正常な姿である。このような基本認識に立てば、

II. 報告論文

今日の SDR は、準備通貨としては、欠陥商品ときめつけるのは不当だとしても、国際的な信託を享受するに足る準備通貨にはほど遠い存在と言わざるを得ない。

以上のごとき状況のなかで、SDR の準備通貨機能を高める有力な方策は、かねて唱えられている IMF の代替勘定 (Substitution Account) の構想を今一度想起し、それを通じて、米国以外の主要通貨当局の保有するいわゆる過剰ドル (dollar overhang)⁶⁾ 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) である。最近トリフィン教授があらためて主唱している構想だが、これによってドルから転換される SDR 預金は、発行準備を有する預金通貨 (債務者は IMF 自身) となり、SDR の量的拡大をもたらすとともに第 3 の欠陥を除去する効果がある。

以上述べたごとき SDR の質・量両面にわたる改善と強化が実現すれば、SDR の準備通貨としてのウエイトは当然高まるだろう

し、その民間利用についても、当局者の政治的意思があれば、必ずや明るい展望が開かれるであろう。重要なのは、過去の過剰ドルの処理が、同時に米国の国際収支節度とパッケージになっていることである。トリフィン教授の唱える永久債への乗換えを「アメ」(carrot) とするならば、米国に対する節度の要求は「ムチ」(stick) と言うことになる。

ただ米国はこのような節度を強要されることに従来強い抵抗をしめしてきたことは周知のとおりである。しかし準備通貨が多様化するならば、米国も他の準備通貨国と同様のゲームのルールを遵守する方向に進まざるを得ない。具体的に言えば資産決済のルールの導入であり、これは後述する為替相場制度をめぐる論議の核心部分をなすものにほかならない。

5. 複数通貨制と為替相場制

準備通貨の複数化がやがて複数通貨制に発

6) 過剰ドル (dollar overhang) は元来金ドル本位制の末期に生まれた概念であることは周知のとおりである。すなわち通貨当局の保有するドルの短期債権 (dollar balance) とそれに対する支払準備である米国の金準備との比率 (支払準備率) が、銀行的な通念を超えて著しく悪化した結果、正常比率を超える残高部分について過剰ドルの概念が生まれた。いわゆる「ドルのたれ流し」が続いている中で、今日の意味での過剰ドルが、潜在的なドルへの圧迫要因となっている事実是否定すべくもない。アンカー (重し) であるドルの安定のためには、双子の赤字への対応が不可欠だが、同時にストック面での不安定要因を、コンソリデーションによって除去することの意義は決して小さくない。

そのための有力な方策のひとつが IMF を利用したドル残高の SDR 預金への conversion だと考える。その実行は、国際流動性に占める SDR 比率の増大 (ドルの比率低下) をもたらす半面、ドル保有に伴う為替リスク軽減の効果がある。さらに前述した発行準備の裏付けある準備資産というメリットも考え合わせれば、まさに一石三鳥の名案とさえ言い得よう。

さらにこの処理方式の主唱者である R・トリフィン教授は次の 2 つの提案を行なっている。その第 1 は、IMF の引取ったドル残高の後始末で、彼は米国に対するインセンティブの意味で、永久債 (SDR 建てが望ましい) への乗換えを提言している。第 2 は現在の IMF リザーブ・ポジションを前述の SDR 預金に吸収する形で一本化する構想である。これ以上トリフィン構想についての詳論のいとまはないが、検討に値する興味ある提案だと思う。

展していくという展望の中で、為替相場体制のあり方はどのように考えるべきであろうか。その場合、後者は変動相場制のままとするとの選択がありえないわけではない。すなわちプラザ合意以来の国際通貨協力並びにマクロ政策の面での協調によって下部構造である各国実体経済面のパフォーマンスの収斂 (convergence) が進み、内在的な不安定要因を抑え込むことができれば、必ずしも後述する参考相場圏や目標相場圏のごとき制度的な枠組みを構築しなくても、上部構造である通貨の安定は十分期待しうるとの主張はたしかに一面の真理を含んでいる。しかし運用面での管理 (management) で果たして為替の安定を保証しうるかとなると、実際問題として重大な疑問を表明せざるを得ない。準備通貨の複数化は、為替相場安定のための仕組みの構築と同時に進行的に進めるのが、望ましいアプローチなのではあるまいか。換言すれば、両者は車の両輪のごとき関係にあるものとみるのが正解と考える。

(1) 為替相場体制の現段階と今後の方向

上記のごとく、為替安定のためには、準備通貨の複数化と為替相場についての枠組み作りを並行的に進めるという立場をとった場合、当面指向すべき方向はいかなるものであろうか。すでに管理フロートの経験と実績は、相当積み上げられ、限定的とはいえ効果を発揮しつつあるのだから、現実的なはその延長線上での制度構築を考えることであろう。

その際通常考えられるのは、参考相場圏 (reference range) および目標相場圏 (target zone) の2者である。いずれも、固定相場制と変動相場制との間の中間領域 (middle ground) に位置するシステムであるのは周知のとおりである。⁷⁾

次に2つの代表的と考えられるシステムのそれぞれについて検討することとしたいが、その前に、為替相場の安定の概念について、ひととおり吟味しておくのが順序であろう。「為替相場の安定は誰しも望む好天気の様なもの」(望んだからとて与えられるものではないとの意) とは西独のペール連銀総裁の言葉であるが、一体そこにいう為替相場安定の意義なり目的となると、必ずしも明確とはいえない部分がある。まず為替相場の安定は、自由にして開放的な国際貿易体制などとともに、国際公共財のひとつと観念されるが、それは必ずしも経済運営の最終目標ではなく、中間目標として位置づけるべきものである。

次にその内容であるが、これについては、①短期的な浮動性 (volatility—乱高下と言い直してもよい) の排除、②中期的に不斉合ないし水準の不適正 (misalignment) のない状態、③以上に関連するが (ある程度の) 予測可能性 (predictability) の3点を挙げるのがほぼ通説と考えられる。もうひとつ重要なのは、「安定」が「固定ないし不変」を意味するものではないとの認識を持つことである。つまり種々の与件の変動により水準なり水域の変更は当然ありうるのであって、可変性を

7) ここにいう2つのシステムについては、両者間に必ずしも明確な境界を画しうるわけではない。論者によって概念の内容は異なりうるし、さらに目標圏の概念は、本来砲弾の着弾圏を意味する軍隊用語であるとの理由から、あえてこれを忌避する向きもある。また用語としては目標圏で統一し、前者はソフトな目標圏、後者はハードな目標圏として区分する方法もある。

II. 報告論文

伴った安定 (moving stability) と規定するのが正解だと思う。ゴルフにたとえるのは適当でないかも知れぬが、フェア・ウェイは決してまっすぐではないが (左右に曲がっている場合が多いが)、肝心なのは、ボールがフェア・ウェイをキープすることである。これがここに言う “moving stability” の意味ではないかと思う。

さて議論を元に戻して、まず参考相場圏から検討してみよう。

(2) 参考相場圏の考え方

一般に参考相場圏のシステムは、より弾力的な、したがって制度としての色彩の比較的稀薄なものである。それだけに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く、政治的に受け入れられ易い現実的な仕組みである。その半面、各国通貨当局に節度を求める拘束力は弱く、また市場に与える信頼性 (credibility) もおのずから限られたものとならざるを得ない。つまり参考相場圏のもつ両面は相互にトレード・オフの関係に立つのである。

次に参考相場圏構想を形成する基本的な柱は、その主唱者のひとりである D. マルフォードによれば、以下の3つである。その第1は中心レート (central rate) の概念をあえて排除したことである。元来許容さるべき相場圏を画するとなると、まず適正水準と判断されるレートを想定し、その上下に、たとえばそれぞれ10%といった許容変動幅を設けるのが正統的なアプローチであろう。しかし現実

問題として、何が適正水準かを国際合意で決めるとなると、各国の国益の衝突に加えて、そもそも適正水準を決定する基準なり尺度をめぐる論争が不可避となる。購買力平価 (PPP) あるいは基礎的均衡レート (FEER) あるいは第3の尺度を用いるにせよ、現実の数字について合意するのは、言うべくしてきわめて困難である。むしろ目前の相場水準をひとつの拠り所としつつ、およその許容レンジを合意するのが、科学的ではないかも知れぬが、現実的かつ合理的とするのが論者の主張である。⁸⁾

参考相場圏の第2の特色は、レンジの上下限 (許容される変動幅) に関する合意を全く非公式なものとするところである。非公式なものであるがゆえに、それは当然公表されない。かつて “negative target zone” なる構想が唱えられたが、今日の参考相場圏は、それを制度化の方向に一步前進させたものと考えて差支えない。また非公式かつ非公表のレンジであるがゆえにその変更もより弾力的に行うことができる。

第3は、市場相場が、許容される限界 (上下限) に到達したときの処置である。マルフォードによれば、この場合当局は何らかの政策発動 (一応無限の介入、金利政策等による対応) を義務づけられるものではなく、関係各国間の協議 (consultations) のための引き金となるに過ぎない (いわゆる自動性——automaticity——の否定)。

一見して明らかな如く、制度というにはいかにも緩やかな仕組みであるが、それだけ政

8) かかるレンジの決定方式については、結果的にその中心線がセントラル・レートとなるのだから、五十歩百歩ではないかとの反論もあるが、いささか揚げ足とりのな詭弁の感が強い。やはりマルフォード的発想のもつ現実的な有用性はそれなりに評価すべきであろう。

治家に売り込み易い現実的な構想とも言うるのである。残る問題は現状認識である。プラザ合意以来三年余にわたる国際通貨協力への努力の積み重ね (incremental approach) の結果、すでに暗黙裡ながらここにいう参考相場圏が成立しつつあるのか、それとも現状はその一步前の実験段階にとどまるのか。この点の判断は微妙である。さらに付言すれば、1989年1月に発足する米国の新政権の下で、いかなる政策路線が選択されるかも重要な問題である。ブッシュ新大統領の登場によって、従来の国際協調路線の継続への期待が高まっているのはたしかだが、結局は事実の進展による検証にまたざるを得ない。

なお参考相場圏の構想は、単に為替相場の変動幅の策定のみを目的とするものではなく、その下部構造すなわち実体経済面 (構造政策を含む) での政策の協調ないし収斂をもその内容としており、両者は不可分のパッケージをなすものとして捉えられねばならない。

(3) 目標相場圏の考え方

目標圏構想の骨子は、参考相場圏のメルクマールとして指摘した諸点と対比することによって、おのずから明らかになる。その第1の特色は適正レートの推定される中心レートの設定である。その場合の尺度については、前述のごとく諸説がある。R. マッキノン教授は購買力平価を、またJ. ウィリアムソンは基礎的均衡レートをそれぞれ支持している。それぞれに長所短所があり、また算出方式も異なるので (従って同じ基準を用いても答え自身がちがってくる)、いずれかに加担することはここでは差控えたい。

第2に、目標圏の場合は、その上下限は公

式的ものとして合意される。たとえば中心レート of 上下10%程度が一応の目安となろう。公式な合意である限り、公表されるのが建て前であろうが、非公表とし (当局間の合意にとどめ)、市場が一方的な投機に走るのを牽制する緩衝機能を期待するという選択肢もあり得るかも知れない。

第3は、目標圏の上下限に到達 (ないし接近) した場合のルール (行動準則) である。その場合、市場への介入 (不胎化されない介入の方が効果的とされている)、金利政策、あるいは両者の併用等を義務づけ、目標圏を防衛するのが第一次的なルールとなるであろう。さらに第二次的な対応として目標圏そのものの変更 (中心レートの変更) も考えられる。中心レートの変更はどこまでも ad hoc に行うのが正解であり、あらかじめ変更のルールを取り決めるのは非現実的と言わざるを得ない。

(4) 今後の展望

現状をもって管理フロートから参考相場圏への移行期とみるか、すでに後者の段階に入りつつあるものとみるかの判定は前述のとおり困難である。だが現実の流れの方向自体はかなり明確になりつつある。今後指向すべき中間目標はやはり目標圏的システムの構築ではないかと考えるものである。ソフトな目標圏を通じてハードな目標圏へ、と言い直すことも出来るであろう。

このような前進 (移行) を可能にする条件の第1は、何といたっても主要国の政治的意思 (political will)、すなわち金融・為替政策の自主性を、為替安定という国際公共財の維持・改善のため、ある程度犠牲にする政治的な決断である。それなくしては、いかに完全

II. 報告論文

に描かれた構想も画餅に帰せざるを得ない。

第2は主要国（G3、G5等）相互間に依然として存在する大きな不均衡の是正である。むしろ各国の経常収支が均衡するとき事態（ゼロ・バランス状態）を期待するのは論外であり、循環局面では、基礎的な資本移動（underlying capital flows）によって相殺される程度の経常収支の不均衡は許容範囲内と考えるべきである。それにしては、特に現在最大の赤字国たる米国と黒字国の大宗たる日独両国の間の不均衡の規模はあまりにも大きい。少なくともそれが大幅に是正され、あるいは是正されるとの確かな展望の開かれることは、制度構築への欠かせない前提条件とみなければならない。それとともに過去の不均衡累積の結果生じた過剰ドルの処理（前述）も必要不可欠な手続きであろう。

第3は資産決済（asset settlement）のルールを導入である。さきに過去に累積したドル残高の処理について言及したが、同様の考え方は、今後介入によって増大する外貨残高（理屈としてはドル残高に限らない）についても適用されねばならない。ただ新規のドル残高等については、永久債への借り替えは当然認められないであろう。なお、このような資産決済のルールは、何もSDRを使ったIMF介入方式に限定されるわけではない。例のレーガン・ボンド（相手国通貨建ての債券）を発行し、その代わり金をもってドルを買戻すのも有力な方策たるを失わない。ただ、いずれにせよ米国側の積極的な協力が実現への不可欠の前提であることは、改めて強調しておくねばならない。

6. 残された若干の問題

以上で標題にかかげたテーマの主要部分は

カバーし得たと思うが、なお残された重要な検討課題がいくつかある。ここでは2つの問題点に限定して私見の一端を披瀝し、もって本論文の結びに代えることとしたい。

(1) 準備通貨の多様化と地域的通貨圏の形成

将来の世界経済の布置（constellation）として、南北米州を中心とするドル圏、西欧を中心とするECU圏、アジア・太平洋地域を母胎とする円通貨圏の3つの地域的通貨圏の併存する事態を想定する見解が、最近とみに注目の的となりつつある。その直接の引き金は、言うまでもなく、米加自由貿易協定の締結ならびに1992年を目標に単一市場形成を目指すECの動きである。

他方アジア・太平洋地域においても、貿易および投資の面で、水平分業ないし双方交通の進展がますます顕著となり、経済の統合（integration）と相互依存の度合いは急速に高まりつつある。むしろその程度においては、現在のECはもちろん、EC発足時（1958年）の状態にもはるかに及ばないが、1990年代には、例えば域内貿易の比率は少なくとも30%あるいはそれ以上に高まるものと予想される。アジアのNIES、ASEAN諸国等の経済に内在するダイナミズムと高い潜在成長力を考えれば、上記の目標は決して非現実的なものではない。その場合わが国は、自然の発展の結果として、貿易、投資、技術協力等広範な局面において、地域経済の中核（hub）的な存在になるであろう。アジア・太平洋地域における経済圏発生シナリオである。ついではながら西独連銀のペール総裁は、EMSにも比すべきAMS（アジア通貨制度）の創設を将来の可能性として指摘している。

ただ準備通貨の複数化と地域的通貨圏の形

成が一義的に直結するわけではない。実体経済面での統合が進めば、それだけ為替相場取決め (Exchange Rate Arrangement) の面での変化ないし政策転換が行われる可能性の高まりが予想される。従来対米依存度が高かったがゆえにドル・リンクないしそれに近い制度を選択していた国が、準備通貨における円の比率向上と並行して、円とのリンク度を高めていくことは十分予想される。重要なのは、言うまでもないが、こうした生成過程が、域内諸国自らのイニシアティブで展開されることである。わが国としてはそれを受けて立つ姿勢に徹し、阻害要因を取り除くとともに、円の準備通貨 (ないし地域的な基軸通貨) としての魅力を高める努力をするのが正しい対応となろう。一般的には経済の実体面の統合が先行し、通貨面の統合が追従するのが正統的な順序であるには相違ないが、アジア・太平洋地域の場合も、実体面の統合がある程度進んだところで通貨面の統合が始まり、それが前者をさらに促進するという展開過程も十分ありうるところと考える。⁹⁾

なお経済的依存関係の高まりが、通貨面での緊密なリンクをもたらす例は西欧諸国においてもいくつかの先例がある。EC加盟国を別とすれば、西独とオーストリア、西独とスイスとの関係はその典型的なものと言える。同様の関係がわが国と近隣諸国との間に生ま

れても一向不思議ではない。

(2) 準備通貨としてのドルの将来

前述のごとく、当面予見される国際通貨体制は、事実上の基軸通貨として引続き機能するであろうドルの存在を前提とし、これを補強し補完する第二次的な準備通貨の生成発展を骨子とするものである。それが制度として定着すれば、複数通貨制となるのだが、その過程において、ドルのもつ国際通貨性 (取引通貨および準備通貨の両者) はどのような変容を遂げるのであろうか。明確な将来図は描き難いが、いくつかのヒントを提供することは可能である。

第1は米国の債務国転落である。それが直ちに国際通貨としての有用性 (利用可能性) を大きく制約するとは思わぬが、その立ち直り (債権国への復帰) がきわめて困難である限り、ドルの地位の相対的後退は不可避であろう。それは取引通貨、準備通貨の両面について指摘される。ただ、それにもかかわらずドルは "primus inter pares" としての地位を長きにわたって維持することとなろう。

第2に米ドルの地位の後退ないし変化は、米国政策当局の意思いかんによっても大きく影響されるであろう。もし1990年代にかけて、米国が「アメリカという名のとりで」 (Fortress America) への道を急速に歩むこ

9) かつてECの通貨統合の進め方 (方法論) をめぐって経済主義と通貨主義の対立があった。前者を代表する英国は、通貨主義をもって「馬の前に馬車を繋ぐもの」(本末転倒) として頭から批判した。これに対して後者の急先鋒であるフランスは、通貨統合を先行させれば、それが実体面の統合、収斂を促す梃子になるとの効用を強調した。面白いのは元来英国に近い立場をとり、1978年の独仏トップ間の合意によって、図らずも通貨主義的発想が日の目をみたとき、かなりの懸念を抱いていた西独が、十年間のEMSの経験をふまえて、積極的な評価をする立場をとっていることである。かかるECの先例はアジア・太平洋圏の将来を考える際の参考となるであろう。

Ⅱ．報告論文

とにでもなれば、ドルの地域通貨化の過程はそれだけ促進されざるを得ない。ただその場合考えられる世界経済の秩序は、猪口教授の主張される“Pax Consortis”であろう。然りとすれば、国際通貨制度も所詮この大きな枠組みの外に出るものではない（世界的な基軸通貨としての円だとか、Pax Nipponica といった発想は所詮 pipe-dream に過ぎない）。

第3に、遠い将来の展望として究極の国際通貨制度を考えるならば、国民通貨に代って、国籍のない世界通貨（SDR の改訂版でも ECU の国際版でもよい）を傘としていただく体制ということになろう。もっともそこに到る道はなお遠くかつ険しいものがあることを知らねばならない。

以 上