

第4回国際コンファランス

「国際通貨制度の発展： 効率的かつ安定的な制度を求めて」*

I. コンファランスの様相

1. はじめに——今次コンファランスの特徴、討議の要旨
2. 国際通貨制度の歴史から得られる教訓
3. 国際通貨および国際通貨制度に関する理論的・実証的な諸問題
4. 国際通貨制度のあり方

1. はじめに——今次コンファランスの 特徴、討議の要旨

金融研究所は、去る5月30日から6月1日の3日間、「国際通貨制度の発展：効率的かつ安定的な制度を求めて」をテーマとして第4回国際コンファランスを開催した。今次コンファランスでは、金融のグローバル化（市場の世界的統合）が進み、各国通貨の代替性が高まる一方で、米国が債務国化し、ドルの

不安定化懸念が進むという状況を踏まえた上で、今後の国際通貨および国際通貨制度のあり方を探ることに狙いがあった（プログラムは参考1参照）。¹⁾

今次コンファランスの特徴点としては、①理論的にも実践的にも近年国際的に関心の高まっている上記テーマについて極めて包括的に議論が展開されたこと（歴史、理論、制度の3つの視野から幅広くアプローチ）、②6人の論文報告者は、いずれも国際金融の分野

* ここに掲載するのはコンファランスの様相および2つの基調講演要旨であるが、このコンファランス関係の資料（基調講演のほか、提出論文、コメント論文、要約報告等）は全て取りまとめたうえ、*The Evolution of the International Monetary System: How Can Efficiency and Stability Be Attained? - Proceedings of the Fourth International Conference* (1989)（英文議事録）として東京大学出版会より1990年春刊行の予定。

1) 第1～3回の国際コンファランスの開催時期およびテーマは、次のとおり。

第1回 「現代における金融政策の役割」（1983年6月）

第2回 「金融革新と金融政策：アジアと西欧」（1985年5月）

第3回 「経済の安定をめざして：最適な通貨制度と政策運営」（1987年6月）

2) 論文報告者を国別にみると米国3名、イタリア、スイス、日本各1名という構成（前回は、米国3名、カナダ、スイス、日本各1名）。

3) 討議参加者は、金融研究所海外顧問（Meltzer 教授＜カーネギー・メロン大学＞、Fischer 博士＜世界銀行副総裁＞）をはじめとする海外の有力学者（17名）、海外中央銀行等（17ヶ国23名）ならびに国際機関（2機関2名）の代表者、国内学者（3名）、本行関係者（5名）の計50名（参考2参照）。

において国際的に著名なエコノミストであり、上記テーマに沿った力作を各々提出したこと、²⁾③各国中央銀行からシニア・メンバーの多数参加を得たほか、海外学界からも国際金融問題の専門家を中心として有力学者が多数参加したこと、³⁾④討議の内容が一般参加者にも深く理解されるよう全セッションに同時通訳（英語・日本語）を初めて導入したこと、などを挙げることができる。

今回のコンファランスは、従来と同様5つのセッションに分けて運営された。まず第1セッションでは、冒頭に澄田総裁より「開会の辞」が述べられたあと、メルツァー、フィッシャー両海外顧問が、それぞれ「世界の金融における効率性と安定性」、「生産要素の移動可能性と国際通貨制度」と題する基調講演を行った（Ⅱに要旨を掲載）。続いて第2セッションでは「国際通貨制度の歴史から得られる教訓」、第3セッションでは「国際通貨および国際通貨制度に関する理論的・実証的諸問題」が討議され、そうした歴史的、理論的な検討を踏まえて第4セッションでは、「よりよい国際通貨制度を求めて」と題して制度改革案についての規範的討議が行われた。最後に第5セッションでは、コンファランス全体の総括討論が行われた。

今次コンファランスにおける討議は終始極めて活発であり、討議対象となった幾つかの論点については、コンファランス参加者の中で激しい意見の対立がみられることもしばしばであったが、討議の概要を予め整理すれば、概ね以下のとおりである（以下、文責金融研究所）。

(1) 第1次、第2次両大戦間期の経験とその評価

- ① 戦間期には3種の国際通貨制度（自由フロート制、固定相場制、管理フロート制）を相次いで経験したが、固定相場制（1927～31年の金為替本位制）は、その前後のフロート制と比べて、いくつかの面でメリットがあった（為替レート自体の安定性、それを通じる経済の不確実性低下など）。一方、フロート制は、海外からの攪乱の波及（国内生産への影響）の面においては固定相場制下よりも遮断効果が大きい点で優越した。
- ② 固定相場制が崩壊した原因は、①相場維持よりも国内景気の確保を優先した各国中央銀行の行動、⑦英国に代わる米国のリーダーシップ発揮の不十分さ、⑧国際的なマクロ政策協調の失敗、⑨国際流動性の安定供給システムの欠如などにあった。これを逆にいえば、為替相場の固定化ないし安定化にとっては主要国間での幅広い政策協調が不可欠であるという点が歴史から得られる大きな教訓である。

(2) 第2次大戦後のブレトンウッズ体制とその後のフロート制の評価

- ① 米ドルを中心とする固定相場制であるブレトンウッズ体制が崩壊したのは、④資本移動の活発化により固定的相場の維持が困難化したこと、⑩アメリカが「基軸通貨国」としての役割（自国物価の安定を追求する一方、国際収支調整に関しては受動的に対応するという役割）を次第に放棄したこと、などに原因があった。
- ② その後のフロート制のパフォーマンスについては、様々な問題点（経常収支の大幅

インバランス発生、為替相場のミスアライメントに起因する経済構造の攪乱など)、および評価すべき点(石油危機などのショックへの対応容易化、海外インフレからの隔離効果など)の双方が指摘された。ただ、為替レートが程度はともかく変動したことによって各国経済の安定化がもたらされた面も少なくない点では大方の合意をみた。

- ③ プラザ合意以降における「管理フロート制」ないし国際的な政策協調体制については、一部にそれは「覇権国」アメリカの行動を正当化する手段になっている面があると批判する向きがあったものの、大勢はそれは近年の世界経済の安定化に貢献したと評価した。

(3) 国際通貨の動向とそこにおける円の役割

- ① 通貨の国際的な使用においては、各側面(貿易取引・資本取引・公的保有など)に亘って円、マルクの役割が上昇する一方でドルの役割が低下する(多通貨化)傾向にある。ただ、国際通貨の使用には慣性効果が働くため、ドルの地位低下は米国の純債務国化にもかかわらず緩慢にしか進まないという性質がある。
- ② 円については、国際通貨としての質的条件(国内物価の安定、為替管理の回避、国内短期金融市場の整備等)の維持・改善を図っていけば、今後さらに役割を高める見通しである。一方、東南アジアにおいて円を中心とした通貨圏(EMS型の通貨圏)を形成しうるかどうかについては、近年域内貿易が拡大しているものの、同地域における経済的・政治的統合度合はECに比べるとまだはるかに低いので、当面は予想し

がたいとの見方が一般的であった。

(4) 国際金融センターの多数化とその含意

- ① 東京は、国際金融センターとしての必要条件(諸取引の自由を確保しうるような政治・社会・経済システム、金融業を支える物的・人的資本の存在など)を具備していることから次第に重要性を増してきている。この結果、現状は複数の国際金融センター(とくにロンドン、ニューヨーク、東京)によって特徴付けられる「多極的世界」への移行過程とみなしうる。
- ② それが世界経済のブロック化につながる危険性を孕むものか否かについては、意見が対立した。

(5) 欧州通貨制度(EMS)の経験の評価

- ① すでに10年以上存続しているEMSは、実質的には拡大ドイツ・マルク圏(各通貨とも事実上DMにベッグする一方、金融政策は西ドイツが独立的に決定)として機能してきた点に特徴がある。こうした関係が成立しえているのは、④ドイツ以外の加盟国ではこれによってインフレ抑制が容易化し(物価安定化の盟主としてのブンデスバンクの「信認」を自国の政策に援用可能)、一方、⑤ドイツでは域内交易条件の安定化(DMの対ドル相場が上昇しても域内競争力は維持)による貿易拡大が可能となった、という双方にとってのメリットが存在したためである。
- ② EMSの成功(為替相場の安定化、国内政策へのある程度の規律付与等)は欧州固有の諸事情に支えられている面が強く、必ずしも世界全体の通貨制度改革のモデルとなるものではない。

(6) 国際通貨制度の展望

① 金融市場の世界的統合が進んだ状況下では、各国の政策が持つ国際的な影響が増大しており、従って今後考えるべき制度はこうした状況に何らかの形で対応しうるものである必要があるというのが共通の認識であった。

② 近年みられる国際通貨制度の諸改革案については、大多数によって支持されるといったものは見当らなかった。すなわち、④J. Tobin の「為替取引税」は、その実効性などの点で疑念を抱く向きが圧倒的であり、⑤J. Williamson 等が主唱する「目標相場圏」構想についても、まず技術的な難点がある（とくに資本移動が自由な下では「均衡為替レート」の算出が困難）として批判が続出した。この間、⑥来世紀における理想図だとして R. Cooper によって提唱された「共通通貨」構想には、若干の支持者がみられたが、様々な問題点（各国間の経済動向が乖離した場合の調整メカニズム欠如等）の指摘が相次ぎ、また政治的にも実現へのインセンティブに乏しいとの批判がなされた。

③ 国際通貨制度の問題は、その機構のあり方自体がポイントというよりも、より幅広い問題（国内政策の適切な運営方式の確保、主要国間における政策の整合性確保等）と密接不可分の関係にある政策課題であるというのが共通の認識であった。当面の現実的な発展方向としては、国際金融における現在の三極（米国、EMS、日本）システムを前提とし、その機能を改善していくことが重要であるというのが一般的な認識であり、そのためには、とくにこれら三地域間における政策協調の積み重ね（とくに財政

政策の協調）、および各国自身による自国経済の安定化努力が大切という点で幅広い合意がみられた。

2. 国際通貨制度の歴史から得られる教訓

今次コンファランスでは、まず国際通貨制度の歴史を振り返り、そこからどのような教訓を学びとりうるのかについて議論が行われた。その場合の検討対象としては、第1次、第2次世界大戦戦間期、および第2次大戦後におけるブレトン・ウッズ体制ならびにその後のフロート制がそれぞれとり上げられ、さらにプラザ合意（1985年）以降の体制の評価についても討議された。

(1) 固定制とフロート制のパフォーマンス比較

Eichengreen（米国・カリフォルニア大学バークレイ校教授、以下敬称略）は、第1次、第2次両大戦間期を、①自由フロート制（1921～26年）、②固定相場制（金為替本位制、1927～31年）、③管理フロート制（1932～36年）の3つに区分した上で、それぞれのパフォーマンスの実証分析を行った結果を報告した。それによると、海外からの攪乱の国内生産への波及を遮断するという点では、①や③が、②より優れていたが、②は、①や③と比べた場合、名目レート・実質レートの安定化、リスク・プレミアムの低下、予測可能性の向上をもたらしており、このため各国の経済厚生にとっては②がより望ましいことを示唆した。これに対して、新開（大阪大学教授）は、固定制は、石油ショックなどの外的ショックに対する国内経済の抵抗力および回復力という点で弱点があることを強調し、Marston（米

国・ペンシルバニア大学教授)、Crockett (英国・イングランド銀行理事) もこれに同調した。

次に、新開は、第2次大戦後の米ドルを基軸通貨とする固定相場制であるブレトン・ウッズ体制 (adjustable peg 制度) と1973年以降のフロート制とのパフォーマンスを比較し、フロート制下での各国経済のパフォーマンス (成長率、インフレ率、失業率など) は、固定制下と比べて改善していないことを指摘しつつも、通貨制度自体の影響と外的ショックの影響とを判別できない以上、必ずしもフロート制が固定制より劣っているとはいえないと主張した。さらに新開は、フロート制の短所として一般に指摘されている問題に言及し、①為替相場の短期的なボラティリティーが实体经济活動に有害なのか否かは自明でないし、②相場の中期的なミスアラインメントが本当に生じているのか疑問 (例えば、1980年代前半のドル高はほとんどReagan政策により説明可能) であるとして、フロート制支持の立場を表明した。また、Marston も、企業は先物、オプションなどを利用して為替リスクに対するヘッジが可能であることから、ボラティリティーの増大が必ずしも貿易取引を阻害することにはならないと主張した。この間、鈴木 (本行理事)、Lagayette (フランス銀行第二副総裁)、Akthar (米国・ニューヨーク連銀調査局次長) らは、フロート制下における為替相場のミスアラインメントは、経済構造を不必要に攪乱するのでやはり無視し難い問題であるとの認識を示した。

一方、Cooper (米国・ハーバード大学教授) は、フロート制の問題点として、相場のミスアラインメントによる資源配分の非効率化 (履歴効果 <hysteresis>) のほか、①貿易

財部門の投資抑制傾向、②海外直接投資の増加による本国での生産のスケール・メリット喪失、③保護主義の抬頭などを挙げた。これに対して Crockett、Bomhoff (オランダ・エラスムス大学教授) は、Cooper がフロート制の弊害を誇張していると反論した。また、Teh (シンガポール通貨庁副総裁)、Norton (オーストラリア準備銀行金融市場局長) は、フロート制には海外インフレからの隔離効果など肯定的に評価すべき点のあることを指摘した。さらに、Fischer (世界銀行副総裁) は、財・サービスや生産要素 (とくに労働) の移動性が必ずしも十分でない現状においては、為替レート変動の各国間経済調整機能はやはり基本的に重要であるとの認識を示すとともに、従って当分は為替市場介入を伴うフロート制が続くであろうと予想し、新開もこれに同調した。

(2) 国際的政策協調に関する評価

(固定相場制の崩壊と国際協調の関係)

Eichengreen は、両大戦間期における固定相場制 (1927~31年の金為替本位制) がわずか5年で崩壊した理由として、①各国中央銀行による金本位制の「ゲームのルール」違反 (国内均衡を重視したため金準備変動の不胎化政策を採用)、②英国から米国へのリーダーシップ交代の失敗、③国際的な政策協調の失敗 (とくに米、仏が金獲得を狙って金融引締め政策を採用)、④金、ポンド、ドル間での投機的資金移動、⑤当時の世界大恐慌に伴う各国経済への打撃、の5つを挙げ、固定相場制の維持ないし為替相場の安定化のためには、国際的な政策協調が基本的に重要であること (固定相場制維持にとってはこれに加えて適切な国際流動性の供給メカニズムの確

立) が大きな教訓として歴史分析から引き出せると結論した。

また、米ドルを中心とする固定相場制である第2次大戦後のブレトンウッズ体制が最終的に崩壊するに至った理由として、Cooper、浜田 (米国・イエール大学教授)、河合 (東京大学助教授) は、①米国が「基軸通貨国」としての役割 (自国の物価安定を維持する一方、国際収支の変動に対しては受動的に対応するという役割) を次第に果たしえなくなったこと、②米国による国際流動性供給 (つまり国際収支の赤字継続) が、やがて米国の「信認」を損なわしめたこと (Triffin のいわゆる流動性ディレンマ)、③投機資金の活発な国際的移動により、adjustable peg 制度は維持不可能になったこと、などを指摘した。また、Crockett は、ブレトンウッズ体制の崩壊は、国際的資本移動が自由化された下で、なおかつ各国が独自の金融政策をとりたいという状況下では、固定相場の維持が困難であることを示唆するものと総括した。

(ブレトンウッズ体制崩壊後の国際的政策協調の評価)

次に新開は、ブレトンウッズ体制がゆらぎはじめた時期以後の国際的政策協調ないしその欠如に関連する具体的事例として、①米国 Nixon 大統領の「新経済政策」、②Reagan 大統領のポリシー・ミックス、③プラザ合意以降、という3つの時期をとりあげ、いわゆる政策協調の本質は、世界経済の「覇権」(hegemon) を握る米国が、自らの望むとおり行動し、他国に対しては米国が望むとおり行動するよう要求したものに過ぎない (米国は「善意ある君主」<benevolent despot>ではない) と主張した。これに対して、Bryant (米国・ブルッキングズ研究所主任研究員)

は、現在の西側諸国の政治・経済力の分布は多極化の方向にあるとみるべきだと主張、米国が「覇権国」であるという認識は今や誤りであると批判した。

また、プラザ合意 (1985年9月) 以降の為替相場システムないし国際的な政策協調体制については、これを「伸縮的ターゲット・ゾーン制 (flexible target zone)」(Fischer) ないし「ゾーン公表のないターゲット・ゾーン制 (undeclared target zone)」(S. Black<米国・ノースカロライナ大学教授>) とみなしうるとして、それ以前のフロート制とは異なり「管理フロート制」になっているとの見方が一般的であった。Dealtry (BIS 金融経済局次長) は、この間の国際的政策協調は、決して十分とはいえないものの、経常収支の国際的な大幅不均衡の是正や各国経済の安定化に向けて何がしかの成果を挙げてきていると肯定的な評価を下した。また Frenkel (IMF 調査局長兼経済顧問) も、政策協調は決して各国の国益を犠牲にするものではなく、むしろその過程を通して各国の真の国益が何かを明らかにしうるうえ、そのために必要な自国の政策も浮かび上がってくるので大きな意義があると主張した。

(政策協調の前提となる経済知識の問題)

ところで、国際的な政策協調にとっては、経済変動に関する十分な知識を我々が持っていることが前提となるが、次にこの点に関して議論が行われた。まず新開は、①経済変動のメカニズムに関する我々の知識は不十分であり、また政策協調のベースとなるモデルについて国際的な合意は得難いこと、②もし誤った経済モデルに基づいて政策協調を行えば、各国の経済厚生を低下させるおそれすらあること、を主張し、Marston、浜田らもこ

れに同調した。さらに Meltzer (米国・カーネギー・メロン大学教授) は、一步論旨を進めて、不完全な知識の下では裁量的な国際政策協調を行うことには問題が多いので、むしろ主要国が国内物価の安定を目標としたマネーサプライ重視の金融政策 (各国がルールを採用するというかたちでの政策協調) を採用することが、結果として各国間の為替レート of 安定化をもたらすはずと主張した。この間、河合は、国際的政策協調が各国の経済厚生を改善するためには、その前提として各国の中央銀行が物価安定にコミットすることにより民間の「信認」(credibility) を確保することが重要であると付言した。

経済知識の不十分さに関するこうした議論自体に対して Frenkel は言及し、それは政策協調の実行にあたって決してドグマティックになってはならないことを示唆するものであると述べる一方、「謙虚さ」(humbleness) が重要であるとしつつも、行き過ぎた「謙虚さ」は決して生産的ではないとの立場をとった。また、Bryant も、各国が政策協調の前提条件となる経済分析上の知識を今後協力して深めていく必要性を強調するとともに、さりとて現状の知識で何もやれないわけではないので、現状においては国際的政策協調の不作為のリスクもまた大きいとして政策協調の意義を主張した。

3. 国際通貨および国際通貨制度に関する理論的・実証的な諸問題

歴史的分析に続いて、金融グローバル化の下での国際通貨を規定する条件および複数の国際金融センター間での調整などに関する理論的・実証的な諸問題についての討議が行われた。

(1) 国際通貨の条件および主要通貨の評価 (国際通貨を規定する条件)

S. Black は、国際通貨の役割を考察する上では準備通貨 (reserve currency) と媒介通貨 (vehicle currency) に分けることが必要と述べ、ある国の通貨が国際的に準備通貨となるためにはとりわけ交換可能性 (convertibility) の維持が重要と指摘した。次いで国際通貨の需要決定要因について理論的に分析し、①輸出取引に用いられるインボイス (契約) 通貨として自国通貨が用いられる比率は、自国通貨の先安感が強まるにつれて低下し、為替レート変動率が高まるにつれて上昇すること、②インターバンク市場での媒介通貨に対する需要は取引コスト (具体的にはビッド・アスク・スプレッド) に依存し、また取引コストは為替レートの変動率の低下と取引量の増加につれて減少すること、従って③ドルの地位は趨勢としてのドル相場の低下や円、ドイツマルクの取引量増大による利便向上によって後退傾向が続くと考えられること、を示した。これに対して 河合は、インボイス通貨の選択問題は、輸出業者サイドだけからではなく、輸入業者サイドからの分析も合わせて行われてはじめて説得力を持つと指摘し、また Murray (カナダ銀行外国局次長) は、媒介通貨の選択に関して重要な意味を持つとされる取引量と取引コストの間における好循環の関係は、金融の技術革新につれて無意味化するのではないかと疑念を呈した。さらに 鈴木、Prell (米国・連邦準備制度理事会調査統計局長) も、国際通貨に変化をもたらす要因として電子通信技術の発達、先物・オプションの利用可能性などの影響も十分に考慮する必要がある (その場合、少なくとも国際的取引通貨としてどの国民通貨が

用いられるかは重要な問題ではなくなるはず」と主張した。さらに Meltzer は、国際通貨を規定する重要な条件は、その通貨の取引コストの低さよりも、むしろ通貨の質的側面（通貨価値の安定性、為替管理回避の可能性、マクロ政策スタンスの安定性など）に関する情報収集コストの低さであるとの立場をとった。

（国際通貨の現状と将来）

次に S. Black は近年における国際通貨の動向を詳細な統計データで分析し、貿易取引、資本取引、公的準備保有などの各側面においてドルの地位が相対的に低下する一方、円・マルクの役割が次第に向上していると指摘するとともに、国際通貨としての円の将来に関しては、円建貿易の増加、日本の対外資産蓄積の増大につれて円に対する需要は引続き増加傾向を辿ると予想した。しかしながら、Meltzer は、こうした傾向が続くこと（多通貨化へ向かう動き）自体には異論がないとしたものの、国際通貨の使用には慣性効果がある以上、一旦確立したドルの国際通貨としての brand name は、米国の純債務国化にも拘らず、容易には崩れない性質を持っていると主張し、Swoboda（スイス・国際金融センター所長）も、これを支持した。

一方、円の国際的使用の現状に関して 増永（本行外国局長）は、わが国の円建輸入の増加は、ひとつには日本企業の対外直接投資に伴うわが国への製品輸入増加による面もあることを指摘し、Patrick（米国・コロンビア大学教授）は、円の国際化を示す統計には国内市場の規制逃れという面も反映されており、その意味で Black のいう国際通貨としての円の役割上昇は誇張されている面があると主張した。また、Murray は、国際通貨とし

ての円を考えるに当たっては、日本政府の規制がどの程度緩和されるかが極めて重要な要因であると主張し、Patrick も、日本政府が短期国債・政府短期証券への規制を続けていることが準備通貨としての円への準備を制約しているのではないかと発言し、ともに当局の政策スタンスが円の国際化の動向を左右する大きな要因だとの見解であった。この間、増永は、円の国際化にとっての障壁をなくすよう今後とも努力していくとの立場を表明した。

円の国際通貨化と関連して、東アジアが将来において円を中心とした通貨圏を形成していくのか否かについて、K. Lee（韓国銀行金融研究室長）は、東アジア諸国の金融・経済構造は不均整であり、少なくとも当面は円圏を形成する素地は乏しいと主張し、Black も、同地域における経済的・政治的統合度合は EC に比べるとまだはるかに低いので、EMS 型の通貨圏を東アジアで形成することは当面困難であろうと予想した。もっとも、河合は、ECU（European Currency Unit）になぞって言えば、ドルを含めた PACU（Pacific Area Currency Unit）が将来において実現する可能性はありうるとの見解を示した。

この間、Bryant は、国際通貨としては、その国の消長に左右される国民通貨よりも、国際的な「外部通貨」（outside money）、例えば SDR をもっと重視していくべきだと提唱し、Wijnholds（オランダ銀行副理事）も、SDR はその価値の安定性からみて国際通貨にふさわしいので今後育成に努める必要がある（エスペラント語のような運命はたどって欲しくない）と述べた。一方、Beguelin（スイス国民銀行調査局長）は、スイスは SDR よりもむしろ「金」を重視するとの立場を表

明した。

(2) 国際金融センターの複数化とそれらの間の調整問題

(国際金融センターとしての東京市場の評価)

Swoboda は、国際金融センターの必要条件として、①取引の自由・安全性を確保するための政治・社会・経済システムの完備、②金融業の発達にとって必要な物的・人的資本の存在、③自国通貨建の深みのある金融資本市場の発達、④継続的な経常収支黒字と為替管理不存在、の4つを挙げ、東京市場はこれらの条件を充足しているので、ロンドン、ニューヨークと並ぶ国際金融センターの一つとしての役割を果たしうると評価した。また Swoboda は、東京の抬頭により現状は複数の国際金融センターによって特徴づけられる多極的世界 (a multi-polar world) への移行過程であるとの認識を示したが、コンファランス参加者の間でそうした現状認識に対する異論は特にみられなかった。

(国際金融センター間の調整問題)

次に、金融面での多極化は、世界経済をどのような方向に進ませるのかに関しても議論が行われた。Swoboda は、①小国は財の移動性の高まりによって経済政策の自律性を失うため、むしろ反インフレ的な近隣大国に通貨をベッグすることによって安定性を追求する、②その結果、世界は幾つかの通貨ブロックを形成し、ブロック相互間での保護主義化が進む、との先行きの懸念を表明した。

これに対して鈴木は、金融の技術革新進展に伴う通貨間代替の高まりは、そうした通貨ブロック化を阻む要因として働くことを指摘し、一方 Bryant は、財・サービスの移動性

は実際には Swoboda の言うほど完全なものとはみなしえないので、各国のマクロ経済政策の自律性が完全に失われることはないはずだと反論した。また Crockett も、各通貨ブロック間の調整をうまく行うことは可能であり、保護主義化の危険を過大視すべきではないとの立場をとった。

4. 国際通貨制度のあり方

上述したような歴史的、理論・実証的な検討結果を踏まえて、次に国際通貨制度を今後いかに改善していくべきかについての規範的な討議が行われた。ここでは、まず、欧州における固定的為替相場制度である EMS が、これまで10年以上存続してきた理由と同制度の得失を明らかにするとともに、そうした EMS の経験は、今後の世界的規模での国際通貨制度改革にとってのモデルとなりうるのか否かについて討議し、次いで様々な国際通貨制度改革案の評価が行われた。

(1) 欧州通貨制度 (EMS) の経験とその評価

Giavazzi (イタリア・ボローニャ大学教授) は、EMS は実質的には (不完全ながら) 拡大ドイツ・マルク圏 (西独が金融政策を独立に決定する一方、その他の加盟国は自国通貨を事実上ドイツ・マルクにベッグ) であったと特徴づけるとともに、EMS がそうした形でこれまで機能してきた背景としては、①西独以外の加盟国は、これによってインフレ抑制が容易化 (インフレ・ファイターとしてのブンデスバンクの「信認」を自国の政策に援用可能) する一方、②西独は、域内交易条件の安定化 (ドイツ・マルクの対ドル相場が上昇しても域内競争力は維持) による貿易拡

大が可能となった、という双方にとってのメリットが存在することを指摘した。また Gleske (西独・ブンデスバンク理事) は、① EMS の設立には、欧州の政治的発言力を強めたいとの狙いもあったこと、②域内での為替レート安定化は、共同農業市場の存続にとって不可欠であること、③ブンデスバンクの金融政策はしばしばデフレ・バイアスがあるとの批判を受けるが、ブンデスバンクはインフレ容認によって、より高い成長が可能になるとは決して考えないこと、を主張した。一方、Lagayette、Michielesen (ベルギー国民銀行外国局長) は、EMS は為替レートの安定化、インフレ率の抑制という点で疑いなく成功であると認めつつも、より幅広い政策協調の実現、西独との間での対称性 (symmetry) 回復など今後なお改善すべき点のあることを指摘した。

次に、EMS が世界的規模での国際通貨制度改革のモデルとなりうるか否かについて、Giavazzi は、EMS の成功は欧州固有の諸事情 (為替レート変動に対する強い嫌悪感が歴史的にもまた現在の EC 機構上も存在すること、域内経済の開放度が高いこと等) に支えられた面が強いとするとともに、①世界的規模でみた場合、EMS の中心国として機能している西独のような役割を果たす国がないこと、②固定相場制の導入によって必ずしも財政政策の規律回復をもたらすことはできず、世界経済の問題解決策とはならないこと、を挙げ、世界的な規模で EMS 型の固定制を採用することは無理との見解であった。また、Gleske も、EMS は欧州の政治・経済統合の一部としてうまく機能しているのであり、グローバル・レベルで EMS を模倣できるものではないと主張した。

(2) 様々な国際通貨制度改革案の評価

次に様々な国際通貨制度改革案の検討に移ったが、いずれの改革案にも多くの問題点のあることが指摘され、大多数によって支持されるといった改革案は見当らなかった。

(Tobin の「為替取引税」)

Bryant は、近年における各国の金融・資本市場の統合 (いわゆるグローバル化) が、未だ完全とはいえないものの急速に進展していること、そうした状況の下では各国のマクロ経済政策の対内的効果が弱まる一方、対外的効果が増大していることを指摘した。

こうした世界の潮流に対して、Lagayette は金融資本市場の大規模な発達、資産価格のボラティリティーを高めている側面に注意を喚起し、K. Lee は、韓国にとって自国の金融資本市場が世界の市場と統合されることは必ずしも好ましくないとの見解を示した。また、Kang (韓国・韓国開発研究所) は、外国為替取引自体に対する課税、いわゆる Tobin Tax の導入を考える余地があると述べた。

もっとも、こうした「為替取引税」により、為替レートのボラティリティーを抑制し、各国の金融・資本市場の「分断」を図る考え方には厳しい批判が続出した。すなわち、Cooper は、「為替取引税」により為替レートのボラティリティーが果たして抑制できるのかどうか曖昧な上、ミスアラインメントの発生には対処できないとし、Swoboda は、それが資本コストを上昇させるので資源配分の効率性という観点から望ましいものではなく、また実効性にも乏しいと主張した。さらに 浜田、Frenkel、Darby (米国・商務省次官) も、そうした「為替取引税」批判の列に伍した。

(Williamson らの「目標相場圏」構想)

伊藤（一橋大学助教授）は、ルーブル合意以降、主要国間で何がしかの「目標相場圏」が形成されてきたはずだと述べ、Beguelin もそれに同意した。また、Lagayette は、為替相場へのコミットメントは国内経済政策を適切に運営する上で有益であり（例えば EMS の経験）、「目標相場圏」はそうした方向に向けての前向きの努力といえると評価した。

これにたいして Cooper、Fischer、浜田 は、資本移動が自由化された状況下では「均衡為替レート」の算出自体が技術的に困難であるうえ、各国が総需要ターゲットに合意することもまた困難であると指摘し、この構想の実現可能性に疑念を表明した。また、Swoboda は、「目標相場圏」構想は、そもそも実質変数（実質為替レート）のターゲットを金融政策という名目変数のコントロール手段によって達成しようとするところに原理的な問題点があると批判した。さらに Meltzer は、「目標相場圏」のようなアド・ホックな協調は、我々の経済知識の十分さを前提にしたものであるので決して好ましい結果をもたらすものではないとの立場を表明し、最終セッションにおいて Crockett は、「目標相場圏」への支持は極めて少ないと総括した。

(Cooper の「統一通貨」構想)

Cooper は、為替相場変動に伴う問題を除去し、通貨の持つ有用性が最大限に高められる究極の国際通貨制度の展望を現時点で持っておく必要があると主張し、そうした制度として、①先進国が通貨を統一し（共通通貨を使用）、②金融政策は世界中央銀行（Board of Bank Governors）の下で統一的に運営する、そして③各国の国内均衡は財政政策により達成するという考え方に立った「統一通貨」

構想を提唱した。また、Swoboda も、金融・貿易両面での世界経済統合が著しく進んだ現状においては世界共通通貨（a common currency）の導入が望ましいと主張し、Cooper 構想に類似した考え方を提示した。さらに河合は、遠い将来の夢であると断わりながらも、Cooper 構想が究極の理想的制度であることを支持し、Papadia（イタリア銀行調査局マネジャー）も同調した。

これに対して Bryant は、現状において財・サービス市場は、金融資本市場と比べて統合度合いが低いことを指摘したほか、Fischer は、同様の現状認識に基づき①世界単一通貨は確かに魅力的ではあるが、その前提として現状よりも遙かに緊密な経済統合（財・サービス、生産要素の移動性）が必要なこと、②そうした前提条件を充足せずに世界単一通貨を採用し、為替レートの変動という各国の調整手段をなくしてしまうことは、国毎の問題（失業率上昇など）に対応しえなくなるので望ましくないこと、を主張し、S. Black も同様な意見を述べた。また、Meltzer は、為替レート変動という有効な調整手段を奪う統一通貨構想は究極の理想の姿どころか「悪夢」以外の何物でもないと極論した。

この間、Gleske は、欧州通貨統合問題に触れ、欧州ですら通貨同盟の形成にはまだまだ留保すべき事情が多い現状において、世界的規模で「統一通貨」が実現するとは到底思えないと述べた。また浜田も、こうした構想を実現する政治的インセンティブが各国にあるかどうか疑問と述べ、とりあえず欧州でどうなるのか見守るのがよいと付言した。

(通貨制度問題の本質と Bryant の漸進的改革案)

国際通貨制度のあり方に関し、Michielsen

は、内外経済の諸条件いかによらずベストといえるような単一の制度は存在しないとの見解を述べ、また浜田も、前回の国際コンファランスに提出した自らの理論的分析を引用しつつ、通貨制度（為替相場を固定するか、フロートさせるか）および金融政策手段（運営目標を金利にするか、通貨量にするか）の最適な組合せは世界および各国におけるショックがどういう性質のものであるかに依存すると主張した。一方、Bomhoff は、ドル相場は大きな変動を示しているが、ドイツマルクと円の間の為替相場は、両国とも安定的な金融政策を採ってきたことからドル相場に比べれば格段に安定していたと指摘、各国が自国物価の安定化を図ることが為替相場安定化の道だと主張した。これをうけて Bryant は、国際通貨制度の問題は、その機構のあり方自体がポイントというよりも、より幅広い問題（国内政策の適切な運営方式確保、主要国間における政策の整合性確保等）と密接不可分の関係にある政策課題であると議論を総括した。

続いて Bryant は、今後の国際通貨制度改革について多数の賛同を得られる具体案のない状況下、今次コンファランスの「議論の重心」を示すとの観点から、今後10年間程度を展望した「漸進的アプローチ」を考えてみたいと発言、そうした方向として、①各国経済に関する分析的知識向上を目指した国際的協力、②各国の経済政策についての協調促進、③上記②を前提とした上での望ましい為替相場制度の模索、④SDR など国際流動性の役割向上、⑤IMF、OECD、BIS など国際機関の役割強化、を提案した。こうした提案は中庸を得たものであるうえ、それが最終セッションで提示されたこともあって、これ自体については殆ど議論は行われなかったが、少

なくとも幅広い政策協調を積み重ねていくことが今後における現実的かつ実践的な対応であるという点に関しては、大多数の合意が得られたように窺われた。

以 上

プログラム

日 時		セッション	議 長	報 告 者	ディスカッサント
5/30 (火)	午 前 (11.00-12.45)	I	鈴木 淑夫 (本行理事)	澄田 智 (本行総裁) Allan H. Meltzer (カーネギー・メロン大学教授) Stanley Fischer (世界銀行副総裁)	
	午 後 (14.15-17.15)	II	Allan H. Meltzer (カーネギー・メロン大学教授)	Barry Eichengreen (カリフォルニア大学教授) バークレー校教授 新開 陽一 (大阪大学教授)	Teh Kok Peng (シンガポール通貨庁副総裁) Jan Michielsen (ベルギー国民銀行外国局長) W. E. Norton (オーストラリア連銀金融市場局長) Richard Marston (ペンシルバニア大学教授)
5/31 (水)	午 前 (9.30-12.30)	III	Stanley Fischer (世界銀行副総裁)	Stanley Black (ノースカロライナ大学教授) Alexander Swoboda (国際金融センター所長)	Michael Prell (連邦準備制度理事会調査統計局長) John Murray (カナダ銀行外国局長) 河合 正弘 (東京大学助教授)
	午 前 (9.30-12.30)	IV	Hugh Patarick (コロンビア大学教授)	Francesco Giavazzi (ボローニャ大学教授) Richard Cooper (ハーバード大学教授)	Philippe Lagayette (フランス銀行第二副総裁) Leonhard Gleske (ドイツブデンデスバンク理事) 浜田 宏一 (イェール大学教授) Jacob Frenkel (IMF 調査局長兼経済顧問)
6/1 (木)	午 前 (9.30-12.30)				
	午 後 (14.00-17.00)	V	Michael Dealtry (BIS 金融経済局次長)	Ralph Bryant (ブルッキングス研究所主任研究員) Andrew Crockett (イングランド銀行理事)	

第 4 回国際コンファレンスの討議参加者一覧

1. 海外中央銀行・国際機関 (25名)

(北米)

連邦準備制度理事会調査統計局長
シカゴ連銀総裁
カンサスシティ連銀上級副総裁兼調査局長
ニューヨーク連銀調査局次長
リッチモンド連銀総裁
サンフランシスコ連銀上級副総裁
カナダ銀行外国局長

(欧州)

ベルギー国民銀行外国局長
イングランド銀行理事
フランス銀行第二副総裁
ドイツ連邦銀行理事
イタリア銀行調査局マネージャー
オランダ銀行副理事
スウェーデンリクスバンク国際局長代理
スイス国民銀行調査局長

(大洋州)

オーストラリア準備銀行金融市場局長
ニュージーランド準備銀行総裁

(アジア)

インドネシア銀行調査統計局
韓国銀行金融経済研究室長
シンガポール通貨庁副総裁
タイ銀行調査局長
フィリピン中央銀行副総裁

(国際機関)

BIS 金融経済局次長
IMF 調査局長兼経済顧問

Michael Prell
Silas Keehn
Thomas E. Davis
Akbar Akhtar
Robert P. Black
Thomas D. Thomson
John Murray

Jan Michielsen
Andrew Crockett
Philippe Lagayette
André Robert
Leonhard Gleske
Francesco Papadia
J.A.H. de Beaufort Wijnholds
Göran Lind
Jean Pierre Béguelin

William E. Norton
Donald Brash

Widharto
Kang-Nam Lee
Teh Kok Peng
Siri Ganjarandee
Juan D. Quintos Jr.

Michael Dealtry
Jacob A. Frenkel

2. 海外学者 (17名)

(金融研究所海外顧問)

カーネギー・メロン大学教授
世界銀行副総裁

(ペーパー提出)

カリフォルニア大学バークレー校教授
ノース・カロライナ大学教授
国際金融研究センター所長(スイス)
ボローニャ大学教授
ハーバード大学教授

(総括報告)

ブルッキングス研究所主任研究員

(その他)

コロンビア大学教授
ペンシルバニア大学教授
イェール大学教授
エラスムス大学教授
ネバタ大学教授
韓国開発研究所 (KDI)
G.T. Management Ltd. (香港)
ミシガン大学教授
米商務省次官 (経済担当)

3. 国内学者 (3名)

大阪大学教授
東京大学助教授
一橋大学助教授

4. 日本銀行関係 (5名)

理事

外国局長
金融研究所長
金融研究所第1課長
金融研究所特別顧問

Allan H. Meltzer
Stanley Fischer

Barry Eichengreen
Stanley Black
Alexander Swoboda
Francesco Giavazzi
Richard Cooper

Ralph Bryant

Hugh Patrick
Richard Marston
浜田宏一
Eduard Bomhoff
Thomas F. Cargill
Moon-Soo Kang
Tim J. Lee
Gary Saxonhouse
Michael R. Darby

新開陽一
河合正弘
伊藤隆敏

鈴木淑夫
増永 嶺
三宅純一
岡部光明
館 龍一郎