

フロート制の機能の評価について

——フロート制下の経験則をめぐって——

山 本 和
(現在ニューヨーク事務所)

1. はじめに
2. フロート制下の経験則
3. 経験則の解釈
4. フロート制下の経験則の暫定的評価
5. 為替レート・国際収支決定に関する理論発展の方向

1 はじめに

主要国のフロート制移行後7年の経験を振り返ってみると、フロート制の機能ないし効果は大方の予想とはかなり違ったものであったといえよう。すなわち、短期的には比較的安定しうると期待された為替レートは予想外に激しく変動したし、經常収支の不均衡は正効果も期待程速やかには現われず、主要国が大幅黒字国と大幅赤字国とに二極分化する状態がなかなか解消しなかった。そして黒字国では通貨のフロート・アップとインフレ率の相対的な落着きが、赤字国ではフロート・ダウンと高インフレ率がそれぞれ続くという、いわゆる virtuous-circle、vicious-circle が問題とされた。さらに、各国の国内政策の自由度増大効果、就中インフレ遮断機能に対しても、1973～74年のインフレとそれに続く75～76年の景気後退の世界的同時発生の経験から疑問が提起されることとなった。

これらの経験に即して従来の理論の不備

を補うと共にフロート制を正しく評価しようという気運が強まり、その一環としてフロート制下の経験則を実証的に抽出し、その理論的解明を試みる研究が盛んになっている。本稿は、フロート制の機能をめぐる最近の考え方の大きな流れを紹介したものである。

以下2.ではフロート制下における経験則としてどのような点が指摘されているかを紹介し、3.ではそのような経験則が理論的にどのように説明されるかを検討する。次に、4.ではこうした検討から当面フロート制につきどのような評価がなされつつあるかを考え、5.では為替レート・国際収支決定に関する理論が大筋としてどのような方向に発展しつつあるかにつき若干の整理を試みる。

2 フロート制下の経験則

フロート制移行後の為替レートおよび関連経済指標の変動にどのような特徴ないし経験則が認められるかについて、多くの実

証的な整理が試みられており、その結果以下の諸点については概ねコンセンサスが得られるに至ったとみてよい。これらの経験則はしばしば“stylized facts”ないし“empirical regularities”と呼ばれている。

ここでは先ず経験則^(注1)そのものを概観する。

(1) 為替レートの変動的変動

イ. 為替レートの変動的な(日、週ないし月)変動幅は大きくかつフレ方に殆んど規則性がない(volatility)。

ロ. したがって、為替レートの水準は短期的には既存の如何なる理論に基づく「理論的均衡値」にも合致せず、オーバーまたはアンダー・シュートしがちである。

ハ. 先物為替レート(先物期間の如何を問わない)の短期的動きは直物のそれと極めて類似している。一方、先物為替レートと先物期間経過後に実現する直物為替レートとの間には、かなりの乖離が生ずる場合が多い。

(2) 物価と為替レートの関係

イ. 長期的には、インフレ率が相対的に高い国の通貨はフロート・ダウンし、低い国の通貨はフロート・アップするという傾向が認められる。

ロ. 為替レートの変動的な変動幅は物価変動の各国間格差をはるかに上回る。

その結果、実質為替レート(自国通貨建為替レート×海外物価/国内物価)も大幅に変動している(2~3年の期間をとってみても変動幅はなおかなり大)ので、短期についてはもちろん中期的にも典型的な購買力平価が成立しているとはいえない。

ハ. 実質為替レートは短・中期的に名目為替レートと同方向に変化している場合が多い。^(注2)すなわち、名目為替レートのフロート・アップ(ダウン)が価格競争力の低下(上昇)につながることが多い。^(注3)

(3) 経常収支と為替レートの関係

イ. フロート制の経常収支不均衡調整作用の発現は速やかでなく、先進国の赤字・黒字国への二極分解などの状態がかなり長期間続いた。

ロ. 経常収支が赤字を続ける国の通貨はフロート・ダウンし、黒字を続ける国の通貨はフロート・アップするという対応関係がかなりはっきりと認められる。

ハ. しかし、短期的(例えば月毎)には経常(ないし貿易)収支尻の変化と為替レート変化幅との間にあまり安定的な関係は認められない。

(4) 金利・マネーサプライと為替レートの関係

イ. 長期的には、名目金利の高い国の通

(注1) フロート制下の経験則を整理したものとしては、例えば Swoboda[17]、Artus[7]、Dornbusch[9]等を参照。

(注2) “Some association between the trend depreciation or appreciation of nominal and real exchange rate”(Swoboda[17])。

(注3) 例えば Dornbusch は、主要16か国の1978年中における名目実効為替レートおよび実質為替レートの変化率を分析し、前者の約5%フロート・ダウンと後者の1%フロート・ダウン(価格競争力の強化)が対応するとしている。

貨は低い国の通貨に対してフロート・ダウンする傾向がある。

ロ. 同じく、マネーサプライの伸びが高い国の通貨は低い国の通貨に対してフロート・ダウンする傾向がある。

ハ. しかし短期的には、名目金利・マネーサプライの動きと為替レートの動きとの対応関係はあまり良くない。

(5) 為替レートのインフレ遮断機能

イ. フロート制移行後主要各国のインフレ率のバラツキや格差が大幅に拡大した(遮断機能の存在を示している)。

ロ. しかし、インフレ等一国のdisturbanceの他国への波及が完全に遮断されたとはとうてい言い難い。少なくとも多くの国の政策当局者が、フロート制移行によって政策の自由度が明らかに増したと評価しているような状況にはない。

3 経験則の解釈

前記のようなフロート制下の諸経験則を理論的にどのように解釈すべきであろうか。もちろんこれらは相互に密接に関連しており、いろいろな角度からとらえることができるが、以下では、従来の理論からあまり予想されなかった動きとしてしばしば問題とされてきた点、すなわち①為替レートの短期的 volatility (経験則(1)、(2)に関連)、②経常収支不均衡の長期化(経験則(3)に関連)、③不十分なインフレ遮断機能(経験則(5)に関連)、の3点について、^(注4) 最

近の論議を中心に考え方を紹介する。

(1) 為替レートの短期的 volatility

為替レートの短期的 volatility は既存の理論からは予想されず、フロート制の採用を主張した人々の大半は、フロート制下では為替レートは何らかの意味での「基本的な経済状態(“fundamentals”ないし “underlying economic conditions”)」を反映して動く筈であり、かつ fundamentals は絶えずフレるものではないから、為替レートも短期的には安定した動きを示すであろうと考えていた。^(注5)しかるに、フロート制移行後の為替レートはきわめて volatile な動きをみせ、フロート制批判論の有力な論拠ともなっている。このため、この予想外の現象を理論的にどう理解するかが大きな関心事となり、種々の説明が試みられている。ここでは最近有力になりつつある考え方をいくつか紹介する。

イ. 第1はアセット・アプローチによるもので、為替レート決定要因として「期待」の役割を重視する考え方に基づく説明である。アセット・アプローチの基本的な考え方は、為替レートは各通貨建金融資産ストックの相対価格であり、各通貨建金融資産をどのように組合わせて保有するかという選択行為によって決まる、というものである。^(注6)このような考え方に立つと、為替レートは各通貨建金融資産の需給や価格が

(注4) 経験則のうち(4)は予期されていなかったものとは必ずしも言いがたいので、検討を省略した。

(注5) もっとも、為替レートの短期の変動は実務家の間ではある程度予想されていたという受止め方もあり、実務家よりも理論家にとって予想外の動きであったといった見方も少なくない。

(注6) 「アセット・アプローチ」は「マネタリー・アプローチ」と全く同義に用いられることもある。ただ、「マネタリー・アプローチ」は狭義には通貨需給のみを問題としたモデルを意味す

どう変化するかについての「予想」ないし「期待」に極めて敏感に反応することになる。そうであるとすれば、仮に fundamentals に大きな変化がなくても、何らかの「新しい情報」によって人々の「期待」が変われば為替レートも大幅に変動するという説明ができる。このような見方は、為替レート変動を「新しい情報」に日々敏感に反応する株式相場と類似のものとして理解するものである。

アセット・アプローチは volatility に関するとくに有力な説明として米国を中心に注目されつつある。Mussa や Swoboda はこのような考え方に基つき、「新しい情報」により為替レートが短期的に大きな影響を受けることを、直・先物レートとの関係に関する経験則 (2.(1)ハ参照) から次のように説明する。すなわち、先物為替レートがその時点で入手可能なあらゆる情報を織込んだ予測値であるという“efficient market”の仮定が一応正しいとすると、^(注7) 前述のような先物期間経過後に実現する直物レートと当初の先物レートとがかなり乖離するという経験則は、先物レート形成後の「新しい情報」によって実際の為替レートが変動することの証左である、というのである。

ロ. volatility に関する第2の説明は、財市場の需給調整は金融資産市場にお

ける需給調整より遅れ気味となるという見方に立脚するものである。このような見方が成立つとすれば、各通貨建全資産の需給変化ないしその予想が生じた場合、各通貨建金融資産価格ひいては為替レートがまず変動し、その後各通貨建財市場の調整が追従するにつれて上記変動幅が修正されるというメカニズムが働くから、短期的には為替レートはフレざるを得ないことになる。

ハ. 第3は、各通貨建金融資産の需給の調整スピードは、fundamentals を反映した期待均衡為替レートを直ちに実現するに足る程速くないため、短期の為替レートは長期の均衡レート水準から乖離するという説明である。この立場は、資本移動に対する各種の制約が自由な資産選択を妨げるため為替レートが不安定に変動する、というメカニズムを強調するものである。

ニ. 第4はユーロ・カレンシー市場の拡大が示すように国際的浮動資金の規模が急速に拡大した点をとくに重視し、その結果イ、のようなメカニズムが強く作用するようになり、ちょっとした情報にでも市場が大きく反応して為替レートが不安定となりやすい、という考え方である。

為替レートの volatile な短期的変動をもたらす以上の各メカニズムは相互に関

ることもあるので、ここでは通貨以外の各通貨建金融資産を広く含む概念であることを明確にする意味で、「アセット・アプローチ」という用語を用いることとする。なお、このような意味での「アセット・アプローチ」は、資産選択を重視する立場にあることから「ポートフォリオ・アプローチ」と呼ばれることもある。

(注7) 先物為替レートが入手可能な最もよい予測値であるという考え方については白川〔2〕を参照。

連している面が少なくなく、どれがドミナントだといった結論が出ているわけでもないが、基本的な考え方として最も重視されているのは、イ、の資産選択と期待との関係であるように思われる。

(2) 経常収支調整機能

フロート制は国際収支不均衡の速やかな調整を促す筈であると考えられていた(その場合、調整の対象となる「国際収支」の定義について必ずしも詰めた議論が行われてきたわけではなかったが、一般的には経常収支の調整が中心に考えられていたといつてよい)^(注8)しかし、フロート制移行後の現実には必ずしも期待どおりでなく、石油価格の急騰という外生的要因の影響があったとはいえ、為替レート的大幅な変化によっても先進工業国間の経常収支不均衡改善には、かなり長い期間を要した。このため、フロート制の国際収支調整機能に対する疑念が改めて問題とされ、一部ではこれが保護主義指向の論拠ともされるに至った。^(注9)

それでは、フロート制の下でも経常収支の不均衡が生ずることをどのように理解したらよいであろうか。以下この点に関する最近の考え方をいくつか紹介する。

イ、第1は前項でもふれたが、財市場の調整にはかなり時間がかかるという一

般に広く受入れられつつある考え方である。その基本は、経常収支の不均衡→為替レートの変化→実質為替レートの変化→価格競争力の変化→経常収支の不均衡是正というメカニズムは働くことは働くが、制度的諸要因(輸出入の長期契約、内外価格の硬直性等)もあって輸出入数量が為替レート・価格の変化に反応する迄に時間がかかるので、その間は経常収支の不均衡が持続しないし場合によっては拡大する(いわゆるJカーブ)こともあるという解釈である。つまり、為替レートの変化に対する輸出入需要の価格弾力性は長期的には高いが短期的には低い、という主張である。不均衡調整に要するタイム・ラグの長さは、国によりまた時期により一様ではないが、いろいろな角度からの実証分析によれば、主要国の場合ごく大まかに言って1年半から2年程度とみられている。^(注10)

ロ、第2は、為替レートを通ずる経常収支調整メカニズムが十分機能するためには、それをサポートするような総需要管理政策が行われなければならない、もし国際収支調整目標と矛盾するような政策がとられれば不均衡の調整はうまくいかない、という主張である。経

(注8) 狭義のマネタリー・アプローチでは、外貨準備の増減を国際収支と考えるので、介入のない完全なフロート制下では国際収支は当然均衡する。しかし、最近では広義のマネタリー・アプローチないしアセット・アプローチの立場からフロート下の経常収支を分析しようとする試みがなされている(後述)。

(注9) 例えば1979年4月に発表された英国ケンブリッジ大学応用経済学部(W. Godley部長)の政策提言[18]は、為替レート変動の国際収支調整機能は極めて限られており、有効な政策手段たりうるかどうか疑問が多いとして、大幅な黒字国からの輸入の直接規制に踏み切るべきであると主張している。

(注10) 例えば Swoboda [17] は1年半から2年、Artus [7]、Beenstock & Mansfield は約2年としている。

常収支の赤字は通常為替レートの低下（名目、実質とも）をもたらすが、もし雇用拡大等の見地からその国の金融・財政政策が拡張的に運営されれば、マネーサプライの増加→物価上昇が続いて、為替レート低下による競争力強化を相殺してしまうので、結局経常収支の赤字と新たな為替レートの低下が続くことになる、^(注11)というのである。

ハ、第3はアセット・アプローチを絡ませた説明である。第1と第2の説明はいずれも、為替レートの変化に伴う価格競争力の変化が輸出入数量の変化を介して経常収支を調整するという理論的枠組み、すなわち国際収支調整の弾力性アプローチをベースとしたものであるが、アセット・アプローチの枠組みを用いれば例えば次のような角度から説明することもできる。すなわち、例えば経常収支の黒字は多くの場合外貨建資産の増加をもたらすので、他の条件を不変とすれば相対的に過剰化した外貨建資産から自国通貨建資産へのポートフォリオ調整が起り、その結果黒字国の通貨はさらにフロート・アップ、赤字国の通貨はさらにフロート

・ダウンすることになる。このようなメカニズムはそれだけで経常収支調整の遅れを説明することにはならないが、もしvicious circleないしvirtuous circle仮説のように通貨のフロート・ダウンはインフレ率を高め、フロード・アップは低める効果があるとみれば、上記メカニズムは為替レート変動の価格競争力を通ずる経常収支調整機能を弱めることになる。

ニ、以上は比較的短期（1～2年）の視点に立った説明であるが、国際機関等ではいまだ少し長期的ないし構造的な視点からの解明に関心を強めている。^(注12)すなわち、産業・貿易構造、エネルギー輸入依存度、輸出入の価格弾力性、雇用・賃金構造等を問題とする従来からある議論のほか、最近アセット・アプローチの立場から経常収支尻＝対外債権純増減額という関係を利用して経常収支の問題を把握するという考え方が注目されているので、第4の見方として、簡単にふれておこう。^(注13)

すなわちこの考え方は、経常収支の黒字はその国が貯蓄の一形態として対外資産の保有増を選択した結果生ずる

(注11) 例えば、H. Genberg は、「フロート制が経常収支の調整を促進すると期待されていたことは事実であるが、為替レート変動だけで実物的な側面をもつ経常収支の調整を完全に行うことはできない。経常収支の調整がスムーズに行われるかどうかは、為替レートのほかどのような総需要政策や物価政策が実施されるかに依存する」と述べている。

また、Richardson イングランド銀行総裁は1979年6月に行った講演 [16]で、為替レートの変動がコストや物価の変動に結びつきやすくなっており、この結果為替レートが変化しても競争力の変化につながりにくいような状況が生じつつあると述べている。

(注12) 例えばOECD事務局は、経常収支の構造的な均衡問題をどう把握すべきかにつき検討している。もちろん、日本や西ドイツの経常収支黒字もともかく一応解消をみたので、この問題に対する関心は薄らいだかにみえる。しかし、第2次石油値上げの影響一巡後には、いずれ国際的に問題となる可能性を秘めているともいえる。

(注13) 経常収支を一国の貯蓄行動と結びつけた分析については、白川[3]、J. Artus[5]等を参照。

ものであるとみる（バランス・シート的には周知のとおり、経常収支＝民間貯蓄－民間投資－政府赤字という関係が成立つ）。したがって、経常収支が構造的に（トレンドとして）どのような動きを示すかは、①その国の総貯蓄がどの位大きい、②その貯蓄が外貨建資産と国内資産にどう振り分けられて保有されるか、に依存する。このうち②は外貨建資産と国内資産の予想収益率の相対比較等に依存するが、①は国民の貯蓄行動といったより基本的な要因によって決定される。仮に各国民の貯蓄行動の差異（端的には貯蓄率の相違）が、フロート制を採用しても変わらないとすれば、やはり貯蓄率の高い国は persistent な経常黒字を、低い国は赤字を生むこととなり、一部で主張されるようなフロート制下では経常収支はゼロになる筈だといった論理は成立たないことになる。^(注14)

なお、このように貯蓄行動と経常収支を結びつける考え方は、技術革新の

盛んな若い経済は成長率、貯蓄率ともに高く経常収支が黒字となるのに対し、成熟した経済は成長率も貯蓄率も低く経常収支も赤字となりがちであるという既存の国際収支の発展段階説とも一脈通じるものといえよう。

(3) インフレ遮断機能

完全な固定平価制のもとでは、一国の放漫なマネーサプライの増加は平価維持義務を通じて他国のマネーサプライ増をもたらすので、一国のインフレは直ちに他国に波及する。これに対し完全なフロート制のもとでは、為替レートの変動によりマネーサプライの増加率やインフレ率の相違が吸収されてしまうので、各国は他国の政策に煩わされることなく独自の金融政策を遂行することができると主張されることが多かった。^(注15)

もちろん、ブレトン・ウッズ体制下の通貨制度は adjustable peg であって完全な固定平価制ではなかったし、現在のフロート制も “managed” と言われるように完全なものではないが、一般にフロー

(注14) IMFの J. Artus [5]は経常収支が国民の貯蓄（投資）行動に依存して決まるという理論モデルを用いて日米独3か国の経常収支を分析しているが、彼は各国民の貯蓄行動の違いの相当部分は政策や制度的要因によって生じたものとみられるので、政策的に貯蓄行動に働きかけることによって経常収支の構造的不均衡は正を図る余地があることを示唆している。たとえば、日本や西ドイツでは各種の貯蓄優遇・奨励策が戦後一貫してとられてきているのに対し、米国では景気対策の観点からむしろ消費促進策（税制等）がとられてきたと指摘している。したがって、①米国における貯蓄優遇策の推進、貯蓄性預金金利規制の撤廃、財政赤字の縮小、②日本や西ドイツにおける過度の貯蓄優遇策の廃止、消費者信用・社会保障制度の拡充、財政支出の拡大（純貯蓄の縮小）などにより、persistent な経常収支の不均衡を政策的に是正する余地がかなりあると論じている。

もつとも、このような Artus のような議論に対しては、「税制等の制度を変えることにより貯蓄率を変え、これにより経常収支の不均衡を是正することができるとしても、そのような制度変更は簡単ではなく、速効性に乏しい。また、そもそも望ましいことかどうか疑問である」（H. Genberg）といった批判が出されている。

(注15) インフレと失業との間にトレード・オフの関係がある（右下がりのフィリップス・カーブが

ト制への移行が各国独自の政策運営を可能にするという期待があったことは事実である。

しかし、1973～74年の高インフレとこれに続く75～76年の不況が世界的、同時的なものであったことは、上記のような仮説に疑問を投げかけ、一部にはこうした経験はフロート制下の方が国際間の波及効果が強いことの証左ではないかといった主張すら現われた。これらの点についてどう考えるべきかの議論は、前述の為替レートの短期的 volatility や経常収支調整機能を巡る議論ほどには活発でなかったともみられるが、次のような説明は注目に値しよう。

イ. まず第1の主張は、1973～74年のインフレの世界的、同時的発生現象は60年代に胚胎したインフレ傾向がマネーサプライの全世界的な増加やオイル・ショックを契機に一挙に表面化したものに他ならず、これとフロート制の遮断機能の有無とは直接には関係がない。主要国のインフレ率のバラツキ(例えば標準偏差)がフロート制移行後明らかに拡大している(2.5参照)点からみても、フロート制のインフレ遮断機能はそれなりに働いてきたという主張である。

もつとも、このような議論はフロート制のインフレ遮断機能の存在を強調

するものではあっても、フロート制下の方がインフレ抑制的な政策が行われやすいと積極的に主張するものではない点に注意する必要がある。固定相場制のもとでは、平価の安易な変更には国内的にも国際的にもなにかと抵抗が強く、それだけに基軸通貨国以外の国では国際収支の逆調とともに自ずとマネタリー・ディシプリンが働き、マネーサプライの世界的、同時的増加に対する歯止めがあったとされることが多い。これに対し、フロート制への移行により各国が自由にマネーサプライの供給量を決定しうようになったことは、成長指向型の国が益々その傾向を強める結果、インフレ率の格差が拡大する可能性を意味するだけでなく、各国がそろって拡張的な政策を採ることもできること、つまり世界的にマネタリー・ディシプリンが失われる可能性をも意味するものであり、フロート制のもとでは世界的なインフレ率の上昇が起りやすくなったという主張も可能である。このような考え方は、フロート制移行後世界インフレが現実化する過程でかなり広く主張されたものであり、現在でも相当根強い支持があるものとみられる。

ロ 第2の視点は、最近米国を中心に関心を集めつつある "currency substitu-

成立つ)と広く考えられていた60年代においては、フロート制の採用は政策当局が他国と異なったインフレ率と失業率の組合わせを選択することを可能にする、つまり、インフレという犠牲を払えば雇用を拡大する政策をとることが出来ると主張された。例えば H. Johnson[13] は、"Flexible rates would allow each country to pursue the mixture of unemployment and price trend objectives it prefers, consistent with international equilibrium, equilibrium being secured by appreciation of the currencies of "price stability" countries relative to the currencies of "full employment" countries."と述べている。

tion”(通貨代替)の考え方に基づくものである。この理論はまだ発展過程にあるが、従来の理論の多くが一国内では自国通貨のみが流通し、保有されるという前提のもとに組立てられていたのに対し、経済・金融の国際化に伴い一国内の経済主体が他国の通貨をも保有することがむしろ常態化しつつあること、つまり通貨需要にかなり代替性があることに注目するものである。^(注16)このような認識が正しいとすると、一国の通貨供給(金融政策)の変化が他国の通貨に対する需要に影響を及ぼしたり、あるいは一国の通貨政策の効果が同国内の経済主体が保有する外国通貨残高の資産効果によって薄められるというような事態も生じうる(例えば、企業が保有する外貨建預金は潜在的な購買力をもつので、企業の行動はその預金がない場合より積極的となる)。したがって、フロート制の下でも一国の通貨政策ないしインフレが他国に影響を及ぼすことになり、フロート下では金融政策の自由度が保てるという命題は、ある程度修正されざるを得なくなる。

4 フロート制下の経験則の暫定的評価

以上2.3.で検討したフロート制下の経験則とそれを巡る各種の理論的考察は、学者

やエコノミストのフロート制の機能に対する一応の評価をある程度浮き彫りにするように思われる。もちろん、現在なお理論的、実証的説明が進められつつある問題だけに、評価も一様ではあり得ないが、最近有力になりつつあるとみられる考え方を中心に敢えてとりまとめてみると、以下のようなことが言えるであろう。

(1) フロート下の為替レートの短期的volatilityは、アセット・アプローチ的な為替レート決定の考え方(各通貨建資産の収益性や fundamentals の動向に対する予想によって決まる)に立つと、至つて当然の動きとして理解できる。

しかし、為替レートの volatilityは先行きに対する不安感(uncertainty)やリスク(risk)を高めるので、企業や投資家のマインドを萎縮させ、貿易量や对外投资の縮小を招く恐れがあると考えられる。^(注17)また、金融機関による国際的な信用供与残が膨張している状況のもとでは、為替レートの大幅変動は国際信用秩序の混乱を招来する恐れがないとはいえない。

(2) フロート制のインフレ遮断機能について往々にして疑問が呈せられたが、かなり長い期間をとってみると、インフレ率の低い国の通貨はフロート・アップし、高い国の通貨はフロート・ダウンすると

(注16) なお、currency substitution の理論は内外通貨間の需要面の代替性を重視するものであるが、これは前述のアセット・アプローチの考え方——各通貨建金融資産をどのように組合せて保有するかという選択関係を重視する立場——と極めて類似した側面をもつものであるとみることもできよう。いずれの立場も、外貨の決済機能より価値保蔵機能を重視するものであるといえよう。

(注17) フロート制を評価する一部の学者の間には、為替レートのこの程度の短期的フレは経済環境の激変等からみてむしろ当然という見方がないではないが、主要国の政策当局者や国際機関では、為替レートの安定化が望ましいという見方がほぼ定着しているといつてよい。

いうはっきりした関係が認められ、遮断機能がそれなりに働いていると評価しているのではあるまいか。一方、フロート制の經常収支調整機能はある程度限られたものであり、これを活かすためにはそれをサポートするような総需要管理政策ないし国内通貨政策が必要である。

- (3) フロート制に対して当初期待された効果は、完全なフロート制と完全な固定相場制とを比べた場合出てくる理論的帰結をそのまま延長したものという色彩が強かった。しかし、現実には両制度とも完全なものではなく、実質的な相違は理論モデルが想定したほど大きなものではないという見方も成立とう。^(注18)

- (4) 現行のフロート制が恒久的な通貨制度と言えるのか、言えるとしても適切なものかどうかについては、当然疑問の余地がある。しかし、現実問題として固定相場制への復帰や何らかのルールに基づくクローリング・ペッグのような方式の採用についてコンセンサスを得ることが当面容易でないとすれば、フロート制のメリットを生かし、デメリットを極力生ぜしめぬような方向を探ることが、現実的なアプローチであろう。そうした観点から一応以下のようなことが言えよう。
- イ. 為替レートの短期的なフレを極力除

去するため、不要な“uncertainty”の発生を防いで経済主体の期待を安定化させるような措置を講ずる。このような措置としてはすでに実施されているものも含めいくつかのものが考えられる。通貨当局による市場介入もその一つで、例えば53年11月の主要国の協調介入姿勢の表明は一時期それなりの効果を挙げたとみる向きが多いし、欧州通貨間のスネークないし EMS も特定通貨間についてとはいえ短期の市場心理安定にある程度役立っているとみられる。また、IMF代替勘定の創設による過剰ドルの不胎化措置案等も一応市場心理の安定化に役立つとみられることが多い。^(注19)さらに、マネーサプライの目標値を設定、公表する政策も、いろいろ問題はあるとしても、fundamentalsに対する期待の安定化を通じて為替レートを安定させる効果をもつものとみられている。^(注20)

ロ. フロート制の国際収支調整機能を各国が金融・財政政策でサポートすることも大切で、IMF等の国際機関を中心に、Concerted Actionの名の下に黒字国に拡大策、赤字国に引締め気味の政策を求める声が強まったのもある意味で当然である。

(注18) 為替レートの大幅変動等現行のフロート制の諸特徴が“managed”floatであることに起因するとみるか“managed”であろうとなかろうと本質的な差はないとみるかには、ニュアンスにかなりの差があるのが実情である。

(注19) このような考え方は、当然のことながら政策当局者や国際機関に根強い。たとえば Richardson[16]を参照。

(注20) この点についてはマネーサプライ・ターゲットの厳格な維持が為替レートをかえってフレさせる結果を招くといった考え方もないわけではないが、一般的にはターゲット設定により当局の政策姿勢を明示することは、そのターゲット達成能力につきある程度のコンフィデンスがある限り期待の安定に役立つとみられている。

しかし、このような政策協調論には、黒字国が他国のインフレ策につき合わされる結果となってフロート制のインフレ遮断機能を阻害し、ひいては世界的に節度が弱まる懸念もある。このような危惧を回避するためには、インフレになれば結局安定成長自体が阻害されるという73～76年の経験を共通の認識として確立し、マネーサプライの世界的過剰化に歯止めをかけることについてコンセンサスを作り上げることが重要である。

ところで一部にフロート制の経常収支調整機能に失望して保護主義の必要を唱える向きもあるが、貿易、為替の制限は長期的な価格メカニズムの調整機能を働きにくくさせるばかりでなく、報復・防衛措置をも招来し、世界貿易の縮小につながる惧れが強い。もちろん、経常収支の調整にはある程度時間がかかるので、プライス・メカニズム発現までの経過措置として例えば黒字国の輸出自粛規制などが有用な場合もありうるが、その多用は実質的に保護主義と変らなくなるので、仮に実施するとしても一時的なものとすべきであろう。

5 為替レート・国際収支決定に関する 理論発展の方向

以上のように、現在フロート制7年の経験のよりよい説明が模索されつつあり、それが理論自体の発展を促しつつあるともいえよう。それだけに、経験則の諸解釈の理論的背景はかなり多様であり、相互の関連も必ずしも明確であるわけではない。したがって、今後の発展の方向づけを試みるこ

とにはかなりの危険を伴うが、あえて一つの整理を試みてみよう。

下表は国際収支・為替レート決定の代表的な理論がどこに分析の焦点を合わせているかをごく大まかに区分してみたものである。国際経済取引の対象を概念的に①財およびサービス、②金融資産（債券、株式、貸付金等）、③通貨に大別し、これを国際収支の諸概念と関連づけてみると、①には経常収支、②には資本収支、③には公的決済ベースの国際収支（外貨準備増減）がそれぞれ対応するとみることができよう。国際収支・為替レートの決定を巡る従来からの理論は、このうち①の財・サービスの国際間のバランスが所得、価格、競争力といった要因を介してどのように決定されるかに分析の焦点を合わせたもの、換言すれば経常収支を主として実物的要因によって分析することに重点を置いたものであり、いずれかといえば金融面の要因を軽視したアプローチである。

これに対し最近急速に発展しつつあるアセット・アプローチあるいはマネタリー・アプローチは、各通貨建金融資産あるいは各通貨そのものがどのように保有されるかという金融的要因をより重視するものであり、金融資産ないし通貨の国際的バランスをそれ自体として国際収支表の金融要因（資本収支）の側から分析しようとするものである。したがって、その主な関心はストックとしての各通貨建金融資産がどのように保有されているか、その収益率に関する予想の変化が資産選択にどう影響するかといった事柄の分析におかれている。このようなアプローチのうち比較的簡単かつ広く知られている定式化は、貨幣数量説（による物価決定理論）と購買力平価説（による為替

取引の対象	国際収支の概念	国際収支・為替レート 決定理論	特 徴
① 財・サービス	経 常 収 支	○弾力性アプローチ	○所得・価格（競争力）・雇用要因の重視
		○フロー・アプローチ	○マネタリーな要因の軽視
② 金融資産 (債券、株式、 貸付金等)	資 本 収 支 (長期+短期)	○アセット・アプローチ (ポートフォリオ・ア プローチ 広義のマネタリー・ アプローチ)	○金融資産ストックの重視 ○資産選択論的な考え方 ○予想（期待）の重視
③ 通 貨	外貨準備増減 (公的決済ベース) 総 合 収 支	○狭義のマネタリー・ア プローチ	○通貨ストックの重視 ○貨幣数量説・購買力平価 説に基づく

レート決定理論）とを組合わせたモデルである（この考え方をマネタリー・アプローチと考えている人も多いので以下では「狭義のマネタリー・アプローチ」と呼ぶことにする。前表の③）。このようなモデルでは、通貨供給の各国間の差が、固定相場制のもとでは外貨準備の増減であらわされる国際収支の変動を、フロート制のもとでは為替レートの変動をそれぞれもたらすと考えられている。

このモデルを用いた実証分析はかなり多く、相当の成果を挙げているが、その一つの欠点は経常収支の実物的な分析にウェイトをおく従来の理論や資本収支の動向との関係があまり明確でないということであった。

所得・雇用決定の一要因である経常収支の不均衡問題をどう理解し、解決するかは政策的にも重要であり、フロート制下の経験則の分析等を通じて関心が寄せられている問題の多くは、従来の経常収支決定の理論と狭義のマネタリー・アプローチとのギャップをどう埋め包括的に理解するかというこ

とに関連しているとみることもできよう。すなわち前述のような、①為替レートは通貨の需給のみではなく、より広い各通貨建金融資産の選択関係により影響を受ける、②そのようにして決まる為替レートは予想如何で短期的にはフレざるを得ない③財・サービス市場の需給調整には時間がかかるので、上記のように決まる為替レートは購買力平価をオーバーあるいはアンダー・シュートする、さらには④やや長期的には国民の貯蓄行動の反映として経常収支を分析しうる、といった考え方は、いずれも金融要因（資本収支）の側からその counterpart（相手勘定）であるところの経常収支をとらえようとする試みであると位置づけられるように思われる。

もちろん、通貨以外の多様な金融資産を明示的に組込んだモデルを定式化することは極めて難しく、実用に供しうるようなものはまだ出来ているとはいえないが、考え方としては金融面から資本収支をとらえ従来の実物面からの経常収支分析との関連づけを図るという方向が指向されているよう

にみえる。^(注21) 理論的な根拠はなおあいまいではあるが、国際機関や中央銀行においても、国際収支調整や為替レートの問題を分析するに当たっては、実物・金融両面の分析

を合わせ用いて総合的に検討する必要があるとの認識が次第に定着しつつあるといえよう。

以 上

〔参考文献〕

- [1] 白川方明 「マネタリー・アプローチによる国際収支・為替レートの実証分析」,
金融研究資料第3号、1979年8月。
- [2] 白川方明 「外国為替市場における期待形成について」、金融研究資料第3号、
1979年8月。
- [3] 白川方明 「消費・貯蓄行動を巡る経済理論について」、—ライフ・サイクル仮
説とその応用 —、日本銀行特別研究室研究資料 (54) II-4、1979年
6月。
- [4] Allen, W.A. and "Some Recent Evidence on Short-run Exchange Rate Behavior",
Enoch, C.A. The Manchester School, December 1978.
- [5] Artus, Jacques R. "Persistent Surplus and Deficits on Current Account Among Major
Industrial Countries", (paper presented at SUEF Colloquium),
May 1979.
- [6] Artus, Jacques R. and "Floating Exchange Rates and the Need for Surveillance", Essays
Crockett, Andrew D. in International Finance, No. 127, 1978,
- [7] Artus, Jacques R. and "Fixed and Flexible Rates; A Renewal of the Debate", National
Young, John H. Bureau of Economic Research, Working Paper No.367, June 1979.
- [8] Bilson, J. "The Current Experience with Floating Exchange Rates and
Appraisal of the Monetary Approach", American Economic Re-
view, May 1978.
- [9] Dornbusch, Rudiger "Flexible Exchange Rates and Macroeconomic Performance: The
U.S. Since 1973", (paper presented at the Tripartite Meeting,
Tokyo), November 1978.
- [10] Dornbusch, Rudiger "Monetary Policy Under Exchange Rate Flexibility", (paper
presented at Federal Reserve Bank of Boston Conference), October
1978.
- [11] Genberg, H. "Purchasing Power Parity under Fixed and Flexible Rates", Journal
of International Economics, Vo. 6, May 1978.
- [12] International "The Rise in Protectionism", IMF Pamphlet Series, No. 24, 1978.
Monetary Fund

(注21) 因みに Dornbusch [10] は「ポートフォリオ・アプローチ (アセット・アプローチ) は経常収支に注目している点で重要である。しかし、この分野での実証研究はまだ殆んどなされておらず今後の課題である」と述べているが、これはこの分野における最近における理論発展の性格を端的に物語っていると思われる。

- [13] Johnson, Harry G. "The Case for Flexible Exchange Rates, 1969", Review of the Federal Reserve Bank of St. Louis, 51, 1969.
- [14] Mundell, Robert "The New International Economic Order", The Santa Columbia Conclusions 1977, 1977.
- [15] Mussa, M. "The Exchange Rate, the Balance of Payments and Monetary and Fiscal Policy under a Regime of Controlled Floating", Scandinavian Journal of Economics, No.2, 1976.
- [16] Richardson, G. (Governor, BOE) "The Prospects for an International Monetary System", Bank of England Quarterly Economic Bulletin, September 1979.
- [17] Swoboda, A. and Alexander, K. "Exchange-Rate Flexibility in Practice: A Selective Survey of Experience Since 1973", (paper presented at Kiel Conference), June 1979.
- [18] University of Cambridge, Department of Applied Economics "Cambridge Economic Policy Review No. 5", April 1979.