

国際通貨システムの安定化*)

島野卓爾

1・はじめに

1994年は、国際通貨基金 (IMF) に関する協定が締結されて50年という記念すべき年である。戦後、アメリカの圧倒的な経済力を背景にドルを基軸通貨とし、世界の通貨システムは固定相場制で運営された。わが国についていえば、1ドル=360円時代である。しかし、この固定相場制も30年と続かず、いわゆるニクソン・ショックの1971年8月に終わった。その後固定相場制を維持する努力もあったが、紆余曲折を経て1973年3月以降主要国は変動相場を導入することになった。早いもので変動相場になってからもう20年以上というわけである。したがってIMF50年の歴史は、国際通貨システムで大別すると30年弱の固定相場制と20年強の変動相場 (フロート) で構成されることになる。

この歴史的推移を、固定相場制対フロートという対立構図で整理すれば、①国際収支調整、②為替相場変動のミクロおよびマクロ・コストの評価、③投機、④介入の有効性、⑤名目アンカーと国際流動性、⑥為替市場の合理性、⑦ショックの国際的連関と調整の(非)対称性、⑧経済構造に関する不確実性などの諸問題にまとめられるであろう。

このように対立構図はかなり多岐にわたるが、ともに合意する命題も存在する。それは「金融政策の協調なしには為替相場を固定することはできない」という事実である。したがって安定した国際通貨システムを模索する

場合、この命題を双方が承認したうえで、論点は(1)政策当局はいかなる政策をとるべきか、(2)国際金融市場当事者はどのような制度改革をめざすべきかという問題に集約されることになる。

主要国のバンカーおよび金融専門家によって構成されるブレトン・ウッズ委員会 (Bretton Woods Commission) は、1994年7月IMF・世銀グループの役割の根本的見直しに関する報告書 (“Bretton Woods: Looking to the Future”) をまとめ、これを世界各国に公表した。この報告書は委員会報告、委員会スタッフによる回顧と展望、Backgroundpapersの三部から構成されている。IMFと世銀グループの活動が密接に関連していることは確かであるが、とくに変動相場になって以降、両者の役割が重複してきたことに留意し、本委員会 は、IMFが創設時の任務と役割----国際通貨問題とマクロ経済調整----に戻り、世銀グループは長期経済発展に関連する諸問題に専念すべきであると主張している。

なかでも、この報告書の第一部を構成する委員会報告は、委員会による勧告を主内容としており、主要国政府は安定した国際通貨システムを再確立するために、①マクロ経済政策の強化と広範な経済的収斂の実現、②政策効果の改善に資する協調システムの確立と為替相場の過度な不調整と浮動性の回避に努めるべきであるとしている。

こうした大きな流れのなかにあつて、EUはなんとかして固定相場制を実現し、さらに

それを超えて共通通貨を導入しようと努力を続けている。端的に言えば、欧州通貨統合の動きである。周知のように、この動きは1991年12月マーストリヒトでの欧州理事会（首脳会議）において、早ければ97年1月、遅くとも99年1月までに共通通貨を発行することによって経済・通貨同盟（EMU）を創設することに合意したことによって、世界の注目を集めたのである。欧州通貨統合は安定した国際通貨システムを模索するプロセスとしても検討に値する内容をもっている。

本章は大別して二部から構成されている。いずれも国際通貨システムの安定化問題を取り扱っている点で共通しているが、前半では、戦後50年間において国際通貨システムの安定化をめぐる論点を事実認識として評価する。とくにアメリカと欧州において国際通貨システム安定化をめぐる政策スタンスが対立している内容と背景を示し、協調介入を中心にG7による政策協調の実態と限界を明らかにする。後半では、ブレトンウッズ委員会報告書のなかから、国際通貨システム安定化に関する主要論点を整理し、結論として金融政策、為替相場政策および中央銀行の自立性に関連する問題点を指摘する。

2・安定した国際通貨システムの模索

2.1 固定相場制の成立要件と対立する政策スタンス

安定した国際通貨システムを固定相場制として捉えるとき、1988年2月、フランスのバラデュール蔵相（当時）が提案した国際通貨体制に関する代替案を参考にすることが便利である。彼が示した国際通貨体制代替案は、狭い変動幅を許容するものの、その変動幅を維持するために各国に市場介入の義務を課すものである。すなわち、こうした準固定相場制を実現するための必要条件として、つぎの四つをあげている。

第一は、為替相場の自動調整メカニズムの

具備である。これは、欧州通貨制度（EMS）の為替相場メカニズム（ERM）がそうであるように、為替相場の変動を各通貨について決められる中心レートの一定幅内に押さえこみ、その限度内で自動調整をすることを意味している。

第二は、相場調整に強制性を与えることである。一定幅内に為替相場を調整、維持するためには、政策当局の市場介入が必要であるから、これは各国通貨当局に介入義務を課すことを意味している。

第三は、通貨の価値基準を示すアンカーが存在することである。アンカーとしては、①金や商品によって構成される客観的基準、②金を加えた通貨バスケットにもとづく世界通貨の創出のいずれかが考えられる。これは、EMSにおける価値基準（共通表示単位）がECUであるように、国際通貨システムとして①か②を価値基準にすべきだということの意味している。

第四は、参加国の調整負担が対称的であることである。これは基軸通貨の有利性の否定を意味する。IMFのもとでドルを基軸通貨とした固定相場制では、金とドルの兌換性が保証されていたから、その限りで調整負担の対称性が存在していたといっただけよい。しかし基軸通貨国アメリカは経常収支の赤字が累積するに及んで、ますます金とドルの兌換を好まず、調整はもっぱら黒字国の通貨価値の切り上げおよび／ないしマクロ経済政策の変更によって処理するよう努めてきた。つまりそこでは調整負担の非対称性が存在し、基軸通貨国アメリカはヘゲモンとしての有利性を維持しえたのである。

これらの内容は、多かれ少なかれEMSの目標と類似している。したがって大胆な言い方をすれば、バラデュールの提案は、EMSを欧州だけでなくこれを世界大に拡大することである。果たしてその可能性はあるのだろうか。具体的に言えば、安定した通貨シ

テムの再建は可能なのであろうか。

ここで注目したいことは、バラデュールの提案がフランスの主張であり、アメリカの主張と際立った相異点があることである。理解しやすい表現を用いれば、国際通貨制度の改革に関し、フランスの主張は「厳格な清算とゆるやかな調整」であるのに対し、アメリカの主張は「厳格な調整とゆるやかな清算」¹⁾である。ここで清算とは、赤字国が金のような本源資産で決済することを意味し、調整とは、国際収支の不均衡をマクロ経済政策の変更によって是正することを意味している。この主張の相異点に留意しながら、バラデュール提案とアメリカの政策スタンスを解釈すれば、つぎのようになろう。

第一のフランスが主張する為替相場の変動幅内での自動調整メカニズムが十分機能するためには、「厳格な清算」が前提となる。これに対しアメリカは、為替相場の変動をできるだけ伸縮的にすることがマクロ経済政策による「厳格な調整」を可能にすると考えている。

第二の政策当局の介入義務については、アメリカは「厳格な調整」が約束されてはじめて協調介入に踏み切る態度を固持している。つまり介入を義務化することには強く難色を示している。為替相場調整を資産決済（asset settlement）によって強制することも可能であるが、アメリカはこの種の資産決済に反対である。

第三の価値基準を示すアンカーの存在であるが、「厳格な清算」に反対するアメリカがフランスの提案に賛成するはずがない。1971年8月、旧IMF体制崩壊後、実態はドル、マルクなど一國通貨がアンカー的役割を果たしているに過ぎない。「厳格な清算」に反対するアメリカは、むしろ不均衡を変動相場によって調整できれば、ドル価値の多少の変動は意に介さないという立場である。

第四の基軸通貨の有利性の否定については、

決済通貨としても準備通貨としてもドル以外にもっとも便利な国際通貨が存在しない現状では、フランスがいくら強く否定しても現実には否定できないことをアメリカは一番よく知っている。

以上、フランスとアメリカの政策スタンスを対比したが、こうした政策スタンスの対立は、すでに1974年IMF20ヶ国委員会によって提出された『国際通貨制度改革概要』の内容からも確認できる。『概要』の特色は、対称的な国際収支調整とそれを実現するための資産決済であり、準備資産としてのドルの役割をSDRによって置き換え、SDRによる対称的な市場介入を通ずる為替相場の安定であった。『概要』がこのように抜本的な改革を狙ったのは、1971年8月のIMF体制崩壊後数年に満たない時期であったことを考えると当然のことであった。しかしその内容は、基軸通貨国アメリカの特権を大幅に制約する急進的なものであっただけに、『概要』がアメリカによって受け入れられなかったのも当然のことであった。

安定した国際通貨システムを固定相場制として捉えるとき、現状では、これら両国を含め主要国間には、安定した国際通貨システムの捉え方に微妙な差異があることを認めざるをえない。この差異が存在するかぎり、現状では固定相場制への合意がえられる基盤は存在していないと言ってよいであろう。

2.2 為替相場安定化の試み

しかしながら、このことは主要国がこれまで為替相場の大幅な乱高下を放置していたことを意味するわけではない。経済取引がグローバル化している現在、不安定な為替相場がビジネス活動を阻害する程度はますます高まっており、主要国政策当局はG7を通ずる政策協調および外国為替市場への協調介入によって為替安定化を試みてきたのである。以下では、第一に協調介入とターゲット・ゾー

ンに関するアメリカと欧州諸国の政策スタンスの相異を明らかにし、第二に金融活動のグローバル化について考察し、主要国による為替安定化の試みはあるものの、政策協調が安定した国際通貨システムの構築にまで発展しない背景を明らかにすることにしよう。

(1) 協調介入とターゲット・ゾーン

協調介入²⁾はG7による政策協調のひとつである。限界があるものの、協調介入による為替相場の安定は短期的には有効と考えられている。ここでいう限界の意味は、各国がとる政策のspillover効果を確認しにくいだけでなく、財政政策はしばしば硬直的であることから、政策協調がとかく金融政策に負担を懸けすぎる結果、政策協調の内容が経済的合理性より政治的便宜で選択されやすいことである。

ループル合意³⁾(1987年2月)およびループル合意II合意(1987年12月)は、国際金融協調においてcooperationを超えてcoordination(整合)を求めたものであったが、結果的にはそう長続きしなかった。その理由は、合意によって一定幅の為替相場を定着させようとするれば、必然的に金融政策の相互依存関係が深まるが、経常収支に大きな不均衡が存在しているとき、為替相場と金利水準の安定は両立しないからである⁴⁾。

協調介入のこうした限界については、1985年6月に発表されたG10レポートのなかからも読み取ることができる。その要点は

- ①現在の国際通貨システムに大規模な制度的変更は不要であり、変動相場メカニズムは機能改善で対応する
- ②現状で、全般的な固定相場制への復帰は非現実的である
- ③市場介入は他の適切な政策を補完するときのみ有効である
- ④マクロ経済政策の運営のためのより拘束力のある指標として、為替相場のターゲット・ゾーンの導入には過半数の国は反対である

にまとめることができる。このなかで為替安定化の試みという視点から注目すべき点は、市場介入とターゲット・ゾーンに関する評価であろう。アメリカは、協調的に市場介入が行なわれる場合でも、他の適切な政策の投入を期待している。このことは、さきに述べたアメリカが「厳格な調整」を重視していること、先導者として政策交渉において有利な立場にいることの別表現であるといえよう。

協調介入は名目為替相場の安定に各国が協調することであるから、それは一種のターゲット・ゾーンと同じ目的をもつものと理解されやすい。しかし同レポートはそうした解釈をとらず、介入についてはアメリカのスタンスに似て、他の適切な政策を補完するときのみその有効性を認めている。これまで述べてきたところから明らかなように、アメリカのフリー・ハンドが狭まるようなターゲット・ゾーンの採用は不可能なのである。

1987年2月のループル合意以降、主要国が暗黙のターゲット・ゾーンを採用したかどうか明らかではない。少なくともアメリカは、為替相場の安定化を政策協調の独立の目標とはせず、他の政策目標とのミックスを重視しているといつてよいであろう。やや具体的にいえば、アメリカは、他の主要国のマクロ経済政策の変更を要請する手段として協調的市場介入を活用しているといつてよい。「厳格な調整」を重視するアメリカの政策態度からすれば、財価格、金利などと並んで為替相場もできるかぎり伸縮的に維持したいのであって、したがって協調的市場介入であっても、これをターゲット・ゾーンの採用とは決して考えないのである。

この点で、客観的指標の導入を通じて域内諸国の経済的ファンダメンタルズの収斂を図り、通貨統合の実現を目指してターゲット・ゾーンを導入したEMS加盟国の政策態度と根本的に異なる。したがって必要な政策協調はともかく、アメリカと欧州諸国との間で

ターゲット・ゾーンの評価に関してこうも大きな相異点があるのは、ターゲット・ゾーンの採用による国際通貨システム安定化の可能性は今後も小さいといつてよい。

(2) 国際金融活動のグローバル化

主要国による為替安定化のこうした試みが結実しない、ないし結実を困難にしている背景として、国際金融市場のグローバル化がある。この半世紀間、国際金融の実態はまことに大きく変化した。1993年3月国際決済銀行が発表した“Central Bank Survey of Foreign Exchange Market Activity in April 1992”は、世界の外国為替市場におけるネット出来高総額は同年4月時点で1営業日平均、約8,800億ドルであり、この3年間で42%増加したこと、直物取引以外の取引形態、とくにデリバティブ（スワップ、フューチャーズおよびオプション）の出来高が大幅に増加していることを明らかにしている。この量的拡大と質的变化⁵⁾は、情報通信技術の発達による取引仕法の抜本的変化と、金融システムの効率化、

透明性を求めてニューヨーク、ロンドン、東京などに成立した国際金融センターの機能によってもたらされた（第1表）。

国際金融センターの特徴は、クロスボーダー決済機能の供与と金融イノベーションの開発であり、その役割は経常収支不均衡の調節よりも、ストックとしての対外資産（負債）の価格に関する調整である。国際金融センターの活動は、80年代末期以降の資本取引の自由化によって促進されたが、同時に為替・金利の大幅変動・ミスアラインメントを招来し、それが実体経済ならびにビジネス活動に spillover する度合いが高まった。

こうした経済的相互依存関係の高まりは、一方では政策当局による規制、介入を誘発し、他方では各国間政策調整の必要度と頻度を増大させている。端的にいえば各国は一方で自国の経済成長を追求し、他方で国際金融面での不安定性に悩んでいるのが実状である。

現状では、国際金融面で主要国間の政策調整を行なう場合は、G7およびIMFである。し

第1表 世界金融市場におけるデリバティブ取引の推移（取引契約数：単位百万）

	1986	1987	1988	1989	1990	1991
短期金利先物	16.4	29.4	33.7	70.2	75.8	84.8
内訳：						
三ヶ月ユーロドル ¹⁾	12.4	23.7	25.2	46.8	39.4	41.7
長期金利先物	74.6	116.3	122.6	130.8	143.3	149.7
内訳：						
アメリカ財務省債券 ²⁾	54.6	69.4	73.8	72.8	78.2	69.9
フランス政府債券 ³⁾	1.1	11.9	12.4	15.0	16.0	21.1
日本国債（十年物） ⁴⁾	9.4	18.4	18.8	19.1	16.4	12.9
ドイツ連邦国債 ⁵⁾	—	—	0.3	5.3	9.6	12.4
通貨先物	19.7	20.8	22.1	27.5	29.1	29.2
金利オプションおよび金利先物オプション	22.2	29.3	30.5	39.5	52.0	50.8
通貨オプションおよび通貨先物オプション	13.0	18.2	18.2	20.7	18.8	21.5
合計	145.9	214.0	227.1	288.6	319.1	336.0
内訳：						
アメリカ市場	122.9	161.4	165.3	198.1	205.7	199.7
欧州市場	9.8	27.2	32.6	49.0	61.0	84.2
日本市場	9.4	18.3	18.8	23.7	33.6	30.0

¹⁾ シカゴ市場（CME-IMM）、シンガポール市場（SIMEX）、ロンドン市場（LIFFE）、東京市場（TIFFE）、シドニー市場（SFE）での取引

²⁾ シカゴ市場（CBOT）、ロンドン市場（LIFFE）、中米商品市場（Midam）、ニューヨーク先物市場（NYFE）、東京株式市場（TSE）での取引

³⁾ フランス国際債券市場（MATIF）での取引

⁴⁾ TSE、LIFFEおよびCBOTでの取引

⁵⁾ LIFFEおよびドイツ債券市場（DTB）での取引

[資料出所] IMF: International Capital Markets Part II. Systemic Issues in International Finance, 1993, p.26.

かし1973年フロート移行後、とくに80年代後半資本が自由に国際間を移動するようになって以降、IMFは実質的に国際流動性創出機能および為替協調機能としての役割を失っている。この点を考慮すると、G7を通ずる主要国間政策協調の枠組みの確保が、安定した国際金融システムへ接近するときの大前提である。その意味で、G7は非公式の組織とはいえ、為替安定化から安定した国際通貨システムへ向けてコンセンサスを作っていく唯一の組織である。しかしこれまでに見てきたように、主要国間の考え方がいまなお大きく異なるだけに、安定した国際通貨システムへの道はなお遠いというべきであろう。

3・ブレトンウッズ委員会報告書

3.1 安定した国際通貨システムの要件

ではIMFは将来いかなる機能を持つべきであろうか。国際通貨の番人としていかなる役割を果たすべきであろうか。ブレトンウッズ委員会報告書は、委員会報告として安定した国際通貨システムに関連して次の六点を指摘している。まず簡潔に要約し、つぎに為替安定化に及ぼす意味を考察することにしよう。

(1) 為替相場の安定化

フロートのもとで為替相場の不調整と浮動性は不可避と考えられるかも知れないが、不確実性の増大が競争力を歪ませたり、設備投資の停滞をもたらしており、実物経済に与える悪影響を無視できない。経済成長に対するこうしたマイナス効果を考えると、本委員会では為替安定化に大きな関心を払わざるを得ない。為替相場に関する取り決めにも首尾一貫したアプローチがない。

(2) 財政金融政策の強化

各国財政金融政策は国際的に整合性をもつものでなくてはならない。そのため、委員会としては、主要国に対して、マクロ経済の収斂と確実かつ信認されうるコミットメントを含む協力のシステムの確立を提案する。

(3) 国際的な協調

主要通貨国がマクロ政策の協調と市場介入によって対応する必要がある、そのためには為替がある変動幅に到達した場合、政策当局がなすべき義務について明確化しておくことが市場の期待の安定化に有用である。

(4) IMFによるプロセス管理

為替相場の安定という課題は、必要に応じてG7の枠組みを通じて安定化が図られているが、本来はIMFの仕事である。G7の貢献を否定はしないが、G7は確固とした制度をもたず、継続的に存続する組織でもない。安定化のためにはIMFを実行力のある存在とすべきである。

(5) IMFのリニューアル

IMFは世銀グループとの機能の重複を避け、国際通貨システムとマクロ経済調整の課題に取り組めるような体制を改編すべきである。

(6) IMFの指導力の保持

安定した国際通貨システム確立のため、IMFは指導力をもち、今後も無差別で開かれた政策を打ち出していく必要がある。

以上の要約から推論されるように、ブレトンウッズ委員会報告は、実態はフロートでありながら、潜在的には為替相場安定への強い願望という、いわばアンビバレントな現状を集約的に表現したものと見てよい。しかし、世界の金融専門家たちがここまで為替相場の安定を強く要望したということは、50年というIMFの歴史を区切るという意味では画期的である。

すでに述べたように、アメリカは国際通貨ドルとの関連で安定した国際通貨システムの確立に関して欧州主要国のそれとは異なる、独自のスタンスを維持しており、欧州主要国のなかでも、固定相場制ないしはターゲット・ゾーンの実現、さらにはドル相場の安定への努力についての思惑は微妙に食い違っている。加えて、IMFがかつて果たした調整機能がいまや市場に委ねられている現状では、

これをただちにIMFに戻すという議論は唐突に過ぎる。そう考えると、委員会報告は、まず主要国間のコミットメントを明確化し、その後それを次第に制度化することによって、いつの日か固定相場制に戻るといふ努力をいまから始めたいという願望の表れとも受け取れるのである。

3.2 IMF 50年の評価とIMFの将来

そこで、ブレトンウッズ委員会報告書のなかから、三つの論文を取り上げ、IMF50年の評価とIMFの将来を考察することにしよう。

(1) CrossのIMF50年の評価

S.Y.Crossはニューヨーク連銀の前副総裁であり、為替業務に精通しわが国でもよく知られた銀行家である。彼は、50年前IMFの創設に貢献したKeynesやWhiteなどの先人がいまこの世に戻ってきて、IMF規約第1条に盛り込んだ活動目的について、最近までの実績を評価したとき、いったい何点ぐらいつけるだろうかと問いかけ、それぞれに次のような点を与えている。

- (a)国際金融協力を促進し、国際通貨問題に関する共働の装置を提供する＝良（fairly good）
- (b)貿易の拡大と貿易の均衡のとれた成長＝優（very good）
- (c)為替安定の促進と秩序ある為替取り決めの維持＝不可（poor）
- (d)經常取引の支払いに関する多角的システムの確立と世界貿易の成長を阻害する為替制限の除去＝秀（excellent）
- (e)ラテンアメリカ諸国の負債問題を含む開発途上国の国際収支不均衡の改善に役立つ一時的金融の供与＝可（good）
- (f)国際収支不均衡の程度ならびに期間の短縮＝不可（poor）
- (g)調整をめぐる非対称性ならびに黒字国に調整誘因を与えることの失敗＝評点なし

このように、この50年間のIMFのパフォーマンスは秀、優、可、不可が混在している。この評価の当否に関して別の意見があるかも知れないが、Crossの評価基準には、この50年間、財・サービスの貿易の伸びが世界のGNPの伸びを上回っていること、一日何千億ドルもの資金が驚くほど速やかにしかも効率よく取引されている現状についての積極的判断がある。

この点は認めなければならないが、本章の始めに、過去50年固定相場制対フロートという対立構図で整理した八つの問題点、すなわち①国際収支調整、②為替レート変動のミクロおよびマクロ・コストの評価、③投機、④介入の有効性、⑤名目アンカーと国際流動性、⑥為替市場の合理性、⑦ショックの国際的連関と調整の（非）対称性、⑧経済構造に関する不確実性をここでもう一度とりあげ、(a)から(g)の項目にこれら八つの問題点を関係づけてみると、Crossの評価をつぎのように整理できる。

- (a)=良 ⇔
- (b)=優 ⇔
- (c)=不可 ⇔ ③, ④, ⑥, ⑦
- (d)=秀 ⇔
- (e)=良 ⇔ ①, ⑦, ⑧
- (f)=不可 ⇔ ①, ⑦, ⑧
- (g)=評価なし ⇔ ②, ③, ④, ⑥, ⑦

(a), (b), (d)の評価は、Crossによるとそれぞれが良、優、秀である。しかしこれらの項目は国際通貨システムが固定相場制をとるかフロートをとるかに関連するというより、貿易の自由化、資本の自由化の結果である。明らかに自由化は世界経済に好ましい結果をもたらしたといえる。他方、(c), (e), (f), (g)の評価は、Crossによるとそれぞれ不可、良、不可、評価なしである。これらの項目こそ、固定相場制対フロートの対立構図に現われた

項目であることを想起すると、IMFのパフォーマンスは財・サービスに関する実物取引の拡大に大いに貢献した反面、(c)、(e)、(f)から明らかかなように、資本・為替面での安定均衡の確立については低い評価しか与えられていないのである。

(2)国際通貨取り決め (International Monetary Arrangement) の機能

カリフォルニア・バークレイ校の教授である Eichengreen は、国際通貨安定のための必要条件としてまず満足のいく国際通貨取り決めの成立が不可避だが、固定相場制であろうとターゲット・ゾーンであろうと、その取り決めが (a) 相対価格調整を有効化する能力、(b) 健全な金融ルールの固守、(c) 市場圧力を抑えこむ能力、という三つの特性を具備する必要を強調している。以下、Eichengreen の所説を要約しておこう。

(a) 相対価格調整を有効化する能力 (免責条項)

攪乱 (ショック) によって賃金、財価格が変化するが、もしこの変化が遅ければ、産出量の減少と雇用の減少という経済的損失をもたらすことになる。為替レートの変化は、原理的にはこれらの価格を一度に変化させることによって、こうした損失を回避することができる。したがって、国内緒価格が相対的に非伸縮的である場合には、固定相場制を維持することは不可能である。

古典的金本位制のもとでもそうであったように、固定相場制は、攪乱に対する適応措置として免責条項 (escape clause) を設ける必要がある。この国際通貨取り決めによって、一時的に金との兌換を停止したり、為替レート (金平価) の変更が可能となるのである。

(b) 健全な金融ルールの固守 (信認と名声)⁶⁾

為替レートの変更が一時的であり、やがてもとに戻ると市場参加者が期待していれば、免責条項の発動によっても中央銀行に対する

信認は揺るがない。しかし攪乱が容易に確認されず、しばしば免責条項を発動すると、市場参加者は中央銀行が免責条項のもとで為替レートを操作していることに対して疑心をもつようになる。したがって、健全な金融ルールを固守する中央銀行の名声こそ、為替レート安定の鍵である。

(c) 市場圧力を抑えこむ能力 (国際協調)

しかし健全な金融ルールにしたがい名声を獲得するにはコストがかかる。たとえば中央銀行が、金利を長期的に高めに維持することによって為替レートの安定をコミットし、信認を確保しているとしよう。高金利は投資、したがって雇用にマイナス効果をもつから、市場参加者はいずれ中央銀行が現在固守している金融ルールを変更すると予想するであろう。この予想が意味するところは、健全な金融ルールの固守だけで名声を一方的に確保することはできないということである⁷⁾。

こうした状況では、国際通貨取り決めによって為替レート安定化のための支持・協力 (たとえば市場介入) を外国に仰ぐ必要がある。介入にもコストがかかるが、この種の国際通貨取り決めによって中央銀行が名声を保持し続けるコストを低減させることができる。

以上のように国際通貨取り決めは、(a) 免責条項、(b) 中央銀行の信認と名声、(c) 国際協調を可能にするが、これらによってただちに安定した国際通貨システムができあがるわけではない。重要なことは、各国金融政策が国際通貨取り決めと整合的に運営されることである。安定した為替レートの維持を支持するようにデザインされた諸制度を確立することと、各国政策当局がこれらの諸制度と整合的な政策運営をすることとが、同時に成立しなければならない。

では同時成立を可能にする方法があるのだろうか。一つは金融統合であり、もう一つはターゲット・ゾーンが考えられる。もし政策当局がその金融政策を超国家的機関に委任

する用意があれば、他の政策目標を為替レート
の安定という目標に従属させるというコスト
がかかるが、委任した各国による国際通貨
取り決めのコミットメントは、市場参加者
から信認されることになろう。他方、ター
ゲット・ゾーンは、政策主権を維持したま
まで為替レートの安定目標に関する信認を
実現する方法である。しかし為替レートが
変動幅限度に到達するとき、為替の動き
が政策的に相殺されるのか、それともそ
の動きが正当視されるのか、市場参加者
にとって信認に関する不透明さが残る。

いずれにせよ、各国政策当局のみならず
市場参加者が為替レート安定という目標
に対して懐疑心もち続けるかぎり、将来
の国際通貨取り決めに残された選択は、
EMSから欧州中央銀行へ至る金融統合
かフロートのいずれかである。

(3) ターゲット・ゾーンの実現可能性

ワシントンの国際経済研究所エコノミ
ストである Bergsten と Williamson は、
ターゲット・ゾーンを実現する時期が到
来したか、それとも青写真のままに留
まるかについて興味ある論点を展開し
ている。もともと青写真という表現は
Williamson と Miller の研究 (1987)
で用いられたものであるが、そこには
G7 各国がターゲット・ゾーン実現
のための重要な仕組みが明示されてい
る。

まず、二つのコミットメントである。第
一に、各国は、自然失業率の実現とい
う意味での国内均衡と、目標経常収支
の実現という意味での対外均衡と中期
的に達成するためのマクロ経済政策に
ついてコミットする。第二に、為替レ
ートの変化が貿易に与える効果にはか
なりのタイムラグがあるから、介入に
よる調整期間にわたって内外均衡を調
和させるような為替レート水準を維持
することについてコミットする。この
為替レートを基礎的均衡為替レート
(fundamental equilibrium exchange

rate: FEER) と呼べば、各国は、為
替レートをそれぞれこの FEER に近い
水準にもたらしよるような政策をと
ることになる。別言すれば、ターゲ
ット・ゾーンはこの FEER の近傍で
実現することになる。国内均衡に関
して、所得成長ではなく国内需要成
長を目標にすべきことを各国に要
請したことも注目されてよいであ
らう。両者の差は経常収支の変化に
現われるから、これによって貿易収
支不均衡の修正が容易になる。

つぎに、これら二つのコミットメン
トを実現するために投入される財政金
融政策に対して、三つのルールを設
定する。

ルール 1 は、為替レートが FEER
から逸脱することを制約するため市
場介入が必要な場合には、金利格
差が調整されなければならないこ
とである。

ルール 2 は、名目需要の伸びが G7
全体として目標値 (各国目標の加
重平均値) を上回る (下回る) 恐
れがある場合には、世界平均金利
は引き上げられ (引き下げられ) な
ければならないことである。これに
よって、ターゲット・ゾーンの変
動幅限度に到達したとき、調整す
る必要がある国を特定化できるこ
とになる。

ルール 3 は、ルール 1 およびル
ール 2 に従った金融政策によっ
ても、名目国内需要の成長がその
目標値の達成を困難にしている場
合には、財政政策が補正するよう
に調整される必要があることであ
る。

明らかに以上の仕組みは、G7 の
政策協調を実質化し、ターゲット・
ゾーンの実現を容易にするための
ものである。では、ループ合意
(1987) 以降、現実の動きは彼
らが主張するルールにしたがって
いたのだろうか。彼らは四つの
話題を取り上げているが、ここ
では本章の目的に直接関連する
欧州為替メカニズム (ERM) の
崩壊に関する彼らの見解を示す
ことにしよう。

ターゲット・ゾーンの目的は、
為替レート

の固定ではなく、不均衡を回避することである。したがって為替レート管理のルールは、為替レートの（小幅の）調整を必要と認めるのである。この立場からすれば、欧州各国間に明らかに不均衡が存在したのに、不均衡為替レートを防御しようとしたからこそ、ERMが崩壊したことになる。「そんなことをすれば、ブレトン・ウッズ体制が死にかかっていた当時のように、投機の奔流にさらに勢いをつけるだけだ」と明解である。欧州金融統合を推進する人々は、固定相場制の便益はそれが信認を生み出すからと考えており、固定レートへのコミットメントを可能なかぎり、credibleなものにすることを強調する。そこには、変化する金融環境に合わせて為替レートを再調整するという考えがないから、1992～93年の欧州経済がそうであったように、経済的基礎条件（fundamentals）が実際に収斂しなければ、為替レートの不調整がおり、実質的にERMは崩壊してしまった。

「ERMの崩壊は、ターゲット・ゾーンによって為替レートをマネージする可能性に関する楽観主義に疑問を呈するものではない。為替レート目標は、むしろ特別な状況下を除いて、名目アンカーとして役立つというよりも、『青写真』が示唆しているように用いられるべきだということを、改めて教えているのである。」

4・金融政策、為替相場政策および中央銀行の自立性

4.1 裁量とルール

前節までの考察が示すように、金融政策と為替相場政策は相互依存적である。中央銀行が為替相場政策の責任を負うのは、国内的にみれば為替相場政策に用いられる政策手段が金融政策に用いられる政策手段と同じだからである。しかし国際的視点に立つと、ある為替相場制度（たとえばブレトン・ウッズ体制のもとでの固定だが調整可能な為替相場制度）

に従う場合、為替相場維持の義務とそのとき必要な金融政策とがつねに調和的であるとは限らない。

事実、国際通貨システムの安定化をめぐる主要国の努力にもかかわらず、金融政策の協調は期待はずれであった⁸⁾。Crockett (1994b)はこの50年間の金融政策の協調を回顧し、主要国の政策決定の特徴として、①1960年後期までを裁量（discretion）政策中心の運営、②1970年初期から1980年代までをルール（rules）にもとづく政策運営の優先、③1980年後期以降をふたたび裁量政策中心の運営をあげている。これは、協調が期待はずれであったことを裏書きしている。①から②への変化は、裁量政策のもとで生じたインフレ加速に対する反省であり、中央銀行はマネーサプライ総量に対して目標値を設定し、安定した貨幣需要関数の発見に努めたことに対応する。②から③への変化は、ふたたび裁量政策への回帰とはいえず、1960年後期までのそれとは本質的に異なる。1980年代世界的に広がった金融の自由化、資本取引の自由化、金融革新の波が、金融政策における中間目標と最終目標との間の安定的関係を揺るがしはじめ、中央銀行は政策の信認と時間的整合性（time consistency）維持のため、政策手段をより裁量的に発動せざるをえなくなったのである。

理論的にいえば、国際通貨システムとしてはつぎの五つのレジームが考えられる⁹⁾：

- a) 完全な変動相場
- b) 固定相場で自立的金融政策は認めない
- c) 固定相場で自立的金融政策を認める
- d) 固定相場であるが、為替相場の調整が可能である
- e) ある程度まで管理された変動相場

金融政策と為替相場政策の相互依存性の視点に立ち、中央銀行の自立性をこれら五つのレジームについて評価してみよう。a) と b)

では、中央銀行は明らかにその自立性を維持できる。a) では、中央銀行はすべての政策手段を金融政策目標に投入できるし、b) では、すべての政策手段を為替相場目標に投入できるからである。これに対して、c) は、資本の国際間移動が自由となり、かつ金融資産の代替性が高まった1980年代以降では、論理的にも実際的にも存続不可能である。1993年の欧州通貨危機によって、ERMはその変動幅限度を上下15%まで拡大した。これは加盟各国に金融政策の自立性を認めるかぎり、固定相場を維持できないこと、つまりc) が存続不可能であることを示したものとよい。

中央銀行の自立性がどの程度まで許容されるかが問題になるのは、d) とe) である。かつてのブレトン・ウッズ体制や欧州金融統合第二段階までのEMSの経験が示すように、d) の調整可能な釘付け制度は、相対的に独立した金融政策を実施するアンカー国と、このアンカー国通貨に自国の為替レートを固定するための政策を実施する国々から構成される。そこでは為替レートが固定化されるか、ないしは狭い変動幅限度が設定されるから、これらの国々にとって実質的に自立した金融政策は存在しないのである。その意味で、アンカー国以外の国々は、b) の範疇に属するといえよう。

d) のアンカー国では、かつてのブレトン・ウッズ体制ではアメリカ、EMSではドイツの中央銀行が相対的に独立した金融政策を実施できる。しかしそれは完全ではないことに注意すべきである。第一に、レジームに属する他の国々からアンカー国の政策スタンスに注文がつくし、アンカー国が国内中間目標（たとえばマネーサプライ）をうまく達成できないとなれば、アンカー国自らが為替介入に踏み切らざるをえない場合があるからである。こうした状況を回避するには、ブレトン・ウッズ体制の末期および1990年代のEMS

がそうであったように、為替投機による混乱を避けるためにも、維持不能となった平価を時機を失せず改訂する必要がある。第二に、平価の改訂では調整負担が非対称的になりやすいからである¹⁰⁾。

アンカー国中央銀行が進んで行なう為替介入額には自ずから限度がある¹¹⁾。この点に留意すると、e) のある程度管理された変動相場のもとではすべての中央銀行が自立性をもつとはいえ、d) のアンカー国中央銀行と同様、自国の経済運営から判断して為替介入額に限度がある。つまり、d) は調整可能な釘付け制度として為替レートの固定（安定）を重視し、e) はある程度まで管理された変動相場として為替レートの変動を強調しているように見えるが、中央銀行の自立性の視点から判断すると、両者にはそれほど大きな相違はないといつてよい。

4.2 政策協調の必要性と障壁

国際通貨システムの安定化という本章の目的から整理すると、戦後50年の経験は、金融政策と為替相場政策の関係についてあるルールまたは法制上の措置を採用することによって中央銀行の自立性を完全に保証することは不可能であることを教えている。中央銀行の自立性を保証するという目的からすれば、a) の変動相場が魅力的である。しかし中央銀行の自立性だけを考慮して国際通貨システムが選択されるわけではないし、1980年代以降のように各国経済がますます開放的になればなるほど、中央銀行はその政策を他国経済の動きと調和的に運営する必要に迫られることになる¹²⁾。政策協調の必要性がここにある。

プラザ合意からルーブル合意に至る数年間は、政策協調がもっとも頻繁に議論された期間である。Frankel (1992) は、①政策の伝播効果に象徴される国際的外部性、②政策目標に比較して政策手段が少ないという意味での、政策運営の整合性欠如の2点をあげ、政

策協調の必要性の根拠としている。①の国際的的外部性を意識した政策協調の一例としては、1986年5月の東京サミットにおける十個¹³⁾の「客観的指標」の導入とそれ以降の展開があげられる。翌87年7月のヴェネチア・サミットでは、この「客観的指標」の数が六個¹⁴⁾に減らされ、同年10月のIMF年次総会ではアメリカが追加指標として「金を含む財価格指標」を提案するなど変化したが、G7各国は、これらの指標に対して自国経済にある特定の数値で実現するといったコミットをしたことは一度もなかった。「客観的指標」の導入に関連して、各国は自国経済が意図した経路から大幅に乖離した場合、適当な政策をとることで合意をみたことは、各国経済の動向に関する単なる情報交換ではなく、政策協調の必要性を原則的に認めたものと受け取られた。しかし実態はDornbusch and Frankel (1988) が皮肉ったように、言葉のうえでのみ政策協調が進んだというべきであろう。

「客観的指標」の数が多いうことは、それだけ政策手段が多くなければならない。

このことは、Frankelが②にあげた政策運営の整合性欠如をますます大幅なものにすることを意味している。各国とも実現すべき政策目標の数に対して有効な政策手段の数が足りないからこそ、政策協調の必要性を認めたのであったが、「客観的指標」の導入は政策協調をかえって難しくしてしまったと言える。各国はいずれも政策協調の必要性を認めるかも知れないが、自国経済の安定を重視すれば、一方的な協調によって「客観的指標」をそのまま認めた形での経済運営を続けることはできない。また、強要によって追従させることも本来不可能である¹⁵⁾。

政策協調の理論は、主要国経済がどのような動きをするかに関する「真のモデル」を各国政策担当者が知っており、これに同意しているという仮定に基礎を置いている。この仮定があればこそ、各国が政策協調をしたときの経済厚生は、ナッシュ非協力均衡解として得られる経済厚生水準を上回るという強固な結論が生まれるのである。しかし、前節までの交渉の具体例が示すように、ある特定の経

第2表 拡張的財政金融政策の自国通貨および外国への伝播効果

	財政拡大 (低資本移動)	財政拡大 (高資本移動)	金融拡張
自国通貨	切り下げ	切り上げ	切り下げ
外国産出量に与える効果			
(1)貿易収支=資本流出経路			
金利格差	(+)	(+)	(-)
為替レート期待	(+)	(-)	(+)
(2)自国需要経路			
ロールセン・メツラー			
効果	(-)	(+)	(-)
貨幣ストック (実質)	(+)	(-)	(+)
富 (実質)	(+)	(-)	(+)
(3)供給経路			
輸入投入量	(+)	(-)	(+)
賃金インデクセーション	(+)	(-)	(+)

[資料出所] Frankel (1988), p.160.

済状況で政策変化が要請される時、ある国は拡張政策を、別の国は金融節度の重視を、さらに別の国は整合化されたポリシー・ミックスのシフトを主張するように、政策変化の内容と性質について一般的な合意が得られることはきわめて難しい。拡張政策と金融節度重視の主張が対立したとき（ないしは対立しなくても）、政策伝播の外部性を知っている金融節度重視国は、相手国の経済拡張によって自国経済の厚生を改善できるから、進んで政策協調をするインセンティブを持たないからである。

さらに Frankel and Rockett (1988) および Frankel (1988) が明らかにしたように、十個のマクロ・モデルによるシュミレーションの結果は驚くほど異なっており、実はどの国も「真のモデル」を知っていないことを示唆している。政治的にいえば、どの国もシュミレーションの結果が自国に好都合なモデルを使って主張する可能性があることを示唆している。とくに彼らの実証結果によると、拡張的金融政策が経常収支を改善するの悪化させるのか、したがってある国の拡張的金融政策の効果が伝播されて、それ以外の国々に対してプラスに働くのかマイナスに働くのかについては、第2表が示す理論的結果と大きく異なっている。

こうした研究に注意すればするほど、政策協調の障壁は高く、したがって主要国間の「真の政策協調」は難しいと判断せざるをえない。それはまた安定した国際通貨システムの構築についても妥当する。前述した Crockett (1994b) が指摘しているように、主要国戦後50年間の金融政策は裁量、ルール、裁量と変化しているというのが現実である。

*) この論文の第一部は、「国際通貨システム研究会」（財：国際金融情報センター）に提出された論文「総論」を大幅に修正・加筆したものである。研究会委員か

らいただいた貴重なコメントに対して心から感謝したい。

ありうる誤りはもちろん私のものである。

[注]

- 1) この表現は、新開陽一『通論 国際経済』、岩波書店、1991年、226頁による。
- 2) 協調介入の一例として1985年9月のプラザ合意をあげることができる。プラザ合意によるドル安反転の背景は二つある。第一は、日本およびドイツに対するアメリカの貿易赤字がさらに拡大し、純債務国への転落が決定的になったことであり、第二は、翌86年の中間選挙を控え、アメリカ国内の保護主義を抑えるには貿易赤字削減が不可欠であり、そのためには日本およびドイツに内需拡大政策求める必要があったことである。これらの背景のもとで、協調介入によるドル高是正は成功したと見てよい。1985年9月20日から同年12月30日までの主要国通貨の動きをみると、ドルは対フランス・フランで14%、対マルクで14.5%、対円で17%減価した。しかもこの大幅なドル減価にもかかわらず、とくに大きな市場混乱もなかったのである。
- 3) 政策協調の視点から判断すると、プラザ合意はレーガン政権がドル高是正へ向けて初めて主導権をとったという意味で画期的である。それに対して、ルーブル合意は、レファレンス・レンジ（参考相場圏）の設定により、為替安定の共通政策を採択した点で画期的である。この合意により、主要国通貨を当面の水準の近傍に維持し、上下2.5%の変動幅限度で協調介入することにしたのである。
- 4) ルーブル合意は、1987年4月のG7により円の中心レートを再調整したが、全体としてみれば、主要国通貨の安定に貢献したと見てよからう。しかしアメリカとドイ

ツの金融政策の対立が表面化し、ついに10月の株価暴落（ブラック・マンデー）を招くに及んで、わずか9ヶ月間の協調体制はもろくも破綻したのである。

- 5) 年金基金、保険、信託基金、ヘッジファンドなど外為市場参加者の増大と取引内容の多様化が為替レートに与える影響と実態については、Crockett (1994a) および藤井良広 (1995 第1章) を参照。
- 6) この点については、失業率の上昇に伴い固定相場政策に対する信認がどのような影響を受けるかについてEMSの実態を考察したDrazen and Masson (1994) の研究が興味深い。彼らは、確固たる政策が信認に与える影響について、これを二つに区別する。一つはアナウンスされた政策がすなわち政策当局のタイプないし確固たるスタンスを示し、それが信認に影響を与える役割である。もう一つはアナウンスされた政策をいつまでも堅持する結果、将来時点で経済情勢が変化しても、確固たる政策がかえって政策の操作余地を制約してしまう効果である。一例として失業率が高くなったとき、確固たる政策が信認に与える影響はつぎのようになろう。政策当局のタイプがよく知られていない場合、もし高失業率が政策当局にとって確固たる政策スタンスを維持し、コミットメントにしたがって政策を実施するシグナルと見られれば、政策への信認は改善されることになる。他方、政策当局のタイプが十分に知られている場合、確固たる政策は、将来時点で新たな政策コミットメントが提示される可能性はないと見られ、政策当局の名声が低下するから、高失業率は、逆に政策への信認を低下させることになる。
- 7) この点については、拙稿「為替再調整期待、信認と安定性」(1995d) を参照。
- 8) Feldstein (1988) は、プラザ合意、ルーブル合意、強すぎるドルの得失、為替介入

の実態など、1980年代における主要国の為替安定化の試みを概観しながら、主要国のマクロ政策協調の成果に疑問を呈し、次のように述べている。「わたしは、世に言われている協力や協調の利益の多くは誤りだと思っている。いろいろなタイプの協調には大きなリスクと不利益が伴うし、国際協調を熱心に説くあまり国内政策の変化が必要であることから目をそらしてしまう。さらに、マクロ政策の広い範囲にわたって協調しようとする、貿易、防衛、外国援助といった国際協調が実際に必要な分野での協力の見通しを暗くし、結局のところ意見の相違や失望をもたらしやすいのである。」

- 9) 国際通貨システムの類型については、河合 (1994) を参照。
- 10) 1979年創設されたEMSにおける調整負担の非対称性問題については、拙稿 (1992, 1995a) を参照。
- 11) 1993年8月の欧州通貨危機において、 Bundesbank は当初、市場介入によってフランス・フラン、ポンド、リラなどを買い支えたが、最後はフランス・フランのみに絞らざるをえなくなった。この点については、拙稿 (1995a) を参照。
- 12) この点については、Dornbusch and Frankel (1988) を参照。彼らは変動相場移行後15年を回顧し、変動相場が果たしてきた機能を詳細に分析した。変動相場の長所と考えられた中央銀行の自立性についていえば、各国貯蓄・投資率の差、つまりISバランスの差が不均衡を拡大し、それが保護主義ないし経済摩擦を誘発するため、実態は外国の動向に引っ張られて政策を決めざるをえないケースが増加したのである。
- 13) 十個の客観的指標は、GNP成長率、利子率、インフレ率、失業量、財政赤字対GNP比率、経常収支、貿易収支、貨幣増加率、外貨準備、為替レートである。
- 14) 六個の客観的指標は、GNP成長率、イン

フレ率, 貿易収支, 財政赤字対GNP比率, 貨幣増加率, 為替レートである。

- 15) 主要国のマクロ政策の国際協調に関して, 新開 (1991) は具体的諸例によって「協調の名による強要は, アメリカのみがなしうる選択肢である」ことを明示している。

[参考文献]

- [1] Bretton Woods Commission, “*Bretton Woods : Looking to the Future*”, 1994.
- [2] Crockett, Andrew D. (1994a), ‘National financial liberalisation and international economic cooperation’, in: “*Monetary Stability through International Cooperation ; Essays in Honour of Andre Szasz*”, eds. A.Bakker et. al., Kluwer Academic Publishers, 247-265.
- [3] Crockett, Andrew D. (1994b), ‘Rules versus Discretion in Monetary Policy’, in: “*A Framework for Monetary Stability*”, eds. J.Onno de Beaufort Wijnholds et. al., Kluwer Academic Publishers, 165-184.
- [4] Dornbusch, Rudiger and Jeffrey Frankel (1988), ‘The flexible exchange rate system : Experience and alternatives’, in: “*International Finance and Trade in a Polycentric World*”, ed. S.Borner, 151-197.
- [5] Drazen Allan and P.R.Masson (1994), ‘Credibility of Policies versus Credibility of Policymakers’, “*Quarterly Journal of Economics*”, Aug. 735-754.
- [6] Feldstein, Martin S. (1988), ‘Distinguished Lecture on Economics in Government : Thinking about International Economic Coordination’, “*Journal of Economic Perspectives*”, Spring 1988, 3-13.
- [7] Frankel, Jeffery (1988), ‘Ambiguous Policy Multipliers in Theory and Empirical Models’, in: “*Empirical Macroeconomics for Interdependent Economics*”, ed. Ralph Bryant et. al., 17-26.
- [8] Frankel, Jeffery (1992), ‘International Nominal Targeting (INT) : A Proposal for Overcoming Obstacles to Monetary Policy Coordination’, in: “*Global Disequilibrium in the World Economy*”, eds. Mario Baldassarri et. al., 257-294.
- [9] Frankel, Jeffery and Kate Rockett, ‘International Macroeconomic Policy Coordination When Policymakers do not Agree on the True Model’, “*American Economic Review*”, June, 318-340.
- [10] 藤井良広『通貨崩壊』, 日本経済新聞社, 1995年.
- [11] 河合正弘『国際金融論』, 東大出版会, 1994年.
- [12] 島野卓爾「欧州通貨制度 (EMS) における非対称性と政策自立性」, 『カオスの中の金融理論』(堀家先生古稀記念論集), 雄松堂出版, 1992年.
- [13] 島野卓爾「国際通貨システムから見たEMSの位置と機能」, 『学習院大学経済論集』, 1995年a.
- [14] 島野卓爾「為替再調整期待, 信認と安定性」, 『学習院大学 経済論集』, 1995年d.
- [15] 新開陽一『通論 国際経済』, 岩波書店, 1991年.
- [16] Williamson, John and Marcus Miller (1987), ‘Targets and Indicators : A blueprint for the international coordination of economic policy’, “*Policy Analyses in International Economics 22*”, Institut for International Economics.