

September 6, 1999
No.9, 1999

IIMA

Institute for International Monetary Affairs

Newsletter

財団法人国際通貨研究所

為替相場の安定に向けて

(財)国際通貨研究所
理事長 行天豊雄

米国、EU、日本はIMFと共に、ドル・ユーロ・円という三主要通貨間の為替相場の安定が世界経済にとって極めて重要であり、そのために四者が最大限の協力をするという認識と決意を世界に向けて宣言すべきである。

昨年末以来、為替相場についての関心が世界的に高まった背景には二つの事情がある。一つは、東アジア、ロシア、ラテンアメリカを襲った金融危機を通じて、エマージング・エコノミーにとって自国通貨と主要通貨の関係を安定的に維持することが如何に重要であり、しかし実際には如何に困難であるかが示されたことである。外資を導入し輸出を拡大するためには為替相場の安定が必要である。しかし自国経済のファンダメンタルズが悪化しているのを無視して為替相場を安定させようとしても、市場はその矛盾を見逃さず、急激・大規模な資本移動によってその虚構を砕いてしまう。また、複数の主要通貨に依存している場合、その主要通貨間の相場の過度の変動はエマージング・エコノミーを翻弄し、望まざる危機を招くことになる。

この経験から、一部の国では主要通貨へのリンク（例えばドル・ペッグ制）を放棄した。しかし他の国では逆に為替相場の安定が一層重視され、自動的な金融調節を内蔵するカレンシー・ボード制や極端な場合には自国通貨のドル化が提唱されている。

第二の背景は欧州統一通貨ユーロの登場である。ユーロは独仏を中心とするユーロ圏諸国が、強い政治的意志に支えられ永年努力を続けた結果実現したものである。ユーロ圏の外にはその成功を疑問視するアングロ・サクソン・シニズムとも言うべきものが強かつ

た。しかし、それは欧州統合への域内国の執念の強さを完全に見誤ったものだった。ユーロの実現は今世紀の世界経済における最大の出来事の一つである。

3億人の人口と米国に匹敵する経済規模を背景に生まれたユーロがドルと並んで主要な国際通貨となる潜在的可能性を持っていることは否定できない。もしそうなればユーロ圏のみならず世界経済に様々な影響が及ぶことになる。

ユーロ実現の結果、為替リスクの消滅、資本市場拡大、競争激化等により、ユーロ圏経済が活性化することが予想される。同時に、域外との経済関係においてユーロと他の主要通貨、なかんずくドルとの相場関係が重要になる。昨秋以来、独仏の首脳がドル・ユーロ・円の相場安定について積極的な姿勢を示しているのもユーロ圏全体としての対外価格競争力の維持を念頭においているからである。

ユーロがドルと競争する国際的基軸通貨になるという事態が出現すると国際通貨体制は歴史的な変化を迎えることになる。ブレトン・ウッズ体制時代の金ドル本位制と1971年以来のデ・ファクト・ドル本位制の時代を通じて国際通貨体制の中心に座してきたドルの立場が基本的に変わることになる。世界の市場参加者がドルとユーロという対等な選択肢を持つことになると、米国は従来唯一の基軸通貨国として享受してきたシニヨレッジ (seigniorage) とビナイン・ネグレクト政策の恩恵を失うことになる。米国は国際収支の均衡とドル相場の維持に従来より高い政策優先度を与えねばならなくなる。このような状況が国際通貨体制の安定をもたらすのか、不安定をもたらすのかは簡単には予見できない。主要通貨間の相場安定に関心が高まってきたのは、ユーロ誕生によってこのような新しい状況出現の可能性が生じてきたからである。

そもそも第二次大戦終了後、4分の1世紀維持されてきたブレトン・ウッズ体制の下では為替相場は所与の条件であり、経済政策の手段でも変数でもなかった。金ドル本位制と固定相場制という二本の柱で支えられたこの体制の下で、世界経済が概して順調な復興と発展を遂げ、貿易や投資が着実に拡大したことは否定できない。

しかし、1960年後半以降、米国経済の相対的な弱体化によってブレトン・ウッズ体制は動揺し、1971年には金ドル本位制が放棄され、1973年には主要通貨の固定相場制も崩壊した。デ・ファクトのドル本位制と変動相場制の時代になったのである。

変動相場制は当初の不安にもかかわらず暫くは大過なく機能するかにも見えた。変動相場制によって国際収支の自動的調節が有効に行われるという楽観論すらあった。しかし1970年代後半になるとドルの大幅な変動が始まり、変動相場制の下でも当局による介入が必要であるといういわゆる管理フロートの考えが生まれた。1978年のドル安阻止の国際協調行動や、1985年のプラザ合意によるドル高阻止はまさに管理フロート制的な行動であった。さらに1987年にはルーブル合意によって円及びマルクの対ドル相場を一定の範囲内に収めようという目標相場圏的な試みが行われた。しかしこの試みはあっけなく失敗してしまった。ルーブル合意が成功しなかった理由は二つある。一つは、この合意が当日の相場水準を基準にして安定を図ろうとしたことである。不幸にして、当時の相場水準は市場が

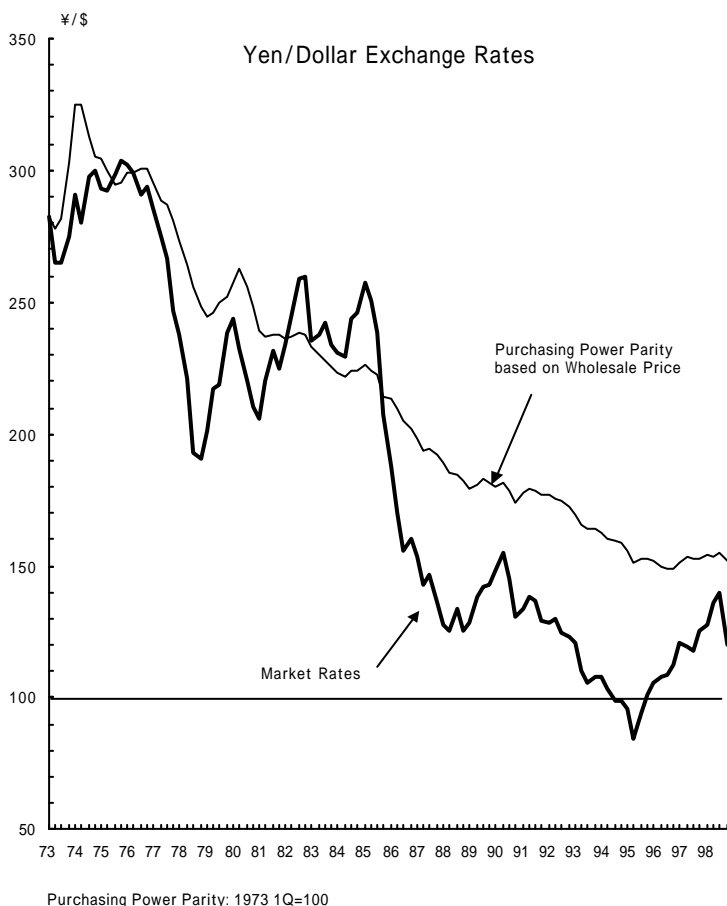
充分納得するものではなかった。市場はドルはもっと下落すべきだと考えていた。第二の理由は、合意を守ろうという関係国の決意と準備が充分でなく、その結果市場に強いメッセージが行われなかったためである。

ルーブル合意が失敗してからは、為替相場を積極的に安定させようという国際的熱意は失われ、むしろ主要国のマクロ経済を安定させることが重要であるという政策協調の考えが主流となって行く。しかし政策協調も赤字国と黒字国が均等に責任を負うという原則が確立されず、かつ、協調実現を強制させるような強い政治的合意もうまれなかったため、十分に成果が上がったとは言えない。

このように世界的レベルでの為替相場安定は難航を続けている。しかし欧州においては、むしろこのような国際的状况に刺激されて、欧州域内の経済統合、その一環としての通貨統合への努力が熱心に続けられた。欧州諸通貨間の相場安定をめざして 1979 年に発足した EMS（欧州通貨制度）は度々の危機にもかかわらず生き延びた。そして、1990 年代に入ると、欧州市場統合の巨大なモメンタムに押されて通貨統合の流れが加速し、ついに単一通貨ユーロが実現したのである。しかし、発足後数ヶ月の推移だけを見ても、ユーロの対

外価値が安定したものになるだろうという確信はまったく生まれていない。

北米と欧州に次ぐ世界第三の経済圏である東アジアの通貨情勢は不安定が続いている。そもそも、東アジアは経済的にも地政学的にも多様であり、北米のような垂直的統合も、欧州のような水平的統合も困難な環境にある。なかんずく状況を複雑にしているのが、第一にこの地域にとって二大主要通貨であるドルと円との相場関係が歴史的に極めて不安定であることと、第二に域内各国の為替相場政策がこうした背景に適切に対応できないものであったことである。1997 年以降の東アジア金融危機はこの事実と無縁ではない。（図参照）



現在において世界の主要通貨間の相場を安定させようという提言にたいしては懐疑的な反応が強い。その最大の論拠は、国際金融市場のグローバル化と自由化の結果、經常取引の数十倍の規模に達する資金取引が行われている現在、通貨当局がそれに抗して為替相場を安定させようとするのは不可能でもあり望ましくもないということである。

確かに短期的な為替相場の変動がかつてのように經常収支ではなく資本移動によってもたらされていることは事実である。しかしその事実を認めた上でも、まだいくつもの疑問が残ることも否定できない。為替相場の変動の中にはあまりにも急激かつ大幅であるケース、いわゆるオーバー・シュートというべきものがないだろうか。また、その結果生じた為替相場のミスアラインメントが早急に改善されず長期化してしまうことがないだろうか。こういうオーバー・シュートやミスアラインメントの結果、為替相場に関する予見可能性が失われ、採算見通しが困難になることによって、経済主体にとっては取引や投資の決定が困難になり歪みを生ずることにならないだろうか。それは貿易の拡大と成長の維持にマイナスではないか。オーバー・シュートやミスアラインメントは国際金融市場における情報の歪みと、短期的利潤動機に支配された市場参加者達の群集心理によることが多いのではないか。

私はこれらの問いに対する答えは全てイエスだと信ずる。変動相場移行後何回も発生した国際的為替相場の混乱が当該国の経済実態や経済政策と無関係であったとは言えない。市場はそれらに内在する欠陥に反応したことは事実である。しかし同時にその結果生じた相場変動の規模が欠陥是正のために必要な規模を大きく超えていたことも事実である。最近の東アジア金融危機においても、為替相場の過度の下落の結果、外貨流動性危機が異常に激化し、それが必要以上に企業活動を阻害し、倒産を急増させてしまった。要するに、現在の国際金融市場が持つ不完全性の故に、為替相場の変動は、本来それが持っている筈の均衡回復機能を果たさず、混乱を激化させることがありうるのである。とすれば、オーバー・シュートやミスアラインメントを予防し、あるいは早期に是正するという意味での為替相場安定は現在において一層必要であり、国際的努力の目標となるべきである。

ブレトンウッズ体制のような固定相場制を世界的規模で復活させることは、当時の米国経済のような圧倒的な経済力の集中がなく、資金移動の自由化が進んでいる現在では不可能である。しかし先にも述べたようにオーバー・シュートやミスアラインメントは市場における情報の歪み、つまり市場が全ての情報を総合的・合理的に判断するのではなく、特定の情報に異常な優先度が与えられ、かつ市場参加者が短期的利益を確保しようとする群集心理で行動することによって発生するのである。とすれば、より長期的、総合的な視野を持つと期待される通貨当局が協同して市場の誤審を是正しようとすることは必要であり、かつ、実行可能である筈である。

為替相場の安定といった場合、主要通貨間の安定と、非主要通貨と主要通貨の間の安定という二つの問題がある。後者はすぐれて当該非主要通貨国の個別の事情に左右されることであるので、まずは主要通貨間の安定について検討することが妥当であろう。

具体的安定策の検討に当たっては二つの前提条件がある。第一は、その目的が特定の相場水準の維持ではなく、オーバー・シュートिंगとミスアラインメントの防止または早期是正にあることの認識である。そして第二は、そのような安定が望ましく必要であるという共通の認識が関係諸国の間で共有されていることである。

その上で私は次のような数段階の措置を提案したい。

第一段階では、ドル、ユーロ、円を代表する三通貨当局と IMF は三通貨間のこのような安定が望ましいという認識とその達成のために最大限の努力を行う用意があるという政治的意志を共同で公にコミットする。

第二段階では、四者は大蔵大臣・中央銀行総裁代理レベルで構成される通貨安定協議会を設立する。この協議会は少なくとも 3 ヶ月に一度、必要に応じて随時会合を持ち、或いは意見交換を行って、国際通貨情勢をモニターし、何等かの行動をとる必要があるか決定する。

第三段階として、協議会はその時点における三通貨間の相場の適当と思われる、または受容可能な水準もしくは範囲について共通の認識を持たねばならない。重要なことは、この合意は固定的なものではなく、会合の都度再検討され、状況の変化があれば、それに依拠してインクリメンタルに変更される。合意された為替相場を公表するか秘密にするかは議論の対象となるであろう。秘密にしておいた方が投機のリスクを大きくするから投機の抑制に役立つという議論もあるだろう。しかし、通貨当局が考える適正相場が政治的判断で歪曲されていない理性的なものである限り、合意された水準は公表した方が市場に安心感を与え、オーバー・シュートिंगやミスアラインメントを抑止すると思う。

第四段階として、市場での為替相場が合意された水準または範囲から乖離し、その乖離のスピードとモメンタムから判断して、オーバー・シュートिंगになるおそれが強いと思われる時には、四者はそれを予防し、または是正するための措置を決定し、実行しなければならない。取られるべき措置としては、市場に対する警告や口先介入から始まり、実際の市場介入、さらに金融政策の変更等がある。どのような状況の場合にどの措置をとるか、また市場介入については介入の水準、タイミング、金額、介入市場、介入手法等の技術的問題や、十分な介入資金の調達とその清算等についてのフレームワークが事前に合意されている必要がある。

このように、主要通貨間の相場安定スキームが実現するためには強い政治的コミットメントと様々な準備が必要である。それは容易に行えることではない。しかし、それは実行不能なことではない。為替相場安定への関心が高まってきた現在、四者は今こそ実現に向けての検討を開始すべきである。

財団法人 国際通貨研究所 ©1999

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1 - 2 - 2

Tel: 03-3245-6934 Fax: 03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp/>