

IIIMIA

Institute for International Monetary Affairs

Occasional Paper 2

# ニクソン・ショックから二十五年

— 相場安定への新たな模索 —

財団法人国際通貨研究所

---

発行 財団法人 国際通貨研究所 © 1997

〒103 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: [admiima@ppp.fastnet.or.jp](mailto:admiima@ppp.fastnet.or.jp)

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

---

国際通貨シンポジウム（一九九六年十月二十五日）

ニクソン・ショックから二十五年

— 相場安定への新たな模索 —

財団法人国際通貨研究所

## 目次

序	
第一部 シンポジウム開催主旨及びパネリスト基調講演	
一、シンポジウム開催の趣旨	1
二、円相場―その歴史と展望	6
元内閣総理大臣・大蔵大臣 宮澤喜一	
三、為替相場安定のために何ができるか	12
米連邦準備制度理事会前議長 ポール・A・ボルカー	
四、国際通貨制度の現状と将来	20
独連邦銀行前総裁 ヘルムート・シュレジンガー	
第二部 パネル・ディスカッションおよび質疑応答	
一、パネル・ディスカッション	28
司会 日本経済新聞社論説副主幹 小島 明	
二、質疑応答	39

## 序

当研究所は、一九九六年十月二十五日に、為替相場安定と今後の国際通貨制度のあるべき姿を主テーマとして、日本経済新聞社と共同主催で、国際通貨シンポジウム「ニクソン・ショックから二十年――相場安定への新たな模索」を開催した。

本稿は、本シンポジウムで冒頭問題提起を行った行天豊雄当研究所理事長の発言をはじめとして、パネリストとして参加戴いた、宮澤喜一元首相・蔵相、ポール・ボルカー米連邦準備制度理事会前議長、ヘルムート・シュレジンガー独連邦銀行前総裁の、各基調講演、およびその後の小島明日本経済新聞社論説副主幹の司会によるパネル・ディスカッションならびに質疑応答を含め、その全記録をまとめたものである。

今後、国際通貨制度をめぐり様々な議論を進めていくなかで、本稿がいささかなりともお役に立てば幸甚である。

一九九六年十二月

財団法人 国際通貨研究所

## 第一部

シンポジウム開催主旨及びパネリスト基調講演

# 一、シンポジウム開催の主旨

国際通貨研究所理事長 行天豊雄

一九九六年という年は、戦後の国際通貨市場にとって非常に重要な意味を持つている年であると思う。というのは、第二次大戦後、四分の一世紀にわたって世界経済の発展を支えてきた所謂、ブレトン・ウッズ体制が一九七一年のニクソン・ショックにより崩壊し、その崩壊から今年はちょうど四分の一世紀たったからである。つまり、金・ドル本位制と固定相場によって支えられた世界とその後の基軸通貨がない変動相場制の世界を今私たちは均等に評価する時点に立っているわけである。ブレトン・ウッズ体制が何故崩壊したのかというと、その原因は非常に多様であるが、最大の原因は、第一に米国の経済力が相対的に低下してしまったこと、第二にブレトン・ウッズ体制がドルを弾力的に切り下げるメカニズムを有していなかったこと、にあったのではないかと思われる。つまり、制度が非常に硬直的であったために、いったんこの制度が崩壊するとなると、一挙に崩壊してしまつたということなのである。

変動相場制に移行した当初は、同制度に関して様々な意見があつた。変動相場制のもとでは国際収支が自動的に調整され均衡するであろうという期待があつた一方、他方ではこれによつて為替相場は乱高下するであろうという不安もあつた。その後二十五年の歴史を振り返ってみると確かに、相場が変動すると、六四半期ないし八四半期というタイム・ラグをもつて貿易収支に影響が現れるということとは経験的にも実証されているといえよう。

しかしながら、変動相場制が中長期的に国際収支の不均衡是正に役立ったかという点、答えは否定的にならざるをえない。また、為替相場は変動相場制のもとで、変動が非常に激しくなった(三十頁―三十二頁の別図参照)。しかも二十五年たつてもその変動幅はほとんど縮小していない。さらに問題なのは、単に為替相場の変動が激しくなったというだけでなく、往々にして為替相場がいきすぎ、不均衡な水準に達し、しかもその状態が長期化してしまうという問題が発生した点である。

たしかに変動相場制になってからも、世界経済および世界貿易は拡大を続けている。しかしながら、その拡大ペースは間違いなく低下している。一九五〇年から一九七二年までのブレトン・ウッズ時代に先進国の輸出の年平均実質伸び率は七・六%、GDPの同成長率は四・八%であった。ところが、それに続く一九七三年から一九九五年までの変動相場制の時代をみると、これらの伸び率はそれぞれ四・五%、二・五%に低下している。為替相場が長期にわたって不均衡な水準にとどまったために資源の配分が非常に歪められたという事実は、例えば一九八〇年代前半のアメリカ経済、あるいは一九九〇年代の日本経済をみれば明らかであろう。いずれにしても経済の実態が変化すると為替相場も変化し、逆に為替相場が変化するとそれが実体経済に影響を及ぼすという、実態経済と為替相場との間の双方向性あるいは因果関係ともいえるべきものが確かに存在するということは変動相場制の時代になって、はつきりしたと考えてよいであろう。

こうした認識に基づき、一九七三年にはG-5が誕生し、七五年には先進国首脳会議いわゆるサミットが発足したわけである。このような様々な場を通じて主要通貨国当局は経済政策協調に努力してきた。この協調には為替市場における短期的相場対策のみならず、金融政策、財政政策のようなマクロ政策あるいは構造対策までが含まれる。主要国間のこうした経済政策協調は確かに効果を発揮したこともあった。特に、相場がいきすぎてしまった時にそれを是正すべく主要通貨国間で行われた経



濟協調は何度かめざましい成功をおさめたことは記憶に新しい。例えば、一九七八年十月のドル安対策であるとか、一九八五年九月のプラザ合意、それから昨年七月の円高対策、等々、協調の成果があったことは間違いない。さらに、経済成長を促進するためのマクロ政策協調という面でも成功した例はあった。しかし残念ながら、為替相場を持続的に安定させるとか、あるいは政策協調をより制度化して拘束力を強めるというような点については、率直なところあまり効果が上がっていないといえよう。

四分の一世紀に及ぶ変動相場制のもとで世界経済は大きく変化した。一九七〇年代の二度にわたるオイル・ショックは、すでにある意味では過去のことであるが、八〇年代以降に起こった変化は依然として続いているし、その影響は現在の我々の経済にも及んでいる。そうした変化の第一は、東西兩陣營の対立が終わった結果、今や世界中が民主主義と市場経済を信奉し、そうした背景のもとで市場がグローバル化し、財、サービス、資金、情報、技術、人間といった様々な経済要素の国際交流が非常に活発になってきているということである。また、同時に国家間の競争あるいは企業間の競争が非常に激化してきており、所謂メガコンペティションの時代になっている。最近ではそうした競争の中で特に米国企業がその優位を非常に高めているというのが特徴であると思われる。

第二の変化は市場のグローバル化と情報通信技術の発達によって金融市場が商品構成、市場の機能、あるいは市場規模といった点で、飛躍的に発展、拡大し、金融のランドスケープが二十五年前とは一変したということである。しかもこの変化はこれから二十一世紀にかけて更に、続行、拡大していくことが予想される。

第三の変化は、ブレトン・ウッズ時代の米国経済の覇権的地位が崩れて、東アジアとかヨーロッパ連合というものの役割が高まったことである。特に日本を中心とする東アジアは非常に貯蓄率が高く、かつ膨大な投資需要があり、非常に大きな金融・資本市場を生む可能性を秘めている。

第四の変化は、欧州における統合への動きが一層進展し、欧州経済通貨統合（EMU）がいよいよ秒読みの段階に入ったことである。統一通貨であるユーロ（euro）が果たして成功裏に誕生して立派な国際通貨になるか否かは、欧州域内のみならず世界全体にとって、特に通貨市場、通貨制度に非常に大きなインパクトを与えることが予想される。

このような様々な変化を背景として、既に述べたとおり、為替相場も大きく動いてきた。しかし、一九八五年のプラザ合意以降のドル高是正によつて、それ以前、多分ブレトン・ウッズ時代から一貫して割高であつたドル相場の水準は、ほぼ修正を終えたと思われる。従つて、現在のドル、円、マルクという主要通貨の相対的な相場関係は、ほぼ均衡圏内にあるのではないかと思われる。

しかし、現在の安定が将来も続くという保証は全くない。現在の均衡状態というのは、嵐の前の静けさであるかもしれない。嵐が起こるとすれば、それは統一通貨をめぐる欧州か、あるいは来年以降の米国経済の動向というところになるのではないかと思われる。いずれにしろ波乱が起これば、それが日本に及ぼす影響というのは、極めて大きいことは間違いない。

わが国は二十一世紀にかけて、経済構造の改革であるとか、経済の再活性化という非常に難しいことを、実行していかなければならない。そういう時に円をめぐる国際通貨情勢の安定というのは、少なくとも日本経済にとっては、最大の関心事の一つであろう。

こうした時期をとらえて国際通貨体制や為替相場制度の過去を振り返り、将来について虚心に検討するのは非常に意義深いことと思う。当面我々が特に関心を払うべきテーマとしては次の三つがあると考えられる。第一はニクソン・ショック以降の変動相場制というものの功罪。それから日、米、独という主要通貨国による政策協調努力の評価。そして、将来の為替相場安定のために何が出来るか、何をすべきかという問題。第二は日本を含む東アジアの通貨市場の将来の展望と、特にその中で日本とい

---

うものがどういう役割を果たすべきか、果たすことが出来るかという問題。第三は、ヨーロッパの通貨統合の展望とそれが及ぼす世界的なインパクト、それにどう対応すべきかという問題である。

本日は、このテーマに関しておそらく現在考えうる最高のパネリスト三氏にご出席いただいているが、皆様方の活発な御参加により本日のシンポジウムが有意義なものになることを期待する次第である。

---

## 二、円相場―その歴史と展望

元総理大臣、大蔵大臣 宮澤喜一

行天さんからすでに話があったように一九七一年にはブレトン・ウッズ体制が崩壊し、世界は変動相場制の時代に入った。それ以後、今日までの間、わが国経済にとつて一番大きな出来事は、プラザ合意であったと思う。おそらく我々はまだプラザ合意の影響から抜け切れていないであろう。同合意の影響のことを考えると、それは日本経済にとつて、二十世紀の終わりに起こつた最も重要な出来事であったといつてよいだろう。プラザ合意は東南アジアの国々の工業化にとつても大きな影響を及ぼした。

プラザ合意以降の経済的出来事を考える時、私は政治家として非常に苦しんだ、というのが本当のところだ。国際金融の分野に多くの学識経験者がいるにもかかわらず、ブレトン・ウッズ体制は崩壊したと宣言され、それだけで済まされて良いのか、情けない話だと、長い間思つていた。

ところが、昨年、ボルカー氏が十一月二十九日にロンドンで行なつた演説の原稿を私に送つてくれた。それをみて私は、為替相場の安定について、こういう考え方があるのだなと非常に元気づけられた。そこで国際通貨研究所の行天氏、大蔵省の榊原氏をお願いし、円、ドル、マルクの相場安定の方策をアカデミックにはなく、実際の問題として討議するシンポジウムを東京で開いてもらえないであろうかとお願ひした。行天氏、等の好意によつてこうした機会を設けることができ、かつ、ボルカー氏にもシュレジンガー氏にも多忙のところ御参加頂き、非常に感謝している。私はこの機会をただのデイスカッションではなく、為替相場安定に向けて一つのモーメンタムにしたいだけだと思つた。

日本円の為替相場が一ドル三百六十円に決まったのは一九四九年四月二十五日である。私は今では、そのとき現場に居合わせた数少ない生き残りである。同年二月にジョセフ・ドッジ氏が占領下の日本に来て、インフレ抑制政策を始めた。そのときの日本側の相手は池田大蔵大臣であり、私は彼の秘書官を務めていた。ドッジ氏は日本政府の作った予算をまったく壊してしまったため、占領下とはいえず、それは大変な混乱を生じせしめた。しかしドッジ氏、池田蔵相、私の三者の間には信頼関係が存在した。ただし為替レートについては、四月二十三日に初めて聞かされるまでドッジ氏は一言も語ったことはなかった。四月二十五日になって突然三百六十円と決定されたわけである。私にとつて驚きであったのは三百六十円という水準の問題よりも、タイミングの問題であった。インフレ退治は三月に始まったばかりであったので、四月に為替レートを設定するとは思わなかった。これは極めて意外であった。それ以後、この三百六十円という為替相場はボルカー氏も参画したスミソニアン合意が七一年の十二月に成立するまで続いた。

しかしながら、日本経済は三百六十円という相場の下では、なかなか旨いはず外貨準備は増えなかった。スミソニアン合意の前年、つまり一九七〇年の日本の外貨準備はいくらだったかというところ、まだ四十三億ドルに過ぎなかったのである。二十億ドル台の外貨準備を維持することは容易ではなく、何かあるとすぐ外貨が減少し、経済政策はストップ・アンド・ゴーを繰り返さざるをえなかった。私は時々、円相場が三百六十円でなく、もし三百八十円だったらどうであったかといったようなことを度々考えた記憶がある。しかし、それは現在の妻の代わりに他の女性と結婚していたら人生はどうなっていたであろうと夢想するようなものであって、はつきりした結論は何も出なかった。

七一年の八月十六日（日本時間）にニクソン大統領は賃金・物価の凍結、十%の輸入課徴金、ドルの交換性停止、などを含む新経済政策を発表したが、日本政府は当時まだ固定相場制度が消滅すると

は思っていないかった。従って、政府は東京市場を開いたまま、大規模なドル買いを行った。そうこうしているうちに、当時財務次官だったボルカー氏が一連の打ち合わせに日本に来た。結局、それがスミソニアン合意につながるわけである。十二月十八日のスミソニアン合意では円相場は一ドル三百八円になった。これによつて三百六十円時代というものが終わった。

現実に変動相場制に入ったのはいつかという点に関しては様々議論があるが、一九七三年の二月と考えていいと思う。それからいろいろな事があつたが、一九八五年九月になつてG5の蔵相がプラザ・ホテルに集まつた。そのとき円は二百四十二円であつた。プラザ・ホテルへ集まつた人々がドル相場をどれだけ下げようとしたのか、その後関係者に聞いてみたが、どうもはつきりした答えがない。二割でも引き下げられたら良いと漠然と考えていた人とそうでない人とがいたようである。実際にはその年の十二月末には円相場は一ドル二百円になつていた。従つて、その時点ですでに円相場は二割上昇したことになる。私が大蔵大臣になつた翌年の七月、円相場は百五十台円になつている。これは日本の産業界にとつて大きなショックであつて、これを克服するには東南アジアにでも工場を出さなければならぬ、といった話になつた。私は大蔵大臣として大いに介入した(たとえば一日で二十億ドル程度のドル買いを行なつた)こともあるが、効果はなく、その日のうちにまた円が上昇するといふことがよくあつた。そうした時期には大変苦しい思いをしたものである。介入以外にも減税をしたり公共事業も行なつたので過剰流動性は生じたが、一年位で日本の経済は落ちついた。一九八七年の十月にはダウ・ジョーンズ株価指数が急落したが(ブラック・マンデー)、その時には日本の経済界は、必要があれば支援策を採ろうかというくらいに元氣を取り戻していた。しかしながらブームは一九九〇年に終わり、それから後は周知のような展開となつた。ただ、日本からの対外投資(アジアの国々や中国も含む)は、プラザ合意以後、急速に増大した。サンフランシスコ講和条約の締結からプ

ラザ合意までの三十四年間に於ける日本の対外投資額とプラザ合意以後の同累積額との比は、一対三くらいになっている。その比率は対タイでは八・五倍であり、対マレーシアは四・六倍である。その後中国への投資も伸びている。これら諸国の工業化が日本からの投資によって大いに促進されたのは、極めて明白である。

G・7蔵相は一九八七年二月にルーブル合意というものを試みたことがある。そこにはボルカー氏も出席していた。当時、円は百五十四円であった。日本にとって百五十四円という水準はそもそも非常につらいものであったので賛成ではなかったが、G・7の間では相場を安定させようという雰囲気になった。しかし、実際には円は二か月の内に百三十七円になったわけである。従って、ルーブル合意の時には、まだ円高のモーメンタムというのはかなり強かったのではないか、即ち、為替相場安定の合意ができる状況ではなかったのではないかと思う。その後円相場は結局昨年四月十九日に七十九円七十五銭まで上昇した。昨年の四月のG・7では、ドルの秩序立った反転が必要であるというステートメントがあるわけだから、当時、円相場は行き過ぎであるという認識があったということであろう。それからあと今日まで、円相場は百円がらみの水準で推移してきたが昨年の七十九円というのは日本人にとって非常にショッキングなレートであった。たまたま神戸地震が起きたりオウムものサリン事件が起きたりしたこともあり、円相場上昇は非常に暗い出来事と受けとめられた。

昨今、日本の経常収支黒字は、非常な変化をみせている。一九九三年度の日本の経常収支黒字は千四百四十億ドルであった。一九九五年度の同収支は九百億ドルであり、一九九六年度のそれはおそらく六百億ドル程度になると思われる。従って、経常収支黒字は三年間で半分以下になるわけだ。これは驚くべき変化である。かつて、日米間で経常収支黒字をGDPの二%に抑えられるか否かという議論があったが、そうした水準はすでに達成されており、今では二%未満である。しかも、皆がそのこ

とに気がつかない内に実現されてしまった。ごく大雑把に言えば日本がかつて自国内生産していた、エレクトロニクス製品等も今では海外から輸入しているため、その分輸入が増えてきている。また、日本から輸出していた同製品も海外拠点から輸出するようになっていたため輸出も減っている。対外直接投資は輸出、輸入の両面で貿易黒字を減らす効果があり、両方相俟つて千億ドルくらいの黒字減らしにつながっている、との議論もある。

東南アジアについて一言述べると、ほとんどの国の通貨は米ドルにリンクしている。タイはバーツをバスケットにリンクさせているが、その八十%は米ドルであるとみられている。香港は一米ドル＝七・八ホンコン・ドルで現金通貨を米ドルにペッグしている。一方、台湾は自由変動相場制を採用しているようである。またどの国も円の外貨準備は非常に少ない。インドネシアは比較的円の外貨準備の比率が大きく四十%くらいであると言われている。これは同国が円債務を持つていることと関連があると思われる。そのほかの国も公的円債務が相当あるはずだが、それに見合うだけの円を保有しておらず、多少そこにミスマッチが存在するという問題があると思う。従って、アジア諸国は、メキシコ危機もあつたことでもあり、レポ協定を結んだりして、協調体制整備を図っている。レポ協定はアメリカのTBを買戻し条件付きで売却し、ドル資金を手当するものであり、日本、アジア諸国、オセアニア諸国の間でネットワークが構築されている。これら諸国は今年三月に京都で会議を開き、相互の一般的協調関係を強化することも表明した。日本政府としてもやがて日本国債を使ったレポが可能であるかどうか考えているようである。

日本の当局は円を国際化すべく努力しているが、大きく進んでいるわけではない。それは一つには、円相場が上昇し続けるため為替リスクを相手に負わせるチャンスがなかなかないことにある。また、日本企業が日本市場ではなく外国市場でものを買ことが次第に多くなっているため、現地通貨の需要



---

が伸びる一方で円の需要が伸びないという状況もあると思う。円の国際化を促進するには東京マーケットをどのように国際化していくかが重要である。私が聞いているところでは大蔵省は、外国為替管理法を大きく改正しようと考えているようである。いずれにしても円の国際化には源泉徴収税、有価証券取引税など税制の問題が必ず絡んでくる。しかし、大蔵省はそうした自由化、国際化を思い切ってやろうとしているようであり、大いに敬意を表したい。また是非それが実現することを祈っている。

---

## 三、為替相場の安定のために何ができるか

ポール・A・ボルカー

二十五年前、私はワシントンのスミソニアン博物館の古いレンガ造りの建物の中にいて、安定的為替相場制度が再構築されることを期待していた。しかし、それは非現実的な努力であることが分かった。一〜二年のうちに主要通貨は変動相場制に移行したのである。

変動相場制は理屈の上では少なくとも学習期間を過ぎれば為替相場の安定（「不安定」ではない）をもたらすものと考えていた人が多かった。ブレトン・ウッズ体制が終焉に近づきつつあった頃、市場は強い投機圧力にさらされたため相場をコントロールしようとして様々な（ただし、たいして有効ではない）措置が導入された。当時エコノミストは、変動相場制を導入すれば相場は新たな均衡点に達し、その後は各国間のインフレ率較差ないしは競争力格差に応じて緩やかに変化するようになると語っていた。

勿論、変動相場制の安定性に関して疑問を呈する人々もいた。また、歴史が示すところでは、相場が不安定化するという説の方に分があった。疑問はあったにしろ、各国政府は当時、投機圧力を前にして次第に無力感を強めつつあった。また、各国政府は国内経済に悪影響が出ることを恐れて経済政策の基本的手段である金融・財政政策を操作してまで固定相場を守ろうとはしなかったし、また出来もしなかった。

四半世紀たった今、我々は変動相場制に関し十分経験を積んだといえよう。その結果、明らかになったことの一つとして（私には疑問の余地のないことと思われるが）、為替市場は放っておいても

自動的に安定する（少なくとも長期にわたって安定する）ことはない、ということがあげられよう。このことは政策やインフレ率の収斂が顕著であった一九九〇年代においてもそうであった。その証拠としては、一九九三年から一九九五年にかけてみられたドル・円相場の展開（即ち、同期間中ドルは円に対して三十五%下落し、その後四十%上昇した）をあげれば十分であろう。十年前には、もつと深刻な変動が生じたことは記憶に新しい。当時、ドルは他の主要通貨に対し五十%ないしはそれ以上上昇、その後下落して最安値をつけるに至った。

このような為替相場の変動（他にも例をあげようと思えば数多くあるが）は各国間の物価上昇率の較差を反映したものではないし、所謂ファンダメンタルズを反映するものでもない。事実、為替相場の変動は固定相場時代よりもはるかに大きかった。そして、相場の変動は好ましくない結果をもたらした。例えば、一九八〇年代半のドルの大幅上昇はアメリカへの洪水的輸入増をもたらし、広範かつ強力な保護貿易圧力が生じたが、それにはなかなか抗しがたいものがあつた。日本の巨額な貿易黒字とそれにもなつて生じた資本流出は、その投資判断の甘さから後に巨額な損失につながつた。

もつと最近のところでは、円が対ドルで八十円まで上昇したことによって日本の競争力は打撃を受け、日本の不況は長期化、資金の流れが歪められた。日本の場合ほどドラマチックではないにしろ、これと同様の事例はヨーロッパにもあるし、その他の地域にもある。

しかし、公平を期すために、世界貿易の拡大スピードは変動相場制下でもGDPのそれよりも概して速かつたという点を指摘しておく必要がある。関税やその他の貿易障壁は削減され、国際的資金の流れをコントロールするような規制は大方撤廃された。

こうした動きが好ましいものであることは勿論である。しかし、この二十年間、世界経済の成長率が大幅に低下したのも事実である。先進国において特にそうであり、日本はその顕著な例である。し

かしながら、エコノミストは生産と生産性の伸びの鈍化の理由を十分理解していない。勿論、その理由の一つは、第二次大戦後二十〜三十年間の経済成長が爆発的であり、単純に言って、それは維持不可能なものであったということである。

一方、近年では貿易の自由化や技術の劇的進歩が経済成長率の上昇に寄与したのはまちがいない。ここでは生産と生産性の成長率鈍化が、変動相場制導入によって生じた為替市場の不安定性の増嵩と期を一にしている点を指摘するにとどめたい。

私は、為替相場の不安定性によつてすべて説明がつくというつもりはないし、それが他の要因よりも重要であると言おうとしているわけでもない。しかし、それによつて投資決定や貿易のパターンは歪められてきたし、それはコストを伴うものであることは事実である。

一方、資金の流れが自由であり、かつ市場が開放されている今日の世界では、公的当局が為替相場を安定させようとする試みは失敗すべく運命づけられているという主張がある。つまり、中央銀行の介入は巨額な民間資金の前に圧倒されてしまうというわけだ。金融政策を為替相場安定のために使った場合には、国内経済に悪影響が生じざるをえない。また、財政政策は政治的に問題が多く、使える状況にない。そして最早、政府であろうが民間であろうが、為替相場の妥当な水準、従つて防衛すべき相場について明確な考えを持っていない者はいない。

この点は私を含め、為替相場制度を改革し相場を安定させようとする者にとつて極めて重要な問題である。為替相場の安定を指向するのは私に限ったことではなく、欧州諸国も為替相場の不安定性は経済統合の基礎を危うくしかねないと考えている。その結果、欧州諸国は大陸諸国のコアとなる通貨間の為替相場を安定させ、最終的には相場を固定し共通通貨を導入するために努力している。

当面、国際的レベルで劇的なことが起こりつつあるわけではないし、起こる可能性もないし、また

起こることが望ましいわけでもない。期待できるのは、せいぜい、ずっと控えめではあるが重要かつ実行可能な目標、即ち、ビッグ・スリー（日、米、欧）間の為替相場の大幅な変動（その影響はあまりにも深刻である）を回避することに向けていくらかなりとも歩を進めることくらいである。もし、この目標を実現できるならば、ビッグ・スリーと密接な貿易関係を有する小さな国々にとつて自国通貨の為替相場安定は容易とならう。事実、過去の経験から判断して、小国はそうした方向の努力を惜しまないものと思われる。これらの国々は大型先進国よりも貿易依存度が大きく、従つて、為替相場の安定に重大な関心を有している。しかし、現状では相場安定化の努力は主要通貨間の変動によつて悪影響を受けている。

現在、私が考へている改革は旧ブレトン・ウッズ体制や現在の欧州通貨制度をモデルにしたような強固な為替相場制度ではない。そうした制度は、現在、世界の意思統一が著しく難しいこと、変化が急激であること、資本市場が巨大であること、などを考慮した場合、あまりにも厳格かつ野心的にすぎ。私の考へているのはG・7あるいは、より実務的観点からすればG・3（日本、アメリカ、そして欧州の立場を事実上代弁するドイツ）によつて、もつと非公式になされる改革である。

これら諸国はIMFと密接に作業するとともにIMFの経験豊富なアドヴァイスおよび見通しを国際社会全体の声として尊重する必要がある。その際特に、相互に関連のある広範な分野において合意が成立していなければならない。

第一に、主要国はIMFと協議の上、各国通貨の妥当な均衡相場について合意しなければならぬ。当然のことながら、均衡相場はかなり広い変動幅を伴う形で決められることになる。たとえば、それは中央値の上下各十%といった幅で示されることとなる（当初から広い変動幅を設置することは、現在の欧州為替相場制度と同様、過渡的措施である）。

第二に、参加国は決められた相場変動幅を協調介入（必要とあらば、かなりの規模で）によって防衛することが必要となる。介入は変動幅の上下限かその近辺で必要となるわけだが、変動幅の上下限までまだ余裕がある段階で実施されることが望ましい。

第三に、市場圧力が続いている場合には、参加国が為替相場維持のために金融政策を調整するくらいの用意が必要である。適切な調整措置が素早くとられれば、強い投機圧力に抵抗し強力な措置をとるといった事態を惹起しないですむ。

第四に、何らかの政策をとる必要が生じた場合にはIMFも選択肢を明確にしコンセンサス作りや市場心理に影響を与えるべく、政策議論に加わるべきである。また、IMFの幹部は内密に適切な政策提言ができるよう、自主的準備を怠ってはならない。

各国が「相場の均衡範囲」をどの程度公表するか、また同範囲の変更をどの程度の頻度で行うかは微妙な問題である。相場の変動幅は比較的広く設定されることになるが、これは一方で相場安定化が希求され、他方では非現実的な厳格さで相場を縛るのを回避する必要があるために生じる妥協の産物である。政策成功の鍵は政府および市場が均衡範囲の防衛を真剣に受けとめるか否かにかかっているが、これは実績を積むことよってのみ示しうるものである。

以上のようなアプローチが意味するところは以下の通りである。

上述の目標は、ある意味で控え目なものである。為替相場は中心から上下各十%の幅、即ち、上限から下限まで二十%の幅で変動しうる。この制度は相場に弾力性をもたせるだけでなく、完全無欠な均衡相場を決定することは不可能ということを認めたものである。同時にこの変動幅は、もしそれが維持されるならば、過去四半世紀の間にみられた三十%、四十%、時には五十%超といった極端な相場変動による悪影響を回避できる水準である。

時間の経過とともにセントラル・レート（均衡相場）を変更する余地も残されている。しかし、そうした変更は漸進的になされるべきである。セントラル・レートが変更される場合、その幅を1%ないしは2%以下に抑えることができれば、投機筋に対し容易に目標を与えずにすむ。為替相場の許容変動幅をセントラル・レートの変動幅に比較してはるかに大きなものに保つ方式は、ヨーロッパや発展途上国において為替相場管理上有効な方法であると考えられている。

私は、中央銀行が為替市場に介入するだけで、相場を予め決められた変動幅の中に維持できるといった幻想を抱いているわけではない。市場の潜在的圧力は、はるかに強大である。従つて、もし、為替変動幅維持協定に参加している国が、合意された変動幅を本気で守ろうとするのであれば、金融政策も同目的のために使用し、市場へ影響を与える必要が時折でてこよう。更に、財政政策も節度をまもり、大幅な赤字を回避し、金融政策を補完する形で運用する必要がある。

同時に、目標実現の難しさを誇張しすぎるのも問題である。為替市場では、妥当な為替相場が奈辺であるのか、かつ相場防衛ラインが奈辺にあるのか、がはっきりしてさえいけば、相場は安定化の方向にむかうというのが、理論および経験の示すところである。為替市場が、これまで極めて大きな変動をみせ、かつ極端な投機にさらされてきたのは、政府がめつたにリーダーシップを発揮せず、経済政策の主要手段を為替相場防衛のために使おうとしなかつたからである。

ヨーロッパ大陸におけるEMSのように、リーダーシップが発揮された場合には、たいした介入をしないで私が提案している幅よりずっと狭い範囲内に、しかも長期にわたつて相場の変動をおさえることができたことは注目に値する。

政府が前述の制度に対して反対する主な理由としては次の二つがあげられる。その第一は、為替相場維持のために金融政策を用いるとなると、それは所謂国内政策目標に反するおそれがあるという点

である。私が「所謂国内政策目標」と言うのは、為替相場が大幅に変動すると極端な場合にはそれが強いインフレが圧力を生じせしめたり、あるいは、不況圧力を生じせしめたりするため国内政策目標実現が困難になるからである。最近数年間の日本の状況は後者の例である。

私が一番良く分かっているのはアメリカの出来事だが、私の経験からいえば、為替相場の動向は、国内の金融政策や財政政策にとつても適切なシグナルを出すことがよくある。

一九七〇年代初頭は正にそうした時期であった。当時、ドルが下落し、インフレが制御できなくなっていたにもかかわらず、アメリカの金融政策はそうした事態に対し適切な対応を示さなかった。一九七〇年代末になって金融政策はようやく対応措置をとったが、遅きに失した。一九八〇年代末には為替相場に対する上昇圧力を緩和するために財政赤字を圧縮すべきであったが、そうした措置はとられなかった。より最近のところではアメリカと日本は円相場の上昇を抑えるべく、もっと早期に行動を起こすことができたのではないかと思われる。

ある特殊な環境下において、将来を展望しつつこうした判断を下すことは（後講釈とちがって）容易ではない。実際にはどの政府も決定を先延ばししようとするだけでなく、負担を貿易相手国に押しつけようとするため、物事は難しくなる。更に、殆どどの国でも財政政策の弾力的運用ができなくなっているため政府は金融政策の運営に当って為替相場の安定を一層重視することにはためらいがちとなっている。

しかしながら、私としては、為替相場の大幅な変動によって生産性や経済成長に悪影響が生じているという点之余りにも軽視されていることの方が気懸りだ。多くの為替取引業者や金融機関にとつて為替相場の変動が利益の源泉になっているのは厳然たる事実であり、相場安定化が強力に推進されることを願ってはいない。しかし、相場の乱高下で困るのは輸出業者、輸入業者、長期投資家、などで



あり、経済成長は彼等の行動にかかっているのである。

現在の状況は、為替相場安定化に向けて第一歩を踏み出すのに極めてふさわしいものと思われる。主要国の経済情勢は大きく収斂してきているだけでなく、最も重要な要因であるインフレも低水準で推移している。また、財政赤字削減に向けて真剣な努力がなされている。現在の為替相場体系にあまり大きな歪みはない。

しかし、悲しむべきことに、本当に為替相場を安定させようとする意気込みは、まだ感じられない。ヨーロッパでは域内の相場安定に向けて夢中になっている。日本はもつと差迫った問題を抱えているようだし、現在の為替相場水準は日本の産業にとって許容できるものである。アメリカの経済情勢は良好であり、市場は安定している。従って、今すぐ何かしなければならぬという切迫感はない。

一口で言えば、相場安定化のために必要とされるリーダーシップと切迫感が欠けているということである。実務的観点から言えば、何らかの危機が新たに生じ、事態が厄介なことになるのを待たなければならぬということであろう。

私が、こうした点を東京で指摘するのは、日本が他の主要国に比べ為替相場変動の影響を大きく受けやすいからである。日本の人々が、円相場が大幅に変動してもかまわないというのであれば、他の諸国も事態の改善に対し受身的姿勢を続けるであろう。

しかし、それは間違っており、日本にとっても、アメリカにとっても、ためにならないし、世界にとつてもためにならないことであると思う。私達は為替相場安定のために一緒に何かできるし、また、そうしなければならぬ。

## 四、国際通貨制度の現状と将来

ドイツ連邦銀行前総裁 H・シュレジンガー博士

ブレトン・ウッズ体制は、為替相場の変動が小幅にとどまったことと名目為替レートが長期にわたってきわめて安定的に保たれたことが特徴といえる。

後者の安定は、実質為替レートについては当てはまらない。少なくとも一九六〇年代後半以降は、ブレトン・ウッズ体制の基軸通貨たるドルは、連邦政府財政赤字の拡大と経常収支黒字の喪失、そして巨額の資本流出と相まって国内インフレの時代に突入した。名目的なドルの安定は、他の諸国、特にドイツによる非自発的な巨額のドル買いによって支えられたものであった。

この結果、少なくとも制度的な要因に基づく基軸通貨の大幅な創出を通じて、インフレ傾向が黒字国に波及することとなった。黒字国ではドルに対して自国通貨を切り上げる必要性が強まっていったが、その実現は政治的に困難であった。ドイツにおいては、マルクの切り上げ（一九六八〜一九六九）をめぐる国内の政争は、長期にわたったCDU（キリスト教民主同盟）政権の終わりをもたらすこととなった。

ここから次のようないくつかの重要な教訓が得られる。第一は、固定為替制度は、実質為替相場が多少とも安定的に保たれる場合にのみうまく機能する、ということである。第二は、そうした制度が機能する上での責任は最も重要な基軸通貨国にある、ということである。米ドルの場合にみられたように、アンカーとなる通貨が安定しないとすれば、制度全体が危機に陥り、結局は崩壊することになる。第三に、アンカーとなる通貨にとつては、その役割を他の通貨と分かち合う機会がほとんどな

い、ということである。例えば、ブレトン・ウッズ体制二十五年間のうちに、ドイツ・マルクは第二の基軸通貨として浮かびあがってきたが、マルクがきわめて高い安定性を保ったことは制度の緊張をやわらげるよりはむしろ緊張を高めることとなった。恐らく基軸通貨がドル、円、マルクあるいはユーロ、の三種類となったとしても、事態がより改善されるということはないだろう。

ブレトン・ウッズ体制崩壊に対する解決案として、欧州共同体諸国は、安定的ながら調整可能な為替相場制度を模索した。一九七八年に、この方向に向けての最初の試みがより強固な制度になった。ERM(為替相場メカニズム)を伴ったEMS(欧州通貨制度)は一九七九年に発足した。最初の九年間は、参加国間の著しいインフレ較差のため、主に欧州南部の国の弱い通貨が北部の強い通貨に対して切り下げられる形で何回もの調整が必要となった。多くの場合、そのタイミングは遅れ、またその調整は、市場に強い圧力が加わった場合に限られた。

一九八七年から一九九二年の期間は、情勢はより落ちついているように見えたが、これは、表面上だけのことであった。名目為替相場は安定的に保たれる一方、実質為替相場は各国のインフレ率較差に沿って非常に異なった動きを示した。弱い通貨の国は、きわめて高い金利により切り下げを回避しようとしたが、それは国内情勢と矛盾したものであった。為替相場の調整が行われるかわりに、EMU内の緊張が高まった結果、一九九二年には英国及びイタリアがERMを離脱、一九九三年には為替変動幅が二・二五%から十五%へ拡大された。変動幅拡大により、多少なりともリスクの伴わない投機というものはなくなった。その後現在に至るまで為替相場は大きく収斂している。ERMにおける最強通貨と最弱通貨の格差は、十五%の差が許されているにも拘わらず、約二・五%にとどまっている。

ERMの経験から得られる教訓は何であろうか。それは、固定為替相場は、もし金融及び経済情勢

が大きく収斂するならば維持可能だということである。この状態がさらに長期にわたって保たれるならば、欧州諸国は通貨同盟に移行することができよう（この点については、後でもう一度ふれることにする）。

新制度の導入はなにを意味するか。

それは、きわめて古い制度、すなわち金平価への復帰を意味するものではない。金平価に反対する議論は多くある。国際通貨制度の産金国への依存、金の退蔵がもたらす不安定化の影響、通貨の供給に関する限り政治力が及ばなくなること、などがそれである。

では、それは「きわめて古い」制度への復帰ではなく、「古い」制度への復帰を意味するのであるか。すなわち、ドルに対して固定的だが調整可能な為替相場、そのためにアンカーとしてドルが使われる結果、非対称性の問題が生じる制度であるが、これは勧められるものではなからう。

では、現行の制度を維持することはどうか。現行の制度は、主要先進国における変動相場制度と地域的な固定相場制度（ERMなど）や二国間の為替相場リンクなどが混ざりあつて出来上がっている制度である。ブレトン・ウッズ委員会（ポール・ボルカーが議長）は、この制度は為替相場のミスアライメント（不整合）やポラティリティ（変動）が大きく、コストが高くつく、と指摘している。同委員会報告はさらに、為替相場のミスアライメントは資源の非効率的配分につながり、先進国の成長率の長期的低下をもたらす、と論じている。そして、あらゆるヘッジ手段で補完したとしても、ポラティリティが高いため少なくともその分コスト高になる、と述べているが、まさにその通りである。

問題は、現行の制度から脱出するための現実的な方法があるのか、また、あるとしたらそれはどのような方法か、ということである。たとえば、以下の方法が挙げられよう。

a、ターゲット・ゾーン制度を通じる方法

b、例えばG・7などを通じた国際的政策協調の強化

c、経済情勢の収斂促進による方法

である。これらの可能性について簡単に私の見解を述べてみたい。

まず第一点のターゲット・ゾーン制度は、確かにブレトン・ウッズ体制ほど変動幅の狭いものではないだろうが、二つの問題がある。

第一の問題は、主要通貨のターゲット・ゾーンを誰が決めるのか。市場か政府か。また、そのどちらがよく知っているかと言う点である。私は、一般的にいつて政府が優越しているとは思わないし、彼らがしばしば国際的課題のほかに国内的課題を持っていることからみてもそうである。つまり、政府は選挙民のため、産業のため、農家等々のために、為替相場の一定の変更が国内的にどのような影響を持つかに関心をもたねばならないのであり、国際金融制度のためだけに働いてるのではないのである。また、各国政府がすべて同じボートに乗るとしても、そのうちの一つは象であり、ボートに乗る順番を決めなければならぬ。これは死活問題である。ミスアラインメントを避けるためにターゲット・ゾーンの中心相場を変更しなければならぬとすれば、この問題はとりわけ明白になるだろう。

第二の問題は、どのようにして為替相場をターゲット・ゾーンに収めるのか、という点である。中央銀行の介入によるのか、その場合それは「不胎化された」介入なのか否か、あるいは主に金利変更によるのか。いずれの場合も中央銀行が為替相場の動向に大いに注目しなければならぬとすれば、各国の中央銀行の行動を制限することになる。その結果いずれも、一般的に国内経済政策の自由度を制限することになり、すべての国がそれと同じように受け入れるかどうか疑問が残る。

第二点については、為替相場の安定のためG・7を中心とした政府間で、あるいはIMFの支援によりいつそう広い範囲で国際政策協調を求めるといふのはきわめて論理的である。誤解して欲しくないが、私はその両方が必要であると思う。多くの人々がG・7の政策プロセスに批判的である。例えばドーンブッシュ教授は、「G・7がグローバルな経済問題の発生を抑止するような制度的取り決めの創出に成功したためではない。」と言っている (The International Economy, Sept./Oct. 96)。だが、問題は、だれかそうした抑止を本気で期待する者がいたかということである。

私の経験では、G・7の会合は華々しくないほどよい。八〇年代後半のある期間、G・7のメンバーは為替相場を一定の範囲に維持する義務について合意したと市場が考えた時期があったが、そうした義務は実際には存在せず、ただ前向きな姿勢の表明があっただけであった。「外国為替市場において緊密に協力して行動すること」がその処方箋であったのである。

真に必要なのはG・7諸国間の自由な意見交換である。相手国は他の国に対して自国の希望を表明すべきである。これにより各国はどこかの国のマクロ経済政策を変更させるべくピア・プレッシャー(仲間うちの圧力)をかけることができる。それがうまくなされれば、特定の国が政策を変更する場合の助けになる。しかし、市場に強力な圧力が存在する場合には、G・7合意を基に為替相場が一定の範囲に保たれると期待するのは非現実的なことである。

第三の点で私が思うに、国際協調のための基礎として最も望ましいのは、主要国間の経済情勢の収斂度を高めることである。この収斂を促進することはIMFの任務の一つである。中でも最も重要な目標を一口で言うなら、各国当局はインフレの回避に全力をあげるべきだということであろう。

我々の祖父の時代には金がそれ自体価値があったように、安定した通貨というのはそれ自体で社会的価値を持つ。各国政府は、自国の財政問題を解決するために紙幣の印刷機を回すといったことを避

けるべきである。経済の財政的基盤を安定的に保つことが必要である。

幸いなことに、先進工業国はこの点に関して過去5年間どちらかと言えはうまくやってきた。G-7全体のインフレ率は年率二〜三%以下に低下している。七〇年代の大部分、及び八〇年代の前半はこの二〜三倍であった。このことも為替相場の変動幅が縮小する可能性を高めた。二年前私がプリンストン大学のウッドロー・ウィルソン・スクールで（ポール・ポルカー氏と一緒に）教鞭を執っていたとき、ドルは一・六〇マルクから一・五〇マルクに下落したが、その後若干の変動の後、現在は一・五四マルクとなっている。両国の経済状況は、物価の安定、長期金利、財政赤字や経常収支の赤字といった面で今やそれほど大きく違わなくなっている。

「経済的収斂」という言葉は、欧州経済通貨同盟（EMU）への道にとってもキーワードである。EMSとERMでの経験により、「一つの市場、一つの通貨」という原則は、加盟国の経済情勢がきわめて類似している場合にのみ実現可能であるということが明らかになった。

現在、欧州連合の十一カ国が金融面での基準をクリアしているというのは、以前なら考えられなかったことである。それは、物価がきわめて安定している（二%程度のインフレ）とともに長期金利の差が比較的小さく、ERM参加国の為替相場が事実上小さな変動幅（二・五%）の中に収まっているということを意味している。現在ERMには一〇通貨、国の数でいえばルクセンブルクをいれて十一カ国が参加している。

EMUの参加国に関する議論を追っている者は、財政面での基準に関してはこのような収斂が達成されていないことを知っているよう。現在、多くの国で財政赤字と政府債務の対GDP比は三%及び六十%という基準を上回っている。ほとんどの欧州諸国は、マーストリヒト条約に規定されているように、一九九七年までにこれらの基準を達成する、あるいは少なくともそれに近づくために、懸命の努

力をしている。

一九九八年に欧州議会はE M Uに参加準備が出来ている国を決定することになるが、そのときの状況は多少込み入って見えるかもしれない。おそらく、約六カ国からなるいわゆるコア・グループについては、E M Uのメンバーになることに特別の問題はないだろう。そのほかの四、五カ国も最初からメンバーになるチャンスがあるだろう。参加する用意の出来ない国、あるいはオプト・アウト条項を行使する国はその後で参加できるが、おそらく後になれば、ほとんどの国、あるいは全ての国が参加することになるだろう。

最後に、E M Uが国際通貨制度に対してもつ意味は何であろうか。

欧州では通貨面での緊張が少なくなるだろう。E M U加盟国間でこれ以上為替相場危機が発生しないとなれば、世界の外国為替市場全体にとっても朗報であろう。

一方、E M Uの単一共通貨であるユーロの役割は、現在のマルクの役割と大きく異なるものとはならないであろう。なぜなら、マルクはこれまでコア諸国の通貨同然の役割を果たしてきたからである。

言い換えれば、仮にユーロが国際的にマルクと同じ信認を獲得するならば（これが目標とされなければならぬのであるが）、ユーロは準備通貨としての役割をマルクや他の通貨から受け継ぐことになる。そうなってはじめてユーロはその役割を拡大することが出来るのである。

もう一つ予想できることは、E M Uの資本市場は、各加盟国の（主にマルク建ての）市場を統合したものと国際的により大きな役割を果たすことになると共に、E M Uが発足し、信頼性を獲得した暁には他の通貨の市場に対して若干重要性を高めることになるだろう、ということである。

しかし、このことは、必ずしも主要通貨とユーロとの間の為替相場の変動が従前より小さくなるこ



---

とを意味するものでもない。この点に関する研究も明確な答を出すに至ってはいない。より組織化されたドル、円、ユーロの「三極」体制を導入する方が容易ではないかとの考えを強調する声も多くある。しかし、この体制が何らかの政府間合意により取り決められることについて私が懐疑的であるとしてもみなさんは驚かれないであろう。

ただし、経済の基本的な基盤が健全であれば、市場全体が合理的に行動するだろうという点で私はむしろ楽観的である。すなわち、もし金融政策がインフレを回避し、過大な信用創造を避け、資産価格の新たなバブルを生じさせるようなファイナンスを行わなければ、また、各国政府が自国の財政秩序の維持に努めるならば、この前提条件は満たされるであろう。

---

## 第二部

パネル・ディスカッションおよび質疑応答

# 一、パネル・ディスカッション

司会 日本経済新聞社論説副主幹 小島 明

小島 三人のパネリストのお話で、為替相場の安定が必要であること、およびその方法、処方箋が明らかになったわけですが、シュレジンガー博士とボルカーさんでは処方箋がちがっているようです。まずボルカーさん、シュレジンガー博士のお考えに対してご意見ございますか。

ボルカー シュレジンガー博士は欧州のシステムに関して私の見方よりも好意的でなく、その崩壊という点にふれられました。この崩壊について私が注目したいのは、それがイギリスによってもたらされたという点です。これから得られる教訓は、制度を信じていない場合にはそれに参加すべきではないということだと思います。イギリスはその制度を防衛する余裕がなかった、ですから離脱したのです。それよりも興味深いのは他の通貨が安定していたということです。これらの諸通貨は為替相場の変動幅を十五%に拡大したにもかかわらず、実際にはほとんど変動がありませんでした。シュレジンガー博士は、それはインフレ面で違いがなかったからだとおっしゃいました。しかし、この間のヨーロッパ域内のインフレ較差は、独、米、日の間のインフレ較差よりも大きかったです。また、この独、米、日間のインフレ面で安定は為替の安定を生みませんでした。ヨーロッパで為替相場が安定していたのは政府が安定化を望んでいたからだと思います。政府がそのような行動をとり市場はそれに敬意を表したのです。さて、マーストリヒト条約と単一通貨の見通しについて見てみたいのですが、私の知る限りマーストリヒト条約の基準を満たしているのはルクセンブルク、アイルランド、アメリカ

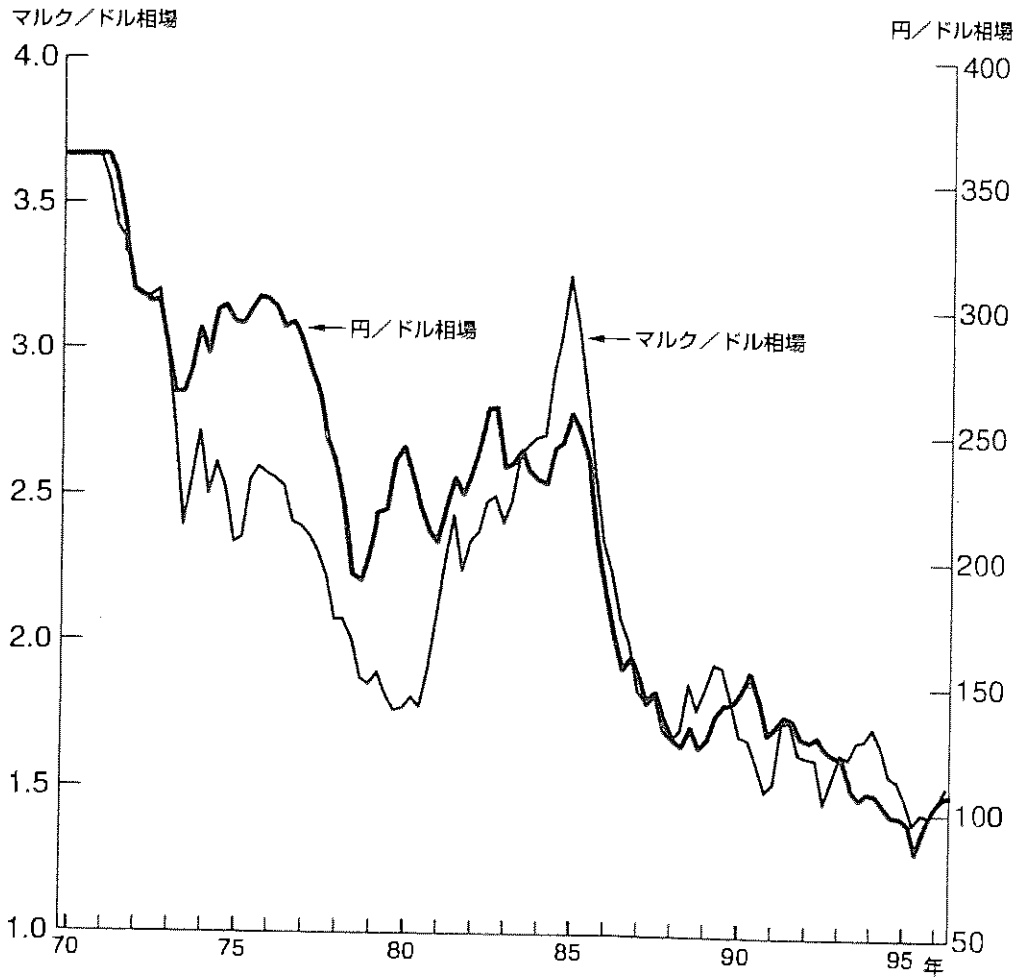
力の三方国だけです。

基本的に意見が違うのは、シュレジンガー博士のおっしゃった結論の点だと思えます。今年はいんフレも一層収束しており、それでシュレジンガー博士は為替相場の安定について楽観的なのだと思います。しかしお手許の第二図、第三図を見ていただきたいのですが、これを見る限り、為替相場は放っておいても自然に安定するといった証拠があるとは思えません。

シュレジンガー博士は政策協調が望ましいとおっしゃいましたが、私が長年見てきた限り、拘束力をもつ制度なくしては協調を得ることはできないのです。組織化されたシステムがないときには政府がG-7のような所へ出てきて、いつまでも議論し続けることになるでしょう。しかし、行動をとらせようとするなら制度が必要です。私は、私が提案しているものを固定相場制とは呼びたくありません。一九六〇年代にはSDRが創出されましたが、私はSDRにかけてSDFRを提案したいと思えます。つまり、Stable (安定した)、Disciplined (節度ある)、Floating Rate です。ですからSDFR (安定した節度ある変動相場) で合意してはどうでしょうか。

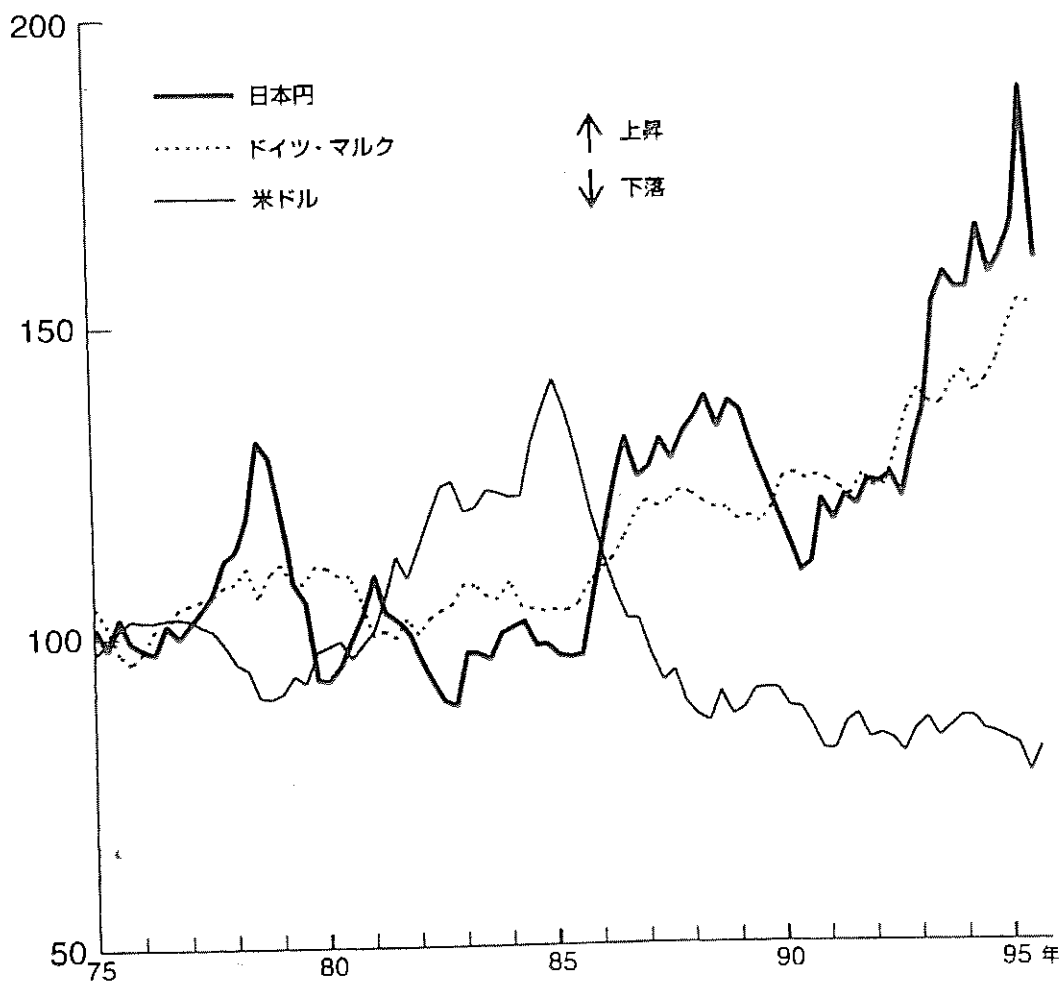
シュレジンガー ERMあるいはEMSに関していえば、名目相場は安定的推移を示しましたが、それは各国間の大幅な金利較差によつてもたらされたわけです。この大きな金利較差はいくつかの国では国内情勢に適したものではありませんでした。特に九二年はそうでした。従つて、表面上は良好に見えましたが、その内実は相当の緊張が存在していたのです。確かにボルカーさんご指摘の通り、イギリスは為替相場システムから離脱する必要はなかったのです。我々の合意によれば、英ポンド及び、イタリア・リラ問題の解決策はリアライズメント (再調整) でした。しかし彼らはこれを希望しませんでした。再調整するかわりにイギリスとイタリアは離脱を選択したのです。これはボルカーさんの

第1図 円・ドル相場、マルク・ドル相場の  
長期動向（四半期平均）

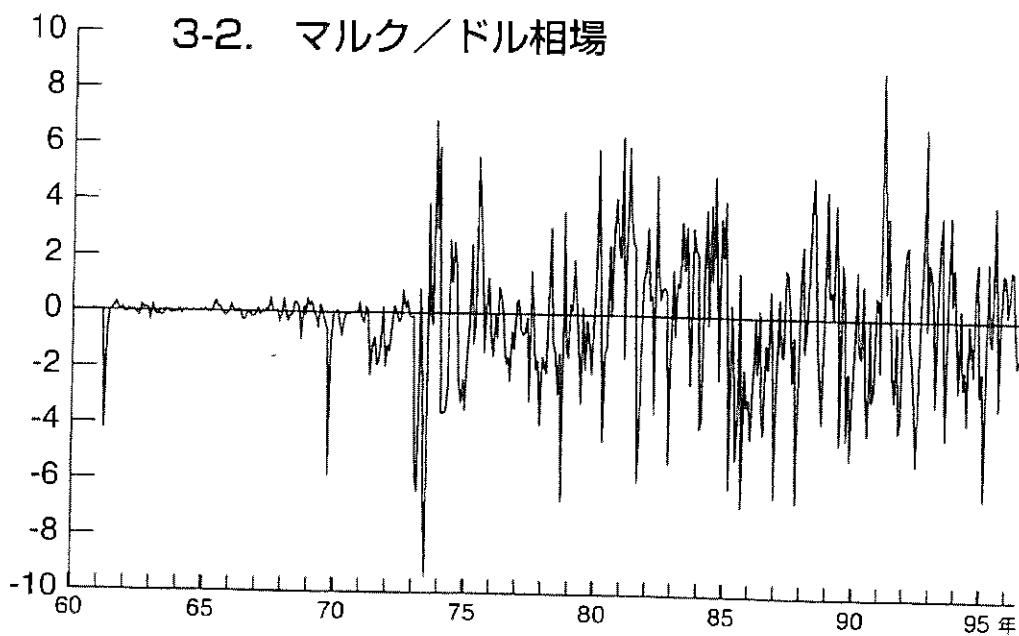
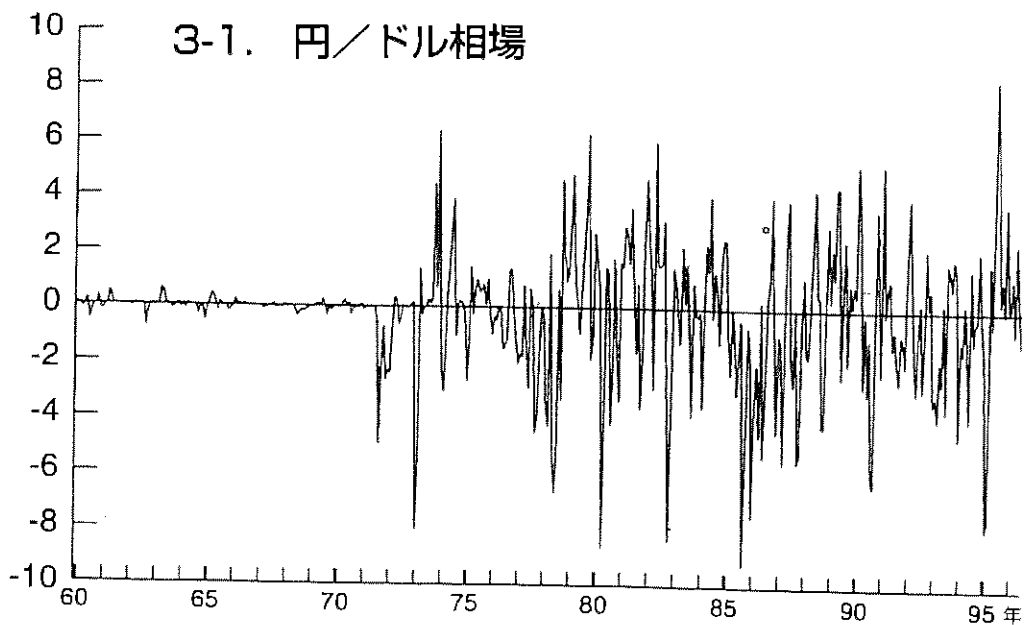


## 第2図 ドル、マルク、円の実質実効相場

(1975年=100、四半期平均)



第3図 円・ドル相場、マルク・ドル相場の  
ボラティリティ (前月比変動幅、%)



おっしゃるとおり参加したくない人間は参加すべきではないということです。

ここで申し上げたいのは次のことです。つまり変動幅の修正後、我々はイタリアを除いて先ほど申し上げたような我々が希望していた状況に到達したということです。各国のインフレ率は収斂しており、大きな金利差もありません。言い換えれば現在の為替相場は国内情勢に適應しないような金利較差の助けを借りることもなく、また各国の中央銀行による介入もなしに維持されているということです。

ヨーロッパのコア諸国は今や相互依存関係が大幅に強まっており、これらを個別の国家経済と認識することは難しくなっています。むしろ実体的には欧州経済と言った方が良いわけです。いろいろな意味でEU諸国間の違いは、アメリカのいくつかの州の間に見られる違いほど大きくなく、むしろ小さい場合すらあろうかと思えます。

ところで、短期の変動はそれほど重大なことなのでしょうか。短期の変動はそんなに経済にとつてマイナスなのでしょうか。実質的に誤った相場が長期的に続いた場合はもつとマイナスなのではないでしょうか。貿易の発展あるいは資源配分に関して言えば短期の変動が生じても困難な問題が起こることはないと思いますが、実質相場が長期にわたって乖離するミスアラインメントのほうが問題だと思えます。

ボルカー 日々の変動や月々の変動といった短期的な変動よりも循環的な長期変動の方が重要だというシュレジンガー博士の考え方に賛成です。第一図をみて私の論点を示したいと思います。一九八〇年代の初頭には、ドルは対ドイツ・マルクでその価値が二倍になり、その後、それ以上の下落を見せました。その右の方ではスケールが違いますから、実額の変化は小さく見えますが、パーセンテージ



でみた変化は一九九五年も一九九六年も非常に大幅であり、これらが大きな打撃をあたえたことは疑いないとおもいます。

シュレジンガー 一言付け加えたいと思いますが、この期間というのは特殊な時期でした。一九八一年は米国の政策が特に大きな片寄りがあつた時期と言えるでしょう。

ボルカー 確かにその通りです。一九八〇年代初めのアメリカの経験に最も類似しているのは一九九〇年代初頭のドイツだと思えます。米、独とも財政均衡化のための増税をしたくなかった。この財政政策の破綻が全体に歪みをもたらしたのです。私が提案しているような緩やかな制度でさえそれを導入するとなると、政府は反応せず、しかも誤つた財政政策を自らコントロールできないという困難に直面します。政府が責任ある財政政策をとらない限りその失敗を金融制度によつて解決することはできません。しかしながら、もし我々が何らかの一般的な為替相場の基準を設定し、しかもそれに本気で取り組むのであれば、そういった基準がない場合よりもより健全な財政政策が営まれる可能性は大きくなるだろうと思えます。

宮沢 第一図のようにプラザ合意から今日まで円とマルクの対ドル相場推移は非常に似ています。シュレジンガー博士にお尋ねしたいのですが、この十年の間日本は円高で非常に苦勞し、かつ今も苦勞しております。しかしドイツではそういう苦勞話を聞いたことがありません。おそらく日本ですと円建て契約は今でも輸出で三割、輸入で二割くらいだと思えますが、ドイツのマルク建て輸出入は七割とか五割とかになっている。それが関係しているのであるうし、また対米貿易のウエイトも違うの

かもしれませんが、どうしてドイツはマルク相場の変化にあまり動揺しないでいられるのでしょうか。シュレジンガー ドイツの貿易は対アメリカよりも対欧州諸国の方が多いのです。そのため、ドイツにとって対ドル相場は日本の場合ほど重要ではありません。また、現在のマルクの実質実効為替相場は七二年当時と比べてもそれほど高くありません。ドイツ・マルクは日本円ほど切り上がっていないのです。

**宮沢** ユーロが導入された場合のことが、なかなか分かりにくいのですが、仮にドイツもフランスも入って通貨同盟ができた、という時に、金利はドイツの金利とフランスの金利とではまったく別々の水準になるのですか。失業率は一緒になりませんか。

**シュレジンガー** 中央銀行に関する限り、金利はひとつになります。つまり、インターバンク市場の金利はひとつということです。勿論、債務者の質が違うことによつて金利は変わることになります。失業率は勿論国によつて異なるでしょう。例えば現在のドイツでもずいぶん地域差がありますから。  
**小島** 先ほどシュレジンガー博士とボルカーさんが述べられた通貨安定、為替安定の処方箋についてのようにご判断していらっしゃるか、宮沢さんにご意見をいただきたいと思ひます。

**宮沢** シュレジンガー博士のお話では、通貨政策当局は信用の膨張を避け（経済がバブル傾向にある時は特に）、インフレをコントロールする必要があります。また、政府の財政政策はきちんとしてい

なければならぬ。そうであれば、政策の収斂はどうしても必要になります。そうなればシュレジンガー博士は為替市場はリーズナブルに行動するであろうとおっしゃいますが、ボルカーさんは経済的収斂が達成されたときにも市場はかならずしも合理的に行動するとはかぎらないとおっしゃる。ボルカー説の最も重要な点は、結局のところ為替相場の安定は政治的意志の強さにかかっているということなのだと思えます。マーストリヒト条約締結後のフランスとドイツをみれば分かるように政治の強い意志が働いています。コール政権は三十万人のデモに遭った。これはボンの人口より多いわけです。シラク大統領だって強力なリーダーシップを発揮しました。だから政治の意志は働いていると思えます。マーストリヒト条約締結の時にも、やはり政治の意志が働いていたからこそああいうことができたとはいえましょう。

**小島** マーケットのボラティリティはアメリカの政策のボラティリティによるものという指摘もよくございますが。

**行天** シュレジンガー博士のご意見のうち、インフレ率を収斂させれば為替相場は安定するという考えは現実的ではないという気がします。実際の為替に対する需給というのは必ずしも金利差だけで動いていないのです。現実の為替市場はもつと非合理的な要素の集積によって動いておりますから、そのへんを沈静させるような何らかの手段がないと実際の為替市場というのは安定しないであろうと思えます。

問題なのは、インフレ率に差があるから為替相場が動くということではありません。インフレ率に差があるから為替相場が動くというのは当たり前です。購買力平価の変化にともなって為替相場が変

化するというのはむしろ極めて合理的であつて、経済をゆがめることはないであろうと思います。問題なのはファンダメンタルズ以外の攪乱的要素で為替相場が非常に大きく動いてしまい、その結果、相場が均衡水準と思われる水準から離れたところで定着してしまう状態、つまりミスアライメントと言われる状態だと思ひますが、これが一番経済にとつて害が大きいのだらうと思ひます。

それからシュレジンガー博士のお話の中でボルカー案に対して、そもそもセントラル・レートを合意するのは非常に難しいではないか、というお話がありました。それは私も全く同感であります。円・ドル・レートの場合、米政府と日本政府の間で合意できるセントラル・レートをみつけだすということは、特に為替相場が動いているときはおそらく不可能に近いと思ひます。今から振り返つてみますと、例えば一九八七年のルーブル合意の時、米政府は百四十円台の相場でドルを安定させる、まさにセントラル・レートみたいなものを創ろうとしました。ところがその相場水準というのは当時の日本の考え方からすれば、非常に円高すぎて、とてもセントラル・レートを決めるわけにはいかないという事情だったのです。ただし最近のように大きな波動を繰り返した後、円・ドル・レートも両国が共に著しく均衡を失っているとはいえないであろうと思ふような水準に入っている時期であれば、私はセントラル・レートについて合意するということは決して不可能ではないであらうと思ひます。私が考えますに、ボルカー案の一番難しい所は、相場を守るための負担を誰が負うのかということであります。誰がより多くの責任を持つべきかと言う点で合意するのは非常に難しい。ブレトン・ウッズ時代、特に初期は世界の中でも黒字国は事実上アメリカだけで他の国は赤字国だった。あの当時の不均衡の是正というのはすべて赤字国が背負っていた。ところが変動相場の時代になつて今度は逆にアメリカが赤字国になつて、日本とかドイツが黒字国になりますと、責任は黒字国だという議論に一八〇度変つたわけです。どちらが正しいのかこれは判断が難しいと思ひます。私としてはそこに

は純粹な經濟問題だけでない、政治經濟学のようなものが働いていたと思います。そういう力が働き続けられ、これからも不均衡の調整を誰の責任でやるのかと言う問題は、その時々々に相談したら結論がでるといふわけには絶対にいかないと思います。お互いが合意できる何らかのルールがないと、この調整負担の分担という問題が、おそらくこのボルカー案を成功裏に実施させるために非常に大事な、しかし非常に難しい問題として残るのではないかと思います。

**宮沢** 私も行天さんが言われたことに非常に賛成なんです、さつきボルカーさんは一種のユーモアなのかもしれませんが、為替相場安定のためのメカニズムは今みたいに落ちついているときにはできない、大変なことにならないとできないと言われた。しかし、実際に大変な時というのは当事者の利害が衝突するからもつと難しい。彼はまた、日本とアメリカは最近では円があそこまでいかないようにもつと早く対処することができたのではないかとも言った。経済的なファンダメンタルズの収斂が必要であるということはその通りですが、その一方で両国のナショナル・インタレストが一致するということも必要です。今、為替相場に関して日米はそういう状況にあるのだと思います。ですから両国間に相互理解が存在するのだらうと思うのです。そうであればコストはどちらが持つかという問題は、大したことではないだらうと思います。

**ボルカー** 宮沢さんがおっしゃったこと、行天さんがおっしゃったことに多くの点で私も同感です。いかなるシステムも物価がある程度安定してない限りは旨くない、また、いかなるシステムも十分に節度ある財政政策が存在しないとうまくいかない、という点で我々の意見は一致していると思います。違いがあるのは、ではそれだけで十分かどうか、という点です。私はそれだけでは十分ではな

いと思います。シュレジンガー博士はほとんど十分だというお考えかもしれませんが。しかし私は財政が硬直的な時には問題があると思います。これは私が提案しているような緩やかな制度を実行に移す場合でも大きな障害となります。セントラル・レートを設定する際には確かに問題がありますが、解決できない問題であるとは思いません。行天さんがおっしゃったことは全く正しいと思います。今解決した方が危機になった時解決するよりもずっと容易だろうと思います。最も困難な問題は、いつ、誰がなにを行うか、ということです。一九六〇年代には明確なルールが存在しておりました。そこでは赤字国が負担する、あるいは負担を強いられたのです。ヨーロッパのシステムでも同じになっています。ドイツの国際収支が非常に強いいため、他の諸国は為替相場を変更したくないと思えば、為替相場を維持するため政策を調整するわけです。

小島 パネリストの皆さんありがとうございました。これからは出席者の方々に質問をしていただきたいと思っています。

## 二、質疑応答

出席者 アメリカの対外債務は九五年末で八千億ドルを越えて来年には一兆ドルを超えるのは間違い無かろうということですが、米ドルの信認に与える影響はいかがでしょうか。第2にユーロが出来た場合、それがユーロピアン・セントラル・バンクの強力なコントロールの下に置かれれば、将来、国際基軸通貨になる可能性が考えられるでしょうか。

ボルカー ただ今のご質問が、米国が世界最大の債権国から最大の債務国に急速に転落したという状況下でのドルのパフォーマンスについての質問だったとすれば、私は八〇年代初に公な場でたびたび警告したように、これまでも何度かお話ししてきました。つまり、大きな危機が起こるだろうと言ったのです。しかし驚いたことに大危機はまだ起こっておりません。世界中をまわってみても多くの人がドルを使いたがっており、米国の債務が増えているにもかかわらず米国に投資をしたがっているのにはいつも感心します。唯一言えるのは、アメリカは私の思っていた以上に大きくて強い象だということだと思えます。二番目の質問については、シュレジンガー博士が答えられようとしていることと同じ考えです。個別の通貨がユーロになった後でどうなるかということに関して今以上に大きな違いが生じることを期待してはいけないと思います。

シュレジンガー 現在、ドルは第二、第三の準備通貨の二倍以上の役割を果たしていますが、ドルが大きな問題を抱えているとは思いません。ユーロが第二の準備通貨としての役割を担うようになるためには、長期にわたって信認を維持することが必要です。むしろ多くの人は、全く逆の質問をしてきます。つまり、ユーロは現在のドイツ・マルクのような役割を果たせないのではないかと。ユーロの役割に関してはボルカーさんと同じ意見です。

出席者 シュレジンガー博士に対する質問です。ユーロはどういったインパクトを円および日本経済に及ぼすでしょうか。

シュレジンガー ユーロの対外的な役割はマルクがこれまで果たしてきた対外的な役割とだいたい同

じ様なものだろうと思います。それほど大きな変化は起こらないでしょう。ですから、意志決定や国際資本移動に関する限り大きな変化はないだろうとみています。

**行天** 私にもコメントさせて頂きたいのですが、ユーロが統一通貨になってもそのことだけですぐ円に何かがあるということではないと思います。将来E.U.経済が大きくなり、かつユーロのマーケットが非常に効率的な流動性の高いマーケットに発展するということになりますと、国際的な取引におけるユーロという通貨の利便性はかなり高まる可能性がある。その時、もし円がそれに対抗できるような状態になつていないと、国際取引において使用される通貨という意味ではユーロの役割が高まって、円の役割が相対的に減る可能性はあると思う。ユーロの成立は国際通貨制度の一層の安定という意味では大きなプラスになる可能性はあると思います。円および日本にとって、いい意味で非常に手強い競争相手ができるという可能性があると考えておかなければなりません。

**出席者** ボルカーさんに伺います。政治のサイクルがあると思います。選挙のサイクルが、アメリカでは四年、日本では三年未満です。これ乗り越えて政策のコンシステンシーを保つていくにはどういう工夫が必要でしょうか。

**ボルカー** さっき言ったことをもう一度繰り返したいと思います。私が提案しているような為替相場システムをきちんと作った方がうまくいくだろうということです。

**出席者** ブレトン・ウッズ体制の特徴の一つは、各国は勘定を決済しなければならず、これによって



無制限な債務の累積を防ぐことができたという点でした。たとえばアメリカが自発的に継続的な経常収支の赤字や公的債務をドル以外の準備通貨で決済することに合意したとした場合、それは全体的な為替制度の安定にどういった影響をもたらすとお考えでしょうか。

ボルカー 現実の世界でそのようなことはおこりません。それは金や他の交換可能通貨にたいする需要の問題です。どこかの国が米国にやってきて、米ドルを他の通貨に交換して欲しいと言ったりすれば、アメリカは、ノーというでしょう。「貴国がドルを買ったのは貴国の決断によるものです。貴国にドルを買いなさいと言ったわけではない。マルクが欲しければ市場でマルクを買うべきで、我々のところには来ないで下さい」と。

小島 自国通貨だけで赤字のファイナンスを続けられるのは歴史上アメリカが初めての例だと思いますが、行天さんいかがでしょうか。

行天 ボルカーさんが言われたように、そのような事態は起こらないと思います。そういう事態は債権国が債務証書としてドルは受け取らないと言わない限り起こらないと思います。債権国がドル資産を受け取らないといい、かつアメリカがそれに合意したとすれば、それは非常に強い拘束力をアメリカの政策に対して及ぼすことになるでしょう。

シュレジンガー ドルの海外における保有高というのはアメリカ以外の国によって決められるという有名な方程式があります。仮にアメリカがその債務の一部を決済しようとするなら、アメリカは経常

収支を黒字にすることにより外貨準備を蓄積する必要があるでしょう。しかし、これは現実にはすぐ起こりそうにない状況です。

小島 今日のスィンポジウムには盛沢山の内容がありました。宮沢さんにこれまでの議論を総括していただけないかと思いますが。

宮沢 聞いていらつしやる方は皆さんそれぞれ結論を出していると思います。私にとって印象深かったのは以下の点です。第一に為替の安定というのは何らかのディシプリンがなければどうしてもできないということ。第二にボルカー氏が具体的に彼の考えを述べてくれたこと。この点は勇気づけられるものでした。第三に、日本とアメリカはボルカーさんが言っているようなシステムを構築しうる環境にあるのではないかという点です。E.U諸国は現在、マーストリヒト条約の目標実現を優先していただきますから、円とドルに対して相場を安定させるためにエネルギーを割く余裕がない。しかし、やがて三極の政府が相互に相場の安定を図るようになるだろうと思います。