

財団法人国際通貨研究所

円の安定化のための提言

IIIMIA
Institute for International Monetary Affairs

Occasional Paper 3

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

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

円の安定化のための提言

財団法人国際通貨研究所

序

本稿は、一九九六年三月に（社）日本貿易会が発行した「円の安定化のための提言」（「円の安定化」研究会執筆）の要約として同会が纏めたものである。「円の安定化のための提言」は、国際通貨問題についてのわが国産業界による初めての本格的研究であり、この内容をより幅広く内外の皆様方にお読み戴き更に議論を盛り上げるべく、今般、要約版として改めて刊行するものである。

尚、本件に関連し（社）日本貿易会は、当研究所と共催して、一九九六年六月に、講演会「円の安定化に向けて」を東京及び大阪で開催した。

一九九七年一月 財団法人国際通貨研究所

『円の安定化のための提言』（要約）の発行によせて

（社）日本貿易会では、一九九五年十月に特別研究事業として「円の安定化」研究会を発足させ、一九九六年三月に研究報告書『円の安定化のための提言』を取りまとめた。

委員長・・・・・・・・江尻 宏一郎（社）日本貿易会会長・三井物産（株）代表取締役会長
主 査・・・・・・・・石田 護 伊藤忠ファイナンス（株）顧問
ワーキング・幹事・・久保 広正 丸紅（株）調査部部長代理
グループ

この度、作成された本書『円の安定化のための提言』要約版（日本語および英語）は同研究会主査を務められた石田 護伊藤忠ファイナンス（株）顧問のご尽力によりまとめられたものである。

また、本要約の刊行にあたり、（財）経済広報センターの支援を得ることができ、感謝の意を表したい。

なお、本件に関するお問い合わせは、（社）日本貿易会広報部（電話 03-3435-5972、FAX 03-3435-5969、ホームページ URL <http://www.fjt.co.jp/JFTC/>）まで。

一九九七年一月

社団法人 日本貿易会

はじめに

一九九六年三月、社団法人日本貿易会は特別研究『円の安定化のための提言』を発表した。日本貿易会は貿易業務を行う商社・メーカーの団体であり、本研究は変動相場制下で長年為替変動と苦闘してきた産業界が為替変動と国際通貨体制について手掛けた初めての本格的研究である。日本貿易会では、そのメッセージを海外にも発信するため、通貨問題について研究・発表している海外の主要シンクタンクやエコノミストを読者と想定した英文版を作成することとした。

従来産業界が為替についての議論に積極的に参加することはなかった。メーカーも商社も為替レートは与件として、海外生産ないし海外調達へのシフトなどによる対応に専念してきた。個別企業がこのようなようにして損益計算書への悪影響を排除し、一株利益の維持向上に努めるのは、私企業として当然のことであるが、産業界として今にいたるまで政府・金融界・経済学者が為替の議論を任せていなかったかは疑問である。経済学者は現実の為替変動を説得力をもって説明することができなかったし、また政策当局は為替変動に受動的に対応することが少なくなかった。このことが今般産業界が自らの体験に基づき発言することの背景であった。

研究グループの主たるメンバーは、日本貿易会の中核メンバーである総合商社の財務部及び調査部の現職部課長であるが、銀行・経済学会・行政からも少数の専門家の特別参加を仰いだ。その報告書『円の安定化のための提言』は、産業界の経験をも考慮に入れた為替レート変動の説明と円安定化策の提案の試みである。今般の英文版が、通貨の安定という世界経済の重要課題について日本と海外の研究者の間での意見の交換と共同研究を促す端緒となれば幸いである。

論 点

九四年夏には一〇〇円台であった円の対ドル・レートは九五年四月には八〇円を割る円高となったが、十月には一〇〇円台に戻した。約一年の間に生じたこの二〇円の乱高下を説明する経済条件の変化はこの間何もなかった。この言わば根拠なき円の乱高下は、景気循環的にはわが国現下の不況を深刻化・長期化し、構造的には製造業の海外移転を加速させた。この二〇円の乱高下なかりせば日本国内に留まっていたであろう生産の海外移転が行われたのである。その動きは若干減速したとはいえ、円が一〇円前後では安定していた九六年を通して継続した。

その理由は明白である。現実一旦八〇円を見た以上、一一〇円前後のレートを採算レートとして国内に大型設備投資を行うより、かなりの為替変動による採算悪化をも吸収するであろう決定的低コスト国に生産を移転する方が賢明であると企業経営者が判断しても不思議ではない。かかる国内設備投資がいつ損失を出すことになるか、誰にも判らないからである。それなかりせば国内に留まっていたであろう生産の海外シフトは、長きにわたってGDPと雇用にマイナスの影響を及ぼすものと考えられる。比較的短期間の二〇円の上下の振れは、経済的根拠がなかったという意味で全く余分なものであったばかりか、現実日本経済に損害を与えた点で有害であった。

この円の乱高下の結果わが国の経常収支黒字の縮小が大幅に進行したことは否定できないが、上述の日本経済への悪影響は結局は世界経済全体に悪影響を及ぼすことを無視してはならない。実際にこの心配が、一九九五年四月G7がドル安・円高傾向の反転に合意した理由の一つであった。

一部の研究者は、現実の円ドル・レートが日米間の貿易財の購買力平価に基づく理論的為替レートに収斂していることを、事後的に検証することにより、現実の為替レートを明示的に、あるいは、暗黙の内に正当化している。このような事後的分析が陥る落とし穴は、円高とともに日本企業が先ず利

益を圧縮することにより輸出先市場価格に合わせる価格政策（いわゆるPTM）を実践し、次いで、それでは損失を余儀なくされ、更に日本国内での生産合理化や経営リストラクチャーでも回復不可能と判断した時には、海外に生産を移転してきた事実を見落としがちなことである。現実の為替レートは、そのようないわば生産のわが国からの落ちこぼれと、それに伴う配置転換や失業などの人的犠牲が行われた結果を示すものである。産業界の立場から言えば、現実の為替レートと購買力平価に基づく理論的為替レートの収斂は、いかなる企業といえども限りなく損失を続けることはできないことを示しているに過ぎない。

日米の対外不均衡の規模に鑑み、長期的な円高傾向は当然である。為替相場に時に行き過ぎがあることも当然である。そのような円高により、わが国の経済構造が高度化することは当然であるばかりか、必要でさえある。それこそマーケット・メカニズムの正常な機能というものである。經常収支黒字の縮小には時間がかかるであろうが、一九九五年四月にG7が認識したような日本経済への深刻な悪影響とその世界経済への波及は避けられるであろう。その間わが国が經常収支黒字を資本を必要とする諸国にリサイクルしなければならないことは言うまでもない。

産業界が問題視するのは、そのような当然の為替変動ではなく、過去に繰り返してきた過度の円レート変動と過度の円高である。今後も日本の經常収支黒字とアメリカの經常収支赤字の規模及びアメリカの対外純負債の累増というドル不安の基本構図が存在し続ける限り、アメリカの経済状況やそれに関連した政治状況の変化次第で、またはメキシコ通貨危機のような外部要因により、再びドル不安が顕在化する可能性も存在し続けると考えなければならぬ。このことはわが国の經常収支黒字が相当程度縮小しても変わりないと思われる。ドイツは經常収支黒字が消滅した後も、ドル不安顕在化の度にマルク高に悩まされてきた。ドル急落の際の相手通貨の筆頭候補は円である。それ故、円の側に問題がなくても、再び急激な円高に見舞われる可能性を否定することはできないのである。最近の

アメリカ経済の好調さに目を奪われ、対外純債務累増という潜在的なドル不安要因を見落としてはならない。

円安定化の研究である本稿は大別して二つの部分から構成されている。第一は、日本が独自になすべき課題である円の国際化のための東京金融資本市場の改革である。第二は、為替変動を抑制するための国際通貨体制のあり方である。これは世界全体の問題であって、国際的な対応を必要とする。アメリカのエコノミストを読者と想定したため、第一の部分については簡単に概観し、第二の部分をやや詳細に紹介する形となっている。

「二」 わが国金融資本市場の在り方

円の安定化の研究に、何故わが国の金融資本市場の在り方を問わなければならないか。

英米両国は世界最大の資本輸出国であった時に、それぞれロンドンとニューヨークを国際金融センターに発展させた。資本を必要とする外国人は資本輸出国の通貨を借りに来るものである。英国が資本輸出国であった時代、後進資本主義国が鉄道建設・工場建設、時には戦費までもロンドンにポンド建てで借り入れにきた。またポンド建て銀行引受手形が広く世界の貿易取引の金融を引き受けた。このような資本輸出が経常収支黒字を相殺し、金本位制という制度面の裏付けもあって、ポンド相場を安定させた。アメリカも第二次大戦後の世界経済再建のための資本を供給し、ブレトンウッズ体制下でドル相場が安定した。経常収支黒字に見合う資本輸出があり、制度的な裏付けがあれば、為替は安定するのである。

わが国は一九八〇年代後半に世界最大の資本輸出国となったが、規制緩和を怠った結果、東京市場

は現在でも資本輸出が十分に促進されるようには整備されていない。わが国の資本市場は九〇年代半ばになってやっと規制緩和の効果が現れるようになったが、それまで資本輸出の企業が母国の市場ではなく、主としてユーロ市場で起債し、それを同じ資本輸出の機関投資家が購入するという正常とは言えない状況が続いていた。サムライ債（外国人による東京での円建て債）が最近まで低迷していたのは当然である。時代後れの社債決済制度を温存してきたため、わが国の社債流通市場は現在でも外国投資家が利用し難いことで知られている。

このように外国の発行体が東京市場で借入れを行うことが少ないことから、わが国の機関投資家は金余りの八〇年代大量のドルを買って米国債に投資した。彼らは八〇年代の後半の予想を遥かに上回った円高により巨額の為替損失を被った。この時の教訓が、彼らが九〇年前半にドル債購入を手控えた主要な理由である。バブルの崩壊によりバランスシートが悪化していたことは、副次的な理由といてよいだろう。何故なら、近年の為替変動の大きさに比べると金利差は微々たるものであり、仮にバランスシートが良好であつても八〇年代の為替損失の経験の直後に機関投資家が再び大量の米国債を購入したとは考え難いからである。

実際に九〇年代に入ると、わが国の経常収支黒字は八〇年代のようには輸出されなくなった。円は九三年クリントン政権のトークアップにより急騰したが、すでに九〇年の年平均一四四円から九二年には年平均一二六円に上昇していた。我が国の経常収支黒字拡大もあるが、資本輸出が行われなくなったことも重要な要因である。九〇年代前半の円高について、東京大学植田和男教授は「フローアプローチ的に言えば、経常収支黒字に見合った資本流出が存在しないために円高となる」と説明している。資本輸出の不足分は日本銀行が市場で余剰のドルを買い上げることにより行われ、アメリカの経常収支赤字をファイナンスした。

これらの経験から、円を安定化させるためには、わが国の金融資本市場を外国人にも利用し易いも

のに改革する必要性があることが理解できる。そうならば、かつての英米両国のように、經常収支黒字がマーケットメカニズムにより世界にリサイクルされ、市場における円の需給は現在よりもバランスがとれたものになると期待される。これが円安定化の研究にわが国金融資本市場の在り方をも含めなければならぬ理由の第一である。

第二の理由は外国人による円の使用の増加は、国際通貨としての円の重要性の高まりを、従ってそれに応じたドルの地位の相対的低下を意味する。さらにドイツマルクまたはEUの統合通貨ユーロの重要性が高まれば、ドルの相対的地位低下は一層促進されるであろう。アメリカは現在の形の変動相場制が許容している赤字の自動ファイナンスが徐々に困難になり、他の国と同様に対称的な義務を伴う政策協調制度化、さらには国際通貨体制改革への抵抗に困難を感じるようになるものと期待される。

以上の二つが、円レートの安定化のために円の国際化、即ち、円が国際通貨として外国人に十分に使用されること、そのためにわが国の金融資本市場を外国人に利用しやすいものに改革する必要があることの、理由である。時代遅れの規制（様々な市場の慣行を含む）及び税制をロンドンやニューヨークのような先進国際金融センター並みに変えなければならない。規制・税制と並んで重要な国際金融センターの条件である会計・税務・法務・情報など周辺分野を含む金融サービス分野の企業・団体及びそこで働く熟練労働力は、規制・税制の二つの条件が整備され、徐々に東京に大口国際金融取引が集まってくるとともに、長い時間をかけて形成されるものである。

時代後れの規制の一つに、他の先進工業国は勿論のこと、アジアの新興工業国よりも厳しいと言われる為替管理がある。ある米銀の調査では、わが国の金融規制はタイやインドネシアより厳しく、ベトナム・スリランカ・パキスタンなどと並んで最も規制が厳しい国に属している。世界最大の資本輸出国としてあってはならない状況にある。

産業界からの働きかけもあって、九六年六月一七日外国為替等審議会が為替管理の自由化を報告し

たことは評価できるが、ロンドン、ニューヨーク並みの自由化が実現されるかどうかは外国為替等審議会の法制特別部会の作業と実際の法制化の内容次第である。ロンドン、ニューヨーク並みの自由化が実現されなければ、例えば、グループ間の資金管理・為替管理を東京で行う企業は出ないであろう。すでに海外にそのための金融拠点を設置している企業が、それを東京に持ち帰ることは考えられないからである。個別の取り引きについての許可申請または事前届け出を廃止する代わりに、報告義務が課せられることになっている点については、産業界は欧米先進国並み以上に厳しいものにならないかと警戒している。

資本市場においても企業は大口取引を海外に持ち出してきた。九〇年代に入り起債市場の規制緩和はかなり進展し、その結果東京市場での起債も増加してきたが、発行コストは依然としてユーロ市場の三倍程度といわれる。社債流通市場が整備されていないことも、円滑な起債を妨げている。投資家は、流通市場における利回りから市場実勢に合った発行条件が決められることと、購入した債券が市場価格で迅速に自由に換金できることを求めるからである。ある海外の有力な機関投資家は次のように証言している。「日本の債券市場はアメリカの市場に次ぐ規模になる可能性があるにも拘らず、決済に通常二三週間を要する社債決済システムの非効率性、国際的には非居住者の利子所得には課税されない源泉徴収税の存在、発行量と流動性の問題などにより、参入が困難である」。社債決済システムの改善については関係者の合意が成立し、今後具体化される。

短期金融市場においては税制が重要な問題である。国際金融センターの短期金融市場は、外国人が一時的に余剰な円資金を運用し、あるいは、一時的な資金不足を調達するのに便利な市場でなければならぬ。特に、短期国債は他の国際金融センターでも他国の外貨準備の運用資産として重要であるが、わが国では短期国債の利子にも原則として源泉徴収税が課されることになっており、投資家の税法上の地位は、法人税からの税額控除、償還時還付、取得時還付など様々である。市場に税法上の地

位によって採算レートが異なる様々な投資家が混在している。これでは真に効率的な市場は育たない。

わが国にとって必要なことは、規制と税制を他の国際金融センター並みに揃えることによって、東京市場を国際金融センターとして発展させる条件を作ることである。それにより、徐々に国際金融取引が東京に集まるようになれば、円の過不足がマーケットメカニズムにより世界的に調整されることになる。経常収支黒字が海外に輸出され、経常収支黒字即円高圧力になることもなくなるだろう。

東京を国際金融センター化することは、円の安定化の他にも二つの意味がある。

第一は、かつてのロンドンやニューヨークがそうであったように、世界に対する資本輸出国の責任を果たすことになる。

第二は、金融産業が将来の我が国の雇用とGDPに大きな寄与を果たすことの意味である。総論としては製造業における雇用の減少をサービス産業における雇用創出で補うべきであるが、各論になると大きな雇用創出が期待できる分野を見出すことは容易ではない。コンピュータによる会計処理業務や企業の研究開発などサービス分野でも雇用の流出が見られる状況である。

金融と情報通信は将来のGDPと雇用に重要な貢献が期待できる分野である。特に、金融は法務・税務・会計・情報等広い裾野を持ち、例えば英国では金融及びその関連サービス分野はGDPの四分の一を占めると言われる。アメリカでは革新的な金融産業がアメリカ経済の活性化と密接に関連している。わが国でも、情報通信と不動産の大口ユーザーである金融産業の繁栄は、情報通信と不動産に重要な波及効果を持つ筈である。

こうして見ると、東京市場を国際金融センターとして整備することは、わが国の国民的課題である。国民的課題である以上、一国として東京を国際金融センターにするとの意志を固め、それを作業の視点として具体的措置を体系的に講じなければならない。短期国債の源泉徴収税や債券売買に課される

有価証券取引税の議論も、このような視点から議論しない限り、徴税技術のレベルを超えた議論にならず、何年経っても解決策はでてこない。問題は、わが国と世界の経済の発展と安定のためにどのような金融資本市場、どのような金融産業を持つかであって、商社、メーカー、銀行などわが国特定業界の損得の問題でも、わが国の徴税上の便宜でもない。

それ故、日本貿易会としては、東京金融資本市場の問題についても広く議論を行う場を作ることに取り組むであろうことを対外的に報告書の中で明言したのである。今般の為替管理自由化については、緊急提言を提出したほか、広範な関係者と協議を重ねてきた。

〔二〕 国際通貨体制の在り方

先ず過度の為替変動と過度の円高がどのようにして引き起こされたかの説明を試みる。それはある意味で、現実の為替変動をより実態に即して説明するために、現行為替レート決定理論を補足するものである。またそれは、国際通貨制度をどのように改革すれば過度の為替変動と慢性的ミスマライメントを回避できるかを検討するために必要なことでもある。次いで国際通貨制度の各改革案の中から最適改革案を選択する。

（一） 為替レート変動の説明

為替変動についての一般的な説明は、為替レートは市場における各通貨の需給によって決まるというものである。市場の需給を決めるのは、経常収支であり、資本収支であり、累積経常収支である。これらが各国の財政政策や金融政策の影響を受けることは言うまでもない。

時折心理的要因が市場の期待を変えることから投機が起こり、相場が大きく揺れることがあるが、それは一時的な逸脱に過ぎない。一時的な逸脱である以上、為替レートは遅かれ早かれ当然あるべき水準に収斂する。その水準は購買力平価説に基づく理論レートであると考えられることが多いようである。過度の円高の後にやがて現実の為替レートと理論レートが収斂することを事後的に検証する研究者が、その収斂過程そのものが、本来はまだ行われる時期ではない国内工場の縮小や閉鎖と海外への生産移転といった事態に直面した企業の苦渋の選択の結果であることを見逃しがちであることは、すでに触れた通りである。

本稿は一般の為替レート決定理論を否定するものではないが、産業界で自らの勘定と危険で経済活動を行ってきた企業は必ずしもそれで納得している訳ではない。企業が身を切られる思いをしてきたのは、通常の経済原則によつて起きた為替変動ではなく、米歴代政権のドルトークダウンの度に生じた円急騰である。その結果、企業は時には大きな為替損を、時には生産ないし調達の海外移転を余儀なくされてきた。為替変動は基本的には経済原則によつて起きるものであるが、それが過度の為替変動と過度の円高に至ったのは、経済原則により起きた為替変動が政策当局者により人為的に増幅されたというのが、企業の体験である。

ここで、変動相場制に何が期待されていたかについて、振り返っておきたい。七〇年代初めにニクソン政権に影響を与えたといわれるミルトン・フリードマンによると、国際収支の黒字ないし赤字の傾向は先ず為替レートに反映される。為替レートの上昇ないし下落が、発生しかけていた黒字ないし赤字を是正する。為替レートの変化は速やかに、自動的に、かつ、継続的に行われるので、緊張が高まったり、危機が発生したりすることなく、不均衡の是正が行われる。為替レートは自由に変動するが、実際は高度に安定的である。投機が高度に不安定的になることはあるまい。かくして変動相場制は各国の国内経済政策の追求を妨げることもない。ポール・ボルカーは後に、フリードマンは為替

レートは自然な動きがインフレ格差を飲み込んで対外不均衡を自動的に修正するので、今や各国は自由により国内政策を追求できる「優雅な世界の牧歌的な絵」を描いて見せたと言っている。

現実の変動相場制下で、期待に反して対外不均衡が拡大し為替レートが不安定化したのは、なぜであろうか。それは各国、とりわけ基軸通貨国アメリカにおいて、国内経済政策追求の自由が近年の政治状況と結びつき、経済政策節度が失われたからであろう。その結果である対外不均衡の是正には政府も為替市場も無力であった。主要通貨の価値に不安を感じている時には、外国為替市場は容易にパニックに陥る。ジョージ・ソロスは一九九四年四月米下院の公聴会で、「ヘッジの手段はリスクを個人からシステムに移転する。・・・システムに責任をもつ人達は安定を提供する責任がある。誰も自分たちの利益のために右往左往すると、システムを破壊してしまう」とその状況を語った。

日米間の金利差を反映してドルが過大評価されていた八〇年代前半を除き、時折世界は円の急騰とドルの急落に見舞われてきたが、多くの場合その直接の原因は米政権によるドルのトークダウンであった。「システムに安定を提供する責任がある人達」が、システムに不安定を提供したのである。為替レートも経済原則通り需給によって変動する点はこの他の商品と同じであるが、ドルのトークダウンあるいは円のトークアップが市場の期待に大きな影響を与え、その結果、本来であればより正常に変動する筈の円ドル・レートの変動を著しく拡大し、円高オバーシュートに至ったというのが、本稿の主張である。

このことは企業にとっては当然のことであるが、通常の為替レート決定理論においては十分の注意が払われていないようである。心理的要因が為替レートに影響を与えることは受け入れられるが、その心理的要因に作用する政府の特定の行動は、精緻な理論モデルに適合しないのである。しかし、それ故に為替レート決定理論が、日本経済にかくも深刻な打撃を与え続けてきた現実の為替変動を十分に説明できないのであれば、理論の再考が要請される。理論が現実の為替変動を説明することが、

有効な国際通貨制度改革案に至る第一歩であろうと思われるからである。

先ず、円ドル為替レートの変動の過度の変動と円高オーバーシュートを、「図表1ドル下落の軌跡」が示す三回の円高波動に見ることとする。一九七一年八月のドルの金交換性停止に続く円高過程は、ブレトンウッズ体制の固定相場制度下で蓄積されていた円の過大評価ドルの過小評価の修正過程であるため、本稿の目的外にあるものとして検討の対象とはしない。ポール・ボルカーやジェイムス・ベーカーなどのかつての通貨当局者や経済学者の発言が、過度の為替変動がどのように引き起こされたかを簡潔に示す証言として引用される。

第一回（七五年十二月三〇六円―七八年十月一八四円）

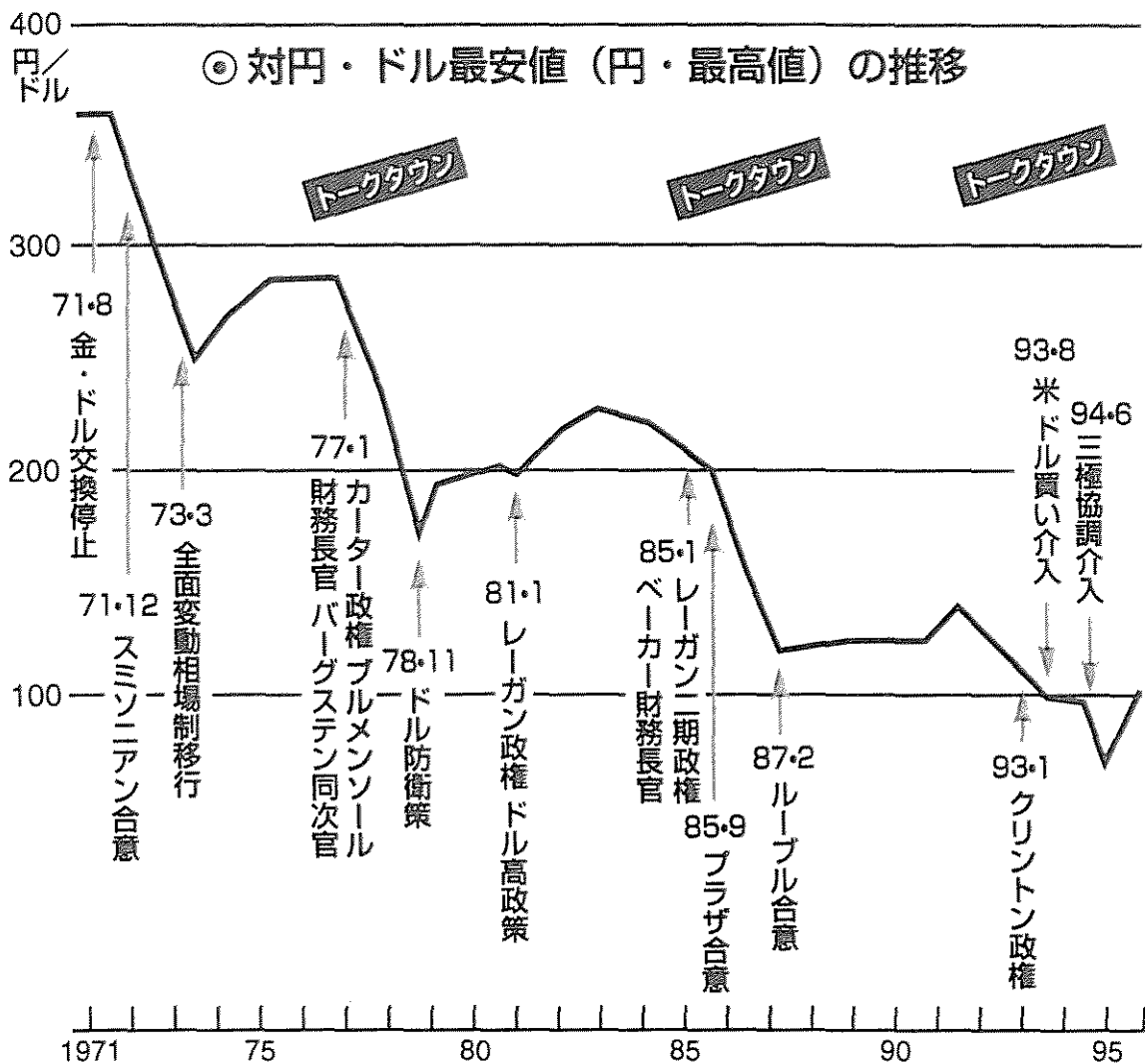
七七―七八年のドル急落についてフランケルとドミンゲスは、ブルーメンソール財務長官の意図的なドル・トークダウンに始まったものとしている。それは、貿易相手国がアメリカの貿易収支悪化に対し適切な対策を講じようとしなかったことを根拠に正当化された。しかし、やがてドル下落はコントロール不能に陥ったと、フランケルとドミンゲスは述べている。その後ドルが安定を取り戻したのは、主要国によるドル防衛策によってであった。

第二回（八五年二月二六〇円―八八年五月の一二四円）

ベーカー財務長官がドル・トークダウンを行ったことは、彼自身が八七年一月の米議会両院合同経済委員会で証言した。ベーカー長官のトークダウンについて、ボルカー米連邦準備制度議長は後に「ドル下落を予告したがっていたかのようにであった」と述べている。市場がパニック状態に陥り、ドル安・円高の行き過ぎが生じたのは当然である。やがてトークダウンが効き過ぎてドル危機に直面したベーカー財務長官が、ドルのトークアップと協調介入に迫られてことは、カーター政権下のブルー

図表 1： ドル下落の軌跡

(「日経ビジネス」誌・1994年9月19日号に基づき作成)



メンソール財務長官の場合と同様である。同じことがクリントン政権下でも繰り返される。

第三回（九〇年四月一五八円―九五年四月八〇円割れ）

クリントン政権発足後、大統領及びベントン財務長官が、時には通商政策に絡めて屢々ドル・トークダウンを行った。ドルが初めて一〇〇円をつけた九三年の夏、フランクフルター・アルゲマイネ紙が「アメリカは平然と円高を追求する」と題した記事の中で「円高が自国通貨の価値下落を意味することは二次的な意味しか持たないようだ」とコメントしたことは、自国通貨価値維持に拘るドイツの見方を示して興味深い。

九四年末のメキシコ通貨危機以降は、アメリカ当局は強いドルを望むと繰り返し発言し、パニックした市場の鎮静化を図ったが、市場から信用されず、九五年四月には八〇円を割り込むことになる。投資家は、当局者が自国通貨の下落を示唆し続ける国の通貨に対しては大幅なリスク・プレミアムを要求するものである。クリントン政権のドル・トークダウンの効果については、かつて自らもトークダウンを実践したベーカー元財務長官の「クリントン政権が大統領も財務長官も公然とドル安を求める発言を繰り返した結果、市場は同政権がドル安を望んでいると受け止めてしまったので、今更そうではないのだと市場を説得するのは難しい」との発言が状況を的確に言い当てている。

九五年五月以降になってドル下落に歯止めが掛けられたことは、アメリカも参加した協調介入が行われたからである。

以上の元米通貨当局者達の証言や研究者の分析は、日本企業の実感の正当性を確認するものである。歴代米政権によるドルのトークダウンは、当局がドル安を欲している信号であると市場に受け取られた。市場は、アメリカが経済政策節度を失った結果ISバランスと貿易収支の双方を悪化させており、

その改善の見通しが立っていないことに基本的な不安を抱いていたので、容易にパニックした。このようにして、ドル安・円高が人為的に増幅された。

為替市場介入政策の有効性を実証研究したフランケルとドミンゲスは、介入政策によるシグナリングを、当局が市場に将来の基礎条件に関する情報を伝える手段であるとしている。同様に、当局による特定通貨のトークダウンあるいはトークアップは、当局者が希望する為替レートの水準を口頭で市場に知らしめる一種の信号発信であるといつてよいであろう。介入政策との主要な相違点は、資金を市場に投入しない点にある。介入政策より粗っぽく、直接的であるが、実際のドル・トークダウンで見られたように、状況次第では非常に有効に相場を動かすことが可能である。当然のことであるが、逆に市場がパニックした後で、トークアップのみでドルを支えることは困難であった。

トークダウンないしトークアップの実際の有効性をあつたが儘に認め、それを当局による通貨価値に関する市場への信号発信と定義し、為替レート決定理論の中で一定の場を与える必要があるというのが、本稿の立場である。それは為替レート決定理論の内で心理要因を扱う部分の補強を意味する。このようにして、ドルのトークダウンを当局者による信号発信として為替レート決定理論に組み込めば、産業界の自明の体験と為替レート決定理論とのギャップは解消するであろう。理論が実体経済に深刻な打撃を与えるような経済現象を説明できるものでなければならぬことは、言うまでもない。

三回の円高波動は「図表2 信号発信の効果」のようにモデル化することができる。B線は、純粋に経済条件のみによる為替変動を示す。B線に上乗せする形で示されるA線が現実の為替変動である。従つて、A線とB線の差の部分が、当局の信号発信により増幅された為替変動を示す。

実際の為替変動を示すA線に見られる、大きな円高波動の後の若干の円下落は、毎回生じたドル危機に各国が協調して実施したドル防衛策の結果のオーバーシュートの部分修正である。部分修正であ

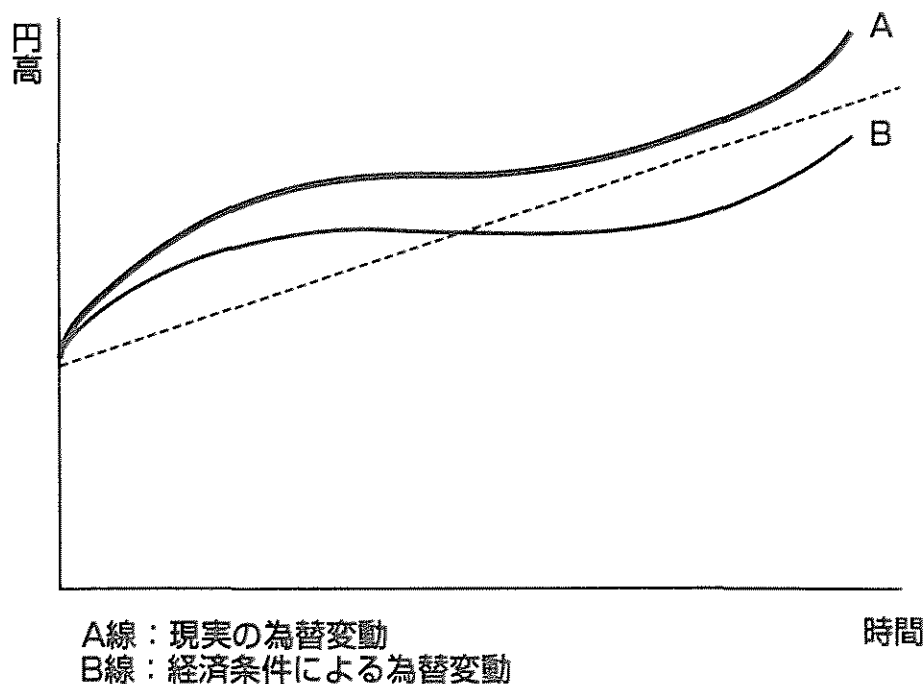
る故に、次の円高波動は、すでに相当の円高と考
えられる水準に新たな円高が上乘せする形で始
まることになる。これが円の慢性的過大評価を
説明する。

本稿が為替レート決定理論に拘わるのは、通
常の経済要因のみによる説明では過度の為替変
動と過度の円高の原因が究明ができず、原因が
究明できなければ、有効な対応策が出てこない
からである。

アメリカのドル安政策の根拠は、一部経済学
者が唱えてきたドル安の経済学である。彼らは、
方程式「ISバランズ＝経常収支」を機械的に政
策に適用することができると主張した。左辺と
右辺は同様に有効であり、一方が他方に優越す
るものではない。アメリカは貿易赤字を削減す
るための二つの選択肢を持っている。彼らは、財
政赤字を削減することによりISバランズを改
善しても、ドルを下げることににより輸出増加と
輸入削減を図っても、貿易赤字削減の結果は同
じであることを、経済学の言葉で主張した。

ドル安の経済学がアメリカの政治家に好都合

図表 2 : 信号発信の効果



であつたことはいうまでもない。ドル安がアメリカの貿易赤字を削減するとの理論を実践すれば、増税や連邦政府支出削減など選挙民に不人気な政策を回避することができる。政権にある者としては、重要問題を先送りすることにより、時間稼ぎができる。このように、ドル安政策及びその具体的手段であるドルのトークダウンはアメリカの政治状況を反映したものである。近年の為替変動を政治抜きで語ることは、時に無意味である。

以上を要約する。変動相場制の下でアメリカは経済政策節度を失つた結果、貯蓄・投資バランスを崩し、経常収支の赤字を積み重ね、対外ポジションの悪化を続けてきた。市場が基本的にドルを不安視するのは当然である。歴代米政権がドル安の経済学に基づきドルのトークダウンを実践したのも、メキシコ通貨危機が発生したのも、このような状況においてであつた。当然、市場は時にパニックに陥り、円ドル・レートの変動と慢性的な円の過大評価を招いた。

(二) ブレトンウッズ委員会の提案

国際通貨体制の改革について、現在世界ではどのような議論があるのだろうか。我々の選択肢は過度の為替変動と為替レートの慢性的なミスマライメントを抑制できるものでなければならぬ。また少なくともG3の政治指導者による検討の可能性がある程度に現実的なものでなければ無意味である。

この意味では固定相場制は、理論的にはいかに魅力的であつても、現実性がないと判断せざるを得ない。固定相場制の実施を可能とするような経済条件が存在していないだけでなく、国際社会が真剣な改革案として討議するような状況にもないからである。

最も現実的と思われるのは、政策協調を強化して変動相場制の機能を改善しようというものである。しかし、歴史は、実際の政策協調が緊急時にはせっぱ詰まって試みられるものの、緊急性が感じられ

なくなるといつの間にか消滅したことを示している。政策協調が Ad-hoc と言われる所以である。

マーティン・フェルドスタインは、本来は自国が行うべき政策調整を怠る口実に利用されてきた政策協調を「破滅的協調」と呼んだ。政策協調は、各国の自国本位の経済政策追求のエゴイズムを抑制することができなかったのである。特に基軸通貨国アメリカは、変動相場制の下で IS バランスと貿易収支を悪化させたが、経済政策節度を回復することが国内政治上困難であるため、政策協調を通じマクロ経済調整責任を非基軸通貨国に押し付けてきた。このようにアメリカが基軸通貨国の特権を利用して、政策調整責任を回避し、非基軸通貨国が政策調整責任を強制されることは「非対称性」と呼ばれている。新たな国際通貨制度は各国が対称的に政策調整責任を負うものでなければならぬ。

従って、政策協調の強化による変動相場制の機能改善の提案は如何にそれを具体化するかの内容が問題となる。この点で、ブレトンウッズ委員会がブレトンウッズ協定調印五〇周年を記念して一九九四年七月に発表した政策協調強化の提案が注目に値する。ブレトンウッズ委員会は、元通貨当局者・銀行家・経済学者などを委員とし、ポール・ボルカー前米連邦準備制度理事会議長が座長を務めた研究グループである。以下はその報告書からの引用である。

「主要先進工業国政府は、大幅な為替変動と深刻な為替レートのミスアラインメントを減らすことを目的とする国際通貨改革に高い優先度を与えるべきである。しかしながら、これは経済政策の広範な改善に基づくものでなければならぬ。それ故、主要先進工業国は次の二段階の措置をとるべきである。

- ・ 第一に、各国のマクロ経済政策を強化し、より大きな経済パフォーマンスの収斂を達成すること。

- ・ 第二に、これらの政策改善を支援するためのより正式な協調体制を樹立して、過度の

為替レートのミスアラインメントと変動を回避すること。」

「やがてこのシステムは、柔軟性のある為替相場のバンドを含むことが可能になるであろう。為替相場がそのバンドの中にあるかぎり、各国は特別の政策対応は強制されないが、為替相場が上下限をはみ出しそうになった場合の政府の義務は規定しておく必要がある。またバンドそのものを移動し、システムの長期的弾力性を確保するための、為替レート調整のルールを規定しておく必要がある。」

「IMFはこれらの改革の検討と実施において中心的役割を果たすべきである。」

この提案に対する各国政府の反応は好意的とは言えないものであった。彼らは当然のことながら、「柔軟性のある為替相場のバンド」を一種の「目標相場圏」を意味するものと理解した。ブレトンウッズ委員会の提案が非現実的とされたのは、国内経済政策の目標を追求する自由を失うことになる目標相場圏をアメリカが許容するとは考えられなかったからであろう。

また黒字国側にも、かつてブレトンウッズ体制下でアメリカのインフレ輸入を強いられた経験から、目標相場圏と言えども為替レートを狭い範囲に抑えることへの懸念が存在している。しかし、インフレ格差が目標相場圏を移動させることにより調整されるのが目標相場圏構想であって、必ずしもブレトンウッズ体制下でそうであったようにインフレを輸入することにはならない。仮にアメリカが期待に反して経済政策節度を回復しなかったとしても、黒字国にとって現在より状況が悪くなる訳ではない。赤字国からインフレを輸入する懸念があることを、ブレトンウッズ委員会の提案の検討すら拒否することの理由にしてはならない。

ブレトンウッズ委員会の提案の線に沿って国際通貨制度改革が実現したとすると、主要先進諸国の間のマクロ経済の収斂が進展するであろう。「より正式な協調体制」が「柔軟性のある為替相場のバンド」に至ったとすると、アメリカ政府を含む各国政府は、インフレ格差がバンドの移行を正当化す

るまでは、為替レートをバンドの中に維持するための政策調整を強いられることになる。アメリカ政府は、国際公約を遵守することがアメリカ国民の利益であると有権者を説得しなければなるまい。目標相場圏の熱心な主張者であるジョン・ウイリアムソンが言うごとく、「他国を束縛すると同じルーで自らを束縛することが各国の利益」なのである。われわれを苦しめてきた通貨当局者によるトークダウンやトークアップの余地は存在しなくなるであろう。結果として、為替相場は過去二十数年よりは安定的になるものと期待される。

各国の、特に、アメリカの政治状況を考えると、ブレトンウッズ委員会の提案の実現は容易ではないことは否定できないが、以下の理由により、主要先進国間でその検討についての合意を得ることは可能性の範囲内にあると考えられる。

第一の理由は、政策協調強化による為替相場の安定が望ましいことについて国際的な合意が存在していることである。日本とEU諸国はかねてよりアメリカに対しドルの不安定について苦情を申し立て、マクロ経済の改善を要望してきた。一九七九年ジスカール・デスタン仏大統領とヘルムート・シュミット西独首相のリーダーシップにより設立された欧州通貨制度は、ドル乱高下の影響から隔離された安定通貨圏として構想されたものであった。その延長線上にある欧州通貨同盟は、政策協調を極限まで推進することになる。ハリファックス・サミットの経済宣言は、政策協調が為替市場の一層の安定を推進する上での重要な要素であることの認識を示した。

アメリカ国内でも、政府と議会の諮問機関である競争力政策協議会が九五年九月に発表した報告書で、「為替レート的大幅な変動はアメリカの輸出の不安定要因である」とし、「国際通貨体制改善の必要性が継続している」と述べている。競争力政策協議会のメンバーは政治家・産業界の指導者・労働組合関係者エコノミスト達であり、「報告はメンバーの合意を示すもの」と明記している。投機家といわれる人達の中でも、ジョージ・ソロスは一九九四年四月米下院の公聴会で「通貨制度の責任者達

は、為替変動が過大にならないよう、基礎的不均衡が生じないよう、政策協調を行う必要がある」と証言した。バーグステンなど歴代米政権の為替政策に影響を与えてきたエコノミスト達は、目標相場圏の熱心な主張者でもある。

第二の理由はルーブル合意の参考相場圏の実績である。図表1は、ルーブル合意直後の混乱期を経た後は約三年間に亘り為替相場が比較的安定したことを示している。この歴史的事実を視点として見れば、ブレトンウッズ委員会の提案は隔絶した未来の夢物語ではない。ルーブル合意の参考相場圏は拘束力を持たない各国行政機関間の非公式合意であったことから、政策協調が徹底せず自然消滅に至った。ブレトンウッズ委員会が「より正式な協調体制」を提案したのは、このことを教訓と考えてのことであろう。

ブレトンウッズ委員会提案の実現可能性を伺わせる第三の理由は、この提案の形成とその後の討議の経緯である。四七名のメンバー中二分の一弱が、委員会の座長を務めたボルカー前米連邦準備制度理事会議長を含むかつての通貨当局者を中心とする公的機関関係者である。彼らの報告書は、「彼らの広範な合意を反映した」ものであり、IMF加盟国政府に宛てられている。それが世界への警告であったことは、報告書の以下の部分から明らかである。

「新しいシステムの確立は長期目標であるが、そのための作業は直ちに始めるべきであり、・・・さらなる遅延は不幸なことである。」

「今や主要先進諸国が世界経済協力の仕組みを見直し、国際通貨制度改革のデザインに着手すべき時である。」

ブレトンウッズ委員会の提案は発表時に、委員会のメンバー達と現職通貨当局者達によって討議さ

れた。討議では、現在の国際通貨制度が時として為替相場の過度の変動やミスマッチを生み出すなど満足できる状態にないこと、そうした欠点を是正するための政策協調が効果的になされていないこと、つまり、現状の問題点については幅広い意見の一致が見られた。

しかし、IMFに中心的役割を持たせ、より正式な協調体制作りを確立するという提案については、肝心の日米独の政府代表が冷淡であった。現在の政治状況下では、ブレトンウッズ委員会の提案に添った改革の試みは、予想もつかない膨大なエネルギーを要するが、成功の見込みはない。現職当局者が慎重になるのは理解できることである。

しかし、会議では、通貨制度及びIMFの機能改善の鍵を握るのはG3次第との合意があったと言われる。世界は単一の支配的な基軸通貨に基づく通貨制度から、複数基軸通貨制度へ移行する過渡期にあるのであろう。アメリカ・日本・EUの三極間の安定的関係は時代の要請であるといつてよい。特に、EUの統一通貨ユーロと円的重要性が高まると、アメリカがいつまでも基軸通貨国の特権を非対称的に享受することが困難になるという客観状況の変化が生ずるものと予想される。

以上のように、ブレトンウッズ委員会の提案は、かつての通貨当局者を中心とした委員会において形成され、その上現職通貨当局者も参加して討議された。ある意味で、すでにこの提案のパブリシティと更なる検討のための下準備が行われたといつてよい。提案自体も理に適い、中庸を得ている。国際社会が国際通貨制度改革に取り組むのであれば、内容的にも今までの経緯からも、本提案以外に真剣な考慮に値する提案は存在もしないし、近い将来に出現する可能性もないことを認識すべきである。

結論

過度の為替変動と為替レートの慢性的ミスアライメントを引き起こしたのは、変動相場制が許容してきた長期の基礎的不均衡と政府による市場への信号発信である。従って、より安定的な為替レートを実現するには、長期の基礎的不均衡と政府による市場への信号発信の双方を困難にするように、国際通貨制度を改革する必要がある。また改革案はG3あるいはG7による検討に耐える内容を備えている必要がある。

このような改革案は、現在のところブレトンウッズ委員会の提案のみと言ってよい。ブレトンウッズ委員会の提案が発表された時、現職通貨当局者たちが否定的に反応したことは、現在世界がこの程度の改革案を実現することも困難であるような政治状況にあることを示すものと理解すべきであろう。前例がないような規模と内容の国際的ルール作りと制度構築の実験であったブレトンウッズ体制成立を研究したアイケンベリーによると、ブレトンウッズの諸協定は決して必然ではなかった。では何がこの「政治の奇跡」を可能にしたのだろうか。先ず、一九三〇年代の世界恐慌とその後の大戦の結果、通貨安定が望ましいことであるとの共通の信念が出現していた。次に、ケインズなどの思想家が、このような国際プロジェクトには不可欠な大規模共同作業の思想的・政治的基礎を提供した。そして、ルーズベルト米大統領の政治のリーダーシップにより、米英両国の政策担当者・経済学者・法律家などを含む米英連合の大プロジェクト・チームが結成された。一九四四年のブレトンウッズ会議において、ルーズベルト大統領は「各国経済の健康状況は、近くの、あるいは、遠方のすべての国々の当然の関心事である」と主張した。

一九九〇年代半ばの現在も、通貨の安定が望ましいとの国際的合意が存在している。ブレトンウッズ委員会の提案は、より広範な支持を集めることができれば、国際社会による共同作業に思想的基礎を

提供するものとなり得ると思われる。しかしながら、現在のところ国際通貨制度改革のための多国間共同作業を可能とする政治のリーダーシップは見当たらない。改革に時は熟していないのであるうか。アイケンベリーは、歴史に刻まれる時は全て同質とは言えないのだと書いている。重大な変化が可能となるような時点というものがある。一九四五年を中心とする前後何年かはそのような時点であった。大戦や大規模な経済危機が政策決定の考え方の基準を変えるのである。世界は大戦とは言わずとも、大規模な経済危機が国際通貨制度改革の議論開始を強いるまで、待たねばならないのであろうか。ブレトンウッズ委員会が、直ちに新たな国際通貨制度のデザインの作業開始を求め、更なる遅延は不幸なことと言った真意はここにあるものと思われる。

我が国の選択肢は、為替安定を求める世界的な世論に加わり、より安定的な通貨体制の実現に努めるか、あるいは従来通り受け身の姿勢に終始し、大幅な為替変動を許容する現体制との共存を続けるのか、いずれである。日本貿易会は、第一の選択肢が日本と世界の利益であると考え、G3ないしG7がブレトンウッズ委員会の提案を出発点として具体化の「検討を行うことについて関係国の合意」の形成に我が国が努めることを政党・政府各省庁と各界に提言した。改革の鍵を握る政治が動く気配が見られない状況に鑑み、わが国を含む先進主要国の産業界と経済学界が正当な議論を政治に提供することが改革の第一歩ではないか。国際通貨制度改革の必要を指摘した米競争力政策協議会には、政治家やエコノミストだけでなく、産業界や労働組合のリーダーも参加していることに注目しよう。

また日本は、経常収支黒字を世界にリサイクルする仕組みを確立するため、金融資本市場の規制を他の先進工業国並みに緩和すべきである。それは資本輸出国の世界に対する責任であるが、金融資本市場においてマーケットメカニズムにより経常収支黒字に見合う資本輸出が行われるようになれば、円レートを安定化させる効果が期待される。

東京大学河合正弘教授は、為替の問題はわが国では広く継続的に議論されることもなく、従ってわ

が国の主張が海外に発信されることもなかったと指摘している。本稿が紹介した日本貿易会の仕事、わが国だけではなく、他の主要先進諸国でも広く継続的な議論の出発点になることを念願するものである。

参考文献

- (1) London Business School (1995) "The Competitive Position of London's Financial Services, The Final Report". Corporation of London.
- (2) Friedman, Milton (1953) "Essays in Positive Economics". The University of Chicago Press.
- (3) Volcker, Paul and Gyohten, Toyoo (1992) "Changing Fortunes". Times Books.
- (4) Soros, George (1994) "Hedge Funds and Dynamic Hedging"
- (5) Funahashi, Yoichi (1988) "Managing the Dollar: From the Plaza to the Louvre". Institute for International Economics
- (6) Frankfurter Allgemeine Zeitung (August 19, 1993)
- (7) Domingues, Kathryn M. and Frankel, Jeffrey A. (1993) "Does Foreign Exchange Intervention Work?" Institute for International Economics
- (8) Feldstein, Martin (1988) "Ruinous Kooperation" in *Wirtschafts-Woche*, October 21, 1988
- (9) Bergsten, Fred. ed. 1991. "International Adjustment and Financing: The Lessons of 1985-1991". Institute for International Economics
- (10) Bretton Woods Commission (1993) "Bretton Woods: Looking to the Future".
- (11) Williamson, John and Henning, C. Randall (1994) "Managing the Monetary System". Presented to a conference held by Institute for International Economics
- (12) The Competitiveness Policy Council (1995) "Saving More and Investing Better, The Fourth Report to the President and Congress".
- (13) Ikenberry, John (1993) "The Political Origins of Bretton Woods" in "A Retrospective on the Bretton Woods System". The University of Chicago Press.
- (14) Schmidt, Helmut (1990) "Die Deutschen und ihre Nachbarn". Siedler Verlag.
- (15) 『日本経済新聞』一九九四年七月一四日。
- (16) 河合正弘・通産省通商産業研究所編『円高はなぜ起こる』東洋経済新報社、一九九五年。
- (17) 通商産業省・産業政策局・産業資金課「新時代の産業金融」通商産業調査会、一九九四年。