

国際通貨シンポジウム（一九九九年二月六日）

二二世紀の国際通貨体制はどうなるか？

— 円・ドル・ユーロの将来 —

財団法人 国際通貨研究所

目次

	頁
序	
一、シンポジウム開会の辞……………	1
(財) 国際通貨研究所理事長	行天豊雄
二、新たな国際通貨・金融システムの構築……………	4
フランス中央銀行総裁	ジャン・クロード・トリシエ
三、国際金融制度の展開……………	18
米国財務官次官補	エドウィン・M・トルーマン
四、歴史の教訓と今後の通貨体制……………	28
大蔵省財務官	黒田東彦

五、通貨の質.....	34
前アルゼンチン経済大臣	
ドミンゴ・F・カバール	
六、二二世紀における安定した通貨制度の追求.....	47
韓国国際金融センター理事長	
オー・ユンデ	
七、パネル・ディスカッション.....	55
八、質疑応答.....	67

序

当研究所は、ユーロが誕生し、円の国際化が希求されるなか、一九九九年二月六日に、今後ドル、ユーロ、円の国際通貨としての役割はどう変わっていくのか、望ましい国際通貨体制はどういうものかをテーマに、国際通貨シンポジウム「二一世紀の国際通貨体制はどうか」を開催した。

本稿は、同シンポジウムにパネリストとして参加頂いたフランス中央銀行総裁 ジャン・クロード・トリシェ氏、米国財務省国際金融担当次官補 エドウィン・M・トルーマン氏、大蔵省財務官 黒田東彦氏、前アルゼンチン経済大臣 ドミンゴ・F・カバロー氏、及び韓国国際金融センター理事長 オー・ユンデ氏の各スピーチとパネル・ディスカッション、質疑応答の記録、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取りまとめたものである。

今後も、望ましい国際通貨体制のあり方について様々な議論が繰り広げられようが、本冊子がそうした議論にいささかなりとも寄与することができれば幸いである。

二〇〇〇年五月

一、シンポジウム開会の辞

財団法人国際通貨研究所理事長 行天豊雄

新しいミレニアムを目前に控えた一九九九年は国際金融市場にいくつかの重要な展開をもたらした一年であった。

五〇年に亘る弛みない努力の結果、ついに欧州統一通貨ユーロが誕生した。戦後の国際金融史における最大の偉業である。

米国経済は情報革命の下で大きく変容し、戦後最長の好景気を謳歌している。経常収支赤字の累増にもかかわらず、ユーロ圏以外の地域における実質ドル本位制（*de facto dollar standard*）はむしろ拡大している。

日本は八年に及ぶ景気停滞からやっと立ち直り始めた。政府は日本市場の回復と金融改革の促進を挺子にして、円の国際的利用を拡大するための真剣な努力を始めた。

一昨年、昨年と厳しい危機に襲われた東アジア経済は本年V字型の回復を遂げつつある。いくつかの国は危機発生前の経済水準に復帰している。しかし今後危機の再発を防ぐために国内金融・国際金

融の両面で必要なシステムを構築する作業は緒についたばかりである。

ラ米地域もいくつかの危機を克服し、経済的・政治的安定を目指す努力が続いている。ラ米にとって米国が極めて重要な隣人であることは明らかであるが、米国との関係については一方で自立への動きがある反面、ドルの影響力が増大していることも否定できない。

昨年秋に国際金融市場で発生した波乱を機に国際金融体制 (International Financial Architecture) を再構築しようという国際的努力が始まった。本年のケルン・サミットにおいて今後の検討課題については合意が成立した。しかし、これをどうやって実効のある国際的合意に発展させて行くか、特に民間部門の責任分担 (burden sharing) をどうやって確保するか、という難しい課題が控えている。

二一世紀の国際通貨・金融体制はどのようなものに発展して行くのだろうか。世界各地でのドル化 (dollarization) が進み、ドルの覇権は強化されるのだろうか。米国はそれを望んでいるのだろうか。

ユーロはいつドルと世界を二分する基軸通貨になるのだろうか。ユーロランド当局はユーロとドルの関係がどのようなものになることを望んでいるのだろうか。

日本はドルとユーロの狭間にあつて、どうやって円をアジアの主要通貨として確立しようとするのだろうか。日本はアジアの通貨・金融体制についてどういうビジョンを持っているのか、その際円と人民元はどのような関係になるのか。

ラ米地域の各国は経済政策においてそれぞれの独立性が強い。その背景の下で、地域協力の推進、米ドルの役割についてのどのような政策をとろうとしているのだろうか。

アジア諸国は危機の貴重な経験を踏まえて、将来のアジア域内での金融協力、望ましい為替相場制度、また日本・中国・米国・EUのアジアにおける役割についてのどのような見通しと期待を持っているのだろうか。

これらの疑問はいづれも我々にとって極めて切実なものである。それらは相互に密接に関連し合っており、従って簡単に答えを出すことは容易ではない。しかし、それを承知の上で本日のシンポジウムの目的は各地域を代表する政策指導者達からできる限り遠慮のない考えを聞くことにある。それらは必ずしも安易に整合するものではないかもしれない。しかし、我々が非常に多くのことを学ぶであろうことは間違いない。

二、新たな国際通貨・金融システムの構築

フランス中央銀行総裁 ジャン・クロード・トリシェ

国際通貨研究所にお招き頂き、東京でこのようなシンポジウムに参加できることを名誉に思っている。また、国際金融の枠組み構築に関する私見を述べる機会を与えて下さったことに感謝したい。

本日、私は二〇二〇年の国際通貨制度がどのようなものになっているかといった予測を試みるよりも、むしろ以下の点に焦点を絞って、より慎重に、ただし、より現実的に考察してみたい。即ち、国際通貨・金融システムを経済のグローバル化に適応させるべく、如何なる努力がなされつつあるのかという問題がそれである。その中でも特に、国際金融システム改革の核となっている三つの重要なテーマ、即ち、①資本流出入の安定性の向上②為替相場制度の選択③国際通貨・金融システムのガバナンス——について考察するつもりである。

その際、ユーロを成功させるための条件に関しても若干付言するつもりである。この条件はまた、国際通貨システムを一層バランスのとれたものにする上で、ユーロが果さなければならぬ条件でもある。

一 資本流出入の安定性の向上

最近、国際金融界から出されている提案は、新興市場に対する資本流入の安定性向上を目的としたものが多い。現に提案されているもののうち、特に重要と思われるものについてコメントしてみよう。

これら諸提案の多くは以下のことを目標にしている。

第一は、流入資本の満期を短期的なものに偏向させる歪曲要因を少なくすること、ないしは除去すること。そして債務過重の状態に陥るのを回避することである。

第二は、投資家（ないしは融資者）によるリスク評価と値決めを一層効果的なものにし、ひいては国際金融・資本市場の機能を更に有効なものにすること。

そして第三は、モラル・ハザードが生じないようにすることである。

一国が外的ショックを克服するためには国の債務と流動性をしっかりと管理し、それらを健全な状態に保つことが肝要であるが、このことは最近の金融危機によって強く認識されるようになった。これらの点に関してはこれまででも多くの機関（特に資本移動に関する「金融安定化フォーラム」）によって検討が加えられてきたし、今でも加えられつつある。所謂「ギドッチ・ルール」は本分野における提案の一つである。同ルールは、各国は新規対外借入を一年間行なわなくてもやっていけるように自国の対外資産・負債を常々管理すべきであるというものである。こうした単純なバランスシート上のルール他に、アラン・グリーンズパン米国連邦準備制度理事会議長によって「流動性が持つリスク」を重視するアプローチが提案されている。これは、当該国の流動性ポジションが、関連のある金融変

数（一次産品価格、信用スプレッド、など）の変化によってどのように変わるかを計算したりするものである。IMFとしてはこのような努力に対し、「債務管理政策の透明性に関する実務上のガイドライン」を設定することで貢献できよう。IMFは、また、国際資金調達面の脆弱性を判断する材料として、債務および外貨準備に関連する指標の調査・研究を行なっている。一方、世界銀行は「政府債務とリスク管理に関する望ましい慣行」のマニュアルを策定しつつある。

一般論として言えば、過度の対外短期借入れを抑制する政策およびマーケット・メカニズムに基礎を置く政策は支持されてしかるべきであろう。例えば、対外短期債務に対する無利子の準備積立ては放棄すべきではない。また、国内金融市場を発展させることによって国内貯蓄を一層システムティックに活用できるようにすべきである。この点に関して世銀は国内金融・資本市場育成のための手引書を官民の実務家に供すべくマニュアル作成にとりかかっている。BISの「グローバル金融システム委員会」は最近、流動性ある政府証券市場の発展を助長すべく、その一般原則と採るべき個別政策措置に関する有益なレポートを発表した。

政府の黙示的な保証を縮小ないしは廃止するような「預金保険制度」の策定も、貸し手と借り手双方のモラル・ハザードを抑制するという点で重要な政策措置である。「金融安定化フォーラム」の傘下には、すでに研究グループが組成されており、預金保険に関する国際的ガイドライン設定の妥当性を審議することになっている。

世界の諸市場の機能を一層効率の良いものにする方策として、私は以下の二点を強調しておきたい。

第一は、最近の金融危機においてみられた群集心理的行動に対処するには、個々の機関、個々の国、個々の資金需要者、そして個々人の透明性を十分確保することが最も有効な方策だということである。各金融取引のメリットを適切に判断するには、十分かつ信頼のおける透明性を確保することが不可欠である。リスクを管理し、リスクを評価するには透明性を更に向上させなければならない。SDDSの改善（特に外貨準備の公表方法を一層肌理細かいものにする）、IMFの第四条に基づいた報告および国際的な基準や協約の遵守に関する透明性の向上、など）は民間金融機関の透明性の向上と同様、確実にリスク評価の向上につながる。

第二に、一九八八年の自己資本比率に代る新たな自己資本規制の導入が決まったが、これは総合的リスク対策に向けた重要な第一歩である。新たな規制は、潜在的リスクに対する自己資本規制の改善に大いに役立つと思われる。

貸し手および借り手の双方に節度ある行動を求めするためにはモラル・ハザードを小さくすることが肝要である。金融危機の防止およびその解決には、それに必要な国際的枠組みを改善しなければならないのは、最近の危機が良く示すとおりである。特に、その枠組みは、民間部門に対し、リスクを取る場合にはそれなりの覚悟が要ることをはっきり示すものでなければならぬ。

この点、ケルンのG7会議で示された枠組みは民間部門をもしつかり組み入れており、叩き台としては良く出来ている。同枠組みはケース・バイ・ケースの処理とルールに則った解決とをうまく調和させた妥協案であり納得の行くものといえよう。私は、こうした枠組み作りには以下の三点についてコンセンサスを築き上げることが必要であると考ええる。

第一は、平等性の原則を確立することである。信用を供与する民間金融機関のなかに特別扱いされ

るものがあつてはならない。

第二は、新興市場国の国債の発行要項に集団行動に関する条項 (Collective action clause) を導入する必要があるということである。アルゼンチンはアメリカ方式とヨーロッパ方式の両方で債券を発行したが、同国の経験から判断して、新興国がヨーロッパ方式の債券を発行しても、市場から不利益を被ることはないといえる。言い換えれば、アルゼンチンの経験は「集団行動に関する条項の導入は、コスト的には相対的に安上がりな方法である」という主張の妥当性を示すものといえよう。

第三に、巨額の公的救済パッケージを期待することは最早できないという点を明確にする必要があるということである。

さて、次にアジアの金融危機によって注目された重要事項、即ち、為替相場制度の選択の問題について見てみたい。

二 為替相場制度の選択

アジア、ロシア、ブラジル、の各危機に際し、当初は、「為替相場のペッグ制は必ず不安定なものになる」、「過渡期の制度としては確固たる固定相場制かさもなくば自由変動相場制が望ましい」と主張する人々が多かった。しかし、私個人としてはもう少しバランスのとれた見方が必要であると思つている。

各国の経済金融情勢が大きく異なっている以上、どの国にもあてはまる理想的為替相場制度など存

在するわけではない。となれば、為替相場制度は、それが、当該国固有の状況下で、経済の基本的条件および予測と整合性のある為替相場水準を維持しつつ、マクロ経済情勢の安定に如何に寄与しようかという点で評価されるべきである。

— 発展途上国および新興工業国の為替相場制度は広範多岐にわたっている。両極端の制度（自由変動相場制もなくばカレンシー・ボード制）が必ずしも最適な制度というわけではない。変動相場制は資本の大規模な流入や非対称的ショックに対処する方法としては適切な制度に思われるかもしれないが、小規模な開放経済（これらの国は為替相場的大幅な変動に対処するのに必要な市場インフラを備えていない場合が多い）の企業にとっては混乱の原因となる可能性もある。

為替相場のペッグ制を維持するには節度あるマクロ経済政策を採っているだけでは不十分であり、健全な金融政策、良好な企業ガバナンス、効果的規制・監督、そして金融・財政政策の透明性の向上、などが不可欠であることが、最近の金融危機によって明らかになった。

ペッグ制を維持するには、大変な努力が必要だが、多くの国々（特に物価水準が安定している大国との貿易関係が極めて密接な国々、具体的にはEU加盟を申請している国々や高インフレの発展途上国など）にとっては暫定的な問題解決手段として依然、有効な選択肢といえよう。そうした国々では自国通貨と当該大国通貨との関係を安定的に維持することが金融・財政の安定実現につながるからである。

為替相場制度の選択は各国当局の責任だが、当該国にとってどのような為替相場政策を採るのが妥

当か、国際金融システム全般に対する影響を考慮しつつアドヴァイスするのは明らかにIMFの役割である。この観点からすれば、IMFは、資金供給を伴う支援措置を実行するに際しては、当該国のマクロ経済政策と為替相場体制との整合性に疑義のある場合は慎重に行動しなければならない。

三 国際機関の役割

国際金融機関や国際金融取決めを一層効率の良いものにするには、国際金融システムにおいてIMFと世界銀行が中心的役割を果たすべきであるという点がG7によって再確認され、金融・資本市場の監督・検査の面で国際的協力と協調を促進すべく「金融安定化フォーラム」が設置された。また、より最近では、G7がG20を組成し先進諸国と新興諸国との対話が強化された。

IMFの中心的役割は加盟国のマクロ経済を監視することにある。IMFの金融支援に伴い課されるコンデイションナリティーは、調整策の実施を確約した加盟国の努力に対する評価を関係者に明らかにする上で重要なものである。

更に、IMFは国際協約や基準の遵守状況を評価するという点で重要な役割を果たしている。IMFがデータの公表や第四条協議レポートの公表など、改善のために採った政策に関しては既に述べたところである。IMFはその任務に直接関連する分野を中心に、国際的に認知された諸基準を加盟国がどの程度遵守しているかを集約し、試みに一連の「基準及び協約の遵守に関する報告書」として公表している。

I M Fはまた最近、世界銀行と合同で「金融セクター評価プログラム」を作成した。このプログラムの副産物として「金融安定評価プログラム」が公表されるが、これは金融システムに影響を及ぼす主たる欠点を指摘し、そうした欠点を改善するための勧告を行なうものである。これはI M Fの監視活動における重要な進歩である。

ブレトン・ウッズ体制の機構上の枠組みに新しく非公式な対話の場としてG 20が設けられたが、これはグローバルな金融の枠組みの改革（改革をどのように実施するかを含む）に係わる主要事項に関し先進諸国と新興市場諸国との間のコンセンサス作りを目標としている。

グローバルな金融の枠組み改善のために多数の機関とフォーラムが関わっているということからみても、「金融安定化フォーラム」の創設は同改善に必要な協調行動と未解決の問題発見のために多大な努力が傾注されていることを示すものといえる。「金融安定化フォーラム」には三つの作業部会があり、それぞれ「高度にレヴァレッジをきかせた機関」に関する問題、「資本移動」の問題、「オフシヨア・センター」の問題、を扱うことになっている。これらのグループの報告と勧告は二〇〇〇年三月に出来上がるが、今からそれらが待ち望まれるところである。また「金融安定化フォーラム」は最近になって金融システム強化に係わる国際基準の導入促進に当り、重要な論点を摘出するためのタスク・フォースを組成した。

四 ユーロを完全に成功させるための条件

ユーロ導入が成功裡に行なわれることは、それ自体重要な改革といえる。同改革が十全の成功をおさめるためには、まだ数多くの条件が満たされなければならない。それらの条件は主として以下に述べる四つになると思う。

第一の条件は、欧州中央銀行（ECB）の独立性（この独立性はマーストリヒト条約によって保証されており、その起源は各国中央銀行の独立性に求められる）によって裏打ちされた金融政策の信認の確保である。ユーロが極めて信頼度の高い通貨としての地位を確固たるものにしようとするのであれば、二億九〇〇万人のヨーロッパ人および欧州とビジネスを行なっている非ヨーロッパ人のユーロに対する信認を繋ぎとめておかなければならない。そのためには、新通貨の管理に対する如何なる圧力にも屈しないことが特に必要である。

金融政策当局と経済政策当局との対話が必要な場合には、ESCB（欧州中央銀行制度）の独立性および「物価の安定」という目標に十分な配慮がなされなければならない。同目標はマーストリヒト条約によってユーロ地域の金融政策の指針とすべきことが規定されている。金融政策の独立性を尊重すること、就中「ケルン・プロセス（前回の欧州理事会において採択された雇用協定の実施に関するマクロ経済上の対話）」の枠組みの中で尊重することがユーロ成功の条件である。

金融政策の独立性と信頼性に係わる第一の条件は欧州金融政策チーム、即ち、ECBと第一陣参加一ヶ国の中央銀行からなる一二の当事者が調和のとれた行動をとって初めて充足されるものである。

第二の条件は、マーストリヒト条約の規定及び安定・成長協定に記されている財政政策のガイドラインを遵守することである。ユーロ参加一ヶ国（「ユーロ一ヶ国クラブ」）の非公式な協議会およびECOFIN一五ヶ国の蔵相による財政政策の緊密な協調と仲間同士の不断の監視こそがユーロゾーン全体のポリシー・ミックスをバランスのとれたものにする上で不可欠である。「収支が均衡に近いか、ないしは黒字の財政」の実現という中期目標達成のためには一ヶ国たりとも身勝手な財政赤字に走ることがあってはならない。この目標達成はユーロ地域全体が経済的に難しい時期を乗り切るのに不可欠であり、かつ個々の国が当該国固有の景気後退に見舞われた場合にもそれを克服するために不可欠である。

我々は物価の安定を実現するには金融政策だけでは不十分であり、経済通貨同盟加盟国全体が節度ある財政政策を維持して初めてそれが可能になるということを認識する必要がある。

私に言わせれば、マーストリヒト条約が安定・成長協定を必要とした経済的理由としては以下の三点を挙げることができる。

第一は、同協定が通貨同盟諸国に協調的財政政策を採らせることによってユーロ地域内の健全なポリシー・ミックスが確保できるということである。このことは金融政策にとって極めて重要である。

第二に、同協定は過度の財政赤字に対してはペナルティーを科す仕組を導入したが、これによって、順調な経済推移を辿っている国々が不当なリスク・プレミアムを負担する必要がなくなるということ

である。

そして最後に、安定・成長協定の成立によって、加盟国に非対称的ショックが生じた場合、自動安定化装置が働かないという批判をかわすことが出来るということである。事実、各国政府に対し中期的に均衡に近い財政状態ないしは黒字財政の実現を要請することによって、各国はリセッションに陥った場合、GDPの三%を超えない範囲内で財政赤字拡大が可能である。要するに、各国は景気が順調に推移している時に財政面にバッファを蓄え、非対称的ショックが生じた時にそれを使うというわけである。

第三の条件は、欧州諸国はどの国も覚悟を決めて構造改革に取り組まなければならないということである。欧州大陸諸国における失業率は殆どの国で低下してきてはいるものの依然として高過ぎる。IMFとOECDによれば失業の八〇パーセントは構造的なもの、即ち、各国の厄介な規則・規制によって生み出されたものであるという。

第四の条件は、欧州経済界のリーダーは競争という重要な問題に対し、しっかりと目を見開いていなければならぬということである。ユーロ導入以前の経済政策は、貿易収支、国際収支、外貨準備、そして市場金利、の動向を注意深く見守ることが基本であった。当局は、そうすることによって当該国の経済動向に影響を与える主要指標から常にフィードバックを受け、それに基づき必要な対応策を採り得たのである。これらの指標は敏感であり、多面的であり、かつ活発な反応を示す類のものであった。

しかしながら、これらの指標の持つ意義は、ユーロの導入とともに、国家レヴェルにおいては失われた、ないしは薄れた。しかし、当然のことながら、ユーロ地域というレヴェルでは依然重要である。マーストリヒト条約にうたわれた財政と経済政策の協調が何故それほどまでに重要かという理由はここにある。

そうした事実が存在する一方、各国経済は依然、市場経済のルール（特に競争）にさらされる。雇用は労働者の生産する財・サービスに対し消費者が最大の価値を見出し、それらを購入することによって初めて創出される。企業は各地域の比較優位を秤量し、様々な国の様々な地域に生産拠点を振り分けるが、雇用もそれに伴って各当該地域で創出される。それゆえ、単位当り生産コストの指標や税制・規制の枠組みなどを通じて、これまで以上に競争力を注意深くモニターすることが必要となる。

ユーロ導入以前とは違って、競争力の喪失が為替相場や市場金利や対外収支といったレーダーの画面に直ちに映し出されることはなくなるであろう。そうなれば、経済を預かる人々は競争力に密接に関連した指標を以前にも増して注意深く見守っていく必要がある。経済政策が失敗すれば、そのつげは成長率の低下と失業の増加という形で緩慢にかつ知らぬ間にまわってくる。

結論として、以下の三点を強調したい。

第一は、世界経済が一年前よりも、ずっと良好な状態になっているということである。このことは、一九九八年に世界が困難な状況に直面した際に採られた対処策が適切なものであったということを示

す最大の証左であるといえよう。世界の生産は一九九九年には三%増大する見込みだが、これはかなり明るい兆候といえる。特に、私は今回アジアに来て新興工業国・地域の経済成長率が一九九九年、二〇〇〇年と五%強になる見込みであると言うことを聞いて、心強く感じている。

以下の二点については脱帽というほかない。その一つはアジア経済が極めて短期間に調整をなす能力を持っていることを内外に示した点であり、二つめは国際金融機関（特にIMFと世界銀行）が、過去二年間、先行き見通しが極めて困難な状況下において決断と勇気を示した点である。こうした論評が、あまり受けの良いものでないことは十分承知している。しかし、受けが良くないからこそ、言っておく価値があると思う。

第二は、現在は自己満足している場合ではないということである。世界の経済情勢は格段に改善したものの、国際社会が直面しているリスクや課題のことを考えると依然として脆弱である。世界の経済・金融が良好な状況にある今こそ、改革に向かって歩を進める好機である。比較的平穏な時期になったと自己満足しているのは大変な誤りである。公的部門と民間部門の双方の適正行動慣行と実務遂行原則を積極的に確立し、広く浸透させるべきであるといえよう。また、関係者すべて（「金融安定化フォーラム」の枠組みの中に組み込まれている関係者およびベルリンで近く会合を持つことになっているG20を含む）の協力関係を積極的に強化すべきである。

序でながら、シアトルにおいて世界貿易に関しコンセンサスが得られなかったことに対し遺憾の意を表しておきたい。世界貿易は、誰もが勝利をおさめる敗者無きゲームであるにもかかわらず、ゼ

ロ・サム・ゲーム（事実、そうではない）の如く言われるのは悲しむべきことである。貿易において好ましい合意が成立すれば、それは発展途上国、新興工業国、体制移行国、先進国の如何を問わず、すべての利益になる。就中、世界の繁栄と経済・金融の安定に資する。

第三に、現在の国際通貨システムが三極体制の性格を有するものである点を強調しておきたい。三つの主要経済および三つの主要通貨は先進国の安定と繁栄に寄与しなければならない。ヨーロッパ人としてここに（日本に）居る者の目に写っている重要な点を三つ指摘しておきたい。

第一点は、この夏ワシントンにおいて発表された円とその他主要通貨（つまり、ドルとユーロ）の関係に関するコミュニケーションには全面的に賛成だということである。付言するならば、三つの通貨は世界の三角形を形成しており、円に対する関係で言えば、ドルとユーロの間に何ら異なるところはないということである。

第二点は、ウィム・ダウセンベルクがECB理事会を代表して語ったように、ESCBは堅固かつ信頼性のあるユーロ政策を追及しており、ユーロ相場が上昇する蓋然性は大きだということである。

そして、第三点は、アメリカが過去七年間「強いドルはアメリカの利益になる」と言い続けてきたように、私もここ東京において「強いユーロは欧州の利益になる」と確信していると申し上げたい。

三、国際金融制度の展開

米國財務省次官補 エドウィン・M・トルーマン

私は話を二つの部分にわけ、最初に通貨取り極めのいくつかの観点について一般論を述べる。続いて、来るべき二一世紀の国際金融制度について三つの観点、すなわち通貨制度、資本移動、ならびに主要国当局の責務、に分けて私見を申し述べようと思う。

通貨取り極め

A 唯一の世界共通通貨は可能か

グローバルな観点からは、単一の世界共通通貨がもつとも望ましいと考える人が多い。郷愁を込めて、その制度を一九世紀の金本位制度に擬する人もいる。その制度では、外貨交換のコストは無くなるのみならず、外貨危機は過去のものとなっており、単一の金融資本市場が世界の貯蓄のストックを効率よく配分して、最大の利潤を上げているはずである。そのような制度が約束してくれる可能性を十分に引き出すためには、賃金・物価は柔軟で、労働と資本は自由に移動し、経済への政府介入は大幅に制限し、国の経済金融状況の変化に対応して自動メカニズムが働くようにする必要がある。例えば、賃金・物価は（従って実質賃金・相対物価は）自由に上下できるようにする必要がある。

このような条件が欠けている場合には、世界の経済金融情勢の変化、とくに国ごとに影響が異なるショックが起これば、それは少なくとも政府介入に結びつき、グローバル・システムの自動調整メカニズムを妨げる恐れが出てくる。例えば、政府は賃金・物価の下方調整を底支えしたり、柔軟性を欠いた賃金・物価が雇用や生産に及ぼす影響を緩和したいという誘惑に駆られることにもなる。さらには、グローバルな通貨発行当局により共通通貨を発行するということになれば、そのような当局に課すべき目的や政治的説明責任について合意をとりつける必要がある。最後に、そのような通貨制度が公的安全網をもたないグローバルな金融制度に関してきちんと対応できているのでないかぎり、その制度の監督や規制についても多国籍協定が必要になってくる。そうなると、国ごとのレベルでは、金融部門に対して最後の貸し手の支持を差し伸べる余地は、極めて限られたものとなるだろう。

二一世紀のある時点でそのような通貨制度がまとまることは予想可能ではあるが、ここ二、三〇年のうちにそれが現実的な可能性となることは考え難い。

B 国際通貨の可能性

二〇世紀の大半にわたり、少なくとも一つの国民通貨が国際通貨システムの中で主要基軸通貨として機能してきた。最初は英ポンド、より最近では米ドルである。ここでの「国際通貨」の定義は、民間部門、公的部門の双方で国際計算単位、支払手段、そして価値の保蔵手段となる通貨である。さらに言えば、二国間の経済主体の間で国際取引や投資活動に使われる通貨がそのどちらかの国で発行されている場合と、両国のどちらもが発行国でない通貨の場合とは、その通貨の役割は大きく異なる。

最初の基準を用いるなら、今日すでに多くの国際通貨があるといえる。特に、金融取引面では、非居住者がローカル通貨を借り入れたり、より一般的にはローカル通貨建て資産に投資したりしている。第二の基準の場合は、現実にも、また潜在的にも、国際通貨の数は一握りでしかない。今日の世界では、最も広義の国際通貨の選択は市場によってなされており、政府の布告によるものではない。また、政府部門における価値の保蔵手段としての国際通貨の役割（準備通貨として）の重要性は限定されたものになっている¹。

今日のグローバル化した金融システムにあつては、一つの国際通貨を持つことの恩恵は、唯一のグローバル通貨を持つことの利点に類似している。その恩恵は国際取引上のコストの低減、効率の増進、及び流動性の高さによるものである²。

これらの利点は、その国際通貨を取引に使う、または使われないという自由が経済主体にある限り、システム全体に対して生じるものである。一方、システムへのコストはごくわずかである。その通貨発行国の金融政策決定は他国の金融当局を制約するものではなく、各国は経済金融環境の変化に対して自由に自国の政策を採ることができ、外貨準備を特定の国際通貨で保有する義務もないからである。

¹ 例えば、今日では米国に対する外国の金融資産債権のうち政府機関からのものは二割未満である。

² 世界共通通貨をもつ制度と単一の国際通貨をもつ制度との違いは、一つの共通言語をすべての人があらゆる通信に使う世界と、多くの言語が存在するがすべての「国際的」意思疎通に使うのは一つのみという世界との違いに似ている。一つの「国際」語をもたない場合、意思疎通のためには、どちらかあるいは双方が複数の外国語を学ばなければならず、結果として正確な意思疎通が困難になるかもしれないので、意思疎通は損われる。二つ以上の多言語使用の場合は、いっそう障害が大きくなる。

当該国際通貨発行国で免許を受けた金融機関は、国際信用の創出能力に影響すると見られる最後の貸し手機能が利用できるので、長期的になんらかの恩恵があるかもしれないが、それは一国の国民所得や生産の統計数字に記録されるような種類の恩恵とはとてもいえない。一方で、通貨発行国の金融当局としては、自国通貨で表示される信用の伸びをモニターし管理する能力が低下することから、その決定が制約されたと感じるかもしれない³。

国際金融制度は三つの国際通貨がほぼ拮抗した役割を持つ三極に向かって動いているとする説が流行しているようである。その通りかもしれない。しかし、私に言わせれば、複数の国際通貨の存在によつて制度全体の効率が高まることはない。また、複数の国際通貨の存在から健全な競争が生じるとする論者がいる一方で、変動性が増大すると主張する者もいるのである。

C 国民通貨の将来

自国通貨が国際通貨でない国の場合、その通貨の独立性になんらかの利点があるのか、という疑問が生じる。その制度下で考えられる利点としては二つの面が考えられる。相対価格を変えるために為替レートの変更ができること、及び、独立したマクロ経済政策（それだけではないが、主として金融

³ 私の場合、通貨の国際的役割から生じる一つの恩恵として紙幣の使用についてのシニョレツジ（通貨発行益）は含めていない。その理由は、今日の世界では、比較的最近の傾向として、そのような国際シニョレツジが生じるのは国際（国境を越えた）取引での他国通貨の使用からではなく、主に国内（内部）取引での使用によるからである。

政策)を策定する余地があること、である。何らかの「調整可能なペッグ制」の採用により政策の自由度を保持するという選択もできるが、その場合いつまでも金融政策に独立性を維持できるといいうけではない。金融政策その他のマクロ経済政策について意味のある独立性を長期にわたって保つためには、その国は相当程度の為替レートの柔軟性を持たなければならぬ。しかしながら、為替のフロート制のもとですら、グローバルな経済金融情勢次第でそのような独立性が制約を受けることは、多くの主要国の当局がすでに一九七〇年代に学んだところである。

これに関連した問題点としては、二五年にわたる主要通貨間のフロートとその間の国際資金資本市場の統合の進展を通じて、独立した金融政策をとる余地が狭まってきたのかどうかということがある。内外経済金融環境、すなわち景気循環とインフレの動きを捨象して考えると、短期実質金利格差が独立した金融政策をとるための現実の余地を大まかに示す代替指標になる。こういう考え方に従って、検証を行なった⁴。私が見いだしたところ、六〇年代の固定相場時代には、ドイツ、イギリス、アメリカ間の短期実質金利差は一〜二%であった⁵。七〇年代では、金利差(日本を含む)は三%を越し、時には四・五%を上回った。八〇年代になると、金利差は多少縮小したが、九〇年代になるとまた拡大し、時に三%を超えた。この代替指標を用いた大まかな検証からいえることは、固定相場制に比べ

4 代替指標の作成方法は次のとおり。日本、ドイツ、イギリス、アメリカの短期名目金利(原則として三ヶ月物)を、二ヶ月後のCPIインフレ率でデフレートした。米国の短期実質金利との格差の実数はそれぞれ五年間についてならした。実際の計算は米国連邦準備制度理事会の国際金融部に所属する元同僚達が快く行なってくれた。

5 この期間の日本についての該当金利データは入手できていない。

るとフロート制の下のほうが、独自の金融政策を採用する余地が大きく、少なくともG3諸国、すなわち日本、ユーロランド、アメリカを含めて、マクロ政策が基本的に信頼できる国ではかなりの程度に達するということである。このことは英国の資料によれば、カナダやスイスのような国についても言える。

その他の国や通貨の状況はどうであろうか。そこではペッグ制の為替レート制度と裁量的金融政策を組み合わせた「中間路線」からの離脱の傾向が看取できる⁶。これは適切かつ現実的な動きであり、われわれの意見としては、このような中間路線の制度が強力な制度的取り決めによって支えられておらず潜在的に不安定な場合、国際金融界は特例的なファイナンスを安易に提供すべきではないと考える。同時に、フロート制を採用したからといってその国は自動的に意味のある政策の独立性が得られるものでもない。そのためには、着実な政策と実績の積み重ねが必要である。

もう一方の極として、自国通貨をあきらめ、ドル化のように、他国通貨を自国通貨化することもできる。フロート制が与えてくれる政策の自由度を駆使したマクロ政策運営に自信の無い国は、為替レートのペッグという中間路線を採るのを避けて、このような思い切った措置を取ることができる。しかしながら、主権をもつすべての加盟国による決定に裏付けられる通貨統合を選択するのと異なり、

⁶ 変動相場制への移行傾向がみられる。即ち、一九九七年にはアジアで、今年になってラ米の四ヶ国——ブラジル、チリ、コロンビア、エクアドル——が一九九五年のメキシコ危機の例にならって何らかの形のペッグ制を放棄した。マレーシアはこれと反対に一九九八年九月にペッグ制を導入した。

ドル化や、他国通貨を自国通貨として採用する決定は、経済、金融、政治面への影響が甚大であるから、基本的に当該国当局の責任で決めるべきものである。

米国は原則として他国のドル化決定についてオープンである。しかしながら、われわれが明言している通り、他国のドル化にあわせて米国の金融政策の手續や方向を変えたり、米国の銀行監督者にその国の機関を担当させたり、その国の金融機関にまで連邦準備制度の割引窓口を拡げてその利用を認めることは不適切である。同時にそうした国の当局とそのような選択肢について検討する用意があるとも言っている。これはその国の経済の大きさによっては、その決定や準備段階の行動がグローバルな金融システムのみならず米国に悪影響をおよぼしかねないからである。

二一世紀の国際金融制度についての三つの考察

終わりに当たって、二一世紀の国際金融制度に関し三点について簡単に触れたい。すなわち、通貨制度、資本移動、そして主要国当局の責任の問題である。

A 通貨制度

過去三〇年の為替相場制度の変遷が波乱に満ちていたことからすると、今から五年あるいは一〇、二〇、五〇年後の世界通貨制度の姿を予想することはあまり気が進まない。しかし、いちばん安全な判断を示すなら、通貨制度は国際金融制度の変化と共に今後とも変遷を続ける、ということになる。

国際通貨基金協定がその第四条において、加盟国に対して安定した為替相場システムではなく「秩序ある為替取極を確保し、安定した為替相場制度を促進する」よう求めているが、これは単なる偶然どころではなく、今日でも賢明と思われる。国際金融制度が激変するなかでは、グローバルな為替相場制度を広範に探求しようとしてもそれは報われない可能性が高い。

為替相場制度に対する万能薬はない。あらゆる経済金融環境のもとで一国の経済にとってベストの制度のようなものが無いことは容易に示せる。そのような制度が立ち向かうことになる混乱は時とともに変化する。一国の当局は、全体的に見て自国の経済にいちばん適すると思われる制度を選ばなければならぬ。制度の変更にはコストがかかるので、「折衷主義」も現実的な方策ではない。これと同様に、あらゆる条件下でグローバルな金融システムに最も貢献できるようなグローバルな通貨制度も無い。かくして、通貨制度論議は延々と続いてゆく。

私見であるが、国際金融制度が大規模な通貨ブロックの方向へ進化するとすれば、それは好ましくない。エコノミストの言う「自然の最適通貨圏」は、現在ユーロランドのように経済統合を命題とするものを除けば、ほとんど存在していない。競争力のある通貨ブロックはグローバル経済に参加しようとする多数の経済を疎外してしまう可能性がある。また、貿易ブロックとの連想には難点が多い。貿易ブロックを形成する経済学的根拠は、既存の貿易障壁の高さに立脚している。貿易ブロックの創設は平均して貿易のひずみを減らすのに役立つっており、貿易を阻害するよりは増やしている。これに反して、通貨ブロックでは、現在ファイナンスの自由なフローに対するバリアーが少ない主要通貨や金融市場で障壁を作ることにより、流れをますます阻害するリスクを持っている。

B 資本移動

グローバルな資本移動に関する限り、国際通貨制度は危機を引き起こす大きい要因とは思わない。ある共通のグローバル通貨を持つ制度を考えてみよう。そのような制度の下では、国内の通貨制度の場合と同じく、資本移動が根柢なき熱狂や落胆につながらないという保証は無く、危機の可能性は依然として存在する。

哲学をどう持つかは別として実務的な観点からは、現実の国際資本移動が引き起こす潜在的な問題に対して、資本規制を導入することは、その国の金融市場そのものが嚴重にコントロールされているか非常に未発達でない限り、やがては非効率（従ってコストもかかる）、非能率、あるいはその両者になってしまう可能性が大きい。また経験的にも、経済が成長発展するにつれて、資本規制は緩められ金融システムは開放に向かうものである。したがって、国際資本移動関連の問題解決のよりよい処方箋は、健全なマクロ経済政策の推進、柔軟性に富んだマーケット、適切な資本規制と監督に支えられた頑丈な金融システム、制度及び各機関のもつ透明性、そして合意されたグローバル・スタンダードの厳守などに帰する。

C 主要国当局の責務

二一世紀における国際金融制度の適切な展開を支えるためには、主要国の当局は健全なマクロ政策、構造政策を推し進め、市場の力の尊重を周知徹底させ、金融システムを誘導し管理する規則や原則の

策定に際しては、取り込み政策の追求に努めるべきである。これらは何でもないことのように聞こえるかも知れないが、これらすべての仕事を効率的に遂行することがいかに荷が重いことかは、明らかである。

四、歴史の教訓と今後の通貨体制

大蔵省財務官 黒田東彦

今回のシンポジウムのテーマは、「In Search of Stable Currency System in the 21st Century」である。二一世紀の国際通貨体制を展望するためには、我々としてはこれまでの非常に長い国際通貨体制の歴史、さらにここ数年の我々の経験、この二つから演繹するしかないと思う。

まず初めに一九世紀の金本位制以来の国際通貨体制の歴史を振り返っていただきたいと思う。一八七〇年頃から第一次大戦直前まで国際的な金本位制というものが非常にうまく機能した。これはご承知のように、金を基礎にした完全な固定相場制であるし、また、資本移動というのは大変自由だった。それから両大戦間は一般的に金為替本位制の時代と言われるが、非常に混乱した時代で、為替は変動していたし、また、国際資本移動は非常に制限されていた。これは非常に良くない失敗した体制だと思ふ。

戦後IMFを中心としたブレトン・ウッズ体制というものができた。この下ではいわば金ドル本位制と言って良いのか、「アジアスタブル・ペッグ」という固定相場制が全世界的に適用された。国際資本移動はまだかなり制約されていた。

これはだいたい一九七〇年代の初めまで続いたが、全世界的な経済のパフォーマンスは非常に良かったと思う。問題は一九七〇年代の初頭から現在に至る一般的にフロートと言われる制度である。これはある意味でドル本位制であるとともに、主要通貨はみなフロートしている、そして国際資本移動は大変大規模になっているという時代である。この間の世界経済のパフォーマンスというのは、両大戦間ほど悪くはないが、戦後の二五年間のブレトン・ウッズ体制よりかなり悪いということだと思う。

こういった長いトレンドから何を読みとるかというのは難しいが、トルーマンさんが言われたように、国際資本移動が非常に広く深くなって、しかもこれがますます進んでいくという時代において、簡単な形で固定相場制を持つということは非常に難しくなっていると思う。資本移動を逆転させ、この時流を逆転させるということはおそらく適切でないと思う。

そこで最近の経験を二つお話ししたいと思う。一つはアジア通貨危機であり、もう一つはトリシェさんが強調されたユーロの誕生である。

まず第一のアジア通貨危機の経験は、少なくとも三つのことを我々に教えてくれたと思う。一つはドルペッグの危険性である。アジア諸国は、勿論アメリカと広範な貿易投資関係を持っているが、米国の関係が支配的だというわけではない。むしろ東アジアの域内の貿易あるいは投資関係というのが一番重要なわけである。それから、これらのアジア諸国はユーロランドともかなり広範な貿易投資関係を持っている。そうした中でドルに形式上あるいは事実上にペッグするということが、非常に大きな危険を持っていることが明らかになったわけである。

二つ目のリスクは、資本移動のリスクである。特に短期の外貨借入れが非常に大きな危険性をはらんでいるということが分かったわけである。勿論、タイとインドネシアと韓国とはそれぞれに違った問題を持っていたわけで、例えばタイは、ノンバンクセクターが非常に巨額な対外借入れをしていたということが大きな問題と呼んだ。インドネシアでは、コーポレートセクターが短期の外貨借入れをしていたということが非常に大きな問題を引き起こした。他方韓国では、コマーシャル・バンキングセクターが非常に巨額の短期外貨借入れをしていたということがやはり問題を引き起こした。いずれにしても、国際資本移動は非常に好ましい効果を中長期的にはこれらの国々にもたらしてきたわけであるが、短期の資本取り入れというのは非常に大きなリスクがあるということを高いコストを払って学んだということである。

三つ目は、マクロ経済状況が良いことだけではやはり通貨危機のリスクに耐えられないということである。特に金融機関の脆弱性というのは非常に大きな問題である。これは、アジア諸国のような新興市場国の金融機関が脆弱であるというだけではなく、実は日本や米国やヨーロッパの先進国の金融機関も色々な面で脆弱な面を持っているということが明らかに became になったわけである。従ってやはり金融機関に対する監督というのが非常に強いものでないといけない、必要に応じて強い措置がとれるような用意がなければならないということをも物語っていると思う。

最近の経験のうち第二は勿論新しい通貨ユーロの誕生である。これについてはトリシェさんが大変雄弁に全体像を描いていたので、私はあまり加えないが、ユーロの成功の背後には、やはり、三〇年以上に渡って貿易の面でもあるいは投資の面でも、あるいは色々な規制の面でも域内統合を進

めてきたということがあったと思う。更には、いわゆるコンバージョンス・クライテリア（収斂基準）に見られるようなマクロ経済政策についても統合を進めてきたということである。こういう両面があった中で初めてユーロの成功があったということが言えると思う。

今後のユーロの役割というのは、おそらくヨーロッパ域内にとらわれることなく、全世界で色々な形で国際通貨として使われるようになるのではないかと思う。従ってドルだけがドミネートした姿ではなくて、ユーロもドルに近いような国際通貨として使われるような時代が一〇年、二〇年経つと来るのではないかと思う。

そこで、以上申し上げたような一九世紀以来の長い国際通貨体制の歴史、それからこの数年のアジア通貨危機の経験、ユーロの成功の経験から二一世紀の通貨制度としてということが考えられるかということである。結論はおそらくトルーマンさんとかかなり似ている面があるかと思う。

というのは、当面円・ドル・ユーロの間の為替相場というのはやはり変動を続けるであろうということである。これら三つの主要通貨の間の為替を固定するとか、非常に狭い範囲の変動に閉じこめるということは現実性が少ないと思う。ただ、すぐにつけ加えたいのは、そうは言っても、この三極の間で色々な形での協調を強化することにより出来る限り三極通貨の間の変動を許容できる範囲に抑えていく、変動を出来るだけ少ないものにしていくことは努力する価値があると思う。これは三地域にとってのみならず、全世界にとつても意味があると思う。ただそれはそう簡単なことではない。特にインターネットを通じた様々な商取引が可能になっている現在、資本の移動というのはますます

スピードが速くなり、拡大をし、全世界に及ぶようになっており、この資本移動を止めるということは全く出来ない。この三極の間での資本の自由な移動は完全な形で今後とも維持していく必要があると思うので、そうした中で、為替の安定を出来るだけ図るということは相当大変なことであると思う。しかしその努力は続けていく、あるいは更に強化していく価値があると思っている。

それでは今申し上げた三つの通貨の地域の他の色々な国はどうだろうか。

ヨーロッパではすでにユーロランド一ヶ国の周りに事実上ユーロにペッグしている国がたくさんある。北欧、東・中欧、南欧等に、たくさんの方が事実上ユーロにペッグしているし、将来はさらにユーロランド自体が拡大していく可能性がある。

これと少し状況が違うのがラテンアメリカとアジアである。ラテンアメリカでは、先程トルーマンさんが言われたように、ドル化（ダラライゼーション）というのが一面で進んでいるが、他方で依然として非常に強い変動相場制に対する志向を持っている国も残っており、ドル化自体も一方的に進むかどうかともわからない。しかし、西半球における米国経済の圧倒的なシェアというものを考えると、やはり長い目で見るとおそらくドルを使った国際的なのか地域的な通貨システムがラテンアメリカで進展していくのではないかと思う。

アジアはもう少し複雑で、初めに議長長の行天さんが言われたように、円の役割がどうなっていくのか、さらに人民元も次第に大きな役割を果たすようになっていくと思われるので、アジアが円ゾーン

になると言う可能性は私は非常に薄いと思っている。しかし円やさらには人民元も含めて、そういうものがより広く使われるという、そういうアジア域内の通貨システムというのは十分考えられるのではないか。そのなかでは自ずと円とかかそういった通貨に対する変動幅を小さくしていく。当面おそらく一番現実的なのは、アジアの経済としては、円・ドル・ユーロの三つの通貨のバスケットを例えばレファランズに使うとか、あるいはバスケットに対する変動幅を狭くするとかで、これらは十分考えられてしかるべきではないかと思っている。

今申し上げたようなやや地域的な動きというのは、二一世紀でも半ばぐらいまでの話で、トルーマンさんが言われたように、おそらく二一世紀も後半になると、いよいよグローバルな通貨、グローバルな共通通貨に向けての動きというのが出て来るのではないか。ただ、それは余りにも先の話であるし、今から我々がそれに向けて具体的な準備をするというような時代ではないわけで、充分二一世紀に入って今申し上げたような動きが進んだ後において、そういう新しい試みが始まるのではないかと思っている。

若干、この二一世紀のだいぶ遠い話をしたが、我々が日々のドル・円レートとかユーロ・ドルレートなどについて議論する場合にも、少し長期的なパースペクティブというものを持って議論するということも時には必要なのではないかと思ひ、やや意図的に少し長期的なお話をした次第である。

五、通貨の質

前アルゼンチン経済大臣　ドミンゴ・F・カバール

国際金融制度の未来

先程の議論は、将来の国際金融制度の改革が色々な国々の質の高い通貨を求める動きによって進められることを示唆している。

もし国際金融制度の将来の構造がこのように展開したとしても、これは歴史の上では珍しいことではない。最近出版された本の中で、一八八〇年から一九一四年の間の金銀複本位制から金本位制度への変革は、次のように説明されている。

「産業革命を経た国々により内外の取引が数量ともに増えたため、金は銀より優位に立つことになった。金塊は、同じ大きさの銀に比べ約一五倍の価値があったので、取引や収入の量も頻度も伸びている環境の中では、金が交換の手段として一層重要になるのも当然だった。欧米経済の国際化により、英国で使われていた標準がより一般的に使われるようになった。国際資本市場、とりわけ商業上の債務（すなわち為替手形）の国際市場がポンドに支配されていたためである。最後に、一九世紀の先進国における国内政策の様相が大幅に変わった。政治的なりベラリズムの出現は、都

会の産業労働階級の政治的な成長の表われであり、伝統的な農業階級の支配に対する挑戦であった。政治力学の均衡が崩れた時、同時に通貨面での選択も、それまでの大きくて扱いにくくしかもインフレ傾向のある金属（すなわち銀）よりも、軽くてインフレ傾向のない金属（すなわち金）を基準とした貨幣が好まれるようになったのである。」

もし、この会議を通して私が述べている推論が正しければ、将来多くの国が、より質の高い通貨を求めて独自の通貨政策を破棄することを決め、この決断の結果最終的には世界経済の通貨の数が減少することになるだろう。

広範囲な通貨圏の形成過程が続く限り、IMFは、ある国がいつそのカレンシー・ボード制が中央銀行に取って代われるかを判断する役割の機関であるべきである。これは実際には、IMFが通貨の質を評価することである。自国通貨が品質試験に受かっている場合には最後の貸出し窓口にアクセスできることを認め、その国が未成熟のままに独自の金融政策を実施することをやめさせる誘因とすべきである。要するに、IMFは、ブレトン・ウッズ体制の初期の役割と非常に似た役割を担うことになるだろう。

（少ない数のより質の高い通貨があつて、しかも各中央銀行がそれぞれの通貨圏での物価安定を目的とした金融政策を実施する忍耐力を有しているとしても、それぞれの通貨が互いに安定性に欠けることがあるという事実は排除できないであろう。万一このようなことが起きるとしたら、今日通貨圏を広げようとしている同じ勢力が、将来の世界統一通貨の創造にむけて引き金を引くことになりそ

うだ。その時には、広範囲な通貨圏を持つ中央銀行とIMFは、世界中央銀行に交代すべきであるが、いずれにしても、現在の事態の進展具合では、これも憶測に過ぎない。）

最後に、私は次のようなまとめの言葉を、この会議に提案したい。「通貨は重要である」、しかし、「本当に重要なのは通貨の質である。」

制度としての通貨

通貨は、市場経済と財政の両方にとって非常に重要な経済制度である。商品やサービスの価値は貨幣によって評価される。国の予算は通貨単位によって承認され管理される。人々が享受する殆どの資産に対する権利は通貨価値で定義され、効力が発生する。

通貨の価値が下がる、すなわち物価水準が上がると、商品やサービスを売買する人は相対的な価格の変化と絶対的な価格の変化を容易に見分けることが出来なくなるため、市場経済の機能は悪化する。言葉を変えると、一定の価値を持たない通貨は、経済の価格制度における情報の質を低下させるのである。インフレに悩まされる国々では、国の予算の作成と管理、特に税金の徴収が益々不安定で複雑になる。通貨の価値が不安定に変化する場合には、貨幣によって評価されている資産に対する権利は、裁量的に修整されることになる。

纏めて言うと、一定の価値を持続させることが出来ない通貨は、現代経済のもつ基本的な調整メカ

ニズム（市場と予算）の機能を悪化させ、資産に対する権利を一層不確実なものにするのである。

通貨の質は、長期にわたって物価の安定を守る力と、商業及び金融取引を行う関係経済主体の間でその通貨がどれだけ受け入れられるかという度合いによって決まる。

通貨の質の一番良い目安は、長期ローンの契約書に設定されている金利である。その金利が経済の成長率に近ければ近いほど、その通貨の価値は高くなる。これは次のような簡単な理由による。すなわち、インフレあるいはデフレ期待の消滅は、安定的な一般的物価水準を伴った経済の長期的均衡を確実なものにするような金利となって反映されるのである。通貨の質のもう一つの目安は、その国以外での取引にその通貨が使われている頻度である。

政府の財政赤字の穴埋めのために自国通貨を使ったり、その国の経済の国際的な競争力を増すために自国通貨を誤って使用すると、その通貨の質は低下する。仮にマネタリスト達が提案しているような貨幣数量説を支持して金利と為替レートを市場の動向に自由に任せる代わりに、政府が金利や経済の国際競争力に度々影響を与えるために金融政策を利用したとすれば、経済関係者はインフレ率の上昇を予測し始めるだろう。

彼らは、政府がインフレで膨らんだ税金を徴収することに成功したとしても、本当は債務者や商品製造業者に対して所得移転を行うことができたにすぎないということに気づくだろう。逆説的ながら、貨幣的に評価されている資産の権利に対しての不確実性が増す結果、長期金利は結果的に上がるだろう。そのため中長期的には、債務者や商品製造業者、少なくとも、資本を集約的に利用する者の相対

的立場は恒常的に悪くなるだろう。

ある国の政府が国家経済の金融政策を管理する時に、ある程度の裁量を用いて金利や国際競争力について短期と長期とで結果が相反する動きを誘発した場合、その国の経済はもはや質の高い通貨を持つていたとは言えない。その様な結果になってしまった場合、基本的な問題は、どのようにしたらその通貨の信用を取り戻せるかということになる。

マネタリストは、政府の介入を止めさせて、永久的に貨幣数量説を採用することを主張する。私は、分析や自分の経験によって別の結論に達している。自国通貨の信用を取り戻すためには、他の質の高い通貨を利用しなければならないというものだ。実際には、この二つの意見が選択肢になるのは、ある国の通貨が信用を無くし、それが回復するまでの期間についてのみである。

通貨がその価値を取り戻した後は、マネタリストの主張が再び有効となり、その経済は独自の金融政策を実施する可能性を取り戻すことになる。それまでの間、自国の通貨の価値を回復させるためには、政府は金融政策を実行することを控え、質の高い通貨を有する国の施策に付き合わなくてはならない。

カレンシー・ボードと中央銀行

カレンシー・ボードとは、ある通貨と他の保護者的（親）通貨、もしくはは支援通貨との交換性を保

証する機関である。それは独自の通貨政策を実施することは出来ない。これに対し中央銀行とは、信用貨幣の創造と管理を行い、独自に通貨政策を実施することが出来る機関である。

開放経済においては、カレンシー・ボードが成功して中央銀行に生まれ変わるとというのが、通常の通貨機関の発展の仕方である。これは、交換可能通貨が支援通貨に対して強くなった時に起こる。この通貨価値上昇が、支援通貨の質の低下に起因するものであれば、カレンシー・ボードは普通そのまま残り、支援通貨の価値が変更される。しかし、その国の生産性の上昇が親通貨国のそれを常に上回った結果として通貨価値の上昇が起こったものであれば、当該国の通貨は恐らく自由にフロートするようになり、カレンシー・ボードは、独自の通貨政策を実行できるように、中央銀行に転換されることになる。

ポンドと米ドルは、それぞれ一八二一年と一八七九年以来金に対して交換可能な通貨であった。英蘭銀行は、ポンドが交換不能になった一九一三年まで、実質的にカレンシー・ボードの機能を果たしていた。ドルの金に対する固定平価での交換制度は、第一次世界大戦の間維持され、一九三三年の大恐慌の時に打ち切られた。ポンドが積極的な金融政策の基礎となっていた時代には、深刻な通貨危機がしばしば起こり、そのためにポンドは準備通貨としての役割を終えることになった。連邦準備銀行による金の蓄積こそ、第二次世界大戦後、ブレトン・ウッズで纏められた金融体制においてドルが基軸通貨になった所以である。その結果、ポンドと米ドルはともにカレンシー・ボードと中央銀行の二つの段階を経験することとなった。二番目の段階では、ドルはポンドよりも通貨危機の影響を受けなかった。準備通貨として益々重要な役割を果たすようになった。

第二次世界大戦後の円とドイツマルクの歴史も、このような典型的な制度の移り変わりを経ていとみてよい。ブレトン・ウッズ協定の下では、円とドイツ・マルクを含む全ての通貨は、ドルを基準として平価が決められたが、それぞれの国際収支に「基礎的な不均衡」が生じた場合は、調整が出来るようになっていた。ドイツと日本は通貨を切り下げることなく、経常勘定での通貨の交換性に進んだため、ブレトン・ウッズ体制の終わり頃には、円とドイツ・マルクは固定相場でドルに実質的に交換可能になり、それぞれの金融当局は事実上カレンシー・ボードの役割を果たしていた。

その後二〇年以上に渡り、ドイツと日本の経済はアメリカより高い生産性を示したので、六〇年代の拡張政策により米ドルの力が弱まってブレトン・ウッズ体制における基軸通貨としての役割を放棄した時、円とドイツ・マルクは自由にフロートし始め、明らかに通貨価値の上昇傾向を示した。それ以降、日本銀行とブendesバンクは、各自の通貨制度を管理する中央銀行として機能し始めたのである。

カレンシー・ボードが中央銀行という制度に転換した一番明白な例は、シンガポールとマレーシアの経済に見られる。マレーシア連邦の通貨委員会は一九六七年六月のシンガポールとマレーシアの決別により消滅した。シンガポールはポンドを準備通貨とした独自のカレンシー・ボードを設立し、マレーシアではマレーシアン・ネガラ・バンクがそれと同じ役割を果たした。この期間中、双方の国の通貨は自由に交換できた。一九七二年に、ポンドが完全にフロートした後、マレーシアとシンガポールは、自国通貨を米ドルに固定した。この様にして、両国は金に対する平価を保ち、両国の通貨がポンドに対して切り下がることを回避しようとした。一九七三年にドルの切下げが始まったとき、マレ

ーシア・リングットとシンガポール・ドルも切り下げられ、「輸入インフレ」として知られている過程が加速した。その後、シンガポールとマレーシア政府が両国の通貨の自由なフロートを認めると、すぐ通貨の上昇が始まった。切上げへの期待と両国の安定した経済のおかげで、両国はそのインフレ体制から打撃を受けることなく抜け出すことに成功したのである。

固定為替相場とカレンシー・ボード

新興経済国はしばしば、完全な交換性を伴わない場合でも、彼らの通貨の価値を基軸通貨に固定することを選擇してきた。通貨価値を固定するといってもそれは、如何なる状況においても現地通貨を使う人達に基軸通貨を固定相場で購入出来るといふ絶対的な保証を与えるものではないため、カレンシー・ボードに比べると、完全な制度とは言えない。交換性の制限と資本移動に対する規制は、得てして固定相場とは異なる相場で通貨が非公式に売買される第二市場を出現させることになる。

中央銀行はしばしば、自分達が独自の通貨政策を實行するためある程度の自由を持っていると信じており、実際のところ資本移動に対する規制は、国内通貨の取引と外国通貨の取引の間かなりの金利格差をもたらさう。その結果、為替相場が固定されていても、短期的には国内信用の伸び率の変動は、国内金利の変化を可能にする。

金融機関等が巧妙に規制をくぐる方法を見つけたり、また当局が規制を廃止したりして、資本市場と通貨交換性に対する規制が緩和され始める時に、もし中央銀行がかなり厳しい金融引締め政策を採

ることにより固定平価を維持しようとしすれば、インフレと通貨切下げの思惑が高じるため、国内金利は非常に高騰することになる。これは、交換性のない通貨の為替相場を単に固定しても、その通貨の質を向上させることには役立たないことを示している。

為替相場が固定され、それがカレンシー・ボードによって管理されており、実質上その経済が二つの通貨——現地通貨と保護者通貨——によって機能している場合には、同じ様な結果にはならない。このような制度の下では、独自の金融政策が実行される可能性はなくなり、金融機関等も保護者通貨と異なるインフレ率を予測しなくなるため、二通貨間の金利差は無くなる傾向を示す。

要するに、現地通貨の質の回復を可能にするのは、為替相場ではなく、現地通貨の交換性とその経済の二重通貨制度なのである。カレンシー・ボード制度が最終的に成功するかどうかは、その通貨が自由にフロートする際に通貨危機を招くことなく為替相場が切り上がることによって、固定制を廃止できるかどうかにかかっている。

二重通貨制度下のカレンシー・ボードとは逆に、中央銀行が独自の金融政策を実施する機能を持つたまま、単に為替相場を固定すれば、殆どの場合、それは通貨危機を招来する結果となる。

最後の貸手

何故各国が、固定為替相場を維持することを希望しながらカレンシー・ボードの段階を省略して直

接中央銀行を設立するかと言うと、金融危機が起こった時に、最後の貸手を持つことが極めて重要だと考えるからである。

しかし、もしその通貨の質が低ければ、銀行危機が起きた時に人々が要求する通貨は自国のものではなく、彼等に安全を保証する金や外国通貨のほうである。その場合には、中央銀行は自国通貨しか発行できないので、効果的に最後の貸手になることはできない。より多くの自国通貨を発行することによりかえって金融危機をもたらし、銀行危機を救う代わりに外国への資本の逃避に拍車をかけることになるだろう。

この現象を研究していくと、一九三〇年代の危機は連邦準備銀行が米国でのドル供給を収縮させたという間違いの結果だったというふうに伝統的解釈を広げることが可能となる。一九一三年から一九二六年にかけて交換性の無い通貨のフロートの時代を経験した後では、高い金準備水準を維持できた唯一の通貨はドルであった。

一九二九年の危機が起きた時、アルゼンチン、オーストラリア、ブラジル、カナダ、オーストリア、ハンガリー、ドイツといった国々、そして英国までが、自国の中央銀行に商業銀行を救済させようとした。しかし、人々が金やそれに強く裏付けされていた通貨を求めていたため、政府は為替規制を厳しくするか、自国通貨の大幅切下げを認めるかをせざるを得なかった。これらの二つの結果により当時の国際貿易制度は崩壊に至った。

手持ちの金準備の全てをなくす危険無しに通貨を発行できる唯一の中央銀行であった連邦準備銀行が、もしもっと早く流動性を供給していたら、歴史は変わっていたかも知れない。残念なことに、連邦準備銀行は一九三三年になってやっと流動性を注入したが、その時には危機は既に非常に深刻になっており、世界が恐慌に陥ってしまった。

流動性の喪失は質の高い通貨を発行することによってのみ解消できる。信用度の低い通貨を管理する中央銀行がその様なことをすると、その危機をもっと悪化させてしまうだけである。

ブラジルとラテン・アメリカ

ある一定の期間各国通貨間で平価をある程度固定した後で共通の通貨を創るというのが、質の高い通貨を示現するための欧州の戦術であった。私の地域である南アメリカ、広く言えばラテン・アメリカでこのプロセスをどのように見ているのかについて、一言申し上げたい。

私達の地域の通貨は、長期にわたるインフレの歴史のために質の低い通貨となっている。私達がドルに対して人為的に為替レートを固定したり、私達の通貨を自由にフロートさせて独自の金融政策を実施しようとしても、大抵の場合結果は良くない。それによって、インフレが引き起こされたり、様々な不安定な要素が生まれ、その状況は非常に高い金利に反映される。

そのため、パナマのように通貨をドルに代える国もあり、アルゼンチンのように、ドルを基本とす

るカレンシー・ボードを採用する国もあった。そしてラテン・アメリカでようやくインフレから脱却できたのは、正にパナマとアルゼンチンの二国だけである。他の全ての国はまだ質の低い通貨を使っているため、未だに年三パーセント以上のインフレに悩まされている。

さて、アルゼンチンは何故直接完全なドル化に進まず、ドルを準備通貨としたカレンシー・ボードを採用することにしたか。その理由は、我々はまだ南米において自分達自身の通貨を持ち、自分自身の金融政策を実施することが出来ると信じているからである。しかし、それは将来我々が自国通貨の信用を取り戻した後のことである。我々の通貨に対する信用を取り戻し、ドルや他の質の高い通貨に対する我々の通貨の恒常的な切下げを防ぐためには、カレンシー・ボード制度を利用せざるをえないのである。

ブラジルは、カレンシー・ボード制度無しでレアルをドルに固定しようとしたが、その政策を維持することができず、レアルは今年の一月に崩れた。レアル崩壊後、彼等はレアルを自由にフロートさせ、独自の金融政策を実施しようとした。しかし、何故かブラジルでは、それはインフレを繰り返す結果となった。我々は、ブラジルがレアルの信用を取り戻すためにはカレンシー・ボード制度のようなものを採用しなくてはいけないのではないかと考え始めている。ブラジルも、アルゼンチンのように、三分の一が米国、三分の一がヨーロッパ、そして残りの三分の一がアジアというような三極貿易体制を持っている。もし彼等が、アルゼンチンのようなカレンシー・ボード制度を採用するならば、彼等はドルを基本とするのではなく、ドル、ユーロ、そして多分円の三通貨を合わせたバスケットを基本通貨とするだろう。ブラジルが、その様な主要三通貨を自国通貨の指南役とするカレンシー・ボ

ード制度を採用すれば、アルゼンチンも勿論その通貨体制を同じ様に変えることになる。それはメルコスール、最終的には南米共通の通貨の創設を容易にするだろう。

さて、最終的にはどのような結果になるだろうか。多分各国が独自の金融政策を放棄してフロートする南米共通通貨かも知れないし、もしくはそれが起きる前に、我々はドルを自分達の通貨としていよいよ受け入れるかも知れない。しかし、これは米国がドルを自国だけではなく、アメリカ大陸の通貨とすることを決定しなければ実現しまい。

したがって我々は二つの解決法を残しておきたいと思う。つまり、ドルそして最終的には他の価値の高い通貨を自国通貨の信用を高めるために指南役として使う方法と、もし米国がドルを西半球の通貨にすることを決定した場合には最終的にドルを受け入れる方法である。メキシコやカリブ海、中央アメリカの諸国は貿易の殆どを米国との間で行っている、それらの国々は、単純にドルを保護者通貨に思う。

その意味では、我々はラテン・アメリカをひとつに纏めて考えることはできない。メキシコと中央アメリカの事情は南米、あるいは南米でも南部のブラジル、アルゼンチン、チリとは異なる。後者の場合は、貿易の相手先がもっと多岐に渡っている、我々は現地通貨の指南役として将来三つの通貨を合わせたバスケットを検討しようとしている。私の地域で起きると思われるのはこのようなことである。

六、二一世紀における安定した通貨制度の追求

韓国国際金融センター理事長 オー・ユンデ

ブレトンウッズ体制崩壊後の、固定為替相場制度から変動為替相場制度への変換は、新たな問題を生み出すこととなった。それらの問題点には、貿易量の増加に比べて急激に増加している国際間資本移動額の規模の問題や、そうした資本移動のスピードの加速に伴って外国為替市場の不安定性が増大していることなどがある。従って、国際通貨制度を安定させる新たな枠組みを見つけたのは、極めて重要なことである。

この点において、現存の国際通貨制度の代替案について考えることが必要となる。特に、カレンシー・ボード制度やドル化 (dollarization)、地域通貨単位などについての現在進行中の論議とともに、目標相場圏制度 (ターゲット・ゾーン制度) が採り入れられるべきとの考え方が現れ始めている。

今後二〇年の間に、国際通貨制度がどのような形をとっていくのか、簡単に予想してみることにしよう。ドルは媒介通貨として確かに残るであろうが、欧州諸国がEMUに向けて邁進するにつれて、ユーロがドルに取って代わってゆく。従って、現存のドルベースの通貨制度は、二極通貨制度へと形態を変えてゆくであろう。同時に、ラテンアメリカ諸国の多くは、ドル化やカレンシー・ボード制度という形を通じて、自国通貨をドルに連動させていくと思われる。一方アジア地域では、円ブロック

やアジア通貨単位を創り出す構想もある。もしそのようなブロックが出現すれば、国際通貨制度は三極、即ち、ドル、ユーロ、そして円によって支配されるようになるだろう。

アジアにおいて、地域的な通貨制度を作り上げるにはまだ道のりは長い。その地域における政治的及び経済的同質性が相対的に見て不足していること（少なくとも欧州に比べると）、また、共通の利害に欠けていることなどが障害となっており、従ってアジア各国は、通貨安定を守るため何らかの方策を打ち出すべく協力することが期待されている。日本のリーダーシップの下、中国はその政治的な力から、地域通貨制度においてより大きな役割を果たすことになるだろう。我々はまた、日本円と中国元、そして韓国ウォンは、欧州のERM（為替相場メカニズム）のような通貨安定制度の下に落ち着くであろうと推測することも出来るのである。

アジアにおける通貨制度

アジアにおける通貨制度について、更に詳しく見てみよう。一九九七年の通貨危機以前には、アジア諸国の大部分は自国通貨をドルに連動させていた。この制度は経済成長を促進させたものの、急激な日本円の為替相場下落がそれらの国々の貿易収支に巨大な一撃を与えると、経済的崩壊をもたらすことになった。

危機の結果、アジア諸国の多くが変動為替相場制を採用することになった。しかし、これらの国は

外為市場における流動性不足に苦しみ、リスクヘッジの手段ももっていなかった。変動為替相場制の下で、為替レートは市場における需要と供給の法則に従って激しく乱高下し、経済全体を不安定にさせた。変動為替相場制を採用したアジアの国の中には現在、資本移動の自由化の影響から自国市場を保護する方法を模索している国もある。

固定為替相場制と変動為替相場制の代替案としてあるのが、丁度その中間にあたる通貨バスケット制度である。その制度は、貿易上の重要度や経済情勢を基にした通貨バスケットに対して、自国通貨をリンクさせるものである。そうすることにより、ドルペッグ制よりもより適正な自国通貨の価値を維持することが可能となる。さらには、ある一定のレンジ内（例えば上下一〇パーセント）での通貨の変動を許容することにより、その国は自らの金融政策を安定的に保ちつつ、資本逃避のような外からのショックに対して柔軟性を確保することができるのである。通貨バスケット制度を上手く機能させるためには、外国為替の安定性を管理する強力な国際機関が必要である。

韓国における外国為替制度

一九七〇年代まで、政府が統一変動為替相場制を採用していたにも拘わらず、韓国の外国為替相場は実質的にドルにペッグしていた。一九八二年二月、韓国はウォンの価値をアメリカや日本などの主要貿易相手国通貨にリンクさせる通貨バスケット制度を採用する。その通貨バスケット制度において中央銀行の総裁は、国内と海外の金利差や国際収支バランスを勘案しながら最善の日々の基準相場（daily base rate）を決定することを求められた。しかし当時、韓国政府は自国の貿易収支を改善させ

る目的で、市場操作を行っているとは非難を受けていた。

一九九〇年三月、韓国は需要と供給が外国為替レートを決する市場平均外国為替相場制度を採用した。しかし、依然として政府が「ダーティ・フロート」を通じて市場を操作しているのではないかと疑う筋が多かった。

一九九七年一月の外為危機の際、韓国のが替市場は罰を受け、韓国政府は変動為替のレンジの限度撤廃を余儀なくされた。自由に変動する為替相場制度が実施されるようになると、ウォン／ドルレートはたちまち大変動に見舞われた。しかし、国際金融機関のサポートや韓国の経済再生への公約を背景に、レート決定機能が回復してくると、市場も安定を取り戻したのである。

韓国における外為市場は、より発達した同国の株式市場に比べると、まだ市場参加者も少なく流動性にも欠けている。それ故、外為市場は外界からの衝撃に対してとても敏感であり、このことは実需の微少な変化でも外為レートが大きく変動するという事実によく表れている。

この問題に取り組むため、韓国政府は外為市場の流動性を高め、市場参加者の数を増やすよう市場のインフラを整えている最中である。これらの計画と歩調を揃えて、政府は一九九九年四月に外為取引を自由化し、流動性を増加させた。同時に、外為ブローカー制度を導入して、通貨先物など様々な金融デリバティブ取引を発達させるように先物取引所を開設した。

アジア通貨同盟

ヨーロッパにおける共通通貨単位の出現や、ラテンアメリカにおけるドル化現象と並ぶ形で、アジア地域も地域通貨制度の導入を綿密に検討し始めるべきである。地域通貨の利用によって、各国通貨間の障壁はなくなるであろう。また、その制度が地域通貨の安定を助け、地域間貿易を活性化させるだろうから、その動きは新たな成長を呼び起こすかもしれない。

しかしながら、各国が有する共通の歴史的、社会的そして文化的特性が地域通貨を創出する上で有利な余地をもたらすという点からすると、アジアの地域通貨の出現は、未だ実現には程遠いものである。現在のアジア諸国の経済構造はいまだに大きく異なっており、協力することに対して消極的である。おまけに、各国間の信頼もまた、不足しているのである。

幸いなことに、アジア各国には、自らの通貨政策を運営していくにあたり、ドルと共に日本円にもより深い注意を払わねばならないと言うコンセンサスが存在している。大部分のアジアの国々は、円ブロックの形成は自国の利益に結びつくと考えている。しかし、アメリカやIMF等は、ブロックの組成に反対している。円はまだ、財の取引、外貨の交換、債券発行や外貨準備の操作などにおいて充分国際化されていないと指摘する向きもある。円ブロックの代わりに、彼らは新しいタイプのアジア通貨単位に基づいた地域通貨同盟を提案している。しかし、その案はアジア諸国の中にまだ指導者や統一がないことから、時機を得たものでないように思われる。

円のグローバル化

アジア諸国は、円のグローバル化がより現実的で役に立つものと評価することが出来よう。円のグローバル化は世界経済の安定の見地から取り扱われるべきである。アジアの域内貿易は一九九六年には東南アジア地域全貿易の三五パーセントを占めており、一九八六年の僅か二五パーセントから大きく上昇している。この点から見ても、貿易及び金融における円の役割を高めることは、アジア経済の安定に寄与するものとなる。

もちろん、アジアにおける円の利用を増やすことは、日本にとつての利益にもなるであろう。日本の輸出の四〇パーセントはアジア地域向けのものである。したがって、円やその他のアジア通貨の安定は、日本に確実な輸出を保証するものであり、円のグローバル化は東京が国際金融市場の中心地となる道を開くものである。

媒介通貨としての円のステータスをあげるためには日本が効率的な金融インフラを整える努力をすることもまた極めて重要である。その為には、日本は国債市場や短期金融市場を改革し、決済制度や信用格付け制度を充実させなければならない。アジア地域における円の流動性を高めるには、日本はその貿易市場を開放し、アジアの隣人達からの輸入をもっと増やすべきである。

アジアにおける経済対策の共同実行

円のグローバル化と共に、アジアの各国間で通貨政策を共同で実行する必要性が浮上してきている。危機の再発を防ぎ、また地域経済の発展を促すために、アジアの国々が外為政策や通貨政策の面で互いに協力し合うことはきわめて重要である。一九九七年に明らかになったように、アジアの一国での通貨危機は、いとも簡単に近隣諸国に飛び火してしまうためである。そして、輸出の過当競争や設備の供給過剰などの問題に取り組むためにも、経済的協力が必要とされるのである。

もう一つの理由は、生き残りの問題である。アジア地域内のある国が国内景気回復と輸出競争力増強のために自国通貨を切り下げる度に、貿易戦争の可能性が増加してしまう。何よりも、アジアは共通の利害のために経済ブロックを確立するという世界的な潮流に対抗していかなければならない。

アジア通貨基金

アジアの国々は、経済発展や通貨安定の維持のため、通貨同盟の必要性について考え始めている。地域的通貨同盟の運営は、ある国が僅かの外貨準備しか持っていないなくても、自国通貨を国際的投機家から保護するための組織的手段となるからである。

AMF（アジア通貨基金）の発足のために求められるのは、地域内、国際社会双方から同意、協力を得ることである。たとえAMFの創設が絶対に必要であるとしても、機が熟していなければ地域通

貨同盟の創設は失敗に終わること間違い無しである。それ故に、あらゆる面で関係を強化することがアジアに通貨同盟を創るための第一歩なのである。そのために最も重要なのは日本の役割だ。経済成長を取り戻せるよう、日本は困難に陥っているアジア諸国を勇気づけていかななくてはならない。

結論—アジアにおける危機を防ぐために

一九九七年にアジア諸国が抱え込んだジレンマは、大部分が自ら生み出したものである。即ち、経済不況、一連の企業倒産、金融機関の莫大な不良債権、景気対策における大失策、オーバーキャパシティー、クローニズムやその他多くのことに起因するバブルとその崩壊の結末ということだ。外界からの要因もあった。アジア諸国の多くがドルリンクの為替相場制度を採用していたため、一九九五年以降の円の下落が、アジア諸国の輸出製品の価格競争力を失わせ、アジア危機の引き金となってしまったのである。

今世紀が終わろうとしている今こそ、今世紀を形作ってきた考え方や、後に残される教訓について静かに見直すときであろう。アジアにおける通貨危機の再発を防ぐため、アジア諸国は経済の再構築を進めるだけでなく、為替相場の乱高下を押さえ、投機的な資本流出を防ぐ制度を用意しなくてはならない。とりわけ、アジア諸国は地域内通貨安定制度の構築、それから経済対策の共同実行に専念し、地域内の共通の利益を追求すべきである。一九九七年の危機時に実際目の当たりにしたように、一國の通貨危機は、対岸の火事では済ませられないのである。

七、パネルディスカッション

行天・五人のスピーカーの方々から期待したとおり大変中身の濃いかつ問題意識に富んだ有益なお話を伺えたと思う。全員の方が中・長期的に安定した国際通貨制度が望ましいという点では強く一致しておられた。しかしながら、これも予想した通り、それに至る過程とか、どういうプロセスあるいは政策が必要かという点については、かなりの違いがあったように思う。トリシエさんは、ユーロの将来について非常に自信に溢れたお話をされた。ユーロがトリシエさんのおっしゃる通り今後安定して強い通貨に成長していくということは、とりもなおさず国際通貨制度という立場から考えるとドルとユーロという少なくとも二つの主要通貨を含んだ制度が生まれるということになるのだろうかと思う。

トルーマンさんは、ドルという通貨が世界の通貨の中で最も効率的な通貨であり、かつマーケットによって最も良く受け入れられる限りは、国際通貨制度の中でドルが主要な役割を果たし続けることは当然だろう、というお考えだと思う。そういう観点からみてマルティプル・ナショナル・カレンシイズという状態は、制度の効率性ということから考えると必ずしもプラスではないのではないかと、いうことを指摘された。

黒田さんは、円がすぐにドル・ユーロと並んだ国際主要通貨になるのはなかなか大変だということをおっしゃった上で、しかしアジアをとってみればその中の経済的な相互依存の拡充、あるいは最近の危機の経験からして、やはりアジアとしては自らの通貨制度というものを持つようになっても一向に不思議ではないというお考えだろうと思う。

カバールさんは、ラテンアメリカの非常に難しい状況を振り返られた上で、ラテンアメリカの諸国にとつては、結局のところ最も信頼できる通貨に色々な形で追随するということが現実的に一番望ましいのではないかと、うふうに考えておられるように思う。

オーさんは、同じように、アジアの状況が非常に多様ではあるものの、アジアとして何らかの通貨制度、それが単一の通貨であるのか、バスケットであるのか、あるいは様々な形の政策協調であるのかはともかくとして、そういう地域としての対応の必要性を強調された。

そうすると、五〇年先のことは別として、どうも来るべき二一世紀の少なくとも最初の一〇年、二〇年という時期は、現在のような多角的な通貨制度というものが現実には続いていくことになるだろうと思う。勿論そういう多角的な通貨制度の機能を改善するための努力は色々続けられると思う。

先般のケルンサミットでの合意というのはまさにそういう反省の上に立っていると思う。しかしながら、最近非常に問題になっている、例えば資本移動の問題一つをとって考えても、大きな流れとしては資本移動というものがいわば全くの金科玉条であってそれに対して世界が何もする必要がない、あるいは何もすべきではないということではなくて、何らかの一つの規律というか、過剰な動きに対しては国際的に対応する必要があるだろうという、その考え方は非常に広く受け入れられるようになっていてる。

資本の流れの問題と通貨の為替相場の問題は、いうまでもなく非常に密接に関連している。たとえばごく最近のドル・ユーロ・円の相場はかつてなかったような大変興味ある動きを示している。ユーロはドルに対して弱い。しかしドルは円に対して弱い。これはこの三つの通貨の間の為替相場がその三つの通貨を使った資本の流れと密接に関連しているということの現れだと思う。

ここでパネリストの皆さん方にもう一度ご意見を伺いたいと思うのは、現実の問題として世界がこれからもしばらくの間はいくつかの通貨が併存して使われることになるだろうことは間違いないと思うが、その場合に資本の流れとか、あるいは為替相場とかという問題について今のままで良いのか、何か国際的な問題として考え対応していく必要があるのかどうか。もしあるとすれば、皆様方はそれぞれのお立場、国なり地域なりの立場でどういったことが必要な課題になるとお考えかということである。その際、できればそれぞれの地域あるいは国のことについてだけでなく、他の地域、あるいは他の国に対して当然希望なり期待があると思うが、そういうことについても触れて頂ければ有り難い。私が時間について非常に思うので、この第二ラウンドについてはお一人五分ぐらいで話をして頂ければ大変有り難いと思う。まず先程の順序に従ってフランス銀行のトリシエ総裁からお願いできたら有り難い。

トリシエ…ありがとうございます。二〇分しか時間がないとのことだが、ちゃんと時間を守る人もいれば、持ち時間を超過して話す人もいた。私に与えられた時間は五分程度ということになるが、それで十分と思う。

先ず、私が気づいたかぎりでは、我々はかなりこの部分で共通の理解を持っていると思われる。実用主義が何らかの原則として全ての面に現れているように思われる。これはとても重要なことであり、私はその点に全面的に同意する。我々の中の誰もそれが容易であるなどとは言っていない。あれこれやってみてようやく問題の解決に至るというものである。我々はかなり現実的で実用主義的であると思われる。我々は努力しなければならぬが、早急に解決する方策はないというテッド（トルーマン）、ドミンゴ（カバロー）、黒田さんや韓国の友人であるオーさんの意見に賛成である。

私が重要だと思うのは、新興国や市場経済移行国、あるいは発展途上国一般にとって、為替レートに関してどんな制度を採用しようと、健全なファンダメンタルズが大事であり、どんな制度においても健全なファンダメンタルズが欠けていけば大惨事に至ることが確実だという点である。私が特に強調したいのは、健全なマクロ政策、すなわち財政・金融政策が絶対的に重要なポイントであり、また、我々は多くの経験を通じて、健全な銀行部門、健全な財政部門、及び良い行動と適切な振舞いにかかるとの原則を適切に運用することがいかに必要であるかを知っているということである。

中央銀行家として、私は銀行部門におけるブルーデンシヤル基準に関する二五のコア・プリンシプルに触れないわけにはいかない。また、NY連銀のマクダナー総裁の下で活動しているバーゼル委員会が、グローバルなブルーデンシヤル基準策定に全力をあげて取り組んでいるが、それは一握りの工業国のためだけのものではなく、また工業国全体のためだけのものでもない。全ての発展途上国及び新興国並びに体制移行国にとっての基準である。こうしたことは、我々が住んでいる新しい世界の主たる特徴であると言わなければならない。これは銀行の実際の業務運営を根本的に変えるものであり、特にグローバルな協議が検討されている現在にこそ重要である。

先程のプレゼンテーションに対してコメントしたいが、ユーロとドルの間に、ある種の対立があるといった感触や含みを持たせるのはあまり好きでない。私はそうしたことは全く感じていない。我々には堅実なドルが必要であり、米国経済の堅実な管理が必要なのである。もちろん適切な金融政策や適切な財政政策といったものも必要である。そして、ドルももちろんユーロも、可能な限り最善の方法で適切に管理されなければならない。可能な限り適切に振舞うことが相互の利益をもたらすのであ

り、それがこれまでのやり方であった。今も劇的な変化は生じていない。つまり、我々はずっと前にG7による熟慮検討を開始したのであり、全ての参加者の理解では、それはみんなが勝者になるゲームであって、自らが他者より有利な立場を得たり、その逆になつたりしようと思つて戦っているのではない。それはみんなが勝つゲームであつて、適切な協力を通じることにより、各国経済や世界の経済・財政・金融システムは総体的に上手く機能することになるといふ考えに立つものなのである。

したがつて、ユーロが導入されても我々は必ずしも劇的に変化していかないというのが実感である。以前にも通貨に関する限りまだ合体していかないが相当密接に結びついた事実上の欧州があつた。そして今はユーロ地域には単一通貨があるということなのである。しかし、繰り返しになるが、堅実で信頼できる米ドルが必要であるのと同様、ユーロが信頼できる堅実な通貨であることが世界全体にとって重要であると思われる。さらに繰り返しになるが、私はそうした種類の主張に反対の立場をとろうなどは決して考えていない。したがつて、私は対立しているというような形で表現されると現実をとらえていないように思えて少し落ち着かないのである。

疑うべくもない真実は、我々が話しているこれら事実上三つの経済はそれぞれとても重要な役割を果たしているがゆえに、適切な協力が必要だという点である。米国経済は非常に重要な役割を果たしているがゆえに、われわれ全員が米国経済自体に大きな利害関係を持つてゐることは明らかである。欧州経済も大きな責任を負つてゐることを我々は知つてゐる。グローバル・システムが正しく機能するためには、我々の参加が必要であり、それには、あらゆる局面において健全な政策を積極的に実施することが必要なのである。長すぎただろうか。

行天・・時間どおりだ、トリシエさん。ありがとう。次にトルーマンさんをお願いしたい。

トルーマン・・トリシエさんの発言に全て賛成だといって、黒田さんに発言の時間を譲りたいという気になるが、しかし、それは我々ふたりにとつておそらく危険であろう。今人々は我々がユーロとドルのブロックを構築しつつあると考えているようだし、私が何か発言しないと行天さんを失望させるに違いない。

トリシエ氏の実用主義に関する指摘を取り上げて、二一世紀の後半には世界通貨を手に入れるかもしれないということを、どなたかが慎重に発言したのを非常に興味深く感じた。しかし、ほぼ確実なことは、ここに座っている我々のうち誰も生きていないということだ。ただし、聴衆の中には若い人もいると思う。こう考えることが、ある程度の実用主義の表現であると思う。

第二に、こうした諸問題について考える際に最近の経験、特にアジアの経験について見ることが重要であると思う。これはドルの問題なのか、又はドル連動制の問題なのかどうかという点である。問題はドルであり、したがって答えは適切なバスケットである、という黒田さんのいくつかのコメントの中に、示唆があった。

これが事実なのかどうか実は私には確かなことは分からない。第一に、タイが実際にバスケット制を実施していたという歴史的事実を指摘したい。それは「正確な意味でのバスケット」とは言えないかもしれないが、しかし、そこでの問題はペッグであったと思われる。つまり、ユーロ、ドル、及び円を適切な貿易額によるウェイト付けを基礎として結合させたバスケットに連動させる国があったと

した場合に、問題になるのは、そのシステムの一部としてペッグ自体が過剰な対外借入れをもたらしたのかどうかという点である。

第三の論点については、問題点はペッグを圧倒する資本の流れであった。ペッグの存在によって資本は流入したり流出できるよう強力に保証されていた。最小限に挑発的な言い方に止めたいと思うが、その流れを生じさせたのがペッグなのか、ペッグの性質なのか、資本の流れなのか、制度的な仕組みなのかについてはまだ結論がでないと言えよう。

前の発言で言ったことの繰り返しになるが、国家的なシステムの中での資本の流れであれば、それについて心配することはないと思われる。国内的には、人は株式市場などの過剰な活気を懸念することはあっても、資本の流れを気にすることはない。だから、国内的な観点で資本の流れを懸念しないときに、国際的な観点で資本の流れを懸念するのはいささか不誠実だと思う。国際的な観点においてひとつの可能な答えは、あなたは類似の制度を持っていない、ということであろう。したがって、その答えは資本の流れを操作するのではなく、トリシェ氏が示唆しているように、資本が共通のゲームのルールに則って国境を超えて流れることができるよう、実際の活動に関する規則の面で操作することであろう。

私はトリシェ氏がユーロとドルについて述べた点は絶対的に正しいとは考えている。ゼロ・サム・ゲームや全員が勝ちのゲームについて考えることはある意味でより簡単である。国際通貨の世界の問題は——私は国際通貨を定義するとき、それを発行している国の立場からではなくシステム全体の立

場から注意深く定義するのだが——、勝者しかないゲームやゼロ・サム・ゲームではない。過去五〇年以上にわたるドルの国際的な役割からとりわけ米国にある種の便益がもたらされたとは思われない。そして、現在の問題は、これを日本、欧州、アルゼンチン又はその他の国々との間で分かち合えるかどうかということでもない。(ここでは通貨発行にかかるシニョレッツジ(貨幣鑄造差益金)の問題を別にして、それはささいな問題である。)

トリシェ氏が言うように、適切な政策は相互の利益になると思う。そして、問題は、価格を表示するために他の通貨を使用することが効率的かどうかという点である。偶々発行国となった国にとつてどういう意味があるかという意味においては、それはそれほど深い経済的な重要性を持つてはいないように思われる。

私がコメントしたい最後のポイントは、カバール氏の秀逸で学術的で挑発的な発言に関してである。彼が指摘したひとつの点は非常に重要である。米国がドルをアメリカ大陸諸国のための通貨にしようとしている——そうする用意がある——かどうかについて彼が語った際に、これらの問題が持つところでもない複雑さにめまいを感じた。それはいつか実現するかもしれないが、理解しておくべき重要なポイントは、彼の発言で明らかなおと、それは政治的な発言であるということである。欧州に存在したと同様に、そうした政治的プロセスを大いに促進するような経済的な論理があった。欧州ではそれは四〇年以上にわたつて統合の原動力となり、とうとうユーロを生み出した。それは相当複雑な政治的過程であり、ただ一筆かいて簡単に実行できるようなものではないと思う。それはとりわけそうした決定を受け入れねばならない全ての関係国の市民を巻き込むからである。

黒田・簡単に申し上げると、行天議長が言われたように、二一世紀においても我々は当分の間複数通貨システムの中で生きていかなければいけないと思う。その場合に特に円・ドル・ユーロというこの三つの通貨の間の為替レートを固定するのは非常に難しい。主たる理由は勿論マクロ経済状況がなかなか同じにならないということもあるのかもしれないが、それ以上におそらく国際資本移動をこの三極の間で完全に自由にしたまましておく必要がある、それは非常にこの世界経済にとってプラスであろうと思うからである。他方問題は、それ以外の新興市場国とか移行国、開発途上国、そういう国についてどういう為替レジームを考え、どの程度の資本移動の自由を保障すべきかということだと思う。

アジアの経験は、それぞれの国の経済発展段階、特に金融機関の強さ、あるいは金融機関に対する監督の強さということを充分考慮して、シークエンスを考えて資本勘定の自由化を進めなければならぬということを示した。それと同時にチリが行っているような、資本流入規制というのには認められてしかるべきであるということも、おそらく国際的なコンセンサスになっていると思う。

更に通貨危機のようなものが起こったときの解決策として、民間セクター関与が必要であるし、その一環としてスタンドステイルとかあるいは為替管理といったことが必要になる可能性もある。これも事実問題としてそういう危機的な状況になったときにはやむを得ない可能性があると思う。したがって、新興市場国にとつて完全なフロートというのはおそらく経済の規模からいって、あるいはカバード・ポートが言われたような中央銀行のクレディビリティという面からいっても無理かもしれず、したがってそういう意味で何らかの為替の安定をさせるようなメカニズムというものが必要になると思う。

が、その場合に、一定の場合に資本勘定についての何らかのコントロールの可能性を残すということは必要だと思う。

トルーマンさんは資本の移動が問題だったのではなくて、むしろ為替の固定が問題だったと言われるが、米国や、ヨーロッパ、日本といった国は為替とか対外貸付、借入についての深刻な問題というのは少ないものの、新興市場国にとつては深刻な問題になりうるわけで、その意味でブルーデンシヤルなレギュレーションその他いろいろなものが特に必要になると思う。

カバーク：資本移動と資本規制の必要性の二点についてだけコメントする。ラテン・アメリカで我々が学んだことは、アルゼンチンのように自国のマネタリー・ベースを十分に支えられるだけの十分な外貨準備を維持することを原則としたペッグ制を持ち、自国通貨の完全な交換性を保証している場合には、資本の管理は必要ないということである。なぜなら、それは同時に国内の通貨政策をしようとはしないということであり、自国の通貨政策における誤った動きに起因する資本の流入や流出も生み出さないからである。しかし、通貨の交換性を制限する通貨システムを採用し、同時にクローリング・ペッグやチリ、ブラジル、メキシコのようにバンド・システムを使って為替レートの柔軟性を維持しようとする場合には、チリが行ったように資本の動きを管理することはとても重要になる。そのようにすれば、通貨危機は避けられる。上手く機能しないのは、ある程度為替を操作し、かつある程度国内の金融政策を実施しながら短期、長期の外国資本の完全な可動性を維持しようとするシステムである。メキシコやブラジルで見られたような通貨危機を引き起こすのはこの組合せである。以上が第一のコメントである。

第二のコメントは、ラテン・アメリカのようなどころでは、インフレーションの歴史や、国内通貨の質の低さや信頼性の欠如ゆえに、ドルにせよ、ユーロにせよ、円にせよ、又はそれらの三つの組合せによるにせよ、二つの組合せによるにせよ、自国通貨の後ろ盾として、高品質の通貨を使用する必要があるということである。適切な通貨システムを採用するという仕事は、もし三つの主要通貨間の変動幅がさほど大きくなければもっと容易になるだろう。例えばアルゼンチンが実施しているようなドルだけを後ろ盾とする体制から、ブラジルが検討しているような三通貨によるバスケットに移行することに際しての懸念は、ユーロ、ドルと円の間の変動に係している。したがって、三つの主要な経済において構造政策や財政政策が改善したり、通貨の協調メカニズムのお蔭で三つの主要通貨間の変動が限定されるようになった場合には、新興国経済にとって後ろ盾となる通貨を選択することはもっと容易になるだろう。

オー・グローバルな面ではなく対象をアジアに絞ってコメントしたい。榊原さんが読売新聞かその他の月刊誌の回想記事においてヘッジ・ファンドの危険について述べたことがあったが、その中で彼は九七年の初めにジョージ・ソロスと会う機会があつて、ソロスが次の標的は韓国だと言つたとしていた。彼は現地紙でそのことをあからさまに述べた。

しかし、韓国で発生した問題は、実際にはアメリカや欧州からの資金が撤退したばかりでなく、全ての日本の金融機関が韓国の金融危機が起ころ前に資金を引き上げたことであつた。これは何を意味するか。実際に残されたのは欧州であつた。日本は撤退し、米国も撤退し、欧州は残つた。ここで私が言いたいことは、リーダーになろうとすれば何かを犠牲にしなくてはならないということである。

すべての場合に有利に立とうとするなら、リーダーになることはできない。すべてのアジアの国々は、特に韓国は日本に対してアジアにおけるリーダーの役割を果たしてくれたいことを希望するが、日本がそうした能力を持っているかどうか、まだ、よく分からない。

八、質疑応答

質問者…いずれも非常に興味深いご発言の中で、私はトリシエさんにご質問したいと思う。その前に、最近の外国為替市場でトリシエさん、トルーマンさん、黒田さんのお三方にとって興味深い現象が起こっていると思うが、ユーロが約一ドルで、一ドルが約一〇〇円。日本でデノミネーションの議論があるが、もしデノミネーションを実施すると一・一・一と揃い、二一世紀の未来も明るいのではないかというジョークを申し上げたいと思う。トリシエさんにお伺いしたいのは、ユーロの登場以来、ユーロの発足にあたって強いユーロの登場が期待されて、事実今年の一月の段階で非常に強かったわけだが、最近のユーロのレートは外国為替市場で芳しいとは言えないと思う。その中の一つの理由として、金融関係者が指摘しているのは、ヨーロッパが経済的・通貨的に統一していく過程で困難が非常に多く、先程四つの重要なディシプリンをお挙げになったが、にもかかわらず政策がヨーロッパの域内を向いているのではないか。グローバルな世界ではなく、むしろ内向きになっているのではないかという指摘があると思う。その点についてトリシエさんはどういうふうにお感じ、お考えになっておられるか。そこをお伺いしたい。

トリシエ…皆さんのお手元に配られているペーパーの一頁をご覧頂きたい。そこに七〇年代以降の複数の通貨の状況が載っているが、これは変動相場制についていささかのことを如実に物語っている。

ユーロについていえば、欧州の統合には大きな困難があるという点に私はそもそも同意しないと申

し上げたい。それどころか、我々がこの年月、と言っても勿論、これは長期にわたる期間であるが、ずつとやってきたことは、長い歴史的なプロセスであり、トルーマンさんが欧州の統一をそのように述べられたのは全く正しいと考えている。しかし、近時におけるものを含み、我々がずつとやってきたことは、実に大変重要なことであり、私には今後の統合の過程で出てきそうな困難はひとつも見いだせない。むしろその反対に、統合は非常にうまく、かつ極めて速い速度で進んでいるように思われる。

これこれの通貨が上昇し、あるいは下落する理由については、市場の解説を注意深く見て頂ければよいと思う。セントラル・バンカーとしてここでは、我々は堅固で強いユーロ、その価値を保持するユーロ政策を追求しているとだけ申し上げておこう。我々がやっていることを見守り、そこから結論を出すのはあなたの側である。私の見るところ、ユーロは強い上昇潜在力を持っている。私はそのことが市場で証明されるものと確信している。

もうひとつ、もしなにか私から引用できる文言をほしいとおっしゃるなら、ドルが上がっても下がっても、ここ何年かずっと米国で言われてきた表現を取り上げたい。それは、「強いドルは米国のためになる」というものである。「強いユーロは欧州のためになる」のだ。

質問者・・日銀の金融政策をめぐる日本で激しい議論がある。その問題はグローバルな意味を持つものなので、パネリストの皆さんはアジア流に他国の国内金融政策についてはコメントしないということにならないで頂きたい。どういうことか簡単に言えば、選挙のことが頭にある政治家と忘れっぽい財務官僚が、国家財政を救済し、公的債務をマネタイズすることを日銀に求めているというものである。

それがもつひとつの含みは円を非常に弱くするということである。トルーマンさんは、ドルを一五〇円か一六〇円まで誘導するといった金融政策の意味についてどんなご意見をお持ちだろうか。また、こうした政策がアジア経済の回復、特に韓国にどのような効果を及ぼすだろうかということについても是非伺いたい。これが第一の質問である。この動きを支持している国々はそれが為替市場に与えた影響を忘れておられる。

二番目の質問はジャン・クロード・トリシエさんにしたい。それは氏が、フランクフルトの政策が高い失業率のスケープゴートにされた九〇年代初めの欧州で似たりよつたりの経験をされているからである。金融政策を操作し、通貨を操作することによっては欧州が過去に抱え、また日本が現在抱えているような構造的な問題を物理的には解決できないことを人々は忘れつつある。

トルーマン..あなたを落胆させることになると思うが、日本の政策は、他をモニターする政策を含め、日本経済そのものに向けられるべきであり、日本経済の安定を強化するものであるべきだと考える。どんな政策も例外ではない。しかし、それがどんな個別の政策であるべきかについての処方箋を述べるつもりはない。

トリシエ..中央銀行がスケープゴートになる可能性についていうと——我々の多くがセントラル・バンキング界の出身なのだ——、責任あるエンティティ、責任を負うべき機関は、それが中央銀行であるかどうかに関わらず、すべてそうした可能性を持っていると思う。そうしたことは時折起こり、それが私の国で起こったと質問者は言われたのも、確かにその通りだ。この関連で、今日日本で起こっ

ていることについてコメントするつもりはない。ただ、ひとこと申し上げれば、日本で提起された主要な問題——幸いにも解決の過程にあるが——は構造改革、すなわち生産セクターの再編およびリストラクチャーであると思われる。これが正に、もちろん中期的に重要と思われる。つまり、これらはやがて実をむすぶ大きな投資なのである。もし中長期的な視点を持つならば、確かにこれはマクロ政策に比べても極めて重要なものである。

質問者..オー・ユンデさんにお尋ねしたい。最近のアジアの金融危機の後、円のアジア化または国際化という考え方に弾みがつき始めた。しかしそれは遠い将来の仮説であるのはわかっている。例えば、もし米ドルが強い下げ圧力を受けたとして、日本が米国にとつての最も重要な貿易相手国のひとつであることを考えれば、その対応策は、日本経済の回復に対し影響をもつであろう。しかし、もし円のアジア化または国際化という考えが現実のものとなったと仮定するならば、それはドル等の域外の主要通貨の影響から日本をどのような形で保護することになるのか。

オー..第一の質問に対して、円が下落したとしてその場合のそのインパクトについてお答えすることによいだろうか。ご承知の通り、今年の第3四半期の韓国のGNP成長率は年率ベースで一二%を上回りながら、インフレ率は僅かに一%の上昇と韓国の金融史上最高のパフォーマンスとなった。しかし今後については来年の潜在インフレのために不安な問題を抱えている。今年の資本フローおよび経常収支について見ると、二三〇億ドルの経常黒字になると予想しており、また来年についても、少なくとも一〇〇億ドルを超える経常黒字になると予想している。この黒字により、我々は一九九七年に遭遇した金融崩壊という問題を幸いにも克服することができた。しかし第3四半期における一

二%の伸びの要因からすると、本年末における韓国のGNP成長率は九%と見ている。というのはGNPの伸びの三分の二は輸出セクターによるものだからだ。質問者の言われるとおり、もし韓国製品が日本製品に対してその競争力を失うならば、我々は必ずや大きなトラブルを抱えることになる。

そこで、韓国のマクロ経済政策の核のひとつとして、従来我々はGNPの伸びおよびインフレ率の低下を置いていたが、二年前の金融危機の経験から、貿易収支や経常収支、資本収支に前より一層大きな重点を置くようにしている。したがってもし韓国が競争力を失い、輸出市場において成長を続けることができないときは、韓国経済は間違いなく大きな問題に直面することになる。

アジア通貨単位についてみると、アジア通貨単位またはアジア金融基金を發展させる状況はEU諸国の場合と同様であろうと考えている。先程触れた貿易の流れを見ると、アジア域内貿易は二〇年前に比べ二倍以上の大幅な増加を示している。アジアの一国の輸出が五〇%以上他のアジア域内国向けであるならば、日本の通貨が当然アジアのキー・カレンシーになるべきである。これは流れである。

ユーロのようなアジア通貨単位を創造するべきかまたは円のグローバル化を実現するべきかは私には分からないが、我々は、通貨を安定させるための方策を堅持しなければならない。日本政府も述べているが、欧州諸国および特に米国に流れる資本フローを見ると、金額ベースで米国債の購入のおそらく四〇%はアジア資金であるという。米国債の最大の保有者は日本である。韓国ですら、米国債の取得ベースでは世界第一四位であり、外貨準備ベースでは世界第七位である。アジアの国々で使用可能な通貨は沢山ある。間接的にアジアに環流するというルートを出し抜く方法を探るべきである。そ

のほうが効率的である。我々はそれを研究しなければならない。それがまさに我々が解決しなければならない。ならない問題であり、解決しなければならぬ仕事である。私にはこれに対する答えは分からない。再度いうが、我々はこの領域でのリーダーシップを必要としている。

黒田・現在の為替レートの水準について色々こういう席で申し上げるのもどうかと思うので、特別なことは言うつもりもないが、今韓国のおーさんが言われたように、アジアの中の貿易関係は非常に高くなっており、特に日本と韓国は、相互間の貿易もさることながら、第三国での輸出産品での競争・競合というのも非常に大きくなっている。そういう場合に、為替の安定ということがお互いの間の経済の安定、あるいは貿易関係の安定のために望ましいということも私もその通りだと思う。他方で、円・ドル・ユーロ、この三つの通貨の間の関係というのはなかなか難しい、正直言って私もユーロは弱すぎると思うし、当然ユーロは相当回復すると思うが、それにしてもこの三つの通貨の関係というのは非常に狭い範囲の変動に閉じこめるといえるのは非常に難しい。しかしファンダメンタルズから異常に離れた状況になったことは過去にもあったが、その場合に色々な形で協調することによって、そういう異常な事態は比較的短期的に是正された。今後ともそういう努力は続けていかななくてはならないと思う。

質問者・私はベルナル・ジャン・クロード・トリシェさんに一寸特別な質問をさせて頂きたい。私は今丁度ジャック・リュエフ氏の「我らの時代への教訓」という題の本を読んでいる。この本の中に、トリシェさんがなさっているコメント、素晴らしいコメント、の章がある。さて、私の質問は、国際金融システムが将来たどる道を考えたときに、ジャック・リュエフは多少の妥当性を持つのだろうか、

それとも彼は全く時代遅れなのかということである。

トリシエ…ご質問有り難う。ところで、私は聴衆の中におられる多くの友人、また特に質問された方にご挨拶申し上げねばと思う。ジャック・リュエフが国際金融制度の中で金に大変重要な役割を果させることに大変熱心だったというのは実際は幻想であったのだ。彼は米国をはじめ世界の一部に多少の影響を残しているが、私は今後起こりそうなことについて長期的な診断を始めようとは思わないが、言っておかねばならないのは、金は引き続き我々の世界で重要な資産であり続けるということであり、私の知るところ、それが主要な金の保有者の立場であると思う。彼らの一部については、最近公表されたコミュニケーションの中で彼らの立場を示している。米国、フランス、ドイツまたはイタリーといった主要な保有者の立場を私が間違つて解釈していなければ、金資産を売却することがこれら金資産保有者の意図ではないと言つてよいだろう。このほかには申し上げることはない。国際システムがどのような動いていくかはやがて正確に分かるであろうし、私自身はトルーマンさんがおっしゃった長期ビジョンに特別な関わりは持つていない。五〇年もすればなにか起こるか我々にも分かるであろう。今、我々は出来るだけうまく現在の世界を機能するものにしなければならぬ。そう考えるなら、我々の肩には今すでに極めて重い仕事がかかっているのである。

質問者…カバールさんに質問したい。私はアルゼンチンが採用したコンバーティビリティ法の果たす役割を十分に認識している。しかし私は、アルゼンチンが自国通貨をドルにペッグさせ続けているという事実と、アルゼンチンがドルと一対一の関係を保っている一方でブラジル・リアルが著しく切り下げられたという状況の下で、メルコスールで関税を引き下げるといふ御国の政策の間のむずかしい

ジレンマをどのように調整し、または解決されようとしているのか、あなたのご意見を伺いたい。

カバール…これは大變的を得た質問である。レアルの切り下げ後、ブラジル当局は自由変動制のもとで通貨を管理すると言いながら、その通貨はなお交換不能であり、そのため、裁量により通貨の価値に影響を与えるという形で為替政策を展開する余地があるというのが現実である。我々は確かにメルコスールの中で問題を抱えてはいる。しかし、アルゼンチンに対するブラジルの競争力が為替相場だけに依存しているのではないということがはつきりしつつある。事実ブラジルはその為替相場の変化から見込まれるほどの競争力を得ていない。

ブラジル経済に持ち込まれた一切の不安定の中でのレアル切り下げの結果、現在は資本コストがアルゼンチンにおけるよりもブラジルにおいてはるかに高いものになっている。彼らがドルで借り入れる場合、はるかに高いリスク・プレミアムを払っており、また彼らがレアルで借り入れる場合、更に高いリスク・プレミアムとカレンシー・リスク・プレミアムを払っている。したがって、レアルの価値下落後ドル換算での賃金低下により得られた競争力は、切り下げによってもたらされた不安定さに関連して資本調達のコストが増加したため、いくらか蝕まれてしまっている。更に、予算の収支尻を合わせるため、ブラジルは増税をしなければならなかった。ブラジルが導入した税の多くは大變なひずみを持ったもので、これもまた競争力にマイナス方向の影響を与えるものとなった。

アルゼンチンが決定した戦略はブラジルのものとは全く異なったものである。それは、通貨制度を維持すること、増税によってではなく政府支出を減らすことにより予算を均衡させ、アルゼンチンへ

の投資家の安心をはかるようにすることである。アルゼンチンは、カントリー・リスク・プレミアムの支払が少なく、そのプレミアムもできるだけ引き下げられて、低い調達コストを享受している国として、アルゼンチン国内からも海外からも信頼されている。そのようにして、ドル換算での賃金をブラジルほどには引き下げないでも競争力をかちとっている。

このふたつのアブローチの政治的な帰結は大変興味深いものである。ブラジルの大統領はレアルの価値下落後人気を失いつつあり、一方アルゼンチンのデラリア新大統領は、通貨制度を維持し、また非常に安定した通貨を堅持する政策の継続をアルゼンチン国民に保証して選挙に勝っている。これは、アルゼンチンにおいては、通貨および物価の安定性を維持するということが国民に高く称賛されていることを示している。将来ブラジルでもまたアルゼンチンでも、政治システムは通貨および物価のより高い安定性をめざして運営され、また競争力の強化は、通貨切下げによって資産の価値を減らす方法によってではなく、むしろ資本コストの引下げ、調達コストの引下げ、税の歪みの是正および生産性の増大を通して追求されるであろうと私が考えるのはこのためである。

質問者・・私の質問は三つの通貨間の調整の可能性ということについてのやや全般的なものである。全員ではないにしても大部分のパネリストは、実際的な理由、つまり国家の利益という理由から、三つの通貨間で安定した為替相場制度を持つことは不可能であると結論づけられた。私は二つの点についてお尋ねしたい。第一に、黒田さんは、円・ユーロ・ドルの為替相場を安定させるためのシステムを創設することは三つの通貨圏の間の資本フローにマイナスの影響をもたらすであろうという意味のことを言われたが、その主張の理由は何か。EUのERM、EMSフェーズの中では為替相場を安定さ

せることで資本フローにマイナスに影響することはなかった。

次にトリシエ氏からお話を伺いたい。EUにおいて、通貨統合が政治的なビジョンだけでなく経済統合からの必要性の結果として生じたことを示すプロセスをどのくらいご覧になったか。これがどの程度、我々の世界のプレビューであるのか、つまり、経済のグローバリゼーションと国政の垣根の広がりは何らかの形で我々をグローバルな金融システムに無理やり押し込んでいくことになるのか。

黒田・・私は何度も三極通貨の間での協調が非常に重要だと申し上げたが、勿論一番必要なことは、それぞれの地域がインフレなき持続的成長を遂げるような適切なマクロ経済政策を実行するということ、そういうもとで三地域の経済が非常にかけ離れた、一方がインフレ気味で他方がデフレ気味だとか、そういうようなことにならないようにすることが一番重要だと思う。その上で、その都度政策協調であるとか、協調的な行動を市場でするとか色々なことが必要になる、そういうことを通じてあまり大きく為替レートが動くことを防ぐということにつきると思う。それはG7の協調ということである程度のこととは出来ており、今後更にそれを継続していく、必要に応じて強化していくということではないかと思う。

トリシエ・・最初の質問に関しては私も同じことを申し上げたい。我々の説明の趣旨は、国際協力は役に立たないとか、効果を生まないといったことを申し上げることは当然ない。その反対の趣旨だと申し上げてもよいと思う。それどころか、我々は過去一二年間あるいは一五年間程の間に主要先進国間で大いに協力を積み重ねてきたと思うし、私にはこのプロセスは称賛されて然るべきものであると思われる。そうしたものはないとか、それが全くの失敗であると言うのが時流かも知れないが、それ

は真実ではない。現在の状況に関しては、私自身は勿論前回のG7コミニケに全面的に賛同している。繰り返すが、我々はある程度の協力をしており、それを過小評価してはならない。

欧州の経験に関しては、欧州統一の創始者が共同市場、我々は五六年の共同市場と呼ぶが、を考えていたことを思い出して頂きたい。その当時、我々はブレトン・ウッズ体制をとっており、世界中、また世界の一部としての欧州でも勿論、全くの固定為替相場制度をとっていた。十分に機能する単一市場、共同市場を本当に動かしていくためには、同時に単一通貨を流通させなければならぬという考えは、おそらく、その時もエコノミストや専門家によって論証されたであろうし、その後も論証されてきた理念である。私には、この単一市場という大望を達成しようとする意志——戦略的意志——と欧州統一をめざす、これまた疑いもなく政治的な野心が結合して単一通貨という途方もない試みの引き金となったのだと思われる。勿論そう言っても、世界の他の地域に存在する諸条件を大変注意深く見ることにし、この経験を拡大しようと言うつもりはない。これはまさに欧州のケースであることを理解する必要があるが、これは極めて特別な、そして私の目には大成功と映るものである。

行天・トリシエさん、有り難う。益々増えるグローバルな協力に対するあなたの極めて自信に満ちた確信を伺ったところで、このシンポジウムの閉会を宣言しなければならぬ。閉会を宣言する前に、議論に本当に活発に参加してください、このシンポジウムを大成功に導いて下さったパネリストの皆さんならびに聴衆の皆さんに重ねて心より感謝申し上げます。私は、聴衆の皆さんがパネリストのプレゼンテーションおよびその深い洞察を面白く聞かれたものと確信しており、また同時に、このシンポジウムが消化すべき多くの糧を残し、また関係国に対し、特に経済の決定的かつ確実な反発のため

になお苦闘しているわが日本国に対し、建設的な選択肢を用意するものであることを希っている。どうか一緒に、パネリストの方々による素晴らしいプレゼンテーションに感謝いたしましょう。

有難うございました。