

## 米国貿易収支調査と為替レート管理：主流派見解と マッキノン見解の比較考察

小笠原，礼以

<https://doi.org/10.15017/3000121>

---

出版情報：経済論究. 94, pp.141-194, 1996-03-31. 九州大学大学院経済学会  
バージョン：  
権利関係：

# 米国貿易収支調整と為替レート管理

——主流派見解とマッキノン見解の比較考察——

小笠原 礼 以

## 目次

はじめに

### 第1節 国際収支調整—主流派とシュムーイスト

#### 1.1 クルーグマンによる分類

#### 1.2 為替レート管理の貿易均衡基準と購買力平価基準

### 第2節 為替レート管理と主流派見解：貿易均衡基準

#### 2.1 貿易収支・経常収支不均衡の問題性

#### 2.2 貿易収支均衡問題と国内均衡問題：為替レート伸縮性の根拠

#### 2.3 国際金融問題と経常収支不均衡問題：為替レート管理の必要性

#### 2.4 ターゲットゾーン構想と基調的資本収支

### 第3節 為替レート管理とマッキノン見解：購買力平価基準

#### 3.1 開放経済における貿易収支（経常収支）

#### 3.2 為替レート管理の購買力平価基準

#### 3.3 マッキノンの国際通貨改革案

むすびにかえて—両提案の意義と問題点

## はじめに

現在、先進国間には、目的の異なる二つの為替レート管理がみられる。一つは、貿易収支（経常収支）調整、産業構造転換、雇用水準調整といった実体経済の調整を目的とする為替レート管理である。これは、1985年のプラザ合意、1987年のルーブル合意に典型的にみられるものであり、日本、米国間あるいは米国、欧州間という主要地域間の調整問題に対応する。いま一つは、国民経済の統合を意図し、国境に制約されない安定的な対外取引の実現を目的とした為替レート管理である。トンネルの中の蛇として実験された欧州通貨制度（Euro-pean Monetary System; EMS）や、そこから更に発展して、単一通貨シス

テムの構築を最終的な目標としている経済通貨同盟 (Economic and Monetary Union: EMU) 構想がこれである。EMS や EMU が、一つの地域通貨制度として、厳格なルールの下で運営されるのに対し、国民経済間の調整を目的とした場合には、国際通貨協調の下で、対処療法的に、通貨調整が行われる。

ところで、米国では、貿易収支 (経常収支) 不均衡問題に関連して、興味深い論争がおこなわれている。論争は、米国の国内均衡を調整するために、為替レートを、米国、日本、欧州の間に跨って、しかも厳格なルールに基づいて管理する必要性を説く主張を巡るものである。これは、プラザ合意や日米包括経済協議の場で従来みられたような、事後的に米国の国内不均衡を調整していく方法とは、根本的に異なった考えかたである。

ブレトンウッズ体制下では、米国国際収支の赤字化が、固定ドル本位制から変動ドル本位制<sup>1)</sup>への転換に密接に関連し、グローバル規模での為替レート管理システムを崩壊させた。だが、1980年代に入って急激に拡大し、90年代も依然として継続する膨大な米国の貿易収支、経常収支赤字は、現在の為替相場制度のあり方に対し重大な問題を提起している<sup>2)</sup>。

為替レート管理の必要性を説く主張は、二つの性格を異にする提案に具体化されている。一方は、プラザ合意、ルーブル合意が意図していたように、為替レートの実体経済調整機能を重視した提案であり、他方は為替レートを媒介として、世界統一価格基準の実現を意図する提案である。本稿の課題は、この二つの見解を比較考察し、為替レートをグローバルな規模において管理することの意義と問題点について検討することである。

本稿では、まず第1節において、国際収支調整に関して米国でみられた見解を、クルーグマン (Krugman, 1991) に従って紹介することからはじめたい。その中で第2節、第3節の課題を提示し、本稿の考察対象をより明確にする。

#### 注

- 1) マッキンノンは、ブレトンウッズ体制の崩壊を、固定ドル本位制 (The "Fixed-Rate" Dollar Standard) から変動ドル本位制 (The "Floating-Rate" Dollar Standard) への転換と規定する (McKinnon, 1993)。また、変動相場制への移行は、ドル本位制の実体を損なうものではなく、むしろそれによって各国通貨の交換性が維持さ

れ、ドルによる決済システムの継続を可能にするものであったと評価している (Mckinnon, 1979)。

- 2) ドーンブッシュとフランケルは、現行システムに代替する国際金融制度上の諸提案として10種類をあげ、それらを3つのグループに分類している (Dornbusch and Frankel, 1987年)。

第1のグループは、非集中的な国民的ルール (Decentralized, National Rules) と分類されるものであり、国際的な金融、為替制度面における協調よりも国内の貨幣的安定性を重視する見解である。ここには、(a)為替レート体制の重要性を否定する (為替レート体制はどのようなものでもよい) 合理的期待・マーケットクリアリング学派、(b)金本位制度を採用することによって国内の安定した貨幣的ルールの確立を主張する見解、(c)フリードマンに代表されるように変動相場制によって自国を他国の貨幣的変動から遮断することの必要性を主張する一国マネタリズム、そして (d)変動相場制下において名目 GNP を目標として政策運営をすべきであるという見解の4つが含まれる。

第2のグループは、国際政策協調 (Enhanced Coordination of Policy-Making) と分類されるもので、国際協調の役割を重視する立場である。ここには、(e)各国が注意を払うべき客観的マクロ経済指標を作成し、IMF にその監視を任せるという見解、(f)ウィリアムソンに代表されるように為替レートに関してターゲットゾーンを設定し、各国が金融政策 (短期利子率) をその維持のために用いるべきであるという見解、(g)購買力平価に基づく固定相場制を実現すべきだというマッキノン見解、そして (h)ナショナルインタレストに拘束されない独立した機関を設立し、その指導の下で為替レートを管理すべきである見解が含まれる。

第3のグループは、自律的マクロ経済政策 (More Independence for National Policy) と分類されるもので、資本市場の国際的な分断の必要性を強調するものである。この中には、(i)外国為替取引に対して世界的な取引税を課すべきであるとすするトービンによる提案、(j)商業取引 (commercial transactions) に対しては固定為替レートを実施する一方で資本取引に対しては為替レートは自由に変動させるという二重為替制度の二つが含まれている。

本稿では、この分類に従うと、上記(f)と(g)との比較考察である。両者は、グローバルな視点から為替レート管理の重要性を主張しているという共通点を持つ。

## 第1節 国際収支調整——主流派とシュムーイスト

### 1.1 クルーグマンによる分類

クルーグマンは、1980年代の為替レート及び貿易収支、経常収支の急激な変動は、国際調整経済学に関する対抗する学派 (competing schools of thought)

を選び分ける良い機会であった (Krugman, 1991, p. 279) として、それらを主流派見解 (Mainstream View)、構造主義見解 (Structuralist View)、シュムーイスト見解 (Shmooist View)、そしてセキュラリスト見解 (Secularist View) の4つに分類している。

**主流派見解** クルーグマンは、1960年代のマルデル＝フレミングモデルにインフレ期待が導入された国際マクロ経済モデルを、国際調整経済学の主流派見解<sup>1)</sup>と呼ぶ。彼は、1980年代の米国貿易収支の赤字問題に関する主流派の立場を次のように整理している (Krugman, 1991, p. 285)。

- ・ 経済を加熱させることなくドルを実質タームで引き下げる金融拡張政策と財政緊縮ポリシーミックスは、米国対外赤字を縮小するうえで有効である。
- ・ そのようなポリシーミックスに付随する (ドル—筆者) 実質的減価は、赤字削減を達成するために、あるいは、少なくともリセッションのような望ましくない副作用なく達成するために必要である。
- ・ 貿易フローと実質為替レートとの間には安定的関係があるので、必要とされる (ドル—筆者) 下落の程度は多少なりとも予測可能である。

すなわち、主流派見解の主張は、米国貿易収支 (経常収支) の赤字は、政府が財政金融政策という政策手段によって改善すべき対象であり、またその過程において為替レートの調整が必要とされるというものである。他の諸見解は、こうした主流派見解の結論を、異なった視角から否定するものとして整理されている。本稿は、この主流派見解とこの立場からの為替相場制度に対する具体的提案を第2節において取り上げる。主流派見解はクルーグマン自身が依拠する見解であり、彼は1980年代に生じた現象は、主流派見解に基づく実証によってうまく説明されると主張する。

**構造主義見解** この見解は、国際収支調整過程における価格変化、とりわけ為替レート変動の機能を疑問視するものである。ここには、米国が他国製品と競合する財を生産していないこと、あるいは外国の保護貿易、暗黙の貿易規制が、米国からの輸入を制限していることを米国貿易赤字が継続する要因として強調するストロングフォームの構造主義、及び将来の為替レート変動に対する不確実性が、不完全競争下にある企業の価格設定を硬直的にさせることに

よって、不均衡調整を制限してしまうウィークフォームの構造主義の2つが含まれている。これらの場合、ドルの下落という為替レート調整は、米国貿易収支を改善することはないか、あるいは、たとえ改善するとしても、そのためには著しい下落が必要であるため、米国にインフレを引き起こし実質所得を低下させることになる」と主張される。クルーグマンは構造主義見解の不均衡解消のための政策的インプリケーションは、良くて産業政策、最悪の場合には保護主義ということになると指摘する。

**シュムーイスト見解<sup>2)</sup>** クルーグマンは、この見解を、国内 IS バランスの変化が相対価格や生産の適応的調整を必要とすることなく、直接貿易収支の変化に転換されると考える見解であるとする。従って、この立場からは、実質為替レートの変化が貿易収支不均衡の調整過程において、必要あるいは有益な手段であるということが否定される。この見解は、マンデル (Mundell, 1992)、マッキノン (Mckinnon, 1988) などに典型的にみられるが、本稿では、この考え方を第3節において、マッキノンの諸見解に基づいて考察する (以下ではシュムーイスト見解をマッキノン見解と表現する)。クルーグマンは、この立場からの政策的インプリケーションは固定相場制への復帰であることを指摘する。

**セキュラリスト見解** この見解は、米国が貿易収支をある一定の値にとどめるためには、ドルの実質価値が長期的に低下する必要があると主張するものである<sup>3)</sup>。1980年代末にはドル価値が1980年水準にまで低下したにもかかわらず、米国には依然として巨額の貿易赤字が残されたままであったこと、またそれと対照的に、日本では、円価値が1980年代末には1980年水準の値を大きく上回っていたにもかかわらず、貿易収支の黒字を計上し続けていることがその根拠とされる。クルーグマンは、貿易収支を均衡させるドルの実質レートが、長期的に下落する理由やその傾向が継続するものであるかどうかという点については問題が残るものの、このようなセキュラリスト見解は一般的に支持されるものだとしている。しかし、このセキュラリスト見解では、実質為替レートの変化は、為替レートの変動、インフレ格差のいずれによっても達成されるため、為替政策に対するインプリケーションはないとされる。一方で、クルーグマンは、

この見解が競争力の長期的低落傾向を強調するとき、その政策的帰結はストラクチュアリスト同様、管理貿易的なものになると指摘する。

## 1.2 為替レート管理の貿易均衡基準と購買力平価基準

以上のように、クルーグマンは、国際収支調整に関する対抗する見解を、主流派見解、構造主義見解、マッキノン見解（シュムーイスト見解）、セキュラリスト見解の4つに分類した。本稿では、このうち、主流派見解とマッキノン見解を考察対象としている。その理由について、次に説明しよう。

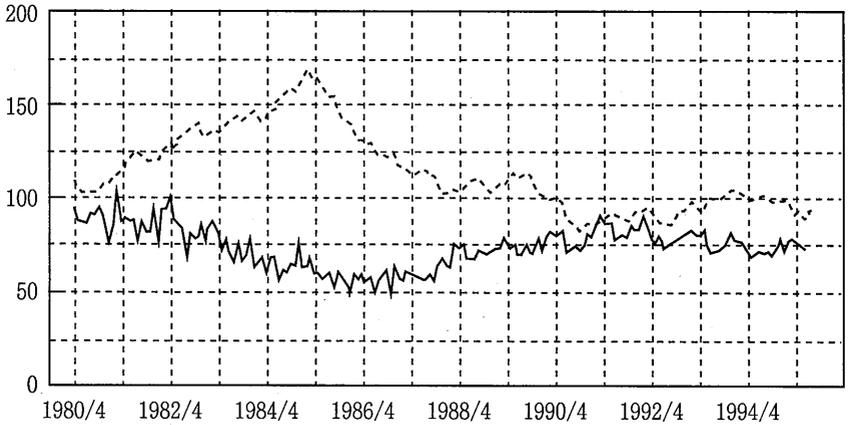
1980年代そして90年代前半期の米国を中心とする先進諸国間の貿易収支の著しい不均衡は、為替レートの大幅な変動を伴っているという特徴がある。

図1は、1980年以降のドルの実質実効為替レートと米国の輸出・輸入比率の推移を示している。実質実効為替レートの変化は、一国の価格面における対外競争力の変化と同意であるが、この図によるとドルの対外価値は、1980年代に大きく変動していることがわかる。すなわち、ドルはまず1980年代前半期から中期にかけて約70%もの急激な上昇を示したが、その後1985年前期（3月）を境として下落に転じ、1987年～88年にかけて逆に同程度切り下がっている。その後、89年中期にかけて若干のドル高傾向で推移した後、1989年後期（9～10月）から1990年後期（10月）にかけて大幅に下落した。それ以降は、ドルは比較的安定的（93年中にかけてはドル高傾向、その後はドル安傾向）に推移しているといえる。90年～95年中期（図は6月まで）の推移に比較して80年代の変動がいかに大きなものであったかがわかる。ただし、特定国通貨との名目レート、特に対円名目レートにおいては、90年代にも依然として激しい変動を続けていることは指摘するまでもない。

一方、輸出・輸入比率についてみると、1980年から87年にかけて、その比率は傾向的に低下し、80年から82年に約80%前後で推移していたものが、85年後期から87年前期にかけては約50%にまで落ち込んでいる。その後、輸出・輸入比率は次第に上昇しつつあったが、その傾向も90年代に頭打ちとなり、輸出は輸入のおよそ75%の水準を推移する状況が続いている。

以上のように、1980年代そして90年代に継続している米国の貿易収支（経常

図1 実質実効為替レートと輸出輸入比率



--ドルの実質実効為替レート (1990=100) —輸出・輸入比率 (%)

資料 : IMF, *International Financial Statistics* 各年

収支)の著しい不均衡は、ドルの対外価値の大きな変動と同居しているのである。従って、貿易収支、経常収支の不均衡問題の考察を、為替レートの変動問題と独立に論議することはできない。

こうした視点から先の国際収支調整に関する分類をみた場合、まずクルーグマンの規定するストロングフォームの構造主義見解では、保護主義や貿易障壁の存在が、貿易収支不均衡問題において強調される一方で、為替レート変動の与えた影響が軽視されてしまう。他方、ウィークフォームの構造主義見解は、為替レート変動の影響をミクロ的視点から考察するものであり、個々の企業、個人、政府の経済活動が総合された結果である貿易収支、経常収支に対する為替レートの効果分析にこれを直接適応することはできない。この見解は、図1にみられるような、為替レート変動と貿易収支不均衡の拡大というマクロ経済関係の水面下で進行しているミクロ的現象を説明するものとして位置づけることができる。この意味では、ウィークフォームの構造主義見解は、主流派見解やマッキノン見解と代替的關係というよりもむしろ補完的關係にあるといえる。

次に、セキュラリストの見解には、先のクルーグマンの指摘にあったように、為替政策に対するインプリケーションはなく、さらにこの見解では長期的傾向が重視されるため、80年代に生じたような急激な為替レートの変動と貿易収支との関係を捉えることはできない。また、セキュラリストの重視する実質為替レートの長期的傾向の問題は、主流派及びマッキノンによって明確に意識されている。

これに対し、主流派見解及びマッキノン見解は、マクロ現象としての国際収支調整過程と為替レート変動との関係に焦点があてられており、為替レートの果たす役割、機能及びその管理方法に関して豊富なインプリケーションをもつ。実際、為替レートに関する見解の相違は、両見解の重要な対立点の一つになっており、これは両者の「均衡為替相場」概念の違いに端的に現れている。従って、この二つの見解を比較検討することによって、国際収支調整問題を1980年代において無視できない要素であった為替レートの変動問題及びその管理問題に焦点を合わせて考察することが可能となる<sup>4)</sup>。

ところで、為替レートの管理基準に関し、大野(1991)では、為替レートに関する二つの異なる見解が、貿易均衡基準と購買力平価基準として整理されている。そこでは、米国貿易収支赤字改善に対しドル安政策を推進する必要性を説く見解が、貿易均衡基準と規定され、為替レートを貿易財物価水準を国際的に一致させ、国際的な物価安定のために用いるべきであるという考え方が、購買力平価基準と規定されている。この分類による前者の貿易均衡基準が主流派見解に対応する為替レートの管理基準であり、後者の購買力平価基準がマッキノン見解に対応する為替レートの管理基準である。本稿の分析視角は、これら二つの為替レートの管理基準を比較考察することを通じて、米国貿易収支(經常収支)不均衡問題を整理し、それぞれの立場から提案される為替相場制度の性格を検討していくことである。

貿易均衡基準の立場からの為替レート管理の提案は、ウィリアムソンによるターゲットゾーン構想に具体化されている。この提案の為替レートの管理基準に関する特徴は、中長期的に貿易収支均衡ないしは經常収支均衡をもたらす為替相場を均衡為替相場として設定する点、その為替相場水準は再設定可能なも

のでなければならない点、そして許容されるべき為替レートの変動幅が比較的広く設定される点にある。他方、購買力平価基準の考え方は、マッキノンによって具体化されている<sup>5)</sup>が、彼は現在の為替レート体制を批判し、先進主要国すなわち米国、ドイツ、日本は購買力平価（貿易財価格）に基づいて固定相場制を実現すべきであることを提案する。貿易均衡基準では為替相場水準の変更可能性が認められるのに対し、この見解ではその水準の変更は認められない。

以下では、第2節において貿易均衡基準の考え方を考察し、次に第3節において購買力平価の考え方を考察する<sup>6)</sup>。貿易均衡基準と購買力平価基準の比較考察という視角からの国際不均衡問題へのアプローチは、現在過渡期にある為替相場制度さらには国際通貨制度再編を巡る諸問題を考察する際に、重要な指針になるものである。

#### 注

- 1) 主流派見解を支える基本モデルは“Mass. Ave.”モデルといわれる。これは現在、米国でのこの見解の支持者が Cambridge あるいは Washington の Massachusetts Avenue 近郊に多いことからそのように命名にされている。クルーグマンによれば、この“Mass. Ave.”モデルは、大統領経済報告、FRB あるいは日本の経済企画庁の世界経済モデルの基礎となっているという。また主流派見解は、Conventional Wisdom, Standard View とも呼ばれる。
- 2) この名称の由来については次の文献を参照せよ。(Krugman, 1991, p. 289) 及び (Cline, 1994, p. 40)
- 3) クルーグマンは、貿易不均衡は一国の技術的優位性のシフトの結果であり、為替レート調整はそれを相殺することはできないという考えを、ストロングフォームのセキュラリスト見解としている。しかし同時に、この見解を支持する経済学者はほとんど存在しないと指摘する。
- 4) 1980年代後半以降の日本における貿易黒字を巡る論争は、1986年の前川レポートに対する評価を一つの旋回軸として行われた。このレポートでは、為替相場安定の必要性が指摘されているものの、その具体的な管理基準や管理方法については言及されなかった。その後のこのレポートを中心とする貿易不均衡論争は、その発生原因（日本側に責任があるかないか）と是非（不均衡を解消する政策を採るべきか）を巡る対立に焦点がおかれ、為替相場制度のあり方を巡って十分な論争がおこなわれたとはいえない。この点については松村の指摘がある（松村, 1993）。

- 5) 日本では大野がこの立場から積極的に議論している(大野, 1991)。
- 6) 河合はマッキノン, ウィリアムソンの提案を中心に適正為替レート概念とターゲットゾーン構想について整理している(河合, 1987)。ここでは, マッキノン提案とウィリアムソン提案がそれぞれ独立に検討されているものの, 両者を同一の「ターゲットゾーン」の概念で規定したうえで, 為替レートを安定化することの意義が検討されている。本稿では, 貿易均衡基準による提案と購買力平価による提案が, 為替レートの安定化を図るという点においては共通しているものの, 為替レートの管理によって達成しようとする目的が異なっているという点を重視している。

## 第2節 為替レート管理の主流派見解：貿易均衡基準

先にも指摘したように, 貿易均衡基準では, 中長期的に貿易収支あるいは経常収支均衡を達成する水準に為替レートを維持・再設定すべきことが主張される。貿易(経常)収支不均衡を解消するために為替相場水準を調整すべきであるという見解には, 不均衡解消手段として為替レートの調整は有効に機能するという基本的認識がある。しかし, それ以前に貿易, 経常収支の不均衡が経済的に望ましくないということがまず示されねばならない。貿易均衡基準における為替レートの役割とはどのようなものであり, 何故それが管理されねばならないと考えられているのか, 順に検討していく。

### 2.1 貿易(経常)収支不均衡の問題性

クラインは, 1987年をピークとした米国の大幅な貿易及び経常収支の赤字を題材として, 貿易収支(経常収支)の問題性について次の5点を指摘している(Cline, 1994)。第1には, ドルと米国経済のハードランディングのリスクである<sup>1)</sup>。米国の膨大な貿易収支, 経常収支の赤字は海外からの資本流入によってファイナンスされているわけであるが, もしそのような状況が継続し得ないと判断されれば, 海外投資家は, 対米貸付を削減することによって為替リスクを回避しようとする。このとき, 米国内では, 資本調達困難性とFRBによるドル防衛策のために金利が高騰し, これが米国経済をリセッションに陥らせる危険性があるというものである。クラインは, 1985年から1987年にかけて, 懸念されたようなドルの暴落はなかったが, このリスクが対外赤字を削減する最

も重要な理由であるとしている。第2には、増大する貿易赤字が、米国製造業部門を停滞させたことである。1980年代中葉における輸入の増大と輸出の停滞が、製造業部門の生産量と雇用を圧迫したとされる<sup>2)</sup>。第3には、米国製造業への悪影響が保護主義的圧力を醸造することである。これは現実には、1988年のTrade Act に結実し、米国はスーパー301条を通じて輸入排他的な国に対し、報復的政策措置を実施することが可能となった。第4には、対外債務の累積問題である。継続的な経常収支の赤字は、対外純資産ポジションを年々悪化させるが、米国は1980年代からの巨額の経常赤字により、1987年には対外純債務国になった。このため、米国は毎年巨額の利子、配当を外国に支払わねばならなくなっている<sup>3)</sup>。第5には世界的な資金配分の問題である。本来資本は、先進国から資本が希少であり、その生産性が高い途上国に向かって流れるはずであるが、現在ではその逆の現象が生じている。世界で最も裕福である米国が、生産性の高さのためではなく、維持不可能な政策的攪乱によってその資金を吸収しているのである。

以上がクラインの掲げる貿易収支、経常収支不均衡の問題性である。しかしこれらは大きく区別すると、国内均衡問題（第2、第3）と国際間のファイナンス問題（第1、第4、第5）、すなわち国際金融市場との関連に区分される<sup>4)</sup>。

クラインが2番目に掲げる問題すなわち外国貿易が国内経済にマイナスの影響を持つという問題は、国内均衡と国際均衡の対立問題として定式化されてきたものである。また、3番目の問題に関して、保護主義の台頭を政治的、社会的問題とみて貿易問題から切断して考えるべきであるという見解もある<sup>5)</sup>。しかし、貿易収支不均衡の拡大が保護主義的圧力を生み出す構造が、市場の内部にあるとすれば、貿易収支目標<sup>6)</sup>の設定を、市場の不完全性を補完するものとして位置づけることもできる。このとき、問題とすべきは市場の構造であって、これはまさに国内均衡問題の根元的課題である。従って、保護主義的圧力を理由に貿易赤字の縮小を求める立場を「政治的要因」として切り捨てることはできないと思われる。国際均衡と国内均衡との対立問題は、為替レートの伸縮性を現代の為替管理基準として必要不可欠なものとして位置づける貿易均衡基準見解の根底にある問題意識である。

国際間のファイナンス問題は、国際資本移動が、各国間における資本の希少性を反映しているものであるかどうかという問題である。これは、米国の1980及び90年代の巨額の貿易経常赤字の創出をどのように評価するかという問題と密接に関連する。この点に関してマンデルは次のように指摘する。

「もちろんどのような国も、(負債を)返済する手段を同時に増大させるのでなければ、無制限に負債を積み上げることはできない。資本設備や生産力を拡大するために借り入れを行っている国は、単なる消費支出をファイナンスするために借り入れを行っている国よりも高い信頼性 (credibility) をもつ。どの部門が貸借を行っているかを注視することはときに有益である。もし民間部門が、借り入れを行っているのであれば返済をする責任は諸個人にある。家計や企業は、合理的に、ライフサイクルラインに沿って、よりよい異時点間の消費パターンを達成するよう借り入れを行うであろう。しかしながら、財政赤字は他の諸問題を引き起こす。というのは、それは所得の世代間分配に誤ったシフトを引き起こす潜在性があるからである。」(Mundell, 1991, p. 205)

この見解によれば、ある国が貿易赤字を継続的に創出しても、それが民間部門の実体経済への活発な投資活動を反映するものであれば問題ではない。このときは、負債を将来において返済しうる能力を蓄積しているのであり、通貨の暴落の危険性やデフォルトの問題は表面化しない<sup>7)</sup>。また資金は生産的投資活動をファイナンスするよう国際的に分配されていることになる。クラインの掲げた対米ファイナンスに関する3つの問題は、このように米国の対外赤字の原因、性格規定の問題に密接に関連しており相互に独立の問題ではない。そして為替レートは管理されなければならないという見解は、こうした国際的な資金の流れ、国際金融市場に関する側面から要求されてくる。そこで、以下では、貿易収支不均衡解消のために為替レートを操作・管理すべきであるという見解を国内均衡問題とファイナンス問題(国際金融市場)との関連に区分し順に検討していく。

#### 注

- 1) マリスはこの危険性を強調した (Marris, 1985)。そしてそれを回避しドルをソフトランディングさせるシナリオとして協調シナリオ (cooperative scenario) を提示した。マリスによれば、現実のドルの推移は協調シナリオにきわめて近かったと

いう (Marris, 1991)。

- 2) 貿易障壁に基づく日本の貿易黒字が、外国（特に米国）の雇用機会を奪っているという主張に対し、小宮は、「趨勢的経常収支の黒字・赤字と失業率とは関係がなく」、「貿易黒字の増加により失業が減少し、その赤字の増加により失業が増大（原文では減少となっているが、明らかに誤植）するというのは、一時的・循環的現象にすぎない」と主張し、経常収支赤字と失業率との間に明確な対応関係がないことを、1980年代における OECD 諸国、1988～1992の欧州主要国を例として示している（小宮、1994、129ページ、268ページ）。しかし、このような主張は、1980年代に拡大した日米貿易不均衡が、米国の国内均衡問題と対立的であったかという問題に対し何ら解答を与えるものではない。貿易収支の不均衡の拡大が、「趨勢的に」進行したのではなく、為替レートの変動に大きく規定され、労働市場における調整能力を超えて「急激に」拡大したものであれば、貿易収支不均衡と国内均衡は対立的となる。このとき、「労働市場の効率性」や「マクロ経済の管理能力」あるいは「貿易障壁の有無」といった要因に責任の所在を求める議論は不毛であり、むしろ、国際経済間に生じる攪乱にいかに対処すべきかという視点から考察されることが重要であると思われる。
- 3) 米国は、1980年以降継続した貿易・経常収支の赤字により、1987年には時価評価方式において対外純債務国となった（市場評価方式では1985年）が、1単位当たりの投資収益率の高さを反映して、1990年においても対外純投資収益は約200億ドルの黒字であった。しかし、それは90年代に入り急速に低下し始め、1994年には90億ドルを超える赤字を計上した。さらに1995年の1—9月には、ほぼ94年1年間と同規模の87億ドルの赤字を計上している。「10年後の投資収益赤字は2千億ドルを超える」という試算（野村総合研究所アメリカ）もある（日本経済新聞、1995、12/24参照）。
- 4) ランファルシーは、貿易収支、経常収支の不均衡の問題性について、国内経済インバランスの調整コスト、サスティナビリティ、貿易、金融面における保護主義の台頭を指摘している（Lamfalussy, 1987）。またコーデンは、経常収支の重要性に関する見解を旧見解（Old View）と新見解（New View）として整理している（Corden, 1991）。旧見解とは経常収支不均衡の調整を正当化する見解であるが、これはプレトンウッズ体制下のように資本移動が制限され、各国中央銀行が固定相場を維持する義務があるときに適用される。一方、新見解とは資本移動が自由化されたもので、民間の貯蓄・投資行動を合理的な選択の結果であるとみて、経常収支調整に対する政策的対応を否定するものである。しかし、新見解が成立するためにはいくつかの留保条件が必要であるとされる（Corden, 1991, pp. 462-471 参照）。

日本の貿易（経常）黒字に関する問題点については、1986年の「前川リポート」において、「我が国の大幅な経常収支不均衡の継続は、我が国の経済運営においても、また、世界経済の調和ある発展という観点からも、危機的状況であると認識する必要がある」とされ、さらに、「我が国経済の輸出指向等経済構造」を「国際協調型経済構造」へ変革することが急務であると主張された。しかし、同リポートは、経常収

支不均衡の具体的な問題点については何一つ明らかにしていない。これは翌年の「新前川リポート」においても同様である。

- 5) 小宮は「……各国ことに米国内の保護主義の拡大を防ぎ、ジャパンバッシング熱を冷ますために、日本の黒字を減らすことが必要ではないか」との問いかけに対し、「経済的合理性をわきまえない、各国の大衆、政治家、マスコミの群衆心理学的・政治心理学的状況に対処するため、不条理なことでも受け入れなければならない、ということかもしれない」（小宮、1994、138ページ）と述べている。ここには保護主義的な要請が生み出される契機が、経済活動の中に存在するという認識はない。新古典派的な労働市場や産業構造の完全適応性を信奉しない限りそうした発想はでてこない。
- 6) 貿易収支目標、経常収支目標の設定は、1986年の前川リポートや1993年以降の日本包括経済協議の中で示された。しかしこれらはいずれも、管理貿易であると批判され現実化しなかった。
- 7) 小宮は「米国の経常収支が現在程度の赤字を当分続けても、米国の対外純投資ポジション（現在はほぼゼロとして）がノルウェー、スウェーデン、オーストラリア程度のマイナス（20～40％）になるまでに10～20年かかる。現状では米ドルの信認は当分の間きわめて高く、これに代わる基軸通貨は近い将来に出現しない。しばらく前に米国でいわれた“ハードランディングシナリオ”の議論（赤字が続けば遠からずドルの暴落が起こるとする説）は誤りである。」（小宮、1994、304ページ）と指摘している。しかし、各国中央銀行によるドル資産の累積が、ドルの下落を支えてきたという側面は無視されるべきではない。

## 2.2 貿易不均衡問題と国内均衡問題：為替レートの伸縮性の根拠

貿易収支が中長期的に均衡するように為替レートを誘導すべきであるという見解には、貿易収支の不均衡の拡大、縮小過程は所得従って雇用水準の変動を必然的に伴うという考え方がある。すなわち、貿易収支の黒字は、国内需要を上回る、自国生産財に対する有効需要の創出（市場の獲得）を意味し、貿易赤字は国内有効需要の海外への純流出（市場の喪失）を意味する。そしてこの立場からは、為替レートの伸縮性は、世界全体の有効需要の国際的再分配の役割を果たすものとみなされる。以上の点を、クルーグマンによって「国際収支調整の主流派見解」と名付けられた考え方を考察することで検討する。

### 国際収支調整の主流派見解

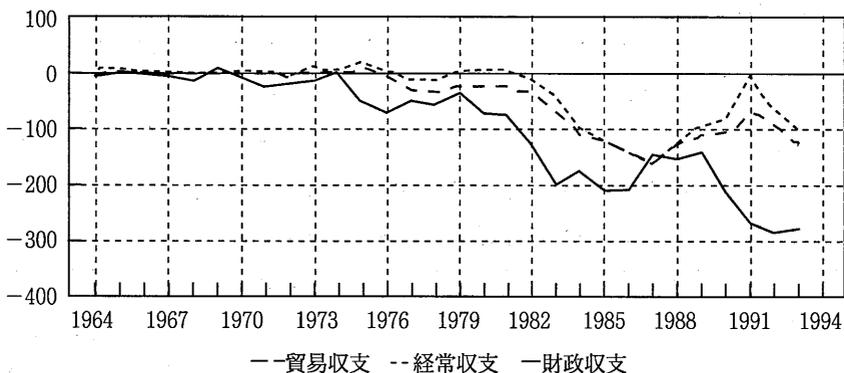
図2に示されているように、1980年代前期から中期にかけて、貿易収支、経

常収支の赤字は、財政赤字の拡大と同時に進行した。国民所得勘定の恒等式から一国の貿易赤字は民間部門の投資超過と政府部門の財政赤字を加えたものに等しい。しかしながら、政府部門の赤字がどのような経路を経て貿易部門の赤字に帰結したか、また財政赤字の削減が国内経済に及ぼすインパクトは如何なるものであるかという点に関して貿易均衡基準と購買力平価基準との間で意見の対立がある。貿易均衡基準、国際収支調整の主流派見解は、財市場における完全統合仮説<sup>1)</sup>の否定の上に成り立っている(Krugman, 1989a)。完全統合仮説の否定は具体的には次の2点を意味する。

- (1) 各国居住者の限界消費性向は、自国生産財に対する方が国外生産財に対するよりはるかに高い。
- (2) 各国の労働生産物とサービスの価格は国内通貨建てにおいてより粘着的である。

(1)の点は、国内総生産の大部分が非貿易財からなることを重視し、国内において追加的支出の増大が生じたとき、その大部分は自国生産財に対する需要となることを意味する。もちろんこのことは逆に、需要の減少が生じた場合、それは大部分が自国製品に対する減少となることを示す。(2)の点は国際的に価格、コストの裁定は生じず、国内価格は硬直的であり、為替レートの変動は完全に相対価格の変化に反映されることを意味する。このとき、例えば10%のドルの

図2 貿易収支、経常収支、財政収支の推移



資料：IMF, *International Financial Statistics* 各年

切り下げは、米国産業の生産性が対外的に10%上昇することと同じ意味を持つ。以上のような認識の下、クルーグマンは標準的見解 (standard view) して米国貿易収支の赤字化過程を次のように説明する。

「スタンダードな見解においては、財政赤字が民間貯蓄の増大によって相殺されることはない。そうではなくそれは投資需要に比べて、国内総貯蓄の減少を導く。この貯蓄の減少は実質利子率の増大をもたらす。実質利子率の上昇は、外国の投資家に赤字国の債権保有を魅力的にすることによって、実質為替レートの上昇を導く。国外に比べて国内での生産がより高価になることで、輸入が増大し輸出が停滞する。そしてこれが対外赤字に帰結する。この対外赤字の対応物が資本流入であり、国内投資と国内貯蓄のギャップを埋めるのである。」(Krugman, 1987b, p. 4)

すなわち、財政支出の拡大という米国内に生じた有効需要の増大は、金利高、ドル高という媒介を経て外国財への需要に転嫁されたとみるのである。そしてこれと逆のメカニズムが、貿易収支の縮小方策を巡る議論の中で確認される。クルーグマンは次のように説明する。

「調整政策についての主流派見解のエッセンスは、ハリージョンソンによる古典的論文の中で明確に示されている。ジョンソンは次のように議論する。すなわち貿易勘定を調整するために、例えば経常勘定の赤字を削減するためには、一国は緊縮財政のような支出削減政策と通貨切り下げのような支出転換政策を必要とする。支出削減のない支出転換はインフレを導くが転換のない削減はリセッションを導くことになる」(Krugman, 1991, p. 293)

すなわち、財政赤字の削減という支出削減政策は、まず第1に米国財に対する有効需要の削減となる。しかしその過程において、価格の硬直性のために、需要の減少が価格の低下をもたらす、米国の競争力を増大させるという調整メカニズムは働かない。そのため、リセッション(所得及び雇用の低下)を回避するには、ドルの減価という支出転換政策によって米国製品に対する需要を増大させなければならない。1980年代前半期において、米国内における有効需要がドルの上昇を通じて国外に流出し貿易赤字を創出させたように、その解消過程においては、ドルの下落が要求されるというのである。従って、主流派見解においては「為替レートの伸縮性は価値のある政策ツールであ」(Krugman,

1991, p. 293) り、「調整メカニズムのこの部分は、例えば不変の固定相場制を確立することで、決して手放すべきではない」(Krugman, 1991, p. 293) という結論が導かれる。

このように、主流派見解では、各国財市場は為替レートという媒介によって結合されているのであり、同一国内における異なる地域間に働く調整メカニズムと国際間におけるそれとを同一視することはできないという立場をとる。クルーグマンは、完全統合仮説批判として、需要の国内偏向性と価格の国内通貨建てでの硬直性を指摘したが、たとえ、国内需要減少の大部分が国内製品に対する有効需要の喪失となっても、需要の減少による価格調整メカニズムが働けば、貿易収支の調整と国内均衡は対立的とはならない。従って、為替レートによる調整を正当化する上で、価格の国内通貨建てでの硬直性<sup>2)</sup> は決定的な意味を持つ。価格の硬直性のために、主流派見解では、調整過程において必要とされる実質為替レートの変動は、名目為替レートの変動に拠らざるを得ないと結論づけられることになるのである。

この主流派見解の立場は、クルーグマン自身が指摘する (Krugman, 1991, pp. 6-7) ように、1929年におけるケインズとオリーンによる古典的な論争、ドイツ賠償問題を巡るトランスファー論争のケインズの立場と同一である。ケインズは、ドイツが戦勝国に対する賠償金を支払うためには、単に賠償金税によって国内支出を縮小するだけでなく、同時にドイツ労働者の実質賃金が切り下げられねばならないこと、そしてそのための方策としてドイツマルクの切り下げが必要であることを強調した。それによって、ドイツの対外競争力を増大させ、生産要素を他の産業から輸出財生産産業へ転換することが必要であるというのである。

「それゆえ私はトランスファー問題は、主として、ドイツによって現在消費されている財(小麦、砂糖、綿)を外国消費者へ開放することによってではなく、ドイツの生産諸要素を他の使用から輸出産業への転換によって解決されねばならないと結論づける。」(Keynes, 1929, p. 3)

すなわち、国内における支出の削減はそれだけでは純輸出の拡大を保証するものではない。ドイツから戦勝国への貨幣的トランスファーには、産業構造の

転換を促し、ドイツから戦勝国への実物トランスファーを促進する要因、すなわち為替レートの切り下げが必要とされるというのである。ここには、支出の削減（政府によるトランスファー資金の確保）に対応して、国内経済が自動的に再編成されるという市場の調整メカニズムを否定する立場が見て取れる。

これらの点は主流派見解にも当てはまる。財政赤字の削減による貯蓄の増大（これはドイツ賠償問題の文脈ではトランスファーの減少にあたる。なぜならその分外国からの資本流入は必要となくなるからである。）が貿易（経常）収支の改善に結びつくためには為替レートという媒介物が必要となる。表現を変えれば、貿易収支（経常収支）と資本収支とを調整するものとして機能することが、為替レートの果たす役割であるということになる。

以上のように主流派見解では、価格の硬直性と需要構造の国内偏向性のため、貿易収支不均衡拡大、縮小過程は所得変動に直結するものと認識される。従って、その不均衡は放置しうるものではなく、為替レートによって調整すべき対象となる。しかしながら、重要な点は、為替レート機能に関して、主流派見解を、古典的なトランスファー論争の枠組みに留まって捉えることはできないということである。なぜならば、主流派見解は決して為替レートの伸縮性の利点だけを主張するわけではないからである（Krugman, 1991, pp. 313-314）。為替レートは財市場を調整することで国内均衡問題を解決する手段としてのみ捉えられているのではない。

ここで、クラインが貿易収支を調整すべき第1の理由に掲げた要因に立ち帰る必要がある。このファイナンスの安定性、国際的な資金配分の要因こそフリードマン（Friedman, 1953）、ジョンソン（Johnson, 1969）などによって展開された変動相場制擁護論と主流派見解とを区分する分水嶺となるものである。それでは次に国際金融市場の問題に関する主流派見解をみていくことにしよう。

#### 注

- 1) 完全統合仮説とは、世界的に一物一価の法則が成立することを前提とする見解である。ウィットマンは、一物一価の法則は、「……諸国間において、ほとんどの貿易財と金融資産について高い代替の弾力性があり、また世界市場は高度に統合されて

いるので、互いに緊密な代替物である全ての財及び資産市場において単一の価格が成立していることを主張する」(Whitman, 1975, p. 521)のものであるとしている。

すなわち、この見解では、世界経済は分断された国民経済の集合としてではなく、単一の、全体として閉ざされた経済として認識される。

- 2) 価格の硬直性については、それを示す証拠として、実質為替レートが固定相場制下よりも変動相場制下においてより激しく変動していること (Obstfeld, 1995, pp. 126-135)、あるいは名目為替レートの変化がほぼそのまま実質為替レートの変化に反映していること (Krugman, 1991b, p. 8) があげられている。しかしそのような議論は、価格の為替レートの変動に対する硬直性、すなわち為替レートの変動と価格の変動スピードの違いを示すことができても、為替レート変動による相対価格調整を正当化することにならない。それが正当化されるためには、変動相場制擁護論の立場のように、固定相場制下における価格調整メカニズムを否定するかあるいは価格調整によるよりも為替レートの調整による方がより効率的であるということが示されねばならない。貿易均衡基準と第3節でみる購買力平価基準はまさにこの点において対立している。

クルーグマンは、価格の硬直性の理由について次のように説明する。「メニューコストのためか、限度ある合理性のためかはわからないが、需要の変化に応じて企業は価格や賃金の提示を常時変えているわけではないのである。また価格を(賃金に)最適な仕方でも運動(インデックス)させているわけでもない。そうではなくて、企業は名目の価格をかなり長期間固定して、幾千にものぼる価格決定者の価格決定(固定期間)の重なり方により賃金と価格の一般レベルにかなりの慣性が生じるのである。国際経済学に付加される重要な点は、価格が名目値で決められているとき、それは国内通貨建てで決められているということである。……先進国では(ハイパーインフレーションの国とは対照的に)、価格は十分に予測可能であり、使用に耐える基準が外国通貨となる必要はない。そしてどの先進国の居住者の購買力としても、国内通貨は外国通貨よりもずっと予測可能であるという事実があり、これは輸入についてさえそうである。従って結論は、各国の価格と賃金はその国の自国建て通貨において粘着的となる、ということである。」(Krugman, 1989a, 邦訳, 17ページ, 19ページ)

以上のような見解は、短期的な現象としてのみ価格の硬直性を問題にしているように思われるが、決してそうではない。クルーグマンは、生産性上昇率格差によって生じるような実質為替レートの長期的トレンドを実現する価格調整能力をも否定する(Krugman, 1990a, p. 177 及び Krugman, 1991, p. 298)。すなわち当面の貿易収支調整という目的のためだけでなく、名目ドルレートは長期的にも減価する必要があるとされる。

2.3 国際金融問題と経常不均衡問題：為替レート管理の必要性

米国貿易収支、経常収支の不均衡が提起した国際金融市場上の問題を考察する前に、主流派見解を、単純化された図によって確認しておく。クルーグマン (Krugman, 1991, p. 315) はそれを下図のように示している。一見してわかるようにこれは単純化された開放経済における IS-LM モデルである。

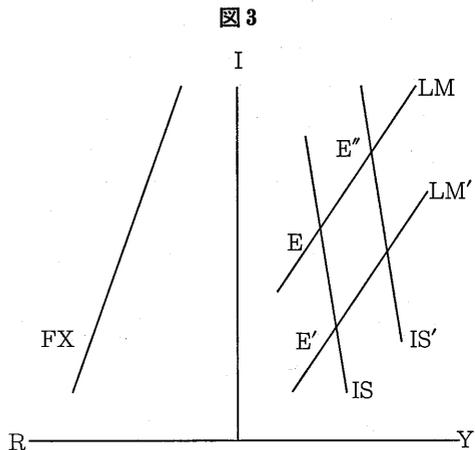
ここで  $Y$  は実質所得、 $I$  は実質金利、 $R$  は実質為替レートを表し、 $FX$  は外国為替市場の均衡を表す。開放体系であるので、 $IS$  は利率が実質為替レートの与える影響と純輸出に与える影響が考慮されたものである。

この図は次のようなことを示している。

すなわち、1980年代以降の米国のように財政赤字の拡大があった場合、この拡大は、 $IS$  ラインの  $IS'$  ラインへのシフトによって示すことができる。このとき国内需要の増大とともに所得が上昇する。しかし、この所得の上昇は、貨幣需要の増大を導くために、利率が上昇することになる。そして、この利率の上昇により、実質為替レートが切り上がることで純輸出は減少（赤字の増大）する（以上は  $E$  点から  $E'$  点への移行）。

一方、金融の緩和は、 $LM$  ラインの  $LM'$  への移行で表せるが、これはまず国内投資を刺激することによって所得を上昇させる効果を持つ。さらに、利率の低下は、為替レートを下落させるため輸出を増大させる。しかし国内需要の増大により輸入も同時に拡大するため、純輸出に与える影響は確定されない（以上は  $E$  から  $E''$  への移行）。

クルーグマンは、以上のように単純化された枠組みであっても、1980年代において、米国による財政赤字の拡大が、高金利（当時金融は引



き締められ LM ラインの右方へのシフトはなかった) とドル高によって貿易赤字を創出させたことはある程度説明できるとする<sup>1)</sup>。

しかしながら、クルーグマンを含め、主流派見解は、財政赤字による影響が全ての貿易赤字を説明すると主張するわけではない。むしろ、図2にみられたような1980年代における両者の量的な一致は偶然であったという (Krugman, 1989a, pp. 100-102)。クルーグマンは、1980年代における貿易赤字の拡大過程を次のように説明する。

「米国の財政赤字は、余剰貯蓄の流れを米国に向かわせる諸要因の一つとしてあげられよう。ヨーロッパと日本における財政の緊縮や加速償却の導入によって増大した米国の投資需要もまた、同じ方向に作用した。日本における資本流出規制の撤廃は、貯蓄の巨大なダムを、世界に向けて放出する役目を果たした。最後に投資家の判断の間違いが、資本流入の規模を過大なものとした。投資家は彼らが押し上げたドルレートが、その必然的な結果として、米国の貿易赤字と従って資本流入をどれだけ大きなものとしたかを認識していなかった。」 (Krugman, 1988, pp. 118-119)

すなわち、一つには米国の外部世界における変化が米国と対照的であったことが貿易赤字を拡大させた要因であったとされる。また、米国内での投資需要が外生的な要因によって刺激されたことも、その一因であったという。しかしより注目すべきは、投資家によって押し上げられたドルが、その必然的な結果として、米国に貿易赤字(資本流入)をもたらせたというメカニズムである。ここでのメカニズムは、図3においてみたように、財政赤字の拡大という IS バランス上に生じた外生的な変化が、利率率を押し上げ為替レートを増大させることを通じて貿易赤字を増大させたというものではない。逆に、為替レートの変動を規定していた諸要因が、国際的な資本の流れを方向付け、一国の IS バランスがそれによって調整させられたという因果関係である。この点についてクルーグマンは、1970年代後半から1980年代半ばにかけて、「金利差によっては指摘できない予想可能な要素が為替レートの中にあったという事実」 (Krugman, 1988, p. 121) を指摘する。為替レートの変動が、貿易収支従って資本収支を規定する一方で、それが金利差によって説明できないということは、ネットでの資本の流れは金利差によっては説明できないこと、言い換えれば、この

時期資本は各国における資本の希少性を反映して移動していたのではないということの意味する。また、フランケル (Frankel, 1993) は、1980年代の日本から米国への資金の流れを分析し、1984年中頃までの日本から米国への資金フローは、その大部分が日本における実質金利格差と日本の金融自由化による影響、すなわち、証券会社、信託銀行などによる外国証券保有の制限の撤廃によって説明できるとする。しかしながら、1984年から1987年にかけて日本の実質金利差が縮小したにもかかわらず、何故日本の投資家は米国に資金を提供し続けたのか。この点に関してフランケルは、1980年代における日本の投資家による対米投資が、金融資産多様化の過程であったという点とともに、為替レート変動に対する期待の変化を重視する。

「1985年以降、ドルが現実には下落したことによって、投資家の抱く将来の(ドル筆者)減価予想を縮小させ、これがドル資産を購入し続けるインセンティブを与えたのである。」(Frankel, 1993, p. 542)

すなわち、ドルは現実には下落することによって、その需要者を維持し続けたというのである。米国への資金流入は単に金利差だけではなく、為替レートに対する期待変化率に大きく依存していたというのである<sup>2)</sup>。

以上のように、1980年代における現象は、IS バランスの変化が為替レートを規定するのではなく、為替レートの変動を規定する諸要因が、実体経済に影響を及ぼすというメカニズムを無視することはできないものであった。このため為替レートが実体経済から乖離して変動すると認識される<sup>3)</sup> とき、望ましい IS バランスの達成には為替レートの管理が必要となるのである。

「中期のマクロ経済上の均衡を維持するために必要とされる水準から著しくかけ離れた実質為替レートは、それ故、事業活動に対する誤ったシグナルとなり、インフレやデフレ圧力を発生させるだけでなく、投資の誤りや生産能力の不適当な問題を招来させてしまうのである。」(Williamson, 1989, p. 42)

以上の考察から明らかなように、主流派見解には為替レートに対する二つの異なった認識がある。一つは貿易収支と資本収支との媒介役であり、二つには実体経済を攪乱する要因である。主流派見解の主張は、為替レートの伸縮性は国内均衡と国際均衡を同時に達成(分断された各国市場の調整)するために不

可欠の要素であるが、それは実体経済に関係なく変動し誤った水準にとどまる可能性があるということである。この点は、米国における金利の上昇が、財政赤字の拡大によって生じたという認識と相俟って、1980年代における国際的な資金配分は誤りであったという、冒頭のクラインの評価に結びついてくる。1980年代には、為替レートはその本来の機能を果たさず、実体経済を攪乱する後者の側面が前面にでてきたと評価されるのである。この問題は為替レートのミスアラインメントと呼ばれるものであり、為替レート管理<sup>4)</sup>の必要性の根拠となっている。

ここで、主流派見解の見解について次のことを確認しておきたい。小宮は、「貿易赤字は有効需要にとってマイナスで失業を増やし不利であり、貿易黒字は一国の有効需要にとってプラスであって失業率を減らし有利である」という見解を、「悪しきケインズ派新重商主義」的思考の産物であるとして批判している（小宮、1994、129ページ）が、この批判は、主流派見解には必ずしもあたらない。これまでみてきたように、主流派見解において貿易不均衡が問題とされるのは、それが誤った資金配分を反映しているからであって、国内均衡問題を直接的な調整の必要性の根拠とする必然性はない。貿易収支不均衡と国内均衡の対立問題は、誤った資金配分を是正する過程、貿易不均衡調整過程において生じてくる問題であると位置づけることもできるのである。

注

- 1) クルグマンは、財政赤字の半分だけが経常収支赤字に帰結するはずであったと指摘している（Krugman, 1991, 邦訳書, 101ページ）。
- 2) クルグマンは主流派見解のモデルを次の5本の方程式によって示している。
  - 1:  $y = A(y, i - \pi) + NX(y, y^*R)$   
 (y: 実質所得, A: 国内支出, i: 名目利子率,  $\pi$ : コアインフレ率, NX: 純輸出, R: 実質為替レート)
  - 2:  $M/P = L(y, i)$   
 (M/P: 実質貨幣供給, L(・): 貨幣需要関数, 他の文字は1式に同様)
  - 3:  $1 = i^* + \pi - \pi^* + \theta(Re - R)$   
 ( $\theta$ : 調整係数, Re: 為替レートの長期的均衡, 他の文字は1式に同様)
  - 4:  $P/P = g(y) + \pi$   
 (P/P: インフレ率, g(・): 生産水準がインフレ率に与える影響, 他の変数は

1式と同じ)

$$5: \pi = \lambda(P/P - \pi)$$

( $\pi$ : コアインフレ率の変化,  $\lambda$  ( $\cdot$ ): 現実のインフレ率とコアインフレ率との調整係数, 他の変数は1式と同じ)

本文中の図には, 短期の過程をもうけることで価格水準が所与とされ, 4式及び5式は明示されていない。なおアスタリスクは外国をあらわしている。また3式は次の二つの式から導かれる

$$6: i = (i^* + (E/E)^*)$$

$$7: (E/E)^* = \pi - \pi^* + \theta(Re - R)$$

( $(E/E)^*$ : は為替レートの期待変化率, 他の変数は1式, 3式と同じ)

6式は先物カバーのない金利平価の成立を意味する。為替レートの期待変化率を考慮した各国通貨建て資産の利子率は等しいことを示している。しかし, 人々が為替レートの変化に対してどのような予想を立てているかはわからない。従って為替レートの予想変化率に関して仮説が立てられる。7式はそれが定式化されたものである。この式は, 為替レートの期待変化率がインフレ率格差と現実の為替レートの長期的均衡為替レートからの乖離に依存していることを示している。この7式を6式に代入することによって, 3式が得られる。しかし, 重要な点は7式が為替レートの期待変化率に関する仮説であって, これが常に成立しているわけではないことである。従って, 為替レートの期待形成をどのように定式化するかによって, その他の経済変数は大きく影響を受けることになる。河合は, “Mass Ave.” モデルに関して, 為替レートにどのような期待形成が仮定されているかに注視することを指摘している(河合, 1994)。また小宮, 須田は「為替理論に関する限り, 多少とも信頼感を寄せうる予想形成仮説は一つも存在しない」(小宮, 須田, 1985, 134ページ)と主張する。

- 3) 為替レートが均衡値から乖離する原因としてウィリアムソンは, 誤った介入(misguided intervention), 市場の不効率性, マクロ経済政策の三つを指摘する(Williamson, 1985, pp. 47-55)。
- 4) ウィリアムソンは, フロート制の失敗の原因を, それが為替レートのミスアライメントと国際間の政策強調の欠落を導いたことに求めている(Williamson, 1987)。このうち政策強調の欠落が経済活動に現実には及ぼした影響については議論の余地があるものの, 為替レートのミスアライメントについてはその悪影響は明白であるとし, その問題点を6つあげている。それらは, 消費変動(consumption variation), 調整コスト(adjustment cost), 失業, 生産能力(本来均衡状態の下では起こらないが, 為替レート変動に伴って生産能力の廃棄あるいは拡張が行われること。いわゆる空洞化問題や過剰生産能力の装備問題に対応する——筆者), インフレのラチェット効果(通貨価値の下落時には価格水準が上昇する一方でその上昇時には下落しないこと——筆者)そして保護主義である(Williamson, 1985, 1987)。

## 2.4 ターゲットゾーン構想と基調的資本収支

為替レートを貿易収支、経常収支不均衡解消のための有効な手段と認識する一方で、国際金融市場の合理性を否定する主流派見解の中に、グローバル規模において、為替レート管理の必要性を強調する見解がある<sup>1)</sup>。これは、為替レートのターゲットゾーン構想として具体化されている。その代表的論者はウィリアムソンである。

ウィリアムソンは、1983年にターゲットゾーン構想を体系的に提示して以来、その考え方を数回にわたり補足、改良し、より包括的な「ブループリント<sup>2)</sup>」として再提示してきた(Williamson, 1985, 1987, 1993)。そして、1987年のミラーとの共著(Williamson and Miller, 1987)以降は、為替レートのターゲットゾーンに加え、各国が国内総需要成長率についても合意することの必要性を強調するようになった。これは、為替レート水準の調整が、単に有効需要の再配分機能を果たすにすぎないため、例えば、米国が財政赤字を削減することによって米国及び世界全体の総需要が縮小する場合、ドルの切り下げという手段は、リセッションの発生する場所を米国から他国へ転換するにすぎないことを考えると、必然的な展開であると思われる。

ウィリアムソンは、ターゲットゾーンの中心レートとして各国間で維持されるべき為替レート(実質実効為替レート)を、基礎的均衡為替レート(fundamental equilibrium exchange rate)と呼び、それを次のように定義する。すなわち、「各国が最善の方法で“対内バランス”を追求し、また国際収支上の理由で貿易制限を行っていないという条件の下で、一景気循環内に、経常収支の黒字または赤字を基調的な資本収支(underlying capital flow)に等しくさせると予想される」(Williamson and Miller, 1987, 邦訳, 19ページ)為替レートである<sup>3)</sup>。これは、ターゲットゾーン構想下において、最も根底にある為替レートの管理ルールである<sup>4)</sup>。プラザ、ルーブル合意と異なり、為替レートには、ある特定の値(水準)が管理基準として設定されるのである。また、経常収支のある特定水準を目標値として設定する点において、この提案が第1節において区分した貿易均衡基準に属するものであることがわかる。

基礎的均衡為替レートが、このように対内バランス、基調的資本収支の大き

さによって規定されるため、設定されるターゲットゾーンは、固定相場制度とは異なり、永久に固定されたものではありえない。また、為替レートの均衡水準を正確に確定することの困難性から、比較的広いゾーン<sup>5)</sup>が設定されるべきであるとされる (Williamson, 1994, p. 178)。しかし、広いゾーンを設定することの持つ意味はそれだけに留まらず、それによって為替レートを管理しつつも、ある程度の金融政策の独立性と投機的ショックを吸収することができる (Williamson, 1993, p. 203)。さらに、石油価格の変動といった事前には予見し得ないような変化が生じた場合にも、為替水準は断続的に変更することが想定されている (Williamson, 1994, p. 178)。このように、ターゲットゾーン構想では、各国が共同して為替レート水準を維持することと同時に、為替レートの伸縮性を保持することの必要性が強調されているのである。ウィリアムソンは、こうした制度を確立することによって、固定レート制とフロート制の利点をともに享受できると主張する。

ターゲットゾーンの中心レートとなる基礎的均衡為替レートは、まず各国ごと (G7 諸国) に対内均衡と経常収支の目標値を設定し、それらを多国間マクロ経済モデルで統合することによって算出される (Williamson, 1994)。このうち対内均衡については、各国の潜在成長率とその達成すべき目標に設定されるのであるが、後者については、投資要求 (investment needs)、人口構成などから各国の IS バランスを推計し、次にそのバランスの維持可能性 (sustainability) を検討することによって確定するという手続きがとられている。

この点を米国と日本についてみると、米国に関しては、人口構成上の特徴として、ベビーブーム世代がまだライフサイクルの高貯蓄段階に至っていない点、及び他の先進国に比べ移民の影響もあり、労働人口の増加率が高い点が指摘される。労働人口増大は同時に投資機会の増大に帰結するため、米国は世界で最も高い資本労働比率を有しているものの、純資本流入国 (経常赤字国) であることが正当化されるとする。

一方、許容しうる対外赤字の大きさ、すなわち維持可能性に関しては、Debt-GNP 比率及び Debt-Export 比率によって規定されている。それぞれの上限について、ウィリアムソンは、前者に関しては40%、後者に関しては200%とい

う基準を提示しているが、ここでの問題は、これらの大きさそのものよりも、一国の経常赤字というフローの規模すなわち IS バランスが、ストックとしての負債の大きさとその負債の返済能力という要因によって制約される点である。「儉約と生産性 (thrift and productivity)」を反映するものが基調的資本収支である (Williamson, 1985, p. 22) ならば、上述のようにして決定される経常収支の大きさが基調的資本収支に一致する必然性はない。ウィリアムソン自身指摘するように、基調的資本収支の確定には、必然的に規範的要素を伴うのである (Williamson, 1994, pp. 180-181)。すなわち、基調的資本収支とは、先験的に決定される値ではなく、それ自身が目標値であるということである。

次に日本については、人口構成上の要因から経常黒字国であることは自然であるとす。しかし、日本には未だ都市インフラの整備など、充足されない投資機会が存在するとして、過去 (1980年代中期以降) の黒字額は過剰であるとされる。

黒字国に対する経常収支上の制約は、赤字国とは異なった観点から正当化される。その基本的理由に関してウィリアムソンは次のように説明する。

「……増大した貯蓄はそれが投資の増大に帰結するときのみ社会的な美德となる。もし、海外において増大した貯蓄を生産的に利用しうる国々が、その赤字を信頼性の観点から制約されるのであれば、その他の国々によって企図される黒字額が、全体として、この赤字額を超えると、こうした試みは世界の産出量を低下に帰結し、世界の投資を増大させることにはならないであろう。」 (Williamson, 1994, p. 202)

すなわち、赤字国と異なり黒字国では、世界全体の需要、供給量に整合性を持たせるために、その黒字規模は制約されねばならないというのである。ウィリアムソンの描く構図では、赤字国には、資本流入量の制約がある一方で、黒字国は、その制約が世界デフレに帰結しないよう国内需要を拡大させる義務を持つのである。このように、国民経済相互間の調整は黒字国、赤字国の双方に課せられている。

以上のようなウィリアムソンによる経常収支目標設定の議論をどのように位置づけたらよいのだろうか。まず連想されるのが、1993年以降の日米包括経済協議において米国側から主張された、個別分野における数値目標設定問題であ

る。この協議は、構造的障壁に基づく日本市場の閉鎖性（日本異質論）が日本の輸入過少化を招いているとして、マクロ経済政策に加え、個々の産業ごとに数値目標を設定することで、全体としての貿易（経常）収支不均衡を解消しようとしたものであった。これは直接個別産業に働きかけるミクロ的アプローチであったが、このアプローチは管理貿易的（米国政府の主張は公正貿易）であるとして日米両国のみならず欧州、アジア諸国からも痛烈な批判にあった。

これに対しウィリアムソンの提案は、各国協調に基づく為替レート管理を経常収支（実質上貿易収支）調整に用いるという完全なマクロ的アプローチであり、個別産業レベルにおける調整にまで政府が関与しない点において、両者は明確に区分されねばならない。また、政府による貿易収支調整を正当化する根拠も日本異質論のように個別特殊なものではなく、前節までで考察したように、市場による国際調整メカニズムを否定することにある。従って、日米包括経済協議における個別分野の数値目標の設定に基づく調整とウィリアムソン提案による経常収支目標とを同一視することはできない。

しかしながら、ミクロレベルにまで介入するかマクロ的集計値（経常収支あるいは基調的資本収支）でとどまるかという違いはあるにせよ、民間経済活動の「結果」を、政府が管理すべき対象として掲げている点において、両者は共通している。為替レートの管理を通じて、国民経済相互間の調整のために、政府が、民間経済活動の「結果」に対して目標を設定する点は、ウィリアムソンによる提案の特徴点として確認しておきたい。

#### 注

- 1) 為替レートの調整により貿易収支不均衡を解消する必要性を強調する立場の論者が、全て為替レートの管理を主張するわけではない。例えば、トービン、ドーンブッシュなどは、為替レート調整とともに、短期的な国際資本移動に対し課税することによって、国際資本移動の正常化、為替レート安定化を実現することを主張する。これらの意見は次の文献を参照。(Tobin, 1982, 1988), (Dornbusch, 1986)
- 2) ウィリアムソンは、G7 が合意すべきマクロ経済の中間目標とそれを実現するための財政、金融政策の運営ルールを、ミラーとの共著 (Williamson and Miller, 1987) において体系的に示した。そこでは、G7 諸国は国内需要成長率と実質実効為替レートに関する目標値を持つこと及びその目標を達成するために各国が従うべき

金融政策（金利調整）、財政政策に関する特定のルールが提示された。ルールに関しては以下の通りである。

- (A) 全体としての名目所得の増加が参加国の名目需要増価額の合計を上回る（下回る）おそれがある場合には、世界の（実質）短期金利の平均水準を引き上げる（引き下げる）ものとする。
- (B) 各国通貨が目標相場圏から乖離するのを防ぐ目的でなされる為替市場への介入を強化する必要がある場合には、各国間の短期金利差を変更する。
- (C) 各国の財政政策は、当該国における国内需要成長率の目標を達成するために用いるべきものとする。

これに対し、現在、ウィリアムソンは、G7 が目標とすべき中間目標については同一であるが、それを達成するためのルールに関して異なった提案をしている（Williamson, 1994）。ここでは、まず一番目のルールとして、ターゲットゾーン内にて為替レートを維持する手段としては、為替市場への不胎化介入が提案されており、次に二番目のルールとして、短期金利の管理は、通常は名目国内需要成長率を目標レートに維持するために用いられるべきであるとされる。三番目のルールは財政政策に関するものであり、財政政策は、中期的に對外バランスと完全雇用とを両立させるために用いられるべきであるとされる。

こうした変更は、為替レートのターゲットゾーン内での管理を「困難」な目標として認識するか、「容易」な目標として認識しているか、すなわち不胎化介入の有効性に対する信頼度を反映している。ウィリアムソンは、1987年時点においては為替レートをターゲットゾーン内に維持することを困難な目標であると捉えるために、金融政策を自国の総需要管理という目標のために割り当てることは厳しく制約されなければならないと考えていた。「不胎化された介入は、それだけに頼って為替レートを管理する手段としてはあまりに弱いものである」（Williamson, and Miller, 1987, 邦訳, 25ページ）として、為替レートの管理には各国の金利調整が必要となることを重視していたのである。一方、1994年においてはターゲットゾーン内での為替レートの管理を比較的容易な対象として捉え、金融政策がそのために割り当てられるのはむしろ「異常な」状態であると認識している。1994年の論文においては、為替レートの維持が不胎化介入だけでは達成されないとき、前掲のルールAとルールBに従って金利調整が行われるべきこと、そしてその場合には、財政政策が国内需要管理のために用いられるべきことを主張している（Williamson, 1994, pp. 92-93）。すなわち、為替レートの管理に金融政策がどれだけ制約されるかによって、財政及び金融政策に求められる目標は異なるものになっているのである。為替市場への不胎化介入の有効性に議論の余地がある以上、政策割り当てを確定する困難性は、ウィリアムソンによって提案されているターゲットゾーン構想の大きな問題点であるといえる。

- 3) これはウィリアムソンの次の文献によって定義された概念である。（Williamson, 1985, p. 14）

- 4) 他のルールについては、注1及び注5参照。
- 5) ウィリアムソンは、当初、ターゲットゾーンの大きさについて、中心レートの±10%が妥当であるとした (Williamson, 1985)。その後、為替レートが安定し、均衡為替レートの推計がより正確に行い得るようになれば、±5%に設定することも検討されるべきであると主張した (Williamson, and Miller, 1987)。また、投機に対しては、通貨当局が為替レートの管理に関して不均衡為替レートの維持を強制されないこと及び中心レートをバンドの幅以上に変更しないことの二つのルール (ゴールデンルール) に従うことによって対処できると主張された (Williamson, 1993)。このことは、ターゲット構想下では中心レートは、小刻みに、頻繁に変更されねばならないことを示している。このように、為替レートのターゲットゾーンシステムは次節でみる固定相場システムのシステムとは根本的に異なるものである。

### 第3節 為替レート管理のマッキノン見解：購買力平価基準

マッキノンは「ドル切り下げはそれだけでドル表示の純貿易収支を大幅に改善するというポピュラーだけれども正しくない見解をアメリカ政府は放棄する必要がある」(Mckinnon, 1988, 邦訳, 43ページ)と主張し、貿易均衡基準による為替レート管理政策を徹底的に批判する。その理由として、「開放経済 (open economy<sup>1)</sup>)」においては貿易均衡は必ずしも望ましくはないこと、貿易均衡目的のために為替レートを継続的に変化させても、貿易収支には予測しうる効果はないこと、為替レートのそのような変化は国内価格水準や投資の効率的な配分に逆効果をもつことの三点を指摘する (Mckinnon, 1988, p. 34)。その上でマッキノンは貿易均衡基準に代わる為替レートの管理基準として、購買力平価基準を提唱する。この節では、まず、「開放経済」下における貿易収支と為替レートとの関係及び貿易収支不均衡の意味 (米国貿易赤字の評価) について考察し、その後購買力平価に基づく固定相場制を実現することの積極的な意味について考察する。

#### 3.1 開放経済 (open economy) における貿易収支・経常収支

##### 為替レートと貿易収支

アレキサンダーは、ラーナー、ロビンソン、メツラー等によって発展させら

れた貿易収支に対する「弾力性アプローチ」を部分均衡論的であるとして次のように指摘した。

「部分的弾力性は、その他全てが不変であるときの、供給量あるいは需要量に及ぼす価格変化の効果を測るものである。通貨切り下げに関連する全弾力性は、切り下げの影響を受けやすいその他のものが変化したときにおける、対応する関係を測るものである。従って、全弾力性は価格の変化が数量に及ぼす直接的な影響を計測するのではなく、経済システム全体として価格と数量が共に変動して、新しい均衡を求めるのである。……それ故、通貨切り下げの効果の分析に適切な全弾力性は、経済システム全体の行動に依存している。そして、切り下げの効果が弾力性に依存していると主張することは、結局のところ、経済システムがどのように振る舞うかに依存していると主張することである。」(Alexander, 1952, p. 360)

為替レートの変化が、経済システム全体、すなわち物価水準や交易条件の変化、資産残高効果等を通じて、所得水準あるいは消費や投資活動にどのような影響を与えるかという視点から、為替変動の貿易収支に対する効果を分析する手法は、アブソープションアプローチと呼ばれる。そして、このアプローチは、マッキノンが為替政策の貿易収支調整能力を否定する基本的枠組みである。マッキノンは、特に為替レートが金融政策、インフレ期待などの貨幣的変動に直結する要因と独立して変動することはないという点を重視する。

マッキノンは、国際資本移動が自由である「開放経済」における為替レートの変化について、アセットアプローチに依拠しつつ次のように指摘する。「アセットアプローチをさらに進めて、私は将来の名目為替レートに対する期待が、外国に比較して国内の金融政策が緩和されるか引き締められるかの展望に支配されていると主張する。従って、国内通貨の外国為替価値の下落は、人々が将来において比較的金融が緩和されることとより高い国内物価水準を予想していることのシグナルである；そして、国内通貨のスポットの価値が突然高まれば、これは、人々が以前に予想していたよりも一層効果的な厳しい金融引き締めと低価格水準を予想していることを示している。」(Mckinnon, 1990, p. 20)

すなわちマッキノンは、開放経済において、為替レートの変化は一国の（予期される）金融政策から独立したものではなく、人々の抱くインフレ期待と

もに変動するものであると考えている。ただし、このことは金融政策以外の情報例えば貿易収支、財政収支に関する情報などによって為替レートが動くことを否定するものではない。しかし、そのような非貨幣的要因に基づく資産選好の変化の結果としての為替レートの変動（例えば減価）であっても、それは単にドル資産、特に貨幣に対する需要が変化（減少）したことを意味するのであり、金融政策の緩和の場合のように、貨幣的影響（インフレ）を持つと指摘する<sup>2)</sup>。マッキノンが、為替レートの変動と価格変動（期待も含む）とを、為替変動が与える貨幣需要量の影響を通じて直結して据えている点は明確に抑えておく必要がある。

為替レートの減価とインフレ期待とを密接不可分なものと据える一方で、マッキノンは、短期的には国内価格が硬直であることを重視する。そして、将来のインフレ期待と短期的な価格の硬直性とが相俟って、為替レートが減価するとき、国内アブソープションは増大すると主張する。

「為替の減価は、世界市場に対する生産に関心を持つ国内企業（多国籍企業）に対し、国内経済において安価に投資を行う機会の窓（a window of opportunity）を作り出す。企業家は国内通貨コストが他の国でのコストに比べ低い間に、当地の労働と主に当地のサプライヤーを利用してプラントや設備を据え付けるのに殺到する。予想された国内価格インフレが次第に購買力平価を回復する以前の短期において、実質での切り下げは投資とアブソープションを刺激する。……」（Mckinnon, 1990, p. 30）

そして

「主要な結果は純貿易収支の貨幣額が、開放経済においては、自国通貨が下落した際に増加することもあり得るし下落することもあり得るということである。実際、通貨下落は貿易財の国内生産と産出全般を刺激する。しかしながら、実質為替レートの減価と実質利率の低下が国内アブソープションもまた著しく増大させる。従って、アブソープションの短期的増大が生産の増大を上回るかどうかは先験的にはいえないのである。」（Mckinnon, 1990, p. 32）

以上のように、マッキノンは、為替レートの減価には主流派の主張するように交易条件の変化による輸出拡大効果が確かにあるものの、アブソープションの増大による輸入の拡大効果があるために、純輸出がどのように変化するか

については先験的に予測しえないというのである。また、長期的には為替レート減価の貨幣的影響が現実化し、インフレが実現することによって、実質為替レートは以前の水準に戻ることにするとされる。このように、マッキノンには為替レートの変化が貿易収支に与える影響を、短期的にも長期的にも否定するのである。

しかし、以上のような認識は、マッキノンが貿易収支調整過程において、実質為替レートが変動する可能性を否定するものではない。マッキノンは次のように指摘している。

「固定レートの下でアメリカで負の貯蓄が発生し、日本から資本が流入したと想定しよう。このとき国内信用の拡大によって、アメリカのアブソープション、つまり国内消費支出と投資支出が増加して、国内の非貿易財価格（主にサービス）を次第に押し上げるだろう。同様に日本では信用拡大が抑制されるのでアブソープションが低下し、日本国内では非貿易財価格の上昇率が貿易財に比べて鈍ることになる。両国のこうした相対価格変化はそれほど大きくなく、緩慢で、しかも永続するとは限らないが、高度に開放的な経済間で貯蓄をトランスファーさせるには十分なものである。このことは統一通貨圏に近かった過去の固定レート制の諸経験からも明らかである。」(McKinnon, 1988, 邦訳, 47-48ページ)

すなわち、マッキノンは国際収支調整に実質為替レートの変化が必要とされることを否定しない。しかし、それは僅かなものであり、また各国の非貿易財価格が変動することによって、十分実現しうるものであると考えているのである。

以上のような認識から、マッキノンは主流派見解とは異なり、米国貿易赤字の拡大、縮小過程において、為替レート変動の果たした役割の重要性を否定する。米国財政赤字の拡大が貿易赤字の拡大に帰結するメカニズムは為替レートの機能をその本質的な要素としていないというのである。

為替レート変動に貿易（經常）収支変動の本質的要因を認めない立場は、トランスファー論争におけるオリーンの立場と同一である。オリーンはケインズとの論争のなかで、ドイツが輸出財生産を拡大することによって戦勝国への賠償資金を入手し得ない理由を、賠償支払金額を上回ってドイツが対外借り入れ

を行っていることに求めた。

「こうした借り入れは、賠償支払額を上回っている限り、ドイツにおける購買力、従って外国財の輸入を増大させるだけではない、それはまた貸付をおこなった国々の購買力、従って彼らのドイツ財の輸入を縮小する。」(Ohlin, 1929, p. 173)

すなわち、オリーンは、戦勝国からドイツへの資金流入を、ドイツへの購買力の移転とみて、この移転された購買力そのものがドイツの輸出入関係を規定しているというのである。ドイツでは、資金流入による国内需要の増大に伴って、生産が貿易財から非貿易財へシフトし、逆に戦勝国側では貿易財生産が拡大するが、その過程において、部門間の相対価格の変化は必然的ではないことが主張される (Ohlin, 1929, p. 175)。オリーンは、為替レートの変更や価格水準の変動といった要因ではなく、国際間の貨幣的トランスファーそのものに対外収支を規定する本質的要因をみるのである。

以上のような見解は、マッキノンが、現在の貿易収支（経常収支）の不均衡を評価する際に同様にみられる見解である。すなわち、貿易（経常）収支の不均衡は、それを可能とするようなトランスファーメカニズムが現代の世界経済の中に存在して、はじめて継続するという点が重視されるのである。米国の貿易（経常）収支赤字が継続する要因、現代のトランスファーメカニズムに関するマッキノンの見解は次で考察する。

#### 貿易収支不均衡の意味：1980年代以降の米国貿易（経常）収支不均衡問題

厳格な為替管理や資本移動規制を行い、一国の対外純資産ポジションを中央銀行が管理する孤島経済 (insular economy<sup>4)</sup>) と異なり、開放経済では、純資本フローは、大部分が、企業、個人による利子率格差を反映した国際的な資本貸借活動を反映している。マッキノンは、政府による貿易収支（経常収支）の管理は、1930年から50年代のように資本移動が厳しく制限され、補正的な資本流入がない場合にのみ正当化されると主張する (Mckinnon, 1981)。現在、とりわけ1980年代の国際的な資本市場の自由化後のように、財の国際取引だけではなく、国際資本移動に対する規制がない経済では、政府が為替レートの管理操作を通じて貿易収支（経済収支）にコミットする理由はないというのがマッ

キノンの基本的立場である。次の引用はマッキノンの見解を端的に示している。

「その結果として、経常収支の状態は対外均衡、不均衡の指標はなくなり、また為替レートが変更されるべき、あるいは政府が現在のレートを維持するために補正的ファイナンスを行うべきであるといったシグナルではなくなる。むしろ経常収支の赤字や黒字は単に国民貯蓄と投資との間のギャップを示すにすぎない。それは、米国のそれぞれの州の間に存在するであろうギャップのようなものである。」(Mckinnon, 1981, p. 541)

国際収支の発展段階説や経常収支に対する異時点間アプローチは、経常収支の不均衡（この場合は不均衡と表現するのは適切ではないが）が、一国の経済厚生水準を高めることを明らかにしている。国際収支の発展段階説では、相対的に資本が過剰である先進国が、発展途上にあり資本が不足している国に対し、資金を提供することによって、資本供給国は国内に投資するよりも一層多くの利子収入を獲得でき、一方で資本享受国は、国内資本制約による成長の限界が打破できることが示される。また、経常収支に対する異時点間アプローチは、現在消費と将来消費に対する各国の選好の違いによって、一国の IS バランスが決定されるのであり、時間割引率の低い国から時間割引率の高い国へ資本が流れることによって、両国ともに厚生水準が高まることを明らかにしている。

マッキノンの見解もこうした考え方と同一 (Mckinnon, 1981) であり、貿易収支、経常収支の不均衡は世界的に最適な資金配分を反映するにすぎないという点を強調する。さらに、1980年以降のように、米国が巨額の財政赤字を計上し続ける限り、貿易赤字や経常赤字は、むしろ米国にとって望ましくさえあると主張される (Mckinnon, 1993c)。それによって米国は、国内信用逼迫による国内投資のクラウディングアウトが回避できるからである<sup>4)</sup>。しかし、このことは、マッキノンが、1980年以降の米国貿易、経常赤字に何ら問題性をみないことを意味するのではない。マッキノンは次のように指摘する。

「その代わりに、不適切な貿易赤字や黒字はおそらくは一国の財政赤字や黒字を反映するものである。そのような状況下で為替レートを調整しようとする当局の試みは、貿易収支に予想しうる効果を持たない一方で、深刻な金融的不安定性を発生させやすい。」

(Mckinnon, 1981, p. 555)

さらに、

「国際金融においてドルは現在でも準備通貨としての重要な地位を守っているため、アメリカは財務省証券を国際金融市場で発行することによって他国の貯蓄を先取りすることができ、アメリカの赤字は他国の貯蓄を吸い込む巨大な電気掃除機になってしまっている。他国はその結果生じるマクロ的調整を通じて自国の為替レートが上昇したか否かにかかわらず、貿易収支に黒字を発生させることを強制させられている。貿易赤字を減少させる唯一の望ましい手段は、アメリカの公共財政の放漫をただすことである。」(Mckinnon, 1988, 邦訳, 42ページ)

ここで、貿易収支は、貯蓄・投資バランスを反映するが、一国全体の貯蓄・投資バランスは、さらに民間部門と公的部門の貯蓄・投資バランスに分割できる。マッキノン、各経済主体の合理的な意志決定の結果を含む、一国全体の IS バランスは問題にしない。その代わり、政府部門の IS バランス＝財政収支の赤字に、現在の米国の貿易経常収支不均衡の本質的問題をみるのである。

さらに、後者の引用でいわれているのは、1980年以降継続する米国貿易収支、経常収支の赤字は、米国の基軸通貨国としての特殊な地位によるものだとしたことである<sup>5)</sup>。すなわち、生産的投資需要の拡大によってではなく、財政赤字と消費支出の拡大によって貿易収支の赤字化が進行したにもかかわらず、その状態が継続しう理由は、準備通貨としてドルが保有され続けることに基づく、米国の対外借り入れ能力に強く依存しているということである。米国をファイナンスし続けるこのような現代のトランスファーメカニズムこそが、貿易（経常）収支不均衡継続の本質的要因だということである。その意味では、ドルによる決済システム、各国中央銀行によるドル資産の蓄積を成立基盤としている、現在の国際通貨システムの構造そのものが問われているといえる。

#### 注

- 1) 為替レート変化が貿易収支に及ぼす影響について考察する際、マッキノンは、国際経済関係の構造が、閉鎖経済 (Insular Economy) の集合体として形成されている場合と単一の経済体すなわち開放経済 (Open Economy) として成り立っている場合に区分して分析する (Mckinnon, 1981, 1990)。開放経済とは財市場及び資本市

場が統合されており、世界的に同一の貿易財価格、利子率（資本コスト）が成立している状況である。一方、閉鎖経済は次のように定義される（Mckinnon, 1981, pp. 535-536）。

(a)財及びサービス貿易の GNP に占めるシェアは高くない。あるいは、高い関税率や数量制限といった実質的な貿易障壁が国際商品裁定の重要性を制限する。それ故、（管理された）為替レートの変化は、国内価格水準に直接の相殺的影響を引き起こさずに発生しうる。

(b)国際資本市場は自由には機能していない。あるいは、為替統制が民間の資本移動を制限している。その結果、民間のポートフォリオ調整は経常収支の赤字あるいは黒字を自動的にファイナンスするのには不十分である。逆に、経常収支あるいは黒字はゼロ近くに維持されることによって、金融的、実物的資産の純国内保有は外国部門によってあまり影響を受けない。

(c)国内金融システムは外国為替から隔離されている。供給側においては、為替レートを維持するための公的な外国為替の売買は不胎化され、それらが国内マネタリーベースに与える影響は相殺される。需要側においては、短期貨幣市場利子率は予想される為替レートの変動によって影響されず、また、国内通貨保有が他の国際的攪乱を受けやすいということもない。

マッキノンとは、国際経済関係が以上のような構造にあるときには、政府が貿易収支（経常収支）を管理することは正当化され、またそのために為替レートを操作することは有効であるとする。しかし、同時に、以上のような想定は、1940年代から60年代にかけてのマクロ経済モデルの暗黙の前提となっているものであり、現実には1940年代、50年代の世界経済状況に適應されるモデルであって、現在のように、財市場、資本市場が統合された国際経済関係に適用するのは誤りであると主張する。もちろん、為替レートの伸縮性の重要性を強調する主流派見解は、マッキノンの定義する孤島経済をそのまま現在の経済状況に適應させているわけではない。しかし、価格の国内通貨建てでの硬直性や不胎化介入による為替レートの管理を想定している（ウイリアムソン）点においては、孤島経済モデルと主流派見解が基づくモデルは、同一の性格を有しているといえる。

2) 為替レートの変動が与える貨幣的影響について、マッキノンは国際的な通貨代替論によって説明している（Mckinnon, 1982, 1984）。本節2、注3参照。

3) 注1参照

4) 巨額の財政赤字が継続する限り、米国はドル切り下げなどの手段によって貿易赤字を解消しようとするべきではないという議論は、フェルドステイン（Feldstein, 1989）にみられる。1980年代、米国では財政赤字を背景として貯蓄率が急激に減少したが、このとき貿易赤字を容認し、外国からの資本流入に依存することで、米国の国内投資はクラウディングアウトされずに済み、また失業率、GNP 成長率に改善がみられたと指摘される。このような認識から、フェルドステインは、為替安定化に財政・金融政策が制約される場合、それらの本来の目的である失業や、インフレへの

対応ができなくなるため、ドルの安定を政策目標として掲げることに反対する。また逆に、適切な財政・金融政策を遂行すれば、激しい為替レートの変動は回避できるはずであると主張する。

- 5) マンデルもこの点については同様の見解を持つ。例えばマンデルは次のように指摘する。「中央銀行と政府において、また民間金融機関において、ドル準備に対する需要は定みなく継続した。1960年から1990年の全ての年度において、流動的ドル負債は増加し続けた。これは、所得移転や資本移動によって相殺されない限り、それ自体、米国の貿易赤字を創出するのに十分であった。切り下げであろうが1970年代の変動相場制下におけるドルの下落であろうが米国の貿易収支問題を解消するものではなかった。米ドルは、依然として主要な世界通貨資産 (major world currency asset) であった；SDR その他の通貨も十分な代替物ではなかった。米国がその役割を引き受け続ける限り、為替システムが如何なるものであろうとも、国際収支赤字の荷を背負うことになるであろう。」(Mundell, 1991, p. 228)

マッキノンやマンデルのように、為替レートの変化ではなく、金融市場の条件が貿易収支(経常収支)を規定するという見解を、クルーグマンは、「金融神秘主義」に陥っているとして批判する(Krugman, 1989a, 邦訳, 28ページ)。しかし、金融市場の条件が満たされない場合、一時的な貿易赤字は可能であっても、継続的な貿易赤字の創出は不可能であることは明らかである。クルーグマンは、第2節においてみたように、各国は財に対する需要構成に自国製品への偏向性があるために、貿易赤字の解消には為替レートの下落が必要不可欠であると主張するが、ブレトンウッズ体制崩壊後の日米関係にはむしろその逆の関係があった。すなわち、円のドルに対する価値の上昇と日本の対米貿易黒字の蓄積が同居していたのである。このことは、長期的にみた場合、貿易収支の不均衡は、為替レートの変動よりも、むしろ、より広く資本移動の方向に影響する諸要因によって規定されていることを示唆している。

### 3.2 為替レート管理の購買力平価基準

#### 開放経済における為替レートの役割

これまでみてきたように、マッキノンは、世界有効需要の再配分機能を果たすものとして、為替レートを管理することを批判する。主流派見解では、財政支出の削減やある国における生産性の向上というような、リアル経済に直接影響する経済変動が生じたとき、そのショックを吸収し、国内均衡を維持するためには、為替レートの調整が必要不可欠であるとされた。マッキノンと主流派では、まさにこの点において見解の相違がある。すなわち、マッキノンは、リアル経済における変動は、固定相場制の方がショックをうまく吸収できると考

えているのである。最適通貨圏の議論では、為替相場制度について、固定相場制の持つミクロ的有益性と変動相場制の持つマクロ的有益性が主張される<sup>1)</sup>。しかし、マッキノン<sup>2)</sup>は、ミクロ的には当然のことマクロ的にも、固定相場制の変動相場制に対する優位性を主張するのである。

固定相場制下において国際調整メカニズムがうまく機能した例として、マッキノンは、ブレトンウッズ体制下における米国と日本の関係をあげ、これを高く評価する (Mckinnon, 1988, 1993c)。1950年代から1960年代にかけて、日米両国では、生産性上昇率に著しい格差があったが、日本銀行が固定相場を維持するという義務の下で、受動的な金融政策を許容したため、両国の賃金率上昇率格差が生産性上昇率格差を相殺し、均衡した国際競争力<sup>2)</sup> が維持されたことを指摘する。日本では、貿易財の生産性上昇率が非貿易財の生産性上昇率に比べて著しく高かったため、貿易財価格を一定に保つような金融政策は、国内にインフレを発生させることを意味する。生産性上昇率格差というリアルなショックは、固定相場の下、両国の賃金上昇率格差、インフレ率格差 (非貿易財価格) によってうまく吸収されたというのである。

一方、ブレトンウッズ体制崩壊後の国際通貨制度を、マッキノンは跛行ドル本位制 (Mckinnon, 1974) と規定し、その下では世界的な金融上の不安定性<sup>3)</sup> が発生したことを主張する。さらに、為替相場の変動には従来期待されていたような国際調整メカニズムは存在しなかったと評価される。例えば、1980年代前半から中期にかけてのドル高、1986年から87年、さらに現在 (1993年から1995年) の円高は、日米両国において深刻なリセッションを発生させたにすぎず、為替レート変動の収支調整効果は発揮されなかつとされる (Mckinnon, 1993c)。

為替レートの変化によるよりも、国内賃金、価格水準の変化を通じる方が、国際調整過程がうまく機能する基本的な理由を、マッキノンは二つの事例をあげて説明している (Mckinnon, 1988)。一つは、1979年におけるイギリスの事例である。当時、イギリスは主要石油輸出国になりつつあったが、1979年の石油価格の騰貴により、イギリスの外貨収入は将来増大することが予想された。そして、この収入はポンドに転換されるために、ポンド需要が著しく増大する

ことが予想され、国際投資家はポンドの対外価値が今後上昇すると判断した。この投資家の判断は、1979年中に直物のポンドの名目価値を一気に跳ね上げることになった。そのために、イギリスでは、1981～82年の間に多くの製造業が国際競争力を失い、またイギリス経済はデフレにおそわれたというものである。

もう一つは、1960年代初めにおけるオランダの事例である。当時オランダでは、大規模な天然ガスの油田を発見・採掘したが、旧ブレトンウッズ体制の下で、ギルダーは対ドル及びマルクに対し固定されていたために、ギルダー資産に対して世界の投資家が殺到することはなかった。そのため、オランダでは、イギリスにおいてみられたような、為替の急激な上昇による経済のデフレ化はなかった。もちろんオランダでは、天然ガス産業の成長とともに、賃金水準が上昇し、他の貿易財産業は衰退を余儀なくされたが、この衰退はゆっくりと進行し、大量の失業を伴うことはなかったというものである。

以上のように、為替レートの変動を伴った調整過程が、国内価格、賃金水準の変動よりも一層多くのコストを必要とする見解は、変動相場制擁護論の見解と真っ向から対立するものである。この点に関する変動相場制支持論者の見解は、変動相場制を導入することによって、他国の貨幣的影響を遮断し、各国がそれぞれ独自の金融政策を実施することで、異なったインフレ率を選択しうることの利益を説くものであった (Friedman, 1953, Johnson, 1972)。ここでは為替レートは、各国間におけるインフレ格差を相殺するよう変化すると認識されていた。

これに対しマッキノンが重視するのは、為替レートの変動は、将来に対する期待によって支配されるために、必要とされるときに、必要とされるだけ変化するものではないという点にある。フロート制において投機の対象となるような為替レートに、国際収支の調整機能はない。マッキノンは、国際調整過程は、通常では投機の対象とはならない、一般商品の価格の変化によってのみスムーズに進行すると考えるのである。

以上のように、マッキノンは、変動為替相場制及び貿易均衡基準による為替レート管理方法を批判するが、それらに代替するものとして、貿易財価格で

測った購買力平価基準による、為替レートの国際的管理を提言する。その積極的な意義は、世界共通の貨幣基準と価格の安定性によって、変動相場制下においてみられたような貨幣的不安定を回避し、世界の経済効率性を最大化することにある。すなわち、固定相場制の持つミクロ的優位性を可能な限り世界経済全体において実現しようというものである。

マッキノン<sup>1)</sup>は、すでにブレトンウッズ体制崩壊直後の1974年に、西ドイツと日本との通貨協力（新三国通貨協定）に基づいてドル本位制を補完しつつ、固定相場制を実現することを提唱していた（Mckinnon, 1974）が、1980年代における世界的な金融自由化をふまえ、次のように主張している。

「共通の価格尺度を持つことの優位性は1950年代の EPU であろうが今日の EMS であろうが、欧州内において最も明瞭に該当する。さらに、全ての主要な工業国経済は今や貿易と金融のフローを通じて一層密接にリンクしているため、1980年代における最適通貨圏は欧州に加え北米と日本を含むよう拡大される。」（Mckinnon, 1990, p. 18）

ここで、財市場は国際的に統合されているため、購買力平価から乖離した為替レート（変動相場制にせよ貿易均衡基準にせよ）は、常に各国にインフレあるいはデフレ圧力を発生させるため、貨幣的な安定性は達成されない。そのため、開放経済下において価格の安定性と唯一整合的な為替レートの管理基準は、購買力平価しかない（Mckinnon, Ohno, 1988）ということになる<sup>4)</sup>。

マッキノンは、以上のような認識のもと、国際通貨制度の具体的な改革案を提示している。購買力平価基準に従って、為替レートを国際的に管理するためにはどのようなルールが必要とされるのか、次にみていこう。

#### 注

- 1) マッキノンは、固定相場制と変動相場制には、貿易収支調整と価格水準に関してトレードオフの関係があるとして、最適通貨圏の議論を展開した（Mckinnon, 1963）。ここで、マッキノンは、ある国が変動相場のシステムを採用すべきかあるいは固定相場を採用すべきかは、その国の貿易財と非貿易財との構成比率に依存すると主張した。そして、貿易財比率の高い国は、国内価格変動に対する影響や対外不均衡に対する能力の観点から、為替相場の変動は望ましくなく、外部世界と固定相場のシステム（単一通貨）を構築することが正当化されること、その一方で非貿易財の構成比率が高い場合には、為替相場の変動は、対外不均衡調整手段として有効であ

ることが示された。しかし現在では、マッキノンは、財の構成比率という視点を為替相場制度のあり方を巡る議論の中で強調はしない。

- 2) ここでマッキノンがいう国際競争力の維持とは、「ファクトリーゲート(factory gate)」における国民的価格水準の序列が維持されるということ意味する(Mckinnon, 1993c, p. 3)。このことは、各国間の比較優位構造が貨幣的攪乱によって影響されることはなく、生産性格差を正確に反映した産業構造が維持されることを示す。
- 3) 変動相場制下において生じる貨幣的不安定を、マッキノンは間接的通貨代替論と受動的不胎化論によって示した。間接的通貨代替論では、為替レートが投機的資金によって支配され厳しく変動することにより、各国において金利が影響を受ける結果、各国通貨需要が不安定になることが指摘された。すなわち、国際投資家は、為替レートの予想に従って、各国通貨建ての金融資産保有量の調整を行うが、これによって各国の金利水準は影響を受けることになる。そして、こうして引き起こされた金利水準の変動が、各国居住者の通貨需要に影響することで、各国通貨需要間には「間接的に」代替関係が生じる。マッキノンは、変動相場制下では、このようなメカニズムが存在するため、もはや貨幣需要は一国レベルでは安定的ではないと主張した。また受動的不胎化論では、米国以外の各国通貨当局が自国為替相場の上昇(下落)を抑制するために為替市場にドル買い(売り)介入する際、各国通貨当局によって購入(売却)されたドルが米国国債などへの購入に向かうことにより(ドル売り介入の際には国債を売却し介入資金を得る)、流動性が自動的に回復(流動性が喪失)されることを示した。従って、ドルの下落期には世界全体の流動性が増大することになり、ドルの上昇期には世界全体の流動性が減少することになる。その結果インフレやデフレは世界同時発生することになったと主張される(Mckinnon, 1982, 1984)。
- 4) 大野は、購買力平価から乖離した為替レートは常に価格圧力を生じさせるという仮説に基づいて、円・ドル、マルク・ドルについて購買力平価を推計している(大野, 1991)。しかし、この方法による購買力平価の推計に対して、ウィリアムソンは、一度ある為替レートに対して経済が順応すれば、その為替レートからの如何なる変化も、経済にインフレあるいはデフレを生じさせるとして批判している(Williamson, 1994, pp. 188-189)。

### 3.3 マッキノンの国際通貨改革案

マッキノンは、ブレトンウッズ体制下のように、米国とその他諸国が非対称的に行動する国際通貨システムを否定し<sup>1)</sup>、米国、日本、ドイツの三国が従うべき、新たな国際通貨ルール(ゲームのルール)として以下のような提案を行っている<sup>2)</sup>。

ルール1：購買力平価に基づいた為替レートを公的目標として設定する。

ルール2：中央銀行は貨幣的調整を対照的に行う。

ルール3：公的為替介入は広く不胎化されてはならない。

ルール4：整合的な名目アンカーを選択する。

ルール1及び4は、先にも指摘したように、購買力平価のみが国際的な物価の安定と整合的な為替レートであるということに基づいている。マッキノン<sup>1)</sup>は、購買力平価を算出する基準は、貿易財価格（それを近似するものとしての生産者物価指数）でなければならないとする（Mckinnon, 1984, 1988, 1992）が、これは、各国間に部門間（貿易財と非貿易財）生産性上昇率格差があることを前提にしているからである。貿易財生産部門と非貿易財部門との生産性上昇率に格差がある場合、それらを両方含んだ物価指数を平価の基準とすると、部門間生産性格差が大きい国では、生産性上昇率格差が相対的に小さい貿易相手国に比べ、貿易財価格が低下することになる。従って、名目アンカーとして貿易財価格を選定することは、統合された国債経済間においてもなお存在する、国民的生産性格差が、固定相場制の維持にとって制約とならないために必要とされる方策であるといえる。米国、日本及びドイツはそれぞれ自国の貿易財価格（生産者物価）の変動を監視し、ゼロインフレを達成するように、貨幣供給率を設定することが求められる。

次に、ルール2は、固定相場の維持が世界的な物価の安定と対立しないために必要とされるルールである。すなわち、固定相場を維持するためには、自国通貨価値が下落しつつある国は金融を引き締めねばならないが、それだけでは世界全体の貨幣供給量が低下し、物価の下落圧力がかかる。従って、それを回避するために、通貨価値が上昇しつつある国は、対照的に金融を緩和しなければならないというものである。マッキノンのこうした見解の背後には、ブレトンウッズ体制崩壊後の世界経済が、ドル価値の上昇時にデフレが発生し、ドル価値の下落時にはインフレが発生したという事実認識がある（Mckinnon, 1982, 1984）。マッキノンは、今や世界経済は、財市場及び金融市場が統合されているために、貨幣的安定性は一国レベルでは達成され得ず、世界全体（米国、日本、ドイツ）の貨幣供給量が管理されることによって、それは初めて可能に

なると考えているのである。

ルール3は、為替市場への介入が有効であるためには、それが必ず貨幣的な影響を与えなければならないということの意味する。すなわち、本国通貨の下落を防ぐためには、為替市場への介入とともに、国内貨幣供給量が縮小されることが要求され、逆に、本国通貨の上昇を回避するためには、国内貨幣供給量が拡大されなければならないとされる。こうした操作が行われたときにのみ、為替市場への介入は有効であると主張される<sup>3)</sup>。マッキノンの構想では、為替政策、すなわち貿易財価格に基づく固定相場維持に、金融政策を完全に従属させることが要求されるのである。

以上から明らかなように、マッキノンによる国債通貨改革案のポイントは、現代の世界経済に、いかにして貨幣的安定性を作り出すかという一点に集約される。市場に対し貨幣的安定性を提供することが、各国中央銀行間の「ゲームのルール」に求められる最大にして唯一の目標となる。大野は「購買力平価基準は、統合されつつある世界経済において、中央銀行が通貨の番人としての任務を果たすために必要不可欠な道具の一つとして、為替政策を考えるのである。」(大野, 1991, 141ページ)と指摘する。さらに、貨幣的安定性の意義について大野は次のように述べている。

「永久に固定された固定レート制は、貨幣錯覚の余地がなく、経済厚生の実原動力が何であるかを人々に正しく認識させてくれる。逆にフロート制は、生産性の向上がなくても、人為的な通貨換算率の変更のみによって産業の活力を維持しようという幻想を許す。」(大野, 1991, 182ページ)

すなわち、統合されている世界経済において、政府が為替相場水準の変更にコミットすることは、本国製品の価格水準を政府が操作していることに等しい。現在、固定相場制を支持する論者は、そのような価格の歪みによって世界経済が攪乱されることあるいは攪乱された経験を極めて重視するのである。

#### 注

- 1) マッキノンは、ブレトンウッズ体制の基本的問題点を、それが各国間で非対称的なシステムであったことにみている。マッキノンのいう非対称性とはブレトンウッ

ズ体制下において、米国に与えられていた実質上の義務が国際貿易財のドル価格を安定させることであった一方で、その他諸国の義務は自国通貨の対ドル固定レートを維持することであったというものである。マッキノンは「もしアンカーとなった国が、経済的優位性と同時に金融面での安定性についても優位であるとすれば、他国はアンカー通貨に対する自国通貨相場を、自発的に安定させようとするだろう。しかしながら、このような自然な非対称性が永久に持続する保証はない。将来、アンカー国の中央銀行の抑制できる範囲を超えた大変動が起きる可能性を別にしても、その中央銀行が(適切な)ルールに基づいてゲームを行わず、その有する特別の自由度の広さを乱用して、他の参加者に多大な損失をもたらすかもしれない。」(Mckinnon, 1993b, 邦訳, 163ページ)と指摘する。実際、マッキノンは、ブレトンウッズ体制では米国の財政金融政策の自由度を制約できなかったために、国定相場のシステムは崩壊せざるを得なかったと考えられている。

- 2) ここでの記述はマッキノンの次の文献に基づいている。(Mckinnon, 1989)
- 3) このことはマッキノンが為替市場への不胎化介入の有効性を否定していることを示している。

### むすびにかえて——為替レート管理の意義と問題点

G7は、1985年のプラザ合意及び1987年のルーブル合意によって、為替レート(ドルの対外価値)を市場の決定に委ねることはできないという明確な意志表示をした<sup>1)</sup>。さらに、その二度の合意以降、90年代にはいつてからも、為替レートに関する国際協調の重要性が繰り返し主張されるとともに、外国為替市場への介入が、各国の協調のもとで度々実施されてきた。

しかしながら、オブストフェルド(Obstfeld, 1995, p. 120)の指摘にあるように、G7の為替レート協調は「突発的」なものであり、主要地域間の通貨関係がどうあるべきかについて、何らコンセンサスはなかった<sup>2)</sup>。それは、貿易収支、経常収支不均衡が、米国の国内均衡問題と対立するときに顕著にみられた通貨協調である。EU域内以外では、ブレトンウッズ体制崩壊後今日に至るまで、為替レートは、その安定化の必要性が強調されるものの、何らかの基準に従って管理されているわけではなかった。

プラザ合意、ルーブル合意は、為替レートの国際的な管理がルール化されたものではないという点において、ターゲットゾーン構想やマッキノンの提唱に

よる固定相場システムとは、明確に区別されなければならない。ウィリアムソン提案とマッキノン提案は、ともに、各国（特に米国）が、為替政策を国民的利益の追求手段として遂行することを不可能している点で共通しており、この点は積極的に評価される。

しかし同時に、両者の提案は、為替レートの国際的管理基準を設定する困難性を提示するものでもある。

ウィリアムソン提案では、実質為替レートの設定を通じ、基調的資本収支に経常収支を一致させることが求められる。しかし、このことは、制度の管理者が、一国全体のISバランスを、決定することを意味している。これは、為替レートの設定を通じた民間経済活動の間接的操作であり、市場機能だけでは達成されえない最適なISバランスを、制度管理者が確定できる（少なくとも市場機能に依存するよりは良い）という大前提がなければ正当化されない。

ウィリアムソンとヘニングは、ターゲットゾーン構想下では、基調的資本収支を確定する計画者（planners）が、各国が企てている大規模な投資計画実現の決定権を握ることになるという危惧に対し、「（ターゲット構想の）基本的な目的は、計画者のターゲットに資本収支を適合させることなく、基調的資本収支に適合する経常収支目標を設定することである」（Williamson and Henning, 1994）と反論するものの、基調的資本収支の確定自体に規範的要素（どの水準が社会的に望ましいかの判断）が含まれている（Williamson, 1994）ため、この提案では、市場が政府の誘導に従って管理されることは否定できない。市場がこのように、G7諸国に対する経常収支目標の設定を通じて管理されることは、ウィリアムソン提案には、世界経済を米国を中心とする北米経済圏、ドイツを中心とするEU、日本を中心とする東アジア経済圏に分断する危険性が含まれていることを意味する。

ウィリアムソン自身、基調的資本収支の確定は、ターゲットゾーン構想の中で最もクリティカルな問題であるとしているが、基調的資本収支推計の困難性は、システムの運営にとって致命的問題点であるといえる。この点に関して、フレンケルとゴールドステインは、貯蓄率は各国とも安定的であるが投資機会については国ごとに急激に変化すること、資本フローに関する規則が変更され

ること、外国資産を保有することに伴うリスクの存在、財政支出や民間ポートフォリオ構成の変化などから、基調的資本収支を確定することにはかなりの誤差が伴うことを指摘している (Frenkel and Goldstein, 1986)。

一方、マッキノン提案では、為替レートを購買力平価に固定し、国際的統一価格基準の設定によって、市場が機能しやすい環境を整えてやれば、一国の最適なISバランスは自動的に達成されるということを前提にしている。ここでの政府の役割は、市場を操作することではなく、市場経済が潤滑に機能する枠組みを構築することである。貨幣的攪乱を起こさない通貨システムを構築し、制度的安定性を確立することが、政府及び国際協調の最も重要な課題であるということになる。このことに、「域内」、「域外」の区別はない。

しかし、こうしたマッキノン提案は、固定相場制下において、リアル経済の変動を吸収する市場メカニズムの能力を過大評価するものであるといえる。マッキノンは、ブレトンウッズ体制に内在する不安定性としてトリフィンによって強調された流動性ジレンマ論を、「何らかの形で金危機は不可避であったかもしれないが、それでも金は固定相場制の崩壊を引き起こすことなしに、その制度の表舞台から姿を消すことが可能なはずであった」(Mckinnon, 1979, 邦訳, 262ページ)と主張して退け、固定相場制度崩壊の根本原因を、1960年代後半におけるアメリカ経済の不安定化、具体的にはインフレの昂進に求めている (Mckinnon, 1979, 邦訳, 第11章)。それでは何故1960年代後半に米国においてインフレが加速したのだろうか。この点に関して、マッキノンは、拡張主義的なマクロ経済的財政金融政策を指摘しているが、米国がこうしたマクロ政策を採らざるを得なかった要因については、単にベトナム戦争を原因として財政支出増大の必要性が増したことを指摘するのみである。

しかし、米国財政政策がインフレ誘因的にならざるを得なかった原因に関しては、この時期に、米国経済が過剰生産的の局面を向かえたこと、及び日本、西欧諸国などの急激に成長する外国諸国と米国との生産性格差が縮小したことによって、米国は国際競争力を失い、相対的な蓄積条件の悪化に直面したことによってその原因を求める見解もある (徳永, 1982)。これは、国内均衡維持のための積極的な財政政策によって有効需要を創出せざるを得ず、さらに各国間に著しい

生産性上昇率格差が存在する状況下においては、固定相場システムは放棄されざるを得なかったとみる見解である。これに従えば、固定相場制から変動相場制への移行は、リアル経済における不均衡の拡大を固定相場システムは吸収できなかったという点において必然的な展開であったとみることができる。また、 Obstfeld は、部門間の生産性格差や他の要因によって、ブレトンウッズ体制下において実質為替レートが長期的に変動せざるを得なかった事実は、1970年代初期における伸縮為替レート体制への移行を支持するものであると指摘する (Obstfeld, 1995, p. 126)。マッキノンは、米国のベトナム戦争を背景とする追加的支出の拡大を、インフレの昂進の原因であるとし、これが各国に固定相場制を放棄させた理由であるとしているが、この点についてはさらに検討されなければならない。彼は、固定相場制下における国際不均衡調整メカニズムに絶大な信頼を置くために、その崩壊を外生的な要因から説明せざるを得なかったといえる。

ウィリアムソン提案とマッキノン提案は、双方ともに、米国、日本、EU という三極に跨る単一の為替レートシステムを構築しようとする試みである。しかし、それらは、以上のようにそれぞれ内在的な問題を抱えたシステムである。ウィリアムソンの貿易均衡基準に基づく為替レートの管理方法では、国民経済相互間の調整が重視される一方で、制度の管理者による民間経済活動の間接的管理という側面が重大な問題点となる。「調整」が「分断」に変質する可能性を否定することはできない。

一方、マッキノンの購買力平価基準に基づく為替レートの管理方法では、貨幣的安定性の達成が最優先課題として設定されるが、国民経済間の調整については、リアル経済における市場の調整能力に全面的に依存したシステムである。国民経済の多様性、各国の調整能力の差異等を考慮すると、固定相場システムの維持が国内均衡問題と対立的になる危険性は極めて高いといえる。

しかし、我々は、ウィリアムソン及びマッキノンによる二つの提案を、二者択一的なものとして、グローバルな視点からのみ捉える必要はない。双方のシステムに内在する問題性を認識しつつ、それぞれの提案する為替レートシステムを、まず、限定された地域経済圏において適応される可能性があるものとし

て、検証していくことは十分可能である。

例えば、APEC (Asia-Pacific Economic Cooperation, アジア・太平洋経済協力閣僚会議) 経済圏のように、成長率格差や生産・支出構造に著しい不均衡が存在する地域経済においては、為替レートに実体経済を調整する機能を付与する為替相場システムを構築することが、一方、EU のように、各国が一定の発展段階に到達し、比較的経済構造が同質である場合には、固定相場のシステムあるいは単一通貨圏の構築によって貨幣的安定性の達成を第1の目標とすることが相対的に正当化されよう。

米国貿易収支不均衡問題を巡る論争が提起した、為替レートの管理基準に関する見解の対立は、彼らの意図とは異なるが、為替相場制度を、まず限定された地域経済圏の中で考察する際に、重要な視座を提示している。

#### 注

- 1) 1985年以降、外国為替市場への介入は、米国が積極的に参加するようになった点と国際的な協調の下で行われるようになった点においてそれ以前とは根本的に異なっている。マッキノン<sup>1)</sup>は、この時期以降における国際通貨制度上の変化を重視し、変動ドル本位制とは異なる国際通貨制度上のゲームのルールを定式化している (Mckinnon, 1994)。
- 2) プラザ・ルーブル合意における為替レートの管理基準は、「G3 各国の間で経済的『基礎条件』の不均衡に本質的な変化があった場合、(暗黙の) 中心相場を調整する」 (Mckinnon, 1993b) というものである。しかし、合意では、この経済的『基礎条件』の具体的中身は明確にされなかった。マッキノンは、これら二つの合意はドルの為替レートを管理する基盤となっているとしながら、為替レート管理の中心レートが明確でなくまた固定されていない点に、現在の為替レート体制の不完全性をみている (日本経済新聞, 1995, 9/21参照)。

#### 参 考 文 献

##### 英 文

- Alexander, S. S. (1952) 'Effects of a Devaluation on a Trade Balance', *IMF Staff Papers*, Vol. II, pp. 263-278
- Cline, W. R. (1994) *International Economic Policy in the 1990s*, The MIT Press
- Corden, W. M. (1991) 'Does the Current Account Matter?: The Old View. and

- New', In J. A. Frenkel and M. Goldstein eds., *International Financial Policy: Essays in Honor of Jacques J. Polak*, IMF
- Dornbusch, R. (1986) *Dollars, Debts and Deficits*, MIT Press, (翁 邦雄・奥村隆平・河合正弘訳『現代国際金融論：ドル危機，債務危機，財政危機』，HBJ 出版局，1988)
- Dornbusch, R. and Frankel, J. (1987) 'The Flexible Exchange Rate System: Experience and Alternatives', *Working Paper*, No. 2464
- Feldstein, M. (1989) 'The Case Against Trying to Stabilize the Dollar', *American Economic Review*, Vol. 79, No. 2, pp. 36-40
- Frankel, J. (1993) 'US Borrowing from Japan', In D. K. Das ed., *International Finance: Contemporary Issues*, Routedledge
- Frenkel, J. (1987) 'The International Monetary System: Should it be Reformed?', *American Economic Review*, Vol. 77, No. 2, pp. 205-210
- Frenkel, J. and Goldstein M. (1986) 'A Guide to Target Zones', *International Monetary Fund Staff Papers* 33, pp. 633-673
- Friedman, M. (1953) 'The Case for Flexible Exchange Rates', In *Essays in Positive Economics*, Chicago: University of Chicago Press, (佐藤・長谷川訳，『実証的経済学の方法と展開』，富士書房，1977)
- Johnson, H. G. (1958) 'Towards a General Theory of Balance of Payments', In *International Trade and Economic Growth: Studies in Pure Theory*, London, George Allen & Unwin (小島・柴田訳『国際貿易と経済成長』，第VI章，弘文堂，1970)
- Keynes, J. M. (1929) 'The German Transfer Problem', *The Economic Journal*, Vol. 39, pp. 1-7
- Krugman, P. (1985) 'Is the Strong Dollar Sustainable?', In Federal Reserve Bank of Kansas City, *The U. S. Dollar: Recent Developments, Outlook and Policy Options*, Kansas City
- (1987a) 'Sustainability and the Decline of the Dollar', In Bryant, Holtham and Hooper, eds., *External Deficits and the Dollar*, Washington, D. C., Brookings Institution
- (1987b) 'Adjustment in the World Economy', *Occasional Papers*, No. 24, Group of Thirty
- (1988) 'Hindsight on the Strong Dollar', In S. Goriach and P. A. Petri, eds., *Economics of Dollar Cycle*, (石海行雄，須田美矢子監訳『ドル変動の経済学』，第4章，東洋経済新報社，1989)
- (1989a) *Exchange-Rate Instability*, MIT Press, (伊藤隆敏訳『為替レートの謎を解く』，東洋経済新報社，1990)

- (1989b) 'The Case for Stabilizing Exchange Rates', *Oxford Review of Economic Policy* 5, pp. 61-72
- (1990a) 'Equilibrium Exchange Rates', In Branson *et al. eds.*, *International Policy Coordination and Exchange Rate Fluctuations*, Chicago: University of Chicago Press
- (1990b) 'Policy Problems of a Monetary Union', In DeGrauwe and Paeademos, eds., *The European Monetary System in the 1990's*, New York: Longman
- (1991) 'Has the Adjustment Process Worked?', In C.F. Bergstein, ed., *International Adjustment and Financing: The Lessons of 1985-1991*, Institute for International Economics
- (1993) 'What do we need to know about the international monetary system?', *Essays in International Finance*, Princeton University, No. 190
- Lamfalussy, A. (1987) 'Current-Account Imbalances in the Industrial World: Why They Matter', In P.B. Kenen, *et al.*, 'International Monetary Cooperation: Essays in Honor of Henry C. Wallich', *Essays in International Finance*, Princeton University, No. 169
- Marris, S. (1985) 'Deficit and the Dollar: The World Economy at Risk', *Institute for International Economics*, (大来佐武郎監訳, 『ドルと世界経済危機: 日米欧は何をすべきか』, 1988, 東洋経済新報社)
- (1991) 'Why No Hard Landing?', In C.F. Bergstein, ed., *International Adjustment and Financing: The Lessons of 1985-1991*, Institute for International Finance
- Mckinnon, R.I. (1963) 'Optimum Currency Areas', *The American Economic Review*, Vol. 53, No. 4, pp. 717-725
- (1974) 'A New Tripartite Monetary Agreement or a Limping Dollar Standard?', *Essays in International Finance*, Princeton University, No. 106
- (1979) *Money in International Exchange: The Convertible Currency System*, Oxford University Press, (鬼塚雄丞, 工藤和久, 河合正弘訳『国際通貨金融論: 貿易と交換性通貨体制』, 1985, 日本経済新聞社)
- (1980) 'Dollar Stabilization and American Monetary Policy', *American Economic Review*, Vol. 70, No. 2, pp. 382-387
- (1981) 'The Exchange Rate and Macroeconomic Policy: Changing Post-war Perceptions', *Journal of Economic Literature*, Vol. 19, No. 2, pp. 531-557
- (1982) 'Currency Substitution and Instability in the World Dollar Standard', *American Economic Review*, Vol. 72, No. 3, pp. 320-333
- (1984) *An International Standard for Monetary Stabilization*, Institute for International Economics, Washington, D. C.

- (1988) 'Monetary and Exchange Rate Policies for International Financial Stability: A Proposal', *Journal of Economic Perspectives* 2 (1) : pp. 83-103. (大野健一訳, 「金融の国際的安定をめざして——貨幣政策及び為替政策への提言」, 篠原三代平編, 『国際通貨, 技術革新, 長期波動——世界経済の21世紀像を探る』, 東洋経済, 1988)
- (1990) 'The Exchange Rate and The Trade Balance: Insular Versus Open Economics', *Open Economic Review* 1: pp. 17-37
- (1992) 'Toward a Common Monetary Standard Through the Regulation of Exchange Rates', In M. Baldasrri, J. McCallum, R. Mundell, eds. *Global Disequilibrium in the World Economy*, St. Martin's Press
- (1993a) 'Why Floating Exchange Rates Fail: A Reconsideration of the Liquidity Trap', In D. k. Das, ed., *International Finance: Contemporary Issues*, Routledge
- (1993b) 'The Rules of The Game: International Money in Historical Perspective', *Journal of Economic Literature*, Vol. XXXI, pp. 1-44 (日本銀行「国際通貨問題」研究会訳, 『ゲームのルール: 国際通貨制度安定への条件』, ダイヤモンド社, 1994)
- (1993c) 'Dollar and Yen: The Problem of Financial Adjustment Between the U. S. and Japan', Presented at Conference on Asian Economic Dynamism and New Asia Pacific Economic Order: Post-Cold War U. S. -Japan Economic Relations and New Regionalism, Kyushu University
- Mckinnon, R. I. and Ohno, K. (1988) 'Getting the Exchange Rate Right: Insular vs. Open Economics', *Seoul Journal of Economics*, Vol. 1, No. 1, pp. 19-40
- and—— (1989) 'Purchasing Power Parity as a Monetary Standard', In O. F. Hamouda, R. Rowley and B. M. Wolf, eds., *The Future of the International Monetary System: Change, Coordination or Instability?*, Edward Elgar
- Mundell, R. (1989) 'The Global Adjustment System', In M. Baldassarri, J. McCallum, R. Mundell, eds., *Global Disequilibrium in the World Economy*, St. Martin's Press
- (1991) 'The Great Exchange Rate Controversy: Trade Balance and the International Adjustment System', In C. F. Bergstein, ed., *International Adjustment and Financing: The Lessons of 1985-1991*, Institute for International Economics
- Obstfeld, M. (1995) 'International Currency Experience: New Lessons and Lessons Relearned', *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1, pp. 119-220
- Ohlin, B. (1929) 'The Reparation Problem: A Discussion', *The Economic Journal*, Vol. 39, pp. 172-178
- Tobin, J. (1982) 'The State of Exchange Rate Theory: Some Skeptical

- Observation', In R. Cooper, *et. al.*, *The International Monetary System Under Flexible Exchange Rates*, Cambridge: Ballinger
- (1988) 'Eight Mythe about the Dollar', In S. Gorlach and P. A. Petri, eds., *Economics of Dollar Sytle*, (石海行雄, 須田美矢子監訳『ドル変動の経済学』, 第2章, 東洋経済新報社, 1989)
- Whitman, M. (1975) 'Global Monetarism and the Monetary Approach to the Balance of Payments', *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 3, pp. 491-555
- Williamson, J. (1983) *The Exchange Rate System*, Washington, : Institute for International Economics
- (1986) 'Target Zones and the Management of the Dollar', *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1, pp. 176-174
- (1987) 'Exchange Rate Management : The Role of Target Zones', *American Economic Review*, May, pp. 200-204
- (1989) 'The Case for Roughly Stabilizing the Real Value of the Dollar', *American Economic Review*, Vol. 79, No. 2, pp. 41-45
- (1993) 'Exchange Rate Management', *The Economic Journal*, 103, (416) pp. 188-197
- (1994) 'Estimates of FEERs', In J. Williamson ed., *Estimating Equilibrium Exchange Rates*, Washington, Institute for International Economics
- Williamson, J. and Henning, C.R. (1994) 'Managing the Monetary System', In P. B. Kenen, ed., *Managing the World Economy : Fifty Years after Bretton Woods*, Washington, Institute of International Economics
- Williamson, J. and Miller, M. (1987) *Targets and Indicators : A Blueprint for the International Coordination of Economic Policy*, Institute for International Economics, (天野明弘, 監訳, 『為替レートと国際協調』, 東洋経済新報社, 1988)
- and—— (1989) 'The International Monetary System : An Analysis of Alternative Regimes', In O. F. Hamouda, R. Rowley and B. M. Wolf, eds., *The Future of the International Monetary System : Change, Coordination or Instability ?*, Edward Elgar

邦文

- ウイリアムソン (1991) 「国際通貨制度とブループリント」(荒井敏夫訳) J. A. フランケル, 服部彰編『1990年代の国際政策強調』, 同文館
- 大野健一 (1991) 『国際通貨体制と経済安定』, 東洋経済
- 河合正弘 (1987) 『『適正』為替レートの概念とターゲット・ゾーン構想(上)(下) —— マッキノン・ウイリアムソンの提案を中心に』『ESP』6, 7月

小宮隆太郎 (1994) 『貿易黒字・赤字の経済学』, 東洋経済

小宮隆太郎・須田美矢子 (1985) 「国際金融論の理解を深めるために——深尾・鬼塚・植田三氏の書評に接して——」 経済学論集 (東京大学) 51-2

徳永正二郎 (1982) 『現代外国為替論』, 有斐閣

日刊工業新聞特別取材班編 (1987) 『新前川リポートが示す道』, にかん書房

松村文武 (1993) 『体制支持金融の世界：ドルのブラックホール化』, 青木書店