

変動相場制と国際通貨ドル（Ⅰ）

深町， 郁弥

<https://doi.org/10.15017/4475305>

出版情報：経済學研究. 47 (5/6), pp.165-186, 1983-03-10. 九州大学経済学会
バージョン：
権利関係：

変動相場制と国際通貨ドル (I)

深 町 郁 彌

目 次

- I 「変動相場制」論の課題
- II 「変動相場制」論の変遷
 - 1 1960年代の理論
 - 2 1970年代の理論 (以上本号)
- III 外国為替操作と国際金融 (以下第48巻第1号)
 - 1 変動相場制下の為替取引の増大
 - 2 ドル短期国際的信用の展開とアメリカ信用・銀行制度
- IV 結びにかえて

I 「変動相場制」論の課題

「変動相場制」論の対象はなにであり、いかなる体系のもとでそれは論じらるべきであるかは必ずしも明らかではない。小稿はこの問題にたいするひとつの答を提示することを目指している。まず最近の変動相場の運用にあらわれている傾向をみることからはじめよう。『フィナンシャル・タイムズ』紙のブリトン (Samuel Brittan) 記者は「新世界ドル本位制」の標題でそれを次のように描き出している¹⁾。

第二次大戦後のブレトン・ウッズ体制においては大多数の国々はドルにたいして自国の為替相場を釘付けしていた。そして平価の変更はそれほどしばしば行なえるものではなく、しかもそれはなかなか承認されるものでもなかった。ところがこんにち変動相場のもとでは、こうした固定相場制下の相場釘付けと似た状況がうみ

出されてきている、と彼はいう。「10年間の実験ののち、世界は非常に違ったルートを辿って別のもうひとつのドルに基礎をおいたシステムに戻りつつある徴候が見うけられる。別のいい方をすると、アメリカ以外の各国の政府は、ドルにたいする為替相場の変動を最小限ならしめるよう意図して、財政・金融政策を運用しつつあるということである。」各国にとって、自国の為替相場の下落が、輸入商品——とくに食料や原材料などの第一次産品——の国内価格上昇をひきおこし、国内インフレーションの促進要因となるからである。「いくつかのヨーロッパの政府は、1981年はじめの自国通貨のドルにたいする減価を第三の石油価格爆発に等しいとの評価をくださった。ヨーロッパ通貨単位 (ECU) は1980年の高水準から81年の低水準へドルにたいして30パーセントほど減価した。」為替相場の下落がインフレーションの伝達メカニズムであることが強く認識されたのである。そこでインフレーション抑制の財政・金融政策を採っている大多数の政府は、国内金融政策のための指標として直接為替相場を用いるようになってきている。マネー・サプライの測定とコントロールには大きな混乱がある。財政収支についても同様である。したがって「手っ取り早い方法は為替相場を主要目標に用いることである。」

またドルにたいする自国の為替相場の急激な上昇の回避にも政策の力点がおかれるようになってきている。国内の諸コスト、とくに賃金は競争条件の変化にきわめて緩慢にしか反応しな

1) Samuel Brittan, The new world dollar standard, *Financial Times*, 10 Dec., 1981.

いから、「予期せざる為替相場の騰貴は、イギリス政府が1980年に発見したように、産出量と雇用の発端での大きな下落に導くことがある。」前述のように、自国の為替相場のドルにたいする下落がただちに世界市場で大部分がドル建て取引されている原材料などの輸入商品の国内価格の騰貴としてあらわれてくるのにたいして、為替相場の上昇は国内の物価、コスト、とくに賃金にたいする作用効果がなかなか出てこない。相場変動の、国内の物価、コストにたいする作用とその速度は、まったく非対称的なのである。そのことが為替相場のドルにたいする安定性を要請する。「イギリス政府には、ポンドがイングランド銀行指数の実効為替相場 (trade weighted exchange) で90のいずれかの側にあまり大きく乖離するならば、困った状況に立ちいたるということは公然の秘密である。」

以上のような立論にもとづいてブリトンは、ドルの地位についてこういうのである。「ドルがどういう地位にあるかを示すために、われわれはn国の貿易システムを考えてみよう。もしこれらの国々のひとつが適度な物価安定と国内通貨需要増加の適度な安定性を目指した国内金融政策をとり、そしてその為替相場を自由にフロートさせるならば、そのときnマイナス1の国々は、残りのn番目の国にたいして自分たちの為替相場を安定させることが自由にできるようになる。／ブレトン・ウッズ体制のもとでは、そのn番目の国はアメリカであった。アメリカはいま再びn番目の国としてあらわれ出てきつつある。というのは、他の国々の政府がますます為替相場にかんして悩んでいるのに、レーガン政権は国内金融政策の追求を目指し、そしてドルが自らの相場の水準を見い出せるよう

放置しているからである。／したがってなにびとかの意向の結果としてではなしに、無計画の事態の展開をとおして、アメリカは非インフレーション的国内政策を追求する仕事を割り当てられている。その他の国々(いっしょにまとめて)はドルにたいする自国通貨の動きを安定させる仕事を割り当てられている。／こうしたことの実際上の結果は、ヨーロッパ諸国と日本の金融政策は、10年以上にわたるあいだよりもずっといちじるしい程度にまで、ワシントンとニューヨークにおいてきめられている、ということである。もし誰かが1年ないしは2年にわたるアメリカの利率の推移を推定できるとすれば、その人は——アメリカの利率に通常のマージンを加減して——他の国々における利率についても同様に適切な判断を下しうることであろう。」

ブリトンは、1979年暮以来、とくに81年レーガン政権の登場から、アメリカのインフレーション対策として行なわれてきた金融引締め・高金利政策のもとでドル相場が上昇し、他の国々がそれに追隨する政策をとらざるをえなくなった状況を念頭においている。このいわゆる金利戦争の状況のもとで、ドルの基軸国際通貨としての地位、他通貨との非対称性がはっきりあらわれてきたことを強く指摘しているのである。彼の論説の直接の力点は、アメリカとその他の諸国とのあいだに国際通貨秩序の安定性維持のための政策上の分担・相違が出てきていることを強調することにある。国際通貨外交の視座からいうと、これはヨーロッパ諸国、日本からアメリカにたえず向けられている高金利は正要求の理論づけを狙ったものといえる。

ところで、この論説にたいする筆者の関心は

変動相場制と国際通貨ドル (I)

こうした政策分担などの視点の妥当性いかにあるのではない。こんにちまでの変動相場の状況を回顧・検討するさい、それがどのような道具立てと論理レベルで行なわれなければならないかを示唆している点にある。後述するように、これまで「変動相場制」論は、一国の為替相場を自由に変動させようという純粋な変動相場制のレベルに足場を設定し、相場変動が一国の国際収支にどう作用するか、あるいはまた逆に国際収支の変化が相場に及ぼす作用とそのスピードいかに論点を集中してきた。マネタリストをはじめとする変動相場制論者の立論の多くがそうであった。1968年の金プールの崩壊、ロンドン金市場への介入停止による金の二重価格制、71年のドルの金交換性の停止は、為替相場の再調整によって国際収支を調整することに政策目標が設定されていた²⁾。ところが、上掲の論説では、まずなによりも国内の物価安定、インフレーションの抑止のため自国の為替相場の対ドル安定が要請されること、そして各国の為替相場がアメリカの高金利政策によって決定的に左右されていることを強調している。現実の変動相場の10年の経験が、それが論じらるべき状況認識、論理レベルを大きく変えてきたことがはっきりあらわれている。もちろんもうひとつ注意しなければならないことがある。ブリトンの叙述からも明らかであるが、こうした為替相場を自由に変動させることの困難な状況の認識と主張は、アメリカ以外の諸国からのものであって、アメリカの方はそれとは逆に独自の金融政策をとり、ドル相場を自由に変動させることができるという立場にある。こう

した非対称的な状況は、なにもアメリカが金融引締め・高金利政策をとった時期から突然あらわれてきたわけではない。それ以前金融緩和政策がとられた局面でも、アメリカは同じような政策・行動の自由をもっていたのである。そしてアメリカの側からは変動相場、そのもとでの相場再調整がアメリカの国際収支の是正策として政策的に主張され続けてきたのである。アメリカと他の諸国とのあいだの認識と主張の相違は歴然と異なることをつけ加えておきたい。

さて、こうした状況をもたらしめているのは、変動相場のもとでいぜんとして続いているドルの基軸国際通貨としての他の諸通貨に比しての圧倒的な巨大さ、非対称性にほかならない。ブリトンはそこまで言及してはいない。だが彼が、ドルにたいする自国の為替相場の下落が、輸入商品価格の上昇、国内物価の騰貴、インフレーション促進的に作用するという事態を指摘していたことを想起されたい。こうした事態

表1 主要国通貨建の比率

	世界貿易(輸出)に占める各国の比率	世界貿易に占める各国通貨建の比率	累 計
アメリカ	11.7%	54.8%	54.8%
西ドイツ	11.1	14.4	69.2
イギリス	5.9	7.5	76.7
フランス	6.3	6.1	82.8
日 本	6.6	2.3	85.1

(出所) *Financial Time*, 8 Feb., 1982.

表2 ヨーロッパ諸国貿易の通貨構成比

	輸 出			輸 入		
	ドル建	ドイツ・マルク建	自国通貨建	ドル建	ドイツ・マルク建	自国通貨建
西ドイツ	7.2%	82.3%	82.3%	33.1%	42.8%	42.8%
イギリス	17.0	3.0	76.0	29.0	9.0	38.0
フランス	11.6	10.2	62.4	28.7	14.1	35.8
イタリア	31.1	21.5	31.3	50.6	20.2	9.1

(出所) *Ibid.*

2) この点の詳細については、小著『現代資本主義と国際通貨』岩波書店、1981年、第5章2「アメリカの中心国行動」を参照されたい。

は、世界市場における商品取引、とくに石油、食料をはじめとする第一次産品の取引でドル建が用いられる比率が高いことに由来している。たとえば石油のドル建価格が一定であるとしても、自国通貨の対ドル相場が下落すれば、石油の国内価格は上昇する。これは、国際通貨の諸規定のうちもっとも基底にある輸出入者間レベルの契約通貨にかかわる問題である。表1は、『フィナンシャル・タイムズ』紙が作成した、主要国の通貨建が世界貿易に占める比率である。アメリカの世界貿易（輸出）に占めるシェアは12パーセントであるのに、ドル建の比率ははるかに高く55%に達している。日本は貿易のシェアにたいして円建が3分の1程度であるというアンバランスが目立つが、他の諸国ではこの両者の割合はほぼ照応している。ちなみにこの点は、ドル建が第三国間貿易において広く用いられていること、これにたいして表2に示されるように、他のヨーロッパ諸国の通貨の契約通貨としての役割は、輸出のさいに自国通貨建が用いられるという特徴をもっていることにもとづいている。そしてさらにつけ加えれば、変動相場に移行したのちこの世界貿易の半ば以上がドル建で行なわれているという状態にはあまり変化がなかったとみてよいようである。このドルの地位が、各国政府をして国内物価安定のためのドルにたいする自国通貨の相場の安定を志向せざるをえなくしたのである。ことドル建の原材料輸入にかんするかぎりアメリカはこうした制約からは解放されている。

そこで次の課題は、ブリトンのいう「ヨーロッパ諸国や日本の金融政策は……ワシントンとニューヨークにおいてきめられている」状況をつくり出している国際的連関を洗い出してみることである。彼は、このいささかセンセーショ

ナルな表現に続いて、アメリカの利子率の推移を推定できれば、それにマージンを加減して他国の利子率も予測できるとのべている。これは、アメリカを中心に各国の金融市場を連結する機構ができあがっていることを指摘したものである。ユーロカレンシー市場を媒介とする各国の金融市場の国際的統一がそれである。この機構のうえに展開する企業、とくに多国籍化した巨大企業の為替・金融操作——ヘッジ操作——、それらを受けた銀行間でのカバー取引、金利裁定取引がアメリカと各国のあいだの利子率の均等化を実現させるよう作用しているわけである。このばあい問題は、国際通貨ドルが銀行間市場としての国際的為替市場ではたす役割にかかわってくる。筆者はすでに別の個所で国際通貨問題の検討にさいして銀行間取引決済通貨、媒介通貨の範疇としての重要性を指摘し、こんにちの体制のもとでのドルの他に比しての圧倒的優位の状況を強調しておいた³⁾。繰り返してそのことにふれておこう。

表3, 4, 5は、ニューヨーク所在の国際金融問題研究提案集団「30人委員会」（会長・前IMF専務理事ウィットフェーン（H. Johannes Witteveen））のもとに依りて各中央銀行が推計した数字にもとづいている。表3は、ヨーロッパ主要為替市場の直物、先物を合わせた取引規模（市場の大きさ）を対比したものである。ちなみにニューヨーク連銀の調査によると、1980年3月ニューヨークを中心とするアメリカの為替取引高は1日当り234億ドルと推定されている⁴⁾。表4では、各市場での為替取引高のうち、若干の違いはあるが、銀行間取引

3) 同書、302頁以下参照。

4) Federal Reserve Bank of New York, Press Release, No. 1371, 23 June 1980.

表3 直物・先物為替1日平均取引高
(単位10億ドル相当額)

	1973	1979
フランクフルト	19 ~ 20	15
ロンドン	4 ~ 5	10 ~ 15
チューリッヒ	5 ~ 6	5
パリ	1	3 ~ 4

〔出所〕 Group of Thirty, *The Foreign Exchange Markets under Floating Rates*, 1980, p. 14(各国中央銀行の推定による)。

表4 直物・先物取引高に占める銀行間取引の比率 (1979年)

ロンドン	90%
フランクフルト	75 ~ 90
チューリッヒ	90
パリ	85 ~ 90

〔注〕 チューリッヒでは、スイス銀行間の銀行間預金業務を除くと、80~85%と推定される。スイス銀行は国内貨幣市場がないので、ドルでその業務を行なっている。

〔出所〕 *Ibid.*, p. 15.

表5 取引がドルを通じて始められる為替取引の比率

ロンドン	99%
フランクフルト	90
チューリッヒ	95 ~ 99
パリ	60

〔注〕 パリ市場では、取引高の約15%はドイツ・マルク、約10%がスイス・フラン、ポンド、残りの5%がその他の通貨である。ドルを通じて取引が行なわれる比率は1970年の約80%から低下してきている。

〔出所〕 *Ibid.*, p. 15.

の比重が対顧客取引に比して圧倒的比重を占めていることを示している。ちなみに上記の調査では、アメリカでの銀行間為替取引は92パーセントの割合になっている。表5は、ヨーロッパのそれぞれの為替市場におけるドルを相手通貨とする為替取引の比率がパリ以外では90パーセントをこす高い比率になっていることを示したものである。この事実は、アメリカとの直

接の取引でドルが用いられるだけでなく、他の諸通貨間の取引もドルを媒介にして行なわれていることを示している。のちに詳述するところであるが、ヘッジ取引、カバー取引のための相手通貨としては直物、先物いずれであれ、そのほとんどがドルが用いられているのがこんにちの状況である。

さきに指摘したように、商品取引者レベルでのドルの契約通貨としての使用のシェアは55パーセントであった。ところがいま示した銀行間取引での相手通貨としてのドルの使用はさらに大きい。そして為替取引高全体に占める銀行間取引の比重は90%以上に達していることを考えれば、こんにちの民間レベルでの国際通貨としてのドルの地位の巨大さ、他通貨との非対称性の程度ははっきり理解できるであろう。

さて、アメリカの高金利にともなって各国が高金利政策を採らざるをえないという現在の状況の基底にあるのは、こうした銀行間取引決済通貨としてのドルの巨大さ、他通貨との非対称性にほかならない。1970年代変動相場制のもとで、為替取引高は固定相場制のもとにおけるよりもはるかに急激なテンポで増大してきた。詳細はあとに譲るとして、先述のニューヨーク連銀の推計では、アメリカの為替市場の取引高は1977年4月から80年3月までに3倍強に膨張している。もちろんこの増大のテンポがそのまま正確に全世界の為替取引高にあてはまるということは統計的には確証はえられないが、そのかなり速いテンポでの増大は認めるところであろう。そして変動相場制下の為替取引の増大は、国際的なドル資金にたいする需要の増加をともなっている、と考えることができるようである。

さて上述の点は、一般的に言えば、為替取引における基軸国際通貨と国際金融とのかかわりの問題である。ある一国の国民的通貨が国際通貨として機能する条件のひとつは、その国の金融市場が国際金融市場としての信用供与の役割をはたすことであった。このさいもっとも基底にある機能は、引受信用など貿易金融にかかわるものである。さらにより上層の銀行間取引のレベルで為替による国際決済の差額を埋めるための短期国際金融が広範に展開することになる。歴史的にみると、その端緒は、引受信用を供与し一定の信用枠までの単名手形の振出しを許容した金融手形であるとみてよい⁵⁾。だがそれは現在では銀行間での普通の貸借の形式をとる当座貸越、CD（譲渡可能定期預金証書）発行など多様な様式を進展させるにいたっている。

さて問題は、変動相場制のもとでの為替取引の増大と結びついてドル・ファイナンスがどのように新たな展開をみせたかを明らかにすることである。こんにちでは、こうしたドル・ファイナンスの直接の源泉は、アメリカ国内の金融市場だけでなく、ユーロダラー市場に広がっている。そしてその需給の動向を大きく規定しているのは、アメリカ信用・銀行制度の自律的運動とその金融政策にはかならないのである。筆者は、1970年代変動相場移行ののち国際通貨ドル供給が加速化し、いわゆるドル過剰がいちじるしく進行したことをすでに指摘しておいた⁶⁾。各国通貨当局の保有する公的ドル

残高——内容的にはアメリカ国内で大部分が利子つき債券のかたちでもたれているドル流動債権とユーロダラー債権——がそれを直接示しているものであるが、さらに民間レベルでも多国籍企業の余裕資金なども、その保有通貨の基幹はドル建のばあいが多い。これらが金利と為替相場の変動、その期待にもとづいて資産選択のレベルで国際的短期浮動資本の原資となっているのである。資金の源泉としては以上にドルを中心とする銀行からの借入れがつけ加わる。

もう一度ブリトンの論説に戻ろう。これまでの彼の現状認識は、アメリカが独自に金融政策をきめうる立場にあり、他の諸国は公的為替介入によってそれに追従せざるをえない立場を割り当てられているということであった。これにたいする彼の政策提言は次のようなものであった。

「もし主要工業諸国——アメリカ、日本、西ドイツ——がマネー・サプライ管理の連結（combined money supply）という目標を確保できるならば、一步前進したことになる。……マッキノンは、それぞれの国の通貨にたいする国際的資産選択需要のシフトを考慮に入れて、三大国のあいだにこの目標が割り当てられるべきであるといっている。……/実際三国ないし四国〔上述の三国にイギリスを加えて〕のマネー・サプライ管理の連結は、各国がばらばらにそれを規制するよりも容易に行ないうであろう。マネー・サプライを測定し規制することの諸困難の大部分にかんする議論は、国内の金融変動にその因を帰しうるものである。しかし異なった各国通貨にたいする国際的需要のシフトはすくなくとも同じ程度重要なのである。連結された管理目標は、通貨需要のシフト——たとえば1979年にドイツ・マルクを、

5) 小稿「国際通貨——外国為替制度と国際通貨——」村岡俊三・奥村茂次編『マルクス経済学と世界経済』有斐閣、近刊。

6) 小著、前出、322ページ以下参照、またこの問題に関連する最近の研究として、徳永正二郎「過剰貨幣資本とユーロ市場——過剰国際流動性に関する一考察——」『経済研究』一橋大学経済研究所、第32巻第3号、1981年7月がある。

1978年にポンド・スターリングを、そして1981年にドルを保有したようなやり方——を勘定に入れて再配分さるべきであろう。関係各通貨の管理者たちは、そのばあいには、もっと容易に通貨需要のシフトに圧力をかけることができ、そして国内的ないしは世界的なインフレーション期待を悪化させないですむことになる。」

この政策的提言の基礎にあるのは、ドル、ドイツ・マルク、円などをそれぞれの中心通貨とする多極通貨体制の考え方である。これは変動相場移行後におけるドル釘付け通貨の減少、それに代わるいくつかの主要諸国通貨への小国、後進国通貨の釘付け、そして欧州通貨制度(EMS)にいたるEC各国通貨の相互介入による共同フロート制といった現実の推移を反映したものである。そしてそれは、各通貨の中心をなすドル、ドイツ・マルク、円などの主要通貨相互のあいだの関係は、協議と協調によって安定的に維持さるべきだ、と主張するものであった⁷⁾。

いわれている協議と協調の具体的な政策内容が、マネー・サプライ管理の連結である。マッキノンにもとづいてブリトンがいうのは、アメリカ、日本、西ドイツの中央銀行がたとえばマネー・サプライ(M1)であれば6%といった共通の目標を立てることである。各国がこうした連結された目標値をもつことによって、各国

通貨にたいする国際的需要がたがいに相殺されることになる。だがそのためには、まず現在アメリカが国内的な政策目標だけを追求することによって生じている「外国の影響から生じるマネー・サプライの不胎化」を終結させなければならぬ。「もし西ドイツ連銀がドイツ・マルクを支えるためにドルを売れば、ハイパワード・ドルがアメリカの銀行システムにはいり、西ドイツの銀行システムは現金準備を失なうことになる。したがってアメリカのマネタリー・ベースは増大し、西ドイツのそれは収縮するであろう。」こうした両国における政策の対称性はこんにちでは存在しない。いまは西ドイツのマネタリー・ベースの収縮だけで、アメリカのそれには影響は生じていない。この点のアメリカと他国との対称性が回復(?)されれば、次には、各国が為替相場の共通の目標値をもてるようになり、通貨の国際的需要の急激なシフトは押えられうる、と考えているわけである⁸⁾。

ここでは提言の実行可能性を問う必要はない。それよりも論理展開が国際的為替市場、国際金融市場における資産選択による国際的短期資本運動のレベルでなされていることに注目しておきたい。さきに各国の通貨の対ドル相場の安定要請が、輸入原材料の国内価格安定をひとつの目標としてきていることをみておいた。ところが、その為替相場の変動、決定の問題は貿易収支や経済収支のレベルにおいてではなしに、国際的資本移動という為替市場、金融市場の表層での運動にそのレベルが設定されざるをえないことを示しているのである。

問題をはっきりさせるためさらにつけ加えて

7) 1970年代の変動相場制「管理」のこうした考えを最初に表明したのはハーシュ(Fred Hirsch)であり、それをボルカー(Paul Volcker)がアメリカ、日本、ECのあいだの責任分担を主張する「三極通貨圏」論として提唱した(F.ハーシュ・M.ドイル・E.L.モース著、田村正勝訳『国際通貨体制の再編』日本ブリタニカ、1980年、第1部「世界経済における政治化——国際経済秩序への必要条件」; Paul Volcker, *The Political Economy of the Dollar*, *The Banker*, Jan., 1979.)。

8) Samuel Brittan, Getting the U. S. off the book, *Financial Times*, 25 March 1982.

おかなければならない。変動相場のもとでは国際的短期資本の移動が大きくかつ頻繁になり經常収支と国際収支——資本収支を含めたところの——とのあいだの対応関係がいちじるしく損なわれるにいたった。直接に為替相場を規定しているのは後者なのである。この点にかんして、まず資本移動の原資としてわれわれのまゝに存在しているのは、ストックとしての過剰ドル——アメリカにたいする諸外国のドル流動性債権およびユーロダラー債権（預金）——である。だが筆者はさらに遡って変動相場制がどのように短期の国際的信用のフローを造出してきたかを検討することにしたい。

そのばあい出発点となるのは、こんにち業務を国際的に展開している企業——典型的には多国籍企業——の為替リスク回避のためのヘッジ操作であり、それを受け、また独自に展開する銀行のカバーにはじまる為替操作である。次には、それらの為替操作がどのようにドル・ファイナンスにかかわってくるか、ということである。公的準備レベルにおける過剰ドルの増大は、そうした民間レベルの取引の結果として生じているものである。

ここまでくると二つめの次の課題に取り組むことができよう。以上のようにしてドルの国際的供給、過剰蓄積のメカニズムが論定されれば、現実の為替相場の決定・変動をいうための論理レベルをはっきりさせうることになる。それは国際通貨としてのドルの他通貨との非対称性を抜きにしては語れない。だがさらにこんにちの「変動相場制」論は、それがいかに世界の経済体制を規定しているか、を明らかにするものでなければなるまい。それへの接近の理論的枠組みの設定が中心課題とすべきである。1970年代以降のインフレーションの高進、79

年来の金利戦争、不況の世界的規模での深化などの展開の枠組みである。

ところで、以上のような「変動相場制」論の展開さるべき論理レベルと対象を明らかにするためには、それに先立ってこれまでの「変動相場制」論の構成を一瞥しておくことが有意義とおもわれる。というのは、經常勘定（ないしは貿易収支）、商品サービス市場とのかかわりで論じられていた変動相場が、資本収支、金融資産にその相場変動の支点を求める構成（assets market approach）に移行していった過程にはすでに70年代の現実の推移が反映されているからである。

II 「変動相場制」論の変遷

1. 1960年代の理論

1960年代に「変動相場制」論をもっとも純粋なかたちで提唱したのは、マネタリストである。ここではその典型としてフリードマン（Milton Freedman）が1967年に発表した論文「自由為替相場」（“Free Exchange Rates”）を中心にその体系構成を検討することからはじめたい。ちなみに本論文は、固定相場制論者ローザ（Robert V. Roosa）との対決というたちで書かれたものである⁹⁾。

フリードマンのこの論文における究極の主張点は、変動相場制の採用は固定相場制の病弊である「国際収支問題」と「流動性問題」とを

9) Milton Freedman, *Dollars and Deficit*, Prentice-Hall, 1968, chap. 9, “Free Exchange Rates” (reprinted from Milton Freedman and Robert V. Roosa, *Free Versus Fixed Exchange Rates [Rational Debate Seminars]*, American Enterprise Institute for Public Policy Research, 1967), 新開陽一訳『インフレーションとドル危機』日本経済新聞社、1970年、7「自由為替相場」。

解消させるということであった¹⁰⁾。いうまでもなく、この主張点に到達するための基本的ロジックは、政府の干渉による価格の固定・支持をやめて、「価格を市場で決めさせれば、問題はすべて解消する¹¹⁾」というものであった。あらかじめ一言しておく、以下の行論で論定していかなければならないのは、変動相場移行まえの「変動相場制」論のフレームワークが、国際収支を経常収支（ないしは貿易収支）のレベルで押さえ、金本位制度の国際収支=経常収支の自動調整機能を基礎におくことで構成されていることである。まずフリードマンがブレトン・ウッズ体制下の固定相場制と区別する「真の意味の金本位制」についていうところを聴かれない。

「かつては真の意味の金本位制が行なわれており、『ドル』『ポンド』『フラン』などは金の異なった量をあらわす名前にすぎなかった。この種の金本位制のもとでは、政府の主たる役割は造幣局としてであって、金の重量と純度を証明し、要求におうじて鑄造し、金の預託証を発行し、預託証の呈示があれば金を償還することである。……このような制度のもとでは、為替相場は狭い幅つまり『金輸送点』の範囲内におさまっていた。政府が為替相場を固定したからではなく、為替相場が変動して為替取引をするより金輸送によって外国為替を入手する方が有利になれば、民間人の金輸送が実際行なわれたからである。……/金の移動は為替相場を狭い幅のなかに固定するだけでなく、調整機能もあって、金の移動には復元力が作用する。金を輸出した国では貨幣量が減少し、金を輸入した国では貨幣量が増加する。このような貨幣量

の変化は所得と価格に影響をおよぼし、したがって外国為替にたいする需要にも影響をおよぼした。金を輸出した国では需要が減少し、金を輸入した国では需要が増加するのであった。この過程の重要な特徴は完全な自動性とゆるやかさである。金の移動が貨幣量を変化させるのを防ぐ方法はない。世界の貨幣制度は統一のようになって、現在のように各国の通貨が固定相場制で結びついているというようなものではなかった。』¹²⁾

以上の叙述から次のような論点を引き出すことができよう。

まず第一は、古典的金本位制度とブレトン・ウッズ体制の固定相場制とがまったく相対立するものととらえられていることである。しばしばいづれにも為替相場の固定メカニズムがあるという意味で双方を固定相場制の枠に入れてしまおうが、フリードマンはそうした考えをとっていない（ちなみにそのことによって彼は双方の共通点、金本位制度が国民的な価格の度量標準の確定性を保証する国家の貨幣制度上の措置であること、ブレトン・ウッズ体制はそうした措置を対外的にだけ維持しようとした疎外された形態であることが、問題にされなくなってしまう。この点については後述）。彼が問題としているのは、為替相場を固定させるメカニズムの違いである。金本位制度が各国通貨間の金平価をきめていること、この金平価をめぐる為替の変動が金輸出入の範囲に限定されるのは、自由鑄造、自由兌換のもとで民間レベルにおける私人の手による金輸出入によることに止目しているのである。ブレトン・ウッズ体制の固定相場制はこれとは異なる。対比してのべてみよう。

10) *Ibid.*, pp. 228-229, 同訳, 186-187 ページ。

11) *Ibid.*, p. 220, 同訳, 174 ページ。

12) *Ibid.*, pp. 221-222, 同訳, 175-176 ページ。

「現行の固定為替相場の算出基礎は、各国が国際通貨基金に登録してある公定金価格である。しかしあきらかに、為替相場は金移動をとおして狭い幅のなかに固定されているわけではない。固定相場を採用している国のほとんどは、金の自由売買を認めていない。アメリカはイングランド銀行と協力して、ロンドンの金市場で間接に金の売買をしている。しかしその目的は金価格を固定することであって、銀価格固定のために銀を売っているのと変わりなく、為替相場を固定することが主たる目的となっていない。」¹³⁾

ここでのフリードマンの主張の要点は、ブレトン・ウッズ体制の固定相場制では、民間レベルにおける私人の手による金輸出入の自由のメカニズムがない、ということである。そしてこの主張は、公的レベルにおける公定価格での金現送・売却——彼が念頭においてるのは、1961年—68年の国際通貨協力のひとつの形態としての金プールのもとでのロンドン金市場への介入操作である——の民間レベルにおけるそれとの区別のうえに行なわれているのである¹⁴⁾。

そこでフリードマンは、固定相場制の維持メカニズムとして公的レベルの各国通貨当局による為替市場にたいする介入操作に論点を集中する。1967年現在 IMF に登録されている公定金価格を算出基礎とする「ドルであらわした公定ポンド相場は 2ドル 80セントである。」そして許容されている相場変動の範囲は 2.82ドルと 2.78ドルのあいだである。「アメリカが 2.82ドル以上に相場が上昇するのを防ぐには、

その相場で需要されるポンドをすべて供給する、あるいはその相場で供給されるドルをすべて需要するしかない。イギリスが相場の 2.78ドル以下への低下を防ぐには、その相場で供給されるポンドをすべて需要する、あるいは需要されるドルをすべて供給するしかない。二国がこれに成功するのは、いかにしてか。」¹⁵⁾

ここではアメリカとイギリスの通貨当局が、平等な条件で為替市場への外貨の売介入を行なう状況が考えられている。この売介入のためには「自らの外貨準備をもちいるか借り入れるかのどちらかによる¹⁶⁾」ことが必要である。ここで為替相場固定という政策をとる結果として流動性の不足の問題が発生することになる。

そこでこの流動性問題を回避するためには、こんどは通貨当局が買介入の操作を行なえばよいようにみえる。「つまり相場が 2.82ドルより高くなるのを防ぐために、イギリス当局がポンドをいくらかでも供給すればよく、相場が 2.78ドルより低くなるのを防ぐためには、アメリカ当局がポンドをいくらかでも買い入れればよい。どちらもこれなら実行できる。イギリスはポンドをいくらかでもつくれるし、アメリカはドルをつくることができるからである。しかしながら、どちらの国も自国の財サービスを引きあてに白地小切手をあたえることになる。ポンド相場が上昇きみのときにはイギリスはドルを蓄積する。その半面、イギリスからアメリカへ財が流出している。イギリスは意図せずして、アメリカに利子なしの借款をあたえていることになる。」¹⁷⁾

フリードマンは、ブレトン・ウッズ体制の国

13) *Ibid.*, p. 222, 同訳, 177 ページ。

14) 固定相場制維持のためのロンドン金市場への公的介入、金プールの役割・意義については、小著、前出、72 ページ以下参照。

15) M. Freedman, *op. cit.*, p. 223, 前掲訳, 177-178 ページ。

16) *Ibid.*, 同訳, 178 ページ。

17) *Ibid.*, p. 224, 同訳, 179 ページ。

定相場制維持のメカニズムをのべながら、それらがいずれにしろ公的レベルでの国際的公信用の授受をとまなわざるをえないことを強調しているのである。いまのべた買介入のばあいの、たとえばドルの買上げ保有は、結果としてアメリカにたいするドル建短期流動債権の累積が生じるわけである。さきの売介入では、まえもって借入によって介入原資たる外貨債権の調達が必要とされたのと対比されたい。そこでフリードマンは次のように結論する。

「準備は必然的に有限なものであるから、おこりうる赤字を準備で賄いつづけることはできない。また政府の海外借入によって赤字を賄いつづけることは、あきらかに高いものにつき望ましくない。他方では、外国の通貨を無限に蓄積しようとする国はないであろう。だから準備だけで赤字の問題を解消することは不可能である。調整のメカニズムがなければならない。」¹⁸⁾
(強調は原文による)

フリードマンにとっては、政府の干渉による価格の固定は市場での調整メカニズムの喪失を意味する。これは通常の商品たとえば農産物のばあいも、外国為替のばあいも同じである。ここまでのところではこうした類推はきわめて直截である。市場価格の変動による需給の調整・一致という調整メカニズムが作用しないから、政府は一方的な供給者または需要者たらざるをえない。固定相場制下の為替需給がまさにそうだというのである。そしてその結果が、公的レベルでの海外からの借入ないしは外貨(対外流動債権)の蓄積という国際的信用の授受にほかならない、と論が進められているわけである。

そこで一言つけ加えておかなければならない。さきに筆者は、古典的金本位制度とブレ

トン・ウッズ体制の固定相場制の違いをいうために、フリードマンが民間レベルでの自由な金輸出入メカニズムの有無という点に注目していることを指摘しておいた。金本位制度の調整メカニズムのひとつは、為替需給の不一致——外国為替による国際決済の差額——が私人による金現送によって埋められることであった。ちなみにこの点をフリードマンは、金を輸送し売却することによって決済に必要な外国為替を入手する、という転倒したかたちで現象のままにとらえていた。金の現送を一般商品の輸出と同次元に位置づけていたのである。金のたんなる商品としての位置づけといってもよい。このことは、ブレトン・ウッズ体制下のロンドン金市場への金プール・イングランド銀行の介入による金市場価格固定に為替相場固定のための機能をまったく否定して、アメリカ政府の銀価格固定操作と同じ次元で把握していたことによりはつきりみられるところである。

金本位制度とブレトン・ウッズ体制の固定相場制の違いを民間レベルでの自由な金輸出入に求めるさい、上述のような国際決済の最終的手段としての貨幣=金のたんなる商品との同一視が存在していることは見逃さるべきではない。その結果、フリードマンは固定相場制を通貨当局(国家)が介入して為替需給を一致させるメカニズムとしてとらえたのである。だから民間レベルでの金輸出入による為替需給調整メカニズムの有無という点で、金本位制度からブレトン・ウッズ体制の固定相場制とこんにちの変動相場とが区別される。あとの二つは金現送を欠いた為替の需給調整による国際決済システムという点では共通である。相違点は通貨当局(国家)の介入によるか、市場のメカニズムに委ねるかという点にだけ存在することになる。彼が

18) *Ibid.*, p. 225, 同訳, 181 ページ。

一般商品，たとえば農産物市場，そこでの政府の価格支持あるいは自由市場による価格決定・調整をそのまま外国為替市場に類推するのは，こうしたロジックを介してのものだったのである。したがって変動相場を採用することによって流動性問題が完全に解消するというとき，フリードマンは為替市場だけの価格（相場）変動による需給一致をいっているのである。為替市場が常時均衡するという抽象的意味では当然のことで別に目新しいことではない。

さてここで調整メカニズムの検討に移ることにしよう。すでにみたように，フリードマンは「準備だけで赤字の問題を解消することは不可能である。調整メカニズムがなければならぬ」といっていた。このばあいの調整メカニズムというのは，貿易収支（ないしは経常収支）のレベルでとらえられた国際収支のそれである。次の一節からも確認できるところである。

「調整メカニズムとしてはどんなものがあるか。ひとつは標準的な金本位制の機構である。これは国内の貨幣量，所得，物価の変化をとおして作用する。結局のところ，慢性的赤字の問題が発生するのは，中央銀行がこの機構の機能をさまたげるからにはかならない。中央銀行があるので，国際収支の赤字が発生しても貨幣量が減るとはかぎらず，黒字が貨幣量を増加するとはかぎらない。中央銀行が国際収支の効果相殺するからである。国際収支問題がおこるためには，中央銀行は必要条件——それどころかほとんど十分条件——である。」¹⁹⁾

フリードマンの国際収支論は，ヒューム以来の古典的な国際的金移動論 (specie-flow mechanism) を基本装置としている²⁰⁾。そのこと

は，すでにこの節のはじめの部分の引用により詳細に示されていた。周知のようにこの理論では，一国と他国とのあいだに金流出入が生じないような金の国際的配分の均衡状態（自然的水準）——それは同時に物価水準の国際的均等——のときには， $\text{国際収支} = \text{貿易収支}$ の均衡と金平価への為替相場的一致（為替需給一致）を想定している。フリードマンのいう，一国からの金流出（流入）→国内貨幣量減少（増加）→物価下落（上昇）→輸出増大・輸入減少=貿易収支黒字（輸出減少・輸入増大=貿易収支赤字）→外国為替の供給増大（減少）というのは，一時点の均衡水準から次の時点のそのいたる調整過程である。ところで，さきにみたフリードマンの説明では，金流出は，民間の個人が為替市場で外国為替を買うよりも，金を輸出して為替を入手する方が有利だから生じるとされていた。この説明は事柄を転倒させていて，この本質はその時々為替取引による国際的相殺の差額が金=貨幣によって支払われている姿にほかならなかった。だからその時点の国際収支=貿易収支が均衡していなかったばあいも，金=貨幣が現送されれば為替相場は金平価に戻りうることは明らかであろう。ところが貨幣数量説的な上述の説明では，こうした国際収支=貿易収支の均衡と金平価への為替相場的一致とが論理的に異なったものであることを入れこむ理論構造にはなっていないことに注意を喚起しておきたい。為替相場の均衡・変動を国際収支の均衡・変動と別の枠組みで展開する理論構造をもっていないことの確認は，後論するところのかかわりできわめて重要である。

さて，すでに上掲の引用の後半にもすでにみられるが，国際収支の赤字が発生しても中央銀行の貨幣量操作がはいるようになると，国内貨

19) *Ibid.*, 同上。

20) IMF, *The Monetary Approach to the Balance of Payments*, 1977, p. 5.

幣量、所得、物価の変化を介しての国際収支の自動的調整機能は作動しなくなる、とフリードマンはいう。金本位制度の停止、管理通貨制下では国際収支が赤字になっても金輸出も行なえなくなる。もちろん「本当の金本位制が自動的にはたしてきた作用を、中央銀行が自由裁量的にはたすことは可能である。アメリカの国際収支赤字を是正するために、中央銀行はしようと思えば貨幣量を減少する（あるいは貨幣量の増加率を低くする）ことができる。そうすると所得と物価は下落するか、他国よりも上昇率が小さくなる。外国為替の供給が増加し、それにたいする需要は減少するであろう。」²¹⁾

しかしながら、国際収支問題を解決するためこの調整メカニズムにたよることは、国内でかなりの景気後退または不況をひきおこすことになるから望ましくない。1960年代にそうであったように、政府が完全雇用政策を公約している状態ではこのメカニズムにたよることは政治的に困難である。アメリカがこの調整メカニズムにたよるのが望ましくないのは、「ひとつにアメリカ経済にとって外国貿易はごく小部分を占めるにすぎず、経済の95%の部分が残る5%の部分に適應するのはばかげている。ひとつには、もっと根本的な理由であるが、アメリカが調整を強要されるとき、その原因は需要供給の実物的な変化によるのでなく、他国の貨幣操作によるばあいが多と思われる²²⁾」からである。

以上のようにのべたあとフリードマンは、固定相場制の信奉者たちが「為替相場を釘付けしたまま国際収支の調整をはかるため」「直接間接の手段で外国為替の需要を統制する」手段に

訴えてきたことを指摘する。自由貿易を標榜し明文化された為替管理を避けてきたアメリカでさえ、外国為替を「節約」するため多数の輸入商品にたいする割当制と関税賦課を実施し、アメリカへの輸出にたいして日本、香港、シンガポールなどに「自主規制」を行なわせてきた。また政府レベルの対外援助の受益者にアメリカ商品の購入を義務づけ、銀行の対外貸付、企業の対外投資の「自主」規制に熱を入れている、等である。「それにもかかわらず国際収支の赤字は解消しない。無数の価格固定策の経験をここでも繰り返したわけである。市場を均衡させる価格とは違った値を固定すると、それを維持するためには至難の努力を必要とする。／したがって最後の調整機構である為替相場の変更には追いこまれることになる。アメリカでは為替相場を固定していると称しているが、選別的に平価切下げをしているのである。」²³⁾ 利子平衡税、海外への軍事支出のうちの外国為替構成成分を減らすため50%ほども高いアメリカ製武器の買付を強要していることなどがそうだというのである。

いささか冗長にわたる嫌いがないでもないが、1960年代のアメリカの国際収支対策が人為的な固定相場制＝「政府の価格維持」のための努力でありながら内実としてはそれを達成できないでいた、と主張しているのである。この「政府の価格維持」の廃止こそが唯一の「満足のゆく解決策」にはほかならないことになる。フリードマンの変動相場による国際収支調整論の結論部分をきくことにしよう。

「為替相場を自由市場で民間取引によってもっぱら決定するにまかせる。政府は舞台から退場するだけでよい。／このような制度のもとで

21) M. Freedman, *op. cit.*, p. 225, 前掲訳, 181 ページ。

22) *Ibid.*, pp. 225-226, 同訳, 182 ページ。

23) *Ibid.*, p. 227, 同訳, 184 ページ。

1ポンドの価格が2.8ドルであるとき、ドルと交換にポンドをえて、自分で使ったり貸したり与えたりしようとする額の方が、ポンドをもってドルと交換したいという額より多かたとせよ。ぜひともポンドを欲しい人は高い値段をつけ、ポンドの価格はつりあげられる。価格が上昇すると、ポンドの買手は意欲をそがれる。なぜならポンドの価格が高くなれば、海外の財サービスのドル価格は高くなるから、またポンドの売手は意欲を助長される。なぜならポンドの価格が高くなると、一定のポンドで買えるアメリカの財サービスがふえるからである。たとえば3.08ドルというような価格でドルの供給量と需要量は一致するからである。／アメリカ人とイギリス人それぞれにとってアメリカ商品とイギリス商品の相対コストがどうなるかという点についていえば、ポンドの価格が右のように10%上昇すると、イギリスの物価が不変でアメリカ物価が10%下落すること、あるいはアメリカ物価が不変でイギリス物価が10%上昇することは、まったく同じ効果をもつであろう。だがアメリカ国内のすべての価格を一度に10%引き下げるのにくらべて、為替相場を10%変化させる方がずっと容易である。国内価格は硬直的でそれを変化させると副次効果も多いものだ。無数の国内価格を変化させようとするかわりに、なぜただひとつのそれも大いに伸縮的でありうる価格を変化させて調整を行なおうとしないのか。なぜ尾に犬を振らせるかわりに、犬に尾を振らせないのか。」²⁴⁾

この結論部分はフリードマンの、したがってまた1960年代の「変動相場制」論の展開されている論理のレベルとフレームワークをはっきり示している。想定されているのは純粋変動相場

制である。そのもとでは価格=相場が変化することによって為替の需給が一致せしめられる。これは純粋理論としてはそのとおりであろう。問題はこれからである。フリードマンは、こうしてその時々にあたえられる為替相場で一国の国際収支——ここでは經常収支レベルでとらえられている——の均衡が成立することをいおうとしているのである。さきに金本位制度下では金平価への為替相場の一致（為替需給の一致）のばあい国際収支の均衡が成立すると想定されていた。そして国際収支の不一致がこの均衡水準に到達する調整メカニズムとして金流出入による国内貨幣量、所得、物価の変化がいわれていた。国内物価の上述のメカニズムによる変化で国際収支が調整されるとされたのに対して、ここでのばあいには国内物価はそのままであっても——それはこんにちの状況下では硬直的で動かしがたいといっている——為替相場の変動が外貨建商品サービス価格を同じ割合で変化させて、金本位制度のさいの国内調整メカニズムの代わりをする、と主張しているのである。

さらにもうひとつつけ加えておかなければならない。外国為替にたいする需要増大は商品サービスの輸入増大と結びついて、またその供給増大は輸出増大と結びついてだけ生じるとされている。このことは、外国為替による国際決済が銀行間決済に集中され銀行間為替市場の肥大化をもたらした歴史的現実の無視、また変動相場が、前節で指摘しておいたような短期資本移動にともなう銀行間為替取引の増大をもたらすことへの予測をまったく欠いていたことを示しているといわざるをえない。こうした点についての彼の考えはきわめて楽観的であった。たとえば彼は次のようにいっている。

「変動為替相場は流動性問題を解消する。公

24) *Ibid.*, pp. 227-228, 同訳, 185-186 ページ。

的為替準備をもつ必要はない。個々の民間主体が必要な準備を提供するのであって、ちょうど自由市場で取引する商品のばあいと同様である。為替相場の変化が一時的でありそうに見えれば、外国為替の保有者は投機によってその動きを抑えるであろう。そうするのが有利なので、必ずそうするであろう。』²⁵⁾

「真の金本位制のもとでは不確実性は国内物価にかんしてあらわれる。……釘付相場のもとでは、不確実性は外国為替の入手可能性いかん、すなわち為替管理のあり方いかんにあらわれる。もし不確実性が避けられないとすれば、変動相場制のもとでの相場の不確実性は貿易業者にとってもっとも御しやすい。先物為替市場でヘッジすることにより、思わぬ損失を防ぎうるからである。』²⁶⁾

はじめの一節では為替投機による国際的短期資本移動が為替相場にたいして安定的に作用すること、あとの一節では貿易業者などのヘッジ操作が変動相場の不確実性を容易に取り除きうることを主張しているのである。ヘッジ取引が個別企業にとって変動相場にともなう為替リスクを除去するのに効果のあったことは、その後の経過からみても事実である。変動相場はたしかに固定相場制の信奉者が危惧したような世界貿易の縮小・停滞をもたらさなかった。しかしこうした民間レベルでの個別企業の為替取引が銀行間市場に及ぶところの為替取引高の急増をひきおこし、ユーロダラーを含めてのドル過剰を激化させていったことも事実である。そして過剰ドル供給を原料とする為替投機が短期資本移動をしばしば激発させ、經常収支と国際収支との対応関係を大きく損なわせるようにな

るのである。

以上のべたことから、フリードマンの「変動相場制」論が、国際収支を經常収支のレベルでとらえ、為替相場の変化が速やかに經常収支の調整を実現しうるものと考えていたことが明らかとなった（調整の説明は実際には貿易収支のレベルにとどまっている）。その時々々の為替相場にはそれに対応する經常収支の均衡点がありうると想定されている。国際的資本移動は短期資本移動も含めて均衡回復的に作用すると考えられていたのである。さらにつけ加えれば、彼にあっては、変動相場の輸出入価格にたいする作用は、関係二国に平等にあらわれるとされている。つまりドルが貿易取引のレベルで契約通貨として圧倒的地位をもっていることは考慮に入れられていないのである。フリードマンが変動相場によって「国際収支問題」と「流動性問題」が完全に解消されると主張したのは、かかる論理レベルとフレームワークによってにほかならなかったのである。

2. 1970年代の理論

1970年代実際に変動相場制を経験することによって「変動相場制」論はどのように変っていったか。これが以下の課題である。現実の変動相場がどのように推移し、それがどう認識されたかをみておかなければならない。1978年11月ボルカー (Paul Volcker) ニューヨーク連銀総裁 (現連邦準備制度議長) は、「現在の体制は、少なくとも1960年代、70年代はじめに熱狂的に喧伝された変動為替相場にかんする理論化とは似ても似つかないものである²⁷⁾」とのべて、為替相場の激変・不安定性、そして經常収支調整の緩慢さを強く指摘している。

25) *Ibid.*, p. 229, 同訳, 187 ページ。

26) *Ibid.*, p. 231, 同訳, 190-191 ページ。

27) P. Volcker, *op. cit.*, pp. 42-43.

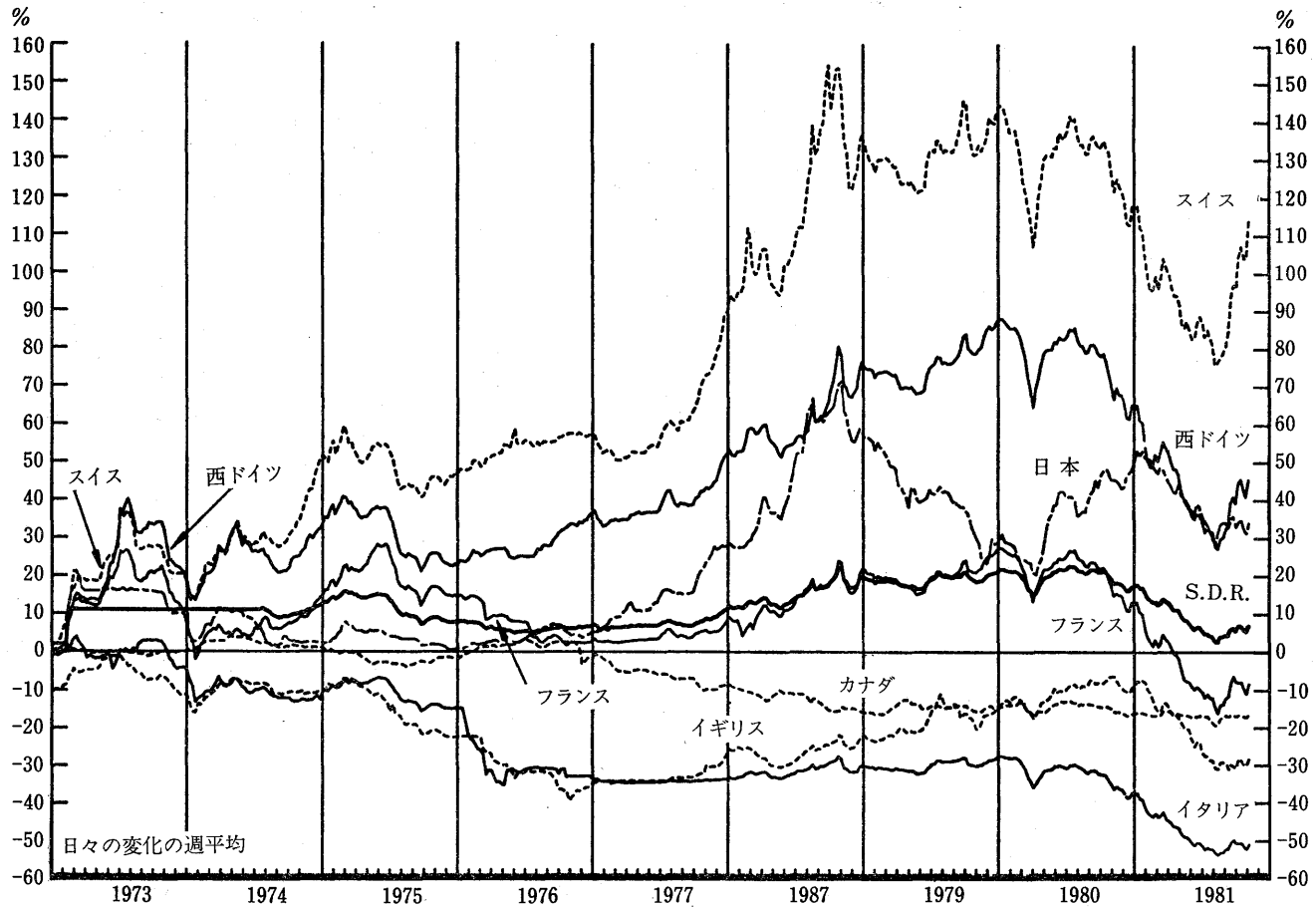


図1 ドルにたいする為替相場の変化 (1971年12月 スミソニアンレート基準)

【出所】 OECD, *Financial Market Trends*.

変動相場制と国際通貨ドル (I)

図2, 図3は, 主要国通貨の対ドル相場の日々の変化を, 図4は, それらを四半期ベースで示したものである。「スミソニアン体制」の崩壊した1973年3月から75年まで, 図1に示されているように, ドイツ・マルク, スイス・フランなどにはっきりみられるように各通貨の対ドル相場は循環的変動を描いている。この時期には短期の相場変動は, 続く76年以降にくらべるとかなり大きい。76年にはいとイタリア・リラ, フランス・フラン, ポンド, カナ

ダ・ドルの対ドル相場の急激な低落が生じているが, 76年から77年半ばまでは短期の相場変動は割合に小さくなっている。77年~78年には上記の通貨, とくにポンドの回復, ドルのドイツ・マルク, スイス・フラン, 円にたいするいちじるしい低落が生じている。このドルの低落の時期には短期の相場変動幅は再び大きくなって, 78年10月の頂点に到達している。「これらすべてのばあい, 為替相場の変化と主要国の通貨総量 (monetary aggregates) の増減

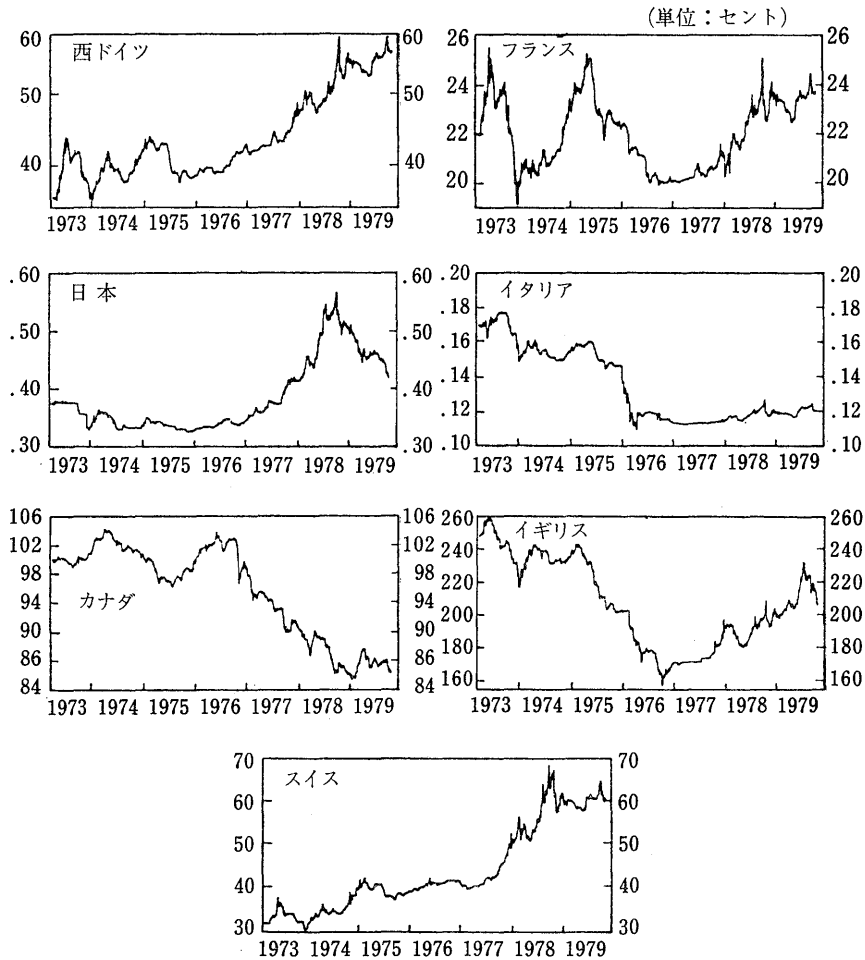


図2 為替相場の日々の変化 (ニューヨーク市場正午, 1973年4月~1979年11月)
 [出所] Jacques R. Artus and John H. Young, Fixed and Flexible Rates: A Renewal of the Debate, IMF, Staff Papers, Vol. 26, Dec. 1979, p. 673.

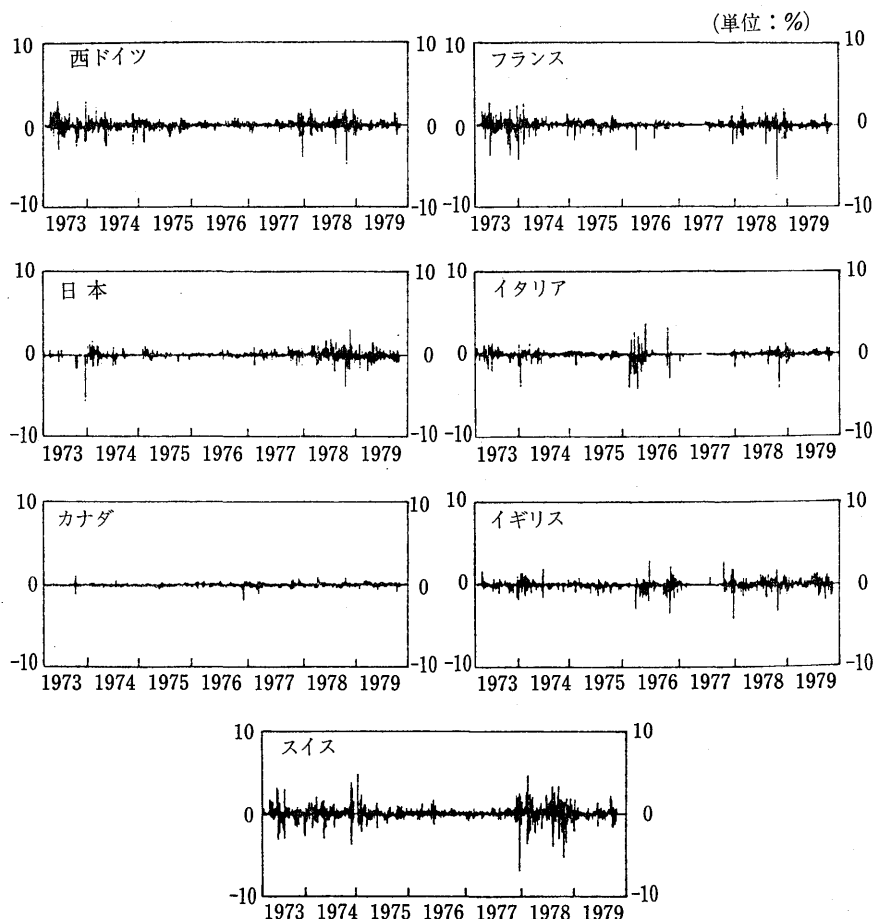


図3 為替相場日々の変化率

〔出所〕 *Ibid.*, p. 674.

運動および価格指標とのあいだには短期の並行関係はいつも欠けているようである。為替相場はある期間粘着的で、次には突然変化し、オーバーシュートし、最後にある程度はもとに戻ってくる——こうしたパターンは変動相場信奉者の予想していた漸進的調整とは相容れないものである。』²⁸⁾

28) Jacques R. Artus and John H. Young, Fixed and Flexible Exchange Rates: A Renewal of the Debate, IMF, *Staff Papers*, Vol. 26, Dec. 1979, pp., 675-676.

表6 マネー・サプライ、価格上昇率

	マネー・サプライ (M1) 年変化率 (%)				GNP デフレーター 年変化率 (%)			
	1975	1976	1977	1978	1975	1976	1977	1978
西ドイツ	14.1	10.2	8.3	13.8	6.7	3.3	3.6	3.5
日本	10.3	14.2	7.0	10.8	12.8	5.5	5.4	3.7
アメリカ	4.5	5.1	7.2	8.3	9.6	5.2	5.9	7.2

〔出所〕 Jacques R. Artus and John H. Young, Fixed and Flexible Rates: A Renewal of the Debate, IMF, *Staff Papers*, Vol. 26, Dec. 1979, p. 676, note 16.

変動相場制と国際通貨ドル (I)

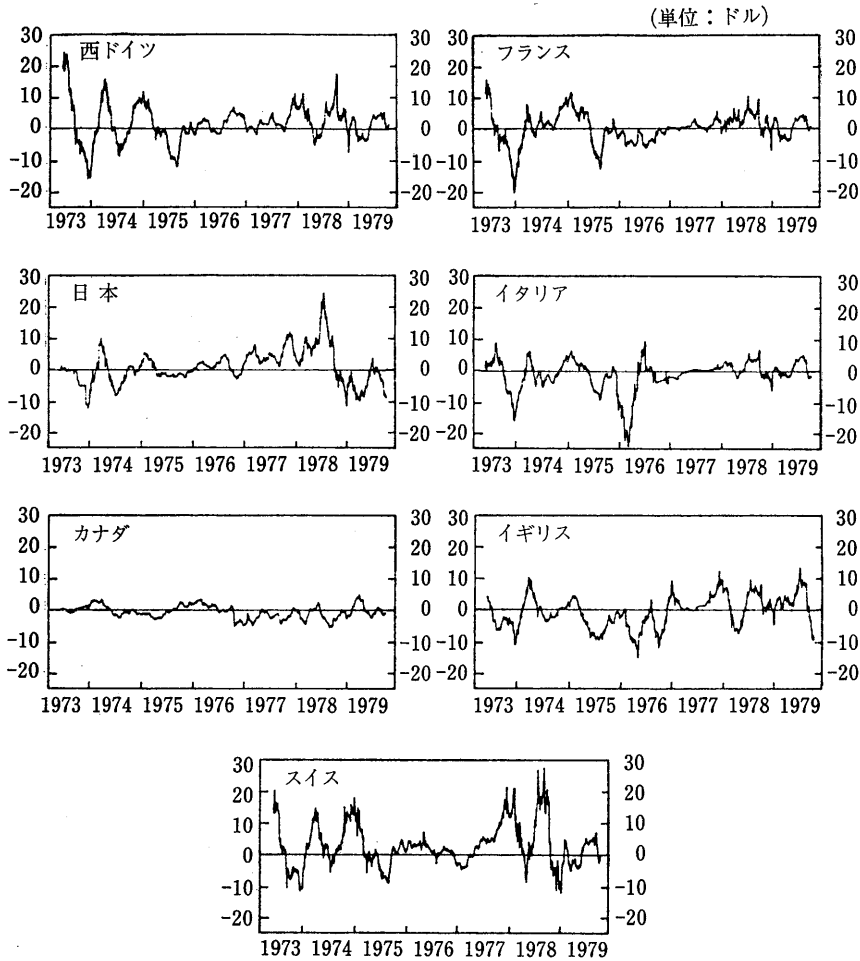


図 4 為替相場の四半期の変化

〔出所〕 *Ibid.*, p. 675.

さらにつけ加えておこう。1977年6月末から78年10月末までにドイツ・マルクの対ドル相場の上昇は26%、円のそれは34%であった²⁹⁾。この為替相場の上昇は関係国のマネー・サプライの変化率や物価上昇率とまったく対応していない。

では次にこうした為替相場の短期的変動・乱高下の現象が、為替相場の決定・変動論を大きく変えていったことを明らかにしなければならない。1978年アメリカ上院の公聴会で、ノードハウス (William D. Nordhaus) 大統領府経済諮問委員はこの点を次のようにのべている。

「1977年末と1978年初めに為替市場は無秩序の状態になったことは明らかである。その期間日々の相場の変動は極度に大きくそして不規則となり、市場の取引は細く、出し値・取り値

29) U. S. Senate, *The Decline of the Dollar, Hearings before the Subcommittee on Foreign Economic Policy of the Committee on Foreign Relations*, 95th Congress 2nd Session, 1978, p. 250.

の開きはいちじるしく大きくなっていた。／為替市場にみられる最近のこの種の急激な変動は諸『競売市場』——価格が活動的な公開の値づけによって決定されるような市場——に共通な特徴である。……／これらの純粋の競売市場では、価格が主要な緩衝装置なのであるが、その結果としてかなりの急激な価格変動が生じる。こうした諸条件は一般に食糧や原材料商品の市場、たとえば普通株のような多くの金融証券の市場、あるいは純粋な変動為替相場制が存在しているばあい〔の為替市場〕に広く行きわたっている。そのような急激な価格変動は現実世界の競売市場に固有の特徴である——そうした市場では天候、好みの変化、発明、政治的動乱、インフレーション、景気後退、ブーム、等々によって絶え間なしに予測していない事態が起ってくる。政府は、直接的介入によってか、間接的方法によって、価格変動をなだらかにしたり、乱高下を抑制したりすることは可能である。しかし広い市場で——U. S. ドルの市場のような——価格が変動するのを未然に阻止しようとすることは、大潮をおし留めるために砂の城を築くようなものでしかない。』³⁰⁾

ここでは、1977～78年の為替市場の激動を背景に、為替市場が穀物や原材料の市場などと同様に、いろいろな経済的・政治的出来事によって価格変動が生じることが強調されているのである。外国為替は期待、不確実性によって価格が変動するもっとも投機的な大量「商品」だというのである。ノードハウスは、ドルの日々の相場変動は変動相場に移ってすぐの73年春には0.15%であったものが、78年1月には0.6%にも達していることをつけ加えている。貿易収支や経常収支による水準から大きく乖離

した為替相場変動、そして乱高下をもたらしているのは、アメリカと他の諸国とのあいだで展開している短期貨幣資本の運動である。すでに指摘してきたところである。ここでは資本移動は不安定要因・均衡破壊的要因としてとらえられていることに注意されたい。この段階にいたると為替相場の変動・決定理論は新たな展開をみせるにいたる。いわゆるアセット・マーケット (asset market) アプローチである。

「第一に、よく知られているように、資産の市場価値はいっさいの将来のキャッシュ・フローの予測を割り引くことによって計算できる。同様に、今日の直物為替相場は、基礎的変数のいっさいの将来の予測価値を割り引くことによってあらわされることが示されてきた。5日後ないしは5年後におこる出来事のニュースがIBMの株価を決めるのと同様に、これらの出来事のニュース（たとえば将来のマネー・サプライ、インフレ率、工業生産、租税政策にかんする予測の修正）は、こんにちの直物為替の価格も決めるのである。／第二のよく知られた概念は、資産価格は資産のもたらす報酬によって決定される、ということである。標準的な資産選択の問題では、投資家は彼のもっている富 (W) を代替的諸投資手段のあいだに割り当てなければならない。投資家はそれぞれの資産にたいする自分の需要を計算するため、各資産にたいするリスクと報酬、また流動性とリスクにたいする自分の選択を考慮する。諸資産の価格はそれらの現存の供給がすすんで保有されるように決定される。資産のメニューが拡張されて外国資産と外国通貨（国内の同種のものに加えて）が含まれるばあいには、外国通貨の価格は、特殊の資産——それにたいする需要が外国通貨建の資産にたいする需要に依存するところ

30) *Ibid.*

の——の価格と見なしうようになる。標準的な資産選択モデルにおけると同様に、外国通貨資産の相対的な報酬とリスクの変化は、それらの価格と為替相場を決めるのである。」³¹⁾

以上の理論展開の舞台は、本来の国際的商品取引—国際決済のレベルを遠く離れた、国際金融市場—証券市場を含むところの——にはかならない。為替相場の決定・変動が、この金融市場レベルの金融資産保有の選択が自国通貨建資産と他国通貨建資産とのあいだで展開されることに依存するというのである。この理論は、さきにふれたフリードマン、したがってマネタリストの国際収支・為替相場の理論とは展開の次元を異にしている。それは、古典的な「スピーシー・フロー・メカニズム」を下敷きにして為替相場を国々のあいだの商品サービスの移動を——經常収支レベルでとらえた国際収支を——均衡させる機構としてとらえるものであった。そして資本移動に言及されることがあっても、その位置づけは国際収支の一時的ギャップを埋め、均衡回復的に作用するというものであった。展開の論理レベルの相違に注目されたい。マネタリストが単純な数量説的叙述のなかに圧縮し、その独自の位置づけを見落してしまつた資金=貸付可能な貨幣資本と金融資産としての投資手段とのあいだの関係の問題がアセット・マーケット・アプローチでは蘇生させられているというべきであろう。

この為替相場を金融資産の価格としてとらえる理論では、為替相場と購買力平価、国際収支の均衡とのあいだにはズレが存在することが認められざるをえなくなる。經常収支ないしは貿易収支の変化が為替相場に作用するのは金融市

場を経由する間接的な「富」効果によることになる。上掲の引用文に続く一節で次のようにいわれている。「そしてさらに、外国の子会社の利潤や貿易収支の剰余から生じる富の変化は、のちに外国資産の需要と供給に影響をあたえるであろう。実物セクターが外国為替相場に影響をあたえるのは、一部はこの経路、すなわち經常収支を経由する富の蓄積を通じてである…。」³²⁾ さきのフリードマンのばあいとは逆転して変動相場制下の為替相場決定が金融市場のうちに据え込まれていることを読みとることができるであろう。

こうした理論状況のもとでは、為替相場変動と經常収支ないし貿易収支の調整を国内物価変動と為替相場の変動を介して結びつける直接的リンクは崩壊している。上掲の表現にしたがえば、実物セクターと外国為替相場との作用関連の問題である。国内物価と為替相場のあいだの関係についての実証分析においても為替相場→国内物価という作用リンクは認められるが、その逆では因果関係の検出はきわめて困難であった。この間隙をアセット・マーケット・アプローチが埋めたのである。そこでたとえばケネン=クレア (Peter B. Kennen and Clare Pack) は次のようにいう。

「……われわれは、価格水準が為替相場に及ぼす影響よりむしろ為替相場が価格水準に及ぼす影響を強調するつもりである。……第1の理由は理論的なものである。もし為替相場が資産市場で決定されるものであれば——こんにちわれわれはその見解を採用している——、だれも価格変化から為替相場変化にいたる強力な因果系列の存在を予想しえないであろう。為替相場の決定は短期的には各種の資産の収益率にたい

31) Richard M. Levich, *Overshooting in the Foreign Exchange Market*, Group of Thirty, 1981, p. 3.

32) *Ibid.*, pp. 3-4.

する期待によって決定される。』³³⁾

これまで辿ってきたのは、フリードマン流の変動相場下の為替相場=価格水準は購買力平価に一致し、経常収支レベルでとらえた国際収支の均衡を可能にするという主張が崩されていく過程であったといつてよい。アセット・マーケット・アプローチは、これらのあいだの食違いの現実認識にたつて、為替相場の決定論をすでに国内金融市場で展開されていた資産選択論に移しかえたものであった。そこで伝統的に国際収支調整論として展開されてきている「変動相場制」論は、決定された為替相場を前提に実物セクターを含めた国際収支調整——とくに国内物価・所得変動を介した——のプロセスを追求していくことになる。上掲のケネン=クレアの言葉はその方法と出発点を示したものであった。

しかし筆者は、以下の課題を、為替相場の決定・変動論を資産選択のレベルに移した、変動

33) Peter B. Kennen and Clare Pack, *Exchange Rates, Domestic Prices, and the Adjustment Process*, Group of Thirty, 1980, pp. 5-6.

相場制下の資本移動に求めることにしたい。金融市場を舞台にした資産選択論の展開の舞台装置は、国内市場のばあいは国債の大量発行・累積、それを支えるための中央銀行の市場介入=買オペを中心とする信用・銀行制度にたいする現金通貨供給にほかならなかった。管理通貨制下における過剰資金体制である。1960年代「ニュー・エコノミックス」下のアメリカがまさしくそれであった。ドルが国際通貨の各レベルで基軸通貨であるという現状のもとでは、上記の国内管理通貨制の運用とも関連して、ドル供給過剰・累積が、資産選択による為替相場決定・変動論の舞台装置を形づくっているのである。国際的資本移動はこれから原料をえて展開されていく。しかしこのばあいには、まず変動相場制下の個別資本の為替操作とのかかわりで国際金融市場としてのドル市場——国内金融市場およびユーロダラー市場——にたいするドル需要がどのようにして展開していくかが明らかにされなければならない。そしてこの点の分析は、変動相場制下の国際的資本移動の性格規定をも可能ならしめるはずである。

(未完)