

# 金融のグローバル化と国際通貨制度

村 本 孜

## 1 はじめに

金融の国際化が進み、金融市場が国際的に統合されることを、金融のグローバル化という。たとえば、民間金融機関の対外債権・債務にしろ邦銀のシェアは、約30%で世界のトップになった。日本企業の資金調達も国内よりも海外の方が資本市場については多いし、主要な銀行の総資産にしろ在留資産は三割ちかくになり、金融機関の海外進出件数は700を越え、円建て輸出は36%、日本での国際債の起債は20%といった具合に、データでみるかぎり、グローバル化は進んでいる。金融取引24時間体制もとられている。国際金融市場への進出は、収益機会の多様化であるとともに、リスクの分散化にもなり、国際社会での責任の分担にもなる。

しかし、金融のグローバル化は、金融の空洞化を起こすかもしれない。海外部門が伸びることは、海外での調達・運用が国内よりも有利・安全・容易だからであるが、何よりも日本の巨大な間接投資を吸収できる市場はニューヨーク市場であることが、その理由である。無論、為替リスクなどは不可避である。しかし、このように国内で資金調達・運用しないことは、国内金融市場が閑散となるという金融の空洞化を招く可能性がある。この空洞化を防ごうとすれば、オフショア市場を育成することと、金融のディレギュレーション位しか、方策はない。海外での有利さを国内につくこと、そして各国との協調の下で、制度・規制を標準化していくことが必要になる。

金融政策についても問題が生ずる。中央銀行は、情報の優位性の下、制度・

規制についての権限を、政策遂行の拠り処にしてきた。金融のグローバル化が制度・規制の標準化を促すので、中央銀行は拠り処を失ってしまう可能性がある。金融政策の独自性がなくなり、各国中央銀行との政策協調しかやることがなくなる。すなわち、共同のセイフティ・ネットをつくるとか、金融機関のバランスシート規制の基準づくりとかである。通貨主権論も問題である。国家主権に付随する通貨主権とは何か、はたして、金融政策の独自性まで含むのだろうか、という議論がありうる。

このような問題を、解く手掛りを与えるのが、最適通貨圏の理論である。通貨圏と国家の単位は一致しないというのが、その趣旨であるが、基本的には通貨圏イコール一国家である。しかし、貿易や資本の取引が活発化した国同士が一つの通貨圏を構成した方がよいことあり、その例が、ECのEMSである。一つの通貨圏をつくる時の条件として、金融のグローバル化をあげることもある。本論は、金融的統合を通貨圏形成の条件として考察したイングラムの所説を中心に、通貨圏理論と金融のグローバル化の関連を考察する。

## 2 最適通貨圏理論

### 〔1〕最適通貨圏理論の必要性

金融グローバル化を国際通貨問題のコンテクストで考えると、為替レート・レジームとして考察すべき点はいくつかある。ウィルフォード＝ゼッチャーにしたがって、整理すると、以下の諸点が挙げられよう<sup>1)</sup>。

- 1) 実物的ショックと貨幣的ショックのいずれが強いか。
- 2) 擾乱の源泉は対外要因か、国内要因か。
- 3) 国家のサイズ。
- 4) 経済の開放度の程度。
- 5) 金融政策の制約度（独立対制約、貨幣成長ルール対為替レートルール）。
- 6) 金融的發展度。
- 7) 為替レート安定か、物価の安定か。
- 8) 固定レート制の安定性対フロート制の安定性。

この整理でもわかるように、為替レート・レジームの考察には、国家のサイズとか、経済の開放度といった最適通貨圏理論の問題が必要になることが明らかである。

それでは、最適通貨圏理論とはいかなるものであろうか。1960年代初頭には為替レート制度として、固定レート制がよいか、フロート制が望ましいか、の議論が盛んに行われたが、その中で、対外均衡の調整方式としてフロート制が望ましいとしても、国家という政治上の単位と為替制度という通貨圏が同じである必然性はなく、単一通貨が使用されるべき地域が国家に一致するとは限らない。通貨、金融市場、財政政策、労働市場などが統合されて、統合された域内諸国間の資金・生産要素の移動性によって相互の不均衡が調整されれば、このような地域統合は各国がフロート制を採用することよりも望ましい、という主張がフロート制の是非論の間隙を突く形で、マンデルなどによって展開された<sup>2)</sup>。マンデルの「最適通貨圏は世界全体ではない」<sup>3)</sup>という主張はそれをよく示している。すなわち、フロート制の理論的問題は、フロート制自体の有効性について、通貨圏への分割について、とに区別されることになる。

マンデルは「伸縮為替相場制度が共通通貨または固定為替相場によって結ばれた複数の国民通貨よりも好ましいとは必ずしもいえない」<sup>4)</sup>とし、「こんにちもし伸縮為替相場賛成論が強力であるとすれば、それは論理的には地域通貨に基礎をおく伸縮為替相場賛成論であって、国民通貨に基礎をおく賛成論ではない。最適通貨圏は地域である」<sup>5)</sup>と主張したのである。

先に述べたように、マンデルによれば、フロート制は論理的に二つの問題に分けることができ、一つは「伸縮為替相場制度は現代の世界経済において有効かつ効率的に働くことができるかどうか」<sup>6)</sup>であり、もう一つは「世界をいくつかの通貨圏に分ける仕方にかかわる」<sup>7)</sup>問題である。そして、「安定化のための伸縮為替相場論は、地域的通貨圏に基礎をおいているときにだけ正しい」<sup>8)</sup>と考えられる。つまり、フロート制が固定レート制よりも望ましいとしても、通貨、金融市場、財政政策、労働市場などが統合されて、統合された域内諸国間の資金・生産要素の移動性によって相互の不均衡が調整されれば、このような地

域統合は各国がフロート制を採ることよりも望ましいのである<sup>9)</sup>。

したがって、この限りではフロート制はセカンド・ベストであり、資金・生産要素の移動性が欠如してその調整メカニズムの作用しないときにフロート制が存在理由をもつこととなる。このようなマンデル流の最適通貨圏理論に立脚する限り、EMS はフロート制の中で十分その意義をもっており、EC という通貨圏の存在があつてこそ、フロート制が円滑に機能する前提を構成しているのである。この意味では、EMS というリージョナリズムの所産が、フロート制の発展ないしフロート制の前提・補完という点においてグローバリズムと矛盾せず、かえって積極的に資するものと考えることができる。

## [2] 最適通貨圏のモデル

最適通貨圏を分析する上で、簡単なモデルを使ってその意義を検討したい<sup>10)</sup>。いま、 $N$  国  $N$  通貨で構成される、域内固定・域外変動レート of 通貨圏を考察する。通貨圏の仕組を示す関数として、次のものを与える。

$$M_{zj} = \sum e_{ij} M_i$$

$$e_{ij} = f(M_i, M_j, k_i)$$

$$(i=2, \dots, n)$$

記号は以下の通りである。 $M$  は通貨量、 $e$  は為替レート、 $k$  は金利などを表す代理変数、 $z$  は通貨圏を示す。 $j$  国通貨をニューメレールとすると、 $M_{zj}$  は  $j$  国通貨表示の通貨圏の通貨量を示す。 $e_{ij}$  は  $i$  国と  $j$  国との為替レートで、 $N$  通貨存在するので、 $(N-1)$  個の為替レートが存在し、基本的には通貨量で決定されるものとする。 $M_i$  は  $i$  通貨の量を表す。ここで、 $k=0$  ならば、長期のケースで、PPP が成立するものとし、 $k \neq 0$  ならば、短期のケースを示すものとする。

モデルの方程式は  $N$  本で、変数は  $2N$  個である。すなわち、各国通貨が  $N$  と通貨圏全体の通貨量  $M_z$ 、そして為替レート  $(N-1)$  である。

ここで、いくつかのケースに分けて考察する。

### 1) 通貨圏の域内がフロート制をとるケース

各国通貨当局は対外収支についての政策割当が必要なく、独立に  $M$  を決定

することができることになるので、 $2N$  個の変数のうち  $N$  個が外生的に決定され、 $M_z$  と  $(N-1)$  個の為替レートを合せた  $N$  個の変数が内生化する、 $N$  本の方程式で与えられる。

## 2) 固定制のケース

通貨圏内の為替レートは固定されるから外生変数となるので、もう一つの変数が外生変数とならなければ、 $N$  本の方程式では過剰決定になってしまう。したがって、 $M_z$  あるいはいずれか一つの国民通貨量が  $N$  番目の外生変数として決定されることが必要になる。

〔解 (a)〕 一国民通貨 ( $N$  番目通貨) が「キーカレンシー」となる。いわゆるドル本位の場合であるが、為替安定義務について他の中央銀行は  $N$  番目通貨で介入する一方、 $N$  番目通貨国の中央銀行には介入義務がない、というよく知られた非対称性が存在することになる。

〔解 (b)〕  $M_z$  が選択されることになり、これが金融的協力による制度 (政策協調) となる。 $M_z$  自体は直接に観察できる変数ではなく、あらゆる  $M_i$  を合計して求められる。したがって、 $M_z$  自体を管理する制度そのものは存在しない。そこで、各国が独立に通貨量を決定すれば、体系は過剰決定になるので、つねに一つの国民通貨は他の通貨量に調整されることが必要になり、平価調整か貨幣政策の変更が恒常化する。これは、「通貨危機」と同じ状況であり、望ましくない。

つまり、 $M_z$  の選択というのは、政策協調の制度なのである。相互の協定によって、各国の貨幣当局がその通貨量 (ないし通貨増加率) を決定し、その合計が  $M_z$  という目標に等しくなる体制が、これである (monetary cooperation という)。

このほかに、 $(N+1)$  番目の通貨を考えることも可能である。たとえば、金本位制であるが、金平価は  $N$  であるが、固定レートである。金表示の各国通貨量も  $N$  で、 $M_z$  はこれに応じて決るので内生化されるので、未知数と方程式と整合的であり、この体系は完結する。したがって、 $(N+1)$  番目の国際通貨による制度も可能である。

## 〔3〕 最適通貨圏の規準

最適通貨圏の議論は、エリアを構成する際の規準をいかなるものにするか、という規準ないし条件をめぐって展開されてきた。これについては、すでに論じたことがあるので<sup>11)</sup>再述しないが、その規準だけを示せば、

- ① 要素移動性 (マンデル)
- ② 経済の開放度 (マッキノン)
- ③ 輸出の多様性 (ケネン)
- ④ 金融的統合 (イングラム, シトフスキー)
- ⑤ インフレ率の類似性 (フレミング, マニフィコ, ドグロウ)
- ⑥ 経済政策の統合 (ハーバーラー, タワー=ウィレット)

などである。この規準については、ホールウッド=マクドナルドも近著で同様な整理を行っている<sup>12)</sup>。

しかし、たとえばマンデル、マッキノン、ケネンなどの所説に対しては、プレスリー=デニスなどの批判があり<sup>13)</sup>、最適通貨圏の規準として何が最適かは明らかではない。

最適性の規準については種々の議論があるが、いずれにせよフロート制がセカンド・ベストであること、つまり経済統合が達成され、統合された域内諸国の不均衡が生産要素・資金の移動性によって調整されるならば各国がフロート制を採るよりも通貨統合、通貨圏の形成が望ましいのである。

このような、最適性の規準を中心とする最適通貨圏理論が有益だとしつつも、そのような「伝統的アプローチ」では問題を包括的に捉えられず、共通通貨のプラスの便益を評価しえないとして、共通通貨のもつ費用便益に注目する分析を行なったのが、イシャマである<sup>14)</sup>。また、同じ趣旨に立って、共通通貨のメリットを論じたものにマンデルの分析がある<sup>15)</sup>。「伝統的アプローチ」による最適性の規準に拘泥して通貨圏の成立を議論するよりも、通貨圏を形成する——共通通貨を有し、固定レート制をとる——ことのメリット、ディメリットを検討することが重要であると思われる。

イシャマは、通貨圏のメリットとして以下の諸点を挙げている。

- ① 共通通貨は、③交換手段として機能することにより、フロート制の下における通貨交換および先物カバーの費用を不必要とし、⑥価値貯蔵手段として機能することにより、為替レート変動がもたらす価格変動が生じないので、広範な商品選択を可能にし、その結果、効率的な資源配分と経済統合に寄与する。
  - ② 投機的資本移動が完全に除去され、政策当局の経済政策運営上のフラストレーションを解消する。とくに、小国にとって為替投機を防止する効果大きい。
  - ③ 対外準備を節約する効果があり、究極的には域内取引に対外準備が不要となることは無論のこと、域外取引に対しても通貨圏内の国々が相殺取引を行えば対外準備は節約される。
  - ④ 固定レート制が採られるので、そのメリットを大いに享受することとなり、対外準備のプール化、費用が小さくて済む支払メカニズム、資源配分と貨幣保有の効率化がもたらされる。
  - ⑤ 潜在的メリットとして、財政統合が促進される。  
これに対して、ディメリットとして、
  - ① 各国当局の貨幣政策の自主性が喪失され、各国内に経済的格差がある限り、当局にとっては危惧と危険をもたらす、
  - ② 財政政策の自由が弱められる、
  - ③ インフレと失業とのトレード・オフ関係が悪化してしまう、
  - ④ 地域経済が悪化する。カルドアの言う Verdoorn Law が作用し、高成長地域は単位当たり労働費用が低いため、資本を誘引し、低成長地域に失業をもたらしてしまう、
- を挙げている。

また、マンデルも通貨統合のメリットとして、イシヤマの指摘した③、つまり対外準備の節約を第1とし、金融的管理費用の減少、危険のプール化、金融仲介による危険縮小、情報の節約、共通通貨のもたらすイノベーションを挙げている。さらに、彼の「ヨーロッパ通貨プラン」構想の中では、対外準備の節

約、ドル拡張の予防、ヨーロッパ通貨供給管理の増大、ヨーロッパに対するシニョレージの回復、アメリカの国際収支是正に対する新手段の提供、というメリットを挙げ、ECにとって共通通貨がヨーロッパ統合の強力なステップとなることを論じた。

### 3 金融的統合

最適通貨圏を構成する規準についてイングラムのいう金融的統合がある。彼は、必ずしも通貨圏形成の規準として金融的統合を論じたわけではないのだが、ケネンの所論へのコメントなどを通じて最適性の規準として金融的統合 financial integration の重要性を明らかにした<sup>16)</sup>。このことは、シトフスキーによっても論じられている<sup>17)</sup>。もし、金融的統合の進んだエリアが通貨圏を形成することが望ましいならば、国際的な金融統合ないし金融市場の国際的統合の場合にも当てはまる可能性があり、イングラムの理論が金融のグローバリゼーションを解明する手掛りになりうるであろう。そこで、まずイングラムの金融的統合の理論を検討しておこう<sup>18)</sup>。

イングラムは、一国内の地域間の収支調整が国際間に比べて円滑に機能するのは、金融市場の統合があるからである、ことを解明し、国際間の収支の不均衡の調整はこの金融的統合が進んでいないことによることを示した。

いま、一国内の一地域を固定為替レートが成立し、貨幣供給は外生的で、貿易政策の独立性はなく、諸価格と生産量は外生的に与えられ（価格の地域間格差なし）、短期の労働移動性はない、という状況を考察する。この場合一国内の地域間の収支不均衡は、各地域の金融機関が全国的に取り引きされる金融資産を大量に保有し、その資産の売買により調整される。あるいは、全国的金融市場で資金調達が可能であれば、収支不均衡はその資金で調整される。国際間で発生するいわゆるトランスファー問題 transfer problem は発生しない。

アメリカでは、「一般化された証券」generalized financial claims の比率が、第一次大戦を境に上昇し、「地域的証券」local claims は金融市場の統合により、相対的に後退した。地域間の金利差を生じないように短期資金が移動する



ようになったからである。これによって、地域間の収支不均衡は容易に調整されるようになった。

この一国内の地域間収支調整を、国家間にあてはめるとどうなるだろうか。

- ① もし、証券の迅速な売買を可能にする統合された資本市場が成立し、広範な証券の投資規準が確立され、ディーラーと発行企業・業者の倫理規準が確立されること。
- ② 各種金融機関の保有資産の適格性についてのルールの確立と一国市場の拡大、地域ないし一国の証券 localized (national) claims を一般化された証券(国際的に受領される証券) generalized (internationally acceptable) claims に転換できること。
- ③ 資本移動に係わる規制を徹廃すること。

この条件が成立するならば、金融的統合の進んだ地域は一つの通貨圏を形成すると考えられる。

さらに、別の論文(イングラム(1969))では<sup>19)</sup>、通貨圏の規準を考えると、要素移動性や生産物の同質性といった実物的要因の検討では不十分で、資本移動や純投資ゼロ、富の蓄積や富の保有形態を無視した実物モデルから有用な結論は得られない、とした。通貨圏は、政府の政策ポジションおよび政府間協定の強さ、国民の協力、金融制度の特性に成否がかかっている、と考えたのである。

#### 4 クーパーの単一通貨体制構想

リチャード・クーパーは、21世紀のあるべき国際通貨体制を展望し、日米欧による単一通貨と共通金融政策の採用を提案した。すなわち、グローバル化を前提とした開かれた貿易・金融制度の維持のためには、「確実な固定レート制度」(credibly fixed exchange rate)が必要で、そのために単一の通貨機関(global Bank of Issue)の設立(各国の通貨主権のプール)と各国の政策調整や、SDRの民間使用への拡大などの必要性を論じた。これは、通貨圏理論的な考察に基づくものであるといえ、本論の主題からして興味深いものがある。

## 〔1〕 単一通貨構想—世界発券銀行—

クーバーによれば、現在のフロート制は為替レートの不安定性 *volatility* と国内政策目標のために操作 *manipulate* されるという弱点をもつので、これを修正する議論を展開した上で、当面実現不可能な国際通貨制度の提唱もさることながら、4半世紀後つまり21世紀を展望したときのあるべき国際通貨体制は、次のようにラディカルなものであるという。世界経済は、人口増を受け、生産が拡大し、実質所得は現在の50%増になっているものと考えられるが、より大きな問題は世界がエレクトロニクス化されることである。巨大かつ広範な金融取引が同時的に世界規模で発生し、金融や財のリテール取引がエレクトロニクス化され、いわゆるホーム・オートメーションが実現する。情報伝播は迅速で、交通や通信のコストは著しく安くなり、生産の拠点は拡散する。このような開かれた貿易体制 (*open trading system*) には為替レートの恣意的な変動は好ましくなく、アジャスタブル・ベッグ制にも限界がある。

そこで、開かれた貿易・金融制度の維持に必要なのは、「確実な固定レート制度」である。もし共通の単一通貨によって国際取引が行われるならば、すなわち為替レートがなくなるならば、為替レートは確実に固定されていることになる。単一通貨が可能なのは、単一の貨幣政策と単一の通貨発行機関の存在が不可欠であり、各国の協力の下に共通貨幣政策を決定する単一の超国家機関すなわち「世界発券銀行」(*global Bank of Issue*) が存在することが必要である。ただし、この機関は国際通貨制度の核になるものならば、必ずしも世界レベルでなく、いくつかの主要国の協調によるものでよい。この点で、一国内をいくつかの地域に分割しつつ、全体として一つの制度として統轄するアメリカの連邦準備制度は、国際的単一通貨機関のモデルとなるとしている。

この世界発券銀行の運営は、各国政府代表からなる理事会にその権限があり、投票権は各国の GNP シェアによって決定され、5年置きに見直される。この銀行の機能はマクロ経済の安定と金融危機の回避・緩和で、あたかも一国の中央銀行的に「最後の貸手」*lender of last resort* として機能することである。

この銀行は各国の投票権シェアにしたがって、各国の国債の公開市場操作によ

って単一国際通貨を供給し、再割引操作も行う。シニョレッジ権はこの公開市場操作の対象となった国債シェアに応じて自動的に各国政府に帰属する。金利収入は利益になるが、これも投票権シェアに応じて分配される。この銀行は、各国の中央銀行を拘束しないが、ガイドラインや最後の貸手として機能するときにはサーベイランスを出す。この銀行の発行する単一国際通貨は、ドルでも構わないが、政治的に受入れられないときは、統合単位がよい。ポイントは貨幣のコントロールがこの銀行の管轄下にあることにある。

この制度の下で、各国政府はその貨幣政策を超国家期間に委譲する恰好をとるが、各国のマクロ経済運営の主導権を放棄するわけではなく、財政政策による運営は可能である。財政赤字の貨幣的ファイナンスは、世界発券銀行の公開市場操作との関連で、自国あて国債オペが配分されるので、自由度はない。とくに、債務残高を軽減するような、インフレ的ファイナンスはできない。したがって、財政赤字のファイナンスは資本市場で行われることになるが、あらゆる証券が単一通貨で表示されるので、各国間の資本移動は旺盛であり、ファイナンスにそれほどの困難はない。また、財政・税制手段により、国際的な企業誘致等が可能で、不況地域の活性化が可能となるが、各国間の競争が激しいときは規制も必要となる。この体制の下では、自由貿易が望ましく、協調体制がよいが、関税による地域の投資・雇用の活性化もありうる。

この制度の下の国際収支調整は、アメリカの地域間の収支調整のように自動的であり、きわめて容易となる。また、各国の財政収支は単一共通通貨で示され、その借入も共通通貨で示されるので、金融市場は金利を通じてかなり統合される。

## 〔2〕 当面の方策

この単一通貨構想は、各国の通貨主権のプーリングでもあり、当面政治的に受入れられそうになく、実現は困難である。しかし、各国の国内貨幣政策遂行の上で、為替レートにより大きなウェイトを置けば、事実上似たような効果が期待でき、現在でもペッグ制を採る多くの国については、その状況にあるといえよう。したがって、問題はアメリカ、カナダ、イギリス、EMS 諸国、日本

である。貨幣政策がキー為替レート的大幅な変動を制限するように遂行されるならば、実質為替レートの変動は縮小されるが、この点でターゲット・ゾーン方式も同様な効果をもつ。EMS 自体はこの方式の変形である。しかし、為替レート管理についての国際的合意は実現しにくい。貨幣政策の全体のトーンについての合意も政治的には困難が伴い、早急な実現は難しい。

単一通貨の選択も、いずれかの国民通貨には反対が多く、可能性のあるのは ECU か SDR である。新しい世界発券銀行は、IMF そのものではないので、IMF の SDR の発行はできない。しかし、SDR を計算単位に用いて、SDR 表示の新通貨を発行することはできる。そして、SDR の利用を促進するには SDR 取引を民間に拡大すること、中央銀行貨幣として SDR を使用すること、などが必要である。

当面は、アメリカ、EC、日本間で合意し、為替レートの安定・共通の貨幣政策・SDR 使用の促進等が期待される。この三極が現在の通貨制度の核になっているからである。

このような、クーバーの所説はいわゆる世界中央銀行構想の流れを汲むもので、彼自身がラディカルな提案というほどには、それ自体珍しいものでも、とくに新しいものでもない。ケインズの一連の国際通貨構想やトリフィンの XIMF をみれば、その意味は明らかであろう。問題は世界中央銀行構想にあるのではなく、このようなタイプの制度が、金融のグローバル化の中で必要になるということなのである。つまり、金融のグローバル化にともなって、金融市場が統合されると、カネがモノを凌駕していくが、その際通貨の安定が世界経済の維持にとって必要になるということなのである。

とはいえ、クーバーがいうように、この単一通貨構想は余りにラディカルであり、近未来にその実現はなしえないであろう。しかし、25年後にはラディカルということではなく、このようなスキームや類似の機能をもつものは、国際貿易や金融取引に対して障壁を拡大して対処しようとする保護主義を防止する上で、不可欠なのである<sup>21)</sup>。

## 5 国際的政策協調

マクロ経済政策の国際的な協調が、1980年代以降問題になってきている。このような政策協調が問題となるのは、政策効果の国際的波及 policy interdependence が存在するからである。フロート制は隔離効果 insulation effect をもつものとされ、各国は独立にマクロ経済政策を遂行しうるわけだから、国際的政策協調は不必要であると、フロート制導入時には考えられた。しかし、フロート制の経験は隔離効果が不十分にしか発揮されないことを示した。アメリカの双子の赤字や貿易経済摩擦が世界経済の不安定要因になって、国際的政策協調が注目されている。とくに、1985年9月のG5合意（ないしプラザ合意）は為替レート政策の国際協調についての例で、協調体制への理論的検討を促している<sup>22)</sup>。

マクロ経済政策の国際協調については、議論がある。すなわち、個々の経済主体の最適化行動には、対外経済不均衡拡大の不効用が考慮されないという外部性の問題を生じさせ、これへの対処として政策当局は協調か、非協調かという解決策をもつ（「囚人のディレンマ」の問題）。この問題には、政策効果の国際的相互依存があるとき、ゲーム理論によるアプローチが有効とする浜田（1976）以降の分析があり<sup>23)</sup>、協調の利益が示された。しかし、マンデル流の政策割当論に依拠する協調反対論もある。自国の政策手段は外国の政策目標に対するよりも自国の政策目標に対する方が相対的に有効であるはずだから、各国は自国の政策手段を自国の政策目標に割当てるといふ、非協調的政策運営が最適であるというものである。さらに、マクロ経済政策運営は各国の国家主権に属するものであり、協調にはおよそ馴染まないとする。とくに、自国の経済政策が他国に及ぼす影響（いわゆる交差効果 cross effect）は、自国に対する影響に比べて小さいので、非協調政策運営の方が望ましい、と主張される。

しかし、個々の交差効果が小さくても、共通のインフレ・バイアスなどがあるときには、協調的政策運営が不可欠であることが、サックスなどによって示されている。サックスは、管理フロート制をめぐる議論には、三つの論点があ

るという<sup>24)</sup>。それは、為替市場の非効率性、国際的ゲームルールによる各国国内政策運営の自主性の制限、為替レートの安定性、である。二番目のものが、先の隔離効果に係わるもので、この国際的ゲームルールが存在しないとすると、二つの点が注目される。第一が囚人のディレンマの問題、つまり国際的ゲームルールがないと、政策が自国優先ないし自国本位になりがちなことである。たとえば、OECD 諸国が同時にインフレ的なショックに直面した時、各国がインフレ的ショックを回避しようとして、自国通貨を増価させようすると、世界全体は財政拡張を伴った過剰の金融引締めポリシー・ミックスに却って悩まされる可能性がある、ことである。第二に、政策当局がインフレ的政策を選択しがちで（インフレ・バイアスがある）、国家利益を優先する上で信任が薄いことである。すなわち、国際的ゲームルールは、このような問題点を回避しうるのである。

国際的ゲームルールが有効であるとしても、引締めのルールは受入れにくい。固定レート制であっても、政策運営上の囚人のディレンマはなくなるしないし、フロート制下では為替レートの不正操作が行われやすいことは、よく知られている。各国の政策がインフレ的に運営されるならば、そのときの国際的政策協調はインフレ・バイアスをさらに悪化させるであろう。この点で、国際的政策協調は一定の効果を有することは明らかである。

このような国際的政策協調の重要性を論じた上で、サックスはマッキンとのモデル<sup>25)</sup>を利用して、もしアメリカが3年にわたってGNPの1%の財政赤字削減を実施するとき、OECD 諸国の金融緩和が対応して実施されれば、成長には中立的で、ドルは3年間に14%減価し、経常収支をGDPの1.6%改善して、日本とそれ以外のOECD 諸国の短期名目金利を3%引下げるといふ、シミュレーション結果を示している。そして、政策協調の実が上がらないのは、日本と西ドイツの為替レート制度改革に対する情熱の欠如によるとしている。

さらに、為替レート管理の強力かつ長期的方策は、先の第三の論点である為替レートの安定性、そして国際通貨の重要性に帰着する。とくに、アメリカが世界最大の債務国になるに及んで、ドルの国際通貨としての信任は著しく弱ま

るであろう。したがって、日本・円やドイツ・マルクとドルとの間のレート  
の不安定性をできるかぎり、除去する努力がなされなければならない。そのため  
には、為替レートのターゲットについてのゲームルールの確立が必要であろう。  
すなわち、国際的政策協調は今後の国際通貨制度の鍵を握るのである。

サックスは、為替レート制度安定には、まずマクロ経済政策の国際的協調が  
不可欠としているが、為替レート管理の上での合意や国際通貨として何を使用  
するのかという合意も国際的政策協調の一環であると考えている。

## 6 結び

金融のグローバル化がもたらす影響について、為替レート制度・国際通貨制  
度に注目しつつ検討してきた。現象としてのグローバル化は、経済金融の国際  
化の進行した形態であり、経済発展の中ではありうべき一つの段階である。し  
かし、グローバル化が世界経済を一つの同質のものに転化することは、さまざ  
まなインパクトをもたらす。

グローバル化自体が、世界の制度・規制を同質化ないし標準化してしまう効  
果をもつ。一国経済にしてみれば、国内市場の制度・規制を国際水準から隔離  
しようとしても、より有利な市場が海外に存在すれば、資金調達・運用は海外  
にリークしてしまい、金融の空洞化が起こり、規制を残すことが人為的空洞化  
政策に繋がってしまう。資金移動に国境の壁がなくなって、金利は国際的に平  
準化され、各国中央銀行の独自の金利政策は意味を失うことになる。タック  
ス・ヘイブンへの企業流出を迎えるには法人税率を国際的に同一にするしか  
ないのと同じである。

したがって、金融のグローバル化は各国政策当局の国際協力を促進する効果  
をもつ。世界が一つの金融システムに統合されているので、ある所で起きたこ  
とが瞬く間に世界的に波及するので、各国中央銀行はこのようなシステムの内  
包するリスクを縮小する努力を協力して行わざるをえないのである。いわゆる  
国際的協調体制である。これを、国際通貨制度のコンテクストで捉えようとす  
ると、国際的政策協調の問題があり、一定の条件の下では有効性が確認される。

しかし、政策協調が常に確実であれば、より安定した国際通貨制度へ移行することは容易であろう。最適通貨圏理論が示すように、協調があれば通貨圏を構成する条件を満足するからである。さらに、金融グローバル化が、最適通貨圏を構成する規準である金融的統合を示すものであるので、通貨圏としての把握は重要である。そして、より安定した協調体制は国際通貨問題での合意であって、世界中央銀行的な構想に脚光が当たることになろう。この点で、クーパー流のグローバル化を前提とし、それを維持しようとするときのシステムとして単一通貨構想を論じていることは興味深い。これは、通貨圏理論の延長にあるからである。しかし、このようなシステムは通貨主権のプーリングでもあり、通貨主権に対する再検討を余儀なくするであろう。

本論は、金融のグローバル化がいかなる影響を制度的にもたらすかをサーベイするものであった。この点で、国際的政策協調についての理論的検討や定量的分析、単一通貨制度・世界中央銀行導入時の計量的分析などは今後の課題とした。

- 1) Connolly (1982) pp. xi—xiii.
- 2) Mundell (1961), McKinnon (1963) など.
- 3) Mundell (1968) p. 179 邦訳 212 ページ.
- 4) *Ibid.*, p. 180, 邦訳 213 ページ.
- 5) *Ibid.*, p. 181, 邦訳 214 ページ.
- 6) *Ibid.*, p. 184, 邦訳 218 ページ.
- 7) *Ibid.*, pp. 184—185, 邦訳 219 ページ.
- 8) *Ibid.*, pp. 184—185, 邦訳 219 ページ.
- 9) 小宮隆太郎 (1975) 241—242 ページ.
- 10) Salin (1982) pp. 175—198.
- 11) 村本 (1980, 1985).
- 12) Hallwood & MacDonald (1986) pp. 249—254.
- 13) Presley & Dennis (1976).
- 14) Ishiyama (1975).
- 15) Mundell (1973).
- 16) Ingram (1959, 1969).



- 17) Scitovsky (1967).
- 18) Ingram (1959) pp. 619—632.
- 19) Ingram (1969) pp. 95—100.
- 20) Cooper (1987) pp. 259—277.
- 21) *Ibid.*, p. 274.
- 22) Sachs (1986). 早川 (1987) など.
- 23) 浜田 (1976), Buitter & Marston (1984), Cooper (1986) など.
- 24) Sachs (1986) pp. 336—341.
- 25) McKibbin & Sachs (1986).

## 〔参考文献〕

- Buitter, W. and Marston, R., *International Economic Policy Coordination*, Cambridge Univ. Press. 1984.
- Connolly, M. B. (ed.), *The International Monetary System: Choices for the Future*, Praeger, 1982.
- Cooper, R., *Economic Policy in an Interdependent World*, MIT Press, 1986.
- , *The International Monetary System*, MIT Press, 1987.
- De Grauwe, P., "Conditions for Monetary Integration: A Geometric Interpretation," *Weltwirtschaftliches Archiv*, Band III Heft 4, 1975.
- Fleming, J. M., "On Exchange Rate Unification," *Economic Journal*, Vol. 81, Sep. 1971.
- Haberler, G., "The International Monetary System: Some Recent Developments and Discussions," in Halm (ed.), *Approches to Greater Flexibility of Exchange Rates*, Princeton Univ. Press, 1970.
- Hallwood, P. and MacDonald, R., *International Money: Theory, Evidence and Institutions*, Basil Blackwell, 1986.
- Hamada, K., "A Strategic Analysis of Monetary Interdependence," *Journal of Political Economy*, Vol. 84 No.4, Aug. 1976.
- Ingram, J. C., "State and Regional Payments Mechanism," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 73 No. 4, Nov. 1959.
- , "Comment: The Currency Area Problem," in Mundell, R. A. and Swoboda, A. K. (eds.), (1969).
- Ishiyama, Y., "The Theory of Optimum Currency Areas: A Survey," *IMF Staff Papers*, Vol. XXII No. 2, July 1975.
- Johnson, H. G. and Swoboda, A. K. (eds.), *The Economics of Common Curren-*

- cies*, George Allen & Unwin, 1973.
- Kenen, P., "The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View," in Mundell, R. A. and Swoboda, A. K. (1969).
- Magnifico, G., *European Monetary Unification*, Macmillan, 1973.
- McKibbin, W. and Sachs, J., "Coordination of Monetary and Fiscal Policies in OECD", *NBER Working Paper*, Jan. 1986.
- McKinnon, R. L., "Optimum Currency Areas," *American Economic Review*, Vol. 53 No. 4, Sep. 1963.
- Mundell, R. A. "A Theory of Optimum Currency Areas," *American Economic Review*, Vol. 51 No. 4, Sep. 1961.
- , *International Economics*, Macmillan, 1968. [渡辺太郎・箱木真澄・井川一宏訳『国際経済学』ダイヤモンド社, 1971年].
- , "Uncommon Arguments for Common Currencies," in Johnson, H. G. and Swoboda, A. K. (1973) a.
- , "A Plan for a European Currency," in Johnson, H. G. and Swoboda, A. K. (1973) b.
- , and Swoboda, A. K. (eds.), *Monetary Problems of the International Economy*, Univ. of Chicago Press, 1969.
- Presy, J. R. and Dennis, G. E. J., *Currency Areas: Theory and Practice*, Macmillan, 1976.
- Salin, P., "Lessons from the European Monetary System," in Connolly, (1982).
- Scitovsky, T., "The Theory of Balance of Payments Adjustment," *Journal of Political Economy*, Vol. 95 No. 4, Aug. 1967.
- Tower, E. and Willett, T. D., "The Concept of Optimum Currency Areas and the Choice Between Fixed and Flexible Exchange Rates," in Halm, G. N. (ed.), *Approaches to Greater Flexibility of Exchange Rates*, Princeton Univ. Press, 1970.
- 浜田宏一 『国際金融の政治経済学』創文社, 1982年.
- 早川英男 「国際的政策協調：その可能性と限界」『金融研究』第6巻第2号, 1987年7月.
- 小宮隆太郎 『国際経済学研究』岩波書店, 1975.
- 村本孜 「EMS と最適通貨圏」『ビジネス・レビュー』第28巻第1号, 1980年6月.
- 『現代国際通貨論』有斐閣, 1985.

(成城大学教授)