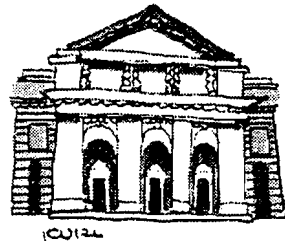


「複数基軸通貨金為替本位制」

を提唱する



小島

清

(国際基督教大学大学院教授)

一 課 題

今日、国際通貨制度の改革こそ、避けて通れない緊急な世界的課題となってきた。一九七三年から一五年を経過した現行のフロート(変動為替相場)制は、ことに一九八〇年代に入ってから、期待通りに何ひとつワークしていない。いな、徒らに為替レートの大幅かつ頻繁な乱高下を誘発するだけで、アメリカ經常収支の巨大赤字(一九八七年一、六〇〇億^{ドル})の改善は遅々として進まず、累増するドルのたれ流しが基軸通貨ドルへの世界の信頼を揺るがしている。世界諸国の貨幣当局の公的ドル保有だけでも五〇〇〇億^{ドル}を越えていよう。このほかに数千億

に達する民間の、流動性の高いドル資産(米財務省証券など)の保有がある。これらの一部でも、ドルへの信認喪失から、ドル売りに出るならば、ドル為替レートの暴落、株式市場の混乱、そしてドル基軸通貨制の崩壊は目に見えている。かかるハード・ランディングの危機が迫っている。

それ故に国際通貨制度の改革を急がねばならないのであるが、改革の問題点は二つある。第一は、為替レートの安定化を実現することである。今日、「目標相場圏」構想など、この問題に集中しているが、もつ一つ第二に、基軸通貨

の信認を損うことなく、世界の着実な経済発展を支えるのに必要な国際流動性を補給していく仕組みを備えることである。この二目標を達成できるものとしてここに「複数基軸通貨金為替本位制」を提唱したい。この新国際通貨制度は、フロート制へ移行する以前の旧I・M・F制度と基本的に同じであるが、ドルだけでなく円、マルクといった複数の国民通貨が金の裏づけをもつ基軸通貨となり、三通貨当局間の金決済を一定のルールに従って認めるといふものである。

円を国際通貨の一つにし、ドルにはかりかかっている国際流動性補給のバードン(負担)をシェアしたいという、日本の願望を達成することができるといふことは、言うまでもない。

二 固定為替レート制への復帰

フロートは貿易不均衡を是正しない

一九八〇年代に入ってからフロート制の成実は失望の一語につきる。国際収支調整と為替レートの関係はきわめて複雑なので、簡単な要約を許さないが、フロート制の二つの重大な欠陥が暴露されてきた。

(1) 為替レートの市場での変動によって、「国際収支」は常に均衡させられると期待していた。たしかに事後的な国際収支（つまり、經常収支＋資本収支という総合収支と、総合収支を穴埋めする金融勘定「大部分外貨準備」の変化との総計）は常に均衡に保たれた。フロート制の下ではこの事後的国際収支均衡化のため、つまり市場でのドル為替需給をクリアーするため、為替レートが日々しょっちゅう変動したのである。だが期待された均衡「国際収支」とはそういう事後的なものではない。問題は「国際収支」の本身である。

1・a 本来、為替レートの変動が、貿易収支ないし經常収支を均衡化させることが期待されていた。今日のアメリカ經常収支のような巨額の赤字を生んでもよいということではない。少くとも赤字を縮小する方向にドル安化が働いてくれることを期待していた。貿易赤字を是正

するには、後に述べる内外国の総需要調整の他に、外国品を割高に、国内品を割安にし、需要を外国品から国内品にスイッチ（転換）させる為替レートの低下（ドル安化）が不可欠であり、それが有効なはずである。ところが一九八五年九月のプラザ合意以降の経緯に見られるように、当時の一ドル＝二六〇円台から昨今（一九八八年一月）の二二〇円台にまで大幅なドル安化が起つたにもかかわらず、アメリカの巨額の貿易赤字は容易に減少をみせない——いくらかそのきざしは現れているといわれるが——のである。

かくて、為替レート低落が貿易赤字を縮小させない（逆に日本のごとき黒字国にとっては、為替レート上昇が貿易黒字を縮小させない）という、フロート制への失望と不信感が生まれてきた。一体なぜフロートが所期の成果をあげないのか、うまくワークしないのか。

その一つの理由として挙げられるのが、いわゆるJカーブ効果である。いま一ドル＝二〇〇円であったものが一八〇円に一〇％円高ドル安化したとしよう。日本の対米輸出のうち円建てのもの（その割合は少い）で、未払分（かりに一万円分）については、これまでアメリカは五〇ドル支払えばよかったものが今や五五・五ドル（10,000円÷180円）支払わなければならない

くなる。日本からみれば輸出ドル額が一％増えたことになる。これが円高化が、その初期効果では、輸出ドル額を減らすのでなく反って増加せると言われる所以である。

大部分を占めるドル建て輸出分はどうなるか。ドル安になつても、たとえば一〇〇％の輸出は、ドル建て契約であるから、依然一〇〇％であつて変らない。ここではドル安化の初期効果は、日本の輸出ドル額を不変に保ち減らさない。だが日本の輸出者の円での手取りは、以前の二万円（100万円×200円）から一万八、〇〇〇円（100万円×180円）に減少する。つまり損失をこうむる。損をしないで輸出を継続するためにはドル建て輸出価格を以前の一〇〇％から一一・一％（20,000円÷180円）に引上げねばならない。そうすると、アメリカの日本品需要が弾力的であるならば（たとえば価格弾力性が2であるならば）、一一％の価格騰貴のため、輸入数量はそれ以上の率（二二％）で減少し、結局日本の輸出ドル額が減少することになる（この例では111×（1-0.22）=0.8658、つまり約一三％の減）のである。

これが、円高ドル安化が日本の対米輸出ドル額を減少させるという長期的効果なのであるが、この所期の効果が生み出されるためには次の二条件が満たされねばならない。すなわち、
(a) 円高化につれドル建輸出価格を引上げなければ所期の効果は始動しないか、不十分にしか生じない。だがこの対応は個々の輸出企業のピ

へイピアとか戦略に依存し、確定的ではない。

ここにすぐ後に触れるような問題がある。

(b) アメリカの対日本品需要の価格弾力性が大きくなければならぬ。多くの消費財についてはそう言える。だがアメリカでの代替生産が無いか少ない特定半導体、工作機械などでは弾力性が小さく、アメリカの輸入数量は、たとえドル価格が上つても、減少しない。日本の対米機械輸出はそういうものが多い。

為替レート変動が、Jカーブの初期逆効果を経て、所期の正効果を生み出すまでには、相当な長期間(たとえば一・五年)を要すると言われる。それにしても、一九八五年九月以来既に三年余を経たし、その間かくも大幅な円高・ドル安化が進行したにもかかわらず、米・日の巨大貿易不均衡が是正されないのは、やはりフロートが役に立っていない証拠というのほかはない。いなフロート制であるが故に貿易不均衡は正が阻止されているのではないかという疑問さえ懐かれるのである。

この最後の疑問にとり組んでいるのがクルーグマンの新著 (Paul R. Krugman, Exchange Rate Instability, The MIT Press, 1989) である。その要点を先の条件(a)と関連させて言えば、次のとおりである。先の例で、一ドル＝二〇〇円から一八〇円へ円高化した時、日本の輸出企業は、円手取で計算すると損失を蒙るにもかかわらず、従来通りのドル価格で、従来通りの数量を輸出しつづけるであろう。これを「情

性的行動」と呼んでおこう。何となれば、この企業はアメリカ市場に参入し販路を広げるため巨額のサンク(埋没)コストを投入した。すなわち、アメリカ市場に向くような製品を開発し、マーケティングと販路のネットワークを作り、この市場向けの生産能力を創設(設備投資)している。販売量を増せば単位当りのサンク・コストは通減していく。この企業が円高化に直面したとする。いったん投下したサンク・コストは生産・販売をやめたからといって取戻せるものでないから、この企業はサンク・コスト分は計算外とし、可変費用分だけをカバーできるならば、市場にとどまろうとする。つまり情性的行動をとり続けるであろう。ことにドル安化の幅が小さいとか、しばらくすればドル高に戻る期待する場合には、情性的行動をとり続けるであろう。結局、サンク・コストが存在するために、日本の輸出は小幅な、サイクリカルな為替レート変動に対しては敏感に反応しないのである。

情性的行動をとり続ける為替レートの変動には一定の幅 (range) があるが、この変動幅は案外広いのである。それ故、輸出ドル建て価格を引上げて販売量を減らそうとはしないし、いわんやアメリカ市場から手を引こうとはしない。結局、為替レートがどう変わるか不確定であることが、情性的行動或はウエイト・アンド・シフト戦略を誘発させる。しかもこの情性的行動への誘因は為替レートの上下変動がより大幅にな

る (volatile) 程いっそう強くなる。より大幅な円高化は、より大幅な円安化が次に起ることを期待させるからである。それ故、為替レート変動がこれ程僅かな効果しかもたらえないのは、為替レートがこんな大幅に上下変動すること、一部分起因するのである。かくて一つの悪循環が生ずる。何らかの原因、たとえばアメリカの不安定な政策に触発されて、投機が動らき為替レートの上下変動が始発されると、貿易は為替レート変動に対し不感応化し、ために為替レートは勝手にいっそう大幅に乱高下することになる。

以上のようなサンクコスト・モデルに立脚してクルーグマンは、フロート制はワークしなくなつた、それ故固定レート制への復帰を推奨するとの結論に到達しているのである。

為替レートと資本移動

(1・b) 経常収支の赤字をカバーする程の資本の純流入(資本収支の受取超過)が生じて、総合収支が均衡すればよいという見解が有力になってきた。事実、情報通信網の発達と金融の自由化・国際化につれ、国際資本移動は巨大なものになってきた。そしてアメリカの経常赤字一、六〇〇億(一九八七年)の大部分は日本、西ドイツその他の経常黒字国からの投資(ドル資産の獲得)によつてカバーされた。それがアメリカの財政赤字を穴埋めするのに役立ってきた

た。だがこの国際資本移動はいくつかのジレンマ(矛盾)を生み出すに至った。

第一に、米国への純資本流入は為替レートをドル高の方向に向かわせる。これはアメリカの経常赤字を縮小するためにはドル安にもつていかなければならないことと矛盾する。事実、一九八〇年代の前半では、アメリカは金利を上げ、他国との金利差を生み出すことによって、外国投資の流入を誘引し、ドル・レートは上昇し、ために経常赤字は増加の一途をたどった。資本流入と経常赤字の平行的増大の悪循環と為替レート機能の無効化をもたらした。レーガン政権はこのような悪循環政策を、他のより重要な政策目標を達成するために、意識的に敢行したのでないか、とさえ疑わせるのである。

第二に、今日のアメリカのように対外債務が累積していくとその利払いだけでも大変な額になり、それだけ多く貿易赤字を改善し、できればそれだけ貿易黒字を生むようにしなければならなくなる。貿易収支改善のためにはいっそう大幅にドル・レートを低下させていかねばならない。たとえばアメリカの貿易赤字は一九八七年に一、六〇〇億ドルに達した。それが毎年二〇〇億ドル位減らされるとしても、累積債務は一九九〇年には八、〇〇〇億ドル、九二年には一兆ドルに達し、利払いだけでも年一、〇〇〇億ドル近い負担が増えるとの見通しが出されている。

第三に、資本流入を誘引するためにはアメリカの金利を引上げ、十分な程度の内外金利差を

設けねばならない。だが金利引上げには限度もあるし、金利差を保つよう外国の協調を要請しなければならぬ。さらに為替レート変動との関連がある。いま内外金利差が年三%のとき、何らかの理由、たとえば貿易赤字改善のため、三%以上ドル安に向うと期待されると、金利裁定説から理論的に見れば、新規資本流入は止まるし、既存投資も引揚げられることになる。総合収支は悪化し、ドルはいっそう引き下げられることになる。逆にドル高化が予想されると、資本は過剰に流入し、ドル・レートをいっそう引上げてしまう。結局、フロート制の下では、資本移動はきわめて不安定であり、望ましい水準に資本移動を調節することは不可能になるのである。

第四に、為替投機は需給均衡化・レート変動幅縮小化の方向に働くと、理論的に期待されていた。だが事実は、投機的バブル(泡)はレート乱高下のきっかけを与えているにすぎない。

ドルたれ流しによる

国際流動性補給

(1・c) 自由変動為替レートは総合収支(経常収支+資本収支)を常に均衡化させるので、国際流動性は不必要になると、理論的には期待されていた。だが事実は、一九八六年のアメリカの経常赤字は一、四一〇億ドルに達し、そのうち一、〇八〇億ドルは民間資本の流入によってカバーされたが、残りの三三〇億ドルが公的資

産によってファイナンスされた(一九八七年ではもっと増えている)。最後のものが外国貨幣当局のドル保有の増加になり、それだけ世界の国際流動性を増加したことになる。

つまり、総合収支赤字国の「ドルたれ流し」によって世界の国際流動性が補給されている。それは基軸通貨ドルへの信認(confidence)を弱めるし、ドル価値低落の圧力を生み、減価するドルの保有を忌避する傾向を誘発しかねない。

国際流動性は世界の貿易・資本移動がステディに拡大するのを支えるように、注意深く増加されねばならない。現行のようにドルだけが事実上の基軸通貨であるため、総合収支赤字国が国際流動性を補給することになり、基軸通貨の信認が不安定になるのであってはならない。次節で「複數基軸通貨金為替本位制」を提案するのである。

協調的国内政策は不可欠

(2) 既述のごとく、フロート制の下では、為替レートの変動により「国際収支」は自動的にバランスするので、各国はマクロ経済政策(金融・財政政策)を対外均衡の追求に振り向ける必要がなく、各国独自の国内目標(物価と雇用の安定、ステディな経済成長)の追求をやってよい、と考えられた。フロートの隔離効果であり、逆に言えば「国内政策の自立化効果」である。一九八〇年代前半におけるアメリカの、財政赤

字↓金利引上げ↓ドル高↓外国資本流入↓經常収支赤字化のプロセス(既述)は、この考え方を信頼してなされたものであるかもしれない。

しかしながら、貿易と資本移動の国際的相互依存の深まった今日においては、いかなる国際通貨制度(フロート制を含め)の下でも、望ましい中身の国際収支バランスを達成するためには、為替レートを適切な水準に調整するだけでは足りず、經常収支の赤字国・黒字国双方のマクロ経済政策を、きびしい国際協調ルールに従って運営しなければならぬことが、次第に自覚されるようになってきた。もはや「国内政策の自立性」はありえない。かつての金本位制下の「ゲームのルール」に匹敵するきびしい国際協調が必要不可欠となってきたのである。

このことを最もよく物語っているのが「目標相場圏」構想である。日米関係に限って例解してみよう。(a)アメリカの經常赤字が順調に漸減していくのに適した水準(上下10%の変動幅をもつゾーン)に為替レートを決め安定化させる——対外均衡目標と、その一段たる適正為替レートの設定。(b)各国の国内総需要の協調的管理。經常収支赤字のアメリカは内需(GNPの成長率、インフレ率、失業率などのインディケータで測る)を引締め、逆に經常収支黒字の日本は内需拡大をはかる。どの程度の内需調整が必要かは、モデルから算定されるインディケータの値に示される。これらを実現する政策手段は二つある。一つは金融政策で、アメリカ

カは高金利にし内需縮小に役立てる(国内投資とインフレの抑止、貯蓄促進など)し、逆に日本は低金利にし内需拡大を促進する。十分な両国金利差の訓出によって、アメリカ經常赤字をカバーするに足る程の、日本からアメリカへの資本移動を誘引する。もう一つは財政政策であるが、アメリカは財政赤字を縮小して消費需要を抑えるし、逆に日本は公共投資増大によって内需拡大をはかる、といったことである。

重要なポイントはこの目標相場圏構想は、經常収支不均衡を是正するためには(a)為替レート水準の調整——それが必要——だけでは不十分であつて、(b)両国の国内総需要管理政策が不可欠であり、(a)の効果と同じ方向に補完的に働らくよう、厳格に実行されねばならないことを明らかにしていることである。国内政策は自立性をもたないどころか、為替レート調整を補完するよう敏速かつ厳格に実施されねばならない。それはかつての金本位制下の「ゲームのルール」とプリンシプルにおいて異なるところが無い。いな、各インディケータ値を実現するよう要請される、より厳格な国際政策協調のルールに他ならない。

固定レート制へ復帰せよ

われわれは目標相場圏構想をもう一歩進め、旧IMFの固定レート制への復帰を提案したい。その理由は、上述のことからの帰結であるが、

いくつかある。

(1)変動為替レートは經常収支はいうまでもなく資本移動を含めた総合収支を均衡化させるのに役立たなかつた。むしろレートの上下変動があるが故に、貿易と資本移動は惰性的になり、レート変動に不感応的になつた。

(2)国際経済の相互依存関係の深まった今日では、いかなる国際通貨制度の下でも、一定のルールに従う各国国内マクロ政策の国際協調は不可欠である。そうならば思い切つて固定レート制にし、国際協調政策を迅速かつ厳格に実行したほうがよい。固定レート制への復帰はそういう決意の表明である。

(3)為替レート水準の大幅な変更は、貿易収支の長期的調整にとって必要でありかつ有効である。故に旧IMFのアジャスタブル・ベッグ(調整可能な固定レート)制と同様に、必要に応じて固定レートの水準を変更することは許されるべきである。

(4)(a)為替レート水準の調整と、(b)協調的国内総需要政策とは補完的でなければならぬと述べた。たとえば、一ドル＝二二〇円といったドル高レートに決めれば、より厳しい国内調整が必要とされるが、逆に一ドル＝一〇〇円といったドル安レートに決めれば緩い国内調整で済むという関係にある。また經常赤字改善の目標をどの程度に樹てるかによつても固定レートの水準と国内調整のきびしさの程度が異なってくる。したがつて、適正なインシアル為替レート水準

をどう決めるかはむづかしい問題であるが、それはトライアル・アンド・エラーでやって行くよりしようがあるまい。イニシアル・レートは、余り無理のない経常収支改善目標、リーゾナブルな国内需要調整と合致する程度の水準にすべきであろう。少くとも一年間はレートは固定し、そのレートが経常収支改善目標と国内需要調整から大幅に外れている時に、変更するといったプロセスを経るべきである。

(5) 国際協調ルールに従う国内政策は必要不可欠であるから、迅速かつ厳格に発動されねばならない。その効果は、フロート制下のようにならざるに、上下変動を導かず、その実体経済へのはね返り効果も生じないから、確実なものになる。就中、必要とされる資本移動は、為替レート変動との裁定を要しないから、適切な内外金利差の設定によって調節される。

(6) 目標相場圏構想のように、中心レートの上下一〇%といった変動幅は設けないほうがよい。設けるにしても旧IMF制やかつての金本位制のように、極小幅にしたほうがよい。ただし為替レートの小幅上下変動の経常収支・資本移動調整効果は期待できないからである。投機取引を誘引しないためにもそのほうがよい。

(7) 協調的国内政策のゲームのルールを明確に確立することが必要不可欠である。と同時に、ルールに従う行動を強制するシグナルをビルトインしたほうがよい。そういうものとして、後述のように、複数基軸通貨当局間の金決済メカ

ニズムを導入したい。

(8) 投機的アタックが生ずるのはまぬかれない。それに対抗して固定為替レートを維持するには、通貨当局の市場介入が不可欠であり、そのためにはかなり巨額の国際流動性が要る。また世界の貿易・資本移動の順調な拡大を支えるために

三 複数基軸通貨金を為替本位制案

ここに「複数基軸通貨金を為替本位制」を提唱したい。技術的に詰めねばならない点は多々残っているが、そのアウトラインを示せば以下の通りである。

(一) 固定為替レート・システムの設定

(1) アジャスタブル・ベッグ制を採用する。

(2) イニシアル・レートの設定は容易なことではないが、複数基軸通貨（たとえばUSD、日本円、西独マルク——その他の申出国を排除するわけではない——）当局間の国際合意により、トライアルとして設定し、少くとも一年間は固定する。

(3) イニシアル・レートの水準が実態と著しくかけ離れ、総合収支の調整を困難にしている時には、その水準を国際合意により修正することができ。しかし、なるべく数年にわたり変更しないことが望ましい。

(4) 為替レートの変動幅は最小限（たとえば平価の上下一%以下）にする。

(5) 金為替本位制を採用するのであるから、USD

は、国際流動性のステディな増加が必要である。しかもこの国際流動性の補給を、基軸通貨への信認を失うことなく果たすようにしなければならぬ。そうしたメカニズムを完備したものと、次節のような、「複数基軸通貨金を為替本位制」を提唱したのである。

ルはXグラムの金に相当する、日本円はYグラムの金に相当する、さらに西独マルクはZグラムの金に相当するということのように決められる。そしてX:Y:Zという金平価がイニシアル固定レートとなる。

(6) 為替レートが不変に保たれるのであるから、三基軸通貨は呼称は違っても常に金で測って等価である。従って、互に優劣のない「国際通貨」をグループとして供給しうることになる。また取引をドル建てにするか円建てにするかは、為替リスクが生じないから、無差別になる。

(7) ここに国際通貨というのは、国際的な計算単位、支払手段、価値保蔵手段という三つの機能を果たす、世界中どの国でも喜んで受取ってくれる国際流動性を指す。複数国民通貨を互に優劣のない国際通貨たらしめるために、また国際流動性の補給を適正に管理するために、固定為替レートの設定・維持が先ず必要とされるが、それに加えて以下の二つときメカニズムをビルト・インする必要がある。

表1 公的外貨保有と金保有(1986年末)

	(1)世界諸国 貨幣当局の 公的外貨 foreign exchange 保有(百万ドル)(%)	(2) (1)の割合	貨幣当局の金保有						参考	
			(3)数量 1oz = \$ 400 (百万Oz)	(4)金額 (百万ドル)	(5)G・L レシオ (4)÷(1)	(6)新金 配分額 (2)に比例 (百万ドル)	(7)必要な 金移動額 (6)-(4) (百万ドル)	(8)SDR (百万ドル)	(9)金を 除く 総準備 (百万ドル)	
US Dollar	251,421	65.39	米国 262.04	104,816	0.417	99,772	-5,044	8,395	37,452	
日本 Yen	31,149	8.10	日本 24.23	9,692	0.311	12,359	+2,667	2,218	42,257	
D. Mark	101,903	26.51	西独 95.18	38,072	0.374	40,449	+2,377	2,020	51,734	
計	384,473	100.00	381.45	152,580	0.397	152,580	0	12,633	131,443	
a. 外貨保有	444,992									
b. 金保有			785.66	314,264	0.706					
c. SDR								23,845		
d. 金を除く 総準備									512,062	

出所: IMF, International Financial Statistics, Supplement on International Liquidity, Supplement Series No.14, 1987.

(二) 国際流動性の金準備率

(8)各基軸通貨が国際流動性として使用されている分に対し金準備を設ける。その理由は後に述べる。

(9)基軸通貨の貨幣当局間に限ってであるが、国際流動性と金との交換、つまり公的金決済を行う。これによって国際流動性に対するバックキング(最後のアンカー)が付与され、国際流動性に対する信認が増す。

(10)各基軸通貨ごとの金準備/国際流動性比率(G・Lレシオ)を均等化させるように一定のルールに従い運営する。これにより複数国際通貨に対する優劣のない信認が保たれる。

(11)経常収支赤字の基軸通貨国から黒字国へ若干の金移動が必要とされる。それが協調的国内政策の発動をエンフォース(強制)するシグナルとなる。

先ずイニシアルG・Lレシオを設定しなければならぬ。その見当づけを試みてみよう(表1参照)。世界諸国の貨幣当局が保有している公的外貨保有額(Official Holdings of Foreign Exchange)は一九八六年末で四、四五〇億になった。そのうちドル、円、マルクで保有されている分は三、八四五億で八六%に達した。(このほかに民間保有のドル、円、マルクがあるわけだが)、公的保有だけを国際流動性 L_s 、 L_M としよう。その比率は、 $L_s \parallel$

表2 国際流動性管理のメカニズム

(パネル1) イニシアル状況

A 国	B 国	グループ (A 国 + B 国)
$G_a = 90$	$G_b = 10$	$G_a + G_b = 100$
$L_a = 225$	$L_b = 25$	$L_a + L_b = 250$
$R_a = \frac{G_a}{L_a} = 0.4$	$R_b = \frac{G_b}{L_b} = 0.4$	$R = \frac{G_a + G_b}{L_a + L_b} = 0.4$

ただし、 G_a = A 貨幣当局の金保有額、 G_b = B 貨幣当局の金保有額、 L_a = A 国以外の諸国 (B 国を含む) の公的 A 国貨保有額、 L_b = B 国以外の諸国 (A 国を含む) の公的 B 国貨保有額。これらは国定為替レートで換算される共通ユニット (たとえば10億ドル) で表現されている。

(パネル2) 過渡状況: A 国総合収支が赤字に陥り、B 国が B 国貨を A 国へ貸付け、10の L_b が増加する。

A 国	B 国	グループ (A 国 + B 国)
$G_a = 90$	$G_b = 10$	$G_a + G_b = 100$
$L_a = 225$	$L_b + \Delta L_b = 25 + 10$	$L_a + (L_b + \Delta L_b) = 260$
$R_a = \frac{G_a}{L_a} = 0.4$	$R'_b = \frac{G_b}{L_b + \Delta L_b} = 0.286$	$R' = \frac{G_a + G_b}{L_a + (L_b + \Delta L_b)} = 0.385$

(パネル3) 調整後状況: $R_a^* = R_b^* = R^*$ になるよう金決済 = x をする。

A 国	B 国	グループ (A 国 + B 国)
$G_a^* = G_a - x = 90 - 3.65 = 86.35$	$G_b^* = G_b + x = 10 + 3.65 = 13.65$	$G^* = G_a + G_b = 100$
$L_a^* = L_a - x = 225 - 3.65 = 221.35$	$L_b^* = L_b + \Delta L_b = 25 + 10$	$L^* = L_a - x + L_b + \Delta L_b = 256.35$
$R_a^* = \frac{G_a - x}{L_a - x} = 0.39$	$R_b^* = \frac{G_b + x}{L_b + \Delta L_b} = 0.39$	$R^* = \frac{G^*}{L^*} = 0.39$

金決済額 $x = 3.65$

国際流動性増加率 = $(\Delta L_b - x) / (L_a + L_b) = 0.025$

65.4%, $L_y = 8.1\%$, $L_m = 26.5\%$ になった (表1 (2)欄)。

世界の貨幣当局の公的の金保有量は七、八五六億オンス、うち三国保有量は三、八一五億オンスで四八・六%である。いま

(1) 公定金価格をたとえば金一オンス \parallel 四〇〇 U S ドルと決め固定する。⁽⁶⁾ 金の市場価格は自由に変動するわけであるから、金の二重価格制 (two tier gold price) になる。

そこで一オンス \parallel 四〇〇ドルで評価すると、三国の公的の金保有額 G は一、五二六億 \parallel に達し、先の国際流動性 $\parallel L$ 、つまり世界諸国の三国通貨公的の保有額に対する比率は三九・七%に達する。 $G \cdot L$ レシオすなわち国際流動性の金準備率は約四〇%で、かなり高く、国際流動性 (国際通貨と呼んでもよい) への信認を保つのに十分なものである。

さらに、各通貨別の $G \cdot L$ レシオが均等になるようにしたい。つまり

$$\left(\frac{G}{L}\right)_x = \left(\frac{G}{L}\right)_y = \left(\frac{G}{L}\right)_m = \left(\frac{G}{L}\right)_{total}$$

にしたい。こうすれば、三国際通貨は同等の信認を得るわけで、通貨呼称は違っても、固定為替レートで結ばれて同じ価値をもち、かつ同等の信認を保つ「グループ国際通貨」となりうるわけである。

ところで三九・七%という共通 $G \cdot L$ レシオに各通貨別 $G \cdot L$ レシオを達させるためには若干のイニシアル金移動が必要となってくる。単

純に計算すると、表1(7)欄のように、金保有の多い米国から約五〇億の金を、金保有の少ない日本(二六・七億)と西独(二三・八億)へ移す必要がある。これが米国が本提案に躊躇するかもしれない一つの原因になるかもしれない。だが必要とされる金移動額はきわめて限られている。右の単純な計算で必要とされる米国からの金流出額五〇億は米国の金保有額一、〇四八億にくらべれば、僅かに四・八%にすぎない。本提案の発足する時点では金移動は殆んど必要でないかもしれない。事実、一九八六年にくらべると八七年では L_s の三通貨合計の L に占める比率が増し、 L_F と L_M の比率が減ったようである。これは金移動必要額を少くする。またイニシアル為替レートのいかんによって L_s ・ L_F ・ L_M の比率は変わってくるわけである。

(三) 国際流動性の管理

本提案の「複数基軸通貨金を為替本位制」がスタートしたとしよう。スタートしてから、国際流動性(Ⅱ国際通貨)の量をいかにコントロールするか、メカニズムを、表2のような仮設例によって説明しておこう。A、Bの二国モデルであるがもっと多くの複数国モデルにしても、後に注記するように、原則は全く同じである。

表2のパネル1は出発点の状況である。A国(アメリカを想定)通貨当局は九〇(単位)の金準備 G_a を保有するが、その通貨 L_a 二二五は

B国をはじめとする世界諸国通貨当局によって公的国際流動性として保有されている。他方、B国(日本を想定)通貨当局は二〇の金準備 G_b を保有するが、その通貨 L_b 二二五はA国その他世界諸国によって公的保有されている。G・Lレシオは $R_a = L_a / G_a = 2.5$ と均等化されている。さて、A国総合収支が一〇(単位)の赤字に陥つたとする。この赤字は、従来は、A国通貨で支払われ、B国その他の貨幣当局の公的保有 L_a を増すことになった。いわゆるドルのたれ流しであった。このため唯一の国際通貨とみなされていたUSDの信認を弱めることになった。

こういう国際流動性補給の方法をあらためるべきである。今後は、総合収支が黒字である他の国Bがその通貨(たとえば円)を、A国に貸す(B国貨幣当局がA国当局へ円建て預金をする)のである。それが L_b の一〇単位の増加になる。こういう貸付はIMFの仲介するGAB(General Agreements to Borrow)協定に基づいて従来も行われてきたところである。(ただしその融資限度額を撤廃する必要がある)。

このB通貨貸付分は、赤字国Aの通貨当局によって保有されるか、ないしはそれが為替市場への介入に使われて結局その他の諸国の通貨当局によって保有されることになろう。この場合には貸付額 L_b 増加額となる。表2のパネル2はそのような状況を示している。貸付通貨の一部が民間保有に帰する場合には、 L_b 増加額は貸付額よりもその分だけ少くなる。

ここで一つの重要なルールが必要となる。すなわち、

(13) 総合収支の赤字に陥つた基軸通貨国はその赤字分を黒字である他の基軸通貨国通貨を借りて決済すべきである。そうすることによって、黒字国通貨によってグループ国際通貨が増加されていくことになる。

さて、表2のパネル2に立ち戻ってみると、B国が $\Delta L_b = 10$ を補給したのでその金準備率 R_b' は 0.286 に低下し、不変にとどまるA国貨幣国際流動性の金準備率 R_a (0.4)よりも低くなる。二つの金準備率を再び均等化させるために、A国は既国際流動性 L_a の一部を金で支払う。必要とされる金決済額 x は次の算式で簡単に求められる。

$$\frac{90 \cdot x + 10 + x}{25 + 10} = R^* \quad (\text{ただし } R^* \text{ は均等化の意味)}$$

$$\frac{91x + 10}{35} = 0.4$$

$$91x + 10 = 14$$

$$91x = 4$$

$$x = 3.65$$

を求めることができる。⁽¹⁴⁾ 金決済による調整後の状況は表2パネル3に示すとおりである。

(a) A国貨幣当局の金保有額は、三・六五だけ減って八六・三五になる。A国通貨の国際流動性も同額だけ減って二二一・三五となる。従って新 $G \cdot L$ レシオ R_a^* は 0.39 となる。

(b) B国貨幣当局の金保有額は三・六五だけ増えて一三・六五になる。B国通貨の国際流動性

は当初の二五に貸付額一〇を加えた三五になる。したがって新G・Lレシオ R_b は、A国の R_a と同じの〇・三九になる。こつうG・Lレシオの均等化が金決済の最大のねらいである。

(c) A国はわずか三・六五の金決済によって一〇の総合収支赤字をカバーできたことになる。これは総合収支赤字国Aにとつて一つの便益をもたらす。A国は一時的に赤字に陥つても、それよりもはるかに小額の金決済によって国際収支困難を、短期的に限られるが、乗切ることができるからである。

(d) もとよりA国は長期にわたり総合収支の赤字を続けることは許されない。引続き金の流出を来すことになるからである。そこで経常収支を改善するための国内引締め政策をどうしても発動しなければならぬことになる。金流出はそれをエンフォースするきびしいシグナルである。他方が流入する黒字国側では、協調的な内需拡大政策を発動しなければならない。いわゆる金の不胎化政策は採ってはならないのである。

(e) 既述のように、総合収支赤字国の通貨によってでなく、黒字国の通貨によって国際流動性の増加がはかれる。これが本案の重要なメリットである。A・B国合計のグループ国際流動性の増加額は、 $\Delta L_a \times 1110 - 3.65$ であり、当初の二五〇にくらべ二・五%の増加率になる。この国際流動性増加率を、世界の貿易と資本移動を、インフレにもデフレにも陥らせないで、

ステディに拡大していくよう、適正にコントロールしていけばよいということになる。

(f) グループ国際流動性の増加はグループの公的金保有額が不変なる限り、共通G・Lレシオを若干漸減させる(数字例では〇・四から〇・三九へ)。しかしこのことがグループ国際通貨への信認を低下させることはあるまい(後述の金使用の理由により)。必要ならば、一〇年とか二〇年たつて、公定金価格を引上げ、共通G・Lレシオを高めればよい。

(g) A・B国際通貨のG・Lレシオが均等に保たれることが重要である。これにより両通貨は互に優劣のない国際通貨として信認され使用され、国際流動性を補給していくことになる。その際、経常収支黒字国の通貨(現状では円のごとき)はより多く使用され、赤字国の通貨(ドルのごとき)はより少く使用されていくことになる。

(数字例では、 L_b は当初の二五から三五に増え、逆に L_a は二五から二二・三五へ減つた。グループ国際流動性に占める L_b の割合は、一〇%から一三・七%へ増加した)。円が国際通貨としての役割を増し、ドルのみにかかつていた国際流動性補給の負担をシェアするのは、こつういうプロセスによって始めて実現しうるのである。

(h) 本案に従えば、A・B通貨当局はお互に相手国通貨を国際流動性として相当量持ち合うことになる。(従来は、日本の通貨当局はドルを保有するが、米国の通貨当局は円を殆んど保有しないという非対称性があつた)。これを投機

的アタックに対抗する為替市場への介入のために活用できる。それによって固定為替レートを維持していきけるようになる。

以上のことは、次のようなルールとしてまとめることができよう。

(14) 複數基軸通貨当局はIMFにおいて毎年一回のレビューを行ない、各通貨建ての国際流動性の金準備率(G・Lレシオ)が均等化するよう調整する。総合収支赤字国は既存国際流動性の一部を金で決済する。(13)の黒字国通貨の借入れ措置とあわせて、金決済により、赤字通貨国際流動性が金決済分だけ僅かに減り、それよりもはるかに多い黒字通貨国際流動性が増える。こつうしてお互に優劣のない複數通貨国際流動性をグループとして漸増していきける。世界の貿易・資本移動をステディに拡大するよう、グループ国際流動性の増加をコントロールしていくべきである。

(15) 総合収支赤字に陥り金流出を余儀なくされる国は、金流出を強制的なシグナルと見て、経常収支改善のための国内引締め政策を採る。他方、総合収支黒字になり金が流入する国は、金流入のシグナルにしたがつて、内需拡大の協調的政策を発動する。

(16) 相互に相手国通貨を公的に持ち合うことになるから、これを用いて為替市場に協調的に介入し、投機的アタックに対抗し、もつて固定為替レートを堅持する。

金準備・金決済を導入する理由

(a) 現代の国民通貨は「管理通貨」であり、貨幣当局が、インフレにもデフレにも陥らせず、ステディに国民経済活動を拡大していくよう、通貨供給量のコントロールをはじめ、慎重な金融政策を運営することに対する国民の信頼によって成立している。信認の基礎は、国民経済のもつ生産力と資産であつて、金ではない。このことは国際流動性Ⅱ国際通貨についても等しく妥当する。

だが国際流動性の供給については、ドルたれ流しに見られるように、ことにフロート制に移つてから、歯止めがなくなり、信認が低下するというデイレンマが見られた。金準備を導入し金決済を認めるのは、健全な信頼されるグループ国際流動性を慎重に補給していくためのルール作り、その運営のシグナルとして、機能させたいからである。これが最大のねらいである。

(b) 健全な国際流動性補給をコントロールするシグナルとか尺度として何らかの決済資産が必要なわけであるが、それは必ずしも金でなくてもよい。事実、金、一次産品、国際貿易財の複合体を用いよとのマッキノン⁽¹⁾などの提案もあるし、SDR⁽²⁾を使よとの最近の日本案⁽³⁾も出されている。だが、金が最も使い易い国際的共通資産であることは明白である。そして金の流出入に對しては各国は敏感に對応する。世界諸国の貨

幣当局は十分に多量の金を保有している(既述)。これを徒らに死蔵しておくのではなく、本案のように機能させるのがよい。SDRは量も足りないし、結局どの国が責任を負うのかもわからない。マッキノン案は、複合体を為替レートがヘッジする物価の指標として使用しようというねらいであつて、資産決済を意図するものではない。

(c) 国際通貨が、基軸通貨当局間だけに限られるとはいへ、金との兌換性をもつことは、国際社会でのポピュラーな信認を得るのに役立つ。一九七一年八月までの金為替ドルの経験がそれを物語っている。既述のように、このポピュラーな信認を得ることが本来の目的ではないが、この副次的効果をも活用してよいわけである。

民間保有の国際流動性

(a) われわれがコントロールの対象とした公的保有の国際流動性の他に、かなり巨額の国際流動性が民間で取引媒介通貨として使われかつ保有されている。その額を把握することさえ困難だし、それをいかにコントロールすべきかはわ

からない。ために、公的国際流動性(しかもドル、円、マルクといった数通貨に限つて)だけをコントロールするのは不十分だという議論が出されよう。

だが、或る通貨への信認が高い時には公的国際流動性よりも民間保有分がより多い率で増加し、逆に信認がぐらつくと、民間保有分は公的保有に還流するといった傾向があるようである。だとすると、公的国際流動性の信認を高めるようコントロールすることが先決であり、或はそれだけで十分であるかもしれない。

(b) 基軸通貨が民間で益々多く使用され保有されるようになることは、各貨幣当局の金融政策コントロールをいくらか困難にするかもしれないが、世界の貿易・資本移動をより活発化するのに役立つので、歓迎すべきである。これまで殆んどドルだけが使用されてきたについては、ドルが事実上唯一の国際通貨であつたことその他に、たとえば日本の金融制度や起債活動についての政府規制が多く、東京為替市場が十分に発達していないことが影響していよう。日本の金融市場の自由化、国際化が急がねばならない所以である。

四 結 び

旧IMFのアジャスタブル・ベッグ制はよく考案された優れたシステムであり、一九七一年まで三十年近い経験も積んでいる。ただ重大な

欠陥が二つあつた。一つは、予想外に急速に成長した世界貿易・資本移動を支えるに足る国際流動性の補給ができなかつたことである(この

欠陥は金本位制にもあてはまる。数度のクォータ（出資）増大をした。SDR制を補った。だが結局、国際流動性補給の大部分を、唯一の基軸通貨USドルの世界への放出に頼ってきた。それは米国の経常収支赤字に陥ることによってのみ供給された。かくてドルへの信認が揺らいできた。フロート制に移ってもこのデイレメンマは変わらないどころが、ドル流出の歯止めがなくなつて、いっそう問題は深刻化したのである。もう一つは、巨額の投機的アタックに対抗する手段、とくに複數の介入通貨をもたなかったことである。

この二つの欠陥を是正して、固定為替レートを維持しつつ、必要とされる国際流動性を、その信認をゆるがすことなく、ステディに補給していく仕組みが、ここに提唱した「複數基軸通貨金為替本位制」なのである。

米国が巨額の経常収支赤字に陥っている今日、固定為替レート制への復帰は早急にはやれないという声強い。だが今日の不安定な状況を放置し解決を先送りすることは、困難をいっそう加重するだけであろう。むしろ事態解決に強力に役立つ提案のときき方向に前進し、不安定を一掃することが急務であるように思われる。

(1) 日本の輸入への効果は、繰返しになる点多いので、ここで略述しておく。日本の輸入は大部分がドル建てである。一ドル＝二〇〇円から一八〇円へ円高化したとき、一〇〇ドルの輸入ドル額はドル建てであるから変らない。しかし日本の輸

入者が支払う円額は二万円（100ドル×200円）から一万八〇〇〇円（100ドル×180円）へ減少する。つまり円建て輸入価格が100%（200-180）÷200で低下する。これだけフルに国内価格が引下げられるか、またどの位のタイム・ラグを要するかは企業戦略に依存する（いわゆる円高差益還元の問題）。その点に、輸出の場合と同様に、為替レート変動の有効性が左右されるのである。

輸入前の国内価格が100%だけフルに低下したとしよう。日本の外国品需要の価格弾力性が十分に大きく、たとへば半減であったとしよう。100%の価格低下につれ輸入数量は200%増加し、輸入円額は、8%増加し $(1-0.1) \times (1+0.2) = 1.081$ 二万二〇〇〇円となる。これを一ドル＝一八〇円のレードで換算すると、今や輸入ドル額は二二〇ドルとなる。つまり200%の輸入ドル額の増加となるのである。

かくて輸入面でも、(a)企業の円建て価格引下げの戦略と、(b)需要の価格弾力性のいかんが、円高化の貿易効果の有効性をきめるキイとなることがわかる。

(2) 私は一九七七年の円高黒字化の一因として企業行動の重要性を指摘した。次を参照されたい。小島清「一ドルと輸出行動」世界経済評論、一九八二・三。

(3) 日本の輸出企業は、円レートの水準が、たとえば一ドル＝二〇〇円台から一六〇円台に、さらに一三〇円台にいうと、つにかなり大幅に円高化しても、輸入原燃料や中間財の価格低下の利益と各種の生産合理化努力とによつて、輸出ドル建価格を引上げなくても採算がとれるようにしてしまつた。これも為替レートが有効にワークしない原因となつた。

因となつた。

(4) 次を参照。John Williamson and Marcus H. Miller, *Targets and Indicators: A Blueprint for the International Cooperation of Economic Policy*, Institute for International Economics, September 1987. 天野明弘監訳「為替レートと国際協調——目標相場圏とマクロ経済政策——」東洋経済新報社、一九八八。

(5) Paul Krugman, *Exchange-Rate Instability*, The MIT Press, 1989, pp. 99-100. 次のように結論している。すなわち、(ア)ジャスタブル・ペッグのように、固定レートベースの水準を必要に応じて調整しようとするシステムに、今直ぐでなくやがて(eventual) 復帰するのをすすめるべき。その理由の一つは、為替レートの上下変動の故に生じた為替レートと貿易効果の切断である。もう一つは、為替レートをあるべき値から大きく乖離させ実体経済を害するよう金融市場の気まぐれに、為替レートという重要な変数を任かせておくことはできないからである。と云ふ。

(6) 金のロンドン自由市場価格は、一九八六年では最低三三八・一五、最高四三二・二〇、一九八七年では最低四〇〇・五〇、最高四九二・五〇であった。イニシアル公的金価格は自由市場価格の近くに決めるのが適當であろうと見な、かりに四〇〇ドルとした。公的金価格はG・Lレシオをどれ位にするのが良いかという判断に基いて、市場価格を上回らない(世界的インフレを導かないよう)水準に定めるべきであろう。

(7) 米国から金Gが一定額だけ流出すると同額だけ外国保有のドル(Ls)が減る。つまり金決済されるわけであるから、このことを考慮して、後述の方法により、もっと正確に算出しなければなら

ない。

(8) 米国からの金流出を来たさないよう他の方策が考えられてもよい。たとえば日独の貨幣当局が保有しているドルで自由市場から金を市場価格が安い時に購入しておく。或は、日独がSDRの割当て額以上にもっているSDRを、IMFで金に替えてもらうことも、本提案をスタートさせるため一回限りだが、許されるかもしれない。かつてIMFから金の放出があった。

(9) 二カ国以上の場合には、総合収支赤字国グループと黒字国グループに二分すればよい。たとえば第1国は赤字、第2国と第3国は黒字である時には、第1国を「れま」のA国、第2国と第3国の合計を「れま」のB国と置けばよい。そして金決済額 x と黒字国流動性増加額 ΔL をそれぞれ、第2国と第3国のインシアル金準備額の比率によって配分すればよい。

(10) これにくらべ、B国が総合収支赤字に陥り、A国がLを10だけ供給した場合には、必要となる金決済額 x は僅かに0・五九となる(共通G・Lレシオは0・三八五となる)。A国にくらべB国の金準備額と国際流動性額とはるかに少ない(インシアル状況では1/9)からである。

(11) 次を参照。Ronald I. McKinnon, *An International Standard for Monetary Stabilization*, Institute for International Economics, March 1984. Ditto, "Monetary and Exchange Rate Policies for International Financial Stability: A Proposal," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, No. 1, Winter 1988. トッキノン氏は購買力平価の指示する水準への固定為替レート制を提唱している。

(12) 第43回(一九八八年九月) IMF・世銀総会

への日本の演説であるが、それについては次を参照。澄田智「第43回IMF世銀総会における総務代理演説」。小寺清「第43回IMF・世銀総会をめぐって」世界経済評論、一九八八・一二。

(13) 表1に付記したように、世界の貨幣当局の保有する、金以外の総準備は、一九八六年末で、五二一億に達するが、そのうち外貨保有は四四五〇億(そのうちドル、円、マルクの合計は三、八四五億)であるのに対し、SDR保有は二三八億にすぎない。

(一九八八・一二・一二稿)

