

変動為替相場制についての問題点

吉野昌甫

一
売買において成立する点で、通常の市場と本質的差異が存することはない。

国際間での経済取引の特色は、通常財貨、サービスおよび債権・債務の売買に伴って自国および外国の二つの貨幣の支払いを結果するということである。このような二国通貨の支払いに対応する外国通貨の購入と売却は「外国為替市場」で行なわれる。通常の市場が財貨、サービスおよび債権を貨幣と交換するのに対して、外国為替市場では貨幣と貨幣とが相互に交換されるわけであって、外国通貨の一単位当り自国通貨表示の価格、つまり「外国為替相場」——もちろん、これは邦貨建て相場であるが、外国為替相場を自国通貨の一単位当り外国通貨表示の価格で示す外貨建て相場がある——がその

外国為替市場では一般に遠隔地にある二国通貨の取引が行なわれるのであるから、遠隔地間取引に伴なう危険やコストをできる限り回避する目的で、いわゆる「為替取引」が発達してきている。それは、関係国の鑄貨や銀行券の実際上の支払いを最小限に止めて、通貨の支払いを主として銀行組織の帳簿上の記入によつてすますという方法をとってきている。

コミニケーションの発達とも相まって、遠隔地間取引の危険やコスト増大を軽減する外国為替取引の発達や外国為替市場の取引対象が通貨であるという事実、外国為替市場に著しい完全性を賦与することになっ

(39) 変動為替相場制についての問題点

た。つまり、通貨が商品として高度に進んだ標準化をもっていること、外国為替市場が一国経済に占める重要性からして市場の組織化の完全度が大きいこと、また通貨に対する需要と供給が多様化され、広範囲に及んでいるということとは、もし外国為替市場への政府による統制や介入が存在しないなら、外国為替市場に高度の完全性と活潑な市場機構を与えることになったといえよう。⁽¹⁾

外国為替市場が自由な市場の価格機構、つまり変動為替相場制を活用する場合には、市場の需要と供給の変動に極めて敏感に反応する外国為替相場が需要と供給の不均衡に対する調整作用を急速に、また著しい混乱や困難なしに達成しえたはずである。

しかし、現実の外国為替市場の外国為替相場の変動による国際収支差額不均衡に対する調整機能は十分に生かされているであろうか。現行のIMF体制下における「調整可能な釘付け相場制」(adjustable pegging system)にみられるように、外国為替相場の自由な変動には制限が課せられ、政府による市場への介入は一般化されている。もともと典型的に作用しうる市場の価格機構へのこのような公然たるしかも一般的な政府による干渉は、一

方で効率的な資源の配分を達成するための自動的で継続的な小幅の為替相場の変動に代って、資源配分面での不合理性を温存し、不均衡の累積による危機的な為替相場の変動をもたらす行政作用による硬直さと一貫性のなさ⁽²⁾を生み出す傾向があると同時に、他方では、外国為替市場における不均衡、そしてその基底にある関係国の国際収支差額不均衡に対する関係国政府の診断の困難に由来する国際流動性の不足状態を招来しがちであるとの主張が「変動為替相場制」論者によってなされてきた。

以下のところで、外国為替相場の機能と国際流動性問題との関連を幾つかの面から検討してみたい。

- (1) Egon Sohmen, *International Monetary Problems and the Foreign Exchanges*, Special Papers in International Economics, No. 4, April 1963, published by the International Finance Section, Princeton University. マン・ソーマン、貝塚啓明訳『国際金融と外国為替』九四—九六ページ参照。マヤの Milton Friedman, *The Case for Flexible Exchange Rates*, in *Essays in Positive Economics*, 1953. M・フリードマン「変動為替相場論」鈴木浩次編『国際流動性論集』所収、二七五—二七六ページ参照。
- (2) M・フリードマン「前掲論文」、鈴木浩次編『前掲書』

所収、二七六ページ参照。

(3) M・フリードマンは「特定の国際收支困難が急速に反転するものかどうか、いいかえれば、それが一時的な要因によるものか、それとも恒久的な要因によるものかは、事前にはほとんどわからないし、事が起こった直後においてさえわかることはまれである。対外条件の変化の規模と期間について確信ある診断が下され、その診断に照らしてもっと基礎的な治療法がとられるまで、これに対処する唯一の手段としては通貨準備しかない、というのでは、その準備たるやきわめて莫大なものでなければならぬ。……現状では、気休のために準備に依存する期間が長すぎる傾向が強いが、それでもその期間は、確信ある診断を下し、理性ある行動をとるには十分ではない。準備が底をついて、急激な、しばしば間違った行動をとらざるをえなくなるまでは、事態がひとりでに改善することに望みを託して、是正策が延引されるのである」(M・フリードマン「前掲論文」、鈴木浩次編『前掲書』所収、二八六ページ)として、固定為替相場制のもとで国際流動性の増減によって国際收支差額不均衡の調整をはかる方式に対して変動為替相場制の優れた点を主張する。

このような考え方の基盤には、自由市場の価格機構の調整作用に対する強い信頼と政府による行政的な市場への介入措置に対する不信感が存することはいうまでもない。国際收支差額の不均衡、したがって外国為替市場での不均衡は、その国際貿易を支配する経済的諸条件の基底に

不均衡要因があるということに基因しているので、これを市場の調整機能に委ねることなく、固定為替相場制度を固執することは、経済の基底にある不均衡要因を持続させ強化させるかもしれないという考え方が国際流動性の増強案に反対するものとして提示されることが多い。(M・フリードマン「前掲論文」、鈴木浩次編『前掲書』所収、二八九ページ参照。)

他方、このような考え方に対しては関係諸国の経済政策上の自由と効率の向上という観点から国際流動性の増強を強く推す論者もある。たとえば、R・F・ハロッドは、国際收支差額赤字国がデフレーションや輸入制限に訴えることなしに必要な調整措置を採用しうるためには、かなりの国際流動性の補強が行なわれなければならないとしている。なんとすれば、不均衡要因としてのコスト・インフレーションの克服については長期の所得政策の成功にとってかなり長期の調整期間を要切するための国際流動性の活用が必要であるし、他の構造的な不均衡要因については、真に苦痛の多い生産資源の転用といった調整を必要とする持続的な構造的変化の存否を見通すための準備期間と調整期間のための国際流動性が与えられなければならないからである。

(Roy F. Harrod, *Reforming the World's Money*, 1965, R・F・ハロッド、堀江薫雄監訳『国際通貨改革論』四八一―五一ページ参照。)

しかし、外国為替市場の価格機構による調整作用も排除し、しかも国際経済の場で関係諸国が最大限度までその経

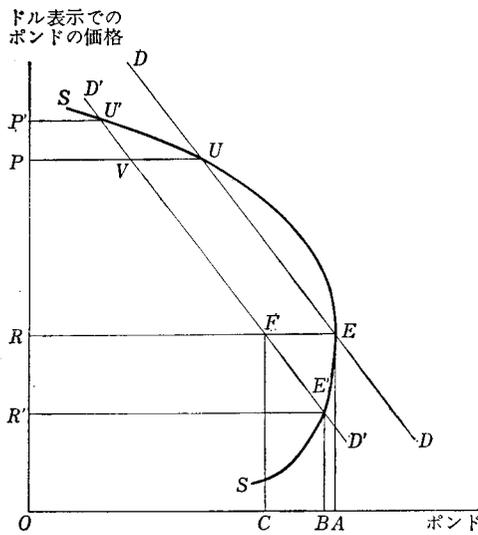
(41) 変動為替相場制についての問題点

済政策の自由と効率を追求するために、多額の国際流動性の増強を要求するにも当然のことであるが限界がある。つまり関係国の経済政策の自由を制約を課する高度の国際的規制が国際流動性増強の代償として強化されることになる。(Edward M. Bernstein, A Practical Program for International Monetary Reserves, Model, Rolland & Co., *Quarterly Review and Investment Survey*, 1963 Fourth Quarter. E. M. ヘルンシュタイン「国際通貨準備に関する実際の解決策」、鈴木浩次編『国際流動性論集』所収、二四〇—二四一ページ参照。)

二

外国為替市場における為替相場変動による調整作用を検討するために、第1図⁽¹⁾に示したようなボンドに対する需要曲線と供給曲線の関係をみてみよう。縦軸には外国為替相場、ここではドル表示でのボンドの価格がとられている。ボンドに対する需要曲線 DD と供給曲線 SS 線との交点 E (U もあるが、ここでは E 点に注意を限定し、 U 点については後に触れることにする)においてボンドに対する需要と供給、したがってイギリスの国際収支は均衡する。そして E 点に対応する外国為替相場 OR は均衡為替相場である。

第1図 外国為替市場の均衡



この場合、ボンドに対する需要曲線が DD から $D'D'$ へ移行すると想定すると、新しい均衡点は E' であって、ボンドに対する需要と供給は OB で均等化する。ボンドに対する需要曲線が DD から $D'D'$ へ移行する場合、ドル表示でのボンドの為替相場が OR であるとすると、ボンドの過剰供給は EF で、為替相場 OR はボンドにと

って過大評価を意味している。ポンドの超過供給を解消する均衡為替相場は、均衡点 E' に対応する OR' において成立し、そして新しい均衡為替相場 OR は旧均衡為替相場 OR を下回ることになる。

外国為替市場がこのような状態にあって、このような市場状態を攪乱する要因、主として投機的要因が存在しないと想定すれば、変動為替相場制は関係国の国際収支差額不均衡を均衡化する調整作用を果すということができよう。

しかし、第1図においてポンドに対する需要および供給の均衡点が E 点ではなく U 点、したがって均衡為替相場が OR ではなく、 OP であるとしよう。前と同様に、ポンドに対する需要曲線が DD から DD' へ移行する場合、為替相場 OP ではポンドに対する超過供給 UV が発生し、ポンドのドル表示の為替相場は、市場一般の期待からすると、下落傾向を辿らねばならない。けれども、ポンドの供給曲線と新しい需要曲線の交点 U' と E' のうち、旧均衡点 U に近い均衡点は U' である。そして新均衡点 U' に対応する新しいポンドの為替相場 OP' は旧均衡為替相場 OP を上回る値をとって来る。

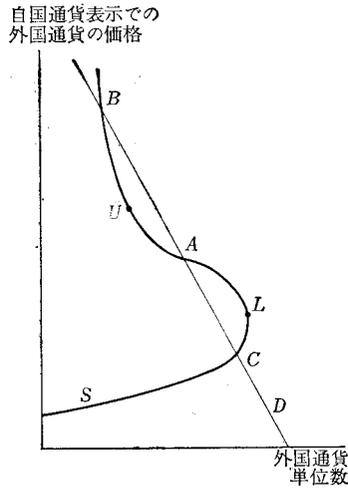
ここに、外国為替市場の与えられた需要・供給状態からすると、均衡点 U からの市場の需要状態の乖離による不均衡の発生は、変動為替相場制のもとで外国為替市場の変動という調整作用によっては、新しい均衡為替相場 OP' への接近傾向をもたず、逆にそれから遠ざかる結果を生み出すであろう。

第1図の U 点では、ポンドの供給曲線は需要曲線よりもその弾力性が絶対値において大きく、負の値をとるので、それら弾力性の和も負の値をとる。したがって、外国為替市場は U 点の近傍では不安定である。⁽²⁾

外国為替市場が不安定である場合には、外国為替市場の変動による国際収支差額の不均衡に対する調整作用は成功がおぼつかない。そこで問題は、外国為替市場の安定条件である外国通貨に対する需要と供給の弾力性の和が正の値をとるかどうかという条件の成立に絞られる傾向があった。しかしここではそのような問題点に立入ることはやめて、外国為替市場の現在の均衡点が、第1図の U 点のように、その近傍において不安定であるとすると、変動為替相場制はどのようになるかを検討してみよう。

(43) 変動為替相場制についての問題点

第2図 部分的に不安定な外国為替市場



この問題に答えるために、E・ゾーメンは第2図⁽³⁾を利用して、外国為替市場の不安定性があくまで部分的なものでしかないことを立証している。

第2図における外国通貨に対する需要曲線と供給曲線の交点Aにおいては、需要および供給の弾力性の和は負の値をとるから、外国為替市場は不安定である。このような不安定均衡点Aの近傍のL点からU点の範囲では外国為替市場は不安定である。しかし、外国通貨の自国通貨表示の為替相場がA点に対応するそれを上回った場合、外国通貨に対する超過需要が生じ、さらに外国通貨

の為替相場は上昇して、均衡為替相場A点から遠ざかる傾向にあるが、一端外国通貨の為替相場の上昇が外国為替市場の不安定領域U点を越えると、次第に外国通貨に対する超過需要は減少して、新しい安定的な均衡点Bの成立によって外国通貨の為替相場の上昇は終了する傾向をもっている。

他方、均衡点Aからの外国通貨の為替相場の下方への乖離についても、不安定領域L点を越えて外国通貨の為替相場が下落し続けると、為替相場は新しい安定的な均衡点Cに対応するところへ落着くといえよう。

政府の外国為替市場への介入による現実の為替相場の不安定的な均衡点Aへの釘付けを除いて、変動為替相場制のもとでは、現実の為替相場は、一時的な不安定的な変動の後に、自然と安定的な均衡点BないしはCへと落着く傾向をもっている。そして一端、安定的な均衡状態が外国為替市場において成立してしまうと、変動為替相場制が採用される場合、外国為替市場の調整機能は十分に作用するといえよう。

ここで問題となるのは、不安定的な均衡点の上方および下方に、第2図のB点やC点に示されるような安定的

な均衡点がそれぞれ成立するかどうか、ということである。E・ゾーメンは、どのような場合にもこれら安定的な均衡為替相場が成立することを立証する。

まず、第2図において安定的均衡点Bの成立を検討してみよう。いま、外国通貨の自国通貨表示での価格を上昇させた場合、もしも自国の輸入需要が持続的に非弾力的な状態に止まるならば、自国通貨表示の輸入額は無限に増大し、外国通貨に対する需要曲線は、永久に縦軸と接することはないのである。しかし、このような事態が発生する可能性はあり得ない。外国通貨の為替相場の上昇が大きくなると、結局輸入需要はゼロとなって、外国通貨に対する需要曲線は縦軸と交わることになるであろう。

他方、自国の輸出を反映する外国通貨の供給曲線は、その価格が引下げられる時、それに対する需要数量が正の価格においてゼロに減退する「超ギフエン財」(Super-Giffen goods)を除いて、無限大においてのみ縦軸に接近することができる。このような外国通貨の供給曲線の在り方はまったく現実的である。すべて必要なことは、一国の輸出品に対する外国の需要がその価格がゼロ

に接近する時、飽和状態になるであろうということである。このことは大多数の商品について期待されねばならない。

外国通貨の為替相場上昇過程でのこれら外国通貨に対する需要曲線と供給曲線の在り方からして、ゾーメンは、外国為替市場の不安定領域のうちU点の上方において需要曲線と供給曲線が再び交わり、その交点Bは安定的な均衡点に他ならないと主張する⁽⁴⁾。

ゾーメンは、外国為替市場の不安定領域のうちU点の下方にも、正の安定的な均衡点Cが存在することを、帰謬法を使って論証する。不安定領域の下方に何ら正の安定的均衡為替相場が存在しないと想定する。国際收支差額が赤字であるような自国の為替当局は、自国通貨の無限大な価値上昇に等しい外国通貨の為替相場ゼロをその場合規定することができる。下方の安定的均衡点が存在しないなら、今や赤字であった自国の收支差額は黒字に転じたに違いない。外国通貨の為替相場がゼロであるということは、各国の輸出品の国内価格が有限であるから、自国は無料で欲するだけの外国品を輸入することができるであろうということの意味する。さらにゼロの為

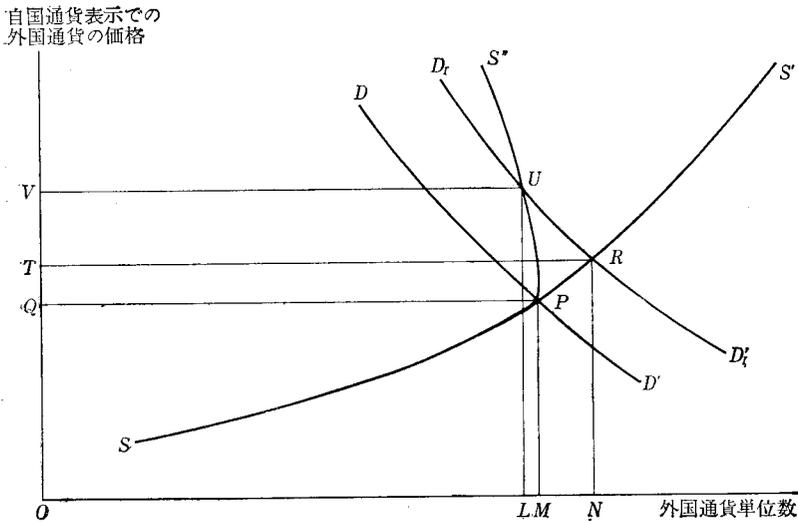
(45) 変動為替相場制についての問題点

替相場においても安定的均衡点が存在しないなら、世界の残余の諸国はこの国に対して輸出されるあらゆる商品に正味の補助金を支払う意向であり、しかもそれが可能であるだろう。このような事態は、明らかに非現実的であるといえよう。⁽⁵⁾

第2図の二つの安定的な均衡点、BおよびCの成立がゾーメンにより論証されたが、これらB点とC点に関して第2図にみるように、外国通貨の供給曲線の形態が相違していることに注目する必要がある。つまり、B点における供給曲線の傾斜は負の値をとっているのに、他方C点における供給曲線の傾斜は正である。このような正の傾斜をもつ外国通貨の供給曲線と負の傾斜をもつ供給曲線の相違点をF・マハルップの図形、第3図を使用して簡単に触れておこう。

第3図において、外国通貨に対する需要曲線 DD' と正の傾斜をもつ供給曲線 S^* との交点Pに当初の均衡点があるとする。その場合、均衡為替相場は OQ であり、輸出および輸入額は——簡単のために資本収支を無視してある——自国通貨表示では $OMPQ$ 、外国通貨表示では $OM'PQ$ とある。こゝま、外国通貨に対する需要曲線が DD' か

第3図 正ないしは負の弾力性をもつ供給と需要の増大



ら dD/dI へ移行すると想定しよう。供給曲線が正の傾斜をもっている場合には、新しい均衡点は R で、均衡為替相場は OT に上昇する。輸出額および輸入額は、自国通貨表示では $ONRT$ 、外国通貨表示では ON であって、需要曲線の移行以前に比較すると、それぞれ増加を示している。

次に、供給曲線が負の傾斜をもっている場合を検討しよう。この場合、供給曲線よりも需要曲線が平であるから、供給の弾力性は需要の弾力性よりも絶対値において小さく、したがって弾力性の和は正の値をとる。それ故に、供給曲線の負の傾斜にもかかわらず、外国為替市場の安定性は維持される。しかし、第3図に示すように、負の傾斜をもつ外国通貨の供給曲線の場合には、需要曲線の移行に際して外国通貨の為替相場は OM に上昇し、移行以前に比べても、また供給曲線が正の傾斜をもつ場合に比べても、外国通貨の価格上昇の程度は大きい。また輸出額および輸入額は、自国通貨表示では $ONTO$ 、 AN 、外国通貨表示では OT となる。これらを需要曲線の移行以前の輸出額および輸入額と比べると、自国通貨表示の場合には明白に増大がみられるのに、外国通貨表示の場合に

は逆に減少が生じている。このように、外国通貨の供給曲線の負の傾斜は、自国および当該相手国の国際経済に占める重要度の相違等を通じて、正の傾斜をもった供給曲線の場合とは著しく異なった影響を国際経済に波及させるといえよう。

問題を第1図ないしは第2図に戻して、外国為替市場の不安定領域において関係国の国際收支差額に不均衡が発生した場合、外国為替相場の変動は、もっとも近い不安定な均衡為替相場において国際收支差額の均衡化を達成することができず、大幅な変動の後に、新しい安定的な均衡為替相場に落着く傾向があることを指摘してきた。

ここで、変動為替相場制に委ねた場合、外国為替市場の不安定領域から安定領域への移行過程で生ずる大幅な外国為替相場変動のもたらす攪乱作用の影響が注目されねばならない。さらに、外国為替相場の水準やその将来の変動に関する期待の状態からして、外国為替に関する投機業者の活動が外国通貨に対する需要曲線や供給曲線に与える変形が外国為替市場の不安定領域や安定領域を移動せしめ、それに応じて新しい外国為替相場の変動

(47) 変動為替相場制についての問題点

をもたらすことが考えられる。また、外国為替市場が外国通貨に対する需要曲線や供給曲線の現状からしてたとえ安定性をもっていても、投機業者の不安定化機能によってそれが不安定状態に陥込むことが十分に推測される。

そこで次に外国為替市場の不安定性を考慮に入れた上で、変動為替相場制と国際資本移動の関連を検討することにしよう。

(1) Albert G. Hart and Peter B. Kenen, *Money, Debt and Economic Activity*, 3rd edition, 1961. ハート、ケネン、吉野昌甫、山下邦男共訳『現代金融論』三五九ページ。

(2) A・G・ハート、P・B・ケネン、吉野昌甫、山下邦男共訳『前掲書』三六〇—三六一ページ参照。なお、外国為替市場の安定性に関するマーシャル・ラーナー・ロビンソンの条件 (the Marshall-Lerner-Robinson condition) については、A・G・ハート、P・B・ケネン『前掲書』三五六ページ、脚注(3)および三六一ページ脚注(7)を参照された。

(3) Egon Sohmen, *Flexible Exchange Rates, Theory and Controversy*, 1961, p. 4.

(4) Egon Sohmen, *Ibid.*, pp. 7—8.

(5) Egon Sohmen, *Ibid.*, p. 9. ソーメンは、そこで「マ

ーシャルは為替比率のあらゆる不安定領域が安定的均衡により取りまかれなければならないことをすでに主張していた。驚いたことにはこのことは輸入需要の弾力性についての長い論争を通じて忘れられていた」(p. 9)としている。外国為替市場における不安定領域について、フリードマンは次のように述べている。外国為替市場において不安定性が生ずるのは、「相場が自由に変動せず、自国通貨または外国通貨を割り当てるためになんらかの非價格的な機構が利用されている場合だけである。実際上の問題としては問題となるような範囲内の相場に關しては、相場の上昇が超過需要を増加させるために必要な条件は、ほとんど生じそうもないように思われる。しかし、もし生ずるとすれば、それは、可能な均衡点が二つ、一つは現存の統制相場の上に、もう一つはその下にある」ということを意味するにすぎないであろう。」(M・フリードマン「前掲論文」、鈴木浩次編『前掲書』所収、二八七ページ、脚注(4)。)

(6) Fritz Machlup, *International Monetary Economics*, 1966, p. 16.

三

変動為替相場制にあって、外国為替相場の変動による調整機能は、季節的または循環的、その他短期的な貿易収支差額の一つ一つの不均衡を均衡化するよりは、主と

して長期の構造的不均衡を調整することに重点が置かれてきた。⁽¹⁾ 収支差額面での短期的不均衡については、たとえ変動為替相場制が採用されていても、それを安定化するための為替市場への政府の介入と手持ち国際流動性準備の変動、そして安定的な為替市場において発生しがちな投機業者による均衡化的短期資本移動の調整機能を是認し、活用するのが一般的な傾向となっている。

しかし、変動為替相場による調整機能の重点が長期的、構造的不均衡の是正に置かれる場合、調整の役割はすべて為替相場の変動に委ねられるということになるであらうか。フリードマンがいうように、構造的な不均衡要因が重大なものであるとすると、為替相場の変動は、調整期間が最終的に経過する以前にあってはより大幅な変動をもたらし、しかも投機的取引きは為替相場の変動を加速化し、急激化するといえよう。⁽²⁾ さらに、その調整は、実質所得条件で達成されねばならず、必要な調整期間はかなり長期にわたるものと覚悟せねばならない。⁽³⁾ 問題を価格面だけの調整機能に限定してみても、外国為替相場の変動が大幅で急激である場合には、「物価構造を調整するだけではなく必ずや国内物価体系に急激かつ破

壊的な影響を与える⁽⁴⁾」という事態が考慮されよう。

このような基本的調整が大幅で急激な為替相場の変動を生ぜしめないためには、国際流動性準備の変動による調整の他に、より大きな調整期間の確保を許容する民間資本移動の金融機能が必要であらう。⁽⁵⁾ そして、外国為替相場の変動のみに調整機能を限定せず、国際流動性準備の変動や均衡化的な国際民間資本移動の調整機能に支援を求めんとする考え方の背景には、大幅で急激な為替相場の変動に作用する投機業者の長期的見通しに対する不安感が存在するといえよう。

調整過程が長期化する場合には、その将来の見通しに不確実性が増大し、投機的要因は不安定化する可能性が大きい。しかも、投機業者は、情報通の玄人筋 (insiders) だけでなく、それ以上に多数の素人筋 (outsiders) から構成されている。⁽⁶⁾ そのような場合には、投機業者の機能は不安定化の方向へ向いがちであるといえよう。とする⁽⁷⁾と、構造的、基礎的不均衡の調整に際して、変動為替相場制のもとにあって国際流動性準備変動による市場への政府の介入がないにしても国際民間資本移動による調整機能の活用はできる限り導入されねばならないである

(49) 変動為替相場制についての問題点

う。

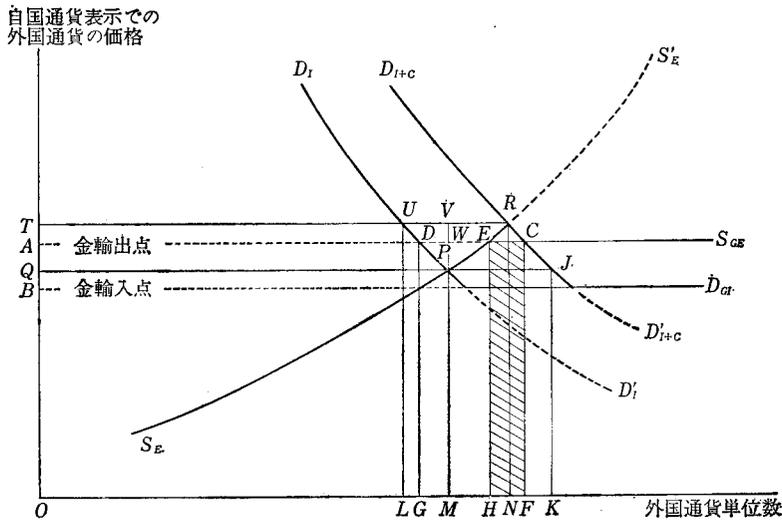
では、市場に対する政府の介入を伴わない変動為替相場制のもとにおいて国際民間資本移動の調整機能は所期の効果をあげることができようか。

一 国経済において経済の成長率が望ましい成長率に比べて過少であり、失業率が高く企業の利潤率も国際的にみて低水準にあるとしよう。その国の金融当局は、経済成長率の上昇を意図して利率の引下げを行なうであろう。民間資本の一部は、国際的にみて低水準にある利率や利率率のために、より高い利潤率や利率率を求めて対外投資に振り向けられるであろう。

第4図には、安定的な外国為替市場における外国通貨に対する需要曲線 $D_t D_{t+c}$ と供給曲線 $S_E S_C$ が示されている。民間の対外投資が発生する以前には、外国為替市場では、為替相場 OQ 、輸出額および輸入額 OM (外国通貨表示で) で均衡状態にあったとしよう。

いま、民間対外投資の発生によって、外国通貨に対する需要曲線が $D_t D_{t+c}$ から $D_{t+c} D_{t+2c}$ へと移行したと想定しよう。政府の市場への介入がないとすると、変動為替相場制のもとでは外国為替相場は、新しい需要曲線と従

第4図 金流出を伴う資本輸出



前の供給曲線の交点により決定され、 O_1M_1 まで上昇するであろう。このような邦貨建て為替相場の上昇、つまり自国通貨表示での外国通貨の価格上昇の結果として、輸出額は、外国通貨表示で、 O_1N_1 まで増大し、他方輸入額は、外国通貨表示で、 O_1L_1 に減退し、 L_1N_1 ないしは UR の外国通貨表示での輸出超過が生ずる。そして輸出超過額 L_1H_1 ないしは UR は、第4図から明らかなように、民間対外投資に等しいから、対外投資は、正味それに同額の財貨、サービスの輸出増加を必ず誘発することによって、その国の国際収支差額を均衡化する傾向がある。

ここで重要なことは、一つには政府の市場への介入、つまり国際流動性準備の増減による調整作用なしにも民間対外投資に対する外国為替市場の均衡化は自動的に達成されるということ、二つには低経済成長率、高失業率の国において、低金利政策の意図した国内経済の拡大は、財貨、サービスの輸出超過の発生および自国通貨表示での外国通貨の価格上昇に伴なう国内物価水準のインフレーション傾向によって、強力に支援されるということである。

それに対して、外国為替市場に対する政府の介入が行

なわれて、外国為替相場の釘付けがなされる場合には、国際民間資本移動の調整機能は所期の効果を達成しうるであろうか。

第4図において、釘付けする外国為替相場に変動可能な幅をもたせて、変動可能な邦貨建て為替相場の上限を金本位制に倣って金輸出点、その下限を金輸入点と呼ぶことにしよう。もちろん、ここでは厳格な金本位制が想定されているわけではなく、政府が市場介入の手段として使用する国際流動性準備は、金準備だけではなく、外貨準備も含まれている。第4図において、前述と同様な外国為替市場の均衡状態から出発して、 LN ないしは UR の民間対外投資が行なわれるとしよう。

今度の場合には、邦貨建て外国為替相場の上限は O_1A に限定されているために、民間対外投資に伴なう邦貨建て為替相場の上昇は、 O_1T まで行なわれず、 O_1A で停止してしまう。その場合には、外国通貨表示での輸出額は O_1H 輸入額は O_1G であるから、外国通貨表示での輸出超過額は GH ないしは DE で、民間対外投資 LN ないしは GF に比べて、外国通貨表示で EG の国際収支差額の赤字、つまり外国通貨に対する超過需要が発生する。そして、邦貨

(51) 変動為替相場制についての問題点

建て為替相場をOYを上回って上昇させないためには、政府は、不足している外国通貨の供給を外国為替市場に介入して補給せねばならない。政府は、外国通貨表示でEC相等額の手持ち国際流動性準備を減少せしめることによってこれを実現することになる。

結果として、民間対外投資は、許容可能な範囲内での邦貨建て為替相場の上昇に伴う輸出の増大、輸入の減少および政府手持ちの国際流動性準備の減少に等しくなる。しかし、政府手持ちの国際流動性準備の減少によって外国為替市場の需要と供給の均衡が達成された限りでは、民間対外投資によって発生した攪乱に対する為替市場の均衡化は、あくまで一時的なもので、窮極的なものとはいえない。窮極的な均衡化達成の可否は、資本輸出国から流出した国際流動性の移転によって誘発される附随的な調整効果に依存する。

変動為替相場制を主張する論者は、政府の国際流動性準備調整による為替市場への介入が変動為替相場制のもとにおいて達成された国際民間資本移動の機能を十分に発揮させることを妨げていると論ずる。つまり、民間対外投資が行なわれても、資本輸入国の金融当局が為替市

場に介入して資本輸出国から移転された資金を国際流動性準備の増大として吸収してしまうならば、対外投資は単に資金面だけの移転だけに止まって、必要な正味の財貨、サービスの移転を達成することができない。

その場合には、資本輸出国が意図した民間対外投資に伴う財貨、サービスの輸出超過という国内経済への拡大効果は充分に実現されただけでなく、国際収支差額の赤字発生による国際流動性準備の減少や外国為替相場の人為的釘付けの背景に潜在する資本輸出国通貨の対外的過大評価といった認識の一般化が、為替市場に不安定の投機要因を発生せしめ、したがってそれに対抗する必要からいって資本輸出国は国内経済に対して抑圧的な経済政策の採用へと転向せざるをえなくなるであろう。

さらに、たとえ資本輸出国が積極的な経済成長抑圧政策に踏切らないまでも、国際民間資本移動による外国為替市場攪乱に対する均衡化要因は、国際資本移動に伴う国際流動性の移転によって誘発される資本輸出国での貨幣的デフレーションと資本輸入国および誘発的な国際収支差額黒字国での貨幣的インフレーション発生の度合に求められねばならない。ここにおいて、資本輸出国が

対外投資に附随して発生しがちである国際収支差額赤字を均衡化せんとする場合には、それは政府の市場介入への代価を自動的な貨幣的デフレーション効果に求めざるをえなくなる。

しかし、このような変動為替相場論者の主張に対しても疑問が提出される。第一に、変動為替相場制のもとで、関係国の為替相場の先行きが不確実である場合に、国際間の現状で、利潤率格差や利子率格差が為替相場変動のリスクを上回って長期の国際民間資本移動を生ぜしめうるであろうか、という疑問がもっとも致命的である。

これに対しては変動為替相場論者から次のような反駁が行なわれる。(i)為替相場の不確実性からするリスクは、人為的な釘付け相場に附随する通貨の対外的過大評価や過少評価に基因するものが主であって、変動為替相場制を不安定為替相場制とする誤った先入観を除去すれば、変動為替相場制においては不安定の投機による一方的选择を許すような通貨の過大評価や過少評価が存在しない点で、為替相場変動のリスクは国際資本移動を阻害する方向へは作用しないであろう。(ii)というのも、国際

資本移動に伴なって外国為替相場が変動しても、それは国際資本移動を助長する方向へ働くと思像されるからである。つまり、資本輸入国を例にとれば、「利子率の上昇はそれ自身通貨価値が下落するという一般的な印象を強めることはあり得ない」⁽¹⁰⁾し、さらに、資本輸入の実現は、変動為替相場制のもとでは、釘付け相場制に比べて自国通貨の対外価値の上昇の度合をより大きくし、また国内経済でのインフレーション抑圧効果をより大ならしめる傾向があるからである。

このような反駁にはさらに再反駁がなされうる。国際資本移動が国際経済での構造的・基礎的不均衡のための調整要因として考えられる場合には、資本輸出国は經常収支差額における恒久的黒字国であり、資本輸入国は恒久的赤字国であるのが通常である。しかも、国際資本移動をそれ自身抜き出してその国際収支差額に与える影響だけを議論するのは不適切な仕方といわねばならない。また国際資本移動を国際経済における基本的な生産能力や資本蓄積力の格差とは別個に、景気政策的な効果だけから議論するのもまた適切とはいえない。

釘付け相場制によって与えられる一年とか二年といっ

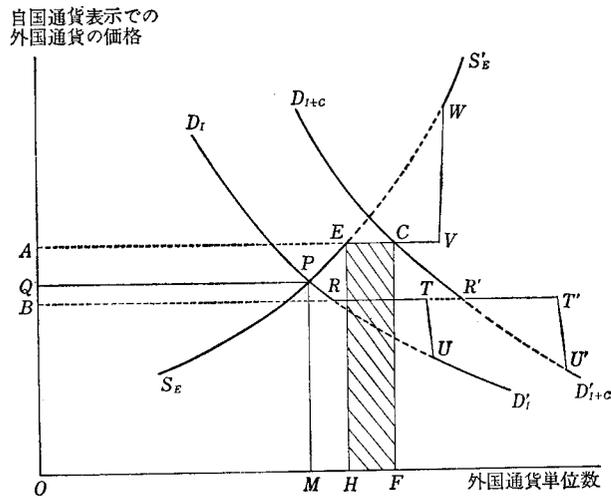
(53) 変動為替相場制についての問題点

た確実性に対する考え方が問題となろう。それが国際流動性準備の調整、したがって通貨の対外価値の過大評価や過少評価を伴なう点では、そのような確実性はあくまで偽の確実性に過ぎず、却って不確実性を不可避にするといわれるかもしれない。しかし、外国為替市場の判断に、所謂「為替錯覚」(exchange illusion)が入り込む余地は十分大きいといえよう。変動為替相場制のもとでは、変動が制度的に許容され、保証されているのに対して、釘付け相場制のもとでは、為替相場維持に關しての当局の意向と共に、為替相場安定性のより高い可能性と安定性についての見通し上のより広範囲に支持された信念の両方が存在することを重視せねばならない⁽¹¹⁾。

第二に、このこととの關連において、変動為替相場制論者の主張に対する第二の疑点が生じてくる。

変動為替相場制のもとにあって、政府の市場に対する介入がたとえ存在しなくとも、民間の金融機関、貿易業者および投機業者による外貨準備の保有とその変動による調整機能はかなりの重要度をもって存在している。国際経済の全般的な生産能力や資本蓄積の水準が高度化すればする程、国際金融市場の発達と国際化が進展しよ

第5図 外国為替取引業者の保有高からの売却を伴なう資本輸出



う。これら玄人筋および素人筋の投機的要因は、変動為替相場制のもとにあっては、安定的にも、また不安定的にも変化する可能性が大きい。

第五図⁽¹²⁾には、民間の金融機関やその他為替取引業者

が手持ちの外貨準備を為替相場の安定化に使用する場合に、政府の市場への介入による為替相場の釘付けと同様な、釘付け相場が変動為替相場制においても成立しうることが示されている、外国通貨の供給曲線の PS_1 と PS_2 は、民間為替取引業者による外貨手持ち高の一定為替相場での為替市場への売却と購入を示している。ここでは、第5図の内容の説明に立入ることはしないが、ただ民間為替取引業者による釘付け相場は、政府によるそれとは違って、為替相場における大幅なしかも急激な変動に遭遇する場合には、たちまち不安定化要因の変化によって覆される危険性が大きい、ということを注意しておきたい。

そしてこのような釘付けへの動機は、第一に彼らの外貨準備が増大するにつれて変動為替相場を回避せんとする公然のまたは暗黙の取極め⁽¹³⁾、第二に大幅な為替相場の変動を可能な限り排除して行く国際資本移動を含めての調整機構とその結果としての通貨価値の永続性に関する彼らの一般的な信頼、第三にそもそもとも考えられる要因であるが、組織化された為替相場安定化計画ないしは金融当局の潜在的安定化政策、があげられるであろう。

(14)

ここにおいて、国際資本移動の均衡化作用の確保には、これら民間業者の外貨手持ち高の為替相場安定化機能の確保と維持が強調されねばならない。そして、一部専門の投機筋を除いて、これら民間業者の成長はその内部に為替相場安定化への要請を盛込む傾向にある。そして、為替相場安定化の方向にこれら民間業者の機能を方向づける場合には、国際資本移動の均衡化機能がさらにこれら民間業者の安定化機能を強化するといえよう。政府の市場への介入による釘付け相場制、ないしはより厳格に固定相場制への選好、そして変動為替相場制の排除は、このような観点から立証づけられるであろう。

しかし、この場合国際民間資本移動の結果生ずる資本輸出の国際收支差額不均衡と国際流動性問題が当面に残された問題となるが、この問題については別の機会に論じたので、これ以上の検討はそれに譲りたい。なお、変動為替相場と国際通貨制度との関連については多くの残された問題があるが、紙幅の関係から別の機会を待ちたい。

(15) Charles P. Kindleberger, *Europe and the Dollar*,

(55) 変動為替相場制についての問題点

- 1966, p. 123.
- (2) M・フリードマン「前掲論文」、鈴木浩次編『前掲書』所収、二七五ページおよび二九八—二九九ページ参照。
- (3) M・フリードマン『前掲書』所収、二九七—二九八ページ参照。
- (4) Alvin H. Hansen, *The Dollar and the International Monetary System*, 1965. A・H・ハンセン、鈴木浩次訳『ハンコ国際通貨制度』一六六ページ。
- (5) George N. Halm, *The "Band" Proposal: The Limits of Permissible Exchange Rate Variations*, Special Papers in International Economics, No. 6, January 1965, published by the International Finance Section, Princeton University, pp. 52—53.
- (6) Charles P. Kindleberger, *Ibid.*, p. 115. M・フリードマンは、投機的要因の不安定性を認めながらも、投機業者の玄人筋と素人筋への区分について一般性の根拠がないとしている。(M・フリードマン『前掲書』所収二九一—二九二ページ参照。)
- (7) Fritz Machlup, *Ibid.*, p. 29.
- (8) Fritz Machlup, *Ibid.*, pp. 38—39.
- (9) エロン・ゾーメン、貝塚啓明訳『国際金融と外国為替』一二五—一二九ページ参照。
- (10) エロン・ゾーメン、貝塚啓明訳『前掲書』一二九—一三〇ページ。
- (11) Charles P. Kindleberger, *Ibid.*, p. 121.
- (12) Fritz Machlup, *Ibid.*, p. 41.
- (13) Fritz Machlup, *Plans for Reform of the International Monetary System*, Special Papers in International Economics, No. 3, August 1962, published by the International Finance Section, Princeton University, p. 63.
- (14) Fritz Machlup, *International Monetary Economics*, p. 40.

(一橋大学教授)