

変動為替相場制の模索と実践

序

戦後四半世紀にわたったいわゆるブレトンウッズ体制が、昭和四十八年二月に崩壊して変動為替相場制に移行してから、既に十余年が経過した。変動為替相場制は、世界経済の激動時代におけるいわば「なしくずしの選択」であったが、二度にわたる石油ショックを柔軟に受け止めた緩衝装置としての機能を高く評価される一方、あまりにも過敏なその乱高下は、世界経済に多大の不安定性と保護主義の脅威をもたらしつつあるものとして問題視されている。こうした情勢下、ニューヨークでのG-5合意（昭和六十年九月）は、新たな局面展開へ向けての模索と実践として各方面から注目を浴びている。

島 村 高 嘉

本稿は、こうしていま転機にたつ変動為替相場制を、もっぱらわが国の視角からとりあげ、戦後金融体制の開放体制に向けての脱皮といった歴史的なパースペクティブを踏まえつつ、その「期待と現実」、その「評価と批判」につき、実践論の立場から検討を加えたものである。

一 固定為替相場制から変動為替相場制への移行
(IMF体制下の四半世紀)

戦後の四半世紀（昭和二十年～四十五年、一九四五年～一九七〇年）における国際通貨体制は、ブレトン・ウッズ体制ないしIMF体制（正確にいうと、昭和五十三年四月のIMF協定改正後のIMF体制は、変動為替相場制を承認しているので、それと区別して旧IMF体制

と呼ぶことが適當)であつたと総括することが出来る。わが国は、いわば「IMF体制の傘」の下で、貿易拡大を軸として高度成長時代を展開したといえるが、こうしたIMF体制のもとの、戦後わが国金融経済の四半世紀を概観すると、凡そ次のように三期に大別することが出来る。

① 昭和二十年代から昭和三十年代後半までの、固定為替相場制下の貿易・為替自由化の進展期

② 昭和四十年代前半の固定為替相場制の動揺期

③ 昭和四十年代後半の固定為替相場制の崩壊期ないし変動為替相場制への移行期

こうした戦後の国際通貨変動の歩みを本論に先んじてわが国金融経済との関連に絞って、以下簡潔に跡づけておくこととする。

(一) 戦後におけるわが国の国際経済社会への復帰は、①昭和二十四年の単一為替相場設定による民間貿易の再開と、②昭和二十七年のIMF・世銀加盟および昭和二十八年のガット加盟による国際機関への参加によって幕をあげた。ここに、一ドル≡三六〇円をIMF平価(金一オンス≡三十五米ドル)にリンク、一円≡二、四六八五

ミリグラムが金平価)とする固定為替相場制が、わが国通貨の対外価値を律する基本的枠組みとして設定されたといえる。一ドル≡三六〇円レートは、爾来四半世紀にわたって(昭和四十六年八月のニクソン・ショック発生まで)堅持された。この期間、わが国の国際収支の天井は低く、国際収支の赤字不均衡は、昭和二十八年と二十九年、昭和三十二年と三十三年、昭和三十六年と三十七年および昭和三十九年と四度も繰り返し発生したが、しかしそのいずれも、まるで経済学の教科書を地で行くような形で、金融政策による国際収支の調整メカニズムが見事に機能し、わが国は固定為替相場制の枠組みを守りつつ高度成長の軌道をつき進んだといえよう。貿易・為替の正常化、自由化も、こうしたIMF体制の傘の下で、大幅な前進をみたのであった。すなわち、①貿易取引面では、ガットの十一条国移行(昭和三十八年、貿易数量制限原則不可の義務)を軸として、昭和三十五と四十年にかけての第一次貿易自由化(自由化率四十四%)および昭和四十三と四十六年にかけての第二次貿易自由化(自由化率九十三%)が実行され、また②為替取引面でも、IMF八条国への移行(昭和三十八年、經常取引

に関する為替管理撤廃の義務)を軸として、円為替の導入、非居住者自由円勘定の開設、為替決済方式の弾力化等の制限緩和の措置が逐次打ち出された。とくに、昭和三十八年のIMF八条国への移行は(因みに、同年先進国グループたるOECDにも加盟)、円の交換性回復を正式に確立したところの画期的な意義を有するものであって、昭和三十八年は、わが国が開放体制へ本格的に移行した歴史的な年であるということが出来よう。

(二) IMF体制は、このように揺ぎない国際通貨体制として一時代を画した感があったが、しかし、それはあくまでもキール・カレンシー国である米国の強大な経済力を背景としたものであり、西欧諸国ことに西独や日本の経済力の躍進と米国の経済力の相対的低下が進行するに伴ない(その端的な反映は、西独、日本等の国際収支の黒字不均衡と米国の赤字不均衡となって顕現化)、時として亀裂が生じるに至った。基軸通貨たる米ドルに対する国際的信認の動揺(その背景には、いわゆる「国際流動性のジレンマ」といったIMF体制に内在する原理的な問題点があった)つまり、ドル不安、金・ドル交換の保証に対する不安感の台頭がそれであった。こうした

ドル不安は、次第次第に足音を高めていき、そして①金価格騰貴への政策対応たる主要国の金プールの創設(昭和三十三年)、②米國通貨当局と主要國通貨当局間のスワップの取決め(昭和三十七年)、③米國通貨当局による一連のドル防衛策(昭和三十七～三十八年、資本流出規制、ローザ・ポンドの発行、利子平衡税の実施、昭和四十三年の金二重価格制の導入)などの手が打たれて行った。これらは、更に④IMFやOECDを舞台とする国際流動性をめぐる諸改革(三十七年の一般借入取決めGABの創設、四十一～四十三年にかけてのSDRの創設)や⑤国際収支黒字国の平価切上げ(マルクの切上げ、昭和三十六年五%、四十四年九・三%)へと連なり、遂にはIMF体制の土台そのものを揺がすほどの不気味な胎動となって行ったのである。

昭和四十年代前半は、かくしてIMF固定為替相場制の動揺期として、明確に位置づけることが出来る。

(変動為替相場制への歴史的転換)

(三) 昭和四十年代後半における国際通貨動乱期のなかで、「ニクソン・ショック(昭和四十六年八月)」、「スミソニアン合意(昭和四十六年十二月)」、および「全面フ

ロート(昭和四十八年二月と三月)のこの三つは、変動為替相場制へ向けてのいわば三度の陣痛と呼ぶことが出来る。戦後国際通貨制度の変遷のなかでの最大の混乱期であった。前おれは二つ、一つは昭和四十二と四十三
年頃から一段と激しくなった国際的な金投機の動きであり、もう一つは黒字国通貨たる西独マルクや日本円に対する投機の津波であった。米ドルに対する信認が揺ぎ出し、米ドルが嫌われ、値上り期待の金あるいは強い通貨たるマルクや円へ乗り換えようとする国際的な投機筋の
思惑の津波であった。米国は、歴大な金流出を抑えねばならず、そのため、昭和四十三年八月には二重金市場の
取決め——中央銀行間では公定価格によって売買するが、ロンドン金市場においては金放出による価格支持を断念し、自由金市場を認める——を余儀なくされた。この間、
米国の金準備比率(対外公的機関の流動債務残高との対比でみた)は、一九七〇年九月の五〇%から一九七一年
九月には二〇%へと激減をみた。その一方で、西独およびわが国は、マルク切上げおよび円切上げの思惑から流入して
きた大量の米ドルを買支えたため、外貨準備の急増を招くこととなり、わが国の場合には、輸出前受金の

流入等のいわゆるリーズ・アンド・ラグズ、対日証券投資増、自由円預金の急増などを余儀なくされた。こうした
状況下、昭和四十六年八月十六日、米ドルの金兌換停止を
主要内容とする歴史的なニクソン声明が出され、世界を
動揺と混乱の渦の中に巻き込んだこと、周知の通りである。
世界の主要外為市場は直ちに閉鎖となった(東京市場は閉鎖
せず、二週間後の二八日からフロートへ)。市場再開(八月二
二日)とともに、主要通貨は暫定フロートを余儀なくされる
一方、各国通貨当局者による事態收容のための模索と交渉の
苦悩の日々が続いた。同年十二月十九日に至り漸く多角
的通貨調整がまとまり、いわゆる「スミソニアン合意」とな
ってアナウンスされた。⁽¹⁾
しかしながら、それも束の間の安定であって、一年二カ
月後の昭和四十八年二月と三月には、円も含め主要国通貨
は再び国際的な投機の波状攻撃をうけ、遂には全面フロ
ートへと追い込まれた。「ニクソン・ショック」、「スミ
ソニアン合意」、「全面フロート」のこの三つの陣痛を経
て、戦後四半世紀にわたり命脈を保持してきたIMF体制、
固定為替相場制はここに崩壊し、新たな漂流の時代が出現
したのであった。まさに「海図なき航海」(ジャ

ルストラBIS元総裁)に船出したといえよう。

(1) 主要国の切上げ幅は、円は一六・八八%(一ドル〇三〇八円)。マルク一三・五七%、フランス・フラン八・七%、ポンド八・五七%、米ドルは金に対して七・八九%切下げ(一オンス三五ドル→三八ドルへ)。

(2) 米ドルは金に対して一〇%切下げ(一オンス三八ドル→四二・二二ドル、二月十二日)。円(二月一〇日市場閉鎖、二月十四日再開フロートへ)は一挙に二六五円台までフロートアップ(約一六%の切上げ)。欧州要国は、曲折のすえ三月十九日から全面フロートへ。

二 変動為替相場下のシントルム・ウント・ドラング

(波乱の軌跡)

変動為替相場制は、昭和四〇年代の後半から六〇年代を経た今日まで、すでに十余年の歳月を重ねてきているが、まさに波乱の連続であった。昭和四八年(一九七三年)と昭和五四年(一九七九年)の二度にわたる石油ショックが何にまして大きな変動要因であり、様々の混乱と反響をよびおこして行った。すなわち①オイルダラーのリサイクルからむ国際的な資本移動、②国際的な信

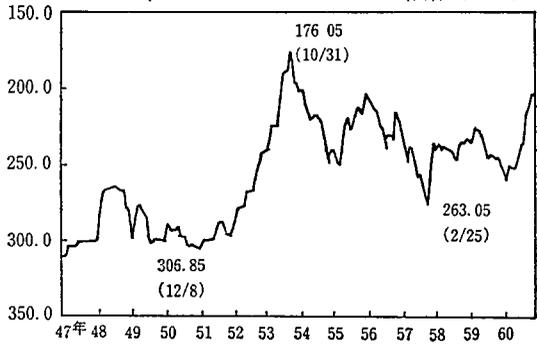
用不安の続出(四九年五月の西独ヘルシュタット銀行の破綻、その後の米銀フランクリン・ナショナル銀行等の破綻など)、③各国のインフレの高進と世界的な高金利の発生(米国の二桁の物価上昇、二桁の高金利)、④これら諸要因に国際政治情勢の突発的な事件(イラン・イラク戦争の勃発等)も絡んだところの通貨信認の動揺。

このような国際通貨動揺の嵐のすさまじさは、「世界経済の扉の蝶番いはずされたような混乱」(BIS元調査局長、ギルバート)、「時限爆弾が時を刻むような状態」(米国元財務次官、ボルカー)、「金融危機をはらんだ乱気流の一〇年」(世銀元総裁、マクナマラ)等々、さまざまに表現されたところである。

(注) 石油ショックの発生原因も、さらにもとをたせば、固定為替相場制崩壊にあったともいえる。変動為替相場制への移行により、世界的にインフレが高進し(ドルの減価が決定的)、それを受けて産油国が石油輸出代金(ドル建)のいわば所得補償を求めて一斉に結束した結果がOPECの動きだったと解される。

わが国の立場から、こうした嵐の中の十余年を通観してみるとどうか。固定為替相場制の制約から解放された円相場の変動は、大方の予想をはるかに上回る激しさ

第1図 東京外国為替市場円相場動き (円) / ドル終値



であって、年間変動幅は、二〇円〜七〇円（五三年の六七円、五五年の六一円、六〇年の六三円はとくに大）、変動率でみても凡そ一〇%〜三〇%という大幅なものであった。第一図および第一表がそうした荒模様の円相場足の足取りを如実に示している。ところで、この間の国際収支動向を一瞥してみても、第二表のように、①内外景

気変動等に起因する貿易収支の変動、②内外金利差等を誘因とする長短資本移動の増減など、いずれも極めて大きな振幅を示している。

(石油ショックと大幅な経常赤字の発生)

以上のような「円相場と国際収支」の変動の軌跡のなかで、まず前半に注目することとしよう。そこには、「二度の石油ショックとそれが投じた「経常収支の大幅赤字」および「為替円安」の波紋が、つまり「石油に弱い円」の姿が露呈されている。石油ショックの投じた波紋は、次のような連鎖で急速に広がっていった。まず石油価格の高騰（第一次約三〇〇%高、第二次約八〇%高）に伴い大幅な経常収支の赤字が生まれた。四八〜四九年の第一次では約六〇億ドルの大幅赤字、五四〜五五年の第二次では実に二〇〇億ドルの巨額な赤字が発生している。経常収支のこうした赤字は、次いで円相場の急落を惹起し、第一次では二六〇円から三〇〇円へ凡そ十一%の円安を、第二次では二〇〇円から二五〇円へ凡そ十八%の円安を余儀なくされた。こうした為替円安は、当然のことながら石油価格（円建）の上昇に拍車をかけた。更に、輸入物価の上昇は、国内物価の騰貴へと波及（卸

(31) 変動為替相場制の模索と実践

(第1表) 変動為替相場制下の円相場の推移と振幅

(単位 円)

	中心相場	最高値	最高値	変動幅	変動率
48年	280.00	253.20	302.75	49.55	17.7%
49	300.95	272.00	304.40	32.40	10.8
50	305.15	284.90	307.00	22.10	7.2
51	292.80	286.00	306.25	20.25	6.9
52	240.00	238.00	293.05	55.05	22.9
53	196.60	175.50	242.50	67.00	34.1
54	239.70	194.60	251.80	57.20	23.9
55	203.00	202.95	264.00	61.05	30.1
56	219.90	198.70	247.40	48.70	22.1
57	242.49	217.70	278.50	60.80	25.1
58	234.34	227.20	247.80	20.60	8.8
59	237.53	220.00	251.70	31.70	13.3
60	238.53	199.80	263.65	63.85	26.7

(第2表) 変動為替相場制下の国際収支の変動と要因

(単位 億ドル)

	経常 収支	貿易 収支	輸出入		長期 資本 収支	本邦資本 外国資本		短期 収支	総合 収支
			輸出	輸入		本邦資本	外国資本		
48年	△ 1	37	363	326	△ 98	△ 85	△ 13	24	△101
49	△ 47	14	545	530	△ 39	△ 41	2	18	△ 68
50	△ 7	50	547	497	△ 3	△ 34	31	△ 11	△ 27
51	37	99	660	561	△ 10	△ 46	36	1	29
52	109	173	793	620	△ 32	△ 52	21	△ 6	77
53	165	246	956	710	△124	△149	25	15	60
54	△ 88	18	1,012	994	△126	△163	37	24	△167
55	△107	21	1,267	1,246	24	△108	132	31	△ 84
56	48	200	1,495	1,296	△ 65	△228	164	△ 10	△ 21
57	69	181	1,376	1,196	△150	△274	125	△ 16	△ 50
58	208	315	1,455	1,140	△177	△325	148	—	52
59	350	442	1,682	1,240	△496	△568	71	△ 43	△152
60	493	560	1,739	1,179	△648	△821	173	△ 7	△123

売物価の上昇率は、第一次のピークで前年比三五%、第二次ピークで前年比二〇%）、これがその後数年間に及ぶ石油デフレの後遺症を生んだことはわれわれの記憶にいまも生々しいところである（鉱工業生産は、第一次では四九年前年比九・七%減、五〇年同四・四%減と二年連続のマイナス。第二次では五五年前年比二・二%増、五六年同二・〇%増のあと五七年同〇・六%減と低迷）。

（經常黒字と資本流出の奔流）

変動為替相場制十余年の歴史のうち、その前半の波乱材料は、以上のように「石油ショック」と「經常収支の大幅赤字」であった。では、後半の波乱材料は何かといえ、**「米国の異常高金利」とそれに吸引された「大量の対米資本流出」**であったといえる。すなわち、一九八〇年代（昭和五五年以降）に入ってから米国は、石油ショック後のスタグフレーションに対処すべく、積極的な財政政策（減税と連邦支出拡張）と金融引締め政策（マネーサプライ重視の新金融調整方式の採用）とのポリシー・ミックスを採用したが、これが異常な高金利時代を招致することとなった。この間、わが国は、昭和五六年以降物価の鎮静化に成功する傍ら対米貿易の黒字を

急速に拡大していったが、それと同時に、米国高金利に吸引される形で、わが国の対米資本流出もまた急増していったのである。その結果齎らされたものは、これまでに経験したことのない「經常黒字下の円安持続」といった姿であった。通常、貿易黒字は円高を齎らし、その円高が黒字不均衡の拡大に歯止めをかけるといった形で、いわば古典的な「調整機能」が働くものと期待されるわけであるが、その「調整機能」が大幅な資本流出（經常収支の黒字を凌駕する規模での流出超過）によって歪められてしまったのであった。ともかく、為替は貿易黒字下でありながらも、円高となるどころか円安のまま推移し、その円安が更に貿易黒字に拍車をかけるといったパターンが定着しはじめた。かかる情勢下、米国界から、ヒステリックなほどの対日批判の声が上り、貿易摩擦が焦眉の問題となってきたこと周知のとおりである。

こうした対米資本流出の背景について、もう少し立ち入って考察してみると、米国の高金利定着の影響（日米間の長期金利の格差は、五〇年以降六%〜二%）だけではなく、わが国の対外資本取引に係る抜本的な自由化の影響も大きく（昭和五五年の改正外為法施行による一

「原則禁止」から「原則自由」へと転換)、この点も見逃しえないところである。更にいえば、レーガン政権下「強い米国」のイメージが定着したことの影響もまた無視出来ない。対米ドル資産投資盛行の背景には、こうした複合的な要因が指摘出来るよう。米国経済が財政と貿易の双子の赤字を抱え、ファンダメンタルズの悪化に悩まされていたにもかかわらず、米ドルの信認(ドル高)が最近まで保持されてきたことの背景には、こうした複合要因があったものと考えられる。かくして、わが国は、六〇年においては經常収支の黒字四九三億ドル(前年の五九年では三五〇億ドル)に対し、長期資本流出超六四八億ドル(同四九六億ドル)、そして為替相場は二三八円(同二三七円)の円安基調、こういった変則的な姿を示現した。元米財務次官のロバート・ローザの表現を借りると「円・ドル間の為替レートは、資本移動に支配された」のであり、「極端に歪んだ状態」となってしまうのであった。

(1) 五五年改正外為法の骨子は次のとおり。①対外直接投資および対内直接投資―前者はすべて自由化、後者は原則自由化(例外四業種は農林水産業・鉱業・石油業・皮革業、

この他国防関連業種には慎重配慮)②証券の取得および発行―居住者の対外証券投資は自由化、外債発行も従来の許可制から事前届出制へ移行。非居住者の対内証券投資自由化。非居住者の円建外債発行も事前届出制へ移行。③外貨預金および自由円預金―居住者の外貨預金は平時自由化、非居住者自由円預金は金利自由化。④外貨貸付および外貨借入―非居住者への外貨貸付は従来の許可制から事前届出制へ移行。居住者の外貨借入は平時自由化。

(2) 「ロバート・ローザ、ブレトンウッズ以降の国際通貨制度の変遷」(大蔵省発行「ファナンス」六〇年九月と十一月号)

以上、主として経済要因(貿易収支や資本移動)に着目して、円相場変動の背景を要約してきたが、これらに加えて非経済的要因―世界の政治・経済の突発的事件の発生が、複雑にして衝動的な反応を為替市場に屢々巻き起してきたことも勿論見逃しえないところといえよう。五四年十二月のアフガンへのソ連侵攻、五五年四月のイラン・イラク戦争の勃発と米国・イランの国交断絶、五六年一月のイラン米大使館員の人質解放、五六年十二月のポーランドの非常事態宣言等々。こうしたアクシデントを通じ、「有事に強いドル」という言葉が生れたので

あった。

(通貨防衛の実践)

さて、各国通貨当局は、以上述べてきたような絶え間なく揺れ動く変動為替相場のもとで、ともすれば逸脱しがちな自国通貨の対外レートを、安定的に維持すべく、日夜奮闘を余儀なくされてきたといえよう。投機筋は巨大な資金を動員し、長短を問わず、債券か株式かを問わず、最も高い予想利潤を求めて動く。時として最も安全な場所への一時避難も辞さない。こうして自由奔放に動く変動為替相場は、内外通貨価値安定を追求する各国通貨当局者にとって真に頭痛のタネだといえよう。ここで、わが国の立場から「円防衛」に絞って、次の二つの観点から、こうした通貨防衛の実践につき略述しておくこととする。その一は、「景気が為替かのジレンマのなかでの政策運営」についてであり、その二は、「極端なオーバースhoot時における市場介入」についてである。

まず「景気が為替かのジレンマのなかでの政策運営」について述べると、昭和五七―五八年の公定歩合引下げをめぐる金融政策の運営がその典型であった。景気停滞局面での円安(上述の米高利による資本流出が主因)と

あって、内外金利差の拡大に連らなるような金利引下げ政策には、国内物価の上昇要因、交易条件の悪化要因、貿易摩擦の激化要因等への懸念からなかなか踏み切れなかった。中央銀行たる日銀の苦悩は大きく、対内均衡(国内の景気支持)と対外均衡(円安防止)との間のジレンマという形で、変動為替相場制下での政策運営の難しさが、これまでになく浮彫りにされたといえよう。政策当局は「フロート制の下での金融政策の運営は、まるで針のメドに糸を通すように、選択の幅は狭いのだ」と述べている(前川前日銀総裁)。円安進行のもとで金融政策の手足が縛られ、結局公定歩合が引下げられたのは、円安局面が小康状態に入った一年一〇ヶ月後の(その前の五六年十二月の公定歩合引下げから起算して)五八年十月のことであった。

次に「極端なオーバースhoot時における市場介入」につき、国際的な協調介入(五三年十一月、五五年三月、六〇年九月)が実行された三度のケースに即して略述してみることにする。いずれも各国通貨当局にとって、その真価が問われた試験の介入であり、市場介入だけでなく種々の支援措置をも動員したところのパッケージ・デ

トルであり、変動為替相場制の歴史のなかでそれぞれエポックを画したテストケースであった。

(1) 五三年十一月の先進国四ヶ国共同のドル防衛策

―米国は、カーター政権、インフレ高進、国際収支は大幅赤字。記録的なドル安―円高を再現した(五三年十月三十一日一七六・〇五円)。

―米国当局は、いわゆる「ビナイン・ネグレクト」の政策態度を持續。その年のIMF総会では各国からの批判相次ぐ。十一月一日に至り、米当局は金融引締め政策の発動に踏み切るとともに、各国に呼びかけ、為替市場への初の協調介入を実施。介入資金調達のため、米国・日本・西独・スイス間のスワップ拡大(円は二〇億ドルから四〇億ドルへ)。

(2) 五五年三月の第二次石油ショック後の円防衛策

―わが国の国際収支は大幅な逆調、円急落(五五年四月八日二六四円)。日銀は、公定歩合引上げ、準備率引上げ等一連の金融引締め政策を発動(五五年二月十九日、三月十九日、うち前者は、予算案の国会審議中の異例の引上げ)。そのほか、資

本流入促進策(為銀の海外資金取入れ弾力化等)も実施。

―米国、日本、西独、スイスで協調介入を実行。B

ISのネットワークを通じて各国の了承取つけ。わが国は、米国に次いで、スイス、西独との間でスワップを取決め。

(3) 六〇年九月の「G-5合意」にもとづく先進五ヶ国のドル高是正策

―米ドルの異常高是正へ国際世論高まる。わが国も対米貿易摩擦の解消のため強く要請。米国内でも、ファンダメンタルズから乖離したドル高に疑念の声、米国当局も放置した場合のドル急落を危惧。

―六〇年九月二日の先進五ヶ国(米、英、日、西独、仏のG-5)緊急蔵相中央銀行総裁会議(ニューヨーク)での合意を突破口に、かつてない大規模な協調介入に踏み切る(一ヶ月間の介入規模は一〇〇億ドル強と報道)。六一年一月十八日のG-5(ロンドン)会議で基本線再度確認。

―円相場は、(年初二月は二六三円)直前の二四二円から急騰し、二ヶ月後には早くも二〇〇円を切

る水準にまで戻る(約二〇%の切上げ)。この間日銀は、円相場定着のため、金融市場の自律的な金利上昇を容認(一・五%方の急上昇)。

「G-5合意」の政策的企図は次の三点。①対外貿易アンバランスを調整する上での為替レートの役割を重視、②為替市場への各国協調介入、③経済政策面においても各国が協調的な行動をとる。

以上三つのケースのうち、特に今般の「G-5の合意」は、いまなおその実施過程にあるが、変動為替相場制の歴史のなかで、新しいページを開くものとして注目される。今回ほど各国が本格的に協調介入を目指した例はなく、とくに基軸国である米国がこれまでの非介入主義を⁽¹⁾変更した点および米国が(介入資金の制約がない)自国通貨の売介入を行なったという点でも、その効果が大きい。政策当局自らも「今後、国際通貨問題の検討を進めてゆく上での大きな参考事例」(澄田日銀総裁)と評価している。こうした円防衛をめぐる通貨当局の政策運営、直截にいえば円高への定着をめざす政策努力は⁽²⁾大筋として次第に国民的な理解を広げてきつたとみられる。

(1) 米国当局は従来介入には消極的であったが、その理由としては、米ドル本位の現行国際通貨制度にあって、「米国の責務」と「米国以外の国の責務」に関する分業的思考があったとの見方が有力。「本位通貨国たる米国は、価値の基準として、米ドル価値(国内価値—筆者)の変動を回避する責任がある。一方米国以外の通貨国は、米ドルの価値基準にあわせて自国通貨の価値を決める。従って米ドルという尺度で計った為替価値を変更したり、乖離が生じた時の為替介入については、米国以外の国が実施する任務があるという考え方……」

(真野輝彦、「G-5後の国際通貨状況」—「金融」一九八六年三月参照)

(2) 円高定着効果として政策当局があげるものは、次の四点である。①国内物価への優先的配慮、②交易条件の改善効果(輸入原材料コスト低減による企業収益の改善、国内物価低下による家計部門の実質所得増大)への評価、③内外バランスのとれた成長路線への軌道修正、④対外貿易摩擦の鎮静化。

三 変動為替相場制への期待と現実

(変動為替相場制の理論的吟味)

以上で、歴史的現実としての変動為替相場制十余年の

歩みの大筋を考察してきたので、次にこうした歴史的現実を踏まえながら変動為替相場制を巡る評価と批判について論述してみることとする。順序としてまず、変動為替相場制の「理論的吟味」を行い、続いて、現実に照して「評価と批判」を加えてみることにしたい。

変動為替相場制は、当初固定為替相場制から変動為替相場制への移動期にあっては、大多数の経済学者の理論的支持をかちえていた感があったが、その理由としては、凡そ次の四点があげられている。

(一) 国際収支の自律的調整機能に期待しうること――

すなわち、変動為替相場制下にあるのは、為替相場が自由に変動することによって内外財の相対価格が直接変動し、その価格効果を通じて国際収支の不均衡は自律的に調整される。固定為替相場制の下では、国際収支の不均衡は、その国の外貨準備の増減を招来し、それに随伴する金融政策の発動（緩和、引締め）とその調整効果を介して政策的に調整される。

(二) 投機的な資本移動に対する抑制効果が働き、為替相場の変動幅は比較的小幅に止まると期待しうること――すなわち、変動為替相場制の下では為替投機

の危険負担が大きく、そのため投機的な資本移動が抑えられる。資本移動は各国内の経済実体を反映したより安定的なものとなる。固定為替相場制の下では、通貨の切り上げ切り下げを見越した投機的不安定な資本移動が生じ（予め切下げか、切り上げかの方向がはっきりしているので投機の波にさらされやすい）、時として大きな混乱となる。

(三) 金融政策の自由度が増大し、国内均衡重視の政策

運営が期待しうること――すなわち、国際収支の均衡は為替相場の自律的調整に委ねられるので、政策当局は国際収支の制約にとらわれずに、専ら物価安定、雇用維持といった国内的な政策目標を旨指して政策を遂行することが可能となる。固定為替相場制の下では、国際収支のカベを常に意識せざるを得ず、言わゆるストップ・アンド・ゴーの政策を余儀なくされる。このほか、変動為替相場制下にあるのは、金融政策は、政策発動に伴う短資流出入といった「妨害」からも解放される（内外金利差は直先スプレッドによって吸収され、大幅な短資移動は生じない）。

(四) 海外からのインフレに対する遮断効果を期待しう

ること——すなわち、海外からのインフレの波は、為替相場が変動することによって（為替相場上昇↓輸入物価の下落↓国内物価安定）、いわば波打ち際で遮断される。固定為替相場制の下では、それは、①海外への輸出増加を通じて国内流動性が散布されるといった経路と、②海外からの高い輸入品価格（外貨建）が為替相場が固定されているため、そのまま輸入品の国内販売価格に反映されるといった経路とを通じて伝播される。

（注）変動為替相場制の歴史的現実を踏まえて、その長短を論評した著作としては、ロナルド・I・マッキン「国際通貨・金融論」(Money in International Exchange 1978) 鬼塚雄丞、工藤和久、河合正弘訳。ミルトン・ギルバート「国際通貨体制の軌跡」(Quest for World Monetary Order 1980) 緒方四十郎・溝江義郎訳、参照。

以上の四点が、変動為替相場制の理論的根拠として通常挙げられるところである。これを要約すれば、国内経済を為替相場（平価）に従属させるのが固定為替相場制であるのに対し、為替相場の方が国内経済に順応するのが変動為替相場制である、というように表現することができる。ここで変動為替相場制の特徴を一層浮き彫りに

するために、金本位制、IMF体制、変動相場制の三者を国際通貨制度としての観点から、広い視野に立って比較考察しておくこと第三表のとおりである。

（評価と批判）

さて、以上のような、変動為替相場制の理論に対し、変動為替相場制の歴史的現実は一切どうであったろうか。結論的に述べると、ショック・アプソーバー（緩衝体）として果してきた役割ないし機能を評価することは忘れてはならないものの、総じていえば現実には決して甘くなかったといわねばならない。そこで、変動為替相場制十余年の歴史的経験に照しての四つの批判を、以下順次展開してみたい。

（注）以下、厳しい「批判」を加えるために「評価」についても一言ふれておきたい。仮りに、変動為替相場制でなく固定為替相場制のまま、あの二度にわたる石油ショックの大波に直面していたならば、恐らく激しい為替投機を招き、主要国の外為市場は長期にわたって閉鎖され、貿易取引は大きく阻害されてしまったのではないか。国際通貨不安の火の手も、或いは手のつけられないほど大きく燃え上っていたかも知れない。こうした論点から、変動為替相場制のいわゆるショック・アプソーバー（緩衝体）としての

(39) 変動為替相場制の模索と実践

(第3表) 国際通貨制度の比較

	金 本 位 制	旧 I M F 体 制	変動為替相場制
基本的性格	金平価の維持	金為替平価の維持	フロート (特定の平価を前提とせず)
金の役割	金が中核的存在	金為替(米ドル)が中核的存在	金および金為替とのリンクなし
内外均衡への配慮	対外均衡重視	対外重視、ただし基礎的不均衡発生時には対内配慮からレート調整	対内均衡重視
国際収支調整メカニズム	(金本位のゲームのルール) ① 赤字→金流出→国内通貨減少→物価低下(景気下降)→回復(赤字縮小) ② 黒字→金流入→国内通貨増大→物価上昇(景気上昇)→回復(黒字縮小)	(基本的には金本位のゲームのルールと同じ) ① 金流出=外貨準備減少とよみかえ、国内通貨の減少=金融引締めとよみかえ ② 金流入=外貨準備増大、国内通貨の増大=金融緩和とよみかえ	レート変動の効果に委ねる(内外財の相對価格のシフトを通じ、直接的に内・外需のバランスを回復)
為替相場の変動の大小	金平価±金現送点の範囲での小幅変動	① 平時は固定相場(±1%) ② レート調整時には、投機誘発、大きな変動	乱高下免れず
国際流動性	金保有高に制約	金および金為替(ドル)保有高に制約(SDRの創設)	制約解消へ
流動性ジレンマ	なし	金為替(米ドル)の供給源は、米国の国際収支の赤字→基軸通貨、米ドルの信認維持が問題	なし
問題点	① 流動性不足から貿易拡大に足かせ ② 国内均衡への配慮不足 ③ 経済危機(ショック)への対応困難	① 基軸通貨国への過大依存 ② 流動性ジレンマ ③ レート調整時の混乱不可避 ④ 経済危機(ショック)への対応困難	① 国内経済運営の歯止めが弱体(物価に甘い) ② レートの乱高下(思惑投機) ③ 国際収支調整遅々

(注) 1978年4月1日のIMF協定改正により、金の公定価格廃止(1973年2月の全面フロート以降1オンス42.22ドルの公定価格は有名無実化)。1975年1月1日、米国は通貨体系上でも正式に金を廃貨。

役割について、積極的に評価する論者も少なからずいるが、筆者もこの点を評価するにやぶさかでない。

(一) 国際収支の自律調整機能は、期待通りには発揮されていらないのではないか——変動為替相場制下のわが国の国際収支不均衡の蓄積過程自体を詳さに検証するならば、不均衡の短期的解消は極めて困難であることが判明しよう。では、変動為替相場制による不均衡是正のブライス・メカニズムが機能不全である理由は何か。これについては、次のような諸々の要因が複合的に影響していると考えられる。①各国の物価上昇率格差が、為替相場変動に伴なう内外財の相対価格の変動を往々相殺してしまうこと。②いわゆるJカーブ効果(輸出入の価格弾力性が短期的には小さく、いわゆる「マーシャル・ラーナー」の安定条件)が、長期的にはともかく短期的には満たされていないため、調整効果が当初はむしろ逆目に出る)が持続的に発現してしまうこと。③各国の輸入の所得弾力性に構造的特性が認められ——例えば、わが国輸出の海外所得弾力性は2に近く、輸入の国内所得弾力性は1より小、他方米国のそれは、前者

が1より小、後者は2を上回る——為替相場変動のもたらす価格効果を打ち消すように働いてしまうこと。④非価格競争力の強い商品(技術、ノウハウのウエイトの大きい化学製品、機械プラント等)の比重が近年増大してきており、為替相場のもたらす価格効果が明確な形で影響を及ぼさなくなっていること。⑤經常収支の黒字をときに(金利格差の膠着等により)凌駕するほどの資本収支の純流出が生じ、このため為替相場自体が、前者の不均衡を必ずしも反映せず、従って經常収支の調整機能もまた発現しえないこと。^(注)

(注) 為替相場の決定要因には、經常取引要因だけでなく資本取引要因を当然含む。両取引が混合している現実の市場にあつては、為替相場の基礎収支均衡作用はあつても經常収支均衡作用は必ずしも保証されないといふべきであろう。なお、為替相場変動の經常収支変動に及ぼす緩い調整速度と内外金利格差の資本収支に及ぼすすみやかな調整速度との間に大きな乖離があり、このことが問題を一層複雑にしている。

(二) 為替相場の変動振幅は予想以上に大きく、乱高下かつ均衡破壊型となつていないか——現実の

市場にあっては、先物のカバーをとらない投機的資本移動、バンド・ワゴン効果といわれる付和雷同型の泡沫現象などが、絶え間なく発生し、投機的要素は理論経済学者が予期している以上に大きくかつ多様である。市場関係者の思惑・相場観は、時々政治、経済、社会情勢によって大きく攪乱、動揺するといっても過言ではない。年間三〇〜四〇%といった大きな為替相場の波動が雄弁にそれを物語っている。こうした為替相場の大きな変動は、企業経営のみならず国民経済全般に対し不安定性、不確実性を持ち込み、危険負担や危険回避の両面で大きなロスとなつているといえよう。

(注) 仮りに、為替相場が大きく変動しても、先物市場によるヘッジが可能ならば、貿易取引に不都合は生じないとの見解もみられるが、しかし現実には、直先スプレッドが極端に乖離することも少なくなく、ヘッジのためのコストも大きな負担となつている。

(三) 国際均衡への配慮は引続き重要であつて、金融政策の自由度は少しも向上してはいないのではないか
——変動為替相場制を選択することは、独立的な金

融政策を実行することを選択することであるといわれるが、しかし現実はそのようではなく、わが国の金融政策の運営が、海外高金利の動きに制約されて身動きできなくなつていた五七年〜五八年当時の状況がその好例である。海外高金利のもとでの国内金利の引下げは(国内景気情勢からすれば望ましいのにかかわらず)、内外金利差の拡大から円安を招き、これが物価上昇のきっかけとなりかねない。こうした副作用を考慮するとき、金融政策の自由度は必ずしも大きくないといわねばならない。上記(一)のように、為替相場の国際收支不均衡に対する自律的調整機能がいれば機能不全でありながら、その一方で上記(二)のように変動の振幅自体が極めて大きいとなると、各国とも経済政策の運営に当り、(そしてその一環としての金融政策の運営に際し)、国内均衡のみでなく、為替相場の振幅の大きさや国際收支の対外不均衡にも当然のことながら配慮せざるを得なくなつてきている。

(四) インフレの防波堤となつたかどうか——為替相場変動による輸入インフレの遮断効果の点については、

ほぼ理論通りの評価が与えられよう。この点は、石油ショック後の日米両国の経済運営および彼我のバーフォーマンスを検証してみれば明瞭である（米国は積極的な景気刺激策をとり、かなり高い成長率を実現したが、インフレは高進。この間わが国はフロートアップによってインフレの輸入を防止、物価安定重視の政策運営に徹しつつ物価上昇を回避）。ただし、変動為替相場制は、金本位制やIMF体制と違って、金や金為替による相場安定のための制度的な「歯どめ」ないし「錨」を欠いており、通貨節度（マネタリー・デシプリン）の喪失といった視点からの問題はつきまとっているといわねばならない。一九七三年（昭和四八年）以降の変動為替相場制に入ってから各国物価水準の推移を、それに先行する固定為替相場制下のそれと対比してみると、この点は明白である。「インフレに甘い変動相場体制」といった批判は免れ難い。

四 変動為替相場制十余年の経験から学ぶもの

（為替介入と政策協調）

変動為替相場制下の十余年、「期待と現実」のギャップは、以上の如く決して小さいものではなかった。それでは、変動為替相場制下の歴史的現実から何かを学ぶとするならば、それは何であろうか。IMFを中心とするこれまでの変動為替相場制改善への「議論」と「問題意識」のなかから、以下若干の手探りを行ってみたい。昭和五二年四月の「為替相場政策の監視についてのIMF理事会の報告」、昭和五八年五月の「先進七ヶ国蔵相中央銀行総裁会議提出の報告」、昭和六〇年六月の「先進一〇ヶ国蔵相代理会議の報告」が主要な吟味材料であるが、それらの中核とみられる昭和五八年五月の報告ととりあげ考察してみよう。同報告書には次の三点が盛り込まれている。①基本認識について—為替相場は、各国のファンダメンタルズ（各国インフレ率格差と經常收支ボジション）によって妥当と認められる水準からしばしば大きく乖離した。為替相場の過度の変動ないし不安定性は、国内経済に対してのみならず国際的な調整過程が円滑に機能する上でも悪影響を及ぼしている。②主要国の為替介入に対する見解について—米、英、日本、西独、仏、伊、カナダの先進七ヶ国の中で介入にこれまで積極

的であったのは、西独と日本のみ。米国はこれまで介入に消極的、介入頻度も少ない（既述のとおり、米国は昨年九月以降態度変更）。③為替介入と政策協調について――介入によって市場の相場観を修正することは容易でなく（介入は、短期的には有効な手段であるにしても）、諸政策手段によって補強されない限りその有効性には自ずと限度がある。各国の協調為替介入は効果を高めるものと期待しうる。ただし、各国の独自性との調和を図ることが大きな課題。凡そ以上の三点が報告書の要旨である。これら三点のなかに、変動為替相場制十余年の歴史的経験のいわばエッセンスが殆んど盛り込まれているといっても過言ではない。放任された場合の変動為替相場制の姿、その際の対応策としての「為替介入と政策協調」の意義、その背後にある問題点が端的にここに示されている。そして同報告書のこうした基本的判断は、今日もそのまま生きつづけているといつてよいであろう。

各国通貨当局間では、こうした基本線に沿って議論が進められているわけであるが、実行の具体案ないし政策の肉付けとなると、各国の利害や思惑がまともにぶつかりあって、なかなか合意点に達しないのが現実の世界で

ある。いかなる主権国家も外圧によって国内政策を変更することを嫌う。通貨主権も決してその例外ではありえない。そして、ここに問題解決の「鍵」とともに「壁」もあるということが出来る。それはそれとして、「為替介入」についての議論を若干整理してみると、①ターゲット・ゾーン構想^(注)（目標相場圏構想Ⅱ予め定められたゾーンを目的に介入）、②ネガティブ・ターゲット・ゾーン構想（誰れの目から見ても明らかに乖離している場合のみ介入）、③ドル・円・マルクの三極通貨圏構想（二つの主要通貨の間に目標相場圏を設けて相互に介入。欧州通貨同盟EMSについての積極的評価が前提）、④SDR等を軸とした平価制度への復帰構想などが主要な論点である。こうした議論は、時に国際通貨改革をめぐる神学論争（米仏両国の金・通貨をめぐる基本的な思想ないし哲学の対立）などと擲揄されているが、ともかく熱心な議論がいま積み重ねられている。次に、「政策協調」についての議論の方もここで整理してみると、①IMFによる為替政策のサーベイランス（昭和五二年四月）、②各国経済の多角的監視制度の強化（昭和六〇年六月のG-10会議）③主要国の為替およびマクロ経済調

整（昭和六〇年九月のG-5合意）などが主要論点であろう。一つ一つの内容はともかくとして、いまわれわれに求められているものは完璧主義ではなく漸進主義だといえるのではなからうか。

（注）近年、ターゲット・ゾーン構想の積極的な推進論者として知られるロバート・ローザ元米国財務次官は、次のようにのべている。「ターゲット・ゾーン構想を主張する理由はどこにあるかといえば、各国が受入れることのできる規範として、従前の金および固定為替平価が担っていた役割に替わるべき現代の代替品を見出そうとする試みにある」（前掲「ブレトン・ウッズ以降の国際通貨制度の変遷」より引用）。

（新たなゲームのルール）

変動為替相場制十余年の歴史的経験のなかから、結局のところわれわれが学ぶべきものは何か。その「結論的覚書」を以下述べて、本稿の結びにしたい。為替相場の予想外の大きな変動振幅、それにもかかわらず残存する国際収支の大きなインバランス、これが問題の核心である。前者については、金本位制下や金為替本位制下とは異なり、為替相場安定に資する「金の錨」を失ってしまったことに最大の要因がある。後者については、わが

国の輸出入貿易の価格弾力性が構造的に小さいこと、資本の国際的移動の金利弾力性がいまや構造的に大きくなってきていること、そして、為替相場の調整機能の不全を補うべき主要先進国間の政策協調の足なみがなかなか揃わないこと⁽¹⁾に帰着するといえる。今後の方途はどうか。昭和六〇年六月の先進一〇ヶ国の蔵相・中央銀行総裁会議の報告でも「現在においては、一般的な固定為替相場制に復帰することは非現実的」と結論づけている。角をためて（市場メカニズムの機能を抑制して）牛をころす（変動相場制を放棄する）のではなく、最小限度の人為（為替介入）と「政策協調」、そして、その前提たる「IMFの多角的サーベイランス」で以って制度としてワークさせる方途すなわち変動為替相場制下の新たなゲームのルールを見出すこと、それがわれわれの課題である。そして国際化時代の「為替介入」と「政策協調」の理論付けと実践行動がその困難な道をきり拓いて行くことになる。

最後にもう一点、「各国の通貨節度（マネタリー・デシプリン）」について言及したい。すでに繰返し述べたように、変動為替相場制が、現実論の立場からみてイン

フレに寛容な世界を生んでしまっていることは否めない。固定為替相場制の下では、基軸通貨国である米国は米ドルの金平価維持という枠をはめられていたし、その他各国も、それらの通貨が米ドルにリンクされていたため、それぞれIMF平価維持という枠をはめられていたが、しかし変動為替相場制の下にあっては、それらの枠が弛緩ないし取り外されてしまっている。各国は、それぞれの国内事情に左右されて、インフレに寛容な政策運営に傾き易く(とくに財政運営の点で)、その皺を、いままや自由の身となった為替相場の方に寄せてしまいがちだということは見逃せない事実である。変動為替相場制はインフレに甘い。そしていままや歯どめを失ってしまった変動為替相場制は、ルールのなきゲームに等しい。各国の「通貨節度」を確立することこそ変動為替相場制下のゲームのルールの原点であろう。「政策協調」の原点はこ

れをおいてほかにない。(2)

- (1) 国際通貨問題を解く鍵が、結局のところ国益よりも国際的利益を優先させる思想への理解にあることを、逸早く見抜いていたのは、他ならぬJ・M・ケインズであった。「非常に緩やかな動きではあるが、国民的利益が一地域の利益に優先し、そして国際的利益が国民的利益に優先するという真実の傾向が存在すると私は考える。」(Activities 1941—1946, Shaping the Post-War World, Bretton Woods and Reparations. (Vol. XXVI The Collected Writings of J. M. Keynes, p. 195)
- (2) 「主要国の経済政策が同一原則に沿って運営されること、為替相場の安定には何より肝心」(ペール西独ンデスバンク総裁)「対内価値の安定と対外価値の安定とは結局のところ区別出来るものでない」(シルトン・ギルバード)、「国際通貨体制の軌跡」三〇五頁)

(一橋大学講師)