

変動為替レートの功罪

早稲田大学 北村歳治

<報告要旨>

(はじめに)

固定レート制度の崩壊が明確になったニクソン・ショック(1971年8月)からほぼ30年、また、変動レート制を導入する合意が成立(1976年1月)してIMF協定第二次改正が発効(1978年4月)してから約四分の一世紀が経過した(注1-1)。71年以降の経過は、既に多くのペーパーによって触れられているので、本稿では、

1. 為替レート政策が他の経済政策との関係でどのように議論されてきたかをレビューし、その特徴を明らかにするとともに、
 2. 変動レートに期待された機能とその成果、その後の政策対応をレビューし、さらに、
 3. 今日の為替レート決定に係わる諸問題に触れながら、為替介入政策の意味を検討する。
- その論点は、以下のとおりである。

(a) 対外収支の均衡をもたらすと期待された変動レートは、クロス・ボーダーの金融・証券取引の増大により、金利を中心としたアセット・アプローチ的なメカニズムで決定されるようになってきている。さらに、為替レートの形成に大きな影響を及ぼす予想・思惑という要素が強まった結果、対外収支の均衡との関係で理解されていた均衡的な為替レートの概念が曖昧となり、同時に、対外収支の均衡に対する認識も曖昧となった。このような流れにあって、一方では、為替レートの決定に関する議論や購買力平価仮説を中心とする長期的な観点からの為替レートの議論が行われているが、政策的な議論に結びつくには至っていない。むしろ、為替レートは、他の金融商品の価格と類似したものと見るような傾向すら現れている。他方では、為替レートをターゲットとする金融政策の議論が見られるが、先進国では、金融政策に課せられる国内均衡への配慮と近年の為替レートの動向を考慮すると、このような議論には疑問がある。

(b) 中長期的な観点からすると、為替レートが変動する中で、日米を中心とする対外収支の不均衡は、依然として潜在的なリスクとして残っている。確かに、日米等の対外収支不均衡は、国際的あるいは歴史的な比較では一概に不健全とは言い切れない。しかし、その不均衡がサステイナブルかどうかは市場関係者の判断に依存している、という不安定さの問題が常に付きまとっている。一方、1970年代にドルの信認が低下した際の苦い経験は棚上げされている。変動レートに移行した際に国際通貨システムの安定の観点から重視されたSDR、通貨の信認等の長期的な問題は、国際金融機関、通貨当局が当面の問題に追われているためにほとんど議論の俎上に上っていない。しかし、これらの中長期的な問題の検

討は、為替レートのあり方に示唆を与える。

(c) 固定レート制の下での IMF を中心としたマクロ政策調整のフレームワークは崩れ去り、G7を中心とするエボリューション的な政策協調の仕組みが国際経済の運営に大きな影響を与えている。そこでは、均衡為替レート、対外収支均衡の概念が不安定なままとなっている。その結果、為替リスクは主として民間部門が負っている。一方、為替市場への介入については、主要通貨当局は、為替レートの行過ぎが国際経済に深刻な影響を与える場合に協調して対処するが、各国レベルにおいては、為替レートの変化がもたらす国内経済のインパクト等への対処は、個別の対応に委ねられている。しかし、為替介入の効果は、市場の予想を含めさまざまな要因に依存するため、常に慎重なレビューが行われるべきである。

なお、本稿の構成は、概略、以下のとおりである。

1．為替レート政策を巡る諸議論においては、まず、(1)変動レート体制の国際経済においてサーベイランス・政策協調のフレームワークが新たな装いで現れた経緯、(2)G7が中心となったインフォーマルな政策協調下において IMF が求められた役割、さらに、(3)このような政策協調を持続させた要因とともにファンダメンタルズを視点とする経済パフォーマンスの評価と対処、等をレビューし、最後に(4)この間の為替レートに係わる諸問題、即ち、(a) クロス・ボーダーの金融・証券取引の増大、(b) クロス・ボーダー取引の増大に伴う諸問題、(c) 為替リスクの増大、(d) 為替政策を巡る諸問題、(e) 為替レート・ターゲットの問題点、(f) 新興市場国・途上国等の為替レート問題を取り上げる。

2．為替レートに期待された機能については、まず、(1)固定から変動レートへの過渡期における為替レートの役割に対する認識の変化、(2)プラザ合意の前後における変動レートに対する評価の変化、(3)変動レートの状況下における為替介入の役割の考え方について述べ、最後に(4)変動レートの機能に関する経済学論議を簡単にレビューする。

3．近年の対外不均衡と為替レートの形成においては、(1)変動レート下における対外収支不均衡の持続をどう考えるべきかを論じ、また、(2)主要通貨の為替レートに影響を与える要因を概観し、特に、(3)予想というブラック・ボックスに焦点を当てるとともに、(4)錯綜する諸要因で決まる為替レートの下で行われる為替介入の性格とその有効性について論じる。

1．為替レート政策を巡る諸議論

(1) 変動レート下におけるサーベイランス・政策協調の萌芽

第二次世界大戦後の固定レート制の下では、各国は内外均衡、即ち、対外収支の均衡と成長・雇用の確保を目的とする対内均衡を達成するために、国際通貨基金(IMF)を軸に財政・金融政策を中心とするマクロ政策調整が図られてきた。そこでは、固定レートを前提にマクロ政策の調整を通じて行うこととなっていたので、いわば IMF をハブ(軸)とし加盟国をスポーク(輻)とする形で、国際間の政策協調・調整が行われた。しかしながら、その基本となる固定レート制は、輸出セクターを中心とする経済成長の格差等を背景に主要国間の対外収支不均衡が拡大するとともに、短資移動の増大、国際通貨制度の混乱と相俟って、1970年代前半には大きな変貌を遂げた。

1978年に新たに発効した IMF 協定改正の下では、国際通貨システムを安定化させる一環として特定の通貨に偏らない SDR(特別引出権)の機能の向上を図るとともに、IMF は健全な国際経済発展を目指して、国際通貨制度の効果的な運営を確保するための監督を行い、このために加盟国の採用する(変動あるいはペッグ等の)為替レート政策を監視することとなった。IMF を中心とする狭義のサーベイランスがこれである。このサーベイランスは、協定上、加盟国の為替レート政策を対象として IMF が行うものであり、後述の G7 によるサーベイランスとは意味が異なる。当時においては、新たな変動為替レートが加盟国の対外均衡を達成することを暗黙のうちに想定し、加盟国は国内政策目標であるインフレなき経済成長に向けて金融・財政のマクロ政策を採ることが期待された(注 1-2)。そして、IMF は、各国のマクロ政策を、融資を行う際の条件にかかわる審査という形で調整することとなった。そこでは、国際間の政策協調・調整のハブとなる IMF の姿は曖昧になっている。

いずれにしても、第二次世界大戦後の IMF・国際復興開発銀行(世銀)・関税と貿易に関する一般協定(GATT)というブレトンウッズ体制による協調的な国際経済運営は、両大戦間の協調的行動の欠如に対する反省に根ざしたものだ、前述のように 1970 年代には、IMF を軸とするシステムから離れ、先進主要国を中心とするサミット会合(注 1-3)を通じて、いわば集団指導的な体制にシフトし始めた。変動レートの導入が図られた 1976 年の IMF 協定改正草案の背景には、75 年の第一回ランブイエ・サミットにおける米・仏間の合意があったわけであり、後に先進国経済の政策協調となる萌芽がこの時期に既に現れている。

(2) G7 による政策協調の開始と IMF の役割の変化

1973 年の第 1 次石油危機は、国際経済の運営に次のような影響を与えた。第 1 次石油危機がもたらしたインフレ・対外収支赤字等から脱し切れなかった英・仏・伊等は、米国とともに、比較的順調なコースをとりつつあった日・独に対し、直接、間接にサミット会合の場を通じて「機関車論」による景気刺激政策による政策協調を要請した(1977・78 年)。その評価はともかくとして、この時期には IMF を必ずしも軸としない政策協調の動きが明確に現れた。その後の政策協調は、問題が生じた際に G7 サミットを通じて協調体制を整え

るという具合に推移したと考えられる。

しかしながら、1980年代前半の米国の高金利を背景にした異常なドル高は、米国の対外収支赤字を背景とする保護貿易主義の台頭、対外収支赤字の累積がもたらす経済運営の破綻懸念(サステナビリティ問題)もあって、米内外において批判的に見直された。その結果、為替レートを適切かつ安定的なものとすると同時に、物価抑制・経済成長(いわゆる「インフレーションなき持続的な経済成長」)を念頭に置いた動きが1985年の「プラザ合意」となって現れた。そこに示された政策協調は、1986年の東京サミット以降、事実上制度化された場となり、主権国家である各国が最終決定を行うものの“peer pressure”(強制を伴わない同胞による圧力)による協力を追求する方向に向かっていった。これが今日につながるG7中心の「多角的サーベイランス」である(注1-4)。

一方、狭義のサーベイランスを行うIMFは、世銀とともに開発途上国、また1990年代以降は統制経済から脱皮した市場経済移行国を主な対象とするようになった。そして、IMFは、途上国等にファイナンスする際に、コンディショナリティ(経済政策に対する制約条件)を課すことによって、財政・金融・対外債務・価格体系・為替レート等にかかわる政策の指導監督を行った。その後、1995年以降、メキシコ、ロシア、ブラジルに対する巨額の融資等を通じて国際経済運営におけるIMFの役割に対する関心が高まったが、その融資政策の有効性に批判的な見方が強まっている(注1-5)。

他方、IMFの融資は、途上国等が経済的な立ち直りを図る際に、他のソースからの資金を呼び入れるシグナル効果も持っており、国際金融における交通整理と国際経済の安定化のために主要な役割を果たしている。現に、IMFの170を超える加盟国のうち、三分の一をはるかに上回る約70カ国が何らかの形でIMFの融資プログラムに関係している。

このような動きを背景に、1999年のケルン・サミット以来、国際金融のアーキテクチャーを強化する議論が進められている。

(3) 政策協調を持続させた要因とファンダメンタルズ

上記のG7においては、IMFは主要な事務局的な役割を果たしているものの、主体は米同等の主要先進国である。これら米・日・独等を中心にした主要先進国の動きについては、その背景に、前述の保護主義、サステナビリティの潜在的な脅威に加え、以下のような事情があったと考えるのが適当であろう。

即ち、変動レート制の下においても対外収支の均衡は確保されず、主要国のマクロ政策は何らかの形で相手国に影響を及ぼしていた。同時に、実物経済の相互依存の拡大、金融・資本取引の急速な増大、これに加えて国際金融の急速な展開があった(注1-6)。こうして、先進主要国は、時間を費やしても実現の確証が得にくい制度的な枠組み作りをまたずに、G7を中心に実効的に対処しなければならない事情に置かれていた。

勿論、その過程では、1987年秋の金融政策を巡る議論のように、見解の齟齬が見られ、また1999年以降は国際金融のアーキテクチャーの議論に見られるようにさまざまな主張が交錯しているが、総じて言えばG7のエボリューションの動きは、近年の国際経済・金融の環境下では不可避であったと考えられる。

G7の多角的サーベイランスにおいては、“fundamentals”あるいは基礎的諸条件と言われる特定の経済指標を基に経済論議が行われてきた。内外均衡を念頭に置いたファンダメンタルズの表現自体は1978年のボン・サミットにおけるカーター米大統領の発言に既に見られたが、その概念の具体化と議論は1986年の東京サミットを契機としており、その後は、サミット参加国の経済パフォーマンスをサーベイランスしていく展開となった。具体的には、参加国の内需にも焦点を当てた経済成長・インフレ・失業・財政収支・金利/通貨供給を内容とする金融情勢・貿易/経常収支・外貨準備等を巡る議論を中心とするが、その中には当然のことながら為替レートも入っており、これらの経済指標を巡って緊迫した政策論議が行われた。

その後、米国の主張を背景にインフレに対する早期警戒シグナルとして金を含む商品価格指数の議論が見られたが、より重要な点は、為替レートに過度の調整機能を負わせることを抑え、マクロ政策調整による不均衡是正を行うこと(1987年のパリにおけるルーブル合意(注1-7))に加えて、1990年ころから始まった日米の経済構造協議を契機として、国内市場の規制・慣行、保護政策・措置、その後さらに金融システムの健全化等のいわばミクロ的な視点を含めた構造問題の議論が取り入れられていった過程であろう。その後のG7を中心とした論議は、金融システム・債務問題・規制緩和等を含めて広範なマクロ経済政策に及ぶものとなっている。また、為替レートについては、注意深い監視を行い、為替レートの動向を放置すれば国際経済に深刻な悪影響を及ぼす懸念が共有された場合には、何らかの声明を行う形になっていった(注1-8)。しかしながら、そのフレームワークはS. Fischerの言葉を借りれば、“loose and informal”という側面を持ち続けている。

(4) 為替レート政策を取り巻く国際金融環境

上記の通貨当局のサーベイランス・政策協調とは異なる観点から、変動レート制度移行後の国際通貨を取り巻く環境を振り返ってみると、取り敢えず次の6点を指摘できよう。

(a) クロス・ボーダーの金融・証券取引の増大

第一に、この時期にはクロス・ボーダーの資本取引、とりわけ金融・証券取引が著しく活発化した。これを受け、インターバンクの為替取引の規模は著しく急増した(注1-9)。これは、変動レートに移行した後の動きとして多くの国に共通して見られた傾向であり、その結果、3年ごとに行われるBISの発表に拠れば、世界の輸出で見た貿易規模が年間に約5

兆ドル超であった 1998 年の 4 月の時点において、世界的には約 1 兆 5,000 億ドル近い規模の為替取引が一日当りの取引規模として行われている(直物・先物/スワップ。この他に通貨スワップ・オプション等の為替関連のデリバティブが 9,000 億ドルの規模で取引されている)。また、東京市場で行われる一日当りの為替取引の規模はその約 10%に相当する 1,486 億ドルの水準に達している。

このような日々の巨額な為替取引に対して、我が国の輸出入・サービス収支の受払いと所得収支の受払いの規模は、1999 年度全体で約 1 兆 2,000 億ドルとなっており、東京市場における 1 日当りの為替取引規模の約 8 日分に過ぎない。

(b) クロス・ボーダー取引の増大に伴う諸問題

第二に、近年における金融・証券取引は、流動性のある金融資産の反復売買、ヘッジの掛けはずし及び信用取引が容易であり、また、金融・証券資産をアンダーライニング・アセットとするハイ・リバレッジによるデリバティブ取引等を通じて、為替取引の規模を急膨張させる可能性がある(注 1-10)。また、金利の動向に敏感に反応する多額の資金が為替市場にも直接的なインパクトを与えている。さらに、(後述するように)これらの金融資産の価格形成には、さまざまな市場関係者の解釈、予想・思惑、景況感が交錯し、その動向が決定的に重要な役割を果たすようになってきている。

この場合、金融・証券取引においては、取引通貨の対象としてドルが選好されがちだったことは想像に難くない。金融取引がデリバティブを取り込みながら急速にネットワーク化していく中で、通貨にも単一通貨としてのネットワークの外部性が求められるのは自然の成り行きである。ドルは、1990 年代に入ってからメキシコ危機の前後に一時的に弱含んだものの、米経済の回復・活況を背景に全般的に強めに推移しており、これを背景として、通貨取引におけるドルのネットワークの外部性が強化されていった側面を看過できない。

また、為替レートは、金融取引に特徴的な予想・思惑、多額・瞬時という特徴に加えてテクニカルなプログラム取引の要素も重なり、ボラティリティは近年ますます顕著になっている(注 1-11)。その政策的なインプリケーションは、為替市場の介入策が、プラザ合意後には強く残っていた市場への実質的な影響・誘導という性格から、(レートの行過ぎが国際経済に深刻な悪影響を与える懸念があるときには)市場の信認を得ながらシグナル効果を発する方向に変化せざるをえなくなっていく点である。

同時に、クロス・ボーダーの資金の金利に直接的なインパクトを与える金融政策との関連がますます重視されてきた。即ち、金利の動向は為替レートに直接的に影響する。しかし、為替レートは、金融・証券取引に伴う大量の為替需給という規模の問題に加え、予想・思惑という捉えがたい動き等によって決定されるため、金利だけでは為替レートの水準・範囲を決定することはできない。要するに、金融政策が為替レートに影響を与えるという問

題と、(後述の)特定の為替レートの水準・範囲あるいはトレンドの維持の目的に金融政策を特定しようとする問題は、明確に区別する必要がある。

これに比べ、資本取引の中でも直接投資、あるいは不動産取得の実物的な資産の取引は、当初の段階では為替取引の需給、したがって為替レートにも影響を与えることが考えられるが、証券投資等とは異なり、その後における為替市場へのインパクトはきわめて限られている。むしろ、直接投資にとっては、投資対象国の労働コスト、物価レベル等のように、後述の購買力平価仮説的な発想の方が重要であろう。

(c) 為替リスクの増大

第三に、固定レート制から変動制にシフトしたことは、為替リスクを通貨当局から輸出入・サービス収支の受払いと所得収支の受払いを行う民間の取引者に転移することを意味する。その結果、1970年代以降、これら民間取引業者は様々な形で為替リスクの対応策を積み重ねてきた。対外取引の円建て化、輸出企業による技術的な比較優位を持つ分野への特化、海外からの資材・資金調達を通ずる資産負債のバランス化、海外生産の拡大、商社等による開発輸入、ヨーロッパにおける各種通貨・資金の統括的な管理、機関投資家による対外証券投資のヘッジ・カバーの調整、等々枚挙にいとまがない。具体的には、例えば本邦企業の海外現地法人の製造業売上高は、1998年度に50兆円超となっており、日本の通関ベースの輸出額50兆円弱を上回る水準に達している(注1-12)。

こうして為替レートの変動が企業活動に与える影響の刺々しさを和らげる動きが一般化しつつあるが、対外経常収支あるいはその累積残高である対外純資産については、小宮隆太郎教授等が論じているように、全体として日本の居住者の誰かが為替リスクを負うことになる。実際には対外資産は円建てと外貨建ての混在なので、日本居住者の保有する外貨建て資産と非居住者の円建て負債の合計額は、全体として誰かが為替リスクを負うことになる(注1-13)。仮に、為替リスクを回避する観点から対外取引や対外資産の円建て化を図る場合には、これは同時に為替リスクが非居住者に転移することを意味する。したがって、円建て化を過度に強調することは、居住者サイドの利益に偏することとなり、国際的な議論には馴染みにくい。

(d) 為替政策を巡る諸問題

第四に、為替レート問題は、日本においては主要通貨間のレート問題、東アジア諸通貨との関係で議論されることが多いが、この他にも国際金融においてはさまざまな問題が山積している。

まず、1980年代はドル高とそれに続くドル高是正の動きの中で、(日本においてはドルと対照的な円の一方向的な切上げ傾向が続き、それに伴って日本経済の運営が次第に困難とな

っていったが) 開発途上国や中進国では自国通貨の為替レートを主としてドルに対して調整していく動きを強めていった。1990年代には、紆余曲折を経たものの、結局はドル安からドル高への反転が見られた一方、EUにおける通貨統合の達成、それと対称的なルーブル通貨圏の崩壊、そして金融の不安定化と相俟った通貨混乱が相次ぎ、東アジアではドル志向に慎重な気運が生じたのと反対に、中南米においては経済運営の安定化を求めてドル志向をさらに強めていった。この80年代、90年代を通じて、1970年代に真剣に論議されたドルの信認低下、SDR等の制度・政策論議は、事実上、葬られてしまっている(この点については後述)。

また、事実上のドル・ペッグ等が進行した過程で、カレンシー・ボード、ドル化“dollarization”の議論が関心を集めたが、香港やアルゼンチンでは米国との間でインフレ格差、金利格差は必ずしも解消されておらず、名目的な固定レート関係は維持されているものの実質的には固定的な関係が崩れているという潜在的な問題を抱えている。具体的には、香港やアルゼンチンの物価上昇率が高い場合には、これら通貨の対ドル・レートは、名目的には固定化されているが、実質ベースでは切り上がる結果となってしまう。また、ドル化は、経済動向如何では、資本逃避やマネー・サプライの縮小のリスクを負わざるをえず、中・長期的にみてどのような結果をもたらすかは予断しがたい。しかし、このような議論は必ずしも十分に行われているとは思われない。一方、市場移行国・開発途上国において重要な複数為替レート・通貨代替“currency substitution”等の問題はほとんど顧みられていない。他方、金融政策との関係で為替レート政策をどのように位置付けるかという議論が次第に関心を集めるようになってきた。(注1-14)

これらの問題の中で、日本にとって政策的なインプリケーションを持つのは、金融政策と為替レート政策の関係をどう考えるかという点であろう。これは、要するに、()為替レートの安定、()金融政策の自律性、及び()自由な資本取引の3つの政策目標が長期的に並立するのは偶然を除いてはないとする、いわゆる“impossible trinity”の議論に沿って、国際金融資本市場に自由にアクセスできること、即ち自由な資本取引を前提すると、()為替レートの安定と()金融政策の自律性とのトレード・オフの関係を探ることになる。

具体的には、一方の極に、()カレンシー・ボードやドル化政策により為替レートの安定を図りそれを通じて経済安定を求めるが、()国内政策手段としての金融政策の自律性を放棄した中南米諸国ある。他方の極には、()為替レートの安定を放棄したフロートの下で、()国内経済・金融に困難が生じたときにタイムリーかつ柔軟に対処するために金融政策の自律性は維持するという米国、日本、ユーロを共有するEMU等の先進国がある。英国等は、変動レートとインフレーション・ターゲティング志向の金融政策のフレームワークを持っているが、しかし、これは1992年におけるポンド・レートの管理の失敗と従前の高目のインフレという経緯で理解されるべきであろう。このように、先進国経済においては、金

融政策を特定の為替レートの水準・範囲に維持する目的に特定している例はない。

上記に関連して、以下の(e)及び(f)の議論がある。

(e) 為替レート・ターゲットの問題点

上記の固定レートと変動レートの両極の間には、さまざまな為替レート政策(あるいは為替取極、exchange rate arrangements または exchange rate regimes)のバリエーションがある。これを整理分類する試みは比較的最近のことであり、1999年以降のIMFの年次報告書に掲載されている(注1-15)。この分類が持つ政策的なインプリケーションの一つは、金融政策に為替レート・ターゲット等の性格を持たしてもよいのではないが、このような為替レート・ターゲットを中心に諸政策を整列化させてもよいのではないかという論点である(注1-16)。

景気の低迷が続く日本経済においては、特に企業部門にとって、為替レート安定を中長期に安定させることはマイナスよりもプラスの面が強いことは確かであろう。しかし、金融仲介機能が多分に麻痺し資金供給と需要とがうまく結びつかないことに加え、為替レート水準を政策意図によって左右または維持することがますます困難になっている状況では、金融政策に為替レート・ターゲット等の目的を持たせるアプローチがデフレ的困難を打開するためにどのような妥当性を持つか疑問なしとしない(注1-17)。

特に、ドル、ユーロ及び円のような主要通貨のそれぞれのマザー・エコノミーはさまざまな問題を抱えており、金融政策を為替レート目的のために束縛することは得策ではない。仮に、金融政策に為替レート・ターゲットのポリシー・アサインメントを課すとしても、ターゲット・ゾーンを極端に広げなければ政策的な合意は得られないだろうが、それでは為替レート・ターゲット論者の意図するところとは異なってしまうことが明らかである。

(f) 新興市場国・途上国等の為替レート問題

変動レート制に移行した際に強い関心が払われたのは、ドル等の特定の一通貨に偏する場合に生ずるリスクの対処の問題であった。具体的には、SDRの機能の拡大であり、1960年代の相当の期間を費やしてSDRの検討を行い、69年のIMF協定改正に盛り込み、78年の全面改正においてはSDRの使用範囲の拡大が図られた。しかし、SDRは、国際流動性不足への対処、通貨の引出し等の機能に限定され、また、その使用・保有の範囲も依然として公的部門に限定されていた。

現在、国際通貨システムにおけるSDRの役割は、極めて限られている(注1-18)。なぜ、SDRの役割が極めて小さいものにとどまってしまったかについては、あまり議論がなされていない。しかし、その理由の検討は、今日の国際通貨システムの特徴を浮かび上がらせる。おそらく、最大の理由は、1980年代前半以降、ドルの他通貨に対する価値が回復し、

その後紆余曲折はあったものの、ドルその他の主要通貨による国際流動性の供給メカニズムが定着したために「国際流動性の不足」の議論が勢いを失ったことであろう。また、主要通貨に加え、開発途上国を含めその他の諸国の通貨も交換性“convertibility”を確立していった事情もある。さらに、看過できない点は、この過程で SDR の機能向上に関する視点や努力が消滅し、以下のように国際通貨としての魅力を失わせたこともある。

SDR は、IMF からの他通貨を引き出す際の権利として行使される本来の機能を除けば、実質的に IMF 関係の資料等にかろうじて計算単位として現れることにとどまっている。したがって、貨幣の機能の観点からすれば、公的部門においてすら、計算単位として部分的な役割、通貨交換・資産決済として交換手段と価値保蔵機能としての部分的な役割しか果たさないことは勿論、民間部門においてはまったく無視されたものとなっている。要するに、SDR は国際通貨としての機能が極めて限定されており、このため、国際通貨に期待されるネットワークの外部性には完全に欠如している。特定通貨に偏する国際通貨システムを回避するという長期的な観点からは、SDR の機能を計算単位のみならず、保有・使用を含めて拡充することが必要だったが、その気運は前述のように 1980 年代以降には消滅してしまった。

為替レートの問題に限って言えば、変動レートに移行する際に、IMF は、加盟国の為替レート政策についてガイドラインを検討することとされている(IMF 協定第 4 条第 3 項(b))。特定の通貨にペッグすることは、協定上は何ら問題ないが、ガイドラインは国際通貨情勢の経験・進展に伴い随時改定されるべきものであった。国際金融が金や特定通貨に依存することのリスクは、1970 年代においてはドルに対する信認の低下がもたらすドルからの急速な逃避だった。最近では、90 年代後半の東南アジア諸国のように、自国通貨をドルにペッグした結果、身動きがとれなくなってしまい、結果的に大規模な為替レート調整を行わざるをえなくなった経験がある。しかし、実際問題として、新興市場国、多くの途上国、市場移行国は、経済運営の安定を図るために、主要通貨にペッグする方策を採らざるをえない事情があった。

このように、特定の通貨にペッグすることは、最適通貨圏のように貿易構造、金融取引等が極めて高いシェアで当該特定通貨に結びついているのであればともかく、そうでない場合には、短期的な価格安定等のメリットはあるが、長期的には深刻な問題をもたらす可能性が高い。IMF がこの問題にどう対処したかは、IMF 関連の諸資料を仔細に検討しなければ結論を出しにくい。少なくとも最近の議論では、左端にカレンシー・ボード等の“hard pegs”、右端に“floating”を置くスペクトラムにおいて、その中間にある“soft pegs”は左右のどちらかに分岐せざるをえないという主張が主流であった(いわゆる two-corner solutions または bipolar view)。そこでは、(通貨危機のような例外を除いて)平常時にどのような為替レート政策が適切なのか、という視点が薄かったのではないと思われる(注

1-19)。

確かに、SDR は国際通貨としての魅力に欠け、しかも、SDR のバスケット構成は、個々の国にとって貿易・金融取引構造の実態とは直接結びついていないために、ある国が SDR ペッグを図ろうとしても、机上の空論に終わってしまう場合が多い。しかも、1980 年代以降は、ドルを使用する便益が増大する過程にあったために、ますます多くの国がドルにペッグしていく状況が助長されることとなった。現に、SDR なり通貨バスケットにペッグしている国の数は、10 カ国前後に過ぎない。現在、東アジアの諸通貨はドル一辺倒から円等を考慮するスタンスにシフトしていると言われるが、IMF としては長期的な観点から、SDR の機能拡充を含め、途上国の為替レートのあり方にもっと意を注ぐべきではなかったかと思われる。

2. 為替レートに期待された機能

(1) 過渡期における為替レートの位置付け

固定レート制においては、為替レートは単に通貨間の交換比率を安定させる目的にとどまらずに、裁量的なレート調整や近隣窮乏化策を回避し、中長期にわたって価格の比較を容易にし、企業投資・企業戦略等の経済行動に安定的な見通しをもたらすことを通じて、経済発展を図る意図が込められていたと考えられる。従って、為替レートの変更は、一国の経済に基礎的不均衡を是正する場合に限られていた(旧 IMF 協定の第 4 条第 5 項)。

このような固定レートが変動制にシフトした経過は、決してスムーズだったわけではない。スミソニアン合意の動きにも見られたように、固定レートに対する執着は最後まで続いた。フランスを中心にした固定レートへの早期復帰論、米国を中心にした為替レートの自由な選択論、その他の国々の中間論等、いわゆる「神学論争」が続き、為替レート取極の合意は難航した。結局、ランブイエ・サミットを契機として歩み寄りが見られ、IMF 協定の改正案の土台が作られた。

IMF 協定の第二次改正において変動レートが合法化された段階においても、同協定の第 4 条には「秩序ある為替取極」、「安定した為替相場制度」という考え方が前面に出てきている。この文脈に対する適切な理解がないと、同条第 4 項で「国際経済が安定したときに諸般の事情を考慮して IMF は固定レート制に戻り、同協定の付表 C が適用される」という条文の趣旨を理解できない。同様に、協定改正においては第一条の目的規定に「国際貿易の拡大及び均衡のとれた増大を助長」し、「為替の安定を促進し、加盟国間の秩序ある為替取極を維持」することが述べられている。そこでは、今日のように金融資本取引が国際経済を跋扈する状況における為替レートの問題は想定されていなかった(注 2-1)。結局、固定レ

ートに戻る試みは、為替レートのターゲット・ゾーン等の議論が話題になったことはあったが、政策論議としては重要な課題に至らず今日にいたっている。

(2) 変動レートの機能の制約

いずれにせよ、変動レートは対外収支を均衡させる有効な政策として想定された。即ち、対外収支黒字国の通貨は切り上がり、赤字国の通貨は切り下がることにより対外収支が均衡するメカニズムが機能すると予想されていた。その後の為替市場では、1977年のカーター大統領就任前後から再び信認が弱まったドルの防衛策（1978年）等が採られた後、第二石油危機、ソ連のアフガニスタン侵攻(1979年)等を受けてドルが回復、その一方で金価格が急騰する等の波乱が続いた。そして1979年末には、米国では、対外収支赤字・財政赤字が拡大する中で高金利策が採られ、それ以降ドルが他の主要通貨に対して高止まりする状況もたらされた。要するに、この時点で既に、対外均衡と為替レートとの間に溝が生じており、また、金融の動きが為替レートに重要な影響を与える状況が生じていた。

主要国の関心は、米国の異常な財政赤字・対外収支赤字・ドル高の中で為替レートの調整機能が果たされていない問題に集中した。この結果、多角的なサーベイランスの必要性が認識された経緯については既述したが、1985年のプラザ合意の時点では、依然として主要通貨のレート水準の是正が有効であり、それは市場に委ねるのではなく通貨当局も関与していく必要があるという認識があった。その直後の介入は、近年のシグナル効果をねらう介入とは異なり、為替市場に実質的な影響を与えることを意図した、為替の需給調整的な色彩が強かったと考えられる。なお、このプラザ合意では、同時に他の財政・金融政策の補整的な機能についても言及された。

このプラザ合意は、急速な為替レートの調整をもたらした。円ドル・レートでみると、1985年の年初からドルは多少切り下がる傾向を見せていたが、同年9月のプラザ合意以降は1ドル238円から同年末には200円前後、1986年から87年にかけては150円台から120円台にまで突入する勢いを示した。これに伴い、米国経済は、輸出が回復し原油価格の下落も相俟って景気拡大の方向に向かったが、その後はブラックマンディの株式市場混乱(87年10月)、S&Lを中心とする金融問題(1980年代末)に直面した。一方、日独は、輸出落ち込みによる景気の減速、財政赤字に直面することとなり、金融緩和策が重視された。

このように、為替レートの急速な変化は、主要国の輸出の動向等に影響を与えたが、しかし、米国の輸入増勢は収まらずに対外収支の赤字は悪化した。一方、日独の黒字は、直ちに縮小する方向には向かわず、経済動向は鈍化する兆しを見せた。結局、日本を初めとする先進国の通貨当局は、この段階で為替レートによる調整機能は一段落したと考え、内需の動向に配慮したその他のマクロ経済政策協調という形で対外不均衡の是正を図ろうとする認識に傾いた(注 2-2)。これ以降の政策協調は、既述のように、為替レートに過度の調

整機能を要請する色彩が消え、財政金融という伝統的なマクロ政策に加え、構造問題等の議論が取り入れられて、今日にいたっている。要するに、対外収支不均衡の対症療法が、為替レート調整一本の手術中心からその他の主要な経済政策を含む包括的な治療法に切り替わっていった、と捉えるのが適切であろう。

(3) 変動レートに対する認識

これまでの経緯から考えて、為替レート政策は、二段階の論点を提起する。まず、為替市場に対する(協調)介入は、1985年のプラザ合意後の介入以降にも、例えばメキシコ危機後の1995年の“orderly reversal”、そして最近では2000年秋におけるユーロ支援の協調介入のように再三行われたが(後述の3.(4)を参照)、それが効果的に為替レートに影響を与えたかどうか(これは本節(3)で取り上げる)、次いで、為替レートの変化が対外収支不均衡の是正にどのように寄与したかという論点(これは次節(4)で取り上げる)である。

前段階の論点は、政策的・実務的問題なものであり、先ずは介入することがそもそも適切かどうかという問題から出発する。日本は、後述のように変動レート制移行以来、為替レートの動きには最も敏感だった。米国は、特に1980年代においていわゆる“benign neglect”と揶揄されるように、為替レートの比較的大きな動きにも容認的な態度を採った。アラン・ブラインダー教授の言葉を借りると、ドルの他通貨に対するレートの問題は、米国では“*It is not our problem but yours.*”として受け止められた。その後は柔軟な対応に向かっていったと理解されるが、底流には市場の自律的な動きを重視する立場が依然として強い。

欧州は、統合通貨に向けた粘り強い動きからも明らかのように、最大の関心は、域内通貨同士のレートの安定にあった。実質的には、ドイツ・マルク(とフランス・フラン)を中心とする最適通貨圏の推進とも言える。換言すれば、為替レートの固定性・統合がもたらす通貨の基本的機能、即ち、計算単位・交換手段・価値保蔵機能の発揮がEUという同質的な地域に有効とする立場だった。しかし、域外の他通貨との関係は、議論の余地がある。また、1992年秋以降ERMを離脱した英ポンド等の関係も残されている。

いずれにせよ、1999年の統一通貨ユーロの発足後は、ジリジリとユーロ安になっていく動きにもかかわらず、対外的には無関心という印象を与え続け、ようやく2000年9月に初めて日米等の協力を得て協調介入に踏み切った。しかし、この間のユーロ当局の緩慢な動きは、市場関係者に「内向的」という印象を強く与えてしまったことは否めない。

このような介入策に対する通貨当局の肌合いの違いには、市場関係者はきわめて敏感に看取した。しかし、G7のような場で、当面の為替市場に対する的確な診断及びその後の経済的なパースペクティブが共有される場合には、市場関係者に与える影響力は概ね効果的だった。その成功如何は、市場とは異なる観点に立つ通貨当局がどれだけ説得力をもった経済論議を展開できるかどうか依存している(注2-3)。1990年代では、メキシコ危機、ま

た、おそらくユーロ安対処も成功したと捉えることができよう。

また、ドルが他の主要通貨に対して変動する場合でも、後述のようにそれぞれの通貨の実効レートが異なる動きを示すために、それぞれの通貨のマザー・エコノミーが受けるインパクトは必ずしも同じではない。当該国の対外収支不均衡が著しく増大しているとか、景気後退が著しいとか、インフレ圧力が顕著であるというようにファンダメンタルズの観点から、為替レートの動きのインパクトが当該国に深刻な問題をもたらす場合にも、為替市場に介入が行われた経緯がある。しかし、国際経済のコンテキストの中でこのような介入が恣意的に行われることは避ける必要があり、その意味でも、普段から G7 代理会議等の場での確な意見交換が行われる必要があった。

元財務官の加藤隆俊氏が述べているように、G7 会合、それに先立つ G7 代理会議等では、政策当局間のパーセプションの統一、対外的なプレゼンテーションには並々ならぬ努力が伴うが、それが具体的な声明等の形で打ち出される時には市場関係者に対して重要なメッセージとなる場合が多い、というのが内外の政策担当者の共通した認識と思われる。なお、G7 のエボリューションナリな過程で、単に為替レートだけではなく、マクロ政策一般さらに金融システム対策等を含む包括的なコンテキストの中で政策議論が展開される傾向については既述したが、市場サイドにおいては、同じ経済情報に対してさまざまな解釈、認識、反応が見られた。その反応は、プラザ合意、メキシコ危機、そして 2000 年のユーロ安問題では状況が異なり、一概には論ずることができないが、G7、通貨当局の情報発信に対してある程度のタイム・ラグを伴って本格的に反応している。いずれにしても、92 年の英ポンド危機、97～98 年における一連の通貨危機等のケースを含めて、今後の検討・分析を待つ必要がある。

(4) 為替レートの機能に関する経済学論議

第二段階の為替レートが果たす機能については、1985 年のプラザ合意までは、当然に対外均衡を是正するものと認識され、財政・金融のマクロ政策はむしろ補整的な位置付けに置かれていた。しかし、その後は、為替レートの *misalignment* が国際経済に深刻な悪影響を及ぼす懸念があることをシグナルとして発信する点が重視されてきている。これに伴い、対外収支不均衡の是正は、間接的に議論されていることはあっても、直接的なターゲットとして明示されることは限られていたように思われる。その理由としては、為替レートが対外収支に影響を与えるメカニズムが複雑化した事情がある。

政策協調自体については、自国の財政政策等が他国の経済活動に与える影響は極めて限られているという “cross effect” の議論があり、議論は一様ではない。しかし、為替レートについては対外収支不均衡是正の機能は基本的に失われていないというのが、程度の差こそあれ、今でも多くのエコノミストの共通認識であろう。だが、為替レートはさまざまな

要因によって左右され、対外収支動向だけで方向付けられない状況になってきている。しかも、対外収支に影響与えるメカニズムが複雑化しているわけだが、これについては、以下のようにさまざまな議論が行われてきた。

まず、政策担当者は、いわゆる「Jカーブ効果」の方に関心を払った。例えば、プラザ合意後から1年たったG7では、「その(為替レート)完全な効果は、今後においてますます現れることになろう」という形で微妙な表現で捉えられた(注 2-4)。円高になった時に輸出価格が上昇するにもかかわらず輸出数量がすぐには減少せず輸出金額がそれほど変化しないために、結果的に貿易収支の黒字が増大するJカーブ効果は、要するに、いわゆるマーシャル・ラーナーの条件で示される輸出入の価格弾力性が短期的にはきわめて小さいことを示している。しかし、ある程度のタイムラグをおけば、為替レートの変化は対外収支不均衡の是正に役立つ点まで否定されている訳ではなく、実際にそういう実証分析もある(注 2-5)。

一方、1980年代前半にみられた異常なドル高の持続に着目したヒステリシス(履歴)効果の議論も生じた。異常なドル高の持続が米国の輸出産業の輸出体勢を弱めたのみならず、輸出財の生産設備を縮小・廃棄してしまったため輸出体勢が立ち直り損ねたという見方だが、これもマーシャル・ラーナーの条件で示される輸出入の価格弾力性が短期のみならず中期的にも輸出入の価格弾力性を低めてしまったことを指すと考えられる。

他方、今日の生産技術から考えて、古くはカルドアが指摘しその後にイトウェルが着目した輸出品の供給面における収穫逦増の問題も無視できない。これは、日本の輸出企業の場合、円が切り上がっても収穫逦増の下で生産コストが下落するため輸出量が拡大し、輸入が増えたとしても結局は対外収支の不均衡が是正されない、という見方である。この収穫逦増の議論は、ヒステリシス効果が1980年代後半に米国において輸出能力が減退したことの解釈として成立しそうなことと対比的に、日本において特に1980年後半以降に輸出能力が伸張したことの解釈として成立しそうである。

その他、成長率の格差に着目して対外収支の不均衡を論じた動きもあった。また、対外収支不均衡の問題に対しては、国民所得勘定の関係式にかかわるさまざまな議論が見られた。これは、 $Y = C + I + G - T + X - M$ を置き換えた

$$\begin{aligned} \text{対外収支}(X - M) &= \text{国内生産}(Y) - \text{アブソープション}(C + I + G - T) \\ &= \text{貯蓄投資バランス}(S - I) + \text{財政収支}(T - G) \end{aligned}$$

に基づいたモデル、あるいは(為替レートを必ずしも直視せず、ライフ・サイクル仮説に立つ)長期的な性格・恒等式の観点からの貯蓄・投資バランス論を背景に、日本の内需拡大を指摘した前川レポート(1986年)が注目を浴びたこともあった(注 2-6)。この問題については、金利と為替レートの関係に着目したマンデル・フレミング理論を踏まえて、財政政策と金融政策の効果の相違を指摘した議論も行われた。

さらに、為替レートの機能の低迷については、構造的な問題、即ち、輸出入の弾力性の効果を阻害する輸出入規制、競争制限的な商慣行に着目した議論も行われた。いずれにしても、日米間の対外収支不均衡がなかなか解消されないのは、上記の諸問題が交錯している蓋然性がきわめて高い。

3．近年の対外不均衡と為替レートの形成

(1) 外収支不均衡の持続

為替レートの変動によって対外収支の不均衡を是正することが現実問題として困難ならば、そもそもファンダメンタルズにかなった均衡的な為替レートの水準・範囲あるいはトレンドとは何を意味するのだろうか。一般人から見れば、為替レートは、地表に勝ち負けの線引きのない需給の綱引き試合の結果であり、行きつ戻りつする綱の真中にある目印の位置(為替レート)は分かるが、その意味をどう考えたらよいか分からない。また、企業等は、均衡的なレートが不明なために長いものには巻かれよとばかりに実際の為替レートを参考にしながら企業戦略等を立てざるをえない面もある。

これまでの議論から明らかなように、為替レートは経常収支等の対外収支の動向では決まらず、金利等の金融的な条件に大きく影響される。したがって、為替レートの変動は、直接的には対外収支の不均衡是正には結びつかない。しかも、経済成長、内需動向等の経済変数、輸出入規制・慣行等も対外収支の動向に影響している。したがって、政策的に対外収支の均衡を図ることは容易ではない。また、貿易・サービス収支の赤(黒)字の是正を一挙に図ろうとすれば、今日の日米のように、自国なり周辺の経済状況を悪化させることになりかねない。その場合には、当初の前提だった対外均衡の是正の議論が後退する。

そうだとすれば、対外収支の均衡という考え方は、ある程度の赤字・黒字を容認するゆとりのあるものに置き換えざるをえない。その場合には、どの程度の対外収支の赤字・黒字までが容認できるのだろうか。その答は簡単ではないが(注3-1)、例えば、経常収支赤(黒)字あるいは貿易サービス収支赤(黒)字と自国のGDP、国際経済規模等との比較でみてその「程度」が「持続可能“sustainable”」かどうかという点に求められる。ただ、この場合に“sustainable”かどうかは客観的、一義的に決まるものではなく、市場関係者がどのように判断するかに依存しており、したがって状況に応じて異なる評価が生じうる。その結果が、為替市場・為替レートに影響すると考えられる。

さらに、次のような問題もある。先進国の場合、対外収支のアンバランスが円滑な資本取引によってきわめて容易にファイナンスされるという、今日的な事情が定着している側面を無視できない。対外収支のアンバランスのファイナンスが困難な場合には、対外収支

不均衡に対する対策が重要な政策課題となるが、それが容易な場合には政策課題となりにくい(前記の注 2-7 を参照)。今日の国際経済において、先進国の対外収支不均衡問題が問題視される度合いが開発途上国・市場移行国に比べてきわめて低いという現実、このような事情を反映していると考えざるをえない。

現況は、次のようになっている。対外収支は対 GDP の経常収支比でみて、1990 年代は概ね米国の赤字拡大、日本の黒字基調、ユーロ圏のほぼ均衡状況が続いているが、2000 年には、米国は 4.2%、日本は 2.0%、ユーロ圏は 0.2%となっており、米国が相対的にも絶対的にも著しい不均衡を示している。ストック・ベースで見た場合には、日本の対外純資産は、98 年末の 133 兆円(対 GDP 比で 27%、年末の円ドル・レート 115.2 円)から、99 年末には約 85 兆円(対 GDP 比で 17%、年末の円ドル・レート 102 円)に減少したものの、2000 年末には再び 133 兆円(対 GDP 比で 26%、年末の円ドル・レート 114.9 円)に戻っている。他方、米国は対外純債務が 97 年末に 1 兆ドル前後となり、98 年末には、1 兆 5 千億ドル(対 GDP 比で 18%弱)を超えたと言われたが、1999 年末には 1 兆 3 千億ドル(対 GDP 比で 16%弱)となっている(注 3-2)。

日米間のフロー・レベルの対外不均衡問題は、その規模が大きいだけに、貯蓄・投資のアンバランスを伴って国際金融市場に不安定化要因として脅威を与えている。また、ストック・レベルにおいても、集計上のテクニカルな問題はあるが、不安定化要因として隠然とした脅威になっている。(もっとも、ストック・レベルはその構成が直接投資中心かどうか等の問題があるために、比率の大きさをもって直ちに対外不均衡の状況とは言い切れない面もある。例えば、20 世紀初頭に大英帝国が対 GDP 比 150%を超える対外純資産を保有していたとする説があり、今日(1999 年末)のスイスも 140%を超えている。また、カナダのように対外純債務が 1998 年末に GDP 比で 36%となっている国もある。)

幸い、ユーロ圏の対外収支は、東西統一後のドイツの経常収支赤字もあって、全体的にほぼ均衡している。問題は、大規模な対外収支不均衡に陥っている米・日である。世界の GDP の合計を約 30 兆ドルとすると、フロー・ベースでも無視できないが、ストック・ベースでみると、リスクをカバーし切れない対外収支不均衡の残高が日米の合計だけみても、約 2 兆 5,000 億ドルと世界の GDP の約 8%に相当する。しかも、日本の場合に明らかなように、グロス・ベースで見た資産、負債は概ね「証券投資」と貸付等の「その他投資」によって構成されている。したがって、円ドル・レートの変化によってこれら対外純資産・負債は著しいキャピタルゲイン・ロスのリスクにさらされている。

それにもかかわらず、為替レートはこのような中・長期的な問題に対処する事前の調整機能を持ち合わせているようには思われない。

変動レートに移行してから四分の一世紀の間に、石油危機、東西緊張を含めた諸紛争、金融・通貨危機等が生じたが、固定レート制であったならば対処に苦難したであろう諸々の

経済的な利害対立、コスト、リスクが、為替レートのプライス・メカニズムを通じて、かなり分散・平準化されたことは否定できない。これに対し、中長期的な問題は、認識効果“realization effect”のために、直前にならなければ十分な咀嚼が困難という要素が残っているかもしれない。もしそうならば、中長期的な問題は、為替レートに **misalignment** を生じやすく、また、その調整が唐突的かつ短時間の間に行われるために不安定な状況をもたらしやすいと言えなくもない。

仮に通貨当局が近視眼的に自国通貨を特定の水準にペッグする場合には、**misalignment** が政策的に生み出される。その調整は、結局は変動レートに移行することによって行われる傾向がある。1997年の東アジア通貨危機の一因はそこにあったし、98年のロシア危機もおそらくこのカテゴリーに入る(注 3-3)。その後の調整過程では、それぞれの通貨が何らかの形で為替レートのプライス・メカニズムに身を委ねざるをえなかった。ロシアのルーブルの場合は、市場実勢に応じて大きく切り下がった結果、他の処方箋では考えられなかったような経済調整の契機が得られた例でもある。

このように危機が生じた後の事後的な段階では、変動為替レートは有効な対処策となる可能性がある。問題は、平常時の為替レートをどうするかという点にあると考えられるが、この点は、1.(4)(f)で既に述べた。

要するに、変動為替レートに対する評価は、経済環境変化の対処、対外不均衡の是正機能、**misalignment**、**volatility**、経済の安定的な運営、価格比較、予測、比較取引コスト、等の観点からすると、満点には程遠い。これは途上国等に当てはまる。しかし、主要通貨にとっては、これに代わることのできる為替レート政策が見当たらないという意味で十分に及第点に値する。

それでは、主要通貨のレートは、実際にはどのようにして形成・決定されるのだろうか。

(2) 為替レートに影響を与える要因

為替レートの形成には、さまざまな要因が影響してきた。輸出入動向・関税等の古典的な要因に加え、1970年代以降は経常収支、さらにさらにその後は、クロス・ボーダーの金融・証券が急激に増大した結果、マネー・サプライ、内外価格差・金利差等々の金融的要因が作用してきた。これに加えて、予想・思惑が短期資金・信用取引・デリバティブ等の取引を通じて為替市場に影響している。

短期的な為替レートの決定は、多くの論者によってアセット・アプローチ“asset market approach”が適当とされてきた。この見方は、例えば、ドル(預金)と円(預金)というような金融資産のもたらす予想報酬率(利子率)を比較し両資産間の交換価格として捉えるものである。このアプローチは、経常収支の動向が為替レートに相対的に強く影響した1970年代に比べ、金融・証券取引が興隆し金利差に敏感に影響されやすくなった1980年代以降に実

感的にも当てはまる(注 3-4)。このアセット・アプローチの議論は、(経常収支の累積等で処理される)リスク・プレミアム、また、為替レートのボラティリティ分析あるいは効率的市場仮説“efficient markets theory”等によってさらにソフィスティケートされている(注 3-5)。

上記の理論的な議論と同様にあるいはそれ以上に、実際の為替市場では(他の資産市場と同様に)テクニカル分析“technical analysis”の手法が利用されている。そのエッセンスは、過去のレートのデータからレートのトレンドやサイクルのパターンを探し出し売買差益を極大にする取引時点を推定することにある。ただ、テクニカル分析は、手法を分類できても理論的に統合するのが困難であり、効率的市場仮説からすれば即座に否定され、経済学の主流からも異端視されやすい。通常の間感からしても、同じ川にあって全体の流れを先回りする水の流れがないのと同様に、市場全体のパフォーマンスを出し抜き続けるテクニカル手法はにわかには信じ難い。しかし、効率的市場仮説では説明できない変則性“anomaly”、例えば、株式市場に見られるような「一月効果」等は実際にも否定しがたい側面もある(注 3-6)。また、人の微妙な心理をついた株式市場の格言等に従う行動様式は、為替市場のレート価格形成にも少なからぬ影響を及ぼしている。

いずれにしても、為替レートの短期的な形成過程では、強気・弱気いずれの場合でも特定の相場観が市場関係者を支配することが往々にしてあり、また、誤った情報に基づいたレートの動きであっても当座はそれを前提として売買戦略を採るかどうかが損益に直結する、といういわゆるケインズの「美人投票」的な行動もある。この場合には、「時の勢い」に押されてオーバーシュート(後述の長期的な均衡レート、あるいはファンダメンタルズで考えられるような為替レートの水準・範囲から乖離)しがちである。その結果、いわゆる中期的な乖離“misalignment”が生ずる。

そういう乖離の過程であっても、介入する通貨当局の立場からすれば、相場観そして行動様式の節目・変わり目を狙えば、通貨当局による介入策が効果的となることがある(注 3-7)。その意味では、主要国、特に日本の通貨当局の場合、介入は「闇夜に鉄砲を放つ」ようなものではなく、市場関係の情報を慎重に踏まえたきめ細かな対処を行ってきていると言えよう。

一方、為替レートの中長期的な動きについては、経常収支や成長率格差等のファンダメンタルズの観点からの議論、貿易財を中心に一物一価の考え方に立脚した購買力仮説等の他に、為替レートの決定要因として物価上昇とともに貿易の交易条件に着目する議論も提示されている(注 3-8)。おそらく、この中長期の議論は、事後的な議論には有用であるとしても事前的なインプリケーションに欠けること、長期的な適正レート水準・範囲について必ずしも議論が収束していないことを含め、実際の為替市場関係者の間感との間に相当の距離があるような印象を受ける。いずれにしても、為替市場のプレーヤーが実際にどの程

度、中長期的な経済変数を相場形成に織り込み為替レートを予想するかは、身近にありながらよく様子が分からない月の裏面のようなところがある。

(3) 予想というブラック・ボックス

仮に、ディーラー、ファンド・マネジャーあるいはアナリストに代表される為替市場のプレーヤーの行動を敢えて想像を含めて整理してみると、経済事象との最初の接触から売買行為までの間に「予想」あるいは思惑というブラック・ボックス(注 3-9)があり、具体的には次のように働くと考えられる。

ブラック・ボックスには、短期的から中長期にわたって、内外の諸金利から始まり、輸出入・卸売・一般物価、貿易動向、株価、企業の業績動向、マネー・サプライ、雇用、成長率、生産性等の経済変数・データとその予測、全体としての景況感、経済周辺の国際・政治情勢判断等々が枚挙にいとまがないほどに渾然一体となって入っている。その中でも金利等の短期的な経済変数が比較的大きなシェアを占め、市場が切下(上)げムードの時には切下(上)げ判断の材料となるデータに関心が集中し、具体的な売買行動に反映する。

その他の変数の位置付けは、市場に支配的な特定の相場観、市場のいわばオピニオン・リーダー的な役割を果たすアナリストの影響、ディーラーの上司等から提示される営業戦略、関係者からのヒアリング・調査等に応じ、また個々のプレーヤー固有の判断・癖も加わって、状況に応じて入れ替わる。主流に対抗す逆張りの動きも勿論ある。あるいは相場の動向が特定方向に偏った時に作動しだすプログラムのな制約が課せられている場合もある。

プレーヤーの関心の対象は、相場の流れに沿って短期的な経済変数から中期的なものにシフトすることもある。その場合には、経常収支動向、産業動向等の中期的な経済変数を重視する見方が売買行動に反映される。時には、長期的な判断要素もある。例えば、1990年代から2001年にかけての円ドル・レートは、「(輸出入物価を含めた総合的な物価の動きを反映する)日米の卸売物価を基に算出した購買力平価を底値として推移してきた」とし、「卸売物価に基づく購買力平価の傾向線」と実際の円相場よりも円高の水準で推移している「輸出物価に基づく購買力平価」の傾向線に挟まれたバンドの中で実際の円ドル・レートが推移すると予想するアナリストの見解の紹介もある(注 3-10)。その是非はともかくとして、このような見方が支配的になり売買行動に反映される場合には、長期的な視点がレート形成に織り込まれることになる(注 3-11)。

このような短・中・長期の視点が、相場の流れ・変化に応じて攻守所を変えて売買行為に反映する。その意味では、市場はさまざまな情報を織り込みながらレートをこなれたものにしていくという特性を持つ。しかし、短・中・長期の視点の変幻は、喩えていえば、夫婦が互いに相手を朝の態度で判断するか、週月の健康状況で思いやるか、長年の性格等で評価するか予測がつかないのと同様、見当がつきにくい。英語で言う “What is it that I

want to make out of the same set of facts?” の典型的なケースである。そしてディーラーに特有な傾向は、静穏を好まず常に変化志向という点にある。方向はどうか変化がなければ、彼らにとってビジネス・チャンスはない。

極端な場合には、理知的な経済論の詰めではなく、市場心理“market sentiment”の表現が相応しい場合もある。こういう市場の動きについて事後的にマスコミに現れる市場解説は、後講釈的にもっともらしく付け加えられるものが往々にしてあるという。

このような予想のブラック・ボックスの中身は、なかなか特定しがたい。特定しても、次の段階では姿が異なるという「鶴(ぬえ)」的な側面もある。市場関係者がアセット・アプローチ、購買力平價仮説あるいはマンデル・フレミングのモデルを想定しながら予想を立てる場合には、通貨当局はその想定に沿った線に対応が考えられる。しかし、常に同じモデルであるという保証はない。1973年そして79年の石油危機等の際に見られたように、政治・経済の混乱等の場合は「有事のドル」ということでドル高予想になりがちだが、94 - 95年のメキシコ危機の時にはドルは急落した。金利が上昇する場合でも、クロス・ボーダーの資金移動を重視すれば高金利国の通貨のレート高予想になるが、高金利国での債券価格の下落(金利上昇)を重視すれば、高金利国の債券を早めに処理するだろうという判断から、当該通貨のレート安の予想になる可能性もある。

また、2001年の1~3月には株式市場が低迷する状況下で、市場動向に通じた“market friendly”のスタンスを重視するグリーンSPAN議長の金利変更に対し、予想に達しない場合には失望を示すというように、いわば「催促相場」が現れ、それが株式市場や為替市場にはね返るといった現象も生じた。金利と為替レートを同一に論じることは危険だが、市場心理が金融・通貨当局に対する特定方向の期待に偏る場合には、“market friendly”の立場も、モラル・ハザードの懸念を考慮しなければならなくなる。このように予想の仕方が複雑になる場合は、通貨当局の為替レート動向を見る眼は極めて厳しい。

このようにして形成される為替レートは、一方では、前述のようなオーバーシュート・イングの恐れもあるが、他方では安定的なレートに収束する可能性もある。だが、後者の動きを期待するにしても、これまでの経験では、行過ぎの動きが幾度か生じている。端的な例が1980年代前半の異常なドル高であり、最近の例では1994 - 95年のメキシコ危機に伴うドル安である。2000年から2001年にかけてのユーロ安も、単にECBに係わる制度的あるいは政策対応的な問題にとどまるだけではなく、EU経済に対する見方の行過ぎを反映しているかもしれない。

(4) 為替レートの変動と介入

このような市場の動向に関する解釈、為替レートの misalignment の是正そして為替市場への介入策に対する主要国のスタンスは、必ずしも同一歩調ではない。しかし、為替レ-

トの行過ぎが国際経済に深刻な悪影響を及ぼす恐れがあるときに、協調行動に出ることは、前述した。そういう主要先進国の中で、日本は他の主要国以上に為替問題に対して強い関心を持ってきた。現に、フィナンシャル・タイムズ等の経済紙に報道された為替市場介入の記事に基づいて、日本の通貨当局の介入頻度が相対的に高かったという実証分析もある(注 3-12)。

このような為替市場に対する日本の敏感な対応は、常識的には、日本の貿易依存度が米国等に比べて高い、輸出入の円建て比率が低いと言われることもある。しかし、IMF のデータに拠れば、現実には 1990 年代後半において、日本の輸出入平均の対 GDP 比は約 12%、米国は約 14% であり、貿易依存度の議論はあまり根拠がない。円建て比率の議論についても、例えば 100%円建てであっても円の切上げによっていずれは相手先国の需要が減退し輸出額が減少していくのが普通であり、相応のマイナスの影響を受けるので、決定的な要因とは言えない。

日本企業等が円レートの変動に敏感な点について、長年にわたって為替問題に責任ある立場でかかわってきた加藤隆俊氏は、(a) プレトンウッズ体制の崩壊後、為替の変動の度合いが円については特に大きい、(b) 為替の安定への国民の関心が高く、また為替の安定は通貨当局の政策努力により可能と一般に考えられている、という背景に触れている。

さらに、実証的な観点から、(c) 実質実効レートでは円の切上げトレンドはマルクに比べても際立って強かったこと、(d) 対ドルの変動率は四半期の変化の標準偏差で見ても他の主要欧州通貨とそれほどの差は見られないが、名目実効レート、あるいは実質実効レートで見ると、これらの主要通貨に比べ四半期の円レート変化の標準偏差は格段に大きかったこと、を指摘している。そして円の対ドル・レートの 10% の切上げは、GDP に対し約 1% 前後の成長率低下のインパクトを与える可能性があるとする経企庁等の分析結果を紹介している(注 3-13)。

さて、(c) と (d) については、実務的な観点から、輸出入に關与する企業等にとって名目実効レートの影響力が大きいと考えられる。(これに対し、実質実効レートの変化は物価の影響を考慮するために、影響が間接的になりやすい。) 名目実効レートが重要なのは、特に 1997 年以前はアジア諸国の多くの通貨がドルにペッグしていたために、円ドル・レートの変化は直接に日本とアジア諸国の貿易にも影響したからである。これに比べ、同じ円ドル・レートの変化であっても、ドルは中南米諸国の通貨に対して強含みに推移し、また多くのドル・ペッグの通貨国と貿易取引を持つドルの名目実効レートはそれ程に変化しない。また、内向きの EU にとっては、域内依存が高まる背景の下で、ユーロが最も重要であり、したがって、他の通貨とのレートの変動がどの程度政策的な判断につながるかは、見極めがたい。

このように、日本経済に強い影響を持つ円ドル・レートの変動に通貨当局が関心を持つ

は、経済運営上、当然であろう。円を含む主要通貨の為替レートは、際限なく増大する為替市場が決定する。その為替レートは、一国の財・サービスと他国のそれとの交換比率という購買力の指標であると同時に、実際のレートの形成・決定は期待報酬率に左右される資産価格の色彩を強めている。(その特徴は、1.(4)(a) (b)で述べた。) その政策的なインプリケーションは、通貨当局が市場の主要プレーヤーとして為替の需給の調整者ではなく、為替レートの行過ぎに警鐘を鳴らすシグナルの発信者に变化せざるをえないという点である。

介入については、技術的なタイミングの問題の他に、単独か協調か、委託介入か否か、不胎化か否か、介入通貨はドルだけか、介入先はスポット市場だけか、介入の資金源、公表か否か、口先かどうか等々の問題がある。

しかし、近年の市場規模を考えれば、基本的なポイントの一つは、介入によって何処まで為替レートに影響を与えることができるかという点であろう。国際的な協同行動の場合については、2.(3)で述べたが、国内の経済情勢を判断した介入の場合であっても、所詮は、通貨当局の的確な市場情勢の判断、経済的なパースペクティブかどうかを鍵を握る。市場関係者がと通貨当局の判断を同一の方向で共有できるような状況下では、問題ない。

しかし、例えば、英ポンドのように、1992年9月の多額の介入にもかかわらずヘッジファンド等の攻勢に屈してERMを離脱して切下げを余儀なくされた例もある。また、2001年5月中旬のECBによる予期せぬ金利政策の変更は、このような問題の重要性を再認識させた(注3-14)。しかも、前述のように、為替市場のプレーヤーの予想は複雑化している。(その意味では、2001年前半の円ドル・レートは、対外収支の動向に着目する短・中期的な円高の相場観と、長短にわたる日米金利格差、日本経済の悲観的な見通し等の中・長期的な円安の相場観が拮抗している状況と解すべきなのだろうか。あるいは、その他のどのような要因を考慮して考えるべきなのだろうか。(注3-15))

もう一つのポイントは、中長期の問題に潜む認識効果の遅れをどのように解消していくかという点であろう。市場関係者の関心が短期的な問題から急に中長期的な不均衡問題にシフトするときには、為替レートが急激に変動することが考えられる。このようなインパクトを避けるためにも、常日頃から、中長期的な問題を政策論議に織り込み、市場に対して基本的な情報提供を強めていく必要があるだろう。その内容が的確であれば、市場関係者はそれを相場観に吸収していく可能性が高い。

円に関する介入については、近年では大きく捉えると、()メキシコ危機の余波が生じた95年の春以降、円ドル・レートが80円に達する前後からのドル買い・円売り介入、()円安が進み過ぎたと考えられた1997年初以降のドル売り・円買い介入、そして()ロシア危機以降、円高が急速に進んだ1999年初以降のドル買い・円売り介入、があったと報道されている。これらの介入は、相応の効果があったと解されている(注3-12)。この間、介入に関

する通貨当局の発言も、情勢判断の内容を市場に明確に伝えるために、従来になく弾力的になってきている。これも、上記の市場関係者との意思疎通の観点から解釈されるべきであろう。

結論的に言えば、為替市場、経済動向等に関する判断、見通しにおいて、通貨当局者と市場関係者との間で、適確さを競い緊張感のある関係を構築することが為替レートの安定に資することとなると考えられる。

(注 1-1) 1971 年 8 月の金・ドル交換停止により、従前の固定レート制度は機能麻痺となったため、固定レート制度復帰を含めて様々な改革案が検討された。結局、20 カ国委員会等の検討とともに、先進主要国の合意に向けた動きが強まり、75 年のランブイエ・サミットで米・仏間の合意が成立し、これを踏まえて 76 年 1 月にジャマイカにおける暫定委員会の会議で変動レートを合法化する IMF 協定改正案に関する最終合意が行われた。

(注 1-2) 変動レート制に移行した際に IMF 加盟国に期待・要請されたマクロ政策のスタンスについては、第二次協定協定の第 4 条に集約されている。なお、IMF が融資対象国に課すコンディショナリティは、IMF 協定が成立した 1945 年段階では、英国等の「経済政策に対する外部からの条件の賦課に対する懸念」から協定に盛り込まれず、その後における IMF 融資上の慣行の進展とともに、68 年の IMF 協定改正の際に導入された経緯がある。

(注 1-3) 1975 年の主要国による第 1 回経済サミット(ランブイエ・サミット)は、米・独・英・仏・日・伊の 6 カ国であったが、その後カナダが参加した。なお、その後の実質的な経済政策協調の場となる G7 は、1985 年にニューヨークのプラザ・ホテルで開かれた米・独・日・英・仏の 5 カ国(特別引出権 SDR の構成通貨国)の蔵相・中央銀行総裁の会議が嚆矢となったが、1986 年の東京サミット以降、伊・加が参加し現在の G7 となった経緯がある。この前後の経緯については、黒田東彦編「政策協調下の国際金融」(1989 年)、石井菜穂子「政策協調の経済学」(1990 年)等を参照。

(注 1-4) 多角的サーベイランスについては、1983 年の米国におけるウィリアムバーグ・サミットにおいて、国際通貨の安定のために参加国の経済政策の調和を図り多角的なサーベイを行うことが既に合意されていた。しかし、具体化は、対外不均衡問題に主要国が本格的に取り組みを開始した 1985 年のプラザ合意からである。

(注 1-5) ローレンス・J・マッキラン、ピーター・C・モントゴメリー編「IMF 改廃論争の論点」森川公隆監視訳(2000 年)参照。

なお、本書には盛られていないが、国際通貨システムの改革に関するアーキテクチャーの論議は、(1)exchange rate regimes の議論(two-corner solutions の間にはさまれた為替

レート政策をどのように考えるか)、(2)capital controls の議論(オフショア・マーケット、ヘッジファンド等の規制をどう考えるか)、(3)private sector involvement の議論(IMF 等の公的部門が途上国に支援措置をとる場合、民間金融セクターはどのような負担を負うべきか)の3点を中心に進められている。

(注 1-6) 1990 年代前半の米国・北欧、1990 年代後半前後に見られた日本等の金融システム問題に加えて、1992 年の英国・北欧の通貨混乱、94 年のメキシコ危機、97 年のチェコ等の通貨混乱及びその後の東アジアにおける通貨危機、1998 年 8 月のロシア通貨危機その後の LTCM 問題、その後 2000 年にかけてのブラジル通貨問題等の連続的な動きにみられたように、90 年代はそれ以前の金融・通貨状況に比べると様変わりの観を呈している。

(注 1-7) 1987 年 2 月の G7 のルーブル合意においては、為替レートについて「今や各通貨は基礎的な経済諸条件に概ね合致した範囲にあるものとなった」という見解が示されており、さらに「各国通貨間における為替レートのこれ以上の顕著な変化は、各国における成長及び調整の可能性を損なう恐れがある」として、為替レートを「当面の水準の周辺 (around the current level) に安定させる」認識が示された。

(注 1-8) 1994・95 年のメキシコ危機後のドル安を中心とする急激な為替レートの動きは、国際経済に深刻な悪影響を与えると懸念され、これを受けて 1995 年 5 月の G7 声明は「最近の変動は、主要国における基礎的な経済状況によって正当化される水準を超えている」との認識から「こうした変動を秩序ある形で反転させること (orderly reversal) が望ましい」というスタンスを示した。そしてその後 2 年近く経過した 1997 年 2 月には G7 のプレスガイダンスとして「1995 年 4 月のコミュニケで留意された為替市場における著しい不均衡は是正されたと信ずる」とされた。

(注 1-9) 1977 年にカーター大統領が就任したころから円ドル・レートは急速に円高の方向に向かったが(1977 年の 300 250 円から 1978 年 10 月にかけては一挙に 176 円に切上げ)これを機に日本からの資本流出促進策が採られるとともに、外為法の改正が図られ、規制緩和・自由化の方向に向かうこととなった。以後、こうした日本の豊富な資金に加え、米国の高金利の継続を背景に、対外証券投資を中心とする内外の証券取引が活発化していった。

1999 年末には円高のために前年比で減少はしたものの、日本の対外証券投資(長・中・短期)は 127 兆円、貸付等のその他投資は 126 兆円に達しており、合せて GDP の約 50%に相当する水準にある(大蔵省の対外貸借に関する報告書(2000 年 5 月))

(注 1-10) 世銀の“Atlas”に拠れば、1998 年において世界の GNP 合計は 28.8 兆ドル、国連の Monthly Bulletin of Statistics に基づく 1999 年の世界の輸出額(5.5 兆ドル)・輸入額(5.6 兆ドル)となっている。一方、BIS の Quarterly Bulletin はストック・ベースで、クロス・ボーダー与信 7.9 兆ドル、国際債 5.9 兆ドル、デリバティブ(想定元本ベース)94.0 兆

ドルの規模を示している。これらの金融資産がどの程度の速さで回転しているかは必ずしも明らかではない。

米国の最近時の動きを見ると、(2000 年前半の動きを年率ベースに直すと)米国への資金流入は 1.4 兆ドル程度、資金流入もそれに近い規模となっている(年次世界経済報告)。

このように、世界ベースでの金融資産の取引規模は輸出入をはるかに上回っている。

ちなみに、日銀の金融経済統計月報(2001 年 4 月)に拠れば 2000 年において日本の場合は、国際収支ベースでみて輸出(49 兆円)・輸入(37 兆円)に比べ、対内証券投資(株式取得 83.6 兆円・処分 83.8 兆円、公社債等取得 57.1 兆円・処分 47.0 兆円)、対外証券投資(株式取得 22.2 兆円・処分 20.0 兆円、公社債等取得 93.0 兆円・処分 87.7 兆円)となっている。

(注 1-11) 為替レートの揺れ(volatility)の激しさは、円ドル・レートで見ると、1995 年 4 月の極端な円高の時、1998 年初秋の東アジア通貨危機が深刻した時、特にロシア危機後の 1998 年 10 月初旬(6、7 日)には 1 日で 5~7 円、2 日で 12 円以上円高になった例が顕著である。なお、1990 年代のテクニカルな為替取引の具体的な展開については、加藤隆俊「為替を動かすのは誰か」(2000 年)を参照。

(注 1-12) 2000 年 6 月の通産省「1999 年海外事業活動基本調査概要」等による。なお、海外生産比率(=海外現地法人売上高/国内法人売上高)は、98 年度に 13.1%(米国企業の場合は 1998 年に 27.7%、ドイツ企業の場合は 32.1%)、また、海外設備投資比率(=海外現地法人設備投資額/国内設備投資額)は 1998 年度に 18.7%と最近 2、3 年は 20%近い水準を維持している。なお、円建て輸出入比率については、輸出は 1990 年代前半の 40%前後から下降して最近 3 年間は 35.0~36.0%の水準で推移しているのに対し、輸入は概ね上昇傾向にあり 20~24%の間を推移している。

(注 1-13) 小宮隆太郎・森川正之「為替レートはどう決まるか」(1995 年通産研究所 Discussion Paper) 参照。

(注 1-14) (1)金問題については、IMF 協定第二次改正において「金廃貨」“demonetization of gold”が合意されたためにやむをえない面があるが、欧州では金問題は中央銀行の金売却問題をめぐって未だに強い関心をもたれている。しかし、英知を集めた SDR については、ほとんど議論がなされていない。

(2)開発途上国・市場移行国に顕著な複数為替レート問題、(一国の中に自国通貨以外にハード・カレンシーが混在する実態的な混成通貨問題である)“currency substitution”問題等は、後進的な諸国に特有なためか、国際金融のテキストブックにはほとんど現れてこない。現在、複数為替レートは、ミャンマー、ウズベキスタン等、約 10 カ国で行われており、深刻な経済問題と汚職の源泉となっている。なお、市場移行国・開発途上国では、公定レートと市場レートが 10%程度乖離している例は比較的多い。

“currency substitution”問題は多くの市場移行国・開発途上国で問題化しているが、日

本ではあまり関心が払われていない。ベンジャミン・コーヘン「通貨の地理学」(翻訳は 2000 年) 北村歳治「中央アジア経済」(1999 年)等を参照。

(3)為替レート政策を金融政策との関係で捉えるアプローチは、インフレに悩まされ続けたアルゼンチンのような南米諸国においては、インフレ対策として為替ペッグ(あるいはマネー・サプライ)を金融政策の中間目標として利用してきたが、結局はそういう政策運営が有効に働かなくなったために、カレンシー・ボードに向かった経緯がある。1992 年の欧州における通貨危機においては英国やスウェーデンは欧州通貨のバスケットに連動させる為替レート政策を放棄せざるをえなかったが、これに代えてインフレ・ターゲットを導入した経緯がある。

為替レート政策と金融政策との関係、さらにこれに加えて資本取引規制との関係で捉える議論は、ベンジャミン・コーヘン等によって論じられてきたが、その骨子は次の通り。() 為替レートの安定、() 金融政策の自律性、及び() 自由な資本取引の 3 つの政策目標が長期的に並立するのは偶然を除いてはない(いわゆる “impossible trinity”)。したがって、() 為替レートの安定を確保するためには金融政策の自律性を放棄するカレンシー・ボードを採るかあるいは内外の資本移動を規制することが必要になる。また、() 金融政策の自律性を確保するためには、資本規制を採るかあるいは完全な為替フロートとすることが必要になる。さらに、() 自由な資本取引を確保するためには、完全な為替フロートとするかあるいはカレンシー・ボードを採ることが必要になる。

(注 1-15) 同表では EMU メンバー国は個々のメンバー国の観点から分類されているが、むしろ、ユーロ、ECB を戴く一つのまとまりとして、日米等と同様に単独的なフロート通貨として捉えられるべきであろう。

(注 1-16) Ronald McKinnon and Kenichi Ohno, “The Foreign Exchange Origins of Japan’s Economic Slump in the 1990s: The Interest Trap” (1999)、「ドルと円」(1998 年)を参照。これに対する反論としては、吉川洋「転換期の日本経済」(1999 年)の第 3 章を参照。

(注 1-17) 2000 年 3 月 19 日の日銀による金融緩和政策は、一般に、金利に対し「量的緩和」を重視していると解釈されている。しかし、金融政策としての新たな要素は、消費者物価上昇率がマイナスから安定的にゼロ%以上となるまで金融緩和策を維持するという意味で一種のインフレ・ターゲティング(日銀はこの表現を避けているか)を持たせていることと、これに関連して中期的な意味での金融緩和策の予想をもたらす点にある(いわゆる「時間軸効果」)、と考えられる。これは、もちろん円の為替レートに円安の方向に影響を与えるものだが、その程度とレートの水準については予測することは極めて困難である。むしろ、その基本的な政策効果は、金利の予想に短期のみならず中期的に影響を与えることによって日本経済に刺激的な影響をもたらす点にある、と考えられよう。尤も、予想を想

定した今回のような金融政策は、具体的な財政支出を行った上で呼び水効果(pump-priming effect)を狙う財政政策とは異なり、希望的な観測(wishful thinking)の要素が極めて強い点に留意する必要がある。

(注 1-18) 2000 年の IMF 年次報告書に拠れば、同年 3 月時点で、世界の公的な対外支払準備は 1 兆 8,900 億ドル、金が約 2,700 億ドル、計 2 兆 1,550 億ドルとなっているが、このうち SDR は 245 億ドル(= 182 億 SDR)となっており、対外支払準備全体に占めるシェアは、僅かに 1%強にとどまっている。そして、SDR の規模は変動レート制以前の 93 億 SDR に比べ倍増しているに過ぎない。

ちなみに、1999 年末における公的外貨準備の内訳は、ドル 66.25%、ユーロ 12.5%、日本円 5.1%、英ポンド 4.0%、スイス・フラン 0.7%となっている。日本円のシェアは、1991 年の 8.5%をピークに徐々に低下しているが、この間にドルは 50%強から 66.2%に増大した。

(注 1-19) Stanley Fischer “Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?”, IMF(2001 年 1 月)、外国為替等審議会答申「21 世紀に向けた円の国際化」(1999 年 4 月)を参照。

なお、従前の “bipolar” 論においては、右端の極である “floating” は “pure float” と解されていたが、上記の S. Fischer のペーパーでは “managed floating” もこれに含まれている。一方、左端の極である “hard pegs” には、ユーロの通貨統合が行われる以前のオランダ等の例を含めている。

オランダは、ドイツ・マルクにペッグするために金融政策の機能を特定し、国内経済問題の対処のために金融政策を活用することを事実上放棄した。一方、1983 年に通貨混乱を回避するためにドルとの関係でカレンシー・ボードを導入した香港、及び 1991 年にインフレ対処の目的で同様の政策をとったアルゼンチンは、その後目覚ましい成果をあげることができた。

1997 年の東アジア通貨危機においては、シンガポールは為替の安定よりも金融政策の自律性を重視したのに対し、香港は従来の為替レートの安定を重視する政策を堅持しそれなりの小康を確保した。

(注 2-1) 内海孚編「新しい IMF」(1976 年)

(注 2-2) 黒田東彦編(前掲書、第 4 章)

(注 2-3) 加藤隆俊(前掲書、第 4 章)

(注 2-4) プラザ合意後も継続した対外不均衡の問題については、石井菜穂子(前掲書、第 3 章)

(注 2-5) Paul Krugman “Has the Adjustment Process Worked?” Institute for International Economics, 1991、そして Ramana Ramaswamy and Hossein Samiei “The

Yen-Dollar Rate: Have Interventions Mattered?”(IMF Working Paper presented to NBER’s conference in September 2000) を参照。

(注 2-6) 内需が対外収支に与える影響は、近年のドイツの経験から明確である。東西統合を果たしたドイツは、1990 年代に入って大幅な財政赤字をもって統合問題に対処した。内需増大の結果、ドイツの経常収支は、90 年と 91 年を境に一挙に大幅な黒字から赤字に転じた。その後、経常収支赤字 93、94 年と悪化した後、97 年までは減少傾向を示したが、最近では再び赤字拡大の傾向を示している。

(注 2-7) 須田美矢子編「対外不均衡の経済学」(1992 年、経常収支分析の理論的側面、特に最適化アプローチ(intertemporal optimization)等については第 6 章を参照)

(注 3-1) 須田美矢子編 (前掲書、序章～第 3 章)。小宮隆太郎著「貿易黒字・赤字の経済学」(1994 年)

(注 3-2) 日米欧の経常収支 / GDP 比は、EC の “European Economy” の Number 71. に拠る。その他のデータは主として日銀調査月報(2000 年 6 月)及び財務省の「本邦対外資産負債残高の概要」(2001 年 5 月 25 日)に拠る。また、米国の 1998 年末の対外純債務は、従前の 1 兆 5 千億ドル超の数字がその後 1 兆 4,077 億ドルに減額修正されている。99 年末の対外純債務は 1 兆 4,737 億ドルなので、依然として対外純債務は膨張している。なお、日本の経常収支(2000 年確定版)は、12 兆 5,760 億円であり、同年の GDP512 兆円の 2.5%に相当している。

(注 3-3) 東アジアの通貨危機についても、一方で通貨危機前後の要因が究明されてきている。97 年から 98 年にかけての為替市場の混乱に際しては、特にインドネシア・ルピアのフリー・フォールの恐れから金利が一時的に高目に設定された経緯があった。

(注 3-4) 加藤隆俊 (前掲書、3 章)

(注 3-5) Paul K. Krugman and Maurice Obstfeld, “International Economics” (5-th edition, Chapter 17 and 21), 2000

(注 3-6) 法学者の視点から見た効率的仮説のレビューとして特異なものは、貝塚啓明編「金融資本市場の変貌と国家」(1996 年)所載の岩原紳作「証券市場の効率性とその法的意義」を参照。なお、「1 月効果」とは、株式市場の売買の収益率が他の月に比べて高い傾向を指し、多くの国で経験している。

(注 3-7) 日本の最近の為替介入策について、本稿は主として加藤隆俊 (前掲書、4 章等) に負う所が多い。

(注 3-8) 小宮隆太郎教授は、前掲書において、一般物価指数の上昇率が輸出物価指数のそれを上回る状況下では交易条件が不利化し、このような交易条件の変化は物価上昇率と並んで(名目)為替レートに影響するとしている。円が後述のように著しい切上げトレンドを持

っていたことについて、経済学の文献にはいわゆる“Balassa-Samuelson effect”に言及するものが見られるが、この問題が係わってくると思われるので、本稿では同効果の問題は取り上げない。

(注 3-9) 中に入っている経済変数等は概ね見当がつくという意味では“Pandora’s Box”ではなく、予想が行われるメカニズムの捉えどころがないという意味でブラック・ボックスという表現の方が相応しい。

(注 3-10) 2001年5月9日付けの日経金融新聞「底入れ示す？購買力平価」参照。これによれば、為替市場に現出する実際の為替相場は、(a)輸出入物価を含めた総合的な物価の動きを反映する日米の「卸売物価を基に算出した購買力平価」の傾向線(これは実際の円相場よりも円安の水準で推移し、90年の170円から2001年の125円間でのほぼ直線的な円高傾向)と、(b)実際の円相場よりも円高の水準で推移している「輸出物価に基づく購買力平価」の傾向線(こちらは90年の110円から多少上下はあるが2001年の約80円までの円高傾向)を両端とするバンドの中で、ヘビのように推移するとしている。ただ、円ドル・レートのレンジ(両傾向線の幅)は40~60円となっている。

(注 3-11) ECBの市場介入レートが2001年5月中旬まで4.75%と据え置かれている間に、米金利は2001年初から引下げ傾向に入ったが、ユーロは1999年初のユーロ高のピークから概ね弱含みに推移し、ようやく2000年秋以降に持ち直したが、ドルに対しては依然として弱含みで推移している。このように、ユーロの対ドル・レートについては、従来のようなアセット・アプローチの反応が見られにくいのが、これは、EU経済の規制色の強い体質を懸念した市場関係者の見通しを反映していると解されている。

また、2000年初の円ドル・レートの水準から2001年の4月までの円安傾向は、日本経済の体質の弱体化を反映しているという見方もある。

(注 3-12) Ramana Ramaswamy and Hossein Samiei、(前掲書)

なお、95年以降、対外的に発表された介入の動きは、次の通り。()メキシコ危機の余波による急速なドル安(円高)を受けてG7が関与した1995年春以降の協調介入(94年11月3日の日米蔵相・財務長官声明の後、95年3月3日、4月3日の協調介入とその後の「秩序ある反転」のための協調介入。)()インドネシア・ルピア支援のためのシンガポール当局との協調介入(97年11月3日)、()急速な円安化に対処した協調介入等(97年12月17日、98年4月9日、及び98年6月17日)、()ユーロ安に対処したG7の介入(2000年9月22日)

(注 3-13) 加藤隆俊、(前掲書、第1~4章)を参照。

(注 3-14) 2001年に入ってから、主として米国経済の低迷に起因する国際経済の減速について、EU域内の成長に自信を持つと同時にインフレを懸念するEUと、景気減速のダウンスайд・リスクを強く懸念する米国・国際金融機関との間で不協和音が生じた。同年4月末

の G7 においては、ECB は、EU 経済について持ち前の自己の主張を展開し、米国、IMF 等の金利引下げ論を受け入れなかったが、それから 2 週間たたないうちに物価の安定、マネー・サプライの伸び等から判断して金利引下げが適切であるとの判断に踏み切った。このような動きに対し、フィナンシャル・タイムズ紙は、“Economists said the ECB had raised more questions about the ECB's ability to communicate its thinking effectively to the markets, but was nevertheless welcome.”と評している(5月11日付)。

(注 3-15) 2001 年に入り、前年に比べ、円ドル・レートは 115～120 円と円安で始まり、その後、春以降は 120～125 円の範囲で推移している。このような動きは、経済変数の説明の他に、市場環境として、(a) 米国投資家の資金、(b) 欧州投資家の資金、(c) 日本の機関投資家等の資金、その他 (d) ヘッジ・ファンドの資金、(e) アジア関係者の資金の動き等を考慮する必要がある。市場関係者の話では、() 株価・金利等の不確定な要因が増えるときには、これらの資金は、取り敢えず流動的な自国通貨の金融資産で様子待ちする傾向が強い、() ヘッジ・ファンド、特に長めの相場観をもって市場に臨むマクロ系のファンドが往年の勢いを失っている、等の要素を指摘している。

< 討論者のコメント及びフロアからの質問等に対する回答 >

討論者(清水啓典教授及びフェルドマン氏)及びフロアから、為替レートの安定化のために金融政策が縛られてきたのではないかとのコメント、質問に対し、北村からは「金融政策が為替レートに影響を与えることは否定できない事実だが、しかし、この問題は、為替レートを特定の水準・範囲に収めるために金融政策を使う問題と明確に区別する必要がある。為替レートは金融政策以外のさまざまな要因によっても左右されており、金融政策は為替レートの変化にとって決して十分条件とはなりえない。そして、日本では、特定の為替レートの維持・ターゲティングのために、金融政策が束縛され続けたという状況はなかった、といえるのではないか。」旨のコメントを行った。

また、国際的な政策協調とは名ばかりで、実際の政策論議は自国の利害対処の場ではなかったのかとの批判に対しては、北村からは「1980 年代前半の異常なドル高への対処、あるいは 1994 / 95 年のメキシコ危機後の異常なドル安等の問題に対しては、政策担当者は自国の利害というよりも、事態を放置すらなければ国際経済全般に深刻な問題がもたらされる、という共通の懸念から問題に取り組んだ経緯がある。もちろん、その後の具体的な政策手段の議論においては、自国の立場が少しでも有利になるように議論が展開されることはあるが、それは国際的な折衝ではある意味では当然のことである。しかし、このことをもって、政策協議がそれぞれの主要国の利害対立の場とするのは客観的、あるいはフェアで

はない。アカデミックな評価においては、国際経済に深刻な影響を与える論議の中で真摯な政策担当者のモチベーションが基本にあったという側面を看過できない。」旨のコメントを行った。

さらに、清水教授のコメント、即ち、為替介入が無くとも民間のヘッジ手段等で対処できる環境になっているのではないか、あるいは、フロアからの質問、即ち、政策協調が為替レートの予想にどの程度の影響を与えてきたか等の問題に対しては、北村からは「為替市場で取引を行うプレイヤーは、利益確保・ヘッジ目的の動機に左右される。これに対し、為替当局者は別の視点、すなわち国際経済の安定、自国経済の安定的な運営等の動機から出発する。後者の立場の政策担当者が市場関係者を納得させるには相当の状況把握と論理が要求され、その面で最善を尽くしても、何時も市場関係者を納得させることができるという保証はない。その意味では、為替市場は市場関係者の論理と政策担当者の論理が競い合う場、という捉え方ができる。日本の為替当局が、政策協議の場を踏まえて主要国との間で協調介入を伴った形で為替市場に臨むとか、単独介入であっても円の実効レートの動きから考えて日本経済の運営に大きな支障をきたすという経済論議を背景に為替市場に臨む場合は、これまでの所では市場関係者の予想を constructive な方向に切り替えるのになり成功してきたのではないだろうか。」旨のコメントを行った。

最後に、波乱が続く国際金融情勢の中にあって、これまでの G7 体制で対処し続けることは可能だろうか、あるいは、米当局はむしろマニピュラティブな言動が見られたではないか、というフロアからの疑問に対し、北村からは「これまでの G7 体制は、Fischer の言うように “loose and informal” なものであり、確かに国際金融の諸問題に対処するには制度的な不安定が伴っていることは事実。また、個々の局面では、ミスリーディングな言動があったであろうことも否定しがたい。しかし、他方では、この G7 が先進国・IMF 等の国際機関に対し国際経済の基本的な問題提起を行い続けているのも事実。G7 の端緒となったランブイエ・サミットが 1973 年以降の変動為替レートの体制の基礎となったことがこれを象徴している。制度的な不安定の問題は確かにあるが、その一方では予期できなかったような様々な問題が国際経済・金融を悩ましており、それに柔軟に対応するためには、規制のシステムでは困難という側面にも注意を払う必要があるのではないか。とすれば、当面はこの G7 体制が続かざるをえないように思われる。」旨のコメントを行った。