

1996.10.9
(No.3, 1996)

IIMA

Institute for International Monetary Affairs

Newsletter

財団法人国際通貨研究所

為替相場の安定を目指して — 現実的かドンキホーテ的か —¹

ポール A ボルカー

私がまだ経済学部の学生だった頃、初期のスタンプ記念講演をいくつか読んだ記憶がある。そのシリーズは、経済学の厳密な論理を見事に世界の具体的な問題へ応用していた。その努力はジョサイア・スタンプの幅広い活動の中でも特に際だったものといえる。彼はLSE(London School of Economics)の理事および学長として長期にわたり献身的な働きをみせた人物である。

私は 20 世紀の真に傑出した一人のイギリス人を記念する第 50 回目の記念講演を行うことを光栄に思う。もし、スタンプ卿が、1995 年末になってなお世界が解決困難な問題を多く抱えているのを知ったとしても、彼は些かも驚かないであろう。本日、私は今世紀の間ずっと議論されてきた問題、即ち、国際通貨制度の機能について、より具体的には、為替相場の安定化について論じたいと思う。

数年前、IMF と世銀はそれぞれ創設 50 周年に近づきつつあったが（それは所謂、ブレトン・ウッズ体制の崩壊から一世代が経過した時期でもあったのだが）、私はこの複雑な問題を再検討するために世界中の実務家や学者から成るグループを召集することを依頼された。ブレトン・ウッズ委員会（The Bretton Woods Commission）と称されたこのグループのメンバーは、なかば決まるべくして決まった。またメンバーが仕事を進めていく上では

¹掲題講演は昨年 11 月 29 日にアメリカ連邦準備制度理事会前議長であるボルカー氏がロンドン大学の第 50 回スタンプ記念講演において行ったものである。興味深い内容であるので、当研究所がボルカー氏ならびにロンドン大学の許可を得て訳出した。

過去の出来事に対する不満がその原動力になっていたといっても過言ではないであろう。メンバーには私と世代を同じくする者が多かったが、彼等はずっと安定した金融の世界、すなわち、より大きな安定性が存在し、かつ政府の経済政策遂行能力に対する信頼がもっと強かった世界で育った人々であった。

従って、ブレトン・ウッズ委員会が、主要国は為替相場の安定の実現にもっと高い優先度を与えるべきである、という点で意見の一致をみたのも当然であったといえる。私は同委員会報告の筆者ではないが、その結論に関しては全く意見を同じくするものである。しかし、報告書を作成していく過程において、もうひとつのことが明らかになった。それは、より安定した為替相場制度を希求する気持ちは誰もが強く持っていて、それをどのように実現していくかという点については必ずしも意見が一致しなかったということである。「弾力的為替変動幅」の設定を求める漠然とした呼びかけは確かにあったものの、同制度の導入は、将来、主要国経済のパフォーマンスがより安定し収斂した後になされるべきである、というのが大勢の意見であった。しかし、このような慎重な呼びかけに対してさえ、官僚や市場関係者の反応は、せいぜいクールとしか言いようのないものであった。

現在、国際通貨制度に対する人々の態度は、一方で、そのパフォーマンスに強い不満を抱いているにもかかわらず、かといって、それを何とかしようとするまでには至っていない状況にある。

私は本日、変化を生じせしめることが必要なだけでなく可能でもあること、ならびに現在の受け身の姿勢は正当化されうるものではないことを皆様に納得して頂きたいと思っている。為替相場の改革には、たとえそれが漸進的かつ断片的なものであるにしろ、現在実行可能で、有用かつ理屈の上でもまともなアプローチがないわけではない。問題なのは、意味のある改革を実現するために不可欠な政治的コミットメントをどの程度取りつけ、かつ維持できるかということである。

平価制度の崩壊後 20 年以上がたち、かつて多くのエコノミストが変動相場制に期待していたようなパフォーマンスは、過去にも実現されなかったし、将来においても実現されないであろうということが明らかになった。インフレ率較差に見合っただけで為替相場が漸進的に調整されることはなかったし、経済政策や経済環境の差異に対して市場が秩序だった反応を示すこともなかった。逆に、為替相場は突発的かつ急激に変動しがちであった。当初の予想に反して、時間の経過とともにボラティリティがおのずと低下していくという証左はみられなかった。学習効果および為替市場の新技术やオペレーションの手段の増加がみられたにもかかわらず、教科書に書いてあるような相場安定化に資する投機が生じるということもなかった。

為替相場の取引高は、まぎれもなく国際貿易や国際投資よりもはるかに急速に増加した。また市場の拡大と革新的な金融商品のおかげで多くの企業は短期、中期の為替リスク・ヘッジが以前に比較してはるかに容易になった。しかし、ヘッジにはコストがかかるだけでなく、そのコストは時には相当なものとなる。また長期かつ極端な相場変動に対しては有効ではない。為替相場が 1~2 年間で名目相場のみならず実質相場でも 30~40%、時にはそれ以上の上下変動を起すこともまれではなかった。これは、最も広範に取引されて

いる諸通貨（国際的な取引の媒介手段や価値の保蔵手段としての役割を果たすとみられている通貨）に関してもみられた現象である。

確かに、貿易や国際投資は為替相場が乱高下する中であっても増加してきた。しかし、このような為替相場の変動が続けば、それは各国間の相対価格水準に大きな不確実性をもたらし、開放的な市場と自由貿易の理論的支柱である相対コストや比較優位を冷静に評価する上で障害となることはいうまでもない。

率直に言って、このような極端な相場変動が一時的現象であり、再び起こりそうにないという希望的観測を正当化するような証拠はあまり見当たらない。実際、1970年代に二度にわたって生じた石油危機や1980年代のアメリカにおけるインフレ抑制過程で生じた難しさと不確実性、また、より最近では、ドイツ再統一によって金融面に生じた圧力、などはとりわけ国際通貨制度に対する圧迫要因となった。こうした圧力の下で為替相場を安定させるためには、たとえ変動幅を広く設定していたにせよ経済政策面における強力な対応が必要であったと思われる。さらに、もう一つ明らか、かつ厄介な問題がある。円・ドル相場およびマルク・ドル相場は、米、独、日、3カ国のインフレが抑制されており、経済成長率もさほどかけ離れておらず、将来の経済見通しにとりわけ大きな攪乱がなさそうにみえた昨年でさえ大きく変動した。要するに、為替相場は、基調的な経済政策に問題がある場合にも、またそうでない場合にも大幅に変動する傾向がある、ということである。

為替相場の動向をみていて驚くことは、市場の均衡感覚なるものが如何にあてにならないかということである。このことは経済が比較的平穏であった時期においてもあてはまる。実績をあげているトレーダーの中には市場に関する伝統的な経済理論の基礎をなす均衡概念の妥当性に疑問を抱いている者が多くいる点は象徴的なことといえよう。私の友人である若いエコノミストは為替市場をより良く理解するには、カオス理論の今後の発展を待たなければならないと語っているが、その考え方も納得しがたい。

このような情勢のもとでは、変動相場制導入後ずっとたたかわされてきた議論、即ち、国際通貨制度の改革と為替相場の安定化は各国経済の安定とその収斂を待たねばならない、という議論は誤りであると思われる。今必要とされるのは、このような考え方と反対の考え方、つまり、通貨の安定を現在以上に優先することが長期的には経済パフォーマンス（成長および生産性）に寄与するか否かという点を議論することだと思われる。

貿易と国際投資に大きく依存している小国は通貨の安定に高い優先順位を置く代表例であるが、それにはしかるべき理由がある。国内価格および経済の大部分が外的影響を強く受けやすい国においては為替相場の大きな変動は当該国経済にとって特に大きな攪乱要因となる。極端な環境下では、不幸なことに為替市場危機が当該国の政治、経済の一貫性や求心力にとって脅威になることも過去にはたびたびあった。遅かれ早かれ、そうした国は国内調整のために痛みを伴う対応を余儀なくされてきた。いくつかのケースにおいては、しかるべきアンカーに対して自国通貨の価値を一定に保つことを強くコミットするなど、信認を回復するために特別な措置が必要とされる場合もあった。最近のカレンシー・ボードのコンセプト（要するに、為替相場の安定と信認の維持のためにより堅固な制度的なフレームワークを作り出すこと）の復活は、そのようなニーズに対するひとつの対応といえ

る。

当然のことながら、小国が自ら行動を起したところで主要通貨間の混乱は如何ともしがたい。また、国内生産や物価が為替市場からの影響をさほど受けることのない大国は、為替相場安定の必要性を小国ほど感じることはなかった。この点は、アメリカに関して、しばしば強調される点である。しかし、国内的目標と国際的目標が衝突する可能性があるのはアメリカに限ったことではなく、従って、為替相場の安定に威信をかけて取り組むことに消極的なのはアメリカだけではない。イギリスの人々にこの点を縷々説明する必要はないであろう。

こうした見方を弁護するかの如く、世界経済は過去 20 年以上にわたる為替市場の混乱にもかかわらず成長し続けてきた。貿易も概ねどの国においても国内生産より急速に拡大し続けた。非関税障壁を設定するといった退行現象は時折みられたが、ここ数十年、関税やその他の貿易制限措置は全体として減少したのは明らかである。先進国および多くの新興工業国において資本規制はすでに撤廃されており、それが国際投資および経済成長の促進に役立っている。先進諸国のインフレは、完全に制圧されたとは言えないまでも抑制されてきており、この点に関していえば、我々は比較的物価が安定していた 1950 年代や 60 年代の状況をほぼ取戻したといえよう。そしてより広い視野に立って見れば、ほとんどいたるところで経済自由化の考え方が勝利をおさめたといえる。

職業的心配症にかかっており、かつ何事にも懐疑的な中央銀行家でさえ、過去 10 年間の成果に対しては（たとえ為替相場が不安定であったにしろ）「そう悪くはない」という評価を下すであろう。そして、あらゆる事を考慮した場合、世界経済はかなり旨く機能しているという自己満足が改革への意欲を鈍らせているといえる。

しかしながら、現代のリップ・ヴァン・ウィンクルが、20 年後に目覚めたとしたら、何故、我々が現在満足していられたのか、と驚くことであろう。アジアが如何に強大な活力をもつていようと、その成長率と生産性の伸びは第二次大戦後の 20~30 年間に多くの先進国や発展途上地域でみられたものに比べればはるかに低水準である。

統計に関して一部に不確実性があるにせよ、貿易や対外支払いの自由化が生活水準の着実な向上につながっているという実感はない。金融・財政政策は機動的になったとはいうものの、失業水準の低下あるいは景気循環にはっきりした改善がみられるようになったわけではない。

私は、成長率が以前の水準に達しない主たる原因を固定為替相場の崩壊に求めようとす少数派に与するつもりはない。事実、計量経済学者は両者の間に未だ明確な相関関係を見出していない。成長率低下の理由としては低水準の貯蓄率、大きな財政赤字、また時には社会保障コストの増加、などがあげられているが、結局のところ第二次大戦後の数十年は、長い経済史上の例外的な一時期だったのである。

また一方で、プラス要因もいくつかある。20 世紀の最後の時期は技術が著しく発展した時期であった。演算、通信、情報処理、などはより速く、より安くなっている。また市場は財や資本のみならずサービスや知的所有権の分野でも一層オープンになっている。これらは皆、生産性の大幅な向上に役立っているに違いない。しかし、それにもかかわらず

成長率は鈍化しているのである。

古典的経済分析によれば、為替相場が均衡相場（持続可能な貿易と投資のパターンに対応する相場）から大きく乖離した場合には、それは価格メカニズムを狂わせ、不確実性を大きくすると考えられている。これらの要因は投資にブレーキをかけ経済の効率を低下させるに違いない。巨大な多国籍企業は、投資を分散し、各地域の市場に向けた商品は現地で生産することにより為替相場の変動に対処しているといわれている。しかし、比較優位の観点からすれば、それが実質的負担になっているのは明らかである。

こうした懸念がどのようなものであれ、それらは政治家を動かすまでには至っていない。ダメジは目に見えない形で拡がっていくが、主要国の為替相場の大幅な変動の影響も長期にわたってぼんやりとしか現れてこないため、警鐘が打ち鳴らされることもなければ、消極的姿勢が転換されることもない。

この消極的姿勢には三つの要因が影響していると思われる。第一に、経済分析上良く知られていることではあるが、資本が自由に移動する世界において固定為替相場制度をとった場合には金融政策の自由度が失われるということである。この制約は柔軟な為替相場制度の導入によってかなり緩和される。しかしながら、為替相場の安定を実現するには、ある段階で安定実現のために金融政策を活用することが実際に必要となる。

金融政策を為替相場安定化の手段として用いることは（為替相場をある程度弾力的なものにすれば）、より純粋に国内的立場から金融政策を適切に運用することと必ずしも矛盾するものではない。さらに、政府が他の政策手段を最大限に利用するならば、他の政策目標との衝突は回避（ないしは克服）可能である。しかし、問題がないわけではない。ポリシー・ミックスにおいて柔軟な運営が必要とされる財政政策や他の政策を、効果的にコントロールできる政府はほとんどない。さらに悪いことに、財政政策の変更（たとえ時宜を得た変更が政治的に実現可能だとしても）の効果と予見性に関するケインジアン楽観主義は誇張されがちである。

これらの問題は為替相場に固有な第二の問題、即ち、二つ以上の国が絡んでくることによってさらに複雑な様相を帯びてくる。主要通貨間で好ましくない変化が生じた場合、どの国が適切な最初の政策変更の「負担」を担うかという点について必ず厄介な問題が生じる。これに対する明確な答はめったに存在するものではなく、その解決にはデリケートな政治的判断と難しい経済的判断とが要求される。いかなる客観的指標が用いられるにせよ、国によって政策の優先順位が異なるため、政策対応は遅れがちとなり、かつ、強力な対応も望めないこととなる。

第三の問題は、更に狭い政治的問題である。金融業界は伝統的に安定性を重んじてきたが、現在では、その立場を事実上変えている。この変化は国際的営業活動を営む金融機関が市場の不安定性から多くの利益を得てきたことと無関係ではない。同機関のトレーダーは市場の動きと心理を嗅ぎ取るや直ちにそれに反応し、さらにはその動きを増幅することで利益をあげうる立場にいる。確かに、マーケット・メーカーのリスクは大きく、ひどいトレーダーになると時には名高い金融機関に一大汚点を残したり、時には倒産に追い込むことさえある。しかしながら、為替市場とそれに関連した取引は年々重要な収益源とな

ってきているため、トレーダーにはかなりの自由度が与えられているのが実情である。皮肉なことに、市場の乱高下は収益機会をもたらすだけでなく、高度のヘッジ商品を作り上げ、それを顧客に販売する能力のある金融機関にとっては、それ以上の収益機会になっている。為替相場の乱高下に起因するコストの第一次負担者は輸出入業者や国際投資家である。しかしながら、彼らにとって、為替相場変動ヘッジのコストは、大規模かつ収益性の高い取引の中で吸収しうるものである。最終的には不確実性や低生産性といったコストは広く国民全体の負担となる。保護主義政策の場合と同様に、不安定性から生まれる利益は集中し、コストは拡散するのである。

改革を志向する人々にとって状況はすべて思わしくないように思われよう。しかし為替相場の一層の安定化を追求することには確固たる根拠があり、決してドンキホーテ的なことではない。為替相場を方向性のない市場の力（これらの力への対応が一貫性を欠く点を考慮すれば）にまかせて平気でいられる国はまずない。その証拠には、すでに強調したとおり小国は主要貿易相手国との間で為替相場を安定させようとしているし、地域的グループ（特に欧州連合）もグループ内での為替相場安定を追求している。ある国の通貨価値への信認が揺らいだ場合、為替相場のアンカーを求めようとする強い衝動が働くものだが、このことは比較的大きな国にとってもいえることである。いずれの場合にも、為替相場を安定させ、かつ安定性の増大を当該国の優先的政策目標とし、同目標実現のために政治上、経済上の難しい選択がなされてきたし、現在でもなされている。

問題の本質は、主要通貨国が為替相場の安定を希求するとして、それが広範な制度改革に向けた努力にまで高まりうるか、という点にある。もし改革がブレトン・ウッズ流のある種の固定平価制度を目指すならば、答は明らかに否である。満身創痍の金本位制への復帰や過激な改革論者が示唆しているような世界中央銀行と世界共通通貨の創出の可能性は事実上ありえない。固定相場制のもつ理論上あるいは観念上の魅力などは、それを実現するために必要な経済政策調整上の実際的かつ政治的障害の前にはたちまち色褪せてしまう。

しかし、全く逆のケース、即ち、完全な自由変動相場制も問題がないわけではなく、事実、実際に採用されてはいない。確かに、主要国が協調して為替市場の管理に当たる方式は断続的に行われたにすぎず、それも経済成長、市場アクセス、および国際協調の基盤そのものに脅威を与える可能性のある極端な変動がみられた場合に限って実行されたにすぎない。また、その努力も常に成功するとは限らず、むしろ成功と呼ぶには程遠かった。しかし、これまでの経験から、何が旨く行きそうであり、また何がそうでないのかについて結論を出すことはできよう。そして最終的には柔軟性と安定性とを両立させる何らかの制度を見出すことが可能か否かという点について結論を出すことができよう。

また、欧州においてこれまで何が達成され、何が達成されていないのかという点をチェックすることによって、他に応用可能な有益な教訓を得ることができよう。しかし、ここでは欧州通貨統合の究極の利益、あるいはその目的達成のためのさまざまな方法について立ち入った議論をするつもりはない。

しかしながら、その判断がどのようなものであるにしろ、単一市場創出に邁進する欧

州では、EU加盟国間の為替相場の乱高下と著しい不整合性がEUの破滅につながりかねないと懸念する国々が存在するのは確かである。現在のリラ下落から生じている緊張はこの懸念を強めるものといえよう。

同時にEU加盟国の経済構造や経済情勢は国によって明らかに異なっており、かつ経済政策における政策決定自主権をどの程度EU当局に委ねるかという点に関しても見解の差異がみられる。こうした違いにもかかわらず、1980年代および1990年代初頭の1~2年間は、欧州諸国の為替相場は、そのほとんどが極めて安定していた。この時期に、残存資本取引規制が撤廃され、欧州市場が他の市場同様、未曾有の国際的短期資本移動にさらされたことを考慮すれば、この安定はさらに注目すべきことといえよう。

欧州通貨制度の規則では、為替相場防衛のための介入必要資金は無制限に調達可能であった。しかし、市場圧力が長期にわたって続く場合には介入だけで基準相場を維持することは無理であり、追加的手段として金融政策が引き締められ、しかもその引締めは国内の政治、経済情勢から許容される限度を越えることもあった。勿論、加盟国の中には、財政政策を引締めるものもあった。こうした政策により加盟国のインフレ率は低下し、欧州通貨制度の要であるドイツのそれに劇的な収斂をみせた。ただし、イタリア、スペイン、イギリスに関してはかなり較差が残っている。

欧州通貨制度の安定が崩れたのは周知のとおり、ポンドおよびリラに対する売り圧力が強まった結果である。欧州通貨制度の小幅な変動幅も大きく拡大されざるをえなかった。ただし、コア諸国（単一通貨導入に強くコミットし経済パフォーマンスが、かなりの程度収斂している諸国）の通貨はドルや円に対しては激しい変動を示したものの、EMS参加国通貨に対する為替相場は極めて安定した推移を辿った。

欧州通貨制度の経験からいえるのは、いかに大規模な信用枠が存在しても為替相場の安定を維持するには介入だけでは不十分だということである。国家は無限に貸出しや借入れを行うものではなく、一方、市場の投機は為替相場の不整合が存在する限り続く。このことは為替相場を安定させるには常に同目標を実現しようとする政治的強い意志が存在すること、即ち、経済政策（特に金融政策）遂行に当って同目標を重視していることを広く知らしめることが重要であるということに他ならない。また、為替相場を安定させるには、その前提条件として物価の安定が重要であるという点に関し、為替相場安定システムに参加する国々が共通の認識を有していなければならない。

主要金融センターであるアメリカ、ヨーロッパ、日本の3極は物価安定の大切さという点に関してはかなり共通の認識を有するようになってきたが、為替相場安定に関しては、とてもそこまでには至っていない。為替相場に関して最も受け身かつ消極的な政府（最近のアメリカがその典型例）でも市場が適正水準から極端にかけ離れた場合には、たとえ曖昧な表現にせよ、どのような相場水準が合理的かつ適切であるのか、またどのような水準がそうでないのか、何らかの形で見解を表明することが必要であると認識するようになってきた。その典型的あらわれは介入である。勿論、その効果は、主要国間に共通認識が存在するだけでなく、一斉に行動する意志があり、かつ金融政策でも協調行動をとるつもりであることが明らかになれば一層大きくなる。

もし為替相場の安定をもっと重視する経済政策がとられていたならば、世界はどのようになっていたのか。この点に関しては複雑な計量経済モデルを使って過去を再構築する試みがなされてきたが、その結果は確定的なものではなく、モデルから言えることは、為替相場は金融政策にとってしばしばあてにならない信号しか発しないというものである。しかしながら、過去四半世紀を振り返った場合、アメリカでは極めて重要な時期に為替相場はあまりにも軽視（重視ではない）されてきた。実際、あとになってみれば、1970年代初めに固定相場制度が崩壊しドル相場の長期的下落が始まった時点（それはアメリカにとってインフレが未曾有の水準に達した時期でもあった）でアメリカが金融政策をもっと引き締めていれば状況はずっとましであったろうと思われる。アメリカも1978年のドルの下落時には協調介入に踏み切り、同時に金融引き締めも実施してドルをサポートしたが、遅きに失した。ドル相場下落とインフレ高進に対する期待はすでに根深いものになっており、こうした期待心理の払拭には、後日大きなコストを支払わざるをえなかった。

これとは逆に1980年代半ばの超ドル高はインフレ抑制の副産物という側面もあったが、過大な財政赤字に対する明瞭な警告でもあった。しかし、その警告は概して無視された。1987年末のルーブル会議では為替相場の変動許容範囲のガイドライン設定を目指し野心的な試みがなされたが、日本においてもアメリカにおいても遺憾ながら政策面のサポートが伴わなかった。さらに最近では、円相場が驚くべき乱高下を示したが、これは日本の財政、金融政策が柔軟であれば、ずっと穏やかなものになっていたと思われる。

現在問題なのは、これらのすべての経験を土台にして建設的な改革を実行する用意ができていくか否かという点である。私としては、多くの国の参加を求めて一挙に新ブレン・ウッズ体制と言えるような組織立った制度を創設しようと思っているわけではない。それよりもずっと控えめなものの方がより現実的でもあり、より望ましいといえる。必要なのは主要国の為替相場が大きく変動し世界経済への悪影響が明白になってから防衛的な対応策をとることではなく、相場の変動を緩やかなものにし、かつ相場が行き過ぎた場合にはそれを反転させるアプローチをとることである。少なくとも当初は、G7（あるいはG3）がIMFとの緊密な作業のもとにIMFのアドヴァイスと見通しをより大きな世界共同体のものとして参考にしつつ、主だった措置をとる必要がある。

こうしたアプローチをとるに際しては、相互に関連性のある広範な分野において合意が成立していなければならない。

- ・第一に、主要国は、IMFと協議のうえ、各国通貨の適切な均衡相場について合意することが必要である。当然のことながら、均衡相場はかなり広い変動幅を伴う形で決められることになろう。たとえば、それは中央値の上下各10%といった幅で示されることになろう（広い変動幅をもった形で出発することは、現在の欧州為替相場制度のように、過渡的措置である）。

- ・第二に、参加国は、決められた相場変動幅を協調介入（必要とあればかなりの規模で）によって防衛することが必要となる。介入は変動幅の上下限かその近辺で必要となるわけだが、変動幅の上下限までまだ余裕がある段階で実施されることが望ましい。

- ・第三に、市場圧力が続いている場合、参加国が為替相場維持のために金融政策を調

整するくらいの用意がないと介入は有効なものにならない。適切な調整措置が素速くとられれば、強い投機圧力が生じてもそれに対し一層強力な行動をとらないですむ。

・第四に、何らかの政策をとる必要性がでてきた場合にはIMFも選択肢を明確にしコンセンサス作りや市場心理に影響を与えるべく、政策論議に加わるべきである。またIMFの幹部は内密に適切な政策提言が出来るよう自主的準備を怠ってはならない。

各国が「相場の均衡範囲」をどの程度公表するか、また同範囲の変更をどの程度の頻度で行うかは微妙な問題である。相場の変動幅は比較的広く設定されようが、これは一方で相場安定化が希求され、他方で非現実的な厳格さで相場を縛るのを回避する必要があることから生まれる妥協の産物である。政策成功の鍵は政府および市場が均衡範囲の防衛を真剣に受けとめるか否かという点にあり、これは実績を積むことによるのみ示しうるものである。

各国政府は、決められた為替相場の変動幅変更の権利を簡単に放棄するとは思われない。しかしながら、変動幅を広く設定すれば、それは市場参加者が「一方向の賭」を行う可能性を極小化する形での変更を可能にしよう。ただし、その変更は為替変動幅よりもずっと小さきみになされなければならない（また、同変更は、市場レートが変動幅の限界に近づきつつある時だけに限られるわけではない）。そのようにすれば、変動幅の調整が行われても市場の為替相場は必ずしも大きく動くとは限らず、あるいは全く動かないこともありうる。

たとえ大幅な変動幅を設定するにせよ、為替相場を防衛することに関しては躊躇する向きが多いが、その理由の一つは次のようなものである。即ち、市場参加者の利用可能資金が巨額であり、この資金の前には財務省や中央銀行もひとたまりもない、というのがそれだ。確かに当局が（必要とあらば）より基本的経済政策をも進んで修正するだけの覚悟をもって為替相場防衛に当たらないのであれば、そういうことになるだろう。しかし、市場が金融政策に反応しないということはない。事実全く逆であって、国内市場も国際市場も、つねに中央銀行の政策の先行きを予測したり、それにどう対応するかを考えつつ取引を行っているのである。財政政策がほとんど有効に働かなかったにもかかわらず、根深いインフレを沈静させたのは金融政策の力以外の何ものによるものでもない。

このように見てくると、為替相場の安定化という目標の達成を複雑にしている難しい問題の一つ浮き彫りになってくる。どの主要国においても言えることだが、通貨当局は物価安定の番人として重大な責任を果たさなければならないにも拘わらず大幅な財政赤字が続いているため政策の自由度が狭められている。迅速かつ効果的な財政政策の調整というケインジアンヴィジョンは失われ、惜しまれてもいないのかもしれない。しかし、もし財政が経済政策をもっとバランスのとれたものにする上で必要とされるような構造になれば、それは極めて力強い援軍となるだろう。例えば、慢性的低貯蓄国であるアメリカは構造的財政収支を均衡させることに甘んぜず、財政黒字の実現を目指すべきである。さらに、構造的に健全な財政状態なしには、景気の循環的落込みを財政面から緩和するための刺激策も制約を受けざるをえない。もう一点は、政府の政治と心理に関するものである。為替相

場の変動幅を比較的広く設定し、かつ同範囲の変更を許容するということは、ある意味で論理上両極にある固定相場制と変動相場制の妥協の産物である。このアイデアは研究対象としては魅力があるが、スローガンにはならないし、政治家や大衆にアピールするようなものでもない。また、変動幅を設定するに当っては、なぜ10%なら良くて、11%あるいは12%、あるいはそれ以上ではいけないのか、という疑問も出てくるであろう。即ち、設定された変動幅から相場が1~2%はみ出すのを防ぐために為替市場に介入し、金融政策を調整し、財政収支を均衡させるべく努力するだけの価値が本当にあるのかという疑問である。

それに対する答えは「然り」でなければならない。問題なのは最後の1%の防衛ではなく、政府が為替相場安定化のために市場の協力をとりつけられるか、という点である。その努力が成功するか否かは単純に政府の意志が信任されるか否かにかかっている。しかし、政府に対する信任が確固たるものになれば市場は政府と対立することなく、政府と協力して均衡相場というものを常に意識するようになるだろう。

今日、欠如しているのは動機と緊急性の意識である。即ち、相場安定化の努力は失敗に終る可能性があるため、政治的、経済的コストを支払ってまでそれに強くコミットすることには消極的になっているのである。現行の為替相場制を破壊しかねない要因（これには不確実性や誤った相場シグナル等が含まれる）は十分に比較検討されていない。

すでに低水準になっている関税率を最低の水準にまで引下げることに關しては多大なエネルギーと政治的努力が傾注されているが、それによってもたらされる効率性の向上や貿易における潜在的利益は結局のところ、為替市場の大幅な変動によって帳消しになってしまっているのは皮肉なことと言わざるをえない。同様に開発の問題を論じる場合も、途上国経済の自由化が重視されることはあっても為替相場安定化政策はあまり重視されることはない。

為替相場安定化のために最も重要な前提条件（すなわち、それ以外のすべてが依拠すべき基礎となるもの）は物価の適切な安定に向けて主要国が強くコミットすることである。このことは、とりわけ基軸通貨国であるアメリカにあてはまる。

幸いなことに主要国は物価の安定を回復するために多大な努力を傾注してきており、その一環として政府の財政赤字抑制努力もなされた。しかし、為替相場安定に向けられる努力は、物価安定のためになされた政治、経済、両面における努力に比べれば、はるかに小さい。また、物価の安定と為替相場の安定は相互補完的なものである。

そして、正に物価に関して多くのことが達成されてきたが故に、今こそ為替相場の問題に取り組む時期に来ているといえる。

このスピーチを終えるに当たり、これらのアイデアについて限定的ながらも実際的な方法を提案したい。日本とアメリカは（おそらく欧州も支持していると思われるが）約100円という円・ドル相場が適切かつ、概ね持続可能な均衡値という結論に達しているように思われる。両国はこの相場観を支持し、ともに建設的な市場介入を行っており、日本の金融政策は市場の安定ということにある程度配慮して運営されている。

こうした状況を一層明示的に認め、相場がいずれの方向にでも大幅に変動した場合に

は両国が抵抗せずにはおかないということを示唆してはどうか。望ましい変動幅の変更は、それを実施するにしろ、基本的な環境の変化に応じて時間をかけて小刻みに行なわれることになるろう。

その変動幅が維持できるか否かは、インフレ水準を両国にとって望ましくかつ実現可能な水準に保ちうるか否かにかかっている。また、日本は金融と財政の適切なポリシー・ミックスによって景気を刺激する必要がある。日本の市場開放努力も促進されなければならない。アメリカは財政赤字解消に真剣に取り組む必要がある。これらは皆、それ自体、望ましい目標であるが、さらに為替相場安定化をコミットすることによって支援されるならば一層望ましい。成功を保証することはできないが、かといって為替市場は放っておいても自然に安定するというようなことがないことも、過去の記録から明らかである。つまり、信じただけでは救われないということだ。

つまるところ、案ずるより生むがやすしで、市場は、政府の確固とした理性的リードに対しては建設的に反応するであろうし、為替相場が安定すれば景気の見通しも明るくなるろう。唯一はっきりしているのは、何事もやってみなければ分らないということである。

(C)1996 Institute for International Monetary Affairs (財団法人国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by no means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

本文の一部または全部を著作権法の定める範囲を超えて、無断で複写、複製、転載することを禁じます。