

# 変動相場制移行前夜

—制度論争を中心にして—

## Flexible Exchange Rates System

倉科 寿男 Toshio KURASHINA

### 1 はじめに

1971年8月15日の米ドルの金交換性停止を含むニクソン米大統領の声明は、第2次世界大戦後の国際通貨制度にとって一大転機となった。

この声明に伴う国際金融・通貨の混乱は、同年12月の主要国為替相場の多角的調整と変動幅の上下各1%から2.25%への拡大が合意されて、一応の収拾をみた。ブレトン・ウッズ体制からスミソニアン体制への移行であった。

その後、何度か国際通貨不安に遭遇しながら、ついに73年2月13日に、米ドルが10%切下げられたのを契機にして、世界の主要先進国は変動相場制度に移行した。このことはスミソニアン体制の崩壊を意味していた。そして、世界経済は羅針盤なき航海に船出したのであった。あれからすでに34年が経過した。

羅針盤なき航海の中で、世界経済は何度も危機にさらされた。たとえば、世界の主要先進国が変動相場制度に移行したその年の10月6日に第4次中東戦争が勃発して、OAPEC(アラブ石油輸出国機構)は原油の公示価格を従来の4倍に引上げた。このことによって、世界経済は狂乱的なインフレと不況に見舞われた。これがいわゆる第一次石油危機であった。

スタグネーション(景気停滞とインフレ)に見舞われた世界経済に直面して、主要先進6カ国は75年11月15日に、第1回目のサミット(首脳会議)をフランスのランブイエ城で開催し、その打開策を協議した。しかし、その4年後の79年12月には再び原油価格が引上げられて、第二次石油危機が発生した。そして、90年8月2日にはイラクがクウェートへ侵攻して、湾岸戦争が勃発した。第三次石油危機かと、世界経済は脅えた。

こうした危機的な世界経済を救ったのは、世界が変動相場制度下にあったからだ、と主張する論

者がいれば、変動相場制度がそうした危機的状況を生み出したのだ、と主張する論者もいた。われわれはこの辺で変動相場制度の移行時の論点に立ち戻って、この制度の良し悪しを検証してみる必要があるだろう。

そんな問題意識から、以下では変動相場制度へ移行する前夜の論争を整理してみることにした。

### 2 変動相場制度論争の系譜

外国為替相場制度の歴史はイギリスに端を発する国際金本位制度に始まった。その国際金本位制度は第一次世界大戦前にはほぼ完成したが、第一次世界大戦とともに主要各国は金兌換停止、金輸出禁止の措置をとるに至った。

第二次世界大戦後、為替相場が激しく変動したことから、再び主要各国は金本位制度に復帰したものの、アメリカ・ウォール街に始まった世界大恐慌の到来とともに、国際金本位制度は崩壊した。

国際金本位制度の崩壊から第二次世界大戦の始まるまでの1930年代は、自由変動相場制度が支配的であった。これに呼応するかのように、変動相場制度論争は30年代末にその萌芽をみることができる。

それはC.P.Kindleberger(以下参考文献の番号(1)やL.B.Yeager(2)によってであった。特に、20年代から30年代の経験に基づいて書かれたR.Nurkse(3)の均衡破壊的投機論は、その後の変動相場制度論争の中心とも言える、変動相場と為替投機という重要な課題を提起することとなった。

30年代の自由変動相場制度の下での苦い経験から生まれたのが、第二次世界大戦後の固定相場を信奉するIMF制度の哲学であった。この哲学に強く立脚してきた40年代には、前記のR.Nurkse(3)やF.D.Graham(4)の他に注目すべき変動相場制度論争は見当たらない。これは30年

代の経験から、為替相場は固定されているのがよいという考えが一般的になったことを示唆していた。

ところが、50年代に入ると、いわゆる新古典派的経済分析の発展、金利政策の復活など価格メカニズムへの再認識が高まり、変動相場制度論争がにわかに活発となった。その中でも、特に53年のM.Friedman(5)は多くの課題をわれわれに提供した。

これを契機にして、変動相場制度の是非論が繰り広げられた。W.M.Scammell(6) (7)、F.A.Lut(8)、G.Haberler(9)、J.E.Meade(10)などはつぎつぎと変動相場制度に対する支持論を唱えた。また、D.MacDougal(11) (12)は反対の立場で論争することになった。

さらに、R.Nurkse以来の変動相場と為替投機との関係についても、実証分析を含む是非論争が数多くなされた。たとえば、R.A.Radford(13)とH.C.Eastman(14)は50年代のカナダでの経験による実証分析から、S.C.Tsiang(15) (16)は50年～54年のペルーの経験から、T.S.Tsiang(17)は第一次世界大戦後の西欧諸国の経験から、それぞれ変動相場の均衡的投機論を唱えた。反対に、W.J.Baumol(18)は均衡破壊的投機論を唱えた。

しかし、これらの賛否両論では決定的なものを見出すことができないまま、60年代へと引き継がれていったのである。

60年代に入ってからは論争がますます激しくなり、それは細分化・高度化するとともに精緻化もされた。また同時に、60年11月16日のアメリカのドル防衛政策の発表に始まり、65年2月4日のド・ゴール・フランス大統領の国際通貨制度改革声明を境にして、国際通貨制度改革の一環として現実への適用を十分考慮に入れた変動相場制度論がいくつか提案された。

国際通貨制度改革の一環としての変動相場制度論としては、W.M.Scammell(19)、J.E.Meade(20)、G.N.Halm(21)、S.N.Marris(22)、H.C.Wallich(23)などのワイダー・バンド制度の支持論と批判論、J.E.Meade(24) (25)のスライディング・パリティ制度論、J.H.Williamson(26)、J.C.Murphy(27)、R.Harrod(28)のクロールリング・ペッグ制度論、さ

らにはG.Haberler(29)、W.Fellner(30)などのクロールリング・バンド制度論などがあつた。

これらのうちで、のちにある程度実現したのはワイダー・バンド制度であつた。71年12月17日と18日に10カ国蔵相会議で通貨の多角的調整がなされ、為替相場の変動幅は上下限各1%から2.25%へ拡大された。これがスミソニアン合意である。

しかし、変動相場制度論争はなおも白黒をつけることが困難であつた。いっそう多くの経済学者や実務家たちが理論的に、あるいは実証的に、さらには分析手段を変えて変動相場制度の一般論を追求し続けていった。

たとえば、R.A.Mundell(31) (32) (33)とJ.M.Fleming(34)は純粋理論的に変動相場と金融財政政策効果について論じ、A.O.Krueger(35)とH.G.Johnson(36)は資本の移動性と景気安定政策について分析し、F.Machlup(37)は価格メカニズムを外国為替市場に応用して資源配分機能を評価し、A.O.Krueger(38)とJ.C.Hause(39)は変動相場との関係で経済的厚生上の損失回避論を唱えた。

こうしたなかで、やはり変動相場制度論争の最大の関心事は、投機が果して為替相場の安定に貢献するのか否かであつた。30年代後半から取り上げられてきたこの問題は、60年代においてもかなり取り上げられてきた。とりわけ、今まで冷淡であつた通貨当局が変動相場に注目し始めたのも60年代であつた。たとえば、65年のオッソラ報告やOECD報告を挙げることができる。

70年代に入ってからはいろいろな国際金融・通貨問題が起こつた。たとえば、68年3月16日に金プール制度が廃止されて、金の二重価格制度が発足したのもつかの間で、73年11月13日にはこの制度も廃止された。

なかでも、71年5月9日の西ドイツとオランダによる変動相場制度の採用、つづいて同年8月23日にはフランスが二重為替相場制度を、イギリスが上限だけの変動相場制度を、そして同年8月28日には日本が変動相場制度を採用した。

こうした一連の事態はアメリカ・スミソニアンでの多角的な通貨調整によって一応の解決をみたものの、73年2月13日にはドルが10%切下げら

れたのを契機にして、世界の主要国は変動相場制度に移行するに至ったのである。この間に、変動相場制度をどう評価するかについての論争が続いたのは言うまでもない。そこで、つぎにその論争点を整理しておこう。

その前に、変動相場制度論争は大別して、2つの立場に立った賛否論であったということについて、言及しておこう。

すなわち、価格メカニズムの熱心な信奉者ないし理論経済学者たちが変動相場制度を主張した。彼らの主張は1950年代から60年代を通して経済学者全般に波及し、60年代末には経済学者の多くがこの制度採用の賛成論の立場に立った。

これに対して、金融界や産業界の人々と各国政府や国際機関などの実務家や政策担当者のほとんど、あるいは経済学者のなかでも実務経験者ないし実務家との繋がり深い人々や実務を尊重する人々は、変動相場制度採用の反対論の立場に立っていた。これは興味深い事実である。

### 3 IMF 固定相場制度の欠陥

変動相場制度論争は通常、固定相場制度と言われたIMF制度との対比で展開された。そこで、IMF制度の性格と問題点を明らかにしておこう。

第二次世界大戦後の国際通貨制度であるIMF制度は、次の3つを柱としている。

その1つ目は金為替本位制度の一形態である米ドルを中心として運営されてきた基軸通貨制度であったこと。2つ目は為替平価の変更を認める、いわゆる調整可能な釘付け相場制度<sup>1)</sup>と呼ばれる固定為替相場制度<sup>2)</sup>であったこと。そして、3つ目は各国の一時的な国際収支の不均衡に対処するための国際的資金プール制度であったこと。これらのうちでIMF固定相場制度の欠陥として特に指摘されたのは前2者であった。その欠陥を要約すると次のようになる。

1つ目の基軸通貨制度であることの欠陥は、国際準備資産の量と質の間に基本的なジレンマが起ころうという点だった。これがR.Triffin(40)のいう「国際流動性ジレンマ論」であった。すなわち、基軸通貨国アメリカはドル債務を増加することに

よって国際流動性を供給したが、そのことはアメリカの国際収支の悪化と金の流出を招き、ついには米ドルの信託を失墜させることになるというのであった。この論争はやがてR.Triffin(40)自身の「最適国際流動性供給論」へと発展した。

また、基軸通貨国の平価変更は国家威信の失墜を意味するから実施し難く、基軸通貨の平価変更は世界経済に及ぼす影響が大きい。このことから、その負担は国際準備保有国に一方的に負わされるという欠陥が指摘された。これが「平価変更の一方的負担論」であった。

2つ目の、為替平価の調整可能な釘付け相場制度であることの欠陥は「平価変更遅延論」であった。すなわち、国際収支の基礎的不均衡についての明確な定義がなされていなかったために、各国の政策当局者は経済政策の失敗とみなされる平価変更の時期を誤り、国際収支の不均衡が著しく拡大するまで平価の変更が延期されがちである、という主張であった。

このことから「投機の一時的発生論」や「外貨準備の一方的増減論」が展開されてきた。すなわち、国際収支の黒字ないし赤字が定着すると、平価変更に伴う投機が一方的に発生するとともに、公的市場介入を通して当該国の外貨準備は一方的に増加ないし減少する。その結果として、国際的な政治駆け引きを含めて調整はさらに困難とならざるをえない、という主張であった。

これらの主張に付随して、各国は平価変更を回避するために、貿易制限や為替管理や資本移動の規制などを導入・強化して、世界経済の効率性を阻害する要因を生み出す、という「国際取引障害発生論」も展開された。

そして、3つ目の国際資金プール制であったことの欠陥は、その資金量や実質的な運用通貨及び貸出し条件の点に問題があることが指摘されてきた。

こうした欠陥が指摘されてきた、固定相場を基調とするIMF制度に対して、変動相場制度を唱える論者たちは、この制度のいかなる点をよしとして主張したのか。逆に、固定相場制度を擁護する論者たちは、変動相場制度のいかなる点に反対したのか。変動相場制度に移行する前夜において

論争された多数の争点を、ここで改めて振り返っておくことは、今後の為替相場制度のあるべき姿を構築する上で意義のあることであろう

【注】

- 1) 調整可能なケースは為替平価の一律変更 (IMF 協定第 4 条第 7 項)、あるいは基礎的不均衡を是正しようとする場合の為替平価の変更 (IMF 協定第 4 条第 5 項) であった。
- 2) 固定為替相場制度と言われたのは米ドルが 1934 年 1 月 31 日以来、金 1 オンス=35 ドルに固定されていたこと (但し、1971 年 12 月 18 日に金 1 オンス=38 ドルに変更)、加盟国は為替平価を基礎とする金の売買を定めていたこと (IMF 協定第 4 条第 2 項)、加盟国の為替平価は固定されていたこと (IMF 協定第 4 条第 1 項)、為替相場の変動幅は上下限各 1% に固定されていたこと (IMF 協定第 4 条第 3 項) によっていた。

#### 4 変動相場制度の採用論

変動相場制度への移行を主張した人々の論点は、(1)内外均衡同時達成論、(2)国際取引障害除去論、(3)インフレ相殺論、(4)外貨準備節約論、(5)適正資源配分機能論、(6)恣意的裁量排除論、(7)短期資本移動抑制論の 7 項目に整理できる。これらはいくぶん重複している点もあるが、以下では論点別に順次要約しながら検討してみることにする。

##### (1) 内外均衡同時達成論

固定相場制度 (以下、前述の IMF 固定相場制度をさす) の下では、為替相場の維持のために国内均衡 (完全雇用と物価安定と経済成長) が犠牲にされやすい。それに対して、変動相場制度は外国為替市場の需給によって決まる為替相場の変動を通じて国際収支均衡が維持されるから、国内均衡を犠牲にして国際均衡を図る必要はなくなる<sup>1)</sup>。すなわち、国内均衡が金融財政政策を通じて達成される過程で、国際収支は為替相場の変動を通じて均衡化されるから、国内均衡と国際均衡が同時に達成され、しかも各国は国際収支上の制約から解放されて金融財政政策を実施することができる。

こうした変動相場制度の下での内外均衡同時達成の理論的論証は R.A.Mundell に代表された。それは金融政策を対外均衡対策に、そして財政政策を国内均衡に割当てるポリシー・ミックスで

あった。

まず財政政策の効果について要約すると、たとえば、財政支出の増加は一般に固定相場制度の下でも国民所得を乗数倍だけ拡大させるが、変動相場制度の下ではそれ以上の効果をもたらす。すなわち、財政支出の増加は産出量を一定とすると、財・サービスに対する超過需要を生み出し、それから生じるインフレ圧力を相殺するためには産出量をふやす必要がある。その産出量の増加は為替相場を一定とすると、国際収支は赤字となるが、為替相場を自由に変動させると、為替相場 (邦貨建て) はしだいに下落する。為替相場の下落は輸出を増加させ、それが一般的な乗数効果以上に国民所得を拡大する。したがって、財政政策は固定相場制度よりも変動相場制度の下でのほうが効果的であるということになる<sup>2)</sup>。

つぎに、金融政策の効果について要約すると、金融政策は実際には多くの効果があるが、ここでは利子率の引下げの形をとると、その効果は国内投資の増加と資本流入の減少となる。変動相場制度の下での利子率の引下げは財政支出の増加と同様に、国内投資の増加による乗数効果と為替相場の下落による所得の増加をもたらす。これらの効果に加えて、外国からの資本流入が減少するか、あるいは資本流出が増加することで国際収支は赤字となり、為替相場はさらに下落して、所得はさらに拡大する。このように、金融政策は変動相場制度の下では財政政策より有効であるということになる<sup>3)</sup>。

いずれにしても、変動相場制度の下では国際収支の制約を受けることなく、金融財政政策を遂行しうることを示していた。この変動相場制度論は採用論のうちで最も強力な理論的根拠として支持された。

【注】

- 1) M.Friedman(5), F.Machlup(37), J.E.Meade(20), W. Fellner(30)
- 2) R.A.Mundell(32)
- 3) R.A.Mundell(32/33)

##### (2) 国際取引障害除去論

各国の政策当局者は固定相場制度の下では、平

価の変更が政策の失敗とみなされることを嫌って、平価変更を回避するために貿易制限、為替管理、資本移動の規制などを導入・強化する。そのために、国際経済取引の効率性は著しく阻害される。その点、変動相場制度の下では為替相場の変動を通じて自動的に国際収支が調整されるから、国際収支上の理由で貿易制限、為替管理、資本移動の規制などの手段をとる口実がなくなり、国際経済取引の発展に貢献するということになる。

### (3) インフレ相殺論

たとえば、インフレが進行しているA国と、そうでないB国とを想定した場合、固定相場制度の下ではB国はA国への輸出の増加と輸入の減少によって外貨準備が増加し、その結果、国内の貨幣供給量の増加という経路を通してインフレの輸入が生じる。しかし、変動相場制度の下ではB国通貨の対外価値の上昇（為替相場の変動）によって、A国のインフレがB国に輸入される経路はすべて軽減ないし相殺される。

このもっともらしい採用論に対する反論としては、いわゆる「インフレ助長論」ないし「金融節度喪失論」があった。これについては後述することとして、熱心な変動相場制度の採用論者たちによっても、国内に急速なインフレが進行している場合には、変動相場制度は円滑に機能し得ないことが論証されていた<sup>4)</sup>。その反面、極端なインフレ下にあった一部の南米諸国（ブラジル、アルゼンチン、チリ、ウルグワイ等）のような場合には、変動相場制度が為替相場制度として優れていることを論証していた<sup>5)</sup>。

#### 【注】

4) J.E.Meade<sup>10)</sup>

5) F.H.Schott, The Evolution of Latin American Exchange Policies since World War II, Essays in International Finance, No. 32, Princeton Univ. 1959.

### (4) 外貨準備節約論

固定相場制度の下では為替相場の変動幅を守るために外貨準備を多く必要とする。これに対して、公的市場介入が全く行われない変動相場制度の下では外貨準備を全く必要としない。また、ある程

度の公的市場介入が行われる場合でも、短期的な国際収支不均衡は均衡回復的な投機作用によってかなり吸収されるので、外貨準備は相対的に少なくすむというのであった<sup>6)</sup>。

この採用論に対する反論は、投機が果たして均衡回復的に作用するか否かに関連していた。すなわち、公的市場介入を全く伴わない変動相場制度はともかくとして、多少とも公的市場介入を伴った変動相場制度の場合には、固定相場制度よりも多くの外貨準備を必要とすると反論した。なぜならば、為替相場が変動しているとき、さらに変動し続けるか否かの予想は半々であるので、リーズ・アンド・ラッグス等の短期資本の調整的な働きが生ずる可能性は小さいからである。

その点、固定相場制度の下では為替平価が下限に近づいたとしても、平価切下げの可能性のない場合には為替相場は下限以下には下がらず、やがて反転する可能性が大きくなるから外貨購入は得になる。そこでリーズ・アンド・ラッグス等の均衡回復的な短期資本の流入が生ずる。したがって、変動相場制度の下での為替相場の変動幅は固定相場制度の場合より大きくなり、その分だけ余計に外貨準備が必要になると反論したのである<sup>7)</sup>。

この反論は固定相場制度に対する「為替平価変更遅延論」や「一方的投機発生論」あるいは「一方的外貨準備増減論」として再反論されることになった。しかし、明らかに言えることは、為替相場の変動幅が大きければ大きいほど、外貨準備は不要ないし節約できることである。その点では、変動相場制度は外貨準備の所要量を減少させるために、国際流動性問題の解決に貢献したとも言えよう<sup>8)</sup>。

#### 【注】

6) M.Friedman<sup>5)</sup>, G.N.Halm<sup>21)</sup>, J.E.Mead<sup>25)</sup>, J.H. Williamson<sup>26)</sup>, G.Haberler, Inflation: Its Causes and Cure. 1966 (加藤寛孝・小山高雅訳『インフレーション』東洋経済新報社、1969年)。

7) R.Nurkse<sup>3)</sup>

8) W.Fellner<sup>30)</sup>

### (5) 適正資源配分機能論

この主張はプライス・メカニズムによる資源配分という基本原理に立脚していた。原理に基づけ

ば、財・サービスの価格は需要と供給を無視して人為的に決定すると、超過需要ないし超過供給が発生し、その処理は困難となるばかりでなく、プライス・メカニズムを通じる資源の最適配分を阻害することになる。したがって、為替市場がその本来のメカニズムを発揮するならば、その時々々の為替相場は正しく反映する価格として機能するということになる。このことは外国貿易が行われる開放経済において、資源の最適配分が実現されるための必要条件である。

その点で、固定相場制度は資源の最適配分を実現する上での正しい値からの乖離が生じるために、経済的厚生上の損失が生じる<sup>9)</sup>。その上、固定相場制度の下で国際収支を改善するために、貿易制限や為替管理などの諸手段がとられるならば、経済的厚生上の損失はさらに大きくなる<sup>10)</sup>。

また、為替相場の不均衡が長期にわたって放置されるときには、為替平価変更の期待と生産コストの過大評価ないし過小評価という2つの要因によって、通貨が過小評価されている国への資本流入及び過大評価されている国からの資本流出を促進し、世界全体としての投資配分の歪みが生じる<sup>11)</sup>。

これらの変動相場制度の採用論に対して、つぎのような反論が提示された。まず国際収支の調整手段として為替相場が変動すれば、国内市場向け生産と輸出向け生産との間で絶えず労働その他の諸資源が頻繁に移動させられることになり、かえって資源の浪費を招くことになる<sup>12)</sup>。

また、短期資本が変動相場制度の下で気まぐれな動きを示したとき、あるいは他国における政治的不安などによって資本逃避の資金が大量に流入したとき、為替相場が大幅に変動し、それが經常収支に著しく攪乱的な影響を与えるであろう<sup>13)</sup>。

こうした賛否両論の相違点はプライス・メカニズムによる結果に重点を置くか、それともその過程の副次的問題を重視するかにあった。すなわち、前者は為替相場の変動による結果としての最適資源配分を重視し、後者は最適資源配分が達成されるまでの資源浪費を批判点としていた。

## 【注】

9) J.C.Hause<sup>39)</sup>10) A.O.Krueger<sup>38)</sup>

11) H.Giersh, Entrepreneurial Risk under Flexible Exchange Rates, in G.N.Halm (ed), Approaches to Greater Flexibility of Exchange Rates: The Burgenstock Papers, Princeton Univ. 1970.

12) R.Nurkse<sup>3)</sup>, C.P.Kindleberger, Flexible Exchange Rates, Europe and Dollar, The M.I.T.Press, 1963.

13) R.V.Roosa (and M.Friedman), The Balance of Payments: Free versus Fixed Exchange Rates, Washington, 1967.

M.W.Holtrop, The Adjustment Process: Its Asymmetry and Possible Consequences, The Burgenstock Papers, Princeton Univ. 1970.

## (6) 恣意的裁量排除論

この主張はIMF制度を構成している3つの柱のうち、いわゆる調整可能な釘付け相場制度に向けられたものであった。すなわち、調整可能な釘付け相場制度の下での為替平価の変更には、常に政治的な威信の問題が絡み合い、しばしば冷静かつ合理的な判断を困難にする。このような為替平価の調整に伴う無意味な政治的駆け引きという要素は、変動相場制度の下では排除される<sup>14)</sup>。

したがって、変動相場制度は調整可能な釘付け相場制度の下で不可欠であった政策当局の恣意的な裁量を必要とせず、加えてそのような裁量に伴う混乱、ことに為替平価の変更をめぐる投機やリーズ・アンド・ラッグスなどはすべて解消する。しかも、たとえ政策当局の政策上の誤った判断がなされたとしても、それは市場の力によってその誤りに対応する損失をこうむることになる。こうして、変動相場制度は調整可能な釘付け相場制度の運営上のいくつかの顕著な欠陥をほとんど回避することができるというのであった<sup>15)</sup>。

これについての反論は特に見当たらなかった。むしろ、IMFの調整可能な釘付け相場制度はこれを最大の欠陥と認めていた。

## 【注】

14) H.G.Johnson, The Case for Flexible Exchange Rates, in G.N.Halm (ed), Approaches to Greater Flexibility of Exchange Rates: The Burgenstock Papers, Princeton Univ. 1970.

M.W.Holtrop, The Adjustment Process: Its Asymmetry and Possible Consequences, The Burgenstock Papers, Princeton Univ. 1970.

15) S.N.Marris<sup>22)</sup>

## (7) 短期資本移動抑制論

短期資本は金利差益を求めて移動する金利裁定資金と、為替相場の変動によって移動する投機資金とがある。前者の資金移動が生じる条件としては為替相場が安定していることである。その点で、変動相場制度の下では為替リスクに常にさらされるために、金利裁定取引においても先物為替によるヘッジが必要となる。したがって、たとえ金利差が生じて先物マージンによって相殺されるから、収益的な短期資本移動は抑制される。

他方、後者の投機資本移動は将来、為替相場が変動するだろうという予想によって起こる。そこで、変動相場制度のように為替相場の変動に上下限のない場合、したがって投機家にとっての目安が全くない場合には、為替相場の変動についての予想はまちまちで、上昇か反落かが市場で支配的とならない限り、為替相場の動向は混迷を続ける。このように、変動相場制度の下では投機もまた為替相場の落ち着く水準について予想が立てにくいので抑制される。

この論争は変動相場制度に対する批判論のうちの「均衡破壊的為替投機論」と部分的に重複するので、詳しくは後述することにして。

以上を総じて言えば、変動相場制度の採用を主張する論者たちは、自由変動相場制度を想定して論じているのに対して、その批判論者たちはIMF制度というより金本位制度ないし金為替本位制度を前提にして反論していたように思われる。

そこでつぎに、変動相場制度に対する批判論を要約・検討してみることにする。

## 5 変動相場制度の批判論

変動相場制度に対する批判論は(1)均衡破壊的為替投機論、(2)国際経済取引阻害論(国際経済取引不確実性論)、(3)インフレ助長論(金融節度喪失論)、(4)価格弾力性悲観論の4項目に大別することができる。

## (1) 均衡破壊的為替投機論

変動相場制度の下で為替投機が均衡化的に作用

するか否かは、変動相場制度論争の中で最大の争点であった。

この論争は変動相場制度の採用に対する有力な反対論として常に提示されてきた。すなわち、変動相場制度の下では、直物為替相場がごく狭い範囲でしか変動を許されない固定相場制度の場合と異なり、為替相場の変動に関する主観的な予想のいかんによって、投機活動は均衡化的効果または逆に均衡破壊的效果をもつことになる。このように、変動相場制度は為替市場が常に高度に安定化していない以上、為替リスクの増大から貿易・投資活動が著しく減退する危険性がある。この危険性は先物為替相場が存在するところでは、いわゆる「繋ぎ」操作によってカバーできるかもしれないが、たとえこのような保障が得られたとしても、それは代価を支払ってえられるものであって、一般にはそれだけ取引費用を増加させることになる。

こうした事実は、1920年代の世界経済の激動期に変動相場制度を試みた諸国が均衡破壊的な資本移動によって失敗の憂き目にあった。そして、30年代には、各国が金本位制度を離脱したのちも、度重なる投機の均衡破壊的な作用の下でついに変動相場の原理を放棄し、為替相場の安定維持の方向へ向うことになった<sup>1)</sup>。

この主張に対して、変動相場制度の支持者たちからは、ほぼ同じ主旨の2つの反論が繰り返されてきた。それは理論的(先験的)反論と実証的(経験的)反論であった。前者の理論的(先験的)反論は主として投機の均衡化機能と投機利潤との問題であった。すなわち、投機家が正の利潤を得るためには為替相場が低いときに需要者として購入し、為替相場が高いときに供給者として売却しなければならない。このような投機家の行動は為替相場の変動を緩和する方向に作用する。したがって、正の投機利潤の実現と均衡化的投機行動は同等であって、均衡破壊的な投機を行う投機家はやがて淘汰されるはずである(「淘汰理論」)<sup>2)</sup>。

この主張はきわめて納得のゆくものであり、かつ投機問題に対して強力なものとみなされていただけに、多くの議論を提供することとなった。

つぎに後者の実証的(経験的)反論について述べておこう。まず1920年代の事例ははっきりし

た結論を正当化するものでないこと、及び 30 年代のいわゆるホット・マネーの動きを余りにも単純に解釈していることをもって反論した。たとえば、20 年代の変動相場制度の下での投機は均衡破壊的であったとする事例は、フランス・フランの下落しか検討しておらず、明らかに恣意的に選ばれたものであって、一見反対の事例を示すような事例はいくつか除かれていると非難した<sup>3)</sup>。

また、30 年代の投機取引はどんなものでも安全を害するものとみられ、ホット・マネーの動きが均衡化的でなかったとも考えられていた。しかし、当時は投機活動とは無関係に欧州の大部分の通貨を米ドルに対して減価させる他の経済的諸条件が基底にあったのである、と反論した<sup>4)</sup>。

こうした果てしない論争の中で、投機が一般的傾向として均衡的であるための成立条件を追及する努力が行われてきた。その結果として、為替相場の安定はその基底にある経済的諸条件が安定的であることが重要であって、経済的基盤が安定していれば変動相場制度がとられていても、為替相場の安定を維持することができる。そのためには、適切な金融財政政策がとられることを前提条件とする、という結論を導き出した。かかる前提条件は固定相場制度の下でも不可欠であろう。

#### 【注】

- 1) R.Nurkse(3)
- 2) M.Friedman(5)
- 3) R.Nurkse(3), R.Z.Alber, Speculation in the Foreign Exchanges: The European Experience, 1919-26, Yale Economic Essays, 1962.
- 4) M.Friedman(5), R.V.Roosa and M.Friedman, The Balance of Payments: Free versus Fixed Exchange Rates, Washington, 1967.

## (2) 国際経済取引阻害論

この主張は変動相場制度に対する最も基本的な批判論であった。そして、この批判論は貿易と資本移動の阻害と、国際貿易の縮小及び経済活動の内向き傾向という 2 つの問題を提起していた。

まず前者の問題であるが、固定相場制度の下で維持される為替相場の安定は、貿易・資本取引の採算の基礎を明確にし、安定した国際経済取引を可能にした。ところが、変動相場制度の下では、貿易業者及び投機業者にとって外国為替の受支払

額が確定しないために、貿易・資本取引を阻害するリスク要素が著しく大きくなることになる<sup>5)</sup>。

この批判に対して、変動相場制度の支持者はつぎのように反論した。

その第 1 に、固定相場は名目的に安定していても実質的には経済的諸条件の不安定性を隠していたり、その不安定性を持続させて大きくさせる恐れもある。したがって、固定相場が変動相場よりも安定しているということにはならない<sup>6)</sup>。

第 2 に、もし変動相場制度の下で先物為替市場が十分発達すれば、その役割によって不確実性のもたらす望ましくない影響はかなりの程度回避することができる。すなわち、先物為替相場は直物為替相場にリスク・プレミアムを加えた値に等しく、為替リスクを回避するためにこれを利用する貿易業者は、結局のところ銀行または投資家たちにリスク・プレミアムを支払っているという「先物カバーの保険理論」は誤りである。したがって、一般に先物為替が直物為替に比べてコストが高くつくと考えるのは根拠がないということになる。

そして第 3 に、直物為替相場及び先物為替相場について何らの制約もない変動相場制度の下では、資本移動が自由に行われるから、先物為替相場が直物為替相場から大幅に乖離して、輸入業者にとって著しく不利となる現象は起こりえないということになる<sup>7)</sup>。

つぎに、後者の国際貿易の縮小と経済活動の内向き傾向についてであるが、為替相場の変動によって国際間の貿易・投資に不確実性が生じるが、このようなリスクを企業が好まないとすれば、企業活動はそのようなリスクのない国内向け産業に偏重し、国際貿易・投資の規模が縮小する。このことは国際分業による世界全体としての資源の最適配分を阻害し、強いては 1930 年代の経験が教えるように、経済ブロック化及び平価切下げ競争を招くことになる<sup>8)</sup>。

この主張に対して、変動相場制度の支持者たちは、固定相場制度の下でも別の形での不確実性とリスクが生じると反論した。すなわち、国際収支赤字を克服するために金融引締めや貿易制限の諸措置、為替管理、投資規制などが行われることは、貿易や国際投資を行なう企業にとって為替相場の



変動以上の不確実性とリスクを意味しているというわけであった<sup>9)</sup>。

【注】

- 5) C.P.Kindleberger(1)
- 6) M.Friedman(5)
- 7) H.G.Johnson, The Case for Flexible Exchange Rates, in G.N.Halm (ed) ,Approaches to Greater Flexibility of Exchange Rates: The Burgenstock Papers, Princeton Univ.1970.  
F.Machlup, The Forward - Exchange Market: Misunderstanding between Practitionaers and Economisits, in G.N.Halm (ed) ,Approaches to Greater Flexibility of Exchange Rates: The Burgenstock Papers,Princeton Univ.1970.
- 8) R.Nurkse(3)
- 9) M.Friedman(5)

(3) インフレ助長論 (金融節度喪失論)

固定相場制度の下では、国際収支の累積的な赤字を回避するために、放漫なインフレ政策はとりにくい。もしこの制度の下でインフレが進行している場合には国際収支の赤字と外貨準備の減少を生み出し、このことは政策当局に対して物価安定の政策をとるべきことを意味していた。すなわち、固定相場制度には外貨準備の天井があったので、これがインフレの歯止めとなった(「歯止め効果論」)。

ところが、変動相場制度の下では、国内物価が上昇しても為替相場の下落によって自動的に処理されるから、外貨準備の減少に基づく国際収支に対する緊急対策を必要とせず、したがって、物価上昇を抑制しようとする金融政策の節度は失われて、インフレはいっそう助長されることになる<sup>10)</sup>。さらに変動相場制度の下では、一度為替相場が下落すると輸入価格にはね返り、それが「賃金と物価の悪循環」を生じて、国内物価水準のいっそうの引上げを招くことになるというのである<sup>11)</sup>。

この主張に対して、変動相場制度を支持する論者たちからはつぎのような反論があった。

変動相場制度に対するこの批判は為替相場の上昇の場合には当てはまらず、ある特殊な為替相場の下落の場合のみに妥当する。その特殊な為替相場の下落の場合とは、当初の国際収支の赤字がそ

れ以前の国内インフレ状態を直接統制によって抑えてきたために起こったとき、あるいは実質的な交易条件の変化によって為替相場の下落が起こったときである。それ以外のもので為替相場の下落、たとえば国際収支赤字が他国のデフレ傾向によって生じた為替相場の下落、及び国際収支赤字が他国の実質所得の低下によって生じた為替相場の下落の場合には妥当しない。しかも、この特殊な場合でさえも「賃金と物価の悪循環」が現実にかかるか否かは、通貨当局がより高い物価水準を維持するために安易に通貨の追加的創造をするか否かに依存している。したがって、この「賃金と物価の悪循環」論は一般的な変動相場制度に対する批判には当たらないと反論した<sup>12)</sup>。

ところで、固定相場制度の下で、国内に一時的なインフレ圧力が生じたときには輸入超過が物価上昇を緩和する役割を果たすが、変動相場制度の下では為替相場の下落を通じて輸入を抑制するから、物価上昇を緩和するようなバッファー(緩衝)は存在しない。したがって、もし物価や賃金が下方硬直的であるとすれば、変動相場制度の下では一種の非可逆的な歯止め効果が生じることになって、インフレが助長されることになる<sup>13)</sup>。

この主張に対して、インフレ助長論が適応するのは変動相場制度よりも、むしろ調整可能な釘付け相場制度の下であると反論した<sup>14)</sup>。なぜならば、調整可能な釘付け相場制度の下では為替平価の切上げには消極的であり、変動幅も切下げの場合には大幅、切上げの場合には小幅の変動幅が選ばれるという一般的な傾向が認められるので、為替相場がその時々需給状況に応じて上下に自由に変動する可能性を常にもっている変動相場制度よりも、調整可能な釘付け相場制度のほうがいっそうインフレを助長するからであるというのであった。

【注】

- 10) J.E.Meade(20)
- 11) J. E. Meade(20), D. MacDougal, TheWorld Dollar Problem, Macmillan, 1957.
- 12) M.Friedman(5)
- 13) R.Triffin(40)
- 14) H. G. Johnson, The Case for Flexible Exchange Rates, in G. N. Halm (ed), Approaches to Greater

Flexibility of Exchange Rates: The Burgenstock Papers, Princeton Univ.1970.

19) H. G. Johnson, International Trade and Economic Growth, Harvard Univ. 1958.

#### (4) 価格弾力性悲観論

為替相場の変動による国際収支の調整効果は、需要の価格弾力性に依存している。すなわち、価格効果によって貿易収支が改善されるためには、自国及び外国の輸入需要の価格弾力性の和が1より大であることが必要条件である。したがって、国際貿易における需要の価格弾力性の値が小さいときには、外国為替市場の安定条件が満たされないことになる。もしこの弾力性の値が辛うじて外国為替市場の安定条件を満たす程度の大きさに過ぎないものであれば、変動相場制度の下では需給条件の変化に伴って為替相場が大幅に変動することになる<sup>15)</sup>。この主張はいわゆる価格弾力性についての悲観論に基づいて、外国為替市場の不安定性を論証したものであった。

このような価格弾力性アプローチによる議論を過去のものであると考える論者もいた<sup>16)</sup>。その理由として、第1に、理論的認識とエコノメトリックスによる計測の改善によって解明されたこと<sup>17)</sup>、第2に、世界的な不況の中で各国が関税や輸入割当制などの障壁をめぐらし、世界経済が分解しつつあった1930年代と、各国が国際協調という名の下に、自由かつ多角的な国際貿易・金融体制をめざし、世界貿易が急速に拡大した1950年代以降では、一般的な環境の差異がきわめて著しいことを挙げた。

こうした問題認識から、アブソープション接近法<sup>18)</sup>と貨幣的接近法<sup>19)</sup>による弾力性の楽観論が生まれた。この両者の接近法によれば、為替平価の変更は国内で適切な支出調整政策がこれを補うかぎり、所期の国際収支効果を発揮することができるかと主張された。

#### 【注】

15) F. Machlup, Elasticity Pessimism in International Trade, *Economica Internazionale* 3, Fed. 1950.

16) H. G. Johnson, International Trade and Economic Growth, Harvard Univ. 1958 (小島清監修『国際貿易と経済成長』弘文堂、昭和45年)

17) J.H. Williamson(26)

18) S. S. Alexander, Effects of a Devaluation on a Trade Balance, IMF Staff Papers, Apr.1952.

#### 6 結びに代えて

変動相場制度に関する論争は新しいようであり、実に古い歴史をもっていた。その論争の根底に流れていた理念は、単なる変動為替相場の是非論ではなくて、いかなる為替相場制度を採用するのが国際経済の発展にとって最善の途であるかを追求する努力であった。ここで本稿を閉じるにあたって、若干の私見を述べておきたい。

第1に、1930年代の変動相場制度と1950年代のカナダの変動相場制度、そして1970年代以降の現行の変動相場制度はそれぞれ異なった国際経済状況の下で行われてきた。すなわち、30年代の国際経済は経済ブロック化、平価切下げ競争、為替管理及び貿易制限の強化などといった、いわゆる国際秩序を乱す方向に進んでいた。そして50年代のカナダの経験は、カナダ自身がアメリカ経済と切っても切れない地理的・経済的な特殊事情の下で行われた。その点では、70年代以降にわれわれが経験している変動相場制度は世界的な規模で行われ、しかも一応国際協調という名の下で経済秩序が維持されている状況下で進行してきた。もし現行の変動相場制度が有効に機能しているとするならば、それは変動相場制度の国際的行動ルールが守られているからであろう。なぜならば、国際金本位制度が長期にわたって円滑に運営されたのは、そのルールによっていたからである。ルールが破られたとき、国際金本位制度は崩壊した。

第2に、変動相場制度の採用論者と批判論者とは、一見全く対立関係にあったかのように見える。しかし、両者の論争には一つの共通点を見出すことができる。そのキーワードは世界経済が安定しているか否かであった。すなわち、各国の政策当局者が秩序ある適切な内外経済政策をとり、安定した世界経済を確立していれば、採用論者たちの主張する変動相場制度の長所は十分発揮されるであろう。もし各国が身勝手な行動をとるならば、その歪みはいずれかの国にしわ寄せされて、批判

論者たちの主張する変動相場制度の欠陥が露呈するであろう。したがって、変動相場制度が円滑に運営されるか否かは、各国の政策当局の経済政策姿勢にかかっていると見えよう。

第3に、変動相場制度の採用論者と批判論者との激しい論争には、大きな欠陥がある。それは論争そのものが将来の国際通貨制度の構築に向けた建設的なものというより、むしろいかに相手の主張を論破するかに力点がおかれていたということである。このような形での論争は自己主張の繰返して終始しかねない。いかなる国際通貨制度も長所と短所をもっている以上、両面を認め合いながらよりよい国際通貨制度の構築を追求しないかぎり、論争は単なる口論に終わってしまうであろう。

<参考文献>

- (1) C. P. Kindleberger, "Speculation and Forward Exchange, *Journal of Political Economy*, 47(2), Apr. 1939.
- (2) L. B. Yeager, "Fluctuating Exchange Rates in the Nineteenth Century : The Experiences of Austria and Russia, *Journal of Political Economy*, 47(2), Apr. 1939.
- (3) R. Nurkse, *International Currency Experience - Lessons of the Inter - War Period*, League of Nations, Economic Financial and Transit Department, 1944. (小島清・村野孝訳『国際通貨』東洋経済新報社, 昭和 28 年)
- (4) F. D. Graham, *The cause and cure of Dollar Shortrage*, *Essays in International Finance*, No. 10, Princeton Univ. 1949.
- (5) M. Friedman, *The Case for Flexible Exchange Rates*, *Essays in Positive Economics*, Chicago Univ. 1953 (鈴木浩次編『国際流動性論集』東洋経済新報社、昭和 39 年)
- (6) W. M. Scammell, *What Sort of Exchange Rates?*, *Westminster Bank Review*, May, 1954.
- (7) W. M. Scammell, *International Monetary Policy*, Macmillan, 1957.
- (8) F. A. Lute, *The Case for Flexible Exchange Rates*, *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 31, Dec. 1954.
- (9) G. Haberler, *Currency Convertibility*, *American Enterprise Association*, 1954.
- (10) J. E. Meade, *The Case for Variable Exchange Rates*, *Three Banks Review*, No. 27, Sep. 1955.
- (11) D. MacDougall, *Flexible Exchange Rates*, *Westminster Bank Review*, Aug. 1954.
- (12) D. MacDougall, *The World Dollar Problem*, Macmillan. 1957.
- (13) R. A. Radford, *Canadas Capital Inflow, 1946-53*, *IMF Staff Papers*, 4(2), Fed. 1955.
- (14) H. C. Eastman, *Aspects of Speculation in the Canadian Market for Foreign Exchange*, *Canadian Journal of Economics and Political Sciences*, 24(3), Aug. 1957.
- (15) S. C. Tsiang, *An Experiment with a Flexible Exchange Rate System : The Case of Peru, 1950-54*, *IMF Staff Papers*, 5(3), Feb. 1957.
- (16) S. C. Tsiang, *Fluctuating Exchange Rates in Countries with Relatively Stable Economies : Some European Experiences after World War I*, *IMF Staff Papers*, 7(2), Oct. 1959.
- (17) T. S. Tsiang, *Fluctuating Exchange Rates in Countries with Relatively Stable Economies : Some European Experiences after World War I*, *IMF Staff Papers*, 7(2), Oct. 1957.
- (18) W. J. Baumol, *Speculation, Profitability and Stability*, *Review of Economics and Statistics*, 39(3), Aug. 1957.
- (19) W. M. Scammell, *Flexible Exchange Rates*, *The Guardian*, 7, Jan. 1957.
- (20) J. E. Meade, *The Future of International Payments*, in G. N. Halm (ed), *Approaches to Greater Flexibility of Exchange Rates*, *World Monetary Reform*, Stanford Univ. 1955.
- (21) G. N. Halm, *The Band Proposal : The Limits of Permissible Exchange Rates Variations*, *Special Studies in International Economics*, No. 6, Jun. 1965.
- (22) S. N. Marris, *Decision-Making on Exchange Rates*, in G. N. Halm (ed), *Approaches to Greater Flexibility of Exchange Rates: The Burgenstock Papers*, Princeton Univ. 1969.
- (23) H. C. Wallich, *Round Table on Exchange Rates Policy*, *American Economic Review*, May. 1969 .
- (24) J. E. Meade, *The International Monetary Mechanism*, *Three Banks Review*, Sep. 1964.
- (25) J. E. Meade, *Exchange Rate Flexibility*, *Three Banks Review*, No. 70, June. 1966.
- (26) J. H. Williamson, *The Crawling Peg*, *Essays in International Finance*, No. 50, Princeton Univ. 1965.
- (27) J. C. Murphy, *Moderated , Exchange Rate Variability*, *National Banking Review*, Vol. 3, No. 2, Dec. 1965.
- (28) R. Harrod, *Money*, Macmillan. 1969. (塩野谷九十九訳『貨幣』東洋経済新報社、昭和 49 年)
- (29) G. Haberler, *Inflation: Its Causes and Cure*. 1966. (加藤寛孝・小山高雅訳『インフレーション』東洋経済新報社、1969 年)
- (30) W. Fellner, *On Limited Exchange-Rate Flexibility*. in W. Fellner and Other (ed), *Maintaining and Restoring Balance in International Payments*, Princeton Univ. 1966.

- 31) R. A. Mundell, The Monetary Dynamics of International Adjustment under Fixed and Flexible Exchange Rates, Quarterly Journal of Economics, Vol. L x x iv, 1960. (渡辺太郎・箱木真澄・井川一宏訳『国際経済学』ダイヤモンド社、昭和46年)
- 32) R. A. Mundell, Flexible Exchange Rates and Employment Policy, Canadian Journal of Economics and Political Sciences, Nov. 1961. (渡辺・箱木・井川訳『前掲書』)
- 33) R. A. Mundell, Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates, Canadian Journal of Economics and Political Sciences, Nov. 1963. (渡辺・箱木・井川訳『前掲書』)
- 34) J. M. Fleming, Domestic Financial Policies under Fixed and Floating Exchange Rates, IMF Staff Papers, 9(3), Nov. 1962.
- 35) A. O. Krueger, The Impact of Alternative Government Policies and Varying Exchange Systems, Journal of Political Economy, 9(2), May, 1965.
- 36) H. G. Johnson, Some Aspects of the Theory of Economic Policy in a World Capital Mobility, in Essays in Honor of Marco Fanna, Padovadicedam, 1966.
- 37) F. Machlup, Plans for Reform of the International Monetary System, Special Papers in International Economics, No. 3, Princeton Univ. 1962.
- 38) A. O. Krueger, Some Economic Costs of Exchange Control: The Turkish Case, Journal of Political Economy, 74(5), Oct. 1966.
- 39) J. C. Hause, The Welfare Costs of Disequilibrium Exchange Rates, Journal of Political Economy, 74(4), Aug. 1966.
- 40) R. Triffin, Gold and The Dollar Crisis: The Future of Convertibility, Yale Univ. 1961 (村野孝・小島清監訳『金とドルの危機』勁草書房、1961年)

(2007年8月30日脱稿)