

外国為替：システムの史的変遷と 相場変動の基本メカニズム（下）

—— 貨幣金融経済研究（その4） ——

吉 田 賢 一

Foreign Exchange : Historical Change of the System and
the Basic Mechanism of the Rate Fluctuations (conclusion)
—— An Inquiry into the Monetary and Financial Economies (IV) ——

YOSHIDA Ken'ichi

目 次

はじめに

第1節 外国為替に関する諸学説

- 1 国際収支説
- 2 購買力平価説
- 3 為替心理説

第2節 戦前「国際金本位制」下の為替相場変動

- 1 金平価
- 2 金現送点 以上前号

第3節 戦後「ブレトンウッズ体制」下の為替相場変動 以下本号

- 1 IMF平価
- 2 支持点
- 3 購買力平価の運動

第4節 現代「変動為替相場制」下の為替相場変動

第3節 戦後「ブレトンウッズ体制」下の為替相場変動

1 IMF平価 (IMF parities)

戦前の「国際金本位制」がパックス・ブリタニカ (Pax Britanica) の自然的産物であったとすれば、戦後の「ブレトンウッズ体制」はパックス・アメリカナ (Pax Americana) の人工的産物である。前者が「国際金貨本位制」としての「ポンド体制」であったのに対して、後者は「国際金為替本位制」としての「ドル体制」である。

ドル体制としてのブレトンウッズ体制が「国際金為替本位制」とも別称されるのは、世界各国の通貨のうちでドルだけに金との直接的交換性を保証し、ドルを唯一の「金為替」とするシステム、他の通貨はドルとの間接的関係を経てはじめて金の裏づけをあたえられるといった偏向的なシステムになっていたからである。ドル以外の通貨が金と出会うためには、《金の紙製の複製 (replica)》とされるドルに転換され、一旦ドルという仮の姿に化身することが必要としたのである。以上はIMF体制の質的側面である。では、その量的側面についてはどうか。ドルは制度上、1/35オンス (31.103481グラム) の金と等価 (価値的に等しい) とされ、アメリカは外国の政府や中央銀行などの公的機関に対してのみ金の売却に応じ、その保有しているドル (公的ドル “official dollar”) と金との交換が保証される、とされた。もちろん、民間保有のドル (私的ドル “private dollar”) に対する金売却の義務はない。他の通貨はドルを中心として、いわゆるIMF平価 (IMF parity) でリンクされ、その実質金純分 (代表金量) は金・ドル交換比率、つまりドルの公的な金平価 (gold parity) をもって、単に計算上出現しうるにすぎない。ちなみに『IMF協定』第4条は、「この協定に加盟する国の通貨の平価は、金または1944年7月1日現在の量目および純分の米ドルにより表示する」となっている。かくてIMF体制の支柱は、金1オンス=35ドルというドルの公的金平価としてのIMF金平価と、各国通貨間の各種IMF為替平価 (たとえば1ドル=360円、1ポンド=1,008円など) との2本立てとなる。ちなみにわが国の加盟はIMF発足の7年後、『ポツダム政令廃止法』公布 (1952=昭和27年4月11日、28日施行、同日GHQ廃止) 4ヶ月後の8月13日である。

IMF固定為替相場制の基本理念は、金本位制下の為替制度と一応は同じである。「一応は」というのは、後者に自然的に備わっていたいくつかのメカニズムが前者においては人工的に再設定され、外観だけはさわめて類似している事実を指摘して、のことである。後者の金平価 (gold parity, または鑄造平価 “mint parity”) に当たるのが前者のIMF平価であり、金現送点 (gold points) に相当するのはふたつの「支持点 (support points)」である。支持点はアメリカ以外の各国通貨当局 (中央銀行) が、市場に介入して為替の無制限売買をなすことを義務づけられた一種のターゲット・ポイントであり、IMF平価をはさみ上下に各1%の部分 (したがって、範囲は計2%) をいう。しかし実際に採用されたのは、上下各0.75%、

計1.5%というきわめてせまいものであった。固定為替相場制とは、中心値としてのIMF平価と、介入点としての上下支持点を人工的に設定・維持することによって市場為替相場の変動をその範囲内に封じ込め、政策的強制によってその隔離・安定をはかろうとするシステムである。国民通貨（national or local currency）のひとつにすぎないドルが世界の基軸通貨（key currency）の地位に着座するという魔術、すなわちドル体制の「錬金術（alchemy）」は、世界の公的金準備のほぼ7割保有という圧倒的な経済力からするアメリカの覇権性をまざまざと見せつける事態なのであった。

固定為替相場制の原理そのものは、金本位制下の為替相場変動を下地にして考えればきわめて単純なものである。しかし、IMF平価、たとえば日米間のそれがなぜ1ドル=360円に決定されたのかは今もって謎のままである。それは1949（昭和24）年4月23日の朝、ワシントンからのUP電によって突然伝えられたという。いわゆるドッジ・ライン（Dodge's line）として名高いジョセフ・ドッジ（Joseph M. Dodge, 1890-1964）の勧告によって改編された、日本の昭和24年度国家予算が国会を通過した直後のことであった。日米間に成立していたそれまでの為替相場は、「軍用レート（official rate）」を別とすれば、商品ごとにバラバラの複数レートであり、同一商品でさえ輸出レートと輸入レートが異なる始末であった。単一レートが切望された理由であるが、360円という確定値にいたった経緯はともかくとして、算定の基礎となった方法は特定可能である。それは、第1次大戦勃発前年、まだ金本位制が維持されていた1913（大正2）年の為替相場1ドル=2円（正確には1ドル=2.005円、100円=49.875ドル）を基準とし、その後の両国のインフレ率を勘案して決定された。カッセルの提唱した購買力平価説である。

第2次大戦後、アメリカの物価水準は基準時と比較して約10倍となり、日本の物価水準は同時点から約2,000倍にまで騰貴していた。これは別言すれば、約30年の間にドルと円の購買力がそれぞれ10分の1および2,000分の1に低下した（価値が目減りした）ということである。物価上昇率を当時の為替相場に乗ずると、10ドル=4,000円すなわち1ドル=400円となり、単一レートの360円ときわめて近似した値が算定される。日米IMF平価が購買力平価説的に決定されたことは疑いない。ドッジは330円をおおよその目安にして来日したようであり、そこから、360円のレートは日本の輸出品価格が有利（割安）となることを斟酌・配慮しての修正であったとの見解もある。確かにそうかも知れない。1ドル=360円は330円からすれば円安・ドル高の設定であり、日本の輸出業者は1ドル商品の販売によって30円だけ多く取得できるからである。しかし新レートでの貿易がスタートするや、日本の輸出は不振つづきで、逆に輸入の一方的な増大をみた。実勢としては1ドル=500円から600円当たりではなかったか、というのが日本銀行の理事をつとめた吉野俊彦氏（1923-）の述懐である。

日英IMF平価の1ポンド=1,008円（支持点は上下各7.5円、1,001円と1,015円）は、日米平価よりやや遅れて1949年9月に決定された。ポンドが弱まりをみせたのを背景として、それまでの1,450円（同10円87銭5厘、約1,440円と1,460円）を30.5%切り下げての再設定

であった。ポンドは1967（昭和42）年11月18日さらに14.3%の切下げを余儀なくされ、日英平価は1ポンド＝864円（同6円48銭、858円と870円）となる。これらはIMF平価そのものの公式的な改定であったが、いずれにしても、イギリス国内に蔓延していたインフレーションという経済的事実の結果であって、そうした現実が法制的に追認されたものにはほかならない。後述するように、インフレーションはIMF体制（ブレトン・ウッズ体制）の最大の弱点であり、結局はIMF体制そのものを崩壊へとみちびくことになるのである。

2 支持点 (support points)

支持点が金本位制下の金現送点に相当するものであることは前述した。しかし支持点は、金現送点とは似ても似つかない代物である。それは、金現送点のような経済実体的基礎も、IMF平価の算定のような理論的基礎ももたない純粹に人工的な装置であって、IMF体制を疑似金本位制として位置づけるとの理念上から無理やり案出された恣意的タガ、すなわち作為的な歯止めにはほかならない。

支持点の範囲を上下各1%と想定して、その役割をみてみよう。1ドル＝360円の日米為替平価の場合、ふたつの支持点は357円と363円、為替相場の許容変動幅は6円となる。今かりに日本の対米貿易赤字によって、為替銀行にドル需要が殺到した（ドルの買い圧力がかった）としよう。これは、既存のドル供給（ドル売り・円買い）に対して、それを上まわるドル需要（ドル買い・円売り）が発生していることを意味する。この場合為替銀行がドルの売れゆきの好調であることに気を良くしてか、あるいは、巨額のドル需要に嫌気がさし、それをあえて削減しようと（逆にドル供給を喚起しようと）してかはともかくとして、為替相場の変更（この場合はドル相場の引上げ）という行動に打ってでる。為替相場はドル高・円安の方向へと変化し、支持点のひとつである363円へと近づいてゆく。363円に達したところで日本銀行の市場介入、為替銀行とは正反対のドルの売り浴びせがおこなわれる。『IMF協定』上の規定は無制限介入であり、相手（ここではドル需要を形成しているドルの買い手）が屈服するまで継続される。同協定においては、アメリカ以外のすべての通貨当局に固定相場維持の義務が課されているからである。もし介入手段としての通貨が外貨であり、それに不足をきたすような場合には、当該通貨発行国の中央銀行からの供与を仰ぐことも可能となっている。先のケースはドル売り（円買い）という逆市場操作（counter operation）であり、日銀による為替相場支持のための攻防戦にほかならない。ドル需要は、日銀によるドル供給によってすべて満たされ、市場から撤退することになる。この結果として為替相場は、支持点の範囲内に強権的に隔離されることになるわけである。

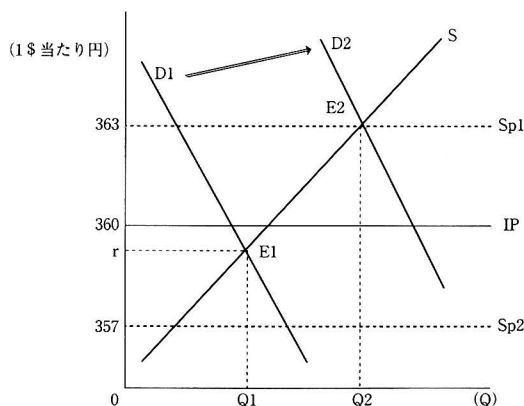
第2図は日本（東京外国為替市場）におけるドル為替取引を図解したもので、縦軸はドルの円建て相場、横軸はドルの取引数量（取引総額）、IPはIMF平価（円建てのドル平価、360円）、Sp1（363円）とSp2（357円）は上下の各支持点である。D1はドル需要（円売り）を、

Sはドル供給（円買い）を、交点E1（ Q_1, r ）は需給均衡点をあらわしている。現在のドル相場は支持点内の r 円である。今かりにドルへの大量の買い圧力が作用し、需要曲線D1が右にシフトしたとしよう。交点が支持点上のE2（ $Q_2, 363$ ）に移動した時点で日銀が市場介入し、ドルの大量投入（ドル売り・円買い操作）が開始・継続される。ドル相場は支持点の363円を突破し得ず、ドル需要も日銀の供給操作によりすべて充足されることになる。D2は左へとシフトバックし、為替相場は支持点内のIMF平価付近へと復調することになる。

3 購買力平価の運動

以上のように説明すると、人為的構築物とはいえ、IMF固定為替相場制とはいかにも安定的かつ無矛盾的な制度であり、中央銀行の行動も、実に勇猛果敢なものであるかのように映るであろう。国際金本位制においては「金」が無条件の対外流出を客体的におこない、ブレトンウッズ体制においては「中央銀行」が無制限のドル売りを主体的におこなっていること、このことが両システムの唯一の相違点であって、IMF平価は金平価と同等の役割を果たし、支持点は支持点で金現送点の代替機能を十分に備えている、というようにである。しかしそれは、見掛け上のことにすぎない。IMF体制は以下に述べる点において、金本位制とは決定的に異質のものだからである。それは、IMF体制下の国内通貨制度というものが、金と銀行券との固定的関係を切断され、不換銀行券の無制限発行を許容する制度だということにはかならない。現行法の規定にあつては、通貨制度は一応は「管理通貨制」に、そして銀行券発行の手続きも、「最高発行額屈伸制限制」なるものになってはいる。しかしこれらはほとんど名ばかりのものにすぎず、真の問題は「管理」とは何をどのように管理するのか、「最高発行額」とは何であり、「屈伸」とはどのような内容なのか、である。

もともとわが国の発券制度は、「銀行券発行高二対シ少クトモ三分ノ一ニ当ル金銀貨ヲ置ク」



第2図 ブレトンウッズ体制下の外国為替市場

（『兌換銀行券条例』草案，1883＝明治16年10月）との「比例準備制度」を弾力的に改訂したところの、「保証発行屈伸制限制度」といわれるものであった。そこでは、正貨準備にもとづく銀行券発行は正貨と同額まで無制限、7千万円分については政府の保証つきで無準備発行可能とし、ほかに制限外の発行（限外発行という）も例外として認めるシステムであった。ところがこのシステムは戦時体制の強化とともに軍部の悪用対象となり、巨額の軍事費を捻出するための手段と化す。はじめはしおらしく保証発行限度額の段階的引上げのみであったが、1941（昭和16）年4月施行の『兌換銀行券の臨時特例に関する法律』をもって限外発行が常態化・慢性化するようになる。そしてついに翌42年の2月、この臨時措置法の一時・例外性（原則禁止）を常時・一般性（原則自由）へと逆転させるとんでもない法律が制定をみるにいたる。第1条に「日本銀行ハ国家経済総力ノ適切ナル發揮ヲ図ル為国家ノ政策ニ即シ通貨ノ調節、金融ノ調整及信用制度ノ保持育成ニ任ズルヲ以テ目的トス」との文言を冠する『日本銀行法』である。同法は最高発行額屈伸制限制度よろしく「日本銀行ハ銀行券ヲ発行ス」（第2条）と謳うのみにとどまり、兌換規定を微塵ももたない。無尽蔵の金鉱を床下にもつと同様、銀行券の発行は輪転機をまわすだけで無限に可能である。同法は敗戦後においても、基本的な改訂をみなかった。ほかの国々にしても、基本は日本とおなじ管理通貨制であり、中央銀行券は兌換（固定比率での交換）を停止された不換銀行券である。こうしてIMF加盟各国はすべて、インフレーションの可能性を孕むものとなる。

既述したように、IMF平価は金本位制下の為替相場を基礎として購買力平価説的に決定された。当時のIMF平価は購買力平価という経済実態を反映し、それに一定程度は見合っていたといつてよい。しかしながら、IMF平価が固定され不動であるからといって、購買力平価も不動でありつづけるわけではない。為替相場がIMF平価と支持点に規定され安定していることは、購買力平価も安定していることと同義ではない。後者は人為的所産である前者とはまったく異なり、マクロ的経済実態としての通貨価値の社会総体性に左右されて、勝手にいくらかでも変動するからである。何らかの理由によって通貨が過剰に増発されインフレーションが発生するならば、購買力平価はIMF平価から乖離し、IMF平価は実態を反映する存在ではなくなる。本稿冒頭で、インフレーションを「IMF体制の最大の弱点」としたのはこうした意味において、である。

購買力平価がIMF平価から乖離するということは、購買力平価が現実の市場為替相場からも乖離し、両者（法制度に規定された為替相場と経済実態に規定された購買力平価）の間に格差＝スプレッドが生じることを意味する。市場為替相場は、事実上切り下がった購買力平価に向かって変動・鞏寄せしようとするが、IMF固定為替相場制はそれを許さない。為替相場は自ずと、購買力平価から見て不当に過高なものとなる。これは変動しようとする為替相場にとっては桎梏でしかない。IMF体制とは、為替相場の変動（購買力平価への収斂）という市場の経済法則を強権をもって阻止しようとするものであった。しかし法則作用の人為的侵犯はかならず別の矛盾・困難となってあらわれ、制度側をまたしても苦しめることに

なる。この矛盾はどこに転移し、いかなる形態をとるであろうか。答えは、「商品」輸入および「資本」輸出の増大にもとづく国際収支の逆調化傾向（黒字減少ないし赤字増大）である。

IMF体制とは、対外関係の安定という政策目標からすれば、インフレーションの回避を至上命題とするシステムであった。とはいえインフレーションの問題は、さしあたってはIMF平価の改定（ここでは切下げ）をもって済む性質のものである。平価を適度に切り下げれば、為替相場の過大評価（低下した購買力平価と比較しての）は是正されるからである。ところがまずいことに、宗主国のアメリカ自身が過度のインフレーションにおちいってしまう。ベトナム戦争が泥沼化する1960年代半ば以降のことである。それは他の全通貨に対する基軸通貨ドルの減価であって、これまでも国際通貨危機という形で度々発現し、危惧されたものである。しかしアメリカは、1961（昭和36）年12月の「金プール協定」、62年3月の「スワップ協定」、同年10月の「一般借入れ協定」、「ローザ・ボンド（Roosa Bond）」の発行（61年から）など一連の糊塗・弥縫策^{8）}を講じるだけで、ドルの金平価そのものの改定については一顧だにできなかった。

ドルを過高のままに放置するアメリカは、投機的商品輸入と資本流出の増大から国際収支に過度の悪化をきたし、支払い超過から大量のドル流出に見舞われることになる。ドル建て金平価の据え置きとインフレーションの進行とを放置するかぎり、政府が民間かのレベル差はあれ、諸外国のドル保有を確実に累増させてゆく。アメリカの金準備が、民間保有分はもとより政府保有分との交換すら賄えない状態となるのは、まさに「時間の問題」であった。

上記のメカニズムを、アメリカが360億円（1億ドル）の商品を日本から輸入している場合を例にとりて具体的に説明してみよう。アメリカで上昇率50パーセントのインフレーションが発生し、日本からの輸入商品も、アメリカの国内商品同様に価格引上げが可能となったとしよう。価格は1億ドルから1.5億ドルに騰貴する。この場合、両国の貿易商の採算基準は、ドルの購買力減少によって1億ドル＝360億円から240億円（1.5億ドル＝360億円）へと変化する^{9）}。これは日米間の購買力平価がIMF平価から乖離し、前もって1ドル＝240円へと変化しているからである。購買力平価とは2国の物価水準の間に成立する客観的経済量である。1ドル＝360円付近の為替相場は、購買力平価と比較して不当なドル高・円安相場となる。それはもはや経済実態を反映しない「固定」為替相場であって、アメリカの支払い額をますます増大させ、ドルの流出をますますエスカレートさせてゆくのである。

1ドル＝金1/35オンスの金ドル平価に固執したとはいえ、対外準備の充実にはそれなりの努力も払われた。アメリカには中央銀行である12の連銀（連邦準備銀行、Federal Reserve Banks）を規制する『連邦準備法』（Federal Reserve Act, 1913年制定、『1935年銀行法』により改正）があった。それによれば、連邦準備券（federal reserve notes）の現実の流通高の25%は金によって担保されねばならないが、1967（昭和42）年時点の準備券流通高は約420億ドル、その1/4は105億ドルである。この法律は翌68年の3月18日に廃止となり、国内通貨準備としての金を対外準備へと転用可能にした。しかしアメリカの国際収支赤字はその後

も一向に改善をみず、せっかくの法改正もドルの防衛には何ら効を奏しなかった。1971年8月15日、ついにニクソン大統領(Richard Milhous Nixon, 1913 - 1995)は金・ドル交換停止の正式発表にいたるが、この行為はドル防衛とは正反対に、在外ドル回収の放棄=金防衛を意味するものであった。アメリカというなれば実をとって名を捨てたのである。金・ドル交換の公式放棄は、各国通貨の固定比率によるリンクの廃止であって、各国中央銀行の市場介入義務の解消、為替相場の公的束縛からの解放・自由放任化にほかならない。為替相場の動向は、需要と供給の力学的関係として存在する市場実勢へと委ねられることになり、約四半世紀つづいたブレトンウッズ体制は事実上崩壊するにいたったのである。

固定相場制から変動相場制への為替制度の交替・変遷というこの歴史的事件は、法制的ないし公的為替平価としての「IMF平価」、および経済的ないし私的為替平価としての「購買力平価」というふたつの平価の長期的構造的背反・乖離を原因とする。前者(IMF平価)が人為的政策的に管理可能なものであるのに対して、後者(購買力平価)は本来的に統制不可能のものである。本稿のはじめの部分において、「国民通貨(national or local currency)のひとつにすぎないドルが世界の基軸通貨(key currency)の地位に着座するという魔術、すなわちドル体制の『錬金術(alchemy)』は、世界の公的金準備のほぼ7割保有という圧倒的な経済力からするアメリカの覇権性をまざまざと見せつける事態なのであった」ことを指摘した。しかし世界の公金の7割保有というのは、世界経済という大局からすればまさに異常な構造であったといわねばならない。アメリカはIMF体制という一見安定的な国際通貨制度を政治的に樹立したが、それは実は、不安定きわまりない経済的基礎のうえに立つもののなのであった。金は一国偏在という異常状態を25年の歳月をかけて解消し、ついに世界経済上の本来の位置を回復したのである。

第4節 現代「変動為替相場制」下の為替相場変動

1973(昭和48)年春に誕生した変動為替相場制は、固定為替相場制(IMF体制またはブレトン・ウッズ体制)の破綻によってなし崩し的に成立した無制度的制度、いわば無規制状態にほかならない。為替相場はIMF平価および支持点という人為的なタガを外され、IMFにも中央銀行にも何ら制約されることなく自由気ままに変動することになった。

ところが、である。第2表に示したように、通貨金融当局の為替市場介入はその後においても依然としてつづけられ、21世紀の今日にいたっている。当局はなぜ、自由放任を許したはずの為替市場に対して、厄介かつ労力のかかる介入をわざわざおこなうのか。かつてフリードマン(Milton Friedman, 1913 -)は、変動相場制は為替市場を活性化し、国際収支の自動均衡化を達成する理想的な「システム」だと豪語した。本節の課題は、自由な変動相場制が現実化しているにもかかわらず国際収支の均衡化がなぜ達成されないのか、その理由を説明することにある。それは、当局の介入がどのような主観的理由(意図、動機)にもとづい

第2表 協調介入の歴史

介入時期	介入内容	直前相場	米国大統領	日本首相
1978（昭和53）年11月	円売り （ドル安・円高是正）	176 円 (195 円)	J. カーター (民主党)	福田 赳夫 (自民党)
80（ 〃 55）年3月	円買い （ドル高・円安是正）	243 円 (204 円)	J. カーター	大平 正芳 (自民党)
1985（昭和60）年10月 ～12月	円買い、プラザ合意 （ドル高・円安是正）	242 円 (201 円)	R. レーガン (共和党)	中曽根康弘 (自民党)
87（ 〃 62）年3月 ～4月	円売り、ルーブル合意 （ドル安・円高是正）	151 円 (122 円)	R. レーガン	中曽根康弘
1995（平成7）年4月	円売り （ドル安・円高是正）	80 円	B. クリントン (民主党)	村山 富市 (社民党)
95（ 〃 7）年8月	円売り （ドル安・円高是正）	90 円 (102 円)	B. クリントン	村山 富市
98（ 〃 10）年6月	円買い （ドル高・円安是正）	146 円 (115 円)	B. クリントン	橋本龍太郎 (自民党)

資料：鯖田豊之『金（ゴールド）が語る20世紀——金本位制が揺らいでも』（中公新書1464、中央公論社、1999年）318頁、326頁、332頁による。

注：直前相場のカッコ内は当該年12月末の相場（矢野恒太記念会編『数字で見る日本の100年』改訂第4版、国勢社、2000年、404頁による）で、吉田の補足。

てなされ、どのような客観的帰結（結果、問題点）を生みだすことになるのかをも、同時に明らかにすることになろう。

まずもっとも目につく特徴として、変動相場制下の為替相場変動は大幅である。金現送点や支持点とい制約条件が存在しないから当然といえば当然であるが、実はそれ以上の理由がある。それは、金平価やIMF平価と異なり、為替相場変動の中心となる購買力平価そのものが絶えず変化すること、基準そのものが相対的でしかないことである。基準とは本来、変化を測定する側のものであるが、ここでは基準そのものが変化する。基準である購買力平価を変化させるのは物価水準であり、それは各国別に存在し計測も可能とはいふものの、統制は絶対に不可能な実在である。こうして変動相場制下の為替相場は、「インフレーション」および「支払差額」という二重の要因に規定されて、複合的に変動することになる。

「インフレーション」は国内通貨価値（通貨の国内購買力）の低下としての一般的物価水準の上昇であり、対外通貨価値である購買力平価はインフレの度合いに応じて低下してゆく（自国通貨安・外貨高となる）。為替相場は、先に変化した重力体としての購買力平価に牽引される形で、低下した購買力平価に収斂・一致しようとするように下落する。この為替相場変動は、インフレーションという通貨価値変動のみを原因・背景とし、貿易や資本取引などの実態的要素には媒介されず、また、それに影響をおよぼすこともないという意味で、「名目的（nominal）」変動と定義されるものである。為替相場が大幅な下落をきたしたとき、往々にして物価水準の先行的な上昇が確認されることは、各国通貨史のよく教えるところである。

他方、「支払差額」とは為替市場に日々あらわれるところの対外的な受取額と支払額との差額（不一致額）である。一応は経常収支および資本収支の総体としての総合収支をイメージしてよいが、一般に国際収支とはある一定「期間」にわたる計数を集計した《結果値》であって、ここでいう支払差額とは概念的にも量的にも異なるものである。支払差額は厳密には、国際間の使用価値体系の相違（産業的テクノロジー体系の国際的差異）にもとづいて発生した過去の何らかの実態的取引の最終的な決済部分として、その時々には為替市場に登場する瞬時的な収支尻、一定「時点」における《瞬間値》としての未相殺金額である。為替銀行はこうした為替需給の狭間に立ち、その調整をおこなわねばならない。すなわち、支払差額の順・逆（黒字・赤字）からする為替相場の変動は、国際取引という実態的要素に起因し、それに媒介されて発生することから、「実質的（real）」変動と定義されることになる。為替相場の「実質的」変動は、物価水準の変動に起因する「名目的」変動とは異なり、購買力平価には微塵も影響しない¹⁰⁾。為替相場は「実質的」に変動した分だけ購買力平価との乖離幅を拡大し、貿易をはじめとする国際間の実態的取引に対して反作用的な影響をおよぼすことになる。

さて、為替相場の変動を引き起こすこれらの2要素は、為替市場においてはどちらも需要および供給として登場し、為替の買いと売りとが交錯する形であらわれる。為替相場は直物と先物の区別をのぞけば、1ドル=何々円、1ポンド=何々円というように、一時点については常にひとつしか建てられない（存在しない）。為替市場の担当者は、需給が「実質的」か「名目的」かは判断しない、というより彼らには、それ（理論的規定性）はどうでもよいものである。彼らは仲介者として、需要（買い）に対しては供給（売り）を、供給に対しては需要を対置し、両者に不一致がある場合には、市場為替相場そのものを変更することによって一致をみちびく。それが、彼らに与えられた日々の業務である。

とはいえ、市場担当者のミクロ的行動が主体的《意識》の世界であるのに対して、市場総体のマクロ的運動は客体的《意志》の世界である。後者は必ずしも前者によって左右されるわけではないが、前者は後者によって絶対的に支配される。為替相場の変動は、マクロとしての為替市場の意志遂行プロセスにはかならない。変動相場制下の為替相場を基本的に牛耳り、支払差額というベシッ的な要因からの遊離をもたらしめているのは一般的物価水準の運動であるが、今かりに、インフレーションのもと、為替相場が購買力平価に収斂すべく大幅な変動（ここでは騰貴、すなわち内貨安・外貨高化）を開始したとしよう。これを市場担当者のミクロ的行動として（に引き直して）考えるならば、インフレマネーによる投機的為替需要増大に対して、為替銀行が外国為替の相場（価格）を引き上げてゆくプロセスにはかならない。ここには、支払差額を形成する取引項目が「実質的」変動要因として介在する余地はまったくない。為替相場の「名目的」変動とは、《為替銀行による、自己の売買商品たる外国為替の「名目的」相場引上げ》、内貨の外国為替への逃避による《外国為替そのもののインフレーション》なのだからである。

ところが、為替相場の牽引主体、「名目的」為替相場の実現当体としての購買力平価は、統

計によって事後的に可視的とはなるものの、随時の確認など不可能にちかい。このことは、購買力平価というものが政策的に統制困難であること、政府や金融当局としての制度側が市場原理＝経済法則によって絶えず翻弄されざるを得ないことを意味する。この性格はそのまま、政策担当者の場合当たりの判断、小手先の対応となってあらわれる。すなわち彼らには、為替相場の変動は既存の「安定性の喪失」および「均衡の攪乱」として、市場の異常事態としか映らず、その対策も市場からの緊急要請に應えるものとして、救済的性格をもつものとなる。「管理フロート」が必然化する理由である。しかし前述したように、真相としての市場の言い分は逆なのであって、為替相場の大幅変動とは「安定性の回復」、「不均衡の解消」としての正常化のプロセスである。では、そうは考えない制度側による「管理フロート」という政策的対応は、いったいどのような部面にどのような結果をもたらすことになるだろうか。

為替相場が購買力平価に収斂しようとする運動に対して、当局が介入をなすということは、為替相場の「名目的」変動という法則の発現を全面的または部分的に阻害することである。それは法則への反逆行為であって、為替相場変動の短期急激性を緩慢化するという意味では効果的であっても（ソフト・ランディング効果）、為替相場と購買力平価の間に一定時間だけ過当な乖離幅を残存させ、投機行為の継続を助長することになる。下落しようとする為替相場（例えばドル相場）を介入で支えるためには、当局は円売り・ドル買いという逆市場操作を必要とするが、それは、なおも高すぎる為替相場での円の市場投入（市場からのドルの買い上げ）となり、投機筋にとっては、円通貨を大量に取得しうる絶好の機会となってしまう。為替相場は介入の有無にかかわらず、やがては購買力平価へと近似・収斂するのであるから、投機筋のもとには、介入なき場合をはるかに上まわる円通貨が蓄積されることになる。変動相場制下の投機は固定相場制の時期とはおおいに異なり、予見性・激烈性・大量性のどれにおいても、高さないし規模をアップさせることになる。なぜならば、介入は為替リスクの減少をもたらすのであって、投機はその分だけますます有利となるからである。市場介入は、動機は善でも結果は悪であり、百害あって一利なしの無用な政策といわねばならない。

変動相場による国際収支自動均衡化の未実現、そして為替相場と国際収支との非関係性ないし背離という昨今の現実、変動相場制下における購買力平価の絶えざる変動、「実質的」変動とは比べものにならない「名目的」為替相場変動の影響に起因している。ところが制度側は、為替相場の現実の変動が、性格をまったく異にする2要因の複合として、二重存在であることをけっして理解しない。彼らの念頭にあるのは、ふたつの要因を時系列的関係として因果論的に配置する誤った信念であり、そこでは、インフレーションも支払差額の変化をとおして発現する、という筋立てになっている。インフレーションのもとでは誰もが安価な外国製品の輸入に走り、その結果として為替相場は下落する、というのである。

しかしこの見解は、固定相場制下では正当性を持ち得ても、変動相場制下の現代にあっては誤謬でしかない。インフレーションは即刻、為替相場の変動（ここでは当該国通貨安・外貨高、インフレ国が日本なら円安・ドル高）として発現するからである。それは支払差額に

は微塵も媒介されない。インフレーションが支払差額の逆調に媒介されて為替相場の下落を引き起こすというのであれば、為替相場の下落は、今度は逆に国際収支の自律的反転をもたらすであろう。為替相場と国際収支とは歩調をあわせ、シーソーのような因果関係を描くであろう。しかしこの理論は、現実によって完全に否定されている。変動相場制はすでに30年以上の歴史をもっている。その間、為替相場と国際収支とがそれぞれに変動を繰り返したのには確かであるが、ふたつの経済量は、まったくの別物であるかのような変動パターンを示してきた。フリードマンは、為替相場の二重の変動の一面だけを理論化したにすぎなかったのである¹¹⁾。

註

- 8) 『金ブール協定』とは、ロンドン自由金市場の騰貴した金市場価格(これはドルの価値減少を意味する)を反転させ、もとの35ドルへと復帰せしめることをめざしたものである。欧米8ヶ国(米・英・西独・仏・伊・オランダ・ベルギー・スイス)はその拠出した金を、イングランド銀行を代理銀行として自由金市場に放出させ(金を売り浴びせ)た。価格は需給関係でも変動するから、この操作には一定の短期的効果があったが、1967(昭和42)年11月のポンド切下げ後に発生した金の激烈な投機買い(金価格の騰貴)にはさすがに抗しきれなかった。以後、金は公私のいわゆる二重価格(固定価格としてのIMF金価格と変動価格としての市場金価格)をもつことになる。

『スワップ協定』とは、アメリカが西欧諸国との間で取り結んだものであり、市場介入(特にドル買い操作)のために必要な西欧諸国の外貨を、一定の条件において政府間で売買する操作である。日本も1963年10月にこの協定を結んだが、効果は薄かった。

『一般借入れ協定』は、IMFが主要10ヶ国(米・英・西独・仏・伊・日・カナダ・オランダ・ベルギー・スウェーデン)との間で取り決めた多角的な資金借入れ協定である。IMFの資金不足を補うという意味では効果的だったが、ドルの弱体化を基本的に防止しうるものではなかった。

「ローザ・ボンド」とは、ケネディー政権下の財務次官だった発案者のロバート・ローザ(Robert V. Roosa)にちなんで別称であり、実体は中期の財務省証券である。アメリカはこれを外貨準備の比較的豊富な西欧諸国に引き受けて(買って)もらうことでドルの還流(自国への流入)を図り、ドル為替相場の低下傾向を阻止しようとした。

いずれにしても、事態の表層部面における場当たりの対症療法にすぎず、失敗は必然的であった。ドル建て金価格高騰は単なる結果にすぎず、根本原因はインフレーションによるドル減価だったからである。根本治療としてなされるべきだったのは、アメリカ国内のインフレ収束でなければならなかった。

- 9) これは、日本の輸出商が円建て輸出価格を360億円から540億円に引き上げうることを意味しない。アメリカによるドル建て輸入価格が1億ドルから1.5億ドルに上昇し、両国貿易商の採算基準が1億ドル=240億円となったからといって、現実の為替相場は相変わらず1ドル=360円なのであって、日本の輸出商が360億円を入手するためには額面1.5億ドルの外国為替は必要ないし、また、アメリカがインフレーションにおちいったからといって、日本もそうなるという必然性はないからである(もちろんデフレーションも生じない)。

ところが、日本の輸入品も、この不変の為替相場に媒介されてアメリカのインフレーションの同時的影響をこうむる(つまり540億円となる)、すなわち、固定為替相場制の「固定」たる所以はインフレ国の影響が非インフレ国に持ちこまれることである、とする謬見がある。1.5億ドルのアメリカの商品の円建て輸入価格が、1ドル=360円の為替相場に媒介されて、360億円から540億円に騰貴するというのである。「輸入インフレ論」であるが、これはIMF平価の背後にある購買力平価という経済実体

を看過したところの、機械論的な（新古典派経済学的な）謬想にすぎない。この場合には、日本の輸入そのものが不利となるのであって、このことは、円建て価格が360億円に据え置かれたとしても変わらない。価格の吊り上げなどは以てのほかであって、法則への反逆行為、狂気の沙汰でしかない。ちなみに輸入インフレの危険性は、もっぱら変動為替相場制支持者によって殊更に強調された。変動相場制の主要な効用のひとつは、インフレ伝播の遮断であると目されたからである。しかしインフレーションは、変動相場制であるが故に他国に伝播しないのではない。それは純粹に1国的な現象であり、固定相場制か変動相場制かを問わず、いかなる為替制度のもとでも他国に波及することはないのである。

- 10) 為替相場の実質的な変動はその国の物価水準、ひいては購買力平価そのものを変化させるとの見解がある。たとえば、日本のように輸入に多くを依存する国においては、実質的下落は輸入品を割高とし、原材料のコスト上昇から国内生産品価格の騰貴へとつながり、結局は物価水準の全般的上昇＝購買力平価の低下となる、というのである。確かに、実質的下落は輸入品の「価格」を吊り上げる。しかしこの議論は、反対に輸出品の「価格」が下落する事実を無視している点で片手落ちである。実質の変動で問題となるのは、貿易品の「価格」よりも「数量」である。実質的下落は輸入数量を減少させるとともに、輸出数量の増大をみちびく。それは為替相場の下落によって、輸出品の対外価格が割安となるからである。輸入品の価格上昇と数量減少は、輸出品の価格低下と数量増大によって「相殺」されてしまう。支払差額からする為替相場の変動は「実質的」であり、物価水準からするそれは「名目的」である。しかし先の議論は、「実質的な変動は……購買力平価そのものを変化させる」というのであるから、「実質的」変動は「名目的」変動を引き起こすということになり、定義的にも矛盾するものである。
- 11) 詳しくは吉田賢一「金本位制度の自動調節作用について——物価水準と為替相場の需給理論的および労働価値説的含意——」および「金本位制度の自動調節作用について（承前）」『工学院大学共通課程研究論叢』第35-1号（1997年10月）および第35-2号（1997年12月）所収、特に後者の第7節以降を参照されたい。

〈2003年6月24日（火曜日）攔筆・完〉

〈付記〉小稿は平成14年度工学院大学総合研究所「一般研究費」による研究成果の一端である。

（よしだ けんいち・本学一般教育部社会系科目担当助教授・貨幣金融論専攻）