

為替相場制度考

伴野 志知郎

現代経済の発達は何れも価値交換の媒材たる貨幣の供給メカニズムとその機関たる銀行制度の発展によるところが大きいことは今更言うまでもないが、その銀行の信用を基調とする為替制度が近代国際経済交流の枢軸として機能し来りまた、しつづつある事実の重要性は案外正評価されないうらみがある。

輸出者は取引のある銀行の外国為替部に輸出商品の船積書類(B/L, 保険証, インボイスその他)を添付した代金支払依頼書(外国為替手形)を提出して代金立替払いをうける。銀行は手数料, 金利等を差引き, いわゆる手形割引を行う(=買手形)。輸入者の場合は, 逆に銀行から, このような手形の提示をうけ, 本国通貨を支払って(又は引受裏書きをして)船積書類を受取り, それをもって船会社から輸入品を入手する。

外国旅行をする者は銀行(又は両替商)に行き, 本国通貨を外貨に交換(その日の相場で本国通貨をもって外貨を買う)して出かける。また外国に留学している者に学費を送る父親は本国通貨で外貨を買って銀行小切手として送付する。

銀行もまた上記のような対顧客取引によって生ずる本国貨と外貨との持ちのアンバランスをうめるために他の銀行との間でブローカーを通じて売買する(中央銀行との売買もある)。

このように外国為替は本国通貨と外貨との売買を必要とするものである以上, そこには当然売買の価格が生ずる。外国為替相場(Exchange Rate)とはこのようなものであり, 一国の為替相場は, その国の経済が世界経済につながる接点ともいうべきものだから, 国民にとって重大な関心事であるのみならず, 他の諸国

為替相場制度考

にとっても同様重要な問題である。何故ならば、一国の為替相場如何はその取引相手国に色々な影響を与えるからであり、世界経済の交流が増大するにつれて、為替相場に対する関心は高くなる。

1. 金本位制下の相場

19世紀人類社会始めての工業国イギリスを中心として各国通貨が金という基準によって結ばれ、交換のめどが確立されたことによって、為替相場の管理運営に関する国際的ルールが生れた。いわゆる為替相場制度といわれるものである。国際金本位制に参加する各国は、それぞれ自国通貨の価値を金一定量に法定して「金平価」を設定し、通貨の金平価での兌換を保証することによってその固定を維持した。

この固定相場維持のメカニズムは一般に「金本位のゲームのルール」と呼ばれ、次のような金の移動による国際収支の自動的調整作用によるものであった。

すなわち、ある国の国際収支がたとえば輸入超過により赤字になったとする。と対外支払用の外貨に対する需要は増大し、自国通貨で測ったその外貨の価格（邦貨建為替相場）は上昇するが、その上昇がある限度（金輸出点）を超えると、外貨為替を買って決済するよりも金を現送して決済した方が有利となるので、この金輸出点で為替相場上昇はとまる。

運賃・包装費・保険料等の金現送費は、金平価の1%程度なので、為替相場でいうと、相互の通貨の金平価で裁定した裁定平価の上下各1%のところに、金輸出入点が存在し、為替相場の変動はこの上下限の範囲内で自動的に抑制され、金平価の固定が維持されるわけである。

ところで国民が中央銀行に金兌換を求めて、対外支払のため金を現送すると、通貨発行高は公有金準備量により限定されているため、その国の通貨量は減少し、デフレ圧力がかかって物価は下落する。それは輸出に好条件となり反面輸入禁止条件となる。そして国際収支は改善し金流出はとまる。為替相場も裁定平価の方向へ復元する。国際収支が黒字の場合はこの逆で、為替相場の下落は金輸入点で

止まり、その後は金流入によるインフレ圧力で黒字は解消して国際収支の均衡が回復されるということになる。

このゲームのルールなるものを国際収支調整過程という点からみると、それは対内均衡を犠牲にした対外均衡優先の調整方式ということになる。すなわち為替相場の固定維持のため国内経済成長を犠牲にするという方式で、金本位制の特徴であるとともにその弱点でもあった。ことに赤字国の場合、為替相場固定維持のためとはいえデフレ経済、失業増大に堪えるには限度がある。

2. 金本位制固定相場崩壊の因

ところで、国際金本位制とその固定相場制のルールが円滑に運行されるには対等国間の自由貿易という大前提があった。イギリス古典学派の自由貿易論の根底にある思想は、個人の利益追求が社会の利益に通ずるといいうわゆる予定調和の世界観であり、それを国際間相互繁栄の面にまで拡大したのが彼らの自由貿易論なのである。つまり国際間の比較生産費差に於て比較優位に立つ産業を各国がそれぞれ発展させる方向に国際分業と交易が指向されるならば、各国の利害は自動的に調和され、相互繁栄の大道が開かれるというのである。

イギリスに於ては世界にさきがけて産業革命の陣痛を体験し、繊維工業、機械工業に工場生産の近代的方式を取り入れ、世界に冠たる工業国となり、それに対する世界全体の需要をみたと同時に、他方つぎつぎと新市場を開拓して、需要の創出をはかり、しかもそれを、いわゆる七つの海にわたって発展的にくり返した。従って、英国の場合には、需要の弾力性は無限大に等しく、比較優位産業部門の生産拡大が実質所得の増大をもたらすということがいわば典型的に妥当したといえるだろう。別言すれば、比較生産費差に即応して生産規模の拡大を計ることが自動的に英国利益の増大をもたらしたのであって、スミスの生れたイギリスでは、少くとも当時に関する限り、スミスの予定調和が保証されたと見てよからう（比較劣位の農業を切捨てたことが第一次大戦以降英経済斜陽化の原因の一つではあるが）。

為替相場制度考

ところが当時に於ける英以外の諸国における事情は、これとは殆んど逆で、イギリス提唱の自由貿易経済に参加したものの、(具体的事例としては、1860年に締結された英仏条約が一応自由貿易体制の先駆である)、比較優位産業の生産効率の改善拡大がその国の実質所得を増大させることにはならなかった。つまりこれら後進諸国の比較優位産業たる農業は、需給の実体からみて、交易条件が殆んど例外なく不利で、いわば英国を主軸とする世界経済に隷属する地位におかれ、常にイギリス近代工業発展の後を追う運命におかれていたのである。別言してイギリスへの依存経済であり、本質的にそれ自体としての調和的發展をとげる要因を欠いていた。そしてその現われが、これら国々の間に展開された市場争奪戦であった。これはむしろ当然の帰結であって、英国式自由貿易的世界経済秩序において、一国が繁栄する道は、高い生産効率を確立して、良質廉価の商品を供給することによって販売競争に優位を占め、生産販売の循環における拡大につく拡大を重ね、実質所得の拡張を計る以外になかったからである。

かくて自由貿易論が前提とした予定調和が生れる土壌は工業優越国たるイギリスのみに存し、その他諸国には与えられていなかった。それら後進諸国が農業の生産効率改善よりも遅ればせながら工業の生産効率改善に重点をおかざるを得なかった事情がその根本理由であって、そのため比較生産費差は縮小し、世界経済は調和と繁栄でなく、相克と不安の方向に流れたのである。

さらにイギリス流自由貿易論とそのなかに派生した金本位固定相場制ゲームのルール論に潜在する前提は対等国間自由貿易のそれであった。すなわち古典学派の自由貿易論では、取引国の質的内容及び量的大きさは対等なりとの仮定に立つのである。このような仮定に立つからこそ、一国の輸出货量は相手国の輸入量としてそのまま反映し、一国の生産増がそのまま相手国の需要増と見合うという思考となるのであって、このような考え方に立脚すれば、問題となるのは何よりもまず交易条件ということになり、それによって各国の実質所得の増大は決定された訳である。ただし、対等二国間の貿易であれば、量はほぼ同一水準にあり、変差の要因としての交易条件さえ検討すれば十分ということになるからである。価格

為替相場制度考

比率と輸出入量の相互関係によって定まるべき国際収支均衡が古典学派の自由貿易論の国際価値論においては、もっぱら価格比率すなわち交易条件のみで考えられているのはこのためである。しかもこの対等二国間という思想は予定調和思想と表裏一体の内面相関の関係にあり、量的・質的に大きさの等しい二国間であればこそ、相互の需要供給が均等に出会い、生産増が需要増と符合し、そこに発展的な予定調和の実現が可能となるという訳なのである。

しかるに現実の国際取引は、そもそも出発点においてすでに対等二国間のそれではなく、まず量的にみて、工業に優越した英一国と農を生命とするその他諸国これだけでもすでに対等二国間の関係ではない。そこから結果するものは、すでに言うまでもなく、英一国の独占的利潤享受であった。需給調整の支配的影響力をもつものは、世界市場の主軸を握るイギリスであった。すでに出発点においてそうであったのみでなく、英以外の諸国は比較優位をもたぬ工業部門の生産効率改善を計ろうとして、工業化促進を強行したため英への追従を一層深刻化した。このように自由貿易方式によって国際分業を進行せしめた場合、工業と農業との相互補充関係であっただけに、後進国の後進性は——むしろ益々強まらざるを得ない。国民経済の後進性を克服する方途は、その国民経済の内在的発展力にあり、単に国際貿易の自由化にあるのみではない。ここに保護貿易論台頭の本源があり、リストの生れたドイツと工業保護論のハミルトンの米国が20世紀初頭にはイギリスを追いあげたのであるが、それはそれとして、ここに注目すべきことは上記イギリス中心の自由貿易進行の潤滑油、国際金本位固定相場制が対外均衡重点の国際収支調整方式により、イギリスの後を追う後進工業化諸国の進展の足をひっぱったということである。それら諸国はおしなべて周期的に赤字におそわれる、いわゆる「国際収支の天井」によって経済生長の停滞を余儀なくされ、いわゆる景気循環論 (Trade Cycle) を受入れざるを得なかったのである。

ここで二度注目すべきことはイギリス古典派の自由貿易論が上述の如く、対等二国間取引という仮定の上に立つと同じく、国際金本位制のゲームのルール論もまたその垂流であるということである。ほぼ対等の国力間ならば金の流出——デフ

為替相場制度考

レ傾向・流入——インフレ傾向という循環の回転もかなり現実化もしようが、工業国対農業国の如き関係に妥当するはずもなく、イギリスが集中する金を公定歩合政策・投資・融資等で巧みに再配分、管理したのは周知の通りであった。

そして、後進赤字国は国際収支調整過程のきびしさを緩和するため、金利政策を活用して「ゲームのルール」に反する行動をとった。すなわち金利を引上げて資本の流入を促進し金の流出によるデフレ圧力の相殺をはかった。それで調整過程のきびしさを緩和されはするが、それだけ調整過程の進行は阻害された。だがその国々が国内的に金本位を離脱して紙幣本位制度に移行してからは、この相殺的行為に出る余地はさらに拡大し金本位制のゲームのルールが実は金本位制自体に内在する自然の経済原則によるものでなくイギリスの巧妙なる金管理によるものであることに気づいたのである。金本位制はその金の管理者イギリスの経済破綻を招くという第一次世界戦の衝撃によって崩壊した。そして戦後金地金本位制・金為替本位制等矮小化した形で再建されたものの長つづきもせず1930年代前半に再び崩壊するが、それはそのゲームのルールの硬直性別言して対内均衡を犠牲にする為替相場の硬直性のゆえであるといえる。

金本位制での為替相場が硬直化していたのは、通貨供給の管理が通貨と金の交換を通じて行われる仕組みになっていたからで、そのためには通貨の金価値（金平価）、さらに金平価に基準をおく為替相場も硬直的に維持する要があったからである。ところが、国内が管理通貨制度になって金の制約がとけると、対外的に金平価を維持することとの間に矛盾が生じ、その矛盾が結局当時の固定制を崩壊せしめたということになる。

3. 戦後人為の固定制

上記のような経験を経て第二次大戦後米英がでっち上げた IMF 体制下で再建された固定制のゲームのルールに加えられた修正は次のようである。それはやはり金本位制的な為替安定を目指したものであったが、その硬直性を打破しようとの意図から平価変更の取極めを設けた。戦後の各国は国内的にはみな金から離れ

為替相場制度考

た紙幣本位制になっていたから、「金の移動による国際収支の自動調整作用」というものはない。金の輸出入の範囲内に為替相場が自動的に安定するという仕組みは存在しない。そこで金の国際移動というモーメントの代わりに、中央銀行の操作介入によって、為替相場変動を平価の上下各1%の範囲内に抑えるという規定が設けられた。この平価とは金ドルに対する平価で IMF に登録されたものであったのは周知である。

次に金本位制的な為替安定が基本であったから、その調整過程は金本位制と同様対外均衡優先で、国際収支不均衡は財政金融策などの国内政策で是正すべしとする建前であったが、その国内均衡に与える衝撃を緩和するため、赤字国に資金を援助するというのが IMF の大きな目的の一つとされた。赤字国はその借入れで外貨準備減少を防ぐことができるから、国内均衡を顧慮しながら、ある程度の時間をかけて国際収支の調整を行うことができるという仕組みであった。

第三に

それでも収支調整ができない場合、すなわち、規約の文言にいう「国際収支に基礎的不均衡」（その具体的説明はないが）が認められるときは、平価変更が許される。つまり基礎的不均衡がある場合には、国内均衡を優先して為替相場変更で調整することを認めるわけで、この点金本位ゲームのルールよりフレキシブルにしたのである。金本位制固定では、この場合でも為替相場の固定は堅持されたため、とどのつまり固定制度自体が崩壊することになった。だから平価変更によってその硬直性を軟化して制度を安定的に維持しようと企図したのである。この IMF 固定制を adjustable peg, 直訳して「調整可能な釘付け」と呼んだ。

4. IMF 体制の矛盾

アジャスタブル・ペグという修正固定制も再び崩壊したことは周知の通りだが、ここで IMF 体制の矛盾とその崩壊の過程を明らかにしておこう。

IMF 体制は金にリンク（オンス35ドル）でした米ドルを基軸通貨として、通貨供給を管理する仕組みであった。

為替相場制度考

米以外の各国は紙幣本位制で金からの直接的制約はうけないが、平衡操作による対ドル固定平価の維持義務を通じて間接的制約をうける。つまり、国内通貨供給過剰で国際収支悪化の場合、固定平価維持のためには、引締め政策でその削減をはからねばならないからであった（いわゆる国際収支の天井）。ただし、その削減で国内均衡がいちじるしく害される恐れある場合は、平価切下で増大した通貨供給をそのままにできる。つまりアジャスタブル・ペグは金からの制約を限界的には緩和するという考想であった。

それに対して基軸国アメリカは、各国の平衡操作の義務に対応して、（オンス35ドルの）固定平価による金交換の義務を引受けていた。アメリカの通貨供給が増大すると世界的ドル供給も増大する。もはやドルは過剰だと感ずる国はアメリカにドルの金交換を請求する。アメリカの金準備は減少するから、ドル信認維持のための金準備防衛のため、アメリカは通貨増大を抑制せざるを得ないという建前であった。

すなわち、アメリカの通貨供給がドルの金交換を通じて金の制約を受けているという仕組みがIMF体制下の通貨供給管理のポイントであった。そして各国はかように金による管理を受けるドルに対して自国通貨の交換性を維持することで間接的に金による管理をうける仕組みになっていた。

この仕組みが支障なく機能するには、アメリカが金の管理に準じて、内外へのドル供給を適正に維持することが大前提になっていたのであるが、そうすることがアメリカ自体の国内均衡と矛盾するようになると、この前提はくずされた。アメリカも他国同様アジャスタブル・ペグの適用を要するような事態になると、もはや固定性の維持はできなくなる。

各国の通貨自体が金にリンクしていた英国経済中心のかつての金本位制のゲームのルールでも対当国間自由貿易という仮定と現実の世界経済とのギャップによって崩壊した。第一次世界戦の衝撃はそれを速進したにすぎない。各国が金から離れ紙幣本位制となり、単に間接的ドル経由という細い糸での金からの抑制というシステムをかつての金本位と擬制しての固定相場制維持策はいわば木に竹をつ

為替相場制度考

ぐの類であったといえよう。

アメリカもアジャスタブル・ペグの規定によって平価切下げ（ドルの場合は金平価切下げ）によって金からの制約を緩和する手段はあったが、勿論それは他通貨に対する為替相場の切下げにはならなかった。他国もアメリカに追隨して金平価を切下げればドルと他通貨との為替相場は変わらないからであった。「加盟国通貨は金または1944年7月の金純分を含む米ドルとの交換比率を IMF に登録」という IMF 規約の文言は圧倒的に強大な第二次大戦直後の米経済を過信し、世界経済を静的にとらえた一種の思い上りであり、矛盾であった。だからドルを他通貨に対し切下げるといような事態は始めから想定されていなかったのであり、アジャスタブル・ペグはドル以外の通貨を対象としたルールであった。

また、かつてのイギリスの対等国間自由貿易の前提がドイツ・アメリカの保護政策によって追い上げられたように、戦後世界を圧倒した米経済もドイツを中心とする EC や日本経済に接近されたという動く経済において金保有量よりも経済実勢を反映すべき為替相場を「調整可能な釘付」制の古い殻におさめておこうとする矛盾ももっとはやく認識さるべきであったろう。たとえば日本の場合1956年 IMF 加盟の際設定した1ドル 360円の相場を上下1%（実際には0.75%）の動きの内に10有余年維持してきたことは両大戦間ならば為替ダンピングの攻撃にさらされたであろうに、IMF 公認の下まかり通ってきたことは、まさに僥倖であったといえよう。

しかし、そのような経済の実体と遊離した矛盾が長くつづくわけはなく、1971年8月15日それまでのもろもろの弥縫策のいかにもなく、IMF の固定制はニクソン声明によって崩壊した。

5. 変形固定制

前項でのべたように、IMF 協定のアジャスタブル・ペグは戦後世界経済における米経済力の圧倒的強大さがゆるがぬものとの潜在意識からもっぱら他通貨を対象にしたルールであった。しかるに他の国々の進出によって米の力が相対的に

為替相場制度考

光を減ずるといふ想定外の事態が大きくなってきたので、アメリカは金交換を停止、すなわち金本位条件の最後の一本たる金への糸をたって（ドルのフロー）、政治的交渉によるドルの IMF 平価切下げ（他の主要通貨対相場の切下）を実現せざるを得なくなったのである。

IMF 体制のポイントたる金によるドル制約をなくすることは創立者アメリカみずからの手による体制破壊であったが、同71年12月18日ワシントンのスミソニアン博物館における主要国会議では円を含む主要9通貨を対ドル平均12.6%切上げることによって妥協がなり、ドルの政治的切下げが実現した。そして、この新たな水準で再び対ドル相場を固定し、各国は対ドル・セントラル・レート（中心相場）といわれたことでもわかるように、IMF の固定制ではなく、それとは全く異質な暫定的なものであった。そしてその変動幅が拡大されただけで従来の固定制が再建されたように見えるが、IMF 改造など簡単にできるものでもなく、ドルに代る国際通貨もないまま窮余の当面の対策としての IMF をはなされた弥縫策といえよう。しかも金交換のないドルであるため、固定維持の責任はすべて米以外の国々の肩にかかるという不公平なゲームのルールとなった。IMF のルールでは、各国は平衡操作により、アメリカは金交換により、それぞれの責任を分担するという立前になっていたが、スミソニアンの取決めでは、各国がこの責任を全面負担する形になった。そもそも固定制か変動相場制かの違いのポイントは金平価の如き共通の軸があるかないかであり、変動幅がどれだけかではない。従って金交換性をストップしたドル、金平価のないドルに便宜上釘付けするというものであったから、その固定相場もセントラル・レート（すなわち対ドル変動相場の中心とすべきレート）と呼ばれた。固定相場制というよりはむしろ変動相場の一つとも言うべく、金という共通価値基準に固定するという基礎のない通貨同志の間で本来変動している為替相場をある水準でドルを中心に便宜釘付けするというものに過ぎなかった。しかし、ドルを中心として各通貨の対ドル・レートを一定の水準に釘付ける

為替相場制度考

という体制は従来の金に代ってドルが通貨体制の中心（ドル本位制）になったということでもあった。

従来の IMF 体制ではアメリカも金からの制約によってドルの供給を適正に管理する建前であり、60年代を通してあの手この手のドル防衛策がとられたのも（事実上の失敗は別として）そのためであった。そのため各国も協力を強要されたりしたことも周知の通りである。しかるにここにきて、その金からの制約がとりはらわれた以上、アメリカがドル本位制の中心国として、ドル供給を適正に管理して固定性維持に協力するや否やは全くアメリカの道義心一本にかかることとなり、形の上でのそれはなくなったのである。すなわち為替相場のゲームのルールが形の上からも米対その他諸国で不公平なものとなった。従って各国側の責任感もうすらがざるを得ないわけで、アメリカが自国の通貨供給管理の道義的責任を守らなかったら、各国も固定制維持の責任は果せないということにならざるを得ない。はたせるかなスミソニアンの固定制は一年にして崩壊した。

6. フロート時代

すなわち、71年8月15日のニクソン声明後の推移を略述すると以下のようである。

同71年12月18日10ヶ国蔵相会議開催、多角的調整に合意……米、ドルの金平価を7.66%切下げ（1オンス35ドルから38ドルへ）、その新ドルに対し、日本16.88%切上げ（360円から308円へ）

西独マルク——13.5%、英ポンド 8.57%、仏、フラン 8.57%、伊リラ
7.48%
各々切上げた。この人為的調整の無理が弱国にあらわれて、72年4月ポンド変動相場制に移行、73年1月伊リラ二重相場制採用（經常取引レート固定、資本取引レート変動制）。

73年2月13日、米ドルは対SDRで10%切下げ、(SDRのIMF価値はオンス35ドルの金価値と等しいとされたままであったから、ドルは二度の切下げで35ド

為替相場制度考

ルー38ドル—42.22ドルと金平価を切下げたことになる)。

この二度目の切下げを対 SDR としたのは、金交換を停止するという声的で金とのリンクをたった以上金平価は存しないという意味とさらにアメリカの金廃貨の意向を含んだものと解される。が然し、71年8月の金交換停止声明直後の12月の切下げでは金平価を使い、73年2月に対 SDR 切下げと表現を変えたところで同じく金ばなれ声明にちがいはないのだから、そのへんのところはアメリカ当局の意識にも混乱がみられる。金交換停止声明は金による価値基準をはなれることであるから、その声明をしておいて金平価7.66%切下げなどというのは真に矛盾した話であり、あからさまに対他通貨の為替相場切下げという方がわかり易いのである。

73年3月主要通貨が一斉にフロートするや SDR 使用は停滞するに至った。それは SDR の価値は IMF 規則0-3によって、「SDR 取引価値は米ドルに対し、Par Value、その他の通貨に対しては対ドル市場相場から裁定する」と定められていたからで、主要先進諸国の通貨がフロートし、米ドル相場が低落するにつれ SDR の価値も減価したので、各国が対外決裁に SDR 使用を躊躇するに至ったからである。そして EC 諸国から、SDR 取引価値を規定する上記 IMF ルールの適用を一時停止すべしとの意見が強まり、73年11月5日、IMF 理事会は、IMF 協定の緊急措置条項（協定第29条第1項）を発動して協定第25条第8項「等価原則」に基づく上記ルールの適用を向う120日間停止した。その後さらに、この適用停止は240日間（74年10月10日まで）延長されたが現行 IMF 協定上では、これ以上の延長は不可能であり、金・ドル体制下の固定平価制下ならともかく、全面フロート下で SDR 取引価値を米ドルに結びつけておくことは、主要準備資金としての機能を阻害することが明らかとなり、該ルール改変が焦眉の課題として日程にのぼってきた。

この間1972年7月金・ドル体制に代る新通貨制度設定審議のため IMF のなかに設置された C-20（20ヶ国委員会：米・英・仏・独・日・加・伊・オランダ・スウェーデン・オーストラリア・インド・インドネシア・メキシコ・ブラジル・

為替相場制度考

アルゼンチン・イラク・モロッコ・エチオピアの蔵相または中銀総裁)において、将来 SDR の価値をどうするかの問題も審議されていたが、74年1月の Rome 会議では石油危機発生に伴う国際収支構造の変化、フロート長期化の見通しなどをふまえ、通貨制度改革作業の重点が長期的なものから当面実施しうる暫定措置へ移されることとなり、その一環としての SDR の価値についても、長期的にその減価を防ぐための一層の検討を要するとしながらも、全面フロート下での SDR 利用を促進する暫定措置として「標準バスケット方式」を採用することになった。

そして、バスケット構成の通貨とその各々のウェイトおよび金利等につき IMF 理事会を中心に検討がつづけられ、6月13日の最終 C-20 会合において合意が成立、同日の理事会決議を経て、7月1日から新方式の価値算定が実施に移された。その IMF 理事会決議は、「SDR の取引価値については、さし当り2年間、世界の商品、サービスの輸出に占める Share が1%以上の16ヶ国の通貨で構成される標準バスケット方式により決定される」というものであった。具体的には

① 協定上の固定価値である 1SDR=1.20635 ドルを出発点として、それに(74年6月27日に終る3ヶ月間の各通貨の対ドル平均相場と各通貨の weight を乗ずる(ただし、米ドルについては、1.20635 ドルに直接その weight 33%を乗ずる)ことにより、1SDR 中の各通貨の量(例えば米ドルは40c、日本円は26円)を決定する。すなわちバスケットの構成の決定方法。

② ついで、7月1日以降、米ドル以外の通貨量を市場相場(円については、東京市場の直物インターバンク中心相場、その他については、ロンドン市場の正午における対ドル相場売買仲値)により米ドル額に換算の上、上記米ドル部分(40セント)を加算合計したものが当該日の SDR の米ドル価値となる。各通貨建の SDR 価値は、この米ドル建価値を、原則として、各国市場での当該通貨の対ドル代表相場により換算の上算出される。

為替相場制度考

SDR 標準バスケットの内容

道 貨 名	weight	通貨量 (各通貨単位)
米 ド ル	33.0%	0.40
独 マルク	12.5	0.38
英 ポンド	9.0	0.045
仏 フラン	7.5	0.44
日 本 円	7.5	26.00
加 ド ル	6.0	0.071
伊 リ ラ	6.0	47.00
オランダ ギルダ	4.5	0.14
白 フラン	3.5	1.6
スウェーデ ンクローナ	2.5	0.13
豪 ド ル	1.5	0.012
デンマーク クローネ	1.5	0.11
ノルウェー クローネ	1.5	0.099
スペイン ペセタ	1.5	1.1
オーストリア シリング	1.0	0.22
南 ア, ラント	1.0	0.0082

このことは金の廃貨を確定的にし、SDR をそれに代る価値基準にしようとする第一歩といえる。そのためには変動制下各通貨対で常に変動するドルとともに動くSDRではこまるのである。例えば、セントラル・レートで $1\text{SDR}=3.21979$ マルクの場合、 $1\text{ドル}=2.4$ マルクとマルク高相場になると、SDR 対マルクの交換率は $1\text{SDR}=2.88\text{m}$ となり、 $1\$=2.8\text{m}$ とドル高になれば $\text{SDR}=3.36\text{m}$ となる。このように、SDR がドルとリンクしていると、ドル相場の変動は SDR の他通貨との相場をも同方向に連動さすのである。特に問題は SDR とリンクしているドルの相場がさがる場合、ドル以外の通貨に対し、SDR も減価して交換されることになる点であった。そこで前述の如く76年6月末までの暫定2年間SDRの金価値保証は切離され、主要16ヶ国通貨の加重平均値にリンクされるに至ったのである。かくて SDR の交換相場も変動する建前となり、その価値は各通貨の

為替相場制度考

日々の価値によって決定されるということになっている。ただ、ここで言えることは、16ヶ国通貨の加重平均値であるから、主要通貨の一つの価値変動がドルにリンクの場合のようにそのまま SDR の価値変動につながることはないから、かなりの価値安定が保たれるということである。さらに金利が従来の 1.5% から 5% に上げられたことも加わって、SDR の価値安定は一応達成された観がある。例えば、ドルが日本円や EC 諸国通貨に対し実質的低下が続いた74年後半の SDR 相場は 10月—1\$ 19c, 12月—1\$ 21c, それ以降大体 1\$ 24~5c と安定的価値を維持してきた。

しかしながら SDR なるものが未だドルではかつて92億ドル分という僅少な発行額にすぎないものであり、IMF 特別会計を通ずる交換可能通貨借出を赤字国が黒字国に請求し得る権利というに過ぎず通貨としては未完成な一種の準備資金にすぎないものであり、来る76年央という暫定期間後どのように改善さるべきかも歴史に新しい難問であり、IMF 暫定委員会の前に横たわる難関はけわしい。ただ、はなはだややこしい方式ではあるが、上述の標準バスケット方式により算定された SDR は10年1日の如く一定不変で市場相場と大きくはなれたままの法定金価値を無理に価値基準とするよりは、通貨交換の基準としては動く世界経済の実勢に即するものであることはまちがいない。ケインズはすでに1923年の「貨幣改革論」の第一章で、「貨幣が特定金属の一定不変の量で表示されるという歴史的保証はないばかりでなく、購買力が不変であるという保証はさらにおぼつかない点一般在に忘れられている」という趣旨の句をはいている。

7. 為替相場体制の論議

本75年の IMF 総会は、例年より一ヶ月早い9月1日からワシントンで開かれた。それは IMF オイル・ファシリティに多額の拠出をしておいて今をときめくアラブ諸国の蔵相や中銀総裁のオエラガタが、今年はイスラム教の聖なる行事ラマダン（断食月）が9月末に当るため、例年通りの9月末では参加できないという事情によるためといわれ73年後半に起った石油ショックの振幅の大きさを示す

ものといえよう。

それはさておき、今年の IMF 世銀総会を機会にその前後にワシントンで開かれた国際会議の主なるものは主要 5 ヶ国蔵相会議、10ヶ国蔵相会議、IMF 暫定委員会、IMF 世銀合同開発委員会、OECD 経済政策委員会第 3 作業部会等でまことに世界インフレと世界不況という時局を反映するものであった。

その総会直前の IMF 暫定委員会で金の取引と、IMF 増資割当について具体的合意が成立した。

金の取引についての合意の内容は、①金の公定価格廃止、② IMF との取引で金を使用する義務と特別議決ある場合を除き IMF が金を受入れる権限の廃止、③ IMF が保有する金の $\frac{1}{6}$ (2,500 万オンス) を市価で売却し、収益は、発展途上国拠出分を除き特別信託基金として発展途上国援助にあてる。他の $\frac{1}{6}$ は原拠出国に返す。残りの保有金は 85% の特別議決で処分をきめる。さらに先進 10 ヶ国間の合意として、①金価格を固定するような措置をとらない。②取極参加国および IMF の公定保有金の総量を増加させない。③半年毎に IMF と BIS (国際決済銀行) に対し、金取引について報告する。④この取極めは二年後に見直しを行い、継続・廃止等今後の取扱いにつき協議する。

解説Ⅱ 金の処遇

国際通貨制度における金の役割を漸次低下させ、中心的資産としての役割は次第に SDR におきかえて行くという基本原則については、すでに合意が行われていたのであるが、その具体的アプローチについて、金廃貨に積極的なアメリカと執着の強いフランスとの間に意見の相違があって未だ合意が得られなかった。それが今回合意に達した訳であるが内容は次のようである。

すなわち、IMF 協定では、周知の通り金の公定価格があり、中央銀行間の金取引はそれによらねばならないこと、また、中銀は市場の金をその公定価格以上の値段では購入できないなどの制限があった。今後はこれらの制限は廃止し、中銀の金取引は協定上自由に行いうることとなった。がこれを全く自由にしてしまうと、通貨制度におけるその役割を低下するという方針に反することになるおそ

為替相場制度考

れもあるので、先進10ヶ国（いわゆるG10諸国）は上記四つの取極めを行ったのである。さらに従来のIMF協定では、増資払込みの一部 $\left(\frac{1}{4}\right)$ などと対IMF取引で金使用が義務づけられている場合が若干あるが、これらの義務を原則として廃止した。

IMFはまた、加盟国の出資払込み等によって取得した金を保有しているが、それが約1億5,000万オンスになっている。協定改正に当たってそれをどうするか意見が分れていたが、今回その $\frac{1}{6}$ （約2,500万オンス）は市場価格で売却その売上益を開発途上国援助にまわす、同じく $\frac{1}{6}$ は各国のquotaに比例して加盟国へ返却する。そして残りの $\frac{2}{3}$ はIMFが引きつづき保有し、将来85%の特別多数により処分方法を決定することが合意されたのである。

解説 II 増資

IMFの資本金であるquota（割当額）は毎5年に一般的見直しを行い、全体の規模を時代の要請にマッチさせるとともに、各国のquotaをそれぞれの経済実勢にマッチさせるよう調整することとなっている。今回は6回目の一般的見直しに当たっているが、全体の規模として、これまでの約292億SDRを390億SDRに増資することは決定済みであり、その他現在約5%である産油国のshareを10%に倍増すること、その産油国側share増加分は先進諸国のそれを減らすことによって対処、途上国のshareをへらさないことについても合意ができていた。そして今回は、この合意の線にそって各国それぞれの拠出shareについての合意が得られた。IMFのquotaはそれぞれの国の総合的経済力をあらわすものとみられ、かつIMFにおける投票権や資金利用枠など具体的な意味をもつほか、各国の発言力にも微妙な関連をもつなど重要なものといえるが、日本は現在の4.11%から4.25%にふえることが合意された。先進国の殆んどがshare削減または低い増加率に止まっているなかで、わが国shareの増加率は特に目立つものである。

解説 III 為替相場制度

今回の一連の会議においては、為替相場制度はとりあえず棚上げされ、そのものの論議は行われなかったようである。がしかし、実質的に合意のできた金問題

為替相場制度考

を含め IMF 協定改正が最終的合意に至る際には為替相場制度についての協定改正案だけ合意なしでというわけには行かないであろう。そのため、IMF 協定改正案、増資につき最終的合意の得られることが期待されている76年1月（といっても来月であるが）初めのジャマイカでの IMF 暫定委員会までに、各国にとって受入れ可能な為替相場制度についての協定改正案を用意しようよう最善の努力を払うという申し合せとなったといわれる。

相場制度そのものの論議はなかったとはいえ、それにふれた意見開陳は総会における総務演説で行われ、例によって米・仏の対立という形で両国の従来立場が一層明確にされた。まず米のサイモン財務長官……「ある国は単独でフロートし、ある国々は共同で（ECの対ドル共同フロート）、またある国は固定相場制をとっているという、自由かつ弾力的な為替相場があったからこそ、石油危機後の困難な事態に対処し得たのであって、固定相場制の議論は現実には存在していない世界を前提としたものである。米国の政策は、為替相場は当局がきめるものではなく、基本的に市場が決めるという見解に立つものである」。すなわち為替相場制度は各国の自由に委ねるべきだという主張である。それに対し仏のフルカード蔵相……「より公平な、安定的通貨秩序とは、安定的しかも調整可能な平価制度への復帰を基本的目的とすべきである。一般的フロートは、国際通貨制度を更に混乱させ、経済の再建をおくらせるに過ぎない。先進国にとっても、開発途上国にとっても、経済の開発は、各国通貨間の安定的関係が保証されるような制度においてのみ可能である」。わが国の大平蔵相や独・英の蔵相らの発言は上記米・仏の中間的立場のものであった。

上述した C-20 委員会発足の最初からフランスは金本位復帰をとなえて対米反発の先頭に立ったが、その後軟化して金問題では上記の如き合意に加わった。事実上金廃貨である上記金についての合意に加わった以上 SDR に固定する平価制度を考えているものとするれば、固定相場の硬直性を改善した平価制を考えているものと思われるが、その変動許容幅はどの程度にしようというのか。そのへんはわからない。いずれにしても米の変動対仏の固定の対立である。これに関連して

為替相場制度考

伝えられるところによると、米国議会は、現代広く行われている為替相場のフローティングが協定上合法化されない限り、IMF 増資に応じられないし、IMF 協定改正も支持しないとの立場を明らかにしているという。

今次総会に先立って発表された IMF 年次報告では、過去 2 年にわたる変動相場の経験をふり返り、興味ある多くの点を指摘している。(International Monetary Fund, Annual Report, 1975)。

(a) 現在の各国相場制度の分類……①単独フロート、②共同フロート、③特定通貨への peg、④特定通貨への釘付け状況でスライドする、⑤ SDR 合成通貨単位へのリンク。①と②には主要工業先進国が入り、③以下は発展途上国だが④は南米諸国、⑤は産油国：①+②で18国、世界通貨の70%を占める。傾向としてフロートをとるのは大国で、経済が分化し、貿易の依存の少い国で、貿易依存の大きい小国やモノカルチャーの国は固定制をえらぶ傾向がある。

(b) 変動相場制下の相場の動き……その日その日のあるいは一週といった短期の動きはかなり大きい。対米ドルの動きは、欧州通貨の場合が（特にマルクやフラン）大きく、カナダ・ドルや円の変動は、それらに比して比較的小幅であった。74年の後半からは一般に変動が少し小さくなった感がある。そして為替相場の売買マージンが固定時代に比して大幅になったとしている。また変動に対し、為替リスクカバーのための公的制度がいろいろできて来たが市場の先物相場はその機能を十分発揮したとの立証はしがたいともいっている。

数ヶ月あるいは4半期以上にまたがる相場の動きを見ると、ハッキリとした変動の動きが感じられる。それは經常取引による影響もあるが、資本取引による影響がより大きく、金利差と相場自体のみとおしによって大きく動く。資本取引の影響で動いた相場に対し、經濟取引が反応できない内に、また資本取引が相場を調整する。石油に関連する資金の動きや、各国のインフレ対策の効果などで動くことが多い。

相場の動きを長い目で貿易への影響という観点からみるには、貿易における比重を加味した実効為替相場変動率によるのが最も实际的であり、一方、為替相場

為替相場制度考

の変動は各国相互間の物価変動率の相違に密接に関連するものであるが、この両者をかけ合せて、実際の相場の動きが、物価変動率の違いを調整しているかどうかをみると、フロートになってから、米・加・仏では、概ね妥当な相場の動きを示しているが、イタリアと日本では相場が下方に過剰調整気味、西独では上方に過剰調整気味という感があった。

結論として、該報告は変動制相場の下での為替市場機能はむしろ平静であり、固定時代のような混乱はさげられた。相場は動いたが、それが世界貿易の成長を防げるようなことはなく、連続した困難な事態が乗切られたとし、石油ショック以前より貿易が減少せるのは必ずしも（仏のいうような）変動制のゆえではなく、他の理由によることを暗示し、変動制を評価している。また途上国はフロートの影響を受け、その変動のカバーがとりにくいことも指摘している。しかし、現在のような情勢下では、多少の相場変動はさげがたく、変動相場で不安が固定時代より大きくなったとは言えないと結んでいる。要するに相場変動は大きかったが、市場閉鎖のような事態は起らず、何とか危機はのりこえ得た。固定制だったら、もっとひどいことになったろうという印象をうける報告である。

結 び

最後に変動相場制についての実務家の見方を参考にしよう。英誌バンカーの行ったアンケート調査によると、12人の国際的な銀行の首脳者の内米系の3人を除き変動制を容認するものは一人もいない。国際協力による安定的相場体制への移行を望んでいる。貿易に従事する企業家についての国際商工会議所の調査では、企業家の大部分は「変動相場制で先物為替がうまく機能し、先物カバーの困難にはあっていない。しかし、為替リスクはやはり大きく、そのカバー・コストは高くなり、貿易が困難になった。かような不安な環境をもたらす制度に長く没入したくない」という考えのようだという。

一般にアンケート調査的設問のやり方では目前の問題を自己の立場で可とするかどうかを簡単にいわせるやり方が多いので、実務家達のこのような感触は当然

為替相場制度考

の表現であろう。しかし、かような批判の裏にはかつての金本位固定相場のイメージとの比較が潜在し、変動相場の変動性に重点をおきすぎたり、あるいは変動制のメリットまたはその機能に対する過大な期待からくる幻滅がありはしないか、少なくとも金本位・固定制崩壊の因と現状の関連を思いめぐらす余裕を持たない発言ではないか。さらにまた現状においてもし固定性であったらとの考察があるかなどを問い直してみるだけの用意が調査者にあったであろうかなど考える必要がある。

すでに明らかなように、世界は今や固定制復帰のフランスと変動制持続のアメリカとの妥協がどのように来月のマイアミで展開されるかを見守っているわけであるが、それは政治的問題であり、力関係からも、また、最近ドル相場が上昇気運にあることから多分にアメリカよりの妥協になる可能性があると思われる。ドルの割安が輸出不振の一因とみて盛んに調整可能な平価制論などとさげんでいたフランスも最近のようにドルが強ければ、矛をおさめる気にもなるだろうからである。はたしてそうなるとすればガイドラインをもった変動制ということであろうと思われるが、ここで変動制に関する論議のまとめをしておこう。相場制度批判に当っては現実の事象が相場制そのものに起因するものと他の理由によるものとを峻別すべきであることはこの際忘れてはならない。

第一に、変動相場のもつ經常収支調整機能が働かなかったと言っている。たしかに米ドルや英ポンドが下落し、独マルクが切上っても、かなりの期間収支調整は行われなかった。しかし、現実の世界的スタグフレーションや石油問題の影響が大きすぎて、相場調整の効果は明らかでなく、本年に入ってからかなり対外収支面の調整が行われたが、これとて同じ理由で相場調整の効果と言い切れない。IMF スタッフが変動制以前の経験を分析したのを見ると、主要先進国の場合、平価調整は輸出に対してはかなり顕著な効果を示したが、輸入への効果はハッキリしないと言っている。輸入の価格弾性値が低いということであるが、これが現在でも調整効果に影響を及ぼしているとみられるのである。

次に投機取引抑制機能の点においては、相場変動幅が大きくなった反面、その

為替相場制度考

ため利食のような調整取引を誘引し、当面の介入の効果的働きもあって、いわゆる管理された変動制のよい面がでていているといえる。IMF 報告にあるように資本取引が先行して相場に多少のオーバーランのあることはいなめないが。先物相場の機能の具合や金利裁定取引への影響については今後の展開をみるべきだろう。

変動相場が国内政策を対外配慮から解放するというメリットはむしろ政策の歯どめを失わせ、インフレを促進したという批判、これこそ前にあげた起因の峻別を忘れたもので、たしかに歯どめははずされうるが、それは政策の立てかたによるもので相場制度如何の問題ではない。むしろ固定制の方がインフレを輸出して国際間のインフレを均等化する方向にあることは今の世界インフレがアメリカのドルたれ流しにあることが証明している。変動制は逆にその移転を阻止する。マハループによれば、「変動制がインフレの原因ではなく、インフレが変動制をさげがたいものにした」のである (Euromoney, 1975, Sept. F. Machlup)。上述のように、一般に今日の経済社会では輸入の価格弾力性が低い一方で国内には価格の下方硬直性がある。変動制は対外収支調整よりもインフレ促進に働くという批判は、インフレが本質的には為替相場制度如何以前の経済政策の課題であることを忘れたものである。

変動制は対外準備を必要としなくなる (シカゴ大学フリードマン) という説については、真に自由 flexible な相場の行われた場合という前提のあることで、当局の介入ある今日の管理変動制下ではその効果の判定は殆んど不可能であるが、ただ政府当局に介入のため準備をつかうか、相場の動くままにおくかのオプションを与えることには大きな意味がある。政策当局の研究すべき点であろう。

(1975年12月1日記)