

## 論 説

現在の国際通貨体制（変動相場制下）に  
ゲームのルールはあるのか

松 本 朗

## I. 国際通貨体制と金融政策—ゲームのルール—

## 1. 固定相場制下のゲームのルール

## 1) 固定相場制と価格標準

資本主義経済社会は、金本位制→金為替本位制→IMF 固定相場制（金ドル体制）へと通貨制度を変遷させてきた。これらの制度の特徴は、そのメカニズムに差はあるとは言え、固定相場制を採用しているところにあった。金本位制ないし金為替本位制では、通貨と金とが結びつくことによって対外的な通貨の交換比率（為替相場）も固定された。国内的な金平価が同時に国際的な（為替相場における）金平価も成立させたのである。マルクス経済学的に規定すれば、法制的な（明示的な）価格標準が制定されることによって、対外的な通貨の交換比率が自動的に成立したと言える。

戦後の資本主義国は、国内的には金本位制を放棄し、したがって、価格標準は法制的に維持されなくなり、管理通貨制に移行した。しかしその一方で、旧 IMF 体制下において加盟各国は固定相場（旧 IMF 平価）の維持義務を負った。それと同時に、アメリカはドルの金との交換制を維持することによって相場水準のアンカーを保証した。国内的に管理通貨制に移行した状況であっても、対外的には、たとえ公的機関の間に限られているとはいえ、金とドルとの交換制という金と通貨との限定的な固定関係が保たれた。ドルが限定的ながらも金との固定関係を維持していることを背景に、加盟各国通貨とドルとの固定為替相場制が成立したと言える。また、公的な局面での金とドルとの固定関係があるため、金市場価格も 1oz=\$35 を保っていた。したがって、こうした動向の背後には「事実上の価格標準」が存在しているという考え方も生まれた。そして、それを推計する試みもなされてきた<sup>1)</sup>。

## 2) 固定相場制下における金融政策—ゲームのルール—

金本位制下では、金平価（法制的な価格標準）が維持され、結果として為替相場は固定される。そして、金平価の維持と為替相場の固定が金融政策を制約した。また、国内的に金平価（法制的な価格標準）が放棄されていた IMF 体制においても、調整可能な釘付け相場制度の下で、各国の金融政策は制約されていた。これがいわゆる「ゲームのルール」といわれるものの骨幹をなしているといえる。以下、ゲームのルールについて簡単な整理しておく。

まず金本位制の場合を考えてみよう。国際収支の状況と国内経済の状況とによって金移動が起こる。そうすると、中央銀行の金準備高の状態や金融市場の状況（典型的には金利の動向）に向かって影響がおよぶ。この影響が、中央銀行の金融政策を左右した。つまり、金準備の動向が中央銀行の金融政策を左右する重要な要因になったと言える。いいかえれば、そうした金融政策の下で固定為替相場を維持された。中央銀行の金準備と金平価の維持という義務が、固定相場を存続させる金融政策を中央銀行に課すことになった。これが金本位制下のゲームのルールである。

旧IMF体制下の固定相場制維持を前提とすると、政策当局は、為替相場変動の原因となる国際収支の黒字ないし赤字を解消するか、為替相場介入によって為替相場変動を押さえ込むかの措置を採ることになる。為替相場変動のコントロールは、国際収支の黒字・赤字（国際的な不均衡）の原因である国内の景気状態を金融政策によってコントロールすることで達成される。例えば、国際収支が黒字で、為替相場が上昇している場合には、金利を引き下げ、国内経済を刺激し、国際収支の黒字減少と為替相場の下落を促していく。逆に、国際収支が赤字で、為替相場が下落しているような場合は、金融を引き締め、国内経済を減速させて、国際収支の赤字解消と為替相場の下落を防ぐことを追求する。

インフレーションが発生した場合を考えてみよう。この場合、物価は名目的に上昇する。しかし、為替相場は固定されているので、インフレーション（通貨減価）が起きた通貨の相場は過大評価になる。この結果、国際収支は赤字になると同時に、外貨準備の減少からいずれ金融引き締めと緊縮財政を採らざるを得なくなる。つまり、固定為替相場の維持という制約が通貨の代表金量の減少に伴うインフレーション（名目的物価騰貴）の歯止めになると考えられる。

このように外貨準備と固定相場制の維持という前提が、金融政策の一定の制約を課すことになることを「国際通貨制度におけるゲームのルール」という。このようなゲームのルール（政策的な制約）が生まれる理論的な理由を指摘するとすれば次のようになる。

金本位制度において金平価が維持されるということは、法制的（明示的）な価格標準が維持されていることを意味する。また、旧IMF体制下での固定相場制の維持義務は、管理通貨制度下において事実上の価格標準が存在していることを示しているといえる。ここで価格標準とは、金本位制下においては法制的な金平価で示される通貨の代表金量のことを指す。また、旧IMF体制下では、金とドルとの公的な無制限交換を軸とする旧IMF平価が、ドルおよび加盟各国通貨の通貨価値変動のアンカーの役目を果たしていたこと、つまり、名目的物価上昇（インフレーション<sup>3)</sup>）の歯止めになっていたことが、事実上の価格標準の存在を推定させる根拠となるといえる。

論を先に進めるために、上記を論拠としてここでは一応、価格標準ないし事実上の価格標準通貨の価値を示しているという前提をおくことにする。

### 3) 国際通貨制度におけるジレンマ

金本位制にせよ、旧IMF体制にせよ、通貨制度を歴史的なパースペクティブで考えた場合、固定相場（価格標準）の維持という制約が大きな矛盾の要因であった。以下ではそのことを中心に旧IMF体制下における金融政策のもつジレンマについて見ておこう。

#### i. 価格標準の維持と実体経済の矛盾

固定相場制を維持するためには、各国は国内均衡（完全雇用、経済成長、物価の安定など）と国際均衡の矛盾に直面する。例えば、高度成長期において日本経済が「国際収支の天井」という制限

によって成長を減速せざる得なかったのもそれにあたる。つまり、経済成長を維持しようとする  
と国際収支は赤字になり、為替相場の下落圧力と外貨準備減少から引き締めを余儀なくされ、経  
済成長が減速した。為替平価維持しようとすることは、事実上の価格標準を狭い範囲内で維持し  
なければならないことを意味する。一方で、インフレーションが続けば、現実の物価は為替平価  
の水準を規定していた「事実上の価格標準の近似値」を越えて上昇する。国内物価は通貨減価＝  
インフレによって上昇するが、輸入物価は為替相場が固定されているため安定しているから、価  
格競争力をもった輸入が増え国際収支が悪化した。こうした状況に直面した通貨当局は金融引き  
締めへと向かわざる得なかった。

さらに、戦後の国際通貨制度（旧IMF体制）では、国際収支黒字と経済成長とが両立する国と  
国際収支赤字と国内経済成長とのジレンマに悩む国とに二極化し、黒字国責任論や赤字国責任論  
が生まれた。これは、国際競争力の差に基づく構造的ジレンマと言える。ここではやや大胆に、  
理論的にこの原因を、事実上の価格標準（ないしは為替平価）と「貨幣の相対的価値」の矛盾にあ  
ると仮定したい。国際競争力を規定する「貨幣の相対的価値」と為替平価（事実上の価格標準を規  
定する）との間の矛盾が、この二極化の背後にある事態と言えよう。

## ii. 基軸通貨国と周辺国の矛盾

このこと以外に、戦後の国際通貨制度では、基軸通貨国と周辺国が抱える矛盾という問題も存  
在した。周知のように、国際通貨制度を安定的に維持するためには三つの要素が守られなければ  
ならなかった。①国際収支の維持、②通貨の信認、③流動性の供給である。特に、基軸通貨国は、  
①・②と③とを両立できないとするいわゆる「トリフィン・ジレンマ」が存在し、それが旧  
IMF体制を脆弱化させた原因とされた。そしてその主張に対してさまざまな議論が展開された。  
一方、周辺国は本来のジレンマ、つまり①、②、③で規定される国際収支均衡と国内均衡を維持  
するというジレンマに対峙していたと言える。

しかし、こうした矛盾を抱えながらも、IMF固定相場制が維持された一つの理由は、ブレト  
ンウッズ体制が「アメリカの圧倒的な経済力と金保有高を前提とした非対称的なシステムであ  
り、「アメリカが、金平価を維持しつつ国内均衡を追求し、それ以外の国が対ドル平価を維持し  
つつ対外均衡を追求する」（「N-1」問題）というシステムが機能したからであろう。言い換えれ  
ば、「国際通貨体制を維持し、自由通商と多角的決済を維持するコストを削減するとともに、各  
国政府が、自国優先的なインフレ政策による景気高揚策をとることを妨げ、構成国側の経常収支  
不均衡を『調整』し、各国経済が必要とする『流動性』を供給し、これらを機能させる基軸通貨  
としてのドルの『信認』を維持する機構<sup>4)</sup>」がそれなりに機能していたからといえる。

## 2. 変動相場制下のゲームのルール—理論と現実

それでは、変動相場制によってこれまで見てきたような「ゲームのルール」や「国際通貨制度  
におけるジレンマ」とその調整はどのように変容したのであろうか。

その点を考察するために、ごく教科書的に変動相場制支持者による変動相場制のメリットに  
ついて整理しておこう。フリードマンを中心とするマネタリストがよってたつ理論的支柱は、市  
場原理（価格調整メカニズム）への全幅の信頼にある。変動相場制においても同様で、為替相場変  
動の持つ価格調整メカニズムが働くことによって市場全体の均衡が図られるとする。つまり、為

替相場の変動による価格調整メカニズムによって国際収支の均衡は自動的に達成され、同時に国内均衡も図られる。したがって、通貨の信認を人為的に追求する必要は無くなり（為替の介入の必要も無くなり）、外貨準備はいらなくなる。通貨当局は、国内均衡の達成に専念できるようになるとする。さらに重要なことは、短期の資本移動も均衡回復的に作用するので、いずれ為替相場変動幅も縮小し、均衡化すると主張した。

ここでみてわかるように、変動相場制論者は、資本主義経済の歴史の中で採られてきた固定相場制の下で通貨当局を縛ってきた「ゲームのルール」が変動相場制の下ではまったく無くなってしまふ、と主張していると言える。つまり、価格標準の維持と実体経済の均衡（国内均衡および国際均衡）との間の矛盾の調整は変動相場制の下では止揚される、というのが変動相場での特徴とすることになる。

それでは、変動相場制下において、固定相場制下で通貨当局を縛っていた「ゲームのルール」から通貨当局は、解放されただろうか。この点については多くの研究が提起され、ほぼ否定されている<sup>5)</sup>と言える。そのポイントはおおむね以下のようにまとめることができるだろう。

(1) 為替相場変動＝価格調整メカニズムによる国際収支調整機能は働かず、「グローバル・インバランス」問題に象徴されるように、むしろ国際収支の不均衡は拡大し、「強い通貨」と「弱い通貨」の二極化が一層広がった。

(2) 為替介入の必要はますます高まり、外貨準備の必要性は高まった。変動相場制を採る先進国は、拡大する資本移動と相場の乱高下に対抗するため相場への介入を止めることができなかった。したがって、外貨準備をなくすことはできていない。その最も典型的な事例は1997年のアジアの通貨危機に見ることができる。

さらに、多くの国々が何らかの形で管理されたフロート制ないしは、基軸通貨に対して為替相場を固定せざるを得ず、そうした制度的実態からも外貨準備の必要性は失われなかった。こうしてみると、変動相場制下でも国内均衡（あるいは国際均衡）を至上命題とする、何らかの為替相場水準（事実上の為替平価）を意識せざるを得ない状況に変化はなかった。

現実の為替相場の水準が事実上の価格標準とどのような理論的關係になっているかという重要な研究課題は残る。しかしながら、各国の金融政策が、実体経済の均衡をめざすという点で他通貨に対する対外価値（相対的な交換比率）、あるいは擬似的な価格標準を意識せざるを得ないという状況は、今日でも続いていると言える。

## II. 90年代以降の為替相場変動のと金融政策

前節までで、「ゲームのルール」というキーワードで固定相場制（旧IMF体制）と変動相場制の連続性を見てきた。そこでの主張の中心点は、変動相場制下においても通貨制度を制約条件とする金融政策の縛り＝ゲームのルールは失われまいということであった。しかし、変動相場制という縛りの中で金融政策が目標としなければならないことは、固定相場制とは異なってくる。本章ではこのことを、変動相場制のゲームのルール（あるいは為替相場変動）における金融政策の変化として考察したい。

図表1) Inflation, consumer prices (annual %) — World —



source) World Bank, <https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG>

ここでの前提となるポイントを二点指摘しておきたい。まず第一に、前節でも指摘したように変動相場制下において資本取引の増大が内外において増大し、投機的な短期資本移動が激しくなったこと。一方で、世界的にインフレ率が低下し、物価が低下する基調になってきたことである(図表1)。後者は、事実上の価格標準の変更による為替相場の変動要因が'90年代に入り、薄れてきたことを意味する。そうすると、変動相場制という制約下での金融政策は、前者、すなわち資本移動を主たる変数として意識しながら行われることになるといえる。

最も典型的な事態は、1997年のアジアの通貨危機に見られる。この時、アジアのエマージング・マーケット（新興国市場）から国外への資本逃避が急速に進み、通貨や株式市場は暴落し、急激な国内経済の収縮に見舞われた。アジアのエマージング諸国は、もともと先進国からの直接投資と輸出産業に過度に依存しつつも、経常収支が慢性的な赤字という脆弱な経済構造にあった。そこに短期資本の均衡破壊的な為替相場への攻撃が仕掛けられ、経済危機がアジア各国の国内経済から世界中へと広がった。

ここにみられるように、'80年代以降の世界の経済状態（国際均衡および国内均衡）についてアジアの通貨危機が示していることは、世界的な貨幣資本の過剰と資産市場の膨張とによって国際通貨制度が攪乱されるという特徴である。国内的には、拡大した資産市場における膨張（バブル）とその破裂によって国内均衡が攪乱される事態が繰り返し起こり、他方で国際的な資本移動がその攪乱の引き金や増幅器になっているのである。これが変動相場制下の特徴であり、各国の金融政策にとっては、こうした資本移動が大きな制約条件になってきたと言える。

資本移動が拡大し、その移動が国内均衡を大きく左右する事態になってきたことは既に見てきた。このような状況下で通貨当局が最優先されるべきは、攪乱的資本移動をコントロールするための各国通貨の信認の確保にあるといえる。例えば、アジアの通貨危機では、急速な資本逃避による準備金の喪失によって国内経済に厳しい引き締め圧力がかかる事態になった。これは金本位

制下における金準備の流失、言い換えれば、貨幣恐慌に陥った事態と言える。こうした事態を避けるためには、通貨の信認を確保することが肝要となる。通貨の信認が確保されれば、金利操作によって資本移動をある程度コントロールできるからである。

それでは信認を確保する最も基本的な要因は何か。それは、経常収支ないしは基礎収支の黒字あるいは均衡の維持であろう。したがって、このような経常収支あるいは基礎収支の黒字ないしは均衡を保つことのできる為替相場水準を維持し、それを前提条件として資本移動をコントロールことが金融政策を制約する条件へと変化してきた。これこそが、'90年代以降の国際通貨制度におけるゲームのルールであると推定したい。

次章では、日本を例にとりながらこのことを見ていく。

### 1. バブル崩壊と円の過大評価

1990年代以降の日本の為替相場変動を見たとき、その調整を担ってきたのが、①金利格差（図表2）と②為替介入であることを以下で確認する。

BISが加盟各中央銀行に求めている当該国の銀行の対外債権の状況についての統計に従って、'90年代の邦銀の対外債権の状況を検討する。<sup>7)</sup>

1990年代以降の邦銀の対外債権債務の状況の特徴の一つは、対外債務残高の減少と他方での対外債権の増大である。1990年代にはいると「ジャパン・プレミアム」問題に代表される、日本の金融機関の国際金融市場における信用の低下によって国際金融市場における対外債務の取り込みが困難になっている様子を残高統計から見て取れる。

問題は、1990年代後半以降2007年に至るまでの動向である。対米債務についてみると、債務残高は減少するが、しかし、逆に、債権残高は超金融緩和政策が始まった95年以降急速に増加する。90年代後半は日米の金利差が、そして2000年以降は「ゼロ金利政策」と「量的緩和政策」が邦銀の米国向け外貨債権を増大させたと考えられる（ゼロ金利政策時の米国向け債権の伸び率は9.2%、量的緩和政策時：2001年～2005年のそれは、51.7%）。さらに、米国向け外貨債権の内訳を見てみると銀行向け債権の割合は減少し、非銀行向け債権の割合が拡大している。つまり、主に対ドル預金で構成されると考えられる銀行向け外貨債権ではなく、証券投資、あるいは非金融機関事業会社などへの貸付が増大している。

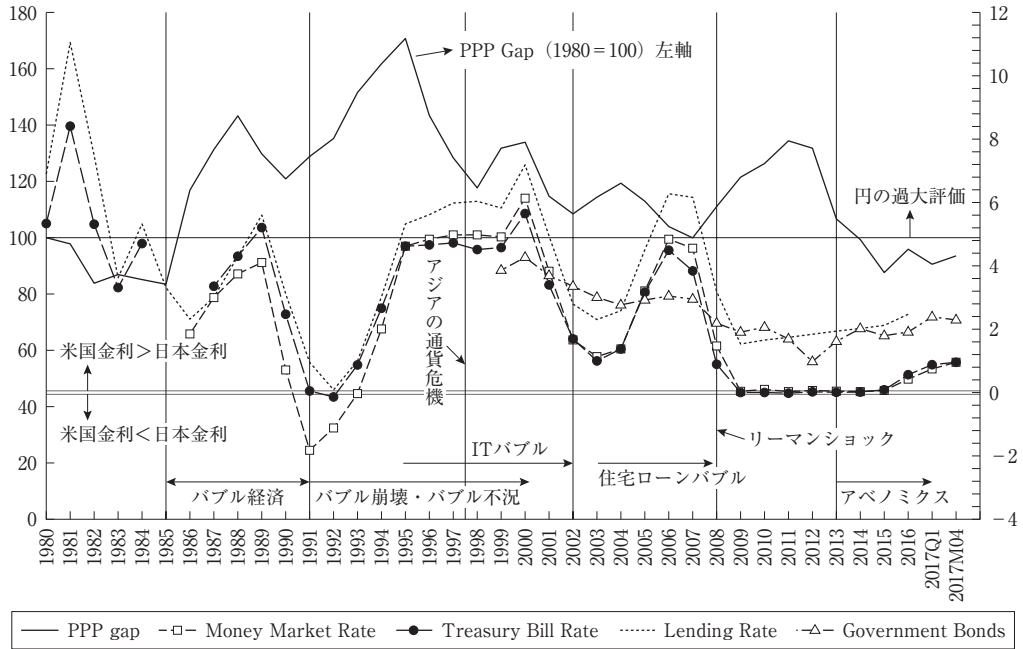
ここまでの統計分析によって、1990年代後半以降バブル不況の深刻化の中で国内における投資先が失われたという条件と、2000年代に入り超金融緩和政策によって金融市場において実現したほぼゼロに近い金利条件という下で発生した円キャリー・トレードが、1990年代以降続いていた円高を一定の水準に押さえ込んだ要因の一つだったと言える。

そして、このように相場を押さえ込んだ効果は、経常収支の回復に現れてくる。為替相場は金利差が縮まると徐々に過大評価の縮小を始め、そのことが経常収支へとつながっていったのである（図表2、図表3）。

しかし、こうした金融機関の行動以上に円高阻止の役割を果たした要素がある。それが為替介入である。以下では公的部門の動向を検討していく。

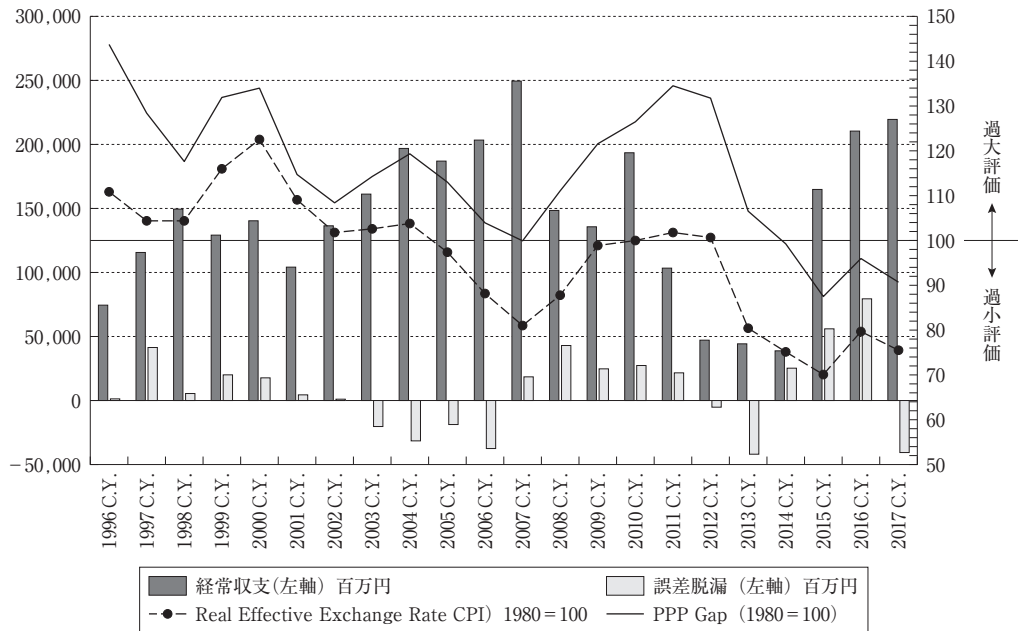
外貨準備の増加は為替の外貨介入を通じて達成される。したがって、介入額と外貨準備の大きさは一定の関係がある。1996年以降、日本の財務省は為替介入額を公表しており、そのほとんど

図表2) 日米金利差と円のドルに対する過大、過小評価



出所) IMF, IFS

図表3) 経常収支，誤差脱漏，実質実効為替相場，対ドル PPP Gap



原資料) 財務省 HP, IMF/IFS

がドル介入である。このことから、外貨準備のほとんどがドル資産と仮定できる。そこで、アメリカの対日金融収支のうち非居住者の対米金融資産増と日本の外貨準備の増加とを比較した。ここから次のことが理解できる。①超金融緩和が進んだ1995年の時期、②ゼロ金利政策が採られた時期、そして③量的緩和政策が最も進行した時期に、対米金融資産の伸びと外貨準備の増加額がほぼ等しくなる。言い換えれば、経常収支黒字を上回る日本の対米金融資産の増加は、日本政府によるドル買い介入によって達成されたと仮定できる。

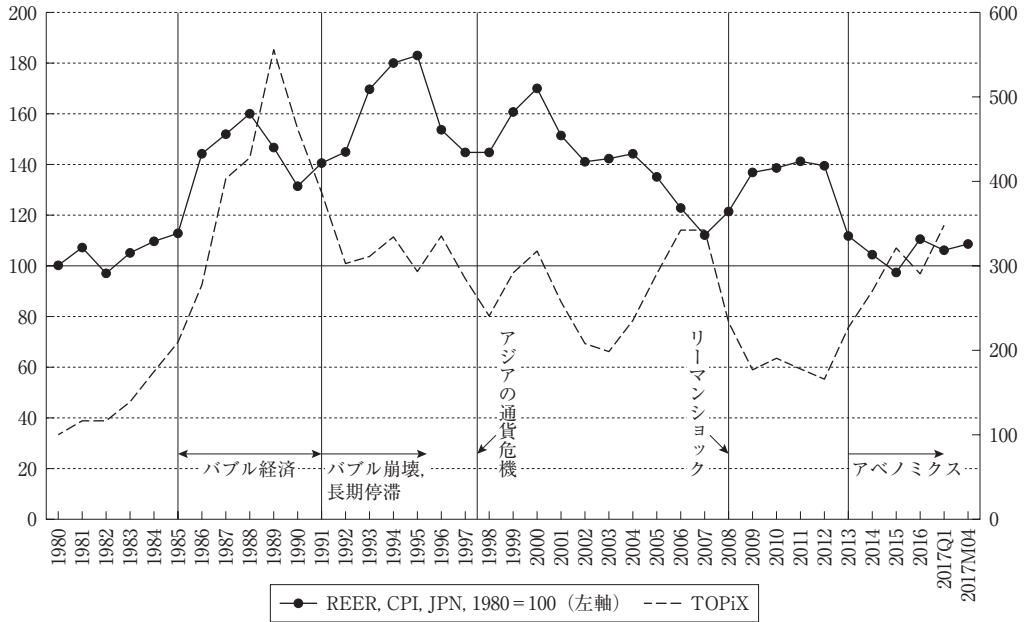
特に、2001年以降の量的緩和政策時は、日米の金利差が急速に縮小した時期であった。したがって、日米の金利差によってアメリカへの資本還流を促すことができない政府は、為替介入によってドルを支える必要があった。そこで、この時期日本の対米金融資産の増大が著しく、グロスの米国の対日金融収支は、経常収支戻の4倍を超える規模になっている。ということは、巨額の介入を続けなければならなかったほどに、為替市場でのドル売・円買圧力が強かったことが推測できる（図表2）。

さて、円の介入が行われた①～③すべての時期で、アメリカによる対日金融資産も増加している。つまり、対米累積経常収支黒字を原因とするドル売り・円買いによって日本国内に流れ込んだ資本が、日本の金融資産に投資されたことを示している（その一部が、株式市場や不動産市場における「外資」の動きとして現れる）。このことから、累積経常収支黒字とその裏返しとしてのドル資産の累積が日本国内への流入する投機的な資本の源泉であり、そしてドル相場を維持する介入政策が投機的資本の日本流入の基礎条件となっていることが推測できる。国内の資本市場の投機的な価格変動（いわゆるミニバブル現象）の対外的な要因はこのように捉えることができる（図表3）。

03年1月～04年4月の巨額の介入を行ったのは、当時の財務官・溝口善兵衛である。彼は証言の中で、「当時、日本経済は…（中略）…デフレスパイラル…（中略）…に陥る寸前の厳しい状況だった。にもかかわらず日本銀行は量的緩和政策をとって、すでに金利を下げる余地を失っていた。財政が悪化していた政府も新たな財政出動は困難だった。／一方、米国も経済状態は良かったが、イラク攻撃が近いとの見方からテロなどによる経済停滞の懸念があって、ドル安圧力がかかっていた。我々は『デフレ下の円高』というこれまで経験したことのない状況に直面していた。異常事態に伝統的な手法では対応できなかった<sup>8)</sup>」と証言している。しかし、理論的には疑問が残る。デフレを「物価下落を伴う経済の停滞過程」と捉えるとすれば、オーソドックスなセオリーからすれば、円高圧力がかかるのは当然のことであり、「異常事態」とは言えない。特に、日本のように輸出主導型の経済構造になっている国では、国内の有効需要（市場規模）の縮小は、国外への輸出圧力につながり、経常収支の黒字から円高が予想される。こう考えると、溝口財務官の本音は、証言の次の部分に現れている。「80年代のレーガン米大統領やサッチャー英首相の改革の時は、経済悪化に伴って自国通貨が安くなり、国内企業の輸出競争力が高まったので改革の痛みが吸収されやすかった<sup>9)</sup>」。つまり、レーガン、サッチャーが行ったような規制緩和＝自由化と不良債権の強制処理策は、恐慌的な状態を国内に及ぼす。それを政策的に緩和するための一つのルートとして輸出を確保する必要があった。したがって、輸出競争力を削ぐような円高はなんとしても回避したかった、ということだろう。

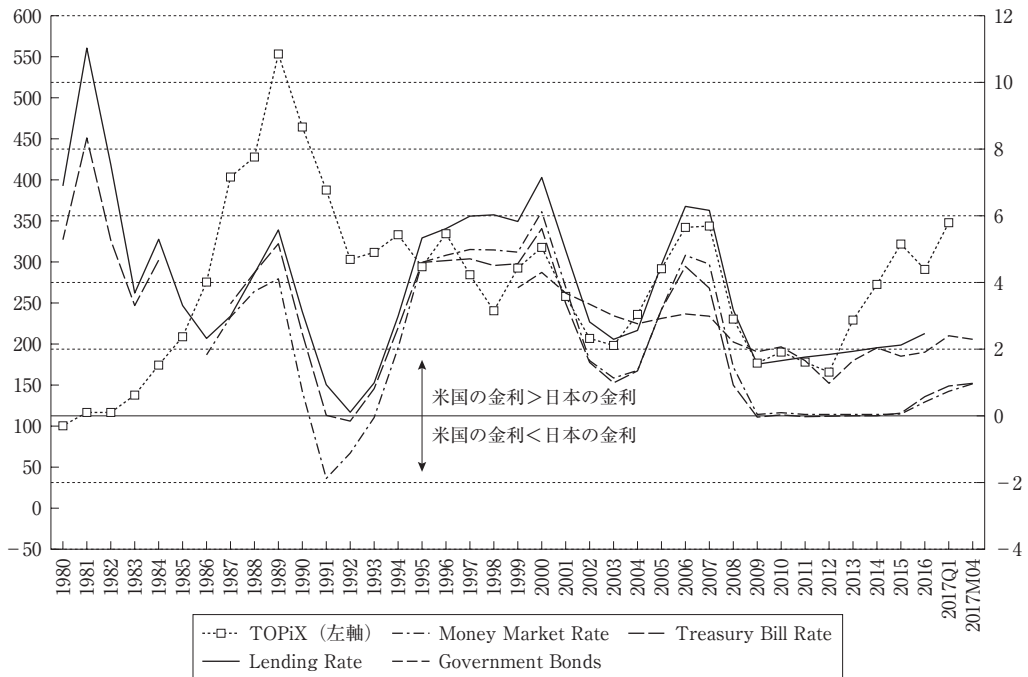


図表4) 円の実質実効為替相場と株価（TOPIX） 1980=100



原資料) IMF/IFS, 東証 HP

図表5) 株価（左軸）と日米金利差（右軸）



原資料) IMF/IFS, 東証 HP

## 2. リーマンショック後に変化はあるのか

リーマンショック後の明らかな変化は、日米の金利差が極限まで縮小するなかで、為替相場の上昇（過大評価）と株価の急激な下落が起こったことである。リーマンショック後は、各国がリーマンショック後の資産価格の下落（価値破壊）をゼロ金利政策で調整しようとした。このことは、少なくとも為替政策（為替相場調整）という点での金利政策の効果を減少させた（図表2）。言い換えれば、金利差によって為替相場、実体経済、株価の維持する政策は、少なくとも取れなくなった。したがって、リーマンショック後は、経常収支黒字という事態を基礎にして、さらには、円の信認を前提に、円は過大評価へと振れていく（図表4、図表5）。

こうした中で、再登場したのが量的緩和政策であったと言えそうである。リーマンショック直後から再導入された実質的なゼロ金利政策は、日米の金利差をゼロにした。したがって、金融政策の手段としての金利政策は放棄された。一方、リーマンショック後の世界経済の縮小と円高の影響が、2010年を境にして経常収支の黒字を急速に縮小させていく。こうした中で、金融緩和政策は一段と引き上げられ、事実上、量的な操作へと移行するようになった。つまり、中央銀行は、金利操作を放棄した中で、量的緩和政策という手段によって経常収支黒字と為替相場水準を維持しなければならないという「ゲームのルール」に従わざるを得なくなったといえそうである<sup>10)</sup>。政府も、2010年9月には、6年半ぶりに円高阻止のための為替介入を行った<sup>11)</sup>。これらの事態からわかるように円高阻止と経常収支黒字の縮小を食い止めることが政策的に重要な目標になったといえるのではないだろうか。

さて、こうした政策にもかかわらず、円高の進展による経常収支の黒字縮小から、国際収支のファンダメンタルズは悪化した。その結果、為替相場はその後円安へと動き始めた。そして、この円安にさらなる圧力をかけたのが、アベノミクスであった。いわゆる「異次元の量的緩和政策」が為替相場の過大評価の解消を加速した。

アベノミクスの為替相場政策という面から見た特徴は次のところにある。「異次元の量的緩和政策」は、金融市場（銀行）に対して大幅な資金供給を行うことによって、ゼロ金利を維持しつつ株価を下支えし、実体経済の安定化を図ったということが言える。そして、それが為替相場の安定化（過大評価の解消）につながっていった。アベノミクス初動前後の、量的緩和政策によって株価が上昇し、キャピタルゲインが発生した。その利得が日本からのアメリカへの資金移動につながり、円の水準が低めに誘導されたと考えられる。つまり、形を変えた「円キャリー・トレード」が円安を促したといえる<sup>12)</sup>。その結果、経常収支の黒字は回復し、さらに、株価も上昇した。これが日本の経済の景気回復を支えたと言って良い。

したがって、量的緩和政策の資産市場（株式市場等）への影響が薄れると、日本銀行や通貨当局（財政機関も含めて）は直接に資産市場に介入をせざるを得なくなったのである。

## Ⅲ. 結びにかえて

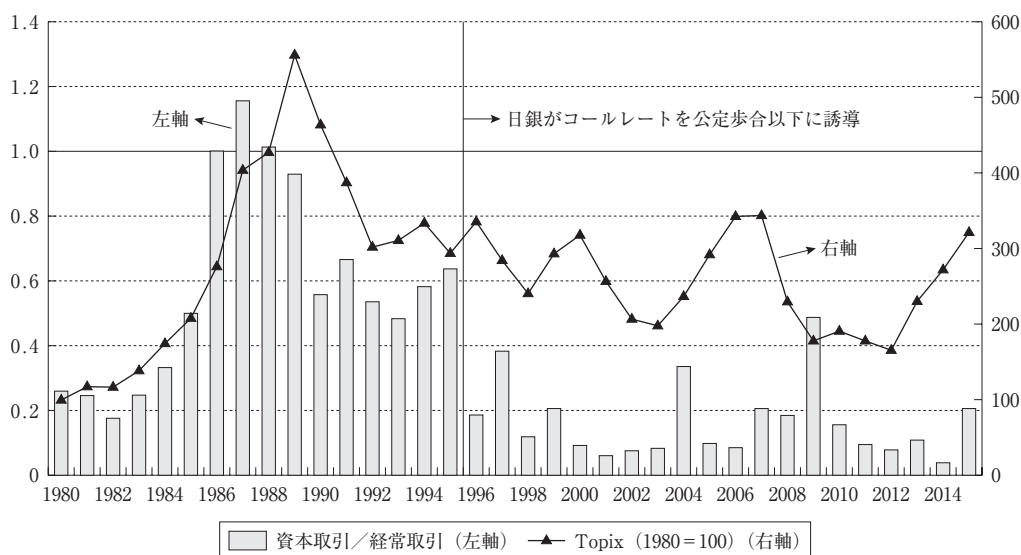
まず、前節での分析結果を中心に簡単なまとめを行う。変動相場制下の「ゲームのルール」は、資本取引の膨張（国内的には、資産市場経済の拡大）によって大きく変化したといえる。つまり、

図表6） 経常取引（グロス）に対する資本取引（グロス）の割合

|           | 1980-1989 | 1986-1989 | 1990-1995 | 1996-2011 | 2011-2015 |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 資本取引／経常取引 | 58.6%     | 102.0%    | 57.8%     | 17.1%     | 16.7%     |

原資料） 財政金融統計月報（国際収支統計特集）各年

図表7） 国際収支におけるグロスの経常取引に対するグロスの資本取引の割合（倍率）と株価（TOPIX）の関係



原資料） 東京証券取引所 HP, 財政金融統計月報

資産価格の破裂（バブル崩壊）による価値破壊の調整は、国内的には金利の極限までの引き下げによって資産市場を支える形での所得移転効果によって行われた。その一方、資産市場の破裂による国内経済の調整局面では、実体経済は外需に依存する形で支えられた。したがって、金融政策、資産市場動向、為替相場動向といった変数は、外需すなわち経常収支の動向に左右されていく。これらのことは、①実質実効為替相場と株価の動きが逆相関になっていること。②少なくとも2008年のリーマンショックまでは金利と株価がほぼ連動して動いていることから理解できる。したがって、経常収支の水準を維持する為替相場水準の維持が、暗黙の「ゲームのルール」の一つになったと推測できる。<sup>13)</sup>

そして、リーマンショック後、「ゲームのルール」という制約条件は、資産市場を舞台とする金融資本に量的緩和という数量ベースの手段によって働きかけ、為替相場を一定水準に押さえ込み、外需による国内均衡の達成を図るといった枠組みの中で貫かれるようになったといえそうである。

ところで、現代資本主義の特徴は、金融の肥大化にあると言われる。実体経済を遙かに上回る資本取引が現代経済を支配していると言われる。しかし、そうした事実の一方で、バブル崩壊後の日本の国際収支の動向を見ると意外な一面が見えてくる。図表6では、グロスの経常取引に対する資本取引の倍数を示したものである。バブル期（1986年から1989年）には、資本取引は経常取

引を凌駕するほどまでの規模に拡大したが、長期金融緩和政策がとられる1995年以降、その割合は縮小し、最近では経常取引の17%にまでなっている。また、その割合と株価の動向の関係を見たものが、図表7である。こちらも同様に、1990年代半ばまではグロスの経常取引に対するグロスの資本取引の規模が大きくなっていることと、株価の動向に関連が見られるが、1995年以降はむしろその関連は低くなる。こうした指標は、現状においても日本経済にとって経常取引という実物経済が対外的に重要な意味を持っていることを示していると言えよう。

最後に次のような要約を示しておく。変動相場制下において周辺国は、資本移動による金融市場および実体経済の攪乱を避けるために通貨の信認（為替相場水準の安定）が求められる。そのためには、まずは国際収支（特に経常収支）の均衡と物価の安定に迫られる。その上で、資本移動をコントロールする金融政策を採っていくことになる。さて、今後の金融政策のあり方は、こうした条件を基本に進められると考えたい。経常収支の黒字を維持しつつ、為替相場の過大ないしは過小評価を避け、相場水準を維持する。そのことによって、国内の資本市場を通貨当局、中央銀行がコントロールし続けられるかどうかにか鍵がありそうである。

#### 注

- 1) 山田喜志夫、「価格標準と金の市場価格・費用価格—1ドルの代表金量」『現代貨幣論—信用創造・ドル体制・為替相場—』青木書店、1999年。とはいえ、「事実上の価格標準」という概念は、論争点でもあり、また十分に受け入れられているとは言いがたい。
- 2) 白川前日銀総裁も在任中、この言葉を使用し、金融政策の制約条件としてしての「ゲームのルール」に言及している。「物価が上がらない限り中央銀行は低金利を続けるというのが新しい『ゲームのルール』だと理解するようになると、人間の行動は変化します。レバレッジや期間ミスマッチの拡大を生み出した原因は複雑ですが、ひとつの大きな原因はそうした『ゲームのルール』のもとで生じた低金利の持続予想でした。」（白川方明「中央銀行の果たす役割—バブル、金融危機、デフレの経験を踏まえて—」、日本金融学会2010年度秋季大会における特別講演、2010年9月26日）。
- 3) とはいえ、旧IMF体制下では国内兌換は停止され、ドルと金との交換も公的部門に制限されていたのであるから、事実上の価格標準とIMF平価とは乖離する蓋然性は高くなり、それが各国の国際収支不均衡の原因の一つとなり、度重なる通貨危機と平価調整が行われるようになったことは否定できない。その意味で、旧IMF平価と事実上の価格標準の関係を考えることは重要な研究課題である。また、そうした問題意識での先行研究もあることを指摘しておく。
- 4) 伊藤正直「IMFの変容をどう理解するか—ブレトンウッズ体制崩壊の捉え方—」伊藤、浅井篇『戦後IMF史—創生と変容—』名古屋大学出版会、2014年、P.283。
- 5) 例えば、紺井博則「変動為替相場制の40年」『商学論纂』（中央大学）第55巻第5・6号、2014年3月。
- 6) BIS統計によると、2016年4月の為替市場における1日平均取引高は、ネットで5兆0670億ドル。これに対して、同年4月の貿易額（世界全体の輸出金額）は、オランダ経済政策分析局の分析に基づけば、約4615億ドル、WTOの統計に基づけば約4006億ドルある。これを30で除した額は、それぞれ154億ドルと134億ドルになる。したがって、このときの実物経済に対して為替取引は、329倍ないし379倍になる。この倍数は、1998年の統計に基づく数値では98倍であった。
- 7) ここでの分析は、以下の先行論文を元にしてしている。松本朗「日米関係からみた日銀の超金融緩和政策と為替介入」秋山誠一・吉田真広編『ドル体制とグローバリゼーション』駿河台出版社、2008年。
- 8) 「検証 構造改革 第4部・当事者たちの証言⑩」朝日新聞、2006年9月16日、7面。
- 9) 同上。

- 10) 白川方明前日銀総裁は2010年11月28日の講演で次のように述べている。「円高は、やや長い目でみると、輸入物価の下落を通じ、交易条件の改善、すなわち、日本全体の実質所得の増加に繋がるという効果も有しています。日本銀行としては、こうした長期的な観点から、為替市場の動向が日本経済にどのような影響を与えるか、また、そうしたもとの、企業がどのような取組みを進めようとしているのかといった点についても注意を払っています。」としたうえで、「(2010年10月初)の措置は、海外経済の減速や円高に伴う悪影響を懸念する企業や家計のマインドを安定化させるうえで、効果があったと考えています。」(「最近の金融経済情勢と金融政策運営（名古屋での各界代表者との懇談における挨拶）」)。
- 11) 政府もこの時の為替介入について、過度な円高とその実体経済への影響を考慮した上での判断であることを認めている。内閣府政策統括官室（経済財政分析担当）「日本経済2010-2011 一景気「再起動」の条件一」2010年12月 (<http://www5.cao.go.jp/keizai3/2010/1210nk/n10-2/n10-2-1.html>)
- 12) この点、以下の論文を参照されたい。松本朗「『異次元金融緩和』と円安・株高—アベノミクスは景気回復をもたらしたのか—」『経済』（新日本出版社）No.239, 2015/08, 131-145。
- 13) 日本銀行の速水総裁（当時）は、ゼロ金利政策への復帰に先立つ講演において以下のような見解を示すと共に、円安誘導への政策も示唆していた。「米国経済の急速な減速の影響を受けて、昨年末以降、輸出や生産の増勢鈍化が徐々に明確になってきました。実際、わが国の輸出は昨年第4四半期には前期比横ばい程度にまで減速し、先行きについても、当面、減少は避けられないものとみています。…（中略）…。／今後の金融政策運営について、…（中略）…思い切った政策をトライするという意味では、『為替相場を介入により大幅な円安に誘導する』という政策も考えられます。」(「最近の金融経済情勢と金融政策、速水総裁講演（データ）」『日経金融新聞』, 2011/03/14, 9面)。量的緩和政策の効果について、当時のマスコミは日銀が「長期金利の低下も期待し」、その低下が結局は「円安要因」になることを指摘している（『日本経済新聞』朝刊, 2011/03/20, 1面）。