

国際金融の基礎理論*

渡部 福太郎

1 外国為替レートの決定メカニズム

1.1 国際金融問題

1961年に西ドイツのマルクが5パーセント切上げられ、それにオランダのギルダーが追随するという平価調整が行なわれて以来、60年代を通してこの平価調整をめぐる通貨混乱が断続的に発生し、その激しさは71年に至ってもはやぬきさしならないほどの段階に達した。とくに60年代後半はポンドにたいするスペキュレーションを皮切りとして、次々と通貨混乱が生じてきた。

1967年11月、イギリス・ポンドは14.3パーセントという大幅切下げを行なった。つづいて第一次ゴールド・ラッシュの発生。それに対応するための金プール会議、その会議におけるドル価格維持声明によって68年にすべりこんだ。しかしその68年3月には第二次ゴールド・ラッシュが発生、ついに金プールは崩壊し金の二重価格制に移行してしまっただけでなく、このとき事実上、ドルの金兌換は停止されてしまったのである。アメリカの金準備はついに100億ドルすれすれの線、1936年以来の最低水準に低下した。そうして翌年の3月、パリ市場は市場最高の金価格を記録したのである。その夏、フランス・フランは激しいスペキュレーションをあげて、ついに11.1パー

セントの切下げを行なった。つづいて10月、マルクは再度切上げられ9.29パーセントの切上げとなったのである。翌年5月、カナダはついに変動相場制へ移行してしまっただけでなく、つづいて71年5月には西ドイツをはじめとして、オランダ、スイス、オーストリアなど変動相場制に移行する国々、あるいは切上げを行なう国々があらわれてきた。スイス・フランは7パーセント切上げられ、オーストリア・シリングは5.05パーセント切上げられた。

こうして国際通貨情勢は再び混乱状態に陥ってきたのである。その通貨混乱はまさに世界経済の危機とよばれるのにふさわしいものであった。もしその処理を一步誤ったならば、世界経済は保護主義と報復主義の嵐のなかに巻込まれる危険にさらされていたからである。主要工業国が保護主義と報復主義のとりことなり、敵対感情を露骨に投げつけあうようになったならば、世界経済の危機が国際政治の危機にまで発展することは火を見るよりも明らかであった。そうした国際政治の危機につながる危険をもっていた国際通貨混乱は、何らかの形での調整がもはや避けがたいものであることを示していたのである。

アメリカはヨーロッパ諸国や日本の貿易政策にはげしい攻撃をあげ、自ら保護主義の政策をとらざるをえないところまで国内産業の圧力が高まった。国際通貨混乱の中心はい

* この小論は、筆者の講義における学生参考資料として掲載されたものである。

まやアメリカにその焦点をあわせるに至ったのである。ついにアメリカはドル防衛のための緊急政策をとらざるをえないところまで追いつめられ、ついにスペキュレーターの攻撃をあびた円も変動相場制に移行してしまった。その間、貿易面における保護主義の波はアメリカにおいてしだいに高まってきた。繊維問題を中心とする日本とアメリカとの間の激しいやりとりは、そのアメリカの保護主義への傾斜がもはや容易ならざる段階にまできていたことを示していた。ついに71年暮、通貨の一斉調整の後、「スミソニアン体制」とよばれている新通貨体系が成立したのである。経済の現実が特別の変化を示さないかぎり、妥協の産物であるこうした一斉通貨調整が十分な役割を果し、国際通貨情勢を沈静させることは不可能であった。依然として国際通貨混乱の兆は次々と現われはじめてきたのである。

この国際金融情勢の過去12年間における変化は IMF 体制の崩壊、ドル本位制の没落という評価を一般的に下される段階にまで達していた。もちろんそれが IMF 体制の崩壊であるのか、あるいはドル本位制の没落であるのか、そうしたことの評価はそれぞれドル本位制をどのように定義し、IMF 体制をどのように定義するかにも依存しているが、そうした表現上の問題はともかくとして、国際通貨状況は何らかの抜本的な対策を必要とする段階に達していたことはまぎれもない事実であった。

こうしたいわば歴史の流れを考察するとき、ここにわれわれは次のような問題の存在していることを知る。その一つは固定為替レートというものが制度的に設定されていても、現実における為替市場の動きは非常にしばしば固定レートそのものを揺がすようなスペキュレーションの発生や需要、供給の動きを引きだすということである。通貨混乱のもっとも端的に現われる部分、それは為替市場

である。第二はこれら為替市場におけるそうした需給のはげしい変動は、その背後に各国の国際収支の不均衡の累積的变化が存在しているということである。その出発点において最初起ったものはマルクにたいするスペキュレーションであった。マルク市場に殺到したこのスペキュレーションの波はドイツの国際収支の黒字累積を背景としていた。また70年以降における為替市場の混乱は、まさにアメリカの国際収支の累積的な赤字を中心として発生してきたものであった。円についても同様である。ポンド、フラン、それらのスペキュレーションもイギリスの国際収支の困難、またフランスの国際収支困難を背景として起ってきていた。

第三に金のドル価格の変動という形で断続的に発生してきたドル不安は長期にわたるアメリカからのドルの流出を背景として生じたものであった。この大量に流出したドルは各国中央銀行の準備資産となり、また国際取引における決済手段として事実上国際通貨の主要部分を占めている。もしアメリカの国際収支が黒字となり、流出したドルが大量にアメリカに還流することになれば、世界経済はたちまち国際流動性不足という重大な事態につきあたってしまう。したがってドル不安解消問題は裏腹の問題として国際流動性問題をかかえていたのである。

第四に問題となるべき点は国際収支の調整メカニズムのことである。1960年代および現在までの国際収支調整メカニズムは固定為替レートのもとで、為替レート以外の政策変数を調整するという形で行なわれてきた。このいわゆる他の政策変数による調整がうまくいかなかった場合、あるいはその政策変数の操作が国内経済問題と衝突することによってそれを事実上実行しえない、あるいは不十分にしか実行しえないということになったときこの調整メカニズムはデッドロックにのり上げてしまう。国際通貨不安はまさにこのよう

なデッドロックの帰結であった。しばしばいわれているごとく、大幅の黒字と完全雇用が満されているような経済でどのような政策手段がこれを解消するために残されているか、また逆に歴大な失業と国際収支の赤字をかかえている状況のもとで、この調整メカニズムにしたがったどのような政策手段が残されているか。これはのちに政策問題として詳細に論議されるべき点であるが、この調整メカニズムがこうした政策の実施にあたってのデッドロックの存在によって機能を果しえないようになったこと、少くとも国際通貨混乱の重要な原因の一つはそこにあった。これまでその調整メカニズムがどのようにワークしてきたのか、他のメカニズムが存在しないのかどうか、これは大きな問題である。

第五番目に国際通貨機構の問題がある。もし国際取引にあたっての決済手段および各国準備通貨が事実上ドルに依存しているとするならば、そしてそれがこれまでの国際通貨不安の主要な原因の一つであるとするならば、一体いかなる通貨機構がそれに変わるべきものとして残されているであろうか。いずれの国の主権からも独立した国際通貨を創出するという問題、その通貨の運営を規定する一連のゲームのルールを作成するという点、これらの点がいま国際通貨不安の最中に、また一段落した現段階で論議されている。国際通貨不安の発生を今後ふせくような各国の国際収支状況から解放された通貨機構の設立問題が実施可能であるのかどうか、またうまく永続的に作用するものであるのかどうかという点までも含めて現実主義的な考察が必要なのである。

以上述べたような五つの点が少なくともこれまでの国際通貨混乱のなかから浮び上ってきた、あるいはそこに内在する国際通貨問題であるといつてよい。こうした問題のなかで基本的な部分、それは為替市場、国際収支、その調整メカニズムに関する部分である。以

下の分析においてわれわれはこれらの問題を中心にしてその基礎に横たわる基本的なメカニズムの分析を行なうことにする。まず、もっとも単純なところから出発しよう。

1.2 外国為替の取引

国際経済取引というのは三つのグループから成り立っている。一つのグループはいろいろな生産物、すなわち財およびサービスなどの取引であり、もう一つは各種の有価証券の取引である。電気洗濯機であるとかカラーテレビ・セットなどは代表的な取引対象である。もちろんこのような製造工業における生産物だけではない。鉄鉱石やパルプのような半製品、原材料の取引もある。農産物の取引もあるであろう。これらの取引にあたって使用される各種の通信、サービスあるいは輸送、輸送にあたって必要な保険、こういったものも取引の対象である。

もちろんその他にもいろいろな形の取引対象がある。対外援助という形で行なわれる贈与はこれまた対価をとまなっていないが一つの大きな経済取引である。まったく無償で提供されるようなこの種の取引は、しかし全体の取引のなかではそれほど大きいウェイトを占めてはいない。経済的取引というとき圧倒的に大きい部分を占めるグループは財やサービスなどの取引である。有価証券の取引もこまかく見るならばそのなかに各種のものがある。各種の銀行預金もここにはいるであろう。社債の発行、公債の発行、株式の売買、いずれも有価証券の取引である。

これらの取引の決済にあたっては常に国際通貨が必要である。こうしたいろいろな国際経済取引にあたってそれらを購入した人びとは、その購入代金の支払いのために国際通貨を需要せざるをえない。具体的には為替銀行に出かけてゆき、そこでたとえばドル為替を取組むということの意味する。その際の具体的な手続きがどうなっているかをここであま

り詳しく検討する必要はない。それはまったく技術的な事柄であって事の本質とはかかわりがないからである。

各種の経済的な取引にあたって各種の生産物を買った人たち、あるいは有価証券を売却した人たちは国際通貨を受けとる。具体的には国際通貨による手形を受けとるということになるであろう。これらを受けとった人びとはそのままではそれをその国内で使うことはできない。したがってそれを国内通貨にかえる必要がある。この国際通貨を国内通貨にかえるためには、これまた為替銀行にその国際通貨を売却しなければならない。したがって次のようになる。

いろいろな生産物あるいは有価証券を国外の個人や法人に売却した日本の個人や個人は、その決済のために国際通貨、具体的には外国為替を購入しなければならない。他方、いろいろな生産物あるいは有価証券を外国の個人や法人に売却した日本の個人や法人は、その売却によって得た国際通貨すなわち外国為替を国内通貨に交換しなければならない。具体的には外国為替を為替銀行へ売却するということになる。一般に外国為替の売買の行なわれる機関を一括して抽象的に外国為替市場とよぶ。そうすると以上述べた点は次のように表わすことができる。

- 財・サービス・有価証券の購入
= 外国為替による支払の必要
= 外国為替の需要 (為替市場)
- 財・サービス・有価証券の売却
= 外国為替の受取り
= 外国為替の供給 (為替市場)

上の式は、はなはだ初等的な内容を表わしている。しかしこれは外国為替の需要と供給というものが、どのような背景的な取引によって発生しているかを示す大変便利な式である。いま財・サービスの購入、すなわち輸入を E で表わし、有価証券の輸入を B_d 、財・サービスの輸出を X 、有価証券の輸出を B_s

で表わすならば、外国為替の需要 D は

$$D = E + B_d \quad (1.2.0)$$

となり、外国為替の供給 S は

$$S = X + B_s \quad (1.2.1)$$

となる。ここで有価証券の需要、供給、 B_d 、 B_s はいかなる国で発行されているかを問わない。それが国内で発行されたものであっても、あるいは外国で発行されたものであってもよい。ともかく有価証券はその発行地を問わないのである。この (1.2.0) と (1.2.1) とからわれわれは簡単に次の式を導きだせる。

$$D - S = (E - X) + (B_d - B_s) \quad (1.2.2)$$

ところで外国為替にたいする需要は国内通貨の供給にひとしい。なぜなら外国為替を購入するためには国内通貨によって支払いを行なわなければならないからである。同様に外国為替の供給は国内通貨の需要にひとしい。外国為替を手離すことは国内通貨を入手するためだからである。したがって国内通貨の供給を m_s 、国内通貨の需要を m_d で表わすならば、(1.2.2) の左辺は次のようになる。

$$r(D - S) = m_s - m_d \quad (1.2.3)$$

ここで r は為替レートを表わしている。外国為替は外国通貨表示、たとえばドル表示であるから、それを国内通貨の需給バランスに換算するためには為替レート r をかけてやらなければならない。なおこの (1.2.3) における通貨の供給および需要は、当該取引に関係している法人および個人の立場からの通貨の供給であり通貨の需要であることに注意された。これを国民経済的規模における通貨供給および通貨需要と混同しないことが必要である。

なおここで国内市場との関係をつけておくことが必要であろう。生産物市場は国内需要と国内供給の出合うところであるが、国内需要は消費需要、投資需要、財政需要の合計からなる。それぞれを C 、 I 、 G で表わしておく。国内供給は国民総生産に輸入されたものの合計から輸出された部分を差引いたもので

ある。国内総生産を Y で表わすならば生産物市場における超過需要は次の式で示される。

$$(C+I+G)-(Y+rE-rX)=Q_p \quad (1.2.4)$$

ここで Q_p は生産物市場における超過需要を表わす。

有価証券市場については国内需要は B_d で表わすとする。国内供給は B_s で示す。ただしこの場合にも有価証券の輸入と輸出を考慮しなければならない。有価証券の流入, B_d^* を国内の供給につけ加え、そこから国外へ流出された部分, B_s^* を差引くことによって、ネットに国内に供給される有価証券の供給量が決ってくる。したがって有価証券市場における超過需要を Q_s とすれば、それは次の式で示される。

$$B_d-(B_s+rB_d^*-rB_s^*)=Q_s \quad (1.2.5)$$

この(1.2.4)および(1.2.5)における左辺の第1項は、それぞれこの国内貨幣市場における貨幣供給となって表われるであろう。なぜならすでに述べたように、それらの生産物および有価証券の需要は国内通貨の供給を意味しているからである。国内貨幣市場における通貨需要は左辺の第2項によって示されていることはいうまでもない。この国内市場における貨幣需要をこの右辺の第2項で示すという点については、生産物の輸出、輸入および有価証券の輸出、輸入について国民経済の視点から、より具体的には貨幣市場の視点からその貨幣の供給および需要をとりあげなければならない。その点は先の(1.2.3)とは視点が異なっていることに注意されたい。

輸入を含めての生産物の国内市場への供給は貨幣の需要を表わす。他方、輸出をおこなうためには生産物を市場で購入することが必要であり、そのためには国内通貨を支出しなければならない。したがって、輸出は国内通貨の供給を示すことになるであろう。したがってその部分をグロスの貨幣需要から差引かなければならないのである。 $Y+E$ によって示されたグロスの貨幣需要から輸出にともな

う貨幣供給を差引いたものが、生産物市場における総貨幣需要を示すことになる。有価証券市場については国内で供給される有価証券と輸入された有価証券がともに証券市場にていくので、その部分がグロスの貨幣需要を構成する。それにたいして国外へ輸出される有価証券については、その有価証券を国内で調達しなければならないので、その部分は貨幣供給となりグロスの貨幣需要から差引かれなければならない。その差引いたものが有価証券市場における総貨幣需要となる。生産物市場および有価証券市場における総貨幣需要の合計がこの国民経済全体としての貨幣需要を表わすことはいうまでもない。したがって貨幣市場における超過需要は、二つの市場におけるグロスの貨幣需要, $M_d+M_d^*$ から財・サービス・有価証券の輸出にともなう貨幣供給, M_s^* を差引いたものを、総貨幣供給 M_s から差引いたものにひとしい。それは次の式で示される。

$$M_s-(M_d+M_d^*-M_s^*)=-Q_M \quad (1.2.6)$$

ここで Q_M は超過需要を表わしている。ここでの貨幣需要および貨幣供給は国民経済全体の貨幣市場を中心として考察されたものである。この(1.2.6)と(1.2.3)をくらべることによって、(1.2.3)で述べる貨幣供給、貨幣需要の意味を明確に把握しておくことが望ましい。

1.3 外国為替市場

われわれの問題とする外国為替市場はこのような諸関係のなかで(1.2.0)と(1.2.1)を中心として形成されるものである。ここからわれわれは外国為替市場に焦点をしばっていくであろう。本来外国為替は必ずしもいわゆる国際通貨で表示されたものでなければならないというわけではない。取引相手国がその当事国の通貨で表示された為替によって支払ってもよいというのであれば、それで取組まれる外国為替はその相手国の通貨表示とい

うことになる。ドイツとの取引を行なう国々がドイツ・マルクを基準にして支払いを行なうというのであるならば、そこで取組まれる為替はドイツ・マルク表示になる。もしポンドを用いるのであるならば、その為替はポンド表示となるであろう。したがって原理的には、取引対象になる外国為替は、世界貿易に参加しているすべての国々の通貨によって表示することが可能である。ある国の通貨で支払いを行なおうとするならば、自分の国の通貨との換算が必要となる。この二つの国の通貨の間の換算率、これが為替レートに他ならない。「需要」と「供給」という表現を使うときに、人びとはその対象となっている生産物の「価格」というものを想起する。外国為替の「需要」、外国為替の「供給」というとき、対象となる外国為替の「価格」という表現が用いられても少しもおかしくない。この外国為替がもしドルであるならば、ドルの「価格」ということになるであろう。いまこのドル表示の外国為替にたいする需給市場が日本にあるとするならば、円で取引されるドル為替の「価格」とはいうまでもなく円で表示される。もしそれがフランで取引されるならば、そのドル為替の「価格」はフランで示されるであろう。世界の国ぐにの数は約180カ国に達しているが、これらの国々の通貨はすべて円によってその「価格」を示しうる。いま世界の国々の数を n カ国とするならば、通貨の種類は n 個存在するであろう。そうしてそれぞれの通貨に関する「需要」と「供給」と「価格」が考えられる。

その点に関するかぎり普通の生産物の場合と同じである。もちろんそれぞれの国の通貨の価格はいま説明したように、いずれかの国の通貨単位を基準にして表示されなければならないであろう。いまその価格を r_1, r_2, \dots, r_n とするならば、この1から n まで存在する各国通貨の価格はそのなかのいずれかの国の通貨を基準に決められる。たとえば、 n

番目の通貨を基準にして、第 i 国の通貨は第 n 国の通貨何単位に該当するかを示したのが r_i である。その基準となった通貨の r_n はもちろん1ということになる。もし第 n 国が日本であるとするならば、1円の価格は1円であるから $r_n=1$ となる。もし第1国がアメリカであるとするならば r_1 は308円となり、第2国が西ドイツならばそれは95.58円となる。フランであれば60.21円となるであろう。これは円を基準にして為替相場を示しているのであるが、もしドルを基準として表示したいのであるならば、他のすべての為替相場 r_i をドルの円表示相場（308円）によって割ればよい。新しい r_1 は1であり、新しい r_2 は $95.58/308$ ドルとなり、 r_3 は $60.21/308$ ドルとなる。もちろん新しい r_n は $1/308$ ドルとなるであろう。このように為替相場はいずれかの国の通貨を基準にして表示される。

以上述べたことと、基軸通貨を中心として為替相場の設定をおこなうこととを混同してはならない。現在のIMF制度のもとでは、すべての国の通貨の為替相場は金またはドル（基軸通貨）にリンクして決定されている。何が基軸通貨に決められるかはまったくそのときの歴史的事情に依存する。かつてはポンドを基軸通貨にして各国の為替相場が表示されたこともあり、あるいは別な時期にはそれぞれの経済圏のなかで強力な国の通貨を基準にして、その経済圏のなかの他の国々の為替相場が表示された。現在ではもっとも強力な国アメリカのドルを基準にして為替相場を表示するのが一般的となっている。それぞれの時期におけるもっとも経済力の強い経済規模の大きい有力な国の通貨がそうした基準に用いられる。自国の通貨がそうした基準通貨として計算単位に用いられるということにとまらういろいろな問題があるが、ここではそれにはふれないでおこう。結果としては、そのときの国際取引においてもっとも多く使用されている通貨を基軸にして為替相場が決められ

ているが、これは経済世界ではしごく当然のこととってよいであろう。

一般的に取引の決済手段として用いられる通貨はある意味でもっとも広範な授受可能性をもっており、したがって多くの国々がそうした通貨を各種の経済取引の決済手段として使用することになる。そのためにそうした通貨はしばしば蓄積手段としても用いられる。そういう意味で目下のところドルは計算単位としての機能、一般的交換手段としての機能、そして価値の蓄積手段としての機能を果している。もちろん各国通貨の対ドル為替相場 (r_1, r_2, \dots, r_{n-1}) はそれぞれ変動する。それはすべての国の通貨は一面からみれば有価証券と同じ地位を占めているのであるから、それらの通貨の価格が変化するとしてもそれは当然である。したがってドルを準備資産として用いる場合には、そうした価値の変化にともなうリスクは当然そこにつきまとうことになる。

もっとも抽象的に一般的な市場を想定するならば、各国の通貨はそのときの需給に応じてその相場が決定される。しかしある特定の国の通貨の相場は決して他の国の通貨の相場と無関係ではない。それを需要する人びとにとっては、どの通貨を需要するかはそのときの市場における各国通貨の相場の状況に依存するであろう。あたかも人びとが株式市場で各種の株を購入する場合に、そこに上場されている他のいろいろな会社の株の価格と関係なしに、あの特定の株の需要が決まらないのと同じである。供給についても同じようなことがいえる。だからもっとも一般的な形態で外国為替市場の需給問題を考えるときには、 n カ国の通貨にたいする n 個の需要と供給があり、しかもそれぞれ需要と供給はその n 個の通貨の価格に依存する。もし外国為替相場の国際体系に変化が生ずるならば、それに依りて需要も供給もすべて変化することになるであろう。そうして市場ではその需給が一致

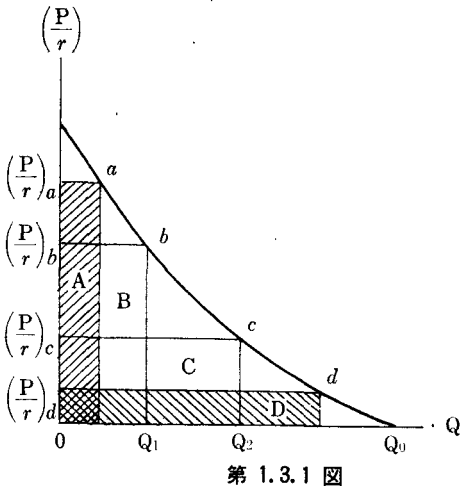
したところでその市場での為替相場の均衡値が決定される。われわれはこの一般的な抽象的な外国為替市場についてあまり深く立入ることはやめよう。以下の論議ではより具体的にある特定の通貨の取引に関する分析を行なうことにする。これからの分析では、外国為替市場はドルと円との交換が行なわれる市場である。

まずこの市場での具体的な姿を描いておこう。外国為替、すなわちドル為替の供給は日本のドル為替をうけとる“輸出業者”によって行なわれる。外国為替の需要、すなわちドル為替の需要は日本の“輸入業者”によってなされる。この外国為替市場へあらわれる日本の輸出業者と日本の輸入業者は、ドルに関しては前者は供給者であり後者は需要者である。しかし円に関していうならば輸出業者は円を需要しているのであり、輸入業者は円を供給しているのである。もちろんその円に着目してもドルに着目してもよいのであるが、外国為替市場の論理ではこのドル為替に着目して需要、供給を論議することになる。

まず供給関数から述べよう。いまもっとも簡単に事態を説明するために日本の輸出業者がたとえば自動車を外国に輸出したとする。その輸出台数を Q 、円表示の輸出価格を P とするならば、円で表わされた輸出額は PQ である。いま1ドルの円表示為替レートを r で示すならば、 PQ/r はドルによって表示された輸出額であり、 P/r はその自動車一台のドル価格となる。自動車の運送費や保険料、その他マージンなどはここで一斉考慮しない単純なケースを考えよう。もちろんアメリカの日本の自動車にたいする需要関数は、アメリカ市場で売られる自動車の価格に依存する。他のいろいろな要因をいまずべて一定であると考え、需要台数はもっぱら価格にのみ依存するものとしよう。そうするとアメリカでの自動車の需要関数は次のようになる。

$$Q = D(P/r) \quad (1.3.0)$$

ここで日本からの輸出価格、すなわち円価格は一定であるとする、アメリカ市場での日本の自動車のドル価格をもっぱら為替相場に依存する。したがって、為替相場 r が上昇するならば、アメリカ市場での自動車の販売価格は低下し、逆に為替相場 r が下落するならばそれは上昇する。一般に生産物の需要関数は右下りであるから、われわれは次の第 1.3.1 図をもつことになる。図から明らかな



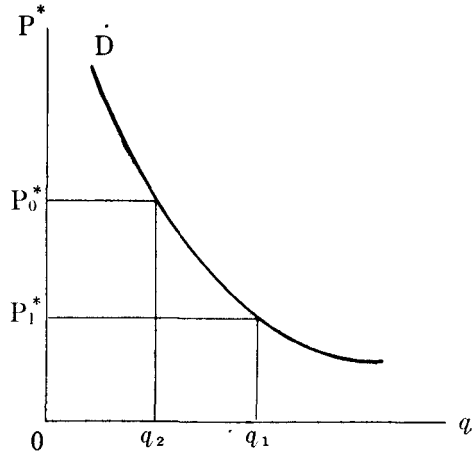
第 1.3.1 図

ように、ドル為替供給 S を示す面積 $(P/r)Q$ は、 P/r 軸の真中あたりを中心として、 r が増大してゆくにつれて縮小し ($B \rightarrow A$)、 r が減小してゆくにつれて、やはり縮小する ($C \rightarrow D$)。したがって、

$$S = (P/r)Q \quad (1.3.1)$$

は r に関して第 1.3.1 図の SS' 曲線となる。

つづいて需要関数を示そう。いま需要額は日本の輸入生産物の数量にドル価格をかけたものにひとしいのであるから、需要の動きはその数量の変化によって示されるであろう。日本の“輸入業者”がいま外国から洋服生地を輸入しているものとしよう。この洋服生地の輸入需要は日本の国内において、その洋服生地がいくらで売られているかに依存する。日本におけるその洋服生地にたいする需要関数を次の (1.3.2) によって示すことに



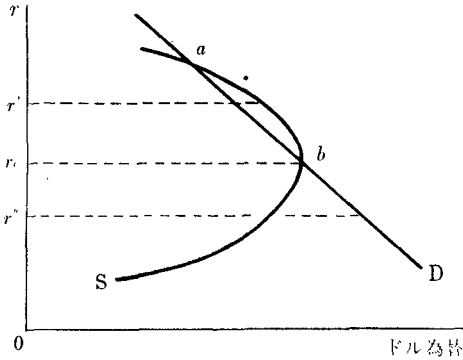
第 1.3.2 図

する。

$$q = D(P^*) \quad (1.3.2)$$

ここで q は輸入数量、 P^* はその国内市場での価格である。もちろんこの国内市場での価格 P^* は円表示であるから、ドル表示に直すにはそれを為替レート r で割らなければならない。もちろん需要関数は右下りである。

ドル価格は P^*/r であるが、いまこのドル価格は一定であるとしよう。そうすると、 r が低下すると P^*/r は一定であるから P^* は低下する。また逆に、 r の値が増大していくならば P^* もまた増大しなければならない。すなわち輸入価格は為替レートの低下 (上昇) と同じ率で低下 (上昇) していくことになる。したがって輸入数量はそれに応じて増大 (減少) していくであろう。以上の各要因の間の関係は第 1.3.3 図に示されている。いま P_0^* から P_1^* へ下落したとすれば需要量は q_0 から q_1 に増大する。もちろん円表示の輸入額は先の第 1.3.1 図の場合と同じように 0 から出発し増大し、しかるのちまた 0 に収束するのであるが、いまわれわれはドル為替の需要を考えている。したがってわれわれが着目するのは q_0 、 q_1 の動きだけである。なぜならドル価格は一定であるから、そのドル価格に数量 q をかけたものがドル表示の輸入額となる。したがってドル価格が一定であるかぎ



第 1.3.3 図

り、数量の増大とともにドル為替の需要は増大していくことになるであろう。すなわち為替相場が縦軸にそって原点に向かって進行するならば価格は上昇し、原点から離れるならば価格は下落し、それに応じて数量は下落するかあるいは上昇していくであろう。したがってドル為替の需要量は為替レート r にたいして常に右下りである。ドル為替の需要は第 1.3.2 図における D 曲線によって示されている。

このドル為替の供給関数と需要関数は次の (1.3.3) と (1.3.4) によって示される。

$$S=S(r) \quad (1.3.3)$$

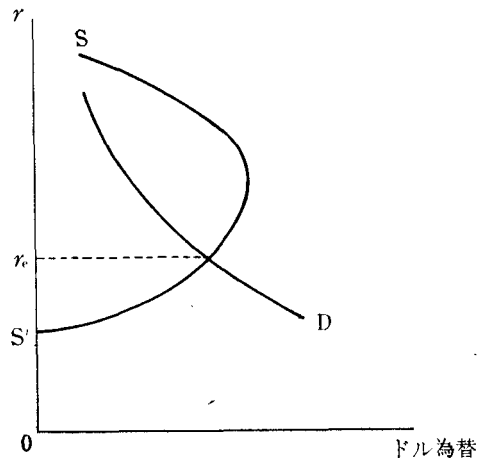
$$D=D(r) \quad (1.3.4)$$

外国為替市場における均衡は需要の一致した点で得られるから、均衡条件として (1.3.5) をもつ。

$$D=S \quad (1.3.5)$$

第 1.3.2 図における r_0 は (1.3.3), (1.3.4), (1.3.5) をみたすような均衡為替レートをあらわしている。これは、もし為替市場が需給の均衡をもたらすようにその為替レートを決定するとしたならば、しかもその為替需給が為替レートに依存して変動していくとしたならば、 r_0 の水準が均衡値として決定されるであろうということを示している。もちろん為替レートの均衡値はただ一つとはかぎらな

い。なぜなら S 曲線はカーブを描いているから、需要曲線の位置いかんによっては少なくとも二度交わる可能性をもつ。もちろん需要曲線のみならず供給曲線もまた必ずしもスムーズなカーブを描くとはかぎらないから、その曲線の変化の仕方いかんではさらに数多くの点で交わる可能性をもっている。またその交わり方いかんによっては、その均衡値は必ずしも安定的ではない。そのことを知るためにわれわれは次の第 1.3.4 図をみてみよう。



第 1.3.4 図

供給曲線と需要曲線が図に示されているような場合、需給の一致する点は図に則していうならば 2 回ある。したがって均衡値は 2 個ということになる。この均衡点 a, b のすべての点が安定的とはいえない。ここで安定的かどうかということの意味は、為替レートがその均衡値からはなれた場合、市場の圧力でもって再び為替レートがその均衡値にもどってくるようなタイプのものであるかどうか、ということである。もし安定的であるならば、その均衡値から為替レートがはなれても再びそこへもどってくるであろう。しかしながら、もし不安定であるならば、その均衡値から為替レートがはなれた場合、そこへ再びもどってくることはない。不安定な均衡値はたとえ存在していても、それは現実に実現される可

能性はほとんどない均衡値である。したがって第 1.3.4 図のように 2 カ所の均衡値をもっている、実際に安定的な均衡値はそのなかの b 点一つだけである。

図をみればわかるが、 b 点に対応する為替レートのもとではドル為替の需要と供給はひとしい。しかしそれよりも高い為替レートのもとでは需要よりも供給が多くなっている。たとえば r' をとればそのことはただちにわかるであろう。それにたいして r'' のもとではドル為替の需要は供給を上回っている。 r' の場合にはドル為替の供給過剰で市場は為替レートを下へおし下げるように作用する。これにたいし r'' の場合には需要超過であり、市場の圧力は為替レートを上へおし上げるであろう。したがって為替レートの動きを市場のメカニズムに委ねるかぎり、為替レートは均衡値 r_e に向かって動いていく傾向がある。これにたいし a 点における為替レートの均衡値はこのような性質をもっていない。そこからなれた為替レートが市場に存在していても、市場の圧力によって為替レートが a 点に対応した均衡為替レートに向かって動いていく傾向はまったく見いだされない。そのことは r' をとればすぐわかる。 r' の場合には a 点の方向へではなく b 点の方向へ向って市場の圧力が作用するからである。外国為替市場の場合には供給関数が通常の生産物の場合と異なり、常に右上方へ向う部分と左上方へ向う部分とから成り立っている。したがってこうした不均衡な均衡点というのが存在するというのである。とくに経済情勢の変化に応じて需要曲線が移動したり供給曲線が移動したりするところから、均衡値そのものはそれによって変わっていくことになるが、そうした変化の過程で不均衡な均衡点が出現するという可能性が十分に残されている点に注意をはらっておくことが必要である。普通の生産物の場合には価格が上昇した場合にそれにたいする需要が減少するようなものを劣等財とよん

でいるが、外国為替はそのような意味での劣等財ではない。そういう特殊な性質をもつためではなくて、まさに外国為替の供給が（輸出数量×平均単価）によって示されているために、こうした供給曲線のカーブが出現するのである。したがってこの供給曲線の形状は決して特殊ケースなのではないということに留意しておかなければならない。

2 国際収支の調整と為替レート

2.1 国際収支の均衡

これまで外国為替市場における均衡為替レートの決定がどのようにして行なわれるかについて説明してきた。また均衡為替レートの意味もそこで明白となった。外国為替市場において外国為替の需要と供給がある均衡為替レートのもとで一致したということは、その為替レートのもとで、その国の財・サービス・有価証券の輸入が同じく財・サービス・有価証券の輸出にひとしくなったことを意味している。これはしばしば国際収支の均衡とよばれる現象の一つである。ここで国際収支均衡の一つとよんだ理由は、国際収支の均衡、不均衡を問題にするときには国際収支の内容そのものがまず最初に明らかにされなければならないということに由来している。実をいうと国際収支という概念は少なくとも三つの内容をもっている。しかもそれらの三つの内容は相互に相入れない。外国為替市場における均衡が同時に国際収支の均衡を意味しているという場合の国際収支の均衡の内容もその三つのうちの一つである。すでに周知のように日本銀行や IMF で発表される国際収支表は常に左右が均衡している。その意味では国際収支は常に均衡しているわけである。この日本銀行や IMF で発表される国際収支表は、その年間ないしは期間における日本の住民と他の国の住民との間のすべての経済取

引を記載したものである。他の国についても同様であることはいうまでもない。このようなすべての経済取引にはもちろん外国為替の取引も含まれてしまう。そうした外国為替の取引きまでも含めたすべての経済取引を一表にまとめるならば常に左右が均衡するということはしごく当然のことになる。

先の(1.2.2)を書きかえるならば次のようになる。

$$(X-E)+T+(B_s-B_d)+(D-S)=0 \quad (2.1.0)$$

ここで T は移転取引を表わす。これは賠償、贈与などをその内容としている。いままでこの移転取引を考慮に入れなかったが、これを追加した場合、 T がプラスであるならばそれだけ外国為替の供給は増大することになり、もしこれがマイナスならば逆に日本からそれが流出するので外国為替の需要がふえる。ここでの移転取引はすべて外国為替によって行なわれることを前提にしている。移転取引を行なう場合、こちらから相手へ援助をあたえようとするならば外国為替を入手しなければならない。もしその逆であるならば、受けとった側は外国為替を市場に供給することになるであろう。その点に関するかぎり、政府、民間を問わないのである。

さてこのほとんどすべての国際取引を包括したとみられる(2.1.0)は常に0となっていることに注意されたい。個々の取引きについて収支が均衡していなくても全体としては0となる。これは国際収支表が常に左右均衡しているということの別表現である。この(2.1.0)における左辺の第1項は経常収支を表わしている。 $X-E$ の部分は財の輸出入とサービスの輸出入部分に分けることできる。財に関しては貿易収支、サービスに関しては貿易外収支とよばれていることは周知のとおりである。次の第2項(B_s-B_d)は自立的資本取引を表わしている。ここには長期資本取引と民間短期資本取引が含まれる。経常収支に長期資本収支をつけ加えたものが基礎収支とよばれ、さらにそれに短期資本収支を加えたものが総合収支とよばれている。したがって(2.1.0)の左辺の第1項と第2項の和が総合収支ということになる。基礎収支や総合収支は国際収支表の部分勘定とよばれるものである。次の第2.1.0表は最近における日本の国際収支表をかかげてあるが、そこには基礎収支、総合収支も同時に示されている。(2.1.0)における左辺の第3項($D-S$)はこの総合収支の符合を逆転させたものにひとしいことはいうまでもない。基礎収支と総合

第 2.1.0 表

	経常収支			長期資本収支	基礎的収支	短期資本収支	誤差脱漏	総合収支	
	貿易収支	貿易外収支	移転収支						
昭和 37 年	△48	401	△420	△29	172	124	107	6	237
38 年	△780	△166	△569	△45	467	△313	107	45	△161
39 年	△480	377	△784	△73	107	△373	234	10	△129
40 年	932	1,901	△884	△85	△415	517	△61	△51	405
41 年	1,254	2,275	△886	△135	△808	446	△64	△45	337
42 年	△190	1,160	△1,172	△178	△812	△1,002	506	△75	△571
43 年	1,048	2,529	△1,306	△175	△239	809	209	84	1,102
44 年	2,119	3,699	△1,399	△181	△155	1,964	178	141	2,283
45 年	1,970	3,963	△1,785	△208	△1,591	379	724	271	1,374
46 年	5,898	7,900	△1,748	△254	△1,161	4,737	2,993	△53	7,677

〔資料出所〕 日本銀行外国局「国際収支統計月報」S46.12

収支の差が民間短期資本収支の有無であるとするならば、一方が基礎的とよばれる理由は何であるのか、また総合収支はいかなる目的で作成されているのか、ということが問題となりうる。この二つの点についてあまり初等的な詳しい検討は避けたい。また貿易収支や貿易外収支の内容等に関する初等的な解説もここでは省略しよう。それは日本銀行から発行されている「国際収支統計月報」を見るならば非常に詳しくその内容が理解できるからである。

基礎的収支の目的とするところを見るために、経常収支と長期資本収支の流れに着目してみよう。昭和36年から以降の経常収支の動きをみるときに非常にはっきりとした特徴がみいだされる。それは昭和40年を境にして、それまでの赤字が黒字に転化していることである。この経常収支の赤字から黒字への転換は貿易収支における大幅な黒字の増大がその原因である。貿易外収支や移転収支においてかなり大幅な赤字の増大がでているが、貿易収支における黒字の増大はそれを上回ったのであり、その結果として経常収支が黒字となったのである。いうまでもなく貿易収支は各種生産物、半製品、原材料、完成品、消費財、資本財等々、あらゆる物的な生産物の取引収支を表わしているが、これが大幅な黒字になったということ、その理由が輸入を上回る輸出の増大によって引き起されたということは、その国の経済力の発展と密接な関係にある、というよりはむしろ経済力の発展の結果そのものである。もし日本の経済成長が過去におけるほどたくましくなかったならば、このような結果は得られなかったであろう。その意味で経常収支の動きは日本の経済力の動きを反映しているということがいえる。長期資本収支をみてみよう。これは経常収支と同じように昭和40年を境にして黒字から赤字に転化している。長期資本収支というのは、満期が1年以上の有価証券の取引収支を意味す

る。もちろん株式（直接投資）もそこへ含まれている。この長期有価証券の取引収支にあたって、それが赤字であるということは日本が購入する有価証券が売却する有価証券の量よりも多くなってきているということの意味している。かつては日本は長期資本を取り入れるべくヨーロッパの資本市場やアメリカの資本市場へ出かけていき、社債や株式を発行した。もちろんいまでもそれは行なわれているが、日本からそうして出ていく有価証券の量よりも、海外から購入する有価証券の量が昭和40年を境にして上回ってしまったということである。こうした状況はいわば長期資本の輸出ともよぶ現象である。長期資本の輸出に転化したのが昭和40年なのである。

資本受入れ国から資本輸出国へ変わったということは、これまた日本の経済力の発展の結果に他ならない。経済力の弱い国々は資本輸出国となることはできないであろう。またそれだけの資金は経常的な各種の経済取引によって得られなければならない。したがって資本輸出国になったということは、実は経常取引における黒字国になったということと表裏の関係にある。その意味でこの二つの収支はともに日本の経済力の蓄積を如実に反映しているのである。それは短期的な金利政策やその他の政策によって影響されるようなものではない。たとえば金利を上げたりあるいは引下げたりするならば、その国の金融機関にたいする預金の増減が起るであろう。これは短期資本の移動に他ならない。なぜなら銀行への預金といわれるものは、見方を変えれば満期が1年未満の有価証券の売買とみなされるからである。経常収支と長期資本収支を合計したものを基礎的収支とよぶ理由がこれで明らかになったであろう。基礎的収支の目的は、金融政策などによって左右される取引を除外した国際収支状況を示すことである。この立場に立つ場合には、すべて国際収支状況を基礎的収支を基準にして考察するというこ

とになる。たとえば総合収支がかりに赤字であっても、基礎収支がもし黒字ならばその状況は是認されることになるであろう。あるいは少なくとも非常に危惧すべき状況ではないという判断が下されよう。なぜならそれは金融政策などの手段によって調整が可能だということの意味しているからである。もちろん現実にはかならずしも金融政策のみによってそうした調整が可能であるかどうかは疑問であるが、原理的にはしかしそうである。

それでは総合収支の意味するところは何か。これはこの国の国際流動性ポジションを知る上に大変重要な収支である。すでに(1.2.2)あるいは(2.1.0)によっても明らかのように、総合収支の裏側には外国為替にたいする超過需要が存在している。この外国為替の取引は常に金融機関を通して行なわれる。したがって外国為替の超過需要($D-S$)は金融機関の立場からみた場合、超過供給に他ならない。すなわち外国為替市場における超過需要が、金融機関の外国為替売却によって満されるとするならば、その部分だけは金融機関から逆に外国為替が超過供給されることになる。それだけ金融機関全体としての外国為替の手持ちは減少するであろう。総合収支における赤字ということの意味はこれに他ならない。逆に総合収支が黒字であるならば、それだけ外国為替市場には外国為替の超過供給がある。金融機関はしたがって超過供給にひとしい外国為替をその内部に蓄積せざるをえないであろう。すなわち金融機関の側には超過需要が存在するのである。金融機関における超過供給は外国為替の流出を、超過需要の存在は外国為替の流入を意味する。この外国為替は国際通貨によって表示されるのが普通であるから、この外国為替の流入、流出は事実上、金融機関における国際通貨の蓄積残高の増減を意味するのである。もちろんこれは金融機関全体としての国際通貨の蓄積残高の増減であるから、中央銀行における

国際通貨の蓄積残高がどのように増減するかはまた別である。しかし一般にそれは平行的に動いている。この金融機関全体としての国際通貨の蓄積残高はIMFからの引出し、あるいは借入れ限度額と合わせて、またさらにSDRや保有貨幣用金残高と合わせて一国の国際流動性ポジションを示すものである。したがって総合収支の動向は日本の国際流動性ポジションの動向を示すと同時に、そのポジションの変化がいかなる要因によって発生したかを明らかにしてくれるわけである。

一国の経済政策の運営にあたって、この国際流動性ポジションの動向はきわめて重要な要因となる。たとえその国内に大量の失業者が存在し、その失業を解消するための大規模な国内支出政策を計画することができたとしても、その実施にあたってもし国際流動性ポジションが悪化するようなことがあるならば、その計画事態の実施は中途であきらめなければならなくなるであろう。あるいは国内の物価上昇抑制のための景気抑制を計画し、金利の引上げを考慮したとして、もしその金利の引上げによって大量の短期資本が流入するようなことがあるならば、その国の国際流動性ポジションはみるみるうちに必要以上に強化されてしまう。ここから発生する国際的な紛糾を避けようとするならば、インフレ抑制のための金利引上げは不可能となるであろう。このように国内経済政策の実行にあたっては、国際流動性ポジションは一つの制約要因として出現するときがある。この国際流動性ポジションの変化と重要な関係をもつのが外国為替市場における需給状況なのである。

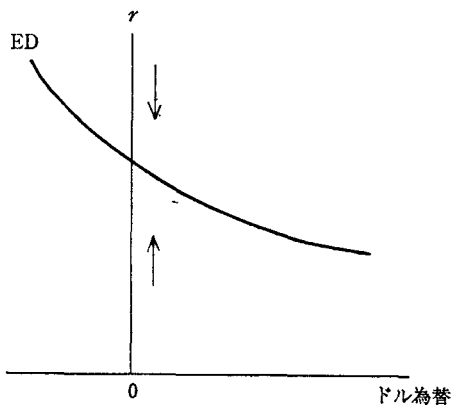
2.2 為替レートの固定と国際流動性ポジション

これまでわれわれは均衡為替レートの決定、および外国為替市場と国際収支との関係などについて考察をすすめてきた。ここで非常にしばしば問題になる固定為替レートと伸

縮的為替レートとの関係について説明を加えることにしたい。再びわれわれが用いたグラフをここで使用しよう。前と同様にドル為替と為替レートとの平面にグラフを描くが、今度は外国為替の需要関数と供給関数ではなく、むしろ超過需要関数を描くことにする。外国為替にたいする超過需要はもちろん需要から供給を差引いたものである。もし供給が需要を上回るならば、超過需要はマイナスとなるであろう。超過需要を ED で表わし、その関数を F で示すならば超過需要関数は次のように表わされる。

$$ED = D(r) - S(r) = F(r) \quad (2.2.0)$$

外国為替市場は安定的な市場であるとするならば、もし為替レートが均衡レートにひとしければ超過需要は0となる。それが均衡為替レートよりも大きければ、超過需要はマイナスとなり、もし均衡為替レートよりも低いならば超過需要はプラスとなる。したがってこの超過需要関数は第2.2.0図のようになるで



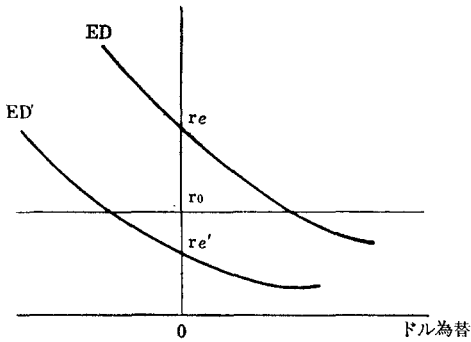
第 2.2.0 図

あろう。もしこの外国為替市場が不安定であるならば、超過需要曲線 ED は右上りとなるであろう。超過需要曲線 ED が右下りであるかぎり、均衡為替レートはその実現が保証される。為替レートの動きが市場のメカニズムに委ねられているかぎり、縦軸上のいかなる

点にある為替レートも常に均衡為替レート r_0 に向って動いてゆくことになる。したがって為替レートの動きは縦軸にそって矢印の方向に向うであろう。もし常にこの状況が保証されているならば、為替レートの動きを自由に放置し、何ら外部から政策的な介入を行わないとするならば、この国の国際収支の均衡は常に実現されることになる。なぜなら超過需要が消滅したときそれは財・サービス・有価証券の輸出が輸入にひとしくなったときだからであり、そのときにはすでに述べたところから明らかなように総合収支が均衡することになる。国際収支の均衡を総合収支によって表わすならば、自由変動相場制ないし伸縮的為替レートというのはその均衡を常に実現することを保証するものである。

以上述べた点はきわめて簡単明瞭な論議であり、それだけでもって現実の説明をなしおえたというわけにはいかない。しかしいわゆる変動相場制を主張する論議の背景にある理論的骨格をもつとも簡潔に示したものである。ここで重要な点は超過需要曲線が右下りであるかぎり、その曲線の位置がどのように変動しても、それが縦軸のプラスの領域で交わっているかぎりはその均衡為替レートは常に実現可能であるということである。この超過需要曲線の移動がどのように生じてもという条件は、きわめて重要な条件である。なぜならそれは財・サービス・有価証券の輸出と輸入がどのように変動してもということと同じだからである。この点についてはのちに再び言及するであろう。

これと対象的なものが固定為替レートである。固定為替レートの場合には市場における需給条件とは関係なく為替レートがはじめからある一定水準に固定されている。いまそれがどのような位置に固定されるかに関する論議はしない。それはまたのちに言及されるであろう。ここではともかくある一定の為替レート、たとえば r_0 に固定されるのである。



第 2.2.1 図

第 2.2.1 図にその r_0 が示されている。超過需要曲線とどのような関係にたつかはもちろんそのときの輸出，輸入状況に依存している。図においては固定レート r_0 のもとでは超過需要が存在している。固定レート r_0 が国際収支状況とはかかわりなく、まったく別な論拠にもとづいてある一定水準に固定される以上、それが ED 曲線の縦軸と交わる点、すなわち均衡為替レートにひとしくなるという保証はまったくない。それと同時に固定為替レートは人為的に外から外国為替市場に与えられるものであるから、市場の自由な動きによって生じてくる為替レートの変動方向とはかかわりがない。いかえると、その固定為替レートが設定されているといなどにかかわらず、市場には常に均衡為替レートへの動きが潜在的に存在しているということである。現実の為替市場では r_0 に決められたレートでもって一斉の取引が行なわれるわけであるから、表向きは変動しない。しかしながら潜在的には常に市場は均衡為替レートに向って動く圧力が存在しているのである。

第 2.2.1 図の場合には、もちろん為替レート r_0 のもとでは市場には常に縦軸にそって為替レートが上昇するような圧力が存在していることになる。もちろん現実には固定為替レート r_0 のもとで外国為替が取引きされる

わけである。ただし図におけるような場合にはこの固定為替レートのもとでは超過需要 $0a$ が存在する。この超過需要 $0a$ は通貨当局の手もちのドル為替を放出することによってまかなわれなければならない。すなわち通貨当局の $0a$ にひとしいドル為替の超過供給によって市場における超過需要がまかなわれることになるのである。この $0a$ にひとしい国際収支の赤字の存在によって、この国の国際流動性ポジションはもちろん悪化していく。毎期毎期この国際収支の赤字 $0a$ が続くとするならば、それだけの国際流動性ポジションの悪化が毎期毎期継続的に発生することになるであろう。もちろんこれは超過需要曲線の位置に変化がなく、固定為替レート r_0 にも移動がないとしての話である。もちろんこのような国際流動性ポジションの悪化の継続が永久に可能である、というわけにはいかない。すなわち国際収支の赤字を永続させるわけにはいかないのである。それにとまらざる調整という問題が必然的にこれにはつきまってくる。これとまったく同じ状況はたとえば超過需要曲線が ED' で示されている場合にも起る。超過需要曲線が ED' で示されるような場合、均衡為替レートは固定為替レート r_0 よりも下方にある。したがって市場には常に為替レートを不方に押し下げる力が潜在的に作用している。この状況のもとではもちろん $0b$ にひとしいドル為替の超過供給が存在している。この超過供給は通貨機関によるそれにひとしい超過需要によってちょうどまかなわれることになる。通貨機関におけるドル為替の蓄積がすすむことになり、この国の国際流動性ポジションはそれだけ強化される。

事態はちょうど国際収支の赤字の累積の場合とまったく同じである。異なる点は国際収支の黒字が累積するという点だけである。この場合、国際流動性ポジションが継続的に強化されていったからといって、この国にと

って特別な問題は起らない。もちろんそれには別の視点からの評価が加えられるのであるが、少なくとも国際流動性ポジションという立場からみれば、ドル為替がいかに蓄積されてもその国にとって困難な事態ということは起らないであろう。もちろんこれも無限に蓄積されるとなれば、また問題は別であるが、いまそこまで話を極端にはすすめない。われわれはまったく相対的な問題としてこれを論じているのである。国際収支の赤字の場合、つまり $0a$ にひとしいドル為替の超過需要が存在しつづける場合、この国にとっては国際流動性ポジションの悪化が生じ、それが続くかぎりやがて国際通貨の蓄積残高がゼロになる。このような状況にまでは放置できないという意味で、この国には何らかの対策が常に必要となるのである。しかもそれは緊急を要するものとなるであろう。これとくらべらば $0b$ にひとしいドル為替の超過供給があるということは、それほど深刻な緊急を要する問題を提起しないのである。するとしてもそれは $0a$ の累積の場合とはくらべものにならないであろう。もちろん超過需要曲線がたまたま固定為替レート r_0 を通過することが考えられる。この場合には均衡為替レートは同時に固定為替レートである。しかしこのような状況はまったく偶然にしか起りえないと考えられるのであり、一般的には r_e は r_0 の上か下かのいずれかになる。

2.3 固定為替レートのもとでの国際収支調整

ところで、もしある理由によって超過需要曲線が定期的に r_0 の上で交点をもち、あるいは r_0 の下で交点をもつように交替的に動くならば、たとえばある特定の時点で赤字が累積し、あるいは黒字が累積しても、時間の流れにそってそれを考察していくときに、結局において国際収支の均衡が保証される、ということが起りうる。これは「国際収支の均衡」

ということにたいするもう一つの見方を提供する。すなわち為替レートが均衡為替レートにひとしい場合にまさに国際収支は均衡する。しかしかりに現実の為替レートが均衡為替レートにひとしくなくても、もし周期的に国際収支の黒字と赤字の交代を引起すことができるならば、それでもやはり国際収支は均衡しているといえる。国際収支の均衡という概念のなかへ時間要素を取り入れてくることはその意味で均衡概念を拡張する役割をもつ。たとえば景気変動の過程で国際収支が赤字となり、あるいは黒字となるということがしばしば起る。好況期において国際収支が赤字となり、不況期において国際収支が黒字となるということは、多くの国々がしばしば経験することである。好況期には国内需要は増大し、したがってこれまで外国へ輸出されていた生産物まで国内向けに振かえられてしまう。さらに外国からの輸入が増大する。こういう形で輸出は減少し輸入は増大する。そうであるかぎり、国際収支の赤字が発生しそれが継続するということになるのは当然である。不況期には逆のことが起る。これまで国内に振向けられていた生産物は国内の需要不振の結果、国外に向けられる。いわゆる輸出ドライブである。それと同時に国内需要の減退は国外からの輸入を減少させるであろう。こうして輸出ドライブと輸入減少が重なりあって国際収支の黒字がもたらされる。一定期間を経て、こうした好況期と不況期が交替的に出現するとするならば、景気変動の波を一つ乗り越え、もとの地点にもどったときに、国際収支は均衡していることを発見する。

もちろんこうした景気変動の波に則して国際収支の均衡ということを考えるのは、国際収支概念を期間的に考えるということの意味している。それであるならばこの期間を必ずしも景気変動の波に合せる必要もない。さらに拡大した期間の取り方が考えられる。40ヵ月平均の在庫循環の波にあわせた期間の取り

方もあれば、さらに拡大したいわゆる主循環を取りあげ、その波の一期間をとって国際収支の均衡を考えるということも可能である。どれ位の期間をとって収支の均衡という問題を考えるのが望ましいか、ということはもちろん事前的には何もいえない。その国の国際流動性ポジションがどの程度であるかによって、それは制約されざるをえない。もし非常に豊富な国際通貨を保有する国、すなわち国際流動性ポジションがきわめて強化されている国であるならば、この期間を長くにとって考えることが可能である。しかしもし国際流動性ポジションが弱体な国であるならば、この期間を長くとることはできない。その意味で国際収支の均衡を考えるときの期間の取り方は、まさにその国の国際流動性ポジションの関数である。各国が国際流動性ポジションの強化を念頭におき、それにもとづいた政策をたてていく理由の一つはそこにある。ついでにいっておくならば、好況期に対応する超過需要曲線は第 1.5.2 図の ED 曲線であり、不況期に対応する超過需要曲線は同じく ED' 曲線で示される。

ところでここに一つの問題がある。それはたとえばその国の経済が特別好況でもなければ、特別不況でもないというはなはだノーマルな状態にあるとしよう。それにもかかわらず、その国の超過需要曲線が第 1.5.2 図の ED 曲線によって示されるような位置にあると想定する。しかも市場では固定為替レート r_0 があたえられており、一斉の為替取引はこの固定為替レートのもとで行なわれている。もしそうであるとすれば、この国ではきわめて標準的な経済状態のもとですらなお国際収支の赤字があり、市場にはドル為替にたいする超過需要が存在することになる。いきおいこの国の国際流動性ポジションは、こういう状況がつづくかぎり、しだいに悪化せざるをえない。こうした状況のもとでは国内における経済活動水準を抑圧し、輸入を

減少させ輸出を増大させなければならない。かりにそうしたことによって ED 曲線が下方に押し下げられ、ちょうど r_0 が r_e にひとしくなったと考えてみよう。そのときには国際収支はまさに文字通り均衡する。為替市場には超過需要も超過供給もない。この点ではまさに国際収支は均衡しているのである。

ここでしかし問題が一つ起ってくる。それはこうした場合、この経済活動の抑圧によってしばしば国内には失業が発生する。あるいは遊休設備が生じるはずである。国内に遊休設備をかかえ失業をかかえているような状態で実現されているこの国際収支の均衡が、はたして真の意味で国際収支の均衡とよびうるかどうかということである。もし均衡という問題をこのような視点にまで拡張するならば、上のような状態は決して均衡とはよびえないかもしれない。表面的に国際収支の均衡は実現されているが、国内経済はまさに青息吐息ということになっている。場合によると社会不安の発生もありえないことではない。一般にこうした遊休設備や失業をかかえての国際収支の均衡は偽装均衡とよばれている。偽装均衡 (*disguised equilibrium*) はこうした側面のみ表われるわけではない。さらに異なった視点からもこうした偽装均衡という状況を想定することができる。たとえばやはり超過需要曲線が r_0 の点を通っているとす。しかし実はこの状況は強力な輸入制限政策がとられ、また輸出促進政策がとられた結果であるとしよう。関税障壁をもうけ、輸入に関する多くの認可条件を付し、輸出にたいしては補助金をあたえ税制上の優遇措置をとるなど数多くの政策手段がそこにとられていると考えるのである。そうすることによって国際収支の均衡がたまたま実現され、固定為替レート r_0 が r_e に一致しているとすならば、これはやはり真の意味での国際収支の均衡とはよびえないという見方がある。こうして実現されている国際収支の均衡はやはり一種の

偽装的な均衡である。もし貿易制限政策や輸出促進政策を世間並みの水準にもどしたとするならば、たちまちにして国際収支の赤字が起ってしまう。すなわち超過需要曲線が右上方に移動してしまうとするならば、そうした状況で実現されている国際収支の均衡は偽装的だということになる。これもやはり国際収支の均衡という場合、その均衡概念を拡張したケースとみることができる。もしこれら二つの条件を満たすことを必要とするならば、失業もなく遊休設備も存在せず、とりたてて特別な輸入制限政策や輸出促進政策もとられていないという状況のもとで国際収支の均衡が実現されているときに、まさに言葉の真の意味で国際収支の均衡とよぶものとなる。これは国内における経済政策や国内の経済状態をも加味して国際収支の均衡という問題を考えるべきであるという立場の代表的な見方である。いろいろな論議の過程において、ある目的のためにはこうした均衡概念をとることもときには必要である。またときにはある一定期間をとって均衡という問題を考えることも必要であろう。

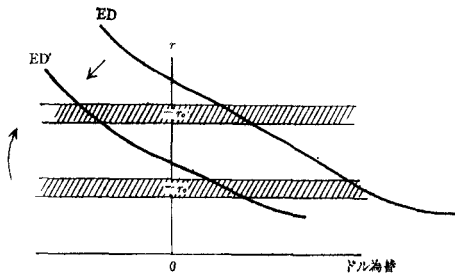
しかしこうした均衡概念の拡張は最初に述べた国際流動性ポジションを基準とした国際収支の均衡概念とは矛盾するものではない。いわばはじめに定義された国際収支の均衡概念、すなわち国際流動性ポジションを基準にした均衡概念はあくまでも出発点に位置した重要な概念である。この第1.5.2図で示されたようなED曲線とED'曲線の交替的出現を通して、結局においては国際収支の均衡を実現させるというこの考え方は、過去の歴史においてもっとも長い期間採用されてきた制度のなかに生きている。

固定為替レートを設定し、そうして超過需要曲線を適度に移動させる。この移動を自動的に行なわせ、結局において長期的に常に国際収支の均衡を自動的に実現させるメカニズム、それがかつて存在した金本位制度の理想

的な姿である。金本位制度そのものについては後の章で詳細に論じられるであろうから、ここではそれに詳しく言及しない。しかし金本位制度のもつ理論的な特徴は、まさにいま述べた点にあるとあってよい。ただ超過需要曲線の周期的な変動、そうして均衡為替レートが固定為替レート r_0 を中心に周期的にその上下に交替的に変動すること、それを自動的に保証するのが金本位制度であるということをごここで述べておきたいのである。もちろん現在の制度は、 r_0 を中心として超過需要曲線が適当にその上方、あるいはその下方に均衡為替レートを成立させるようにシフトすることを前提としている。その意味では理論的な基本構造では金本位制ときわめて類似しているのである。もちろん具体的な制度としてのこまかい規定は金本位制度と現在の制度とはかなりちがっているが、しかし基本的な狙いはまさに同一である。

第2.2.0図と第2.2.1図はそれぞれ自由な伸縮的レートと固定レートとの対応を示しているものであるが、現実の制度も所詮この二つのグラフのいずれかに帰属されざるをえないのである。もし国際収支の均衡という要請にこたえるために、超過需要曲線を操作しないことを望むならば、均衡為替レートの変動に応じて現実の為替レートをそれに合せてゆく、つまり為替レートの変動を自由な市場のメカニズムに委ねるしかない。しかし逆に現実の為替レートを一定水準に常に固定しておきたい、またそれが望ましいと考えるのであれば、超過需要曲線を適度に操作することを認めなければならない。それにともなって国内の経済状態の変動が生じ、あるいは政策上の諸手段を必要とするにしても、それは為替レートを固定しておくことにたいする代償とみなされなければならないのである。現実の状況はむしろこの後者に近いのであるが、ただ異なる点は固定為替レート r_0 そのもののある程度の変更を認めているというこ

とと、その固定為替レート r_0 を中心としてある程度の変動幅を認めているということである。これによって純粋な意味での固定レートにともなういくつかの難点を回避し、そこへ伸縮的レートのもつ特徴を導入したということになる。第 2.3.0 図はそうした状況をグラフに描いたものである。



第 2.3.0 図

最初の固定為替レートは r_0 であり、その上下に一定の変動幅をもっている。その変動幅の範囲内ではその市場の状況に合わせて為替レートは変動する。最初の超過需要曲線の位置が ED 曲線で示されているとする。もちろん国際収支は赤字である。従来の固定レート論議にしたがえば、この場合もちろん超過需要曲線は下方へシフトしなければならない。 ED' 曲線がそのシフトしたあとの超過需要曲線を示している。しかしこれを大幅に行なうことは国内経済に大きな打撃をあたえる、あるいは国際経済に大きな打撃をあたえる、とするならば、それと同時に固定為替レート r_0 を r_0' の方に移動させなければならない。こうすることによって固定レートを r_0' へ変更し、超過需要曲線を ED' 曲線のところへ移動させて国際収支の黒字を実現し、従来存在していた赤字による国際流動性ポジションの悪化の回復をはかるということにな

る。こうした固定為替レートの変更を構造的不均衡のさいには認めるというのが現在の機構である。現在の機構そのものの制度的な詳しい説明については後の章を参照されたい。

第 2.3.0 図におけるように r_0 と ED 曲線の位置がはなはだ乖離した状況であたえられ、市場には強い為替レートの縦軸にそっての上昇圧力が存在しているような場合、しばしば r_0 は r_0' に変更されるのではないかという期待が市場にみなぎる。こうした場合に、まさに為替レートの変更期待による多くの投機的な行動が起ってくる。通貨不安という現象はそうした期待を背景にして生じるのである。この章の冒頭において、われわれは過去 12 年間における国際通貨不安の状況について言及した。それはまさにいま述べたような事態を背景にして生じたのである。もし r_0 は永久に変化しないということであるならば、そうしてそのことが常に保証されるだけの経済的基礎があるならば、スペキュレーションがあればほど激しく発生し、通貨不安が波を打って発生するというはなかつたであろう。むしろ逆に第 2.2.1 図のようにではなく、かえって第 2.3.0 図のようであると期待されているからこそ通貨不安は発生した。もちろん通貨不安の発生を為替レートの変更を認めている現在の制度によるものであるというのはいいすぎであろう。いかなる場合にも極度の国内不況という犠牲を払ってまで為替レートの維持をはかるということはいえない。したがってあまりにも長期的に国際収支の赤字が累積する場合、この固定為替レートの維持はその国の経済にとってマイナスの影響をもつ。したがって、その国の国益という視点からみても為替レートの変更は必要なことである。もしそうであるとするならば、スペキュレーションの発生はまさにそうした事態になっていることを示す一つの信号とも考えられよう。スペキュレーションそのものについては後ほど言及する。

3 為替レート変更の影響

3.1 為替レートの切上げ

現在の制度は調整可能な固定相場制とよばれていることは、先の第 2.3.0 図でみたように、一応 r_0 を固定しているが、場合によっては ED 曲線の位置との関連においてそれをたとえば r_0' の方へ移動させてもよいということである。また逆のケースの場合には r_0' から r_0 の方へ移行させてもよいわけである。 r_0 を r_0' の方へ移行させること、これが為替レートの切下げであり、逆に r_0' から r_0 に移行すること、これが為替レートの切上げである。この為替レートの変更がどのような影響を経済にあてるか。これは二つの点から考察できる。一つはその国際的な局面であり、もう一つは国内的な局面である。先の考察から明らかなように、たとえば国際収支が赤字であるときに為替レートを切下げるならば、それだけ赤字幅が縮小し、さらには黒字に転化しうることが可能となる。この為替レートの切下げによって国際収支の赤字を解消することができるということは、逆にいうとそれ以外の国々にとっては国際収支の黒字が減少するということである。世界経済がただ二つのグループから成り立っているとすれば、一方のグループの為替レートの切下げによって赤字が解消するときには、それと取引をしている相手のグループの国際収支の黒字は解消するであろう。この一つのグループは一つの地域を構成し、その内部では固定レートを維持し、外部にたいしては適宜に変動しうる相場を採用しているとするならば、そうして相手国のグループもまた内部においては完全なる固定相場を維持し、外部にたいしてはある程度の変動を認めるとするならば、このような事態が起りうるのである。

ここで通貨圏の問題についてはふれない

が、もし世界が三つの通貨圏に分れ、その内部においては固定レートが採用され、外部においては調整可能な制度が用いられるとするならば、あるいは比較的伸縮的なレートが用いられるとするならば、以上のことは容易に想像しうるであろう。為替レート変更の国際的的局面というのはまさにこうした点にかかわる。この為替レートの変更によって国際収支の均衡を実現するということは、他のグループにとってはやはり同じく国際収支の均衡が実現するということである。もちろん現実には国の数が多く、決して三つのグループに分れているわけではない。したがってある国の為替レートの変更によってその国の国際収支が均衡したとしても、それ以外のすべての国々の間ではやはり不均衡が存続しうる。そこでもまたレートの調整が行なわれ、国際収支の均衡が実現されてゆくとするならば、結局国際的規模での国際収支の均衡が実現されることになるであろう。国際的的局面における影響とは、一つの国の為替レートの変更による国際収支の赤字解消は、他方の国における国際収支の黒字の解消をもたらすということである。

為替レート変更の国内的な影響についてみてみよう。為替レートの変更がその国内経済にたいしてあたえる効果のなかで、まず上げなければならないものはその国の産業の国際競争力にたいする影響であろう。

国際競争力の具体的な現われは輸出価格である。同種の生産物の当該国の輸出価格と外国の輸出価格との差はその国のその生産物の国際市場における競争力の位置づけと関係がある。もし日本の生産物の輸出価格が外国の生産物の輸出価格よりも低い水準にあるとするならば、日本経済はその産業部門において相対的に強い競争力をもつ。いうまでもなく、生産物にたいしてはそれぞれ消費者の好みや習慣があり、生産物の品質や性能に差があるから、必ずしも価格のみによって競争力

が左右されるとは限らない。

しかし基本的にはやはりその価格は競争力を位置づける重要な要因である。いま、日本の生産物の輸出価格を共通通貨単位の価格に引き直すとするならば (たとえばドル表示とするならば) $P_r = P_f$ となる。 P は日本の輸出の円価格であり、 r は為替レート、 P_f はドル表示価格である。円価格が一定であるとしても、為替レートが切上げられ r の値が小さくなるならば、ドル表示の輸出価格は上昇することになる。したがって、他の国々の価格に変化がなければ、日本のその生産物の国際競争力は低下する。

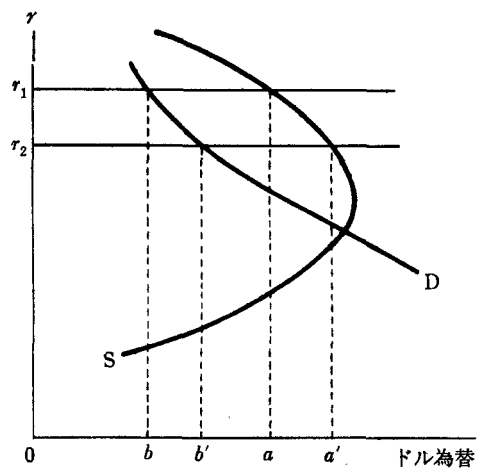
この外国市場での価格上昇は日本の輸出量と輸出額に明瞭な影響をあたえる。一般的にいって、どの程度まで輸出額が減少するかは内外における需要条件 (需要の価格弾力性の大きさ) と供給条件 (供給の価格弾力性の大きさ) に依存するであろう。ドル表示輸出価格の上昇の結果、外国の需要者はその需要態度を変更し輸出量の減少が生じるとしても、それがどの程度まで減少するかは、外国の需要者の価格上昇にたいする反応の仕方に依存している。

したがって一般に考えられているように、為替レートの切上げがただちに輸出額の減少につながるとは必ずしもいえない。ただ、通常の場合には輸出額が減少するであろうということである。

輸入についてはそれと逆のことが生じる。外国の価格に為替レートをかけたものが、輸入財の円表示価格となる。 P' を輸入財の円価格とし、 P'_f を輸入財のドル表示価格とするならば、 $P' = r P'_f$ である。為替レートが切上げられた場合、 r は小さくなり、右式の右辺は小さくなる。すなわち、輸入財の円表示価格はそのドル価格が一定であっても低下する。外国の供給者は日本市場においてその競争力をこれまでよりも高めることになる。通常の場合、国内需要の代替が生じ、輸入量は

増大し、ドル表示輸入額は明らかに増加するであろう。したがって、輸入に関するかぎり、輸入量も輸入額も増大するという意味で明瞭に外国の国際競争力の相対的上昇があらわれてくる。

したがって、国際競争力にたいする影響という視点に立つかぎり、為替レートの切上げはその国内産業の相対的地位を低め、輸入額の増大は輸出額の減少と相まって、その国の貿易収支を悪化させるであろう。もちろん、例外的ケースとして、為替レート切上げにもかかわらず、輸出額が減少しない場合、あるいはかえって輸出額が増大する場合が起りうる。このようなケースを考えてみることは容易である。たとえばわれわれは次の第 3.1.0 図をみてみよう。外国為替の需要曲線



第 3.1.0 図

は供給曲線と図のような位置で交わっている。そうして現実の為替レートはたとえば r_1 になっているとしよう。この需要関数と供給関数は財およびサービスの輸出、輸入に関するものであるとしておこう。それは短期資本移動にともなう問題、あるいは長期資本移動にともなう問題をいまの考察からのけておきたいからである。つまり外国為替の需要は財・サービスの輸入の結果であり、外国為替の供給は財・サービスの輸出の結果であると

想定するのである。このような想定のもとで、いま為替レートが r_1 に固定されているとしよう。その場合、外国為替の需要は Ob で表わされ、その供給は Oa で示されるであろう。このような状況で、いま為替レートが r_1 から r_2 に低下したとしよう。これは r_1 のもとでは外国為替の超過供給が為替市場に現われる。したがって金融機関は為替市場に出現して外国為替の超過供給を吸収しなければならない。このような状況が持続した場合、国際流動性ポジションは強化されすぎることになり、何らかの対策が必要になってくる。ここで為替レートの変更が行なわれるというわけである。

r_1 から r_2 へと為替レートが切上げられたとしてみよう。為替レートの切上げはグラフにおいては、縦軸にそって、原点へ近づくことである。さて為替レートが r_2 になったとしよう。この切上げによってもちろん輸入需要は増大し、輸入額もふえる。外国為替の需要は Ob' となる。しかしそれに対応して輸出もまた増大し、外国為替の供給は Oa' となるであろう。それぞれ増加分は外国為替の需要については bb' 、外国為替の供給については aa' というわけである。そうするとこの為替レートの r_1 から r_2 の切上げによって、外国為替市場における需要と供給の増加分がどうなるかは一概にはいえないことがわかる。それは最初、為替レートがどのような水準に固定され、そうしてそのレートのもとの外国為替の需要と供給はいかなる水準であったか、またそこから為替レートが一定パーセント切上げられたときに、それぞれ外国為替の需要と供給は何パーセント変化するか、そういったことに依存する。いいかえると、為替レートの切上げが行なわれるとき、その点において需要曲線と供給曲線がどのような位置にあり、どのような勾配をもっているかに依存するであろう。両国における各種生産物にたいする需要の価格弾力性がそれらによって

決定される。それぞれの国において、輸入されてくる生産物の価格が為替レートの変化によって影響されたときに、消費者がどのように消費態度を変更するかはその弾力性に依存する。この点をつぎに説明しよう。

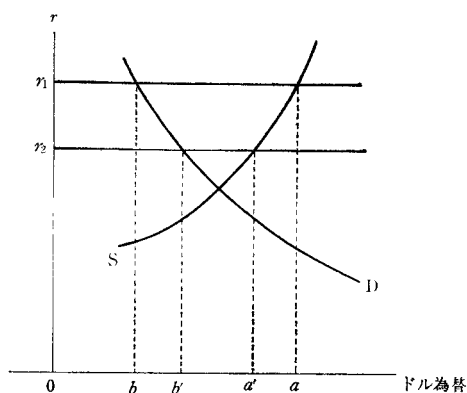
3.2 レート切上げと貿易収支

われわれの考察では、いま為替の需給はもっぱら財・サービスの輸出・輸入で表わされていたので、外国為替にたいする超過供給は財・サービスにおける輸出超過にひとしい。いまそういう状況のもとで為替レートが切上げられ、その結界輸出が変化し輸入が変化し、経常収支が変化するのであるから、次のような式が考えられる。

$$\Delta B = \Delta X - \Delta E \quad (3.2.0)$$

これは経常収支の変化分 (ΔB) が輸出の変化分 (ΔX) から輸入の変化分 (ΔM) を差引いたものにひとしいということを表わしている。もちろんこれは金額表示である。為替レートの変化が輸入価格の変化を意味することはいうまでもない。それは両国にとってまったく同じである。為替レートが10パーセント切上げられるならば、輸入価格は10パーセント低下する。そうして相手国における輸入価格は10パーセント上昇する。したがって為替レート切上げの影響は両国における輸入財の価格の同一パーセントでの変化を意味している。したがって輸入がどれだけ増大するかはこの輸入財の価格下落にたいして、日本の消費者かどのように反応するか、いいかえると輸入需要の価格弾力性に依存するのである。同様のことは輸出についてもいえる。輸出がどの程度上昇するかは、相手国の需要者がこの価格上昇にたいしてどのように反応するかに依存するであろう。価格が上昇し、生産物そのものにたいする需要は減少しても生産物の数量×価格で表わされた需要額、つまり日本からの輸出額がどのように変化するかは、一義的にはいえないのである。したがって場

合によってはこれが増加することがありうる。第3.1.0図の場合にはまさにそうしたケースが示されているのである。その場合にはどの程度輸出額がのびるかということによって経常収支の動きが決定されるであろう。したがって輸出額に関しても同じく外国における輸入需要の価格弾力性が問題である。たとえば第3.2.1図のような場合には為替レート



第 3.2.1 図

の切上げは明らかにその国の経常収支を悪化させる。AE は bb' がプラスとなっているから増大する。しかし輸出は aa' であり、これはマイナスとなっているので経常収支は確実に悪化するのである。為替レートの切上げ自体で黒字の解消を意味しているのであるから、こうした事態であれば問題はない。しかしながらもし第3.2.0図のような場合であるならば、かえって経常収支の黒字が増大する。第1.6.4図ではたまたま bb' と aa' とはひとしくなっているけれども、読者は黒字が増大するケースが起りうるということを容易にグラフからよみとることが可能であろう。しかし、為替レートの切上げによって経常収支が悪化する、すなわち黒字の解消が進行するようなケースが一般的と考えられる。しばしばマーシャル・ラーナー条件というのが引用されるが、それは為替切上げの結果、黒字

の解消が進行するのを保証するための条件である。マーシャル・ラーナー条件についての詳しい説明は省略するが、これは両国における輸入財にたいする需要の価格弾力性の和が1よりも大きいということである。一般に国際競争力が強化される場合、その部門の輸出シェアは増大する。すでに述べたように、そのような輸出シェアの増大はその部門の生産物の輸出価格の相対的な低下を通して実現されるが、その輸出価格の相対的低下はその背後でコスト・ダウンが可能になるような技術進歩と設備投資がおこなわれていることを意味する。言うまでもなく、この国際競争力の強化はそのときの為替レートの下において実現されるものである。したがって、為替レートの切上げは、技術進歩と投資によって実現された競争力の強化を部分的に打ち消す作用をもっている。この点が、為替切上げが国内経済にたいしてあたえる第一の効界である。為替切上げがあたえる第二の効界は交易条件にたいするものである。

輸出価格と輸入価格の比率は一般に交易条件と呼ばれているが、この交易条件は為替レートの切上げによってその値を増加せしめられる。いま、輸出価格を P_x 、輸出量を X 、輸入価格を P_m 、輸入量を M としよう。価格 P_x のもとで X だけの輸出をおこなうと、その国の輸出によって得られた手取り金額は $P_x \cdot X$ となる。いま、この金額をすべて輸入にふりむけるならば、 P_m の価格で M だけの輸入量をおこなうことができる。したがって、つぎの関係が成立する。

$$P_x \cdot X = P_m \cdot M \quad (3.2.1)$$

この式の右辺は輸出によって得た代金をもって得られるはずの輸入額をあらわしている。これを書き換えると

$$P_x / P_m = M / X \quad (3.2.1)$$

となる。右辺はそのときの輸出量一単位にたいして得られる輸入量の単位数をあらわしている。左辺はいうまでもなく、いま定義した

交易条件である。

経済成長に伴ってコスト・ダウンが実現し、その結果として輸出価格が低下するならば、競争力は強化されるが、交易条件は当然悪化することになるであろう。経済成長の結果として、一単位の輸出量と交換に獲得できる輸入量の単位数は減少する。

交易条件の悪化は相手国の経済にたいして有利な結果をもたらす。なぜなら、相手国はいままでと同じ一単位の輸出をおこなうことによって、当該国から今までよりも、より多くの生産物を輸入することができるからである。これは国際競争力を強化した当該国の国民的努力の一部が海外へ流出してしまうことを意味している。相手国は、特別に技術進歩を導入してその産業の近代化をはかったわけではないのに、今までどおりの輸出をおこなうことによって、これまでよりも、より多くの輸入財を入手することができる。

競争力の強化が技術進歩を伴った投資を媒介として実現される以上、通常その国の経済成長率は相対的に高まる。したがって、その国の国民総生産は他の国の国民総生産よりもより大きい伸び率で上昇しつづけ、一人当たり国民総生産もまたより早い速度で増大し、その国の消費水準も高まっていく。したがって、国民的努力の一部が国際競争力の強化を通じて国外へ流出していく過程は、明瞭に具体的には意識されないであろう。当該国の人びとは、従来のもよりも優れた生産物を、これまでよりも安い価格で入手し、消費することができるようになるからである。しかし、疑いもなくその一部は海外へ流出し、海外諸国の消費水準の増大に貢献する。

交易条件の悪化は、それ自体としては、その国の国民的厚生にたいしてマイナスの効果にあたえ、潜在的にはその阻害につながる。

技術的進歩をその生産機構に取り入れ、旺盛な設備投資をおこない、たえずその経済を成長させている国では、この交易条件の悪化

が国民的厚生への阻害へそのまま顕在化した形ではつなげてこない。それだけにこの国民的厚生への立場からの考察がしばしば無視されることになる。しかし無視されると否にかかわらず、その国の経済の発展のために投じられた国民的努力の一部が交易条件の悪化をとおして海外に流出するという事実が蔽として存在している。

為替レートの切上げをはかった場合、輸出価格が上昇し、当該国の産業の国際競争力は部分的に打ち消される。ところが、この輸出価格の上昇は交易条件を有利にする。そして、この交易条件の有利な変化が国民的厚生にあたえ、効果は明らかにプラスである。経済成長の過程において投じられた国民的努力の海外への流出部分はその交易条件の有利な変化によって部分的に縮小されるからである。

ここで、国際収支の黒字の経済的意味について言及しておきたい。一つの国民経済をとった場合、その国内で消費できる生産物の大きさはその国内で生産された生産物とその国が外国から輸入した生産物から成りたっている。通常、その国は輸出もおこなっているから、この輸出される部分は全体からさし引かれる。そうすると、その国で人びとが実際に消費できる生産物の大きさは国内生産物と輸入財の数量から輸出財の数量を差引いたものになる。経済のなかで消費できる生産量は、もし輸入と輸出がひとしければ、その国内生産量にひとしいものとなるであろう。しかし、もし輸入よりも輸出の方が大きければ、その社会全体として消費できる生産量は縮小する。その逆にもし輸入が輸出より大きければ、その社会の人びとはその国内生産量以上の生産物の消費をおこなうことができるであろう。

もちろん、事態はこのような差引き計算によるだけでは解明できないいくつかの問題をもっている。とくにつけ加えなければならな

い点は次の点である。その国の国際競争力が強化されたために輸出が輸入を上回るような状況が持続している場合、通常、その国の国内生産量それ自体が大きく増大している。したがって、その当該国で消費しうる生産量の絶対水準は輸出超過によって必ずしも減少するわけではない。

しかし、国際収支の黒字という事態は潜在的に国民的厚生にたいするマイナス要因を含んでいるということである。そのことはその国の生産量が一定であるとして輸出数量と輸入数量との差がプラスである場合とマイナスである場合を比較してみればただちにわかる。したがって、国際収支の黒字幅が拡大する過程では、つねにその社会の消費可能な生産物の数量は海外に流出することになる。

いまきわめて極端なケースを考え、その国の全生産量をことごとく輸出してしまい、輸入量がゼロであるとしてみよう。そうすると輸出代金としての国際通貨は蓄積されるかもしれないが、その社会では消費可能な生産物は文字通りゼロとなってしまふ。その極端な状況において、国民的厚生はゼロの水準に低下してしまふ。経済の成長過程では、このような国民的厚生の阻害の側面は全体としての生産量の拡大によっておおい隠されてしまふ。しかも、通常、国際収支の黒字の実現がある程度可能でなければ、経済成長を遂行していくことはできない。なぜなら、その国の必要とする資源や生産物を輸入できない場合、経済の成長そのものが不可能となってしまふからである。

しばしば、経済成長のスピードがあまりにも早すぎる場合、その国の国際収支はその成長を阻止する天井要因として作用する。したがって、実質的な国民総生産の増大によって国民的厚生を相対的に高めようとする場合、多かれ少なかれ国際収支の制約を考慮にいれなければならない。その制約を打破するには、十分な黒字を実現しうるだけの輸出増大

が必要なのである。しかしながら、この国際収支の黒字のなかに潜在的に含まれている国民的厚生のマイナス効界は決して無視されてはならない。国際収支の黒字の累積過程で生産物の増加のために投下された国民的努力の一部が、外国へ流出してしまふ。その意味から言うならば、国際収支の黒字の累積という事態は、別にそれ自体として望ましいものというわけにはいかない。

その国の経済力と国際競争力が著しく強化され、もはや国際収支が経済成長への阻害要因として立ちだかることがないように状況に達した場合、そのことはますます当然のことになる。

3.3 経済成長過程における為替レート調整問題

ここでは、この問題を取り扱うにあたって事例を用いることにしよう。事例として1971年末における国際為替レート体系の一斉調整をとりあげ、為替レート調整を経済成長の視点から考察しておくことにしよう。これは、固定為替レート体系の一斉調整という意味で、戦後におけるはじめての経験であった。さきに言及したように、部分的調整は、ポンド、マルク、フランなどを中心としてこれまで何度かおこなわれてきたが、この1971年末におけるような一斉調整はかつてなかったことであった。その一斉調整は各国間における国際収支不均衡の累積的進行——とくにアメリカのそれを直接的な原因としていた。

この国際通貨の一斉調整は、世界経済の発展にとって二重の意味をもつと考えられる。一つは為替レート体系の調整方式に関するものである。この一斉調整にはいるまでの過程では、各国はそれぞれバラバラな行動をとってきた。すでに71年5月には、西ドイツとオランダはその為替レートをフロートさせた。抜きさし難い状況と判断したアメリカは8月15日を期してドルの金兌換を公的に停止し、

それに続いて西ヨーロッパの他の諸国もいち早く為替レートをフロートさせ、今回初めてスペキュレーターの攻撃を受けた日本は、それに無駄な抵抗を試みたあと、最後にその円をフロートさせた。このようななし崩し的な変動為替相場制の採用は、事実上、これら工業国間の新為替レート体系を見出すための模索過程であった。その取捨は、主要工業国の金融責任者が一堂に会し協議をかさねたうえで、為替レート体系の全面的調整を行なうという形で行なわれた。もちろん、こうした協議方式はこれが初めてではない。関係主要国の金融責任者の協議によって為替レート体系を操作するというやり方は、1967年のポンド切下げのさいにも用いられた。しかし、ポンド切下げの場合と根本的にちがう点は、今回の調整にあたっては、ドルをはじめ主要工業国の通貨のことごとくが対象となり、変動相場制の一時的採用によって旧レートに変わるべきレートを模索したという点である。

さらに、次の点が指摘される。それは、各国産業の国際競争力の相対比率に著しい格差が生じたときの処理方式に関することである。アメリカはその貿易収支の改善を行なうために、かつてイギリスがポンド防衛にあたって行なったと同様な輸入課徴金の設定を行なった。これは西ヨーロッパ諸国や日本のみならず開発途上国からも強い批判を受けたが、国際競争力の格差是正は、この設定によって貿易制限政策へさらに傾斜するかにみえた。これに先だて行なわれた日米繊維問題が象徴するように、自主規制の形をとった貿易制限政策が次々と実行されたことから、国際競争力の格差是正がこうした貿易制限政策に大きく依存する危険が、しだいしだいに高まっていたのである。しかし格差の是正は、本来、為替レートの多角的調整をとおして行なわれるべきであり、個々の国の制限的貿易政策によって行なわれるべきものではない。かりに行なわれるとしても、それは緊急避難

に類すべきものである。幸いにして、先般の通貨調整にあたっては、この伝統的な視点が、アメリカの輸入課徴金廃止の合意によってともかくも貫かれた。世界貿易の発展に、このことがいかに重要な意味をもつかは、改めて述べるまでもない。

そもそも戦後世界経済をゆさぶるような国際通貨不安をひき起こしたものは、過去25年間にしだいに明白となってきた各国産業の不均等な成長、とくに先進工業国間における不均等な工業成長であった。その源泉である投資は、短期的には需要を拡大するが、長期的にはその国の生産性をたかめ、供給を拡大する。技術進歩を体現する成長が、そのままその国の工業製品の国際競争力を高めることになるのは当然である。もちろん、貿易政策や対外政策の相違が、国際収支の不均衡に深い関連をもつことは十分に認めなければならないが、そうした政策の相違に国際収支不均衡の拡大現象を還元してしまうことはできない。

世界各国は、戦後確立されたIMF体制の政策原理を前提として、それぞれの経済運営をはかってきた。1940年代後半にその形を整えた最初の為替レート体系は、各国産業の国際競争力の顕在的（部分的には潜在的）水準に適合していると想定されていた。その為替レート体系のもとで、国際収支の均衡を実現することが経済政策運営の基準となりえたのは、その想定が暗黙のうちに一般的承認をうけていたからである。しかし、国ごとに成長要因のスペクトラムに相違があり、また実現される政策内容が異なっている以上、時間の経過とともに各国の国際競争力の相対水準は、当初の水準からシフトせざるをえない。そうなった場合、当初に設定された為替レート体系と各国の国際競争力の相対水準との対応関係もまた変化せざるをえないであろう。

さらに国際競争力の相対水準のシフトがひとたび出現すると、既存の為替レート体系と

の不对応は、ますます増大されることになる。つまり為替レート体系が固定されているかぎり、国際競争力の相対水準が強化された国ではますますそれが強化され、逆に低下した国ではますますそれが低下する、という累積過程がおきる。

この累積過程が一定期間継続するとき、当初の為替レート体系とシフトした国際競争力の相対水準とのギャップは、ぬきさしがたいものになるであろう。そのときこの累積過程の進行を阻止するものは、いうまでもなく競争力の相対水準のシフトに適合した為替レート体系の調整である。

現実が常にこのとおりに進行するとはかぎらないが、「他の条件」に変化がなければ、この基本的なメカニズムは貫くであろう。しかし、現実においては「他の条件」は変化し、基本的なメカニズムは攪乱されざるをえない。当面の分析視角からみて、とくに問題となる「他の条件」は、貿易政策とインフレーションである。

貿易政策はもともと擬装された為替調整としての機能をもっている。たとえば、典型的な例として国境税を取上げてみよう。西ドイツは1967年マルク調整にさきだって国境税を設定した。輸出にプラスの課税を行ない、輸入にマイナスの課税を与えるこの国境税は、為替レートを実質的に切上げたと同じ効果を考える。当時、国際収支の黒字累積の結果、激しいスペキュレーションに見舞われた西ドイツが、このような擬装された為替レート調整を行なったことにたいして、さしたる批判の声はあがらなかったが、この国境税方式はそのまま赤字国が逆の形で採用できるものであった。

事実、アメリカが昨年（1973年）の8月15日にその設定を発表した10%の輸入課徴金は、輸入にたいしてのみプラスの税率を課せられた国境税（輸出に対してはゼロ）にほかならず、それは為替レートの擬装された切下げだった。関税

は国境税とは異なり、それぞれ個別製品にたいし異なった税率が適用される課税で、差別的な為替レートの設定と同一の効果をもっている。その経済的機能からみれば、貿易政策の設定は既存の為替レート体系の擬装調整としての機能を果たすのである。

各国の貿易政策に大きな不平等が存在しているとき、既存の為替レート体系はそれによって実質的調整をうけていることになり、他国より輸入制限的な貿易政策をとっている国の為替レートは、それだけ実質的には切下げられていることになる。したがって直接的輸入制限政策の制限度に国際的格差が存在し、また関税率の加重平均値に国際的格差がみられるとき、実質的には為替レート体系に擬装された上づみ、または割引きを実施されているのである。

現在でこそ、日本の制限的貿易政策の制限度は、アメリカやヨーロッパ諸国に比較して、それほどひどいものではないが、この段階までの長い期間、日本はそうした貿易政策をとって実質的には為替レートを切下げたことになる。また、EC諸国が域内においては関税を撤廃あるいは低水準にとどめ、域外にたいして共通関税を設定しているとき、そのもつ効果はまさに差別的な為替レート設定に等しい。こうした制限的貿易政策の擬装された為替調整機能を過小評価してはならない。

ついで、インフレーションに視点を移そう。現在インフレーションは先進工業国をおおっている、のろわれた暗雲であるが、その進行状況は各国まちまちである。とくに貿易面からみると、インフレーションの進展は、その国の輸出に悪影響を与え輸入を促進する。より厳密にいうならば、消費者物価の上昇が激しければ激しいほど輸入増大が生じ、輸出物価の上昇が激しければ激しいほど輸出減退が生じる。したがって、インフレーションの進行は、為替レートの実質的な変更

と同一の効果をもっている。

4 外国為替市場とスペキュレーション

4.1 外国為替の先物取引

短期資本における自律的な取引は主として民間部門を中心として行なわれる。1年未満の期間内に満期の到来する有価証券がその対象である。具体的には銀行預金・当座貸(借)越・貸付け(借入れ)などからなるけれども、貸付け(借入れ)は手形を通じて行なわれるものをも含む。場合によっては浮動株を含めることがある。民間の経済主体(家計と企業)がこれらの有価証券類を保有しようとするときの動機は決して単一ではない。ある家計(または企業)はまったく経済外的な理由(たとえば政治的社会的理由)によって外国の銀行へ預金するかもしれない。また、他の家計(または企業)は、各国の銀行が提出する利子率の格差を十分に考慮したうえで、外国銀行へ預金するかもしれない。これは単に銀行預金にとどまらない。もし、他の国の銀行から貸付けを受けるほうが、いまの取引銀行から貸付けを受けるよりも有利であるならば、そちらをとることになるであろう。そうして、一般的にはこのような貸付条件が重要な誘因となることは確かである。もし、資本が長期のものであるならば、このような直接的な貸付条件のみが、重要な要因になるということはいえなないかもしれない。直接的な貸付条件よりもさらに基礎的な条件(たとえば、利潤率や経済成長率など)が重視される。しかし、短期資本の場合には、直接的な借入、貸付条件が支配的な誘因となるものと考えてさしつかえない。この場合にも、将来にたいする期待の変化の程度は、やはり影響をもつことになるであろう。貸付条件は、何よりもまず利子率によって代表されるけれども、もし利子率が将来において有利に変化するかもしれない

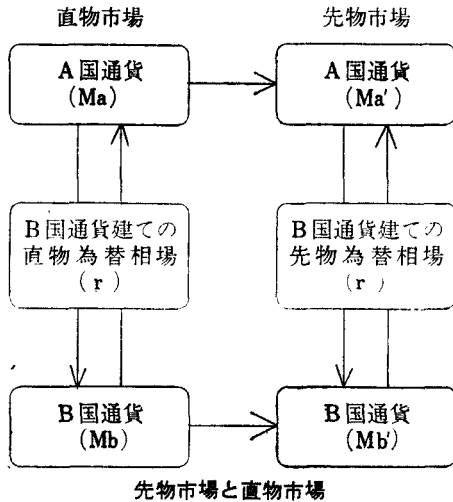
と期待されるならば、現時点において貸付けを行なうよりは有利に変化したあとで貸付けを行なおうとするであろう。また、もし将来において利子率が下落すると期待されるならば、現時点において貸付けを行なおうとする。各国における利子率の変化にたいする期待はそれぞれ国ごとに異なるのみならず、経済主体ごとに異なる。したがって、現在における利子率の国別配列と将来における利子率の国別配列にたいする期待に対応して短期資本の流れは変るであろう。この場合、各国の利子率は、それぞれの国のあたえる「危険率」とでもいうべきものによって割引かれるものと考えなければならぬ。

利子率の国際間の格差によって移動する短期資本移動は、国際収支(総合収支)の不均衡から直接に生じてくる短期資本移動とはまったく種類の異なったものである。さらに、利子率の将来における変化を織り込んで行なわれる短期資本移動は、一種の投機的な動機に基づくものであるが、この投機的な動機による短期資本移動は期待要素を考慮にいと意味で、単に利子率の国際間の格差による短期資本の移動とは異なるであろう。この投機的動機による短期資本移動もまた、国際収支の不均衡から直接に生じてくるものとは異なっている。むしろ、これらの資本移動は国際収支に不均衡(ないしは均衡)をもたらす性質をもっている。

いま、しばらくこの投機的な動機による短期資本移動を考慮しないが考察をすすめていくことにしよう。二つの国をとってみる。それをA国およびB国としよう。A国における短期利子率を $i_a\%$ とし、B国の短期利子率を $i_b\%$ とする。ただし、 $i_a > i_b$ である。もしこの利子率が、これからしばらくの間、ほぼその値をとりつづけるであろうと想定されているならば、B国の銀行へ預金していた人びとはその預金の一部をA国の銀行へ移動させるであろう。その移動は、A国へ預金を移して

ゆくことにともなう危険部分を考慮してほぼ均衡がとれたと考えられるところまで続いてやむはらずである。もし利率に変化が生じれば、それに対応して預金の移動が起るであろう。

さらに、先物為替市場と直物為替市場とが存在する場合、この二つの市場における為替相場と両国の利率とは短期資本の自律的な移動に密接な関係をもつ。これはいわゆる先物市場と直物市場との相互関係から短期資本が移動するケースである。まず、このケースについて説明を加えていくことにしよう。ここで、はじめに外国為替(外国通貨)の直物市場と先物市場との関係をグラフに示そう。直物市場はわれわれがいままで扱ってきた市場



である。そのときの為替相場のもとで両国通貨の売買が行なわれ、引渡しが行なわれる。これにたいし、先物市場は一定期間を経た将来のある時点で両国通貨の引渡しを行なうことを条件に現在時点においてこの両国通貨の売買が行なわれる。この引渡しと売買契約との時点が異なるために、この二つの市場における為替相場は異なってくる。なぜならば、この引渡しと売買契約との時点が異なる結果、その期間を利用してその通貨を運用し、利子を手に入れることができるからである。

この利子の大きさは運用すべき最初の金額のみならず、両国で成立している市場利率によって影響をうけることになる。運用すべき最初の金額は、A国通貨で表をした場合とB国通貨で表わした場合とでは異なる。しかも、為替相場がいかなる水準にあるかによって、運用すべき金額を相手国の通貨に表示しなおしたときの金額は異なってくる。A国の通貨で表示したときの金額を M_a とするならば、それをB国の通貨で表示したときの金額 M_b は

$$M_b = M_a / r \quad (4.1.0)$$

で表わされる。したがって、たとえ M_a が同一水準にとどまっても為替相場 r が上昇するならば M_b は減少してゆく。同様のことは先物為替相場についてもいえるであろう。これだけのことを前提にして、直物市場と先物市場をめぐっての短期資本の自律的移動の説明を行なうことにする。

A国の市場利率 i_a のもとで一定期間 ($t = 0, 1, 2, \dots, \tau$) にわたり流動性 X を手ばなすならば、満期のときには、

$$X_0(1+i_a)^\tau \quad (4.1.1)$$

だけの大きさの元利合計が得られる。同じように、直物為替相場 r (B国の通貨で表わされたA国の通貨の価格) のもとで X_0 をB国へ移動させ、市場利率 i_b のもとで運用されるならば、満期のときには、

$$X_0(1+i_b)^\tau \frac{r}{r_f} \quad (4.1.2)$$

が得られるであろう。ただし r_f は、 τ 期間後の先物為替相場である。この二つの金額はどちらもA国の通貨で表現されているけれども、この二つのものが常にひとしいという保証はどこにもない。しかし、もしこの両者のあいだに相違があるならば、容易に想像されるように、両国のあいだに短期資本の移動が起るであろう。

いま、この二つの元利合計について、

$$X_0(1+i_a)^\tau > X_0(1+i_b)^\tau \frac{r}{r_f} \quad (4.1.3)$$

という関係がみいだされたでしょう。このとき、B国からA国へ資金は流出していくことになるであろう。いま Y_0 の大きさの資金をB国からA国へ移動させ、それをA国において運用して τ 期間後にふたたびB国へもってくるならば、B国ではじめから i_b の利子率でもってそれを運用するよりは有利である。なぜならば、そのときなにかの利益を獲得することができるからである。その利益を R で示すと、 τ 期間における利益は、

$$R_\tau = Y_0(1+i_a)^\tau \frac{r_f}{r} - Y_0(1+i_b)^\tau > 0 \quad (4.1.4)$$

によって示すことができる。このように、短期資本はB国からA国へと流出してゆく。この(4.1.4)は基本的には(4.1.3)とまったく同一の式である。これにたいし、もし(4.1.3)において不等号が逆についているならば、短期資本はA国からB国へと流出してゆくことになるであろう。なぜなら、そのときの R_τ はマイナスとなり、短期資本 Y_0 はA国で運用するよりもB国で運用するほうが有利なるからである。

一般に(4.1.3)で示されるような状態の場合、人びとは、B国通貨を現在時点においてA国通貨に交換し、それをA国で運用しようとする。そして他方、将来時点において(その運用益を含めて)運用したA国通貨をB国通貨にかえようとする。その場合、将来時点におけるA国通貨のB国通貨への転換は、その将来時点に到達してから行なうのではない。現在時点において転換の予約を行なうのであり、しかもその予約は一定の為替相場のもとで行なわれるのである。いうまでもなく、この一定の為替相場が先物為替相場であり、その予約のための取引市場が先物市場である。

したがって、先物市場では現物市場とまったく逆の方向への短期資本の流れがみられることになる。一定量の資金(さきの例では一定額のB国通貨)が現実に流れるのは現物市場に

においてだけである。現物市場においてはB国通貨の売りとA国通貨の買いが起り、先物市場においては、A国通貨の売りとB国通貨の買いが起る。

このようにして、短期資本が移動してゆくけれども、このような理由による短期資本の移動は決して永続的ではない。その理由は簡単である。(4.1.3)と(4.1.4)のケースをとってみよう。直物市場においては、B国からA国へと資金が流れてゆくが、このことはA国通貨にたいする需要が増大し、B国通貨の供給が増大することを意味している。この結果、従来の為替レートでもってしては、もはや通貨の交換が不可能となってしまう。かくて、直物相場においては、B国通貨で表わされたA国通貨の価格、すなわちB国通貨建ての為替レートは上昇してゆくであろう。他方、先物市場では、A国の通貨の供給が増大してB国の通貨の需要は減少するから、先物市場におけるB国通貨建ての為替相場 r_f は下落してゆくことになる。この r の上昇と r_f の下落とはあいまって、(4.1.3)の右辺の値を増大させ、(4.1.4)における左辺の値を減少させることになるであろう。このようにして、(4.1.3)と(4.1.4)における不等式が等式になるまで、右辺または左辺の値が変動せしめられる。このようなタイプの短期資本の移動は、等式が成立するまで為替相場が変動していったときに消滅する。

したがって、両国の利子率における差と、直物および先物相場間の差との間に均衡が成立するならば、

$$X_0(1+i_a)^\tau = X_0(1+i_b)^\tau \frac{r}{r_f} \quad (4.1.5)$$

となる。先物は3カ月先のものであり、利子率も3カ月間について表示されたものであるとすれば、 $\tau=1$ となるから、上の式は、

$$r_f = \left(\frac{1+i_b}{1+i_a} \right) r \quad (4.1.6)$$

のごとく書きかえることができるであろう。

このように先物為替相場と直物為替相場との間には利率を媒介として一定の均衡関係が存在しており、市場における各経済主体の自由な行動にまかせておかならば、おのずから二つの為替相場には前述した意味における均衡関係が成立する。

4.2 スペキュレーションの形態

これまで、短期資本取引に関連して先物市場と直物市場の関連を説明してきたが、つづいて短期資本に影響をあたえる期待要素について説明をおこなっておこう。これは利率や経済活動水準などの要因とは無関係な要因ではないが、期待要素は投機と結びつくことによって短期資本の移動の一つのタイプをつくりだす。投機的動機による資本移動がそれである。

資本はしばしば将来における利率の変化やその他の期待要因を織り込みながら、投機的目的で移動することがある。たとえば、その国の利率が上昇しても、近い将来にふたたびそれが旧水準にもどるであろうという期待がゆきわたっているならば、その利率の上昇は決して短期資本の流入をもたらさないであろう。しかし、もし上昇した利率がその上昇した水準にとどまるといふ期待が一般化していれば、短期資本はその国へ流入してくるであろう。さらに、その利率上昇が進行すると期待されるならば、それ以上に資本は流入してくる。「その他の期待要因」ということの中には、為替相場の切下げにたいする期待がある。たとえば、為替相場の切下げはその国の通貨価値の下落を意味するから、そのような事態が予想されるときには、その当該国から資本が流出してゆく。その国に預金していた人びとが、もしその国の通貨の対外価値の予想される下落が一時的なものでないと思えるならば、通貨価値の下落によって大きい損失を受けるのを避けるために、その国から他の国へその預金を移すであ

ろ。このような場合、影響をうけるのは単に短期資本の移動のみならず長期資本もまた同じように影響をうけることになるであろう。しかし、とくに預金や手形などの形態をとる短期資本はそうした期待要素に敏感に反応することができる。そのため、短期資本は損失を避けて安定した通貨圏へ逃避していくであろう。

利率の下落や為替相場の悪化にたいする期待が大きければ、短期資本は損失をおそれてその国から海外へ流出していくであろう。その結果、その国の外国為替市場は、この短期資本の流出のために他の安定した国の通貨にたいする需要は増大し、その反対にその国の通貨の供給は増大する。そのために、市場は外国の安定通貨の供給不足におちいり、他方、自国通貨の需要はその供給に追いつかない。その国の為替相場は、下落への傾向を強めることになる。それはさらに下落期待を促進し、ますます短期資本の流出を促すであろう。こうした短期資本の移動は、しばしば国際通貨市場を不安定ならしめる可能性をもっている。したがって、もし、その為替レートの悪化の過程においてそれをひきおこした要因の影響が大きくなるならば、現在の悪化は将来におけるより大きい悪化を予想させることになり、人びとはますます多くの資本をその国から流出させようとするであろう。

スペキュレーションに深い関連をもつ裁定取引と掛繋ぎについて説明しよう。

一般に企業は外国の企業ないし機関にたいする請求権をもち、またそれらにたいして負債をもっているのが普通である。その場合、もし債権が債務を上回っているときそれをロング・ポジションとよび、また債務が債権を上回っているときそれをショート・ポジションとよぶ。したがって企業は債権債務がちょうどひとしく相殺しあっていないかぎり、ロング・ポジションかあるいはショート・ポジ

ョンの地位にあることになる。もちろんここで債権・債務というのは対外債権・対外債務のことである。いま企業がロング・ポジションの地位にあるとしよう。その場合、その企業はその債権・債務の期間満了の場合にネットで資金を受けとることになるが、その場合はその企業はその部分を先物市場でカバーしておかないかぎり為替リスクを負担しなければならない。たとえば3カ月後に一定金額の債権を獲得する企業は、そのときまでにもし為替レートに変更があるならば、その変更にともなる損失または利益をともなることになる。

もちろん利益が生じる場合には問題はないが、損失が生じる場合には企業にとっては重大である。したがって3カ月後の満期が到来し、その受けとった金額を国内通貨に交換する場合、その為替相場がどのような値をとるか予想しなければならぬ。しかしそうした予想を行なうことなく企業は容易にその危険を避けることができる。それは3カ月後に受けとるべき債権金額をそのまま先物市場において売っておくのである。先物市場で成立する為替レートは直物の為替レートと利子率格差の部分だけ異なるだけであるから、それを厭わなければ企業はその先物市場で3カ月後の債権を売却しておくことによって、為替リスクにともなる損失を負担せずにすむのである。同様のことは対外負債をもつ企業についてもいえる。3カ月後に一定金額を支払わなければならない負債をもつ企業は、先物市場においてその負債金額にひとしい購入予約をつけておけば為替リスクを負担せずにすむ。支払いをする段になって、為替相場が変動し、その結果損失をこうむるという事態をそれによって避けることができるであろう。

このような掛繋ぎは通常の為替取引にともなるきわめて正常な取引活動であるが、先物市場は単にそのような掛繋ぎの場として機能するだけではない。スペキュレーターもまた

先物市場を利用するのである。たとえば、いまドルが3カ月後に値上りすると期待しているスペキュレーターは、現在時点でドルの先物を購入するであろう。この先物で購入したドルの引渡しをうける時点で、スペキュレーターは以前の安いレートでドルを手に入れ、そのドルをその時点での高いレートで売ることによって差額を利益として獲得することができる。したがってドルが値上りするという期待が確実であればあるほど、スペキュレーターは競ってドルの先物を買うことになり、同時にドルの直物を売りつつけることになるであろう。現在時点でドルの直物を売ると同時に、将来時点でのドルの先物を買っておくならば、その将来時点に達したとき、ドルは値上りしているわけであるから、その分だけ安くドルを買うことができるわけである。

ドルの値下りが期待されるときは、その事態はまったくいと逆の方向をたどる。スペキュレーターは先物でドルを売りまくるであろう。引渡し時点が到達したとき、すでにそのとき安くなったドルを直物で買い、引渡しを行なうことによって差額を獲得することができる。あるいはスペキュレーターは直物のドルをどんどん購入し、他方それを先物で売るという操作をするであろう。

掛繋ぎが異なった時点における為替市場を現在時点にひきもどして、時間上の統一をはかってくる機能をもつのにたいして、裁定取引は空間的に異なった為替市場を統一する機能を果す。いま二つの地域を考えよう。A地域とB地域とする。A地域で成立している為替レートが r であり、B地域で成立している為替レートが r' であるとする。この二つがいま異なっているとす。もし異なっているならば、市場の自由な取引はこの両地域で存在している為替レートの差を消滅させてしまふであろう。たとえば、いま r が r' より大であるとする。その場合にはB地域では r' のレートでドルを購入する。それをA地域に

送り、A地域でそのドルをレート r で売却するのである。それを再びB地域へ送るならば、B地域の業者はその一周運動によって利益を獲得することができる。かりに $r=320$ 円、 $r'=300$ 円としよう。300円を払って1ドルを購入し、その1ドルをA地域で売ることによって320円を獲得できる。したがって差額20円がこの裁定取引による利益として計上されることになる。こうした裁定取引が活発に行なわれるならば、 r' は増大し r は下落することになるであろう。こうして両者の間の開きが消滅してしまう。もちろん最初のドルの送金手数料と、あとの段階での円の送金手数料が必要となるが、その手数料分だけその20円から差引かれなければならない。もちろんこの手数料を上回る利益がなければならないから、両地域における為替レートの差はこの手数料を上回っていることが必要であろう。もし手数料を上回る差額が存在するときには常にこうした裁定取引が起ってくる。

スペキュレーターは機会をもとめて行動することになるが、広い意味でのスペキュレーションにははいるが狭い意味でのスペキュレーションにははまらない幾つかの行為がある。それがリーズ・アンド・ラグズとよばれるものである。自国通貨建の為替相場が下降(たとえば308円→290円)しているとき、その相場の将来に期待される値もまた下降する。そうした期待された相場の下降は為替需要および為替供給に影響をあたえることになるであろう。一般にそうした状況のなかで、輸出業者による為替需要は手控えられ、市場には売圧力が生じる。輸入業者によるこうした操作をリーズ現象とよんでいる。いいかえると為替市場に売圧力を引きおこすような需要者側の調整策がリーズ現象をもたらすのである。為替相場が上昇する(たとえば308円→320円)と期待されるときには、輸出業者の為替供給は手控えられ、買圧力がもたらされるであろう。したがってリーズは為替相場の下降期待

の場合の輸入業者による需要の手控え、それによる市場での売圧力にかかわる。為替相場が上昇すると期待されるときは輸出業者による為替の売りの手控え、それによる市場での買圧力にかかわるのがラグズである。インフレーションあるいはデフレーションの期待、内外金利差の変化予想、その他金融上・経済上・政治上の危機の発生予想、あるいはその懸念等々いずれも為替市場におけるリーズ・アンド・ラグズを引きおこす要因である。国際通貨危機にあたって出現するのはこうしたものを含めた広義のスペキュレーションである。為替管理がおこなわれているとき、スペキュレーションは防止できるといわれるが、その為替管理が防止しうるのは、広義のスペキュレーションのすべてではない。たとえば、「輸出前受け金」の形をとるリーズは為替管理によって抑圧しえないことは日本が1971年秋に身近に経験したことである。

最後に一言つけ加えておこなうならば、スペキュレーションとの関連でみたとき問題となるものの一つに、民間の金融機関自体による外国銀行からの借入れがある。あるいは外国銀行の他国の金融機関への預け入れがある。そのいずれかの経路によって入手した為替を、その金融機関がただちに中央銀行へ売却するであろう。やがて為替レートが変更(切上げ)されたときに買戻すならば、その為替レートの切上げにもとづく売買差額を、この売買による利益として手元に残すことができるであろう。こうした内外金融機関の間での借入れない預金は、中央銀行が外国為替の自由売買に応じる体制のもとでは充分にスペキュレーションの手段として利用されるのである。固定レートのもとでは中央銀行による外国為替の自由売買は当然に保証された制度であることはいうまでもない。