

ブロンウツズ下の非対称調整

藤川, 昌弘 / FUJIKAWA, Masahiro

(出版者 / Publisher)

法政大学経済学部学会

(雑誌名 / Journal or Publication Title)

The Hosei University Economic Review / 経済志林

(巻 / Volume)

75

(号 / Number)

1

(開始ページ / Start Page)

275

(終了ページ / End Page)

298

(発行年 / Year)

2007-07-25

(URL)

<https://doi.org/10.15002/00003109>

【研究ノート】

ブレトンウッズ下の非対称調整

藤 川 昌 弘

目 次

- (1) 調整・流動性・信認
- (2) 国際流動性としてのドル
- (3) 準備構造の持続可能性
- (4) 準備通貨国アメリカの位相
- (5) 為替安定化義務
- (6) アメリカと諸外国の非対称
- (7) 黒字国と赤字国の非対称
- (8) 稀少通貨条項
- (9) 国際金融協力
- (10) 長資収支赤字と短資収支黒字の組合せ

(1) 調整・流動性・信認

国際通貨制度が果たすべき役割に纏わる問題として、「調整 adjustment」・「流動性 liquidity」・「信認 confidence」の三つがあると言われるようになったのは、第二次世界大戦後のブレトンウッズ時代——すなわち1971年8月のニクソン・ショック、あるいは主要国が変動相場制に移行した1973年初頭までの時期——においてであった。このような区別を最初

に打ち出し、以後の問題把握の仕方に少なからぬ影響を与えたのは、F.マハループをはじめとするエコノミスト32名の共同研究であり、1964年刊行のその報告書『国際通貨取決め：選択の問題』は、アメリカやG10諸国の通貨当局側からの、あるいはIMF関係者からの公的な検討とは異なるところの、大学研究者を多く含む民間側からのアカデミックな研究を企図したものだといえよう。この共同研究は統一見解への集約やそれによる政策提言を目的とするものではなく、当時の通貨制度の状況も1970年代初頭の動乱とは異なる環境にあったが、上記の三点を自覚的に提出することによって、各国利害の錯綜を整理し、変動相場制への移行後における問題の所在を把握するうえでも標準的となるような、新たな分類基準を打ち出すことになったと見ることができる¹⁾。

1967年イタリアでの「金と国際通貨に関するボローニア・センター会議」の討論記録を纏めたR.ヒンショウ編『金価格と国際通貨』の中に、その影響を見ることも難しくはない²⁾。会議の参加者は34名、L.ロビンスを司会者とし、国際通貨改革についての当時の代表的な3人の論客、J.リュエフ・R.トリフィン・E.ベルンシュタインによる報告（ならびに関連する報告）と、それらをめぐる討論の記録が、同年末に刊行の運びとなった。もともこの会議が金価格引上げの是非問題に端を發し、国際通貨としての金の役割を検討する目的で企画されたときには、「流動性」問題を討議すること、それを通してどのような制度改革が可能になるかを探ることが、課題として設定されていたといえる。が、実際に開催され討議が行われてみると、編者のヒンショウが指摘するように、戦後のいわゆる金為替本位への検討が不可避となって、「信認」および「調整」の問題が浮上せざるをえなくなった。会議そのものは終始、「流動性」問題への関わりに量的な比重が掛かって進んだとはいえ、そうした事情は司会のロビンスも確認する通りであった³⁾。企画されたのが1966年、マハループたちの報告書から2年しか経っていなかったのである。

遙かに下って1991年、ブレトンウッズ時代の通貨制度に関する最も包括

的な研究ともいべき全米経済研究所（NBER）の大部のコンファランス報告書、M.D.ボルド・B.アイケングリーン共編『ブレントンウッズ・システムの回顧 国際通貨改革への教訓』においても、調整・流動性・信認の「聖なる三位一体（ホーリィ・トリニティ）」が、企画・討議・編集の全体を通ずる有力な研究基準になったものと見てよい⁴⁾。全14章は12の論文と2つのパネル・ディスカッションから成り、アイケングリーンの終章を除く11の章は、報告論文に対する「コメント」と「一般討論」の記録から成る。単に「流動性」と「調整」を直接の主題とする第4・第5章があるというだけでなく、パネル・ディスカッションと「討論」の殆どを通じて、「信認」を加えたホーリィ・トリニティは、編者の一人も言うように参加者共通の関心事であった⁵⁾。二人の編者のうち、冒頭のボルド論文は1節を割いて「3つの問題」への（約25頁に及ぶ）要領の良い外観を与えているし、最後のアイケングリーン論文はホーリィ・トリニティの簡単な要約から叙述を始めている。簡便を利し、ひとまずこの総括論文によって、その意味を概観してみよう。

「調整問題は、国際収支の均衡維持を保証するのに十分な市場メカニズムまたは政策手段が存在するのか、という問題であった。そして、もしそれらが存在したとしても、米国国際収支の赤字持続は、そのようなメカニズムまたは手段が対外均衡を回復させなかったのは何故か、という問題を提起した。

流動性問題は、諸政府と中央銀行を満足させるに足る分量の国際準備（金・準備通貨・特別引出権 [SDR]）を供給する能力を、システムが持っているかどうか、という問題であった。十分な流動性を提供することの困難というのは、準備通貨国が急速に国際収支を調整すると、外国為替準備の成長が制限されるということであった。かりに各国政府が準備を獲得しようとして狂奔することでもなれば、金利を引き上げ緊縮政策を追求するかもしれない、世界を1930年代に似たもう一つのデフレ・スパイラルに追い込むかもしれない。

信認問題は、流動性問題と密接に関連しているが、準備構造の持続可能性^{サステナビリティ}に関わっていた。ブレトンウッズ下では、金準備は外国為替準備（主にドル）で補完されていたが、ヨーロッパにおける通貨の交換性回復から6年のうちに、米国の対外公的債務は貨幣用金を超過するに至った。ドルへの信認が衰えるならば、外国政府は商業銀行への預金者の取付けにもよく似た、米国金準備への取付けを目論むかもしれない、そんなことにでもなれば全システムの崩壊が惹き起されるだろう。』⁶⁾

（2）国際流動性としてのドル

ここで「流動性」というのは無論「国際流動性」の意であるが、この言葉は一般に、公的当局を含む国内の各経済主体が非居住者に対する支払の必要に直面したとき、最終的な決済手段として機能するような流動性の高い金融資産、という意味で使われる。とりあえずは、上記引用第二パラグラフにいう「国際準備」と重なるものと考えてよい。「準備」という言葉自体は、経済価値を時間的に掛け繋ぐ貨幣の機能、つまり価値保蔵機能に着目した表現といえようが、それが大方に市場性と可逆性に優れ将来価値についての高い確実性を持つと受け取られるとき、つまり「流動性」の高い金融資産であると一般に認定されるとき、国際的な決済手段としての機能をも備えることになるわけであろう。が、いわゆる「一般受容性」を欠く価値保蔵手段というのが、現実には十全な機能を果たし難いと考えられる点からすれば、この時代の「国際流動性」の名にもっとも相応しいのは、アメリカ・ドルだったと言わなければなるまい。ところが、そうだとすると、上記「国際準備」がSDR含むのは何故なのかを問う必要が出てくる。それは加盟国の通貨当局（および国際機関）に対して国際通貨基金（IMF）が発行するところの、ドルを含む外国通貨への請求権ではあったが、民間・公的両取引を通ずる「一般受容性」を欠いていたからである。

SDRが各国利害の妥協の結果、IMF協定の第一次改訂によって発効した

のは、——1960年代初頭からの様々なレベルにおける長い検討を経た後の——1969年のことであり、最初の発行額はブレントンウッズ時代の末期、1970年の僅か34億ドルに過ぎなかった。それは価値尺度として機能したとはいえようが、価値保蔵および支払手段としては公的当局と国際機関によって部分的に利用されたに過ぎない。そもそもSDRは、民間取引における決済手段として企図されたものではなく、金とは異なり当局による外国為替市場介入に利用される状況にもなかった。何故このような「国際準備」が企図され、曲折の後に実現の運びとなったのかは、それ自体としてブレントンウッズ時代の特性を照射する別稿の課題にはなろうが、本稿が対象とする時期の大部分を通じて、その意義は大きくない⁷⁾。その後も、実現に向けて努力した関係者ならびに一部エコノミストの期待に反して、国際決済に重要な位置を占めることはなかったといえよう。そこで以下では「国際準備」の意味を、上記にいう「外国為替準備（主にドル）」と金準備とに限ることにしたい。

（3）準備構造の持続可能性

さて上記第二パラグラフによれば、アイケングリーンのいわゆる「流動性」問題の直接的な形は、全公的当局が必要とする適切な分量の国際準備を供給すべき能力を、国際通貨制度としてのブレントンウッズ・システムが備えているのかどうか、ということであった。金生産の増大・非貨幣用金の貨幣化・金価格の引上げなどは国際流動性の供給に寄与するはずだが、言及はない。それらがフィージビリティの低いものと判断された為であるのか、その有無に関わらず、このシステムの下では流動性の過不足が顕在しうるとされた為であるのかも、分からない。問題の焦点は、準備通貨国アメリカによる国際収支の急速な「調整」が、世界経済の必要とする流動性の供給を制限すると把握されたところの、システムの在り方に絞られている。第一パラグラフによれば、ここで「調整」というのは国際収支の均

衡を図るための政策手段を行使することを含むが、それが「十分な流動性を提供することの困難」を惹き起すのは、ドル準備としての国際流動性がアメリカの国際収支赤字によって供給されている、という把握があるからに他ならない。

金準備の増大による流動性供給の可能性を考慮外とする場合には、世界経済の成長に伴う外国公的当局のドル準備必要量を満たすためにアメリカの国際収支赤字が増大し、金準備の対外ドル債務に対する割合が低下せざるをえなくなるかもしれない。それがドルに対する「信認」を揺るがし、金兌換を求めての取付けに繋がるならば、第三パラグラフの言うように、全システムの崩壊に至るだろう。つまり流動性問題と信認問題が「密接に関連する」のは、流動性の量的な充足が質的な劣化を伴い兼ねないという事態にあるとして、ここにブレトンウッズ型通貨制度による「準備構造の持続可能性」が孕む基本的なリスクを認定しようとするのである。不正確を恐れず大胆な要約をしてしまえば、アメリカの国際収支赤字によって流動性を賄うようなシステムは準備通貨の供給不足、または準備通貨への信認破綻のリスクを孕むが故に、長期不況または金融恐慌の世界的な可能性を排除しえず、結局は持続可能でないということになろう。これが「調整」・「流動性」・「信認」の問題を三位一体とするアイケングリーン^{トリニティ}の、当時の支配的な議論をも考慮した組み立てかたであった。

(4) 準備通貨国アメリカの位相

以上の限りでは、「調整」の有無が「流動性」の過不足を惹き起すという形での両者の関係が、アメリカに即して設定されているだけだが、一般に通貨当局にとっての流動性の必要は、国際収支の不均衡を調整しうる政策手段が発揮しうるところの、効果の強弱と期間の長短によって異なってくる。例えばアメリカ以外の赤字国の場合、外国に対する相対的な物価と所得の水準を有効かつ敏速に切り下げることが出来るのであれば、ドル準備

の必要は小さくて済む。然らざる場合、通常は大きな流動性準備が必要になろう。準備が国際収支の不均衡に対する緩衝の意味をもつのであれば、その大小が許容されうる調整の遅速に影響しうることも、指摘するまでもあるまい。調整の態様に関わるのは、その国の経済活動の水準に対する対外決済のウェイトの大小や、輸出入需要の価格弾力性の相違等々の構造的な特性だけではない。景気の振幅を均して低い準備水準で国内貨幣供給を賄ってきたような経済の場合、有効かつ敏速な調整の仕組みを構築せざるをえなかったのかもしれないし、現行為替レートを前提にしつつ赤字に対しての内需の切下げを可能な限り穏やかに実現し、もって内外均衡の調和を円滑に達成するために、豊富な準備水準を選択することに成功した経済もあろう。最末期を除くブレントンウッズ期の日本銀行の低準備水準とブレンデスバンクの高準備水準の幾分かは、このような事情で説明しうるかもしれない⁸⁾。

但し日・西独を離れて一般に、物価と所得の対外相対水準の切下げが、中長期的な視野からすれば必要な場合、豊富な準備が調整を先延ばしにしたことのコストは、結局は高く付きがちになるという事態がある。さらに言えば、一般論としてはそうだとしても、物価・所得の相対水準切下げの必要性を判別すべき時間的視野の選択は、現実問題として容易ではないという主張もあろう。早めに取りられた調整策に耐え切れず、結果的にはそれが不適合だったということになる場合には、豊富な準備は緩慢な調整を可能にするが故に、選択されるべきものとなるかもしれない。もともと「流動性」というのが、発生してしまった国際収支の不均衡をファイナンスする（金融的な手立てをつける）ために必要な決済手段を指し、「調整」はペイメント・ポジションを改善する（不均衡そのものを均衡化する）ための政策手段を意味するものであった。したがって「流動性」が「信認」との関係だけでなく、「調整」との関係においても「密接に関連する」のは当然だが、その在り方には様々な変異がありうるわけであった。

だが、アメリカの国際収支赤字によって流動性を賄うようなシステムは

持続可能でない——という（引用の限りでの）アイケングリーン型の把握は、「流動性」と「調整」の関係が準備通貨国アメリカとそれ以外の諸国とで異なることを、含意せざるをえない。アメリカの調整はそれ以外の諸国にとっての流動性過不足を惹き起すとしても、アメリカ自身にとっては、準備の大小と調整効果の関係如何というような問題は発生しないのである。これは国際収支の不均衡が発生した場合、アメリカ当局がどのような方法で調整の必要を受け止めうるのか、という問題を提起する。いうまでもないことだが、国際収支表は一定期間における居住者と非居住者との取引を複式簿記の原則で貸方と借方に記録するものだから、「画線」をどこに引くかによって、複数の収支不均衡概念が区別される。そこでまず画線を上方で引いて、ある国の経常収支が赤字になったが故に、外国為替市場におけるドルと特定の非ドル通貨との需給に持続的なアンバランスが生じた、というケースを取り上げよう。その他諸国当局のドル準備は、アメリカの金融市場で運用される財務省証券または銀行預金のような短期流動資産で保有されているとし、そのトランスファーによってアメリカを含む国際間の決済が行われるものとする。アメリカとそれ以外の当局との間では、どのような相違が認められるだろうか。

（5）為替安定化義務

当初のIMF協定は、その第4条・第3項において「加盟国通貨間の為替取引の最高と最低の相場は、平価（parity）との間に……直物取引の場合1パーセントをこえる差があってはならない」と規定していた。各通貨の平価（par value）は、同じ第4条の第1項において金またはドルで表示すべきものと規定されたが、アメリカ以外の諸当局はドルでの表示を選択し、多くはそれ以下の0.75——例えば日本は1963年3月まで0.5、それ以後1971年8月まで0.75——パーセントを目安とする外為市場介入によって、パリテイを維持しようとした。アメリカ当局は他の諸当局との間に限って、純金

1 トロイオンス35ドル（プラス・マイナス0.25パーセントのマージン）の公定価格で自由な金売買に応じる建前であったから、パーヴァリュエのドルでの表示ならびにパリティのための対ドル市場介入は、IMF協定第4条の第1項と第3項の義務を充足していたのである⁹⁾。そこで、アメリカ以外の当局が経常収支の赤字による対ドル需給不均衡に直面した場合、パリティ維持のためのドル売り介入が必要になって保有ドル資産は減少する。したがって他の保有国内金融資産を売却するなどの不胎化政策が採られぬ限り、早晚一般にベースマネーの減少と金融の収縮が生じて、国内有効需要が減少するであろう。

賃金や物価が十分に伸縮的で国内に雇用や資源の遊休がないような状況の下では、有効需要の減少は輸出財の対外価格と輸入競合財の対内価格を相対的に下落させる。輸出入需要量の価格弾力性が必要なだけ大きくJカーブ効果を無視できると仮定すれば、その国の経常収支は黒字化に向かうだろう。遊休がある場合、有効需要の減少は生産費を含む対外相対物価水準の低下によるよりも、国内実質所得水準の減少に伴うこの国（A）の輸入減少と、全体としての外国（B）の——Aの経常赤字の裏側で生じているはずの——経常黒字に伴うAの輸出増大とを通して、Aの経常収支の黒字化に寄与する。Bの黒字は、Aに対する輸出増大および輸入代替による。だが元来、そうして誘発されるこの国（A）の輸出増大は当初の輸入減少には及ぶべくもないのだから、経常収支の黒字化実現を確実なものにするためには、不胎化政策の不採用に止まらぬ有効需要の削減政策を自覚的に採用する必要がある。外国側の需要拡張政策を常に期待しうるとは限らないからであった。

ところが、アメリカが経常収支の赤字に直面した場合、その他諸国のような対外相対物価水準低下または相対実質所得水準の減少は、生じる必要がない。不胎化政策の不採用や自覚的な有効需要削減政策の必要も、直接にはない。IMF協定第4条・第3項の規定に従いつつ、外為市場におけるパリティ維持のためのドル買介入によって超過供給に対処すべき義務は、

アメリカ当局ではなく外国当局の側が履行することになっていたからである。では、アメリカ当局の義務は何だったのか。既述のように第4条・第1項は金またはドルによる通貨のパーヴァリュエーション表示を求めていたが、金表示以外に選択肢のないドルについて、同条第4項(b)は特定化を避けつつも、「加盟国の通貨当局が国際取引の決済のために……基金の定める限度内において事実上自由に金を売買しているときには、その国はこの約束^{アンダーテイキング}を履行しているものと見做される (shall be deemed)」という規定を与えていた。この「約束」というのは、同条第3項にいう^{オブリゲーション}為替安定化義務を指す。国際金本位の下では、外為市場で決まる為替レートが、金のパーバリュエーションに金現送費を加減した範囲内で安定することはいうまでもない。だが第4条・第4項は、この作用をブレトンウッズ下のドルについて、擬制しようとするものに他ならなかった。何故、そういえるのか。

(6) アメリカと諸外国の非対称

本来の国際金本位は、各国通貨当局が自国通貨の価値を金の一定量で定め、その金兌換を民間部門を含む全経済主体に対して無制限に認めること、ならびに国際間のみならず国内においても自由な金取引が行われることの二つを、制度的要件とする。エレメンタリィな事柄の復習になるが、この要件が満たされる場合、対外支払の必要に直面したA国の民間経済主体——例えば輸入業者は、手持ちの自国通貨と引き換えに当局から入手した金を現送し、支払相手国Bの当局に払い込むことによって入手したところの外国通貨で決済するか、外為市場で入手した外貨で決済するかを、選択することができる。それが可能だからこそ、邦貨建て為替レートは金平価と現送費の和を超えない。相手国の輸出業者が受け取った金を自国当局に売却すると考えても、事情は変わらない。あるいはA国の輸出業者が代金を最終的に自国通貨で入手するうえで、B国から現送された金を自国当局に払い込むか、入手したB国通貨を外為市場で売却するかを選択

できるからこそ、邦貨建て為替レートは金平価と現送費の和を下回ることがないのである。

通常、自国通貨への信託を担保し、あるいは有事への備えを確保するための、さらには経済失政と取られるのを糊塗するためのものを含む様々な理由で、通貨当局は保有金の持続的な喪失を放置することができない。彼等は金喪失に伴ういわば自動的な物価水準低下または所得水準減少を強化するために、不胎化政策の不採用を超えた積極的な引締め政策を打つ必要に迫られる。それに対応して、金獲得国で積極的な拡張政策が採られるならば、双方での対称的な物価・所得の変動が、赤字・黒字の円滑な調整過程を実現する公算も大きくなる。外為市場の需給不均衡を経常収支だけで考えるケースであっても、対称性がある場合には、喪失国における金利上昇と獲得国における金利低下が、有効需要の双方での変動に及ぼす効果も無視できなくなる。さらに、当局保有の国際準備の増・減に応じて金融政策を拡張・収縮させるという行動方針が、つまりいわゆる「金本位制のゲームのルール」が、——必ずしも明文化される必要はないが——金本位諸国で共通の了解事項になっている場合には、喪失国・獲得国の対称的な調整過程は、いっそう強化されるだろう。要するに、金本位当局と民間経済主体との自由な金売買こそが、国際収支変動と為替レート安定の両立を可能ならしめるところの、要であった。

だが、いわゆる管理通貨制度の下では、国内の金貨流通はなく、国際決済のための金現送もない。勿論、当局と市場との金売買は、——1961年発足の金プールが1968年に崩壊するまで、金価格が1オンス35ドルで安定していたことに示されるように——実行されていたが、それらは金価格上げ思惑を含む様々な民間需要からくるもので、国際収支動向との直接的な関連はなかった。金貨の国内流通はなくとも民間とのブリオン取引の可能性を残すことが、国際収支動向に屈折して関わりえた第一次大戦後の再建金本位制とも異なって、ブレントンウッズ・システムは、通貨当局間において1オンス35ドルの金売買を認める建前が、アメリカだけでなく非アメリカ

カ諸国においても、金融政策との直接的関連を欠いたままに発足したのである¹⁰⁾。

そこで、アメリカの経常収支赤字が外為市場におけるドルの超過供給を惹き起こした場合にも、民間主体に金決済の選択肢はなく、当局の保有金が直ちに減少することもない。アメリカに対して黒字をあげた国の側では、民間主体が保有する短期のドル建て政府証券や銀行預金は増加するが、それが対ドル・パリティ維持のための当局保有ドル建て金融資産の増加に繋がった場合であっても、直接に黒字の大小に対応した金準備増大の多寡、したがってアメリカ当局保有金減少の強弱が帰結する関係にはなかった。事実、外国当局による金準備とドル準備の保有割合には、様々なヴァリエーションがある。1960年代初頭で見て、米・英以外に主要国の中で総準備に占める金準備比率の高いのは仏・西独を含む西欧6国であり、この8国を除けばドル準備比率の高い当局の方がはるかに多い。ここからも分かるように、両準備の割合をどう取るかは、アメリカからの——1960年代に入って、とくに後半以降のような——直接・間接の金兌換自粛要請にどう対応すべきかを含めて、第一次的には各国当局の選択に委ねられていたのである¹¹⁾。

アメリカ以外の諸国が赤字に陥った場合でも、金決済の選択肢もなければ当局への民間主体からの金兌換請求もないという点は、同じである。だが彼等は、アメリカとは違って対ドルパリティ維持の義務を果たさねばならず、黒字国にトランスファーされるべき保有ドル建て資産が売り介入ゆえに持続的な減少をみる場合には、上述のように金本位制のケースに類似するところの、不胎化政策の不採用や積極的な引締め政策を採る必要に迫られがちであった。ブレトンウッズ型管理通貨制の下では、アメリカによる為替安定化義務は存在しない。当局間金取引の建前を安定化義務の履行と「見做す」IMF協定第4条・第4項の規定は、金本位制の場合ならば発揮されるところの、アメリカ当局と民間との金取引の可能性を介した為替安定化が作用せず、赤字に伴う自動的な収縮作用や積極的な緊縮政策の必

要がないにもかかわらず、あたかもそれらがアメリカにも存在するかのよう
に擬制するものであった。もともとIMF協定は、その成り立ちからいっ
て——理事会議決権のクォータによる加重投票制など若干の例外はあるに
せよ——加盟国を平等に扱う建前であったが、この条項はアメリカと他の
諸国との間に、赤字の調整をめぐる非対称性がある関係を炙り出す。だ
が、問題はこれに止まらない。一般にブレントンウッズ・システムにおける
黒字国と赤字国の調整過程については、本来の金本位制の場合のような対
称性が確保されがたくなる関係があるのだが、アメリカの赤字は、ここか
らどのような問題が生じるかをも炙り出すのである。以下、その点を検討
しよう。

(7) 黒字国と赤字国の非対称

経常収支不均衡による為替需給のアンバランスが生じたさい、一般に赤
字のほうが黒字よりも、通貨当局の許容度が低く調整動機も強くなる傾向
がある。大きな準備は、当局への信認や経済的安全保障を担保するだけで
なく、自国の成長に伴う通貨供給のために望ましいものと捉えられる傾向
があったし、時に経済政策の成功を立証するものと喧伝されることさえあ
った。アメリカを除くその他世界には黒字国も赤字国もあるが、その収支
差額合計がネットで黒字であったこと、あるいは持続的な黒字が平価切上
げに繋がった場合でも、調整にとっては過小かつ遅延の傾向が認められる
ことなどは、そうした事情と関連するのであろう。「不均衡」という言葉に
は、〈望ましくないもの〉というニュアンスの伴うことがあるが、各当局に
とって、黒字は——過大かつ長期に渡らぬ限り——その意味での「不均衡」
ではなかった。ここまでは金準備でもドル準備でも、ひとまず状況は同じ
である。黒字が対外相対物価水準上昇または相対実質所得水準増大に繋が
って縮小されうる程度は、赤字がその逆を惹き起す程度ほどには、高くな
かったといつてよい。

だが、そもそも金本位制下の貨幣用金は、国内発行貨幣の価値を裏打ち保証すべきものであった。第一次大戦戦前の各国中央銀行が——準備率の変更や保証発行額の増減を通ずる——法定所要準備の変更を行う事例は、通常想像されるより多いが、国際収支動向に応じて無準備発行の割合を自由に変更できるというような了解が、国際間でありうるはずもない¹²⁾。「貨幣」に纏わる概念上の困難を別にしても、実際上どこまでを統計的に「マネー」と認定するかについては、広狭さまざまな選択肢がありうるわけだが、ブレトンウッズ型管理通貨制下の諸外国が得たドル資金の場合、民間非銀行部門にとどまったまま広義の貨幣化にさえ至らないものの割合が高くなることもあろう。これを金貨流通の極端なケースと対比する必要はあるまい。貨幣化されたが流通速度が低いというようなケースとは、大きく異なる。要するに、民間経済主体の獲得した黒字代金が準備の増大を経て国内マネーサプライ増大に繋がる程度について、本来の金本位制とブレトンウッズ型の管理通貨制との間で相違はないと断定するには、無理がある。が、そうだとすれば、経常収支不均衡の調整過程に関する対称性は、ブレトンウッズ型システムのほうが、金本位制の場合よりも希薄化するとしなければなるまい。赤字の調整に比べて緩慢な黒字の調整が、ブレトンウッズ下ではさらに不明瞭になるのであった¹³⁾。

為替レートの変更または自由変動なしとする状況下で、黒字国の側における物価または所得の対外相対水準拡張が実現されたとすれば、赤字国自身による物価または所得の対外相対水準収縮がない場合でも、それが実行されたのと同じ効果を期待することができる。他の政策目標のために内需削減を選択したくない赤字国当局が、「国際協調」の名のもとに黒字国側の内需拡大を要請する事例は、1960年代に限らず今日にいたるまで少なくはない。だが勿論、政策変更の第一次的選択権は各国政府の側にある。黒字国側に資本流入に伴うベースマネーの増大と、そこから発するインフレ懸念を望まぬという事情のない限り、あるいは赤字国が黒字国に対して別種の外交的プレッシャーを掛けうるというような事情のない限り、黒字国が

赤字国の要請に応じて自発的に拡張政策に転じる可能性は低い。アメリカ以外の赤字国ならば、外国側の調整がなくとも結局は早晚、調整が実行されざるをえない。だが、アメリカの赤字については、自身によっても黒字国側によっても、ともに調整の誘因が欠けたまま、硬直為替レートが安定為替レート体系としての外観の下に進行しうるのであった。

(8) 稀少通貨条項

IMF協定第7条のいわゆる「稀少通貨 (scarce currencies) 条項」は、黒字国側の調整について、興味深い問題を事実上提起している。その第1項として、「基金は特定の通貨の一般的稀少が進展していると認めたときには、そのことを加盟国に通知し、また稀少の原因を述べ且つ稀少の解決のための勧告を含む報告を公表することができる」という規定があったからである。稀少通貨への引出請求に応じきれない場合、IMFは「現在および将来の基金による供給額を割り当てる」ことができるし (第3項 (a))、他の加盟国は「基金と協議の後、この稀少通貨の為替取引の自由に制限を課す」こともできる (第3項 (b))¹⁴⁾。割当対象通貨に指定されれば自由な支払いが制限されるから、当該国の貿易等対外取引が不利になるだけでなく、IMFの目指す世界の多角決済メカニズム自体にも、支障の生じることはいうまでもない。

持続的な黒字国Aと然らざる国Bがあったとして、特に7条3項 (b) がA国に対してどのような意味をもつかを知るには、第8条第4項「外国保有残高の交換可能性」に留意する必要があるだろう。やや複雑だが要約すれば、各加盟国は経常取引の結果生じた外国保有の自国残高が、経常取引の支払いのためにその外国から買取要請を受けたときには、金または当該外国通貨のいずれかで支払う義務を負うが (第4項 (a))、買取要請国が「稀少通貨」の宣言を受けた場合、この義務に服する必要はない、というのである (同項 (b) - (iv))。したがってA通貨が「稀少」だとされれば、A国にと

ってはB通貨の保有残高は、それが8条国通貨であっても「交換可能性」を失う¹⁵⁾。そのような対外資産を保有する意味は限られる。A国は対外支払いを増大させて持続的な受取超過状況を脱却すべく、拡張政策を採る必要に迫られるであろう。IMFが企図する持続的黒字国への制裁は、このような形をも取っていたわけである。

だが実際には、この稀少通貨条項は一度も発動されなかった。協定の形式としては、加盟国からの稀少通貨の金での買入れ、あるいは内外からの借入によって補充が可能になる規定があったが（第7条第2項）、それよりも実際上の取組みとして、稀少性を回避するための様々な措置が奏功したからである。戦後の「ドル不足」期についていえば、もともと戦後処理の暫定期間としての「過渡期」については、経常的支払および移転についてさえ為替制限を認める規定があって（第14条第2項）、それが協定本来の理念に反していわば拡大解釈されざるをえない——という事情があった。ブレトンウッズ会議でのアメリカ政府代表の思惑や議会での説明に反して、「過渡期」の長期化が同国に対する様々な差別待遇を許容し、ドル不足を緩和するのに役立ったのである¹⁶⁾。しかも1949年頃までの、高水準のアメリカ貿易黒字の下でとりわけ厳しかったドル不足期には、英米借款（1946年）その他のアメリカからの援助が、そして何よりも1948年からは、大規模なマーシャル援助が始まったことの効果が大きい。この頃のアメリカにとって、国際収支赤字と外国のドル蓄積は望ましい政策課題であった。マーシャル援助が1952年に終って以降も、各種政府援助や軍事支出が続いただけでなく、西欧への直接投資を初めとする民間資本輸出が活発になって、主要西欧加盟国が1961年まで14条国にとどまったまま国際収支を改善するのに寄与したのである。

（9）国際金融協力

1960年代に入って以降、ドルの稀少ではなく過剰が胚胎し進展した時期

には、各種の「国際金融協力」が活発になった。稀少通貨問題という観点から、数例を見直しておこう¹⁷⁾。その一つはスワップと呼ばれるところの、連邦準備制度が外国中央銀行（およびBIS）との間に結んだ短期信用の相互融通協定網であった。両中央銀行が必要のあり次第、相互に相手行名義の預金勘定に貸方記帳を行うことにして、事前に合意した最高限度額までの引出し可能性を認め合うものである。アメリカ当局による最初の利用は、1961年のマルク切上げにさいして（先物）ドル買い介入資金を調達するために、「稀少な」通貨であるマルク資金を調達したケースであるが、その後他の中央銀行との間にも、急速に放射状のネットワークが結ばれることになった。

いわゆるローザ・ボンドの一つの意味は、この短期信用を補強した点にある。アメリカ財務省が外貨準備に余裕のあるヨーロッパ当局に対して当該国通貨建ての中期証券を発行し、見返りに獲得した外貨でスワップの返済資金を調達することにしたのである。再度のスワップ調達が取り組まれる場合、フェッドによる対外短期借入が財務省による中期借入れに転換されたことになろう。外国当局からすれば、アメリカの金融市場で運用される短期の財務省証券または銀行預金としての第一線準備に比べて、ローザ・ボンドからの金利収益はより高い。しかもこれへの投資は必要に応じて随時、その種ドル建て短期資産に転換しうるのが通常の取決めであったから、余裕のドル準備が、つまり「過剰」化しかねないドルが便宜な第二線準備に転換されたことになる。アメリカ当局にとっては、事実上外貨準備を強化する手段が獲得されたことになる。それは一般にドル相場の安定や、外国当局からくる過剰ドルの金兌換請求を抑制するのにも、有用であった。

その種便宜が利用の有無、あるいは頻度に拘わらず有意義だという点は、IMFとG10との間に結ばれた「一般借入れ取決め（General Agreements to Borrow）」についても、確認することができる。これはアメリカまたはイギリス（加えて1968年からは他の諸国）からの引出し、ないしスタンドバイ便宜の請求に備えるために、IMFが一般勘定で利用可能な資金を、G10

諸国からの総額60億ドルまでの借入れによって補充する取決めである¹⁸⁾。総会での導入決定は1961年末、最初の発動はポンド危機に対処するための、イギリス当局による1964年末の引出しであった。

このときのポンド危機は、一般借入れ取決めの発動だけでなくスワップの利用によって、さらにアメリカを筆頭とする大規模な国際的支援によって、特徴づけられる。ロンドン市場は金融技術・歴史的経緯・地理的便宜等々が相俟って、当時なおスターリング圏に留まらずヨーロッパ諸国の為替取引の一部または相当部分を媒介する機能を残していた。そのポンドに対しての、平価切下げをスペキュレイトした大規模な売り浴びせこそ、ブレトンウッズ・システムにおけるワンウェイ・オプション型投機の一典型だったといえるだろう。裏側に生じる強い通貨を例えばマルクとすれば、ポンド売り・マルク買い投機は、イギリス民間銀行部門におけるポンド売り・ドル買いと、ドイツ民間銀行部門に向けてのドル売り・マルク買いとを惹き起す。最安値圏に張り付いたポンドでは、ヴィークルとしての十全な機能は果たせないのである。現行レートに固執する限り、イギリス当局のドル準備急減とドイツ当局のドル準備急増は避けられない。アメリカにとって、各種支援を通してイギリスのドル準備を補填しつつポンド・ドル相場の動揺を抑制すること、そしてドイツにおけるドルの過剰化を緩和しつつ金兌換請求を抑制することは、メダルの両面であった¹⁹⁾。

もともと、クォータの増額に拠ることなくIMF資金の強化を図ろうとする点に、一般借入れ取決めという形での国際金融協力の特色があった。それは加盟国当局が金で払い込むべき拠出増額の25パーセント分のために、保有ドル準備の金兌換に踏み切ること避けたい——というアメリカ側の意図に沿うものだったといえる。そのこと自体が、アメリカの調整を回避させる効果をもつ。つまりそれは、創設者達の一部にあったところの、IMF協定第7条「稀少通貨条項」によって金本位制のような調整過程の対称性を導入しようとする意図を、空文化するものでもあった。一般借入れ取決めは、主としてイギリス等の外国に活用されたが、スワップを含めアメリカ

カ当局が直接に利用するのではない場合でも、その種「国際金融協力」の進展というのは事実上、現行レートと現行金価格を前提としたうえで、黒字国における調整誘因を希釈しドルの過剰化を隠蔽する意味をも帯びてくるのであった。

(10) 長資収支赤字と短資収支黒字の組合せ

アメリカの赤字は、ブレントンウッズ・システムにおける調整問題をめぐって、アメリカとそれ以外の諸国との間だけでなく赤字国と黒字国との間にも、非対称性のある関係を炙りだす。が、以上の検討は、経常収支の不均衡が外為市場における需給のアンバランスに繋がる状況を出発点にするものであった。ところが、1964年のポンド危機のような事例が提起するのは、ブレントンウッズ・システムがアメリカ国際収支赤字を効果的に調整する仕組みを欠いたまま、ホットマネー化した国際短期資本移動に伴う諸当局準備の急激な変動にどのように対処しうるのか——という問題であった。この64年だけでなく、1960年代のアメリカ経常収支は、——趨勢からの大きな乖離ではないところの68・69両例外年はあるにせよ、70年まで——黒字基調のもとにあったが、それにもかかわらずドルの過剰化が進展したのである。国際収支の不均衡概念も、画線を経常収支よりも下方に引いて、資本収支動向を具体的に考慮しうるものに拡張しなければなるまい。

「対称的調整」について一例をあげよう。1960年代に「国際協調」の名の下に主張された「ポリシー・ミックス」なるものは、ドイツのような国内需要の強い黒字国には増税・政府支出削減と、それによるデフレ効果を中和する金利引下げの組合せを、政策目標が内向きにのみ傾斜する赤字国のアメリカには減税・政府支出非削減（ないし拡張）と、それによるインフレ効果を中和する金利引上げの組合せを、対称的に推奨していた。が、この主張の適否を評価するためには、資本収支動向への検討が欠かせない。その意図は、相対金利変動が黒字国への資本流入と赤字国からの資本流出

を防止することに期待を寄せつつ、内需の対称的な増減をこれに組み合わせることによって、黒字国・赤字国双方に内外均衡の調和を図ろうとする点にあったと見うるからである。実際には、アメリカによる金融引締政策の採用やドイツによる金融拡張政策の採用という事態が、夫々の国際収支動向との関連において対称的に生じることはなかった。ブレトンウッズ下の主要国の中では、とりわけこの両大国が統計的に確認できるところの、国際収支動向に対する金融政策の反応の鈍い事例を提供しているのだが、それは何故かを比較対照するためにも、国際収支不均衡概念を拡張しての検討が必要になろう²⁰⁾。

当局準備の変動と最も密接に関連するのは、「公的決済収支」である。これは画線の上部項目（above the line）として、経常収支・長期資本収支・民間非銀行部門の短期資本収支だけでなく、民間銀行部門の短期資本収支をも配置し、下部項目（below the line）には公的当局の収支差額のみを記録する。具体的には金・外国為替・IMF準備ポジションなどの当局流動資産の増減、および外国当局に対する当該当局流動負債の増減を含む。当然のことだが、仮に経常収支が黒字であっても、上部項目の中に赤字項目があれば、その分は相殺されて公的決済収支の変動としては現れない。では、アメリカ以外の諸国の民間主体がアメリカ金融市場で債券や株式の発行による資金調達を企図し、応募した投資家からの手取り金（proceeds）が民間銀行預金や随時これと入れ替わりうる財務省証券などの短期流動資産の形で、ニューヨークの支店またはコルレス銀行に保有される——というケースの場合、アメリカの公的決済収支はどのように変化するのか、しないのか。

アメリカの国際収支上このケースは、大部分が上部項目内部における長期資本収支赤字と短期資本収支黒字の組合せに分類されてよい。ブレトンウッズ時代の全体を通じてアメリカは資本輸出国であったが、経常収支黒字の1960年代については、この組合せをさらに各種ケースに区分して検討する必要がとりわけ大きくなる。例えば、外国民間主体による起債や増資

の手取り金が引出され支払われる場合でも、ドルが内外主体にとっての準備資産であり、非居住者間の最終的な決済がドル建て短期資産のトランスファーによるのであれば、経常収支を含む他の項目に変動のない限り、上部項目全体にネットの増減はなく、アメリカの公的決済収支は変化しない。外国民間主体が自国の通貨当局にその短期金融資産を売却したとしても、それだけでは変化は生じない。買い介入した外国当局が民間銀行部門から連邦準備銀行にこのドルをシフトして初めて、アメリカの公的決済収支が赤字化する。経常収支黒字や長期資本収支赤字の金額そのものが変化しないにもかかわらず、この事態が生じるということ——このことはブレントンウッズ・システムの崩壊過程にも、密接な関わりを持つのである²¹⁾。これまでの検討を準備稿として、長期資本収支赤字と短期資本収支黒字の組合せケースを1960年代について具体的に検討することが、ブレントンウッズ下の非対称調整問題を立ち入って解明するための出発点になる。

《注》

- 1) F.Machlup ed. ; International Monetary Arrangements : The problem of Choice.
- 2) R.Hinshaw ed. ; Monetary Reform and THE PRICE OF GOLD (芦矢栄之助・足立禎訳『金価格と国際通貨』).
- 3) ヒンショウについては、R.Hinshaw ed., pp.2-3 (訳pp.3-4), ロビンスについては、同pp.18-19 (pp.22-23) を参照。
- 4) Michael D.Bordo and Barry Eichengreen eds. ; A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform.
- 5) M. D.Bordo and B. Eichengreen eds. ; op.cit. p.622.
「調整・流動性・信認は、依然としてNBERコンファランスでの討論の主題であった。とはいえ、これらの問題が提起される仕方は、20年前の定式化とはかなり異なっていた」というのは、アイケングリーンの立場を簡潔に示している。
- 6) M. D.Bordo and B. Eichengreen eds. pp.621-622. 改行は引用者のもの。
- 7) SDR創設をめぐる経緯の錯綜は、

R.Solomon; The International Monetary System 1945—1987.
pp.128-150 (山中豊国監訳『国際通貨制度研究 1945-1987』
pp.179-210)

を参照。わが国の研究として

尾崎英二『S D R』.

当面の関連では, pp.91-119.

8) この点については

M.Michaely; The Responsiveness of Demand Policies to Balance of
Payments: Postwar Patterns, chap. 2, esp. pp.57-62

拙稿; 「バジヨット・ルール」の可能性 (『経済志林』第75巻1号) の
「(9) 国際収支目標の優先順位」を参照。

9) Articles of Agreement of the International Monetary Fund (July22,1944) (in
THE INTERNATIONAL MONETARY FUND 1945-1965, vol. III :
Documents) p.189 (邦訳・堀江薫雄『国際通貨基金の研究』付録収,
p.271).

10) 当時の民間金需要の様々な動向について,

R. Hinshaw ed.; Monetary Reform and THE PRICE OF GOLD, pp.35-
36, pp.114-115, pp.115-119 (芦矢栄之助・足立禎訳『金価格と国際
通貨』pp.40-41, pp.138-139, pp.139-144)

の各所に収録された3人(ギルバート・ブッシュ・スピーラー)の論説
は, 興味深い推計を与えている。

11) この点については

A.H.Hansen; The dollar and the International Monetary System,
pp.48-52 ,pp.80-83 (鈴木浩次訳『ドルと国際通貨制度』pp44-48,
pp.74-77)

が示す計数と, 関連する留意点の説明を参照。なお, 諸外国当局に対する
アメリカの金兌換自粛要請は, すでに1950年代から始まっていたという指
摘もある。

M.Michaely; The Responsiveness of Demand Policies to Balance of
Payments: Postwar Patterns, p.275.

12) 第一次世界大戦前の金本位下における興味深い事例について,

A.I.Bloomfield; Monetary Policy under the International Gold
Standard: 1880-1914, pp.17-18 ;p.58 (小野一一郎・小林龍馬共訳
『金本位制と国際金融』pp.17-18 ;p.71).

13) ブレトンウッズ期については,

M. Michaely; The Responsiveness of Demand Policies to Balance of Payments: Postwar Patterns, chap.2

が参照されるべきだが、簡潔にはまずpp.62-65。黒字調整問題は、ドイツについて集中的に現れる関係にあった。——chap.6, 簡潔にはpp.135-139を参照。

- 14) Articles of Agreement of the International Monetary Fund
(in THE INTERNATIONAL MONETARY FUND 1945-1965, vol. III : Documents) pp.194-195 (p.276-277).
- 15) Articles of Agreement of the International Monetary Fund
(in THE INTERNATIONAL MONETARY FUND 1945-1965, vol. III : Documents) pp.196 (p.277-278).
- 16) R.N.Gardner; Sterling－Dollar Diplomacy in Current Perspective, chap.7
(new expanded ed. 1980) (村野孝・加瀬正一訳『国際通貨体制成立史』第7章)
には、金融協力に関する英米両案の妥協について興味深い記述があるが、当面の点をめぐるアメリカ国内の反応について、 pp.135-137 (pp. 279-281)を参照。
- 17) スワップについて、簡単には
拙稿「ドル残高・1968－71年」(『経済志林』第71巻1号) pp.152-156を参照。ローザ・ボンドについては、同pp.160-161。
- 18) GABについての多くの説明の中では、簡潔だが、
B.Tew; The Evolution of the International Monetary System 1945-88, pp.115-119 (片山貞雄・木村滋訳『新・国際金融入門』pp.132-137)の記述が、利用の有無にかかわらず、GABがアメリカにとって持った意味に留意している。
- 19) この時のアメリカの対イギリス支援について、
前掲拙稿「ドル残高・1968－71年」 pp.157-158.
- 20) 前注 13) のマイケリーの研究のほかに、簡単には
拙稿 ; 「バジヨット・ルール」の可能性 (『経済志林』第75巻1号) の「(9) 国際収支目標の優先順位」を参照。
- 21) このような関係をめぐっては
前掲拙稿「ドル残高・1968－71年」 pp.165-169.

Asymmetrical Adjustments under the Bretton Woods System

Masahiro FUJIKAWA

Abstract

This paper investigates the asymmetrical adjustments of the balances of payments under the Bretton Woods international monetary system. Contents are as follows.

- (1) Adjustment, liquidity and confidence
- (2) The dollar as the international liquidity
- (3) The sustainability of the reserve structure
- (4) The phase of the United States as the reserve currency country
- (5) The obligation of the exchange stabilization
- (6) Asymmetry between the United States and other countries
- (7) Asymmetry between surplus and deficit countries
- (8) The scarcity currency clause
- (9) International monetary co-operations
- (10) The combination of the deficits of the long-term capital account and the surpluses of the short-term capital account.