

### 「固定相場ドル本位」の不安定性

FUJIKAWA, Masahiro / 藤川, 昌弘

---

(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)

71

(号 / Number)

1

(開始ページ / Start Page)

223

(終了ページ / End Page)

256

(発行年 / Year)

2003-07-05

(URL)

<https://doi.org/10.15002/00003200>

【研究ノート】

## 「固定相場ドル本位」の不安定性

藤 川 昌 弘

国際金融研究者としてのロナルド・I・マッキノンの名前は、わが国でもよく知られている。理由の一端は、主要な著作の幾つかが邦文で親しめるといふ点にあるかもしれない。たとえば *Money in Internal Exchange: The Convertible Currency System* (1979) は、鬼塚雄丞・工藤和久・河合正弘訳『国際通貨・金融論：貿易と交換性通貨体制』（1985年）として刊行され、あるいは *The Rules of the Game: International Money in Historical Perspective* (*Journal of Economic Literature*, 31: Mar. 1993) は、日本銀行「国際通貨問題」研究会訳『ゲームのルール：国際通貨制度安定への条件』（1994年）として刊行されて、学界を超えた多様な関心の的となった。近年では、大野健一共著『ドルと円：日米通商摩擦と為替レート政治経済学』の日本語版（1998年）も、各方面からの論議の対象となっている。

そのうちの『ゲームのルール』は——発表形態からも分かるように——もともとジャーナル論文であったが、邦訳で刊行されるさいに、単行本の体裁を纏うことになったものである。が、マッキノン自身の原著では、副題は異なるが同名の独立の作品 *The Rules of the Game: International Money and Exchange Rates* (1996) があるので、やや紛らわしくなる。550ページを超えるこの大著は、しかし第1章「序論」を除けば、すべて既発表ないし既執筆の21本の論文を、「I. 国際貨幣本位：金からドルへ」

「II. 最適通貨圏と為替レート伸縮性」「III. 国際貨幣改革」の3部に分けて、主題別に分類した論文集である。編纂にさいして多少の修正が施された箇所もあるが、変更の度合いは小さく、おおむね初出時の体裁を保っているとしてよい。日銀研究会訳の論文も、第I部冒頭の第2章として、全体を見渡す位置付けのもとに再録されている。そこでは、「国際通貨制度 (International Monetary System)」とは区別された意味での「国際通貨体制 (International Monetary Order)」が、歴史の推移と事例にそくして7つに類型化されたうえで、各体制の比較を可能ならしめる短い命題としての諸「ルール」が、簡潔な条項表の形式で囲み枠 (=「ボックス」) の中に収められている<sup>(1)</sup>。

「国際通貨体制」の7つの類型というのは、「1. 国際金本位, 1879-1913年」「2. 1945年のブレトンウッズ協定: 協約の精神」「3. 固定相場ドル本位, 1950-1970年」「4. 変動相場ドル本位, 1973年-1984年」「5. ドル為替相場に対するプラザ=ルーヴル介入合意, 1985年-1992年」「6. 1979年の欧州通貨制度: 協約の精神」「7. 拡大ドイツマルク圏としての欧州通貨制度: 1979年-1992年」である。「ルール」の主題は、為替相場目標・公的準備保有・交換可能性公約・国内貨幣政策調整・物価水準アンカーなどであって、その数はボックスあたり6~10項目、最後の「第7ボックス」のみが15項目に及ぶ<sup>(2)</sup>。「体制」と「制度」の相違は—— R. マンデルの議論を援用しつつ—— 憲法とその作用様式としての政治・選挙制度との相違に、擬えられているが、全体にわたる検討の主要な展開は、システムが歴史の現実過程でどう作動したかに置かれるのではなく、そのさいのフレームワーク・セッティング・枠組と環境としての諸オーダーがどう比較されうるか、という点に限定される。しかも、1例だけを挙げるのだが、「第3ボックス」には第10ルールとして、「米国は独立の貨幣政策を取ることによって、貿易財のドル (世界) 価格水準を繫錨する」という条項がある。が、誰もが知るように、これは1950—1970年の少なくとも全期を貫く実態ではなかった。つまりボックス内の各ルールは、そのすべてが忠実な模写を旨とした歴史的現

実からの抽象であるとは限らず、独自の観点で理念型へと濾過された各体制の特徴を、その「最善の評価」<sup>ベスト・アセスメント</sup>において、少数の簡潔な条項に集約したものにほかならない。マッキノンが「ゲームのルール」と呼ぶのは、このような意味での国際通貨体制の、砕けた（インフォーマルな）表現のことであった<sup>(3)</sup>。

この大著の中には、第7章として「通貨代替と世界ドル本位の不安定性」という論文も収録されている。これは The American Economic Review (June, 1982) からの再録であり、内容的には上記「ルール・ボックス」の3と4にまたがる問題を扱ったものだが、第2章論文にはない論点を含む。これを多少詳しく検討することによって、マッキノンが「固定相場ドル本位」と呼ぶところの、国際通貨制度史上のいわゆるブレトンウッズ期と重なる時期について、今後の研究上の手掛かりを得たいというのが本稿の目的である。うまくいけば「ルール・ボックス」の若干については、見直しも必要になるかもしれないし、「ボックス」の作成方法自体への再検討を促すきっかけが得られるかもしれない。第7章論文の個々の論点の検討に入るには内容紹介が必要であるが、不正確な紹介が混乱の元になることを慮れて、ここでは思いきってその翻訳を試みることにした。内容を検討するさいの便宜を考えて、原文で改行された順に各節内に番号が打ってある。後に参照の際には、たとえば [3]-1 のように番号で表記すれば、引用の煩を避けることができるであろう。勿論、以下はこなれた翻訳を意図したものではない。多少不自然で固くても、できるだけ原文と日本語との対応関係が明確になるようにしたいと思う。

訳出上の留意点を挙げておきたい。

- (1) 理論を展開している [2] 節と [3] 節については、筋道が分かりやすくなるように、かなり自由な文体にしてみた。文中の 1. 2. …等々の数字は原文の改行に対応するが、①, ②, …等々の丸付き数字を挿入して区切った訳文の改行は、原文通りではない。
- (2) これに対して、[0] [1] [4] [5] の各節は、「翻訳」にやや近い

- ([0] 序論という表記は挿入した)。1, 2, …等々の数字は, [2] [3] と同様に, 原文の改行に対応する。
- (3) 節や改行を示す数字に付された上付きアスタリスク\*は, 「翻訳」からやや遠いことを示す。本筋には関係の薄い章句を省略した若干の場合も含む。
- (4) 文中の上付きアスタリスク\*は, 参考文献の固有名詞や他の章への言及など, 独立の論文としては不要な表現を省略したことを示す。
- (5) {……\*} という挿入は, 原文にはない解説, 別訳の補充などを意味する。
- (6) 原著の注とリファレンスは省略した。

#### 《注》

- (1) 以下, マッキノンからの引用や参照は, 原則として1996年刊行の著書 Ronald I. Mckinon; *The Rules of the Game: International Money and Exchange Rates* により, 必要に応じてページのみを示す。各類型の表題一覧は p.24を参照。ルール・ボックスは順に, p.26, p.41, p.45, p.65, p.68, p.74, p.75にある。第2章についての邦訳書『ゲームのルール』では, 7つのボックスが巻末の pp.168-181 に纏められている。訳書からの引用は, 原書ページに続けて p.24 (p.26) のように括弧で示すが, 訳文は変更した場合もある。
- (2) 1996年版巻末の付録には, 「ルール・ボックス8」として「21世紀への共通貨幣本位 (CMS 21)」が, 追加されている (pp.534-535)。これは「ブラザールールから21世紀への共通貨幣本位へ」という論文が, 1993年の第2章執筆より後の1994年に提出 (1995年に加筆) され, 第22章として採録されたことによる。
- (3) このパラグラフは pp.23-24 (pp.24-27) による。第3ボックスからの引用は p.45 (p.173)。

## 『通貨代替と世界ドル本位における不安定性』

### [0] 序 論

1. 外国為替に関する考慮や、工業諸外国の貨幣供給に認められる成長は、米国の国内貨幣政策に対して重要な影響を及ぼすべきなのであろうか。これまでは、マネタリストおよびケイジアン的一般に受け入れられた知恵も、米国の政策当局者たちの行動からうかがえる選好も、——しばしば不成功に終わるのだが——ともに国際的な影響を抑止しようとするか、あるいは無視しようとするかであった。両グループとも、純粋に国内的な貨幣集計量の成長率、あるいは国内的な（ドル）利子率でもって、政策標的を定義している。

2. フリードマンの説得力ある変動相場制擁護論（1953年）の主要目的の1つは、為替統制や貿易制限に訴えることなく1国の貨幣的自律性を——それが米国であれドイツであれカナダであれブラジルであれ——確保することであった。この観点は、ジェイムス・ミードのようなケインジアン、ならびにハリー・ジョンソンのようなマネタリストの双方から、強く支持されてきている\*。1973年には工業諸国間での変動相場制が到来した——もっともその正式な法的批准は1976年のIMF協定条文の修正によった——が、政策当局者たちを説得して（圧力があってもかかわらず）変動制を受容させるうえで影響力を發揮したのは、この観点なのであった。マネタリストたちは、このオートノミーを行使するための戦略をもっている——すなわち各国は、あたかも国民貨幣への需要が安定的であり互いに他国から独立しているかのように見做して、みずからの固定した貨幣成長ルールを追求する、というのがそれである。

3. これとは対照的に、とりあえず準備した以下の経験的証拠からは、<sup>ラディカリイ</sup>根本的に異なった見解が示唆される：すなわち工業諸国内グループの（交換可能な）国民貨幣は、予想為替レート<sup>の</sup>運動にしたがってそれぞれへの需要が高度に代替可能である。この国際的通貨代替は、個々の国民貨幣に対する需要を不安定化させるので、純粋に国民的な貨幣集計量の年々の変化でもって、純粋に国民的な物価インフレ率の循環を説明しようとしても、大した意味などあるはずもないのだ。

4. とはいえ、マネタリストの見解に何の取り柄もないということには、必ずしもならない。世界貨幣需要は、比較的安定的であるようにみえる。そこで（工業諸国の交換可能通貨に限定された）「世界」貨幣供給の粗い指標を考察することによって、1970年代における国際物価インフレーションの2度の勃発を説明することが可能になる。世界貨幣供給は1971-72年、および1977-78年に再度、爆発的に増えた（1973年および1979年の2度の石油危機よりも十分に前のことである）。米国ドルへの投機が外国中央諸銀行の（ドル下落阻止のための）為替介入と結びついて、ヨーロッパと日本における貨幣供給を直接に拡張させた。このインフレ圧力が各国間にどう分割されるかは、各ケースでの相対的な為替レート運動に依ったが、それが世界物価水準に与えた衝撃は明白であった。米国自身にとってさえ、世界貨幣供給変化のこの暫定的な尺度は、1973-74年と1979-80年の巨大な（ドル）物価インフレーションを、他のいかなるアメリカの国内的貨幣集計量よりもはるかにうまく説明するのである。

5. だが、何故アメリカの貨幣供給は、人々がドルから外国貨幣へとシフトするのに減少しなかったのであろうか。第1に、アメリカの貨幣当局は、毎月または四半期の時間的視野での固定的な国内貨幣成長ルールのもとで、近視眼的に行動していた。第2に、超短期においては、米国の貨幣ストックは公的為替介入に反応して自動的に収縮するのではなかった。米

国は世界ドル本位のもとでの準備センターであるから、外国中央諸銀行による巨額のドル介入でさえ、アメリカのマネタリーベースに対するいかなる衝撃をも持つことなきやう、通常は不胎化されてしまうのだ——以下で展開される理論モデルで描写されているように。

6. しかし、1950年代および1960年代の固定相場制のもとでの強いドル本位にとって適格的であった不胎化は、今日の管理フロートと気紛れに<sup>ヴォラタイル</sup>変易し易いな為替レート予想のもとでは、さして好都合なものではなくなっている\*。アメリカの貨幣政策が国際物価水準とアメリカ物価水準の双方をよりよく安定化させるためには、如何に適切に「国際化」されなければならないか、これを簡潔に議論することで私の話は終わる。

### [1] 証 拠

1. 国際マクロ経済に関する見せかけだけは完全な構造モデルを提示し、然る後に理論モデルとは密接な関連があまりないような手の込んだ計量経済学的テクニックを使って個々のパラメーターを推定するというのが、通常のやりかたであろう。データの本質と属性が論じられることはないだろうが、著者に特別な要求を出せば、未加工の統計シリーズを利用することはできよう。

2. 私はここで、それとは違う戦略をとる。まず、工業諸国の国民的貨幣供給・物価水準・外国為替準備についての、加工されてはいないが標準化されたデータが、IMFの国際金融統計から編纂される。世界経済における所得・雇用・物価水準に関する包括的なモデルを構築しようと努めることなしに、国際的な通貨代替が貨幣制御の喪失へと繋がったようにみえる2つの極端なケースが、確認される。しかる後に、これら2つのエピソードにおいて、またおそらくは他の容易には確認され難いケースにおいて、何が起こったかを説明するために、極めて短期で高度に単純化された分析

的モデルが展開される。

3. 貨幣供給は——その変化率は第7・1表に見えるが——通貨と、主として無利子の当座勘定とを含むよう狭く定義されている——ただし幾つかの国々では、このM1範疇のなかに固定金利を生む預金が含まれるが。これら交換可能通貨のうち正確にはどれが互いの中で最強の代替物であるか、そして世界貨幣の指標をいかように作ろうともどれが最重要のウェイトで入ってくるか、これは特定しないでおく。にもかかわらず、第7・1表は、世界貿易をインヴォイスするために、またユーロ市場における国際的な流動的富を表示するために使用されるところの、主要諸貨幣を含んでいる。しかしユーロ通貨預金それ自体は、除いてある——というのは、それらは均衡市場利子率を生むという点で、また第3者への支払いをするために非銀行諸主体が使えるのではないという点で、貨幣よりも債券に似ているからである\*。要するに、私にとって興味があるのは、金融諸資産のスペクトラムのなかでの狭義の貨幣、しかし国際的な交換手段および価値尺度として有効な潜勢力をもつところの貨幣である。

4. 第7・1表では、工業10か国の名目貨幣供給年成長率が、次いで1970年の各国名目GNPに应ずるウェイトを使ったその平均値が示されている——この1970年という年は、ともかくも固定的であった為替相場制の最後の年であり、私の20年データ・シリーズの中間点の年である。世界貨幣成長を測るこの集計作業は、持続的な為替レート変動を取り込むことをうまく回避し\*、GNPの成長と実質貨幣ストック成長とにおける各国の相違を無視するものである。米国は0.5174という不変の重いウェイトでもって、登場している。さらに重要な点だが、たとえばイタリア・リラの国際的な貨幣らしさ(マネーネス)を、ドイツ・マルクのそれから区別するための計量経済学的な試みは、まったく行われていない。

5. それにもかかわらず、第7・1表の右側の列にみえる——年率で約8パーセントの趨勢をもつ——世界貨幣成長の加重平均値は、ドルに対する「弱気」投機の2つの主要なエピソードの貨幣的な諸結果を、はっきりと顕している：(1)1971-72年：ブレトンウッズ協定およびそれに続くスミソニアン協定における公的ドル諸平価の崩壊予想；(2)1977-78年：カーター政権の高官たちによる——結局は1978年11月1日の大規模な安定化計画へと繋がった——口先ドル引き下げの試み。

6. この主要なエピソードのいずれの場合にも（また小さな多くのエピソードにおいても）、外国の中央諸銀行は、その通貨の対ドル増価を防ぐために、大規模に——だが異なる程度において——介入を行っていた。連邦準備制度による（以下で説明されるような）受動的な不胎化のゆえに、アメリカの貨幣供給は、諸外国の貨幣供給が趨勢を相当に超えて上昇した場合でさえ、減少しなかった。こうして、世界貨幣供給は、第7・1表の最右列にあるように、1971-72年および1977-78年に再度、年率10パーセントから13パーセントの割合で異常に急速な増大を示したのである。

7. これらの国際的な貨幣制御の喪失に続いて——長さは確定できないがラグをともなって——第7・2表の物価水準データから認めうるように、1973-74年および1979-80年におけるインフレーションの爆発があった。同じ1970年のGNPウェイトを使って、卸売物価水準を国際的に集計し、第7・2表の右側の列にある加重世界平均物価指数を得ることが可能になる。国際的なインフレ圧力を測るにあたっては、貿易財の共通単位を提供するうえで、卸売物価指数のほうが消費者物価指数よりも適切である。

8. 外国為替介入は、この貨幣制御喪失の責を負うべきだったのであろうか。様々な国々の（粗）外国為替準備の増大は、それら諸国の国内マネタリーベースの増大に繋がるが、この準備増大を確認することは難しい。第

7・3表が提出しているのは、カナダ・日本・西欧諸国の各政府に対する——ほとんどすべては米国財務省債券と同短期証券のかたちをとった——米国政府の直接ドル債務についてのデータである。(貨幣用金ストックに関するやや恣意的な評価変更は外国為替介入とは何の関係もないし、工業諸国の保有する金の物理的分量は比較的安定的であった。したがって第7・3表では、貨幣用金ストックのポジションは、SDRと同じく除いてある)。工業諸国は——LDC諸国=(最貧)発展途上諸国とは異なって——公的準備を、ユーロ・ダラー預金またはドル以外の外為資産に分散させる傾向はないのだから、米国政府に対する直接のドル請求権は、それら諸国による外国為替介入の累積額に関する良い近似値になる。もちろん、非対称的な世界ドル本位のもとでは、米国政府自身による外為準備のネットの蓄積は、無視しうる額にすぎない。

9. 幸いなことに、第7・3表の生のデータを解釈するにあたっては、1970-72年と1977-78年の西欧諸国および日本による外国為替準備の非常に鋭い盛り上がりかきわめて顕著なので、米国に対する直接のドル請求権が外国為替介入の包括的な尺度であるのか否かについて、曖昧な言い抜けをする必要はない。外国為替の蓄積率は、1960年代の事実上のゼロ成長から、1970-72年には年約70パーセントに達した。もう1つのゼロ成長の静止期に続いて、外国為替の蓄積は、——ネットのゼロ成長に落ち戻る前に——1977-78年には再び年約70パーセント上昇した。外為準備のこれらの顕著な増大が十分に説明しているのは、ヨーロッパと日本における貨幣供給の鋭い増大であって、この後者が第7・1表にみえるような1971-72年と1977-78年とにおける世界貨幣成長を支配していたのである。

10. 「世界貨幣」に対する安定的な集計的需要というアイデアと整合的であるためには、この世界貨幣成長に1～2年のラグをもって、世界物価インフレーションが1973-74年、および1979-80年に再度、まったく一般的な

ものとして発生しなければならないが、これは第7・2表から正しいようにみえる。それに比べて、国民的貨幣供給の個々の成長率それ自身でもって、各国のインフレ率を説明しようとする、全くわけがわからなくなる。たとえば1978年に、スイスの貨幣成長は19.7パーセントであったが、アメリカの貨幣成長は「わずか」8.2パーセントであった。にもかかわらず1979-80年に、米国は約13パーセントの物価インフレーションを経験したのに、スイスのインフレ率はわずかに約4.5パーセントだったのである。一般的に言えば、世界貨幣供給の成長は、米国の貨幣成長よりも、アメリカ物価インフレーションのより優良な予報者なのである。スイスは、自国通貨が増価するのにまかせることによって、同様のインフレ圧力を回避した。

11. 包括的とはいえませんが、データは少なくとも次のようなアイデアと整合する——すなわち各国貨幣というものは、もし外国為替に関する考慮が無視されるならば、国民的貨幣需要関数がきわめて不安定になる、その程度において相互に代替可能である、というアイデアがそれである。1980年代においては、中心国たる米国にとってさえ、他の交換可能通貨諸国の貨幣供給が鋭く拡張しつつあるのか収縮しつつあるのかとは無関係に、あるいはドルが外国為替市場で下落しつつあるのか上昇しつつあるのかとは無関係に、<sup>ナショナルリストイックス</sup>純粋に国民的な貨幣的ルールを追求することは、大いに疑問とされなければならないようになったようにみえる。

## [ 2 ] \*世界貨幣需要のモデル

1. ①2国だけを考える。米国はドルを発行し、その他世界 (ROW) はローワ (rowa) と呼ばれる単一の通貨を発行する。ROW というのは、米国以外の工業諸国のみにはまる分析上の抽象物である。両通貨とも利子を生まない。

②\*ドルは主として米国における貨幣的流通のために需要され、ローワ

は ROW における貨幣的流通のために需要される。

③両者のあいだの代替可能性のマージン {どれだけの幅をもって代替可能性が生じるか\*} については、以下で述べる。

2. ①国際的インフレーションを完全に描写するには、貨幣創造が物価上昇と、おそらくは産出高の増大とを——異なる可変的なラグをともな——導くことを示さなければなるまい。そのような複雑な過程は、単純な分析的枠組みでは捉えきれない。

②為替レート期待の変化が、ドルに比べてのローワに対する需要と世界貨幣の総供給とに、如何に直接的な影響を及ぼすか。この狭く限定された問題が焦点である。

③超短期におけるこのような貨幣的攪乱を分析するにあたって、国民的物価水準・実質所得・直物為替レートは、すべて所与と仮定しよう。

④ドルとローワ間の直物為替レートは固定する。大まかにはこれは、ROW 政府が直接の鋭いレート変化を防ぐために、「leaning against the wind 風向きに逆らう」政策 {すなわち為替レートの基本的な流れには沿うが、流れの周りで発生する乱高下を小さくしようとする政策\*} をとって介入する傾向を反映したものである。(1973年以前では、それは公的平価を維持しようとする試みを表わしていた。)

⑤管理フロート下での直物為替レートの短期的安定を想定することによって、2つの国民的貨幣ストックを集計し、世界の名目貨幣ストック  $M^w$  を、次のように定義してよいことになる。

$$M^w = M + SM^* \quad (1)$$

$M$  ; 米国の貨幣ストック (ドル)

$M^*$  ; ROW の貨幣ストック (ローワ)

$S$  ; 直物為替レート (1ローワあたりのドル)

3. ①直物為替レートは、数日という超短期の時間的視野では安定的であるとしても、将来の為替レート運動に関する民間の予想は、時としてきわめて気紛れに<sup>ヴォラティル</sup>変化し易いものになりうる。

②  $s$  でもって、「数週間」という近未来で均した  $S$  の予想変化を表わそう。パラメーター  $s$  は、先物市場におけるドルのディスカウントに等しく、予想されたドル減価を反映する。

$$s = E\{dS/dt\} = (F - S)/S \quad (2)$$

$F$  ; 先物為替レート

4. ①  $s$  の変動は、モデルにとって外生的に所与とする。

② それらは、純粋な外国為替攪乱を反映するかもしれない。アメリカの財務長官が1977年初めに、ドルが過大評価されていると示唆した場合に生じた攪乱は、その1例である。あるいは  $s$  は、将来の——ROWの金融政策に対しての——アメリカの金融政策に関する評価が変わると同時に、変動するかもしれない。

③ 歴史的証拠から示唆されるどころでは、為替レートの運動は——管理フローティングへの超短期の公的なコミットメントをこえて——金融政策の感知された、あるいは現実の諸変化に対して、高度に感応的である\*。

④  $s$  が変化しうるすべてのメカニズムを特定することはしない。 $s$  の離散的な変化の形をとった予想のストックを所与として、分析を始める。

#### [完全な資本可動性]

1. ①分析上の目的のために、国際債券市場は「完全」であると想定する。実際にも、ユーロ市場は自由であり、利子生み証券の市場を各国別に分離するところの持続的な為替統制は存在しない\*。

②投資家たちは、予想為替レート  $s$  の変化を考慮に入れたうえで、短期のドル債またはローワ債への投資について、無差別であるとする。

③債券についてのこの共通の名目世界利回りを、 $i^W$ と定義する。それは世界貨幣需要関数における貨幣保有の機会費用である。

$$M_d^W/P = L(i^W, Y^W) \quad (3)$$

$Y^W = Y + Y^*$ ；所与の世界所得

$P$ ；所与の世界物価水準

2. 超短期では  $P$  と  $Y^W$  は所与であるから、上記の需要関数は世界貨幣供給の変化に対して、 $i^W$  がどのように変動しなければならないかを描写している。関数  $L$  はケインズ型の流動性選好をグローバルな規模で描写している。

3. ①第1次近似として、我々は  $s$  の変化が  $i^W$  または世界貨幣需要に対して持ちうる直接的効果を、すべて無視することにしよう。これを明らかにするには、予想世界物価インフレーションに対する  $s$  の影響をスペシファイするところの、もっと完全なマクロモデルが必要であろう。

②したがって  $s$  は、世界貨幣需要=(3)式には出てこない。

③しかし  $s$  は、個々の貨幣需要と、ドル債およびローワ債の利率に対しては、直接に影響を及ぼす。

④次の(4)はドル債の利率であり、(5)はローワ債の利率である。

$$i = i^W + (1 - \alpha)s \quad (4)$$

$$i^* = i^W - \alpha s \quad (5)$$

4. ①  $\alpha = B/B^W$  を、世界資本市場における米国の金融的ウェイトだと仮定しよう。このウェイトは、既発行ドル債券の同総債券に対する(所与の)割合で測られる。

②(4)式での満期は1期であって、 $s$ の上昇(予想されたドルの減価)

は、ドル利率を  $(1-\alpha)s$  だけ押し上げるであろう。

③1950年代および1960年代初頭、つまり「強い」ドル本位ならびにアメリカの金融的優越の期間には、 $\alpha$ はおそらく1に近かったであろう。 $\alpha \rightarrow 1$ につれて、所与のいかなる  $s$  についても  $i \rightarrow i^W$  である。

④この場合には、ドル債の利率が我々の仮定上の世界利率を支配しており、 $s$  の変化がアメリカ貨幣市場の利率に対してもつ衝撃は、無視しうる程度のものにすぎない。

5. ①他方、1980年代においては、世界の債券市場における米国の金融的重要性が低下してきているので、 $\alpha$  はたとえば  $1/2$  に近づいているかもしれない。

②この後者の場合には、 $s$  の増大は、もっと対称的な調整を導く。ドル債の（短期）利率は  $s/2$  だけ押し上げられ、ローワ債のそれは  $s/2$  だけ押し下げられる。

③より対称的なこの状況においては、米国貨幣市場の名目利率は、もはや国内の諸影響だけでは決まらない。

④フェデラル・ファンドまたは米国 TB のドル利率は、貨幣的な緩和または収縮の短期の指標として、いっそう当てにはできないものとさえなる。

6. 最後に、(4)式と(5)式に埋め込まれている完全資本可動性の仮定がもつ2つの強い含意を、考えよう。

$$i - i^* = s \quad (6)$$

$$i^W = \alpha i + (1 - \alpha) i^* \quad (7)$$

7. ①短期利率格差は、予想為替運動を正確に反映する。世界利率は、2つの国民的利率の加重平均値である。

②明らかに、(6)と(7)は、完全な資本市場という仮定がもつ、非常に強力な含意である。

③国内利子率の決定にあたって外国為替が優越するというこの状況は、1960-1980年期間の大部分については、当てはまらないかもしれない。

④にもかかわらず、ドル減価予想が極度に進んだ 1971-72年および 1977-78年の2つの極端なエピソードの場合、この単純化された仮定は、通貨代替がどのようにして現実に発生したのかについての洞察を与えるのであり、そしてそれは現実に観察される利子率運動とも調和するのである\*。

## [ 2 段階貨幣需要関数 ]

1. ①国際債券市場における米国と ROW のウェイトづけ ( $\alpha$ ) を、終始一貫したものとしているので、世界貨幣需要は、 $s$  からは独立となっている { $s$  は (7) 式には入っていない → (3) 式にも入らない\*}。

②だが、 $M_d^W$  がどのような値であっても、ドルとローワの間での需要の分配は、予想為替レート変化に高度に感応的であろう。

3世界貨幣に占めるドルのシェアを、 $\beta$  とせよ。

$$M_d = \beta(s; Y/Y^W) M_d^W \quad (8)$$

$$SM_d^* = (1 - \beta) M_d^W \quad (9)$$

(8)はドルに対する需要であり、(9)はローワに対する需要である。

2. ①2段階貨幣需要関数の第1段階=(3)式は、世界貨幣需要を描写し、第2段階=(8)式と(9)式は、その需要を2つの国に分割する。

②短期では、 $M_d^W$  に占めるドルのシェアは  $s$  とともに低下し、ローワのシェアは比例して上昇するので、いかなる所与の世界利子率に対しても、世界総貨幣需要は不変に保たれる。

③したがって、 $\partial\beta/\partial s < 0$  は、ドルとローワの間の純粋な通貨代替の便利な尺度である。

④他方、債券の利率が {一方の下落が他方の上昇で相殺されるというように\*} 債券所有者への補償を提供するような調整が働くので、短期においては、 $\alpha$  は  $s$  に反応しない。

3. ①  $s$  の増大が  $M_a^*$  を引き上げ  $M_a$  を引き下げる第1の経路は、巨大諸銀行と非金融多国籍企業の幾つかが、予想されるドル価値下落からの直接の損失を減らすために、その非利子生み運転残高をドルからローワへとシフトさせる場合である。

②通常、各国の無利子の貨幣ストックのうち、そうした取引指向的機関によって所有されているのは、むしろ小さな割合にすぎない。したがって、この通貨代替の直接形態＝第1経路は、十分に意味はあるかもしれないが、支配的となることはない。

4. ①通貨代替の間接ルート＝第2経路は、国際債券市場における完全可動性という我々の強い仮定を利用するものだが、これは両貨幣間のより大きな代替を導き、おそらく米国からのより巨額の資本流出を惹き起こすであろう。

②簡単な例をとろう。 $\alpha=1/2$  の状況で、アメリカの財務長官がドルは過大評価されていると決めつけたために、 $s$  が0から6パーセントに増大したと仮定しよう。

③「完全な」国際債券市場は、この新しい為替レート予想にすばやく適応する： $i$  は3パーセント・ポイント上昇し、 $i^*$  は3パーセント・ポイント下落する。

④この段階では、共通の予想がもたれているならば、大量の資本流出が発生する必要はない。利率はただちに適応して、利子生み証券の国際的裁定から利益をあげようとする誘因を取り除くのである。

5. ①上記の利子率変化によって惹き起こされる通貨代替は、間接的に発生する。

②アメリカの取引者は、 $i$ が3パーセント・ポイント上方にジャンプする時には、当然にも、利子を生まないドル現金残高を売ってドル債券を買おうとするし、外国の取引者は、ローフ債券を売ってローフ現金残高を買おうとする。

③しかし貨幣から債券へのこの裁定は、 $i$ を減少させ $i^*$ を増大させる傾向をもつので、 $i-i^*$ を $s$ 以下へと引き下げ、かくて国際債券市場における一時的なプレッシャーを創り出す。我々の例では、利子率格差は6パーセント・ポイント以下に下落ははじめそうになる。

④そこから先は、国際的債券裁定者の行うところとなる：彼らはドル債を売りローフ債を買うので、 $i-i^*=s$ が保たれる。

⑤米国からのこの追加的な資本流出は、ドル現金残高に対する需要減少とローフ現金残高に対する需要増大とに、正確に等しい。

⑥米国ならびにROWにおける国内取引者（貨幣所有者）たちの多くは、これらの利子率変化に影響されるのだから、通貨代替のこの間接形態が量的にもっとも重要なものだということは、十分にありうる。

⑦巨額の資本移動は、利子率格差が期待為替減価の変化を正確に反映するよう「正しく」配列されるに留まっている場合でさえ{(6)式参照\*}、容易に惹き起こされうるのだ。

6. ①貨幣需要に関する以上の分析を通じて、私は当局が直物為替相場を $S$ に維持すると仮定してきた。実際、これは我々の世界貨幣需要関数=(3)式の、分析的な基礎の一部を提供するものであった。

②次のステップは、この外国為替介入から生ずる短期の供給メカニズムを、もっと明示的に検討することである。

## [ 3 ] \*国際貨幣供給

1. ①世界貨幣の供給は、米国の連邦準備制度と ROW 銀行の共同制御のもとにある。ROW 銀行というのは、他の交換可能諸通貨を代表する理論上仮定された単一の中央銀行である。

②米国は準備センターであるから、ROW 銀行のみが外国為替市場に直接に参入し、直物為替レート  $S$  を平準化する。

③\*この介入が両国の貨幣供給（マネタリー・ベース）に与える影響については、多くの研究があるが、私の主要テーマに焦点を当てているものは一人もいない。

④通貨代替というものが、世界の集計貨幣需要が安定的である時でさえ、如何に世界貨幣供給を潜在的に不安定化させるか、これが私の主要テーマである。

2. ①銀行業務の部分準備の仕組み、ならびに商業銀行の各個別々の存在は、簡単化のために無視する。抽象のこの水準においては、この2点をモデルに組み込んでも、結論に重要な変化は生じない。

②したがって、世界貨幣供給のローワ構成要素  $M^*$  ——非銀行の諸主体によって保有されているところのもの——は、たんに ROW 銀行に対する直接請求権であり、 $M$  はフェッドに対する非銀行諸主体のドル請求権である。

③これら中央銀行債務の和が、(1)式で定義されている世界貨幣である。

3. 国際ドル本位の働きを反映して {すなわち ROW 銀行によるドル資産の保有  $= M_r$  と  $B_r$  の和が、ROW における貨幣供給  $= M^*$  のベースとなっている、という状況のもとでは\*}, 次の(10)式が、ROW 銀行の簡単なバランスシート等式となる。この式は、ROW 銀行がそれに基づいてロ

一ワ貨幣供給 {左辺参照\*} を拡張するところの、国内資産と外国資産の双方 {右辺参照\*} を示している。

$$M^* \equiv A^* + M_r/S + B_r/S \quad (10)$$

$A^*$  ; 国内 (ローワ) 資産

$M_r$  ; フェッドへのドル預金

$B_r$  ; ROW 銀行によって所有された米国政府債券

4. 次の(11)式は、連邦準備制度の資産と負債を示すバランスシート恒等式である。

$$M + M_r \equiv A \quad (11)$$

$A$  ; 国内 (ドル) 資産

5. (10)式と(11)式から、世界のマネタリーベースは、単純に各中央銀行によって保有された国内資産と、ROW 銀行によって保有された非貨幣の米国政府債券との和であることが、分かる。

$$M + SM^* = M^w = A + SA^* + B_r \quad (12)$$

6. ①世界システムにおける重要な非対称性は、ROW 銀行が (フェッドの同意を得て) そのドル準備の保有をどのように選択するか、にかかっている。

②もし外国為替介入の結果として、ROW 銀行が米国政府債券  $B_r$  を公開市場で購入するならば、世界貨幣は——各中央銀行の国内資産ポジションが不変である限り——(12)式にしたがって増大する。

③この事態は、現実の慣行——第7・3表の外国による米国政府債券の保有が、それを示すのだが——に、密接に対応している。

④しかしながら、もし ROW 銀行がフェッドに対する直接の預金請求権  $M_r$  を積み上げ保有することを選択するならば、世界貨幣は不変のままに留まるであろう。{米国の\*} 非銀行諸主体によるドル保有（ドル貨幣供給）の減少が、ローワ貨幣供給の上昇によって相殺されるからである。

⑤ ROW 銀行がそのドル準備をどのように保有するかが重要であり、以下で各々の場合にどのような結果が生ずるかを説明する。

### [為替介入の非不胎化]

1. ①中央銀行が外国為替を購入すれば、国内のマネタリーベースは当初は拡張し、外国のマネタリーベースは潜在的には収縮する。現今の管理フローティングのもとで、政府は、このような即座の貨幣的諸結果を受け入れることなしに、依然として為替レートへの直接の影響を自由に及ぼしようままとどまるべきだろうか。

②中央銀行は、公的介入がもつ国内への貨幣的イムパクトを不胎化するために、しばしば相殺行動をとる——公開市場操作、準備必要分の変更、再割引を通して。

2. ①世界ドル本位に関する我々の簡単なモデルの中では、ROW 銀行は、外国資産の積み上げからくる影響を不胎化するために、その国内資産を意識的に収縮させなければならないであろう。

②明らかに不胎化は、ROW 銀行がその為替レート・ターゲットを満たすのを、はるかに難しくするであろう。そのうえ、ヨーロッパその他で生じた不胎化は部分的なものにとどまっている、という実証研究もある\*。

③したがって、分析上の目的のために、ROW 銀行は不胎化しないと仮定しよう：すなわち  $A^*$  は、外国為替介入が起こっても、不変である。

3. ①フェッドに（ROW 銀行の介入に応じての）非不胎化ルールを課すことは、国内資産  $A$  を不変に保つ、または予め決められたフリードマン

の成長経路に保つ、ということ以上のものを必要とする。

② ROW 銀行によって蓄積されるドル請求権は、非銀行公衆の手にあるアメリカの貨幣供給を収縮させるよう仕向けられるべきなのである。

③ ROW 銀行がフェッドに対するドル請求権  $M_r$  を——おそらくは利付きで——積み上げるようにさせること、これが最も簡単なテクニックであろう。

④実際には、外国中央諸銀行のフェッドへの直接預金はただ一時的なものにすぎないのだが、以下では暫定的に、ROW 銀行が全為替準備をこの形態で保有すると仮定しよう。つまり  $B_r=0$ ,  $M_r>0$  と仮定しよう。

4. ①では、中央銀行の国内資産ポジション ( $A$  または  $A^*$ ) に、ディスクリシヨナリイ 裁量的シフトが生じた場合、あるいはドル対ローワの相対的魅力——パラメーター  $s$  で示されるところのもの——における外生的な変化に、裁量的な {「不連続な」のニュアンスもあり\*} シフトが生じた場合、貨幣的な諸結果はどうなるであろうか。

②(12)式と  $B_r=0$  の仮定から、これらの場合の貨幣乗数は次のようになる。

$$\begin{aligned} dM^w/dA &= dM^w/d(SA^*)=1 \\ dM^w/ds &= 0 \end{aligned} \quad (13)$$

5. ①各中央銀行は、その国内資産を 1 ドルだけ変更することによって、世界貨幣供給に対して正確に同じ 1 ドルのイムパクトを与える。

②我々の世界貨幣需要関数 = (3)式から、各行は、世界利子率  $i^w$  に対して同じイムパクトをもつ。

③加えて、世界貨幣供給は  $s$ 、すなわち予想ドル減価率のいかなる変化からも、独立である。

④非不胎化行動は、1 通貨から他通貨への逃避が世界貨幣ストックを攪

乱することを妨げる——他方それは、当局が各国民貨幣に対する需要の変化を自動的にたどることを許容する。

⑤  $s$  の変化が各国民通貨に対してもつ乗数効果を計算することによって、この最後の結果は容易に見てとることができる。

$$dM/ds = (d\beta/ds)M^w = -\Delta M_r < 0 \quad (14)$$

6. ①ドルのストックは、世界貨幣ストックによってウェイトづけされたところの、我々の通貨代替パラメーター  $d\beta/ds$  にしたがって変化する：この変化はまた資本の国際的フロー、つまり  $\Delta M_r$  に等しい。

②アメリカの貨幣ストックは、それに対する需要の減少に応じて、ドルに対してドルを——より多くでもより少なくでもなく——変化させる〔ドルに対してドルを dollar for dollar〕というのは、国内のドル  $M$  の減少分が ROW 銀行のフェッドへのドル預金  $M_r$  の増大分へと変わるといふ意味であり、「より多くでもより少なくでもなく neither more nor less」といふのは、この変化分が互いに等しいという意味である\*}。

③同様に、ローワのストックは、ドルのストックが減少するのと同じだけ、対称的に増大する。

$$dM^*/ds = -(d\beta/ds)M^w/S = \Delta M_r/S > 0 \quad (15)$$

7. ①各中央銀行による国内資産の公開市場操作に応じて、個々の貨幣乗数は次のようになる。

$$dM/dA = dM/d(SA^*) = \beta(s) \quad (16)$$

$$dM^*/d(A/S) = dM^*/dA^* = 1 - \beta(s) \quad (17)$$

②各中央銀行による国内信用拡張は、国民的貨幣供給に対して、また同じく世界貨幣供給に対しても、正確に同じ効果をもつ。

③しかしながら、 $A$ が増大する時には、資本は $(1-\beta)\Delta A$ だけ米国から流出し、 $A^*$ が増大する時には、資本は $\beta\Delta A^*$ だけ米国に流入する。

④ $M_t$ は各々の資本移動額に順応する。

8. ①では一体、我々の非不胎化の安定化ルールが採られた時に、両国の側で裁量的貨幣政策を行いうる余地は残るのか。

②各国民的貨幣供給は、公的外国為替介入とともに内生的に変化するとはいえ、全体としての世界マネタリーベースは、依然として各国マネタリーベースの国内的構成要素である $A$ と $A^*$ とに、依存している。

③ネットの国際資本移動を惹き起こすことなしに、 $A$ と $SA^*$ との適切な長期成長率が、物価水準不変下での世界貨幣需要の増大にほぼ等しくなるよう企図することはできる\*。ところが、民間投機家による国民貨幣間のランダムな短期の需要シフトは、外国為替への公的介入によって、世界貨幣供給への制御力を失うことなしに、完全に融通がつけられるであろう。

### [受動的な不胎化と通貨不安定性の増大]

1. ①我々の短期分析の単純な仮定では、ROW銀行は直物為替レート $S$ を維持するために介入する。

②私は必ずしも、このような介入を提唱するものではない——注意深く限定されたケースについては、それでよいのではあるが\*。

③1970年代に起こったような種類の大規模な公的介入が、1980年代における国際的な貨幣制御のいっそう不注意な喪失という結果を惹き起こさないよう保証すること、これがもっと重要なことである。

④しかしながら、ドル本位の作用のもとでは、外国の公的介入が行われた結果、外国の貨幣供給——ならびに世界加重平均貨幣供給——が突拍子もなく変動したのに、ドルの供給は比較的不変のままにとどまる、ということが起こってきた（第7・1表参照）。

2. ①不胎化が生じた時に何が発生するかを示すために、外国為替介入の結果、単に一時的で無視しうるような変化が、 $M_r$ ——フェッドへのROW銀行の預金——に起こったにすぎないという状況、すなわち  $M_r \neq 0$  という状況を想定しよう。

②この場合には、そのような預金は米国政府債券  $B_r$  を購入するために、即座に使用される。

③実際には、工業諸外国の中央銀行は、外国為替準備のほとんどすべてを、第7・3表で示されているように、非貨幣の米国政府債券または同短期証券で保有している。

④それらは、米国商業銀行への要求払いドル預金（これはモデルには出てこない）で直接に購入されるかもしれない。あるいは、 $M_r$ が増大し始めそうになるのに応じて、連邦準備自身が単純にブローカーとして行動し、即座にROW銀行のために米国政府債券を購入する。

⑤非銀行民間部門の手にあるドル貨幣供給が外国の公的取引から隔離されているので、上記いずれの方法も、不胎化という結果を惹き起こす。

⑥それが受動的であるというのは、連邦準備が、自身の国内資産ポジションを相殺的に変化させ不胎化を意識的に行っているのではないからである。むしろ、アメリカの貨幣供給は、非貨幣の米国政府債を保有したいという外国中央銀行の意図によって、公的準備の変化から隔離されているのだ。

3. これとは対照的に、ローワ負債の供給は、ROW銀行による外国為替介入に完全に対応する。我々は完全な資本可動性を仮定しているので、ROW銀行が  $A^*$  を操作してこれら変化を相殺しようとしても、成功しえないことが保証されている。

4. この非対称的な不胎化行動から生じる均衡世界貨幣供給は、(9)式と

(10)式を(12)式に代入して $B_r$ を消去し、次式を得ることによって、算出することができる。

$$M^W = A/\beta(s) \quad (18)$$

5. ①いまや世界貨幣供給は、連邦準備銀行の国内資産ポジションと $M^W$ に占めるドルのシェアのみの関数となる；それはROW銀行の国内資産ポジションには、まったく依存しない。(対照的に、非不胎化ケースにあつては、 $A^*$ は $M^W$ に同じイムパクトを与えていた{—先の(13)式を参照\*}。)

②そのうえ、 $A$ の世界貨幣に対するイムパクトは、乗数 $1/\beta$ にしたがつて増大する。

③世界貨幣における米国のシェア $\beta$ が、おそらく他の交換可能諸通貨が為替統制の減少ともなつてより重要になるがゆえに、減少しつつあると想定しよう。その場合には、 $A$ を変更しようとする連邦準備の行動は、ますます大きな国際的イムパクトをもつ。

6. ①この拡大された連邦準備乗数は、それ自身では国際的貨幣制御の喪失を導くとはかぎらない。

②もしも、長い目で見て連邦準備がドル需要の成長を正確に、つまり $\Delta M = \beta \Delta M^W$ となるように計算するならば、そのうえで $A$ をそれに応じて増大させるならば、世界貨幣成長は確定値のままに留まり、潜在的にはそれがインフレ的な作用をもつことはない。

③しかし、もし連邦準備がドル需要の成長について、ごく小さな計算間違いをした場合でさえ、システムに自動安定が保証されるなどということは、ほとんどないのである。

7. ①ブレトンウッズの固定相場制下にあつた1950年代および1960年代初

頭において、連邦準備による外国公的介入の受動的不胎化政策は——純粋に国内諸指標に基づいた貨幣政策とあいまって——当然にも、その他世界の「benign neglect (優雅な無視) {あるいは“温和な無策”というニュアンスもある\*}」と呼ぶことができよう\*。

②第1に、 $\beta$  はたぶん1に近かった。というのは、限られた数の外国通貨だけが、資本勘定についての交換可能性をもつにすぎず、したがってドルが「国際貨幣」の供給を支配していたからである。

③第2に、為替レートは概して固定されていると信じられていたので、国際的通貨代替を導く変動予想はごく僅かであった。

8. ①しかしながら、管理フロートのもと、為替レート予想がよりヴォラタイルになり、世界貨幣に占めるドルのシェアが1970年代および1980年代において長期減退している場合に、ビナイン・ネグレクトという古い戦略は、いっそう疑わしくなっている。

②実際、(18)式を期待為替レート変化について微分すると、(19)式が得られる。

$$dW^w/ds = (-A/\beta^2)(d\beta/ds) > 0 \quad (19)$$

9. ①世界貨幣供給は、いまや予想為替レートの変化に対してより敏感になっている。というのは、 $\beta$  が低下しているからであり、通貨代替度  $d\beta/ds$  がおそらく増大しているからである。

②ドル減価予想の増大は、米国からの多額の資本流出やローワ貨幣供給の大膨張を惹き起こすが、受動的不胎化のゆえにドル供給を相殺的に収縮させはしない。

③第7・1表に示されるように1971-72年、および1977-78年に再度、世界貨幣供給の爆発があったが、以上がそこに内在する事態についての簡単な解析である。

#### [ 4 ] 政策的含意

1. 管理フロートと完全資本可動性を前提とした私の2国モデルのコンテキストの中では、国際的な通貨不安定に対する解決策は、簡単明瞭である：連邦準備制度は、外国の公的介入がもつ国内貨幣へのイムパクトを受動的に不胎化する政策を、廃止すべきである。そのような政策を続けるのではなく、対称的な非不胎化ルールを採用すれば、各国のマネーサプライは、公的外国為替介入が世界マネーサプライを不安定化させることなしに、互いに短期での国際的通貨代替に確実に適応しあうことになる。その時には、長期の貨幣制御は、各中央銀行による共同歩調の国内資産拡張によって確保される：つまり  $A$  および  $A^*$  は、世界貨幣に占める各国のシェアに見合うのだし、両者あいまってほぼ安定的な国際物価水準での  $M^W$  に対する需要をちょうど満たすのである。

2. しかしながら、我々は単純な2国世界に住んでいるのではない。実際には、ROW というのは、その政府が間断なしに介入を行い、多くは準備の少なくとも幾らかを米国政府証券で保有するような国々のごった混ぜである。世界140か国のうち、その通貨が経常勘定について交換可能性もつ諸国はそう多くはないし、資本勘定取引にまで交換可能性を拡げている諸国はいつそう少ししかない。米国と組織的に貨幣協調を展開するのは、せいぜいごく小さな内輪のグループだけである：それらは、国際的にドル現金残高と十分張り合える貨幣を提供できるだけの規模と安定性をもつような諸国である。別の箇所では次のような提案を行った——ドイツ・日本・米国は、中央3銀行の各々による相互の非不胎化協定、および合意された国内信用拡張率を通して、交換可能貨幣の世界供給を制御することが可能になる、というのがそれである\*。世界ドル本位が続く下で最適行動をとろうとすると、この3頭連合体制の場合でも、他国によるドル介入に関しては引き続きピナイン・ネグレクト（受動的な不胎化）の貨幣政

策が行われることになろう。

3. 批評家の中には、もっと根本的な問題は「汚れた」<sup>グーティエフローティンダ</sup>変動相場方策である、と主張するものもいるようだ：この言葉は公的平価維持の義務がないにもかかわらず、中央銀行が持続的に直接介入を行おうとする性向を指している。工業諸国の政府がかりに外国為替にまったく介入しないことに合意したとし、そして各国がかりに国内貨幣成長の固定されたルールに従ったとするならば、世界貨幣供給に対する制御力は自動的に確保されるであろう。そのような非介入合意ならば、非不胎化協定よりも交渉がしやすいと思われる。

4. ところが不運なことに、非介入主義者による解決策は、各国民貨幣に対する需要が安定的であることを暗黙のうちに前提している。だが、解放経済化がますます進むなかでの政府は、自国通貨が（とりわけにドルに対して）長らく上昇運動または下降運動を続けるというリスクを冒すことができない——というのは、他国通貨から自国通貨への、または自国通貨から他国通貨への、累積的な通貨代替が起こる可能性があるからであり（第7・1表）、主要な為替レートの運動が国内経済を動揺させる直接的な効果をもつ可能性もあるからである。内在的価値をもたない法定貨幣にとっては、短期において国際的購買力を直接に安定化させることが、長期において国内的購買力を安定化させるための、重要な第一線防衛策だと見做されるわけだ。

5. 比較的閉じた巨大経済である米国自身においてさえ、1971-72年および1977-78年に再度、ドルの減価予想と国際的通貨代替が発生したため、ドルに対する需要が相当減少した。かくてアメリカの  $M_1$  の成長で測ると、システムにおけるインフレ圧力の程度は大きく過小評価された——この圧力は、第7・1表に見える「世界」マネーサプライ系列の中に、より

正確に反映されていたのである。「国内マネタリズム」の教理<sup>ドクトリン</sup>においては、連邦準備制度は、 $M_1$ や $M_2$ のような純粋にアメリカ国内の集計量に着目し、外国為替を無視しているが、グローバルなインフレーションやデフレーションを防ぐためには、そしてアメリカの所得と物価を安定させるためには、この教理はますます有効でなくなっている。

### [ 5 ] 補遺：1981-82年の大デフレーション

1. 1979-81年の間ずっと、ドイツ・日本・スイス——すなわちドルに代替する国際準備通貨を提供している諸国——においては、貨幣成長 $M_1$ が、アメリカにおける $M_1 B$ の成長よりもはるかに激烈に低下した。連邦準備制度は、国内マネタリズムの教理に忠実に従って、外国で発生しているこの貨幣収縮を無視するという選択をした。

2. スイス・ドイツ・日本の中央銀行をして、その貨幣成長率をかくも鋭く下落せしめたものは、何なのか。世界貨幣需要は、この3貨幣（およびその他幾つかの国々の貨幣）からドルへと鋭くシフトした。積極面でいうと、1980年のアメリカでは、はるかに低いインフレ<sup>ターゲット</sup>標的をもつ新たな「自由市場」政府が選出されそうな情勢となった。そしてヨーロッパでは、政治的な騒動があった——すなわちポーランドではロシアによる侵攻の脅威があったし、フランスでは個人の富を没収する傾きのある社会主義政府が選出された。ドルは——先立つ乱打は1977-78年にあったのだが——世界外国為替市場で1980-81年に、さらには1982年に向かっても、沸き立ち上がった。上記の中央銀行3行は、自国通貨がきわめて鋭く減価するのを見てとった後、ドルを売って自身の通貨を買い戻すことにより、物価水準の一層の凹凸を防止するべく参入を開始し、かくてスイスフラン・マルク・円で呼称される世界貨幣部分( $M_1$ )を収縮させたのである。世界ドル本位の通常的作用と結びついた受動的な不胎化のゆえに、アメリカのマネタリーベースには、ドル需要の増大を融通する相殺的な拡張が自動的に生

じることはなかった。

3. こうして1980-81年のドル買い投機は、世界経済に対して不当に鋭いデフレーションを課すことになったが、それは丁度、1971-72年および1977-78年におけるドル売り投機が、1970年代の2度の大インフレーションを燃え上がらせたのと同じであった。

(以下、本文および Abstract は次号)

第7・1表 世界マネーサプライの増大：10工業諸国（年末ストックのパーセンテージ変化）

(GNPウエイト1970年)	アメリカ	カナダ	日本	イギリス	ドイツ	イッ	フランス	イタリア	オランダ	ベルギー	スイス	世界加重平均
(.5174)	(.0432)	(.1042)	(.0648)	(.0908)	(.0804)	(.0941)	(.0167)	(.0137)	(.0115)	(.0115)	(.0115)	(.0115)
1960年	0.6	4.0	36.6	0.4	7.2	14.1	13.6	6.7	1.9	5.0 <sup>a</sup>	7.03	
1961年	3.3	12.7	18.4	2.0	14.5	15.5	16.0	7.7	7.7	15.3	8.18	
1962年	2.5	4.3	16.6	-5.0	6.8	18.1	17.6	7.5	7.2	11.3	6.23	
1963年	3.2	7.3	34.6	14.5	7.2	14.5	13.6	9.3	9.6	7.3	9.43	
1964年	4.7	9.4	13.0	3.2	8.5	8.3	7.5	8.0	6.6	6.5	6.57	
1965年	4.8	14.3	18.2	3.9	7.7	9.4	16.4	10.0	7.1	3.8	7.88	
1966年	2.4	7.3	13.9	0.0	1.9	7.8	13.3	6.8	6.6	3.8	4.72	
1967年	7.5	4.0 <sup>a</sup>	14.1	7.6	10.0	4.8	15.7	6.2	3.2	6.7	8.38	
1968年	8.1	0.6	13.3	3.9	7.6 <sup>a</sup>	8.0	11.9	11.4	7.2	11.9	8.26	
1969年	3.3	-4.2	20.6	0.0	5.3	-2.5	15.9	8.1	-6.0	11.0	4.96	
1970年	4.3	1.8	16.8	9.3	8.6	11.4	27.4	11.8	7.0	11.0	8.19	
1971年	6.5	13.1	29.7	15.2	12.8	11.8	19.0	15.0	11.1	18.4	11.77	
1972年	9.1	12.2	24.7	14.0	14.1	14.9	17.3	17.6	15.2	5.7	12.73	
1973年	5.7	8.8	16.8	5.1	1.7	9.8	24.3	0.0	7.5	0.0	7.65	
1974年	3.0	1.5	11.5	10.8	10.7	15.2	9.4	12.2	6.2	-3.3	6.51	
1975年	5.5	19.0	11.1	11.0 <sup>a</sup>	14.3	12.6	13.4	19.7	15.7	4.4	9.22	
1976年	5.9	1.5	12.5	11.3	3.3	7.5	18.8	8.2	7.0	10.5	7.36	
1977年	8.2	10.4	8.2	21.5	12.0	9.3 <sup>a</sup>	21.4	13.2	8.3	0.6	10.27	
1978年	8.2	7.0	13.4	16.4	14.2	11.1	26.6	4.1	5.9	19.7	10.98	
1979年	8.0	1.4	3.0	9.1	3.2	11.9	23.7	2.8	2.5	-1.3	7.60	
1980年	5.3	10.7	-2.1	3.9	4.0	6.4	12.9	6.0	0.3	-0.5	4.88	

出所：データはすべて非利子生みM、であり、「国際金融統計・International Financial Statistics」のライン34から採られている：1975-80年の

データは1982年2月号、1960-74年のデータは1981年鑑による。

(a)は随意平均化が行われた不連続シリートを意味する。

第7・2表 世界物価インフレーション：10工業諸国（前年同期平均からのパーセンテージ変化）

	アメリカ	カナダ	日	本	イギリス	ドイツ	フランス	イタリア	オランダ	ベルギー	スイス	世界加重平均
(GNPウェイト1970年)	(.5174)	(.0432)	(.1042)	(.0648)	(.0908)	(.0804)	(.0941)	(.0167)	(.0137)	(.0115)	(.0115)	
1960年	0.1	0.1	0.1	1.3 <sup>a</sup>	1.1	3.6 <sup>c</sup>	0.9	-2.5 <sup>a</sup>	1.1	0.6 <sup>d</sup>	0.6	
1961年	-0.4	1.1	0.1	3.8	1.5	3.0	0.1	-1.2	-0.1	0.2	.5	
1962年	0.2	2.8	-1.6	2.1	3.5	0.5	3.1	1.2	0.7	3.5	.7	
1963年	-0.4	1.9	1.7	1.2	0.4	2.8	5.3	2.5	2.5	3.8	.8	
1964年	0.2	0.4	0.2	2.9	1.1	3.6	3.2	6.2	4.7	1.3	1.1	
1965年	1.3	2.1	0.7	3.7	2.4	0.7	1.6	3.5	1.0	0.5	1.5	
1966年	3.3	3.5	2.4	2.8	1.8	2.7	1.6	4.5	0.6	1.9	2.9	
1967年	.2	1.8	1.8	1.2	-1.0	-0.9	-0.1	0.0	0.0	0.3	.3	
1968年	2.4	2.2	0.9	3.9	-0.7	1.7	0.3	1.1	1.2	0.1	1.5	
1969年	4.0	4.7	2.1	3.4	1.8	10.7	3.9	0.0	3.4	2.9	4.0	
1970年	3.6	1.4	3.6	7.1	4.9	7.5	7.3	6.4	6.0	4.1	4.4	
1971年	3.3	1.2	-0.8	9.0	4.3	2.1	3.4	1.0	1.9	2.2	3.1	
1972年	4.5	7.0	0.8	5.3	2.6	4.6	4.1	4.0	4.1	3.6	4.1	
1973年	13.1	21.5	15.9	7.3	6.6	14.7	17.0	12.4	7.4	10.7	12.9	
1974年	18.9	22.1	31.3	23.4	13.4	29.2	40.7	13.6	20.1	16.2	21.9	
1975年	9.2	6.7	3.0	24.1	4.7	-6.1	8.5	7.5 <sup>e</sup>	4.5	-2.3	7.5	
1976年	4.6	5.1 <sup>a</sup>	5.0	17.3	3.7 <sup>b</sup>	7.4	23.8	7.8	7.1	-0.7	6.6	
1977年	6.1	7.9	1.9	19.8	2.7	5.6	16.6	5.8	2.4	0.3	6.6	
1978年	7.8	9.3	-2.5	9.1	1.2	4.3	8.4	1.3	-2.0	-3.4	5.6	
1979年	12.5	14.4	7.3	12.2	4.8	13.3	15.5	2.7	6.3	3.8	11.1	
1980年	14.0	13.4	17.9	16.3	7.5	8.8	20.1	8.2	5.8	5.2	13.5	

出所：データはすべて卸売物価指数で、「国際金融統計・International Financial Statistics」（各号）のライン63からのもの。

(a) 工業産出高価格に基づくシリーズ

(b) 工業生産物価格に基づく新シリーズ

(c) 工業財価格（税含む）に基づくシリーズ

(d) 国内財および輸入財の価格に基づくシリーズ

(e) 最終生産価格に基づく新シリーズ

第7・3表 外国中央銀行および公的機関に対するアメリカ政府のドル債務

(10億アメリカドル, 年末ストック)

	カナダ <sup>a</sup> (1)	日本 <sup>b</sup> (2)	西 欧 <sup>c</sup> (3)	(1)-(3)の合計	年パーセン テージ変化
1963年	1.79	1.59	8.51	11.89	
1964年	1.81	1.50	9.32	12.63	+ 6.2
1965年	1.70	1.57	8.83	12.10	- 4.4
1966年	1.33	1.47	7.77	10.57	- 14.5
1967年	1.31	1.45	10.32	13.08	+ 23.7
1968年	1.87	2.26	8.06	12.19	- 7.3
1969年	1.62	2.61	7.07	11.30	- 7.9
1970年	2.95	3.19	13.61	19.75	+ 74.8
1971年	3.98	13.78	30.13	47.89	+142.0
1972年	4.25	16.48	34.20	54.93	+ 14.7
1973年	3.85	10.20	45.76	59.81	+ 8.9
1974年	3.66	11.35	44.33	59.34	- 0.8
1975年	3.13	10.63	45.70	59.46	+ 0.2
1976年	3.41	13.88	45.88	63.17	+ 6.2
1977年	2.33	20.13	70.75	93.21	+ 47.6
1978年	2.49	28.90	93.09	124.48	+ 33.5
1979年	1.90	16.36	85.60	103.86	- 19.9
1980年	1.56	21.56	81.59	104.71	+ 0.8

出所：データはすべて『国際金融統計・International Financial Statistics』による。

(a) ライン 4 aad, IFS (アメリカ)。

(b) 日本政府に対するアメリカの直接の債務が利用できなかったので、日本の外貨準備総額についての、事実上同じシリーズが使われた——ライン 1 d. d, IFS (日本)。

(c) ライン 4 abd, IFS (アメリカ)。