

# 変動相場制下の国際協調

—— 日米独によるモグラ叩きゲーム ——

## The International — Cooperation under Flexible Exchange Rate System

—— a game of moles basting by Japan, United States and Germany ——

倉 科 寿 男  
Toshio Kurashina

### 1. 問題の所在

海図なき変動相場制の世界にあって、ブラザ合意による協調的な市場介入と金利引下げは画期的なことであった。

国際協調という点でいえば、固定相場制は変動相場制よりも優れていたと思われる。固定相場制のもとでは、為替相場の安定が義務付けられていたから、各国は放漫な経済政策をとることができなかった。もし固定相場制のもとで放漫な経済政策をとった場合には、為替相場を安定することができなくなるために、早晚政策当局は為替安定策をとることになるであろう。すなわち、固定相場制には外貨準備の天井があったので、これが各国に放漫な経済運営に対する歯止めとなっていた。

これに対して、変動相場制のもとでは、対外経済政策の失敗は為替相場の変動によって処理されると考えられたから、国際収支不均衡に対する緊急対策を必要とせず、もっぱら国内向きの政策に専念すればよいことになり、対外的な政策節度は失われがちであった。こうした一見無秩序になりがちな変動相場制下の世界経済にあって、国際協調的な為替市場への介入や金利引下げの意義は大きいといえよう。

しかし、この国際協調はいかなる状況においても発揮されるほど確たる保証はない。それはルーブル合意後にみられた政策協調の不在論争となっていた。こうした国際協調体制の不安定性を打ち消すように、G7が頻繁にくり返し開催されてこんにちに至っている。

そこで本稿では、こんにちその必要性が強く主張されている国際協調のあり方を考察するために、

1980年代の日米独の政策行動を振り返ってみることとした。80年代の日米独の国際協調の仕方を検証しながら、今後この国際協調が変動相場制のもとで有効に機能していくためには、どのような条件が必要であるかを模索してみよう。

### 2. 日米独の物価変動

#### (1) 60年代と80年代の物価比較

まず、1963年～69年（60年代）と1983年～89年（80年代）の消費者物価および経済成長を日米独の3国について比較することから始めよう。

比較対象とした両期間は、前者が戦後復興後において持続的な世界経済成長を遂げた期間であり、後者が戦後最大規模で最長の世界的不況から脱出して持続的な世界経済成長を遂げたという、ともに類似した経済的背景をもっている。

また、前者は戦後のIMF通貨制度が10数年をへて国際通貨制度としての問題点が噴出した期間であり、後者は変動相場制に移行して10年を経過して同様に国際通貨制度としての問題点が露呈し始めた期間である。両期間はこうした国際通貨制度には違いはあるが、その違いが研究対象としては大いに興味の湧くところである。

両期間の経済的背景を概観しておくと、次のようである。<sup>(1)</sup> 60年代の世界経済とくに先進工業諸国では、大きな不況を経験することなく息の長い高度成長を遂げた。この期間はアメリカがベトナム戦争への介入を激化し、これに巨額の対外投資が加わって大量のドル流出が続いた。その是非は別として、この時期にアメリカの果たした役割は、60年代初めに懸念された国際流動性不足を解消し、経済成長の制約条件を緩和

(2)

するに役立ち、各国の有効需要は拡大基調で維持された。

このような有効需要の持続的な成長に対して、60年代の生産能力は先進工業諸国の旺盛な技術革新によって生産性の上昇をもたらした。しかし、始発国アメリカでの技術革新が次第にペース・ダウンするようになり、既存の技術の各国への波及も一巡するにつれて、世界的な技術革新のテンポはスロー・ダウンした。それに代わったのが膨大な軍事支出と宇宙開発などの準軍事支出であった。これらの支出は設備投資と違って生産能力の増大にはほとんど貢献せず、有効需要のみを一方的に拡張し、いわゆる有効需要の成長が生産能力の成長を上回ることから生ずる世界的なデマンド・プル型のインフレが顕在化した。

他方、80年代の世界経済は長い不況のトンネルから脱出した83年頃から息切れすることなく、好況を維持した。その主因となったのは、牽引車となったアメリカ経済にみられるように、個人消費や住宅建設などの自律的回復と、それに誘発された民間設備投資であった。とりわけ85年9月のG5（ブラザ合意）は国際協調政策によって、貿易不均衡の是正、為替相場の調整、経済成長の実現を達成しようとした。これは変動相場制に移行してから画期的なことであった。

ブラザ合意はアメリカに対して双子の赤字の削減を求め、日本や西ドイツに対しては内需拡大と貿易黒字の縮少を求めた。そこで主要先進国はドル売りの協調市場介入を実施することによってドル安を誘導し、金融面でも各国は金利引下げを実施するなど歩調をそろえた。こうした協調政策介

入が効を奏して、80年代の世界経済はその景気拡大をアジアNIESやASEANに拡散しながら、過去7年間にわたって経済成長を持続してきた。

この間、先進工業諸国では60年代におけるような旺盛でダイナミックな技術開発はみられなかったが、エレクトロニクス、光工学、生命工学、ロボットなど広範な技術革新が相次いだ。これらは省資源、省エネルギー、省力などを狙いとした技術革新である。このこと自体は歓迎されるべきことであるが、生産能力の成長を高めたとは必ずしもいえないだろう。

こうした経済的背景の違いから生じた部分的な結果が、表Ⅰと表Ⅱである。表Ⅰは、日米独の消費者物価指数を60年代と80年代とで比較したものである。日米独の消費者物価の推移にみられる60年代と80年代の顕著な相違点は、次の通りである。

日本と西ドイツの80年代の物価上昇率は60年代よりも低く、とくに日本の物価上昇率は低かった。これに対して、アメリカは逆に80年代のほうが60年代よりも高かった。60年代の平均物価上昇率と80年代のそれとの比率でいえば、後者は前者に比べて、日本が0.3倍、西ドイツが0.7倍と低いのに対して、アメリカは1.3倍と高い上昇率であった。このように、80年代においてアメリカの物価上昇率が日本や西ドイツに比べて高かったことは、各国経済のパフォーマンスの違いにあったと考えられるが、このことについては後述する。

60年代と80年代の物価上昇率の違いは経済成長とも深く関わる問題である。そこで次に、表Ⅱに示すように、日米独の実質経済成長率を60年代と80年代とで比較してみることにする。

表Ⅰ 日米独の消費者物価指数（対前年比）

国別	年次	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	平均(A)	(B) (A)
		1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	平均(B)	
日 本		7.6 <sup>(%)</sup>	3.8 <sup>(%)</sup>	7.6 <sup>(%)</sup>	5.1 <sup>(%)</sup>	3.9 <sup>(%)</sup>	5.3 <sup>(%)</sup>	5.5 <sup>(%)</sup>	5.5 <sup>(%)</sup>	0.3
		1.8	2.3	2.0	0.6	0.1	0.7	2.9	1.5	
アメリカ		1.2	1.3	1.7	2.9	2.8	4.2	5.4	2.8	1.3
		3.2	4.3	3.5	1.9	3.6	4.1	4.8	3.6	
西ドイツ		2.9	2.4	3.1	3.7	1.7	1.6	2.7	2.6	0.7
		3.4	2.4	2.1	-0.2	0.3	1.1	2.8	1.7	

（資料） 日本銀行統計局『国際比較統計』、ただし1989年については日本銀行調査統計局『調査月報』平成2年2月号による。

表Ⅱによると、日本の80年代の平均経済成長率は60年代の0.4倍、西ドイツは0.6倍であった。このことからして、80年代の日本と西ドイツの消費者物価上昇率が60年代よりも低かったことはうなづけるであろう。しかし、アメリカの場合、80年代の平均経済成長率が60年代のそれに近い高水準であったとはいえ、60年代の経済成長率を上回

っていない。それにもかかわらず、80年代のアメリカの消費者物価上昇率は60年代のそれをはるかに上回っているのである。このことは、80年代の変動相場制下における世界経済を支えてきた国際的な政策協調に対する各国間の歪みを生む元凶であるように思われる。

表Ⅱ 日米独の実質経済成長率

年次 国別	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	平均(A)	(B)
	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	平均(B)	(A)
日 本	10.6 <sup>(%)</sup>	13.3 <sup>(%)</sup>	4.4 <sup>(%)</sup>	10.0 <sup>(%)</sup>	13.1 <sup>(%)</sup>	14.3 <sup>(%)</sup>	12.5 <sup>(%)</sup>	11.2 <sup>(%)</sup>	0.4 <sup>(%)</sup>
	3.2	5.1	4.9	2.5	4.5	5.7	4.9	4.4	
アメリカ	4.0	5.5	6.3	6.5	2.5	4.9	2.8	4.6	0.8
	3.6	6.8	3.4	2.8	3.4	3.9	2.9	3.8	
西ドイツ	3.4	6.7	5.6	2.9	-0.3	7.2	8.0	4.8	0.6
	1.9	3.3	1.9	2.3	1.8	3.4	4.0	2.7	

(資料) 日本銀行統計局『国際比較統計』、ただし1989年については日本銀行調査統計局『調査月報』平成2年2月号による。

## (2) インフレの国際的波及

各国間のインフレ格差がインフレの国際的波及ルートを通じて国際的に高位平準化されるメカニズムは、次の通りである。

この典型は国際収支の黒字によって国内の流動性が増加し、金融面から物価を押上げるケースである。たとえば、大国アメリカの物価が日本の物価よりも高い場合、日本の対米輸出は増加し、国際収支の黒字増大→国内流動性の増加→物価上昇となるであろう。この場合、日本国内に製品・労働力市場において需給逼迫など潜在的なインフレ圧力があるならば、日本の物価上昇は顕在化する恐れがある。

しかし、変動相場制のもとでは、日本の出超は円相場の上昇→輸出価格の上昇・輸入価格の下落→輸出の減少・輸入の増加というプロセスによって、国際収支は調整されると期待される。しかも、このプロセスのなかには、日本の国内インフレ圧力を緩和する要因がいくつかある。第1は国際収支の調整効果が過剰流動性インフレに対する歯止めとなること、第2は為替相場の上昇→輸入価格の下落による価格効果がインフレ圧力を弱めること、第3は為替相場の上昇→輸出価格の上昇→輸

出の減少によるマイナスの所得効果が市場の需給逼迫を和らげ、賃金などコスト・プッシュ圧力を弱めることなどである。こうしたインフレの国際的波及に対する遮断効果は、変動相場制の有効な機能として主張されてきた。

もちろん、こうした変動相場制の機能については、次のような異論がある。(1)為替相場の上昇による価格効果が発揮されるためには、まず輸入需要が価格変化に対して弾力的でなければならない(マーシャル・ラーナー条件)。(2)為替相場の上昇は輸入価格を下落させるか、あるいは輸入業者の為替差益を生むかであって、実際の経験からすれば後者となりがちである。(3)変動相場制下では、為替相場が下落(上昇)しているとき、さらに下落(上昇)するか、反転して上昇(下落)に向かうかは半々であって、したがって、変動相場制では偶然的、季節的、景気循環的な要因で生ずる為替相場の変動幅は大きく、その分だけ余計に外貨準備が必要となる。(4)原油値上げなど輸入原燃料価格の上昇の場合には、変動相場制といえども、一次産品価格の上昇→製品価格の上昇→賃上げ圧力の増大というプロセスは避けられない。(5)変動相場制下で国内物価水準を不変に保つためには、為替相場の上昇による輸出価格の上昇分だけ輸入

価格を下落させる必要があるが、賃金、物価が下方硬直的な経済体質では輸入価格の下落は見込めず、したがって、一般物価水準の上昇は避けられない。

(1)の異論については、おそらく国際間における貿易上の自由競争がある程度満たされれば解決されるであろう。近年の世界経済は保護貿易主義的な芽がある一方で、日本に対しては市場自由化への国際的な圧力もあって、為替相場の変動による価格効果が徐々に期待されるかもしれない。(2)については、最近日本の内外価格差に対する国際的批判にみられるように、国内の流通機構が改善されることによって是正されるかもしれない。(3)については、変動相場制下では確かに為替変動幅が大きく、それを一国による市場介入では支えきれない場合がある。そこで、プラザ合意以降にみられるような主要国による為替市場への協調介入が大いに期待される。問題は(4)と(5)であって、変動相場制のもとでも一次産品価格の上昇が潜在的なインフレ圧力を増幅させることは十分予想できる。

こうした変動相場制下でのインフレの国際的波及論のなかで、本稿で取り上げるのは変動相場制へ移行してから画期的ともいわれる協調市場介入とインフレの国際的波及との関係である。

すなわち、85年9月のプラザ合意では「為替相場の調整」が国際的な協調政策の目標として実施された。これを機にして、それまでのドル高は急ピッチでドル安へと進行した。これ以上のドル安は各国の経済成長を損うとの認識から87年2月のルーブル合意ではドル暴落への懸念の一掃を目指し、一変してドル高へと進行した。この時期、大統領選挙を控えていたアメリカにとって、ドル高は金利引上げによるインフレ懸念の抑制策よりも好都合であった。他方、日本や西ドイツにとっては、円安、マルク安から輸入インフレの懸念が高まり、西ドイツは88年7月、マルク安に歯止めをかけるために、周辺諸国（スイス、オーストリア、オランダ、ベルギーなど）と協調して公定歩合を上げた。つづいて同年8月にアメリカが公定歩合を上げたあと、大幅なマルク安となった西ドイツは、輸入インフレの進行を回避するために、同年8月再び公定歩合を上げた。

こうして、各国は自国の潜在的インフレ圧力に油を注ぎかねない輸入インフレを遮断するために、為替と金利のモグラ叩きゲームを始めたのである。この辺の詳細な状況は、以下の通りである。

### 3. 日米独の為替・金利変動

#### (1)プラザ合意以前

80年代に入って、世界経済は深刻な同時不況に陥った。その原因は79年に発生した第二次石油危機、その後各国で一斉に採用したインフレ抑制のための厳しい引締め政策、それから派生した異常な高金利であった。この世界的不況は丸3年以上も続いた。

82年後半になって、アメリカ経済はこの悪条件のもとでいち早く回復に転じた。当初は高金利がなお続いていたので、回復は途中で息切れするとの予想が支配的であった。ところが83年に入っても好況は持続し、同年後半には本格的な好況局面へ移行した。

このようなアメリカ経済の景気回復は諸外国にも好影響を与えた。まず輸出主導型経済で、しかも対米輸出に大きく依存していた日本やアジアNIES、ASEAN諸国が83年に輸出増加によって景気回復に向かった。これら諸国に比べて対米依存度の大きくない西欧諸国の景気回復は1年ほど遅れた。こうして世界経済はいままで最大の成長制約要因であった原油価格の下落と相まって、アメリカ経済に牽引されながら84年、85年にわたって好調を維持した。

第二次石油危機後、世界経済になお絶大な影響力をもつアメリカの高金利は、内外に対しきわめて大きな悪影響を及ぼした。それは国際資金移動や為替相場を媒介として西欧諸国や日本など先進諸国に波及し、石油危機から立ち直ろうとしていた世界経済を同時不況に陥れた。

対外的に悪影響を及ぼした高金利は、アメリカ経済の自律的回復を阻むまでには至らなかった。それはアメリカの場合、投資減税や住宅減税などの財政政策によって高金利の効果を減殺したからであった。こうして高金利は総需要の回復を抑制する効果はなかったけれども、為替面でドル高を引き起こした。ドル高はアメリカ産業の国際競争力を弱め、貿易赤字に拍車をか

けた。その結果、アメリカはわずか4年間で世界最大の債権国から世界最大の債務国へと転落した。これに対して、日本の経常収支は80年に第二次石油危機の影響で赤字を計上したものの、翌年からは早くも黒字となり、83年から85年にかけては黒字が大幅に急増した。

日米間の不均衡が突出したことによって、対日批判が一挙に高まった。それに応じて、日本は85年7月に市場開放のための行動計画を発表した。アメリカ側はそれでも不十分であるとして、さらに内需拡大を要請してきた。ところが、内需拡大にとって足かせとなっていたのが高金利であり、それを引下げるためにはドル高を是正することが先決であった。西欧諸国がおかれていた状況も日本と同様であったから、日欧はアメリカにドル高と高金利の是正を協調して強く訴えた。それが実ったのが85年9月以降に実施された協調市場介入であり、協調利下げであった。

80年代前半（プラザ合意以前）において特筆すべきことは、為替市場が経常収支や貿易収支の動向とはうらはらに推移したことである。すなわち、82年以降のアメリカの経常収支赤字化を調整するためには、為替相場はドル安にならなければならなかった。現実のドル相場は1ドル＝250円前後にとどまり、ドル全面高であった。その元凶は異常な高金利であって、それが世界的に過剰となっていた資金をアメリカへ引き寄せ、ドル高を実現させたのである。

ドル高の原因となったアメリカへの資金の大量流入はアメリカと諸外国との間の金利差、およびアメリカから将来資金を引き上げる際に予想される為替相場の水準によっていた。つまり、変動相場制のもとでは、資金移動時点と元利償還時点との間には為替リスクが存在する。そこで資金を移動させる際に、元利を回収する時点での為替相場を予想し、それと現在の為替相場とを比べて為替差損があれば、それと金利差を比較して、なお金利差のほうが大きければ資金流出が続く。プラザ合意以前には、予想為替相場についてはドル高信仰が市場に支配的であったから、資金移動はもっぱらアメリカと諸外国との金利差に左右されて、世界各地の余剰資金

はアメリカへ流れ、そのためにドル高となった。

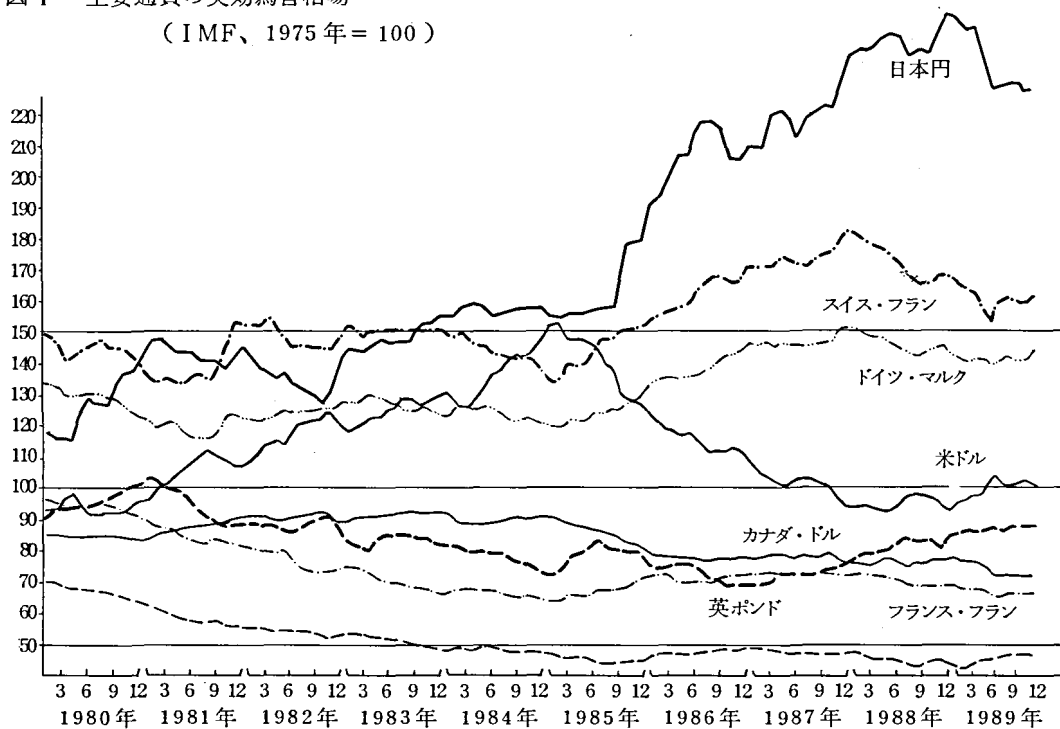
ところが、プラザ合意による協調介入は事態を一変させた。市場でのドル売り介入はドル安へのきっかけをつくり、ドル高信仰を打ち破った。それによって市場での予想為替相場をドル安の方向へ導き、アメリカへの資金流入にブレーキがかかった。すなわち、金利差では依然ドル資産は有利であったが、元利回収にあたって為替差損の可能性が生じたために、ドル資産の選好にブレーキがかかり、その結果資金の流れが変わり、ドル安が実現したのである。この間、各国の物価水準は同時不況に陥っていたことと、原油など一次産品価格が下落傾向になったことから落ち着いていた（以上図Ⅰ、図Ⅱ参照）。

## (2) プラザ合意以後

85年9月に開催された日米独英仏の先進5か国蔵相・中央銀行総裁会議（G5・プラザ合意）は、ドル高是正のために協調して為替市場へ介入することを申し合わせ、直ちに行動に移した。これは変動相場制に移行してから画期的なことであった。とくに為替市場に与える影響力の点では、アメリカの介入はなお絶大であったから、ドル相場は直ちに下落に転じ、それまでの1ドル＝240円前後から一挙に200円近くまで下落した。その勢いは86年に入っても止まず、同年3月から4月にかけては180円水準となり、さらに5月のサミット後は160円前後にまで下落した。西欧通貨とくに西ドイツ・マルクに対しても、ドル相場は同様な経過をたどった（図Ⅰ参照）。

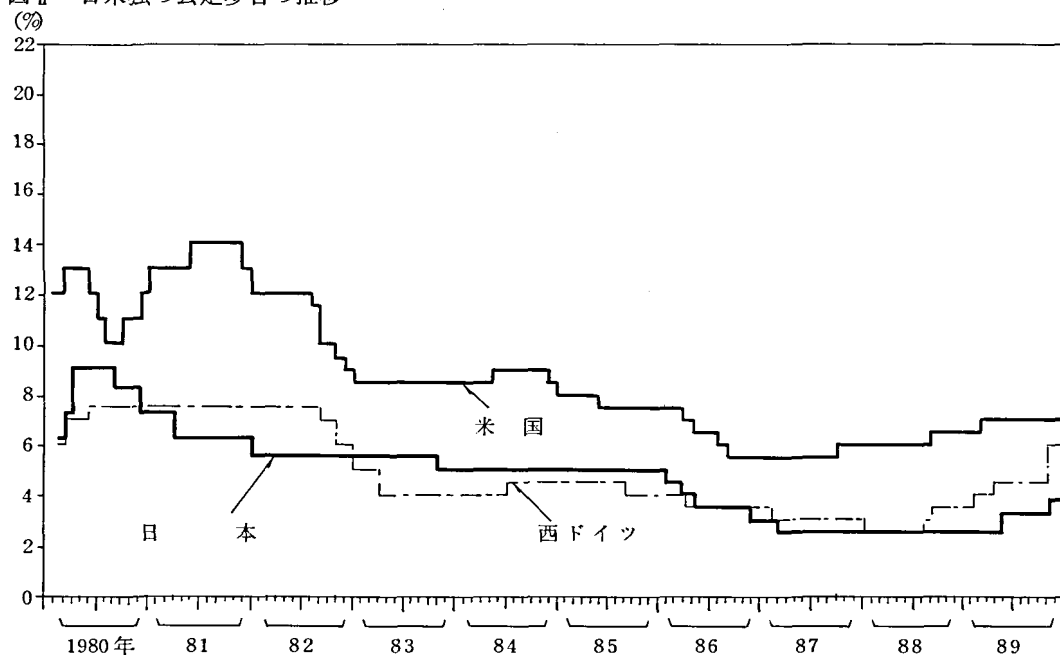
このようなドル高の是正は、それまで為替相場に縛られていた各国の金融政策を解放し、金利引下げへの道を開いた。プラザ合意以後、公定歩合は日本で5回、アメリカで4回、西ドイツで3回それぞれ引下げられた（図Ⅱ参照）。しかもその下げ幅は各国とも戦後最低の水準にまで引下げられた。この金利引下げはプラザ合意による協調利下げの形で行われたのであり、それによって先進各国の金利水準は軒並み低下したのである。このような協調利下げが可能になったのは、日本や西ドイツなど西欧諸国の場合には、アメリカとの金利差が拡大しても為替

図Ⅰ 主要通貨の実効為替相場  
(IMF、1975年 = 100)



(資料) 東京銀行調査部『東京銀行月報』

図Ⅱ 日米独の公定歩合の推移  
(%)



(資料) 日本銀行調査統計局『国際比較統計』より作成。

相場の先行きがドル安であるかぎり、これ以上ドル資産への資金移動は起こらないだろうという見通しからであった。他方、アメリカの場合には、再びドル高に戻らぬようにするために諸外国との金利差を縮小させる必要があったからであった。

プラザ合意を境にして、それまでのドル高は急ピッチでドル安へと進行した。しかし、これ以上のドル安は各国の経済成長を損うとの認識から、87年2月、G5にイタリアとカナダを加えたG7（ルーブル合意）は一転してドル安阻止の協調介入を宣言した。ちょうどその頃はアメリカへの投資意欲が急激に減退したために、ドル相場がいっそう下落し始めたばかりでなく、それまで3年間にわたって低下傾向をたどってきたアメリカの長期金利が上昇に転じた時期にあたっていた。そのあとに行われた積極的で大規模な協調的ドル買い介入は、ドル安阻止に成功したかにみえた。ところが、為替相場が安定するやいなや、各国債券市場相互間の金利差が安定性を回復した為替相場体系と整合していないという意外な状況に直面した。

87年は、80年代の大半にわたって続いてきた金利動向のトレンドが明確に転換した年であった。<sup>(5)</sup>それは、多くの先進国で長く続いてきた長期金利の低下傾向が終息したことである。日本と西ドイツは長期金利が上昇し始めたことに対して、なんら対策を講じようとしなかった。というのは、両国の中央銀行はそれまで金融政策がやや拡張的すぎると感じていたからである。アメリカでは債券利回りが87年初めに上昇し始め、同年5月から8月にかけていったん安定したものの、その後再び上昇し始め、ついに9月初めに公定歩合を引上げることにより債券利回りの上昇を追認するに至った。

債券利回りの動向は、そのときのマクロ経済（生産、インフレ、金融財政政策など）の動向、および将来の債券利回りに対する投資家の期待という二つの要因によって左右される。加えて、多くの国内債券市場で非居住者の投資家の重要性が高まるにつれて、為替相場の動向についての期待も重要な要因となってきている。こうした期待に関する諸要因は、87年の債券利回りの

動向に対してとくに影響が大きかった。

87年前半は、為替相場の動向に対する期待要因が債券利回りに大きく影響した。たとえば、ドル相場が下落した同年3月と4月時にはアメリカの長期金利は上昇した一方、日本と西ドイツの長期金利は下落した。その結果、アメリカと日本、西ドイツとの金利格差は大幅に拡大した。そして、ルーブル合意に対する信頼が高まった同年5月半ばから8月半ばには、ドル相場は安定的に推移し、金利格差はいくぶん縮小した。しかし、アメリカの貿易収支が発表され、それが失望的なものであったことからドル相場は下落し、これに伴って金利格差は再び拡大、88年に入ってもその格差は続いた。

こうした動向をみると、国際的な機関投資家はドル相場がいっそう下落すると見込まれると、ドル資産で保有する為替リスクが増大するので、ドル資産を保有しようと思わせるためには、こうした為替リスクに見合うだけのドル金利が上昇する必要がある。

87年後半には、インフレと金融政策が債券市場の関心の的となった。インフレおよび金利に対する見方は、87年10月の世界的株価暴落によって大きく変わった。すなわち、債券利回りは株価暴落後、中央銀行が金融緩和策をとったことおよび投資家がより安全な資産への逃避を図ろうとしたことで急速に低下した。そして、主要先進国の経済成長が鈍化し、インフレも低水準もしくは緩やかなものにとどまるとの予想が高まった結果、88年初めにかけて、多くの国で金利は低下傾向を続けた。しかしその後、景気の足腰が予想外に強そうな徴候があらわれ、インフレ懸念が台頭してくると、金利の低下傾向はいくぶん戻した（以上図Ⅰ、図Ⅱ参照）。

### (3) ブラック・マンデー以降

87年10月のアメリカにおける株価暴落に端を発した世界的な金融・為替市場の動揺は、各国の景気に深刻な影響を及ぼすのではないかと懸念された。しかし、国際的な政策協調によって市場の混乱が防止されたあと、主要国の景気は予想を上回るテンポで拡大し続けた。とくに資本財輸出国である日本、アメリカ、西ドイツと

いった経済規模の大きい国が、設備投資増に伴う前向きの所得循環から内需の伸びを高めたため、周辺国によるこれら諸国向け輸出が増加し、周辺輸出国では輸出をテコにさらに内需が拡大するという効果がみられた。その結果、各国の所得は世界貿易の拡大を通じて増加するという好循環が発生した。

こうして世界同時好況の様相を強めていくなかで、物価面では財・労働力市場の需給逼迫に加え、原油、穀物、非鉄金属などの国際商品市況が大幅に上昇したこともあって、欧米主要国を中心に物価上昇の懸念が強まった。このために、これら諸国の金融政策は引締め方向に転じた。この間の事情を日米独<sup>(6)</sup>について仔細にみると、次の通りである。

アメリカでは、景気の力強い拡大基調を背景にして稼働率が上昇傾向をたどり、失業率も74年以來の低水準となるなど製品・労働力需給の引締め傾向が強まった。その上、中西部を中心とする干ばつの影響から一時穀物市況が急騰したこともあって、インフレ懸念が急速に高まった。こうした状況下で、連邦準備制度はそれまでの金融緩和スタンスを次第に引締め方向へと転換し、88年8月には公定歩合を引上げて引締め強化を図った。

西ドイツでは、とくに88年4月以降マルク相場が下落したことや国際商品市況の急騰も加わって、輸入インフレに対する懸念が高まった。このために、ブンデスバンクはインフレ抑制とマルク相場の安定を狙って6月以降引締め方向へと政策スタンスを変更し、7月には公定歩合およびロンバート・レート<sup>(7)</sup>を相次いで引上げ、8月には再度公定歩合の引上げを実施した。この結果、為替相場はようやく持ち直し、これを反映して輸入物価も落ち着きを取り戻した。しかし、製品需給の逼迫が続いていたこともあって、ブンデスバンクは12月に改めてロンバート・レートを引上げた。

この間、日本では製品・労働力需給が一段と引締まっていたものの、これまでの円高によって生じた内外価格差を背景にして割安な輸入製品が増加していたことなどから、国内物価は引き続き落ち着いた推移をたどった。

このように、各国の政策当局が物価上昇圧力に対して早め早めの政策運営をした結果、アメリカでは89年に入って経済の拡大テンポが徐々にスローダウンし始め、製造業部門での物価上昇圧力は次第に弱まる方向へ転じた。しかし、非製造業部門ではなお需給が逼迫気味で賃金も上昇気味で、経済全体でみたインフレ圧力は目立って低下するまでには至らなかった。西ドイツでも金融引締めの影響から物価の上昇テンポの加速は回避されたものの、失業率の低下にみられたように、物価上昇圧力には依然根強いものがあつた。また日本についても、インフレ心理の落ち着きもあって物価上昇テンポの加速化は回避しえたが、製品・労働力需給の逼迫や88年末以來の円安や原油高に伴う輸入コスト・インフレを背景に、潜在的な物価上昇圧力は根強かつた。

潜在的な物価上昇圧力が世界的に根強いなかで、物価をめぐる各国経済のパフォーマンスには差異がみられた。たとえば、日本の物価上昇率がアメリカに比べて相対的に低位にとどまったのは、日本の輸入拡大による物価上昇圧力の減殺効果によるところが大きい。このような「輸入の安全弁」効果は、ブラザ合意以降の大幅な為替調整による相対価格の変化とそれに伴う構造変化によるところが大きい。

物価をめぐる各国経済のパフォーマンスの差異は、為替相場の先行きに対する見通しや、過去の物価上昇率の経験などを反映したインフレ期待の差が、企業の価格設定スタンスに差を生じさせた面も考えられる。たとえば、日本企業は中長期的には円高との見通しをもっているうえ、アジアNIESやASEANの製品との競合が国内市場において強まっていることなどから、製品値上げに慎重であった。他方、アメリカ企業ではブラザ合意以降のドル高によって輸入コストが上昇していたこともあって、製品需給の逼迫が徐々に価格を引上げたとみられる。また、表1の80年代の日米独の消費者物価でみるように、アメリカは日本や西ドイツに比べて高めとなっているが、これはアメリカにおいて需給の逼迫につれて、企業や消費者の間にインフレ心理が相対的に高まりやすい傾向にあったことは



否定できないであろう。

このような88年から89年にかけての需給ギャップやインフレ期待の差異に基づく物価上昇圧力の違いが、これに応じた各国間の金利引上げ幅やタイミングに差を生じさせたといえよう。

アメリカでは、88年春先から夏場にかけて製品・労働力需給の引き締まりに加えて、干ばつの影響から穀物市況が急騰したこともあって、インフレ懸念が高まり、88年春以降短期金利を徐々に高めに誘導した。そして、同年8月と翌89年2月に公定歩合を0.5%ずつ引上げた。他方、西ドイツもインフレ圧力が強いと判断される状況下で、88年7月以降公定歩合を6回、累計で3.5%引上げた。また日本においても、国内景気、物価、マネー・サプライ、為替相場あるいはこれらを反映した市場金利の動向を総合的に勘案して、89年5月、10月、12月に公定歩合の引上げを実施した（図Ⅱ参照）。

為替相場についてみると、円相場は88年末以降、アメリカの金利上昇や貿易収支の改善傾向などから下落し、89年に入ってから総じてドル高が続いた。為替相場がドル高・円安方向へ行きすぎれば物価への悪影響はもとより、対外不均衡は正に向けての経済構造調整が阻害される懸念もある。この懸念は90年に入って顕在化する徴候をみせている。西ドイツ・マルクについては、89年半ばまでは円と同様に対ドル相場が弱含みに推移した。その後、西ドイツの金利上昇といった事情に加えて、「ベルリンの壁」の崩壊を契機に、西ドイツ経済の成長力上昇に対する期待が高まったことなどもあって強含みに転じた。その他のEMS（欧州通貨制度）参加国通貨も、西ドイツ・マルクの上昇につられるかたちで展開した（以上表Ⅰ、Ⅱおよび図Ⅰ、Ⅱ参照）。

#### 4. 物価・為替・金利のモグラ叩きゲーム

##### (1)モグラ叩きゲームの展開

上述の80年代における日米独の物価・為替・金利変動を要約すると、次のようである。

ブラザ合意以前は、79年の第二次石油危機に端を発したインフレ抑制のために、主要先進国は厳しい金融引締め政策をとり、異常な高金利

となった。とくに世界経済に対してなお絶大な影響力をもつアメリカの高金利は、国際資金移動や為替相場を媒介として日本や西ドイツなど先進国に波及し、世界経済を同時不況に陥れた。なかでもドル高はアメリカ産業の国際競争力を弱め、貿易赤字に拍車をかけ、とりわけ日米間の不均衡を突出させた。

アメリカの経常収支赤字化を調整するためには、為替相場はドル安にならなければならなかった。ところが、現実の為替相場は経常収支や貿易収支の動向とはうらはらに推移した。その元凶は異常なアメリカの高金利にあった。その高金利を下落させるためには、まず突出したドル高を押え込む必要があった。なぜならば、ドル高の原因となったアメリカへの大量資金流入をくい止めるためには、アメリカと諸外国との間の金利差を上回る為替差損が生まれればよいからである。そこで、主要先進国は協調して積極的にドル売り市場介入をし、為替相場をドル安方向へ導き、アメリカへの資金流入にブレーキをかけた。すなわち、金利差ではドル資金保有は依然として有利であっても、元利回収にあたっては為替差損が生じたために、ドル資産への資金流入にブレーキがかかり、ドル安が実現したのである。これは、ブラザ合意による国際協調的な為替市場介入というかたちでのモグラ叩きの第一弾であったといえる。

ブラザ合意によるドル高是正は、それまで為替相場に縛られていた各国の金融政策を解放し、金利引下げによる内需拡大への道を開いた。これが国際協調的な金融市場介入によるモグラ叩きの第二弾である。ブラザ合意後、公定歩合は足並みを揃えて引下げられ、日本では5回、アメリカでは4回、西ドイツでは3回引下げ、各国とも戦後最低水準にまで下がった。その一方で、急ピッチで進行するドル安は各国の経済成長を損うとの認識から、ループル合意以後、一転してドル安阻止に向かった。これが国際協調的な為替市場介入によるモグラ叩きの第三弾であった。

ところが、87年頃から協調的な市場介入によるモグラ叩きゲームに不協和音が出てきた。すなわち、これまで続いてきた金利の低下傾向が

終息し、上昇し始めたのである。日本と西ドイツは長期金利の上昇傾向に対してなんら対策を講じようとしなかった。それは、それまでの金融政策がやや拡張的すぎると感じたからであった。アメリカは長期金利の上昇を追認するかたちで、同年9月初めに公定歩合を上げた。

こうした金利の並行的な上昇は、政策協調とはほど遠い現象とみなされたため、ルーブル合意は信頼できる政策協調か否かという疑念がもたれた。かかる政策協調の不在論争が引き金になったかのごときタイミングで世界的な株価暴落が発生した。そして、再び下落し始めたドル相場、改善傾向を示さないアメリカの貿易収支などから、ルーブル合意は果して為替市場の不安定性と対外不均衡を解消することができるかという懸念が強まった。こうして死亡宣告されかかっていた協調政策がかろうじて息を吹き返したのは、同年12月のG7の合意であった。

87年10月のアメリカにおける株価暴落に端を発した世界的な金融・為替市場の動揺は、各国経済に深刻な影響を及ぼすのではないかと懸念された。しかし、それは国際的な政策協調によって市場の混乱をかろうじて防止した。そして、先進主要国の景気は予想を上回るテンポで拡大し続けた。

こうして世界同時好況の様相を強めていくなかで、主要先進国の物価は財・労働力市場の需給逼迫に加えて、原油など国際商品市況が大幅に上昇したこともあって、欧米を中心に物価上昇の懸念が強まった。こうした世界的なインフレ懸念を鎮静化するために、主要先進国は金利引上げの方向に転じた。しかし、その変動幅やタイミングには、プラザ合意後の協調利下げとは違<sup>(8)</sup>って、モグラ叩きに足並みの乱れがあった。

すなわち、プラザ合意に先立つ85年5月にアメリカが0.5% (8.00→7.50%) 公定歩合を引下げたのに続いて、西ドイツが同年8月に0.5% (4.50→4.00%) の引下げを実施した。プラザ合意後の86年1月に日本が0.5% (5.00→4.50%) の公定歩合引下げのあと、アメリカと西ドイツが同年3月7日に同時に0.5% (7.50→7.00%、4.00→3.50%)、続いて日本が同年3月10日に0.5% (4.50→4.00%)、そ

してアメリカと日本が同年4月21日に同時に0.5% (7.00→6.50%、4.00→3.50%) 引下げた。さらにアメリカは同年7月に0.5% (6.50→6.00%)、8月に0.5% (6.00→5.50%) 引下げ、日本は同年11月に0.5% (3.50→3.00%)、翌87年1月に西ドイツが0.5% (3.50→3.00%)、同年2月に日本が0.5% (3.00→2.50%) 引下げ、同年12月に西ドイツが0.5% (3.00→2.50%) 引下げて、協調利下げに終止符をうった。

ところが、ルーブル合意後の利上げをみると、協調的な色彩はきわめて薄い。すなわち、アメリカが87年9月早々にすでに0.5% (5.50→5.00%) 公定歩合を引上げたのに対して、西ドイツは同年12月に0.5% 引下げ、日本は静観した。しかし、ドル高マルク安から輸入インフレの懸念が高まった西ドイツは、88年7月以降89年10月までの間に6回にわたって0.5% ずつ累計3.50% (2.50→6.00%) 公定歩合を引上げた。そして日本も87年2月以降2年間続いた戦後最低水準の公定歩合に終止符をうち、ようやく89年3月以降同年12月までに3回にわたって累計1.75% (2.50→4.25%) 引上げた。この間アメリカは88年8月と89年2月にそれぞれ0.5% 公定歩合を引上げ7.00% とした。

このように、先進国間の金利引上げ幅やタイミングに差が生じたのは、88年から89年にかけての物価をめぐる各国経済のパフォーマンスの差異、たとえば各国間の財・労働力市場における逼迫度の差異、あるいは為替相場の先行きに対する見通しや過去の物価上昇率の経験などを反映したインフレ期待などの差異があったからであろう。

## (2) 協調的モグラ叩きゲームとその限界

こうしてみると、ある国における金利変動は為替市場に影響を与えるとともに、市場相互間の活発な裁定を通じて他国の金利にも直接的に影響を与える。88年を振り返ってみても、たとえばアメリカでは春先から金融引締め気味の政策を実施したが、これに伴いアメリカの金利が上昇し、ドル相場が全般に上昇することになった。この結果、西ドイツを中心とした西欧諸国

では、自国通貨安に伴う輸入インフレの懸念から金利が全般に上昇した。これなどは、各国間の為替相場と金利の相互依存関係が緊密化している例であろう。

このような金融・為替・資本市場における相互依存関係の緊密化は、世界経済に対して次のような影響を及ぼすと考えられる。<sup>(9)</sup>

第1は、一つの市場の動揺が連鎖的に動揺を増幅する可能性を高めることである。このことはすでに87年10月の世界的な株価暴落の教訓からも明らかである。世界の株式市場が相互に影響し合うだけでなく、債券・為替市場をも巻き込んで混乱を拡大する可能性がある。第2は、金融・為替・資本市場の相互依存関係の緊密化それ自体が、各国の財市場の相互依存関係をさらに緊密化する作用をもっていることである。たとえば、前述のアメリカ金利と欧州経済との関係で考えてみると、アメリカの金利上昇がアメリカ国内の財市場に影響を及ぼし、それが貿易を通じて欧州経済に影響を与える一方で、金融・為替・資本市場を通じて直接的かつ経済全体に影響を及ぼす効果がある。この場合、現実には経済力の大きな国の動向が金融・為替・資本市場を経由して、世界経済に対してより直接的な影響を与える可能性が強い。このような状況下において、金利の変動や為替相場の乱高下を未然に防止し、世界経済の大幅な変動を防止するためには、主要国の政策当局が常に自国の物価安定を重視した経済運営をすることがますます重要になってきている。

その物価問題は国際収支不均衡の是正問題とは違って、各国独自の問題であるとみなされがちである。そこで各国が物価安定策を優先すると、国際協調を犠牲にせざるをえなくなる。国際協調を重視すると、物価安定を損いかねない。内外均衡の同時達成の難しさがここにある。プラザ合意によってドル高是正が行われた結果、ドル安が進行した。ドル安は自国通貨高となった日本や西ドイツの経済成長を減速しかねないこともあって、協調利下げが行われた。ここまでのシナリオは、協調市場介入による為替と金利のモグラ叩きであった。

ところが、一転してドル安阻止に向かった

ルーブル合意によるドル高基調から、為替と金利のモグラ叩きゲームに歩調の乱れがみられるようになった。すなわち、各国の潜在的インフレ圧力に加えて、自国通貨安となった西ドイツや日本は輸入インフレの懸念が高まり、独自の問題としての物価問題に両国は金利引上げ策で対処した。しかし、その金利引上げは前述したように、為替市場に影響を与え、市場相互間の活発な裁定を通じて他の国の金利に影響を及ぼし、それがまた為替市場に影響を与え、あたかもブーメランのように再び金利変動を引き起こすのである。海図なき変動相場制のもとでは、悪循環に陥りやすい。

その点で、プラザ合意後の協調政策の実行は画期的なことであり、80年代ほど国際協調が力説された時代はないであろう。しかし、その必要性が強調されればされるほど、協調の仕方は難しい。とりわけ、各国間に異った潜在的インフレ圧力がある場合には、協調の仕方はなおいっそう困難であるといわざるをえないであろう。

## 5. 結びに代えて

かつてジョンソン(H. G. Johnson)は、変動相場制は万能薬でなく、単に一国に過度の自由をもたらしただけである、と述べた。<sup>10)</sup> 言い方をかえれば、変動相場制はインフレの国際的波及・増幅—輸入インフレから保護することを可能にするが、そうであることを保証するものではないということになるだろう。したがって、輸入インフレを回避する変動相場制の機能は、各国がその追加的な自由によっていかに補充するかということになるろう。

確かに、変動相場制は一見各国に追加的な自由をもたらしたかにみえた。しかし、その自由は世界経済の枠組みのなかでの各国間の物価・為替・金利のモグラ叩きゲームであったように思われる。すなわち、ある国においてインフレ圧力が高まると、それを鎮静化するために金利引上げをする。すると為替相場が上昇するが、他の国は自国通貨安から輸入インフレの懸念が高まり、それを押え込むために金利引上げをする。すると為替相場は反転して上昇し、他の国に輸入インフレを押しつけることになる。こうして、物価と為替と金利の悪循環が始まる。変動相場制のもとで、その歯止

めとなるのは国際協調であろう。

ブラザ合意は変動相場制下におけるそうした悪循環を回避したといえよう。といっても、それは世界経済が同時不況に陥っていたために、各国の物価が落ち着いていた状況下においてであった。そうした状況下では、ドル高は自国通貨安による輸入インフレの材料とはなりえなかったのである。むしろアメリカ以外の国にとっては輸出増加を招き、不況に陥っていた国内経済を立て直すのに好都合であった。その反面、対米との貿易不均衡が拡大し、それを是正するためには貿易黒字国の内需拡大が急務となった。内需を拡大するにはアメリカの高金利が障害となっていたから、この高金利を是正するためにはドル高を是正しなければならない。そこで一連のモグラ叩きが協調して行われたのであるが、それは各国の物価が安定していたから可能になったといえよう。

ところが、世界経済が同時景気拡大するなかで、各国のインフレ圧力が高まるにつれて、協調的なモグラ叩きゲームに乱れが生じ始めた。このことについては前述した通りであるが、こうした不協和音は90年代に入って高鳴っている。たとえば、90年3月以降、円相場は1ドル＝140円台から150円台に突入し、円安は日ごとに進行した。日本は円安が国内の潜在的インフレ圧力への引き金となることを強く警戒し、徹底したドル売り円買いの市場介入で連日対抗した。そしてついに、同年3月20日公定歩合を1%（4.25～5.25%）上げた。これに対して、アメリカはドル高がアメリカのインフレ抑制の面から歓迎すべきことであるとして、ドル高を容認する姿勢を明らかにした。西ドイツもマルク高を歓迎する姿勢をとった。その結果、円相場は1ドル＝150円台後半にまで下落した。日本のインフレ圧力はいっそう高まり、政

策当局は窮地に立たされることになった。日本は物価・為替・金利の悪循環に陥るのか、それとも協調的なモグラ叩きが行われるのか。

いずれにしても、各国間に異なったインフレ圧力が内在するかぎり、変動相場制下の国際協調体制はきわめて脆弱なものであるといえるであろう。

（1990年3月末脱稿）

（1990.4.7 受理）

## 註

- (1) 土屋六郎『戦後世界経済史概説』中央大学出版部、1986年、第6章、10章。
- (2) Triffin, R., *Gold and the Dollar Crisis; The Future of Convertibility, 1960*（村野孝、小島清監訳『金とドルの危機』勁草書房、1961年）
- (3) 倉科寿男『世界インフレ論—構造と理論』中央大学出版部、1986年、第3章、9章。
- (4) 土屋六郎『前掲書』第10章。
- (5) BIS, *58th Annual Report*（『国際金融レポート'88』東京銀行調査部訳、経済セミナー増刊号、1988年12月10日）
- (6) 日本銀行調査統計局『調査月報』昭和63（1988）年12月号。
- (7) 日本銀行調査統計局『調査月報』平成元（1989）年12月号。
- (8) 倉科寿男『世界的インフレは回避できるか』『世界経済評論』1989年3月号。
- (9) 日本銀行調査統計局『調査月報』昭和63（1988）年12月号。
- (10) Johnson, H. G., "The Case for Flexible Exchange Rates, 1969," in his *Further Essays in Monetary Economics*, Harvard University Press, 1973.