



〈書評〉Ronald I. Mckinnon, Money in International Exchange : The Convertible Currency System

荒井, 好和

(Citation)

国民経済雑誌, 143(4):118-121

(Issue Date)

1981-04

(Resource Type)

departmental bulletin paper

(Version)

Version of Record

(JaLCD0I)

<https://doi.org/10.24546/00172600>

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/00172600>



Ronald I. McKinnon, *Money in International
Exchange: The Convertible Currency System*

Oxford University Press, 1979, xii+294 pp.

荒 井 好 和

1. 本書は二つの既発表論文を含む11章から構成されている。本書で取り上げられている論点は多岐であり、国際金融に関する殆どすべての領域にわたっている。しかし、各章の分析レベルや観点は必ずしも一様ではなく、各々それ自体で独立した論文としての性格をもっている。この意味で本書はモノグラフというよりもむしろ論文集に近いといえよう。またそのために、各章の関連や本書全体を通じての著者の見解が甚だ捉えにくいものになっている。ここでは本書を再構成しながら、その内容を紹介するとともに、筆者が特に関心をもった若干の論点について意見を述べることにしたい。

2. 著者によれば、本書の狙いはマクロ経済理論を単に開放経済へ拡張することにあるのではなく、「国際貿易それ自体の貨幣化 (monetization)」(p. viii), 換言すれば、財の国際的交換過程の貨幣的側面を、特にミクロのレベルに焦点を合せながら分析することにある。そして著者はまず、IMF 8条国から構成される国際通貨制度を「交換可能通貨制度 (convertible currency system)」と称して、これを以下での直接の分析対象とする。

この交換可能通貨制度のもとでは、外国為替取引の卸段階ともいえる銀行間市場 (interbank market) ——したがってその主体である外国為替銀行——が重要な役割を担うことになる。この外国為替市場における銀行の役割は、第1, 9章で扱われている。第1章では、外国為替銀行は外国為替取引において清算機能を果たしていること、オープン・ポジションをとるディーラーとして行動し市場の効率性に貢献していることなどが、その外国為替業務と関連づけられながら述べられている。第9章では、ユーロ・カレンシー取引活動のかなりの部分が銀行相互間で行われているという事実を背景に、外国為替銀行はこの市場を通じて流動性ポジションを調整することによりヘッジングのコストや国内の資金の仲介に関わるコストを低下させ、市場の効率性を高めていることなどが説明されている。いずれも、外国為替銀行の介在による市場の効率性の増大という効果が強調されている。

一方、外国為替市場に参加する各経済主体の活動、すなわちヘッジング、裁定および

投機活動をミクロの観点からモデル化して為替市場の動きを描写しようとするのが、第4、5、7章である。ここでのモデルでは、動機および行動目的からヘッジャー、裁定者、投機家を区別するという伝統的アプローチが採用されている。まず第4章では、著者は貿易財を二つ——自国通貨表示の工業製品（Ⅰ）と国際通貨表示の同質的な第一次商品（Ⅱ）——に分類し、輸出入業者によるヘッジングについて詳説している。例えば、貿易財Ⅰの輸出業者は為替リスクを輸入業者に転嫁する反面、オープン・アカウント（未決済勘定）による貿易信用を輸入業者に供与する。このため輸入業者は為替リスクを避けるために在庫評価調整を行いつつ、部分的に先物カバーをとるという伸縮的なヘッジングが可能となる。他方、貿易財Ⅱの輸入業者は、財の性質上、Ⅰの輸入業者ほど先物カバーをとらなくてもよい。続く第5章では、著者は資金制約の面からヘッジャーを流動的と非流動的とに分けた上で、支払勘定建の先物プレミアムの変動幅を画定し、次に金利裁定者を登場させて直・先レートの相対水準の決定を論じている。また先物契約に伴う取引コストの存在とその含意にも言及している。そして第7章では、これまでのモデルに投機家を加え、為替レートの絶対水準を決定する。ここでは、投機は本来安定化作用をもつこと、フロート制が円滑に機能するためには投機・金利裁定活動が必要であることが、Jカーブ効果に関する議論等を通じて強調されている。なお、投機活動との関連で述べておけば、1973年の先進主要国のフロート制への移行以後にみられた為替レートの乱高下については、投機活動の主体である外国為替銀行には、法的規制があるだけでなく資本制約があることならびに安定的な国際通貨としてのドルの信認が失墜したことなどのために、投機資金の供給が十分ではなかったことから生じたのであり、投機が不安定的であったためではないという興味ある仮説を提示している。これら三つの章はいずれも示唆に富んでおり、筆者には有益であった。

ところで、このようにして民間の経済主体によって決定される為替レートは長期的にはどのような水準に落ち着くのであろうか、またその短期の変動は理論的にどのように説明されるのであろうかといった重要な内容が次に問われなければならない。これは第1、6、8章のテーマである。これらは主として後述する購買力平価にかかわる問題である。

次に、これまでの理論的分析に依拠する場合、中央銀行の介入は安定化効果をもつか否か、また通貨同盟が成功するためにはどのような政策ルールが必要であるかという政策問題が論点となる。前者の問題には第2章があてられているが、介入効果についての分析は詳細にはなされていない。しかし、政策当局は外国為替銀行と異なり、資本制約も債務不履行のリスクもなくオープン・ポジションをとりうること、また将来の金融政策に関しては最大の知識をもっていることなどから、介入は安定化効果をもつと考えら

れている。また後者の問題は第10章において取り扱われ、そこでは成功のための条件として、通貨同盟各国は、貿易財価格指数の長期的安定を目ざすこと、Friedman 流の $X\%$ 貨幣供給ルールを守ること、短期では不胎化政策をとらないことなどがあげられている。

最後に、以上の分析に基づいて、現実には交換可能通貨をもたない社会主義ないし中央計画経済、および低開発国——あるいはまた交換性を回復するまでの西欧諸国——は、国際的交換過程において不利益を被っており、かくして資源の効率的配分も妨げられているという主張が第3、11章において述べられている。以上が本書の構成及び内容の概要である。

3. 次に若干の論点について私見を述べることにしたい。著者は第1章で簡単な理論モデルを提示しており、これが本書の全体を貫く理論的基礎となっている。定常的期待、資本移動なし、金融資産は自国通貨のみ、完全雇用の小国経済という仮定のもとで、家計と企業は実質現金残高の所望水準を維持するように行動する。このようなモデルから、国際収支の不均衡は、貨幣ストックの調整過程で生じる一時的な現象であり、ストック均衡が回復される定常状態では存在せず、長期では安定的な貨幣供給は安定的な為替レートをもたらすという周知のマネタリスト的結論が導出されている。

本書のモデルでは、二つの貿易財の相対価格は為替レートを通じて世界市場で与えられるために、相対価格の関数である両財の生産量は先決されてしまう。また、一般物価水準の定義式を通じて、実質所得が決定され、更に一般物価水準と為替レートとの直接的な比例的関係が導出される。二つの貿易財に代えて、著者と同じ仮定のもとで、一つの貿易財と国内財とから成るモデルを考えても、財市場の均衡を決定する要因に変化がない限り相対価格は変化しないから、均衡為替レートの変化は貨幣量、かくして一般物価水準の変化によって説明されることになる。しかし容易にわかるように、このモデルでは、実物的要因に変化が生じ（例えば貿易財・国内財間の需要のシフトなど）財の相対価格が変化する場合には、著者のような結論は得られない。換言すれば、一般物価水準と為替レート間の比例的関係は、貨幣的要因の変化の場合についてのみに限るのであり、この意味で本書の基本モデルはすぐれて＜貨幣的＞モデルとなっている。

次に、第6章では著者は購買力平価説について論じた後、1953年を基準年度として先進主要国9カ国について相対的購買力平価を測定した結果、購買力平価説は十分な説明力をもつと主張している。しかし、この手続きには問題がある。第一に、購買力平価を計算する際に卸売物価指数を用いているが、よく指摘されるように、この指数に占める貿易財価格の比重が大きい場合には、統計データから計算される為替レートを均衡レ

1 Lawrence H. Officer., "The Purchasing-Power-Parity Theory of Exchange Rates: A Review Article", *IMF Staff Papers*, Vol. 23, No. 1, 1976. 参照。

トとして正当化してしまう恐れがある。第二に、購買力平価はあくまでも長期均衡間の比較を問題とするのであるから、基準年度として選ばれた1953年も当然長期均衡状態になければならないが、選ばれた各国がこの時点で長期均衡の厳しい条件を満たしていたとはみなしがたい(この点に関する著者の説明は不十分である)。これらの点を考慮すると、著者のような楽観的結論は得られないように思われる。

第8章では著者は、資産市場アプローチに基づいて国内の富保有者および外国為替ディーラー(投機家)のポートフォリオ行動を明示的に考慮することによって、為替レート短期的変動を分析している。そこから引き出されている結論は、短期では為替レートは購買力平価から乖離するが、その変動は主としてディーラーの資本制約および将来の国内金融政策についての期待に依存するというものである。そしてこれを論拠として、安定化政策としての政策当局の介入を正当化している。

たしかに、フロート制移行以後にみられる為替レートの短期における乱高下は、為替市場が不安定的な要素をもっている(それ故に公的介入が必要とされる)ということを示しているように思われる。しかしながら、その原因が、著者の主張するように、資本制約のために本来の投機機能が十全に発揮されえないことにあるとは考えられない。短期的な乱高下を説明するためには、むしろ投機活動は十分に行なわれていてもなお為替市場の不安定性をもたらすような要因(不安定的な期待も含めて)を分析していくということが必要であろう。

4. 本書は決して読み易い書物ではない。また「国際貿易それ自体の貨幣化」に焦点を合せているために、国際経済問題と雇用・所得といった重要な国内経済問題との関係が全く埒外に置かれてしまっていることに対する不満はあるとしても、本書は繰り返し読まれ、かつ深く掘り下げて検討される価値を十分に具えているように思われる。