

国際金融のトリレンマ論の陥穽

細居俊明(高知短期大学)

1. 課題

「国際金融のトリレンマ」の批判的検討

本稿は一般に「国際金融のトリレンマ」といわれる命題 - すなわち 自由な資本移動、固定相場、独立した金融政策の3つは鼎立しない - について批判的な検討を行うものである。

トリレンマ論は広く受容され、また実際に現状分析に際して、特に最近ではアジア通貨危機の分析に際して頻繁に使われ、典型的には、資本自由化は変動相場制か強固な固定相場制か、いずれかの為替制度の選択を迫るようになってきている - いわゆる「両極の解(two corner solutions)」 - といった評価にもつながっている。表1は主な為替制度を整理したものだが、資本自由化が進み、移動が活発になっていくと、中間的な制度は通貨投機に脆弱な、不安定な制度となり、「固定極」と「変動極」のどちらかの制度の選択が必要になってくるというのである。

トリレンマ論はこうした現状分析だけでなく、国際金融の歴史的な展開を捉えるための枠組みとしても重要な意味を持ってきている。その点ではグローバル化の今日的な評価にかかわる認識枠組みとも言えよう。ペリー・アイケングリーンやモーリス・ Obstfeld がその代表例だが¹、Obstfeld は表2のように、国際金融の展開を4つの局面にわけて整理し、資本移動が活発になるのは、第1次大戦前の金本位制のように為替相場に従属的な金融政策の自由度が少ない通貨制度か、現在の変動制のように、為替相場の安定性を犠牲にした国内目標を重視した通貨制度かの何れかの体制の下である、としている。また民主主義の成熟とともに、国内目標を重視したマクロ政策の自由度(独立性)が求められるようになり、それを実現するためには、金本位制を離脱するとともに、戦間期のように資本規制を拡大していくような道に進むか、現在のような変動相場制をとる以外にはなくなる、というのである。トリレンマの1項である金融政策の独立性は民主主義の成熟とリンクされ、「変動相場は国内のマクロ経済の安定性に対する社会的要請を開放された市場に対するビジネス・コミュニティの利益と和解させるのに役に立つ」(Obstfeld 2002, p.56)とされる。これはアイケングリーンにも共通する。

本稿はこうした議論が拠ってたつところのトリレンマ論を検討し、その問題点を明らかにしようというものである。以下、2. でトリレンマ論それ自体の意味を確認し、3、4でトリレンマ論の問題点を整理し、5. でアジア通貨危機との関連でトリレンマ論に立脚した教訓化と問題点を、「両極の解」とその批判の論点を拾う形で明らかにする。最後に6. でトリレンマ論から資本移動の自由と各国金融政策の独立性の矛盾という枠組みに転換することによって、金融のグローバル化の現代の課題をどのように見ることができているのか、試論として一定の見通しを与えていくことにしたい。

2. トリレンマ論

¹ Eichengreen 1994, 1996., Obstfeld 1998, 2002 など。

トリレンマ論は、従来から「矛盾する三位一体(inconsistent trinity)」とか、「不可能な三位一体(impossible trinity)」などとして広く知られた命題であり、これに「トリレンマ(open-economy trilemma, macroeconomic policy trilemma)」と命名したのは、 Obstfeld and Taylor 1998)。彼らによればトリレンマは、「矛盾する三位一体」を構成する次の3つの政策目標のうち、同時に実行しうるのは2つだけというところから生じる。

国境を越えた資本移動の完全な自由

固定相場あるいは為替相場の安定

国内目標を実現するための独立した金融政策

仮に資本移動を制限するならば、すなわち上の を排除すれば、 と が同時に実行可能となり、仮に変動相場制をとり、 を排除すれば、 と が両立可能となる(少なくとも、名目価格が硬直적であれば)。さらに金融政策の独立性を放棄すれば、すなわち が排除されれば、 と が同時に成立する、というわけである。注意すべきは、トリレンマとして理解されている内容は、単に3項の同時成立の不可能というだけでなく、そのうちの1項を放棄することによって、他の2項が両立するという点を含んでいる点である。

よく用いられる三角形の図で描けば、図1のようになる。三角形で結ばれた3項は同時には成立せず、各辺で結ばれた2項のみが成立する。すなわち資本規制によって固定相場と金融政策の独立性を両立させるか(図の底辺)、変動相場によって資本移動の自由と金融政策の独立性を両立させるか(右辺)、金融政策の独立性を放棄し、資本移動の自由と固定相場を両立させるか(左辺)の何れかとなる。

さて、固定相場を維持しようとするれば、資本移動の自由化の程度はどうあれ、市場介入が必要になるわけで、金融政策に縛りがかかるのは当然のことである。トリレンマ論において固定相場制が金融政策の独立性を脅かすという場合、単純に市場介入が必要だからというのではない、自由な資本移動が、各国の経済事情から必要とされる金融政策の実行を妨げる、あるいは国内の事情にお構いなく、国際的な金融動向が各国の金融政策に影響を与えていくという点を問題としている。端的に言えば、自由な資本移動の下で固定相場を維持したまま、独立した金融政策を実行しようとするれば、それ自身が引き起こす資本移動とそれに伴う固定相場維持のための市場介入によって、金融政策の効果が奪われる、という点にある。これは国際的な環境から独立した政策が不可能であることを意味する。

この点を変動相場における金融政策の意味との比較で、一定の条件の下で理論的に明確にしたのがマンデル・フレミング・モデル²である。

ロバート・マンデル(Mundel[2000])は、固定相場制と変動相場制それぞれにおいて、雇用を増大させるための金融政策と財政政策の有効性を検討し、固定相場制の下では財政政策は有効だが、金融政策は有効性を失うこと、変動相場制では逆に財政政策は有効性をもたないが、金融政策の効果が確保されることを示したが、その際次のような前提を置いている。

- ・ 資本の完全な移動性(外国で支配する一般的な水準と違った利子率を維持することができなくするほどに極端な移動性 = 国際的な利子率均等化)
- ・ 現在の為替相場が持続すると期待されていること(静学的予想形成) ... 投機、直先マー

² Boughton 2003 によれば、マンデル・フレミング・モデルは、ロバート・マンデルとマーカス・フレミングによってほぼ同時期に、それぞれ独立に考え出され、オリジナリティは両者にあるとしている。

ンに関する問題は存在しない。

- ・ 小国開放経済（小さな国で、外国の所得や利率の世界水準に影響を与えない）
- ・ 不完全雇用状態にあること
- ・ 資源の遊休、規模に関する収穫不変、貨幣賃金率一定。したがって供給は弾力的で価格水準は一定
- ・ 貯蓄と租税は所得とともに上昇し、貿易収支は所得と為替相場とだけに依存し、投資は利率に依存し、貨幣需要は所得と利率とだけに依存する。

トリレンマ論との関係で、金融政策の効果にかかわるマンデルの議論を簡単に整理しておく。

仮に今、小国が雇用拡大のために、貨幣供給を増大させる金融緩和政策を行ったとする。それは国内金利を引き下げる圧力となり、資本流出を引き起こす。資本流出は為替市場において、その国の通貨の為替相場を引き下げる圧力となる。ここまでは、固定相場でも変動相場でも事態は変わらない。異なる結果を生むのはここからである。

為替相場の引き下げ圧力に直面して、固定相場を維持しようとするれば、為替市場で自国通貨の買い介入が必至となる。自国通貨の買い介入は、増大させようとした貨幣供給を元の水準に引き戻してしまう。それゆえ固定相場の下では金融政策は有効性を持ち得ない。これに対して変動相場では、為替市場における自国通貨の引き下げ圧力は放置され、自国通貨の相場は下落する。自由な資本移動によって、自国の利率を海外よりも低い水準に維持することはできないが、為替相場が下落するために輸出が拡大し、所得と雇用を増大させる。金融政策は意図した目的であった雇用拡大という効果を生む。

マンデル・フレミング・モデルについては、モデルの前提に限界があるものの、政策分析の上では有効なものとされる³。しかし、モデルそのものは厳しい条件の下で語られていることであり、その前提を承認すれば成立する議論であるが、現実の政策分析の際には、まさにその前提が問題となり、分析枠組みとしての有効性が問われることになる。以下、この点を検討し、問題点を明らかにしていきたい。

3．トリレンマ論の問題点（1）

問題を指摘する前に確認しておきたいことは、トリレンマを構成する3つの政策目標の同時成立が不可能であることと、3つのうち2つまでは両立可能であるということとは別問題だということ、ところがトリレンマ論は、3項の同時成立の不可能と同時に、2項の両立可能性を主張している、つまり政策課題の1つを排除すれば残る2つは成立可能ということを主張しているのである。トリレンマ論の問題はここにかかわる。問題は3項の同時成立が不可能だという主張にではなく、3項のうち1つを排除すれば残る2項が両立可能だという認識にある。ところが1つを排除しても両立しがたい2項がある。資本移動の自由と金融政策の独立性である。自由な資本移動を排除すれば、固定相場と独自の金融政策の両立が可能であること、独自の金融政策を放棄したたとえば通貨同盟を選択すれば固定相場と自由な資本移動も両立可能である。こうした関係に問

³ たとえば浜田宏一[1996]は「マンデル＝フレミングの枠組みは、固定制と変動制下での財政金融政策の働き方の相違を調べるのに有効であった。しかし、価格が完全に伸縮的な古典派の世界が、非現実的であるのと同様、為替相場が変動するにもかかわらず、物価が一定で、しかも将来の為替相場に関する静学的予想の支配する世界も非現実的である。マンデル＝フレミングの枠組みは、政策分析には有効であるが、これだけでは、為替レートの決定理論を示していることにはならない」(pp.113-4)としている。

題はない、問題は、固定相場を放棄すれば、自由な資本移動と金融政策の独立性が両立可能だという点にある。なぜか。4点指摘したい。

第1に、固定相場の放棄は為替相場の安定性を犠牲にすることを意味するが、為替相場の安定性を政策目標から排除することは実際には困難だという点である。オブストフェルドとテイラー自身、完全に自由な変動相場というのは、1つの抽象概念にすぎないとし、為替相場の影響を考慮することなく金融政策を行いうる政府は現実にはほとんど存在しないとしている。さらに固定相場か変動相場かは二者択一の問題ではなく、固定相場の放棄といっても相場の弾力性において連続的な様々な制度の幅があるとしている(Obstfeld 2002, p.89)。要するに相場安定へのこだわりが大きければ、他の政策目標のための金融政策に対する制約は大きくなるということである。しかし、相場の安定性が政策目標として放棄し得ないとするならば、資本移動がもたらす為替相場の変動を放置できず、金融政策の独立性も制約されざるを得ない。

マンデルのモデルでいうならば、もともと為替相場が資本移動によって乱高下すること自体が排除され、為替相場が安定的であることが前提とされている。いわばマンデルのモデルでは問題そのものがはじめから排除されているのである。投機も存在しない。

また、小国の場合が変動相場制を採用することのデメリットの大きさは、これまたオブストフェルドを含め、広く認められている議論である。

さらに、1970年代以降の変動相場制の経験は、為替相場の不均衡と乱高下が生み出す深刻な影響を誰の目にも明らかにしている。相場を市場任せとし、相場の安定性を犠牲にすることが事実上困難であることを示している⁴。ブレトンウッズ委員会報告は次のように述べている。「委員会は、為替相場の均衡水準からの大幅な乖離(misalignment)と乱高下(volatility)の影響は大きいと考える。為替相場から乖離すると資源配分がゆがめられる。為替相場が度を越して乱高下すると不確実性が高まって生産的投資が抑制される。為替相場の均衡水準からの乖離は、国際競争力の変化を通じて、主要国の劣勢な産業分野から保護主義的圧力を高める働きをする。今日の発達した金融市場では、為替相場の変動をヘッジすることはできるが、ヘッジにはコストがかかるし、あらゆるリスクをヘッジできるわけではないし、またすべてのヘッジが完璧というわけにはいかない」(ブレトンウッズ委員会日本委員会[1995], p.18)。

実際に1970年代からの変動相場制の下でも外貨準備は増大を続け、相場の乱高下の是正のみならず、相場水準の変更に向けた介入が行われている。「ビナイン・ネグレクト(benign neglect 無策の策)」を続けていたアメリカですら、1985年にはドル高是正のための協調介入を行っている⁵。さらには90年代の通貨危機を通じて、外貨準備の重要性が一層強調されるようになっており、特に短期債務残高に対する外貨準備の比率が問題にされるようになってきている。為替相場が変動することによって各国の金融政策の独立性が保たれるとすれば、何故にこれほどまでに外貨準備を積み上げなければならないのか理解できないであろう。

表3は変動相場制を採用している国を選んで、1995年から98年にかけて、為替相場、利子率、対外準備のボラティリティを見たものだが、途上国においては、G3の3カ国をはじめとする先進国などと比べて、為替相場の動きが落ち着いているのに対して、金利と準備の方は大幅に変動していることが示されている。これは途上国の場合、変動制を採用しても為替相場の動きを無視し得

⁴ 変動相場制の経験をどのように総括するかという点についてはKrugman and Obstfeld[2001]、山本栄治[1997]などを参照されたい。

⁵ 山本[1997]は「85年のプラザ合意は、アメリカ政府が『システムの民営化』に限界があることを認識し、『ビナイン・ネグレクト』策を放棄したことの公式表明であった」(p.228)としている。

ないこと、為替相場の安定に重点をおかざるを得ない実態を示している。

第 2 に、仮に為替相場の安定性を犠牲にし、完全な変動相場制をとることが可能だとしても、変動相場の下で自由な資本移動と両立可能な金融政策の有効性の意味するところは、通常言われる意味の金融政策ではないという点である。マンデルにおける変動相場制下の金融政策の効果は、為替相場を変更させることによる効果であり、いわば為替相場政策としての金融政策の効果である。したがって、金融緩和や金融引締といった迂回的な金融政策をとらずとも、直接に為替市場に介入し相場を変更させても同じ効果が得られる。金融政策の有効性の意味は、変動相場制では為替相場変更による政策効果が期待できるということに過ぎない。

第 3 に、相場の変更を通じて金融政策の有効性が保たれるためには、金融政策によって意図した相場が実現できなければならないが、投機的な資本移動が活発に行われるような今日的な状況のもとでは、意図した為替相場を実現するのは困難というほかはない。アジア通貨危機に際して、タイなどが変動相場に移行し、タイ・バーツが急落していく事態に対して IMF が高金利政策で為替の安定を図ろうとしたものの、意図した結果を生まなかった⁶。この点は、高金利が経済状態の悪化を促進したことを含め、IMF の通貨危機対応策への批判的となっているが、金融政策によって相場を調整することが困難であることを示す 1 例である。投機資金を含む資本の移動は、金利だけでなく、信用リスク、政策の信頼性などに反応してきわめて高い浮動性をもつ、したがって、少なくとも短期において資本移動が金利の平準化を実現するような素直な動きをするとみることができない。

また意図した方向への相場誘導が可能だとしても、相場切り下げによる景気刺激策は一種の近隣窮乏化政策とも言えるものであり⁷、国際的な対立を生み、相場の変更そのものが対抗的な相場変更を生み出す危険性を持っている。アジア諸国が国際競争力を高めるために為替切り下げ競争を展開するような事態を想定してみればよい。意図した結果は結局実現されないであろう。

第 4 に、資本の流出入は変動制の下で中央銀行が市場介入をしなくても、マネーサプライに影響を与え、金融政策を制約するという点である⁸。

マンデルのモデルでは、変動相場制下では資本流出入にともない、中央銀行が介入しないかぎり、ハイパワードマネーに変化なく、マネーサプライにも影響がないという前提で語られている。しかし、マネーサプライ論争における問題となった点でもあるが、ハイパワードマネーが変化しなくてもマネーサプライは変化しうるし、マネーサプライの増減に対して受動的に中央銀行がハイパワードマネーを供給する局面が想定される。つまり、変動相場制下でも、金融政策は資本流出入の影響を受けざるを得ないということである。資本流入が金融緩和をもたらす、景気を過熱していくこと、逆に資本流出が金融引締効果をもち、景気を一層減速させてしまうという関連が、中央銀行の介入がない変動制の場合でも生じるということである。当然資本流入に際して中央銀行が外貨の買介入を行い、ハイパワードマネーを供給してやれば、金融緩和効果はさらに加速し、逆に資本流出に際して中央銀行の売り介入が行われれば、金融引締効果が高まることは確かだが、変動制においても金融政策は資本流出入の影響を遮断できるわけではない。

⁶ 国宗浩三[2001]など。

⁷ 高浜光信「変動相場制と国際協調」(上川孝夫[2003]所収)を参照されたい。

⁸ タイにオフショア市場(であると同時にオンショア市場)が開設され資本流入が加速していく中で、中央銀行のマネーサプライ管理が難しくなっていく様子は田坂敏雄[1996]によく描かれている。ただし、中央銀行介入の意味については異なる見方をしている。

4．トリレンマ論の問題点（2）

以上4つの点から問題を指摘したが、別の角度から整理するならば、トリレンマを構成する3者の、より基本的な関係は、資本移動の自由と各国の金融政策の独立性との矛盾としてとらえなければならない、ということである。この点は、固定相場制においても変動相場制においても変わりはない。トリレンマになぞらえて言うならば、資本移動の自由と独立した金融政策とのディレンマを基本に据えなければならない。両者の対立関係が明確にならない、というよりもむしろ両者の親和的な関係を主張するトリレンマ論は国際金融の基本的な構図を見誤ることになりかねない。トリレンマの三角形（図1）に即して言うならば、資本移動と独立した金融政策をつなぐ両立させる右辺が存在しない、ということになる。あくまでもイメージを得るために敢えて図示するならば、図2のようになろう。

マンデルのモデルはもともと、完全な資本移動が想定され、利子率の均等化を実現していくという前提があった。実はこのこと自体、各国の伝統的な金融政策が無効になることを意味する。マンデルのモデルに依拠して整理するならば、資本移動が活発化するとともに各国の金融政策の自由度が奪われていくという関連がまず第1に位置付けられなければならない。もっとも現実の資本移動は、利子率を均等化させるような動きに収斂するような、穏当で、誰にも予想可能な影響を与えるものとして捉えることはできない。利子率格差のみならず、景気、価格、政策、それらの予想等に規定され、複雑に、しかもきわめて浮動性が高い動きを示すからである。こうした資本の動きは各国の政策をさらに厳しい制約の下に置くことになる。

資本移動は実体経済からますます乖離する形で肥大化し、影響力を増しているが、こうした資本移動の肥大化の基盤となっている事情に注目しておく必要がある。単に資本の自由化が制度として進んだということではなく、1971年の金ドル交換停止とそれにともなう主要国の変動相場制への移行が基盤となり、国際収支節度を失ったアメリカの国際収支赤字が過剰な国際流動性と国際的な資金循環の膨張の起点となっているという点である⁹。変動相場制が資本移動の肥大化をもたらし、それが各国の金融政策との緊張関係を深めているのである。変動相場制は、オブストフェルドのように、マクロ経済の安定化への社会的需要とビジネス・コミュニティの利害の調整役として登場しているとは言いがたい。トリレンマ論によれば、変動制によって政策の独立性が確保されるのであり、金融を一つの軸とする現代グローバル化が、国民国家の独立した政策能力の衰退させてきている現実を見失いかねない。

5．アジア通貨危機とトリレンマ論

トリレンマ論のこうした問題点が、具体的な分析においてどのように現れてくるのか、アジア通貨危機の教訓として出されてい「両極の解」とその批判を通じて見ていくことにしたい。

アジア通貨危機の原因は様々に議論をされているが、ファンダメンタルズの点で大きな問題があったわけではなく、アジア諸国の急速な経済成長にともない大量の短期資本の流入が生じたこと、これが基本的な要因となっているということについては共通の認識になっている。トリレン

⁹ 90年代における国際資金循環における、アメリカの「金融仲介」ととどまらない「能動性」については徳永潤二[2003]を参照されたい。

マ論はその際、アジア諸国が事実上ドル・ペッグ（釘付け）をしていたことに注目し、それが資本流入を加速すると同時に、政策的な手詰まり状態を引き起こすことを指摘し、固定相場制が通貨投機に対して脆弱であったとする。たとえば次のような説明である。

「ドル・ペッグの採用で、為替レートのリスクがないようにみせて（これは後で覆されるのだが）、大量の短期資本流入を招いたこと」、「新興市場の金利水準が大幅に先進国の金利水準を上回るとき、大量の資本流入がおきやすい。では、これを防ぐために、金利を引き下げると良いのだろうか。そうとも限らない、なぜならば、新興市場はすでに 1994 - 95 年には、景気過熱状態にあり、国内の状況からは金利を下げることは望ましいことではなかったのである。（激しいインフレを起こしていたであろう）。資本流入が『過大』となる場合のマクロ政策運営の困難さは、メキシコのペソ危機前後から、十分に検討が進んでいる。つまり、資本自由化、固定為替制度、金融の独立性の 3 者は同時には満たされないという、オープン・マクロ経済学の基本的な問題に直面したのである」（伊藤隆敏[1999],p.82)

同様な政策矛盾は危機後の IMF の高金利政策についても言われる。すなわち、国内的には金融緩和が求められながら、相場の安定のためには高金利が必要となるという話である。これはトリレンマにおける 3 項の同時成立の不可能に直面したという指摘であり、ドル・ペッグがリスクを無視した資本流入を招いた点とあわせ、一応妥当する議論である。しかし、ここから次のような教訓化が行われる。

「新興市場にとって固定相場制はもともと危機を招きやすい制度であり、これらの国々はそれ自身の利益とより広い国際社会の利益のために変動相場制を採用すべきだということ、これはまた、...ハード・ペッグから完全変動制の間の中間的な為替制度の空洞化(hollowing of the middle)を示唆するものである」（Mussa 2000, pp.20-1)

「アジア通貨危機はまた幅広い為替レートの変動を促進する圧力を示した。アジア諸国が高い成長段階 - ... - へと移行したので、この地域の諸国は金融システムを自由化する以外に選択肢はなかった。そして国内金融自由化によって、国際資本移動は不可避免的に増加し、ペッグされた為替レートの不安定性が強められた。...民主化により、為替レートを安定化する政策を他の目標よりも優先される能力は過去のものとなった。世界の他の地域と同様にアジアでも、これらの理由によってより幅広い為替レートの変動がここに実現された」（Eichengreen [1999], p.259)

図 3 は途上国において変動相場制の採用が拡大していることを示している。変動制といってもその実態は、先にも述べたように中央銀行の為替不介入とは程遠いが、75 年には 10%を少し超えるだけだった変動制採用国が、90 年代半ばには 50%を超えるまでに拡大していることは確かである。アイケングリーンは、トリレンマ論を民主化や成長の段階といった問題とも関連させながら変動制への移行を傾向的なものと見ている。「両極」といっても、カレンシーボードなどの「固定極」の採用は特殊な条件の下でのみ可能なので、結局、変動制が通常の解となるからである。

資本移動の自由を確保することを前提に、「両極の解」を教訓化する見方は IMF の基本姿勢ともなっている¹⁰。とはいえ現実にはそれぞれの国とその国際環境の違いに応じて、様々な中間的な為替制度が幅広く存在しているわけで、IMF も、すべての国に妥当する単一の為替制度があるわけではなく、選択した為替制度とマクロ政策、特に金融政策との整合性を重視すべきだという

¹⁰ ただし、IMF は政策として特定の為替制度を参加国に求めることはしていない。しかし、当時のルービン米財務長官は、変動制と強固な固定制以外の為替相場政策をとる諸国は、IMF による金融支援から締め出すべきだと主張したという(Williamson 2002, p.87)。

議論でまとめている。すなわち、為替の安定を優先する場合には厳しいマクロ経済運営が求められ、国内のマクロ経済の安定性を重視する場合には、政策の自由度を高めるために相場の伸縮性を高めなければならないということである。しかしこれもまた「両極の解」を前提とした同じ問題を引きずっている。

こうした教訓化 = 「両極の解」にはすでに多くの批判がある。その中には事実上、トリレンマ論の批判ともなっているものもあり、以下ではこうした批判からいくつかの論点を取り上げていくことにする。

まずは中間的制度の支持者たちからの批判をみていくことにしよう。

ジェフリー・A・フランケル(Frankel 1999)は、最適な為替制度は国や時の条件によるのであって、どこにでも当てはまる最適解はないとし、その上で、実際は両極よりも中間の諸制度の方が多くの国においては適当だろうという結論を出している。その際、トリレンマ論との関係では次の2点が重要であろう。一つは3者同時成立の不可能は必ずしも「両極の解」に帰結するものではないという指摘である。すなわち「両極の解」の主張は政策の独立性か為替の安定かのどちらかの放棄を迫っているが、ともに半ば放棄し、半ば独立性と安定性を維持する選択の道もあるというわけである。しかしこの批判はトリレンマ論の枠内である。今ひとつは、通貨危機を回避できる為替制度など存在しないという指摘である。「巨大な振幅と投機的なバブルは、時として純粋なフロート制という極楽にも押し入ってくる」(p.7)とし、「仮に東アジアの新興市場の通貨が1990年代を通じて完全な変動制であったとしたら何が起きたであろうか。1996年を通してこれらの通貨は上昇し、実際に生じたよりも大きな経常収支赤字を生み、危機が訪れるときにはバブルの崩壊(burst bullbe)という別の形態をとり、しかし、より大きな対外債務を積み上げておれば、おそらく実際に起きたよりもひどいものとなったであろう」(note 6)としている。

関連して次の伊藤[1999]の指摘にも注目したい。「資本流入が経常収支の赤字を上回っている状況で、為替レートを『弾力的』にすることは、為替レートが少なくとも一時的には、増価することを意味したであろうから、経常収支の赤字をより大きくする、金利差を求めて流入する投資家に為替差益まで与えるので、より多くの投機資金を招く恐れがある、など、為替レートの『弾力化』のタイミングは難しかった。これが、『過大』な資本流入を受け取る新興市場の政策運営の問題であり、資本規制による流入規制の根拠となる」(p.82)。

リカルド・フレンチ デイビスとジョセ・アントニオ・オカンポ(French-Davis and Ocampo 2001)もこうしたブームと崩壊のサイクル(boom-bust cycles)が変動相場の下で生じること次のように指摘している。

新興市場国における資本の自由化は、資本流入によるマクロ経済のファンダメンタルズの悪化と対的な金融の不安定性をもたらす。ブーム期に、新興市場国が破綻にいたるような危険ゾーンに入り込む誘因を生み出すのは国際的な金融市場そのものであり、彼らは抜け出すのが困難な **financiarist trap** に陥ることになる。金融市場の担い手たちは単なる仲介機能を果たすだけでなく、群衆行動を呼び起こすような彼らの予想自身が成功しつつある国への資本流入を加速させ、金融資産と不動産価格を急騰させ、為替相場の上昇をもたらす。こうした国の金融機関に対する健全性規制や監督の遅れの問題は別としても、株価の急騰と地元通貨換算のドル建債務の低下によって、この過程は持続可能なように見え、しばらく続くことになる。しかし実際は、異常な価格とともにバブルが生み出されており、遅かれ早かれ崩壊することになる。そのとき金融市場の評価は逆転する。ファンダメンタルズについての市場の評価はファンダメンタルズの何者かを欠

落させているのであり、必ずしも情報の問題ではない。

また、こうした外的に引き起こされるサイクルを緩和させることのできる為替制度は、「両極」ではなく、資本勘定の規制を伴う中間的な制度のみなのだという。変動制の場合、外来のブームに対して反循環的金融政策をとれば、ブームを加速するような為替相場の上昇をもたらす。逆に相場の上昇を抑えようとするれば、やはりブームを促進するような金融政策の採用が必要となる。結局行き着くところまで行くしかないことになる。

通常、資本の流入に対して変動相場は、相場の上昇を通じてそれを緩和するような方向に働くことが期待されるが、為替差益その他の収益期待が膨らみ、経常収支の赤字の拡大を伴いながら、債務が拡大させていく可能性が指摘されているのである。

調整可能な固定レートを主張するW・マックス・コーデン(Corden, 2002)もやはり、通貨投機は為替制度の問題ではなく、為替制度の選択で通貨投機を免れるわけではないとしている。ヘッジされていない外貨建債務の増大の問題は為替制度の問題ではなく、短期借入に対する規制をいかに行うかの問題（為替規制あるいは税）であり、銀行への適切な監督や企業のガバナンスの問題だとしている。またアジア諸国が再び中間的な制度に戻ったとしても、今度は当事者たちがこの制度に為替切り下げのリスクがあることを学んでおり、それが教訓化されリスクヘッジを行うであろうから、危機の再来の危険性は少なくなっているという指摘もしている。

目標相場圏 (target zone) を推奨してきたウィリアムソン(Williamson 2002)は、変動制がもたらす長期の Misalignment の問題を重視し、変動制の下では長期にわたる高成長が期待できないとしている。また両極のうちの固定極、カレンシー・ボードについては、ドル化や通貨同盟に進まなければ通貨投機は免れないといっている。

資本規制の必要性を強く押し出す議論からの批判は一層明確に、資本移動の自由と変動相場制との両立しがたい関係を指摘している。

リチャード・N・クーパーは、巨大で多様性を持ち、発展し、洗練された金融市場をもつ国を除いて、資本の自由移動と変動相場制は基本的に両立しがたいとしている(Fischer[1999], Ghosh 2001)。資本移動の自由は、固定制とも変動制とも両立しないというわけである。金融市場が未熟な国においては為替相場が最も重要な資産価格となると同時に、物価に影響する。その絶え間ない変動はその国の経済生活に深刻な影響を及ぼす。たとえば相場下落が、仮に投機家の群衆行動の結果として生じた場合でも、物価を上昇させしめるのであり、為替の安定がきわめて重要な政策課題となる。そしてその安定を実現するためには、通貨同盟や他国の通貨利用に踏み切ることができなければ、資本規制しかないということになる。

イルマズ・アキューズも、自由な資本移動の下では両極の解も通貨の不安定性や金融危機に対して防波堤とはなりえないとしている(Akyuz 2000)。金融危機に対する固定制と変動制の相違は实体经济への影響を回避する能力においてではなく、影響の受け方にあるに過ぎないとしている。「両極の解」ではなく、不安定な資本移動に対する規制と実質為替相場目標の結合が必要という認識も広がってきているという。しかし、主要な工業国通貨が大きな変動にさらされている中では、新興市場が適切な為替制度と健全なマクロ経済政策を採用しても、通貨の安定を実現するのは難しいとしている。

さらにジョン・L・イトウェルとローレンス・J・テイラーは、トリレンマの3項同時成立の不可能とともに、資本移動と変動制の両立の困難を指摘し、次のように述べている。

「経済をコントロールする力は、金融市場の自由化によって間違いなく低下した。もし為替レ

ートが固定されていれば、政府は、トリレンマ、すなわち固定為替レートの維持と自由な資本移動と自立的金融政策は鼎立できないという有名な「解決不能問題」に陥ることになる。変動相場制であれば、短期金利の管理能力はある程度確保できるが、それでも長期金利は、世界中の債券トレーダーの決断と気まぐれに委ねられる。短期金利の管理能力を確保するというのも、いわば贅沢な政策である。それはアメリカのFRBのような協力的な金融当局でさえ、為替レートの変動を無視するという、高い代償を必要とするからである。」(Eatwell and Taylor [2001], p.156)

金融危機は履行な民間部門が間抜けな公的部門の財政赤字やモラルハザードをつくことによっ
て起こるものではなく、民間部門が短期間で高利潤を求めて行動する結果として生じるもの
として理解すべきであり、その民間の動きを規制できない国際資本市場こそ、トリレンマの根本原
因だとしている。

以上、「両極の解」への批判とそれにつながる議論を見てきたが、批判の大きな論点の一つは
やはり変動制がもたらす相場の volatility と misalignment の問題であり、この点から「両極の解」
が批判される。インフレに結びつきやすいという論点もある。こうした批判は、トリレンマを利
用して3項の同時成立不可能を指摘している論者にも多くも、「両極の解」には批判的である。批
判の中で指摘されている特に重要な点は、「両極」の選択によっても通貨危機を排除できないこと、
すなわち、変動制においても現れ方は異なるが固定制においてと同じような資本の大規模な流入
と反転とそれに伴う混乱がありうるということである。これは通貨危機の基本的要因を、なによ
りも国際金融システムの今日のあり方、肥大化し投機的な国際資本市場の現状に求めているから
である。

アジア通貨危機の分析において、トリレンマ論は大きな読み違いを生み出しているといえよう。

6．資本移動の自由と独立した金融政策

最後に、トリレンマ論を排し、資本移動の自由と金融政策の独立性という2項の矛盾を基本に
据えたと、どのような課題が現れていくのか、展望しておくことにしたい。

しばしば資本移動の自由か、資本規制による独立性かという二者択一の問題として問われるが、
自由な資本移動と独立した金融政策（あるいはもう少し広く捉えて金融制度）の対立した関係は
現実の過程においては択一的な問題としてあるわけではない。しかし、仮にあえて両者の対立の
側面に注目して、その歴史的な役割を総括的に見るならば、長期の歴史過程としては、資本移動
の自由化が不可避であり、各国の政策や制度の独立性の後退が避けられないということになる。
この点では残された選択は独立した政策や制度の放棄以外にはない。もちろんここで、独立した
政策や制度の放棄というのはそれを越えた国際的に統一的な政策と制度の構築という意味でしか
ありえない。戦間期の混乱は、これに失敗したところから生じているというべきであろう。ブレ
トンウッズ体制はその反省に立った国際的な制度の再構築だった。70年代以降の変動相場制の展
開も、国際通貨協力と国際協調を前提としており、変動制は各国の政策的な独立性を回復させる
ようなものではない。ドル体制とその支援の枠組みは続いている。変動相場制の上で飛躍的に拡
大している資本移動の猛威に対して、国際的な制度と政策の再設計が求められているというのが
基本線であろう。国際金融システム改革・国際金融アーキテクチャにかかわる国際的な議論は、
新たな状況に相応しい国際的に統一した政策と制度の整備が課題となっていることが事実上広範
な共通認識となっていることの現れである。

国際的な金融システム改革に関しては様々な立場から問題点や弱点が指摘されている¹¹。途上国の立場から、たとえばアキューズは、議論が健全性を中心とする国際的な基準づくりや透明性確保に集中し、金融機関に対する規制と監督、国際金融の体制的な不安定性とその帰結に対する、国際的なレベルでの調整に関してはほとんど進んでいないとし、改革の動きを批判している。国際的なレベルでの調整というのは具体的には、資本移動に関する国際的規制、適切な条件のもとでの国際流動性の供給、秩序だった債務問題解決のための国際的な取り決めなどをさす (Akyuez 2000)。国際金融の安定性に対する国際的な対応の遅れや未熟さから、次のような指摘がされる。

「多くの代償を払いながら、21世紀型金融危機から、国際社会は多くの教訓を学びつつあると言える。しかし、それは、本質的に投機的で破壊的な短期資本の運動や投機がもたらすリスクを有効に統治する機構や手法を国際金融社会はまだ確立しえていないということであり、その認識を欠いた拙速な自由化や盲目的な公式の適用は深刻な経済的被害を自らにもたらすということである。現実の世界は、...多様な経済的発達段階と文化、社会・政治構造を有した諸国でなりたっているものであり、このような多様性を前提とした長期的で民主的な過程を経てしか安定的なグローバル経済は構築し得ないということである。この課題は、G7中心のインフォーマルでアドホックな国際金融システム安定化の枠組みでは果たしえない。...21世紀の世界経済では平等な、人権と多様な人間的価値を重視したグローバル統治(Global Governance)の確立が求められているのであり、またその中で国際金融システム安定化機構作りが求められているの」(鳥畑与一、上川孝夫ほか編[2000]所収, p.301)

「発展途上国が国際社会に要求すべきことは、たとえば誰がリスクを引き受けるべきかについて、自らの政治的決断を反映するかたちで、途上国自身が選択する必要と権利を手に入れること、ただそれだけである。発展途上国は、先進国が先進国のために作った雛型を受け入れるのではなく、それぞれの状況に適した破産法と規制体系を自由に採用できるべきなのだ」(Joseph E. Stiglitz [2002], p.351)。「気まぐれな資本市場が国に『規律を守らせ』、何をすべきで何をすべきでないか、を教えるということである。だが、各国には選択権があり、選択肢のなかには、国際資本市場にどの程度まで従いたいのかといことも含まれている」(p.346)

これらの議論は国際的なルールやルール作りのあり方を是正する方向を示す点で重要な指摘である。しかしこうした議論は国際社会が未熟さを根拠に各国による資本規制とそれによって守られる政策的独立性の重要性を一方的に強調する議論として受け止められかねない。その点で2つのことを指摘しておきたい。一つは各国の資本規制が国際的に承認される形式を必要としているということ、今一つは、資本自由化自体が資本規制を必然的に要請するという点である。

第1の点について、アキューズが次のように指摘していることに注目したい。彼もまた国際的な資本規制の枠組みが未熟な段階で、資本移動の自由化を受け入れることは途上国の場合、大きな混乱に巻き込まれる可能性が高く、各国が資本規制の権利を留保しておくことが重要だとしている。また金融の国際的不安定性とリスクが国際的取り組みによって対処されない状態が続く限り、危機回避の仕事は途上国政府自身の国家的、地域的課題となるとも述べている。しかし、マレーシアが直接的な資本規制を行ったように、現在でも途上国は直接的な方法を含めて資本規制

¹¹国際金融システム改革については、毛利良一[2001]、吾郷健二[2003]などを参照されたい。

の選択肢を幅広く持っている。にもかかわらず、国際資本市場からの締め出しを恐れて途上国自身が躊躇していること、こうした状況に対して資本規制を国際的な合意のもとに使えるようにすることが必要だという指摘である。たとえば、WTOにおけるセーフガードのような仕組みが資本移動についても検討されてしかるべきで、資本移動に関しては、貿易におけるWTOに比べても、制度的に未熟なのだという(Akyuz 2000)。ルールなき資本自由化が資本規制の発動を抑制している関係があるともいえよう。国際社会が未熟さゆえに各国の資本規制が重要というのではなく、資本規制を一定のルールで位置づけるような国際社会の成熟こそが課題なのである。

第2の点は、より基本的な問題だが、資本規制自体が資本自由化によって必要とされるということである。それは健全性規制などの形をとった規制だけでなく、流入規制など直接的な資本規制もふくめて要請されてくる。2つの側面を指摘したい。

一つは資本が活動しうる環境がなければ、資本の自由な移動は起こりえないし、資本が活動しうる環境が成熟していかなければ、資本移動は活発化していかないということである。形式的な資本自由化だけでは、高金利と投機を期待する資金の流れを生み出すことはできても、本体的な資本の移動は生じない。その意味で資本自由化は各国の資本主義的な発展を前提とするのであり、その発展を促進する限りで資本の自由化が進められるべきなのである。このことはそれぞれの国にとって必要なことであるだけでなく、資本のグローバルな展開にとって必要なのである。各国の資本主義的な発展や金融制度の発展はそれぞれの国や地域の発展段階とそれぞれの固有の特徴を踏まえて進められなければならない。画一的なルールの押し付けはマイナスに作用するという教訓が、この間の経験を経て資本自由化のあり方の問題に反省を迫ってきているのである。資本自由化の順序、前提条件の問題など、こうした問題である。

今一つは、資本のグローバルな展開の現実そのものが、国際的な相互依存を高いレベルに押し上げており、それゆえに、それに相応しい社会的規制の枠組みを必要としているという関連である。資本の移動の活発化は、制度的に資本移動の自由化を前提とすると同時に、情報開示と透明性の確保などに始まる、国際的な規制と管理の問題を生み出す。

イトウェルとテイラーは自由化とともに規制が始まるとして次のように述べている。

「ブレトン・ウッズ体制の崩壊とその後のリスクの民営化によって、国内および国際金融市場における資本移動の障壁は次々と解体していった。変動相場制と資本規制とは両立せず、資本規制は撤廃されなければならなかったのである」(Eatwell and Taylor[2001], p.271)。「しかし、70年代前半、自由化に向けた動きが始まったと同時に、それまで撤廃された規制上の管理を回復しようとする試みが始まったのである。この試みはバーゼル BIS に拠点を置く『銀行監督委員会』を中心に行われた」(p.273)。「実効的にシステミック・リスクを管理するための鍵は、金融機関が活動している領域と同じ領域 - ... - で機能するような規制当局を整備することにある」。「この課題に応える試みとして1990年代以降、国際規則は、次の2つの段階を経て発展してきた。第1は『協力(cooperation)の段階』、第2は『協調(coordination)の段階』である。これから数年間で、第3の『管理(control)の段階』に入るかもしれない。協力の段階では、国内当局は国際市場を規制するところみとして、情報を交換して責任の分担を明確にした。協調の段階では、共通の基準と手続きを導入しようとした。管理の段階では、国際機関が政策立案・監視・法的強制能力を獲得するだろう」(p.285)

1974年のバーゼル委員会を第1段階とし、1999年にスタートした金融安定化フォーラムを第2段階の始まりとし、さらに第3段階に世界金融機関を構想し、システミック・リスクに対応す

る国際的仕組みを展望している。同時に、危機が発生した場合などアブノーマルなリスクに対しては「国際的な最後の貸し手」の整備を提起している。このように進むかがここでの問題ではない。しかし自由化は行きつ戻りつしながら、規制の枠組みを伴って進んでいるということが重要なのである。たとえば、大規模な国際債務累積が生み出す危機は公的な救済を生み出す。しかし債務救済は財政負担の増大とモラルハザードの危険を増す。それに対応して民間債権者の責任が浮上し、民間関与(bail in)と現状凍結(standstills)などの措置が検討されることとなる。この民間関与に公的機関がどのようにかかわるかは今後の問題だが、それにかかわらざるを得ない点に注目すべきであろう。これは資本の自由化がそれ自身で資本規制を必然化するながれを端的に示す例であろう。

資本自由化と変動相場制の共存は、各国の金融政策の独立性を超えた国際的な管理の問題を必然的に呼び起こすと見るべきで、このことはトリレンマ論では抜け落ちてしまうのである。

(2003年9月30日脱稿)

【参考文献一覧】

文献指示は編著者名(共著の場合以外は筆頭者名)と刊行年をもってしめす。ただし[]内は邦訳、邦語文献の刊行年を示す。

吾郷健二『グローバル化と発展途上国』コモンズ、2003年

Akyuev, Yilmaz, "The Debate on the International Financial Architecture: Reforming the Reformers," *UNCTAD Discussion Paper*, 148, UNCTAD, 2000

荒巻健二『アジア通貨危機とIMF』日本経済評論社、1999年。

Boughton, James M., "On the Origins of the Fleming-Mundell Model," *IMF Staff Paper*, 50(1), 2003

ブレトンウッズ委員会日本委員会編『21世紀の国際通貨システム - ブレトンウッズ委員会報告 - 』(金融財政事情研究会、1995年)

Cooper, Ricard N., "Should Capital Controls Be Banished?" in Ghosh, B.N. ed., *Global Financial Crises and Reforms: Cases and Caveats*, Routledge: New York, 2001

Corden, W. Max, *Too Sensational: On the Choice of Exchange Rate Regimes*, MIT Press, 2002.

Eatwell, John and Lance Tylor, *Global Finance at Risk: The Case for International Regulation*, The New Press: New York, 2000 (岩本武和、伊豆久訳『金融グローバル化の危機』岩波書店、2001年)

Eichengreen, Barry, *International Monetary Arrangements for the 21st Century*, the Brookings Institution: Washington, D.C., 1994 (藤井良広訳『21世紀の国際通貨制度 2つの選択』岩波書店、1997年)

Eichengreen, Barry, *Globalizing Capital*, Princeton Press, 1996 (高屋定美訳『グローバル資本と国際通貨システム』ミネルヴァ書房、1999年、ただしこの翻訳はアジア通貨危機に関しては、その部分が増補され1998年に出版されたペーパーバック版による)

Fischer, Stanley et al., *Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility? (Essays in International Finance, 207)*, Princeton University, 1998 (岩本武和監訳『IMF資本自由化論争』岩波書店、1999年)

- Frankel, Jeffrey A., "No Single Currency Regime Is Right for All Countries or at All Times", *Essays in International Finance*, 215, Princeton University, 1999
- Ffrench-Davis, Ricardo and Jose Antonio Ocampo, "Globalization of Financial Volatility: Challenges for Emerging Economies," in Ffrench-Davis, Ricardo ed., *Financial Crises in "Successful" Emerging Economies*, Brooking Institution Press, 2001
- 浜田宏一 『国際金融』 岩波書店、1996 年
- 藤原秀夫、小川永治、地主敏樹編 『国際金融』 有斐閣、2001 年
- IMF, *Annual Report*, 2003
- IMF, "The IMF's Response to the Asian Crisis," January 1999.
- IMF, "Recovery from the Asian Crisis and the Role of the IMF," June 2000.
- 伊藤隆敏 「アジア通貨危機と IMF」 『経済研究』 50(1)、1999 年
- 河合正弘 「国際通貨システムの現状と展望」 『経済研究』 50(1)、1999 年
- 金堅敏 『アジア通貨危機における IMF 等の緊急支援とその評価』 FRI 研究レポート(22)、1998 年
- Krugman, Paul R. and Maurice Obstfeld, *International Economics: Theory and Policy*, 5th ed. 2000 (吉田一男監訳 『国際経済学』 エコノミスト社、2001 年)
- 国宗浩三編 『97/98 アジア通貨危機』 アジア経済研究所、1998 年
- 国宗浩三編 『アジア通貨危機 - その原因と対応の問題点 - 』 アジア経済研究所、2000 年
- 国宗浩三 『アジア通貨危機と金融危機から学ぶ』 アジア経済研究所、2001 年
- 黒岩郁雄編 『アジア通貨危機と援助政策 - インドネシアの課題と展望 - 』 アジア経済研究所 2002 年
- 上川孝夫、新岡智、増田正人編 『通貨危機の政治経済学 - 21 世紀システムの展望 - 』 日本経済評論社、2000 年)
- 上川孝夫、藤田誠一、向壽一編 『現代国際金融論 (新版)』 有斐閣、2003 年
- 益田安良 『グローバルマネー』 日本評論社、2000 年
- McQuillan, Lawrence J., and Peter C. Montgomery, eds., *The International Monetary Fund Finance Medic to the World? A Primer on Mission, Operations, and Public Policy Issues*, Hoover Institution Press: Stanford, 1999 (森川公隆訳 『IMF 改廃論争の論点』 東洋経済新報社、2000 年)
- 毛利良一 『グローバル化と IMF・世界銀行』 大月書店、2001 年
- Mundell, Robert A., *International Economics*, New York, 1968 (渡辺太郎・箱木真澄・井川一宏訳 『新版国際経済学』 ダイヤモンド社、2000 年)
- Mussa, Michael, Paul Masson, Alexander Swoboda, Esteban Jadresic, Paolo Mauro, and Andy Berg, "Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy," *IMF Occasional Paper* 193, 2000.
- Neftci, Salih N., "FX Short Position, Balance Sheets and Financial Turbulence: An Interpretation of the Asian Financial Crisis," CEPA Working Paper No.11, 1998
- Obstfeld, M., and Alan M. Taylor, "The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility over the Long Run," in Bordo, Michael D., Claudia D. Goldin, and Eugene N. White, eds., *the Defining Moment: The Great Depression and the American Economy in the Twentieth Century*. Chicago, 1998

- Obstfeld, M., "Global Capital Market: Benefactor or Menace?" *Journal of Economic Perspectives* 12(Fall), 1998
- Obstfeld, M., and Alan M. Taylor, "Globalization and Capital Market," *NBER Working Paper Series*, 8846, 2002
- 小川英治 『国際通貨システムの安定性』 東洋経済新報社、1998年
- 小川英治 『国際金融入門』 日本経済新聞社、2002年
- 関志雄 「さよならドルペッグ」(NIRA 『東アジアの国際経済・金融課題に関する研究』 NIRA 研究報告書 No19990126、2000年)
- 白井早百合 『検証 IMF 経済政策 - 東アジア危機を超えて - 』 東洋経済新報社、1999年
- Stiglitz, E. Joseph, *Globalization and its Discontents*, W. W. Norton & Company, 2002 (鈴木主税訳 『世界を不幸にしたグローバリズムの正体』 徳間書店、2002年)
- 滝井光夫、福島光丘編著 『アジア通貨危機 - 東アジアの動向と展望 - 』 日本貿易振興会、1998年
- 田坂敏雄 『パーツ経済と金融自由化』 お茶の水書房、1996年
- 徳永潤二 「ニューエコノミーと国際通貨ドル - 1990年代後半におけるアメリカの国際金融仲介機能論の検討 - 」、『立教経済学研究』、56(3)、2003年所収
- Williamson, John, "Future Exchange Rate Regimes for Developing East Asia: Exploring Policy Options," in Yam, Tan Kong, ed., *Asian Economic Recovery*, Singapore, 2002
- 山本栄治 『国際通貨システム』 岩波書店、1997年)
- 山本栄治編著 『アジア経済再生』 日本貿易振興会、1999年