

国際金融のトリレンマ論の陥落

細居俊明（高知短期大学）

1. 報告の課題

本報告は一般に「国際金融のトリレンマ」といわれる命題 - 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ており、また実際に現状分析に際して、個別の通貨危機の検討に使われるのみならず、グローバリゼーションの今日的な評価に際しても重要な理論枠組みとして用いられている¹。ここではトリレンマ論の意味を明確にし、それを現状分析の枠組みとして利用する際の問題点を整理していくこととする。

2. トリレンマ論

「矛盾する三位一体(inconsistent trinity)」などとして広く知られていたこの命題に、「トリレンマ(open-economy trilemma, macroeconomic policy trilemma)」と名付けたオブストフェルドとティラー²によってその内容を確認したい。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つまでだ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、名目価格が硬直的であれば）。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。

固定相場を維持しようとすれば、資本移動が自由であるかどうかにかかわらず金融政策の自由度を減少させる。資本移動の自由を含むトリレンマ論の核心は、自由な資本移動の下では、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、期待された効果が生まれない、という点にある。この点を変動相場との比較で、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・モデルである。

マンデルは、資本の完全な移動性、国際的な利子率均等化、不完全雇用、価格一定等を前提した上で、小国の金融財政政策が、固定相場や変動相場の下で有効性を持つかどうかを検討し、固定相場の下では財政政策は有効であるが、金融政策は有効性を失い、変動相場の下では金融政策は有効であるが、財政政策は有効性を失うことを示した³。

¹ トリレンマ論が事実上重要な役割を果たしている論者としてはベリー・アイケングリーン、モーリス・オブストフェルドなどがその代表であろう。

² 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.

³ Mundell, Robert A., Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates.

ここでは金融政策に注目してみていきたい。仮に今、小国が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子率を独自に変化させ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。金融政策の意図した雇用拡大という効果が生じる。

厳しい条件の下で語られていることだが、資本移動が利子率均等化の方向で反応する限り、小国の金融政策の分析する上で有効な議論とされる。

以上のトリレンマ論はそれ自体としては成立する議論ではある。しかしそれを現実分析の枠組みとして利用することについては次のような問題を指摘せざるを得ない。

3. トリレンマ論の問題点（1）

トリレンマを構成する3つの政策目標が同時には成立しがたいということと、その内の1つを排除すれば2つが両立可能であるということとは同じではない。トリレンマ論は、この3つが同時に成立しがたいというだけでなく、1つを排除すれば残る2つが成立可能ということを主張している。問題は3者の同時成立が不可能だという点ではなく、3者のうち1つを排除すれば残る2者が両立可能だという認識にある。さらに問題点を限定すれば、自由な資本移動を排除すれば、固定相場と独自な金融政策の両立が可能であること、独自な金融政策を放棄し、国際的に金融政策の統一性が図られれば、固定相場と自由な資本移動も両立可能であること、これは承認しうる。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。

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が可能かどうかである。オブストフェルドとティラー自身、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、現実には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ほとんど存在しないとしている。固定相場か変動相場かは2者択一の問題ではなく、固定相場の放棄といつても相場の弾力性において連続的な様々なパターンが想定されている。要するに相場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、ということだという。しかし、相場の安定性が政策目標として放棄し得ないものならば、金融政策の独立性も制約されると言わざるを得ない。

マンデルのモデルでいうならば、もともと為替相場そのものが資本移動によって乱高下することは排除され、為替相場は安定的であることが前提となっている。また、小国が変動相場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らを含め、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、為替相場の均衡水準からの大幅な乖離（misalignment）と乱高下(volatility)を生み出し、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。実際外貨準備は増大を続け、為替介入もドル高是正のための協調介入等の形で行われている。

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め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介入することによって相場を変更させてもよい。金融政策が有効性の意味は、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、変動相場の下で行われる為替相場政策としての金融政策は、指摘されているように一種の近隣窮乏化政策とも言えるものであり⁵、また金融政策によって為替相場を意図した方向にもっていくことが可能かどうかという点でも疑問が残る。さらに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、金融政策が意図した方向へ為替相場を変動させることは実際に困難だということである。アジア通貨危機に際して、タイなどが変動相場に移行しIMFにしたがって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つたことなど、この点はこの間経験済みのことである⁶。

4. トリレンマ論の問題点（2）

トリレンマを構成する3者の、より基本的な関係を描こうとするならば、資本移動の自由が、固定相場においても変動相場においても金融政策本来の機能を奪うということであり⁷、資本移動の自由化と独立した金融政策とのディレンマを枠組みの基礎に据える必要があろう。この点を明確にしないトリレンマ論は基本的な構図を見失わせることになりかねない。マンデルのモデルに依拠するならば、モデルの前提、資本移動の自由が利子率の均等化を実現しているという点、すなわち、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点を取り込まなければならない。この点がトリレンマ論のもっとも基本的問題となる。

現代のグローバリゼーションの基本的な特徴の1つが資本移動の活発化にあり、そのもとで進行している事態は、国民国家の独立した政策能力の衰退である。そのことは変動相場制を採用することによっては何ら変化しないというべきであろう。トリレンマ論ではこの点が明確にならず、変動制によって独立した政策を重視するか、独立した政策を放棄し固定制をとるかという選択の問題になってしまう。しかし、選択は資本移動の自由か、独立した政策の重視かの選択であり、さらに、資本移動の自由化が長期の歴史過程として不可避であるとするならば、残されている選択は、独立した政策を超えた国際的に統一的な政策と制度の構築をどのように進めるかという以外にはない。戦間期の混乱はこれに失敗した点から生じているというべきであろう。各国の事情に対応して過渡的に資本移動の制限が位置付けられねばならないことも、この間の経験が示したことではあるが、そうした過渡的な措置を含みつつ、今課題となっていることが、国際的に統一した政策と制度の整備と進化であることは事実上広範な共通認識となっているといえよう。

⁴ 山本栄治『国際通貨システム』(岩波書店, 1997年)など。

⁵ 高浜光信「変動相場制と国際協調」(上川孝夫ほか編『現代国際金融論(新版)』有斐閣, 2003年), p.203。

⁶ 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)など。

⁷ S. フィッシャーほか『IMF 資本自由化論争』(岩本武和監訳, 岩波書店, 1999年)でもリチャード・N・クーパーなどは「自由な資本移動と変動相場制は基本的に両立しない」(p.37)としている。