

## E・ゾーメン

### 「国際通貨の諸問題と外国為替」

Egon Sohmen, *International Monetary Problems and the Foreign Exchanges Special Papers in International Economics*, No. 4, Princeton: International Finance Section, 1963, 81p.

I この書物はプリンストン大学経済学部で刊行する「国際経済学特殊論文」双書の中の一冊で、ハーバラー、モルゲンシュテルン及びマハルップの論文について、第四冊目に

当るものである。著者ゾーメンは現在は西独ザール大学教授であるが、米国エール大学助教時代の著書に、*Flexible Exchange Rates*, Chicago: University of Chicago Press, 1961 がある。

現在の外国為替制度は固定相場制度にきわめて近いやりかたで、この制度のもとで国際収支の困難がしばしば繰返されていることは周知のところである。ゾーメンは外国為替相場、すなわち一国通貨で表示された他国通貨の価格は、他の諸商品の価格と同様に、自由市場における当該通貨の需給状態に応じて変化すべきものと考え、現在の制度の代りに屈伸為替相場制度を実現することを提唱している。屈伸為替相場の主張そのものは別に目新しいことではない。それはすでに一九五七年フランス・フランの切下げをめぐる為替不安のさざに唱えられたことがあり、また欧州通貨協定にも見られるものである。本書におけるゾーメンの所説の特徴は、為替相場変動の雇用効果と価格効果、資本移動及び先物為替相場等を、とくに貨幣政策との関連において考察することによって、固定相場制度を廃止して屈伸相場制度を採用すべき理論的根拠を明らかにしている点にあると思われる。以下、二三の点について彼の所説を瞥見したい。

II もし一国の通貨が外国通貨に対して過大に評価されており、そのためその国に不況と失業が存在する場合には、為替相場を調整することによってその国の經常勘定残高を改善

しうることは広く認められている。このことから為替相場の低下が雇用の増大を促進することが推論されるはずであるが、実際にはケインズ革命以来、多くの経済学者は貨幣政策と財政政策だけが完全雇用を実現するための手段であると考え、為替相場の調整がもっている雇用効果は忘れられていた。あるいは、むしろそれを「近隣窮乏化政策」の一つとして忌避してきたといつてよいだろう。これに対してゾーメンは、為替相場の競争的切下げというイメージが一九三〇年代の大不況からえられたもので、失業問題が解決を迫られるのは必ずしもこのような場合だけではないとして、為替相場の変化が雇用に及ぼす効果を強調する。彼によれば一九二〇年代のイギリスと最近数年間のアメリカは、それぞれの国の通貨が外国通貨に対して過大に評価されたために、大きな失業が発生している実例である。

さらにゾーメンは、大不況のさいに為替相場の低下を許した国々の輸出入の減退が、為替相場を固持していた国々のそれに比べて著るしく小さかったことを示す統計をあげている。これは次のように説明されている。為替相場が自由に変化する場合には、多くの場合それと並行して景気刺激のための貨幣及び財政政策がとられたし、その影響は他の国々にも及ぶことになる。ところがもし通貨が過大評価されている国で、為替相場に手をふれることなしに、貨幣・財政政策によって景気を刺激すると、金・外貨準備の束縛によって、輸

入制限と支払制限をおこなわなければならなくなる。このように論じてゾーメンは、為替相場の調整が雇用効果をもつことを強調するだけではなくて、雇用促進のための貨幣・財政政策も、為替相場の変化を前提してはじめて所期の効果をおさめうることを明らかにしている。

III 国際資本移動は投資、投機、逃避等の動機から説明されるのが普通であるが、ゾーメンはさらにそれをグレンシャムの法則から説明する。この法則では、金・銀貨のような二種類の貨幣が一定の法定比価によって量的制限なしに流通しているときは、その法定比価が金銀の市場比価と異なる限り、市場におけるよりも法制上低く評価された貨幣は流通から姿を消し、高く評価された貨幣だけが流通することになる。ゾーメンはこれを紙幣に適用して次のように説明する。二つの通貨が相互に交換可能で、かつ為替相場が一定の場合には、一方の通貨が減価すると誰もその減価した通貨を保有することを好まないから、その通貨を減価しない他通貨と交換しようとする動きが生じる。これは減価が生じた国からの資本の流出を意味している。この点は為替相場が固定されている国における貨幣・財政政策の効果を考察するにあたって、とくに重要であろう。

資本移動の効果は、為替相場に対する国家の干渉の有無によって、二つに分けて考えられている。まず干渉が無い場合には、一国から資本が流出すると、その国の通貨の為替相場

は流出資本が全部外国の輸入業者によって受入れられる点まで低下する。すなわち資本輸出はそれと同じ額だけ商品輸出を増大させることになる。資本が流入する場合には、流入国通貨の為替相場は上昇し經常勘定は流入資本と同じ額だけ支払超過となる。ところが干渉が存在する場合、もし流入資本がすべて中央銀行に集中されると、それに数倍する貨幣供給の増加が生じるであろうが、為替相場及び經常勘定には何の变化も生じない。

このことから、為替相場に対する国家の干渉の有無が貨幣政策に対して重要な影響を及ぼすことが明らかにされる。干渉が無い場合、もし一国の中央銀行が景気抑制のために高金利政策をとると、高金利を求めて外国資本が流入するが、これは流入国通貨の為替相場の上昇を通じて經常勘定に支払超過を生じさせ、結局、当初の貨幣政策の意図の達成を助けることになる。これに反して、為替相場に対して国家が干渉を加える場合には、貨幣政策は國際収支の面からその効果を減殺される。もし中央銀行が景気抑制のために高金利政策をとると、それは外国資本の流入を招くが、為替相場にも經常勘定にも変化が生じないであろうから、その結果は中央銀行の外貨手持高の増大を通じて国内の貨幣供給量を増大させるにとどまり、当初の貨幣政策の意図に反することになる。

このようにしてゾーメンは、諸通貨が相互に交換可能で、しかもそれらの間の為替相場が固定されている場合には、ど

の国も効果的な貨幣政策を期待しえないことを明らかにし、この面からも現在の固定為替相場制を廃止して、屈伸相場制度に移行すべきことを主張している。

IV IMF協定第四条は次のように規定している。直物為替取引は平価の上下1%以内の相場でおこなわれなければならないこと。先物為替取引についてはその相場が基金当局によって適当と認められた範囲を超えないこと。加盟国通貨の平価は、基礎的不均衡を是正するため以外には、これを変更してはならないこと。實際上この規定は、直物為替相場を固定し、先物為替相場には自由変動を許しているといつてよいだろう。

先物為替取引には純粹に投機的な取引のほかに、為替相場の変動による損失の危険を避けるために、通常の貿易取引に伴っておこなわれる先物取引と金利鞘取引に伴っておこなわれる先物取引とがある。周知の通り國際貿易はほとんど全部、現金決済ではなく繰延べ支払いによっておこなわれている。従って貿易業者が主に関心を向けるのは、直物相場よりもむしろ繰延べ支払に対応する先物相場である。為替相場の安定が貿易を促進するといわれる場合、それは先物為替相場の安定を指しているのである。先物相場は、すぐつぎに見る通り、直物相場と強いつながりをもっているから、直物相場が固定されている現状では、先物相場のもつ貿易業者保護の機能は充分に發揮されない。こういう観点からすれば、上述

のIMFの規定は甚だ不完全であるということになる。

為替相場に対する干渉が無い場合、もし二国で短期金利が異なるならば、高金利を求めめる短期資本が低金利国から高金利国へ移動する。ところが、もしその投資期間中に為替相場の変動があれば、この投資は所期の収益がえられなくなり、あるいは不測の損失を生じることになるかもしれない。そこで最初にスワップ取引をおこなっておけば、すなわち直物市場で高金利国の通貨を買い、先物市場でそれを同額だけ売っておけば、為替リスクを避けることができる。これがいわゆる金利鞘取のカーブであるが、この操作によつて直物相場と先物相場との開きが、インタレスト・パリティに落ち着くことになる。もし二国間の金利差による資本移動がすべて金利鞘取のカーブという形をとるならば、直物市場を通じる資本流入は、先物市場を通じるそれと同額の資本流出を伴なうであろう。この資本流出は、金利差が存在して資本流入がつづく限りそれと相殺されるから、実際に資本が流出するのは、最初の先物為替の期日よりも遠い将来のことになるのが普通であつて、金利引上げによる景気抑制がただちにそれに対する反動を伴うことはないであろう。このようにして貨幣政策は、為替相場に対する国家の干渉が無い場合には、適切な景気対策たりうることがわかる。

さらに直物相場は固定され、先物相場は自由変動を許されている現在の制度では、一國の金・外貨準備は、特殊の投機

がおこなわれなくても、急速に減少する可能性のあることが指摘され、その対策として財政・金融面からの規制及び輸出産業の競争力強化策をとることと、直物相場及び先物相場の自由に変化させることがあげられ、両者を併用することがすすめられているが、この結論は以上の所説から容易に予想されるものである。

以上のほか、この論文は国際流動性や経済統合における為替相場の問題など論及するところが広く、国際経済の現状を理解するためにも適切なものといえるであろう。そしてまた同じ著者による前掲の著書「屈伸為替相場」に対する序説ともみなすことができる。――一九六四・一・三〇――

(中村 英雄)