

## 第6章 固定相場制

固定相場制では、基本的に為替レートは動きません。これは、たとえば政府が1ドル100円の固定相場を採用しているならば、「原則として」円＝ドル・レートは1年後も2年後も100円であることを意味します。したがって、人々も将来の円＝ドル・レートは現在と同じ100円であると予想しています<sup>1</sup>。このことは、日本人がドル建債券を購入するとき、「1年後の為替レートが今よりドル安(＝円高)になってしまえば損をすることもかもしれない」などという心配が無用であることを意味します。すなわち、固定相場制下では、ドル自体の価値の変動によるリスクは「原則として」存在しないのです。したがって、日本人から見たドル建債券の期待収益率は、ドル建債券の利子率と等しくなります。下の図6.1でこの点を確認してみましょう。図は、日本が1ドル100円の固定相場を採用しているとして、日本人が10万円で利子率0.03のドル建債券を購入するケースを示しています。

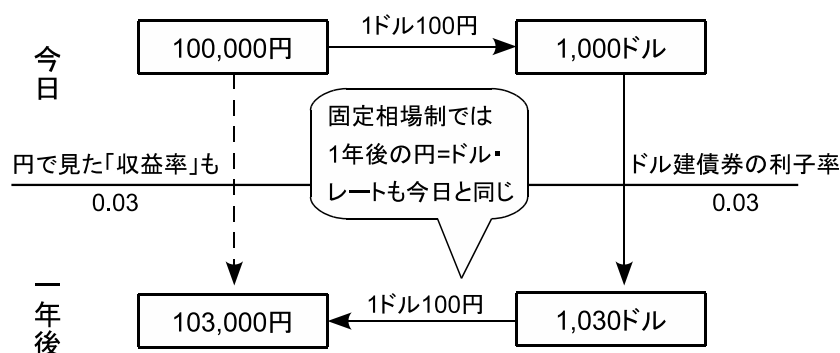


図 6.1: 固定相場制におけるドル建債券の購入

このように、為替レートが変化しなければ、円で見てもドルで見てもドル建債券は0.03の収益をもたらしてくれます。すなわち、固定相場制下ではドル建債券の期待「収益率」はその「利子率」と何ら変わりはありません。一方で、既に見たように、変動相場制下ではドル建債券の期待収益率は、ドル建債券の利子率に一致するとは限らないのです。

固定相場制   ドル建債券の期待収益率 = ドル建債券の利子率

変動相場制   ドル建債券の期待収益率 = ドル建債券の利子率 + ドルの期待増価率

<sup>1</sup>レートを固定するという政府の意思が疑われることも考えられます。この場合、人々は固定相場制下であっても、為替レートが変化することを予想することになります(つまり、期待円＝ドル・レートが公定レートと一致しない)。実際、人々にそのような予想を抱かせたことが、しばしば固定相場制の崩壊につながったのです。この点については、後の6.4節で考察します。

## 6.1 いかにして為替レートを固定するのか

ところで、固定相場制下で為替レートはいかにして固定されるのでしょうか。政府が「1ドル100円で固定する」と宣言すれば、それで為替レートは維持されるのでしょうか。話はそう簡単ではありません。どれだけ政府が自信たっぷりに宣言しようとも、ドルを購入したい人（需要）が売却したい人（供給）を上回ってしまえば、人々は100円を超える価格でもドルを入手しようとするでしょう<sup>2</sup>。したがって、為替レートは1ドル100円から上昇はじめてしまいます。

このとき、ドルの価格が上昇することを食い止める、すなわち1ドルを100円に「固定」するには、政府が積極的に何かをする必要があります。何をすればよいでしょうか。答えは「政府は欲しい人誰に対しても1ドルを100円で売ってやればよい」となります。そうすれば、もはやわざわざ市場で100円を超える価格で入手しようという人はいなくなり、1ドルは100円に留まるのです。反対に、ドルの供給が需要を上回ってしまう場合には、政府は「ドルを売りたい」という人なら誰からでも、1ドル100円で買ってやればよいのです。

以上のように、政府がいかなる時も人々の注文に応じて1ドルを100円で売買してやることで、1ドルは100円に維持されます。この説明はとてもシンプルでわかりやすいのですが、これだけではその背後に重要なメカニズムが働いていることを見落としてしまいます。この点を確認するため、次のようなケースを考えてみましょう。すなわち、円建債券の利率は0.03、ドル建債券の利率も0.03であるとします。今、何らかの理由でドル建債券の利率が0.05へと上昇したとすると、何が起こるのでしょうか。

私達日本人から見たドル建債券の予想収益率は、すでに見たとおり固定相場制下ではドル建債券の利率に一致します。したがって、ドルの予想収益率は0.05になります。今、円建債券の利率が0.03ですから、もはや誰もが円建債券を売却してドル建債券に乗り換えようとしています。これによって大量のドル需要が発生し、円＝ドル・レートが上昇しようとしませんが、ここで政府が1ドル100円で誰にでも望だけドルを売ってやることによって、1ドル100円を維持するというのが先の説明でした。しかし、ことはそれで終わりではないのです。すなわち、どんなに政府がドルを売ってやろうと、円建債券の利率がドル建債券のそれを下回っている限り、ドル需要は永久に消滅しない（＝ドル価値上昇圧力は永久に止まない）ことになります。ドル需要が収束してドル価値の上昇圧力が止むためには、究極的には円建債券の利率がドル建債券の利率（収益率ではない）に等しくなるしかないのでした。

日本では、日本銀行が財務省の要請を受けて外国為替市場でドルの売買を行う<sup>3</sup>ことになっています。ポイントは、そのような日銀のドル売買は貨幣供給量に影響を与えるということです。すなわち、日銀がドルを売却すれば、その代金としてドル購入者達の保有する現金・預金が減少します。すなわち、日銀によるドル売りは日本の貨幣供給量を縮小させるのです。

日本銀行によるドル売り介入	⇒	日本の貨幣供給量の縮小
日本銀行によるドル買い介入	⇒	日本の貨幣供給量の拡大

ところで、第3章で見たとおり、貨幣供給量の縮小は円建債券の利率を上昇させます。

<sup>2</sup>たとえ法律で禁じられても、人々は闇市場で1ドル100円を超えるレートで取引するでしょう。

<sup>3</sup>これを「介入（intervention）」と言う。

したがって、日銀のドル売りに伴って円建債券の利率は上昇していきます。そして、やがてドル建債券の利率 0.05 に等しくなったところで、もはや人々は円建資産からドル建資産に乗り換える誘因を失い、ドル需要も消滅してドル価値の上昇圧力も止むのです。

同じことを第 3 章の図を用いて確認してみましょう。ドル建債券の利率が 0.05 へと上昇すると、図 6.2 においてドル建債券の期待収益率と円＝ドル・レートの関係を表す曲線が  $R_0$  から  $R_1$  へと上方にシフトします。これによって、100 円の円＝ドル・レートのままではドル建債券の期待収益率が 0.05 に上昇するので、人々は円建債券からドル建債券へと乗り換えようとし、大量のドル需要が発生します。ここで日本銀行がこれに応じてドルを売却すると、貨幣供給量が縮小して実質貨幣供給曲線は  $S_0$  から右方にシフトします。こうして円建債券の利率が上昇を始めます。やがて、 $S_1$  に到達するまで貨幣供給量が縮小したとき（＝貨幣供給量がそこまで縮小するのに十分なほどドルが売られたとき）、円建債券の利率は再びドル建債券に一致し、ドル需要は消滅することになります。

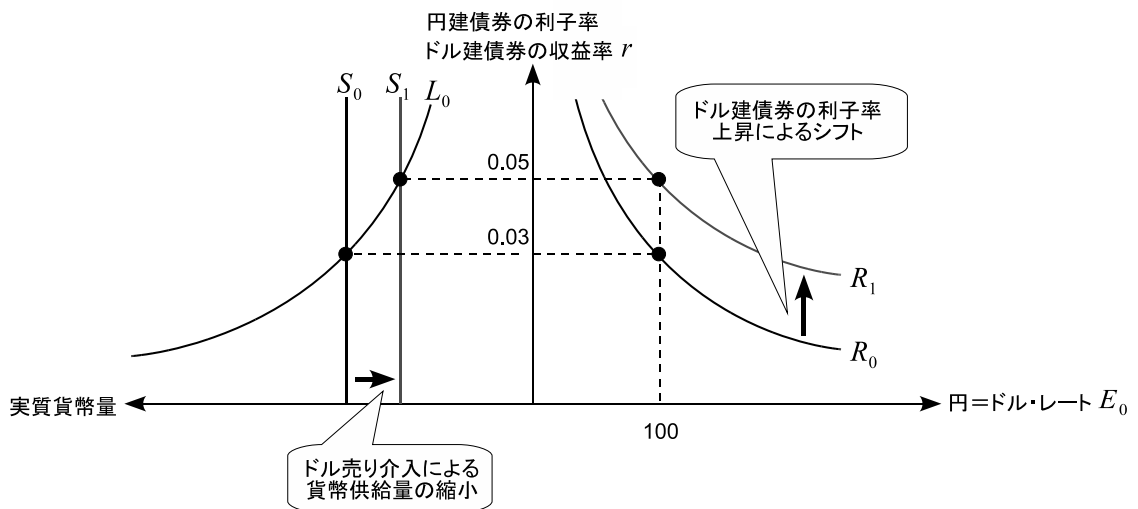


図 6.2: ドル売り介入と利率・為替レート

このように、厳密な言い方をすれば、日銀がドルをいくらでも売買してやるからレートが固定されるのではなく、それによって貨幣供給量が変化して円建債券とドル建債券の利率が一致するため、ドルの超過需要・超過供給が打ち消されてされてレートが固定されるのです。

以上のことを逆に考えれば、円の価値をドルに対して固定するためには、円建債券の利率は常にドル建債券の利率に等しくなければならないということになります。ところで、円建債券の利率は日本の貨幣供給量（すなわち金融政策）と密接な関係にあります。したがって、このことは、日本政府はアメリカ政府と大きく異なる金融政策を採用することができないことを意味します。すなわち、固定レートの採用は金融政策の自律性を放棄することを意味するのです。

## 6.2 固定相場制下の財政・金融政策

第5章で見たとおり、政府による支出や中央銀行による貨幣供給量の変化は、DD 曲線や AA 曲線のシフトを引き起こしてマクロ経済の均衡 GDP や均衡円 = ドル・レート（や均衡利子率）を変化させることができます。しかし、前節で見たとおり、固定相場制下では日本はアメリカと異なる利子率を選択することはできません。すなわち、円 = ドル・レートを固定する代償として自由な金融政策を犠牲にしているのです。固定相場制下では、利子率を変化させ為替レートに影響を与えるという意味での金融政策は、選択肢として存在していません。

一方で、財政政策のほうは利用可能です。しかし、第5章で見たとおり放っておけば政府支出の増加は円 = ドル・レートの上昇（= 円の増価）をもたらしてしまいますので、財政政策も変動相場制の場合と全く同一でないことは直観的に明らかでしょう。

また、金融政策が利用不可能になる反面、新たに政府がコントロールできる変数がひとつ加わります。それは、為替レートです。すなわち、為替相場を固定するにしても、「どの水準で固定するか」は政府が決めることができます。そして、これはある種の裏技なわけですが、あるとき政府はその固定水準を突如変更させることも原理的には可能です。これは、「切り上げ（revaluation: 本国通貨を増価させる変更）」、「切り下げ（devaluation: 本国通貨を減価させる変更）」と呼ばれる政策措置です。

以下では、固定相場制下でそれぞれの政策がどのようなインパクトおよび制約を有するのか、DD-AA モデルを用いて考えてみましょう。

### 6.2.1 固定相場制下の財政政策

今、マクロ経済の均衡 GDP が完全雇用水準を下回っているとします。政府が支出を増加させると、何が起こるでしょうか。図のように、まず DD 曲線が  $D_1D_1$  へと右側にシフトします。これに伴って、GDP は拡大し、為替レートは低下しようとしています。これは、政府が支出を拡大したことによって生産が拡大し（第4章）、生産の拡大が貨幣需要を拡大して利子率を上昇させ（第3章）、円建債券の利子率の上昇（= ドル建債券の利子率の相対的な低下）がドルの供給を増やす（第2章）ためです。このドルの供給増を放っておけば、やがて為替レートが低下して（ドル安になって）マクロ経済が均衡しますが、固定相場制ではドルを減価させる（= 円を増価させる）わけにはいきません。

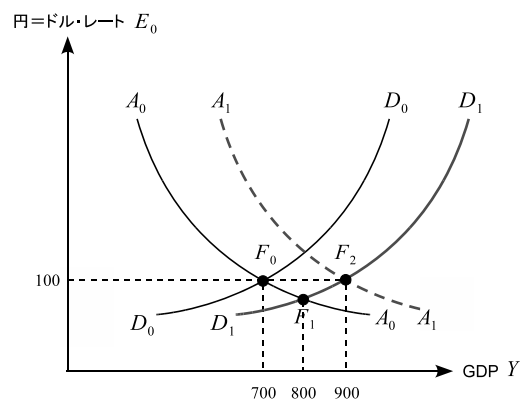


図 6.3: 固定相場制下の財政政策

日本の政府・中央銀行は、急増したドル供給を1ドル100円という価格で吸収して平価を維持しなければなりません。前節で見たとおり、この取引は貨幣供給量を拡大しますので、 $AA$  曲線を右側（あるいは上方）にシフトさせることになります。  $AA$  曲線が  $A_1A_1$  の位置にシフトするまで貨幣供給量が拡大すると（図には表れていませんが）利率は以前の水準に戻り、為替レートは再び100円で安定します。こうして、マクロ経済は新たな均衡に到達するのです。

ここで注目して欲しいのは、財政政策がGDPに与えるインパクトが、変動相場制の場合に比較してはるかに大きいということです。変動相場制の場合には、経済が  $F_1$  点に到達した時点で終了ですが、固定相場制の場合には  $F_2$  点まで到達してはじめて均衡に至ります。この違いはどこから来るのでしょうか。変動相場制の場合は、財政政策による生産の拡大が利率を上昇させて円を増価させてしまうため、アメリカによる日本製品への需要が減少し、生産の拡大が一部相殺されてしまいます。一方、固定相場制の場合は（固定相場制であるが故に）利率の上昇および円の増価が抑制されるため、財政政策の効果がいっさい相殺されないのです。したがって、固定相場制下では財政政策の効果が極めて強力なものとなるのです。

### 6.2.2 固定相場制下の金融政策

すでに説明した通り、為替レートを固定しようとする以上、政府・中央銀行は貨幣供給量を単独で変更することができません。なぜなら、貨幣供給量を変更することによって利率がアメリカと乖離してしまい、円＝ドル・レートに変更圧力が作用してしまうためです。したがって、平価を維持するために最終的には貨幣供給量を元に戻さなければならなくなるのです。もはやこれ以上の説明は冗長かもしれませんが、前節とのバランスを保つため図6.4を用いて説明しておきましょう。

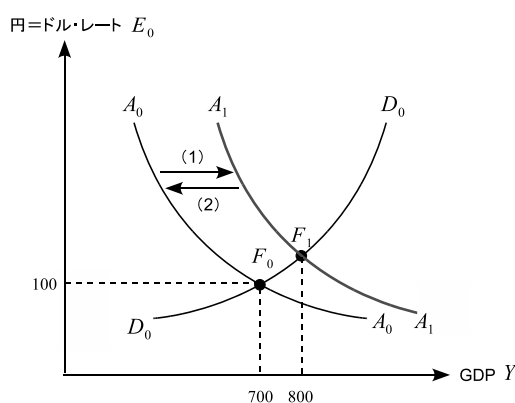


図 6.4: 固定相場制下の金融政策

中央銀行が貨幣供給量を拡大すると、 $AA$  曲線が  $A_1A_1$  へとシフトします（図中矢印（1））。しかし、貨幣供給量の拡大に伴う利率の低下は、人々を一気に円建債券からドル建債券へと駆り立て、大量のドル需要を発生させてしまいます。これを放っておけば、為替レートは点へと向かって上昇するわけですが、固定相場制下では中央銀行は固定レートを維持するためにドルを売り続けなければなりません。この中央銀行によるドル売りが日本の貨幣供給量を縮小させるため、 $AA$  曲線が今度は左に向かってシフトしはじめます（図中矢印（2））。やがて  $A_0A_0$  までシフトしたとき（つまりもとの位置に戻ったと

き)、利子率も元に戻っているのです、ようやくドル需要はおさまります。結局、最初に拡大した貨幣供給量は固定レートを維持するためにそのまま元に戻すしかないので、

#### 中央銀行の資産構成への影響

なお、厳密には金融政策は何の変化ももたらさないわけではありません。なぜなら、以上の過程で中央銀行の資産構成が変化しているからです。すなわち、貨幣供給量を増加させる際、中央銀行は国内の民間銀行から債券を購入し、代金として貨幣を渡すという形をとります。一方、同時に固定レートを維持するために大量のドル(ほとんどは米国財務省の短期証券)を売却することになりますが、この過程で中央銀行は保有していたドル(これを「外貨準備」と言う)を放出しています。このように、固定相場制下での貨幣供給量の拡大は、中央銀行の保有する国内資産を増加させて外貨準備を減少させるという、資産の構成を変える効果を持ちます。

#### 金融政策への信頼の輸入

また、ここでの説明だけを聞くと、金融政策という政策手段をひとつ失うことのデメリットばかりが印象に残るかもしれませんが、この点をむしろ積極的に捉える考え方があります。たとえば、政府・中央銀行が一貫性のない日和見的な金融政策を行い、人々の信頼を失っているような状況を想像してみてください。このような状況でも、固定相場制を採用すれば政府・中央銀行は相手国の利子率に一致するような金融政策しか行えなくなるため、国民からの信頼を回復することが可能となります。もちろん、通貨価値を固定する相手が一貫性のある金融政策を行っていないければ、このような効果は得られません。その意味で、固定相場制の採用には、相手国の政府・中央銀行が金融政策に関して得ている「信頼」を輸入するという効果があると考えられています。実際、ユーロに参加した国々の多くは、ドイツの連邦準備銀行が獲得していた金融政策への強い信頼を、通貨統合によって輸入することができたと考えられています。

#### 6.2.3 固定レートの切り下げ・切り上げ

固定相場制においては、市場の意思によって為替レートが変化することを許さない反面、政府自身の意思によってその固定水準自体を変更することはもちろん可能です。自国通貨が増値する方向に固定レートを変更することを「切り上げ(revaluation)」, 減値する方向に変更することを「切り下げ(devaluation)」と言います。以下では、切り下げを例にとって、マクロ経済の均衡にどのような影響を与えるかを DD-AA モデルを用いて思考実験してみましょう。

政府がたとえば1ドル102円への平価変更を宣言すると、当然ながら為替レートは即座に1ドル102円になります。これは、日本製品を相対的に安価に、アメリカ製品を相対的に高価にするため、日本製品への需要が増加して生産が拡大をはじめます。この生産の拡大は貨幣需要の増加をもたらすため、貨幣市場において利子率が上昇します。ところで、円建債券の利子率の上昇はドル建債券から円建債券へのシフトと、それに伴う大量のドル供給を発生させるため、為替レートに上昇圧力が生じます。1ドル102円を維持したい中央銀行は、この大量のドル供給に応じてドルを購入するため、貨幣供給量が拡大していったん上昇した利子率が低下します。こうして、切り下げは均衡GDPを増加させるのです。

同じことを図を用いて説明してみましょう（図 6.5）。1 ドル 102 円への平価変更が宣言されると、人々の予想為替レートが 1 ドル 100 円から 102 円へと瞬時に変化します。すでに見たとおり（5.5.1 節）、予想レートの変化は曲線を上方にシフトさせます（ $A_1A_1$ ）<sup>4</sup>。しかし、これによって生産が拡大をはじめると、「生産拡大 → 貨幣需要増加 → 利子率上昇 → ドル供給増加 → 中央銀行によるドル購入」というプロセスを通じて、今度は貨幣供給量の拡大を原因として曲線は再び上方にシフトしはじめます。やがて曲線が  $A_2A_2$  に到達したとき、1 ドル 102 円という新たな固定レートですべての市場が均衡するため、マクロ経済は再び均衡に到達します。結果として、均衡円＝ドル・レートは 102 円に上昇し、均衡 GDP は 800 へと増加しています。

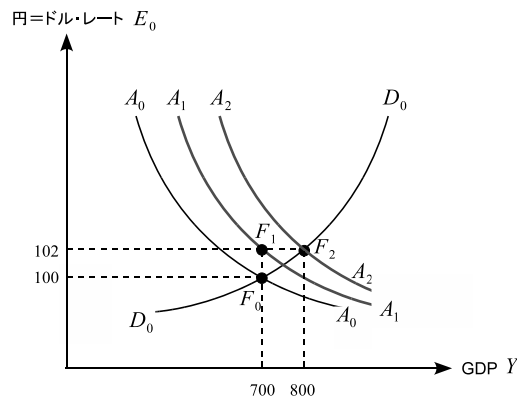


図 6.5: 固定レートの切り下げ

### 6.3 為替レート制度のトリレンマ

前節で見たとおり、固定相場制を採用することで為替レート変動を取り除くことができる反面、金融政策は完全に縛られてしまいます。一般に、金融政策を自由に発動する権利を保持するためには、為替レートの変動を甘んじて受け入れるしかないのです。

しかし、為替レートを固定させつつ、金融政策を自由に発動する権利をも保持し続ける方法がひとつだけあります。それは、民間による外貨取引を規制することです（資本規制）。たとえ中央銀行が貨幣供給量を拡大して利子率を下げたとしても、人々が自由に外貨を購入できないのであれば、そもそもドルの需要など発生しません。したがって、為替レートへの変更圧力は生じず、中央銀行は自由に金融政策を発動することができます。

ただし、資本規制とて万能薬ではありません。当たり前のことですが、資本規制を敷けば民間による国境を超えたお金の貸し借りができなくなりますので、たとえば国内の利子率が低い場合であっても国内でしかお金を貸すことができなくなります。あるいは、国内の利子が高い場合には、国内企業はわざわざ利子の高い国内でしかお金を借りることができなくなります。また、通常、経常赤字を出した場合、赤字分を「借り」にしてみよう（＝外国からお金を借りる）わけですが、資本規制が敷かれればこれも不可能となります。このとき、企業は中央銀行からドルを購入して赤字分を支払うため、経常赤字を継続的に出す国の中央銀行はドル準備を減らし続け、いずれ民間部門の経常赤字をファイナンスすることができなくなるでしょう。民間の自由な外貨取引も経済的に意義のあることなのなのです。

<sup>4</sup>なぜ  $F_1$  点を通る曲線になるのか考えてみよう。答えはこの章の最後にあります。

以上の話からわかるように、一般に以下の3つを同時に実現するような為替レート制度は存在しません。

- A 安定的な為替レート
- B 自律的な金融政策
- C 自由な外貨取引

3つのうち2つをとれば1つが犠牲になるという、ある種のジレンマ的状况にあることから、「為替レート制度のトリレンマ (the trilemma of exchange rate regime)」と呼ばれています。2つではなくて3つなので、'di'lemma ではなく 'tri'lemma というわけです。

#### 為替レート制度のトリレンマ

いかなる為替レート制度も、安定的な為替レート、自律的な金融政策、そして自由な外貨取引の3つを同時に実現することはできない。

戦後すぐは民間による資本移動がそれほど活発でなく、規制をせずとも固定相場は比較的容易に維持できました。すなわち、当初ブレトンウッズ体制という世界的な固定相場制は、実質的に自由な外貨取引を犠牲にすることなく、為替レートの安定と金融政策の自律性を享受することができたのです。しかし、1960年代後半から、民間による資本移動が活発になり、また規制をしてもそれを巧みにくぐり抜ける手法が発達し、効果的な規制を敷くことが極めて難しくなったのです。したがって、各国にとって「自由な外貨取引」を犠牲にするというという選択は事実上消滅し、「安定的な為替レート」と「自律的な金融政策」の二者択一的な状況に追い込まれることになりました。これに、「雇用は政府の責任」という戦後支配的となった経済思想が影響し、多くの先進国は金融政策の自律性を選択し、固定相場を放棄することになったと考えられています。そうした流れの中で、70年代初頭からブレトンウッズ体制は激しい不安定性にみまわれ、次節で述べるような「通貨危機」が頻繁に起こるようになり、71年のニクソン・ショックで事実上崩壊したのです。

## 6.4 固定相場制の崩壊 通貨危機

固定相場制を採用している国の通貨が市場の自律的な需要を超えて売られるとき、既に見たとおり、その国の中央銀行は市場に介入し、自国通貨を公定レートで購入することでその価値を維持します。このとき、中央銀行は自国通貨と引き換えに自身が保有する外貨（ドル）を渡すので、外貨準備が減少することになります。自国通貨への売りが比較的少額であれば問題ないのですが、そもそも中央銀行が保有する外貨準備には当然限りがあります。したがって、短期間であっても大量の売り注文が殺到するような状況、あるいは小規模であっても長期に渡って売り注文が持続するような状況では、中央銀行の有限な外貨準備がやがて枯渇し、ある時点から自国通貨の売りに応じることができなくなることも考えられます。こうなると、純粋に市場の需給のみが為替レートを決定することになるので、自国通貨の価値が急激に低下することになります。

このような売り浴びせが起こる直接的な原因は、人々の予想の変化です。すなわち、固定レートを維持するという政府・中央銀行の意思に人々が疑念を抱き、近い将来自国通貨が切り下げられると予想するとき、資産市場では何が起こるのでしょうか。たとえば、日本が円をドルに固定していたとして、公定レートが1ドル100円であったとしましょう。このとき、人々が「円＝ドル・レートが100円から102円に切り下げられる」と予想す



るならば、ドルの価値がその期間に2パーセント上昇することになります。したがって、図6.6の右側に示されるように、ドル建債券の収益率（注：利率ではない）が円建債券の利率5パーセントを上回ってしまいます。すると、円建債券からドル建債券への乗り換えが発生するため、大量の円売り・ドル買いが発生するのです。

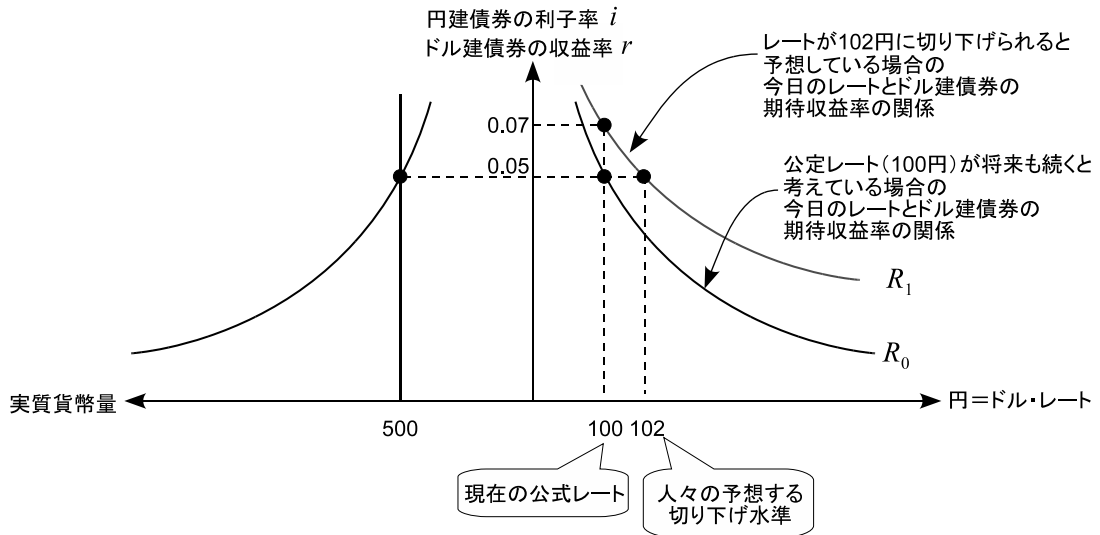


図 6.6: 通貨危機

こうした自国通貨の売りに中央銀行が応じ（貨幣供給量が縮小することで）利率が十分に上昇すれば（＝図6.6で0.07まで上昇させれば）、理論上は公定レートは維持され、固定相場の放棄にまで至ることはありません。しかし、上で述べたように、そのような話は大量の自国通貨売りに応じられるだけの外貨準備を保有している場合に限られます。また、当該国が利率を十分に上昇させることのできない何らかの経済状況にある場合も、自国通貨への売り圧力を鎮静化することは困難でしょう。

さらに、固定相場制において為替レートが変更されるとき、その変更する方向（切り上げか切り下げか）はほとんど完全に予想できてしまいます。すなわち、変動相場制の場合には、たとえ下がると予想していても反対に上がることもあり得ますが、固定相場制の場合には「切り下げられる」と予想された通貨が反対に切り上げられることはまずありません。最悪でも「切り下げが起こらない（＝損も得もしない）」という結果にとどまるのです。このように、「勝てば儲かり負けても損をしない」という大変都合のよい賭けですから、大量の資金が動くことになり、中央銀行がレートを維持することは一層困難になるのです。

## 脚注4の答え

図を用いて説明しましょう。便宜上、第5章で用いた数値例をそのまま使いましょう。すなわち、ドル建債券の利率は0.05で、日本のGDPが700のときの円建債券の利率も0.05であるとします。

政府が固定レートを102に変更すると宣言すると、その瞬間に人々の期待円＝ドル・レートは102円へと上昇します。期待円＝ドル・レートの上昇はドル建資産の期待収益率曲線を上昇させますが、新たな期待収益率曲線  $R_1$  のように、今日の円＝ドル・レートが102円のときに期待収益率が0.05になるような位置にシフトします。これは、期待レートが102円の時、今日のレートと同じ102円ならばドルの期待増価率がゼロですから、ドル建債券の期待収益率は利率そのもの、すなわち0.05となるためです。

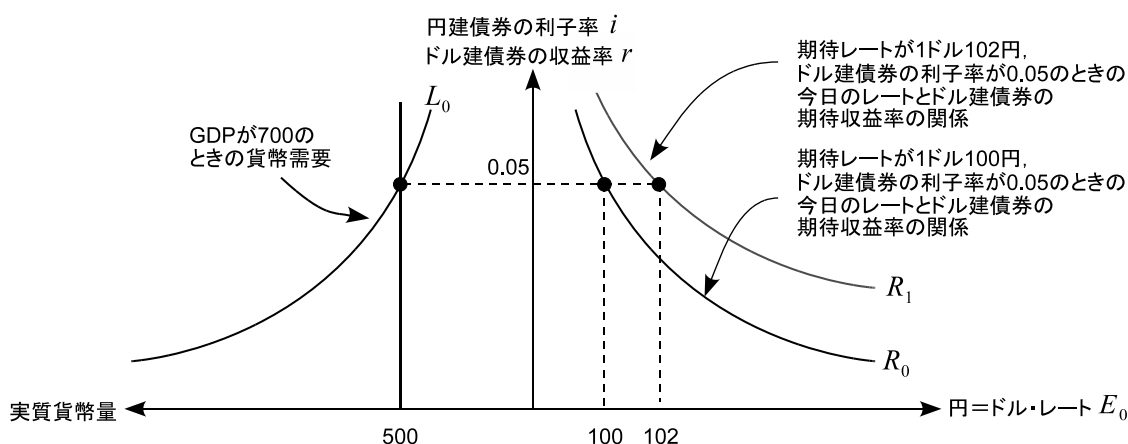


図 6.7: 切り下げによる AA 曲線のシフト (1)

以上より、切り下げの後では、GDP700の下で為替レートが102円であれば外国為替市場（と資産市場）が均衡することがわかりました。これは、図6.8において  $Q_1^0$  点が  $Q_1^1$  点へと移動することを意味します。したがって、固定レートの102円への切り下げによって、AA 曲線は GDP700, 円＝ドル・レート102円を通る曲線へと上方シフトすることになります。

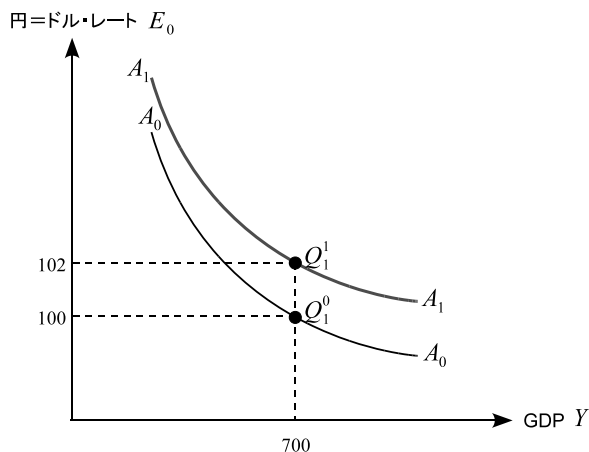


図 6.8: 切り下げによる AA 曲線のシフト (2)