

アーサー・B・ラッファーおよびジェイムス・C・チュニー著

## 国際通貨政策

——その米ドルと金に対する含意——

小林保美 訳

平成29年6月21日受理

Global Monetary Policy :  
Implications for the U. S. Dollar and Gold

Arthur B. Laffer and James C. Turney

### 訳者端書き

本稿は, “Global Monetary Policy : Implications for the U. S. Dollar and Gold,” by Arthur B. Laffer and James C. Turney, *The Journal of Social and Political Studies*, Vol. 5, Nos. 1&2, Spring/Summer, 1980. pp. 3-38 を訳出したものである。[ ] 内は, 理解の一助とするために, 訳者が補足したものである。煩わしければ, 無視して頂きたい。また, 論文に目次はなく, 論文中的の見出しには通し番号も付されていないが, 訳者の責任において, これらを付記しておいた。さらに, 当時ラッファーはレーガン政権のブレーンとして多忙を極めていたためだと推測されるが, 論文中に明らかに単純なタイプ・ミスと考えられる箇所が3ヶ所ほど存在するが, それらは訳者の責任において修正を施したうえで訳出しておいた。

ここに訳出した論文が公表された1980年前半というレーガン大統領就任直後と, 訳者が本論文の訳出を終えた本年1月のトランプ新大統領就任直後とでは, 米国内外の社会・経済情勢は大きく異なっている——もちろん類似点も存在するが——にもかかわらず, 両者の口から発せられた言葉——「強いアメリカの復権」——は時代を超えて驚くほど一致している(本論文の最終部分における言明にも同様の印象を受ける)。

米国における「金本位制復帰」の問題に関しても, 同じく時代を超えて, レーガン大統領就任前から今日に至るまで繰り返し議論され続けてきている。その底流にあるのは, 「強いドルの復権」による「強いアメリカの復権」である。ここに訳出した論考は, レーガン政権時に政権の内外で真剣かつ活発に討議された「米国の金本位制復帰」とそれをめぐって激しく展開された論争に大きな影響を及ぼした文献の1つであり, そこに提示されている金本位制復帰への具体的な提案内容は, 「ラッファー・プラン」ないし「ラッファー試案」として欧米では広く知られており, かつて米国議会内でも審議に付されたものである。また, 1981年にヘルムズ, ゴールドウォーター, マクルーア, およびシムズの4人の上院議員により米国第97回議会に1981年1月5日に提出され, その後, 議会および議会内の各種委員会で討議された「1981年金準備法(案)」(*The Gold Reserve Act of 1981, Congressional Record, Vol. 127, No. 1* 収録)は, このラッファー試案をほぼそのまま援用しているほどである。結局, レーガン政権時に議会の上下両院で審議された結果, 米国の金本位制復帰が見送られたこともあり(これに先立って, 当時のリーガン財務長官を委員長とする「金委員会」から1年以上にわたる議論を経て1982年3月に議会へ提出された勧告書の結論は, 賛成派と反対派の間で議論が白熱・伯仲して委員会としての意見がまとまらず, 最終的には投票によってわずか1票差で金本位制復帰反対となった), わが国ではほとんど知られていない議論でもある。ま

さにそれゆえに、さらにまた、トランプ新大統領就任前後からこの問題に関する議論が再び活発化してきていることに鑑み、当該論文を訳出することは多少なりとも意義あることと考え、ここに訳出した次第である。

## 目 次

- |                |                 |
|----------------|-----------------|
| 1. 変動相場通貨制度    | 5. 世界的インフレーション  |
| 2. 通貨の「通貨性」    | 6. 米国の金融政策      |
| 3. 通貨とインフレーション | 7. ボルカー政策       |
| 4. 金とインフレーション  | 8. ドルの復権——その青写真 |

金に基礎を置く通貨制度をめぐる議論が、再び活発化している。こうした議論の傾向は、世界的なインフレーションと高金利が世界的流行の規模に達している、という現行制度の崩壊に端を発している。だが、こうした金融崩壊の脅威は、国際通貨制度の根本的変革へ向けての格好の素材を提供するものなのである。

通貨供給と為替相場は、ほぼ10年間にわたり、全世界の金融政策を支配してきた。同時に、通貨需要と紙幣の代替物は、無視されてきたのである。

金に兌換可能な国際通貨としてのドルの復権は、もはや考えられないことではない。実物世界にリンクすれば(hinged to)、ドルはもう一度、通貨としての機能を果たし、通貨需要者達にとって魅力ある資産となるであろう。差し迫った課題は、金本位制への復帰が、国際通貨制度の崩壊を回避するために用いられるのか、それとも崩壊後の余波としてもたらされるのか、ということなのである。

### 1. 変動相場通貨制度

ブレトン・ウッズ協定にとって重要なことは、通貨制度全体が究極的には金にリンクされていた、という事実であった。米国を除く全参加国は、米ドルとの間に固定為替相場を維持することに同意した。一方、米国は、金のドル価格を維持することに同意した。それによって、全通貨は、事実上、金にリンクされていたのである。

1968年3月以前においては、適正な範囲を

超えて通貨を拡張しようとする米国のいかなる試みも、金価格に上昇圧力をもたらすことになったであろう。この金のドル価格における上昇開始は、民間保有ドルと引き換えに米国に公的金の売却を余儀なくさせたであろう。それゆえ、米国の拡張的金融政策は、それと同時に自動的に相殺されることになったであろう。金の固定価格を維持する義務は、米国通貨当局に創出された過剰ドルを強制的に吸収させたのである。

外国の中央銀行が過度の通貨創出を試みる場合には、当該国の通貨は減価してゆくであろう。ドルに対する外国通貨のこうした減価の開始は、同国の中央銀行に対して、その外貨準備からのドルの売却と自国通貨残高の再吸収を強制することになるであろう。外国中央銀行は、金融政策の独立を意図するいかなる試みも妨げられることになるであろう。外国中央銀行は、自国通貨とドルとの平価を変更した場合に、そしてその場合に限り、ドルと比較した場合の自国通貨の伸び率を変更することができるのである。

米国が金プール制[金の自由市場価格と公定価格との乖離を防ぐことを目的に、米国と西欧の金保有7ヶ国とが協調してロンドン自由金市場に介入するという1961年に発足した機構]から脱退し、民間ドルの金との兌換を停止した1968年3月に、ブレトン・ウッズ体制の制度崩壊がはじまった。米国は、公的取引相手に対する金の売却に対しても制限を付した。この二重金市場の成立[これにより、金の自由市場価

格と公定価格が分離され、両者間の乖離は放置されることとなり、後者は名目だけの存在となった]によって、国際通貨制度は金と切り離されることとなった。こうした展開過程におけるつぎの段階は、米国が相手を問わず——たとえ外国の中央銀行であろうと——ドルを金と交換することを拒絶した1971年8月15日にはじまった。

金の窓口が1971年8月に米国によって閉ざされた後、世界の主要諸国は新たな固定平価の設定について協議した。それらは、1971年12月のスミソニアン合意によって正式なものとなった。外国中央銀行は自国通貨のドルとの平価を維持する責任を負うという点において、それはブレトン・ウッズ体制に酷似したものであった。ブレトン・ウッズ体制と異なる点は、米国が金ないしその他の通貨本位でのドル価値を維持する責任を負わない、ということにあった。さらに、[ドルで測った]諸通貨価格の許容変動幅も[米ドルの7.8パーセントの切り下げ<金1オンス=35ドルから38ドル>を軸とした上で、基準相場の上下1パーセントから2.25パーセントへと]拡大された。

金とリンクしていない場合には、通貨供給を拡大しようとする米国側のいかなる試みも、外国為替市場において外国通貨の対ドル上昇圧力をもたらすことになるであろう。こうしたドルの減価開始は、外国中央銀行の新規通貨創出によるドルの購入を引き起こすであろう。そのすぐ後で、外国中央銀行は、有利子準備資産を獲得しようとしてそのドルを売却するため、[増大した]当初のドルは再び民間部門に注入されることになるであろう。その全体的効果は、外国通貨[供給]の伸び率が米国の通貨[供給]の伸び率に適応させられる、というものである<sup>(1)</sup>。金とリンクしていない場合には、米国、

ひいては全世界の金融政策に対する制動装置がなくなってしまう。

1973年2月のドルの平価切り下げの後、スミソニアン合意は崩壊した。全主要通貨の価値は、一定の——特定されてはいない——限度内で市場の実勢にしたがって変動することが認められた。

現在の裁量的為替相場政策の下では、介入メカニズムは、外国為替相場維持操作の金融上の帰結にとって極めて重要である。その内容如何によって、外国為替相場への介入は、金融緩和問題を抱える国々に健全な形態の規律をもたらすこともできれば、不健全な政策の広範囲にわたる拡散をもたらすこともありうるからである。決定的に重要な考慮すべきことは、第1に、どの国が介入を行うかであり、第2に、そうした介入がそれぞれ各国の金融政策にどのような影響を及ぼすのか、ということである。

たとえば、ドルが弱く、西ドイツ・マルクが強い場合、ドルの対マルク為替相場を維持するには2つの方法がある。すなわち、ブンデス・バンク[Bundesbank; ドイツ連邦銀行]が介入するか、あるいは、FR[Federal Reserve; 連邦準備制度理事会]が介入代理人となるかのいずれかである。もし、西ドイツが為替相場安定化の責任を認めて介入を行うならば、同国の金融政策は、事実上、米国の金融政策に適應することになるであろう。他方で、もし、米国が介入を行う——だが、公開市場操作で相殺しない——ならば、米国の金融政策は、西ドイツの金融政策に適應することになる。

西ドイツが弱いドルを支援する場合、同国は外国為替市場においてドルを購入(米国の民間銀行債務を取得)する。西ドイツは、マルク(西ドイツの民間銀行債務)を創出することによって、このドルに対する支払いを行う。しかしながら、ブンデス・バンクは、こうした米国の民間銀行債務を所有し続けるわけではない。ドル

<sup>(1)</sup> Robert A. Mundell, "The Proper Division of the Burden of International Adjustment," Chapter 13 in *International Economics*, Macmillan, New York, 1968. Arthur B. Laffer, "The Economic Consequences of Devaluation of A Reserve Currency Country," *World Monetary Disorder*, Patrick Boar-

建て有利子証券を取得するためにドル預金が利用され、同国が外国為替市場で獲得したドルは、再び市中に還流することになる。ドル通貨の供給は不変にとどまる。他方、西ドイツ・マルク通貨の供給は、結果として増加する。こうして、ブンデス・バンクが、ドルの外国為替相場価値を安定させようとするれば、ドルの膨張に見合う西ドイツ・マルクの膨張を強いられることになる。

FRがドルを支援するために介入を実施すれば、まさにこれと正反対のことが起こる。この場合、財務省の代理人として行動するFedは、民間資本市場で西ドイツ・マルク建て債を発行し、同債務と引き換えに民間銀行にマルク預金を取得する。Fedは、この新たに取得したマルク預金で米ドルを購入する。マルク預金は即座に市中に還流するため、西ドイツ・マルク通貨の供給は不変のままである。いまやFedは追加的ドル預金を保有しており、このことにより、市中からその分を吸い上げ、米国のマネタリー・ベースとマネー・サプライを減少させたことになる。したがって、全体としては、米国が介入を行う場合には、ドル通貨の膨張は必然的にマルク通貨の膨張の水準にまで引き下げられることになるであろう。

ドルの金とのリンクが断たれるやいなや、国際通貨制度は混乱状態に陥った。通貨と実物世界との間の連環は取り除かれてしまった。金という規律の喪失により、過剰ドルの創出およびドルにリンクしている他通貨の過剰創出に対する自動的相殺は排除されてしまったのである。

世界的な通貨の過剰と世界的に広がったインフレーションは、変動相場通貨制度の教訓でもある。ドルは、かつては国際的ニューメレール[価値尺度財]として申し分ないものであったが、金とのリンクが断たれてからは、価値維持に対するその信望を失ってしまった。他の全通貨もほとんど例外なく、実物の財貨・サービスに対する価値を低下させている。

## 2. 通貨の「通貨性」

歴史は、塩や家畜のような物的商品から電子ユーロ・カレンシーへといたる「通貨」の進化を目撃してきた\*。「通貨」は、少なくとも2つの本源的機能を果たす。それは、交換手段および価値保蔵手段としての機能である。交換手段としての通貨は、他の商品への転換を可能な限り最小の費用で達成する商品である。それゆえ、通貨は、市場交換に使用されるとき、可能な限り低い費用での市場取引を可能にする。通貨の機能は、所得と支出の流れを調和させることなのである。

通貨がこれら2つの機能の遂行において効果的であればあるほど、その「通貨性(moneyness)」は増大する。ある通貨の通貨性の増大は、当該通貨をより有用なものとし、そのことによって、その需要を増加させる。つまり、ある通貨が進んで受け入れられるようになればなるほど、あるいは、その購買力が安定すればするほど、その利用度は高まることになる。反対に、ある特定通貨における通貨性の減少は、ニューメレールとして保有される当該通貨残高に対する需要の減少をもたらすことになる。

現代の統合された金融市場では、通貨需要は特定地域あるいは特定通貨に限定されることはない。ユーロ・カレンシー勘定、外国通貨建て残高、インデックス化勘定、および金は、代替物として即座に利用可能なものである。

同様に、特定通貨に対する需要も、まったくのところ世界的である。一般企業、国際商社、一部の個人、そして政府機関でさえ、自分達が保有したいと思う通貨を選択することができる。法人、中央銀行、およびその他の取引主体が、自分達の取引に用いる通貨への選好を変化させ、また、自分達の流動性残高を保蔵する通

\* 面白いことに、給与(salary)という言葉は、塩を意味するラテン語をその起源としている一方、報酬(fee)という言葉は、家畜を意味するアングロ・サクソン語および中部ドイツ語の「Vieh」(feeと発音する)から生じている。

貨への選好を変化させるのに伴って、毎日何十億ドルという通貨残高が、ある通貨から他の通貨へと絶え間なく動いているのである。したがって、ある通貨——ドルを含む——に対する世界的な需要の日々の絶え間ない変化は、通貨当局によって供給される当該通貨の実際金額における変化よりもはるかに大きくなる可能性がある。

多くの点において、金は通貨の1つに過ぎない。しかし、紙幣が持っている金の顕著な特徴は、政府がその供給を簡単には変えることができない、ということである。他の通貨と異なり、金は物的に生産されることが必要であるが、これは、民間部門あるいは公共部門のいずれかによる通貨の安易な「創出」を阻止するものである。金は決して物的生産の規律から逃れることはできない。金はまた、通貨であることに加えて、需要の多い物的特徴を持つ金属としての価値をも有している。

公的な金の廃貨とそれに伴う公的宣言 [1968年の米国の金プール制からの脱退による実質的な金廃貨を公的に追認した1976年1月のジャマイカでのIMFキングストン合意を指す。そこにおいて、米ドルと金との結び付きを廃止し、それに伴い名目的存在となっていた金の公定価格も廃止することが決定された。78年4月発効]は、民間金融市場における金の役割を排除することにはならなかった。いわゆる金廃貨以前には、外貨準備 (international reserves) の一環としての金の公的通貨機能は金の過大評価をもたらす、という主張が広く行きわたっていた。金属としてのその本来の使用を超える金需要の増加によって、金価格が高騰すると信じられていたのである。一部の経済学者達は、矢も楯もたまず、ひとたび金廃貨が決まれば、金価格は必ず下落するであろう、と主張した。しかし、金廃貨が行われた1968年以降、金価格はその通貨的機能によって維持されていたわけではなかった、ということが明らかになってきている。実際、金に結びつくことにより諸通貨が価値を獲得していた、ということは後から見れば誰の

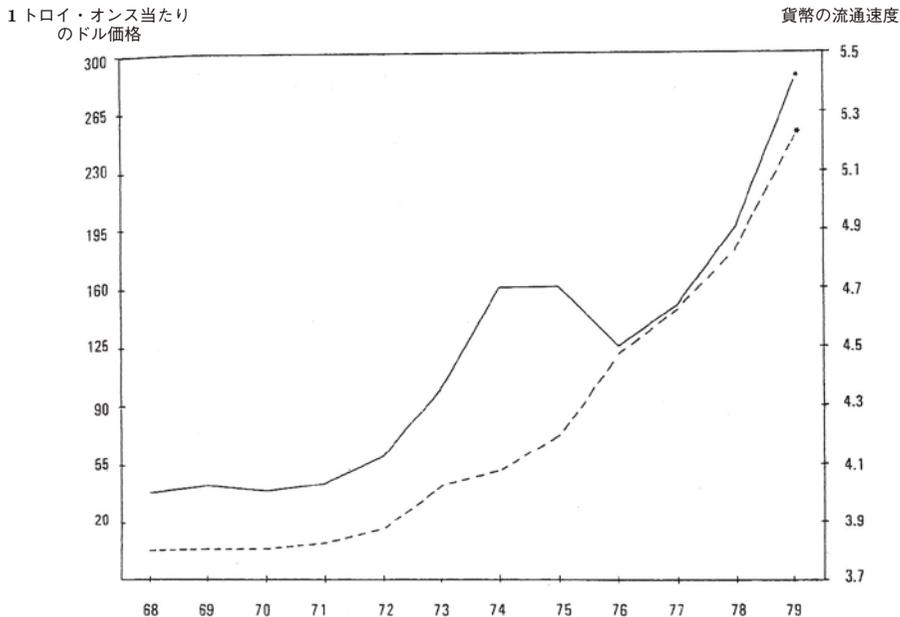
目にも完全に明らかであるように思われる。金は慎重な人にとって、最初の避難場所なのである。ドルが金と同じくらい望ましいものであれば、金の価値は大幅に低下する。

金廃貨は、それがなされなかった場合以上に、金の価値を増大させた。諸通貨は金融規律の恩恵を失ってしまったが、金はその物的特徴を相変わらず保持したままであった。したがって、ある特定通貨における金の価格は、その通貨の規律の有無に関する指標として機能することになった。

ある通貨にとっての規律の欠如は、当該通貨に対する信認の低下をもたらす。ある通貨に対する信認が低下すれば、取引主体達は財貨・サービスや金のような通貨代替物へと向かうことになる。ある通貨からの逃避 (exodus) は、貨幣の流通速度の上昇と同義である。したがって、金価格と貨幣の流通速度とは、密接な関係があるはずである。第1図は、ドルにとっての、この関係を示したものである。金のドル価格の急騰は、米国における貨幣の流通速度の急上昇によって示されるように、ドルからの逃避に対応している。

ドルについての実例を続けてゆくことにすれば、価格——外国通貨のドル価格であれ、また、金のドル価格であれ——の変化は、他の商品と比較したドル市場の変化に対応した生来の調整を反映している。ある特定商品の市場が弱含みとなれば、他の大部分の商品で測られたその商品の価格は低下するであろう。したがって、ドルが弱くなれば、人々は金、諸外国通貨、およびその他の諸商品のドル価格が上昇すると予想するであろう。ある特定商品の価値の一般的低下は、当該特定商品に対する市場の弱含みを示すものである。他の単一商品と比較しての特定商品の価値の低下が、前者 [他の単一商品] の強さをまさに反映したものであったとしても、このことは妥当する。ゆえに、ドル以外の諸市場に端を発する攪乱は、一部の商品に対するドル価格を上昇させる一方、他の商品に対するドル価格を低下させることになるであろう。した

第1図 金価格と貨幣の流通速度



—— 金価格 (月末データの年平均).

----- マネー・サプライ  $M_1$  (月末残高の年平均) で国民所得を除いたもの (季節調整済).

\*1979年は第I四半期から第III四半期までの平均値.

がって、[ドル以外の諸商品のドル価格の動きと]ドル [の対外] 価格の動きとの [相反した関係の] 一致は、そうした攪乱がドルに由来していることの明確な表れである。

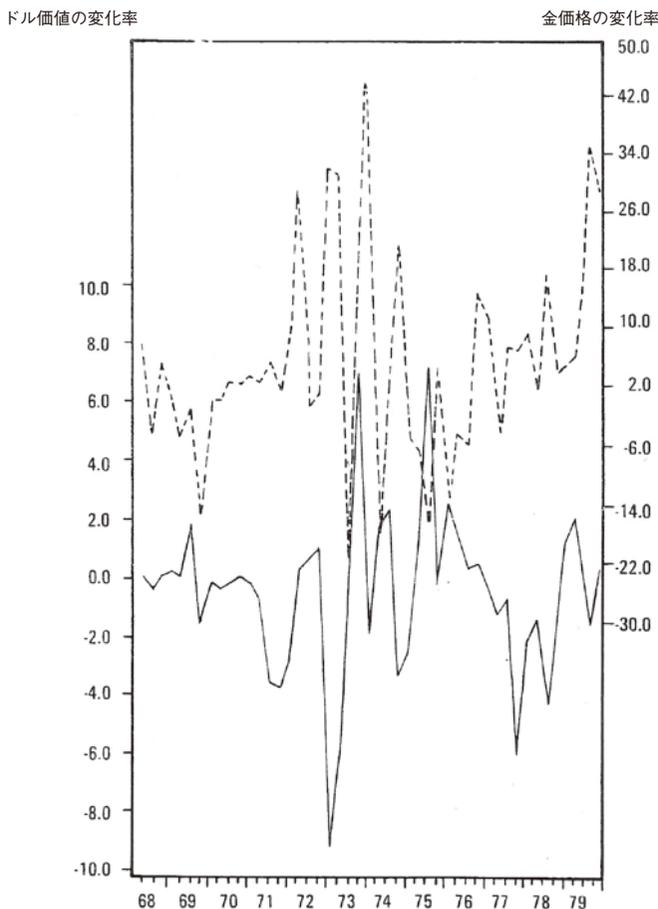
第2図は、ドルの対外通貨価値の変化率と、金のドル価格の変化率とを示したものである。同図における一見して明らかな負の関係は、そうした攪乱の大半が直接ドルに起因するものである、ということを示している。すなわち、諸外国通貨および金に対する需給の変化の程度を考慮してもなお、為替相場の変化と金価格の変化との間には相反した関係が存在するのである。

百分率で見ると、金価格における調整は、外国為替相場の変化を相殺する以上に大きなものがある。これは、金が他の諸通貨以上にドルを代替しているか、あるいは、ドル市場における攪乱が——もっと弱くではあるが——他の諸通貨市場の攪乱と同時的に発生しているかのいずれかである、ということである。1968年3月

から1979年3月までの四半期データによれば、ドルの外国為替相場価値の1パーセントの下落に対して、平均して金のドル価格は2パーセント強上昇しており、金ほど通貨価値下落に対する自衛手段として有効な資産はまず存在しないことが示されている。

多くの通貨にまたがる金融上の同時的攪乱は、変動為替相場制と、周知の政策バイアスとの結合からの結果として生じている可能性がある。ロバート・マンデルによれば、公共政策は、インフレーションよりも失業をより重点的に取り扱う。政策策定者にとって、インフレーションの高進は、失業の減少に対応するものなのである。それゆえ、変動相場制は、いたるところで過度の金融拡張をもたらすとともに、世界的なインフレーションを引き起こすことになった。こうしたインフレ効果は、マンデル派の「歯止め効果」と呼ばれる。金にリンクしていない諸通貨を金に代替することは、世界的インフレーションと「通貨」の購買力低下の危険性

第2図 金価格とドルの対外価値  
1968年第II四半期-1979年第IV四半期



—— ドルの対外価値 (GDPでウェイト付けされた諸外国8ヶ国に対するドルの外国為替相場の平均値).  
----- 金価格.

を除去するための手段なのである.

### 3. 通貨とインフレーション

インフレーションの金融的側面についての分析は、通貨供給と通貨需要の双方を組み込んだものでなければならない\*。特定通貨の均衡価格および均衡数量の決定において、通貨需要は

通貨供給と同じくらい重要なのである。

ある通貨の均衡は、第3図に例解されている。通貨需要と通貨供給は、通貨量「M」および通貨価格「P」で均衡している。この分析における通貨価格は、財タームでの通貨価格である。そうすると、通貨価格の逆数は、通貨タームでの財の価格、あるいはまた、たとえば、消費者物価指数[CPI]ないし生産者物価指数[PPI]で測定された(当該通貨での)一般物価水準にほかならない。したがって、通貨価格の下落は、一般物価水準の上昇、つまりインフレーションに等しい。対称的に、通貨価格が上昇するとき

\* だが、金融的側面は、インフレーションの全体像の片側半分には過ぎない。同じ変化率にもとづけば、産出量の伸びの低下は過大な通貨膨張と同じくらいインフレ的なのである。

には、これは全体の物価水準の下落に対応する。

通貨需要を一定として通貨供給を考察してみると、通貨量の増加ないし減少の効果は、それぞれ第4図および第5図に示されている。通貨供給が増加すれば、供給曲線は、より低い通貨価格の下でのより大きな均衡通貨量に向けてシフトする。その結果は、一般物価水準の上昇、すなわちインフレーションである。通貨供給の減少は、より少ない通貨量とより高い通貨価格へと均衡[点]を移動させる。その結果、物価水準は下落する。

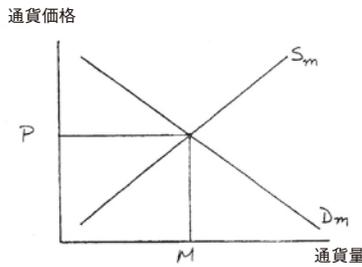
通貨需要は、通貨機能の予想される実効性に基礎を置いたものとなるであろう。予想される通貨購買力の低下あるいは増大は、当該通貨の「通貨性」を減少ないし増大させる。通貨需要

はまた、同通貨の交換手段としての実効性によっても影響される。同通貨の代替あるいは同通貨による代替は、第6図および第7図に描かれているように、その「通貨」としての特性にもとづいて生ずることになるであろう。

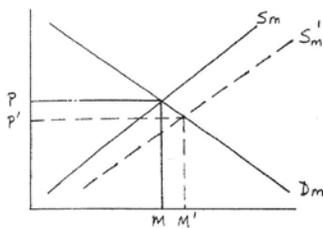
ある通貨の魅力が減少すれば(第6図)、その均衡数量は減少し、均衡価格は低下する。一般物価水準の高騰がその帰結でもある。対称的に、ある通貨の魅力の増大は(第7図)、その通貨の全体量を増加させ、その価格を上昇させる。財貨・サービスの価格は下落する。

1973年にスミソニアン固定平価が放棄された後、西ドイツ、スイス、および日本の金融政策は、通貨量の管理に力を注いだ。しかしながら、これらの国々はまた、信用規制——とりわ

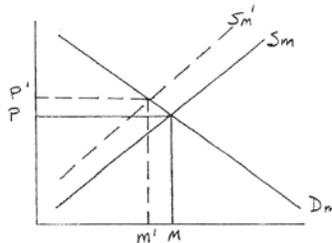
第3図



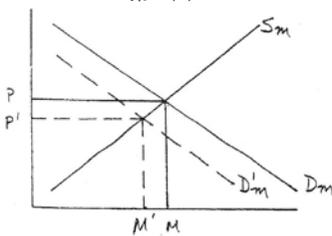
第4図



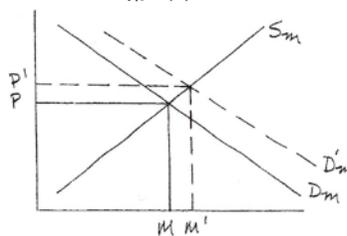
第5図



第6図



第7図



け国際取引における信用規制——を継続することによって、そしてまた、ある場合には強化することによって、自国通貨の切り上げを抑制しようと試みた。たとえば、西ドイツは1973年1月に、外国人が西ドイツから同国の証券——株式を含む——を購入すること、外国企業による西ドイツへの直接投資、および、非居住債権者が関与している場合に西ドイツ人がマルクを信用ニューメール——支払い条件を含む——として使用することに対して制限を課した<sup>(2)</sup>。これらの通貨の「通貨性」は減退し、そのため、これらの通貨に対する需要は減少した。通貨供給の伸びは大幅に鈍化した。貨幣の流通速度、すなわち通貨残高に対する国民所得の割合が上昇したのに伴い、卸売物価でみたインフレ率は急騰した(第8図)。

1974年はじめに、——景気後退圧力の下に

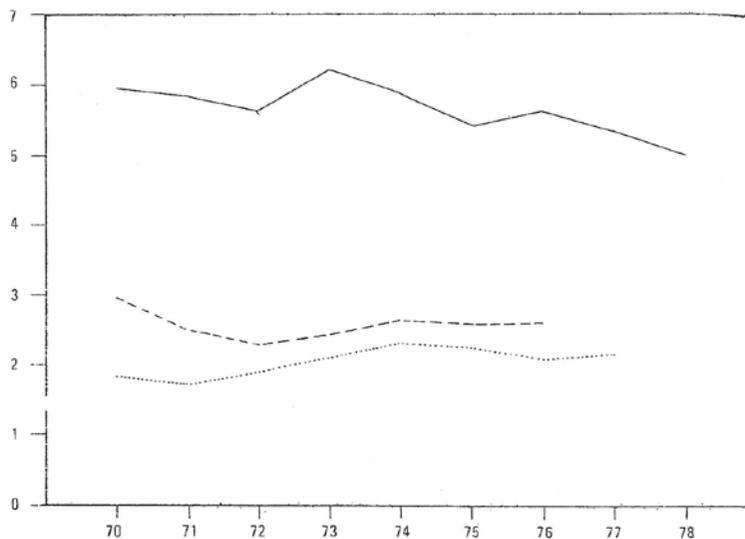
——こうした政策の多くは転換された。西ドイツ、スイス、および日本の法定準備率は引き下げられ、外国為替規制は緩和され、これらの国々の通貨価値は切り上げられた。これら3ヶ国のすべてにおいて、インフレ率は急速に低下した。これは予想されたことであった。予想されなかったのは、1975年初頭にスイスおよび日本で見られた卸売物価の急落、そして西ドイツにおける急落に近い下落であった。

その結果、これら3ヶ国はすべて、通貨量の安定的な伸びを図るという公約を何らかの形で放棄せざるを得なくなり、——インフレーションだけでなくデフレーションをも阻止するため——物価水準の安定化に基礎を置いた金融政策の採用のやむなきにいたった。

こうした変化が最も著しかったのはスイスであった。1971年に20パーセントにまで跳ね上

第8図 西ドイツ、日本、およびスイスにおける貨幣の流通速度の変化

貨幣の流通速度



—— 西ドイツの国民所得を貨幣残高で除したもの。  
 ---- 日本国民所得を貨幣残高で除したもの。  
 ..... スイスの国民所得を貨幣残高で除したもの。

出所: *International Financial Statistics*.

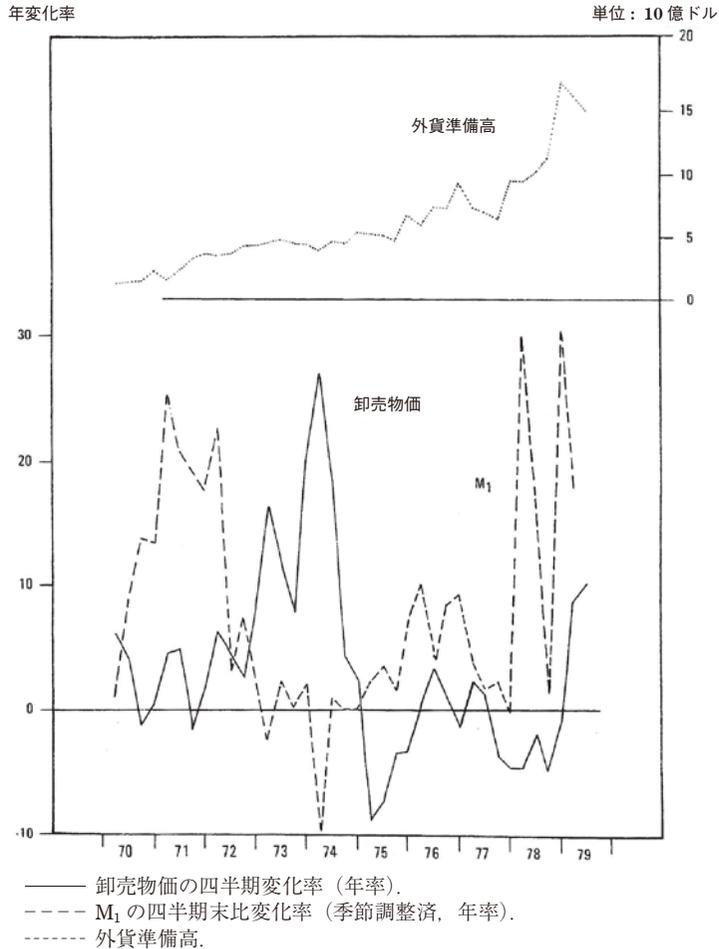
<sup>(2)</sup> "Germany Erects Barriers To U.S. Dollar As Greenback Is Buffeted In World Markets," *Wall Street Journal*, February 5, 1973, p. 7.

がっていた同国のマネー・サプライの伸び率は、1973年には1パーセント以下にまで低下した。しかし、卸売物価上昇率は、1972年の10パーセント以下から1973年第IV四半期には20パーセント以上へと加速した。この間、スイスは、同国の銀行が新規に取得したフラン預金を貸し出すことを禁止する措置を含む各種の信用規制を課した。1974年初頭、こうした規制は撤廃された。その結果、マネー・サプライの伸びは横ばいのままであったが、インフレーションは、1975年第I四半期に卸売物価が年率でほぼ2桁の下落を示すほどまで急落したのである（第9図）。

この時点においてスイスは、スイス・フランが「過大評価」されているとして、金融政策についての数量ルールを放棄せざるをえなくなった。その結果、スイス通貨当局は外国為替市場で数十億ドルの買い介入を行い、その過程でマネタリー・ベースおよびマネー・サプライを増加させた。

こうした変化の結果は、スイスの金融政策を事実上「価格ルール」にもとづかせたことであった。卸売物価が下落しはじめれば、スイス通貨当局は介入し、マネー・サプライを増加させた。逆に、卸売物価が上昇しはじめれば、介入は中断され、マネー・サプライの伸びは鈍化した。

第9図 スイスにおけるマネー・サプライとインフレーション



1974年から1978年第III四半期の間、スイスにおけるマネー・サプライの伸び率は、相対的安定から相対的不安定——1974年のほぼゼロ・パーセントから1978年第II四半期には30パーセントへと揺れ動いた——へと向かった。それと同時に、不安定な動きを示していた卸売物価変化率は比較的安定することになった。

スイスにおけるマネー・サプライの変化と物価の変化との関係を、スイス経済の分析を通じて理解することは難しい。だが、それらを全世界的な状況のなかに置いてみると、ある教訓が明らかになる。1973年におけるドル本位制の放棄、スイス・フランの購買力を維持するという公約、および1974年における信用規制の緩和の結果、スイス・フランの通貨性はドルに比して増大した。その結果は、全世界の通貨残高所有者達によるスイス・フランへの代替であった。かくして、フラン価値の上昇を抑えるため、また、卸売物価の下落を止めるために通貨当局は介入を実施して、スイスの経済活動水準とはそれほど関連していないスイス・フランに対する需要の世界的なシフトに本意ながら対応するという事になったのである。

同期間中（1975～1978年）におけるスイス・フラン建て金価格もまた比較的安定していた——金のドル価格が2倍になったときでさえ——ということも、驚くには当たらない。このことは、卸売物価の安定化に基礎を置く金融政策は金本位制の手近な代替物——逆もまた同様——である、ということを示している。

#### 4. 金とインフレーション

金の購買力は、ロイ・W・ジャストラム教授を含む多くの経済学者達の興味をそそってきた<sup>(3)</sup>。彼は、英国および米国の両国における一般物価水準上昇過程の歴史と金価格の歴史とを調査した。この広範な研究は、英国については

1560～1976年、米国については1800～1976年の期間に及んでいる。ジャストラムは、その研究から4つの重要な結論を引き出している。すなわち、

- ・金は激しいインフレーションに対しては優れたヘッジとはならない。
- ・金は激しいデフレーション期においては運用資産としての価値が増大する。
- ・金は年々の商品価格の上昇に対しては有効なヘッジとはならない。
- ・それにもかかわらず、金は長期間にわたってその購買力を維持している。こうした状況に関して興味をそそられる見地は、金が究極的には商品価格の方に向かうのではなく、商品価格が金価格に復帰するという点である<sup>(4)</sup>。

商品価格水準は金価格の水準から遠ざかることもあるが、金価格の水準に繰り返し復帰する傾向がある、という上記の4番目の結論は、ジャストラムが「復帰現象」と呼ぶものである。

ジャストラムの研究では、通貨が金とリンクされていた時期とリンクされていなかった時期とは区別されていない。調査された数百年にわたって支配的であった通貨制度は、金または銀のいずれか一方、あるいはそれらの双方に通貨がリンクされている制度であった。

通貨が金にリンクされている通貨制度の下では、物価水準は金の量に比しての財の量を基本的には反映したものとなる。金および兌換可能な通貨の量を一定とすれば、このとき物価水準の変動は、財の生産における変化の結果として生ずることになる。インフレーションは、財の量の減少によって生ずることになる。

通貨が金とリンクしているような通貨制度の場合には、ジャストラムによって示された結論は至極当然なものである。激しいインフレ期には、通貨の購買力は定義により減少する。リンクされている商品、すなわち金の購買力も同じく低下する。したがって、通貨が金とリンクし

<sup>(3)</sup> Roy W. Jastram, *The Golden Constant*, John Wiley & Sons, New York, 1977, p. 175.

<sup>(4)</sup> *Ibid.*

ている場合、金は激しいインフレーションに対しては優れたヘッジではなく、また、年々の商品価格の上昇に対する有効なヘッジともならない。反対に、激しいデフレーションの場合には、リンクされている通貨および金の購買力（「運用資産」）は増大する。そして、金の供給が比較的安定しているとすれば、財の供給の変化は、商品価格が金の長期相対価格の近傍を変動するという傾向、すなわち「復帰現象」を引き起こすのである。

しかし、今度は、通貨が金とリンクされていないような通貨制度——紙幣制度——を考えてみよう。この法定不換紙幣の世界では、物価水準は紙幣量に比しての財の量を反映したものとなる。ゆえに、金の価格は、紙幣に比しての金の量を反映したものとなる。上に示された場合のように、通貨量を一定とすれば、インフレーションは財供給の減少によって生ずることになる。他方で、財の量を一定とすれば、インフレーションは紙幣供給の増加あるいは紙幣需要の減少からも生じうる。さらに、金の量を一定とすれば、インフレーションは紙幣供給の増加または紙幣需要の減少からも生ずる。さらにまた、金の量を一定とすれば、供給または需要される紙幣量のこうした変化〔つまり、紙幣供給の増加および（または）紙幣需要の減少〕は、まさに金価格の上昇に帰結する。

こうした紙幣制度の下では、ジャストラムの最初の3つの結論は否定されてよい。財および金の量を一定とすれば、紙幣供給の増加ないし紙幣需要の減少は、財と金の双方の価格を上昇させるであろう。金は激しいインフレーションに対する優れたヘッジとなり、年々の商品価格の上昇に対する効果的なヘッジとなるであろう。激しいデフレーションという反対の場合には、金の購買力（「運用資産」）は比較的安定したものとなるであろう。財市場における変動を考慮すれば、やはり「復帰現象」が生ずることになるであろう。商品価格水準は金価格の水準へ繰り返し復帰するため、金の長期的購買力が維持されるであろう。

短期的には有効なインフレ・ヘッジとはならないという金の特質にかかわるジャストラムの結論は、通貨が主に金にリンクされていた数百年のデータにもとづいている。米ドルのように、通貨が金にリンクされていない1980年の通貨制度の下では、そうした結論は修正されることになる。

現在では、インフレーションは、2つの市場——財市場と貨幣市場——における攪乱から発生する可能性がある。紙幣の過剰創出がインフレーションの原因である限り、金は短期的にもインフレに対する効果的なヘッジとなる。こうした特性は、無論、財生産の変動によって緩和される。

ジュード・ワニスキーは、1933～1976年というより短い期間にわたる英国の経験を考察した<sup>(5)</sup>。同期間中、英ポンドは、リンクと離脱を何度も繰り返した。ワニスキーは、インフレーションに対するヘッジというものは相対的な概念であると指摘している。物価水準で測定して、金は同期間中に英国におけるその購買力の25パーセントを失ったが、英貨ポンドの購買力は1,434パーセントも低下したのである。相対的に見て、インフレーションに対するヘッジとしては、金は通貨よりも明らかに優れていた。

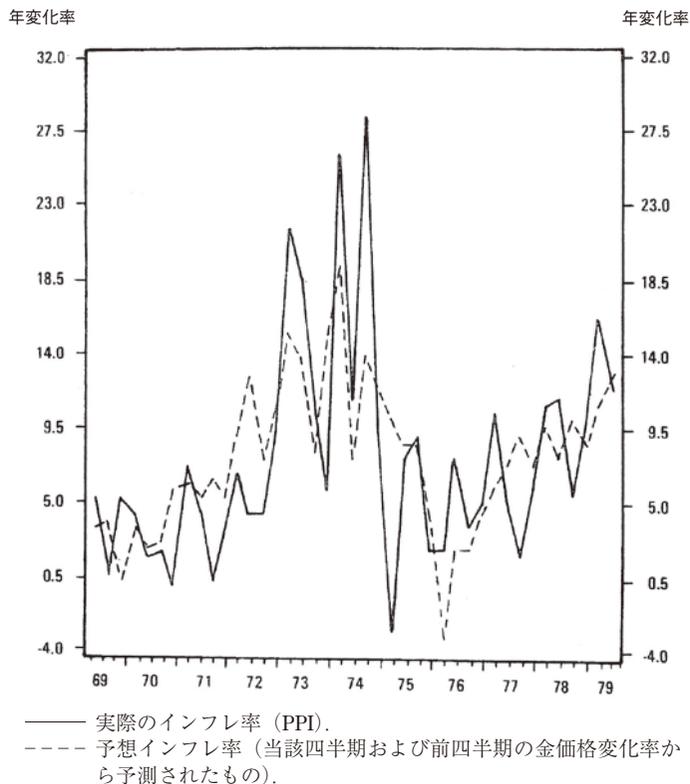
統計結果は、金のドル価格の変化と一般物価水準の変化との間には明白な関係が存在することを示している。もっと正確に言えば、金のドル価格の変化率は、当期だけでなく次期以降のドル・インフレーション（インフレの測定にはPPI変化率を使用）にも関連しているのである。

その関係は第10図——当該四半期および前四半期の金価格変化率から得られる予想インフレ率と実際のインフレ率（四半期ベース）との比較を行っている——に示されている。実際のインフレ率と予想インフレ率は、極めて似かよったものとなっている。

こうした関係に対する1つの解釈は、金市場

(5) Jude Wanniski, "Barbaric Metal or Golden Anchor?" *The Wall Street Journal*, March 15, 1978.

第10図 実際のインフレ率と予想インフレ率 (PPI)  
1969年第II四半期-1979年第II四半期



出所：Bureau of Labor Statistics, *The Wall Street Journal*.

が将来のインフレーションを予測する、というものである。しかしながら、その他の統計結果は、これが事実ではないかもしれない、ということを示している。短期財務省証券 [TB] 利回りの期間構造は、市場の潜在的なインフレ予想を表している。しかし、金利を用いて1ヶ月、3ヶ月、6ヶ月という期間にわたる予想インフレ率を測定してみても、金のスポット価格の変化との間には、何ら統計的關係は見受けられない。

上に導かれたこの関係に対する一見説得力のある説明は、物価水準の通常の測定にはかなり多くのタイミング・エラーが含まれているが、他方で、即時報告される金価格は主要市場の価格の動きについてのその時々測定値を表示している、というものである。サンプリング技術

によって引き起こされる測定過程におけるいくつものラグ、および(または)、市場価格の変化と、通常の測定方法がその基礎を置く表示定価ないし契約価格の変化との間の時間差は、確かにそうした結果をもたらすかもしれない。こうした性質を有するタイミング・エラーの存在は、主要市場における諸取引価格の変化が必然的にその後に測定されるインフレーションに先行することになる、ということを示している。

ドル以外の諸通貨についても類似の結果が予想される。インフレーション——すなわち通貨単位の購買力の減少率——は、当該通貨建ての金価格の上昇を意味しているからである。

## 5. 世界的インフレーション

世界中に広まったインフレーションは、変動相場通貨制度の継子であった。インフレーションは、金にリンクされていない制度の必然的帰結ではないが、そこに通貨の過剰を示す一般的指標は何ら存在しない。兌換性のない通貨と財貨・サービスという実物世界との間のリンクの欠如は、いくつもの国あるいはすべての国々において、節度のない金融政策を招来するのである。

公共政策が有する金融拡張へ向けてのバイアスは、世界的インフレーションにとって極めて重要である。マンデルによれば、政策策定者は、失業がインフレとは逆の方向に変化するということを認識している。相殺されない限り、物価の下落は、通貨切り上げの当然の帰結とみなされる。通貨切り上げから予想されるデフレーションを相殺するため、通貨価値が上昇した国々の通貨当局は、失業を回避しようとして拡張的金融政策を遂行する。その結果、為替相場の変化は、切り上げられた国の通貨量を収縮させることなく、切り下げられた国の通貨量の膨張をもたらすだけということになる。こうした政策は、すべての国の通貨量の同時的膨張——その膨張率は異なるが——をもたらすことになる。為替相場の持続的変化は、すべての通貨にこうした「歯止め」[通貨切り上げ国で本来発生するはずの通貨量収縮に「歯止め」がかけられ、その結果、世界的に通貨量の膨張が生起する]現象と世界的インフレーションを引き起こすのである。

持続的な世界的インフレーションという予想は、すべての通貨に対する需要を減少させる。金のような通貨代替物および実物資産は、通貨に代わる魅力的な価値保蔵手段となる。そして、通貨からの逃避は、世界的インフレーションを悪化させる。

カーター政権が新たに発表したドル安定化に対する取り組みに協力するという西ドイツ、日本、およびスイスの昨年 [1979年] 11月の取

り決めは、これらの国々における物価安定、低金利という環境を大幅に悪化させ、さらには破壊してしまった。これらの国々の公約の結果、マルク、円、およびフランがドルに対して上昇し続けるという期待は減退し、これらの通貨の「価値保蔵」手段としての相対的優位性も低下した。その結果生じたこれらの諸通貨からの通貨残高の代替は、——通貨量の伸びが同じであると仮定しても——これらの国々のインフレーションが加速すると予想される、ということの意味した。しかも、なお悪いことに、これらの国々はドルを支援するための介入をも行い（物価の下落を中断させることに反対していたにもかかわらず）、その外貨保有を増加させ、各国ともにマネタリー・ベースを拡大させた。その必然的結果は、米国のインフレ率および金利が西ドイツ、日本、およびスイスで支配的であった低い水準へと低下するのではなく、これらの国々のインフレ率——および金利——が米国の高い水準に急速に近づく、というものであった。

## 6. 米国の金融政策

通貨量の伸び率を低下させるには多くの方法がある。そうした方法の一部は、将来のインフレ予想を引き下げるであろう。しかし、マネー・サプライの伸び率を低下させようとするいくつかの措置は、インフレ率にごくわずかな影響しか与えないであろう。しかも、測定されたマネー・サプライの伸び率を抑制しようとする措置のなかには、インフレ促進的なものさえあるのである。

最近の Fed の行動の主要な目的は、加盟銀行の金融仲介の実効費用を上昇させることによって、マネー・サプライの伸びを抑制する、というものである。Fed は、公定歩合を引き上げることによって、加盟銀行が無利子資産を借り入れようとするときの費用を明らかに増加させた。さらに、Fed は、法定準備率を引き上げることにより、加盟銀行の総資産のうち無利子の形態で保有されなければならない割合を増大さ

せた。要するに Fed は、加盟銀行の活動水準に対する課税を重くしたのである。

1978 年 11 月と 1979 年 10 月における政策発議の比較対照は、金融政策の明確な変化についての含意を理解するのに有用である。満足のゆく説明は、2 つの政策発議の類似性と相違性、および金融市場の反応のすべての領域にわたり、それぞれ整合的なものでなければならない。

1978 年 11 月と 1979 年 10 月の Fed の発議の間には、多くの類似点がある。いずれの場合にも、加盟銀行債務に対する法定準備率が引き上げられた。1978 年 11 月には、大口定期預金の 2 パーセントに相当する「追加法定準備」が課され、法定準備金は約 30 億ドル増加した。1979 年 10 月には、それらの法定準備率は、国内債務の増加額分に対してさらに 8 パーセント引き上げられた。その上、加盟銀行のユーロ・ダラー借り入れの増加額分に対する法定準備率が、ゼロ・パーセントから 8 パーセントに引き上げられた。

公定歩合は、いずれの場合も 1 パーセント・ポイント引き上げられた。

金融市場の反応は、政策変更があった次週の短期金利の上昇にみられるように似たようなものであった。たとえば、3 ヶ月物財務省証券の利回りは、1978 年 11 月、そして 1979 年 10 月ともに約 1 パーセント上昇した。

類似性よりも重要なのは、2 つの政策発議の間の著しい相違である。こうした違いは、金融政策およびそれに付随する政策行為を導いてゆく上で重要であるとして選択された変数をめぐって生じる。1978 年 11 月の政策発議にとって重要なことは、ドル価値に対する政府の無関心が改められた [つまり、米ドルの価値下落に対して静観するというフォード政権以来のビナイン・ネグレクト政策の放棄]、ということであった。1978 年 11 月以前には、外国為替市場において、ドル価値は加速度的な下落を示していた。11 月 1 日の発議によって示されたのは、国際的観点からする配慮が今や金融政策を運営する上で重要な考慮すべき事項になっている、

という明確な認識であった。短期スワップ・ラインを含む 300 億ドルのドル防衛基金、財務省による外国通貨建て債券の売却計画、および各種 IMF 特別融資制度<sup>ファンシリティイ</sup>の活用が発表された。さらに、公開市場における財務省による金の売却は、月当たり 150 万オンスに倍増された。その結果は、Fed の行動に何らかの影響を及ぼすと見られる外国為替市場の規律を通じて、西ドイツ、日本、およびスイスの中央銀行に暗黙のうちに譲歩する、という形での米国の金融政策の国際化であった。こうした国々の金融政策は、物価の安定および低金利という環境の確立に成功したものであるがゆえに、これは重要なことである。

## 7. ボルカー政策

これとは対照的に、1979 年 10 月のボルカー [当時の FRB 議長、同年 8 月に議長に就任したばかりであった] の発議は、ドルに対する持続的な国際的圧力への反応としてではあったが、もっぱら国内の政策変数に焦点を合わせたものである。政策目標として舞台中央に引き上げられた金融変数は、加盟銀行準備によって測定される通貨量であった。さらに、全米銀行制度に対する「自主的」信用割り当ての発動は、純粋に国内的な発想であり、今日の金融市場のグローバルな性格に反するものである。

特定の大口国内預金の増加額分に対する法定準備率を 8 パーセント・ポイント引き上げ 16 パーセントにしたこと、およびユーロ・ダラー預金の増加額分に対する法定準備率をも 8 パーセント・ポイント引き上げて [0 パーセントから] 8 パーセントにしたことは、ことさら重要である。それらは、たとえ預金増加分のみ課されるだけであっても、広範に衝撃を与える。加盟銀行のポートフォリオという資産面についていえば、今や資産のより多くの部分が連邦準備預金として保有されなければならないのである。こうした預金が有する重要な特徴は、それらが無利子であるということである。法定準備

率が高くなればなるほど、収益を生む銀行資産の割合は小さくなる。法定準備率の上昇は、加盟銀行の活動に対する税率の引き上げにほかならない。

ここで、FRS [Federal Reserve System; 連邦準備制度] 加盟銀行の債務に対する市場を考えてみよう。こうした債務への需要は、ある程度、同債務保有者が受け取る収益に依存する。それゆえ、銀行が受け入れる預金の供給 [曲線] は右上がりであり、同預金供給は銀行が預金者に支払う預金 1 ドル当たりの総支払い額 (サービスを含む) に依存する。こうした預金に対する銀行の需要は、運用資産 1 ドル当たりに対して銀行が期待できる純利子収入に依存する。したがって、銀行の預金に対する需要は、ある程度、そうした資金に銀行が支払わなければならない費用——そうした預金の一定割合を無利子の準備勘定にとどめておくことによる費用を含む——に依存する。他方で、預金供給は、この事実上の税を計算する前に預金者が受け取る収益だけに依存するのである。

事実上の税率の効果は、極めて重要である。それらは法定準備率と金利水準の双方に依存する。法定準備についてみると、銀行の粗収益に対して相当する実効限界税率は、準備が銀行の総資産に占める割合と銀行の平均貸出金利を乗じたものに等しい。借入準備については、公定歩合と借入準備が銀行の総債務に占める割合とを乗じたものに相当する追加の実効税率が存在することになる。

このように述べれば、Fed の最近の行動の帰結は、容易に理解しうるであろう。Fed の行動が通貨市場全体に及ぼす影響を可視化するために、加盟銀行の活動水準の拡大に対する税率が 100 パーセントに達するまで累進的に高くなっていったとしたならば、どんなことが起こるかを推測してみよう。いまさというまでもないことであるが、ひとたび税率が 100 パーセントに達したならば、銀行の活動水準が拡大することは、もはやまったくありえない。銀行は拡張を停止するであろう。税率がそれ以上に上昇すれば、

加盟銀行は自行の顧客達に対し、追加的借入 1 ドル当たりに対してより大きな金額を貸し出し金利額分として請求せざるをえなくなるであろう。やがて、銀行の業務拡張は、次第により収益の少ないものとなってゆくであろう。

基礎的租税理論に示されるように、いかなる生産物であれ、その生産に課される税率が高くなればなるほど、当該生産物の需要者によって支払われる価格は上昇し、当該生産物の供給者によって受け取られる価格は低下する。租税は、支払い価格と受け取り価格との間にくさびを打ち込むのである。

Fed の行動に対する数量上の反応は、こうした価格上の反応と歩調をそろえて発生するであろう。需要者が支払わなければならない価格が上昇すればするほど、彼らは需要を減少させるであろう。それと対称的に、供給者が受け取る価格が低下すればするほど、彼らは供給を減少させるであろう。したがって、Fed の行動は、加盟銀行の資産 (たとえば、貸し付け) の供給とそれに対する需要をも明らかに減少させるとともに、さらにまた、加盟銀行の債務 (たとえば、要求払い預金) の供給とそれに対する需要をもまた明らかに減少させ、加盟銀行の活動水準を抑制することとなる。

換言すれば、ボルカーによる発議の効果は、ドル資金の貸し手と借り手の間に仲介サービスを提供するという重要な経済的機能を遂行するための加盟銀行の能力を弱めている、ということなのである。この結果、貸し手と借り手の双方は、今や、他のもっと効率的な金融仲介機関を探すことになると予想される。

これが意味することは、貸し出しおよび借入れが加盟銀行から非加盟銀行の方へと、そしてドルからマルク、円、およびスイス・フラン等の外国通貨へとシフトするであろう、ということである。加盟銀行が諸資産を創出することから得られる収益率が低下すればするほど、より多くの銀行がより高い収益をもたらす代替物へとその活動をシフトさせるようになるであろう。加盟銀行は、FRS を離脱しようとするで

あろう。非加盟銀行、つまり Fed の法定準備に縛られない銀行は、加盟銀行と比べより急速に拡大するであろう。

要するに、Fed の行動は、ドル、とりわけ加盟銀行によって創出されるドルの存立性と魅力を低下させているのである。そのような理由で、Fed の行動が測定された通貨量の伸びを結果としては明らかに鈍化させているという事実にもかかわらず、その行動自体がインフレ見通しを悪化させているわけである。米国で創出されるドルに対する税率を引き上げることによって、Fed は取引通貨の他通貨への代替を引き起こした。こうしたドルからの代替は、ドルの量が減少するであろうということと、その価値が低下する、すなわち物価水準が上昇するであろう、ということの意味する。通貨量の伸びの鈍化も、ドル供給に比してのドル需要の縮小から生ずることになるため、インフレーションは高進することになる。

現在のインフレーションの終息を意図した適切な金融政策は、通貨量全体的大幅な増加を引き起こすはずである。政策が適切なものであるならば、全世界の通貨保有者はドルに復帰するため、それは、国内産出物の単位当たりに対するドル需要の劇的な増加だけでなく、産出量の劇的な増加をも促進することになるであろう。米国の貨幣の流通速度は低下するであろう。インフレ率の低下は、主に通貨需要の増加から生ずるため、それゆえ、通貨量全体の増加を同時にもたらすことになるであろう。

こうした成果を達成するためには、いくつかの措置をとることが必要である。第1に、FR は加盟銀行の預金に対し、ただちに市場金利を支払うようにしなければならない。これは、加盟銀行の租税負担を直接的に引き下げ、準備に対する需要と加盟銀行の債務に対する需要を間接的に拡大することになるであろう。加盟銀行は、その他の通貨創出者達とより効率的に競争することができるようになるであろう。

第2に、Fed は、公開市場操作、外国為替市場介入、およびその他の資産売却方式を通じて、

その債務（銀行制度の準備）の供給を厳格に管理し続けることが必要である。最後に、Fed は、ドル価値を諸通貨のうちで最強のものにだけリンクさせることによって——あるいは、もっとよい方法としては、米ドルの対外価値上昇を保証することによって——、在米金融債務の魅力を高めることができるであろう。西ドイツ・マルクやその他の諸通貨と比較してドルが増価してゆくことが確実ならば、他通貨建てでの通貨保有残高は減少するであろう。

上に示唆された行動は、Fed の権威を極限まで拡大するものである。上記以外のインフレ対策としての諸生産向上政策 [レーガン政権発足時に発表された広範囲にわたる大規模な減税、政府支出削減、および各種規制の緩和・撤廃等] も、財務省、議会、および大統領との協調によって実現することができるであろう。こうしたその他の諸政策は、将来のある特定時点における兌換性の回復——金との兌換価格の決定は市場にゆだねる——を含むものであろう。

現行の価格で、ドルが金と同じくらい望ましいものであるということが本当に保証されたならば、ほとんどの人は金ではなくドルを保有するであろう。同様に、インフレ期待の低下を反映して金利が低下すれば、ドル通貨残高のより広範囲での利用が生ずることになるであろう。ドルが国際的ニューメレールとしての地位を回復するに伴い、国際取引を行うための、あるいは単なる価値保蔵手段としての諸外国通貨の利用もまた減少するであろう。金融政策の成功は、通貨需要をシフトさせ、ドル通貨の供給増加が必要となるであろう。インフレーションは速やかに抑制されることになるであろう。

## 8. ドルの復権——その青写真

その長所がどのようなものであれ、現行通貨制度が激しい非難の集中砲火を浴びせられているということは、さほど驚くべきことではない。早急に是正されない限り、現在の混沌とした金融情勢は、われわれの通貨制度の根本的な変革

を生む格好の素材となるであろう。金と兌換可能な国際通貨としてのドルの早期復権は、金融崩壊を十分回避することができるものなのであり、金融崩壊の余波として現れるものではないのである。

金とドルとの間のリンクを復活させること自体は、安定を保証するものではない。不適切な形で行われるならば、ドルの兌換性回復は金融市場と経済にとつてもない苦痛を引き起こす可能性がある。たとえば、金価格があまりにも高く設定されたならば、インフレは高進し続けるであろう。他方、金価格があまりにも低く設定されたならば、物価水準は下落し、経済全体にデフレ圧力をもたらすことになるであろう。さらに、技術的側面に欠陥があったならば、ドルの兌換性回復への復帰声明は、米国の金準備をめぐる投機——それはドルに金の裏づけを回復させようとする企図を頓挫させてしまう——を招く可能性がある。

英国は1717年に、当時、造幣局長であったアイザック・ニュートン卿の勧告にしたがい、金本位制を採用した。1690年代後期には、哲学者ジョン・ロックが、一定量の銀地金でポンドの価値を確立するよう英国政府を説得している。これは、根本的な変革であった。というのも、それ以前の200年間における支配的見解は、硬貨の重量は国王の大権によって決定される、というものであったからである。イングランド銀行は、その後200年にわたり、ほぼ一貫してこうした通貨本位を固守してきたが、ロックの主張はその基礎となるものであった。

米国では、通貨は1792年貨幣鑄造法によって金と銀の双方にリンクされていた。同法は、初代財務長官アレクサンダー・ハミルトンの見解を反映したものであった。通貨が同時に2種類の金属によって固定されているという制度は、歴史的には珍しいものではなく、複本位制として知られている。複本位通貨制度は、南北戦争に始まる「グリーンバック」時代まで続いた。(金または銀での)正貨の支払いは、1861年に停止された。金は1879年の「再開法」によつ

て、再び通貨本位としての地位を實際上回復した。議会は、1882年にグリーンバックに対してはじめて1億ドルの法的金準備を制定した。

1900年金本位法は、ドルを純度90パーセントの金25.8グレインに等しいものと定めて、公式に兌換性を認めた。財務長官は、グリーンバックおよび財務省証券の償還のために1億5,000万ドルの金準備を維持するよう指示された。

FRSの確立に伴い、1913年に新たな金条項が採用された。各地区の連邦準備銀行は、新連邦準備銀行券に対する裏付けとして40パーセントの金準備を、そして預金に対しては35パーセントの金準備を維持するよう要請された。

金本位制は、1933年および1934年に廃止された。私的金所有は禁止され、通貨はもはや国内的には金と交換することができなくなった。金準備法(1934年)の規定にしたがい、同水準の法定金準備が維持されたが、償還目的のためには金証書が保有され、金自体は財務省に移転された。

銀行券と預金の双方に対する法定金準備は、1945年における連邦準備法の修正により25パーセントに引き下げられた。

預金に対する金準備は、1965年に撤廃された。そして、1968年3月18日、議会は連邦準備銀行券に対する金準備を撤廃する法案を可決した。同法は、米国の金プール制からの脱退と二重金市場の出現に符合するものである。

ドルの兌換性を成功裏に回復するために、ここに提示する青写真は、金に基礎を置く通貨制度への復帰に必要な初期的調整は経済ではなく金市場が行うことを保証するための移行期間を含んでいる。また、金市場の変化が経済全体を圧迫する可能性を最小化するための「安全弁」も設定されている。

この青写真は、1972年のIMFナイロビ総会で提起された「米国提案」に見出されるポール・ボルカーFR議長の考えを広範囲にわたって活用している。同総会における米国側主席代表として公式に同提案を提唱したのは、当時の財務

長官ジョージ・P・シュルツであった。

米国は、ドルの金との兌換性回復に向けて2つの側面を有するプログラムを発表することになるであろう。同プログラムの第1の部分は、その実施の前に、金市場を、そして一般的には金融市場をドルの兌換性回復に適合させることを意図した移行期間を認めている。そうした期間の必要性は、1972年の提案でも広く認識されていた。「米国提案」はつぎのように述べている。

「われわれはまず、一般的に容認される移行期の取り決めが必要である、ということを描きおきたい。この移行期の問題は、提案されているような制度に固有のものではない。均衡と兌換性という概念にもとづくいかなる通貨制度も、移行期の問題に対処するための特別処置を必要とするであろう。」

同プログラムの第2の部分は、新通貨制度を実行可能かつ信頼しうるものとするためになくてはならない必須の技術的仕様についての提案である。1972年の米国提案は、つぎのような制度を頭に描いていた。すなわち、それは、

「……準備資産との兌換性を有するいかなる制度においても、不釣り合いなまでに巨額の準備の喪失が、国際収支の赤字を除去するための調整の必要性を示すとまったく同様に、特定国における不釣り合いなまでの巨額の準備の増加が、国際収支の黒字を除去するための調整措置の必要性を示すような制度」である。

移行局面では、以下のような政策発議が含まれるであろう。

- ・ 米国は、あらかじめ明示された将来のある時点——たとえば、3ヶ月後——にドルの兌換性を回復するとの意向を明確に公表する。
- ・ 金価格設定前のこの発表時に、米国はまた、潜在的に関連性を有すると思われる情報をできる限り多く金融市場に提供する。このことにより、金およびその他の金

属備蓄は、正確に列挙されることになるであろう。このことは、1970年代初頭に放棄された財務省の金予算の復活を必要とするであろう。

- ・ 米国は、この3ヶ月の期間中は、FRも米財務省も外国為替市場に介入せず、また、公開市場においていかなる<sup>ネット</sup>の介入も行わない、ということを発表する。割引窓口を通じたFRS加盟銀行への準備からの<sup>ネット</sup>正味の貸付額も、加盟銀行各々の現行水準で凍結されるであろう。簡単にいえば、FRおよび財務省は、この3ヶ月の期間中、民間市場における自然な動きを阻害しないように「休暇をとる」のである。そうした無行動の結果、マネタリー・ベースはこの3ヶ月の期間中、まったく変わらないままになるであろう。

同発表は、ドルを金にリンクさせるための実際の交換メカニズムを概説したものとなるであろう。それは、大体のところ、以下のようなものとなるであろう。

- ・ FRは3ヶ月後、その債務（流通通貨残高と加盟銀行準備金）のドル単位と金の一定量との間の平価をロンドン金市場におけるその日の平均取引価格で設定するよう指示される。これが、ドルの公定価値および金の公定価格となる。それ以降については、以下の通りである。
- ・ FRは、上記公定価格よりも0.7パーセント高い価格で、すべての需要者にいつでもその債務（マネタリー・ベース）単位と引き換えに金を売却できるように準備する。
- ・ FRは、その債務単位と引き換えにその公定価格よりも0.7パーセント低い価格ですべての売り手からいつでも金を購入できるように準備する。
- ・ FRは、公定価格で評価して、その債務のドル価値の40パーセントに相当するドル価値分の平均金準備を維持するようにつねに努力する。この平均準備（AR）は、

それをめぐって政策が展開される「目標準備量」となるものである。

- ・ FR 債務のドル価値の 70 パーセントに相当する準備水準が上限準備となり、さらに、同債務の 10 パーセントに相当する準備水準が下限準備となるような金準備幅が設定されるであろう。
- ・ いったん設定されれば、金の目標準備量は強制的な政策発動点を決定することになるであろう。目標準備水準の上下各々 25 パーセントの範囲内では、通貨当局はマネタリー・ベースの管理を行使するに際して十分な裁量を有することになるであろう。通貨当局が直接的な兌換性を通じて公定価格を維持している限り、マネタリー・ベースを変化させるためにとられる行動に制約が課されることはないであろう。金準備量のドル価値がマネタリー・ベースの 30 パーセントと 50 パーセントの間、たとえば、目標準備の [上下各] 25 パーセントの範囲内にある限り、公開市場操作、公定歩合操作、さらには為替相場への介入でさえ通貨当局の裁量下に置かれることになるであろう。
- ・ しかしながら、実際の準備がマネタリー・ベースの 20 パーセントと 30 パーセントの範囲内に減少した場合には、このとき通貨当局の裁量は完全に排除されることになるであろう。通貨当局は、マネタリー・ベースがまったく増加しないような政策の遂行を要請されるであろう。このことは、事実上、実際の金準備が目標準備水準の 50 パーセントと 75 パーセント（マネタリー・ベースの 20 パーセントと 30 パーセント）の間へ減少した場合には、通貨当局はすべての金・ドル交換を完全に相殺することを要請される、ということの意味する。
- ・ マネタリー・ベースの増加が停止したにもかかわらず、実際の準備が目標準備の 25 パーセントと 50 パーセント（マネタリー・ベースの 10 パーセントと 20 パーセ

ント）の間へ減少した場合には、通貨当局はマネタリー・ベースを月当たり 1 パーセントの割合で縮小させることを強制される。このことは、通貨当局がマネタリー・ベースの月当たり 1 パーセントの減少——金との兌換性を維持することがマネタリー・ベースに及ぼす影響を含む——を首尾よく成し遂げなければならない、ということの意味する。金売却にもとづくマネタリー・ベースの減少が 1 パーセントよりも大きい——または小さい——ならば、マネタリー・ベースの変化を規定額までそれぞれ制限——または増大——させるために公開市場操作が行われることになるであろう。

- ・ 強制的な政策の対称的組み合わせは、実際の準備が目標準備の 1.25 倍と 1.5 倍の間に、そしてまた、目標準備の 1.5 倍と 1.75 倍の間へ増加する場合の政策をも指示している。こうしたそれぞれの領域におけるマネタリー・ベース・ルールは、それぞれ月当たり 1 パーセントおよび月当たり 2 パーセントの増加——ここでも、すべての金・ドル交換を含む——である。
- ・ 兌換性を維持する過程において、金準備防衛措置が実際の準備を目標準備水準の 25 パーセントと 175 パーセントの間に保持することに失敗すれば、すべての金・ドル兌換条項は中断される。ドルの兌換性は一時的に停止され、金のドル価格は 3 ヶ月間の調整期間中、自由に変動することになるであろう。
- ・ 兌換性が停止されているこの一時的期間中、通貨当局は、マネタリー・ベースに影響を及ぼすあらゆる行為を一時停止するよう要請されるであろう。そして再び、[3 ヶ月後には] 金の価格が再設定され、兌換性が回復されることになるであろう。

ひとたび金の公定価格が確立されれば、通貨当局によって保有される実際の金準備は、目標準備水準とは異なったものになるであろう。も

し、実際の準備額が兌換性を回復した当初によく見受けられるようなものであった場合には[つまり、実際の準備額が目標準備水準と比較して過大な場合には]、このときその金は分離され、体系的な方法で売却されなければならない。これに対する合理的な解決策は、5年間にわたってその全額を毎月均等に分割して売却する、というものであろう。逆に、準備が不足している場合には、毎月均等額の金を獲得するための5ヵ年計画が必要となるであろう。金準備の不足または余剰は、通貨当局の行動といかなる関係をも有するべきではない。ドルの兌換性を維持するという目的のための通貨当局勘定における当初の金の量は、目標準備水準、すなわちマネタリー・ベースの40パーセントとなるであろう。

ドルの価値は金タームで定義されるため、米政府にとって、ドルの外国為替相場価値を懸念する理由はまったくなくなるであろう。米国の公式政策は、ドルにその水準を自由に探求させるようなものにとどまるべきである。米国は、外国の公的介入にも外国為替相場の変動にも関与すべきではない。多くの外国政府が、自国通貨とドルとの平価を速やかに再確立しようとすることはほぼ確実である。ドルは金と同じくらい望ましいものとなるため、その魅力は増大するであろう。

上記に概説したアプローチは、1972年の「米国提案」で示されたいくつかの重要な概念を含んでいる。第1に、準備の「起点」水準である「目標準備量」の必要性が認識されていることである<sup>(4)</sup>。上記提案での例示額としては40パーセントが選ばれたが、これは、連邦準備銀行制度内の金準備とマネタリー・ベースとの間に見られた1934年以前の関係に近似させたものである<sup>(5)</sup>。

第2に、金準備、すなわち最重要準備の水準変化が、主要政策変数として用いられていることである。すなわち、

「準備は、他の対外均衡基準と比較してより包括的で、より信頼しうる、さらに

はより迅速に入手しうる指標である。準備は、短期的にはゆがめられる可能性もあるが、他のいかなる系列指標も、これよりも優れた分析基盤を提供することはできない。兌換性のある制度において、準備に関するデータは、調整過程においては必然的に不均衡の徴候となる。このことはつねに、赤字国に対する調整を誘発するという観点から理解されてきた——だが、同概念はまた、同様の論理で、黒字国に対する調整の必要性にも適用される——。」

準備銀行の利用もまた1972年提案の一部であるが、それが技術上の問題を解決するためのボルカーによる発想を多く組み入れたものであることは間違いない。「米国提案」はつぎのようについて、「準備指標制度[既述のように、目標金準備に対する実際の金準備の割合を主要変数として用いる兌換制度のこと]の下では、調整過程を誘導するため、また公平な兌換性規律を保証するために、各国の起点水準の上下にいくつもの特定の点が設定されるであろう」。ここでは、均衡を回復するための適切な政策対応の発動メカニズムとして、「低位点」、「それより低い警告点」、そして「域外点」が勧告されている。すなわち、

「……この指標メカニズムを通じた強力な国際的関心を喚起するほどまでに自国の不均衡が極端なものになるまで、各国が不注意にも対外不均衡を無視し続けるとは思えない。準備の変動は、やがて訪れるであろう不均衡の合図となるからである。不均衡が累積しているにもかかわらず各国が適切な対応策をとることに失敗した場合にのみ、強力な国際的関心の合図となる域外点へと向かう動きが発生することになるであろう。」

続けて、同提案はつぎのように述べている。「準備指標制度の目的は、各国の情勢が国際的な関心や行動を引き起こすほど切迫したものとなる前に、その状況に適し

た各種の手段を用いて限定された枠内で行動するための強力な誘因を各国に提供することである。」

上記の提案は、金との兌換性を回復しようとするほとんどの制度に固有の2つの深刻な欠陥を是正しようとするものである。当初の金価格の設定が、移ろいやすい政治的圧力に委ねられるようなことはなくなるであろう。市場と市場取引者は、十分な知識の下に、損失の脅威と利潤への希望をもって、適切な金価格を選び出すことになるであろう。このことにより、経済全体を何らかの不適切な金価格に対して調整せざるをえなくするような事態を回避することができるであろう。

米国の1972年の提案で指摘されていたように、

「過少な準備の下では、稀少な準備をめぐる不安定で、究極的には無益な競争を誘発——そして、それらを公的に容認——することになる。過大な準備の創出は、黒字諸国に過度の調整圧力負担を強いることになり、世界的なインフレを促進することになる。」

金価格の調整を認めることは、政府の命令によって設定された価格に経済を無理に適合させるのではなく、経済に適応するように金の当初価格を設定することを許すことによって、この問題を極小化しようとするものである。

この提案が答える第2の批判は、金市場自体の明白な変化に関するものである。通貨当局の管理が及ばないような諸条件によって、もし金が過度に多くなったり、あるいは少なくなったりした場合に、変化した金市場自体に適応させるために経済を無理に引き締めたり、または拡張させたりすることはまったく意味をなさない。そうした攪乱が生じたときには、過度に金準備が獲得または喪失されるまでドル防衛が行われることになるであろう。そのようなときには、金価格は再び自由に設定され、経済全体に適応させられることになるであろう。

金との兌換を論ずる際に決まって持ち上がった

てくるもう1つの論点は、金貨が演ずる役割である。だが、実際問題としては、この争点は同制度の作動にとって複雑なものでも重要なものでもない。

にもかかわらず、金貨が流通し、通貨として使用されるならば、通貨として使用されるときに金貨の価値は、金貨に含まれる地金の価値よりも大きくなければならない。地金の価値が通貨価値に等しいか、あるいはそれよりも大きいならば、金貨は溶解され、流通過程から消滅してしまうであろう。とはいえ、通貨としての金貨の価値は、地金の価値を大きく上回る必要はない。実際、他の特徴を有しない限り、今日では金貨の有するプレミアムは10パーセント以下である。したがって、通貨当局が金貨を鋳造し、流通させることは理に適ったことのように思われる。流通している金貨の質を保証するために、偽造防止法も制定されなければならないであろう。金貨の鋳造は、通貨当局にとって、マネタリー・ベースに対して保有すべき額を上回る金準備の保有を免れるためのごく自然な方法である。

こうした線に沿ってドルの兌換性を回復しようとする政策の変更は、工業諸国間のインフレーション、経済、および調和への展望を劇的に変化させることになるであろう。

インフレ期待は急速に鎮静化するであろう。金——すべての財貨・サービスの代替物——を通じて実物世界にリンクされた通貨制度の下では、物価の安定が速やかに回復されることになるであろう。プログラムの発表だけでも、ドルの信認を強化し、ドルの供給と比較してドルに対する超過需要の発生をもたらしことになるであろう。これは、インフレを阻止するための必要条件である。ドルに対するこの超過需要を調節するために、貨幣的集計量の伸びは加速してゆくであろう。こうした通貨の増加がより低いインフレ率と両立するように、貨幣の流通速度は低下するであろう。たとえば、名目GNPを $M_1$ で除することによって測定された貨幣の流通速度が4.08という1965年の水準にまで低下

するならば、現在の実質産出量水準でのマネー・サプライは、物価水準を何等変化させることなく50パーセント以上増加しうるのである。

金利は短期と長期の双方の期間にわたって低下するであろう。おそらく最も大幅な初期的調整は、短期市場で生ずるであろう。信認がより長期の期間へと浸透してゆくのにしたがって、より長期間の金利の低下へと波及してゆくであろう。プログラムが信頼できるものであればあるほど、金利の低下はいっそう急激なものとなるであろう。

一方で、予想されざるインフレーションの脅威が減少するため、インフレ・ヘッジや租税回避計画と他の金融諸資産との間の相対価格は、金融諸資産に有利な方向へとシフトするであろう。金、銀、骨董品、美術品、不動産、石油、およびその他のタックス・シェルターへ向けた投資の価値は、株式や債券に比して低下するであろう。それらの価格の絶対的下落も、確実ではないが、起こりうる。

ひとつはドルが金と同じくらい望ましいものになったならば、ドルに対する需要は、国際市場においても急増するであろう。ドルの外国為替相場価値は、上昇傾向へと向かうであろう。しかしながら、外国通貨当局は、本国通貨からドルへのこうした需要のシフトを外国為替操作によって相殺する——すなわち、国内通貨と引き換えにドル準備資産を外国為替市場で売却する——ことを通じて相殺するかもしれない。外国通貨当局によるそうした動きは、極めて有利に作用することになるであろう。ドルに対する本国通貨の価値を確保することによって、そうした国々の通貨制度もまた、ドルを通じて金にリンクされることになるであろうからである。インフレ期待と金利は、これらの国々においても同じく低下するであろう。

恩恵は経済の実物部門でも生ずるであろう。財そのものの面でも資金調達上の費用の面でも通貨価値の不確実性は、それ自体、資本形成の障害となる。というのも、通貨価値の不確実性は、長期投資に関与する場合の危険性を増大さ

せるため、経営者がコントロールできない追加的かつ外生的要因となるからである。しかも、ドルの兌換性回復に伴ってもたらされるインフレ率の急速な低下は、売上費用の過少評価および固定資産の過少償却による企業利潤の水増しという要素を減少させることになるであろう。企業利潤に対する実効税率は低下するであろう。税引き後実質収益は上昇するであろう。企業の経済活動および企業利潤は拡大するであろう。

株式市場は騰貴するであろう。2つの要素が明らかである。第1に、企業活動の拡大と実効税率の低下により、将来の税引き後予想利潤は増加するであろう。第2に、こうした利潤の実質価値は、公表される利潤により近似したものとなる——架空の利益を修正するために行わなければならない調整は、より小規模なものとなる——であろう。この結果、会計上の利潤にもとづく株価収益率[PER]は上昇するであろう。

同様の理由から、ドルの兌換性回復により諸個人も恩恵を受けるであろう。財タームでのドル価値の予期されざる変化という危険性から貯蓄を守るために充当されてきた諸資源——たとえば、金貨や外国為替の購入等々——は、生産と富を増加させることに振り向けられることになるであろう。

「ブラケット・クリープ」——たとえ実質所得が一定不変のままであったとしても、名目所得の増加によって、より高い税率階層へと押し上げられること——もまた停止し、法制上の救済措置がなければ実効個人所得税率が絶えず上昇し続けるという予想も取り払われることになるであろう。雇用は増加し、失業は減少するであろう。

政府の財政事情も改善されるであろう。1979会計年度の連邦財政赤字に対する利子支払いは、600億ドルと3番目に大きな予算項目になった。金利の低下自体は、国債による資金調達費用を減少させることになるであろう。ドルの兌換性回復によってもたらされる経済の拡張はまた、課税標準を拡大——それは歳入の増加をも

たらず——させるであろう。健全な経済環境の下では、政府支出に対する需要は減少する。税収の増加と政府支出の減少は、財政赤字を直接的に減少させる。連邦政府の財政状態は、改善されることになるであろう。

最後に、ドルの兌換性の回復は、米国を世界の中央銀行として復活させることになるであろう。こうした変化の重要性を過小評価すべきではない。ほぼ10年間にわたり世界はニューメレール——国際通商と国際投資を先導する北極星——を失ったままなのである。その結果生じた累積的な経済的非効率性は、すべての国々の富を減少させてきている。この時期の政治的・社会的緊張の多くが、ある程度こうした実質的な費用に起因している、といっても過言ではない。ドルがもう一度、世界のニューメレールになれば、こうした非効率性は取り除かれ、全世界の遊休資源は生産的目的に向けて用いられることになるであろう。

ロンドンおよびその他の海外の金融センターと比較して、国際金融センターとしてのニューヨークの地位は向上し、米国諸銀行の競争上の地位も高められるであろう。とはいえ、西側の通商センターはすべて、全世界の富の絶対的増加から利益を受けることになるであろう。世界の主要貿易国の大半が自国通貨をドルにリンクさせれば、世界的インフレーションは確実に終息するであろう。財政制度に関する12年間にわたる「米国が金本位制を放棄してから本論文の公表時点までの期間のこと」インフレの影響を相殺するための全体的な税制改革の必要性は依然として残されているけれども、国内経済に対するインフレの破壊的衝撃は文字通り抑制さ

れることになるであろう。

しかし、こうした重要でないとはいえ重要な商業的な対価性にもまさり重要なのは、安定した国際通貨としてのドルの復権が、全世界の政治秩序にもたらす恩恵である。西側世界の保護貿易主義論者の圧力が、排除されないまでも、軽減されるであろうし、現在の通貨制度とともに崩壊と分裂の脅威に面している西側諸国の同盟に団結という要素が回復されることになるであろう。

歴史を通じて、安定した国際通貨の維持を背景にその強さを保持し、なおかつその責任を果たすことが、他でもない世界最強の経済力と軍事力を保有することとなるのである。米国は、ドルを金から引き離したときに、グローバル・リーダーシップに必要なこの要素を放棄してしまった。他のいかなる国ないしは国家集団も、こうした責任を果たしうる能力を有していない。米国は、ドルをここに示された規律ある枠組みにもう一度就かせてやることにより、この重大な役割を取り戻す意思があるということを示すことができるのである。

#### 【訳者付記】

訳出に当たり、本学大学院教授齊藤国雄先生、および同准教授堀圭介先生より貴重なコメントをいくつも賜った。それらのすべてを生かしきれたわけではないが、本翻訳が少しでも読みやすく、かつ正確なものになったとすれば、これはお二人の先生のご指導のおかげである。ここに記して、謝意を表したい。なお、いうまでもなく、ありうべき誤謬についての責は、すべて訳者に帰するものである。