

国際通貨改革と戦後米国株式市場

——ベラージオ会議 (Bellagio Group Conferences) における議論を中心に——

野 下 保 利

要 旨

リーマン・ショック以来、各国政策当局者は国際金融監督・規制体制の構築に向けて様々な努力を行ってきた。それにもかかわらず、米国におけるトランプ政権の登場によって、これまで積み上げられてきた国際金融監督・規制に向けた努力の後退が懸念されている。こうした動揺が生じるのも、第二次大戦後の国際金融体制の安定性を確保するための政策理念が必ずしも確立していないからである。事実、これまでの積み上げられてきた国際金融規制は、1960年代後半からはじまる国際金融危機にアドホックに対応してきた監督や規制の集合であり、一貫した政策理念にもとづくものではない。政策理念の混乱は、第二次大戦後の国際金融システム運動を規定する基本要因が特定化されていないことに起因している。

戦後国際通貨体制は、50年代末に西欧諸国が交換性を回復するとともに、金価格高騰と外国為替市場の混乱、そして、米国際収支赤字の継続とインフレの国際的伝搬に悩まされることになる。国際通貨制度の混乱を解決するための方策をめぐって行われたのが国際通貨改革論争にほかならない。論争は、ケインズの理念を共有するトリフィンやケネディー政権下のネオ・ケインジアン、そして主要国政策担当者が政策面では多数派を形成し、改革の必要性を否定する金融仲介説や、変動相場制移行論などの少数派見解と対立した。最終的に、ケインズが提案した精算同盟案に近似したトリフィンの改革案に沿ってSDR創設が決定され論争は事実上終結をみた。

近年、国際通貨改革論争を現代的観点から再評価するのに役立つ資料集『通貨改革とベラージオ・グループ』(Carol and Salerno [2014])が出版された。ベラージオ・グループは、国際通貨制度改革を推進するために学者、実務家、各国政策担当者の議論を促進し合意形成に貢献するためにマハルプ、トリフィン、フェルナーを共同代表として設立された。本資料集は、創設者3人の国際通貨改革に関連する未発表論文、書簡、さらにベラージオ・グループ会議の概要などを

集めたものである。この資料集が興味深いのは、ベラージオ・グループの創設者3人を中心に、当時の経済学者の国際通貨改革に対する理論的立場や政策理念の違いを詳細に検討できる点にある。本稿では、特に、ベラージオ・グループの創設者であるトリフィン、フェルナー、マハルプに焦点を当て、国際通貨改革論争における理論認識や政策理念を検討する。

第二次大戦中の戦時金融体制の下で逼塞していた米国株式市場は、戦後、オープンエンド型投資信託に主導される形で拡大する。株式市場の展開は、新たなそして多様な投資家を参加させ、株価形成を大手投資家によって主導された戦前とは異質なものに転換した。戦後株式市場の展開は、米国経済だけでなく海外にも影響を拡大し外国為替の需給構造を変化させることになる。戦後米国株式市場に導かれた証券投資の内外の拡大こそ、国際収支調節政策を難しくさせるだけでなく、為替相場の変動を激しくさせ、ブレトン・ウッズ体制を崩壊に導いた主要な原因であった。しかし、トリフィン、フェルナー、マハルプに代表される論争参加者の多くは、米国株式市場に主導された戦後証券市場の運動が内外経済に及ぼした作用を必ずしも十分に認識し理論化できなかった。戦後株式市場の運動が、多様な投資家層の投資期待（価値評価）からなる「場」の近接作用を介してマクロ経済や為替市場に影響することを理論化する枠組みを欠いていたからである。国際通貨改革論争の再検討は、ブレトン・ウッズ体制の動揺が戦後米国株式市場の「場」の近接作用として分析される必要性を示唆している。

目 次

- | | |
|----------------------------------|--------------------------------|
| I. 問題の所在 | 2. 期待形成の変化と戦後株式市場 |
| II. ケインズ型管理通貨理念とトリフィン構想 | 3. 戦後株式市場と「株式市場を介するインフレ」 |
| 1. ハロッドの国際通貨改革論－有効需要政策の国際的拡張 | IV. 戦後株式市場と外国為替市場－マハルプの変動相場移行論 |
| 2. トリフィンの国際通貨改革論 | 1. マハルプの分析枠組みと国際通貨改革論 |
| 3. ケインズ型管理通貨理念とベラージオ会議 | 2. 国際資本移動と外国為替市場 |
| III. 戦後株式市場と財政金融政策－フェルナーの変動相場移行論 | 3. 海外証券投資と先渡し取引 |
| 1. ネオ・ケインジアンの財政金融政策と国際収支調節 | V. むすび－「場」としての戦後株式市場 |

I. 問題の所在

戦後の国際通貨体制は、50年代末に欧州諸国が交換性を回復するとともに、為替市場混乱の多発と金価格の高騰、そして、米国際収支赤字の継続とインフレの国際的伝搬に悩まされることになる。国際通貨制度の混乱を解決するための方策をめぐって行われたのが国際通貨改革論争にほかならない。論争は、ケインズ理念を共有するトリフィンやケネディー政権下のネオ・ケインジアン、そして主要国政策担当者が政策面では多数派を形成し、改革の必要性を否定する金融仲介説や、変動相場制移行論などの少数派見解と対立した。最終的に、ブレトン・ウッズ会議においてケインズが提案した人造通貨バンコールに基づく精算同盟案に類似したトリフィンの改革案に沿ってSDR創設が決定されることによって、論争は事実上終結をみた。

国際通貨改革は、既存体制の骨組みを維持するという前提の下、米国と西欧諸国、そして途上国との間で利害が対立していた諸問題を各国の協調をはかりつつ改革するという国際政治的な枠組みの下でおこなわれた(野下 [2014a] 158ページ)。そのため、従来の国際通貨改革論争の研究は、各国政策担当者の見解や議会資料、さらには、IMFやG10などの国際機関の資料を分析する政治経済学的観点からの研究が主流を占めてきた。

近年、国際通貨改革論争を現代的観点から再評価するのに役立つ『通貨改革とベラージオ・グループ』(Carol and Salerno [2014])が出版された。国際通貨制度改革に大きな影響を与えたベラージオ・グループは、国際通貨制度改革を推進するために学者、実務家、各国政策担

当者の議論を促進し合意形成に貢献するためにマハルプ、トリフィン、フェルナーを共同代表として設立された¹⁾。本資料集は、創設者3人の国際通貨改革に関連する未発表論文、書簡、さらにベラージオ・グループ会議(以下、ベラージオ会議)の概要などを集めたものである。この資料集が興味深いのは、ベラージオ・グループの創設者3人を中心に、当時の一流の研究者の国際通貨改革に対する理論的立場や政策理念の違いを詳細に検討することができる点にある。こうした検討が重要なのは、論争は、政策面ではトリフィンの改革案に依拠して第一次IMF協定改正として決着したにもかかわらず、トリフィン構想はベラージオ・グループの学者たちのなかで賛同者は少なく、理論面において国際通貨体制の動揺の原因は未解決のままであったからである。事実、60年代後半から70年代にかけてインフレが加速すると同時に外国為替市場の混乱が拡大し、SDR創設にもかかわらず、ブレトン・ウッズ体制は崩壊することになる。本論では、ベラージオ・グループの創設者であるトリフィン、フェルナー、マハルプに焦点を当て、国際通貨改革論争を再整理する。この作業によって、戦後国際通貨体制の動揺を理論化するために要請される分析枠組みを明らかにしたい。

II. ケインズ型管理通貨理念とトリフィン構想

1. ハロッドの国際通貨改革論—有効需要政策の国際的拡張

ブレトン・ウッズ会議において、戦後国際金融秩序を維持する仕組みの創設を強調したケイ

ンズの国際通貨改革構想はホワイト案の前に敗北した。しかし、1950年代末以降多発する国際通貨危機はあらためてケインズの見解への関心を復活させることになった。ケインズの後継者としてハロッドは、戦時中チャーチル首相の顧問を務めて以来、IMFの役割に関心をもつようになった。国際通貨改革論争がはじまったとき、ハロッドは、単にケインズの後継者というだけでなく、国際通貨改革問題において国際的に最も名高い学者の一人であった（Connell and Salerno [2014] Vol.4, p.501）。

ハロッドは、ケインズと同じく清算同盟案にはるかに及ばないもののIMF創設が国際流動性の増加によって各国のデフレを回避するのに貢献すると捉えていた。しかし、ハロッドは、IMFのトランシュ総額などを加えても国際流動性の増加へのIMFの寄与は小さく、ケインズの期待を裏切るものであったとも認識していた（Harrod [1966] 34ページ）。事実、ハロッドの推計によれば、1948年以降、世界貿易に対する国際流動性比率は低下する傾向にあった（Harrod [1965] 32ページ）。

ハロッドは、有効需要政策の国際的拡張の観点から、戦後国際通貨体制の混乱が国際流動性の供給を不足させ世界経済の成長を制約すると捉え、国際流動性に不足はないとして国際通貨体制の混乱を国際収支調整問題と捉える金融節度論を批判した（Harrod [1966] 2-3ページ）。金融節度主義は、国際収支均衡を重視し、経常収支赤字が拡大した場合には緊縮政策の採用を主張する。ハロッドによれば、金融節度主義の主張は、ケインズが批判した財政均衡主義の主張と同じく、流動性の役割を看過し有効需要減少をもたらすことによって世界経済を縮小に導く誤った主張にほかならなかった。

ハロッドの改革案は、流動性危機から有効需要不足を招きデフレの国際的波及をもたらした30年代の危機を回避することを目的としたケインズの理念を継承したものであった。そのため、彼のIMF改革案は、金価格引き上げやIMF引出権の拡大を通じてIMFの融資能力の拡大によって国際流動性供給の増大を目指したものであった（Harrod [1965] 57ページ）。他方、ハロッドは、基軸通貨であるドル及びポンドの役割縮小は国際流動性不足をもたらすとみていた。この点で、30年代の危機の克服という理念を共有するにもかかわらず、IMFの抜本的改革を求めたトリフィンとは異なっていた。

2. トリフィンの国際通貨改革論

トリフィンの国際通貨改革論を考える場合、まず注目されるのは、オーストリア学派の影響である（Connell and Salerno [2014] Vol.2, pp.xvii-viii）。

第1に、トリフィンは、ハイエクの古典派国際収支均衡論批判の影響を強く受け、国際通貨体制の安定は、各国通貨当局の緊密な協調と共通の目的をもつ場合にのみ実現できるという見解を支持した。第2に、トリフィンは、オーストリア学派の部分準備銀行制度の非対称性からも影響を受け、黒字国が基軸通貨国に対して無条件に融資を求められるブレトン・ウッズ体制の非対称性が金為替本位制の存続を不確かなものにすると考えていた。第3に、トリフィンは、部分準備銀行制度の欠陥を受け入れたにもかかわらず、リエフらの他のオーストリア学派と違って、国際通貨体制のアンカーとして金の役割は必要ないとした。

トリフィンは、1946年から51年にかけて、IMF為替管理部部長からOEEC欧州内決済委

員会の米国代表を歴任し、その間、欧州決済同盟 (EPU) に焦点を当てた研究をおこなった。これらの研究が、トリフィンのIMF改革案のプロトタイプをなした (Triffin [1969] pp.327-46)。トリフィンは、研究の出発点において、国際決済について外国為替市場の自由に委ねるよりは、多国間通貨決済同盟のような組織による管理が望ましいと考えていた (Triffin [1945] ; [1949a] p.139)。そのため、トリフィンは、ブレトン・ウッズ体制の非対称性が続く限り為替管理の存続を容認しつつも、IMFの役割を高く評価していた (Triffin [1949b] p.151)。

1950年代末に西欧諸国通貨の交換性が回復すると、トリフィンの研究も交換性回復後の国際通貨体制の研究に移行し、ブレトン・ウッズ体制の欠陥とIMF改革について検討するようになる²⁾。トリフィンは、1958年の西欧諸国通貨の交換性回復にともなって発生した金投機と通貨危機を分析し、米ドルと英ポンドを基軸通貨とする国際通貨体制は、国際流動性供給が両国の経済政策に翻弄され、国際流動性の供給が世界経済の需要を賄わない可能性が高くなると分析した (Triffin [1960a] p.302)。さらに、トリフィンは、金価格の再評価論と変動為替相場論を批判し、外貨準備を基軸通貨国から切り離しIMFの下で世界共通通貨単位にすべきだと主張した (Triffin [1959] p.337)。彼は、IMFの役割の限界を打開するには、IMF協定に最小限預金準備、余剰外貨準備の吸収、清算・融資機能の追加、当座貸越基準の設定などを加えるべきだと提案した。彼はまた、30年代のように金為替本位制の崩壊によって通貨交換性が脅かされないようにするにはケインズの構想を再評価すべきだと主張した³⁾。

1960年のレポートにおいて、トリフィンは、EPUのような集団的外国為替制度の創設を提案する (Triffin [1961] ; Connell and Salerno [2014] Vol.2,p.315)。外貨準備の共同管理は、米ドルの信認低下による流動性不足に陥る可能性が高い金・ドル本位制に代わるものと位置づけられた (*Ibid*,p.316)。こうした中、トリフィンは『金とドルの危機』(Triffin [1960b])を公刊し、過去と違って過剰ドルの時代にはブレトン・ウッズ体制が内包している矛盾 (流動性ジレンマ) を顕在化させると主張した (Triffin [1960b] 118ページ)。同書は第1次ゴールド・ラッシュ前に出版され、ドル危機を予言しただけでなく「処方箋」も示したことで、国際通貨改革論争を主導することになる (柴田・寺町 [1972] 17ページ)。

パソナ委員会報告後、G10が引出し権の拡張としてIMF改革を行うことを決定したことを受けて、トリフィンは、国際通貨体制のより抜本的改革の必要性を主張する (Triffin [1964] p.264)。トリフィンは、世界中央銀行などの現実を無視した理想的な案には反対する一方、長期的観点から基軸通貨国に頼らずに国際的な枠組みで世界準備を増やす改革を提案した。こうしたトリフィンの国際通貨改革案は、生産と貿易だけでなく通貨の安定について驚くべき進歩を遂げた戦後西欧の経験に根ざしたものであった⁴⁾。しかし、彼の構想はまた理念及び理論において、30年代の危機を克服するためケインズが提起した国際精算同盟案に近似していた。

1969年のリオデジャネイロ年次総会においてSDR創設を内実とするIMF第一次改正が成立した。トリフィンは、SDR創設は国際通貨史上画期的一步であると評価する (Triffin [1971] p.320)。しかし、トリフィンによれば、SDR

の創設目的を挫折させかねない3つの問題点がある。すなわち、第1に、過去の遺産としての金とドルの影響を未だ脱却できていないという点、第2に、SDRによる資金調達を求めただけの加盟国が加盟国間の国際収支均衡を破壊する可能性がある点、第3に、SDR利用が広まらずドルに対してSDR利用額の割合が低いままでとどまる可能性がある点、の三つである。最後に、トリフィンには、SDRの役割をめぐって学者と政策担当者との温度差について失望を表明するものの、人知と国際協力を体化したSDRを理想的なものにするためには、国際的な共通目的にSDRを使用するだけでなく、IMFが中央銀行の通貨管理機能と同様な機能を持てるように改革を求めつづけるほかはないと結論する(Triffin [1971] p.326)。

3. ケインズ型管理通貨理念とベラージオ会議

ハロッド及びトリフィンを通じる国際通貨改革論は、国際的な流動性不足の発生による有効需要急減を回避することを目的に構想されたものであった。ハロッドが有効需要政策の国際的拡張をはかるためにIMF改革を求めたのに対し、トリフィンには有効需要政策の前提である国際流動性供給の非対称性を克服するためにIMF改革を提起した。その点で、両者の改革案は、本質において、30年代の危機の克服というケインズの理念に沿ったものであった。

ベラージオ会議において、トリフィン構想の支持者は、米英金融支配を批判する西欧ナショナリストや米英のインフレ支持者、そして中央計画支持者たちに限られていた(Furth [1962] p.424)⁵⁾。政策担当者たちは、改革なしには第一級の国際危機が発生するとの認識には与しな

かったものの政治的観点からトリフィン構想に一定の支持を与えた(Emminger [1964]; 野下 [2014a] 152ページ)。しかし、学者たちの多くは、トリフィン構想に内包されている超国家主義的傾向に政治的な批判を加えた⁶⁾。こうした問題点に加えて、トリフィン構想には理論及び現状認識において問題点があった。

第1に、各国通貨当局間の多角的精算を国際決済の中核に位置づける構想の過渡的性格である。国際決済が通貨当局間の多角的精算に委ねられる場合、民間で生じた債権債務は最終的に通貨当局に集中され、当局間の決済は帳簿上のつけ替えによっておこなわれる。通貨交換性の回復以前においては、民間債権債務の外国為替市場を通じた決済が制限されており、当局間の多角的精算機構は不可欠でさえある。しかし、民間為替市場が機能を回復し、国際的債権債務の決済が為替市場を通じてなされるようになると当局間の債権債務決済は縮小を余儀なくされざるをえない(滝沢 [1970] 43ページ)。

第2に、トリフィン構想においては、EPUの成功体験に依拠していたこともあって、通貨当局間決済を重視する一方、民間外国為替の役割を過小評価されていた。乏しい国際決済手段を分け合うことが課題であった時期とは違って、国際決済手段が豊富に供給されるようになると、国際決済手段の需給調整が問題となる。民間為替銀行の場合、為替供与には与信審査がなされ顧客の貸出返済によって外国為替額が増減する。そのため、民間為替銀行は為替需要の変化に対応する仕組みを一応は備えている。民間為替銀行の役割についての認識の不十分さが、戦後の外国為替の需給構造の変化を見落とす一因になった。

第3に、ハロッド及びトリフィンの改革構想

においては、第二次大戦終結以降の経済構造の変化についての認識がほとんどないことである。ケインズの政策理念が30年代の危機克服を課題であったことは当然として、EPUの成功も30年代の危機の再現を回避し経済再建を図る努力にほかならなかった。ハロッドやトリフィンの改革案は、30年代の危機克服というケインズ理念の継承であっても、戦後経済が生み出した課題の解決を意図したものではなかった⁷⁾。

ケインズの政策構想は、実物投資に対する証券市場の影響力増大を背景として提起された。実物資本だけでなく証券も投資選択となる経済において、流動性選好に傾斜する短期証券投資家が実物投資と証券投資の選択に決定的な鍵を握る。したがって、実物投資を増加するためには、短期証券投資家の動きを管理通貨によって抑制し、有効需要政策によって実物投資を増加させることが雇用増大にとって重要となる⁸⁾。したがって、ケインズの政策理念は、証券市場が戦前の延長線上にあれば有効性をもった。しかし、財政金融政策に支えられた戦後の米国証券市場は、短期投資家などの多様な性格の投資家参入によって戦前とは大きく異なる特性をもつようになった。このことが、国際通貨体制の安定性を確保するための条件を掘り崩すことになる。トリフィンも、後年、米国の経常収支赤字にもかかわらずドル需要が減少しなかった点について戦後経済についての自らの問題視角が十分ではなかったことを自己批判した (Triffin [1978] p.5)。

ベラージオ会議において研究者の間で変動為替相場制移行が支持されていたのは、各自の理論パラダイムの違いだけではなく、国際通貨危機が戦後経済の展開と関連していることが認識されるようになっていたからでもあった

(Kindleberger [1970] p.216)。実際、こうした認識のうえで、フェルナーとマハルプも、管理変動相場制への移行を支持することになる。彼らの現状認識と変動相場移行論を検討する必要がある。

Ⅲ. 戦後株式市場と財政金融政策 ——フェルナーの変動相場移行論

1. ネオ・ケインジアンの財政金融政策と国際収支調節

ブレトン・ウッズ体制は基軸通貨国の国際収支調節政策が効果をもつことを前提としている。このことは、基軸通貨国の国内経済政策が機能しない場合、固定相場制も維持できないことを意味する。フェルナーは、ネオ・ケインジアン⁹⁾の財政金融政策が必ずしも機能していないことを根拠に変動相場制移行論を主張することになる。

フェルナーは、ネオ・ケインジアンに従い財政金融政策を拡大しても物価上昇ばかりで失業率が低下しなくなったことを強調する。その理由として、彼は、当初、寡占企業と労働組合の利害が既得権益化し、価格が硬直化することを主張した。しかし、60年代半ば以降、賃金と価格の下方硬直性だけでは、インフレが加速する理由として十分ではなくなった。価格引き上げは資源価格上昇の結果であり、賃金引き上げにしてもインフレ加速による実質賃金低下を回復するため要求される傾向が強まった。さらに、伝統的製造業部門に代わり新規産業部門や証券分野での雇用が増大するにつれて (SEC [1963] p.23), インフレ加速の原因を寡占企業と労働組合に求めるのは難しくなってきた。フェル

ナーは、財政金融政策が効果をもたなくなった理由として期待形成の変化を主張するようになった。

フェルナーによれば、ネオ・ケインジアン理論における期待形成は問題をもっている。ネオ・ケインジアンは、ケインズを引き継いで期待を重視するものの、期待形成を過去の延長線上に将来を捉える、すなわち、バックワード・ルッキングとして導入したため期待を理論に導入できなくなってしまった⁹⁾。バックワード・ルッキングのモデルは、過去の賃金と物価が現在の賃金と物価を決めると仮定するので (Fellner [1981] p.403-4)、財政金融政策が将来の賃金や物価に作用する可能性を理論化できないからである (Fellner [1980] p.283)¹⁰⁾。したがって、ネオ・ケインジアンの政策は、市場参加者の行動が過去の行動と続ける限り有効性をもつ (Fellner [1981] p.404)。しかし、市場参加者が将来を先取りする、すなわち、フォワード・ルッキングな期待形成をおこなうようになれば、ネオ・ケインジアンの政策は、市場参加者の政策反応を考慮しないため効果をあげることができず、拡張と収縮を繰り返すだけの短期政策とならざるをえない (Fellner [1977] pp.136-7)。インフレ期待はそれ自体自己増殖する可能性をもつので、ネオ・ケインジアンの政策は市場期待を自己増殖させ、長期傾向を損なう政策に陥ることになった (Fellner [1980] p.299)。

ネオ・ケインジアンの期待形成に代えて、フェルナーがより現実的のみたのが合理的期待形成仮説である。フェルナーは、現実への適用に際して限定条件を付与する必要があるとしつつも (Fellner [1980] pp.281-3)、合理的期待形成仮説の共通した本質的要素、すなわち、

政策が及ぼす実質変数への効果を公衆が先読みして実質効果を無効にするという期待の役割を支持する¹¹⁾。フェルナーは、ネオ・ケインジアンの政策の下では、政策決定の主導権を市場参加者のフォワード・ルッキングな期待に委ねたため、インフレ期待が一層不安定になったと結論する (Fellner [1981] pp.402-3)。国内経済の管理ができない以上、国際収支調節を目的とした政策の効果も限定的とならざるをえない。

2. 期待形成の変化と戦後株式市場

フェルナーは、期待形成のバックワード・ルッキングからフォワード・ルッキングへの期待形成の変化が財政金融政策の機能不全をもたらしたと主張する。しかし、フェルナー自身が強調する期待理論に対する現実主義的解釈に立つとき¹²⁾、すべての経済主体が同一の期待形成をおこなうわけではないことがわかる。すべての経済主体がフォワード・ルッキングの期待形成をおこなう可能性があったとしても、膨大な固定資本を保有したり、過去に投資した資産を容易に売却できなかつたりする主体にとって、過去の延長線上に将来を予測し行動せざるをえない。フェルナー自身が合理的期待形成仮説の現実への適用にあたって問題点を指摘するにもかかわらず、マクロ経済における期待形成の変化をもたらした原因についてフェルナーの説明には論理的飛躍がある。

フォワード・ルッキングな期待形成に基づいて行動できない多くの主体が存在することは、次の問題を提起する。第1に、フェルナーが政策を予想してフォワード・ルッキングの期待形成に基づいて行動するとして挙げた「公衆」や「市場参加者」とはどのような主体なのか。第2に、フォワード・ルッキングな期待形成に基

づいて行動選択する主体がどのようにして経済全体の期待形成を主導するようになったのだろうか。過去の行動に拘束される主体が存在する一方、証券投資家、特に短期志向の株式投資家は、過去の投資を短時間かつ低コストで売却できるため、政策変更に対応し将来を先取りした投資戦略を容易にとれる。このことは、フォワード・ルッキングな期待形成が戦後株式市場の展開と関連していることを強く示唆する。

第二次大戦中、企業は戦時生産に努力を傾注していたのに加え、連邦政府が企業金融の多くを負担していたため、米国における新たな株の発行は実質的に消失していた。戦争が終結近くになると、企業は、戦時体制用の設備を民間需要向けの設備に転換するために株式市場を通じて資金調達必要性を感じるようになった。1946年には、戦時体制から戦後体制への転換を反映して、株式発行額（私募債と登録免除の発行は除く）は、41億1,300万ドルに回復した。1947年から50年にかけて、新規発行額は平均年間32億ドルを超え、1957年には81億7,100万ドルに達した（SEC [1963] p.21）。

戦後株式市場の成長は、流通市場においても確認できる。上場株式保有の個人は、ニューヨーク証券取引所が最初の株主保有者センサスをおこなった1952年の推定650万人から1962年には1,700万人にほぼ三倍に増えた。ニューヨーク証券取引所の上場企業数は1940年から1962年にかけて862社から1,186社に増加し、上場株式の平均数も14億4,500万株から73億7,400万株に増大した。また、年間株式時価総額も、増加傾向を示し、1961年には10億2,100万ドルを記録した。この額は、毎年の平均上場数ほど増加しなかった点で20年代の株式市場と異なった特徴を示すことになる。1929年では平均上場

株数が9億4,200万株であるのに対して年間11億2,500万株が取引され、年間株式回転数は119%に達した。他方、1945年から50年における年間回転数は20%強の水準に低下し、1950年代から60年代はじめにかけての年間回転率は12%から15%であった（SEC [1963] pp.21-2）。1920年代の株式市場では一部株式が頻繁に売買されていたのに対し、戦後では株式が幅広く物色され取引されるようになった。同時に、店頭市場も成長し、1949年に店頭市場の取引額は49億ドルであったが、1961年には389億ドルに増え、ほぼ8倍になった（SEC [1963] p.22）。

戦前と戦後の株式市場は、投資家数の違いだけでなく、投資家行動や株価形成の変化によっても特徴づけられる。戦前においては、大手投資銀行を中心に商業銀行や保険会社、信託銀行などの機関投資家を組み込んだ「マネートラスト」が、系列のスペシャリストを用いて株価形成を支配していた。こうした株価形成は戦後大きく変わってくる。戦後、商業銀行業務と証券業務が分離されただけでなく、投資家層の多様化によって株価形成に大きな変化をもたらした。こうした変化を支えたのが、新興投資家としてのオープン・エンド型投資信託の成長であった。1920年代後半に設立されたオープン・エンド型投資信託は、30年代から戦後にかけて信託資産を増大させた（SEC [1962] p.4）。こうした投資信託の拡大が、投資家の投資戦略を多様化させ戦後株式市場の運動と役割を大きく変化させることになる。

3. 戦後株式市場と「株式市場を介するインフレ」

オープン・エンド型投資信託の台頭は、投資

銀行を核にした従来の株式所有関係を崩しただけでなく、株価形成を大きく変えることになった（三谷 [2001] 200-7 ページ）。投資信託はキャピタル・ゲインを追求する投資戦略をとるため、保有資産を日々再評価して発表する。この点で、オープン・エンド型投資信託は、英国のインベスト・トラストやクローズド・エンド型投資信託よりも革新的であった（Wilkins [2004] p.196）。投資家が投資価値に基づいて価格付けするようになるにしたがって、株価は、戦前とは異なって、投資家の期待変化にともなって変動するようになった。こうした株式市場の変化が、株式市場を通じるインフレ加速という現象を引き起こすことになる。

第1に、投資信託の成長に主導された戦後株式市場においては、様々な株式の物色により上場企業の資産の再評価がおこなわれた。資産再評価は、低位株であるが含み資産をもつ株式を物色し、株価上昇をもたらすことになった。株価上昇の結果、企業も時価発行により株式市場の依存を強め、株式市場を利用した企業成長を図ることになった。他方、資産再評価による含み資産の顕在化は自己資本を増大させ資本収益率の低下をもたらす。含み資産を持つが株価が低位にある寡占企業は TOB の対象とされ、コングロマリット運動が大規模に展開されることになる。大手企業にとっては TOB 回避のために資本収益率を高め株価を引き上げる必要が生じる一方、コングロマリットに買収された企業は、買収資金の返済のために資産売却するほかならない。大手企業を中心に資本収益率の上昇のため製品価格を上昇させたり、保有資産のリストラによる工場閉鎖や雇用削減をおこなったりするケースが多くなった。

第2に、金融緩和が持続する下で投資家は、

インフレヘッジのために金・銀などの貴金属や原油など資源分野への投資を活発化したり海外投資を拡大したりする傾向を強める。こうした動きは、資源価格のデマンドプル・インフレを引き起こし、資源価格上昇が、今度は、生産コストを上昇させ、コストプッシュ・インフレを誘導する。こうした相互作用が、インフレをさらに加速させることになったのである。

第3に、財政支出拡大や金融緩和によるインフレ懸念は、投資家に債券利回りや株式収率の一層の引き上げを要求させる一方、財政緊縮や金融引き締めによる金利引き上げは、債券や株式の価格を急落させ、金融機関や企業の財務状態を悪化させることになる。この結果、インフレ加速の下であっても、金融政策引き締めをおこなうことが困難になってきた（Wolfson [1995] 47ページ¹³）。

キャピタル・ゲインを追求する新興投資家層の重要性が増すにつれて、期待形成もバックワード・ルッキングからフォワード・ルッキングに変化し、経済政策は投資家の期待を無視して策定できなくなった。「株式市場を介するインフレ」が加速している下では、生産と雇用を増やすためにはより多くの有効需要投入と金融緩和を要するようになり、それらがインフレをさらに加速した（中前 [1972] 129-46ページ）。60年代以降、米国経済において期待形成の変化をもたらしたのは、戦後米国株式市場の展開が生み出した新たな投資家層の成長と、それら投資家の経済における重要性の増大であった。フェルナーは、マクロ経済の期待形成が変化し政策が後追いせざるをえなくなり財政金融政策も効果が削減したことを認知した（Fellner [1978] p.253）。それにもかかわらず、彼は、期待形成の変化と戦後株式市場の展開との関連

を認識することができなかった¹⁴⁾。

IV. 戦後株式市場と外国為替市場 ——マハルプの変動相場移行論

1. マハルプの分析枠組みと国際通貨改革論

マハルプは、研究の出発点においてトランスファー問題に関心をもったこともあり (Machlup [1935])、基軸通貨ドルの信認問題をまず金融トランスファーと実物トランスファーのギャップから捉えようとした。マハルプは、1968年に、米国は、軍事支出、政府援助ローン、民間貸付、そして直接投資から構成される他国への金融トランスファーが純輸出である実物トランスファーと一致しない状態であると主張する (Connell and Salerno [2014] p.378)。マハルプによれば、トランスファー・ギャップの拡大は為替相場の変動幅を拡大し通貨危機を引き起すが、長期的には、各国の景気変動やインフレ率の差異によって調整されギャップは収束することになる (Machlup [1968] p.499)。

こうしたマハルプの予想に反して、トランスファー・ギャップは縮小しないばかりか拡大傾向を示した。1960年代後半になると、短期資本移動が活発化すると同時に、中東戦争やボンド減価、さらに金危機が為替市場の混乱に拍車をかけることになる。マハルプは、トランスファー・ギャップ拡大の理由として国際資本移動に関心を向けることになる (Machlup [1966a] p.413)。

2. 国際資本移動と外国為替市場

1960年代中葉以降、マハルプの問題意識を反映して、ベラージオ会議では国際資本移動に関心が向けられるようになった。マハルプ自身が「国際資本移動と国際収支不均衡」という論題の報告をした1966年1月のチューリッヒ会議を始めとして (Machlup [1966b] p.138)、国際資本移動はひきつづく各ベラージオ会議で議題として取り上げられた (Machlup [1967] p.167)。

チューリッヒ会議において、マハルプは、資本移動に係わる混乱の原因や赤字を賄う手段、資本勘定における不均衡を修正する手段などを議論しようとした (Machlup [1966b] pp.132-3)。同会議では、ダウ (OECD) は、金融政策が資本移動から影響を受ける傾向が強まってきたと指摘しつつも、国際資本移動は社会的に重要な変化を表していないと主張した (Machlup [1966b] p.129)。これに対して、ケネン (Columbia University) は、何が国際資本フローを決定するのか何もわかってはいないと主張した。ゴヒト (Germany) も現在の国際資本移動と財・サービスの間にはいかなる関連もないと指摘し、国際資本移動の研究の必要性を支持した。

国際資本移動への関心の高まりは、現実的背景をもっていた。終戦時、80億ドル近くあった在米外国資本残高は、50年代末に西欧が交換制を回復したとき欧州に持ち帰る動きが顕在化した (Wilkins [2004] pp.566-7)。60年代になると、米企業の西欧直接投資が増大し、国内設備投資の伸び率よりも海外投資の伸び率が上回った。加えて、投資信託の成長は、投資戦略を多様化させ、1950年代には外国株投資が増大

することになる。

対外投資増大に危機感を覚えた米政権は、金利平衡税などの対外投資規制をおこなうが、このことが逆に「国際証券市場の革命的発展」引き起こした (Bodolus [1974])。米投資顧問会社は、オフショア・ファンドを設立し (三谷 [2001] 213-4 ページ)、そのためもあって、米国投資家だけでなく外国投資家による米証券購入も増大した。1960年から1972年にかけて100億ドルに達する外国人の純投資がおこなわれた (Garrett [1973] p.14)。さらに、国際投信が西欧で集めた資金を米株に投資し、1968年には外国人の米株投資は前年の7億ドルから急増し23億ドルに達した。米国と西欧間の証券投資の増大に加え、西欧諸国相互の証券投資も活発化した。対外投資規制下にあった英国でも、ユーロ・ダラー借り入れで対 EC 投資をおこない、1968年から70年にかけて証券投資は年平均で約2億ドルに達した。

国際資本移動の活発化と並行するように、米ドル建て非居住者短期資産も増大していく。1960年以降の6年間でドル建て短期資産は毎年10億ドル増大した。すなわち、米国居住者による外国金融資産と、非居住者ドル建て短期資産が同時に増大したのである。こうした動きが、ベラージオ会議においても、金融仲介説 (Despres-Kiridleberger-Salant 仮説) が提起される背景をなした。

金融仲介説は、非居住者ドル建て短期資産増大と米外貨建て長期資産保有増大を結びつけて、米国の経常収支赤字は、米国が金融仲介機能を行っている結果であると捉えた (Salant, 1972)。金融仲介説は、米居住者の海外での資金調達と投資が米以外の諸国に米ドル建て預金を供給するという戦後国際金融の特徴

を捉える一方、為替取引と証券取引を区別しない。そのため、海外証券投資の増減がドル建て短期負債の大幅な流出入を引き起こし為替市場に混乱をもたらすことを認識できなかった。短期資本移動と長期資本移動の関連を捉える必要が、マハルプに商業銀行の為替業務やユーロ・カレンシー市場について注目させることになる (Connell and Salerno [2014] Vol.4 pp.382-4)。

3. 海外証券投資と先渡し取引

マハルプは、既存の国際通貨体制を受け入れるか否かの問題において、先渡し取引が重大な意味をもつと考えていた (Connell and Salerno [2014] Vol.4 p.238)。こうした関心が、為替銀行の役割と先渡し取引をベラージオ会議の議題にとりあげさせることになる。1969年1月29日から31日にかけてニューヨーク大学運営のオイスター・ベイで開かれた会議は、為替銀行の先渡し取引業務を論議した点で極めて注目される (Bergsten [1969] pp.266-7)。

会議は、銀行が為替投機をしないとすれば、誰が為替投機をおこなうのかというマハルプの質問からはじまった (Watts [1969] pp.282-3)。これに対して、チッタデン (Morgan Guaranty Trust) は、投機は相対的なものであるとしたうえで、銀行はしばしば財務的な健全な企業の信用エクスポージャーを受け入れるが、そうした業務の規模は小さいと述べた (Watts [1969] pp.282-3)。銀行のエクスポージャーについてクスター (J. H. Schroeder Banking Corp) は、純エクスポージャーの発生は、銀行自身の収益行動からではなく顧客が午後遅く取引を望む場合にマッチする外国為替取引がない場合に生じると指摘した (Watts

[1969] pp.282-3)。ワッツ (Brown Brothers Harriman) は、為替銀行は企業の国際業務に対して顧客サービスを提供しており、為替取引の主体ではないと述べた。さらに、彼は、為替取引には顧客のリスク削減のため取引ニーズがあるとも語った (Watts [1969] p.307)。

オイスター・ベイ会議においては、為替銀行が為替投機に向かうことについては否定的な見解が支配した。では、なぜ、為替相場の変動幅が拡大したのだろうか。この点について、フォン・フリーデン (Bank of America) は、直接投資と証券投資は貿易よりもダイナミックであると指摘した (Watts [1969] p.281)。これを受けて資本取引と為替相場の関連について、ケルビン (Université catholique de Louvain) も、為替市場には2つのタイプの取引があるとしたうえで、貿易関連の為替取引が主導する場合には為替相場はそれほど影響を受けないが、資本勘定による為替取引が主導するとき為替相場は大幅に変動すると述べた (Watts [1969] p.287)。

なぜ、資本取引は為替相場を大きく変動させるのだろうか。外貨建て資産・負債、特に、実物資産ではなく、株式や債権などの証券形態の資産・負債を保有する国際企業は、為替相場の変動によって為替差損を被る可能性が生じる。そのため、為替リスクをどのようにヘッジするかは、経営上の重要な課題となる。こうしてオイスター・ベイ会議は、先渡し取引の議論に入っていく (Watts [1969] p.271-307)。

ローザ (Brown Brothers Harriman) は、これまでの国際通貨危機に際して、先渡し取引は十分に供給されなかったし、直物市場と先渡し市場の間に十分な関連がないことが問題だと指摘した (Watts [1969] pp.288-9)。マーシュ

(Royal Bank of Canada) によれば、50年代のカナダの変動相場制の時代には大企業は通貨リスクをカバーしなかったのに対し、1968年の第1四半期では非常に高いコストでヘッジした (Watts [1969] p.278)。彼はさらに、先渡し市場がまだまだ規模が小さいので、企業の先物予約は高コストとなると同時に、先渡し市場の規模が小さいことが先渡し相場の変動を拡大し直物市場に投機家の活動余地拡大につながると指摘した。チッタデンによれば、モルガン銀行では外国為替は、1947年に4,900万ドルの出来高であったが現在 (1969年) では1,500億ドルを超え、先渡し取引の持ち高も過去11年半でグロス10億ドルに達し、1968年12月には25億ドルに達してと述べた (Watts [1969] p.296)。

なぜ、先渡し取引の増大は、為替相場の大幅な変動を引き起こすのであろうか。ペルリ (Swiss Bank) が先渡し取引を求める企業は他通貨による支払いや資産エクスポージャーをカバーされていないと指摘したのに対し (Watts [1969] p.279)、バット (Westminster Bank) は、為替銀行は、現時点では顧客に豊富な先渡し取引を提供できないと述べた。この点について、グローブ (IBM) は、為替銀行の先渡し取引体制が整っておらず、顧客は短期の為替取引に走ることになることを指摘した。ジョーンズ (Standard Oil of New Jersey) も、国際通貨体制が混乱状態になれば、国際企業は支払いや債務と同様に、各国にある短期資産に対しても通貨持ち高を調整しようとすることを指摘した。企業は、外国為替契約の利用可能性に問題がある場合、高コストの外国為替取引を回避するため、取引にマッチしない外国為替契約を先立って積み上げる (Watts [1969] pp.282-3)。そして、そうした行動がエクスポージャーを生むこと

になる。

先渡し取引とユーロ・カレンシー市場は、密接な関連がある（日本興業銀行特別調査室[1979] 9ページ）。ユーロ・カレンシー市場の発展は、主要国の外国為替市場と短期資金市場を密接に関連させ、直物取引と先渡し取引の金利裁定取引を容易にした（Cross[1998] 78ページ）。しかし、ペルリヤイクル（Eidgenössische Bank）によれば、60年代末、欧州の外国為替センターでは、為替銀行による先渡し取引の裁定取引が活発化していたが、先渡し取引市場は未だ完成したものではなかった（Watts [1969] pp.282-3）。マーシュも、先渡し市場は規模が小さく企業の先物予約は高コストになると指摘し、ここに、投機家の活動余地があり、先渡し市場の変動幅拡大が直物市場の変動の拡大に結びついていると主張した（Watts [1969] pp.282-3）。

戦後米株式市場における投資家層の増大と多様化が、証券決済業務の障害を国内と同様に国際金融においても生み出した。対外証券投資の増大は、証券投資に対応した外国為替供給と外国為替相場管理の仕組みを要請した。マハルプが注目し理論化しようと試みたのは、戦後米国株式市場が為替市場に及ぼす作用にはかならなかった。しかし、マハルプは、実物商品と金融商品の投資を区別しないオーストリア学派資本理論の限界のために（野下 [2014b] 33ページ）、先渡し取引の需要増大に関心を示したものの、先渡し取引の増大が、戦後米国の株式市場の運動と作用と関連しているとは認識できなかった¹⁵⁾。

V. むすび——「場」としての戦後株式市場

第二次大戦後、世界は、多様な投資家層からなる米国株式市場の展開に主導されて、30年代とは異質の経済を生み出した。しかし、ハロッドやトリフィンは、30年代の危機克服を共通理念として、もっぱら有効需要政策の国際化に焦点を当て、戦後経済の変化を過小評価した。他方、戦後経済の変化を認知したフェルナーとマハルプにしても、内外投資家の期待形成の変化がマクロ経済や外国為替市場に作用することを十分に理論化できなかった¹⁶⁾。戦後株式市場の運動と作用を捉えるためには、どのような分析枠組みを必要とするのだろうか。

何らかの力が対象に作用する原理として、これまで3原理が知られている。第1の作用は、直接に接した媒体どうしの間で接触を通じて力が伝達される機械的近接作用である。第2の作用は、力が相互に離れた物体間で瞬時に働くと言われる時間発展を含まない遠隔作用である。第3の作用は、エネルギー運動量が充満している「場」を介して力が作用する「場」の近接作用である。重力や磁力などについては、接触がなく離れた場所であっても力が作用されるので、機械的作用原理を用いることはできない。しかし、遠隔作用は力の作用が瞬時、すなわち無限の速度をもつとされている点において、光など電磁波の速度さえも有限であることから批判され、「場」の近接作用に取って代わられることになった。

株式市場の価格形成を説明する際、従来、需給圧力による機械的近接作用が用いられるか、各種情報に喚起された投資家期待の変化が瞬時

に株価形成に反映されるという遠隔作用によって説明されてきた。しかし、株式市場の価格形成が需給圧力という機械的接作用によって説明できるとしても、株式の売買注文の背後には、投資家の株価についての投資期待の動きがある。株取引需給の発生源としての投資家期待の変動は機械的接作用によっては説明できない。さらに、情報は瞬時に投資家期待に作用し株価に反映されないため、遠隔作用によっても説明できない。情報と投資家期待、そして株価の間には有限時間による相互作用が存在する。戦後米国株式市場の運動と作用は、「場」の近接作用として分析される必要がある。

第1に、株式市場は事業計画を価格付けする市場であり、株価は将来のキャッシュ・フロー取得期待の価値評価であるので、株式価格にはポテンシャル価値が体化する(野下 [2016] 59ページ)。電荷が電磁場を生むように、投資家の取引によって株式に価値が付与され、株式に体化したポテンシャル価値の「場」が生成する。株価形成と株式残高に体化したポテンシャル価値は相互作用して、投資家の株式の将来価値に対する期待変化にともなって時間を通じて変動する。様々な投資家の買い期待と売り期待が同調、反発、干渉しあい、全体として買い気配と売り気配のいずれかに傾かせ、強気相場や弱気相場を生み出すことになる。

第2に、株式市場「場」においては、ポテンシャル価値が保蔵され投資家期待の変化にともなって波動運動をおこなうだけでなく、株価が一方方向に動くとき人間の社会性に由来する群集心理を喚起し誘導投資を引き起こすことになる。こうした誘導投資が大量に生じる点において、株式市場は他の市場とは異なる「場」としての特性をもっている。

第3に、株式市場の重要性が増すにつれて経済全体も「場」としての特性を示すことになる。経済時空間において、重力場のエネルギー運動量テンソルに相当するのは各部門の価値量(実物商品に体化した価値と通貨及び証券に体化したポテンシャル価値)の分布にはかならない(図表1参照)。戦後株式市場の展開が、株式を中心とする証券ポテンシャル価値を実物商品と通貨の価値量に比して増加させる。その結果、証券価値ポテンシャルの変化が既存経済時空間の歪み(曲率)を生み出す。企業や個人、為替銀行は新たな経済の時空間に沿って行動しなければならなくなる。株式市場からの資産評価圧力(慣性力)を無視すれば、企業価値の低下や資金調達困難、企業買収の脅威などに晒されることになる。

プレトン・ウッズ体制の動揺は、戦後米国株式市場が「場」としての運動と作用を内外経済に顕在化しはじたにもかかわらず、国内経済政策も外国為替市場も制度的対応が整備されていなかったことに原因がある。戦後米国株式市場の運動が国内マクロ経済の期待形成や外国為替市場に及ぼした作用は、戦後株式市場を機械的接作用や遠隔作用よりも、「場」の近接作用として分析する必要性を示唆している。

図表1 経済時空間とエネルギー運動量テンソル

$$T_{\mu\nu} = T_{\mu\nu}^R + T_{\mu\nu}^M + T_{\mu\nu}^S$$

(注) 1) 表記は以下のとおりである。

μ, ν : 経済時空間の座標系(各経済主体の固有時間、資産収益率、資本価値など)

T : 経済主体の価値総量

T^R : 実物商品に体化した価値量

T^M : 通貨に体化した価値量

T^S : 金融商品(証券)に体化した価値量

2) 経済時空間の曲率は各部門の経済価値の分布によって決定される。株式残高と株式取引量の増加

率が加速するにつれて証券価値ポテンシャルが経済時空間の曲率を決めることになる。そのため、各主体は新たな経済時空間に沿って運動せざるをえなくなり、従前の行動からずれることになる。

注

- 1) ベラージオ・グループの研究は、Machlup [1964] としてまとめられた（概要は芦矢 [1964] 212-5 ページを参照）。国際通貨改革論争に参加した論者の見解については、鈴木 [1964]、中西 [1982] を参照。最終報告書発表後も学者、政策担当者、実務家から構成されるベラージオ会議方式の会議は77年まで続いた。但し、67年以降はベラージオ・グループ会議という名称は用いられなくなった。
- 2) トリフィン は、1954年時点で早くも、IMF 改革の必要性を提起していた (Triffin [1954] p.128)。彼は、米議会ランドール委員会の報告書に対する論評において、現状の IMF 協定では国際収支赤字国へ十分に融資できず多角的貿易システムを維持することが困難となる可能性がある」と警鐘をならした。
- 3) トリフィンは、ブレトン・ウッズ会議におけるケインズとホワイトの論争を再整理し、ホワイト案に基づいた設立された IMF の現状に疑問を提起した (Triffin [1950] p.134)。
- 4) トリフィンは、西欧間の貿易の急成長をとまなう戦後成長を加速したとして戦後西欧の経験、特に EPU の成功を高く評価した (Triffin [1962] p.141)。トリフィンによれば、EPU は、(1) 金決済及び信用、そして為替と輸入の数量的制限の多角的処理方法であり、(2) 為替と輸入の数量的規制の進歩的自由化であり、(3) 国際収支の自動的管理メカニズムを創出した (Triffin [1961b] p.33)。
- 5) ローザは、後年、各国から独立した国際通貨というトリフィンの見解を信じていたわけではないが、SDR が長期的には金・ドル・リンクを削減するだろうと考えていたと述べた (Watts [1969] p.296)。
- 6) ベラージオ会議において、トリフィン構想に対して、(1) IMF 融資の開発金融化への懸念、(2) 国際収支調節問題の欠如、(3) IMF 権限強化への反発、などが指摘された。キンドルバーガーは、トリフィ構想について経済的には最善策だが政治的には困難と総括した (Kindleberger [1970] p.220)。
- 7) トリフィンは、ブレトン・ウッズ体制を「国際金為替本位制」と捉え、戦間期の再建国際金本位制と比較するという分析手法をとっていた (柴田・寺町 [1972] 21 ページ)。
- 8) 戦後株式市場の過小評価は、ケインズにまで遡ることができる (Hazlitt [1959] p.180)。ケインズは、一般理論において、流動性選好を強める短期キャピタル・ゲイン狙いの投資家を批判した (Keynes [1936] p.155)。ケインズにおいて、好ましい投資家は長期債券投資家や成長株投資家であり (Keynes [1936] pp.157-8)、短期投資家をも含む多様な投資家層からなる戦後証券市場の意義は認識されなかった。
- 9) フェルナーは、完全にバックワード・ルッキングなや

り方で定式化することも可能である一方、その場合、バックワード・ルッキングがフォワード・ルッキングのための手段でしかないという本質的特徴が見失われると主張する (Fellner [1981] p.403)

- 10) ケインズは期待の役割を重視したが、生産関数や消費関数、そして資本の限界効率の導出に際して、期待など心理は歴史や制度などに規定され、短期に大幅に変化しないと仮定した (Hazlitt [1959] pp.66,109)。
- 11) フェルナーは、政策効果を先読みする期待形成への変化は、合理的期待学派の主張のように有効需要政策をまったく無意味にするわけではないと主張する。なぜなら、信頼性のある一貫した有効需要政策はインフレ加速を招くことなしに生産と雇用など実質量を増加できるからである (Fellner [1980] pp.298-9)。フェルナーは、市場参加者が合理的期待形成をおこなう下では政策の信頼性確保が不可欠であるとする信頼性仮説を提起する。
- 12) フェルナーの期待への関心は、1940年代初頭のシャックルの絶対的不確実性論の批判にまで遡る。フェルナーは、絶対的な不確実性を強調するシャックルの期待概念は、ある事象の発生確率を判断する証拠が不確実であるとしても経営者は将来の可能性の選択肢から選ぶという現実的対応をとることを看過したと批判した (Fellner [1943] p.198; Connell and Salerno [2014] Vol.3 pp.vii-vlv, p.xii)。フェルナーの期待についての現実主義は、合理的期待仮説の現実への適用にあたって制約条件を付与する必要を強調する (Fellner [1980] p.298)。
- 13) 1966年の戦後最初の金融恐慌は、商業銀行が市場規模の小さい地方債投資を積極化していたことを一因とした。インフレ抑制のため連邦準備制度理事会が金利を引き上げると地方債価格が下落したため、理事会は金融緩和せざるをえなくなった (Wolfson [1995] 57ページ)。
- 14) フェルナーは、貯蓄と投資の関連についてケインズを批判しロバートソンが完全な理論を提供したと主張した (Fellner [1943] p.198)。このことが、期待形成の変化の問題を株式投資家と関連付けることを妨げることになった。
- 15) 同会議で、マリス (OECD) は、経済学者や政策担当者は変動相場制導入による資本収支主導の世界がもたらす不確実性になれていないので世界経済を不安定で「異常な世界」と捉えがちになると指摘した (Watts [1969] p.290-1)。
- 16) 従来、変動相場制移行と戦後株式市場の関連は注目されてこなかった。変動相場制移行論については、岩野 [1982] 所収論文を参照。

参 考 文 献

芦屋栄之助 [1964]『国際通貨論争』東洋経済新報社。
 岩野茂道監修 [1982]『プリンストン大学国際金融論集 2：ドル本位制と変動相場制』（現代国際金融研究会訳）関西書店。

- 柴田裕, 寺町信雄 [1972] 「R. トリフィンと国際通貨制度改革」『オイコノミカ』No.9 (2) .
- 鈴木浩次編 [1964] 『国際流動性論集』東洋経済新報社 .
- 滝沢健三 [1970] 『国際金融機構』文雅堂銀行研究社 .
- 中西四郎監修 [1982] 『プリンストン大学国際金融論集 1 : ドル危機と国際通貨制度改革』(現代国際金融研究会訳) 関西書店 .
- 中前忠 [1972] 『換物インフレと株』日本経済新聞社 .
- 日本興業銀行特別調査室 [1979] 『ユーロカレンシー市場 << 増補版 >>』金融財政事情研究会 .
- 野下保利 [2000] 『貨幣的経済分析の現代的展開—非ケインズ型管理通貨制度を求めて』日本経済評論社 .
- _____ [2014a] 「1960年代の国際流動性問題 — IMF 理事会における議論」伊藤正直, 浅井良夫編『戦後 IMF 史—創生と変容—』名古屋大学出版会所収 .
- _____ [2014b] 「現代資本市場論の源流—ベーム-バベルク資本利子説の意味するもの」日本証券経済研究所『証券経済研究』第84号 .
- _____ [2016] 「証券市場, 投資家行動, そして効用価値論—ジェヴォンズ自由資本概念の含意—」経済研究所『証券経済研究』第94号 .
- 三谷進 [2001] 『アメリカ投資信託の形成と展開』日本評論社 .
- Bergsten, Fred [1969] “Bergsten press release to announce Oyster Bay Conference”, Fritz Machlup Papers, Hoover Institution, Box 285, Folder 14, in Connell and Salerno [2014] Vol. 4, pp.266-7 .
- Bodoulus, Carl T. [1974] “The Internationalization of the Securities Markets”, The Securities and Exchange Commission, *Business Lawyer*, Vol. 29, 1974, in *Report of the U.S. Securities and Exchange Commission on the Public Policy Implications of Investment Company Growth* .
- Connell, Carol M. and Salerno, Joseph, eds. [2014] *Monetary Reform and the Bellagio Group: Selected Letters and Papers of Fritz Machlup, Robert Triffin and William Fellner*, Volume I, Volume 2, Volume 3, Volume 4, Volume 5 .
- Cross, Sam Y. [1998] *All About the Foreign Exchange Market in the United States*, Federal Reserve Bank of New York, 1998 (国際通貨研究所訳 [2000] 『外国為替市場の最新知識』東洋経済) .
- Fellner, William [1943] “Monetary Policies and Hoarding in Periods of Stagnation”, *Journal of political economy*, 51: 3, June, pp. 191-205 .
- _____ [1977] “Money Supply and the Budget: Current and Future Problems of Demand Management”, William Fellner Papers, Hoover Institution, Box 5, final copy, in Connell and Salerno [2014] Vol. 3, pp.134-62 .
- _____ [1978] ‘Neo-Keynesianism, Monetarism and the Long and Short Run’, William Fellner Papers, Hoover Institution, Box 9, 1978 in Connell and Salerno [2014] Vol. 3, pp.247-67 .
- _____ [1980] ‘The Valid Core of Rationality Hypotheses in the Theory of Expectations: Guide to the Paper’ Will Fellner Papers, Hoover Institution, Box 1, in Connell and Salerno [2014] Vol. 3, pp.280-307 .
- _____ [1981] “Why Policy Makers Need to Pay More Attention to the Crucial Role of Market Expectations”, William Fellner Papers, Hoover Institution, Box 51, Testimony before the Joint Economic Committee, in Connell and Salerno [2014] Vol. 3, pp.402-6 .
- Furth, J. [1962] “Professor Triffin and the Problem of International Monetary Reform”, *Journal of Economics*, 21: 3-4, pp.415-25 .
- Garrett Jr., Ray [1973] *The Internationalization of Our Securities Markets*, Boston Stock Exchange, Sheraton Boston, Massachusetts September 25 .
- Harrod, Roy Forbes [1965] *Reforming the World's Money*, Palgrave Macmillan (堀江薫雄監訳)

- [1966] 『国際通貨改革論』(日本経済新聞社) .
- Hazlitt, Henry (1959) *THE FAILURE OF THE "NEW ECONOMICS" : An Analysis of the Keynesian Fallacies*, D. Van Nostrand Company Inc.
- Keynes, John Maynard [1936] *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Palgrave Macmillan, Johnson, Elizabeth and Moggridge, Donald, eds. *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Cambridge University Press, 2012.
- Kindleberger, Charles P. [1970] *Power and Money: The Economics of International Politics and Politics of International Economics*, Basic Books.
- Emminger, Otmar [1964] "Conversations on International Finance" Monthly Review, Federal Reserve Bank of New York, 28 February.
- Machlup, Frits ed. [1964] *International Monetary Arrangements: The Problem of Choice, A Report on the Deliberations of an International Study Group of 32 Economists*, Princeton University International Financial Section, Princeton University.
- Machlup, Frits [1935] "The Transfer Discussion in the Light of Recent Experience", Machlup Papers, Hoover Institution, Box 86, Folder 37, handwritten speech, 11 November 1935, in Connell and Salerno [2014] Vol. 1, pp.30-6 .
- _____ [1966a] "The Need for Monetary Reserve" , originally published in *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 19:78, September 1966, pp.175-22, in Connell and Salerno [2014], Vol. 4, pp.405-44.
- _____ [1966b], "detailed typewritten notes on discussions at second conference" , Fritz Machlup Papers, Hoover Institution, Box 283, Folder 46, Zurich, in Connell and Salerno [2014] Vol. 4, pp.117-34.
- _____ [1967] "Invitation to Conference on International Monetary Arrangements, Bellagio", Fritz Machlup Papers, Hoover Institution, Box 283, Folder 48, Connell and Salerno [2014] Vol. 4, p.166-9 .
- _____ [1968] "The Transfer Gap of the United States", originally published in *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 21:86, 1968, pp. 195-238, in Connell and Salerno [2014] Vol. 4, p.463-99) .
- _____ [1969] "Letter from Machlup to Robert Roosa, Brown Brothers Harriman, on additional European bankers next conference", February 20, 1969", Fritz Machlup Papers, Hoover Institution, Box 285, Folder 15, in Connell and Salerno [2014] Vol. 4, p.309.
- _____ [1973] "June 24 - June 30 1973 (Vienna, Austria), Memo from Machlup to participants of Vienna Conference with agenda", Machlup Papers, Hoover Institution, Box 284, Folder, 1, in Connell and Salerno [2014] Vol. 4, p.206-7 .
- Salant, W. [1972] "Financial Intermediation as an Explanation of Enduring " Deficits in the Balance of Payments', in F. Machlup, W. Salant and L. Tarshis, *International Mobility and Movement of Capital*, Washington, DC: NBER Books, pp.610-11.
- Securities and Exchange Commission (SEC) [1962] *A Study of Mutual Funds, Prepared for the Securities and Exchange Commission by the Wharton School of Finance and Commerce*, Government Printing Office.
- _____ [1963] *Report of Special Study of Securities Markets of the Securities and Exchange Commission*, Government Printing Office.
- Triffin, Robert [1945] "The Future of Central Banking?" Robert Triffin Papers Ms 874, Box 7. IMF Reports as European Payment Discussion. '45 folder, in Connell and Salerno [2014] Vol. 2, pp. 7 -14.

- _____ [1949a] “Meetings of the Working Party on Multilateral Compensation, 1949, Robert Triffin Papers, MS 874, Box 19, IMF Reports as European Payment Discussion, '49 folder, in Connell and Salerno [2014] Vol. 2, pp.136-44.
- _____ [1949b] “Outline of Proposed Intra-European Payments Plan, 1949-50” Robert Triffin Papers, MS 874, Box 19, IMF Reports as European Payment Discussion, '49 folder, in Connell and Salerno [2014] Vol. 2, pp.145-54.
- _____ [1950] “Institutional developments in the Intra-European Monetary System”, Robert Triffin Papers Ms 874, Box 7, IMF Reports as European Payment Discussion, '49 folder, in Connell and Salerno [2014] Vol. 2, pp.122-35.
- _____ [1954] “International Currency and Reserve Plans”, originally published by *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 7:28, September 1954, pp. 5-22, in Connell and Salerno [2014] Vol. 5, pp.115-40.
- _____ [1959] “Tomorrow’s Convertibility: Aims and Means of International Monetary Policy”, originally published by *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 12:49, 1959, pp.131-200, in Connell and Salerno [2014] Vol. 5, pp.189-246.
- _____ [1960a] “The Gold Shortage, the Dollar Glut and the Future of Convertibility”, Documentation on Gold and Dollar Crisis 1960 folder, in Connell and Salerno [2014], Vol. 2, pp.315-26.
- _____ [1960b] *Gold and the Dollar Crisis: The future of convertibility*, Yale University Press (村野孝, 小島清訳 [1961] 『金とドルの危機』勁草書房).
- _____ [1961] “Institutional Developments in the Intra-European Monetary System”, in *Money, Trade and Economic Growth*, Macmillan, pp.33-55.
- _____ [1962] “The Trade Expansion Act of 1962”, *Proceedings of the American Society of International Law at its Annual Meeting*, 56, 1962, pp.139-58.
- _____ [1964] “The Problem of International Monetary Reform: Major Questions and Prospective Initial Area of Agreement”, originally published by *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 17:68, pp.88-106, in Connell and Salerno [2014] Vol. 5, pp.264-79.
- _____ [1971] “The Use of SDR Finance for Collectively Agreed Purposes”, 1971, originally published by *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 24:96, pp. 3-12, in Connell and Salerno [2014] Vol. 5, pp.320-27.
- _____ [1978] *Gold and the Dollar Crisis: Yesterday and Tomorrow, Essays in International Finance*, International Finance Section, Princeton University.
- Watts, J. H. [1969] “Conference on Greater Exchange Rate Flexibility, ‘Informal Summary Notes’, Conference on Greater Exchange Rate Flexibility Conference, Center Oyster Bay, Long Island January 29, 1969”, Fritz Machlup Papers, Hoover Institution, Box 285, Folder 14, in Connell and Salerno [2014] Vol. 4, pp.271-307.
- Wilkins, Mira [2004] *The history of foreign investment in the United States, 1914-1945*, Harvard University Press Cambridge.
- Wolfson, Martin H. [1994] *Financial Crises: Understanding the Postwar U.S. Experience, Second Edition*, M.E.Sharp (野下保利, 原田善教, 浅田統一郎訳 [1995] 『金融恐慌-戦後アメリカの経験』日本経済評論社).
- (国土館大学政経学部教授)