

為替レート、資本移動および変動相場制下の経済政策

—植田和男著『国際マクロ経済学と日本経済』、小宮隆太郎・
須田美矢子著『現代国際金融論』(I・II)、深尾光洋著
『為替レートと金融市場』に寄せて—

鬼 塚 雄 丞

はじめに

全面的変動相場制に移行してから10年以上が経過した。この10年間に国際金融の激動と新展開の時代であったことに刺激され国際金融研究は米国を中心に大いに発展した。この激動の渦中の国の1つであった日本においてもこの分野の研究は年々盛んとなりつつある。上記の3書はこうした中で生れた数少ない国際金融の本格的な研究書に属する。これら3書はそれぞれ強い個性を持っており、一概には論じられないがいづれも共通して、(1)為替レート決定メカニズム、(2)変動相場制の調整メカニズムにおける国際的資産選択(資本移動)と為替レートおよび利子の役割、(3)特に金利の国際的連動性、(4)日本の国際金融メカニズムの実証分析というテーマに強い関心を払っている。3書の相違点を述べれば小宮・須田氏は短期資本移動と直物・先物為替相場の同時決定メカニズムの関係を中心的にとり上げ、それによる1970、80年代の日本の国際金融の展開の詳細な叙述と分析および政策批判に主力をおいている。植田氏は為替レートや開放マクロ経済に対する実物ショック(石油危機等)を重視しつつ、マクロ経済全体の相互依存や調整のメカニズムを重視している。深尾氏は国際資本移動における為替レートと外国資産に伴うリスク・プレミアムの関係を重視し、累積経常収支と為替レートとの関係や金利の連動性に注目している。方法論上の相違は小宮・須田氏はチャン・ゾーメンモデルというフローモデルを採用し、植田・深尾の両氏はアセット・アプローチを採用している。結論部分に関するものとしては小宮・須田氏がフロートの特徴として2国間の金利の連動性や金利差による資本移動をほぼ全面的に否定するのに対して深尾氏はこれを肯定的に考え、植田氏は条件つきで肯定する立場に近いと思われる。政策論としては小宮・須田氏が為替レート安定化のための(協調介入を含む)介入や積極的国際協力に対して、全面的に否定的なのに対して深尾氏はある限度内で介入と協調の必要を認めている。この点での植田

氏の立場は明確にされていないが、長期にはともかく短期には外国がおこす攪乱はフロートの下でも多くの場合本国へ伝播されるという結論からは何らかの協調や介入に肯定的ではないかと推測される。以下3書を個別にとり上げやや立入ったコメントを行うが、紙面の制限で3書が提供している豊富な理論的および実証的内容の全般にふれることが出来ないことをあらかじめことわっておきたい。

I. 植田和男著『国際マクロ経済学と日本経済』

1. 本書の特徴

本書の特徴はその主要な分析の対象を為替レート決定メカニズムに限定せず、開放されたマクロ経済の調整メカニズム全体を多くの視点からとり上げていることである。すなわち為替レートと資産選択だけでなく同時に利子、所得、物価等を明示的にモデルや実証の内に含めている。しかし他の2書と異なり、1つの中心的モデルを提示してはいない。すなわち理論面では現代の開放マクロ経済、とくに日本を研究するのに重要と思われるいくつかの理論的、あるいは経験的視点から、既存のモデルを適当に整理し、ケース・バイ・ケースで異ったモデルを用いるという方法をとっている。著者の問題意識と分析視点は以下のように要約出来る。経済分析はつねに短期・中期・長期の視点から行わなければならないが、短期には物価一定(あるいは財市場の遅い調整スピード)、実質所得可変のケインズのモデルが妥当し、長期には物価が完全に伸縮的である新古典派モデルが妥当する。そして短、長期の両者を結ぶいわば中期は1970年代にドンブッシュ等が発展させた開放マクロの動学分析を利用するのが現実的に最良である。また分析視点としてはドンブッシュ等のように貨幣的ショックに限定せず、むしろ実物ショック(石油ショック、生産性の変化、有効需要のシフト等)を重視し、後者によって日本経済の1970年代の為替変動等を説明することが必要であるとする。また上記の「中期」分析には出来るだけ動学分析を導入し、

その中でとくに期待や主要マクロ変数の動学的調整過程に注目する。小国モデルの成果を必要に応じて2国モデルに拡張し、政策が経済変数の変動の国際連関を重視する、等である。とくにJカーブ効果の動学的分析、2国モデルによる金融政策の連関では独自の理論的拡張を行っている。それでは本書はどのような新しい成果を提示しているであろうか。

2. 本書の新しい成果

第3章に示されているJカーブ効果の分析では、1期や2期で終わらず、中長期間にわたって持続するJカーブ効果が発生することが定差方程式モデルで示されている。このような長びいたJカーブ効果は人々が経済へのあるショック(例えば貨幣供給の増大)が永久的なものか一時的なものか区別出来ないことから生じる。ここは著者の独創的理論研究による部分であり、現実の(例えば1970年代の日本の)Jカーブ効果をどの程度説明するかは明らかでなく、評者はむしろ否定的であるが、長びくJカーブ効果の1つの可能な説明として興味深い。

第4章においてはマネタリー・アプローチやオーバーシュooting・モデル、回帰的期待形成モデルが現実をうまく説明しないことが実証研究の紹介、検証によって説かれ、著者の主張する実物的要因を表す変数の説明力が高いことが簡単な計量モデルで示される。すなわちリスク・プレミアムモデルを実証しようとしても著者の結果は深尾氏のそれとかなりちがったものであり、実質金利差は説明力が有意でないこと、しかし累積経常収支(と政府債務残高との比)のみはどのような定式化でも説明力が高いという結果を得ている。このことから著者は経常収支が2つのチャンネルによってレートに強い影響力を与えたと推論する。その第1は経常収支の黒字による純対外資産の累積が資産効果を通じて円レートを押し上げたものであり、第2は実質為替レートを変化させるようなショックが経常収支に加えられ、これが期待を変化させて実質レートと共に名目為替レートも変化させるというものである。この第1のチャンネルは深尾氏の仮説とも密接な関係をもつが、その論拠は必ずしも強固でない。第2のチャンネルは深尾氏とは異っているが鋭い指摘であり評者はより現実味のあるものと考え。本章の後半では日本の貿易収支のかなり詳細な計量分析が行われているが、その主な結論は、(1)日本の場合は輸出入の価格弾力性が高いためJカーブ効果は存在しないか、しても短期の弱いものである。(2)1970年代や80年代の日本の貿易収支の黒字は日本と外国(主として米国)との景気のすれちがいと日本の輸出ドライブ(及び日本の深

刻な不況)で説明出来る、というものである。これはいづれも妥当なものであると思われる。

第6章においては変動相場制下の金融政策が考察されている。金融政策の変化の伝播を分析するためドーンブッシュモデルが2国モデルへ拡張される。為替レートの期待形成については完全予見を仮定した上で次ぎのような結論を得ている。外国の金利の上昇は財価格の調整におくれがあるときフロートの隔離効果はなくかつもし為替レートの下落が貿易収支を改善するならば自国金利も連動し、上昇する。以上は2国の債券が完全に代替的である場合であるが、そうでない場合には外国金利の上昇が自国金利を上昇させるとは限らないこと、しかし資産間の代替性が高いときは連動することが長期均衡モデルで示される。これはすでに知られているが、著者は連動性の有無を日本のポートフォリオモデルの係数の推定によってたしかめている。一応の結論は、著者の結果では有意な利子の連動性はみとめられないと云うものである。これは深尾氏の結果と再び異っており、にわかにはどちらが正しいか判じがたい。一層の研究がのぞまれる。

最後にサプライショックの伝播のメカニズムが価格についての合理的期待形成を仮定した2国にOPECを加えたモデルで分析される。財の総供給曲線にランダムなショックが与えられるという想定の下で、所得や物価のモデルの解の分散を求めると、(1)GNPの安定性(分散の小さいこと)と物価の安定性にはトレードオフが存在する。(2)日本、米国、OPECというモデルでは米国経済は石油依存度が低いためサプライショックのみ問題となるが、その米国に貿易面で依存している日本は日本自身のサプライショックと米国の所得の変動による需要ショックの双方をうける等ということが指摘される。

さらに米国の金融政策が物価の安定を重んじるマネタリスト的なものであるとき一定の仮定の下で米国の金融引締めは日本の物価・景気を不安定化させる(分散が増大する)という結果が得られる。さらに方程式のパラメーターを直接推定せず、他の文献が別なモデルで推定したものを等を利用して伝播の方向や大きさを数値例によって推測しているが、これによると米国がよりマネタリスト的金融政策(物価安定に重点をおいた貨幣政策)をとると、日本や西独の物価の不安定性は上昇するという結果が得られている。さらに同じ想定の下でGNPについては西独のGNPの不安定性は増大するのに日本については不明で安定性を増す可能性もあるとしている。

3. 問題点

以上示唆に富む内容豊富な成果が得られているがいく

つかの問題がないわけではない。第1に理論分析のところで米国で流行の「完全予見」や「合理的期待形成」の仮定がしばしば中心的役割を果たしていることである。これらの仮定の非現実性はいうまでもない。勿論これらの仮定も現実の極端ではあるが1つの単純化にすぎず、この単純化なしには得にくい理論上の洞察を得ることが出来るというメリットはみとめられなければならない。しかし本書ではこれらの非現実的仮定を緩和したとき結論がどのように異ってくるかということについて説明が不足している。

第2の問題点は日本経済の1970、80年代という中長期の日本経済分析を中心課題としながら、また実物要因を含む中期的動学調整過程を重要視しながら中長期の資本ストックの調整過程(投資効果の)やI-Sバランスを含むより本質的に中長期的問題が充分とり上げられていない。このように研究の対象を限定することは著者の研究戦略上の選択の問題であるが、例えば次ぎのような問題がある。第6章の日本の貿易収支の分析において日本の貿易収支の変動が内外の景気変動(とそのすれちがい)によって大部分説明出来ることを論じているがこれらは貿易黒字の趨勢線からの乖離についてのみ云いいうことであり、趨勢線そのものの説明はなされていない。もし趨勢線そのものに日本の貿易収支黒字化の明確な傾向があれば、このこと自体が開放マクロ経済の重要問題となりうる。評者は後にもふれるようにこの点は中長期的視点からのI-Sバランスの分析、すなわち国際収支発展段階説的視点と中期的景気循環論とを組合せることによってより明確になると考えている¹⁾。

この中長期の視点の問題は本書の第6章の分析についてもあてはまる。第6章の分析の大前提は物価の安定性と所得の安定性との間にトレードオフが存在するという短期的関係である。すなわち短期フィリップス曲線に相当する関係である。これは短期分析の前提としては妥当性を持つが中長期的ポリシーインプリケーションを分析するのがねらいであれば問題が生じる。1970、80年代のマクロ経済運営上の最大の教訓の1つはこのような短期のトレードオフのみを重視して所得の安定化に努力すれば中長期には物価の安定性だけでなく所得の安定性すら失う可能性があるということである。すなわち中長期のトレードオフは短期のそれとほぼ正反対の関係をもって

いたかも知れない。第1次石油ショック後所得の安定性を犠牲として物価の安定性をドラスティックな形で追求した日本が中長期には他の(所得の安定を重視した)諸国より早く所得の安定と高めの経済成長率を取戻したということはこの中長期視点の重要性を裏書きしている。しかしこれだけ内容豊富な本書にこれ以上の追加を望むのは評者の「よくばりすぎ」かも知れない。日本経済のより立入った研究を将来の課題とする著者の今後の成果に期待したい。

II. 小宮隆太郎・須田美矢子著『現代国際金融論』

(理論編、歴史・政策編)

1. はじめに

この本は理論編と歴史・政策編との2編から成っている。理論的枠組についてはチャン・ゾーメンのそれを採用し、日本の為替レート決定のメカニズム、日本の国際金融全体のメカニズムの多くの側面を詳細に分析し論じている。

2. 理論編の特徴

本編自体は主として短期と中期の分析に焦点を絞っている。とくに第II部の短期の理論の展開は本編で最も重要なものであり、その特徴は1950年代に開発されたチャン・ゾーメンの短期理論(以下T-Z理論またはモデルとよぶ)がその後の多くの(アセット・アプローチを含む)諸理論の輩出にもかかわらず一番すぐれていることである。T-Z理論はフロー・アプローチによる為替レート決定の理論であると同時に短資移動の理論である。この理論は為替市場における需要の構成要素を、主として貿易取引等の決済から生じる直物為替の需要、先物投機から生じる先物の需給、直先両市場をつなぐ金利裁定から生じる需給に分解し、直先両為替レートの同時決定のメカニズムを明確に示したものである。さらにこの理論による日本の国際金融メカニズムの詳細な分析と叙述を行っている²⁾。フロー・アプローチと対立するアセット・アプローチが学界の主流となりつつあり、多くのアセット・アプローチ理論の試作品が提示される中で著者達があえてT-Z理論を採用したのは2つの理由からであろうと考えられる。第1は著者達が為替レート決定のメカニズムの核心にせまるには為替市場への参加者(決定要因)を経済学的に意味のある形で分類し、それら取引者の直先両為替市場における役割を明確にとらえる必要があるということであり、第2はT-Z理論の

1) ごく最近植田氏は日本の経常収支の黒字を構造的部分とそうでない部分とに区別する計量分析の結果を発表している。これによれば構造的黒字(景気循環によらないもの)も無視出来ない大きさである。

2) 上記の3つの要因のほかに「投機の清算」と「狭義のヘッジング」も需給要因として強調されている。

あと現れたマンデル・フレミングの理論、H. G. ジョンソンやJ. フレンケルによるマネタリー・アプローチの為替理論、ドーンプッシュ等によるマンデル理論の一連の拡張、さらにそれらの延長上にある最近の長期金利平価説やリスク・プレミアム説等に対して、強い批判的見解をもっていることである。この2つの理由は評者のみるかぎりそれぞれ正当性があり、とくに第1の点は重要である。他方 T-Z 理論はそれ自身の限界も持っておりこの点について若干コメントしたい。

3. 本編のねらいとチャン・ゾーメンモデルの問題点

チャン・ゾーメンの理論はたしかに直先双方の為替市場への参加者を機能別に分類したあと、これらの参加者がどのようなメカニズムを通じて直先双方の為替レートを同時決定するかを明快に示したという点で国際金融理論史上1つのモニュメントをなすものである。1960年代、70年代の為替理論の主流がフロー・アプローチからアセット・アプローチに移り、多くの試作品が出されたが、このような為替市場の内部構造に立入った理論分析は重要視されなかった³⁾。本書の第1の目的は T-Z モデルの現代的有効性を主張し、日本の国際金融の現実を舞台にその有効性を具体的に示すことである。

第2のねらいは変動相場制下の国際収支調整メカニズムが固定相場制のそれと決定的に違うことを具体的に示すことである。この視点から「フロートの下でも金利差によって大量の資本移動がおこる」とか、「米国の高金利が資本移動をおこし、ドル高をもたらした」といった主張を誤った「通説」として徹底的に批判している。すなわち本書の主張は次ぎの通りである。固定相場制の下では投機的資本移動は通貨危機の原因となり大量の資本移動をひきおこし、また金利差にも敏感に反応する。しかし変動相場制の下では、これら投機的短期資本移動は直先双方の為替レート的大幅の変動をひきおこすのみで、大量の資本移動はおこさないか、あるいは金利差の拡大(縮小)が影響を与えるのは為替レートの水準ではなく直先スプレッド(直物相場と先物相場の比)である等である。

まず最初にいえることはこれらの主張が基本的に正しいものであるということである。このような変動相場制と固定相場制の国際収支調整メカニズムの基本的相異をあいまいにしていた政府関係者、民間の実務家等に著者達が加えた批判が変動相場制の理解の促進に貢献したことはひとめなければならぬ。またこのような批判や論争はその性質上しばしば極端な形をとったものやむをえ

なかったというべきである。しかし以上の評者の結論はあくまで基本的視点に関するものであって、円相場や日本の国際金融の調整の個々の場面では、より明確な限定条件さえつければ本書で批判されている通説なるものがそれなりの妥当性を持つこともありうる。(たとえば1980年代初めの米国の高金利とドル高との関係。この点についてはあとでふれる。)

4. 本編の問題点

本編の問題点の1つはフロー・アプローチであるため、ストックの次元の資産の需給の均衡過程とチャン・ゾーメン流の国際金融の調整メカニズムとの具体的関連が明らかでないことである⁴⁾。この点は著者達もみとめ、T-Z モデルはストックの次元での金融調整がフローの次元に現れたところをとらえたものであると説明している。しかし T-Z モデルとその背後にある金融資産のストック調整過程との関係を明らかにすることは理論的には可能であると著者達はのべているが本書では明示的に示されていない⁵⁾。

第2の点は利子率が外生変数としてとり扱われている限定された部分均衡分析であることである。このため、T-Z モデルでは外生変数である2国の金利が例えば拡大したとき資本移動(ここでは短資)がどの程度流出(入)するかというふうの問題が立てられている。この場合の本書の結論である「為替レートの変動がその影響の多くを吸収し、実際の短資の流れは小さい、またどれだけの方向に流れるかはその時の期待の変化に依存するが、期待がどう変化するかは一概にいえない」というものであるが、この結論が原則論として正しいことはすでに述べた。しかし一国の内外のマクロ調整過程をくみ入れたモデルでは金利と為替レートは共に内生変数であるから問題の立て方自身が異ってくる。この点はとくに植田氏とあとで述べる深尾氏の研究がこのギャップをある程度埋める理論と実証を展開している。この場合は金利や為替レートを同時に決定する第3の外生的変数(例えばマネーサプライ)が変化して、この変化に対応して金利差が結果として拡大したとき為替レートや資本移動にどのような影響が起るかという問題の設定となる。このとき人々は金利差拡大の真の(第3の)要因についてかなりの

4) 例えば投機者にせよ、金利裁定者にせよ、また輸出入業者にせよ、彼らの直物先物の資産ポジション(ストック面)の内容によってその調整面すなわちフローの次元での行動はことなつたものになるはずである。この点は深尾氏も指摘している。

5) ただし、過去の先物投機の清算というストック効果は明示的にとり上げられている。

3) 例外は S. ブラックや R. マッキンノンである。

程度の情報を持っているから将来の為替レートに対する期待の変化の方向が相当明確となる。すなわち現実性の高い1つの例として以下のようなシナリオが考えられる。いま米国がインフレ対策を本格化して金融政策を引締め、また一定のぬきさしならぬ政治的理由で財政赤字を拡大したとしよう。このとき一連の状況から米国の高金利は当分つづくという予想が形成される。同時に米国の景気の回復(「強い」米国の部分的復活)も観測されれば上記の諸要因から米国におけるドルの需要は供給を上回る状態が当分つづくことが市場関係者によって予想される。この場合小宮・須田氏の指摘する「国際政治情勢の緊迫化がドルをより安全な資産としたことがドル高の原因」という点はそれ自身正しくかつあとでのべるように重要な指摘であると思うが、ここではこれだけがドル高の要因ではないと思われる。米国が世界の国際金融に重要な地位を占めるため、米国内で貨幣供給が引締められると、その結果生じた高金利と資金不足が世界経済に波及する。このことは現実には国際流動性の不足をもたらしドル高を生む。さらに上記の事情からドル高は当分つづくという予想が生じ、このことは金利差を国際資本移動の重要な要因として浮び上らせる可能性もある。資本移動の圧力はドルの希少性を高めさらにドル高をつよめるであろう。すなわち「高金利がドル高をもたらし」と云ってよいような場面が現れる。

しかしここで注意すべきことは、厳密には「高金利がドル高の原因である」というような表現は適切でないということである。上に述べたように第3の外生的要因(政策)の変化とそれに条件づけられた予想の変化によって米国の金利と為替レートは同時に上昇したというべきである。この見方は小宮・須田氏の立場と必ずしも矛盾するものではないが後者とはややちがった視点を提供するものである。

最後に本編ではそのモデルの設定において直物投機を直物市場から排除している。これは純理論的研究のための単純化としては問題ないが、日本の国際金融メカニズムの現実を説明する場合には若干の問題があると思われる。しかしこれは直物投機≡金利裁定+先物投機という等式の解釈に関するテクニカルな議論に関係し、また著者達の主要な主張は直物投機を明示的に導入したとしても大枠においては影響を受けないと思われるのでここでは紙数の制約もあり、これ以上立入らない⁶⁾。

6) すなわち本編に頻繁に用いられる直先両市場の図において、直物の純供給曲線SSは現実には本書の図に描かれているよりさらに左へ位置しており、かつ

5. 中期理論

この部分はJカーブ効果、アブソープション・アプローチによる国際収支と景気変動の分析、および石油ショック後の中期的調整過程の研究からなっている。この部分の論述はJカーブ効果の数値例を除けばほとんどモデルを用いない言葉による分析が主であるがその論旨は評者にとって明快ですぐれた洞察にあふれており大部分納得出来るものである。ただし多少の問題点をのべれば次ぎのような点がある。著者達は1976~78年の円高下の日本の経常収支の黒字の拡大を主としてJカーブ効果と輸出ドライブで説明しているように見える。評者はこれら2つの効果はいずれもそれ自体重要であると思うが著者達のいう輸出ドライブ効果の議論とアブソープション・アプローチを中長期分析の視点からさらに一歩すすめて、国際収支の発展段階説の視点を導入することが望ましいと考える⁷⁾。すなわち経常収支が大ざっぱにでも均衡すると考えるべきではなく、貯蓄・投資(I-S)バランスが趨勢的に乖離し、したがって日本はたまたま相当の経常収支の黒字が持続する発展段階と景気変動の局面にあったと考えた方がこの期の持続的経常黒字への強い傾向をよりよく理解出来ると考える。勿論日本の経常収支の現実の動きを説明するにはこれだけでは不十分で、段階説で暗黙のうちに仮定されている、利潤の低下と投資の低下が、日本においては石油危機と政策のあやまりによって急激に起ったという事情が考慮に入れられなければならない。

6. 歴史・政策編の特徴

本編の目的は主として日本の国際金融メカニズムの実証研究であるが、(1)直先両レートの動向を含む外国為替市場、(2)国際収支の動向、(3)日本政府の為替、資本移動政策等の広汎な局面がとり上げられている。なかでも石油危機前後の政策問題、わが国の経常収支黒字をめぐる国際摩擦問題は重点的に論じられている。最後には本評でもふれる深尾氏の長期金利平価説とリスク・プレミアム説の理論的批判が本格的に展開されている。

とくに直先両レートの動向と当局の介入および為替管理、資本移動政策についての分析と説明に当っては経済新聞、実務家用の国際金融の専門誌、官報等の膨大な資料を網羅して系統的にまとめており、その入念な記述と明快な論旨は読者を圧倒せずにはおかない。著者達がいかに強い関心と熱意をもって日本の国際金融の展開を見

より価格弾力的ではないかという問題である。

7) 植田氏の実証研究によれば日本のJカーブ効果は存在しないか、存在しても短く弱いものである。

守ったかがうかがわれる。この実証編だけでもこの分野の今後の研究への重要な貢献であり、その精緻で豊富な記述には敬服せざるを得ない。

7. 本編の結論

本編の主要な結論を選択的に挙げると以下のようになる。そのうち最も重要なものは(1)上記10年間の日本の金融当局の為替、国際金融政策は変動相場制の調整メカニズムを充分理解せず固定相場制のそれに近かった。このため為替レート政策は硬直的なものとなり、フロートの円滑な調整機能の働きを妨げた。(2)短資の規制等為替管理政策も無効であったかマイナスの効果をもたらした。(3)欧米国の日本の経常収支の黒字批判や円安誘導批判や機関車論はフロート等の政策割当論からみてまちがっており、日本は米国の圧力に屈すべきではなかった。(4)金融当局の為替レート安定化のための介入はしばしば投機を悪化させフロート下では本来小量で済む資本移動を大規模なものとした。(5)米国の高金利(または日米の金利差)が米国への大量の資本移動をひきおこしているとか、ドル高をもたらしているという理解は誤りである。日米の金利差は直先スプレッドに影響を与えるが、為替レートの水準への影響のし方は明らかでない。期待の動向の分析が困難だからである。米国の高金利によって生じたかにみえるドル高はむしろ国際情勢の緊迫化がドルを安全資産にしたためと考えるべきである等である。これらの広汎で大きな問題にここで個別的に立入って論じる余裕はないが若干の論評を試みたい。評者にとって上記の(1)~(5)の主張は(3)を除いて正論であり、異論はない。ただし(5)については具体的局面では若干異論があることはすでに述べた。(3)についてはナショナルな国際金融の立場、あるいは小国の立場からは正しい主張であるが、この議論を大国とくに基軸通貨国である米国にそのままあてはめることが出来るかということには若干の疑問がある。国際通貨の6~7割を占めるドル(ユーロダラーを含む)は公共財としての一面を有し、米国の政策は実害も含めて大きな影響を及ぼしうる。米国の当時の機関車論に対する小宮・須田氏の批判は全く正しいが、一般的には一国の政策が他の国へ実害を与えたときはこの実害に対する公正な理解が当事国間あるいは国際的に成立することが望ましい。このためには対話と何らかの協調の姿勢が必要である。このことは小宮・須田氏のいう市場の期待の安定化にもつながると思われる。

最後につけ加えておきたいことは上記(5)と関連するが著者達が長期資本移動に関して将来の為替レートの予想形成が「美人投票的」要素や「バンドワゴン効果」に

左右される面、あるいは政治軍事情勢に左右される面を強調していることである。これは米国で流行している合理的期待形成や「均衡レート」の概念と根本的に異質の考えであるが、評者もこの美人投票的要素は通常考えられている以上に重要であると考ええる。この著者達の観察は数式やモデルでの分析とはなじみにくい面もあるが、国際金融システムの現実全体を観察して得られる直観を含む洞察であろう。本書の特徴を比較的単純なモデルを駆使して複雑な国際金融のメカニズムを明快に分析し、かつ膨大な資料の入念な分析と博学な知識によってその分析を肉付けするという手法にあることはすでに述べたが、さらに加えて著者達の経済学的コモン・センスと洞察力に裏付けされた上記のような見解やコメントも本書の特徴として強調しておきたい。この洞察力は合理的期待形成、「均衡レート」の概念による回帰的期待形成、効率的市場仮説等の理論の批判等のところで大いに発揮されている。それらはある意味では超越的論評であり、その検証は本編では充分なされてはいないが、それにもかかわらず国際金融現象の理解には極めて重要な要素であると考えられる。

III. 深尾光洋著『為替レートと金融市場』

1. はじめに

本書は明確なアセット・アプローチの立場から為替レート決定のメカニズムを理論・実証の両面から本格的に展開しているのが特徴である。理論面の特色として(1)国際的マネーフロー表をストックの次元で明示的に示し、先物市場も含む国際的資産選択と為替レート決定メカニズムとの関連を明確にしたこと、(2)為替レートの変動に伴うリスクが国際的資産選択および為替レートに与える影響を重視し、「リスク・プレミアム」の明示的分析を行ったこと、(3)このようなリスク・プレミアムの分析をドーンブッシュ・J.フランケルのアセット・アプローチ理論を拡張して工夫したこと等があげられる。このほか上記のフレーム・ワークを複数通貨制度に拡張し、グローバルな視点から国際金融市場の分析が可能となるアセット・アプローチの1つの分析枠組を提供している。また現在の国際収支表が先物取引と通貨別国際取引の区別を明示的に扱っていないことを批判して国際収支表の修正を提案している。これは先物取引と通貨の区別がその国の資産選択に与える影響を無視出来ないという立場による。最後に上記のアセット・アプローチを基礎として内外金利の連動を分析するモデルをも構築している。実証面では上記の理論的枠組を利用して、本格的計量経済学的分析を行い、多くの有意な結果を得ている。

2. 本書のすぐれた特徴

まず理論面で2国間、さらに多国間のマネーフロー表をストックの次元で明確な形でとり入れたことは高く評価出来る。多くの為替レート決定モデルが自国金利は外国金利プラス外国為替の為替相場の期待上昇率に等しくなるという仮定の下に、国際資産選択と為替レートとの関係を極端に単純化して来た。しかしこの単純化は変動相場制下で外国証券と自国証券とが完全代替物であるとか、世界の資産保有者全体がリスクに対して中立的であるといった非現実的仮定なしには正当化が困難である。リスク中立性の非現実性というまでもないが、完全代替物という仮定も劣らず問題がある。変動相場制の最も重要な特徴は「為替相場が変動する」ということであり、まさにこの特徴によって不可避免的に為替リスクが発生し、国内資産と外国資産は不完全代替物となることである⁸⁾。深尾氏のリスク・プレミアムの視点と、国際的マネーフロー表の明示的導入はこの不完全性にメスを入れるものでこの分野でのギャップを大きく埋める有意義な試みである。

3. 分析の枠組の特徴

しかし為替レート決定方程式の具体的定式化においては、深尾氏は下記のような方法をとっており、その興味ある結果は注目に値するが他方では多くの問題を残している。深尾氏の定式化は次ぎのような構造を持っている。深尾氏は下記のような単純化のための仮定を設ける。(1)自国通貨建資産は百パーセント安全資産であり、外国資産は百パーセント危険資産である(この仮定のためにインフレ・リスクは無視される)。(2)購買力平価が成立し、かつ経常収支が均衡するような為替レートを「均衡レート」とよび、現実の為替レートはこれから乖離しているが、現実のレートは「均衡レート」にあるスピードで収斂すると人々が予想すると仮定する。(3)外国資産に対する需要は外国資産の収益率と自国資産の収益率の差と、リスクに対する回避度によって決定される。前者の収益率の差は外国(名目)利子率に外国通貨の為替レートの期待上昇率を加えたものから自国(名目)利子率を差引いたものに等しい。この場合の為替レートの期待上昇

率は2国のインフレ格差に、現実のレートが「均衡レート」に近づくべく部分的に調整してその期に変化する分を加えたものに等しい。2国の資産の収益率の差を深尾氏はリスク・プレミアムと呼ぶ。外国資産が百パーセント危険資産であるという氏の想定の下では自国民が外国資産をその為替リスクにもかかわらず需要するためには外国資産の期待収益率が自国民のそれを上回っていなければならないと考えるわけである。

外国人の円資産に対する需要も同様の定式化で求める。このように国際的マネーフローを考慮しつつ、ドルの需要と供給を決定し、ドル需要と供給の一致する均衡式から現実のレート e が求められる。

4. 問題点

しかし上記の為替レート決定式の理論的基礎にはいくつかの重大な疑問点が存在する。この点については小宮・須田氏がすでに全面的批判を行っている。評者としても小宮・須田氏の挙げた批判点の多くに賛成せざるを得ない。以下小宮・須田氏の論点と一部重複するが評者なりに重要と思われる論点をいくつか挙げてみた。

(a) 回帰的期待形成の問題点

購買力平価説が成立するような均衡レートを人々が想定し、現実のレートがこれにあるスピードで近づくと予想する回帰的期待形成が想定されているが、購買力平価が現実には成立しない場合が通常であり、いつそこへ収斂するのかも不確定である以上、人々が上記のような期待形成をすると想定するのは非現実的である。また均衡レートは経常収支の均衡をもたすレートともされているが、経常収支が均衡する必然性はなく、為替変動の影響をうけつつもI-Sバランスと財政赤字によって決定されるある大きさでしかない以上、これも非現実的である。仮りに経常収支は均衡するのではなく、例えば国際収支の発展段階説にしたがったある(ゼロでない)数値を考え、均衡レートはこの数値に対応すると考えれば上記の非現実性問題は緩和されるが、なおそのような数値をどのようにして資産の保有者が知るかは難しい問題である⁹⁾。

上記の「均衡レート」を軸とする金利平価説はドーン・ブッシュやフランケルの説を踏襲したものであるが、これと組合せたリスク・プレミアム説は深尾氏の独創的部分である。これは為替レートの変動による資産の不完全代替性の問題と正面からとり組んでおり興味ある試みである。しかし著者の実証研究に至る一連の定式化は下記のような問題をかかえている。

9) I. 3(問題点)の第2の問題点と註1を参照。

8) しかし、小宮・須田氏のように為替レート決定のメカニズムを、短期の資本移動によるそれに限定する場合は別である。この場合は為替リスクを先物取引によるカバーによって完全にとりのぞくことが出来るので当然完全代替物の前提はみたされる。しかしこの場合も分析を短期に限定するという犠牲を払っており、長期資本移動と為替レートとの関係は別途解決されなければならない。

(b) リスク・プレミアム説の問題点

(i) 自国通貨建資産が百パーセント安全資産で外国資産が百パーセント危険資産という仮定は非現実的である。深尾氏も述べているようにインフレ・リスクが無視出来るという仮定にもよっているが、もう1つは暗黙のうちに外国資産の保有者は外国金融資産を処分して実物資産(消費財、投資財、サービス)を購入するとき、外国の実物資産を一切購入せず、すべて自国産の財・サービスの購入にあてると仮定されていることを意味する。これは消費も生産も国際化している現在は非現実性が高い。この点は小宮・須田氏の批判の通りである。

(ii) 現在の国際金融体制の特質であるドル建資産とその他の通貨建資産(円等)との間に存在する非対称性の問題が考慮されていない。これは(i)とも関連しているが、米国のドル建短期債務のうち短期で流動性の高いものは国際流動性(外貨準備等)のために国際通貨として外国に保有されている。このような動機によってドルが保有される時に問題となるのは流動性プレミアムであってリスク・プレミアムではない。流動性プレミアムはリスク・プレミアムと逆方向の影響を為替レートに与える。すなわち流動性を動機としてドルを保有するときはドルの収益率が円より低くても日本人はドルを保有する傾向がある。また米国は大量のドル建短期債務を通貨または準通貨として発行して代りに長期債権を入手出来る立場にあり、非基通通貨国はその逆の立場にあるが、このような非対称的資産選択を通じて国際金融市場は高い効率をもって機能しているのである。この場合問題となるのはネットの累積経常収支だけではなくグロスの資産保有残高もリスク・プレミアムや流動性プレミアムの分析に明示的に入ってこなければならないと思われる。

(iii) 為替レートの決定において深尾氏の定式化では累積経常収支が極めて重要な役割を果しているがこの定式化には以下のような問題がある。このような定式化が得られたのはリスク・プレミアム仮説によることも事実であるが、同時に資産の需要函数の特定化の特異性にも依存している。すなわち外国資産への需要は2つの国の収益率の差を外国資産の収益率の分散で割ったものみに依存するという特定化である。外国資産への需要はこのほか上記の(i)(ii)でのべた要因もあり、またリスクの分散化のための投資等多くの要因に依存している。ここではしたがってミススペシフィケーションの可能性が高い。すなわち累積経常収支の役割が過大に位置づけられているかも知れないのである。しかし深尾氏はこの特定化によってフィットのすぐれた推定を得ており、このことは

注目に値する¹⁰⁾。しかしその理論的解釈如何によっては解釈は氏の提案しているものとはかなり異ったものになる。例えば評者は累積経常収支が為替レート方程式において高い説明力を持つ理由はリスク・プレミアム要因によるものも排除出来ないとしても、より重要なのは将来の為替レートについての期待形成に対する経常収支の影響力ではないかと考えている。この点は植田氏も同じ視点を提案している。すなわち資産保有者の将来の為替レートに対する期待形成のプロセスは少なくとも1970年代には本書のそれとはかなり異り、経常収支やその累積額に大きく左右される、かなりアドホックなものではなかったかと考えている¹¹⁾。この考え方によれば累積額のみでなく経常収支そのものも説明変数に加えなければならないことに注意しよう。

以上いくつかの基本的問題点を挙げたがこれらは本書がスケールの大きいすぐれた研究書であることを変えるものではない。とくに小国モデルを脱却してマネーフロー表を利用しつつ、アセット・アプローチを2国、あるいは多国モデルへ拡張、深化させたこと、また為替リスクの問題に正面から取り組んだことの意義は大きい。

おわりに

それぞれ力作である3書を読み終って感じることは、それぞれの内容が多様かつ豊富であり、評者自身学ぶことが実に多かったということと、日本の国際金融研究が本格的開花期に入ったという感慨である。3書ともその理論と実証の両面においてそれぞれの特徴をもって第一級の成果を豊富に提供している。いずれもこの分野の研究者にとって必読の書である。とくに小宮・須田氏の本は簡単なモデルによる国際金融メカニズムの簡明な分析を提示すると同時に、広汎な理論諸問題に言及し、かつまた、歴史・政策編では日本の国際金融の制度、政策の変遷の詳細な検討・批判を行っている。この意味でこの分野の研究者の座右の銘とすべき書である。また3書は国際金融が専門ではないが、開放マクロ経済や金融論また日本経済研究等の分野に興味のある研究者にも有益な書である。この3書の与える強力な学問的・知的刺激に応えて日本の国際金融研究が今後さらに盛んとなることを期待したい。

(横浜国立大学経済学部)

10) しかし植田氏の計量分析はかなり異った結果を報告している。累積黒字の有意性は変わらないが、実質金利差の有意性が失われるのである。

11) この評者の見解はこの限りでは小宮・須田氏のそれにかかなり近いものである。