

【書 評】

渡 辺 努

『市場の予想と経済政策の有効性』

— 国際金融政策のゲーム論的分析 —

東洋経済新報社 1994. 6 ix+229 ページ

本書は、近年のマクロ経済学において活発に議論が展開されている「ゲーム理論にもとづくマクロ政策理論」を応用し、今日の国際金融におけるいくつかのホット・イシューを分析したものである。本書の主要な分析は著者がハーバード大学に提出した博士論文を中心にまとめられたもので、大きく分けて4部構成となっている。

本書の第I部は、これまでに議論されてきたゲーム理論にもとづくマクロ政策理論のサーベイである。この部分は著者自身のオリジナルな研究成果が含まれている箇所ではないが、近年マクロ経済学において大きな発展をみたこの分野の研究が著者なりの視点で手際よくまとめられている。また、邦文でこの分野の研究を体系的にまとめた著作はほとんどなく、この点でも本書は貴重なものといえる。しかし、ここでは本書のオリジナルな貢献に関してコメントするのが適切であると思われるので、以下では第II部以降の分析を順を追ってコメントしていくことにする。

外為介入のシグナル仮説：理論的分析

本書の第II部および第III部は、外国為替市場における中央銀行の介入が為替レートに及ぼす効果を「シグナル理論」を使って理論的・実証的に分析したものである。特に第II部は、著者のもっとも重要な研究成果がまとめられた箇所であり、本書のなかで一番読みごたえのある部分である。

この第II部の注目すべき結果は、中央銀行の外為介入をシグナル理論を使って理論的に分析したところである。本書でも説明されているように、中央銀行による不胎化された外為介入が為替レートに及ぼす効果としては、これまでも、民間の資産選択に直接影響を与える「ポートフォリオ・バランス効果」のほかに、将来の金融政策に関する民間の予

想に影響を与えることを通じた間接的効果の重要性が指摘されてきた。しかしながら、後者の効果に関する理論的分析はフォーマルな形ではほとんどなされておらず、従来の説明もある意味で直感的なものにとどまっていた。

本書の第4章から第6章にかけての理論分析の大きな貢献は、このような不胎化された介入の効果、政府と民間との間の情報の非対称性を仮定することで「シグナリングの理論」を使って本格的に分析したところにある。分析の基本モデルは、第4章のはじめに数ページかけて説明されているように、きわめて簡単な3期間のオープン・マクロ・モデルである。しかし、そこで導かれている結果は直感的にも納得のいくものであり、現実の外為介入の重要な一側面をとらえているように思われる。

ただし、本書を読み進む上で気になったのは、分析の基礎となるモデルの基本構造に関するいくつかの説明が必ずしも明確でなく、読者に不親切であるという点である。たとえば、理論分析では、第一期目にマネーサプライの変化を伴わない不胎化された外為介入のみが行われる一方で、第二期目には逆にマネーサプライの変化を伴った不胎化されない外為介入のみが行われることが仮定されている。この仮定は、著者が主張するような不胎化された外為介入のシグナル効果が理論的にクリアな形で導出するにはきわめて重要なものである。しかし、私が本書を読んだ限りにおいて、一見強いこの仮定がどのようにして正当化できるのかを著者は説得的に説明しようとしていないように思われる。一般に、マネーサプライの変化を伴った不胎化されない外為介入の方が、そうでない不胎化された介入よりも為替レートに与える効果は大きいと考えられる。したがって、なぜ第一期目に不胎化されない介入が行われぬのかは、理論分析の結果をより直感的に理解する上では十分な説明が必要である。

もちろん、この仮定は何通りの方法でも正当化することは可能であろう。たとえば、この仮定は、不胎化されない外為介入が為替レートの不安定化に対して即時に反応できないという観点から正当化されると思われる。すなわち、マネーサプライの変化は、多くの場合、他の国内の物価水準など他のマクロ変数へも影響を与えるので、不胎化されない外為介入の行使はマクロ経済全体の状況を見て慎重に決定さ

れなければならない。これに対して、不胎化された外為介入は比較的他のマクロ変数への影響が少なく、その反応も機動的に行うことができるものと考えられる。したがって、本書の理論モデルでされているように、第一期目にまず不胎化された介入を行い、そしてそれより後の第二期目でより強力な不胎化されない介入を行うという仮定をもうけることは、現実的な観点からも正当化されることになる。

このように外為介入のタイミングに関する仮定の根拠を考えてみると、なぜ中央銀行が不胎化された外為介入を、(本書で示されているように)ある種のコストを支払って行わなければならないかがよりはっきりすると思われる。すなわち、中央銀行は外国為替市場の変化に対して、長期的には不胎化されない介入によって断固たる姿勢で取り組む準備がある。しかしながら、短期的には国内の他のマクロ経済状況への配慮もあり、すぐには不胎化されない介入を行うわけにはいかない。そこで、とりあえず機動的な不胎化された介入をある意味で過剰に行うことによって、当局の長期的な姿勢に関するシグナルを民間の取引主体に送り、外国為替市場の安定化を短期的にも達成しようとすると考えられるのである。

以上のような私なりの解釈に著者が同意されるかどうかはわからない。しかしながら、厳密な数式の展開に加えて、このようなタイプの直感的な説明がもう少しなされていた方が、現実の為替介入のメカニズムを考える上で本書の持つ意義は大きくなったと思われる。

外為介入のシグナル仮説：実証的分析

本書の第 III 部は、第 II 部で導出した外国為替市場における不胎化された介入に関するシグナル仮説を実証的に分析したものである。著者自身認めているように、理論的に導出されたシグナル仮説を直接的な形で実証することはデータの制約等もあって容易なことではない。そこで、本書の第 III 部の主要な実証分析(第 8 章)では、理論的に導かれたシグナル仮説が成立するために重要と思われる条件として、介入政策の金融政策に対する先行性と介入の予測可能性の 2 つの問題を取り上げ、それらを日本のデータを用いて検証するという形式をとっている。

実証研究はグラフを数多く使って説明するなど、わかりやすい結果を導いている。しかしながら、先にも述べたように、本書が行った実証分析は理論的に導かれたシグナル仮説が成立するための必要条件

のいくつかを検証したにすぎず、それをもってシグナル仮説を支持するには十分なものではないように思われる。

たとえば、第 8 章の実証分析では、1970 年代後半から 1980 年代にかけて、日本銀行の行った不胎化された介入がその後の公定歩合の変更やマネーサプライの動きに先行していることが示されている。この結果は、ファクト・ファイディングとしては大変興味深いものであり、貴重な実証結果であることは言うまでもない。しかし、この結果は著者が主張するようなシグナル仮説が成立しない世界でも説明がつくように思われる。

たとえば、マネーサプライの変化を伴った不胎化されない外為介入は他のマクロ変数へも影響を与えるので、中央銀行はできる限りマネーサプライを変化させない不胎化された介入で為替の安定化を行おうとしている状況を考えてみよう。この場合、為替レートに異常な動きが始まった初期の段階では、中央銀行は不胎化されない介入のみでそれに対応しようとするであろう。しかしながら、この為替レートの異常な動きがかなり深刻なものであった場合、中央銀行は不胎化された介入だけでは十分に対処仕切れず、やがては公定歩合やマネーサプライの変化を伴った金融政策の変更によってそれに対処せざるを得なくなる。

このような状況は、著者が示したような不胎化された介入が金融政策の変更に先行するという実証結果と整合的なものである。しかし、このストーリーを説明するには、著者が主張するような中央銀行と民間の間の情報の非対称性や介入のシグナル効果の存在は必ずしも必要としない。また、為替レートの変化が予想されないものである限り、不胎化介入が予想されないものとなることも、シグナル仮説に依拠しなくともうまく説明できることになる。

政府債務の通貨構成

本書の第 IV 部は、政府債務の通貨構成の問題を取り扱ったものである。近年世界最大の債務国である米国が自国通貨建て債務を発行し続けていることに対しては、米国国内のインフレを助長し、米国および世界経済に悪影響を及ぼすとしてさまざまな議論が行われてきた。本書では、ゲーム論的アプローチにもとづく最近の国債管理政策論を援用することにより、米国にとって望ましい通貨構成とはどのようなものであるかを検討したものである。

著者も述べているように、米国はドルという基軸通貨を発行する国であり、米国に限らず多くの国々がその債務をドル建てで発行している。したがって、米国が大量のドル建政府債務を発行し、国内にインフレ・バイアスを生み出す誘因を持つことは米国のみならず、国際的にも大きな問題であることは言うまでもない。その点で本書のように米国が発行する政府債務に関して最適な通貨構成を検討することは重要な貢献であると言える。

しかし、問題を国際金融全体としてみた場合、より大きな問題と思われるのは、これだけ米国が大量の対外債務を発行し、(本書の理論が正しければ)将来的に大きなインフレを引き起こす可能性を秘めているにも関わらず、今日でも依然としてドルが国際通貨として支配的な地位を占めているという点である。このことは、経済が比較的安定し、貿易量など実体経済においてその地位を飛躍的に高めている日本の通貨「円」の国際的地位が依然として低いままであるということと全く対照的な特徴である。

このような通貨の国際化の問題は、本書の取り扱う問題の範囲外であり、この点で私のコメントは的をはずれたものかも知れない。しかし、債務の通貨構成はお金を借りる側と貸す側の双方によって決定されるべき問題である。したがって、私の個人的な見解では、今後はより世界的な観点から債務の最適な通貨構成の問題を再検討していく必要があるのではないかと思われる。

おわりに

本書は、全体として、経済理論と実証分析がバランスよく組み合わされており、ゲーム理論にもとづくマクロ政策理論を使って外為介入の問題や政府債務の最適通貨構成の問題を分析した優れた研究書と言える。私のようにこの分野の問題を同じように研究してきたものにとっては、上述のように過大な要望を著者にしてしまうが、著者がこれまで日本ではほとんど分析が進んでいないこの種の分野に鋭い切り口で取り組んだ本書の研究成果は大きな評価に値しよう。特に、日本銀行における日常の忙しい業務のなか、このような研究書をまとめられたことは非常にすばらしいことである。

[福田慎一]