

金融研究会

「金融理論の展開と金融政策の課題」

I. 会議の概要

1. はじめに
2. 変動相場制の経験と国際金融理論
3. 自由化、国際化の進展と金融政策
4. 総括（館教授総括コメント）

1. はじめに

金融研究所は、1992年12月8日に「金融理論の展開と金融政策の課題」をテーマに金融研究会（パネル・ディスカッション）を開催した。本研究会の目的は、金融研究所の設立10周年にあたり、この間の金融理論の展開や、金融・経済情勢の推移を踏まえ、その現実の政策運営への含意等を探るとともに、今後の研究活動の参考とすることにあつた。本研究会は2つのセッションから成り、まず第1セッションでは、1980年代の大幅な為替変動とその国際収支調整機能や国際協調など国際金融面のトピックを中心に、また第2セッションでは、80年代後半のマネーサプライの大幅変動や資産価格の高騰・下落を踏まえ、金融政策の最終目標やマネーサプライ・コントロールのあり方など、主に国内金融面の問題について議論がなされた。当日のパネリストは以下のとおりである。

<議長>

野口悠紀雄 一橋大学教授

<報告>

新開 陽一 大阪大学教授

「変動相場制の経験と国際金融理論」

高木 信二 大阪大学助教授

「変動為替レートと経常収支調整

——貿易財価格を巡る1980年代の経験と理論的發展」

植田 和男 東京大学助教授

「マネーサプライ・コントロールを巡って」

福田 慎一 一橋大学助教授

「新しい経済環境の下での金融政策の課題について」

<コメント>

香西 泰 日本経済研究センター理事長

伊藤 元重 東京大学助教授

堀内 昭義 東京大学教授

<総括コメント>

館 龍一郎 青山学院大学教授
（東京大学名誉教授）

2. 変動相場制の経験と国際金融理論

第1セッションでは、為替レートの国際収支調整機能の評価や、国際協調の理論的側面、

さらには、その実現のための具体的な政策の1つである介入政策の効果や、国際通貨制度など、1980年代の経験を踏まえ、多様な論点が議論された。

まず、為替レート of 国際収支調整については、その効果は限定的であり、対外不均衡を是正しようとすれば、為替レート調整とともに、所得・支出バランスなどのマクロ調整が必要との意見が大勢であった。

また、国際協調の有用性に関しては総じて懐疑的な評価が与えられたが、為替介入については、プラザ合意以降の協調介入が一定の効力を発揮したことから、学界の一部でも市場参加者の期待形成に着目して介入の有効性を再評価する動きがあることが指摘された。

(1) 変動相場制の国際収支調整機能

1980年代には、先進国間の対外不均衡が拡大する一方、大幅な為替変動が観察された。とくに日米間では、1985年9月のプラザ合意を契機に急速な円高が進行したものの、その後国際収支不均衡是正は十分に進んでいないなど、為替レートによる対外不均衡調整が期待されたほどには発揮されていないのが実情であった。そこで研究会では、変動相場制の国際収支調整機能についての評価が最初の議題として取り上げられた。高木（以下、敬称略）は、こうした調整機能が十分に発揮されなかった背景の1つとして、為替レートの変動が必ずしも貿易財価格に反映されていない事実を指摘し、その理論的背景を提示したが、パネリストの間でも、為替レートが国際収支調整の過程で果たす役割は限定的であり、対外不均衡を是正しようとすれば、為替レート調整と同時に貯蓄・投資バランスの是正などマクロ調整が必要との意見が大勢であった。

すなわち、高木は、近年、国際金融論の分野では為替レートと貿易財価格の關係に着目する研究が進められていることを紹介し、現実にも日本で80年代後半、為替レートが輸入財価格の低下に反映される割合を示すパススルー率は100%に近かった一方、輸出財の価格上昇はこれに比べかなり小幅にとどまったほか、米国でも80年代に入ってパススルー率が低下するなど、為替レートの変化が貿易財価格の変化に反映されない傾向が窺われ、こうした不完全な価格転嫁が為替レート変動の国際収支調整機能を弱めているとの考えを示した。

さらに高木は、かかる不完全なパススルーは企業の収益マージンの変化を意味するが、こうした企業行動の説明として、ヒステリシス（履歴効果）とPTM（Pricing To Market）の議論を紹介した。

まず、ヒステリシスとは、為替レートの大規模な変化は、企業数の増減などの産業組織の構造変化を招来するが、こうした変化は不可逆的なものであり、たとえ為替レートが元の水準に戻っても、市場の競争条件や価格構造は元に戻らない、というものである。この理論は、80年代前半のドル高によって米国市場に海外企業が参入したが、為替レートがドル安に転じて、これら海外企業は米国市場に築いた販売網等の足場を守るためにドル価格への転嫁を小幅にとどめようとしたことに着目し、こうした市場構造の変化により80年代後半における米国のパススルー率低下を説明しようとするものである。また、PTMとは、輸出業者が輸出先国別に異なった販売価格を設定する行動によって、パススルー率の低さを説明しようとする考え方である。このような企業行動については、調整費用等の存在を

I. 会議の概要

想定した動学モデルを用いた説明が与えられており、実証の分野でも日本やドイツの企業についての研究が進んでいる、今後有望な研究分野であるというのが高木の見解であった。

これに対し香西は、変動為替レートの評価については国際収支調整機能のほか、インフレ率の遮断効果等の他の評価基準もあり得ようとしたうえで、パススルーという概念について、そもそも当該財の需要が価格に対して完全に非弾力的でない限り、供給曲線が為替レート変動に応じて完全にシフトしたとしても、観察される均衡価格の変化幅は為替レートの変化幅と一致する必要はなく、パススルー率が低いからといって、それを証拠に為替レート調整効果がないとはいえないのではないか、との疑問を呈した。堀内は、為替レートの調整効果として実質レートの変化が産業構造、とくに貿易財と非貿易財の相対的關係に与える影響も重要な視点であると指摘した。また、フロアーから井上（日本銀行）も、為替レートの変化は貿易財と非貿易財の相対価格の変化による産業構造の変化によって国際収支を是正する方向に働くのではないかと、したがって、国際収支の調整では、成長経済を前提とすれば、価格弾力性よりも輸出性向の低下、輸入性向の上昇といった構造変化を反映した所得弾力性の動きの方が重要と述べ、植田も、実証結果をみると、国際収支の調整においては、内外の所得変数によるところが大きいと指摘した。

伊藤は、国際収支がバランスに向かうためには、

- ① マクロ的な所得支出のバランス (expenditure increasing/reducing) と、
- ② 自国財と外国財に関する需給のバランス (expenditure switching)

の両者が必要とされるとする Krugman の所説を紹介し、こうした一般均衡的な体系のなかでは、為替レートと国際収支バランスの変化はどちらが原因でどちらが結果であるか必ずしも明確でないと論じた。

こうした議論に関連して、新開は、ノルウェーの北海油田の例を挙げ、同国では北海油田開発に際し、外国からの資金導入によって国際収支が赤字化したものの、その後の原油輸出によって賄ったことを紹介して、国際収支決定には貯蓄・投資バランスが重要であること、また対外収支については、ライフ・サイクルを視野に入れた長いタイム・スパンで評価すべきと指摘した。一方、植田は、マクロバランスの自律的な調整メカニズムは弱いと、国際収支インバランスを是正しようとすればマクロ政策による調整が必要であり、実際にもそうした政策が試みられてきているのではないかと指摘した。

また、さらにマクロ調整に関連して香西は、前川レポート以来の内需拡大政策をどう評価するかという問題を提起し、前川レポートが円高を進めないための策であったならば問題はあろうが、国内の福祉増進のために公共事業を行ったのであれば評価できるとの見解を示した。

今後の研究の展望については、高木が、学界ではここ当分 PTM の研究が続くのではないかとの見通しを述べたうえで、伊藤等からの指摘にあったように、今後の研究はこうした部分均衡論的アプローチをより大きな一般均衡の枠組みのなかに組み入れていくことにより、産業組織論的なミクロ的アプローチとマクロ・バランスの相互関係の解明を行うことが必要とした。

なお、フロアーから深尾（一橋大学）は、

最近の経常収支の黒字増大をどう評価するかについて問題提起を行った。これに対して香西は、80年代末と現在の状況を比べると、まず景気情勢については、当時は不況ではなかったのに対し現在は不況局面であること、さらに当時みられた為替レート的大幅なミスアラインメントが現状はそれほどみられない点が相違点として挙げられようと指摘した。

(2) 国際協調を巡る諸問題

次に、1980年代において、国際金融のみならず国内金融面でも重要な論点であった国際協調が取り上げられた。このテーマについては、その理論的側面、さらにその実現のための具体的な政策の1つである為替介入の効果や、国際通貨制度を巡って議論がなされた。

イ. マクロ経済政策の国際協調

国際協調の理論的フレームワークについては、なお学界でも合意が得られていないこともあって、論者によって実際の国際協調の評価に若干の濃淡があるように見受けられた。

すなわち新開は、「国際協調」はしばしばある一国が少々犠牲を払ってでも世界経済全体の向上を図るべきだという前提で論じられることが多いが、理論面からの評価基準はパレート改善（すべての国の経済厚生が向上すること）であるべきと主張した。そのうえで、①国によって政策目標の優先順位が相違し、かつ政策効果（政策乗数）に不確実性が存在する状態（新開はこれを「モデルの差」と定義）では、各国の政策目標を具象化した厚生関数を足しあげたものが必ずしも世界的な厚生関数とはならない、②一国のなかでも政府と中央銀行の間に政策目標の優先順位に相違があれば、各国間でのモデルの一致はさ

らに難しくなる、として、とりわけ短期マクロ政策を中心とした「国際協調」については否定的な見解を示した。一方、ルール整備的な分野については、各国間のモデルの差の困難が相対的に小さいと思われるので、この面での協調の方が現実的とした。

香西は、こうした新開の議論に基本的に賛成しながらも、各国間の相互依存関係の強まりを考えると、一国の厚生関数のなかには他国の政策も入ってくるという意味で外部性が存在するとし、この点に国際協調の理論的な存在基盤があることを示唆した。またルール面の協調については、ルールや制度といっても風土等と結びつく分野もあり、国の間でのモデルの差はマクロ政策の場合に比べ一概に小さいとはいえないとし、分野の限定については別途検討が必要とコメントした。

一方、伊藤からは、現在の「国際協調」の議論のなかで、かつてマンデルが論じた政策割当論（各政策手段間の割当を適切に行えば、期待された政策効果が得られるとの議論）はいかなる意味をもつのかとの疑問が提示されたが、この点、新開は、個々の政策手段についてすら、その政策効果の程度のみならず方向も確定していないのが現実であるとして、従来の政策割当論の現実的な妥当性に否定的な見解を示した。

ロ. 為替市場への介入の効果

次に新開から、学界では1970年代以来、介入によって例えばドルと円の残高比率を変えても（ポートフォリオ効果）、ドル資産と円資産との代替の弾力性が大きいため介入の効果は小さいという介入無効論が大勢であったが、プラザ合意以降、協調介入は一定の効力を発揮してきたとの事実認識を踏まえ、「期待要因」に着目して介入の有効性を論じた議

I. 会議の概要

論が行われてきているとの報告がなされた。すなわち、新開は、単独介入に比べて協調介入の有効性が高いのは、後者の場合、介入資金の限界がないこともあって、当局の介入姿勢に対する信頼感が高いことが背景にある。このように、介入の効果をみる場合には市場参加者の期待に注目することが重要であると指摘し、さらに学界でも、介入が当局のマクロ政策の変化を予告するという、介入がもつシグナル効果に着目した研究が進んでいる、との報告をした。

伊藤は、新開がその報告論文のなかで内外貨建て資産に対する需要が金利差、為替レートの期待変化率およびリスクプレミアムに依存し、①為替レートの変化の規模は年率にすれば非常に大きく、金利政策によって為替レートを維持することは難しいこと、②介入によるポートフォリオ効果を通じたりスクプレミアムの変化も小さいことから、介入の有効性を期待要因に求めていることに対し、介入の有効性の根拠である期待要因というものが曖昧な概念であるうえ、そもそも上記の各要因は互いに独立ではないと指摘し、「期待要因」を過大評価することに対しての疑問を提示した。

ハ. 国際通貨制度のあり方

最後に国際通貨制度のあり方を巡って若干の議論がなされたが、1992年9月の欧州通貨体制の動揺の経験などからみても、実体経済面のショックが異なる地域において、通貨統合などの単一通貨圏を形成するのは困難との意見が大勢であった。すなわち、新開は、米国の7地域に分けて経済のショックに対する望ましいマクロ政策をみると、各地域が異なった政策を行う必要は比較的小さいのに対し、欧州では国によって異なる政策を行う必

要が比較的大きい、とする研究結果を紹介し、欧州の通貨統合は時期尚早ではないか、まして日米独の間では食い違いがさらに大きいと思われるので、これらの3国が最適通貨圏を構成するという考え方は支持しがたいとした。

3. 自由化、国際化の進展と金融政策

第2セッションでは、1980年代後半の資産価格の大幅な変動を踏まえて、金融政策の目標として資産価格をどのように位置付けるべきかが、1つの大きな論点となった。

まず、80年代後半におけるマネーサプライと資産価格の大幅変動の大きな背景が、不完全な金融自由化および金融政策にあること、また、当時は金融政策の目標として資産価格の安定が大きな位置を占めていなかったことについては、大まかなコンセンサスがあった。しかし、資産価格を金融政策運営上どう位置付けるか、という点については、資産価格とマクロ経済の動きが必ずしも一致する保証がないことから、資産価格の安定には金融政策以外の政策手段が割り当てられるのが望ましいという点ではパネリストの見方は概ね一致していたものの、一方で、資産インフレは、それが資産・所得分配面に歪みをもたらし、経済効率性をも損なう点ではフローのインフレと同じであること、また現実には金融政策以外に機動的な政策手段は存在しないため、緊急避難的な事態には金融政策を割り当てざるを得ないのではないかと意見が出され、この問題の難しさを改めて浮き彫りにした。

(1) 80年代後半におけるマネーおよび資産価格の変動

福田は、その報告論文のなかで1980年代後

半の金融政策を取り上げ、①一般に資産価格の急激な変動が実体経済に攪乱の影響を与えるのであれば、資産価格の安定が必ずしも金融政策の目標として認識されていなかったことが実体経済に攪乱的な影響を与えたとの議論もなし得る、②一方、実質金利の面からみると、この時期の政策運営は過去（例えば70年代前半）と比べてより安定的であった、③さらに、福田自身の計量分析によれば、この時期の資産価格変動が実体経済に大きな影響を与えたとの確証は得られないとの結果を紹介した。また、植田は、80年代後半のマネー増加の主因は、①低金利下における資産価格上昇の期待が非金融部門の借入による株式購入を増加させるとともに、資産効果によるマネー需要の増大を招いたこと、②不完全な自由化が大口定期などのマネー資産に対する需要の一時的増大をもたらしたこと、などの「両建て取引」の増加にある、と指摘した。

堀内は、マネーの増加が資産価格の上昇や中途半端な金融自由化の下で生じた両建て取引の増加による面が大きいという分析に賛同したうえで、そのような状況が生じたのは、政策目標として「資産価格の安定」が認識されていなかったためであり、対外的側面が重要であったとした。すなわち、堀内は、この時期の金融政策の背景としては、①米国との関係において経常収支不均衡是正に向けた内需拡大が必要とされたこと、および②87年10月のブラックマンデー以降は世界全体の株式市場の安定化のため金融緩和が不可欠とされたこと、が重要であるとした。香西も、円高局面で金融緩和が行われた背景として為替レート安定（現状水準以上の円高の阻止）への配慮という側面があったことは否めず、また、資産価格が急騰したにもかかわらず円高

により一般物価が安定していたことが、金融政策の目標設定を難しくしたのではないかと指摘した。

(2) 資産価格の金融政策運営上の位置付け

堀内は、資産価格の変動とマクロ経済の動きが一致する保証がない以上、資産価格に対しては金融政策ではなく、他のより有効な政策手段を割り当てるべきであるとし、資産価格を金融政策の目標とすることには否定的な見解を示した。この点に関し、香西は、具体的に資産価格に割り当てるべき政策手段として、①土地取引における総量規制、②短期の資産取引に対する事実上の累進課税であるトービン・タックス、③キャピタルゲイン課税などを例示した。

一方、伊藤からは、一般的には資産価格を政策目標として割り当てるべきではないという点には賛成しつつも、金融政策が機動性の点で優れていることから、株価暴落時の流動性供給などの defensive policy としては有効との見解が示された。もっとも植田からは、このような defensive policy を発動するに当たっての現状判断の困難さ、およびその結果として不必要な政策発動を招来する危険性が指摘された。

(3) マネーサプライ・コントロールの問題

次に、マネーサプライ・コントロールを巡る問題については、1980年代のマネーサプライの大幅変動を1つの論点として、操作目標のあり方（ハイパワード・マネーか短期金利か）等を含めた議論がなされた。

植田は、報告論文のなかで、金融市場と財市場の均衡が同時に決定されるモデルにより、①マネーサプライをコントロールする場

I. 会議の概要

合、ハイパワード・マネー（以下 HPM）を操作変数とする方法と、短期市場金利を操作変数とする方法があるが、②前者による場合、（信用乗数が一定であれば）マネーの変化はほぼ完全に HPM（したがって金融政策スタンス）の変化を反映するのに対し、後者による場合、マネーの水準は短期市場金利だけでなく、銀行の貸出関数や非銀行部門の貨幣需要関数のシフトによっても変化することを示した。そのうえで、HPM コントロールというレジームの下では、80年代後半のような、マネーサプライと資産価格の大幅変動といった事態は生じえなかったのであろうし、そこまで極端ではなくとも、中間目標としてマネーがより重視されていたならば、資産価格の大幅変動はかなりの程度避けえたのではないか、と論じた。

これに対し、堀内は、資産価格の変化が生じた背景としてみる場合、HPM コントロールか短期金利コントロールかといった金融政策の運営方式は「些末な問題」であり、重要なのは、政策目標として何を考えるか、という点にあると主張した。

香西も、金融政策に対して批判があると言えば、それは HPM ないしはマネーをターゲットとしなかったことよりも、短期金利によるコントロールの下で、過去あるいは現在の短期金利の水準が適切であったかどうかという点にある、と堀内に同調した。またフローアーから翁（日本銀行）は、80年代の後半のように、両建て取引等による預貸が併進し、預金が増えるような状況においては、植田論文で仮定しているように現・預金比率を反映する貨幣乗数が安定しているとは考えにくく、したがって、HPM コントロールの下でもマネーサプライが必ずしも安定しない可能

性があると指摘した。

また、植田は、① HPM 需要は短期的には金利非弾力的であるため、HPM を操作変数とする場合、短期市場金利は大幅な変動を示すことになり、これを嫌ってほとんどの中央銀行は、金融政策の操作目標として HPM ではなく短期市場金利を選択している、②しかしながら、HPM を目標とすることを非現実というためには次のような疑問に答える必要がある、とした。

- i) なぜ金利の大幅変動が望ましくないのか。
- ii) 短期の HPM 需要はどの程度金利に対し非弾力的であるのか。準備預金制度の変更等により、弾力性も変化すると考えるべきではないか。
- iii) 中央銀行が短期において結局需要に等しいだけの HPM を供給せざるを得ないとすれば、中央銀行にできることは、積み期間中の HPM の供給パスを変えるだけであろう。このような状況の下で、中央銀行はどのように目標金利をコントロールできるのか。

こうした植田の疑問に対し、香西は、ii) について現行準備預金制度が足枷となっており HPM を操作変数とすることができないのであれば、同時積み方式の採用、準備預金への付利、法定準備制度の廃止等、準備預金制度自体の見直しを含めて検討すべきではないか、との見解を述べた。これに対し堀内は、political economy の観点からみて、わが国において現行の準備預金制度が採用されている背景には、日本銀行が短期的に垂直に近い需要曲線を金融機関に対するグリップ維持のために利用する一方、金融機関側でもこうした金融調節方式に慣れ親しんでいる面があると

の見方を示した。一方翁は、i) ならびに ii) の点に関連して、目標金利を一定にした場合に金利の大幅変動が回避されるべき理由の1つは、金融機関や企業にとって金利の変動が小さい方が経営がやり易いという点にあり、現行の準備預金制度については、金利のsmoothing機能等も含めメリット、デメリットを多角的に評価する必要があるとした。また、iii) の点については、需要曲線が垂直となっている市場では、価格を決めるのは供給量ではなく限界供給価格であり、供給が需要に等しくても金利コントロールは可能である、また、日々の金融市場では、積み最終日を除いて準備需要の弾力性は高いが、HPMの独占的供給者である中央銀行は、準備積み期間中の準備供給量のパスを変化させることにより、市場参加者に中央銀行が望ましいと考える準備の限界供給価格（金利水準）についてのシグナルを送り、これにより実際の金利水準を誘導することができると論じた。

一方、マネーサプライの位置付けに関し、植田からは、金融の自由化の進展により通貨需要関数のシフトが生じてきたし、またこれからも生じるとみられるため、リジッドなマネーサプライ・コントロールは難しいかもしれないが、マネーサプライについて幅の広いターゲットレンジを定めることにより、福田が指摘したような、①景気判断のあやまち、②政策実施に伴うラグ、③政治的介入といった裁量政策のデメリットを小さくすることができるのではないか、との提案があった。また福田も、現実の金融市場において信用割当が発生しているような状況では、金利のみを指標とするのではなく、マネーサプライに代表される量的指標にも注目していくことが望ましいのではないか、と指摘した。

4. 総括（館教授総括コメント）

最後に館から、第1、第2セッションの議論を総括する以下のようなコメントが行われた。

まず第1セッションで議論された国際協調については、日本の内需拡大策とそれに沿った金融政策は、その程度やタイミング等に議論は残るとしても、内需拡大は国民生活の向上に資するものであり、政策の方向としては正しかったとの認識が示された。ただ、1980年代後半の内需拡大策はもっぱら金融政策に偏重し、結果として資産インフレを招いたという点を考えると、ポリシーミックスのあり方として必ずしも適当ではなかったことは否めず、これが国際協調の評価まで難しくしていることにも留意の必要があろうとの見解を示した。

一方、第2セッションの大きな論点であった資産インフレの金融政策運営上の位置付けについては、そもそもインフレがなぜ好ましくないのか、という基本的な点に立ち返ってみる必要があると指摘した。すなわち、インフレは、①すべての価格が同時に上昇していくものでない限り恣意的な分配上の問題を引き起こす、②経済全体の効率を低下させる、という理由から回避されるべきであると考えられるが、こうした分配・効率上の問題はフローの物価だけでなくストックとしての資産価格にも程度の差はあれ当てはまる一方、金融政策が資産価格の変動に大きな影響を及ぼしている以上、これを金融政策が全く無視することはできない。ただ、そもそも資産価格の決定メカニズムも解明されていない状態では、常に資産価格の安定を目標とすることは適当ではなく、資産価格の安定により比較優

I. 会議の概要

位のある政策手段を見出し、これを実行可能な状況にしていくべく、理論家や実務家が真剣に検討していくことの重要性を強調した。

また、当日必ずしも十分論じられなかったが重要な問題として、金融機関の役割をどのように評価し、最近の金融機関の行動をどのように理解すべきかということがありとし、マクロ経済学の文脈においてもマネー・パラ

ダイムに対してクレジット・パラダイムという考え方が重要視されてきており、「情報の経済学」や、こうした考えを踏まえて、クレジット・クラッシュ等の分析が必要であることを指摘した。

以 上

[文責、金融研究所]