

Ⅲ. コメント論文

1. 報告論文に対するコメント……香西 泰、伊藤元重、堀内昭義
2. 総括コメント……館 龍一郎

1. 報告論文に対するコメント

[香西 泰]

(1) 高木論文について

① 高木論文は為替変動が国際収支調整に有効でなかった理由を為替レートの変化が貿易財価格に反映されなかった点に求めるとの立場で、最近の研究文献をサーベイしている。

② 高木論文では、「大方の期待に反して、日米の貿易不均衡の調整は十分に進まなかった」（高木論文1.）、「為替レートの変化は経常収支の十分な調整を果たさない」（同）との事実判断に立って議論が進められている。この判断は新開論文「為替レートの伸縮性が調整過程を助ける点は異論が少ない」（新開論文5.。その前の段落ではKrugman論文に言及）と若干ニュアンスを異にしている。為替レートに何を期待し、どれだけを十分というかを含めて、事実認識を深めておくことが高木論文で取り上げられた問題の意義を評価するうえで必要であろう。

③ 高木論文ではパススルー問題が弾力性アプローチの前提に関わる論点として位置付けられている。為替増価によって第1段階で輸入品価格が下落し、第2段階でこれによりどれだけ輸入数量が増大するかが問題になるという意味であろう。考え方の整理としてはこの2段階区分はよく分かる。しかし、実際

に観察されるデータではこの2つを簡単に区別できるとは限らない。輸入品市場について普通の需要供給曲線が描かれるものとしよう。そして、為替が増価した分だけ輸入品の供給曲線は右下方に移動するとしよう。それによってどれだけ輸入品価格が下落するかは、輸入品に対する需要曲線の傾きによる。輸入品需要曲線が垂直であれば100%パススルーが起きるが、輸入数量は増加しない。輸入品需要曲線が水平であれば輸入品価格は変化しない（パススルーは0%）が、輸入数量は増加する。これらの場合の数量的変化は供給曲線の傾きによる。いずれにせよ、輸入数量と輸入品価格は同時決定されるべきものであろう。したがって、輸入品価格のパススルーが小さいからといって為替調整の効果が無いとはいいい切れない。

2段階区分が思考実験上のことであることは高木論文でも認められている（高木論文2.）が、一般にパススルーの議論ではこの点が忘れられがちな観があるので一言する。

④ 日本の為替レートと物価の関係については、輸入品の相当部分が中間財として再投入され、加工して輸出品となることを考慮すべきであろう。日本製品のドル建て輸出価格が円高分だけ値上がりしなかったとすると、その幾分かは円高で日本の輸入原燃料価格が値下がりした（ドル建て輸入価格が不変にと

どまった) ことによる面があろう。サーベイされた文献の中にはこうした産業連関効果に触れたものが見当たらないようであるが、実務的には不思議に感じる。あるいは、日米の輸入構造(製品輸入比率)の違いを反映するものであろうか。

(2) 新開論文について

イ. 新開論文の主張

新開論文は、次の主張を含んでいると理解される。

① 為替介入の効果は限られている。

② 国際政策協調を美化すべきではない。

ルール協調はよいが、モデルの相違を考えると、短期マクロ政策の協調は疑問である。

③ 日・米・独は最適通貨圏を構成するものとはいえず、日本としては変動相場を続けるのがよい。

その論旨には概ね同感である。そのうえで、

②についてコメントしたい。

ロ. 国際協調について

国際協調の美化は危険で愚かしいとの主張には全く共鳴する。そのうえでなお若干の論点を指摘したい。

① ここではパレート改善を目的とする国際協調と、特定国に犠牲を強いるそれ(世界厚生関数に基づく再分配政策)とが区別され、先進国間の国際協調は前者に限るべきことが主張されている(新開論文2.ハ.。パレート最適も世界厚生関数として表されうるが、このことについては論文中の注1参照。また、途上国への所得再分配は否定されていない)。

以上の主張は妥当なものと思われるが、パレート改善を目的とする国際協調の分野も結構広いものでありうることも注意してよい。

なぜなら、各国利益には相互依存関係(外部性)があり(国際間の相互影響が増大していることは新開論文4.(2)にも指摘されている)、また国際公共財の供給も必要だからである。相互依存関係(外部性)の存在や国際公共財の供給を考えると、狭い意味の自国利益だけを考へては最適の結果は得られない。「囚人のジレンマ」の例が示しているように、非協力であるよりは協力によってこそパレート改善が得られる場合がある。「犠牲を強いる」のはよくないが、自国の政策が他国に与える影響を考慮すること、短期的な自国利益のみを追求しない(他国を出し抜かない)こと、フリーライドをしないこと、等を要請するのは理論的にはそれなりに根拠があるというべきであろう。

通常の消費者交換の場合には、外部性が存在しないことを前提としてパレート改善を目指して自発的交換が行われる。この時には、各主体は自己の状態にのみ関心を払えばよい。しかし、国際的な相互依存関係がある時には他国の状態にも関心を払わざるをえず、協力が望ましい場合も存在する。それが現実にはどの程度の重みを持つかは別の問題であるが。

② 新開論文では、今回の欧州通貨危機について米・英の態度を批判し、ドイツのそれを弁護する気味合いが窺われる。全体としては同感できるが、ドイツの政策にも問題があったのではないか。ドイツのインフレは自らの失敗であり、とくに東西ドイツの通貨交換を1対1の比率で行うという経済的には非合理的な(政治的には便宜だったが)決定が事態を悪化させた。これにより近隣諸国は高金利、為替不安定に晒される結果となった。もし国際協調による為替安定が望ましい(極

Ⅲ. コメント論文

論ではERMは国際公共財だ)という立場に立てば(ドイツは公式にはその立場を取っている)、ドイツの高金利政策は為替安定コストを他国に支払わせようとしたものといえなくはない。また、インフレを抑制するにしても、高金利ではなくて増税、所得政策など、為替の動揺を来さない他の引締め手段を発動すべきでなかったか。それが可能であったか、有効であったか、妥当であったか等の問題は別として、そうした議論も考える。直線的にドイツの立場をよしとすることにも問題がある。

㉔ ルールについては「モデルの差」が小さい(新開論文4.(2))という論拠をより明確にすべきであろう。ルールだからモデル(乗数、効用)の差が小さいとはいえず、ルールによっては国による文化、価値を反映して国際的に調和させられないものもある。

裁量的短期的経済政策についてよりも中長期的ルール形成について国際協調が成立し易いとするれば、それは、各国がそれぞれ独立している時には、ルールによって相手の出方を予測しうる状態の方が、各国が裁量によって行動する場合よりも均衡に達し易いからかもしれない。これは乗数の差や効用の差の大小に由来するものとはいえない。

(3) 福田論文について

イ. 資産価格と金融政策

福田論文では冒頭で1980年代後半には物価水準が安定しているのに資産価格が高騰したことが金融政策の運営に問題を提起したことが述べられている。確かに80年代後半、物価が上昇していれば、日本銀行は遅れずに金融を引締めたであろう。そうすれば、バブルもなかったであろう。金融を緩和しても物価が

上昇しなかったからこそ、あれだけの資産価格上昇が起きたのだともいえる。なお、1920年代のアメリカについても同様のことがいえるであろう。

1980年代後半の日本について、金融緩和にもかかわらず物価が上昇しなかった理由としては、円高の影響が考えられる。円高で物価が上昇しなかったからこそ、金融が引締められず、資産価格上昇が放置された。こうしたことが起こらないようにするには、円高の場合には物価引下げを政策目標とすべきだろうか。そうだとすれば円安の場合は物価上昇をアコモデートすべきことになるのだろうか。

それとも、資産価格の安定を金融政策の目標に加えるべきであろうか。それは、新開論文が商品価格(ストック価格の性格を持つ)を1つの目標とした金融政策について述べるように(新開論文4.(4))、むしろ金融政策を行過ぎさせないか。でなければ、それは金利ベッグ政策にならないか。資産価格安定は、むしろ税制、選択的統制、その他によるべきなのだろうか。土地融資総量規制は効果があったのか。

多くの問題がここには含まれている。

ロ. 内生的・裁量的通貨供給

福田氏は中央銀行設立により内生的・裁量的通貨供給が行われるようになり、それによって金利ひいては経済が安定化したことを歴史的証拠などを挙げて、まず指摘する(福田論文2.)。ここで内生的と裁量的は同じ意味かどうかが問題となりえよう。市場で内生的に決まる通貨需要を必ずアコモデートするならば、それは裁量的というよりは一種のルールに従うものともみられる。裁量によってアコモデートしたり、しなかったりするならば、内生的通貨供給とはいえず、また金利

も安定するとは限らないだろう。この点、言葉にやや曖昧さを残しているようにみえる。

このことと関係があるかないかははっきりしないが、福田氏は論文の後半ではマネーサプライへの配慮を主張している。実際の配慮としてはともかく、理屈のうえでは、内生的通貨供給を優れているとするのならば、マネーサプライにこだわる根拠は薄くならざるをえないのではないだろうか。

この問題は、1つにはどのタイムスパンで考えるかにもよろう。日々の変動や季節変動については内生的通貨供給を行い、金利を安定的に保つのが望ましいかもしれない。しかし、景気循環の局面を超えて金利を安定的に保とうとすれば、経済変動が激化する。そのようなタイムスパンについては、通貨供給を $k\%$ ルールによって行うとか、裁量によってカウンター・シクリカルに通貨供給や金利を変動させることが望ましいかもしれない。このように考えると、福田論文が提起している問題は、植田論文のそれにきわめて接近することになるであろう。

このような視点からは、内生的・裁量的通貨供給の方が外生的・ルールの通貨供給より優れているとしても、それは裁量の方がルールより優れているからではないことに注意しておきたい。というのは、内生的・裁量的通貨供給の反対である外生的・ルールの通貨供給は同時に内生的・裁量的金利決定になるとみられるからである。つまり、問題は金利を安定させるか、通貨供給量の伸びを安定させるかに置き換えることができる。それも、それぞれのタイムスパンについてかの問題が重要であるようにみえる。

(4) 植田論文について

問題の所在を明確にする優れた論文であり、大いに教えられる。論旨に概ね同感する。
イ. コールレート・コントロールの意味

日本銀行の政策がコールレート・コントロールであったという主張は、評者のラフな観察とも一致している。

植田氏も注意しているように、コールレートを操作してハイパワードマネーの供給目標の達成を図ろうとするのであれば、コールレート・コントロールとハイパワードマネー・コントロールを識別することはできない。

したがって、ここでコールレート・コントロールという場合、マネーサプライないしハイパワードマネーの安定を犠牲にしても、少なくともある期間、ある範囲での短期金利安定化が政策目的でもあったことを意味していると解すべきであろう。その意味ではコールレート・コントロールとハイパワードマネー・コントロールを区別するよりも、コールレート安定とハイパワードマネー安定を区別する方が適当かもしれない。

そうすると問題は、どのくらいの期間について、またはどのようなショックに対して(ハイパワードマネーの意図せざる変動という犠牲を払っても)市場短期金利を安定させようとしているか、ということになる。コールレートの日々の変動や季節変動を均すようにコントロールされるのであれば、政策的に問題は少ない。しかし、景気変動局面を越えてコールレートを均すことになれば、それは金融政策に硬直性を持ち込み、経済を不安定化させる恐れがあることになる。

Ⅲ. コメント論文

日本銀行の政策を評価・批判する場合も、コールレート・コントロール・レジームを取ることそのことよりも、コールレートの水準を景気局面にかかわらず高くまたは低く据え置く（十分に変化させない、誇張すればコールレート・ベッグ政策を採る）ことが問題になる。その点、日本のインターバンクレートが他の先進国の市場金利に比べても際立って安定的だという植田氏の指摘（植田論文2.）は、日本では短期的には弾力的な金融調節が行われているが、景気循環に対してはかえって金融調節が非弾力的である可能性を示唆するものともいえ、問題があるといえよう。

この点、植田氏も述べるように、金融政策がマネーサプライをより重視していれば、経済はより安定していたであろう。

ロ. 両建て取引とその影響

植田論文が資金の両建て運用に着目し、その意義を分析していることは時宜を得たものである。

両建て取引について植田論文では、まずモデル分析によりそれを貨幣需要関数のシフト（いわば流動性選好の高まり）として捉え、そのデフレ効果に注目する。もっとも、コールレート・コントロール方式の下では両建て取引の増大は金利上昇とともに通貨供給量増大をもたらすが、ハイパワードマネー・コントロールの下では金利上昇のみをもたらすという違いがあるとされる（植田論文3.）。

問題はなぜ両建て取引が増大するかであろう。流動性選好が高まるのはふつう経済の先行きに不安が高まった時と思われるが、1980年代後半の日本にそれが当てはまるとは思えない。植田論文では両建て取引増大の理由と

して、①株価上昇と、②中途半端な金融自由化を挙げている（植田論文4.）が、株価上昇による株式投資期待収益率の上昇についてみると、株式購入者については両建て取引（借金をして株を買う）が行われたとしても、株式売却者が代金を返済すれば経済全体としては両建ての形にはならない。経済全体としても両建てになるには、売却者が代金を通貨の形で保有するのはなぜかが説明される必要がある。売却者が株式上昇に弱気の見方をしていることは考えられるが、それならば株式投資期待収益率の上昇を通貨供給量増大の理由にはできないのではないか。また売却者が大口預金で有利な運用ができることのために通貨を保有するなら、それは②に分類されるべき理由によるといえよう。

そして②はかなり特殊な理由で、モデル分析に直結しているとはいえない。実際には銀行は顧客差別をすることができ、またモデルとは違って費用逓減下にあるので、普通預金者についての金利を低くしながら大口預金者については貸出金利以上の金利を支払う状況が作り出されていたと思われる。こうした場合には政策的ブレーキがかからない限り、（コールレート・コントロール方式の下では）両建て取引は発散する途中だったともみられよう。

植田論文では実際の両建て取引についてはモデルのデフレ効果に加えて株価上昇の実態面への影響も考える必要があるとしているが、もし両建て取引が発散経路上にあったのに近いとすると、その間はデフレ効果は期待しにくい状況ではなかったかと思われる。

〔日本経済研究センター理事長〕

〔伊藤元重〕

(1) 高木論文について

高木論文は為替レートの変動と経常収支調整の関係について、貿易財価格の変化という視点から、最近の主要な論点を要領よくまとめてある。1985年以降の大きな為替調整のなかで、貿易財の価格の調整の遅れが多くの研究者の関心と呼んだ。これは一方で、為替レートと物価の動きの間の関係について多くの実証分析を生み出し、他方で、寡占的な価格理論を用いた多くの理論的分析が提起される契機となった。高木論文は、これらに関する一連の研究についての展望を与えている。

評者は、高木論文の基本的な論点についてはほとんど異論を持っていない。したがって、以下では高木論文を読んだうえで感じたいいくつかの関連した論点について議論してみたい。

① まず第1に強調しておきたいことは、高木論文の基本的な視点が、経常収支のインバランスがある時、為替レートが調整して貿易財の相対価格が変化すれば、それによって経常収支のインバランスも調整されるだろうという古典的な弾力性アプローチの考え方に基づいているということである。高木氏も指摘しているように、これは部分均衡的な考え方で、一般均衡的な視点が強く要求される国際収支問題ではいろいろと問題がある。

そもそも、為替レート、経常収支、輸出入、貿易財の輸出国の出荷価格（輸出国通貨ベース）、輸入国内での輸入価格（輸入国通貨建てベース）などは、すべて内生変数で、大きな一般均衡体系のなかで決まる。したがって、為替レートと貿易財の相対価格、相対価格と貿易収支（経常収支）などについて、固定的

な関係があるわけではない。この点は高木氏もよく了解されていると思うが、この点を詰めていくと、そもそも経常収支問題を考えるうえでなぜ相対価格が重要になるかという点に行きつくのである。そして、この点に触れておくことは意味があると思われる。

これに関して、Krugman[1989]は、重要な論点を指摘している。経常収支の黒字が減少するためには、（事後的に）その国の所得支出バランスが調整していなければならない。しかしそれだけでは十分ではない。単にマクロ的な所得支出のバランスが実現するだけでなく、自国財と外国財の間の相対的な需給がバランスしなくてはならないからだ。つまり、支出水準の調整だけでなく、自国財と外国財の間の支出比率の調整が必要なのである。これはかつて支出削減政策（expenditure reducing policy）と支出転換政策（expenditure switching policy）として論じられた問題と同じである。

古典的な弾力性アプローチに問題があるとすれば、「相対価格が調整されればそれで輸出入が調整され（支出転換）、結果として所得支出水準も調整される」と考えることである。すなわち、両方の調整が為替レートの調整だけで済まされるということである。そのようなケースがないわけではないが、一般的には支出水準の調整と、支出比率の調整は異なったメカニズムを必要とすることが多いと考えられる（より正確に言えば、両者が一般均衡体系のなかで同時に実現される）。相対価格だけに注目すると、このような視点が必ずしも浮かび上がってこず、相対価格が調整されればマクロの所得支出も自動的に調整されると暗黙に仮定してしまうことになりかねない。現実の政策を考えるうえでは経常収支

Ⅲ. コメント論文

の調整と為替レートの調整の関係がしばしば議論されるわけであるから、この点を確認しておきたい。

② 次に、為替レートの調整と相対価格の問題について考えてみたい。一般的にみれば、日本の輸出財の円建て価格（国内価格および輸出価格）、海外での日本の輸出品のドル建て価格、日本の輸入品の日本国内の円建て価格、海外でのドル建て輸出価格、そして海外での国内価格は、すべて内生変数である。したがって、為替レートが変化（円高）した時、そのなかのどれが動くかということについては一般的には何も言えない。古典的な世界である、完全競争で自国通貨建てで費用が一定の場合には、日本の輸出品の円建て価格と海外の輸出品のドル建て価格（ここでは海外としてとりあえずアメリカということにする）が一定であると考えられる。昔の弾力性アプローチの議論には、そのような前提の下で分析するものが多かった。その場合には、円高によって日本国内での輸入品の円建て価格が低下し、海外での日本の輸出品のドル建て価格が上昇する。すなわち、両国において相対価格の面で日本の商品が割高になるのである。しかし、そのような前提が成り立つという保証はない。

完全競争の場合でも、限界費用関数が右上がりであれば、円高のなかで日本の輸出品のドル価格への転嫁は100%にはならない。まして、不完全競争の下で、価格と限界費用が等しくなく、そのマージンが為替レートの変化とともに変動するようなら、為替レートと相対価格の間の関係はより複雑になる。

高木論文でもそのなかのいくつかのケースが議論されているが、代表的なものを2つ挙げると、1つはヒステリシスとして議論され

ているケースで、為替レートの調整のなかで寡占の競争構造が変わるというケースである。例えば、1980年代前半のドル高の時代にアメリカ市場に輸出が増加することで、アメリカ市場内での競争が激しくなったり（企業数の増加）、あるいは輸出国側で投資を行うことで費用が埋没（サンク）されたりすることで、ドル高が是正されてもなかなかドル建てでの輸出価格（アメリカ国内の市場価格）が上がらないというケースである。

もう1つの例は、企業が市場ごとに差別価格を設定しているケースで、この場合も、競争上の理由からドル高が是正されても、ドル建ての輸出価格はそれほど上がらないという結論になる。

しかし、これらのケース以外にもいろいろな可能性があり、寡占的なモデルを組むと、様々なケースが出てくるように思われる。つまり、価格と費用にギャップが生じるような不完全競争の世界では、為替レートの変化の価格への転嫁のパターンがモデルの構造に大きく依存したものになり、為替レートの変化と価格調整の間に一般的な結論を見いだすことが困難なのである。ただ、マクロ経済的な観点から関心があるのは、個別の産業での価格ではなく、全体として相対価格が為替レートとともにどのように変化するかということであり、この意味では不完全競争的な価格設定をしている産業がどの程度のシェアを占めているのかということが問題になる。つまり、ミクロ的視点とは別に、マクロ的な視点が必要なのである。高木論文ではミクロ的な議論に終始し、残念ながら（データの上で価格と為替レートの変化を比べたということ以外には）マクロ的な議論がなかったが、この点は重要であると考えられる。

③ 1985年以降の為替レートの調整と相対価格の変化、そしてその下での経常収支の調整を考えるうえで、貿易財の間の相対価格(交易条件)だけでなく、貿易財と非貿易財の間の相対価格が重要な意味を持っていたと考えられる。すなわち、円高のなかで日本の非貿易財の貿易財に対する相対価格は大幅に上昇した。これが経常収支調整にどのような影響を及ぼしたかという点について高木論文では議論がないが、重要な論点ではある。

④ 仮に不完全競争的な産業が貿易財セクターで大きな位置を占めているとしたら、貿易量の調整は価格だけで説明することはできないかもしれない。例えば、自動車産業を念頭において議論するなら、円高の過程で、日本の企業のドル建ての価格だけでなく、アメリカの自動車産業のドル建ての国内価格も同時に調整する可能性もあるかもしれない。さらには、非価格競争ということ念頭におくなら、価格は大きく調整されることなく、数量で調整されることもあるからだ。あるいは、自動車の場合には品質(車種)で調整されるかもしれない。

古典的なモデルでは完全競争が想定されており、とにかく価格が調整しないことには、需要も供給も調整しないと考えられていた。しかし、不完全競争の世界では、企業は価格変化に対して反応するのではなく、自らが価格を設定するのであり、同時に価格の調整だけでなく、品質(車種)も含めた数量の調整も自ら決定しているのである。その意味で、相対価格による説明力は、不完全競争の世界ほど弱くなるかもしれない。

(2) 新開論文について

新開論文は、為替介入の効果についての部

分と、政策協調に関する部分からなっており、両者はほぼ独立して読める。これらの論点について学界の研究を包括的に展望するというよりは、プラザ合意後の為替レートの動きや最近の欧州通貨の動きを材料として、どのように理論的な議論ができるかをまとめたものである。要領のよい議論が展開しており、いろいろと学ぶことの多い論文である。以下、いくつかの点について感想を述べてみたい。

① この論文では為替介入がどの程度為替レートに影響があるかということを考えるうえで、

$$(e^* - e) / e = (r - r^*) + R$$

という式を考える。ただし、 e^* は為替レートの予想値であり、 r と r^* は自国と外国の金利、 R はリスクプレミアムである。

仮にこの式が成立すると考えるならば、為替レートを変化させるためには、 R 、 e^* 、 r 、 r^* のどれかが変化しなくてはならない。リスクプレミアムを変化させるためには、為替介入で自国通貨建て資産と外貨建て資産の比率が変わる必要がある。この点については、新開論文のなかでも取り上げられており、一般的に資産需要の弾力性が小さいためリスクプレミアムを通じての介入の効果が小さいという実証研究が紹介されている。したがって、あとは期待為替レートを通じての効果と自国の金利を通じての効果である。

自国の金利の変化を通じての介入の効果であるが、新開論文では金利を通じた為替レートの維持は効果が少なかったと、欧州通貨の事例で印象が述べられているが、これはここでの理論的な展開のなかではどのように説明されるのであろうか。少なくとも式のうえでは、金利を通じた介入の効果は大きいように

Ⅲ. コメント論文

考えられるが。

次に、介入が期待為替レートを通じて現在の為替レートに及ぼす影響が論じられているが、この点についていくつか分からない点がある。ターゲットレートの理論とシグナルの理論が紹介されており、そこでは介入が有効であるためには不確定的であることが必要であるという記述があるが、これはどうしてであろうか。

不完全情報のゲーム理論的モデルでそのようなケースを想定することはできるだろうが、それが一般的であるとは考えにくい。介入のタイミングが確定的であっても、ターゲットのバンドの端では必ず大きな介入があると分かっているならば、介入は有効であろうし、逆に不確定的な介入を行っても、介入に関して十分なコミットメントが行われなければ、介入は有効ではないと考えられるからだ。

次に、介入のシグナル理論についてであるが、これは新開氏の論点へのコメントというのではないが、なぜわざわざ介入というシグナルが必要であるのかよく分からない（理論的にそのようなケースを想定することはできるが）。仮に介入が将来のマクロ政策を示唆したものであるなら、なぜもっと直接的にマクロ政策を行わないのか。あるいは、将来のマクロ政策について、介入以外の方法で現在コミットすることができないのであろうか。

新開氏の論文のなかでは、期待の変化を通じた為替レート介入の効果ということについて、そのメカニズムが必ずしもよく分からない部分がある。介入がどのように期待を変更し、それによって現在の為替レートにどのような影響が及ぶのか、そのためにはどのような期待形成メカニズムが想定されるのかという点についてもう少し詳しい議論が欲

しかった。

② 次に政策協調の部分について若干のコメントをしたい。

新開論文の全体のトーンについてはとくに大きな異論がないが、いくつかの点についてコメントがある。協調を美化しすぎてはいけないという新開氏の論点には同意するが、モデルの差があるとき政策協調は難しくなるというのはどのレベルでの話であろうか。

理論的なレベルで議論するなら、例えばアメリカの政策決定主体と日本の政策決定主体が異なったマクロモデルに基づいて政策決定していても、政策協調の可能性はあるのではないだろうか。それぞれの政策決定主体が異なったモデルに基づいて行動しても、両者が政策を調整することでそれぞれのモデルに基づいて（評価した経済厚生のおかげで）よりパレート改善の方向にもっていくことは理論的には可能であると考えられる。

政策協調モデルとは、つまるところ互いに相互依存関係をもった国が、複数の政策的手段を使えるとした時、どのような組合せを取ったら自国と相手国にどのような影響を及ぼすかということを分析することで、パレート改善的な方向にもっていこうという問題である。現実問題に利用可能なたちで解が求まるかどうかは別としても、理論的にはそれぞれの国が異なったモデルに基づいていてもなんら問題はないと考えられるが。

政策協調を現実に行おうとする時、より深刻なのは、一国のなかでも、（例えば中央銀行と財政当局というように）複数の政策決定主体があり、その間でモデルが違ったり、政策目的が異なったりすることであろう。この場合でも、理論的なレベルでは国際的政策協調について考えることはできるが、実際の

政策運用のうえでそれを行うことは難しいのかもしれない。

いずれにしろ、一連の政策協調のモデルを、文字どおり「協調」のあり方を議論したモデルとみるのは、モデル分析の範囲を限定しすぎていないだろうか。むしろ、相互依存関係にある国の間でマクロ経済政策運営をした時、相互にどのような影響が出てくるのか、そのなかで政策の運営の仕方によどのような指針が提供できるのかという問題と捉えたらどうだろうか。その意味で、「協調は美化すべきではない」のかもしれない。

新開論文の4.に、「世界厚生関数を持ち出す協調行為は成功の可能性がない。やはりパレート改善に議論を限るべきである」という部分があるが、この点はよく分からない。パレート改善基準もある種の厚生関数と考えることもできるし、世界厚生関数では難しくて、パレート改善ならうまくいくというのはどのような根拠であるのか。いずれにしろ、政策協調というのは、現実的にはそれによって最適な政策を求めようというよりは、政策の変化の方向として、国内要因だけでなく海外との関係も考慮に入れて考えようというものであるという程度に解釈すれば、それがパレート改善であろうが、世界厚生関数であろうが大きな違いはない。

[東京大学経済学部助教授]

【参考文献】

Paul R. Krugman, *Exchange Rate Instability*, Cambridge: Cambridge University Press, 1989,
(伊藤隆敏(訳)、『為替レートの謎を解く』、東洋経済新報社、1990年)

〔堀内昭義〕

この度の金融研究会の目的の1つは、1980年代後半から90年代初頭にかけての資産価格の急激な変動と、それに関連する金融政策のあり方をマクロ経済学の視点から考察することである。福田慎一、植田和男両氏から提出された論文は、そのような目的に即して準備されたものであり、それぞれが非常に重要な論点を提起していると思う。しかし、日本における資産価格の変動の過程を分析する作業は必ずしも容易ではない。福田、植田両論文によって必ずしも十分に考察されていない論点も残されている。これらの点を中心に、以下では2つの論文のそれぞれについて、手短かなコメントを述べたい。

(1) 福田論文について

福田論文は、1980年代から90年代にかけての日本の金融政策運営と、それが直面している問題を展望している。福田論文の主旨は、ほぼ次のように要約できよう。

1980年代後半の金融緩和政策は、かつてM. Friedman が主張した認知ラグを伴っていたために誤った政策となった。しかし、実質金利を尺度として判断すると、その緩和の規模は、過去の経験に照らして、「行き過ぎ」であったとは考えられない。この評価は1990年以降の引締め政策についても当てはまる。つまり、実質金利でみると、引締めは「行き過ぎ」とは判断できない。この間（つまり1980年代後半）、資産価格（具体的には株価、地価）は急騰するが、これは企業部門の設備投資とはほとんど無関係であった。したがって、現時点でマクロ経済政策が資産価格を再び引き上げることに成功したとしても、その

Ⅲ. コメント論文

ことが設備投資の拡大に結び付く保証はない。1980年代の資産価格は、「ある種の心理的要因に左右された投機的行動」に起因する「バブル」現象であり、その発生メカニズム、制御方法などについては、これまでのところ明らかになっていない。

イ. 資産価格急騰の根本原因

以上のような福田論文の大筋に根本的な批判を加えることは難しい。しかし、いくつかの点に関してより立ち入った議論の余地があると思われる。あるいは、福田論文が論じなかった問題の中に、緊急性の高い問題が含まれているといえる。以下では、これらの点を指摘することとしたい。

第1に、1980年代後半に生じた資産価格急騰の過程を、日本経済の構造との関連で分析できるのではないかという点を指摘したい。この過程の出発点は金融緩和政策であり、緩和スタンスの持続が資産価格急騰の過程を支えたことは否定できない。福田論文の「1980年代後半の設備投資増加は……経済の実体を反映したものであり、決して行き過ぎたものでなかった」という評価が正しいとすると、1980年代半ば以降、日本の政策当局が追求した政策課題は、国内における貯蓄「過大」、あるいは投資「過小」という潜在的な貯蓄・投資不均衡の下で、対外経常収支の黒字を縮小することであった（もちろん、経常収支黒字を縮小させることをマクロ経済の政策目標としたことに対しては批判の余地があるが、ここではこの問題には立ち入らない）。財政収支拡大が抑えられている状況では、この課題は日本国内の資産価格上昇（相対的な上昇）によって解決されるほかなかったとみることができる。つまり、1980年代後半の「バブル」と呼ばれる現象の基盤となったのは、対外黒

字を金融緩和と財政黒字の組合せで縮小しようとしたマクロ政策の組合せ上の失敗だと思われる。

ロ. 企業の財テクの位置付け

資産価格急騰の過程で目を引いたのは、福田論文も示唆しているように、企業による財テクである。一部には、企業の財テクが資産価格急騰の元凶とみる向きがあるようであるが、むしろ植田論文が示唆するように、日本の金融市場の「不完全性」を反映した結果であるとみるべきではないかと思う。先に述べた潜在的な貯蓄超過を吸収するうえで、個人の投資家が資金を運用する以上に、企業が運用する方が有利な条件があったとみるべきであり、このために資本市場全体として、個人から企業への資金運用の「委託」があったというストーリーが成り立つ。これは、ある意味では非金融事業会社の金融業への実質的な参入であったとみることにもできる。これは日本の金融システムの不完全性、非効率性を示す現象と理解すべきである（植田論文では、企業の財テクが、日本銀行の特定の政策運営方式の下で、資産価格の上昇とマネーサプライの増加をもたらしたという議論を展開しているが、この点は植田論文に対するコメントで取り上げる）。

いずれにしても、金融資産市場の構造変化と資産価格の急騰を同じ次元で論じるという視点が必要ではないかと思われる。1980年代後半の資産価格急騰を「ある種の心理的要因に左右された期待および投機」に帰着するのは、われわれが問題としている状況を説明することからほど遠いといわなければならない。

ハ. 認知ラグの重要性

また、1987年後半以降の金融緩和について、

福田論文は認知ラグを指摘しているが、おそらくこの時期の政策運営は、認知ラグにとどまらない、複雑な政治的圧力の下にあったと思われる。例えば、1987年10月に発生した世界的な株式価格急落は、日本の政策当局に一層の金融緩和を促す明示的、あるいは暗黙的な圧力として働いたのではないだろうか。

二. 当面の政策課題について

日本経済の現状をどう判断し、どのような政策を講ずるのが適切かということも重要な問題である。資産価格の再上昇が景気浮揚につながるとは思われないという福田論文の指摘に評者は基本的に賛成であるが、現在多くの人々が抱えていると思われる悲観論について、福田氏がどのような考えを持っているのか知りたいところである。この悲観論は、銀行、金融機関が多額の不良資産を抱え、活発な金融仲介活動を展開できない状況にあるため、マクロ経済の浮揚も非常に困難であるという見方であり、日本の金融システムの現状とも深く関連している。

景気の下降局面では、好況期には予想されなかった状況（例えば、資産価格の急落など）の下で経済的なリストラクチャリングが行われなければならない。その理由は、金融その他の諸契約が「不完全」であり、関係者の間で事後処理について十分な取決め（契約）が形成されていなかったためである。マクロ経済の循環過程は、そのようなリストラクチャリングの繰返しという側面を持っている。一部の専門家は、このリストラクチャリングのあり方が、マクロ経済の性格に重大な影響を及ぼすのではないかと考えはじめている。日本では、かつては銀行部門がリストラクチャリングの面で非常に大きな役割を担っていたと思われる。そのことが、ゴーイング・コン

サーンとしての企業の地位を安定化させ、景気循環の過程を比較的マイルドにしていたかもしれない。今回の経済不況の大きな特徴は、銀行部門そのものがリストラクチャリングの対象となりつつあることである。したがって、かつては期待できた銀行によるリストラクチャリングは十分に働かないかもしれない。金融政策担当者は、このような可能性も視野に入れつつ、金融政策を運営しなければならない。

ホ. 内生的通貨供給について

福田論文は、内生的な通貨供給の重要性にも言及している。つまり、歴史的には中央銀行による「受動的な貨幣供給」が「経済を安定化することに大きく貢献した」と述べているのであるが、その判断の根拠は名目金利の変動幅だけである。したがって、内生的な通貨供給の重要性を判断するには、十分な論拠に欠けているのではないと思われる。また、現在の日本が当面している問題と、この通貨供給の内生性とがどのように関連しているかが、福田論文では明らかになっていないと思う。

(2) 植田論文について

植田論文は、金融資産市場（ストックの市場）と実物の財市場（フローの市場）の均衡が同時に決定されるマクロモデルに基づいて、中央銀行がコールレートを操作変数とする場合（ここでは、ハイパワードマネーはコールレートが目標値に落ち着くように、内生的に決められる）と、ハイパワードマネーを操作変数とする場合の相違を、理論的に確認している。このモデルから演繹される結論は、コールレートが操作変数として選ばれる場合には、ハイパワードマネー供給額の推移は、

Ⅲ. コメント論文

例えばG N Pの変動との関係でいえば、pro-cyclicalの傾向を示すというものである。日本のハイパワードマネーの変動のパターンと考え合せると、この理論的結果は日本銀行がコールレートを操作変数として、金融政策を運営してきたという、日本銀行自体の主張を支持する。以下では、植田モデルの構造を評者なりに解説しつつ、1980年代後半以降の日本経済の変動との関連で、それが提起していると思われる問題点にコメントを加えることとしたい。

イ. 非金融部門の両建て取引拡大

植田モデルでは、銀行の「貸し渋り」や非銀行部門の資産選択の自生的変化が、マネーサプライ、G N P、コールレートなどに及ぼす影響が、中央銀行の採用しているレジームによって異なる点が明らかとなる。とくに強調すべき植田論文のメリットは、コールレート・コントロールのレジームの下で、非金融部門が銀行からの借入を増加させる一方で、その資金を金融資産投資へ向けるという両建て取引を拡大した場合、マクロ経済に及ぶ影響を明らかにした点である。この点をパラフレーズしてみると次のようになる。

非銀行部門の借入需要の増加は貸出金利を上昇させ、コールレートにも上昇圧力を加える。中央銀行は、コールレートに目標値を設定していると仮定されているから、コールレートの上昇を防ぐため、ハイパワードマネー供給を増加させる。結果的には、資産市場の価格上昇とマネーサプライ、ハイパワードマネーの増加とが並行して生じる。非金融部門の借入増加は、設備投資などには直結しないから、物価上昇への圧力は高くないために、中央銀行は低水準のコールレートの妥当性に疑問を抱くことなく、マネーサプライ増

加、資産価格上昇を防止する手段を積極的に採らない。これが、1980年代後半の日本で生じた現象であると解釈できる。逆に、非金融部門が資産・負債の両建て取引を縮小する行動をとる場合には、コールレート・コントロールのレジームの下では、資産価格の低下とマネーサプライ、およびハイパワードマネー減少が並行して生じる。これが、1990年以降の日本経済のマクロ的な状況である。

ロ. 政策的インプリケーション

以上の植田モデルから導き出されるインプリケーションは、1980年代後半の時期に、日本銀行がマネーサプライ・コントロール、あるいはハイパワードマネー・コントロールを重視していたならば、資産価格の急騰を支持するようなマネーサプライ増加（あるいはハイパワードマネー増加）は避けられたであろうというものである。

しかし、多少厳密に考えると、ここで重要なのは日本銀行の政策運営方式ではなく、何を目標として政策スタンスを決定するかということである。率直に言って、評者には日本銀行がどのような金融調節方式を採用すべきかという問題は些末な問題のように思われる。日本銀行がコールレート・コントロールの方式を採用しているという前提に立てば、マネーサプライ増加を防止することは、1980年代後半の日本銀行のコールレートの目標値をより高い水準に設定すべきだったということになるにすぎない。あるいは、不必要な低金利政策が、資産価格の急騰の基本的原因だったといっても良い。しかし、そうした政策が採られなかった理由は、「資産価格の安定化」が日本銀行の政策目標としてほとんど認識されていなかったためである。

ハ、日本銀行の政策目標変更

重要なポイントは、日本銀行の政策目標をどこに設定するかという問題である。1980年代後半の時期に、目標のコールレート水準を高め、マネーサプライ増加率を低めるという政策を採用することは、日本銀行の政策目標の重点を、資産価格の安定化に移すことを意味していた。もし植田モデルが正しいならば、非金融部門の両建て取引の拡大によって、金利に上昇圧力が加わるから、マネーサプライ増加を抑止することは、経済に何がしかのデフレ効果を与えることになったはずである。こうした方針の変更は、それが日本銀行内部で検討されたとしても、非常にドラスチックな政策変更であったに違いなく、採用は容易ではなかったであろう。

いうまでもなく、日本銀行の金融政策の第一義的な目標は物価水準の安定化であり、このことは今後も変わらないと思う。しかし、資産価格の不安定な変動がマクロ経済そのものに大きな打撃を与えることも明らかになったと考えられる。もし、資産価格の安定化がマクロ経済政策の重要な目標になるのであれば、この目標に比較優位を持った政策手段を見つけ出す必要があるのではないか。要するに、資産価格の安定化は中央銀行の政策目標となり得るか、また目標になり得るとしても、それを達成する具体的方法があるかという点が論じられなければならない。福田論文では、資産価格のコントロールの可能性に悲観的な見方が展開されているが、評者も同感である。

二、為替レートへの配慮

植田論文のエッセンスに立脚すると、1980年代の金融緩和の進展は、日本銀行が非金融部門の両建て取引拡大に伴う金利上昇圧力を軽減するためにとられたということになる。

しかし、1986年以降88年末頃までの間のハイパワードマネー増加の最も重要な要因は、外国為替特別会計からの散超である。このことは、金利上昇圧力よりも、為替レートの安定化あるいは対外不均衡是正が、金融緩和進展の基本的原因であったことを示唆しているように思われる。そうだとすると、植田モデルの実際的重要性は低くなる。

ホ、なぜ両建て取引は拡大したのか？

植田論文の構成からみて、最も重要な問題は、なぜ1980年代後半に非金融部門の両建て取引が急速に拡大したかということである。植田論文が指摘しているのは、「中途半端な金融自由化」である。評者もこの指摘に賛成で、結局のところ非金融部門の両建て取引は、非効率な金融業への実質的な参入なのだと考えている。中途半端な金融自由化は、企業に金融業への実質的な参入の誘因を強く与えたと考えられる。しかし、金融自由化が中途半端でないとしても、自由化や金融技術革新の進展に伴って、金融取引費用が低下すると、非金融部門の両建て取引は一層拡大する可能性があるのではないだろうか。いずれにしても、植田論文の中で与えられている重要性に比較して、この問題に立ち入った検討が加えられていない点が残念である。

ヘ、現時点で有効な政策は何か？

植田論文は、日本銀行は短期的には非常に非弾力的なハイパワードマネー需要に直面していることを示唆している。この状況の下では、ハイパワードマネーの急増を実現するためには、極端な短期金利の引下げを躊躇すべきではない。植田論文が示唆する、現実的な金融緩和と景気回復の過程は、コールレートの引下げを出発点として、金利低下の浸透がもたらす緩やかな景気回復とハイパワードマ

Ⅲ. コメント論文

ネー、あるいはマネーサプライ増加へと進むというもののようである。現時点で判断する限り、金融緩和の景気回復へのインパクトはあまり大きくなく、効果が発揮されるまでには時間もかかるということになるが、評者は金融政策を用いる景気回復策に関するこの診断は正しいのではないかと思う（この点は福田論文の主張とも共通している）。そうだとすれば、財政支出政策に依存する方法が考えられるべきである。

植田論文では、「貸し渋り」と言うミスリーディングな言葉が使われているが、現状は銀行部門にとっては「良質の借り手」が不足している状況であると思われる。良質の借り手が見つからなければ、金融緩和は有効な景気刺激策となり得ない。実際、最近の通産省の調査などをみる限り、企業の多くは金融逼迫に苦しめられているわけではないようである。

[東京大学経済学部教授]

2. 総括コメント

[館 龍一郎]

本研究会では、多岐に亘るトピックについて討議され、中には大変に難しい議論もあって、その全てを総括するのは容易ではないが、私なりに整理してみると、以下のとおりである。

第1セッションでは経常収支不均衡に対する為替レートの調整機能、および国際協調と各国ごとのマクロ政策との関連に焦点が当てられたが、国際収支の均衡が必要とされる理由は必ずしも明白ではない。しかし、現実には各国の協力により経常収支の不均衡を是正しようとの試みがなされており、国際協調が模索されているわけである。この場合、為替レートに国際収支を調整する力が十分にあれば、これを通じて不均衡は是正されようが、本研究会のパネリストの間でも、こうした為替レートの調整力は弱いという見方ではほぼ一致していたように思う。したがって、経常収支の不均衡是正のためには他の政策手段が必要となる。

実際、1980年代以降のG7では、国際協調の名の下に日本のような黒字国には内需拡大策が、また米国のような赤字国には内需縮小が求められた。ただ、日本の内需拡大によって直ちに米国の経常赤字の縮小が可能になるわけではないので、国際協調政策として日本のような黒字国だけが一方的に内需拡大策を採ることで経常収支不均衡が是正されるというのは無理があろう。もっとも、これを日本の国内政策という観点からみれば、内需の拡大は国民生活の向上につながるもので納得のいく政策であり、タイミングや程度の点では多少問題があったにせよ、政策の方向としては

正しかったと思う。

実際の国際協調の評価を困難にしているのは、ここに各国におけるポリシーミックスの選択の問題が絡むためである。内需拡大策が採られた当時、日本では財政再建が至上命題とされ、しかもこの間、円高もあって物価は安定していた。そこで内需拡大はもっぱら金融政策に依存することになり、その結果、資産インフレが生じた。すなわち、全体としての政策の方向は必ずしも誤ったものではなかったが、内需拡大の手段として金融政策にもっぱら依存するというのは必ずしも適当ではなかった。より一般的に言って、国際協調の問題は、各国がどのようなポリシーミックスを採っていくかという点と無関係ではありえない。新開教授が指摘された最近の欧州の例も、各国における金融政策と税制を含む財政政策のあり方が国際協調と密接な関連を有していることを示している。以上が、簡単ではあるが、第1セッションにおける議論から得た私の印象である。

次に、第2セッションでは国内金融政策運営の問題が議論された。ここでは、①金融政策は何を目標とすべきか、②その際の手段としては何が適切か、の2点が主要な論点であったと思う。

まず、第1の点に関して、より基本的な問題としては、通常は物価安定が金融政策の目標とされているが、福田助教授からも指摘があったように、物価安定がなぜ金融政策の目標とされるのか、という問題に答える必要がある。これについては、インフレは、①全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、ために回避されるべきである一方、金融政策が物価安定に割り

Ⅲ. コメント論文

当てる政策手段として比較優位を持っているためと考えられる。

この点を確認したうえで、資産価格を金融政策の目標に掲げることの妥当性について検討してみると、上記の分配・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。また、現実問題として金融政策は資産価格の変動に大きな影響を及ぼし、さらに資産価格の変動が実体経済にも影響を与えている点は、金融政策運営上、無視しえないであろう。

しかしながら、資産価格の安定を、少なくとも長期的な金融政策の目標として割り当てるのは好ましくないという点でパネリストの意見は概ね一致していたように思う。その論拠としては、これまでのところ金融政策変数と資産価格の関係が明確に定式化されていないほか、堀内教授からも指摘があったように、そもそも資産価格の決定メカニズムすら解明されておらず、フローの物価など他の経済変数と必ずしも同じ動きをするとは限らない、という点が挙げられる。すなわち、もし金融政策を長期的に資産価格の安定に割り当てるとすると、政策目標に対して政策手段が明らかに不足してしまう。したがって、資産価格安定のためには他に適当な政策手段があれば、これを実行可能な状態にしていくことが必要であり、また、新しい政策手段そのものを見い出していくことも経済学者の務めのひとつと考えられる。

次に、金融政策の操作手段として、短期金利コントロールとハイパワードマネー・コントロールのいずれが望ましいかであるが、この点については、現在の制度的枠組みの下では短期金利コントロールの方が現実的であり、またほとんどの国の中央銀行がこの方式

を採用していることについては、大方の意見の一致があったものの、準備預金制度のあり方まで含めて検討した場合どうかという点では、依然決着はつかなかったといわざるをえない。

最後に、本研究会では正面からはあまり取り上げられなかったが、1980年代の経験からみ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は重要な問題である。この問題について、最近のマクロ経済学では、従来のマネー・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提示されている。クレジット・パラダイムの基になる考え方は非常に古く、ケインズも一般理論の中で次のような主張をしている。すなわち、ケインズは景気の上昇過程ではともかく、景気の下降過程においては資金の借り手のリスクと貸し手のリスクを区別して考える必要があると強調している。ここで借り手のリスクとは事業が失敗する可能性であり、一方、貸し手のリスクとは債務不履行が生じる可能性を指し、いずれも主観的な確率に基づいている。景気後退期には、当然のことながら借り手のリスクが増大するが、同時に貸し手のリスクも増大し、これが借り手のリスクの上に加わってくる。その結果、金融が梗塞する事態も起こりうることが強調されている。しかも、景気後退期には担保価値も下がるので、金融面からの梗塞はなおさら強まることになる。最近の情報の経済学の立場からいえば、これは情報の非対称性のひとつの表れとっていいかもしれない。こうした金融の梗塞は、しばしばクレジット・クラッシュとして指摘されている状況といえよう。今日の日本がそのようなクレジット・クラッシュの状況にあるとは思わないが、

景気後退期にはそのようなことが起こる可能性が高まることについては、十分認識しておくべきと思われる。

なお、こうした問題の背後にあるものとして、ぜひ指摘しておきたいのは、これらは金融の自由化によって生じたわけではなく、むしろ不徹底な自由化によってもたらされたという点である。すなわち、自由化の過程で、金融機関に過剰利益が生じるようになり、担保さえあれば貸出を実行するといったビヘイビアが採られていた面がある。こうした考え

方については、植田助教授のモデルをもう少し情報の経済学の立場から見直して、クレジット・パラダイムの立場から理論化したならば、さらに興味ある結果が出ると期待している。また、他の先生方にも、クレジット・パラダイムの立場に立った研究を進めて頂きたいと思う。

[青山学院大学教授]

以 上