

金融研究会

「国際収支と為替レート：その相互関係の解明」

I. 会議の概要

金融研究所は、昭和60年11月7日に標題テーマによる金融研究会（パネル・ディスカッション）を開催した。今回は、まず80年代前半を特徴づけるドル高と経常収支不均衡の関係をいかに捉えるかという問題に焦点が当てられた。さらに、9月22日にいわゆる「G5」（5か国蔵相・中央銀行総裁会議）の合意が成立し、それ以降急激なドル高修正が進んだことから、そのメカニズムをいかに斉合的なフレーム・ワークで理解し得るかという点もひとつの中心論点となり、また今後の見通し、さらにはそれを踏まえた場合の政策対応のあり方など、幅広い観点から議論が行われた（これらの問題については、論文提出時期との関係で、報告論文では取り挙げられていないが、各パネリストの了解を得て議題としたもの）。

本研究会のパネルには次の方々に参加を頂いたほか、金融研究所から鈴木所長が主催者として加わった。また、今回のテーマは、実務面でも極めて大きな関心事であっただけに、フォーに金融機関等の調査・企画担当者多数の参加を得た。

（議長）

館 龍一郎 金融研究所特別顧問

（パネリスト）

鬼塚 雄丞 横浜国立大学教授（報告者）

植田 和男 大阪大学・大蔵省出向中（ ）

大山 道広 慶應義塾大学教授（コメンテーター）

ター）

伊藤 元重 東京大学助教授（コメンテーター）

深尾 京司 成蹊大学講師（ ）

翁 邦雄 金融研究所副調査役（ ）

・筑波大学出向中

当日の議論は3つのセッションに分けて行われた。まず第1セッションでは、80年代前半のドル高及び経常収支不均衡（日本の大幅黒字と米国の大幅赤字）という現象について、これをアセット・アプローチの観点から分析した鬼塚（敬称略、以下同様）の報告、及び貯蓄・投資バランス論を基礎として分析した植田の報告の2つの論文を中心に検討を行った。次に第2セッションでは、85年入り後のドルの緩やかな軟化及びG5以降の急激なドル高修正という動きを理論的にどう解釈すべきかという点につき、報告論文・コメント論文からのインプリケーションの考察、ないしその補足というかたちをとって議論が行われた。これらを踏まえて第3セッションでは、現在の為替レートが今後とも維持される可能性やその場合の条件、さらには政策対応のあり方を巡って活発な意見交換が行われた。

このように討議の内容はかなり多岐に亘るが、本稿はその要点につき一応の整理を行ったものである。なお主要論点を予め要約すれば以下の通りである。

① 80年代前半のドル高現象は、日米ポリ

I. 会議の概要

シー・ミックスの差（米国：財政赤字拡大・金融引締め、我が国：財政赤字削減・金融緩和）に基づく金利差によるところが大きい。

- ② このほか、為替管理の自由化等に伴う内外資産の代替性上昇が為替リスク要因の重要性を低下させたこともドル高を拍車したとみられる。また、バンドワゴン効果ないしバブル的メカニズムが働いたとの見方もある。
- ③ G 5以降ドルが急落したのは、米国の為替介入スタンスの明確化、日米金融政策のスタンス変更といった政策対応の変化が、市場で先行きのドル安と結びつけて評価されたこと（政策期待の変化）による面が大きい。一方、バブルの破裂を重視する見方もある。
- ④ 今後のドル相場については、G 5以降のドル急落の原因として政策期待の変化を重視する立場に立てば、この期待が裏切られれば相場反転の恐れありということになるのに対し、バブルの破裂を重視する立場に立てば、相場反転の公算は比較的小とみることも可能。
- ⑤ 名目経常収支の不均衡是正効果については、金融政策のみに依存した相場修正には限界があるという見方が多い。その意味で、今後財政政策の活用を含め何らかの政策対応を検討することが不可欠であるとの見方が大勢。

I. 80年代のドル高・経常収支不均衡の捉え方

80年代前半における円安・ドル高現象を分析した鬼塚報告（内外通貨建資産残高の需給均衡関係のなかで為替レートを捉えるアセット・アプローチ）及び植田報告（実物面の要因を重視

した貯蓄・投資バランスによるアプローチ）は、相互に補完的な観点からこの問題を考察したものであり、それぞれ有用な視点を提供するという点で各パネリストともほぼ同意見であった。ただ、それぞれの視点に立った場合の為替レート決定要因の評価については、それぞれのアプローチを巡ってパネリストの間で次のように見解がわかれた。

1. 標準的なアセット・アプローチ

まず鬼塚は、為替レートと経常収支という問題を考える場合、長期では貯蓄・投資バランスという観点が必要となるが、短・中期の視野に限った場合には、標準的なアセット・アプローチが極めて有用との認識を表明した。そして、この立場からは、80年代の米国高金利・ドル高の原因は、①米国の特異な財政・金融ポリシー・ミックス、②インフレ抑制を旗印に掲げたレーガン政権登場によるドル高期待の発生、③累積的ないわゆるバンドワゴン効果、④ safe haven 論（有事に強いドル）の4点が組み合わさったものとして理解し得るとの見方を提示した。このうち①については、これが高金利及びドル高を招くことはスタンダードな分析結果であるとして、他のパネリストから概ね支持された。一方、②～④の要因の評価等については見解がわかれた。また、この間の議論の中で、内外金融資産の代替性をどう評価するかが重要という視点が提出され、内外資産の代替性上昇をドル高の一因とみることができるという考え方も示された。

(1) 期待要因とバンドワゴン効果

鬼塚は、大幅なドル高が生じたひとつの理由として、期待とその背後にある中期的ポリシー・ミックスの役割を強調した。具体的には、インフレ抑制を標榜するレーガン政権の登場に

I. 会議の概要

よって、市場に米国経済の将来における信認向上をいわば先取りするかたちの期待（forward-looking な期待）が形成され、これがドル高に寄与したとの見方を示した。また、こうしたドル高期待は外国通貨（円等）の予想収益率を低下させ、ドル通貨需要を相対的に増大させることを通じて、米国金利の上昇に結びついたと主張した。さらに、ドル高期待がケインズのいわゆる「美人投票」的な意味でのバンドワゴン効果により増幅された側面も無視できないとした。

これに対し、各パネリストは鬼塚モデルにおける期待形成の扱い（短期の為替レート期待は所与等）に全面的に賛成する訳ではないが、期待要因の重要性には大きな異議はないとの意見であった。

一方深尾は、ドル高期待の発生が米国の高金利を招くかどうかは内外資産の代替性に決定的に依存している、と述べた。すなわち、ドル高期待発生は、米国通貨に対する需要を増加させると同時に、米国証券に対する需要も増加させるが、資本移動が活発化した現状では、米国証券と外国証券の代替性が米国通貨と外国資本の代替性よりも高いことは十分考えられ、この場合にはドル高期待は米国金利を低下させる筈、というのが深尾の主張である。これに対し、鬼塚は、代替性の問題に関しては、為替レートが変動する以上、完全代替ということはあるまい、との基本的な考え方を示した後、しかしながら為替管理の自由化後、内外証券の代替性が高まっていることは事実であり、ある程度その点を考慮する必要があると述べた。

(2) safe haven 論

鬼塚は、ドル資産には、他資産に比べて安全性が高いという逃避通貨（有事に強いドル）という要素もあり、これが、80年以降の東西緊張

の高まりや、中東紛争等のなかでバンドワゴン効果とも相俟ってドル高の一因となった、と述べた。

これに対して、翁は、仮にドルがそうした要素を持つとすれば、例えばユーロ市場において日米企業の発行するユーロデラー債の利回りには格差が生じる筈であるが、現実には両者の金利はほぼ一致しており、safe haven 論の妥当性は疑問との見方を示した。

(3) 内外資産の代替性上昇の影響

以上のような80年代前半のドル高に関する議論の中で、深尾は、77～78年には日本の経常収支の黒字累積（アンカバーのドル資産の蓄積）の過程において為替リスクの増大から円高が進行したが、80年代に入ってから、為替管理の自由化（80年末には外為法を全面改正）等により内外資産の代替性が上昇して為替レート決定に占めるリスク要因の比重が小さくなり、これに伴い我が国の経常黒字累積が円高要因として働かなくなっている、と主張した。

これに関連し、翁は、80年末の外為法改正は確かに代替性の高まりのひとつの大きな契機となっているが、重要な点は、代替性が不安定に変動し得ることであり、例えばG 5以降のように、為替レートの先行き不透明感が代替性を低下させることを通じて為替レートに影響を及ぼす局面もあると指摘した。

2. 貯蓄・投資バランスによるアプローチ

植田は、実物面における貯蓄・投資バランスの観点から日本の経常収支黒字・円安の問題を理論・実証の両面から分析し、①経常収支黒字を景気循環に基づく部分とそうでない部分（構造的な部分）に分けると、最近の黒字の大宗は非循環的なもの（1984年の経常黒字〈GNPの3%〉のうち2/3がそうした性格）であること、

I. 会議の概要

②こうした非循環的な黒字発生の上では、1980年以降は日米の財政政策のスタンスの違い（日本は緊縮、米国は拡大）が最も主要な要因となっていること、③G 5以前の230～240円／ドルといった円相場は、貿易収支や経常収支を均衡させる水準（それぞれ170円及び185円程度との試算結果）に比べればかなり円安であるが、構造的経常黒字と両立するという意味における均衡相場水準との比較では、過度の円安とはいえないこと、を示した。また、こうした構造的な経常収支不均衡の長期的帰結を検討した結果として、④Krugmanの指摘するように、米国の対外債務／GNP比率が破滅的な水準に達するかどうかは、米国の中長期的な経済成長率、金利等に依存するところが大きいこと、を主張した。

このように経常収支の不均衡と為替レートとの関係を日米の貯蓄・投資バランスの観点から捉えるのは、ひとつの極めて有用な視点であることに関してはパネリストの意見が一致した。ただ、植田モデルにおける「貯蓄・投資バランス→経常収支」という因果関係の捉え方の妥当性についてはいくつの意見が出された。また、翁から、貯蓄・投資バランス論に対する有力な対立仮説として国際競争力の消長に着目するアプローチが存在するとの指摘があり、これを受けて両アプローチの比較や産業構造の変化の為替レートに対する影響等につき議論が行われた。

(1) 「貯蓄・投資バランス→経常収支」という因果関係の妥当性

伊藤は、まず、経常収支と為替レートの間には次のような様々な因果関係があり、これをひとつの理論モデルで説明し尽すことはかなり困難であると述べた。すなわち、両者の間には、①為替レートが国際競争力への影響を通じて経常収支を変化させるルートのほか、②経常収支黒字の累積（アンカバーのドル資産の蓄積）が、

為替リスクの増大を介して為替レートに影響するルート、及び③対外資産残高の蓄積が資産効果を通じて支出に影響、ひいては経常収支や為替レートに影響するルート等があると指摘した。そして、植田モデルの場合、為替レートの変動が景気に及ぼす影響、及びそれを通じた貯蓄・投資の変化という視点が欠落している点は、実証分析の妥当性とも絡み問題と批判した。また、経常収支と（実質）為替レートの一対一対応を仮定している点について、為替レートは資産価格としての性質を持っており、将来に関する予想の変化等によっても影響を受けるため、短期にはそのような関係を想定することは無理と主張した。

深尾は、植田論文では米国の財政赤字が円安及び我が国の経常収支黒字に結びつくメカニズムとして、「米国の財政赤字拡大→実質世界金利の上昇→日本の投資抑制に伴う日本財の超過供給→円安及び我が国経常黒字」というルートを想定しているものと解釈されるが、植田の実証分析は誘導型の推定によっているため、上記メカニズムが陽表的に把握されていないと指摘した。植田の推定した投資関数の利子弾力性を前提とすると、植田の主張するような多額の構造黒字が発生するためには、均衡世界実質金利が20%程度まで上昇する必要がある、と推定結果に疑問を投げかけた。この点に関連し、深尾独自の試算によれば、世界金利の上昇が上記以外のルートを通じて我が国の経常黒字に結びついている部分も少なくない（「金利上昇による世界景気の後退→石油等原料コストの下落」によっておよそ100～120億ドル黒字化〈84年度実績は黒字370億ドル〉）と付け加えた。また、植田モデルでは、経常黒字累積に伴う為替リスク増大の効果を考慮していないが、このような取扱いが許されるのは内外資産の代替性が上昇した1970年代末以降であるとし、その意味で植田

I. 会議の概要

の推定期間が1971年～1984年となっていることには若干問題があると述べた。

一方大山は、経常収支不均衡に伴う資産効果に関し、経常収支黒字国は対外純資産の増大に伴って支出を拡大する一方、赤字国は対外純資産の減少から支出縮小に向かうと考えられるため、経常収支の不均衡はそれ自体に不均衡調整のメカニズムを内在させていると指摘、こうした効果は数年程度の期間を対象とする短期ないし中期の分析でも考慮する必要があるとしてその重要性を強調した。また、貯蓄・投資バランスによるアプローチは基本的に静態的な性格を持っており（この点はアセット・アプローチも同様）、そこでは成長による経常収支不均衡持続の可能性が無視されていることを問題点として挙げ、このような観点からの検討が別途必要であると主張した。

上記の議論に対し、植田は、確かに経常収支・為替レート決定のメカニズムは複雑であり、例えば厳密には貯蓄・投資バランスによるアプローチで考慮されている内外実質金利の連動性だけでなく、同時に貿易を通じるケインジアン的な内外景気の連動性も考慮する必要がある、と答えた。実証分析の具体的手法等についても、深尾の指摘するように、誘導型の推定結果の妥当性チェックなど詰めるべき点はあると述べた。

(2) 国際競争力ないし産業構造の変化と為替レート

翁は、我が国の大幅な経常黒字持続に関しては、競争力説（我が国の輸出競争力ないし輸出構造が構造黒字を生み出しているという説）が貯蓄・投資バランス論に対する有力な対立仮説として存在すると述べ、両説の比較検討が必要であるとの問題提起を行った。そして、競争力説に立つ場合でも、事後的には貯蓄・投資バラ

ンスが成立する訳であり、これがどのようにな形で成立するかが説明されなければならないと述べ、具体的には次の2つの可能性を指摘した。

- ① ケインジアンメカニズム：競争力上昇＝非価格競争力増→輸出増→所得増→貯蓄増
- ② サプライサイド・メカニズム：競争力上昇＝供給力増（完全雇用所得増）→完全雇用貯蓄増

ただ、1982年以後の経常黒字の構造部分は貯蓄・投資バランス論で解釈するのが自然との判断を示し、その理由として、①のメカニズムであれば為替レートは円高化する筈であるが、現実には円安化していること、②のメカニズム（この場合為替レートは円安化）については完全雇用所得がここ数年急に伸びているとは考え難いこと、を挙げた。

これに対し、植田は、競争力説が成立する時期であろうが、最近については妥当しないとの見方は翁と同様であると述べた。鬼塚は、貯蓄・投資バランス論における貯蓄は貯蓄性向と所得の積で決まる一方、競争力を輸出を通じて所得を拡大する能力と解釈すれば、両論は矛盾・対立するものではないと述べた。

産業構造の変化の経常収支等に対する影響という点に関して、伊藤は、日米間の貿易構造の変化、とりわけその結果生じた両国の輸入性向の変化は、貿易収支と実質為替レートの関係に大きな変化をもたらしたと思われると述べ、長期的にはこうした要因が為替レートのアンカーとしての役割を果たしていると主張した。一方大山は、国際競争力は国際収支の動向に大きな影響を与えるものであるとの見方を示すとともに、国際競争力は貿易収支に関する問題であり、経常収支を問題とする貯蓄・投資バランス論と競争力説の斉合性は、貿易・経常両収支を区別した上で議論すべきであると主張した。

I. 会議の概要

この間、大山は、経常収支を貿易収支と貿易外収支に、あるいはさらに細かく区分してその各部分の国際競争力の消長に着目するアプローチは俗受けするものの、全体像としての経常収支の動きを捉え難く、その意味で貯蓄・投資バランス論の方がはるかに単純でしかも説得的であると述べた。

II. いわゆる「G 5」以降のドル高修正についての解釈

以上のようなドル高を巡る分析を踏まえつつ、第2セッションでは、85年入り後みられた緩やかなドル高修正（85年2月の263円のドル高ピークから9月22日のG 5直前の240円前後まで緩やかにドルが下落）及びG 5以後最近時にかけての205円前後への急激なドル高修正を理論的にいかに理解し得るかについて活発な議論が行われた。

1. 1985年2月以降のドル軟化の原因

85年2月以降みられた緩やかなドル高修正の理由としては、殆どの論者は、米国の経済成長率の低下を挙げ、具体的には米国における投資超過の縮小や金融引締め政策の緩和方向への微調整等による日米金利差の縮小を大きな要因として指摘した。

大山は、この間の事情につき、理論的には貯蓄・投資バランス論とアセット・アプローチを組合わせるかたちで説明し得ると述べた。すなわち、貯蓄・投資バランス論の考え方によれば経常収支は総生産マイナス総支出にほかならないが、1982～1984年の局面では米国における総支出の増加（軍事支出拡大というかたちでの財政拡張及び減税や広範な技術革新を背景とした民間投資増）がその経常赤字をもたらす一方、総支出増に伴う通貨需要の増大と債券供給の増加が米国金利の上昇を介してドル高を生じさせ

たと理解。85年2月以降は、米国における総生産の低下（経常赤字の拡大要因）から資産市場においてそれまでとは逆に金利の軟化傾向が生じ、これに伴いドル高が緩慢に修正されることになった、と整理した。一方植田は、85年入り後のドル軟化は①米国の経済成長率低下、なかなか投資の減退による投資超過の縮小、②米国の金融政策スタンスの変化を映じた米国金利の低下、による面が大きいと主張した。また、鬼塚は、85年初までのドル高は、レーガン政権の掲げる軍事力の強化や経済成長率の上昇といったファンダメンタルズ（非経済的要因も含む）の改善による面と、これらのファンダメンタルズの改善がつくり出した「強い米国」の復活のイメージによって増幅されていた（バンドワゴン効果）面とがあり、ドル軟化にはドル高のひとつの背景であった米国成長率が84年後半から鈍化したことの影響があるのではないか、との見解を示した。

2. 「G 5」以降のドル高修正メカニズム

G 5以降のドル高修正の原因については、①共同声明でうたわれた外為市場への協調介入（介入の資金需給に対する影響を金融政策により中立化した場合のいわゆる「不胎化された介入」）自体の直接的な効果はどの程度あったか、②金融政策のスタンス変更による効果をどうみるか、③先行きの為替相場に関する市場の中長期的な期待の変化はどの程度影響したか、さらには、④ドル高修正はバブル（泡沫）が破裂したものと見る見方をどう評価するか、といった論点を巡って議論が行われた。

(1) 協調介入自体の直接効果

翁は、深尾光洋の最近の実証研究によれば、為替介入自体の直接効果は、極めて限られているとの結果が得られていること（期待を一定と

I. 会議の概要

した場合、不胎化された介入で為替レートを10円／ドル動かすには180億ドルの介入資金が必要)を紹介した。深尾も、内外資産の代替性が高まっている状況の下における不胎化介入の効果には懐疑的な見解を示し、今回の介入の効果が従来よりも大きかったのは、米国がドル高是正により経常赤字削減に本格的に取り組む証左として受け取られたためであると主張した。介入のこうした見方については、植田も同意見と述べた。

この間大山は、従来の市場介入においては、通貨の弱い国が自国の為替レート引上げのために行う場合が多く、為替レートを十分操作するだけの介入資金がないのに対し、今回は、基軸通貨国である米国が自国通貨の売介入を行う点で介入資金の問題がないということが協調介入実施の市場における期待に対する影響を大きくした、との見方を示した。また、鬼塚は、市場がレートの方角について強い確信を持っている場合には、介入の効果はないが、今回はファンダメンタルズに変化がみられ、市場に気迷いが生じていた時であったため、期待に有効に働きかけることができたものと評価した。

(2) 日米の金融政策スタンスの変化

G 5以降における日米の金融政策スタンスの変化(日本の短期金利の高目放置、米国の金融政策の緩和気味の運営)ないし市場におけるそうした認識が最も重要な要因のひとつであることは、各パネリストとも強調した点であった。

特に植田、深尾は、日米の名目金利差はG 5前の4.5%から3%前後まで縮小、日米のインフレ率格差(GNPデフレーターベースでは3%程度)を考慮すると、実質金利差がほぼ解消する状況となったことがドル下落に大きく寄与したと主張、米国の長期金利動向如何によっては、今後一段のドル安も予想されると付け加えた。

また翁は、金融政策スタンスの変化が市場の期待に与えた影響を重視、その重要性は円・ドルレートの修正が我が国における短期金利の高目誘導開始、長期債券市場の市況暴落と機を一にして一段と進展したという事実によっても傍証される、と述べた。すなわち、欧米市場ではG 5合意が金融政策の変更を含むものであると早くから認識されていたが、我が国ではこの認識が遅れ、短期金利の高目放置により市場が政策スタンスの変更を認識してから、円高傾向が明確化した、との解釈を示した。

(3) バブルの破裂

鬼塚は、レーガノミックスの下で抱かれていた米国についてのバラ色のイメージがG 5を契機に変化したことが、ドル急落の一因となった(バブルの破裂)、との見方を示した。また、翁は、Krugman 論文を引用しつつ、G 5合意を契機に市場関係者はファンダメンタルズに対応した長期均衡水準(例えばKrugman の試算によれば170円／ドル程度)をより重視するようになり、これに伴って短・中期の為替レートの予想水準を下方修正した可能性がある、と述べた。

この間、大山は、Krugman の分析では、ドル高修正が緩慢にしか進まないと、米国の対外債務対GNP比率が現在のブラジル等中南米諸国以外の水準になると警告しているが、この分析は長期を対象にしているにもかかわらず資産効果や技術進歩といった実物面の主要な要因が考慮されていないなど、分析上の難点があり、全面的に依拠できるものではない、とコメントした。

バブルの破裂という考え方に対して、館は、バブルの破裂を重視すると、相場の後戻りはないことになり、我が国の短期金利高目放置や外為市場介入の継続といった対策も既に不要であ

るという若干奇妙な結論に至るともいえるが、この点はどう考えるべきか、と質問した。これに対し、翁は、バブルとは本来、「現在及び将来のファンダメンタルズからみて説明できないもの」と定義されるが、Krugman の言うのはファンダメンタルズとも関連したより広い意味におけるバブルである、そしてこのようなバブルの場合はその生成、破裂が政策期待と密接に関係している可能性があり、一度破裂したから大丈夫ということにはならない、と述べた。

なお、深尾は、現在のバブル理論は、バブルの生成・消滅のメカニズムに関する理論的解明が不十分な未完成の理論であり、これを安易に現実に適用することには賛成できない、との態度を表明した。

(4) 為替リスク要因の再認識

為替レート期待の修正と関連して、為替リスク要因についても市場の認識が変化し、これがドル高修正の一因となったのではないかとの見方も提示された。

翁は、介入をきっかけとしたドル急落は為替リスク要因の存在を改めて市場に認識させ、それがさらにドル下落に拍車をかけた、として為替リスク要因の重要性を強調した。また植田も、G 5以降は先行きの為替レートに不透明感が強まったために、為替リスク回避のためのドル売り圧力が生じ、円高を加速する効果があったとの見方を示した。

一方深尾は、為替管理自由化に伴って内外資産の代替性が高まっているため、為替リスクの回避という面から生じているドル売り圧力は小さく、そうした要因をドル高修正の大きな要因とみることは不適当と主張した。

Ⅲ. 今後の展望と政策的インプリケーション

1. 今後の展望

(1) 為替レートについての見通し

まず鬼塚、植田、伊藤は、中長期的にみると為替レートが再び円安化する可能性があるという面を重視する見方を示した。すなわち、鬼塚は、1～2年の期間でみれば、為替レートの動きはアセット・アプローチによって理解可能であるが、長期的には、いわゆる国際収支発展段階説が妥当すると考えており、その立場に立てば、貯蓄率が高く、「若い資本輸出国」の段階にある日本では、趨勢としては経常収支は黒字基調を続け、実質為替レートは円安化することになる、と述べた。また植田は、短期的には、現在の政策が維持される限り、円高が続き得ると指摘する一方、逆に、米国の景気持ち直しやインフレ懸念再燃による米国金融政策の引締め転換、日本における利下げ予想の強まり等が生じれば、円安が再現する惧れがあるとの見通しを示した。また中期的にみた場合には、近年の日米経常収支不均衡あるいはその背後にある貯蓄・投資バランスのかなりの部分を構造的なものとする限り、金融政策のみによって事態の改善を図ることは困難であり、為替レートも少なくとも実質ベースではいずれ元に戻らざるを得ないとの考えを示し、伊藤もこうした見解を支持した。

これに対し、翁は、Krugman 的なバブルの破裂を重視する見方に立てば、市場の中長期予想が安定した後には相場反転の可能性は比較的小さいとみることも可能（但し、政策期待如何によっては反転の惧れもあることは前述の通り）と述べた。

I. 会議の概要

(2) 経常収支不均衡についての見通し

次に懸案の日米間の経常収支不均衡が今後は正される得るか否かについて議論が行われたが、現在の金融政策に依存した相場修正の効果は極めて限られたものでしかないというのがコンセンサスであった。その理由として、各パネリストは、ほぼ共通して次の点を指摘した。

- ① ドル高修正が定着しても、日本では円高と金利上昇に伴うデフレ効果→輸出増・輸入減、米国ではドル安と金利低下に伴うインフレ圧力→輸出減・輸入増というメカニズムが強く働き、円高・ドル安の価格効果をかなり相殺してしまう公算があること。また、日本でデフレ効果が顕現化すれば金融緩和要請が強まり、米国でインフレ圧力が強まれば金融引締めが必要となり、結局現在の政策スタンスを維持することが困難となる可能性もあること。

- ② 経常収支は中長期的には貯蓄・投資バランスによって決定されるが、現在の構造的不均衡の根因となっている米国の財政赤字、日本の高い貯蓄率といった貯蓄・投資バランス面の問題に対しては、金融政策は殆ど無力であること。

また、深尾は、現在の円相場水準（1ドル205円程度）は実質ベースでは76年の290円、81年の225円にほぼ相当し、さほど高い水準ではなく、その意味ではまだ円安であるといえたと述べ、この程度では短期的な効果さえ期待できないかもしれないとの見方を示した。

2. 政策対応のあり方等

次に、我が国は長期的には対外収支問題を政策目標としていかに位置づけていくべきか、また、そのための政策手段をどう考えるか、という点を巡って検討が行われた。

(1) 対外収支のあり方

経常収支に関しては、少なくとも理論レベルでは、必ずしもその均衡の必要はないこと、しかし我が国が直面している巨額の黒字が貿易摩擦問題を惹き起こしているという現状は無視し得ないこと、についてはパネリストの間ではほぼ認識が一致した。ただ、伊藤は、貿易摩擦の観点からみても、本当に問題なのはマクロの経常収支ではなく企業活動等ミクロ面に影響を及ぼす為替レートであるとの意見を表明した。そして、この点、今回のドル高修正は米国企業の輸出競争力を回復させ、その収益の改善に寄与するという意味で保護主義の抑制に貢献しようという意図を付加した。また大山は、対外均衡を考える際には、貿易・経常収支を区別した上で議論すべきであるとの考え方を示した後、貿易収支については、①その黒字は海外の有効需要を奪い、失業の輸出という批判につながることを、②成長モデルの理論的分析によれば、世界の一人当り消費の最大化は、貿易収支尻ゼロという状況で達成され得ることを挙げ、貿易収支均衡化の重要性を主張した。また、鬼塚は、発展段階が異なる国が中長期的に経常収支（貿易収支）の黒字あるいは赤字を出すのは、国際分業と交換の利益を黒字国・赤字国の双方が享受している証拠であり、経済学的原則論としては「不均衡」を云々するのは正しくない、と述べた。この間、鬼塚、大山は、世界的にみれば、現在多くの発展途上国が資本不足に悩んでいるので、我が国としては資本輸出を積極的に活用し、世界経済に貢献する必要性が大きい、と強調した。

(2) 政策対応のあり方

経常収支の不均衡是正策については、政策割当問題という観点も含めて議論が行われた。

まず深尾は、1980年以降の世界経済を基本的

I. 会議の概要

に性格付けるのは、①内外金融資産の代替性の高まりによって、経常収支と為替レートの相互作用を通じた対外不均衡の自動調整メカニズムが働きにくくなっていること、②この結果生じた長期にわたるドル高、経常収支不均衡の持続によって、貿易摩擦問題が深刻化していること、の2点であると整理した。このような状況下、金融政策を貿易摩擦の回避という目標に対して割り当てたことはやむを得ないとする一方、このことは、国内均衡維持という政策目標の達成には別の政策手段を必要とすることを意味していると指摘した（政策目標と政策手段の数の関係）。政策割当に関するこうした考え方は伊藤によっても主張され、他のパネリストも賛同を示した。館議長は、我が国の政策対応のあり方として、各パネリストがほぼ共通して認めた点を次の通りとりまとめた。

- ① 貿易収支を中心とする経常収支の不均衡をドル高是正を通じて縮小させることを当局の重要な政策目標とすることは、経済的厚生を極大化する観点から是認し得ること。
- ② ドル高是正の定着を確実にするため、当面の金融政策運営については金利低下期待の台頭を防ぐよう配慮する必要があること。
- ③ 金融政策のみに依存した相場修正はあく

まで時間稼ぎの対応であり。経常収支不均衡の本格的な是正のためには、今後内需拡大につながる何らかの政策対応が必要であること。

上記③に関連する政策手段としては、財政面での対応が、財政再建路線との兼合いで難しい面があるにせよ、やはり欠かせないというのが一致した意見であった。例えば植田は、現在の日米経常収支不均衡の主因は米国の財政赤字であるので、まず、この削減を引続き強く求めていくことが必要であるが、我が国としても、円高及び金利上昇の国内景気に対するデフレ効果を相殺するという意味で財政が出動する可能性も考えられよう、と述べた。

鬼塚も、我が国の大幅黒字が対外摩擦を激化させ、我が国の経済基盤（自由貿易体制等）を脅かす恐れがあるとの立場から同様の見解を述べた。

これに対して、財政赤字の拡大を伴わない対策として伊藤は、土地・住宅に関する各種規制等の見直しを通じる内需の喚起を提唱した。

また大山も、財政赤字を拡大するような政策は可能性と妥当性という点で疑問があり、むしろ資本所得課税による貯蓄抑制を考慮すべきと主張した。

以 上