

Ⅲ. コメント論文

報告論文へのコメント(1)

大 山 道 広
(慶応義塾大学)

日本の経常収支の黒字拡大と為替レートの円安傾向は日本を巡る国際経済摩擦の焦点となってきた。それが何に由来するか、またその是正策は何か、これらは日本が当面する国際マクロ経済の死活問題であるといつてよいと思う。植田和男氏の論文は実物面の要因を重視し、鬼塚雄丞氏の研究は貨幣面の要因に注目するといったアプローチの相違はあるが、いずれもこれらの問題の解明に正面から取り組んでいる。私はそれぞれの基本的視点に賛同するものであるが、現在の分析内容については若干の疑問ないし批判がないわけではない。紙幅が限られているので、以下ではそうした感想の要点だけを記すことにしたい。

1. 植田論文へのコメント

(1) 貯蓄—投資ギャップ・アプローチの評価

植田論文は、1国の経常収支が貯蓄—投資ギャップに等しいことに注目し、その認識に基づいて日本の経常収支黒字、ドル高円安問題を分析しようとするものである。周知のように、1国の経常収支 B はマクロ的には国内総生産 Y^D から民間の総支出 E と政府総支出 G を差引き、それに対外投資の純収益 V を加えた値として表わされる、すなわち、

$$B = Y^D - E - G + V$$

である。ここで、 $Y^D - E - G$ は (対外投資サー

ビスを除く) 財・サービスの取引の収支である。いま国民総生産を Y とすれば、 $Y = Y^D + V$ と書けるので、上式は

$$B = (Y - T - E) + (T - G) \quad T: \text{租税}$$

のようになる、つまり、経常収支は民間及び政府の貯蓄—投資ギャップに等しいと言えるのである。

ところで、植田論文でも言及されているように、1国の経常収支を説明するもう一つの方法として、それを貿易収支と貿易外収支に、あるいは一層細かく区分して、各部分の国際競争力の消長に着目するアプローチがある。この方法は俗受けするものの、次のような難点を免れない。第1に、貿易収支や貿易外収支への区分、あるいは一層細かい範疇 (例えば、製品貿易、原燃料貿易等) の収支への区分は多少とも恣意的なものであり、その結果各部分の動きをいくら追ってみても必ずしも全体像としての経常収支の動きを捉えることはできない。第2に、財・サービスの輸出入はいずれも国内供給と国内需要の差であり、従って輸出入の差額はいわば需給の差の「差」である。その変動の要因分析はそれだけ複雑に、その予測はそれだけ困難にならざるを得ない。これに対して、経常収支を貯蓄—投資ギャップとして捉える方法ははるかに単純であり、しかも説得的である。というのは、1国の貯蓄、投資はそれぞれ家計群、企業群の

集团的行動によって決まるものであり、各主体の合理的判断を前提として因果的に捉え、推定することができるからである。

(2) 理論モデルに内在する問題点

植田論文では、1国の経常収支の不均衡は内外の景気局面のズレによって説明される部分とそれ以外の部分（これが構造的な不均衡と呼ばれる）に分けられる。従って、経常収支の構造的な不均衡は内外経済が完全雇用の状態にあるとした時に観察される不均衡として捉えられる。植田論文はこのような不均衡の存在を例解する理論モデルを提示し、その枠組の中で現実の経常収支や為替レートの動向を実証的に分析している。そこで、この理論モデルを検討することから始めよう。

自国（日本）、外国（アメリカ）の2国を考える。両国の間で資本は完全に自由に移動するものとする。両国の財市場の均衡条件は

$$S_P + S_G = B \quad (1)$$

$$S_P^* + S_G^* = -B/x \quad (2)$$

である。ここで、 S_P 、 S_G は自国の民間部門、政府部門の純貯蓄、 S_P^* 、 S_G^* は外国の民間部門、政府部門の純貯蓄、 B は自国の経常収支、そして x は外国財の自国財に対する相対価格である。但し、外国の変数はその国の財の単位で表示されている。自国、外国の民間部門の純貯蓄は国際的に均等な利子率のみに依存するものとされ

$$S_P = S_0 + S_1 r \quad (3)$$

$$S_P^* = S_0^* + S_1^* r \quad (4)$$

と表わされる。各国の純貯蓄が両国の財の相対価格から独立であるとする仮定はロールセン＝メッラーによって「支出条件」(expenditure condition)と呼ばれたものである。自国の経常収支（財及び資本サービスの取引の収支）は相対価格のみに依存するものとされ

$$B = c_0 + c_1 x \quad (5)$$

と書かれる。以上において、 S_G 、 S_G^* 、 S_0 、 S_0^* 、 S_1 、 S_1^* 、 c_0 、 c_1 を所与とすれば、 r 、 x 、 B 、 S_P 、 S_P^* の5つの未知数が(1)～(5)の5つの方程式によって決定されることになる。このようにして決定される自国の経常収支は正負いずれの値をとる可能性もある。 B が正（負）の値をとる場合、自国の経常収支は構造的な黒字（赤字）を出していると言われる（以上の要約では、植田論文と若干異なる記号が用いられ、両国の純貯蓄関数の対称性が仮定されている。しかし、それは植田論文のモデルの基本構造を変えるものではない）。

このモデルの問題点は、(1)、(2)式に示されているように、両国の経常収支の和が恒等的に（事前的にも事後的にも）ゼロに等しいと仮定されている点にある。古典派、あるいは新古典派の実物モデルでは、これは通常ワルラス法則と呼ばれている。それは各主体の支出額が丁度その所得に等しく、その資産の総額及び構成が時間を通じて一定不変に保たれるようないわゆる「定常状態」(stationary state)においてのみ妥当するものである。しかし、定常状態では世界の経常収支（すなわち両国の経常収支の和）が恒等的にゼロになるだけでなく、各国の経常収支が恒等的にゼロにならなければならない。植田論文のモデルでは、各国の経常収支が「構造的な」不均衡を示すことが重要であるので、勿論こうした定常状態を想定するものではない。とすれば、世界の経常収支が恒等的にゼロになるという根拠はどこにあるのであろうか。

両国の財市場が均衡しているとき、世界の経常収支がゼロになるということは、世界の資本市場が均衡しているということである。しかし現在のモデルでは世界の資本市場が恒等的に均衡する保証はないのである。(1)、(2)の代りに

$$S_P + S_G = R^* - xR + rK \quad (1')$$

Ⅲ. コメント論文

$$S_p^* + S_G^* = R - R^*/x + rK^* \quad (2')$$

とおいてみよう。ここで、 R 、 R^* は自国、外国の外国財、自国財の輸入量を、また K 、 K^* は自国、外国の資本の純輸出量を表わしている。世界の資本市場の均衡条件は

$$K + xK^* = 0 \quad (6)$$

である。自国、外国の資本の純輸出がいずれも利子率の関数であり

$$K = K_0 + K_1 r \quad (7)$$

$$K^* = K_0^* + K_1^* r \quad (8)$$

と書け、また R 、 R^* がいずれも相対価格の関数で

$$R = R_0 + R_1 x \quad (9)$$

$$R^* = R_0^* + R_1^* x \quad (10)$$

と書けるものとしよう。このとき、植田モデルの(3)、(4)式が依然として成り立っているものとすれば、 r 、 x 、 K 、 K^* 、 R 、 R^* 、 S_p 、 S_p^* の8つの未知数に対して、(1')、(2')、(3)、(4)、(6)～(10)の9つの方程式が存在することになる。この体系は明らかに過剰決定である。

植田モデルは実物変数のみを含む実物モデルである。実物モデルの特徴はワルラス法則によって均衡条件を表わす方程式のうち1つが独立でなくなることから、斉合性が保たれる点にある。ところが、各国の経常収支の構造的不均衡を導出しようとする植田モデルではワルラス法則の根拠が失われ、実物体系としての斉合性が維持できなくなっているように思われる。この陥穽から逃れるためには、両国の通貨の需給均衡を明示した貨幣モデルに体系を拡張することが必要である。

(3) モデルの応用上の問題点

植田論文では、最初に提示された理論モデルが日本の経常収支黒字や円ドル・レートの実証分析の基礎として考慮されている。既に指摘したように、植田論文の理論モデルは内的斉合性

に欠けるという疑いがある。この点をしばらく度外視するとしても、それが果たして真に有意味な実証分析の基礎となり得るかどうかは些か疑問である。思いつくままに、このモデルの応用上の問題点を指摘しておこう。

イ. 貨幣的要因の捨象

すでに指摘したように、植田モデルは実物モデルであり、貨幣的要因は捨象されている。このようなモデルでは均衡交易条件の決定を論じることではできても、何らかの追加的な仮定を用いることなしに均衡為替レートの決定を説明することはできない。植田論文の3.に示されている均衡為替レートの試算はいかなる仮定に依拠するものであろうか。おそらく日本の輸出価格、アメリカの卸売物価といった変数を所与としているのではあるまいか。しかし、そのような想定は実物モデルによって正当化されるものではない。物価水準の決定についての隠された仮説が背後にあるはずである。この点を明確にするためには、実物モデルだけでなく、論者が暗黙に考えている貨幣モデルを明示することが必要である。

ロ. 財政赤字の取扱い

植田モデルでは、両国の政府の財政不均衡が外生変数として扱われ、その下で「構造的な」経常収支の不均衡が導出されている。つまり、各国の構造的な経常収支の不均衡は両国の財政不均衡によって説明されるのである。このような財政不均衡の外生化は一般的には支持し難いものである。例えばリカードの中立性定理が妥当するような場合には、経常収支は財政支出の規模によって影響を受けるが、それが租税によってまかなわれるか公債によってまかなわれるかには依存しない。つまり、財政支出が一定に保たれる限り、租税収入と財政不均衡がどのように変動しても、経常収支は変化しない。逆に、財政不均衡が一定に保たれていても、経常

収支は財政支出と租税収入の同額の削減によって変化する可能性があるのである。

ハ. 対外投資収益・資産効果の捨象

1 国の経常収支は(資本サービスを除く)財・サービスの収支、資本サービス(対外投資収益)の収支、そして移転収支に分類される。この中で、特に財・サービスの収支と資本サービスの収支の区別は従来あいまいにされてきたが、理論的に重要である。例えば貯蓄性向の高い「資本輸出国」が長期的に対外投資収益の収支で黒字を出すことは当然であり、また許されるとしても、それ以外の財・サービスの収支で黒字を続けることは正当化されないかもしれない。植田モデルでは事実上対外投資収益の収支が捨象されている。その結果、経常収支が貿易収支あるいは狭義の財・サービスの収支と同一視されてしまっている。この点は3.の均衡為替レートの計算でも問題視されるところである。

各国の民間部門の純貯蓄が利子率のみの関数とされ、特に実質資産や実物資本ストックへの依存関係が考慮されていないことも問題である。ヒューム以来最近の資産市場アプローチに至るまで、1 国の経常収支の調整過程は貨幣資産の国際的移転によって促進されると考えられている。経常収支黒字国は対外純資産の増加と共に支出を拡大し、逆に赤字国は対外純資産の減少と共に支出を縮小すると期待されるからである。このように、経常収支の不均衡はそれ自体が不均衡を調整する作用を持っている。植田モデルでは、この作用が無視されているため、いったん生じた不均衡は外生変数が変らない限りいつまでも持続することになる。この意味で、そこで定義されている経常収支の「構造的な不均衡」は理論的にも擬制的なものにすぎないと思われる。

二. 静態と動態

植田モデルは静態的な世界にも動態的な世界

にも直ちにしかも同様な仕方で応用できる構造になっている。これは一見便利な特徴であるように見えるが、実は静態と動態を本質的に区別していないという点で問題を含んでいる。静態的な世界の場合、経常収支の不均衡は「定常均衡」とは両立しない。従って、国際経済が時間と共にそうした定常均衡に収束するとすれば、各国の経常収支の不均衡も長期的には消滅するはずである。しかし、経済が成長する場合、経常収支の不均衡は「成長均衡」においても消滅するとは限らない。植田モデルでは、動態的な世界の均衡は静態的な世界の均衡の斉一的な拡大もしくは縮小として捉えられる。その結果、両者の差異が何ら識別されていない。

2. 鬼塚論文へのコメント

(1) アセット・アプローチの評価

鬼塚論文はいわゆるアセット・アプローチの立場から為替レートの決定を説明するモデルを構成し、その光に照らしてレーガン政権下の米国の高金利とドル高の現象を解明しようとするものである。アセット・アプローチの立場によれば、内外の通貨は株式や債券と同じく毎日市場で取引される資産であり、為替レートは株式や債券の価格と同様に短期的には各々の資産選択によって決定される。しかし、このことはもちろん1 国の為替レートが経常収支や内外の所得・物価の動向によって中・長期的に影響を受けることを否定するものではない。

為替レートがどのような要因によっていかなる水準に決まるかについては、従来種々の理論的説明が試みられてきた。アセット・アプローチに対置される伝統的なフロー・アプローチでは、1 国の為替レートはその国の国際収支を均衡させる水準に決まると説かれる。この見解は1940年代にロビンソンやメッラーによって提唱され、その後広く受け入れられてきたものであ

Ⅲ. コメント論文

る。しかし、近年になって変動為替レート制度の経験が深まるにつれてこうした考え方の問題点が次第に明らかになってきた。

まず、フロー・アプローチの前提として、異なる経済主体の取引期間（取引のタイミングとその契約期間）が全く同一であるという想定がある。こうした取引行動のシンクロニゼーション（同時化）の前提はあらゆる期間均衡分析に通有のものであり、定常状態の分析には有用な単純化である。しかし、それが一般に経済取引の現実を反映するものでないことは明らかである。

この点にも関連するが、フロー・アプローチは次のような応用上の難点を免れない。第1に、国際収支やその均衡はある一定期間について定義され、観測されるものである。経済が定常状態にある場合を別とすれば、国際収支の様相は1か月、四半期、1年等観測期間の取り方により一般に異なったものとなる。それでは、日々、時々刻々立つ為替レートは一体どの期間の国際収支の均衡と関連しているのであろうか。この疑問に対する明確な答は存在しない。第2に、国際収支の均衡をどのように捉えるべきかも問題である。例えばロビンソンやメッラーの場合、それは貿易収支ないし経常収支の均衡と考えられていたようである。しかし、この見解が一般的妥当性を欠いていることは、変動為替レート制度の下で各国の貿易収支や経常収支の不均衡が続いている現状をみれば明らかである。そこで、最近の論者は国際収支の均衡を国際取引の部分勘定ではなく、全勘定の収支のバランスとして捉えるようになっていく。全勘定の収支尻は恒等的にゼロになるので、この立場が経験的に妥当しないと断定することはできない。しかし、全勘定の収支尻がゼロになるということは実際に行われた1国の通貨の売買の「事後的な」バランスを意味するものではあっても、必ずし

も特定期間についてのその「事前的な」均衡を意味するものとは限らない。

フロー・アプローチに代るものとして、近年台頭してきたアセット・アプローチは少なくとも以上のような難点からは自由であり、しかも現代の為替市場の実態によく適合しているように思われる。内外通貨の取引に要する時間は、財・サービスの輸出入に要する時間に比べて本質的に無視可能である。内外通貨の取引額は極めて短い期間にも時として莫大なものとなるが、財・サービスの輸出入額は観測期間を短く取り、ゼロに近づければどんどん減少してゼロに近づいていく。従って、日々、時々刻々の為替レートは、経常収支や貿易収支の状態から一応独立に、その時点における人々の内外通貨の資産選択によって決まると考えられる。

(2) 若干の問題点

鬼塚論文は前半（第1節）と後半（第2節）の2つの部分から成っている。前半では、自国（米国）、外国（日本）の2国モデルによってかなり一般的な為替レート決定の理論モデルを示し、1国の金融政策やフィスカル・ポリシーの短期及び中期の効果分析を行っている。ここでは、各国の雇用は調整可能であり、内外の財、債券、通貨が不完全代替の関係にあり、国際的に自由に取引されるものとされている。これに対して、後半ではペンティ・クーリ流の簡略化された小国モデルによって1国の金融政策やフィスカル・ポリシーの動学的な効果分析を展開している。そこでは、完全雇用が前提され、内外の財は相互に完全代替物であり、利子付債券は存在しないものとされている。後半のモデルはよく知られており、鬼塚論文ではその分析結果が要約されているに過ぎないので、以下では前半のモデルを中心にその内的斉合性と現実妥当性についてコメントしたい。

Ⅲ. コメント論文

イ. 消費関数と輸出入関数

各国の消費はその実質総資産額に依存するが、輸出入関数はそれに依存しないと仮定されている (12式)。各国の輸出入は当該財に対する消費及び投資需要と供給の差であるから、これらの仮定は斉合性を欠いている。

ロ. 対外投資収益の捨象

国際資本移動がある場合、1国の貯蓄－投資の差額は経常収支に等しくなる。しかし、鬼塚論文では貯蓄－投資の差額が貿易収支と同一視されている (13式)。これは対外投資収益を捨象するものであり、一般に受け入れ難い。

ハ. カルドア的生産調整

各国の国民生産物に対する需給が不均衡な場合、その生産は時間とともに調整される。すなわち、生産は需要が供給を超過している場合には増やされ、逆に供給が需要を超過している場合には減らされると仮定されている (10、11式)。これはかつてカルドアがその景気循環論で考察した調整方式である。この方式の問題点は財市場の不均衡がどのように調整されるかが不問に付されていることである。財市場で需要が供給を上まわる場合、満たされない需要はどうなるのか、逆に供給が需要を上まわる場合、売れ残った品物はどこへいくのか、この点を適切に考慮するためには、各財について在庫を導入することが必要になる。

ニ. 金融引締めの中期的効果

自国（米国）が公開市場操作によって貨幣供給を減少させると、貨幣の需給均衡を表わすM-L曲線が上方にシフトするため、短期的に高金利とドル高がもたらされるという分析が示されている（第1図参照）。しかし、公開市場操作による金融引締めは貨幣供給の減少のみならず債券供給の増加を意味している。従って、債券の需給均衡を表わすB-b曲線も上方にシフトすると思われる。そうであれば、金融引締めが高

金利をもたらすという結論はむしろ強められるが、それがドル高につながるという主張は必ずしも成立しない。

ホ. 財政赤字の短期的効果

財政支出の拡大や減税による財政赤字が為替レートや金利に及ぼす影響は、(a)乗数効果による所得増加→貨幣需要の増加、(b)財政赤字の持続による高金利・ドル高予想の発生という2つの効果に基づくものとされている。これらの効果は所得や人々の予想が所与とされる短期においては殆ど作用しない。しかし、その他に財政赤字をファイナンスするための国債の供給増加という効果があるはずである。これは公開市場操作による金融引締めと同様に短期的にも金利の上昇をもたらすと考えられる。

ヘ. 諸政策の中期的効果

金融引締めや財政赤字の中期的効果の分析においては、カルドア的調整過程に従って生じる所得の変動が重視されている。その半面、貯蓄を通じる実質総資産の増加や経常収支の不均衡を通じる外貨保有高の増減には一顧も払われていない。この点は特に後半のモデルとの対比で問題になるところである。後半のモデルの中長期分析では、国民所得が一定とされ、経常収支の不均衡による外貨残高の変動が体系の動因とされているからである。鬼塚論文はこれらのモデルによってレーガン政権の金融財政政策の効果を説明しようとしているわけであるから、両者の間の相違とそのインプリケーションを明確にしておく必要がある。いずれにせよ、中長期の分析で実質総資産や外貨残高の変動の効果を無視するのは適切でないように思われる。

ト. 静態の仮定

前半、後半のモデルはいずれも基本的に静態的なモデルである。前半のモデルでは、形式的に投資が行われるものとされてはいるが、それが各国の生産力の及ぼす効果は無視されてい

Ⅲ. コメント論文

る。後半のモデルでは、小国の国民総生産は時間を通じて一定と仮定されている。植田論文へのコメントでも指摘したように、生産技術や消費嗜好が一定とされる静態的な世界では、経常収支の不均衡は遅かれ早かれ調整され、払拭されるべきものである。従って、そのようなモデルによって米国や日本の長期に渡る経常収支の不均衡拡大を十分に説明できるどうか疑問無しとしない。

以 上