

報告論文へのコメント(2)

伊 藤 元 重

(東京大学)

経常収支・為替レートといった今回のコンファランスのテーマとして取り上げられる問題に関しては、既に多くの研究が積み重ねられており、先進工業国が変動為替制に移行した1970年代の前半の時期と比べて、経済学におけるこれらの問題に対する理解は格段に深まっているといっていよいであろう。にもかかわらず、今日我々が日々経験する為替レートや経常収支の動きは、依然として不可解な点が多く、今後一層の研究が必要とされていることも事実である。その意味で、今日的視点からこれらの問題に関する分析を試みた両論文は大変興味深く、教えられるところ大であった。以下ではまず、それぞれの論文で論じられている点について筆者のコメントを述べ、そのあとこのコメントとかわる範囲内で、貿易構造と為替レートに関して筆者の考えを示したい。

1. 植田論文へのコメント

この論文は日米間の為替レート・経常収支問題について、実証分析を行った前半部分と、米国の財政赤字と経常収支赤字の長期的な動きについて考察した後半部分の二部構成となっている。前半部分は、植田氏が最近行っている一連の研究の一部をなすものであるが、今回初めてこの研究に触れて、大変興味深く読ませていただいた。コメントでは、この部分を中心に議論してみたい(論文の評価としても、前半部分の方が重要な貢献であると思われる)。

実際に発生する経常収支の赤字が、どの程度景気のずれによって発生したものであり、どの程度が民間や政府の構造的な貯蓄・投資ギャップによったものであるか、という点をデータに基づいて検討するというのが植田論文の目的であろう。この種の問題意識に沿った研究には、データを表面的にみただけのものが多いが、この論文の理論的構造はしっかりとしたものであり、データの処理についても十分な注意が払われている。この論文は、間違いなく第1級の研究である。(討論者としては残念なことに)コメントすべきことはあまり残されていないように思われる。とはいえ、討論者の責務を果たさねばならないので、以下で若干の質問とコメントを提示したい。

植田氏の問題意識は、完全雇用時に生ずるであろう民間の貯蓄・投資差額や政府の財政赤字の水準が、実際の米国の経常収支の赤字をどの程度説明できるかというものであり、モデルの構造はきわめて単純である。日米両国を合わせた(政府及び民間)の総貯蓄・総投資をバランスさせるように金利が決まり、この貯蓄・投資ギャップと貿易における輸出入の差額が矛盾ない値になるように為替レートの水準が決まるというものである。

このようなモデルの大きな前提の1つに、実質為替レートと経常収支の間に一対一の関係があるという仮定がある。確かに実質為替レートは2国間の財の相対価格であるから、輸出入に

大きな影響を及ぼすが、その影響は時間の長さ
に依存したものである（Jカーブ効果）。植田
氏はこの点に関して、何らかのデータの処理を
したのであろうか。

Sachs (1981) で説得的に示されているよう
に、経常収支と為替レート間に一定の関係を
考えることは、理論的にも実証的にも無理であ
る。これは、1つには為替レートが資産価格と
しての性質を持っているので、現在の資産の需
給状況や将来に関する予想によって動いてしま
うのに対して、他方で貿易が為替レートにはす
ぐに反応しないことによるのであろう。

植田論文ではこのような資産価格としての為
替レートという側面をすべて捨象してしまっ
ているが、これはこの論文では構造的な動きでは
説明されない部分に含まれてしまうのであろう
か。この点に関して、植田氏の考えをお聞きし
たい。

第2に、植田氏も論文の中で触れていること
だが、為替レートと経常収支の間の対応関係に
ついて考えるとき、貿易構造の変化をどのよう
に取り扱うかという問題についてコメントした
い。経常収支と実質為替レートの間に一対一の
関係があるという前提は、分析の対象となっ
ている期間において生じた貿易構造の変化は、こ
の関係に中立的に働いており、無視してもかま
わないと考えることに等しい。

しかし、過去十数年間に大きな貿易構造の変
化が起こっていることは明らかであり、これが
為替レートや経常収支に影響を及ぼしていない
と考えるのは、いささか乱暴であるように思わ
れる。あとで示すように、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、実質為替レートと貿易収支の間の関
係に大きな変化をもたらしたと思われる。

第3に、為替レートの水準と景気の関係につ
いてコメントしたい。植田論文では、為替レ

ートの変動が景気に及ぼす影響、あるいはそれ
を通じて貯蓄・投資がどのように変化するかとい
う点についてあまり言及がない（あるいは、こ
れは植田モデルにおける非構造的な部分である
のかもしれない）。しかし、日米の経常収支や
為替レートの問題について考える際には、この
点は重要な論点であると思われる。石油ショッ
クによって日本の交易条件が大幅に悪化したに
もかわらず、日本の輸出量が伸びて経常収支
が黒字傾向になっているというのは、日本の景
気が輸出によって引っ張られていたことを示唆
する。とりわけ、80年以降のドル安は、この傾
向に拍車をかけたように思われる。

この点は、同じような米国の財政赤字がある
とき、変動為替制と固定為替制でどのような違
いが生ずるかを考えてみればよい。例えば、
Mundell-Fleming のフレームワーク（従って短
期的に物価水準は固定していると仮定する）で、
この2つのケースを比べると次のようになる。

いま、例えば金融政策によって為替レートを
完全に固定できたとしよう（米国の財政赤字の
下で為替レートを固定させるためには、米国で
金融が緩和されるか、日本で金融の引締めが行
われなくてはならない）。もし、植田モデルで
仮定されているように、経常収支と為替レート
の間に一対一の関係があったなら、固定レート
の下では、財政赤字は経常収支の赤字をもた
らさない。米国での金融緩和が所得水準を押し
上げてそれが貯蓄増をもたらすか、日本の金融
引締めが日本の金利を引上げてしまうのである。

これに対して、変動レートの下では、財政赤
字に対する金融政策の対応はなく、米国の金利
引上げとそれに伴う資本移動がドルの値段を高
めてしまい、米国の輸出は抑えられ、日本の輸
出は促進されることになる。

以上の議論はかなり大雑把なものであるが、
財政赤字があったとしても、それが為替レート

にどのように影響するかで、その経常収支への影響も違ってくるという点を示すには、これで十分であろう。そのような影響を考える上で、金融政策、資産市場の状況、人々の期待等が果たす役割は決して小さくないと思われる。

2. 鬼塚論文へのコメント

鬼塚論文は、為替レートと経常収支の決定メカニズムについて、理論的に分析したものである。論文の基本的なアプローチのしかたは、超短期には為替レートは利子率と同じように資産市場の均衡条件から決まり、生産や物価は需給のギャップを埋めるように、資産市場よりはゆっくりとしたスピードで調整していくという定式化となっている（このモデルでは、次期に成立すると予想されている為替レート e_{t+1} は固定されているので、外貨建て資産からのキャピタルゲイン $(e_{t+1} - e_t)/e_t$ は、今期の為替レート e_t の減少関数となる。その意味で、為替レートは利子率と同じように、資産の収益率の一部を構成する）。

この論文で展開されているようなモデルは常識的なものであり、その意味で筆者は論文の内容に大きな異論を持つものではないが、いくつか細かい点については疑問なしとしない。以下ではそのような点についてコメントしたい。なお、論文の後半部分では、モデルが詳しく説明されないままに結果のみ示されているので、以下のコメントでは主として前半部分のみを取り上げることにしたい。

(1) この論文で展開されているようなポートフォリオ・アプローチに関しては、既に多くの研究が出されているが、このような文献の中で、この論文がどんな点に関して貢献しているか必ずしも明らかではない。この点に関してより明示的な記述がほしい。また、この論文で分析されている結果が、他の研究とど

のような関係にあるかという点についても、何らかの説明がほしい。例えば、Mundell-Fleming モデルでも、資産市場と財市場の調整スピードが異なると仮定すれば、この論文と本質的に変わらない結果を得ることができるように思われる。もちろん、期待の導入、資産需要の定式化等が異なるのであるから、分析結果も微妙に異なる。しかし、論文の49ページで強調してあるように、財政支出が公債発行で賄われるか、それとも増税で賄われるかの違いはそれほど重要ではない。Mundell-Fleming のモデルでも、増税のケースを分析することはそれほど困難ではないであろう。Mundell-Fleming 以降、モデルの拡張・改良が多く試みられているのであるから（例えば Marston (1984) を参照）、それらの研究との関係がどうなっているかを知ることは有益であろう。

(2) 後半の動学的分析の説明がモデルの具体的構造にまで及んでいないので正確なことは分らないが、この論文で導出されている結論は、期待に関する仮定に相当依存していると思われる。この論文で得られた諸結果が、どの程度、期待の定式化に依存しているのか、期待の低式化を変えたらどのような点に関して分析結果が影響を受けるのか、あるいはこの論文で仮定されているような期待形成はどの程度正当化できるものであるか、等の点に関して説明がほしい。

(3) 38ページにある記述に関して、次のような疑問を提起したい。政府の財政拡張により、民間経済活動があまり刺激されなくても、金利が十分に高くなることはあり得るのではないか。例えば、財政赤字を賄うために国債が発行され、それが貨幣需要を増加させたり、貨幣需要の利子弾力性が小さい場合等、いわゆるクラウディング・アウトが起こるような

ケースを考えてみよう。このような場合には、政府の財政拡張が民間経済活動を刺激しなくても、高金利が起こると思われる。

3. 貿易構造と為替レート

今回の二つの論文も含めて、殆どの研究では、貿易構造が為替レートの決定に及ぼす効果を無視している。例えば、植田論文では経常収支と実質為替レートの間、ある一定の関係を仮定しているが、これは貿易構造の変化が為替レートの水準の決定に大きな影響を及ぼさないと仮定していることにほかならない。鬼塚論文でも、貿易構造の変化ということは殆ど議論の中に登場してこない。

しかし、変動レート制に移行して以来の日米の貿易構造の変遷をみると、そこで生じた両国の貿易構造の大幅な変化が為替レートに全く影響を及ぼしていないと考えるのには抵抗がある。もちろん、Stockman や Mussa のように実質変数 (real variables) の変化が為替レートに及ぼす影響を強調するものもあるが、彼等の研究によって、日米間の貿易構造の変化が為替レートにどのような影響を及ぼすのか明らかにされているとは言い難い。以下では、このコンファランスでの議論の参考となるよう、ごく簡単にこの問題について考察してみたい (以下の分析のより詳しい内容については、伊藤 (1985) を参照されたい。また、そこで展開されているモデルのより詳しい展開については、Itoh and Kiyono (1985) も参照されたい)。

海外に対する債権のキャピタルゲインを無視すると、一国の経常収支と海外に対する債権の純増額の間には、次のような関係がある。

$$\dot{B} = (m^*Y^* - \frac{1}{e}mY) + rB$$

但し、 B は海外に対する債権総額 (ドル建て)、 m と m^* は日本と外国の平均輸入性向、 Y (円建て) と Y^* (ドル建て) は日本と外国の GNP、

r は海外に対する債権にかかる利子率、 e は為替レートである。

この式の第 1 項 ($m^*Y^* - \frac{1}{e}mY$) は、ドル建てで表した自国の貿易収支であり、 rB は海外に対する債権から生ずる利子収入である。長期においては $\dot{B} = 0$ が成立するとすると、上の式は次のように変形することができる。

$$\frac{1}{e} = \frac{Y^*}{Y} \left[\frac{m^*}{m} + \frac{r}{m} \cdot \frac{B}{Y^*} \right] \quad (1)$$

(1) 式は、長期の為替レート決定式と解釈することができる。円の価値 ($1/e$) は、両国の GNP の比 (Y^*/Y)、平均輸入性向の比 (m^*/m)、海外の負債総額の対 GNP 比 (B/Y^*) 等によって決まる。

この式をより深く理解するため、次のような特殊ケースを考えてみよう。

$$B = 0 \quad (2)$$

$$M = KY, \quad M^* = K^*Y^* \quad (3)$$

(K, K^* は定数)

(2) は、長期的な経常収支の累積の効果を考えないということを表している。(3) は、マーシャルの K が一定である貨幣需要の下での、貨幣市場の均衡を表している。 M と M^* は、自国と外国の貨幣供給量である。

以上の仮定の下では、為替レート (e) の変化率は、

$$\dot{e} = (\dot{m} - \dot{m}^*) + (\dot{M} - \dot{M}^*) \quad (4)$$

と表される。すなわち、為替レートの変化率は、両国の平均輸入性向の変化率の差 ($\dot{m} - \dot{m}^*$) と、貨幣供給量の変化率の差 ($\dot{M} - \dot{M}^*$) という 2 つの項の和として表される。 $(\dot{m} - \dot{m}^*)$ の部分は、貿易構造の変化による為替レートの変動部分を、 $(\dot{M} - \dot{M}^*)$ は名目的な動きによる変動部分を表している。

Itoh and Kiyono (1985)、伊藤 (1985) で示されたように、日本や外国の貿易構造の変化は、両国の平均輸入性向を変化させる。例えば、日本の産業の競争力が相対的に高まれば、 m/m^*

Ⅲ. コメント論文

は減少するであろう。すなわち、名目的な変化がなくても ($\hat{M}-\hat{M}^*=0$)、このような貿易構造の変化は円の価値を高めるのである。

以上では、説明をしやすくするために、特殊なケースを取り上げたが、より一般的なケースでも同じようなことが成立することは(1)式の形から明らかであろう。もし(2)が成立していなくて、自国が長期的に債権国(債務国)になる場合には、その分だけ円の価値は高く(低く)なる。

以上のモデルは、定常状態にある長期の状態を扱ったものであるが、短期・中期の議論をす

る際にもある程度の重要性を持つ。これに関して、2つの点を指摘したい。

- (1) 既に述べたように、5年～10年のオーダーでも、貿易構造は大幅に変化している。従って、ここで示したようなメカニズムは無視できない。
- (2) 短期には資産市場の均衡がより重要になるとしても、長期為替レートはアンカーとしての役割を果たし、短期の為替レート決定に重要な役割を演ずる (Dornbusch (1976))。

以 上

【参考文献】

- [1] 伊 藤 元 重 「貿易構造と為替レート—長期の為替レート決定メカニズム」、経済学論集第51巻第1号、1985年4月
- [2] Dornbusch, "Expectations and Exchange Rate Dynamics", Journal of Political Economy, Vol. 84, Rudiger W., No 6, (Dec. 1976)
- [3] Itoh, Motoshige, "Welfare Improving Export Subsidies", Journal of Political Economy, (forthcoming). and Kiyono, Kazuharu,
- [4] Marston, "Stabilization Policies in Open Economies", in Ronald W. Jones and Peter B. Kenen (eds) Handbooks of International Economics : Vol. II, Amsterdam and New York : North-Holland, 1984.
- [5] Sachs, Jeffrey "The Current Account and Macroeconomic Adjustment in the 1970's", Brooking Papers on Economic Activities, 1981.