

報告論文へのコメント(3)

深 尾 京 司
(成蹊大学)

1. 植田論文について

植田論文の前半では、日本の経常黒字と円安のうち、構造的要因がどれだけあるかが、実証的に分析されている。日本の構造黒字に関する過去の分析（例えば1984年版経済白書）に比べて、植田氏の実証の優れている点は、この問題を、理論モデルに忠実な形で整合的に考察していることだろう。前提となった理論モデルは、新古典派的なものである。そこでは、日米資産は完全に代替的であり、長期的には日米の実質金利は均等化すると考えられている。この均衡世界実質金利は長期的には、世界全体の貯蓄と投資をバランスするように決まる。一方日本の生産物と米国の生産物の相対価格である実質為替レートは、日・米財の需給を均衡させる水準に決まる。従ってこのモデルでは、日本で生産能力が高まれば円安になる。なぜなら、日本の生産物が米国の生産物に比べ割安になって初めて、日・米財の需給均衡が回復されるからである。

筆者も植田氏と同じように、このような新古典派的なモデルは、最近の日・米関係を理解する上で有効だと考えている。

しかし、このモデルが現実に応用できるのは日本の場合、1970年代末以降であるように思われる。我が国で為替管理の自由化が進められ、資本移動が活発化した1970年代末期以前には、円建て資産とドル建て資産の代替性は現在より

も低かった。内外資産の代替性の低い1970年代の変動レート制においては、例えば日本で経常黒字が続き、ドル建て資産が蓄積されるとドル安円高になり、日本の経常黒字は減少していった。

こうして当時は、為替レートが経常収支不均衡を調整する働きをしたのである。このことは、我が国の経常黒字累積によって円高が進行した1977、1978年と、我が国の経常黒字累積にもかかわらず円安が続いている1982年以降を比較すると明らかであろう（第1図）。

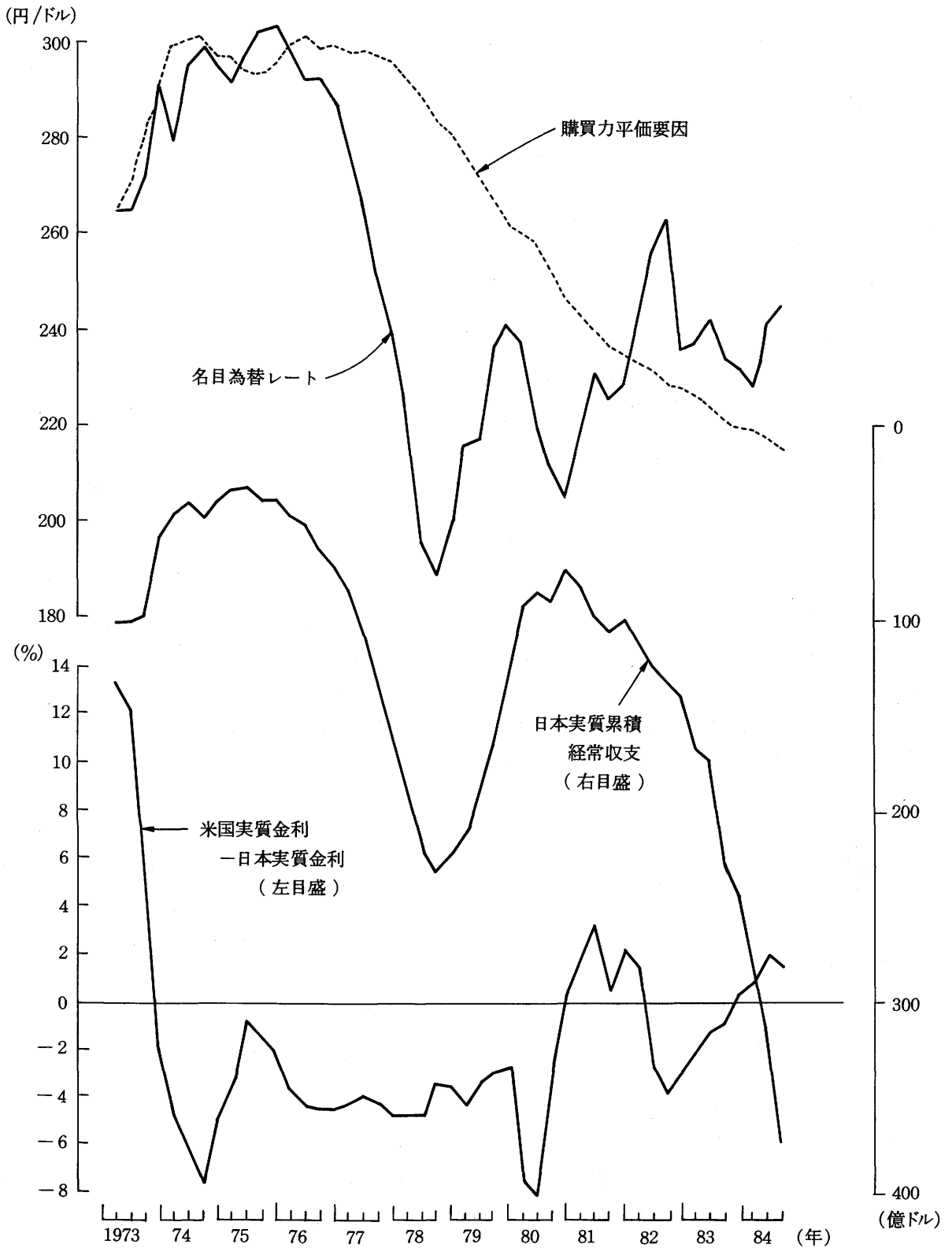
植田論文では、内外資産の完全代替性を前提とした前記モデルから導出された回帰式を、1971年から1984年の期間について推定しているが（14ページ、(10)式）、この推定期間の選択には問題があろう。

植田氏の実証分析に関する第2の疑問は、日・米以外の諸国の貯蓄・投資行動の構造的要因が考慮されていない点である。世界全体の貯蓄・投資バランスで世界金利が決まると考える以上、世界の貯蓄・投資の約4割にすぎない日・米だけでなく、それ以外の諸国の構造的要因の変化をも考慮する必要がある。第2図にも見られるように、世界の資金市場においては、日・米以外の諸国の資金過不足ももちろん無視できない。なお、注15の均衡金利の推定においても、日米の構造要因のみ考えるのは問題だろう。

次に、均衡レート導出の過程では、技術的な点でいくつか疑問がある。構造的経常収支の推

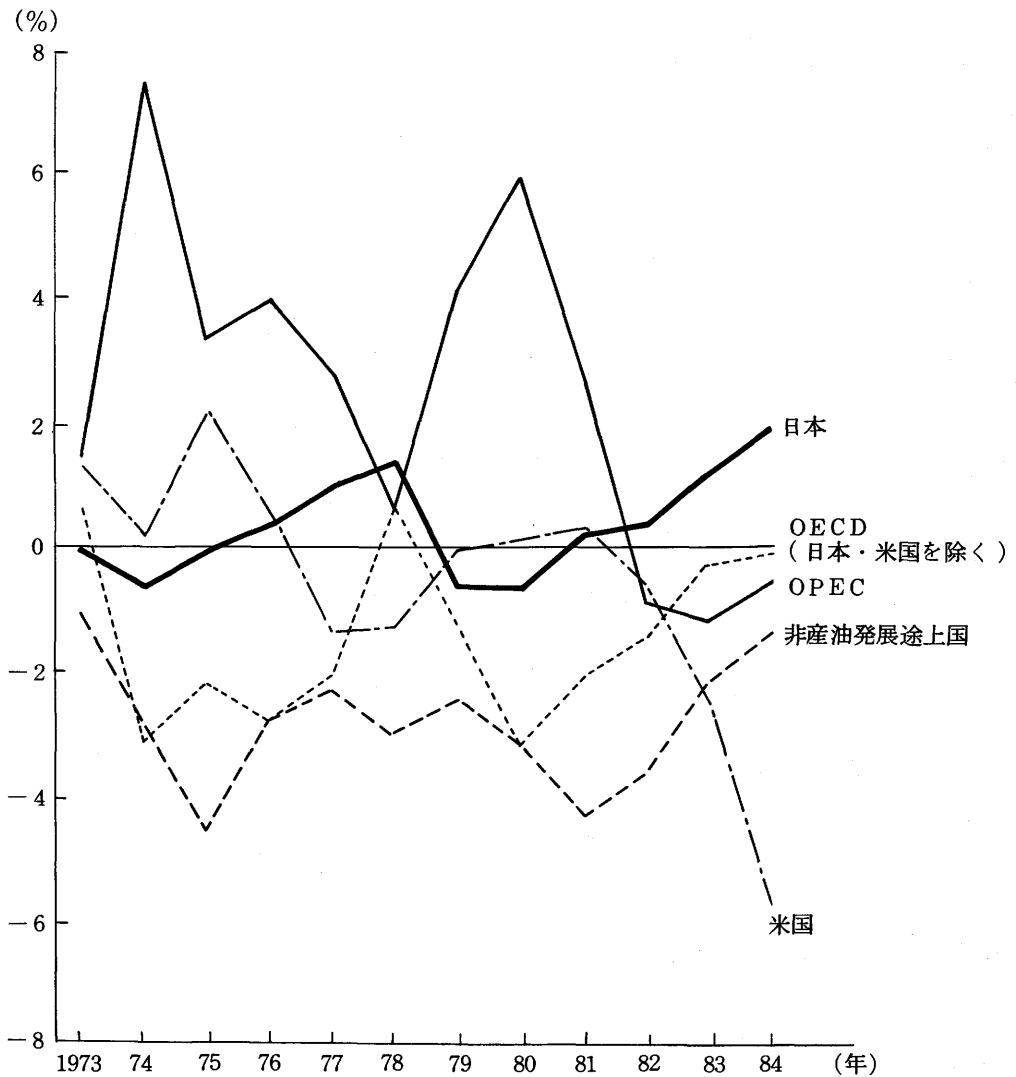
Ⅲ. コメント論文

第1図 為替レート決定要因の推移



Ⅲ. コメント論文

第2図 地域別経常収支（世界輸出に対する割合）



（備考） 上記五地域では全世界をカバーしないこと、及び統計上の誤差のため、経常収支の和はゼロにならない。

（資料） 経常収支… OECD「Economic Outlook」
世界輸出（FOB）… IMF「International Financial Statistics」

Ⅲ. コメント論文

定値と、日本の輸出・輸入関数を使って均衡レートを導出する際、海外の実質所得 Y^* は外生扱いなのだろうか。 Y^* についても景気循環要因を除いた値を代入する必要があるはずである。また日本の円建て輸出価格 P_x と日本の GNP デフレーター P の相対価格は外生扱いなのだろうか。輸出財生産には、国内の生産要素と輸入原材料が同時に投入されるため、 P_x/P は、円安により上昇するはずである。その意味で均衡為替レート導出に当たり P_x/P を外生と仮定するのは問題があろう。

植田論文の後半では、経常収支不均衡の継続可能性が議論されている。そして米国赤字がそのまま続くことは困難であるにもかかわらずドルが高いのは、現在の市場が米国経済の将来につきかなり楽観的であるためだと結論づけられている。しかし Krugman (1985; p.37) も認めているように、現在の経常赤字の修正が米国の財政赤字削減ではなく、輸入課徴金実施や、輸出自主規制強化の要請といった貿易制限によって試みられる場合には、ドル高は続くことになる。ドルが高いのは、市場関係者が、自由貿易の将来についてこのように悲観的な予想を抱いているためかもしれない。

2. 鬼塚論文について

鬼塚論文の前半では、アセット・アプローチの視点から、マクロ経済政策が為替レートや経常収支に与える影響が統一的に分析されている。そこでは、人々の為替レート期待 ${}_t\hat{e}_{t+1}$ と国内生産水準が徐々に調整されると考え、時間を超短期と短期にわけることにより、複雑なメカニズムをわかりやすく説明することに成功している。またレーガン政権下の政策がドルの価値や米国経常収支に与えた影響に関する考察は、説得的である。

しかしドル高期待発生 (${}_t\hat{e}_{t+1}$ の低下) が、

米国金利高をもたらすという結論には同意できない。ドル高期待発生は、米国貨幣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。従って34ページの議論と同様に、第1図においてML曲線は左上方へ、Bb曲線は左下方へシフトするはずである。従って鬼塚氏も論じておられる通り金利が上昇するかどうかは両曲線のシフトの大きさに依存している。

但し、筆者には資本移動が活発化した現在では米国証券と外国証券の代替性が米国貨幣と外国資本の代替性よりも高ければドル高期待は米国金利を低下させることになると思われる。この判断は、仮に将来ドルへの信認が失われた時、米国金利を上昇させるか低下させるかを予想する上でも重要だろう。

鬼塚論文の後半では、Chand-Onitsuka (1985) と同じモデルを使って動学分析が行われている。その結果、興味深い結論が数多く得られている。例えば、拡張的金融政策は、一時的に為替レートの減価率 (= インフレ率) を政策発動前よりも低下させる場合があり得るとか、財政支出拡大は、一般に為替レートの減価をもたらすといった結果が報告されている。しかしこれらの結論は、分析の前提とされた完全雇用が常に成立するとか、購買力平価が常に成立する、金利と投資の問題を捨象するといった、かなり強い仮定に決定的に依存していると思われる。

Chand-Onitsuka モデルを私なりに要約すれば次の通りである。

$$\textcircled{1} \quad \frac{\dot{M}^s}{E} = L(\lambda^e) \cdot F \quad (\text{資産市場の均衡条件})$$

$$\textcircled{2} \quad \dot{F} = Y - C(Y - T - \lambda^e \cdot \frac{M^s}{E}, A) - G \\ (\text{対外純資産 } F \text{ の動学式})$$

$$\textcircled{3} \quad A = \frac{M^s}{E} + F \quad (\text{総資産 } A \text{ の定義式})$$

Ⅲ. コメント論文

$$\textcircled{4} \quad G = T + \frac{\dot{M}^s}{M^s} \cdot \frac{M^s}{E} \quad (\text{政府の予算制約})$$

但し

$L(\cdot) \cdot F$: 自国民の自国貨幣需要

E : 名目為替レート (= 自国物価)

λ^e : 自国通貨の期待減価率 (= 期待インフレ率)

政策変数である $\frac{\dot{M}^s}{M^s}$ 、 T 、 G と為替レート期待 λ^e が与えられれば①、②式から名目為替レートと対外純資産の動きが規定されることになる。

例えばこのモデルにおいて、(増税による)
財政支出拡大が自国通貨減価 (= 国内インフレ)

をもたらすのは次のメカニズムによる。財政支出拡大は国内アブソープションを拡大させ、経常収支赤字により対外純資産 (F) を減少させる。このため自国貨幣需要は低下し、自国通貨は減価していくことになるのである。しかし財政支出拡大が貨幣需要を低下させるというのは、現実には起きにくい現象であるように思われる。むしろ財政支出拡大は、国民所得を増大させて貨幣需要も拡大し、これにより自国通貨高になるという鬼塚論文前半の結論の方が現実的なのではなかろうか。

以 上