

報告論文へのコメント(4)

翁 邦 雄

(日本銀行金融研究所・筑波大学出向中)

鬼塚・植田両論文は、ともに経常収支と為替レートの関係について興味深い分析を試みている。但し、鬼塚論文が為替レート・経常収支の関係を異なった時間的視野に分けてアセット・アプローチの立場から理論的な分析を試みているのに対し、植田論文は貯蓄・投資バランス論に基づき中長期の経常収支不均衡の問題に的を絞って理論と実証を展開しているため、力点の置き方はかなり異なっている。

以下では、両論文に明示的に分析されている日米の持続的経常収支不均衡の問題に加え、両論文の提出間際に発生し、両論文ではあまり触れられていない9月22日の5か国蔵相・中央銀行総裁会議(G5)の共同声明発表後発生した急激なドル安・円高の進行にも触れつつ、両論文のコメントを試みたい。

1. 鬼塚論文について

まず、鬼塚論文ではアセット・アプローチに基づく2つの代替的なモデルをもとに、為替レート、経常収支等の関係の比較静学分析及び動学分析が試みられている。各々のモデルはそれぞれ理論的に興味深い分析を含んでいるが、後者のモデルでは完全に伸縮的に物価が変動することによる購買力平価の成立というかなり強い仮定が置かれており、結論の一般性に若干問

題がある。この点、評者の興味は主に最近における国際経済の現実と理論的分析との対比にあるため、以下では主として前者のモデルに力点を置いてコメントする。

さて、鬼塚論文は、ストック変数とフロー変数の相互作用に着目して、分析の時間的視野を整理している。まず、それを簡単に要約すると以下のようなだろう。¹⁾

超短期……各資産供給量、物価、所得、将来の為替レートの期待値を所与とし、ストック均衡の次元で金利、為替レートが決定される。

短期……期待為替レートが変化し、均衡に影響を与える。また、利子率の変化に反応して、所得等のフロー変数も動く。

中期……フロー変数が変化する結果、新しい定常均衡が成立する。

長期……フロー変数の変化の結果、ストック変数が変化しフロー変数に影響を与える。

この区分において問題となるのは期待為替レートの位置づけである。すなわち、1-(2)において鬼塚氏は期待為替レートを他の変数の影響を受けて徐々に変化する内生変数として扱っているが、一方、1-(5)では、外生的なパラメ

1) 但し、鬼塚論文の後半には、1-(2)における超短期と短期、短期と中期の区分に必ずしも沿っていない部分もある。

Ⅲ. コメント論文

ターとして扱っているようにみえる。読者に混乱を与えないためには、期待為替レートの位置づけをより明確にした方がよいかもしれない。この2通りの位置づけは実は、適応的期待とforward-lookingな合理的期待（ないし長期静学的期待）に対応しているとも解釈できる。というのは、期待の変化の仕方は前者が徐々であるのに対して、後者は急激であるのが通常であるからである。

さらに、この違いは期待形成モデルの違いと考えず、現実における政策運営の2つの可能性と考えることもできる。すなわち、①通貨当局が政策意図を表明しないまま金融政策を運営する場合、あるいは、民間部門が当局のアナウンスメントを信じない場合、市場は当局の意図にキャッチ・アップするのに時間がかかるため、市場での期待形成は適応的となることが考えられる。これに対し、②当局が、まず金融政策方針を公表し市場参加者が通貨当局の意図を信認すれば、期待為替レートは一気に変更され、期待形成は合理的ないし長期静学的期待に近くなる。

次に、鬼塚論文の中で示されている短・中期分析についてコメントしよう。鬼塚氏が、アセット・アプローチの手法により分析の対象としているのは、レーガン政権下のドル高・高金利である、金融引き締めや、ドル高期待発生の効果が、短期、中期の時間視野別に大筋としては明快に分析されている。但し分析の細部に疑問がない訳ではない。例えば、金融引締め政策が国内証券市場に与える影響については、金融引締めが公開市場操作によってなされるのであれば、市中に流通する債券量が増加するため、国内債券市場の均衡曲線はシフトする筈である。ところが、鬼塚論文の中では公開市場操作について言及されているにもかかわらず国内債券市場に対して中立的な金融引締めが想定されてい

るようであり、そうした点で不明確さが残っている。

2. 植田論文についてのコメント

植田論文は経常収支の中期的不均衡の原因分析（2.～3.）と、その長期的帰結（4.）に的を絞ったものであり、各々は極めて明快で説得力に富んでいる。しかし、その2つの分析間の斉合性については疑問の余地がある。

まず、経常収支の中期的不均衡分析に当たって植田氏は経常収支黒字から循環要因を除いたものを「構造的」と定義し、「仮に、最近の経常収支黒字の一部が、このような意味で構造的であるとしても、それが長期にわたって継続するものであるかどうかは別問題である」としている。

しかし、例えば「構造的な不況業種」といった場合、イメージされるのは「通常の政策変数の値が変更されることによって短時日に不況が解消されることがない業種」であり、それ故にこそ「構造対策」が論ぜられると考えられる。従って、政策変数の変化によって短期間に変わり得る黒字を構造黒字と呼ぶことは混乱を招くおそれがありそうである。また、もし植田氏の立場を徹底させるならば、(10)式を用いた経常黒字の要因分解において定数項及び残差も構造要因に含めるべきことになる。ところが、実際には、構造要因の推定に当たって用いられているのは、日米両国の完全雇用財政黒字と民間部門の純貯蓄の自律的部分のみである。このように植田氏の定義と実証での扱いはやや異なっているが、以下では、植田氏の実証の立場に従い、完全雇用財政黒字と自律的な民間貯蓄によって規定される経常収支黒字を仮に「構造黒字」と呼ぶことにしよう。

貯蓄・投資バランス論による中期的分析の骨子は、完全雇用財政黒字は外生変数であり、民

Ⅲ. コメント論文

間純貯蓄は金利が2国間で均等化するため、貯蓄・投資バランスの恒等式

$$\text{民間純貯蓄} + \text{財政黒字} = \text{経常海外余剰} \\ (\text{経常収支})$$

の左辺が外生的に決まり、実質為替レートは内生変数である経常収支が上記左辺に等しい大きさになるように決定される、と考える点にある。このとき、上記の恒等式は左辺から右辺への一方的な因果関係に読み換えられる（この場合には経常黒字と円安が併存）。

これに対し、有力な対立仮説は、我が国の輸出競争力（輸出構造）が植田モデルの c_0 の変化を通じて構造黒字を生み出す、という考え方である。これは上記の貯蓄・投資バランスの恒等式において右辺から左辺への一方的因果関係を想定することを意味する（この場合には経常黒字と円高が併存）。

もっとも、同じ競争力向上をイメージする場合でも、完全雇用所得（供給力）増→完全雇用貯蓄増というメカニズムを考えれば、貯蓄を通じる左辺から右辺への因果関係を想定する（この場合には経常黒字と円安が併存）ことになるから、貯蓄・投資バランス論と競争力説は必ずしも両立し得ないものではないともいえる。

実際には、どのメカニズムが重要であるかは場合によるということであろう。このことは、現時点において第1のメカニズムがドミナントであると信すべき理由を明示しなければ、説得力はかなり薄れることを意味する。この点についての植田氏の説明はやや不親切ではなかろうか。

評者のこの点についての理解は、1982年以後の経常黒字累積の構造部分は貯蓄・投資バランス論で解釈するのが自然、というものである（1977、78年については競争力説も否定できない）。その根拠は、第1に植田氏のモデルにおける c_0 の変化による経常収支黒字は円高をも

たらすと考えられるが、現実には1982年以降為替レートは円安化していること、第2に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、である。

今一つの問題は現在の経常不均衡の sustainability である。4.では、植田氏自身、貯蓄・投資バランス論に基づいて決まる「均衡為替レート」と「経常不均衡」の sustainability に疑問を投げかけている。

確かに、こうした均衡為替レート持続は、長期的帰結として米国に耐え難い高金利と高財政負担比率を発生させ（植田氏の分析）、かつ非現実的なほど巨額の対外債務を米国に負わせる（Krugman (1985) の分析）可能性がある点で、近視眼的にみた場合にのみ「均衡為替レート」であるのかも知れない。

もし、この可能性が非現実的なシナリオでないとすれば、市場参加者がこの「現実」を直視した場合に、ドル急落が起こり得る。このとき植田氏が述べているようなドル急落をきっかけとして完全雇用財政赤字削減が可能となる、というシナリオは為替レート→完全雇用財政赤字という因果関係を想定している点で前節の貯蓄・投資バランス論と正反対の因果関係を想定していることになる。もし、このように因果関係の方向が極めて不安定であると考えらるなら、貯蓄・投資バランス論による「構造黒字論」は1980年代後半における実証的説得力にもかかわらず、その有用性はかなり限られたものとなる。このような不安定性は、外生変数の変化による「構造」の瞬時的変化という意味での不安定性とは別の問題である。もし、このような不安定性を仮定せず、3.の植田氏の立場を維持するのであれば、貯蓄・投資バランスの変化を伴わないドル高は一時的現象に止まることになる。すなわち、たとえ、ドル急落が発生しても、米国の財政赤字が削減されない限りは早晚ドル

高方向に戻る、といわざるを得ないであろう。

3. G 5 以降のドル高修正について

ところで、円の対ドル相場は9月22日の5か国蔵相・中央銀行総裁会議（G 5）の共同声明発表後、急激なドル安、円高となっている。こうした事態は両論文の提出間際に発生したため、この問題については両論文では触れられていない。しかし、この事態をどう解釈するかは、為替レートと経常収支の関係を理解する上で、重要な意味を持つ。そこで、以下では、鬼塚・植田論文の視点に即して、いくつかの解釈の可能性を検討してみよう。

まず、第1の可能性は（金融政策を伴わない）協調介入自体が、為替レートに大きな影響を与えた、と考えるものである。

このメカニズムは、通貨の完全代替を想定する植田モデルでは捨象されており、鬼塚モデルでもあまり強調されていない。不胎化された介入の有効性を強調したのは、深尾光洋氏ではあるが、同氏は最近の実証研究において、期待を一定とした場合、不胎化された介入で為替レートを10円／ドル動かすには180億ドルの資金が必要であり、介入自体の為替レートに与える効果はそれほど大きいとは言えないとしている（Fukao (1985), pp. 49-50）。従って、ドルの急落は、実際の協調介入の直接的効果のみによるものではなく、²⁾ それに先立つ共同声明のアナウンスメントが市場に信認され、市場の為替レートに関する短・中期的期待に大きな影響を与え得たことによりもたらされたところが大きい、と考えられるであろう。

為替相場に関する期待の変化を起こした背景

としては次の3つが考えられよう。

① 政策態度に関する期待の変化（米国金融政策スタンスの変化、米国における為替相場の政治問題化、日本の利下げ予想の後退）。

これは、為替レートの資産価格の側面を協調した説明であり、鬼塚モデルによる説明とはconsistentであるが、植田モデルでは、このような要因は捨象されている、と考えられる。植田氏は金融政策は、実物的な均衡に中長期的に影響を与えることはできない、という立場から、このような形で実現されている円高はsustainableでないと考えておられるようである。

② 中長期均衡レートの重要性再認識

これは、協調介入をひとつのきっかけとして、市場参加者の将来に対する見方がKrugman的なものに転じ、よりファンダメンタルズに対応した為替レートが市場で成立したことを意味する。この場合も、鬼塚モデル（ドル高期待の変化）で説明することは可能であるが、植田モデルでは説明が難しい。先に述べたように植田氏が、ドルの急落→米国完全雇用赤字の縮小→貯蓄・投資バランスの変化による構造的経常不均衡の縮小、というシナリオを想定するとすれば、植田モデル型の貯蓄・投資バランス論の有用性にはやや疑問があるといえるので、植田氏の立場からは、今次円高はやはりsustainableでないと考えざるを得ないのではないだろうか。植田氏がこの点をどう考えておられるかは興味深い。

③ 為替リスク要因の再認識

介入をきっかけとしたドル急落が、深尾光洋（1983）が強調したような実質為替リスクを市場に再認識させ、それが、ドル下落を拍車した、

2) 市場が模様眺めの時の介入効果は平均的な効果よりも大きい、ともいえるが、模様眺めということ自体が期待の問題といえる。また、協調介入は、各国の金融当局が現在の為替相場が妥当でないという考え方を正式に表明したという意味において、単独介入よりも期待形成に対するインパクトが大きいであろう。

Ⅲ. コメント論文

という考え方である。深尾光洋・京司両氏は、為替管理自由化に伴って内外資産の代替性が高まり、その結果、累積経常収支がアンカーとしての役割を果たさなくなっている、と考えておられるようであり、先に述べたように植田氏のモデルも、このような考え方に近いと思われるが、為替レートの volatility が高まれば内外資産の代替性が低下し得ると考えることも可能なのではなかろうか。

G 5 以降の為替レート推移の解釈は今後の為替相場の先行きの見通しを考える上でも重要である。仮に①が重要であれば、期待修正を惹き起こした要因が裏切られた場合、直ちに反転の可能性はある。この場合、

① 米国景気の持ち直しや Fed の引締め強化（インフレ懸念等による）、財政赤字削減策の遅れ、

② 日本の金融緩和（予想の強まり）

等が反転の引き金になり得る。これに対して②、③が重要であれば、一旦市場の見方が安定した後は急激な反転の可能性は比較的小さく、米国の長期的な経常収支動向からみて、まだ現在の相場水準でもドルが高すぎるという見方が強まる可能性もあろう。

こうした点については植田、鬼塚両氏のみならず、他のパネル参加者の御意見も是非伺いたいと考えている。

以 上

【参考文献】

- [1] 深 尾 光 洋 「為替レートと金融市場」東洋経済新報社、1983年
- [2] Fukao, Mitsu- "The Effectiveness of Coordinated Intervention", JCIF Policy Study Series No. 3, April
hiro, 1985
- [3] Krugman, Paul, "Is the Strong Dollar Sustainable ?", NBER Working Paper No. 1644, June 1985