

金融研究会

「国際通貨制度と政策運営」

会議の概要

1. はじめに
2. 為替フロート制下で発生している諸問題と対処策
3. 為替制度の修正ないし変更による対応
4. 国際的な政策協調による対応

1. はじめに

金融研究所は、昨年12月11日に標記テーマの金融研究会（パネル・ディスカッション）を開催した。本研究会では、為替フロート制の下における内外経済のパフォーマンスが必ずしも満足すべきものとはなっていない点に着目し、先ずフロート制下でみられる諸現象のうち何が問題かを論じたあと、次いでそれに対する対応策として、国際通貨制度の修正ないし変更による対応及び国際的な政策協調による対応という2つの観点から特に突込んで議論を行った。

本研究会のパネルには以下の方々にご参加頂いたほか、金融研究所から鈴木所長が主催者として加わった。なお、このところ国際通貨制度及び国際的な政策協調の問題が大きな関心と呼んでいる状況下、フロアには金融機関等の調査・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

（報告者）

篠原 総一 同志社大学教授

伊藤 元重 東京大学助教授

（ディスカッサント）

小宮隆太郎 東京大学教授

岩田 一政 東京大学助教授
＜経済企画庁から出向中＞

植田 和男 大阪大学助教授
（大蔵省主任研究官）

翁 邦雄 筑波大学助教授
＜日本銀行より出行中＞

当日の議論は、3つのセッションに分けて進められた。まず第1部では、為替フロート制下における内外経済のパフォーマンスに関して何が最も重要な問題であり、またその原因は何かについて各パネリストが論じたあと、そうした問題に対してどのような対処策を採用すべきかについて各パネリストの基本的な立場の表明が行われた。こうした対処策をより具体的に考えるため、第2部では為替相場制度が、そして第3部では国際的な政策協調がそれぞれ幅広い角度から討議された。

当日議論された主要論点をあらかじめ列挙すれば、およそ次の通りである。

- ① フロート制下で発生しているひとつの大きな問題は、為替レートが金融資産の価格としての性格を強めていることから、中長期的に

みた場合、これが資源配分や所得配分など実体経済面に望ましくない影響をもたらしていることにある。また、フロート制の下でも経常収支の大幅なインバランスが発生、これが保護主義を抬頭させ自由貿易体制を揺がせていることも、いまひとつの大きな問題である。

② 上記のような為替レート変動のあり方（ミスマラインメント）の問題と経常収支のインバランスの問題はパネリストによって重点の置き方にかなり差異があり、またそれらはフロート制自体というよりも米国の長期にわたる財政赤字等に問題の根源があるとする見解が多くみられた。

③ こうした問題に対処する上で、現行為替制度を修正ないし変更することが有効であるとする考え方については、ごく一部の提案を除けば各パネリストとも否定的であった。すなわち、固定レート制度への復帰の主張は皆無であったほか、ターゲット・ゾーン方式など為替レートの変動幅自体を制限しようとする考え方に対しては、④目標とすべきレートの算出の困難さという問題のほか、⑤各国のインフレ率等経済状況の差異を考えれば実現可能性がないこと、⑥現在の問題の根源は米国の大幅財政赤字など為替レート以外のところにあるので単に為替レートの変動幅制限によっては対処しえないこと、⑦物価、金利、所得など数多くの主要なマクロ変数の中で為替レートについてだけ変動幅を規制する理論的根拠に乏しいこと、⑧金融政策の自律性放棄のリスクを伴うこと、などが指摘され、各パネリストとも一様に否定的であった。また、二重相場制の導入など現行フロート制の一部修正についても、一部には制度変更も検討に値するとの見解（小宮＜敬称略、以下同様＞は、緊急避難的措置として二重相場制の一種である輸出入リンク制の採用も一案と主張）

がみられたのを除けば、各パネリストとも国際的な資金配分上の歪み発生、ループホール の存在に伴う実効性の低さ等を理由に、採用すべきではないとの見解であった。

④ 国際的な政策協調による対応の有効性については、各パネリストの間で見解が大きく対立した。すなわち、岩田は、各国の経済厚生は多面的な政策協調によって改善しようとして協調の必要性を主張、またその他のパネリストも程度の差は大きいものの多少とも政策協調の意義を主張したが、小宮は、一般に自国の政策手段の方が他国の政策手段よりも、その効果は大きくかつ確実であるとする立場から、マクロ経済政策の協調は不必要かつ不可能であるとの見解を示した。

⑤ 政策協調を支持するパネリストがその意義として指摘したのは、④一国の政策が他国に波及効果を有する状況では、各国が協調的に政策運営を行えば、非協調的な場合に比べ、何れの国の経済厚生も高めうることが理論的に示せること、⑥各国は自国の政策が持つ国際的な影響と他国の経済事情及び政策スタンスについて、より明確な認識を持つことが可能となること、⑦その結果、場合によっては政策調整の余地を発見する可能性があること、などの諸点。

⑥ もっとも、現実にとどの程度の政策協調が可能かという点に関しては、④現在の経済学の知識では、政策の波及効果のメカニズム等について関係国が同意できるほど正確な把握は困難であること、⑤各国間の利害対立の調整が極めて困難なこと（各国が対等の場合にまともにくいだけでなく、強力なリーダーの下で調整がなされる場合にもリーダー自身の利害が優先され、結局全体として協調がまともでない恐れ）、など数多くの問題点が協調支持論者も含めて各パネリストから指摘さ

れ、協調にも大きな限界があるとの見方が多かった。

2. 為替フロート制下で発生している諸問題と対処策

今回提出された報告論文（2編）及びコメント論文（3編）は、いずれもフロート制下における為替レート変動のメカニズムとその影響についてかなり詳しく論じているので、この部分をまず初めに、鈴木が整理、要約の上紹介した。すなわち、為替レートについては、①それが資産価格としての性格を強めていること、②経常収支またはその累積の間には安定的な関係は存在しないこと、③各国のマクロ政策や税制等も大きな影響を持つこと、について概ね見解の一致がみられていることを紹介した。また、為替レート変動がもたらす実物的影響については、短期的変動が貿易など実体経済に悪影響を与えているか否かは不確定とする見方が多い一方、中長期的にみた均衡レートからの大幅乖離は実物資源配分に歪みをもたらすとの見方が多いこと、特に、金融市場と財市場の不均衡調整スピードの違いにより、新しいタイプの「市場の失敗」が発生していること（篠原）や、為替レートが均衡から外れていた時に生じた資源配分の変化が後々の経済活動に尾を引く可能性（履歴効果）などの指摘があること（伊藤）を紹介した（詳細は第1表参照）。

次いで、現行のフロート制下において発生している諸問題のうち、特に、為替レート変動のあり方及び経常収支のインバランスについて、各パネリストの見方が表明された。

(1) 為替レート変動のあり方

各パネリストが指摘した問題点の第一は、為替レート変動のあり方に関するものであり、為替レートが短期的のみならず中長期的にも経済

の実体から離れて大幅に変動することによって実体経済面での資源配分や所得配分などに大きな歪みをもたらしているという点が、パネリストの大方の見解であった。すなわち、篠原は、前述のように新しいタイプの「市場の失敗」が生じていることを強調、また、伊藤も、為替レートのミスアラインメントは、所得配分面への影響を通じて保護主義的压力を助長する恐れがあることを問題として指摘した。さらに、岩田は、財市場とりわけ雇用・産業構造の調整スピードと為替レートの調整スピードとが大きく異なることから保護主義という問題が生じているとの見解を提示した。

(2) 経常収支の大幅インバランス

篠原、伊藤は、自由な資本移動の下では各国の経常収支インバランスが生ずるのは当然のことであり、そうした経常収支の変動は、むしろ各国内で生ずる所得と支出の不一致を吸収すると同時に、それに伴う資本移動は国際間の効率的な資金配分を示すものであるとの立場を示した。一方、翁は、そうした経常収支のショック・アブソーバー機能を評価しながらも、経常収支大幅インバランスの継続が貿易摩擦を激化させ、欧米諸国の保護主義立法等にもみられるように現在の自由貿易体制を損う可能性が存在している以上、経常収支インバランス自体やはり問題であると主張、現に我が国が現在の経常収支インバランスを問題としているのはそうした背景があるからであると付言した。また、岩田は、米国の大幅経常赤字が継続する場合には、米ドルが基軸通貨としての役割を将来も果たしていくことができるかどうかについて疑念が生ずるので、国際通貨体制の不安定性をもたらす可能性があるという問題があることを指摘した。

この間、小宮は、フロート制下でみられている諸現象のうち一体何が問題であるのかは経済

理論的には実は特定化しえず、本当の問題はむしろ政治的な側面等にあるのではないかとの見解を示した。すなわち、①ファンダメンタルズないし実物的均衡に対応する為替レートといってもそれを明確には定義できないこと（ことに輸出入の弾力性がもし一部の計測例が示している程低いのであれば、為替レートがどのように変化しても経常収支は殆ど変わらない）、②経常収支のインバランスは累積債務国にみられるように固定相場制下でも存在する現象であり、それがフロート制自体の問題といえるかどうかは疑問であること、③米国の経常赤字を削減することが米国の利益となるのかどうかは経済理論的には明確でないこと、等の理由を挙げ、パネルの多数説に対して異論を唱えた。

(3) 対処策のあり方

上記の問題への対処策としては、為替レートないし経常収支を政策運営上いわば一種の中間目標として位置付けつつ、緩やかな政策協調に期待を寄せる意見が多かった一方、為替制度変更による対応の有効性を積極的に主張する見解はみられなかった。

すなわち、伊藤は、為替レートが利子率や物価上昇率と同様に経済に多面的な影響を及ぼす以上、マクロ経済政策運営上重視すべきひとつの指標であり、また、それは他国のマクロ政策の影響をも大きく受けるものであるだけに、政策協調の必要性が存在するとの考え方を示した。ただ、マクロ諸変数の中で為替レートについてだけターゲットを設けることの理論的根拠は乏しいことも併せて主張した。篠原も、前記のような「市場の失敗」は為替制度の変更によっては解決不可能であり、裁量的な政策協調により補完していくほかはないとの見解であった。一方、岩田、植田は、1980年代入り後の大幅な為替レート変動や経常収支インバランスの原因

は、その過半が米国の財政政策（岩田は特に租税制度の変更を重視）に求められると主張、そうしたマクロ経済政策自体の変動を国際間で小さくしていくことが重要であると述べた。また、翁は、経常収支インバランス縮小策としては必ずしも為替制度の変更やマクロ政策の協調に限定して考える必要はなく、各国が政策の中長期的目標（例えば、我が国の場合、高齢化社会移行に備えた資産蓄積という目標）をも考慮しつつ、幅広い対応（国際間での税制の見直し等）を行うべきであるとの見解を示した。

この間、小宮は、前記のように現時点における問題が何であるかは経済理論的には特定化できないこと、また現状を改善しようとする場合、抽象的な理論の展開ではなく、具体的な方途の探求こそが重要であることを主張した。また、こうした観点からみれば、提出された2つの論文はいずれも種々の理論モデルの解説に止まっており、現実の問題を考える上では隔靴搔痒の感を禁じえないと批判した。これに対して、伊藤は、経済学者に求められているのは、まず客観的なモデル分析を行うことによって現実の経済問題への理解を深めることだと反論した。

3. 為替制度の修正ないし変更による対応

上記の問題に対する為替相場制度の面からの対応としては、為替レートの変動幅そのものに制限を加える考え方と、現行フロート制の大枠を前提としつつ、為替レートに大きな影響を与える資本移動を何らかの形で制限するあるいは二重為替相場制度を導入するなど現行制度の一部を修正する考え方があり、これらがそれぞれ検討された。

(1) 為替レートの変動に制限を加える考え方

為替レートが実物的な均衡に対応するレベルから乖離することが問題であるとすれば、為替

レート自体にある種のターゲットを設定し、その変動に制限を加えること（例えば、固定相場制への復帰、ターゲット・ゾーン方式の採用、購買力平価に基づくクローリング・ペッグ方式の採用等）は1つの対処策となりうる。しかしながら、こうした対応の有効性については、各パネリストとも否定的な見解であった。その理由として指摘されたのは、以下の諸点（ブレトン・ウッズ体制を崩壊させた原因とほぼ共通）であった。

- ① 目標とすべき最適な為替レート水準の算出が理論的にも実際問題としても困難であること。この点に関連して、岩田は、望ましい実質為替レートの算出のためには産業構造の望ましい調整スピードを決定することが前提条件となるが、それは至難であることを指摘。
- ② 目標とすべき為替レートの設定に関しては、国際間の合意を得ることが著しく困難であるばかりか、為替レートの変更が必要となった場合にも、その調整には政治的過程が絡むだけに遅れがちとなるため、為替市場ではむしろ一方的投機を誘発するなど混乱をもたらす可能性が大きいこと（篠原、植田）。
- ③ 各国におけるインフレ率や外生的ショックに対する影響度合いが大きく異なっている状況の下で為替レートを固定することは、もともと極めて困難なこと（小宮、篠原）。
- ④ 為替レート水準の維持のためには、マクロ政策特に金融政策の運営の自由度を相当程度犠牲にする必要があること（伊藤、植田、翁）。
- ⑤ 準備通貨国と非準備通貨国との間において政策節度についての非対称性が大きく不公平なこと（固定レート制の下では、準備通貨国にとっては国際収支インバランスを是正するための誘因は薄弱）（篠原、植田）。

(2) フロート制を前提としつつ資本移動に制限を加えるあるいは二重為替相場制を導入する等の考え方

次に、フロート制の大枠を前提としつつ現行制度の一部を修正する（特に資本移動をコントロールする）という考え方、すなわち、①資本移動の直接的な規制のほか、②為替取引コストを高めることを通じて資本移動の変動を縮小しようとする為替取引税（いわゆるトービン・タックス）、③対外資本取引の誘因を低下させる利子平衡税、④対外取引に関する資本取引と経常取引を分離し、経常取引に適用される為替レートと資本取引に適用される為替レートを別のものとする考え方（二重相場制）等も考えられる対処策として検討された。

このような資本移動の直接、間接のコントロールに関して、篠原は、国内において財市場と金融市場のリンクを断ち切らないまま国際的な場においてだけ両者を分断することに果たして意味があるかどうか疑問、との批判的見解を述べた。また、上記の具体案に関しては、①については、各パネリストともほぼ共通して以下の諸点を指摘し、否定的な見解を示した。

- ① 資本移動を制限すれば、貯蓄の国際的移動が妨げられ、世界全体としての効率的な資金の配分に歪みが生ずること（各パネリスト）。
- ② 資本取引の制限は円滑な貿易取引を阻害し、経常取引自体にも悪影響を及ぼす可能性があること（伊藤）。
- ③ 金融業が国内から規制のない諸外国へ逃避するというコストも発生する惧れがあること（植田）。
- ④ 規制を有効なものとするためには、抜け穴を塞ぐ上で複雑かつ詳細な規制システムが必要となるが、それに伴うコストは膨大であり、それ自体が資源配分上大きな損失となりうること（篠原、翁）。この点に関連し、翁は、

外為取引が原則として自由化され、また企業等経済主体の国際金融取引の習熟度が格段に高まった現在の状況では、資本移動に対しては、規制によって実効ある対応を期待することはまず不可能である、と指摘した。

一方、上記の⑥、⑦、及び⑧については、翁、植田は、それらが仮りに実現可能ならば、直接規制に比べて資金配分上の歪みが小さいことから検討に値すると述べ、また岩田も、⑥は短期的な投機的為替取引の誘因を低める意義があるとの意見であった。ただ、これら3人を含めパネリストの大勢は、⑥、⑦、⑧のいずれについても、⑨と同様に、実効性確保の困難さが最大の難点ということで概ね意見が一致した。

この間、小宮は、二重相場制の一つの変形である輸出入リンク制（財の通関取引にチケットの添付を義務づける考え方）については、それが規制困難な資本取引を対象としたものではなく、当局の目が比較的届きやすい財の取引に関するものであることからループホール発生の余地が少なく、他の方策に比べて実効性が確保されやすい制度であると主張した。さらに続けて、小宮は、経常収支インバランスの是正にとっては、赤字国側の調整努力が必要不可欠の条件であるが、現在の世界経済の状況からいえば、米国側の調整責任を明確にする上で、米国に対して緊急避難的にこの制度の採用を求めることは考慮に値する（但し、政治的にみて実現可能性は低かろうが）と付言した。

4. 国際的な政策協調による対応

国際的な政策協調については、種々の形をとってその推進を図ることに意義があり、また必要であるとしてこれを支持する意見があった一方、政策協調は可能でもないし、また必要でもないとする否定的立場もあり、パネリストの見解は大きく対立した。

すなわち岩田は、政策協調には①競争を促進するための協調（規制緩和の国際的推進）、②ルール化の推進（通貨供給、対外収支、為替相場などを一定の範囲に収める政策を実施することの約束）、③裁量的な協調（裁量的話し合いによる金融・財政政策、産業政策の協調）の3つのタイプがあると指摘、これらはいずれも各国の経済状況を改善する余地を持ったものであるとして、協調の必要性を主張した。一方、小宮は、政策には①国際的な協定として実施すべきもの（関税など）と、②各国の主権と独自性を尊重すべきもの（マクロ経済政策など）の2種類があると主張、後者については、その基本的性格に鑑みれば国際的な合意成立は望むべきことではなく、また現に何ら望みえないと強く反論した。この間、その他のパネリストは、両者の中間的な立場から多少とも政策協調の意義を主張したが、見解には濃淡の差が目立った。

こうした議論の中で、鈴木は、各パネリストの政策協調に関する見解は一見大きく対立しているようにみえるが、政策の国際的なあり方に関する実体的な理解には、大差がないのではないかと（例えば、いわゆる協調利下げも各国が自己の判断と責任で実施したもの）とコメントした。

(1) 政策協調の意義及び効果

政策協調の基本的意義について、翁、植田は一国の政策が他国に対して波及効果を有する状況においては、各国の政策が非協調的に運営された場合に比べ、協調的な政策はどの国についても経済厚生を高めうる点に求められると主張した。この点に関しては、小宮を除き各パネリストの間で概ね合意がみられた。すなわち、伊藤は、各国が海外からの外生的なショックを打消すだけの政策的自由度を持っているとは限らないため、ある特定の国のマクロ政策運営が惹

起しかねない国際的な摩擦ないし破局は何とか回避するという消極的な意味において、政策協調の持つ意義は無視しえないことを強調した。さらに篠原も、前述したような新しいタイプの「市場の失敗」は政策協調により補完される可能性のあることを示唆した。

この間、伊藤、翁は、国際的な協調が必要とされた代表的なケースとして1930年代の経験に言及、当時はデフレ的ショックに直面した国々が、自国の政策が他国に与える影響は小さいとの前提の下に通貨切下げと輸入制限の競争に走ったため、世界的な恐慌に至ったと分析、こうした歴史的経験からみても協調は必要と主張した。

政策協調の対象とすべき領域については、岩田が上述したような幅広い範囲での可能性と必要性を提唱した。これに対しては、篠原は、協調によってどういう問題の解決を図ろうとしているのか（例えば貿易インバランスかそれとも産業構造の調整か）によっても異なるが、国際的なルール化の推進といった協調にはリスクが大きく、精々その時次第の協調あるいはそうした方向に向けての努力といった程度に止めるべきであると主張した。また伊藤も、政策協調の各種理論モデル及びその諸前提には現実妥当性を欠く点もある（例えば、大方の場合、各国とも他国の政策を所与として自国利益の最大化行動を図ると前提している）が、政策協調には、単に計量モデルの試算としてあらわれる定量的な結果だけでは判断できない所得分配面に対しても無視できない影響があると指摘するとともに、協調によって最適解を求めようというのではなく、むしろ非協調がもたらす最悪の事態を避けるという程度に位置づけて考えるのが現実的であるとして、国際的な対話ないし情報の交換こそが協調の最も重要な機能であると述べた。

(2) 政策協調の問題点及び限界

マクロ経済政策の協調、特に国際的なルール化を伴う積極的協調に関しては、種々の問題点ないし限界があることが、協調支持論者も含めて各パネリストから以下の通り指摘された。

- ① 協調によって対処すべき問題を特定化すること及び対処策の有効性について各国共通の認識を得ることが困難であること。

篠原は、協調によって対処しようとする問題自体その特定化が国際間では必ずしも容易でないばかりか、そうした問題発生メカニズムと原因、さらには誰にとっての問題なのか、などについての把握が現実には著しく困難であることを強調した。また、植田も、現在の経済学の知識水準では、マクロ政策の協調に際して必要となる経済指標に関して、その定量的な把握だけでなく定性的な把握さえも困難な場合が少なくなく（例えば、財政拡張は常に金利の上昇と為替増価をもたらすものなのか否か）、従って各国間でそうした指標の目標レベルについて合意に至るのは至難であると指摘した。さらに、岩田は、協調のメリットを巡る議論では政府の政策が「市場の失敗」を救うほどに賢明に行使されることを前提としているが、そうした前提自体に疑問が投げかけられる余地があると述べた。

- ② 一国の政策が持つ他国への波及効果は比較的小さく、かつ不確実とみられること。

小宮は、マクロ的な目標変数を金融・財政政策によって動かす場合、一般に自国の政策手段による方が他国の政策手段によるよりもその効果が大きくかつ確実であるので、各国はそれぞれ自国の政策目標を追及するのが適切である（協調は不必要）と主張した。もっとも、これに対しては既述の通り、伊藤、翁から波及効果は歴史的にみ

でも常に無視しうるとは限らないとの反論があった。さらに続けて伊藤は、単にマクロ変数の定量的な効果だけではなく所得分配面への影響の大きさも加味した上で政策協調の是非を判断すべきであるとの意見を述べた。

- ③ 各国間における利害の調整が極めて困難であること。

篠原は、各国がさしたる負担なしに協調できる場合にはそもそも「協調」問題は存在せず、協調が必要となるのはむしろ各国の利害が対立し仲裁者が存在しない場合であると述べ、利害調整の困難さが協調成立の最大の障害であることを強調した。岩田も、例えば実質為替レート安定化のための政策協調は、財政支出だけでなく税制のあり方等を含む広範囲な政策調整によってはじめて可能であるとして、そうした協調の実現は必ずしも容易ではないと述べた。ことに小宮は、マクロ経済政策や国内税制はそもそも一国の主権に属するものであり、これらはその国独自の経済事情・雇用制度・自然条件、ひいては歴史・価値観・文化等を背景に決まってくるものであることから、これらを国際協調の名の下に他国の要請に合わせて変更しようとすることは、莫大な労力を費やすのみであり、利益は少ないことを強調した。

もっとも、小宮は、各国がマクロ経済政策について互いに情報を交換し、多少の説得を行うことについてはその意義を認めたほか、岩田も、経済発展段階の似ている国家間の場合には制度面の統一化が比較的容易であること（例えばECでは共通通貨単位ECUを導入しているほか、税制面でも、共通の付加価値税に加えて法人税の統一化も目下検討中）を指摘した。

- ④ 強力なリーダー国が存在するとしても、協調の成立は困難なこと。

篠原は、強力なリーダー国が存在すれば、それは各国間の利害調整を円滑化する役割を一見果たしうるように思われるが、実際にはそのリーダーの利益ないし都合が優先される可能性が大きく、結局協調が成立しない可能性が大きいとの危惧を表明した。また、植田、翁も、当面の政策協調問題に照らして考えた場合、①協調的な金融・財政政策による利益は定量的には日本及び西ドイツでは大きい米国では比較的小さいこと、一方、②政策変更の必要度は米国で最も大きい（財政赤字の削減が必要である）が日本及び西ドイツでは小さい、という状況にあるため、日本及び西ドイツがリーダー国（米国）に政策節度を求めるのが困難な状況に陥っていると指摘、米国は日独に対する内需拡大と金利引下げの要求の口実として政策協調という考え方を持出していると主張した。さらに小宮も、協調の名の下に大国（米国）による利己的な内政干渉が行われることになる可能性が強いことを示唆した。

政策協調の可能性を巡る議論の中で、小宮は、各パネリストに対し「各国の意見が異なった場合、具体的にどのようにして解決するのか」と質問。これに対して、岩田は、協調する過程において意見が分かれたときは、最終的には各国が自国の利害に基づいて政策決定を行うことになるが、現実にはこうした自国の利害自体が必ずしも明確でない場合も少なくなく、むしろ国際的な対話の過程でそれが明らかになるケースも多いだけに、最初から対話なり情報の交換を放棄することはいずれの国にとっても得策ではない、と述べた。また館は、政策

協調による利得は一種の国際公共財であり
その供給不足を回避するには、各国が、短
期的には不利だとしても長期的なコスト分

担の観点に立って協調行動を受容していく
必要があろう、とコメントした。

以 上

第1表 「フロート制下における為替レート変動のメカニズムとその影響」
—— 報告論文及びコメント論文の論点整理

1. 為替レート変動のメカニズム

論 文	篠 原 論 文	伊 藤 ・ 菅 田 論 文	コ メ ン ト 論 文 (岩田、植田、翁)
1. 為替レート変動のメカニズム	○ 金融資産市場の発達、国際間の金融リンクの高まりによって、為替レートは金融資産というストックの価格決定という様相を強めている。 ○ 為替レートの決定にとって予想が重要な役割。 —— ①各国経済のファンダメンタルズに関する予想のほか、②政策に関する予想、③他の市場参加者が為替レートをどのよう予想するかという予想、にも依存。	○ 為替レートは、資産価格としての性格を強く持つ。 ○ 将来の予想為替レートも現在の為替レートの重要な決定要因。 —— 現在の為替レートには現在のファンダメンタルズのみならず、将来の予想されるファンダメンタルズも影響。	[3者とも報告論文に対して基本的に同意 (但し、植田は次のようにコメント)] [植田] アセット・アプローチは、ひとつの標準的な理解であるが、為替レート予想がファンダメンタルズから乖離するという理論的必然性はない点に注意が必要。
(2) 経常収支 (累積) が果たす役割	○ 経常収支と為替レートの間に安定的な関係は成立しない。 —— 為替市場参加者が現在の黒字、ないしはそれを生み出している背後の要因が将来の為替レート変化をもたらすという予想をたてない限り、経常収支が為替レートに与えるリンクは断絶。	○ 短期的には、経常収支と為替レートの間に、何ら確定的な関係は存在しない。 —— ①Jカープ効果の存在、②両者は相互に影響する関係、③第3の要因によって両者の動きが異なるものになる可能性、④為替レートの資産価格としての性格、などに起因。 ○ 長期の定常状態では、累積経常収支が長期均衡為替レート (アンカー) に重大な影響を及ぼす。 —— 累積経常収支が相対的に大きいほど長期均衡では自国通貨高。	[岩田] 累積経常収支が、リスク・プレミアムを通じて実質為替レートに及ぼす効果は依然としてかなり重要。 —— ただし、それが各国経常収支の均衡化をもたらしとは限らない。 [翁] 累積経常収支から為替レートへの影響は、数多くの可変的な主観的パラメーター (投資家の考える資産の代替・補完関係等) に依存、両者の安定的な関係は期待薄。
(3) 各国のマクロ経済政策・税制等が及ぼす影響 (IS バランス・アプローチ)			[岩田] 1980年代における日米間の実質為替レートのミスマッチは、アメリカの財政政策と租税政策の組合せに過半の原因。 [植田] 80年代のドル高のかなりの部分はアメリカの財政赤字のようなファンダメンタルズによって説明可能。

2. 為替レート変動がもたらす実物的影響

論 点	篠 原 論 文	伊 藤 ・ 菅 田 論 文	コ メ ン ト 論 文 (岩田、植田、翁)
(1) 短期的変動の影響	○ 為替レートの短期変動が、貿易など实体经济に悪影響を与えているか否かは不確定。 —— 為替リスクは、先物為替、為替オプションなどの利用により引下げ可能。	○ 同左 (いくつかの実証研究の結果をみても不確定)。 —— ① 為替レートの変化が単にランダムである限り、収益やコストも長期的にはならされる、② 企業は為替レートの変動リスクを克服する手段 (先物市場など) を持つ、などのため。	[3 者とも報告論文に対して基本的に合意]
(2) 中長期的な均衡レートからの大幅乖離の影響	○ 金融の都合で決まる為替レートが、実物財の相対価格に影響を与え、実物資源配分に歪みをもたらす。 —— 金融市場と財市場の不均衡調整スビードの違いにより、新しいタイプの「市場の失敗」が発生。	○ 為替レートが実物的な均衡をもたらすような水準から大きく乖離していれば、効率的な資源配分が阻害される可能性。 ○ 為替レートが、均衡から外れていったときに生じた資源配分の変化が、後の経済活動に尾を引く可能性。 —— Krugman の指摘する「履歴効果」(hysteresis)。為替レートが修正されても、技術の蓄積、国際投資などの効果は後々まで継続。 ○ 為替レートの中長期的ミスマライメントは保護主義を助長、そうした政策が実施されれば、資源配分上のロスはこの面からも発生。	[植田] 「履歴現象」は、為替レートの変動がファンダメンタルズの変化 (例えば財政政策の変化) によって引き起こされたときにも発生。