

金融の国際化と国際マクロ経済学

—サーヴェイ論文—

大 滝 雅 之

1. はじめに

1970年代の後半から外国為替に関する規制が段階的に撤廃されるにともなって、資金の国際間の貸借の額が飛躍的に増大し、金融の国際化と言われるような事態が現出するに至った。ユーロ市場における円建て外債の起債額の増加、日本国内におけるオフショア市場の創設などはこの典型的な例であると考えられる。

これらの国際化現象は、投機の時代の再来・日本経済の大国化・成熟化としてさまざまな評価を受けてきた。しかしながら、それらの議論の関連は必ずしも明確ではなく、論理的な整合性さえ疑われるものが散見される。その一つの原因として、国際化という言葉が明確に定義されず、曖昧なままに使われてきたことが上げられる。

そこで国際化を巡る一連の議論を整理し一貫した評価を与える一つの便法として、金融の国際化を定義した上で、マクロ経済学的な視点から理論的な考察を行う方法が考えられる。もちろん、その際には些か斬新な方法がとられなくてはならない。なぜならば、金融の国際化はマクロ経済の構造変化の一種であり、構造パラメータの変化がマクロ経済に与える影響を分析に取り入れる必要があるからである。このようにマクロ経済の構造変化を取り扱った研究には、封鎖経済モデルでは、Tobin-Braunard(1963)、Santomero-Siegel(1981)、山崎・大滝(1986)、開放経済では、深尾(1983)、McKibinn-Sachs(1986)、大滝・山崎・深尾(1987)などがある。

本稿では、これらの議論をもとに、変動レート制採用以来の日本経済の歴史を踏まえながら、金融の国際化を外国為替市場の厚みの増加として定義し、そのマクロ経済に与える影響を為替レートの決定メカニズムと経常収支の調整メカニズムを中心にサーヴェイすることが目的である。

2. 変動レート制の歴史と理論の変遷

日本や欧米各国が変動レート制に移行してから15年余りが経過した。この間に、為替レートの決定メカニズムや経常収支の調整メカニズムについての考え方は、実に大きく変化した。これを模式的に検討するために、こ

こでは変動レート制採用後の期間を4つに分けて考えることにしよう。

すなわち第1の期間として、1973年2月に日本が完全に変動レート制に移行する直前から移行後1,2年を経過した時点を、第2の期間として、それから1980年の外国為替法改正にいたる時点を考える。そして第3の期間として外為法改正から1985年初頭に至るまでの円安の時期を、第4の期間としてそれから現在に至るまでの期間を考えよう。

期間の区分に主観が混じることは不可避である。しかしながら、このような区分は、変動レート制に関する考え方の変化をある程度適切に反映しているように思われる。事実、この分野での先駆的な業績であると考えられる、小宮・須田(1983)の分析はほぼこのような時代区分にしたがっており、本稿もこれに準拠する。

さて、変動レート制の第1期における理論を要約すれば以下になるであろう。すなわち、固定レート制では為替レートが人為的に固定されているために、経常収支を均衡させる保証がない。そのため、金融政策はその均衡を考慮して運営されるから、物価や雇用の安定といった対内均衡に振り向けられる経済政策の自由度が不足する可能性がある。この意味で、固定レート制では経済政策の自律性が損なわれる危険性が高いと考えられる。これに対して、変動レート制では、為替レートがフローでの外国為替需給を反映し経常収支を均衡させ、同時に景気変動など国外からの様々な攪乱は為替レートの変動によって吸収されるので、金融政策の自律制は高まると考えられる¹⁾。

このような議論は、現在からみれば明らかに変動レート制を過大に評価していた。移行後数年を経ると、少なくとも短期的な時間的視野で考えるかぎり、為替レートの変化が経常収支の均衡を保証するわけではないことが明らかとなった。この時期が、本稿の第2期であり、日

1) この時期の変動レート制に関する代表的な議論には Johnson(1970)がある。また、これに対応する理論モデルとしては、Laursen-Metzler(1950)がある。

本では2度にわたるオイル・ショックとそれともなう景気停滞を経験している。オイル・ショック後の景気停滞の一つの大きな要因には、原油の値上げによる先進各国から産油国への所得移転が十分に還流しなかったことが上げられる。言い換えれば、先進各国と産油国の支出性向が違い、所得移転の結果、世界的な有効需要が低下したのである。

このとき、変動レート制に期待されていたメカニズムが存在すれば、隔離効果が働き、外国の自国財に対する需要の減少はそれを相殺するに十分な為替レートの減価を生じさせ、赤字圧力のかかった経常収支をも均衡させたはずである。しかし、円はそれほど減価せず、経常収支は大幅な赤字となり、深刻な景気停滞を経験することとなった。そして、変動レート制のもとでも各国間の景気・金利の連動及び経常収支の不均衡が存在することが明確となった。

このような変動レート制の経験から、為替レートも外国為替のフローの需給である経常収支の均衡に関連させて考えるより、ストックでの均衡を維持するように決定されるという考え方が主流を占めるようになってきた。すなわち、外貨建ての資産は自国通貨建ての資産に比べて、為替リスクを負っているという意味で、より危険な資産である。従って、これを各経済主体が保有するためには、何等かのリスクプレミアムが支払わなくてはならない。これを調整するのが為替レートであるという考え方である²⁾。

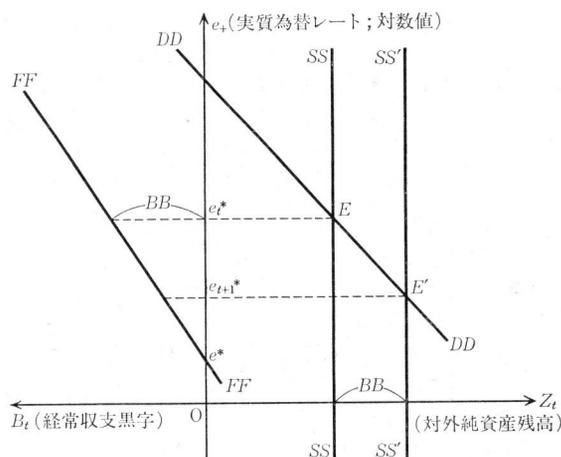
この理論を図にしたものが図1である。第1象限は縦軸に実質為替レートの対数値 e_T が、横軸には対外純資産残高の需要・供給量(ストックでの需給)がとってある。対外純資産の供給量はある時点では所与と見なされるから、供給曲線は SS のように垂直となる。一方、需要は内外資産の収益率格差に依存すると考えられる。いま、将来の為替レートの予想を $e_{T+1/T}$ 、自国の金利水準を i_T 、外国のそれを i_T^* とすれば、内外資産の収益率格差 RP_T は近似的に

$$RP_T \equiv e_{T+1/T} - e_T + i_T^* - i_T$$

によって表され、 RP_T が増加すれば、外貨建て資産が魅力的になり、その需要は増加する。従って、将来の期待と内外金利差を一定とすれば、需要は為替レート e_T の単調減少関数となり図の DD 曲線のように右下がりとなる。そして交点 E で均衡為替レート e_T^* が決定されるこ

2) アセット・アプローチの代表的なモデルとしては、Kouri(1976)、Driskill(1981)がある。

図1 アセット・アプローチの考え方



とになる。ところで図の第2象限には、横軸に経常収支の黒字が量られており、マーシャル・ラーナーの条件が満たされていれば、図1の FF 曲線のように右下がりとなる。

さて、この理論では図1のように、短期的に為替レートが経常収支を均衡させる保証がなく、 BB だけの経常収支の黒字が生じる。このとき、今期の経常収支の黒字は来期の外貨建て資産の積増しを意味しているから、来期首には危険資産である外貨建て資産の供給が増加する。図で言えば供給曲線が SS' のように右方にシフトし、次期の均衡は E' 点に移り為替レートは騰貴する。こうした円高方向への調整は、経常収支の黒字が縮小し、為替レートが経常収支を均衡させるまで(為替レートが e^* になるまで)続くことになる。

この理論に従えば、為替レートは短期的には資産の相対価格として決定され経常収支を均衡させる保証はないが、1,2年の中期的な視野でみる限り、いずれは経常収支を均衡させる方向へ変化する。このような資産ストックの需給によって為替レートが決定されるという考え方はアセット・アプローチあるいはポートフォリオ・バランス・アプローチと呼ばれている。

しかしながら、これによって83年から85年にかけての円安基調での経常収支の大幅黒字を説明することは難しい。なぜならば、この理論では危険資産である外国資産が経常収支の黒字によって積み増される時には、為替レートは危険資産の価格が低下する方向、すなわち円高の方向へ動くからである。このような円安基調の黒字の段階を変動レート制の第3期と呼ぶことにしよう。

この時期の経常収支の黒字基調の原因としては、大幅

な財政赤字によってアメリカ国内の貯蓄に比べて投資・政府支出が過大となり、それをファイナンスするために経常収支が赤字化し、逆に貯蓄が超過している日本では経常収支が黒字化し、アメリカに向けた資本輸出が生じているという理解が標準的であろう。

では、この変動レート制第3期の現象は為替レート及び経常収支に関する考え方をどのように変化させただろうか。まず第1に、経常収支は中期的にみても均衡する保証はない、あるいはその調整スピードはきわめて遅いことが上げられる。変動レート制の第1,2期では必要とされる時間の違いはあるとはいえ、為替レートの変化によって経常収支が均衡するものと期待されていた。しかし、85年までの円安・黒字はこの予想を大きく裏切るものであった。

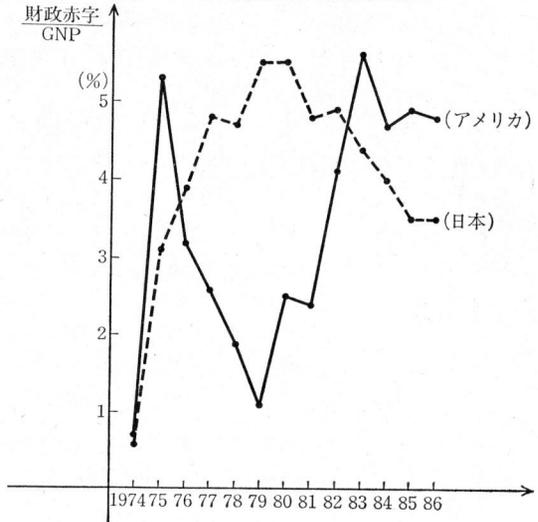
第2に、資産のストックでの需給状態の変化が、為替レートや経常収支に与える影響が薄れ、むしろ一国全体の資金フローの需給が大きな影響を与えるのではないかということが上げられる。言い換えると、経常収支の不均衡が為替レートの変動では吸収されずに、ISバランスの変化をそのまま反映するということである。

これを理論的に要約すれば、内外資産のマクロ的な代替が強まってきたと表現できる。大滝・山崎・深尾(1987)、大滝(1989)で分析されたように、第1~3期の諸理論はアセット・アプローチを中核に外国為替市場の厚みの違いとして統一的に表現されるが、厚みが増し、内外資産の代替が密になった時のアセット・アプローチの極限にMundell(1963)のモデルが対応する。マンデルでは自国資産と外国資産が完全に代替的であって、両利子率が一致する仮定が置かれているが、これをアセット・アプローチの立場から解釈すると以下のようになる³⁾。

つまり、対外純資産を与件とし、資本移動の自由化によって外国為替市場の参加者(為替リスクの負担者)が増加すると、市場均衡のために要求されるリスク・プレミアムは減少する。従って、外国為替市場の参加者が無限大になる金融の国際化の極限的な状況ではリスク・プレミアムが消滅し、合理的期待形成と“投機の泡”の不在を前提とすれば、内外利子率は一致する。言い換えれば、為替リスクの負担者が無限に増えることで、集計化された外国資産の需要関数が為替リスクに対して危険中立的になると考えられる。この場合、経常収支に不均衡が生じ外国資産の残高(為替リスクの総量)が変化しても、為

3) マンデルモデルを動学化したものとしては、Dornbusch(1976)がある。

図2 日米の財政赤字(国際比較統計)



替レートは反応しない。

すなわち、第1,2期で考えられていたアセット・アプローチ的なリスク・プレミアムによる調整メカニズムが消滅し、モデルの中で中期的な経常収支の不均衡を認めることになるわけである。この時、為替レートは利子率のみに反応し世界全体のフローの資金市場(ISバランス)を均衡させるように決定される。このため、アメリカの資金市場が逼迫し高金利の状況では、為替レートはアメリカの資本収支を赤字化させ(経常収支を赤字化させ)資金を流入させる方向、すなわちドル高に推移する。

さて、次にわれわれの区分による第4期について分析を行おう。すなわち、85年以降、為替レートが大幅に円高方向へスウィングした時期である。これを、従来のISバランス・アプローチで捕らえることは、以下に述べるような意味でかなり難しい。すなわちこの理論の特徴は財政赤字など資金フローの需給に直接影響を与える変数の役割を強調することであるが、この立場からすれば85年以降の為替レートの動きは日米両国での財政政策に関する予測・実績が変化したことの原因を求めなければならない。しかし、図2のように、実績値は以前と比較して大きく変化しているとは考えにくい。

また85年のプラザ合意以来、内需拡大政策が日本政府の政策目標とされ、アメリカで‘双子の赤字’を解消するために積極財政からの転換が叫ばれていることから、これが将来の財政政策に対する期待に与える効果(アナウンスメント効果)を無視するわけにはいかない。しかし、これも図2の実績値を見れば政府のアナウンスが信頼できる(credible)ものであるとも考えにくい。従って、ISバ

ランス・アプローチだけで、この円高方向へのスウィングの解釈するのはかなり難しいと考えられる。そのためこれを補完する解釈が必要となる。この際、Fukao, M. and Okina, K. (1988)で分析されているように、資本移動の自由化は80年の外国為替法改定以降も段階的に進行していることに留意しなくてはならない。

従って、金融の国際化が集計化された外貨建て資産の需要関数の危険回避度を低下させるというわれわれの立場から考える限り、85年以降にアセット・アプローチ的なリスク・プレミアムによる経常収支の調整メカニズムが働きだしたと考えるのは不自然である。とすれば、実績値の変化していない財政政策に原因を求めるよりも、国際化(資本移動の自由化)という構造変化自体が為替レートに与える影響を求めるのがより自然な考え方である。

さて、資本移動の自由化自体のマクロ的影響とはどのようなものであろうか。この影響は2つの効果に分解して考えることができる⁴⁾。まず、第1の効果として長期的な金利差の効果がある。現在までの実績値から考えて、アメリカの金利が日本に比べて恒常的に高いと考えることが自然であろう。すると、金利差の効果だけを取り出してみた場合には、資本移動の自由化は円安要因となる。つまり、魅力的な資産である外貨建て資産を従来保有できなかった主体の需要が新たに増加し、外国為替市場では円売り・ドル買いの圧力として現れることになる。これが為替レートに円安方向への圧力を加えるのである。

しかし、自由化の効果はこれだけにとどまらない。上で述べた金利格差の効果が支配的な要素となるのは、経常収支の均衡の近傍に限られる。実際、現在の日本の経常収支はかなりの程度均衡から乖離しており、この場合、資本移動の自由化が経常収支の調整速度を変える効果が金利格差の効果に比べて重要となる。即ち、深尾(1983)、大滝・山崎・深尾(1987)で明らかにされたように、資本移動の自由化は集計化された外貨建て資産の需要曲線のリスク回避度を低下させ、経常収支の調整スピード(為替レートの増幅幅)を低下させる。この時、将来の経常収支の累積黒字は増加する。

つまり、資本移動の自由化は上述の金利差効果により将来の対外純資産を増加させ、負うべき為替リスクの総量を増加させる圧力をもつ。すると、自由化前に外国為替市場に参加していた投資家にとっては過剰な為替リスクを負担することになり、自国通貨建て資産の保有が有利となるから、現在の直物市場で逆に円買いドル売りの

圧力が生じる。よって、自国の経常収支が将来大幅な黒字が望まれている時点での規制緩和は、金利差の効果よりも経常収支の調整スピードの低下の効果が支配的である限り、円高要因となる。ここから、85年以降の円高に対する一つの説明要因として、将来の財政政策に関する予想の変化の他に、自国経常収支の大幅な不均衡のもので急速な資本移動の自由化を上げることができるであろう。

最後に、この経常収支の調整スピードの低下の効果は一時的なものであることに注意しなくてはならない。長期的には、集計化された外貨建て資産の需要関数が危険回避度が0でない限り、経常収支の不均衡は縮小し、いずれ解消されるものである。従って、やがては金利差の効果が支配的となり、資本移動の自由化は、逆に円安要因となる。これらを考え合わせると、規制の緩和自体が長期的な為替レートの振幅を大きくする危険性が十分にあると考えられる。(神奈川大学経済学部)

参考文献

- [1] Dornbusch, R. (1976), "Expectations and Exchange Rate Dynamics," *Journal of Political Economy*, Vol. 84, NO. 6.
- [2] Driskill, R. (1981), "Exchange Rate Overshooting the Trade Balance and Rational Expectation," *Journal of International Economics*, Vol. 11. p. 361-377.
- [3] Fukao, M. and Okina, K. (1988), "Internationalization of Financial Markets and Balance of Payment Imbalances: A Japanese Perspective," paper for Carnegie-Rochester Conference, April 22-23, 1988.
- [4] Johnson, H. G. (1970), "The Case for Flexible Exchange Rate," in the *Approaches to Greater Flexibility of Exchange Rates*, ed. by Halm, George N. Princeton University.
- [5] Kouri, P. J. K. (1976), "Exchange Rate and Balance of Payment in the Short Run and in the Long Run," *Journal of Scandinavian Economics* 1976 Vol. 2.
- [6] Laursen, S. and Metzler L. A. (1950), "Flexible Exchange Rate and the Theory of Employment", *Review of Economic Statistics*, 18, Feb. 1950, p. 281-299.
- [7] McKibbin, W. J., and Sachs, J. D. (1986), "Coordination of Monetary and Fiscal Policies in the OECD," NBER Working Paper No. 1800.
- [8] Mundell, R. A. (1963), "Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates", *Canadian Journal of Economics and Political Science*, Vol. 29.
- [9] Obstfeld, M. (1982), "Aggregate Spending and the Terms of Trade: Is there a Lausen-Metzler Effect?" *Quarterly Journal of Economics* Vol. 97 May pp. 251-270.
- [10] Santomero A. M. and J. J. Siegel (1981), "Bank

4) ここでの議論は、大滝(1989)に依っている。

Regulation and Macroeconomic Stability," *American Economic Review*, Vol. 71, No. 1, pp. 39-53.

[11] Tobin, J. and W. C. Brainard (1963), "Financial Intermediaries and the Effectiveness of Monetary Control," *American Review*, Vol. 53, pp. 338-400. p. 27-66.

[12] 深尾京司(1983)「為替レートの決定要因と為替投機需要」『金融研究』第2巻第4号, p. 27~66.

[13] 小宮隆太郎・須田美矢子(1983)『現代国際金融論 [歴史・政策編]』日本経済新聞社.

[14] 大滝雅之(1989)「資本移動の自由化とマクロ経済—中期国際マクロ理論の統合—」一橋大学経済研究所ディスカッション・ペーパー

[15] 大滝雅之・山崎福寿・深尾京司(1987)「金融の国際化と最適金融政策」, 季刊理論経済学 近刊

[16] 植田和男(1987)「国際収支: 経常収支の長期変動と短期変動」『日本経済のマクロ分析』東京大学出版会 1987年.

[17] 山崎福寿・大滝雅之(1986)「預金金利の自由化とマクロ経済の安定性」季刊理論経済学 近刊

農業経済研究 第61巻第2号

(発売中)

- | | |
|---|-------|
| 肉牛預託制度の諸類型に関する考察..... | 横川 洋 |
| 農家高齢者の就業行動..... | 新井 肇 |
| ソ連の農業改革: 1982~1988年 | 茂野 隆一 |
| ——集団農場制度の改革をめぐって—— | 山村 理人 |
| 《研究ノート》 | |
| 農業革命の経済学..... | 太田原高昭 |
| ——『梶井功著作集』を読む—— | |
| 中国における「食糧大規模経営」..... | 菅沼 圭輔 |
| ——北京市順義県の集団農場の事例研究—— | |
| 《書 評》 | |
| 坂本慶一著『近代フランスの農業思想』..... | 田崎 慎吾 |
| 青木紀著『日本経済と兼業農家』..... | 小田切徳美 |
| Y. Hayami, "Japanese Agriculture under Siege: The Political
Economy of Agricultural Policies" | 山口三十四 |
| 《談話室》 | |
| イギリスの農業統計..... | 荏開津典生 |
| ——紹介 C. H. Peters with the assistance of K, R, Clark, <i>Agriculture</i> ,
Volume XXIII, <i>Reviews of United Kingdom Statistical Sources</i> , edited by
W. F. Maunder and M. C. Fleming, Chapman and Hall, 1988—— | |

B5判・60頁・定価1260円 日本農業経済学会編集・発行/岩波書店発売