



国際金融の理論

[変動相場制と経済政策]

宇沢弘文・鬼塚雄丞 編

東京大学出版会

国際金融の理論

[変動相場制と経済政策]

宇沢弘文・鬼塚雄丞 編

東京大学出版会

編者略歴

宇沢 弘 文

1928年 鳥取県に生れる
1951年 東京大学理学部卒業
現 在 東京大学経済学部教授
主要著書 「自動車の社会的費用」(岩波書店)
「近代経済学の再検討」(岩波書店)

鬼塚 雄 丞

1937年 福岡県に生れる
1961年 東京大学経済学部卒業
1969年 シカゴ大学博士課程修了
主要著書 「世界スタグフレーション」(共編, 有斐閣)

国際金融の理論 [東京大学産業経済研究叢書]

1983年5月30日 初 版

[検印廃止]

編 者 ^{う ざわ ひろ ふみ おに づか ゆう すけ} 宇沢 弘 文・鬼塚 雄 丞 ©

発行所 財団法人 東京大学出版会

代 表 者 江村 稔

113 東京都文京区本郷 7-3-1 東大構内
電話 (811) 8814・振替東京 6-59964

印刷所 株式会社三秀舎

製本所 矢嶋製本株式会社

3033-41119-5149

はしがき

経済制度は絶え間なく変化し、経済循環のメカニズムもまたそれにとまって絶えず異なった様相を呈する。経済学はこの間断のない変転の過程を追究して、その制度的変化のもつ経済的特徴をでき得るかぎり精確にとらえ、常に新しい分析的枠組を用意しなければならない。このような意味で、経済学のパラダイムは自然科学のそれとは本質的に異なる性格をもち、その進化の過程は、潜在的・連続的な側面をもつ。

経済制度の進化のプロセスは、ときとしては急激な変化が早いテンポをもって起き、またときとしてはきわめて緩慢で、ゆるやかな変化しかみられないこともある。経済理論の展開もまた、かなりの時間的遅れをもちつつ、経済制度の進化に対応しながらおきていく。そして、この経済理論の展開が、蓄積的効果をもち、ある閾値を超えると、トマス・キューンの言うような、パラダイムの構造に革命的变化がもたらされる。

1970年代からの現代的状況は、資本主義の歴史のなかでもきわだって、上のような意味における制度的諸条件の変化が大きかった時代であり、経済学の考え方にまた大きな変化が要請される時代に入っているように思われる。1960年代までの四半世紀ほどの期間はケインズ経済学が経済学の考え方を代表していた。しかし、いわゆるケインズ的なパラダイムによっては、現代的状況の下で起きつつある経済制度の進化の意味するところを的確にとらえることができなくなり、その経済分析的な含意を十分に表現することは不可能に近くなってきたと言ってよいであろう。そして、現実には起きつつある経済制度の進化、それに伴う経済循環のメカニズムの変化をよりの確にとらえた新しい分析的枠組の構築が、経済学の多くの分野で、多様な形で試みられ始めている。それは

まだ、経済学のパラダイムに対する革命的变化をもたらすにはいたっていないが、現代資本主義のもつ不均衡的性格を反映して、きわめて多様な形態をとり、まさに百花繚乱の感を私たちに与えずにはおかない。このような意味で、経済学はいま大きな動乱期に入っているといつてよいが、新しい潮流の担い手は主として 40 歳前後の経済学者たちである。これらの若い世代の経済学者たちは、新しい状況に巧みに順応し、理論構築に新しい分析視角を持ち込み、大胆な実験を試みつつある。

このような時代に経済学を学ぼうとする人々は、経済学の歴史の流れを深く知るとともに、経済学の考え方が現代的状況の下でどのように変わりつつあるのかを知ることにもまた必要となってくる。このことは、経済学の学習が二重の意味で負担となるということを意味すると同時にまた、経済理論の分野で新しい地平を切り拓くための作業に自ら関与することを可能にする。現在のこのような状況のもとで、われわれは若手研究者を中心に研究会を組織し、経済学の分野で最近起きつつある理論構築の試みを、その原点にたち戻って理解するとともに、どのように新機軸を見出してゆくかということを討議してきた。本書はこの研究会のテーマのうち、とくに国際金融の理論というすぐれて現代的な課題についての成果をまとめるものである。読者が本書を通じて、最近の国際金融に関する理論の平易な解説と新しい世代の独創的な業績を見出し、経済学の新たな発展への模索の一端を知ることができれば、編者としてこれに勝る喜びはない。

本書の刊行準備中 1980 年 10 月にロイド・メツラー教授 (Lloyd A. Metzler) の訃報に接した。メツラー教授は第二次大戦後のアメリカ経済学界にあって指導的役割を果たした経済学者である。ケインズ経済学について、その初期の発展段階から高い独創性と深い洞察力をもった論文を次々に発表し、経済学の多くの分野において画期的な貢献をされてきた。たまたま本書の執筆者の多くは、教授と友人・同僚あるいは学生として親しく接し、教授のすぐれた研究者としての面のみならず魅力あふれた人柄にもふれてきた。本書の論稿の多くも直接・間接に教授の学問的姿勢につよく啓発されたものであるといつてよい。追悼の意をこめて、本書をメツラー教授に捧げることとしたい。

なお、本書の執筆者は次のとおりである。

宇 沢 弘 文 東京大学経済学部教授
鬼 塚 雄 丞 横浜国立大学経済学部教授
奥 村 隆 平 弘前大学人文学部助教授
山 崎 福 寿 上智大学経済学部講師
柳 田 辰 雄 国際通貨基金 (IMF) 専門職員
清 滝 信 宏 ハーバード大学大学院
小 谷 清 東京経済大学経済学部助教授
深 尾 京 司 東京大学大学院経済研究科
篠 原 総 一 同志社大学経済学部助教授
渡 辺 太 郎 大阪大学経済学部教授

最後に、東京大学経済学部・日本産業経済研究施設から研究助成ならびに刊行助成を受け、また日本経済研究奨励財団からも研究費助成を受けた。ここに記して感謝の意を表したい。本書は、その企画から研究セミナー、編集のすべての段階にわたって東京大学出版会、とくに編集部の大瀬令子さんから協力をいただいた。心からお礼を申し上げたい。

1983年3月

宇 沢 弘 文
鬼 塚 雄 丞

館 龍一郎著	金融政策の理論	A 5・250 頁 2500 円
J. ニーハンス著 石川 経夫監訳	貨幣の理論	A 5・390 頁 4500 円
キンドルバーガー著 石 崎・木 村 訳	大不況下の世界	A 5・360 頁 3800 円
A. エクスタイン著 石 川 滋 監訳	中国の経済革命	A 5・440 頁 3200 円
浜 田 宏 一著	損害賠償の経済分析	A 5・300 頁 2000 円
小 宮 隆太郎著	現代日本経済研究	A 5・330 頁 2800 円
小 野 善 康著	寡占市場構造の理論	A 5・200 頁 3200 円
館 龍一郎編	ケインズと現代経済学	A 5・300 頁 2400 円
中村 隆英 他著	経済統計入門	A 5・300 頁 2200 円

目 次

は し が き

序 章 本書の解題

宇 沢 弘 文 1

第1章 国際収支および為替レートの

決定メカニズム——アセット・アプローチ—— 鬼塚雄丞 11

1. アセット・アプローチとは何か 11
2. 閉鎖経済におけるアセット・アプローチ 14
3. 開放経済とアセット・アプローチ 17
4. 為替レートと所得・貿易収支の相互作用プロセス 21
5. 為替レート理論の問題点——批判的展望—— 24

I. 変動為替相場と経済政策

第2章 変動為替レートと財政・金融政策

奥 村 隆 平 41

——マンデル理論とその展開——

1. はじめに 41
 2. カナダの経験 42
 3. マンデル・モデル 44
 4. マンデル理論の展開 48
- [付論] 4・2 節および 4・3 節の解析的分析 59

第3章	アセット・アプローチと経済政策の効果	山崎福寿 柳田辰雄	65
1.	はじめに		65
2.	2資産のケース		67
3.	3資産のケース		82
4.	おわりに		97
第4章	変動相場制の不均衡分析	清滝信宏	99
1.	はじめに		99
2.	変動相場制の機能に対する見方の変化		100
3.	コウリ・モデル		102
4.	自国が独自の生産物を有する場合		107
5.	おわりに		120
II. 為替市場メカニズムの動学分析			
第5章	先物為替市場と財政・金融政策の効果	小谷 清	125
1.	マンデルの古典的理論		125
2.	先物為替市場の理論		129
3.	先物為替市場と財政・金融政策		140
4.	変動相場制と隔離効果		153
5.	おわりに		156
第6章	直先為替市場の多期間分析	深尾京司	159
1.	はじめに		159
2.	ゾーメン・モデル		161
3.	ゾーメン・モデルの問題点		167
4.	投資家の資産保有と為替持高の状況の記述		169

5. 直物投機と先物投機	171
6. 投資家の資産選択行動	176
7. 直先為替市場と国内金融市場のアセット・アプローチ・モデル ...	181
8. 従来のアセット・アプローチ・モデルと本章モデルの比較	187
9. 本章モデルの図による考察	190
10. 財政・金融政策および外為市場への介入政策の効果	192
11. おわりに	198
[付論 1] 自国民に対するドル直先総合持高供給量の動学式	200
[付論 2] 直先為替市場を含む金融資産市場の比較静学分析	200
[付論 3] 財政・金融政策の効果	202

第7章 為替レートのダイナミックス 篠原 総一 207

——在庫モデル——

1. はじめに	207
2. 為替レートのオーバーシュート：問題の所在	207
3. モデル	214
4. 長期均衡と瞬時均衡	219
5. 金融政策と為替レートのオーバーシュート	225
6. おわりに	229
[付 論]	231

終 章 メツラーの国際経済理論 渡辺 太郎 235

1. はじめに	235
2. ケインズ派貿易理論の確立	236
3. ケインズ派貿易理論の拡充	241
4. 伸縮為替相場と雇用	244
5. おわりに	247

序 章 本書の解題

宇 沢 弘 文

第二次世界大戦後ほぼ4半世紀にわたって世界の主要な資本主義諸国はおおむね安定した経済成長を享受し、国際間の経済関係も比較的平穏であった。しかし1960年代の半ば頃から、アメリカ経済に内在する不安定要因が次第に顕在化し始め、経済的不均衡現象はアメリカ経済だけでなく、世界の他の資本主義諸国に波及していった。そして1970年代を通じて、さらに現在にいたるまで、世界経済のほぼ全体について、長期にわたって大きな経済変動がみられ、いわば不均衡の時代を経験することになった。

戦後の国際経済関係の特徴づけるIMF体制とGATT体制も、この期間にほぼその機能を喪失していった。とくに1971年8月、ニクソン大統領による新経済政策によって、IMF制度は実質的にその機能の基本的性格を大きく変え、ドルを基軸通貨とする固定為替相場制を維持することは不可能となり、やがて1973年からは本格的な変動為替相場制が多くの資本主義諸国間で採用されることになった。しかし変動為替相場制は、従来の伝統的な経済理論の教えるところとはかなり異なった帰結を招来し、経済的不均衡過程がむしろ拡大され、さらに多くの国々をも巻き込んで深刻化する傾向すらみられるようになってきている。

この経済的不均衡現象は、これまでの正統派の経済理論の枠組のなかでは十分に解明することが困難であり、政策的帰結についても必ずしも的確な分析をおこなうことができない。正統派の経済理論は、経済的均衡状態に分析の焦点を当てて一般均衡理論をその理論的基礎に求めたものだからである。したがっ

て、現在世界的次元で起きつつある不均衡現象を分析するためには、現実の制度的要因を的確に反映した理論的枠組を構築し、不均衡過程の動学的分析を展開する必要が起きてくる。本書は、変動為替相場制の下における為替レートの決定のメカニズムに焦点を当て、経済政策の効果について動学的な分析を試みるという共通の問題意識をもって編成され、一方では従来の研究業績を平易に解説するとともに、他方では上に述べたような不均衡現象の解明を究極的目標として独創的な研究成果を織り込んだものである。

まず第1章（鬼塚論文）では、「国際収支および為替レートの決定メカニズム」と題して、為替レートの決定メカニズムや変動相場制の下における経済政策の効果进行分析のための基本的な考え方を説明することから始める。この基本的な考え方は「アセット・アプローチ」と呼ばれるものであって、「フロー・アプローチ」にもとづく伝統的な理論とはきわめて明確に対置される。

為替レートは要するに二つの異なる通貨の交換比率あるいは相対価格である。これらの通貨は金融資産として人々の持つポートフォリオを形成する要因となっているが、その相対価格は、それぞれの通貨の供給量（ストック）が各時点で、どれだけ存在しているかということと、それぞれの通貨を人々がどれだけ保有しようとするかという、資産保有に関する供給と需要の条件によって定まってくる。アセット・アプローチはこの間の事情に注目して、為替レートがどのようなメカニズムによって決まってくるかということを分析しようとするものである。このアセット・アプローチにもとづくとき、為替レートの決定にさいして重要な役割を果たすのはまず、各通貨が外国為替市場にどれだけ供給されているかという供給の条件である。つぎに、それぞれの通貨を人々がどれだけ保有しようとするかという需要の条件が主な決定要因となるが、需要の条件は、国民総生産、雇用水準、金利体系、貿易の規模などによって左右される。外国為替市場における、需給の条件に対して支配的な影響を及ぼす要因の一つに国際収支が存在する。ストックの次元で決定される為替レートが、フローの次元をもつ国際収支の影響を受けて時間とともに変化し、さらに国際収支の水準もまた為替レートの変化にともなって変動する。為替レートと国際収支との間に存在するこの相互連関に注目するとき、各国のとりえる経済政策がどのような

効果を経済活動一般の水準に対して及ぼすか、この点についても第1章において総論的な考察が試みられる。

この問題意識は、第1部「変動為替相場と経済政策」に収められている三つの論文で詳しい理論的展開が試みられる。第2章「変動為替レートと財政・金融政策」(奥村論文)では、変動為替相場制の下における財政・金融政策の効果にかんする古典的なアプローチであるロバート・マンデルの理論を出発点として、為替レートの変動に対する予想を明示的に取り入れ、経済政策の長期的効果ならびに短期均衡から長期均衡への移行過程を分析できるような理論的枠組の構築を試みる。

マンデル理論はもともと、変動為替相場制の下で、資本移動が完全であるような小国をモデル化したものである。ケインズ的な前提の下で、財市場に対する需給均等の条件を用いて、財政支出の増加は、国内純生産の水準にはまったく影響を及ぼさず、外国為替の価格の下落のみをもたらすという結論を導き出す。逆に貨幣供給量の増加によって、国内純生産は増加し、外国為替価格は上昇するという効果の存在も示される。すなわち、マンデル・モデルにおいては、金融緩和が景気対策として有効であり、財政支出の拡大はなんら効果をもたないという逆説的な結論が導き出されるのである。

マンデル理論に対してはその後いくつかの点に対して批判が展開された。とくに為替レートが将来も変わらないという予想を人々がもっていて、外国金融資産の収益率が利子率に等しいという前提が設けられているが、為替レートの変化に関する予想の形成について、より一般的な状況を考えるとき、経済政策の効果について大きな修正を必要とするということがマンデル批判の一つの焦点となった。この点について、たとえばドーンブッシュの指摘が有名であるが、経済政策の効果を長期的な観点からみたときには、マンデル命題は依然として妥当するというのがドーンブッシュの結論であった。

第2章では、このドーンブッシュの考え方は正当でないことを指摘する。マンデル・モデルはもともと短期均衡のモデルであって、長期的な政策効果を分析することはできない。とくに金融資産の構成の時間的変化を明示的に取り入れる必要がおきてくるが、第2章はこの点を考慮しながら、変動為替相場制の下における政策の長期的効果を分析し得るような理論モデルの構築が試みられ

る。その結論を要約すれば、財政支出の増加は長期的にみたとき、国内純生産の同額の増加をもたらす、外国為替の価格上昇を招来するということが示される。また、金融政策の長期的効果については、貨幣供給量の増加（公開市場操作による）は、国内純生産の減少をもたらす、外国為替の価格は下落するということが示される。つぎに、短期均衡から長期均衡への移行過程における国内純生産、為替レート、経常収支が時間の経過にともなってどのように変化するかという問題について、詳しい分析が展開され、マンデル命題のもつ意味について考察が加えられる。

第2章で展開された変動為替レートの動学的分析は、第3章「アセット・アプローチと経済政策の効果」（山崎・柳田論文）において、アセット・アプローチの枠組のなかでさらに一般的な形で定式化される。変動為替相場制の下における為替レート決定のメカニズムに関するフロー・アプローチは、閉鎖経済における利子率決定に関する貸付資金説 (Loanable Fund Theory) という古典派の考え方に対応する。このような意味で、アセット・アプローチは利子率決定に関するケインズの流動選好説 (Liquidity Preference Theory) に対応するものであるといつてよい。このようなアセット・アプローチは、ペンティ・コウリの定式化がその嚆矢であるといつてよいが、コウリのモデルも、またそのあとを受けて定式化されたモデルもすべて財市場にかんして常に需給が均等しているという前提条件の下に議論が展開されている。すなわち、財市場についても金融資産市場と同様に、需要と供給の乖離は市場価格体系の瞬時的な調節によって調整され、常に市場均衡が成立しているという前提が設けられている。金融資産という資産（ストック）の売買をおこなう市場について、需給が常に均等するような価格体系が瞬時的に実現しているという前提条件は少なくとも第一次近似という意味で、現実の市場の状態を記述しているといつてもよい。しかし、刻々生産され、消費される財・サービスのフローに関して、需給均等の状態が常に実現しているという前提が必ずしも現実的妥当性をもつものではない。第3章ではこの点に注目して、外国為替などの金融資産の市場については、各時点で需給均衡が成立しているが、財・サービス市場についてはこのような市場均衡は必ずしも成立しないで、需要と供給との乖離が存在する状況を考える。まず、自国通貨と外国通貨の2資産しか存在しないもっとも単純な開

放経済をモデル化し、財市場における調整がどのようなメカニズムを通じておこなわれるかということを分析し、資産市場、財市場がともに均衡するような長期均衡がどのようにして達成されるかということをみる。そして、この長期均衡が外生的要因の変化にともなってどのような影響を受けるかということを分析するが、この動学的不均衡過程において、いわゆる為替レートのオーバーシュートが生ずることが示される。つづいて、国内資産として債券を導入し、利子率を明示的に取り扱うようなモデルに拡大化される。このような拡大化された開放経済モデルにおいて、上の結論がどのような形で修正されなければならないかということを考察する。ここでは、国内通貨と外国通貨との相対価格である為替レートが国内資産と外国資産とのストック均衡の調節によって決定されることになり、各金融資産の需給を左右する諸要因が、為替レートおよび利子率の水準決定に大きな影響を与えることになる。主要な結論として、たとえば、所得水準の上昇は為替レートを切上げ、利子率の上昇を招来する。これに対して、外国通貨の増加によって、為替レートは切下り、利子率は低下する。また国内通貨量の増加も為替レートを切下げ、利子率を低下させる。また、財市場と金融資産市場とが同時に均衡するような長期均衡では、当然經常収支は均衡するが、このような長期均衡は安定的であることが証明される。

つぎに外生的ならびに政策的要因が長期均衡に及ぼす影響を分析する。財政政策の有効性は3資産の場合も2資産の場合と同様に示されるが、為替レートのオーバーシュートの可能性が大きい。これに対して金融政策は、2資産の場合は、短期的に有効であっても長期的に効果がないことが示されるが、3資産の場合には、短期的だけでなく長期的にも有効であることが示され、その効果の大きさは投資の利子率弾力性の大きさによって左右されることがわかる。外国の所得水準が与える影響についても、金融政策の効果とほぼ同じような形をとり、投資の利子弾力性がゼロに近い場合にのみ伝統的な雇用隔離効果が成立することが示される。

第3章は開放経済における動学的不均衡分析に対する重要な第一歩を印するものであるが、このアプローチは多少異なった視点から、第4章「変動相場制の不均衡分析」(清滝論文)に受けつがれる。ここでも、外国為替市場をはじめとする金融資産市場においては瞬時的に市場均衡が成立しているが、財市場に

ついて必ずしも需給は均等していないという状況が分析の対象とされる。各国が独自の生産物を生産するという特殊な前提を設けて議論を展開するが、財市場における生産量と消費の不均衡によって、在庫のストック量が時間の経過にともなって変動し、物価水準もまたそれに応じて変動するという状況を記述するようなモデルを基礎に置いて分析を進める。このような状況はもともとホートレーが想定した短期均衡の状態であるが、近年小谷清氏によってマクロ経済モデルとして定式化された。清滝論文において設定されるモデルもまた基本的にはホートレー＝小谷モデルを出発点とし、財市場において需給の乖離がおきるということは具体的にどのような状態であるのか、そして財市場の不均衡はどのようなプロセスを経て調整されるかという問題を考究するために一つの理論モデルの構築を試みる。

清滝モデルはつぎのような特徴をもつ。自国は独自の生産物を生産し、一部は自国内で消費され、一部は外国に輸出される。輸出需要は外貨建価格に関して右下りの需要曲線によって特徴づけられる。自国は外国の生産物を輸入するが、輸入に関して小国である。すなわち、自国の輸入によって、外国生産物の市場になんら影響を及ぼさない。

市場で取引される資産は3種類存在し、自国貨幣、外国貨幣、自国財の在庫である。それぞれの市場において、各資産のストック量とその保有に対する需要とが等しくなるように価格水準が決まる。そして、外国人は自国の貨幣および自国財の在庫は保有しないと仮定する。このような前提条件の下で、ホートレー＝小谷モデルを拡大化して、各時点における自国の物価水準と為替レートの決定を説明するようなモデルがつくられる。そして瞬時均衡における為替レートと物価水準がどのような要因に左右されるかということを分析し、生産物市場および経常収支の不均衡が時間的な経過にともなってどのように変動するかということを見る。さらに生産物市場も外国為替市場も同時に均衡するような長期均衡を分析し、その安定条件を求める。この不均衡的動学体系の安定条件として、外国通貨および在庫に対する取引需要が、総資産を通じての効果に比して小さいということが示される。安定条件が必ずしもみたされないときには、不均衡調整過程に関してさまざまなタイプが求められ、清滝モデルが現実的状况を説明するための有効な分析用具となり得ることを示唆する。一般に外

貨、在庫の残高については、安定的かつスムーズな調整がなされるが、経常収支と生産物市場についてみると、〈赤字、インフレーション〉あるいは〈黒字、デフレーション〉の局面について不均衡状態が持続される傾向をもち、〈赤字、デフレーション〉あるいは〈黒字、インフレーション〉の局面については、大幅な不均衡の持続は一般に起きないが、不均衡の調整過程においてオーバー・シューティングの起きる可能性をもつ。

第Ⅱ部は為替市場メカニズムの動学的な分析に関して、新しい理論的なアプローチを展開する。まず第5章「先物為替市場と財政・金融政策の効果」(小谷論文)においては、国際間の資本移動が完全であるという前提の下で、先物為替市場の存在が財政・金融政策の効果に対してどのような影響を及ぼすかという問題を考察するために、一つの新しい動学モデルの構築が試みられる。

上にふれたように、資本移動が完全であるときに、変動為替相場制の下における財政・金融政策の効果については、ロバート・マンデルの古典的労作が存在するが、その理論的前提条件は必ずしも現実の状況に的確に対応するものではない。とくに、人々が現在の為替レートが将来にわたって同じ水準の下で維持されるという期待に関する条件が設けられ、しかも国際間の資本移動にともなって流出入する資本の蓄積効果が明示的に取り扱われていない点が問題点としてあげられよう。

小谷モデルは、先物為替市場が存在する場合のマクロ経済モデルを構築し、上記の問題点を解決し、財政・金融政策の効果および外国経済が国内経済に及ぼす短期的ならびに長期的影響を分析する。直物・先物為替市場間の裁定にともなって起きる資本の流出入を明示的に取り入れ、マンデルの古典的な結論に対してどのような修正が加えられなければならないかを考察する。小谷モデルは、基本的には為替レートの決定に関するアセット・アプローチにもとづくものであるが、直物・先物為替の需給を貿易取引と関連づけ裁定的国内証券の概念を導入することによって、資本の流出入の額を確定化するという点に大きな特徴がみられる。したがって、短期的な効果をみるとき、財政政策を変えたとき国民所得水準もまたそれに対応して変化し、しかも金融政策の効果は、マンデルの場合と異なっても必ずしも大きくないことが示される。財政政策の長期的効果は短期のそれに比して大きくなる。これに反して、金融政策の長期的効