

『金融研究』（第12巻第1号）所収論文の紹介

日本銀行金融研究所では、その研究成果を広く外部に公表することを狙いとして、『金融研究』を発行している。以下は、第12巻第1号（平成5年3月発行）所収論文の概要を紹介したものである。

1. 本号の概要

金融研究所では、昨年12月に「金融理論の展開と金融政策の課題」をテーマに金融研究会（パネル・ディスカッション）を開催した。本研究会の目的は、金融研究所の設立十周年にあたり、この間の金融理論の展開や金融・経済情勢の推移を踏まえ、政策運営への含意を探ること等にあった。本研究会ではセッションを2つに分け、①為替レートの国際収支調整機能や国際協調等についての国際金融面、②金融政策の最終目標やマネーサプライ・コントロールのあり方等についての国内金融面、それぞれについて議論を行った。本号では、当日の討議の模様を簡単に紹介するとともに、報告論文、コメント論文を掲載している。

2. 報告論文

（1）変動為替レートと経常収支調整

—— 貿易財価格を巡る1980年代の経験と理論的發展

高木 信二

（大阪大学助教授）

本論文は、1980年代における経験を踏まえ、貿易財価格の役割を中心に、変動為替レートと経常収支調整との関係についての最近の理論的發展を概観したものである。

1980年代には、主要先進国間の名目為替レート的大幅変動にもかかわらず、経常収支不均衡の調整が十分に進まなかったことから、為替レート変動の経常収支調整機能に対する疑問が生まれており、とりわけ名目為替レートの変化が貿易財価格に反映されていない（輸入財のパススルーが不完全である）点が問題となっている。本論文では、これを説明するための理論的試みとして、不完全競争下における企業の価格決定についての研究が進んでいることを指摘し、為替レートの変動に応じて輸出企業が収益マージンを変動させる企業行

動をモデル化した「ヒステリシス（履歴効果）」と「市場別価格設定行動（pricing to market, P T M）」の議論を紹介している。

（2）変動相場制の経験と国際金融理論

新開 陽一

（大阪大学教授）

本論文では、プラザ合意後の為替レートの動きや昨年秋の欧州通貨の動揺を踏まえて、為替介入の効果、マクロ政策の国際協調、および国際通貨制度のあり方について、理論的整理を行っている。

為替介入の効果については、プラザ合意以後の協調介入が一定の効力を発揮してきたとの認識に立ち、学界の一部で「期待要因」に着目して介入の有効性を再評価する動きがみられる。そうした方向での最近の研究としては、「ターゲット・ゾーン理論」や「シグナル論」などがある。しかし、理論・実証両面における「期待要因」の処理にかかる手法上の難しさから、介入の有効性に対する疑問も根強い。

マクロ政策の国際協調についてみると、各国の政策当局間や国内の政策当局間（例えば政府と中央銀行との間）に一国の厚生関数や政策の効果に関する「モデルの差」が存在する現状においては、国際協調は大国が利己動機を発揮するための口実に利用されやすく、協調の美化は危険である。しかしながら、「モデルの差」が比較的小さいと考えられるルール整備的な分野での協調は、より現実性が高いと考えられる。

最後に、国際通貨制度のあり方については、まず、欧州についても、最適通貨圏としての条件が必ずしも整っているとはいえない。まして日独米が最適通貨圏を構成するとは考え難く、単一通貨や固定相場制の実現よりは変動相場制の維持が現実的と思われる。

(3) 新しい経済環境の下での金融政策の課題について

福田 慎一
(一橋大学助教授)

本論文は、1980年代後半以降の金融政策運営を踏まえ、資産価格と金融政策目標の関係を中心に、金融政策が直面している課題について展望している。

裁量的金融政策の有効性に対する批判の根拠としてしばしば引合いに出される政策効果のラグの存在を考えると、1980年代後半の金融緩和およびその後の引締めはタイミングを逸したものであり、かえって経済変動を増幅したとの見方が可能である。しかし一方では、実質金利でみればこの時期は過去と比較してより安定的であり、また計量分析の結果からみて資産価格変動は实体经济に大きな影響を与えてはいないと思われる、この時期の政策運営の評価は一義的には定まらない。

資産価格の変動においては投機と期待が重要な役割を果たしている。この点を考えると、仮に現時点で金融緩和を行ったとしても、これが資産価格上昇につながる可能性は低く、これによる景気刺激効果は小さいと思われる。さらに、現実の金融市場において信用割当が発生している状況では、金利のみを指標とするのではなく、マネーサプライに代表される量的指標にも注目していくことが望ましい。

(4) マネーサプライ・コントロールを巡って

植田 和男
(東京大学助教授)

本論文は、1980年代後半以降のマネーサプライの大幅変動を踏まえ、マネーサプライ・コントロールのあり方を中心に、マネーと金融政策の関連についての論点整理を行ったものである。

金融市場と財市場の均衡が同時に決定されるモデルにより、①マネーサプライをコントロールするためには、ハイパワード・マネー (H P M) を操作変数とする方法と、短期金利を操作変数とする方法があること、②前者による場合、マネー

の水準はほぼ完全に政策スタンスによって規定されるのに対し、後者による場合、マネーの水準は短期金利だけでなく、銀行の貸出関数や非銀行部門の貨幣需要関数のシフトによってもさまざまに変化し得ることを示し得る。また、ほとんどの中央銀行が短期金利の大幅変動を嫌ってH P Mコントロールではなく、短期金利コントロールを行っているのは事実であるが、一方で、短期金利コントロールは通貨需要関数、貸出関数が大きくシフトした場合にはマネーの大幅変動につながりやすい。

このモデルに基づいて1980年代後半におけるマネーの大幅な増加の背景を分析すると、資産価格の上昇期待に伴う企業の借入れ需要の増大や「中途半端な自由化」の下での両建て取引の活発化が、この時期のマネーの大幅増加の主因とみられ、仮に日本銀行がこの時期にH P Mコントロールを行っていたとすれば、マネーサプライや資産価格の大幅な変動はかなりの程度回避できたのではないと思われる。

3. コメント論文

上記のほか、以下のコメント論文を掲載。

(1) 報告論文に対するコメント

香西 泰
(日本経済研究センター理事長)
伊藤 元重
(東京大学助教授)
堀内 昭義
(東京大学教授)

香西 (以下、敬称略) は上記4論文に対するコメントを行い、伊藤は高木ならびに新開論文 (国際金融関係)、堀内は福田ならびに植田論文 (国内金融関係) に対するコメントを行っている。

(2) 総括コメント

館 龍一郎
(青山学院大学教授・東京大学名誉教授)

・『金融研究』所収論文の内容や意見は執筆者個人に属し、日本銀行あるいは金融研究所の公式見解を示すものではない。

・『金融研究』(第12巻第1号)は日本信用調査株式会社より販売、定価1,030円。