

第3回国際コンファランス

「経済の安定をめざして——最適な通貨制度と政策運営」*

I. コンファランスの概要

日本銀行金融研究所は、さる6月3日から5日の3日間、「経済の安定をめざして——最適な通貨制度と政策運営」をテーマとして第3回国際コンファランスを開催した。¹⁾

今次コンファランスの特徴点としては、①2年前に決定したテーマが今日の世界経済および政策運営にとって最も切実な課題と合致したこと、②論文報告者にはいずれも現代の第一人者と目される学者を確保できたうえ、各国中央銀行のシニア・メンバー(副総裁2名を含む)ならびに国際機関のチーフ・エコノミストが勢揃いしたこと、²⁾ ③論文報告者の国別バランスには従来以上に配慮したこと、³⁾ ④討論の事実認識を共通化するとともに主催者の問題意識を鮮明にするため、当研究所から導入報告を行った

こと、などを挙げるができる。

今回のコンファランスは、従来と同様、5つのセッションに分けて運営された(詳細は参考1)。まず第1セッションでは、冒頭に澄田総裁よりコンファランス参加者に対する歓迎の意およびコンファランスの狙いが述べられたあと、Tobin、Meltzer 両顧問が、それぞれ「経常収支の不均衡を確実に是正するメカニズムは存在するか」、「通貨の安定と通貨管理方式の改革について」と題する基調講演をおこなった(Ⅱに翻訳を掲載)。続いて金融研究所(鈴木所長)より、主要5か国の経済変動の実態に関する統計的分析を提示した。このような一連の問題提起および事実の提示をうけて、第2セッションでは「1973年以降における各国マクロ経済不安

* ここに掲載するのはコンファランスの概要および2つの基調講演であるが、このコンファランス関係の資料(基調講演のほか、提出論文、コメント論文、要約報告等)は全て取りまとめのうえ、*Toward a World of Economic Stability: Optimal Monetary Framework and Policy - Proceedings of the Third International Conference* (英文議事録)として東京大学出版会より1988年春刊行の予定。

- 1) 第1回国際コンファランスは58年6月初に「現代における金融政策の役割」をテーマとして、また第2回は60年5月末に「金融革新と金融政策：アジアと西欧」をテーマとして、それぞれ開催。
- 2) 討議参加者は、金融研究所海外顧問(Tobin イェール大学教授、Meltzer カーネギー・メロン大学教授)をはじめとする世界の有力学者(15名)、海外中央銀行(16か国20名)・国際機関(3機関4名)の代表者、国内学者(4名)、日本銀行関係者(5名)の計48名(参考2)。
- 3) 論文報告者6名を国別にみると、米国3名、カナダ、スイス、日本各1名(前回は米国4名、日本、香港各1名)。

定化の原因」、第3セッションでは「1980年代における国際収支インバランスの原因」といった国内および国際的な諸問題が討議され、続く第4セッションでは「経済安定のための最適な通貨制度と政策運営」という規範的な問題を巡って討議が行われた。最後の第5セッションは、コンファランス全体の総括討議に充てられた。

今次コンファランスにおける討議は始終極めて活発であったうえ内容のある発言が多く、また討議対象となった問題も著しく多岐に亘っているが、討議の概要を整理すれば、およそ以下のとおりである。

(1) 1973年以降における各国マクロ経済（経済成長率、物価等）不安定化の主因は第1次、第2次石油危機などのサプライ・サイドにおけるショック（リアル・ショック）である。こうした共通のショックの下においても、金融財政政策の対応いかんによって経済の不安定化度合には差異がみられる（特に1980年代初以降の米国の大幅な政策シフトは、他国にも不安定要因として波及）。一方、固定相場制からフロート制へ移行したことは、各国マクロ経済のパフォーマンス安定化に寄与し、その悪化要因ではなかった。

(2) 1980年代における国際収支インバランスの原因は、主として米国と日本、欧州との間での財政政策の乖離（policy divergence）にあるという見方が一般的であった。ことに、国際的な資本移動が活発化している下では、そうした財政政策の乖離が大幅な為替相場の変動とそれを通ずる経常収支インバランスの拡大をもたらすことについても大方の合意がみられた。

(3) 従来のマネタリー・ターゲッティング政策については、主要国の経験に鑑みると、こうした政策は当局の政策意図を明確化する上で必要なものであり、また政治的圧力の排除のため

にも有用であったとの評価がなされた。こうした政策による経済の安定化のためには、中央銀行に対する国民からの信頼（credibility）が重要であり、そうした信頼は物価安定の実績の積み重ねで出来上がることが重ねて強調された。

(4) 国際通貨制度のあり方としては、現行の管理されたフロート制は、固定相場制に比べ各国経済の安定性を全体として増すものであるとして、そのフレームワークを維持すべしというのが多数意見であった。また、一部には国際的な政策協調を引き出すための手段として為替相場のレファレンス・ゾーンを用いる考え方が示された。

(5) 国際収支のインバランスについては、貯蓄超過国から投資超過国に対する資本の流れであるから、国際的な資源配分の効率性の観点からみて、特に問題視すべきことではないとの見方も一部にはみられたが、米国の大幅な経常赤字は、基軸通貨であるドルの急落とその世界的な悪影響、保護主義抬頭など懸念すべき事情を伴うものであるため長期的には維持不可能であり、是正を要する問題であるとの見方が一般的であった。

(6) 活発な資本移動を伴うフロート制の下では、政策の対外的な波及効果は金融政策と財政政策の間で大きな差があることが認識された（例えば、緊縮的な財政政策は、対外面で大きな効果を持つ。一方、金融引締め政策の場合には、対外的な波及効果がどうなるのかは不確定）。⁴⁾ このため国際的な政策協調の必要性は、両政策の間で大きな差異のあることが強調された。財政政策については、米国の財政赤字削減の必要性については共通の認識がみられたが、日本、欧州もこれと同時に財政拡張をすべきか否かについては見解に濃淡の差があった。この間、税制改革等によって経済構造の調整を行うことの必要性を強調する意見もあった。一方、

金融政策は、各国の国内事情に関する判断を中心として運営されるのが適当とする見解が一般的であった。

(7) 相互依存関係が強まっている世界経済を安定化させるためには、国際的な政策協調の方

途を探っていくことが必要であることが確認された。また、その形態としては、厳密な政策ルールの共通化は無理としても、緩い形の協調的政策行動で十分に意味があるという点で合意がみられた。

4) 活発な資本移動を伴うフロート制の下での金融財政政策の効果を整理すれば、下表のとおりである。(⊕印は増加、⊖印は減少を示す)。

	国内景気		輸 入		経常収支の 変化 (対外的波及) (A)-(B)-(C)
	内需	(A) 金利→ 為替相場 →外需 (輸出)	(B) 内需 →輸入	(C) 金利→ 為替相場 →輸入	
金融引締め	⊖	⊖	⊖	⊕	不確定
財政緊縮	⊖	⊕	⊖	⊖	黒字化

なお、金融引締めに伴う経常収支の変化の方向は上記のとおり不確定ながら、その変化幅は財政緊縮の場合と比べて小さい。

プログラム

日	時	セッション	議長	報告書	ディスカッサント
6/3 (水)	午前 (10.00 - 12.30)	I Opening Address (開会の辞) Keynote Speeches (基調講演) Introductory Presentation (導入報告)	鈴木淑夫 (日本銀行金融研究所長)	澄田 智 (日本銀行総裁) James Tobin (イエール大学教授) Allan H. Meltzer (カーネギー・メロン大学教授) 鈴木淑夫 (日本銀行金融研究所長)	
	午後 (14.00 - 17.00)	II The Causes of Domestic Instability since 1973 (1973年以降における各国マクロ 経済不安定化の原因)	Hugh Patrick (コロンビア大学教授)	Michael Parkin (ウェスタン・オンタリオ大学教授) Stanley Fischer (マサチューセッツ工科大学教授)	Eduard Bombhoff (エラスムス大学教授) Choi Yeon-Jong (韓国銀行統計局長) William R. White (カナダ銀行顧問) John L. Scadding (サンフランシスコ連銀上席副総裁 兼調査局長)
4 (木)	午前 (9.30 - 12.30)	III The Causes of International Imbalances in the 1980s (1980年代における国際収支イン バランスの原因)	P. David Henderson (OECD調査統計総局長)	Jurg Niehans (ベルン大学教授) Jeffrey D. Sachs (ハーバード大学教授)	小宮隆太郎 (東京大学教授) Edwin M. Truman (連邦準備制度国際金融局長) Rainer Stefano Masera (イタリア銀行調査総局長) Jacob A. Frenkel (IMF調査局長兼経済顧問)
5 (金)	午前 (9.30 - 12.30)	IV Optimal Monetary Regime and Policy Management for Economic Stability in the Future (経済安定のための最適な通貨制 度と政策運営)	Peter Fousek (ニューヨーク連銀上席副総 裁兼調査局長)	Robert J. Barro (ロチェスター大学教授) 浜田宏一 (イエール大学教授)	Georg Rich (スイス国民銀行調査局長) John H. Makin (AEI財政政策研究部長) Philippe Lagayette (フランス銀行第二副総裁) John S. Flemming (英蘭銀行総裁兼経済顧問)
	午後 (14.00 - 17.00)	V Summary Presentation and General Discussion (総括および一般討論)	Horst Bockelmann (BIS金融経済総局長兼経 済顧問)	John B. Taylor (スタンフォード大学教授) Andrew D. Crockett (IMF調査局次長)	

参考2 国際コンファレンスの討議参加者一覧

1. 海外中央銀行・国際機関 (24名)
- (北米)
- 連邦準備制度理事会・国際金融局長
ニューヨーク連銀上席副総裁・調査局長
ホストン連銀調査局
シカゴ連銀第一副総裁
サンフランシスコ連銀上席副総裁・調査局長
カナダ銀行顧問
- (欧州)
- ベルギー国民銀行調査局顧問
イングランド銀行総裁経済顧問
フランス銀行第二副総裁
ドイツ・ブンデスバンク副総裁
イタリア銀行調査総局長
オランダ銀行内国調査局長
スウェーデン・リクスバンク貸出市場局長
スイス国民銀行調査局長
- (大洋州)
- オーストラリア準備銀行人事局次長
ニュージーランド準備銀行調査局長
- (アジア)
- 中国人民銀行外事局長
インドネシア銀行銀行調査計画局次長
韓国銀行統計局長
マレーシア中央銀行調査局次長
- (国際機関)
- BIS金融経済局長兼経済顧問
IMF調査局長兼経済顧問
" 調査局次長
OECD調査統計総局長
- Edwin M. Truman
Peter Fousek
Richard Kopcke
Daniel M. Doyle
John L. Scadding
William R. White
- Serge Bertholome
John S. Flemming
Philippe Lagayette
Helmut Schlesinger
Rainer Stefano Masera
Jacob Koning
Mats Josefsson
Georg Rich
- Peter S. Ferguson
Grant H. Spencer
- Che Peiqin
Deddy Nurjaman
Choi Yeon-Jong
Awang Adek Hussin
- Horst Bockelmann
Jacob A. Frenkel
Andrew D. Crockett
P. David Henderson
- 小宮隆太郎
宇沢弘文
新開陽一
植田和男
2. 海外学査 (15名)
(日本銀行金融研究所海外顧問)
イエール大学教授
カーネギー・メロン大学教授
(ペーパー提出)
ウエスタン・オンタリオ大学教授
マサチューセッツ工科大学教授
ベルン大学教授
ハーバード大学教授
ロチェスター大学教授
イエール大学教授
- James Tobin
Allan H. Meltzer
- Michael Parkin
Stanley Fischer
Jurg Niehans
Jeffrey D. Sachs
Robert J. Barro
浜田宏一
- John B. Taylor
Andrew D. Crockett)
3. 国内学者 (4名)
- 東京大学教授
" 教授
大阪大学教授
" 助教授
4. 日本銀行金融研究所関係 (4名)
- 研究所長
研究所副所長
研究第1課長
特別顧問
- 鈴木淑夫
重原久美春
岡部光明
館 龍一郎
5. その他日本銀行関係
- 調査統計局長
南原 晃

Ⅱ. 基調講演

「経常収支の不均衡を確実に是正するメカニズムは存在するか」

ジェームス・トービン*

1. はじめに

かつて我々の世代に属する経済学部の学生は、国際収支の調整 (international payments adjustment) という理論を学んだ。国際収支の不均衡に対しては、少なくとも原理的にはそれを自動的に是正するメカニズムが存在することを知って驚いたものである。国際収支の調整メカニズムというテーマ、さらにはそうした用語法は、今日では、「開放マクロ経済学」あるいは「多国間マクロ経済学」とでも呼ぶべき理論の中に組み込まれてしまっているが、いまなお教科書の中に健在である (例えば1980年刊行のドーンブッシュによる教科書を見よ)。今日の国際経済の動きやそれを基に経済学者が構築している国際経済のモデルはいずれも、我々が学生時代に学びそして信じていたものよりも遙かに複雑なものとなっている。しかしながら、基調講演者には大雑把な形で全体の印象を述べるということも許されるであろうから、以下では、国際収支の調整メカニズムに関するいくつかの考え方を振り返るとともに、そうしたメカニズムが今日の世界に果たして妥当するかどうかを考察することとしたい。

こうした検討を踏まえれば、国際収支の不均衡を確実に是正するメカニズムが存在するという見解には懐疑的にならざるをえないというのが私の結論である。こうした結論は、はっきりと口に出して述べられることは余りないにしても、経済学者のほか、とくに国際金融の実務家や政策当局者の間には広く行き亘った共通の認識ではないかと思われる。今回このコンファランスが開催されることになったのも、こうした共通認識があるからこそであるといっても間違いであるまい。今日、世界的な規模でマクロ経済政策の協調の必要性が叫ばれているのも、そうした政策協調なくしては国際経済システムは均衡し得まいという強い懸念が存在する証左であるといえる。ここでいう懸念とは、国際収支の自動調整メカニズムはその作用が弱いかまたはスムーズには機能しないということ、あるいはそのメカニズムは協調性のない各国の経済政策によってしばしば妨害されないし歪められるということを指している。

政治家の行動といえども独自性があるわけではなく、結局経済の変動全体の中で決まってくるにすぎないという考え方があり、アッサー・リンドベックはこれを「内生的な政治家」

* 米国イェール大学教授および日本銀行金融研究所海外顧問

（“endogenous politicians”）と呼んでいるが、こうした性格の政治家を想定する限り、政策的な対応と市場的な対応を区別することは困難であろう。内生的な政治家が先進国首脳会議（サミット）のため今月ベニスに集まるが、彼らの対応策の1つとして有効な政策協調が持ち出されることにはなるまい。現代におけるこうした政策調整の考え方とは対照的に、かつては、各国に裁量的な政策実施（それが協調的か非協調的であるかを問わない）の余地を余り与えないことこそが、良きにつけ悪きにつけ国際収支の調整メカニズムであると考えられていた。

以下では、名目および実質両方のショックに対し、国際収支が短期的、および長期的にどのように調整されるかを議論しよう。但し、これら2つの区別は相互に関連を持つものである——例えば、名目ショックとこれに対する調整は短期の場合により重要である。

2. 各国間における物価水準の調整の必要性

前述したようにかつての時代には、国際収支不均衡の短期的な調整メカニズムは、主として、赤字国と黒字国の絶対的な物価水準の変化（これは両国間の相対価格の変化を意味する）を通じるものであると考えられていた。さらにケインジアン理論によって閉鎖経済の分析と同様、国際的な側面においても産出高と有効需要の変動を通じる国際収支の調整メカニズムが加わることとなった。しかしながら、以下に示す理由から、こうした調整メカニズムのみでは不十分であると考えられた。

当時の国際収支調整の議論は、専ら経常収支の不均衡は正という点に力点が置かれていた。こうしたことになったのは恐らく、資本移動は公的決済勘定と短期貿易金融を除けば、為替管理やその他の障壁によって制限されていたから

であろう。国際収支不均衡の問題は次のように提起された。すなわち、いま、比較優位の変化（貿易国間における嗜好、技術、資源の不均一な変化）、あるいは、貿易国間の通貨量ないし流通速度の不均一な変化によって貿易収支の不均衡が生じているとしよう。この場合、均衡を回復するには何が起こればよいかというのがその問題である。

こうした問いに対する最も古典的かつ単純な解答は、金本位制における金の流出入を通じる調整メカニズムである（ここでは金が基本的に世界共通の国際通貨となっている）。すなわち、金は、赤字国から黒字国へと流出することになり、この場合、貨幣数量説に従って物価は前者において低下する一方、後者においては上昇することとなる。仮に、不均衡を招いたショックがリアルなショックであったならば、こうした貿易国間の相対価格の変化は、財・サービスに対する世界の需要を黒字国の財・サービスから赤字国の財・サービスへとシフトさせる。こうした需要のシフトが貿易不均衡を解消することになる。仮にショックが永続的なものであれば、新しく成立する相対価格も永続的なものとなる。ひとたびこうした新たな相対価格が達成されれば、それは国際収支面における新たな均衡を持続的なものとしよう。なお、以上の議論は、各国が代替不完全な異なる財を生産していることを前提としている。

上記のメカニズムは、固定相場制の場合、すなわち各国の政府、中央銀行、民間銀行システムが金またはその他の国際的な交換手段の保有量以上にマネーサプライを増加させることも可能な制度の場合においても、本質的に同様である。この点、金為替本位制ないしブレトン・ウッズ体制を想起して頂きたい。但し、ここでは、貿易収支と金あるいは準備通貨保有量とのリンクの程度は金本位制の場合に比べ緩いものと

なっている。すなわち、銀行や個別企業は各国の通貨を交換することが可能であり、中央銀行や政府はそうした交換に関して政策的に管理することができる。このように各国では——特に黒字国において非対称的な対応がなされる場合が多い——国際収支不均衡によって生じる国内の物価水準の調整を遅らせたりまたは回避したりすることができる。こうした状況では、物価を通じる国際収支の調整メカニズムを弱めようとする動機が存在するうえ、そうした行動も防ぎえない。このため、「ゲームのルール」が導入され、そうした価格による調整メカニズムを強化することとなったわけである。しかし、ルールはあくまで非公式のものであり、守られないこともしばしばあった。

銀行および中央銀行の行動は、金融的なショックを発生させる。物価を通じる国際収支の調整メカニズムは、こうした金融的なショックに対しても有効であると考えられる。ある地域の通貨供給量の増加あるいは流通速度の上昇は、その地域の物価水準を上昇させ、金またはその他の準備通貨を流出させるとともに貿易赤字をもたらす。貿易赤字が生じた国のマネーサプライは、各国間の相対価格が安定的な均衡状態を回復するまで抑制される。こうした特定の国の価格上昇はたいてい一過性のものであることが多いが、物価水準を通じる収支調整が完了した時点では、世界全体としての物価水準は、ある比率だけ上昇した状態となっている。その場合の世界物価の上昇率は、当初ある特定国で生じた金融ショックによってもたらされた世界全体のマネーサプライの増加率に等しくなる。

これは、近代の理論では、1財を対象とする購買力平価の世界として述べられたものであるが、基本的には「国際収支のマネタリーアプローチ」といえる。(1財を対象として購買力平価

を仮定したところで、これが国際収支理論にとって有力な基礎になるとは思えない。まずその仮定は、ある国においてアブソープションの過剰が存在し他国でアブソープションの不足が存在するという場合を除いては、国際貿易にとって何らの理論的基礎も提供し得ない。そうしたアブソープションの差異という現象は、金融的なショックに対する中立的な調整についてと同様、国際貿易において「一物一価の法則」を無理に導入しなくても取り扱うことが可能である。)

物価水準の変動を通じる調整メカニズムは、フロート制（各国の不換通貨の間の為替レートが市場メカニズムによって決定される制度）の下における国際収支の不均衡是正に際しても中心的な役割を果たす。赤字国の通貨は黒字国の通貨に対して下落する。リアル・ショックが発生した場合にも、各国間の相対物価は変化するが、ただこの場合には、名目価格が必ずしも変化しない国もありうる。同様に、金融的なショックの場合は、ある国において物価が上昇すれば、それは、一方でその国の為替レート減価を通じてその国の物価の国際的にみた均衡関係が維持されるため、国内実体経済に何ら影響を与えない。

こうしたフロート制の理論が、国際収支の調整メカニズムについて、それ以前の理論と同じ結論を得るうえでは主要な仮定が置かれている。それは、名目通貨供給量、物価、および為替レートは中立的であり、また各国の通貨はベールであり、さらに相対価格及び絶対価格はともに完全に伸縮的である、という仮定である。こうした仮定は「古典的な2分法」と呼んでもよいものであるが、これを信ずるにもかかわらず一方では、ある国内的または国際的な通貨制度が他の通貨制度よりも望ましいとか、ある国の物価あるいは為替相場の変動によって各国間

の相対物価の調整がなされるまたは妨害されるかが問題になるとか、インフレやデフレが気になるとかといった議論を行っている。だが、これは理解に苦しむところである。

こうした議論に対しては、商品貨幣と不換紙幣では話がちがうという異論を唱え得ることは承知している。すなわち、上で議論された同等性というのは、不換紙幣を用いる通貨制度についてのみあてはまるという反論である。確かに金本位制の下では、1国あるいは世界全体について金以外の商品の価格が変化すれば、それは相対価格とその生産量を通じて経済にリアルな効果を持つ。しかし、これは、産金国の場合を別とすればあまり重要な問題ではないと思う。

名目変数が実物部門の諸変数に何ら影響を及ぼさないという古典的ないしワルラス的な仮定を落として考えるときには、通貨制度や国際的なゲームのルールとしてどのようなものを選択するかは重要な問題になってくる。国際収支を均衡化させるために各国間の相対物価の変化を引き起こすには、名目為替レートを変化させることが最も素早いかつ最も苦痛の少ない方法であるというのが、フロート制の論拠であった。ここでは、名目賃金と物価は比較的硬直的であるから、名目為替レートの変動は実質為替レートの変動につながると仮定されている。一方、こうした賃金や物価の硬直性は、固定相場制の下では、必要な物価水準の調整を遅らせるか不十分なものにする要因となっている。平価を変更することによって非連続的に対応することも可能ではあるが、そうした平価の変更はその前後に投機をもたらすので追い込まれた決定となる。そして、通常は平価変更の決定はあまりにも遅れる一方、為替相場はしばしばアンダー・シュートないしオーバー・シュートすることになる。

何事につけてトレード・オフということがつき

ものである。伸縮的な為替レートは正しい信号と同様誤った信号も発信しうるのである。投機的な動きは、基本的には何ら変化が必要でない場合にも各国間の相対物価を変化させうるし、また為替レートが大幅に変動すれば、取引主体にとっては生産、販売、購入などの計算や意志決定を行う場合に必要な相対価格の情報について混乱が生じることにもなる。不運にも、「変更可能なベッグ制」すなわち一時的に相場を固定する制度は、これらの問題を真に解決するものではない。全世界に共通する本当の意味での世界通貨が存在すれば、これらの問題は解決されようが、現在の諸制度、法律、税制、政治体制等は、そうした世界通貨が可能になるには余りに差異が大きい状況にある。

3. 物価を通じる調整メカニズムについての障害

1973年以降のフロート制の下では、名目為替レートは大幅な変動を示してきており、この間はほとんどの時期において実質為替レートも名目為替レートとともに変動してきた。しかしながら、最も経済力のある主要先進国は、国際収支の不均衡を是正するという責務を実行するに際し、物価水準の調整を通じるメカニズムを十分活用することには消極的であったといわざるをえない。米国、西ドイツ（同国はECおよびEMSに対してマクロ経済政策の協調を呼びかけている）、英国そして日本においては、政府や中央銀行は、国として選択した国内物価指数の経路を何としても維持しようとの決意で臨んでいる。

英国は、この数年間、国内の物価に対して緩やかなデイスインフレ圧力をもたらすような為替相場の水準を維持すべく金融政策を運営してきた。西ドイツ、日本という経常収支の大幅黒字国は、現実には政策がデフレをもたらしてき

たにもかかわらず現在のマクロ経済政策からの路線変更には消極的である。米国の政策当局は、一層のドル安は輸入品ないし国際商品のドル建て価格の上昇につながるとしてこれを惧れている。

これらの政策対応は決して目新しいものではない。ブレトン・ウッズ時代には、平価の切下げないしは切上げという調整がそうした対応によって妨げられていたのである。例えば、1960年代の初期、米国は、経常収支は黒字であったものの、公的決済勘定は赤字を出していた。米国のインフレ率はわずか2%であり、完全雇用の状態にもなった。西ドイツおよびその他の黒字国は、蓄積した外貨準備を用いて物価を上昇させる政策を採ろうとはしなかったし、また自国通貨の切上げにも消極的であった。仮に、これらのうちいずれかの措置がとられていれば、米国の貿易収支は、資本流出と一方的移転支出に見合うだけの大幅な黒字となっていたであろう。こうした国際収支調整の行き詰まりは、その後も打開されることなく推移し、ニクソン政権がしびれを切らし、ブレトン・ウッズ体制を崩壊させるという不幸な時期に至ってようやく解決されることになった。

各国間の物価水準に関しては、物価水準とインフレ率の間に混同がみられることが正しい理解にとってひとつの重要な障害となっている。1度限りの物価指数の上昇は必ずしも持続的なインフレーションや物価水準の加速の上昇を招くわけではない。こうした1回限りの物価上昇は、しばしばある特定の価格を釣り上げるようなショック、すなわち相対価格を変化させるようなサプライ・ショックから生じる。不幸な経験といえるが、1970年代の石油価格の上昇がその代表例である。同様に、カルテル的統制が弱体化した結果生じた最近の石油価格の下落も、好ましい大きなショックであったといえよう。

いずれのケースも、ショックは、毎年繰返される種類のものではなかった。オイルショックに伴う過渡的なインフレや、1986年のディスインフレは本来一時的なものであった。にもかかわらず、70年代のオイルショックに対して各国は、それがあたかもダイヤモンドプル・インフレであるかのように金融引締め政策によって対処した。

1981-85年の間、米国はドル高による物価引下げ効果享受した。こうした効果は、米国の貿易赤字を是正するうえではむしろ逆転させなければならないものであるが、連邦準備制度は為替レート下落によって国内物価が上昇する方を惧れている。為替レート下落による物価の上昇は一度限りのものであり、またこうした物価水準の上方修正は、1980年代初期に諸外国から借入れた負債の返済額を、事実上、下方修正することになるにもかかわらず、連邦準備制度は物価の上昇を惧れているわけである。結局、政策的には、ドルは高目の金利によって防衛すべきであるということのようであるが、こうした政策は、既に停滞気味であった米国経済の回復をさらに遅らせることとなっている。こうした政策の1つの狙いは、輸入物価の上昇を国内物価の下落で相殺することにある。またより重要な狙いは、為替レート下落による輸入物価の上昇が、賃金・物価の悪循環を引き起こすリスクを予防することにある。

1970年代の例は、こうした政策が必ずしも非合理的な対応ではないことを示している。しかしながら、如何に経済が不振であったとしても、また、如何に潜在的な賃金上昇率やインフレ率が低かったとしても物価指数の上昇は一切認めないという前提のみに立って政策運営を行うことは、景気後退に陥るために政策運営を行っているようなものである。そのうえ、こうした価格ショックに対する各国中央銀行の反応の仕方

は非対称的である。今日の日本とヨーロッパは、1981～85年の米国と同様、為替相場上昇によるデysinフレないしデフレを受入れながらも、それを埋め合わせるような拡張的政策を講じてはいない。物価上昇に対しては歯止め効果が働くため、これが世界インフレと世界経済の拡大の双方を抑制することになっている。

各国の政策スタンスは民間経済主体の期待の中に織り込まれる。このことは現代の経済理論および経験が教えるところである。毎月発表されるインフレ率が芳しくないとのニュースが伝えられると金融市場は市況悪化という形で反応するが、これは、そうしたニュースがあれば中央銀行が引締め政策を行うことを金融市場は学んできているからである。実際、株式市場においては、中央銀行がインフレに懸念を抱けば金利を引上げるであろうとの期待があまりにも強く働くため、株価は、実質成長率や企業収益についての良いニュースに対しては値を下げ、一方、景気の停滞や後退懸念についてのニュースには、値を上げるといった反応をする。

フロート制支持論の主要な論拠は、1971年以前においては前述したように、国際収支の均衡化にとって必要な各国間の相対物価の変化を達成するに際して、名目為替レートによる調整の方が国内の名目賃金や物価を通じる調整に比べてより速くかつより苦痛の少ない方法であるという点にあった。言うまでもなくこの議論では、為替相場が固定されている時には名目賃金や物価の硬直性が調整を妨げないし遅らせるということが仮定されている。一方、フロート制の下では、名目賃金や物価にこうした硬直性があるからこそ、名目為替レートが変動した場合に実質為替レートも効果的に変動すると期待されているのである。輸入物価（国内通貨建て）の動向が経済全体としての賃金や物価に波及するスピードが早ければ早いほど、このメカニズム

はより無力なものになることは明らかである。そのような価格変化の波及を遮断させる政策は国際収支の調整メカニズムを改善することになる。それは、市場の需給状況に対する各国の物価の感応度を高める政策を採った場合に、固定相場制の下では調整メカニズムが改善するのと同様である。平価切下げあるいは為替下落によって経常収支調整の効果を十分に発揮させるうえでは、賃金と物価の動向を安定化させる政策、すなわち国際的な物価水準からのフィードバックを遮断するような政策を行うことが本質的に重要であろう。物価スライド制の採用は最小限にとどめておくべきであり、少なくとも、交易条件効果を補填するような政策は排除すべきである。民間の協力を引き出すためにアメとムチをもって行う所得政策は、フロート制の下では、有力な根拠が与えられることになる。

4. 有効需要とアブソープションを通じる調整

各国間の相対価格を調整することは、国際収支の不均衡是正にとって1つの経路である。産出高、実質所得、雇用の変動を通じる調整はいま1つの経路といえる。これらの変動は、短期的には、名目賃金および物価が幾分かは硬直的であるために、有効需要の変動によって生じるものである。貿易不均衡を引起こすショックは赤字国における需要を減退させ、これに伴う所得および産出高の下落は輸入を減らす。同様に、黒字国では、需要の拡大圧力が生じ、これが輸入を増やす。しかしながら、基礎的な乗数理論によれば、たとえ金融政策当局が金利水準を一定に保つことによってそうした需要の変化に受動的に対応するとしても、こうした経常収支の調整メカニズムは完全なものにはほど遠い。なぜなら、乗数は限界輸入性向の逆数よりもはるかに小さいからである。輸入は支出フローから

の漏れの一部に過ぎないのである。一方、貯蓄と税制もまた重要である。

米国の貿易赤字は年間1500億ドル、GNPの3.5%にも達するが、それを解消するには、どの程度の規模のGNPの縮小が必要であろうか。米国の限界輸入性向が0.25（これは平均輸入性向の2倍である）であるから、貿易赤字の解消には年間6000億ドル、GNPの14%削減が必要であり、これは米国の失業率を優に2桁台に上昇させるだろう。また、日本の場合には、GNPの3%、輸入総額の20%に及ぶ貿易黒字を輸入の増加によって解消するとすれば、GNPを20%程度も拡大させなくてはならない。

中長期的には、さらに別の均衡達成メカニズムが作用し始めるかもしれない。経常収支の不均衡は、資産を赤字国から黒字国へと移転させるが、こうした資産の移転は、貿易および資本移動に対して、資産効果とポートフォリオ効果の二つの効果をもたらす。すなわち、資産の蓄積は、消費を刺激しこれが黒字国の輸入を増加させる。一方、資本勘定の面では、黒字国の外国資産に対する需要が減退し、これに伴って黒字国通貨の為替相場が上昇するので貿易黒字はある程度縮小することになる。赤字国は逆のプロセスがみられるので、経常収支の調整は強められることとなる。

しかしながら、経常収支の不均衡は、貯蓄性向、投資機会、成長率といった長期にわたる経済諸条件の差異を反映したものであるとも考えられよう。こうした観点に立てば、不均衡が消滅するだろうという保証はないし、また、消滅すべきであるという経済学的な根拠もおそらく見当るまい。次のようなシナリオを考えてみよう。儉約的なJ国は、投資に必要とされる以上の貯蓄を行う、すなわち、労働力の成長率および技術進歩率を所与とした場合、資本ストック

の拡大に必要とされる以上に貯蓄する。しかしながら、浪費的なU国はJ国のこうした超過貯蓄を必要としているとする。

こうした2国の差異を別の観点から表現してみると、J国では、望ましい「資産/所得」比率は望ましい「資本/産出高」比率を上回っており、その差は、J国の資産保有者の海外資産ストックに対する需要となっている。国内資産と海外資産はいずれも、J国の自然成長率で増加することになる。一方、U国では、望ましい「資本/産出高」比率は望ましい「資産/所得」比率を上回っており、その超過分は海外によって保有されている資本、ないし事実上海外債権者が設定した抵当となっている。仮に資本移動に制限がないとすると、両国の資本収益率（実質為替レートのトレンド勘案後）は等しくなるか、あるいは、両国において貯蓄者と借手のポートフォリオ選好を一致させるような資本収益率の関係がいずれにせよ成立する。この関係が、両国における資本ストックの量を決定することになる。為替レートは、経常収支がアンバランスとなることによって、貯蓄およびポートフォリオの需要が両国において充足させられるようにその経路が決定される。成長率がより速い国の通貨は上昇していくであろう。高貯蓄率で高成長の国が最終的には、低貯蓄率で低成長の国の資本ストックを全て保有してしまうことも考えられようが、恐らくこうした結末を招くような動きは、結局は何らかの要因によって阻止されることになろう。

こうした抽象的かつ推論的な議論——これが、今日の日米状態を真に表現しているとは思わないが——はこのくらいとし、以下では、現在我々が直面している具体的な調整の問題点に目を転じることとしたい。

5. 資本と貿易の流れを均衡させる調整プロセス

1980年代に入ってから各国の対応のまずさは、私がこれまで論じてきた不均衡の是正メカニズムに未曾有の負担を課すこととなった。負担の主な原因は、第1に、資産ポートフォリオと資産市場の国際化であり、第2に、主要国の財政・金融政策のポリシーミックスが極端であり、かつ各国間で極端に異なっていたことである。70年代に主要国が直面した国際マクロ経済上の問題の原因は、主として、海外から生じた外生的なものであり、平時にはあり得ないような大規模なショックであった。80年代においては、外的環境は好転してきている。80年代の総じて不芳な経済パフォーマンスにとってより重要な要因は、各国の政策と政策協調の失敗によるところがより大きい。

第2次大戦後、為替管理及び資本取引規制が徐々に撤廃されるにつれ、資産市場の国際化が進展し始めた。この10年間については国際化のペースが飛躍的に加速した。情報伝達とコンピューター技術の進歩が国際取引を円滑化し、そのコストを著しく低下させた。また、多国籍の銀行ないし金融機関の数も増加した。新しい国際資本市場が誕生し、新しい金融商品や取引が創出され、各国の新旧市場はリンクされることとなった。全ての国において金融の自由化が進展したことが、とりわけ国際的な業務の急拡大を可能にし、また促進した。主要通貨を対象としたオフショアの金融・資本市場も繁栄した。フロート制それ自体も、いくつかの通貨や国の動向を常時フォローするという仕事（それには、多通貨間の金融取引を行う投機家や裁定者を含む）を生み出した。金融業は一般に、最も優秀なビジネス・スクール卒業生、現代の企業家そして一流のオペレーターを吸収する活気

あふれる分野となり、さらには学問の世界でも成長分野となった。国際金融業務は金融業界の中でも驚くべき拡大をみたのである。通貨市場はニューヨークだけでも1日の取引量が1000億ドル以上にも及んでおり、この市場には日が沈むことはない。この点、日本における一連の海外証券投資規制の自由化の動きは極めて重要な出来事であった。

周知のように、1国の資本流出（流入）は、事後的にその国の経常黒字（赤字）に等しくならねばならない。市場における為替レート、金利、そして資産価格は、こうした均等条件からの事前的な乖離を事後的に一致させるように時々刻々と、また日々変化している（公的な資本移動や中央銀行による外国為替の売買は時としてこの均等化のための要因となる可能性がある。最近の数カ月間では、そうした規模は明らかに米国の経常赤字の規模に匹敵するものとなっており、均等化にとって重要であった）。また、「日々」より少し長い短期を考えた場合は、上で議論した他のマクロ経済諸変数も重要な役割を果たす。

為替レート、金利、資産価格は、貿易やその他の経常収支項目に対するショックによって変動するほか、各国資産や通貨に対する国際的な需要にショックが生じた場合にも変動しうる。これが、現在の状況を議論する上で重要なポイントである。今日の世界金融市場における金融資産の流動性を所与とし、かつ資産需要を左右する期待は本質的に大幅変動しうることを所与とすれば、資本勘定に対するショックは、財・サービスの貿易を決定する要因が変化する場合に比べ、はるかに突発的に発生しうるものである。

一国の資本流出入は、他国通貨建て資産の期待収益率と比較した場合の自国資産の期待収益率、および自国通貨の為替相場の期待上昇率に

依存している（究極的には自国通貨建ての実質収益率に関心のある投資家にとって、重要なのは名目金利差プラス当該通貨の名目為替レートの期待上昇率であることを想起して頂きたい。投資家の期待が購買力平価をもとに形成される場合にのみ、投資家は、実質収益率と為替レートの上昇に関心を持つことになる）。為替レートの水準が関係する度合ははるかに小さいものである。我々は、新聞のビジネス欄で、外国の投資家が米国の資産を購入しているのは、現在ドル安であるが故にそれが買い時であるからだ、という記事を目にする。米国の資産は、投資家がドルの上昇を期待する場合にのみ買い時となるのである。為替レートの水準が問題となるのは、他の資産価格の水準についてと同様、それが変動した場合に危険回避的な分散投資家のポートフォリオが変化し、相対的に増価した資産からのシフトが生じるという場合に限られる。

長期的な意志決定をする投資家は、為替レートに対する期待の形成にあたって、現在の為替レートが均衡レートないしはその経路からどの程度乖離しているかを考える。そうした判断には、現在の貿易、経常収支についてのニュースが極めて重要となる。現在の米国の経常赤字は維持不可能であると考える者は、1985年半ば以降ドルが急激に減価したにもかかわらず米国の貿易収支の改善は極めて遅々としているのを見て、将来のドル価格が一層下落するとの見通しを立てるだろう。

資本勘定のフローやストックを決定する様々な要因は、モデル構築家が財・サービスの輸出入を説明する場合の関数に用いる説明変数とは異なるものである。経常収支については、貿易相手国の国民所得に加え、物価あるいは労働コストを表わすに当って実質為替レートの水準が登場する。また国際的に保有された資産の

ストック量およびその収益率によって、それら資産についての所得のネット流出入額が決定される。

アルフレッド・マーシャルは我々に対し、需要と供給は同じはさみの2枚の刃であると教えた。しかしながら、時には片方の刃だけで切ることも可能であるし、時にはもう片方の刃でも切りうるのである。それが、通貨市場についてのケースである。

1981-85年においてドル資産を求めて米国へ資本が流入したことがドル高促進要因であったとみなすことは、無理なこじつけとばかりは言い切れない。当時の米国への資本流入は、相対的に有利な米国の金利水準に加え、国際的な広がりを見たレーガン政権についての人気の高まりにも恐らくはひきつけられたものであった。少なくともこの時期の初期の段階では、そうした資本の流入は、ドル高の伸展自体によっても促進されていたのであろう。だが最終的には、こうしたドル高の永続性はもとより、その持続性についての疑念が生じ、とくにプラザホテルに集まった蔵相、中央銀行総裁がこうした疑念を強めたことが為替市場に衝撃を与えることになった。

この間、1981-85年のドル高は、他国の景気沈滞に比べて力強い米国の景気回復と相俟って、貿易不均衡とくに米国への資本流入と見合った米国の経常収支の赤字をもたらした。この出来事は、定性的な面では経済学の教科書が正しいことを示したが、量的な規模の面では、万人の想像を超えたものであった。

この話は、米国の貿易・経常収支の赤字は、同国の巨大な財政赤字をそのまま反映したものであるとする一般的な非難と整合的である。しかしながら、両者の結びつきは、こうした非難を行う学者が認識しているよりは複雑なものである。確かに財政赤字が米国の高金利をもたら

したことは事実である。しかし、この結果は、連邦準備制度の金融政策を通じて間接的に生じたものである。連邦準備制度は、FOMC（公開市場委員会）の委員が財政赤字の規模に驚いたがために、金利を上げたというわけではない。これらの因果関係は、むしろ次のようなものであったと考える。すなわち、防衛費支出と減税が需要を刺激し、景気を回復させた。FOMCは、米国経済を健全かつインフレ懸念のない成長経路に沿って拡大させるため、実質金利が低下しすぎないような政策（80-81年の高水準の金利がレーガン政権以前の通常の景気回復期にみられるような低水準にまでは低下しないような政策）を採った。さらに債券市場も、「財政赤字は循環的なものではなく慢性的なものであり、いずれインフレを招くか、ないしは民間の旺盛な資金需要と衝突するであろう」という期待を持つようになった、その結果、長期債は短期金利に対してプレミアムを生むことになり、これが、米国債券を海外の金融機関やポートフォリオ・マネージャーにとって、とくに魅力的なものにしたのである。

学者が、財政赤字を減らしさえしていたならば、資本流入と貿易赤字は回避ないしは解消できたであろうという場合、彼らは、「財政赤字を減らさない時と同様のGNP成長率あるいは失業率を維持するために、連邦準備制度は金利を下げざるをえなかっただろう」と付け加えてはじめて正当な議論をしていることになる。

今日、我々は、全く異なった不均衡是正の問

題に直面している。1981-83年に利用可能であった政策の選択肢は、87-88年の政策メニューには載っていない。貿易赤字はなかなか解消しそうにない。恐らくJカーブ効果のラグも、我々が考えていたよりも長いであろう。その効果の大宗は、これから現われてくるであろう。アメリカ市場に輸出している業者は、マーケット・シェアの低下よりはむしろ自国通貨建てでみたマージン削減の方を喜んで受入れてきている。このため、「顧客市場」においては、買手が相対的に安い自国製品にシフトするペースは遅い。おそらく、長期にわたってドルが過大評価されてきたことが、米国の輸出産業および輸入品との競合産業を弱体化させてきたのであろう。国際競争力に対する影響には、不可逆的なものもあり、さもなくばいずれにしてもそれを克服するには時間がかかるであろう（若い経済学者は、こうした事態をあらわすうえで今日新たに使われ出した「履歴効果（hysteresis）^{訳注}」という流行語に魅了されている）。米国の国際競争力については、基調的な低下傾向が急速に進展した面があることは明らかであり、そうした傾向はドルの過大評価には直接関係はないにしても、それによっておい隠されている。最終的には、外部負債の蓄積自体が米国の対外純投資収入を減らすことになり、同収入はまもなくマイナスに転ずるのであろう。¹⁾

いずれにせよ全世界の投資家とポートフォリオ・マネージャーが米国の経常収支赤字を維持

訳注) 「履歴効果」とは、もともと物理学の術語であるが、最近では経済学において、為替レートが均衡から外れたときに生じた資源配分の変化（技術の蓄積、国際投資などを含む）が、以後の経済活動に尾を引く可能性を指す場合にこれが用いられている。

1) この点については、Paul Krugman - Richard Baldwin 論文 "The Persistence of the U. S. Trade Deficit" (*Brookings-Papers on Economic Activity*, 1987年第1号所載) によるところが大きい。

可能な大きさにまで削減するのに必要な実質為替レートとはどういうものかにつき懸念を抱くには十分な理由が存在する。今後数年の間、否応無しに存在すると考えられる巨大な財政赤字のもとで、米国は如何なる調整メカニズムによって、そのファイナンスのための資本流入を確保していけるであろうか。それが可能となるうえでは幾つかの方策が存在する。

(1) 1つの方策は、米国が外国政府から借入れることである。つまるところ、外国政府は自国の貿易黒字を好ましいと考えているのであり、自国の輸出を脅威にさらすほどドルが下落することは望んでいない。彼らは、輸出需要以外によって繁栄と成長を現実する手だてを学んできてはいないようである。もっとも、黒字国政府に無限にドルをため続けるよう求めることは解決策とはなり得ない。今日のブラジルやメキシコに対する債権者と同様、彼らも先行きの借入返済に対し懸念を抱くであろう。米国政府にとっても、大規模な公的な借入れは好ましいことではないだろう。そして、最も重要なことは、こうした方策は早晩、為替市場から民間主体を撤退させてしまうことである。民間主体の資金力は、政府の資金力を大幅に上回っているものであり、ひとたび彼らが撤退すれば、ドルは暴落するであろう。

(2) 第2は、ドル相場の見通しについて懐疑的になりつつある外国人投資家を引き止めるために、米国が金利を引上げて「ドルを防衛する」ことであろう。連邦準備制度はすでに注意深くこうした方向に移行してきており、現在ではこうした対応をさらに一歩進めようとしている。こうした対応は結局米国にリセッションをもたらし、それは米国の輸入縮小を通じて全世界に大きな打撃を与えることになろう。そしてその場合、第3世界の債務国は、高金利と輸出減少に直面することになろう。

(3) 第3には、ドルを十分下落させる途が考えられる。そのようなドルの下落は、投資家にドルの先高期待を持たせるのでドルの保有は有利であると確信させることが可能となる。ポール・ボルカーや一部の論者は、ドルの「暴落」や「ハード・ランディング」を恐れているが、この種のオーバー・シュートは、まさに合理的期待形成学派の空想の産物に過ぎないのである。仮に悪いニュースが一度に生じたとしても、市場はドル暴落といった形での反応はしないであろう。恐らく、ドルの下落はやや長い期間に亘って起こるものであり、その期間においては、そうした予想ないしその持続性についての懸念が不安定要因として作用するというかたちのものとなろう。ドルの均衡値を算出したり、底値決定にとってのオーバー・シュートの程度を算出するに当っては、合理的な根拠を示せる者は誰もいない。にもかかわらず、この第3のケースをひとつの方策と考えることは可能である。そのためには、数か国の当局が、ドルを今のレートで維持したいとマーケットに表明するのではなく、急速なドルの下落を歓迎するとともに市場参加者がこれがドルの底値であるということを信じるようなレートにおいて、為替市場介入（口先介入を含む）を行うことである。

現実には、上記の(2)と(3)の組合せが最もあり得べきケースと言えよう。

民間の評論家と同様、米国政府も、日本およびヨーロッパ経済の鍵を握る西ドイツに対して、内需刺激策の採用を働きかけてきた。両国においては、経済が停滞し、インフレ率もマイナスになる程低いという状況にあるだけに、こうした拡張政策は明らかに望ましいものである。こうした拡張政策は両国のみならず世界経済全体にとっても、利益があろう。こうした政策の結果、米国の輸出増加が生じるが、その

みで米国の貿易赤字を是正しようとしても無理であることは今まで述べたとおりである。米国の国際競争力の回復が最も重要なのであり、そのためには、ドルの一層の下落に加え、相当の時間も必要となろう。

一方、日本とヨーロッパにおける拡張政策は、今後も継続する米国の経常収支赤字のファイナンスを容易にする可能性があるとともに困難にする可能性もある。日本が最近打出したような財政面からの刺激策は、日本の金利を上昇させ、ドル資産に対する需要を減退させるであろう。金融面からの拡張政策は、「ドルの防衛」には役立つであろうが、貿易収支の不均衡を是正するうえで最終的に必要であるドルの下落を遅らせることになろう。にもかかわらず、世界的な視野に立てば、主要国が金利水準を引上げないことが望まれるのである。そこで、好ましい妥協案というのは、日本とヨーロッパにおいて何らかの経済拡張——それが財政政策によるものか、それとも自律的な拡大によるものかは問わない——が行なわれる場合、米国外の金利の上昇を阻止し現在の水準を維持すべく金融政策面で対応していくことであろう。

米国の財政赤字についてはどうしたら良いか。それは罪人ではないのだろうか。それをなくせば問題は解決するのだろうか。米国の経常収支赤字が何とも容易に解消しないものである限り、たとえ財政赤字の削減を行ったところで、米国は依然として、外国からの信用供与に頼らざるをえないだろう。しかし、財政赤字を削減すれば、対外借入れによってまかなわれていた国内での資金需要の大宗は削減されることになる。ここでいくつかの大雑把な数字を示そう。現在、米国の民間貯蓄は年間2500億ドルであり、ネットの対外借入れ（経常収支赤字）は同1500億ドルである。これらの資金供給が、1800億ドルの財政赤字と2200億ドルの民間純投資をファ

イナンスしている。もし、財政赤字がなく、同額の経常収支赤字すなわち対外借入れが依然として存在するとしたら、米国は1800億ドル分、国内投資を増加させるか、それとも貯蓄を減らさなければならない。これは如何にして可能だろうか。それには、ドラスティックな低金利政策によって信じられないような投資ブームを引き起こすか、あるいは、深刻なリセッションを通じて貯蓄を厳しく削減するかである（これはやや言い過ぎである。なぜなら、リセッションは同時にある程度の輸入減少を招くからである。また、当初策定された財政赤字削減のための歳入、歳出面の措置が如何なるものであれ、財政赤字削減分のいくらかの部分は内生的な景気循環要因によって相殺されるであろう）。いずれにせよ、投資ブームを起こすという選択は全く見込みがなく、恐らくは不可能であろう。リセッションを通じる対応も内外経済に大きな打撃を与えよう。

我々が得た教訓は以下のとおりである。財政赤字の存在は、経常収支の不均衡をもたらした主要な原因であり、従ってこれを大幅に縮小することは、対外不均衡の問題を究極的に解決するに際して本質的に重要な対策である。しかし、対外的な経常収支赤字とそれに見合う海外からの借入れが、これまで数年間多かれ少なかれ現実に存在してきた以上、財政赤字を対外的な赤字よりも速いスピードで解消しようとすることは賢明な対応とは言いがたい。ただ、その間にあって、最終的に財政赤字をゼロとまではいかなくとも例えばGNPの1なし1.5%にまで減らすといった段階的な方策（私見では主として歳入増加策）のスケジュールを制定することは賢明な行き方である。こうした立法は、将来のドル価値についての市場の見通しを改善し、経常収支赤字が是正される間、必要とされる資本の流入を確保するのに役立つであろう。

「通貨の安定と通貨管理方式の改革について」*

アラン・H・メルツァー**

1. はじめに

当コンファランスの主催者は、経済学者にとって最も重要な問題（より正確に言えば以下の様な複数の問題）について問いかけている。すなわち、経済の安定はいかにして達成し得るのか。現状での不安定性の大きさはどの程度であり、そのうちどのくらいが現行の政策運営により引き起こされ、ないしは増幅されてきたのか。変動相場制は他国で起こった攪乱を強めたのか、それともそれを吸収する役割を果たしたのか、あるいは変動相場制自体独立した攪乱の原因であったのか。国内的ないしは国際的に通貨管理方式を改革すれば、財政政策面での変革を行わなくとも、また貿易政策の安定化や、更には多分、政治制度の変革ないしは経済問題に対する政治的影響力の引下げを行わなくとも、経済の安定性は向上するのであるか。

残念ながら、これらの疑問は（他にもあるかもしれない疑問も含め）、他の重要な問題と同様、それを掲示する方が解答を見出すよりはるかに簡単であるといった性質のものである。すなわち、全ての価格が伸縮的であり、情報を得るのにコストがかからず、政策当局は公共の利

益——そしてそのみ——をひたすらに追及し、全ての人々は社会的な目的関数に含まれる変数およびパラメーターの値について合意している、といった世界を想定し、そこにおいて最適政策のモデルを構築することは、それ程困難なことではない。こうした経済理論に沿った抽象的世界は有用であろうし、我々はそれに依拠しつつ考えの方向付けをし、また知識や理解を深めていく訳である。ただ不幸にして、経済理論は多くの疑問に対し条件付きの解答以上のものは提示していないし、また多分し得ないのである。これらの解答のうちいくつかは計量分析結果に拠るものであり、また中には従来のモデルよりも説得的なモデルを拠るもの、ないしはこれら2つを同時に満たすもの（すなわち説得的なモデルと、より多くのデータ分析）に依存するものもある。

以上の様な質問に答えるためには、まず評価基準ないしは目的関数を特定化する必要がある。そこで様々な政策を比較する基準として、変動（予期されなかった変動）の大きさ（unanticipated variability）を用いることを提案したい。ここでは、経済政策の目標は諸取引に伴う危険ないし不確実性を最小化することで

* ここで用いられているデータの一部については、E. Bomhoff, H. Buscher, M. J. M. Neumann そして S. Robinson に負っている。

** 米国カーネギー・メロン大学教授および日本銀行金融研究所海外顧問

あるとし、しかも、これらの危険や不確実性は予期せざる変動が大きくなればなるほど増大すると仮定される。

変動相場に対する批判論者らが、為替相場の変動を批判する際には、暗黙のうちに変動の大きさ自体を評価基準として用いている。しかし、彼らが評価基準として、実質ないし名目為替レートの変動に重きを置いているのは残念ながら誤りである。名目ないし実質為替レートが変動していること自体は、経済が過度な危険にさらされているとか、超過負担 (excess burden) を余儀なくされているといったことの証左にはならない。相対価格の変化から来る利益がその費用をしばしば上回るのは周知の事実である。実質為替レートのより大きな変動、あるいはその帰結までも考慮したとしても、変動相場制が採用されているがゆえに各国が最適な状況を達成し得ているかもしれないのである。

変動の大きさを測定する指標として、ここでは生産、および一般物価水準の予期せざる変化の分散 (variance) を用いることとする。これらの指標は投資家が国内資産を保有するか、ないしは海外資産を保有するか、または、通貨あるいは実物資産のいずれを保有するかといった決定を行う際に重要であり、結果として利率、資源の異時点間の配分、そして資本ストックの大きさに影響を与えることとなる。

固定相場制と変動相場制のパレートの意味での優劣を分析しようとする従来の試みが理論的には明確な結論を出すに至っていないことを考え、ここでは定量的なアプローチを採用することとする。次章では、固定相場制と変動相場制に関する主要な論点を再述し、変動の重要性を論ずることとする。政策運営が、硬直的ルールによる場合、柔軟なルールによる場合、それとも裁量政策による場合のいずれであっても、2つの為替レート相場制度は機能しうる。変動の

不確実性の大きさに影響を与えるのはルールか裁量かという選択である。この点に関しては、いくつかの証拠を提示してみたい。これに拠れば、裁量的な政策は変動および不確実性を増大する傾向が示唆される。

定量分析結果によると、不確実性を低下するためには金融政策にルールを導入すべきであるとの示唆が得られる。ここでは、為替レートの変動を低下させる一方で国内物価の安定性を高める様なルールを提案したい。結論の部分では主要な結果を要約することとする。

2. 固定相場制か変動相場制か

固定相場制を採用する場合には、政府は通貨供給、および相対価格のコントロールを放棄せざるを得ない。一方、変動相場制の下では、基本的には政府は供給量のコントロールを独占的に遂行し得る。一般的に経済理論では物価の固定も独占もいずれも支持されない。従って、適切な相場制度に関しては、これらの理由だけからいっても、理論的分析によって結論を出そうとしても、その結論は修正が必要であり、また精々留保条件付きのものになる。小国かつ開放経済にとっては、変動相場制よりはむしろ固定相場制から得る利益の方が大きいといわれているが、その境界線がどこにあるのかに関してはいまだ基準が見つげ出されていない。オランダ、ベルギー、ルクセンブルグがなぜ自国通貨の為替相場を独マルクに、また多くの中央アメリカの国々がなぜ米ドルに連動させているのかを説明するうえで小国・開放経済モデルは手助けとなるが、英国、EMS、日本、そして米国にとっての最適な為替制度がどのようなものであるかについてはそれは多くを語ってくれない。またこのモデルは、英国、米国、および日本が変動相場制を採用しているのに対し、独、仏、および伊が域内では調整可能な固定相場制を採る一

方、域外にたいしては変動相場制を維持している理由を説明できない。更に、このモデルは相対価格の変化に伴うリスク、所得および物価水準の変動のかわりに為替相場の変動を容認することに伴う相対的なコスト、あるいは急激な政策変更のリスクといった事柄の説明にはほとんど無力である。

固定相場制が説得力を持つためには、世界通貨成長率の決定の方法につき何らかの合意がなされなくてはならない。これは所謂「n国問題」(n-country problem) と呼ばれるものであり、特にこの場合には、世界物価水準を算出する際のニューメールの選択を含め物価水準の決定についてよく知られた問題である。実際には、この問題は、財保有コストの比較、通貨発行権からの利益 (seigniorage)、国際的な物価安定を維持するため国内問題を犠牲にすることに伴う公共のコスト、更には困難な政治問題をも含んでいるため、解決は容易ではない。事実、これらの議論のいくつかに関する形式的な分析はいまだ明確な結論を導き出すには至っておらず、やや緻密さを欠く分析に頼らなくてはならないのが現状である。

Milton Friedman による「変動相場制擁護論」(1953) は、為替相場制度の議論の出発点として有用な視角を提供してくれる。Friedman はこの論文の中で、実質あるいは名目変数の予期せざる変化に反応するかたちで取引および支払面での変化が継続的に発生する様な世界を想定している。これらの攪乱に対する調整は、相対価格の変化、および異なる通貨建ての資産に対する需要の相対的な変化を通じてなされる。Friedman、およびこれに続く研究は4つの調整経路を提示したが、ここではそのうち次の2つが最も重要である。すなわち、各国は為替相場が市場均衡をもたらすように変動することを容認するか、ないしは為替相場を固定した上で

物価および名目賃金が調整されるのを待つかのいずれかである。相対価格、および実質賃金の調整が、ほとんどの近代経済においてそうである様に硬直的なものであるならば、固定相場制を前提とする限り調整過程の一環として労働需要および失業の変化が必ず起こることとなる。

主要貿易相手国に、技術あるいは政策の変化が起こっている場合には、変動相場制の下でも、国内での失業の変化を完全には回避し得る訳ではないが、変動相場制を採用することで、国内物価、および所得の変動のうちある程度の変動は避けることができる。唯一の例という訳ではないが、最も明白なのは、他国における予期されたインフレーションに対して調整が起こるケースである。インフレーションの発生は1970年代には予測されていたものの、その強度、時期については不確実であったため、インフレーションのコストがあまりにも大きなものであると認識されることになり、このため多くの中央銀行は固定相場制と変動相場制の相対的なコストについてそれまでの見解を変えざるを得なかったのである。また、名目賃金が緩やかに調整される一方、国内および海外における相対的な生産性上昇率に頻繁な変化が起きている状況の下では、変動相場制は安定性を高める方向に働く。

変動相場制を採用することが有利であるという見方がその論拠としているのは、生産コストや海外物価が変動した場合、為替相場が変動することによって調整が行なわれるために、国内物価や生産面では安定性が達成されるという点である。更にこれに加え、変動相場制の方が優れるとされる点は、財のバッファや外国為替を保有するために投資しなくてはならない資源の量が比較的僅少ですむため、物的資本に対する投資のための貯蓄がより多く利用可能となることである。私の知っている限りでは、この後者の論点がいまだかつて論破されていない。す

なわち固定相場制の下ではより多くの資源がそのコストとして必要となるという見解はいわば一般的に認められているのである。¹⁾

こうした変動相場制の利益についての指摘に対し、固定相場制、ないし調整可能な固定相場制の擁護者らは、次の3つの主要な論点を提示している。第1は変動相場制は生産面での不安定性を助長するとの主張である。こうした不安定性の増大の主たる論拠として通常用いられるのは実質為替レートのより大きな変動である。第2に変動相場制は貿易活動を減退させるとの主張がある。これに関しては、輸出および輸入業者が貿易財価格につき、より大きな不確実性に直面する、あるいはこの不確実性に対するヘッジのためのコストを支払わなくてはならないなどの理由が挙げられる。第3に、変動相場制の下では物価水準、およびインフレ率の変動がより大きくなるという主張である。これは、変動相場制の下では国内財との対比でみて外国財の価格を変化させるうえ、生産コストとの対比でみて生産物の価格を変化させるとの論旨による。すなわちこれらの相対価格の変化は物価水準に影響を与えることになり、特に名目賃金が物価水準に連動している国々においては、物価調整とインフレーションを引き起こす。

さて、2つの相場制を巡る擁護論とそれに対する反対意見はここまでで明らかになった。変動相場制の提唱者は、物価と生産の変動は様々な攪乱、および政策により引き起こされたものであると指摘する。一方、固定相場制の提唱者は、変動相場制は次の2つの意味で変動を増幅したと反論する。すなわち、第1に変動相場制下では不安定化投機 (destabilizing speculation)

がみられること、第2に変動相場制の下では各国とも固定相場制の下でみられるような政策節度をなくすため、より拡張的な金融政策が遂行されるきらいがあり、結果としてインフレを体験することになること、の2点である。

この後者の推論の論拠は、どうひいき目に見ても弱いといわざるを得ない。為替制度とインフレ率の間の関連についての証拠は乏しい。むしろインフレーションこそが固定相場制の終焉の主たる理由であり、その後多くの国々で変動相場制の下でデイス・インフレが達成されてきたのである。実質為替相場を一定に維持するうえで必要なインフレ率の各国間の差異調整のために、為替相場制に関して各国はクローリング・ペッグ制や調整可能な釘づけ制を用いるという知恵をつけている。もし、インフレ期とデイス・インフレ期が交替でやってくるという点で、ある制度の方が他の制度よりも大きな問題となるならば、その場合のコストの大部分は変動および不確実性に起因するものとなる。そして論点は再び相対的な不確実性の大きさに帰着する。

Mussa (1986) による事後的な実質為替レートの変動に関する包括的な研究によれば、二国間レートの短期的な変動は変動相場制の場合の方がより大きい (かなり大きい場合もしばしばある) ことが示されている。これは、変動相場制の下では名目為替レートの急速な調整に物価調整の速度が追いつかないことによるものである。但し、Mussaはこの結果からは何ら明らかな厚生経済学上の示唆は得られないとしている。名目為替レートの変化は実体面への効果を持つが、これは緩やか、かつ漸進的な物価調整

1) いくつかのあり得べき例外として、商品を保有せず商品通貨システムを採用することによって物価安定を達成しようと主張するペーパーが見受けられるが、この点は McCallum (1985) により論破されている。

の結果によるものである。Mussaによれば、為替相場が永久に固定されている、ないしは断続的に平価の変更が行なわれる様な相場制と比べた場合、変動相場制の場合には通貨制度の社会的コストが大きくなるという結論は彼の研究からは出てこないとしている。為替相場に関するデータ自体は問題の解決とはなり得ない。我々が知りたいのは、生産、物価水準といった変数に関する不確実性が果たして増加したのか、または減少したのか、効率性の損失は発生しているのか（これは、ある制度の下における方が他の制度の下におけるよりも貿易がより制限されることになるといった場合にも起こり得る）、あるいは超過負担は実証し得るのか、といった問題である。

為替レート変動の、貿易、資本移動に与える影響については信頼に足る結果がいまだ得られていない、Farrell (1983) および IMF (1984) の展望論文によれば、この問題に関しては、不明確でかつ非確定的な結果しか得られていない。もし為替相場変動の貿易に対する影響が実際に存在するとしても、これを確かなかちで実証することは困難であろう。Farrellによれば、従来の研究の大部分は予期された変化と予期されなかった変化、あるいは永続的な変化と一時的な変化を区別することに成功しておらず、この結果、定量分析結果の解釈がより困難になったとされている。

貿易に対して目立った影響があらわれていない1つの理由は、おそらく変動の大きさを表わす重要な指標がそれ程際立った増大をみていないことによるものであろう。変動相場制に関する議論の際に陥りがちなのは、実質為替レートの変動の増大から、即不確実性の増大という結論への飛躍である。別の解釈をすれば、実質為替レートの変動は環境の変化に対する物価、生産の反応をやわらげる役割を果たしているとき

ることもできるのである。

3. ルール、裁量政策、および予測の正確さ

合理的期待形成を含むモデルによれば、全ての政策はルールの選択であり、純粹に裁量的な政策のみが、規則性のないランダムな政策行動ということになる。また、こうした完全な裁量政策は、人々が将来の政策について学習し、予測することを許容する様な体系立った政策に比べて劣っている。裁量政策の支持者は、必ずしも、ランダムで規則性を欠く様な政策を念頭においている訳ではなく、政策当局が利用可能な情報に基づいてルールから乖離する、ないしはルール自体を変更することが望ましいと判断した時にはそうすべきであると主張するのである。ところがこの場合にも政策当局の判断は必ずしも正しいとは限らないことから、裁量政策が変動または不確実性を増大させるかあるいは減少させるのかは一概に言えない。Kydland-Prescott (1977) によれば、一般的にはルールからの乖離は厚生水準を低めることが示される。

ルールと裁量政策をこれまでの経験から定量的に比較することは困難である。過去におけるルールの裁量的変更、あるいはルールからの乖離を対比しようとしても、あまりにも多くの異なる種類のルールが存在している。更には、我々が従来経験してきた様な裁量からルールへの変更は、期待および構造パラメーターに影響を与えることから、過去においてとられた裁量政策とある特定ルールの下で採られたであろう行動を峻別するための実験を考えるのは難しい。

もし政策当局にとって利用可能な情報が民間側で利用可能な情報よりも信頼に足るものであるならば、公的当局は将来を予測し、その予測に依存しつつ裁量的な政策変更を行なうことが多分有利となるであろう。こうした情報のある

部分は、公表しないと条件付きで他国の政府から入手することができるかも知れない。私は最近の論文(1987)でFRB(連邦準備制度)といくつかの民間主体による四半期・年間のインフレ率、および実質成長率に関する予測を集約した。それによれば1970-73年の間においては、FRBによる予測の誤差は四半期ベースで相対的に小幅に止まったものの、それが民間主体の予測より優れている程度は僅かであり、年間予測に至っては優位性はみられない。

予測誤差の比較からはっきりと言えることは、それぞれの主体の予測がいかに正確性を欠くかということである。成長率に関する予測誤差は四半期毎に実際の変化率と対比した場合あまりにも大きいため、平均的には、いかなる予測主体にとっても今四半期あるいは一年先が好況なのか、あるいは不況なのかということ予測することは不可能であると言わざるを得ない。因みにこの分析で取り上げている予測では、通常使われる様なほとんどのテクニック、例えば一般的な判断に基づく予測、計量モデル、および時系列分析などが用いられている。それぞれの手法を用いた最善の予測と大部分の予測主体による予測誤差の平均が、十分に近似していることを考えると、これらの誤差は、既存のテクニックおよびモデルで達成することのできる最小のものと言うことができる。残りの誤差は、予期せざる実体面でのショック、期待の変化、および海外諸国における変化(認識された変化または実際の変化)などによるランダムな変動であろう。

1987年の私の論文では予測の精度および予測値に関して情報を提供しているが、これはアメ

リカのデータによるものであり、一般性を欠くかも知れない。第1表には各国における政府および民間主体による実質ないし名目GNP(またはGDP)成長率の予測の平方平均二乗誤差(root mean square forecast errors、以下RMSE)が示されている。最初の2列は私の論文の結果を要約したものである。比較のために第3列には米国のより長期間にわたる四半期ベースの予測が示されているが、これによれば近年のみをとらえた予測よりも誤差は幾分小さくなっているのがわかる。RMSEの中央値をみると、平均年間成長率とほぼ等しくなっているが、これは、予測主体が平均的には当四半期では好況と不況を区別し得ないという指摘を裏付けている。

オランダと西独について年ベースでの予測誤差をみると、通貨成長率の事前公表、EMS内での調整可能な固定相場、および他の主要通貨に対する変動相場といった現行の制度の下では、生産の予測誤差変動が小さくなっていることが窺われる。²⁾西独については、予測は比較的正確であると言える。例えば、1978-86年の間では、RMSEは平均成長率の半分以下となっている。但し、この予測に依存しつつ裁量的政策変更の時期を決める政策主体は、景気上昇期と後退期を見誤るであろうことは依然として否めない。このことだけからみても、予測に基づいた裁量的行動は変動を増幅することになりかねないことがわかる。

Smyth(1983)は7ヶ国(米国、日本、西独、仏、英国、イタリア、そしてカナダ)に関するOECDによる予測を1968-79年の期間について採り上げ、その精度を計算している。それによ

2) これに加え、7つの西独の予測主体のデータが利用可能であるが、ここではそれぞれの予測主体につきRMSEを算出するという作業は行っていない。

第3回国際コンファランス

第1表 予測の平方平均二乗誤差 (R M S E)
(年率、パーセント表示)

実質G N P成長率	現四半期		1年あるいは 4四半期先	
	値ないし 範囲	中央値	値ないし 範囲	平均(M)ないし 中央値(Md)
米国 1980/2-1985/1 ^a	3.1-4.4	3.8	2.2-3.4	2.7(Md)
米国連邦準備 1970-73 ^b	2.1	n.a.	3.5	n.a.
米国 1970/4-1983/4 ^c	2.8-3.6	3.0	—	—
西独・経済専門家 委員会 1969-86 ^d			1.9	n.a.
〃 1978-86 ^d			0.7	n.a.
オランダ中央経済計画 1953-85 ^d			3.2	n.a.
オランダ中央経済計画 ^e			2.0	n.a.
O E C D 1968-79 ^f			1.4-4.4	2.3(M)
ナイーブなO E C Dモデル 1968-79(ランダム ウォーク) ^f			2.8-4.5	3.8(M)
名目G N P成長率				
米国連邦準備 1967-82 ^g		5.5	5.7	n.a.
米国連邦準備 1973-82 ^g		6.1	6.2	n.a.
米国 1970/4-1983/4 ^c	3.5-4.3	3.8		

注：n.a.：単一の予測のみのため不適當。

a：12の計量モデルおよび判断による予測。McNees (1986) による。

b：Lombra-Moran (1983) による。

c：Zarnowitz (1986) による4つの予測による。

d：Herbert Buscher による。Neumann-Buscher (1985) を参照。予測は1年先の予測。

e：中央経済計画による。予測は様々な年の1年先の予測。

f：Smyth (1983) による。7ヶ国のR M S E。

g：連邦準備・グリーンブックによる。

れば、予測誤差と予測期間には何ら相関は見出せず、従って変動相場制が主要通貨間で採用された後も予測精度は著しく向上することにはなかったものの、決して悪化することもなかったことが示唆されている。Zarnowitz (1986) も同様の結果を示している。

Smyth はいくつかのテストの結果も合わせて報告している。まず彼は Theil の分解法 (Theil's decomposition) を用いることで、成長率およびインフレ率の予測誤差の大部分はランダムなものであったと結論している。また、予測の正確さを、素朴なモデル (すなわち実質生産の予測にあたり前年のデータを用いるというランダム・ウォーク・モデル) と比較している。比較の結果は前掲の第1表に示されている。これによると各国についての OECD の予測は、ランダム・ウォークよりは正確となっているものの、Smyth も言及している様に、そうした正確さは第1次石油危機に続く1974-76年に限られている。オイル・ショックに関する情報は公的当局だけでなく民間主体にも利用可能であったことを考えると、多分ランダム・ウォーク・モデルによる予測では、人々がおかしたであろう予測のエラーに比べて誤差が大きくなっていると思われる。その他の年の結果をみると、OECD が内部的な情報を用いることによってより高い予測精度を達成し得た、とする見方は当たっていない。³⁾

中央銀行は名目 GNP 成長率に対応したかたちで金融政策を調整すべきであるとする見解が

経済学者の間でみられるほか、近年では各国間で協調的な政策調整を行なうべきとする向きもある。これらの国際政策協調、ターゲット・ゾーン、あるいは世界通貨成長率、または為替レートの安定化といった提案の多くは名目 GNP 成長率に関する予測に依存している。第1表はこれらの予測の質についてもいくつかの証拠を提示している。

まず FRB による4四期先の名目 GNP 成長率に関する予測の記録をみると、RMSE は固定相場制 (1967-72年) および変動相場制 (1973-82年) の双方の時期において平均名目 GNP 成長率の約60%の大きさに達している。これらの誤差の相対的な大きさをみる限りでは、GNP の予測に依存した裁量的政策行動や、GNP 成長率の予測に基づいた政策協調の試みが、変動の大きさ、または不確実性を減少させるとは考えにくい。⁴⁾ 比較のために、今四半期に関する民間主体と FRB による予測もこの表に含まれている。これによると、FRB の予測は民間のそれと比較して正確さにおいて劣っており、このことから FRB のスタッフだけが利用可能で一般には公開されない情報を用いても、この期間においては予測精度を高めることができなかったことがわかる。

FRB の予測については、更にその値が偏りを持っているという問題点が指摘される。4期先の平均絶対誤差、および現四半期のそれはそれぞれ5.4%と5.2%であり、平均的な誤差は極めて類似している。これについては、これらの

3) 1968-79年における予測の RMSE と平均成長率との比較をみると、0.35 (仏) から0.95 (英) の間に分布しており、7ヶ国の平均は0.78である。予測値の他の指標としては RMSE の実質成長率の標準偏差に対する比率があるが、この比率は0.57 (米国) から1.03 (日本) の間となっている。これらの結果は再度、平均的には予測により好不況を確かに区別することが不可能であることを示唆している。

4) これらの予測は年初1月の時点で現四半期と4四半期先につきそれぞれ行われている。予測は定期的に改定されているので、他の期間をとれば予測の正確さは変わってくるであろう。

期間においてFRBは継続的にインフレーションを過小評価してきたとのまことしやかな説明が一応可能である。あるいは、この規則性をもった誤差は、過去に採られた政策の帰結としてのインフレーションを認めることに対する忌避、または新たな情報に対し予測は緩やかに調整するという適応的予測の結果によるものかも知れない。この偏りの原因が何であれ、現に持続的な偏りが存在するという事実、民間の予測主体の予測より低い予測精度、さらに平均変化率と対比した場合の相対的に大きな誤差を考え合わ

せると、名目GNPターゲッティング、政策協調、ターゲット・ゾーン、あるいはこの種の予測に基づく他の裁量的政策の提案は支持し難い。もし政策の目標が変動や不確実性を強めるよりはむしろ減少させることにあるとすれば、予測に基づく裁量政策、あるいは予測に依存したルールの類いにより、その目標を達成できると思われない。

第2表はインフレーションに関する予測精度の指標を示している。これによるとRMSEは、インフレ率の変動は相対的に小さいことを反映

第2表 インフレ予測の平方平均二乗誤差 (RMSE)
(年率、パーセント表示)

	現四半期		1年あるいは 4四半期先	
	値ないし 範囲	中央値	値ないし 範囲	平均(M)ないし 中央値(Md)
	米国 1980/2-1985/2 ^a	1.4-2.2	1.6	1.1-3.3
米国連邦準備 1970-73 ^b	1.4	n.a.	3.4	n.a.
米国 1970/4-1983/4 ^c	2.0-2.6	2.2		
米国 1980/2-1985/1 ^c	1.4-2.0	1.8		
西独・経済専門家 委員会 1969-86 ^d			1.4	n.a.
〃 1978-86 ^d			0.7	n.a.
オランダ中央経済計画 1953-85 ^e			1.1	n.a.
オランダ中央経済計画 1975-85 ^e			0.7	n.a.
O E C D 1968-79 ^f			1.2-4.6	3.0(M)
O E C D 1968-79 (ランダムウォーク) ^f			2.2-7.3	4.3(M)

注：第1表に同じ。

して、それよりも小さくなっていることがわかる。これらの誤差は私自身の論文(1987)で報告した値と大体において近似しており、一般的には年率1%と2%の間におさまっている。OECDの7ヶ国に関する予測のRMSEはそれぞれ平均物価変化率をそれぞれ下回っており、その平均値に対する比率は0.2から0.6の間である。またランダム・ウォーク・モデルに基づいたナイーブな予測は7ヶ国のうち6ヶ国でその正確さにおいて劣っている。このことはインフレーションに関する予測は、実質成長率の予測の場合よりも民間および公的当局にとり有用なものであろうことを示唆している。ただしインフレ率の予測が物価水準の変動を減衰させるうえで有用かどうかは必ずしも明らかではない。

第1表および第2表のデータは、前述の変動相場制、そして裁量的政策行動についてのいくつかの結論を支持しているものとみることができる。まず第1に、変動相場制への移行に伴い予測精度が必ずしも落ちた訳ではないという点である。物価および生産の変化率に係る予測誤差は、政策決定主体が直面している不確実性の大きさの指標として重要なものである。これらのデータは通貨制度の変更にもかかわらず不確実性は増大しなかったことを示している。第2に、成長率およびインフレ率に関する予測誤差の大きさは、特に前者は、平均変化率の大きさと比較し相対的に大きい点である。従ってこれらの予測を前提とした裁量政策は、変動と不確実性を最低限の水準(現行の取引制度を前提とした場合そこに不可避的に存在する水準)まで低下させるよりは、むしろそれを増幅する傾向にある。⁵⁾

4. 固定および変動相場制下における変動

かつて私は1960年代から80年代までの四半期データを用い5ヶ国(カナダ、西独、日本、英国、および米国)につき固定相場制および変動相場制の下での物価、生産、通貨供給、流通速度、そして為替レートの予期せざる変動(振れ)を比較した。そこでの結果は、これらの変数の予期せざる変化の現在値とラグを伴った値の間の相関と合わせて、私の論文(1985、1986a)に掲載されている。これによるといくつかの国では変動相場制の下で物価、生産、あるいは双方の予期せざる変化の変動が低下していることがわかる。更に名目為替レートの予期せざる変化と物価および生産のそれの間にはほとんど関連性はみられない。すなわち為替レートの変動は物価、生産に関する不確実性(あるいは予期せざる変化)の主因ではなかったわけである。

過去の分析で用いた四半期データは、短期変動を必要以上に誇張しているかも知れない。この1つの理由としては、よく組織された先物および先渡し市場においては、長期より短期の取引の方が活発であるということが挙げられる。これらの市場は変動に伴うコストを軽減するために用いられる。従って、年ベースのデータを用いた場合に異なる結果が得られるかどうかをみるため、分析を拡張するのも有用であろう。

固定および変動相場制下における変動、そして不確実性の大きさを測る指標として、ここでは再び実質生産(GNPあるいはGDP)および物価水準に係る予測誤差を用い、これを Bomhoff (1983)、Kool (1983)らにより検討された多段階カルマン・フィルターを用いて計測

5) Smyth (1983) はまた貿易収支予測の正確さにつき計測を行っている。それによると、これらの予測は最も正確さを欠いており、このことは米国の貿易収支を減少させるための政策立案者らに対する警告ともなりうる。

することとする。⁶⁾ 予測にあたっては、第1表および第2表で提示されたものと同様予測時点で利用可能な情報のみを用いることとし、データは1950-85年の年ベースのデータを使用する。変動相場制の始期は73年とする。

計測の対象となる国々は、その経済規模と採用している通貨制度において様々である。うち西独とデンマークはEMSに属している。従ってこれらの国の通貨は域内では調整可能な固定相場であり、他の主要国に対しては変動相場制を採用しているものの、為替レートを操作するための介入の程度においては各々異なっている。これら6ヶ国は、1970年代のオイル・ショック、78年から84年にかけてみられた比較的大きなドルの下落とそれに続くドルの増価、といった共通のショックにさらされてきた。一方、それぞれの国は独立の財政政策を採用し、また生産物や生産技術等の面でも異なっており、こうしたことが変動のあり方に影響を与えている可能性もある。

多段階カルマン・フィルターは、まず単一系列の各年における予測誤差を過去の値から計算し、次に、そうした誤差を水準の一時的な変化および永続的な変化、そして変化率の永続的な変化に分解する。これらの計算にあたって用いられた統計モデルでは、それぞれの誤差は互いに独立であると仮定されている。いま ε 、 γ そして ρ をそれぞれ水準における一時期および永続的な誤差、そして成長率における永続的な誤差を表わすものとしよう。これらの誤差は次の様に表わされる。

$$X_t = \bar{X}_t + \varepsilon_t$$

$$\bar{X}_t = \bar{X}_{t-1} + \hat{X}_t + \gamma_t$$

$$\hat{X}_t = \hat{X}_{t-1} + \rho_t$$

ここで X_t 、 \bar{X}_t および \hat{X}_t はそれぞれ変数 X の水準、恒久的水準あるいは期待値、そして恒久的な変化率あるいはその期待値を示している。この統計モデルは、為替制度の変更が、予測誤差の増減の原因となったという指摘まではできない。変動の減衰ないしは増幅は、通貨制度の変更とは無関係な原因により引き起こされた可能性も否認しないからである。しかし、これらの予測誤差の値は、固定相場制から変動相場制への移行に伴って超過負担（物価および生産面での予期せざる変化の変動をもって測定）が増大したとする仮説を棄却するために用いることはできる。

第3表は固定および変動相場制の下における予測のRMSEを示している。誤差は実質所得および物価のそれぞれの水準、実質成長率、そしてインフレ率につきそれぞれ計算してある。例えば、水準に関する誤差は各分散の和、すなわち、

$$\sqrt{V(\varepsilon) + V(\gamma) + V(\rho)}$$

で表わされる。但し、ここでは V はそれぞれの誤差の分散をあらわしている。成長率およびインフレ率の誤差計算にあたっては、 $V(\varepsilon)$ 、すなわち生産および物価の水準に関する一時的な誤差の分散は除かれる。

誤差のほとんどは2%の近傍に分布しており、第1表、第2表で示された予測誤差の値とそうかけ離れてはいないが、いくつかの国では最善の予測値より大きいものとなっている。前の2つの表で示された予測誤差は成長率およびインフレ率に関するものであるが、大部分のショックは永続的なものとしてとらえられてい

6) 具体的な手続きについてはMeltzer (1985, 1986a)を参照。(訳者注。カルマン・フィルターとは、新しい観測値が利用可能となるたびに変数の変動パターンを捉え直すひとつの手法である)

るため ϵ は一般的には小さく、結果としてこれら2組の予測誤差は第3表に示されているように、予測の正確さの水準において概ね等しくなっているとみることができる。⁷⁾

固定相場制と変動相場制下での比較を試みると、変動相場制が変動および不確実性を増幅したとの指摘は必ずしも支持し得ないことがわかる。6ヶ国のうち唯一英国で物価および生産に関する不確実性が増大しているのみである。デンマーク、および西独の2国では、変動相場制下において全ての指標が低下をみており、特に物価水準（あるいはインフレ率）に関する不確

実性の低下は相対的に大きい。変動相場制の下では1970年代のオイル・ショックの時期を除き、物価水準そしてインフレーションに関する不確実性は、6ヶ国中4ヶ国で低下をみている。

この中で、西独における不確実性の低下という事実は極めて示唆に富んでいる。西独は通貨成長率と為替レートにつき前もって公表するやり方を採用してきた。為替レートのルールについて言えば、EMS 域内では調整可能な固定相場を採る一方、他の通貨に対しては変動相場制を採用している。中央銀行は、その政策と期待インフレ率についての情報を明らかにすべくマ

第3表 平方平均二乗誤差 1950-85年
(年率、パーセント表示)

		実質所得	成長率	物価水準	インフレ率
デンマーク	1952-72	2.5	2.3	2.4	2.3
	1973-85	1.9	1.9	1.3	1.5
西 独	1952-72	2.3	2.1	1.8	1.7
	1973-85	1.8	1.7	0.7	0.4
日 本	1952-72	1.9	1.8	1.9	1.8
	1973-85	1.8	1.8	2.6	2.6
スウェーデン	1952-72	1.7	1.6	2.5	2.4
	1973-85	1.8	1.8	1.5	1.5
英 国	1952-72	1.6	1.5	1.7	1.6
	1973-85	2.1	2.1	4.1	4.1
米 国	1952-72	1.3	1.2	2.8	2.6
	1973-85	2.3	2.3	1.4	1.4

7) ここでの予測誤差の算出には1変数モデルを用いているため、原理的には推定値の効率性を更に向上することは可能である。Meltzer (1985, 1986a) は通貨供給、生産、および物価の予期せざる変化を用いることにより多変数自己回帰型モデル (VAR) を推定しているが、そこでの狙いは、ひとつには単1変数モデルによる効率性の損失の程度を測定することにある。それによると予測誤差の低下は、多くの場合僅少に止まっている。但し、VAR モデルでは、各々の期間における誤差の測定においてもサンプル期間全体のデータを用いるため、実際より予測誤差の低下を過大視する傾向があることには注意が必要である。

ネタリー・ベースに非常に類似した指標である中央銀行通貨のターゲットを発表している。これらのターゲットは必ずしも実際に達成される訳ではないが、これまでの記録を見る限りでは政府および中央銀行はターゲットに制約されているかたちとなっている。ブンデスバンクは、米国のFRBとは異なり通貨成長率のターゲットを定期的に越えるようなことはなかった。大体において実際の通貨成長率はターゲットの範囲内に収まっていたのである。

これら2つのルールゆえに、西独は、他の国と比較しても、また固定相場制との比較においても相対的に優れた安定性を達成し得たように思われる。ブンデスバンクは、1970年代後半から1980年代にかけて前もって公表したディス・インフレ的な径路に通貨成長率を抑えることで信認を確立した。従って、例えば78年のドル防衛の時の様に目標径路から乖離した場合にみられたように、民間がその乖離が極く一時的なものであると信じているのであれば通貨から実物財への逃避はより僅少に止まることになる。この間、政府はEMS域内のインフレ的政策を遂行している国々からインフレを輸入するよりはむしろマルクの増価を指向してきた。もちろん、デンマークやEMS域内の他の国は、もし望むなら独立した金融政策を遂行することができる。但し、彼らは調整可能な為替制度の下でそうした政策を遂行すれば、それに伴う大部分のコストを自ら被らなくてはならないため、安定化政策を遂行していくことに対する誘因を持っている。デンマークはブレトン・ウッズ合意の下での経験に比べ、変動と不確実性を低減させ得てきたように見える。ここでのデータによれば、70年代のオイル・ショックや対ドル実質為替レートの変動にもかかわらず、デンマークは政策の選択、この場合にはEMSへの加入という選択を通して不確実性の低下に成功したこと

が示唆されている。

米国は産出量および成長率の不確実性が相対的に高まった唯一の国である。詳細にみると、これは成長率の永続的な部分に関する予測誤差が著しい増大を示した結果であることがわかる。産出量とその成長率に関する不確実性が過去と比べ、また表の中の他の国との比較でも相対的に増大していることについては、過去10年間に於ける米国の金融・財政政策の遂行にたび重なる変更があったためということが挙げられる。頻繁な政策変更は、現在の、そして従来維持されてきた成長率の予測を困難にし、これによって米国における資本の期待収益率も頻繁に変更を余儀なくされることとなった。これらは結果的に米国の資産に対する需要そして実質為替レートの変化をもたらしたのである。

日本は、変動相場制への移行後も生産面での不確実性の低下はみられない一方で、物価に関する不確実性はむしろ上昇している。しかしこの結果は誤解を招きやすい。なぜなら、物価と産出量に関する1つの大きな予測誤差を除くことで結果は変わってくるからである。産出量についていえば、1974年のオイル・ショック時における予測誤差は平均絶対誤差の5倍以上に達している。一方、物価については、日本銀行が通貨ターゲットとディス・インフレの方向へ政策を転換した75年には、予測誤差は平均絶対誤差の4倍以上である。

第4表では米国と日本における産出量に関する予測誤差の大きさを計測期間別、誤差のタイプ別に比較してある。この表によると、固定相場制下の予測誤差は始期を1950年としても変わらないことがわかる。平均的な誤差の大きさは、計測期間を1960-72年としてもそれ程変わらない。

日本では変動相場制の採用に伴い、平均絶対誤差の計測値は、1973-85年において全ての指

標で低下をみているのに対し、米国では3指標が、変動相場制の採用に伴い増大している。一方、最大の予測誤差が生じた年を除外すると、日本については産出量（および物価）の平均絶対誤差、およびRMSEは著しく低下している。従って、74年を除外することで、私自身の四半期データを用いた結果（1985）と年間データによる結果は日本については一致することになる。一方、変動相場制下における米国の場合には、この年を除外することによって平均絶対誤差はやや低下するものの、変化の方向、あるいは産出量に関する不確実性が増大したという結論を覆すには至らない。他の国については、こうした指標の増大は認められず、従って、産出量の不確実性増大は変動相場制の結果であるとする仮説は棄却される。

完全に実証されている訳ではないが、米国において変動および不確実性が増加をみたことについての1つのあり得べき仮説は、西独、日本、あるいはスウェーデンと比べ、米国の政策が頻繁に変更されたためというものである。これらの国々は、固定相場制の下では米国で発生したショックを吸収する役割を果たさざるを得な

かったのに対し、変動相場制下ではこれらのショックのうちいくらかは受けないで済ますことができるようになった。1970年代から80年代にかけていくつかの国々は経済政策運営にあたり、中期的あるいは長期的な戦略を採用し、実行しようとした。これに対し米国は税制、防衛政策、エネルギー政策そして金融政策の方向をその時々を経済情勢、一般的な大衆のセンチメントに應ずるかたちで繰り返し変更してきた。不正確な予測を前提としているならば、こうした頻繁な政策変更が超過負担を生み出し、社会的費用を引上げ、リスク・プレミアムを付加することにより実質金利を引上げてきたとしても何ら驚くにあたらない。

これらの比較から次の2つの主要な結論が導かれる。まず第1に、既に言及したことではあるが、変動相場制は必ず不確実性を増大させるとする指摘には根拠がないことである。第2に、英国と米国において産出量と物価水準に関する不確実性がそれ以前の時期より大きくなっていることである。米国および英国においては、その変動が他国に影響をあたえる限りにおいて、これらの国々における不確実性は最小限のもの

第4表 日本および米国における産出量の平均絶対誤差
(年率、パーセント表示)

	日 本			米 国		
	ϵ	r	ρ	ϵ	r	ρ
1950-72	0.5	1.0	1.2	0.3	0.6	0.7
1960-72	0.5	1.1	1.4	0.2	0.6	0.7
1976-85	0.1	0.6	0.9	0.3	1.0	1.7
1973-85 ^{注)}	0.1	0.3	0.2	0.3	0.9	1.7

注：最大誤差の年（日本は1974年、米国は1984年）を除く。

(現行商取引制度を前提とした時そこに内在する不可避のもの)とはなっていないのである。

5. 変動を減少させるためのルール

「通貨改革案」(1923)において、Keynesは2つのタイプのルールを考察している。ひとつは国内物価ないし国内安定化のためのルールであり、いまひとつは為替レートないし国際的安定化のためのルールである。彼は、この著作に至るまでは、国内物価の安定が好ましいとしていたが、これ以後の研究においては対内的および対外的な不安定性を両方共減少させることがより重要であることを認識していた。また彼は、物価安定を達成するうえで信頼するに足るルールを採用する国がもしないとするならば、独立に政策運営をしている各国は対内的あるいは対外的な安定性のいずれかを犠牲にしなくてはならないことにも気付いていた。

各国が協調の下に政策を運営している場合には、各々が国内物価安定を達成する(あるいは不安定性を減少させる)一方、全体として為替レートの不安定性を低減させることができる。Keynesのこの論旨は、安定性は公共財であるがゆえに安定性を実現するにはコストがかかるという点を含んでいる。実際、彼の古典的な金本位制に対する反対論の主要な論点は、同制度の下では為替レート安定のための社会的コストが、他の制度下で必要とされるコストよりも高くなるというものである。こうした論拠を基に、生涯を通じ彼は通貨制度に関する代替案を提案し続けた。ブレトン・ウッズ合意は、対内的および対外的安定性の問題を解決するためのKeynesの最後の試みであったといえよう。実

際には、戦後期においてどの国も物価、為替レートのいずれの安定性をも達成し得ていない。物価および産出量の予期せざる変化の変動の大きさを尺度とした場合の超過負担は、戦時中そして古典的な金本位制の時代と比較して低下してはいるものの、⁸⁾ 前節においても言及した様に、適切なルールを採用することにより変動は更に低減させることができるのである。

様々な政策ルールは多くの次元において異なったものである。ここで、McCallum(1984)の提示した能動的なルールと裁量的なルールの区別は有用である。能動的なルールとは、政策当局が、自国および他国経済でおこった事象に反応することを許容する様なルールである。この政策当局の反応はある一定のルールに従うため、民間主体にとってはそれが予測可能なものとなる。従って、政策の変更が起きても、それが産出量・物価の予測せざる部分を増幅することにはならない。また、全ての政策変更はルールに従って行われるため、これらは裁量的ではない。

第2の特徴点は、将来値の予測に依存した能動的ルールと、実際に観測された値に基づいて政策を決定するルールとの間の区別を明らかにする。第1表および第2表に集約されたデータによれば、予測を前提として政策行動を決定する様なルールは、不確実性を減少させるとは言い難い。予測に依拠している様な政策は、政策行動を民間主体にとってより予測しやすい径路に限定する様なルールと比較すると、変動や不確実性を減少する点では有効性の劣る手段である。

物価安定を達成するためのルール策定にあ

8) Meltzer(1986b)は米国につき1890年から1980年までの異なる制度を比較している。他の国に関する追加的な計測によれば、この結論は概ね支持されているといえよう。

たっては、それが実際の物価の安定なのか、あるいは予測された物価水準の安定なのかを決める必要がある。⁹⁾ 恒久的な生産性の変化、および産出量水準についてのその他要因による永続的な変化は物価水準に影響を与える。実際の物価水準の安定性を目指す様なルールの下では、政策当局は全て物価水準の変化を打ち消す様に行動することが要求される。これに対し、予測される物価水準の安定を維持する様なルールの下では、実際の物価水準は、予期せざる供給ショックに対する調整過程の一環として実質変数の値が調整されるのと同様、調整されていくことが許容されている。一旦調整が終了すると、どちらのルールの下でも実質変数の値は同じとなる。但し調整過程においては、それらは異なる径路をとる。実際の物価の安定を図るためには、政策当局は通貨供給および他の名目変数を変化させようとする際に、必要変化量を正確に知っておかねばならず、そのためには、実質残高効果の大きさを含めた構造パラメターの大きさ、生産性ショックの程度、物価の総供給に対する弾力性についての知識を持っていないのではない。また民間部門としては、政策当局がこれらの値の大きさを知っていると信じている必要がある。しかし、この様な信頼は見込み違いのものであろう。実際、我々はこれらの点についての知識は何ら持っておらず、また過去数十年間にわたるマクロ経済学の実証分析の結果からしても、1回限りの攪乱に対する物価の市場調整機能を高めることができる程の正確さでこれらの値を知ることは期待し難いことを銘記すべきである。

更に、現時点での名目資産保有者が、生産性

の変化、あるいは供給ショックから来る得失を分け合うべきであるということについては納得しうる。物価安定の1つの主要な利益は、予測された物価が安定化することによって、取引主体が直面する不確実性が軽減され、それを通じて結局、長期投資に伴うリスクが低下する点にある。この点はもちろん、古典的な金本位制の擁護論者によって強調された論点である。他の主要な利益は退職（あるいは遠い将来）に備え貯蓄している個人が、どの様な形態で資産を保有するのか、また蓄積された貯蓄の実質価値が予期せざるインフレーションにより変わってしまう恐れがないのかといった事柄に対し、それほどこだわらなくてもよくなる点である。予期された物価水準の安定化を図ることでこれらのリスクは軽減される。

私が提案するルールは能動的ながら裁量的ではない政策である。ここでは、政策変数の設定にあたっていかなる予測も用いられない。このルールは次の2つの部分から成っている。

第1は、マネタリー・ベースの現時点の成長率 (b_t) を国内産出量の成長率の移動平均 (\bar{Y}) と流通速度の成長率の移動平均 (\bar{V}) の差に等しくなる様に設定することによって、予測された国内物価水準の安定化を図ることである。平均的にみた場合、好不況の区別は予測によってはできないため、確実に知ることのできる、最も最近時の \bar{Y} と \bar{V} の値に反応するかたちで b_t を調節するルールを採用することとする。形式的にはこのルールは、

$$b_t = \bar{Y}_{t-1} - \bar{V}_{t-1}$$

と書ける。

このルールの第2の部分は、為替レートの変

9) もし最適なインフレ率がゼロでないならば、ルールの策定にあたり実際のインフレーションのうち予期されたインフレーションを区別する必要がある。

動を低下させるということである。このためには主要貿易国（米国、西独、日本、そしておそらく英国）が予測される国内物価水準の安定のために同じルールを採用することが必要である。マネタリー・ベースの伸び率は、各国固有の経験によって異なるほか、時間が経つにつれて変化する性質のものである。予測された為替レートおよび実際の為替レートは、相対的な生産性成長率の変化、信用量の伸び率、貯蓄率、資本に対する期待収益率、労働とレジャー間の選択、そして他の実質面での変化の差異などによって変動する。実際の物価は変動し続けるものの、予測された国内物価水準は、こうしたルールを採用している全ての国で一定となり、従ってこれが原因となる実質・名目為替レートの短期変動、および名目為替レートの長期変動は取り除かれることとなる。実質為替レートの残りの変動は、国内および海外における嗜好および生産技術の変化に伴い、資源が効率的に配分されることを促進する役割を果たすこととなる。

このルールを完全なものとするには、産出量および流通速度の移動平均を計算するための期間を選択しなくてはならない。かつて私は3年間にわたる移動平均を提案したことがある。ただ実際にはこれより長期あるいは短期の移動平均の方がより安定的なものとなるかもしれない。実証分析の助けを借りつつ移動平均の計算のための期間の長さを決定するのも一法であろう。

小国の場合には、その通貨を主要国通過のバスケット、あるいはそのうちの1つの通貨に対して固定することで、物価および為替レートの安定性を輸入するという選択があり得る。もちろんこれらの国は必ずしもそうした道を選択しなくともよい。このルールの下ではいかなる国際的な為替レートに関する合意もなく、各国は

それぞれ独自の道を選択しうる。もし大小を問わず全ての国が各国独自の政策を選択し、頻繁に裁量的に政策を変更するならば、不確実性は最小とはならないであろう。この場合、もし大国が安定性を供給するのに失敗したとすれば、すべての国は為替レートのより大きな変動を余儀なくされる。

ここで提案したルールは、この他には、次の様ないくつかの長所を持っている。

(1) 監視のためのコストが比較的低くてすむ。ここでは、民間は、マネタリー・ベースをほとんど誤差なしで予測でき、中央銀行はそれを制御し得る。ルールからの乖離は速やかに観察されるため、そうした乖離の主たる影響は為替レートにあらわれることになり、実質総需要には影響しない。

(2) このルールは、水準の短期的かつ一時的な変化にたいしては調節されないが、移動平均算定のための期間内におこる産出量および信用量の伸び率の恒常的な変化（あるいは流通速度の上昇率というその他の変化）に対しては完全に調整されることになる。

(3) このルールは、特に景気後退が数四半期に渡って続くようであれば、適応的、かつほどほどに景気循環相殺的なものとなる。もし予測されなかった実質成長率の鈍化がおこると、成長率の移動平均もそれにつれて低下するが、しかし現時点での成長率の鈍化ほどには低下しない。従って、マネタリー・ベースの成長率は、景気後退期には成長率の鈍化ほどには落ち込まず、逆に景気拡大期にも成長率の上昇ほどには上昇しない。

6. 結 論

戦後のほとんどの時期において、国際通貨制度はドルを基軸としたものであった。この間ドルは、主たる準備通貨、価値の保蔵手段、そして

て信用供与の際の主たる価値尺度としての役割を果たしてきた。ドル本位制下では、マルク、仏フラン、ポンドなどの切下げや切上げが折にふれてみられたものの、主要貿易国の間におけるインフレ率が比較的低かったことから為替相場は一定期間は安定していた。

この様な相対的に安定した時期は、1960年代のインフレーションと共に終わりを告げることとなる。それ以降の過去20年間、国内のおよび国際的な金融政策は、物価、為替レートのいずれの安定性をも達成することはなかった。しかし、物価と産出量の予期せざる変化の変動を尺度とした場合の不確実性の大きさは決して増加しておらず、むしろ減少している場合もみられる。西独、デンマーク、および日本についての計測によれば、もし各国が対内的および対外的な安定を指向した金融政策を採用すれば、不確実性は更に低減することができることが示唆されている。

固定相場制と変動相場制の相対的なコストと利益は個別の国にとってはどのようなものか、という重要な問題点については、大雑把な議論でも理論的な分析によってもその解答は未だ示されていない。政策ルールと裁量的行動の比較は、合理的期待を含む動学モデルの開発により進められてきたが、多くの国々は依然として採用するルールのタイプにつき合意に達していないほか、ルールあるいは中期的な戦略は厚生を増進するといった原則すら受け入れようとしていない。

一方、いくつかの国々、とりわけ西独と日本は、政策ルールからの乖離、あるいは政策の変更について否定的であった。これらの国々では、

名目および実質為替レート的大幅変動や、他国からの圧力に直面しながらも、物価安定ないし低インフレ率に固執し続けた。ある者はしばしば予測に基づいた裁量的な金融政策運営をこれらの国について提唱する。またある者は、安定性の重要さやルールの長所を強調している。

政策ルールと裁量的政策の議論、および固定相場制と変動相場制をめぐる議論に関し、従来の議論の到達点から一步前進すべく、ここでは2つのタイプのデータを提示した。1つは民間と公的機関による予測の成績評価であり、いま1つはいくつかの国における固定および変動相場制下での不確実性の指標としての、物価および産出量に関する年間の予測誤差の変動である。

予測の成績評価をもとに考えると、予測に依拠した裁量的政策行動や、予測を基礎に用いる政策ルールの下では、変動や不確実性が減衰しうると信じる根拠はほとんど無い。¹⁰⁾ 予測は、それが計量モデル、統計モデル、一般的な判断、あるいはこれらのうちいくつかの方法の組合せのいずれに基づくものにせよ、見当違いのものが多く、従って平均的にみて現四半期あるいは1年半先が好況か、あるいは不況なのかをそれによつては識別し得ない。更に、FRB、OECD、そして民間の予測を比較した結果から言えることは、公的機関は非公表の情報を用いつつ予測の正確度を向上させることはできなかったということである。例えば、FRBの名目GNP成長率に関する予測は、より不正確であり、かつ著しい偏りを持ったものであったが、民間による予測誤差は偏りを持ってはいなかった。

またデータからみると、物価と産出量に関す

10) Zarnowitz (1986) は最近の研究において、1950年以降予測精度は向上しておらず、また景気後退期は上昇期にくらべ予測が不正確になっていることを示している。

る不確実性は、固定相場制から変動相場制への移行に伴って一般的に上昇した訳ではない、との見解が支持される。これは、政策に関する議論においてもしばしば示唆されているとおりである。いくつかの国においては、不確実性に関する2つの指標は共に、固定相場制の下におけるよりも変動相場制の下において低下をみている。分析の対象となった6ヶ国のうち、変動相場制下で物価と産出量の不確実性の双方が増大を示しているのはわずか1国のみである。

この経験から以下の2つの教訓を導くことができる。第1は、民間の意志決定主体にとって変動相場制は必ずしも不確実性を増大した訳ではないということである。¹¹⁾ 第2には、対内的および対外的な安定のためにルールを採用した2国（西独とデンマーク）は絶対的に、かつ他国との比較においても相対的に不確実性を低下させたことである。

これらの事実をもとに、物価および為替レートの安定増進のためのルールを提案したい。このルールは、政策協調を採るための合意は必要

としないものである。それと同時にこのルールは、簡単に遂行し得て、かつ監視が容易なものである。すなわち主要国（西独、日本、米国、そしておそらく英国）は平均的にみたマネタリー・ベースの成長率を、過去の実質産出量の成長率の移動平均と流通速度の成長率との差に等しくさせることによって物価の安定性を達成する、というのがそのルールである。もし各国が、お互いに斉合的なルールを採用するならば、このルールは期待インフレ率の差から生じる為替レートの変化を減少させることとなろう。

このルールは最適なものではないかも知れない。我々が最適ルールの構造につき持っている知識はあまりに少ない。多分、このコンファレンスで発表される研究成果を通じて我々の理解が深まり、またそれが最適ルールへの研究へとつながっていくこととなろう。いずれにせよ、もし我々が、より安定的な政策と共通のルールを採用する賢明さと意志を持っていれば、不確実性を減少させることができることだけは間違いないといえよう。

以 上

11) 物価と産出量に関する予期せざる変化の変動の低下と事後的な実質為替レートの変動増大の間の整合性に関する考察はまだ行われていない。可能性としては、金融市場が効率的に働くことで実質変数に与えるこれらの攪乱の影響が吸収されてしまったということがある。この事が本当におこったのか、そして結果的に最適な状態に近づいたのか否かはいまだ投げかけられている問題である。

【参考文献】

- Bomhoff, E. *Monetary Uncertainty*, Amsterdam: North-Holland, 1983.
- Dornbusch, R. and Fischer, S., *Macroeconomics*, New York: McGraw-Hill, 1978.
- Farrell, V. with DeRosa, D.A. and McCown, T.A., "Effects of Exchange Rate Variability on International Trade and Other Economic Variables: A Review of the Literature", *Staff Studies*, 130, Board of Governors of the Federal Reserve System, December 1983, pp. 1-21.
- Friedman, M., "The Case for Flexible Exchange Rates", in Friedman M., ed., *Essays in Positive Economics*, Chicago: University of Chicago Press, 1953, pp. 157-203.
- International Monetary Fund, *Exchange Rate Variability and World Trade*, Washington, 1984.
- Keynes, J.M., *A Tract on Monetary Reform*, (Vol. 4 of *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, London: Macmillan and St. Martin's Press for the Royal Economic Society, 1971) 1923.
- Kool, C., "Forecasts with Multi-State Kalman Filters", app. 1 to Bomhoff, E., *Monetary Uncertainty*, Amsterdam: North-Holland, 1983.
- Kydland, F.E. and Prescott, E. C., "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans.", *Journal of Political Economy*, 85, 1977, pp. 473-92.
- Lombra, R. and Moran, M., "Policy Advice and Policymaking at the Federal Reserve", in Brunner K. and Meltzer A.H., eds., *Theory, Policy and Institutions*, Amsterdam: North-Holland, 1983, pp. 385-444.
- Mascaro, A. and Meltzer, A.H., "Long- and Short-Term Interest Rates in an Uncertain World", *Journal of Monetary Economics*, 12, November 1983, pp. 485-518.
- McCallum, B.T., "Monetary Rules in the Light of Recent Experience", *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 74, May 1984, pp. 388-96.
- , "The 'New Monetary Economics', Fiscal Issues and Unemployment", in Brunner K. and Meltzer A.H., eds., *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 23, Autumn 1985, pp. 13-45.
- McNees, S.K., "The Accuracy of Forecasting Techniques", *New England Economic Review*, Federal Reserve Bank of Boston, March/April 1986, pp. 20-31.
- Meltzer, A.H., "Variability of Prices, Output and Money under Fixed and Fluctuating Exchange Rates: An Empirical Study of Monetary Regimes in Japan and the United States", *BOJ Monetary and Economic Studies*, Vol. 3, No. 3, December 1985.
- , "Size, Persistence and Interrelation of Nominal and Real Shocks", *Journal of Monetary Economics*, January 1986a, pp. 161-94.
- , "Some Evidence on the Comparative Uncertainty Experienced under Different Monetary Regimes", in Campbell C.D. and Dougan W.R., eds., *Alternative Monetary Regimes*, Baltimore: The Johns Hopkins University Press, 1986b, pp. 122-53.
- , "Limits of Short-Run Stabilization Policy", *Economic Inquiry*, 25, January 1987, pp. 1-13.
- Mussa, M., "Nominal Exchange Rate Regimes and the Behavior of Real Exchange Rates: Evidence and Implications", in Brunner K. and Meltzer A.H., eds., *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 25, Autumn 1986, pp. 117-213.
- Neumann, M.J.M. and Buscher, H.J., "Wirtschaftsprognosen im Vergleich: Eine Untersuchung anhand von Rationalitätstests", *IFO-Studien*, Berlin: Dunker and Humblot, v. 31, 1985, pp. 183-201.
- Smyth, D.J., "Short-run Macroeconomic Forecasting: The OECD Performance", *Journal of Forecasting*, 2, January 1983, pp. 37-49.
- Zarnowitz, V., "The Record and Improvability of Economic Forecasting", *Economic Forecasts*, 3, December 1986, pp. 22-30.