

＜研究ノート＞

金融政策の対「国際資本移動」効果： 覚え書き

一ノ瀬 篤

I 序：問題の所在

金融政策の効果には、短期効果¹⁾と長期効果²⁾があることは、古くからよく知られている。

また、国際金本位制度の時代において、特にイングランド銀行が目指していたのは、実体効果ではなくて資本効果であったことも、専門家の間では比較的よく知られている（後述，セイヤーズの項）。

しかし、世界の通貨・為替制度が国際金本位制度から、管理通貨制度の第一段階としてのブレトン・ウッズ体制，第二段階としての変動相場制へと推移していくにつれて、金融政策の実際の狙い，および結果的・客観的な効果がどのように推移してきたのか（狙いは資本効果にあったのか，実体効果にあったのか，また結果的にはいずれの効果が顕著であったのか）という点については，議論は整理されていない。もっとも，少し視角を異にするが，変動相場制下の金融政策・財政政策の対内的有効性（需要管理，もしくは所得

1) 特に，国際的な利子率の開差が国際資本移動をもたらし，これが金・外貨準備の増減をもたらす効果。以下では資本効果と略記する。

2) 実体経済への効果，もしくは実体経済への効果を経由した国際収支調整効果。引締めの場合を例にとると，取引抑制，物価抑制，輸出増加・輸入減少，また，これらを通じた国際収支赤字の是正，等。以下では実体効果と略記する。

キーワード：金融政策の対資本移動効果，金本位制度のゲームのルール，マンデル・フレミング・モデル，マネタリー・アプローチ

拡張効果) 如何という議論はある。

一つの代表は、マンデル理論(フレミングも同様の理論を提唱)である³⁾。しかし、この理論はそもそも金融政策変更に伴う為替相場予測を、基本的には中立的(ただし「金利差による資本移動の結果、為替相場が変動する」効果を除外するものではなく、むしろその効果が純一に現れることを強調)であると想定しており、その結果、2国間の金利差によってスムーズに資本移動が生じると想定している。根本的問題は、変動相場制下で単に金利差が生じたからといって、簡単に資本移動が生じる(つまり、資本効果が生じる)と想定してよいのか、という点であろう。(なお、末尾III(4)も参照)

他方、アセット・アプローチの一つの典型(マネタリー・アプローチ)と言われるドーンブッシュのように、2国間の資本移動が主としては「金利差と予想為替変動幅」の二つによって規定されたとすると、一応、形の上では問題は解決する⁴⁾。しかし、金融政策変更に伴う資本移動の姿を質的にそのように規定したところで、本来、予想為替変動幅を量的に確定することは、不可能であろう。ドーンブッシュは、予想為替変動幅を一応は独立変数的に措置しながら、結局はこの変動幅が2国間金利差によって規定される、と想定している。その上で、彼は金融政策の変更は為替相場を、生じた金利差に対して overshoot するほど変化させる、と考えているが、たとえば金融緩和が資本移動を通じて同方向(たとえば日本が金融緩和を行った場合、1ドル=120円から1ドル=130円へ)の為替相場変動をもたらす、ということ自体、簡単に言い得ないことである。それが言えるためには、金利差が生じるとそれに見合った資本移動が確実に生じなければならないが、それが疑問である。この意味で、マンデル・フレミング理論と同様の問題を残している。

もっとも、資本効果そのものについての考察と言っても、今日では古典的な金・外貨準備の流出入という1点に限定するわけにはいかない。まず金利差が資本移動をもたらすのか否か、という基本問題に加えて、たとえば資本

3) M. A. Mundell, *International Economics*, 1968

4) R. Dornbush, *Open Economy Macroeconomics*, 1980

の流入が、異種通貨間の交換性が非常に高まった現在、1国総体としての購買力にどのような影響をもたらすのか、その結果、財貨・サービス市場、資産市場、金融市場がどのような影響を受けるのか、などが考察されねばならない。しかし、何よりも「金利差が一義的に資本移動をもたらすのか否か」という基本問題の吟味が必要である。

理論上の未整理状態を反映しているのか、金融論の標準的な教科書・解説書では、金融政策の効果を論じる場合、資本効果の吟味をさておいて、実体効果の考察に直行する傾向が見られる。金融政策変更に伴う国際資本移動は為替相場を変動させ、それが実体経済に影響を及ぼすという限りで問題とされ、資本効果そのものについては、簡単に、或いは別の場所（たとえば「グローバル化と金融政策」というような項目で付加的に）で簡単に言及するにとどめられている⁵⁾。しかし、繰り返しになるが、例えば「金融引締めは引締め国に資本流入をもたらす」と簡単に想定してよいのか。

変動相場制下において、金融政策の効果はどのようなものなのか、「実体効果が主である」としてよいのか、資本効果をどのように位置づければよいのか。この素朴な問題意識に立ち返り、これを解明する必要があるだろう。本稿では、そのための準備作業として、主として史的な接近方法に基づいて問題点を整理し、何を解決すべきかを明らかにしたい。

II 金本位制度下の金融政策

——いわゆる「金本位制度のゲームのルール、
もしくは自動調節作用」について——

(1) Cunliffe 委員会報告 (1919年) : (Cunliffe) Committee, *Currency and*

5) 一例のみを挙げる。日本銀行金融研究所『わが国の金融制度』(1986年)は、特に金融制度については、われわれが最も依拠すべき解説書であり、裨益されるところが多い。しかし、金融政策については、上記の傾向が現れている。さらに同書の1995年版では、金融政策に関する説明自体が、殆ど消失してしまった。残念である。次版では、ぜひ金融政策についての説明を復活させていただきたいし、政策発動時に当局として(研究所は必ずしも当局ではないとしても)は資本移動に関して何を考えているのか、ぜひ開陳していただきたい。

Foreign Exchanges after the War, Final Report, 1919

ヒューム (D. Hume, *Political Discourses*, 1752) やリカード (D. Ricardo, *The High Price of Bullion; a Proof of the Depreciation of Bank Notes*, 1810) は、素朴な貨幣数量説の観点から、ほぼ以下のような「ゲームのルール」を想定していた。

国際収支赤字→金流出→国内貨幣量減少→物価下落→輸出増加・輸入減少
→国際収支赤字減少・黒字化

しかし、時が経つにつれて、このような理解と現実との乖離が認識されていく。カンリフ委員会段階では、論理の環に金融政策が組み込まれ、はるかに現実接近的な理論が構築された。国際収支の赤字国（黒字国）では、為替の下落（上昇）を通じて金流出（流入）が生じる：通貨当局がこれを相殺するべく金融引締め（緩和）を行えば、金利の上昇と通貨量の縮小が生じる：これによって海外からの短期資本の流入が生じると同時に、取引停滞、物価下落、輸出増加・輸入減少が生じ、国際収支は黒字に転化する、というものである。カンリフ委員会の理論は、「したがって、通貨当局はそのように行動すべきだ」という、「当為」的な含意を色濃く含んでいた、と見てよい。

(←→金不胎化政策)

上記を短縮的に表現すると、以下のようなになる。

国際収支赤字→為替下落→金流出→金融引締め

|| || ||

① ② ③

→海外資本流入&輸出増加・輸入減少→国際収支黒字化

||

||

④

⑤

さて、カンリフ型「ゲームのルール」はどの程度に妥当であろうか？ 上

記の論理プロセス①, ②, ③, ⑤は「概ね」妥当だが, ④のうちの実体効果については問題が多い。「金融引締め→輸出増加・輸入減少」という論理であるが, これは簡単には言えない。それが言えるためには

- イ 投資の金利感应性（あるいは金融引締めによるアヴェイラビリティの削減）
- ロ 中央銀行の金融市場統制力（中央銀行の金融引締めが市中銀行の貸出行動を変化させうること）
- ハ 金融引締めによる「資本効果」が凍結されており, 金融引締めによる海外資本の流入が国内金融市場を緩和させないこと（厳格な為替管理の存在）
- ニ 自国と他国との経済構造の均質性
- ホ 自国と他国の文化的均質性

などの条件が前提として満たされていなければならない。

また, この議論は, 出発点としての「国際収支赤字」が輸出減少・輸入増加を原因としている, と単純に想定している場合が多い。しかし, 国際収支の赤字は決して輸出減少・輸入増加だけを原因として生じるわけではない。貿易収支が黒字でもサービス収支が赤字である場合, あるいは経常収支が黒字でも資本収支が赤字である場合もある。いずれの場合も総合国際収支は赤字となり, 金は流出しうる。この議論は, 貿易不均衡が自動的に調整されるというイメージの下に提示されることが少なくないが, たとえば「輸出優勢の下での総合国際収支赤字」を出発点として金融引締めが行われる場合には, 輸出は益々優勢となり, 貿易不均衡は拡大されうること等には注意を要する。

④のうちの資本効果については, 次項で見るように, 基本的には妥当なのであるが, カンリフ報告の主眼は, 資本効果よりは実体効果（物価下落→輸出増・輸入減）の強調にあったことは注意せねばならない。

(3) R. S. Sayers の批判：*Bank of England Operations, 1890-1914* (1936年)

カンリフ委員会の理論的想定は、セイヤーズの史的吟味によって、鋭く批判されることとなった。セイヤーズやケインズの努力によって、国際金本位制度下におけるいわゆる「ゲームのルール」のドグマ性が明らかにされることになる。セイヤーズは、国際金本位制度の時代には、イングランド銀行金融政策は実体効果を目指していたのではなく、殆どもっぱら資本効果を念頭に置いていたことを明らかにしている⁶⁾。

セイヤーズは第一次世界大戦に先立つ25年間（金本位制度の黄金時代といわれている）のイングランド銀行金融操作をつぶさに吟味し、同行の操作の主眼はもっぱらイギリスの金準備保持にあったこと、そのために金利や時には金価格を操作して海外から資本を吸引したり、特にイギリスからの資本流出を抑制していたこと、を明らかにしている。また、公定歩合の引き上げ効果も常に顕著であったわけではなく、それが十全に機能するためには概して様々な補助手段や工夫を必要としたことを実証している。カンリフ委員会のように公定歩合の機能を過大評価することを戒めているのである。

本稿の問題意識からすると、セイヤーズは「当該期イングランド銀行の金融調節は、もっぱら国際資本移動を念頭に置いて行われていたこと、実体効果は、そもそも期待されていなかった」ことを明瞭に実証している点を銘記しておきたい。

もちろん、セイヤーズは金融政策がそもそも実体効果を持ち得ない、と述べているわけではない。彼の叙述には、公定歩合の引き上げは、とくに地方において実体経済に影響をもたらす傾向があったために、イングランド銀行は時にはこれを見合わせて他の政策手段を採用した、等と述べている箇所がある。つまり、彼の史的分析は、当時の政策目標の所在と、顕著で速やかな作用効果部面を明らかにしているのである。

6) 一ノ瀬篤「R. S. セイヤーズの金融政策史論：1890-1914年」(愛媛大学経済学会『愛媛経済論集』第6巻第1号, 1986年6月, 所載) 参照

II ブレトン・ウッズ体制下の金融政策

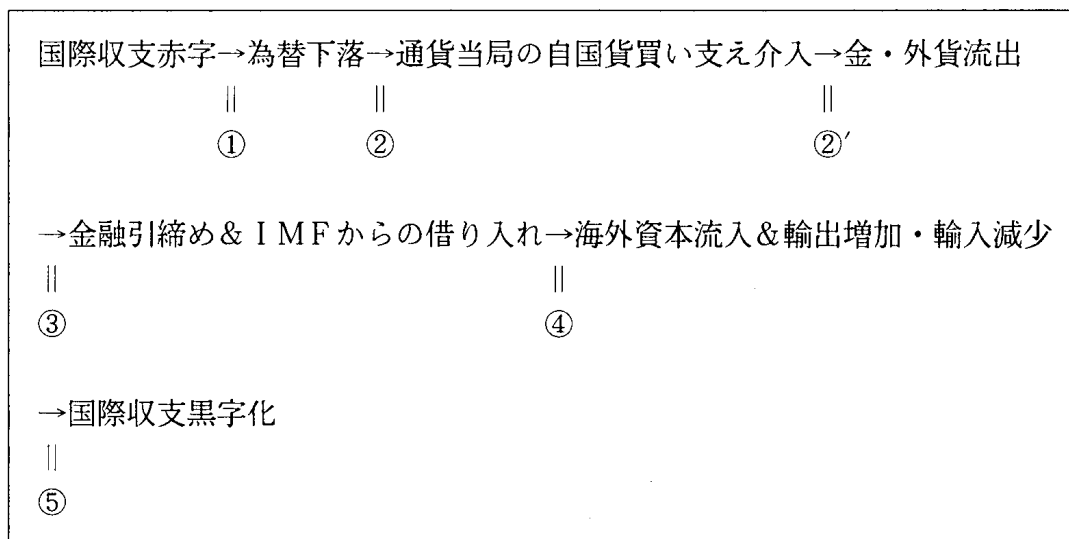
ブレトン・ウッズ体制は金本位制度の長所（為替相場の固定制）を継承しているが、金本位制度がいわば自動的固定相場制度であったのに対して、人為的固定相場制度であった。つまり、下記チャート1のように、加盟国の通貨当局が「必要とあらば加盟国としての義務を果たすために為替介入する」ことが前提となった制度である。

（1）金本位制度との比較

ブレトン・ウッズ体制期の金融政策の作用様式は、チャート1のように単純化できる。その論理の妥当性についてであるが、論理プロセス①、②′、③、⑤については、ほぼ金本位制度下の「ゲームのルール」の場合に準じて考えてよい。ただし以下のような相違点がある。

イ ②′については、金本位制度の場合と異なり、当局の為替介入を経由して、外貨準備（稀には金）の減少という形をとる。

チャート1 ブレトン・ウッズ体制期の「ゲームのルール」



* ②は当為としての論理（加盟国の義務）。

③については、金本位制度のゲームのルールの場合と同じく「通貨当局が引締めを行えば」という論理。また当為的色彩は金本位制度の場合より遥かに強い（IMFも貸し付けに際して金融引締めを要請する）。

- ロ 為替下落は IMF 平価の上下1%以内までは認められた。これは金本位制度の場合の金現送点に該当する。
- ハ 金・外貨流出入に伴う金融引締め（或いは緩和）の義務は、アメリカ以外の国に負わされ、アメリカはこの義務を半ば以上免れていた。
- ニ 周辺各国からの金・外貨流出は上記の形で行われたが、アメリカの場合は各国通貨当局がドル・金交換を求めた場合にはじめて、金流出という形で生じた。

（2）金融政策主目標の変化

さて、チャート1の論理プロセス④についてはどうか。とくに「ブレトン・ウッズ体制は、固定相場制度という点で金本位制度と共通しているので、金融政策の主目標は国際資本移動への働きかけにあった」と考えてよいのか？否であろう。その所以の説明は、以下のように、屈折したものとなる。

イ 管理通貨制度の政策理念

金本位制度から管理通貨制度への移行は、余儀なくされた（追いつめられた）性格のものであったとはいえ、移行は理念上、経済政策を「対外均衡重視」（為替の安定）から「国内均衡重視」（物価の安定）にシフトさせることを含意していた。

ロ 折衷的性格

しかし、ブレトン・ウッズ体制は、この管理通貨制度の理念から見ると、変動相場制に比較した場合、折衷的な性格（調整〔＝変更〕可能だが基本的には固定相場制度）を帯びていた。国際収支赤字国は、IMF 平価を守るために金融引締めを余儀なくされる。この限りでは金本位制度の場合と同様の制約を受ける。ただし、もしここで金融引締めに伴って、滑らかな資本移動が生じて、赤字国の収支を均衡させていたならば、国内実体経済への影響は軽微で済むことになる。第一次大戦前に近似的に実現されていた「国際金本位制度の理想型」に近くなる。

ハ 資本移動規制の残存：為替管理

ところが実際には、ブレトン・ウッズ体制下の初期では、日本で典型的に見られるように、為替管理が優勢であった。このために金融引締めは、資本移動の弁が閉じられていたために、(滑らかな)資本移動を惹起するのではなく、主としては実体経済への影響をもたらすことになった。結果的には、ブレトン・ウッズ体制初期には素朴数量説の想定したような世界が実現された、と言ってよい。

もとより、為替管理は時が経つに従って緩和・撤廃されていった。ところが、他方では時の経過に伴って、日本・西ドイツを筆頭に金融資産の蓄積が進展した。(表1) この二つ(為替管理の緩和と金融資産の蓄積)が結びついて、金融政策の発動は次第に大々的かつ攪乱的な資本移動を惹起するようになった。

表1 金融資産残高の対G N P比 (単位: 倍)

	1955	1960	1965	1970
日本	1.35	1.94	2.35	2.39
米国	2.28	2.42	2.69	2.46

- ・金融資産＝政府・法人企業・個人の現預金＋保険・年金＋有価証券
- ・アメリカの金融資産蓄積進展度は、それまでにすでに豊富であったことを反映して相対的に緩やかだが、もとより絶対額の蓄積では巨額である。

(出典) 日銀『日本経済を中心とする国際比較統計』昭和47年、65頁。

以上の意味で、ブレトン・ウッズ体制は、その初期であれ後期であれ、管理通貨制度の本来の理念である「国内均衡重視」(物価の安定)とは、相当に矛盾する制度であった。(＝対外均衡回復のための金融引締め)。ただし、初期においても後期においても、概してはIMF平価を守るために金融引締めが行われた(＝対外均衡重視)のだが、初期には適度な実体効果が生じて均衡が回復されたのに対し、後期には資本効果が猛威をふるいはじめ、ブレトン・ウッズ体制そのものを掘り崩すことになった。

(3) ブレトン・ウッズ体制下の金融政策の実績：日本に即して

——金融引締め効果の実態——

ブレトン・ウッズ体制期に関する以上の叙述を実証しておきたい。ただ、これについてはすでに拙著『固定相場制度期の日本銀行金融政策：金融引締めと為替政策』（御茶の水書房，1995年）で詳述しているので、具体的計数等は省略して、結論のみにとどめる。

1952年（日本がIMFに加盟）から1971年（ニクソン・ショック＝ブレトン・ウッズ体制崩壊）までの間には7度の金融引締めがあった。

そのうち1953-54年引締め（いわゆる「金融政策の復活」）および1957年引締めでは、実体経済への効果が顕著で速やかであった。すなわち物価下落、生産停滞、輸出増加・輸入減少が非常に明瞭に読みとれる。1959年引締めは、高度成長の最盛期では例外的な性格のもので（蔵相：佐藤栄作）、早手回しのマイルドな引締めであった。

他方、池田内閣期の1961年引締めでは、実体効果は顕著に減退している。つまり、物価下落は緩やかであるし、生産への影響も殆ど無い。ただし輸入は減少している。同じ池田内閣期の1963-64年引締めでは、引締めの実体経済への効果はほぼ皆無である。物価下落は非常に緩やかであるし、生産は逆に急増している。輸入減少も見られない。

以上4度の引締め効果（1959年引締めを除く）の相違は、なぜなのか？もとより、この間に資本蓄積が進み、「資金不足経済」体質の是正が進んでいるという事情がある。しかし、それだけではない。1953-54引締め、1957引締めでは国際資本移動規制が厳格だった（特に流入規制）。そのため引締めによって金利が上昇しても短資が流入せず、引締め効果は直接、実体経済に及んだのである。

他方、1961年引締めでは、池田内閣は各種の短資流入規制を大いに緩和して短資流入を図り、引締め開始を引き延ばした。また、この結果としての短資流入が、引締めによる金融市場の逼迫を相殺し、実体経済への引締め効果浸透を妨げたのである。さらに、1963-64年引締めでは、池田内閣は今度は各

種の長期資本流入規制を緩和し、長期資本を呼び込んで、引締め開始を引き延ばした。この結果として流入した長期資本が、引締めによる金融市場逼迫を相殺し、実体経済への引締め効果浸透を妨げたのである。

1960年代前半の二度の引締めは、ブレトン・ウッズ体制下で金融政策が実体効果を発揮するには、厳格な為替管理が事実上の前提条件であったことを物語る。

1960年代後半になると、金融引締め政策のスタイルは全く変容する。発動の理由、時機のみならず、その作用様式も異なってくる。池田内閣の後を承けた佐藤内閣は、安定成長政策に転じ、外貨準備政策では「外貨準備積み増し政策」を採用するようになった。それまでの「外貨準備が最低限水準にまで減少することを覚悟して高度成長を追求する」という路線からの転換である。背景には日本の資本蓄積の急進展があった。これを反映して、国際面では、広義の機械類を主力として、日本の輸出競争力が急速に強化され、1968年からは経常黒字が定着した。もはや強引な急成長を追求する必要が薄れていたのである。また、公害問題の噴出もあった。

金融政策面では、引締めの発動が早めに行われるようになり、それまでのような政府と日銀との厳しい対立も姿を消した。その分、引締めは微温的となり、実体効果は殆ど感知できなくなった。その代わりに、それまでのかなりの資本流入規制緩和によって、金融引締めが国際短資の流入を呼び起こすことになり、これが総合国際収支の赤字を補填したのである。

簡単に、具体的に見ておく。1967年引締めでは、生産量、取引量、物価、輸出入等々の実体経済への効果は全く感知できない。なぜであろうか？ 第一に、外貨準備積み増し政策への転換に伴い、引締めが早手回しで、かつ緩やかだった。第二に、実体効果が生じる以前に短期外資が流入し、国際収支赤字が解決された。短資流入規制が、上述のようにかなりの程度緩和されていたので、金利上昇に伴って短資が流入したのである。

1969年引締めは「初の経常収支黒字下の引締め」として有名である。この時初めて、日銀は卸売物価のやや異常な高騰を抑制するために、引締めを発

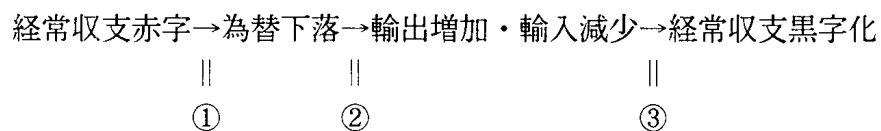
動したのであった。しかし、この時にも、実体効果は感知できない。なぜか？
第一に、引締めが早手回しで緩やかであった。第二に、先に資本効果（海外短資流入）が現れて、金融引締めを中和した。もっとも、この時、政府・日銀は欧米から圧力のかかっていた円切り上げを回避すべく、為替管理政策を強化したために（「円シフト」促進など）、資本流入による中和効果は十分には顕現しなかった。そのうちに70年後半には、軽度の世界同時不況がはじまり、政策姿勢は緩和へと変化するのである。

【要約】 以上、ブレトン・ウッズ体制期の金融引締めを通観すると、金融政策の作用様式は、為替管理政策が緩和されるに伴って、実体効果から資本効果にシフトしている、と言ってよいであろう。

III 変動相場制下の金融政策

次いで、変動相場制下の金融政策の作用様式はどうか。変動相場制は、理念的には、国際環境（国際収支不均衡）の変化による国内経済の攪乱を防ぐところに狙いがあった。たとえば経常収支が赤字化しても、その均衡回復の機能は相場変動にゆだね、必ずしも金融引締めを発動する必要はない、といったことが期待された。経常収支不均衡の調整は、理念的には下記チャート2のように著しく単純化する。

チャート2 理念型としての「変動相場制の自動調節作用」



金融政策は、理念上は「発動されとしても、主としては国内経済調節の必要に基づいて行われる」と期待された。

発動（金融引締めの場合を例にとる）の作用様式についてはどうか。とくに対「資本移動」効果はどうか。先述のように、金融論の標準的教科書・説

明書では、この点への言及が少ない。(吟味抜きで、「実体効果の検討」に直行)。むしろ金融政策の対「国際資本移動効果」は、国際金融論やマクロ経済学の教科書において検討される結果となっている。

さて最大の問題は、為替リスクの扱いであろう。為替リスクの存在にも拘わらず、金利差が固定相場制度下と同様に重要性を保持するのか(この際、他方において、とくに変動相場制への移行後、世界的に為替管理が急速に緩和・撤廃されていったことを念頭に置かねばならない)。あるいは、為替リスクのために資本移動効果が凍結され、資本移動の重要性は著しく低下し、これに代わってもっぱら実体効果が作用する、と期待してよいのか。たとえば上記チャート2の「為替下落」時点で金融引締めを行うと、固定相場制度の下では海外から資本が流入して為替下落を中和し、実体効果の発現を妨げるだろうが、変動相場制では為替リスクのために外資が流入せず、輸出増加・輸入減少がストレートに現れる、等ということになるのか。

本稿では、まだこれら問題を理論的に整理することはできない。さしあたり、実際はどうであったのかを、円転規制撤廃(1984年6月。なお、「原則自由」の基礎に立つ「新外国為替法」は1980年施行)後のわが国の金融政策との関連で概観する。

(1) バブル時の金融緩和(協調利下げ)

いわゆる「国際政策協調」による連続利下げ、およびプラザ後におけるアメリカの口先介入による円高期待の結果、海外短資が津波のように日本に流入した。(表2の「民間部門負債」欄の「民間部門金融勘定」参照)これがインパクト・ローンなどを通じて、資産市場に投下されたのである。(下掲チャート3参照)連続利下げは米国と並行的に行われた(アメリカからの強い圧力があった)ので、日米短期金利差は従来とさほど変わらず、むしろ少し差が開いた(日本金利が低くなった)ほどであるが(日欧金利差についても同様。統計・グラフは割愛するが、日銀調査統計局『日本経済を中心とする国際比較統計』1990年11-12頁、日銀国際局『日本経済を中心とする国際比較統

表2 本邦民間部門の対外資産・負債残高推移

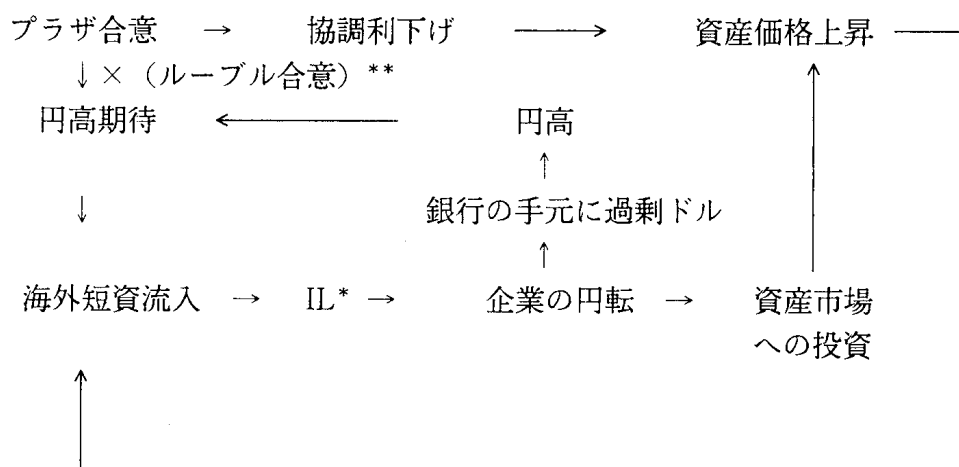
(単位：億ドル、1992年以降は100億円)

年 末	民間部門資産合計			民間部門負債合計			民間部門 純資産
		民間部門 証券投資	民間部門 金融勘定		民間部門 証券投資	民間部門 金融勘定	
1984							
85	3,732	1,457	997	2,688	848	1,610	1,044
86	6,326	2,579	1,947	4,940	1,436	3,222	1,386
87	9,084	3,397	3,202	7,619	1,662	5,301	1,465
88	12,670	4,272	5,023	11,194	2,549	7,652	1,476
89	5,684	5,338	6,278	14,096	3,740	8,947	1,588
90	16,557	5,638	6,445	14,369	3,345	8,989	2,188
91	17,755	6,321	6,408	14,899	4,438	8,035	2,856
92	17,791	6,555	5,999	13,860	4,314	6,847	3,931
92	23,128	8,521	7,799	18,018	5,609	8,901	5,110
93	21,994	8,213	7,172	16,698	5,390	7,784	5,296
94	20,689	7,581	7,008	16,043	5,643	6,943	4,646
95	23,134	8,594	8,043	17,936	6,323	7,297	5,198

・1992年以降は円表示（単位：100億円）になっているので統計不連続。

(出典) 日本銀行調査統計局『経済統計年報』1993年、337頁、1996年、343頁。

チャート3 バブル発生と膨張のメカニズム



* ILはインパクト・ローン

** × (ルーブル合意) というのは、プラザ合意の場合には、会議の結果として円高が期待されたが、ルーブル合意の場合は、そうではなかった、という意味。

表3 インパクト・ローンの動向 (単位：億ドル)

年	実行額	残高
1981	576	203
82	2,062	274
83	2,776	367
84	4,100	466
85	5,102	527
86	7,537	1,194
87	11,849	n.a.
88	17,225	n.a.
89	15,894	n.a.

(左表で省略した詳細の説明)

- ・すべて、短期と長期の I L を合計した数値
- ・実行額、残額とも邦銀、外銀の合計。
- 短期、長期ともに、84年以降は邦銀が圧倒的に多い。
- ・実行額、残額とも、短期の方が圧倒的に額が大きいですが、残額では当然のことながら、実行額に比べて長期の比重が相対的に大きくなっている。

(出典)『大蔵省国際金融局年報』各号「インパクト・ローン等の取り入れ」の項。

『年報』は87年以降については、残高は示さなくなった。

計』1996年6-7頁、参照)、それにもかかわらず、日本には短資が大量に流入した。つまり利下げ（もしくは相対的な金利低下）は資本流出に結果するか、あるいは変動相場制下では、為替リスクのために資本移動に中立的であってもおかしくないはずであるが、このケースでは短資の大流入となった。資産価格の高騰と為替差益期待による。

当時の金融勘定の短期負債増加には、対外証券投資を主とする対外投資をファイナンスする受け身的な性格のものも多く含まれていることは容易に推測されるが、表3に示すインパクト・ローンの激増を見ると、明らかに日本の銀行が海外短資を積極的に導入したという要因も大きく作用している。

証券投資（長期資本の代表）についても、欧米と日本との金利差は86年にほんの少し縮小した（従来よりは日本金利が相対的にやや高くなった）程度で、その後はまた開きが拡大している（日本金利が相対的に低下した）が、対内証券投資（資本流入）は激増している。金利差ではなくて証券価格の高騰による、というべきである。

他方、国内経済に対する効果は、資産価格への影響という形で端的に現れ、旧来の実体効果は緩やかであった。すなわち87年第3四半期から明瞭な、しかし軽度の景気回復諸徴候が見られるのみである。（東洋経済新報社『週刊東洋経済臨時増刊 1990年版経済統計年鑑』の鉱工業生産指数〔87頁〕、鉱工

業生産者出荷指数〔123頁〕、生産者製品在庫率指数〔128頁〕など参照)

(2) 1989-90年引締め(公定歩合引上げ:1989年5月-1990年10月)

上掲の表2を見る限り、引締めの結果、短資については資金が流入したか否か、不明というほかない。証券投資については90年末には流出(残高減少)に転じているが、金利差によるよりは証券価格下落による、と見るべきだろう。

実体効果(鉱工業生産、鉱工業生産者出荷、在庫率等への影響)も不明である。91年第4四半期から明確に景気が停滞しはじめているが、91年7月以降、金融政策は「緩和」に転じた後のことである。91年末からの景気停滞が、89年5月から90年10月までの引締めによるものと言えぬことはないが、資産価格下落を経由した、独特の形になっている。通常の実体効果ではない。(東洋経済新報社『週刊東洋経済臨時増刊 1995年版経済統計年鑑』の該当指数〔139, 141, 145頁〕参照)

(3) 1991年7月以降の金融緩和

91年夏の金融緩和開始以来、民間部門金融勘定負債の減少傾向が顕著だが(表2)、日米金利差は米国の金融緩和によって、従来とは逆に日本の方が絶対水準で高くなっている。この限りでは、この短期負債減少は日本の相対的な金利低下によるのではなく、資産価格下落によると見るべきである。ただし、ドイツとの金利差は、逆に従来より開いており、日本が相対的に一層低くなった。この限りで、「金利差による短期負債減少」の可能性は少し残る。しかし、同時期の民間部門金融勘定の資産面を見ると(同じく表2)、金融緩和の結果、増加しても不思議ではないのに、やはり減少を示している。したがって、短期負債の顕著な減少も、(ドイツとの)金利差によるのではなくて、単に日本経済の活動が収縮していることの反映に過ぎないのであろう。

長期金利については、91年の金融緩和開始以降、アメリカ及びドイツとの開差は、90年を基準とすると顕著に拡大している(日本が相対的に低下)。し

かし、表2の「資産」欄の「証券投資」項目は海外金利の相対的上昇によって増加してもよいはずのところ、完全に停滞している（92年の85兆2100億円〔表2では単に8,521と表示されている〕という数値は、91年までの億ドル表示と断絶していることに注意）。

金融政策の実体効果について言えば、周知の通り、95年、96年に軽度の回復を示しただけである。金融緩和開始が91年夏であったことに鑑みると（金融緩和の、この段階での打ち止めとなった0.5%水準への公定歩合の引下げは、95年9月から）、95-96年の景気回復が金融緩和によるものとしても、効果が too late の感を免れない。too late であれば、無効に等しい。

（4）以上の含意

変動相場制移行に伴う為替リスクの登場によって、世界的な為替管理の撤廃にも拘わらず、資本効果は一義性を失ったのではないか。上で検討したように、為替管理がほぼ無くなったプラザ合意以降の「金利－資本移動」関係は、これを示唆していると思われる。

しかし、「マンデル・フレミング」理論（変動相場制下で拡大財政政策が採られると、金利上昇に伴う資本流入によって為替相場が上昇し、拡大政策の当初の景気促進効果は失われる）のように、変動相場制下での「金利差→資本移動」効果を前提している議論がある。この理論はたまたま前期レーガノミクスの時期には、現実と適合したのであるが、果たして一般的に妥当なのか。

また、ドーンブッシュのように、せっかく為替相場の予想変化率なる概念を導入して、為替リスクを重視しながら、結局は為替リスクを2国間の金利差によって規定されるものと結論する議論もある。彼の議論では、為替リスク（予想為替変動幅）は2国間の金利差に帰着するから、事実上、これを無視してしまうことになる。金融政策に伴う金利差の出現の結果、資本移動が、overshoot となるほどに為替相場を動かし、それを前提として資本移動が生じ、新しい均衡が回復される、という。彼の議論の欠陥はフロー面の無視に

あると言われるが、長所とされる資本移動・予想為替変動幅論にも大きな問題がある。

アセット・アプローチの別のタイプとしてのポートフォリオ・バランス・アプローチも、フロー要素を導入している点で、より現実接近的ではあるが、「金利差－資本移動」間の一義的因果関係を前提している限り、overshootingモデルと、基本的には同じではないか。

金利差と資本移動との一義的関係を根本的に吟味する必要があるそうである。予想為替変動幅（結局は為替リスク）は、簡単に金利差で説明できるものではない。「金利差の出現という要因による限りでの予想為替変動幅」ということであれば、納得できるが、現実の資本移動規定要因としては、役に立たない。ある国の長期的経済趨勢、金融機関・市場の健全性の程度、貿易競争力の趨勢、金融資産の累積の大きさ、資産価格の動向に基づくキャピタル・ゲインやロスの可能性（利回りと別の）等々が、実際には為替リスクの内容となっており、このような為替リスクの存在が、必ずしも金利差のみによって資本移動が生じない重要な原因になっているのではないか。

（いちのせ・あつし／経済学部教授／2002年1月7日受理）