

# 論 文

---

金融政策の波及効果について<sup>1)</sup>

濱野正樹\*

## I はじめに

政策金利がゼロに近いという、いわゆる“流動性の罠”のもとで、デフレ脱却の切り札として、日本銀行は将来の道筋を示すことにより、人々の「期待 (expectation)」に働きかける政策を選択した。2年で2%のインフレを、2倍のマネタリーベースの増加で達成する、と明確に宣言したアベノミクスの第一の矢である「量的、質的金融緩和」は、硬直的である財価格や賃金に影響を与える前に、意図するにせよ、せざるにせよ、まずは通貨の相対価格である為替レートに影響を与えなければならない。2007年から2008年にかけての世界的な金融危機に端を発した、歴史的な円高に喘いでいた輸出企業は、アベノミクスによる円安によってひとまず息を吹き返し、株価も上昇基調にある。

世界的な金融危機後の、アメリカ、ヨーロッパそして日本における“同時的な”金融緩和は、先進諸国間での為替レートが比較的安定する一方、変動相場制を採用している新興国においては通貨高を意味する。急激な通貨高は、例えば輸出産業保護政策を採用している国々にとって脅威となり、保護貿易主義の台頭が懸念される。また固定相場制を敷いている国々にとっては、長期的に景気過熱とインフレ圧力が発生することを意味する (図1、図2参照)。

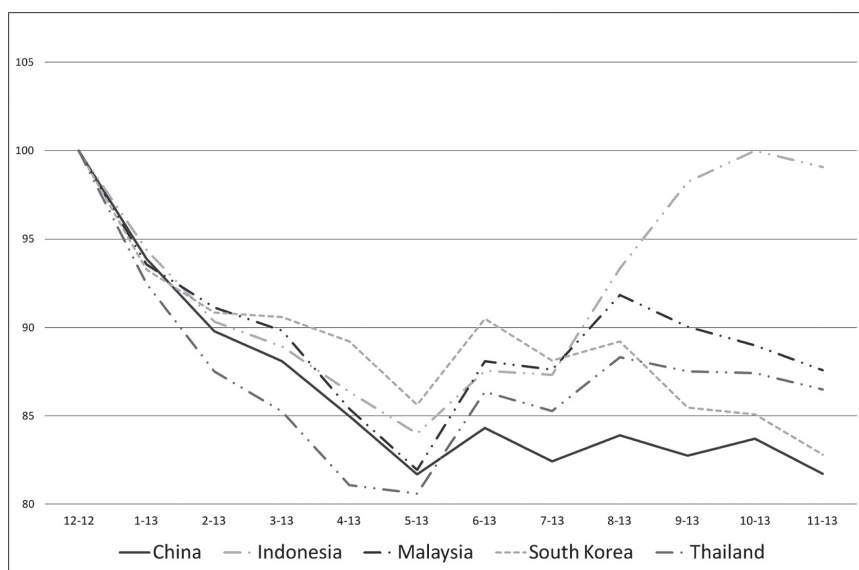


図1 Changes in Nominal Exchange Rate against Yen (2012-12=100)

\* 上智大学 経済学部 経済学科

E-mail: masashige.hamano@gmail.com

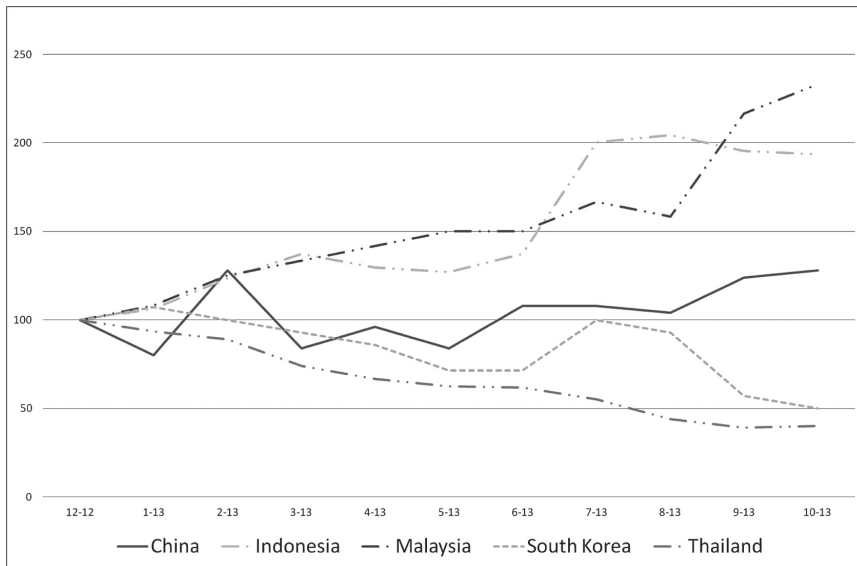


図2 Changes in Inflation Rates (2012-12=100)

またアメリカが金融緩和政策からの出口を模索し、緊縮に転換する一方、日本での継続的な緩和は、持続的な円安を生み、日米での新たな経済摩擦の火種となりかねない。

本小論では、Hamano (2013) をベースとし、自国の金融緩和政策が外国に与える影響について論じる。結論として、第一に、自国の金融緩和は変動相場制を採用している国々にとって通貨高をもたらし、しかも、貿易の自由化度が高ければ高いほど、通貨高による調整幅は大きい。第二に、自国における金融緩和は、固定相場制を採用している国々には、同様な拡張的な金融政策を強い、結果的に景気の過熱とインフレ圧力をもたらす。第三に、しかしながら、自国において、金融緩和の結果として、新たな企業や、既存の企業を作る新規の財が増加するならば、上記で述べられた周辺諸国にとっての通貨高も、景気過熱の度合いも緩和される。第四に、金融緩和政策と、新規参入を促すような産業政策を同時に積極的に採用することによって、通貨高や、インフレといった外国への金融緩和政策の波及を完全にシャットダウンすることができる。以上が理論的に示される。

Hamano (2013) は、二国モデルであり、価格硬直性（具体的には賃金の硬直性）を備えた最近の New Open Economy Macroeconomics といわれる一連の分野における理論モデルと特徴を共有する<sup>2)</sup>。しかしながら、新たな特徴として、Corsetti et al. (2007, 2013) のように、独占的競争下での企業の参入退出を含む。Corsetti et al. (2007, 2013) は長期のモデルであり、価格硬直性や、金融政策の効果の分析はない。一方、Hamano (2013) では短期において、金融政策が企業の参入退出に与える影響と、その国際的な波及について論じている。以下では論文の主要な結果を直感的に記述することに重点を置く。

## II 通常の仮定のもとでの金融政策の波及効果

まず、企業の参入退出がない環境での、変動相場制、固定相場制を採用している外国への金融政策の波及を考える。自国での金融緩和は、外国が変動相場制を採用している場合、自国通貨価値の下落（外国にとっては通過価値の上昇）をもたらす。同じサイズの金融緩和に対して、通貨価値の変動は、1) 国内で

生産された財と輸入される財の代替の弾力性が低ければ低いほど大きくなる。また2) 貿易の自由化が進んだ状態であればあるほど大きくなる。1) であるが、理由は代替の弾力性が低い状態では、名目為替レートによる「支出転嫁効果」(Expenditure Switching) が働きにくいためである。また2) であるが、貿易の自由化が進めば、貿易収支の GDP に占める割合が大きくなる。そのような下では調整に必要な為替レートの変動幅が大きくなるためである。

一方、外国が固定相場制を採用している場合には、外国は自国同様の金融緩和政策を採用することを強いられる。これは、伝統的なマンデルーフレミングモデルと同様に、自由な資本移動のモードでは、金融政策の独立性を、固定相場制を採用することによって達成出来なくなるためである。拡張的な金融政策の結果として、外国においては生産量が増加し、景気は加熱する。長期的にはインフレ圧力が発生することになる。

### III 企業の参入退出が可能なケース

では、標準的な開放経済のマクロモデルとは違って、企業の参入退出が起こりうる環境下ではどうだろうか？先の通常の仮定の場合と同様に、変動相場制を採用している外国にとっては、自国におけるマネーサプライの増加は、通貨高（自国にとっての通貨安）を引き起こす。しかしながら、拡張的な金融政策のおかげで、自国において新たな企業が参入を果たす。これは、自国から外国への輸出財の種類を増加を意味し、財の種類に対する選好のもとでは、外国にとって輸入需要の増加を意味する。このような自国が生産する財への世界的な需要のシフトは、自国が生産する財の相対価格を上昇させ、硬直的な価格の仮定のもとでは、自国の通貨高（外国にとっての通貨安）を引き起こす。以上のように、金融緩和に続く新たな企業の参入は、外国にとっての為替レートの上昇を和らげる働きをもつ。図3は、理論モデルから含意されるシミュレーションの例である。企業の参入退出がある場合とない場合での自国でのマネーサプライの増加（1%の増分）が引き起こす、名目為替レートの%変化を様々なレベルの貿易自由化度のもとで表現している<sup>3)</sup>。様々な貿易の自由化レベルにおいて、企業の参入がある場合においては、外国通貨の上昇分が少なくなることが分かる。

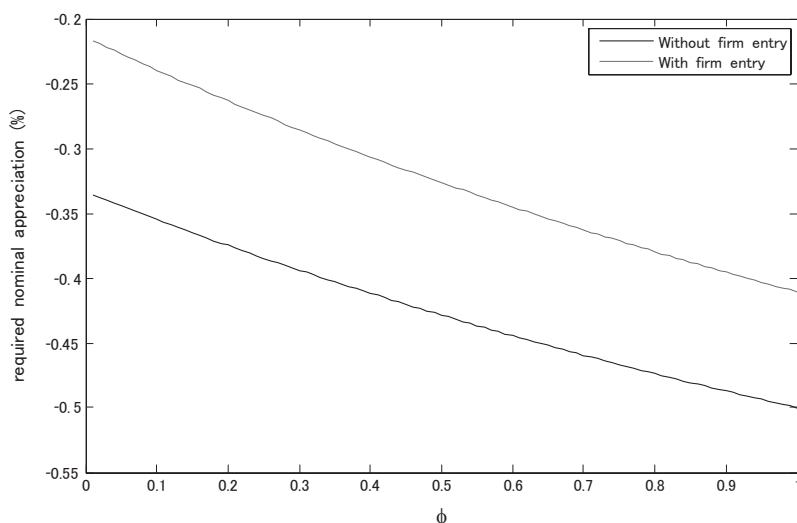


図3

次に、外国が固定相場制を採用している場合について論じる。この場合も通常のケースと同様に、自国での拡張的な金融政策は、外国でも同様の拡張的な金融政策を強いることになる。しかしながら、企業の参入退出が可能な状況では、通貨価値を固定するために投入されなければならないマネーサプライの量は少なくすむ。自国での金融緩和は、新規企業の参入をもたらし、輸出財の数を増加させ、自国が生産する財への需要を増加させる。結果として、上記で述べたような変動相場制下で起こりうる調整に必要な為替レートの上昇分が減少し、したがって、その影響を相殺するためのマネーサプライの変化分も少なく済むからである。これは、自国での金融緩和が同時に新規企業の参入を引き起こす場合には、外国において過剰生産やインフレといったコストが少なくすむことを意味する。図4は、自国のマネーサプライの増加(1%)に対する、相殺的な外国のマネーサプライの%変化を、様々な貿易自由化度のもとでシミュレートしたものである。上述のように企業参入がある場合はない場合に比べて、為替相場固定のために要求されるマネーサプライの増分が小さいことが分かる。

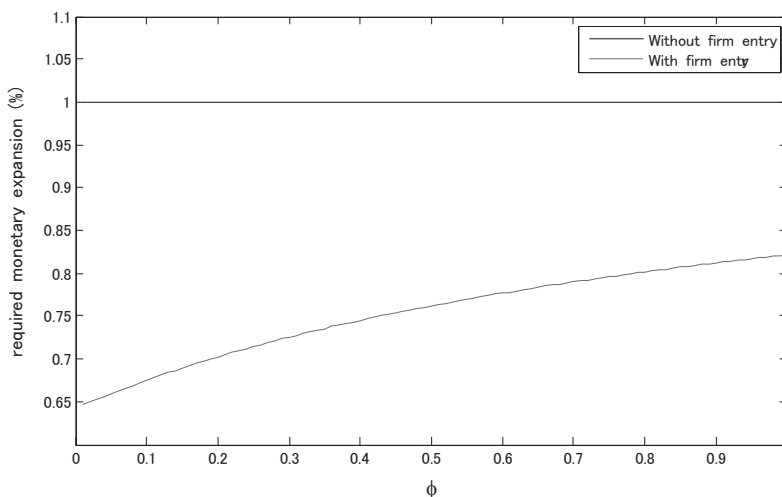


図4

## IV 結論

本小論では、自国の金融緩和が様々な通貨体制を敷いている外国にどのように波及するかを考察した。波及経路として一つは為替レートの変化による財の相対価格の変化があり、もう一つは、自国での金融政策に付随して生まれる、企業の参入退出の結果としての財の種類の変化であった。金融緩和に続く、新規企業の参入により、変動相場制または固定相場制を採用している諸外国にとって、起こりうる調整(名目為替レートの、または実体経済における)が少なくともよい可能性が示された。加えて、Hamano (2013)では諸外国における厚生変化についても、自国の金融緩和にともない新規企業の参入があるケースのほうが、高くなることが示されている。これは、金融緩和と新規参入を促すような政策をセットで行うことで、金融政策の波及に伴う名目為替レートや、インフレといった目に見える形の調整が少なくなり、外国の享受する恩恵も増えることを意味する。民間投資を喚起し、新規参入による経済の新陳代謝を高めるような

成長戦略を標榜している、アベノミクスの第三の矢が、早急に放たれることが上記の点からも待たれるのである。

#### 注

- 1) 本研究は JPSP 科研費 25885071 の助成を受けたものです。
- 2) 例えば Obstfeld and Rogoff (1995), Devereux (2003), Devereux and Engel (2004), Corsetti and Pesenti (2005) 等が、*New Open Economy Macroeconomics* の先駆的な論文として挙げられる。
- 3)  $\phi=0$  が無限大の輸送コストを表わし、値が 1 に近づくほど輸送コストが減少する。 $\phi=1$  で輸送コスト 0 になる。アイスバーグタイプ (iceberg type) の輸送コストを用いている。

#### 参考文献

- [ 1 ] Corsetti, G., Martin, P., Pesenti, P., 2007. Productivity, terms of trade and the home market effect. *Journal of International Economics* 73, 99 .127.
- [ 2 ] Corsetti, G., Martin, P., Pesenti, P., 2013. Varieties and the transfer problem. *Journal of International Economics* 89. 17
- [ 3 ] Corsetti, G., Pesenti, P., 2005. International dimensions of optimal monetary policy. *Journal of Monetary Economics* 52, 281.305.
- [ 4 ] Devereux, M.B., 2004. Should the exchange rate be a shock absorber? *Journal of International Economics* 62, 359.377.
- [ 5 ] Devereux, M.B., Engel, C., 2003. Monetary policy in the open economy revisited: Price setting and exchange-rate flexibility. *Review of Economic Studies* 70, 765.783.
- [ 6 ] Hamano, M., 2013. Transmission of monetary policy with firm entry, mimeo, Sophia University
- [ 7 ] Obstfeld, M., Rogoff, K., 1995. Exchange rate dynamics redux. *Journal of Political Economy* 103, 624.60.