

福田慎一・小川英治編著

『国際金融システムの制度設計
通貨危機後の東アジアへの教訓』

東京大学出版会 2006年 ix + 255ページ

くま くら まさ なが
熊倉正修

はじめに

アジア経済危機から10年になろうとしている。1997年後半から東アジア諸国を襲った金融通貨危機はこれらの国々に深刻な影響を与えたが、いくつかの好ましい副次的効果ももたらした。第1に、資本移動の自由な開放小国において国内金融政策の自由度と名目為替レートの安定を同時に確保することの困難さが改めて浮き彫りとなり、インフレ・ターゲットティングなどの代替的な金融政策レジームが模索されるようになったことである。第2に、それまでどちらかというマイナーな問題と考えられていたアジアの新興経済諸国のマクロ経済運営のあり方に関して、欧米や日本の国際マクロ経済学者が活発な研究と政策提言を行うようになったことである。日本では財務省などもアジアにおける金融通貨政策協調を重要な政策課題と見なすようになっており、国際金融やマクロ経済学の専門家を集めて得られた研究成果が政策提言にも反映されつつある。

本書は、銀行中心の金融システムと輸出主導型の経済構造を持つ東アジア諸国にとって単純な変動為替相場制や無制限の国際資本移動が必ずしも望ましくないとの認識にもとづき、アジア通貨危機のメカニズムを見直し、今後のアジアにおいてどのような国際金融システムを構築すべきかをさまざまな角度から検討したものである。本書には日本銀行のエコノミストを含む15人の日本の経済学者による8本の

論文が収録されており、その大半が地域研究者ではなくマクロ経済学者によって執筆されている。

先に日本の国際金融論やマクロ経済学の専門家がアジアの金融通貨政策を議論するようになったことを好ましい現象だと述べたが、評者は実のところそのことにやや複雑な思いを抱いている。これらの研究者の論文を読むとモデル分析や少数のマクロ経済変数データの分析のみから政策インプリケーションを引き出そうとしているものが多く、対象国の産業構造や制度環境などに対する知識や興味が欠落していると感じるケースが少なくないからである。そのため見かけ上は高度な分析手法が用いられていても、分析以前の問題設定や事実認識に問題があり、結果として分析結果にも政策提言にも同意しかねるケースが散見される。本書の論文の中にもそのような印象を覚えるものがないわけではなく、今後のアジアにおいてどのような国際金融システムを構築すべきかという問題に関しても必ずしも説得的な答えを見出すことができない。以下ではまず各章の内容を簡単に紹介し、その後に評者の考えるところを記すことにする。なお、本書の構成は以下のようになっている。

序章 新しい国際金融システムの制度設計に向けて（福田慎一）

第一部 望ましい為替相場制度のあり方

第1章 通貨危機後の東アジア経済圏における為替政策 intra-dailyデータからのインプリケーション（大野早苗・福田慎一）

第2章 東アジアにおける共通通貨バスケット導入の可能性（小川英治・川崎健太郎）

第二部 為替相場制度と貿易関係の展開

第3章 為替相場のボラティリティが国際貿易に与える影響 東アジア5カ国のケース（熊本方雄・熊本尚雄）

第4章 インボイス通貨とバスケット・ペッグ制度 「新しい開放マクロ経済学」モデルによる分析（塩路悦朗）

第5章 再論・為替レートのパス・スルー低下が国輸入物価による追加的な換

証 (大谷聡・白塚重典・代田豊一郎)

- 第 部 「21世紀型の通貨危機」をどう捉えるか
 第 6 章 アジア通貨・株価の伝播と連動性 (伊藤隆敏・橋本優子)
 第 7 章 アジア経済危機とクレジットクラッシュ (塩谷雅弘・高阪章)
 第 8 章 通貨危機の政治経済学 アルゼンチンから学ぶ (高木信二)

本書の内容

本書は3部構成になっている。第 部と第 部に収録された論文の多くはアジア諸国の為替レート政策や為替変動と実体経済の関係を分析しており、第 部の論文は金融通貨危機の発生要因やその国際波及メカニズムなど、より一般的な問題を論じたものである。全体の問題意識と既存文献を整理した序章以外の各章の内容は以下のとおりである。

第 1 章は通貨危機後のシンガポール、タイ、マレーシアと韓国の通貨政策の変容を分析したものである。開発途上国では公式の通貨政策と実際の政策運用の間にしばしば大きな乖離が認められ、多くの文献において高頻度の為替レート統計を用いて後者を特定する試みが行われている。本章はこれを一歩進め、日中データ(正確には日本、欧州、米国市場の寄付・終値データを加工した日次時系列)を用いて対象国の政策変化のタイミングとその相互依存関係を検討している。本章の分析によればマレーシアが固定為替相場制度に移行した1998年以降、東アジア市場のみが開いている時間帯では対象国の対ドルレートの相関度が顕著に高まったものの、米国市場時間ではそれ以前も以後もこれらの相関度は高かった。筆者はこれらの違いはアジア諸国の通貨当局が市場介入を行うのがアジア時間に限られているためであり、1998年以降の同時的な「ドル・ペッグへの回帰」は各国が自国通貨と近隣諸国通貨の為替レートの安定を求めていることの証左であると判断している。そしてこのような認識のもとに、共通バスケット・ペッグなどの導入によって域内諸国間で通

貨政策のすり合わせを行うことが望ましいと結論づけている。

第 2 章ではより直接的に、東アジアにおいて共通通貨バスケット制度を導入することが可能か、可能だとするといずれの国の参加が望ましいかを検討している。具体的には域内諸国が共通の名目・実質ショックの影響下にある可能性やそれが相互波及する可能性を考慮し、アジア7カ国通貨の実質為替レートの上記のさまざまな組み合わせの間に長期的に安定した線形関係が認められるかどうかを共和分分析によってテストしている。その結果、対ドルベースの実質レートにおいては共和分関係が認められる組み合わせがひとつしか存在せず、ドル、円、独マルクに対する加重平均によって作成された実質レートの場合はさまざまな組み合わせにおいて安定した線形結合が確認された。筆者はこの結果から日本以外のアジア諸国が共通の先進主要国通貨バスケットに対するペッグによって通貨圏を構築できると判断している。

第 3 章は、輸出志向型の開発戦略の成功例と見なされるアジア諸国において、為替レートのボラティリティが短期的・長期的な輸出パフォーマンスにどのような影響を与えているかを分析している。ここでは1990年以降のアジア4カ国通貨の実質実効為替レートの月次データが用いられており、標準的なGARCHモデルによって実質為替レートの条件付分散の時系列を作成した上でその輸出総量への影響が計測されている。分析の結果、インドネシアにおいてのみ短・長期とも為替変動の負の影響が認められた。

第 4 章は、米国と日本との貿易関係が強い東アジア諸国ではドルと円のバスケットに対する名目為替レートのターゲティングが適切な通貨制度になりうるとの認識のもとで、これらの国々の貿易収支の安定のために最適なドルと円のウェイトを計測している。本章の分析は本書の中で唯一明示的な一般均衡モデルに依拠しており、標準的な新しい開放マクロ経済モデルを3カ国・不完全特化の3財モデルに拡張した上で最適通貨バスケットの構成比率をシミュレーションによって算出している。そして東ア

ジア諸国の貿易契約、決済通貨が米ドルに偏っていること、東アジア諸国の日本への輸出財の価格弾力性が高い(と思われる)ことを考慮し、これらの国々は貿易総額に占める日本との取引のシェア以上のウェイトを円に付与することが望ましいと結論づけている。

第5章では為替変動が日本の輸入物価に与える影響を検証している。近年では先進国を中心に為替変動の輸入物価へのパス・スルーの低下が認められているが、その理由に関しては輸入品目の構成変化や輸出企業の価格調整行動の変化の影響など、代替的な仮説が並存している。本章は1980年代以降の日本の輸入価格と数量の月次データを利用した分析を行い、輸入総額に占める一次産品の比率低下に加え、電気機器を中心とする機械機器におけるパス・スルー低下が輸入物価水準全体の為替変動への感応性を低下させていることを見出している。これら特定品目のパス・スルー低下の理由としては、日本企業の海外進出によって企業内貿易が増加していること、世界的なディスインフレの中で輸出業者が為替変動を販売価格に転嫁しにくくなっている可能性などが指摘されている。

第6章はアジア経済危機の伝播のメカニズムを、各国通貨の為替レートと株価の高頻度連動性の視点から検討したものである。通貨危機の伝播に関する研究は各国通貨の為替レート間の連動性のみ注目したものが多いが、通貨危機に見舞われた国が高金利政策を採ると株価が下落し、後者は企業の投資減少と景気後退を通じてさらに自国通貨安を加速する可能性がある。為替レート 株価、株価 為替レートという因果関係が国内で完結していれば株価を考慮する必要はないものの、一国を超えてこれらの因果関係が存在する場合、通貨危機の研究においても株価を明示的に分析対象に含める必要が生じる。本章はある日にある国において観察された為替レートや株価(の加工データ)の対前日変化率が特定の閾値を越え、かつそれが同日の他のすべての国々の変化率を上回っていた場合にその国をショックの「震源地」と見なし、それが他の国々の為替レートや株価にどのような影響を与えていたかを計測している。

その結果として、通貨危機の渦中もその直後も為替変動の国際間波及効果が大きかったこと、ある国の株価変動が他国の株価に与える直接的な影響は大きくなかったこと、為替レートの株価への影響は一国国内でも国際間でも大きかったことが報告されている。

第7章はアジア危機時における銀行の信用創造機能低下の背景要因を分析したものである。危機の影響が甚大だったタイやマレーシアなどではそれに前後して銀行貸出残高の収縮が観察されたが、その理由として需要側の要因(景気後退による企業の借入需要の収縮)と供給側の要因(不良債権の拡大やリスク・プレミアム上昇による銀行の貸出能力・意欲の低下)のいずれが重要であったかに関しては明確な答えが得られていない。本章はタイ、マレーシア、韓国の銀行貸出の需要・供給関数の推計を通じてこの問題を再検討し、危機の初期においてはタイとマレーシアにおいてのみ供給側要因によるクレジットクラッシュが発生していたと報告している。また、その後は3カ国ともIMF主導の緊縮プログラムが企業の借入需要の冷え込みを通じて信用残高の停滞を長期化させ、その後の融資規模の回復期においても需要側の要因が相対的に大きな役割を果たしていたと結論づけている。

第8章では通貨危機における政治的要因の役割を2000年のアルゼンチン危機を事例として論じたものである。アルゼンチンでは1991年の兌換法によってカレンシーボード政策を採用し、その後劇的に経済パフォーマンスが改善した。同国の事例はその後しばらく新興経済諸国におけるカレンシーボードの有用性の証左と見なされていたが、1990年代末以降の複合的な経済ショックの中で固定為替相場制度の問題が露呈されることとなった。ただし筆者によれば、アルゼンチンのケースではドル高や近隣諸国の経済危機などの負の外生ショックに加え、政治的要因が重要な役割を果たしていた。第1に同国の中央と地方政府はやや特殊な関係にあり、中央と地方で政治的駆け引きが行われるだけでなくいずれの政府も徴税へのインセンティブを欠いている。第2に、1991年以降の一連の経済改革計画はそれ以前のハイ

パー・インフレに対する国民の不満に支えられたものであり、カレンシーボードによって物価が安定すると市場改革をめぐる政治力学が複雑化し、財政規律の維持が困難になっていった。筆者はアルゼンチンの経験をもとにカレンシーボードが万能薬でないこと、国内の政治的制約が大きく政府の徴税能力に限界のある開発途上国においては長期的に維持可能な対外債務の規模が先進国に比べて小さい可能性があることを指摘している。

コメント

以上に紹介した各章のうち、第1章～第4章および第6章はいずれもアジア諸国の通貨政策や為替レートと実体経済の関係などを分析対象としており、比較的似通った問題意識が共有されている。これらの章の執筆者の多くは「日本以外の」アジア諸国にとって変動為替相場制度は最適な通貨政策ではなく、自国通貨をドルと円（およびユーロ）のバスケットに対してターゲットングする、いわゆる共通バスケット・ペッグを望ましい政策と見なしているようである（4ページ）。アジアにおける共通バスケット・ペッグは日本の多くの経済学者によって支持されており、本邦財務省も実質的にそのような政策を推進しているものの、多くのアジア諸国は明示的な為替レートのターゲットングや国際間政策協調に対して消極的な姿勢を崩していない。そしてその背景には、アジア危機の原因や域内諸国の通貨政策の実情に関する認識ギャップがあるように思われる。

日本の国際マクロ経済学者の間では、1995年代半ばから円がドルに対して急落する中でアジア諸国が「事実上の」ドル・ペッグに固執し、それが各国の貿易収支悪化を通じてアジア危機の重要な原因となったという認識が根強い。また、輸出競争力の維持を重視するアジア諸国は放っておくとドル・ペッグに回帰してしまい、円ドルレートが大きく変動する局面で貿易収支と国内生産が不安定化する構造が払拭されていない、したがって域内で明示的な為替政策協調を行う必要があると考えられているようである。しかしこれらは必ずしも正確な認識ではない。

まず、各国の産業統計や品目別貿易データを分析するとすぐに気づくことであるが、本書で繰り返し分析されている韓国やマレーシア、シンガポールなどにおいては輸出入に占める電子機器の比率が著しく高く、電子製品の国際市場には需要国の景気変動だけでは説明できない強い循環性が存在する。これらの国々の輸出実績の変動を円ドルレート（やその他の標準的なマクロ変数）に回帰するとあたかも円安が負の影響を与えているかの結果が得られるものの、上記のような産業ショックの影響を考慮するとそれらはほとんど消失してしまう [Kumakura 2005, 1510-1520]。評者の理解するところでは通貨危機以前も以後もとも多くの国の輸出や貿易収支の決定要因として重要なのはこれら実体経済側の要因であり、自国通貨を円にペッグするかドルにペッグするかといった点は必ずしも重要でない。むしろ問われるべきは、そのように大きな産業ショック（や各国固有の実体ショック）が存在する中で、ペッグの対象が何であれ自国通貨の名目価値を固定しようとするのが賢明かどうかであろう。

さらに本書ではアジア諸国の通貨政策が「協調の失敗」に陥っていると繰り返し述べられているが、評者はそれが何を意味するのか良く理解できない。多くのアジア諸国が通貨危機以前に自国通貨の対ドルレートの短期的変動をかなり厳格に管理しており、一部の国が現在でも短期的な為替レートのボラティリティに神経質であることは事実である。しかしそのことは必ずしも本章の序章や第1章の主張するようにこれらの国々がドル・ペッグに回帰していることを意味するわけではない。対ドル名目レートの日次や週次の変化率をかなり厳格に管理しても、実体経済にとって重要な四半期や半年超の低頻度において柔軟な政策運営を行うことは十分に可能であり、そのような政策は標準的な意味でのドル・ペッグではないからである。実際、より低頻度で各国通貨の対ドルレートの推移を観察すると、それが第1章の推計結果などから想像されるよりずっと柔軟に変化していること、輸出変動などにも相応に反応していることを確認することができる [Kumakura 2005, 1520-1530]。

また、シンガポールのように実効為替レートを金融政策のアンカーとして採用している国においては、近隣諸国通貨の対ドルレートの安定性が高まれば自国通貨の対ドルレートも安定することがむしろ当然であり、そのこと自体は政策協調の失敗を意味しない。当該国の輸出パフォーマンスが円ドルレートなどの第三国通貨の為替レートに対して極端にセンシティブであればそれを協調の失敗と呼ぶことも可能であろうが、先にも指摘したようにそのような主張をする既存研究の中には不適切な実証分析が行われているものが少なくない。

さらに、共通バスケット・ベッグ提唱の背景には東アジアの中で日本においてのみ変動為替相場制が望ましく（あるいはそれ以外に選択肢がなく）、その他の国々においては中間的制度が望ましい（可能である）という認識があるが、このような見解はアジア諸国の支持を得られるだろうか。この認識の背景には日本は貿易総額の対GDP比率などで測った対外開放度が低く、名目為替レートを固定することの費用が大きく便益が小さいという意識がある。しかしこれも各国の産業統計や貿易統計を分析すれば気づくことであるが、多くのアジア諸国の対外開放度が著しく高くみえるのは国際間の生産工程分業によって輸出金額に占める輸入部品や半製品のコストが高まっているからであり、国内の付加価値総額や雇用のうち本当に外需に牽引されている部分の比率は必ずしも高くない [Kumakura 2004, 80-84; 2006]。このような傾向が著しく、かつ国内の自然災害や政治ショックの影響が大きい国々（インドネシアやフィリピンなど）において、実効為替レートをさえ安定させればマクロ経済も安定するかの主張は説得力を持つだろうか。なお、本書の第3章ではインドネシアの実質輸出が為替レートのボラティリティから負の影響を受けており、それが同国の貿易相手国が自国通貨をターゲットしていない国に偏っているためだと主張されているが（109ページ）、それが正確な認識かどうかは疑問である。まずこの章では各国のドルベースの名目輸出額を米国の消費者物価で除することによって実質輸出の時系列が作成されているものの、価格変動が大きい一次産品や汎用

の電子部品の比率の高いアジア諸国の輸出に対してこのような実質化の手法を適用することは単に不適切であるだけでなく、推計作業を無意味にするほど大きなバイアスを生み出してしまふ [熊倉 2006, 176-183]。また、通貨危機後のインドネシア・ルビアの名目為替レートの変動が近隣諸国通貨に比べて著しく大きかったのは、通貨危機勃発直後に中央銀行が市中銀行への流動性供与を通じて民間部門の為替投機と資本逃避を事実上ファイナンスしてしまい、それにその後の政治的混乱と金融システムの機能不全が追い討ちをかけることによって経済危機が深刻化・長期化してしまったことによるところが大きい [McLeod 2003, 305-307]。

今後、日本の国際経済学者のグループで東アジアの金融通貨政策のあり方を研究するにあたっては、以下の点に留意することを望みたい。まず、日本では政府もマスコミも円高を国難と見なす傾向が強く、名目為替レートの安定やそれを目指した国際間政策協調そのものを貴重な公共財と考える向きが少なくないが、為替レートの安定化政策が国内金融政策の足枷となることはマクロ経済学者が熟知している点であるはずである。したがってアジア諸国にバスケット・ベッグなどの政策を求めるにあたっては、当該国の経済構造に関する十分な理解を示した上で、なぜそのような政策が必要なのかを説得的に説明する必要がある。本書の序章において地域通貨統合が現代の世界の潮流であり、「アメリカ大陸でも、（中略）各種の地域貿易協定に加えて、米ドル経済圏の拡大が進んでおり、ある程度の道筋が見えてきている」（2ページ）と述べられているが、米国と最も経済関係の緊密なカナダやメキシコでは通貨統合や明示的な通貨政策協調への機運はむしろ後退している [Helleiner 2006, 235-252]。この点に関してはオーストラリアとニュージーランド、マレーシアとシンガポールなどにおいても同様である。

第2に、実証研究にあたっては少数のマクロ経済変数の時系列分析などから結論を急がずに、国際貿易論の実証研究や産業研究の成果にも目を配り、先進諸国経済を念頭に置いて開発された分析手法を利用することが適切かどうか慎重に検討する必要が

あろう。マクロ経済学者が各国事情に通暁する必要は必ずしもないものの、外国の金融通貨政策を論じる以上、少なくとも当該国の金融政策報告書などに目を通し、通貨当局がどのような点に注意を払いつつ政策運営を行っているかを理解した上で分析に臨む必要がある。たとえばシンガポール通貨庁のマクロ経済報告書を読んだことがある者であれば、電子製品市場の循環ショックの影響を考慮せずに東南アジア諸国の輸出関数を推計したりすることはないはずである。

第3に、複数国を対象とした共同研究を行う際にはできる限り現地の研究者をメンバーに含め、当該国の視点から分析の適切さや政策提言の実効性をチェックすることが望ましい。たとえば日本の国際経済学者の議論において決定的に欠落している点として、誰が通貨政策を決定・運営しているかという問題がある。東アジアの中には日本や韓国、マレーシアなどのように行政府や財務当局が通貨政策の実権を握っている国がある一方、シンガポールやフィリピンなどのように中央銀行が主要な政策運営主体になっている国もある。両者の間には為替市場介入の目的や手法に関してもそれなりの相違があると考えるのが自然であり、特に前者の国々において本書の第1章で仮定されているような機械的なベッグが行われているとは信じがたい。また、より重要な点として国際金融通貨政策協調に対して比較的積極的なのは前者の国々であるケースが多く、政治主導で強引に協調枠組みが作られてしまった場合、国内の金融政策との間に齟齬が生じてかえって経済の混乱をきたす可能性も考えられる。通貨政策をめぐる各国内部の政治的力学は外国の研究者にとって最も把握が困難な部分であり、その意味でも当該国の事情に詳しい現地研究者との共同研究には意味があろう。

本書はアジア通貨危機から10年という時宜を得て

刊行された有意義な書であり、今日の日本のマクロ経済学者のアジア経済研究の水準を示すものである。この書が多くの読者を得、今後10年間に一層の研究の蓄積が進むことを望みたい。

文献リスト

<日本語文献>

熊倉正修 2006. 「国際電子製品市場のダイナミクスとアジア諸国経済の相互依存関係」野田容助・黒子正人編『長期時系列における貿易データと貿易指数の作成と応用』調査研究報告書 アジア経済研究所開発研究センター 165-204ページ.

<英語文献>

Helleiner, Eric 2006. *Towards North American Monetary Union? The Politics and History of Canada's Exchange Rate Regime*. Montreal and Kingston: McGill-Queen's University Press.

Kumakura, Masanaga 2004. "Optimal Currency Area and Openness". In *Exchange Rate Regimes in Developing Countries*. ed. Hisayuki Mitsuo, 55-90. IDE-JETRO.

2005. "Is the Yen/Dollar Exchange Rate Really Responsible for East Asia's Export and Business Cycles?" *World Economy* 28 (10) 1509-1537.

2006. "Trade and Business Cycle Correlations in Asia-Pacific." *Journal of Asian Economics* 17 (4) 622-645.

McLeod, Ross 2003. "Toward Improved Monetary Policy in Indonesia." *Bulletin of Indonesian Economic Studies* 39(3) 303-324.

(大阪市立大学大学院経済学研究科助教授)