

Ronald McKinnon,

*Exchange Rates under the
East Asian Dollar Stan-
dard: Living with Con-
flicted Virtue.*

Cambridge, Mass.: MIT Press, 2005,
viii + 279pp.

くま くら まき なが
熊倉正修

はじめに

本書は著者と大野健一政策研究大学院教授の共著であるMcKinnon and Ohno (1997)の続編に当たり、著者がその後数人の若手研究者と発表した論文に序章と終章を付け加えて1冊の本にまとめたものである。McKinnon and Ohno (1997)がもっぱら円ドルレートと日米経済を対象としていたのに対し、本書はその後東アジアにおいて生じた通貨危機や日本のデフレ、近年の人民元論争などを包括的に分析し、それをもとにアジアにおける抜本的な通貨制度改革を提唱している。

著者は今日では少数派に属する固定為替相場制度回帰論者であり、本書の分析や政策提言がにわかに学界や政策当局の支持を得ることは想像しにくい。とはいっても、日本においては学界でも政策担当者の間でも為替レートの安定それ自体を重要な公共財とみなす風潮が強く、著者の政策提言はともあれその現状認識には共感を示す向きも少なくないと思われる。また、近年では東アジアにおいて通貨政策協調を求める声も高まっており、そのような文脈のなかで本書の内容を批判的に検討しておくことは意味のあることと言えよう。

本書の構成は以下のとおりである。

序章 東アジア諸国の通貨政策のジレンマ

- 第1章 東アジアドル体制, Fear of Floatingと「原罪」(Günther Schnablとの共著)
- 第2章 東アジア諸国の景気の連動性と円ドルレートの役割 (Günther Schnablとの共著)
- 第3章 日本のデフレと円高シンドローム 1971～1995年 (大野健一との共著)
- 第4章 日本の利子率の負のリスク・プレミアム——流動性の罫と銀行貸出の収縮—— (Rishi Goyalとの共著)
- 第5章 中国の為替政策は東アジア経済の安定化要因かデフレの元凶か(Günther Schnablとの共著)
- 第6章 過剰債務シンドロームと経済自由化 (Huw Pillとの共著)
- 第7章 最適通貨圏とキー・カレンシー——マンデルⅠ対マンデルⅡ——
- 第8章 強固な東アジアドル体制の確立に向けて

I 本書の分析と政策提言

本書の現状分析と政策提言の骨子はそれぞれ序章と第8章に示されており、第1章から第7章においてその核となるいくつかの論点が検討されている。批判に先立ち、本節ではまず著者の現状認識と提言をまとめておこう。著者によれば、戦後のブレトン・ウッズ体制崩壊から30年余を経た今日でも国家間の貿易取引と資本貸借の大半がドル建てで契約・決済されており、現代の国際金融システムは依然として事実上のドル体制と呼ぶべきものである。この事実上のドル体制は各国の経済主体の最適化行動の帰結であるものの、それ自体に本質的に不安定性を包含しており、世界経済の長期的な安定成長とは相容れないものである。その理由を債務国と債権国の立場から敷衍すると以下ようになる。

まず、事実上のドル体制下では資本需要超過国が自国通貨建てで対外借入を行うことが困難であり、対外債務の大部分はドル建てにならざるを得ない。また、多くの発展途上国ではリスク市場も未熟であり、民間金融機関や事業会社は対外負債の為替リス

クを有効にヘッジする手段を持っていない。これらの企業が滞りなく対外債務を返済してゆくには安定した輸出パフォーマンスが不可欠だが、そのためには自国通貨の対外価値の安定が要件となる。したがって、事実上のドル体制下における（米国以外の）対外債務国では、政府がドル・ペッグないしそれに近い政策を採用して民間部門の為替リスクを肩代わりすることが必然となる。

しかし対外債務が累積するにつれて海外投資家が要求するリスク・プレミアムは上昇し、資本逃避と新規資本流入の枯渇を恐れる政府はより硬直的なドル・ペッグと国内高金利政策に追い込まれてゆく。ドル・ペッグを前提とすれば国内金融機関や事業会社にとって高金利の国内資金より低金利のドル建て外国資金をヘッジなしで借り入れることが合理的であり、一国全体としてますますドル建て債務が積み上がってゆく。しかしそのような状態は長期的には継続しえず、ひとたび資本逃避が始まると自国通貨の大幅切下げが不可避となり、債権債務の通貨・償還期間ミスマッチを抱える金融機関の大量倒産と国内金融システムの破綻、国内経済停滞というスパイラルが生じてしまう。

一方、事実上のドル体制下では米国以外の債権国が自国通貨建てで貸出を行う余地も限られており、保有する債権の大部分はドル建てとなる。今日の世界で最も流動性のあるドル建て資産は米国の財務省証券であり、ドル建て債権とはすなわちドル建て「対米」債権を意味する。このような環境下である国が恒常的な経常収支黒字を続けた場合、以下の2つのことが生じる。ひとつは先の債務国の逆のメカニズムであり、ドル建て債権累積に伴って潜在的な資本引上げ圧力が高まってゆく。政府は経常黒字の対外還流と輸出競争力維持のため、自国通貨の対ドルレートの安定を意識した金融通貨政策を採らざるを得ない。

また、日本のように大規模な対米貿易黒字を抱える国に対しては、米国の保護主義が自国通貨切上げ圧力の形で発露するようになり、それはやがて市場の期待として定着してしまう。そして米国のインフレ率が米国内で決定され、市場が自国通貨の継続的

な対ドル増価を期待している限り、当該国のインフレ率はこれら2つの外生要因によって決定される内生変数になってしまう。米国のインフレ率が低位安定する局面ではそれはデフレを意味し、継続的なデフレは次第に国内金融機関の収益性を蝕んでゆく。これらの金融機関が対外債権取り崩しによってそれに対処しようとすれば、自国通貨の暴騰、金融機関のバランスシート毀損の深刻化、国内経済の停滞というデフレ・スパイラルに陥ってしまう。

したがって、事実上のドル体制下では債務国も債権国も平時には自国通貨の対ドル名目価値安定化への強いインセンティブを持つことになる。東アジアでは債権国も債務国も輸出市場において互いに強く競合しており、輸出競争力への配慮がそのインセンティブをさらに強めている。これらの国々のドル・ペッグは間接的には近隣諸国通貨へのペッグの意味も持っているため、一国の通貨に大幅な切下げや切上げが生じた場合、それが他の国々に伝播して地域全体の金融通貨危機に発展しがちな構造になっている。

東アジア経済の今ひとつの不安定要因は中期的な円ドルレートの変動である。上記の債権国のメカニズムを反映して日本では長期的な円高期待が定着してしまっているものの、それに加えて円ドルレートは大きな中期的な変動を繰り返しており、それが他のアジア諸国の輸出と生産を不安定化させている。1995年から98年にかけての大幅な円安はアジア諸国の輸出不振を招いて通貨危機の引き金を引くと同時に、その後の域内諸国の経済回復を遅らせる原因となった。

1990年代半ば以降は日本の対米黒字が頭打ちとなり、その一方で中国の対米黒字が急拡大している。近年の米国高官による人民元切上げ圧力は上記の債権国のメカニズムを反映したものであり、「円高シンドローム」に代わって「元高シンドローム」が定着しつつあることを示している。中国が現在の政策を続けなければ日本のようにデフレと国内金融システムの機能不全に追い込まれる可能性が高く、かといって国際世論に屈して人民元のドル・ペッグを緩めれば、他のアジア通貨の為替不安を惹起して

東アジア経済全体の不安定化を招く危険性が高い。

東アジアは経済的な意味での最適通貨圏の要件を満たしているものの、通貨同盟を構成するための制度的枠組みを欠いており、近い将来にそれが実現する可能性も小さい。また、アジア通貨間の為替レート安定化装置としてしばしば言及される共通バスケット・ペッグ（日本以外の国々がドル、円、ユーロのバスケットに自国通貨をペッグするもの）のような制度では、米国や日本、ユーロ圏が特定の物価水準にコミットしていない以上、長期的な自国の物価水準が不可知となってしまう。日本以外の東アジア諸国が既にソフトなドル圏を構成していることを前提とすれば、今日の東アジアのマクロ経済不安の最も簡便かつ完全な解決策は、まずもって日本を含むすべての東アジア諸国が自国通貨の対ドルレートを固定し、それを将来にわたって維持すると宣言することである。明示的な「東アジアドル体制」(East Asian Dollar Standard) が確立し、それが市場の期待として定着すれば、日本や中国は長期デフレの危険性から脱却することができ、他のアジア諸国も円ドルレートの変動という外生ショックから開放される。何らかの理由で一時的に自国通貨の対ドルレートが変動することがあっても、市場があらかじめ宣言されたレートへの回帰を期待している限り、アジア通貨危機時のように自国通貨の暴落がさらなる切り下げ期待を呼ぶといった可能性は小さくなる。また、アジア通貨間の為替レートが固定されれば、域内の貯蓄余剰国から不足国への資本移動も円滑化し、今日のように中央銀行が揃って外貨準備を積み上げる必要性も低下する。

ただし上記の政策が採用された場合、アジア諸国の長期的なインフレ率は米国の金融政策によって規定されることになる。したがって、東アジアドル体制の長期安定のためにはアジア諸国の決意だけでは不十分であり、米国が貿易財ベースでのドルの購買力安定化にコミットすることが必要となる。さらに米国が貿易赤字解消の手段として為替レートを利用しないこと、国内の金融市場を海外の投資家に開放し続けることを約束することも必要となる。これらの条件さえ満たされれば米国は為替レートに関して

は受身であればよい。明示的な東アジア諸国のドル・ペッグが定着すればユーロ圏にとっても同様の政策が魅力的となり、世界的な固定為替相場制回復への道が開かれるというわけである。

II 批判

さて、われわれは上記の著者の分析と政策提言をどう評価すべきだろうか。本書の第1章から第4章では、(1)東アジアが現在でもソフトなドル圏である、(2)円ドルレートの変動が東アジアの最大の経済不安化要因である、(3)「円高シンドローム」が日本のデフレの原因である、といった認識が簡単な計量的手法を用いて「証明」されている。しかし、これらの章で展開される分析は説得力を欠いているように思われる。

たとえば、第1章ではFrankel and Wei (1994)の手法を用いて通貨危機に見舞われたタイや韓国などがドル・ペッグに回帰していると主張されている。しかし、計量分析に用いられているのは日次データであり、これらの国々の通貨とドルの中長期的な関係はほとんど分析されていない。これらの通貨の動きを半年や1年といった低頻度で観察すると、その対ドルレートは当該国の輸出パフォーマンスや近隣諸国通貨の動向などにかかなり柔軟に反応しており、ドル・ペッグへの回帰という認識が不適切なことは明らかである。また、通貨危機以前の時期においても著者の主張する事実上のドル体制に近い状態が実現したのは1995年半ばから危機に至る2年程度のみであり、それ以前の時期には多くのアジア通貨の対外価値が内外の環境変化に呼応してそれなりに変動していたことが確認できる [Kumakura 2005a]。

第2章ではKwan (2001)のモデルを用いて円ドルレートの変動が(中国以外の)アジア諸国の景気変動の元凶であることが「証明」されているが、ここでは多くのアジア諸国にとって決定的に重要な電子・電気製品の国際市場動向がこれらの国々の経済に与える影響が一切考慮されていない。これら実体経済側の要因をコントロールしたうえで著者のモデルを再推計すると、円ドルレートが東アジア諸国の

輸出や景気変動に与える影響はほとんど消えてしまい、それは通貨危機直前の円安期についても同様である [Kumakura 2005b]。したがって、少なくとも著者の分析枠組みにもとづく限り、円ドルレートの変動がアジアのマクロ経済不安の震源地であるとか1995年以降の円安が通貨危機の原因であるといった主張をすることは困難なように思われる。

第3章と第4章では円ドルレートと近年の日本のデフレの関係が論じられ、日本の物価が米国の物価と円高期待によって決まる内生変数であると主張されている。米国高官の口先為替市場介入と繰り返し押し寄せる円高の波によって国内金融政策が翻弄されてきたという意識の強い日本では、この主張は特に突飛なものと思われぬかも知れない。しかし、著者の提唱する東アジアドル体制が非現実的であることを示すだけであれば、為替レートと物価の因果関係は必ずしも重要ではない。

上記の点を理解するために、ここで著者自身が想定している（と思われる）世界を簡単な数式によって表現してみよう。まず最初に標準的な金利裁定式を想起する。

$$\Delta e = i - \hat{i} + \phi \quad (1)$$

(1)式の Δe は名目円ドルレートの期待変化率を表しており、 i は日本の名目金利、 \hat{i} は米国の名目金利、 ϕ は日本の投資家が対米債権に要求するリスク・プレミアムである。

さらに、日本の貿易財の物価水準の変化率を Δp 、米国のそれを $\Delta \hat{p}$ と書こう。著者は貿易財価格ベースでの実質為替レートが中長期的に一定だと考えているので、

$$\Delta e = \Delta p - \Delta \hat{p} \quad (2)$$

という関係が成立する。一般には各国の金融政策により Δp と $\Delta \hat{p}$ が決まり、それに対して Δe が調整すると考えられており、著者は Δe と $\Delta \hat{p}$ により Δp が決まると考えているが、ここではそれはどちらでも良い。(1)式から(2)式を除して整理すると、

$$r = \hat{r} - \phi \quad (3)$$

となる。(3)式の $r = i - \Delta p$ と $\hat{r} = \hat{i} - \Delta \hat{p}$ とは日米の実質金利を表しており、リスク・プレミアムを所与とすれば、各時点の両国の実質金利は一对一の対

応関係にある。

次に世界が日米2国のみで構成されていると仮定し、両国の貯蓄・投資バランスと経常収支の恒等式を以下のように書き表そう。

$$N_P(Y, r; \bullet) + N_G(\bullet) = CA(s, Y, \hat{Y}; \bullet) \quad (4)$$

$$\hat{N}_P(\hat{Y}, \hat{r}; \bullet) + \hat{N}_G(\bullet) = CA(s, Y, \hat{Y}; \bullet) \quad (5)$$

上記の $N_P(\bullet)$ と $\hat{N}_P(\bullet)$ は日米の民間部門の貯蓄超過(貯蓄-投資)であり、一般的にはこれらは所得(Y および \hat{Y})と実質金利の増加関数である。 $N_G(\bullet)$ と $\hat{N}_G(\bullet)$ とは両国の政府部門の貯蓄超過であり、右辺の $CA(\bullet)$ は日本の経常収支を表している。各項中の \bullet は明示的に表した変数以外でこれらの項に影響を与える変数やパラメーターであり、たとえば $N_G(\bullet)$ と $\hat{N}_G(\bullet)$ であれば家計や企業の貯蓄・投資行動に影響を与える税制などが考えられよう。なお、著者の言うように s が中長期的に一定であれば中長期的な国際収支は名目為替レートとは独立になる。

さらに(4)、(5)式の両辺をそれぞれ足して整理すると、

$$N_P(Y, r; \bullet) + \hat{N}_P(\hat{Y}, \hat{r} + \phi; \bullet) = -N_G(\bullet) - \hat{N}_G(\bullet) \quad (6)$$

となる。両国が長期的な過小雇用状態にない限り Y と \hat{Y} は所与であり、両国の財政収支 $N_G(\bullet)$ と $\hat{N}_G(\bullet)$ が与えられれば、(6)式により日本の実質金利 r と米国の実質金利 $\hat{r} = r + \phi$ は一意的に決定する。これらの r と \hat{r} を(4)式と(5)式に代入すれば両国の経常収支も決定するが、2国が独自に $N_G(\bullet)$ と $\hat{N}_G(\bullet)$ の水準を選択している限りその値が0になる理由はない。この点は日米に他のアジア諸国を加えた場合でも全く同様である。

ここで改めて著者の提唱する東アジアドル体制が成立する条件を考えてみよう。米国と東アジア諸国が自国の貿易財物価の水準を固定し、後者が自国通貨を明示的にドル・ペッグしたとしても、それ自体は上記の(2)式の因果関係を変えるだけであり、米国の対外収支の動向とは直接の関係を持たない。米国が今日のような巨額の経常赤字を続ければ多くのアジア諸国はドル建て債権を積み上げ続けることになり、そのような状態でドル・ペッグが市場の信頼を

得ることはありえない。したがって、著者の言う東アジアドル体制が長期的に機能するためには、(1)すべての参加国が貿易財物価ベースでのゼロ・インフレ政策を採用し、何らかの理由で物価水準が上昇してしまった場合には不況を甘受してデフレ政策を採用する、(2)実体経済の側に外生・内生のショックが生じる局面でも為替レートによる調整を一切放棄することに加え、(3)参加国が財政収支や(4)式、(5)式中の・に対応するミクロ的政策に関して包括的な取決めを行い、あらかじめ約束された政策を将来にわたって貫き続けることが最低限の要件となる。

上記のような国際協約を現実的と考える者は多くないであろうが、それ以前にこれは著者の拠って立つ前提と矛盾しているように思われる。著者の考えでは米国の中長期的な経常収支調整にとって為替レートは何ら効力を持たず、必要なのは米国自身の貯蓄投資バランスの調整である。それにもかかわらず「円高圧力」や「元高圧力」が止まないのは米国内の政治経済力学を反映したものであり、著者にとってこれは与件である。しかしそれが正しいとすれば、もし米国が東アジアドル体制にコミットしてドル安誘導政策を放棄するならば、黒字国への「外圧」は為替レート以外のどこかに発現するはずであり、それはたとえば東アジア諸国を標的としたアンチ・ダンピング政策のさらなる乱用や輸入自主規制の強制などであり、これらは(4)式や(5)式の・の値を変化させる行為と解釈することもできる。著者は名目為替レートの長期安定そのものが各国の貯蓄投資バランスの管理を容易にすると考えているように思われるが、近年のユーロ圏の経験から鑑みてもそのような期待はナイーブと言うべきである。むしろ著者の推奨する制度では「責任の所在」や「調整負担の分配」をめぐって米国と東アジア諸国の貿易・マクロ経済摩擦を恒常化してしまう可能性が高く、かえって将来の為替レート不安を煽る結果になりかねないように思われる。

おわりに

最近では米国の経常赤字の持続可能性に対する懸

念が再燃しており、それを緩和するためには米国自身の貯蓄投資バランス調整努力が不可避なことは事実である。しかし、世界経済全体が加熱状態にない限り、米国の貯蓄奨励策や財政赤字削減のみによって国際経済の収支バランスを調整しようとすれば世界全体に不況圧力がかかるのは不可避であり、それを避けるためには他の国々も一時的にであれ一定の内需拡大政策を採用することが必要となる。また、今日のユーロ圏全体の対外収支が僅かの黒字にとどまっている以上、米国以外のアプソープション調整のかなりの部分は東アジア諸国によって分担される必要があることも明らかである。そして著者の言うように名目為替レートに中長期的な国際収支調整能力がないとしても、各国のアプソープション調整に伴って適切な為替レートの調整が行われれば各国内の政治的軋轢は軽減される可能性が高い。現在のところ日本に単独で円の対ドル増価を甘受する意思はなく、中国が人民元の対ドルレートの厳格な管理を続ける限り、他のアジア諸国についても同様であろう。しかしドルの暴落や国際金融市場の機能不全といった危機的状況が顕在化すれば米国も東アジア諸国も交渉のテーブルに着かざるを得ず、現在の状況からすれば日中を含めた多くのアジア通貨の対ドル増価と東アジア諸国の貯蓄超過縮小政策が不可避となろう。歴史的にみても危機が顕在化していない平時においてこのような多国間政策パッケージが合意されることは稀であり、その意味でも著者の提唱する政策は現実性を欠いている。

また、少なくとも近年の東アジアの経験をみる限り、国際社会のドル選好は著者が主張するほど強固なものとは思えない。たとえば著者の議論は発展途上国が自国通貨建てで対外借入を行うことができないという「原罪」(original sin)を前提としているが、近年ではアジア諸国の自国通貨建て債券市場の規模や流動性は増しており、いくつかの国々では第三国通貨間の為替市場や派生商品市場も育ちつつある[Jian and McCauley 2004]。また、多くのアジア諸国通貨の対ドルレートも円やユーロの動向だけでなくオフショア市場での人民元の対ドル先物レートなどにも敏感に反応するようになっており、これらの

国々の通貨政策がより柔軟なものになりつつあることを示唆している [Ho, Ma and McCauley 2005]。これらのことは東アジアにおいてドル・ペッグを与件とする議論が現実性を失いつつあることを示しており、その意味でも著者の主張は説得力に欠くものと言えよう。

文献リスト

- Frankel, Jeffrey and Shang-Jin Wei 1994. "Yen Bloc or Dollar Block? Exchange Rate Policies of the East Asian Countries." In *Macroeconomic Linkages: Savings, Exchange Rates, and Capital Flows*. eds. Takatoshi Ito and Anne Krueger. Chicago: University of Chicago Press.
- Ho, Corrinne, Guonan Ma, and Robert McCauley 2005. "Trading Asian Currencies." *BIS Quarterly Review* March.
- Jian, Guorong, and Robert McCauley 2004. "Asian Local Currency Bond Markets." *BIS Quarterly Review* June.
- Kumakura, Masanaga 2005a. "Exchange Rate Regimes in Asia: Dispelling the Myth of Soft Dollar Pegs." *Journal of the Asia Pacific Economy* 10 (1) : 70-95.
- 2005b. "Fluctuations in the Yen/Dollar Exchange Rate, East Asian Business Cycle, and Asian Financial Crisis." In *New Developments of the Exchange Rate Regimes in Developing Countries*. ed. Hisayuki Mitsuo. IDE-JETRO (forthcoming).
- Kwan, Chi-Hung 2001. *Yen Bloc: Toward Economic Integration in Asia*. Washington DC: Brookings Institution Press.
- McKinnon, Ronald I., and Kenichi Ohno 1997. *Dollar and Yen: Resolving Economic Conflict between the United States and Japan*. Cambridge, Mass.: MIT Press.

(大阪市立大学大学院経済学研究科助教授・
アジア経済研究所国内客員研究員)