

第10回国際コンファランス 「21世紀の国際通貨制度」

1. はじめに：今回のコンファランスの特徴

金融研究所は、2002年7月1、2日の両日にわたり、「21世紀の国際通貨制度 (Exchange Rate Regimes in the 21st Century)」というテーマで第10回国際コンファランスを開催した(ラウンドテーブル参加者については参考1参照)。

2002年にユーロ紙幣の流通が開始され、米州でドル化の動きが広がるなど、国際通貨制度に大きな変化が生じている。さらに、1990年代後半以降、新興市場諸国で通貨危機が頻発し、その予防策、国際機関の関与のあり方についても、中央銀行、国際機関、学界等でさまざまな議論が行われている。今回のコンファランスでは、こうした国際通貨制度の変化やそれを踏まえて進展した議論を意識しつつ、国際通貨制度の将来像や、中央銀行の役割について議論がなされた。

具体的には、米州・欧州・東アジアの3地域に焦点を当て、各地域での短期的・中長期的にみた地域通貨圏発展の可能性、ドル・ユーロ・円の3大通貨の間で為替の安定と物価の安定を両立させるシステム、中央銀行の果たす役割等について、理論的、実証的、政策的観点から議論が行われた。

こうした問題意識に基づき、コンファランスでは、速水総裁の開会挨拶、海外顧問の基調講演、導入報告の後、4テーマに分けて報告を行ったうえで、最後に物価の安定と為替の安定に関するパネル・ディスカッションを実施した(プログラムは参考2参照)。

第1セッション「21世紀の国際通貨制度：展望 (“Do Currency Regimes Matter in the 21st Century? An Overview”)」では、為替相場制度の定義とその潮流を概観し、1990年代後半に有力となった「バイポーラー・ビュー¹」の妥当性を米州・欧州、東アジアについて検討し、各地域での地域通貨圏成立の見通しについて考察した。

第2セッション「米州の為替相場制度：ドル化は解決策か? (“Exchange Rate

1 バイポーラー・ビューとは、「自由な資本移動のもとでは、エマージング市場諸国の採るべき為替相場制度は厳格な固定相場制か変動相場制である」との仮説。代表的文献として、Stanley Fischer, “Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?” *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 2001, pp.3-24および Lawrence Summers, “International Financial Crises: Causes, Prevention and Cures,” *American Economic Review*, Papers and Proceedings 90, 2000, pp.1-16が挙げられる。

Regimes in the Americas: Is Dollarization the Solution?”)」では、米州諸国の為替相場制度選択の現状とその理論的背景が説明された後、当面ドル化によるメリットが大きい諸国、変動相場制を維持する見通しの諸国についての事例が挙げられ、最後に米州通貨圏の将来が展望された。

第3セッション「欧州通貨統合における金融財政政策 (“Monetary and Fiscal Policy in the European Monetary Union”)」では、欧州通貨統合 (EMU) 発足以後の金融・財政政策が検討され、金融政策の運営については、現在までのところ順調であるものの、マーストリヒト条約・安定成長協定による財政政策への規律付けには改善の余地があるとの主張がなされた。

第4セッション「東アジアの為替相場制度：通貨危機からの教訓 (“Exchange Rate Arrangements in East Asia: Lessons from the Currency Crisis”)」では、東アジアのエマージング諸国にとっては、円/ドル・レートの変動が激しいこと、貿易や直接投資の相手国が多様であることを勘案すると、円・ドル・ユーロの3通貨に同程度のウエイトをおいた通貨バスケットに対して自国通貨を安定させることが有益との主張がなされた。また、域内為替レートの安定化のためには、通貨バスケット制を域内で協調して行うことが望ましく、そうした取組みが域内におけるサーベイランス・資金融通体制の整備によって補完されるべきとの主張がなされた。

第5セッション「独立通貨圏と経済成長・インフレーション (“Independent Currency Unions, Growth and Inflation”)」では、1970年から1998年までのデータを用いて、複数の国が共通通貨を発行し、先進国通貨にペッグする独立通貨圏諸国と、自国通貨を流通させている諸国のマクロ経済パフォーマンスを実証的に比較することで、共通通貨導入の経済効果が検討された。

最後に、議長を含む中央銀行関係者4名および当研究所海外顧問2名からなるパネル・ディスカッションでは、物価の安定と為替の安定に関する理論上、実践上の課題について議論が行われ、議長の総括コメントを経て閉会した。

今回のコンファランスにおける論点は多岐にわたる。主要な論点を整理すると、以下のとおりである。

- 1) 為替相場制度の評価は、当該国の財政・構造政策、国際資本移動の程度、歴史的・政治的な背景などの文脈を踏まえて行うべきである。例えば、固定相場制それ自体は為替平価の維持に必要な財政規律を自動的にもたらすものではなく、別途制度的担保が必要である。変動相場制を採用した場合も、物価の安定のためには別途金融政策の透明性を高める工夫が必要とされた。
- 2) 具体的な為替相場制度選択についてみると、経済の開放度合いが高い小国では、厳格な固定相場制も有力な選択肢となる。ただし、いったん物価の安定を達成する実績のできた国では変動相場制のほうが望ましい。その理由は、資本移動が活発化したために、固定相場制を維持するためにはより厳格な財政規律が必要となっており、これは政治的にみて非常にハードルが高い

ほか、適切なタイミングで固定相場制から離脱することは歴史的にみても難しいためであると整理された。

- 3) 1990年代後半に為替相場制度選択の基準として有名になった「バイポーラー・ビュー」は理念的には明確である。しかし、一方の極である厳格な固定相場制の維持は実際には難しい。変動相場制も、各国の資本移動規制の程度に応じて地域ごとにさまざまな制度が選択されており、現実には両極の「大きさ」が異なる可能性もあるなど、その非対称性ゆえに単純な二者択一問題とはいえないとされた。
- 4) 米州の為替相場制度の選択については、国際資本市場に参加可能な国では変動相場制と厳格な固定相場制への2極化が起きている。貿易相手国が多様、名目価格が下方硬直的、金融政策が安定的との3条件を満たす米州大国は変動相場制を維持すべきで、ドル化を行う必要はない。一方、金融政策の信認に乏しい国や、経常・資本取引のほとんどが米国と行われている小国では、ドル化がなお有力との点について意見の一致をみた。
- 5) 欧州通貨統合のもとでの金融政策に関するテイラー・ルールや通貨需要関数を用いた実証分析については、データの蓄積が少ないこともあり、結果の解釈に対してさまざまな意見があった。財政政策に関しては、域内の単一金融政策をサポートするために、各国財政政策への規律付けが重要である、との点について意見の一致をみた。また、財政政策運営に関する今後いっそうの政治経済学的考察を期待する声があった。
- 6) 東アジアの為替相場制度については、円/ドル・レートの変動幅の大きさ、貿易の域内への集中度、直接投資の相手国の多様性を勘案し、円・ドル・ユーロに関する通貨バスケット制に移行することが提案された。これに対しては、一部アジア諸国参加者から肯定的意見があったが、他方、東アジアのドル利用の背景には金融市場の厚み等の観点も重要であること、通貨バスケット制を持続可能とするためには為替・金融政策両面の実務的課題が山積しており、中長期的には変動相場制のほうが有力との指摘もあり、通貨バスケット制採用には賛否両論がみられた。
- 7) 日米欧の3極では大枠として変動相場制が当面望ましいとされたが、現在のわが国の場合、ゼロ金利という特殊な状況に照らすと、為替レートをどのように物価の安定に利用するかは上記の一般論だけでは十分でない、という議論があった。この点を巡って、為替レートの円安誘導や不胎化介入が議論になった。これらに否定的な日本銀行関係者と不胎化介入や円安誘導の可能性に肯定的な学者等の間で必ずしも意見の一致をみなかった。

- 8) 為替相場制度選択がマクロ経済変数に与える影響を評価する実証的分析については、為替相場制度の選択はマクロ経済変数と同時決定されるため、明確な因果関係を導くことが難しいこと、為替相場制度の変更が頻繁にはなされないこと等の制約により、実証結果から一般的な教訓を得ることが難しい。また、観察される為替レートのデータから、市場流動性の影響や一部投機家の行動の結果生じる一時的な変動とトレンド部分を区別することは難しいとの意見が聞かれた。
- 9) 為替変動の国内物価への影響、望ましい為替相場制度、政策協調の効果を経済学的に理解する枠組みとしては、市場構造を踏まえて為替レート変動の効果を理解することを可能とする新しい開放マクロ経済学が注目された。ただし、例えば「なぜ一部の国しか自国通貨建てで海外から借入ができないか」といった本質的な問題は、こうした最新の理論からもなお十分な説明は与えられていないとの指摘があった。

各セッションでの議論の概要は以下のとおりである（文中敬称略。文責金融研究所。提出論文の概要については参考3を参照）。

2. オープニング・セッション（総裁・海外顧問スピーチ）

（1）速水（日本銀行）開会挨拶

速水はまず、21世紀の国際通貨制度が満たすべき2つの課題を指摘した。第1の課題は、主要通貨間における為替レート安定の方策である。第2の課題は、エマージング諸国における通貨・金融危機の予防、危機伝播を最小化する通貨制度上の工夫である。次に、速水は、すべての国が満足する普遍的な通貨制度は存在しないであろうこと、そして、国際通貨を巡って次々と芽生えてきた矛盾を乗り越えるより良い通貨制度を求めて工夫を重ねていくことが、中央銀行員に与えられた最も重要な課題の1つではないかと問題提起した。

（2）メルツァー（カーネギー・メロン大学）基調講演

メルツァーは、望ましい為替相場制度とIMFの役割について言及した。

望ましい為替相場制度について、日米欧主要国が変動相場制を採用し、共通のインフレ目標のもとで金融政策を行う一方、小国開放経済はこれら主要通貨を自国通貨とする、ないしカレンシー・ボード制を採用する。それ以外の国は変動相場制を採用し、共通のインフレ目標を採用するか、カレンシー・ボード制を採用することを提唱した。こうした制度が多くの人に広がれば、国内物価と為替の安定を同時に

達成することができるとした。

IMFの役割については、金融経済の安定性を確保するための公共財の提供に限定されるべきだと主張し、こうした観点からIMF融資実行判断の透明性・信頼性を高めることを提唱した。また、通貨危機の解決・ソブリン債デフォルト、債務再構築への対応策についても、市場原理を活用した債券の契約条項の見直しを中心とする取組みをIMFがサポートすべきだと主張した。

(3) オブストフェルド（カリフォルニア大学バークレイ校）基調講演

オブストフェルドは、LCP（local currency pricing）を仮定した新しい開放マクロ経済学の研究において、為替変動が実体経済に与える影響が小さく、金融政策が為替変動を通して資源配分を改善する機能も小さいとの結果を得ていることについて、実証的観点からこうした理論モデルの前提を批判し、政策提言の評価には慎重を期すべきだと主張した²。

LCPの仮定は、消費者物価の為替変動に対する硬直性という実証結果から正当化されている。しかし、こうした実証結果と整合的な次の2つの要素を考えるだけでも、LCPモデルの主張とは異なる理論的結果を導くことは可能である。第1に、輸入価格と輸入品の消費者物価は違う動きをするかもしれない。したがって、為替変動に対して消費者物価が安定していても輸入価格には大きな影響があるかもしれない。第2に、企業の工場立地が多国籍化したり、部品の海外生産が進むことによって、企業が中間財価格と賃金の比率を為替変動にあわせて調整し、資源配分に影響を与えているかもしれない。

3．報告論文討議セッション

(1) 21世紀の国際通貨制度：展望

藤木・大谷（日本銀行）は、報告論文に沿って、「バイポーラー・ビュー」の妥当性を検討するとともに、地域通貨圏成立の可能性について米州・欧州・東アジアの地域別に論じた³。**藤木・大谷**は、「バイポーラー・ビュー」は理論的には説得的であるものの、一方の極である厳格な固定相場制については、ユーロ圏を除け

2 新しい開放マクロ経済学の最近の進展については、大谷 聡、「『新しい開放マクロ経済学』について PTM（pricing-to-market）の観点からのサーベイ」、『金融研究』第20巻第4号（2001年12月）参照。金融政策の波及効果と価格設定に用いる通貨の選択についての関係は、大谷 聡、「PTM（pricing-to-market）と金融政策の国際的波及効果 『新しい開放マクロ経済学』のアプローチ」、『金融研究』第21巻第3号（2002年9月）参照。

3 発表論文の改訂稿である大谷 聡・藤木 裕、「21世紀の国際通貨制度：展望」は『金融研究』第21巻第4号（本号所収）参照。

ば採用に成功した大国の事例は少ないこと、地域通貨圏成立の見通しは不透明であり、特に現段階でアジア通貨圏の将来像を見極めることは困難であることを示すとともに、1990年代の通貨危機の経験からは、マンデル=フレミング・モデルを超えたより良い分析手法が準備されるべきとして、新しい開放マクロ経済学の有用性を指摘した。

指定討論者の**ゲルラッハ**（香港金融庁）は、新しい開放マクロ経済学に基づいた分析に理解を示しながらも、そこから変動相場制を支持する結論が多く演繹されることには留保が必要との認識を示した。現在、固定相場制を採用している国では概して外国為替市場の厚みがなく、過度の為替変動に晒されやすい状態にあることに加えて、自国通貨建ての対外借入が難しいとの問題を抱えている。こうした資本市場の不完全性を新しい開放マクロ経済学の枠組みに取り込んだ場合には、固定相場制が望ましい制度として選択されうる可能性もあることを指摘した。

指定討論者の**グリック**（サンフランシスコ連銀）は、固定・変動相場制の中間に位置する為替相場制度を選択している国の多くは資本移動規制を行っていることを指摘し、こうした事実は「パイポラー・ビュー」と整合的であると述べた。また、厳格な固定相場制の成功例は少なく、変動相場制には各国の実状に応じた資本移動規制などの裁量の余地が大きいという意味で、2極の実現可能性には非対称性があると述べた。最後に、最適通貨圏について議論する際には、当該国の経済パフォーマンスと為替相場制度が（内生的な）同時決定関係にあることや、EMUの経験が示すように政治的・歴史的な背景が通貨圏成立に無視し得ない影響を及ぼしている点にも留意すべきと指摘した。また、アジアに関しては政治面での合意が得られにくいこと等を想定すると、地域通貨圏の設立は困難であり、変動相場制が望ましいと述べた。

以上のコメントを受けて、**藤木**は、為替相場制度の選択と資本移動との関連については、1992～93年のEMS危機の経験とも整合的であるとしてグリックに同調するとともに、望ましい為替相場制度の選択を巡っては、内生性を考慮した推計を行う必要があり、この点は今後の課題であると述べた。**大谷**は、経済厚生評価の観点から為替相場制度選択について、新しい開放マクロ経済学の有用性をあらためて指摘するとともに、同理論の拡張方向として、国際資本市場の不完全性を取り入れる必要性に同意した。

こうした討論を踏まえ、他の参加者からは、個別の地域通貨圏に関する議論のほか、望ましい為替相場制度を巡る大局的な発言等、多岐にわたる意見が出された。

まず欧州の経験については、資本移動規制の撤廃がEMS危機の要因になったとする藤木・大谷やグリックの見解に対し、**ブラガ・デ・マセード**（OECD）と**ヴァン・デル・ヘーゲン**（ECB）は、通貨危機の発端は、東西ドイツの統合という大きなショックが生じたためであり、危機後は各国がマーストリヒト条約に定められた収斂基準および条件に基づきドイツ・マルクに対する為替の安定と整合的な政策を行ったことにより、資本移動が自由なもとでも域内為替レートは極めて堅調に

推移した⁴と述べ、資本移動規制の撤廃を通貨危機の根本原因として捉えることに疑問を呈した。これらの意見に対し、**グリック**は、EMS危機の直接的な原因がアンカー国の負のショックであった点には同調しつつも、資本移動規制の撤廃が、政策当局の施行する政策の組合せが適切かどうかを市場が試すきっかけとなったことは間違いないのではないかと主張した。

アジア地域については、**アローウィ**（マレーシア中央銀行）が、為替相場制度そのものよりも巨額の財政・経常収支赤字や、脆弱な金融・銀行制度といった経済の弱さが固定相場制の崩壊をもたらしたとの各国の経験を振り返り、いかなる為替相場制度のもとでも、重要なのは適切で整合性のあるポリシー・ミックスを遂行することであるとの認識を示したほか、**ハン**（中国人民銀行）からは、チェンマイ・イニシアティブは評価に値する第一歩ではあるものの、アジア地域については、金融市場の整備などさまざまな課題が残されているとの指摘がなされた。これらの点について、**ブラガ・デ・マセード**は、EMUの経験に照らし、アジア諸国でも緊密な協力と相互監視体制（peer pressure）を構築することにより、地域通貨圏を形成することは可能ではないかとの見解を示した。

米州を含むドル化が被ペッグ国にもたらす影響については、**ファーガソン**（FRB）より、ドル化に関する制度的条件を明示的にした考察が必要なのではないかと指摘がなされた。

新しい開放マクロ経済学に関するゲルラッハのコメントについては、**オブストフェルト**が、今後の研究方向として、資本市場の不完全性などを取り込んだモデルの構築が必要であると述べた。また、最適通貨圏と経済パフォーマンスの内生性に関しては、**グリック**の意見に同調しつつ、さらに一步踏み込んで、共通通貨圏で各国の景気が同調的に推移する場合と、変動相場制のもとで各国の景気変動が異なる動きを示した場合とでいずれが望ましいのかを考察する際には、経済厚生評価に基づく考察が不可欠であるとして、この点でも新しい開放マクロ経済学は有用であると強調した。

為替レートの過度な変動については、**メルツァー**は、交易条件や資源配分に大きな影響を与えうるのは恒常的な変動のみであり、一時的な変動とは区別して議論されるべきと主張した。この点については、**ナイト**（カナダ銀行）が、為替レートの過度な変動を抑制するためには、予期せぬ金融政策が発動された場合の為替変動を小さくするという効果が期待できるとの点から、インフレーション・ターゲティングの導入が有効であると述べた。これらの意見に対して**グリック**は、エマージング諸

4 **ブラガ・デ・マセード**は、マストリヒト条約に依拠した為替相場メカニズムに関する行動指針（the ERM code of conduct）に基づき、各国が通貨統合に向けて整合的な政策を遂行したことが為替レート安定に寄与したと述べた。詳しくは、Jorge Braga de Macedo, Daniel Cohen, and Hlmut Reisen, eds., *Don't Fix, Don't Float*, OECD Development Centre Studies, 2001を参照。同著のなかで、為替相場メカニズムに関する行動指針とは、ドイツ・マルクを欧州通貨制度のアンカー通貨とし、ブンデスバンクのリーダーシップのもと、金利変更や危機管理に関して、各国の金融・財政政策当局が緊密に協調することを意味すると述べられている。

国が過度の為替変動をおそれる背景には、自国通貨で借入ができないとの「原罪 (“the original sin”）」が存在するためであり⁵、変動相場制が採用される場合には、インフレーション・ターゲティングの導入に加えて、「通貨のミスマッチ（カレンシー・ミスマッチ）」を解消するような方策が必要であると主張した⁶。

また、ナイトは、為替相場制度の選択は、それ単独の効果だけではなく、他のマクロ政策との組合せも包含したうえで比較考量されるべきであると主張したほか、ランキン（オーストラリア準備銀行）は、望ましい為替相場制度と、市場流動性の高さ、市場の発展度合いとの関係を考察する際には、両者が互いに内生的に決定されている点にも目を向けるべきと主張した。

最後に、このセッションの議長を務めた須田（日本銀行）は、為替相場制度の評価に際しては、世界的な相互依存関係の強まりや近年の経済理論の進展によって、従来にも増して、いっそう複雑な要因を検討する必要があるとし、この後のセッションにおいて議論が深まることを期待すると述べ、議論を締めくくった。

（2）米州の為替相場制度：ドル化は解決策か？

コルボ（チリ大司教カソリック大学）は、米州における為替相場制度の現状について論じたうえで、米州諸国において望ましい為替相場制度とその理論的条件についての整理を試みた。

第1に、米州諸国の為替相場制度は、その運用実態に着目すれば、国際資本市場に参加可能な国では厳格な固定相場制が変動相場制への2極化が起きていると指摘した。

第2に、米州諸国のうち、ドル化が望ましい国として、独自の金融政策で低インフレが維持できなかった国（アルゼンチン、エクアドル等）と、經常・資本取引のほとんどが米国と行われている国（中米カリブ海諸国）を挙げた。また、変動相場制が望ましい国として、貿易相手国が多様であること、名目価格が下方硬直的であること、金融政策が安定的であることの3条件を満たす国（カナダ、チリ、ブラジル等）を挙げた。そのうえで、変動相場制の維持には、インフレーション・

5 「原罪仮説」とは、1990年代における世界的な資本移動の急増のもとでさえ、ほとんどのエマージング市場諸国は、自国通貨建てではなく、米ドル建ての短期の銀行借入に依存せざるを得ないことを指す。原典は、Barry Eichengreen, and Ricardo Hausmann, “Exchange Rates and Financial Fragility,” *New Challenges for Monetary Policy*, A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, 1999.

6 この主張は、変動相場制に、インフレーション・ターゲティングと通貨のミスマッチの解消とを組み合わせることを推奨したゴールドスタインの主張である「変動相場制プラス」(Morris Goldstein, *Managed Floating Plus*, Institute for International Economics, March, 2002) に則ったもの。ゴールドスタインは、通貨のミスマッチの解消策として具体的に、短期対外債務・外貨準備比率の定期的公表、資本市場の整備、政府の他国通貨での対外借入禁止など、複数の案を挙げている。

ターゲティングなどの名目アンカーを採用し、ターゲットの達成が実現できるように金融・財政政策を行う政府と中央銀行の規律を維持することで、金融政策の安定を保つ必要があると述べた。

指定討論者の**ゴールドバーグ**（ニューヨーク連銀）は、米州諸国における2極化現象については**コルボ**の意見に同意した。他方、為替のパス・スルー率は**コルボ**が想定しているほど低くなく、為替変動が輸入物価へもたらすリスクを過小評価すべきでない、インフレーション・ターゲティングの採用には通貨需要と物価との間に安定的な関係が必要となる、その実現には政策当局が政策を実行できるだけの強い組織力を持つ必要がある、**コルボ**が提唱した変動相場制が望ましい国に関する3条件については、より具体的なベンチマークを提示したり、各条件間の優先順位を付けるべきであるとの見方を示した。

指定討論者の**パレーム**（メキシコ中銀）は、厳格な固定相場制について、政策目標の設定や政策の評価がしやすいという利点を認めた一方で、実質為替レートのみスアラインメントが生じやすい点、労働・金融市場などの価格調整機能が十分でない場合には、ショックに対して大幅な調整を強いられる点、厳格な固定相場制から離脱する撤退戦略（exit strategy）がなければインフレを先送りしてしまう点、厳格な固定相場制導入それ自体によっては財政規律は得られない点を指摘した。

変動相場制に関して**パレーム**は、メキシコ危機以後の米州諸国の経験を踏まえると余儀ない選択であり、根強いインフレ期待から生じる為替変動の国内物価への高いパス・スルーに対処するためインフレーション・ターゲティングの併用が必要と主張した。ただし、民間部門の外貨建て対外債務が大きく、為替変動への介入が求められるような場合には、インフレーション・ターゲティングと矛盾し為替介入が正当化できなくなるリスクや、実質的には中間的な為替相場制度を採ってしまうリスクがあることを指摘した。

指定討論者からのコメントに対して、**コルボ**は、変動相場制と厳格な固定相場制のどちらを採用するにしても、強いファンダメンタルズを実現できるような財政規律や能動的な金融政策を持つことが重要であり、それさえ実現していれば、為替変動の是非は名目価格の硬直性の有無に応じておのずと決まるものであると述べた。一方、為替変動のリスクを過小評価すべきでないとした**ゴールドバーグ**の指摘に対しては、インフレーション・ターゲティングを採用したチリやブラジルにおいて、CPIへのパス・スルーが以前より低下したことを指摘したうえで、そもそも為替が物価に与える効果としては、輸入物価を経由する効果より期待に与える効果のほうが重要であると主張した。さらに、通貨需要だけでインフレ率が決まるわけではないので、インフレーション・ターゲティングに通貨需要の安定性は必須ではないとの見方を示した。

以上のような討論者と報告者の意見交換について、**オプストフェルド**が、パス・スルーについての意見の食い違いは、**ゴールドバーグ**の研究が輸入物価を対象とし、**コルボ**の研究は消費者物価を対象としていることに依存しており、後者のタイプのパス・スルーが高い場合は変動相場制の有効性は低下し、一方、CPIではなく、輸

入物価へのパス・スルーが高い場合には、変動相場制の有効性は高まると指摘した。また、**ファーガソン**は、変動相場制が望ましい国に関する3条件の優先順位が必要とのゴールドバーグの意見を支持したほか、**バイポーラー・ビュー**については、**オプストフェルド**や**グリック**から、各国為替相場制度の分類を完璧に行うのは難しい点に留意すべきとの意見が出された。

次に、厳格な固定相場制の維持可能性について、**植田**（日本銀行）は厳格な固定相場制の導入と財政規律・金融面の安定との関係を明らかにすべきと述べたほか、**ブラガ・デ・マセード**が、厳格な固定相場制を採用して一時的に信認を得ても、政治・司法からの協力がないと結果的にこれを維持できなくなると主張した。さらに、**メルツァー**も、20世紀以降、政府の役割が変化しており、長期間固定相場制を維持し、それに伴う調整費用を甘受することはほとんどの国で政治的に受容されないだろうと述べたほか、**マジエンゾ**（チリ中銀）も、ドル化を放棄して独自通貨を再導入したりペリアの例を挙げた。また、厳格な固定相場制からいつ撤退すべきかについて、**ファーガソン**が厳格な固定相場制に伴うコストは時代とともに変化するため、撤退だけでなく参入するタイミングも重要と述べたほか、**藤木**はリアル・タイムの情報への認識ラグ等の実務的障害が退出するタイミングを誤らせている可能性を指摘した。

変動相場制に関しては、**ガラチ**（BIS）が、たとえ名目アンカーとしてインフレーション・ターゲティングを採っていても、エマージング諸国における為替レートの重要性にかんがみると、為替レートは引き続き政策に重要な役割を果たすというジレンマを指摘したほか、**ブラガ・デ・マセード**は、共有できるデータ整備などを通じて経済のファンダメンタルズを複数国家間（各地域・世界全体のいずれか）で相互に監視できる枠組みを形成することは、長期的には各国通貨の信認を高め、為替変動のリスクを低下させるのに有効であると主張した。

パレームは、為替相場制度を比較するに当たっては、厳格な固定相場制と変動相場制の平均的なパフォーマンスを比較するだけでは十分でない。実際、平均的なパフォーマンスに劇的な違いがないことは、**オプストフェルド**や**エドワーズ**らの研究から知られている。しかし、分布の端の部分の動きは非常に異なるかもしれない。厳格な固定相場制は経済が大変厳しいショックに見舞われたり、同時に（あるいは）厳格な固定相場制が機能する前提条件が満たされていないければ、悪いパフォーマンスをもたらすかもしれない。したがって、平均的パフォーマンスは似ているかもしれないが、政策担当者にとってのリスクは対称的ではないかもしれないと論じた。

（3）欧州通貨統合における金融財政政策

フォン・ハーゲン（ボン大学）は、欧州通貨統合以降のEMUにおける金融・財政政策の成果を分析した。まず、金融面については、テイラー・ルールを基準として実際の政策を評価し、ECBはドイツ・フランスの2大国経済を重視した政策を採った可能性があることを指摘した。次に、EMUにおける安定した通貨需要関数

を報告し、これを用いてインフレ予測を行い、ECBが一貫して通貨供給量を重視した政策運営をしていること、2000年から2001年にかけて2%の上限を超えるインフレ率が実現した理由は過剰な通貨供給にあることなどを指摘した。

一方、財政面については、EMU加盟決定後の財政規律の緩和、選挙対策としての財政発動、景気循環と同調的な財政政策運営がなされた可能性などを指摘した。そのうえで、近年の政府債務削減の経験を踏まえると、財政収支と債務残高だけではなく、歳出・歳入の内訳（「財政政策の質」）にも注意することが持続的な財政政策のために重要であり、現行のマーストリヒト条約・安定成長協定による財政政策への規律付けを改善することが必要と論じた。

指定討論者の**ジェンキンソン**（イングランド銀行）は、マクロ変数等の計測にかかわる不確実性を踏まえると、テイラー・ルールは単なるベンチマークとしてしか機能しないとして、政策評価のツールとして用いるうえでより慎重であるべきだと論じた。また、リアル・タイムでのショックの識別が困難であることなどから、通貨需要関数の安定性を根拠に通貨供給量を短期の政策指針とすることには否定的な見解を示した。近年の政府債務削減の経験については、データの蓄積が不十分で、他の解釈の余地があることなどから、分析結果の解釈に留意が必要とした。そのうえで、あらたな財政政策への規律付けに関する筆者の具体的意見を求めた。

指定討論者の**ションベルグ**（ブンデスバンク、急遽欠席のため、提出された書面コメントを代読）は、通貨供給量を重視した金融政策運営に賛意を表明しつつも、EMU各国の経済状態の差異が共通の金融政策運営を困難にしている可能性を指摘した。財政面については、財政政策の効果を過大視すべきでないとの立場から、EMUを適切に機能させるためには、より厳格な財政政策への規律付けが望ましいと主張し、各国政府が裁量を求める現状に懸念を示した。

こうした指定討論者のコメントに対して、**フォン・ハーゲン**は、テイラー・ルールの利用に当たっては複数の定式化によって頑健性を担保することにより、不確実性に配慮していると主張した。また、通貨供給量の中長期的な物価に関する指針としての役割を強調した。財政面については、代替的なデータの取扱いを用いても、基本的な主張は変わらないと論じた一方、景気後退局面で厳格な財政規律を要求するような景気循環と同調的な財政政策を行うべきと主張しているわけではないと述べた。

一般討論では、**ヴァン・デル・ヘーゲン**が、政策運営はマネーサプライ変数など、多くの情報をもとに行われていることを挙げ、通貨集計量にいかなる政策決定上の役割も与えないテイラー・ルールはECBの過去の政策運営のベンチマークとして用いることはできないと主張した。また、**パレーム**は、欧州におけるインフレと失業の関係の安定性に対して疑問を示し、ユーロ導入前後の政策効果の評価にテイラー・ルールを用いることは、安定したフィリップス・カーブなしにはできないかもしれないと強調した。**パレーム**と**ガラチ**は欧州通貨統合に伴い、金融政策の波及経路が変化した可能性を指摘し、こうした構造変化のもとで、テイラー・ルールを用いた比較評価を行うことへの留保を促した。

続いて、経済の統合度合いにより、金利の総需要に与える影響や域内の景気循環の同時性の程度が異なることを、**パレーム**、**河合**（財務省）がそれぞれ指摘し、テイラー・ルールを用いた比較評価の妥当性や評価の違いに関する疑問を提起した。**フォン・ハーゲン**は、域内景気循環の同時性の程度を判断することは時機尚早であるものの、仮に域内での景気循環の差異が大きいとすれば、政策運営に当たってドイツ・フランスといった大国が重視されたとの分析結果は、理にかなっていると解釈可能であると応じた。この間、**パレーム**は、財市場の統合が不完全で、インフレ率がEMU各国間で継続的に異なる状況では、ECBのインフレ目標上限値が2%では低すぎるのではないかと質問した。

また、ECBの金融政策の運営方法等について、議論がなされた。**ヴァン・デル・ヘーゲン**は、ECBの政策運営の“two pillar strategy”の重要な要素である通貨供給量を強調した分析結果について、賛意を表明した。一方、**リナルディ**（イタリア銀行）は、2001年初めの政策運営が引締めのと評価された点について、これを緩和的と評価しているIMFとの整合性について質問した。これに対して**フォン・ハーゲン**は、少なくとも通貨供給量でみた場合、2001年初めには引締めに政策運営が行われたと主張した。この間、**リナルディ**は、ドイツの実質金利が高いことや市場関係者の意見などを基に、政策運営上ドイツが重視されたとの評価に疑問を呈した。

続いて、財政面について、**ヴァン・デル・ヘーゲン**は、財政政策のコミットメントに対する信認がEMUの信認に重要と述べた**フォン・ハーゲン**の主張に理解を示したほか、**リナルディ**も**フォン・ハーゲン**の分析に賛意を表明した。他方、**オプストフェルド**は、歳出・歳入構造が重要であることを示す実証研究に触れる必要があると主張した。また、景気循環と同調的な財政政策の理由として、政治的要因だけでなく、財政政策への規律付けの相互作用による経済的要因も存在するとの見方を示した。**フォン・ハーゲン**は、財政政策への規律付けの改善法として、各国の財政当局に柔軟性を与える一方、欧州委員会に各国財政にコメントする権利を与えるのがよいとした。

この間、**ハン**は、経済発展の状況が大きく異なるアジア諸国へのEU統合の経験から得られるインプリケーションは何かと質問した。

最後に、議長の**ブラガ・デ・マセード**は、EMU加盟国の構造改革の重要性を指摘したうえで、他地域への教訓として、米州、アジアで欧州のように必ず50年かかるとは限らないものの、経済統合には時間がかかること、経済政策関連の諸機関が国際的・地域的レベルで連携することが重要であることの2点を挙げ、セッションを締めくくった。

（４）東アジアの為替相場制度：通貨危機からの教訓

河合は、東アジアの為替相場制度として通貨バスケット制が望ましいと主張した。

すなわち、**河合**は、実証分析によれば、東アジア通貨危機時に変動相場制に移行した多くの東アジア諸国のうち、一部の国で危機後にドル・ペッグへの回帰がみら

れる。しかし、円/ドル・レートの変動幅の大きさ、域内貿易への集中度、直接投資の相手国の多様性を勘案すると、東アジア諸国の為替相場制度としては円・ドル・ユーロの3通貨からなる通貨バスケット制が望ましい。さらに、域内諸国間の為替レート安定化には、通貨バスケット制へ向けた政策協調だけでなく、域内諸国間のスワップ協定締結・域内経済の相互監視を促進する必要があると述べた。

指定討論者の**チャウ**（シンガポール金融庁）は、通貨バスケット制採用国の例としてシンガポールを紹介し、同国が東アジア通貨危機後、名目実効為替レートを安定化させた実績を評価した。さらに、通貨バスケット制が機能する前提条件として、健全なマクロ経済政策や金融システムといった良好なファンダメンタルズや、貿易障壁の撤廃などの条件整備の必要性に言及した。次に、指定討論者の**平野**（日本銀行）は、東アジアの域内貿易拡大には輸出の最終需要地である米国の影響が大きいことや、金融取引が主にドル建てで行われていることを踏まえれば、東アジア諸国がドルにペッグするのは自然であると主張した。また、通貨バスケット制も固定相場制の一種であり、金融政策や資本規制との整合性で問題点が残ると指摘した。

これに対して**河合**は、貿易障壁撤廃などの重要性を認めつつも、域内諸国間の為替を安定させることに貢献するような為替相場制度も重要だと述べた。また、最終需要地である米国の影響が大きいとの指摘に対しては、東アジアの域内貿易が急速に拡大しているもとでは、ドル・ペッグでは円/ドル・レートが大きく変動した場合に問題が生じると主張した。加えて、金融取引の重要性も認めつつも、貿易と対外直接投資の依存度が非常に高いアジア諸国では貿易と対外直接投資の視点から望ましい為替制度を議論することも重要であると述べた。

一般討論においては、まず通貨バスケット制と報告論文の分析に対して、アジア諸国を中心に肯定的な意見が出た。**ハーム**（韓国銀行）と**スリファヤク**（タイ銀行）は、為替の安定とインフレ目標を両立させるうえでの通貨バスケット制の有用性を認めた。**ハン**も、対象通貨の選択が正しくできるのであればとの条件付きで、通貨バスケット制の提案には賛意を示した。**ランキン**は、河合の実証結果について2002年上期に限れば韓国・タイでシンガポールと同様の通貨バスケット制が既に実践されていることを示唆していると述べた。

他方、通貨バスケット制への批判としては、まず、**ガラチ**、**ハン**、**アローウィ**が、経常・資本取引におけるドルの重要性を考慮すべきとの**平野**の主張に同意した。また、**アローウィ**、**グリック**は通貨バスケット制のもとではバスケットのウエイトやバンドがどのように決まるか必ずしも公表されておらず、透明性に欠けると指摘した。さらに、**コルボ**がアジア以外では最近2年間で中間的な為替相場制度は失敗例しかないこと、実効為替レート安定のメリットを対外競争力からの観点だけから評価することは物価の安定と両立しないと指摘した。

報告論文の実証分析に対する批判として、**ラッシュ**（セントルイス連銀）が、推定式は誘導形であり、同時決定バイアスなどの問題が生じているため為替相場制度の優劣についての政策提言に用いることには慎重であるべきと指摘した。**コルボ**は、分析対象国から資本移動規制を導入している国々を外し、対象をエマージング市場

諸国に限定すべきだと指摘した。これに加えて、**藤木**は、アジア諸国において「原罪仮説」があてはまるような側面が存在することを踏まえれば、為替レートに加えて外貨準備も分析に取り入れる必要があることを指摘した。

シンガポールが通貨バスケット制のほぼ理想型の1つであるとの河合の主張に対しては、**コルボ**、**グリック**、**アローウィ**が、シンガポールはファンダメンタルズが極めて良好であるので、同じ制度が他の国でも成功するかは疑問だと述べた。これらの意見に対し、**チャウ**はファンダメンタルズが良好であっても小国・開放経済は他国の通貨危機の影響を受けやすいこと、**河合**は危機の前にファンダメンタルズが良好といわれていたとしても、危機の影響を受け難い為替相場制度を採用する必要性を示すこと、そして、そのような為替相場制度は、一貫した金融政策、健全な財政政策と、弾力的な（resilient）金融セクターによって、シンガポールの場合のようにサポートされなければならないこと、アジアで通貨危機が発生・伝播したことを、それぞれ指摘した。なお、**ランキン**は、シンガポールは為替減価により東アジア危機の影響を軽減したが、仮に危機が再発したときにアジア域内全ての国が為替減価で対処すると、アジア全体で為替調整ができないリスクが生じると主張した。

このほか、より長期的な視点からの論点も提示された。**メルツァー**は、東アジアの為替相場制度の今後を考えるうえで中国経済の存在が重要であると強調したほか、**ジョーダン**（クリーブランド連銀）は、そもそも通貨危機が生じる原因を断つには、政府の統治能力の向上が必要であること、また、河合論文には特定国通貨が地域で幅広く受容されるようになるまでの理論モデルが説明されていないと指摘した。**ブラガ・デ・マセード**も、通貨バスケット制をどのように東アジアに定着させるか、というプロセスが河合論文では明確でないと指摘し、金融危機を回避したり、域内協力を促進するような制度的枠組みを構築することの必要性を強調した。これに対し**河合**は、最近のチェンマイ・イニシアティブ設立の試みは重要な前進であるものの、東アジアの域内での情報交換・経済サーベイランスの枠組みは経済統合の程度と比較して未成熟であるため、まず為替変動と政策の領域で対話のプロセスを始めることが重要だと答えた。

なお、本セッションの議論においては為替相場の変動が重要な背景にあることから、**メルツァー**は平野に、日本銀行が為替介入時に不胎化する理由の説明を求めた。**平野**は、日本銀行当座預金をターゲットとしているいわゆる量的緩和の枠組みのもとで実質ゼロ金利の環境が作り出されており、介入の不胎化と非不胎化の間に違いは生じないと返答した。

(5) 独立通貨圏と経済成長・インフレーション

マジエンゾ⁷は、複数の国が共通通貨を発行し、先進国通貨にペッグする独立通貨圏（ICU：independent currency union）の経済効果を実証的に検討したエドワーズ（カリフォルニア大学ロサンゼルス校）との共著論文を報告。その結果、ICU諸国は、相対的に低インフレ、高いマクロ経済の変動、高いGDP成長率を経験しているほか、ドル化諸国対比でも、高い成長率を達成していると報告した。ただし、その原因は、小さい島国からなる東カリブ海通貨圏諸国の経済パフォーマンスに依存しているためであり、他地域への含意を引き出す際には留意が必要と論じた。

これに対し指定討論者の**ガラチ**は、まず、分析結果はICU諸国の特質に依存しており、他地域にどの程度応用可能であるかと疑問を呈した。また、分析手法について、政治的要因、市場の発展度合い等を説明変数として用いるべきと主張した。さらに、ICUが、成長率やインフレ率に影響を与える経路を検討課題として指摘した。

次に、指定討論者の**ランキン**は、ICU諸国がドル化諸国対比で高い経済成長率を達成している点について、両者とも基本的に同じ枠組みにもかかわらず、なぜ異なる経済パフォーマンスをもたらすのかを明らかにする必要があるとした。さらに、分析手法に関して、為替相場制度選択に関する政治的要因を考慮する必要があり、特に、アジアでの共通通貨導入に関しては政治的要因が重要であるため、本論文の分析結果をアジアに応用することはできないと主張した。

指定討論者のコメントに対して、**マジエンゾ**は、まず、ICUとドル化の違いについて、前者はシニョレッジや金融政策を完全に放棄する必要がないことであると説明したほか、ICUが経済パフォーマンスに影響を与える経路として、資本コストの引下げや貿易量の増加等が考えられると述べた。また、分析手法や説明変数の選択に関しても結果が頑健であったことを報告した。もっとも、本論文はあくまで出発点にすぎず、論文の計測結果を他の地域に応用するためには、今後のEMUの経験等を踏まえたうえで慎重に検討されるべきと述べた。

一般討論では、まず、ICUの内生性に対する統計処理が問題となった。**フォン・ハーゲン**は、ICUへの加盟に先立ち、加盟基準を満たすように加盟申請国が経済運営を行う効果を、本論文の推計ではICUの経済効果として捉えており、セレクション・バイアスが生じていると主張した。

また、**ゲルラッハ**、**ヘルマン**（スイス国立銀行）、**コルボ**から、ICU諸国の旧宗主国との関係、法制度の整備度合い、経済規模など、経済パフォーマンスの推定に必要な説明変数の欠如が指摘された。**白塚**（日本銀行）からは成長率とインフレ率の相互依存関係を踏まえた両者の同時推計、**ラッシュ**からは成長率やインフレ率の

7 当初論文報告予定であったエドワーズが出席できなくなったため、共著者として代理出席。

推計において同一の通貨圏加入決定式を利用することが提案された。これに対して、**マジェンゾ**は、セレクション・バイアスは生じていないことが統計量検定から示されているとしたほか、法制面の変数は説明変数として有意ではなかったと述べた。

さらに、パネル・データの特性を生かした分析手法の改善法として、**ゴールドバーグ**から固定効果の導入、**コルボ**からは時間効果を導入する可能性、**グリック**からクロス・セクション分析の利用が提案された。また、**河合**からは、為替相場制度の経済パフォーマンスに与える長期間の累積的效果の分析といった提案がなされた。

次に、ICU諸国の高パフォーマンスの背景として、**白塚**はそれを可能にしている制度的要因を質し、**リナルディ**と**ブラガ・デ・マセード**は、ICU諸国における金融政策の協調が財政政策や構造政策に与える好影響をその背景として指摘した。一方、**ゴールドバーグ**は、推定結果によればICUが成長に与える累積的效果は1%と極めて大きい、これをすべて為替相場制度に帰することができると考えているか意見を求めた。

さらに、ICU諸国のなかで、特に東カリブ海通貨圏（ECCA）が高成長となっていることについて、**パレーム**はその原因は通貨制度なのか、それとも、よりありそうなこととして、それ以外の構造的な要因により依存しているのか、との疑問を投げかけた一方、**ランキン**は、ECCAにおける域内貿易が5%以下であり、ECCAの高成長の原因を貿易を通じた効果に求めることは難しいとの見方を示した。**河合**も為替相場制度以外のECCAが採用した開発戦略の潜在的な重要性を挙げ、ICUの効果に否定的な見方を示した。なお、**ファーガソン**からは、ECCAがペッグしている通貨が、英国ポンドから米ドルに変更されたことによって、どの程度経済パフォーマンスに影響を及ぼしたのかとの点について質問が出された。

この間、**ジョーダン**と**ランキン**は、本論文の推計結果をそのまま受け入れると、カナダとメキシコはドル化するのではなく、通貨同盟を結びドルにペッグすることが望ましいとのインプリケーションが得られるとの意見を述べ、**ジョーダン**は、その背景がよくわからないとの疑問を呈した。

4 . 総括パネル・ディスカッション

(1) 導入スピーチ

翁（日本銀行）は、総括パネルにおける具体的論点として、中央銀行は物価の安定と為替の安定の関係をどのように考えるべきかとの視点を挙げ、1980年代の日本の経験を論じた後、その教訓から以下の論点を提起した。

わが国の1980年代後半の経験から得られる教訓の1つめは、国際間のマクロ政策協調に関するより詳細な考察の必要性である。マクロ政策協調の効果はどのように評価すべきだろうか。教訓の2つめは、為替変動の財・要素市場への波及効果を中央銀行が把握することの必要性である。わが国では、実質為替レートの増価が構造

調整を促し、後に輸出産業の生産性上昇をもたらした。しかし、多くの経済主体は非製造業も含めた経済全体の生産性が上昇したと認識したため、景気拡大と国内物価安定の共存はこの生産性上昇によって生じたと考えられた。このように、生産性向上が一時的か、持続的かをリアル・タイムでは峻別できないことを前提に、中央銀行はどのように行動すべきか。また、このほかの重要な論点として、ゼロ金利制約のもとで物価の安定を達成するための為替チャンネルの役割をどのように考えるかを挙げた。

翁はさらに、長期的問題として、円・ドル・ユーロの3極通貨体制が続くのか、ドルの1極体制となるのか。そうした変化は、どのような要因と、どのくらいの期間で生じるのか。より一般的には、情報技術革新のもとでユーロのような通貨統合の動きと、地域通貨のような分散化の動きが同時に進んでいることは、通貨の最適な範囲が国家の範囲と一致しないことを示しているのかと問題提起した。

(2) パネリスト・スピーチ

イ．メルツァー

メルツァーは、物価の安定と為替の安定のために望ましい為替相場制度に関する持論を展開した。すなわち、日米欧主要国は変動相場制を採用する一方、小国開放経済は、主要通貨を自国通貨とし中央銀行を放棄する。それ以外の開放経済は、固定相場制の採用により物価安定を最も享受することができる。主要国における固定相場制と物価の安定の両立は、かつては可能であったが、現代の民主主義経済には適合しない。この背景として、財政政策への期待の変化がある。現代では失業対策として財政政策が期待されるようになったが、固定相場制の場合、為替レート維持のためにマクロ政策が極めて制限される。

為替の安定を達成する政策協調として持続可能な唯一の方法は、日米欧主要国が共通のインフレ目標を持つことである。共通のインフレ目標という制約のもと、各主要国は独自のマクロ経済政策を施行することができ、実質為替レートによる調整も機能する。

政府・中央銀行は、為替の一時的な変動や、実質為替レートの恒久的な変動には介入すべきでない。為替レートはノイズを多く含むデータであり、介入は、為替レートの変動が恒久的か否か、名目か否かを見極めたうえで行われる必要がある。

インフレーションのコストが大きいことを多くの中央銀行が学ぶまでには、長すぎるほどの年月が必要であった。主要国の中央銀行は、今こそ共通のインフレ目標を採用すべきである。それにより、為替の安定という大きなメリットが主要国以外の国にももたらされるのである。

ロ．オブストフェルド

オブストフェルドは、為替の安定と物価の安定を両立させることは、古くからの難題であることを歴史上の事例を挙げて説明し、為替レートの金融政策運営上の役

割と、望ましい為替相場制度のありかたに関して、理論的コンセンサスはない⁸と断ったうえで、以下のような見解を述べた。

まず、為替レートの金融政策運営上の役割については、第1に、理論的には為替変動の国内物価へのパス・スルーが大きいほど為替の安定による便益が大きい。実証的には、為替変動の輸入物価へのパス・スルーは大きい一方、賃金の硬直性の影響を受ける国内物価へのパス・スルーは小さい。したがって、実際には変動相場制を採用し、経済を安定化させることが望ましいと考えられる。第2に、為替レートにはノイズが含まれているため、為替レートの動きから将来の経済のファンダメンタルズを予測できない。したがって、金融政策運営における為替レートの情報変数としての価値には問題がある。第3に、固定相場制を物価安定のコミットメント装置として用いる政策は、労働市場の伸縮性、財政制度、金融システム等の制度的要因が固定相場維持と整合的でなければ成功せず、アルゼンチンのカレンシー・ボード制の失敗例からみても実現可能性が低い。

次に、為替相場制度の選択については、例えば、アルゼンチンとチリの90年代の対照的な経験が示すように、社会のより深い部分にある、経済制度と政策の帰結を同時に左右するような、構造的、政治的、社会的、そして歴史的な特徴を認識することが重要である。こうした「深層部分のファンダメンタルズ (deep fundamentals)」が健全な経済政策運営と真っ向から対立するものである場合、単にそのうえに、現代の経済理論にしたがって設計された政策立案機関を移植するだけでは、うまくいかないとし、こうした問題が解決され、為替相場制度と整合的な制度的前提が満たされる場合、為替レートの国内物価へのパス・スルーが高い開放小国経済は通貨同盟を形成することが望ましく、大国は将来国内価格の変動が急激に高まり為替変動が小さくなるような構造変化が起こらない限り、変動相場制を採用することが望ましい。

八．ファーガソン

ファーガソンは、変動相場制が先進国、発展途上国のいずれにとっても、総じてみれば、有効に機能するとのメルツァー、オブストフェルドの見解を支持したうえで、以下の3点を強調した。第1に、先進国について、過去30年間、変動相場制は、過度な変動がみられたという点を除けば、経済調整の過程において資源の効率的な配分に資することなどを通じて有効に機能してきた。第2に、発展途上国における為替相場制度の選択は、短期的には固定相場制を通じて経済発展を軌道に乗せようとする一方で、長期的には、固定相場制が経済発展の制約になりがちであった。こうした観点からは、固定相場制からの撤退戦略が重要である。第3に、どのような

8 具体的には、エマージング市場諸国が自国通貨建てではなく、ドル建てでしか海外から資金を調達できない「原罪」の背景や、政策協調のメリットとデメリットの比較考量等が未解決の研究課題として指摘された。

為替レート制度を採用するにしても、それが成功するためには、健全な経済のファンダメンタルズと適切な経済政策の運営が必要不可欠であるとした。

ニ．ヴァン・デル・ヘーゲン

ヴァン・デル・ヘーゲンは、欧州連合条約（マーストリヒト条約）に規定されたEMUの枠組みについて具体的な紹介を行いつつ、ECBの為替政策の考え方を中心に説明を行った。

すなわち、ECBの政策の基本は、EMU域内に対して単一の金融政策と単一の為替政策を運営することであり、両者は、域内物価の安定という主要目標に向かって整合的に運営されていると強調した。特にユーロ通貨を巡る為替政策については、為替レートそのものを政策の中間目標や最終目標に据えてはいないものの、為替レートの重要性を軽視しているだけでなく、実際ECBでは、金融政策の波及メカニズムの1つとして為替変動が実体経済や域内物価に及ぼす影響を継続的に注視していると述べた。また、ECBによる為替介入の考え方については、介入の実行は明らかなミスアラインメントや過剰なボラティリティが現れるような例外的局面に限定されるとしながらも、為替介入がECBの政策ツールの1つとして位置付けられている点が重要だと指摘し、例として、1999年後期から2000年にかけてのユーロ安のもとでECBが協調介入を行った経験を説明した。

ホ．山口（日本銀行）

山口は、すでにさまざまな議論が他のパネリストから出されているので、自分は残された比較的狭い問題に限定して論じたいとして、ゼロ金利制約のもとで物価の安定を達成するための為替チャネルの役割を取り上げた。そして円安誘導を梃子としたわが国のゼロ金利下のマイルドなデフレーションへの処方箋として、著名なメルツァーやスベンソンの提案⁹のメリットは理論的には理解できるとした。しかし、こうした提案を実践することには、円安期待醸成の困難さ、為替レート誘導の実務的な問題点、国際通貨制度の安定やひいては国際的な経済活動へ悪影響を及ぼす懸念を挙げ、反対した。

山口は、資産価格のなかで為替レートだけが例外扱いされ、操作目標に加えられる理由は物価等への波及メカニズムが明確であること、固定相場制の経験などが背景にあると推測したうえで、1990年代も含め、過去において日本の通貨当局が為替レートを思いのままに操作してきたとは思えないとした。

最近のわが国の超低金利下で為替レートを誘導するためには、金利変更ではなく、外貨資産の売買と確固たる政策意図の伝達をもって市場の期待を変化させ信認を得

9 詳細は、Allan Meltzer, "Depreciate the Yen," *Financial Times*, Apr 15, 2002.およびLars E.O. Svensson, "The Zero Bound in an Open-Economy: A Foolproof Way of Escaping from a Liquidity Trap," *Monetary and Economic Studies*, 19(S-1), February 2001, pp.277-312を参照。

る必要があり、そのためには膨大な外貨資産購入の必要が予想される。例えば、為替レートを特定水準に誘導するには、その水準で無制限に外貨資産を購入することにコミットする必要が生じ、市場の信認を得ることが難しいとした。

円安誘導が市場の信認を得たとしても、10%の円安の国内物価押し上げ効果はいくつかの計量モデルによれば3年後に0.5～1%ポイント程度である。例えば、3年後に現在より2%高い物価水準を為替レート調整のみで実現するには1930年代に近い大幅な円安が必要で、貿易相手国から近隣窮乏化政策という非難は避け難い。

近隣諸国にとって長期的には所得効果が大きく、近隣窮乏化効果がないとしても、円安が直接的に自国通貨の減価を意図した政策の結果もたらされたものであれば、IMF協定4条違反という批判を誘発し、日本の政策当局への信認を損なうリスク、ひいては国際通貨制度の安定やひいては国際的な経済活動へ悪影響を及ぼす懸念がある。したがって、円およびその他主要通貨の対外価値は、主として現在および将来の金融政策運営を織り込んだ各国経済のファンダメンタルズに関する市場参加者の判断によって形成されるべきだと結論づけた。

(3) 全体討論

スピーチの後、パネリスト間のリジョインダーと自由討論が行われた。

イ．為替相場制度と金融政策

望ましい為替相場制度に関しては、変動相場制を支持する意見、状況次第では為替市場それ自身への働きかけも必要であり、外的ショックが国内物価に非常に大きな影響を与える場合は固定相場制も検討に値するとの意見が聞かれた。

レッドル（ニュージーランド準備銀行）は、変動相場制は最適な為替相場制度からはほど遠く、居心地の良いものでもないものの、社会が固定相場制を維持するための調整費用を受け入れることに明らかに否定的な反応を示していることを勘案すると、変動相場制は、資本移動が自由な現在の状況のもとでは、民主主義社会における不可避の選択であると主張した。これに対し、**ゴールドバーグ**は、変動相場制は支持するものの、為替相場制度の選択だけですべての問題を解決できるわけではなく、市場の調整機能を高めるような制度改革を行うことが重要であると述べた。同様に、**ヘーニク**（カンザスシティ連銀）は、為替変動がショックを吸収するため変動相場制が望ましいと考えられるが、その際には、それに加えて、インフレーション・ターゲティングに基づく金融政策、ブルーデンス政策、財政政策といった政策を適切に遂行することが必要であると主張した¹⁰。

10 ヘーニクは、脚注6で紹介されたゴールドスタインの「変動相場制プラス」に加えてブルーデンス政策と財政政策も重要とした自らの主張を「変動相場制プラス・プラス・プラス」と称した。

このほか、変動相場制のもとで金融政策を行う際の留意点として、**ファーガソン**が、政策の信認を高めるには、中央銀行の政策運営の透明性を高めることや（米国以外の国では）インフレーション・ターゲティングを採用することが重要であると主張した。また、**リンドブラッド**（リクスバンク）が、為替変動はインフレ率を決定する一要因にすぎないものの、物価や金融政策の波及効果に大きな影響を与えるため、為替変動が一時的か恒久的かを認識することは金融政策にとって重要であると述べた。**ジェンキンソン**はこの点について同調したうえで、為替変動の国内物価への波及メカニズムには、不確実性を考慮する必要があること、為替変動が企業の価格設定行動にどのように織り込まれているか等、期待の役割にも注目しなければいけないこと、為替変動をもたらすショックの性質によって金融政策への含意は異なることから、これらの要因を考慮しないモデルに基づく試算や政策決定は望ましくないこと等を主張した。

一方、変動相場制に懐疑的な意見として、**河合**は、為替レート変動が通貨危機のリスクを緩和するメリットがあることは認めるものの、為替レート変動の増大や長期にわたる為替レートのミスアラインメントを引き起こす可能性があり、貿易依存度の高い国や金融市場が整備されていない小国では、為替レートの安定が重要であると主張した。**ヴァン・デル・ヘーゲン**は、中間的な為替相場制度は今なお地域統合という観点からは有効な役割を果たしているとし、欧州連合への加盟をある時点で予定し、その後ユーロを採用する予定である加盟申請国の事例を挙げた。**アローウィ**も、外国為替市場・金融市場の規模が小さい開放経済における為替安定の必要性を訴えたほか、**ヘルマン**からは、論点は開放経済の小国か、大国かという点ではなく、むしろエマージング諸国では不幸な外的ショックを受けやすく、望ましい政策を行うこと自体が難しいことではないかとの認識が述べられた。最後に、**コブケ**（ボストン連銀）は、実物資産が比較的少数の産業に集中している小国における固定相場制の持続可能性について質問し、産業が停滞すると、企業の資産に対する債権を売ったり、ヘッジしたりする投資家が同時に通貨も売却するため、そのような国では当該企業の保有する資産価値が下落するにつれ、急速に通貨の潜在価格が下落するのではないかと指摘した。

こうした議論に関して、**オブストフェルド**は、為替レートのCPIに対するパス・スルーが高い開放経済の小国はドル化や通貨統合を行うことが望ましいのではないかという意見を述べた。一方、**メルツァー**は、為替相場制度の選択自体が直接の問題解決になるわけではないので、適切なマクロ政策を遂行することこそが重要であると述べた後、コブケの問題提起に対しては、自国で十分な金融政策を行えず、外的環境によって自国の物価が大きく影響を受けるような小国開放経済は、固定相場制の採用や通貨同盟の形成を行うべきと、あらためて主張した。

ロ．為替相場制度と地域経済

コルボは、米州では変動相場制が選択されつつある一方、東アジアでは依然として為替変動の抑制が望まれている現状について、過去の通貨危機の経験を振り返る

と、名目アンカーを設定し、アジア諸国も変動相場制へ移行することが望ましいのではないかと主張した。**河合**は、東アジア域内における各国経済の相互依存度の高さにかんがみると、為替変動の域内安定の恩恵について注目することが重要なのではないかという論点を提示した。これに対し、**オブストフェルド**は、カレンシー・ボード制を採用していたアルゼンチンが、ブラジルの通貨切下げに対応できず、結果的に深刻な影響を受けてしまったという近年の事例を示し、地域経済におけるスピルオーバー効果の重要性を唱えた。

次に、アルゼンチン危機に関連することとして、**フォン・ハーゲン**は、アルゼンチンのカレンシー・ボード制については、経済パフォーマンスが良好だった（破綻前の）期間も考慮するなど、より慎重な評価が求められるのではないかと、カレンシー・ボード制以外の選択肢はあったのかと主張した。この点に対しては、**オブストフェルド**から、アルゼンチン経済は破綻前から潜在的に問題を抱えており、幸運に恵まれていなければもっと早く危機を経験したであろうこと、**メルツァー**からも、IMFの救済措置によって、アルゼンチンが内包してきた「財政支出を決して減らすことができない」という政治・財政上のリスクの顕在化とその解決努力がかえって遅れたと思われること、結果的に若くて有能な若年層の国外移住も起こり、今後問題はいつそう悪化するであろうこと、カレンシー・ボード制を導入しても問題の本質は解決されなかったであろうこと等の意見が示された。このほか、アルゼンチン危機から学ぶべき教訓としては、**コルボ**から、為替相場制度の移行が困難なシステムをつくるべきではないとの主張が示され、さらに**ファーガソン**や**フォン・ハーゲン**も、為替相場制度の撤退戦略を構築することが重要であると繰り返した。

欧州に関しては、**フォン・ハーゲン**から、為替相場制度選択における政治的要因の重要性を踏まえると、今のところ政治統合を果たしていないEMUは持続可能ではないとの含意が得られると理解して良いか、という問題が提起された。さらに、**リンドブラッド**からも、共通通貨圏において各国はどのような財政政策を行うべきか、例えばある国に固有のショックが発生した場合、財政政策の発動は一定のルールに基づくべきなのかといった疑問が述べられた。これらの問題に対しては、**メルツァー**が、共通通貨圏においては統合によって失われる域内の為替調整メカニズムを代替する政策をどのように確保するかが重要であると主張したほか、**ファーガソン**も、財政政策の自動安定化策に加え、共通通貨圏全体でショックを吸収できる市場の伸縮性を確保することが有益であるとの、**ヴァン・デル・ヘーゲン**にも支持された点を指摘した。

八．日本の金融政策

メルツァーは、為替変動は市場の調整に委ねるべきだとする山口の主張には一般論としては同意するものの、それをゼロ金利に直面しているわが国の現状にあてはめることはできないと主張した。**メルツァー**は、人口減少や生産性の低下により、日本の潜在成長率は米国に比べ低くならざるを得ない点にかんがみると、日本の実質為替レートは減価しなくてはならず、そのためには国内物価の下落と為替減価

の2つの選択肢があり、後者のほうが実体経済に及ぼす影響は小さいと指摘した。そのうえで、ゼロ金利制約に直面している経済では、名目金利の引下げ余地がないことから、実質為替レートの不均衡がうまく是正されないため、市場が均衡に回帰するために通貨当局が為替介入を行うことが必要と述べた。

オブストフェルドも、ゼロ金利の状況では一時的に実質円レートが減価することは、日本の景気回復が近隣諸国にプラスの影響を与えるのであれば歓迎されようとして、スベンソンの提案に賛意を表した。さらに、円安が国内物価上昇へもたらす効果は小さいとする山口が紹介した計量モデルの試算例については、為替介入の不胎化が行われていたり、(非不胎化をしたとしても)近年のデフレが円安による物価上昇を相殺しているために、円安の効果が過小推計されている可能性があるとして指摘した。そのうえで、いずれにしても円安誘導の効果は確実にあるとして為替政策の有効性を支持した。また、円安誘導が近隣窮乏化策になるとの山口の懸念に対しては、日本経済が回復することにより近隣諸国が得るメリットを考慮すれば、一時的な円安はむしろ歓迎されるのではないかと述べた。

為替介入の不胎化については、**河合**は(個人的意見と断ったうえで)、日本銀行が為替介入の非不胎化を行い、介入実施後も介入円資金をマネタリー・ベースに加えることによって日本銀行が介入をサポートしている姿勢を示すことができ、市場参加者の政策当局に対する受け止め方に影響を及ぼしうるとの意見を紹介するとともに、ゼロ金利に直面している現状ではインフレーション・ターゲティングの導入が政策レジームの変更の効果を持つと、複数の識者から提案されていることを指摘した。他方、議長の**植田**は、河合の主張に対するいくつかの留意点を指摘し、総括コメントでさらに詳細に議論した。

このほか、数ある資産価格のなかで為替レートを誘導し金融政策の運営に活用することの是非を問うた山口に対しては、**リナルディ**から、為替レートをターゲットとするメリットは(スベンソンが指摘したように)インフレ期待に影響を与えられることであり、これがマイナスの実質金利を達成するために効率的な方法ではないかとの指摘がなされ、日本銀行は現時点における均衡実質金利の水準をどの程度と捉えているのかについて質問が出された。また、**メルツァー**は、通貨当局が望ましい為替水準を宣言することでもアナウンスメント効果が望めるはずだと主張した。**オブストフェルド**は、メルツァーの主張した単に通貨当局が望ましい為替水準を宣言することでもアナウンスメント効果が望めるはずだとの意見には同意できないとしたうえで、それゆえスベンソンの提案のような固定相場制への一時的コミットメントが必要であることを主張し、そのうえでスベンソンの方法は、実質金利の低下による直接的な効果が見込めるほか、不謹慎な考えかもしれないがインフレが発生することによって(政府・民間)債務を減価させる副次効果もあると指摘した。

さらに、円安による国内物価上昇効果は極めて小さいとして山口が引用した試算値に対しては、**ゲルラッハ**が、円安が物価に与えるインパクトは初期時点における実質為替レートのミスアラインメントの大きさによって変わるはずだとして、試算結果は頑健ではない可能性を指摘した。

これらに対し山口は、席上なされた円安誘導に関する提案は、制度上、日本銀行は介入の委託を受けているにすぎないため、財務省に対して行うべきと述べたうえで、仮に円安水準にコミットするならば財務省の無制限介入が必要であること、実際に円安になったとしても貿易相手国からの支持を受けることは現実問題として難しく、これまで円安政策を採られていないのはその裏付けといえると主張した。さらに、均衡実質金利の具体的水準を把握するのは困難であること、インフレーション・ターゲティングの採用に関しては日本銀行も検討を重ねてきたが、その導入をアナウンスしても、名目金利を引き下げる余地が残されていない状況では、政策が信認されることは考えられないため、人々の期待に働きかけることはできないであろうと主張した。

(4) 総括コメント

植田は、コンファランス全体の議論を踏まえ、パネルを総括して以下のように述べた。

イ．流動性の罨への対処策としての為替レート政策

日本は景気刺激のために大幅な円安を実現させるべきだという提言が聞かれた。この政策は明らかに為替レート政策であり、それは法律上、日本銀行にではなく、財務省に授權されている。それを確認したうえで、こうした政策のマクロ経済的帰結を考えると、円安は輸出を促進するだろうが、国内金利は上昇する。金利の上昇は、資金の借り手と国内の金融機関には確実にネガティブな影響を与え、日本経済を苦しめている不良債権問題を悪化させるだろう。また、(対米ドルの)固定相場制のもとでは、日本の金利は連邦準備制度の金融政策に応じて動くため、日本銀行に金利引下げの自由度が再び生ずるわけではないことにも注意をしておく必要がある。

異なる論点として、介入の不胎化の問題があった。不胎化介入と非不胎化介入は日本銀行のTB購入の効果の点で異なりうる。TB購入の効果は、ゼロ金利のもとでは小さい。また、介入の非不胎化を求める議論は、重要な技術上のポイントを見逃している。財務省が介入資金を3ヵ月物TBの対日本銀行売却でファイナンスした場合、もし介入が非不胎化されれば、マネタリーベースは3ヵ月間は増加する。しかし、3ヵ月後に財務省はTBを償還するために金融市場で資金調達を行う必要があり、この時点でマネタリーベースの水準は元に戻ってしまう。結果として生じるマネタリーベースの時間経路は非常にでこぼこしたものになるし、それが良い結果をもたらすとは思われない。

ロ．為替相場制度についての議論

G3諸国(日本、米国、欧州)についてみれば、多くの参加者が変動相場制を望ましい制度として支持した。また、為替レートのボラティリティが過大であること

のコストに関しては、ファーガソンが、企業や家計が為替レートの変動をヘッジするさまざまな手段を用いるためG3諸国では重大でないとは指摘した。

より小さな国々については、厳格な固定相場制を推奨する意見と自由な変動相場制を支持する意見に分かれたほか、バイポーラー・ビューに反対する意見も開陳された。また、ソフト・ペッグや通貨バスケット制に好意的見解を示し、地域共通通貨に賛意を表する意見さえ聞かれた。しかし、単一通貨よりも通貨バスケットにペッグする方がなぜより強固なのかは明瞭でなかった。また、通貨統合を推し進めるには、政治的な統合が前提であるとの指摘もあった。

米州については、厳格な固定相場制を金融ないし財政政策の規律確保のために使いたいという欲求が非常に強いように思われた。しかしながら、一部の参加者からは、この目的での固定相場制の選択は一時しのぎにすぎなかったとの見解が示された。また、ひとたび適切な経済政策と政治体制が確立されれば、厳格な固定相場制はもはや不要になるとの指摘もあった。

こうした議論の流れからは、以下の点が浮かび上がる。第1に、最適な通貨制度の選択は、経済的要因のみならず政治的・社会的要因に依存している。第2に、最適な通貨制度は、体制の変化に応じて変わらざるを得ない。さらに、ある種の通貨制度が一時的である場合、そこからの撤退戦略をいかにして用意するという難問が生じる。

結論として、最適な国際通貨制度の選択については、より注意深くかつ動学的な枠組みで、さまざま経済の歪み（distortion）や政治的、社会的要因の含意について分析する必要があるという点で、コンファランス参加者が合意したように思われる。願わくば、今後、新しい開放マクロ経済学がこうした検討のより良い足場を与えてくれることに期待したい。

(参考1 : ラウンドテーブル参加者一覧 アルファベット順)

Ismail Alowi

Director, Monetary and Financial Policy Department,
Central Bank of Malaysia

Jorge A. Braga de Macedo

President, OECD Development Centre

Chow Hwee Kwan

Lead Economist, Monetary Policy Division,
Monetary Authority of Singapore

Vittorio Corbo

Professor of Economics, Pontificia Universidad
Catolica de Chile

Roger W. Ferguson, Jr.

Vice Chairman, Board of Governors of the Federal
Reserve System

Pierre-Michel Fremann

Head of International Monetary Relations Division -
SERMI, Banque de France

Hiroshi Fujiki

Manager and Senior Economist, Research Division I,
Institute for Monetary and Economic Studies, and
Money and Capital Markets Division, Financial
Markets Department, Bank of Japan

Gabriele Galati

Head, Monetary Policy and Exchange Rates,
Monetary and Economic Department, Bank for
International Settlements

Stefan Gerlach

Executive Director, Research Department, Hong
Kong Monetary Authority, and Director, Hong Kong
Institute for Monetary Research

Reuven Glick

Vice President and Director, Center for Pacific Basin
Studies, Federal Reserve Bank of San Francisco

Linda S. Goldberg

Vice President, International Research Function,
Federal Reserve Bank of New York

Ruth C. Gonzaga

Bank Officer III, Department of Economic Research,
Bangko Sentral ng Pilipinas

Jeong-Ho Hahm

Director General, Institute for Monetary and
Economic Research, The Bank of Korea

Han Ming Zhi

Deputy Director General, International Department,
The People's Bank of China

Masaru Hayami

Governor, Bank of Japan

Werner Hermann

Director, International Monetary Relations Section,
Schweizerische Nationalbank

Eiji Hirano

Executive Director, Bank of Japan

Thomas M. Hoenig

President, Federal Reserve Bank of Kansas City

William C. Hunter

Senior Vice President and Director of Research,
Federal Reserve Bank of Chicago

Nigel H. Jenkinson

Deputy Director, Monetary Analysis, Bank of England

Jerry L. Jordan

President and Chief Executive Officer, Federal
Reserve Bank of Cleveland

Keimei Kaizuka

Professor, Faculty of Law, Chuo University

Masahiro Kawai

Deputy Vice Minister for International Affairs,
Ministry of Finance, Japan

Malcolm D. Knight

Senior Deputy Governor, Bank of Canada

Richard W. Kopcke

Vice President and Economist, Economic Research
Department, Federal Reserve Bank of Boston

Hans Lindblad

Deputy Director, Monetary Policy Department,
Sveriges Riksbank

I. Igal Magendzo

Senior Economist, Central Bank of Chile

Allan H. Meltzer

The Allan H. Meltzer University Professor of
Political Economy, Graduate School of Industrial
Administration, Carnegie Mellon University

Hiroshi Nakaso

Associate Director, Financial Markets Department,
Bank of Japan

Maurice Obstfeld

Class of 1958 Professor of Economics, Department of
Economics, University of California, Berkeley

Kunio Okina

Director, Institute for Monetary and Economic
Studies, Bank of Japan

Akira Otani

Assistant Manager and Economist, Research Division I,
Institute for Monetary and Economic Studies, Bank
of Japan

Angel Palerm

Acting Deputy Director of International Analysis,
Banco de México

Robert W. Rankin

Head of International Department, Reserve Bank of
Australia

Robert H. Rasche

Senior Vice President and Director of Research,
Federal Reserve Bank of St.Louis

Michael Reddell

Head of Financial Markets Department, Reserve
Bank of New Zealand

Roberto Rinaldi

Director, Head of the International Division,
Research Department, Banca d'Italia

William T. Roberds

Vice President and Economist, Research Department,
Federal Reserve Bank of Atlanta

Masaaki Shirakawa

Advisor to the Governor, Policy Planning Office,
Bank of Japan

Shigenori Shiratsuka

Manager and Senior Economist, Research Division I,
Institute for Monetary and Economic Studies, Bank
of Japan

Amara Sriphayak

Director, Monetary Policy Department, Bank of
Thailand

Miyako Suda

Member of the Policy Board, Bank of Japan

Wataru Takahashi

Associate Director, International Department, Bank
of Japan

Kazuo Ueda

Member of the Policy Board, Bank of Japan

Pierre van der Haegen

Director General, Directorate-General International
and European Relations, European Central Bank

Jürgen von Hagen

Professor of Economics and Director, Center for
European Integration Studies, Rheinische Friedrich-
Wilhelms-Universität Bonn

Perry Warjiyo

Deputy Director, Directorate of Economic Research
and Monetary Policy, Bank Indonesia

Yutaka Yamaguchi

Deputy Governor, Bank of Japan

Tomoo Yoshida

Chief Manager, Research Division I, Institute for
Monetary and Economic Studies, Bank of Japan

(参考2: プログラム)

日時	セッション	議長および司会者	報告者およびパネリスト	指定討論者	
7/1 (月)	午前 9:00- 11:55	総裁スピーチ	速水 優 (日本銀行)		
		海外顧問キーノートスピーチ	Allan H. Meltzer (カーネギー・メロン大学) Maurice Obstfeld (カリフォルニア大学バークレイ校)		
	1	Do Currency Regimes Matter in the 21st Century? An Overview	須田美矢子 (日本銀行)	藤木 裕 (日本銀行)、大谷 聡 (日本銀行)	Stefan Gerlach (香港金融庁)、 Reuven Glick (サンフランシスコ連銀)
	午後 13:30- 16:45	2 Exchange Rate Regimes in the Americas: Is Dollarization the Solution?	Thomas M. Hoenig (カンザスシティ連銀)	Vittorio Corbo (チリ大司教カソリック大学)	Linda S. Goldberg (ニューヨーク連銀)、 Angel Palerm (メキシコ銀行)
	3	Monetary and Fiscal Policy in the European Monetary Union	Jorge A. Braga de Macedo (OECD)	Jürgen von Hagen (ボン大学)	Nigel H. Jenkinson (イングランド銀行)、 Stefan Schönberg (ドイツ連邦銀行、当日欠 席のため代読)
7/2 (火)	午前 9:00- 12:15	4 Exchange Rate Arrangements in East Asia: Lessons from the 1997-98 Currency Crisis	Malcolm D. Knight (カナダ銀行)	河合正弘 (財務省)	Chow Hwee Kwan (シンガポール金融庁)、 平野英治 (日本銀行)
	5	Independent Currency Unions, Growth and Inflation	Jerry L. Jordan (クレーブランド連銀)	I. Igal Magendzo (チリ中央銀行)	Gabriele Galati (国際決済銀行)、 Robert W. Rankin (オーストラリア準備銀行)
	午後 13:30- 17:00	Concluding Panel Discussion: The Role of Central Banks in Exchange Rate Regimes in the 21st Century	植田和男 (日本銀行)	Introductory Remark: 翁 邦雄 (日本銀行) Panelists' Remarks: Allan H. Meltzer、 Maurice Obstfeld、 Roger W. Ferguson, Jr. (連邦準備制度理事会)、 Pierre van der Haegen (欧州中央銀行)、 山口 泰 (日本銀行) Final Remark: 植田和男	

(参考3：報告論文の概要)

(報告1)

21世紀の国際通貨制度：展望（要旨）

Do Currency Regimes Matter in the 21st Century? An Overview Hiroshi Fujiki and Akira Otani

本稿は為替相場制度の定義とその潮流を概観し、1990年代後半に有力となった「バイポーラー・ビュー」の妥当性を検討するとともに、地域通貨圏成立の可能性について米州・欧州・東アジアの地域別に検討する。

1990年代の通貨危機は、信認に欠ける固定相場制は自由な資本移動のもとでは維持することが難しいことを示している。したがって、理論的には「バイポーラー・ビュー」は有益である。しかし、「バイポーラー・ビュー」の一方の極である厳格な固定相場制については、ユーロ圏を除けば採用に成功した大国の事例は少ない。

EMS危機等の経験から、共通通貨や厳格な固定相場制を採用する場合、為替相場制度の導入それ自体は物価の安定の十分条件ではなく、その維持可能性を担保する財政規律、金融市場、構造政策についての制度設計が必要であることが示されている。

地域通貨圏成立の見通しは不透明である。特に、現段階で、アジア通貨圏の将来像を見極めることは困難である。

この間の通貨危機・望ましい為替相場制度に関する経済理論の発展をみると、静学的な最適通貨圏の議論やマンデル=フレミング・モデルに代わる経済分析手法、特に金融市場の不完全性の分析や資産価格の一般的な取扱いを可能とする理論的枠組みが必要であることが1990年代の通貨危機の経験によって明らかになった。

(報告2)

米州の為替相場制度：ドル化は解決策か？(要旨)

Exchange Rate Regimes in the Americas: Is Dollarization the Solution? Vittorio Corbo

本稿では、米州諸国の為替相場制度について、ドル化の可能性に焦点を当てつつ検討する。

近年のエマージング諸国における危機の経験を踏まえると、国際資本市場との結びつきが強い国々にとって主要な選択肢は、厳格な固定相場制が変動相場制である。事実、米州諸国における為替相場制度の現状を概観すると、国際資本市場との結び

つきが弱い国々を除き、これら両制度への2極化が起こっている。

さらに両制度の利点と欠点を踏まえると、米州諸国が採用すべき為替相場制度について次のように考えることができる。

これまで独自の金融政策によってインフレーションを低位安定させることのできなかった国々（アルゼンチン、ニカラグア、ベネズエラ）では、ドル化はパフォーマンスの優れた米国の金融政策を輸入することを通じて、利益をもたらし得る。また、貿易・資本取引の大半を米国との間で行っている国々（中米およびカリブ海の小国）においても、ドル化は貿易財価格の安定化やバランスシート上の通貨ミスマッチの解消などをもたらすため、望ましい選択となり得る。

一方、物価の安定を維持しており、多様な輸出先を持ち、かつ名目価格の下方硬直性が強いような国々では、ドル化は实体经济への負のショックに対する調整を難しくするだけであり、変動相場制を採用したほうが良い。ただし、変動相場制のもとでは物価の安定を確保するために明瞭な名目アンカーを選択する必要があり、カナダ、ブラジル、チリ、コロンビア、メキシコが実践しているように、インフレーション・ターゲティングを採用し、金融・財政政策をターゲットの達成に向けて運営することが望ましい。また、為替変動リスクのヘッジが市場参加者にとって可能となるように先物市場の育成も必要である。

（報告3）

欧州通貨統合における金融財政政策(要旨)

Monetary and Fiscal Policy in the European Monetary Union Jürgen von Hagen and Matthias Brückner

欧州通貨統合（EMU）は、1999年1月の発足に当たりマーストリヒト条約によって参加各国のマクロ経済的収束を達成した。しかしEMU発足以降については、いくつかの点で不確実性が存在した。第1に、通貨需要関数等の基本的なマクロ経済的關係が安定的に成り立つか否か、第2に、欧州中央銀行（ECB）と参加各国の中央銀行からなる「ユーロ・システム」が、統一的な金融政策を遂行可能か否か、第3に、財政収支と政府債務に関するルールに基づく財政の新しいフレームワークが機能するか否かという点である。本稿では、以上の点を踏まえて、現時点までのEMUの金融財政政策の経験を検討した。検討の結果は以下のように要約される。

まず金融政策については、現在までのところ順調であるといえる。通貨供給量と物価の長期的な関係は安定している。また通貨供給量成長率を重視した金融政策を遂行していることが、データからも確認可能である。さらにインフレ率は、中長期的に2%以下に維持するという自ら定めた限界を上回っており、導入初年については十分に引締めの的ではなかったといえる。

一方、財政政策は、より複雑である。EMUが定める財政政策への規律付けは、EMU全体に及ぼす影響が大きい大国よりも小国で効果的であった。これらの規律は、EMUへの参加が決定した後の財政規律の緩みと、選挙対策としての財政政策の発動も阻止できなかった。また、財政政策には景気と同調的な傾向がみられた。近年の政府債務削減の経験によれば、財政が持続可能であるためには、十分に高い長期的な成長率を刺激・維持するための財政政策という観点が必要である。EMUの財政政策への規律付けは、この観点を考慮に入れた改善が必要である。

(報告4)

東アジアの為替相場制度：通貨危機からの教訓(要旨)

Exchange Rate Arrangements in East Asia: Lessons from the 1997-98 Currency Crisis Masahiro Kawai

本稿では、まず、東アジアのエマージング諸国における、過去10年間の為替相場制度の変遷を明らかにする。その際には、国際比較の視点に立ちつつ、各国が公式に宣言した為替相場制度と、実際に観察された為替相場制度の双方に注意を払う。

円・ドル・ユーロの為替政策におけるアンカー通貨としての役割に注目すると、1997年の通貨危機以前は、ドルが名実ともにアンカー通貨としての支配的な役割を果たしていたといえる。また通貨危機の間には、危機の影響を受けた東アジア諸国がよりフレキシブルな為替相場制度へ移行した結果、これらの国におけるドルの地位は自然と低下した。そして通貨危機後には、いくつかの国々では、ドルが再び、かつてほどではないものの、支配的な地位を占めることとなり、その他の国々では、為替レートのフレキシビリティが上昇した。

次に、こうした状況を念頭に、この地域における望ましい為替相場制度について検討する。円/ドル・レートの変動が激しいこと、また貿易や直接投資の相手国が多様であることを勘案すると、東アジアのエマージング諸国にとっては、円・ドル・ユーロの3通貨に同程度のウエイトをおいた、バランスのとれた通貨バスケットに対して通貨を安定させることが有益である。為替レートの安定度合いと、バスケットにおける主要通貨の実際のウエイトは、少なくとも初期段階においては、各国間で異なり得る。域内為替レートの安定化のためには、通貨バスケット制を協調して運営することが望ましく、域内におけるサーベイランス・資金融通体制の整備によって補完する必要がある。

独立通貨圏と経済成長・インフレーション(要旨)

Independent Currency Unions, Growth and Inflation Sebastian Edwards and I. Igal Magendzo

共通通貨圏への参加の是非に関して、ユーロ圏の経験を評価するには時期尚早であり、他地域諸国はユーロ圏の経済パフォーマンスに関する評価が定まるまで判断を留保すべしとの主張がある。一方、特定の諸国が共通通貨圏に参加すべきか否かとの点については、理論モデルを用いた数値計算による評価が可能との主張もある。

本稿は、ユーロ圏以外の共通通貨圏も存在しており、そのデータを用いて経済パフォーマンスの評価を行うことは可能との立場に立ち、1970年から1998年までのデータを用いて、中央銀行・通貨を共有する独立通貨圏 (independent currency unions、以下ICU) の経済パフォーマンスを、独自通貨を持つその他諸国と比較・評価した。

生じ得る統計的なバイアスをコントロールしたうえで、ICUへの参加が経済パフォーマンスに与えた影響を計算した結果は以下のとおり。ICU諸国は独自通貨を持つその他諸国と比べ、有意に低いインフレーションを達成している。マクロ経済の変動はICU諸国のほうが大きい。GDP成長率はICU諸国のほうが高い。ICU諸国とドル化諸国を比較すると、前者のほうがGDP成長率は高い。ICU諸国から東カリブ海通貨圏諸国を除くと、GDP成長率に関する優位性は失われるため、ICUの優れたパフォーマンスの原因は、東カリブ海通貨圏諸国の高パフォーマンスに帰することが可能である。東カリブ海諸国は、非常に小さい島々であり、地理的にも大市場に近いなど特殊な性格を持つため、より大きな国の為替相場制度や金融制度改革の参考にはなり得ない可能性がある。