

第14回国際コンファランス 「東アジアの経済成長、 経済統合、金融政策」

たかはし わたる わたなべけんいちろう ふじき ひろし
高橋 亘 / 渡辺賢一郎 / 藤木 裕¹

1. はじめに：今回のコンファランスの特徴

日本銀行金融研究所は、2007年5月30、31日の両日にわたり、「東アジアの経済成長、経済統合、金融政策（Growth, Integration and Monetary Policy in East Asia）」というテーマで第14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は参考1を参照、所属はコンファランス開催時点のもの。以下、文責金融研究所²）。

今回のコンファランスでは、金融統合、対外資産負債残高の増大、経済成長、金融政策など、東アジアの経済・金融に関する幅広いトピックについて、世界的な財市場と金融市場の統合を考慮しつつ、理論的・実証的・政策的な分析が行われた。

コンファランスは、福井（日本銀行）の開会挨拶で始まり、次に金融研究所海外顧問のマッカラム（カーネギー・メロン大学）とオブストフェルド（カリフォルニア大学バークレイ校）の基調講演が続いた。

その後の5つのセッションでは、論文報告、2名の指定討論者による討論と一般討論が行われた。論文報告者は、藤木（日本銀行）、デブルー（プリティッシュ・コロンビア大学）、リー（アジア開発銀行）、ワインシュタイン（コロンビア大学）、グッドフレンド（カーネギー・メロン大学）であった。

最後に「東アジアの経済成長、経済統合、金融政策」と題したパネル・ディスカッションが実施された（プログラムは参考2）。堀井（日本銀行）の議事進行のもと、バルトリーニ（ニューヨーク連邦準備銀行）、グドムンソン（国際決済銀行）、ゲンバーク（香港金融庁）の3名がパネリストとして意見を述べ、2名の金融研究所海外顧問と余（中国社会科学院）が指定討論者を務めた。

1 金融研究所長、金融研究所参事役（現 高松支店）および金融研究所企画役。本コンファランスのオーガナイザーとして、金融研究所の海外顧問であるベネット・T・マッカラム教授とモーリス・オブストフェルド教授およびすべての参加者に感謝の意を表したい。また、コンファランス運営を献身的に支えてくれた三好純子、羽淵貴秀の両氏と、金融研究所のその他のスタッフにも感謝したい。

2 ここでは「東アジア」あるいは「東アジア新興市場国・地域」として、中国、香港、韓国、シンガポール、台湾、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイを指している。

以下本節では、まず開会挨拶と基調講演のテーマを要約する。次に、東アジアの新興市場国に関する論文セッションにおける主要な論点と、パネル・ディスカッションにおける主要な論点を要約する。最後に、コンファランス中に議論されたわが国経済に関する2つの論点にも簡潔に触れる。

開会挨拶と基調講演のテーマは以下のとおりである。

福井は、東アジア経済と世界の財・金融市場との統合の進展について指摘したうえで、コンファランスでの討議内容として、その統合が世界の景気循環や物価変動、対外不均衡、東アジアの新興市場国の望ましい金融・為替相場制度に及ぼす含意の3つを問題提起した。

マッカラムは、シンガポールの金融政策の枠組みを「東アジアの金融政策：シンガポールの場合 (Monetary Policy in East Asia: the Case of Singapore)」と題した基調講演で取り上げた。マッカラムは、シンガポール経済の輸出入比率はきわめて高いため、インフレ率と産出量ギャップの安定化のために、為替レートを操作する政策ルールが望ましいことを示した。

オプストフェルドは、「転換期を迎えた人民元のドル・ペッグ (The Renminbi's Dollar Peg at the Crossroads)」と題した基調講演で、実質的なドル・ペッグ制のもとにある人民元為替相場制度の移行戦略を提案した。具体的には、中国はまず人民元レートのバンドを設定し、そのバンドを国内為替市場の発展に伴って広げることが望ましいと提案した。

東アジアの新興市場国に関する論文セッションにおける主要な論点は以下のとおりである。

藤木は、「東アジア諸国の国際金融市場との統合 (Financial Integration in East Asia)」と題する論文を発表した。藤木は、東アジア諸国について、国際金融市場との統合は事実上の数量尺度 (de facto quantity measures)³によれば進展していること、貯蓄・投資の相関係数は低下しているが、ユーロ圏経済より高いこと、他国の金融資産を持ち合うことによって、東アジア諸国に固有のショックを平準化する度合は、ユーロ圏経済より低いことを示した。

発表後の討論では、金融統合の測定に関して、多くの参加者が価格尺度 (price measures)⁴の重要性を指摘し、法律上の (de jure) 尺度⁵と事実上の (de facto) 尺度が乖離することについての意見を述べた。貯蓄・投資の相関係数の低下に関して、ある参加者がアジア金融危機の間に発生した経常収支の反転が果たした重要な役割

3 事実上の尺度とは、実際に生じている国際金融取引のデータから作成した国際金融市場への統合度合を測定する尺度のこと。数量尺度とは、数量ベースで計測できるデータから作成した国際金融市場への統合度合を測定する尺度のこと。対外資産・負債残高のように、実際の国際金融取引に即した数量ベースのデータを用いると、事実上の数量尺度が作成できる。

4 価格尺度とは、同一金融資産から得られる期待収益率の各国金融市場間の格差によって、国際金融市場への統合度合を測定する尺度のこと。

5 法律上の尺度とは、各国の資本流出入に関する規制の厳格さを数量化することによって、国際金融市場への統合度合を測定する尺度のこと。

を強調した。リスク・シェアリングの分析については、何人かの参加者が、固有のショックに加えて、東アジア地域に共通のショックについても分析されるべきだと指摘した。

デブルーは、「金融市場のグローバル化とエマージング市場諸国のポートフォリオ (Financial Globalization and Emerging Market Portfolios)」と題する論文を発表した。デブルーは、1990年代末以降の多くの新興市場諸国の対外資産負債構成を説明する確率的動学一般均衡モデルを示した。モデルによれば、最適ナリスク・シェアリングをもたらす対外資産負債構成は、直接投資とポートフォリオ投資を受け入れ、無条件の確定利付債券に对外投资することである。簡潔な数値計算を行うと、このモデルは米国と中国にきわめてよく当てはまる。

発表後の討論では、理論モデルについて、何人かの参加者が、モデルが採用している金融市場の分断に関する仮定に現実妥当性があるかどうか疑問を呈した。他の何人かの参加者が、このモデルにおける予備的動機に基づく貯蓄の役割について質問した。ある参加者が、このモデルでは貯蓄投資のネットのポジションが説明されていないと指摘した。データへの当てはまりについて、ある参加者が、中国において直接投資の流入が増加した時期と、確定利付債券への投資が流出した時期をモデルは区別して説明できていないと述べた。

リーは、「東アジアの経済成長と経済統合 (Integration and Growth in East Asia)」と題する論文を発表した。リーは、国際的な統合と中長期的な経済成長には正の相関関係があることを、集計データとマイクロ・データの両方を用いて示した。リーはまず、1970～2005年の81カ国のクロス・カントリーのパネル・データを用いて、貿易の開放度と直接投資受入は成長率に有意に正の影響を与えることを示した。次に、韓国企業のマイクロ・データを用いて、直接投資の受入・流出と貿易を通じた世界的な経済統合は、工場レベルでみた労働生産性成長率と全要素生産性の成長率に貢献することを示した。

発表後の討論では、多くの参加者が、クロス・カントリーの回帰分析には内生性の問題があるため、統合から経済成長への因果関係を識別できない可能性に注意を促した。何人かの参加者が、クロス・カントリーの回帰分析で推定された貿易開放度から経済成長率に与える正の影響が小さすぎると指摘した。

グッドフレンドは、「東アジアの金融政策：共通する問題点 (Monetary Policy in East Asia: Common Concerns)」と題する論文を発表した。グッドフレンドは、輸出主導型発展、域内貿易の高まり、銀行中心の金融システム、永続的貿易黒字の可能性、外貨準備の蓄積といった東アジア経済に共通する5つの特徴を指摘したうえで、その金融政策への含意を評価し、新・新古典派総合 (New Neoclassical Synthesis：以下、NNS) モデルに基づき、東アジア諸国の望ましい金融政策運営の枠組みとしてインフレーション・ターゲティングと変動相場制を推奨した。グッドフレンドは、この枠組みを実施するためには、まず金融部門の強化から始めるべきと示唆したほか、信用組合との類推を用いて、東アジア経済の政府間の金融協力の便益は限定的と示唆した。

発表後の討論では、何人かの参加者が、NNSモデルが東アジア新興市場経済の望ましい金融政策運営の枠組みを評価するうえで適切なモデルかどうか疑問を呈した。ある参加者が、金融部門の改革ではなく、金融・為替相場政策の信認を得ることから始めるべきだと指摘した。東アジア経済の政府間の金融協力の役割について、何人かの参加者は、NNSモデルが考慮していない東アジア地域の金融市場の不完全性の現状や、リスクの性質を考慮すると、金融協力が正当化される可能性があるとして主張した。

最後のパネル・セッションでは、東アジア新興市場経済における金融政策、為替の協調、金融協力の3つの論点に焦点を当てた議論が行われた。

第1に、東アジア新興市場経済における金融政策について、ある参加者が、地域の金融政策運営は、為替の安定ではなく、国内物価の安定に益々焦点が移っていると指摘した。何人かの参加者が、東アジア経済は金融市場の発展と統合を継続し、国内物価の安定を追求するために為替の柔軟性を増すべきだと指摘した。ある参加者は、中国が採用している「独立した金融政策、為替の安定、資本移動規制」という政策ミックスがどこまで継続するかは、不胎化政策の持続可能性次第だと指摘した。

第2に、地域内での為替の協調と将来の通貨統合の可能性については、多くの参加者が、金融統合の高まりと国内物価の安定という政策運営が強調されるもとでは、地域内での為替の協調と通貨統合は信認されないと指摘した。しかし、ある参加者は、中国の為替相場制度が移行過程にあることと、他のアジア経済の為替相場制度がより弾力的になっていることを踏まえると、為替の協調を支持することは妥当であると主張した。

第3に、地域の金融協力については、ある参加者が地域の資本市場の統合を促進するうえで、金融市場の規制を徐々に統合していくことが助けになると指摘した。その参加者は、域内の共同基金を立ち上げ、多国間の監視下に置くことがよい一例になると指摘した。他の参加者は、東アジア諸国間のショックの相関関係が高いとの実証結果だけを根拠として、域内の共同基金を多国間化することが望ましいとすることへ疑問を呈した。

最後に、わが国経済に関連する論点として挙げられた、円キャリー・トレードとわが国の消費者物価指数の上方バイアスの計測について簡潔に述べる。

まず、総括パネル・セッションでは、ある参加者が円キャリー・トレードについて焦点を当てた。その参加者は、円キャリー・トレードが収益をあげていることを経済理論で説明すること、取引額を推計すること、巻戻しの含意を試算することはいずれも困難だと指摘した。これらの論点に対して、何人かの参加者は円キャリー・トレードが収益をあげていることを金利の期間構造に関する期待理論が国内債券市場にうまく当てはまらないことと関連づけた一方、他の参加者はこれを伝統的なホーム・バイアスの修正とみなした。ある参加者は、ヘッジ・ファンドの一部による巻戻しが仮に生じたとしても、1998年当時と比較すると外国為替市場に与える効果は小さいとの見方を示した。

第2に、ワインシュタインは、「日本の物価安定の定義：米国からのひとつの見解 (Defining Price Stability in Japan: A View from America)」と題する論文でわが国消費者物価指数の上方バイアスに焦点を当てた。ワインシュタインは、日米の消費者物価指数の計測方法を比較し、米国と比べてわが国消費者物価指数は上方バイアスが0.8パーセント・ポイント大きいとし、この上方バイアスを修正することで政府支出を大幅に削減できると主張した。発表後の討論では、ある参加者が、日米経済間における消費者物価指数の計算方法や経済情勢などの重要な違いを無視して、米国の実証結果をそのままわが国消費者物価指数に当てはめただけのワインシュタインの試算結果を額面通り受け取ることにはできないと主張した。ある参加者は、デフレの期間中については、現在のわが国の年金制度の物価連動に関する法的枠組みによると、消費者物価指数の計測の精度をよくすることによって、政府支出は減少するどころか、かえって増加すると指摘した。

各セッションでの議論についてやや詳しくみると以下のとおりである（文中敬称略）。

2．オープニング・セッション（総裁・海外顧問スピーチ）

（1）福井開会挨拶

福井は、コンファランスのテーマに関連して、東アジアと世界経済の経済・金融面の統合の進展について指摘したうえで、コンファランスでの討議の問題提起を行った。

福井はまず、東アジアの経済ファンダメンタルズはアジア通貨危機以降大きく改善し、高い経済成長を実現するとともに、その間世界経済との結びつきを強めたこと、同時に、東アジアの域内貿易依存度も上昇したことを指摘した。特に、中国の急速な発展は世界経済の成長にさらなるダイナミズムを与えるとともに、東アジア地域内の各国の比較優位構造にも影響を与えており、各国も国内の資源を再配分する必要に迫られているとした。

次に、東アジアと世界との金融面の結びつきも強まっており、このためさまざまな便益を各国にもたらす一方、ある国や地域で発生した負のショックが他の国や地域に伝播する危険性を指摘した。例えば資産価格が、時として経済のファンダメンタルズから離れて過剰な変動を示し、それが実体経済にも悪影響を及ぼす可能性があることに留意すべきとした。

福井は、上記のような東アジアと世界経済との経済・金融面の結合から得られる便益を最大限に享受しつつ、そこから発生しうるコストを最小化することが今後の課題としたうえで、以下3点を問題提起した。

第1に、東アジアと世界との間で、経済・金融面の結合が強まると、それは世界の景気循環や物価にどのようなインプリケーションを持つのか。第2に、世界的な

対外不均衡の拡大は、先進国および東アジアの新興市場国・地域の中央銀行にどのような問題を突きつけているのか。第3に、東アジアの新興市場国・地域が、物価安定のもとで持続的な成長を目指していくためには、どのような金融・為替相場制度が適切かといった論点である。

(2) マッカラム基調講演

マッカラムは、シンガポールの金融政策の枠組みを取り上げ、シンガポールのような貿易比率の高い開放経済国は、政策変数として金利ではなく為替レートを用いるほうがインフレ率と産出量の目標値を達成しやすくなること、金融当局は、これら2つの名目変数のうち1つをマクロ経済政策の達成に用いるべきであり、財政当局に為替レートの管理を委ねることは望ましくないことの2点を指摘した。

まず、シンガポールの金融当局は、1990年以降、インフレ率と産出量の安定に加えて、実質為替レートの安定を独立な政策目標として追求していたというよりも、政策変数として為替レートをを用いてきたと解釈できると述べた。その根拠として、テイラー・ルール型の政策反応関数を為替レートに適用した推計式に関する実証分析を行い、実質為替レートが有意であるという結果を示した。

次に、政策変数の選択の違いを除けば、シンガポールの金融政策の枠組みは、インフレーション・ターゲティングと同様にインフレ率と産出量の安定化に寄与してきたと述べた。その根拠として、小国開放経済モデルのカリブレーションによれば、貿易比率が高い場合ほど、為替レートに基づく政策反応関数は、金利に基づく政策反応関数よりもインフレ率と産出量の標準偏差を小さくできるという結果を示した。

(3) オブストフェルド基調講演

オブストフェルドは、実質的なドル・ペッグ制のもとにある現在の中国では、多額の国際収支黒字と国内のインフレ圧力に直面して対外均衡と国内均衡が同時に達成できなくなっており、当面は為替レートの変動幅を拡大し、最終的には自由な資本勘定のもとでの変動相場制への移行が必要であるとの認識を示した。そのうえで、中国が変動相場制へ移行する際には、次の2つの施策を採るべきであると主張した。

まず第1に、主要貿易相手国通貨のバスケットに対する人民元レートのバンドを設定することである。具体的には、最初にドル・人民元レートを切り上げるようにバンドを設定し、その後はバンド内で適宜レートを調整し、国内為替市場の発展に伴ってバンドを広げることが望ましい。第2に、現在の資本勘定への規制を、国内為替市場の発展、為替レートの柔軟化、国内金融システムの健全化が達成されるまで維持することである。

さらに、**オブストフェルド**は、中国は2005年7月に上記の第1の施策に該当する措置をとったが、人民元レートは事実上、現在もドルに連動していると指摘した。ま

た、オプストフェルドは、今後の中国の為替制度の移行を展望するうえで参考になる事例として、日本や韓国の経験を紹介した。

3．報告論文討議セッション

(1) 東アジア諸国の国際金融市場との統合

藤木は、東アジア諸国についての金融統合の進展状況、またそれがマクロ経済変数や、リスク・シェアリングの度合にもたらす影響についての分析結果を報告した。第1に、対外資産と負債のデータを用い、東アジア諸国がどの程度世界の金融市場と統合しているかについて検証した。統合を測定する事実上の尺度の1つである対外資産・負債合計の対GDP比は安定的に上昇しており、東アジア諸国の世界の金融市場への統合は進展した。第2に、金融統合の進展がもたらすとされているいくつかの仮説について検証し、次の3つの結果を報告した。経済成長や消費の相対的な変動幅の低減などを支持する結果はデータからみられない。貯蓄と投資の対GDP比率の相関係数が低下トレンドを示しているものの、その相関係数はユーロ圏諸国より東アジア諸国のほうが高い。他国の金融資産を保有することによって、東アジア諸国に固有のショックに起因する影響を緩和している（リスク・シェアリング）度合は、ユーロ圏諸国より低い。これらの結果から、藤木は2つの政策含意が得られるとした。第1に、東アジア諸国ではリスク・シェアリングの度合を高めることによって、社会厚生をさらに改善する余地があること。第2に、世界の金融市場との統合の度合が上昇するだけでは、東アジアで通貨統合を実現するだけの土壌が整えられる可能性は少ないことである。

指定討論者のアフマド（米国連邦準備制度理事会）は、藤木が報告した検証結果の解釈について、次のようにコメントした。まず、法律上の尺度と、事実上の尺度が示す金融市場の統合度のトレンドに相違がみられることについて、もしも法律上の尺度が依拠している資本勘定に課せられた規制が有効であれば、相違はみられないはずであると指摘した。さらに、資本勘定に規制を加えること自体が経済に何らかの問題があることを意味しており、これが経済成長の妨げになっているのかもしれない。したがって、法律上の尺度を検討することも有効であるとした。次に、東アジア域内での金融統合が進んでいないという結論に対して、リスク・シェアリングの度合を10年ごとに推計した結果から、1990年代半ば以降に資本市場を通してのリスク・シェアリングの度合が高まっているのではないかと指摘した。同時に、東アジア諸国の会計基準、マクロ経済政策と法律制度等についての透明性が低いとの研究結果から示唆されるように、付随的便益（collateral benefit）は限定的であるという結論に対して、疑念を示した。また、経済成長への効果を検証するに当たって、金融統合の程度を示す尺度として、資本収支の純ポジションに加えて、流出と流入、直接投資と証券投資など、より詳細に分解して検討することが重要ではないかと主

張した。最後に、為替政策への含意を導くに当たって、域内共有のショックと国に固有のショックを区別して検討することを提案した。特に、国に固有のショックの相対的な重要性を検討することは、東アジア域内でのリスク・シェアリングの度合が今後どのように推移するかを検討するうえで重要であるとした。関連して、中国の為替政策を理解することが重要であるとした。

指定討論者の河合（アジア開発銀行研究所）は、アフマドと同様に、1990年代半ば以降に東アジア域内でのリスク・シェアリングの度合が上昇していると理解できる実証結果があることを指摘しながらも、現時点で域内の金融統合が限定的であるという結論は現実と整合的であろうとした。しかしながら、この結論をより強固にする議論を加えること、また、検証の際に他の新興市場経済も加えることを提案した。域内統合の進展が限定的である理由として、東アジア域内でのクロスボーダーの証券投資が欧州連合（EU）15カ国内のそれと比較して依然低いことや、資本や為替の取引などに関して現存する障害の例を挙げた。最後に、東アジア域内で金融統合が高まっていることを示すいくつかの指標を指摘し、さらに、東アジア諸国の景気循環が米国やヨーロッパのそれと同調していないとする実証結果を挙げながら、東アジア域内での為替レートの安定と、米ドルに対するより柔軟な為替レート変動の重要性を主張した。

藤木はアフマドのコメントに対して、論文では東アジア・オセアニア中央銀行役員会議（EMEAP: the Executives' Meeting of East Asia and Pacific Central Banks）加盟8経済における金融統合が進展したことに伴い、リスク・シェアリングの度合が高まったことを示したと繰り返した。藤木は、さらに中国のように資産と負債で異なる種類の資本フローを計上している経済については、金融統合の測定に当たって資本流入の内訳についても考慮することの重要性について認めた。藤木は、東アジア経済においては共通のショックを理解することが重要であることに同意した。

藤木は河合のコメントに対して、EMEAP加盟8経済内でのリスク・シェアリングの度合（回帰係数の α ）と、各経済のGDPに対して固有なショックのうち金融資産の持合いによって平準化される割合（回帰係数の g_k ）が金融統合の進展とともに上昇しているという結果はさほど頑健ではないかもしれないこと、そのためにこの結果を強調しなかったと返答した。藤木は、論文の主な結論である東アジア地域の通貨統合は時期尚早との点について、これは論文の実証結果だけから判断した結論であり、通貨統合の妥当性は未解決の論点だと主張した。

河合からの他の新興市場経済を分析に含むべきとの示唆に対して、萩原（日本銀行）は他の経済を含めた場合も、世界的な要因が主たる役割を担っており、地域間統合の役割は限定的であるとの結論は変わらないと答えた。

一般討論では、分析結果の解釈、金融統合の測定、リスク・シェアリングの測定のための分析枠組みの論点について、質問と意見があった。

アルベローラ イラ（スペイン銀行）とリーは、通貨統合によって金融統合が促進されるという内生性の問題の可能性を指摘した。藤木は、金融統合だけでは通貨統合の十分条件とはならないとしてコメントに賛成した。

EMEAP8経済の貯蓄・投資の相関係数が低下していることについて、**デブルー**は、アジア金融危機の間に発生した経常収支の反転が果たした重要な役割を強調した。**有吉**（国際通貨基金）は、各国が経常黒字を増加させる一方、貯蓄・投資の相関係数を低下させている原因は、金融統合ではなく、公的部門の介入と外貨準備の蓄積ではないかと疑問を呈した。**スカダ**（インドネシア銀行）はEMEAP8経済における投資率低下のトレンドの原因とされる銀行部門の脆弱性について、アジア金融危機後に大幅な改革が行われているとして、そうした議論に疑問を呈した。

金融統合の測定に関しては、価格尺度の重要性と、法律上の尺度と事実上の尺度との乖離に関する意見が多数あった。**ゲンバーク**と**グドムンソン**は、金融統合の測定においては、価格尺度が数量尺度より適当であるかもしれないと指摘した。**ゲンバーク**は、例えば中国のオフショア市場と国内市場の金利差は金融統合が進んでいないことを示す、と加えた。**バルトリーニ**は、法律上の尺度と事実上の尺度が乖離したとき、事実上の尺度を採用すると一般に受け入れられていることについて疑問を呈した。**オプストフェルド**は、両尺度は補完関係にあり、同時に検討されるべき、と指摘した。**藤木**は、論文で引用した価格尺度を用いた他の研究について触れて返答した。**バルトリーニ**は、金融市場の統合の測定結果は国々がどの程度同調的なショックに直面しているかに影響されると主張し、**グドムンソン**も同様の指摘をした。**スカダ**は、インドネシアの資本勘定の規制の詳細を説明しながら、論文で示されている資本勘定の開放度に関する法律上の尺度が反転している原因はインドネシアではないとした。

リスク・シェアリングの分析に関しては、東アジア地域では固有のショックだけを分析することは適切ではないと主張した。**アン**（韓国開発研究院）は、アジア経済に固有な特徴である生産の垂直連鎖（vertical chain of production）がリスク・シェアリングに影響するかもしれないと論じた。**ブラウン**（東京大学）は、アジア金融危機後に東アジア諸国が採用したリスク・シェアリングの枠組みは外貨準備額の増進であり、それは他の固有のショックについてのリスク・シェアリングの枠組みを凌駕したかもしれないとした。**藤木**は、地域に共通のマクロ的なショックの重要性について同意した。

このほか、どの程度のリスク・シェアリングが期待されるべきかとの論点があった。**ブラウン**は、アジア金融危機の間に観察されたように、リスク・シェアリングの範囲を制約しかなない民間契約の履行力の役割を強調した。この点に関連して、**スピーゲル**（サンフランシスコ連邦準備銀行）は、ユーロ圏よりもラテン・アメリカ諸国が経済発展段階が似ているという点においてEMEAPと比較する対象としてふさわしいと指摘した。一方、**デブルー**は、不完備金融市場のもとでは、データの頻度が重要となると指摘し、消費の経済間の相関は長期のデータでは高く、リスク・シェアリングがあることを示唆するが、短期のデータではそうではないとした。**藤木**は、これらの論点は将来の検討課題だとした。最後に、**オプストフェルド**は、今後の論点として、東アジアを含む新興市場で金融統合の進展が観察されながらも、なぜその恩恵に関して確かな実証結果がないのかとの問題を提起した。

(2) 金融市場のグローバル化とエマージング市場諸国のポートフォリオ

デブルーは、1990年代末以降の東アジア諸国の対外資産負債構成の大幅な変化を、同諸国のポートフォリオ選択の結果として説明する、動学的一般均衡モデルによる分析結果を報告した。

まず、アジア通貨危機以降の東アジア諸国のデータから、経常収支が赤字から黒字に転じており、これは国内総生産対比でみた投資比率の低下が主因であること、

対外資産と負債は国内総生産対比でみて両者とも上昇していること、対外資産負債構成の変化としては、外貨準備の投資対象としての先進国債券の保有額が急増している一方で、株式および対外直接投資のかたちで資金流入が増加していることを示した。

次に、こうした変化を、資金流入が停止する可能性への予備的な動機に基づいて、同諸国が外貨準備額を高めているためとする見方や、東アジア諸国には投資対象となる金融商品が不足しているためとする見方では説明が難しいと指摘し、資本移動が完全ではない国際金融市場におけるポートフォリオ選択の視点を取り込んだ米国と中国を念頭に置いた2国モデルを構築した。同モデルは、米国と中国の国内産業の投資収益率にそれぞれ不確実性があること、米国と中国が発行する名目債券のうち、米国債だけが国際金融市場で取引でき、米国の金融政策の影響を受けるその実質利率についても不確実性があること、米国は中国の産業に對外直接投資できることといった現実に基づいた想定のもとで、両国の最適資産負債構成比率を、国際金融市場での均衡条件を満たすかたちで導出したものである。**デブルー**は、モデル分析の結果に基づいた試算が、中国の2004年における資産の太宗は外貨準備（米国債）・負債の太宗は對外直接投資の受入、との對外資産負債構成にきわめて近い結果を得たことを報告した。

指定討論者の**ピノー**（欧州中央銀行）は、まず、**デブルー**が構築したモデルでは、對外資産負債構成の説明は可能であるが、国際資本フローの裏にある貯蓄投資バランスについては説明できないと指摘した。次に、同モデルでは、両国の投資家の投資機会に制約があるといった金融市場の不完備性が非常に重要な役割を果たしている点や、実質的なドル・ペッグ制が中国の投資家にとって追加的な制約となっている点などを指摘したうえで、これらの仮定の妥当性については現実に照らした検証が必要であると述べた。**デブルー**による中国の對外資産負債構成に関する試算については、中国と米国の富の比率を現実のデータに近づけて再計算すると、今後も国際的な對外資産負債構成の不均衡が拡大することが示唆されると指摘した。また、東アジア諸国は對外資産・負債を拡大することで国際金融市場に深く組み込まれているにもかかわらず、時間を通じた消費水準の平準化といった視点からみた国際的なリスク・シェアリングの便益を受けていないことを示した実証研究を紹介し、その理由としては、国内金融市場が十分に発展していないことや、自国通貨の過小評価などが考えられると述べた。そのうえで、東アジア諸国は、国内金融市場を一段と発展させることによって、民間部門の資源配分の効率性を高め、国際金融市場を

通したリスク・シェアリングからの便益を受けることが可能であり、国際資本移動や為替レートを管理する必要性は少ないと主張した。さらに、国内金融市場の発展は、国際的な不均衡がもたらすリスクの軽減につながる効果を持つ可能性もあると論じた。

指定討論者の**スピーゲル**は、デブリーのポートフォリオ選択理論に基づくモデルと、同モデルから導出される各種変数の関係は直感に沿うものであると述べたうえで、現実のデータとの整合性は必ずしも高いものではない点を指摘した。具体的には、1998年から2004年までの対外債務に占める株式および対外直接投資の比率をみると、韓国では大きく上昇している一方で、中国ではほとんど変化がないことを示した。また、この間、中国では外貨準備額は急増していることが示された。**スピーゲル**は、こうした実際のデータの動きは、国際的な投資活動に規制が存在する中国のような国を想定したデブリーのモデルから導かれた、外貨準備額の増加が対外直接投資の増加を伴うとの結果と合致しない点を指摘した。そのうえで、東アジア諸国の外貨準備額の増加を説明する考え方として、自国通貨の増価を抑制することで輸出増加を図る重商主義的志向もありうるとの認識を示した。また、ピノーと同様に、投資のポートフォリオ選択に分析の焦点を合わせたデブリーのモデルでは、経常収支の不均衡問題については説明ができない点も指摘した。

指定討論者からのコメントに対して、**デブリー**は最初に、金融市場の分断に関する仮定は重要なだけでなく、現実的と強調した。**デブリー**は、金融市場の分断は、いくつかの米国資産が国際的に取引可能であったり、なかったりするように仮定することなどを通してより広い側面に拡張できるとした。そうした仮定のもとであっても、モデルは似たような結果をもたらすと主張した。貯蓄・投資のポジションと経常収支に関しては、このモデルでも実際に両国のネットの対外資産の世界の総資産に対する長期的な割合を解くことができること、しかしながら、このモデルでは過去8～9年の東アジア諸国の経常黒字の巨額の積上がりについてうまく説明できないとした。中国における対外負債残高に占める直接投資の割合が、外貨準備額の大幅な増加に比較して少ししか増加していないことについて、**デブリー**は、このモデルは必ずしも対外直接投資と外貨準備額との同時点での増加を予測するものではないと述べた。

一般討論では何人かの参加者がモデルにおける予備的貯蓄の暗黙の役割について指摘した。**オブストフェルド**は、以下のような別の見方を提案した。1990年代後半の金融危機以後続いた不確実性の高まった環境を前に、東アジア諸国の経済主体は流動性の低い資産への投資を減らし、流動性の高い資産を蓄積した。これは、外貨準備額の増加につながった。**デブリー**は、この意見に同意し、流動性の高い資産への貯蓄のシフトが投資の低下の原因かもしれないとした。**ブラウン**は、モデルでは実は予備的貯蓄動機は織り込まれていると指摘した。

何人かの参加者が金融市場のグローバル化と株式市場のリスク・プレミアム(equity premium)について論じた。**オブストフェルド**は、中国の外貨準備ポートフォリオの謎は、中国が直接投資に支払っている配当に比べて非常に低い収益しかあげ

ていないこと、そして、これがリスク回避的行動からは説明が完全につかないことだと述べた。この論点はデブリーのモデルの射程を越えているが、株式市場のリスク・プレミアムが世界市場でどの水準に決定されるかを理解することは大変重要だとオブストフェルドは述べた。デブリーは、株式市場のリスク・プレミアムがそもそもあるのか、ないのかは未解決の課題であり、結果もデータがどのように加工されるか次第であると返答した。渡辺（日本銀行）は新興市場における同じ投資機会であっても、投資家がだれか、例えば米国の多国籍企業か、現地の投資家か、で収益率が異なりうるとした。渡辺は、この収益率の違いが、国内投資を直接投資が凌駕した1つの理由ではないかと主張した。デブリーは渡辺の主張に同意した。

データへの当てはまりの良さについては、何人かの参加者が個別国の事例を挙げて意見を述べた。アフマドは、デブリーの外貨準備額の水準の説明は、最近の中国の外貨準備の変化には当てはまらなないと主張した。アフマドは、中国のデータを示して、モデルでは過去2～3年の大幅な経常収支余剰と同時に起こった外貨準備額の急増は説明されないままだと強調した。デブリーは外貨準備額の水準は純資産とともに変化しうるが、この関係を説明しようとしなかったと返答した。ブラウンは、政府と民間の貯蓄を区別し、両方の貯蓄率動向の背景を検討することが興味深いと示唆した。ブラウンは、韓国における産出量の安定についての見解は、1998年の前後で非常に異なっていること、そして、デブリーのモデルを用いると、どのようなパラメータの設定をすればこの産出量の安定の変化について再現できるか、解明できるかもしれないと主張した。アンは、東アジア諸国、とりわけ韓国についてモデルで説明されるべき点として以下のものを挙げた。1990年代後半に金融危機を経験した韓国を含む諸国では、経常収支のポジションが劇的に改善し、これが通貨の減価と関連していそうなこと、韓国の経常収支余剰は、主としてサービス勘定の赤字の大幅な増加により収縮していること、韓国の高い貯蓄率は企業部門によるもので、家計の貯蓄は急激に減少していることである。

何人かの参加者は、モデルの構成とその含意について質問した。藤原（日本銀行）は、モデルの世界経済における最適金融政策に対する含意を質問した。藤原は、このモデルは通常理解と異なり、金融政策が物価変動を完全に安定化してはならないことを示唆しているように思えると指摘した。デブリーは、通常理解と異なるこの政策含意は、価格が外生的に決定されているというモデルの仮定を反映した特徴にすぎないと返答した。ゲンバークは、なぜこのモデルにおいて、中国には米国から直接投資を行うことができない伝統的な技術を使う産業があると仮定する必要があるのか、また、なぜ無リスク債券が必要かと質問した。デブリーは、最初の質問には、中国の伝統的な技術を使う産業に固有なリスクをヘッジするような投資機会がないという意味での不完備市場を構成するため、次の質問には、無リスク債券は明確な解を得やすくするための数学的な要請にすぎないと返答した。

(3) 東アジアの経済成長と経済統合

リーは、東アジア諸国の経済成長の要因について、貿易や直接投資を通じた国際的な統合（integration）の役割に焦点を当てた実証分析を行った。具体的には、1970～2005年の81カ国のマクロ・データを用いたクロス・カントリーのパネル分析により、東アジア諸国の過去40年間にわたる成功は、投資水準、人的資本の水準、経済制度の質が高いことや、出生率、政府消費、インフレ率が低いことなど、いくつかの良好な環境に広く帰することを示した。そのうえで、貿易の開放度と直接投資の流入（inflow）は、特に1970、1980年代において、実質GDP成長率に正の影響をもたらしたこと、および、直接投資の流出（outflow）は実質GDP成長率に負の影響をもたらしたようであることを報告した。次に、リーは、韓国企業のマイクロ・データを用いたパネル分析により、貿易と直接投資を通じた国際的な経済統合が、各工場レベルの生産性を上昇させることを確認した。そのうえで、直接投資の流出と生産性成長との関係は投資の受入国側の特徴に依存すると述べ、米国ないし日本への直接投資は韓国企業の生産性を高める一方で、中国への直接投資は韓国企業の生産性を低下させると報告した。以上の結果に基づき、リーは、対外開放度の高さは東アジアの急速な経済成長にとってきわめて重要であったとし、貿易と直接投資を通じた国際的な統合の深化は、その相手国次第で生産性に与える影響が異なるものの、アジア経済に便益をもたらし続けていると述べた。

指定討論者の**プロクサム**（オーストラリア準備銀行）は、推定結果の解釈とその頑健性について疑問を呈した。具体的には、貿易・直接投資と経済成長の関係について、例えば企業は将来の高い生産性が見込める地域に対して直接投資を進める可能性があり、因果関係の解釈には注意が必要であると指摘した。そのうえで、論文で使われている操作変数が適切なものかどうか、推定結果が頑健であるかどうか、を注意深く検証する必要があると述べた。また、推計結果は、貿易の開放度（輸出＋輸入の対GDP比）の10%の上昇に対して、経済成長率が0.08%しか上昇しないことを示しているが、東アジアが過去35年において平均4.5%の成長を遂げたことを勘案すると、このインパクトは非常に小さいとした。最後に、クロス・カントリー分析において投資・GDP比率が経済成長率の説明要素として有意でなかったり、特に1990年代以降において、国際的統合が経済成長に与える影響が小さかったりするのは、1997～98年のアジア通貨危機の扱いに問題がある可能性があるとして述べた。

指定討論者の**シャオ**（南カリフォルニア大学）は、東アジア諸国の経済成長要因についての主要結果に同意したうえで、東アジアの経済成長にまつわる3つの論点を提示した。第1に、東アジア域内貿易の増大、外貨準備額の蓄積、および国際通貨としてのドルの利用を考えると、為替レートの安定が、同地域の経済成長にとってきわめて重要であると述べた。第2に、東アジア諸国における地域内統合は大きな貿易創出効果をもたらしたが、それは主に中間財部門で生じていて、このことが将来の貿易構造や所得格差にどのような影響を与えるかは1つの論点であると指摘した。最後に、政治・経済制度の変革が東アジアの経済成長に重要な役割を持つと

して、これらの政治・経済制度の変革を規定する基礎的な要因は何か、アジア通貨危機が同地域の政治・経済制度の改革を促進する効果もあったのではないかと指摘した。

指定討論者のコメントを受けて、**リー**は、クロス・カントリーの回帰分析には常に内生性の問題があり因果関係を識別できないことを認めた。**リー**は、さらに、こうした問題点を解決するために、論文ではクロス・カントリーのデータだけでなく、韓国企業のマイクロ・データも分析したと説明した。**アン**は、産業レベルのショックは工場レベルでの何らかの変化をもたらすが、その逆の関係はないので、企業のデータを用いることでこうした問題点の一部は解決できると付け加えた。アジア危機の影響については、クロス・カントリーの回帰分析では国際収支危機を追加の説明変数として用いることで制御していると**リー**は述べた。貿易開放度から経済成長率に与える影響が小さいとのコメントに対して、**リー**は東アジアと南アジアの平均成長率の違いのうち0.6パーセント・ポイント以上を説明するだけの大きな影響があると強調した。シャオの説明変数の背景について理解を深めるべきとの示唆に対して、**リー**は経済の基礎的な要因は歴史、文化と人的資本を含む資源賦存から決定されると述べた。

一般討論では、**ワインシュタイン**が分析対象国を東アジア諸国の一部に限定する理由について質問した。**伊藤**（東京大学）は、香港とシンガポールは貨物の集散地という特性を持つので、輸出入合計のGDP比率でみると異常値かもしれないと指摘した。**リー**は分析に用いた標本開始期の1970年時点で似た経済条件下にあった新興市場諸国を選んだと返答した。さらに、異常値の影響を除去するために、小国がより開放経済でありやすいことから、国の規模の影響を除去していると説明した。

内生性の問題に関して、**伊藤**は、経済成長率の低下により直接投資が流出するので、因果関係は論文の予想と逆だと主張した。**ワインシュタイン**は、貿易開放度、対外直接投資、成長率の間に理論的關係がないと指摘し、このためクロス・カントリーの回帰分析から因果関係を解釈することは困難であるとした。**リー**は因果関係が両方向にあることに合意した。**リー**は、理論的關係を指摘した文献は既に多数あり、実証結果に論争がゆだねられていると述べた。伊藤の論点について**アン**は、直接投資の流出を引き起こしたのは、経済成長率の低下ではなくブラザ合意後の円高や中国の勃興などの外生的要因かもしれないと指摘した。**グッドフレンド**は、直接投資の役割は発展過程にある国々が他の国々との取引に習熟する過程として捉えることができ、貿易と生産性上昇率との間の循環を作り出すと主張した。

伊藤は直接投資の流出が主に日本と韓国の企業によって生じているのであれば、直接投資の流出が成長率に負の影響をあたえるとの回帰係数に両国経済の低迷が反映されていると論じた。**リー**は、直接投資の流出が主に日本と韓国からであるとの可能性を認めた。ただし、両国は数ある標本の中の2つにすぎず、ここでの結果は両国の影響を受けないだろうと強調した。**マッカラム**は、内生性の問題があるのでクロス・カントリーの回帰分析の説明変数から国際収支危機を除去すべきだと示唆した。**リー**は、内生性の問題については、分析開始時点の外貨準備額の輸入額に対

する比率を操作変数として用いることにより対応していると答えた。**シェンブリ** (カナダ銀行) は対外開放によって生産要素の再配置の誘引が高まるであろうから、東アジアにおける生産要素の蓄積が経済成長の過程で果たした役割を検討すべきだと主張した。**リー**は、多くの研究により生産要素蓄積の際立った役割が示されているものの、生産要素の蓄積と全要素生産性の成長を区別することは常に難しいと答えた。

(4) 日本の物価安定の定義：米国からの1つの見解

ワインシュタインは、日米の消費者物価指数の計測方法を比較し、日本の消費者物価指数は上方バイアスが米国と比べて0.8パーセント・ポイント大きいことと、この上方バイアスがもたらす財政・金融政策への含意について検討した。

まず、日本の消費者物価指数では、現行の連鎖方式が上位代替効果によるバイアスを十分に除去しない点、米国で採用されているような幾何平均による下位代替効果によるバイアスの除去が施されていない点、ヘドニック法による品質調整の適用範囲が狭い点を挙げ、これらの要因から上方バイアスは米国よりも0.8パーセント・ポイント大きく、合計で1.8%に達すると主張した。

次に、**ワインシュタイン**は、日本の消費者物価指数を米国と同じ手法で計測すると、1999年以降、年平均で約1.2%のデフレーションとなると試算した。政策含意としては、財政政策面では、消費者物価指数によってインデックス化された社会保障支出等の影響から、米国の計測方法を用いると、今後10年間で69兆円強の財政赤字の減少につながると論じた。金融政策面では、現行の消費者物価指数のもとで日本銀行が物価の安定を達成するには、少なくとも現行の消費者物価でみた2%のインフレーションが必要と論じた。

指定討論者の**ブラウン**は、まず、財政政策面の政策含意について、社会保障費が削減されるという議論は適切ではないと指摘した。すなわち、日本の年金制度では、消費者物価指数が低下しても名目の年金給付は減少せず、実質では逆に増加すると論じた。次に、**ブラウン**は、金融政策面での政策含意について、実際の政策運営では資産価格のバブルといったリスク要因も考慮されていると考えられるため、消費者物価指数の計測問題がもたらす政策含意と実際の政策運営との間には大きな隔たりがあると述べた。さらに、この隔たりの背景には、異時点間の生計費の変動を反映した、資産価格の変動など富に対する収益の変動が、消費者物価指数では計測されないという問題があることを指摘した。一方、異時点間の生計費の変動を考慮に入れた「動学的均衡価格指数 (Dynamic Equilibrium Price Index)」には、ファンダメンタルズと無関係な資産価格の変動が含まれておりボラティリティが高い、富全体に占める人的資本の割合が高いため計測が困難であるといった問題があることも指摘した。

指定討論者の**白塚** (日本銀行) は、まず、そもそも物価の安定の定義について議論するには、数値上の定義である「統計上の物価安定」と持続的な経済成長の基礎

となる「持続的な物価安定」を区別し、さらに統計上の物価安定においても、デフレ・スパイラルに陥らないための糊代（safety margin）を考慮することが重要であると主張し、ワインシュタインによる物価の安定の定義は論点が狭すぎると批判した。次に、消費者物価指数の上方バイアスの大きさは経済情勢や作成手法次第で変わるため、日本特有の要因を考慮せず、米国の実証結果を単純に応用することは、不適切で誤解を招く可能性があるとして指摘した。そのうえで、**白塚**は、上位代替効果による上方バイアスに関し、ワインシュタインの議論にはShiratsuka [1999]⁶に対する誤解があり、Shiratsuka [1999]では日本のデータを用いて最良指数（superlative index）から計測した結果、このバイアスは非常に小さいと論じていること、また、日本は低インフレにより相対価格変動が小さいため、上位代替効果に対する集計方法の影響はきわめて限定的であると主張した。下位代替効果による上方バイアスに関しては、同一品目内で無作為抽出方式を採用する米国特有の問題であり、日本では1品目内1調査銘柄方式を採用するため、幾何平均や算術平均といった集計方法は問題にならないと述べた。品質調整による上方バイアスに関しては、ヘドニック法が有効な手法であり、日本ではパソコンやデジタルカメラに近年適用されたことを紹介する一方、それが必ずしも万能ではない点も指摘した。さらに、採用品目の中間見直し等によって、新製品登場による上方バイアスの問題が近年大きく改善された点も紹介した。以上をまとめて、**白塚**は、日本の消費者物価指数の上方バイアスが、近年大きく低下したと結論付け、ワインシュタインに反論した。

白塚のコメントに対して、**ワインシュタイン**は、日本の消費者物価指数には上方バイアスがそれでもあると主張した。米国における試算を日本に当てはめる分析手法について、**ワインシュタイン**は試算の大きさは国次第で変化し、それがこの手法の1つの問題だと認めた。上位代替効果に伴うバイアスについては、**ワインシュタイン**はShiratsuka [1999]を誤読していたかもしれないが、日本の消費者物価指数が基準時のウェイトを使っているため、上位代替効果に伴うバイアスがゼロであるとの点には反対した。下位代替効果は価格調査の際にランダム・サンプリングを行っている米国に固有の問題であるとのコメントに対しては、**ワインシュタイン**は日本の1品目内1調査銘柄方式と比較して、米国のランダム・サンプリングがより個別価格の変動を引き起こすという特定の理由は無く、日本でも下位代替効果に伴うバイアスがあると主張した。品質調整による上方バイアスについては、**ワインシュタイン**は日本ではヘドニック法がきわめて限定的にしか使われていないことからバイアスを生じさせると再度強調した。

ワインシュタインは、ブラウンからの財政政策面の政策含意についてのコメントに以下のとおり返答した。消費者物価指数がデフレの期間においては名目給付が削減されないことについては、政府支出の節約額の伸び率について計算をやりなおさ

6 Shiratsuka, Shigenori, "Measurement Errors in the Japanese Consumer Price Index," *Monetary and Economic Studies*, 17 (3), Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 1999, pp. 69-102

なければならないと認めた⁷。動学的均衡価格指数の構築に関しては、**ワインシュタイン**は動学的均衡物価指数と消費者物価指数の対比は興味深い論点であることに同意したが、動学的物価指数を現時点で計測することには相当な困難があるとした。

一般討論においては、消費者物価指数の計測手法に関するコメントと質問があった。**西村**（日本銀行）⁸は、2000年と2005年の基準改定以後の日本の消費者物価指数計測方法と、将来の変化の方向性についての情報に**ワインシュタイン**が接していないであろうこと⁹、したがって、統計審議会の専門家に照会することで論文は大きく改善するだろうと述べた。**伊藤**は、**ワインシュタイン**と**白塚**に日本の連鎖指数は有効か、基準改定が消費者物価指数の計測に与える影響は何かと質問した。**ワインシュタイン**は、**伊藤**に対して、日本の消費者物価指数は概念的にトルンクビスト（Tornqvist）指数ではないので、上位代替効果は重要だと答えた。一方、**白塚**は、現在日本では調査されている品目間の相対価格変動が小さいため、集計公式の違いによる違いはほとんどないと主張した。**白塚**は、基準改定は大きな下方バイアスをもたらすようだと述べ、なぜなら例えば携帯電話料金についての標本抽出方法は、指定討論で述べたとおり、消費者が最も安い契約に即座に乗り換えることを仮定しているからだとして述べた。**マツカラム**は、米国の消費者物価指数がインフレを過小評価している例を挙げた。かつては財に付随して供給されていたサービスが、技術進歩によって、もはや供給されず、サービスの質が低下した例を述べた後、米国における計測手法では、消費者物価指数はこの例をどう考慮するのかと質問した。**ワインシュタイン**は、サービス価格は一般に非常に計測が難しいと返答した。日本の消費者物価指数の計測においては、日本の国土が小さいので地域間の価格のばらつきから得るものはない、との**ワインシュタイン**の主張に対して、**西村**は同じ属性を持つ紳士靴が異なる都市で非常に異なる価格を付けられている例を挙げた。**ワインシュタイン**は、**西村**に対して、同じ属性を持つとしても、品目間の異質性は大きいので、地域間のばらつきが有益かどうかは同一の財で評価すべきだと答えた。

須田（日本銀行）は、生活意識に関するアンケート調査によると、国民が物価はほとんど変わらないと感じていることを指摘し、消費者物価指数の動きがアンケート調査結果と整合的であるという意味で、消費者物価指数のバイアスは小さいと主張した。**ワインシュタイン**は、アンケート調査の結果は低インフレの状況での小幅な物価の動きを実際のところ反映しているとは限らないと答えた。

7 *Monetary and Economic Studies*, 25 (S-1)に掲載された改訂原稿ではこの点について脚注18に記されている。

8 当日欠席のため、西村はコメントを書面で用意し、会議席上でスタッフが代読した。

9 西村のコメントでは、この方向性は以下の著書の推奨に整合的であったとした。

“The Panel on Conceptual, Measurement, and Other Statistical Issues in Developing Cost-of-Living Indexes,” in Charles L. Schultze and Christopher Mackie, ed. *At What Price? Conceptualizing and Measuring Cost-of-Living and Price Indexes*, National Academy Press, 2002.

ブラウンが指摘した動学的均衡価格指数について補足意見があった。**オブストフェルド**は、動学的均衡価格指数は興味深い指数であり、人的資本をその中に取り込むことが不可欠のようだと言った。**オブストフェルド**は、実務的には非常に実現困難なようだが、原理的には資産価格を金融政策のために用いるインフレ指標に含むことの理論的正当性を提言できるとした。**伊藤**は、消費者物価指数とGDPデフレーターは家賃と帰属家賃という理論的には将来の資産価格を示す部分を含んでおり、これらを重要な物価変数とみなすべきだと指摘した。

(5) 東アジアの金融政策：共通する問題点

グッドフレンドはNNSモデルを用いて、輸出主導型発展、域内貿易の高まり、銀行中心の金融システム、永続的貿易黒字の可能性、外貨準備の蓄積といった東アジア経済に共通する特徴を指摘したうえで、この特徴を踏まえた東アジア諸国の望ましい金融政策運営に関する論点を議論した。

まず、輸出主導型の発展をしている開放経済では、国内のコア・インフレを目標としたインフレーション・ターゲティングと変動相場制の採用が望ましい。これは、**グッドフレンド**のモデルでは、独占的競争企業が伸縮価格のもとでのマークアップを達成するために、インフレ目標を設定し、粘着価格による非効率的な景気変動を中和する金利政策を採ることが経済厚生上最適な政策となる。開放経済においても、国内の金利政策を優先し、変動相場制を採用することによって、輸出の伸びに関する過度な楽観的期待の反動のために生じる外貨流出やデフレ圧力を回避することができる。

次に、域内貿易の比率が高く、一国への需要ショックが地域全体に波及する可能性があることを念頭におき、東アジア全体の金融システム安定化のための方策として、外貨準備の域内での融通協定を域内政府間で結ぶことは、信用組合を設立することにたとえられるが、その効果は小さいと主張した。

第3に、インフレーション・ターゲティングと変動相場制のもとで効率的な金利政策を行うためには、金利変動に耐えうる頑健な銀行システムの構築が不可欠であり、より効率的な資源配分を達成するためにも、銀行の独占力を弱め、銀行システム改革の過程における代替的資金源確保の観点から債券市場を発展させることが重要であるとした。

第4に、貿易黒字の持続に関しては、モデルからは、貿易収支は為替相場に依存しないという結論が得られるため、中国は対米黒字の是正のために人民元を切り上げるよりも、変動相場制に移行し、国内の物価と雇用の安定化を目指すべきであると提言した。

第5に、**グッドフレンド**は、日本、韓国、中国における近年の外貨準備の蓄積は、それぞれゼロ金利下に財務省により行われた非不胎化介入、為替相場の急変に対する自己保険、そして国内銀行保護のための金融・為替統制といった異なる金融政策上の理由から生じていると解説した。

指定討論者の**アルベローラ イラ**は、グッドフレンドの論文は、問題意識が広い
ため、まとまりを欠いていると指摘したうえで、以下のようにコメントした。まず、
グッドフレンドのモデルは、不完全な金融市場、金融ショック、そして金融市場が
移行過程にあることを考慮していない点から、新興市場である東アジア諸国の現状
を反映していないと指摘した。特に、完全な変動相場制への移行については、例え
ば、資産市場に一部の経済主体だけが参加できるという意味で資産市場が分断され
ている場合には固定相場制のほうが望ましい場合もあることから、その移行過程は
緩やかなものであることが望ましいと主張した。また、東アジア諸国における外貨
準備蓄積は、為替の急変に対する自己保険のためではなく、不胎化された為替介入
の結果として起きていると反論し、これら諸国が、今後、経済成長に見合った通貨
供給と不胎化介入を通じた為替の安定という2つの目的のもとでのジレンマに直面
する可能性があるとした。一方で、間接金融に頼りすぎている現状に対し、債券
市場を発展させることが必要という論文の主張に、完全に同意したうえで、各国が
多様な満期の国内通貨建て債券の発行を促進することが重要であり、それが喫緊の
課題である不胎化介入手段の多様化にもつながると報告した。

指定討論者の**シェンブリ**は、変動相場制とインフレーション・ターゲティング
が最適な政策であるという結論に同意したうえで、特に中国経済に注目して以下の
ようにコメントした。まず、中国の金融市場改革を促進するためには、ポーランド
のように外資系銀行の参入を認めたり、カナダやメキシコのように変動相場制に切り
替えるといった政策が有効であり、このような政策こそが国内銀行の競争力を高め
るはずと主張した。次に、信頼性の高い金融・為替政策は金融市場の発展を促進
し、発展した金融市場は銀行部門の頑健性を強め、活力のある銀行部門は金融政策
の効果を強めるという好循環の輪（“virtuous circle”）を定義し、この循環に入る
ことが重要であるとしたうえで、グッドフレンドが銀行改革にまず着手するべきと述
べたのに対し、**シェンブリ**は金融・為替政策の改革から始めるべきだと主張した。
さらに、中国の為替自由化が進まなければ、アジア通貨危機以降変動相場制のもと
で為替が増価傾向にある周辺諸国の競争力が阻害されると指摘した。最後に、今す
ぐに中国が変動相場制に移行するのは性急だが、不胎化介入は価格の調整を遅らせ、
改革の鈍化にもつながるため、為替介入の不胎化をやめ、国内市場の価格調整を促
すべきであると主張した。

指定討論者からのコメントに対して、**グッドフレンド**は、中国の改革は微妙な論
点であり、よりオープンな議論が必要であると強調した。**グッドフレンド**は、**アル
ベローラ イラ**からの不胎化介入が国内市場に圧力をもたらしているとのコメント
に同意した。また、不胎化介入は主にその国が対外均衡を達成するために要求され
うる為替レートないし金利の調整を遅らすことを可能とするための時間稼ぎ（buying
time）であると述べた。シェンブリが提起した好循環の輪については、3つの要素
は相互に関連していることに同意した。**グッドフレンド**は改革の順序は中国市場に
詳しい中国の政策担当者によってのみ決定されるべきであると主張した。しかし、
グッドフレンドは、中国は通貨を変動相場制に移行し、金利政策を国内のマクロ経

済状況の安定目的で自由に使えるようにするために必要な適度の金融改革を急いで行うべきだと強調した。

一般討論では、NNSモデルの東アジア経済への適用可能性について多くのコメントがあった。**デプルー**は、不完備市場や（おそらく東アジアに重要である）不完全な為替レートのパス・スルーのもとでは、インフレーション・ターゲティングは最適な政策ではないかもしれないとした。**グドムンソン**は、多くの東アジア諸国は小国開放経済であり、重要な貿易相手国との固定相場制採用によって為替相場の不確実性を減らすという意味での利益が得られるかもしれないと指摘した。**リー**は、論文で展開された議論は中国に当てはまるが、通貨危機を経験した韓国などの国では、既に変動相場制に移行し、証券投資の増加によって為替の増価と資産価格の上昇に直面していると加えた。

グッドフレンドは、いくつかのモデルでは物価の安定が経済厚生を最大化する金融政策ではないことに合意した。しかし、自分自身の研究と、ロバート・キングと行った過去の研究によると、物価安定政策と最適政策との乖離は量的には取るに足らない程度のようなのだと強調した。また、為替の安定は小国開放経済では重要かもしれないとした。しかし、シンガポールのように、小国開放経済でありながらも、物価の安定を達成すると同時に為替相場の柔軟性を非常にうまく達成している国もあると指摘した。

堀井は、上海株式市場の巨額の取引高を踏まえると、中国がいったん変動相場制に移行すれば決済システムが取引を決済しきれないかもしれないと警告した。**堀井**は、融資をきちんと返済することや、返済されない場合は清算することを可能とする金融システムのインフラを中国は構築しておらず、最善の政策枠組みへの移行は困難な挑戦だと主張した。**グッドフレンド**は、中国の決済システムを最新化するための資源と技能は容易に入手可能であり、今必要なのは政策転換が喫緊の課題であることを認識することだけだと主張した。

信用組合との類推については、**有吉**が、不完全な金融市場では国際通貨基金などの国際金融機関が果たす重要な役割がある、ただし地域的な保険のメカニズムも流動性ショックに対する防衛線として役立つと主張した。**ブラウン**は、ショックの性質について議論しないで信用組合の考えを否定するのは時期尚早だと主張した。**スピーゲル**は、1997年の危機は、地域内のショックの相関が高いことを示すエピソードであり、このことが地域通貨基金よりも、国際通貨基金の重要性を正当化するかもしれないと主張した。**グッドフレンド**は国際通貨基金が有益な役割を果たしていること、しかし、国際通貨基金や東アジアの信用組合から供与される緊急信用援助は過剰な短期国際資本移動を助長するかもしれないと強調した。

人民元平価の切上げについて、**アフマド**は、グッドフレンドのモデルで示されたように、ドル建てでは米国の貿易収支に影響がなくとも、中国のGDPの実質支出項目に影響することを通して、経済成長率を調整し、人民元建てでの中国の貿易収支を変化させる効果があるはずと指摘した。**余**は、中国は米国だけでなく、他のアジア諸国とも競争しているので、人民元平価の切上げは中国の貿易収支に影響すると

した。**グッドフレンド**は人民元平価の切上げは中国の貿易収支に影響すると認めた。さらに、人民元平価の切上げにより、中国の輸出品への需要が減らされる。もしも米国がドル建ての米国での価格を安定させれば、中国の輸出品に人民元建てでみてデフレが生じる。したがって、人民元平価の対ドルでの切上げにより、従来あった中国国内でのインフレ圧力が軽減されうると説明した。

不胎化介入とその中国経済に及ぼす歪みの影響について多くの意見があった。**モスコ**（シカゴ連邦準備銀行）は、中国の不胎化介入が多額に上っており、銀行部門が改革を行っている間に与える長期的な影響を考えるべきだと主張した。**ゲンバーグ**は、資本移動規制下にある中国の次善最適政策を考えるためには、不胎化介入が経済のどこに歪みをもたらすかを識別することが大切だと主張した。**ピノー**は、中国は不胎化介入を中央銀行手形で行っており、インドのように政府手形では行っていないこと、そのために、金融市場の発展を妨げる追加的な金融市場の分断をもたらしているとした。**スカダ**は、不胎化介入を中央銀行が完全に行えば、金利の逆ざやにより、中央銀行のバランスシートに悪影響が生じること、一方、どのような金利調整もインフレーション・ターゲッティングの信認を損なうことを付け加えた。**グッドフレンド**は、民間部門の金融市場での取引のうち、潜在的には政府部門の行動の効果をなくしてしまうものを規制している限り、資本移動規制が不胎化介入の効果に大きな違いをもたらすと合意した。

4．総括パネル・ディスカッション

(1) 導入報告

堀井は、総括パネル・ディスカッションにおける議題として、以下の3つの問題提起を行った。

第1に、東アジア経済が世界の財・金融市場に統合されたため、フィリップス曲線、イールド・カーブ、クレジット・スプレッド・カーブ、IS曲線がフラット化している。まず、財市場の競争のグローバル化によって生産者側の価格決定力が低下したことと、アジアでの労働集約的な製品の生産拡大による先進国での賃金低下圧力の高まりが、期待インフレ率の安定とあいまって、日本・米国などのフィリップス曲線をフラット化させた。次に、金融市場のグローバル化が国際分散投資を促進し、イールド・カーブとクレジット・スプレッド・カーブをフラット化させた。さらに、こうした状況下、投資・貯蓄の決定は、これまで以上に金利と投資収益率の変化に対して感応的になっており、IS曲線をフラット化させた。トーマス・フリードマンは、世界は丸くなくフラットだと言ったが、私は、世界はスティーブではなくフラットだと言いたい。これらの曲線がフラット化した状況は、グローバリゼーション、ないしは現在の景気循環局面による一時的な状況か、あるいは長期的に続く状況なのかは、学問的にみても中央銀行にとっても興味深い問題である。

第2に、グローバル・インバランスの持続可能性の問題がある。グローバル化、具体的には、投資家のホーム・バイアスの低下、国際的な資本分配の効率性の上昇、ヘッジ・ファンドなどへの資金流入の拡大、円キャリー・トレードなどが、グローバル・インバランスの持続可能性を高めたとする議論がある。グローバル・インバランスの問題は、かつては米国の経常収支の持続可能性など主に借り手の問題が議論されてきたが、近年では貸し手の問題が大きくなっている。具体的には、東アジア諸国の外貨準備額の規模拡大の持続可能性について、中央銀行のバランスシートへの副作用と為替介入の不胎化のコストといった問題が議論されている。こうした状況下では、政策のオプション、特に金融政策のオプションが重要な関心事項である。

第3に、東アジア域内での経済統合の進展が、地域金融協力についての興味深い問題を提起している。既にEMEAPが、アジア・ボンド・ファンドのような成果を挙げている。われわれは正しい方向に進んでいるのか。そうだとすれば次にすべきことは何か。

(2) パネリスト報告

イ．バルトリーニ報告

バルトリーニは、東アジア諸国の金融政策が国際金融市場に与える影響に関連して、近年注目を集めている日本円を調達資金として利用する円キャリー・トレードについて、経済理論との整合性の欠如、取引額の推計の困難さ、キャリー・トレード巻戻しの契機の不明確さの3つの観点から、円キャリー・トレードに関する理解はきわめて不十分であるとの見解を示した。

第1に、為替ヘッジを行うことなく低金利国の通貨で資金を調達し、高金利国の金融商品に投資することによって利益を得るキャリー・トレードは、2国間の金利差が為替市場における低金利国通貨の増価と高金利国通貨の減価によって相殺される、とするカバーなし金利平價説（uncovered interest parity）に反するとの点を指摘した。こうしたカバーなし金利平價説は、取引手数料なども計算に入れた実証分析の結果からも否定されていることを紹介したうえで、同説が成立しないなかで円キャリー・トレードが利益をあげている事実の理由についてのいくつかの見方を紹介した。まず、投資家が為替レートの変動にリスク・プレミアムを要求しているとの見方については、円キャリー・トレードの収益率は、現実的なリスク回避度を想定した場合に、投資家が要求すると考えられるリスク・プレミアムの大きさによっては説明が難しいほどに大きなものであると指摘した。さらに、高金利国である米国や欧州諸国の通貨が突如大幅に減価することで、日本やスイスなどの低金利国との金利差の長期的な累積を短期間で相殺する、いわゆる「ペソ現象」の可能性によって説明する見方についても、非現実的であるとの考えを示した。また、最近では、外国為替市場のミクロ的構造に着目した研究が発表され始めているが、これらはまだ実証分析によって検証されるまでにはいたっておらず、円キャリー・トレ

ドが利益を生む理由についてはいまだに理論的に解明されているとはいえないと主張した。

第2に、円キャリー・トレードの取引額については、デリバティブ市場における情報が入手できないことや、短期的な利鞘に注目した取引のみを取り出すことが難しいといったことなどから、円キャリー・トレードの取引額の推計は非常に困難であると述べ、日本の銀行部門が関係している円キャリー・トレードの取引額の推計だけでも、800億ドルから5,000億ドルまで大きなばらつきがあることを紹介した。また、日本の公的部門による9,000億ドルに上るドル建て資産への投資を円キャリー・トレードとみなすことは不適切であるが、そうした公的部門の投資と民間部門の投資の分離が難しいことも、いわゆる円キャリー・トレードの取引額の推計を難しくしていると述べた。

第3に、円キャリー・トレードの巻戻しの契機については、1998年10月、2006年春、そして、2007年2月に観察された円キャリー・トレードの巻戻しの背景を整理してみても、共通の要因は見出し難く、今後も何が引き金になるかを予想することはできないと述べた。また、バルトリーニは、円キャリー・トレードを行っている投資家は、経済のファンダメンタルズよりも、他の投資家の行動に最も注目している事実を紹介し、そうした状況では巻戻しの影響も大きなものになる可能性が高いとの見方を示した。

ロ．ゲンバーク報告

ゲンバークは、本コンファランスのテーマに関連する「東アジア諸国の経済成長」と「東アジア各国の金融政策」の2点について、これまでに多く聞かれてきた一般的な意見と自身の意見の対比を行いつつ、議論を展開した。

まず、東アジア諸国の経済成長については、同諸国の貿易面からみた経済開放度の高さが経済成長に大きく貢献してきたことは事実と認めながらも、理論的には、経済開放度が高いことは、必ずしも経常収支の大幅な黒字を生じさせることにはならないことを強調した。そして、東アジア諸国が輸出に依存することで成長率の高さを保っているとの考えに対して、長期的な経済成長は総需要よりも技術進歩や生産要素の増加によることを理解していないこと、および、国内需要の増加率と所得の成長率に強い関係があると仮定していることから生じる、誤った考え方であると示した。そのうえで、東アジア諸国は輸出依存型の経済成長から国内需要主導の経済成長への転換を目指すべきとする議論の妥当性に強い疑問を呈した。

次に、東アジア諸国の金融政策について、同諸国の為替相場制度との関連に触れつつ、最近の傾向に関する見方を示した。具体的には、まず、東アジア諸国の多くはドル・ペッグ制度を採用しているとの見方に対して、実際には、香港で採用されているカレンシー・ボード制から日本の変動相場制にいたるまで、各国間で大きな差異がある事実を示し、そうした見方は事実と反しているとの考えを示した。そのうえで、東アジア諸国は為替レートを強く意識した金融政策を行っているのではなく、近年、物価の安定などの国内政策目標の達成を重視する傾向が強まっていると

の見方を示し、その例として、韓国、タイ、インドネシア、フィリピンが、インフレーション・ターゲティングを採用している事実や、その他の国でも物価安定を目標とした金融政策が行われていることに言及した。

最後に、東アジアにおける域内貿易が現状のように発展しているなかには、東アジア諸国の中央銀行が協調して各国間為替レート of 安定を図るべきであるとの見方に対して、全く現実的ではないとの考えを示した。国際的な金融取引が活発化しているなかでは、各国の中央銀行が物価安定などの国内政策目標と域内為替レートの安定を同時に達成することが不可能であることは、欧州統合の過程から得られた教訓でもあるとしたうえで、域内金融統合を長期的な目標にするにしても、為替レート協調政策は志向されるべきではなく、むしろ、制度面から着手すべきであるとの考えを示した。同時に、各国の中央銀行が、輸入物価の国内物価に与える影響が強いなかでは為替レートの動向にも注目していることは事実であるとして、短期金利を金融政策の操作変数としつつ、為替レートをも操作変数とすることが可能であり、望ましいことであるかといった視点は、少なくとも学術的にはきわめて興味深いものであると述べた。

八．グドムンソン報告

グドムンソンは、「アジアにおける更なる金融統合のための政策」と題して、東アジアの金融統合の進展が域内の金融・為替政策にいかなる含意を持つかとの論点について、はじめに現状を整理したうえで、今後採るべき施策について議論した。

まず、東アジア諸国の現状を把握するうえでは、域内では金融統合と比較して貿易統合が進んでいること、いくつかの域内主要国において外国為替の大規模な不胎化介入が行われており、同介入による為替レートの維持は限界に近づいている可能性があるほか、通貨供給量の増加による資産価格の高騰などの金融市場の歪みを発生させていること、既に、域内の金融統合に向けて、アジア・ボンド・ファンド2 (ABF2) の組成などの動きがあり、さらに、ABF2を推進するに当たってはさまざまな規則の統一が促されていること、一段の金融統合の進展のためには、各国の資本移動規制の撤廃が必要であるとの認識が持たれていることの4点が重要であると述べた。

次に、**グドムンソン**は、域内の金融統合は、各国がそれぞれに必要な施策を行えば自然と進展するわけではなく、中央銀行間、もしくは、より広範な領域にわたる政府間による域内協調が果たす役割が重要であると主張した。さらに、最適な金融政策と為替相場制度は、金融システムの発展とともに変化するとの見方を示したうえで、中期的な視点から、今後採るべき施策として、各国の資本市場の開放度を徐々に上げていくとともに、資本取引に関連する規制を域内で統一化すること、各国の国内債券市場を発達させること、各国が為替レートの変動を許容すること、

多数国が共同出資した域内基金を立ち上げ、その基金の利用についての管理体制を確立することを挙げた。これらに関連して、柔軟な為替レートの許容は、資本移動の自由化や金融統合の進展を受け避け難いことであると指摘したほか、域内基金

については、域内諸国が共通のショックにさらされた場合には、その有用性も限定される可能性はあるとの留保点を示した。

また、グローバル・インバランスについては、米国に代表される経常収支赤字国の状況に注目が向けられることが多いが、経常収支黒字国である東アジア諸国の国内金融市場の発展と金融統合が、域内での金融仲介を活性化させることによって、グローバル・インバランスを軽減する可能性があることを指摘した。

最後に、長期的な展望として、東アジア諸国における通貨統合の可能性について言及した。為替レートが持つ不安定性を考慮すれば、小国にとっては通貨統合への加入から得る便益が大きい可能性があること、また、インフレーション・ターゲットと変動相場制の採用といった動きにとどまらず、いずれは通貨統合の機運が高まる可能性があるとしながらも、東アジアでは、どのような為替協制度を採用するにも機が熟していないと主張した。

(3) 指定討論者報告

イ．マッカラム報告

指定討論者のマッカラムは、各パネリストの見解に基本的に同意しつつ、特に金融政策との関連性の観点からそれらを補足した。

まず、カバーなし金利平價説が長期間にわたって成立せず、円キャリー・トレードが行われていることについて、経済理論の観点から明確に説明することは難しいと述べた。また、それが名目金利の非負制約に関係するかどうかは非常に興味深い問題であると述べた。一方、カバーなし金利平價説が成立しないことは、国内の債券市場において金利の期間構造の期待理論が成立しないことと同様であるとも考えられ、キャリー・トレードは、1990年代初期に米国債市場で生じた、イールド・カーブの周りでの裁定取引 (riding the yield curve)¹⁰に類似しているとも考えられることを指摘した。そのうえで、この現象自体は、金融政策の機能を損なうような問題ではないため、中央銀行は基本的なマクロ経済の目標に専念すればよく、金融市場で生じる個々の問題に対応すべきではないと主張した。

次に、東アジア諸国における通貨統合の可能性について、東アジア諸国が為替レートの柔軟性を高めることに加え、金融市場の発達および統合に向けた取組みを続けることの重要性も認めたが、基本的には政治的背景を理由に、日中両国を含む通貨統合は難しいだろうと述べた。また、為替レートと金利は政策変数として表裏一体の関係にあるため、通貨統合について議論する際には、為替政策ではなく金融政策の一環として議論を進めるほうが有益であると主張した。

10 金融研究所注：長期の確定利付債券を購入し、その債券価格がピークとなる時点で売却し、あらたな長期の確定利付債券を購入することで超過利潤を得ようとする投資戦略。この投資戦略は、利回り曲線の形状が急な右上がりで、安定していないと超過利潤を生まない。

ロ．オブストフェルド報告

オブストフェルドは、まず、バルトリーニ報告に関連し、キャリー・トレード自体は、カバーなし金利平価説が成立しない要因として、あまり重要なものではないとしたうえで、金融取引に伴う担保や証拠金などの存在が裁定を阻害していることがその大きな要因であると主張した。また、金融政策は担保や証拠金の価値を変化させることを通じて、市場の変動を大きくする可能性があるため、このような市場慣行は政策へのインプリケーションも大きいと述べた。さらに、通貨危機やその伝染（contagion）を考える際にも、担保や証拠金の存在は重要であるとし、例えば、ロシアが通貨危機に陥った際、ロシアに投資を行っていた投資家に要求される証拠金が増大してしまったことが、さらなる危機の伝染を引き起こしたと報告した。

次に、ゲンバーク報告について、そのほとんどに同意したうえで、輸出依存型の成長には限界があり、中国は消費を増加させることにより、社会厚生を高めていくことが重要とした。また、消費の増加は、現状の過剰投資、特に、効率的な資源配分を阻害するさまざまな制度的要因から発生している、非生産的な目的のための投資を減少させることにつながるであろうと述べた。

また、グドムソン報告については、対外的かつ対内的な金融自由化が重要という結論には、完全に同意するとしたうえで、中国の国内金融市場が発展すれば、リスク分散が容易になるだけでなく、貯蓄収益が上昇する。中国のように過剰貯蓄が発生している場合には、貯蓄収益率の上昇による所得効果が代替効果を上回ることから、消費が増加し、社会厚生が高まるはずと述べた。また、対外的な金融自由化についても、貿易に関して非常に開放的で、かつ国内金融投資も活発な東アジアでは、例えば、為替介入に代表されるような資源配分に歪みを発生させるような枠組みを導入しても、為替相場や資本の流出入をコントロールすることはできないはずと主張した。

最後に、東アジア諸国における通貨統合は、東アジアが多様な国々から構成されていること、ヨーロッパで起こったような制度的統合がないこと、を考えると現実的には困難であろうと述べた。また、為替レート安定のために、通貨統合は必ずしも必要ではなく、信頼性・透明性を伴ったインフレーション・ターゲティングを導入することによって、為替レートを安定化させることが可能となるとした。これは、欧州通貨統合に加入しなかった、スウェーデン、イギリスを考えても明らかであろうと報告した。

ハ．余報告

余は、いわゆる「インポジブル・トリニティー（impossible trinity）」の枠組みに即して、中国における為替制度、資本移動規制、金融政策の独立の程度について説明し、中国のマクロ経済情勢を踏まえた不胎化政策の持続可能性について見解を述べた。

まず、余は、中国の為替相場制度は通貨バスケットに対して参照値を設定した、かなり厳格な管理フロートであること、資本移動規制はあまり厳格でないこと、

金融政策は、かなり独立した運営がなされていることを説明した。また、中国のような大国では、香港のようにドル・ペッグ制を導入することは不可能であるとし、重要なのは、不十分な資本移動規制と管理フロートのもとで、いかにして、独立した金融政策を維持することができるかであると述べた。そのうえで、独立した金融政策を維持するための最も重要な要因は、不胎化政策の持続可能性であると主張した。

次に、余は、資本・経常収支の大幅な黒字により生じている過剰流動性を解消する不胎化政策の手段として、中央銀行手形の民間銀行への売却、法定預金準備率の引上げ、民間商業銀行の基準貸出金利の引上げ、人民元の増価容認の4点を挙げた。さらに、これらの不胎化政策が持続可能でなくなる最も重要な理由として、民間商業銀行の総資産のかなりの割合が収益性の低い中央銀行手形で占められるために、民間商業銀行の収益が悪化することを挙げた。そのうえで、1980年代後半に同様の問題に直面した台湾と比較すると中国の法定預金準備率は低いとして、中国はもうしばらくの期間、現行政策を続けられるであろうと述べる一方、国内のインフレと不動産・株式市場のバブルのために、いずれ金利を引き上げ、ある程度の為替の増価を許容することによって、輸出産業、民間銀行、中央銀行に、不胎化政策を持続するための負担をバランスよく強い必要があるだろうと述べた。

(4) 全体討論

イ．東アジア新興市場経済における為替の協調、金融協力

アルペローラ イラは、ゲンバークの為替の協調への否定的見解に反対した。**アルペローラ** イラは為替の協調の妥当性は現在のほうが過去よりも高いこと、なぜなら、中国の為替相場制度が移行過程にあり、他の経済の為替相場制度はより柔軟になっているからであると主張した。アルペローラ イラの主張に対しては、**ゲンバーク**は為替の協調の問題点は、誰が地域の金融政策に責任を持つかという点であると説明した。さらに、地域の中央銀行が益々物価の安定などの国内の政策目標に集中しているため、為替の協調は信認されないと注意した。そして、金融政策は明示的に国内目標にだけコミットすべきで、為替の協調は完全に除外されるべきだと強調した。

東アジアの通貨統合の可能性については、**マッカラム**が、地域の政策担当者がインフレーション・ターゲティングにつながるような政策を遂行したいのならば選択肢になりえないとした。**オブストフェルド**は、中央銀行の独立性、目標、政策運営枠組み、行動原理、金融市場の組織を改善するという意味での制度面の収斂が達成されない限り地域共通通貨を導入するとの考えは絶望的だとした。**グドムンソン**は、アジアの通貨統合が起こるのは遠い将来だろうと認めた。そして、経済・金融面で統合された地域からの利益のすべてを得るために為替の変動が障害になる、ということが欧州と同様に関心事項となるかどうか、統合が起こるうえで重要な条件となるとした。

東アジアの金融協力については、2つの論点が提起された。第1に、**グドムンソン**の地域のショックが高い相関関係を持つため、域内の共同基金を立ち上げそれを多国間化することが有益との主張について、**リー**は、東アジア諸国間のショックの相関が高いとの実証結果はあるのか、そして、ショックの相関関係が高いとの実証結果だけに則り、域内の共同基金を多国間化することが望ましいと判断することができるのかと質問した。**グドムンソン**は、域内の共同基金を多国間化すること自体が望ましくないとは言っておらず、ショックに非常に高い相関関係がなければよりその便益が落ちるということであるとしたうえで、多国間化することが現在のアジアの文脈では中央銀行の協力とよりいっそうの地域統合を促進する以外の利益があるかもしれないとした。**高橋**（日本銀行）は、金融協力の問題は共通通貨や金融政策の協調のみに多くの注意を払うべきでないと指摘した。さらに、地域の統合のためには金融機関のクロスボーダーでの活動を促進することが重要であると主張した。特に、東アジア地域においては銀行経由の資金調達が圧倒的であることから、クロスボーダーの金融活動や外国銀行の参入などの銀行部門の改革が重要であるとした。

余は、通貨統合と金融協力に関するこの会議でなされた議論は自分が特に日本で参加した他の会議での議論と非常に異なっていたと指摘した。

ロ．東アジアにおける金融政策とキャリー・トレード

中曾（日本銀行）は、円キャリー・トレードに関する私見を説明した。円キャリー・トレードは1998年にみられたものといくつかの点で異なっている。すなわち、ヘッジ・ファンドではなく、小口投資家が主に取引をしている、ヘッジ・ファンドのポジション全体は依然として大きい、レバレッジはおそらく低い、外国為替市場の規模が格段に大きい。これらの違いから、もしヘッジ・ファンドの一部がポジションを巻き戻したとしても、その外国為替市場への影響は1998年当時に比べると小さいだろう。また、円キャリー・トレードの規模については、大雑把な推計が可能だと**中曾**は主張した。さらに、家計によるキャリー・トレードは概ね伝統的なホーム・バイアスの修正とみなせると主張した。

グッドフレンドは、マッカラムによるイールド・カーブに関する論点を円キャリー・トレードに関連づけたコメントの補足意見として、1990年代初期に米国債市場で生じた、イールド・カーブの周りでの裁定取引の収益性と、最近の円キャリー・トレードの短期的な収益率とを比較した。**グッドフレンド**は、1990年代に低金利の短期金利で調達して米国長期国債市場でポジションを取っていた人々は、グリーンズパン議長が低インフレを達成することを信認し、結局は長期金利を低位に押しとどめ、国債価格を高くするというところに正しく賭けていたと指摘した。**グッドフレンド**は、円キャリー・トレードを行っている市場参加者が、日本の金融政策によって、円・ドル為替レートがあまり円高にならないように維持されることに賭けているという類似点を指摘し、このデフレ下における「政治経済学」的な話がキャリー・トレードの発展を理解するのに役立つだろうかと述べた。

バルトリーニは、中央銀行がキャリー・トレードに注意する主な理由は、それが金融政策の変更に対する資本流入の反応度合を高めるだろうからという理由であると主張した。グドムンソンは、カバーなし金利平価説が成立しないこと自体は金融政策にいかなる深刻な問題ももたらさないとの主張に反対した。カバーなし金利平価説が成立しないことは、しばしば為替が長い期間にわたってファンダメンタルズから乖離し、急激に調整されることを反映したものであり、小国開放経済の金融政策運営には重大な問題となる。グドムンソンは、この観点からすると、金融のグローバル化のために金利チャンネルが阻害される一方で、為替レート・チャンネルを用いるうえで為替がオーバーシュートしたり、ミスアラインメントを生じさせるという意味で問題であるとの懸念を示した。グドムンソンは、マッカラムが基調講演で議論したシンガポールにおける政策変数として為替レートを用いることについて、規模が小さく非常に開放度が高い経済では真剣な関心が払われるべきだが、相対的に大きな非貿易財部門を持つ国には適用できるとは限らないと主張した。マッカラムは、カバーなし金利平価説が成立しないことに関する主張はシンガポールの例とは関係なく、インフレーション・ターゲティングの枠組みにも、シンガポールのような枠組みにも同様に適用できるとした。

(参考1 : 参加者一覧 < アルファベット順 >)

| | |
|-----------------------------|--|
| Shaghil Ahmed | Board of Governors of the Federal Reserve System |
| Sanghoon Ahn | Korea Development Institute |
| Enrique Alberola Ila | Banco de España |
| Masayoshi Amamiya | Bank of Japan |
| Akira Ariyoshi | International Monetary Fund |
| Leonardo Bartolini | Federal Reserve Bank of New York |
| Paul Bloxham | Reserve Bank of Australia |
| Anton Braun | University of Tokyo |
| Alberto Cogliati | Bank of Italy |
| Michael Devereux | University of British Columbia |
| Hiroshi Fujiki | Bank of Japan |
| Ippei Fujiwara | Bank of Japan |
| Toshihiko Fukui | Bank of Japan |
| Hans Genberg | Hong Kong Monetary Authority |
| Marvin Goodfriend | Carnegie Mellon University |
| Már Gudmundsson | Bank for International Settlements |
| Hideo Hayakawa | Bank of Japan |
| Robert Hetzel | Federal Reserve Bank of Richmond |
| Akinari Horii | Bank of Japan |
| Cheng Hsiao | University of Southern California |
| Chris Hunt | Reserve Bank of New Zealand |
| Toshio Idesawa | Bank of Japan |
| Kiyoto Ido | Bank of Japan |
| Nobuo Inaba | Bank of Japan |
| Takatoshi Ito | University of Tokyo |
| Kazumasa Iwata | Bank of Japan |
| Masahiro Kawai | Asian Development Bank Institute |
| Yang Woo Kim | The Bank of Korea |
| Jong-Wha Lee | Asian Development Bank |
| Samuel Lelarge | French Embassy in Japan |

| | |
|--------------------------------------|---------------------------------------|
| Zubir Maatan | Bank Negara Malaysia |
| Bennett T. McCallum | Carnegie Mellon University |
| Shamsuddin Mohd Mahayiddin | Bank Negara Malaysia |
| Michael Moskow | Federal Reserve Bank of Chicago |
| Toshiro Muto | Bank of Japan |
| Hiroshi Nakaso | Bank of Japan |
| Uwe Nebgen | Deutsche Bundesbank |
| Ng Bok Eng | Monetary Authority of Singapore |
| Svante Öberg | Sveriges Riksbank |
| Maurice Obstfeld | University of California at Berkeley |
| Ong Jia Wern | Monetary Authority of Singapore |
| Georges Pineau | European Central Bank |
| Robert Rasche | Federal Reserve Bank of St. Louis |
| Lawrence Schembri | Bank of Canada |
| Manfred Scheuer | Deutsche Bundesbank |
| Mototsugu Shintani | Vanderbilt University |
| Shigenori Shiratsuka | Bank of Japan |
| Mark Spiegel | Federal Reserve Bank of San Francisco |
| Miyako Suda | Bank of Japan |
| Made Sukada | Bank Indonesia |
| Wataru Takahashi | Bank of Japan |
| Masaru Tanaka | Bank of Japan |
| Akiko Terada-Hagiwara | Bank of Japan |
| Ma. Almasara Cyd Tũaño-Amador | Bangko Sentral Ng Pilipinas |
| Wang Hongbo | People's Bank of China |
| Kenichiro Watanabe | Bank of Japan |
| David Weinstein | Columbia University |
| Robert Wood | Bank of England |
| Tao Wu | Federal Reserve Bank of Dallas |
| Yu Yongding | Chinese Academy of Social Sciences |

(参考2: プログラム)

Wednesday, May 30, 2007

Morning Opening Session

Chairperson: **Kazumasa Iwata**, Bank of Japan
Opening Remarks: **Toshihiko Fukui**, Bank of Japan
Keynote Speeches: **Bennett T. McCallum**, Carnegie Mellon University
Maurice Obstfeld, University of California at Berkeley

Session 1 on “Financial Integration in East Asia”

Chairperson: **Robert Rasche**, Federal Reserve Bank of St. Louis
Paper Presenters: **Hiroshi Fujiki** and **Akiko Terada-Hagiwara**,
Bank of Japan
Discussants: **Shaghil Ahmed**, Board of Governors of the Federal
Reserve System
Masahiro Kawai, Asian Development Bank Institute

Afternoon Session 2 on “Financial Globalization and Emerging Market Portfolios”

Chairperson: **Wataru Takahashi**, Bank of Japan
Paper Presenter: **Michael Devereux**, University of British Columbia
Discussants: **Georges Pineau**, European Central Bank
Mark Spiegel, Federal Reserve Bank of San Francisco

Session 3 on “Integration and Growth in East Asia”

Chairperson: **Michael Moskow**, Federal Reserve Bank of Chicago
Paper Presenters: **Jong-Wha Lee**, Asian Development Bank, and
Sanghoon Ahn, Korea Development Institute
Discussants: **Paul Bloxham**, Reserve Bank of Australia
Cheng Hsiao, University of Southern California

Session 4 on “Defining Price Stability in Japan: A View from America”

Chairperson: **Svante Öberg**, Sveriges Riksbank
Paper Presenter: **David Weinstein**, Columbia University
Discussants: **Anton Braun**, University of Tokyo
Shigenori Shiratsuka, Bank of Japan

Thursday, May 31, 2007

Morning Session 5 on “Monetary Policy in East Asia: Common Concerns”

Chairperson: **Nobuo Inaba**, Bank of Japan
Paper Presenter: **Marvin Goodfriend**, Carnegie Mellon University
Discussants: **Enrique Alberola Ila**, Banco de España
Lawrence Schembri, Bank of Canada

Concluding Panel on “Growth, Integration, and Monetary Policy in East Asia”

Moderator: **Akinari Horii**, Bank of Japan
Panelists: **Leonardo Bartolini**, Federal Reserve Bank of New York
Hans Genberg, Hong Kong Monetary Authority
Már Gudmundsson, Bank for International Settlements
Discussants: **Bennett T. McCallum**, Carnegie Mellon University
Maurice Obstfeld, University of California at Berkeley
Yu Yongding, Chinese Academy of Social Sciences

