

〔書 評〕

岡田 義昭 著

『国際金融：理論と政策』

佐 藤 俊 幸

(一)

本書は主に「国際マクロ経済学」ないしは「オープン・エコノミー・マクロ経済学」の分野でこれまで彫琢されてきた豊富な分析ツールを援用して、通貨取引のグローバル化・自由化の進展に伴い次第に明らかとなった重要な今日的課題の一つである「安定的なミクロ・マクロの経済活動を保証する国際通貨金融アーキテクチャーとはいったいいかなるものか」という極めてチャレンジングな主題に対して、理論と政策の両面から広範囲な検討を加えた野心的労作である。すなわち、理論モデルを基に変動為替相場制の諸特性を吟味するとともに、それら検討結果を踏まえ、さらに1990年代に顕現した一連の国際通貨危機の発生メカニズムを理論的・実証的に精査するという作業プロセスを通じて、上述主題に対する一つの試論的解答を提示している。

(二)

近年、交通・情報通信技術の発達により、経済活動は国境の壁を越え、地球(globe)的規模で展開されるようになった。それゆえ、各国の政治・経済・社会・文化・歴史・伝統・慣習などの他国とのリンケージは、飛躍的に緊密化を増した。こうしたグローバル化という今日の状況下で、とりわけ通貨取引のグローバリゼーションのもたらす影響は大きい。すなわち、ITの革命的進歩により、各国金融資

本市場の規制緩和や内外資本取引の自由化と相俟って、各国市場間の結合度は高まり、外国為替取引やデリバティブ取引は瞬時のうちに地球的規模で行われるようになった。例えば、国際決済銀行の最近の統計によれば、2001年4月の1日当たり平均外国為替取引量は1.2兆ドルで、これは世界の貿易総額の約70倍にも達し、しかもその額は年々急増している。こうした国際的な通貨取引の拡大は、為替レートの乱高下、過剰反応、バブル、ミスアラインメントを一層増幅させると同時に、さらにまた、今や数百億ドル単位の外貨準備しかもたない新興国に大きな脅威を与えることとなった。もちろん、マーケットが健全な市場原理に則って動いていく限り、マネーが暴走する確率は極めて低い。しかしながら、R. マッキノンの言う金融自由化の手順 (sequence) を間違えたり、あるいは経済のファンダメンタルズが不健全であるとか、為替政策が必ずしも適切でないとかすると、大量のスペキュレーションを時として浴びることもありうる。したがって、そうした場合には、それらの国々は自国の外貨準備だけではもはや対応できず、経済的にも政治的にも破壊的な打撃を被ることになる。1994年から99年にかけてのメキシコ、東アジア諸国、ロシア、ブラジルなどに見られた一連の国際通貨危機の事例がそれらを端的に示している。

それでは、こうした国際金融システムの不安定性を最小化し、安定的なミクロ・マクロの経済活動を保証するためには一体どういう国際通貨アーキテクチャーづくりが望まれるであろうか。著者はこうした枢要な今日的課題に答えるために、まず分析視座としての理論モデルを設定する。これら理論モデルに関しては、「国際マクロ経済学」を中心に「一般均衡論」、「ゲーム論」、「金融論」、「数理ファイナンス論」等、最新の研究フロンティアまで含めて広範囲に渉猟し、それを良く咀嚼し自家葉籠中のもものとして活用しているのが一つの特徴点である。次いでこれら理論モデルを基に、外国為替市場のいわゆる「modus operandi」(運行様式)の諸特性を厳密かつ詳細に吟味している。さらに、その結果を踏まえ、近年マーケットを震撼させた国際通貨金融危機の発生メカニズムを理論的・実証的に精査することにより、そこから国際通貨アーキテクチャーづくりに係る政策命題を試論的に導いている。

### (三)

こうした興味深い作業を展開すべく、著者は本書において以下のような構成を

とっている。

序章で本書の課題と構成を述べた後、まず第1章「国際通貨制度の変容と評価」において、戦後の国際通貨制度の変遷とそうした制度の基底をなす基本原理を素描する。そして、それらの議論から国際通貨制度を評価すべく、特に① 外国為替相場制度、② ドル本位制の非対称性からくる構造的不安定性、③ 短期資本移動規制、の面から検討を加えている。こうして、第1章はいわば次章以下の展開内容に関する鳥瞰図の役割を果たしている。

次いで第2章「変動相場制の理論的分析」において、近年豊穡な成果をあげつつある開放マクロ経済学ないしは国際マクロ経済学の分析ツールを活用して、変動相場制の諸特性をマクロ的視角・ミクロ的視角の双方から明確にしている。他方第3章「変動相場制のミクロ的基礎」では、マクロ経済学の枠組みと匹偶する一般均衡分析のフレームワークのもとで、外国為替市場を含む各市場に参加する個別主体の異時点間最適化行動を踏まえ、主体的均衡と市場の一時的均衡の同時的存在を論証し、前章とは別の視点から変動為替相場の諸特性を明らかにしている。

ところで、乱高下や過剰反応、バブルの支配する為替レートの「短期」変動メカニズムをどう捉えるかは、理論的にも政策的にも重要なテーマであるが、第4章「確率過程下での変動相場制理論」では、為替レートの短期変動を“ウィーナー過程”に従う確率的動きと規定して、ポートフォリオ・バランス・モデルの枠組みのもとで厳密な検討を加えている。

続く第5章「変動相場制と政策協調」において、変動相場制下でとみにその重要性を増した市場介入や金融政策などに関する各国の政策協調に対し、二国オープン・マクロモデルに「ゲーム論」の論理を適用して理論分析を行っている。

こうした外国為替市場の運行様式に係る諸特性の分析結果を基に、さらに第6章以下で、近年タイ・パーツから始まった東アジア諸国の国際通貨動揺、株価下落、金融システム不安、信用収縮の連鎖に関して、その背景にある諸要因との関連性・関係性を探っている。

まず第6章「東アジアの通貨動揺(1)：タイ・パーツの事例」において、アジアの優等生としてそれまでアジアの“奇跡”をリードしてきたタイが、1997年7月初めに従来からの通貨バスケット・ペッグ制を廃して完全変動相場制に移行せざるをえなくなった状況に関して、理論的・実証的検討を加えている。次いで第7章「東アジアの通貨動揺(2)：インドネシア・ルビアの事例」において、インドネシア・ル

ピアの事例を取り上げ、前章同様に国際通貨金融危機の実態を詳細に分析している。第8章「東アジアの通貨動揺(3):マクロ経済モデルによる検証」では、まずそうしたタイ・インドネシアの事例に関する観察結果を基に東アジア地域の一連の国際通貨金融危機に関する定型的事実を抽出し、次いで小国開放マクロ経済モデルとその発展型を適用して、国際通貨金融危機に対する理論的考察を加えて事象の一般化・体系化をはかっている。最後に第9章「国際通貨金融危機発生の一類型」において、第8章を補足すべく、群集行動、伝播・波及など、市場における“情報”の伝播・反応メカニズムを明示的に組み込んだ理論モデルによって、国際通貨金融危機の発生メカニズムをさらに別途厳密に論証している。

かくして、第2章から第5章までの、外国為替市場の運行様式の諸特性に関する議論を基に、続く第6章から第9章までの国際通貨金融危機発生メカニズムの解明作業を通じて、経済のグローバル化という不可避の状況下で、相対的に脆弱な立場におかれた新興国を含むところの安定性を確保する新たな“国際通貨アーキテクチャー”構築を具体的に検討している。

#### (四)

以上の作業結果から明らかになった点を纏めれば以下のごとくであろう。

- (1) 変動為替相場制下での外国為替レートの変動メカニズムが、「(確率過程)ポートフォリオ・バランス・モデル」「マンデル=フレミング=ドーンブッシュ・モデル」「購買力平価説」などのモデル分析・計量分析により、短期・中期・長期という時間軸毎に整理された形で明確化された。また、外国為替市場の動き(模索過程)と整合的な個別経済主体の異時点間最適化行動が組み込まれることで、経済全体の一般均衡的な運行様式の把握に一層正鵠を得たものとなった。さらにこうした分析結果から、変動相場制は乱高下、過剰反応、バブル、ミスアラインメントなど、そもそも経済の不安定化をもたらしうる諸要因を本来的に具備していることが明示的となった。
- (2) こうした変動為替相場制下での市場メカニズムの不備を補うためには、各国政府による協調的市場介入や協調的経済政策が重要な役割をもってくるが、検討の結果、各国政府はマクロ経済政策に対して拘束力のある合意を得て互いに協調した場合の方が、そうでない場合の例えばクールノー=ナツ

シュ均衡やシュタッケルベルグ均衡よりも社会的厚生を高めうること、但し何らかの理由で必ずしも拘束力のある合意や取決めが得られなくとも、政府間の交渉が何回も繰り返し続けられるならば、一定の条件のもとで“暗黙の”政策協調が生まれることなどが明らかになった。

- (3) 一方そうした変動為替相場制の対極にある固定為替相場制では、当該通貨に市場の信認がある限り安定的な為替レートが達成され、短期的には為替変動リスクに伴うコストが節約でき、中長期的にもパレート最適資源配分が達成される。しかしながら、固定相場制では当該国の経済ファンダメンタルズが悪化すると、国際流動性や対外債務残高のサステナビリティに懸念が生じ、大量のスペキュレーションをもたらす易くなることが論証された。
- (4) そして、東アジア通貨危機の事例が示すように、近年大量の通貨が瞬時に地球の規模で取引されるようになると、ファンダメンタルズの悪化は単なるきっかけにすぎず、市場参加者の「情報」への反応それ自体が上述の動きを増幅させ（群集行動、伝染、波及）、自己実現的に通貨投機を発生させることが次第に明らかになってきたが、本書ではそうしたメカニズムを明確にした。
- (5) こうした広範囲の理論的・実証的検討を踏まえ、新たな国際通貨アーキテクチャーとして、著者は
  - ① ハード・ペッグ制/完全フロート制の二極分化論 (two corner solution) を避けつつ、“風に逆らう式”ないしはスミージング・オペレーション式の為替管理政策の強化
  - ② 米ドル一極集中型のもつ不安定性を補強するための通貨バスケット制の導入
  - ③ マーケット・フレンドリーな資本移動制御策の導入を支柱に据え、さらに
  - ④ 適正なマクロ経済運営
  - ⑤ 経常収支赤字額や対外債務の的確な管理
  - ⑥ 適切な順序づけを踏まえた金融自由化
  - ⑦ 金融情報公開
  - ⑧ 長期資本市場の育成
  - ⑨ 国内金融システムの再構築・強化

⑩ IMF 改革

⑪ 地域的セーフティ・ネットの創設

などを加味したアーキテクチャーを提案している。

(五)

このように興味溢れる議論が展開されているが、著者にとって今後に残された課題として次のような点が指摘できよう。

- (1) まず、外国為替レートと他のマクロ経済変数との関連性・依存性を解明する理論体系は、「“新”オープン・エコノミー・マクロ経済学」と称される分野が誕生しているように、まだまだ発展途上段階にあり、その研究フロンティアでは幾多の興味深い結果が徐々に得られてきつつある。著者には今後さらに切れ味が良く説明力の高い新たなモデル体系の開発に努めて貰うべく期待したい。
- (2) 次に、東アジア地域の通貨危機の発生メカニズムを一般化・体系化するために、タイ・バーツとインドネシア・ルピアの事例が取り上げられているが、東アジア地域と言うためには少なくとも両国に加え、同じようにIMFの緊急支援を受けた韓国ウォンの事例を検討することが必要であろう。今後の実証分析が望まれる。
- (3) 最後に、提案された国際通貨アーキテクチャーを具体化・現実化するためには、なお一層の肉付けを施し、そのフィージビリティについても利害の錯綜した各国の状況を踏まえつつ検討されなければならない。この点に関してさらに議論する余地があるであろう。

(六)

本書は「岐阜経済大学研究叢書 12」として出版された。その際、学内レフリース制度（3名連記）（評者佐藤もそのメンバーの1人）により、① 先行業績や関連文献資料が十分に渉猟され的確に検討されているか、② 問題意識が明確で、著者独自の視点やオリジナリティが見られるか、③ 論旨が説得的で且つ体系性や整合性が確保されているか、④ 論点が斬新的で当該分野への新たな知見が加えられているか、

〔書 評〕 岡田義昭著『国際金融：理論と政策』（佐藤）

という規準に照らして厳格な審査がなされ、その結果から採択されたものである。

（法律文化社刊，2001年11月，A5版，224頁）