

## 論文審査の結果の要旨および担当者

報告番号	※	第	号
------	---	---	---

氏 名 MON Sreyleak

論 文 題 目

Essays on the Exchange Rate Policy  
(為替政策に関する実証分析)

論文審査担当者

主査	名古屋大学	准教授	染矢将和
委員	名古屋大学	教授	大坪滋
委員	名古屋大学	教授	梅村哲夫
委員	名古屋大学	准教授	MENDEZ Carlos

# 論文審査の結果の要旨

## 1. 論文の概要と構成

本研学位請求論文は、国際金融のトリレンマと国際収支についての研究である。国際金融のトリレンマとは、「自由な資本移動」、「自律的金融政策」および「為替の安定」といった国際金融的に望ましい三つの政策目標は、少なくともどれか一つをあきらめなければ三つを同時に達成することは不可能だという理論的帰結である。「自律的金融政策」をとる場合、資本移動が自由であれば、自国の金利の操作は、資本移動が発生する結果、為替が変動することから「為替の安定」は難しい。同じく「自律的金融政策」をとり且つ「為替の安定」、つまり固定為替制度を採用している場合、自国の金利の操作は、資本移動を伴い、本来は為替が変動する。但し、固定為替制度の場合、為替は固定されているため「為替の安定」は確保できるものの、金利の変動（海外金利の引き上げに対して自国は現行金利を維持）に伴う自国からの資本流出は中央銀行による自国通貨の買い支え（ドル売り）、自国への資本流入（自国金利の引上げ）に対しては、ドル買い・自国通貨売りによる為替水準の防衛策が取られる。資本流出の場合のドル売り・自国通貨買い操作は、アジアの金融危機や多くの開発途上で観察されてきたように自国中央銀行の外貨保有は減少、外貨が底をついた時点で自国通貨の防衛は不可能＝為替変動を許容することとなる。また、金利引き上げに起因する資本流入の場合、ドル買い・自国通貨売りオペレーションにより自国通貨供給が拡大し、金利が低下することから自律的金融政策の維持は難しい。若しくは、資本流入が不胎化（国債に発行による市中の通貨供給量の吸収）される場合、自律的金融政策の維持は可能なものの、自国と海外の金利が続く限り資金流入が継続、不胎化を継続せざるを得ず、通貨当局（不胎化は財務省の管轄）の所属する国家の債務が際限なく拡大することになり現実的に長期の不胎化は難しい。そのため「自律的金融政策」と「為替の安定」＝固定為替制度を採用する場合、資本移動を制限することが「自律的金融政策」と「為替の安定」を達成する手段となる。

最後に、「自由な資本移動」と「為替の安定」＝固定為替制度を採用した場合、金利の操作は上記でみたように「自由な資本移動」を諦めるか、「為替の安定」を諦めるかの選択を迫られることから、「自由な資本移動」と「為替の安定」を目標とする場合、金利の操作を諦め、海外の金利との金利差をなくすため、自国の金利を常に海外の金利の動きに応じて操作しなければならず、「自律的金融政策」は不可能となる

本学位請求論文の第一章の文献サーベイに続く第二章では、上記の国際金融のトリレンマについての実証分析を実施した。171カ国の18年にわたるパネルデータを基に、各国政府の申告ではなくIMF等により分類された事実上の為替制度を為替変動の自由度により3段階（固定為替・変動為替・固定為替と変動為替の中間の形態）に再分類した変数を従属変数とし、固定為替が1、中間0、変動為替1で中間が0の二種類の従属変数をマルチノミナル・ロジットモデルで分析した。資本移動度の変数（インデックス）、金融政策の自律性に関する変数（インデックス）を主要な説明変数とし、経済の大きさ（GDP）や貿易開放性（輸出・入をGDPで除した変数）、交易条件、交易条件の標準偏差、インフレ率、資源輸出率（総輸出に占める資源輸出を割合）等の制御変数を活用した。初めに、Grangerの因果性分析により、逆因果性の程度を確認したうえで全ての国・高所得国・中所得国・低所得国に

# 論文審査の結果の要旨

分けて上記のマルチノミナル・ロジットモデルの分析を行った。分析結果は、必ずしも国際金融のトリレンマを頑健に支持するものではなかったもののフルサンプルと中所得国の分析で資本移動の自由と金融政策の自律性の交差項は固定為替に対して統計系的に有意な負の影響が確認された。つまり、資本移動と金融政策の自由度が高い場合、固定為替ではなく中間の為替形態が選好されるという意味で国際金融のトリレンマと整合的な結果が確認された。また、全体を通して、為替制度・金融政策の自律性・資本移動の自由の各変数の関係は、二次関数的関係であることも確認された。

第四章では、カンボジアの総合収支 (overall balance) とドル化の関係を Autoregressive Distributed Lag Model を用いて、高水準のドル化と資本流入が進行する同国において、ドル化と国際収支との関係を考察した。総合収支を従属変数に、説明変数として実質実効為替インデックス、GDP に対する通貨供給の割合、ドル化指数 (総預金に占める外貨預金の割合) を使用し分析を行った。ドル化変数を除く各変数は長期・短期共に想定に沿った結果が確認された。即ち、実質実効為替インデックスは、貿易収支に負 (輸出の減少と輸入の拡大) の影響を持つことから総合収支に統計的に有意な負の影響を持つこと、及び資本流入 (総合収支の改善) は、不胎化を伴わなければ通貨供給の拡大要因となることから、GDP に対する通貨供給の割合と総合収支の関係は統計的に有意な正の相関を持つことが確認された。ドル化指数は、短期では統計的に有意でなかったものの長期では総合収支と統計的に有意な正の関係を有することが確認された。ドル化と総合収支=外貨準備に関しては因果関係は逆、つまり、ドル化が進むことが総合収支の拡大に帰結しているのではなく、総合収支の拡大 (FDI や海外からの借入の拡大がドル化を進めている可能性があるものの関係は正であり、ドル化と同国で進む外貨準備の拡大に正の相関関係があることが判った。

## 2. 評価

本学位請求論文は、伝統的に理論ではコンセンサスがあるものの実証研究における証左に乏しい国際収支のトリレンマの検証とインフレ抑制と為替変動の弊害を避けるため開発途上国で急速に進みつつあるドル化の進んだ経済 (カンボジア) における国際収支の決定要因を分析した意欲作であり、本研究者の前の所属であるカンボジア国立銀行とカンボジア政府が進めつつある同国通貨レアルの普及のための一環と位置付けられる。評価すべき点は以下の通りである。

1. 国際収支のトリレンマについては伝統的に類似の研究はあるものの、その多くが先進国市場を対象とした研究であり、開発途上国に焦点をあて、且つ異なる所得水準のサンプル国グループを基に分析した研究は多くない。異なる所得水準のサンプル国グループを使用することにより、国際収支のトリレンマの成立の濃淡が所得水準により異なること、つまり経済発展の段階により適切な為替体制は異なるということを見出した点は、為替制度の自由化を全ての途上国に対して提案する現在の開発途上国への政策支援に一石を投ずることになったと思料する。

## 論文審査の結果の要旨

- カンボジアの総合収支 (overall balance) とドル化の関係を Autoregressive Distributed Lag Model (ARDL)を用いて分析した研究では、総合収支の決定要因に関する研究は多くみられるもののドル化が進む開発途上国を対象とした ARDL を用い且つグレングジャーの因果性テスト等により検証された頑健性の高い研究は少ない。また、ドル化が進む経済では国際収支に対するマネタリーアプローチ (通貨供給の差を基にした) が有効であることも副次的に発見された。

同時に本学位請求論文は以下のような不十分な点を含んでいる。

- 国際収支のトリレンマに関する研究では、従来の研究では、金融市場や経済制度の代理変数として所得水準 (一人当たり GDP) を説明変数に使用しており所得水準 (制度の発達) と為替制度の関係が数量的に明示されていたが、本研究では、研究者によると所得水準を入れたところ回帰分析で行列式がゼロに近い数値になり逆行列の算出できない特異行列 (Singular Matrix) の問題から所得水準を説明変数に使用できなかったため、所得水準と為替制度の関係に関する考察に欠ける。為替制度の選択は当該国の経済制度の発展段階が深くかかわっていることは広く知られており、所得水準を説明変数に入れることにより、分析の厳密性が高まると期待されると同時に、本研究で統計的に有意と判断された他の変数に影響する可能性は否定できない。
- 総合収支の決定要因に関する研究では、議論の展開が時に放埒に過ぎると受け取られる点や、間違いではないもののやや厳密な学術的証拠に欠ける議論が散見される。例えば、貨幣供給の対 GDP 比が総合収支の説明変数として統計的に有意と認められているものの、貨幣供給の対 GDP 比が原因で総合収支が結果なのか、果たしてその逆、つまり総合収支が原因で貨幣供給の対 GDP 比が結果なのか (海外からの資金流入が貨幣供給を増加させる) といった因果関係の分析までに踏み込んでいないため、両変数の正の相関は認められたものの決定要因の特定に必要な因果関係の方向性については、検証されていない。総合収支とドル化指数の関係についても同様の点が指摘される。

しかし、これらの点は、カンボジア政府・カンボジア国立銀行が進める同国通貨レアルの普及政策 (レアル建て国債やデジタル通貨の発行を含む) に対する本研究の貢献を些かも減ずるものではなく、また、本研究の博士論文としての評価を損なうものではない。

### 3. 結論

以上の評価により、本論文は博士 (国際開発学) の学位に値するものである。

## 論文審査の結果の要旨