

博士論文審査報告

学位申請論文： An Analysis of the Trilemma since the 1970s: existence, performance and choice

提出者： Fabien Durringer

1. はじめに

本論文は、1970年から最近までの期間について56カ国を対象に、トリレンマと呼ばれる開放経済が直面するマクロ経済上の制約について、実証研究を行うことを目的としている。Robert Mundellが1960年代に一連の論文で提起したように、開放経済は3つの政策上の目標、すなわち、為替レートの安定、独立した金融政策、自由な資本移動、を同時に達成することはできないと考えられる。これまでの研究でも、為替レートの安定と独立した金融政策が両立できないという、ディレンマについては、幾つかの実証研究がこれを支持する結果を得ている。しかし、トリレンマに関する実証研究は、資本移動規制に関する客観的な指標が少ないこともあり、これまで十分に行われてこなかった。

この論文では、IMFの各国通貨制度に関する資料から35年に及ぶ資本規制インデックスを作成するなど、独自のデータにより、1) トリレンマが存在するか否か、2) どのような国において、総合的に見て3つの目標の達成度が高くなるのか、3) 各国が3つの政策目標のうち何を特に重視するかが、当該国の属性に如何に依存するか、等を明らかにしようとしている。

論文の構成は下記のとおりである。

Introduction

Chapter 1: Toward a trilemma relationship analysis: the three indices

I. A first step: the classical dilemma relationship

II. The capital flows restriction index

Chapter 2: The trilemma constraint: existence and performance

I. Econometric analysis of the trilemma existence

II. Performance of countries under the trilemma constraint

Chapter 3: The determinants of choice under the trilemma constraint

I. Benchmark triangle graph: countries' choice under the trilemma constraint

II. Model of choice optimization

III. Empirical analysis of the preference parameters

General Conclusion

2. 本論文の内容

論文は3つの章から構成されている。

序章で本論文の課題と方法、そしてこの分野の先行研究の概観を説明した後、第1章ではまず、為替レートの安定性指標と金融政策の独立性指標が、それぞれ（各国の実質実効為替レート対数値の標準偏差を全ての対象国に関する同様の値の平均値で割った値）、（1プラス当該国短期市場金利と主要4カ国短期市場金利平均値との相関係数を全ての対象国に関する同様の値の平均値で割った値）として計算される。論文では次に、このデータを使って、金融政策の独立性を追求するほど為替レートの変動が大きくなるというディレンマの関係が存在することを、（原則として）56カ国に関する1970、80、90、2000年代のデータについて検証する。プールしたデータを使った固定効果モデルを含め、多くのケースでディレンマの関係の存在が確認された。

第1章後半では、トリレンマの関係の実証のため、IMFの各国通貨制度に関する資料（Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions）に基づいて、資本移動規制の強さを表す指標が、各国について10年毎に作成される。同資料の資本移動規制に関する情報は、1997年以降大幅に拡充されており、このままでは、1997年前後で連続したデータとして使うことができない。そこで本論文では、以下の方法でデータの接合を試みている。

1996年までは国際資本取引に伴う支払いに関する規制の有無に対応したダミー変数がそのまま資本移動規制の強さを表す指標として使われる。同資料の国際資本移動規制に関する情報が13項目と格段に充実した1997年以降については、1996-1997年のデータを用いて、国際資本取引に伴う支払いに関する規制の有無に関する1996年の判定が、1997年における国際資本移動規制に関する13項目の情報の主成分にどのように依存しているかを、確率モデルで推計し、このモデルの理論値を1997年以降の資本移動規制の強さを表す指標としている。

第1章ではまた、以上のようにして得られた3つの指標について、記述統計量や1970年代以降の推移が報告されている。

第2章では、金融政策の独立性を高め、資本移動を自由化するほど、為替レートの安定性が失われるというトリレンマの関係が存在するか否かを、検証している。その結果、インフレ率と経常収支不均衡という2つの条件についてコントロールすると、トリレンマの関係が頑健に観察されるとの結果を得ている。この、条件付きトリレンマの存在という結果は、人的資本や経済制度の整備など、一定の条件下で経済収束が観察されるという、条件付き収束の結果に似ている。高インフレ国や経常収支の大幅赤字国では、金融政策の独立性や自由な資本移動を放棄しても、為替レートを安定化することは容易ではないが、インフレ率や経常収支不均衡がほぼ同一水準の国の間では、緊密なトリレンマの関係が観察されることを意味する。

第2章後半では、得られた条件付きトリレンマの推計式から、各国のパフォーマンスの水

準（3つの目標の同時達成の程度）が測定され、どのような国が高いパフォーマンスをあげているかを推計している。その結果、他の条件を一定として、貿易依存度が高いほど、一人当たりGDPが高いほど、経済に占める製造業の割合が低いほど、またEUに加盟していると、パフォーマンスが高くなるとの結果を得ている。

第3章では、各国がトリレンマのもとで3つの政策目標について、損失の加重和を最小化する行動を取っていることを仮定して、観察された政策目標の達成度合いから、加重ウェイトを算出し、国の属性と3つの政策目標のうち何を重視するかを選好の間でどのような関係があるかを検証している。また3角形の図を用いて、各国の選択がどのように異なり、時間を通じて変化したかが、記述的に分析されている。その結果、経済大国ほど為替レートの安定を軽視して資本の自由化を重視する、貿易依存度が高い国ほど金融政策の独立性を軽視して資本移動の自由化を優先する、豊かな国ほど金融政策の独立性を軽視する、などの結果を得ている。また、2000年代には多くの国で為替レートの安定性を重視するようになった事が示されている。

最後に終章では、主な結論が纏められ、今後に残された課題について議論されている。

3. 評価

以上のような内容をもつ本論文は、周到なデータ収集と注意深い加工により、56カ国に関する1970年以降という、かなり大規模なサンプルについて実質為替レートの安定性、金融政策の独立性、国際資本移動規制に関して、比較的適切と考えられる指標を作成し、その指標を使って、各国政府が直面するトリレンマと呼ばれるマクロ経済政策上の制約の存在を（条件付きながら）確認し、更にこの関係について興味深い考察を加えた点で、高い評価を与えることができる。

その第一は、開放経済におけるマクロ経済政策について重要な含意を持つ関係を見出した点にある。今日多くの国では、金融政策、外国為替市場への介入をはじめとする為替政策、そして資本移動に関する規制は、財務省、中央銀行など複数の政策当局が、必ずしも十分な協調無しに行っている。トリレンマの存在に関するFabien Durringer氏の結果は、このような現状を考え直す必要を提起する、意義深いものである。

論文の第二の特徴は、トリレンマの存在に関する検証にとどまらず、各国のパフォーマンスの水準（3つの目標の同時達成の程度）を測定して、どのような属性の国が高いパフォーマンスを達成できるかを調べたり、観察された各政策目標の達成度合いから、3つの政策目標のうち何を重視するかという各国の選好を推計し、これが当該国の属性にどのように依存しているかを調べたりするなど、興味深い分析を進めた点にある。これらの分析の結果は、開放マクロ経済の最適経済政策や通貨統合に関する理論研究にも重要な示唆を与える成果として、評価できる。

本論文は以上のような内容をもつ労作である。しかし、労作であるがゆえに、口述試問

においては以下の幾つかの点にかんして議論があった（なお、論文の構成や記述、推計手順の仕方などにかんしても若干の指摘がなされたが、改訂稿ではそれらがすべて改善されていることを付記する）。

第一は、第3章で分析されているとおり、トリレンマの関係にある3つの政策目標が、各国政府によって選択されている内生変数であるなら、第1章と第2章の計量分析はこの内生性を考慮して行うべきだという指摘である。

第二は、欧州の通貨介入制度や通貨統合の影響に関する評価の方法である。論文ではEU加盟の有無を表すダミー変数によってこれをとらえ、EU加盟国がパフォーマンスの向上を享受できることが示されているが、介入制度や通貨統合に限定してその効果を見るべきだという指摘である。

第三は、トリレンマに関する新しい研究成果に言及し、本論文との違いを明記すべきだという指摘である。

第四は、条件付きトリレンマの関係をどのように理解すべきか十分に説明されていないという指摘である。これは実証だけでなく、トリレンマの理論的基礎をどのように考えるかという課題とも関係する。

第五は、トリレンマにおける金融政策の独立性や為替レートの安定性は、本論文のように多国間の枠組（例えば、主要4カ国の平均金利とどれほど金利を乖離させるか）ではなく、2国間の枠組で考察されることも多く、そのような分析も必要であろうという指摘である。

第一と第二の点については、再推定が行われ、これらの問題を修正しても主な結果は変わらないことが確認された。第三と第五の問題については、論文に加筆され、コメントに答える努力がされた。ただし、内生性や理論的基礎に関する指摘等は、大きな問題であり、論文の構成自体を変える可能性を含めて、今後の課題として残ったことも事実であろう。

以上、残された課題は決して小さくないものの、それは本論文への評価を変えるものではない。データの探索と新しい指標の構築、先行研究の吟味、注意深い計量分析、得られた含意の検討とこれに基づく更なる仮説の構築とその検証、等の面で、本論文に結実したFabien Durringer氏の仕事には高い評価を与えることができる。ここに、審査および面接の結果をふまえ、Fabien Durringer氏の学位申請論文は一橋大学博士論文（経済学）に値するものと、審査員一同判断する。

2009年11月11日

審査委員（五十音順）

浅子 和美

小川 英治

奥田 英信

北村 行伸

委員長 深尾 京司