

氏 名	和 平
学位(専攻分野)	博 士 (経 済 学)
学位記番号	経 博 第 315 号
学位授与の日付	平 成 19 年 9 月 25 日
学位授与の要件	学 位 規 則 第 4 条 第 1 項 該 当
研究科・専攻	経 済 学 研 究 科 経 済 動 態 分 析 専 攻
学位論文題目	China's RMB Exchange Rate Regime Option in Gradually Increasing Capital Mobility (漸進的資本自由化に伴う人民元為替制度の選択)
論文調査委員	(主 査) 教 授 岩 本 武 和 准教授 島 本 哲 朗 准教授 宮 崎 卓

### 論 文 内 容 の 要 旨

本論文は、漸進的に資本移動の自由化を進める中国にとって、望ましい為替相場制度はどうあるべきかという問題を、理論的・実証的に分析した堅実な論文である。1996年にIMF 8 条国に移行し、經常勘定については為替を自由化した中国は、資本勘定については漸進的な自由化を進めている。他方、2005年7月21日に、人民元を事実上のドルペッグ制度から、通貨バスケット制度へ移行させ、人民元を対ドル為替相場で約2%切り上げる、という為替相場制度の大きな変更を実施した。このように中国政府は、現実の政策オプションとしては、いわゆるトリレンマ命題が否定する漸進的な資本移動の自由化と中間的な為替相場度を採用している。本論文は、こうした理論と現実とのギャップを埋める問題意識に基づいている。

全体は6章から構成されており、為替レートと資本移動に関する実証分析(第2章と第4章)と、為替相場制度に関する理論的・制度的分析(第3章と第5章)が本論文の中核部分である。第1章では、これまで行われてきた中国の為替相場制度や金融・資本の自由化に向けての国内的・対外的な改革が歴史的に概観され、第6章では、全体の結論および本論文の貢献と今後の課題がまとめられている。以下では、本論文の中核部分である第2章から第5章までの内容を要約する。

第2章は、いわゆるトリレンマ命題(impossible trinity proposition)が、現実に中国に妥当するかどうかを実証的に分析したものである。本章では、中国が為替相場制度を変更する以前の1980年-2003年分析対象とされ、分析方法は、資本移動に関しては、フェルドシュタイン=ホリオカ(FH)のテスト、また金融政策の独立性に関してはフランケル他で採用された方法が適用されている。その結果は、①FHテストでは、中国の国内投資と国内貯蓄には有意で正の相関が観察され、資本移動は極めて限定的であること、②米国の短期金利と中国の短期金利の間には有意な相関関係が観察されず、比較的独立した金融政策が採用されてきたことが明らかになった。したがって、この期間における中国は、事実上のドルペッグという固定相場制の下で、資本移動を規制することによって、比較的独立した金融政策を維持してきたというトリレンマ命題が妥当する、という結論が導き出されている。

第3章では、本論文が理論的に依拠する「トリレンマ命題」、および資本移動の完全性を仮定した場合に得られる為替相場制度の2つの選択肢である「両極の解」について、オリジナルのマンデル=フレミング・モデル(MFモデル)に遡って検討が加えられ、MFモデルが前提としている「資産の完全代替」を仮定しない(内外資産のリスクプレミアムが異なる)「ポートフォリオ・バランス・モデル」に依拠すれば、「トリレンマ命題」や「両極の解」は必ずしも厳密には成り立たないことが述べられる。その上で、資本移動の不完全性と中間的な為替相場制度の両立を主張するウィリアムソンのBBCルール(band-basket-crawl)が支持される。

第4章は、「国際的な資本市場への統合」と「国内における金融深化」との関係について、「現在の中国(1995年-2005年および1987年-2003年)」と「かつての日本(1975年-1985年および1970年-1985年)」とを実証的に比較分析したものである。両者を比較研究する理由は、①当時の日本が固定相場制から変動相場制への移行期に当たり、それに伴い資本規制を自由化して行かざるを得なかった時期に当たっていたこと、②また貿易黒字による巨額の外貨準備が国内の金融政策を制約し

ていた（市場介入と不胎化を繰り返さざるを得なかった）こと、③さらに円高への政治的な対外圧力があったことという点においても、現在の中国が直面している課題と類似している側面が多いからである。

本章の分析方法は、資本市場の統合度については、Cheung他〔2003〕が香港と台湾について行った実質金利平価乖離（RID）、カバーなし金利平価乖離（UID）、相対的PPP乖離（RPD）を、当時の日米間および現在の米中間に適用して単位根テストを行い、金融深化と資本市場の解放度の関係については、Chinn and Ito〔2001〕の回帰分析で用いられた変数を採用して回帰分析を行っている。その分析結果は、①現在の中国の国際的な資本市場への統合度は、当時の日本よりも高い、②国際的な統合度と国内の金融深化の関係については、当時の日本では有意な正の相関が見いだされたが、現在の中国には負の関係が見いだされた、③したがって、現在の中国における金融深化は、資本市場への統合や当時の日本の金融深化に比べて、大きく遅れをとっていることである。このような分析結果から、本章では、現在の中国には、現在の管理フロート制からより弾力的な為替相場制度へスムーズに移行する必要条件が欠けていて、変動相場制への移行は時期尚早であると結論づけている。

第5章では、今日のグローバル・インバランスの中で中国の国内・対外不均衡が占める位置づけや、それを前提にした人民元の過小評価をめぐる論争などを整理した上で、今後の人民元の為替相場制度を展望している。2005年7月21日に中国政府は同時に人民元をドルに固定するというドルペッグ制度から、複数通貨から構成される通貨バスケットを参照にしながら為替相場政策を行うという緩やかな通貨バスケット制度へ移行し、人民元を対ドル為替相場で2%切り上げた。通貨バスケットを参照にした為替バンド制度という弾力的な為替相場制度に変更されると、自由な資本移動の下でドルペッグ制度を続けたならば制限される金融政策の独自の運営に対して、通貨当局はある程度の自由度を確保することができる。筆者は、この為替相場制度の変更を、ウィリアムソンが支持するBBCルールへの移行であると位置づけ、通貨当局による為替バンド維持への信認があれば、通貨当局の介入と民間経済主体の投機は同じ方向に向かうので、両者の間に蜜月関係が生まれるとするクルーグマンの「ハネムーン効果」を使って、この制度変更を支持している。

## 論文審査の結果の要旨

本論文は、中国政府が進めている「漸進的な資本移動の自由化」と、いわゆる「中間的な為替相場制度」が、独立した金融政策という国内的要請と、人民元の切り上げ要求などの対外的要請という制約条件の下で、短期的および中長期的に持続可能であるか、というテーマを、理論的・実証的に分析した堅実で貴重な研究成果である。

付言すれば、本論文を準備している最中の2005年7月21日に、中国政府は人民元を事実上のドルペッグ制度から、複数通貨から構成される通貨バスケット制度へ移行し、その結果として人民元を対ドル為替相場で約2%切り上げる、という為替相場制度の大きな変更が生じたことは、本論文を作成する上で大きな影響を及ぼした。

本論文は、為替相場制度と資本移動に関する実証分析（第2・4章）と、理論分析（第3章・5章）に分けることができ、以下のような学問的貢献を挙げることができる。

第一は、中国が為替相場制度を変更する以前の1980年－2003年を分析対象とし、いわゆるトリレンマ命題（impossible trinity proposition）が、この時期の中国に妥当するかどうかを実証的に分析したことである。この命題に関して、中国を対象とした叙事的な先行研究はあるが、実際に妥当するかどうかを検証した実証研究は限定されるので、貴重な貢献と考えられる。分析方法としては、フェルドシュタイン＝ホリオカ（FH）のテストや、フランケル他で採用された方法が適用されているが、その結果は、①中国の国内投資と国内貯蓄には有意で正の相関が観察され、資本移動は極めて限定的であること、②米国の短期金利と中国の短期金利の間には有意な相関関係が観察されず、比較的独立した金融政策が採用されてきたことが明らかにされている。したがって、この時期における中国は、「事実上のドルペッグという固定相場制の下で、資本移動を規制することによって、比較的独立した金融政策を維持することができた」という直感的には、いわば自明な結論が導き出されているが、この結論をオーソドックスな実証分析によって裏付けたことの学問的意義は大きい（なお、この部分は中国語の査読雑誌に受理され公表されている）。

第二は、上記の2005年7月21日の中国の為替相場制度の大きな変更を受け、「国際的な資本市場への統合」と「国内における金融深化」との関係について、「現在の中国（1995年－2005年および1987年－2003年）」と「かつての日本（1975年－

1985年)」とを実証的に比較分析した点である。分析結果は、①現在の中国の国際的な資本市場への統合度は、当時の日本では有意な正の相関が見いだされたが、現在の中国には負の関係が見いだされた、③したがって、現在の中国における金融深化は、資本市場への統合や当時の日本の金融深化に比べて、大きく遅れをとっていることである。このような「対外的な資本市場の開放度」と「国内の金融深化」の関係に関する本格的な日中比較は、ユニークで貴重な貢献である。

第三に、このような実証分析を受けて、「現在の中国には、現在の管理フロート制からより弾力的な為替相場制度へスムーズに移行する必要条件が欠けていて、変動相場制への移行は時期尚早である」という結論も妥当なものであろう。特に、2005年7月21日の中国の為替相場制度の大きな変更を、ウィリアムソンの「BBCルール」(band-basket-crawl)の適用例として支持した点は、興味深い問題提起である。

本論文は、以上のような学問的貢献を有しているが、今後に残された課題として、以下の点が指摘される。

第一に、実証面における堅実な分析に比べて、理論面において動学分析がなされていないことには不満が残る。特に長大な第3章は、マンデル＝フレミング・モデルやポートフォリオ・バランス・モデル等の周知の理論を網羅的に解説している部分が冗長すぎ、結論そのものも常識的に理解されることがらである。この分野で理論的なオリジナリティーを出すには、やはり動学モデルに踏みこまなければならないであろう。

第二に、同じく理論分析に属する第5章においても、中国が抱える国内不均衡の叙述が網羅的で、また国内人民元の過小評価に関して多くの論争について言及してはいるものの、それらに対する筆者自身の評価が明確とは言えない。結論に至るプロセスをさらに明確にする努力が必要であろう。

第三に、堅実な実証分析は本論文の特徴ではあるが、分析結果の解釈について、筆者はもう少し踏み込んだ説明をすべきであろう。例えば、第2章で対象とされた時期以降、中国政府は、ドルペッグという固定相場制から管理フロート制へ移行し、厳格な資本規制から漸進的な資本移動の自由化へと進み、現実の政策オプションとしては、本章で実証されたトリレンマ命題が否定する中間的な為替相場制度を採用している。これについてどのように解釈すべきであるか、筆者自身の考え方がもっと展開されてよかったです。

このような課題は指摘されるものの、それらのうちには、現在進行形で展開している中国の制度変化に対応すべきものも含まれ、中国の為替相場制度と資本移動に関する先行研究と比較しても、本論文で提示された実証分析とその結論の学術的価値は高いものと考えられる。よって、本論文は博士(経済学)の学位論文として価値あるものと認める。

なお、平成19年8月9日、論文内容とそれに関連した試問を行なった結果、合格と認めた。