

# 論文審査の結果の要旨

佐藤清隆、The Internationalization of the Japanese Yen in East Asia.

(和訳：『東アジアにおける円の国際化』)

## 審査結果

本論文は、アジア通貨危機やヨーロッパにおける通貨統合をきっかけにして、日本の内外で関心が高まっている「東アジアにおける円の国際化」を研究の対象に取り上げ、なぜ東アジアにおいて円の国際的使用が期待通りに進まないのか、その原因を詳しく分析したものである。

日本の政策当局、市場関係者も、また多くの研究者もほとんど異口同音に、金融市場の整備を円の国際化の必要条件に挙げているのにたいし、著者は実物的要因、具体的には貿易相手国の構成に原因があることを強調している。この立場は、必ずしも著者独自のものではないとはいえ、自ら広くデータを収集し、これを最新の計量分析の手法を使っ実証し、結論を導いている。

このように地味な作業に真面目に取り組んだ姿勢は、高く評価できる。佐藤清隆君が、今後、研究者として自立していく資質を十分に示していることは疑いなく、博士（経済学）の資格要件を満たしていると、審査員は全員一致して判断した。

## 論文の構成とその概要

本論文は、英文で172頁（目次を含む）に達し、6章から構成されている。各章の概要は以下のようにまとめられる。

### 1. Introduction

まず本論文の対象と目的を明示し、続いて次のような事実を問題として設定している。

1980年代後半に日本から東アジアへの直接投資が進み、東京オフショア市場（JOM）が開設されるなど金融市場の国際化が進められたことから、円の国際化が進展すると期待が高まっていた。ところが、実際には、1990年代に入って日本と東アジアの貿易で円建取引が後退したり、この地域の準備通貨として、円がドイツマルクを下回っているとされる。何が円の国際化を妨げてきたのか、というのが究明さるべき問題である。

### 2. The Role of the Yen in Trade Transactions

貿易取引通貨に関する従来の理論的展開を整理し、日本の現状を地域別、品目別に詳しく検討した。先進諸国では、とりわけ工業製品の輸出に自国通貨による取引の多いのが一般的である。しかし、日本では対米取引のみならず、東南アジアからの輸入にも米ドルの割合が大きいという特徴がある。

このように円建貿易があまり進まない理由として、①輸出の中で対米の割合が大きいこと、輸入面では原燃料の比重が大きいことなど、日本の貿易構造にみられる特異性、②資金運用の場として TB・FB 市場、貿易金融の便宜には BA 市場など、短期金融市場の未発達、これまで指摘されてきた。

しかし実物的な側面からみると、1980年代から90年代にかけて、日本の輸出の中で対米の割合が低下し、輸入でも原燃料がさらに大きく低下するなどの変化があった。これらはいずれもドル建ての比重を後退させ、逆に円建の比重を増大させるはずであるが、事実はそうになっていない。東アジアとの貿易が増大してきたことも、円建の増大につながるはずであるが、1990年代にはこの地域でも円建の取引が低下していることに注目している。

この章で指摘されている事実は、従来から各方面で注目されてきたことで、特に目新しい発見があるわけではない。ただし1980年代には進展すると思われた東アジアの円建貿易が90年代に入って後退したことを強調して、第3章の実証分析につなぐ重要な伏線としている。

### 3.Currency Invoicing Patterns and Pricing-To-Market

本章は、本論文全体のいわば山をなす部分であり、円建の取引が進まないことを、市場シェアの安定を目指した価格設定、いわゆる PTM (Pricing-to-Market) 戦略からどこまで説明できるかを、計量分析の手法を用いて丹念に検証している。

先行研究では、PTM の理論は対米輸出において妥当し、それがこの取引で米ドルが主に使われる理由とされてきた。他方で日本の対東アジア輸出において円建が大きいことの原因は、為替リスクを輸入者に転化するのに、円建の方が便利だからであるとされてきた。

まず検証すべきモデルを特定し、輸出価格(円表示)の為替相場にたいする弾力性(PTM弾力性)を計測している。具体的には、一般機械、電気機械、輸送用機械から13品目を選び、1988年1月から99年12月までの月次データを用いて、対東アジア、対米の輸出価格をそれぞれ円ドル為替相場に回帰させる。

この結果で注目すべきは、対米輸出品目の全体のみならず、東アジア向け輸出の中では電気機械(IC、トランジスター、ファクシミリ、VTR)に関して、PTM弾力性が正の値をとり統計的に有意なことである。すなわち、為替相場が変動した時にドル建ての輸出価格を安定させる行動がとられていることを示唆している。それは、これらの取引では米ドル建が多いことと整合的である。

こうした結果とは対照的に、東アジア向け輸出の中でも一般機械や輸送用機械では、PTM弾力性がゼロの可能性が高く、これはこうした品目で円建取引が多いことと整合している。

対米輸出においてPTMが妥当することは、半ば通説化しているところであるが、対東アジアの輸出の中でも、電気機械に同じような傾向が見られることを検証したのは、著者の貢献である。ICや半導体では製品差別化が難しいので、ドル建取引になじみやすいこ

とは分かるが、ファクシミリやVTRにまで輸出価格の安定化が図られていることは興味深い。ドル建て取引とPTM戦略との関係は緊密であり、対東アジアの貿易で近年の成長品目である電気機械がドル建てで取引されるのも、同じ理由によると考えられる。また最近の東アジアの貿易で、このようにドル建てで取引される品目の伸びが、全体として円建てのシェアを抑える一因になっている。

#### 4. Trade Relations, MNC's Activity and the Yen internationalization

日本と東アジアの経済取引は、1980年代後半の日系企業（とりわけ電気機械産業）の直接投資＝現地生産によって大きな影響を受けてきた。現地法人と在日本社との間の企業内取引が貿易の大きな比重を占めるようになり、ここでは円建て取引が主流になるとみられていた。ところが実際には、電気機械の取引でドル建てが依然として大きいことをどのように解釈するかが、大きな疑問として残されている。

著者は、東アジアに進出した日系企業の輸出先は日本が大きな比重を占めるのに対し、同地域の輸出全体から相手国をみると、アメリカが圧倒的に大きいことを指摘している。この二つの事実から推測されるのは、日系企業による現地および近隣諸国への販売は、最終的には地場企業によって加工された上で、対米輸出されていることである。電気機械の取引が多くドル建てで行われているのは、結局、最終的な輸出先がアメリカ市場であることに規定されていると、結論している。

次いで、東アジアで唯一、貿易取引通貨に関するデータが利用可能な韓国の貿易を取り上げ、円の役割が検討されている。ここではドル建てが圧倒的に大きく、円は輸出の5%前後、輸入の10%前後に過ぎない。こうした取引通貨の構成は、日本の場合と同じ手法で韓国機械輸出のPTM弾力性を計測した結果とも整合している。

#### 5. Japan's Financial Intermediary and the Role of the Yen

これまでは貿易取引における通貨の選択を考察してきたのに対して、この章では一転してJOM（オフショア市場）の機能を中心にして、日本と東アジアとの間の金融取引を対象にしている。JOMが設立されて以降、日本とシンガポールおよび香港との間で円建て取引が急増してきた。しかしこれは東アジアにおいて円建ての国際金融取引が発展する可能性を示している訳ではない。急増した取引の大半は、邦銀が国内で課せられる規制（日銀の「窓口指導」）を免れるために利用しているのにすぎないからである。

東アジアの諸国は対日本で大きな貿易赤字を抱え、これは円建てで決済するしかないので、潜在的には円資金への需要が大きいはずである、しかるにこうした側面からの円建て資金需要が伸びないのは、外国為替市場や通貨スワップ市場がドルを基軸に編成され、これらを利用すると低いコストで円決済が可能になることによる。

#### 6. Concluding Remarks

最後に、以上の分析結果を、バブル崩壊後の経済情勢と関連させて要約し、今後の研究を通じてはたすべき課題を指摘して稿を結んでいる。

なぜ東アジアにおいて円の国際的使用が期待通りに進まないのか、その原因を実物的な側面から解明することに本論文の特徴がある。なかでも貿易取引通貨に関する分析が大半を占める。貿易取引に議論が集中したのは、金融資本市場の重要性を強調する通説を一方では肯定しながらも、金融取引における米ドルの便宜性が残る限り、円建国際金融の利用は制約されているとみているからであろう。

したがって、東アジアにおいて円の国際化を進めるためには、日本とこの地域との実物取引よりいっそう緊密になること、なかでも日本が東アジア諸国の輸出市場としてますます重要になることが決定的であるとしている。

### 全体的な評価

この論文の中で評価すべき個所は次のようにまとめることができる。

①使用されているデータの多くはすでに公表されているものではあるが、それらを広範に渉猟、適切にまとめあげた努力は多ししなければならない。なかでも韓国の貿易取引通貨に関する統計に着眼し、実証分析に用いたところなどには、資料探索への強い執着が読みとれる。

②計量分析のモデルは、著者が独自に開発したものではなく、Fukuda and Ji (1994)などに依拠しているが、対象品目の範囲と扱う時期を広げることで、異なった結果を導いている。先行研究では、日本の東アジア向けの機械輸出ではPTM弾力性が小さく、円建貿易が多いことを指摘したのに対し、著者は視角を広げることによって、電気機械ではドル建取引とPTM弾力性との密接な関連を取り出すことができた。この「発見」は丹念な実証精神がもたらした成果であり、本論文の大きな長所である。

③計量分析の部分では、非定常性（単位根）の検定、共和分の分析、誤差修正モデルの推定など近年開発されてきた時系列解析の手法を概して有効に利用している。こうした方面の知識は、著者が大学院在学の末期から新たに修得したものであり、このように自発的な研究意欲は高く評価できる。

④本論文の基本的な部分は、いわゆるレフェリー付きの海外学術誌に掲載されたもの一件、国内の研究誌に掲載されたもの二件、海外の学会で発表されたもの一件から成り、しかも博士論文にまとめるにあたって、これらの論稿にあらためて改訂の努力を払っている。ここにも、研究者としての真摯な姿勢がよくあらわれている。

### 残された課題

①通貨の国際化を論じる際に、著者の関心は貿易取引にほとんど集中しているが、従来の

研究史からすると、やや一面的である。本論文の議論の運びに即してみても、金融自由化、国際化の中で貿易取引通貨の選択がなぜそれほど重要な意味をもつか、という疑問に答える必要がある。為替のカヴァーやヘッジをした時に、どれくらいのコストがかかるかについて、まだ十分な説明がなされてはいない。

著者は、貿易取引に限らず、東アジアにおける通貨統合の将来性といった論点にも、関心を持っているようではあるが、今後は研究の視野を広げることが望まれる。

②金融取引において円の使用が制約されている理由については、概して通説に従っているようであるが、この点はまだ究明不足という印象が免れない。たとえば、東京オフショア市場がなぜ文字通りの「オフショア」取引に発展しないかについて、日本銀行の「窓口指導」との関連を述べている。ところが「窓口指導」が廃止された後に、邦銀の国内店と海外支店間での取引がどうなっているか、他にこの市場を利用している金融機関はないのかなど、まだ解明すべき点が残されている。

③計量経済分析については、よく努力の跡がうかがわれることはすでにふれた。とはいえ、近年開発された手法はまだ評価が定着したとは言い難いところがあり、推定される方程式にどこまで信頼がおけるか、それが正しいとしても、その意味をどのように解釈すべきかなどを、今後さらに研究することが望まれる。

しかし、このように課題として列挙した点は、学界においてもまだ解明が遅れていたり、定説が現れていないものが少なくない。本論文の課題として追記したのは、著者の真剣な研究意欲を今後に生かしてもらいたいという期待があるからである。全体として著者は博士（経済学）の学位にふさわしい研究能力と自覚を備えていることは疑いなく、この点は口述試験においても確認された。くり返しにはなるが、審査員全員が一致して佐藤清隆氏への学位授与に賛同した。

審査委員

石見 徹 (主査)

伊藤正直

国友直人

柴田徳太郎

福田慎一