

2018年5月27日(日)@専修大学
日本金融学会2018年度春季大会

江阪太郎氏・藤井隆雄氏
「固定相場制と財政規律:
Synthetic Control Methods による実証」
討論



塩路悦朗(一橋)



本稿の問いかけ

(例) エクアドルは2000年、自国通貨を捨てドル化した

このことが財政規律に及ぼした影響は？



どうすればわかるか？

「ドル化が起きなかった、パラレル
ワールドにおけるエクアドル」のパ
フォーマンスと比較すればよい

そんなものはない！！

いや、ある！！

・・・作れば

本稿の発想

- ドル化まではエクアドルと経済条件が全く同じだったがドル化しなかった国
- ...というのは見つからないが、
- いくつかの(ドル化しなかった)国の加重平均としてそういう「**仮想エクアドル**」を構築できる

$$\begin{aligned} &0.14 \times (\text{ノルウェー}) + 0.39 \times (\text{ヨルダン}) \\ &+ 0.26 \times (\text{マダガスカル}) + 0.20 \times (\text{モルドバ}) \\ &= (\text{仮想エクアドル}) ! \end{aligned}$$

全体的な評価

- 研究テーマは明らかに重要
- とても面白い手法を使っている
- 特に、DIDを使っている点は重要な貢献であり、好感がもてる

コメント1 被説明変数

- 財政「規律」の指標はPB/GDPでよいのか
 - 先行研究もたぶん同じ変数を使っているのだろうが...
 - 債務GDP比率が(穏当な)定常値に向かって長期的に収束していく傾向があるかどうかが大事なのではないか？
 - それにはどうしても長い期間のデータを見る必要があるのだが
 - その国のその時の景況などを考慮しなくてよいのか？(循環要因を除いた構造的PBを使えないか)

コメント2 これらは解決策はないので 言っても仕方ないのかもしれないが

- やはりサンプル(変動→固定の件数)が少ないのではないか
 - ユーロ圏の例が多く、それらを除くとさらに少ない
 - その割に、各件ごとの異質性(固定為替を採用した背景・理由)が大きい
- 分析期間・・・固定採用の前5年・後5年では短すぎるのではないか
 - 「仮想エクアドル」の作成にあたり、対象を「同じ年の」ほかの国に限る必要はあるのか？

コメント3 説明変数

- 仮想エクアドル＝エクアドルにいくつかの側面で「似た」国・・・**どういう側面で？**
 - － 説明変数のセットの選択が極めて重要
 - － 本稿のチョイスは適切か？
- 本稿で使ったのはGDP、1人あたりGDPなど＝短期的にはあまり大きく変化しない「国家の（半・固定的な）経済特性」を表す変数が多い

つづき

- その時々^にその国が置かれた経済状況・・・
景気、経常収支、為替の過大(過小)評価度
合い^(次ページの注参照)など・・・をもっとコントロールし
なくて大丈夫か？
 - 現時点で含まれているのは成長率くらい
- あるいは、DIDを推定する段階でこれらを説明変
数に加えてその影響をコントロールできないか？
 - 景気なども為替制度のチョイスの影響を受けるから入れてはだめ？

つづき

- (注) 同じユーロ圏と言っても、統合後に通貨が割安になった国では、財政出動の誘因は小さかったであろう。割高になった国はしんどかったであろう。そういった違いを考慮に入れられないか？

つづき

- 制度の質、政府への信頼、政治的安定などの要因も考慮すべきではないか？
 - 国民からの信認のない政府が固定為替に「コミット」してもあまり信じてもらえないかもしれない
- 中央銀行の財政当局からの独立性？
 - 財政ファイナンスへの誘惑の強さに影響

コメント4 為替レジームの分類

- 本稿では為替レジームをDe factoのレジームとして定義しているが
 - ・・・本当にそちらの方が大事なのか？
- 政策当局が投資家にある種のコミットメントの意思をCommunicateするためには、公式のレジームのアナウンスでなくてはならないのではないか？
 - De Factoのレジームだったらいつでも変えられる

コメント5 為替制度変更そのものが もたらす経済効果について

- 本稿の議論によれば、資本移動自由の下では、固定為替にすると、対外借入しやすくなる。それはたぶん民間も同じ。だとすると...
- 固定為替導入→海外から資金が民間部門に大量流入→ブームが発生→税収が増えPB好転
...という可能性もありそう。
- こうした影響を取り除くべきか(本稿の目的に照らし合わせて)? 取り除くとしたら、どうやって?

コメント6

ユーロ圏通貨統合の特殊性

- マーストリヒト条約、安定・成長協定の役割についてさらに議論深める必要
- 特にERMの段階では、まじめにやらないと最終的に仲間に入れてもらえない可能性があった
→財政規律を高める誘因が普通より大
- そこから得られた結論をどのくらい、通常の為替ペッグに拡大できるだろうか？

コメント7

通貨統合VS一方的ドル化

本稿中でも両者の違いは議論されているが・・・

- ユーロ圏の通貨統合：統合以前から、最大の懸念の1つは、参加国がECBによる財政ファイナンスにただ乗りしようとする誘因を持つのではないかという問題だったと思われる
(本稿によるとDe Grauweは域内他国の財政当局による救済可能性を重視していたようだが)

- 対等な通貨統合（ユーロ圏など）：困ったら
ECBのような中央銀行が助けてくれるのではないか、という期待が持てる
→財政規律がゆるみやすい
- 一方的なドル化（エクアドルなど）：通貨危機
におちいってもFRBは助けてくれるどころか、
気にもしてもらえないであろう
→財政規律は働きやすい

コメント8 理論について

①資本移動規制との関係について: 論文 **P.22**

- 同ページ上半分 筆者の議論＝資本移動規制をしていると、財政規律が失われたときに通貨アタックを受ける危険がある → **本当か？** 規制をしていれば、アタックされても怖くないのでは？
- 同ページ下半分 筆者の議論＝資本移動規制がないとアタックされやすい→こちらのほうが正しいような気がする
- このページを読む限り、**中央銀行の財政当局からの独立性**がカギになりそう。資本移動規制下で中央銀行が独立だと、財政規律を高めざるを得ない。

理論について

② 資本移動自由のケースについて

- 固定為替下では金融政策の自由度が喪失



- 本稿の議論：代替的な景気安定化手段として
財政政策が使われやすくなる

→ 財政規律の低下 ... ?

- 少なくとも理屈の上では・・・景気がよいときには財政を引き締め、景気が悪いときに財政をゆるめるようにすれば、平均的に見てPBが悪化する必然性はないようにも思える。

細かいコメント

- いくつかの国でMSPEが「ゼロ」というのは何か不自然な感じがする(特にユーロ圏のハードペッグで多く見られる)
- フィンランド・・・なぜ特定の国のウェイトが1に行きがちなのか？
- 「どの外貨建てで借り入れしているか」(あるいは、そもそも多額の借り入れをしているか)という情報も、おそらく重要では。