

金融学会要旨

ドルペッグ下における金融危機と通貨危機

一橋大学商学部 小川英治

一橋大学大学院 孫立堅

1997年7月のタイバーツ危機に始まったアジア通貨危機では、危機がタイからフィリピン、インドネシア、韓国へ伝染し、これらの国の政府がIMFに金融支援を要請するまでに至っている。アジア通貨危機は次の特徴を持っている。第一に、通貨危機とともに金融機関が経営破綻に至るといふ金融危機が同時に発生した。金融危機に関連して、十分な審査能力を持たない金融部門の脆弱性が指摘され、IMFのコンディショナリティにも銀行部門のリストラが盛り込まれている。第二に、通貨危機に直面した国の通貨当局は事実上、本国通貨をドルにペッグする為替相場政策を採用していた。この事実上のドルペッグは経常収支面と資本収支面の両方に何らかの影響を及ぼした可能性がある。第三に、従来の通貨危機で問題とされるマクロ経済変数については、実質為替相場および経常収支を除いてパフォーマンスはけっして悪くはなかった。とくに、財政収支や貨幣成長率は際だった問題点として指摘されてはいない。

本報告では、危機に直面したアジア諸国が事実上のドルペッグを採用していたことが金融危機と通貨危機にどのように影響を及ぼしたのかを考察した。とりわけ、ドルペッグを採用したことがこれらの国々への資本流入にどのような影響を及ぼしたかについて実証分析を行った。

その実証分析では、IMFに金融支援を要請したタイとフィリピンとインドネシアと韓国において、為替相場変化率で調整した金利差と為替リスクと国内GDPを説明変数として資本移動額（「証券投資＋その他投資」と「その他投資」）について回帰分析を行った。そして、その推定式を利用して、ドルペッグではなくバスケットペッグを採用していたならば、どれほどの資本移動額となったかについてシミュレーション分析を行った。ここでは、バスケットペッグを採用することによって、各国通貨に対するドル相場の変動が2倍に拡大する一方、外国通貨に対する円相場の変動が半分に縮小する状況を想定している。

このような想定は、特に、1995年4月以降の円安ドル高が進行する中で、為替相場変化率で調整した金利差に影響を及ぼす可能性がある。たとえば、事実上のドルペッグを採用していたタイで見れば、バブルの末期の1995年以降に再び外国からの資本流入が増大した。この資本流入はバブルの崩壊を長引かせることとなり、バブル崩壊後の症状を悪化させたと考えられる。円安ドル高は、ドルペッグ下では、為替相場変化率を考慮に入れたタイの金利が円金利に比較して相対的に高くなる。もしタイの通貨当局がバスケットペッグを採用していたならば、タイバーツがより大きなウェイトで円に連動していたはずであるから、ドルペッグ下に比較して相対的に為替相場変

化率で調整したタイ金利は魅力のないものとなったはずである。

資本流入を円建て金利差、ドル建て金利差、マルク建て金利差、為替リスクなどによって回帰分析した結果、マルク建て金利差や為替リスクはこれらの4カ国の資本流入には有意に影響を及ぼしていなかったり、理論的に期待される方向の影響を及ぼしていなかった。それらに対して、円建て金利差とドル建て金利差の組み合わせによる回帰分析の結果が比較的良好であった。

そこで、円建て金利差とドル建て金利差の組み合わせによる回帰分析の結果より得られた推定式を所与として、ドルと円から構成されるバスケットペッグを採用することによって対ドルレートの変化率が2倍になる一方、対円レートの変化率が1/2に半減したことを想定して、シミュレーションを行った。その分析の結果より、為替相場政策においてドルのウェイトを低め、円のウェイトを高めることによって、インドネシアとフィリピンで分析機関にわたって資本移動が抑制されていたことが示された。また、タイについては、1994年後半以降に資本移動が抑制される効果が見られた。しかしながら、韓国については、それほど顕著な効果は見られなかった。このように、韓国を除いては、ドルペッグ下において資本流入が過度に引き起こされていた。通貨危機に直面した国々がドルペッグを採用していたことによって過剰な資本流入を引き起こしたことから、ドルペッグよりもむしろバスケットペッグを採用した方が過剰な資本流入を引き起こさなかったであろう。そこからの政策的インプリケーションとして、ドルだけではなく、円などの他の通貨を含むバスケットペッグを採用することが望まれる。

井澤先生に対する回答

- 1_資本流出の原因の候補として、輸出成長率の急速な低下を考えている。輸出志向によって経済成長していた国にとって輸出成長の急速な低下は経済成長の低下を意味することから、資本を流出させることになったのであろう。
- 2_国際資金の供給も需要も、ここで計算されているような予想為替相場変化率を考慮に入れた金利差には同方向の反応を示すと考えられるので、特に、需要と供給の区別をしなかった。
- 3_貸出金利は硬直的で変化があまり見られなかったので、短期金融市場金利を利用した。

宮村先生に対する回答

- 1_ストック・アプローチでも分析を行いたい。その場合に、データはフローしかないので、フローのデータをストックの階差をとったものとしてみなして、階差をとった金利差によって回帰することになる。
- 2_ドル・ペッグの場合に比較して、バスケット・ペッグの場合には、対円為替レート

の変動幅は小さくなるが、対ドル為替レートの変動幅は大きくなる。したがって、必ずしもバスケット・ペッグの場合に資本移動が小さくなるとは限らない。

砂村先生に対する回答

__ここでは、国際資金移動がアジア通貨危機にどのように影響を及ぼしたかを分析している。ここで問題としているのは、統計上に現れてきている投資収支の内の「その他投資」であり、その内容は国際商業銀行融資が主であると考えられる。

2. 我々は、実物面から派生する資金需要以上に資金が流入したことが危機を引き起こす遠因にあったと考えている。そのために、国際資金移動に焦点を当てた。