

## マレーシアの資本移動規制の効果

一橋大学大学院 猪口真大

### < 報告要旨 >

マレーシアは通貨危機後、1998年9月に短期資本移動を抑制するため資本流出規制を導入した。これに対し、効果があるのかといった疑問や悪影響を懸念する意見が出された。その多くが、規制導入によって短期的な資本移動が一時的に減少する効果を認めつつも、長期的な資本流入も減らす可能性を指摘し、規制には否定的であった。そこで、本稿では以下の2つの論点について検証する。

規制の直接的な効果はあったのか、すなわち短期資本の移動を減らすことができたか。

直接投資といった長期的な資本の流入も阻害したのではないか。

なお、マレーシアの資本移動規制の概要は以下のようにまとめられる。様々な種類の規制が実施されたが、資本流出に関して外国人投資家に対する規制に焦点をあてる。

- ・ 1998年9/1：非居住者はマレーシアへの資本投資後12ヶ月間流出不可。1ドル=3.8リンギット固定。
- ・ 1999年2/15：1998年9/1～1999年2/15の海外からの資本投資は、流出時に投資後7ヶ月未満のものは30%、7ヶ月から9ヶ月までのものは20%、9ヶ月から12ヶ月までのものは10%を元本から徴収。1999年2/15以降の資本投資は、流出時12ヶ月経過していないものに30%、12ヶ月以上経過したものには10%を利息から徴収。
- ・ 1999年9/21：1999年2/15以降の海外資本投資は、流出時に利息の内の10%を期間に関係なく徴収。
- ・ 2001年1/22：2001年2/1以降、1年以内の資本流出のみ利息から10%徴収。

本稿の推計においては、従来の研究よりも直接的に規制の効果を測定するために、資金をマレーシアと米国で運用する場合に想定される収益率の差を、金利差から規制で減少する分を差し引いて作成し、説明変数として使う。規制導入以前と以後の収益率差の資本移動への影響を比較して規制の効果を測定する。

収益率の差は以下のように作成した。ここでは、投資家は今期の金利が将来も続くと予想すると仮定した。投資家は1年間だけマレーシアで資金を運用すると仮定しているが、これは、外国銀行貸し出しのうち1年以内のものが比較的大きな割合を占めているということに基づいている。そして、国外から見た場合を想定した変数と既に国内で運用していた場合を想定した変数を作成した。それぞれ、将来の予想収益率の差だけをみて行動を決定する海外投資家と、過去の収益率の差にも依存して行動する投資家を想定している。なお、将来の予想が困難な場合には過去の収益率が将来の予想に影響を及ぼすと考えた。

( ) 当期から、マレーシアで資金運用する場合に予想される米国との収益率の差 ( 将来の収益率のみを考慮したケース ) : 以下の収益率の差 ~ の平均を推計で使用。

当期から 3 ヶ月マレーシアで運用した後 9 ヶ月米国で運用する場合と、12 ヶ月米国で運用する場合とで予想される収益率の差（規制を含んだ金利差）。

当期から 6 ヶ月マレーシアで運用した後 6 ヶ月米国で運用する場合と、12 ヶ月米国で運用する場合とで予想される収益率の差（規制を含んだ金利差）。

当期から 9 ヶ月マレーシアで運用した後 3 ヶ月米国で運用する場合と、12 ヶ月米国で運用する場合とで予想される収益率の差（規制を含んだ金利差）。

当期から 12 ヶ月マレーシアで運用する場合と、12 ヶ月米国で運用する場合とで予想される収益率の差（規制を含んだ金利差）。

( ) 当期までマレーシアで運用してきたが、米国に資金を流出させる場合の米国との収益率の差（過去の収益率も含んだケース）：以下の収益率の差 ~ の平均を使用。

当期まで 3 ヶ月マレーシアで運用し今後 9 ヶ月米国で運用する場合と、始めから米国で 12 ヶ月運用した場合の収益率の差（規制を含んだ金利差）。

当期まで 6 ヶ月マレーシアで運用し今後 6 ヶ月米国で運用する場合と、始めから米国で 12 ヶ月運用した場合の収益率の差（規制を含んだ金利差）。

当期まで 9 ヶ月マレーシアで運用し今後 3 ヶ月米国で運用する場合と、始めから米国で 12 ヶ月運用した場合の収益率の差（規制を含んだ金利差）。

当期まで 12 ヶ月マレーシアで運用した場合と、始めから米国で 12 ヶ月運用した場合の収益率の差（規制を含んだ金利差）。

なお、いずれも為替変化率を考慮したものとし、ないものの 2 通りの変数を作成する。

推計にあたり、被説明変数については、短期資本としてネットのポートフォリオ投資（GDP で基準化）の 1991 年 Q1 ~ 2000 年 Q4 の四半期データを使用し、長期資本として、製造業に対する海外からの直接投資額の 1991 年 1 月 ~ 2000 年 12 月の月次データを使用した。説明変数は以下の通りである。

(a) いずれも前節で説明した収益率の差から 1 つ変数として使用

(b) 対ドル予想為替レートの現実の為替レートに対する乖離率。(a) の変数で為替変化率を考慮しない場合の収益率の差を使用した場合に加えた。予想レートは、過去 5 年間の為替レートから ARIMA (1,1,1) で算出。

(c) マレーシアの鉱工業生産指数。

(d) マレーシアの外国資産保有高 (GDP で基準化)。短期資本の推計のときのみ使用。

短期資本の推計では、1998 年第 3 四半期から 1999 年第 1 四半期までを、長期資本の推計では 1998 年 9 月から 1999 年 1 月を規制前半ダミーとする。これは、流出を禁止した規制が実施された時期で、これ以後の規制とは内容が異なるからである。投資額と投資期間に応じた金額を支払うことで資金流出できるようになった期間を規制後半ダミーとする。収益率の差の係数ダミーおよび定数項ダミーを設定する。

この結果、短期の資本流入については、規制導入後に減少していたといえる。しかし、過去の収益率にも影響を受ける投資家は、規制導入により、収益率には以前ほど依存せずに投資を決め、流出に関する制限が弱められると、資本を国外に流出させたと考えられる。直接投資は、減少はしていなかったものの、規制の変更後、以前と比べて短期的な収益率の差に反応するようになり、長期的資本の流入に収益率が影響をあたえるようになったことが示唆される。

#### < 討論者からのコメント >

県立広島女子大学 伊東和久

##### 1. 本報告の背景

マレーシアは、90年代に入り、海外資本の流入が続き、94年に資本流入規制を行った結果、海外資金のドラスティックな減少を見た。さらにアジア通貨危機が97年にタイから始まると、翌年、マレーシアにおいてリングの切り下げと株価下落の双方を利用して利益を得ようとするヘッジファンドの所謂「ダブルプレイ」により香港と同様激しい投機にさらされた。96年のマレーシアの国際収支の対GNP比は、1.8%、96年の経済成長率は8.6%、財政は黒字で、銀行部門の不良債権比率は低く、国内経済のパフォーマンスは決して悪い方ではなくむしろ良好であった。それゆえ、マハティール首相がヘッジファンドなどを批判したのは以上のような理由からであった。

本報告は98年以降のマレーシアのこれらヘッジファンドなどへの対外資本規制の効果を検証するものである。

##### 2. 本報告の目的と実証結果

本報告の検証目的は、1) 短期資金移動を減らすことができたのか、2) 規制が長期的資金(直接投資など)の流入をも阻害したのかである。その結果、短期資本流入が規制後減少した、当期から投資したと想定される場合と過去から投資していたと想定され場合は、前者は規制導入後、収益率格差に反応し、投資を減少させたのに対し、後者は、規制導入後収益率に反応せず、規制変更後資本流出させていることなどが確かめられている。

##### 3. 質問とコメント

本報告の分析手法の特徴は、1) 資本流入規制と流出規制の両方の効果を分析していること、2) 資金移動規制を従来のような単なるダミー変数ではなく収益率格差として変数を作成し分析していることであり、この試みは評価できるであろう。

実証結果から判断して、資本移動規制の資本流入への影響については、意味のある結論を導いているが、直接投資については統計的優位がえられていないので、モデルのフォーミュレーション自体に問題があると思われる。

資本移動規制の分析において、収益率格差の統計的優位が殆ど得られておらず、収益率格差を作成するにあたり単純平均するなど、規制内容の定式化が不十分であったと思われるが、今後、これらを改善する方法があるのかどうか、あるいは、別なアプローチがあるのかなどの意見を聞きたい。

< 討論者からのコメントに対する回答 >

直接投資への影響についての分析では、短期資本流入に関する推計にくらべて当てはまりが悪く、結果が明らかではないのは確かである。これは、直接投資が短期資本と違い、長期的な視点で、かつ、当該国に関する様々な要因によって決定されるからである。その意味では、推計の結果は妥当であるといえよう。しかし、結果の意味するところが明らかでなく、説明変数の変更等によって改善する必要がある。今後の課題とさせていただきたい。

また、短期資本の推計においては収益率の差の係数は有意に出ていることから、収益率の差の作成において、単純平均を用いたことはそれほど問題がないように思われる。また、短期資本の流入についてのより詳細なデータあれば、ウェイトを付けて平均することが理想であろうが、そうしたデータを入手することは困難だと考えられる。したがって、直接投資の推計結果の改善のためには、収益率差の作成方法の変更ではなく、他の説明変数の導入等により対応したい。

< フロアーからの質問とそれに対する回答 >

質問者：中央大学 首藤恵氏

質問

- 1) 期間ダミーと収益率の間に統計的に何らかの関係にあると予想されるが、check が必要なのではないか。
- 2) マレーシア政府は資本規制の導入にあたり、直接投資の減少を防ぐため、様々な政策的配慮している。期間ダミーが有意に正の推計結果が得られているのは当然と思われるが、それでもなお、収益率の係数が負であることを強調すべきではないか。説明が必ずしも納得的でない。

回答

- 1) 期間ダミーと収益率の差との間の相関について確認したところ、規制期間後半においてやや高くなっているケースがあった。そこで、確認のため、係数ダミーのみと定数項ダミーのみのケースをそれぞれ推計してみたが、結果に大きな違いはなかった。
- 2) ご指摘いただいた通り、直接投資に関する推計結果は解釈が困難である。結果からは、

規制導入前と異なり、規制の変更後、投資家が収益率の差に反応するようになることが明らかになった。これについては、直接投資の決定にあたり、短期的な収益率に反応していなかったものが、規制後に反応するようになったといえ、規制が影響を与えたことを示唆するものである。しかしながら、係数ダミーがプラスになっており、このことは、もし金利差に変化がなければ規制の緩和で直接投資が増加することを示している、マレーシア政府が直接投資を減少させないように様々な政策を実施したという事実から予想される結果と整合的である。したがって、資本移動規制の導入により、直接投資にどのような影響があったのかについては、本稿の結果からは明らかでない。

このような結果となった原因として、上述したように、推計の際の説明変数やデータの期間について問題があるため、ダミーを取らない収益率の差の係数が有意にならなかったことが挙げられる。したがって、繰り返しになるが、今後、推計で使用する変数や手法の変更によって、改善に努めることとしたい。

最後に、今回の報告において、伊東先生や首藤先生を初めとして多くの先生方から有益なコメントを頂けたことに感謝したい。