

## エマージング・マーケット経済からの外国資本流出 -対外債務持続可能性の視点から-

大東文化大学 横溝えりか

### 報告要旨

本報告ではエマージング・マーケット経済からの外国資本流出を、各経済が負う対外債務の持続可能性から説明することを試みた。対外債務が持続可能ではない、言い換えれば異時点間の予算制約が満たされていないことが判明すると、対外債務が減少する、つまり外国資本が引き揚げられるのではないかと考えた。

はじめに Trehan and Walsh(1991)の手法を用いて、過去の対外債務の動きあるいは過去の対外債務と経常収支の動きから、対外債務の持続可能性を検証した。具体的には期待利子率が一定の場合、経常収支と対外債務について単位根検定を実施して両者ともに単位根の存在が棄却されれば、あるいは単位根が存在しても両者が共和分関係にあることが判明すれば、Trehan and Walsh が証明した命題により異時点間の予算制約は満たされていることになる。他方、期待利子率が一定でない場合には、対外債務の階差について単位根検定を実施して単位根の存在が棄却されれば異時点間の予算制約は満たされていることになる。

その結果を踏まえて次に、対外債務が持続可能でないことが判明すると投資家は当該経済から資本を引き揚げる、という仮説を立ててその検証を行った。具体的には異時点間の予算制約が満たされていないことが前提となっていたであろう期間にダミー変数(予算不均衡ダミー)を入れ、そのダミー変数が有意であるか否かで検証を行った。当該経済への外国資本流入額(流出の場合には値がマイナスになる)を被説明変数に、当該経済とアメリカ、当該経済と日本との利子率格差、予算不均衡ダミーを説明変数として最小二乗法による回帰分析を行った。その際、株式投資、債券投資、そして貸出という資本流入形態別の検証を行った。なおここでは分析対象を World Bank による分類で上位中所得国(1人あたり国民所得が 2,996 ドル以上 9,265 ドル以下の国)以下の国、なかでも ASEAN4 を構成するタイ、インドネシア、マレーシア、フィリピンに限定した。ただしマレーシアについては外国資本流入額の四半期データが入手できなかったという理由から、後半部分の検証対象から外した。また外国資本流出についての分析期間は対外債務データの入手制約から、1995 年第 4 四半期から 2004 年第 1 四半期までとなっている。

その結果、タイでは貸出について予算不均衡ダミーが有意となり、またその係数は負であった。同様にフィリピンでは株式投資について予算不均衡ダミーが有意となり、その係数は負であった。したがってタイとフィリピンについて、これらの経済の予算制約が満たされていないことが判明すると前者については貸出形態で、後者については株式投資形態で投資家は投資していた資本を引き揚げていた、ということが出来る。他方、インドネシアでは債券投資について予算不均衡ダミーが有意となったが、その係数は正であった。この

結果からは、投資家は異時点間の予算制約が満たされていなかったにもかかわらず、債券投資形態でインドネシアにより多くの投資を行っていたことになる。

討論者コメント 明治大学 高浜光信先生

本研究は、2つの実証研究から成っている。前半は、Trehan and Walsh(1991)の方法に基づいて、通貨危機以後から近年に至るまでの東アジア4カ国(タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン)について、異時点間の予算制約を満たしているかどうかという観点から、対外債務の持続可能性を4半期毎に検証している。その結果、アジア通貨危機発生前に関して言えば、タイに関しては明らかにファンダメンタルズが悪化していたことを示しているが、その他の国に関しては概ねファンダメンタルズが悪化していた訳ではないことが見て取れる。これは、タイの危機はファンダメンタルズに基づくものであったものの、その他の国が伝染やパニックといったファンダメンタルズに基づかない通貨危機であったことを裏付けるものであると考えられる。

さて、本論文のオリジナリティーは主として第2の実証研究にあると思われる。ここでは、第1の実証研究で得られた結果に基づいて、タイ、インドネシア、フィリピンの3カ国に関して、同期間に各資本(株式、債券、貸出)が正しい判断をしていたか(つまり、持続不可能になれば資本を引き揚げるといった動きを示していたか)どうかを検証されている。その結果、9つのケースのうち、2つのケースでは予想通り、1つのケースでは予想外、他の6つのケースでは不明という実証結果が得られている。

以下は、本報告に対する質問である。

1. 一般的な問題であるが、通貨危機の発生や各国に存在する規制や政権の交代(インドネシア)といった構造変化を無視し全期間を通時的に実証しているので、推計式の説明力は低い。サンプル数に制約があることはわかるが、少なくとも通貨危機発生の前後では、投資家の行動も大きく変化しているはずである。

2. 基本的に、これらの諸国への資本流出入が対外債務の持続可能性のみに基づいて決定されるとは考えにくい。本報告の結論にも書かれているように、それ以外の要因が大きすぎると思われる。また、投資家が異時点間の予算制約に基づいて対外債務の持続性を判断しているのかも疑問である。そもそも、異時点間の予算制約に基づく対外債務の持続性は、事後的に当時ファンダメンタルズが良好であったかどうかという趨勢を判断するには向いているが、4半期毎に投資家がタイムリーな判断材料として用いていると考えるのはやや現実離れしていないだろうか。投資家は、何らかの代理変数(たとえば長短金利や、対外債務の経常収支に占める比率など)に基づいて、当該国の対外債務の持続性を判断すると考えるのが、一般的ではあると思われる。

3. ダミー変数に関する実証結果に関してのみ言及されているが、アメリカ、あるいは日本との金利差に関する実証結果についてはどのように考えればよいのか、あるいはどのような結果を期待して説明変数に用いられたのだろうか。例えば、対外債務が持続可能な規

模を超えているにもかかわらず、金利差が拡大して（例えばタイが金利を引き上げて）資本が流入するならば、さらに持続不可能になるはずである。逆に、金利差が拡大しても資本が流出するようであれば、対外債務の持続可能性は回復されることになる。本報告の意図から考えると、各資本が正しい判断である後者のロジックにしたがって行動しているかどうかを検証したかったのではないかと思われる。もしそうであれば、予算均衡が成立しない時期に限って、各資本が金利差にどのように反応していたかを検証すればよいのではなかろうか。

#### 報告者リプライ

1. 検証の際、最も大きな制約となったのが対外債務データのサンプル数である。対外債務として、海外で発行された債券、貿易信用、国際機関からの貸出、二国間信用供与、そして23か国の銀行に対する負債の合計を用いた。これに代わるデータでサンプル数の多いものがあれば、そのデータを用いて構造変化を入れた検証を行いたい。
2. 本報告では、投資家が1期前までの対外債務の動き、あるいは経常収支と対外債務の動きから異時点間の予算制約が満たされているか否かを判断し、満たされていなければ資本を引き揚げるという仮説を検証した。1と同様、サンプル数を多くすることができれば、統計が発表されるまでのタイムラグを考慮に入れて、2期前までの動き、あるいは3期前までの動きから資本引き揚げを決めるケースも合わせて検証してみたい。タイへの貸出とフィリピンへの株式投資以外で仮説が受け容れられなかったのは、投資家は異時点間の予算制約を考慮しないで投資をしていたと解釈することができる。したがってこの投資家の行動は対外債務を持続可能な状態からかえって遠ざけていた可能性も考えることもできる。
3. 予算不均衡ダミーとは別に、当該経済とアメリカ、当該経済と日本との利子率格差を外国資本流入額の推計式に説明変数として入れる際、検証の結果対外債務が持続可能でないことが判明した期間に外国資本流出を恐れた当該国が利子率を引き上げたかどうかを確かめる必要があった。その結果、対外債務の持続可能性と利子率格差との間に相関が認められなかったため、予算不均衡ダミーと利子率格差のいずれも説明変数に入れることにした。そこでは利子率格差の拡大は資本流入に貢献すると考えた。