

Feldstein - Horioka 指標を用いた国際資本移動と経済成長の実証分析

九州国際大学 上坂豪

< 報告要旨 >

本稿の目的は、国際的な資本取引が自由な国ほど高い経済成長率が実現するかを実証的に検証することである。

1997年のアジア通貨危機以降、対外資本取引の自由化が国内経済にもたらす負の側面に注目が集まるようになった。多くの理論的・実証的分析がつとに指摘してきたように、拙速に進められた資本勘定の自由化のもとで、必ずしも経済のファンダメンタルズに問題がないような国・地域が、所謂「自己実現的期待」や「伝染効果」の影響によって、激しい通貨投機攻撃の波にさらわれる可能性があることは否定し難い。しかしながら、アジア通貨危機当事国における危機直後の経済的混乱が、当初予想されていたよりも早い段階で終息したことを鑑みると、自由な国際資本移動が国内経済にもたらす弊害は短期的な景気循環の局面において現れるに過ぎず、長期的にはむしろ経済成長を促進する方向へ機能する可能性も残される。

一般的な経済理論の観点からは、国際資本移動が自由な世界では資本の効率的配分が可能となり、経済成長率が上昇することは自明のことに思われるが、これまでになされた研究によると必ずしもそうとは言えない。Obstfeld (1994)のモデルによれば、対外資本取引が自由化されると、国際的なリスクシェアリングの進展によって投資家のリスク許容度が高まり、高リスクではあるが収益性の高い資産への投資が進む結果、資本蓄積・経済成長が促進される。一方で、Devereux and Smith (1994)は、リスクシェアリングが進むことによって将来所得の不確実性に伴うリスクが減少し、予備的動機に基づく貯蓄率が低下、さらには成長率が低下する可能性が存在することを指摘している。

実証分析の面からも、国際資本移動の自由度と経済成長率の関係を扱った研究は少なくないが、分析結果は多様であり、確定的な結論は出ていない。

実証研究において確固たる結論が確立していない理由の一つに、国際資本移動の自由度を数量的に把握することの困難さがあると思われる。先行研究では、国際資本移動の指標として(1) IMFから公表されている各国の資本移動規制に関する叙述的情報から作成した指標(Quinn (1997)など)や、(2) 国際収支の資本勘定に計上された実際の資本フロー額(Reisen and Soto (2001)など)が用いられてきた。しかし、前者はその作成方法上主観的な判断に頼らざるを得ないし、後者は深刻な計測誤差の存在が実証分析結果を歪める可能性を指摘できよう。

本稿では、こうした問題に取り組むための一つの試みとして、国際資本移動自由度の指標としてFeldstein and Horioka (1980)タイプの貯蓄・投資相関度を採用し、それが各国

の経済成長率にいかなる効果を及ぼすかを分析する。国際資本移動の指標として貯蓄・投資相関度を用いることにはいくつかの問題点が指摘されているので、Bayoumi (1990)やMontiel (1994)に従った修正を施し、94カ国について各国それぞれの資本移動自由度を算出する。その上で一人当り経済成長率を被説明変数とする一般的なクロスセクション回帰式に、各国の資本移動自由度を導入し、その効果を見る。

現在までに得られている暫定的な結論は以下の通りである。(1)国際資本移動の自由度の高さが、直接的に経済成長率を高めるという証拠は得られない。(2)一部の推計式において、国際貿易自由度が高い国、あるいは金融システム深化が進んだ国では、自由な国際資本移動が成長を促進させる効果が認められる。

< 討論者からのコメント >

神戸大学 三重野文晴

上坂氏の研究は、資本移動の自由度と成長率の因果関係を、カンントリー・パネル・データによって実証的に探るタイプの研究の中に位置づけられるものであり、その中で、資本移動の自由度の指標として、投資率と貯蓄率の相関の度合いを示すFeldstein-Horioka指標(以下、FH指標)を国ごとに推定し、それを採用していることが、オリジナルな点である。推定によって、同指標と成長率の直接的な相関関係は観測されないものの、コントロール変数である貿易規模および金融深化の度合いにおける係数効果としては有意であることを見だし、資本移動はそれ自体が成長に効果を持つというよりは、むしろ貿易の拡大や金融発展の前提のもとで、それらが経済成長をもたらす効果を促進する、という結論を導いている。当該の問題は、先行研究では、因果関係の有無についての論争が決着していない問題である。報告時点では、分析は初期的な段階にあると見受けられるが、今後、定式化やデータの選択によって、指摘された傾向がよりはっきりと確認することができれば、新しい着眼点からの知見として有意義なものとなる、と思われる。

推定方法について、2点のコメントを示したい。

1. 推定結果の解釈について

貿易規模や金融発展度合い自体の係数(定数効果)と、それらとFH指標の交差項は、別々に推定すると正に有意であるが、同時に説明変数に入れると交差項が有意な場合には、定数効果は有意ではなくなっている。この場合、交差項は単にコントロール変数(例えば貿易規模)と成長率との相関が強く、FH指標との積として確率的な攪乱があっても、なお有意に観測されるだけである、という解釈も可能である。論文のような解釈を行うには、

対象となるコントロール変数の定数効果が残ることが必要だと考えられる。

一方、推定式には、有意に利いていないにせよFH指標も残っているので、交差項が利く場合に、FH指標とコントロール変数のどちらの係数をどちらが変化させているのか、という点の解釈が曖昧になる。FH指標を推定式から落として推定してみてもどうか。また、それによって推定結果の改善が期待できるのではないか。

2. Feldstein-Horioka 指標の計測方法と計測結果について

FH指標のもととなったFeldstein-Horioka[1980]では、その指標はクロスカントリー・データによる単一パラメータの推定であるのに対し、報告論文では、年次データによる国別の推定値である。FH指標の推定結果を見ると、台湾、イスラエルなど成長率と対外開放度が比較的高いと思われる国について、解釈可能な範囲を外れる負値になっているケースが見られる。FH指標の推定に際して、時系列のトレンドなどがバイアスとなっているのではないだろうか。

貯蓄と投資の相関が有意ではないことは、現実に資本移動の自由度が高い、トレンドなどなんらかの攪乱要因によって有意に観測されない、ことの2つのケースが考えられ、情報としてははっきりしない部分がある。1つの工夫としては、線形の相関を直接的に見いだそうとするのではなく、有意でない部分の情報を捨て、相関が有意であるものについてグループ化したダミー変数を作るなどの方法が考えられる。

<報告者リプライ>

1. について

ご指摘の通りである。より慎重な推計及び解釈を試みたい。

2. について

FH指標の推計に際し、水準での推計に加えて階差での推計も行っており、確率的トレンドの影響に関しては一定の配慮をしているが、より正確に各国の貯蓄率、投資率のデータについて単位根検定を行い、確率的トレンド、確定的トレンドの影響を見極める必要があると認識している。今後の改定作業の中で取り組みたいと考えている。

ダミー変数化の提案については、本稿の特色のひとつが資本移動性に関してより大きな情報量を有する指標の利用という点にあるので、これをどのような形で取り込むかは難しい問題であるが、今後の検討課題とさせていただきたい。