

資本収支と自己実現的通貨危機モデル—アジア通貨危機の実証分析

法政大学大学院 伴 豊

報告要旨

90年代における通貨危機はファンダメンタルズが悪化していないにもかかわらず発生した事例が多かったことから、従前の「ファンダメンタルズに基づく通貨危機モデル」から投機家の期待を導入した「自己実現的通貨危機モデル」の開発が進んだ。しかし従来の通貨危機モデルでは資本収支の対外不均衡の問題がモデルから捨象されており、このため特に90年代以降国際資本が短期間に大量に移動することが可能となった状況においては現実妥当性を欠くようになった。そこで本稿では、小川(1998)の自己実現的通貨危機モデルのうち産出量ショックに焦点を当てたモデルに資本収支の概念を導入し、国際金融のトリレンマが存在する中で、資本収支の不均衡の拡大が通貨危機を引き起こす状況を理論的なモデルで示した。更に通貨当局が不胎化政策を行う現実的な状況において、内外資産の不完全代替を仮定して金利平価式にリスクプレミアムを導入することによって、より近年の通貨危機の現実性に即したモデルを展開した。また、このモデルに基づいて97年のタイ及び韓国の通貨危機がファンダメンタルズの悪化によって発生したものなのか、それとも自己実現的に発生したものかどうかについて実証分析を行った。分析の方法としては、通貨危機の発生前後では国際資本市場において構造変化が起こっていたのかどうかを、CUSUM test、CUSUMQ testあるいは連続 Chow test を用いて分析し、構造変化があったのであれば、通貨危機が当時のファンダメンタルズの動向とは無関係に不可避免的に発生したと結論づけることができる。逆にこのような構造変化が認められなかったのであれば、ファンダメンタルズの悪化が原因で通貨危機が発生した、すなわちファンダメンタルズに基づく通貨危機であったと考えられる。分析の結果は、タイについてははたして構造変化が認められ、韓国については強い構造変化が認められた。両国とも、構造変化に伴って自己実現的に通貨危機が発生したが、タイについては自己実現的通貨危機でありながらファンダメンタルズに基づく通貨危機の要因も残していると言える。一方、韓国の場合は自己実現性がより顕著な通貨危機であったと結論づけることができる。

以上

1. 政府の損失関数

- (1) 「 (α) 固定為替相場制度と (β) 金融政策の自律性を維持する代わりに (γ) 国際資本移動を制限する」という組合せ①が(3)式で表される政府の損失関数となるのだろうか？

$$L_t^F = \frac{\theta}{2}(y_t^F - \bar{y})^2 + \frac{1}{2}(b_t - p_t)^2 + RP \quad (3)$$

- (2) 「 (α) 固定為替相場制度を放棄し、 (β) 金融政策の自律性と (γ) 国際資本移動の自由化」という組合せ②が(4)式で表される政府の損失関数となるのだろうか？

$$L_t^R = \frac{\theta}{2}(y_t^R - \bar{y})^2 + \frac{1}{2}(s_{t+1} - s_t)^2 + C \quad (4)$$

- (3) 上記の 2 つの組合せ (①と②) は、政策手段の組合せであって、政策目標の組合せではない。したがって、①と②の 2 つの「政策手段」の組合せとの間で、同一の政策目標を目指すセッティングにした方がよい。当然、①と②の 2 つの「政策手段」の組合せとの間では、固定為替相場制度放棄によるレピュテーションを失うという組合せ②に特有の費用が存在する。また、この (固定) 費用が存在するために、複数均衡が存在し、自己実現的通貨危機が発生する。
- (4) θ は、政府の損失関数における他の目標に対する θ の係っている目標の相対的重視度を表す。それにもかかわらず、 $\theta > 1$ のケースと $\theta < 1$ のケースで場合分けして、片方のみを政策目標としているのは、損失関数の設定と矛盾する。

2. 理論分析と実証分析の関係

理論分析から、「 (α) 固定為替相場制度と (β) 金融政策の自律性を維持する代わりに (γ) 国際資本移動を制限する」という組合せ①としての(3)式から、「 (α) 固定為替相場制度を放棄し、 (β) 金融政策の自律性と (γ) 国際資本移動の自由化」という組合せ②としての(4)式へ変更が投機家によって予想され、投機攻撃を受けて、自己実現的通貨危機が発生するという結果を導き出そうとした。この理論分析の結果をアジア通貨危機で実証的に分析しようとするならば、「通貨当局が固定為替相場制度を放棄する」と投機家が予想した原因を分析することとなる。しかし、本論文では、国際資本移動に注目していて、理論分析と実証分析との整合性が取られていない。

3. 実証分析について

- (1) 資本フローの構造変化を分析するならば、資本フローの説明変数として予想収益率格差や為替相場リスクなどで回帰した上で、構造変化を見るべきである。

- (2) 資本フローの構造変化の時点が通貨危機とほぼ同じタイミングであることは、因果関係が明確とならない。通貨危機が発生したために資本フローに変化が発生したとも解釈できよう。

4. アジア通貨危機について

アジア通貨危機の原因として資産負債の通貨と満期のダブル・ミスマッチで説明する通貨危機の第3世代モデルについても言及すべきである。実証分析において、マクロ経済のファンダメンタルズ要因と自己実現的要因とダブル・ミスマッチ要因のなかで、どの要因がアジア通貨危機の原因として、棄却され、どの要因が採択されるかを分析すべきである。

報告者リプライ

コメントでご指摘いただいた点について、今後検討して、論文を修正することにする。

以上