

韓国・タイの資本フロー要因分析

— 順序プロビット・モデルによる月次データ分析 —

(株)野村資本市場研究所・一橋大学大学院 浦出 隆行

《報告要旨》

1997年のアジア通貨危機では、急激な短期資本の流入と流出が危機の深刻化を招いたとされているが、こうした短期資本フローを直接分析する手法はいまだ確立されているとは言いがたい。本研究は、各種クライシス・モデルや早期警戒システム（EWS）といった先行研究から洩れていた「高頻度データによる短期資本移動の分析」を試みるものである。その方法として、危機後のデータ整備の結果として入手可能となってきた月次データを活用した順序プロビット・モデルの活用を提案する。

具体的には月次データが入手可能な韓国とタイの2カ国について、1995年7月～2004年12月の期間を対象に、対内証券投資や対外借入といったカテゴリーごとの資本フローにおける異常が、マーケット・データ、マクロ経済データやスコアリングされた市場インフラ・規制要因等の動き（「MRスコア」）とどのように連動しているかを分析する。

資本フローに関しては、原データから1) 過去3ヶ月における変化分の対GDP比、2) 同GDP比の過去3ヶ月における変化分、3) 3ヶ月移動平均からの乖離率、4) 6ヶ月移動平均からの乖離率という4つのケースを作成する。そしてそれぞれについて正規分布を想定した上下10パーセンタイルに入るデータを「上端」、「下端」、「それ以外」にグルーピングし、モデルに投入した。順序プロビット・モデルの適用を試みる背景としては、説明変数がトレンドから逸脱した動きを示すのに伴って資本フローが一定の閾値を越え、いわば「決壊」するかのごとく大きな振れを示す、というメカニズムを想定している。

推計結果から、モデル全体としては上記4ケースのうち、資本フローの経済規模（GDP）比を使用した1)や2)の説明力が、3)や4)のものよりも大きかったこと、MRスコアの説明力が乏しい一方で、マーケット指標やマクロ経済指標の一部は高い説明力を有していること、そしてそれらの結果は両国間、異なる資本フロー・カテゴリー間、ケース間、インフロー・アウトフロー間（タイの場合）で見ても比較的整合性の取れたものであることなどが確認された。またタイについては、アジア通貨危機前においてオフショア市場（BIBF）経由で流入した資金が国内株式や土地取引に向かったという事実とも整合的な結果が得られた。

本研究の結果は、数ヶ月のタームでの異変を数ヶ月先というごく近い将来の警戒に活用する発展性を示唆するものである。モデル改善に向けた今後の課題としては、被説明変数の加工方法、グルーピングのための閾値設定方法、MRスコアの精度向上などが挙げられよう。また、アジア通貨危機後に提唱された各種の脆弱性インデックスを説明変数に加え、

その説明力を検証するなどの展開も可能かと思われる。