

Liquidity Risk Aversion, Debt Maturity, and Current Account Surpluses: A Theory and Evidence from East Asia

東京大学 福田 慎一

東京大学大学院 今 喜史

近年、アメリカの経常赤字が巨額となる一方で、東アジア諸国の経常収支は黒字を続けている。このような国際資本移動の傾向を、通貨危機後の東アジア諸国の行動に注目して分析する。通貨の自己防衛の手段としては短期債務を減らすことが広く提唱されたのに対し、実際に東アジア諸国が採用した手段は外貨準備高を増やす、というものであった。この論文の目的は、通貨の自己防衛のために政府が選ぶ政策によって、マクロ経済への影響は大きく異なることを示すことである。

論文の前半では、流動性リスクへの回避度が上がったとき（すなわち流動的な対外負債を嫌うようになったとき）にどのようなマクロ経済への影響が見られるのかを、経済主体の効用最大化に基づいた開放マクロ経済モデルによって考察する。モデルの特徴は、外貨準備高に対する流動的な対外負債の比率が効用に関わってくるという点である。政府が外貨準備高を一定に保つときには、流動性リスクへの回避度が上がると流動的な負債は減り非流動的な負債が増える。しかし、そのマクロ経済への影響は小さく、経常収支をわずかにしか黒字化させない。これに対し、政府が流動性リスクへの回避度の変化に反応するときには、外貨準備高が増え流動的な負債も増えることとなる。特に、妥当なパラメータを設定すると、そのマクロ経済への影響は大きく、経常収支を大幅に黒字化させると同時に、実質為替レートを減価させるという結果が得られる。

論文の後半では、前半で展開した理論を支持するいくつかの実証分析を行う。特に、東アジア諸国において対外負債の満期構造がどのように変化したのかという点に注目する。1997年の経済危機後、東アジア諸国は一時的に短期の借り入れを減らしたが、2000年代初頭にはふたたび短期の借り入れを増やしている。これは、前半の理論との整合性を考えると、当初は民間主体のみが通貨の自己防衛に動いたが、後に東アジア諸国の政府も流動性リスクへの回避度の上昇に反応し、外貨準備高を増やすようになった、と解釈することができる。最後に、これらの結果がアメリカの巨額の経常赤字についてどのような含意を持つのかについて議論する。すなわち、外貨準備の多くをドルで保有することにより、東アジア諸国からアメリカへの国際資本移動が増加しており、それが対アメリカでの貿易黒字の背景となっていると考えられる。

キーワード：流動性リスク、満期、経常収支