

バランスシート効果を考慮した通貨バスケットモデル

一橋大学大学院 中村 周史

本稿では、Eichengreen and Hausman[1999] の指摘する、自国通貨建て借入が行う事ができず、資金調達において特定の外貨建て負債を抱えてしまうと言う“Original Sin”と、Calvo and Reinhart[2002] が示した“Fear of Floating”に基づき、エマージング・マーケットにおける為替政策と、それを維持するための金融政策ルールへの提言として、通貨バスケット制の理論モデルを構築、分析を行った。その際、従来の通貨バスケットの理論では焦点の当てられる事の無かった外貨建て負債の存在と、それにより発生するバランスシート効果を考慮した理論モデルを新たに構築し、政府が選択すべき通貨バスケットのウェイトに与える影響を検証した。具体的には小国開放経済型の New keynesian DSGE に開放経済に拡張した Financial Accelerator を組み込み、そこに“Original Sin”を制約として加える事で、その影響の分析を行った。

その結果、外債における支配通貨圏において金融政策ショックが発生した場合、単一通貨ペッグ制下では二つの通貨圏と取引する小国開放経済にとって交易条件をより大きく変動させることになり、通貨バスケット制を採る方が安定に資する結果となった。しかしながら、もう一方の通貨圏において金融政策ショックが発生した場合には、特定支配通貨に対する単一通貨ペッグを採る事で、“Original Sin”によるネガティブなバランスシート効果を抑制し、交易条件及びマクロ経済全体の変動を抑える事が可能となることが観察された。この事は外貨建て負債が存在する下では、こうした効果がリスクプレミアムの上昇やそれによる資本リターンの上昇を引き起こし、限界費用を通じてインフレ率へと影響し、交易条件へと影響することを示している。つまり、単純に貿易ウェイトを通貨バスケットウェイトに設定するだけでは交易条件の安定性は確保できないことを意味する。現実のように債券を複数の通貨建てで保有する場合には、そのシェアに応じたウェイトを用いる事でバランスシート効果を抑制する事ができ、それにより交易条件の安定に資することが可能となると考えられる。

こうした結果から、自国のマクロ経済を大国間の為替変動によるショックから守り、安定化するには、通貨バスケットのウェイトには貿易シェアのみならず、外貨建て負債の存在も考慮しなければならないという結論を得た。この結論は Calvo and Reinhart[2002] が指摘した“Fear of Floating”を抱える国々に対し、政府が取るべき次の段階を提示するものである。