

途上国における株式市場の発展と貨幣需要 - マレーシアのケース -

法政大学大学院 上坂 豪

金融政策が有効に機能するためには、貨幣需要が時間を通じて安定的である必要があるということは広く認識されている。このような認識に基づいて、1970年代半ば以降安定的な貨幣需要関数の推計可能性に関する議論が先進国を中心に巻き起こった。

近年多くの発展途上国において急速な金融的構造変化が進展したことを背景として、過去10年ほどの間に貨幣需要の不安定化の議論を発展途上国のケースに適用する研究が数多く現れた。しかしこれらの研究の多くは従来型の貨幣需要関数を推計した上でその安定性を検証するにとどまり、貨幣需要関数の不安定化の具体的源泉を特定化するまでには至っていない。

近年において多くの途上国が経験した金融的構造変化の一つとして株式市場の発展があげられる。株式市場の発展は投資家のポートフォリオ選択の機会を広げることになるので、株式市場の発展過程にある国では貨幣需要関数が著しい不安定性を示す可能性があると考えられる。もしそうであるならば、貨幣需要と株式市場に関連した諸変数（例えば株価など）との関係を実証的に考察することが求められる。

Friedman (1988) は株価の変化が貨幣需要に与える効果として、(1) 富効果 (wealth effect)、(2) リスク拡散効果 (risk - spreading effect)、(3) 取引効果 (transaction effect)、(4) 代替効果 (substitution effect) をあげている。前3者は貨幣需要に対して正の効果、最後のものは負の効果を与えられられる。Friedman (1988) の議論が正しいならば、株式市場が十分な発展を遂げた経済においては株価の影響を考慮しない従来型の貨幣需要関数は安定的ではあり得ないであろう。そして新たに株価の影響を考慮することによって安定的な貨幣需要関数が得られるであろう。

マレーシアは、1980年代後半以降急激な株式市場の成長を経験した途上国の一つである。しかしそれは、株式時価総額の急激な膨張と売買回転率の低迷という特異な特徴を持つものであった。その背景には、国営企業民営化プログラムによる株式発行額の急増と、政府系金融機関による政策的色彩の濃い株式取得とその長期保有という要因が強く働いている。これらの事実は、マレーシアでは純粋に自発的な資産形成動機に基づいて株式の売買を行う民間機関投資家・個人投資家が十分に成長しておらず、株式市場が貨幣と代替関係にある資産としての株式を取引する場として機能していない可能性を示唆している。

本稿では、上記のような特徴を持つマレーシア株式市場の発展が、貨幣需要を不安定化させる効果を持つものであったかどうかを実証的に検証する。株価を考慮した貨幣需要関

数が安定的であるとの結論が得られたならば、上記の Friedman 仮説がマレーシアではいかなる形で発現したかも併せて検討する。

実証分析の結果は当日に資料として配布いたします。