

アジア諸国の危機前後における金融政策と金融システム

- 途上国の有効かつ効率的な金融政策 -

要旨

猪口真大

1. 本稿の内容と構成

本稿は、アジアの金融システムや金融政策の問題の解決に貢献することを目的とした研究であり、特に国際的な資本移動が活発化する中での国内の金融政策や金融市場について、これまで解明されていなかった重要な問題を考察している。1997年に発生した危機によってアジア経済は大きな打撃を受け、さらに、アジア危機は従来危機には無い特徴を持っていたことから、すでに膨大な数の先行研究が存在している。そのため、これまでにアジア地域の様々な問題が指摘され、危機の要因や予防策が提案されてきた。こうした研究の中には、過去および現在のアジアにおける金融システムや金融政策の問題点を指摘し、解決すべき課題を主張しているものも多くある。本稿も、資本移動に対するアジア諸国の金融政策の是非や、国内金融システムの問題点を明らかにすることで、国際的資本移動がますます激しくなると予想される将来に向けて、途上国の有効かつ効率的な金融政策と金融システムに示唆を与えることが主な目的である。基本的な構成は次のとおりである。

序章

第1部 対外資本の流入と金融政策について

1章 タイの危機発生前の不胎化政策とベースマネー

2章 マレーシアの資本移動規制の効果

3章 アジア通貨危機後の資本移動の構造変化

第2部 アジア各国の国内金融システムの問題

4章 アジアの不動産価格と銀行対外債務の銀行貸出への影響

5章 アジア諸国の債券市場の現状と今後の課題

具体的には、まず序章で、危機の要因を分析した先行研究を概観し、本稿で取り上げるテーマとの関係を示した。第 1 部では、危機前後の対外資本流入の問題および資本流入に対して実施された政策についての分析を行い、第 2 部では国内金融システムについての研究を行っている。第 1 部の 1 章から 3 章では、対外資本流入時の不胎化政策、資本移動規制の効果、ドル・ペッグ制の資本移動への影響を取り上げた。いずれも、これまでに採用された政策や制度の影響や効果を考察しているが、先行研究では明らかにされていない問題である。こうした分析は、国際的な資本移動の自由化が進む中で、対外資本に対する途上国の政策はどのようなものが適切であるのかという議論に貢献するものとなろう。次に、アジア各国の企業は資金調達を主に銀行貸出に依存しているが、これは、リスク処理の観点からすると、銀行による risk elimination への依存を意味する。しかし、先行研究が指摘するように、グローバル化した金融市場ではこうした銀行の機能に限界が生じており、risk transfer に依存したリスク処理を可能にする社債市場の整備が不可欠である。一方で、銀行貸出中心の資金調達という状況を変えることは多くの時間を費やす必要があるため、銀行システムの改善も重要となる。これらについて多くの問題が残されていることから、第 2 部の 4 章と 5 章で、銀行の不動産担保貸出や債券市場の現状と課題について取り上げた。

2. 問題意識

危機の要因について考察した先行研究によって、アジア諸国の金融政策や金融システムに関する問題点が明らかにされており、危機発生要因として重要であることがわかっている。危機の伝染効果については、投資家の期待を左右する要因の一つとして、アジア各国に共通した問題である金融システムの脆弱性やドル・ペッグ制が何らかの役割を果たしたと考えられている。危機の原因を各国のファンダメンタルズに求める場合でも、為替レートの過大評価の影響が大きかったと指摘する先行研究があるが、これはドル・ペッグ制が密接に関連していたことを示しているといえる。各国政府の金融政策が投資家のモラルハザードを招いて短期資金の流入を促したという議論も多く、この場合、金融部門の規制緩和の順序やドル・ペッグ制の採用、銀行債務の暗黙の政府保証といった問題が重要であったとされる。さらに、資本移動の自由化も資本の過度な流入を招くと共に、資本流出を防ぐことができなかったことから、資本移動規制の妥当性が検討されている。こうした議論は、アジアにおける将来の効率的な金融政策・金融システムを明らかにする上で有用であろう。先行研究からは、通貨危機や金融危機の発生を未然に防止するために、過度な資本流出を引き起こさないことが必要であり、そのためには、ドル・ペッグ制や資本移動規制の是非、国内金融部門の規制緩和の適切な順序といった、金融政策や金融制度の問題について考察していかなければならないことが示めされているといえる。さらに、危機の影響の拡大を防ぐために、国内金融システムの脆弱性の是正、国際機関等による支援のあり方および貸し手の責任の所在なども重要であると考えられる。

このように、危機の要因と議論すべき問題が提起されているにもかかわらず、各要因が

危機とどの程度関連しているのかはまだ意見が分かれており、さらに、様々な課題を解決するためのプロセスや具体的政策について一致した見解が得られていない。その結果、途上国における適切な金融政策や効率的な金融システムに関しても明らかになっていないといえない。実際、アジア各国でこれまでに実施された金融政策や現在の金融システムの実態および評価について分析されていない問題が多く、そうした研究が進んでいないことも様々な課題が残される原因となっている。

危機の要因と関連したアジア各国の金融政策と金融システムについての問題のうち、本稿では、資本移動に関連する政策としてドル・ペッグ制や資本移動規制についての問題、および、国内金融システムに関する問題を取り上げて考察する。これらは、いずれもその重要性がすでに指摘されている問題である。ドル・ペッグ制や国際的な資本移動、国内金融システムの問題は危機と密接に関係していることはすでに見たとおりであり、資本移動規制の有効性が検討されていることも述べた。さらに、各国が実際にドル・ペッグ制下の資本流入時にどのような対策を実施したのか、これまでの国内金融システムの問題点と今後の課題は何かといったことも、分析する必要があると考えられる。したがって、本稿では、ドル・ペッグ制下の資本流入に対する金融政策、資本移動規制の有効性、ドル・ペッグ制の資本移動への影響、銀行貸出の問題、債券市場の課題について考察することとした。

3. 各章の要旨

[1章]

本章では、タイの不胎化政策とベースマネーの変動について考察した。通貨危機発生以前のタイでは、ドル・ペッグ制を採用していたため、大量の資本流入に対して、対ドル為替レートを一定に保つために為替介入をする必要があった。この結果、タイ国内のベースマネーは増加することになる。しかし、通常は、不胎化政策などを通じてベースマネーを一定に保つことが可能である。ベースマネーの増加の有無はマクロ経済に影響を与える点で重要であるが、危機以前のタイが、不胎化によってベースマネーの増加を抑えようとしたのかについては明らかにされておらず、議論が整理されていなかった。そこで本章では、タイは、不胎化政策を行っていたのか、また、国内のベースマネーを一定に保とうとしたのかを明らかにする。なお、先行研究が不胎化をあいまいに用いたために議論が混乱した面もあることから、本章では不胎化の定義「中央銀行対外資産の変化を中央銀行国内資産の変化で相殺してベースマネーを一定に保つこと」を明示して分析した。ベースマネーを一定に保つという目的のために、中央銀行の負債項目のうちでベースマネーに対応しないものを変動させるという手段もあることから、定義に基づいて分析することは重要である。現実に、タイのような途上国では、金融政策の手段が限られているため、中央銀行の対外資産の増加に対して、中央銀行国内資産を変化させる（不胎化）だけでなく、負債項目を変化させることで、ベースマネーの増減を抑えている可能性が高いと考えられる。

推定では、中央銀行の反応関数を想定し、中央銀行対外資産の増加に対して中央銀行国

内資産が減少していたか（不胎化していたか）を明らかにし、次に、中央銀行対外資産の増加がベースマネーの増加に対応していなかったか（ベースマネーを一定に保とうとしたか）を測定している。すなわち、中央銀行対外資産の増加の分だけ中央銀行国内資産が減少していれば不胎化は完全であったことを示しており、中央銀行対外資産の増加に対してベースマネーが増加していなければ、ベースマネーの増加を抑えていたことになる。実証分析の結果、1993年までは不胎化が不完全で、さらに中央銀行対外資産の増加に伴いベースマネーも増加していたことがわかった。しかし、1994年から1996年では不胎化はやはり不完全であったものの、ベースマネーを一定に保っていたことが示され、中央銀行がベースマネーに対応しない負債項目を変動させていたことが示唆された。また、先行研究において、1994年ごろからタイは資本流入を制御するために金融政策を変更したと指摘されているが、この点については、1994年以降はその前よりもベースマネーの増加を抑えようとしていたという本章の実証結果と整合的であるといえる。

[2章]

本章では、マレーシアの導入した資本移動規制の効果を明らかにしている。マレーシアは、1998年9月にドルとの固定為替相場制を採用すると共に、短期資本移動抑制のため、資本の流出を規制する政策を実施した。当初の規制の内容は、資本がマレーシア国内に流入した後1年間は流出を禁止する厳しいものだったが、1999年2月に大幅に緩和され、流出の際に一定の金額を支払うことで、流入後1年以内の資本の流出も可能となった。さらにその後も資本を流出させる際に支払う金額が減らされるなど、規制は緩和されていき、2001年5月に資本規制は実質的に廃止された。このように、マレーシアの導入した規制は従来のもものと比べて特徴的であることから、資本規制の是非を考える上で重要である。しかし、その効果については明らかにされていない。そこで本章では、規制の変化も考慮に入れて、マレーシアの資本移動規制が短期資本の流入減少に対して効果があったのかを明らかにし、さらに直接投資といった長期資本の流入への影響についても言及した。実証分析にあたり、まず、投資家がマレーシアと米国で資金を運用する場合の金利差から、規制導入後については規制によって減少する分を引き、規制の程度を反映させた収益率の差を作る。なお、この収益率の差の変数作成にあたっては、投資家のタイプを分け、さらに様々な投資期間のパターンを想定した。推定の際に、この収益率の差を説明変数として使用し、ネットのポートフォリオ流入にどのような影響を与えたのかを明らかにする。このとき、資本規制導入後と規制内容の大幅変更後、規制終了後について、定数項ダミーおよび収益率差の係数ダミーを設定した。それぞれの期間について、資本流入および流入と収益率との関係が規制によってどのように変わったのかを示すためである。

この結果、短期資本の流入は規制の効果で減少したことが示唆されるものの、規制内容の変更により、投資家は収益率とは関係なく資本を流出させた可能性が高いことがわかった。これは、規制導入当初に流出できなかった資本が、規制の変更後に流出したことを示

唆している。したがって、資本流出を禁止するような強い規制を導入すると、規制を緩和した際に短期資本の流出が促される危険が存在することがわかる。また、長期的な資本流入である直接投資は、様々な要因かつ長期的な視野で決定されると考えられる。このため、短期資本への効果を測定した方法と同様に行っても、直接投資に対する規制の影響をみることは難しい。そこで、直接投資額のデータの推移から考察すると、規制導入当初は、直接投資が影響を受けた可能性を否定できないが、規制内容変更には特に反応していないことが示唆された。

[3章]

本章では、通貨危機後のドル・ペッグ制放棄によって、アジアへの資本移動が危機前と比べてどのように変化したのかを考察した。1997年の危機発生によって、東アジア諸国では事実上のドル・ペッグ制を放棄し、変動相場制へ移行した。これにより、投資家は為替リスクを考慮して投資を決定する必要が生じたはずである。この問題は、ドル・ペッグ制の危険性の一つである、制度放棄後に資本流入が変化するかどうかという点で重要であるが、これまで明らかにされていなかった。そこで、韓国とタイ、インドネシアを対象とし、危機以後、投資家の為替リスクへの反応が変化し、海外からの資本流入に影響があったのかどうかを示す。資本の供給面に焦点を当て、為替レート変動のリスクに対する資本流入の反応を分析した。

推定にあたっては、為替リスクとして、対ドルおよび対円為替レートの日次の変化率の標準偏差をそれぞれ使用した。この対ドルおよび対円為替リスクが純資本流入に与えた影響を測るために、危機発生前と危機発生後、危機終息後のそれぞれの期間において、定数項ダミーと為替リスクの係数ダミーを設定して分析した。すなわち、危機以降の期間において、為替リスクの高まりによって純資本流入が減少するという傾向が危機前よりも強くなっているとすれば、投資家が危機以後、為替リスクを以前よりも考慮して投資行動を決定するようになったことを示していることになる。実証分析の結果、危機発生以後、為替リスクが高まることによって資本流入が減少する傾向が顕著になっていることがわかった。したがって、危機後は、変動相場制への移行により為替リスクが顕在化し、これに投資家が反応するようになったことが示唆された。

[4章]

本章では、アジア諸国において、不動産価格および銀行対外債務が銀行に与えた影響を考察している。1997年の危機の関連で、経済のバブル化に関して議論する際、東アジア諸国の不動産価格の上昇について言及されることが多い。これは、東アジアでも日本と同様に銀行貸出の際に不動産担保を設定していたと推測され、不動産価格が上昇して銀行貸出が増加したと指摘されているためである。なお、理論的研究では、すでに、不動産価格が担保を通じて銀行貸出に影響を与えることが示されている。一方、危機発生以前の東アジ

ア諸国では、外国銀行からの巨額の対外短期債務を抱え、企業部門に加えて国内の銀行部門も多額の借り入れをしていたということが多くの先行研究で指摘されており、銀行にとって対外債務の変動も貸出行動に影響を与える要因の一つであったといえよう。しかし、こうした点はいずれも明らかにされておらず、東アジアの銀行貸出に影響を及ぼした要因について、ガバナンスの観点以外からの研究はほとんどない。東アジア各国の企業は資金調達を主に銀行融資に依存していることを考えると、不動産価格や銀行対外債務が東アジア諸国の銀行貸出に与えた影響について明らかにすることは重要である。

そこで、はじめに、東アジア諸国（韓国、タイ、香港、シンガポール、フィリピン）の不動産担保貸出の実態について調査し、銀行貸出の担保としては不動産が重要であることを示した。次に、銀行貸出に影響を及ぼした要因として不動産価格と銀行対外債務に焦点をあてて実証分析した。具体的には、東アジア各国で不動産価格は銀行貸出に影響を与えたのか、また、不動産価格は銀行対外債務よりも貸出へ大きな影響を与えたのかに関して推定している。それぞれ、不動産価格、GDP、銀行貸出に関する3変数のVARと、不動産価格、銀行対外債務、銀行貸出に関する3変数のVARを使用した。なお、インパルス応答関数やグレンジャーの因果性検定に加え、分散分解もおこなった。さらに、危機前と危機後では、不動産価格及び銀行対外債務の貸出への影響が異なっている可能性を考慮し、危機発生前の期間の推定も行っている。実証結果からは、不動産価格の変動は銀行貸出におおよそ正の影響を与えたことが示唆されたが、対象とした全ての国および期間においてそれがあてはまったわけではなかった。さらに、不動産価格よりも銀行対外債務の方が銀行貸出に与える影響が大きいことが示めされ、特に危機発生前の期間について顕著であった。危機に陥った韓国とタイを比較すると、不動産価格や銀行対外債務が貸出に影響を与えた程度が異なっていたことが示唆された。なお、不動産担保を設定することで不動産価格が銀行貸出に及ぼした影響については、本章の推定結果と先行研究の日本に関する推定結果との比較によって、日本よりも東アジア諸国のほうが小さかったと考えられる。

[5章]

本章では、アジアの債券市場の現状と課題について取り上げた。債券市場の整備にあたり、海外投資家がアジアへ投資する際の3つのリスク、つまり、企業固有のリスク、ソブリンリスク、為替リスクを負担する仕組みにしていくということが問題になってくる。アジア諸国における理想的な債券市場とは、現地企業が自国通貨建てで発行した債券を海外投資家が直接購入するというものになるだろうが、これは、上記の3つのリスクを海外投資家が引き受けることを意味する。しかし、現状では、企業の資金調達は銀行貸出がほとんどを占め、銀行は政府の規制の下にあり、さらに政府はドル建てソブリン債を発行して海外投資家に売却している。すなわち、現在では海外の債券保有者は、企業固有リスクと為替リスクは負担せず、ソブリンリスクのみを負担している。これを上記の目指すべき債券市場に近づける必要があるのである。なお、現在の状況と理想的な形の間として、各

国政府が自国通貨建て国債を発行して海外投資家に売却するという形や、各国の国債を担保にしたバスケット通貨建てアジア債券を発行するという仕組みもある。この場合、海外投資家はソブリンリスクと為替リスク(または非常に小さな為替リスク)を負担することになる。

本章では、現在の債券市場を分析しているが、まず、アジア各国の債券市場の状況を概観する。さらに、現状の追加的な分析として、格付けと国際債の関係についても分析する。債券市場において格付け機関は情報生産機能を担っており、アジア債券市場を現在の仕組みから目指すべき仕組みへ移行していく過程で、国債市場の発展や適切な格付けを行う機関の必要性についても指摘されることが多いためである。こうした状況では、アジアの政府関連債券の価格に影響を与える要因として米国格付け機関による格付けを取り上げ、両者の関係をみることは政策的な意義があると考えられる。しかし、このテーマに関する先行研究は非常に少なく、また分析が不十分なことも多いため、本章では政府発行国際債のインデックスとソブリン格付けの関係を分析する。具体的には、韓国、マレーシア、フィリピン、タイの債券市場を概観し、また、国際債の発行状況を調べた。さらに、回帰分析とデータ変動の分析から、国際債インデックスの変動に格付け変更が影響を及ぼしたのか、逆に、国際債インデックスが格付け変更に先行して変動したのかを考察する。その際、日本についても分析し、アジア諸国の結果と比較している。実証分析の結果、国や時点に依存してしまう場合が多いものの、アジア諸国の国際債インデックスは格付け変更の影響をあまり受けていないことが明らかとなった。一方、格下げ方向に関する格付けの変更は、国際債インデックスの変動から影響を受けていたことが示された。このことから、これまではアジアのソブリン格付けが適切であったとはいえない可能性が高いことがわかった。