

## 博士学位請求論文審査報告書

申請者 猪口真大

論文題目 「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」

### 1. 論文の主題と構成

本論文は 1990 年代後半のアジア金融危機を中心とする期間の金融システムと金融政策に関して東アジア諸国の経験を分析したものである。論文の基本的な問題意識は、アジア危機が国際資本移動の拡大という金融市場の大きな変化に密接にかかわって生じたということである。資本移動の激化するなかで、ドル・ペッグ制などの通貨政策、短期資本移動規制、銀行政策、債券市場育成政策等がいかに機能してきたか、また今後いかにあるべきかを、綿密な計量的手法による実証分析をふまえて考察することが本論文の中心的課題である。

論文は序章および 3 章からなる第 1 部と 2 章からなる第 2 部から次のように構成されている。

#### 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

このうち序章は、アジア危機の要因を分析した先行研究のサーヴェイを行なったものであり、以下でなされる諸分析と先行研究との関係を危機の発生原因に関係づけて説明することが試みられている。第 1 部は、危機前後の資本移動の国内金融政策に対するインパクトを論じたものである。まず第 1 章では、タイの金融政策をとりあげ、事実上のドル・ペッグ政策の下で、不胎化政策がいかに行なわれ、ベースマネーのコントロールが資本移動にどのようにかかわっているかが分析される。第 2 章では、マレーシアで危機政策の切り札として実施された短期資本移動の流入規制政策をとりあげその効果を分析している。第 3 章では危機前後において、為替リスクが東アジア各国の資本移動にどのような影響を与

えたかを考察している。次に第 2 部では、銀行行動や債券市場といった国内金融システムのあり方が危機にいかにかかわっているかを論じている。まず第 4 章で危機前後における銀行の貸出行動を、不動産価格にかかわる一種のバブル現象および銀行対外債務の変化という 2 つの要因とどのようにかかわっているかを、VAR 分析によって分析している。最後の第 5 章は東アジア各国で出現しつつある債券市場について、アジア・ボント市場などの政策論を念頭におきつつ、国際債インデックスの価格変動とその格付けとの関係を実証的に分析している。

## 2. 各章の概要と評価

まず第 1 章では通貨危機前におけるタイの不胎化政策の分析を行っている。通貨危機前にタイはドル・ペッグ制を採用していたため、海外資本が流入してきた場合中央銀行はドル買い介入を行う必要がある。この結果生じる国内通貨増加を防ぐには、不胎化政策を行う必要があるが、通貨危機前のタイにおいて、この不胎化政策が機能していた否かに関しては論争がある。筆者はこの第一章で、タイの中央銀行による不胎化政策の実効性を時系列データを用いて明らかにしようとしている。通貨危機に関する先行研究は多いが、通貨危機当時の中央銀行の行動に関する緻密な実証研究の蓄積は乏しく、この意味で当時のタイ中央銀行の行動様式を定量的に明らかにしようとする本章は非常に意義のあるものと言いうことができる。

筆者は中央銀行のバランスシート項目を検討し、中央銀行の国外資産の変動を外生的なショック要因と捉え、それに対し中央銀行の国内資産およびベースマネーがどう反応したかを考察している。国外資産の変動に対し国内資産が平行に動いていれば不胎化が行われていたことになり、逆にベースマネーが平行に動いていれば不胎化が行われていなかったことになる。このアプローチは、実際に不胎化政策が行われていたか否かのみでなく、どのようなルートで行われたかも明らかにすることができる点で優れたものと言えるだろう。実証研究の結果は、(1) 国外資産の変動に対する国内資産の感応度は 1 よりも低く、完全な不胎化は行われていなかった、(2) 国外資産の変動に対するベースマネーの感応度はゼロではないが 1 よりも低い。これら二つの結果から、通貨危機前のタイ中央銀行は国内資産の変動によりベースマネーの増加を抑えようとしていたが、その不胎化の度合いは完全ではなかった、ということが出来る。このタイ中央銀行の行動を明確に示したことが本章の最大の貢献である。

通貨危機前のタイ中央銀行の国内資産は海外資産に比べ小さく、もともと完全な不胎化を行うことは困難な状況にあった。通貨危機前の動向を見るとタイ中央銀行の海外資産の増加率はベースマネーや国内資産にくらべてはるかに大きく、ベースマネー以外の項目で中央銀行のバランスシートが調整されていたことを示している。では、具体的にはタイ中央銀行はどのような項目でベースマネーの変動を抑えていたのかが次の課題である。猪口氏は中央銀行への政府預け金の変動であることを示唆しているが、ではこの預け金は何を示しているのか、タイ政府は中央銀行に対してどのようなメカニズムで政府預け金を増加

させたのか、という問題が残り、残念ながらこの点に関する猪口氏の議論は不十分であるといわざるをえない。また、実証分析のスペシフィケーションに関しても、説明変数のラグ次数の決定等に関してより詳細な議論が必要かと思われる。しかしながら、通貨危機前のタイ中央銀行の行動を定量的に明らかにした功績は大きいものであり、政府預け金の役割など、将来に続く問題を発見している点でも高く評価できるものである。

次に第 2 章では、アジア通貨危機後、1998 年 9 月にマレーシアで導入された資本移動規制がマレーシアへの資本移動に対してどのような効果をもたらしかを考察している。その資本移動規制の特徴は、短期的な資本移動を規制するものであったことと、段階的に緩和されていったことである。具体的には、当初、短期資本移動抑制のために、資本がマレーシア国内に流入した後 1 年間は流出を禁止した。そして、1999 年 2 月には緩和され、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、流出の際に支払う金額が減らされて、規制が緩和され、2001 年 5 月にこの資本規制は撤廃された。

本章では、証券投資のデータを利用して、短期資本移動に対して、規制の効果、段階的規制緩和の効果、規制撤廃の効果（規制撤廃によって元に戻ったか）を分析している。分析の手法は、証券投資（ネット）を被説明変数とし、収益率差等を説明変数とした回帰分析において、規制前半と規制後半と規制終了後の定数項ダミーと収益率差の係数ダミーを利用するものである。分析結果は、短期資本の流入が規制導入後に減少したこと、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、そして、規制終了後も規制導入前に比較して資本流入を減少させたままであった。これらの分析結果より、マレーシアが導入した流出を禁止することを含む資本移動規制が、短期資本移動を減少させる効果をもたらした。そして、規制緩和及び規制撤廃によって、規制導入前の資本流入の水準にまで戻ることはなかったと結論している。

さらに、短期資本移動規制の副作用として直接投資に影響を及ぼしたかどうかについては、規制導入後、一時的に直接投資を減少させたものの、全般的には直接投資に影響を及ぼしたとは示唆されないとして、今後の課題として残されている。

本章の評価すべき点は、マレーシアによって導入された短期資本移動規制が証券投資によって代表される短期資本移動に対してどのような効果をもたらしたかについて、規制導入直後、規制緩和、規制撤廃の各段階において分析したことである。特に、興味深い結果は、規制緩和によって資本流出が増加すること、そして、いったん短期資本移動規制を導入すると、その規制を撤廃して、規制導入前の資本移動の状況には戻らないことが指摘されている点である。これらの分析結果は、通貨危機時においてどのように短期資本移動規制を導入し、そして、通貨危機が終息した後どのように短期資本移動規制を緩和していく、撤廃するべきかというエグジット・ポリシーを考察するための 1 つの事例として重要な政策インプリケーションを有すると言えよう。

しかしながら、他方で本章は次のような欠点も有している。すなわち、本章では、短期資本移動規制の証券投資収支に対する有効性を明らかにすることを目的としてネットの証

券投資のデータを利用している。しかし、短期資本移動規制が資本移動に対して及ぼす効果を考察するためには、資本の流出と流入のそれぞれが資本規制によってどのような影響を受けるかについて分析することも必要である。その分析のために、グロスの証券投資のデータを利用することも同時に行った方がよかつたであろう。

第3章は、韓国、タイ、インドネシアという危機のショックを最も強く受けた3国をとりあげ、危機によってこれらの国がドル・ペッグ制を放棄したさい、投資家が為替リスクに反応するようになったか否か、それにより資本移動がどのように影響をうけたかが考察されている。

推定は各国への純資本流入を、米国との金利差等のコントロール変数とともに、為替リスク指標に回帰することによって行なわれた。危機発生後と危機後終息後の期間についてそれぞれ係数ダミーと定数項ダミーを使用し、その推定値によって資本流入の変化が判定されている。為替リスクとしては、対ドルおよび対円の為替レートの日次の変化率の標準偏差が用いられている。

こうした回帰分析により、韓国については、通貨危機以降の為替リスクの上昇が純資本流入、特に証券投資の純流入を減少させていた可能性が高いこと、その他投資の純流入については、通貨危機以降、為替リスク以外の要因でも減少していたとの結果が得られていた。タイについては、対ドル為替リスクの高まりによって純資本流入が減少していたことが示され、この傾向は通貨危機以降の期間においてより顕著であり、また、危機以降は、為替リスク以外の要因でも純資本流入が減少していた可能性が示唆された。インドネシアでは、危機発生以降、対円為替リスクの高まりにより純資本流入が減少していたことが示され、さらに危機後の為替リスク以外の要因によっても純資本流入が減少していることが指摘されている。

為替リスクと東アジアへの資本流入の関係については、通貨危機発生以前の期間について事実上のドル・ペッグ政策による為替リスクの低下が、東アジア諸国への資本流入を増加させていること等の分析はなされているが、危機発生後とドル・ペッグ放棄後の期間についての為替リスクの影響に関する分析はない。この点を補完しグローバルな結果を得たことが本章の分析の大きな貢献である。

続く第4、第5章は、国内金融市場に関する分析である。まず第4章では、東アジア5ヵ国をとりあげ、危機前後の不動産価格の変動及び銀行貸出における不動産担保の実態を考察したうえで、銀行貸出と不動産価格の変動について時系列分析を行なっている。具体的には、次の2つの仮説が検証されている。第1の仮説は、不動産価格（特に地価）の上昇が担保価値の上昇を通じて銀行貸出の増加を惹き起こしたというものである。日本のバブル期には地価の上昇が銀行貸出を増加させ、これがバブルの原因となったといわれることが多いが、それと同じことが東アジア諸国でも起きたのではないかとというのがここでの仮説である。第2の仮説は、銀行の対外債務の増加が銀行貸出を増加させたというものである。銀行の対外債務の増加が通貨危機に関係していたという断片的な証拠はこれまでに

も数多く報告されているが、ここではこれをデータ解析によって検証しようと試みている。

VAR を用いた分析の結果、不動産価格から銀行貸出への影響はそれほど強くないことが確認された。つまり、第1の仮説は、東アジアの多くの国で当てはまらない。東アジア諸国では日本のバブル期のようなメカニズムは働かなかったということである。一方、銀行の対外債務と銀行貸出の間には強い関係が観察された。したがって、銀行対外債務の増加が銀行貸出の増加を惹き起こし、それがバブルを招いたという第2の仮説はデータから支持されることが確認された。

不動産価格や対外債務の変動が銀行貸出に影響を及ぼしたという anecdotal な証拠はこれまで数多く提示されているが、きちんとした実証分析として発表されたものは必ずしも多くない。本章の分析の最大の貢献は、各国のデータを収集し、それを綿密に分析しているところである。地価の上昇が不動産担保の価値増大を通じて銀行貸出の増加を惹き起こしたとする「通説」はデータから支持されないことを明らかにしたことは、国によって結果にばらつきがあるなどの不明瞭な点は残るものの、大変興味深いものである。さらに、そもそも不動産担保貸し出しが各国でどの程度広範に普及しているかについても綿密に調べ、アジア諸国の中でも日本が突出していることを明らかにしている。これらのファインディングは、東アジアの通貨危機を理解する上で重要な貢献であるだけでなく、日本のバブル期を理解する上でも有益なものと評価できる。

しかしながら本章の分析は、次のような問題点をもっている。VAR モデルの変数選択が恣意的であり、分析結果がどこまで頑健なのか不明である。例えば、名目金利、物価上昇率、実質為替相場などは重要な変数であり、VAR に含めるべきである。いくつかの代替的なスペシフィケーションを試してみた上で、それでも主要なファインディングが変わらないことが確認できれば論文の説得力は格段に増すであろう。また、東アジアでは不動産担保融資がそれほど大きな影響をもたなかったのは何故なのかについての議論が不十分である。この点は、この章の分析の核心部分であるだけに、さらにふみこんだ議論が欲しいと言えよう。特に、先行研究の分析結果を踏まえながら日本のバブル期との比較を説得力あるかたちで展開することが期待される。

最後の第5章は、東アジア諸国の債券市場の分析にあてられている。まず、東アジア4ヵ国について債権市場の発展状況を概観し、銀行制度の不備な状況の下では、債券市場の育成が必要であることを論じたうえで分析の焦点は、各国の発行する国際債インデックスへの格付け変更の影響の計量分析にしばられる。

すなわち、JP モルガンの国別の国際債インデックスの週次データによる変化を被説明変数として、これをムーディーズによる格付けに変化をダミー変数とする logit 分析による回帰分析を行い、格付け変数とインデックスの変化の間の双方向の影響が吟味されている。分析の結果は、分析対象となる国や時期によって差はあるものの、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さほど受けていないというものであった。逆に、格付けの方向に関して格付けの方が国際債インデックスの変動を受けていることも明らかにされている。

本章の分析結果はそれ自体興味深く、また新しい結果が得られていることは十分評価されるものである。しかしその分析はあくまでソブリン債の価格変動と格付けにかかわる問題に限定されており、アジア各国の国内金融システムの問題として債券市場の発展分析としては、問題設定が不適切であるとの批判はまぬがれない。ソブリン債の分析に注目する理由として筆者は、銀行制度の未発達について言及し、それからただちに国内債券市場の振興・その研究の必要を説いているが、その論理づけは必ずしも十分でない。銀行制度でできないこと、たとえば不完備契約や非対称情報への対処の不十分さが、何故、債券市場によってなしうるのかという点について説得的な説明が必要であろう。また分析方法としても、筆者の用いた回帰分析の手法は十分でなく、本来は操作変数方を用いた同時方程式体系の計測を行なう必要があることもあらためて指摘しておきたい。

### 3. 全体としての評価

以上が本論文の章別の概要と評価である。

アジア危機に関しては、危機直後からおびただしい論考が発表されてきたが、その多くはアジアの“システム”の是非にかかわるものであった。すなわち銀行中心の金融システム、クローニー資本主義と官民癒着、家族支配の企業統治等々アジア型システム自体を批判し、あるいは擁護することに多大の労力が費やされてきたわけである。そうした研究は疑いもなく重要であり、長期的方向としてシステム自体をつくりかえる必要のあることは否定しうべくもない。

しかしシステム自体の是非を中心に構成されてきた研究の盲点は、現在のシステムの具体的な中期的改善の方向についての含意に乏しいことにある。本論文の価値はこの点にある。すなわち銀行中心の金融システムを一挙に資本市場中心のものに変更できない以上、セカンド・ベストとして銀行の機能を高めることと、銀行の機能を補完することを具体的な当面の政策課題として検討せねばならないわけである。前者の問題については、貸出行動や担保のあり方を、資産バブルとの関係などの論脈で検討すること等が必要であり、後者の問題については、銀行の risk elimination 機能を補完するものとしての社債による risk transfer の問題等が焦点となる。こうした現実の政策対応に直接に結びついた論点を、単にシステムの欠陥に結びつけるのではなく、実際に行われた政策と機能したメカニズムの確認から政策対応に結びつけること、これが本論文におさめられた研究のエッセンスであり、またそのオリジナルな貢献として評価されるべき点である。

こうしたタイプ研究の遂行は、一見して考えられるほど容易なものではないことにも注目する必要がある。まず細かい事実をきっちりおさえること、それをオーソドックスなツールを用いて解析可能レベルにまで抽象化せねばならないわけで、この点で筆者の能力と努力を評価する必要がある。たとえばマレーシアの資本移動規制の分析など、単に規制ダミーを導入するのではなく、めまぐるしく変更される規制の強度をとり入れるインデックスを作成するなど、随所にオリジナルな工夫のなされていることは評価に値する点である。

もちろん論文に少なからず問題点があることも事実である。各章ごとにその問題点は詳

しく論じておいたが、最後にとくに論文の作成態度ないし研究姿勢の問題を指摘しておこう。先行研究との差異その面でのオリジナリティを出すことに多くの努力を注がれている反面、自己の問題意識に立っての考察が十分でないことがある。すなわち、分析により対象となった経済現象に関して何が明らかにされ、何が明らかにされずに残されたかという点についての立ち入った省察が必ずしも十分でない。こうした傾向は、筆者だけの問題ではなく、多くの若手研究者に共通する欠点ではあるが、筆者の将来への期待という意味であえて一言しておくものである。

しかしながら、こうした問題点は本論におさめられた諸分析の価値自体を否定するものではない。筆者の今後の研究のなかで日頃心がけることにより十分に克服されるものである。審査員一同は、所定の口述諮問の結果と論文評価に基づき、猪口真大氏が一橋大学博士（経済学）の学位を授与されるべき十分な資格を有していると判断する。

2004年3月10日

論文審査委員：

阿部 修人

小川 英治

寺西 重郎

山本 拓

渡辺 努