

1980年代半ばから1990年代にかけて、世界各国の金融取引の規制緩和・撤廃により資本移動の自由化が進み、市場参加者が動かす投機資金・投資資金は膨大な金額に達した。また、ハイテク通信技術の急速な発達により、先進国と新興市場国のマーケットがボーダーレスになって、瞬時に世界各地へ大量の資金が移動する。このような状況の下で新興市場の政府のマクロ経済管理、通貨調整の運営が極めて困難になっている。90年代通貨危機に直面した新興市場経済の諸国では、従来の通貨危機で問題とされた政府の財政収支やマクロ経済の安定性という問題はそれ程深刻ではなかった。むしろ、大量の海外資本を取り入れるような金融政策と金融構造などが主な問題とされている。

本稿はまず今まで通貨危機の理論を展望しながら、90年代の通貨危機メカニズムを考える際に、実証分析とその手法の選択の重要性を指摘した。そして、第三章に亘って資本流入の原因、内外金利の連動性(資本市場の構造変化)と伝染効果のメカニズムに関して、実証分析を行った。

まず、第1章で示されたように、今までの通貨危機の理論研究は、主に二つタイプのモデルが支配的である。ひとつは第1世代モデルと呼ばれる説であり、それによると、固定相場制と拡張的な貨幣と財政政策には整合性がないため、通貨危機が必ず生じる。しかもこのタイプの通貨危機はあらかじめ予測することができる。それに対して、第2世代モデルは民間期待の変化が政府の政策ウェイト(例えば、固定相場制策と失業削減政策との間)を変化させ、よって、固定相場制を放棄せざるを得なくなり、しかもこのようなタイプの通貨危機が自己実現的なもので予測できないと主張する。しかし、90年代の通貨危機のメカニズムに関して以上に述べたような従来の研究では解釈することができない。

通貨危機発生直前までに新興市場の4カ国(タイ、韓国、インドネシアとメキシコ)では、大規模の資本流入が生じ、実質為替レートが大幅に増価され、経常収支赤字がさらに悪化された。一般的には、経常収支赤字が民間資本流入によってファイナンスされるならば、それは民間の異時点間に亘る合理的な行動であり、特に心配する必要がないといわれるかもしれない。しかし、現実の世界では、将来の経済成長に不確実性が存在するため、持続的な資本流入に見合う債務返済能力が保証されるものではなく、市場はその経済に對外債務不履行の可能性があると判断されたとき、流入した資本が瞬時的に流出することによって流動性危機が生じる恐れがある。

第2章では、以上に指摘されたような大規模の資本流入現象に対して、その要因を投資機会、国家の信頼性と外部要因といった側面に分けて新興市場の4カ国が危機発生直前までの現状を分析した。さらにアジアにおいて円安ショックという外部要因がドルペッグ制のもとでの資本流入に与える影響を測定した。

今まで、資本流入の要因分析においては価格要因と数量要因という二つ異なる分析法に分かれている。前者は、資本流入が資産収益によって決定されると考えている。しかし、後者は、資本流入が債務ストックによって左右されると主張する。結局、それぞれの手法に基づいて得られた結論が対立していた。しかし、本稿は価格と数量をとともに考慮した場合、どういった経済指標を考えられるかを分析した。そして、実際新興市場の4カ国がこの分析の枠組の中で内部要因が効いているか、それとも外部要因が効いているかを実際のデータに基づいて判断を試みた。それによれば、90年代前半においては、国によって程度の差があるものの、資本流入の増加は経済のファンダメンタルズの改善を多少に反映していた。一方、アジア諸国では、米ドルに固定した為替政策が行われ、90年代後半円安ショック(外部要因)によって、大規模な短期資本流入を招いてしまった。したがって、ドルペッグよりもむしろバスケットペッグを採用した方が過剰な資本流入を引き起こさなかったであろう。

第3章では、90年代資本市場の構造変化を正確に調べるために、国内金利の決定要因の理論に基づいて、Time-Varyingパラメータの測定手法を利用した。今まで資本市場の特徴(開放か閉鎖か)に関する分析は主に金利平価式のテストに限られていた。しかし、金利の決定要因に緩やかな構造変化が生じる場合、金利裁定式に基づいて分析を行ったとしても、資本市場開放のダイナミクスを正確に掴めることが難しい。

本稿では、新しい分析手法(Kalman Filterパラメータ測定方法)を取り入れることによって90年代後半資本市場の構造変化が大きくあったことがデータで証明された。そして、その結果が実際に行われてきた自由化政策の推移と一致した。しかし、従来の方法を用いて測定してみたらこの結果が得られなかった。さらに、いくつかの観測されないパラメータ(例えば、期待為替レート、為替リスクプレミアム)が本稿の方法によって新しい情報を付け加えなくても直接に求めることができるようになった。

第4章では、90年代新興市場における通貨危機のもう一つの特徴は危機が一国に止まるではなく、速くも周囲国に波及し、一つの「地域の危機」になるという現象を指摘した。そして、本稿は仲介機関(銀行など)の役割を明示することによって通貨危機の波及効果における新たな伝達ルート(銀行の貸し出しチャンネル)を考察した。さらに、通貨・金融危機から実体経済への影響をも分析した。

今まで、伝染効果に関しては貿易の依存関係や資本市場の群衆性行動などの側面から分析することが多かった。銀行の役割が考慮されなかった。また、金融の実体経済への影響について、資金の需要サイドからの分析が多かった。しかし、本稿は銀行の貸し出しチャンネルから外部ショックが生じるとき、外国投資家の期待変化によるリスクプレミアムの上昇は銀行仲介を通じてその効果を更に拡大することを示した。つまり、マイナスショックが大きくなると、債務不履行リスクが上昇すると市場が判断し、投資家は高いリスクプレミアムを要請する。不完全信用市場の下では、その債務コストは銀行仲介を通じて、企業により高い負担を負わせる。よって、金利スプレッドは債務不履行現象が生じるまでどんどん拡大される。一方、もしリスクプレミアムがすべての借り手に対して要請されるならば、このようなマクロショックによって通貨・金融危機の波及効果が生じる。さらに、不完全信用市場のもとでマクロレベルのショックは本来金利(リスクプレミアムを通じて)の実体経済への影響をさらに拡大した。このような「貸出チャンネル」効果の存在は本稿の実証分析部分——VARモデルによっても証明された。

したがって、本稿の貢献と主な結論は次のとおりである。90年代後半資本市場の実際の構造変化が本稿

によってはじめて実際のデータに基づいて確認された(第3章を参照)。この特徴がほかの特徴の中でしめる役割は非常に大きいと考えている。つまり、90年代世界資本市場の構造変化(第3章)にともなう資本流入の上昇(第2章)が国際金融ショック(円安ショック、交易条件の悪化など)と海外投資家の感情変化(第1章と第4章)に対する新興市場諸国の対応力を弱くした。今まで成功を収めてきた国内政策(固定相場政策など)と金融構造(間接金融支配の経済など)が複雑になりつつある環境の中で効かなくなった。これはいわゆる「21世紀型」の通貨・金融危機の特徴であろう。今後の課題としては、新しい資本市場構造の中で、新興市場諸国の政策当局がどのような対応政策を取るべきか、また、如何にして政策の整合性を保っていくかというような問題を研究していきたい。