

## グロスでみた国際資本移動の波と通貨危機の発生\*

奥山 聡子（神奈川大学）

90年代までは、国際投資の資金源、すなわち資金の供給元は主に先進国であった。しかし、金融グローバル化の進展により、1990年代半ば以降、新たに新興国や途上国からも多額の資金が供給されるようになった。グローバル化の進展は、各国の経済的な結びつきを強め、経済の相関を高めた。その結果、景気拡大期には、多くの国が国際投資を拡大させ、景気の縮小期には多くの国が国際投資を縮小させるというグローバル・キャピタル・ウェーブが発生するようになった。2008-09年の世界金融危機の際は、このようなグローバル・キャピタル・ウェーブの中で、多くの通貨危機が発生した。国家間の資本フローの急激な変化に伴い発生する通貨危機は、金融グローバル化の進展に伴い増加傾向にある。

90年代までに発生した危機として、1980年代から90年代前半にかけての中南米通貨危機、1991年から1993年にかけての欧州通貨危機、1997年のアジア通貨危機などある。2000年代に入り、新興国をはじめとした多くの国で外貨準備の積み立てが進み、通貨危機の発生回数は一時期減少したが、2008-09年の世界金融危機では、多くの通貨危機が発生した。その後も、2010年から2011年にかけてのギリシャ危機の時期や、2015年のチャイナ・ショックの時期など、世界金融危機の時ほど規模は大きくないものの、度々、通貨危機が発生している。最近では、2018年に入り、アルゼンチンやトルコの通貨危機が深刻化していると言われている。果たして、これらの通貨危機は、同じものと考えてよいのだろうか。

通貨危機の理論モデルは、様々な要因で発生する通貨危機をモデル化している。1つ目に、政府の財政赤字の拡大が通貨危機につながるメカニズムを示した第一世代モデルがある(Krugman(1979), Flood and Garber (1984)など)。これは80年代に発生した南米の累積債務危機を説明したモデルと考えられる。2つ目は、自己実現的に通貨危機が発生するメカニズムを示した第二世代モデルである(Obstfeld (1996)など)。これは、90年代に欧州諸国で発生した危機を説明したモデルといわれている。そして、3つ目は金融危機との関連性において通貨危機が発生するメカニズムを示した第三世代モデルである(Corsetti, Pesenti, and Roubini (1999)など)。第三世代モデルは、そのほとんどが、アジア通貨危機発生後に開発された。このように、理論モデルにおいては、様々な通貨危機の発生メカニズムが検討されているのである。

これに対し、実証研究においては、すべての通貨危機を一括りにして、分析がおこなわれているものがほとんどである。Kaminsky (2006)は、「While the theoretical literature has

---

\* 本研究はJSPS 科研費 JP16K17124 の助成を受けたものです。

emphasized variety, the empirical literature has supported the “one size fits all” models.] (Kaminsky (2006), Abstract)として、実証研究で、すべての通貨危機を同じものとして扱っていることを指摘した。その上で、主要なマクロ経済指標を基に、回帰分析によって内生的に通貨危機のタイプを6つに分類した。Kaminskyはこうした分類のもとで、実証研究をおこなうことで、より詳細な分析が可能となり、通貨危機の予測精度が高まると主張した。

通貨危機を適切に分析し、通貨危機が発生した際に適切な処方箋を実行するためには、通貨危機のタイプを識別することが重要である。医療に例えると、同じ腹痛を訴えている患者でも、その原因が、食べ過ぎなのか、ウイルス性なのか、癌なのかによって、その後の治療法が異なるのと同じである。そのまま様子を見るか、薬を服用するのか、手術して癌を切除するのかは、その病気の発生原因で決まってくる。通貨危機に対しても同様で、全く異なる原因で発生している通貨危機を一括りにして分析していても、そこから適切な対処法や正確な予測を導くことはできない。

もう1つのメリットは、通貨危機のタイプを分けることで、よりの確な対処法について分析、検討できることである。先ほどの医療の例で考えると、胃潰瘍によって腹痛を訴えている患者に、抗がん剤治療を施し、その効果がなかったとしても、抗がん剤には効果がないといえるだろうか。そうではない。抗がん剤は、癌を発生原因とした腹痛に対して、効果を持つのである。胃潰瘍の患者と胃癌の患者を一括りにして、抗がん剤の効果を分析しても、適切な検証とはいえない。通貨危機も同様に、発生原因が異なれば、適切な対処法も異なるのである。政策効果を検討する場合は、まず通貨危機の発生原因がどこにあるのかを明確にし、その発生原因ごとに適切な政策を検討する必要があるだろう。

例えば、通貨危機の際に、しばしば用いられる代表的な政策として、高金利政策がある。高金利政策は、自国通貨の防衛のためにおこなわれ、自国通貨の信用が低下しているとき、外国へ資本が逃避するのを防ぐ効果や、通貨に対する投機攻撃を防ぐ効果がある。通貨危機が発生したかどうかを判断するための、為替圧力指数の構成要素にも、為替レートと外貨準備残高と共に、しばしば金利が含まれる。通貨危機が発生した場合に、高金利政策をおこなうことが多いためだ。通貨危機発生に対する高金利政策は、そのくらい頻繁に用いられる政策なのである。しかし、アジア通貨危機の際は、高金利政策が裏目に出て、金融機関の経営状態が悪化し、通貨危機をさらに深刻化させたといわれている。高金利政策は、その国の金融システムに多大な負担をかける。高金利政策は、通貨危機のタイプによって、その効果が異なる政策だといえよう。

通貨危機のタイプを判別するための1つの指標として、本稿では通貨危機発生時のグロスの資本フローに着目した。ネットの資本フローと通貨危機との関連性については、これまで多くの研究がおこなわれてきた(Calvo (1998), Hutchison and Noy (2006), Zhao, de Haan, Scholtens, and Yang (2014)など)。特に焦点が当てられていたのが、資本流入の急停止であるサドン・ストップと通貨危機との関連性である。しかし、こうした研究の多くも、ネットの資本フローに基づいた分析であった。そのため、サドン・ストップが外国からの資本流入

の急減によるものなのか、国内投資家による外国資本への逃避なのかを判別することができなかった。

これに対し、グロスの資本フローでは、外国からの資本の流出入と、国内からの資本の流出入の両方を識別できる。グロスの資本フローの重要性は、Forbes and Warnock (2012)などによって近年指摘されている。1990年代前半までの新興国、途上国では自国からの資本流出入の規模が小さく、ネットの資本フローが外国からの資本の流出入を反映していた。しかし、国際金融市場の発展に伴い、外国からの資本の流出入と、国内からの資本の流出入の両方が拡大した結果、ネットの資本フローでは、グロスの資本フローの激しい変動を捉えられないことが明らかになった。グロスの資本フローを分析することで、外国人投資家による国内資産投資の動きと、国内投資家による外国資産投資の動きを両方とも検討することが可能となる。グロスの資本フローを用いた分析は、近年盛んに行われるようになってきたが、通貨危機の分析に用いられたことはこれまでにない。本稿では、通貨危機発生時のグロスの資本フローに焦点をあて、分析をおこなうことで、同じ通貨危機であっても、グロスの資本フローの動きが異なることを発見した。

Forbes and Warnock (2012)によると、グロスの資本フローの急激な変化は、4つのタイプに分けられる。1つ目は外国人投資家による国内資産投資の急増である“サージ”、2つ目はその急減である“ストップ”。3つ目は、国内投資家による外国資産投資の急増である“フライト”、4つ目はその急減である“リトレンチメント”となる。これまでの先行研究は、ネットの資本フローに基づき分析がおこなわれていたため、外国からの資本流入の急減であるサドン・ストップと通貨危機の関連性に焦点があてられていた。確かに、通貨危機発生時のグロスの資本フローをみても、ストップはしばしば発生している。ある国で、通貨危機が発生した場合に、外国からの資本流入が急減、もしくは流出に転じるのは自然なことである。一方、通貨危機発生時の国内投資家による資本フローの方向は、通貨危機ごとに大きく異なる。

通貨危機発生時に、国内投資家がどのような行動をとっているかは、通貨危機のタイプを判別するための重要な指標になりうる。なぜなら、通貨危機発生時に、国内投資家が外国資本に逃避する“フライト”が発生している場合、国内通貨に対する信用が失われている可能性が高いからだ。固定相場制の下での自国通貨に対する過大評価や、累積債務による国内資産に対する信用の失墜といった国内のファンダメンタルズに起因した通貨危機の場合に、フライトが発生しやすいと推測される。反対に、国内投資家が国内に資本を呼び戻す“リトレンチメント”が発生している場合、国内通貨や国内資産に対する信用の低下ではなく、流動性危機の問題が発生していると考えられる。世界金融危機のときのような、グローバルな景気循環に付随した急激な資本フローの変化に伴う通貨危機に対しては、リトレンチメントが発生しやすいだろう。

そこで本稿では、通貨危機発生時のグロスの資本フローの動向と、通貨危機のタイプとの関連性について分析と考察をおこなう。判別を試みる通貨危機のタイプは次の2つである。

1 つは、世界金融危機前後の期間に発生したグローバル・キャピタル・ウエーブのような、国際投資の拡大と縮小によって発生する、流動性危機を伴う通貨危機である。もう 1 つは、国内通貨や国内資産の信用の低下といった国内のファンダメンタルズに起因した通貨危機である。前者のタイプでは、通貨危機と同時にリトレンチメントが発生しやすく、後者のタイプでは、通貨危機と同時にフライトが発生しやすい。

この仮説を検証するために、98 カ国、1980 年第 1Q から 2018 年第 3Q までの期間のデータを用いて分析をおこなった。期間中、通貨危機は 219 回発生した。分析では、はじめにグローバル・キャピタル・ウエーブ発生時のグロス資本フローの特長を明らかにし、通貨危機との関連性について考察した。その上で、これまで発生した主な通貨危機について、事例検証をおこなった。この 2 つのタイプを判別することで、通貨危機の予測精度向上につながり、また、高金利政策など通貨危機に対する政策の効果について、より精度の高い検証が可能となるだろう。