

| | |
|---------|---|
| 氏名 | 金 炳 宣 |
| 学位授与年月日 | 2005(平成 17)年 3 月 18 日 |
| 学位論文題名 | 東アジア経済における円ドルレート変動の影響と通貨危機以後の為替 制度と金融政策についての実証研究 |
| 論文審査委員 | 主査 教授 岩 林 彪 |

論文内容の要旨

1980年代以後、東アジア地域と日本との経済的結びつきにおいて円ドルレートは非常に大きな影響を及ぼしてきた。これまで、東アジア各国は自国通貨レートを米ドルに強くリンクしたわけで、円高局面には景気が上昇し、円安局面には景気が減速するパターンが繰り返されてきた。特に、アジア通貨危機からも見られるように、円ドルレートの変動が東アジア諸国の経済に与える影響は予想外に大きかった。このため、多くの研究者は、強い米ドルリンク制をアジア通貨危機の大きな原因として指摘してきた(Ito, Ogawa, & Sasaki, 1998)。

周知のように、危機中、東アジアのほとんどの国が変動為替相場制へ移行せざるを得なかった。しかしながら、危機後、東アジア通貨当局は自国の為替制度をアジャスタブルフロート制であると言っていたが、ある計量分析によると、米ドルの比重が非常に高く、再び実質的米ドルペッグ制に回帰していると指摘している研究も少なくない(McKinnon, 2000)。また、危機直後の東アジア各国の為替レートは、日本円と連動性が非常に高かったが、タイやシンガポールと経済的結びつきが強いマレーシアが固定為替相場制を採用した結果、為替レートは再び米ドルと強い連動性を持ち始めたとの指摘もある(福田・計、2001)。

危機以後、東アジア諸国の為替制度の変化を問題とする際に、最近金融政策としてインフレーション・ターゲティングを採用する国々が増えていることを考えると、この金融政策と為替制度間の整合性について考慮する必要がある。国際金融のトリレンマ論に基づいて、東アジア各国が、危機からの教訓を何らかの形で受け入れているとすれば、自国の金融政策を改善しているのではないかと考えられる。

東アジア諸国のような新興国では、資本市場と金融システムの未成熟さのため、インフレ目標の達成に特化した金融政策がうまく機能できないとの指摘(Calvo and Reinhart, 2002)もあるが、最近、韓国、タイ、インドネシア、フィリピンは、金融政策としてインフレーション・ターゲティングを採用した。これは、東アジア各国が為替制度と金融制度において新たな枠組みに挑んでいることを意味するものであろう。特に、資本移動の自由化が進んでいる東アジア各国が、従来のように為替レート安定を金融政策の目的として追求すれば、金融政策の独立性を求める政策運営は不可能であることから、この枠組みの歴史がまだ浅いにもかかわらず、

インフレーション・ターゲティングの有効性に注目しているのである。

こうしたことを念頭に置き、本研究は、通貨危機以後の東アジア諸国における為替制度のあり方とその特徴を確かめる一方、その為替制度の変化をもたらした金融政策の背景としてインフレーション・ターゲティングの採用に注目し、通貨・金融制度の枠組みにおける大きな問題点の一つとして金融政策の独立性について実証分析を見た。

まず、第1章では、東アジア経済と円ドルレート変動との相関関係を概括し、第2章では、通貨危機前後の東アジア各国の為替制度を分析し、円ドルレート変動が東アジア経済の成長に及ぼす影響を明らかにした。そして、第3章では、危機以後、為替制度の変化とともに金融政策の選択肢としてインフレーション・ターゲティングの採用がどれだけ機能しているかについて、国内金利と国際金利間の連動性と為替レートの柔軟性を推計することで確認してみた。この研究結果をまとめると、次の通りである。

東アジア各国は輸出指向型経済発展と海外直接投資を受け入れ高度成長を遂げてきた結果、東アジア各国の景気循環が互いに同調する特徴を持つようになっている。東アジア地域及び各国の経済成長は、日本及び米国の経済成長と相関関係を持っているものの、域内経済の結びつきが高まっているため、域内経済成長ともっとも高い相関関係を持っていることが分かった。しかしながら、円ドルレートの変動に対して大きな影響を受けていることも確かめられた。特に、NIEsの経済成長は、1%の円ドルレートの上昇（円安）から長期的には-0.25%の影響を受けると分析された。ASEANの経済成長の場合、NIEsの経済成長と高い相関関係を持ちながら、工業生産の分業体制上、NIEsの下請けあるいは供給者であることを反映し、円ドルレートの上昇（円安）に時間遅れを持って負の影響を受けていることが分かった。また、中国を除いた東アジア(EA1)の経済成長において、円ドルレートの上昇（円安）は-0.22%の影響を与えており、中国を入れた場合、この負の効果が減少すると分析された。

このように、東アジアの経済成長が円ドルレートの上昇（円安）から非常に有意な負の影響を受ける背景には、東アジアの輸出と日本の対東アジア直接投資が円ドルレートと高い相関関係を持って動いていることが考えられる。また、最近、東アジア諸国及び地域の間での直接投資の拡大や域内の労働分業体制によって東アジア域内経済の結びつきが高まっていることから、円ドルレートの変動のような外部経済変数から共通のショックを受ける可能性があると考えられる。

こうした円ドルレートの変動が東アジア地域及び各国の経済成長率に大きな影響を与える原因として、各国の通貨が米ドルレートに強く連動してきたことが挙げられる。各国の日次為替レートのデータを用いて回帰分析した結果、アジア通貨危機以前、東アジア諸国の通貨は非常に強く米ドルレートと連動していたことが分かった。しかし、通貨危機以後の東アジア諸国為替制度を見ると、いくつかの特徴が見られた。

まず、危機中、香港を除いたすべての国で、為替変動性ははるかに高くなっており、各国通貨においてのバスケットに占める米ドルのウェイトが減少したことが分かった。特に、日本円が統計上有意となり、日本円のウェイトが高くなったことも見られた。また、危機以後、東アジア各国の為替制度は、危機以前からの米ドル固定為替相場制(香港、マレーシア)から変動為

替相場制(インドネシア)まで多様化していると分析された。そのうち台湾ドルは、また危機以前と同様に米ドルレートに強く連動しており、韓国、シンガポール、タイ、フィリピンは両制度の中間的位置にあると見られた。さらに、各国の通貨バスケットに占める米ドルのウェイトは、危機中より高くなったが、その t -値が年々減少していることと、日本円のウェイトとその t -値がともに危機以前より高くなっていることから、危機以後の東アジア各国の為替制度は、危機以前とは違うパターンを見せていると考えられる。

また、危機以後、こうした東アジア各国の為替制度の変化をより明確に説明できる特徴がみられた。東アジア各国は、円ドルレートの変動のような外生変数からの影響に対して非対称的に対応していることが分かったのである。ちなみに、円安ドル高(円高ドル安)の時、各国における通貨バスケット上の米ドルのウェイトが減少(増加)し、日本円のウェイトが増加(減少)するパターンを取っていることが確認された。特に、この傾向は、日本と競合関係にある韓国、シンガポール、台湾で強くあらわれており、円安(円高)時には、減少(増加)した米ドルの割合分だけ日本円の割合が有意に増加(減少)していると分析された。

危機以後、東アジア諸国の為替制度が多様化されたことは、最近いくつかの国々がインフレーション・ターゲティング(IT)を採用していることを踏まえると、金融政策と為替制度の間の整合性に関して考えさせる。現在、東アジア諸国のうち、韓国、タイ、インドネシア、フィリピンは、フロート制とインフレーション・ターゲティングの枠組みを採用するようになっていいる。国際金融のトリレンマ論によれば、これら国々の金融・為替制度の枠組みは、資本自由化を前提として為替レートの変動を容認するとともに金融政策の独立性を求めることへ向かっている。そして、資本自由化とフロート制の下では、資本流出入が為替レートの変動によって吸収されるため、金融当局は国際金利と異なる水準で国内金利を調整できると考えられる。逆に、香港のような固定為替相場制の下では、金融当局は国際金利の動きから独立して国内金利を決める余地がないと考えられる。

厳しい固定為替相場制を採用している香港の場合、危機前後、国際金利の変動に対する香港金利の反応度は、はるかに高く、国内金利調整速度が非常に早いことが確認された。逆に変動為替相場制の日本の場合、国際金利の変動に対する日本国内金利の反応度は、統計上有意ではなかった。

危機以前、韓国とタイの国内金利は米国金利の変動に対して非常に敏感であったことが分かった。このため、国内金利は国際金利とほぼ同じ速度で調整された。しかし、危機以後、韓国とタイでは顕著な変化が見られた。国際金利に対する韓国・タイの国内金利は、まだ有意な水準で反応しているが、その調整速度は危機以前より相当遅くなった。さらに、国内金利の長期調整速度が危機以前より緩やかになり、国際金利の変動から国内金利が柔軟に動いていることが確認できた。

また、各国の為替柔軟性指数を見ると、危機以前、韓国、タイ、インドネシアでは、為替レートの変動性は低く、金利と外貨準備の変動性が高いというパターンを示し、為替柔軟性指数がゼロに近かった。これは、国内金利や外貨準備などの操作可能な変数を用い、通貨当局が為替市場へ直接的に介入したことを示すものであると思われる。しかし、危機以後、韓国とタ

イでは、為替レートの変動性が高くなる一方、国内金利の変動性は非常に安定していた。また、韓国とタイの外貨準備は、危機以後増加の傾向にある一方、その変動性は、タイでは危機以前とほぼ同じレベルで、韓国では相当分減少していたことが分かった。総じて、危機以後のこれら国々の為替柔軟性指数は危機前より高くなっていることが確かめられた。

本研究を通して、米ドルに強くリンクしてきた東アジア諸国において、円ドルレートの変動の東アジア経済への影響が確認され、危機以後の東アジア諸国の為替制度が、危機以前と異なる特徴を持ちはじめたことを明らかにした。また、韓国、タイ、インドネシアなどが最近採用しているインフレーション・ターゲティング制においては、まだその有効性をうたえるほどの長い期間ではないが、危機の再発を防ぐため、これらの国々が金融制度と為替制度の整合性を求める方向へ向いているのではないかと考えられる。これは、これまでの東アジアの経済成長が、市場原理で説明できない非整合性部分が多いとの指摘から、脱け出しつつあるのだといえることであろう。