

論文の内容の要旨

論文題目 Essays on Exchange Rates and Macroeconomics

(為替レートとマクロ経済に関する研究)

氏名 橋本優子

金融取引における技術革新や規制緩和によって、国際資本市場の統合が急速に進むなか、1990年代以降、数度にわたる大規模な通貨危機がおきている。なかでも、1997年のアジア通貨危機では、それまでの通貨危機において leading indicator とされてきた経常収支赤字などのマクロ経済指標の悪化 (first generation model) が事前に観測されなかったことが特徴である。アジア通貨危機を始めとする近年の通貨・経済危機に関する研究は、短期資本流出 (capital flight) や銀行部門の不良化などに焦点が置かれている。すなわち、危機の発生は投資家の期待の変化に原因があるとする議論である。一方で、M2 や外貨準備高などのマクロ指標が、危機前の時期に正常ではなかったことも事実である。マクロファンダメンタルズと危機の発生に対する期待形成を切り離して考えるべきではない。

この論文の目的は2点にまとめられる。第一に、通貨危機に至るプロセスの実証的な検証および危機の背景となるマクロ経済の検討である。危機以前のアジア諸国におけるマクロファンダメンタルズの推計と、危機発生のタイミングをブラウン運動に従う確率モデルを用いて分析し、投資家による将来の通貨価値下落予想に与えるマクロ経済の役割を明らかにする。

第二に、アジア通貨危機や欧州通貨統合を契機に注目されている、最適通過圏構想について、サーチ理論を用いてモデル展開を行う。サーチ理論での交換媒体としての貨幣の使用が、取引コストを低め交換の効率性を高めることを通貨選択の理論に応用している。同一地域での共通通貨の利用は、取引コストだけでなく、為替レート変動による通貨価値の大きな volatility や不確実性、危機に見舞われた国とそれ以外の国での通貨価値の差による交易条件の変化などを回避することができるため、今後、アジア共通通貨圏(円圏)などの議論に応用できるモデルである。

論文は4つの章からなる。

第1章 Introduction

第2章 Macroeconomics and High Interest Rates in Asia before 1997

第3章 An Empirical Test of Likelihood and Timing of Speculative Attacks:
The Case of Malaysia and Singapore

第4章 Economic Characteristics Allowing the Coexistence of
International Currency and Local Currency

第1章 Introduction

通貨危機の発生とその影響に関する議論の中での本研究の役割、および各章の要約をまとめる。

第2章 Macroeconomics and High Interest Rates in Asia before 1997

第2章では、通貨危機以前のアジア4カ国(インドネシア、韓国、フィリピン、タイ)におけるマクロ経済ファンダメンタルズ関係を Vector Autoregressive (VAR)モデルを用いて検証する。90年代に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く、むしろ、大量の資本流入を目的とした金融政策(高金利)が主な問題とされている。

分析の結果、各国で国内利子率の上昇(対外金利差の拡大)が為替レートやGDP成長率、経常収支-GDP比率の自国マクロ経済ファンダメンタルズに有意かつ長期的な効果を持つことが明らかとなる。国内利子率の上昇に対する影響は必ずしも一様ではないものの、低インフレ率かつ低財政赤字の新興市場経済諸国にとって、外国先進諸国に比べた高利子率のコストは、それらから受ける便益よりも大きいことが明らかとなる。金融当局は、他の要素にも増して、国内利子率の絶対的かつ(対外との)相対的な水準の両方に注意を払う必要があることが導かれる。

第3章 An Empirical Test of Likelihood and Timing of Speculative Attacks:
The Case of Malaysia and Singapore

第3章では、1997年に生じたアジア通貨危機における投機的アタックの背

景を、マレーシアとシンガポールを例に分析をおこなう。一般的には、通貨価値の下落の確率はM2の外貨準備高に対する比率にセンシティブである。この研究では、吸収壁付ブラウン運動を用いて理論モデルを構築し、実際のデータによって投機アタックの確率を推計する。将来の通貨下落予想を forward premium で計測する。M2 と外貨準備の比率がブラウン運動過程に従っているという仮定のもとで、この比率の閾値に近づくこと(すなわち、拡張的金融政策あるいは外貨準備高の減少)が、市場の通貨下落期待を引き起こす枠組みとなっている。

分析の結果、通貨下落の確率がマレーシアでは高く推計される。特に、危機の波及直前の1997年9月には1ヶ月先の下落予想確率がはねあがるのが推計される。この結果からはさらに、拡張的な金融政策と外貨準備の周期的な減少が、通貨価値の下落を引き起こすプレッシャーとなることが導かれる。

第4章 Economic Characteristics Allowing the Coexistence of International Currency and Local Currency

第4章では最適通過圏構想について、サーチ理論を用いてモデル展開を行う。アジア通貨危機や欧州通貨統合を契機に、地域経済圏での共通通貨の使用が、経済発展の重要な鍵としてクローズアップされている。そもそも、交換媒体としての貨幣の使用は、取引コストを低め、交換の効率性を高めることにあるのだが、同一地域での共通通貨の利用は、取引コストだけでなく、為替レート変動による通貨価値の大きな volatility や不確実性をも回避することが出来るからである。

従来の最適通過圏の理論では、マッチング確率が取引コストや取引に携わる人口に依存するモデルとなっている。本文では、取引に関わる agent の期待形成が通貨選択に関係するモデルを試みる。具体的には、2大貿易圏からなる世界を想定する。barter 取引と貨幣の選択という仮定をはずし、財の交換には貨幣が介在する。かつ、地域内だけで通用する通貨と全世界で通用する通貨の2種類が存在する。このとき、通貨を保持する人口の大きさなどに依存することなく、価値がより高いとみなされた通貨が取引媒介すなわち国際通貨として使用される。

以上