

タイにおける金融政策反応関数の推計 ・ 通貨危機と金融政策・

法政大学 上坂豪

< 報告要旨 >

タイ経済は 1980 年代後半以降、「外資主導工業化戦略」と「金融自由化政策」のもとで、毎年 8%以上の高成長を遂げた。しかし、1996 年頃より経済成長率が鈍化するとともに、貿易収支の悪化、資産価格の低下が見られ、年末から翌 1997 年にかけては金融システムが大きく動揺した。この間、大量のパーツ売りが散発的に発生し、金融当局は積極的に外為市場に介入することによってパーツ切下げを回避したが、同年 7 月 2 日ついに変動相場制へ移行した。

タイが経験した通貨危機については、マクロ経済指標が比較的健全な値を示していたこともあり、政策当局のマクロ経済運営の失敗というより、もっぱらミクロ面、特に金融システムの脆弱性の問題とされた。すなわち、急激に進行した金融自由化と不完全な監視体制・プル・デンシャル規制のもとで、地場金融機関は適切なスクリーニングやモニタリングの機能を果たさず、海外から流入した巨額の短期性資金が不動産や証券投資などの危険度の高い投資先へ融資された。このように形成された金融構造下で、投資家はマクロ経済の微弱なショックにもきわめて敏感になり、成長率の鈍化などマクロ経済の変調が認識されるや否や、大量の資金が国外へ流出した、というものである。

国内金融システムの脆弱性がタイ通貨危機の重要な要因であることに異論はないが、一方で政策当局のマクロ経済運営が通貨危機の一因となった可能性も見過ごされるべきではない。例えば、Krugman (1979)らによる「第 1 世代通貨危機モデル」に従うなら、金融当局が固定相場制の維持と矛盾する政策運営を行っていることを投資家が正確に認識しているなら、実際に固定相場制度を放棄せざるを得なくなる時点より前の時点で危機が発生しうる。あるいは、Obstfeld (1994, 1996)などの「第 2 世代通貨危機モデル」によれば、金融当局によるインフレ抑制政策が民間部門から十分な信認を得られていないならば、通貨危機が自己実現的に発生する可能性がある。タイ金融当局の政策運営と通貨危機の関連についても実証的に検証する必要がある。

本稿では、通貨危機前後のタイ中央銀行による金融政策スタンスを検証することによって、金融政策運営と通貨危機の発生との関連性について考察する。吉野・義村 (1997) の手法を用いて、タイ金融当局が用いていた政策手段を特定した上で、金融政策反応関数を推計したところ、以下のような結果が得られた。(1)タイ金融当局は、政策手段として短期金融市場金利(レポ金利)をコントロールしていた。(2)金融政策反応関数の推計式には通貨危機を境に構造変化が認められる。(3)通貨危機以前は、国際収支の均衡を政策目標とし

ていた。これはドルペッグ制の維持という目標と整合的であり、97年の通貨危機が Krugman 型の危機ではなく、Obstfeld 型の危機であったことを示唆している。(4)通貨危機以後はもっぱらインフレ率を政策目標とした政策運営を行っている。今後こうしたインフレ抑制に対する姿勢に十分な信認が得られるならば、自己実現的通貨危機再発の危険性は低下するであろう。