

令和 2 年 6 月 12 日現在

機関番号：32702

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2017～2019

課題番号：16K17124

研究課題名（和文）新興国危機への予見的対応：危機発生形態を考慮した高信頼性予測モデルの開発

研究課題名（英文）Proactive responses to crises in emerging economies: a Development of reliable prediction models for various types of crises

研究代表者

奥山 聡子 (Okuyama, Satoko)

神奈川大学・経済学部・准教授

研究者番号：80523000

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 1,900,000 円

研究成果の概要（和文）：通貨危機の予測精度向上には、危機の分類をより子細にする必要がある。これまでの研究は、すべての通貨危機を同じものとして扱ってきた。しかし、通貨危機は、国内ファンダメンタルズの悪化により発生する場合もあれば、グローバルな信用収縮による外国資本流出が原因で発生する場合もある。危機を予測する際には、この2つを識別することが重要である。分析の結果、国内要因で発生する通貨危機では国内投資家は国外に資本を逃避させ、グローバル要因で発生する通貨危機では、国内投資家は外国資本を国内に引き揚げるということがわかった。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究は、通貨危機発生時の国際資本移動を分析することで、通貨危機の識別をおこなった。通貨危機を識別することで、通貨危機の予測精度向上が期待される。また、通貨危機はそのタイプごとに、初動対応が異なる。初動対応の成否は、その後の経済的ダメージの大小に直結する。通貨危機のタイプを迅速に判断することで、危機発生時に適切な対応をおこなうことが可能となる。また、本研究では、通貨危機の原因となる外国資本の急激な流出が、どのような経済的環境下で発生するかを示した。通貨危機が発生しやすい経済状態を把握することで、危機の予測と予防的措置の早期実施が可能となる。

研究成果の概要（英文）：A more detailed classification of crises is needed to improve the accuracy of currency crisis forecasts. Previous studies have treated all currency crises as the same. However, currency crises are caused either by deteriorating domestic fundamentals or by foreign capital outflows due to the global credit crunch. In predicting crises, it is important to distinguish between these two types of crises. This study finds the following; when currency crises are caused by domestic factors, domestic investors flee their capital abroad, while when currency crisis are caused by global factors, domestic investors withdraw their foreign capital to their country.

研究分野：国際金融論

キーワード：通貨危機 新興国 国際資本移動 キャリートレード 信用収縮

様式 C - 19、F - 19 - 1、Z - 19（共通）

#### 1. 研究開始当初の背景

(1) 金融グローバル化の進展に伴い、新興国にも大量の外国資本が流入するようになった。しかし一方で、急激な資本流出により、新興国が通貨危機や金融危機のリスクに晒されるようになった。通貨危機や金融危機の発生を未然に防ぐためには、予測精度の向上が喫緊の課題である。

これまでの実証分析では、危機をすべて同じものとして扱い、分析をおこなってきた。危機の予測モデルも同様である。しかし、危機のタイプが異なれば、危機予測の際に注視すべき経済指標も異なってくる。さらに、危機発生時の対処法も異なる。例えば、通貨危機発生時によく高金利政策が採用されるが、金融危機が同時発生しているケースでは、かえって金融危機を悪化させることもある。危機のタイプを識別することで、危機の予測精度が向上し、さらに危機発生時に適切かつ迅速な初期対応を実行することが可能となる。

(2) 近年、新興国からの急激な資本流出（もしくは資本流入の急激な減少）が、新興国で度々発生している。対外資本の急激な減少はサドン・ストップと呼ばれ、通貨危機や金融危機を引き起こす要因となる。従来、通貨危機は経常収支赤字や、財政赤字といった国内要因により発生するケースが多かった。しかし、金融グローバル化が発展した近年では、新興国からの資本流出はグローバル要因で発生すると言われている。グローバル要因で発生する通貨危機や金融危機の発生メカニズムを解明することが、危機の予測精度を高めることに繋がる。

#### 2. 研究の目的

(1) 第1の目的は、危機の発生形態を識別することである。本研究では通貨危機の発生形態の識別に焦点をあてた。金融危機に関しては、流動性危機や不良債権の増加など、危機形態の識別が既におこなわれている。しかし、通貨危機に関しては、財政赤字や経常収支赤字の拡大といった国内要因で発生するケースと、世界的な信用収縮など、グローバル要因で発生するケースが、同じ危機として扱われている。そこで、国内要因とグローバル要因で発生する通貨危機を識別することを試みた。

(2) 第2の目的は、通貨危機を引き起こすグローバル要因を特定することである。近年の実証研究では、新興国からの資本流出が、国内要因ではなく、グローバル要因で引き起こされているという結果が出ている。例えば、2013年のバーナンキ・ショックでは、当時のFRB議長、ベンバーナンキが、将来的な量的緩和政策の縮小を示唆しただけで、新興国からの急激な資本流出と、新興国通貨の下落が発生した。そこで、新興国からの資本流出が発生しやすい経済的環境を明らかにしようと試みた。

#### 3. 研究の方法

(1) 通貨危機発生時の国際資本移動を分析した。通貨危機発生のタイミングについては、これまでの先行研究(Almahmood et al. (2018)など)に倣い、為替圧力指数を作成して、特定した。国際資本移動については、IMF:International Financial Statisticsの金融収支のグロスデータを用いて分析をおこなった。Forbes et al.(2012)に従い、資本の流出入を4つのタイプに分類した。まず、外国投資家による国内への資本流入が急激に拡大することをサージとし、反対に急激に縮小することをストップと定義した。さらに、国内投資家による外国への資本流出が急激に拡大することをフライト、反対に資本流出の縮小、もしくは外国からの資本引き揚げをリトレンチメントと定義した。その上で、通貨危機発生時に、どのようなタイプの資本の流出入が発生していたのか、分析をおこなった。

(2) 2008年の世界金融危機以降、新興国から急激な資本流出が発生したイベントとして、2013年のバーナンキ・ショックと、2015年、16年のチャイナ・ショックがある。いずれも、新興国の通貨と株価が下落した。この2つのイベントに焦点をあて、イベント発生前にキャリートレードの蓄積があったか、イベント発生時に主要先進国の対外資産縮小が生じていたかを分析した。なお、国際資本移動については、IMF:International Financial Statisticsの金融収支のグロスデータと、金融資産負債残高をみるInternational Investment Position(IIP)を用いて分析をおこなった。この2つの事例に焦点をあてた理由として、どちらも世界金融危機ほどの大惨事には至らなかったものの、同時期に多くの新興国通貨と株価にショックを与えたからだ。新興国に流入する資本が、どのような経済現象に反応したのか、その経済的背景を明らかにすることで、将来的な危機に備えることが出来る。

#### 4. 研究成果

(1) 奥山(2019)では、通貨危機発生時の国際資本移動について分析をおこなった。分析の結果、通貨危機発生時には、外国投資家による資本流入の急停止、すなわちサドン・ストップが発生しているケースが多かった。これは、すべての通貨危機に共通していた。しかし、国内投資家による資本移動に関しては、国内要因で通貨危機が発生した場合と、グローバル要因で通貨危機が発生した場合とで違いが見られた。

国内要因で通貨危機が発生しているケースでは、通貨危機発生国の投資家が、外国に資本を逃避させるキャピタル・フライトが発生しているケースが多いことがわかった。通貨危機とフライ

トが同時発生した事例として、1992 年の発生した欧州通貨危機時のイギリスが挙げられる。

反対に、グローバル要因で通貨危機が発生しているケースでは、通貨危機発生国の投資家が自国に資金を引き揚げるリトレンチメントが発生するケースが多かった。グローバル要因で通貨危機が発生した事例として、アジア通貨危機発生時の韓国・フィリピンが挙げられる。さらに、世界金融危機の際も多数の新興国で、サドン・ストップとリトレンチメントの同時発生が確認された。

今後の研究課題として、通貨危機の発生要因ごとに予測指標を選別する必要がある。国内要因で発生する通貨危機は、これまで指摘されていたように、経常収支赤字や財政赤字が危機を予測する際に重要となる。固定相場制であれば、固定レートが実際の為替レートとどれだけ乖離しているかも重要な指標となる。一方、グローバル要因で通貨危機が発生するケースは、流動性危機が多い。アジア通貨危機の際の韓国が典型的だが、外国への急激な資本流出により、自国通貨安と流動性危機の 2 つの危機に直面することになる。こうした通貨危機を予測する際は、外貨準備や対外短期債務などが重要な指標となるだろう。さらに、グローバル規模での信用収縮がどういった状況で発生するのかを把握することも危機を予測する上で重要となる。

(2) 奥山(2020)では、新興国からの急激な資本流出を引き起こすグローバル要因として、キャリートレードの蓄積とグローバル規模での信用収縮に焦点をあてた。分析の結果、2013 年のバーナンキ・ショック発生時にキャリートレードの投資国と言われている国々で、キャリートレードの蓄積が存在し、バーナンキ・ショック時にその蓄積が解消していたことがわかった。当時の経済状況から考察すると、2013 年以前、先進国は量的金融緩和政策をおこなっていた。ゆえに、金利水準が低く、新興国との金利差が拡大していた。また、この時期、ギリシャなど一部の新興国を除けば、通貨価値も安定していた。そのため、キャリートレードの蓄積が進みやすい経済的環境が整っていたと考えられる。バーナンキ発言をきっかけとして、キャリートレードの巻き戻しが発生し、資本流出と新興国通貨の下落が起きたと考えられる。

2015 年、16 年のチャイナ・ショック時も、多くの新興国から資本が流出した。流出した資本の内訳をみると、金融収支のその他投資の項目からの流出が多かった。アジア通貨・金融危機や、世界金融危機と同様、金融機関を通じた資本流出が発生していた。金融機関を通じた資本流出が発生するのは、グローバル規模での信用収縮が起きていることを意味する。新興国の多くの金融機関が流動性危機に瀕していたと推測できる。

実際、グローバル規模での信用収縮が起きていたのだろうか。分析の結果、アメリカ、EU などの対外資産のデータをみると、世界金融危機ほどの大規模な対外資産縮小は発生していなかった。また、震源国である中国はまったく対外資産を減らしておらず、むしろ中国からの資本流出が発生していた。チャイナ・ショックが世界金融危機よりも軽微なショックで済んだのは、経済大国が対外資産を縮小させなかったため、グローバルな信用収縮が小規模ですんだことが要因だと考えられる。今後も、主要先進国による対外資産縮小が、グローバル規模での信用収縮の連鎖を引き起こすだろう。信用収縮の連鎖を止めるためには、グローバル要因による資本流出が発生した場合に、迅速に流動性支援をおこなう国際協力体制を構築し、セーフティネットを強化すべきである。

## 5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計2件（うち査読付論文 1件 / うち国際共著 0件 / うちオープンアクセス 1件）

1. 著者名 奥山聡子	4. 巻 54(4)
2. 論文標題 グローバル・キャピタル・ウエーブの発生と通貨危機	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 神奈川大学商経論叢	6. 最初と最後の頁 61-91
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -

1. 著者名 奥山聡子	4. 巻 -
2. 論文標題 新興国が抱える国際資本移動のリスク	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 国際経済	6. 最初と最後の頁 -
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

〔学会発表〕 計2件（うち招待講演 0件 / うち国際学会 0件）

1. 発表者名 奥山聡子
2. 発表標題 グロスでみた国際資本移動の波と通貨危機の発生
3. 学会等名 日本国際経済学会第9回春季大会
4. 発表年 2019年

1. 発表者名 奥山聡子
2. 発表標題 新興国が抱える国際資本移動のリスク
3. 学会等名 日本国際経済学会第78回全国大会
4. 発表年 2019年

〔図書〕 計0件

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

	氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
--	---------------------------	-----------------------	----