

東洋大学学術情報リポジトリ Toyo University Repository for Academic Resources

アジア新興国の資本移動規制の実効性

著者	川崎 健太郎
著者別名	Kawasaki Kentaro
雑誌名	経営論集
号	84
ページ	105-118
発行年	2014-11
URL	http://id.nii.ac.jp/1060/00006883/

アジア新興国の資本移動規制の実効性

Effectiveness of Capital Controls in Selected Emerging Asian Countries

川崎 健太郎

(Kentaro KAWASAKI)

アジア新興国の資本移動規制の実効性

Effectiveness of Capital Controls in Selected Emerging Asian Countries

川崎 健太郎

目次

1. 経済のグローバル化と資本移動規制
2. アジア通貨危機から世界金融危機を経て変化するアジアの資本移動の現状
3. 資本規制の実効性の分析
 - 3.1 長短金利と名目為替相場の推移：日本・韓国・タイのケース
 - 3.2 インパルス応答関数による金利差ショックと名目為替相場の反応の分析
4. 結語：経済成長と資本移動規制とのバランス

1. 経済のグローバル化と資本移動規制

グローバル化が急速に進展し、世界経済が大きく成長した背景の一つには、各国の金融市場を含む様々な市場において、自由化や規制緩和が進んだことが指摘されている。多国籍企業が国境を越え、地球規模での活動を続けることで、それまで国内市場を閉鎖・保護していた途上国にも、かつて経験したことのない高い経済成長と所得上昇をもたらされることとなった。

一般の財やサービスについては、経済のグローバル化がもたらす便益は、その理論的根拠を、自由貿易や国際分業の促進といった新古典派経済理論に求めることはできるものの、一部の新自由主義的な考え方によって、先進国・途上国を問わず、いかなる閉鎖的市場も、自由化や規制緩和が必要であるとの議論がしばしば行われた。つまり、自由化や規制緩和が世界規模で生じることで、かつてアダム・スミスが想定したような、無数の市場参加者が自由な経済取引を行う完全競争市場が、国境を越えて具現化し、「世界各所」でパレート最適が達成されるかのように考えられているからである。しかしながら、「世界各所」で達成されうるパレート最適とは、必ずしも「世界各国」で達成されるパレート最適と同義ではないことに注意しなければならない。

その最たる例は金融市場であるといえる。各国の国内金融市場は自国通貨という、国家を最小単位としてその価値や機能を保証する通貨を媒体とした取引市場を形成している。そのため、多国籍企業のような、国家の枠組みを超えて利潤最大化をおこなう経済主体がもたらす利益とは相反する場合があります。重要な点は、金融市場で取引される株や社債、そしてビットコインのような仮想通貨のような金融資産とは異なり、通貨は「公共財」としての役割を併せ持つことである。

自国通貨とは、国内で法貨として流通する限り、自国の政府・中央銀行が唯一価値を保証できる公共財であり、通貨を発行する主体である政府・中央銀行が通貨の発行・

維持・管理を適切に行う必要がある。そのため通貨を発行する国家の最も重要な役割は、自国通貨を媒体として取引が行われる国内金融市場の「市場の失敗」を防ぐこととなる。

経済学においては、同じ種類の財が市場に複数存在し、取引者がそれを自由に選択する市場取引が行われる財は「公共財」とは考えられていない。例えば、国際金融市場においては、他国の通貨との交換に障害がなく、取引者が自由に通貨を選ぶことができることから、通貨は「一般財」として取引されていることとなる。すなわち、国内において唯一供給される通貨は、自国民あるいはその居住者にとって公共財であっても、外国民や非居住者にとっては一般財のひとつに過ぎないのである。このような市場取引者それぞれがもつ財に対する認識の相違は、通貨危機や金融危機の際には国内金融市場に深刻な外部不経済をもたらすことから、政府や通貨当局は、国内金融市場の参加者を保護する目的で、市場への介入や取引の管理が必要となるのである。

とりわけグローバル化が進む近年、こうした国際金融市場からもたらされる外部不経済を遮断する目的で、国際資本移動に対する規制＝資本規制の導入に再び関心が高まっている。

したがって本稿では、アジア新興国経済の資本フローについて、資本規制の有効性を測定する目的から、金利変化と名目為替相場の関係に注目する。とりわけ、世界金融危機以前に為替相場や金融市場に特徴的な動きがみられた韓国とタイに注目し、両国の資本規制が有効に機能しているかどうかを分析する。第2節では、資本規制の費用・便益について考察するとともに、アジア危機から現在までのアジアにおける資本移動規制に関する現状を概観する。第3節では日本をベンチマークとしながら、韓国およびタイについて米国との金利差ショックが名目為替相場に及ぼす影響をインパルス応答関数によって分析する。第4節では経済成長を阻害しない資本移動規制について議論する。

2. アジア通貨危機から世界金融危機を経て変化するアジアの資本移動の現状

財・サービス市場と同様、資金貸借が行われる金融市場が、完全に機能している場合^①、資本移動に制限を設けず、市場参加者が国境を越えて自由に市場取引をおこなうことで大きな便益がもたらされる。自由な市場取引によって実現される便益には、1) 国境を越えたリスクシェアが実現し、取引者の投資リスクに対する許容度が格段に高まること、2) 外国金融機関の参入によって金融技術が発展し、国内金融市場が成熟すること、3) 市場の反応を意識した経済政策によって、経済成長や富を増加させるばかりでなく、政府の政策への“しぼり”となつて、非効率な経済政策を排除することが可能となる、などが含まれる。

資本が移動することは、一般的には為替相場の変動を伴うが、資本移動が自由に行われる際には、その1) タイミング、2) 移動量、そして3) 移動の形態（長期の資金貸借か短期の資金貸借か、自国通貨建てか外国通貨建てか、銀行融資なのか証券投資なのか）については、安定的な経済成長や消費者保護といった観点から、政府や中央銀行は資本移動をコントロールすることはできない。そのため、自由な資本移動によってもたらされるメリットをはるかに上回るデメリットを被る場合に、政府や中央銀

行が資本移動に規制を課すことになる。

外国為替相場を変動させる資金の移動要因は、経常取引と資本取引の2つに分けられるが、資本取引においては、株式や社債、また様々な金融資産の取得にかかわる外国為替市場での取引需給に、将来の金融資産の価格や利息・利回りの予測といった期待形成に依存した取引が含まれる。これら期待形成の変化は、短期間で巨額の資金を移動させる誘因となりうることから、固定為替相場制度を採用する経済や、政策的に為替相場の安定化を意図する経済では、資金移動そのものに制限を加えることになる。例えば、非居住者がその国の株や債券の取得を禁じる場合や、それらの売却益に対し居住者とは異なる税を課す場合、また、売却益を一定期間無利子で中央銀行に強制預託させるなどの措置を講じる場合がある。こうした規制は、銀行預金や投資信託、金融派生商品などのいわゆる金融資産全般に行われる。一方、外資企業によって自国企業が買収され、子会社化されるような直接投資は、投資期間が比較的長期にわたることから、短期的な外国為替市場への影響が限定的であること、また製造業による直接投資は、その経済に雇用創出と生産技術の伝播をもたらし、自国経済の発展に大きく寄与することから、自国の企業を圧迫しない産業にのみ外資参入を限定する場合や、あるいは地場企業との合資・合弁企業を創設する場合にのみ、資本流入を許可する場合がある。

日本では90年代から本格的な金融市場や資本移動に関する自由化に向け様々な変革が生じたが、東アジアの新興経済において資本移動の自由化が進んだのは、1997年から1998年にかけて生じたアジア通貨危機以後のことである。

例えばアジア危機を経験したタイや韓国、インドネシアにおける自由化は、危機対応策として導入されたIMFの支援パッケージにおいて、それまでの硬直的な経済構造の改革が急務とされたことが背景にある。また、アジア危機の発生原因の一つが、あいまいな固定為替相場制度にあったとの見方から、事実上のドルペッグ制を採用していたアジアの新興国は、危機後、為替相場制度を変動為替相場に移行するにあたり、為替相場の動きに柔軟性をを持たせる為、ある程度の金融取引の自由化が必須となった。

しかしながら新興国経済にとって、過度の為替相場の変動は、国内金融市場が備えるリスク許容度を容易に超えてしまうばかりでなく、資本流入によって生じる自国通貨高が、経済成長のエンジンとしてきた輸出の競争力を大幅に減じてしまうため、変動相場制度への移行においては自国通貨高への強い警戒感を生じることとなる。

例えばタイでは、アジア危機以降に資本規制（為替管理）が導入された。2002年以降、好調なアジア経済と恒常的なドル安の流れをうけ、とりわけ、パーツ高の傾向は顕著となり、2006年末には1ドル=35パーツを向うまで増価したため、タイ中央銀行は2006年12月18日、短期外資流入に関する規制策を発表し、資本取引規制が導入された。規制では、実需（但し、財・サービス取引の実需取引は対象外）・ヘッジに関わらず、タイパーツの売為替について、対価となる外貨の30%相当額が準備金として1年間タイ中央銀行に無利息で預金される事実上の資本流出規制が課せられた。^②

また韓国でも2000年代を通じて進んだ金融自由化は、日本と比較すると、資本移動に関する多くの規制が残されており、短期の資本取引から経常取引や直接投資に至るまで、規制が存在している。2008年に世界金融危機によって再び韓国ウォンの急激

な減価を経験すると、資本取引の自由化から再規制の動きが強くなり、2010年6月には「資本流出変動緩和策」を導入し、非居住者への債券投資に纏わる課税制度の復活や銀行の短期外貨借入の抑制策の導入が検討されようになった。自由化のプロセスを進めつつも、自国通貨高が進むことで、再び資本取引への規制の導入がなされる動きは、「通貨の非国際化」とも呼ばれている。^③

IMF (2014) によれば2013年末現在、韓国およびタイともに為替相場制度は、市場介入によって政策的に為替相場が変化する余地をもったフロート制に分類されている。これらの国々は、短期的には外国為替市場への介入によって、中・長期的には資本移動に関する規制・緩和政策の導入・撤廃を調整弁としながら、自国通貨価値の安定化を図っていることがうかがえる。このように、各国政府にとっては、経済成長と資本移動に関する規制との間には常にジレンマがあることや、導入される資本規制の種類によってもその有効性に大きな違いが生じることが考えられよう。

3. 資本規制の実効性の分析

3.1 長短金利と名目為替相場の推移：日本・韓国・タイのケース

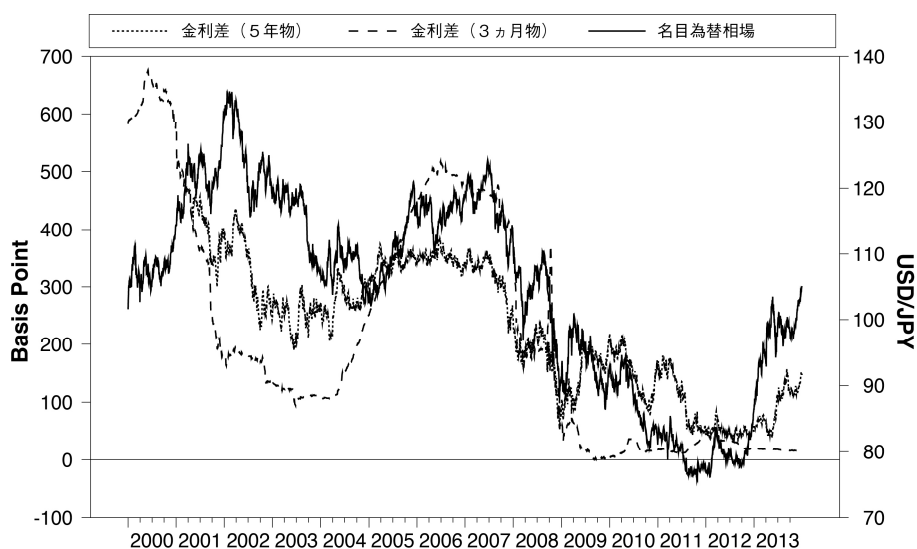
本節では、1997-98年のアジア危機から現在に至るまで、名目為替相場の変動と資本移動規制に関する動きが顕著であった韓国とタイについて、資本移動と為替相場の関係について分析をする。

資本移動については、資本流入額および流出額は二国間データとして取得することが困難であることや、日次データのような高頻度データとして取得できないことから、本節の分析では海外の自国との金利差が生じることで、資本移動が発生し、結果、名目為替相場にどの程度変化が生じたかを測る事で、資本移動に関する規制が存在するか、またその規制がどの程度資本の移動を妨げたのかを測る。例えば、金利平価説が成立しているならば、自由な金融市場においては、金利差が生じれば資本移動の誘因となり、それに応じて名目為替相場が変化する。しかし、金利差が生じても資本移動に関する規制が存在している場合には、金利差に見合った名目為替相場の変動をもたらさず資本移動がおこらないことになる。金利差による名目為替相場の反応が鈍ければ鈍いほど、資本移動に関して規制が有効に機能しているか、為替市場への介入によってその影響を相殺しているといえる。一方で、金利差の発生に応じ、名目為替相場が変化する場合は、例えば自国金利高に対して、資本流入によって応分の自国通貨高が生じれば、資本移動に関する障壁は小さいく、自由な資本移動が起こっているといえる。

ここで、内外金利差の発生を捉える際には、米国金利を世界金利の代理変数として、自国金利との金利差を捉えることとする。カバー無し金利平価を想定するならば、米国金利が上昇し自国金利との金利差が拡大した場合、投資家は自国金融資産への投資から米国金融資産投資へと資金を移動させるため、自国通貨安・ドル高が発生する。一方で、金利差が縮まるか、自国金利が高くなる場合には、自国通貨高・ドル安が発生する。ただし、金融市場において、将来の期待為替相場を用いたカバー無し金利平価が常に成立するわけではないことや、直先スプレッドを用いても金融市場の市場参加者の期待形成やさまざまなリスクプレミアムの存在によって、金利差と名目為替相

場の変化とは常に同じ変化が発生するわけではない。そのため、アジアにおける資本移動のベンチマークとして日米の金利差と円ドル為替相場の動きについても分析する。

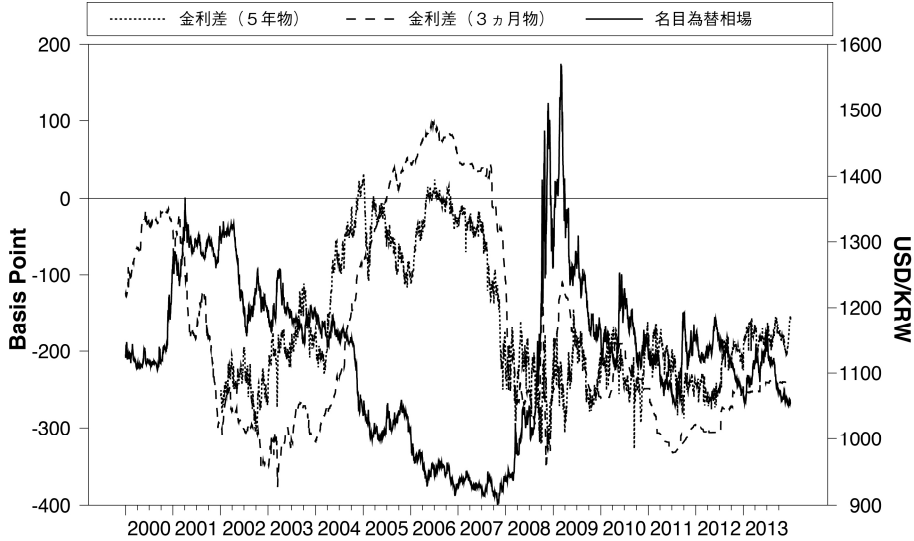
図 1-1 は米国の短期金利および長期金利（3 ヶ月インターバンクの貸出金利、5 年物財務省証券の利回り）と、日本の長短金利（3 ヶ月インターバンク金利、5 年物国債）それぞれとの金利差と、名目為替相場の推移を示したものである。日本の短期金利は 2000-2013 年を通じて 4.49bp から 109.82bp のレンジ内で推移し、長期金利は 8.98bp から 158.06bp のレンジ内の極めて低い金利変動で推移したため、両国の金利差を生じている要因は米国の金利変動であると言える。金利差の推移と名目為替相場の変動をみると、2000-2001 年頃と 2008-2009 年頃の一時期に、短期金利と名目為替相場が逆相関している時期が見て取れるが、ほとんどの期間で、為替相場や長期金利差に沿うように推移しており、日本の場合は長短金利差の推移と名目為替相場の推移とは正の相関をもっていることが解る。



データ：UBS デルタ

図 1-1：日米金利差と名目為替相場の推移

次に図 1-2 は米国と韓国の長短金利差および名目為替相場の推移を、図 1-3 は同様に米国とタイの長短金利差と名目為替相場の推移を示したものである。

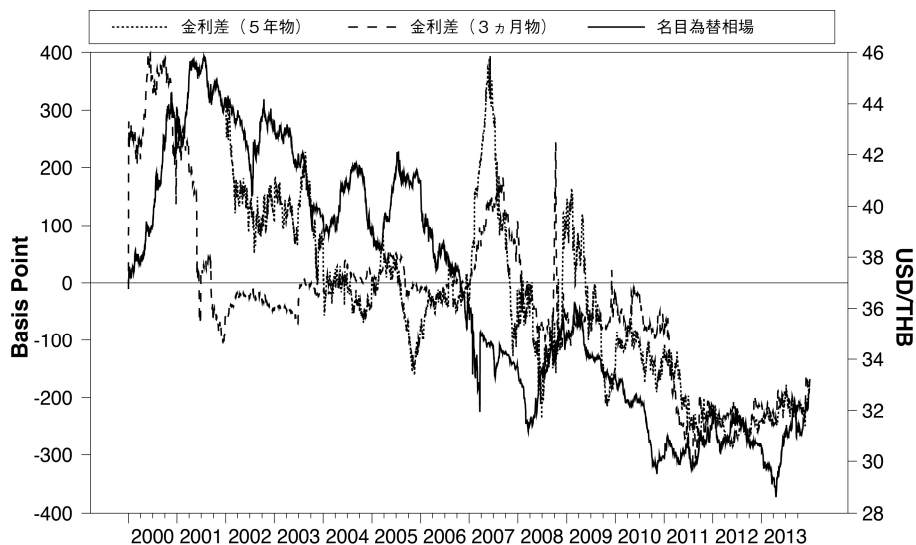


データ：UBS デルタ

図1-2：米韓金利差と名目為替相場の推移

米国と韓国の長短金利差(=米国金利-韓国金利)と名目為替相場の推移を見ると、2000-2001年のITバブル崩壊を受けた米国の金融緩和により、両国の短期金利差は、韓国の金利よりも米国金利の下落速度が早いことで拡大した。この金利差の拡大は、韓国への資本流入要因か米国への資金流出を停滞させる要因となるため、それに併せた韓国ウォンの増価が見込まれるはずであったが、実際には韓国ウォンは減価していた。2002年から韓国ウォンは増価に転じる。この時期米国との金利差はむしろ縮小し、2005年頃には短期金利については、米国金利が韓国金利を上回り、韓国からの米国への資本流出要因となることから、為替相場はむしろ韓国ウォン安となるはずであるが、実際には韓国ウォンの増価が2008年初頭まで続くことになる。このことから、2002-2008年においては自国通貨高を警戒し、過度の資本流入を和らげるような資本規制はほとんど効果を果たしていないことがうかがえる。つまり、米国金利の上昇によりも韓国金利の上昇が緩やかであることは、韓国国内に資金が流入し続けたことがうかがえ、韓国ウォン高はそれを裏付けているとも言える。

2008-2009年の世界金融危機を経て、韓国ウォンが急激に切り下がると、このような関係は解消し、近年では金利差と名目為替相場の連動性が見られるようになっている。



データ：UBS デルタ

図1-3：米・タイ金利差と名目為替相場の推移

タイにおいては、長期的な趨勢として、アジア危機からの経済の回復とその後の経済成長にあわせ、本国金利高とタイバツ高との正の相関が見て取れる。一方で、短期的な金利差変動と為替相場の変動とは逆相関の関係にあることが観察される。例えば2003年中頃から本国金利が上昇し米国との金利差が縮まっていき、やがて本国金利が相対的に高くなって資本流入要因となると、趨勢的な本国通貨高傾向に楔を打つような形で、タイバツ安が現出している。この点は、為替介入が行われていることをうかがわせるが、介入によって一時的にせよ通貨安に導くことに成功していることは、資本規制の存在は少なくとも急激な為替変動のバッファーとなって、介入効果を高めていることがうかがえる。

3.2 インパルス応答関数による金利差ショックと名目為替相場の反応の分析

前節で、長期的な趨勢を概観したが、資本規制の存在がどの程度、資本流出入の要因を和らげているかについては、短期的な反応について分析する必要がある。本節では、米国とアジア各国（日本・韓国・タイ）それぞれとの金利差が名目為替相場に短期的にはどのような影響を与えるのかについて、インパルス応答関数を用いて分析する。推計を行うVARモデルは移動平均表記において以下の様に表される。

$$\begin{bmatrix} x_{1,t} \\ x_{2,t} \end{bmatrix} = \sum_{i=0}^{\infty} \begin{bmatrix} a_{11} & a_{12} \\ a_{21} & a_{22} \end{bmatrix}^i \begin{bmatrix} e_{1,t-i} \\ e_{2,t-i} \end{bmatrix} \quad (1)$$

ここで $x_1 = i - i^*$ はアジア各国と米国との金利差、 x_2 は名目為替相場（外貨建て相場）の対数値を示している。なお、行列 a およびショックを識別するには標準的な Cholesky 分解を用いる。(4)

一方、日本を含め、韓国やタイへの資本流入の要因は、それら経済自体の景気循環や資金需要にも依存するが、金融市場に最も大きな影響を及ぼすであろう、米国金融政策の変更と、それに応じた金利の動きを把握しておくことが重要である。2000年から2013年末までの米国FRBが政策金利としているFFレートは、1) 2000-2001年に発生したITバブル崩壊以降、段階的にFFレートを引き下げた時期、2) 住宅価格の上昇を懸念し、FFレートの高め誘導を継続した時期、3) 世界金融危機直後の混乱期からQE1前半期、4) QE1後半からQE2期を経た金融緩和期において、特徴的な推移を示している。またFFレートの動きに併せて、短期および長期金利が推移している。

したがって本節の分析では、分析対象期間を2001年から2013年末とし、世界金融危機直後の混乱期を除き、FFレートが特徴的な動きをしめした3期間：(第I期) 2001年1月3日から2004年6月9日(6.35%→0.99%)までの金利下落期、(第II期) 2004年6月10日から2006年7月31日(1.00%→5.31%)までの金利上昇期、(第III期) 2009年1月5日から2013年12月31日(0.80%→0.04%)までの超低金利期、として、分析期間を分割したデータはUBSデルタおよびDatastreamから得ている。

なお、推計したVARモデルのラグ次数は表1に示されている。ラグ次数の選択においてはAICを基準とした。

表1：VARモデルのラグ次数の選択

	日本		韓国		タイ	
	短期金利	長期金利	短期金利	長期金利	短期金利	長期金利
[I] 2001.1.3-2004.6.9	2	2	5	2	1	2
[II] 2004.6.10-2006.7.31	2	3	2	2	1	2
[III] 2009.1.5-2013.12.31	10	3	7	5	2	2

図2は第I期の日本・韓国・タイ各国と米国の金利差ショックおよび各国通貨の名目為替相場ショックが他方の変数に与える影響を示したものである。上段は短期金利差を用いた場合を示している。ベンチマークとなる日米のインパルス応答関数を見ると、日本の金利が高まるか、米国金利が下がることにより金利差(=日本金利-米国金利)が縮まる(日本への資本流入要因の発生)と、日本円の増価が観察されている。

一方で、韓国と米国の金利差ショックが生じると、いったん韓国ウォンが減価してから20日後に増価へ反転する反応が得られている。タイバーツについては、日本円と同様に資本流入要因に対して、為替相場の増価の反応がみてとれるが、金利差ショックに対する為替相場の反応きわめて小さいことが示されている。

下段は同様に第I期における長期金利差について表したものであり、日本については短期金利とほぼ同様の反応が見られるが、長期金利差ショックの名目為替相場への影響は短期金利差ショックよりも大きい。一方で、韓国・タイについては自国金利が米国金利に比べて相対的に魅力を持つようになって、名目為替相場の減価する反応

が得られており、為替介入が行われていることがうかがえる。またタイに於いては、金利差ショックが急激に減衰していることから、タイ国内への資本の流入がし難いことがうかがえよう。

図3は第Ⅱ期の金利差ショックおよび各国通貨の名目為替相場ショックが他方の変数に与える影響を示したものであり、図3上段は短期金利差、下段は長期金利差ショックおよび各国通貨の名目為替相場ショックが他方の変数に与える影響を示したものである。長短金利とも、第Ⅰ期に比べると3カ国とも金利差ショックそのものが小さくなっている一方で、長短の金利差ショックが為替相場に及ぼす影響は相対的に大きくなっている。韓国の場合、資本流入要因となる短期金利差ショックに対する為替相場の反応が20日前後を過ぎたあたりから、為替相場が減価するように反応することがわかる。一方で、タイの場合は、短期金利差および長期金利差のショック（資金流入要因）に対する為替相場の反応は、時間の経過とともに現出し、その反応が第Ⅰ期よりも大きい。ここでは、金利差ショックに対する為替相場の反応が次第に大きくなっていくことは、タイ国内への資本流入はある程度の時間を要することをうかがわせる。このことは短期的なタイバート高を抑える上で、資本流入規制の効果は高かったといえる。

図4は第Ⅲ期の反応を示したものである。米国の金融緩和によって日米金利差がさらに縮まるなかで、金利ショックの大きさが幾分大きくなっているが、為替は若干のレンジをもって変動しつつも、金利差の変化に応じた動きであることがわかる。韓国の短期金利については日本と同様に、資本流入要因に合わせて、自国通貨高となり、また金利差と為替相場変化率がよく連動している。一方で、長期金利については、金利差ショックによって資本流入要因が生じて、為替相場が減価するという反応が得られている。タイについては、金利差ショックに対する名目為替相場の反応はきわめて鈍く、資本流入要因に相応した資本流入が急激には生じていないため、為替市場への介入によって自国通貨価値の安定化がうまく図られていることを示している。

4. 結語：経済成長と資本移動規制とのバランス

本稿ではインパルス応答関数を用いて内外金利差が為替相場にもたらす影響をはかることで、資本規制がどの程度有効に機能しているかを測定した。

本稿の実証分析からは、次の2点が明らかになった。1) タイではアジア通貨危機以降、長期的な趨勢で見ると自国への資金流入要因による自国通貨高が生じているが、インパルス応答関数を観察すると、短期的な金利差ショックによって生じた資金流入要因に対しては為替相場の反応が鈍く、為替介入や資本移動規制などによって短期的な名目為替相場の変動がある程度押さえられている。

一方で、2) 韓国では、リーマンショック以前の時期において、金利差ショックによる資本流入要因が生じて、自国通貨価値が減価し、資本流出要因が生じると増価するという関係が、長期的な趨勢においても、短期的な反応をしめすインパルス応答関数からも観察されており、アジア危機から回復後、世界金融危機までの韓国金融市場においては、いびつな状態が生じていた。⁵⁾

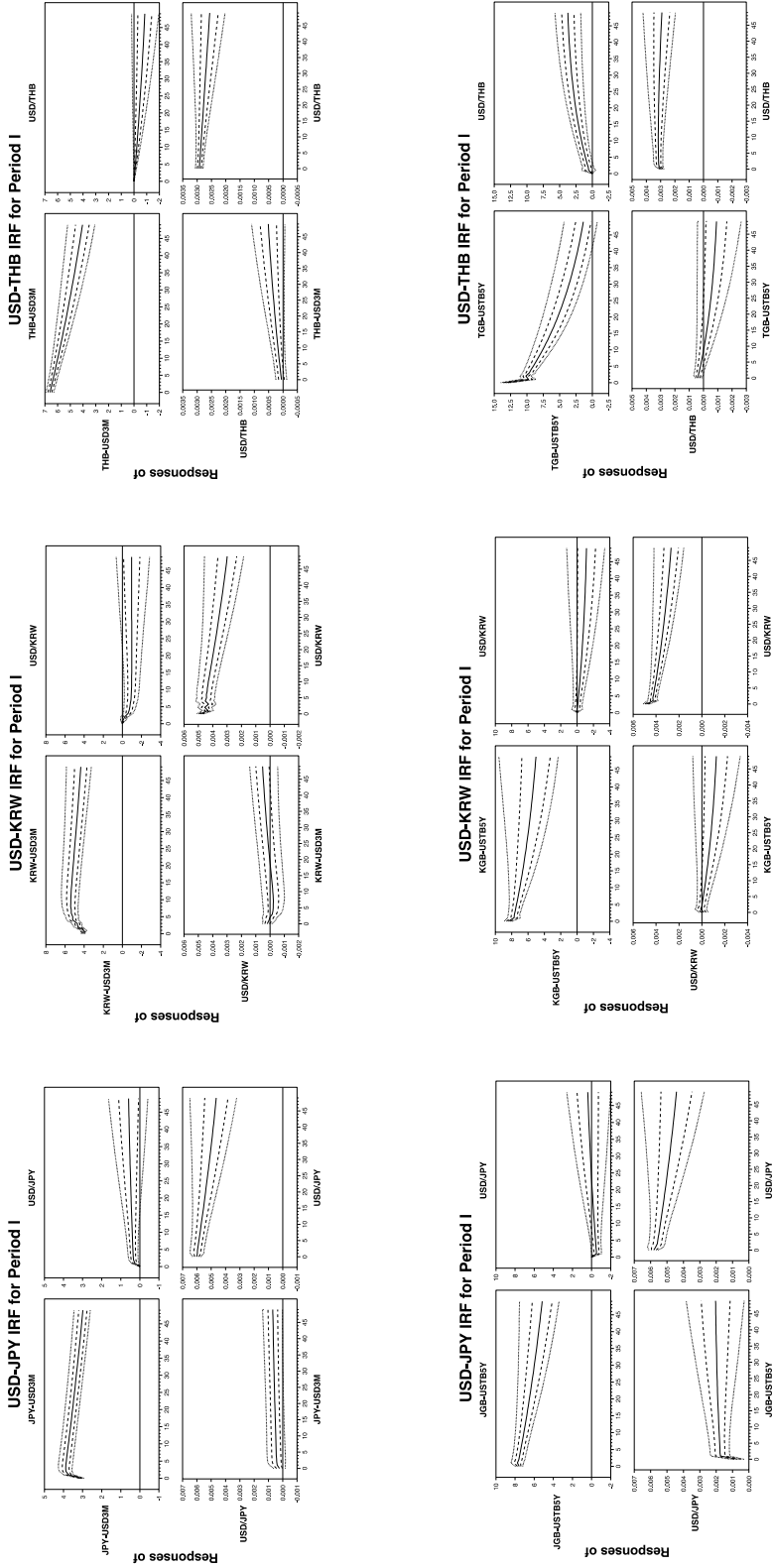


図 2：第 I 期の短期金利差と名目為替相場場のインパルス応答関数

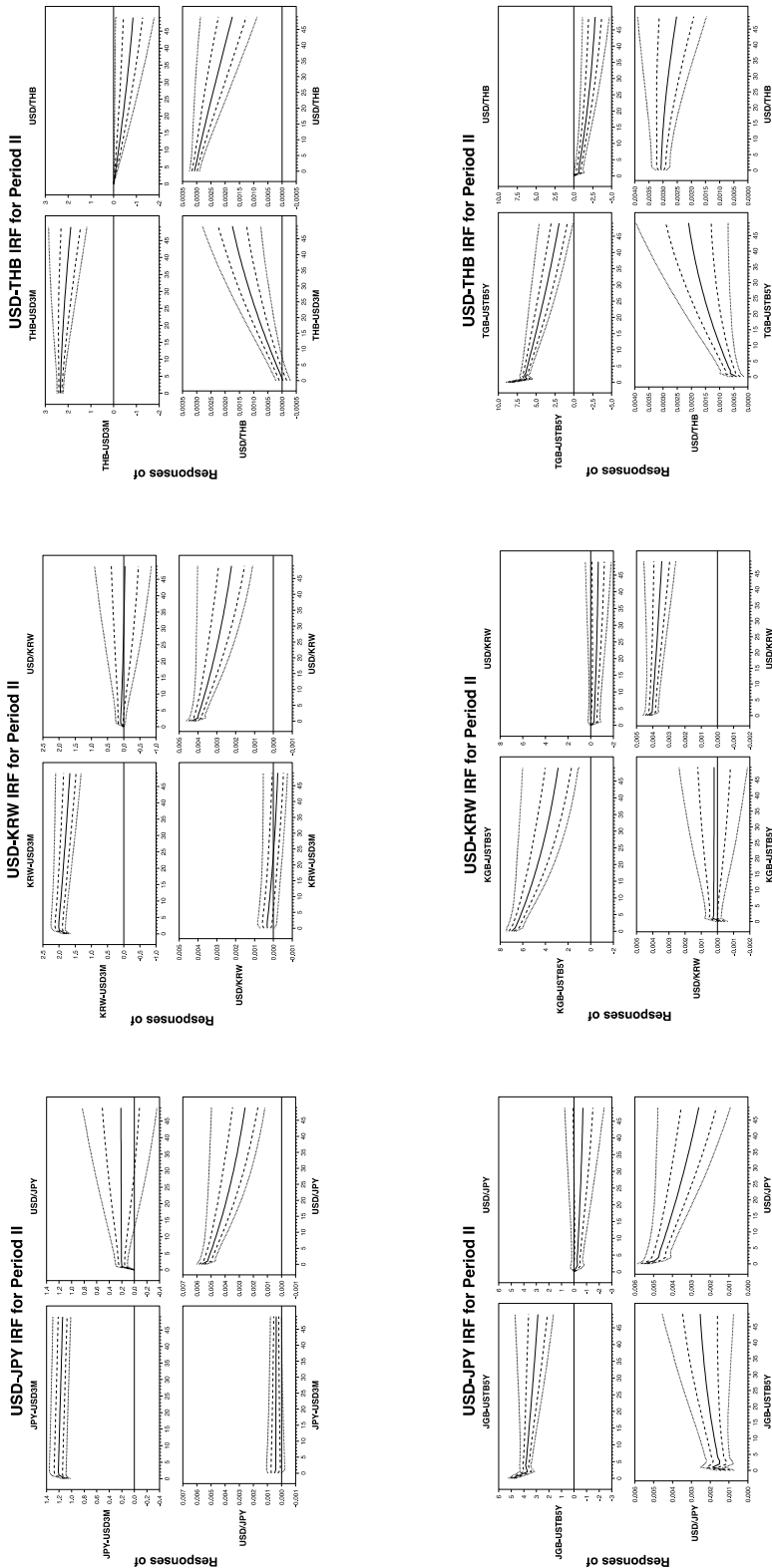


图 3：第 II 期の金利差と名目為替相場場のインパルス応答関数

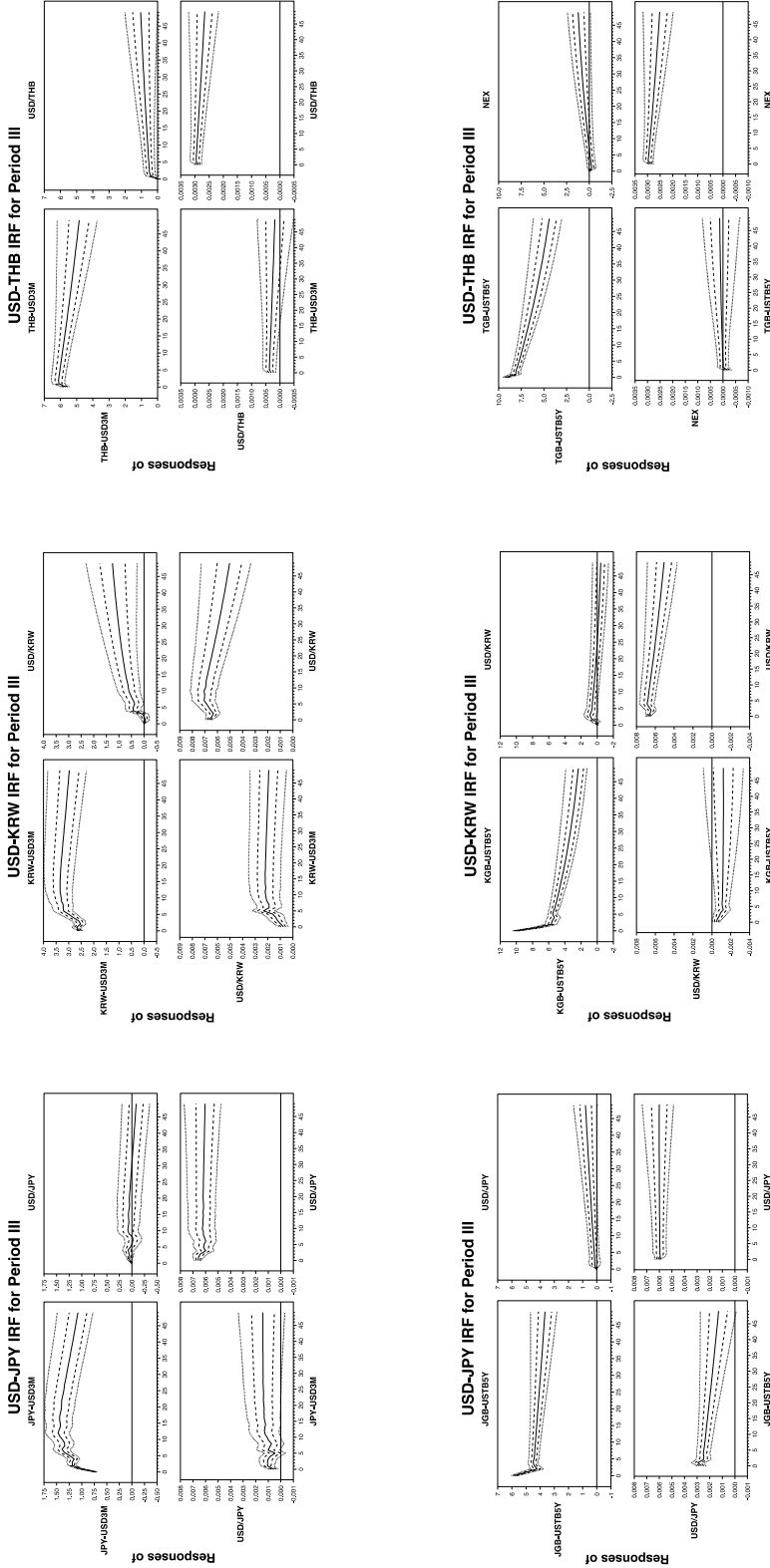


図 4： 第Ⅲ期の金利差と名目為替相場インパルス応答関数

タイにおいては、2006年の資本流出規制の導入失敗は大きなニュースとなったが、タイバートとタイの金利との動きには、長期的な経済成長や資本移動の趨勢に逆らうことはなく、一方で、為替相場の安定化を目的に導入されている様々な資本移動規制は、短期的なショックへの対応という観点からはその目的を達するために十分機能しているといえよう。本来、資本移動規制の目的は、国際的な資本移動によってもたらされる予期せぬ外部不経済から、自国金融市場を守ることにあり、例えば、資本移動規制が為替介入の目的同様に、短期的な外国為替相場のボラティリティの抑制にあって、意図せぬ外貨準備の流出を防ぐためのバッファーとしてその目的が達せられている限りは、資本移動規制は効率かつ有効に機能し、経済成長を阻害するものではないといえよう。

一方で、中長期的な為替相場水準の維持および政策的な為替相場への意図的な誘導を目的とした外国為替市場への介入政策同様、資本移動規制が中長期的な意図をもって導入された場合には、その効果にはきわめて大きな疑問符が付きざるをえない。そもそも経済成長にあった望ましい規制やその形態に関する議論が少なく、また均衡為替相場そのものを測定することが困難であるからである。

したがって、自国通貨は公共財としての役割を機能補完する上で、資本移動規制の効果は、短期的な政策効果にのみその存在意義を見出すことが重要である。

【注】

- (1) すべての取引参加者が取引に必要なすべての情報を持ち、また市場の取引参加者以外には、市場で生じる如何なる取引によっても、外部性によって負の影響を被ることがないと仮定しなければならない。
- (2) 新規制の導入発表によってタイ証券市場はアジア危機以来の大混乱となり、2007年1月29日にはこれら資本規制の大幅な緩和を発表せざるをえなくなった。こうした「通貨の非国際化」の試みは、資本移動を自由化することが両刃の剣であるように、資本移動規制を導入する経済にとっては、厳しいトレードオフに直面すると共に、不適切な規制を導入してしまえば、その経済にとって極めて大きな代償を支払わなければならない場合があることを示した。
- (3) 金融市場の自由化度を指数化した Chinn-Ito インデックスによれば、韓国の金融市場の自由化度は、1970年から2007年まで数値の大小はあるものの一貫して市場の閉鎖性を示す負値を示している。また国際通貨研究所(2011)によれば、韓国の資本規制は、韓国ウォンや経常収支の動向によって資本流出と資本流入の促進・抑制政策の導入が左右されるなど、一貫した資本移動の自由化政策が取られていないことが指摘されている。
- (4) 金融政策の効果を測定する分析では、符号制約付 VAR を用いることで金融政策のショックを同定することが多いが、理論的な制約となりうるカバーなし金利平価説の成立を予期できないことから、符号制約は設けていない。また変数の順序も分析に影響を与えることが想定されるが、韓国およびタイは米国の金融政策に影響を与えないこと、米国は為替介入を行っていない点を考慮すると、本分析においては第一変数に米国との金利差を置くことが適当と考えられる。
- (5) 同様の点は、川崎(2013)でも指摘されている。

【参考文献】

- 川崎健太郎 (2009) 「発行体にとってのアジア債券市場：公的金融による債券発行支援と債券市場整備の展望」, 小川英治編『アジアボンドの経済学』第6章, 東洋経済新報社。
- 川崎健太郎 (2013) 「新興市場における資産バブルと為替相場監視の枠組み構築の試み」(大野早苗・黒坂佳央編著『過剰流動性とアジア経済』第3章), 日本評論社。
- 国際通貨研究所 (2011) 「韓国ウォンをめぐる規制の現状と韓国金融セクターの構造問題に関する調査」 http://www.mof.go.jp/international_policy/research/fy2010tyousa/2303koreatyousa.htm
- Chinn and Ito (2007) “A New Measure of Financial Openness,” *Journal of Comparative Policy Analysis*, Volume 10, Issue 3 September 2008, p. 309 - 322.
- International Monetary Fund (2014), *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2013*.