

【調 査】

特集 国際経済政策の今後

アジア通貨危機と IMF

伊 藤 隆 敏

アジアの通貨危機の原因と、IMFの果たした役割を検討する。アジア通貨危機の原因は、(1)ドルペッグ、(2)脆弱な銀行システム、(3)巨額な対外短期債務、及び各国事情による。タイの場合には大きな投機が入り、外貨準備を払底させた。インドネシア・ルピアの大きな減価は、金融危機と資本逃避、及び政治的リスクにより引き起こされた。構造問題に焦点を絞った IMF 合意では市場の信頼を回復できなかった。韓国の場合には、韓国の銀行が、過大の対外短期借入をしており、その債務が借換え拒否にあったことが、危機の本質であった。この本質的な問題を捕らえていない IMF プログラムでは、効果がなかった。強制借換を内容とする合意は、ウォンの下落を止めた。アジア型危機には、事前に過大な資本流入をチェックする、危機が起きた場合には、大規模の支援プログラムを組むか、逆に貸し手にも損失を負担させるプログラムを組むか、どちらかを選択しないと、効果がない。

1. イントロダクション

アジアの通貨危機は、1997年7月2日、パーツのフロート制移行(事実上15%の切り下げ)から始まった。7月中旬から8月にかけて、フィリピン・ペソ、マレーシア・リングギ、インドネシア・ルピアもパーツにつられて15-20%の実質上の切り下げとなった。8月下旬にIMF(国際通貨基金)のタイ支援が実現、これで通貨危機が一段落するかと思われたが、パーツの下落は続いた。また、10月から11月にかけて、インドネシアのルピアの減価幅がパーツのそれを上回るようになる一方、さらに通貨危機が香港や韓国へも波及した。10月下旬の香港ドルへの投機圧力は、香港の利上げにつながり、香港株価の暴落につながった。これは、アメリカやヨーロッパの株価にも波及、世界同時株安となった。このさなか、インドネシアがIMF支援を要請(10月31日合意)、さらに、通貨危機は、韓国に波及、12月初旬にIMFの支援プログラムを組むこととなった。韓国では、IMFの支援プログラムの策定(12月3日合意、12月4日正式決定)でも、通貨危機は収拾されず、通貨の安定には、12月24日の銀行債務の事実上強制借り換えが必要となった。通貨の下落は、これらの諸国で株価の下落、外貨建て債務の増大から銀行危機へと発展した。

一月には、インドネシアの通貨は、危機以前の6分の1にも減価した。一方、タイ・パーツ、マレーシア・リングギ、韓国のウォンもつられて通貨価値は

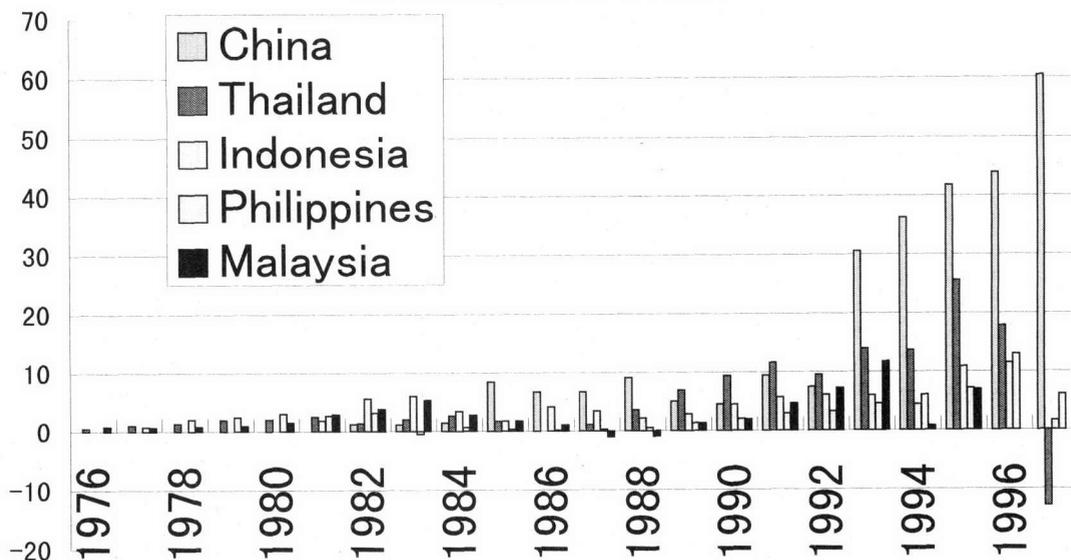
半分以下になった。このような通貨危機も、2月には一段落、通貨は安定に向かう。しかし、インドネシアでは、4月のIMFプログラムの実行をきっかけに政情が不安定化、5月には、30年間続いたスハルト体制の崩壊につながった。

アジアの通貨危機は、さらに他の地域の新興市場にも深刻な影響を与えた。1997年10月下旬には、アジア地域(とくに香港)の株価下落が、欧米の株価下落を誘い、さらにブラジルやロシアの債券市場にも深刻な影響を与えた。1998年7月には、IMFによるロシア支援策がまとまったにもかかわらず、8月中旬には、ロシア政府の国債の強制借り換え(実質上の債務不履行)とルーブル切り下げが行われた。9月にはマレーシアが強力な資本規制を導入、IMFの支援を要請したら課せられたであろう政策から決別した。また、ロシアと同様通貨への圧力がかかっていたブラジルには、11月にIMFの支援プログラムが組まれた。

このように、1997年から1998年にかけて発生したアジアの経済危機は、これまでのIMFの支援プログラムに大きな疑問を呈する事になった。大量の投資資金、投機資金が世界の金融市場を席捲するなかで、伝統的なIMFのプログラムだけで危機に陥った国の通貨を安定することは、非常に難しいことが明らかになってきた。

本稿では、このようなアジア通貨危機の発生原因の特定と再発防止のための教訓、IMFの役割の検討を行う。

図1. 資本流入(直接投資+ポートフォリオ)



2. アジア通貨危機の分析

2.1 国際資本移動

アジアの通貨危機では、1994-95年のメキシコ危機と同様、急速な資本流出が危機の原因となった。しかし、急速な資本流出の前に、大量の資本の流入があったといえる。楽観的な期待のもとに大量に流入した資本が、何かのショックをきっかけに急速に流出したと考えることができる。資本流出による危機の分析のまえに、資本流入の分析が不可欠である。

図1は、アセアン4(タイ、インドネシア、フィリピン、マレーシア)と中国について資本流入総額を1976年から1997年までの年次データで示した¹⁾。このグラフからつぎのようなことがわかる。第一にこれらの国では、一般的に1980年代後半以降とくに資本流入が拡大している。第二に、中国の1993年以降の資本流入は、それまでの中国への資本流入や他の国を圧倒している。第三に、アセアン諸国のなかでは、タイへの資本流入が1988年から1995年にかけて急拡大しているが、1997年にはネットで資本流出となった。

つぎに、アジア地域への資本流入を他の地域と比較する。表1は、発展途上国と体制移行国(以下、途上国と総称する)への純民間資本流入を、アジア地域と、ラテンアメリカ地域、体制移行国地域、その他地域について表示している。この表からはつぎのような特徴が読み取れる。第一に、世界全体の途上国への資本流入は、1990年には310億ドルだったのが、

1991-92年は、1200億ドル台、1993-94年は、1600億ドル台へと急上昇する。1994年末にはメキシコの通貨危機がおきるものの、世界全体でみると1995年にも途上国への資本移動は、1900億ドルへと増加する²⁾。1996年には2400億ドルに達するものの、1997年にはアジア通貨危機の影響を受けて、前年比30パーセント減少して、1700億ドルとなった。これだけから見ても、アジア通貨危機の影響は、メキシコの通貨危機の影響をはるかに上回る事が分かる。

第二に、1993年以降途上国への資本移動の大半は、アジア諸国とラテンアメリカ諸国に集中している³⁾。アジア諸国とラテンアメリカ諸国を比較すると、1991年から1993年まで、ラテンアメリカ諸国への資本移動がアジア諸国への資本移動を上回っていた。しかし、1994年のメキシコ通貨危機を経てラテンアメリカへの資本流入は減少、1994-1996年の期間は、アジアへの資本移動は、はるかにラテンアメリカへの資本移動を上回るようになる。増加分で見ても、アジアへの資本流入が、ラテンアメリカへの資本流入減少幅を補って余りあるほど上昇したので、途上国全体への資本流入の落ち込みはなかったのである。ラテンアメリカ諸国への資本流入は、メキシコ危機を経験した1995年には、二年前の1993年に比べて、45パーセント減少している。一方、1996年のアジアへの資本流入は1100億ドルにも上がった。ところが、1997年には、アジア通貨危機が発生、アジアへの資本流入は、前年の約8分の1、わずか140億ドルに落ち込んでしまう。一方、ラテン

表1 新興市場への純資本流入

単位, 10億 USドル

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
新興市場合計	31.0	126.9	120.9	164.7	160.5	192.0	240.8	173.7
FDI	17.6	31.3	37.2	60.6	84.3	96.0	114.9	138.2
ポートフォリオ	17.1	37.3	59.9	103.5	87.8	23.5	49.7	42.9
その他	-3.7	58.4	23.8	0.7	-11.7	72.5	76.2	-7.3
アジア合計	19.1	35.8	21.7	57.6	66.2	95.8	110.4	13.9
FDI	8.9	14.5	16.5	35.9	46.8	49.5	57.0	57.8
ポートフォリオ	-1.4	1.8	9.3	21.6	9.5	10.5	13.4	-8.6
その他	11.6	19.5	-4.1	0.1	9.9	-35.8	39.9	-35.4
(内)アジア危機国合計	24.9	29.0	30.3	32.6	35.1	62.9	72.9	-11.0
FDI	6.2	7.2	8.6	8.6	7.4	9.5	12.0	9.6
ポートフォリオ	1.3	3.3	6.3	17.9	10.6	14.4	20.3	11.8
その他	17.4	18.5	15.4	6.1	17.1	39.0	40.6	-32.3
2. ラテンアメリカ合計	10.1	26.1	56.0	64.3	47.4	35.7	80.5	91.1
FDI	6.7	11.0	13.6	12.8	24.3	25.3	36.9	51.2
ポートフォリオ	17.5	14.7	30.4	61.1	60.6	-0.1	25.2	33.5
その他	-14.0	0.3	12.0	-9.5	-37.5	10.5	18.5	6.5
3. 体制移行国合計	3.5	-2.4	7.2	12.2	18.4	29.8	21.3	34.5
FDI	-0.3	2.4	4.2	6.0	5.4	13.2	13.1	18.2
ポートフォリオ	0.0	0.0	0.1	4.5	4.1	2.9	2.9	7.3
その他	3.7	-4.8	2.9	1.7	8.9	13.6	13.6	9.0
3. その他地域合計	-1.7	67.4	36.0	30.6	28.5	30.7	28.7	34.3
FDI	2.2	3.5	5.9	5.9	7.9	7.9	7.9	11.0
ポートフォリオ	1.1	20.7	16.3	16.3	13.7	10.2	8.9	10.8
その他	-5.0	43.3	8.4	8.4	7.0	12.5	11.8	12.6

注) (1)「FDI」は、直接投資、「ポートフォリオ」は、債券、株式などへの投資、「その他」は、短期および長期信用供与、(IMF貸付け以外の)貸付け、銀行預金、及び売掛け債権、買掛け債務を含む、いずれも純流入。(2)その他の地域は、中東、欧州、アフリカである。ラテンアメリカは、「西半球」地域を指す。アジア危機国は、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、タイ王国の合計。

出所) IMF, *International Capital Market*, September 1998.

アメリカへの資本流入は微増する。このことから、通貨危機の影響は、資本流入の減少を通じて通貨下落の圧力となって、同じ地域内の諸国に「伝染」していることがわかる。

第三に、1994年までのラテンアメリカへの資本流入は、ポートフォリオ投資(債券投資と株式投資)が大半をしめていた。ところが、メキシコ危機で、外貨建て政府短期国債の発行高が巨額にのぼり、その償還が危ぶまれた事が通貨の大幅な下落を招いた事から、ラテンアメリカへのポートフォリオ投資は、1995年以降大きく下落している。一方、アジアでは、常に直接投資がポートフォリオ投資を上回ってきた。ただし、この直接投資の大半は図1でもみたように、中国へむかっていたのであり、他の国では必ずしも、このように直接投資が、ポートフォリオ投資よりも圧倒的に多いという傾向は見られない。

第四に、アジアのなかでも今回の通貨危機の中心となった5ヶ国(アセアン4プラス韓国)だけを取り

出してみると、これらの国では、ポートフォリオ投資と、「その他」のタイプの資本流入が大きかったことが分かる。「その他」の資本流入には、銀行借入れなどが含まれている。つまり、通貨危機のアジアの国では、直接投資が小さいなどメキシコにある程度似た動きをしていたと言える。

2.2 資本移動のタイプ

国際資本移動のタイプは、直接投資、ポートフォリオ(株式+債券)投資、銀行借入れ等の3分類があることは、上述した。この資本移動のタイプ別の資本流入を、GDP比でどの程度になるかをしめたのが、表2である。韓国は、1980年代後半は、海外への資本流出が大きくなっていて、1990年以降、ポートフォリオ投資や銀行借入れ等を中心に、資本流入が多くなり、1994-96年には、GDP比で、6-10パーセントに達していた。シンガポールでは伝統的に、直接投資を中心に資本流入が大きく、GDPの

表2 資本流入の国別・タイプ別 GDP 比

年	韓国					シンガポール				
	資本流入 合計額 10億ドル	直接投資 ・GDP比 (%)	ポ ート フォ リオ ・ GDP 比 (%)	銀行等 ・ GDP 比 (%)	資本流入 合計 ・ GDP 比 (%)	資本流入 合計額 10億ドル	直接投 資 ・ GDP 比 (%)	ポ ート フォ リオ ・ GDP 比 (%)	銀行借 入等 ・ GDP 比 (%)	資本流 入合計 ・ GDP 比 (%)
1976	2.161	0.28	0.26	6.94	7.47	1.325	3.90	1.38	17.07	22.35
1977	2.335	0.25	0.19	5.81	6.25	1.078	4.43	2.07	9.90	16.40
1978	2.332	0.18	0.08	4.38	4.64	1.811	3.83	0.15	19.12	23.10
1979	6.059	0.05	0.01	9.30	9.36	2.385	8.86	0.32	16.10	25.27
1980	6.443	0.01	0.21	10.06	10.29	2.543	10.55	1.14	10.01	21.70
1981	4.786	0.15	0.03	6.68	6.86	4.991	11.95	1.04	22.94	35.94
1982	4.894	0.09	-0.02	6.50	6.57	2.536	10.49	0.51	5.61	16.61
1983	2.989	0.08	0.66	2.89	3.63	3.496	6.52	0.64	12.95	20.11
1984	2.578	0.12	0.93	1.81	2.86	4.913	6.93	0.10	19.14	26.17
1985	3.66	0.25	1.84	1.79	3.88	3.532	5.92	2.94	11.10	19.96
1986	-2.086	0.42	-0.31	-2.04	-1.92	3.221	9.56	-1.46	9.90	18.00
1987	-8.31	0.45	-0.22	-6.33	-6.10	3.015	13.84	1.56	-0.69	14.72
1988	-1.643	0.56	-0.33	-1.13	-0.90	4.023	14.40	0.14	1.31	15.85
1989	-0.298	0.50	-0.00	-0.64	-0.13	10.675	9.55	1.24	24.53	35.32
1990	6.507	0.31	0.09	2.17	2.57	7.812	14.92	1.53	4.45	20.91
1991	10.519	0.40	0.79	2.38	3.58	1.705	11.22	-0.56	-6.75	3.91
1992	10.605	0.24	1.61	1.60	3.44	8.703	4.45	2.82	10.30	17.58
1993	9.686	0.18	3.17	-0.44	2.91	15.877	8.16	4.99	14.49	27.64
1994	22.59	0.21	2.14	3.58	5.93	14.393	11.78	0.16	8.32	20.26
1995	37.101	0.39	3.04	4.70	8.13	20.28	8.65	0.48	14.61	23.74
1996	48.079	0.48	4.37	5.07	9.92	23.232	7.91	1.78	15.01	24.70
1997	6.814	0.64	2.78	-1.88	1.54	46.061	8.96	0.97	37.89	47.82
年	タイ					インドネシア				
	資本流入 合計額 10億ドル	直接投資 ・GDP比 (%)	ポ ート フォ リオ ・ GDP 比 (%)	銀行借 入等 ・ GDP 比 (%)	資本流入 合計 ・ GDP 比 (%)	資本流入 合計額 10億ドル	直接投 資 ・ GDP 比 (%)	ポ ート フォ リオ ・ GDP 比 (%)	銀行借 入等 ・ GDP 比 (%)	資本流 入合計 ・ GDP 比 (%)
1976	0.529	0.46	-0.01	2.65	3.11	0	0.00	0.00	0.00	0.00
1977	1.042	0.54	0.00	4.73	5.26	0	0.00	0.00	0.00	0.00
1978	1.378	0.23	0.32	5.19	5.74	0	0.00	0.00	0.00	0.00
1979	2.024	0.20	0.66	6.54	7.39	0	0.00	0.00	0.00	0.00
1980	2.068	0.59	0.30	5.50	6.39	0	0.00	0.00	0.00	0.00
1981	2.523	0.84	0.13	6.28	7.24	1.861	0.14	0.05	1.83	2.02
1982	1.379	0.52	0.19	3.06	3.77	5.622	0.24	0.33	5.38	5.95
1983	2.077	0.87	0.27	4.04	5.19	6.054	0.34	0.43	6.32	7.09
1984	2.648	0.96	0.37	5.00	6.34	3.457	0.25	-0.01	3.70	3.95
1985	1.781	0.42	2.30	1.86	4.58	1.782	0.35	-0.04	1.73	2.04
1986	0.021	0.61	-0.07	-0.49	0.05	4.177	0.32	0.33	4.56	5.22
1987	1.091	0.70	0.68	0.78	2.16	3.481	0.51	-0.12	4.19	4.58
1988	3.596	1.79	0.86	3.18	5.83	2.217	0.68	-0.12	2.06	2.63
1989	6.963	2.46	2.06	5.12	9.64	2.918	0.72	-0.18	2.55	3.09
1990	9.403	2.85	-0.04	8.17	10.98	4.495	1.03	-0.09	3.29	4.23
1991	11.576	2.04	-0.08	9.77	11.72	5.697	1.27	-0.01	3.62	4.89
1992	9.517	1.89	0.83	5.81	8.53	6.129	1.39	-0.07	3.47	4.79
1993	14	1.44	4.36	5.38	11.18	5.988	1.27	1.14	1.38	3.79
1994	13.694	0.95	1.72	6.82	9.49	4.448	1.19	2.19	-0.87	2.51
1995	25.538	1.23	2.43	11.53	15.19	10.862	2.16	2.04	1.20	5.40
1996	17.8	1.29	1.98	6.55	9.81	11.447	2.72	2.20	0.11	5.03
1997	-12.876	1.97	2.80	-13.13	-8.37	1.6	2.18	-1.23	-0.21	0.75

10パーセントを超える事も珍しくない。1993年以降、GDP比20パーセントを超える資本流入を記録してきた。

アセアン4のなかでは、つぎのような特徴が際立っている。第一に、すべての国で、1990年代は、それ以前に比べて、資本流入がGDP比でも増大してきた。第二に、そのなかでも、タイへの資本流入は、1989年以降際だって高い。(GDP比で約10パーセント)が、その大半は、銀行借入れ等、直接投資でもポ

ートフォリオ投資でもないカテゴリーであった。第三に、マレーシアへの直接投資がGDP比でみて約5パーセントと、他の国に比べて、高い水準にあった。

中国への資本流入のほとんどは直接投資の形態をとっていた。総資本流入のGDP比では、1993年以降、5-7パーセントの水準であった。ただし、GDPが大きい(人口が大きい)ため、7パーセントでも、600億ドルの巨額に上っている。

このように、国によって資本流入がどのような形

表2つづき

年	フィリピン					マレーシア				
	資本流入 合計 10億ドル	直接投 資・ GDP比 (%)	ポートフ ォリオ・ GDP比 (%)	銀行借 入等・ GDP比 (%)	資本流 入合計・ GDP比 (%)	資本流 入合計 10億ドル	直接投 資・ GDP比 (%)	ポートフ ォリオ・ GDP比 (%)	銀行借 入等・ GDP比 (%)	資本流 入合計・ GDP比 (%)
1976	0	0.00	0.00	0.00	0.00	0.798	3.45	0.47	3.30	7.22
1977	0.837	1.01	0.04	2.97	4.02	0.706	3.09	0.48	1.80	5.37
1978	2.089	0.42	0.02	8.22	8.66	0.797	3.06	0.48	1.33	4.87
1979	2.453	0.02	0.05	8.25	8.32	0.969	2.70	0.91	0.95	4.57
1980	3.074	-0.33	0.02	9.79	9.47	1.532	3.82	-0.04	2.49	6.27
1981	2.733	0.48	0.01	7.17	7.67	2.892	5.05	4.52	1.98	11.55
1982	3.202	0.04	0.00	8.58	8.62	3.879	5.22	2.25	7.03	14.50
1983	-0.497	0.32	0.02	-1.83	-1.50	5.327	4.18	2.22	11.27	17.67
1984	0.684	0.03	0.00	2.15	2.18	2.764	2.34	3.26	2.53	8.13
1985	0.34	0.04	0.06	1.01	1.11	1.775	2.22	6.21	-2.76	5.68
1986	0.146	0.43	0.04	0.02	0.49	1.05	1.76	0.11	1.91	3.78
1987	0.32	0.92	0.06	-0.02	0.96	-0.988	1.34	0.44	-4.91	-3.13
1988	0.572	2.47	0.13	-1.10	1.51	-0.918	2.07	-1.29	-3.43	-2.65
1989	1.368	1.32	0.69	1.20	3.21	1.303	4.41	-0.28	-0.68	3.44
1990	2.057	1.20	-0.11	3.56	4.64	1.988	5.44	-0.59	-0.21	4.64
1991	2.942	1.20	0.28	5.00	6.48	4.664	8.31	0.35	1.03	9.69
1992	3.323	0.43	0.29	5.55	6.27	7.244	8.89	-1.92	5.46	12.43
1993	4.59	2.28	1.65	4.52	8.44	11.738	7.80	-1.10	11.59	18.29
1994	6.054	2.48	1.41	5.56	9.44	0.784	5.99	-2.28	-2.64	1.08
1995	7.137	1.99	3.53	4.10	9.63	6.943	4.73	-0.50	3.72	7.95
1996	13.013	1.82	6.14	7.63	15.58	0				
1997	6.115	1.51	0.67	5.18	7.35	0				

表2つづき

年	中国				
	資本流入 合計 10億ドル	直接投 資・ GDP比 (%)	ポートフ ォリオ・ GDP比 (%)	銀行借 入等・ GDP比 (%)	資本流 入合計・ GDP比 (%)
1982	1.192	0.16	0.01	0.26	0.44
1983	1.146	0.22	0.01	0.17	0.39
1984	1.477	0.41	0.03	0.04	0.48
1985	8.438	0.54	0.25	1.97	2.76
1986	6.762	0.63	0.54	1.11	2.29
1987	6.704	0.72	0.37	1.00	2.09
1988	9.104	0.80	0.30	1.17	2.27
1989	5.052	0.76	0.03	0.34	1.12
1990	4.557	0.90	0.00	0.28	1.18
1991	9.431	1.08	0.14	1.11	2.32
1992	7.467	2.31	0.08	-0.85	1.55
1993	30.585	4.58	0.61	-0.10	5.09
1994	36.214	6.25	0.73	-0.28	6.69
1995	41.675	5.14	0.10	0.73	5.97
1996	43.834	4.93	0.29	0.16	5.38
1997	60.369	4.91	0.85	0.94	6.70

注) 資本流入のうち、「直接投資」、「ポर्टフォリオ投資」、「銀行借入れ等」はIFSの78bed, 78bgd, 78bidのラインの値。

出所) IMF, *International Financial Statistics*, CD-ROM, September 1998.

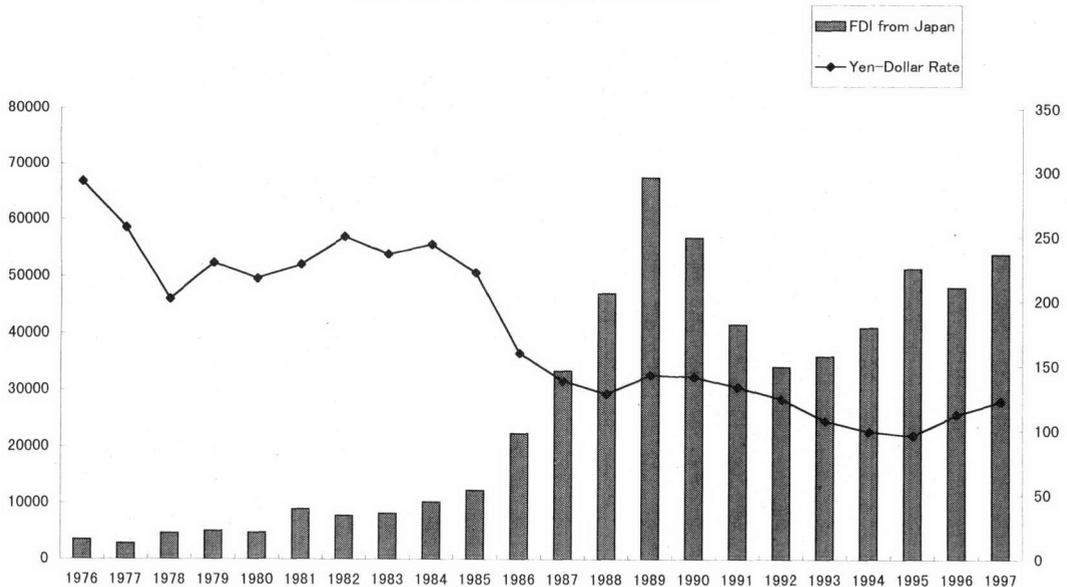
態をとるのかは、投資家の好みによるが、受け入れ国の政策によっても異なってくる。税制特別措置などにより直接投資を促進するのか、逆に外国人の土地や株式取得を規制するのかなどにより、直接投資は大きく影響される。また、銀行借入れ等が増大する背景には、金融自由化や、国内金利、為替政策が大きく影響している。

資本流入の形態は、1997年の通貨危機のなかで、

IMF支援を必要とするような危機に陥るかどうか、危機が深刻化するかどうか大きく影響したと考えられる。「21世紀型の通貨・金融危機」は、急速な民間資本移動により、通貨が大きく変動し、金融危機を引き起こすことを特徴としているが、資本移動の「スピード」(逃げ足)は、資本移動のタイプによって違うと考えられる。一般的に、直接投資は、一番逆流しにくいと考えられる。もちろん、工場の所有権であれ、会社の支配権を握るのに十分な株式であれ、売り抜けることは可能だが、撤退を急げば急ぐほど、損失は大きくなる。直接投資の比率の高いマレーシアや中国が、アジアの通貨危機の影響が比較的軽微におわっていることの理由のひとつである。

一方、ポर्टフォリオ投資としての債券や株式は、市場の厚みがある限り、投下資本の売却は直ちに可能である。とくに、短期国債の市場がある国では、短期国債が、リスクも少なく、値動きも小さい(ボラティリティーが低い)ため、投資家にとっては、素早く投資を引き上げることが可能である。株式は債券ほどの流動性はない。外国人の売り注文でどれくらい価格が下がるかは、株の銘柄によるものの、エマージング・マーケットと呼ばれるような国では、大型株に関しては、常にある程度の流動性があると考えられる。したがって、ポर्टフォリオ投資は、直接投資よりも、受入国にとっては、不安定な資本と考えられる。メキシコ危機の時には、メキシコの切

図2. 円ドルレートと日本からの直接投資



り下げの発表(1994年12月20日)直後から、外国投資家によるメキシコ国債(テソボノス)の売却が続き、短期間(1週間程度)でのペソの急激な下落につながったと言われている。

先進国の銀行によるローンが、資本移動のもう一つの形態である。韓国、シンガポール、タイ、フィリピンにおいて、顕著に銀行借入等の比率が大きい。銀行は、資本受入国の金融機関に貸す場合も、企業に直接貸す場合も考えられる。借りる側の銀行は、先進国の銀行の現地法人かもしれないし、地場の銀行かもしれない。銀行貸出しは、通常の場合には、借り換えが簡単におこなわれるものの、今回のアジア危機では、借り換え拒否がおきたために、途上国側の借入銀行の資金繰りが悪化したのである。銀行借入れ等も、短期の満期のものは、ポートフォリオ投資と同じくらいの移動の速さといえるかもしれない。

2.3 日本からの直接投資

直接投資が、資本受入国にとって、成長に貢献する一方、危機を招きにくいという性質をもつことは、広く認識されるようになってきた。そこで、アジアの通貨危機に対しては、安定化効果を持っていたであろう直接投資について、分析を試みる。直接投資の分析に関しては、①直接投資を行う先進国側の統計を用いるのか(たとえば、日本からの対外直接投資のデータ)、②資本受入国(新興市場)側の統計を用いるのか、あるいは、③国際機関により標準化さ

れたデータ(たとえば、上記の表2でも用いられた、IMFのIFSなど)をもちいるのか、の区別が考えられる。それぞれに長所・短所がある⁴⁾。以下では、アジアにおける日本の役割の大きさを考えて、日本の大蔵省統計(大蔵省、『大蔵省国際金融統計年報』毎年)を用いることにする。

図2は、日本からの(対全世界)直接投資(大蔵省統計)を、円ドルレートの動きと対比させたものである。円高になると(折れ線の下方への動き、右スケール)、直接投資が増加する(棒グラフの増加、左スケール)という傾向がうかがえる。これは、円高の背景にある経常収支の黒字により、アメリカとの貿易摩擦が拡大、その対策として、対米直接投資を拡大したこと、円高により国内製造の国際競争力が減退し、コストの安いアジアでの生産を拡大したこと、北アメリカ自由貿易協定の発効やEUの拡大をにらんで、貿易障壁を越えるための投資をおこなったこと、などが考えられる。

表3は、大蔵省統計によるアジア各国別の数字である。金額からみると、中国、インドネシアが大きい。香港向け直接投資のかなりの部分が最終的には中国への投資であるとも考えられる。1990年代(累計)とそれ以前(累計)の投資を比べると(最終列)、一般的には、NIES(韓国、台湾、香港、シンガポール)とインドネシアについては、1990年代以前から投資が行われてきたが(1990年代比率が60%以下)、中国、タイ、マレーシア、フィリピンへの投資

表 3. 日本からアジアへの直接投資

単位, 100万 US ドル

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	90-97 累積	51-97 累積	90s (%)
合計	56911	41584	34138	36025	41051	51478	48101	54025	363312	617206	58.9
アジア	7054	5936	6425	6637	9699	12380	11634	12194	71958	112423	64.0
マレーシア	725	880	704	800	742	576	573	792	5792	8298	69.8
シンガポール	840	613	670	644	1054	1187	1117	1826	7951	13664	58.2
タイ	1154	807	657	578	719	1242	1406	1869	8432	11701	72.1
インドネシア	1105	1193	1676	813	1759	1608	2419	2517	13089	23524	55.6
フィリピン	258	203	160	207	668	719	560	524	3299	4620	71.4
香港	1785	925	735	1238	1133	1149	1489	696	9150	17215	53.2
台湾	446	405	292	292	278	456	522	450	3141	5427	57.9
韓国	284	260	225	245	400	450	416	443	2723	6577	41.4
中国	349	579	1070	1691	2565	4485	2515	1989	15243	17716	86.0

注) 日本からの対外直接投資は、届け出ベース、実行額とは必ずしも一致しない。また、再投資を含まない。年は、年度。統計は、1995年以降、円ベースで発表されているが、年度の平均円ドルレートをを用いて、ドル換算。
出所) 大蔵省。

は、おもに1990年代に入ってから大きく伸びたことが分かる。とくに、後者のグループは、1990年代に成長率も大きく伸びたため、日本からの投資もこのような楽観的な見通しが出てきた、1990年代に入って受入国の受入態勢(政情の安定、開放政策の採用)が整った、と考える事ができよう。表3は、日本からアジアへの資本移動のうち、通貨危機には結びつきにくいと考えられる直接投資が大きく拡大していたことをしめしている。

2.4 新興市場国の高度成長

成長に大きく貢献した需要要因は、輸出であった。中国やタイ、シンガポールでは、1980年代後半から1995年まで、二桁の経済成長率を達成する一方、輸出は20パーセントをこえる年が珍しくなかった。世界銀行の『東アジアの奇跡』においても、輸出にインセンティブをつけた産業政策は効果があったとしているように、輸出は、資源にめぐまれなかったアジア諸国の発展にとって大きな要因であった。

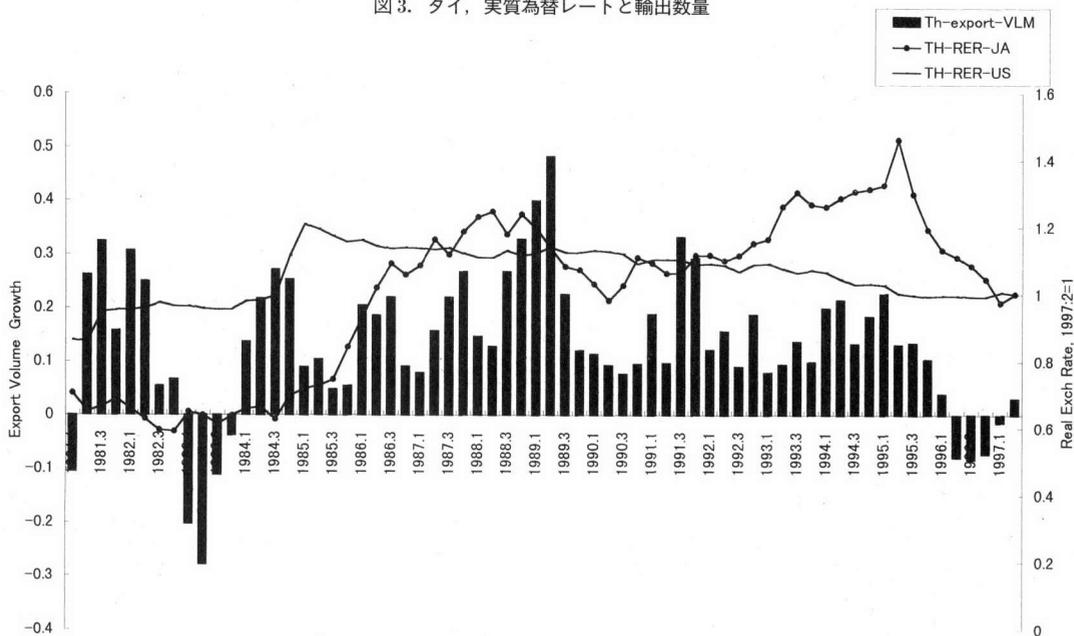
アジアの輸出成長は、いくつかの要因に支えられていた。第一に、輸出国の産業の高度化がある。日本が、軽工業から重化学工業へ、重化学工業から電子産業へと発展するにしたがって、韓国や台湾が、日本が競争力を失った、産業の輸出をのびし、さらに、そのあとをタイやマレーシアが追うというように、つぎつぎに産業が、アジア諸国に移転していった。これにより、より付加価値の高い産業へと転換がスム

ースにいった。第二に、アジア諸国の輸出は、アジア各国の実質的なドルペッグと、傾向的な円高に助けられていた可能性が高い。円高は相対的に日本の輸出産業の第三国(とくにアメリカ)での競争力を削ぐとともにアジア各国から日本への輸出を増大させる。

円・ドルレートとアジア各国の輸出成長との関連を検討しよう。代表的な例として、図3で、タイを取り上げる。二国間実質為替レート、パーツ・円(TH-RER-JA)とパーツ・ドル(TH-RER-US)を、輸出数量(IMFのIFS統計)を四半期データ(1981年から1997年第2四半期まで)で示している。対ドルレートは、1984年の切り下げ以来傾向的にゆるやかなパーツ高がつづくものの極めて安定的に推移してきたことがわかる。一方、対円レートでみると、パーツは大きく変動し、さらに、そのパーツ・円レート変動とタイの輸出数量の変動が相関を持っている様子がうかがえる。対円のパーツ安(すなわち、パーツの対ドル相場は安定している)ので、円高・ドル安は、タイの輸出数量の成長率を上昇させ、パーツ高(すなわち、円安・ドル高)は、タイの輸出数量の成長率を低下させる。前者の典型的な例が、1991年から1995年にかけての状況であり、後者の典型的な例が1995年から1997年にかけての状況である。

この点は、通貨危機を理解するうえで非常に重要なので、特に強調しておきたい。つまり、1995年の第2四半期が(名目でも実質でも)円高のピークであり、それ以後、2年間のうちに、円は、対ドルで50

図3. タイ、実為替レートと輸出数量



パーセントもの減価をしている。同じ時期に、タイの輸出は、金額(ドル)ベースで、年20パーセント成長からマイナス成長に落ち込んだ。この輸出成長率の急降下が、投機家に対してパーツの固定相場制崩壊の予想を与えたと言っても過言ではない。

次に、より一般的に、アジアの輸出成長の要因分析をおこなう。x国の輸出増加率の決定要因として、為替レートと、日米の成長率(需要要因)をいれて、実証分析をおこなう。

ここで、被説明変数のx国の輸出数量成長率(DEX_x)は、輸出金額増加率からCPIインフレ率を控除して定義している。説明変数はx国通貨の実質対ドルレート、 RX_j (プラスはx国通貨安)、実質円ドルレート R_{yen} (プラスは円安)、日本の経済成長率 Gr_{Japan} 、アメリカの成長率、 Gr_{US} 、アセアン4ヶ国(ただしx国がアセアン国の場合はその国を除く)の成長率の加重平均 $ASEAN_x$ 、原油実質価格上昇率(原油価格上昇率からインドネシアのCPI上昇率を控除) $Doil$ 、である。

推定結果を表4であらわしている。シンガポール、タイやインドネシアでは、自国の対ドル為替レートばかりではなく、円・ドルレートに、輸出が影響されていることがわかる。韓国、台湾では、自国通貨の対ドル為替レートとともに、日本の経済成長率が統計的に有意な決定要因となっていることが分かる。また、アセアン内の国にとって、他のアセアン諸国

の成長率が輸出の大きな要因になっていることが分かる。つまり、アセアン4の経済は密接に関連しており、一国の好不況は他国の好不況につながることもわかった。このような、実体経済の連動性は、タイの通貨危機が他のアセアン諸国に「伝染」する過程で重要な役割を果たしたと言える。

2.5 高度成長から危機へ

ここで、通貨危機以前のアジアにおける「好循環」と、通貨危機以後の「悪循環」をまとめておこう。1990年から1995年まで続いていた円高と低金利という外的要因に支えられて、アジアの輸出が伸びる一方、日本を中心とする先進国からの直接投資、ポートフォリオ投資がアジア諸国にもたらされた。直接投資は、投資の量的な拡大とともに、技術移転による質的な向上ももたらし、供給サイドで成長に貢献する。一方、輸出の成長は、需要サイドで成長に貢献する。経済成長は、楽観的な予測を生み出し、さらなる直接投資、ポートフォリオ投資を呼び込む一方、消費財・投資財の輸入増加をもたらす。この輸入増加は、輸出増加をも上回り、経常収支の赤字幅を拡大させる。しかし、この拡大する経常収支の赤字幅を補って余りあるほどの資本流入があったため、為替レート・ベッグを維持するためには、介入によって、外貨準備は増加していたのである。資本流入が続く限り、高度成長、輸出成長、安定した為

表4 アジアの輸出の決定要因

サンプル期間, 1971-1996 (年次)

	定数 (t -値) [<i>signif lv</i>]	為替($t-1$) $RXi(t-1)$	円($t-1$) $Ryen(t-1)$	日本成長率 $GrJapan$	米成長率 $GrUS$	アセアン 成長率 $ASEANx$	原油価格 変化 $Doil$	$AdjR^2$ DW
韓国	-27.90 (-2.35) [0.030]*	2.035 (3.54) [0.002]**	-0.279 (-0.84) [0.409]	4.419 (1.68) [0.016]*	0.206 (1.747) [0.907]	4.448 (2.46) [0.023]*	—	R 0.50 DW 1.33
台湾	-6.655 (-0.725) [0.477]	0.692 (1.95) [0.065]*	0.029 (0.10) [0.918]	2.782 (2.06) [0.053]*	2.227 (1.45) [0.163]	0.486 (0.35) [0.722]		R 0.46 DW 1.83
香港	1.248 (0.193) [0.848]	0.907 (2.46) [0.023]*	-0.378 (-1.84) [0.080]*	-0.699 (-0.70) [0.490]	1.611 (1.67) [0.110]	1.277 (1.18) [0.252]		R 0.35 DW 2.24
シンガポール 定式化1	-6.911 (-0.87) [0.391]	-0.102 (-0.282) [0.781]	-0.409 (-1.58) [0.129]	-0.870 (-0.74) [0.467]	0.748 (0.60) [0.550]	2.783 (2.41) [0.025]*		R 0.30 DW 2.59
シンガポール 定式化2	-7.508 (-1.04) [0.306]	-0.098 (-0.36) [0.720]	-0.434 (-1.91) [0.069]*			2.694 (2.51) [0.020]*		R 0.34 DW 2.67
インドネシア 定式化1	5.492 (0.34) [0.733]	0.166 (0.40) [0.687]	-1.220 (-2.15) [0.444]	0.377 (0.13) [0.894]	-0.977 (-0.36) [0.719]	1.071 (0.47) [0.642]		R 0.04 DW 1.96
インドネシア 定式化2	0.417 (0.04) [0.964]	0.399 (1.62) [0.119]	-0.827 (-2.31) [0.031]*			1.582 (1.12) [0.274]	0.423 (5.21) [0.000]**	R 0.61 DW 2.34
タイ 定式化1	-2.261 (-0.37) [0.712]	0.825 (2.07) [0.052]*	-0.765 (-3.61) [0.001]**	-0.022 (-0.02) [0.981]	0.263 (0.26) [0.795]	2.056 (2.14) [0.044]*		R 0.46 DW 2.34
タイ 定式化2	-2.054 (-0.36) [0.715]	0.873 (2.64) [0.015]*	-0.786 (-4.17) [0.000]**			2.116 (2.45) [0.023]*		R 0.51 DW 2.35
マレーシア 定式化1	-10.21 (-1.01) [0.321]	-0.418 (-0.78) [0.444]	-0.393 (-1.20) [0.241]	-0.526 (-0.34) [0.731]	1.400 (0.98) [0.337]	2.975 (1.94) [0.066]*		R 0.23 DW 2.47
マレーシア 定式化2	-9.025 (-0.95) [0.348]	-0.355 (-0.73) [0.471]	-0.464 (-1.52) [0.142]			3.053 (2.11) [0.046]*		R 0.27 DW 2.45
フィリピン 定式化1	-26.83 (-2.51) [0.020]*	-0.071 (-0.29) [0.774]	-0.297 (-1.04) [0.308]	-0.532 (-0.37) [0.711]	1.208 (0.79) [0.437]	4.238 (2.76) [0.012]*		R 0.28 DW 2.18
フィリピン 定式化2	-27.43 (-2.70) [0.013]*	-0.007 (-0.03) [0.974]	-0.335 (-1.24) [0.227]			4.499 (3.25) [0.003]**		R 0.33 DW 2.08

注) * は, 10 パーセントで統計的に有意, * は5パーセント, ** は1パーセント, 各変数の定義は, 本文参照.

替レートと外貨準備増加は, アジアへの投資を安全なものと思わせるに十分なマクロ指標であった。

ところが, いったんこの好循環が崩れると, すべてが逆流する。円安が輸出の成長率の低下と日本からの直接投資の鈍化を起す。輸出の減退と成長率の鈍化が, 悲観的な期待を生み, ポートフォリオ投資も大きく減少, やがてネットで流出に転化する。その結果, 外貨準備は減少し, これが通貨体制崩壊

の予想につながった。いったん為替レートが減値すると, これがさらに悲観的な期待を増幅する。一国の通貨減価は, 他の国の通貨不安へと伝染していく。

このような好循環, 悪循環の説明のなかで重要な点は, 「期待」が大きな役割を果たしていることである。直接投資も, ポートフォリオ投資も, 楽観的な期待が支配している間は, 資本流入をつづけるが, 期待が一転して悲観的になると, 資本流出となる。

期待が、自己実現的(Self-fulfilling prophecy)であることが分かる。

3. アジア通貨危機の分析

3.1 通貨変動の概観(クロノロジー)

アジア通貨危機の分析にはいるまえに、簡単にアジア通貨危機がどのように変化していったかを解説しておこう。ここでは、NIES-4(韓国、台湾、香港、シンガポール)とASEAN-4(インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン)の通貨の動きを中心にアジア通貨危機の展開を概観する。(タイについては、Ito(1998c)が詳しい。)

まず、タイ・パーツの切り下げに至る過程を説明する。1995年までは、タイ経済は、高度成長をとげ、輸出も年率20パーセントを超える成長を記録していた。経常収支赤字・GDP比が8パーセントを超えていても、資本流入がそれを上回っていたため、外貨準備も増大、切り下げの不安はなかった。1995年にメキシコの通貨危機をきっかけにおきた「テキーラ効果」でも、タイを含むアジア各国への影響は、ごく軽微であった。(1995年1月12-13日に切り下げ圧力が、香港ドル、マレーシア・リング、タイ・パーツなどにかかったが、すぐに平常にもどった。)しかし、1996年にはいると、経常収支赤字・GDP比率が8パーセントを超えているなかで、輸出成長率が急降下したため、切り下げ観測が強まった。1996年後半から、為替市場では、実際に何回ものパーツの投機的な売りがでていた。その都度中央銀行は、徹底的な介入によって、固定為替の維持をはかった。しかし、5月12-14日にかけてヘッジ・ファンドによる大規模な投機の波が襲った。その一部は現物パーツの空売り、またある部分は先物(スワップ)によるパーツ売りであった。規模は、180億ドルを超える巨額の投機的売りであった(Nukul Report(1997))。

この大規模な投機売りに対しても、中央銀行は断固として介入したため、為替レートは維持できたが、先物のドル売りポジションをかかえることとなった。公表する外貨準備高では、先物ポジションは開示されないため、一見、外貨準備はまだ十分にあるようにみえていたが、4月末には、363億ドルあった外貨準備が、5月下旬には、先物の売りポジションを差し引くと50億ドルにまで減少していた事になる。(この情報は、IMFの支援プログラムができてからあきらかになった。)

5月の投機の波が収まったところで、タイ中央銀行は、資本規制を導入、非居住者(オフショア)に対してパーツを貸すことを禁止した。ただし非居住者がタイ国内で保有していた資産の売却代金の海外送金は認められていた。この資本規制には、先物のパーツ売りポジションを手仕舞うにあたり、投機家はパーツを調達する必要があるので、パーツを手に入れにくくすることにより、中央銀行が先物ポジションを解消するにあたり条件をよくしようというねらいがあった。6月中旬には、1ヶ月もの先物の解消がおこなわれたが、オフショア市場のパーツが、オンショア市場のパーツよりも高かったことからわかるように、投機家にはかなりの損害がでたかもしれない。しかし、6月下旬になると、居住者のパーツ売り(あるいは輸出入業者のヘッジ行動)や、非居住者が資産売却代金の海外送金によりオフショア市場にたまったパーツの量からして、このような資本規制がしだいに効き目をなくしていることがあきらかになってきた。6月下旬発表の5月末外貨準備高は、4月にくらべてわずかに残高を減らしたにすぎなかったが、市場では、オフバランスシートの先物で通貨当局が大きなドル債務(パーツ買い戻し)を負っていることがうわさとなっていた。そして、中央銀行が、パーツのフロート移行を決断する。

図4は1997年7-9月の通貨の動きである。7月2日にタイ・パーツが管理フロート制に移行(実質切り下げ)をすると、7月中旬から8月末にかけてフィリピン・ペソ、インドネシア・ルピア、マレーシア・リングがつぎつぎとフロート制を採用、減価を始める。パーツが下落するなかで、協力・競合関係の強い周辺国の通貨がある程度減価するのは、経済学的にも当然と考えられ、タイ以外のASEAN-4では、ゆっくりとした減価を容認することになったと考えられる。タイの通貨危機に歯止めをかけるため、8月11日には、IMF主催の東京会合を経て、8月13日には大筋のIMF合意、8月20日に理事会決定にいたった。タイにたいしては、通貨安定のため金融を引き締めること、財政黒字を目指すことを柱として、金融セクター(とくに、すでに営業停止になっていたファイナンス・カンパニー58社)改革も強調されていた。また、タイの通貨切り下げの引き金となった中央銀行のパーツ先物の契約も情報開示された。IMFのプログラムが決定された段階で、パーツは、(危機以前に比べて)、約20パーセント減価しており、他のアセアン通貨は、10-15パーセン

図 4. Exchange Rates : 01 JUL 97-30 sep 97

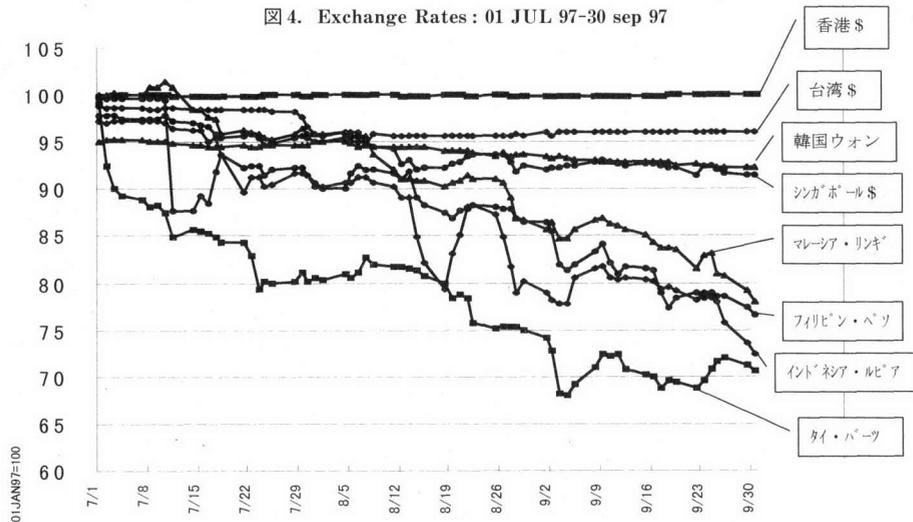
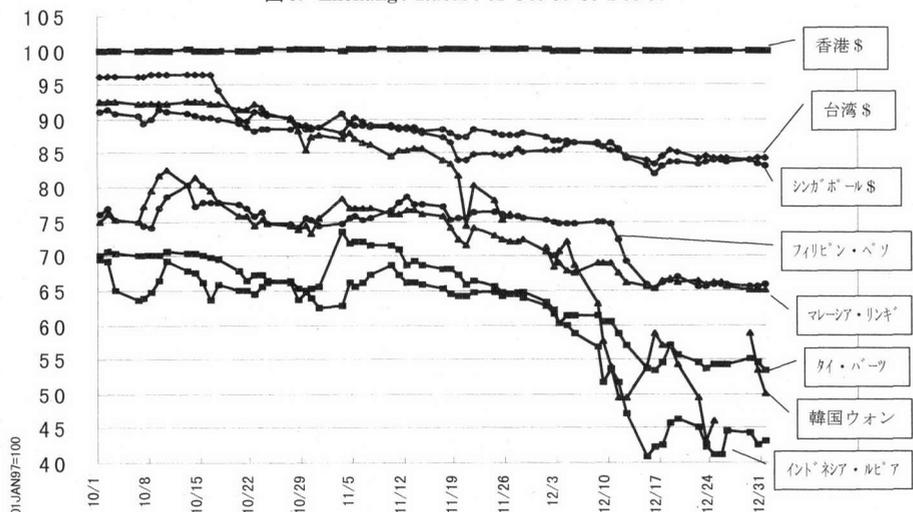


図 5. Exchange Rates : 01 Oct 97-30 Dec 97



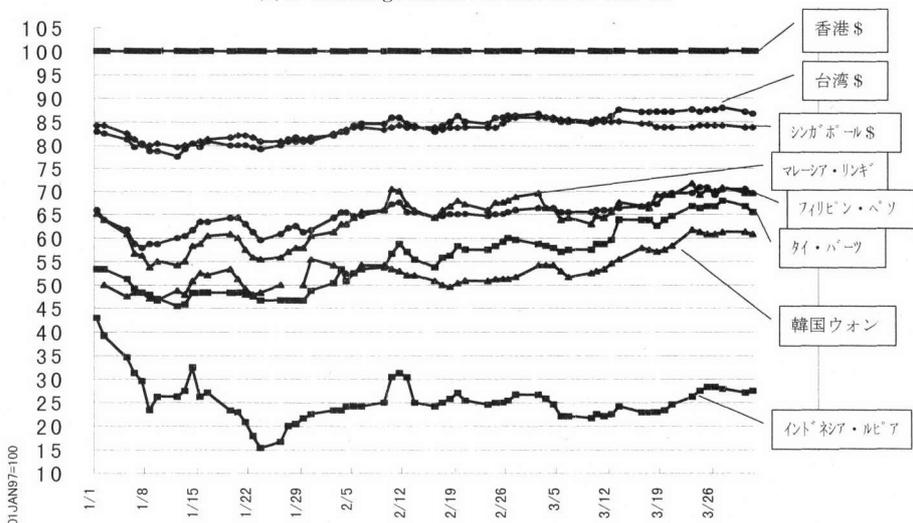
ト程度の減価であった。この時点では、バーツの下落につられてペソ、ルピア、リングギが下落していた。この図から分かるように、IMF 支援のニュースは、バーツに対して、増価させたり、安定化させる影響をなんら持たなかった様に見える。バーツは、さらにだらだらと減価を続ける。この時点で、なぜ IMF のタイ支援が効果を持たなかったかは、後に検討する、重要な点である。さらに、9月下旬にルピアが急落、9月30日現在では、バーツもルピアも約30パーセントの下落。ペソとリングギが、20-25パーセント下落していた。

図5は、1997年10-12月の通貨の動きである。10月はじめには、インドネシアがIMFへの支援要請を決定、10月31日にIMFとの合意ができた。(11

月5日理事会決定)。10月23-24日には、アジアの通貨すべてに切り下げ圧力がかかると同時に、株価も暴落した。とくに香港の株価の暴落からニューヨークの株価下げにつながったことから、地域的な「伝染」(Contagion)から世界的な「伝染」に発展したといわれた。

インドネシアへのIMF支援プログラムは、タイの支援プログラムといくつかの類似点と相違点がある。緊縮的な金融政策、財政政策は共通である。しかし、インドネシアでは、16の銀行が直ちに閉鎖され、大口預金者には、預金は全額払い戻されない、という手段がとられた。これは、タイの場合よりもかなり素早い措置である。しかし、この措置は、銀行取り付け騒ぎへと発展、その後の資本逃避にも一

図6. Exchange Rates : 01 Jan 98-31 Mar 98



役かうことになったという声が多い。また、IMF合意の翌日から、日本銀行、シンガポール金融庁、インドネシア中央銀行の協調介入が行われ、ルピアは急上昇する。このルピア高は約4週間続く。ところが、11月下旬には、韓国のウォンが急落する。これには、いくつかの原因があるといわれている。一つの原因は、韓国がインドネシアに対して大きな債権をもっていたが、不良債権化したことによる韓国投資家の損失という直接的な伝染効果である。もうひとつの原因は、韓国の銀行に短期貸し出しをしてきた欧米日の銀行がいっせいに、借り換え(rollover)を拒否しはじめたことによる。借り換えの拒否は、さらにウォンを下落させ、さらなる借り換え拒否につながるという悪循環が繰り返された。このような悲観的な銀行行動を招いたのは、タイ、インドネシアからの影響もあるが、韓国の短期債務が(外貨準備に比して)巨額にのぼるということに、投資家が「突如」気が付いたことにもよる。

韓国では、商業銀行がドルの資金繰りに困ると、中央銀行が商業銀行に外貨預託をして、ドル流動性をたすけるようになった。商業銀行は、このドルを債務返済にあててしまったので、中央銀行が実際に使える外貨準備(usable foreign reserve)は激減していった。商業銀行の負うドル債務が、中央銀行の外貨準備を上回ることが明らかになると、一層Rollover拒否の比率が増え、中央銀行が危機感を募らせた。韓国は、11月下旬にIMFに支援を要請、異例の速さでプログラムが交渉され、12月4日にIMF理事会が承認した。しかし、今回もIMFプロ

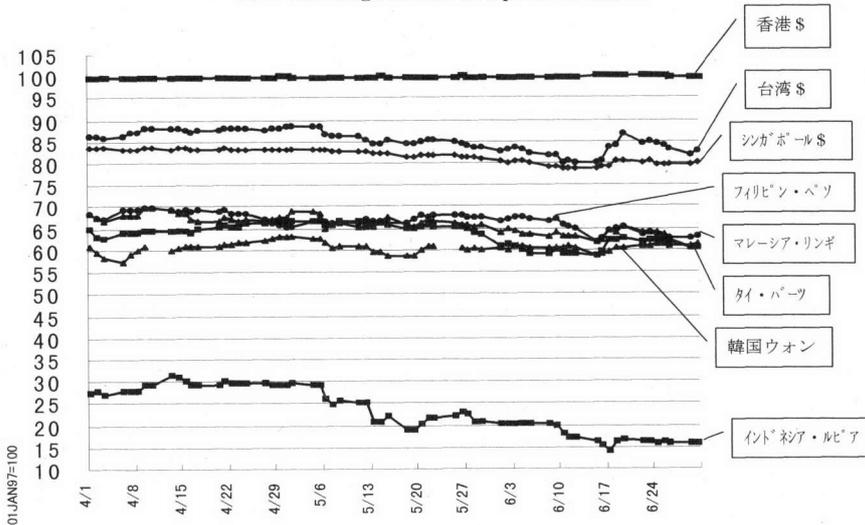
グラムの合意も、通貨を安定させることはなかった。12月中旬、ウォンは急落して、銀行の債務不履行の危機がうわさされた。あきらかに、IMFの支出する支援の金額が十分であるとは、市場には受け取られなかったのである。12月24日に、IMFとG7が、緊急措置を発表、韓国に貸している銀行に対して、借り換えを強力に要請した。これによって、ようやくウォンの下落に歯止めがかかった。

一方、タイバーツは、12月8日に懸案だった、営業停止のファイナンス・カンパニーの処理策が発表されたことを好感して、ウォンやルピアよりも、増価気味であった。

12月いっぱい、マレーシアリングとフィリピン・ペソは、危機前に比べて、35パーセント減価した水準で安定して推移した。

図6は、1998年1-3月の通貨の動きである。(1997年6月30日を100とおいたときの各通貨のドルではなかった価値。値の下落が減価。)1月は、ルピアが独歩安となる。12月31日には、5500ルピア・ドルだったが、1月23日には、15,000ルピア・ドルと約3分の1の価値になってしまった。前年6月30日のレート(2431ルピア・ドル)に比べると約6分の1の価値となったのである。このような劇的な変化は、第一に、1月6日に発表された、新年度予算が、前年比43%増であり、為替が大幅に増価するという仮定に基づいたものであった。このため、緊縮予算の課したIMFプログラムを守る気が無いのではないかと、市場でみられ、またIMFもこのような予算に不快感を示したため、ルピアは暴落した。

図7. Exchange Rates : 01 Apr 98-30 Jun 98



(1月5日には、6825 ルピア・ドル、これが、1月8日には10,000 ルピア・ドルとなった。)このような危機的な状況のなかで、IMFは、プログラムを再び軌道に乗せるべく交渉、1月15日に、あらたな合意にこぎつけた。しかし、この合意は、50項目にも及ぶ「構造改革」が中心で、通常のマクロ・コンディショナリティーとは、異なるものが多かった⁶⁾。結局、このような構造改革を掲げたものの、合意から幾日も立たないうちに、合意遵守の意志がないと見られるようなスハルト大統領の言動がみられて、市場の信頼は更に失われていった。どのような目的で、この1月15日の合意が行われたのかは、大きな疑問として残る。この点は、後に検討する。1月末には、一時的に、15,000 ルピアまで暴落した。

2月には、スハルト大統領が、固定為替レート復帰とカレンシー・ボードの採用を示唆、ルピアは急騰する⁷⁾。(2月9日の9,450 ルピア・ドルから7,750 ルピア・ドルへ。)しかし、これも、IMFが、カレンシー・ボード採用の条件が整っていないとの反対を表明、ルピアの増価は、3日間の一時的なものに終わってしまった。このカレンシー・ボードに対して、中央銀行、ジワンドノ総裁が反対したため、解任された。(ジワンドノ総裁の側近の理事達は、すでに1997年、年末に解任されていた。)3月6日、IMFは、予定されていた融資の実行を、改革が不十分として延期した。

3月10日には、スハルト大統領7選が達成され、副大統領には、ハビビ氏が選出された。政治的には、安定期に向かうかに、みえた。IMFも、あらたな合意を結ぶことにより、安定を取り戻そうとする。

図7は、1998年4-6月の通貨の動きである。(1997年6月30日を100とおいたときの各通貨のドルではかった価値。値の下落が減価。)この期間のNIES, ASEAN 4の通貨は、4つのグループに分けられる。香港は、ペッグ維持、台湾ドルとシンガポール・ドルの15-20パーセント減価で推移した。第3グループは、ペソ、リンギ、バーツ、ウォン、の四通貨で、この期間、30-45パーセント減価と安定的に推移、しかも、6月末には、35-40パーセントの減価率へと収束した。ルピアのみが、危機前の70-85パーセント減価水準で、推移した。

インドネシアでは、新政権とIMFとの交渉が再開された。ルピア安のため、ドル建てで借りている企業の債務返済が滞るようになってきている問題の解決策で、交渉に時間がかかったが、4月8日に合意が発表された⁸⁾。合意内容では、マクロの財政引き締め条件を一部緩和するものの、独占事業排除、補助金の撤廃など構造改革の継続を義務づけた。また、企業の対外債務の返済繰り延べの枠組みに合意した。しかし、合意の遂行に懐疑的なIMFは、融資の実施は改革の実行をみきわめてからという条件をつけた。10月の合意、1月の合意でもルピア安を防げなかったことから、今回こそ成功させたいというIMF側の事情もあった。4月15日には、債権者と債務者との交渉もニューヨークにおいて、はじまった。そこで、ルピアもIMFとの合意以降、月末まで、増価気味で推移する。

5月1日には、IMFが融資の実行を検討と報じられ、5月4日に実行される(約10億ドル)。しかし、

表5 輸出相手国別シェア

1996年, アジア諸国の貿易相手国, (US\$mil, and %)

輸出国	香港	韓国	シンガポール	タイ	インドネシア	マレーシア	フィリピン
World	180,745	129,835	125,024	55,789	49,814	78,246	20,417
US	21.2%	16.8%	18.4%	18.0%	16.0%	18.2%	34.1%
Japan	6.5%	12.3%	8.2%	16.8%	27.8%	13.4%	18.0%
Asia	47.2%	38.0%	51.3%	36.8%	25.4%	46.8%	25.9%
輸入							
World	198,560	150,212	131,338	73,484	42,292	78,422	34,122
US	7.9%	22.2%	16.4%	12.6%	10.3%	15.5%	18.3%
Japan	13.6%	20.9%	18.2%	27.8%	23.6%	24.5%	20.3%
Asia	62.0%	16.7%	37.3%	28.2%	27.7%	34.6%	27.8%

Source: International Monetary Fund, *Direction of Trade Statistics Yearbook*, 1997.

政治情勢は確実に悪化し、連日学生のデモが続くようになる。5月5日には、IMFとの合意事項である、ガソリン価格、電力料金などの値上げがおこなわれた。しかし、この措置は、社会不安に一層拍車をかける。このような、社会不安のなかで、ルビアは、5月6日に、前日比10パーセント以上の下落、さらに、5月13日に15パーセント以上の下落をする。他のアジア通貨もつられて、下落した。5月14日には、反政府暴動が激化、中央銀行の決済機能が停止する。社会騒乱はつづき、5月21日スハルト大統領が辞任、ハビビ副大統領が大統領に就任。

タイでは、5月4日に中央銀行総裁が辞任、フィリピンでは、5月の選挙で、エストラダ新大統領が選出されるが、いずれも通貨の動向には、大きな影響を与えなかった。

3.2 通貨危機の原因

以上で概観したアジア通貨危機の原因については、すでにいろいろな論文が発表されている。ここでは、IMFの支援を必要とするようになった、タイ、インドネシア、韓国を中心として、必要に応じて他のアジア諸国にも言及しつつ、共通の要因と各国の国別の事情を解説する。まず、通貨危機に陥った国に共通な状況を説明しよう。

共通の要因としては、つぎの三つをあげることが出来る。(1)ドル・ベッグ、(2)脆弱な銀行・金融機関、(3)過大な短期対外債務である。順番に解説、分析する。(1)ドル・ベッグの問題

第一に、アジア諸国の多くは、事実上のドル・ベッグ(ドルに対する固定相場制)を採用していた。タイや韓国では、バスケット制という名目でありながら、バスケット通貨のうちドルに対するウェイトが非常に高いという意味で、事実上のドル・ベッグであった。(マーケットにおける通貨の変動から、バ

スケットにはいっているであろう主要通貨のウェイトを推定することが出来る。Frankel and Wei (1994)によると、1979-92年の期間の測定で、ドルの比率が低いのは、シンガポール・ドルとマレーシア・リングで、75-80%、高いのは、インドネシア・ルピア、韓国ウォン、タイ・バーツ、フィリピン・ペソ、香港ドル、台湾ドル、で、いずれも、90%以上となっている。タイ・バーツは名目でドルにベッグ、また、インドネシアは、毎年3-5%のクロウリング・ベッグで、ドルにリンクしていた。

ドル・ベッグは主に、ふたつのチャンネルで、新興市場国に影響を与えた。第一のチャンネルは、経常収支のチャンネルである。表5であらわされているように、ASEAN-4では、その輸出の約15-30パーセントを日本に向け、また、15-35パーセントをアメリカにむけている。インドネシアの対日輸出は大きく、フィリピンの対米輸出は大きい。シンガポールや香港からの日本向けの輸出は、10パーセント以下である。一方、輸入では、日本からの輸入がアメリカからの輸入を、韓国を除く国で、上回っている。このように、日本との貿易関係が強いときに、米ドルにベッグすると、円ドルレートの変動により、輸出が大きく影響される。円高になると、アジア諸国の商品の価格競争力が増して、輸出の伸び率が高まる。一方、円安になると、逆に輸出の伸び率が落ちる。(この点について、前掲図3をもう一度参照、バーツ・ドルレート of 安定的な推移と、バーツ・円レートと輸出の相関関係を確認してほしい。)輸入のコストでは逆のことが起きるが、経常収支でみても、円高は、黒字要因、円安は、赤字要因である。

円ドルレートは、1993年から1995年4月まで円高、1995年第二四半期から1997年にかけて大幅な(80円から130円と50%以上の)円安となった。これにより、ドル・ベッグの国では、1993年から1995

年にかけて輸出が急増、1995年から1996年にかけて急落する。(前掲図3のタイのケースでも確認できる。)1995年から1996年にかけての輸出の急落については、もちろん、円安だけが理由ではなく、半導体価格の低迷やその国特有の要因もある。(アジア諸国の輸出についての分析は伊藤(1998b)も参照。)しかし、これまでの大きな円安局面では、アジアの輸出の成長率が下落していたのも事実である。

経常収支・GDP比率を、1995年から1996年についてみると、タイで、 -8.1% と -8.1% と高止まり、韓国は -1.9% から -4.7% 、インドネシアで -3.2% から -3.4% 、フィリピンで -2.7% から -4.8% 、などとなっている。唯一マレーシアが、 -9.7% から -4.6% へと改善している。(いずれも、IMFのIFSデータベースによる。)このような水準の変化から、経常収支の赤字(とそのGDP比)が、対ドルで硬直的な為替レート(事実上のペッグ制)を維持できなくなっていたと判断するかどうかは難しい⁹⁾。

必ずしも為替レート水準が過大評価ではなかったという人たちは、このような数字から、為替レート体制を維持できないものではなかったと主張するだろう。このような主張は、為替レート崩壊の主な理由は、ヘッジ・ファンドの攻撃や危機の伝染効果によるもので、ファンダメンタルズの悪化ではないという主張につながる。必ずしも、為替レートの切り下げが必要なのではなく、「最後の貸し手」が必要だったという、政策判断にもつながる。

一方、この経常収支赤字の水準と変化を、(グロスの)輸出の変化や経済成長率の変化と合わせて考えると、経常収支・GDPが、維持可能ではなくなりつつある、という意味で為替レートの過大評価が起きていたと主張することも出来る。とくに、タイについては、経常収支・GDP比率が8パーセントというのは、メキシコがペソ危機に陥ったときの水準と同じで、これと、(グロスの)輸出(ドルベース)成長率が20%から0%に急落、経済成長率が8.8%から5.5%へと減速という事実と一緒に考えると、あきらかに、為替レートの過大評価のシグナルが出ていた。そしてそれが、後述の投機家に狙われたということになる。経常収支赤字GDP比が8%というのは、すでに、1995年からはじまっていたし、メキシコ危機直後の「テキーラ効果」による為替市場の圧力(1995年1月)の時には、タイに切り下げ圧力がかかったが、このときは、投機圧力を跳ね返している。成長率の鈍化とグロスの輸出成長率の急落と組

みあわせて考えると、今回の違いが分かる。ただし、インドネシアや韓国については、タイほど自信をもっては、同様の推論、結論を下せないが、韓国については、経常収支赤字が拡大しつつあったことは事実である。

ドル・ペッグのマクロ・金融に与える、第二のチャンネルは、ドル・ペッグの採用で、為替レートのリスクがないようにみせて(これは後で覆されるのだが)、大量の短期資本流入を招いたことである。(前掲、図1や表2を想起されたい。)これが、後に大量に流出することで、通貨危機を激化させることになる。1996年から1997年の第2四半期にかけて、短期金利は、タイ、韓国、インドネシアで、11%を超えた水準にあった。一方、アメリカの短期金利(フェデラル・ファンズ・レート)は、6%をきっていた。5%の利ざやを、為替レートリスクなしに享受できたことになる。さらに、日本の短期金利は1%以下だったのである。円安が進行するなかで、円で借りてドル・ペッグのエマージングマーケットに投資することは、二重に利益を上げることになったのである。このように、新興市場の金利水準が、大幅に先進国の金利水準を上回る時、大量の資本流入がおきやすい。では、これを防ぐために、金利を下げると良いのだろうか。そうとも限らない。なぜならば、新興市場はすでに1994-95年には、景気過熱状態にあり、国内の状況からは金利を下げることは望ましいことではなかったのである。(激しいインフレを起こしていただろう。)資本流入が「過大」となる場合のマクロ政策運営の困難さは、メキシコのペソ危機前後から、十分に検討が進んでいる¹⁰⁾。つまり、資本自由化、固定為替制度、金融の独立性の3者は同時には満たされないという、オープン・マクロ経済学の基本的な問題に直面していたのである。この状況で、固定為替(ドル・ペッグ)から変動相場制への移行は、時間の問題であったといえる。ただし、問題なのは、資本流入が、経常収支の赤字を上回っている状況で、為替レートを「弾力的」にすることは、為替レートが少なくとも一時的には、増価することを意味したであろうから、経常収支の赤字をより大きくする、金利差を求めて流入する投資家に為替差益まで与えるので、より多くの投機資金を招く恐れがある、など、為替レートの「弾力化」のタイミングは難しかった。これが、「過大」な資本流入を受け取る新興市場の政策運営の問題であり、資本規制による流入規制の根拠となる¹¹⁾。

(2)脆弱な銀行・金融機関,

Kaminsky and Reinhart(1996)は、銀行危機と通貨危機が「双子の危機」であるということ、多くの歴史的事例から検証して結果を導き、研究者の間で多くの支持を得ている。銀行危機と通貨危機との間の因果関係は、双方向である。通貨危機がおきると、それは、銀行危機に発展しやすい。銀行本体や銀行が融資している企業が、外貨建ての債務を大量に持っている時、通貨切り下げは、自国通貨建ての債務を大きく膨らませ直ちに債務超過あるいは不良債権へと発展してしまう。逆に、銀行危機がおきると、次のような理由で、通貨危機の確率が高まる。居住者資金が安全な金融機関を求めて海外に逃避する、金融政策が銀行救済のために緩和気味(低金利政策、流動性支援)となり、海外からの資本流入が減少する、さらにいったん通貨への圧力が加かった時、銀行の財務が悪いと金利上昇による通貨防衛策をとることが出来ない。

このような、一般的な「双子の危機」の仮説が、アジアの通貨危機でも実証されてしまった。タイ、インドネシア、韓国、どの国をとっても、通貨の大幅な減価が、外貨建てで借り入れていた金融機関や企業の不良債権化を引き起こしている。とくに、ここでも、ドル・ペッグが為替リスクに対する誤った安心感をあたえてしまい、金利の低いドル建ての債務を、ヘッジのないまま、膨らませる結果となっていた。このため、いったん、通貨の切り下げがおこなわれると、あわてて為替リスクのヘッジに企業が動き出し、さらに通貨の切り下げを引き起こすという事態が、どの国でも生じた。とくにインドネシアの場合には、民間企業が外国金融機関から巨額の融資を受けていたことが、通貨切り下げ後に判明して、さらにルピアの下落に拍車をかけることになった。

また、詳細に検討すると、じつは銀行・金融危機が通貨危機に先行して発生していたことがわかる。タイの場合には、資産バブルがはじけて、不動産価格、株価が、1996年に大きく下落した。株価(SET指数)は、1996年1月には、1400を超えていたものが、通貨危機の直前、1997年6月には、520まで、下落していたのである。不動産(を担保)に、建設業、不動産業に融資していた銀行は、不良債権を抱え、財務体質を劣化させていった。1996年5月には、バンコック商業銀行(Bangkok Bank of Commerce)が、破綻するが、このケースでは、中央銀行がその不良債権問題を知りながら放置してきたこと、また、

破綻後も、その抜本的な解決(たとえば清算)をおこなわず、中央銀行が、既存株主や借手を救済してしまうことにより、金融業界のモラル・ハザードを助長した¹²⁾。また、1997年にはいると、不動産関係で大きな不良債権をかかえたノンバンク業界、「ファイナンス・カンパニー」が、流動性を欠くようになり、中央銀行からFDIF(金融機関発展基金)を通じて巨額の「流動性支援」を受けなくてはならなかった。この流動性支援は、1997年1月から6月までの間に3000億バーツ(当時の為替レートで、120億ドル)にもなった。このうち、約半分が財務体質が最悪の16社に貸し付けられ、そのうちの1社で、全国で最大のファイナンス・カンパニーであるFinance One社に対しては、375億バーツの融資がおこなわれていた¹³⁾。この最悪の16社に対して、中央銀行は、6月27日、営業停止を命令する。この営業停止、そして、そこに至る「流動性支援」が、通貨の事実上の切り下げに先立って起きていたことは、タイにおいて銀行危機が通貨危機に先立って起きていた証左である。さらに、8月5日、IMFの支援プログラムに先立って、追加的に42社の営業停止処分がおこなわれる。しかし、合計58社の、営業停止となったファイナンス・カンパニーの処理策の最終決定は、12月8日までまたなくてはならなかった。そこでは、2社の再建計画が認められ、56社の清算が決まった。8月20日のIMFプログラムができてから、12月8日の決定まで、通貨危機と国内の金融危機は、お互いに増幅し合っていたといえよう。

インドネシアにおいても、銀行危機は、通貨危機に先行していたといえる。インドネシアの不良債権問題は、1980年代から、国有銀行を中心の問題となっていた。また、金融の自由化を受けて、1988年以降民間銀行が多く設立されたが、その融資の審査についての十分な監督が合ったかどうか疑わしい。1992年12月には、すでに大手の民間銀行、Bank Summaが清算されている¹⁴⁾。また、政策金融や、銀行の関連会社(グループ企業)への融資など、採算性を度外視した融資も多かった¹⁵⁾。このような点で、インドネシアの銀行業界は、長年にわたって、脆弱なままであったといえよう。通貨危機を待つまでもなく、銀行危機は、少なくとも潜在的には、恒常的にあった、といえる。

また、インドネシアにおいては、ジャカルタにおいても、バンコックほどではないにしろ、不動産「バブル」が生じていた可能性もある¹⁶⁾。しかし、タ

表 6 国際業務をおこなう銀行から新興市場国への貸出し

Panel A. 1997年6月末残高

新興国向け貸出し								
受入国	融資残高 (US\$mil)	満期別内訳		貸付け銀行の国籍別シェア			融資残高・ GDP(96)比	短期・外 貨準備
		短期(一年未満)		日	米	欧		
中国	57922	30137	32%	5%	48%	0.071	0.234	
インドネシア	58726	34661	39%	8%	38%	0.265	1.629	
韓国	103432	70182	23%	10%	35%	0.213	2.106	
マレーシア	28820	16268	36%	8%	44%	0.293	0.609	
フィリピン	14115	8293	15%	20%	48%	0.162	0.726	
台湾	25163	21966	12%	10%	57%	0.092	0.243	
タイ	69382	45567	54%	6%	28%	0.381	1.411	
アジア計	389441	242273	32%	8%	40%			
アルゼンチン	44445	23891	4%	23%	59%	0.158	1.303	
ブラジル	71118	44223	7%	23%	45%	0.096	0.772	
チリ	17573	7615	8%	23%	51%	0.146	0.447	
コロンビア	16999	6698	8%	20%	59%	0.105	0.674	
メキシコ	62072	28226	7%	28%	43%	0.185	1.187	
ラテン・米計	251086	131304	6%	24%	50%			

Panel B. 1993年から1997年にかけての変化

受入国	融資残高・GDP比		短期・外貨準備比		日シェア(%)		米シェア(%)		欧シェア(%)	
	1993	1997	1993	1997	1993	1997	1993	1997	1993	1997
中国	0.047	0.071	0.509	0.234	40%	32%	2%	5%	36%	48%
インドネシア	0.192	0.265	1.622	1.629	55%	39%	8%	8%	27%	38%
韓国	0.119	0.213	1.397	2.106	30%	23%	10%	10%	33%	35%
マレーシア	0.166	0.293	0.210	0.609	41%	36%	10%	8%	34%	44%
フィリピン	0.108	0.162	0.499	0.726	17%	15%	44%	20%	32%	48%
台湾	0.069	0.092	0.175	0.243	27%	12%	16%	10%	41%	57%
タイ	0.207	0.381	0.733	1.411	55%	54%	8%	6%	24%	28%
アジア					40%	32%	9%	8%	34%	40%
アルゼンチン	0.107	0.158	1.193	1.303	7%	4%	32%	23%	49%	59%
ブラジル	0.118	0.096	0.930	0.772	17%	7%	17%	23%	43%	45%
チリ	0.227	0.146	0.557	0.447	9%	8%	33%	23%	42%	51%
コロンビア	0.140	0.105	0.433	0.674	17%	8%	28%	20%	31%	59%
メキシコ	0.138	0.185	1.029	1.187	7%	7%	35%	28%	42%	43%
ラテン・米計					10%	6%	28%	24%	45%	50%

注) 「欧」は、オーストリア、ベルギー、フランス、ドイツ、イタリア、ルクセンブルグ、スペイン、イギリス。

融資残高・GDP比は、1993年6月、1997年6月の値。国別シェアは、1993年12月と1997年6月の比。

Source: Bank for International Settlements, "The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending, First Half 1997", Basle, January 1998.

イのように、通貨危機に先立って株価が下落したということはない。(1996年1月には、580だった株価指数は、1997年6月には、725まで上昇している。) 株価でみるかぎり、マレーシアでも、フィリピンでもタイのような下落は記録していない。

(3) 過大な対外短期債務。

タイ、インドネシア、韓国に共通する第三の要因は、民間の対外短期債務が巨額に上っていたことである。表6は、BIS統計で、国際的に業務をおこなう(先進国の)銀行からアジアとラテンアメリカの新興市場国の銀行・企業・公的部門への貸出しを表に

したものである。パネルAでは、資本受入国の総融資残高、さらに、そのうち短期(満期が一年以下)融資の残高を示している。さらに、総融資残高・GDP比と、短期残高・外貨準備比を示している。タイは融資残高・GDP比でみると、アジア、ラテン・アメリカを通じて一番高い値を示しており、外国銀行からの借入の多さが目立つ。また、短期残高・外貨準備比でみると、韓国が2を超えており、インドネシアが1.6、タイが1.4といずれも、1を超えている。外国銀行からの借入がドルなど先進国通貨建てでおこなわれているだろうから、銀行が途上

国の借入の継続(Rollover)を拒否すると、民間の銀行や企業は、ドルを調達して返済しなくてはならない。そのとき、民間がたとえ中央銀行の外貨準備をあてにできたとしても、払いきれない、ということ、1以上の短期融資・外貨準備比率は意味している。もちろん、貸し手が同時に借入の継続を拒否したり、中央銀行が外貨準備を民間に貸し付けるといことは、非常に稀な事態ではあるが、まさに、このような状況が、1997年11月から12月にかけて韓国で起きたのである。短期残高・外貨準備比が2を超える状況では、韓国の外貨準備を費やした防御も、焼け石に水であったのは当然である。短期残高・外貨準備比が高いということは、投資家の突然の群集行動(Herd behavior)に対して無防備であるばかりか、そのような群集行動を誘発しやすい、といえよう。

パネルBからわかるように、タイの借入は、1993年から1997年にかけて、急増している。融資残高比率・GDP比で、0.20から0.38に、短期・外貨準備比率で、0.7から1.4に倍増している。これは、主として1993年に創設された、オフショア市場(BIBF)を通じた国内への融資競争の結果である。これほどの急増は、インドネシアや韓国ではみられなかった。

さらに、貸し手を日本、アメリカ、ヨーロッパの銀行に分けて受入国における融資シェアを計算すると、アジアでは、日本とヨーロッパの銀行のシェアが高く、ラテンアメリカでは、アメリカとヨーロッパの銀行のシェアが高い。とくに、タイでは、日本の銀行のシェアが50%を超えている。1993年から1997年にかけてのシェアの変化をみると、アジアにおいても、ラテンアメリカにおいても、日本の銀行のシェアが減少し、ヨーロッパの銀行のシェアが増大している。前節で、タイやインドネシアで、「バブル」が発生していたという可能性を指摘したが、そのバブルに貸し込んでいたのは、ヨーロッパ系の銀行である。

韓国の場合、短期債務比率が高く、その大半は韓国の銀行によるものであった。とくに、短期の割合が高かったのが特徴である。BIS統計では、1997年6月末で、対国際業務をおこなう銀行への債務合計が1034億ドル、このうち、短期債務が700億ドル、約7割に上っている。また、銀行部門の借入が大部分である¹⁷⁾。

インドネシアでは、1970年代に、資本勘定の自由化を実行していたため、実際にどれくらいの対外債務があるかについて、正確には、把握されていなかった。インドネシアに対するIMFの支援パッケ-

ジが作られた1997年10月末には、民間企業・銀行と国営企業・銀行の6月末短期対外債務は、140億ドル程度と考えられていた。一方、BIS統計によると、同じ時点の短期対外債務は、347億ドルにのぼると考えられ、大きな乖離がある。その後、民間債務の推定値は上昇し、1998年4月にインドネシア中央銀行が発表した数字によると、同様の短期対外債務が、1月末時点には、802億ドルであったこと、また、そのうち民間対外債務は、677億ドル、うち銀行部門が89億ドル、比銀行部門が588億ドルであった¹⁸⁾。このことから分かるように、インドネシアの問題は、民間企業が直接外国銀行から借り入れたことが大きい。これは、銀行部門が対外債務の中心であったタイや韓国とは違う点である。

3.3 各国事情

次に各国の相違点を明らかにしよう。まず、タイ・バーツの危機の根幹は、ドル・ペッグにより生じた経常収支赤字の維持可能性に対する疑問と、国内の金融システム不安であることは上述した。このようなマクロ・ファンダメンタルの脆弱性が、ドル・ペッグに安心感を抱く海外投資家による巨額の資本流入によって隠されていたが、しだいに市場の信頼を失い、投機家が通貨を空売りするようになる。1997年5月には、ヘッジ・ファンドを中心とする投機家によって、あっという間に、(直先ネット)外貨準備を失った。タイの最大の失敗は、資本移動が巨額の流入から流出へと変化したにも関わらず、ドル・ペッグを維持しようとしたことである。ネット外貨準備を失ってからのフロート化では、信頼の回復は難しい。このような、巨額の為替投機によるペッグ制の崩壊は、インドネシアや韓国ではみられなかった。ヘッジ・ファンドの通貨危機における役割について問題提起しているのが、タイのケースである¹⁹⁾。

インドネシアの最大の問題は、経済的な問題が、政治問題化してしまったことにある。ルビアの下げが一番きつかったのは12月、1月であったことから、スハルト大統領体制がどこまで続くのか、という点が、インドネシアの金融市場の信頼と、直結してしまったことが分かる。また、1月15日の合意で、IMFが「構造問題」を、信頼回復の要に据えたことは、これまで「構造問題」を当然のことと受け止めてきた投資家に対して、「構造問題」こそが、インドネシアの元凶というイメージを与えてしまった。それでも、「構造改革」が直ちにおこなわれればよか

ったのだが、もちろん難しい問題が多く含まれており、改革困難と市場が判断したとたんに、IMFプログラムの信頼性が失われ、ルビア暴落へとつながっていった。そのルビア暴落も、最大の主役は、居住者の資本逃避であるといわれている。大量の資本逃避は、タイや韓国では見られなかったことである。

韓国の問題は、銀行取り付け騒ぎ、つまり、「投資家のパニック」による説明が良くあたる。主に、流動性の危機であり、タイのような、経常収支の維持可能性という長期的な問題ではなかった。銀行の流動資産には限度があることから、一度にすべての債権者から借り換え(Rollover)が拒否されるならば、危機におちいるのは当然である。では、なぜ、外国の銀行が急に借換拒否をし始めたかについては、明らかではない。確かに財閥の企業をはじめとする財務状況は良くなかったが、銀行の借換がすべて拒否されるだけの理由があったかどうかは、判断は、難しいのではないか。このような外貨流動性の危機は、タイやインドネシアでは起きなかった。

3.4 固定制からの脱出(Exit Policy)

タイ・パーツは、1996年12月以降、何回か投機家による攻撃を受けていた。とくに、1997年5月には、巨額の投機により中央銀行は、先物のドル売り債務を負ってしまう。タイの場合は、タイ中央銀行が、投機家を相手に、1997年8月のIMFプログラムの策定時に、234億ドルにのぼる先物のドル売りポジションを持っていた。外貨準備が、7月には、294億ドルたらずだったので、直先ネットの外貨準備(Net Foreign Reserve)は、60億ドルにしか過ぎなかったことになる。中央銀行に加えて民間の金融機関、企業が海外から借り入れていた。これは、1997年5月末で380億ドルに上ると推定されていた。また、BIS(国際決済銀行)による国際業務をおこなう銀行への国際的貸出しの調査——以下BIS統計——によると、1997年6月末現在、タイの民間機関が国際業務をおこなう銀行から借り入れていた短期(満期一年以下)債務は、456億ドルにのぼるようになっていた。どちらにしても、外貨準備に比較して、民間の短期債務が、巨額に上っていたことが、投資家の不安を引き起こすことになり、資本流出につながった。

このようなタイの政策に関しては、つぎのような重要な問題提起がなされよう。(1)タイは、固定為替に固執しすぎたのか?いつ切り下げればよかった

のか?(2)資本規制をおこなうべきだったか?

固定為替レート制からいかに波乱無く変動制に移行するか、という問題は、Exit Policyと呼ばれている。IMFは、ハイパー・インフレーションがあり、中央銀行の信頼が無い国に対しては、固定為替レート制を勧めることがある。しかし、経済成長が続くようになると、資本流入が増大すると、固定為替レート制では、バブルを引き起こしたり、インフレを引き起こす可能性がある。そこで、固定為替レート制からの脱却が問題になる。IMF(1998b)によると、まだ資本流入がつづいている最中に、変動制に移行することがすすめられるとしている。しかし、まだ資本流入が経常収支赤字を上回る状況で、変動制に移行すると、かえって増価し、経常収支赤字の問題をより悪化することが懸念される。投資家の期待が変化し、流出に変化しはじめた時点が良いと思われる。タイの場合は、1997年2月には、外貨準備が増加から減少に転化している。これが一つのシグナルになっていたかもしれない。5月の投機で、ネット外貨準備を失うまえに、為替レートの伸縮性(幅のある目標圏、あるいは変動制)を増すことが重要であったはずである。

3.5 伝染効果(Contagion)

今回のアジア危機では、「伝染」(Contagion)効果が非常に大きかったのが、特徴である。まず、タイ・パーツからインドネシア・ルビア、韓国ウォンへも危機が広がり、程度の差こそあれ、中国の元を除く地域のすべての通貨を巻き込んだ。ドル・ペッグを維持した、香港ドルでさえ、しばしば投機家の売り対象となった。10月23-24日には、香港ドルへの投機に香港金融庁が介入で対抗することで、香港の利子率が暴騰し、株価が暴落した。この株価暴落は、ニューヨークやロンドンに伝染、アジア危機の世界株価下落へと発展した。1994-95年のメキシコ危機のときの「テキーラ効果」も、伝染効果ではあったが、今回のアジア危機の伝染効果は、「テキーラ効果」をはるかに上回る広がりや深刻さをもっていた。

伝染効果が生ずる原因については、諸説ある。第一に、ファンダメンタルズが似ている(例えば、経常収支赤字・GDP比の大きさなど)ような国が、共通のショック(投資家のリスク回避度の変化)に対して、同じような通貨・株価の反応をするというもの。第二に、投資家(韓国)がある一つの国(インドネシア)で損をしたために、他の資産(ロシア、ブラジル)を

売って損失を埋め合わせようとする行動にでること。第三に、ファンダメンタルズとは関係なく、たんに、投資家の適正な価格にたいする期待がかわることにより、ある地域(アジア)全体の資産(株、債券、通貨)がすべて売られること。

今回のアジア通貨危機では、危機がタイからインドネシア、韓国に波及、そのメカニズムが解明されていない。これまでも、伝染効果の研究 Eichengreen, Rose, and Wyplosz(1996)や Eichengreen and Rose(1996)がある。しかし、これらの研究では、通貨の暴落を説明する回帰式で、年次データを使って、ほかの通貨が危機にあるかどうかの説明力を増すかどうか、通貨の伝染効果の有無の検証になっている。しかし、アジアの通貨危機のように、毎月のように、入れ替わり立ち代わり別の国で危機が起きていく過程では、年次データをつかっていたのでは、このような危機の敏速な展開をとらえることができない。逆に、日次データを使ったとして、通貨が同時に下落していく時に、相関関係は検定できても、因果関係を検出することは難しい。

ここでは、週次データを使って、まず、「震源地」(その週に一番下落した通貨)がどこであったかを確定する。つぎに、その震源地から他の通貨にどの程度影響があるかを、相関係数で示す。まず、各通貨の週の変化を計算、 $\Delta R(i, t) = i$ 国通貨 $R(i)$ の第 $t-1$ 週から第 t 週への変化、つぎに、この通貨の累積変化をつぎのように定義する。

$$\Delta CR(i, t) = 0.5\Delta R(t) + 0.25\Delta R(t-1) + 0.15\Delta R(t-2) + 0.1\Delta R(t-3)$$

つぎに、 $\Delta CR(i, t)$ のうちいちばん絶対値で大きな値をとる通貨 i を、震源地を定義し $\Delta O(t) =$ 震源地の通貨の変化、であらわす。ただし、最大の変化をした通貨の絶対値が2%に満たない場合、変化が正(増価)の場合は、ショックがなかったと定義する。これが、表7、パネルAである。つぎに、

$$C1(i, t) = \text{伝染係数}(i \text{ 国への影響}) \\ = \Delta R(i, t) / \Delta O(t)$$

を、震源地が同じ場合の週について計算する。これが、パネルBである。

パネルA から、危機の震源が、はじめは、タイ、その後、インドネシアに移るが、それでもしばしばタイが震源となる週がある。11月中旬から12月中旬は、韓国が震源地、12月中旬から1月いっぱいインドネシアが震源地であったことがあきらかである。2月以降は、ショックの無い週が多い。しかし、5月

表7 通貨変化の震源地

パネルA.

週	震源地	週	震源地
1997		1998	
07-04	TH	01-02	ID
07-11	TH	01-09	ID
07-18	PH	01-16	ID
07-25	TH	01-23	ID
08-01		01-30	
08-08		02-06	
08-15	ID	02-13	
08-22	TH	02-20	
08-29	ID	02-27	
09-05	TH	03-06	ID
09-12		03-13	
09-19	PH	03-20	
09-26	ID	03-27	
10-03	ID	04-03	
10-10		04-10	
10-17		04-17	
10-24	TH	04-24	
10-31	TH	05-01	
11-07		05-08	ID
11-14		05-15	ID
11-21	KR	05-22	ID
11-28	KR	05-29	ID
12-05	KR		
12-12	KR		
12-19	ID		
12-26	ID		

注) 筆者の計算。TH はバーツ、ID はルビア、ML はリング、PH はペソ、KR はウォン。データは、Datastream

パネルB. 伝染係数

震源地通貨	影響された通貨				
	TH	ID	ML	PH	KR
TH(6)		0.11	0.17	0.32	0.12
ID(16)	0.18		0.32	0.23	0.11
ML(1)	0.98	0.54		0.54	0.28
PH(2)	0.7	0.51	0.63		0.19
KR(4)	0.27	0.58	0.38	0.06	

注) TH はバーツ、ID はルビア、ML はリング、PH はペソ、KR はウォン。震源地通貨の()内の数字は、観察値数。

に再び、インドネシアが震源となる。

パネルB からみると、タイ・バーツが1%減価すると、ASEAN 通貨は、0.1パーセントから0.3パーセント(フィリピン)減価することが分かる。インドネシア・ルビアが震源の場合には、マレーシア・リングに0.3パーセントを超える影響を与える。

分析を日次でおこなうこと、震源地の定義や、相関係数の計算方法に、今後改良を加えることが研究課題である。

4. IMFプログラムは有効だったか

4.1 通貨変動にみる IMFプログラムの評価

ブレトンウッズ体制ができてから、今回のアジア通貨危機ほど、IMF 批判を招いたことはなかった。バーツの切り下げ以降、1年たっても、アジアの通貨危機が解決した様子はみえない。インドネシアのバーツの価値は、危機まえに比べて3分の1であり、バーツ・リング・ペソ・ウォンも減価率が30パー

表8 IMFプログラム合意前後の通貨変動、ベンチマークの日を100として

一ヶ月前	二週間前	一週間前	ベンチマーク	一週間後	二週間後	一ヶ月後
96.2	101.9	101.0	タイ(A)8月11日	102.1	108.6	113.0
93.4	96.9	96.6	タイ(B)8月20日	104.4	115.5	113.5
90.7	99.4	99.2	インドネシア10月31日	91.7	95.4	101.2
80.3	86.5	92.8	韓国12月3日	130.8	123.8	148.2
59.0	85.2	80.6	韓国12月24日	92.1	95.1	95.0
64.8	61.4	112.8	インドネシア1月15日	148.0	122.3	105.0

出所) 筆者の計算。日次データは、Datastreamによる。

セントを超えている。1998年のタイ、韓国、インドネシアの経済は、大きなマイナス成長である。IMFプログラム、合意がつつぎと打ち出されたにも関わらず、危機が広がり、深まっていった点を念頭に置き、IMFのアジア危機への対応を批判的に検討する。これまでも、いくつかの先行研究がある。(Diehl and Schweickert(1998), Goldstein(1998), Krugman(1998), Montes(1998), Radelet and Sachs(1998a, b)を参照。)

1994-95年のメキシコ危機では、通貨危機(1994年12月20日)が起きて、IMFの支援が決定するまで、紆余曲折を経て、約一ヶ月かかっている。しかし、1995年1月末に、IMFとアメリカを中心とするメキシコ支援が決まると、基本的にペソの下落は止まった。3月に一時的に、アルゼンチンへの波及が心配されたが、アルゼンチンへのIMFプログラムを組むことで、危機が深化することはなかった。IMFプログラムが、通貨危機の防波堤として、信頼回復に十分機能していたといえる。

今回のアジア通貨危機では、IMFプログラムが組まれても、通貨の減価が止まらないことが多かった。通貨危機は、むしろIMFプログラムによって増幅したとさえ考えられる局面があった。まず、IMFプログラムの発表(および融資の実行)が、通貨下落の防波堤となったかどうかをデータで確認する。以下では、通貨の日次データより、IMFプログラムに関する重要な発表日(おにも、合意の発表日、理事会の日では必ずしもない)を中心として、「それ以前」と「それ以後」の為替レートの変動を表にした。もし、IMFプログラムが市場に信頼(Confidence)を与えるものであるならば、この発表日(ベンチマーク)「以前」には、通貨が下落(通貨の下落によりIMFプログラムが必要となる)、「以後」には、急回復する、あるいは少なくとも下落が止まる、ということが見られるはずである。そこで、IMFプログラム合意の前後、一週間、二週間、一ヶ

月の通貨の動きを計算したのが、表8である。

アジア通貨危機へのIMFの対応をメキシコの場合と比較しつつ表9でまとめた。

タイの場合

8月11日東京会議を起点として考えると、IMFプログラムの骨格がまとまった後、為替レートは、目立って減価。東京会議前1ヶ月で4%下落していたものが、1ヶ月後には13%下落。一週間、あるいは、二週間単位で見ても、8月11日以後のほうが、以前よりも下落率が大きい。つまり、8月11日の支援策はマーケットに対してまったくコンフィデンスを与えなかったことが分かる。

8月20日に、IMFプログラムは、理事会承認日となった。8月20日を起点としてみるとどうなるだろうか。やはり、一週間、二週間、一ヶ月のどの単位で見ても、IMFプログラムが発表になる前より、発表になった後の方が、下落率が大きい。したがって、1997年8月のタイのIMFプログラムは、為替レートの基準で見ると限り失敗であった。

インドネシア(第一次プログラム)の場合

インドネシアのIMFプログラムは、10月31日に発表、11月5日にIMFの理事会承認となった。10月31日の発表は事実上のIMFプログラム発表の日といえる。プログラムのなかでインドネシアの金融当局が約束した16の銀行の閉鎖は直ちに実行されたし、中央銀行による介入も直にはじまり、理事会承認は、追認となった。ここでは、10月31日をベンチマークとする。IMFプログラム合意の前一ヶ月で見ると、10パーセント程度の減価が起きていた。ただし、合意以前2週間は為替レートはフラットであった。IMFプログラム合意と同時に、インドネシア中央銀行と日本銀行やシンガポール金融通貨庁との協調介入を行い、通貨は直ちに10パーセント程度、増価する。しかし、その効果も時間とともに褪せてきて、一ヶ月後には、為替レート

表9 IMFプログラムの比較

	メキシコ	タイ	インドネシア	韓国
危機的状況の時期	1994年12月20日－1995年3月	1997年7月2日－1997年12月	1997年10月－1998年6月	1997年11月－1998年1月
マクロ構造問題	経常収支赤字と脆弱な銀行システム	経常収支赤字と脆弱な金融システム(バブル)	脆弱な銀行システム	財閥の過剰投資と脆弱な銀行システム
短期対外債務	テソボノス(短期国債)	銀行部門の借入	企業部門の借入	銀行部門の借入
外貨準備	固定為替維持のため、切り下げ前に失う	固定為替維持のため、先物ポジションで失う	失わず	銀行部門の債務返済のため貸出し、失う。
危機のきっかけ	資本逃避	ヘッジファンドによる投機	資本逃避と伝染効果	ロールオーバー拒否と伝染効果
切り下げ時の不安定化要因	外貨準備高とテソボノス残高の情報不足、さらにその比較による債務不履行不安	中央銀行の通貨先物ポジションの残高と外貨準備の比較による不安感、銀行部門の不良債権	企業の短期対外債務高、産業政策と大統領の家族企業問題	短期債務額
政治リスク	大統領選挙1994年12月。	連立政権の不安定性	大統領選挙(1998年3月)	大統領選挙
警告シグナル	セテス残高減少とテソボノス残高の上昇(為替リスクの認識)	1994年1月以来の株価下落とバブルの破裂による金融機関の不良債権	特になし。	特になし。
金融自由化	1980年代後半、外貨預金への準備率など廃止。	1990年代金融自由化、とくに1993年のBIBF開設。	資本自由化されて久しい。	規制残る。
IMF支援プログラム策定	1995年2月1日。	1997年8月20日。	1997年11月5日、追加合意1998年1月15日	1997年12月3日、追加合意12月24日
IMF支援	総額、500億ドル	総額、172億ドル	総額、400億ドル	総額580億ドル
IMF支援パッケージ内訳	IMF178億ドルアメリカ200億ドルなど	IMF 40億ドル 日本 40億ドル 世銀 15、アジア開発銀行 12、中国 10、オーストラリア 10、香港 10、マレーシア 10、シンガポール、10、韓国 5、インドネシア 5、ブルネイ 5、(協調融資) (当初発表、167億ドル)	IMF 100億ドル 世銀 45とアジア開発銀行 35 インドネシア自身 50億ドル 合計 230億ドル 第二線準備 日本 50、シンガポール 50、アメリカ 30、オーストラリア 10、マレーシア 10、ブルネイ 12、など 162億ドル超	IMF 210億ドル 世銀 100億ドル アジア開発銀行 40億ドル 合計 350億ドル 第二線準備 日本 100億ドル、アメリカ 50億ドル、ヨーロッパ 50億ドルなど、二線準備 合計 230億ドル

は、IMFプログラム合意の日の水準まで戻ってしまいました。為替レートで見ると、第一次インドネシア・プログラムは、短期では成功したものの、長期的な効果はなかった。

韓国の場合

韓国は、11月に20パーセントあまり減価しており、11月末にあわててIMFの支援を要請、12月3日のIMF合意発表(翌日ただちに理事会承認)となった。しかし、このIMFプログラムは為替市場に全く効果を持たず、ウォンの価値は、一週間でさらに30パーセントの下落、1ヵ月では、約50%近く下落する。12月4日(理事会承認)のIMFプログラ

ムは、全く効果がなかったといえる。

このような、IMFプログラムの無力さを見て、IMFとG7(とくに日米)は、追加的な合意を結ぶ。12月24日に発表になった合意のもっとも重要な点は、韓国向けの銀行貸出しの強制的な借り換えである。これをもって、韓国のウォン危機は収束へと向かう。12月24日をベンチマークとしてみると、それまでの急速な下落(一ヶ月で40%)は、この日を境に安定に向かい、一週間で8パーセント、一ヶ月で5パーセントの増価とみた。通貨を強力で反転させることはできなかったものの、止めども無い暴落に歯止めをかけた効果はあったといえよう。12月5

日のプログラムは、事態の本質を突いたものではなかったのに対して、12月24日の合意は、最大の問題に対して対峙したものであったといえる。

インドネシア(1月15日)

12月にはいつから、インドネシアのルピアが急落、IMFは追加的な合意を必要とした。1月15日に発表となった追加合意は、その後一週間で50パーセントの急落を招くほど、逆効果であった。これほどIMFの関与が通貨下落を誘ったことはこれまででなかったのではないかと。1月15日IMF合意の内容は、「構造問題」が中心で、世銀がかねて要求していた課題を引き写したようなものだとされている。しかし、「構造問題」は、直接通貨危機を助けるものではなく、たんに、信頼(Confidence)回復のための手段だったと思われる。非常に困難な「構造問題」に手をつけるということで、信頼を得たいと考えた。しかし、合意からまもなく、スハルト大統領は、合意を確実に実行する意思がないことを、示唆して、市場は、逆にIMFとの合意の遂行は困難とみて、通貨を売った。

以上まとめてみると、通貨下落に歯止をかけたと言う意味で効果的だったIMFの措置は、10月31日発表のインドネシア向けプログラム(協調介入で補完)、及び、12月24日発表の韓国向け合意であった。これに対して、8月のタイへのプログラム、12月3日発表の韓国向けプログラム、1月15日のインドネシア向け追加合意は、効果をもたなかったと言えよう。総じて、IMFのアジア向けプログラムは失敗であった。次にその理由を分析する。

4.2 分析

IMFのプログラム批判はつぎの5種類に分類する事ができよう。

- (1) 通貨危機を予測、事前に警告できなかった。
- (2) 通貨危機に陥った国に対して緊縮マクロ政策を課したことが間違っていた。
- (3) 通貨危機に陥った国に対して構造問題の改革を要求したことが間違っていた。
- (4) 通貨危機に陥った国に対して十分な金額の支援を行わなかった。
- (5) 通貨危機に陥った国の歴史的背景、政治的制約、社会的弱者への配慮を怠り、経済危機を政治危機へと発展させた。

第一の、予知・予防の失敗については、タイについてはあてはまらない。タイのマクロ経済指標の悪

化と投機をうけていることについて、IMFは、変動相場制に早く移行するように、助言をあたえていたからである。IMFも、タイに対しては「18ヵ月前から警告したにも係らず聞き入れられなかった」(Fischer(1998))。たしかに、タイのバーツが投機の波状攻撃を受けるようになってからも、IMFは早く、通貨のフレキシビリティを増すようにと、具体的に助言している。タイのように、直先ネットの外貨準備を失ってからは、減価(フロート制移行)もうまくいかないのは、メキシコで実証済みであり、この点は、タイの中央銀行の大きな失敗である。しかし、インドネシアや韓国については、タイの通貨危機の後で有効な助言をしていたのかどうか、疑問である。とくに、インドネシアは、IMFの助言を良く聞き、危機に至る前に、早目早目に手をうった。あまり外貨準備を使うことなく、通貨の変動幅を拡大し、変動相場制へ移行している。また、10月31日のIMFプログラムも必要に迫られてというよりも、念のため(precautionary)なものであった。国際収支ギャップも、伝染効果がきたら必要が生じるかもしれない潜在的なもの、(potential)としていたはずだ。タイは確かに、病状が悪化してから、IMFに駆け込んだ患者だが、インドネシアは、健康なうちに、IMFに予防接種にいった、というのが適当な比喩であろう。それなのに、インドネシアでIMFがもっとも失敗したというのは、どういうことだろう。

第二の、緊縮マクロ政策を課したことに対する批判はつぎのようなロジックによる。IMFの融資を行ってきた伝統的な危機は、政府が財政赤字を垂れ流し、それを中央銀行がマネタイズする(貨幣供給の乱発による国債買い入れ)ことによって起こる経済がほとんどであった。これをラテンアメリカ型危機と呼ぼう。このラテンアメリカ型の危機の是正には、緊縮財政、金融引き締めが、問題の根幹を是正するという意味で適切であり、このようなプログラムを組むことが、市場の信頼(Confidence)を回復することにつながった。ところが、アジアの危機は、民間の借入の増大による過剰投資によって引き起こされたもので、財政引き締めを課したとしても信頼の回復につながらない。かえって、不況を深刻化させるだけで通貨の下落を加速させる。つまり、IMFは、ラテンアメリカ型の処方箋を、まったく違う病気であるアジア型に適用するという間違いを犯したのである。

(A)高金利政策。IMFは通貨防衛のために高金利

政策を課すという。しかし、高金利政策が通貨の防衛にどれだけ役立つのか。高金利が、企業の運転資金を枯渇させるなど、実体経済を悪化させ、通貨下落による輸出拡大に結びつかない。さらに、高金利政策は銀行危機へと発展させる。

(B)緊縮財政。高金利政策はやむを得ないと考える人たちも、財政政策も緊縮にすることには反対する。危機の根本的な原因がラテンアメリカの場合と違って、政府の財政赤字ではない。したがって黒字にすることが直接、コンフィデンス回復にはつながらない。ラテンアメリカの場合は、通貨危機に至る病巣が財政赤字なので、そこに切り込むIMFプログラムは、信頼性の回復につながるのだが、アジアの場合には、財政赤字と信頼性は無関係であった。第二に、高金利政策で実体経済を収縮させているにも係らずさらに財政緊縮では実体経済が完全に不況になる。

第三に、インドネシアで典型的におきたように、中長期的課題である構造改革を押し付けたところで、短期間には解決できず、その解決できないということがわかるとかえって信頼の失墜につながる。構造改革に手をつけたところで、不況のさなかでは、うまくいかない。この典型が、1998年1月15日の合意である。ここでは、50項目にもものぼる「構造改革」をあげているが、このなかで、直接的に、通貨下落を止めることに関連したものは少ない。

IMFは、それでも、構造改革を目指すのは正しい方向だし、危機のなかでこそ、構造改革ができる、(既得権を打破するには、危機の環境のほうが、可能性が高いという政治経済学)と主張するだろう。しかし、あまりにも、一挙に解決しようとするあまり、かえって市場が、失敗の可能性を高く考えてしまった。判断の誤りが合ったのではないか。

第四に、IMFの支援金額が十分ではなかったという可能性がある。とくに、タイの場合、その外貨建て債務の大きさ、あるいは民間債務の借り換えについての仮定が楽観的すぎたといえよう。これが、IMFプログラムのあとに、パーツが安定化しなかったひとつの理由である。

第五に、社会的・政治的事情を考えないプログラムが政治リスクを増大させ、統治の基盤を弱体化させた。補助金の廃止や価格自由化など、緊縮財政にともなう措置が、社会不安を高めて、政治体制を揺るがしたことは、とくにインドネシアの場合、否めない。一番良い例が、5月のインドネシア・プログ

ラムである。すでに、学生のデモなど、社会情勢が騒然とする中で、石油・電力への補助金の撤廃、エネルギー価格上昇を義務づけたことは、そのタイミングの適切性に関して重大な疑問を抱かせる。

4.3 IMFが本当に目指すべきものは何だったのか

アジアでは、民間の借入が、その国の経済規模、金融市場規模や外貨準備に比較して、巨額に上っていたことが危機の原因になっていた。この問題を解決しなくては、危機の防止にはならない。12月4日の韓国へのプログラムが失敗におわり、12月24日合意が危機を回避している。IMFがなすべきであったことはつぎの点である。

まず、危機になるまえに、借入が巨大になるのを防ぐよう、監視をすべきであった。資本流入が巨額になることに対して、資本規制も含めた慎重な金融監督をすべきであった。いったん危機がおきてからは、二つの方法があった。ひとつは、対外債務を上回るような巨額の貸出しを行い、投資家を安心させることである。これは、IMFが、「最後の貸し手」になることを意味している。問題は、投資家が債務不履行リスクを考えずに、「モラル・ハザード」を起こす点である。もう一つの方法は、危機が起きた時には、民間の貸し手に、強制借り換え、モラトリアムなどを貸す方法である。高金利を求めて流入している資本は、明らかに為替リスク、信用リスクを認識しているはずであり、資本受入国の状況が悪化した場合には、損失を被ったとしても、不思議ではない。

アジアの危機では、IMFは、民間資本を安心させるほど巨額のプログラムは組まず、かといって、強制借換などには慎重であった。したがって、中途半端な規模のプログラムで、市場の信頼を得られなかったのだ。アジアの通貨危機が長期化し、かつ伝染していった大きな理由ではないか。

5. 結語

本稿では、アジアの通貨危機の原因と、IMFの果たした役割を検討した。アジア通貨危機の理解には、1990年代の前半に急増した資本が果たした役割の評価がまず必要である。資本流入(とくに直接投資)は、輸出を増大させ、成長率を高め、ひいては投資家の楽観的期待を生み、さらなる資本流入を誘うという好循環を生んだ。ところが、この過程で、「過大」な資本が流入し、バブルを発生させた。1996年の輸出不振は、ドル・ペッグ維持に疑問を抱かせ、

資本流入が減速した。バブルの破裂は銀行危機につながり、それが通貨危機へと発展する。タイの場合は、大きな投機が入り、(直先ネットでみた)外貨準備を払底させた。そのため、タイは、1997年7月2日にフロート制に移行する。インドネシア・ルピア、フィリピン・ペソ、マレーシア・リングもつぎつぎとフロート制に移行する。インドネシアの大きな減価は、金融危機(IMFの16行閉鎖によるパニック)と資本逃避、さらに、政治的問題から、引き起こされた。大きな減価のなかで、構造問題に焦点を絞った合意(1月15日)では市場の信頼を回復できなかった。韓国の場合、韓国の銀行が、過大の対外短期借入をしており、その債務が、借入拒否にあったことが、危機の本質である。国際的な銀行取り付け騒ぎであった。この本質的な問題を捕らえていないプログラム(12月5日)は、効果がなかったが、強制借換を内容とする12月24日の合意は、ウォンの下落を止めた。これら3ヶ国の通貨危機は共通点(ドル・ペッグ、脆弱な金融機関、対外短期債務の超過)もあるが、相違点も多い。IMFのプログラムは、危機の根源的な問題を処置しないものの場合、効果がなかった。アジア型の危機の場合には、事前に過大な資本流入が入らない様にする、危機が起きた場合には、短期債務を十分にカバーする規模の支援プログラムを組むか、逆に貸し手にも損失を負担させるような強制借換、モラトリアムを含むプログラムを組むか、どちらかを選択しないと、効果がない。今後のIMFを含む国際金融機関改革が望まれる。

(一橋大学経済研究所)

注

1) データは、IMFのInternational Financial Statistics, CD-ROM, 1998年3月版, の各国データ, ライン78bed, 78bgd, 78bidの合計である。

2) メキシコ通貨危機については、伊藤(1997)参照。

3) その他地域の中では、中東地域への資本移動が、1991, 657億ドル, 1992年に380億ドルとアジアへの資本移動を上回るほど大きい。しかし、この大部分は、湾岸戦争後の復興需要で、一時的な要因によっていると推測される。

4) ①では、日本について言えば、大蔵省の統計(大蔵省「国際金融統計年報」毎年)、日本銀行の国際収支統計、ミクロ(企業別)統計では東洋経済新報社『海外進出企業総覧』、通産省の「海外事業活動基本調査」などのデータなどがある。このようなデータを使った分析としては、例をあげるならば、深尾・伊澤・国則・中北(1994)、深尾・天野(1998)である。②では、各国の投資委員会な

どのデータを集める必要がある。ジェトロ編の「世界と日本の海外直接投資」毎年、また、経済企画庁経済研究所(1998)、などで、このようなデータについての情報を得る事ができる。問題は、受入国の直接投資の定義が大きく異なることである。たとえば、中国、インドネシアの統計では、直接投資に、「外資と内資の合計」を採用している。通常の外資部分の概念よりは、かなり広義となっている。相手国別やセクター別の細かい分析を行うためには、①か②のデータを用いることが必要だが、必ずしも定義が各国で統一されているわけではない。③では、おもに、国際収支統計(実際の資金の動き)を使って定義は統一されているはずだが、集計されたデータしかない、との欠点がある。

5) タイについては、Ito(1998c)が詳しい。

6) さらに、1月15日の合意発表で、合意文書にサインをするスハルト大統領を、側に立つカムデシュ IMF専務理事が腕組みをして見下ろす、という写真が公表され、IMFがインドネシアを「見下す」という印象を与え、さらに、インドネシア・IMF関係を悪化させた。

7) カレンシー・ボードは、国内通貨の発行を、外貨の裏付けを持つ量に限るという制度。国内通貨と外貨を固定レートで無制限に交換することを保障する制度である。金本位制の金の代わりに外貨を使うものとも考えることもできる。資本流出は、国内流通通貨量を自動的に減らすため金利を上昇させ、通貨防衛に役立つ。逆に資本流入は、金利を下げる。香港、アルゼンチンなどが採用。

8) 4月2日から5日まで、フィッシャー副専務理事がジャカルタ入り。交渉の争点は、インフレ抑制のためのマネー・サプライの増加率の天井の設定、財政緊縮の程度、構造改革、銀行改革、企業債務改革にわたっていた。とくに、企業債務は、800億ドルにのぼると推定された企業が直接海外の銀行から借り入れた債務のリストラクチャリングの方法が問題となった。企業債務のうち元本部分の支払の繰り延べをする一方、利子支払いをルピアでおこなうことを許し、政府がそのルピアとドルの差額を補償するというスキームの検討にはいった。1980年代のメキシコで採用された、Ficorcaスキームに似せたものを作る方向で検討にはいった。

9) 経常収支赤字の維持可能性については、伊藤(1997)とそのなかにある文献を参照。

10) 資本流入が大量になる場合のマクロ政策の運営の困難さについては、伊藤(1997)と、そのなかにある文献を参照。

11) 流入規制としての資本規制についての議論は、伊藤(1997)や、IMF(1995)に詳しい。

12) バンコック商業銀行(BBC)をめぐる事情については、Nukul Commission(1998, Chapter 4)が詳しい。

13) Nukul Commission(1998, Chapter 5)。

14) この事件については、MacIntyre and Sjahrir(1993)が詳しい。

15) 例えば、Fane(1994, p. 31)では、不良債権は、通常の商業融資の結果ばかりではなく、銀行家を借りての間の結託や贈賄の結果、増大していることは、中央銀行総裁も大蔵大臣も認めている、と書く一方、国有銀行である、Bapindoが不正融資をしていた問題も取り上げている。Nasution(1995, p. 26-27)では、1995年当時、

国有銀行が、政治的にコネのある企業家を救済し、これらの企業家が他の企業の買収にあたり、優遇金利で融資することを要求されるために、弱体化してきている、と述べている。

16) 不動産価格の急上昇については、ジャカルタにおけるヒアリングで、何人かのエコノミストから指摘を受けたが、地価のデータ、あるいはそれにかわる代理変数もないため、数量的に示すことができない。

17) 日本経済新聞(1998年1月29日)によると、韓国銀行の調査で、1997年12月末現在、短期債務は、800億ドル、その内374億ドルが韓国の銀行の債務で、256億ドルが韓国の企業の債務とされている。(残りは、外国銀行の支店の債務。)

18) 1998年4月16日づけ、ロイターによる。

19) IMF(1998)では、ヘッジ・ファンドの役割について考察しているが、ヘッジ・ファンドに関する情報開示の要求や活動の規制については否定的見解をしめしている。

参 考 文 献

- 伊藤隆敏(1997)「資本移動と新興市場(エマージング・マーケット)——メキシコ危機の教訓」、『経済研究』第48巻第4号, pp. 289-305.
- 大蔵省, 「大蔵省国際金融局年報」, 毎年。(ただし, 「大蔵省国際金融局年報」は, 平成8年版から「国際金融年報」と名称変更。平成9年版は, 発行されず, 平成10年版に合冊の予定。)
- 経済企画庁経済研究所, 編集(1998)「経済分析」第156号, 「応用一般均衡モデルによる貿易・投資自由化と環境政策の評価」平成10年3月
- 深尾京司・伊澤俊泰・国則守生・中北徹(1994)「対外直接投資の決定要因」, 『経済研究』第45巻第3号, pp. 261-278.
- 深尾京司・天野倫文(1998)「対外直接投資と製造業の「空洞化」」, 『経済研究』第49巻第3号, pp. 259-276.
- Diehl, Markus and Rainer Schweickert (1998) "Currency Crises: Is Asia Different?" Kiel Discussion Papers, No. 309, January.
- Eichengreen, Barry and Andrew Rose, (1996) "Contagious Currency Crises: Channels of Transmission," in T. Ito and A. O. Krueger (eds.) *Changes in Exchange Rates in Rapidly Developing Countries: Theory, Practice, and Policy Issues*, NBER-University of Chicago Press.
- Eichengreen, Barry; Andrew Rose and Charles Wyplosz, (1996) "Contagious Currency Crises," *Scandinavian Economic Review*, Vol. 98, no. 4: 463-484.
- Frankel, Jeffrey A. and Shang-Jin Wei. (1994) "Yen Bloc or Dollar Bloc? Exchange Rate Policies of the East Asian Economies," in Ito, T. and A. O. Krueger (eds.) *Macroeconomic Linkage: Savins, Exchange Rates, and Capital Flows*, University of Chicago Press.
- Goldstein, Morris, (1998) *The Asian Financial Crisis: Causes, Cures, and Systemic Implications*, Institute of International Economics, Washington, DC.
- International Monetary Fund (1995) *International Capital Markets 1995*, Washington DC.
- International Monetary Fund (1998a) *Hedge Funds and Financial Market Dynamics*, Occasional paper No. 166, Washington DC.
- International Monetary Fund (1998b) *Exit Strategies: Policy Options for Countries Seeking Greater Exchange Rate Flexibility*, Occasional paper, No. 168, Washington DC.
- Ito, Takatoshi, (1998a) "What Can Developing Countries Learn from East Asian Economic Growth?" presented at Annual Bank Conference on Development Economics, 1997; ABCDE conference volume, World Bank, 183-200.
- Ito, Takatoshi (1998b) "Asian Exports: Principal Causes of Deceleration," presented at the conference on "Asian Exports: Past Trends and Future Prospects", Asian Development Bank.
- Ito, Takatoshi (1998c) "The Development of Thailand Currency Crisis: A Chronological Review," *Journal of Research Institute for International Investment and Development*, Vol. 24, No. 9, Japan Export-Import Bank, Research Institute for International Investment and Development, September/October: 66-93.
- Kaminsky, Graciela L. and Carmen M. Reinhart, (1996) "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems," Board of Governors of the Federal Reserve System, photocopy, February.
- Krugman, Paul, (1998) "What Happened to Asia?" January. (Available from his homepage)
- MacIntyre, Andrew and Sjahrir (1993) "Survey of Recent Developments," *Bulletin of Indonesian Economic Studies*, Vol. 9, No. 1, April: 5-34.
- Montes, Manuel F., (1998) *The Currency Crisis in Southeast Asia, Updated Edition*, Institute of Southeast Asian Studies.
- Nasution, Anwar, (1995) "Survey of Recent Developments", *Bulletin of Indonesian Economic Studies*, Vol. 31, No. 2, August: 3-40.
- Nukul Commission, (1998) *The Nukul Commission Report: Analysis and Evaluation on Facts Behind Thailand's Economic Crisis*, (translated by The Nation (newspaper)), Nation Multimedia Group, Thailand, March 31, 1998.
- Radelet, Steven and Jeffrey Sachs, (1998a) "The Onset of the East Asian Financial Crisis," presented at a seminar at USAID, January 29, 1998; and NBER Currency Crises Conference, February 6-7, 1998. [Bank run model]
- Radelet, Steven and Jeffrey Sachs, (1998b) "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects," Brookings Panel, Washington DC March 26-27, 1998. [criticism of IMF Policy]