

タイの経済危機と金融・産業の自由化

末 廣 昭

タイは1997年7月以降、金融不安、通貨危機、国内不況のトリプル危機に陥った。今回の通貨・経済危機については、経常収支赤字の継続のもとで、国際短期資金の大量の流入とドル・ペッグ制の維持がもたらしたものであるという見解が強い。また、88年に始まる経済ブームを一括して「バブル経済」とみなし、バブルの崩壊が金融・通貨不安をもたらしたという意見も強い。しかし、金融の自由化と為替相場の維持という政策のミスマッチやバブル経済の崩壊だけで経済危機を説明するのは不十分である。そこで本稿は、経済ブーム期の構造変化を概観し、重化学工業化を促した産業の自由化・投資規制の自由化政策を紹介し、同時に通貨・金融政策を実施するにあたって、中央銀行が直面した組織的な問題や大蔵省との対立——制度・組織的要因——についても検討をおこなった。

1. タイ経済危機の説明

タイは1988年から本格的な投資・経済ブームを迎え、90年代初頭からは土地投機や株式ブームといった経済のバブル化を経験した。そして、96年頃からバブル経済の崩壊による不良債権問題、さらには金融不安が生じ、この金融不安が通貨不安に発展して、国際的なヘッジファンドによる激しい攻撃を受けることになった。

その結果、政府は97年7月に、パーツのドル・リンク制からの離脱と管理フロート制への移行を決定し、172億ドルに及ぶ救済融資をIMF等から受けることに合意した。一方、このIMFとの合意は、厳しいデフレ志向の総需要管理政策にもとづく一連の「経済安定化政策」、具体的には2割に及ぶ財政支出の削減、20%以上の高金利政策、金融機構改革などの厳格な実施を意味した。そのため、国内経済はよりいっそう深刻な不況に転じ、タイは金融不安・通貨危機・国内不況という「トリプル危機」に見舞われることになった(末廣昭編, 1998, 参照)。

タイに限らず、今回のアジア諸国の通貨・経済危機については、さまざまな説明がなされているが、主な議論を整理すると次の3つに集約することができる。すなわち、国際短期資金と

ヘッジファンド要因説、実物経済起因・国際競争力低下説、アジア的制度・組織原因説の3つがそれである(末廣昭 1998b)。

このうちもっとも支配的な議論は第一の説であろう。この議論は、アジア諸国が経済のグローバル化、金融の自由化を急速に進めた結果、大量の民間資金が海外から流入し、そのため一方では過剰流動性が、他方では経済のバブル化が生じ、バブル経済の崩壊と共に通貨不安に陥ったというものである。金融の自由化が経済危機にまで発展した理由としては、①巨額の経常収支赤字を長期にわたって放置したこと(対外債務の増大)、②為替リスクを無視した「過剰借入」が存在したこと、③国内の債券市場が未発達のため、金融機関が安易に対外民間資金に依存したこと、④金融の自由化を急ぎ過ぎたため、国内金融制度の整備が追いつかなかったこと、などが挙げられている(World Bank 1998, pp. 16-17)。

もっとも、アジア通貨・経済危機の背景に関する議論は、研究者や研究機関によってかなり異なる。榊原英資(1998)などは、今回のアジア経済危機はあくまで「流動性危機」であり、問題は実物経済(国際競争力の低下)や構造的要因に起因するのではなく、無秩序な国際短期資金の動きにあったとみなす。一方、IMFや世界

表1. タイにおける対外債務残高の推移(1992~1998年第1四半期)

(単位: 100万米ドル, %)

項目	1992	1993	1994	1995	1996	%	1997/Q2	1998/Q1
対外債務合計額	43,558	52,088	64,866	82,568	90,536	100.0	92,956	90,161
長期債務	24,676	29,425	35,701	41,465	52,891	58.4	56,400	61,848
短期債務	18,882	22,663	29,165	41,103	37,645	41.6	36,556	26,171
政府部門	13,068	14,171	15,714	16,402	16,805	18.6	17,354	17,695
長期債務	12,518	14,171	15,534	16,317	16,751	18.5	17,334	17,675
短期債務	550	0	180	85	54	0.1	20	20
民間部門	30,490	37,917	49,152	66,166	73,731	81.4	75,602	63,168
長期債務	12,158	15,254	20,167	25,148	36,140	39.9	39,066	37,017
短期債務	18,332	22,663	28,985	41,018	37,591	41.5	36,536	26,151
①商業銀行	6,200	5,260	9,865	14,436	10,682	11.8	11,762	8,923
長期債務	700	1,260	3,465	4,436	2,282	2.5	3,276	2,835
短期債務	5,500	4,000	6,400	10,000	8,400	9.3	8,486	6,088
②BIBF	—	7,740	18,111	27,503	31,187	34.4	32,568	27,819
長期債務	—	1,340	2,969	3,799	10,697	11.8	11,399	9,820
短期債務	—	6,400	15,142	23,704	20,490	22.6	21,169	17,999
③非銀行	24,290	24,917	21,176	24,227	31,862	35.2	31,272	26,426
長期債務	11,458	12,654	13,733	16,913	23,161	25.6	24,391	24,362
短期債務	12,832	12,263	7,443	7,314	8,701	9.6	6,881	2,064
短期債務/対外債務(%)	43.3	43.5	45.0	49.8	41.6	.....	39.3	29.0
短期債務/対外債務(%) (民間部門)	60.1	59.8	59.0	62.0	51.0	.....	48.3	41.4
債務/GDP(%)	39.2	41.7	45.3	49.7	48.7	.....	.....	.....
債務返済率(%)	11.3	11.2	11.7	11.4	12.3	.....	16.6	20.3

出所) タイ中央銀行月報, 内部資料より作成。

銀行は、「アジア的」制度・組織, 具体的には不透明で未発達の金融機構や財閥を中心とする閉鎖的な企業経営体質が, 危機の背景にあったとみなしている。

以上の視点は, タイの通貨・経済危機に関する議論でもほぼ共通している。まず, 名目GDPの8%前後に相当する経常収支赤字が続いたこと, これをファイナンスするために大量の海外資金を導入しようとしたこと, 1990年から始まる対外資本取引の自由化や金融業務規制の緩和がそうしたファイナンスを可能にしたこと, 93年のバンコク・オフショア市場(Bangkok International Banking Facilities: BIBF)の開設が資金流入をいっそう加速したこと, そしてBIBFを通じた短期性資金がもっぱら非生産部門に回り, 経済のバブル化を引き起こしたと捉えるからである。同時に中央銀行は, 急増するドル建て対外民間債務に対処するために, 一方では国内の不動産向け投資の抑制に乗り出し,

他方ではパーツ貨のドル・リンク制の堅持(為替切り下げの回避)に奔走した(表1, 参照)。その結果, 金融不安(不良債権問題の顕在化)と通貨不安(パーツ貨の実質レートからの乖離と切り下げ圧力)が同時に発生し, そのことが通貨危機に発展したとみなすのである。

したがってこの議論は, 通貨・経済危機の根本要因を, 巨額の経常収支赤字を長期にわたって許した政府のマクロ経済運営の失敗と, 固定相場制を維持しながら金融の自由化を急速に推進していった中央銀行当局の政策ミスに求めることになる。国際金融市場が変化するなかで, マクロ経済安定化に失敗したことが, タイの経済危機の原因だったというわけである。

しかし, はたしてこうした理解で, タイの「トリプル危機」は十分説明できるのであろうか。私は, 金融セクターや国際短期資金の動きの重要性については決して否定するものではないが, 次のような点で, 単純な「国際短期資

金・ヘッジファンド要因説」には疑問を抱いている。

まず第一に、金融セクターを重視する議論は、タイの実物経済の動き、とりわけ経済ブーム期に生じた経済拡大と経済構造の劇的な変化を軽視している。経済ブームのなかで生じた、貿易や産業構造の変化や労働市場の変化などは議論の対象から外され、経済ブーム期はおしなべて「バブル経済」(setthakit fongsabu)一色に塗りつぶされているからである。その結果、経常収支赤字は「所与の条件」としてのみ紹介され、その背景分析はなされていない。

第二に、実物経済の軽視は、輸出産業における国際競争力の低下(労働生産性の低下、投資効率の低下)や、耐久消費財産業における(生産管理工程や品質の改善)といった生産現場の変革と、旧態依然たる流通・信用制度の存続のあいだの制度的ミスマッチの問題などを、議論の対象から外すことになった。その結果、危機以降の経済回復策は、もっぱら金融機構改革に議論が収斂し、輸出競争力の向上や国内流通制度の改善は、当面の政策的関心の対象になっていない²⁾。

第三に、自由化政策の議論がもっぱら「金融の自由化」の推移とその影響に集中してしまい、同時期に積極的に実施された「産業の自由化」、つまり主要製造業に対する投資の自由化や参入障壁の撤廃に関する問題やその影響——産業の高度化——が、まったくと言ってよいほど議論から外されている。

第四に、金融の自由化政策に対する評価も、中央銀行や大蔵省といった政策アクターの実態や制度的枠組み、政治的要因を無視した理解があまりに多い。金融の自由化とパーツ貨のドル・リンク制のあいだの政策的ジレンマのみが指摘され、中央銀行と大蔵省のあいだの対立や政党政治によるインパクトが無視されている。

総じて、国際金融の動きを重視する人々の議論は、タイ国内の金融制度や政治制度の実態に疎く、経済政策を遂行するアクター要因についても関心が薄い。そこで本稿では、上記4つの論点のうちまず第一の論点であるタイ経済の構

造変化を概括的に紹介したあと、第三の「金融の自由化」と「産業の自由化」が相互にどう関連していったのか、さらに第四の金融当局の政策決定がどのような要因で規定されていったのかを取り上げ、従来の議論で欠落していた実物経済の動向や制度・組織の問題を取り上げてみたい。なお、第二の国際競争力の低下については、繊維産業を事例に別途議論したことがあるので、そちらを参照していただければ幸いである(末廣編, 1998, 第7章)。

2. 経済ブーム期の構造変化

1980年代初めに、タイは60年代以降最初の本格的な不況に陥った。引き金となったのは、79年の第二次石油危機による輸入原油価格の高騰、先進国の景気後退、そして82年以降の一次産品の価格崩落である。その結果、タイはインフレと財政赤字に直面し、IMFの救済融資、世界銀行の2度にわたる構造調整融資(82年3月, 83年4月, 合計3億2550万ドル)を受けることになった(Chaipat 1992)。IMF・世界銀行との合意は、当然ながら経済運営におけるさまざまなコンディショナリティの受け入れを前提としていた。為替の切り下げを初め(84年11月)、財政制度改革や農業・工業の再編、国営企業の民営化の推進、大規模な重化学工業プロジェクトの見直しなどがそれである。

しかし、タイが緊縮財政の実施や大型プロジェクトの抜本的見直しを迫られていたまさにその時、「円高神風」がタイの経済回復を助ける。プラザ合意にもとづく円高の急速な進展や東アジア地域の実質賃金の上昇が、日本を含むこれら地域からの未曾有の直接投資ラッシュを引き起こしたからである。1988年から始まる「直接投資ラッシュ」がいかにも妻まじかったかは、90年の1年間の外国直接投資のネットの金額647億パーツが、73年から88年までの16年間のネットの累計額646億パーツを上回っていたことから分かる。ちなみに、80~87年の8年間の累計額527億パーツに対して、88~96年の9年間のそれは4281億パーツに達した(末廣編

表2. タイ輸出入構成の変化(1980~1996年)

(単位: 100万バーツ, %)

製品分類	1980	1985	1988	1990	1993	1996
(1)輸出金額	133,197	193,367	403,569	589,813	940,863	1,411,040
①農産物	44.8	40.7	30.8	22.5	17.5	16.3
コメ	14.7	11.6	8.6	4.7	3.5	3.6
②農産加工品	3.8	12.6	13.1	12.5	9.5	10.1
③工業製品	30.7	34.4	53.3	62.2	70.1	70.4
繊維・衣類	6.3	10.9	13.3	13.3	11.4	7.2
コンピュータ部品	0.0	0.0	0.7	6.6	6.9	11.9
④鉱物製品	9.1	4.9	2.1	1.7	1.4	2.0
⑤その他	11.6	7.4	0.7	1.2	1.5	1.1
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
(2)輸入金額	188,686	251,169	513,114	844,448	1,166,595	1,832,836
①消費財	10.2	9.5	7.5	8.5	9.8	10.5
②中間財・原料	24.0	30.2	35.6	33.8	30.0	25.8
③資本財	24.4	30.0	39.2	38.8	43.0	46.1
工業用機械	9.5	13.2	12.7	14.1	14.5	15.2
電気機械・部品	5.9	6.3	6.3	8.6	10.4	10.3
④輸送機器・部品	3.7	3.7	5.8	6.6	7.1	6.4
⑤燃料	31.1	22.6	7.6	9.3	7.4	8.6
⑥その他	6.6	4.0	4.3	3.1	2.8	2.6
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

出所) 輸出: タイ商務省商業経済局, Trade Statistics and Economic Indicators of Thailand 各年版.

輸入: タイ中央銀行, 統計季報より作成.

1988, 20 ページ, 表 1-3). 88~96 年(括弧内は 80~87 年)の外国直接投資の累計額のうち, 日本は全体の 29%(19%)を占め, 以下アジア NIES が 23%(8%), アメリカが 14%(27%)であった.

この直接投資ブームが引き金となって, 以後タイではこれを上回る国内資本による投資ブームが生じ, さらに金融と産業の自由化が相俟って, 未曾有の経済拡大と高成長を実現する. 具体的に 1988 年固定価格による実質成長率を見ると, 87~95 年の「経済ブーム期」の単純平均成長率(括弧内は 81~86 年)は, GDP が 9.9%(5.5%), 製造業が 13.3%(5.8%), 金融不動産業が 22.2%(5.9%), 建設業が 13.7%(6.3%)を記録した. こうした高成長を誘導した大きな要因は貿易の拡大であった. 事実, 輸出入サービス合計額が名目 GDP に占める比率を計算すると, 1980 年の 50%, 85 年の 49% から, 90 年には 76%, 95 年には 89% にまで上昇した. タイの経済発展パターンは, ブーム期に東アジア地域と同様の貿易主導型成長に移行したわけである.

しかも, 貿易構造もこの経済ブーム期に劇的に変化した. その点を示したのが表 2 である. 表を見ると, 輸出構成比は農産物が 1980 年の 45% から 96 年には 16% に激減し, 商務省が独自に定義する「工業製品」の比率が 31% から 70% に急増している. 農産物のなかではコメが大幅にシェアを低下させ, 「農産加工品」(砂糖や水産缶詰など)がシェアを拡大させたが, 90 年代に入ると停滞している. その代わり工業製品が伸び, しかも繊維・衣類, 履き物, 宝石, ICs といった伝統的な労働集約産業ではなく, コンピュータ部品の輸出の伸びが著しかった. 筆者はかつてタイに固有の経済発展を, 農業・農水産加工品の輸出に依存した「新興農業関連工業国」(NAIC: Newly Agro-Industrializing Country)と定義した(末廣・安田編, 1987). ところが, 90 年代以降, 急速に NAIC から NIES への移行が見られたわけである.

一方, 輸入品の構成を見ると, 1980 年代は中間財, 90 年代は資本財の輸入の急増が顕著であ

る。このことは、タイからの工業製品の輸出が輸入誘発的であり、輸出産業を支える周辺産業の未発達を意味した。タイの貿易収支赤字は93~94年頃には黒字に転化するという当初のエコノミストたちの楽観論に反して、実際には貿易収支赤字、そして経常収支赤字の幅が急速に拡大していった。

経済ブーム期に、タイは産業構造の面でも変化を経験した。伝統的な分類に従った付加価値ベースの「軽工業・重化学工業」の構成変化を見ても、そのことが判明する。1980年当時、軽工業と重化学工業の全体に占める比率は58%対42%であったが、95年は45%対55%と逆転した。また、80年から95年のあいだの伸びを見ても、重化学工業(10.5倍)は、軽工業(6.5倍)を大きく引き離し、とりわけ電機機器(26.4倍)、機械機器(22.8倍)の伸びは著しかった(末廣編, 1998, 21ページ)。こうした重化学工業化に与って力があつたのは、先に述べた海外からの直接投資ブームであり、またこれに呼応して合弁事業を組んだ、地場系既存財閥グループ(サイアムセメント、CPグループ、バンコク銀行、サハユニオン、TPIグループなど)の積極的な事業多角化戦略であった。なお、重化学工業化を支えた国内外の資金的条件については、次節で検討する。

最後に、労働市場も大きな変化を経験した。従来のタイの経済発展は、付加価値額ベースでは農業の比重が低下し、製造業の比重が高まるが、就業人口で見るときわめて緩やかにしか農業人口比率が低下しないという特徴をもっていた。そして、これがタイの発展パターンをNAIC型と呼ぶひとつの根拠にもなっていた。ところが、経済ブーム期に農業人口は急速な低下を示す。具体的には、1988年から95年の間に、農林漁業従事者は66%から47%に、逆に技能工・生産労働者は11%から21%に上昇した。また、地位別就業人口を見ても、民間企業被雇用者は同期間に23%から32%へ、369万人の増加を示し、家計補充従事者は34%から26%へ、126万人ほど減少した³⁾。

以上の動きを見る限り、1987~88年から始ま

る経済ブームを「バブル経済」の一言で片付けることはとてもできない。97年の通貨危機まで、タイは貿易、産業構造、労働市場、人事労務管理方式などあらゆる側面で、大きな変化を経験したからである(末廣昭1997)。また、一人当たり砂糖消費量を計算すると、86年の13キロから96年には26キロへと倍増した(末廣編, 1998, 30ページ)。これは国民の生活水準が向上したことを示す重要な指標であろう。また、成長の恩典はバンコク首都圏のみならず、地方都市へも拡大していった(同上書, 第5章 遠藤元執筆)。問題は、以上の経済拡大と構造変化が、いつどのようにしてバブル経済に発展していったのか、あるいは、地方都市を巻き込む消費ブームがローンに過度に依存した「クレジット経済」に転化したのか、その究明である。この問題は金融の自由化政策と密接に関係している。

3. 金融の自由化と産業の自由化

中央銀行・大蔵省が金融の自由化に乗り出すのは、1990年からである(田坂敏雄 1996)。89年に1年以上の定期預金の金利の上限を撤廃しているが、自由化が本格化するのは90年5月にIMFの8条国に移行し、「第一次金融開発3カ年計画」を公表してからであった。その後、93年にも「第二次金融開発3カ年計画」を公表している(表3, 参照)。この計画のもとで、政府は次々と既存の規制措置の撤廃を図るが、その内容は国内と対外の2つに大別することができる。すなわち、金利の上限の撤廃、商業銀行の新規支店などの設置制限の撤廃、金融会社(Finance Company: FC)の業務規制の緩和などから成る国内業務の自由化と、外国為替管理の緩和や対外資本取引の自由化を含む対外業務の自由化がそれである(同上書, 第3章, 三重野文晴執筆)。

タイの金融市場や経済に著しい影響を与えたのは、金融の対外面での自由化措置であった。なかでも、非居住者パーツ建て預金の規制緩和(92年)とオフショア市場の開設(BIBF, 93年

表3. タイの金融と産業・投資の自由化年表(1989~1996年)

年月	金融の自由化	年月	産業の自由化(産業投資規制の撤廃)
*1989/6	1年以上の定期預金の金利規制撤廃	*1989/6	乗用車組立について、既存工場の拡張を許可 ただし、45%以上の国内部品を調達すること
		*1989/7	セメント需要の増加に伴い、工場の新設拡張を条件 付きで認める
*1990/3	商業銀行の支店開設条件(政府証券の保有義務緩和 (16%⇒9.5%))	*1989/11	熟延、冷延鋼板、表面処理鋼板工場の新設拡張は 現投資奨励企業を除き10年間禁止、
*1990/5	IMF第8条国への移行決定 「第一次金融開発3カ年計画」公表 外国為替取引の自由化開始	*1990/5	石油精製の第5番目の会社としてカルテックス社の 新規参入を認める
		*1990/7	2300cc以上の乗用車完成車の輸入自由化
		*1990/8	乗用車の車種制限(42種)を撤廃、
*1991/4	外国為替取引の自由化第2段階実施 (非居住者パーツ建て預金による輸出業者の決済な ど主要5項目)	*1991/4	電炉を有する場合、丸棒、異形棒鋼の製造工場の新 設拡張を認める
*1991/12	金融会社にリース業許可	*1991/4	セメントの製造を完全自由化
*1992/3	商業銀行の業務拡大を許可		民間資本の新規参入を促す
*1992/5	外国為替取引の自由化第3段階実施	*1991/6	繊維産業関連の工場新設拡張のすべての規制を完全 自由化(1971年10月以降、規制)
*1992/6	貸出金利の上限撤廃措置	*1991/7	丸棒、異形棒鋼の製造を完全自由化
*1992/9	インドシナとの取引の規制の緩和		
*1992/12	金融会社の業務規制の大幅な緩和	*1992/8	石油化学(PE, PP, PVC, VCM)の製造を自由化 し、かつ投資奨励を行なう
*1993	「第二次金融開発3カ年計画」		
*1993/1	中銀、BIS基準の導入(自己資本比率7%)。以後、 比率を高めていく	*1993/11	乗用車組立工場の新設禁止措置を撤廃 自動車産業の完全自由化方針(1998年7月以降、国 内部品調達義務も撤廃する)
*1993/3	バンコクオフショア市場(BIBF)のライセンスを47 行に供与		
*1993/5	商業銀行の支店開設条件としての政府証券の保有義務 の撤廃	*1994/5	自動二輪車の国内部品調達70%以上の規定を撤廃、 150cc以下の自動二輪車の製造の完全自由化を公表
*1994/6	オフショア市場の地方開設(PIPF)を認可。地方で の融資競争が開始される	*1994/6	アロマティックを除き、石油化学のプラントの新設 拡張を自由化
*1994/8	金融会社の海外駐在員事務所開設許可	*1994/6	カラーテレビブラウン管の製造工場の新設拡張を8 年間禁止した措置(86年)の期限切れ
		*1994/11	禁止した熟延、冷延鋼板の投資奨励を再開
*1995	金融会社の為替手形の発行許可	*1995/5	石油化学産業すべての原則自由化措置を決定
*1995/3	中銀、「金融制度開発計画5カ年改革」(1995年3月 ~2000年2月)		
*1995/6	新規商業銀行5行にフルブランチの許可		
*1996	金融会社の1年未満のオフショア市場での借入規制		

出所) 1) バンコク銀行「Bangkok Bank Monthly Review: Economic Diary (or Roundup)」。

2) 三重野文晴「金融セクターと商業銀行の活動」(末廣昭編『タイ——経済ブーム・経済危機・構造調整——』日本タイ協会、1998年)、105~107ページ。

3) 東茂樹「産業政策と国際競争力の改善——保護政策から自由化政策へ——」(末廣編、同上書)、115~116ページ。

4) 各種現地の新聞記事より末廣作成。

3月)の2つは、大きな意味をもった。もっとも、中央銀行自身は、以上の2つの政策がもたらす効果について見通しを誤ったといえる。もともと、非居住者パーツ建て預金は(Ruangrat 1994; 田坂 1996, 63~68 ページ)、インドシナ3国やミャンマーとの貿易の決済口座や海外出稼ぎ労働者の送金の窓口を意図したものであり、BIBFもインドシナ経済開発に向かう海外

資金(OUT-OUT)をバンコク経由で管理運営しようというものであった。「バンコクを大陸部東南アジアの金融センターへ」という中央銀行の構想に沿った産物だったのである⁴⁾。

ところが一度門戸を開放すると、事態は金融当局の意図や予想をはるかに超えた展開を示した。この点は、ネットベースとグロスベースの海外資金の動向を示した表4A, 4Bに明確に示

表 4A. タイへの民間資本の流入額(ネットベース)：1992～96年

(単位：100万バーツ)

項 目	1992	1993	1994	1995	1996	%
銀行部門	49,051	91,033	349,855	279,673	126,771	27.5
(1)商業銀行	49,051	-102,162	96,416	77,243	10,843	2.4
(2)オフショア	—	193,195	253,439	202,430	115,928	25.2
非銀行部門	188,149	169,906	-47,996	237,969	333,784	72.5
(1)直接投資	50,230	36,396	22,659	29,064	36,823	8.0
外国資本	53,691	43,812	33,241	49,887	57,472	12.5
タイ資本	-3,461	-7,416	-10,582	-20,823	-20,649	-4.5
(2)その他借入	69,158	-61,223	-146,690	38,093	138,022	30.0
(3)証券投資	14,104	122,628	27,503	81,721	88,242	19.2
株 式	11,512	67,850	-10,283	52,759	28,437	6.2
債 券	2,592	54,778	37,786	28,962	59,805	13.0
(4)非居住者バーツ建預金	44,517	67,833	51,143	84,163	73,764	16.0
(5)貿易信用	7,795	13,634	11,447	6,363	-3,702	-0.8
(6)その他	2,345	-9,362	-14,058	-1,435	635	0.1
流入合計額	237,200	260,939	301,859	517,642	460,555	100.0

出所) 中央銀行資料より末廣昭作成。

表 4B. 非銀行部門のグロス流入とグロス流出 (1992～96年)

(単位：100万バーツ)

項 目	1992	1993	1994	1995	1996
(1)直接投資ネット	50,230	36,396	22,659	29,064	36,823
グロス流入	135,068	67,340	62,039	76,746	101,479
グロス流出	84,838	30,944	39,380	47,682	64,656
(2)その他借入ネット	69,158	-61,221	-146,690	38,093	138,022
グロス流入	368,376	460,950	440,096	533,703	631,138
グロス流出	299,218	522,171	586,786	495,610	493,116
(3)証券投資ネット	14,104	122,628	27,505	81,721	88,242
グロス流入	86,375	277,253	225,916	248,393	342,156
グロス流出	72,271	154,625	198,413	166,672	253,914
(4)非居住者バーツ建預金	44,517	67,833	51,143	84,163	73,764
グロス流入	576,483	1,946,960	5,804,325	10,370,215	20,527,847
グロス流出	531,966	1,879,127	5,753,182	10,286,052	20,454,083

出所) 中央銀行の内部資料より東茂樹作成。

されている。表から判明するように、当初は直接投資の比重が大きかったが、93年を転機に証券投資やオフショア市場(主としてOUT-IN)を通じた資金調達が急増した。とりわけグロスの流入をみると、証券投資と非居住者バーツ建て預金の2つの項目の伸びが著しい。このうち、非居住者バーツ建て預金の方は、タイ国内と欧米・日本諸国の内外金利格差(4～8%)を背景に、資金の短期的な運用を目的として流入してきたものである。タイは一時期、3カ月、6カ月ものの定期預金の金利が高いという構造にあった

め、短期の資金運用には有利であった。また、この預金を通じて流入してきた資金は、株式市場や転売を目的とする不動産向け投資にも向かい、経済バブル化の要因のひとつになった。

一方、オフショア市場(BIBF)についても、それを通じた資金が非生産的な投資に回り、経済バブル化の主たる原因になったとみなす見解が多い。しかし、BIBFを含む金融機関別海外資金のOUT-INの動きを整理した表5を見るかぎり、必ずしもそうとはいえない。不動産や消費者ローンが占める比率は、96年末現在で3

表5. タイにおける海外資金(OUT-IN)の金融機関別、目的別融資残高(1996年12月現在)

単位: 100万バーツ, %

	合計	構成比	金融機関内訳			BIBF 構成比
			タイ商業銀行	外国銀行支店	BIBF	
重要経済部門への融資	427,585	53.0	163,212	131,984	132,389	52.0
農業	6,165	0.8	4,708	205	1,252	0.5
鉱業	9,889	1.2	1,187	4,867	3,835	1.5
製造業	390,540	48.4	141,227	124,438	124,875	49.1
輸出業	18,697	2.3	14,541	1,749	2,407	0.9
農産物加工業	2,294	0.3	1,549	725	20	0.0
重要でない部門への融資	25,514	3.2	18,079	5,137	2,298	0.9
土地売買	.....	.....	.....	.....	.....	.....
芸能遊戯関係	3,235	0.4	3,235	0	0	0.0
消費財輸入	2,472	0.3	605	1,726	141	0.1
個人消費ローン	1,973	0.2	601	1,008	364	0.1
ビル, コンドミニアム	17,634	2.2	13,438	2,403	1,793	0.7
ゴルフ場建設	0	0.0	0	0	0	0.0
一般的な部門への融資	354,352	43.9	148,800	85,674	119,878	47.1
建設業	21,542	2.7	6,588	7,001	7,953	3.1
商業	92,044	11.4	33,444	30,822	27,778	10.9
銀行金融業	119,621	14.8	29,890	26,464	63,267	24.9
不動産業	23,744	2.9	15,491	2,227	6,026	2.4
厚生関連	39,811	4.9	18,386	11,921	9,504	3.7
ホテル・レストラン	32,265	4.0	29,465	1,899	901	0.4
個人住宅ローン	63	0.0	0	63	0	0.0
その他	25,262	3.1	15,536	5,277	4,449	1.7
合計	807,451	100.0	330,091	222,795	254,565	100.0

出所) タイ中央銀行内部資料より末廣昭作成。分類は中央銀行による。合計値は不明を含む。

%未満であり、銀行金融業(25%)も、製造業(49%)に比べてはるかに低かったからである⁵⁾。むしろ、シンガポールなどの金融市場で短期資金を調達し、これを石油化学、鉄鋼、通信などの設備投資資金に運用したのが実態であった⁶⁾。そして、為替リスクの軽視と、借り換えを前提とする「短期資金の長期運用」こそが、一方でタイの重化学工業化を資金面で支え、他方で資金調達の不安定性を増大させることになったのである。この問題はのちに検討することにして、最初に「経済のバブル化」について触れておこう。

タイでは1988年以降の直接投資ブームにはほぼ踵を接する形で、土地売買ブーム、建設ブーム、株式ブームが生じた⁷⁾。土地売買取引額は86年の497億バーツから90年には3480億バーツに増加し、株式売買金額も86年の250億バーツから90年には6270億バーツ、ピーク時

の93年には2兆2000億バーツへと急増した。建設業の発展を示すセメントの生産量も、80年代半ばに800万トンであったのが、90年にはほぼ倍増の1805万トン、94年には2993万トンに伸びている(末廣編 1998, 28, 39, 42ページ)。

注意すべきは、タイの経済が1987~88年以降のブーム期から一貫してバブル経済ではなかった点である。88年から91年の第一次建設ブームは、明らかに直接投資ブームにもとづく工場・ビル、外国人用コンドミニアムの建設ラッシュ、所得向上に伴う土地付き分譲住宅の建設の急増といった「実需」に起因していた。ところが、92, 93年頃を転機に、建設ブームは実需から転売を目的とした投機へと転回する。例えば、オフィスビルを例にとると、88年から91年までは需要と供給は110~140万平米でほぼバランスがとれていた。ところが93年には、

需要 210 万平米に対して供給は 281 万平米と供給が上回り、95 年には需要 299 万平米に対して供給 449 万平米とそのギャップが、急速に拡大していった⁸⁾。

一方、不動産デベロッパーに対する融資残高推移を見ると、90 年の 1550 億バーツから 93 年には 3300 億バーツ、95 年には 5200 億バーツと急増し、とりわけ金融会社(ノンバンク)の比率が高まっていった。具体的には、金融会社が不動産デベロッパーへの融資残高に占める比率(括弧内は商業銀行)は、90 年の 29%(同 68%)、93 年の 34%(64%)、95 年の 45%(53%)へと上昇していったのである(Pharacharaphon 1997, p. 124)。

これは、金融業務の規制緩和の中で、商業銀行と金融会社との間の融資競争が激化し、後者が収益性を確保するために、ハイリスク・ハイリターンの不動産投資に向かったことを示していた。この融資競争は消費者ローンの分野でも展開され、とくに自動車ローンはバンコクと地方都市の双方で、金融会社が積極的に融資拡大を図っていった。ちなみに、個人住宅・消費者ローンがそれぞれの総融資残高に占める比率は、商業銀行の場合が 91 年に 18%、95 年に 21%、一方、金融会社の場合が同時期に 30%、29%であった⁹⁾。つまり、金融の自由化に端を発する激しい融資競争が、ローンの拡大を通じて経済のバブル化、クレジット化を加速化したのである。そして、96 年以降の金融引き締め策、97 年の金融会社 91 行のうち 58 行の営業停止措置が、クレジット経済(住宅、自動車販売、デパート産業)にとどめを刺すのである。

一方、オフショア市場を通じた製造業向け投資の急増は、金融の自由化だけでなく、産業の自由化、主要産業における参入障壁の撤廃とも密接に関係していた(前掲、表 3 参照)。従来、タイは投資委員会(BOI)を通じて、特定の奨励業種を指定し、資本金や従業員数、輸出比率など一定の条件をみたく企業に、税制上の恩典を期限つきで与えて産業の奨励を図ってきた。政府系金融機関による政策金融の役割は、タイの場合きわめて小さく、中央銀行による再割引制

度も貿易や農業に片寄り、その枠も決して大きくなかった。なお、投資委員会を通じた産業政策は、財政面からの投資支援を意味したが、他方では主要産業に対する企業の新規参入、設備拡張の制限を意味した。

ところが経済ブームの中で、需給インバランスが繊維、セメント、自動二輪車、自動車、石油精製、石油化学、鉄鋼、通信などで生じた。その結果、政府は既存の工業省による投資規制的な省令や、投資委員会の制約条件つき奨励措置の見直しを開始する(表 3)。加えて、1988 年の総選挙後のチャートチャーイ政権(複数政党の連立政権)は、閣僚や国会議員が実業家を兼ねていたこともあって、規制撤廃=新しい事業機会の確保を政治的課題とするに至った。この政党政治は、91 年の軍事クーデタで一時頓挫するが、投資の自由化措置の方は、クーデタのあとと 92 年 5 月の流血事件のあと計 2 度にわたり、暫定的に政権を任されたアーナン首相(もと在米大使、外務次官、タイ産業連盟会長)が、経済自由化を強く主張したこともあって、いっそう加速化した。

一方、多国籍企業の動きもこの時期、産業・投資の自由化を推進する圧力となった。例えば、自動車組立メーカーは、需要の伸びるタイを東南アジア地域の自動車の生産拠点とみなし、「アジアカー」を投入する戦略を決定し、工場の新設拡張や組立ライセンスの追加発給を要求した(東茂樹 1995)。また、石油化学の分野では、日本の大手メーカーが、1995 年から 2000 年間の地域別需要の年伸び率を、日本 0%、北米 4%、ヨーロッパ 1% に対して、東南アジアは 22% と見込んでいた(末廣編、1998、34 ページ)。「エマージング・マーケット」としてのアジアそしてタイは、金融市場での国際投資家だけではなく、重化学工業分野での欧米・日本の多国籍企業の強い関心をも集めたわけである。

以上の需給インバランス、政党政治家の新たな利権獲得競争(地場系財閥の事業多角化戦略と結び付く)、多国籍企業の対外戦略と企業間競争が重なって、政府は主要産業に対する投資規制の撤廃を矢つぎ早に実施し、これに呼応し

て1993年から第二次直接投資ラッシュがタイで始まった。そして、この投資ラッシュを資金面で可能にしたのが金融の自由化とパーツ貨のドル・リンク制の維持だった。それはなぜか。

第一に、オフショア市場の開設のあと、中央銀行・大蔵省は、オフショア取引を認めるライセンスを既存の銀行29行とは別に、18行の外国銀行に対しても新規に発行したが、このうち融資実績の高い外国銀行に対して、フルランチ設立の許可を与えるという方針を示した。その結果、日本を中心にタイ進出を図ろうとする外国銀行の後発組が、巨額の資金をオフショア市場で調達し、先に述べた「短期借り・長期貸し」の方式で重化学工業向け設備投資資金に積極的に融資していったからである。ちなみにBIS報告によると、1996年末現在のタイの民間対外債務702億ドルのうち375億ドル(54%)が、じつに日本の金融機関であった¹⁰⁾。

第二に、進出した外国人企業やタイ国内の金融機関・財閥系企業は、為替リスクを度外視するか、あるいは十分考慮することなく海外から資金を調達し、その結果、「過剰借入」「過剰投資」の現象が生まれた。つまり、政府のドル・リンク制の堅持と国内需要の急速な伸びという2つの楽観的な予測が、活発な重化学工業向け投資を引き起こしたといえる。逆に大幅なパーツの切り下げ以降は、重化学工業・通信産業分野の大企業で巨額の為替差損が発生し、これが国内不況をいっそう深刻化させる要因になった¹¹⁾。

したがって、オフショア市場の開設とそれを通じた融資が、単純に「バブル経済」に直結したとはいえない。重化学工業分野への土地・設備投資は、一定の需要予測にもとづいていたし、転売目的の経済行動では決してなかったからである。むしろ問題は、金融・産業の自由化政策とドル・リンク制の維持という為替政策の間の政策的ミスマッチが、なぜ生じたかにあるだろう。そこで最後に、中央銀行の政策の是非ではなく、政策を遂行する上での組織的能力の問題を取り上げてみたい。

4. 通貨・金融政策の組織的・政治的制約

通常、資本取引を自由化し、固定為替相場を維持すると、国内の金融政策は政策効果を発揮できないことが明らかになっている(マンデル・フレミング法則)。仮に何らかの理由で景気が過熱し、金融引き締めによって国内金利を引き上げても、内外金利差によって海外から資金が流入し、国内投資家もコストの安い海外資金を導入しようとし、通貨当局はその外貨を利用して為替相場の維持を図ろうとするので、インフレは為替レートに反映せず、結局、国内経済の管理はできないからである。こうしたジレンマは当然、タイの中央銀行自身も認識していた。中央銀行の金融政策を制約していたのは、この金融の自由化と為替相場の維持という、政策ジレンマだけではない。少なくとも次の3つの要因も加わっていた。

その第一は、先に述べたように「大陸部東南アジアの金融センター」という構想と、実際の国際資金の動きが大きく食い違った点である。海外から流入する資金は、中央銀行が管理できる金額をはるかに超えていた。これは国際金融市場の変化に関する知識も経験も少ない中央銀行の判断ミスだったといえよう。

第二は、過剰流動性が発生し、過熱した景気を抑制しようと判断しても、中央銀行の手元には有効な政策手段がほとんどなかった点である。従来、中央銀行は公定歩合の引き上げと金利引き上げで主に対応してきたが(Warr ed. 1996, Chapter 8)、商業銀行に占める中央銀行からの借入は、資金調達総額のうち、90年は2.4%、96年には0.4%にまで下がっていた。また、金利の操作も、自由化措置のもとで中央銀行の手元から離れていた。さらに、国債を通じた公開市場操作(不胎化政策)も、赤字国債の発行残高が僅少になっていた90年代には、ほとんど有効性を失っていた。したがって、金融引締政策は商業銀行の準備金比率の引き上げや、海外資金を使った不動産取引に対する規制の強化といった窓口的指導の手段しか残っていなかったのである(末廣昭 1998a)。

さらに、第三の要因として注目すべきは、中央銀行の組織的対応能力の問題である¹²⁾。タイの中央銀行は、イギリス人の助言にもとづいて設立され、1942年の中央銀行法では「大蔵大臣が中央銀行の業務全般を統轄する権限と義務を有する」(14条)と明記されている。また、中央銀行総裁、副総裁の任命・罷免は、閣議決定を受けて国王が行なうことになっていた(19条)。もっとも、プウォイ・ウンパーゴン総裁時代(1959~71年)に、抜本的な金融財政機構改革が実施され、プウォイの強力な指導のもと、中央銀行の政府内での独立性(人事と金融政策の双方)は確保されていた(Wanrak 1996)。また、中央銀行と大蔵省との関係も協力を前提としつつ相互に自立しており、大蔵大臣も経済テクノクラートが任命された。こうした条件のもとで、中央銀行は物価の安定と為替平衡基金(EEF, 1955年)を通じた為替の安定の2つを基本方針としてきた。

ところが、1974年、政党政治家(のちバンコク銀行社長)であるブンチューが大蔵大臣に就任することで、両者の関係は大蔵省主導型に移行する。また、84年には当時の中央銀行総裁であるヌグンが、政策の対立から大蔵大臣によって罷免されるという、未曾有の事態が生じた。さらに、88年にはタイ国民党幹事長で建設請負会社の株主兼経営者であるプラムワンが、連立政権のもとで大蔵大臣に就任する。プラムワンは自分の長男(実業家)や自己の傘下会社の人間、学識者などからなる「大蔵大臣顧問委員会」を設置し、中央銀行とは別に財政金融政策を立案していった(Somchai 1989)。選挙民の歓心をとるにつけるための租税改革や政治的実業家の利権を拡大する規制緩和を積極的に進めたのは、そのひとつの現われである。

もともと中央銀行は、金融の自由化を進めるにあたって、為替の切り下げは行なわないが、パーツ貨のドル・リンク制については、介入時の上下の幅を広げることで、柔軟に運営することを考えていたといわれる。しかし、政党政治が定着し、海外から資金を取り入れて自分たちの事業を運営していた政治的実業家の利害が、

大蔵省を含む連立政権に反映するなかで、ドル・リンク制の堅持は政治的圧力に転化した。そうしたなかで、ヌグン総裁解任(1984年9月)のあとに就任したカムチョンも90年3月に、プラムワン大蔵大臣に解任されるという異常事態が続いた。定年を理由に辞任したチャワリット(90年9月)のあとに総裁に任命されたのは、ウィチット副総裁である。彼は中央銀行奨学生の第一期生(61年)であり、タイ最初の生え抜きの総裁であった。ウィチットは、低下する中央銀行の権限を回復するために、積極的に政党グループと結託し、この動きが逆に、エッグモン副総裁(95年12月、退任)を核とする反ウィチット派との政党政治家を巻き込んだ派閥対立に発展した。そして、ウィチットがバンコク商業銀行に対する背任容疑で、96年7月に解任されたあと、総裁に任命されたのがルーングチャイ副総裁であった。しかし彼は、為替平衡基金や国際業務の経験がまったくない人物であり、その結果、彼の下で複数の派閥が並立し、96年後半からヘッジファンドの攻撃にさらされた時に、中央銀行は事実上機能不全に陥っていたのである(Nukun Committee 1998)。また、94年末のメキシコ通貨危機以後は、為替政策の柔軟な運用ではなく、ドル・リンク制の堅持こそが、中央銀行の共通認識になっていた(*Ibid.*, pp. 23-24)。

したがって、1980年代後半からの経済ブーム期をへて経済のバブル化、金融・通貨不安が続くなかで、中央銀行と大蔵省は政治家を巻き込んだ対立関係にあり、同時に、実態把握に必要な情報の交換や、適切な政策の遂行を保障する組織的統一性も、中央銀行の内部ではすでに崩壊していたのである。

5. 結語

今回のタイの通貨・経済危機が、国際資金の新しい動きと、この動きを適確に把握できないまま、金融・産業の自由化を推し進めていったタイ政府のマクロ経済運営の失敗にあったことは否定できない。また、安易な海外資金の借入

に走った地場系金融機関と、為替リスクを無視して過剰な貸し込みを実施した外国銀行も、通貨・経済危機の大きな原因であった。

しかし、国際資金の動きと政府当局の政策の失敗、そして経済のバブル化、クレジット化に今回の通貨・経済危機の原因を一元的に還元する議論には、筆者は反対である。というのも、第一に、そこには金融セクターと実物経済の間の乖離という、現在の世界経済の大きな特徴が深く関係しており、第二に、中央銀行・大蔵省や金融機構に見られる制度・組織上の問題も係わっているからである。こうした2つの問題を抜きにして通貨・経済危機の背景は理解できないし、同時に今後の対応策を議論することもできないだろう。

IMFは救済融資にあたって、経済安定化政策と金融機構改革を何より優先する方針を示したが、実物経済の建直しとタイの政策運営にからむ組織的問題については、ほとんど関心を示さなかった。グローバル・スタンダード(いわゆる株主・国際投資家の判断を最優先するアングロサクソンの資本主義)の速やかな導入を勧告しただけである。しかし、タイが成長を回復するためには、経済ブーム期に達成した経済構造の変化に対する正当な評価と、従来の政策運営や制度・組織に対する厳しい再検討が必要不可欠であろう。そのことを通じて、より適切な経済運営も保障されると考えるからである。

(東京大学社会科学研究所)

注

- 1) アジア通貨危機に対するIMFの見方については、同アジア太平洋事務所長斉藤国雄氏の報告にもとづく(東京大学社会科学研究所, 1998年5月19日)。
- 2) もっとも、1998年1月に「産業構造改善要綱」が閣議決定され、同年10月には中小企業支援政策の基本方針が決定された。
- 3) Ministry of Labour and Social Welfare, *Year Book of Labour Statistics 1996*, Bangkok, pp. 11-12 ほかより算出。
- 4) この構想はチャートチャーイ政権の「インドシナを戦場から市場へ」という経済外交政策に端を發し、92年にはタイ提案による「AFTA」(ASEAN域内共同市場)計画にまで発展した。

5) ただし、表5はあくまで中央銀行に報告された融資先の業種別分類であり、製造業や商業に携わる企業が、その資金を最終的に不動産投資などに回した可能性は残る。

6) 新聞報道によると、オフショア市場を含め対外民間債務の50%を超える250億バーツが、建設資材、石油化学、鉄鋼、通信産業に向かったといわれる。
Krungthep Thurakit, September 5, 1997.

7) バンコクおよびその近郊の土地価格の急上昇については、重富真一(1998, 114~115ページ)を参照。

8) NESDB, *Rai-ngan Sathanakan Thi-yu-asai Pi 2539 lae Naenom Pi 2540*, Bangkok, 1997, p. 81.

9) Bank of Thailand, *Key Financial Statistics 1996*, Bangkok, より算出。

10) Bank for International Settlements, *The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Lending Second Half of 1996*, Basle, June 1997.

11) 地場系企業の深刻な為替差損問題については、主要169社の詳細な調査結果が、タイ語経済新聞(*Krungthep Thurakit*, December 25, 1997)に報道されている。末廣編(1998, 71~72ページ)も参照。

12) 1980年代後半以降の中央銀行の役割については、金融自由化時代の改革路線を高く評価する意見(Doner & Unger 1993)と、大蔵省との対立、組織上の内部分裂を重視する意見(Phachari 1995; Ammar 1997, Rangsarn 1998)の2つに分かれている。

参考文献

- 高阪章(1998)「アジア通貨安定化のために」『世界』6月号, pp. 281-290.
- 榊原英資(1998)『国際金融の現場——市場資本主義の危機を超えて——』PHP新書.
- 重富真一(1998)「土地開発と土地利用規制制度」(田坂敏雄編『アジアの大都市1——バンコク——』日本評論社).
- 末廣昭(1997)「タイ——農業農村社会から会社工場社会へ——」, 粕谷信次編『東アジア工業化ダイナミズム』法政大学出版局.
- 末廣昭(1998a)「タイの金融制度と金融政策」大蔵省財政金融研究所『ASEAN4の金融と財政の歩み——経済発展と通貨危機——』同研究所.
- 末廣昭(1998b)「東アジアの通貨・経済危機——国際的信認の回復と競争力の回復」(第3回静岡県アジア太平洋フォーラム基調報告).
- 末廣昭編著(1998)『タイ——経済ブーム・経済危機・構造調整——』(タイ国情報別冊), 日本タイ協会.
- 末廣昭・安田靖編著(1987)『タイの工業化——NAICへの挑戦——』アジア経済研究所.
- 滝井光夫・福島光丘編著(1997)『アジア通貨危機——東アジアの動向と展望——』日本貿易振興会.
- 田坂敏雄(1996)『バーツ経済と金融自由化』御茶の水書房.
- 東茂樹(1995)「タイの自動車産業——保護育成から自由化へ——」アジア経済研究所『アジア研・ワールドトレンド』4号, 7月), pp. 39-48.
- Ammar Siamwalla (1997): "Can a Developing

- Democracy Manage Its Macroeconomy?: The Case of Thailand." in TDRI, *Thailand's Boom and Bust*, Bangkok: Thailand Development Research Institute, pp. 63-75.
- Chaipat Sahasakul (1992) *Lessons from the World Bank's Experience of Structural Adjustment Loans (SALS): A Case Study of Thailand*, Bangkok: TDRI.
- Doner, R. and D. Unger (1993): "The Politics of Finance in Thai Economic Development," in S. Haggard *et al.* eds. *The Politics of finance in Developing Countries*, Ithaca: Cornell Univ. Press, pp. 93-122.
- Nukun Committee (So. Po. Ro). (1998) *Rai-ngan Phonlakan Wikhro lae Winitchai: Kho Thetching kiaokap Sathanakan Thang Setthakit*, Bangkok.
- Pharacharaphon Changkaew *et al.* (1997) "Sai Pan Yao Yu Rot," in *Phu Chatkan Rai-duwan*, Vol. 14, No. 165, June, pp. 116-128.
- Phachari Sirorot (1995) "Kan Muang Thai kap Thanakhan haeng Prathet Thai," in Thammasat University, *Warasan Setthasat Thammasat*, Vol. 13, No. 2, pp. 1-39.
- Rangsan Thanaphonphan (1998) *Wikritakan Kan Ngoen lae Setthakit Kan Ngoen Thai*, Bangkok: Khopfai.
- Ruangrat Smaranratanasatien (1993) "The Non-Resident Baht Accounts," in *Bangkok Bank Monthly Review*, Vol. 34, No. 4, April, pp. 12-19.
- Somchai Wongsaphak *et al.* (1989): "Man Samong thi 2 khong Pramuwan," in *Phu Chatkan Rai-duwan*, Vol. 6, No. 70, July, pp. 52-78.
- Wanrak Mingmaninakhin, ed. (1996) *80 Pi Achan Puey: Chiwit lae Ngan*, Bangkok: Thammasat University Press.
- Warr, Peter and Bhanupong Nidhiprabha (1996) *Thailand's Macroeconomic Miracle: Stable Adjustment and Sustained Growth*, Washington, D.C.: The World Bank.
- World Bank (1993) *The East Asian Miracle: Economic Development and Public Policy*, New York: Oxford University Press.
- World Bank (1998) *East Asia: The Road to Recovery*, Washington D.C.: The World Bank.