

Title	資本移動と経済・金融危機に関する考察(1): 東アジア地域の経済・金融危機の分析と危機発生メカニズムの考察
Sub Title	
Author	白井, 早由里(Shirai, Sayuri)
Publisher	慶應義塾大学湘南藤沢学会
Publication year	1998-11
Jtitle	
JaLC DOI	
Abstract	本書は、1994-95年のメキシコを発端とした経済・金融危機の波及を短期で乗り切り、かつ持続的な高度経済成長をしていた東アジア地域に焦点を当て、経済・金融があらゆる面で危機的な兆候を示していたにも関わらず、1997年まで市場がそれを認識していなかった為に結果として多大な損失を招いたという事実に基づいて、何故市場が経済・金融危機の発生を予測していなかったのかを、四つの要因を挙げて考察したものである。
Notes	
Genre	Technical Report
URL	<a href="https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=0302-0000-0113">https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=0302-0000-0113</a>

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

ISBN 4-87762-020-6  
S F C RM98-004

# 資本移動と経済・金融危機に関する考察（1）

東アジア地域の経済・金融危機の分析と危機発生メカニズムの考察

1998年11月1日

慶應義塾大学

白井 早由里



# 資本移動と経済・金融危機に関する考察（1）

東アジア地域の経済・金融危機の分析と危機発生メカニズムの考察

1998年11月1日

白井 早由里

慶応義塾大学

## 概略

東アジア地域の経済・金融危機は、ある国の通貨が投機攻撃の対象となる理由が必ずしもマクロ経済不均衡の拡大に起因するだけではないことを明らかにした。東アジア地域は1980年代から金融部門の自由化と資本自由化を進める中で、銀行経営の透明性や中央銀行の独立性を高めたり十分な銀行監督能力を養う前に、銀行やノンバンクによる海外からの短期借入れが拡大して信用リスク、満期のミスマッチ、為替リスクを高めることとなった。また危機発生直前には、一度短期資本流入の逆転がおこると債務不履行や過度の流動性不足が発生する危険性が極めて高く Krugman (1979) の提唱する危機発生条件を充たしていた。それにも関わらず市場は聞きの発生を予想していなかったことから、東アジア地域の危機は Obstfeld (1994、1995) の主張する自己充足的な投機的攻撃によって発生したとみなすことができる。しかし重要なことは幾つかの兆候があったにも関わらず、何故市場は危機の発生を予測していなかったのかを検討することである。この論文の目的は4つの要因をあげてこの問題に対する答えを提示することにある。また、今回の危機が1994-95年のメキシコを発端とする中南米地域の危機に比べて長期化し深刻化している原因についても考察する。

## 第1章. イントロダクション

1990年代に世界で発生した主要な経済危機は1992-93年のフィンランド、英国、イタリアを発端とした欧州通貨制度下での通貨危機、1994-95年のメキシコを発端とした中南米の経済・金融危機、1997年から現在まで継続しているタイを契機とする東アジアの経済・金融危機がある。これらの地域に共通している特徴は、危機が発生する直前までは事実上の固定相場制をとっており、為替平価を維持することが不可能と判断した市場により通貨が投機攻撃の対象となったことにある。特に、メキシコとタイを発端とする経済・金融危機の類似点は、どちらも1990年代から巨額の資本流入を経験し、危機の直前には実質実効為替レートが上昇し経常収支や貿易収支が悪化していたことが挙げられる。しかし、貯蓄率、投資率、実質経済成長率、資本流入の構成、金融構造に関して両地域の間で大きな相違があり、経済構造調整にかかる費用や調整規模では東アジア地域の方が遥かに上回る深刻なものとなった。IMFはアセアン地域の1998年度経済成長の見通しを5.4%からマイナス2.7%へ大幅に下方修正をし、世界経済成長の見通しを4.3%から1998年4月には3.1%へ引き下げている。

この論文の目的は、1994-95年のメキシコを発端とする危機の波及を極めて短期に乗り切り、且つ持続的な高度経済成長に対して世界から賞賛を得ていた東アジア地域に焦点を当て、何故幾つかの兆候が見られたにも関わらず市場によって危機は予測されなかったのかを論じることにある。特にインドネシア、韓国、タイでは、幾つかの経済・金融危機の先行指標を用いると1995年以降危機の発生確率が極めて高くなっていたことを示していた。また、良好なマクロ経済パフォーマンスを長期にわたり持続し極めて健全と思われるマクロ経済政策を実施してきた同地域で、何故危機が発生することになったのかを明らかにする。更に今回の危機がメキシコの危機に比べて長期化、且つ深刻化した要因についても考察する。

第2章では東アジア地域のマクロ経済パフォーマンスを他地域と比較し、第3章では資本流入の構造と資本流入の原因を分析する。第4章では銀行のバランスシートと不良債権問題を第5章では実質為替レートと貿易問題を分析し、これらの指標を用いると東アジア地域の状態は決して健全ではなかったことを明らかにする。更に第6章では、資本流入に対処する様々な政策について触れて、各々の利点と問題点を指摘する。第7章では、危機発生メカニズムに関する二つの代表的な経済理論に触れ、インドネシア、韓国、タイでは危機発生を十分に予測できたことを明らかにする。それにも関わらず市場によって危機が予測されなかった事実に注目して、第8章ではその背後にある要因について論ずる。第9章では東アジア地域の経済・金融危機から得られた教訓をまとめ、第10章は結びとする。

## 第2章. マクロ経済パフォーマンス

東アジア地域（インドネシア、韓国、シンガポール、タイ、台湾、中国、フィリピン、香港、マレーシア）は1980年代より高度経済成長を実現し、且つ1990年代になっても実質成長率は加速し続け、この目覚ましい成果に対して世界から注目と賞賛を受けるようになった。この結果、1990年代の初めから中頃にかけて急速に多額な資本の流入が発生するようになった。この持続的な高度経済成長の背景には、輸出志向的経済構造と安定的なマクロ経済成果がある。殆どの地域はこの期間にインフレ率が（一時期の中国とフィリピンを除くと）緩やかで、大きな財政赤字不均衡も（フィリピンを除くと）みられなかった。経常収支の赤字は、マレーシアやタイで大きい値を示したが、それは公共部門の負の貯蓄によるのではなく高度経済成長の求心力となった高い民間投資率に民間貯蓄率が追いつかない状態によるものであった。従って、いずれは生産性を高め、<sup>1</sup>輸出を増加することでこの投資、貯蓄ギャップを縮小して、外貨準備を蓄積することが予想された。また、民間部門の活発な経済活動は税制上の優遇等の非効率な政策に誘発されたのではなく、適切なマクロ経済政策を維持している限りは海外からの資本流入にはさほど問題がないように考えられた。

表1-7は、東アジア地域の経済成長率、インフレ率、国内貯蓄率、国内投資率、財政収支、外貨準備等で代表されるマクロ経済パフォーマンスが中南米地域や旧社会主義地域<sup>2</sup>と比較してかなり良好であったことを示している。実質経済成長率は、平均で1980-84年の6.4%から、1985-89年代には7.1%に増加し、1990-94年代には7.4%に達し、経済、金融危機が発生する直前の1995-96年には7.3%であった。これはG7地域の経済成長が1990-94年に2%であったのと比較すると東アジア地域が有望な投資市場であったことが明らかである。とりわけ中国の経済成長は目覚しく、1980年代から9.5%以上の実質成長率を達成し1990年代には10%を超えた。タイは1980年後半と1990年代前半

<sup>1</sup> Krugman (1994) はアジアの新興工業諸国の急速な経済成長は生産要素の蓄積によって殆ど説明することができ、生産性の増加による貢献度は極めて低いことを明らかにした。このことはこれらの諸国の経済成長率はやがて生産要素の蓄積に限界が生じて成長率は低下するので持続的ではないことを意味する。Young (1994) は、韓国、シンガポール、香港、台湾の4ヶ国に焦点を当てて、同様の結論を導いた。Kim等 (1994) はこの4ヶ国と先進5ヶ国の経済成長率の要因を比較し、前者は資本蓄積が後者は生産性の増加が主要な要因であったことを明らかにした。Sarel (1995) はこうした実証分析から得られる結論はコブ=ダグラス関数を想定した場合の資本の所得に占める割合と推定期間によって変化し得ることを指摘している。

<sup>2</sup> ここでは、中南米地域はアルゼンチン、ブラジル、チリ、メキシコ、ベネズエラを指し、旧社会主義地域はアルバニア、ウクライナ、エストニア、ハンガリー、ブルガリア、チェック共和国、スロバク共和国、スロベニア、ポーランド、ロシアを指すこととする。ロシアの経済状態は現在かなり悪化しているが1997以降のIMFによる推計は1998年7月現

に9%という高い経済成長率を経験したが、1990年代後半に入ると輸出価格の低下と（労働集約財からハイテク財へ）輸出財の構造転換による一時的な輸出量の落ち込みにより経済成長が鈍化した。シンガポール、香港、台湾の経済成長率は低下傾向を示したが、依然として世界の他の地域に比べれば高水準であった。特に1995-96年のシンガポールの経済成長率の低下はエレクトロニクス市場の低迷を反映した。それに対して、インドネシアとマレーシアは経済成長を加速させ、1990年代には経済、金融危機が発生するまでそれぞれ8%と9%を維持した。フィリピンは東アジア地域の中で遅れをとっていたが、1995-96年には急速に成長率を伸ばした。

また、東アジア地域は中南米地域や旧社会主義地域等の他の新興市場地域と比較しても経済成長は著しかった。1980年代のハイパーインフレーションと対外債務危機を乗り越えマクロ経済パフォーマンスを改善した中南米地域は、1990-94年には平均して4.5%という経済成長率を達成し、特にアルゼンチン、チリ、メキシコに巨額の資本が流入した。しかし、1994年にはメキシコを発端とする通貨危機に見舞われて1995-96年に経済成長は域内全体で2.5%へと鈍化し、メキシコと通貨危機の影響を受けたアルゼンチンの経済成長率はそれぞれマイナス0.5%とマイナス0.2%へと下落した。市場型経済へ向けて移行調整を経験した旧社会主義地域は、経済成長が平均して1985-89年の2.7%から1990-94年にはマイナス5.5%へと暴落した。しかし、最近ではアルバニア、チェク共和国、ポーランド、スロバク共和国等の地域で経済成長が5-9%と目覚しく、経済成長で遅れをとっているウクライナ、ブルガリア、ロシアとの間で二重構造化がみられている。

こうした急速な経済成長にも関わらず、東アジア地域の消費者価格のインフレは平均して1980-84年には9.7%であったのが、1985-89年には中国が1978年以來の農業改革、経済改革により経済が過熱気味でインフレ圧力が高まったにも関わらず5%へと下落した。1990-94年には需要抑制政策により経済成長を安定化させることに成功した中国以外でインフレ率が上昇し6.5%に達したが、1995-96年には韓国とフィリピンでインフレ率が下落し6%に低下した（表2）。これは、G7地域のインフレが1990-94年には3.5%と及ばないものの、同時期中の中南米地域の453%、旧社会主義地域の258%と比べれば極めて低水準であった。<sup>3</sup>

---

在のものを掲載している。

<sup>3</sup> 1991年にはカレンシーボードと呼ばれる固定相場制を導入したアルゼンチンでインフレ率が平均して1990-94年の505%から1995-96年には2%へと下落した。同様な傾向が経済安定化政策を採用したブラジルでもみられ、インフレ率が1,685%から37.6%へと激減した。旧社会主義地域でも、アルバニア、チェク共和国、ポーランド、スロバク共和国等の地域でインフレ率が急速に下落し、域内平均で51%を達成したものの安定的経済成長の実現にはより緊縮的な財政、金融政策を必要とした。

東アジア地域が他の新興市場地域と比較してインフレが低率なのは、主として3つの要因による。第一に東アジア地域は民間部門を中心とする投資志向型の経済成長を達成してきたことがある。アジア地域のGDPに占める固定資本形成の比率は、1985-89年の平均26%から、1990-94年の31%へ、1995-96年には33%へと上昇傾向を示し、他の地域と比べても極めて高水準であったことを示している（表3）。特に、民間部門に支えられたマレーシアとタイの固定資本形成率が1995-96年には40%を上回る拡大をし、G7地域が緩やかな経済成長を反映して僅か20%前後であったことに比べると著しく高水準であった。また、中南米地域国と旧社会主義地域と比べても極めて高く、東アジア地域が消費よりも投資中心の経済成長を実現し、中、長期的には生産基盤を強化し生産性を高めてインフレを抑制する効果を果たしたと考えられる。

第二に、良好な財政収支により通貨発行の乱発が抑制されたことが挙げられる。東アジア地域の国民貯蓄率は、平均して1980-84年の28%から、1985-89年の31%、1990-94年の33%、1995-96年には33.4%へと拡大傾向を示し、公共部門による貯蓄の蓄積が大きく寄与したことを示している（表4）。東アジア地域のGDPに占める公共部門の財政収支は、1985-89年のマイナス0.5%から1990-94年には1.2%へ、1995-96年にはさらに1.4%へと改善したことを反映している（表5）。このことは、財政赤字を融資することを目的とした通貨発行が限定され、インフレ圧力を緩和することに貢献してきたことを示している。これに対して、中南米地域と旧社会主義地域では改善が見られるものの財政赤字とインフレ率にある程度の相関があることを示している。また、財政収支が良好であることは国債の発行による民間部門への投資を阻害するようなクラウディングアウトの状態が小さく、民間部門の投資形成に貢献したと考えられる。

第三に、固定または管理変動相場制のもとでは、小国の自国金利は世界金利によって決まり、貨幣供給の増大は貨幣需要増加の範囲以内に抑えられるので、インフレ圧力は抑制される。仮に、貨幣需要水準が所与の下で貨幣供給が増大し、国内金利が低下して国際金利との格差が拡大すると、資本規制が緩やかな状態の下では資本が流出し自国通貨の切り下げに対する市場の期待が高まることになる。これを回避する為には、金利格差が拡大しないように国内貨幣供給量を調整しなければならない。従って、政府の不胎化政策等の適切な金融政策によって固定相場制が維持可能な限り、貨幣需要を上回るような過度な貨幣供給や信用供給の増大は抑制されインフレ圧力は抑えられることになる。

こうして東アジア地域では低インフレ率を持続し、極めて高い国内投資率と国民貯蓄率に支えられ目覚ましいマクロパフォーマンスを実現した。しかし国内貯蓄率は国民貯蓄率を上回ったために、経常収支の悪化として現れた。GDPに占める経常収支の比率は、1985-89年の3%から、1990-95年には0.4%へと低下し、1995-96年にはマイナス1.0%



へと悪化したことを示している（表 6）。中でも、韓国、タイ、マレーシアの経常収支の赤字は 1990-94 年から 1995-96 年にかけて、各々 1%から 3%、6%から 8%、5.5%から 7.4%へと悪化した。一方、シンガポールは 1980 年代前半には工業化による極めて高い投資増加率により平均 8%の経常収支の赤字を経験したが、1980 年代後半になって国内貯蓄率が急速に上昇し、資本の深化が進んでインフラが整備されてからは投資率が低下して、経常収支は黒字の 3.6%にシフトし、1990 年代前半にはさらに 11%へと拡大した。

アジア地域の経常収支の悪化に関して Ostry（1997）は、アセアン五ヶ国の経常収支を分析し、インドネシア、タイ、マレーシアの経常収支の赤字はこれらの地域の過剰消費が根本的な要因というよりも、高い民間投資が高い民間貯蓄を上回ったのが原因であり、資本の深化とインフラの改善によって投資の利回りが低下するにつれて、また金融の自由化が生涯消費と貯蓄パターンに与える初期の影響が薄れるにつれて、この対外不均衡は中期的には縮小するとであろう、と指摘した。しかし、同研究は経常収支の赤字は更に今後 2-3 年は継続し、不安定な要素を持つ資本流入を招くことを回避するためにも国内貯蓄をさらに増加させる必要性を強調した。

こうした経常収支の悪化にも関わらず、東アジア地域の外貨準備額は 1980 年代より一貫して増加傾向を示した（表 7 と 8）。華僑との取引が盛んであるシンガポールでは、経常収支が純資本流出はるかに上回って外貨準備の蓄積が進み、1990-96 年には対 GDP 比で 10%以上に達した。インドネシア、韓国、タイ、フィリピン、マレーシアでは、経常収支の赤字を上回る資本収支の黒字があったことから、外貨準備の蓄積が進んだ（表 6 と 7）。資本収支の黒字が大きい中国の公的外貨準備は 1993 年末の 230 億米ドル（輸入の 3.5 ヶ月）から 1996 年末には 1,080 億米ドル（輸入の 9 ヶ月以上）にも達した。また中国の公的外貨準備を含む全外貨準備は、1985-89 年から 1990-94 年までに 210 億米ドル（輸入に占める月数で 5.5 ヶ月）から 390 億米ドル（6.3 ヶ月）に上昇し、1995-96 年には更に 915 億米ドル（7.9 ヶ月）に達した。韓国とフィリピンの全外貨準備は、絶対額では増大していたが輸入月数では 3 ヶ月以下と比較的低位に留まった。こうして東アジア地域では経常収支を上回る多額の資本の流入があり、外貨準備の蓄積が可能となった。またこうした潤沢な外貨準備の蓄積は、固定相場制や管理変動相場制を維持するのに十分であるように考えられた。

### 第 3 章. 資本流入の特徴と原因

#### 資本流入の特徴

東アジア地域に対する資本流入は民間部門が中心であり、特にタイに対する資本流入は

1990-96年代には対GDPでおよそ10%にも達した(表8)。危機発生直前の民間部門による資本流入の構成を見ると、長期資本流入が中心の中国に対して、インドネシア、韓国、タイ、フィリピン、マレーシアでは短期的な資金貸し付け、又は株式を中心とするポートフォリオ投資が中心であったことから、急激な資本移動の変動による影響を受けやすく投機攻撃の対象になりやすい構造であったことが分かる(表9)。中国に対する直接投資は、1995-96年に高まり対GDP比で約5%にも達した。また、中国では対外債務の大半が中、長期で、短期債務は1996年末で約12%に過ぎなかった。シンガポールでは、純流出はポートフォリオ投資を中心としたもので、直接投資は純流入であった。インドネシア、タイ、韓国では国内の銀行とノンバンクによる短期の借入れが中心であり、特にインドネシアと韓国では1995-96年になるとこの傾向を高めた。韓国では、1994-96年に財閥による積極的な投資を支えるために国内銀行による短期的な海外からの借入れが増えた。タイは一連の政策により短期的資本流入を抑制した結果、全資本流入に占める比率は1995年の60%から1996年には30%へと低下したが依然として高水準であった。新興市場地域の中でGDPに占める株式市場の資本金が最も大きくおよそ250%を占めるマレーシアでは1990-94年にはポートフォリオ投資を目的とした資本流入が大きく、債務も中、長期が中心であった(World Bank, Sep.1997)。しかし、1995-96年には銀行による短期的借入れが増加し、全対外債務の30%に達した。

地域別には、アジア地域が常に一番多額の外国資本を受け入れて新興市場経済地域全体の約40%のシェアを維持してきたが、1995-96年になってこの傾向は強まり新興市場地域に対する全純資本流入のうち約半分を占めるに至った。アジア地域への民間部門の資本流入は、全体額では直接投資が一番大きく50%以上のシェアを占めているが、1995-96年頃になって銀行や他の金融機関への短期的貸し付けが増えるにつれてシェアは低下傾向を示した(表10)。アジア地域の次に資本流入が大きかった地域は中南米であり、約30%のシェアを占めた。この地域では、1994-95年にはメキシコを発端とする通貨危機の影響により、民間資本流入は1993年の633億米ドルから1994年には474億米ドルに、1995年には357億米ドルへと下落した。しかしその後、IMF支援の経済プログラムのもとで経済再建が功を奏した1996年になって805億米ドルへと増加した。民間資本流入の内分けでは、通貨危機が発生する1994年まではポートフォリオ投資が過半数を超えていたが、それ以降は直接投資が中心となった。旧社会主義地域では1984-89年までは外国からの資本流入は小規模に留まったが、新しい経済体制に移行するにつれて次第に資本が流入するようになり1994年には全新興市場地域に対する純民間資本流入の16%を占めるまでになった。この地域では金融市場がまだ未発達な為にポートフォリオ投資は比較的小さく、1995-96年になって直接投資が増加する傾向にあった。

次に、海外の銀行部門によるアジア地域にたいする貸し付け残高規模をみると、米国の銀

行は一国に大きく偏らずに信用の配分が行われ、貸付先の多様化によるカントリーリスクの削減を図っていたことが分かる（表 11）。一方、邦銀の貸し付けは、米国と欧州同盟の銀行貸付を合計した3地域による対東アジア貸し付けの35%をしめており、東アジア地域へ貸し付けが集中しており、国別にも偏りがあった。邦銀の貸し付けは、香港（34%）、シンガポール（23%）、タイ（14%）、韓国（9.3%）、インドネシア（8.4%）の順序で貸し付けを集中させた。欧州同盟の銀行も貸付先が数ヶ国に偏る傾向にあり、台湾（32%）香港（27%）、韓国（10.1%）という順序であった。しかし、今回危機の影響が比較的小さかった台湾への貸し付けが集中した欧州銀行は、アジアの危機の影響は邦銀に比べて小さかったと考えられる。今回の経済・金融危機を経験しているインドネシア、韓国、タイの3ヶ国に対する貸し付けは、米国が197億米ドル、日本が838億米ドル、欧州が740億米ドルで、東アジア経済・金融危機の海外の銀行部門に与えた負の影響は邦銀が単一国家として最も大きいことが推測される。<sup>4</sup>

#### 資本流入の原因

東アジア地域に外国資本が多額に流れたこと背景には、幾つかの内的、外的要因が挙げられる。この要因の識別が重要なのは、内的要因による資本流入は国内政策者により資本流入の要因をある程度操作をすることが可能であるが、外的要因による資本流入は受け入れ国によって要因を操作することができないからである。代表的な外的要因は、特に小国においては国際金利の低下、並びに他の地域における低経済成長による投資利益率の低下があげられる。これらは循環的である為にこれらの要因によって資本流入が発生している場合には、この要因の変化により資本移動が逆転することがおおい。代表的な内的要因は、（1）金融、財政政策の適切なミックスによる調整プログラムの下で価格の安定化、貯蓄率の上昇、国際収支の改善等、マクロパフォーマンスの改善、（2）貿易の自由化、資本の自由化、国営企業の民営化などの一連の構造改革、（3）海外からの資本流入の誘導政策、（4）低賃金、（5）国内投資または消費の拡大による貨幣需要の増加による利子率の上昇等、がある。また国内の政策に対する信頼が高まれば、直接投資等の長期的な資本流入を促すことがある。

中南米地域と東アジア地域は1990年代から急速に資本が流入するようになった。Calvo等（1993）は1992年までのこれらの地域における資本流入を比較し、共通点として（1）資本流入の対GDPに占める規模が類似、（2）資本流入の結果として多額の外貨準備の蓄

---

<sup>4</sup> 香港やシンガポールに対する外国銀行の貸し付けが大きいのは、これらの国で金融市場が発達し先進地域とアジア地域間またアジア域内での中継地的な役割を担っていることを反映している。従ってこれらの地域では資金の流出入が大きく、ネットでは小さい値となって表される。

積が可能、(3) 資本流入の拡大初期において株価の急速な増加傾向、(4) 資本流入の主要な原因としての経済成長率の加速化、を挙げている。

1994-95 年になって中南米地域では純資本流入額が減少したが、アジア地域では資本の流入は加速した。その理由は第一に、東アジア地域におけるマクロ経済の安定性と持続性が挙げられる。これらの地域は 1995 年半ばまでは実質為替レートを一定とするように不胎化政策を行い為替変動リスクが小さい上に、GDP 成長率が高く投資と輸出中心の経済成長を達成しており、将来は投資の効率性と輸出拡大が見込まれ投資の利回りが極めて高くなると予想された。また高度経済成長はこれらの地域の株取引を活性化し更に成長の見込みがある企業株に対する需要を増加させた。

第二に、国内の投資拡大による貨幣需要の増大を反映した国際金利との格差の拡大により、高い金利をもとめて海外から貸し付けを中心とする資金が流入した。高金利は国内の投資需要の高さを反映しているだけではなく、不胎化政策の結果でもあった。またタイでは、1990 年代に入ると米国金利との格差を拡大する高金利政策を採っており、特にメキシコの経済・金融危機が発生直後の 1995 年には通貨を防衛するために金利格差を更に拡大し危機が収まった後も格差は若干縮小したものの高水準にある（アジア経済研究所、1998 年）。更に、米国において財政赤字の削減と生産的な投資の拡大によりインフレ圧力が緩和された結果、金利が低下して同国の株式市場が活性化した。その結果、米国企業の株価に対する収益率の低下、配当利回りの低下、ポートフォリオの多様化の必要性により、新興市場地域に資金が流出するようになった。また、他の先進地域における経済成長が緩やかな為に金融政策が緩和して金利が低下したこともこれらの地域からの資本流出の原因となった。例えば、日本の短期預金金利と長期国債利回りは、それぞれ 1990 年の 6.9%と 7%から 1996 年には 0.3%と 3%に下落した。英国の利子率も、同期間にそれぞれ 15%と 12%から 6%と 8%へと下落した。<sup>5</sup>

第三に、1994-95 年のメキシコの経済・金融危機が発生した際に、東アジア地域に海外資本が移動したことも影響している。この危機直前のメキシコは、為替レートの変動範囲を設定してこの範囲の減価上限を切り下げていく一種の固定相場制を採用しており、この体制下でポートフォリオを中心とする資本が流入した。この資金は主として国内の消費にあてられた為に、非貿易財に対する需要を増大してインフレ圧力を高め、結果として実質為替レートを増価し、経常収支の悪化の原因となり経済・金融危機を招いた。これに対して、同時期の東アジア地域への資本流入は直接投資を中心とし、しかも海外資本は国内の

---

<sup>5</sup> 自国貸し付け金利とロンドン銀行間市場金利の格差は、インドネシアでは 1980 年代後半には 14%に、1990-94 年には 15%に達した。フィリピンでも金利の格差は、同期間に 11%から 14%へと上昇し、タイでも 8%から 11%へと増加した。

投資に当てられた為にインフレは抑制されており、経常赤字の国でもやがては輸出が拡大し経常収支は改善すると判断された。

第四に、東アジア地域は輸出志向型の経済成長を維持しており、労働コスト等の上昇した日本からの直接投資を誘発したことが挙げられる。また台湾やシンガポールからも東アジア地域に対して直接投資が増大した。

第五に、政府が対外借入を奨励する政策をとったことである。タイでは1995年2月に「金融システム開発計画」と称する一連の金融市場の対外開放性策を打ち出した（アジア経済研究所、1998）。この計画下で、タイは信用規模に応じて外国銀行にバンコク国際金融市場（BIBF）のライセンスを与える政策を採ったことから、信用の拡大を誘発することとなった。また、フィリピンは銀行の外貨建て預金に対しては支払準備率を適用せず、国内通貨建て預金には13%の支払準備率を適用した。

#### 第四章. 銀行部門のバランスシートと全経済部門の短期対外債務

資本流入が持続可能であったか否かを判断する一つの重要な指標として、銀行部門のバランスシートの健全性を分析することができる。東アジア地域は多額の資本流入を反映して、1990-96年平均のM2増加率はインドネシアで25%、韓国で17%、シンガポールで12%、タイで18%、台湾で14%、中国で31%、フィリピンで22%、香港で12%、マレーシアで19%であった。

クレジットリスク：貨幣供給の増大に最も貢献したのは、国内信用の増加であった。1990-96年平均の国内信用増加率は、インドネシアで26%、韓国で18%、シンガポールで13%、タイで21%、台湾で18%、中国で26%、フィリピンで38%、香港で16%、マレーシアで18%であった。国内信用の拡大が貨幣需要の増加を上回る傾向が続くと、外貨準備を喪失してやがては自国通貨に対する投機攻撃に曝される可能性がある。従って、M2の増加にしめる国内信用の増大は資本流入の持続性についての指標となりうる。1990-96年平均の前期末M2に占める国内信用の増加率は、インドネシアで28%、韓国で25%、シンガポールで9%、タイで22%、台湾で14%、中国で26%、フィリピンで29%、香港で13%、マレーシアで20%であった。これは、これらの地域で信用ブームが発生していたことを示している。

また民間部門に対する貸し付けは、次第に不動産部門と株式投資に集中するようになった。1997年末の銀行部門による対国内部門への貸し付けに占める不動産部門の比率は、インドネシアで25-30%、韓国で15-25%、シンガポールで30-40%（オフショアの貸し付け

も含めると 20%)、タイで 30-40%、香港で 40%、フィリピンで 15-20%、マレーシアで 30-40%であった (JP Morgan,1998)。多くの不動産投資は個人住宅所有者よりも不動産開発業者に貸し付けられた。更に不動産投資は経済の過熱による資産価値の上昇に促され、銀行部門による貸し付けは担保として不動産が用いられることが多く、バランスシートは益々不動産価格の維持に依存するようになった。銀行部門の株式購入については具体的なデータは欠如しているが、Goldstein (1998) はマレーシアにおける株式関連の信用増大と韓国における銀行による大規模な株式所有等を挙げて、銀行部門の貸し付けが相応な規模でこの分野に流れたことを指摘している。

こうした信用ブームの背景には金融部門の自由化の下で競争が激化し、不摂生な貸し付けが行われたことが背景にある。<sup>6</sup> 現に Sachs 等 (1996) は、国内で貸し付けブームが発生することは資本収支の自由化と関連があるというよりも、国内の金融規制緩和がブルーデンスな監視を強化せずに実施されると銀行とノンバンクによる信用拡大が起り、金融危機を発生する可能性を高めると指摘しており、その指摘通りになったと言える。

為替リスク: 銀行部門の全負債に占める対外債務率は、1990-96 年平均でインドネシアで 10%、韓国で 9%、シンガポールで 36%、タイで 14%、台湾で 4%、中国で 5%、フィリピンで 14%、香港で 70%、マレーシアで 11%であった。対外債務は資金不足の国に資金を提供し貨幣の需給状態を緩和するが、過度に増大すると債務不履行のリスクが高まり、資本流入を逆転させる可能性がある。特に外貨建てで資金を海外から調達する場合には、資本受け入れ国が為替リスクを負うことになる。インドネシア、タイ、マレーシアでは、1980-89 年から 1990-96 年にかけて銀行部門における対外債務の比率がそれぞれ 2%から 10%へ、6%から 10%へ、6%から 12%へと上昇した。

これに対して、1990-96 年平均の銀行部門の全資産に占める対外資産の比率は、インドネシアで 7%、韓国で 2%、シンガポールで 34%、タイで 4%、台湾で 4%、中国で 6%、フィリピンで 18%、香港で 75%、マレーシアで 5%であった。シンガポールと香港は、国際金融市場としての役割を反映して資産と負債共に大きな比率を占めた。韓国とタイは、

---

<sup>6</sup> 東アジア地域は 1980 年代から国内の金融部門の自由化を進めた。インドネシアは 1983 年に中央銀行による信用数量規定の廃止、中央銀行からの差別的信用付与の削減、金利の自由化等を実施し、1988 年には参入制限の廃止、銀行業務拡大の許可、支払準備率の低下を行った。韓国では 1980 年代に参入制限の引き下げ、利子率の差別化の廃止、政策的に優先される分野に対する貸し付けの削減、金利の自由化を行った。マレーシアは 1978-82 年に金利に対する規制を緩和したが、道徳的勧告が頻繁に用いられ時折規制を強化した。マレーシアでは、資本移動は比較的自由ではあったが、外貨を借入するときには許可をうけることを要請された。フィリピンでは金融部門の自由化は 1980 年代から実施され、金利は 1980-81 年に自由化された。外国の参入規制は緩和され、ユニバーサルバンキング

対外負債比率から対外資産比率を引いた格差がそれぞれ 7%と 10%にも達し、海外からの借入を対外資産として運用するのではなく国内の民間部門にかなり貸し付けたことを示している。このことは海外からの短期資金の流入が突然停止し短期借入れのロールオーバーができなくなると、短期債務の返済に必要な外貨流動資産が不十分で返済不履行になる可能性を示唆していた。

満期のミスマッチによるリスク: 通常、銀行部門は預金など比較的短期で資金調達し長期の貸し付をするので、資産と負債の満期のミスマッチによるリスクに直面している。その為、銀行部門は貸し付けの審査をする際に適切なリスクの判定を実施して信用リスクを少なくする必要がある。東アジア地域の金融機関も、主として海外から短期資金を取得して自国の民間部門に長期貸し付けを行い満期のミスマッチを高めた。特に短期で借入れる傾向はインドネシア、韓国、タイで顕著にみられた。この理由は、特にタイでは数年間にわたって対米ドル為替レートが比較的安定していたことと日本の金利の低下傾向により、短期の借入れリスクが低いと判断されたことがある。また、タイの銀行部門は主として外貨建て国内貸し付けを実施して為替リスクの回避を行ったように思われたが、顧客（企業やノンバンク）が為替を先物でヘッジしていなかった為一度自国通貨が暴落すると債権が不良化する危険性を示唆していた。

不良債権問題と金融危機: こうした3つのリスクが高まる中で、信用ブームの下で資産の質の悪化、1996年から経済成長の鈍化、不動産市場と株式市場の低迷が見られたタイで経済・金融危機が発生し銀行部門の問題が顕在化した。タイの銀行部門は BIBF を中心に外貨建てで資金を調達し、ノンバンクへ外貨建て貸し付けを増加させた。ノンバンクは不動産関係へ貸し付けを増加させたが、やがて輸出の不振と不動産市場でのブームの終えんによって実質 GDP 成長率が低下することで、これらの債券が焦げ付き、全貸し付けに占める不良債権の比率は 1995 年末の 7%から 1997 年には 20%以上となった (Goldstein)。また、韓国では財閥と金融機関の結びつきが強く、企業は債券や株式発行よりも銀行からの融資に依存する傾向が強く、これらの企業は経営が不振になっても関連金融機関から資金を調達することができた。その結果、韓国の不良債権は 1997 年には 14-30%に達した。

インドネシアでは、国家主導の貸し付けと政治的圧力による不健全な貸し付けが行われた結果、国営銀行による不良債権が 1997 年 6 月で全貸し付けの 14%を占めたにも関わらず、債務超過の金融機関を中央銀行の補助金貸し付けが継続した。フィリピンでは、中央銀行による銀行部門の監督の強化を行ってきたが、国家が銀行による貸し付けの配分に関して直接的には国営銀行や開発銀行を通して間接的には市中銀行の決定を誘導する形で関わっ

---

グが許可された。

てきたために銀行の資産の質が悪化した。また、格付け機関は政府の支援があるかどうかで格付けをひきあげることもあり、銀行にとって正確なリスクを反映しているとは必ずしも言えなかった。しかし、フィリピンの不良債権の比率はインドネシア、タイ、韓国よりも低く 3-7%に留まった。シンガポール、香港、マレーシアの不良債権の比率は、それぞれ 2-4%、1-2%、6-15%と推定されている (Goldstein,1998)。<sup>7</sup>

また単純に実質成長率と GDP に占める投資率の関係を示した追加的資本・生産比率 (ICOR) の指標を用いると、韓国、フィリピン、タイ、台湾、香港で 1990-94 年になって比率が上昇しつつあり、資本効率が低い投資が行われていたことを示している。こうして適切な審査体制が欠如する中で 1980 年代から金融市場の自由化が実行され信用ブームが発生した中で、融資が拡大し銀行部門の資産の質を悪化させることとなった。

Hardy 等 (1998) は、1980-97 年の期間における 38 ヶ国の銀行危機を分析し、危機の発生と危機直前を説明するマクロ経済変数、銀行部門と実質部門の変数を検討した。結果は、銀行危機が発生するか否かのダミー変数を説明変数とした場合に、マクロ経済指標では同時期に実質 GDP 増加率が低下し、インフレ率は危機発生に先行して上昇して低下し、実質為替レートは危機に先行して増価し危機発生年には減価し傾向があることが明らかとなった。また、銀行部門の指標として (国内銀行システムに対する信認の低下を反映して) 危機発生に先行して銀行預金-GDP 比の増加率は低下し、銀行信用-GDP 比の増加率は危機発生に先行して増加し、(民間資本流入に対する銀行システムの脆弱性を示す) 対外債務-GDP 比の増加率は危機に先行して上昇し危機発生年には低下し、実質金利は危機発生年に増加する傾向が示された。

また、同研究はアジア地域を他地域と区別する為に、東アジアダミーを幾つかの指標と掛け合わせた変数を含めて推計を実施した。結果は、東アジア地域の銀行危機は危機に先行

---

<sup>7</sup> インドネシアの国営銀行を中心とする不良債権問題は 1992 年頃から顕在化し、1993 年には、不良債権は全貸し付けの 25%以上を占めたが、1995 年末でも 15%以上となった

(Lindgren 等、1996)。韓国では 1980 年代前半に貯蓄性銀行の不良債権が増加し、1986 年には全貸し付けの 7%を上回ったが、1995 年には 1%まで急速に低下した。しかしその後、円の減価、交易条件の悪化、国内需要の低迷等により 1994-96 年に増強した生産能力を生かすことができずに 1997 年当初から幾つかの財閥の倒産が発生し、銀行部門のバランスシートを急速に悪化させることとなった。マレーシアでは 1985-88 年に財政赤字による金融政策の緩和により不動産、株式の価格バブルが発生し、金利の上昇がバブルを崩壊し金融危機を発生させ、不良債権は全貸し付けの 32%に達した。信用拡大をしてきたフィリピンでは 1983 年に国際収支危機の影響を受けて対外債務支払いが不履行となって金融危機に陥り、幾つかの金融機関は倒産又は吸収され、全銀行資産の 30%を占める 2 行の国営金融機関の管理を政府に移転した。タイは 1983-87 年に金融政策の緩和と信用拡大により金融危機を経験し国営銀行が債務超過となり、1994 末には 60-80%の貸し付け



して実質為替レート（並びに対外債務—GDP 比の増加率）が増価（上昇）し危機発生年には減価（低下）する傾向を示した。このことは、東アジア地域の銀行危機は通常のマクロ経済指標を用いたのでは予測が困難であることを示唆している。更に、同研究は危機を困難に陥った状態と危機に陥った状態に程度で区別して推計し直したところ、危機に陥った年の方が困難に陥った年に比べて、実質 GDP 増加率は大幅に低下し、対外債務—GDP 比の増加率は発生の直前により大きく増加する傾向が明らかになった。

全部門の短期対外債務残高状況: 銀行部門を含む短期の対外債務残高状況をみると、インドネシアとタイで債務は増大傾向にあった。インドネシアでは 1990—94 年の 4%から 1995—96 年には 10.5%に上昇し、タイでは同期間に 7.4%から 16.8%に上昇した。同期間中に、インドネシアの長期債務残高が 52.6%から 46.3%へ低下し、タイでは約 23%で一定であったことから、これらの地域で短期債務を上昇させたことが明らかである。1995-96 年のみデータが入手可能な韓国の短期債務残高は、1995 年の 57.8%から 1996 年には 58.2%へ上昇した。これに対して、中国では同比率が小さく 1995—96 年には僅かに 1.5%となっており、フィリピンでは 1980 年代後半の 15%から 199—96 年には 10%以下に減少している。

表 12 は全外貨準備と短期対外債務残高の絶対額を示しているが、これによるとインドネシア、韓国、タイは 1995—96 年には短期債務残高が全外貨準備額を上回っていたことを示している。このことは、自国通貨に対する投機的攻撃により資本流入傾向が突然逆転する場合には、インドネシアとタイでは短期債務を返済するだけの外貨準備を維持せず、債務不履行となるリスクが高かったことを示唆している。

また、韓国とタイの短期債務はそれぞれ 64%と 81.5%が金融部門による借入れとなっているのに対して、インドネシアでは約 72%が非貿易財を中心とする非金融部門による借入れとなっている（表 13）。韓国の短期対外債務 684 億米ドル、総対外債務は 1,544 億米ドルと最大であったが、総対外債務の対 GDP 比と対輸出比は 3 国の中で最小であった。更に韓国の輸出に占める対外債務支払い比率は僅か 10.6%となっており、対外債務状況はインドネシアの 33%とタイの 18%に比較すると良好な状態を示している。一方、インドネシアでは債務返済に必要な外貨を獲得するために国内の経済構造をより輸出部門に傾斜させる必要性を示している。また、対外債務返済負担の大きいインドネシアで自国通貨が暴落して過小評価となったことで為替レートを適切な水準に回復するために最近カレンシー、ボードの導入が盛んに議論された理由もこうした状況を反映している。

---

が不良債権となり、最大の銀行の損失は預金の 70%にまで達した。

## 第5章. 名目・実質実効為替レートと貿易

多額の資本が流入する中で実質為替レートが増価する現象は名目為替レートを固定する政策と深い関係がある。実際に多くの新興市場地域では、変動相場制を維持することの利点が多く主張されるなかで固定相場制を選択してきた。変動相場制は第一に、国内インフレを海外のインフレから乖離し独自の金融政策を選択することが可能である。例えば、生産、投資、雇用等が低迷している地域が固定相場制を維持していると、維持が困難と判断した投資家が自国通貨に対して投機的攻撃を仕掛けてくる可能性が高い。この場合に、1992年9月に英国が経験したように変動相場制に移行することで金利を引き下げ経済の回復を図ることができる。第二に、国際的な長期均衡相対価格が趨勢的に変化している時に国内の名目価格や賃金が硬直的な状態にある場合には、名目為替レートを調整することで均衡価格を実現することができる。第三にブレトン、ウッズ崩壊時に変動相場制を提唱する議論として用いられたものとして、固定相場制に比べて外貨準備の蓄積という制約が緩やかであることが挙げられる。変動相場制下では経常収支の赤字は純資本流入で賄うことができる。

こうした変動相場制の利点にも関わらず、何故多くの新興市場地域は管理変動相場制も含めた広義での固定相場制を採用するのであろうか。理論的根拠としては、第一にタイム、インコンシステンシーの問題と市場による政府の政策に対する信頼の低下に対処することにある。中央銀行が名目為替レートを変更する権限を与えられ、且つ労働市場の賃金体系が硬直的で不完全雇用の状態にある場合には、中央銀行は民間部門の予想に反して通貨の切り下げを行って実質賃金を下落させて雇用と生産を拡大するインセンティブを持っている。しかし、やがて人々は中央銀行のこうした動機に気づき、政策変更の可能性を賃金決定に含めるようになるのでインフレ、バイアスが生じ、政府は人々を驚かして雇用や生産等の実質変数に影響を与えることはできなくなる。結果として、賃金は上昇しインフレが高まり、経済を不安定化させるだけでなく政府の政策に対する信頼は失墜することになる。こうしたインフレ、バイアスを回避してインフレを抑制する為に財政政策に節度をもたせ政策に対する信頼を高めるために、固定相場制が選択されるのである。実際、アルゼンチン、メキシコ、チリ等の1980年代にハイパーインフレを経験した中南米地域は、自国通貨をインフレの低い米国の通貨にリンクさせることで1990年代初期にはインフレ率を急速に低下させることに成功している。

第二に、一定の国との貿易取引が大きい場合には、その国の通貨との間の変動を少なくすることで取引が活発化する為に固定相場制を採用することもある。実際に、アイルランド、カナダ、フランスなどの工業地域では変動相場制期の方が固定相場制期に比べて特に短期の実質為替レートの変動が大きいことが指摘されている (Obstfeld, 1995)。また

短期や中期の為替レートの変動幅は、貨幣供給、生産、経常収支、財政収支等の経済のファンダメンタルズ等で説明できる規模を上回り、且つ既存の経済モデルで説明することは困難であることが指摘されている。

第三に、変動相場制は固定相場制に比べて金融政策の独立性を価格が上昇しない短期と中期には維持することができるので、政策目標を為替レートの防衛よりも雇用の安定化等に焦点を当てる傾向がある。この為にインフレ率は高まり、特に賃金が過去のインフレ率に基づいて決定される場合にはインフレ状態が持続することとなる。第四に、更に貨幣供給量の増加率をターゲットとする金融引き締め政策よりも名目為替レートを固定する方が明確で人々の理解を受けやすいということも固定相場制の採用理由と考えられる。

こうして東アジア地域は具体的な手法は異なるものの、事実上の固定相場制を維持してきた。インドネシアは名目為替レートを自国と米国のインフレ率格差だけ切り下げる実質為替レートの固定政策を採用してきた。韓国は変動幅を上下 2.25%に抑える目標範囲を設定する一種の固定相場制を採ってきた。シンガポールとフィリピンは主要貿易相手国の通貨バスケットに対して為替レートを固定してきたが、ウエイトは米ドルが大きく事実上の米ドル連動制を採用してきた。タイ、香港は自国通貨の米ドルに対する変動範囲を設定してきた。中国や台湾は中央銀行が外国為替市場に介入する管理変動相場制を採用してきた。

しかし固定相場制は、後に述べるように多額に資本が流入する場合には不胎化政策等によって貨幣供給の増大を抑制することが必要である。こうした政策が中央銀行の準財政費用が上昇したり公開市場操作を十分に実施するだけの債券市場が未発達で困難な場合には、やがて貨幣供給が貨幣需要を上回りインフレ圧力が上昇して実質為替レートが上昇することとなる。実質為替レートが均衡水準を趨勢的に上回りミスアライメントの状態が持続すると、固定相場制の維持は難しくなり投機攻撃の対象となってしまうことになる。

1995年初期以前の実質為替レートの動向: 1995年初めまでの東アジア地域は、実質為替レートの長期にわたる過大評価を回避し、輸出志向の経済成長を実現してきた。従って多額に資本が流入するようになって、中南米地域で見られたような実質為替レートの増価傾向は見られなかった。通常、実質為替レートの上昇は消費の拡大が大きくなるほど非貿易財に対する需要が増加し、また実質成長率が下落するほど貨幣需要の増加率が低下し、加速化する傾向がある。また実質為替レートの増価を回避できたことがメキシコの経済・金融危機がさほど東アジア地域に大きな影響を与えなかった要因であるとも指摘されている。

Calvo 等 (1993) は 1992 年までの中南米地域と東アジア地域の資本流入を比較し、相違

点としては中南米地域では実質為替レートの増加傾向がみられたのに対して、アジア地域では国により相違がみられたことを指摘している。この理由としては第一に、アジア地域では GDP に占める投資が拡大しているのに対して、中南米地域では輸入資本財を中心とする投資が低下する傾向にあったことが挙げられる。消費は投資に比較して非貿易財に偏る傾向がある為、資本流入が国内消費の融資に当てられると非貿易財への需要が増加して価格が上昇し、実質為替レートを増価させることとなった。第二に、タイでは資本流入が財政支出の削減と一致していて実質為替レートの増価圧力を引き下げる効果をもっていたのに対して、中南米地域の財政緊縮政策は資本流入に先行し必ずしも同時点で財政支出の削減とはならなかったことを指摘している。第三に、中南米地域では不胎化政策によって資本流入による貨幣供給の増加率を抑えることがアジア地域に比べて不成功であったことを挙げている。また直接投資に対する資本流入が中心であった東アジアでは、資金は国内銀行部門を通らないので国内信用の増大とならなかったことも大きな要因である。

Montiel (1997) はアジアで実質為替レートが上昇しなかった理由として、インドネシア、タイ、フィリピン、マレーシアでは国際競争力を維持する為に、中央銀行が実質為替レートをターゲットとして名目為替レートを切り下げる政策を実行してきたことを挙げている。またインドネシアは対米ドル名目為替レートを趨勢的に減価することで実質為替レートを一定にしようと試みてきた。このことは持続的なインフレに悩んできた中南米地域に比べて東アジア地域が既にインフレを安定化させており、価格の安定を政策の優先にする必要が無かったこととも反映している。

Sachs 等 (1996) は、東アジア地域が中南米地域にくらべて実質為替レートが上昇しなかった理由に関して、資本規模、不胎化政策の実行規模、為替政策、経済安定化プログラムの実行（安定化政策の下で急に預金や信用の増大がおきることがある）等の地域間の相違はその原因の全てを説明するものではないと指摘している。また同研究は、東アジア地域で実質為替レートが安定していた理由として、労働集約的工業部門が中心の経済構造下で労働力を非貿易部門に移転することが容易であったことを指摘している。

1995 年初期移行の実質為替レートの動向: しかし、1990 年から通貨危機が始まる直前の 1997 年第二四半期までの台湾を除く東アジア地域の実質実効為替レートをみると、いずれの地域も 1995 年半ば以降上昇傾向を示している（図表 1 と 2）。1994 年から 1995 初期にかけて米ドルは減価し、インドネシア、マレーシア、タイ、フィリピン、台湾等の米ドルに密接にリンクしていた地域では実質実効為替レートが減価して、国際競争力が増加した。しかし、1995 年中期から米ドルは増価し円レートは減価して、日本に対する輸出が大きな割合を占めるこれらの地域で国際競争力が低下した。1995 年中期から 1997 年中期の実質実効為替レートの累積的増加率は、インドネシアで 15%、韓国で 4%、シンガポールで 8%、

タイで 17%、中国で 15%、フィリピンで 22%、香港で 20%、マレーシアで 11.4%であった。<sup>8</sup> しかしこの増価率は 1990-94 年のメキシコで 30%も上昇したのに比べて、比較的低位であった。

輸出部門への影響: 実質実効為替レートの増価は、特に輸出が大きいシェアをもつ国では輸出財部門に与える負の影響が大きく、貿易収支と経常収支を悪化させる可能性がある。表 14 は幾つかの地域で GDP に占める輸出の比率が 100%を超えており、輸出に対する影響が大きかったと推測される。また同表は 1990-94 から 1995-96 年にかけてシンガポールと中国以外で貿易収支が悪化したことを示している。例えば、インドネシアでは貿易黒字が 3%から 1%へ低下し、韓国では貿易赤字が 1%から 2%へ悪化し、タイでは貿易赤字が 8%から 9%へ若干悪化している。また 1996 年の全輸出に占める対日本輸出（新興アジア地域）の割合は、インドネシアで 29% (26%)、韓国で 12% (38%)、タイで 17% (37%)、中国で 20% (37%)、フィリピンで 18% (26%)、香港で 7% (47%)、マレーシアで 13% (47%) であった (Lipsky 等、1997)。このことは、米ドルの対日名目為替レートの増価により実質為替レートが上昇することで、主要輸出先の日本に対する輸出競争力を失い輸出の増加率が低下したことを示している。

こうして、実質為替レートの上昇が東アジア地域の経済・金融危機に先行していたことが明らかである。東アジア地域が米ドルに対して事実上の固定相場制を採用したのは貿易取引の拡大やインフレ政策に対する信頼の獲得という理由以外に、多くの貿易取引や貿易金融がドル建てで実施されていることが背景にある。しかし実質為替レートを一定にする為には、資本流入が拡大し自国通貨に対する需要が急速に増大している中で名目為替レートを減価させることは困難である。その一方で、不胎化政策を実施するだけの債券市場の発達が進んでいない東アジア地域では、多額の資本流入はインフレを押し上げ貿易相手国とのインフレ格差を拡大するので名目為替レートを減価させなければならない。

## 第 6 章. 資本流入に対する政策

不胎化政策: 固定相場制の下で多額の資本が流入する場合、通常中央銀行は公開市場操作を通して不胎化政策を実施し、資本流入による流動性の増加を相殺して実質為替レートの増価圧力を抑制しようとする。不胎化政策は、外為市場に介入して名目為替レートの増価圧力を引き下げることと、外為市場で外貨の代わりに自国通貨を市場に放出することによ

---

<sup>8</sup> シンガポール、中国、タイ、マレーシアでは名目実効為替レートの増価が実効レート増価の主要な要因となっているのに対して、インドネシア、韓国では貿易相手地域との相対的な価格の上昇が主要な要因となっている。フィリピン、香港では名目為替レートの増価と相対的な価格の上昇の両方が等しく実質為替レートの増価に貢献している。

って発生する貨幣供給の拡大を抑制し過剰な流動性を取り除くことの二つの目標を達成することを目的としている。公開市場操作による不胎化政策は、銀行の負担を増加させることなく貨幣と信用の拡大を抑制するといった利点がある。不胎化政策による国内金利に対する影響は、国内の銀行が保有することを望む国内通貨建て資産（例えば、貸し付け、CD、株、債券）と中央銀行券や財務省証券の代替性が低い程、国内金利は上昇する。

しかし一方で、不胎化政策は自国金利を上昇させるのでより一層資本流入を促す可能性がある。特に、固定相場制、(利子率を国際金利から乖離させる結果となる) 不胎化政策、資本規制の撤廃という組み合わせは資本流入を招きやすい。固定相場制が持続すると市場が予想している限り自国通貨の期待切り下げ率はゼロとなり、為替リスクが消滅する。従って国内資産と外国資産の代替性が完全であり、且つ資本移動が自由な場合には、資本は利子率の変化に無限大に反応する。この結果金利の裁定が働いて自国と外国の金利は一致するため、自国金利の僅かな上昇に対しても多額の資本流入となる。コロンビアでは 1991 年に外貨準備の蓄積に対して中央銀行債を発行して不胎化した結果、国内金利が上昇してより多くの資本流入を招き、更に不胎化して資本流入を招くという悪循環に陥り、結局は実質為替レートにそれほど影響を与えることができなかつたという経験がある。また自国と外国の金利の格差が拡大すると、中央銀行が自ら債券を発行することにより支払う利子費用が外貨準備から得られる利子収入を上回り、準財政費用が拡大し中央銀行のバランスシートの健全性が損なわれることになる。従って、通常不胎化政策は継続的に用いることはできないし、それほど有効な政策ではないとみなされている。

1990 年代に巨額の資本流入を経験したメキシコでは Tesobonos (米国通貨にリンクした自国通貨建て国債) と Cetes (自国通貨建て国債) 等の政府債券を売却することで不胎化政策を実施した。しかし不胎化政策は不十分であり実質為替レートの上昇に寄与することとなった。韓国、チリ、フィリピンでは中央銀行がみずから債券発行を行った。タイは 1995 年 8 月より 1 ヶ月から 2 年までの 5 つの満期を用意して中央銀行債を発行したり、リポ市場の取引システムの改善を実施しそれなりの成功を収めた。中国でも対外資産の増加によるインフレ上昇圧力を緩和する為に、1995 年には中央銀行債を金融機関に対して発行した。

為替政策: 不胎化政策による自国金利の上昇がさらに資本流入を招いてしまう場合、且つ国際資本移動が活発な場合には、名目為替レートを増価させることで資本流入に対処することが考えられる。変動相場制は中央銀行が独自に貨幣供給や信用供給の増加率を政策目標として設定することを可能とし、中央銀行の独立性が高まる効果もある。また資本流入による実質為替レートの増価は輸出を妨げるため、過度に実質為替レートが増価する場合には名目為替レートを変動させることが望ましい。更に名目為替レートの増価は輸入国内

価格を低下させて国内価格上昇を抑えるのでインフレを抑制する効果がある。そして替レートの変動が大きくなると為替変動リスクが高まって、投機的な短期の資本流入を抑制する効果もある。しかしその一方で、為替レートの変動が余りにも大きいと貿易財部門に負の影響を与えることになり、為替の先物市場が発達していない場合には為替レートの変動を緩和する為に完全にクリーンな変動相場制は避けるべきである。

チリとメキシコでは 1993 年までに為替レートの変動幅を拡大した。また、1990 年代に多額の資本流入を経験したインドネシアは 1996 年には本国通貨の対米ドルレートの変動介入幅を 2%から 8%へと 3 回にわたって拡大した。この範囲を変更する度に、ルピアは上限まで増加した。韓国は 1996 年には為替レートの変動幅を拡大して、資本流入に対応した。

支払準備率の変更: 中央銀行は市中銀行の支払準備率を上昇させることで、貨幣乗数を低下させて銀行の信用増大を抑制し実質為替レートの上昇を抑制する方法がある。不胎化政策と違ってこの場合、中央銀行はゼロか市場金利より低利の預金利率を払うだけですむるので準財政費用は小さくなる。公開市場操作によってハイパワードマネーを一定に維持する上記した政策を狭義の不胎化政策と定義するならば、この政策はマネタリーベースを一定に維持することから広義の不胎化政策と呼ぶことができる (Frankel, 1994)。

支払準備率は居住者と非居住者、国内通貨建てと外国通貨建てに対して同一の比率を提要する場合と、異なった比率を適用する場合とある。前者は、(あ) 市中銀行の支払準備金に対する需要に対する影響力を強めて、ハイパワードマネーに対する需要の予測力を強化して国内信用の増加率を操作することを可能にし、(い) 過剰流動性を不胎化し、(う) 短期利率の変動を安定化し、(え) 通貨鋳造税を増加させる効果がある。支払準備率を本国通貨建てと外貨建てに異なる比率を適用する目的は、本国通貨と外貨の流動性に異なる影響を与え、国債資本移動に影響を与えることにある。また、非居住者の預金に対して高い支払準備率を適用することで、非居住者の銀行預金金利の低下を通じて資本流入を阻害することが可能である。この方法は、短期的な資本流入を制限する効果を持つが、規制の網に入らない方法での資本流入を防ぐ為に、全ての短期資本流入に対して支払準備率を包括的に適用しなくては<sup>9</sup>ならない。また、非居住者からの短期的な借入れに対して支払準備率を引き上げることは、カバー付きの金利平価条件により国内短期金利は上昇し、居住者

<sup>9</sup> カバー付き金利平価条件は、 $R = R^* + (E_f - E_s) / E_s$  で表せる。R は短期の本国金利、R\* は短期の外国金利、E<sub>f</sub> は先渡し為替レート、E<sub>s</sub> は直物為替レートを示している。利子を伴わない支払準備率 (rd) を居住者による非居住者からの借入れに提供することは、外国からの実効調達費用は  $R^* / (1 - rd)$  となり、上昇する。この政策は、R または E<sub>s</sub> の減価を引き起こすこととなる。これは居住者にとって資金調達費用の上昇、非居住者に

はより長期の信用に対する需要を高める可能性が高くなる。

支払準備率の問題点は、銀行部門に対する一種の課税効果として機能し市場の効率性に歪みをもたらすことにある。従って、通常不胎化政策の方が望ましいと考えられている。また、銀行は支払準備率の上昇による費用の増加を貸し付け率の上昇と預金率の引き下げで賄おうと傾向があるので、長期的には銀行の非仲介化を促すことになる。更に、預金率が低下すると短期資本流入が低下する一方で、貸し付け金利の上昇は国内企業が外国から資金を調達する誘因となり、資本流入がかえって拡大することがある。また、支払準備率を過度に高めると、規制の網から外れたノンバンク部門の発達を促すことになる。

インドネシアは短期の資本流入を抑制する為に、1995年8月には短期資本流入の中心である非居住者による満期一年未満のパーツ建て銀行口座、1996年4月には金融会社に対して満期が一年未満の非居住者からのパーツ建て借入、1996年6月には市中銀行と BIBF 銀行に対して満期が一年未満の新規の対外借入に対して、それぞれ7%の現金支払準備率を課した。この結果、金融会社と BIBF 銀行の対外借入は短期から中期へとシフトした。また1997年4月には支払準備率を預金の3%から5%へと引き上げた。タイでは、1995年8月には非居住者のパーツ建て預金に対する支払準備金をすべて無利子預金として中央銀行に預けることを要請した。マレーシアでは1994年に短期的な資本流入を抑制する為に、外国の銀行が国内の市中銀行に自国通貨建てで保有している無利子口座の資金を中央銀行に預けることを要求した。また、マレーシアは1995年末から1996年中旬までの間に支払準備率を2度にわたり引き上げた。チリは1991年に、居住者による非居住者からの借入れに対して、支払準備率を適用した。

非不胎化政策: 中央銀行は、公共部門が市中銀行に預けている預金や年金基金を市中銀行から中央銀行へ移動することで信用と貨幣供給の拡大を抑制することができる。この政策は、インドネシア、マレーシア、台湾、タイで用いられ、中央銀行が支払う預金金利は不胎化政策とくらべると低く、しかも銀行に対する実質的な課税とはならない。しかし銀行が保有する現金の規模に影響を与え、銀行の経営を困難にする可能性もある。また、公共部門が市中銀行に預けている預金を政府債券とスワップする政策も含めることができる。

資本流入に対する課税政策: 短期的な外国からの借入れに対するの課税をして資本流入を抑制する方法が考えられる。この政策は1978年のイスラエルと1991年のチリが実行した。これは短期的には有効だがやがて民間部門は課税を逃れる方法を探すこととなり、長期的には有効ではない。また並行市場が発生する可能性もある。

---

とって利回りの低下を意味している (Johnston, 1998)。



**財政政策:** 財政政策の引き締めは資本の流入を停止することはできないが総需要を抑制してインフレ率を低下させ、貨幣流動性を減少させることができる。しかし税金を引き上げることによる効果は、多額の資本流入があつて潤沢な資金が存在する時には小さい。それに対して、政府の支出を減らす政策は、非貿易財への需要を低下させ短期的な税金の引き上げよりも好ましい。もし資本流入の主要な原因の一つが政府の財政赤字による超過需要の増大による国内金利の上昇にあるならば、政府は財政収支を抑制し金利を低下させる方法をとるのは望ましい。しかし、民間部門の総需要の拡大や金融政策の引き締めによって資本流入が発生している場合に、過度に財政政策に頼ると生産的な財政支出項目などが削減される可能性がある。また、通常は支出の削減は政治的に困難であり、短期に実現するのは容易でないので資本流入に伴う短期的な問題を解決するのに用いるのは余り適切でない。タイは 1988-91 年に非貿易財とサービスに対する財政支出を削減して総需要を抑制し資本流入によるインフレ圧力を緩和することに成功した。

**輸出補助金政策:** 輸出補助金を増加させて、実質為替レートの上昇による輸出に対する負の影響を緩和する政策が考えられる。しかしこの政策は貿易の自由化に逆行することになり、且つセクター間の資源配分を非効率にし、財政的な負担もかかるので、好ましい政策とは言えない。アルゼンチンは 1990 年代始めに輸入関税と輸出補助金を同時に増加させることで、事実上通貨切り下げと同様な効果を生み出すことを試みた。

**投資規制:** 銀行部門に対する検査と監督の強化、並びに銀行による株や不動産への過剰な投資を規制する政策が考えられる。タイでは 1994 年末には信用抑制をする為に、200 億バート以上の資産を所有する金融会社に対し市中銀行と同じ信用モニター計画を適用した。またタイは 1995 年 9 月と 10 月には金融機関、金融会社、証券会社の外貨のオープンポジションに対する制約の強化と BIBF の最低支払額の増加を実施し、1995 年末には預金に占める貸し付け率が平均を上回る銀行に道徳的勧告を行い、1995 年 12 月にはクレジットカード応募者の最低年間所得を引き上げ、同月には信用の付与に関するガイドラインが適用される金融機関の範囲を拡張した。更に、タイでは 1995 年 7 月には一年以上未払の利子収入と完全に担保を取っている貸し付け以外の 6-12 ヶ月未払の利子収入を銀行の所得として計上することを禁じた。また 1995 年には不良債権に対する規定の引当金を 75%から 100%へ引き上げた。インドネシアでは、1990 年代半ばに中央銀行債の発行による不胎化政策が困難になるに連れて、国営銀行と食料輸入配送局に対する補助金付きの信用制限を行った。

**資本取引規制:** 資本取引規制の維持または強化による資本流入の制限をする方法がある。マレーシアでは株式参加による海外からの投資は許可されているが、海外で利用を目

的とした居住者と非居住者による自国通貨での借入は限定されている。また 10 万リンギット以上の外貨建ての借入も制限されている。マレーシアは、更に 1997 年 8 月には、市中銀行が非商業関連の分野で自国通貨スワップを実施する際に外国の顧客一人当たり 200 万米ドルまでに限定することを発表した。

### その他の政策手段

その他の政策手段として、第一に銀行部門のオープン・ポジションに銀行の構造的基盤を強化する目的で、一定の制限を加える方法がある。国によっては、この制約を居住者と非居住者に非対称的に適応し、国際資本移動に影響を与える為に頻繁に変更している。第二に、銀行の構造的基盤を強化することと、銀行の資産構成に影響を与える為に、負債に占める流動的資産の割合に最低比率を設定する手法も考えられる。この手法は短期的資本流入が起因となるリスクを管理し、資本流入の動向が突然逆転した場合に備えることが可能である。第三に、銀行に国債や優先順位の高い資産を保有することを義務づけることで、国内信用の配分に影響を与える方法が考えられる。これに該当する資産を国内資産に限定することで、国際資本移動に影響を与えることが可能である。第四に、市中銀行の国内信用や預金率と貸出率を直接制限する方法がある。しかし、この手段は直接金融政策からより市場型で効率的な間接金融政策への移行を阻害し、且つこの制約を回避する方法で資本流入が継続し有効な政策ではない。

こうして多額の資本流入による国内流動性の増大とその結果としてのインフレ圧力と実質為替レートの増価に対して様々な対応策が考えられる。しかし上記の政策を混合して実行しても、実質為替レートの上昇を抑制することが困難であることが多い。例えば、チリは 1991-92 年にかけて 3 つの外貨のバスケットに対して自国通貨を一定とする為替政策を維持し、大規模な不胎化政策、支払準備率の増加、名目為替レートの若干の増価等を実施したにも関わらず、実質為替レートは 10%ほど増加した。

資本の流入が永続的な性質をもっていると判断できる場合には、民間部門の貯蓄、投資ギャップをファイナンスするために、政府貯蓄を引き上げて外国貯蓄への依存を引き下げて実質為替レートの増価を緩和することが最も持続可能で効果的な方法の一つと考えられる。しかし資本収入が多額で長期にわたる場合には、固定相場制を維持することは大変に困難となる。

今日のように世界で資本取引の自由化が進み情報や技術革新により資本移動の動きが加速化し、資本移動の規模も拡大しているなかでは、最適な対応策というものはない。こうした状況では、資本受け入れ国は突然資本流入が停止するような状態に迅速に対応できる

ように柔軟な政策手段を持つことである。特に外貨準備を十分に蓄積して資本流出が発生した場合に対応できるようにし、為替レートを完全に固定するよりも一定の変動幅をもたせたり、本国通貨をリンクする外貨を単一ではなく複数のバスケットにするなどの柔軟性を維持することが必要である。Khan 等（1995）は資本流入を緩和する政策の順序として、第一段階として不胎化政策、為替レートの柔軟性を強化、支払準備率の上昇を実施して銀行部門による貨幣の仲介機能を限定し、第二段階として貨幣需要を増加させるような政策（例えば、インフレ安定化政策）と通貨の増加により次第に貨幣化をはかることを提唱している。最後にそれでも資本流入が急増する場合には、柔軟な為替政策が必要としている。

## 第7章. 経済・金融危機の発生メカニズムと先行指標

従来、国際収支危機に関する議論ではその国の脆弱なマクロ経済基盤（過剰な財政赤字と緩やかな金融政策）が持続的に外貨準備を減少させ、やがては固定為替レートを放棄することを余儀なくされるという経済状態に焦点を当ててきた。この Krugman（1979）を中心とする経済モデルは、「古典的な危機モデル」と呼ばれている。これに対して最近では、政府が固定相場制を放棄するのは公的外貨準備の喪失以外の理由、例えば固定相場制を維持する結果生じる高金利が雇用や経済成長に与える負の影響に対する憂慮に起因すると指摘する研究が増加している。この Obstfeld（1994、1995）を初めとする経済モデルは、「新しい危機モデル」と呼ばれている。

Krugman は、固定相場制下で政府が財政拡大政策を維持し財政赤字を貨幣製造でファイナンスし続けると、やがて国内信用拡大が貨幣需要増加を上回り次第にしかし持続的に外貨準備を喪失する状況を想定し、この状態のままではやがて本国通貨は投機的な攻撃の対象となることをモデル化した。固定相場制が近い未来に崩壊することを予想した投資家は、本国通貨を保有し続けるとキャピタルロスが起こることを予測し、それを回避する為に直ちに外貨に交換する行動に出ることから中央銀行の外貨が枯渇して政府は固定為替相場制を放棄することを余儀なくされる。このモデルでは投機攻撃による危機発生のタイミングは、丁度、投資家が外貨に交換しようとする本国通貨の所有額が中央銀行の外貨準備額と等しくなる所でユニークに決まる。更にこのモデルは、「外貨準備の規模」、並びに為替レートや国際収支の決定要因である「財政収支」、「公共部門に対する国内信用増加率」、「貿易収支又は経常収支」等の変数が重要な危機の先行指標となりうることを示唆している。

その後、このモデルを拡張して通貨の投機的攻撃前に「実質為替レートの増価」と「貿易収支の悪化」が発生するというモデルも提示された。拡大的な財政政策や民間部門の消費、投資需要による信用創造は、貿易財に対する需要を増大して貿易収支を悪化させ、非貿易財に対する需要も増大して非貿易財の相対価格が上昇して実質為替レートが増価すること

になる。また、近い将来に危機が発生するであろうという期待により名目賃金の上昇圧力がかかり、硬直的な価格のもとでは実質賃金の上昇となって国際競争力が低下し国際収支が悪化してやがて危機に至るとも考えられ、「実質賃金の上昇」も先行指標として用いることができる。更に、信用抑制政策や固定為替レートを維持する為に中央銀行が進んで放棄するであろう外貨準備額に関して不確実性が伴うので、経済危機が深刻化するにつれてリスクプレミアムが高まり「国内名目金利の上昇」が先行指標となるという指摘もされた。

Obstfeld は、1992 年の英国やイタリア、1994 年のメキシコ等では（例えばプレミアムの上昇により金利が高まる等といった）危機を予測させる十分な原因が存在していたにも関わらず市場による危機の到来が直前まで予測されていなかった事実を挙げて、Krugman のモデルではこの状態を説明できないとして新モデルを提示した。このモデルでは、失業や国内債務の実質価値が拡大したり固定相場制を維持するための高金利政策が財政や民間部門に与える影響が大きくなると政府による為替レート切り下げ誘因が高まり、固定相場制を放棄することによる（政策に対する信頼の喪失等の）費用と比較してこのトレードオフを最小化するように為替政策を選択すると想定する。この政府の選択は投資家の予想に依存し、必ずしも現行のマクロ経済政策が為替政策と矛盾していなくても投資家が政府は固定相場制を放棄するであろうと予想しさえすれば投機攻撃を仕掛けるので、結果として政府は変動相場制に移行せざる負えなくなる。ここでは投資家の予想に依存して政策のトレードオフ関係が変化するので複数の均衡点が存在する。従って、危機のタイミングは自己充足的（self-fulfilling）な期待により決まるので不確定となる。<sup>10</sup> このモデルは、「公共負債残高の規模」、「失業率」、「生産増加率」等も先行指標となることを示唆している。また 1992 年のスウェーデンの様に、高金利は銀行制度の機能を弱体化し政府による銀行救済費用を高めて、政府の通貨切り下げ誘因を高めることとなるので「銀行部門の健全性」も重要な先行指標となる。更に Obstfeld は 1992 年 9 月の英国による ERM 脱退は名目金利の上昇により実質金利が上昇するであろうという憂慮が重要な要因であったとして「所得分配」、価格が硬直である状況では短期の名目金利の上昇は実質金利の上昇になり生産に負の効果をもたらすとして「実質金利」も先行指標となると指摘している。

---

<sup>10</sup> Krugman (1996) は「古典的危機モデル」と「新しい危機モデル」の根本的な相違はファンダメンタルズの定義や政府の目的関数の違いにあるのではなく、前者はファンダメンタルズが持続的に悪化している状態を想定して危機発生タイミングに焦点を当てているのに対して後者は市場と政府間の相互作用によるファンダメンタルズの循環的なトレンドに焦点を当てていることに相違があると指摘している。後者のモデルでも、ファンダメンタルズが持続的に悪化している状態では複数均衡の可能性は限定されやがて消滅する。従って、政府の目的関数を単純な貨幣製造による外貨準備の喪失という過程からより複雑で現実的なロス関数に変更したこと事態が複数均衡を成り立たせるわけではないとしている。

Eichengreen 等 (1996) は危機の波及 (cotagion)、即ちある地域で発生した通貨攻撃が他の地域の通貨の投機攻撃に繋がる可能性に注目して、国内のファンダメンタルズだけでは説明がつかない経済・金融危機を分析した。通貨攻撃の第一の波及経路は、波及を受ける地域の貿易関係を通して国際競争力を変化させることで発生すると指摘している。例えば、1992 年 9 月の英国通貨の減価が英国を主要な輸出先とするアイルランドに、1992 年のフィンランド通貨の減価が貿易競争相手国であるスウェーデンに、1992-93 年のスペイン通貨の減価が同国を主要な輸出先としているポルトガルに通貨危機が波及した。通貨攻撃の第二の波及経路は、例えば同様な為替レートを基礎とした経済安定化政策に従事している等の類似したマクロ経済状況を維持している地域に対して、一般的に攻撃に直面した政府がどのように対応するかという情報を提供することにより発生する。Eichengreen 等はこれらの仮説が実証的に支持され、特に第一の経路が強い波及効果を持っていることを明らかにした。この研究は「貿易競争相手国又は輸出相手国の危機の存在」は危機の前兆となることを示唆している。

Sachs 等 (1996) は「新しい危機モデル」を基にして、1994-95 年のメキシコの経済・金融危機がアルゼンチンやブラジルに波及したテキーラ効果 (Tequila effect) を説明した。まずメキシコでは実質通貨の過大評価や脆弱な銀行構造といったファンダメンタルズが弱体化していたにも関わらず 1994 年 12 月まで投資家の信頼を維持しており、他の投資家が通貨の売却に出るだろうと憂慮した投資家による突然の信頼の喪失により 1995 年初期に自己充足的な投機的攻撃に走ったとしている。そして同様にファンダメンタルズが弱く通貨切り下げの可能性が高かったアルゼンチンやブラジルに危機が波及したとしている。また、実質為替レートの上昇率が大きいほど通貨切り下げリスクが大きくなり、銀行による対民間部門への貸し付けの増加率が上昇するほど投資家の信頼が低下するリスクが大きくなり、資本流入の逆転が大きくなるほど粗流入が減少するだけでなく国内流動資産の所有者も自国通貨建て資産を外貨に交換しようとしてパニックを発生するリスクが大きくなる、と指摘している。

資本流入が突然逆転して資本収支が悪化した地域は、まず外貨準備を使って対応する。中央銀行は預金者による預金取り崩しに必要な資金を銀行に提供して銀行の債務不履行と銀行危機の発生による実質経済の悪化を回避しようとし、預金者はこの資金を引き出して外貨の購入にあてる。この傾向は中央銀行の外貨準備が枯渇して政府が固定相場制を放棄するまで続く。従って、通貨切り下げの可能性は「中央銀行が貸し付ける信用ストック (M2 に依存) に対する外貨準備ストックの比率」に依存する。それでも経常収支の赤字が持続している場合には、アブゾープションの抑制か (短期的には名目為替レートを通して) 実質為替レートの切り下げの選択をしなければならない。こうして Sachs 等は、「実質為替レート」、「外貨準備に対する M2 の比率」、「民間部門に対する貸し付け」等の指標に基づ

く経済基盤が弱い国、並びに外貨準備が少ない国ほど、経済・金融危機が波及する傾向にあったことを実証的に明らかにした。<sup>11</sup>

Kaminsky 等（1997）はどの指標が経済・金融危機の先行指標となるかを25の実証研究結果を調べ、第一に複数の指標を用意する必要がある、第二に「実質為替レートの上昇」、「外貨準備の喪失」、「貨幣供給と信用の増加」、「インフレ率の上昇」が先行指標となる、と結論づけている。また「貿易収支の悪化」、「輸出増加率の低下」、「実質 GDP 成長率の鈍化」、「外貨準備—広義の貨幣供給比率の下落」、「財政赤字の大きさ」も統計的に先行指標として優位であると指摘している。それに対して、対外債務の増加は有効な指標ではないと結論づけている。更に、Sachs 等と同様に経常収支はそれほど先行指標として優位でないとしている。次に、Kaminsky 等は、1970—95年の15の発展途上国と5の工業国が過去に経験した76回の通貨危機を調べてどの指標が危機を示唆する確率が高かったのかを調べた。危機ではないのに危機であると信号を発生するリスクと危機なのに信号を発生しないリスクの間のバランスで限界値を決めて、それを超えると信号を発生したとみなし、最初の信号が発進されてから危機が起こるまでの平均月数と信号の持続性を調査した。この研究の結果は、「生産と輸出の低下」、「実質為替レートのトレンドからの乖離」、「株価の下落」、「外貨—広義の貨幣比率の低下」が危機を予想するのに適しているとしている。

上記で指摘された危機に対する幾つかの先行指標を用いると、東アジア地域は経済・金融危機が発生する直前の経済成長率は依然として他の地域に比べれば高水準であったものの、特に半導体を中心とする輸出価格の落ち込みから輸出が停滞したタイで低下傾向を示した。また、（台湾を除いて）実質実効為替レートが上昇し、（シンガポールと中国を除いて）貿易収支が悪化し、地域全体で信用増加率が高く、（台湾と中国を除いて）不動産投資に銀行部門の貸し付けが集中する傾向がみられた。更に、銀行部門の対外資産から対外債務を引いたオープン、ポジションは韓国とタイで大きく、全部門の短期的対外債務はインドネシアとタイで増加傾向がみられ、純対外資産—M2の比率はタイ、フィリピン、マレーシアで低下し、タイでは1996年より株価の低下傾向が見られた。

---

<sup>11</sup> Sachs 等は外貨準備と通貨切り下げの変化率をウエイト付けした平均を危機指数とし、1994年以前に実質為替レート、外貨準備に対するM2の比率、民間部門に対する貸し付けが上昇するほど1995年に危機指数が増加する傾向があり、これら3つの変数で指数の70%を説明できることを示した。また1994年以前の経常収支の赤字と資本流入の規模は危機指数の変動を余り説明しないが、短期対長期の資本流入の構成はその変動の一部を説明することを示した。更にメキシコ、アルゼンチンは財政引締めを実施しており、政府の拡大的な支出は経済・金融危機を発生する理由としては弱かったことを明らかにした。またメキシコとペルーは両方とも急速な実質為替レートの上昇と貸し付けブームが発生したが、ペルーはメキシコに比べて「外貨準備に比べてM2」が小さかったことから前者の危機指

とりわけ、インドネシア、韓国、タイで外貨準備額が短期対外債務残高を下回ったことは注目に値する。Krugman の定義によると危機の発生は投資家が自国通貨を外貨に交換するであろう自国通貨の所有額が中央銀行の外貨準備額と丁度等しくなる時とで決定する。彼の定義する自国通貨の所有額はここでは非居住者預金等の短期対外債務（表 12）に相当すると考えられる。東アジア地域は中央銀行を含む全外貨準備額は増加傾向にあり、彼の想定する政府の財政拡大政策による外貨準備額の喪失という状況は当てはまらない。しかし、短期対外債務が急速に増大した結果、彼が提唱する危機発生条件を充たすこととなり、これら三国ではいずれにせよ近い未来には危機の発生が予測できた考えられる。それにも関わらず、危機直前のタイでは 1994-95 年以來金利は低下し資本流入は持続し、インドネシアではタイの経済危機発生後に危機は直ちに波及せず、韓国では 1997 年代に入っようやく韓宝鉄鋼の倒産により金利の上乗せと貸し渋りが開始した（アジア経済研究所、1998）。このことは危機を予測させるような金融部門のバランスシートと不良債権問題、実質為替レートの上昇、株価の低下に表れた企業収益率、対外債務の増大等の兆候があったにも関わらず市場が危機の到来を予測していなかったことを示している。

こうしたことから Radelet と Sachs (1998) は、経済・金融危機を政策誘発による危機、金融パニック、バブルの崩壊、モラルハザード誘発による危機、債権者による無秩序な退出の 5 つに分類し、東アジア通貨危機の特徴は金融パニックと債権者による無秩序な退出に類似していると述べている。その理由は、(1) 大半の市場関係者が危機を予測していなかった、(2) 国内での貸し付けの多くが政府の保証がなかった、(3) 運転資金の欠如により銀行による輸出企業等への貸し渋りを発生した、(4) 債権者と債務者の協調への動きに市場が正の反応を示した、(5) 危機の発生は資産価値の下落だけでなく債権者による突然の資金引き揚げという兆候を示したことを挙げている。

しかし仮に市場が危機を予測していなかったとしても、上記したように東アジア地域の経済・金融危機はマクロ経済政策間の矛盾の拡大と 1996 年頃からインドネシア、タイで見られたバブルの崩壊、並びに韓国で見られた輸出停滞による銀行の不良債権問題の激化が危機を発生に導いた重要な要因である。ここでは何故市場が危機の発生を予測しなかったのかその根本原因を探る必要がある。この問題は以下で論じることとする。

## 第 8 章. 危機が予測されなかった要因

東アジア地域は長期わたる持続した高成長と良好なマクロ経済パフォーマンスにより、内外ともに楽観的見解が蔓延して投資効率の低下や銀行問題等の構造的な問題の対処を先

---

数が低位に留まったことを明らかにした。

送りにして来た。これにより固定相場制と金融、財政政策の間に矛盾が発生し、並びに金融部門の構造的な問題への根本的な対応を引き伸ばしにすることで経済・金融危機を発生させ、危機を悪化させることとなったと考えられる。IMFの副専務理事の Ouattara は1998年5月初旬に、タイの危機はマクロ経済不均衡が拡大してきたことが、民間部門によるヘッジしていない外貨建て借入れ、不動産市場の加熱、脆弱な金融体制などの問題を露呈したと指摘している。更に、脆弱な金融体制による不適切な貸し付け、円の対米ドルレートへの減価、国内政策の対応の遅れが問題を悪化させた述べている。不動産価格のバブル、不十分な監督、検査機能をもつ中央銀行、民間部門による多額の短期外貨建て借入れ等のタイで見られた現象は、隣国でも見られた。この為にタイで発生した危機は隣国にも波及し、以前にはそれほど重要視されてこなかった銀行部門の健全性、銀行と産業と政府間の関係等の不透明な問題も敏感に反応するようになった、と強調した。

こうした問題の背景には第一に、東アジア地域は1994年のメキシコを発端とした中南米の経済・金融危機の影響を乗り切り、その際にメキシコとの経済構造の相違が認識され、東アジア地域に対する賞賛と楽観視につながったことがある。<sup>12</sup> メキシコと当時の東アジア地域は民間部門に対する信用の拡大と経常収支の悪化等の共通点はみられたものの、東アジア地域は直接投資による資本流入が中心でインフラと不動産関連の投資需要を充たし、銀行部門の構造的な問題点も顕在化していなかった。また国内貯蓄率が低下傾向にあったメキシコと異なって東アジア地域の国内貯蓄率は増加しており、それを上回る高い投資率に追いつかない部分を外国貯蓄が補っていた。更にメキシコのようにタイ、フィリピン、マレーシアで経常収支が悪化したが、東アジア地域の実質為替レートは上昇傾向を示してなかった。

第二に、韓国とタイでは1996年から輸出増加率の急速な低下と不動産価格の下落により不良債権が増加して幾度かの本国通貨に対する引き下げ圧力や株価の下落等といった危機

---

<sup>12</sup> メキシコは資本の自由化を経済改革の初期に実行し、資本規制は1989年末までには殆ど自由化された。また1987年以降の経済安定化政策と貿易と金融部門の自由化、民営化等の構造改革が功を奏して、インフレが低下し財政収支は1992年には均衡した。更に名目為替レートの変動を一定の範囲内に抑える固定相場制を採用と1990年始めのブレディ債務削減合意により、短期のポートフォリオ投資を中心とする多額の資本流入を経験した。この結果、消費ブームの発生と1994年には公共部門の支出増加により、実質為替レートは上昇し経常収支を悪化させた。しかし、政府は生産性の改善により輸出競争力が増加し、北大西洋自由貿易圏 (NAFTA) の承認によりより多くの資本流入が起こると判断し、直ちに抜本的な経済政策を実施することを怠った (Edwards, 1997)。また1994年に1-3月に政治的不安が生じ、投資家による債券需要が減少したため、政府は約100億米ドルを使って為替市場に介入し、国内金利も上昇させた。8月に新大統領が選出されたが、為替レート政策の維持と Tesobonos を大量発行し続けて短期公的債務は増大し、経済・金融危機の発生に導いた。



の前兆があったにも関わらず、政府は抜本的で早急な政策の実行を先送りにしてきた。また韓国では1997年1月に過剰投資で資金繰りが悪化し60億米ドルの負債を抱えた韓宝鉄鋼が倒産し、その数ヶ月後には三美総合特殊鋼と三美が中国の鉄鋼需要不振とアジア市場における競争激化のために資金繰りが悪化して法定管理を申請し、これらの企業に信用を供与していた銀行のバランスシートが急速に悪化した（アジア経済研究所、1998）、政府は金融部門の構造的問題に取り組まなかった。タイでは中央銀行による金融機関の監督機能を強化し、金融部門のバランスシートの改善を実行したが抜本的な改革は実施しなかった。またタイ政府は1997年2月にSamprasong Land会社による対外債務支払いが停止したときに金融機関開発基金を通して同会社に信用供与を提供したり、対外流動資産を先物契約等に殆ど使い切った。

またインドネシアでは国営銀行による不良債権が全貸し付けの15%を上回り、貸し付け率が預金率を遥かに上回るといった問題が1993年以来顕在化していたにも関わらず、中央銀行は銀行改革や監督、管理の強化を実施しなかった。更に1997年にタイで最初に危機が発生した際にも、他の東アジア地域は固定相場制を維持し続け金融部門の不良債権問題に対しても迅速に対応しなかった。その結果、オーバーシュートとも言える急速な為替レートの減価と不動産価値の暴落により、これらの地域の銀行部門のバランスシートと株式市場の株価に大きな負の影響を与えることとなった。また金融部門の回復が遅れは、経済の回復をも遅らせることとなった。

第三に、銀行部門の不良債権問題等の憂慮すべき構造的な問題の深刻さをIMF並びにこれらの地域の政府が見ぬくことができなかった。特にタイ、インドネシア、韓国の金融構造は透明性に欠けていた為に問題の大きさを認識するまでに時間がかかった。例えば韓国に対しては、IMFはミクロレベルでの政府による介入が限定されており金融部門での改革が実践されているとしてむしろ賞賛した。こうした認識不足の背景には、フィリピンを除いた東アジア地域はIMFの金融支援を受けていなかったことからIMFにとって銀行部門やノンバンクの詳細なデータの入手が困難であったのと、多額の資本が流入している中で加盟地域の中央銀行も金融部門に対する正確な情報の獲得と監督、管理の機能を完全に果たせなかったことがある。また日本の邦銀も東アジア地域の経済状態に対するリサーチが不足していたことも同地域に対する資本流入に拍車をかけた。

また、通常IMFはマクロ経済と貿易、資本、価格の自由化と民営化等の構造改革に焦点をあてている。従って、金融部門の構造問題の詳細な分析は個々の国を担当するエコノミストによって任意に実行され、IMF加盟地域全体に適用するガイドラインが存在するわけではなかった。例えば銀行部門の構造問題を分析する場合に、通常は銀行部門を連結したバランスシートを分析し、国内信用のデータも公共部門対民間部門というおおざっぱな分類

で政策判断を実施しており、部門別貸し付けや不良債権等の詳細な分類は一般的には要請されては来なかった。また国際収支表も資本流入は短期対中、長期の分類をし、後者は更に直接投資、ポートフォリオ投資、その他に分類し、且つ銀行部門とその他の資本の動きを分類しているが、それ以上の詳細な分析は一般的には要求されなかった。そして発展途上地域の金融部門のミクロ的分析は、通常は世界銀行によって実施されており、IMF は参考としてこれらの資料を利用しているに過ぎなかった。

第四に、インドネシアや韓国では企業部門、政府、金融部門の間が密接に不透明な形で結ばれており、投資家によるモラルハザードを招いた。無論、金融危機が発生すると資金の借り手側は厳しい経済政策を強いられ、資金の貸し手側も債券が焦げ付いたり債務履行のリスケジュール等の負担を分担することになり損失は大きい。しかし市中銀行による信用供与に関して政府による介入が大きい時には危機の際には政府により金融支援が得られるであろうという観測を投資家と借り手に与えることになり、無謀な信用拡大となる可能性が高い。

#### 第9章. 東アジア経済・金融危機から得られた教訓

東アジア地域における 1997 年から発生した経済・金融危機は、幾つかの問題を提起することとなった。第一に、自由な資本移動の下で米ドルとの通貨連動制を採用し、且つ経常収支の赤字を外国貯蓄で賄う場合には、政府は内外ショックに対して一貫性を持った財政、金融政策を継続しなければならない。固定相場制の下で資本流入が起こり貨幣供給が増大すると、非貿易財に対する需要が増加して実質為替レートは増価することになる。また、国内貨幣需要を上回る国内信用の増加は貿易財、非貿易財、金融資産に対する超過需要を発生し、経常収支を悪化させて外貨準備を枯渇させることになり、外国からの借入れを増やすこととなる。特に、均衡実質為替レートの決定要因が変化していない限り、実質為替レートの上昇はミスアライメントとなる。東アジア地域では 1995 年中頃から円の対米ドルレートが減価したこと以外に、危機直前になると多額の短期の資本流入に対して金融政策として十分な不胎化政策等が実施されず並びに財政政策として民間部門の貯蓄、投資ギャップを埋めるように財政引き締めが十分に実施されなかった。この結果、実質為替レートのミスアライメントを発生し、為替政策と金融政策の間に矛盾を生ずることとなった。

この背景には、これらの地域で不胎化政策を目的とした公開市場操作を実施するのに必要な債券市場が十分に発達していなかったことがある。また不胎化政策は金利を上昇させ準財政的費用を増加させるだけでなく、より一層の資本流入を招き効果がないとみなされたことも反映している。そして財政引締め政策を実行することは、既に財政赤字が略均衡しており、かつインフラや教育などへの政府支出増加に対する需要が高まっている中で困

難であった。更に、資本規制を強化することは政府による市場型経済改革へのコミットメントに相反するものとみられたし、効果は限定的とみなされた。東アジア地域は今後、証券市場の発達に努め、特に支払制度、監視体制、法的制度、情報機関（格付け機関、監査や会計事務所）、決済制度等のインフラを整備する必要がある。

第二に、不胎化政策やその他の実質為替レートを抑制する政策が難しい場合には、多額の資本流入の下で固定相場制を維持することは極めて困難である。資本流入による自国通貨需要の増加は中央銀行による外貨市場への介入を促し、その結果増大する国内流動性を金融政策によって吸収できない場合にはインフレ圧力を生み実質為替レートを増価させることとなる。東アジアの地域の通貨は米ドルに密接にリンクしていたため、1995年初期にはドルの価値が高まって国際競争力は低下した。この結果、輸出や経済成長が妨げられた。特にドルが円に対して為替レートが増加したことは、日本がこれらの東アジア地域にとって主要な輸出先であることから深刻な問題を提示した。また円安は日本と競合している輸出財を生産している韓国に大きな打撃を与えた。こうしたことは主要な貿易相手国が複数にわたる場合に、単一通貨にリンクすることの問題点を露呈した。

第三に、東アジア地域の経済・金融危機は長期にわたる良好なマクロ経済成果による楽観的見解と政府による対応の遅れにより、危機の原因となった金融部門の構造的問題やマクロ経済政策間の矛盾に早期に対処することを怠り、危機の発生を招く結果となった。また、政府、企業、銀行間の不透明な関係、詳細なデータの欠如、並びに IMF のサーベイランスでミクロ的問題よりマクロ経済を重視する傾向から、市場関係者や IMF が金融部門の構造的問題の根深さを認識できなかったことも危機の発生や波及を回避することを困難にした。更に、IMF の融資対象でなく同国支援の経済プログラムを採用していない地域に対して、IMF の政策提言が必ずしも聞き入れられなかったことも危機を事前に防ぐことができなかった背景にある。今後、IMF は大規模な資本移動と技術革新による資本移動の加速化という新しい経済環境に見合った体制の変更を余儀なくされていくことになる。

第四に、銀行監督や規制が十分に実行される前に資本流入が増大した結果、銀行部門によるリスクの高い分野に貸し付けが拡大し、外貨のオープン、ポジションが増大し、外貨リスクが高まった。この問題は、短期資本流入が大きかったインドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、タイで深刻である。この背景には、株式市場に比べて未発達な長期的な債券市場、不十分な金融機関の監督、リスク管理、企業の経営問題や内的管理の欠如といった問題がある。その上、インドネシアでは貿易規制、輸入独占によって経済効率と競争力が低下し投資の生産性を引き下げた。韓国では直接信用や補助金等に対する政府の介入が大きく、適切な審査基準が存在していないことが過剰で非生産的な投資を誘発した。タイでは政治的不安や 1996 年の選挙も必要な経済改革を遅らせることとなった。

また、東アジア地域の金融市場は銀行部門が非常に大きなシェアを占め、資本流入は直接的にも間接的にも資本受け入れ国の銀行を通過するので、結果として銀行の貸し付けを拡大することとなった。従って、今後は債券市場を発展させて過度な銀行依存の体質を減らしたり、金融市場を自由化して外国の金融機関の参入を促進して競争を高めたり、バランスシートの健全性を高めるように促す必要がある。

第五に、資本規制の緩和が経済・金融危機は固定相場制を維持することをより難かしくすることとなった。東アジア地域は 1980 年代から資本の自由化を進めていたが、資本の自由化は中央銀行による銀行部門や金融部門の規制や監視が十分に実施されていない場合には、金融危機を発生するリスクを高めることになるので自由化の時期は十分検討すべきである。Dornbusch (1998) は資本規制をして裁量政策を実施するには限界があり、資本移動を自由化することでかえって健全な政策と金融市場を維持しなければならなくなるとして資本規制の緩和を主張している。また外国資本の流入は国内の金融市場に競争原理を導入し、自国居住者がポートフォリオを多様化することを促す効果を持っている。政府は資本規制を強化するのではなく、資本流入の構成に焦点を当てて直接投資や長期借入を短期借入に優先させる政策を採用することが考えられ、この政策は実行が困難であり実用的ではない。しかし少なくとも韓国のように短期的借入を優先させる政策は避けるべきである。

第六に、今回の経済・金融危機が 1994-95 年のメキシコの経済・金融危機よりも深刻化した理由の一つに、東アジア地域で不動産価値や株価のバブルが崩壊して不良債権が急激に悪化したことがある。これは日本が 1990 年代に経験してきている状態と大変類似している。邦銀は、資産のバブルの崩壊に加えて東アジア地域に貸し付けを集中させたことで不良債権問題を悪化させることとなった。邦銀による東アジア地域に対する不動産関係への投資は 20-22%に達し、不良債権は 1998 年には 15-20%になると推定されている (JP Morgan, 1998)。また邦銀の資本準備率は現在 6-10%と BIS 基準の 8%に近いが、不良債権の償却を含めるとこの比率はマイナス 4%に悪化すると推定されており、マレーシアの状態にかなり近い。日本を含めた東アジア地域に共通する点は、民間部門による銀行部門への依存が大きいことである。韓国とタイは長期にわたり銀行の構造問題を放置した後に、現在は金融改革に着手し抜本的な改革を進めている。日本はこうした傾向に遅れることなく迅速に銀行の不良債権問題を処理し、増資や吸収、合併等の銀行改革を実施し、預金者による銀行不安を解消し、銀行体系を強化しなければならない。

第七に、金融部門の構造問題に早期に対処していれば為替レートの安定化の為に高金利水準を維持する必要性と高金利による銀行部門と実質部門に対する負の影響といったジレン

マの深刻化を避けられたと考えられる。通常、市場による信頼の低下により本国通貨にたいして引き下げ圧力が加かった場合には、金融政策で引き締めをして本国通貨の売り圧力を抑制しなければならない。しかし金利の上昇は、負債を抱えた企業や金融機関を困難に陥れることとなる。これらの企業や金融機関を救済するために金利を引き下げると、市場の信頼が欠如している中で為替レートの過大な減価となってインフレが蔓延し本国通貨に対して売り圧力が加かる。この状態は本国通貨がさらに減価するであろうと市場が期待している間は資本流出がとまらないという状態に陥る。<sup>13</sup>

第八に、インドネシア、韓国、マレーシアでは中央政府の財政収支は良好ではあるが、予算外支出や準財政的運営による費用が大きく連結した財政収支は必ずしも健全ではなかった。またこれらの地域では政府による銀行部門への介入が大きく金融危機が発生した際には政府による救済や保証が暗黙の前提とされてきたが、こうした費用は財政収支に含まれていなかった。今後はこうした費用も含めた財政収支に定義しなおす必要があると共に、IMFも財政政策をモニターする際に財政収支の構成により慎重になる必要がある。また、危機発生後の銀行経営を持続させ輸出部門などに対する貸し渋りを緩和する為に、政府は負担の分担を明確にしモラルハザードを防止することに注意を払いながら財政負担を決めなければならない。タイでは金融機関開発基金が発行した債権を1998-99年に5,000億バーツ相当の国債の発行で肩代わりをすることを決定し、この国債に対する利子支払い費用は予算に含められた。この国債の元本は中央銀行の利益の大半と国営銀行の売却によって費用を捻出する予定である。

## 第10章. 最後に

この論文は東アジア地域では、幾つかの経済・金融危機の発生を予想させるようなファンダメンタルズの悪化が見られていたにも関わらず、危機の発生は市場によって予想されてはなかった事実にも注目した。1995-96年代には、特にインドネシア、韓国、タイで短期対外債務が外貨準備高の総額を上回り、Krugman (1979) の指摘する危機発生条件を充たしていたと考えられる。また不動産投資の拡大を続けてきた銀行のバランスシートがバブルの崩壊で悪化し不良債権化し、実質為替レートも上昇して輸出競争力が低下し、管理変動相場制をふくめた広義の固定相場制を維持していくのは困難であると思われた。こうした兆候があったにも関わらず市場は1997年になるまで危機の到来を予測していなか

---

<sup>13</sup> メキシコも実質部門と金融部門の問題を抱えていたがIMF支援の経済プログラムの下で比較的早期に経済・金融危機を脱出した。メキシコは1995年には平均35%の切り下げを実行し、インフレが増大して金利が上昇し、特に28日物のTesobonosの名目金利は70-80%に上昇し数ヶ月間はこの水準に留まった。またメキシコは1995年初期に銀行危機を経験したが、高金利政策は流動性支援や再資本化等の銀行部門への対応政策を含めたことから、

った（予測していたのであれば、リスクプレミアムが上昇して金利が高まり危機発生による多額の損失は回避することができたはずである）。

従って、Obstfeld（1994、1995）の強調する自己充足的な投機攻撃が発生したわけである。しかしここで重要なのは、どちらの経済モデルがより現実的であるかを論じるのではなく、何故市場は経済・金融危機の発生を予測していなかったのかを考察することである。この論文ではこの問題に答えるために 4 つの要因を挙げた。第一の要因は、1994-95 年のメキシコを発端とする中南米地域の経済・金融危機の影響を乗り切り、その際に中南米との経済構造の相違が認識され、東アジア地域に対する賞賛と楽観視に繋がったことである。第二の要因は、金融部門の構造的問題は以前から存在していたにも関わらず政府は対応を先延ばしにしてきたことがある。第三の要因は、銀行部門による不良債権問題等の構造的問題の深さを IMF や政府当局が見抜くことができなかったことがある。第四の要因は、政府、企業部門、金融部門間に密接で不透明な関係が存在していたことにより、投資家と資金の借り手に対してモラルハザードを助長したことがある。

また東アジア地域が 1994-95 年の中南米地域の経済・金融危機に比べて長期化し深刻化しているのは、前者が不動産や株値の暴落等のバブルの崩壊と主要な輸出先である日本の経済の停滞という問題が存在していることにより、政府は自国通貨の防衛に必要な金利の上昇と金利が国内の銀行部門や実質部門に与える負の影響の間で難しいトレードオフに直面していることにある。この為、政府と IMF の緊急支援に関わる交渉が難航したり頻繁な改正が行われ、市場に明確な政策のスタンスが伝わらなかったことも問題を複雑化することとなった。さらに以前から存在していた金融部門の構造的問題に対する抜本的な対応を先送りしてきたことや政府、企業部門、金融部門間の不透明な関係の存在が問題の解決を困難としてきた。東アジア地域は十分な国内の銀行改革が進む前に資本取引の自由化を進めた為に多額の資本が流入し、急速に信用拡大が進みマクロ経済政策と固定相場制の間の矛盾を強めることとなった。

東アジア地域の経済・金融危機は、ある国の通貨が投機攻撃の対象となる理由が必ずしもマクロ経済不均衡の拡大に起因するだけではないことを明らかにした。ある国の経済状態の持続可能性を判断するには幾つかのマクロ経済指標だけではなく、銀行のバランスシート of 健全性、投資効率、不動産や株値のバブル、資本流入の構成等を詳細に把握する必要がある。<sup>14</sup> また、多額の資本が流入し資本移動のスピードが加速化している今日では、

---

銀行部門に大きな負担を強いることなく維持することができた。

<sup>14</sup> IMF の専務理事の Camdessus は 1998 年 6 月にアジア危機の教訓として、マクロ経済指標をモニターするだけでは不十分であり、仮に銀行部門が健全であったとしても短期的借入れが持続できないほど増大した場合に投機的攻撃の対象となりうることを指摘した。

固定相場制を維持することが極めて難しくなっている。政府はこうした状態に対応するために、実質為替レートの上昇を抑制するような不胎化政策等を実行できる環境（債券市場の発達や支払制度のスピード化等）を整備したり、変動相場制を含む柔軟なマクロ経済政策を実施することができるようにしておく必要がある。

この論文の第2部では IMF が用いている国際収支のマネタリーアプローチとプログラムの変遷、並びに IMF の融資条件となるコンディショナリティとその変化に焦点を当てる。また、インドネシア、韓国、タイのマクロ経済プログラムについて考察してみたい。更に資本の自由化に関わる問題を扱う予定である。

#### 参考文献

アジア経済研究所、「97年アジア通貨危機」アジ研トピックリポート 1998.1.

Calvo, Guillermo A, Leonardo Leiderman, and Carmen Reinhart, "The Capital Inflows Problem: Concepts and Issues," IMF PPAA/93/10, July 1993

Calvo, Guillermo A, Leonardo Leiderman, and Carmen Reinhart, "Capital Inflows to Latin America with reference to the Asian Experience," In *Capital Controls Exchange Rates and Monetary Policy in the World Economy*, Ed. By Sebastian Edwards, Cambridge University Press, 1995, pp. 339-382.

Capiro, Gerard, Izak Atiyas, and James Hanson, 1996, *Financial Reform*, Cambridge University Press.

Claessen, Stijn and Thomas Glaessner, "Are Financial Sector Weakness Undermining the East Asian Miracle?" *Directions in Development*, World Bank 1997.

Corsetti, Giancarlo, Paolo Pesenti, Nouriel Roubini, "What caused the Asian Currency and Financial Crisis," draft, March 1998.

Dornbusch, Rudi, "Capital Controls: an Idea Whose Time is Gone," mimeo, March 1998.

Edwards, Sebastian, "Bad Luck or Bad Policies? An Economic Analysis of the

Crisis," Chapter 4, pp.95–124, in *Anatomy of an Emerging–Market Crash : Mexico 1994*, ed. By Sebastian Edwards and Moises Naim, Brookings Institution Press, 1997

Edward, Sebastian, *Crisis and Reform in Latin America : From Despair to Hope*, Oxford University Press, 1995.

Eichengreen, Barry, Andrew K. Rose, and Charles Wyplosz, "Exchange Market Mayhem: the Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks," *Economic Policy*, Vol. 21, pp.251–312, October 1995.

———, "Contagious Currency Crises," NBER Working Papers Series No. 5681, 1996.

Frankel Jeffrey A., "Sterilization of Money Inflows: Difficult (Calvo) or Easy (Reisen) ?," IMF Working Paper Series WP/94/159, 1994.

Goldstein, Morris, *The Asian Financial Crisis: Causes, Cures, and Systemic Implications*, Institute for International Economics, June 1998.

Hardy, Daniel C. and Ceyla Pazarbasioglu, "Leading Indicators of Banking Crises: Was Asia Different?," IMF Working Paper, WP/98/91, June 1998.

Johnston, Barry R., "Sequencing Capital Account Liberalization and Financial Sector Reform," IMF Paper on Policy Analysis and Assessment, PPAA/98/8, July 1998.

J P Morgan, *Asian Financial Markets : Second Quarter 1998*, April 24, 1998.

Khan, Mohsin S. And Carmen M. Reinhart, *Capital Flows in the APEC Region*, IMF Occasional Paper 122, March 1995.

Kim, Jong–Il and Lawrence J. Lau, "The Sources of Economic Growth of the East Asian Newly Industrialized Countries," *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 8, pp. 235–271.

Kimansky, Graciela, Saul Lizondo, and Carmen M. Reinhart, "Leading Indicators of Currency Crises," IMF WP 97/9.



Krugman, Paul R., "A Model of Balance-of-Payments Crises," *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 11, No.3, August 1979, pp.311-325.

———, "The Myth of Asia's Miracle," *Foreign Affairs*, Vol. 73, pp. 62–78, November–December.

———, "Are Currency Crises Self-Fulfilling?" *NBER Macroeconomics Annual 1996*, pp. 345–407.

IMF, *World Economic and Financial Surveys, International Capital Markets Developments, Prospects, and Policy Issues*, August 1995 .

———, *World Economic Outlook : Interim Assessment*, December 1997.

———, "The IMF's Response to the Asian Crisis," April 1998.

———, *World Economic Outlook*, May 1995.

Lipsky, Brainard, and Parker, *Emerging Markets after Thailand*, Chase Research, October 1997.

Montiel, Peter J, "Exchange Rate Policy and Macroeconomic Management in ASEAN Countries," pp.253–298, in *Macroeconomic Issues Facing ASEAN Countries*, ed. By John Hicklin, David Robinson, Anoop Singh, IMF, 1997.

Obstfeld, Maurice, "The Logic of Currency Crises," *NBER Working Paper Series No. 4640*, 1994.

———, "International Currency Experience: New Lessons and Lessons Relearned," *Brookings Papers on Economic Activity*, 1:1995, pp. 119-195.

———, "Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features," *NBER Working Paper Series No. 5285*, October 1995.

Ostry, Jonathan D., "Are Current Account Imbalances in ASEAN Countries a

Problem ?” pp. 29–58, in *Macroeconomic Issues Facing ASEAN Countries*, ed. By John Hicklin, David Robinson, Anoop Singh, IMF, 1997.

Quirk, Peter J. And Owen Evans, Capital Account Convertibility: Review of Experience and Implications for IMF Policies, IMF Working Paper 131, October 1995.

Radelet, Steven, and Jeffrey Sachs, “The Onset of the East Asian Financial Crisis,” presented at NBER Currency Crisis Conference, January 1998.

Sacks, Jeffery D., Aaron Tornell, and Andres Velasco, “Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995,” *Brookings Papers on Economic Activity*, 1:1996, pp. 147-213.

Sarel, Michael, “Growth in East Asia : What We Can and What We Cannot Infer From It,” IMF Working Paper WP/95/98, September 1995.

Schadler, Susan, Maria Carkovic, Adam Bennett, and Robert Khan, Recent Experiences with Surges in Capital Inflows, IMF Occasional Paper 108, December 1993.

Young, Alwyn, “Tyranny of Nummbers: Confronting the Statistical Realities of the East Asian Growth Experience,” NBER Working Paper No. 4680, March 1994.

表1: 実質為替レート  
(1990=100)

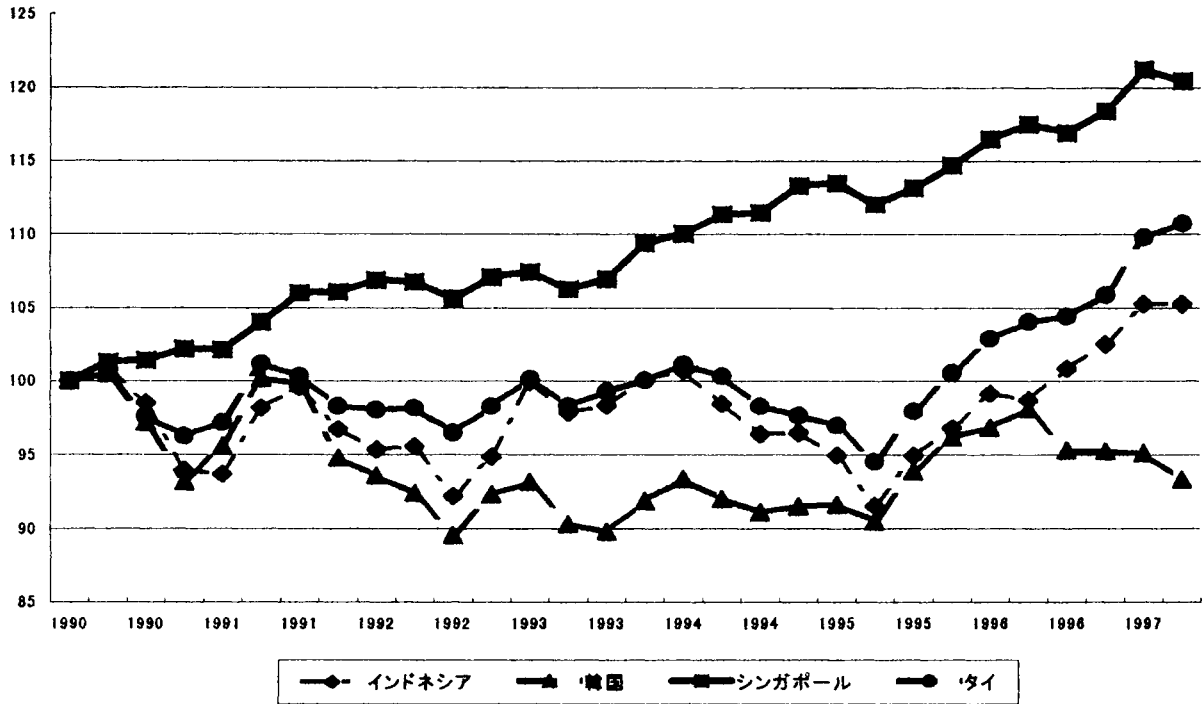
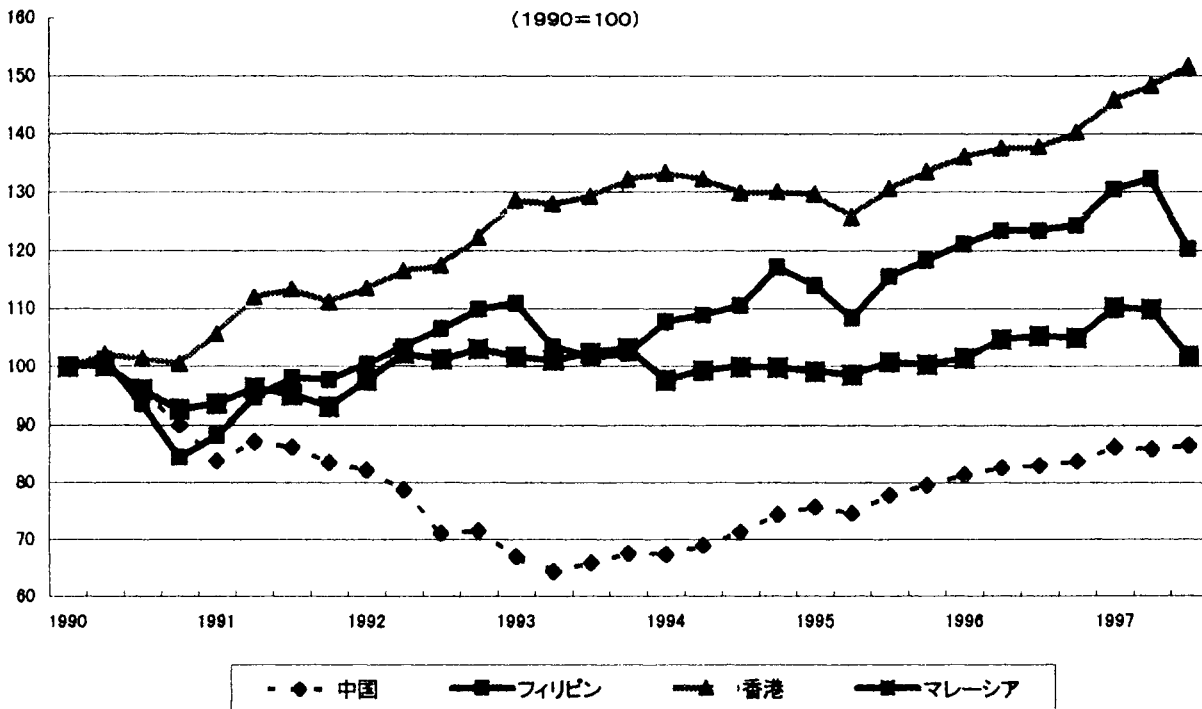
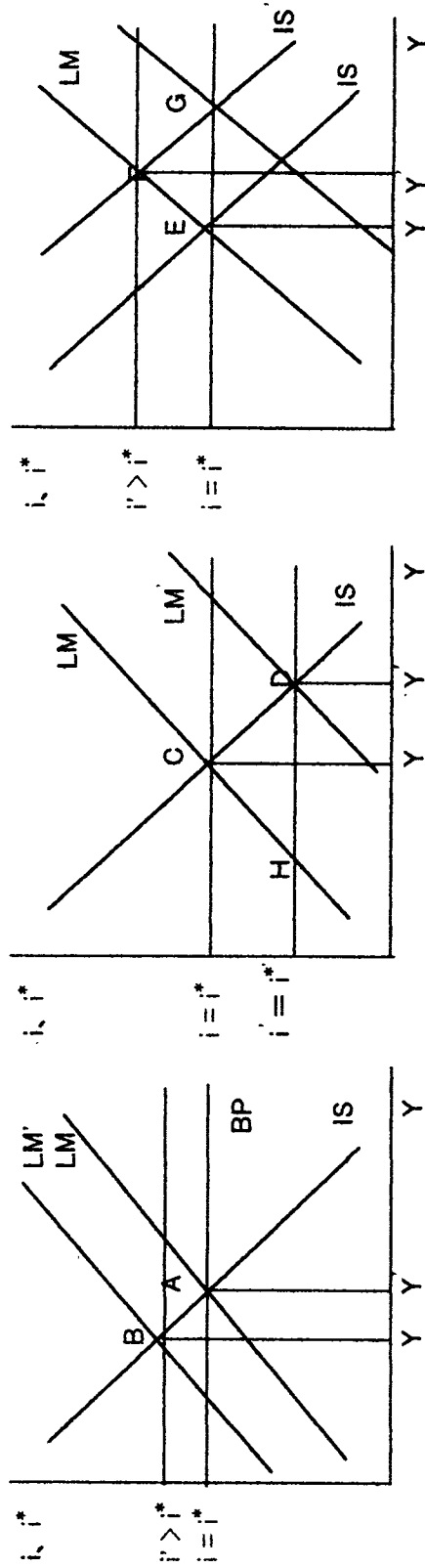


表2: 実質為替レート  
(1990=100)



出所: IMF、IFS データベース。

図1. 資本流入の様々な要因



ケース1. 価格の安定化による貨幣需要の増加に誘発された資本流入

ケース2. 世界金利の低下に誘発された資本流入

ケース3. 貿易の自由化や生産性の増加による輸出の拡大に誘発された資本流入

表1: 実質GDP成長率

(単位: パーセント)

	1980-84	1985-89	1990-94	1995-96	1997	1998	1999	2000
<b>東アジア諸国</b>								
インドネシア	5.0	5.6	8.0	8.1	5.0	-5.0	2.0	5.0
韓国	6.3	9.5	7.6	8.0	5.5	-0.8	4.1	5.8
シンガポール	8.6	6.2	8.7	7.8	7.8	3.5	5.0	6.5
タイ	5.7	9.0	9.0	7.2	-0.4	-3.1	2.0	4.5
台湾	7.2	9.1	6.5	5.8	6.9	5.0	5.2	5.5
中国	9.3	9.9	10.7	10.1	8.8	7.0	7.5	8.0
フィリピン	1.3	2.7	1.9	5.2	5.1	2.5	4.5	5.0
香港	7.8	6.9	5.3	4.4	5.3	3.0	4.3	4.8
マレーシア	6.9	4.8	8.7	9.0	7.8	2.5	4.0	5.0
<b>中南米諸国</b>								
アルゼンチン	-0.5	-1.2	6.8	-0.2	8.4	5.5	5.0	5.0
ブラジル	1.5	4.4	1.4	3.5	3.0	1.0	3.0	3.5
チリ	0.7	6.6	6.4	7.9	6.6	6.0	6.0	6.5
メキシコ	3.9	1.3	3.9	-0.5	7.0	4.8	5.5	6.0
ベネズエラ	-1.2	1.5	4.0	1.6	5.1	3.3	3.9	4.2
<b>旧社会主義諸国</b>								
アルバニア	2.1	3.0	-5.2	9.0	-7.0	10.0	7.0	7.5
ウクライナ	3.7	3.3	-13.7	-11.1	-3.2	0.0	3.0	5.2
エストニア	3.7	3.3	-8.4	4.2	10.9	6.0	6.0	6.0
ハンガリー	1.9	1.2	-3.2	1.4	4.0	4.8	4.8	5.0
ブルガリア	4.6	2.7	-5.6	-4.4	-7.4	4.0	3.0	4.0
チェック共和国	1.9	3.0	-2.5	5.0	1.2	2.2	3.5	4.0
スロバク共和国	1.9	3.1	-4.4	6.9	5.7	4.0	4.0	4.5
スロベニア	1.0	0.4	-2.7	3.6	3.7	4.2	4.5	5.0
ポーランド	-1.9	3.1	-1.4	6.6	6.9	5.7	5.3	5.6
ロシア	3.7	3.3	-8.6	-3.4	0.4	1.0	1.9	5.1
東アジア9ヶ国	6.4	7.1	7.4	7.3	5.8	1.6	4.3	5.6
旧社会主義10ヶ国	2.2	2.7	-5.5	2.0	1.8	4.2	4.3	5.1
中南米5ヶ国	0.9	2.5	4.5	2.5	6.0	4.1	4.7	5.0
日本	3.1	4.5	2.2	2.7	0.9	0.0	1.3	3.9
G7諸国	1.8	3.5	1.8	2.3	2.9	2.4	2.4	2.4

出所: IMF、World Economic Outlook Data Base.

表2: 消費者ベースのインフレ率

(単位: パーセント)

	1980-84	1985-89	1990-94	1995-96	1997	1998	1999	2000
<b>東アジア諸国</b>								
インドネシア	12.5	6.9	8.6	8.7	6.6	44.3	27.0	8.0
韓国	12.6	4.2	7.0	4.7	4.5	10.5	4.3	4.0
シンガポール	4.9	0.7	2.9	1.6	2.0	2.5	2.1	2.1
タイ	8.5	3.2	4.8	5.8	5.6	11.6	7.4	4.5
台湾	7.9	1.4	3.8	3.4	1.1	4.0	2.0	2.0
中国	2.9	11.7	9.0	10.4	1.5	2.0	2.0	2.0
フィリピン	20.2	9.5	11.4	8.3	5.1	8.0	6.5	5.0
香港	11.5	5.9	7.8	7.0	6.5	4.5	4.5	4.5
マレーシア	6.0	1.3	3.5	3.5	2.7	7.5	5.7	3.9
<b>中南米諸国</b>								
アルゼンチン	267.7	863.4	505.2	1.8	0.8	0.3	1.4	1.6
ブラジル	136.0	519.4	1,684.8	37.6	6.0	3.3	3.0	3.0
チリ	22.4	20.4	17.5	7.8	6.2	5.1	4.3	3.7
メキシコ	56.2	82.0	16.3	34.7	20.6	13.4	10.8	8.5
ベネズエラ	13.1	33.0	41.0	79.9	50.0	33.1	19.7	11.8
<b>旧社会主義諸国</b>								
アルバニア	..	..	73.7	10.2	32.1	21.5	7.8	5.9
ウクライナ	1.9	1.4	1,386.3	228.3	15.9	12.8	9.7	7.2
エストニア	1.0	1.4	286.7	26.0	11.3	10.1	8.1	6.0
ハンガリー	7.2	10.7	25.5	25.9	18.3	13.5	10.0	8.0
ブルガリア	1.7	3.4	121.6	92.5	1,089.4	34.7	11.2	7.3
チェック共和国	2.1	0.9	21.6	8.9	8.4	11.0	7.5	6.0
スロバク共和国	2.1	0.9	23.5	7.8	6.2	5.4	5.0	4.7
スロベニア	39.4	343.4	191.0	11.1	9.1	7.6	5.2	3.5
ポーランド	33.7	73.9	153.3	23.9	15.0	11.0	8.3	6.0
ロシア	3.7	1.4	529.8	118.9	14.7	8.1	5.0	5.0
東アジア8ヶ国	9.7	5.0	6.5	5.9	3.9	10.5	6.8	4.0
旧社会主義10ヶ国	8.6	39.8	257.8	51.1	111.5	12.9	7.6	6.0
中南米5ヶ国	99.1	303.6	453.0	32.3	16.7	11.0	7.8	5.7
日本	3.9	1.1	2.0	0.0	1.7	0.9	0.4	0.4
G7諸国	8.8	3.6	3.6	2.3	2.0	2.1	2.0	2.0

出所: IMF, World Economic Outlook Data Base.

表3: GDPに占める固定資本形成の比率

(単位:パーセント)

	1980-84	1985-89	1990-94	1995-96	1997	1998	1999	2000
<b>東アジア諸国</b>								
インドネシア	22.4	24.7	27.0	28.3	25.8	29.9	23.9	26.2
韓国	29.4	29.5	36.8	36.7	37.1	29.6	31.1	31.9
シンガポール	44.8	34.6	33.8	35.0	37.0	37.9	38.6	38.1
タイ	24.1	29.2	40.1	41.1	35.6	31.0	31.7	35.1
台湾	25.7	19.8	22.9	21.9	20.5	21.0	21.3	21.6
中国	25.4	29.5	31.5	34.4	34.0	33.7	33.5	34.0
フィリピン	27.4	18.1	22.5	22.7	24.5	23.6	24.5	26.0
香港	28.7	23.6	27.5	30.9	32.0	31.3	31.1	31.4
マレーシア	34.1	26.5	36.7	42.6	42.4	38.9	38.7	40.0
<b>中南米諸国</b>								
アルゼンチン	22.1	18.2	16.3	17.9	20.1	21.3	22.1	22.8
ブラジル	20.5	21.3	19.6	19.3	20.2	20.5	21.2	21.6
チリ	14.4	19.3	23.3	23.9	24.3	24.8	24.8	24.4
メキシコ	22.1	18.6	18.8	16.8	19.3	19.7	20.5	20.6
ベネズエラ	21.5	19.7	17.7	15.4	16.9	19.3	21.1	23.4
<b>旧社会主義諸国</b>								
アルバニア	32.7	31.2	13.1	14.9	15.1	15.4	15.5	15.6
ウクライナ	20.0	24.8	26.9	22.1	18.3	21.2	22.8	22.8
エストニア	22.0	22.0	23.3	24.5	27.0	26.7	26.4	25.0
ハンガリー	28.9	26.9	21.2	20.8	23.0	24.4	25.4	26.4
ブルガリア	27.1	26.6	16.5	12.9	11.7	14.6	16.9	17.6
チェック共和国	26.7	26.3	26.7	32.8	30.2	29.9	30.0	30.2
スロバク共和国	34.0	33.6	31.7	32.9	35.0	32.8	32.0	31.0
スロベニア	21.8	20.9	19.3	21.6	23.2	23.9	24.8	26.0
ポーランド	19.9	21.6	17.9	17.9	20.6	21.3	22.2	22.8
ロシア	30.9	31.5	26.1	22.9	18.9	18.9	19.4	19.6
東アジア9ヶ国	29.1	26.2	31.0	32.6	32.1	30.8	30.5	31.6
旧社会主義10ヶ国	26.3	26.5	22.5	22.7	22.8	23.7	24.6	25.1
中南米5ヶ国	20.1	19.4	19.2	18.6	20.1	21.1	21.9	22.6
日本	29.5	28.7	30.4	29.1	28.3	27.8	27.1	27.0
G7諸国	21.8	21.0	20.3	19.3	19.2	19.5	19.6	19.7
<b>(民間部門の固定資本形成の比率)</b>								
インドネシア	..	..	..	..	..	..	..	..
韓国	85.1	86.8	86.4	85.9	85.0	85.0	85.0	85.0
シンガポール	72.2	68.2	79.7	81.8	80.7	80.7	80.7	80.7
タイ	65.2	77.4	81.0	76.7	67.6	63.2	66.8	69.9
台湾	51.6	59.0	50.4	54.2	54.3	55.3	55.4	55.4
中国	..	..	..	..	..	..	..	..
フィリピン	..	84.2	77.4	66.5	74.6	65.6	56.6	48.7
香港	81.5	87.0	87.7	83.9	88.3	88.2	88.3	88.5
マレーシア	46.6	58.9	63.9	71.9	72.9	73.5	73.8	73.0

出所: IMF、World Economic Outlook Data Base.

表4: GDPに占める租国民貯蓄の比率

(単位: パーセント)

	1980-84	1985-89	1990-94	1995-96	1997	1998	1999	2000
<b>東アジア諸国</b>								
インドネシア	21.6	24.7	29.0	28.9	27.1	34.8	27.8	29.3
韓国	25.4	34.7	35.4	34.2	34.8	34.2	35.1	35.1
シンガポール	39.8	40.6	46.2	50.8	52.5	52.5	53.4	53.4
タイ	19.2	27.9	34.3	33.6	32.9	32.8	34.0	35.0
台湾	31.1	35.7	28.3	28.0	27.9	28.1	28.1	28.1
中国	34.3	35.1	39.5	40.6	40.4	39.3	38.7	37.7
フィリピン	19.9	17.5	18.8	18.7	19.6	20.9	22.2	23.9
香港	31.7	35.0	34.2	30.5	30.8	31.4	31.9	32.2
マレーシア	31.6	28.6	30.9	35.1	38.0	38.4	36.8	37.4
<b>中南米諸国</b>								
アルゼンチン	20.0	17.6	15.5	16.1	16.3	17.0	17.7	18.4
ブラジル	16.2	21.4	19.3	16.4	16.1	17.2	17.7	18.2
チリ	5.4	16.9	24.9	25.6	23.8	22.9	22.8	23.2
メキシコ	24.6	21.4	17.1	19.8	21.9	20.4	20.3	20.5
ベネズエラ	25.3	21.0	19.6	25.4	23.9	21.9	21.9	22.6
<b>旧社会主義諸国</b>								
アルバニア	31.7	28.6	-12.4	4.8	5.6	6.6	7.5	8.3
ウクライナ	25.8	25.3	26.0	21.9	16.3	19.5	20.5	21.0
エストニア	28.0	28.0	26.7	17.8	17.1	17.5	19.0	19.2
ハンガリー	25.9	26.8	18.2	20.6	25.3	26.2	27.2	27.7
ブルガリア	36.2	30.6	12.4	12.2	13.3	13.8	13.9	15.1
チェック共和国	32.2	31.1	28.7	27.2	23.9	25.5	26.4	27.1
スロバク共和国	37.5	36.5	31.7	29.3	26.6	24.6	28.1	28.4
スロベニア	..	..	14.0	23.1	23.5	24.1	25.3	26.8
ポーランド	26.6	29.1	19.9	20.4	19.0	18.7	18.8	19.9
ロシア	36.0	35.5	32.5	28.2	21.1	20.2	20.7	20.8
東アジア9ヶ国	28.3	31.1	33.0	33.4	33.8	34.7	34.2	34.7
旧社会主義10ヶ国	28.2	27.4	20.4	21.0	19.8	20.6	22.0	23.0
中南米5ヶ国	18.3	19.7	19.3	20.7	20.4	19.9	20.1	20.6
日本	30.8	32.5	33.1	31.0	30.8	30.8	30.3	30.3
G7諸国	21.9	21.7	19.8	20.3	20.7	20.7	20.9	21.1
<b>(民間部門の租国民貯蓄率)</b>								
インドネシア	..	78.7	72.6	76.1	76.4	81.7	76.4	72.8
韓国	77.2	80.4	76.4	72.6	75.0	75.0	75.0	75.0
シンガポール	59.9	72.0	72.5	73.2	75.8	77.4	79.9	82.2
タイ	77.3	78.0	65.7	61.5	67.5	70.1	70.1	68.2
台湾	87.9	91.3	83.2	91.2	96.3	90.5	90.3	90.1
中国	83.7	87.7	96.2	98.7	98.5	97.5	97.2	96.5
フィリピン	108.9	102.5	87.4	80.9	91.5	78.5	70.0	65.8
香港	80.3	87.0	87.3	86.4	86.4	87.1	87.7	87.9
マレーシア	60.5	68.6	44.0	56.0	55.2	56.9	59.0	57.8

出所: IMF, World Economic Outlook Data Base.



表5: GDPに占める中央政府の財政収支の比率

(単位: パーセント)

	1980-84	1985-89	1990-94	1995-96	1997	1998	2000	2001
<b>東アジア諸国</b>								
インドネシア	-0.4	-1.7	-0.1	1.0	0.9	-1.0	1.6	2.9
韓国	-2.5	0.1	-0.4	0.3	-0.4	-1.5	-0.4	0.0
シンガポール	2.9	5.2	12.2	10.6	10.3	9.6	5.7	5.6
タイ	-4.4	-0.2	3.0	2.0	-1.1	-1.4	-0.7	0.3
台湾	-0.6	0.4	-1.3	-0.5	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4
中国	-1.8	-1.8	-2.0	-1.6	-1.5	-1.2	-1.0	-0.9
フィリピン	-2.8	-3.2	-2.0	-0.9	-1.0	-1.0	-0.2	0.3
香港	1.2	2.4	2.0	0.9	3.8	2.0	1.3	0.7
マレーシア	-8.3	-5.8	-0.7	1.2	2.6	0.5	0.7	1.0
<b>中南米諸国</b>								
アルゼンチン	-6.7	-5.3	-0.4	-1.7	-1.1	-1.3	-1.0	-0.7
ブラジル		-3.0	-0.2	-2.5	-2.4	-2.9	-1.0	-0.5
チリ	-0.1	1.0	2.7	3.4	3.0	1.9	2.2	2.1
メキシコ	-6.1	-9.7	-0.3	-1.3	-1.9	-1.8	-1.3	-0.8
ベネズエラ	-1.3	-3.7	-3.2	-1.8	1.6	-1.6	-2.3	-2.3
<b>旧社会主義諸国</b>								
アルバニア	-2.8	-2.7	-16.7	-8.7	-11.7	-6.8	-5.4	-4.3
ウクライナ	-4.7	-4.7	-13.2	-3.3	-6.3	-3.8	-2.2	-2.3
エストニア	-3.1	-3.1	-1.0	-0.8	2.3	2.2	1.9	1.9
ハンガリー	-0.8	-1.7	-4.7	-1.9	-1.6	-1.8	-1.4	-1.0
ブルガリア								
チェック共和国	4.4	2.5	1.0	0.2	-1.0	0.0	-0.3	0.2
スロバク共和国	-8.1	-10.3	-8.9	-1.0	-2.5	-1.3	-0.9	-0.9
スロベニア			1.5	3.8	4.0	3.8	3.5	3.5
ポーランド	-3.4	-1.9	-3.4	-3.0	-2.0	-1.5	0.0	0.0
ロシア	-2.1	-2.2	-9.3	-7.3	-6.8	-5.2	-3.8	-2.5
<b>東アジア9ヶ国</b>								
旧社会主義10ヶ国	-3.5	-4.1	-0.3	-0.8	-0.2	-1.2	-0.7	-0.4
中南米5ヶ国	-2.6	-3.0	-6.1	-2.4	-2.8	-1.6	-1.0	-0.6
日本	-5.0	-2.3	-1.7	-4.1	-3.7	-3.6	-3.2	-2.9
G7諸国	-4.7	-3.7	-4.1	-3.7	-1.9	-1.5	-1.3	-1.0

出所: IMF, World Economic Outlook Data Base.

表6: GDPに占める経常収支の割合

(単位: パーセント)

	1980-84	1985-89	1990-94	1995-96	1997	1998	1999	2000
<b>東アジア諸国</b>								
インドネシア	-2.5	-2.9	-2.3	-3.3	-2.6	1.9	0.5	-0.5
韓国	-4.3	4.1	-1.3	-3.4	-1.9	7.3	4.9	3.9
シンガポール	-7.9	3.6	10.9	16.3	15.2	14.3	14.4	14.8
タイ	-5.7	-2.0	-6.4	-7.9	-2.2	3.9	2.2	-0.6
台湾	4.7	14.0	4.7	3.1	2.3	2.5	2.7	2.7
中国	1.0	-1.8	1.4	0.6	2.4	2.1	1.9	1.4
フィリピン	-4.5	0.8	-4.0	-4.5	-5.4	-3.2	-2.9	-2.7
香港	-0.1	10.1	6.1	-2.6	-1.5	-0.4	0.4	0.4
マレーシア	-8.2	2.4	-5.5	-7.4	-4.8	-0.5	-1.9	-2.6
<b>中南米諸国</b>								
アルゼンチン	-2.5	-1.5	-1.3	-1.7	-3.8	-4.3	-4.4	-4.4
ブラジル	-3.8	-0.2	0.0	-2.9	-4.2	-3.3	-3.5	-3.4
チリ	-8.8	-4.5	-1.8	-1.9	-4.0	-5.1	-5.0	-4.4
メキシコ	-1.9	-0.3	-5.4	-0.7	-1.8	-2.5	-2.6	-3.1
ベネズエラ	4.5	-0.7	3.2	7.6	6.2	1.3	1.1	0.5
<b>旧社会主義諸国</b>								
アルバニア	-1.8	-1.5	-17.4	-8.4	-12.1	-14.7	-12.8	-9.6
ウクライナ	0.8	0.5	-3.4	-3.4	-2.8	-3.6	-3.9	-3.6
エストニア	23.3	16.3	11.3	-7.4	-12.2	-9.2	-7.8	-6.6
ハンガリー	-2.9	-2.6	-3.5	-4.7	-2.2	-3.1	-3.5	-3.8
ブルガリア	2.3	-2.1	-6.7	0.3	1.8	-0.8	-3.0	-2.5
チェック共和国	0.7	1.1	0.3	-5.2	-6.3	-4.3	-3.6	-3.1
スロバク共和国	0.4	0.6	-0.1	-4.4	-8.4	-8.0	-4.5	-3.9
スロベニア	0.1	1.6	2.9	0.0	0.0	-0.3	-0.5	-0.6
ポーランド	-8.6	-5.6	0.8	1.2	-3.2	-4.8	-5.4	-4.8
ロシア	1.7	0.9	0.8	0.9	-0.3	-1.2	-1.4	-1.5
東アジア9ヶ国	-3.1	3.1	0.4	-1.0	0.2	3.1	2.5	1.9
旧社会主義10ヶ国	1.6	1.0	-1.3	-3.1	-4.5	-4.9	-4.5	-4.0
中南米5ヶ国	-2.5	-1.4	-1.1	0.1	-1.5	-2.8	-2.9	-3.0
日本	0.9	3.3	2.5	1.8	2.2	3.0	2.9	2.9
G7諸国	-0.3	-0.2	-0.7	0.3	0.6	0.2	0.3	0.4

出所: IMF, World Economic Outlook Data Base.

表7: 東アジア地域の全外貨準備額

(単位: 億米ドル)

	1980—84	1985—89	1990—94	1995—96
インドネシア	56(2.5)	63(3.3)	110(3.3)	172(3.5)
韓国	28(1.1)	76(1.7)	180(2.3)	290(2.2)
シンガポール	85(3.3)	160(4.8)	420(5.5)	719(6.7)
タイ	27(2.8)	59(3.6)	220(5.0)	379(6.5)
中国	160(10.4)	210(5.5)	390(6.3)	915(7.9)
フィリピン	20(2.3)	21(2.5)	50(2.9)	94(2.9)
香港	...	...	...	585(3.5)
マレーシア	49(3.4)	75(4.4)	190(4.4)	264(3.5)

出所: World Bank Data Base; IMF World Economic Outlook Data Base.

注: 台湾を除く。括弧内は輸入額の何箇月分に相当するかを表す。

表8: 東アジア諸国への純資本流入の構成 1/

(対GDP比、年平均)

	1980-84	1985-89	1990-94	1995-96	1997	1998	1999	2000
<b>インドネシア</b>								
民間部門	3.3	0.6	4.1	7.2	-0.4	-23.2	1.0	4.4
公共部門	0.9	2.8	0.8	-0.5	4.2	13.3	0.3	-0.4
外貨準備の変化	-0.2	0.5	-1.8	-1.5	0.0	9.1	0.0	-1.8
<b>韓国</b>								
民間部門	2.6	-1.6	2.2	4.5	-1.0	0.6	-0.9	-2.3
公共部門	2.4	-1.0	-0.2	-0.1	2.4	1.8	-3.4	-0.3
外貨準備の変化	0.1	-1.4	-0.6	-0.8	2.6	-7.9	-0.6	-1.4
<b>シンガポール</b>								
民間部門	13.4	1.3	0.1	-7.0	-10.2	-11.8	-9.1	-6.2
公共部門			0.1	-0.9	-0.3	-0.4	-0.3	-0.1
外貨準備の変化	-6.8	-6.6	-14.9	-10.6	-0.6	-2.0	-2.9	-6.1
<b>タイ</b>								
民間部門	4.3	4.0	9.8	9.9	-7.7	-10.4	4.7	7.5
公共部門	1.9	-0.1	0.0	2.2	3.2	3.1	0.9	-2.0
外貨準備の変化	-0.4	-2.7	-3.6	-2.7	7.7	3.5	-7.7	-4.9
<b>台湾</b>								
民間部門	1.5	-0.7	-3.3	-3.1	-3.6	-2.1	-1.7	-1.7
公共部門	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
外貨準備の変化	-5.7	-13.5	-1.2	0.6	1.8	-0.1	-0.6	-0.7
<b>中国</b>								
民間部門	-0.1	1.7	2.4	4.9	3.3	2.5	2.4	2.1
公共部門	0.2	0.4	0.5	0.3	0.1	0.1	0.2	0.2
外貨準備の変化	-1.3	-0.2	-2.5	-3.5	-3.8	-3.3	-4.1	-3.7
<b>フィリピン</b>								
民間部門	1.9	-1.0	2.4	7.1	1.0	3.7	3.3	4.6
公共部門	2.4	2.2	2.2	0.8	1.1	1.0	1.1	0.8
外貨準備の変化	1.1	-0.6	-1.2	-2.8	3.1	-1.1	-1.3	-2.9
<b>マレーシア</b>								
民間部門	8.3	1.1	13.4	7.7	-1.1	0.8	4.5	5.5
公共部門	1.1	-0.4	0.2	-0.1	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3
外貨準備の変化	-0.3	-2.5	-6.4	-0.2	6.1	0.0	-2.4	-2.9

出所: IMF, World Economic Outlook Data Base.

1/ 香港はデータが欠如。

注: 外貨準備額のマイナスの変化は増加を示す。

表9: 東アジア諸国の民間部門への純資本流入の構成 1/

(対GDP比、年平均)

	1980-84	1985-89	1990-94	1995-96	1997	1998	1999	2000
<b>インドネシア</b>								
純直接投資	0.2	0.5	1.2	2.5	1.4	1.0	1.4	2.2
純ポートフォリオ投資	0.2	0.1	0.3	0.8	-1.0	-8.0	-0.4	0.1
その他	2.9	0.0	2.6	3.9	-0.8	-16.2	0.0	2.1
<b>韓国</b>								
純直接投資	0.0	0.3	-0.2	-0.4	-0.4	0.2	0.2	0.2
純ポートフォリオ投資	0.2	0.2	1.7	2.5	3.3	1.8	2.0	2.8
その他	2.4	-2.1	0.7	2.4	-3.9	-1.4	-3.1	-5.3
<b>シンガポール</b>								
純直接投資	8.6	8.9	6.4	3.4	6.3	4.2	2.4	3.0
純ポートフォリオ投資	-0.3	-0.8	-4.8	-11.3	-17.1	-15.8	-13.2	-12.7
その他	5.1	-6.8	-1.5	0.9	0.6	-0.2	1.7	3.5
<b>タイ</b>								
純直接投資	0.7	1.1	1.5	0.8	1.5	2.5	2.6	2.6
純ポートフォリオ投資	0.2	1.2	1.5	2.2	2.4	1.2	1.9	1.7
その他	3.4	1.7	6.8	6.9	-11.6	-14.1	0.2	3.2
<b>台湾</b>								
純直接投資	0.2	-1.1	-0.9	-0.6	-0.6	-0.5	-0.4	-0.4
純ポートフォリオ投資	0.1	-0.5	0.1	-0.1	-1.7	-0.5	-0.4	-0.4
その他	1.2	0.9	-2.5	-2.4	-1.3	-1.1	-0.9	-0.9
<b>中国</b>								
純直接投資	0.2	0.6	2.9	4.7	4.0	2.6	2.3	2.1
純ポートフォリオ投資	-0.2	0.4	0.3	0.2	-0.2	0.1	0.1	0.1
その他	-0.1	0.7	-0.8	0.0	-0.5	-0.2	0.0	-0.1
<b>フィリピン</b>								
純直接投資	0.1	1.2	1.4	1.7	1.4	1.7	1.8	1.9
純ポートフォリオ投資	0.0	0.2	0.1	0.1	-5.6	-1.7	-1.0	0.2
その他	1.8	-2.4	0.9	5.3	5.2	3.7	2.5	2.5
<b>マレーシア</b>								
純直接投資	4.1	2.4	7.2	4.9	5.0	3.0	3.5	4.3
純ポートフォリオ投資	...	...	3.7	-1.5	-6.7	...	...	...
その他	4.2	-1.3	2.5	4.3	0.6	-2.2	1.0	1.2

出所: IMF, World Economic Outlook Data Base.

1/ 香港はデータが欠如。

表10: 新興市場諸国に対する純資本流入の構成

(対GDP比、年平均)

	1980-84	1985-89	1990-94	1995-96	1997	1998	1999	2000
<b>発展途上諸国</b>								
民間部門	0.7	0.9	3.0	3.6	2.7	1.8	2.8	3.0
直接投資	0.4	0.5	1.1	1.9	2.1	1.8	1.7	1.6
ポートフォリオ投資	0.1	0.2	1.5	0.6	0.7	0.4	0.5	0.6
その他	0.2	0.2	0.4	1.1	-0.1	-0.4	0.6	0.8
政府部門	1.2	1.0	0.5	0.3	0.3	0.5	0.1	0.0
<b>アジア地域</b>								
民間部門	1.1	1.5	3.1	4.8	1.7	0.1	2.3	2.6
直接投資	0.3	0.5	1.8	2.7	2.4	1.8	1.7	1.7
ポートフォリオ投資	0.0	0.2	0.4	0.5	-0.1	-0.3	0.2	0.3
その他	0.8	0.8	0.9	1.6	-0.6	-1.4	0.4	0.6
政府部門	1.1	0.9	0.7	0.3	0.8	1.1	0.3	0.1
<b>アフリカ地域</b>								
民間部門	1.5	1.1	0.7	1.9	1.6	1.4	2.5	2.6
直接投資	0.2	0.3	0.6	1.0	1.4	1.1	1.5	1.5
ポートフォリオ投資	-0.1	-0.3	-0.1	0.1	0.5	0.3	0.4	0.5
その他	1.4	1.1	0.2	0.8	-0.3	0.0	0.6	0.6
政府部門	1.7	1.5	2.0	1.2	1.6	0.8	1.1	0.9
<b>中東・ヨーロッパ地域</b>								
民間部門	-2.7	0.7	4.8	2.6	2.2	2.5	2.0	2.2
直接投資	0.0	0.2	0.4	0.7	0.7	0.6	0.7	0.8
ポートフォリオ投資	0.3	0.9	2.5	1.2	0.9	0.7	0.6	0.7
その他	-3.0	-0.4	1.9	0.7	0.6	1.2	0.7	0.7
政府部門	1.2	0.9	-0.1	-0.8	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1
<b>中南米地域</b>								
民間部門	-0.4	-0.3	3.6	2.2	4.5	3.4	3.2	3.0
直接投資	0.6	0.7	1.0	1.8	2.5	2.4	2.0	1.8
ポートフォリオ投資	0.2	-0.1	2.7	0.7	1.7	1.1	1.0	1.0
その他	-1.2	-0.9	-0.1	-0.3	0.3	-0.1	0.2	0.2
政府部門	1.2	0.9	0.1	0.3	-0.3	0.1	-0.2	-0.2
<b>旧社会主義地域</b>								
民間部門	-0.2	0.1	2.2	2.2	2.9	2.5	3.3	3.8
直接投資	0.0	0.1	0.7	1.6	1.9	1.8	1.8	1.8
ポートフォリオ投資	0.0	0.0	1.3	0.8	1.1	1.0	1.1	1.0
その他	-0.2	0.0	0.2	-0.2	-0.1	-0.3	0.4	1.0
政府部門	0.2	0.0	-0.2	0.2	0.1	0.3	-0.4	-1.0

出所: IMF, World Economic Outlook Data Base.

表11: 海外の銀行による東アジア地域への貸し付け残高

(単位: 億米ドル)

	米国	日本	EU	合計
インドネシア	53	220	210	555
韓国	94	243	338	1,000
シンガポール	57	588	1,029	1,893
タイ	50	375	192	702
台湾	32	27	127	224
中国	27	178	260	550
フィリピン	39	16	63	133
香港	87	875	862	2,072
マレーシア	23	82	92	222
その他	2	2	10	15
合計	464	2,606	3,183	7,466

出所: IMF、World Economic Outlook、December 1997(データは国際決済銀行より)

注: データは1996年末現在。

表12: 外貨準備額と短期債務残高

	全外貨準備額(10億米ドル)					短期債務残高(10億米ドル)				
	1980-84	1985-89	1990-94	1995-96	1997	1980-84	1985-89	1990-94	1995-96	1997
<b>東アジア諸国</b>										
インドネシア	5.6	6.3	11.0	17.2	18.4	3.9	5.3	6.2	22.8	36.8
韓国	2.8	7.6	18.0	29.0	91.0	..	..	..	53.2	68.4
シンガポール	8.5	16.0	42.0	71.9	82.4	..	..	..	..	..
タイ	2.7	5.9	22.0	37.9	26.3	3.0	4.0	19.3	44.4	31.9
台湾	..	..	..	..	81.0	..	..	..	..	..
中国	16.0	21.0	39.0	91.5	143.4	3.7	9.4	10.6	11.5	10.9
フィリピン	2.0	2.1	5.0	9.4	8.8	9.5	5.1	4.9	7.2	7.8
マレーシア	4.9	7.5	19.0	26.4	21.7	2.1	2.2	4.2	8.3	8.6
<b>中南米諸国</b>										
アルゼンチン	3.2	2.7	10.0	16.4	22.3	11.9	5.8	12.2	9.7	..
ブラジル	6.5	7.6	21.3	54.2	50.1	11.9	12.7	25.4	36.7	..
チリ	2.6	2.9	9.1	14.6	17.4	2.3	2.8	5.3	5.3	..
メキシコ	3.9	7.0	15.6	18.2	28.8	16.8	6.7	25.5	31.3	..
ペネズエラ	8.0	6.5	9.7	9.6	14.9	9.3	9.4	4.7	1.6	..
<b>旧社会主義諸国</b>										
アルバニア	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	..	0.1	0.5	0.6	..
ウクライナ	..	..	0.4	1.5	2.3	..	..	0.1	0.1	..
エストニア	..	..	0.3	0.6	0.8	..	..	..	0.1	..
ハンガリー	1.5	1.8	4.6	10.9	9.0	3.6	3.4	2.4	3.2	..
ブルガリア	0.0	0.5	0.8	1.4	1.5	0.7	1.3	1.7	1.4	..
チェック共和国	..	..	5.1	13.2	10.5	1.8	2.0	2.2	5.5	..
スロバキ共和国	..	..	1.1	3.5	3.3	0.9	1.0	0.7	2.3	..
スロベニア	..	..	0.7	2.1	2.6	..	..	0.1	0.0	..
ポーランド	0.6	1.5	4.5	16.3	21.7	5.0	5.8	0.6	1.5	..
ロシア	6.0	6.5	3.4	13.4	13.8	..	..	15.2	31.3	..

出所: IMF, World Economic Outlook Data Base; World Bank Data Base; J.P. Morgan, 1998.



表13: インドネシア、韓国、タイの対外債務残高

(単位: 億米ドル)

	インドネシア	韓国	タイ
公共部門			
合計	678	110	272
短期	660	110	272
長期	18	0	0
民間部門			
合計	687	1,434	752
短期	333	750	433
長期	350	684	319
銀行部門			
合計	98	942	411
短期	...	504	185
長期	...	438	260
非銀行部門			
合計	589	427	307
短期	...	180	248
長期	...	247	59
合計	1,374	1,544	1,024
対GDP比率(単位: %)	159.1	34.0	63.3
対輸出比率(単位: %)	215.0	87.6	127.4

出所: JP Morgan, 1998.

表14: GDPに占める財の輸出額と貿易収支の比率

(単位: パーセント)

	1980-84	1985-89	1990-94	1995-96	1997	1998	1999	2000
<b>財輸出のGDPに占める割合</b>								
インドネシア	22.2	20.5	23.4	22.7	25.9	47.7	38.8	45.4
韓国	28.3	30.7	24.4	26.7	30.3	51.1	50.8	50.5
シンガポール	45.5	64.3	430.0	656.9	637.9	579.8	567.0	551.8
タイ	4.1	5.6	123.1	136.6	113.9	121.6	124.6	121.0
台湾	63.8	92.9	72.8	64.9	80.5	112.8	116.5	118.9
中国	7.2	10.8	16.6	18.3	19.9	19.8	19.6	19.3
フィリピン	8.4	8.8	13.0	15.0	18.6	21.1	23.6	25.8
香港	73.6	98.1	115.1	120.9	108.6	106.1	104.1	100.7
マレーシア	48.0	55.7	70.9	79.7	79.0	89.0	84.5	84.9
<b>貿易収支のGDPに占める割合</b>								
インドネシア	5.1	3.9	2.5	0.9	2.2	9.4	6.9	6.5
韓国	-3.8	3.6	-0.8	-2.1	-0.6	8.2	6.9	5.7
シンガポール	-42.1	-10.0	-6.7	-1.0	-1.8	-2.1	-2.4	-2.6
タイ	-5.1	-2.2	-8.3	-8.8	-3.2	2.9	0.3	-3.0
台湾	7.8	16.5	6.8	5.8	4.5	4.8	5.1	5.1
中国	0.6	-2.3	1.0	2.5	4.4	3.9	3.3	2.6
フィリピン	-6.0	-2.9	-9.7	-12.8	-13.8	-11.6	-10.7	-10.5
香港	-7.8	0.4	-3.4	-12.6	-12.2	-11.9	-11.9	-12.4
マレーシア	3.3	13.8	4.1	2.1	4.0	8.1	6.8	5.6

出所: IMF, World Economic Outlook Data Base.

---

---

**資本移動と経済・金融危機に関する考察 (1)**

---

発行日 1998年11月30日  
著者 白井 早由里  
発行所 慶應義塾大学 湘南藤沢学会

---

ISBN 4-87762-020-6  
S F C RM98-004



