

# 資本移動と通貨危機\*

沈 徹

## 1. はじめに

国際的な資本流入がなぜ生じるのかについては、経常収支に関する IS バランス論に基づきその発生理由を経常収支の不均衡に求めるのが通例である。つまり、経常収支の黒字や赤字といった実物部門でのマクロ的不均衡のファイナンスという役割を資本流入に求めるのである。これは、①ある国がマクロ的に投資超過である場合、②それをファイナンスするためにこの国に資本が流入すると考えることを意味する（貯蓄超過の場合にはこの国から資本が流出する）。もちろん①と②は同時的に生じることであるから両者間に因果関係はないのであるが、あくまで①を主役として位置付け、②を脇役として位置付けるというのが通例である。

しかし、1997年7月にタイ・バーツが暴落することにより始まったアジアの通貨危機で観察されたのは、資本流入は脇役などではなく、むしろそれが主役としての役割を担い、アジアでの通貨危機をより深刻なものにしたという事実である。

このような事実を踏まえ外国為替等審議会（1998）は、アジアの通貨危機が金融・資本市場のグローバル化や巨額の資本移動を背景として生じ、市場参加者の投資環境に対するパーセプション（評価）の変化が民間の資本流入の急激な逆転をもたらし、あわせて通貨や株価の急落を招いたことに着目

して、アジアの通貨危機を「21世紀型の危機」とした。

本稿の視点も基本的にはこれと同じである。ただし、アジアの通貨危機の発生原因やその後の回復過程については、外国為替等審議会（1998）の他にも、日下部・堀本（1999）、白井（1999）、Krugman（2000）、Woo, et al.（2000）など、すでに包括的な研究が数多く存在する。したがって本稿では、アジアの通貨危機に関するいくつかの経済データを展望し、海外の銀行によるアジア諸国への貸付残高の大幅変動に焦点をあてることで、短期資本の流出入がどれほどの規模で発生していたのかを明らかとするとともに、なぜタイ発の通貨危機が近隣諸国へ伝染し、各国の国内金融危機をも誘発してしまったのかを示していきたい<sup>①</sup>。なお、アジアの通貨危機の影響は広範囲に及んだが、本稿では主に、被害の度合いが相対的に大きかった韓国、タイ、インドネシア、マレーシア、フィリピンの5カ国についてのデータを取り扱う（以下ではこれら5カ国を「アジア5カ国」と呼ぶ）。

以下、2節ではアジアの通貨危機と過去の通貨危機を比較し、アジアの通貨危機が世界全体に大きな影響を与えた危機であったことを示す。3節では海外の銀行によるアジア5カ国に対する貸付残高が通貨危機前に急増し、通貨危機とともに急減した点をデータで確認する。4節では、なぜ銀行貸付残高が通貨危機の前後で大幅に変動したのか、そしてその結果としてなぜ通貨危機と国内金融危機との複合危機が発生したのかを考察する。最後に5節では、結びとして今後の課題を述べる。

## 2. 通貨危機の比較

アジアの通貨危機の特徴を際立たせるために、この節の1)では、アジアの通貨危機の規模をその他の通貨危機との比較において示し、次いで2)では、各通貨危機後に為替レート、CPI上昇率、GDP成長率といった主要な経済変数がどのような影響を受けたのかを概観する。比較対照する過去の通

貨危機は、アジアの通貨危機より前にエマージング・マーケット諸国を襲った2度の通貨危機、すなわち、1982年にメキシコが債務返済のリスケジュールリングを申請したことをきっかけに始まった中南米の累積債務危機と、メキシコ・ペソの暴落によりメキシコならびにアルゼンチンが危機に陥った1994年のいわゆるテキーラ危機である。

### 1) アジアの通貨危機の規模

図1と図2は、エマージング・マーケット諸国を襲った過去の3度の通貨危機（中南米の累積債務危機、テキーラ危機および97年のアジアの通貨危機）で危機に陥った国々のGDPと輸出額を、世界のGDPと世界の輸出額に占める割合として示したものである（すべて危機発生前年の数値である。ただしテキーラ危機についてはその発生が1994年の後半であったため、危機発生前年である1994年の数値を用いている）。図1にあるように、中南米の累積債務危機の時には世界のGDPの10.5%を占める国々が影響を受け、テキーラ危機の時にはそれが2.7%であったから、アジアの通貨危機によって影響を受けた国々のシェア13.0%が一番大きくなっていることがわかる。また図2の世界の輸出に占める割合でも、累積債務危機時には世界の輸出に占めるシェア6.6%の地域が影響を受け、テキーラ危機の時にはそれが1.2%、アジアの通貨危機ではそれが20.1%と、やはりアジアの通貨危機による影響がもっとも大きくなっている。

このことから、アジアの通貨危機は過去の2度の危機に比べると、①その影響がアジア以外の諸国（ロシア、南アフリカ、南米諸国）にまで及んだという意味でまさに世界規模の危機であったこと、②世界の輸出に占めるシェアが大きかったことから明らかなように、先進国を含めた多くの国々の経済活動に大きな影響を与えたことがわかる。

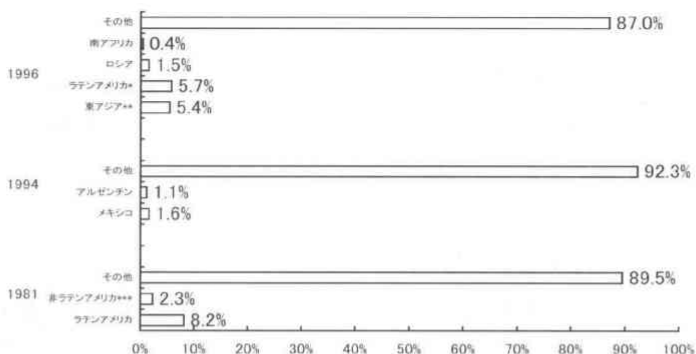


図1 世界のGDPに占める割合

図1, 図2に共通。

(注) \*ラテンアメリカは、アルゼンチン、ボリビア、ブラジル、チリ、エクアドル、メキシコ、ペルー、ウルグアイ、ベネズエラ。

\*\*東アジアは、香港、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、台湾、タイ。

\*\*\*非ラテンアメリカは、コートジボアール、モロッコ、ナイジェリア、ユーゴスラビア。

(資料) IMF (IFS)。

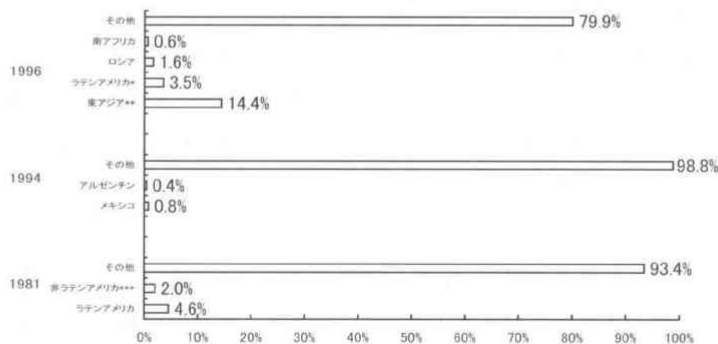


図2 世界の輸出に占める割合

2) 為替レート, CPI 上昇率, GDP 成長率への影響

ここでは, 各々の通貨危機によって, 為替レート, CPI 上昇率, GDP 成長率といった主要経済変数がどのような影響を受けたのかを概観する。

図3と図4は, 通貨危機前後の名目為替レートと実質実効為替レートの動きをプロットしたものである。この2つの図から, 危機発生直後は異なる3つの通貨危機において名目為替レートも実質実効為替レートも同じ程度に減価していることがわかる(また, 大まかな計算であるが, 危機発生後から半年ほどの間に名目為替レートは40%程度減価し, 実質実効為替レートは35%程度減価している)<sup>(2)</sup>。

図5は通貨危機前後のCPI上昇率を示している。CPI上昇率の推移については上記の名目為替レートや実質実効為替レートとは異なり, 危機発生直後から3つの通貨危機間で大きな違いがみられるが, アジアの通貨危機とテ

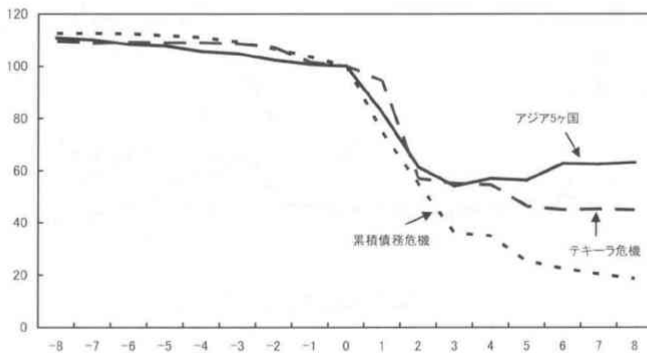


図3 通貨危機前後の為替レート

図3から図5すべてについて。

(注) 横軸の単位は四半期。0は通貨危機発生時の四半期を表わす。累積債務危機は82年のQ1, テキーラ危機は94年のQ3, アジアは97年のQ2がそれぞれ0となっている。横軸のマイナスは危機前の四半期を意味する。図3では危機発生時の為替レート(対米ドルレート)を100, 図4では危機発生時の実質実効為替レートを100としている。アジアについては, 5カ国(韓国, タイ, インドネシア, マレーシア, フィリピン)の値を各国のGDPの規模によりウェイト付けて計算した。

(資料) IMF (IFS) および Kamin (1999)。

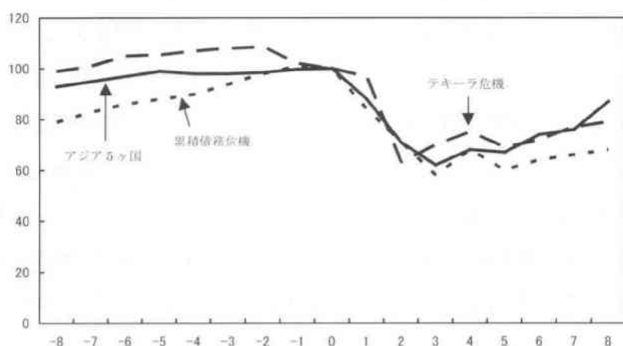


図4 実質実効為替レート

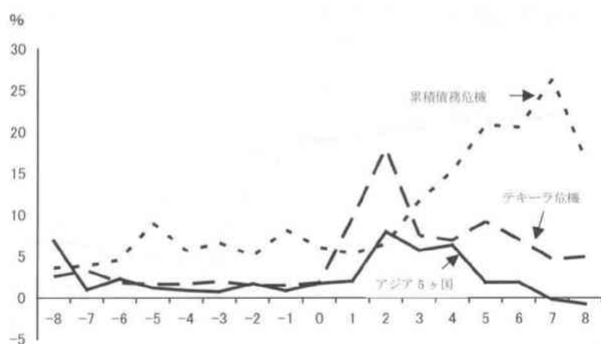


図5 通貨危機前後のCPI上昇率

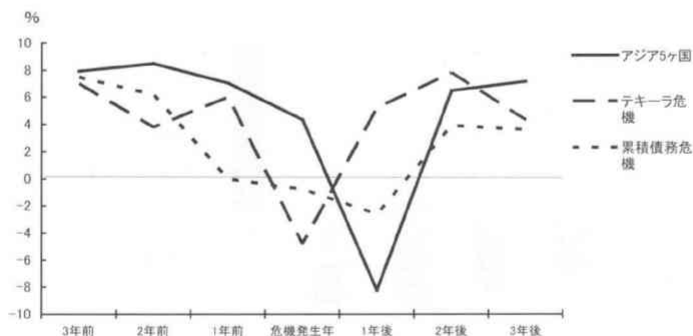
キーラ危機の場合には、危機発生後半年ほどしてCPI上昇率がピークに達しているという共通点がある。また、累積債務危機におけるCPI上昇率はアジアの通貨危機やテキーラ危機の場合よりもかなり大きくなっているが、これは通貨危機が発生する前から、中南米諸国にはインフレ体質が染み付いていたからであろう<sup>(3)</sup>。

エマージング・マーケット諸国を襲った3つの危機では産出量も大きく減

## 資本移動と通貨危機

少した。図6は、危機発生の前後3年についてのGDP成長率を比較したものであるが、これから次のようなことを読み取ることができる。第1に、テキーラ危機とアジアの通貨危機におけるGDP成長率の推移が大まかには似ている（もっとも、アジアの通貨危機でのGDP成長率の落ち込みはより激しかった）こと、第2に、この2つの危機では、当初の急激な落ち込みの後、GDP成長率がV字回復を果たしていること、第3に、アジアの通貨危機ではV字回復の後も順調な回復過程にあることなどである。

以上、3度の危機において為替レート、CPI上昇率、GDP成長率といった主要経済変数がどのような影響を受けたのかを見てきたが、その結果明らかとなるのはテキーラ危機とアジアの通貨危機の共通性である。あるいは、80年代の累積債務危機と、90年代の2つの危機との相違と考えるてもよいかもしれない。その理由を探究することは本稿の範囲を超えるが、90年代に入ってから経済・金融のグローバル化の進展と無関係ではないであろう。次節以降ではこの点を考えていこう。



(注) アジアの危機発生年は1997年、累積債務危機の発生年は1982年である。なお、テキーラ危機の危機発生年は1994年であるが、年の後半であったため、ここではその翌年、1995年を発生年とした。

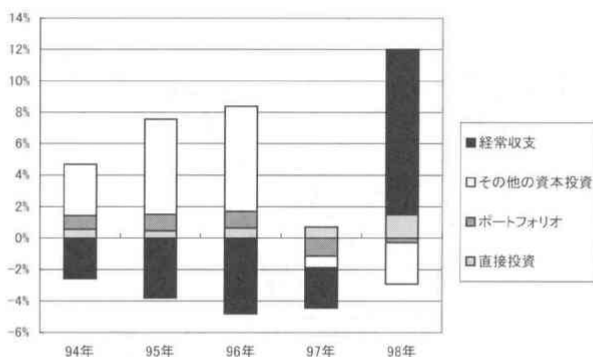
(資料) IMF (IFS)。

図6 GDP成長率

### 3. 銀行貸付残高の大幅変動

この節では、海外の銀行によるアジア5ヵ国への貸付残高が通貨危機前に急増し、通貨危機とともに急減した点をデータで確認していこう。

図7は、アジア5ヵ国の経常収支赤字がどのような形態の資本の流入でファイナンスされていたかを対GDP比で表わしたものである。1994年から1996年にかけては経常収支赤字が拡大しているが、直接投資やポートフォリオ投資によるファイナンスの割合には大きな変化は見られず、もっぱらその他の資本投資（銀行による貸付を含む）によって経常収支赤字のファイナンスが行なわれていたことがわかる。しかも経常収支赤字の拡大幅以上にその他の資本投資によるファイナンスが膨れ上がり、対GDP比で測ったその他の資本投資によるファイナンスは1996年には6.65%もの水準に達していた。この状況が一変したのは1997年である。1996年には6.65%だったものが、1997年には-0.74%となったのである。このような大幅な資本の逆流



(注) 対GDP比。

(資料) IMF (IFS) および IIF (1998)。

図7 アジア5カ国からの急激な資本流出



資本移動と通貨危機

は主として海外の銀行による貸付残高の急減によってもたらされたのだが、より注目すべき点は、通貨危機の直前までは銀行貸付残高は急増し、通貨危機発生後にそれが急減したことである（これは80年代の累積債務危機の際にも観察されたことである）。この点を表1と表2で確認しておこう。

表1と表2は、海外の銀行によるアジア5カ国への貸付残高を、海外の銀行の国別と貸付先（アジア5カ国の銀行、公的部門、非銀行部門）で示したものである。この表から明らかなように、海外の銀行によるアジア5カ国への貸付残高は1995年末には2,100億ドルであったが、翌1996年末には2,610億ドルへとわずか1年で24%も増え、さらに1997年6月末までに2,740億ドルまで増加した。ここで注目したいのは1997年に入ってから

表1 海外の銀行によるアジア5カ国への貸付残高

(10億米ドル)

	残高	国 別 内 訳			
		日本	アメリカ	ドイツ	その他
1995年末					
韓国	77.5	21.5	7.6	7.3	41.1
タイ	62.8	36.9	4.1	5.0	16.8
インドネシア	44.5	21.0	2.8	3.9	16.8
マレーシア	16.8	7.3	1.5	2.2	5.8
フィリピン	8.3	1.0	2.9	0.7	3.7
合計	209.9	87.7	18.9	19.1	84.2
1996年末					
韓国	100.0	24.3	9.4	10.0	56.3
タイ	70.2	37.5	5.0	6.9	20.8
インドネシア	55.5	22.0	5.3	5.5	22.7
マレーシア	22.2	8.2	2.3	3.9	7.8
フィリピン	13.3	1.6	3.9	1.8	6.0
合計	261.2	93.6	25.9	28.1	113.6
1997年6月末					
韓国	103.4	23.7	10.0	10.8	58.9
タイ	69.4	37.7	4.0	7.6	20.1
インドネシア	58.7	23.2	4.6	5.6	25.3
マレーシア	28.8	10.5	2.4	5.7	10.2
フィリピン	14.1	2.1	2.8	2.0	7.2
合計	274.4	97.2	23.8	31.7	121.7

(資料) BIS (1998)。

表2 海外の銀行によるアジア5カ国への貸付残高

(10億米ドル)

	残高	貸付先別内訳		
		銀行	公的部門	民間非銀行
1995年末				
韓国	77.5	50.0	6.2	21.4
タイ	62.8	25.8	2.3	34.7
インドネシア	44.5	8.9	6.7	28.8
マレーシア	16.8	4.4	2.1	10.1
フィリピン	8.3	2.2	2.7	3.4
合計	209.9	91.3	20.0	98.4
1996年末				
韓国	100.0	65.9	5.7	28.3
タイ	70.2	25.9	2.3	41.9
インドネシア	55.5	11.7	6.9	36.8
マレーシア	22.2	6.5	2.0	13.7
フィリピン	13.3	5.2	2.7	5.3
合計	261.2	115.2	19.6	126.0
1997年6月末				
韓国	103.4	67.3	4.4	31.7
タイ	69.4	26.1	2.0	41.3
インドネシア	58.7	12.4	6.5	39.7
マレーシア	28.8	10.5	1.9	16.5
フィリピン	14.1	5.5	1.9	6.8
合計	274.4	121.8	16.7	136.0

(資料) BIS (1998)。

動向である。すなわち、タイへの貸付残高は多少ではあるが減少していたし、全体でみても貸付残高の伸びは確かに鈍化していたが、タイ以外の4カ国に対する貸付残高は1997年に入ってから継続して増加していたのである。

さて、海外の銀行による貸付の純流出額は1997年の通年では210億ドル、1997年初頭から6月末までの純流入額は130億ドルであったから<sup>(4)</sup>、1997年後半の純流出額は340億ドルであったことになる。この時期のアジア5カ国のGDPの総計は約9,350億ドルだったので、1996年の貸付純流入額はGDPの5.5%、1997年前半の純流入額はGDPの2.8%、そして1997年後半の純流出額はGDPの3.6%となる。したがって、1996年から1997年末までの期間で考えれば、GDPの9.1%に相当する銀行貸付残高の逆流が起こった

## 資本移動と通貨危機

ことになる。

表3は、エマージング・マーケット諸国を襲った3度の危機において海外の銀行による貸付残高が各国のGDP比でどれほどの規模であったかを示したもので、2列目は危機発生年の1年前とその前後1年を含めた3年間の平均値である（テキサラ危機は1994年の後半に始まったので1994年を危機発生前年とした）。1列目から明らかなように、アジア5カ国における海外の銀行による貸付残高/GDP比は過去の2度の危機に比べて非常に大きくなっていることがわかる<sup>(5)</sup>。

では、アジア5カ国への銀行貸付残高が急増した理由は何であろうか。まず指摘すべき点はこの地域の経済成長率の高さである。経済成長率が高いということはこの地域に高い収益率をもたらすような投資機会が多かったということの意味するわけで、それを見込んで海外から資本が流入するのは当然

表3 銀行貸付額とGDP

	銀行貸付/GDP (%)	銀行貸付/GDP (%)*
1981		
アルゼンチン	10.7	17.6
ブラジル	9.9	-19
チリ	46.4	128.1
メキシコ	15.6	3.3
ベネズエラ	26.5	-21.1
平均	21.8	21.8
1994		
アルゼンチン	18.2	60.1
メキシコ	23.5	93.6
平均	20.8	76.9
1996		
韓国	58.7	14.5
タイ	99.3	25.1
インドネシア	54.5	14.7
マレーシア	93.1	26.9
フィリピン	48.8	89
平均	70.9	34

(注) \*3年間の平均値。

(資料) IMF (IFS) および Kamin (1998)。

であろう。しかし、この要因だけでは、通貨危機の直前まで銀行貸付残高が急増していたことを説明することはできない。というのも、むしろ80年代や90年代前半のほうがこの地域の経済成長率は高かったからである。経済成長率が多少鈍化し始めた90年半ば以降のほうが、なぜ多くの銀行貸付が実行されたのであろうか。また、通貨危機の発生とともに、なぜその銀行貸付が急速に回収されていったのであろうか。

#### 4. 銀行貸付残高大幅変動の背景

この節では、なぜ銀行貸付残高が通貨危機の前後で大幅に変動したのか、そしてその結果としてなぜ通貨危機と国内金融危機との複合危機が発生したのかを考えていこう<sup>(6)</sup>。言うまでもなく、数多くの要因が相互に補完・影響した結果として通貨危機が発生するのであるが、以下では、アジア5ヵ国での通貨危機と国内金融危機発生のプロセスを見ていくことによって、どの要因がどの段階で重要な役割を果たしていったのかを明らかにしていきたい。

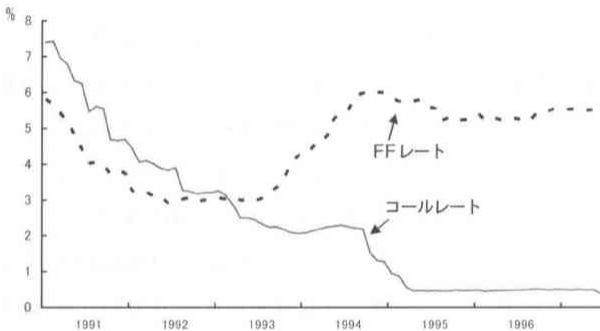
##### 1) 直接投資中心の資本流入

エマージング・マーケット市場諸国は、旺盛な投資意欲や投資機会に恵まれている一方、国内での資本蓄積はそれら投資機会を満たすほどの水準ではないのが一般的である。つまり、国内の小口かつ短期志向の強い貯蓄だけでは大口かつ長期指向の強い投資をファイナンスすることができないのであり、これに対処するには外国から資金調達をするしかない。外国からの資金調達の形態としては短期・長期の借入、エクイティファイナンスなどがあるが、この中でもっとも望ましいとされていた形態はエクイティファイナンスの一形態である直接投資である。直接投資の場合は外国企業の経営ノウハウの取得や技術移転が期待できること、さらには雇用拡大をも見込めることなどから、エマージング・マーケット諸国にとってはもっとも望ましい形態とされ

ているが、実際アジア5カ国についても、直接投資がこれら地域の経済成長に大きな役割を果たしたと言える。

## 2) 資本流入を促進させた外部環境

さて、もともと高い経済成長を誇る地域に直接投資などの資本が入ることで、より一層の成長が達成され、更なる資本流入をもたらすという好循環が続き、いわば投資ブームといった現象が顕在化した。まさにこのことが通貨危機発生につながる一連のプロセスの始まりとなったのである。さらに、アジア5カ国を取り巻く経済環境もこれら諸国への投資を誘発させることになった。図8は日米の市場性金利の動向を示したものであるが、90年代に入ってからの金利低下は、先進国の資本が高度経済成長を続けていたアジア5カ国に流入する誘因を与えることになった<sup>(7)</sup>。また、図9にあるように80年代後半以降急速に進んだ円高も、日本企業の海外への生産拠点の展開という形でアジア5カ国への資本流入を誘発した<sup>(8)</sup>。なお、この段階では経常収支は通常の場合赤字化するが、図7で示したように、赤字額以上の資本が流入していたため、経常収支赤字をファイナンスするという問題は表面化しなかった。



(資料) IMF (IFS)。

図8 日米の短期市場性金利



(資料) IMF (IFS)。

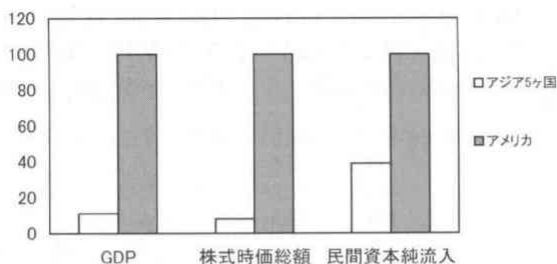
図9 円・ドルレート

### 3) 流入する資本の中身の変化

ところが次第に流入してくる資本の中身が変化していった。すなわち、当初は直接投資などの長期・安定的な資本が主体であったが、次第に銀行貸付などの不安定な短期資本が中心となっていくたのである。この場合、アジア5カ国の企業が直接海外の銀行から借入をするというわけではなく、アジア5カ国の銀行が先進国の銀行等から外貨で借入れ、それを国内の企業に貸し付けるという形態が主流であった。というのも、アジア5カ国はあくまでエマージング・マーケット諸国であるから、外国からの資本を取り入れようとしても、海外からの資金を直接取り入れる（海外での起債を含む）ことができるような企業数は限定的であり、したがってアジア5カ国の銀行が海外の資金を呼び込むパイプ役とならざるを得なかったからである。

なお、図10はアジア5カ国への資本流入が経済規模からしてどれほどの大きさだったのかをアメリカとの比較で示したものであるが、アジア5カ国合計のGDPはアメリカのGDPの11%、株式時価総額は8%にすぎないにもかかわらず、危機前年の民間資本純流入はアメリカの40%にも達するものであった。アジア5カ国への資本流入が経済規模との対比においていかに巨大なものであったかがわかるであろう。

## 資本移動と通貨危機



(資料) BIS (1998)。

図10 アジア5カ国とアメリカ(1996年)

### 4) 累積債務危機処理策の影響

経済・金融のグローバル化が進展するに伴って、先進各国の機関投資家のプレゼンス増大も、不安定な短期資本の流入を促進することになった。

これについては、80年代の累積債務危機の最終処理策として1989年にプレイディー債が発行されたことと深い関係がある。プレイディー債発行による累積債務危機の処理は、グローバルな市場で活躍する投資家に対してあるシグナルを送ることになった。そのシグナルとは、累積債務危機のような事態が発生したとしても、先進国(とりわけアメリカ)の通貨・金融当局が最終的には必ず救いの手を差し伸べてくれるというシグナルである。まさにモラル・ハザードの発生である。

その結果(および、金融工学理論の発展やそれに基づく金融商品の登場により)、表4にあるように先進各国の機関投資家が運用する資産残高は1990年代に入ると毎年1兆から2兆ドルほど増え続けていった。これだけ機関投資家の資産が増えていけば、分散投資の必要性から考えても東・東南アジア地域への投資は増えるはずである。

また、金融市場の統合が90年代に入り劇的に進んだ点も見逃せない。IMF(1998)にしたがってクロスボーダーのポートフォリオ投資がGDPに占める割合の変化をアメリカについて見てみると、1980年には10%以下で

表4 各国機関投資家の資産（1980年から95年）

	1980	1988	1990	1991	1992	1993	1994	1995
総額（10億米ドル）	2,454	7,466	12,347	13,840	14,687	16,805	18,217	20,641
各国の対GDP比								
カナダ	35.2	52.2	60.3	66.9	72.6	81.2	85.6	89.2
ドイツ	20.3	37.1	39.5	37.4	37.5	42.5	44.9	48.9
日本	23.1	50.3	77.9	75.6	79.1	84.1	85.2	87.0
イギリス	64.1	118.3	117.5	129.7	143.3	175.2	156.1	176.0
アメリカ	59.3	88.1	118.7	128.3	132.8	141.4	141.7	158.6

（注）1990年以降の総額にはフランスとイタリアも含む。

（資料）IMF（1995, 1998）。

あったものが1989年には100%、そして1997年には200%となっている。また、アメリカ国債の非居住者による保有比率は1980年代には15%程度であったが1997年には40%にまで増大していた。

##### 5) リスクの顕在化と複合危機

ひとたび旺盛な資金需要を満たすべく海外から資本が入ってくると、国内の銀行は二重の意味のリスクにさらされることになる。1つは資金調達期間と運用期間のミスマッチから発生するリスクである。国内の銀行は海外からの資金を通常の場合短期で受け入れていたが、成長著しいこの地域の企業は、大規模投資案件等を数多く抱えていることもあり、長期での借入を希望するのが一般的であった。この結果、国内の銀行は、海外の銀行からの借入という資金調達は短期、国内の企業への貸付という資金運用は長期という、期間のミスマッチに直面するのである。

もう1つのリスクは為替リスクである。アジア5カ国は通貨危機前において、資本流入を促進するという意味から固定的な為替制度を採用していた。固定的な為替レートが恒常的に維持されるとすれば確かに為替リスクを免れることはできるが、ひとたび平価の切り下げが想定されると為替リスクに直面することになる<sup>(9)</sup>。その結果、海外からの借入については外貨建て、国内



企業への貸付は自国貨建てで行なっている以上、平価が切り下がれば切り下がるほど、国内の銀行は窮地に立たされることになる。なぜなら、かりに国内企業への貸付を回収できたとしても、平価が切り下がって自国貨の価値が下落しているのであるから、貸付の回収金で海外からの外貨建て借入を返済することはできなくなるからである。

このような事態から被る被害を最小限に留めるためには、貸付の迅速な回収を図るしかないが、これは国内の銀行ばかりでなく海外の銀行にも同様に当てはまることである。というのも、海外の銀行は国内の銀行への資金供給者としてばかりではなく、自らも国内の企業へ外貨建ての貸付を行っていたからである<sup>(10)</sup>。

さて、この段階まで来ると事態は加速度的に悪化する。すなわち、貸付の回収が進めば進むほど、国内の企業は窮地に立たされ同時に通貨の下落も始まるが、その結果回収がより一層激しくなり、さらに通貨が下落していくのである。そしてひとたび通貨が暴落し始めると、通貨価値防衛のために国内金利が引き上げられるが、このことは外貨借入に依存していなかった国内の企業に対しても、その財務内容や資金繰りを一気に悪化させるという形で打撃を与え、最終的には国内の金融危機へとつながっていったのである。

#### 6) 自己実現的投機

ところで通貨危機はもっぱらその国の通貨を売り浴びせることによりスタートするが、その時にかりに通貨アタックを受ける国が潤沢な外貨準備を保有していたとしても、ひとたび売りが始まるとなす術がない。表5は危機直前の時期に各国がどれほどの外貨準備を保有していたか、またその外貨準備と短期債務との比率はどの程度であったかを示したものである。この表から明らかなことは、外貨準備を潤沢に保有していた1997年のフィリピンやマレーシアでさえ、通貨危機を避けることはできなかったという点である。

ある国を通貨危機が襲う場合、その国の経済ファンダメンタルズに問題が

表5 短期債務と外貨準備 (100万米ドル)

	1994年7月			1997年7月		
	1. 短期債務	2. 外貨準備	1/2	1. 短期債務	2. 外貨準備	1/2
アルゼンチン	17,557	13,247	1.3254	23,891	19,740	1.2103
ブラジル	28,976	41,292	0.7017	44,223	55,849	0.7918
チリ	5,447	10,766	0.5059	7,615	17,017	0.4475
コロンビア	3,976	7,718	0.5152	6,698	9,940	0.6738
メキシコ	28,404	16,509	1.7205	28,226	23,775	1.1872
ペルー	2,157	5,611	0.3844	5,368	10,665	0.5033
韓国	35,204	21,685	1.6234	70,182	34,070	2.0599
タイ	27,151	27,375	0.9918	45,567	31,361	1.4530
インドネシア	18,822	10,915	1.7244	34,661	20,366	1.7044
マレーシア	8,203	32,608	0.2516	16,268	26,588	0.6119
フィリピン	2,646	6,527	0.4054	8,293	9,781	0.8479

(資料) BIS (1998) および IMF (IFS)。

ないとしても、何らかの理由による信認の崩壊だけで通貨危機発生のきっかけとなりうる。そしてひとたびきっかけができあがると、Obstfeld (1994) が指摘しているように市場参加者の自己実現的な投機活動により一気に通貨危機は深化してしまう。たとえ成長著しかったとはいえ、通貨危機に陥った国々はおしなべて小国なのであって、信認の崩壊に伴う通貨危機にさらされると、さしずめ大海に漂流する小船のような事態に陥ってしまうのである。

もちろん事後的には、①セーフティー・ネットすら存在しなかったなど金融システムの整備が進んでいなかった（インドネシアには預金保険制度すらなかった）であるとか、②コーポレート・ガバナンスには透明性がなく、いわばクローニーキャピタリズム（縁故資本主義）が蔓延していた（韓国における財閥の問題、あるいはインドネシアにおける大統領一族の支配構造などがその代表例である）などの問題点が指摘されたが、少なくとも通貨危機前の段階で、アジア5カ国経済が抱える問題点が懸案となっていたという事実 はまったくなかった<sup>(11)</sup>。

## 5. 今後の課題

アジア地域の急速な発展と先進国の金利低下、経済・金融のグローバル化の進展などの複数の要因が経済規模とはかけ離れた異常なまでの資本流入をもたらし、信認の崩壊とともに一気にそれが流出してしまったという事実を前にして、われわれは通貨危機を防ぐためにどのような教訓を得ることができるのであろうか。あるいは、どのような問題を注意すべきなのであろうか。また、通貨危機が国内金融危機、あるいは経済危機へと波及してしまわないように、何をすべきなのであろうか。

国内の金融危機の場合、堀内(1998)が指摘しているように、セーフティー・ネットの存在は金融危機発生を抑止するのにきわめて有効である。ここでセーフティー・ネットとは信用秩序の維持が保たれるようにする仕組みのことであり、そのもっとも代表的な手段は、中央銀行による「最後の貸し手機能」と預金保険制度である。

では、通貨危機を防止するためのセーフティー・ネットは何であろうか。通貨危機の場合には通貨の売買といったクロスボーダーの取引が主役となるので、国際間で預金保険のような仕組みを想定することは困難であると思われるが、最後の貸し手機能についてはどうであろうか。

現状では、通貨危機の際に最後の貸し手機能を果たせるのはIMFだけである。しかしアジアの通貨危機の時には、IMFの対応のまずさが危機をより深刻にしたと主張する論者は数多い<sup>(12)</sup>。もしIMFがいわゆる「ワシントン・コンセンサス」ではなく、各国の事情を考慮して対応策を講じていれば、タイ発の通貨危機を防ぐことはできなかったにしても、それが近隣諸国へ伝染するのを防止できたかもしれない。2001年のアルゼンチンの通貨危機が、隣接するブラジルやウルグアイに伝染するのを防いだのはIMFの功績であったが、それはアジア通貨危機時のIMFの対応への自己反省の結果であると

も言える<sup>(13)</sup>。

セーフティー・ネットの整備ばかりではなく、エマージング・マーケット諸国自身が適切な政策運営を行なうことも重要である。とりわけ、国内の資本蓄積が不足しているという状況を外資の導入で解決しようとする場合には、段階を踏んで金融の自由化を進める必要がある。また、外資導入には固定的為替相場制が有利である点は事実であるが、固定的相場制のもとでの外資導入は金融政策の独自性を失うという副作用があることに細心の注意を払わなければならない。通貨危機を避けうる為替制度として期待を集めていたカレンシー・ボード制でさえうまく機能しないということがアルゼンチンの危機により明らかとなった点は、エマージング・マーケット諸国への良い教訓となるであろう。

しかし、制度面や政策面の整備だけでは不十分である。アジアの通貨危機は通貨危機と国内の金融危機とが重なる複合危機であったわけだが、この両者の関連性に関する理論研究は、Miller (1998), (1999) などまだまだその数は限定的である。経済・金融のグローバル化がますます進展することを考えると、この分野の重要性はいっそう高まるものと思われる。

\* 本稿は愛知大学研究助成（助成番号 C-87）による研究成果の一部である。

- (1) 必ずしも通貨危機がまず発生し、その後各国の国内金融危機が続くというわけではなく、タイや韓国では国内の金融危機に続いて通貨危機が発生している。したがって、アジアの通貨危機は、通貨危機と国内金融危機の複合危機と捉えるのが適当であろう。
- (2) しかし、名目為替レートのその後の動きについては累積債務危機とそれ以外では大きな違いがある。アジアの通貨危機とテキサラ危機では危機発生後半年から1年経つと為替レートの動きはほぼ安定化した。累積債務危機ではその後も為替レートは減価し続けた。この違いは、為替レートの減価に対する国内価格の反応の違いから生じているのであろう。また、実質実効為替レートのその後の動きを見てみると、累積債務危機だけが危機前の水準への回帰の足取りが重い。この違いは、3つの危機の中で累積債務危機の修復にもっとも時間がか

## 資本移動と通貨危機

かったためであると思われる。

- (3) なお、累積債務危機ではCPI上昇率のピークが危機発生後2年ほど経ってから現れている。これは、アジアの通貨危機やテキーラ危機に比べ、累積債務危機の際にはメキシコ発の危機が他の国々にまで伝播するのに時間がかかったという事実を反映したものである。
- (4) IIF (1998) と BIS (1998) の推計値。
- (5) 3年間の平均ではメキシコが高くなっているが、これはテキーラ危機の影響が比較的軽微であって、翌年には大幅な銀行貸付が行なわれたためである。
- (6) 通貨危機に陥った諸国には、各々固有の発生メカニズムや進行のプロセスが存在するのは言うまでもないが、ここでは個別の事例への言及はしない。
- (7) 日本はマクロ経済的には貯蓄超過の状態であり、日本の貯蓄超過分は90年代当初はアメリカへの資本流出という形態をとっていた。しかし、日本からアメリカへの資本流出は、アメリカの経常収支赤字をファイナンスする以上の規模であったから、言うまでもなくそれらの資金がアメリカからアジアへとリサイクルされていたのである。また、日本では長引く不況により金利の低下傾向に歯止めがかからず、「円で借りてその他の通貨で運用する」だけでかなりの利ざやをとることも可能であった。この点についての詳細はIMF (1998) 参照。
- (8) 韓国、マレーシア、タイの3カ国が1990年から1995年までに受け入れた直接投資の45%は日本の直接投資であった。また、日本からアジアへの直接投資も、1986年の223億ドルが1997年には約3倍増の662億ドルまで増加した。この結果、日本の直接投資先としてアジア向け投資の占める割合は1986年の10%から1997年の25%まで上昇した。詳細についてはGrenville (2000) 参照。
- (9) 平価の切り下げだけではなく、固定的相場制を放棄して変動相場制に移行したとしても通常は通貨が減価するので、以下の議論は変動相場制の場合にも当てはまる。
- (10) 海外の銀行がアジア5カ国内で行なう銀行業務のうち、国内での預金業務については国内銀行を保護する目的から参入障壁が設けられていたが、外貨建ての業務に限っては自由化されていた。
- (11) 唯一の例外は通貨危機の発生を予期していたPark (1996) だけである。
- (12) Sachs (1997a), (1997b), 白井 (1999), Radelet and Sachs (2000), Stiglitz (2002) などを参照せよ。
- (13) アジア通貨危機の発生直後に、日本が主導してIMFのアジア版 (AMF: アジア通貨基金) の創設を試みたが、アメリカや中国の賛同を得ることができず結局設立は断念された。

## 参考文献

- 日下部元雄・堀本善雄 (1999) 『アジアの金融危機は終わったか—経済再生への道』  
日本評論社。
- 白井早由里 (1999) 『検証 IMF 経済政策—東アジア危機を超えて—』東洋経済  
新報社。
- 外国為替等審議会 (1998) 「アジア通貨危機に学ぶ—短期資金移動のリスクと 21  
世紀型通貨危機—」 アジア金融・資本市場専門部会報告書。
- 堀内昭義 (1998) 『金融システムの未来』岩波新書。
- BIS (1998), "The maturity, sectoral, and nationality distribution of interna-  
tional bank lending," Basel: Bank for International Settlements.
- Grenville, S. (2000), "Capital Flows and Crises," in Noble and Ravenhill ed., *The  
Asian Financial Crisis and the Architecture of Global Finance*, Cambridge:  
Cambridge University Press.
- Kamin, S. (1999), "The current international financial crisis: How much is  
new?," *Journal of International Money and Finance*, vol. 18, no. 4, 501-514.
- Krugman, P. ed. (2000), *Currency Crises*, Chicago: The University of Chicago  
Press.
- IIF (1998), "Capital flows to emerging market economies," Washington, D. C.:  
Institute of International Finance.
- IMF (IFS), *International Financial Statistics*, 各年版, Washington, D. C.:  
International Monetary Fund.
- IMF (1995), "International Capital Markets: Developments, Prospects and  
Policy Issues," Washington, D. C.: International Monetary Fund.
- IMF (1998), "International Capital Markets: Developments, Prospects and Key  
Policy Issues," Washington, D. C.: International Monetary Fund.
- Miller, V. (1998), "Domestic bank runs and speculative attacks on foreign cur-  
rencies," *Journal of International Money and Finance*, vol. 12, 331-338.
- Miller, V. (1999), "The timing and size of bank-financed speculative attacks,"  
*Journal of International Money and Finance*, vol.18, 459-470.
- Noble, G. and J. Ravenhill ed., (2000), *The Asian Financial Crisis and the  
Architecture of Global Finance*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Obstfeld, M. (1994), "Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features,"  
*NBER Working Paper*, no. 5285.
- Park, Y. (1996), "East Asian liberalization, bubbles, and the challenges from

- China," *Brookings Papers on Economic Activity*, no. 2: 357-371.
- Radelet, S. and J. Sachs. (2000), "The Onset of the Asian Financial Crisis," in P. Krugman ed., *Currency Crises*, Chicago: The University of Chicago Press.
- Sachs, J. (1997a), "The Wrong Medicine for Asia," *New York Times*, November 3.
- Sachs, J. (1997b), "IMF is a Power unto Itself," *Financial Times*, December 11.
- Stiglitz, J. (2002), *Globalization and Its Discontents*, New York, Norton. 日本語訳 (鈴木主税訳) 『世界を不幸にしたグローバリズムの正体』 徳間書店
- Woo, W. T., J. Sachs and K. Schwab ed. (2000), *The Asian Financial Crisis: Lessons for A Resilient Asia*, The MIT Press.