

東アジアの通貨動揺に関する 理論的・実証的考察

— タイ・バーツの事例を中心に —

岡 田 義 昭

- 1 はじめに
- 2 経 緯
- 3 分析フレームワーク
 - a 基本モデル
 - b 信用拡張と通貨投機
- 4 タイ・バーツの動揺
 - a 理論的インプリケーション
 - b 通貨バスケット・ペッグ制
 - c 為替管理自由化
 - d オフショア市場の創設
 - e 経常収支赤字幅の拡大
 - f マクロ経済政策
- 5 結 び

1 はじめに

東アジアは、1980年代半ばから90年代にかけて、「奇跡」と言われるほどの急速な経済発展を遂げてきた。こうした高成長を支えた要因として、今日様々な視点から分析が試みられている。2, 3, 例を挙げれば以下のような

ものである。

- (1) 基礎的条件整備政策（マクロ経済の安定化、金融システムの健全化、教育制度の充実、農業育成策、価格の歪みの是正、外国の知識・技術の積極的導入など）と介入政策（特定産業育成、金利抑制と借入金上限の維持、輸入代替品の保護、衰退産業への補助金、政府系銀行の設立および金融支援、応用研究への公的投資、企業や産業ごとの輸出目標の設定、輸出マーケティング機関の育成、公的部門と民間部門間の情報共有など）の組み合わせが、今日の東アジアの成長の「奇跡」をもたらしたとする¹⁾。
- (2) 東アジア地域の多様性から出発し、「後発の利益」概念を援用して、「高い転換能力」と「構造転換連鎖」、「域内循環構造」などが同地域の経済発展のダイナミズムを形成したとする²⁾。
- (3) 東アジアの市場の拡大と分業の進展は、最終的には企業レベルで彼等が技術能力・経営能力を高め、組織強化をはかり、さらにネットワークを創造・開発したことによってもたらされ得たとする。すなわち、市場や政策のような「枠組み」よりも、経済の担い手自身の能力や創造性を重視する見方である³⁾。
- (4) 東アジア諸国の高成長の持続は、輸入代替型の「内向きの経済政策」ではなく、「外向きの経済政策」（輸入自由化、適切な為替管理、外資規制緩和、民間活力の重視と非効率な国営企業の民営化）を採用したことであり、さらにそのような政策がうまく機能するための前提条件であるインフレの抑制をはかったことが大きかったとする⁴⁾。

ところで、1997年に至り、タイ・バーツから始まった東アジア諸国の通貨動揺、株価下落、金融システム不安、信用収縮・クレジットクランチの連鎖は、それまでの同地域の成長への全幅の信頼に対し、懐疑論ないしは悲観論を投げ掛けることとなった。しかしながら、一方でこのことは、80年代から続いてきた東アジア経済に対するある種の「過大評価」を、「実勢」に合

わせて修正する作業の始まりと言えなくもないであろう。そこで、本稿では、1997年後半の東アジア諸国の通貨動揺に関し、主としてタイ・パーツの事例を取り上げて理論的・実証的検討を加える⁵⁾。それは単にタイ一国の事例ということだけに止まらず、東アジアのエマージング経済全体が今日共通して直面している問題の指摘と政策的帰結に繋がるものであり、そしてまた、上述したような東アジア経済発展の分析視点を「相対化」「補完化」することにも役立ち得るであろうからである⁶⁾。

〔注〕

- 1) The World Bank (1993), Overview.
- 2) 渡辺 (1996)。
- 3) 鄭 (1997), pp.17-21。なお、同論文は、東アジア経済発展に係わる最近の開発経済学の議論を包括的にサーベイしている。
- 4) 谷内 (1997), 第1章。
- 5) 本稿は、本稿脱稿時 (1998.1.7) までの東アジアの通貨・金融市場での展開をベースに考察を加えている。したがって、その後の新たな事態の進展に関しては、稿を改めて別途検討してみたい。
- 6) 発展途上国タイプの累積債務問題について、多期間開放マクロ経済モデルならびに対外債務の動学モデルを援用することによって本稿とは別の視点から検討を加えたものとしては、岡田 (1998) 参照。

2 経 緯

ここで、1997年にタイの通貨・金融市場で起こった主要な出来事を中心に、時系列的に整理しておこう¹⁾。

3月1—11日：タイ大手ファイナンス・カンパニーの救済合併計画が発表されると同時に、タイ中央銀行は、過剰な不動産融資とその不良債権化に伴い、経営内容の悪化したファイナンス・カンパニー10社の実名を公表

し、且つ総額 82 億 5 千万バーツの増資を求めた。さらに、不動産向け不良債権の処理を促進するための「不動産ローン管理機構」設立を決定した。

5月14日：シンガポール外国為替市場でバーツが激しく売られ、タイ、シンガポール、マレーシア、香港の各通貨当局がバーツの協調買い介入を実施した。同日、ロンドン市場でも激しくバーツが売られた。

5月15日：タイ中央銀行は、地場銀行と外国銀行在タイ支店に対して、非居住者との実需を伴わぬ為替取引を禁ずる指示（後にこの取引規制は明文化された）を行った。これにより、バーツ売り投機はとりあえず沈静化した。

6月19日：経済界の信頼も厚かったアムヌアイ蔵相が政治的対立から辞任した。蔵相批判を行っていた与党第二党が、それまで通貨切下げや金利引下げを主張していたこともあって、政治の混迷が高まり、バーツ相場は大きく下落した。

6月24日：不良債権処理に苦しむファイナンス・カンパニーに対し、合併奨励を中心とした救済策の勅令が承認された。

6月27日：タイ中央銀行は、経営状態の悪いファイナンス・カンパニー 16社に対して 30 日間の営業停止措置を執った。

6月末：通貨当局のバーツ買い支えにより、タイの外貨準備高は年初より 64 億ドル減少し、338 億米ドルとなったが、これに先物ドル売りの未決済分を含めると、事実上タイの外貨準備高は枯渇状況に追い込まれるとの悲観論が市場に広まった。

7月2日：タイ政府はバーツの売り投機に抗しきれず、遂に 1984 年 11 月以来採用してきた通貨バスケット・ペッグ制を廃止し、完全変動相場制に移行した。

8月5日：タイ政府は包括的経済再建策（付加価値税の引上げ、ファイナンス・カンパニー 42 社の営業停止、公共料金の引上げ、均衡財政の実現、経常収支赤字の削減、国内需要抑制等）を発表した。

8月11日：IMF・日本輸出入銀行などを中心とする総額160億ドルのタイへの公的支援が決定された（最終的には172億ドルまで増額された）。

その後、インドネシア（上下変動幅設定）、マレーシア（通貨バスケット制）、韓国（上下変動幅設定）が、市場の実勢を追認する形で事実上「完全変動相場制」に移行した。また、12月には、タイ、インドネシアに続いて韓国が、対外債務返済のためにIMFを軸とする総額570億ドルもの国際金融支援を受けることとなった。

〔注〕

1) 以下、*Asian Wall Street Journal* ならびに『日本経済新聞』の各報道に拠る。

3 分析フレームワーク

先ず、本節において、上述したタイ・バーツ動揺の背景にある要因を検討するにあたっての理論的枠組みを設定しよう。すなわち、最終的に通貨投機にみまわれて放棄せざるを得なくなった「通貨バスケット・ペッグ制」下でのマクロ経済パフォーマンスと、ペッグ制度崩壊メカニズムに焦点を当てた理論モデルである。

a 基本モデル

ここで次のような二国オープン・マクロ経済モデルを考える¹⁾。但し、分析の便宜上、以下の仮定を置く。

〔仮定〕

(i) 経済構造の対称性

自国と外国の経済構造は対称的である²⁾。

(ii) 価格の伸縮性と完全雇用

財・サービス価格は伸縮的であり、完全雇用が達成されている。

(iii) 購買力平価条件

自国財・サービスと外国財・サービスとは完全代替的である。

(iv) 金利平価条件

自国債券と外国債券とも同様に完全代替的であり、したがって外国債券に対するリスク・プレミアムはゼロである。

(v) 合理的予想

将来の予想に関しては、合理的期待形成が成り立つ。

[記号]

m_t : マネーサプライ

p_t : 財・サービス価格

y_t : 実質産出量

i_t : 名目利率

s_t : 自国通貨建名目為替レート

E_t : 期待値オペレーター

a, b, c, d, e & f : 正のパラメータ

[モデル式]

$$(1) \quad m_t - p_t = ay_t - bi_t$$

$$(2) \quad m_t^* - p_t^* = ay_t^* - bi_t^*$$

$$(3) \quad y_t = cy_t - d(i_t - E_t p_{t+1} + p_t) \\ + e(s_t + p_t^* - p_t) + f(y_t^* - y_t)$$

$$(4) \quad y_t^* = cy_t^* - d(i_t^* - E_t^* p_{t+1}^* + p_t^*) \\ + e(p_t - p_t^* - s_t) + f(y_t - y_t^*)$$

$$(5) \quad p_t = p_t^* + s_t$$

$$(6) \quad \dot{i}_t = i_t^* + E_t s_{t+1} - s_t$$

但し、ここで * 印のない変数は自国の、* 印のある変数は外国のそれぞれの変数を表している。また、すべての変数は長期均衡解からの乖離として測られており、金利を除いて自然対数表示である。

(1)式・(2)式は通貨市場の需給均衡を表しており、左辺は実質通貨残高を、右辺の実質通貨需要は実質所得と名目利率の双方に依存することを示している。(3)式・(4)式は財・サービス市場での需給均衡を表しており、右辺の第1項は消費需要（実質所得に依存）、第2項は投資需要（実質利率に依存）、第3項・第4項は純輸出（実質為替レートと自国・外国の実質所得比に依存）をそれぞれ示している³⁾。さらに(5)式は購買力平価条件を、(6)式は金利平価条件を表している。

次に、このモデルに、自国を非準備通貨国とし外国を準備通貨国とする「非対称的な固定相場制度」を導入する。すなわち、自国の通貨当局は公定平価維持のために外国為替市場で介入を行うが、外国の通貨当局は市場介入を行う必要がないから、独自にマネーサプライを決めることができるものとする。したがって、 D_t を国内信用、 R_t を外貨準備高とすれば、前者は外生的な政策変数であるのに対し、後者は外国為替市場の介入に伴って内生的に決まるから、自国のマネーサプライ式

$$(7) \quad m_t = \ln(D_t + R_t)$$

は内生変数となる。他方、外国のマネーサプライ m_t^* は外生的な政策変数である。さらに、固定相場制下の公定平価とマネーサプライとの関係は、(1)式から(2)式を差し引き、(5)式・(6)式を代入すれば、

$$(8) \quad m_t - m_t^* = s_t - b(E_t s_{t+1} - s_t)$$

となるから、時点 t での公定平価 \bar{s} が次期でも成立すると期待される時には (すなわち、 $E_t s_{t+1} = s_t = \bar{s}$)、

$$(9) \quad m_t - m_t^* = \bar{s}$$

となる。したがって、時点 0 における両国のマネーサプライを m_0, m_0^* とすれば、固定相場制下での公定平価 \bar{s} は、

$$(10) \quad m_0 - m_0^* = \bar{s}$$

なる関係式を満たさなければならない。他方、変動相場制下の市場均衡為替レート \hat{s}_t とマネーサプライとの関係を考えて、仮定(v)から、(8)式において「マルティンゲール」を仮定して繰返し代入を行い、さらに、 $|b/(1+b)| < 1$ より $(b/(1+b))^{T+1} \rightarrow 0$ ($T \rightarrow \infty$)であることを考慮すれば、

$$(11) \quad \bar{s}_t = (1/(1+b)) \sum_{i=0}^{\infty} (b/(1+b))^i E_t(m_{t+i} - m_{t+i}^*)$$

となる⁴⁾。ところで、自国の外貨準備高が \bar{R} に固定されているとすると、自国のマネーサプライは、 $m_t = \ln(D_t + \bar{R})$ であるから、(11)式はさらに

$$(12) \quad \hat{s}_t = (1/(1+b)) \sum_{i=0}^{\infty} (b/(1+b))^i (\ln(D_{t+i} + \bar{R}) - m_{t+i}^*)$$

と書ける。

b 信用拡張と通貨投機

ここで、自国（非準備通貨国）が固定相場性の維持と整合的でない拡張的な金融政策を採用した場合を考える。国内信用の拡大は自国の名目利利率の低下を伴うが、そのことは、投資家の自国通貨建金融資産から外国通貨建金融

資産へのポートフォリオ組替えをもたらそうから、公平平価に減価圧力が加わることになる。それ故、自国の通貨当局は、公平平価維持のために自国通貨の買い介入を余儀なくされ、かくして自国の外貨準備高は減少する。したがって、外貨準備高が一定水準以下になると、短期的には当該国の国際流動性への、そして中長期的には対外債務に対する返済能力への不安を市場に抱かせることになり、それ故、場合によっては通貨投機を発生させ、最終的に当該国は固定相場制から離脱せざるを得なくなることもあり得る。

我々は、こうしたメカニズムを上記モデルを用いて検討してみよう。

先ず次のような仮定を考える。

(i) 外国（準備通貨国）の通貨当局は、マネーサプライを一定の水準に設定する。すなわち、

$$(13) \quad m_t = m_0^* \quad (t \geq 0)$$

である。

(ii) 自国（非準備通貨国）の通貨当局は、国内信用 D_t を $\delta (> 0)$ の率で拡張させる。すなわち、

$$(14) \quad \ln D_t = \ln D_{t-1} + \delta \quad (t > 0)$$

である。

(iii) 自国の通貨当局は、外貨準備高 R_t が正であるかぎり固定相場制を維持し、為替レートを一定水準 \bar{s} にペッグさせようと努めるが、 R_t がゼロまで減少すると、その時点で固定相場制を放棄し、変動相場制に移行する。

次に、こうした仮定の下で、何時いかなる状況の時に通貨投機が発生するかを3段階に分けて考える。

[1] 通貨投機が発生しないと仮定した場合に外貨準備高がゼロとなる時点の決定

(14)式から、国内信用 D_t は $D_t = D_0 \exp(\delta t)$ ($t > 0$) となり、(9)式・(10)

式・(13)式から、自国のマネーサプライは $m_t = m_0$ となるから、固定相場制下での外貨準備高は、 D_0, R_0 をそれぞれ時点 0 での国内信用ならびに外貨準備高とすれば、

$$(15) \quad \bar{s}R_t = D_0 + \bar{s}R_0 - D_0 \exp(\delta t)$$

となる。したがって、たとえ通貨投機が発生しないと仮定しても、遅くとも

$$(16) \quad t' = (1/\delta) \ln((D_0 + \bar{s}R_0)/D_0)$$

の時点には、外貨準備高はゼロ ($R_t = 0$) となる。したがって、仮定(iii)から、遅くとも時点 t' までには固定相場制は放棄される。

[2] 外貨準備高がゼロである時の市場均衡為替レート \hat{s}_t の決定

(12)式・(13)式から、 $\bar{R} = 0$ とした時の \hat{s}_t は、

$$(17) \quad \hat{s}_t = (1/(1+b)) \sum_{i=0}^{\infty} (b/(1+b))^i (\ln D_{t+i} - m_0^*)$$

であるが、自国の通貨当局が、(14)式に倣って

$$(18) \quad \ln D_t = \begin{cases} \ln D_0 & (0 \leq t \leq T) \\ \ln D_0 + \delta(t - T) & (T < t) \end{cases}$$

のような国内信用政策を採るものとする、(17)式はさらに次のように書ける⁵⁾。

$$(19) \quad \hat{s}_t = \begin{cases} \ln D_0 - m_0^* + \delta b(b/(1+b))^{T-t} & (0 \leq t \leq T) \\ \ln D_0 - m_0^* + \delta(b + t - T) & (T < t) \end{cases}$$

[3] 通貨投機のタイミング

投資家は、当該国の保有する外貨準備高の減少傾向に直面し、現行公定平価 \bar{s} が仮に外貨準備高をゼロとした時の均衡為替レート \hat{s}_t よりも割高であると判断すると (すなわち、ここでは為替レートは自国通貨建表示であるから、これは \hat{s}_t

$\geq \bar{s}$ を意味する), それは即現在の外貨準備高ではもはや現行の公平平価を維持できないことを意味するから, 固定相場制維持への疑念から当該通貨に対する信認を一挙に失い, 売り投機を浴びせるであろう。これに対して, 通貨当局は当初は固定相場制維持の目的から自国通貨を買い支えても, やがては外貨準備高の制約から固定相場制を放棄せざるを得なくなってくる。

ところで, こうした通貨投機が発生する時点 t'' (すなわち $\hat{s}_t = \bar{s}$) は, (10)式と(19)式とから

$$(20) \quad t'' = (1/\delta) \ln((D_0 + \bar{s}R_0)/D_0) - b$$

となることが言える。ここで, $b > 0$ であることから, (16)式と合わせて $t'' < t'$, すなわち, 通貨投機は必ず外貨準備高が実際にゼロとなる以前に発生することが解る。但し, 当初の外貨準備保有高 R_0 が当初の国内信用 D_0 と比べて相対的に大きければ大きいほど, また, 国内信用の伸び率 δ が小さければ小さいほど, そして通貨需要の利子感応係数 b が小さければ小さいほど, 通貨投機の起こる時点 t'' は t' に近くなっていく。逆に, R_0 が相対的に小さければ小さいほど, δ が大きければ大きいほど, そして b が大きければ大きいほど, 通貨投機は現在時点 0 に近くなり, 特に $\ln((D_0 + \bar{s}R_0)/D_0) \leq \delta b$ の場合には, 通貨当局が国内信用を拡張させた時点で直ちに通貨投機が発生することが言える。かくして, $t'' \leq t \leq t'$ の適当な時点 t で, 自国は固定相場制から変動相場制へ移行することになる。

〔注〕

- 1) 以下の議論は Grossman & Rogoff (1995), Chap.36 ならびに河合 (1994), 第4章に負う。
- 2) 両国の経済構造が異なること, すなわち構造パラメータが非対称的であっても, 以下の議論の本質が変わることはない。
- 3) 仮定(ii)から実質産出量 $y_t = y_t^* = 0$ であり, 仮定(iii)と合わせて, 自国と外国の実質金利は等しく且つ一定となることが解る。
- 4) (11)式の解法については, 例えば, Blanchard, O., & S. Fischer, *Lectures on*

Macroeconomics, The MIT Press, 1989, Chap.5 参照。

- 5) $\sum_{i=1}^{\infty} x^i(1+i) = (d/dx) \sum_{i=1}^{\infty} x^{1+i} = (d/dx)(x/(1-x)) = 1/(1-x)^2$ という関係式を使えば所望の結果を得る。詳しくは、河合 (1994), pp.171-172 参照。

4 タイ・パーツの動揺

次に、前節で展開した理論モデルを援用して、1997年半ばに起こった、タイ・パーツの通貨バスケット・ペッグ制から完全変動相場制への移行に関する一連の経過を検討してみよう。

a 理論的インプリケーション

前節の理論モデルから導かれる現実的インプリケーションを纏めれば、凡そ次のごとくである。

- (1) 外国資本導入による輸出振興型の開発政策を採ったタイ国は、パーツの対米ドル相場を安定化させるように機能する通貨バスケット・ペッグ制を採用した結果、95年後半以降、米ドルの対主要国通貨レートの上昇に伴い、パーツの輸出競争力は著しく低下し、他方、輸入価格低下に伴う輸入額の増加により、経常収支の赤字幅は拡大した。
- (2) 1990年以降、為替管理の自由化や BIBF (バンコック・オフショア市場) の創設により、通貨バスケット・ペッグ制と相俟って (金利裁定を狙ったアンカバーベースのパーツ転等) 海外資金の流入が高まった結果、不胎化オペレーションの不徹底もあって、国内信用は大幅に拡大し、過剰な不動産投資を招くなどした。
- (3) 以上から、96年7-8月以降タイ・パーツに減価圧力が加わり、通貨

当局のパーツ買い支えによって外貨準備高はそれまでの増加傾向から減少に転じた。

- (4) こうした動きは、短期的にはタイの国際流動性不足の懸念を、中長期的にはサステナビリティ (対外債務の維持可能性) ないしは対外債務返済能力の懸念を生じさせ、タイ・パーツに対する国際通貨市場での信認を低下させた結果、97年5月には大幅な通貨投機を招くこととなり、外貨準備高の制約も顕現して、7月にタイ政府は通貨バスケット・ペッグ制を放棄し完全変動相場制へ移行した。

これらの諸点を、以下でもう少し敷衍してみよう。

b 通貨バスケット・ペッグ制

タイは、1984年11月に、それまでの米ドル・ペッグ制から通貨バスケット・ペッグ制に移行した¹⁾。タイは、米ドル・ペッグ制の下で、レーガノミクス＝ドル高の昂進とともに他の主要通貨に対して切り上がったから、1983年までには経常収支の赤字幅は29億ドルとGDPの7%を超え、外貨準備高は輸入額の3.0か月まで落ち込み、デット・サービス・レシオ (元利返済額÷輸出額) は危機ラインの15%を超えて20.4%に達した²⁾。こうした対外債務の累積増を是正すべくタイ政府は経済引締め政策を採ったが、米ドル・ペッグ制から通貨バスケット・ペッグ制への移行も、そうした政策の一環として採用された。すなわち、パーツを米ドル単独にペッグさせることから、バスケット内の各国通貨 (米ドル、日本円、独マルク、マレーシア・リングギ、シンガポール・ドル、香港ドル等) に連動させて為替レートを決定することにより、米ドルの大幅な変動からのリスクを軽減し、パーツのフレキシビリティを高めようとした。

ところで、タイの通貨バスケット・ペッグ制とは、中央銀行の内部組織で

ある為替平衡基金 (EEF) が、主要貿易相手国の諸通貨の加重平均³⁾によって求めた対米ドル売買相場を基に、商業銀行に対して無制限に為替の直物取引に応ずるといふものである。したがって、通常はインターバンク為替レートは、この EEF 売買幅 (上下 4/100 パーツ) の範囲内に収まることになる。かくして、タイ・パーツは完全な米ドル・リンクではないにせよ、通貨バスケットに占める米ドルの構成比が 8 割前後と高かったことから、同制度導入以降、1 米ドル当たり 25 パーツ台と、米ドル名目為替レートに対しては極めて安定した水準で推移した。

こうしたタイ政府の国際通貨政策の結果、海外の企業や投資家は為替リスクを負わずにタイに投資することができたから、後に見る 1990 年以降の為替管理自由化やオフショア市場の創設と相俟って、大幅な外資流入がもたらされた。このことは、一面では、タイの実質 GDP 成長率が 90—95 年で 7.8—11.6% と驚異的な伸びを見せるなど、タイの経済発展を促す原動力となった。しかしながら、反面では、通貨当局のレポ市場等を通じた公開市場操作による通貨コントロールが必ずしもうまく機能せず⁴⁾、したがって、過剰な不動産融資に見られるように、国内信用の膨張に結び付くこととなった⁵⁾。また、タイの対外債務は、91 年末の 379 億ドルから 95 年末には 826 億ドルと膨れ上がり、対外債務の対 GNP 比は 38.3% から 49.3% へと上昇した⁶⁾。それ故、海外の投資家達は、外貨準備高や輸出受取額との比較において、タイの対外債務返済能力や国際流動性に懸念を抱くこととなった⁷⁾。

c 為替管理自由化

タイは 1990 年 5 月に IMF 8 条国に移行し、經常取引関連為替取引の自由化と資本移動に関する制限緩和を行った。次いで 91 年 4 月には、資本取引に関連した制限の緩和や、さらに 92 年 5 月には、輸出代金に関する規制の緩和などを相次いで実施した。特に 91 年 4 月に実施された居住者の外貨建

預金や外貨建借入れ認可などの資本取引自由化措置はドラスティックな内容のもので、その結果、大企業の多くは、シンガポールや香港などのオフショア市場でパーツに比べて低利な米ドル建の資金調達を行うようになった⁸⁾。

d オフショア市場の創設

タイ政府は、パーツ経済圏拡大を目指して1992年9月にはオフショア市場、すなわち、Bangkok International Banking Facilities (BIBF) の開設を閣議決定し、翌93年3月にはタイ地場銀行15行、既存の外国銀行12行、新規参入外国銀行20行の計47銀行に対してBIBF公認銀行の営業ライセンスを与えた。同市場の取引形態は凡そ次のように分けられる。

- (1) 非居住者（含タイ大蔵省、中央銀行、為替平衡基金）から預金や借入れの形で調達した外貨資金（含ユーロパーツ）を、非居住者への貸付や預け金によって運用する Out-Out 取引、
- (2) 非居住者から預金や借入れの形で調達した外貨資金を、居住者への貸付によって運用する Out-In 取引、
- (3) その他の外貨取引、
- (4) 投資銀行業務。

以上の取引はすべてオフショア勘定で記帳され、さらにそれら取引に係わる法人税、利子源泉徴収税、特別事業税、印紙税などに関しては減免措置がとられた⁹⁾。

安定したパーツの対米ドル為替レートの下、為替管理の自由化に加え、Out-In 取引が可能となった BIBF の積極的な活用によって、タイ国居住者は米ドルの借入れによる資金調達を拡大させた¹⁰⁾。すなわち、アンカベースで借り入れた米ドルをパーツ転することで、為替リスクを負うことな

くタイ・パーツと米ドルとの金利差分だけ割安な資金調達が可能となったからである¹¹⁾。

e 経常収支赤字幅の拡大

タイの経常収支は、1975年以降1986年を除いてほぼ一貫して赤字であった¹²⁾。これは、1960年代以降、他の東アジア・東南アジア諸国同様、タイも一次産品輸出国から工業製品輸出国への脱皮をはかるため外国資本・技術を積極的に導入し、同時に相対的に安価な労働力を生かして工業製品の輸出競争力を高めてきたが、その結果として、国内総投資が国内総貯蓄を上回ったことと大きく関係した¹³⁾。その他、製品関連部品の国産化率が低いことからそれら主要部品を輸入せざるを得なかったこと、資本財の多くもまた輸入に頼らざるを得なかったこと、投資収益の本国送金や技術料・特許使用料の海外支払いが多くならざるを得なかったこと、なども関連した¹⁴⁾。また、タイ経済が特化をはかった主要輸出工業製品品目は、SITC 6の原料別製品(革製品、繊維、鉄鋼、金属製品等)、SITC 7の機械および輸送機械(産業機械、自動車、エレクトロニクス等)、SITC 8の雑製品(衣類、履物、時計・眼鏡等)などであり¹⁵⁾、これは、他のアジア NIES(台湾、韓国、シンガポール)、ASEAN(マレーシア、インドネシア、フィリピン)、中国などの輸出特化品目と極めて類似しているがために、タイの比較優位性は厳しくならざるを得なかった。

ところで、こうした趨勢的傾向に対し、今回さらに次のような要因がタイ経済に加わることによって、経常収支の赤字幅が急速に拡大することとなった。すなわち、上述したごとく、タイは米ドルを中心とする通貨バスケット・ペッグ制を採ってきたことから、1995年央以降米ドルが対主要通貨に対して上昇するにつれ、パーツ自身も名目実効為替レートは増価せざるを得なくなった。また、94年以降、外資流入に伴う国内信用の増大からそれまで低下傾向にあったインフレ率が上昇に転じ、したがってパーツの「実質」実

効為替レートはさらに割高感を増した。とりわけ最大の貿易相手国である日本¹⁶⁾の円は、95年央以降円安に転じたし、また、中国が94年に人民元を対米ドルで33%切り下げたことは¹⁷⁾、パーツの輸出競争力に少なからぬ影響を与えることとなった。

かくして、それまで年率2桁で増加してきたタイの輸出は、96年には1.9%の減少（名目ドルベース）に転じた。他方、輸入は、国内経済が調整局面に入って伸びが鈍化したにもかかわらず0.8%と微増したから、タイの経常収支の赤字額は、95年の135.5億ドルに続いて96年も146.9億ドルとなった（94年の赤字幅は80.9億ドルであった）。

f マクロ経済政策

タイ政府のマクロ経済運営は、優秀なテクノクラートの手により、健全財政、規律ある金融政策、為替の安定、対外開放、民間活力重視などの点で、従来から国際的に高い評価を得てきた。しかしながら、今回の一連の通貨動揺・金融不安に対して、タイ政府の適切な通貨政策や金融政策が有効に講じられたとは必ずしも言い難い。すなわち、公定平価の時宜を得た調整や、民間金融機関の過度の不動産融資に対するコントロールなどが今回うまく機能し得なかったことをもって、事態の一層の深刻化を招く遠因となったと言えなくもないであろう¹⁸⁾。

〔注〕

- 1) 通貨バスケット・ベッグ制度の全般的な展望としては、高木（1989）、第5章を参照。
- 2) IMF, *IFS Yearbook 1996*, p.578 ならびに田坂（1996）、p.25。
- 3) バスケットの構成比は公表されていないが、田坂によれば米ドルが80—82%、円が11—13%、マルクが6—8%、その他通貨が0—3% というものである（田坂（1996）、p.27）。
- 4) タイ中央銀行は、不胎化のためにレポ市場等を通じて売りオペレーションによる流動性の吸収をはかったが、市場金利の上昇により、金利差を求めて更なる海外資

金の流入を招き、結果的には流動性吸収の効果は著しく減じられた。

- 5) タイの不動産バブルの形成（94年に開発のピーク）とその後の崩壊の象徴として、不動産開発融資に対する不良債権化で、ファイナンス・カンパニーの経営が著しく悪化したことが挙げられる。例えば、97年6月から8月にかけて、タイのファイナンス・カンパニー全体の2/3にあたる58社が営業停止処分を受けた。
- 6) 入村（1997.9.15），p.15。
- 7) 国際的格付機関である米国のムーディーズ社は、対外債務の増大を主たる理由に、96年9月にはタイの短期資金の投資先格付けを「プライム1」から「プライム2」に引き下げている。その後、S&P社やJBRIなども相次いでタイ経済ないしはタイ金融機関に対する格付けを引き下げた。
- 8) タイの為替管理自由化の詳細に関しては、田坂（1996），第1章参照。
- 9) BIBFの詳細に関しては、田坂（1996），第3章参照。
- 10) Out-In取引は、BIBFの創設以来、例えば93.12末には1981億バーツ、94.7末には3337億バーツ、95.9末には6504億バーツと急伸した（田坂（1996），pp.96-97）。
- 11) 93年当時、ドルの短期金利は3%台であったのに対して、タイ国内のインターバンク3か月金利は10%台であり、その後、94年にはドル金利の上昇で金利差は縮小したものの、95年には再び5-6%で推移した。
- 12) IMFベースの国際収支統計が公表されていない1975年以前でも、経常収支勘定に近いGDP統計の財・サービス純輸出勘定で見てやはり赤字であった（IMF, *IFS Yearbook 1996*, p.578）。
- 13) 但し、経常収支赤字とマクロバランス式との相互依存関係は言えても、両者間の因果関係まで一義的に決定することは難しい（伊藤元重他編著『貿易黒字の誤解』東洋経済新報社，1994参照）。
- 14) 例えば、ウォンハンチャオ・池本（1988）ならびにチアサクーン・マナットパイブーン・吉田（1989）参照。
- 15) 土屋（1997），p.32。
- 16) 1995年のタイの対日貿易依存度は23.8%と約1/4であった。
- 17) 94年初頭の人民元切下げは、実際には既に外貨交換の約80%を担っていた外貨調整センターの交換レート（具体的には国内で約100あるセンターの中で最大の上海外貨調整センターレート）に割高な公道相場を鞆寄せさせる形で、それまでの二重相場を一本化したに過ぎなかったから、その影響は限定的と言わざるを得ないであろう（人民元切下げの詳細は、東京三菱銀行（1996），pp.1-17参照）。
- 18) 下村は、こうしたテクノクラートの危機管理能力が今回適切に発揮されなかった理由として、次のようなタイ政党内閣の腐敗問題を指摘している。すなわち、1992年の民主化運動の結果、議会制民主主義が定着し、「政党人による内閣」がその後

続くことになるが、その結果、地方への利益誘導と政治家個人の利権追求とが露骨になり、政治家が利権追求の観点からテクノクラートのマクロ経済運営に強く介入するようになった、いわゆる「政治構造」そのものにその原因を求めている（下村（1998）、pp.24-25）。

5 結 び

以上の理論的・実証的考察から導かれるところの、東アジアの通貨動揺に対する政策的課題は、凡そ以下の通りである。

(1) 適正な為替管理とマクロ経済運営

一方で為替管理の規制撤廃や資本取引の自由化を進めることは、金融のグローバル化の流れのなかで必要であるが、同時にまた、弾力的な国際通貨政策の対応が望まれる。さらに、金融機関への監督制度の整備、透明な市場ルールや会計基準の設定、情報開示の促進、国内の資本・金融市場の整備・拡大等によって、資金流入が過剰となり過度に国内信用が拡張した場合に不胎化政策・金融引締め政策が有効に機能するよう、環境を整えておくことも必要であろう。

(2) 経常収支赤字額の管理

もちろん、一国の経常収支が赤字になることそれ自体は、経常収支の黒字同様、何ら問題になることはない。ある時点での経常収支のインバランスは、開放体系下でのマクロ動学モデルで示されるごとく、そうでない場合よりむしろ長期的に経済厚生を高め得る。しかしながら、ひとたび外貨準備高/輸入月額や対外債務元利支払額/輸出額、対外債務残高/GDPなどとの関連で相対的に赤字幅が巨額になったと判断される時、国際流動性や対外債務返済能力などの点で問題が生じてくる。したがって、その意味では経常収支赤

字の適切なコントロールが必要とされると言えよう¹⁾。

ところで、東アジア各国が、外国資本・技術に頼りつつ類似の製品 (SITC 6-8) を中心とした輸出志向型工業化をはかるのでは、経常収支の赤字幅が拡大し易いことは既に見た。したがって、できるだけ域内分業をはかって競合製品の生産を回避すると同時に、部品調達の国産化率を高めるべく、裾野産業を拡充させることが望まれよう。その際、産業・貿易構造の高度化 = 技術集約型産業の育成に向けて、政府開発援助 (ODA) を活用した技術移転を積極的に推し進めることも重要であろう²⁾。また、BOT (Build-Operate-Transfer) や BOO (Build-Own-Operate), BLT (Build-Lease-Transfer) など³⁾、民間資金を活用した多様なファイナンススキームによって社会の生産基盤を拡充させることも長期的には必要であろう。さらに、「開かれた地域協力」を目指す「アジア太平洋経済協力」(APEC) の枠組みを一層推し進めることも、この文脈では意味あることであろう。

(3) 長期金融市場の育成

東アジアの多くの金融市場では、設備投資などのファイナンスの場合、固定金利付中長期貸出というよりは「中長期コミットメントによる短期融資 (3-12 か月) のロールオーバー」が一般的である。したがって、季節要因や特殊要因に左右され難い安定した中長期資金の確保という観点からも、長期金融市場の育成が望まれる。

(4) 金融システムの再構築

タイの場合、上述に加え、金融機関が抱える多額の不動産融資関連不良債権を速やかに処理するスキームの強化がさらに必要であろう⁴⁾。預金流出・流動性供給の縮小という今日の信用不安状況をもたらしている不良債権問題が早期に解決されないかぎり、いかなる手立ても有効性を発揮できない危険を秘めているからである。

〔注〕

- 1) 岡田は発展途上国タイプの累積債務問題について、別途検討を加えている（岡田（1998）参照）。多期間開放マクロ経済モデルならびに対外債務の動学モデルを採用することによって明らかになった点は、凡そ次のようなものである。
 - (1) 一国の経常収支が赤字になることは、それ自体何ら問題になることはない。
 - (2) 発展途上国が、経済開発のために海外から資本・技術を積極的に導入した結果として、たとえ経常収支が赤字になっても、異時点間の最適資源配分という観点からは、そうでない場合よりむしろ経済厚生を高め得る場合がある。
 - (3) しかしながら、一国の経常収支が持続的に赤字となり、対外純債務残高を累増させた結果、市場がその相対的規模（例えば累積債務残高/GDP 比率）に懸念を持つようになると、サステナビリティ（維持可能性）が揺らぐことになり、したがって種々問題が生じてくる。
- 2) ODA の議論は、開発経済・途上国研究、国際法、NGO、国際政治・外交、地球環境問題研究等、多岐に分かれており、ODA の評価もそれぞれの視点で著しく異なっている。しかしながら、「発展途上国の経済発展・福祉の向上に役立ったか否か」という観点から費用便益的に見るかぎり、肯定的に捉えることができるであろう（西垣・下村（1997）ならびに草野（1997）参照）。
- 3) こうしたファイナンススキームの詳細については、通産省（1996）、第3部ならびに谷内（1997）、第5章参照。
- 4) 現在、タイの各金融機関が保有する不動産融資関連不良債権の専門処理機構としては、資本金1億バーツ（タイ中銀全額出資）の「不動産ローン管理機構」（Property Loan Management Organization）がある。処理の仕組みとしては、和田・木村（1997）、p.21 参照。

〔参考文献〕

- 青木昌彦 / 金澄基 / 奥野正寛編（白鳥監訳）『東アジアの経済発展と政府の役割』日本経済新聞社、1997
- 伊藤隆敏「資本異動と新興市場——メキシコ危機の教訓——」『経済研究』Vol. 48, No. 4, 1997.10
- 入村隆秀「タイの通貨制度はなぜ崩壊したか ①・②」『国際金融』1997.9.15, 1997.10.1
- ウォンハンチャオ, W. / 池本幸生『タイの経済政策——歴史・現状・展望』アジア経済研究所、1988
- 岡田義昭『国際金融研究』十一房出版、1997
- 「発展途上国の累積債務問題に関する理論的考察」mimeo, 1998.1

- 河合正弘『国際金融論』東京大学出版会, 1994
- 編著『アジアの金融・資本市場』日本経済新聞社, 1996
- / 須田美矢子 / 翁 邦雄 / 村瀬英彰『国際金融・基礎と現実』東洋経済新報社, 1993, 第9章
- 木下俊彦「累積債務問題と資金還流」伊藤隆敏編『国際金融の現状』有斐閣, 1992
- 草野 厚『ODAの正しい見方』筑摩書房, 1997
- クルグマン, P.R. / M. オプズフェルド (石井他訳)『国際経済:理論と政策 第3版』新世社, 1996, 第23章
- 高坂 章「途上国の国際収支とそのファイナンス」植田 / 深尾編『90年代の国際金融』日本経済新聞社, 1991
- 小林俊之「タイ通貨不安発生の要因とその影響」『国際金融』1997.10.1
- さくら総合研究所編『アジア新金融地図』日本経済新聞社, 1996
- 下村恭民「タイの通貨危機を総合検証する」『国際金融』1998.1.1
- 第一勧銀総合研究所編『アジア金融市場』東洋経済新報社, 1997
- 高木信二『為替レート変動と国際通貨制度』東洋経済新報社, 1989
- 田坂敏雄『パーツ経済と金融自由化』御茶の水書房, 1996
- 谷内 満『アジアの成長と金融』東洋経済新報社, 1997
- チアサクーン, S. / C. マナットパイブーン / 吉田幹正編著『タイの1980年代経済開発政策』アジア経済研究所, 1989
- 鄭章淵『東アジア経済発展論』の構築とその射程——開発経済学の議論を中心に——』『岐阜経済大学論集』第31巻2/3号, 1997.11
- 通商産業省通商政策局経済協力課編『新時代のアジア協力』1996
- 土屋勉男「日本企業の対アジア戦略再構築のシナリオ」『週刊ダイヤモンド』1997.9.27
- 寺西重郎『経済開発と途上国債務』東京大学出版会, 1995
- 東京三菱銀行編「人民元の交換性実現とその後の課題」『調査月報』No.5, 1996.8
- 西垣 昭 / 下村恭民『開発援助の経済学』有斐閣, 1997
- 浜田宏一『国際金融』岩波書店, 1996, 第15章
- PECC 日本金融委員会編『金融市場の発展——太平洋経済成長への道』社団法人研究情報基金, 1997
- 山澤逸平 / 鈴木敏郎 / 安延申編著『APEC入門』東洋経済新報社, 1995
- 和田隆志 / 木村茂樹「タイ・パーツを巡る動き」『国際金融』1997.11.1
- 渡辺利夫『開発経済学 第2版』日本評論社, 1996, 第V—VII章
- Bulow, J., and K. Rogoff, "A Constant Recontracting Model of Sovereign Debt," *Journal of Political Economy*, Vol.97, No.1, February 1989

- Bundy B. K., S. D. Burns, and K. V. Weichel eds., *The Future of the Pacific Rim*, Praeger Publishers, 1994
- Doherty, E. D. ed., *Japanese Investment in Asia*, The Asia Foundation, 1994
- Dornbusch, R., *Dollars, Debts, and Deficits*, The MIT Press, 1986
- ed., *Policymaking in the Open Economy*, Oxford University Press, 1993
- and F. L. C. H. Helmers eds., *The Open Economy: Tools for Policymakers in Developing Countries*, Oxford University Press, 1988
- Eaton, J., and M. Gersovitz, "Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis," *Review of Economic Studies*, Vol. 48, No. 3, April 1981
- Grossman, G. M., and K. Rogoff eds., *Handbook of International Economics*, Vol. 3, North-Holland, 1995
- International Monetary Fund, *International Financial Statistics*, Monthly Issues (November 1997) and Yearbook 1996
- Okada, Y., *Pacific Basin Outlook: Quarterly Report*, Union Bank of California, December 1993-January 1997
- Savastano, M. A., "Collapse of a Crawling Peg Regime in the Presence of a Government Budget Constraint," *IMF Staff Paper*, Vol. 39, No. 1, March 1992
- The Center for Research and Communication, *Facing the Asia-Pacific Challenge*, A Report of the Conference-Workshop held August-October 1994
- The World Bank, *The East Asian Miracle*, Oxford University Press, 1993