

1997

December 10,

No.7, 1997

IIMA

Institute for International Monetary Affairs

Newsletter

財団法人国際通貨研究所

「タイ金融危機の意味するもの」

本稿は「外交フォーラム 1997・11」に掲載した論考で、都市出版（株）の了解を得てここに紹介するものである。

（財）国際通貨研究所
専務理事 篠原 興

ASEAN（東南アジア諸国連合）は発足後30年が経過した。同様に創立30年を迎えたアジア開発銀行（ADB）は1997年『エマージング・アジア』という本を出版したが、同書の序の部分にたいへん興味深い記述があるのでご紹介したい。

「歴史的に見ればアジアは新たに勃興（エマージング）すると言うよりはむしろ再興する（リエマージング）と呼ぶ方がより相応しかろう。数字的に見れば世界が産業化を始めた1820年には世界の総生産の58%がアジア地域で占められていた。この数字は逐次下がって来て、1世紀後の1920年には27%となり1940年には19%を数えるのみとなった。ここ10年、20年の高度成長の結果アジアは1992年には世界の総生産の37%を占めるに至っており、合理的な前提

のもと将来を推測すれば、2025年には、この数字は、57%となるであろう。」

どうせだったら、ちょうど200年後の2020年に出発点であった58%になってくれないものかなどと思いながら、この記述を読んだのであるが、その意味するものは、実は大変に大きく、さまざまな連想を次々に呼びそうなテーゼである。

私の個人的な記録を前述の文章になぞってみると19%であった頃に生を受け、ASEANやADBができるあたりで社会人となり、70年代と80年代の2回にわたり都合9年弱をASEANで暮らした経験があるということとなる。アジアにご興味をお持ちの方はそれぞれ先の数字を読み直して見てはいかがだろうか。われわれが生きているか

も知れないくらいの近い将来に、世界の総生産の57%を引き受けるようになるかも知れないということの持つ重みと共に、アジアが違って見えては来ないだろうか。

「東アジアの奇跡」「アジアの時代」「アジアの世紀」といったキャッチ・フレーズが一挙に覆ったかのような事件が1997年年央に起きているが、このいわゆる金融危機の意味するところを考えつつ、2025年の57%に対し、今後私たちは何をすべきかを考えてみたい。

思い出されたメキシコ危機

97年5月にタイ危機が起きたが、これと対比されるメキシコ危機が起きたのは94年の年末近くであった。その直後の95年年初にはまさに連想ゲームのごとく小さな嵐がアジア諸国を襲ったのであるが、この時は各国の政府、中央銀行の断固たる介入で程なく収まりを見せた。メキシコに対しては米国と国際通貨基金（IMF）その他の国際機関が500億ドルに達する流動性注入のパッケージを作り上げたのを見て、ある種の感慨を抱いた人も少なくないと思われる。それから2年半余り、私たち国際金融と呼ばれる分野の仕事をする者たちにとって、メキシコ型の危機がアジアの一角に起きたらというテーマが常に頭の中にあったと言える。実際タイの通貨危機に対し、メディアをはじめとして一斉にメキシコ危機を想い起こしたのは故無しとしないのである。私もタイとメキシコのケースを比較しながら流動性危機に至った経緯を考えてみたいと思う。

まずメキシコを見てみよう。80年代に債務問題を起こし、この解決にかなり時間を要したが、90年代に入り債務を削減し正常な成長過程を辿ることが広く期待されるよ

うになった。とくに米加自由貿易協定への参加（すなわち、北米自由貿易協定 - NAFTA - 締結）が具体的な政治日程に上がってくるようになりはじめると、同協定成立後のメキシコの立地条件などから考えた、やや先取りの民間直接投資がメキシコに流入し始めたのである。もちろん、この直接投資の前提として一般的な経済状況の好調さが認められていたことは言うまでもない。このNAFTA締結を前にメキシコに持続的な成長の誇示、国際水準並のインフレ率の維持、失業率の抑制、通貨の安定等を、一言で言えば健全なマクロ経済の運営状況を続けようという強い意志が働いていたように思える。この中の通貨の安定ということは、取りもなおさず対米ドル為替相場の安定を意味していたし、それはある意味ではインフレ率の低下への寄与ということを考えていたかもしれない。対ドル為替レートの動きを見ると、91年から94年の危機勃発の直前までメキシコ・ペソを対ドル3.10程度で管理・安定させる意図があったように思える。

一方タイは東アジアの奇跡と言われるアジア地域の好調な経済発展の一翼を担い、経済運営に自信を深めると共にインドシナの国際社会への復帰の機をとらえ、パース経済圏とでも呼べそうな仕組みを作ろうという意欲が見て取れたのである。90年に同国はIMF8条国へ移行したこともあり、このパース経済圏の実質的な成立を可能とすべく、タイは、開放経済体制を前提にして、メキシコと同様のマクロ経済の健全な運営を目指したわけだが、ここでも大きな意味を持っていたのは通貨の安定であった。

この点に関して見れば、タイはメキシコよりもずっと早い80年代の中頃から、1ドル25バーツ近辺で安定的に推移させてきており、結果から見ればきわめて安定した

通貨であったということができる。ところで先に述べたマクロ政策のいくつかの項目を同時に成立させ、かつたとえばインフレ対策の一つとしての金融政策を独自に展開するための工夫は実は為替管理であって、資本取引、なかんずくホットマネーと呼ばれる短期資金取引の出入りを制限（ないし禁止）すれば、これはさしたる困難もなく成立するかもしれない。高度成長期の初期にわが国が外貨準備 20 億ドルの天井を睨みながら金融調節を行ってきたあの方法である。しかしながらメキシコは NAFTA 締結を目前に控え、かつ直接投資誘致の見地からも、またタイは 8 条国へ移行し、かつパーツ経済圏の成立をもくるむ以上、両国共、為替管理（の強化）は採り得る方策ではなく、むしろ IMF の説くところの開放経済体制の維持促進が大きな前提となっていたように考えられる。

金利差から“タダ乗り”取引が生まれた

ここで為替と資本移動に関する多少の理論の整理を試みよう（理論というほどのものではなく論理の整理くらいのものであるが）。

開放型経済体制 すなわち経常的为替取引はもとより資本取引、なかんずく短期資金取引も自由に行なえる状況で固定為替相場を制度として採用すると、固定された為替の両側の通貨（たとえば 1 ドル 3.10 ペソで固定した場合の米ドルとメキシコ・ペソ）はすべての期間についてイールド・カーブは同一となるということである。ただし、これは固定相場制が永続するとの前提に立って言えることであり、実際にイールド・カーブが一致するのは、「固定された為替相場が続くであろうと一般の市場参加者が考える期間においては」ということになる。

すなわち、25 パーツの相場は今後 1 年間は不変と皆が考えれば、翌日物のような超短期取引から 1 年物の金利までが論理的には米ドル金利と同じ水準になるわけである。当然のことながら、両通貨に固有な資金の繁忙から来る、たとえば季節的要因がもたらす短期期間のずれはこの際議論から除外しておく。

もし、このような状況の中で金利に多少の差が出た場合には、その状態を訂正するような資金取引が市場で行なわれ、いつかまた金利水準は同一となる。つまり安い金利の通貨で調達し、高い金利の通貨で運用するわけで（固定相場であるから為替リスクがない）、それは調達した通貨の金利が上がり運用した通貨の金利が下がり、同一水準となるまで続くはずである。これを裁定取引と呼び、通例の場合、ディーラーが裁定取引に乗り出したくなる金利の差は 1/8% くらいと言われている。金利差がたとえば 2%、3% とあったらどうなるか。運用先の信用リスク（預金ならば預け先の、債券なら発行者の信用）が取れる限り、下世話に言えば「やらなければ損」ということになり、一方方向に資金は流れる。裁定取引と呼ぶよりは「タダ乗り取引」である。また為替相場を固定した二国の間に、国力、市場規模等で明らかな大小の差がある時は、小国は独自の金融政策は放棄せざるを得ず、大国の金利にすべて追随することとなる。米ドルと香港ドルとの間にこの関係がうかがえるのはよく知られた事実である。

さてメキシコとタイのケースである。メキシコは先に述べたような状況の下で経済運営を行ってきたのであるが、インフレ対策もあって、国内金利は短期の国債利回りで 19~14% とこの間（91 年~94 年）の米ドル金利の水準 3~5% を大きく上回っていた。

為替相場はこの期間、当局は3.10くらいで安定させたいという意図があるよううかがえる動きの中で、公表されていたドル高サイドの介入点の変更方針も年率に換算すると4.7%くらいであり、これを加味しても大量の「タダ乗り」取引が生まれうる金利差があった。当然のように大量の外貨が短期投資の形でメキシコに流入し始め、一部は銀行セクターに、一部は短期国債市場へ回って行った。誤解を恐れずに簡略化すると、この流入しかつ増え続けた外貨は、市場で売られてペソの価格維持に寄与し、政府中銀の外貨繰りを容易にし、財政の赤字の一部分に金融をつけたこととなる。その上現象面からは、やや過剰気味の流動性の一部が消費に向かい、耐久消費材を含めた輸入増が、直接投資の生む輸出増のスピードを上回り、貿易収支を大幅に悪化させて行った。この動きを見て主としてウォール街から回った短期資金は、まず預金から、次いで国債市場から帰り始めるのである。当然のことながらこのあたりで為替政策の見直し（経常収支改善のための切り下げ）をすべき状態なのであるが、NAFTAを目前にしたメキシコ政府はそれを取らずに、もう一段固定相場に近いとも言える手段を講じることとなる。これがテソボノスと呼ばれる外貨約款付の短期国債の発行である。それまでは、3.10 くらいの水準に安定させようという意図が感じられるとは言っても、当局が明示的に約束したことはなかった。これに比べテソボノスは、購入時の相場で期日に外貨を売ることが明示した短期国債であり、いわば「タダ乗り」を制度化したものとなっていた。一時は大量に買われたものの、売れる債券の期間はどんどん短期にして最後には1カ月物のみとなった上、発行残高が時の外貨準備を上回って危機を招来したのである。この時最大の債務者は政府（国債の発行者）であり、債権者は米国の民間資金供給者であったことは、覚え

ておくべき点と考える。

頭打ちとなったタイへの直接投資

タイのケースは多少異なって見えるが類似点も多い。まず為替政策であるが、80年代の中頃からパーツは通貨バスケットを作りその価値に連動させると説明して来たが、その間の実績を検証すると1ドル25パーツ近辺で安定させてきたと言えるのである。この間ドルは対他通貨（円・マルク等）比、消長はあったのだが、パーツはピッタリとその影の中を歩むがごとく25パーツくらいで安定してきた。85年秋のプラザ合意の結果、大幅に切り上げた円の為替相場にあぶり出されるがごとく日本の産業界は海外進出を始めるのであるが、87年はその動きの中ではタイの年と言えるくらいタイへの直接投資が集中したのである。このような日本をはじめとする外国からの直接投資は、資金のみならず雇用機会・販路・輸出競争力・外貨獲得力等、総合的に持ち込んで来る形態であり、一定の懐胎期間の後には産業構造、輸出構造の高度化をもたらすわけで、タイの発展段階からすればタイへの直接投資の促進は、きわめて適切な方針であると言える。

この間長期にわたって米ドルに連動していたと言えるタイ政府のとした為替政策は、日本をはじめとする進出企業の輸出のインボイスが米ドルで表示されるケースが大半であったこともあり、彼らにとっても都合の良い体制であった。また、80年代後半の円、韓国ウォン、台湾ドル、等の諸通貨の対米ドルでの実質切り上げは、パーツにとってみれば実体的にこれらの通貨に対する切り下げを意味し、このことがもたらす競争力も経済発展に大きく寄与していたとも言えることができる。こういう環境の中で、東アジアの奇跡の一端を担う目覚ましい経

済発展をタイは何年も続けたのである。

問題は、直接投資の流れが90年、91年くらいで頭打ちとなったことであつたらう。理由はいくつも考えられる。工場用地として開発された土地が少なくなったこと、労働力の余裕が都市部でなくなったことと賃金の上昇、港湾・工業用水・工業用電力等のインフラの限界等々が挙げられている。また輸出構造の転換は徐々になされたものの国内の投資過多から経常収支は80年代終わりから、恒常的に赤字基調にあつた。直接投資がもたらす外貨に量的な限界が見え始めてから、資本取引に関する規制を逐次緩めて民間の手を通ずる外貨資金の導入を図っていく。これが93年の同国オフショア市場開設につながっていくのだが、このBIBFと呼ばれるオフショア市場は、したがって当初から国内向け金融活動の自由を大幅に認めた冒険心に富んだ形態をとつた。つまりBIBF経由で短期の外貨資金の流入を図り、国内の諸経済活動に循環させる。金利体系はインフレ対策もあり、投資過多の資金需給下、米ドルの金利に比してかなり高い水準にあつた。そして為替相場は25パーツあたりで長期的に安定しているという期待を市場に持たせるに足るそれまでの実績があつた。ここで資本取引の自由化のステップを踏めば、当然のことのように金利差を求めた資金が「タダ乗り」的に流入することとなる。93年までは海外市場から直接需要者に、93年以後はBIBF経由需要者へとルートは多少の変化はあつたものの、海外よりの民間の資金が国内民間企業等の需要者に大量に流れたのである。

タイの場合、債権者は海外の民間金融機関（50%以上が邦銀で、アメリカ系は多くなかつた）、債務者は最終的にはタイ国内の事業家（中間にBIBFを営む金融機関）というのが構図であり、国が債務者でなかつた

たことはメキシコとの対比で注目される点である。資金繰りの言え、民間の手で借りられた外貨は外為市場でパーツに転換され、民間企業の投資活動に使われることになるが、実質固定相場を維持するためには、当局がドル買いパーツ売りを実施しなければならない。この際、市中に出回ったパーツの不胎化が十分でなかつたことから一部が過剰流動性となりバブル的な投資に回り、これが今後の問題の解決を長びかせるかもしれない一因となつている。

ところで、やや綱渡りの資金繰りとは言つても、輸出競争力があつて経常収支が好転すれば、（バブルが崩壊してもまったく別の国内事件であつたらうし）危機は生じなかつたかも知れない。事態を悪化させたのはここ2年程の米ドル高である。対円・対欧州通貨でドルが切り上がって行く過程で影も高い所に移り、パーツが過大評価となり経常収支がそれまでに比べて倍近い赤字を生むようになってしまった。本来ならばこの時に米ドル・リンクを離れて為替レートの調整をすべきであつたのだろうが、民間の手にある為替リスクの大きさなどからこの手が取り得ないうちに、流入した短期資金の総額が外貨準備を短期間に大幅に超える状況となり、危機として示現したのであつた。

必要な国際支援・緊急時対応・予防策

メキシコ危機の折の国際金融支援パッケージは用意されたものがすべて調印され、引き出されたら528億ドルに上る巨大なパッケージであつた。中でも米国の肩入れは迫力のあるものであつた。それは1つには、米国の裏庭とも言うべきメキシコで起きたという地勢学的な理由もあつたであろうし、メキシコに金利差を求めて「タダ乗り」流入をした短期資金の大宗がウォール街の民

間資金という事実もあっただろう。議会を経ずに大統領権限を最大限に使って 200 億ドルの資金援助を約束すると共に、IMF に 178 億ドルの資金供出を決めさせた。このプロセスに必ずしも賛同しなかったヨーロッパ代表の理事の中には、採決を欠席した人もいたと言う。加うるに国際決済銀行(BIS)が 100 億ドルのブリッジ・ローン(ここに日本は参加)、民間商業銀行の受け持ちが 30 億ドルという内訳であった。先に私がある種の感慨と言ったのは、この一連の救援策作りに奔走したアメリカの迫力に対してであり、万一アジア地域にメキシコ型の危機が訪れても、決してアメリカはこの時に示した迫力を以て対処するはずはないという確信からであった。

タイ向けの支援パッケージでは、97 年 8 月東京において開かれた支援国会議で大筋が作られた。IMF が決定した緊急に必要な外貨支援金額が 140 億ドルと示され、この金額をどう分担するかという会議でもあった。IMF は通常時の引出し可能額の約 5 倍に当たる 40 億ドルを約束、日本が同額の用意を表明するとこれに応える形でインドネシアが 5 億ドルの協力を申し出て、後は雪崩が起きるように参加額が積み上がり、8 月末には 171 億ドルを数えるに至り、当初の目標であった 140 億ドルを上回った。この間、マクロ経済運営に関しタイに条件を突き付けて同意を引き出した IMF の役割は、いつになく素早いその行動力と共に十分に評価されなければならない。それ以上に会場を提供することで実質的な議長国の役目を買って出て、裏でどんな根回しのロビーイングがあったかしのれないが、きわめて短時日のうちに必要額をまとめ切った日本のリーダーシップも評価されねばならない。40 億ドルのコミットが、まず雪崩の第一歩であったし、欧米の会議への参加はあったものの、彼らの支援そのものへの協力なし

に今回の国際支援は成立したのだが、これはそれだけでも意義の深いことと言える。欧米の通信社の中には、何か国もの欧米の会議参加国がありながら、ただの一国も支援に参加しなかった「出来損ないのパッケージ」と打電した所もあったと聞くが、彼らの参加は支援参加国の誰もが期待してもしなかったことだと言ったら言い過ぎだろうか。

タイ・パーツは 97 年 7 月初めからフロートし約二カ月の間に 40%内外の対ドル調整がなされたが、この調整幅も過去 2 年間の円の対ドル調整幅の約 50%を考えると、さして驚くべきような調整幅とも思えないし、もしかすると短期間の内に価格競争力を取り戻すためにはさらに一段の切り下げがあってもおかしくはないように思える。またこの意味からは、他のアジア諸国の通貨がより小幅とは言え同様の調整を行なったのも、マクロ政策の失敗云々と言われるよりは、過去 2 年のドルの独歩高の状況をそれぞれに受け入れたというふうに見えるのである。ともあれ、今回の国際協力が、次の地域協力体制へ向かって明確な問題意識として認識され始めたように思えるのも、大きな意義のあることと考えられる。一部メディアが「アジア・ファンド」と呼び始めた構想のことである。いまだその内容については、議論のタタキ台となるようなものも用意されていないようであるが、以下いくつかの視点を列挙して議論の展開の一助としたい。

地域協力を大目標として新しい多国籍の枠組みを作るということは、東アジアの関係国の間では、大なり小なり一致しているように思えるが、こうした構想が出てきたきっかけがタイ向け支援であったためか、現状では、緊急時の資金動員力のみが突出して議論されているように思える。当然の

ことながら、この機能は基本的に不可欠なことではあるが、新しい機関のみで必要額が賄えるという必要もないように考えられる。この機関が中心となり今回のごときパッケージがまとまればよいのであって、先に資金動員能力ありきではないだろう。またその動員力も拠出の形で常に保持する必要があるか、コミテッド・ライン・オブ・クレジットの形とするかも、議論の対象であろう。

緊急時対応と同じくらい重要なのは、緊急事態を招来しない努力であろう。このためには日頃からお互いのマクロ政策についての理解を深めつつ合理的な判断のもとで、ある国のマクロ政策の変更を要求し合えるような場を提供することが重要である。ここで政策協調も図れようし、たとえばドル・ユーロ体制下の為替政策など格好な討議テーマのように考えられる。

今回の地域金融支援は見方を変えれば、他地域に比べ、高い貯蓄率に支えられたアジア各国の貯蓄ベースの相互有効利用とも言える。これは何も緊急時にのみ発動されるテーマではなく、むしろ平時に通常の形で追及されるべき事柄である。各国の外貨準備の多様化と域内通貨の割合の引上げ等が、まず最初に考えられるべき事柄である。当然のことながら、民間ベースのポートフォリオ・インベストメントもそれが相手国の大きな攪乱要因にならない限り促進が図られるべきであろう。

この先には域内通貨の相互利用の促進という目標がある。貿易取引から始まって各種資本取引、資金取引を徐々に域内通貨で行なっていくことは自然で、かつ安定を生む流れと言える。このための多角的通貨決済機構等のインフラストラクチャも、たとえば付属機能的に考えられるかもしれない。

こう考えてくると、BISのアジア版やIMFの傘の下の機構ではなく、アジア各国にとって自前の枠組みが必要とされているように考えられる。そしてこの枠組み作りを推進するのは、経済規模から言っても貯蓄ベースと資本輸出力の大きさから言ってもわが国に課せられたきわめて大きく重要な課題と考える次第である。

90年代に入り、ソ連邦の崩壊と共に冷戦構造が本質的な変化を遂げた。これが東アジア地域に何をもたらしたかと言えば、実に数世紀ぶりの本来的な意味での自由、すなわち他国から支配も強制も受けないという状態であろう。東アジアの奇跡は、こういう歴史的背景の中で域内国の努力で作られつつあるのである。今後共安定成長を維持するためにも、為替・金融面での安定的な運営が不可欠である。

今のわれわれのこの構想実現のための努力が(決して容易な道とは思わないが)2025年の57%となって実を結ぶことを切実に願うのである。

©1997 Institute for International Monetary Affairs (財団法人国際通貨研究所)
All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 2-2, Nihombashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku. Tokyo
103-0021, Japan
Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

e-mail: admiima@ppp.fastnet.ne.jp
URL: <http://www.fastnet.or.ne/iima/>