

1998.10.15
(No.5, 1998)

IIMA

Institute for International Monetary Affairs

Newsletter

財団法人国際通貨研究所

「マレーシアの新しい試み」

(財) 国際通貨研究所
専務理事 篠原 興

本稿は、「AFA 論集 1998 年度 No. 2」に掲載した論考で、(社) アジア親善交流協会の了解を得てここに紹介するものである。

1. 初めに

1998 年 9 月初旬にマレーシア政府は一連の危機的状況の悪連鎖を断ち切るべく、為替相場の固定化とこれに伴う為替管理の一部強化策を打ち出した。このニュース及びニュース解説の中から目についたものを拾ってみよう。

(1) NHK ニュース 9 月 2 日

「中央銀行では、これ(一連の政策パッケージ)によって為替市場や株式市場の混乱の背景にあると指摘されている海外の投機筋の動きを封じたいとしています。これに対して市場関係者の間からは、こうした規

制で確かに通貨の安定は図れるものの、その一方でこれまでアジアの成長を支えてきた海外からの投資や融資の動きにも歯止めがかかってしまう恐れがあるという指摘も出ています。

このため徹底した規制が経済の回復にどの程度効果があるのか疑問視する声も出ており、マレーシア政府が今後どのような政策運営を進めていくのかを市場関係者は注意深く見守っています。」

(2) 共同通信社 9 月 1 日

「マレーシアでは 1 日から自国企業の株取引を、クアラルンプールの証券取引所に

限定した。株価下落の主因とされるシンガポールの店頭市場での自国株への投機を禁止するためだ。さらに国内から海外への資金移動について中央銀行の事前承認制を設けた。昨年のアジア危機を教訓に、国際的に規制の枠組みを設けるべきだとの声も上がったが、具体化の作業は進んでいない。このような動きは「自分の市場は徹底的に自分で守る決意の表れ」（地元エコノミスト）と言える。

だが一方で、規制強化で各市場への資金流入が細り、景気回復を遅らせる副作用も懸念され「目先の混乱防止は期待できても、同時に市場の急回復も望めなくなる」（市場関係者）と批判も多い。」

まだいくつもあるが、今回の報道の基調は殆ど同一であった様に思える。即ちマレーシアは、今回の一連の処置で今世界的な流れとなっている市場経済化の動き、グローバル化の動きに背を向けた。従ってマレーシアは世界の国際市場から隔絶され孤立せざるを得まい。他の東南アジアの諸国同様マレーシアも外国からの投資に頼った国づくりをしてきており近年の高度成長もこの外国からの資金流入が支えてきたと言える。今回の管理強化・規制の徹底は言わば自由な活動の約束されている場を必要とする国際資本の動きを封じるものであり、当然にこれらの資本は同国を見捨てることになる。資本流入が止まったマレーシアが自立的に経済を繰り返していくことは難しかろう……。大略上記の諸点を中心であった様に思う。

今回の一見ドラスティックと見えるパッケージが採られると同時に、アンワール副首

相の更迭とそれに先立つ、アーマド・ドン中銀総裁の辞任という政争の断面が浮かび上がったために、様相は更に緊張感あふれるものとなってこの点を大きく取り上げた論調も多いが、この小論においては、政治面での動きはさておいて経済政策の方に焦点を絞りたいと思う。

2. 今回のパッケージについて

今回のパッケージは発表が細々とした管理法上の手続きの変更の形で為されたために大づかみな理解を妨げているように思えるが、危険を承知で纏めると以下の3点に集約されよう。

(1)為替相場を 1 US\$=M\$3.80 で固定する。

(M\$はマレーシア・リングットの略、以下同様)

(2)自国通貨である M\$の国際性に大幅に制限を加える。国内にある非居住者保有の M\$の貸借記はいくつかの実需に基づく取引を除き事前承認とし、国外における M\$残高はその決済が上記原則に触れる事から消滅することとなる。

(3)非居住者がマレーシアの株式に投資を行う場合少なくとも一年間保有することが義務づけられるとともに、シンガポール証券取引におけるマレーシア企業の株式の店頭売買が事実上不可能となる。

ここで注意しておきたいのはマレーシアはこれまでも比較的精度の高い為替管理を行っており、それがために昨年のタイに始まった一連の通貨（外貨）・金融危機においては、その管理の結果いわゆる第一波の被害は小さかったと言えることである。ド

ル連動の為替相場に悪乗りした“唯乗り資金取引”は同国の場合起きておらず、又銀行部門が海外市場において外貨（概ねは米ドル）の取り付けに出合ってもいない。ただ、93年から94年にかけて起きたM\$投機（この時は連動相手のUSドルが他の主要通貨に比べて切り下がっていく過程であったことから当然にM\$の切り上げ投機であった。）の名残の様な国外における非居住者保有のM\$がかなりの残高に上っていたこと、並びに以前は相互市場であったシンガポール証券取引所とクアラルンプール証券取引所が89年に分離された後も相手国の企業の株式は店頭取引として続いていた点の2点がM\$の投機売りと株式市場の値下がり招いた一因と考える事も出来る事から、今回の為替管理強化の中心命題となったと言える。

この管理強化の目指すものは極めて明白であり次の様に総括する事が出来る。

先ず上記(2)の非居住者保有のM\$残高規制であるがこれは直接に非居住者による為替投機の芽をつむためと言える。為替の投機ポジションは、流動性が高く取引量も大きな先物市場がある場合には、先物で当該通貨の売建てをすれば良いのであるが、そういう事になっていない場合には、当該通貨を借りてきて借りたお金を直物市場で売り、例えばUS\$を買ってこれを資産として運用するという形を取る訳である。この場合重要な点は切り下げ期待を持っている通貨は“借金”の形、又、切り上げ期待を持っている通貨は“資産保有”の形としておくことであるが、海外でのM\$残高はこの借りのポジションを極めて容易に造成出来る原資である訳である。この非居住者保有

の残高に使用制限を付けマレーシア国内の資産（株・債券・土地不動産等）購入を義務づけられてしまうと、それ以外の（例えば貸付けのための資金）目的で海外にある理由がなくなってしまう、残高は自然消滅せざるを得ず、従って投機筋の投機ポジション造成を目論む筋のいわば糧道を断つこととなるのである。

(3)の株式市場に関する点は、ポートフォリオ投資としての非居住者の株式保有は、その資金の性格から利が乗れば売り抜きたいという短期的な動きをする傾向がある。この事は過去の日本に於ける経験からも明らかで、この種の資金は、受入国にとって、来て欲しくない時には大挙して押し掛け、一番帰って欲しくない時に真っ先に帰ろうとするのである。マレーシアも94年から95年の切り上げ期待の時と、今回の切り下げ期待の時とで下世話に言えば往復ビンタを喰らった訳であるが、この経験からの答が今回の施策となった訳であり、入ってきた投資資金は最低一年は国内に溜まることとなる。

この点に関してはこれまで既に入った資金も同様の取扱いを受けることから、自由にどうぞと言われて入ってきた資金がトラップに掛かってしまった事例も多く、多少の議論を将来呼ぶかも知れない。

シンガポール市場でのマレーシア株の売買禁止は直に介入できない市場で売られること（特に先物取引で売り先行のポジションを作られること）を嫌ったものと思われる。株安とM\$安がスパイラルを画いて悪化するのを防ぐための手段と言えよう。

最後に(1)の固定相場の為替レートである。これは前述の投機を国際的に起こさせ

ない状況を作った上で、以前の我が国と同様の標準的決済方法の統一と外貨の集中を前提に、経常的な受け払いは季節的な繁閑を考慮しても手持ちの外貨準備で十分対応可能と読み切った上で打ち出された方針と思われる。US\$1=MS\$3.8に固定し通常の経常的な取引はこれで全て決済を行う事を約束することであり、一種アナクロニズムとも受け取られかねない。唯ここで見逃され易い点の一つ挙げるとすれば、いわゆる“市場の声”はこれがため完全に封鎖されることとなる点である。市場至上主義とも言える安易でかつドグマティックな考え方と理解の仕方に如何に多くの日本人が毒されているかは実は寒心に耐えないのであるが、この市場至上主義の信奉の度合いはアジア地区どこも略々同様であり、特に昨年来の危機の中でどの位猛烈に市場至上主義がのさばっているかは知る人ぞ知るのである。為替の日々の上り下りをあたかも天の声の様に解説しながら昨日と本日で全く異なった理由（それも同一事由の反対の結論つまりある日はマレーシアの政治的安定からMS\$高と言って翌日は政情不安からMS\$安と言うが如き事）で説明しつつ、それが市場が問いかけている事ですという一句で自らの説の論理的説明も何も彼も捨象して全てのアリバイにまで使おうという輩が実は極めて多い。これが一般の人々の不安を呼びその不安が経済の一層の悪化を呼び（よって為替の一層の下落を呼ぶ）という過程は考えねばならぬマグニチュードなのである。投機の締め出しという為替管理の強化を打ち出した時に、為替の固定化を同時に決めるのはかかる意味で十分に理のある事であり、分かり易さと不安心理を取り

除くという効果が極めて大きいと考えられる。

3. 今回の決定の背景

マレーシアが昨年12月に予算の一部凍結を含む緊縮策を打ち出した時は、歓迎の意を表する論者が多かった。それはもしIMFへマレーシアが支援を求めたら、IMFは支援の前提となるコンディショナリティーを作るだろうがそれは大略この時にマレーシアが打ち出した策に近いものであろうと考えられたからである。

つまりマレーシアはIMFの処方箋を自ら自主的に策定し自発的に之を実施したと受け止められたのである。事実それを機にMS\$の為替には一時歯止めがかかりむしろ最安値から比べればかなりの値上がりまで演じたのである。ところで本年に入り財政の削減と金融の引き締め（IMF流の高金利政策）は、過度の経済活動の鈍化と企業収益の悪化をもたらし、昨年12月の段階で本年の成長率として3%が予測されたのに対し本年第一四半期はマイナス2.8%、第二四半期はマイナス6.8%と予想外の収縮の結果となった。マレーシア位のサイズの国で国家予算の占める割合の大きな国においてはこれは何があっても金融の緩和（金利の引き下げ）と財政の出動とによって下向きの経済を止めなければならない訳である。

ところで、政策責任者による約束の形で為替の安定（それが固定相場であれ、ドル・ペッグであれ目標相場圏であれ）と、資本取引を含む金融市場の自由化と、自らの経済の必要とする独自の金融政策の実施という三つの命題を、同時に途上国の中小規模の経済体を実現することは不可能なの

は知られている事実である。無理に実現しようとするれば、94 から 95 年のメキシコや今次のタイに典型的に見られた企業や金融機関の“唯乗り取引”のオンパレードとなり将来のクラッシュを呼ぶこととなる。どれをあきらめるかは政策そのものであるが、平時の香港は独自の金融政策を放棄して US\$ の金利体系を自分の物としていたがこれが一つ、中国は逆に独自の金融政策の自由と安定的為替の約束を重要視して為替の自由化・資本取引の自由化を放棄してこれがもう一つと言えよう。今回マレーシアは国内不安心理の除去を狙っての固定相場と独自の金融政策（緩和策）とを取るべく為替管理を強化し資本取引就中短期資本取引と投機ポジションの造成に歯止めをかける言わば中国の道を選んだと言える。

伝えられるところによればこの基本方針はマハティール首相、アンワール副首相、ダイム前蔵相を含む 5 名の最高戦略会議が 26 回開催され極めて慎重な検討の上 8 月初旬には全員一致で決定がなされていたと言うことである。と言うことは伝えられる首相一蔵相間の経済政策を巡る論争と言うのはむしろ無かったと理解すべきであり、一連の政争のその後の展開から見ればこれはむしろ純粋に政治の場における抗争と考えられる。さてその 8 月初旬に既に決定されていた基本方針を 9 月に実施に移したのはこの 8 月に起きたロシアを巡る展開とその後起きたグローバルな大きさでの信用収縮の波であったと考えられる。ロシアの危機が指摘されたのは本年も早いうちであり、IMF が本格的に乗り出してからも何カ月も経った訳だがそれが遂に持続不能となり一連の出来事が起こったのが 8 月上旬であっ

た。これで大小の投資信託（ヘッジ・ファンド）は言わば無国籍の投機目的の投資信託と考えられるが、この手のファンドを含むは大なり小なり被害を被ったのである。それはロシアに直にポジションを持っていたものも、その後いわゆるコンテージョン的に危機が広がったラテン・アメリカ諸国の株安で打たれたものも、夫々に損を抱え、ファンド自体の解約に行きつく損切りと巻き戻しが壮大な規模で始まろうとしていたのである。この辺りをきっかけに、先進国全てで国債が値上がりをし、民間債・地公債・株等との間にあるいわゆるリスク・プレミアムは一挙に拡大したのである。これは 74 年及び 80 年代半ばに起きた質への逃避（フライト・ツー・クオリティ）が又々世界的規模で起きた事を意味している。G7 の為政者達はいち早く協調利下げ等を打ち出しているが、こうした資金の動きの行方には十分注目しなければならない。

さて、マレーシアであるが、上記のような出来事がマレーシアでの力の及ばない所で起きて、そしてその影響は弱小国だけが大きく受けると言う冷酷な事実には本当に恐怖を感じたに相違ない。今回、マレーシア政府の取った措置は変転極まりない国際資本の動きの外に自国を置いた上で、経済を成長路線に乗せ直すべく独自の財政金融政策を採らざるを得ない同国が決めた極めて論理的な政策決定と考えるのである。

4. 今後の見通しと日本に期待されている事

一言で言えば筆者は今回のマレーシアの取った政策が上手く作動してその経済が正常化の道を順調に辿るであろう事に関しては楽観的である。

理由はいくつもあるがその一つは前述の通り同国はこれまでも精度の高い為替・外貨管理体系を持っていたという点である。つまりマレーシアの場合は野放図に外貨・外資の流入を図り、その為これらの資金の一勢引き上げで外貨資金繰りがつかなくなったという姿は無いのである。当然の事ながら今回の措置の後でも輸出輸入を始めとする経常的取引になんらの制限も無い。(海外市場での M\$ の売買が事実上無くなることから親子関係の進出企業においては対本社あるいは対他の子会社との取引に一部 M\$ 建ての値決めと決済が見られたがこれは影響を受ける事となろう。) マレーシアのこの精度の高い管理法・外貨法の体系の下で、多くの外資は直接投資活動をこれまでも進めてきた訳であり、今回の規制の一部強化がこれらの直接投資の阻害要因となるであろう根拠は論理的にはどこにもない。むしろ投機筋の暴力的な相場への介入とその結果としての為替相場の乱高下の可能性がなくなり固定相場で物を考えられるということはこれら直接投資を考える外国企業に取ってはメリット感こそあれ、どこにもデメリットは見出さない筈である。また彼等の必要資金の借入も第一義的には国内からの調達で間に合うよう調整がされる筈であり、この点も従来となんら変わるところは無いのである。設備資金・運転資金の借入を外資で行う必要があるれば中央銀行はこれまで同様許可を下ろすものと考えられている。どの部分の外国資本が不自由になるかと言えば、自由に動き回り自由に投機ポジションを積み上げ投機に成功した折りには十分にその利益を持って逃げたい(無国籍の投機目的の)投資信託等はその投機活

動をマレーシアと M\$ に向けて仕掛けられなくなり不自由極まりないこととなる。これが世界の市場に背を向け世界の孤児となることを意味するならば同国は喜んでそういう評価を甘受するであろう。

むしろ同国の取った方策は以下の意味で積極的に重要な意味を持つと考えられる。即ち昨年のタイに始まった金融危機はその原因の一つが国際的な短期資金の動きにあり、ある種の制限規制が考えられなければならないというのは国際世論となっている。この国際的短期資本(資金)にはいくつもの種類があり、金融機関(いわゆる銀行)の通常の経常取引の形をしたものもあれば、生保、年金等の機関投資家もあれば、投機目的の投資信託もあろう。これらのバンドワゴンの動きに関しては夫々の監督責任の部局が夫々に監督と指導のスタンスを強めれば良いわけで、金融機関等々に開示が次々と求められるのもこの動きの一つと考えられる。しかしながら投機目的のファンドの動きに関しては、例えば単純な話ヘッジ・ファンドの透明性・情報開示が全くなされておらず、これらの跳梁跋扈に対して有効な規制など言うべくして実現は不可能と考えられる。被害を被る可能性のある方からすれば、今起きてしまった事は仕方がなく一所懸命片づけるとして、将来二度とこの様な目に遭わないようにするためには、外資の(特に短期資金の)流入規制を夫々の国情に合わせて持つべきと考えられ、これは市場至上主義に基づく自由化世界化の大合唱とは一部相容れぬものがあるが、発展段階と国の規模等によっては当然に是認されるべき方策と考えられる。つまりマレーシアの実験はこれらの国々の良き手本

となる可能性が高いのである。

翻って日本に期待される事、日本の役割であるが、第一は経済の成長路線への一日も早い復帰及び金融界の大掃除である。これは言い尽くされているので次に求められる政策は、上記の結果としての円高の招来であろう。円が売られるとアジアの諸通貨も売られるのはここ一年位の傾向であるが、この動きの中で各通貨とも一息付けるようになることはもとより、これまでの数次の円高が日本からの直接投資を促進しこれらの国々の成長を助けたのは紛れもない事実であるからである。従って民間ベースの直接投資・必要外貨の融資等はこれからも最重要課題として日本に期待されている。

加うるに政府系機関を通じる長期安定資金の供給（OECD 経由の円借款も輸銀経由の諸融資も）は今後とも大きく期待されよう。マレーシアは野放図な外資依存はしないと決意した訳であり、反面長期安定的な外資の導入はだから余計に重みを増すことになる。そしてマレーシアの金融界の建て直しに必要な資金を二国間協力の形で

供給する事を考えるべき時に来ているように思う。自分の国の金融問題の片も付かないのにと論はあるが、この二国間協力は何も新たな財政負担も税金への負担も無しにしようと思えば出来るのである。それは外貨準備の利用である。これだけ経済関係が緊密になり、むしろ我が国経済にとって見れば一種の運命共同体とも言えるようなアジアの国々の通貨が我が国の外貨準備に入っていない事の方が不思議なのであって、外準運用の多様化の一つとして M\$ を組み入れることは、十分に理のある話と考えられる。新規発行の M\$ 建国債を購入するのだがその際米国国債を一部売却する事となる。この外準保有の米国国債の売却は米国国債市場に無用の混乱を引き起こし云々という議論もあるが技術的には十分解決可能と考えられるとともに、何よりも今は米国においてさえ国債が大仰に買われている時期でもあり、タイミングとしてはこれからしばらくは実に恰好な相場が続くと思われ、このオペレーションを真剣に考える好機と言えよう。

©1998 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: 1-2-2, 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.ne.jp/iima/>