

# アジア通貨危機発生背景と対外債務問題を 抱える米国への教訓

鎌田 信男

## 要 旨

97年7月から表面化したアジア通貨危機を振り返ってみると、対外債務を抱えるタイ、韓国、インドネシア、マレーシア、フィリピンの為替市場で、深刻な混乱が発生した。

90年代に入り、経常収支の赤字拡大などから上記諸国に急激に外資が流入した。この結果、対外債務残高が急増し、海外投資家の間でアジアに対する信認低下と投機売りが起きた。加えて、当該諸国が大量の短期民間資本を抱えていたことが、資本の流出を促し危機をさらに深刻化させた。これら現象の連鎖的発生が、今回の深刻なアジア通貨危機の背景となっている。

一方、同じアジア地域にあっても、対外債務問題を抱えていない香港、シンガポール、台湾では為替市場の深刻な混乱を回避できた。

現在、米国の対外債務が悪化の一途を辿っており、危機発生直前のタイ、韓国、インドネシアなどのアジア諸国に似た状況になりつつある。米国で深刻な通貨危機が発生すれば、米国経済のみならず世界経済に及ぼす影響はアジア通貨危機時とは比較にならない。国内需要のソフトランディングに向けて本格的対応をとることが、今や米国にとって最大の課題であることを、今回のアジア通貨危機は教える。

## はじめに

タイバーツの変動相場制移行が端緒となったアジア通貨危機が発生して、既に2年以上が経過した。今回のアジア通貨危機は、深刻な影響を、各国の金融市場全体に、次いでは実体経済に及ぼした。しかも、アジア危機は、欧米などアジア以外の経済にも悪影響をもたらした。本稿の目的は、アジア危機が一段落しつつある現在、今回の深刻な通貨危機発生背景は何であったかを整理し、その上で対外債務残高の拡大が続いている米国にとって、今回の通貨危機がどのような教訓を残したかを検討することである。

### 1. アジア通貨危機の発生

アジア全体で猛威をふるったアジア通貨危機の発生は、97年7月2日にタイ通貨当局が為替投機の波に耐え切れず、変動相場制度に移行することを発表したことがきっかけだ（同国では、従来バーツ相場を複数国通貨バスケット制のもとで管理してきた）。その直後から、集中的な投機売りが発生。1米ドルに対するバーツ相場は、変動相場移行発表直前の24.7バーツから、同年12月末には48.2バーツまで下落した（以下「米ドル」は、「ドル」と表示。ただし、他通貨と混同する可能性が

ある場合は「米ドル」と表示する)。また、パーツのインターバンク3カ月金利は、危機前の10%台から97年末には26%まで高騰。97年6月末に527ポイントあったSET株価指数も98年8月末に214ポイントまで下落、その後も株式市況は長く低迷した。タイ金融市場での混乱は、韓国をはじめ、インドネシア、マレーシアなど周辺地域に波及。また金融市場の混乱と、資本の国外流出、外貨不足などにより、アジア各国は生産活動と消費の低迷、経済システムの混乱などをも経験することになった<sup>(1)</sup>。以下で、深刻化なアジア通貨危機が発生した背景を考察してみよう。

表1：アジア金融情勢（月末値使用、ただし台湾のみ月中平均値）

		95年 12月	96年 12月	97年 6月(A)	97年 12月	98年 6月(B)	98年 12月	99年 10月(C)	対ドル為替 下落率(%)
通貨の混乱が激しかった市場のグループ									
タイ	為替(パーツ/米ドル)	25.18	25.7	24.7	48.15	42.2	36.55	38.72	A B 70.9
	金利(インターバンク3か月)	13.75	13	19.5	26	22	7.75	4.26	A C 56.8
	株価(SET指数)	1280	831	527	372	267	355	395	
マレーシア	為替(リンギット/米ドル)	2.541	2.526	2.525	3.89	4.125	3.8	3.8	A B 63.4
	金利(インターバンク3か月)	6.82	7.32	7.45	8.65	11.15	6.4	3.16	A C 50.5
	株価(総合指数)	995	1237	1077	594	455	586	742	
インドネシア	為替(ルピア/米ドル)	2286.5	2362.5	2431.5	5495	14800	7850	6903	A B 508.7
	金利(SBI3か月)	14.25	13.75	11.25	18	44	35.6	12.5	A C 183.9
	株価(総合指数)	513	637	724	401	445	398	593	
フィリピン	為替(ペソ/米ドル)	26.2	26.3	26.4	39.9	41.9	39.2	40.2	A B 58.7
	金利(TB3か月)	12.4	11.7	11	18	15	13.5	8.875	A C 52.3
	株価(総合指数)	2594	3170	2809	1869	1760	1968	2036	
韓国	為替(ウォン/米ドル)	774	844.6	887.9	1691	1373.5	1207	1199	A B 54.7
	金利(コールレート翌日)	11.63	12.31	11.47	16.3	16.37	7.7	7.0	A C 35.0
	株価(総合指数)	882	651	745	376	297	562	833	
通貨の混乱が比較的小さかった市場のグループ									
シンガポール	SDR/米ドル	1.413	1.4	1.43	1.683	1.685	1.652	1.667	A B 17.8
	金利(インターバンク3か月)	2.5	3.06	3.62	7.19	6.44	1.63	2.69	A C 16.6
	株価(STI指数)	2266	2216	1987	1529	1066	1329	2047	
香港	為替(HKドル/米ドル)	7.734	7.735	7.747	7.749	7.748	7.747	7.77	A B 0.0
	金利(インターバンク3か月)	5.88	5.55	6.13	9.31	9.96	5.6	6.72	A C 0.3
	株価(ハンセン指数)	10073	13451	15196	10722	8543	10048	13257	
台湾	為替(NTドル/米ドル)	27.3	27.5	27.81	32.6	34.4	33.2	31.7	A B 23.7
	金利(中銀再割引)	5.5	5	5	5.25	5.25	4.75	4.26	A C 14.0
	株価(TAIFEX指数)	5543	6003	8604	8147	7540	6832	7854	

(出所) Datastream / International Financial Statistics 各号 / 経済企画庁調査局 海外経済データ 各号より作成

## 2. 90年代に入ってからアジア諸国への活発な国際資本の流入

表2が示す通り、エマージング市場への国際民間資本の純流入額は、1991年の1238億ドルから、96年に2121億ドルと、1.7倍に増加している。エマージング市場の中でもアジア地域への資本流入量

は、91年に340億ドルだったが96年には1005億ドルと、6年間で約3倍に増えた。ピークだった96年のアジアの資本受入れ額は、エマージング市場全体の受入れ額の47%に達していた（91年に27%）。90年代に入りエマージング市場への投資が拡大していたが、とりわけアジアへの資本の流入が際立っていたのである。

表2：エマージング市場地域への国外からの民間資本流入動向（ネットベース）<sup>(注1)</sup>

（億ドル）	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
エマージング市場全体への 民間資本流入 <sup>(注2)</sup>	1238	1193	1819	1526	1933	2121	1491	643
（エマージング市場全体のうち） アジア地域への民間資本流入	340	179	574	664	951	1005	31	<sup>(注3)</sup> -549

（注1）エマージング市場地域は、北米、欧州、オセアニア、日本など先進26カ国を除く全IMF加盟159カ国を含む。なお、香港、イスラエルは統計がなく、この数字には含まれていない。アジア地域には、パキスタン以東の、アジア、太平洋諸島のIMF加盟、28カ国が含まれる。但し、日本、香港、シンガポール、韓国は含まれていない。IMF非加盟の台湾も含まれていない。  
（注2）民間資本には直接投資、証券投資、銀行融資、その他長短資本が含まれる。全てネットベース。  
（注3）-記号は資本の流出を意味する。

（出所）IMF, World Economic Outlook May 1999より作成

アジアへの資本流入は、金融危機を反映し97年に急減、98年にはマイナス（流出）に転じるのだが、以下ではまず90年代に入って危機までの期間の、アジアへの民間資本流入急増の要因を整理しておく<sup>(2)</sup>。要因として大きく以下3点が指摘される。アジアにおける経常収支の赤字拡大、アジアにおける投資機会の拡大（アジア市場金融の整備、金融商品の充実化、投資における高い期待収益率など）、国際投資資金の増加、である。

#### （1）アジアにおける経常収支の赤字拡大

90年代に入り、アジアの多くの国で経常収支の赤字が拡大してきた（但し、後述する通り、例外の国・地域もある）。今回のアジア通貨危機で、特に深刻な影響を受けたアジア5カ国の経常収支合計額を表3で示した。80年代前半に年平均で116億ドルの赤字だったが、80年代後半には年平均19億ドルの黒字へ改善した。しかし、90年代に入り再び赤字に転落、91年から96年にかけて、年平均で284億ドルの赤字となった。80年代前半は、石油価格の高騰による輸入額増加が、経常収支赤字拡大を促したが、90年代に入ってから赤字拡大は、輸入需要が高度成長とともに高まったことが、大きな要因となっている。特に、固定資本投資ブームから資本財需要が強まり各国の輸入依存度が上昇（表3に示す通り、96年に42%と80年代と比べ10%上昇）、貿易収支、次いで経常収支の赤字が拡大したわけである。経常収支の赤字は資本輸入で補填されなければならない。これが、アジアへの資本流入の増加要因の1つといえる。

#### （2）アジアにおける投資機会拡大

アジアが輸入した資本の総額は、80年代後半以降経常収支赤字をファイナンスする分を大きく上回っていた。表3の「経常収支+投資収支」という項目は、経常収支の赤字をどの程度、投資勘定

でファイナンスしているかを示す<sup>(3)</sup>。経常収支が赤字（経常収支はマイナスで表示）を計上する時、外資流入（投資収支はプラスで表示）によりこの赤字を補填する。経常収支と投資収支の合計がプラスになれば、経常収支の赤字分を上回って外国資本がアジアに流入したことが意味される。ところで、経常収支赤字補填額を超えて流入した資本部分は、80年代後半からアジアのこれら地域で急激に増加、特に90年代に入り名目GDPの2%近くまで膨れ上がっている<sup>(4)</sup>。経常収支を上回る資本がアジアに流入した要因として、アジア金融市場で対外開放やインフラ整備が進んだ点、金融商品が充実し投資対象市場として魅力が増した点、などが考えられる。

表3：深刻な通貨危機を経たアジア5カ国の国際収支<sup>(注1)</sup>

単位:億ドル	年平均(81-85)	年平均(86-90)	年平均(91-96)	96年	97年	98年 <sup>(注5)</sup>
経常収支(A)	-116.1	18.7	-283.5	-539.1	-252.2	697.3
投資収支	130.3	52.2	452.1	750.1	-174.4	-354.9
経常収支+投資収支(B)	14.2	70.9	168.6	210.9	-426.6	342.4
名目GDP5カ国合計 <sup>(注2)</sup>	2736.3	4094.5	8208.5	10788.5	9917	6662.1
参考(単位:%)						
実質GDP成長率 <sup>(注3)</sup>	5.2	8.4	7.4	7.0	4.6	-7.3
輸入依存度 <sup>(注4)</sup>	31.4	31.9	38.5	41.6	44.8	46.5
(A)の対5カ国GDP比	-4.2	0.5	-3.5	-5.0	-2.5	10.5
(B)の対5カ国GDP比	0.5	1.7	2.1	2.0	-4.3	5.1

(注1) アジア5カ国とはタイ、韓国、インドネシア、フィリピン、マレーシア。

(注2) データは当該期間中の年平均値。

(注3) 各国の国民通貨建て年率実質GDP成長率を、各期間毎の名目GDPを基に加重平均した数字。

(注4) 名目輸入/名目GDPで計算。輸入データは国民所得統計における「財・サービスの輸入」を使用。

(注5) マレーシアの98年のデータは、旧国際収支統計等式に基づくマレーシア中央銀行発表統計を使用。

このため、「経常収支」は旧方式に基づく。「投資収支」は長期資本収支と短期資本収支の合計値を用いる。

(出所) IMF International Financial Statistics Yearbook CD-ROMより作成

### アジアにおける金融市場改革

金融市場の対外開放についてみると、世界的な規制緩和の流れの中で、80年代に入りアジア各地で、外資流入規制への緩和措置が相次いだ。例えば、1981年にフィリピンで包括投資法案が可決され、外資規制が緩和された。また、マレーシアでは、85年の直接投資の流入規制を緩和、90年にはオフショアセンター新設に関する法令を発効させ、「ラブアンオフショア金融センター」を稼働させた。インドネシアでは、87年に直接投資流入規制を緩和、88年に外国銀行による新規参入を解禁している。タイでは91年4月にタイ国内へ投資を行う際の外国為替手続きを簡素化。また、93年3月にBIBF(Bangkok International Banking Facility)と呼ばれるオフショア金融センターを稼働させた。韓国では、92年から制限付きで国内上場株式の取得を外国人に開放する措置がとられた。また、94年には、一部の社債市場の対外開放措置、97年に外国人による国内でのM&Aを解禁している。

「IMF 8 条国」(これにより、国際的な経常取引のための支払い、資金移動に対する制限を撤廃しなければならない)に移行する国も、80年代後半から相次いだ。インドネシアが88年5月、韓国が88年11月、タイが90年5月、インドが94年8月、フィリピンが95年9月、中国が96年12月にそれぞれ移行、金融市場自由化への動きを加速させた。

国内金融市場の整備もアジア各市場で進んだ。一例を挙げると、インドネシアで1988年に金融自由化パッケージ (PAKTO) が発表され、内外の商業銀行の新規設立を解禁するなど大幅な金融自由化措置がとられた。タイでは、89年以降段階的に金利規制の撤廃措置がとられた。マレーシアでは、90年代に入り政府系企業の民営化が進み（例えば、テレコム、テナガ・ナショナル、ペトロナスなど）、証券市場整備が必要不可欠となった。93年に証券取引委員会が設立され市場管理機構が整備された。また、92年から96年かけ、証券取引システムの自動化と集中決済制度が実現した。95年にはクアラルンプール金融先物市場も開設されている。韓国では、91年に「金利自由化推進計画」が発表され、段階的な金融自由化策が打ち出されている。

#### 投資対象市場としての魅力

90年代に入り日本の成長にブレーキがかかった後も、アジアの高度成長は続いた。高度成長と共に、アジア民間企業の証券市場での資金調達機会も増加。また、高度成長の中の資金需給の逼迫と、自国通貨安定化のための引き締め気味の金融政策によりアジアの金利水準も総じて先進諸国と比較して高止まり状態だった<sup>(5)</sup>。この結果、投資収益率も、比較的高いものとなっていた。金融市場における規制緩和と対外市場開放、そして高い収益率、こうした点が海外投資家の関心を集めることとなった。

### (3) 国際投資資金の増加

アジアへの資金流入を担った先進国の機関投資家の運用資産が増加し、これら機関投資家が国際投資を活発化してきた点も指摘される。OECD加盟国所在の機関投資家の総運用資産額は、1981年末に3.2兆ドル、同年のOECD加盟国の名目GDP総計比38%だったが、91年末には16.3兆ドル、同年GDP比90%、さらに95年末には24.4兆ドル、同比107%まで増大していた<sup>(6)</sup>。加えて、これら運用資産を国内、国外双方で運用し、最も収益性の高い資産運用を行う国際分散投資が、金融技術の開発と共に機関投資家の間で一般化してきた。この結果、成長性が期待され投資環境も整い始めたアジア市場へ、機関投資家の運用先として、資金が流入していったものと考えられる。

## 3. アジア通貨危機発生背景

以上見たとおり、経常収支赤字が累積し、さらに経常収支赤字を上回る投資資金が流入した結果、アジア各国では対外債務残高が急速に膨らんだ。流れ込んだ資本は償還期限1年以内の民間短期債務の比率が高かった点が特筆される。表4に見るとおり、前述アジア5カ国の短期民間資本の借入残高のGDPに対する割合は、96年、97年とも10%以上（特にタイでは20%以上）の数字となっていた。国際金融取引において、リスクを考慮し一般に貸し手の銀行は銀行や民間非銀行向けと信に短期を、公的機関向けと信に長期を嗜好する傾向がある。アジアでは、相対的に、銀行や民間非銀行部門による借入の比率が高く、公的部門のウェイトは低かった<sup>(7)</sup>。この結果、アジアの債務において、短期債務が多くなる傾向が強まったものと考えられる。

経済ファンダメンタルズにひずみ（例えば、経済規模に比べて大きな対外債務）が生じた時を狙って投機攻撃は発生する。攻撃を受けた国が短期債務を多く抱えていると、市場の混乱が増幅する危険性がある。即ち、資本の国外流出、債務返済期限到来が同時に発生する可能性があるのだ。なぜなら、これらの国に投資された短期資本は、通貨不安が生じた国から早々に回収されるし、海外の投資家は新規投資を避けたいからだ。また、これらの国は短期債務の返済のため常に外貨繰りに追われていたので、外資が少しでも離れていくと返済スケジュールに狂いが生じてしまうからである。経常収支の赤字を拡大させ、「対外債務」を膨らませた国（典型的には、前述5カ国）<sup>(8)</sup>で、まさに上記の現象が発生した。これらの国では、金融市場で信頼を失い投機攻撃を受けることになった（さらに、後述の通り、資金が不動産開発、株式市場に流入、経済がバブル化しており、通貨危機の影響が増幅してしまった国もあった）。そして、これをきっかりに資本流出が発生したのである。前述のアジア5カ国への資本移動の状況を国際収支統計中の投資収支合計額で見ると、95年に624億ドル、96年に753億ドル、97年上半年期に286億ドル、それぞれ黒字を計上した。しかし、97年下半期には432億ドル、98年上半年期には191億ドル、それぞれ赤字に転じた（表5参照）、アジア危機発生を反映し、

表4：アジア5カ国の対外総債務残高

億ドル (%)	1990		1996		1997	
	債務総額	短期債務	債務総額	短期債務	債務総額	短期債務
韓国	470 (19)	228 (9)	1317 (27)	657 (14)	1434 (32)	538 (12)
タイ	282 (32)	83 (10)	906 (50)	376 (21)	934 (79)	348 (29)
インドネシア	699 (61)	111 (10)	1289 (57)	322 (14)	1362 (63)	360 (17)
マレーシア	153 (36)	19 (4)	397 (40)	111 (11)	472 (48)	149 (15)
フィリピン	306 (69)	44 (10)	401 (48)	80 (10)	454 (55)	118 (14)

(注1) ( )内は名目GDP比

(注2) 短期債務とは償還1年以内の債務。

(注3) 債務総額には、短期債務の他に、公的長期債務、公的保証長期債務、民間非保証長期債務が含まれる。BIS統計に基づく債務残高(表6)は、BIS報告銀行に対する債務を集計したもので、公的債務が含まれていない。従って、本表での債務残高は、BISをもとにした債務残高より大きな数字となっている。

(出所) World Bank, The Global Development Finance 98より作成。

表5：アジア5カ国の国際資本移動(億ドル)

	95年	96年	97年上半年期	97年下半期	98年上半年期	98年下半期
タイ	219.1	194.9	-14.8	-153.9	-84.4	-60.2
マレーシア	76.4	97.8	73.5	-17.7	-17.9	-7.6
インドネシア	102.6	108.5	60.9	-66.9	-60.0	-43.5
フィリピン	53.1	112.8	57.1	7.9	27.0	-17.4
韓国	172.7	239.2	109.4	-201.4	-55.4	-29.0
合計	623.9	753.2	286.1	-432.0	-190.7	-157.7

(注) 各国、国際収支上の「投資収支」(Financial Account)の数字を集計したもの。この項目には、直接投資収支、証券投資収支、その他投資(銀行貸付、借入、貿易信用など)が含まれる。

(出所) IMF, IFS。なお、マレーシアの統計は、旧国際収支統計に基づいており、長期資本収支と短期資本収支を合計した数字。出所はマレーシア中央銀行。

国際資本の流入が停止し逆に流出しはじめたためである。「外資の大量流入」「対外債務急増」「海外投資家の間での信認低下と投機売り」という現象が連鎖的に発生したことが、今回の深刻な通貨危機を招いた背景となっている。加えて、これらの国が大量の短期民間資本を抱えていたことが、資本の流出に拍車をかけ、危機をさらに深刻化させたのである。なお、一部の国では流入した外資により経済のバブル化現象も見られたが、バブル化も危機を増幅させる要因となった点は言うまでもない。

ここで、状況をより具体的に把握するため、上記のプロセスが典型的に観察されるタイ、韓国、インドネシア、そして比較的被害が軽微だったシンガポール、香港、台湾の状況を詳細してみよう。

### (1) タイのケース

タイは、主要貿易相手国通貨に対するバスケット方式を採用、実質的にはドルにパーツをベッグさせる政策をとってきたが（パーツの対ドル相場は1984年から今回の通貨危機にいたるまで25～26パーツ/ドルのレンジで推移してきた）、96年からパーツへの投機売りが何度も発生していた。97年5月には、シンガポール、香港、マレーシア、タイの中央銀行による初めてのパーツ防衛のための協調介入が実施されたが、パーツ攻撃はその後発生、同年7月2日に、当局はパーツの変動相場制移行を決定した。

タイの実質 GDP 成長率は、80年代に年率7.8%だったが、91年から96年の6年間は同8.0%。国内需要拡大とともに輸入も増加、経常収支赤字の対 GDP 比は80年代に年平均4.2%から91年～96年には同6.8%へ高まった。経常収支の赤字補填と、高度成長からの資金需要を賄うために、90年代に入り海外からの資本取り入れが活発化。1993年には、オフショア市場、BIBF が設立された。表向きの設立目的は、タイをアジアの金融センターに育てあげるといったものだったが、実際にはBIBFを通じて国内への資金流入促進に期待がかけられた<sup>(9)</sup>。

表6は、BIS 報告銀行に対する債務残高（借入残高）と、同銀行に対する債権残高（貸出残高）を示したものである。「債務/債権」の項目は債権残高に対する債務残高の倍率を示したものである。「1.0」以上は、当該国が BIS 報告銀行に対し債務超過であることを示す。タイの場合、89年に2.0倍そして90年に2.5倍だったが、その後上昇し96年には11.0倍に達している。海外の銀行から調達した資金を、海外へ向ける代わりに、国内に向けたためである<sup>(10)</sup>。しかも、海外の貸し手側銀行はリスク回避から短期資金を選好、この結果短期債務の比率の高い対外債務が膨らむ結果となった。

流入した外資は、製造業のみならず、土地・不動産開発、消費者金融、株式投資などにも向かい、国内経済はバブルの様相を呈するに至っていた。ルーズな金融システム、国内経済のバブル化、経常収支赤字の拡大、対外債務の拡大、など、投機筋にとっては、格好の売り材料がタイに揃い、タイパーツが投機対象として攻撃を受けることになったのである。

### (2) 韓国のケース

韓国は、戦後一貫して輸出主導型産業の育成に力を入れ高度成長を達成してきた。70年代は鉄鋼、

造船、石油化学、80年代は自動車、家電、電子部品などである。ただ、輸出産業は厳しい国際競争力の中にさらされており、常に大量の設備投資が要求されていた。ちなみに、71年から96年までの平均投資率(名目粗固定資本形成/名目GDP)は34.3%と、欧米諸国と比べ10%以上高い水準である。設備投資が活発なだけ、資金需要も強かった。ただし、韓国の大手企業は歴史が浅いため、自己資金力は乏しく、財務体質は脆弱だった。資金調達源をみても、内部留保からの資金は少なく、外部からの債務に依存する傾向となる。いわゆる、借金体質だった。例えば、1996年の製造業の負債比率(=負債/資本)を国際比較してみると、米国が154%、日本が197%、台湾で86%(ただし、95年値)である。一方、韓国の場合では317%だった(Gobat [1998] P.15)。

韓国企業の資金調達では、外国資本が大きく寄与した。韓国企業が外国から資金を導入する場合、直接に企業が国際資本市場から資本を調達する方法と、銀行やノンバンクなど金融機関を經由してローンを受ける方法とに大別される。ちなみに、96年の韓国企業の全資金調達のうち、8%が海外

表6：BIS報告銀行(注)に対する各国の債務・債務残高(億ドル)  
(年末値、98年のみ9月末値)

		80年	85年	90年	91年	92年	93年	94年	95年	96年	97年	98年
タイ	債務残高	31.8	75.9	159.3	175.4	180.6	347.2	544.4	921.8	992.7	796.6	605.9
	債権残高	10.6	21.7	63.9	54.1	52.4	50.1	70.4	118.1	90.0	98.1	118.1
	債務/債権(倍)	3.0	3.5	2.5	3.2	3.4	6.9	7.7	7.8	11.0	8.1	5.1
マレーシア	債務残高	22.9	111.7	84.3	91.3	110.9	160.2	144.8	187.6	259.1	290.8	236.7
	債権残高	36.3	39.9	97.9	94.3	126.6	192.4	103.2	130.3	174.9	130.7	140.5
	債務/債権(倍)	0.6	2.8	0.9	1.0	0.9	0.8	1.4	1.4	1.5	2.2	1.7
インドネシア	債務残高	42.8	151.7	294.4	342.1	400.8	372.0	416.2	489.3	578.5	627.9	520.0
	債権残高	67.0	62.2	97.5	114.4	180.3	125.8	103.9	114.8	136.4	115.5	128.6
	債務/債権(倍)	0.6	2.4	3.0	3.0	2.2	3.0	4.0	4.3	4.2	5.4	4.0
フィリピン	債務残高	69.8	134.1	94.9	87.3	74.3	66.1	65.4	86.7	135.1	166.1	145.0
	債権残高	34.9	31.2	47.1	48.8	62.1	58.1	67.5	73.4	78.4	97.0	104.6
	債務/債権(倍)	2.0	4.3	2.0	1.8	1.2	1.1	1.0	1.2	1.7	1.7	1.4
韓国	債務残高	140.0	343.5	322.2	391.2	426.5	452.2	609.7	832.6	1091.5	1039.1	787.4
	債権残高	32.6	55.0	103.7	104.8	154.2	152.0	205.4	251.0	290.7	412.8	365.6
	債務/債権(倍)	4.3	6.2	3.1	3.7	2.8	3.0	3.0	3.3	3.8	2.5	2.2
台湾	債務残高	51.0	55.3	163.1	175.4	180.6	209.6	220.8	221.3	227.9	224.3	209.4
	債権残高	47.7	240.8	532.1	460.3	355.4	325.7	372.4	360.3	374.8	364.6	378.8
	債務/債権(倍)	1.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
シンガポール	債務残高	217.7	719.7	2313.3	2092.4	2130.0	2333.9	2480.0	2820.3	2872.4	2958.3	2432.5
	債権残高	184.8	702.5	1901.3	1520.1	1501.4	1550.2	1534.3	1702.6	1778.3	2146.5	2215.6
	債務/債権(倍)	1.2	1.0	1.2	1.4	1.4	1.5	1.6	1.7	1.6	1.4	1.1
香港	債務残高	226.6	778.6	3874.1	4012.2	4001.3	4129.9	4939.6	5130.4	4699.6	4695.8	3321.1
	債権残高	177.2	822.9	3506.3	3265.6	3074.8	2900.1	3451.9	3297.4	2843.7	2947.6	2849.9
	債務/債権(倍)	1.3	0.9	1.1	1.2	1.3	1.4	1.4	1.6	1.7	1.6	1.2

(注) BIS報告銀行とは、BISの国際資金取引統計作成に参加している24の国・地域に所在する銀行を指す。具体的には、北米2カ国、オーストラリア、ベルギー、デンマーク、フランス、ドイツ、アイルランド、イタリア、ルクセンブルグ、英国、スペイン、スイス、オランダ、北欧3カ国、日本、及び6つのオフショアセンター所在の銀行。

(出所) BIS International Banking and Financial Market Developments 各号より作成。



からの直接借入（ユーロ債などの発行）、22%が韓国の銀行及びノンバンクからの融資だった（Borensztein & Lee Op. Cit., P13）。後者においては、韓国の金融機関は、海外の支店、現地法人などを通じて資金を調達し、企業に長期で融資する。ただ、韓国の銀行部門による海外からの長期資本の借入れはまだ完全に自由化されなかった。このため、金融機関が海外で資金調達を行う場合、短期が中心となり、これを一般企業に長期融資するというスタイルが一般的だった。ちなみに、97年末で、商業銀行の短期負債の55%のみが短期資産に対応し、マーチャントバンクでは、同負債の僅か25%が短期資産に対応（Ubide [1999] p22）、残りは長期資産に対応していた。

一度金融危機が発生すると、海外の貸し手は、貸出した短期資金の回収に動くことになり、韓国の銀行は返済に窮することになる。韓国民間企業も融資停止に直面、運転資金の枯渇から企業活動に支障が生じ、実体経済も混乱に陥ることになる。経済の混迷は、証券市場など金融市場での混乱を増幅するという悪循環に陥ったのである<sup>(11)</sup>。

### (3) インドネシアのケース

インドネシアは、金融構造、とともに政治状況にも不安がみられたために、投機筋の攻撃対象となった。インドネシア政府は、投機の波の中で、97年8月にルピアを管理変動相場制から完全変動相場制へ移行させた。97年6月末に2450ルピア/ドルだったルピア相場は暴落し、98年6月に一時17000ルピア近くに達した。1年間で7分の1まで為替相場が下落したのだ。また、中央銀行割引金利（SBI金利）で見た短期金利も、98年夏場には70%を上回る異常な水準を記録した。

インドネシアは、石油産出国であり、貿易収支は従来黒字を計上してきた。1981年から1997年にかけての財・サービス貿易収支黒字額は年平均6.8億ドルだった。ただ、経常収支は同期間年平均34.3億ドルの赤字だった。これは、インドネシアが、国家建設と産業育成にあたり長年外国からの資金調達に依存してきたため、対外債務が膨らみ、増大した海外への利子支払いで、貿易収支の黒字も帳消しとなっていたためである<sup>(12)</sup>。経常収支の赤字で、債務残高を累積させてきた。加えて、90年代以降、民間委託のインフラ開発、国有企業による設備投資などにより、インドネシアは積極的に民間からの外資取入れを行っていた。この結果、（公的債務を含まない）対外民間債務残高は、90年末の214億ドルから96年末に689億ドルに上っていた（Global Development Financeより）。しかも、経済危機にさらされる中、長年政権の座についていたスハルト独裁への不満も噴出、暴動、政権交代、なども相次ぎ、国際社会においてもインドネシアへの信頼性は揺らいでいた。タイの通貨危機の余波がインドネシアを襲ったのはこの時期である。インドネシアでも民間部門を中心に短期の資本導入が活発に行われていた。このため、経済、政治危機発生後、インドネシアから資本を撤退させる外国金融機関が相次ぎ、インドネシアの外貨事情を圧迫させる結果となった。特に、97年末から98年年初にかけて、為替ヘッジされていない外貨建て短期債務の返済期限が集中し、このことがドル需要を強め、ルピア相場の暴落を加速させた（滝井 [1998] P74 - 76）。

#### (4) 経常収支が黒字のアジア諸国・地域のケース

今回アジア金融危機で注目されたのは、投機売りの波が近隣諸国に波及するいわゆるコンテージョン現象がみられたことだ。経常収支の継続的赤字、96年末でGDPの2割前後の対外民間債務を抱えていたフィリピン、マレーシアでも金融危機はタイ危機の直後に発生、そして、シンガポール、香港、台湾などでも投機売りが発生している。

シンガポール、香港、台湾市場で、本格的な為替市場での混乱が発生したのは、97年10月である。この時期以降翌年夏場にかけて、何度となく市場は、投機筋の集中的攻撃に見舞われた。とりわけ、1米ドル=7.8香港ドルで為替レートを米ドルに固定させている香港では、金利引上げを余儀なくされ、97年10月下旬にはインターバンク金利(1カ月もの)が一時的だが50%まで上昇した。

ただ、これら市場の為替レートは、アジア危機においても、他のアジア市場と比べて為替変動幅は軽微なものにとどまった(もっとも、市場参加者の「思惑」に大きく左右される株式市況の変動は、他市場同様大きなものとなった)。表1に見る通り、97年6月末から99年10月末にかけて対米ドル為替相場の上昇率を見ると、シンガポールドルで16.6%、台湾NTドルで14.0%、香港ドル0.3%と、対外債務を抱えたアジア諸国の為替下落率と比べ小幅にとどまっている(同期間、インドネシア・ルピアは183.9%、韓国ウォンは35.0%、タイバーツは56.8%、マレーシアリングギット50.5%、フィリピンペソ52.3%だった)。

では、なぜ繰り返し発生した為替投機に、これらの市場は抵抗力があったのか。基本的には、対外ポジションが健全だったため海外からのこれらの国・地域への信認が、基本的に損なわれていなかったこと、金融システムが機能しており野放図に外国資金が国内に流れ込まず、対外短期債務の増加や経済のバブル化を防止できたこと、などが指摘される。

まず、この点に関してみると、シンガポールの経常収支は、1988年から黒字を継続。91年から97年の経常収支黒字幅は年平均101億米ドル。台湾でも黒字が継続しており、上記期間の平均黒字幅は84億米ドル。また香港では、経常収支の公式発表は行われていないが、貿易収支(財・サービス)は同期間年平均12億米ドルの黒字を記録しており、経常収支も均衡していると推測される<sup>(13)</sup>。香港、シンガポール、台湾の場合、ネットの対外債権・債務ポジションについて正式なデータは存在しないが<sup>(14)</sup>、経常収支の健全性を考慮すれば、これらの国・地域は、ネットベースでみて資本の貸出し国(純対外債権国)である可能性が高い。この結果、他のアジア諸国と比べ通貨への信頼性は、遥かに高かったといえる。

この点についてみると、タイのケースとは異なり、シンガポールや香港では「外」から「内」へのオフショアセンターを通じての資金流入が有効に処断され、民間短期債務の増加や経済のバブル化が防止されていた点が特筆される。

例えば、シンガポールは、1968年にオフショアバンキングセンターを設立したが、ここでは、非居住者と居住者の国内為替建ての資金取引は、限定的にしか認められていない<sup>(15)</sup>。しかも、シンガポール政府は、シンガポールドルの非国際化政策を取っている。シンガポールは国家規模が小さいため、シンガポールドルが無制限に国外に流出していくと通貨コントロールができなくなる。その

ため、シンガポールドルの非居住者による保有を極力抑える方針を取っている。具体的には、在シンガポール外資系企業を含め、非居住者に対する500万シンガポールドル超のシンガポールドル建て信用供与はシンガポール通貨庁(MAS)の事前許可を必要とする。こうした仕組みから「外」「内」への際限のない資金流入は発生しなかった<sup>(16)</sup>。

香港では、外貨取引に特別な規制が課されていない。即ち、香港ドル建ても外貨建ても同じ規則下で銀行業務が行われている。香港の市場は内外一体型の市場である。こうした市場では、外からの資金が容易に国内に流入する危険があるが、香港の場合、83年10月から導入したカレンシーボードシステムにより、無秩序な香港ドルの国内供給は制限されている。同システムでは、3つの通貨発行銀行が、7.8香港ドルに対し1米ドルを政府管理の外国為替基金に預託し、基金から債務証書を受け取り、証書の額の香港ドル発行を行う。従って、香港ドルは100%米ドルに裏付けされているもので、米ドル資産がない限り香港ドルは発行されない。このため、香港ドルが無秩序に発行されて、域内経済に浸透していくことは防止された。

台湾にも、規模は小さいが、1984年に設立された OBU (Offshore Banking Unit) と呼ばれるオフショアバンキング機能が存在する。ただし、台湾内で、NTドル転換を目的とした外貨の短期借入は、厳しく規制されている(第一勧銀総合研究所 [1997] PP131-132)。オフショア市場を通して「外」「内」への野放図な資金流入は厳しくチェックされた。ちなみに、台湾は、ほぼ恒常的に、海外銀行に対し債権超過の状態にあった(表6参照)。

対外バランスの健全な地域においては、投機売りが発生しても、民間短期資本の海外への返済に迫られることもなく、資金の逼迫に窮することもなかった。さらに、当局が通貨防衛を行う際の介入資金も十分あった(例えば、公的外貨準備は、97年6月末に、シンガポールで806億米ドル、香港で676億米ドル、台湾では900億米ドル)。また、91年から97年にかけてのシンガポール、香港、台湾の実質GDP成長率は、年率でそれぞれ8.4%、5.2%、6.5%と順調だったが、順調な経済は借金による無理な成長ではなかったため、海外投資家の信頼性を損なうこともなかった。こうした状況から、他のアジア諸国と比べて為替減価は軽微にとどまったといえる。

この点で対照的だったのが、前述のタイ、韓国、インドネシアなど市場の混乱度合いが高かった国である。これらの国で共通していたのは、危機以前に短期資本を中心とした民間資金が国内に流入し、対外債務を増やしていた点だ。この結果、投機売りが発生。流入した資本が一斉に国内から流出。短期債務の割合が大きかったことが、この混乱をさらに増幅させたわけである。海外からの大量の民間資本流入に依存した経済、一方で資本流入に依存しなかった経済の違いが、今回の通貨危機において反映されたと言えよう。

#### 4. アジア通貨危機の米国への教訓

さて、ここで、世界最大の経済規模を持つ米国に目を転じてみたい。

周知のとおり、米国は1980年代に入り、双子の赤字と言われる赤字問題に悩まされた。連邦政府

財政収支と経常収支の赤字である。クリントン政権期に入った90年代において、景気回復から税収増が続き、連邦政府財政収支は黒字に転じた（暦年ベースで98年に、1969年以来29年ぶりに539億ドルの黒字計上）。しかし、経常収支の赤字幅は、80年代から現在に至るまで依然高水準が続き、その程度は90年代後半から深刻の度合いを深めている（表7参照）。

最近の経常収支赤字拡大の背景として、景気低迷による日本を含むアジア地域への輸出不振が指摘されている。しかし、さらに本質的問題として、90年代に入ってから米国の輸入の高い伸びを見逃せない。ちなみに、90年から98年にかけての輸出（実質）の伸びは年率7.3%、これに対し輸入の伸びは8.2%だった。この結果、貿易収支赤字幅は90年から98年にかけて年平均1562億ドルと、80年から89年にかけての同赤字幅937億ドルを67%も上回ってしまったのである。

米国では、従来から所得に対する輸入弾性値が相対的に高い点が指摘されてきた。この弾性値が90年代に入り、一段と上昇している<sup>(17)</sup>。即ち、経済成長率以上に輸入量が増加する傾向が強まり、経済構造がますます輸入依存型になってきているのだ。

ところで97年に3.7%、98年に4.3%の実質成長を達成するなど、ここ数年米国では高度成長が続いている。成長の牽引役は、個人消費支出である（97年、98年の個人消費支出の成長寄与度は、それぞれ2.5%、3.2%だった）。ただ、この個人消費の伸びは、決して健全な形で盛り上がりを見せているわけではない。米国の個人部門の貯蓄率（個人貯蓄額/個人可処分所得）は、96年の4.8%から、98年に3.7%まで低下、さらに99年9月には1.6%まで低下している（U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis 99年11月2日発表統計より）。個人の貯蓄を切り崩すことによって、個人消費が拡大し、高度経済成長が維持されている。一方では、成長により輸入需要が高まり、対外バランスの悪化が進行している。マクロ経済の観点から不健全な成長が続いているわけである。

米国は、経常収支赤字国でありながら、資本の海外への供給国にもなっており、98年には、3000億ドル近い資本を海外に投資した。このため、経常収支赤字と輸出する資本の合計分を補填するために、海外から資本輸入しなければならない。資本輸出により対外債権も保有するため、米国に輸入された全ての資本が、そのまま債務残高に累積されることはないが、経常収支赤字分は、米国の純債務残高に計上されることになる。

80年代に入って毎年継続する経常収支赤字から、米国の対外純債務残高は89年に赤字に転じ、その後も年々赤字は累積し、98年末の水準は、1兆5375億ドル、名目GDPの18%に達する。アメリカの高度成長が続く現在、経常収支の赤字持続、対外債務の悪化の改善は当面期待できない。

さらに、アメリカが流入させている資金の大半は、民間資金である点に留意する必要がある。例えば、95年から98年にかけて、海外から米国への投資資金流入額は、年平均で5742億ドル、このうち90%に相当する5157億ドルが海外非公的部門による投資である（U.S. Department of Commerce, Survey of Current Business より計算）。つまり、米国は、国外から民間資本を流入させ、それを経常収支赤字と流出する資本の補填にあてている。しかし、償還一年以上のもので民間資本というのは、一部を除き基本的に短期資本の性格を持つことに留意する必要がある<sup>(18)</sup>。

米国で拡大する対外債務、短期民間資本に強く依存した債務補填、海外から流れ込む資本が活気

付ける株式市場など、これらは全て危機直前のアジアと一致する姿である。拡大する対外債務と短期民間資本中心に借入を進める米国に海外投資家が警戒感を持ち始めると、ドルの安定性は崩れることになる。しかも、短期資本中心の借入を米国が行っているだけに、ひとたび為替市場でドルに対し投機売りが発生すると、それは米国からの短期民間資本の流出、米国への新たな資金流入の停止、そして米国での資金需給の逼迫を引き起こす懸念がある。加えて、米国への信認が投資家の間で薄れ、外資が米国を離れ、ドル売り現象が進めば、株式をはじめとする米国の金融資産の価値は急激に減価する<sup>(19)</sup>。このことは、米国経済の拡大を支えてきた個人消費に甚大な影響を及ぼし、金融危機直後のアジア諸国同様、マクロ経済を混乱させる危険性も伴う。96年の統計でみると、米国のGDPは世界全体のGDPの27%を占める(金融危機で最も影響の大きかったタイ、マレーシア、韓国、フィリピン、インドネシア5カ国のGDP合計は4%に過ぎない)<sup>(20)</sup>。米国経済の混乱が世界経済へ及ぼす影響は、通貨危機時にアジア経済の混乱が及ぼしたものと比較にならぬ程大きなものとなる。アジア金融危機の教訓から、エマージング市場での金融危機予防に関し多くの提言がなされた。しかし、金融危機は、エマージング市場のみで発生するものではない。金融インフラが整備された先進国市場でも、海外の投資家の不信が強まれば経常収支赤字のファイナンスが困難になる。

表7：米国の経常収支と資本収支

(億ドル)	年平均 (81-85)	年平均 (85-90)	年平均 (91-96)	1996年	1997年	1998年
経常収支	-549	-1293	-861	-1354	-1554	-2338
資本収支	318	1182	1154	1884	2561	2442
(1) 投資収支	316	1179	1153	1879	2559	2439
資本輸出	-712	-1001	-1999	-3755	-4775	-2986
資本輸入	1028	2180	3152	5634	7334	5425
直接投資収支	100	273	-227	-34	-284	643
資本輸出	-86	-261	-675	-811	-1218	-1319
資本輸入	186	534	448	776	935	1962
証券投資収支	240	552	780	2518	2955	1788
資本輸出	-66	-137	-862	-1158	-880	-894
資本輸入	306	689	1642	3676	3835	2681
その他投資収支(注2)	-25	355	600	-605	-112	8
資本輸出	-561	-604	-462	-1786	-2677	-773
資本輸入	536	958	1062	1181	2565	781
(2) その他資本収支(注2)	2	3	1	5	2	3
誤差脱漏	266	155	-312	-596	-997	-37
総合収支	34	44	-18	-67	10	67
経常収支赤字の名目 GDP比(%)	1.5 (注3)	2.6 (注3)	1.3 (注3)	1.8	1.9	2.7

(注1) 銀行貸付・借入、貿易信用、現預金、雑投資が含まれる。

(注2) 対価を伴わない資本移転(例えば無償資金援助)などが含まれる。

(注3) GDPは当該期間の平均値

(出所) IMF International Financial Statistics YEARBOOK CO ROMより作成

表 8 : 米国の対外投資ポジション (年未値)

(億ドル)	1985年	1990年	1995年	1996年	1997年	1998年
対外債権・債務残高(ネット) <sup>注1)</sup>	948	-1668	-4226	-5495	-10663	-15375
対名目GDP比(%)	2.3	-2.9	-5.8	-7.1	-13.1	-18.1

(注1)プラスは米国の対外純債権残高、マイナスは同債務残高を示す。

(注2)市場価格ベースを使用(直接投資を市場価格で算定した数値)。

(出所)US Department of Commerce, Survey of Current Business July 99及びIMF International Financial Statistics Yearbook 98より作成

前述の通り、米国の対外バランス悪化の根拠は、貯蓄の切り崩しの基で盛り上がる消費と高度成長、高まる輸入依存度など、国内の経済構造に求められる状況になっている。アジア金融危機を経験した現在、米国の対外不均衡問題への本格的取り組みが、政策当局の緊急課題になっているのである。

#### 註

- (1) 例えば、通貨混乱が激しかったタイ、韓国、インドネシア、フィリピン、マレーシア5カ国の平均実質GDP成長率は、97年に4.6%だった(表3参照)。しかし、98年に経済が混乱、表3と同じ方式で算出する98年の成長率は-7.1%へ急低下した。
- (2) アジアへの資本流入が特に目立って来たのは90年代に入ってからといえる。ちなみに、84年-89年にかけてのアジアへのネット民間資本流入額は、年平均130億ドル程度とまだ低水準だった(IMF World Economic Outlook 98内の統計より)。
- (3) 1993年にIMFが発表した改訂国際収支統計マニュアルによると、統計は大きく「経常収支」「資本収支」「外貨準備増減」「誤差脱漏」に分類される。「資本収支」はさらに「投資収支」と「その他資本収支」に分かれる。「その他資本収支」とは、旧国際収支統計上では「経常収支」内の「移転収支」に含まれていたもので、資本に関する対価を伴わない一方的取引などが計上される(インフラ形成のための無償資金援助など)ため、債権・債務を伴う金融取引とは性格が異なる。金融取引における、経常収支のファイナンスの動きは、投資収支に表れてくるわけだ。なお、「誤差脱漏」に関しては、統計上、経常取引勘定、資本取引勘定のいずれに属するのかが明確でないこと、また「誤差脱漏」が比較的小さな数字だったこと(91-96年平均で-24.2億ドル、GDP比-0.3%)、から表3には含めていない。
- (4) 経常収支赤字の補填を上回って流入した資本は、国際収支上は「外貨準備資産増減」の項目に対応することになる。ちなみに、これら5カ国の外貨準備資産増加額は、91年から96年の期間、年平均137億ドルである。
- (5) 例えば、91年から96年にかけての米国の短期財務省証券平均利回りは4.5%だったが、マレーシアの同利回りは6.6%、フィリピンで14.5%。その他のアジア諸国の短期市中金利も米国水準を上回っていた。IMF International Financial Statistics, 各号参照。
- (6) データについては、OECD, Institutional Investors in the New Financial Landscape内の論文, "Impact of Institutional Investors on Financial Markets" (Blommestein, H)を参照。ここでの機関投資家は、年金基金、保険、投資銀行、投資会社をさす。なお、先進諸国での機関投資家の資産増加の背景として、以下3点が指摘されている。先進国で、いわゆる戦後のベビーブーマー世代の高齢化とともに、新規年金加入者数が増加してきていること、金融テクノロジー、金融情報の高度化で金融サービスの質が高度化し、機関投資家の活動範囲を拡大させたこと、80年代以降の金融市場での投資規制緩和、金融手数料の相対的低下、投資市場や投資商品の充実で機関投資家の魅力が高まったこと(Blommestein Op. Cit., p34)。
- (7) 98年6月末の統計によると、BIS報告銀行による国際貸出において、ラテンアメリカ向け融資の20%が公的機関向けだったのに対し、アジア向け融資においては僅か9%のみだった(日本銀行金融市場局[1999])。
- (8) 国際金融センターとしての機能を持つ香港やシンガポールのような国際銀行業務は行っていないが、これら

- 5ヶ国もある程度の対外債権を保有している。表6で見る通り97年末で、BIS報告銀行に対し、タイ、インドネシア、マレーシア、フィリピンは100億ドル前後の、韓国で400億ドル強の、対外債権残高を保有していた。
- (9) オフショアセンターとは、「租税、為替面の特典を与え、国内金融機関にオフショア業務、即ち非居住者相互間の金融を認めるが、原則的には非居住者と居住者との資金仲介を認めない市場」を言う(氷川[1985] p 21参照)。オフショアセンターから国内市場に外国資金が流れ込むことは、国内のマネーフローの管理を困難にさせ、当該国の金利、為替、さらには実体経済に少なからぬ影響を与えることになる。1981年のニューヨークオフショアセンター(IBF)設立時、1986年の東京オフショア市場(JOM)設立時も、この「外」「内」の遮断に最も重点が置かれた。タイのオフショアセンターの問題点は、この「外」「内」資金取引機能を公認し、さらに国内資金取り入れのために積極的に活用させたことといえる。ちなみに、Bank of Thailandの統計によると、95年7月末のBIBFの総資産資産は364億ドル、うち「外」-「外」取引106億ドル、「外」「内」取引、240億ドル。また、98年12月末に同じ順で250億ドル、39億ドル、209億ドルだった。「外」「内」の取引量が異様に多い点が目に付く。
- (10) 表6中の「債務/債権」の数字が香港、シンガポールでも90年代に僅かだが上昇している。これは、国際金融センターとして機能する香港やシンガポール所在の銀行が、BIS報告銀行から調達した資金を、近隣アジアなど海外非銀行顧客(この場合は、表6の債権の数字には計上されない)に貸出す額が増えてきていたためであり、資金が国内に流入したタイのケースとは切り離して考える必要がある。例えば、香港政府の統計でより詳しく見ると、97年末に海外銀行に4兆230億香港ドルの債務を持つ一方、海外銀行に2兆5428億香港ドル、海外非銀行顧客に2兆1097億香港ドルそれぞれ債権を持っている(Census and Statistics Department, Hong Kong Monthly Digest of Statisticsより)。
- (11) 韓国の実質GDP成長率は97年の+5.0%から98年には-5.8%に下落した。なお、通貨危機直前の97年6月末から98年6月末にかけて株式市況の下落率(60.1%)はアジア諸市場の中でも最悪だった(表1参照)。97年7月以前から、一部の財閥では過剰投資、過剰債務から経営不振に陥る企業が相次いでいた。大手財閥の「韓宝」グループ(96年時点で、グループ総資産で国内16位)の韓宝鉄鋼が97年1月に不渡手形を出した。97年3月に中堅財閥(96年時点で同26位)、三美総合特殊鋼と三美が法定管理を申請。97年4月には酒造メーカー、真露が事実上倒産、同7月には起亜自動車が事実上倒産した。こうした環境下で通貨危機が発生、株式市場は混迷の度を深めたのである。また、為替市場でも、ウォンの対ドルレートは97年10月から98年2月にかけて80%近く下落している。
- (12) 例えば、1991年から97年にかけて7年間の財サービス貿易収支は年平均4.8億ドルの黒字だったが、対外債務利払い額は同55.7億ドルだった。IMF, International Financial Statistics Yearbook 98およびWorld Bank, Global Development Finance 98のデータを基に計算。
- (13) シンガポール、台湾は経済企画庁「海外経済データ」より、香港は、香港政庁98年度予算書、その他香港政府資料より算出。なお、香港政府は1997年のみ、経常収支を発表している(それ以前は未発表)。これによると、同収支は、495億香港ドル(約64億米ドル)の赤字だった。ただ、97年は新空港建設関連による輸入需要から貿易収支が一時的に赤字に転じた年である。貿易収支(財・サービス)は通常黒字基調なこと、また所得収支も香港は例年大幅黒字と推測されること(ちなみに97年は約14億米ドルの黒字)、などから、香港の経常収支もアジア危機直前の96年までは黒字基調だったと推測される。
- (14) OECDの推計では、97年末の対外債務残高は、香港363億米ドル、シンガポール、125億米ドル、台湾335億米ドルである(OECD, External Debt Statistics 1998)。ただ、これらの数字は、OECD加盟国銀行への債務額を合計したものである。シンガポールや香港は非OECDのアジア諸国にかなりの対外債権を持っており、実際の債務残高は、これらの数字をかなり下回るものと推定される。
- (15) シンガポールの場合、オフショアバンキングを希望する金融機関はMASの許可を得て、ACU(Asian Currency Unit)と呼ばれる口座を開設する。この口座での取引は、国内銀行勘定(DBU)と完全に遮断されている。ACUを通じての取引とは、要求払い預金の受け入れ(貯蓄勘定、当座勘定を含む)、外貨建て通貨借入、米ドル建て固定、または変動金利譲渡性預金証書(CD)の発行、居住者、非居住者からの外貨建て預金の受け入れ、外貨建て資金の運用、為替取引などである。シンガポールドル建ての取引は限定されている。こ

のため、取引の大半は「非居住者 - ACU」間で行われ、資金がシンガポール内に流れ込む危険性は少なく、条件付きでしか（例えば、交換可能通貨を稼ぐ輸出型法人企業向け、ないし外資系企業向け貸付など）ACU 経由の外貨は国内に還流されない。

- (16) ただし、直接投資資金は受入れている。ちなみに、シンガポールは、86年から90年にかけて累計で41.1億米ドル、91年から95年にかけて113.3億米ドル、96年から98年にかけて112.5億米ドルと、直接投資受入額（ただし製造業のみ）は年々増加傾向にある（経済企画庁 海外経済データ、より集計）。直接投資資金は实体经济に直結する生産的資金であり、バブルを招いた短期民間資金とは切り離して考えるべきである。
- (17) 米国の輸入の所得弾性値を推計すると、81-90年の期間で2.24、90-98の期間で3.26だった。参考までに、同様な推計で、日本の所得弾性値は、90-98の期間2.11だった。推計式と結果は以下の通り。

$$\text{Log(実質財輸入)} = a + b \times \text{Log(実質 GDP)} + c \times \text{Log(財輸入デフレーター/生産者物価)}$$

#### 輸入の所得弾性値 (= b) (データは年ベース)

	81-90	(T値 / R*R)	90-98	(T値 / R*R)
米国	2.24	(11.76 / 0.972)	3.26	(55.55 / 0.998)
日本	1.76	(8.96 / 0.922)	2.21	(4.39 / 0.916)

資料、米国商務省、米国労働省統計。日本は経済企画庁統計。

- (18) 一般に、償還1年未満の資金が短期資本、1年を超える資金が長期資本と呼ばれている。しかし、リスクが高まれば1年を超える資金も、民間であれば流動的に動くことになる。そこで、民間資本の大半は、短期資本の性格を持つといえる。ちなみに、Hakkioは民間資本のうち、直接投資を長期資本、その他証券投資、銀行ローンを短期資本と規定している（Hakkio [1995] p20）。この定義に従うと、98年に米国に流入した外国資本、5026億ドルのうち、63%、3310億ドルが短期民間資本となる。
- (19) 米国での株式市場での活況が、資産効果で米国の個人消費を盛り上げる一因となっているという見方は、内外の米国研究者の間では一般的になりつつある（鈴木 [1999]）。実際、ニューヨークダウ平均株価は、クリントン政権が発出した1993年に3524ポイント（年平均）だったが、6年後の1999年9月1日には10937ポイント。3.1倍の上昇だ。株価と個人消費の相関関係が高いとすれば、逆資産効果の影響も無視できないことになる。
- (20) 世界のGDP総額は、「世界国勢図会 98/99」の数字を引用。

#### 参考文献

- Asian Development Bank *Key Indicators of Developing Asian and Pacific Countries* 1998
- BIS “International Banking and Financial Market Development” 各号
- Borensztein E and Lee J. W. *Credit Allocation and Financial Crisis in Korea* IMF Working Paper Feb. 1999
- 第一勧業総合研究所 『アジア金融市場』 東洋新報社 1997
- Errico L & Musalem A *Offshore Banking: An Analysis of Micro and Macro Prudential Issues* IMF Working Paper. January 1999
- Gobat J “Republic of Korea” IMF Staff Country Report May 1998
- Hakkio, C. S. “The U.S. Current Account: The Other Deficit” Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City, 3rd Quarter 1995
- 水川 秀男 「オフショア金融市場の研究」 外国為替貿易研究会 1985
- IMF *International Financial Statistics Yearbook* 1998
- IMF *World Economic Outlook* 1998, 1999
- IMF *International Capital Markets* September 1998
- ジャオ Y. C. 山本 英治訳 『国際金融センター香港』 東洋経済新報社 1998年



- 河上 洋右「通貨・金融危機の克服と相互協力を目指して」ファイナンス 1999年3月  
日本銀行金融市場局「BIS統計からみた国際金融市場」日本銀行調査月報 1999年5月  
野末 裕史「タイの短期資本流入に関する一考察」世界経済評論 1999年7月  
OECD *External Debt Statistics* 1998  
OECD *Institutional Investors Statistical Yearbook* 1997  
OECD *Institutional Investors in the New Financial Landscape* 1998  
世界国勢図会 98 / 99 国勢社  
新家 昭宏「国際資本移動の拡大と通貨危機」東海銀行調査月報 1998年4月  
末廣 昭「タイ経済危機と金融・産業の自由化」経済研究 1999年4月  
鈴木 孝介「米国の最近の貯蓄率低下と個人消費」ESP 経済企画協会 1993年3月  
高田 茂樹「90年代の国際資本移動 海外投資研究所所報」日本輸出入銀行1996年4月  
滝井 光夫, その他編著『アジア通貨危機』日本貿易振興会 1998年1月  
Ubide A *The Korean Financial Crisis of 1997* IMF Working Paper March 1999  
U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis GDP速報 (1999年8月26日付け [http](http://))  
World Bank *Global Development Finance*, 1999