



慶應義塾大学ビジネス・スクール

東アジア経済危機（A）

5

1990年代以降、金融自由化とリスクの大きい金融商品の開発に伴って、通貨価値の急落による「通貨危機」、金融機関の破綻を伴う「金融危機」が頻繁に発生し、経済全体に深刻な影響をもたらす「経済危機」に発展することもあった。欧洲通貨危機（1992～93年）、メキシコ通貨危機（1994～95年）、東アジア経済危機（1997～98年）、ロシア財政危機（1998年）、ブラジル通貨危機（1998～99年）、トルコ金融危機（2000～02年）などである。特に、東アジア経済危機は、それまで「東アジアの奇跡」あるいは「世界の成長センター」とまで呼ばれるにいたった東アジア地域を巻き込むもので、その伝染（contagion）効果は大きかった。

10

事の発端は、タイ・バンコクである。タイ通貨当局は、度重なるタイ・バーツ売りの通貨アタックを受け、1997年7月2日にそれまで維持していた米ドルとの事実上のペッグ制^[1]を放棄し、変動相場制へ移行した。バンコク発の通貨危機は、近隣諸国に波及し、同月11日にフィリピン・ペソ、14日にマレーシア・リンギ、21日にインドネシア・ルピアと次々と現地通貨への通貨アタックが波及していった。また、同年10月には台湾ドル、香港ドル、およびシンガポール・ドルに、そして11月には韓国ウォンにまで通貨アタックは波及した（図1、図2）。

15

20

これらの東アジア諸国における通貨危機は、金融機関の破綻を伴う金融危機が直接的な引き金となって発生した。そして、その通貨危機はさらなる大規模な金融危機を誘発し、実体経済に多大な影響を及ぼす経済危機に発展した。程度の差こそあれ、Asian Tigersとまで呼ばれるにいたった香港、韓国、台湾、およびシンガポールを含む新興市場経済（emerging markets）が巻き込まれ、1998年の実質経済成長率はほとんどの国でマイナス成長となった（図3、図4）。特に深刻だったのが、10%以上のマイナス成長となったインドネシアやタイ、5%以上のマイナス成

25

[1] タイ・バーツとドルの間の為替レートを固定する制度。

本ケースは、東晋司と慶應義塾大学大学院経営管理研究科教授 中村洋が、公表資料ならびに同研究科 田中滋教授からの示唆・コメントを基にクラス討議の基礎資料として作成したものである。

30

本ケースは慶應義塾大学ビジネス・スクールが出版するものであり、複製等についての問い合わせ先は慶應義塾大学ビジネス・スクール（〒223-8526 神奈川県横浜市港北区日吉4丁目1番1号、電話 045-564-2444、e-mail: case@kbs.keio.ac.jp）。また、注文は<http://www.kbs.keio.ac.jp/>。慶應義塾大学ビジネス・スクールの許可を得ずに、いかなる部分の複製、検索システムへの取り込み、スプレッドシートでの利用、またいかなる方法（電子的、機械的、写真複写、録音・録画、その他種類を問わない）による伝送も、これを禁ずる。

長の韓国、マレーシアであり、その中のタイ、韓国、インドネシアは IMF に支援を要請することになった。

我々を取り巻く経済環境が移り変われば、新たな経済問題が生ずる。通貨危機、金融危機、経済危機も同様であり、古くて新しい問題である。

タイのケース

1970 年代以降、タイの経済は急速に発展していった。特に、1980 年代半ばからの約 10 年間 10 は発展の黄金期といえる。この経済発展をもたらした一つの要因は、米ドルとの事実上のペッグ制であった^[2]。先進国がドル高是正に向け合意した「プラザ合意」があった 1985 年から進んだドル安局面（図 5 参照）において、ドルに連動していたバーツは先進国主要通貨に対して安価になった。その結果、先進国の中で、とりわけ日本向け輸出が増大した。

さらに、バーツと米ドルのペッグ制は、ドルで運用する海外投資家を引き付けることになった。なぜなら、そのペッグ制の下ではバーツとドルは連動しており、ドル資金を運用する海外投資家にとって為替変動リスクを考慮する必要がなくなったためである。

加えて発展段階にあったタイでは、国内貯蓄が国内投資をまかなえるほど十分でなかった。国内総資本形成と国内総貯蓄の差の対 GDP 比は、1990 年代前半において 3 ~ 7% に達していた^[3]。1990 年代に入ってからの国内投資率（GDP に占める投資の割合）は 40% 程度で、これは日本の高度成長期の水準（30% 前後）さえも大幅に上回るほどであった^[4]。そのためタイでは金利が高く、商業用の貸し付け金利は 10% を超え、海外投資家は内外金利差による収益を求めることができた（逆に、当時アメリカでは低金利が続き、投資家による資金調達が容易になり、高金利の国への資金の流出が促された）。

^[2] 1984 年当初は、タイ・バーツの価値は、主要貿易相手国の通貨の価値を、各国の貿易量の比率を考慮して加重平均した値となっていた。当時の対米貿易が全体に占める割合は 14% 程度に過ぎなかった。しかし、1985 年のプラザ合意以降のドル安基調を迎えると、バーツはドルに対して增值し、タイの国際競争力は低下した。そこでタイ当局は、それまでの貿易量加重平均からドル比率がより高くなる貿易決済通貨量に基づく加重平均に変更した。その結果、ドルの構成比率は 90% 近くなり、バーツはドルに強く連動することとなった。このドルとの連動は、アメリカの投資家がタイに投資をする際に為替リスクがなくなることになり、投資がしやすくなるというメリットがあった。（為替レートを一定水準に固定・維持する固定相場制は、特定の国の通貨との為替レートを一定に固定・維持するペッグ制と、複数の国の通貨の為替レートの平均値を固定・維持するバスケット制に分けられる。）

^[3] Asian Development Bank, Key Indicators.

^[4] Asian Development Bank, Key Indicators.

sample

sample

sample

sample

sample

言い換えると、国内貯蓄を上回る国内投資を補填したのは外国資本の流入であった。経済成長が高いほど、内外金利差に着目した外国資本が、収益性を求めて流入するのは自然の成り行きといえる。

タイへの資本流入に拍車をかけたのは、1990年代からの金融自由化であった。タイは1990年にIMF協定第8条国^[5]に移行し、経常収支取引に関する外国為替管理が撤廃された。また、1993年にはオフショア市場（Bangkok International Banking Facilities；BIBF）が創設された。BIBFでは非居住者間で取引がなされる「外一外取引（OUT-OUT transaction）」だけでなく、非居住者と国内との取引がなされる「外一内取引（OUT-IN transaction）」も許されていた。その結果、ノンバンクも含めた国内金融機関にBIBFを通じた外国からの資金が国内に流れる構図ができる^[6]。一方で、金融システム不安を予防するための事前的規制や金融機関が破綻した際に金融システム全体に波及することを防ぐ事後の方針は整備されていなかった。

5

10

15

20

経常収支の赤字とバブル形成

ここで問題となったのは、経常収支の赤字であった。1997年以前においてタイの経常収支は恒常に赤字であった（図6）。1995年～96年においては、GDPの8%の規模に達した。その経常赤字を賄っていたのが、上述の外国からの資金流入であった。タイの対外債務残高は、1990年代に入って急増し、1990年代半ばには短期・長期の合計で1,000億ドルに達している（図7）。また、債務に占める短期債務の割合は1980年代末から増え続け、1990年代半ばには40%を超えるようになった。

より問題を深刻化させたのは、その資金が不動産や株取引といった直接的に生産力増強に結びつかない取引に投入され、バブル経済を醸成していったことであった。図8から、タイの株式指数（Stock Exchange of Thailand Index）が、1980年代の後半以降、飛躍的な伸びを示しているのが読み取れる。

25

30

^[5] IMF協定第8条では、IMF加盟国に対して、経常取引のための支払いおよび資金移動に対する制限を禁止している。

^[6] 1980年代には僅かであった銀行数も90年代に入ると金融機関の設立が相次いだ。

sample

sample

sample

sample

sample

(参考) 国際収支における経常収支と資本収支

国際収支を構成する項目は「経常収支」、「資本収支」、「外貨準備増減」の3項目である。
「経常収支」の主な項目は、(1) 財貨の取引を計上する「貿易収支」、(2) 旅行・輸送等の
5 サービス取引を計上する「サービス収支」、(3) 利子・配当金等の受払を計上する「所得収支」
である。

一方、「資本収支」の主な項目は、金融債権・債務の移動に伴う取引を計上する「投資収
支」であり、日本においては、より細かく「直接投資」、「証券投資」、「金融派生商品」、「そ
の他投資」の4項目に分けられる（ただし、国・地域により公表内容が異なることがある）。
10 また「投資収支」以外に、「その他資本収支」という項目もある。

「経常収支」、「資本収支」、「外貨準備増減」の3項目の関係は、「誤差脱漏」を除けば、
以下の式が成立する。

$$\text{「経常収支」} + \text{「資本収支」} + \text{「外貨準備増減」} = 0$$

15 ここで、外貨準備増減を無視すれば、経常収支の赤字（黒字）は資本収支の黒字（赤字）
に等しい^[7]。経常収支の赤字分の多くは貿易収支とサービス収支の赤字分であるため、そ
れらの輸入超過分が外国からの資金流入（資本収支の黒字）によって賄われるという構造
になる。一方、経常収支が黒字の国では、その黒字分は、自国に残す（外貨準備増）か外
20 国への債権増加（直接投資および貸し付け：資本収支の赤字）となる。

タイの資本収支の構造

25 外国からの資金流入が実物取引ではない部門に投入されたことは、タイの投資収支内訳の推移
から読み取れる（図9）。この図では、投資収支を「直接投資」、「証券投資」、「その他投資」に
分けている。通貨危機が発生する直前の1996年まではネットで資本が流入していた（資本収支
の黒字）。危機以前のタイの特徴は、直接投資の比率が極めて低いこと、逆に「その他投資」の
比率がかなり高いことである。直接投資は、「ある国の投資家が、他の国にある企業に対して永
30 続的な経済関係を樹立することを目的」^[8]とした投資であり、「その他投資」には、貸し付け・

[7] 資金の流入を資本収支の黒字と呼ぶのは、借り入れ証書を輸出していると考えると分かりやすい。

[8] 財務省の定義より。

借入、貿易信用などが含まれる。また、証券投資は資産運用のための証券への投資で、永続的関係の樹立を目的としないものが計上される^[9]。

つまり、1990年頃から通貨危機が発生する前までは、短期的で逃げ足の速い資金が急激に流入していた。このような短期的な資金流入の危うさは、何らかの理由により逆流圧力が掛かれば、その流出も早いことにある。現に、図9から危機以降に「その他投資」が逆転流出していることが読み取れる。直接投資の多くは、その定義から永続的な関係構築を目的としており、急激な逆転流出が生じる可能性は少ない。

崩壊への序曲

1990年代前半、タイのマクロ経済はかろうじて健全性を保っていた。継続的な経常収支赤字が続くものの、それを上回る資本収支黒字のために外貨準備は増加していた（図10）。また、財政赤字にも陥ることがなかった。対GDP比の財政黒字幅は、1990年代半ばには2～3%で推移していた（図11）^[10]。

しかし、徐々に経済悪化のサインが出始めた。第一に、1995年以降のドル高基調が続いたことでドルに連動していたバーツの相対的な価値が上がった（図5）。その結果、タイの輸出に悪影響を及ぼした^[11]。特に日本は大きな貿易相手国であり、ドル高に伴う円安バーツ高は、日本への輸出に悪影響をもたらした。第二は、労働集約財に強みを持つ中国経済の台頭と1994年の中国人民元の大幅切り下げである（図12）。タイも労働集約財に強みを持っていたが、中国の台頭ならびに人民元切り下げにより、その強みが色あせてしまった。それらの結果、1980年代後半から毎年10%台から30%台の高成長を遂げてきた輸出は、1996年にマイナス3%と大幅に落ち込み、経済成長を鈍化させた。さらに、1995～96年にかけて経常収支赤字は対GDP比で8%と拡大した（図6）。

^[9] 例えば、直接投資に該当しない出資割合10%未満の株式の取得や、債権などの取得が挙げられる。

^[10] Asian Development Bank, Key Indicators.

^[11] 1バーツ＝1円であった為替レートがバーツ高円安により1バーツ＝2円になれば、これまで1円で買えていた1バーツの財が、2円出さなければ買えなくなる。その結果、円ではタイの製品を買いにくくなる。

金融危機と通貨危機

これらの不安要素を背景に、株式市場は 1994 年 12 月をピークに、1996 年秋には 40% 程度暴落し（図 8）、巨額の不良債権を発生させた。特に、借金をして株式に投資していた投資家は株価急落により借金が返せなくなり、その借金が不良債権化した。同様に、1995 年半ばから 96 年にかけて不動産バブルも崩壊した。その結果、小規模のファイナンス・カンパニーが相続いで破綻するなど金融危機の様相を見せ始めた。バブルの崩壊と金融システムの脆弱さ露呈したことが投機筋と投資家の心理を一変させた。

そしてタイ・バーツは、1996 年 12 月頃から投機筋による度重なる通貨アタックを受け始めた。その間、タイ中央銀行(Bank of Thailand ; BOT)は、先物市場でバーツ買いドル売りを行い、バーツ防衛を続けた。外貨準備は、危機以前には 300 億ドルを優に超えていたが、97 年 5 月に最大の通貨アタックを受ける頃には、先物市場でのドル売りポジションが 200 億ドルを超え、実質的な保有量は残り僅かとなった（図 13）。問題は、半年にわたり BOT がバーツ防衛のために外貨準備の大部分を浪費してしまったこと、つまり「タオルの投げ時」を知らなかつたことである。また、外貨準備高を公表する義務はあっても先物取引については公表義務がないため、外部に知れ渡ることが遅れたことも、バーツ防衛を長引かせる結果となつた。

タイ当局がバーツ防衛に固執したのは、以下の 3 つの理由があった。

- (1) バーツ暴落によるドル建て対外債務のバーツ換算額の急騰を回避するため^[12]
- (2) 輸入物価の上昇からインフレが引き起こるのを回避するため^[13]
- (3) 外国人投資家の信用低下を回避するため

しかし、発展途上国であるタイの当局がいくら介入しても、市場取引規模に比べ微々たる規模でしかなかつた。さらに、そもそも持続的な経常赤字で、ドル売りのための外貨準備が十分ではなく、タイがバーツの価値を維持させることは困難であった。

そして 1997 年 5 月にはファイナンス・カンパニー最大手の Finance One が経営破綻し、6 月には 16 社のファイナンス・カンパニーが業務停止命令を受けるという事態に陥つた。こうして金融不安が加速する中で通貨アタックは続き、7 月 2 日には変動相場制に移行せざるを得なかつた。

^[12] バーツの価値が 1 ドル = 100 バーツから 1 ドル = 200 バーツに暴落すれば、1 ドルの債務を返済するために、これまで 100 バーツで済んでいたのが、200 バーツ必要となる。

^[13] 例えば、ドル建てのバーツの価値が半分に低下すると、ドルで取引される原油のバーツ建ての価格は 2 倍になる。

IMFへの支援要請

変動相場制移行後の 2 週間でバーツは約 15% 下落した。その結果、ドル建て対外債務のバーツ換算額が上昇し、対外債務の返済が困難になった。さらに、継続的な経常収支赤字でフローでもドルを得られる目処がなかったため、タイ当局は IMF に対してドル融資の支援を要請した。
5
1997 年 8 月 11 日には東京で IMF 主催の支援国会合が開催され、総額 172 億ドルの国際支援パッケージが組まれた。その内訳は、IMF40 億ドル、世界銀行 15 億ドル、アジア開発銀行 12 億ドル、残り 105 億ドルは二国間支援となっている（表 1）。ただし、タイ中央銀行の純先物ポジションが 234 億ドルもあることが同時に発表され（図 13）、せっかくの国際的な支援パッケージもタイの信頼の回復にはつながらなかった。その結果、1998 年初めまでには、バーツは対米ドルで 10
50% も価値を低下させることになった（図 1）。

IMF によるタイへの融資条件（コンディショナリティー）は以下のようなものであった。

- 財政・金融・経済の安定を迅速に回復すること
- 外貨準備高を輸入額の 3.5 カ月分あるいは 250 億ドル以上に保つこと
15
- 金融・銀行システムの信認回復、政府の負担を軽減するためタイ金融機関再建開発基金（Financial Institutions Development Fund ; FIDF）の役割見直し
- 経常収支赤字を対 GDP 比で 1996 年の 8% から 97 年は 5%、98 年は 3% に引き下げる
20
- 1997～98 年の経済成長率を 3～4% に維持すること
- 1997 年のインフレ率を 8～9% に抑制すること
- 財政収支改善のための 1997 年と 98 年の歳出カットと付加価値税率の引き上げ

ただし、当初（1997 年 8 月、11 月）は、98 年の財政収支を対 GDP 比 1% の黒字が目標として設定されていたが、景気後退やセイフティーネットへの支出増加を理由に、98 年 2 月には対 GDP 比 2% の赤字、98 年 5 月には対 GDP 比 3% の赤字、98 年 12 月には対 GDP 比 5% の赤字へと、
25
条件が緩和されていった。

その後のタイ経済

1998 年に 10% を超えるマイナス成長を記録した実質 GDP 成長率も、99 年にはプラス 4.4%、
30
2000 年にはプラス 4.8% と比較的短期間で回復を遂げた（タイの主要経済データは表 2 を参照）。
実質 GDP を実数値で見ても 2001 年には、ほぼ危機前のレベルまで戻している。失業率について

sample

sample

sample

sample

sample

は、危機前の1%台から1998年には4.4%と跳ね上がったが、その後は徐々に低下していった。インフレ率についても安定的に推移した。

成長のエンジンとなったのは、バーツ安を受けた輸出であった。危機前にはGDP構成比でマイナス値を示していた純輸出の対GDP比率は、危機直後から恒久的に約15%を維持した。一方で、危機前にはGDP構成比40%を超した総固定資本形成が危機後には20%未満にまで大幅に低下し、GDPの需要項目別構成比から、危機の前後で需要構造が変化したことがわかる。

sample

sample

韓国のケース

10 韓国は、1990年代半ばまでにアジア第二の先進国へと成長し、1996年にはOECDに加盟し、先進国の仲間入りを果たしたばかりであった。タイの通貨危機後、1997年10月まではウォンの下落が10%程度に留まっていた韓国も、12月には本格的な通貨危機を経験することになった(図1)。なお、韓国はウォンの価値を対米ドルで上下2.25%以内に維持する為替バンド制を長らく採用していたが、1997年のタイ通貨危機後に変動幅を上下10%に拡大した後、同年12月には変動相場制に移行せざるを得なくなった。

通貨危機以前

20 1990年代初頭、韓国では資本市場の開放と対外資本取引の自由化を積極的に推進した。その結果、大量の資本流入を引き起こすことになる。図14は、韓国の資本収支内訳の推移を示している。タイと同様に直接投資のシェアは小さく、1990年代に入ると証券投資とその他投資による資本流入が増加していることが読み取れる。その資本流入は対外債務の増加を意味する。韓国の対外債務残高は、1990年代に入って急増し、1990年代半ばには短期・長期の合計で1,000億25ドルを超えた(図15)。また、債務に占める短期債務の割合は1990年代前半に増え続け、1996年には60%程度に達した。

30 実質経済成長率に目を向けると、危機の直近では1995年の9.2%、96年7.0%と比較的堅調に推移していた(表3)。一方、経常収支については、94年以降、対GDP比で赤字幅が拡大していく(図6)。危機以前、韓国はウォンの価値を実質的に米ドルと連動させていたため、95年以降ドル高が進んだことで(図5)、ウォンの対円レートが増価していった。さらに、中国経済の台頭、および国内での賃上げなどの要因から韓国の国際競争力が低下していった。これまででは、価

sample

sample

sample

sample

sample

格の安さを武器に半導体、自動車などの産業で輸出を増やしたが、付加価値が低かったため、ウォン高が輸出減、国際競争力低下に直接的に結びつきやすかった。

歪んだ構造的問題の表面化

5

韓国経済の成長の軌跡は、財閥 (chaebol) が牽引してきたという歴史でもある。30 もの財閥が経済の大部分をコントロールしてきた。財閥組織自体は、持株会社というよりは企業会計が不透明な複合企業 (conglomerate) の形態をとっていた。

財閥依存の構造的問題点として 3 点指摘できる。第一に、金融機関からの財閥企業への過剰融資により負債比率が 300% 近くに達し (1995 年で 286.8%)、極めて不健全な財務体質であった^[14]。さらに、自己資本比率も低かった (1995 年で 25.9%)。高度経済成長を促進するため資金が財閥企業に集まりやすくしていたが、経済成長が一段落すると脆弱な財務体質が浮き彫りになった。第二に、株主のチェックが効きにくい財閥の「オーナー経営体質」であったことが、問題を深刻化させた。第三に、外国からの資金は、経営効率化よりも量的拡大を目指した財閥企業により、石油化学・鉄鋼・半導体・自動車などの基幹産業に向けられ、過剰重複投資を招いた。

10

15

外貨調達とダブル・ミスマッチ

特に、財閥の有力な資金調達媒体となっていた総合金融会社 (merchant bank) は積極的に外貨を調達し、運用を行なった。表 3 では、韓国の金融機関 (一般銀行^[15] / 開発機関^[16] / 総合金融会社) の外貨調達額・運用額の推移を示している。1992 年から 97 年にかけての調達額は、一般銀行と開発機関については 2 ~ 2.5 倍の増加に過ぎないが、総合金融会社については 4 倍強に急増している。

20

25

この外貨調達・運用の問題点として指摘できるのは、リスクの高い資金運用を行っていたことを示すダブル・ミスマッチである。一つのミスマッチは「通貨上のミスマッチ」で、外貨で借りて自国通貨のウォンで運用しながら為替ヘッジがなされていなかった。もう一つのミスマッチは短期で調達して長期で運用するという「運用上のミスマッチ」である。総合金融会社にお

30

^[14] The Bank of Korea, Financial Statement Analysis.

^[15] 市中銀行 12 行、地方銀行 8 行、外国銀行国内支店 51 店舗。

^[16] 韓国産業銀行、韓国輸出入銀行、韓国長期信用銀行。

ける調達額に占める短期の割合は 60 ~ 70% 程度だったのに対し、運用額に占める長期の割合は 90% を超えていた（表 4 における A/C および b/C）。また、流動性比率（= 短期運用額 / 短期調達額 ; B/A）は極めて低く 10% に満たなかった。つまり、短期で調達した外貨資金を財閥傘下の企業へ長期で貸し付けたことを示している。

表面化した財閥経営の行き詰まり

1995 年からのドル高への反転、そして韓国的主要輸出産業である半導体ビジネスが落ち込んだことで、財閥企業の経営は行き詰まりを見せ始める。96 年半ばには、韓宝（Hanbo）グループが資金繩りに苦しみ、金融機関により支援を受けたが、97 年初めに韓宝鉄鋼が倒産した。韓宝

15 グループの倒産から各金融機関は融資制限を設け、その後は堰を切ったように事実上の連鎖倒産が発生した。97 年 3 月三美、4 月真露、5 月大農、6 月韓進、7 月起亜、10 月サンバウル、第一精密、11 月ヘテ、ニューコア、12 月漢拏、高麗証券、と毎月のように不渡りがでた。

20 相次ぐ財閥企業の倒産は韓国経済の信用度を低下させ、倒産した企業向けの融資が不良債権化した。その結果、金融機関の経営悪化を招いて金融危機が発生した。そして経営危機に陥った金融機関は資金確保のために融資の回収に奔走し、さらなる連鎖倒産につながるという悪循環に陥った。タイの危機の際には、5 億ドルを支援するという立場であった韓国も、楽観視できない状況に追い詰められていった。

通貨危機と金融危機

第 7 位の財閥に位置した起亜グループの中枢である起亜自動車の公企業化が発表された 1997 年 10 月頃から株価やウォンの下落が始まった。タイ通貨危機で、不安に思った外国人投資家が、短期資金の引き上げに走り、11 月には本格的に外貨が流出し始めた（通貨危機の発生）。1998 年初めまでに、ウォンは対米ドルで 50% 程度減価した（図 1）。

^[17] IMF, 1997, World Economic Outlook, Washington D.C., December.

同時に、外国の金融機関（投資家）が韓国の企業や金融機関に対する融資の借り換え（rollover）を拒否し始めた。短期で調達した外貨を長期融資してきた韓国の金融機関は、融資回収が困難である中、外国人投資家への返済を迫られることになり、破綻に向かって追い詰められていった。韓国経済はさらなる金融危機に陥ることになった。

5

国内の企業と金融機関のドル建て債務の返済期限が迫っていたことから、韓国中央銀行は、国内の商業銀行に対して外貨準備を「外貨預金」という形で使用し、それが返済に充てられることとなった。したがって、11月には使用可能な外貨準備高は公表ベースよりも遙かに少なくなっていた。この情報も市場に漏洩し危機に拍車を掛け、12月上旬にはほぼ外貨準備は枯港した。

10

IMFへの支援要請

外貨準備の枯港だけでなく、ウォン安に伴うドル建て対外債務の実質的増加により、対外債務不履行の懸念が高まり、IMFから緊急融資を受けることになった。

15

緊急を要する事態であり、IMFは米国と日本の協力の下で支援プログラム案を作成した。12月3日にはIMFと韓国との間でプログラム内容の合意がなされ、過去最大の総額580億ドルが支援されることになった（表1）。それにも関わらず、市場に与えるアナウンス効果は乏しく、通貨は暴落していった。最終的にはIMFとG7の指導の下、日米欧の銀行団が債務返済のリスクマネジメントに応じ、これが市場に大きなインパクトを与えたことにより、しばらく危機の悪化を免れることとなった。

20

1997年12月時点のIMFコンディショナリティーの内容は以下の通りである。

- マクロ経済目標（1998年経済成長率2.5%、インフレ率5%未満、対GDP比1%以内の経常収支赤字）
- 財政政策（1998年対GDP比2%の黒字）

25

【財政政策については、タイの場合と同じように1998年7月までには対GDP比5%の財政赤字へと緩和された。】

- 金融構造改革（金融総合会社の整理、商業銀行への政府資金の投入と再資本化）

30

- 貿易の自由化

- 資本市場の自由化

- 労働市場の流動化促進
- 企業経営について国際基準会計制度の導入と系列企業間の相互債務保証制度の縮小、および情報公開

5

その後の韓国経済

その後の韓国の主要経済データが表3にまとめられている。1998年にマイナス6.9%であった実質成長率も99年にはプラス9.5%、2000年にはプラス8.5%と、急速なV字回復を遂げた。

ここで特筆すべき点は、規制緩和を含む構造改革が進んだことと、ウォン安を背景にした輸出増加である。政府改革・金融改革・企業改革・労働改革の4分野における構造改革は、上記のV字回復に貢献した。輸出は、1998年にはマイナス8%と落ち込んだものの、99年にはプラス8%、2000年にはプラス20%と伸びた。その結果、危機前にはGDP構成比で大幅なマイナス値を示していた純輸出が、危機後には3%程度のプラス値へと変化している。

15 GDPを実数値で見ても1999年には危機前のレベルを超えた。失業率、インフレ率とも、危機直後の1998年には跳ね上がった（失業率は7.0%、インフレ率は7.5%）が、その後は落ち着きを取り戻した。

20 影響が比較的軽微だった国・地域：台湾、シンガポール、中国

東アジア経済危機において影響が比較的軽微だった国として、台湾、シンガポール、中国が挙げられる。シンガポールは数%のマイナス成長にとどまり、台湾・中国はプラス成長を維持した（図4）。

25 台湾

台湾では、経常収支は1970年代以降、持続的な黒字を確保していた（図6）。その結果、台湾は世界有数の外貨準備高を保有するようになっていた。さらに、対外資本取引に制限が加えられており、海外から短期資本が大量に流入することはなかった。したがって、タイのように株式市場がバブルを形成することもなかった。

また、企業の財務体質も比較的健全であった。企業の負債比率（1995年）は、韓国では300%

近くに達していたが台湾では 85.7% と低水準であり、自己資本比率（同年）は韓国 25.9% に対して、台湾では 53.9% であった。

こうした状況では、台湾元に対する通貨アタックが生じる余地は少なかった。米ドルに対する通貨価値の低下も最大で 20% 程度にとどまった（図 2）。また韓国や日本の景気低迷による影響を受けたものの、1998 年もプラス成長を維持することができた（図 4）。5

シンガポール

通貨危機の波及により、シンガポール・ドルも米ドルに対して下落したが、周辺諸国通貨と比べると、その下落率は比較的軽微で、最大でも 20% 程度にとどまった（図 2）。比較的影響が軽微であった要因としては、まず経常収支が 1980 年代後半以降、黒字基調であったことが指摘できる。したがって、他の ASEAN 諸国に比べ、経常収支赤字を補うために外国からの資金の流入を無理に進める必要がなかった。具体的に、シンガポール当局は、シンガポール・ドルと外貨との交換を伴う資本取引を実質的に制限するという「シンガポール・ドルの非国際化政策」を採用していた。そのため、国際金融市场の混乱をある程度遮断することにも役立った。10

さらなる好材料として、1996 年 5 月に、シンガポール政府が民間住宅や不動産の急激な価格上昇を抑制し投機行動を排除するための各種規制を実施していたことも指摘できる。これらの規制は、(1) 金融面での過大な貸し付け規制・外国人に対するローンの供給規制、(2) 税制面でのキャピタルゲインへの課税強化・新たな印紙税の支払の義務付け、(3) 供給面での国有地の供給増加、などである。不動産価格の下落に伴う不良債権問題が発生しにくい構造は、金融部門の脆弱性と不良債権問題が国際的信用不安を増大させる一つの要因となっていたタイやインドネシアと大きく異なっていた。15

中国

アジア経済危機の時にも高い成長率を維持した中国は、資本取引に関し相当な規制を課してきた。居住者が海外の金融資産を保有することが許されたのは部分的であったし、非居住者が人民元を中国の国内銀行から借り入れることや人民元建ての金融資産に投資を行うことは禁止されていた。また、中国国内の企業や金融機関は外国銀行から借入れを行うことや社債や株式を発行し資金調達をすることは可能ではあったが、これらについても中国人民銀行（中央銀行）20

IMFへの批判

10

IMFに支援要請した国は、IMFから融資のための条件（コンディショナリティー）が課されることになる。コンディショナリティーとは、経済を立て直すための、いわば生活習慣改善策であり、苦しみを伴うのが通常である。したがって、処方せんを提示する側（痛みを与える側）のIMFは古くから批判の対象となってきた。特に東アジア経済危機においては、IMFが救済に入ったことでもしろ危機を悪化させたのではないかという論議を呼び起こすことになった。

15

20

IMFコンディショナリティーは、大きく分けると経済における構造改革と財政金融政策における引締め策から成っている。まず、構造改革については、1990年代の旧ソ連諸国や東欧諸国が社会主義経済から資本主義経済に移行する頃、重要視されるようになった。これらの諸国については制度面での大転換が必要だったためである。IMFのコンディショナリティーは、この頃から次第に構造改革の幅を広げてゆく。東アジア経済危機の際にも構造改革は広範囲にわたり非常に立ち入った項目まで含まれるようになった。特にインドネシアに対する要求が厳しいものであったことから、これに当時のスハルト政権が応じることが困難であったため、投資家への信頼を落とし、危機をいつそう深刻化させたとされている^[18]。また構造改革は、その実施と効果に一定の時間を要する。そこで、短期的に対応しなければならない危機に際して、そもそも時間を要する構造改革を盛り込む必要はあるのか、という批判もあった。

25

財政・金融面の引締め策については、ラテンアメリカ諸国でよく見られるような伝統的な通貨危機（行き過ぎた拡張的な財政・金融政策からインフレと経常収支赤字を引き起こし、外貨準備が減少するという通貨危機）には、財政金融の引締め策は有効であった。しかし、財政収支の黒字が維持されていた国に緊縮財政を課すのは誤りであるという批判があった^[19]（図11に見られるように、経済危機以前、タイと韓国の財政収支は黒字であった^[20]）。つまり、ただでさえ経済が縮小しているときに、そのうえ引締め策を実施したのでは二重の苦しみを与えかねなかつた。

30

^[18] 伊藤隆敏（2007）「1997年アジア通貨危機－原因と深刻化の理由」。『国際問題』No. 563. pp. 3–13.

^[19] 秦忠夫・本田敬吉（2002）『国際金融のしくみ（新版）』。有斐閣アルマ p. 208.

^[20] Asian Development Bank, Key Indicators.

(参考) なぜ緊縮財政か

政府支出増による拡張的な財政政策は、景気を刺激することで所得を引き上げ、消費を高める。その増加した消費の一部が輸入財の購入に向けられ輸入が増える。したがって、拡張的な財政政策を放棄することで、輸入を抑制し貿易収支が改善することが期待できる。

5

このように、政府の財政収支と貿易収支には密接なつながりがある。ここで、経済学における基本的な恒等式 ($Y = C + I + G + EX - IM$) から、以下の式が得られる。

$$\{(Y - C - T) - I\} + (T - G) = EX - IM$$

10

Y : 生産、 C : 消費、 I : (実物) 投資、 G : 政府支出、 T : 税、 EX : 輸出、 IM : 輸入

$\{(Y - C - T) - I\}$ は民間貯蓄投資バランス

$(T - G)$ は政府財政収支

$EX - IM$ は貿易収支

15

つまり、財政収支の改善は経常収支の改善と密接に結びついていることが分かる。

その他の課題として、「最後の貸し手」(lender of last resort) という IMF の主要な機能の低下を指摘するものもある。金融自由化により新興国においても海外から巨額の資金を借り入れることが可能となった昨今において、逆転流出が起きた場合、IMF が供与できる額（融資限度額、アクセス・リミット^[21]）を上回ってしまうという事態が起きた。各国への支援は二国間援助を含んだパッケージというスタイルで実行されている（表 2）。これと関連して、IMF の支援の規模が小さ過ぎたために支援プログラム発表後も通貨が下落した、という指摘もある^[22]。

20

25

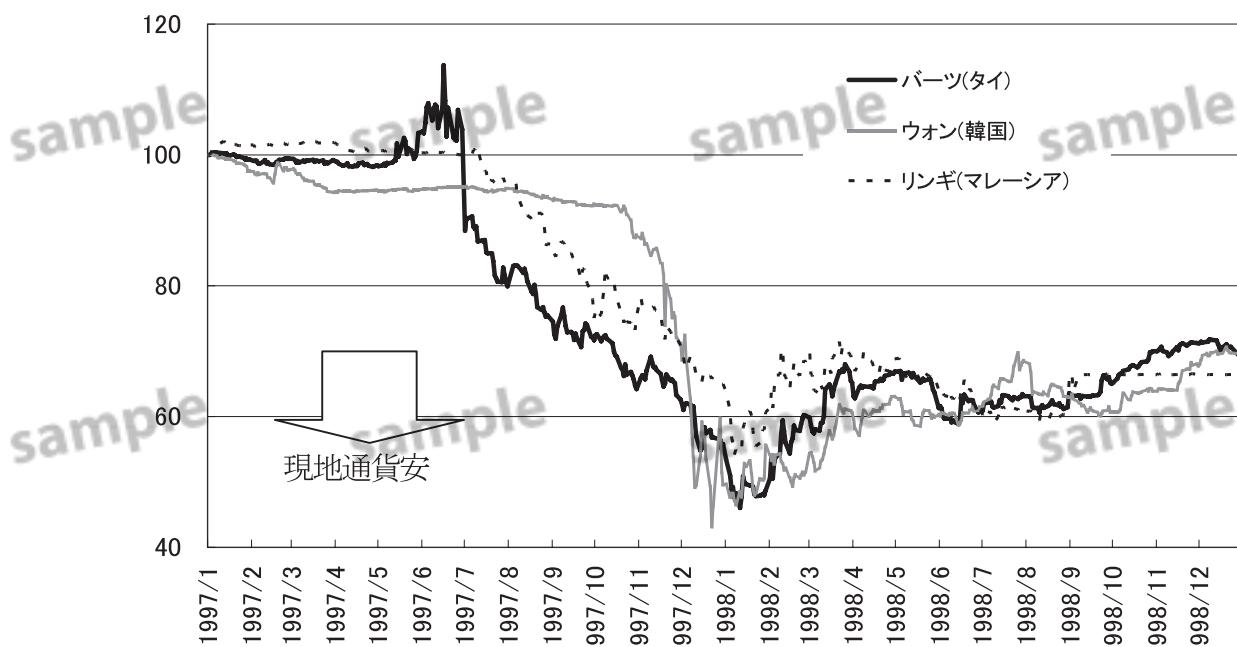
その他には、東アジア経済危機で問題となったのは民間債務であったため、IMF の融資が結果的に海外の投資家や金融機関の損失を公的な資金によって補填することになった。今後においても、海外の投資家や危機に陥った国が IMF 支援を期待するという「モラル・ハザード」を助長するのではないか、ということも指摘された。

30

^[21] 当該国のアクセス・リミットは、IMF への出資額の 5 倍とされていた。

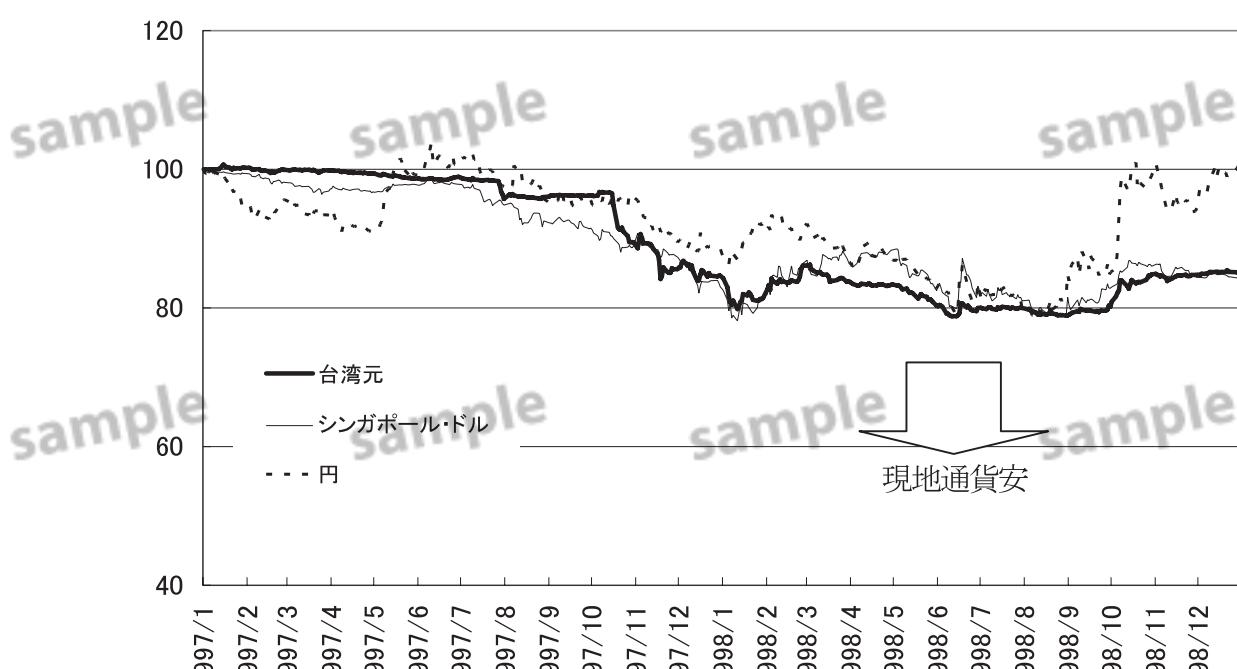
^[22] 伊藤隆敏（2007）「1997 年アジア通貨危機－原因と深刻化の理由」。『国際問題』。No. 563. pp. 3-13.

図 1 米ドルに対する各国の為替レートの推移（1997年1月2日=100）



(出所) The University of British Columbia, Pacific Exchange Rate Service.

図 2 米ドルに対する各国の為替レートの推移（1997年1月2日=100）



(出所) The University of British Columbia, Pacific Exchange Rate Service.

sample sample sample sample

図 3 タイ、韓国、インドネシア、マレーシアの実質成長率 (%)

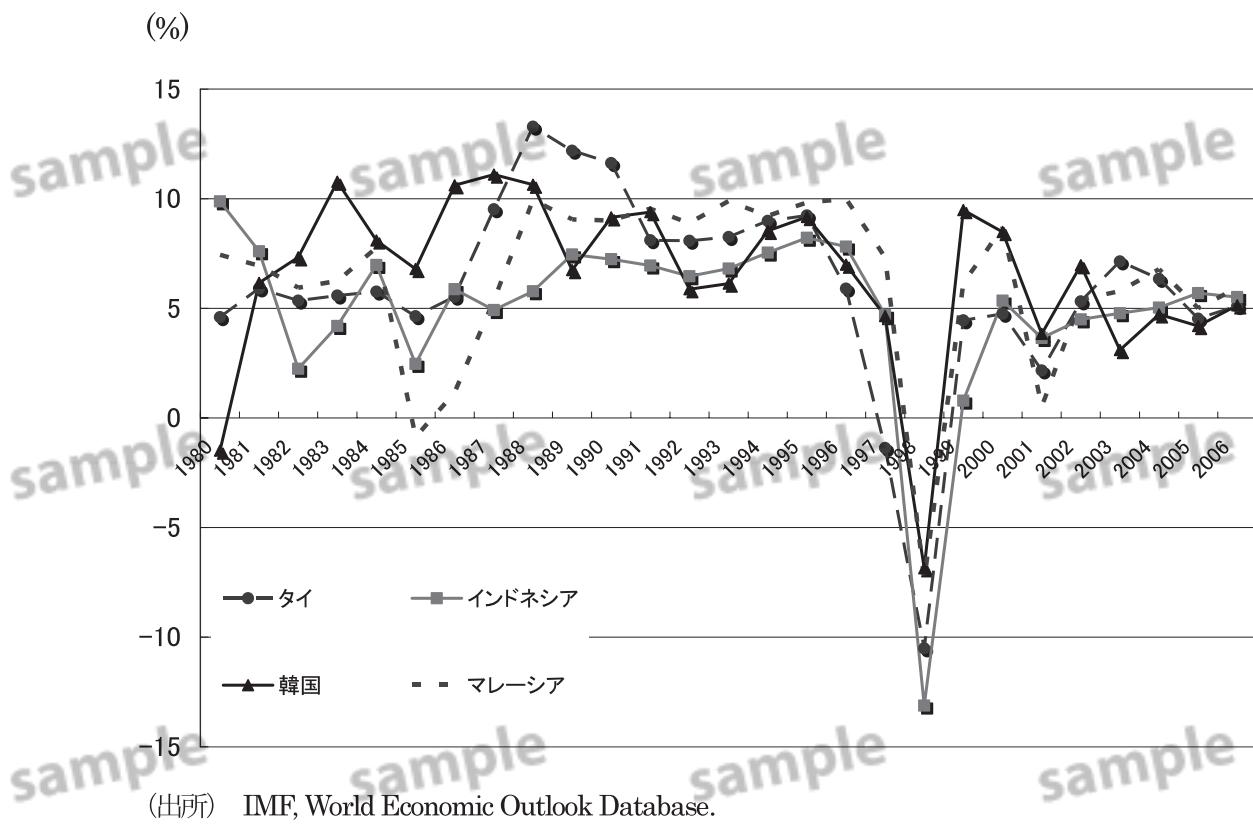
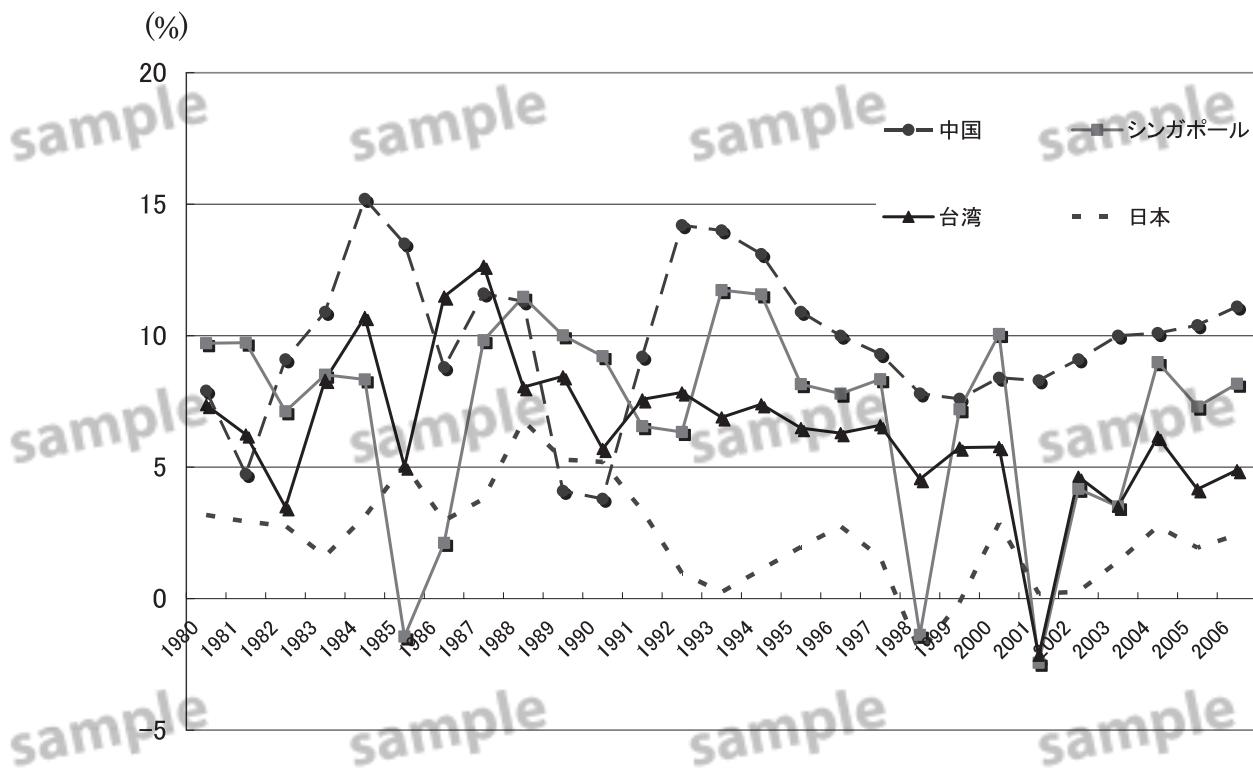
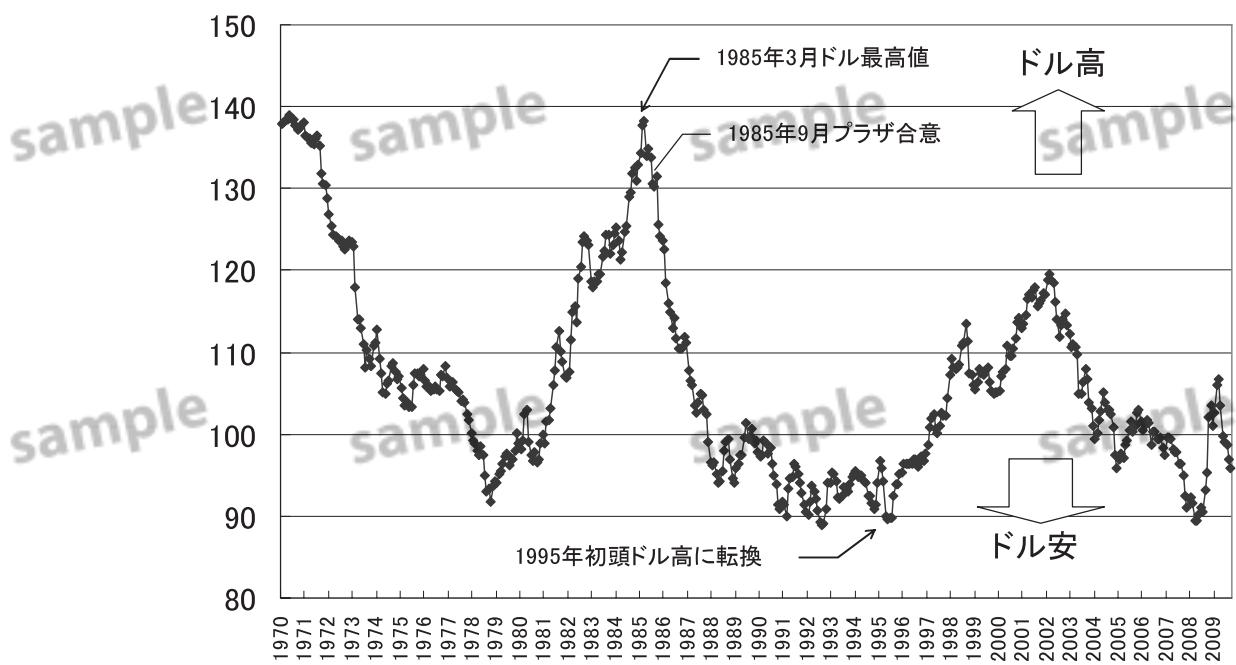


図 4 中国、台湾、シンガポール、日本の実質成長率 (%)



(出所) IMF, World Economic Outlook Database.

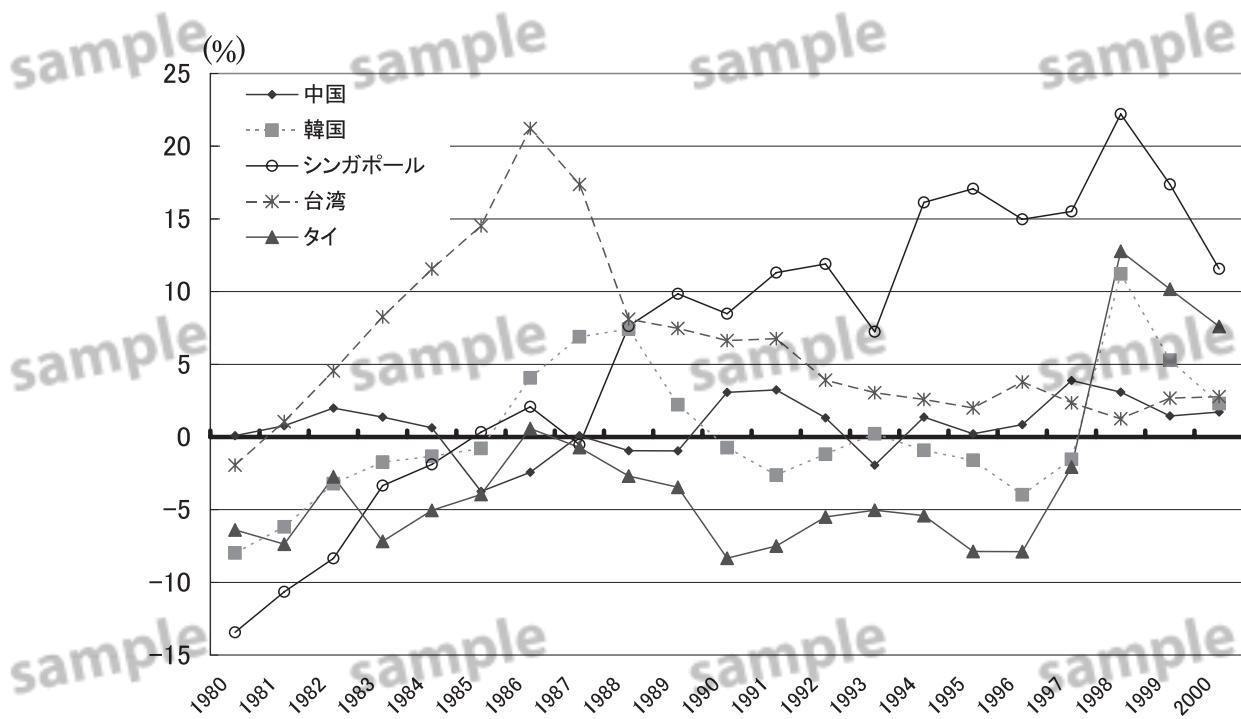
図 5 ドルの実効為替レート（名目）、2005 = 100



注：実効為替レートとはドルと主要な他通貨間のそれぞれの為替レートを、貿易相手国との貿易取引量で加重平均したもの。

(出所) Bank for International Settlements.

図 6 各国の経常収支（対 GDP 比、%）



sample sample sample sample

図 7 タイの対外債務残高の推移
(10億ドル)

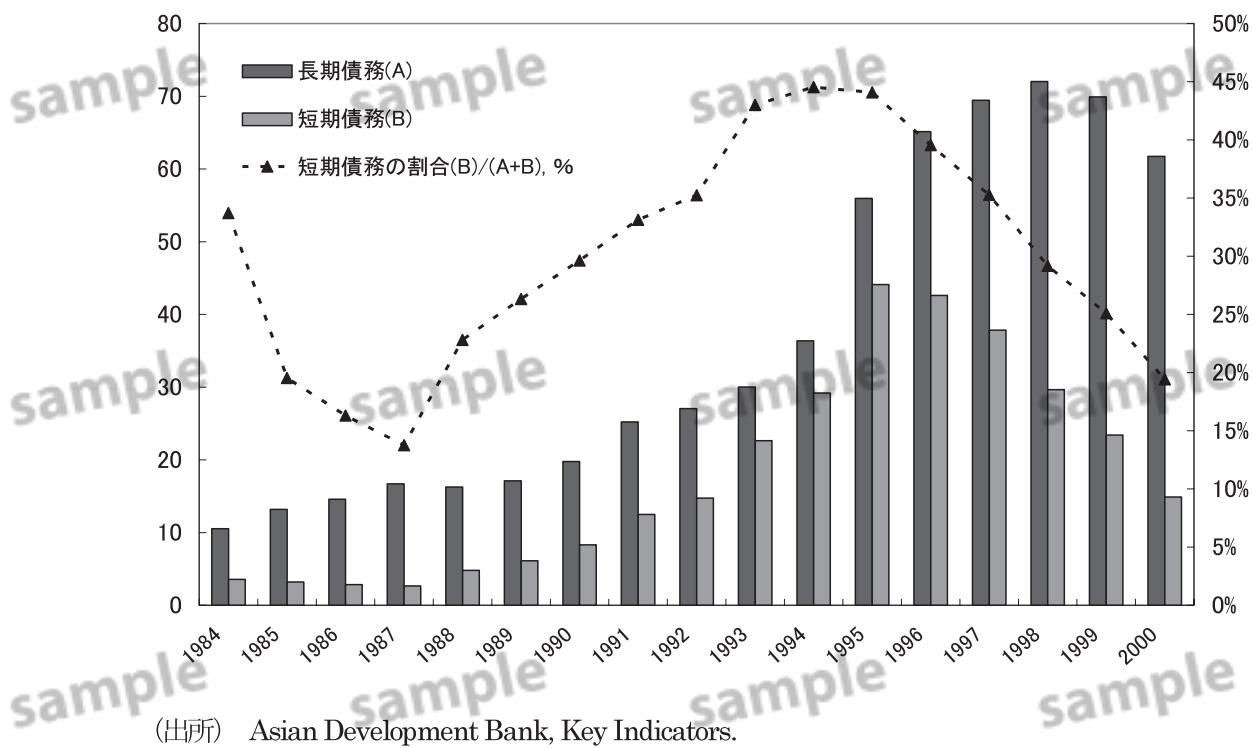


図 8 タイの株式市場指標の推移

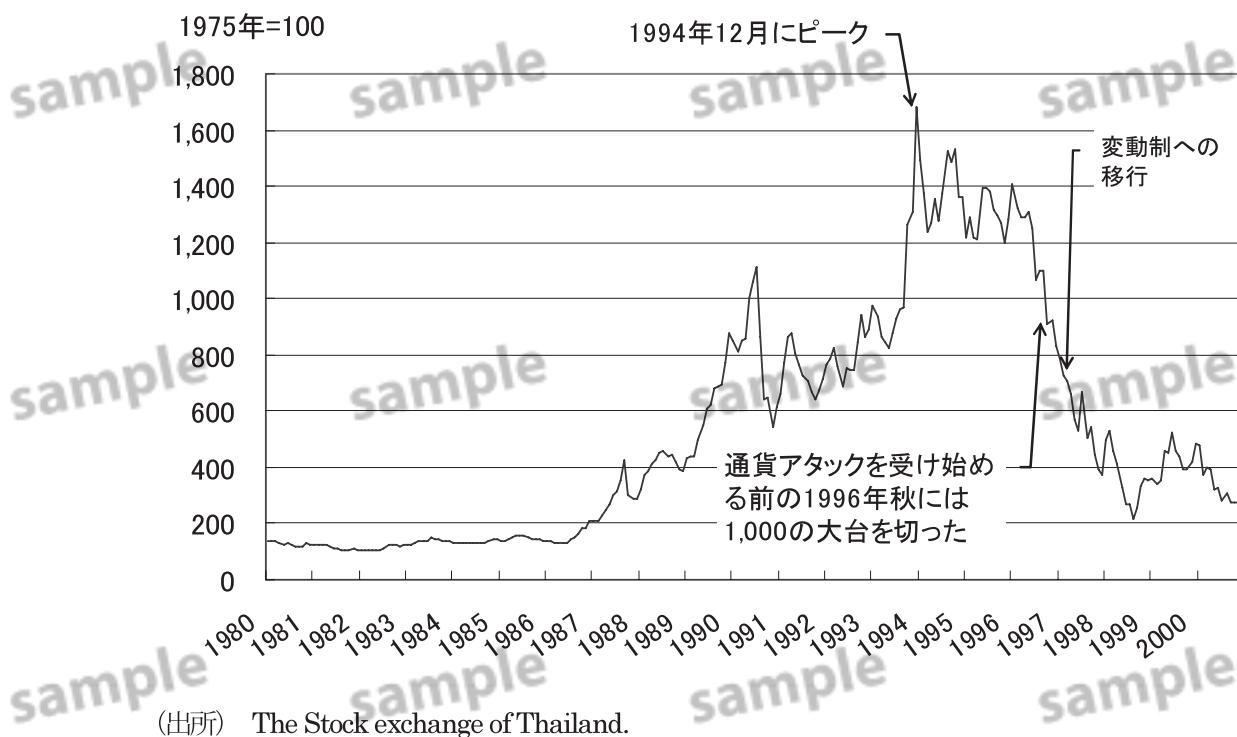


図 9 タイの投資収支（単位：10 億 ドル）

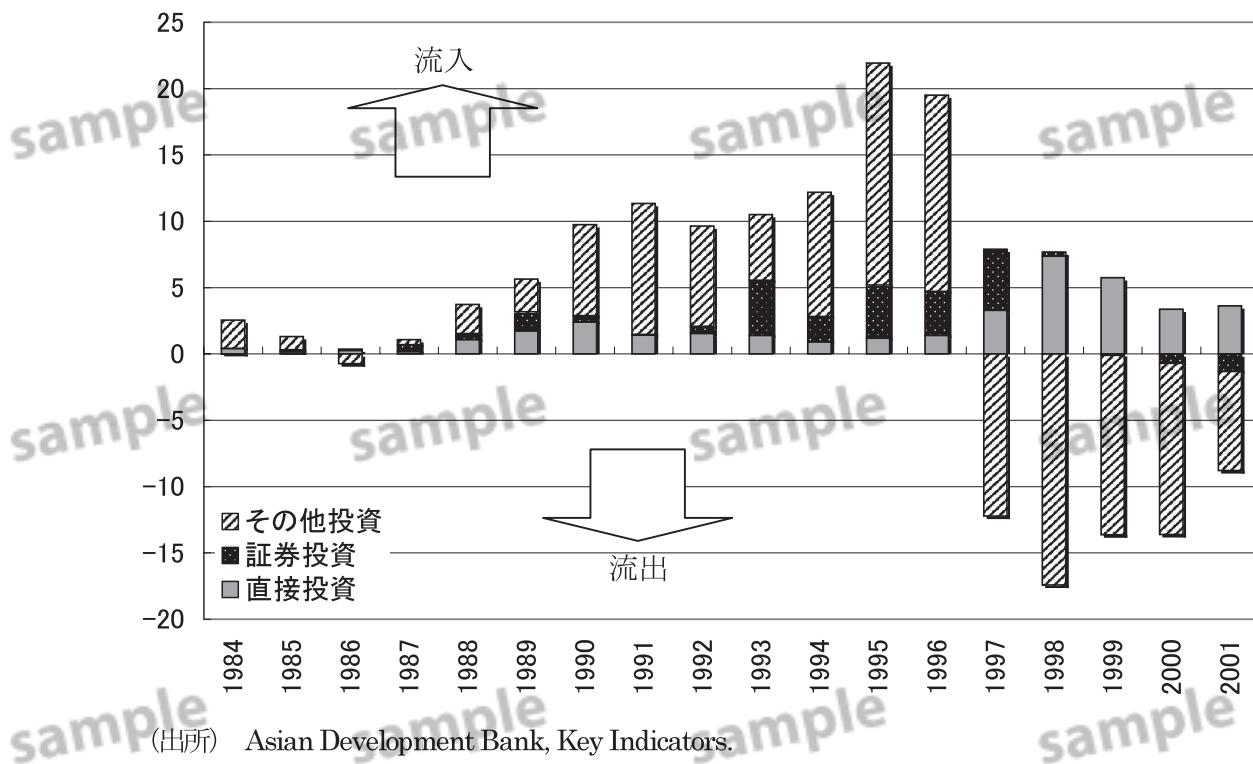


図 10 タイの外貨準備推移（単位：10 億 ドル）

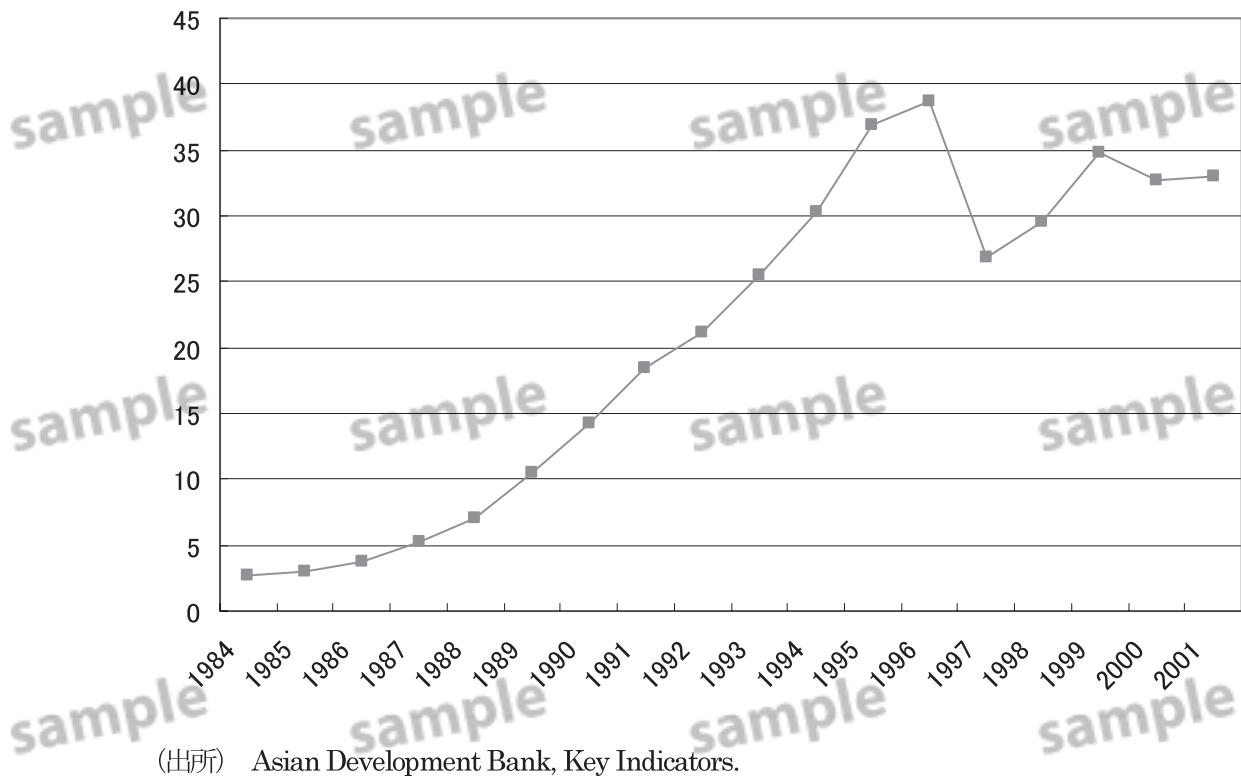
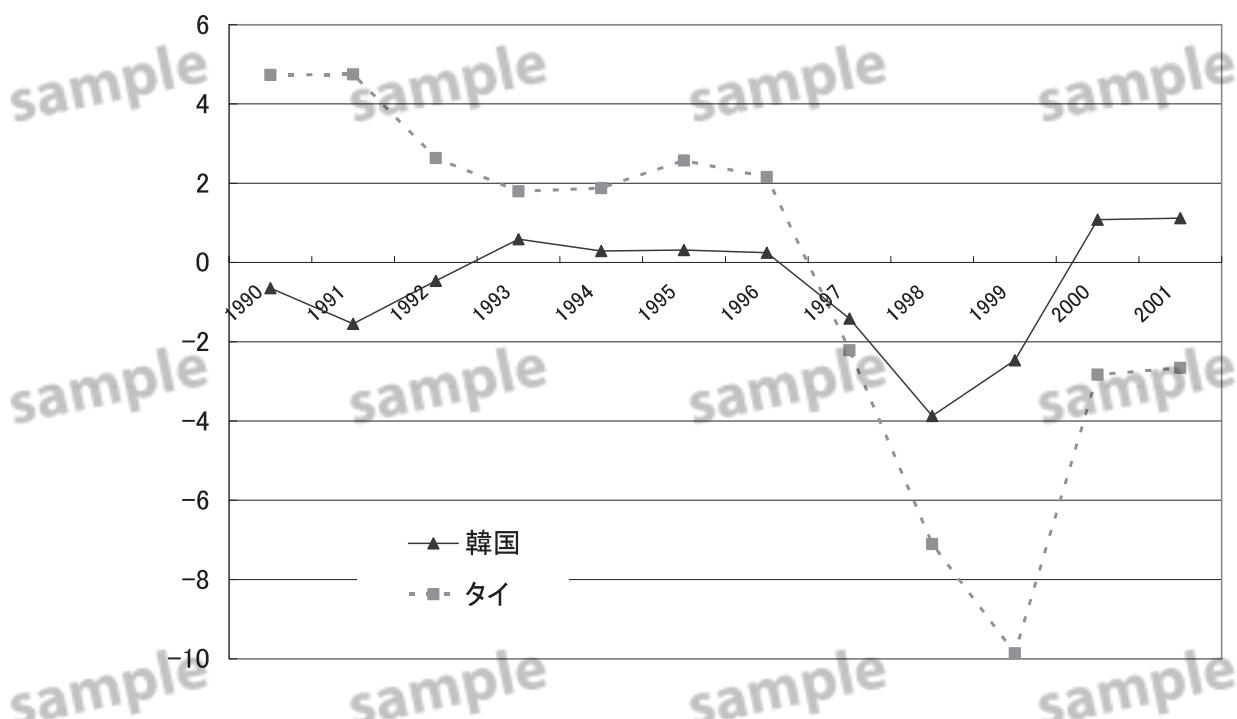
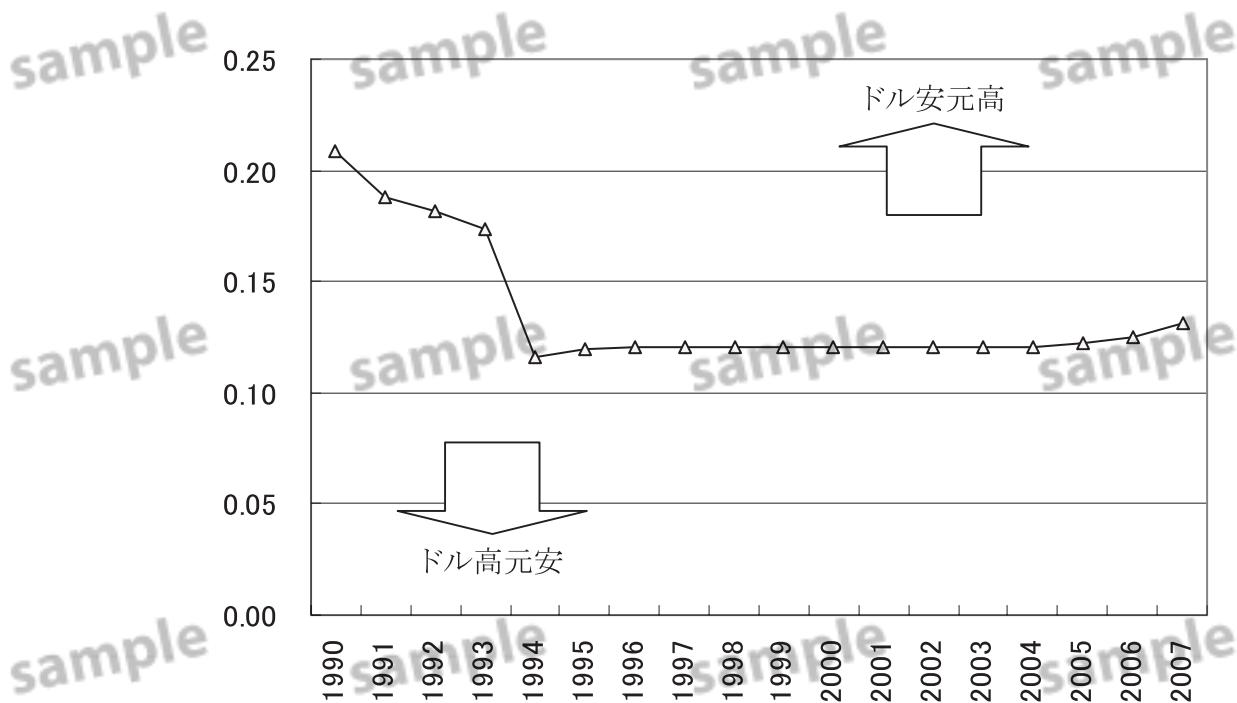


図 11 タイと韓国の財政収支の推移（対 GDP 比、%）
(%)



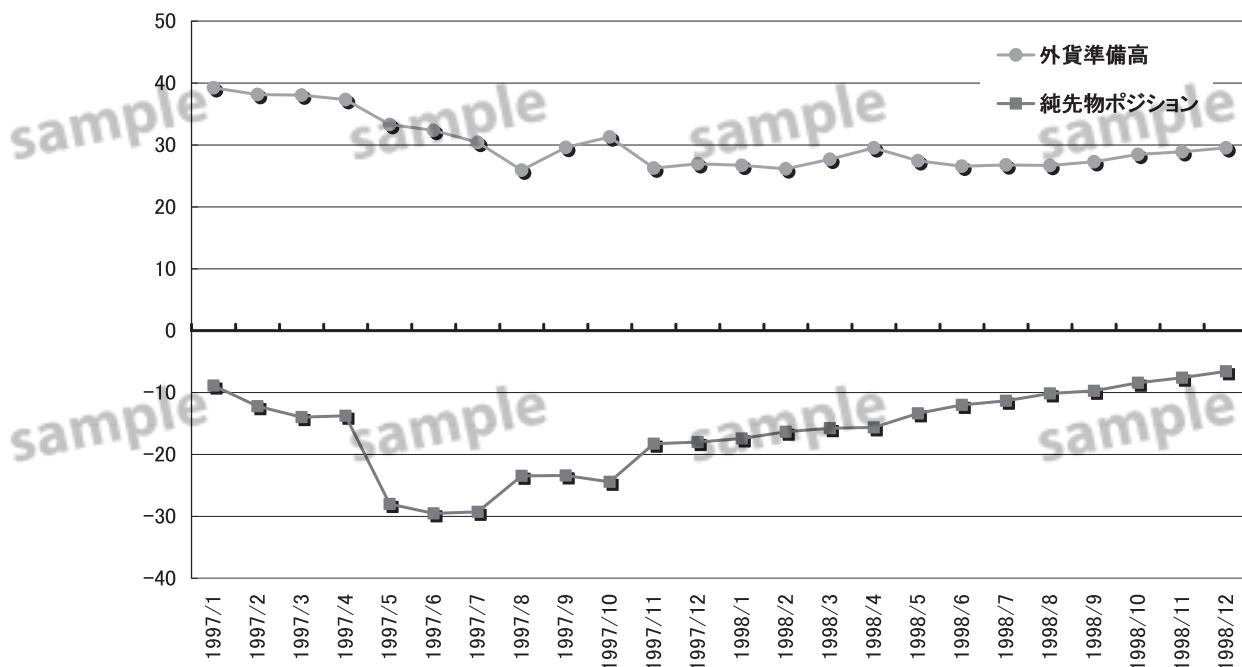
(出所) Asian Development Bank, Key Indicators.

図 12 人民元と米ドルの為替レート推移（1 人民元あたりのドル）



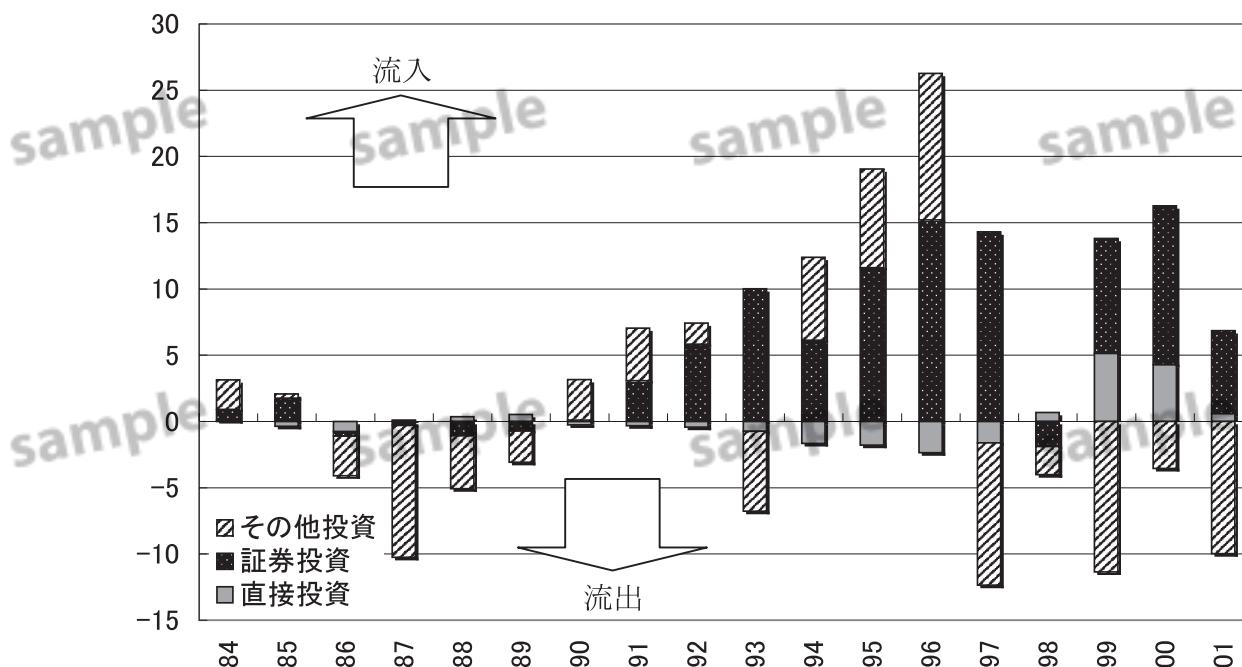
(出所) Asian Development Bank, Key Indicators.

図 13 タイの外貨準備と純先物ポジションの推移（単位：10 億ドル）



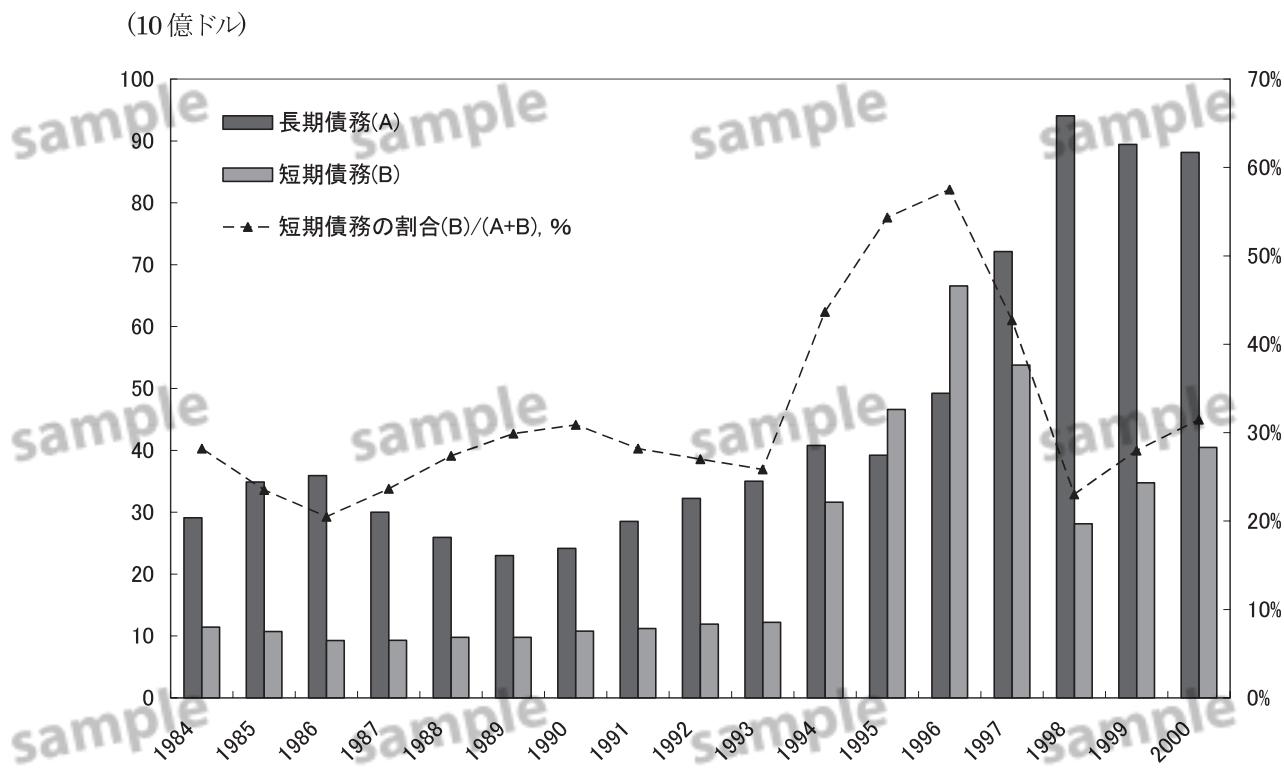
(出所) Bank of Thailand.

図 14 韓国の投資収支（単位：10 億ドル）



(出所) Asian Development Bank, Key Indicators.

図 15 韓国の対外債務残高の推移（単位：10 億ドル）



(出所) Asian Development Bank, Key Indicators.

表 1 国際支援パッケージ（単位：10 億ドル）

	タイ	韓国	インドネシア
IMF	40	210	100
世界銀行	15	100	45
アジア開発銀行 (二国間支援)	12	40	35
日本	40	-	-
中国	10	-	-
オーストラリア	10	-	-
香港	10	-	-
マレーシア	10	-	-
シンガポール	10	-	-
韓国	5	-	-
インドネシア	5	-	-
ブルネイ	5	-	-
インドネシア政府緊急準備金	-	-	50
計	172	350	230
第2線準備			
日本	-	100	50
米国	-	50	30
シンガポール	-	-	50
その他	-	80 超	32 超
計	-	230 超	162 超

注：「第2線準備」とは、最初の支援資金が不足した時の支援額。

(出所) 外国為替等審議会、アジア金融・資本市場専門部会報告書(1998)『アジア通貨危機に学ぶ』。

表 2 タイの主要経済データ

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
実質GDP (10億バーツ)	2,941.7	3,115.3	3,072.6	2,749.7	2,872.0	3,008.4	3,073.6	3,237.0
実質GDP成長率 (%)	9.2	5.9	-1.4	-10.5	4.4	4.8	2.2	5.3
需要項目別構成比 (%)								
民間消費	54.4	54.4	54.4	53.8	53.7	54.0	55.0	55.1
政府消費	7.9	8.4	8.2	9.6	9.4	9.2	9.2	8.8
総固定資本形成	42.0	42.5	34.2	21.3	19.7	19.9	19.7	19.9
在庫品増加	1.5	0.7	0.0	-2.5	-0.2	0.9	1.2	1.1
純輸出	-5.4	-7.2	1.4	16.5	16.7	14.9	14.6	14.8
財政収支 (対GDP比, %)	3.0	0.9	-1.5	-2.8	-3.3	-2.2	-2.4	-1.4
M2 (前年比, %)	17.0	12.6	16.4	9.5	2.1	3.7	4.2	2.6
インフレ率 (CPI, 前年比, %)	5.7	5.9	5.6	8.1	0.2	1.7	1.6	0.6
失業率 (%)	1.7	1.5	1.5	4.4	4.2	3.6	3.3	2.4
為替レート (バーツ/US \$)								
End of period	25.19	25.61	47.25	36.69	37.47	43.27	44.22	43.15
Average of period	24.92	25.34	31.36	41.36	37.81	40.11	44.43	42.96

(出所) Asian Development Bank, Key Indicators.

表 3 韓国的主要経済データ

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
実質 GDP (10 億ウォン)	467,099	499,790	523,035	487,184	533,399	578,665	600,866	642,748
実質 GDP 成長率 (%)	9.2	7.0	4.7	-6.9	9.5	8.5	3.8	7.0
需要項目別構成比 (%)								
民間消費	57.9	57.8	57.0	53.0	54.0	54.0	54.5	55.0
政府消費	12.7	12.8	12.5	13.8	12.9	12.1	12.2	12.1
総固定資本形成	38.8	39.3	36.7	30.4	30.1	31.1	29.9	29.8
在庫品増加	-0.4	0.4	-0.8	-3.6	0.3	-0.1	0.0	-0.2
純輸出	-8.8	-9.9	-5.4	6.3	3.1	3.2	3.5	3.0
財政収支 (対 GDP 比, %)	0.3	0.2	-1.4	-3.9	-2.5	1.1	1.2	3.3
M2 (前年比, %)	23.3	16.7	19.7	23.7	5.1	5.2	8.1	14.0
インフレ率 (CPI, 前年比, %)	4.4	5.0	4.4	7.5	0.8	2.3	4.1	2.7
失業率 (%)	2.1	2.0	2.6	7.0	6.3	4.1	4.0	3.3
為替レート (ウォン/US \$)								
End of period	774.7	844.2	1,695.0	1,204.0	1,138.0	1,264.5	1,313.5	1,186.2
Average of period	771.3	804.5	951.3	1,401.4	1,188.8	1,131.0	1,291.0	1,251.1

(出所) Asian Development Bank, Key Indicators.

表 4 韓国の金融機関別外貨調達額及び運用額の推移（単位：100万ドル）

		調達及び運用	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年
一般銀行	調達	長期	16,317	19,735	23,432	29,102	35,141	51,212
		短期 (A)	40,357	43,934	58,672	76,295	92,782	60,401
		計	56,672	63,669	82,104	105,397	127,923	111,614
	運用	長期	23,097	25,049	34,842	46,239	55,818	55,173
		短期 (B)	33,577	38,620	47,262	59,158	72,105	56,441
		計	56,674	63,669	82,104	105,397	127,923	111,614
	流動性比率 (B/A : %)		83.2	87.9	80.6	77.5	77.7	93.4
	調達	長期	15,362	17,608	21,139	26,038	30,034	31,143
		短期 (A)	4,003	5,006	6,954	9,391	13,173	17,485
		計	19,365	22,614	28,093	35,429	43,207	48,628
開発銀行	運用	長期	18,133	20,970	25,780	31,691	37,491	37,806
		短期 (B)	1,232	1,644	2,313	3,738	5,716	10,822
		計	19,365	22,614	28,093	35,429	43,207	48,628
	流動性比率 (B/A : %)		30.8	32.8	33.3	39.8	43.4	61.9
	調達	長期	1,276	1,953	2,182	4,568	5,996	5,428
		短期 (A)	3,258	3,573	5,083	7,091	12,672	13,684
		計 (C)	4,534	5,526	7,265	11,659	18,668	19,112
		短期比率 (A/C : %)	72%	65%	70%	61%	68%	72%
総合金融公社	運用	長期 (b)	4,418	5,382	7,114	11,442	17,823	17,106
		短期 (B)	116	144	151	217	800	2,007
		計	4,534	5,526	7,265	11,659	18,623	19,113
		長期比率 (b/C : %)	97%	97%	98%	98%	96%	89%
	流動性比率 (B/A : %)		3.6	4.0	3.0	3.1	6.3	14.7

(出所) 西口清勝・西澤伸善(2000)『東アジア経済と日本』。ミネルヴァ書房。

表 5 外貨準備に対する短期債務の比率

	1990年	1991年	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年
タイ	0.58	0.68	0.7	0.89	0.96	1.19	1.1	1.41
インドネシア	1.31	1.4	1.58	1.46	1.47	1.76	1.67	1.89
韓国	0.73	0.82	0.69	0.6	1.23	1.42	1.95	2.64
マレーシア	0.19	0.19	0.21	0.25	0.24	0.3	0.41	0.71
香港	0.23	0.22	0.18	0.17	0.16	0.16	0.22	0.11
シンガポール	0.03	0.03	0.02	0.02	0.02	0.02	0.03	0.04
フィリピン	2.16	1.09	0.98	0.85	0.8	0.68	0.68	1.35
台湾	0.2	0.19	0.2	0.22	0.2	0.2	0.2	0.25
中国	0.31	0.24	0.65	0.67	0.33	0.29	0.24	0.22

■ 1以上

■ 0.3未満

(出所) Asian Development Bank, Key Indicators.

sample

sample

sample

sample

sam

不許複製

慶應義塾大学ビジネス・スクール

共立 2011.1 P0