



慶應義塾大学ビジネス・スクール

東アジア経済危機 (B)

5

東アジア経済危機の要因

東アジア経済危機を振り返ってみると、危機が深刻だった国とそうでない国の比較、ならびに危機に直面した国々で共通する特徴から、危機に至る要因を指摘できる。

10

(1) ドルとの連動と金融自由化による外国からの資金流入

危機に陥ったアジアの国々は、危機以前まで、程度に差はあるものの現地通貨と米ドルとの為替レートを実質的に固定にしていた。その結果、ドル資金を運用する海外投資家は為替リスクを回避することができ、当該国への資金の流入が促されることになった。

15

そして、その資金流入を加速させたのは金融自由化であった。経済危機が深刻であったタイや韓国では対外資本取引の規制緩和が進んでいた。一方で、台湾、シンガポール、中国など影響が軽微だった国では資本取引に制限が加えられていた。

20

ただ、ドル資金の流入はドル建ての対外債務の増加を意味する。タイや韓国の場合、対外債務残高が増増傾向で、その規模も短期・長期の合計で1,000億ドルを超えるものであった(Aケース〔以下、同様〕図7、図15)。また、ひとたび自国通貨が大幅に減価すると自己通貨建ての債務返済額が急激に膨らみ、返済に支障をきたすことになった。

25

(2) 非生産的な投資に回った外国からの資金

1990年代以降に起こった東アジア経済危機の前に、タイやインドネシアでは大量に流入した資

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(2010年1月作成)。

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/>へ。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。

30

金の多くが、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た。

(3) 短期対外債務の急増：逃げ足の速さ

また、危機以前における外国からの資金流入において、短期債務の割合が急増していた（図 7、
5 図 15）。その結果、ひとたび通貨危機が起きれば、逃げ足が速いだけに、短期資本が一気に逆転
流出することになった。

(4) 持続的な経常収支赤字と少ない外貨準備高

深刻な経済危機に直面したタイ、韓国、インドネシア、マレーシアは、危機以前に持続的な経
10 常収支赤字を抱えていた。一方で、軽微な影響で済んだ台湾、シンガポール、中国においては、
毎年経常収支黒字を達成していた。特に、自国通貨を米ドルに連動させていた国々では、1995 年
以降にドル高へ転換するという環境変化（図 5）の中で、各国通貨が増価し国際競争力が低下す
るといふ、ドルへリンクすることのリスクが顕在化した。

15 この経常収支赤字を補填していたのが海外からの資金流入（資本収支の黒字）であった。通貨
危機は、その流入した資金の急激な逆転流出（現地通貨売りを伴う）という現象であったため、
タイ、韓国が経常収支黒字を維持していれば、影響は軽微であった可能性がある。

20 経常収支赤字が続くと、外貨準備高の蓄積にも限界がある。ここで、外貨準備に対する短期債
務（満期 1 年未満の対外債務）の比率という指標が重要となる（表 5）。短期資本が流出する際に、
外貨準備が枯渇しないかどうかの指標となるからである。つまり、短期債務が外貨準備を上回
ると危険信号であるといえる。IMF に支援要請をしたタイ、インドネシア、韓国のデータが 1 を大
幅に上回っているのに対し、他国のデータはほとんど 1 未満に抑えられている（1997 年のフィリ
ピン以外）。危機から得られた一つの教訓は、資本移動が自由になった世界において、経常収支黒
25 字を持続的に維持し、十分な外貨準備を保有していることが利点となるということである。

(5) 脆弱な民間部門の財務基盤と対外債務への依存

東アジア経済危機の場合、各国の財政面は比較的良好であり、タイ、韓国も財政黒字を維持し
ていた（図 11）。むしろ問題は民間部門の脆弱な財務基盤であった。そしてその債務の多くが外
30 国からの借金に依存し、対外債務が膨らんでいた（図 7、図 15）。

その背景にあるのは、金融機関に対する規制や当局の監督が甘かったこと、企業統治（コーポ

レート・ガバナンス)・内部統制が未熟であったことが指摘できる¹。タイにおいては、通貨危機以前に無秩序な株式市場などへの資金流入でバブルが発生した。そしてバブル崩壊に伴い、巨額の不良債権が発生し、民間金融機関の破綻が相次いでいた。韓国においては、財閥の不健全な経営、チェック機能の甘さ、過剰な重複投資の問題が存在した。加えて通貨上と運用上のダブル・ミスマッチに象徴されるリスクの高い運用が行なわれていた。

5

参考：理論モデル

通貨危機モデル

通貨危機を説明するモデルは、これまでに多くのものが提示されてきた。まさに百花繚乱の様相であるが、通貨危機に遭った国々の原因や発生プロセス、および時代背景などが異なるために単一のモデルですべての通貨危機を説明するには限界がある。ただし、これまでのモデルを大きく三つ（第一世代モデル、第二世代モデル、第三世代モデル）に分類できる。以下では、それらの特徴を簡単に整理する。

10

第一世代モデル

第一世代モデルは、マクロ・ファンダメンタルズ（経済の基礎的条件）の悪化によって通貨危機が発生し得るというもので、元は Krugman（1979）により提唱され、後に Flood and Garber（1984）により「シャドー変動為替相場」（変動相場制に移行していたならば、実現していたであろう為替相場）という概念が導入されることでさらに整理されている²。Flood and Garber のモデルは、固定相場制度を採用する国において、現実の固定相場とマクロ経済のファンダメンタルズを反映した為替相場に乖離がある場合に通貨危機が発生するというものである³。第一世代モデルに当てはまる通貨危機としては、1994～95年のメキシコ通貨危機や98年のロシア財政危機が挙げられる。

15

20

第二世代モデル

第二世代モデルは、マクロ・ファンダメンタルズに関係なく通貨危機が発生し、人々の為替相

25

¹ 逆にいえば、危機に陥った国では、金融機関の健全性を確保するような政策、プルデンシャル（prudential）な政策がとられてこなかった。田中（2009）は、プルデンシャルな政策を「金融機関が不健全な貸出や投資を増やさないように監視し、仮にそのような金融機関が現れた場合には金融システム不安が広がらないように食い止める政策」と定義している。田中隆之（2009）「金融危機にどう立ち向かうか—『失われた15年の教訓』」。ちくま新書。

² Krugman, P. R., 1979, “A model of balance of payments crises”, Journal of Money, Credit, and Banking, vol.11, No.3, pp.311-325. Flood, R. P. and P. M.Garber, 1984, “Collapsing exchange rate regimes: Some linear examples.” Journal of International Economics, vol.17, No.1/2, pp.1-13.

³ 具体的なモデルとして、財政赤字が続くなかで国債を発行し、中央銀行がその国債を引き受けるという仮定の下で、次第に外貨準備が減少してゆき、あるレベル以下になると通貨危機が発生することを想定している。

30

場に対する期待（減価予想）が現実の減価（ひいては通貨危機）を引き起こすと説明するものである（このため自己実現的通貨危機モデルとも呼ばれている）。これに該当するのは1992～93年の欧州通貨危機が挙げられる。

5 以下では、Obstfeld（1996）のゲームの設定により、自己実現的に通貨危機が発生し得ることを解説する⁴。ゲームの設定は、以下のとおりである。固定相場制下にある国（A国）の通貨当局が有限の外貨準備（ここでは10単位の外貨準備を保有していると想定する）を保有しており、2人の投機家（投機家1、投機家2）はA国の通貨をそれぞれ6単位ずつ保有している。ここで、A国の通貨に対する外国通貨の為替相場を1とする（つまり、自国通貨1単位＝外国通貨1単位）。
 10 2人の投機家の戦略は、「投機攻撃をする」と「投機攻撃をしない」の2つである（表6）。投機攻撃をする際には、その成功と失敗に関わらず、コスト（取引費用）として投機家は1単位の通貨を失うものとする。

表6：投機行動の利得表

		投機家2	
		投機攻撃しない	投機攻撃する
投機家1	投機攻撃しない	0、0	0、-1
	投機攻撃する	-1、0	0.5、0.5

15 投機攻撃を仕掛けられた場合（投機家が自国通貨を売る場合）、通貨当局は固定相場制を維持するために、外貨準備を売り自国通貨を買うという介入を行うが、保有している外貨準備が底を突いた時点で変動相場制に移行する（あるいは固定相場制の下で切り下げを行う）。その際、自国通貨の価値は50%下落すると仮定する。

20 投機家2人が共に投機攻撃をしない場合には、状況に何ら変化はないので彼等の利得はゼロである。一人の投機家のみが投機攻撃をする場合は、通貨当局の外貨準備は5単位残るため固定相場制は維持され、投機家は1単位の損失を被ることになる。したがって、一方の投機家が「他方の投機家が投機攻撃をしない」と予想する場合には、投機攻撃をしないことが得策である。投機家2人が共に投機攻撃を仕掛ける場合には、自国通貨10単位の売りに対して通貨当局が保有する外貨準備は10単位なので、固定相場制を維持することが不可能となり変動相場制に移行せざるを得ない。このときA国通貨は50%減価するので、投機家は当初のA国通貨の6単位保有か
 30

⁴ Obstfeld, M., 1996, "Models of currency crises with self-fulfilling features," European Economic Review, vol.40, No.3-5, pp.1037-1047.

ら、変動相場制移行後に A 国通貨を買い戻せば $6.5 (= 5 \times 1.5 - 1)$ 単位保有となり、一人当たり 0.5 単位の利得を得ることになる。

このゲームの利得表は、表 6 のとおりである。Nash 均衡は、(投機しない、投機しない) と (投機する、投機する) の 2 つが存在する。つまり、他者が投機しないであろうと予想する場合には、自身も投機しないことを選択し、他者が投機するであろうと予想する場合には、自身も投機する。

このモデルの現実の含意は以下の 2 点である。第一に、市場に参加している大多数の投機家が「他の多くの投機家が通貨攻撃を仕掛けるだろう」と予想すれば、現実に通貨危機が発生し得ることである。予想が現実を生むということから自己実現的通貨危機モデルとも呼ばれるゆえんである。第二の含意は、もし通貨当局が充分豊富な外貨準備を保有していたならば、固定相場制は維持され通貨危機は発生しないということである。

第三世代モデル

東アジア経済危機で見られたような通貨危機と金融危機の同時発生 (双子の危機、twin crisis) を説明するものとして第三世代モデルがある。同時発生の因果関係から整理すれば、通貨危機が金融危機を引き起こすモデルと、逆に金融危機が通貨危機を引き起こすモデルに場合分けできる。どちらの場合も金融部門の脆弱性を危機の原因として挙げるものが多い。

通貨危機が金融危機を引き起こすメカニズムは以下である。固定相場制下にある国が通貨攻撃を受けたとすると、為替相場を保つために中央銀行は自国通貨買い・外国通貨売りという介入を行うために外貨準備が減少してゆく。このとき、通貨攻撃が止まないとすれば、やがて中央銀行の保有する外貨準備は底を突き、通貨の切り下げを行うか、あるいは変動相場制に移行することになる。いずれを選択するにせよ自国通貨の価値は下落する。このとき、国内の銀行が外貨建て債務により資金調達し、それを自国通貨建てで融資していたとすれば、自国通貨価値の下落と同時に、国内の銀行は一気に債務超過となり金融危機に陥る (IMF, 1997)⁵。

また、通貨危機から銀行の取付け騒ぎが起こり、金融危機が併発すると説明したものに Miller (1996) がある⁶。通貨危機に陥った場合、その国の居住者や非居住者が国内銀行に預けている預金を引き出すと、銀行の流動性危機を引き起こし、延いては金融危機が発生するというシナリオ

⁵ IMF, 1997, World Economic Outlook, Washington D.C., October.

⁶ Miller, V., 1996, "Speculative currency attacks with endogenously induced commercial bank crises," Journal of International Money and Finance, vol.15, No.3, pp.383-403.

である。

逆に、金融危機が通貨危機を引き起こすメカニズムは以下のとおりである。金融危機に際して
5 公的資金投入により預金者や銀行を救済するとき、その公的資金が国内信用の拡張によって調達
されるならば、当該国の利子率が低下し、外為市場において自国通貨価値の下落圧力が発生する。
この時、通貨危機が発生し得るとしたものに Velasco (1987) がある⁷。また、預金者や銀行の救
済のために国債発行により調達する場合を考察したものに IMF (1997) がある。国債発行による
財政負担を軽減するために政府がインフレーションを引き起こすというインセンティブを持つか
10 もしれない。このとき、投資家の当該国に対する信頼が低下し、通貨攻撃を受けると説明されて
いる。

伝染 (contagion) 効果

通貨危機が伝染してゆくメカニズムとしては、Eichengreen, et al. (1996) において以下の3
15 点が指摘されている⁸。

(1) 貿易面でのつながりによる伝染効果

通貨危機が A 国で発生すると、固定相場制の下で通貨切り下げを行うか、変動相場制への移行
に伴い減価する。その結果、A 国の国際競争力は上昇する。これに相對して、貿易面で競争相手
20 となっている B 国の国際競争力は低下し、経常収支赤字の増加、ひいては外貨準備の減少から通
貨危機が伝染する。

(2) マクロ政策や経済環境における類似性

各国の通貨がある中心的な国の通貨（例えば、ドル）にペッグしている状況を想定する。この
状況の下で、中心的な国の利子率が上昇するような何らかのショックが起きた場合、他の国々は
25 固定相場制を維持する為に自国の利子率を上昇させねばならない。ただし、各国にとっては、利
子率を上昇させることが望ましくない経済環境にあるかもしれない。このとき各国政府は、固定
相場制の下で通貨切り下げを行うか、あるいは変動相場制に移行することを視野に入れるであろ
う。このような各国政府の計画が、投機家によって事前予想されたならば、ファンダメンタルか
ら見て通貨価値が下落しそうな国々に対して通貨攻撃が始まることになる。したがって、通貨危
30

⁷ Velasco, A., 1987, "Financial crises and balance of payments crises," Journal of Development Economics, vol.27, No.1/2, pp.263-283.

⁸ Eichengreen, B., A. K. Rose and C. Wyplosz, 1996, "Contagious currency crises," NBER Working Paper, No.5681.

機が複数の国で同時に発生し得る。

(3) 金融危機の国際的連鎖

金融機関は資産と負債の満期構造を変換することによって、長期の資産運用を目的としない外国人投資家に対して流動性資産を提供することは可能である。つまり、短期で外国人投資家から資金を得て、国内において長期で運用（貸し付け）することである（運用上のミスマッチ）。

しかし、何らかの外生ショックから外国人投資家が一斉に流動的な預金を引き出すと、非流動的資産を保有している金融機関は流動性危機に陥ることになる。上記のように長期で貸し付けていると、金融機関は貸し付けを回収することができない。その結果、金融機関に対し、外国人投資家も参加する取り付け騒ぎに発展する可能性がある。ここで、A国における流動性危機に直面している外国人投資家が、ドルの現金を得ようとして、他国におけるポジションを流動化しようとすれば、他国に危機が伝染しうる。

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

不 許 複 製

慶應義塾大学ビジネス・スクール

三美印刷 2010.1 P150