

### 第3節 通貨制度に関するアジア地域の経験

#### 1. アジアにおける通貨制度の選択とその評価

第1節では、欧州政府債務危機はユーロという共通通貨のもとで各国の経済的不均衡が拡大しそれが持続可能でなかったことが原因となっている点を確認した。アジア諸国でも、かつて固定的な通貨制度の採用により経済的不均衡が拡大しこれが持続可能でなくなった結果、変動相場制に移行せざるを得なくなったという経験をしている。

本節では、まず、1997年から98年のアジア通貨危機発生背景と危機後の対応について、通貨危機で大きく被害を受け為替制度を変更したタイ、韓国、インドネシア及び危機後も固定相場制を維持した香港に焦点を当てて分析する。

また、その後のアジアにおける通貨協力の取組と目的を概観する。それらを通じて、アジア地域の経験とユーロ参加国が現在直面している問題と共通する点があるか明らかにする。

さらに、固定的な為替制度の影響に関しては、現在でもその制度が維持されている人民元についても、不均衡拡大等の影響の有無や今後の当該通貨をめぐる動きを併せて確認する。

#### (1) アジア通貨危機発生背景

通貨危機を経験したタイ、インドネシア、韓国においては、主に2つの共通点が存在していたと考えられる。

一点目は、米ドルとの事実上のペッグ制（以下、ペッグ制）で固定的な為替制度が採られていたことである<sup>39</sup>。

二点目が、経常収支が赤字で、資本収支が黒字という状態が続いていたことである。

この背景として、経済発展の初期段階にあったこれらの国では投資意欲が旺盛であったため、国内だけで投資資金をまかなうことが困難であり、国外から積極的に資金を調達していたことが考えられる。ペッグ制によって為替変動リスクが低減されていたことや成長期待の高さが、これらの国への投資を加速させたが、後述のように、一部の国では住宅価格の高騰ももたらした。

こうした発展初期段階にある国が国外から資金調達すること自体は問題ではない。しかし、以下にみるように、これらの国では当時、主に国外から短期資金を借入れ、それ

---

<sup>39</sup>タイでは85年からドルを中心としたバスケット制、インドネシアでは78年から、韓国では90～96年の間に事実上のペッグ制を採用していた。

を長期で国内に貸出していたため、突然の国外資金の引揚げに対して脆弱な構造であった。加えて、借入れた資金が必ずしも当該国の潜在成長力の向上に繋がっていなかった点も指摘される。

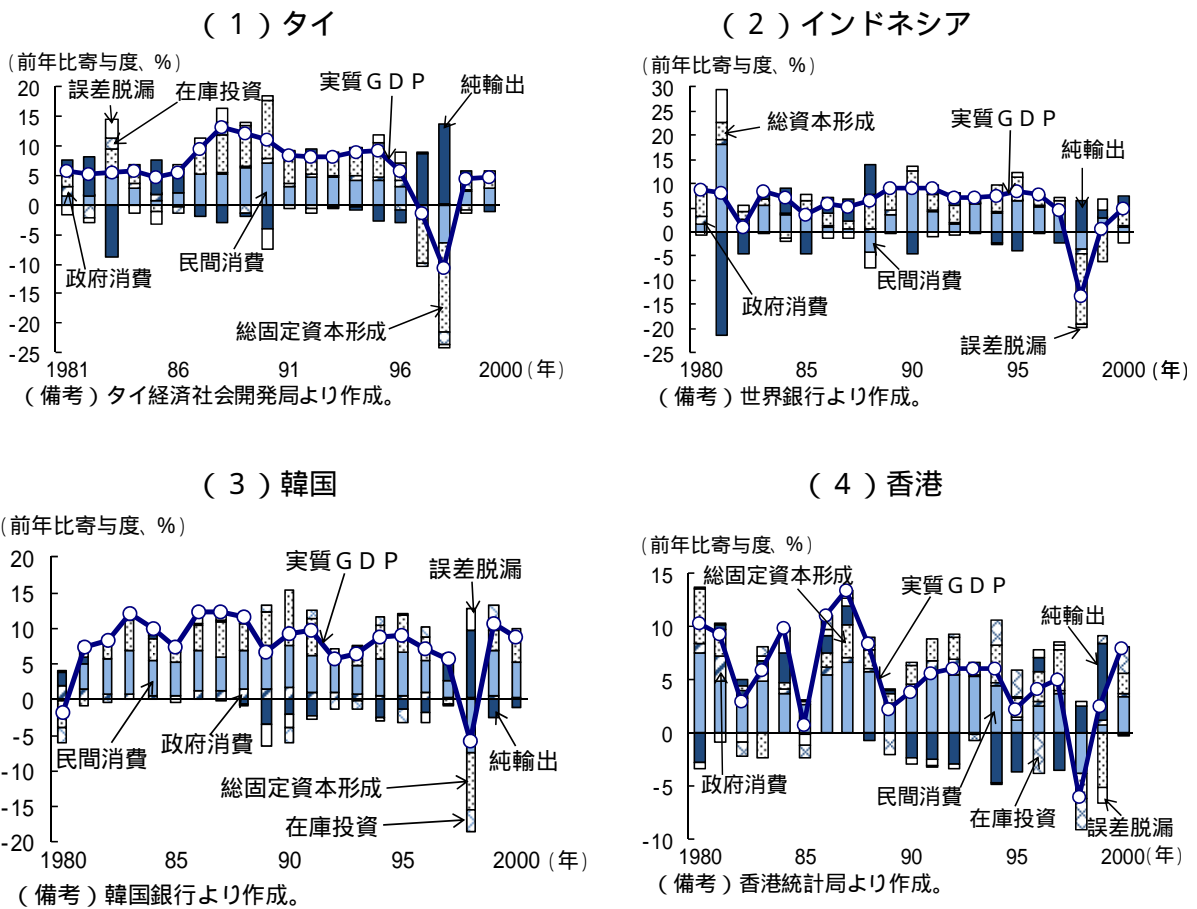
(i) 米ドルとの事実上のペッグ制の採用

タイ、インドネシア、韓国及び香港では、国外資本を呼び込むことや、為替変動リスクを低減して貿易取引を拡大させる目的で、米ドルとの事実上のペッグ制を採用していた。これらの国は、ペッグ制を導入することにより、為替レートの安定化等のメリットを享受した。

また、ペッグ制の下、国外の投資家は為替変動リスクに晒されずに投資が可能となったため、これらの国への資本流入が加速することとなった。その結果、流動性需要が満たされやすくなり、それが国内の設備投資や民間消費の増加に寄与することで、高い経済成長をもたらされた。通貨危機を経験した上記各国において共通している点は、経済成長に対する総固定資本形成の寄与の高さである（第2-3-1図）。特にタイ及び韓国は、1990年からアジア通貨危機前年の96年まで実質経済成長率（前年比）が平均でそれぞれ8.6%、8.0%に対して、同時期の総固定資産形成の平均寄与度はそれぞれ4.8%、4.1%と、成長の半分以上を占める高い寄与となっている。しかし、通貨危機前後の96年から98年には各国とも実質経済成長率がマイナス成長に転じる中、総固定資本形成も大きなマイナスの寄与となっており、それまでの成長パターンが持続可能でなかったことがうかがわれる。

## 第2-3-1図 実質経済成長率：

危機前は主に総固定資本形成が経済成長に大きく寄与

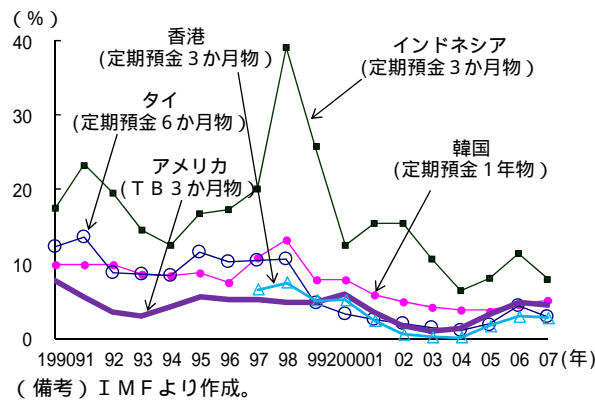


さらに、ペッグ制に加えて、そのほかの政策によって資本流入が後押しされた。例えば、タイやインドネシアでは、80年半ばに直接投資の流入規制が大幅に緩和され、韓国では90年代に資本流入規制が相次いで緩和されるなどの措置が採られ<sup>40</sup>、前述の為替変動リスクの低下と相まって、資本流入を加速させることになった。また、香港は資本流入規制がなかったため、元々資金が流入しやすい環境にあった。

加えて、これらの国では先進国と比べれば金利が高水準であったため、利ざやを稼ぐための資金が流入しやすい環境でもあったことになる(第2-3-2図)。

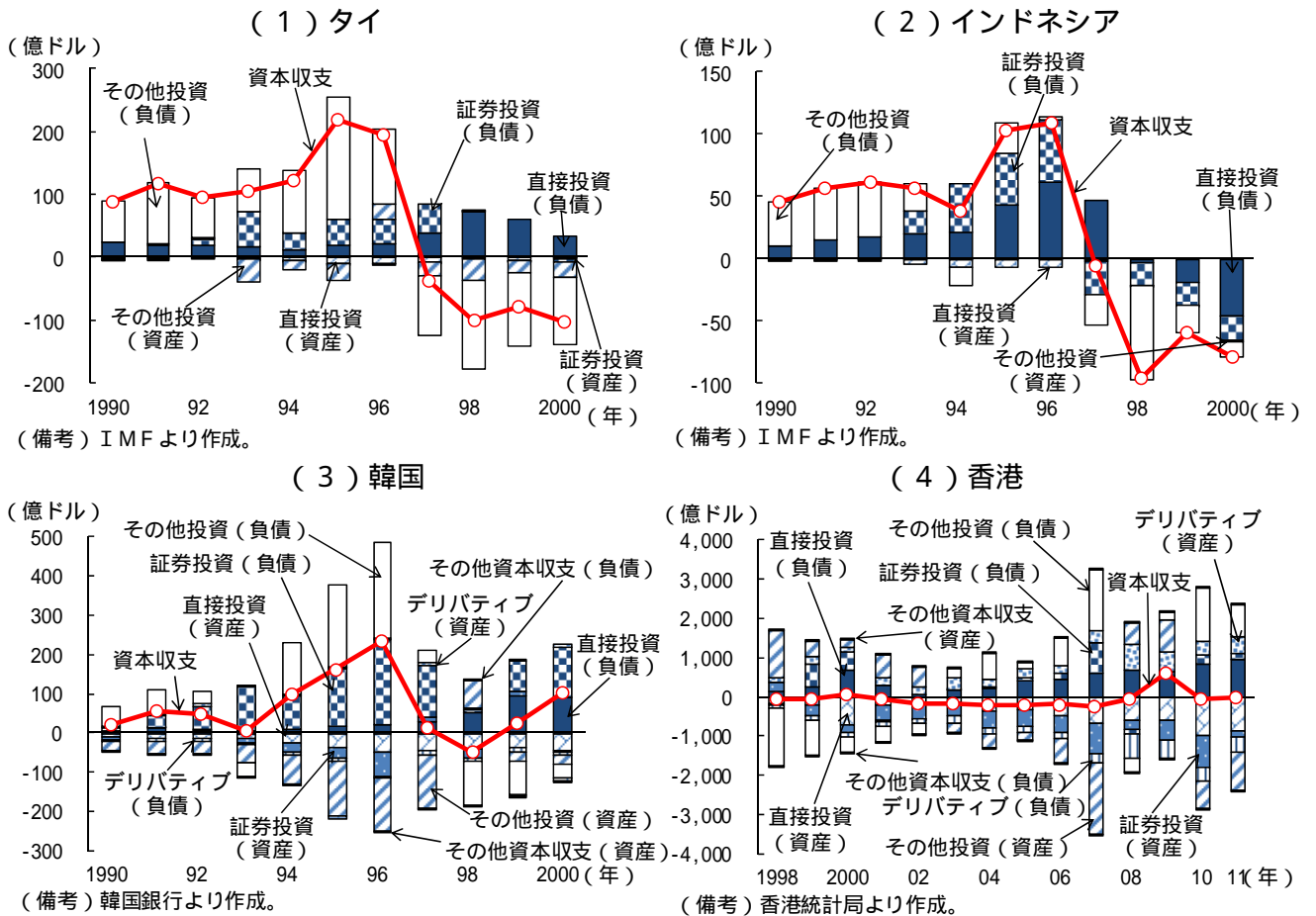
<sup>40</sup> 各国の主な規制緩和として、タイではバンコク・オフショア市場の開設(93年)、インドネシアでは金融機関の対外借入規制の撤廃(89年)や、韓国では金融機関の対外借入れの総額規制の撤廃(94年)等が挙げられる。

第2-3-2図 アメリカとアジア（タイ、韓国等）の金利：  
通貨危機前の金利はアメリカより高い



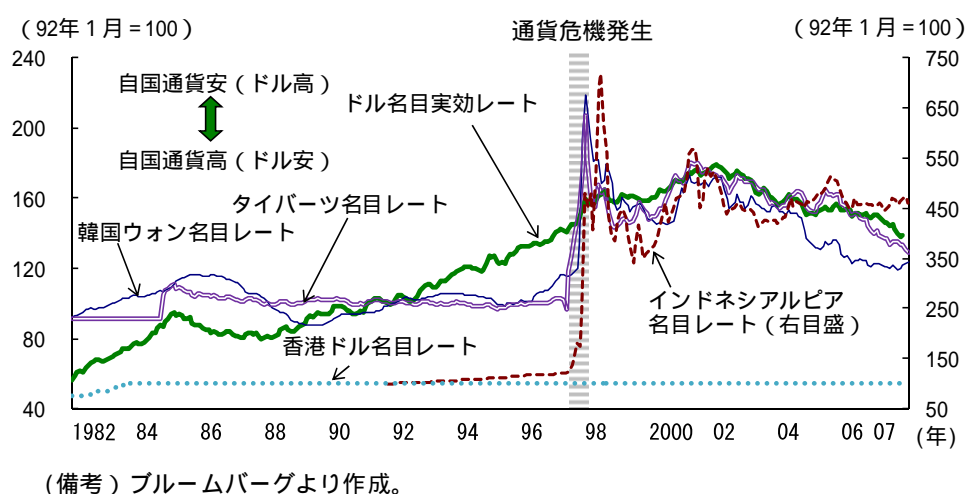
この動きを資本収支からみると、通貨危機経験国では97年の通貨危機前までにかけて、証券投資やその他投資（金融派生商品、貸付・借入等）の形で流入が大幅に拡大しており、前述の利ざやを稼ぐための資金が流入していたことが確認できる（第2-3-3図）。

第2-3-3図 資本収支：通貨危機前まで流入超で推移



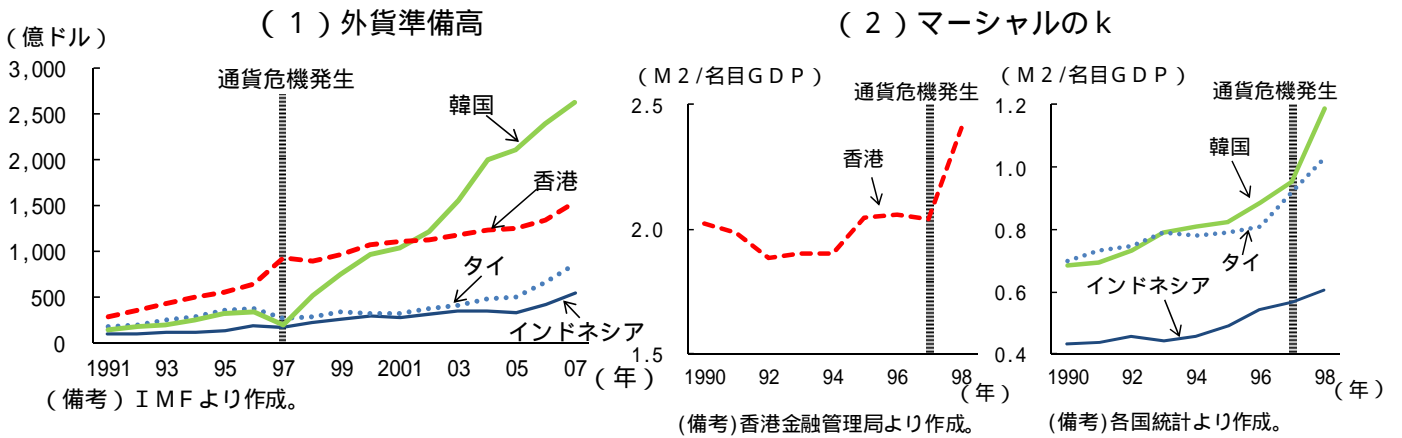
こうした資本流入の結果、各国では自国通貨がドルに対して増価しやすい環境がつけられていた（第2-3-4図）。その背景には、タイ等に投資する際、海外投資家がこれらの国の通貨で資金を調達する必要があったことが挙げられる。また、これらの国では海外からドル建てで資金を借入れて自国通貨建てで国内に貸出する動きもみられ、貸出の際には最終的には自国通貨が買い求められることとなり、それが増価圧力となった点も考えられる。一方、香港では1ドル=7.8香港ドルという固定相場が採られていたため、横ばいで推移している。

第2-3-4図 為替動向：危機前にアジア通貨は増価



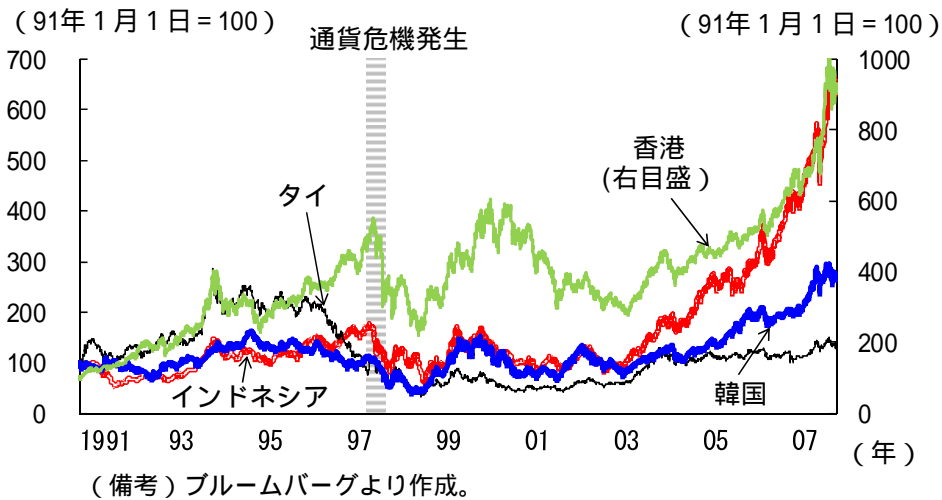
そのような状況のもと、各国通貨当局は、絶えず自国通貨に増価圧力がかかる中でペッグ制を維持するため、自国通貨売りの為替介入を行っていた。このため、各国の外貨準備高は積み上がった（第2-3-5図(1)）。实体经济の規模とマネーサプライの関係を表わすマーシャルのkをみると、トレンドから大きくかけ離れて上昇はしていないことから、為替介入によって生じる流動性増加を吸収するために不胎化を行っていたとみられる。しかし、それにもかかわらず通貨危機前には各国とも総じて90年代前半までのマーシャルのkが大幅に上昇して推移しており、過剰流動性が発生していた可能性をうかがわせている（第2-3-5図(2)）。

第2-3-5図 外貨準備高、マーシャルのk：  
香港を除く国では、通貨危機時に外貨準備高が減少



こうした過剰流動性による影響は、株価や物価の高騰、住宅市場の過熱等の形で現れたと考えられる。実際、株式市場においては、90年からアジア通貨危機前にかけて、タイやインドネシア、香港において株高の動きがみられる(第2-3-6図)。

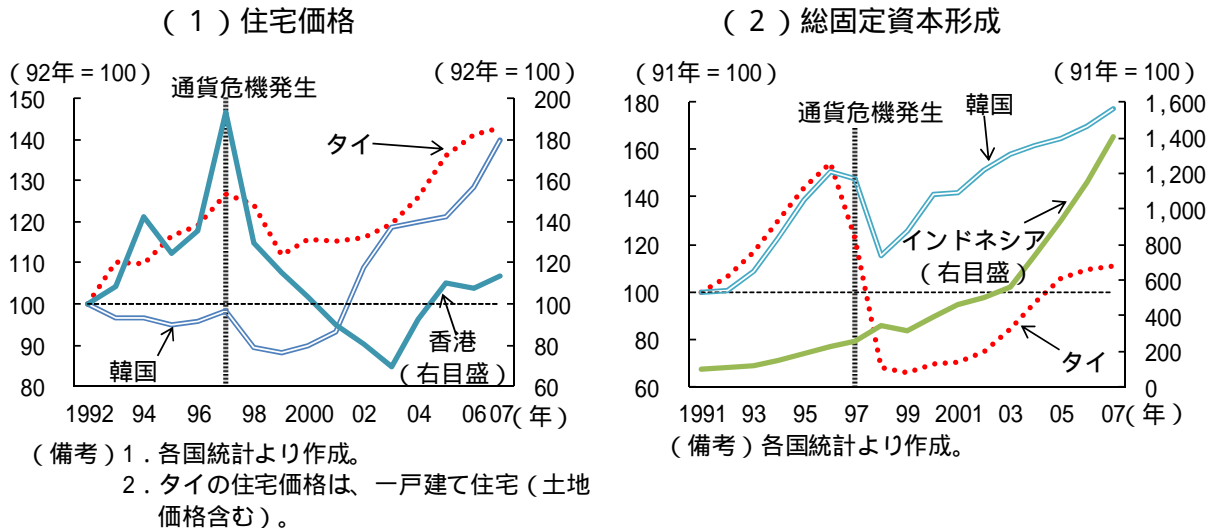
第2-3-6図 株式市場の推移：危機前に上昇



また、各国で投資が拡大する中、特にタイや香港では不動産価格の上昇もみられた(第2-3-7図(1)、第2-3-7図(2))。こうした状況は、第1節で指摘したように、ユーロ導入によって圏内の為替リスクが消滅したことなどで南欧諸国等に証券投資等比較的足の速い資金が大量に流れ込み、そうした資金が当該諸国の潜在成長率を高めるのではなく、住

宅市場に流入して住宅価格高騰をもたらす一因となった状況と酷似している<sup>41</sup>。

第2-3-7図 住宅価格、固定資産投資：  
タイや香港では通貨危機前に住宅価格が上昇  
通貨危機後は総固定資本形成が大幅に減少



ドル・ペッグ制の弊害は、国外の短期資本に依存するという脆弱な経済構造だけではなく、金融政策の面でもみられた。前述のとおり、資本流入を拡大させるため、通貨危機経験国は名目金利が先進国と比べて高い水準となっていた。こうした中、タイでは通貨危機前の96年から既に景気の減速が始まっており、金融機関の破たん等により不動産などの資産価格も下落<sup>42</sup>していたが、中央銀行は緩和策を実施することができず、高い金利水準が維持されることになった。一般に、景気減速の際には、金融緩和策が講じられるが、それによって利回りが低下し、アメリカとの利回り差が縮小すれば、自国通貨が減価する要因となってドル・ペッグ制が維持できなくなる可能性があるからである。そのため、タイでは自国経済の状況を踏まえた裁量的な金融政策を実施できず、实体经济の悪化を抑制することができなかった。

前述のとおり、海外からの資本流入は経済発展の初期段階にある国が、経済発展のために海外から資本を導入すること自体は問題ではないが、アジア通貨危機が発生する97年まで、タイ等は海外から特に短期資金の借入に依存していたことに問題があった。

こうした資本流入による為替増価に対抗するために自国通貨売り外貨買いの為替介入が繰り返された結果、外貨準備高は増加していた(前掲第2-3-5図(1))。しかし、短期資金の流入が急ピッチで進んだことから、通貨危機の発生する97年までにかけて、タイ、

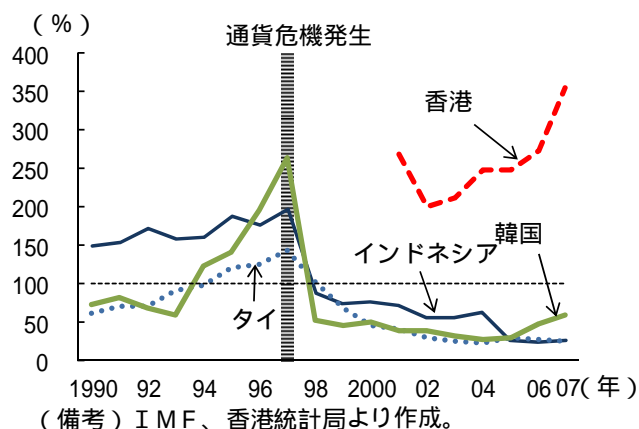
<sup>41</sup> 内閣府(2011b)参照。

<sup>42</sup> タイの住宅価格は、96年7~9月期には95年の水準まで落ち込んでいる。



インドネシア及び韓国では対外短期債務残高が外貨準備高を大きく上回るようになった（第2-3-8図）。

第2-3-8図 外貨準備高に対する対外短期債務の割合：  
タイ等の通貨危機経験国では、通貨危機前は100%を超えて推移



外貨準備が十分でないため、こうした状況下で資本が急速に国外へ引き揚げられれば、国外債権者への債務返済に必要なドル資金需要に対応できず、当該国の通貨危機につながることになる。本来であれば、国外からの借入に占める長期資金の割合を高めることや、大量の資本流入を未然に防ぐための規制を設けることなどが重要であったといえよう。

(ii) 実質為替レートの上昇による経常赤字の拡大

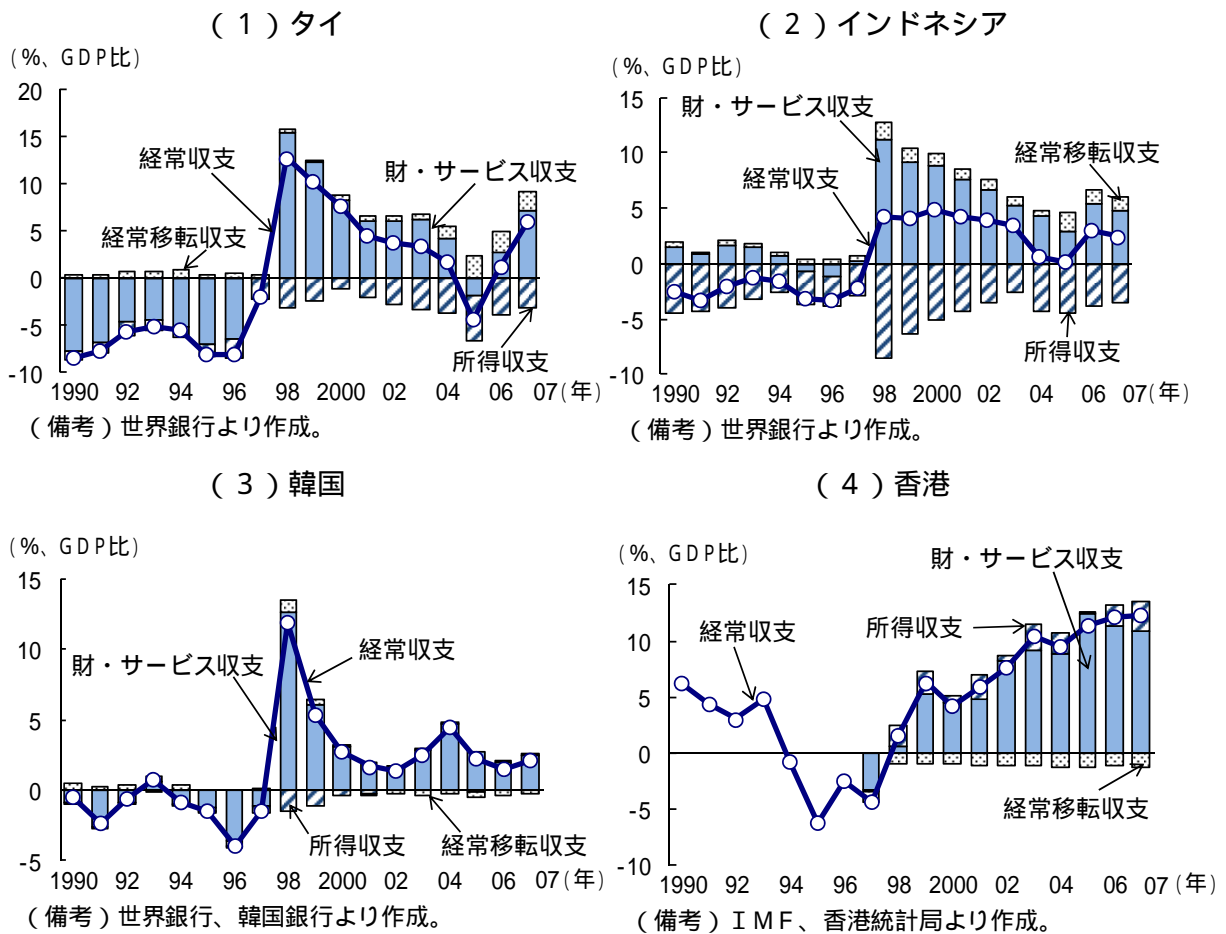
93年以降、短期資金の流入による経済の過熱により国内のインフレ圧力が強まったことに加え、ペッグ制の下でドル増価に伴う自国通貨高を容認せざるを得なかったことにより、価格面での輸出競争力は低下することになった。その結果、後述の生産性の低下と相まって、特にタイや韓国の経常収支は、貿易収支の赤字を主因として赤字傾向で推移していた（第2-3-9図）。

こうした状況は、共通通貨を導入したことで、自国通貨の減価を通じて輸出競争力を高めることが事実上不可能となった南欧諸国等と同様であった（前述第1節参照）。



## 第2-3-9図 経常収支：

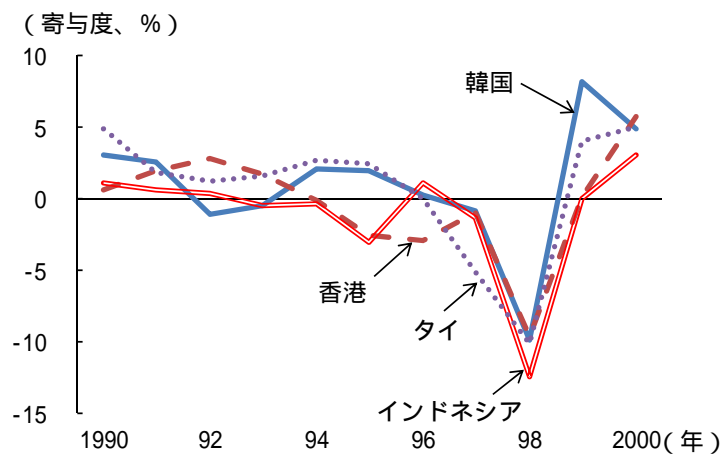
アジア通貨危機前後まで経常収支は赤字傾向で推移



経済発展段階の初期において、経常収支赤字と資本収支黒字が続くことは不自然ではないが、流入した資本が経済のどの分野に配分されどう活用されるかが重要である。国外からの借入によって行われた投資が効率的に利用され、生産性の向上等に結び付けば、中長期的にその国の潜在成長率を高めることにつながると考えられる。その場合、輸出競争力の向上を通じ、経常収支赤字が常態化する状況から脱却出来ると考えられる。

しかし、90年以降のアジア諸国では、TFP（全要素生産性）が90年代を通じて伸び悩み、実質経済成長率に対してわずかな寄与にとどまっており、更に通貨危機後の98年にかけて大きく低下している（第2-3-10図）。通貨危機までのアジア諸国では、国外からの資金は特にタイや韓国において投資に向けられたものの、それが必ずしも技術革新（イノベーション）等とそれを通じた潜在成長率の向上に結び付かなかったことが示唆される。

第2-3-10図 実質経済成長率に対するTFPの寄与：  
98年にかけていずれの国でも低下基調



(備考) 国際連合工業開発機関より作成。

こうした中で、タイでは96年に建設投資等が急減し（前掲第2-3-7図）、景気は減速に転じた。そして、投資収益の悪化により資金繰りに窮した金融機関の破綻をきっかけに、国外資金が急激に引き揚げられることになった。前述のとおり、タイでは十分な外貨準備を持ち合わせていなかったほか、国内には長期で貸付を行っていたため、このような急激な資金引揚げに対応できず、タイバーツは売りが進み、通貨危機に陥った。

タイバーツ売りの動きは、インドネシアルピーや韓国ウォンにも波及した。その背景には、これらの国々においても、経常収支赤字と短期の海外資金に依存するというタイと共通した構造問題を抱えていたことが考えられる。インドネシアや韓国でも短期債務は外貨準備を上回る規模となっており、突然の資金引揚げが生じると、返済が困難となるリスクを抱えていた。

こうした影響は香港にも波及し、香港も投機筋の売り圧力に直面することになった。しかし、香港通貨当局は大規模な為替介入を実施し、管理変動相場制への移行を回避した。

このような資本引揚げに対する対応については、通貨危機前のアジア諸国とユーロ圏とでは状況が異なる。世界金融危機やその後の欧州政府債務危機によって、南欧諸国等は急激な資本流出に直面し、それらの国の金融機関は資金調達難に陥った。しかし、ユーロ圏全体をカバーする欧州中央銀行（ECB）が積極的に利下げや無制限の流動性供給オペを行い、資金調達難に対応することが可能であった。共通通貨か否かの違いもあるが、通貨危機時のアジア諸国では通貨安定を図るための安全網や国内金融システムが十分に整備されていなかったことも、アジア通貨危機の背景にあったと考えられる。