

Articles

論文

東アジア諸国における資本フローの変動と資本取引規制

主任研究員

村上 美智子



目次

はじめに

- ・ 資本フローの変動性増大の背景となった為替・資本取引の自由化
- ・ 危機前後の資本フローの動向

1. 資本フローの逆転

2. 資本フローの形態別内訳

- ・ 拡大する資本流入への対応とマクロ経済の不安定化
- ・ 金融・経済危機の発生と資本流出規制
- ・ 安定的な資本フローの確保に向けて

要旨

1. 今回の危機で大きな影響を受けた諸国のうち、韓国では、1990年代に入り、対外金融取引について、当初は資本流入規制を、次いで94年頃からは資本流出規制を中心に規制緩和が進められた。一方、80年代半ば以降、直接投資の流入規制を大幅に緩和したタイ、マレーシア、インドネシアのアセアン諸国では、80～90年代にかけて、資本流入の拡大や国内金融市場の発展を目的にその他の資本取引についても急速に自由化を進めた。こうした自由化は変動性の高い短期性資本の流入拡大を招き、その逆流が生じて今回の金融・経済危機が発生した。危機の過程でみられた資本フローの大規模な変動は、マクロ経済のファンダメンタルズからは説明しきれないものであった。
2. 通貨危機発生までの東アジア各国の為替相場政策としては、資本流入の拡大に伴う通貨の増価を回避すべく、積極的に外為市場介入が行われるとともに、それに伴い増加した流動性の吸収を目的に不胎化政策がとられた。更に資本流出規制の緩和や財政緊縮政策、金融機関に対する健全性規制の強化なども併用されて、マクロ経済の安定化が目指された。しかしながら、引締め政策に伴う内外の金利差の拡大が新たな資本流入を誘発するなかで、次第に不胎化政策の継続は困難となった。これに対して資本流入の数量規制も導入され、一定の効果を持ち得たケースもあったものの、危機発生を回避することはできなかった。
3. 今回の危機では、危機以前に大量に流入していた短期性資本の逆流がみられたが、こうした大量の資本流出や資本逃避に対し、資本流出規制による対応も試みられた。このうちマレーシアでは、規制の枠組みの功妙さとタイミングの良さから流出規制が一定の効果収めた。
4. 今回の危機の教訓として、第一に危機の再発を回避するにはとりわけ短期性資本の流入を管理することが重要である。さらに資本流入規制はマクロ経済が健全であれば短期的に一定の効果を持ち得るが、直接的な規制よりも間接的な規制の方が望ましい。第二に資本流出規制も危機管理策として検討の余地がある。その場合、効果的な資本取引規制の枠組みは、金融制度や資本の流出・流入規制の体系によって異なる。第三に対外金融取引を自由化する前に健全かつ強固な金融システムを構築する必要がある。最後に、資本取引が自由化されたもとで、固定的な為替相場や不胎化政策を長期間維持することはできないということが挙げられる。今後、東アジア諸国は、金融システムの強化や為替取引に関するモニタリングの充実を図りつつ、柔軟な為替相場政策のもとで、資本取引の自由化や規制の程度をプラクティカルに調整しつつ、安定的な資本フローの確保を図るほかなく、政策運営の困難が予想される。日本としては、域内のセーフティネットの拡充に向けイニシアティブをとるべきであろう。

Large Capital Flows and Capital Controls in East Asia

Senior Economist **Michiko Murakami**

CONTENTS

Forward

- . Deregulation of Foreign Exchange and Capital Transactions
 - Background of Increasing Mobility of Capital Flows
- . Capital Flows Before and After Crisis
- . Policy Response for the Expanded Capital Inflow and Macroeconomic Instability
- . Breakout of Financial and Economic Crisis And Capital Outflow Control
- . Toward a Stable Capital Flows

SUMMARY

1. Among the seriously effected countries, Korea deregulated mainly the capital inflow controls at the beginning of 1990s, and then relaxed mainly the capital outflow controls from 1994. Thailand, Malaysia and Indonesia relaxed rapidly inflow of direct investment since mid-1980s, and then liberalized other investments in order to attract foreign capital and grow up the domestic financial market. These liberalization policies led to the swings of capital flows resulted in the crisis. The seriousness of the crisis became far from explicable from the macroeconomic fundamentals.
2. The four Asian countries basically maintained the foreign exchange rate policy of giving consideration to keep the export competitiveness before crisis. The sterilized interventions were taken frequently in order to avoid the appreciation of the currencies followed by the growing capital inflow and tighter monetary policy was basically kept in order to mitigate its impact on the domestic financial market. In addition, relaxation of capital outflow, tighter fiscal policy, or strengthening of prudential regulations were also adopted for the purpose of macroeconomic stability. Still more, capital inflow controls were introduced in some cases. However, they could not avoid the breakout of the crisis lastly.
3. During this crisis some countries restricted temporarily the capital outflows. Malaysia showed the successful case because of the effective regulatory framework and good timing.
4. The lessons from recent crisis are as follows; firstly, the management of short-term capital inflow is important in order to prevent the crisis. Capital inflow control can be effective temporarily given the soundness of the macro-economy and indirect measures may be better from the point of view of the policy consistency. Secondly, capital outflow control may be possible choice of crisis management under certain conditions. The effectiveness of the capital controls depends on the domestic financial system and so on. Thirdly liberalized foreign exchange and capital transactions require the sound and effective financial system. Lastly, free capital movement can not go with fixed foreign exchange rate and sterilized intervention. From now on, East Asian countries should be rebuild the strong financial system and adopt the pragmatic policy concerning the regulation and deregulation of foreign exchange and capital transactions with flexible foreign exchange rate system and effective monitoring system. Japan is required to take the lead of the regional safety network, because extermination of crises will be impossible.

はじめに

従来、通貨危機は、経済ファンダメンタルズの悪化を主因に引き起こされてきた。典型的な危機発生のパターンは、財政赤字の拡大、インフレの高進、国内貯蓄率の低下など（ファンダメンタルズの悪化）に伴って経常収支の赤字が拡大し、外貨が涸渇して通貨調整に追い込まれるというものである。また、対外バランスの悪化に対応して通貨調整が行われても、それに伴う輸入インフレの高進が通貨売り圧力を一段と加速させ、危機発生に至ることもあった。

これに対して、今回のアジア危機は資本フローの大幅な変動が引き金となり、資本流出や資本逃避の発生には、経済ファンダメンタルズの悪化ばかりでなく、自己実現的投機や投資家の群集行動などが大きな役割を果たした。また、急激な資本の流出入が銀行信用の膨張・収縮を招いて金融不安を引き起こしたことから、金融仲介の未成熟が大きな問題とされた¹⁾。

このように通貨危機の発生メカニズムに変化がみられたことから、危機の予防や管理に新たな対応が必要であるとの認識が高まり、その一環として資本移動に何らかの規制を講じる必要があるとの議論が強まっている。資本移動規制には、投資家に対する規制と受入国での対応の2つがある。このうち投資家への規制では、先進国の間で、ヘッジファンドの情報開示の促進や、銀行のヘッジファンドへの貸出に関する報告の義務付けなどが合意された。しかしながら、その効果は依然として不透明といわざるを得ない。受入国である途上国側では、国内経済を攪乱しかねない資本フローの変動にどのように対応していくかが重要な課題となっている。

本稿では、今回、深刻な通貨・金融危機に陥った韓国、タイ、マレーシアおよびインドネシアの4カ国を対象に、まず、為替・資本取引の自由化

政策とそれに伴う1990年代以降の資本流入の拡大及び通貨危機に伴う資本流出を分析し、危機に先立つ資本流入の拡大が資本フローの変動性を高めたことを明らかにする。次に、資本取引規制を含む資本流入の拡大への対応と、危機の過程でとられた資本取引規制について、効果や功罪を分析する。最後に、それらの経験から導かれる教訓をまとめたうえで、より安定的な資本フローを実現するために域内でのセーフティネットの拡充が必要であることを提言する。

・資本フローの変動性増大の背景となった為替・資本取引の自由化

大幅な資本の流出入の逆転によってアジア通貨・金融危機が発生した背景には、アジア各国の対外取引の自由化の進展がある。そこで、アジア通貨危機前後の資本フローの動向を見る前に、まず、激しい資本移動をもたらす原因となった各国の為替・資本規制自由化の進展についてみておこう（図表1）。

為替・資本取引の自由化に関する基本的なスタンスは、韓国とアセアン3カ国では大きく異なっている。韓国では、60年代以降、対外金融取引の自由化については慎重なスタンスが維持され、対外不均衡の是正が急務となった場合にその手段として規制緩和が行われてきた。すなわち、資本流入の規制緩和は対外バランスの悪化への対応策として、一方、資本流出の自由化は経常収支黒字の累積に伴う過剰流動性の発生に対する措置として推進されてきた。これに対して、タイ、マレーシア、インドネシアでは、80年代から、国内の貯蓄不足を補うために資本取引の自由化が積極的に進められてきた²⁾。

まず、韓国について、90年代以降の自由化措置をみてみよう。90年に86年から黒字を計上していた経常収支が赤字に転じ外貨準備が減少すると、

これを受けて流入規制が積極的に緩和された。資本フローに大きな影響を与えた自由化措置としては、地場企業による海外での債券発行に関する規

制が緩和されたことや、非居住者による韓国株式の取得について段階的な自由化が開始されたことなどが挙げられる。こうした措置に米ドル金利の

図表 1 90年代以降の東アジア 4 カ国の為替・資本取引自由化

韓国	Mar-90	為替相場制度をバスケット・ベッグ制から市場平均為替相場制へ移行 (銀行間レートに許容される基準レートからの変動幅は、当初の±0.4%から、 Sep-91: ±0.6%、Jul-92: ±0.8%、Jan-93: ±1.0%、Nov-94: ±1.5%、Dec-95: ±2.25%、 Nov-97: ±10.0%に、段階的に拡大)
	Jul-91	国内証券会社による海外現地法人の設立を認可
	Oct-91	外国証券会社による国内支店の設置を認可
	Jan-92	外国人投資家による韓国株式の取得を上場株式の10%を上限に容認 (その後、Dec-94: 12%、Jul-95: 15%、Apr-94: 18%、Oct-96: 20%、May-97: 23%、 Nov-97: 26%、Dec-97: 50%に段階的に拡大)
	Jan-94	商業銀行による対外借入の上限を撤廃
	Jul-94	個人、一般法人による海外証券投資を認可
	Dec-97	為替相場制度を自由変動相場制へ移行
	May-98	外国人投資家による株式取得制限を撤廃
	Jul-98	外国為替管理規則の改正(外国人投資家による短期金融商品への投資規制の撤廃、地場企業の期間 1年超の借入および証券発行による調達の自由化、外国為替銀行の為替持高規制の緩和などを実施)
	Apr-99	新外国為替取引法の施行(個人を除く経常取引の完全自由化、資本取引の規制についてポジティブ・ リスト方式からネガティブ・リスト方式への変更、実需原則を完全に撤廃、ウオンのオフショア取 引の容認、金融産業への対外直接投資規制の緩和、個人を除く対外不動産投資の容認などを実施)
タイ	May-90	IMF 8 条国へ移行
	Apr-91	第二次為替管理自由化(居住者の外貨保有に関わる規制の緩和、対外送金の自由化)
	May-92	輸出業者の非居住者パーツ預金による決済、輸出業による獲得外貨を用いる輸入決済および外貨預 金を用いた対外債務の返済を容認
	Mar-93	バンコク・オフショア市場を創設
	Feb-94	第三次為替管理自由化(商業銀行の対非居住者外貨建て貸出の上限規制を撤廃)
	96	BIBF ローンのディスパースの最低金額引き上げ。対非居住者短期債務へのリザーブ・コストの 賦課
	May-97	地場金融機関の対非居住者パーツ建て取引を禁止(二重為替相場制の導入)
	Jul-97	為替相場制度をバスケット・ベッグ制から自由変動相場制へ移行
	Jan-98	May-97に導入された為替取引規制の緩和および二重為替相場制の廃止 (ただし、一非居住者当たりの予信残高の上限は50百万パーツ)
	Oct-99	上記一非居住者当たりの与信残高規制について関連会社を含む旨明確化
マレーシア	Oct-90	ラバン・オフショア市場の創設
	Jan-94	金融機関のネット対外債務残高に上限を設定(Jan-95までに段階的に撤廃)
		短期金融商品の非居住者への販売を禁止(Aug-94に撤廃)
	Feb-94	無利子の非居住者決済勘定について、中銀預託勘定への積み立てと支払準備預金の対象への組み入 れを義務づけ(May-94に撤廃)
		商業銀行の非居住者との貿易取引関連以外の為替先物取引を禁止(Aug-94に撤廃)
	Mar-94	為替相場制度をバスケット・ベッグ制から管理変動相場制へ移行
	Aug-97	銀行にスワップ規制を導入(非居住者の商用目的以外のリングットの直買い・先売り残高に上限を 設定)
	Sep-98	オフショア・リングットの交換性停止、マレーシア株式について売却代金の本国への送金の1年間 の禁止と国際店頭市場での取引の禁止を発表
		固定為替相場制へ移行(9/2)
	Feb-99	送金課税を導入し、マレーシア株式売却代金の対外送金を容認
	1-Sep-99	マレーシア株式の売却代金(Feb-99以前の投資分)の元本について非課税での対外送金を容認
	21-Sep-99	株式売却益の送金課税率の変更 (保有期間1年以内の場合30%、同1年超の場合10%→保有期間にかかわらず一律10%)
インドネシア	Mar-91	為替持高規制の強化(上限を広義資本金の25→20%に縮小)
	Nov-91	商業銀行へ対外借入規制の導入。為替持高規制の対象に先物為替を追加
	Sep-92	為替相場制度について介入バンドを10ルピアに拡大(その後、Jan-94: 20、Sep-94: 30、 Jun-95: 44、Jan-96: 66、Jun-96: 118、Sep-96: 192、Jul-97: 304ルピア(約12%)に段階的に拡大)
	Jun-95	中銀スワップ制度の廃止
	Aug-97	為替相場制度を自由変動相場制へ移行、オフショア・スワップ規制の導入
	Apr-99	為替持高規制の強化。外国為替取引のモニタリングに関する法律の制定

(資料) 各国中央銀行年報、IMF, Exchange Arrangement & Exchange Restriction 各号、その他資料より作成。

低下（91～93年）も相まって、地場企業や地場銀行の国際金融市場からの調達や国際機関投資家による韓国株式の取得が活発化した。

その後、93年頃から、資本流入の急増や経常収支の改善に伴う流動性の拡大が問題になった。このため、証券、保険、投資信託会社、年金基金等の対外証券投資が完全自由化されるなど、流出規制の緩和が積極的に進められるようになった。94年以降の自由化措置は、OECD加盟に向け同年末に発表された為替・資本取引の自由化計画にも明らかとなり、流入規制よりも流出規制の緩和が優先されたといえるが、資本流入についても、貿易信用の規制緩和が行われたほか、商業銀行による中長期外貨借入に関する上限規制は維持される一方で、借入総額に関する上限規制が撤廃され、貿易信用や短期借入の増大を招く結果となった。

一方、タイ、マレーシア、インドネシアのアセアン3ヵ国では、80年代半ば以降、直接投資の流入規制が大幅に緩和されたのに次いで、80年代から90年代にかけて、資本流入の拡大や国内金融市場の発展を目的にその他の資本取引も自由化された。

タイでは、87年に証券取引所に外国人ボード（Alien Board）が設置され、証券投資の拡大が図られた。また、92年に輸出業者の非居住者パーツ預金による決済および輸出で獲得された外貨を用いる輸入決済が容認されるようになったほか、93年にはオフショア市場（BIBF；Bangkok International Banking Facilities）が創設された。BIBFでは、法人所得税の優遇税率の適用をはじめ税制上の優遇措置が講じられた。更に、非居住者向け貸出のみならず居住者向け貸出が容認され、その取引実績が外銀のフルブランチ昇格への要件とされたことから、外銀による居住者向け貸出が急増した。一方、80年代まで極めて厳格であった資本流出規制は、91、94両年の為替管理の自由化によりほぼ撤廃された。こうした流出規制の緩和は、

資本流入の急増による国内金融市場への影響を軽減することが意図されていた。

マレーシアでは、証券投資についてはクアラルンプール証券取引所の開設（73年）当初から外国人投資家による取引が容認されていたが、87年以降、外国人投資家のための投資信託が相次いで設定された。一方、銀行借入では、80年代後半から中銀の事前承認を必要とする借入額が段階的に引き上げられたほか、90年にはラブアン・オフショア市場が開設された。その後、94年には、株式市場を中心に投機資金の流入が急増したことから、資本流入の数量規制が導入された（後述）。

インドネシアでは、60年代から為替管理の自由化が積極的に進められ、70年には外貨の保有及び売却、企業及び個人の対外借入及び対外貸出が、完全に自由化された（ただし、金融機関については89年の初め頃まで対外借入の上限が設定されていた）。こうした対外金融取引の自由化は、国内金融取引の自由化に先立って行われ、一般に望ましいとされている自由化の手順に逆行している点で注目される。自由化の手順に関する伝統的な考え方は、まず、マクロ経済の安定を確保したうえで国内の金融システムを自由化し、その後、貿易・直接投資を自由化したうえで、最後に対外資本取引の自由化を行うべきであるとしている。しかしながら、インドネシアでは、華人資本の導入を図るためにまず対外資本取引が自由化され、その後、金融自由化、直接投資自由化、貿易自由化の順序で進められた。80年代後半から、石油・ガスへ依存した経済構造からの脱却を目的に非石油・ガス事業への直接投資の自由化が推進されたほか、87年には外国人投資家によるインドネシア株式の取得が上場株式全体の49%を上限に認められるようになった。その後、91年以降は、資本流入の拡大に伴う景気の過熱に対応し、健全性規制を含む資本流入規制が採用された（後述）。

・危機前後の資本フローの動向

1. 資本フローの逆転

韓国、タイ、マレーシアおよびインドネシアの東アジア4カ国では、90年代に入り、良好なマクロ・パフォーマンスや為替・資本取引の自由化の進展に加え、先進国の低金利や機関投資家による国際分散投資の拡大が相まって、資本流入の拡大が顕著となった。図表2～5に明らかとなり、90年代に入ると、危機発生までの投資収支のGDPに対する比率（ただし、マレーシアについては中銀の統計の資本収支を採用）は、各国とも80年代後半に比べ拡大している。

90年に投資収支がネット流入に転じた韓国では、GDPに対する比率でみると資本の流入規模はアセアン諸国に比べ小さいものの、95、96両年に同比率は、それぞれ、3.8%、4.9%に拡大した（図表2 - (1)）。一方、タイでは、80年代の終わりごろから資本流入の拡大が顕著となり、とりわけ、90～91年および95～96年の期間には、資本流入のGDPに対する比率は10%を超える大幅なものとなった（図表3 - (1)）。また、マレーシアでは、92～93年にかけてGDPの15%を上回る大規模な資本流入を経験したのに次いで、95、96両年にも、それぞれ、GDPの8.8%、9.6%に相当する規模の資本が流入した（図表4 - (1)）。これに対して、

図表2 - (1) 韓国の国際収支

(単位：百万ドル、%)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
経常収支	4,747	10,092	14,538	5,387	-1,745	-8,317	-3,944	990	-3,867	-8,507	-23,006	-8,167	40,552
資本収支	-4,124	-9,173	-4,632	-2,958	2,535	6,411	6,587	2,742	10,296	16,785	23,326	-9,803	-8,438
投資収支	-4,010	-8,963	-4,279	-2,640	2,866	6,741	6,994	3,217	10,733	17,273	23,924	-9,195	-8,438
直接投資	-725	76	371	505	-268	-309	-434	-751	-1,651	-1,776	-2,345	-1,605	617
対外直接投資	-1,185	-540	-643	-613	-1,056	-1,489	-1,162	-1,340	-2,461	-3,552	-4,671	-4,449	-4,799
対内直接投資	460	616	1,014	1,118	788	1,180	728	589	810	1,776	2,326	2,844	5,416
証券投資	-332	-296	-643	-68	322	3,055	5,802	10,015	6,121	11,591	15,185	14,295	-1,879
資産	-	-	-37	-66	240	717	849	-538	-2,028	-2,284	-5,998	2,008	-1,587
株式	-	-	-18	-46	-70	10	8	-204	-382	-238	-653	-320	42
債券	-	-	-19	-20	310	707	842	-334	-1,646	-2,046	-5,346	2,328	-1,628
負債	-332	-296	-606	-2	82	2,338	4,953	10,553	8,149	13,875	21,183	12,287	-292
株式	39	38	29	30	380	200	2,482	6,615	3,614	4,219	5,954	2,525	3,856
債券	-371	-334	-635	-32	-298	2,138	2,471	3,938	4,534	9,656	15,229	9,762	-4,148
その他投資	-2,953	-8,743	-4,007	-3,077	2,812	3,995	1,625	-6,047	6,263	7,459	11,084	-21,885	-7,175
資産	-738	-113	-1,958	-1,382	-2,330	-3,006	-3,299	-4,592	-7,369	-13,991	-13,487	-13,568	6,693
通貨当局	-15	-29	-29	-16	-44	-31	-24	-42	-72	-36	-	-86	-36
一般政府	-	-	-	-133	14	-344	-213	-625	-296	-156	-543	-149	-46
銀行部門	-255	-307	-2,007	-253	-2,282	-1,810	-3,291	-3,993	-5,061	-9,199	-8,173	-8,336	6,970
その他部門	-468	223	78	-980	-18	-822	228	68	-1,940	-4,600	-4,770	-4,996	-194
負債	-2,215	-8,630	-2,049	-1,695	5,142	7,001	4,924	-1,455	13,632	21,450	24,571	-8,317	-13,868
通貨当局	13	24	19	9	22	2	7	15	-2	-10	-29	23	25
一般政府	-958	-5,656	-2,769	-1,944	-901	-705	-700	-1,842	-335	-593	-493	4,671	4,628
銀行部門	-1,477	-2,732	-799	634	1,980	4,247	1,820	720	7,368	11,389	9,952	-9,785	-6,233
その他部門	207	-266	1,500	-394	4,041	3,458	3,798	-348	6,600	10,664	15,142	-3,226	-12,288
その他資本収支	-114	-210	-353	-318	-331	-330	-407	-475	-437	-488	-598	-608	171
誤差脱漏	-546	1,185	-590	691	-1,998	758	1,080	-722	-1,816	-1,240	1,095	-5,010	-6,356
外貨準備増() 減	-77	-2,104	-9,316	-3,120	1,208	1,147	-3,724	-3,009	-4,614	-7,039	-1,416	22,979	-25,930
外貨準備(金を除く)	3,320	3,584	12,347	15,214	14,793	13,701	17,121	20,228	25,639	32,678	34,037	20,368	51,975
投資収支の対GDP比率	-3.7	-6.6	-2.4	-1.2	1.1	2.3	2.3	1.0	2.8	3.8	4.9	-2.1	-2.6
うち直接投資	-0.7	0.1	0.2	0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.4	-0.4	-0.5	-0.4	0.2
証券投資	-0.3	-0.2	-0.4	0.0	0.1	1.0	1.9	3.0	1.6	2.5	3.1	3.2	-0.6
その他投資	-2.7	-6.4	-2.2	-1.4	1.1	1.4	0.5	-1.8	1.6	1.6	2.3	-4.9	-2.2

(資料) IMF, IFS より作成。

図表3 - (1) タイの国際収支

(単位: 百万ドル、%)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
経常収支	247	-366	-1,654	-2,498	-7,281	-7,571	-6,303	-6,364	-8,085	-13,554	-14,691	-3,024	14,230
資本収支	-131	1,064	3,840	6,599	9,097	11,759	9,475	10,500	12,167	21,909	19,486	-16,877	-14,508
投資収支	-131	1,062	3,840	6,599	9,098	11,759	9,475	10,500	12,167	21,909	19,486	-16,877	-14,508
直接投資	262	182	1,081	1,725	2,304	1,847	1,966	1,571	873	1,182	1,405	3,356	6,657
対外直接投資	-1	-170	-24	-50	-140	-167	-147	-233	-493	-886	-931	-390	-131
対内直接投資	263	352	1,105	1,775	2,444	2,014	2,113	1,804	1,366	2,068	2,336	3,746	6,788
証券投資	-29	346	530	1,486	-38	-81	924	5,455	2,481	4,081	3,544	4,352	-65
資産	-	-	-	-	-	-	-	-	-5	-2	-41	-446	-224
株式	-	-	-	-	-	-	-	-	-5	-2	-41	-446	-224
債券	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
負債	-29	346	530	1,486	-38	-81	924	5,455	2,486	4,083	3,585	4,798	159
株式	96	499	444	1,424	440	37	455	2,679	-389	2,123	1,164	3,899	355
債券	-126	-153	86	63	-478	-118	469	2,776	2,875	1,960	2,421	899	-196
その他投資	-363	534	2,229	3,387	6,832	9,994	6,583	3,474	8,812	16,645	14,537	-24,585	-21,090
資産	-150	141	269	-313	-164	352	104	-3,265	-1,027	-2,738	2,661	-2,404	-3,887
通貨当局	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
一般政府	-150	153	250	-337	-220	247	-	-	-	-	-	-	-
銀行部門	-	-	-	-	-	-	104	-3,265	-1,027	-2,737	2,741	-2,457	-3,938
その他部門	-	-12	19	23	57	105	-	-	-	-1	-80	53	52
負債	-213	393	1,960	3,700	6,996	9,642	6,479	6,739	9,839	19,383	11,876	-22,181	-17,203
通貨当局	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-9,483	702
一般政府	25	434	-51	-206	-999	9	-611	-464	-705	46	-58	524	100
銀行部門	-563	243	984	700	1,027	213	1,758	6,589	14,295	13,218	2,909	-3,522	-11,200
その他部門	325	-285	1,027	3,207	6,969	9,420	5,333	614	-3,751	6,118	9,025	-9,700	-6,805
その他資本収支	-	-	2	-	-1	-	-	-	-	-	-	-	-
誤差脱漏	598	248	411	928	1,419	431	-142	-230	87	-1,196	-2,627	1,651	-2,944
外貨準備増()減	-714	-945	-2,596	-5,029	-3,235	-4,618	-3,029	-3,907	-4,169	-7,159	-2,167	18,250	3,222
外貨準備(金を除く)	2,804	4,007	6,097	9,515	13,305	17,517	20,359	24,473	29,332	35,982	37,731	26,179	28,825
投資収支の対GDP比率	-0.3	2.1	6.2	9.1	10.6	12.0	8.5	8.4	8.4	13.0	10.5	-11.3	-13.0
うち直接投資	0.6	0.4	1.8	2.4	2.7	1.9	1.8	1.3	0.6	0.7	0.8	2.3	6.0
証券投資	-0.1	0.7	0.9	2.1	0.0	-0.1	0.8	4.3	1.7	2.4	1.9	2.9	-0.1
その他投資	-0.8	1.1	3.6	4.7	8.0	10.2	5.9	2.8	6.1	9.9	7.9	-16.5	-18.9

(資料) IMF, IFS より作成。

図表4 - (1) マレーシアの国際収支

(単位: 百万ドル、%)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998e.
経常収支*	2,633	1,876	-212	-918	4,234	-2,207	-3,079	-5,628	-8,644	-4,848	-5,031	9,191
資本収支	-1,528	-2,387	1,574	1,785	5,624	8,748	10,798	1,210	7,642	9,477	1,699	-2,758
長期資本収支	-539	-1,280	997	1,284	3,757	4,054	5,386	4,443	6,632	5,376	6,757	2,772
公的部門	-962	-1,929	-670	-1,048	-242	-1,129	380	328	2,454	297	1,651	545
連邦政府	-968	-1,181	-	-291	39	-1,244	-1,218	-1,815	-652	-866	-598	464
非金融事業会社	21	-739	-	-763	-269	153	1,662	2,195	3,102	1,130	2,263	92
その他	-16	-9	-	6	-11	-37	-64	-52	5	33	-14	-11
民間部門	423	649	1,668	2,332	3,998	5,183	5,006	4,115	4,178	5,079	5,106	2,227
短期資本収支	-989	-1,107	577	501	1,867	4,694	5,412	-3,233	1,010	4,101	-5,058	-5,530
誤差脱漏	44	89	-132	1,116	-144	32	3,640	1,270	-757	-2,147	-1,568	3,836
外貨準備増()減	-1,148	422	-1,230	-1,983	-1,246	-6,573	-11,359	3,148	1,758	-2,482	3,872	-10,269
外貨準備(金を除く)	7,435	6,527	7,783	9,754	10,886	17,228	27,249	25,423	23,774	27,009	20,788	
資本収支の対GDP比率	-4.8	-6.9	4.2	4.2	11.7	15.0	16.8	1.7	8.8	9.6	1.7	
うち公的長期資本収支	-3.0	-5.6	-1.8	-2.4	-0.5	-1.9	0.6	0.5	2.8	0.3	1.7	
民間長期資本収支	1.3	1.9	4.4	5.4	8.3	8.9	7.8	5.7	4.8	5.1	5.2	
短期資本収支	-3.1	-3.2	1.5	1.2	3.9	8.0	8.4	-4.5	1.2	4.1	-5.2	

(注) *: 移転収支を含む。

(資料) Bank Negara Malaysia, Monthly Statistical Bulletin, Annual Report.

図表 5 - (1) インドネシアの国際収支

(単位: 百万ドル、%)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
経常収支	-3,911	-2,098	-1,397	-1,108	-2,988	-4,260	-2,780	-2,106	-2,792	-6,431	-7,663	-4,889	3,972
資本収支	4,177	3,481	2,217	2,918	4,495	5,697	6,129	5,632	3,839	10,259	10,847	-603	-10,347
投資収支	4,177	3,481	2,217	2,918	4,495	5,697	6,129	5,632	3,839	10,259	10,847	-607	-10,347
直接投資	258	385	576	682	1,093	1,482	1,777	1,648	1,500	3,743	5,594	4,499	-400
対外直接投資	-	-	-	-	-	-	-	-356	-609	-603	-600	-178	-44
対内直接投資	258	385	576	682	1,093	1,482	1,777	2,004	2,109	4,346	6,194	4,677	-356
証券投資	268	-88	-98	-173	-93	-12	-88	1,805	3,877	4,100	5,005	-2,632	-2,002
資産	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
株式	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
債券	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
負債	268	-88	-98	-173	-93	-12	-88	1,805	3,877	4,100	5,005	-2,632	-2,002
株式	-	-	-	-	-	-	-	1,805	1,900	1,493	1,819	-4,987	-4,495
債券	268	-88	-98	-173	-93	-12	-88	-	1,977	2,607	3,186	2,355	2,493
その他投資	3,651	3,184	1,739	2,409	3,495	4,227	4,440	2,179	-1,538	2,416	248	-2,470	-4,137
資産	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
通貨当局	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
一般政府	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
銀行部門	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
その他部門	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
負債	3,651	3,184	1,739	2,409	3,495	4,227	4,440	2,179	-1,538	2,416	248	-2,470	-7,945
通貨当局	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
一般政府	2,618	2,021	1,908	2,777	474	1,299	858	552	137	6	-663	-265	4,209
銀行部門	-	-	-	-	-	-	-	1,357	527	1,953	-758	-276	-2,470
その他部門	1,033	1,163	-169	-368	3,021	2,928	3,582	270	-2,202	457	1,669	-1,929	-9,684
その他資本収支	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
誤差脱漏	-1,269	-753	-933	-1,315	744	91	-1,279	-2,932	-263	-2,255	1,319	-2,133	2,724
外貨準備増() 減	1,003	-1,233	167	-495	-2,088	-1,528	-2,070	-594	-784	-1,573	-4,503	7,881	3,615
外貨準備(金を除く)	4,051	5,592	5,048	5,454	7,459	9,258	10,449	11,263	12,133	13,708	18,251	16,587	22,713
投資収支の対 GDP 比率	5.2	4.6	2.6	3.1	4.2	4.4	4.4	3.6	2.2	5.1	4.8	-0.3	-11.0
うち直接投資	0.3	0.5	0.7	0.7	1.0	1.2	1.3	1.0	0.8	1.9	2.5	2.1	-0.4
証券投資	0.3	-0.1	-0.1	-0.2	-0.1	0.0	-0.1	1.1	2.2	2.0	2.2	-1.2	-2.1
その他投資	4.6	4.2	2.1	2.6	3.3	3.3	3.2	1.4	-0.9	1.2	0.1	-1.1	-4.4

(資料) IMF, IFS より作成。

インドネシアでは、資本流入はアセアン諸国の中では比較的小規模にとどまっている。しかしながら、90～92年および95～96年にかけて拡大がみられ、両期間に資本流入の GDP に対する比率は4%を上回った(図表5-(1))。

その後、通貨危機の発生に伴い、97年にはタイ、韓国、インドネシアが、次いで98年にはマレーシアが、それぞれ、ネットで資本流出に転じた。資本流出の規模について投資収支赤字の GDP に対する比率をみると、97年に、韓国は2.1%にとどまったものの、タイでは11.3%と大幅なものとなった。

2. 資本フローの形態別内訳

資本の動向を形態別にもう少し詳しくみていこう。まず、通貨危機以前の資本流入については、90年代に入ってから量的な拡大が顕著となったばかりでなく、流入資本の形態も大きく変化した。

韓国では、80年代後半に流入資本の中心であった直接投資は、国内の資本蓄積が達成されたことや賃金コストの上昇に伴い労働集約部門の生産拠点の後発国への移転が活発化したことを反映して、90年からネット流出で推移するようになった。こうしたなか、規制緩和を受けて91年から対内証券投資が急増したほか、94年からは貿易金融や短期

借入の拡大が顕著となった。(図表2-(2))

一方、タイでは、90年代に入ると、直接投資について、改革・開放政策を進める中国が域内の流入先として浮上してきたこともあり、流入が伸び悩む一方、規制緩和の推進をうけて短期借入が急増した(図表3-(2))。更に、この間、短期借入の借入主体も変化し、当初、企業部門による借入が中心であったが、93年からは、企業部門の短期借入が返済基調で推移するなかで、居住者向け貸出を容認するオフショア市場(BIBF)が創設されたことを契機に、銀行部門による借入が急増した。また、92年以降、企業部門の現預金が拡大している。これは、非居住者バツ預金について、

高金利であったこともあり、自由化を受けてタイへの輸出業者が為替リスクを回避すべく同勘定での輸出代金の受取を拡大させたほか、外国人投資家が証券投資のための資金をプールしていたことなどを反映したものであった。このほか、93年からは証券投資も大幅な流入を記録した(図表3-(1))

また、マレーシアでは、91年まではネットで見ると直接投資以外はそれほど大きくなかったものの、92年から証券投資が流入資本の中心となった(図表4-(2))。これは、銀行借入については緩和が進められたとはいえ依然として厳格な規制が課されていた一方で、株式投資については市場育

図表2-(2) 韓国のその他投資収支内訳

(単位: 百万ドル)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996
貿易信用	1,758	3,870	-961	2,728	3,130	3,725
ローン	4,034	282	-2,474	8,769	20,054	13,791
長期	3,078	800	-1,313	3,036	3,506	4,502
うち銀行部門	2,147	769	132	2,169	1,970	2,448
非銀行民間部門	1,620	747	482	1,285	2,186	2,621
短期	989	-518	-1,159	5,733	7,778	9,289
うち銀行部門	1,340	-902	-1,569	4,322	5,410	3,853
非銀行民間部門	-351	384	410	1,411	2,368	5,436
現金預金	-127	-1,448	-1,342	-1,566	-1,686	-2,610
うち銀行部門	53	-253	-569	-576	-42	-980
非銀行民間部門	158	-998	-218	-732	-1,533	-1,166
その他	-1,671	-1,078	-1,273	-3,668	-5,271	-3,822
合計	3,995	1,625	-6,047	6,263	7,459	11,084

(資料) IMF, Balance of Payments Statistics より作成。

図表3-(2) タイのその他投資収支内訳

(単位: 百万ドル)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
貿易信用	659	735	280	502	256	207	-182
ローン	5,305	8,578	4,465	4,125	8,303	15,724	9,136
長期	1,363	-3,022	1,387	542	-170	3,962	6,156
うち非銀行民間部門	2,362	3,030	1,715	502	496	4,025	6,032
短期	3,942	5,540	3,079	3,582	8,473	11,763	3,060
うち銀行部門	-	-	1,758	6,586	14,227	13,218	2,909
非銀行民間部門	3,942	5,540	1,426	-2,714	-5,934	-1,363	196
現金預金	1,113	351	1,858	-582	1,102	659	5,663
うち非銀行民間部門	-	-	1,754	2,680	2,061	3,396	2,922
その他	-244	329	-20	-571	-849	55	-80
合計	6,832	9,994	6,583	3,474	8,812	16,645	14,537

(資料) IMF, Balance of Payments Statistics より作成。

成の観点から流入規制が相対的に緩やかであったということが背景にあった（村上（1999）参照）。

最後にインドネシアについてみると、同国では、80年代後半に流入資本は一般政府長期借入が中心であったが、自由化に伴って90年代には民間部門

への流入が拡大し、90～92年にかけて企業部門長期借入が増加した（図表5 - (2)）。その後、93年から証券投資が急増したのに次いで、95年からは証券投資に加えて直接投資の流入拡大が顕著となった（図表5 - (1)）。

図表4 - (2) マレーシアの形態別資本取引

（単位：百万ドル）

		1991	1992	1993	1994	1995	1996	97.1-10月
直接投資	受取	1,663	1,480	1,375	2,904	2,265	2,931	1,621
	支払	265	401	868	1,753	2,411	2,592	1,948
	ネット	1,398	1,079	507	1,151	-147	338	-327
証券投資	受取	7,034	21,374	67,140	87,283	39,532	52,757	44,956
	支払	7,734	18,172	57,814	83,155	38,378	48,547	51,495
	ネット	-700	3,202	9,326	4,128	1,154	4,210	-6,539
不動産購入	受取	335	437	498	558	674	481	247
	支払	129	123	168	260	458	463	269
	ネット	207	313	330	298	216	18	-22
ローン実行	受取	1,248	2,125	3,192	4,485	4,669	4,916	5,891
	支払	173	227	490	578	541	454	566
	ネット	1,075	1,898	2,702	3,907	4,128	4,462	5,324
ローン返済	受取	169	234	259	339	282	335	218
	支払	1,762	2,654	2,701	4,431	3,592	5,721	3,921
	ネット	-1,593	-2,420	-2,442	-4,092	-3,310	-5,386	-3,703
ローン小計	受取	1,417	2,358	3,451	4,824	4,951	5,251	6,109
	支払	-1,420	-2,194	-1,952	-3,513	-2,769	-4,932	-3,137
	ネット	-518	-522	261	-185	818	-924	1,621
預金	受取	229	316	168	222	196	347	462
	支払	374	464	630	281	316	502	653
	ネット	-145	-148	-462	-59	-120	-156	-191
その他	受取	480	30	42	160	150	157	83
	支払	505	54	39	109	122	190	2
	ネット	-25	-24	2	51	28	-34	81
合計	受取	11,158	25,994	72,674	95,951	47,769	61,923	53,477
	支払	10,943	22,095	62,710	90,567	45,819	58,471	58,855
	ネット	216	3,899	9,964	5,384	1,950	3,452	-5,378

（注）国内銀行システムを通じる取引。

（資料）Bank Negara Malaysia, Monthly Statistical Bulletin, Dec.1997.

図表5 - (2) インドネシアのその他投資収支

（単位：百万ドル）

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
貿易信用	-	-	-	83	280	117	57
ローン	3,561	3,694	4,142	2,096	-1,818	2,299	191
長期	3,561	3,694	4,142	2,096	856	3,015	191
一般政府	474	1,299	858	552	137	6	-663
銀行部門	-	-	-	1,357	527	1,953	-758
非銀行民間部門	3,250	2,714	3,445	187	192	1,056	1,612
短期	-	-	-	-	-2,674	-716	-
非銀行民間部門	-	-	-	-	-2,674	-716	-
現金預金	-	-	-	-	-	-	-
その他	-229	214	137	-	-	-	-
合計	3,495	4,227	4,445	2,179	-1,538	2,416	248

（資料）IMF, Balance of Payments Statistics より作成。

次に、通貨危機に伴う資本流出について形態別内訳をみてみよう。現時点では、貿易金融、銀行借入および現預金に関する内訳は不明であるため、直接投資、証券投資、その他投資（銀行借入など）の3形態でみるしかないが、各国とも90年代に入ってから流入拡大が顕著であった証券投資やその他投資が流出資本の中心となっている。97年に、韓国では、直接投資が引き続きネットで流出となったほか、その他投資が大幅な流出を記録した。また、タイではその他投資が、マレーシアとインドネシアでは証券投資やその他投資が、それぞれ、ネットで流出となっている。

このことは、90年代以降、流入資本の中心が長期性資本から短期性資本に変化し、各国の資本フローの変動性が高まる結果になったことを示している。資本フローの逆流の生じやすさという点についてみると、直接投資は、一般に、資産の売却に少なからぬ時間や取引コストがかかることから、受入国にとって安定的な資本といえる。これに対して、株式投資や債券投資といった証券投資は、市場の流動性が確保されれば投下資本はいつでも回収できる不安定な資本である。また、銀行借入は、今回の危機の過程でもみられたとおり、借入銀行や借入企業の信用リスクが高まると、ロール

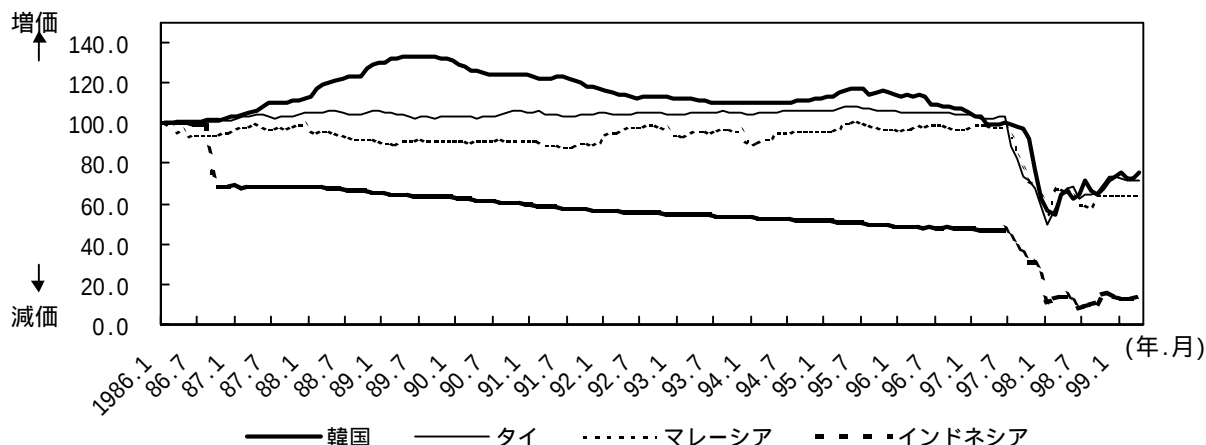
オーバーが拒否されて資金繰りの悪化が生じることがあり、その意味でとりわけ短期借入は受入国にとって不安定な資本といえよう。

・拡大する資本流入への対応とマクロ経済の不安定化

資本流入の拡大は、受入国の高成長を支える一方、通貨の増価を招いて対外バランスを悪化させたり、過剰流動性を発生させてインフレ圧力を高めるといった経路で、マクロ経済を不安定化させる結果となりがちである。90年代以降、東アジア4カ国では、為替相場政策について、タイを除きより柔軟な為替制度への修正が行われた³⁾ものの、基本的に輸出競争力の維持に配慮した政策運営に変化はなく⁴⁾、資本流入の拡大に伴う自国通貨の増価を回避すべく為替市場への介入を行うとともに、外為市場介入の金融市場への影響を相殺すべく不胎化政策を実施した。

通貨危機発生までの各国通貨の為替相場をみると、90年代に入り、対米ドル名目相場は、韓国ウォンが下落基調で推移したほか、インドネシア・ルピアも緩やかな下落を続けた（図表6）。一方、当初、下落基調で推移していたマレーシア・リン

図表6 対ドル名目為替相場



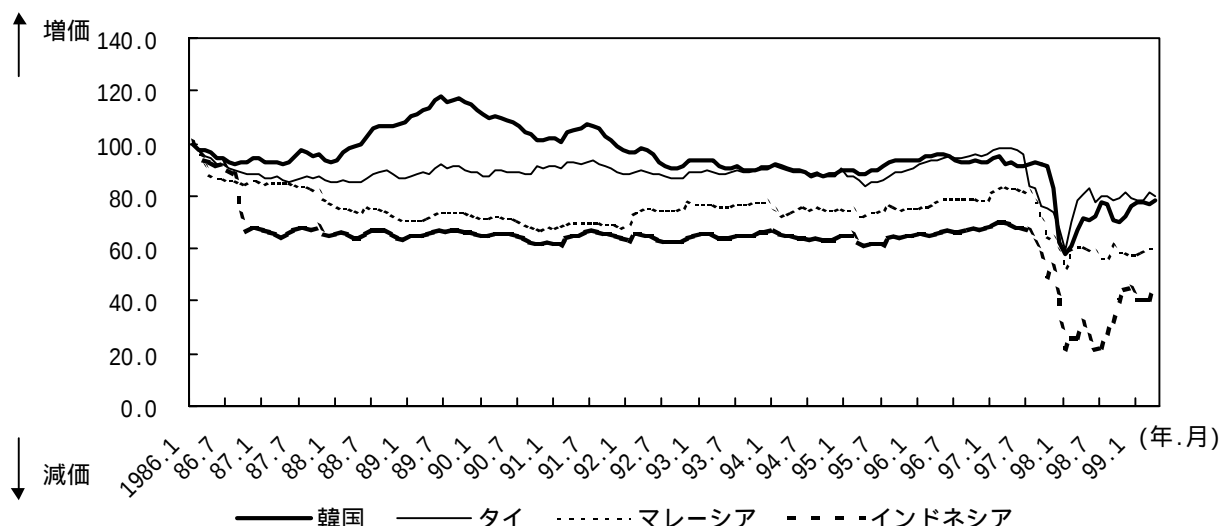
（注）月中平均値について1986年1月＝100とした指数。
（資料）CEICより作成。

ギットは、92年にやや上昇したものの、その後は概ね安定的に推移した。タイ・バーツは90年代を通じて安定推移が維持された。また、実質実効相場については、韓国ウォンは90年代を通してトレンドとしては下落基調を維持していた(図表7)。タイ・バーツとインドネシア・ルピアは95年前半までは安定的に推移していた。また、90年代の初めに下落基調であったマレーシア・リングgitの実質実効相場は、92年にいくぶん上昇したものの、

その後は95年前半まで安定的に推移した。95年半ば以降は、ドル高の進展に伴って各国通貨とも実質実効相場はゆるやかに上昇した。

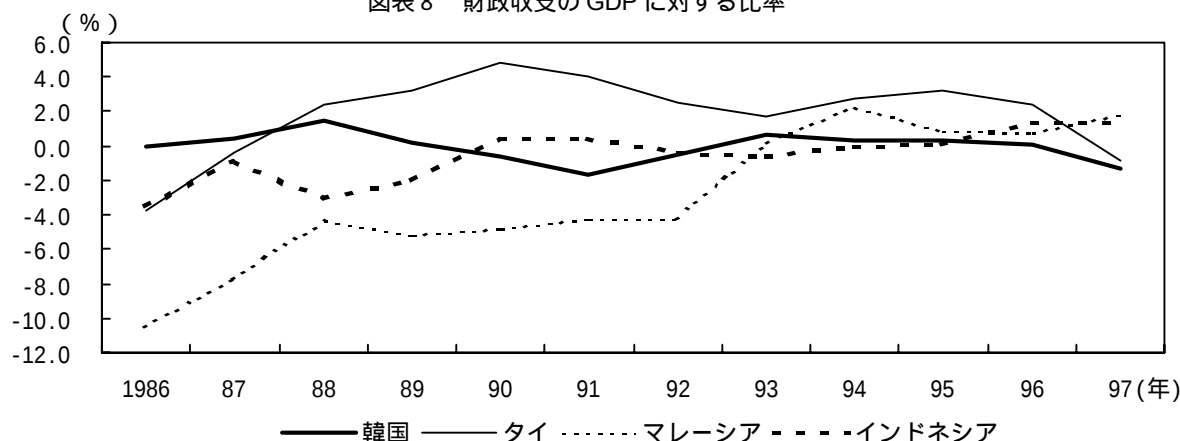
こうした為替相場政策のもとで、金融政策としては、資本流入の国内金融市場への影響を緩和するための引締め政策がとられた。更に、資本流出規制の緩和(韓国、タイ)や財政緊縮政策(タイ、図表8)、金融機関に対する健全性規制の強化(自己資本比率規制や貸倒引当制度の整備、為替持高

図表7 実質実効相場



(資料) JP Morgan real effective exchange rate indices, monthly average を用いて86年1月=100として算出・作成。

図表8 財政収支の GDP に対する比率



(注) インドネシア：4 - 3月期。

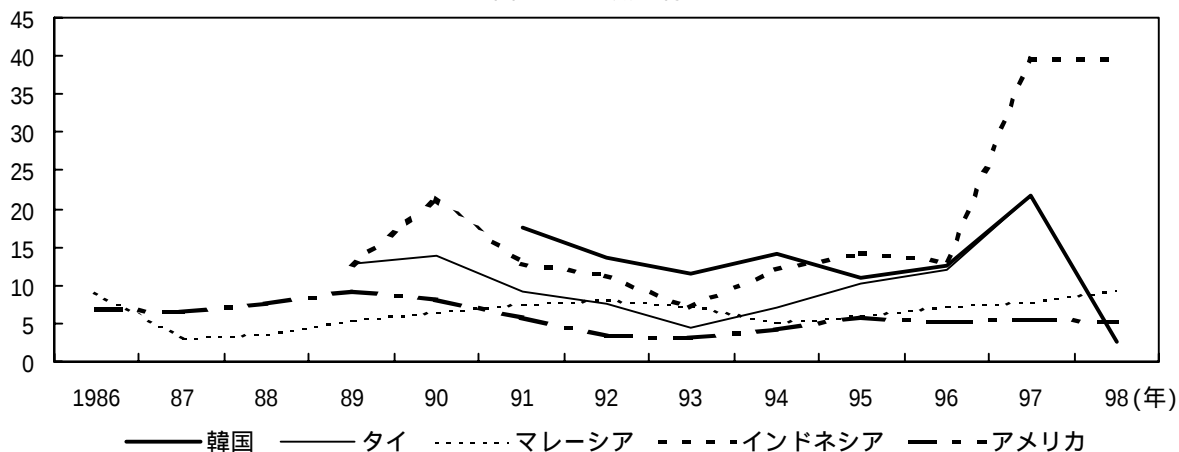
(資料) IMF, IFS 等より作成。

規制の強化)なども行われ、当初はマクロ経済の安定化もみられた。しかしながら、内外の金利差の拡大(図表9)が新たな資本流入を誘発するなかで、不胎化は次第に不十分になった。こうしたなか、国によっては資本流入規制もとられたが、結果的に95年からの資本流入の拡大に歯止めをかけることはできなかった。

韓国では、90年代に入ると為替市場への介入が

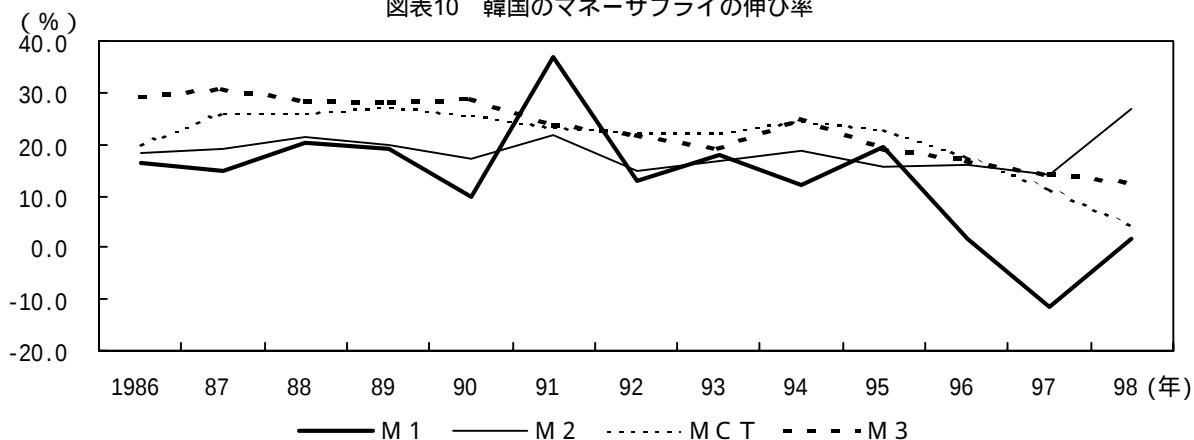
一段と活発化し⁵⁾、それに伴うマネタリーベースの増加を相殺すべく、通貨安定証券(MSBs)のレポおよびアウトライト取引による公開市場操作が行われた。その結果、同証券の発行残高は93年にはGDPの9.1%に達した。こうした引締め政策の奏功もあり、92年頃までは、マネーサプライの伸びの抑制が図られた(図表10)ものの、同証券の大量発行は金利の上昇をもたらしたばかりでな

(%) 図表9 短期金利



(注) 韓国：コール 1-15日物平均レート。年末値。
 タイ：コール翌日物平均レート。各年12月値。
 マレーシア：インターバンク コール3ヶ月物加重平均レート。年平均値。
 インドネシア：インターバンク コール 平均レート。各年12月値。
 (資料) 各国統計およびCEICより作成。

図表10 韓国のマネーサプライの伸び率

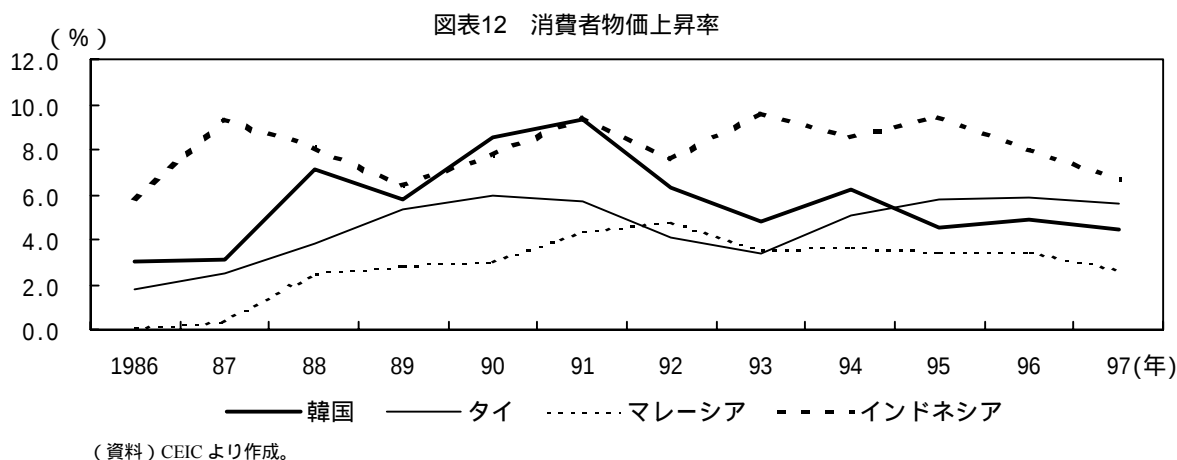
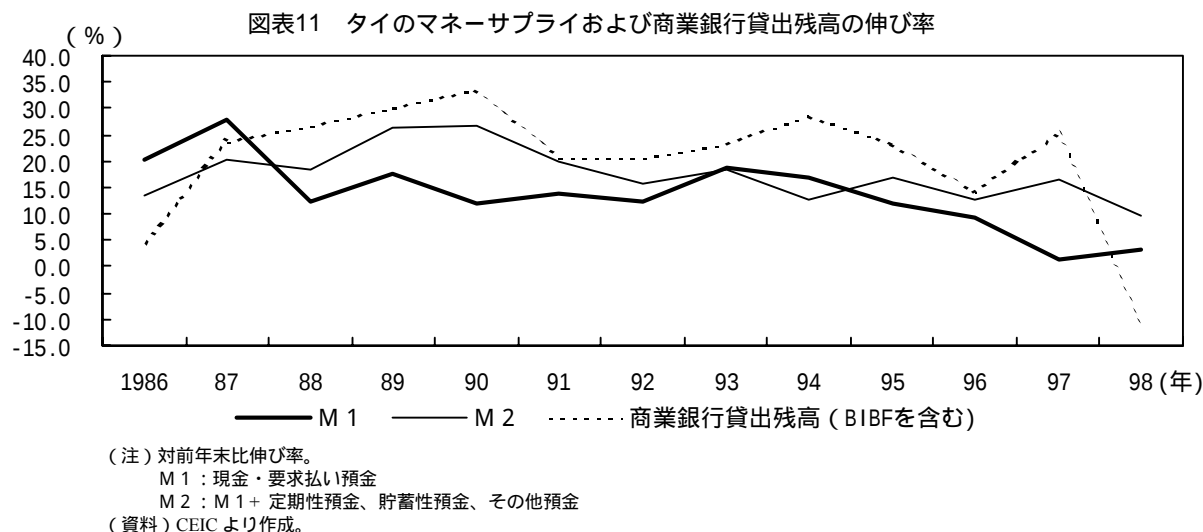


(注) 対前年末比伸び率。
 M1：現金・要求払預金
 M2：M1+ 定期性預金、貯蓄性預金、居住者外貨預金
 MCT：M2+CD+ 信託勘定
 M3：M2+RP+ 商業手形 + 表紙手形など
 (資料) CEICより作成。

く、利払いの増加がマネタリーベースを拡大させるといった問題が顕在化するようになった。因みに、90～95年にかけて、マネタリーベースの増加の78%は同証券の利払いによると試算されている（Park, Y.C.1998参照）⁶⁾。このため、同国では、為替相場の伸縮性の拡大を図るとともに先物市場の整備を進め、そのうえで97～98年に自由変動相場制へ移行することが計画されていたが、そうした準備が整う前に通貨危機の過程で自由変動相場制への移行を余儀なくされることになった。

タイでは、金融引締め策として、政府債、政府保証付国有企業債、中銀債などを対象とするレポ取引を中心に国内流動性の吸収が図られるとともに

に、緊縮的な財政政策の採用や資本流出規制の緩和が行われた。しかしながら、このうち、資本流出規制の緩和は、自由化政策の推進に対する投資家の信認を高めて資本流入の拡大を招く結果となった可能性がある。同国では、93年に、BIBF（オフショア市場）の創設を契機に短期資本の流入が急増したことから、それまで順調に抑制されてきた銀行貸出やマネーサプライの伸びが拡大した（図表11）。翌94年にはマネーサプライの伸びは抑制されたものの銀行貸出は更に拡大し、これを受けてインフレの再燃が問題となった（図表12）。こうしたなか、96年に資本流入の数量規制が導入され、短期資本流入の中心となっていた BIBF ロ



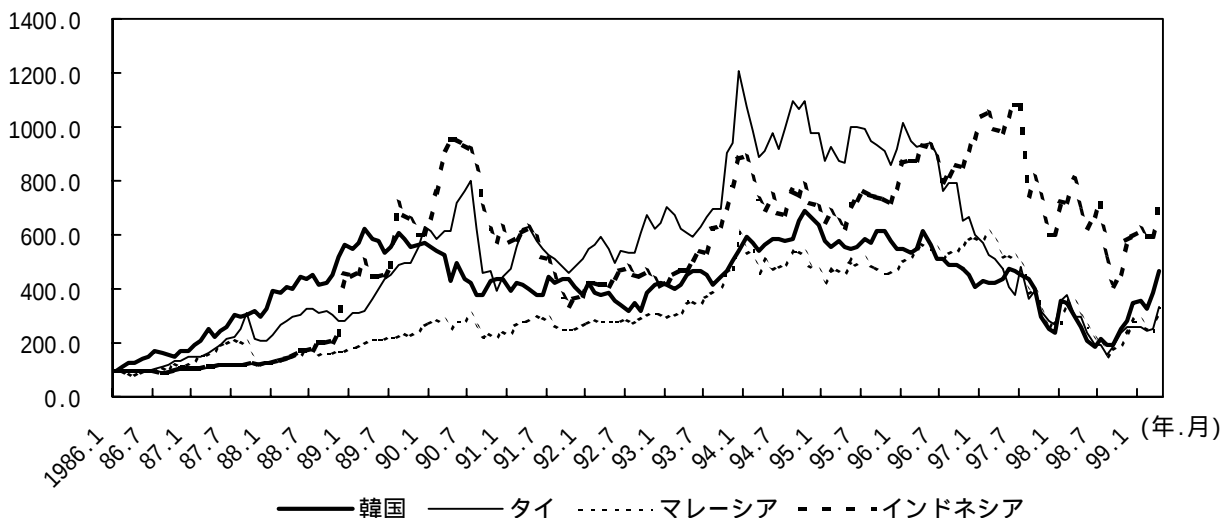
ーンについてディスバースの最低金額が引き上げられたほか、商業銀行に対し期間1年以内の対非居住者債務について7%の中央銀行当座預金への積み立てが義務付けられた(その後、97年9月に、通貨危機に伴う流動性の逼迫を背景に6%へ引き下げられた)。その結果、同年に、短期銀行借入の減少を主因に資本流入全体は抑制されたものの(図表2-(1)、(2))、それに先立つ過大な資本流入により、短期対外債務残高のGDPに対する比率は20.3%の高止まりとなった。こうした巨額の短期対外債務は、ひとたび為替相場が下落し始めると、返済負担の増大から企業経営を急速に悪化させるとともに不良債権の急増を招き、深刻な金融・経済危機をもたらすこととなった。

同国でとられた対非居住者短期債務に関する金融機関のリザーブ・コストを上昇させる措置の効果をもう少し詳しくみてみると、流入資本の期間構造の長期化には一定の効果があったとみられる。世銀の対外債務残高のデータによれば、タイの短期債務の債務残高全体に占めるシェアは、94年の44.5%から95年に49.5%に拡大した後、96年には41.5%に縮小した。しかしながら、一方で、この

間に企業部門による対外借入の拡大が認められる(図表2-(1)、(2))。これは、企業が銀行を介さない調達への依存を高めていったことを反映したものとみられ、時間の経過とともに規制を回避した資本フローが増加して、当初の効果も徐々に剥落していった可能性がある⁷⁾。

マレーシアでは、インターバンク市場における中央銀行による無担保の資金貸借や中央銀行債の発行、支払準備率操作、政府部門預金移動といった政策手段を通じて、過剰流動性の吸収が図られた⁸⁾。しかしながら、92~93年にかけて株式投資を中心に投機的な資本流入が急増し、株価が高騰(図表13)するとともに国内流動性の増加が大きな問題となった(図表14)ことから、94年に入ると資本流入規制がとられた。同国で94年の初めにとられた為替管理規制には、決済手段を中央銀行に強制的に預託させる可変預置義務制度(VDR, Variable Deposit Requirement)が採用され、無利子の非居住者決済勘定について、残高を中銀へ積み立てるとともに支払準備金の対象へ組み入れることが義務づけられた。そのほか、金融機関のネット対外負債残高への上限設定(後に、貿易およ

図表13 株価



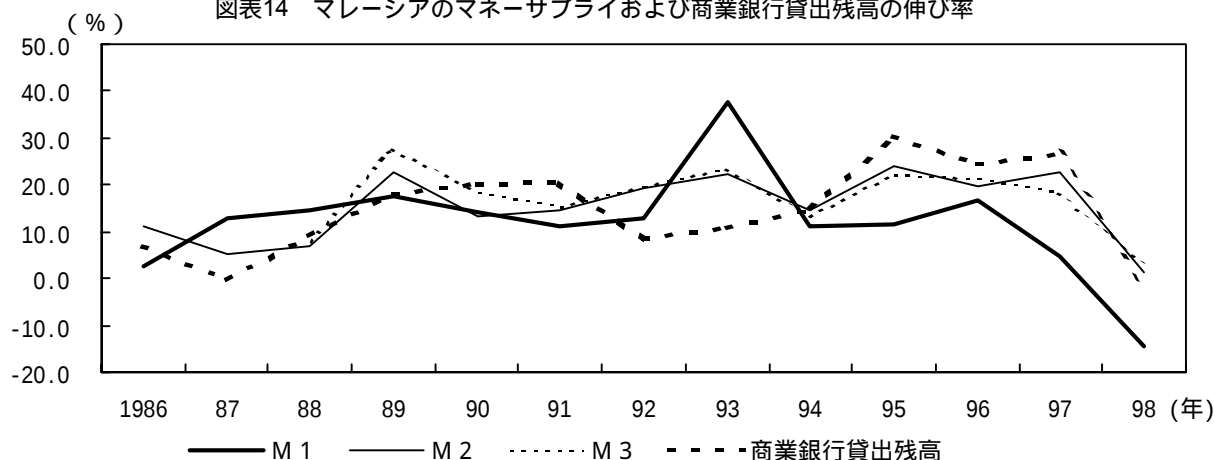
(注) 月末値。1986年1月=100とした指数。韓国：総合株価指数、タイ：SET 指数、マレーシア：クアラルンプール証券取引所総合株価指数、インドネシア：ジャカルタ証券取引所総合株価指数。
(資料) CEIC より作成。

び直接投資に関する取引は対象外とされた。短期金融商品の非居住者への売買の禁止、商業銀行による非居住者との為替先物取引（貿易取引に関するものを除く）の禁止—といった措置もとられた。更に、支払準備率が引き上げられたほか（94年には3回にわたり合計3.0%ポイント引き上げられた）、商業銀行による海外からの資金調達について支払準備の対象への組み入れが義務付けられた。94年には、インフレの沈静化を背景に金利が引き下げられる一方、米ドル金利の上昇もあり、通年で短期資本はネットで流出となった（図表3 - (1)）。これを受けて、マネーサプライの伸びが鈍化したほか、消費者物価上昇率も一段と鈍化するなどマクロ経済の安定が回復され、95年のはじめまでにこれらの措置はほぼ撤廃された。このことは、VDR が金利の低下と相まって資本流入の抑制に一定の効果を持ち得たことを示している。しかしながら、規制措置の撤廃後、再び資本流入が拡大するなかで金融政策運営の失敗から過剰流動性の吸収が不十分となり、銀行貸出が膨張する結果となった⁹⁾。

インドネシアでは、金融引締め政策として、中

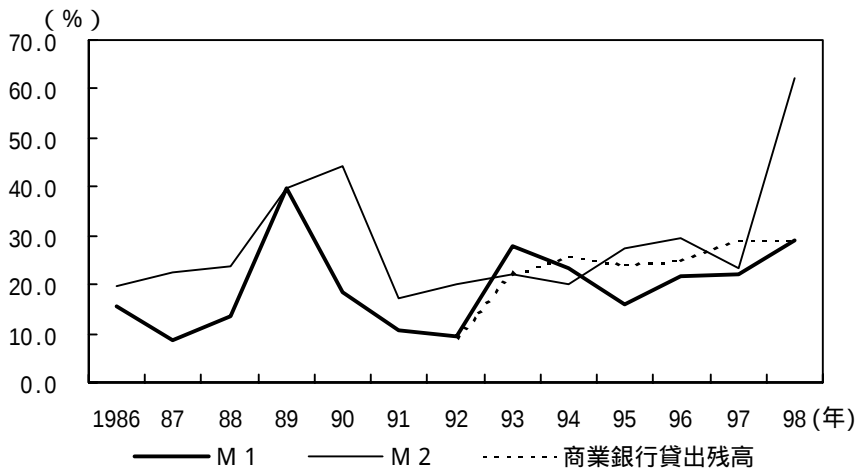
央銀行証券（SBI）や資金市場証券（SBPU）¹⁰⁾を対象とする公開市場操作が活発に行われ、91～92年に中央銀行証券のネット発行額（発行額—償還額）はマネーサプライ（M1）の30%を越える規模となった。しかしながら、93年からは利払い負担の増加から同証券の発行は抑制を余儀なくされ、マネーサプライや銀行貸出の抑制は不十分となった（図表15）。また、同国では、91年に健全性規制を含む資本流入規制がとられ、公的部門の対外借入に事前承認が義務付けられた。また、銀行部門について、89年に撤廃されていた対外借入枠規制が再導入されるとともに、89年に対外借入枠規制の撤廃に伴い導入された為替持高規制が強化された。更に、民間企業について対外借入に関するガイドラインが導入された。こうした規制措置は、公的部門への資本流入は抑制し得たものの、民間部門については、報告義務の徹底も不十分にとどまり、90年代に同部門への資本流入が拡大したことから明らかなように、既に資本の持ち込みや持ち出しの自由化が進んでいたなかでほとんど効果はなかったとみられる。

図表14 マレーシアのマネーサプライおよび商業銀行貸出残高の伸び率



（注）対前年末伸び率。
M1：現金、要求払預金
M2：M1+ 定期性預金、貯蓄性預金、NIDs、Repos、外貨預金
M3：M2+ その他金融機関への預け金
商業銀行貸出残高は97年の伸び率からチャガマス社への売却分を含むベースで算出
（資料）CEIC より作成。

図表15 インドネシアのマネーサプライおよび貸出残高の伸び率



(注) 対前年末比伸び率。
(資料) CEIC より作成。

金融・経済危機の発生と資本流出規制

アジア危機の発端となったタイでは、経済ファンダメンタルズの悪化を背景に通貨に対する信認が急速に低下し、度重なる売り投機に対して買い支えが困難となって、97年7月に自由変動相場制へ移行するとともに、タイ・バーツの対米ドル相場が急落した。この限りではタイの危機は従来型のパターンで発生したといえる。しかしながら、通貨の下落は自国通貨建てでみた企業や銀行の対外債務負担を拡大させたほか、バブル崩壊が深刻な金融・経済危機をもたらした。また、危機の背景には未成熟な金融仲介があった。健全性規制が十分に機能していなかったばかりでなく、金融部門が審査能力やリスク管理能力に劣っていたことから、短期性資本の流出によって金融機関の経営悪化が拡大した面もある。一方、マレーシア、インドネシアでは、輸出競争力を維持する目的もあり、タイ・バーツの自由変動相場制への移行後は比較的早い段階で介入による通貨防衛策が放棄されたものの、その後に資本流出が加速し、これに伴う通貨の下落が更なる資本流出を招くという悪

循環が生じた。こうしてもたらされた各国の通貨・金融危機の深刻さは、危機発生前の経済ファンダメンタルズからはとうてい説明しきれないものとなった¹¹⁾。こうした大量の資本流出や資本逃避に対し、タイ、マレーシア、インドネシアでは資本流出規制による対応が試みられた。以下では、タイとマレーシアの資本流出規制について検討してみよう。

タイでは、97年5月の大規模な投機売りに対し先物市場

での介入を含む徹底的な介入で通貨防衛を図ったことから、為替相場は維持したものの、先物ドル債務の増大から外貨準備をほとんど失う結果となった¹²⁾。このため、パーツの投機売りを阻止すべく、非居住者に対するパーツ貸しの禁止などの資本取引規制が導入された。その結果、国内市場とオフショア市場（シンガポール）の間でパーツの対米ドル相場に乖離が生じたが、居住者によるパーツ売り（対外債務の返済や輸入代金の支払い）などから、オフショア市場のパーツの流動性は徐々に拡大するようになり、資本取引規制の効果の低下が明らかとなった。一般に、危機的状況が生じつつあるときに資本流出規制を導入すると、内外投資家の信認の低下を加速して資本流出圧力は更に高まることが多い（IMF（1995）、Johnston, Barry, R. & Natalia T. Tamirisa（1998）参照）。タイでは、輸出の低迷を主因とする大幅な経常収支赤字に鑑み、通貨調整は不可避であることが明らかであったため、資本流出規制は国際収支危機の発生を7月までの50日足らずの期間、遅らせただけであった¹³⁾。

一方、マレーシアでは、危機発生直後の97年8月に銀行に対しスワップ規制が導入され、非居住

者について商用目的以外のリングットの直買い・先売り残高に上限が設定された。その後、98年9月に新たな資本取引規制を導入するとともに固定相場制へ移行した。同国で資本取引規制が採用されたのは、景気後退の深刻化や金融不安の高まりから98年半ば以降拡張的な金融・財政政策が採られていたなかで、同年8月の国際金融市場の混乱が、為替相場を不安定化させて緩和政策の発動の余地を限定しかねないことが懸念されたことを背景としていた。為替管理規制は具体的には、非居住者リングット勘定に関する規制の強化、

非居住者のリングット建て証券の売買に関する規制の強化、リングット建て貿易決済の禁止、居住者の対外支払いに関する規制の強化から構成され、これに伴い、事実上オフショア・リングットの交換性が停止されたほか、マレーシア株式について売却代金の本国への送金が1年間禁止されるとともに、シンガポール国際店頭市場での取引が禁止された。

自由な資本移動、固定的な為替相場、金融政策の独立性の3つは同時に達成できないことから、金融政策の独立性を確保しようとするれば、理論的にも資本取引規制を採用するしかない。一般に、金融引締めが困難な場合などに通貨の下落圧力を緩和するために資本流出規制が用いられる一方、国内金融市場に対するコントロールの維持を目的に、資本流入に伴う通貨の上昇を回避すべく資本流入規制が採用されることがある。こうしたケースの問題点は、政策運営の独立性を確保したことが規律の喪失につながって、事態を悪化させる結果となりがちなことである（Jhonston, Barry, R. & Natalia T. Tamirisa (1998) 参照）。しかしながら、マレーシアでは、資本流出規制の導入後、リングットの為替相場は強含みとなり、輸出の拡大から外貨準備が増加に転じた。その後、99年2月には送金課税が導入されて株式売却代金の対外送金についての規制は緩和された。さらに、99年8月に

クアラルンプール証券取引所総合株価指数のモルガンスタンレー・インターナショナル・インデックスへの再組み入れ（2000年2月）が発表され、株価が順調に回復するなかで同年9月1日には当初計画どおりに株式売却代金の非課税での対外送金が容認された。次いで、同月21日には売却益についての送金課税の税率が引き下げられた¹⁴⁾。

マレーシアの資本流出規制が、このように一定の効果を示し短期間で緩和に成功した要因として、ひとつには、既存の為替管理体系が資本取引の選択的な規制を可能とした点が挙げられる。今回の規制は、オフショア・リングット市場を消滅させて通貨投機を阻止するとともに、キャピタル・ゲインを目的とする証券の短期売買を抑制することを意図していたが、こうした選択的な規制の導入は、為替管理がある程度残っていなければ不可能であろう。また、規制導入のタイミングの良さも指摘できよう。円相場の回復、米ドル金利の引き上げ、周辺諸国通貨の回復といった対外要因は、固定相場制へ移行したリングットの相場水準に割安感をもたらした。ただし、こうした突然の規制措置の導入が政策運営に関する予見可能性を低下させて投資家の信認を損ねたことは否定できず、今後、資本流入が順調に回復するかどうかは、今のところ、不透明といわざるを得ない。因みに、10月にはクアラルンプール証券取引所総合株価指数のモルガンスタンレー・インターナショナル・インデックスへの再組み入れの延期（2000年5月）が発表された¹⁵⁾。

・安定的な資本フローの確保に向けて

ここで、各国が現在直面している課題についてまとめておこう。韓国では、98年7月に旧外国為替管理法の細則である外国為替管理規則が改正されたのに次いで、99年4月に新外国為替取引法が施行されるとともに第1段階の自由化が行われた。

今後、2001年1月までに新外為法の下で第2段階の自由化が行われる計画となっている。一連の計画に盛り込まれた自由化の大綱は、同国がOECD加盟国として先進国並みの自由化の実現を求められているということもあり、金融改革の進展をにらみつつ、為替取引のモニタリングや有事規制発動¹⁶⁾の体制を確立したうえで、対外取引の自由化を加速するというものである。第2段階の自由化には、個人の外国為替取引の規制緩和や流出規制の自由化が盛り込まれていることもあり、モニタリングや早期警告システムの拡充が急がれる。

マレーシアでは、残された規制として固定為替相場制とオフショア・リングットの非交換性のふたつがある。このうち、後者のオフショア・リングットの非交換性は直接投資に影響を及ぼすものではないことから、今後かなりの期間にわたって維持されるとみられる。一方、固定為替相場制については長期化すると資源配分の歪みをまねかねず、タイミングを失することなく早期に変動相場制へ復帰することが望まれる。

一方、インドネシアでは、99年4月に外国為替取引のモニタリングの実施に関する法律が制定された。今後、効果的なモニタリング・システムの定着を急ぐ一方、次のステップとして有事規制を発動できる体制を整備する必要がある。

本稿では、東アジアにおいて、為替・資本取引の自由化に伴う資本フローの大規模な変動がかつてない通貨・金融危機を発生させたことをみるとともに、各国の資本取引規制の経験を検討してきた。今回の作業を通じて得られる途上国の経済開発戦略についての教訓は次のようにまとめることができる。

まず、第1に、危機の予防については、資本フローが逆流する状況を作らないという観点から、資本流入の管理が重要である。とりわけ、変動性の高い短期性資本の過度な流入は回避しなければならない。資本流入の管理について、94～95年の

マレーシアのケースは、マクロ経済のファンダメンタルズが健全であれば、数量規制が一定の効果を持つことを示している。しかしながら、規制の導入に伴う市場参加者の混乱を考えると政策運営の一貫性への配慮が重要であり、その意味では税制などコスト面からインセンティブを付与するような間接的な規制措置が望まれよう。また、96年のタイのケースは、金融機関を経由する短期資本流入にリザーブ・コストを賦課する措置が、流入資本の期間構造の長期化に一定の効果があることを示唆しているが、時間の経過とともに規制の迂回が生じる可能性は否定できない。

第2に、資本流出規制について、これまで問題が多いとされ否定的な評価が定着しているが¹⁷⁾、今回のマレーシアのケースは、危機管理策として検討する余地があるということを示している。有効な資本取引規制の枠組みは、金融制度の発展状況や既存の流出規制および流入規制の体系などによって異なるほか、税制を用いた規制の効果は、当該国の徴税機能の充実度によっても左右される。

第3に、自由化された為替・資本取引のもとでは健全かつ強固な金融システムが必要であるということである。したがって、金融仲介が未成熟な限り対外金融取引の自由化には慎重でなければならない。そして最後に、対外金融取引が自由化されたもとで、固定的な為替相場と不胎化政策を長く維持することはできないということにも留意する必要がある。

国内の資本蓄積が充分でない途上国の経済発展には、安定的な資本フローの確保が不可欠である。そのためには、健全なマクロ政策の運営が大前提であるが、今回の危機でみられたような自己実現的投機や投資家の群集行動が今後も発生するとなれば、一時的・投機的な資本フローを抑制する資本取引規制の採用も必要であろう。発展途上国としては、金融システムを強化しつつ、柔軟な為替政策とより充実したモニタリング制度のもとで、

資本取引の自由化や規制の程度をプラクティカルに調整しつつ、場合によっては資本規制も政策手段の選択肢としつつ、資本フローの安定化を図ることが重要である。

金融のグローバリゼーションの進行は不可逆的とみるべきであり、そうであるならば、資本フローの大規模な変動とそれに伴う経済の混乱はなくなるといわざるをえない。途上国の政策運営は、上記のような教訓を踏まえて慎重に進められなければならないが、舵取りは困難なものになる。資本移動がますます活発化するなかで、通貨・金融危機の発生が今後まったくなくなるとはいいいきれない。

したがって、万一、通貨・金融危機が発生した場合に備えてセーフティーネットの拡充が望まれる。98年11月、IMFで緊急融資枠である新規借入れ取決め（NAB；New Arrangement to Borrow）が新設され、国際的な通貨危機への備えが強化された。こうしたセーフティーネットについては、世界全体をカバーする枠組みに加えて、地域としての対応も考えるべきであろう。これについて、アジア諸国の貿易・投資構造では、域内ばかりでなく、アメリカをはじめとした域外諸国との関係も依然として重要であることから、域内に限定した形の対応は非現実的であるとの意見も根強い。また、モラルハザードを助長するとの批判もある。しかしながら、今回の危機のコンテージョンが、域内経済関係の拡大・深化を背景に、いわば「アジア売り」の様相を呈していたことを考えると、たとえグローバルな対応が進んだとしても、地域としての信認の維持は依然として重要な課題として残っているというべきであろう。

域内のセーフティーネットとしては、97年11月に、マニラ・フレームワークが合意され、IMFの補完という形で域内各国の経済・金融政策の情報交換および相互アドバイスを行う域内サーベイランスが実現した。98年10月には新宮沢構想が提

唱され、更に99年5月にはその第2ステージとして、各国の国際金融市場からの資金調達の円滑化に資するべく、輸銀の保証機能の活用や、アジア開発銀行内に設置された「アジア通貨危機支援資金」による保証や利子補給が盛り込まれた。今後、日本としてはマニラ・フレームワークの強化を図りつつ、次なるステップとしての域内緊急融資ファシリティーの創設等へむけて、コンセンサスの醸成にリーダーシップをとるべきであろう。

【注】

- 1) 各国の金融セクターを巡る問題について詳しくは村上（1998）を参照のこと。
- 2) 80年代に各国で資本流入の規制緩和が行われた背景には、累積債務問題の発生を契機に途上国全体への資金流入が細るようになったことがあった。
- 3) 韓国では、90年に従来の複数通貨バスケット・ベッグ方式から市場平均相場制度へ移行した。同制度はウオンの対米ドル為替相場について、前営業日の銀行間レートを取引額で加重平均し、これを基準レートとして当日の銀行間レートをここから一定の範囲内で変動させるものである。銀行間レートに許容される基準レートからの変動幅は、当初の $\pm 0.4\%$ から5回にわたり順次拡大され、通貨危機発生前に $\pm 2.25\%$ であった。危機発生を受け97年11月に $\pm 10.0\%$ と大幅に拡大されたのに次いで、同年12月に自由変動相場制へ移行した。マレーシアでは、75年からバスケット・ベッグ制がとられていたが、バスケット・レートに対する変動幅の拡大が許容されて94年には管理変動相場制へ移行した。インドネシアでは、87年に採用された管理変動相場制の下で、92年9月以降、介入バンドが6回にわたり段階的に拡大され、96年9月には 8% となった。通貨危機の発生後は、97年7月に同バンドが 12% に拡大されたのに次いで、翌8月に自由変動相場制へ移行した（図表1参照）。
- 4) 東アジアの為替政策について詳しくは打込、村上、

萩原 (1995) を参照のこと。

- 5) 韓国銀行の国内純資産残高と対外純資産残高の対前年比増減をみると、92～96年にかけて、国内純資産残高は、それぞれ、3.2兆ウォン、3.2兆ウォン、4.0兆ウォン、4.8兆ウォン、2.7兆ウォンとなる一方、対外純資産残高は、それぞれ、3.1兆ウォン、2.9兆ウォン、3.9兆ウォン、5.1兆ウォン、2.7兆ウォンとなっており、同行が外為市場介入で生じたマネーサプライを活発に吸収していたことが伺える。
- 6) このほか、M2の伸びは抑制されたものの、M3については、ノンバンクに対して通貨安定証券のより流動性の高い運用手段への転換が認められたことから、伸びの抑制が困難になったことも指摘されている。
- 7) チリでは90年に新規対外借入にリザーブ・コストを賦課する資本取引規制が導入されたが、最近の研究では、資本流入量、為替相場および国内金利水準へのこうした規制による長期的な影響は明らかでないとされている。また、流入資本の期間構造を長期化させる効果も短期的なものにとどまるとされている。例えば、Laurence, Bernard & Jaime Cardoso (1998)、Simone, Francisco Nadal-De & Piritta Sorsa (1999)。
- 8) 政府部門預金移動は、81年に中央銀行に、92年に被雇用者年金基金に、それぞれ、設定された資金市場操作勘定を用いて、民間銀行との間で連邦政府預金の資金移動を行う金融調節の方法。中央銀行の流動性調節についてみると、92、93年には、ネットベースで、それぞれ、237億リングット、397億リングットの吸収となっている。
- 9) マネーサプライのコントロールの目標とされていた M1は抑制し得たものの、M2や M3の拡大に対応することができなかった。中央銀行の流動性調節をみると、92、93年にはネットで吸収となっているが、94、95年には、それぞれ、243億リングット、156億リングットのネット供給となっている。
- 10) 中央銀行証券は84年2月に流動性の吸収を目的に

導入された割引債。資金市場証券は、中央銀行の割引の対象となる金融機関または一般事業法人が発行した証券の総称で、85年2月に導入された。

- 11) 今回の危機の発生および深刻化の要因について、通商白書平成11年度版ではフランケル&ローズ型モデルを用いて詳細な分析を行っている。また、Jeffrey A. Frankel and Andrew K. Rose (1996) では、発展途上国において過去20年間にみられた大幅な為替相場切り下げの100例強について調査しているが、それによれば、為替相場の急落は、直接投資の流入がとまり、国際準備が低水準となり、国内信用が膨張し、実質為替相場が過大評価されているときに起こりやすいとされ、経常収支赤字も財政赤字も重要な要因になっていないことが示されている。Robert Solomon (1999) では、同論文を引用し、このことは今回のアジア通貨危機にもあてはまるとしている。
- 12) 公表された5月末の外貨準備は323億ドルであったが、5月14日に先物ポジションは325億ドルを超えていたことから、ネットでみると外貨準備は失われていた。
- 13) 97年5月に導入された二重相場制は、98年1月30日に通貨の安定回復を受けて廃止された。ただし、非居住者について1顧客の1金融機関からの借入上限を50百万パーツとする規制は残存。
- 14) 証券売却代金に関する送金課税として、99年2月14日までの投資について元本に対し証券保有期間に応じて10～30%の税率が適用される(12ヵ月を超える場合には無税)一方、それ以降の新規投資については保有期間に応じて利益送金に課税されることになった。その後、9月21日に、売却益に関する送金課税について、保有期間が1年以内の場合に30%、1年超の場合に10%であった税率を一律10%に修正している。
- 15) クアラルンプール証券取引所総合株価指数のMSCI再組み入れの延期について、理由は2000年問題であると公表されたものの、一般的には政治動向の不透明が理由であると受け止められており、選挙結果が

明らかになるまで投資は手控えるというスタンスとみられる。

16) 有事規制については、国際収支および国際金融上の深刻な困難に直面するか、または直面する可能性がある場合や、国際資本移動により為替政策を含むマクロ経済政策の運営に重大な支障をきたすか、または支障をきたす可能性が大きい場合に、最長6ヵ月間、資本取引への許可制の導入、またはVDRの採用を認めることとされた。

17) 例えば、The World Bank, 1999, *Global Economic Prospects and the Developing Countries*.

【参考文献】

岩本武和訳(1999)『IMF 資本自由化論争』岩波書店
 打込、村上、萩原(1995)「東アジア諸国における為替相場政策と円の役割」『東銀経済四季報 1995年秋号』
 河合正弘(1996)『アジアの金融・資本市場』日本経済新聞社
 経済企画庁調査課編(1999)『アジア経済1999』
 通商産業省(1999)『通商白書平成11年版』
 佐久間潮訳(1999)『マネーは世界を駆け巡る』東洋経済新報社(原書 Robert Solomon(1999), *Money on the Move - the revolution in international finance since 1980.*)
 村上美智子(1998)「東アジアの金融システムの再構築」(FRI 研究レポート No. 38)
 村上美智子(1999)「マレーシアの金融危機」(FRI 研究レポート No.46)
 Asian Development Bank, (1999), *Asian Development Outlook 1999*.
 Bank Negara Malaysia, *Annual Report* 各号。
 Bank Indonesia, *Annual Report* 各号。
 Bank of Thailand, *Annual Economic Report* 各号。
 BIS (1999) *Annual Report 1999*.
 Eichengreen, Barry, and Michael Mussa (1998), “Capital Account Liberalization Theoretical and Practical Aspects”,

IMF Occasional Paper 172.

IMF (1995), *International Capital Markets Developments, Prospects and Policy Issues, Background Paper on Turbulence in Emerging Markets*.

IMF (1999), *International Capital Markets Developments, Prospects and Policy Issues*.

IMF (1999), *Exchange Rate Arrangement and Currency Convertibility: Developments, Prospects and Policy Issues*.

Jeffrey A. Frankel and Andrew K. Rose (1996), “Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment”, International Finance Discussion Papers, No.534, Board of Governors of Federal Reserve System.

Johnston, Barry R. and Nastalia T. Tamirisa (1998), “Why Do Countries Use Capital Controls?”, IMF Working Paper 98/181.

Johnston, Barry, R., Salim Darbar M. and Claudia Echeverria (1997), “Sequencing Capital Account Liberalization: Lessons from the Experience in Chile, Indonesia, Korea, and Thailand”, IMF Working Paper 97/157.

Kamin, Steven, Philip Turner and Jozef Van’t dack (1998), “The Transmission Mechanism of Monetary Policy in Emerging Market Economies”, BIS Policy Paper No. 3.

Laurens, Bernard and Cardoso Jaime (1998), “Managing Capital Flows: Lessons from the Experience of Chile”, IMF Working Paper 98/168.

Lopez-Mejia, Alejandro (1999), “Large Capital Flows: A Survey of the Causes, Consequences and Policy Responses”, IMF Working Paper 99/17.

Park, Yung Chul (1998), *Financial Liberalization and Opening in East Asia: Issues and Policy Challenges*, Korea Institute of Finance.

Simone, Francisco Nadal-De and Piritta Sorsa (1999), “A Review of Capital Account Restriction in Chile the 1990’s”, IMF Working Paper 99/52.

World Bank (1999), *Global Economic Prospects and Developing Countries 1999*.