

翻 訳

## バンク ヌガラ マレーシア 「アジア経済危機とマレーシア中央銀行の政策対応」

西 口 清 勝

“Management of the Economy during the Asian Crisis”, in Bank Negara Malaysia, *The Central Bank and The Financial System in Malaysia — A Decade of Change*, Kuala Lumpur, Malaysia, 1999, chapter 14.

### 訳者まえがき

1959年創立のマレーシアにおける中央銀行である、バンク ヌガラ マレーシア (Bank Negara Malaysia, 以下BNMと略す) は、『四季報』(Quarterly Bulletin) や『年報』(Annual Report) といった短期のもの以外に、「マレーシア中央銀行史」と言うべき『マレーシアにおける通貨と銀行』(*Money and Banking in Malaysia*) を刊行してきた。その初版は1979年に発表され、5年毎に一第2版(1984年)、第3版(1989年)、第4版(1994年) — 改定が行われてきた。創立40周年となる今回は、タイトルも改め、『マレーシアにおける中央銀行と金融制度—変化の10年』(Bank Negara Malaysia, *The Central Bank and The Financial System in Malaysia — A Decade of Change*, Kuala Lumpur, Malaysia, 1999, xiii+pp. 666) として刊行された。その内容は以下のようである。

#### 第I部 経済と金融制度

##### 第1章 経済—背景

##### 第2章 金融制度の役割

#### 第II部 バンク ヌガラ マレーシア

##### 第3章 バンク ヌガラ マレーシア：目的、機能および組織

#### 第III部 通貨と金融の安定性

##### 第4章 通貨政策の状況

##### 第5章 銀行制度の管理

##### 第6章 保険部門の管理

##### 第7章 イスラム銀行と Takaful [イスラム保険会社]

#### 第IV部 金融市場

##### 第8章 通貨と外国為替市場

- 第9章 資本市場とデリバティブ市場
- 第V部 金融機関とオフショアセンター
  - 第10章 銀行
  - 第11章 保険産業
  - 第12章 ノンバンク金融機関
  - 第13章 ラブアン島国際オフショア金融センター
- 第VI部 アジア危機の期間の経済管理
  - 第14章 アジア危機の期間の経済管理

本稿では上記の内容のうち、第VI部第14章「アジア危機の期間の経済管理」を取り上げ、全文を翻訳した。まず、翻訳に当たっての凡例的な事項を、次のように6点記しておきたい。

- ① 原文のタイトルは「アジア危機の期間の経済管理」だが、翻訳のタイトルとして「アジア経済危機とマレーシア中央銀行の政策対応」を採った。その方が、内容により則していると考えたからである。
- ② 原文では一Box（囲み記事）を除いて一見出しには番号は付されていない。訳文では、記述の構成をより分かりやすくするため、大見出しには1, 2, 3, 中見出しには1), 2), 3), 小見出しには(1), (2), (3), というように番号を付けた。
- ③ 原文のゴチックは、訳文でもゴチックとした。
- ④ 原文の“ ”は、訳文では「 」とした。また原文の（ ）は訳文でも（ ）とした。また、必要と思われる場合には、（ ）内に原語を示した。
- ⑤ 原文には注記は付されていないため、訳文でも訳注は避け、必要と思われる場合は[ ]を付して補足した。
- ⑥ 原文の図表のいくつかはカラーで印刷されている。訳文はモノクロであり識別が困難になると思われる場合には、①, ②, ③の番号を付けた。なお、原文では第14章に記載されているため、Figure 14.1, Table 14.1, Box 14.1, などとなっていたものを、訳文では、図1, 表1, Box 1, などとした。

1997年7月2日にタイ・バーツは切り下げられそれまでのほぼドルに連動した「通貨バスケット方式」（ドル・ベッグ制）から管理変動相場制へと移行した。その影響は瞬間にASEAN諸国に波及し、通貨安・株安という連鎖を引き起こした。タイを震源地とするアジア通貨・経済危機の始まりであり、タイとインドネシアは各々、97年8月と10月に、172億ドルと400億ドルの融資と引き換えにIMFのコンディショナリティを受け入れた。次にそれは香港に飛び火し97年10月23日に香港株の暴落と世界同時株安となり、さらには97年11月には韓国ウォンの危機が発生した。韓国政府もまた結局12月3日にIMFに550億ドルの融資を要請し、コンディショナリティを受け入れた。このように、タイから始った通貨・経済危機はわずか数ヶ月の内に東アジア地域に「伝染」していった。1998年に入ると、それはさらに、ロシア（98年8月）、ブラジル（98年9月）等のラテン・アメリカへ波及し、ロシアの危機はヨーロッパ経済に、ラテン・アメリカのそれはアメリカ経済にそれぞれ連鎖的に大きな影響を与え世界同時株安を引き起こし、世界経済危機の様相を示した。こうした事態の展開を受けて、東アジア地域のみならずロシアやブラジル等世界

的な金融不安に対してその処方箋には効果が見られないとして、98年10月 IMF・世銀総会や99年6月のケルン・サミット等において、IMF 批判とその改革(国際金融システム改革)の論議が行われてきている(タイから始ったアジア通貨・経済危機の原因とその後の展開、IMF の処方箋に対する検討、等に関しては、拙稿「タイの通貨危機」、『経済科学通信』1998年7月号、同「アジアの通貨・経済危機」、『経済理論学会年報(第36集)』1999年、等参照)。

ところで、東アジア地域において今回の通貨・経済危機の影響を最も深刻に受けた4カ国(タイ、インドネシア、韓国およびマレーシア)の中で、マレーシアの危機に対する対応は、他の3カ国と際立った違いを見せた。なるほど、マレーシアもまたアジア通貨・経済危機が始った当初には、IMF に融資を要請しコンディショナリティを受け入れた訳ではないけれども、IMF からのアドバイスは受け入れ、IMF が他の3カ国に対して示したものと大差のない危機に対する処方箋—「自発的 IMF プログラム」(平田潤編著『検証 アジア経済』東洋経済新報社、1998年、90ページ)—を採用した。しかしその後マレーシアは、IMF の推奨する①高金利と②財政支出削減を支柱とする緊縮的な金融財政政策から次第に距離を取り始め、マレーシア独自の危機に対する政策対応を示し始める。1998年1月7日に、マレーシア政府は「国家経済行動会議」(The National Economic Action Council)を発足させ、同委員会は首相府経済計画部(Economic Planning Unit, Prime Minister's Department, Malaysia)と協力して、98年7月23日に「国家経済回復計画」(The National Economic Recovery Plan)を策定し発表する。同計画は、マレーシアが取り組むべき主要な経済的課題として、①リングの安定、②市場の信頼の回復、③金融市場の安定の維持、④経済的ファンダメンタルズの強化、⑤平等と社会経済的な問題への取り組みを引き続き継続、⑥危機の深刻な影響を受けた部門の回復、の6つを掲げた。最初の3つの課題が通貨・経済危機に対する短期の政策対応であり、後の3つの課題はマレーシア経済の構造的な問題に向けられたものであり、一見するとIMF と世界銀行による典型的なコンディショナリティであるかのように見えるがそうではない(IMF と世界銀行によるコンディショナリティについて、ハンス・シンガー著、拙訳「援助とコンディショナリティ」、『立命館経済学』第44巻第5号、1995年12月、等参照)。何故なら、高金利政策に関して、「急激で長期的な金利の引き上げは維持できないから、マレーシア政府は金利に対してバランスの取れたアプローチをすべきである」(p.56)と勧告し、また、財政支出についても、経済の回復のためには財政からの刺激が必要でそのためには赤字財政政策を考えるべきである(p.98)、と述べているからである。このように同計画は過渡期ないし折衷的な性格をもつものであり、その背後には、IMF とのしたがってアメリカとの協調の下にアジア通貨・経済危機に対応しようとしたアンワール(Anwar Ibrahim)副首相兼蔵相に代わって、マハティール(Mahathir Mohamad)首相と親密なダイム(Daim Zainuddin)が特命大臣に任命されこの計画を中心になって策定した、という経緯がある。かくして、1999年9月1日にマレーシアはIMF の路線と厳しく対立する資本取引規制に踏み切るとともに、9月2日にはマハティール首相によってアンワールは解任されその後の逮捕へと繋がっていく。

このように、マレーシアは今回のアジア通貨・経済危機に対して独自の政策対応を行っており、その「実験」は、IMF の処方箋を吟味し、アジア通貨・経済危機からの回復の道を模索する上でIMF のそれに代わる政策を提起する上でも、また新たな国際金融システムを構想する場合にも、貴重な研究素材を提供しているものと考えられる。記者は、そうした観点か

ら、マレーシアの金融政策当局であるBNMが、アジア通貨・経済危機に対してどのような政策対応を行ったかを自ら分析し取り纏めた章（第14章）を、BNMの40周年を記念する、*The Central Bank and The Financial System in Malaysia—A Decade of Change*, Kuala Lumpur, Malaysia, 1999, に発表したのを機会に、その全文を翻訳した。この問題に関心のある同学の諸賢の参考になれば、望外の幸せである。なお、この「訳者まえがき」においては、研究者諸子に資料ないし素材として提供することに価値があると考え、内容について立ち入った評価とコメントを加えることは差し控えた。アジア経済危機に対するマレーシアの対応に関する訳者の評価と見解については、拙稿「アジア経済危機とマレーシアの資本取引規制」（西口清勝・西澤信善編『東アジア経済と日本』ミネルヴァ書房、近刊、第2章）をご参照願いたい。

## バンク ヌガラ マレーシア 「アジア経済危機とマレーシア中央銀行の政策対応」

金融危機は、グローバルな金融制度の歴史においてひとつの重要な特徴を成してきた。金融危機の最も初期の記録は、17世紀の神聖ローマ帝国の時期にまで遡ることができる。それ以来、オランダのチューリップ熱（1636年）、1929年のウォール街の株式暴落と大恐慌、OPECによる〔2度の石油〕危機（1973年と1978年）、EMS〔ヨーロッパ通貨制度〕の危機（1993年）およびメキシコとラテン・アメリカの危機（1982年と1995年）、に見られるようにグローバル経済の特徴となってきた。グローバリゼーションの過程が国境を越える資本の流れを未曾有の規模にまで増大させそのスピードを大きく加速するにつれて、金融危機はますます頻繁に起こるようになる。

### 1. アジアの金融危機

1997年に、新たな種類の金融危機、すなわち東アジアの金融危機が起こった。ひとつの地域に限定された通貨危機として始まったものが、伝染してロシアやラテンアメリカといった地域的な広がりを持つ金融危機と経済危機へと急速に発展していった。1997年5月半ばにタイ・バーツへの投機的な攻撃として始まった危機は、東アジアに拡大していった。タイ・バーツの切り下げに続いて、フィリピン・ペソとインドネシア・ルピアもまたより自由に変動することを余儀なくされ、他方マレーシア・リングとシンガポール・ドルは繰り返し売り圧力を受けることになった。通貨に対する売り圧力は、東南アジア以外へも直ぐに拡大していった。韓国・ウォン、香港・ドルならびに台湾・ドルも間もなく同様に売り圧力を受けることになった。

東アジアの金融危機は、近年生じたいかなる危機とも異なるものであった。それは、1982年のラテンアメリカの債務危機以後、途上国世界に打撃を与えた最も過酷な金融危機であった。世界の中で最良の〔経済〕実績を挙げている地域から予想もしない大ききで危機が生じ、歴史上最大規模の金融的救済が求められた。この危機は、伝染効果が激烈であったという点でも、また危機がこの地域に広がっていったスピードという点からも、ユニークなものであった。インドネシア、タイおよび韓国の経済は、1998年にそれぞれ13.7%、9.4%、5.8%のマイナスを記録した。この地域のいくつかの経済が苦境に陥るにつれて、金融市場はこの変化した経済と金融の状況に過剰に反応し、その結果この地域には共通するワンセットのハイ・リスクが存在するという認識が生

まれることになった。この「蝟集行動」(herding behaviour)が、この地域から巨額の資本の逆流を引き起こした。国際通貨基金(IMF)の推定によれば、アジアへの民間資本の純流入は1996年の1,012億ドルから1997年には342億ドルに急減したが、短期と長期の貸付けを含む純証券投資と債務関連投資が減少したことがその主たる原因であった。

金融危機以前にはその経済的ファンダメンタルズは相対的に健全であったにも拘わらず、マレーシアもこの危機からのがれることはできなかった。1997年7月2日のタイ・バーツの大幅な切り下げに続いて、リングは投機的な圧力を経験し始めた。1年後の1998年8月末には、1997年6月末のレベルと比較して、米ドルに対して40%も切り下がっていた。株式市場も同様に影響を被った。クアラルンプール株式総合指数(Kuala Lumpur Stock Exchange Composite Index, KLSE CI)は、1997年2月の1,271.57という高値から1998年9月1日の262.70という低値へと79.3%も下落した。その影響は、その後銀行部門と企業部門を通じて波及していった。1998年8月に第2四半期のGDP指数が公表された時、マレーシアが過去13年間で初めて景気後退に直面していることが明らかになった。

この危機の余波によって、国際金融体制に関連する諸問題を閉じ込めていたパンドラの箱が開かれた。グローバル経済におけるIMFの役割、グローバリゼーションのリスク、情報技術、高度のレバレッジ効果を利用する機関(highly leveraged institutions, HLIs)やその他の通貨投機者の略奪的行為、および資本の流れの不安定効果、に関連する諸問題が前面に出てきた。国際金融体制の改革を求める諸提案が、IMF、世界銀行、国際決済銀行(BIS)、ウイラード(Willard)グループ(G22)、ASEAN[東南アジア諸国連合]、G7、G15、英連邦およびアジア太平洋経済協力会議(APEC)を含む様々の会議において討議された。1999年2月に、G7が金融安定フォーラム(Financial Stability Forum, FSF)を作ったが、その目的はなにかんずく各国の当局と国際機関ないしグループが国際金融の安定のために責任を持って協調することにあつた。1999年4月に、FSFは高度のレバレッジ効果を利用する機関の活動が有する意味、短期資本の流れのインパクトおよびオフショア金融センターについて検討するために3つのワーキング・グループを作った。1999年9月に、G7はG20という新しいフォーラムを作ったが、その目的はG7と[国際金融]制度の上から見て重要な途上諸国とが[国際金融]制度に影響を及ぼす問題を討議することにあつた。

本章では、この危機に対応したマレーシアの経験を要約している。危機が特定の分野に及ぼした影響については本書の他の箇所でもより詳細に議論されているため、本章では危機への全体的な政策対応の中で種々の政策対応がどのように採られたかについて述べることにする。本章ではまた、危機の原因と結果ならびに危機によって照射された課題に取り組むため国際金融体制を改革する必要について議論する。

## 2. 危機の原因に関する論争

1990年代、東アジアは世界が見習うべきパラダイムとされていた。「東アジアの奇跡」は、経済への政府の適切な介入と健全なマクロ経済政策によって国民の福祉水準を引き上げることができるとしてしばしば引き合いに出されてきた。この地域は世界で最高の経済成長率を記録した。各国政府はおしなべて、インフレを低位に抑え、高貯蓄率を達成し、教育への公的部門の支

出を通じて人的資本に投資してきた。1997年5月においてさえ、アジア開発銀行（ADB）は東アジア諸国の長所を称賛し、力強い経済成長が続くと予想した。それならばどのようにして1年にもみたくない短い期間に、「奇跡」が「危機」に転化したのだろうか。

危機の影響を受けた諸国は、産出構成や金融制度の構造、マクロ経済のファンダメンタルズから見て、明らかに異なる経済である。したがって、各経済にとって危機の原因はそれぞれ異なっていた。しかし、[危機を惹起した]複雑なメカニズムを理解するために、危機の原因に関する有力な見解を検討することは価値のあることである。

危機の原因に関する議論は、基本的には[以下の]2つの大きなアプローチが中心となっている。第1は、「ファンダメンタリスト（fundamentalist）」の見解として知られているものであり、その代表的な論者は、1998年に、「なにがアジアに起こったか」（“What Happened to Asia?” [http://web.mit.edu/krugman/WWW/]）という論文を書いたポール・クルーグマン（Paul Krugman）と「なにがアジアの通貨と金融危機を引き起こしたか」（“What caused the Asian Currency and Financial Crisis?” [http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/AsiaHomepage.htm]）という共同論文を発表したコルセッティ、ペサンティとロウビーニ（Corsetti, Pesenti and Roubini）である。この見解は、危機は不健全なマクロ経済政策とモラル・ハザードの問題と一体となった国内の金融機関に広く見られる構造的な脆弱性にその原因がある、と示唆している。第2の見解は、「金融パニック」の話しを述べるものであって、「東アジア金融危機の始まり」（“The Onset of the East Asian Financial Crisis” [http://www.hiidi.harvard.edu/]）に見られるジェフリー・サックスとステイーブン・ラデレット（Jeffrey Sachs and Stephen Radelet）や世界銀行のチーフ・エコノミストであるジョセフ・スティグリッツ（Joseph Stiglitz）によって提起された見解である。この見解は、危機の伝播を説明する時に、期待やパニック、過剰調整の役割を強調するものである。

### 1) ファンダメンタリストの見解

ファンダメンタリストは、東アジアの危機が他の通貨危機とは異なるものであることに同意することからその議論を始めている。[危機の予兆を示す]これまでのような早期の警戒指標は見られなかった。各国経済において、財政の黒字が続いており、失業[率]は低く、貯蓄率は高く、そしてインフレ率は穏やかなものであった。しかし、ファンダメンタリストの言うように、その経済は資本の流れをめぐる一連の要因とその流れに関わる政府の政策によって、外的なショックに対してますます脆弱になっていったのである。

情報技術の急速な発展によって加速された金融市場のグローバリゼーションは、世界をめぐる資本の流れを急増させた。1990年から1997年の間に、途上国への民間資本の流れは、世界銀行の推定によれば、420億ドルから2,560億ドルへと増加した。民間資本の流れは毎年30%近くも伸びたのであり、商業銀行貸付け（commercial bank debt）と証券投資（portfolio money lending）がそれをリードした。有利な[投資]機会を求めて世界を注視している金融機関は、その急速な成長率と相対的に安定した為替相場の故に、東アジア地域に引き付けられた。国内の側では、資本勘定取引の自由化が民間機関に国際資本へ容易に接近できるという誘因を創り出した。その結果、国内需要の急増と信用ブームとが起こった。良い投資機会が僅少になるにつれて、資金は株式市場と不動産市場に向けられた。いくつかの国では、信用ブームは資産価格とりわけ土地不動産の

価格上昇をもたらした。資産価格の上昇による富裕効果 (wealth effect) により大きな支出が引き起こされ、さらにより多くの対外借り入れが促進された。

この地域の金融制度の脆弱性も、より大きな原因のひとつとして挙げられている。米ドルへの公式ないし非公式のペッグが採られていたため、とりわけ利子率格差が大きいという環境の下では、ヘッジを取らない対外借り入れにますます頼るようになったということも議論されている。改革が中途半端でありまた自由化を行う手順が不適切であったこともまた、金融制度の脆弱性を強めたと指摘されている。[当局による] 規制の枠組みとりわけ通貨投機の危険 (currency exposures) に対応した信用リスクを適切に評価 (credit evaluation) しそれを慎重に管理しなければならない分野でのそれが、改革 [のスピード] と歩調を合わせて行われなかったとして批判されている。

ファンダメンタリストの見解の根底には、国際的な貸し手からの借り入れは政府によって明示的であれ暗示的であれ保証されると投資家が認識しているという、モラル・ハザードの問題がある。この認識は、銀行と顧客との間のそれと同じく公的部門と民間部門の機関の間には密接な結びつきがある、ということから生じてくる。エマージング・マーケット [新興市場] への銀行貸し付けにモラル・ハザードが広く見られるのは、加盟国が危機に陥った時に IMF が国際収支の支援を行うからである。[これまでの] あらゆる危機において、IMF からの借り入れは国際的な銀行と債権者への債務の返済のために使用されてきた。

このモラル・ハザードの問題によって、金融のレベルと国際的なレベルにおいて、経済の脆弱性がさらに増すことになった。いくつかの銀行は「大き過ぎて潰すことができない」(too big too fail) とか、政府が困難に陥った銀行の救済に乗り出すだろう、という認識を貸し付ける側では持っていた。いくつかの国では、オンショアの銀行が過度に海外から借り入れを行い、国内に過度に貸し付けを行っていた。政府は名目的な為替相場を安定的に維持するために介入するだろうという暗黙の保証によって、銀行は対外債務に十分な通貨のリスクヘッジを取らなかった。このモラル・ハザードの問題はなにも国内の銀行に限らない。国際的な銀行の行動もまた、直接的な政府の介入や IMF の支援計画による救済の保証によって影響を受けている。このことが、外国の金融機関に、この地域の国内銀行に対してそれに伴うリスクを十分に査定することなく、大部分が短期ベースで大量の資金を貸し付けさせることになった。

## 2) 金融パニックの見解

ファンダメンタリストの見解は、しかし、今回の危機の [伝染した] 速さとその激しさの両者を説明することに失敗している。金融的溶解については説明したものの、この地域の他の諸国への連続的なドミノ倒し効果やその後生じた過剰調整について説明を試みる時、その議論はより説得的でないように思われる。

「金融パニック」の見解は、危機に先行する時期この地域の経済的ファンダメンタルズは基本的に健全であった、と述べている。危機は、それに先行する時期に IMF や信用格付け機関、アナリストが行ったこの地域に関する楽観的なレポートに反映されているように、大抵の市場参加者やアナリストによって予言されたものではなかった。経常収支の赤字や為替相場の増価、輸出の伸びの低下のような、経済の脆弱性を示すいくつかの兆候がみられた。が、「金融パニック」

の見解が強調する点は、これらの指標は「経済の」減速を示すものではあっても、危機が成熟していたことを示すものではないということであった。危機は外国と国内の双方の投資家の期待が突然変化したことによるものであった。この投資家の不合理な行動は、危機を管理するIMFのアプローチによってより強められた。IMFの政策対応は基本的には、通例公的部門に起因する危機に対して行われるのであって、民間部門から生じた危機に対しては不適合であることが明らかになってきた。ジェフリー・サックスが「危機は国際資本市場の欠陥と市場の信認が突然逆転した場合の脆弱性を証明した」と述べているように、国際金融制度もまた非難された。

すでにふれたように、東アジアの金融危機の原因をめぐってコンセンサスは存在しない。しかし、危機の原因に関する2つの大きな見解が決して排他的でないことも指摘しておかなければならない。両方を見解が一致する諸問題もある。その後危機がこの地域全体に拡大した伝染効果はパニックによって引き起こされたということでは「ファンダメンタリストの見解との」一致がみられる（コルセッティ、ペサンティとロウビーニ）ものの、他方では、「金融パニック」の見解は東アジアの経済には成長の減速を引き起こすいくつかの根本的な問題点が存在したということには同意していない。したがって、危機の原因に関する国際的なコンセンサスはまだ出来ていない。しかし、危機の原因が国内要因と対外要因の双方によるものであったことは明らかになってきている。

### 3) 危機における通貨投機者の役割

マレーシアは、危機における通貨投機者と高度のレバレッジ効果を利用する機関の役割を強調した、最初の国のひとつである。初期には懐疑的な見解もあったが、今では彼らの行動によって国際金融市場が過度に動揺しないよう対処する必要があることにはますます大きな国際的なコンセンサスがある。技術と金融の革新の急速な進歩は、国際的な金融規制のインフラがそれらに後れを取ることと相俟って、高度のレバレッジ効果を利用する機関（HLIs）やヘッジ・ファンドのような巨大な市場のプレーヤーが、彼らが占める規模や彼らが市場の参加者に与える影響「の大きさ」を考えると、とりわけ小さなエマージング・マーケットにおいては「市場の」展開を操作できるということを意味する。

国際金融市場で活動する際、HLIsはいかなる規則にもあるいは開示要件にも縛られていない。危機の影響を被った国々の経験から得られた逸話的な証拠も、HLIsが市場で操作を行うことによって金融の不安定を惹起したことを示している。彼らのやり方は国によって異なるけれども、HLIsの投機的な攻撃にはいくつかの共通した特徴がある。それには、為替相場をめぐって変化の可能性があることをすばやく見抜くことや、市場の蝸集行動ないし趨勢に従う行動を利用できる地位を確立することが含まれる。そうするために、HLIsはしばしば市場価格以下の値段で攻勢的な売りの戦術を取り、他の市場のプレーヤーに通貨へのアタックが始まったというシグナルを送り、蝸集行動を引き起こすのである。ある場合には、投機者たちは市場の雰囲気に影響を及ぼすために、標的とする経済に関して「故意に」悲観的な見解やコメントを出すという手段に訴えなければならないこともある。最後に、HLIsは他の「市場」参加者の売って短期のポジションを解約したいという要求を利用して、それによって利益を獲得するのである。



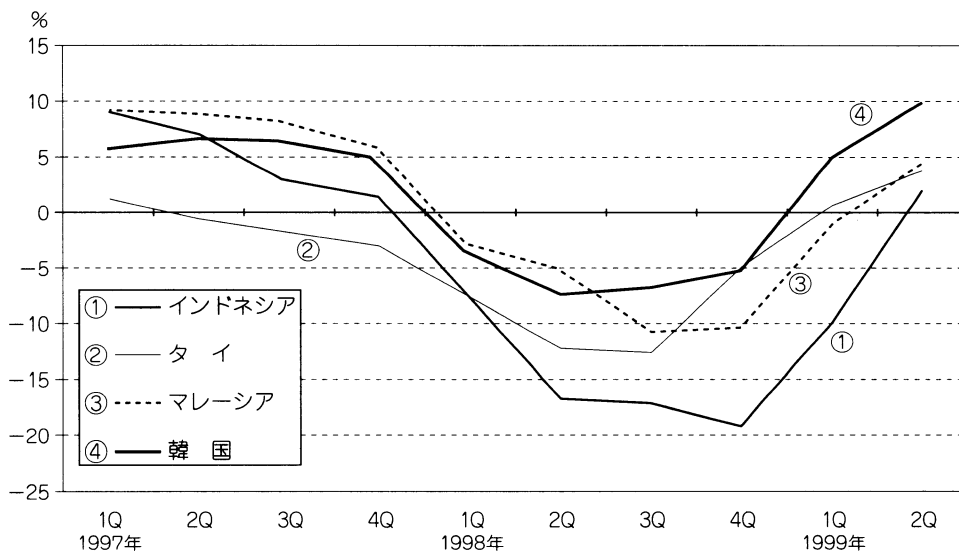


図1 東アジア地域諸国の四半期別成長率  
(対前年同四半期比での変化率として計測)

### 3. 危機の影響を受けた諸国

通貨危機として始まったものは、まもなく金融危機と経済危機になっていった。この地域の通貨の多くが切り下げられたのに続いて、各国の株式市場もまた不利な影響を被った。通貨が突然切り下げられ株価が下落したために、企業はキャッシュ・フローの問題を経験し始め、借入れ金の返済不履行が生じた。資産市場の価格下落による危険に強くさらされている金融機関は、困難を経験し始めた。資産 (wealth) と所得水準の低下は、まもなく民間消費と投資を減少させ、ついには生産を下落させた。危機が悪化した原因は、ある程度まで、最初の政策対応が不適切であったことに求められる。継続不可能な為替相場を維持するために使用したため、多額の外貨準備が失われる結果となった。初期に外貨準備が枯渇したために、アジア諸国が危機を管理する能力が弱化した。

#### 1) IMF 融資への依存

##### (1) タイ

危機に対処するに当たって、タイとインドネシア、韓国は国際通貨基金 (IMF) の支援を、とりわけ国際収支のギャップを埋め対外準備を強化するための融資を求めた。タイは、1997年8月に、上限29億 SDR (約39億米ドル) のスタンバイ [クレジット] 取り決め (stand-by arrangement, SBA) を IMF から受け取った。その支出は四半期毎に行われ、遂行目標の達成が義務付けられ支援計画のレビューが行われた。タイに対する IMF の支援計画は、この地域の諸国からの2国間レベルでの総額約130億ドルの融資によって補強され、その内マレーシアは10億ドルを出資した。この融資は全額タイによって引き出された。

タイへの2国間貸し付けによる融資は、IMF のスタンバイ・クレジットと同じ割合で支出された。SBA の主要な目的は、経常収支の赤字を速やかにかつ強制的に減少させ、国内経済を

通常のように調整することにあつた。これには、緊縮的な財政金融政策と金融部門のリストラが含まれていた。

## (2) インドネシア

1997年11月に、IMFはインドネシアのマクロ経済の安定と構造改革計画を支援するために、73億3,380万 SDR（約101億4,000万ドル）のSBAを承認した。この支援計画には、景気が後退しているにも拘わらず、財政黒字を維持し緊縮的な金融政策を取る手段が含まれていた。IMFの支援計画には、問題のある銀行を閉鎖することを含む金融部門の改革も盛り込まれていた。外国貿易と投資の自由化や国内の独占体の解体、民営化計画の拡大を含む広範囲の構造改革が実施された。IMFの融資に加えて、インドネシアの改革計画は世界銀行とアジア開発銀行からの金融および技術援助によって支持されていた。この融資のパッケージにはインドネシア自身の多額の対外資産の一部を使用することも含まれており、230億ドル規模での「第1次の融資ライン」(first line of financing)を供与するものであった。同時に、多くの国が予期せざる不利な外的環境の下ではIMFによる利用可能な資金(resources)を補強する追加的な資金が新たに必要になることを指摘したために、補強的な融資が利用できるようになった。マレーシアは10億ドルを供与することにより、インドネシアの「第2次の防衛ライン」(second line of defence)に参加することに同意した。この約束は、しかしながら、[実際にはインドネシアによって]実施されることはなかった。

## (3) 韓国

1997年11月に、韓国もまた155億 SDR（約210億ドル）に相当する3年間のIMFのSBAに頼ることになった。追加的な金融支援が、世界銀行（100億ドル）とアジア開発銀行（40億ドル）から構造改革のために供与された。同時に、多くの国が200億ドルを越える第2次防衛ライン[の融資]を供与することに同意した。韓国[に対する支援]計画は、経常収支の赤字を減らすこと、対外準備を補強すること、緊縮的な通貨・金融調整[政策]によりインフレ圧力を抑えること、金融部門のリストラを図り自己資本を増強(recapitalize)し透明性を高めより市場指向的にまた[金融当局によって]より上手く監督されるようにすること、企業と金融機関の短期債務への高度の依存を引き下げること、および[韓国]経済におけるリスクの分散を図ること、を目論んだものであった。この計画には、貿易関連の補助金や制限的な輸入ライセンスを廃止する構造的な手段と輸入多様化計画もまた含まれていた。上場された韓国の株式に対する外国人の所有上限は、1997年末迄に26%から50%へと引き上げられ、1998年末には55%へと引き上げられた。他の資本勘定取引を自由化するための手段も導入されていたが、それには外国人の国内金融機関や社債市場への参入制限を自由化することや承認手続きを簡素化することによって外国直接投資に対する制限を緩和すること、外国企業の借入れ制限を廃止することが含まれていた。労働市場の改革には、企業合併やリストラの下では、労働者の解雇制限を緩和することが含まれていた。レイオフの負担を軽減し再雇用を促進するために、雇用保険制度が強化され、民間の職業安定機関や臨時雇用機関が活動することを認可された。

## 2) IMFのアプローチに対する批判

この地域の金融危機に対する政策対応に関して、IMFは批判された。それには、危機の影響

を受けた諸国を支援するために直ぐに流動性を供与する必要があったにも拘わらずそのことに十分な配慮がなされなかったため IMF の支援計画の効果が発揮されなかった、という見解が含まれていた。加えて、多くの論者が、IMF の支援計画は緊縮的な財政金融政策に偏向しており、それが「市場の」信頼を回復することを妨げ、実際に経済後退を加速させた、ことを指摘した。多くの人々は、東アジア諸国は財政赤字に苦しんでいなかったのだから財政の緊縮化は不適切であった、と見ていた。金融の分野では、高金利〔政策〕が採られたために銀行制度は一層弱体化する結果となった。

IMF はまた、経済回復を優先すべき時であるにも拘わらず SBA に余りにも多くの構造改革の負担を掛け過ぎた、として批判されている。政策〔を実行に移す場合〕の順序や導入された政策手段を成功裏に実施するためにそれに相応しい制度的枠組みを構築すること、に対して当然払うべき配慮が欠けていた。全般的に、IMF は「ひとつのサイズをあらゆるものに当てはめる」(one size fits all) という原理を適用するという誤りを犯した。ラテン・アメリカで用いられた SBA が、財政黒字と高貯蓄というように経済的条件が大きく異なっているにも拘わらずアジアに適用された。IMF はまた、危機がもたらす社会的な影響 (social implications) について十分に注意を払っていなかった、という誤りを犯した。その結果、IMF の支援計画は高い金融的社会的コストを危機の影響を受けた諸国に課すことになった。

### 3) アジア通貨基金 (AMF) とマニラ・フレームワーク

危機が始まった時に、IMF は危機の影響を受けた諸国を支援するために直ぐに流動性を供与することに乗り気ではなかった。その後、1997年9月に日本がアジア通貨基金 (AMF) の創設を提案した。AMF の目的は、加盟国がこの地域のマクロ経済と金融政策の諸問題について議論する場を提供することにあった。AMF は、IMF の役割を補完する、独立した機関であると想定されていた。AMF は、IMF の融資計画と平行したり、また例外的なケースでは IMF に先行したりまた独自に、加盟国に融資するものと考えられていた。AMF の提案された〔資金〕規模は1,000億ドルであった。

1997年11月18～19日にマニラで、アジア通貨基金の提案を議論する会議が、タイへの金融支援を行った14ヶ国〔・地域〕—オーストラリア、ブルネイ、カナダ、中国、香港特別行政区、インドネシア、日本、韓国、マレーシア、ニュージーランド、フィリピン、シンガポール、タイおよびアメリカの蔵相と中央銀行総裁の代理が集まって開かれた。IMF と世界銀行、アジア開発銀行の代表も議論に参加した。会議は、近年の金融市場の発展によってグローバリゼーションと不安定な資本の流れによるリスクと課題が鮮明になった、と述べた。会議は、金融的安定を維持するために地域協力の枠組みを作ることで一致した。

地域協力の枠組みは次の4つの分野でイニシアティブを発揮するだろう。〔1つは、〕IMF のグローバルなサーヴェイランスを補完する地域的なサーヴェイランスの機構を作ることである。〔2つは、〕国内の金融制度と〔金融機関を〕規制する能力を強化するために技術協力を促進することである。〔3つは、〕金融危機に対して IMF が速やかに対応できる能力を強化するための手段を構想する (それには、IMF のクォーターと新規借入れ協定の増額を行うことおよびグローバリゼーションと不安定な資本の流れから生ずる問題に対処するために IMF に新たに短期融資を行うメカニズムを作

ることが含まれる)。[4つは、] IMF やその他の国際金融機関の資金を補強する[地域]金融協力の協定を締結する。それによって二国間での貸し手[資金供与国]は IMF が支援している計画に対して補完的な融資を行うことができるようになる(この考えはインドネシア「モデル」に基づいており、そこでは[インドネシア支援への]参加国からの基金は「第2次の防衛ライン」となるだろう)。

マニラでの結果は、参加国に緊急融資を行うことを促進する手続きについて一組の合意が得られたものの、それはケースバイケースであり、[しかも] IMF の支援計画に拘束されるというものであった。このことは、グローバルなレベルで IMF の役割を支援し地域的なサーヴェイランスを補完する、強力なアジア融資機関を設立する必要をひどく弱めるものであった。あと知恵となるが、多くの論者は AMF が設立されていたならアジア金融危機は抑え込まれ危機の激しさは軽減されただろうと述べている。

#### 4. マレーシアの経験

マレーシアの経済は、危機の始まる直前においても基本的に強いものであった。1997年の最初の2つの四半期において、実質 GDP は約8%の成長を続けていた。国家財政は黒字を記録し続けており、より重要なことは、対外債務の水準が対 GNP 比で43.2%と低かったことである。経済の供給側の制約[を取り除くため]に取り組む方策が1995年以来採られてきており、肯定的な結果を示し始めていた。経常収支の赤字は、対 GNP 比で1995年の10%から1996年には5%へと低下し、さらに改善すると期待されていた。インフレ[率]は、1997年7月には2.1%という最低のレベルにまで減速していた。資産バブルの発生を抑えるために、また国内需要を産出水準により一致させるために、銀行の貸し出し率を引き下げる方策が採られた。したがって、1997年6月末には、[マレーシア経済の]ファンダメンタルズはより強化されていた。経済成長は、低インフレと国際収支の改善を背景にして、成し遂げられていた。

銀行部門においては、1980年代半ば以降着手されてきた構造改革が銀行制度を強化していた。国際基準で見ると、[マレーシアの]銀行制度は1980年代末以来、厳格で慎重な基準の下にあった。厳格なガイドラインが、単一の顧客に対する貸し出し制限(single customer limits)や大型融資に関する制限(large loan limits)、縁故貸し付け(connected lending、すなわち、銀行の取締役や職員に対する融資や銀行が利害関係を有する者への融資)の禁止について実施されていた。[アジア]金融危機が始まる直前の1997年6月末において、[マレーシアの]銀行制度の平均的な自己資本比率(the average risk-weighted capital ratio, RWCR)は、バーゼル協定によって決められた8%という国際的に勧告された最低水準を上回る12%であった。純不良債権(non-performing loans, NPLs)は融資総額のわずか2.2%であり、NPLs に対する引当金の比率は100%に近かった。同時に、対外借入れの承認過程も厳格であった。企業と銀行は、したがって、外貨借入れに対してヘッジを取らないという危険を冒さなかった。

危機が始まった時に、マクロ経済と制度において強いファンダメンタルズがあったために、マレーシアは危機に対応する際により大きな適応性(flexibility)を持つことができた。経常収支の赤字や資産インフレ、信用拡大の高い伸び率(high credit growth)のような構造的な不均衡が存在したけれども、これらの弱点に取り組む政策がすでに採られており、肯定的な結果がすでに現れ始めていた。

初期条件が強かったにも拘わらず、タイ・バーツが変動相場制に移行した後起こったリングへの投機的な攻撃と同様に金融パニックと証券投資家の蝟集行動が、マレーシアの歴史において最悪の経済危機をもたらした。1997年2月にタイの不動産会社が対外債務のデフォルトに陥ったのに続いて、不動産市場と不動産企業に多額の貸し付けをおこなっていた金融機関は逼迫した。この時期のタイ・バーツは、中央銀行(Bank of Thailand, BOT)の介入にも拘わらず、恐ろしいほどの圧力を受けていた。タイ政府が、1997年に主要なファイナンス・カンパニーに対する支援を打ち切った時に、市場の信頼は影響を被った。当局のバーツと米ドルとの交換比率を維持できる能力に対する不安が外国資金の巨額な引き上げをひき起こし、1997年7月2日に当局に通貨を切り下げさせた。

### 1) リングは圧力を受けた

マレーシアの経済構造ならびに管理と他の危機の影響を受けた諸国とのそれとの間にはかなり大きな違いがある。マレーシアには、短期債務の比率が高いとか為替相場が相対的に固定化されている、といったような問題がなかった。リングは1973年以来変動相場制を採ってきた。危機の直前、リングは実は1997年初めの1ドル=2.53リングから同年の第1四半期には2.47リングへと切り上がっていた。マレーシアの経済的ファンダメンタルズが強かったにも拘わらず、蝟集行動によって市場参加者たちはマレーシアが東アジアの近隣諸国が直面していたと同様な共通する問題を抱えているとみなすようになった。伝染効果がまもなくマレーシアへも及んできた。通貨取引業者たち(currency traders)がリングの切り下げに賭け始めると、リングは投機的攻撃を受けた。相対的に安定を保っていた金利の動向も、5月にまた7月に再び、リングに対する投機的攻撃によって混乱させられた。金利は[為替市場への]介入操作を支えるために上昇した。翌日もの(overnight)の金利は5月中旬に18.75%にまで急上昇した。リングに対する圧力はまもなくおさまり、金利が下落するにつれて流動性も再び改善した。しかし、タイ・バーツの切り下げの後まもなく7月には、リングに対する投機的活動の第2ラウンドが始まった。BNMは当初外国為替市場に介入し、銀行間[インターバンク]金利はさらに急上昇した。7月10日には、翌日もの金利は前日の7.5%から40%へと上昇した。

1997年7月11日にフィリピン・ペソが切り下げられた後には、投機的活動にはヘッジファンドや投資会社(investment houses)による利用可能な大変巨額な資金が含まれていること、また[為替市場への]介入操作を支えるために金利を引き上げても効果がないこと、が分かった。未曾有の投機的活動が行われたため、危機の初期に[既に]、この通貨市場の不安定は長引くだろうと見られていた。

上記のような環境下において、BNMは外貨準備を守ることと[経済の]実体部門に対する投機的活動の影響を最小限に抑えるために国内金融市場の安定性を回復することを重視した。金利は、危機以前に一般的であった水準に近いところにまで引き下げられた。

### 2) リング市場の操作

マレーシアに対する危機の伝染効果は、外国為替市場における投機家たちの役割を際立たせた。通貨取引業者による[為替市場を]不安定化させる活動は、マレーシアに不利なインパクトを与

えた。通貨投機家たちが小さな開放経済に及ぼしうる効果を理解するように、リング市場での投機家たちの操作について、Box 1 で説明がされている。

### Box 1 : マレーシア外国為替市場における投機的活動

#### 1) リング市場の背景

リング市場における通貨取引は、オフショア市場からと同様に国内市場からも生ずる。国内市場において、通貨取引は貿易または為替の〔売り持ちか買い持ちかの〕ポジションを取る (position-taking) 行動から生じうる。貿易およびそれと関連する取引から生じる通貨取引は、実質的な経済活動によって支えられたどちらかといえば安定的な流れとなっている。しかし、国内市場において為替のポジションを取る行動は、高度に投機的な要素を有しており、散発的にエアポケットに陥ることがあるが、それは銀行の活動の枠組みを支配するガイドラインを通して制御されている。BNM はマレーシアの銀行に、外貨の純オープン・ポジション (net open position) に対して上限を課しているため、銀行は通貨取引活動を行う際にいかなるレバレッジも事実上行えないよう制限を受けている。公認された為替取扱い業者の各々に対する純オープン・ポジションの上限額は、彼らの資本規模とその為替取扱い容量を考慮に入れて決められる。為替取扱い容量は、外国為替取引量とその取引活動を管理できるスタッフの能力によって決まる。

オフショアのリング市場において、通貨取引業者はヘッジファンドやポートフォリオ・ファンド (portfolio fund) のようなノンバンクと銀行に大きく分類することができる。顧客に対して貿易関連と同様に貿易に関連のない取引についても外国為替を供給できる外に、銀行は外国通貨での資産運用取引 (proprietary trading) も引き受けることができる。これらの貿易非関連取引は、為替相場の変動から利益を上げることを狙って〔上記の〕二つのグループによって行われるものであり、本質的に投機的であり高度に不安定な流れをなしている。歴

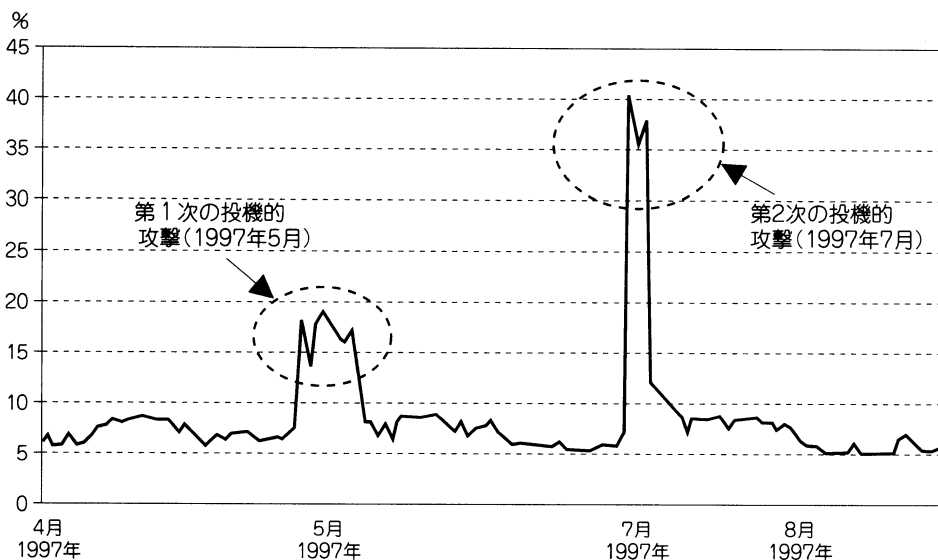


図2 翌日もの金利の変動

史的には、貿易非関連取引に由来するリング取引活動はオフショア市場から生まれたものである。これらの活動にはリング取引と同じく、株式取引やオプション取引、先物取引(forwards)、通貨先物取引(futures)、スワップ契約のようなデリバティブが含まれる。オフショアリング市場は、マレーシアの外での、あらゆるリング預金と融資拡大活動、もまた含んでいる。通貨取引業者は、特定の通貨の為替相場の変動に対する予想に従って、その通貨の売り持ちないし買い持ちのポジション(short or long positions)を作り出すだろう。その取引が直物市場で行われるか先物市場で行われるかに関わらず、それが為替相場に与えるインパクトは、銀行が大事を取って直物市場でそのポジションをカバーすると即座に現れ、したがって為替相場に対する圧力を作り出す。リングオフショア市場活動は多くがシンガポールで行われているが、ある程度は、ロンドンやニューヨーク、香港のような他の金融センターにおいても行われている。

## 2) 投機家はどのようにしてリングの空売りを行ったか

投機家は、直物市場と先物市場のいずれにおいても、リングを空売りすることができる。直物市場においては、引き渡し日(delivery date)または決済日(value date)は取引日(transaction date)から2日後である。決済日にリングを引き渡すために、投機家は、[直物で]リングの売り持ち高の手当てを行うと同時に先物でドルの買い持ち高を拡大する、というスワップ取引を行う。(スワップとは、双方が先物でそれを買い戻すという合意の下に直物でひとつの通貨を他の通貨と交換する、という同時的に行われる取引をいう)。スワップ価格ないしスワップ・ポイントは、その二つの通貨の金利差を考慮に入れて計算される。

投機家は、直物市場でリングの売り持ち高をカバーし先物市場でリングの売り持ち高を拡大するために、効率的にスワップ売買(ドルを直物で売り同時にドルを先物で買う)を行う必要がある。このスワップ取引の相手側である銀行は、それに対応した反対の取引すなわち売買を行うであろうが、それは[銀行が]スワップの期間中投機家にリング売りのスワップを行うことを意味する。銀行が[リング売りの]スワップの側に立つことは、したがって、オンショア[国内]の銀行がリングを非居住者に貸し付ける機会ができることを意味する。その結果、1997年8月4日に、銀行に対して、非居住者との貿易非関連取引に関して[リング売りの]スワップを行う場合は、上限200万ドルの制限が課された。この方法は、オフショアの関係者が投機的なポジションを作りスワップを通じてそれに資金を供給するのを阻止する狙いがあった。

投機家はまた、例えば3ヶ月の米ドルの先物に対してリングを売ることによって、先物市場でリングの投機を行うことができる。先物の決済日は2日間だとすると、投機家は利益を上げるために逆の取引を行う、すなわちこれまで説明したようにスワップを通じてリングの売り持ち高をロールオーバーするのである。

## 3) リング市場での[為替投機の]操作の足跡

グローバルな市場での通貨取引活動について透明性が欠如しているけれども、外国為替市場での操作的な活動の存在を明らかに示す状況証拠ないし市場の展開の趨勢といったものがある。リング市場における投機的な活動の存在を明らかに示す足跡が、以下のように観察さ

れている。

### (1) 通貨取引規模の拡大

取引規模が拡大するのは、市場で取引される一回の取引規模が大きくなったことによる場合もある。通常の市場の状態では、一回の取引規模は典型的には300万米ドルから500万米ドルの間である。しかし、通貨に対する攻撃があった期間は、一回の取引規模は5,000万米ドルから2億米ドルの範囲にあった。オフショアセンターとりわけニューヨーク、ロンドンおよびシンガポールから発する2億から5億米ドル規模のリングに対するドルの買い注文が行われた場合さえある。オフショアでの取引がこのような規模で行われる状況下では、リング【の為替】相場に対して当然のことながら引き下げ圧力が生じた。リング相場は大幅に切り下げられ、1997年12月15日には1米ドル=3.93リングという最低点にまで達したという事実がある。2度目の大規模な攻撃が1998年1月7日に起こり、リング相場は1米ドル=4.88リングという空前の低さにまで弱化した。

### (2) スワップ市場の成長

リング市場での投機家の存在を指摘する特別に有効な証拠は、この期間中スワップ市場が爆発的に成長したことである。通貨取引が国内市場から生じる場合は、銀行が貨幣市場に容易に接近できるためリングの入手可能性は問題にならないことは歴史的事実が示している。スワップ市場の総取引高が直物市場のそれよりも小さいのが、マレーシアの外国為替市場のひとつの特徴である。他方、投機家はリングの供給が不足しており、リングのキャッシュ・フローの不足に 대응するためにスワップ市場でリングを調達する方法に頼らざるをえない。その結果、1997年には直物取引の2倍以上、1998年にはそれよりも小さい規模ではあったが、毎月のスワップ取引量が異常に増加した。それ故、オフショア市場でのスワップ取引を通して【入手する】リングの資金コストが翌日もの場合400%ほどの高さまで急上昇した、他方国内の金利が1998年に9～11%であった時に1ヶ月から3ヶ月ものスワップは7～36%の範囲で取引されていた。

オフショア市場でのリングの供給を抑えるために、BNMは1997年8月にスワップ取引に制限を加えた。そのためオフショア市場の銀行は、彼らのリングの売り持ち高の手当てをするためにより多くのリングを入手しようとして、リング預金をする場合には15～30%という範囲のとても魅力的な高い金利を提示するという別の戦略を採用するようになった。このことは、リングの大幅な切り下げから利益を得ることを期待して、オフショア銀行が継続的にリングの売り持ち高を作り出した保持していたことを意味する。リングの為替相場とオフショア市場の高い金利との相関関係は、以下に示されている〔図3、参照〕。

下記の表は、投機的な攻撃以前の2年間とリングが攻撃された1997—98年の、マレーシアの外国為替市場【における直物とスワップ取引】の規模を示している。

〈表〉平均月額取引量（単位：10億リング）

	1995年	1996年	1997年 1—6月	1997年 7月—12月	1998年 1月—8月	1998年 9月—12月
直物	33.96	33.41	33.42	33.07	45.70	17.35
スワップ	25.97	33.35	55.62	97.60	47.94	20.88



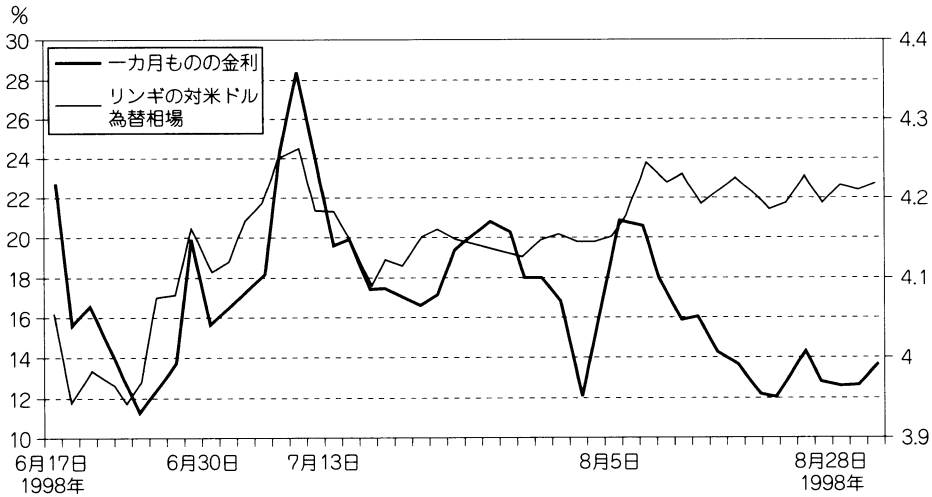


図3 オフシェア市場での1ヶ月もののリングの金利とリングの対米ドル為替相場の動き

ポートフォリオ資金や信託資金のような他の資金もまた、[東アジア] 地域から資金を引き上げた結果、この地域の通貨に圧力を加えることになった。彼らの行動は、危機を引き起こしたのではないけれども、状況を正に悪化させたのである。これらの資金は[この地域からの資金] 流出の最後尾に位置していた。彼らの株式市場での売り浴びせは、この地域の[株式市場の] 乱高下に反応したものである。しかし、その過程で、彼らは乱高下を強めてしまったのである。

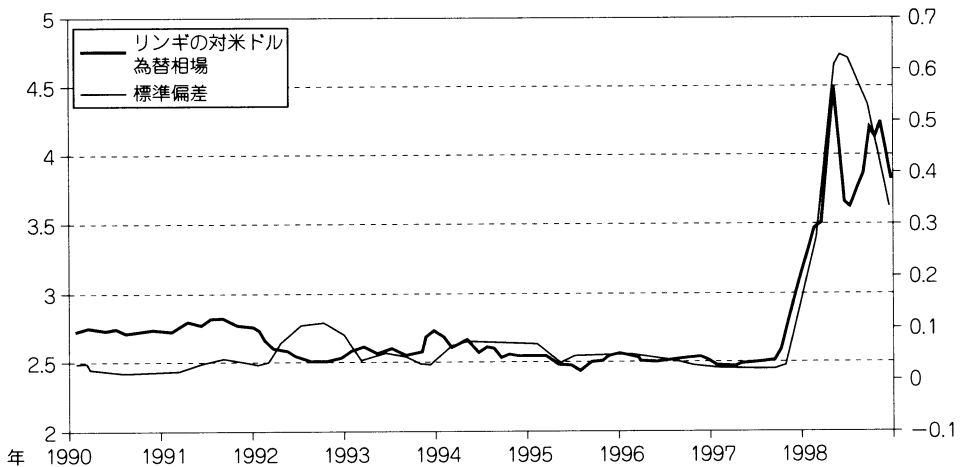


図4 リングの対米ドル為替相場の動き

リング市場における投機的な活動の結果として、リングの為替相場は極端な乱高下にさらされた。リングは、何度も、極めて短い期間内に、徹底的に弱められた。為替相場の乱高下が大きくなったこともまた、買値と売値のスプレッドを大きく拡大した。通常5から15の間のスプレッドが、100から500の間へと、そしてピーク時には1,000から2,000のそれへと拡大した。

### 3) マレーシアに対する危機の影響

強いファンダメンタルズを持っていたにも拘わらず、東アジアの金融危機はマレーシア経済に多くの点で影響を及ぼした。金融市場の不安定性に加えて、危機は実体部門に影響を及ぼし金融部門を弱体化させた。1997年末に向かって、実質 GDP の成長率は減速し始めた。1997年には実質 GDP はまだ7.5%（1996年は10%）上昇したけれども、1998年には7.5%下落し、1985年以来初めてマイナス成長を記録した。[景気後退の] 谷は、1998年第3 四半期にやってきた。危機は、金融部門、実体部門および対外部門を含むマレーシア経済の全ての大きな部門に影響を及ぼした。しかし、ファンダメンタルズが[他の危機の影響を受けた諸国に比べて]より強かったことと貧困を根絶するためのアファーマティブな政策を採ってきているために、危機がもたらした社会的な影響はマレーシアではより厳しいものではなかった。マレーシア経済に対して危機が与えたインパクトの全体像については、Box 2 で述べられている。

#### Box 2 : 危機がマレーシア経済の各部門に与えたインパクト

リング切り下げの実質 GDP 成長[率]に与えたインパクトは、1997年前半の平均8.5%から同年の第3 四半期に7.7%へ GDP の成長率が低下して以来感じられ始めた。危機が深化するにつれて、経済に与えるインパクトはますます厳しくなり、1998年第1 四半期には3.1%のマイナス成長を、さらにその後は一層悪化し、同第3 四半期10.9%、第4 四半期10.3%、と各々マイナス成長を記録した。リング切り下げが経済の各部門に与えたインパクトは、それぞれ異なっていた。

##### 1) 一次産品部門

一次産品部門 (commodity sector) においては、リング切り下げの最初のインパクトは、輸出収入 (export earnings) に対してであった。その利益は、大抵の一次産品価格は米ドルで表示されマレーシアは世界的な需給によって決まる価格の受け手 (price taker) である [にすぎない] ため、リング換算での輸出受け取り額が増加したという予想外の利益であった。輸出量に対する直接的なインパクトは、[一次産品の] 生産が価格非弾力的であるため価格よりも生産高や耕作地面積によって規制されており、無視できるほどの大きさであった。

パーム・オイルは、未加工のパーム・オイル (crude palm oil, CPO) 価格が米ドルで表示され世界市場で決まるために、輸出収入において予想外の利益を享受した。1998年に、パーム・オイルの輸出業者は、この時期世界的に植物油脂が供給不足であり、そのことによる価格の急上昇も享受した。しかし、マレーシアは、リング価格が上昇しパーム・オイルからの輸出収入が増えるのを、上手く利用することはできなかった。事実、パーム・オイルの輸出量は1998年には CPO の低生産のために減少したが、その原因はこの時期オイル・パーム樹の植物的な産出のサイクル (biological yield cycle) が下降局面に入ったからであった。

原木の輸出業者もまた、その価格が米ドルで表示されているため、リングの切り下げから利益を得た。しかし、原木からの輸出収入は、米ドル [表示] での輸出価格の低下と日本や韓国のようなマレーシアの [原木の] 主要な輸入国での市況不振による輸出量の下落を反映して、1998年には減少した。これら諸国もまたこの地域の危機の影響を受けており、それがこれら諸国の国内の建築活動を大きく低下させた。

ゴムの場合、ゴムの生産者はこの商品の価格がリングで表示されているためにリングの切り下げから利益を得るということはなかった。

鉱物部門においては、原油と液化天然ガス(LNG)の輸出業者もまた、これらの商品の価格が米ドルで表示されているために、輸出収入において予想外の利益を享受した。1998年の間、リング換算での原油売上高は増加したが、他方LNGのそれは減少した。原油の場合、価格は世界的な過剰ストックのために下落したが、輸出量は、この年に3つの新油田が生産を開始したため生産が高まり、増加した。LNGについて、輸出収入が伸びなかったのは、価格が低くまた輸出量も日本や韓国、台湾からの需要が減少したために低かったためである。

錫の場合は、錫の価格が米ドルで表示されているため、リングの切り下げはこの商品に高いリング価格をもたらした。生産コストを上回る高価格に刺激されて、錫の生産は1998年と1999年にプラス成長を記録し、合計12の新鉱床が生産を開始した。

## 2) 農業部門

1998年迄に、リングの切り下げはまた、肥料や殺虫剤、機械のような輸入投入財のリング価格が高くなり生産コストが上昇したため、農業部門に不利なインパクトを与えた。これは、この部門の競争力に影響を及ぼした。しかし、鉱業部門については[マレーシアの場合]国内資源に高度に依存する性質であるため、リング切り下げの投入コストに対するインパクトはごくわずかなものであった。

## 3) 建設部門

建設部門においては、危機の勃発に先立ってこの部門の過熱を冷やすための慎重な方法が導入された結果、産出額の伸びは1997年の第1四半期の17.5%というピークから同年の第4四半期の7.8%へと低下した。しかし、経常収支の赤字に対する圧力を減らすために政府が数件のプロジェクトの実施を延期したのに続いて、産出額は1998年には23%、1999年前半は11.4%と大きく縮小した。

その内、土木事業部門は、輸入の割合が高いため国際収支に不利に働くとの考えから、政府が数件のプロジェクトを延期したため影響を被った。民間部門でも、機械や設備の輸入コストが上がった結果コスト超過となり、いくつかの進行中のプロジェクトが遅れたり延期された。

商業不動産部門は、過剰供給状態であったことと、この部門への貸し付けを制限する手段が導入されたことにより影響を被った。多くのプロジェクトは遅れるか延期された。

それに比べて、その中で低価格や中価格の住宅部門は、潜在的な需要が強くまた使用される投入財の90%以上が国内で調達されるために、大きな影響を受けなかった。対照的に、高級住宅市場は、価格と入居率でより大きな調整を余儀なくされた。多くの物件が、株式市場の低迷によって富裕効果がマイナスとなり、また経済の収縮から解雇が増加し所得が減少したため、売れ残った。雇用見通しが不確実なため、買い手の側に模様眺め(wait-and-see)という態度も見られた。

建築部門の低迷は、建築関連の資材産業の実績に影響を与えた。この産業の生産高は1998年に急低下し、またいくつかの建築財の価格は下方調整された。

## 4) 製造業部門

製造業部門においては、リング切り下げのインパクトはこの部門内の各産業によって異なっていた。

高度に輸出指向的で非資源基盤的な産業（highly export-oriented non-resource base industries）と輸出の割合が高く輸入のそれが低い資源基盤的な産業（resource-based industries with high export and low import content）は、プラスで相対的に高い純外貨獲得（net retention）[率]（1マレーシア・リングの産出に対する純輸出外貨獲得の比率によって測定）を示している。これらの産業は、為替相場の[切り下げによる]評価益から生じた輸出収入の増加という形で、リング切り下げから利益を受けることもできた。加えて、この地域の大抵の国々が経済の低迷からの脱出を輸出に求めていることを考えると、これらの産業のプラスの純輸出外貨獲得[率]は、この地域の他の諸国の輸出業者と競争して輸出価格を調整できる能力をかれらが持っていたこともまた示している。

他方、輸送設備産業のような輸入の割合が高い国内指向的産業（domestic-oriented industries with high import content）は、輸入コストが上がり、またこの産業の1リング産出当たりの純輸出外貨獲得[率]がマイナスであったため、リング切り下げによって大きく不利な影響を被った。

一方で、1998年の最初の3つの四半期の間、米ドルに対してリングは乱高下したため、輸出業者の事業の立案過程とコスト計算が複雑になり、その結果不安が生じ、それが次には輸出業者から新たな輸出注文や潜在的な輸出機会を奪うことになった。しかし、1998年9月1日に米ドルに対してリングの為替相場が固定されると、為替相場の安定が回復され、輸出業者が事業計画を遂行しやすくなった。こうして、1998年10月に海外からの需要が回復し始めた時に、マレーシアの製造業者と輸出業者は為替相場の安定を利用して通常の事業活動を再開することができたのである。1998年の第4四半期には、製造品の輸出は8.8%のプラス成長を記録するにまで反転し（1998年の1月から9月までのそれは-8.9%であった）、輸出量も増え（1998年1月～9月の-2.9%に比して、+13.6%）、輸出価格も改善された（1998年1月～9月の-6.1%に対して、-4%）。

要するに、輸出指向的産業の産出は主に弱い輸出価格と同様に弱いこの地域の需要から影響を受けていたのである。同時に、国内指向的産業の生産もまた主に国内需要の急激な縮小によって減少した。とりわけ、輸送設備産業のような輸入品のコストが上がった国内指向的産業の産出は、化学やゴム加工産業のような相対的に輸入の割合が低い他の国内指向的産業と比べると、大きな影響を被った（表1、参照）。

国内と海外の需要が景気後退によって減少した結果、いくつかの産業は在庫の増加と過剰設備に直面した（表2、参照）。

##### 5) サービス部門

サービス部門の実績は、輸入財のコストが上がり、その結果販売と利ざやが低下したことにより、影響を受けた。いくつかの公共事業や輸送会社に関しては、多額の対外債務があったため大きな為替差損が生じた。しかし、海運のような国際的な事業活動に従事している選り抜きの企業は、リングでの収入が増えるという形でリング切り下げから利益を得た。サービス部門の大部分を成す仲介業は経済活動の低迷から大きな影響を受けた。概して、サービ

ス部門へのリング切り下げと金融危機のインパクトは、他の部門よりも相対的に厳しいものではなく、1998年の付加価値の低下はわずか0.8%であった。

表1 主要産業の輸出外貨獲得率(1998年)

	純輸出 外貨獲得率 (%)	輸出(リング)	輸出(ドル)	生 産			
		1998年		1998年	同年前半	第3四半期	第4四半期
		年 成 長 率 (%)					
製造業全体	23.7	32.8	-4.6	-10.2	-5.5	-14.5	-14.7
A. 非資源基盤の産業 高輸出・中輸入依存							
電子	48.1	35.9	-2.4	-4.2	0.6	-11.3	-6
電気	38.2	24.3	-11.4	-14.8	-8	-15.6	-26.1
繊維・縫製	40.4	24	-11	-5.3	-5.4	-5.2	-5.3
低輸出・高輸入依存							
輸送設備 (完成品を除く)	-67.7 n. a.	62.6 41.8	17.1 1.7	-52.2 n. a.	-48.8 n. a.	-59.3 n. a.	-50 n. a.
B. 資源基盤の産業 高輸出・中輸入依存							
化学	46.3	30.6	-6.6	-1.8	3.8	-7.2	-6.9
ゴム製品	7.5	45	3.9	7.8	7.3	10.3	6.5

注) 1 リング生産当りの輸出外貨獲得率に関するデータは、企業サーベイ年報(Annual Survey of Companies)の1998年版より入手した。

表2 主要産業の在庫水準と設備稼働率

産業部門	在庫水準	設備稼働率(%)
1) 電子 半導体	通常	70~75%(通常75~80%)
2) 電気 消費財 エアコン	通常 通常	65~70%(通常75~80%) 65~70%(通常80~85%)
3) 輸送設備 乗用車	12,600台 (通常4~5,000台)	15~47%(損益分岐点50~55%)
4) 建設関連資材 鋼材 特殊鋼 セメント セラミック製品	20日(通常1週間) 3ヶ月(通常1ヶ月) 通常 3~5ヶ月(通常1~3ヶ月)	60~70%(通常90%) 30%(通常100%) 50~55%(通常70~80%) 50~60%(通常75~80%)

(1) リングの切り下げ

危機は、クアラルンプール(KL)の外国為替市場と株式市場において、最初に感じられた。1997年6月末から1998年12月末までの間に、米ドルに対して33.6%、リングは切り下がった、他方インドネシア・ルピアは70%、タイ・バーツは29.4%、韓国ウォンは25.5%そしてフィリピン・ペソは32.8%、それぞれ切り下がった。リングは、1998年1月8日に、米ドルに対して4.88リングという歴史的な低さにまで切り下げられたが、その後強くなった。1998年2月から6月にかけて、リングの価値は1米ドル=3.84リングから3.98リングの間にあり相対的に安定していた。1998年6月から8月にかけて、リングに対する切り下げ圧力が、日本円が安くなり[マレーシアの]国内経済が収縮した投機活動が増大したのを受けて、強められた。マレーシア政府は危機

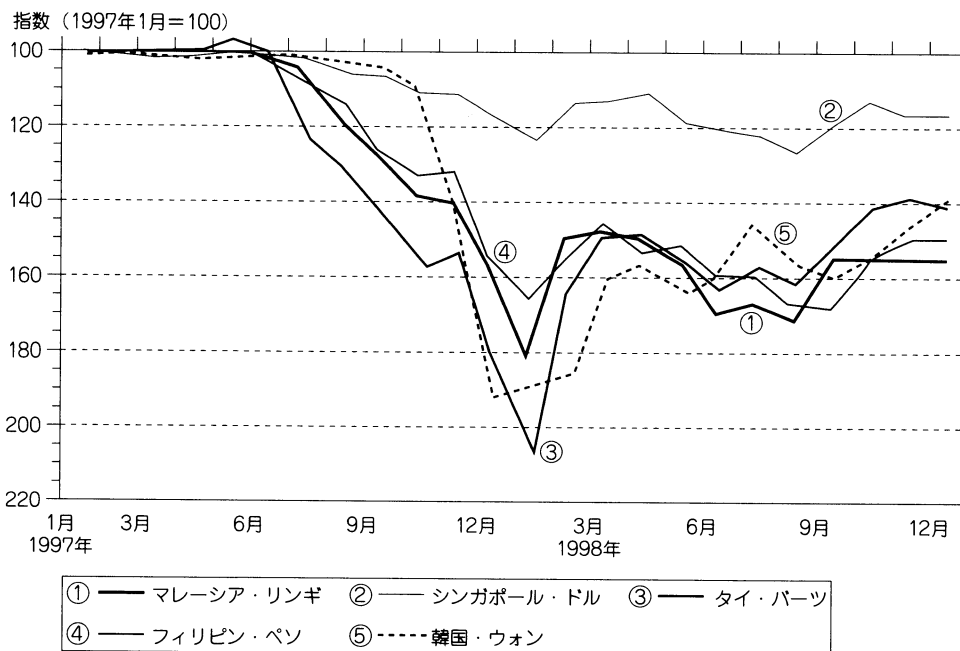


図5 東アジア諸通貨の米ドルに対する変動

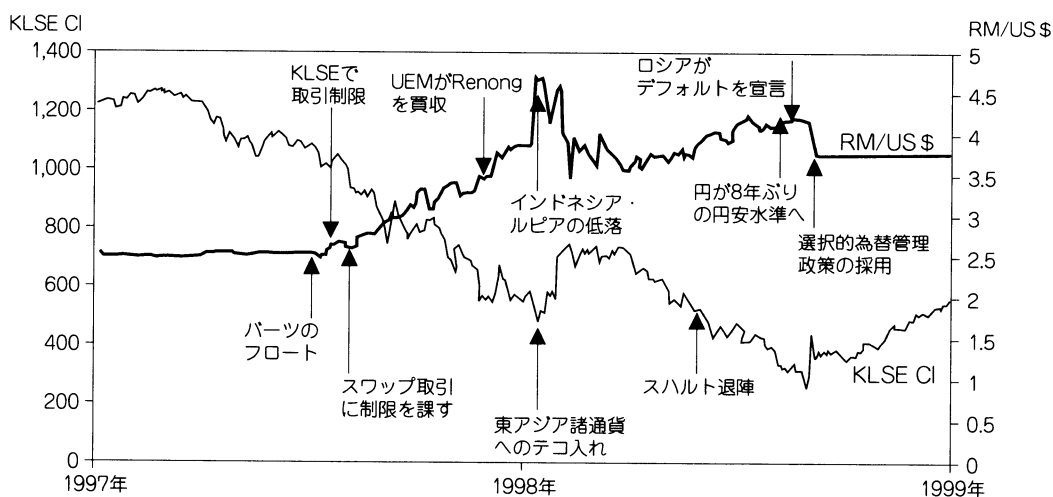


図6 クアラルンプール株式市場総合指数 (KLSE CI) とリングギの対米ドル為替市場 (RM/US\$) の動き

が経済に与える負のインパクトを管理する上でもまたリングギの減価を抑える上でも積極的に行動したが、その努力にはとりわけオフショア市場での継続的な投機的活動の故にリングギが狙われやすいという制約があった。為替相場を安定させるために、1999年9月1日に選択的な為替管理を導入し、同9月2日には1米ドル=3.8リングギに為替相場を固定する政策が採られた。このことは、[リングギが] 危機前に一般的であった水準から34%減価したことを意味する。

リングギが切り下げられた直接的なインパクトは株式市場にあらわれ、クアラルンプール株式市場総合指数 (Kuala Lumpur Stock Exchange Composite Index, KLSE CI) は1997年の後期には約

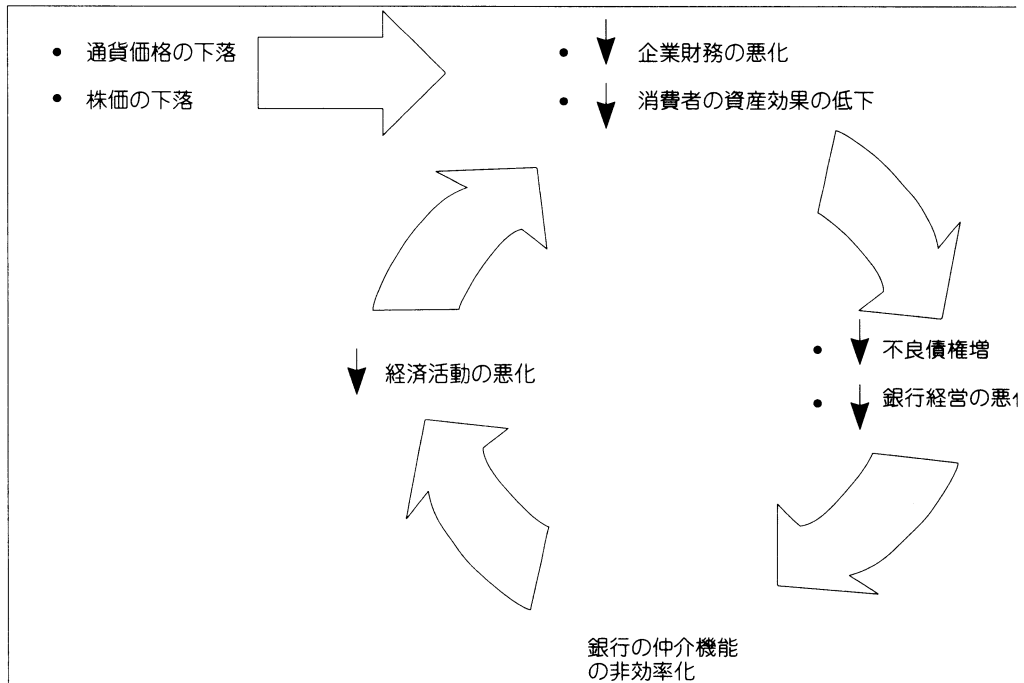


図7 今回の危機の悪循環

44.8%も下落した。伝染〔効果〕がこの地域に広がるにつれて、投資家の信頼は一層失われていった。短期資本の流れの逆流によって、リングは1998年1月7日にさらに20%も切り下げられ、またKLSE CIもまた1998年9月1日には286という最低値にまで下落した。この悪循環が1998年のリセッションをもたらした。

(2) 銀行制度の状態

株価の下落と結び付いたリングの急激な切り下げは、銀行部門の利益と実績全般に重大なマイナスの効果を及ぼした。にもかかわらず、危機の時期を通して、支払いと仲介の機能は、中断することなく続けられた。不動産と株式市場の下落に加えて、銀行のポートフォリオ〔有価証券目録〕の資産の質が悪化したために生じた経済の収縮からも、借り手の債務支払い能力は影響を被った。経済の悲観的な展望と自らの既存の資産ポートフォリオを〔上手く〕管理できるかという不安とが一緒になって、銀行は新たな融資を拡大することに過度に慎重になった。高金利と結び付いた銀行の貸し渋りが、個人と生産的な経済活動を行う有望なものを含めて事業に、融資を受ける上で厳しい困難をもたらした。かかる展開は、(ダナハルタ〔Danaharta〕に売却された融資を含めて) 融資の伸び率を1997年末の26.5%から1998年末には1.3%へと押し下げた。

同時に、NPLsが増加したため銀行の資本基盤もまた損なわれた。銀行制度全体のRWCRは、8%の最低水準以上を維持していたが、いくつかの銀行は資本増強〔recapitalisation〕が必要であった。

銀行制度は彼らが融資活動を行う時に外国資金に依存しておらず、したがってリングの切り下げによる彼らの危険は小さかったため、金融制度がリングの切り下げによって直接的に影響を被らなかったということは強調しておくべきことである。外国為替相場においてポジションを取る

行動（position taking activities）は主に先物予約のヘッジを取るためであり、銀行の活動の枠組みを定めた慎重なガイドラインによっても制限されていた。マレーシアの銀行が外国通貨〔取引から生ずるところ〕の危険を冒すことを制限した純オープンポジション（the net open position）のガイドラインが、通貨取引活動を行う際に銀行の側でレヴァレッジを取れないように効果的に制限を加えていた。むしろ、通貨〔切り下げ〕のインパクトは、経済活動の収縮と株式市場の低迷を通じて、その次には銀行制度の資産の質に影響を及ぼすことによって、金融部門に伝達されたのである。資産の質が悪化したこととその結果資本基盤が損なわれたことが、銀行の貸し出し活動に不利な影響を与えた。銀行が増大するNPLsの管理により一層集中するにつれて、彼らの過剰反応は信用拡大を抑制することによって危機のマイナスのインパクトをさらに強め、経済活動により大きな摩擦を付け加えた。

その結果、銀行制度は1998年に23億リングの税引き前損失を計上し、融資総額に占める純NPLsの割合は1998年末に9%へと上昇した。コアとなる自己資本比率（the core capital ratio）は、しかし、BISの最低限4%規定に比して8.7%という強いものであった。

#### (3) インフレ

リングの切り下げから生じた価格への圧力は、1997年末頃には現われてきた。CPI〔消費者物価指数〕で示したインフレは、1998年6月に年ベースで6.2%というピークに達し、その後下がって行った。1998年全体を取ると、CPIは5.3%上がったが、それは1982年以来最も高い上昇〔率〕であった。PPI〔生産者物価指数〕もまた、1998年には10.7%上昇した（1997年は2.7%の上昇だった）。通貨の切り下げが激しかったにも拘わらず、このようにインフレが「穏やか」であった主要な原因は、国内需要の収縮にあった。

#### (4) 失業

失業「率」は、1997年の2.6%から1998年には3.9%へと上昇した。解雇された労働者数は、1998年6月に1万2,335人というピークに達したが、その後1998年の第4四半期には緩和した。マレーシアの雇用状況は、他の危機諸国のいくつかよりも良好であった。危機は、しかし、外国人労働者数を1997年の120万人から1998年には78万1,548人へと減少させた。

#### (5) 企業部門に与えたインパクト

危機と経済の収縮によって、多数のマレーシア企業が深刻な金融的苦境を経験することになった。この苦境は、いくつかの部門への過剰投資（広く不動産部門を含む）や米ドルで換算した輸出価格の〔国際競争力の〕弱体化、〔東アジア〕地域向けの需要の低下、リングで表示された高額な債務を含む多くの要因によって、より激しいものになった。倒産件数と裁判所が債権者からの申し出によって差し押え命令を出した企業件数が増加した。

#### (6) 信用格付けの低下

危機を通じてマレーシアは、国際的な格付け機関による投資の等級を表わす信用格付け（investment grade credit ratings）を〔なんとか〕維持した。〔東アジア〕地域の危機以前においては、マレーシアの長期の外貨格付け（long-term foreign currency ratings）は、A+（S&P）とA1（ムーディーズ）であった。しかし1997年の後半と1998年には、S&Pとムーディーズはマレーシアの長期外貨格付けと格付け予想とを何度も引き下げた。1998年末、S&Pとムーディーズによるマレーシアの長期外貨格付けは、それぞれBBB-とBaa3であり、いずれの場合にも「マイ



ナス」の格付け予想が付いていた。

#### (7) 改善された国際収支の状況

貿易収支は、危機が始まって2ヶ月以内に、主に輸入が減少したことにより、黒字を記録するように変わった。米ドルで表示すると、輸入は1998年には26.2%減少したが、それは主に輸入量の減少(-19.9%)によるものであった。輸入の圧縮による貿易収支の力強い改善は、経済収縮が迫ってきていることを示す前兆であった。経常収支は、1998年には68億リング(94億ドル)もの未曾有の大きな黒字を記録した(1997年は、158億リングまたは56億ドルの赤字であった)。このことは商品貿易収支に大きな黒字があったことを反映するものであり、それはサービス収支の赤字と移転[収支]の多額の支払いを相殺して余りあるものであった。移転収支の純流出は1998年には25億ドルへと急増した(1997年は、12億ドル)が、その主な理由は約50万人の外国人労働者が母国へ帰る際に行った送金によるものであった。

#### (8) 減少した民間投資

投機的な圧力によって1997年7月から始まったリングの切り下げは、投資家の信認を弱めた。かくして、米ドル表示でのFDI[外国直接投資]は1997年の65億ドルから1998年には27億ドルへと減少した。製造業での事業計画で受理された投資申請額は、1997年前半の52億リングに比して1997年後半は44億リングへと若干減少した。1997年全体のFDIの実行ベース(real)での純流入額もまた1996年と同じ高い水準を維持した、[1996年のそれが]183億ドルにも達したのは、1994~6年の時期に例外的に大きな製造業の事業計画が承認されたためである。しかし、FDIの純流入額が1998年に106億リングに減少したが、その理由は一部は主要な投資国の中のいくつかの国での国内的な問題によるものであり、またグローバルな過剰[生産]能力やこの地域の不安定が続いていたためであった。このことは1998年に受理された投資申請額が126億リングと低下していることに反映されている。全体的には、FDIの純額はGNP比で(危機の前の10%から)6%へと下がったものの、やはり継続しており、とりわけ新たな成長分野に向けて行われていた。

#### (9) 対外債務は悪化したが、管理できるものであった

リングの切り下げは、この国の対外債務のポジションに、直接的にマイナスのインパクトを与えた。巨額な為替の再評価損を反映して、リングで表示したマレーシアの対外債務は、1997年6月の危機以前の債務の水準が1,153億リングで対GNP比で43%であったのと比して1997年末までに48%も増加し1,710億リングに対GNP比で64%になった。にもかかわらず、マレーシアは(債務の対GNP比が48~80%の間にある)中債務国(moderately indebted country)の部に留まっていた。とりわけ、短期対外借入れ[の水準]は低く、全対外債務の17%であり、外貨準備の24%であった。民間部門の対外借入れを外貨を稼ぐ能力を持つ企業と個人に制限した政策が、マレーシアに為替の切り下げの不利な影響に耐えることを可能にした。

#### (10) 経済の収縮

リングの切り下げが経済に与えたインパクトは、GDPの成長[率]が1997年前半の平均8.5%から7.7%へと低下した1997年の第3四半期に感じられ始めた。危機が深化するにつれて、経済へのそのインパクトはより厳しいものになり、経済の収縮は1998年の第1四半期の-3.1%から同年の第3四半期には-10.9%、第4四半期には-10.3%とそれぞれ悪化した。1998年全体ではGDPは-7.5%となり、1985年以来初めてのマイナス成長を記録した。

1998年には、消費と投資がともに大きく落ち込んだ。経済の不安定性や雇用が削減される見通し、輸入の割合が高いプロジェクトの延期、負の富裕効果が、民間部門の支出を大きく減少させることになった。実額では、民間部門の支出は32.2%減少したが、それに比して公的部門の支出の減少は6.6%であった。民間部門の支出の減少は消費と投資の落ち込みに反映されているが、それらは輸出需要が低迷したことと一緒になって、次には在庫と過剰〔生産〕能力を積み上げる要因となった。

## 5. 危機への政策対応

この危機は、危機の管理と解決のための標準的な解答などないことを明らかにした。各経済はその構造と発展段階が異なっており、その特有の環境に基づいて適合するように政策対応を行わなければならない。各国はまた異なる〔発展〕段階と異なる初期条件を持って危機に入ってしまったのだから、異なった政策戦略が求められる。その戦略は、伝統的なものから反伝統的なものに至るまで、部分的なものから包括的なものに至るまで、及んでいる。危機からのもうひとつの教訓は、政策対応が柔軟で現実的であり、変化する環境に適応する必要があるということである。ワンセットの政策を全ての国に適用することができないのとちょうど同じように、それを個々の国に危機の各段階を通して適用することはできない。

### 1) マレーシアの危機への政策対応

マレーシアにおいては、危機が始まる前にすでに、潜在的な脆弱性（potential vulnerabilities）に対処する方策が採られていた。政府は5年間連続してかなり大きな財政黒字を維持しており、加えて民間部門の高貯蓄率を奨励する政策が採られていた。より重要なことは、マレーシアの対外債務の水準（exposure）が、GNPの約40%と大変低いことであった。経常収支の赤字と信用拡大の高い伸びに対処するための予防的な（pre-emptive）政策手段が採られ、インフレと非生産的部門に対する銀行の新規貸付けを抑える上で効果的であった。

しかし、金融パニックとその後の投機的圧力を押し返すための政策対応は十分なものではなかった。1997年末迄に、リングは35%切り下げられ、株価は劇的に下落した。これ以上の経済の悪化を防ぐために回復計画を実施しなければならないことが明白になってきた。

### 2) 初期の政策対応

当初は、マレーシアも他の危機諸国が採用した標準的なIMFの処方箋のいくつかに確かに従ったが、その後別の途を選択した。マレーシアのアプローチは疑いもなく反伝統的なものであり、大きな論争を引き起こした。政策の方向は危機の初期に変更されたが、価格の安定を伴った成長を確実なものにするという究極の目的は不変であった。経済回復の展望が海外情勢や伝染によって危険にさらされないようにするために選択的な為替管理の方法が採られたのだが、それは国内の金融市場を安定化させるために必要不可欠なものであった。

マクロ経済政策は、主要な脆弱な分野に取り組む、とりわけインフレと（信用拡大の高い伸びを通じて現われてきた）国内の過剰な需要を抑制し経常収支の赤字を減らす、ことに焦点を絞っていた。同時に、生活水準と輸出競争力を維持するための注意も払われた。システミック・リスク

(systemic risks)を避けるために金融部門を強化するための政策が採られた。

これらの目的が与えられていたために、危機が始まる前に採られていた緊縮的な通貨政策が継続された。リングに対する投機を抑えるための高金利〔政策〕は、短期間だけ採用された。効果がないことが明らかになった時、金利は危機の前の水準に引き下げられ、その後1997年9月までそれが維持された。その後、預金者にプラスの実質金利 (positive real rate of return) を保証するために、高インフレ率を反映するように調整された(危機を管理するための金利〔政策〕の行使については、Box 3を参照)。

高金利が実体部門を損なうものであると考えられるにつれて、融資拡大を抑制する信用計画 (a credit plan) が1997年9月に導入された。融資拡大の目標率が、(1997年9月末の29%から)、1997年末迄は25%、1998年第1四半期末迄20%、そして1998年末迄15%と設定された。加えて、より厳しいガイドラインが、非商業用乗用車割賦ローンに対して課された。

1998年の初めには、外国為替と株式市場の双方において急激で高い変動が続いていた。この期間、銀行間で預金を移し変えることが行われたが、それは市場の非効率と歪みをもたらした。通貨に対して引き続き圧力が掛かり通貨政策を緩和することできなかったために、銀行に対してその資金のコストを引き下げてやるためのいくつかの方法が採られた。高金利は、SRR [Statutory Reserve Requirement, 法定準備率] を1998年2月16日に、13.5%から10%へ引き下げることによって相殺された。それは、貸し出し金利の下方調整をもたらし、21.5%から16.3%へ下落した。流動性を緩和するために、340億リングが貨幣市場に投入された。「質への逃避」(flight to quality)の問題に取り組むために、マレーシアの公認銀行のあらゆる預金に対して全面的な保証を行うとの通達が出された。その後銀行には、新たな流動性の枠組みを通じて、流動性を管理するより大きな自由裁量を与えられた。流動性を操作する上での透明性が、流動性に影響を与える主要な要因と銀行制度のキャッシュ・フローを毎日予想するというやり方で、BNMの市場での操作に関する情報を報せることを通じて、改善された。

財政政策に関しては、政府はその歳出を削減し、いくつかのインフラ・プロジェクトの実施を延期した。政府は、しかし、保健、教育そしてその他の基礎的な施設・設備に関する予算の配分は維持することを保証した。1998年の初めにIMFは、顕在化してきた経済収縮の兆候を抑えるためにマレーシア「政府」が財政政策を赤字に転換する計画を立てたことに、反対する助言を与えた。しかし、経済が収縮しつつあることが明白になった1998年4～5月に、マレーシア〔政府〕は一方向的に、30億リングに上る追加的な財政支出の配分を行った。

財政部門においては、同部門に関する慎重な規制が国際的な標準と一致するようにさらに調整された。これには、不良債権を(それ以前の6ヶ月の返済滞納に代えて)3ヶ月に分類し直すことや、貸し倒れ引当金 (provisioning) の比率を引上げること、銀行の財務ディスクロージャー (financial disclosure) をさらに要請すること、が含まれていた。制度的な分野では、ファイナンス・カンパニーをより少数だがより強力な金融機関にするために合理化し合併することが優先された。企業分野では、透明性とディスクロージャーがさらに促進された。

### 3) 政策の方向を変えることが必要になった

対外需要が減少している環境下で採用された緊縮的な通貨政策と財政引き締めとの組合せは、総

需要を予想されていた以上に急激に低下させた。この方法は、物価上昇圧力を抑え国際収支の中の経常収支の赤字を〔黒字へ〕逆転することに成功したものの、リングの切り下げと株価の下落、対外需要の減少の影響をすでに被っていた実業界のキャッシュ・フローの問題をさらに悪化させた。その結果、これらの政策手段は、民間部門の活動を一層収縮させ、マレーシア経済を急速に収縮させる要因となった。

このような状況下で、マレーシア政府はより包括的で前向きな政策アプローチを採用した。政策は、事態の予想される展開とそれに伴うリスクを考慮に入れて、形成された。このアプローチは、変わりつつある経済状況に政策の方向を合わせるという、プラグマチックなものであった。

### Box 3 : 金利〔政策〕のジレンマ

通貨に対する投機的な圧力に対処するために金利を引き上げる有効性については、今もなお論争が行われている。アジアの場合、金利の引き上げは、アジア企業が一般的に借入金の割合が高い（higher leverage）ために、金融部門に対する危機の影響を悪化させる、というコンセンサスが強くなってきている。

この危機の初期の段階において、マレーシアもまたリングに対する投機的な攻撃を抑えるために短期間だが金利を引き上げた。危機が長引くにつれて、高金利は実体部門に不利な影響を及ぼすが、外国為替市場の安定を回復するのに役立たない、と考えられた。金利はその後危機以前の水準に引き下げられた。しかし1997年9月以降、金利は、予想されたインフレの昂進に見合っただけで預金者にその貯蓄に対してプラスの実質金利（positive real rate of return）を保証するために、上向きに調整された。金利は上昇したものの、IMFによって指示された水準にまで〔マレーシアにおいては〕引き上げられなかったことを指摘しておくことは重要なことである。

BNMは危機の初期において〔すでに〕、金利はリングの為替相場を支えるというただひとつの目的のために引き上げられてはならないことを、決めていた。特定の通貨にのみ圧力が掛かる（isolated currency pressures）という通常の場合には、金利を急激に短期間高く引き上げることは安定を回復するのに効果的であろう。〔しかし〕危機の初期において、1997年にアジア〔地域〕を巻き込んだ投機的活動は長期間続くであろうと、予想された。マレーシアの株式市場における巨額の外国証券投資がリング資金の追加供給源泉となり、そのため外国為替市場と株式市場への圧力が相互に増強し合うという場合には、金利政策は独力では通貨市場を安定させることはできない。さらに、不安定な市場状況の下では、金利以外の要因が投資家の行動を決定する。

これらを考慮に入れて、金利は1997年9月末までは危機前の水準に近いところで維持された。投機を制限し金利がマレーシアの国内状況を反映するように、銀行は、外国の顧客とスワップ取引を行う場合を除いて、非商業関連の〔投機目的として使用可能な〕リング資金の貸し出し残高は200万ドルまでとするよう求められた。

インフレ圧力が強くなり始めた1997年9月以降、金利は預金者にプラスの実質金利を保証するために次第に引き上げられた。

マレーシアが直面した金利のジレンマは、1998年初めに厳しい試練にさらされた。隣国で

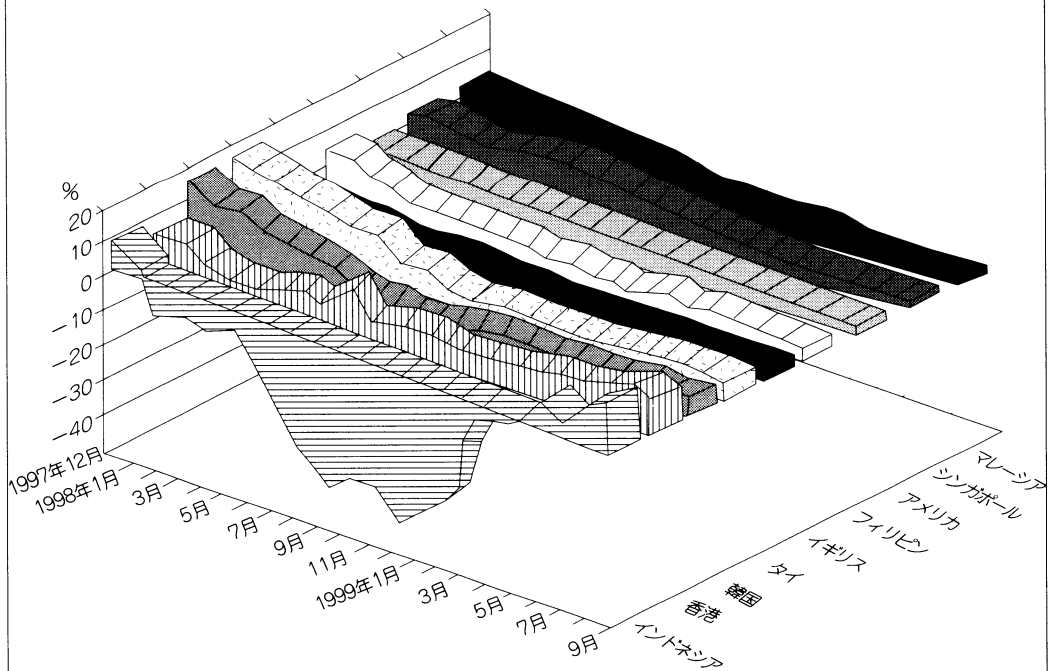


図8 実質金利(3ヶ月ものインター・バンク平均金利)

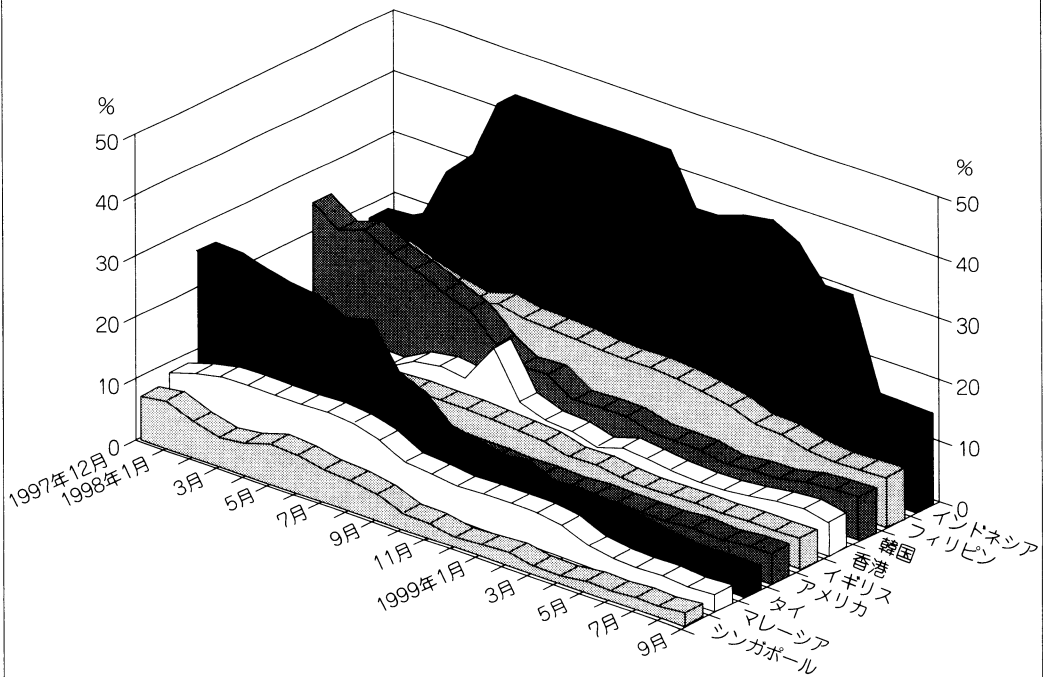


図9 名目金利(3ヶ月ものインター・バンク平均金利)

表3 BNM(バンク ヌガラ マレーシア)の介入金利とSRR(法定準備率)の動き

期 間		流動性	日 時	介入金利	SRR(%)
1998年	1～2月	緊縮	97年末	8.7	13.50
			1月9日	9	
			1月20日	10	
			2月6日	11	
	2月半ば～ 7月	安定	2月16日		10
			7月1日		8
	8月～ 12月	緩和	8月3日	10.5	6
			8月10日	10	
			8月27日	9.5	
			9月1日		
9月3日			8		
9月16日				4	
10月5日			7.5		
11月9日	7				
1999年	1月～8月	緩和を 継続する	4月5日	6.5	
			5月3日	6	
			8月9日	5.5	

あるインドネシア・ルピアの崩壊による伝染効果によって、リングは1998年1月8日に1米ドル=4.88リングという最低水準にまで引き下げられた。インフレが昂進し始めた。同時に、1997年末まで力強く伸びていた貸し付けが大きく減少した。証券投資資金の流出に続いて流動性が次第に窮屈〔タイト〕となり、銀行制度の仲介的役割が効率的に機能しなくなった。リングの切り下げが続いたため、預金は、小さな機関から大きなものへ、そしてある程度まで、国内の銀行から外国の銀行へ、と移し変えられた。

こうした事態の展開は、当局にジレンマを生み出した。流動性がタイトな場合は通貨に対して上昇圧力が掛かるが、経済が収縮する場合は金利を低く保つことが適切である。しかし、[その当時(1998年初め)]リングに対して異常な圧力が掛かっており、さらに引き下げられる恐れがあった。一層圧力が掛かれば、リングの為替相場はフリーフォール〔freefall〕に陥るかも知れないと予想された。近隣諸国における事態の展開から波及してくる、より大きな伝染〔効果〕を割り引いて考えることはできなかった。こうして、インフレが昂進し〔その引き上げが实体经济に〕圧力を掛けると心配されている最中に、金利は11%にまで引き上げられたのである。

それに続く時期である、1998年の第1および第2四半期においては、リングの相場は1米ドル=3.84～3.98の辺りで安定していた。この時期に、IMFから金利をさらに引き上げるように、という圧力があつた。IMFは、BNMの7%という推計よりもずっと高い10～12%程度というインフレ率の推計を主な理由として、金利の引き上げを勧告した。IMFとの間で金利を低く保つことで妥協が成立したが、BNMは投機的攻撃が行われる場合には金利を大幅に引き上げる準備ができていた。その措置が取られることがなかったのは、マレーシアがロシアからの伝染の後〔1998年〕7月に通貨調整の方法を選択しその後為替管理を行ったからである。

外的 [ショックによる] 脆弱性は金利を引き上げることを余儀なくさせるが、他方経済の減速は通貨 [政策] のスタンスを緩和するよう要求する。金利を簡単に引き下げることができないが、貸し出し金利を引き下げる他の手段を採用することが決められた。BNMは340億リングの資金を市場に供給し、同時に法定準備率 (SRR) を13.5%から8%へと引き下げた。SRRの引き下げの目的は、銀行制度にすでに注入されていた流動性の配分を改善することとSRRはゼロ金利であるため資金コストを引き下げることができることにあった。SRR引き下げによって供給された資金は、BNMからそれ以前に金融機関に貸し付けられていた資金をロールオーバー [借り換え] しないうことで相殺された。これらの手段が採られた結果、市場金利は低下し、それに見合って貸し出し金利は1998年2月初めの21.5%から同2月末には16.3%へと低下した。

金利は、経済回復計画を支えるために、[1998年] 8月に3回引き下げられた。選択的為替管理が導入されるとともに、金利はSRRの一層の引き下げと一緒にさらに引き下げられた。

#### 4) 1998年半ばの経済回復計画

1998年半ばから、政策の焦点は経済を回復させる方向へと変わった。この目的のために、政府は通貨政策と財政政策を緩和した。経済状況が悪化しつつあった最中に、経済状況の悪化を阻止しそれを再活性化するよう政府に具体的な勧告を行う、国家経済行動会議 (the National Economic Action Council, NEAC) が1998年1月7日に設立された。1998年7月23日にNEACは、経済回復の包括的な枠組みを提示してリングの切り下げと株式市場の低迷に対抗するための、国家経済回復計画 (the National Economic Recovery Plan, NERP) を発表した。

NERPは、リングを安定させるために短期的に集中する、市場の信認を回復する、および金融市場の安定を維持する、ことを含む6つの目的を持っていた。これらの目的は、経済のファンダメンタルズを強化する、社会経済的な問題 [マレーシアにおける貧困と種族間の経済格差を解消するという、1971年のNEP (New Economic Policy, 新経済政策) の導入以来取り組んできた問題] への取り組みを継続する、および不利な影響を被った部門の回復を図る、という構造改革の目的と相互補完関係にあった。

NERPは40の行動指針と580以上の詳細に述べられた勧告とを含んでいた。勧告は経済安定と構造改革のための広範囲にわたる提案を含んでいたが、他方それは社会経済的な問題を優先的に取り上げ、金融危機によって影響を被った部門の問題にも取り組むものであった。通貨と資本市場の安定を回復するための勧告は、金融市場と経済的なファンダメンタルズを強化するためのそれと同様に、NERPの優先順位を示すリストにおいて上位を占めていた。NERPはまた財政政策と通貨政策の緩和を勧告していた。

財政政策に関して、政府は経済回復を後押しするために70億リングの [景気] 刺激のパッケージを導入したが、それはGDP比で3.7%の財政赤字を目標とするものであった。このパッケージは、最大限の刺激 [効果] が確実に得られるような強いリンケージを持ち、輸入とは最低限のリンケージしか持たず、社会経済的目標に適合するが懐妊期間の短い、プロジェクトを選択しそれに焦点を合わせていた。外国直接投資を促進する方策も採られていた。

1998年8月の初めから、通貨政策は、拡張的な財政政策を強化し経済を復活するために金利とSRRが引き下げられたことにより、融通のきくものになっていった。インフレ率の減速と需要圧力の欠如が、BNMに8月初めから通貨政策の緩和に着手することを可能にした。BNMの3ヶ月ものの介入金利（intervention rate）は、8月の1ヶ月の間に、連続して3回引き下げられ、11%から9.5%へと低下した。慎重かつ漸進的な通貨政策の緩和は、外国為替市場の変動の恐れと資本流出のリスクのため、必然的なものであった。SRRは、選択的な為替管理が導入された9月1日に8%から6%へと引き下げられ、銀行制度に適量の流動性を確保させその資金のコストを低下させるために、9月16日にさらに4%へと引き下げられた。

銀行の仲介者としての役割を効率的に機能させることの重要性が、危機の期間、最前面に現れてきた。不確実な環境の中で、銀行は貸し付けを決める際過度に慎重になり、信用収縮を激化させる原因となった。貸し渋りの状況を回避するために、十分な〔貸し付け〕能力のある銀行は、1998年は最低8%融資を拡大するよう促された。融資拡大の8%というシーリングによって、銀行は自ら課していた信用凍結（credit freeze）の束縛から自由になった。が、それは、銀行は貸し付けの決定をする際金融に関する規律を遵守することを求められているため、慎重に検討することを犠牲にするものではなかった。

銀行の資金コストを引き下げる努力とは別に、政府は余りにも高い金利が小企業に与える不利な影響についてもまた認識していた。銀行が適切な金利で優先順位の高い部門に信用を供与できるように、多数の基金が設立され、また既存の基金も拡大された。これらの基金には、食糧基金（Fund for Food, 10億リング）、中小企業基金（Fund for Small and Medium Industry, 15億リング）、輸出信用再融資機構（Export Credit Refinancing Facility, 30億リング）、および低価格・中価格用住宅〔融資〕特別計画（Special Scheme for Low and Medium Cost Houses, 20億リング）が含まれていた。

システミック・リスクを避け、銀行部門が引き続き効率的に機能することを保証し、悪化する経済状況に直面しても市場の信頼を取り戻すために、金融部門を強靱にする先取りの方法もまた導入された。その方法は、金融制度のあらゆる側面を強化することを狙ったものであり、多くの柱から成っていた。その方法には、ファイナンス・カンパニーの合併や、増大する不良債権（NPLs）の問題に取り組むための国家資産管理会社・ダナハルタ（Danaharta）、銀行の資本損傷（the erosion of capital, [自己資本比率の低下]）の問題に取り組むための特別な機関・ダナモダル（Danamodal）、および大企業の債務問題を解決するための企業債務再建委員会（Corporate Debt Restructuring Committee, CDRC）、の設立を含むものであった。

NPLsの問題に取り組むための制度的な枠組みは、次の原則に基づいていた。

- ・第1に、銀行部門の再建計画は包括的な政策手段を有していなければならない、また銀行業が抱えている問題点が明らかになり次第、速やかにそれは実施されなければならない。
- ・第2に、公的資金（public money）の使用は、とりわけ将来のモラル・ハザードの問題を防ぐためにも、最小限に留めなければならない。そして、
- ・第3に、外科的な（operational）再建方法が時には要請される。

国家資産管理会社（ダナハルタ）は、銀行からNPLsを購入しその価額の回復が最高になるよう管理するために、1998年6月に設立された。ダナハルタは、世界の他の資産管理会社と同様に、広い意味での更生、再建そして資産価額の回復の最大化という枠内で行動した。ダナハルタは全



での不良債権を銀行制度から購入した訳ではなかったが、そのおかげで銀行部門の残余のNPLsを常に管理可能な水準に留めることができた。ダナハルタはまた、企業部門の再建を援助した。いったん銀行が彼らのNPLsをダナハルタに売却してしまうと、ダナハルタが借り手に対して、中でも、基本的な資産の再建ないし更生とキャッシュ・フローの確認を含む、諸条件を課すことができるようになる。ダナハルタはまた、一時的なキャッシュ・フローの問題に直面している再生可能な企業に対して特定管財人(Special Administrators)を指名する権限を与えられていた。

銀行のバランス・シートを改善する問題に十分に取り組むためには、資本増強を行うことが、資本基盤の損傷に直面している銀行に対しては必要不可欠なものになる。不確実な環境が支配する中で、株主に増資を求めることには制約があることを認識して、ダナモダルが銀行の資本増強を容易にするために1998年8月に設立された。ダナモダルは、商業的に引き合う条件で市場原則に基づいて、再生可能な銀行に対して資本を注入するだけである。[が、] いったん資本注入が実行されると、ダナモダルはこれらの銀行の取締役に派遣された役員を通じてミクロの改革に着手する。

このように、ダナハルタとダナモダルとは金融機関の地位の改善を目的とした相互補完的な組織である。加えて、銀行を巻き込んだ大企業部門の債務を取り扱う企業債務再建委員会(CDRC)が1998年7月に設立されたが、[その目的は] 再生可能な企業が融資を受け続けることができるようにするためであった。CDRCは、債務者と債権者の双方が法的な手続きに訴えることなく、実現可能な債務リストラ計画を遂行するための舞台を提供した。これらリストラの努力は自由意志をベースにして遂行され、債権者と債務者の双方が共に満足できる状況(a win-win situation)を作り出すために、市場が牽引する原則に基づいていた。

ダナハルタとダナモダル、CDRCの機能は、本質的に相互依存的で相互補完的である。一体となって、彼らは銀行部門を強化することに向けて包括的で一貫した計画を、下記の図[図10]に示されているように、表わしている。1999年10月末迄に、ダナモダルはその資本増強の仕事を完遂し、他方ダナハルタも銀行が仲介者としての役割に集中できるようにするというその仕事の重要な部分をやり終えた。

ダナハルタとダナモダルの資金は620億リングと推計されている。今日まで、[その内] 210億リングが使用されたに過ぎない。資金は国内から調達された。1999年10月迄に、ダナハルタは名目額で99億5,300万リングの債券を発行し、他方ダナモダルは名目額で債券を発行した。

銀行が資産の質が悪化しないよう管理することにあまりにも気を取られているよりも信用を供与する仕事により一層集中できるように、BNMはそれまでの3ヶ月から6ヶ月でデフォルトになる融資を表わすようにNPLsの分類時期を変更した。それは、経済の実体部門が融資を受け続けることができなくなった借り手には[銀行との] 取引勘定を調整する機会を与える、ことを意図したものであった。NPLsの分類時期の変更は、しかし、銀行が各行の内部政策に基づいてより短期のNPLs分類時期を保持し続けることを排除するものではなかった。

資本市場の機能に関して、市場の透明性とコーポレート・ガバナンス[企業統治]を改善するために一連の方策が採られ、その中には、KLSEの規則や証券法、手続きを強化する一方で、新規上場の申請に関する制限を撤廃するものも含まれていた。これらの方策には、株式取引[を正当に行っている]とは認められないような株式市場での、マレーシア株の取引によって生ず

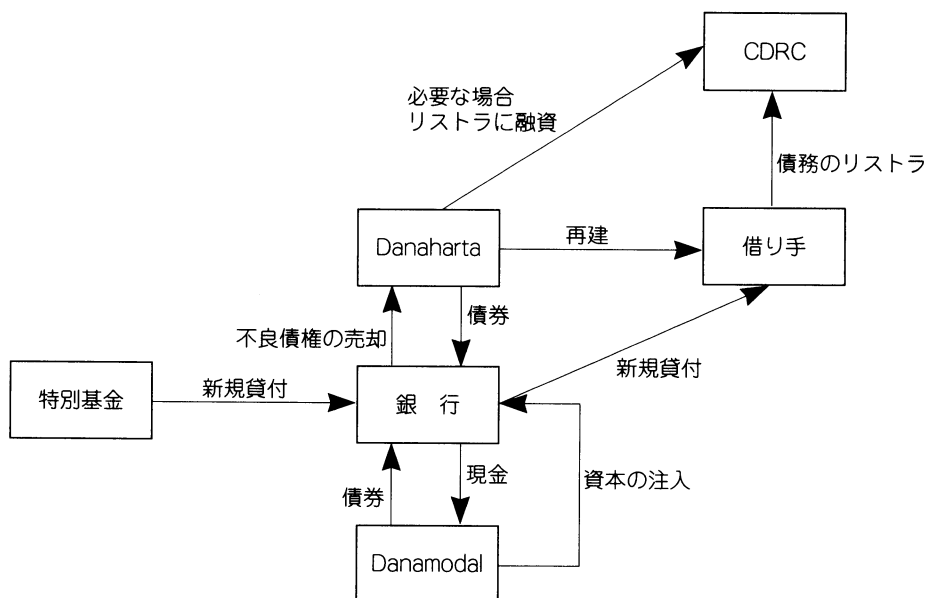


図10 ダナハルタ（Danaharta）、ダナモダル（Danamodal）および企業債務再建委員会（CDRC）の概略

る不利な影響から、地元の株式市場〔KLSE〕を守るという狙いもあった。本質的には、国内規則によって規制の監視が強化されたのであり、その中には、市場の濫用を制限し証券委員会と取引・清算所の強制力を高め実行能力を強化するものが含まれていた。この特別な方策の詳細は、第9章：資本市場とデリバティブ市場、で述べられている。

##### 5) 選択的為替管理の方法

マレーシアの危機への政策対応には、選択的為替管理の導入が含まれていた。マレーシアは強いマクロ経済のファンダメンタルズと〔経済〕再建計画を持っていたけれども、危機の中で〔為替市場が〕より一層不安定になるかもしれないというリスクが1年以上も続いていたため、それが必要となった。この地域の他の通貨と違って、リングはこの地域で、とりわけシンガポールにおいて、かなり取引されていた。オンショア・オフショア間の大きな金利格差が、リング資金を海外へ引き付けた。マレーシアは、スワップ取引を制限することを通じて、通貨取引に融資するためのリングの借入れを制限していたが、リング資金は、リングの預金金利を20～30%という高い率で提供するシンガポールに在る銀行から、入手することは可能であった。このようにリングの借入れコストは高かったけれども、リングを短期売却することによる利益はもっと高かったのである。

この傾向は、マレーシアが国内事情に基いて独立した通貨政策を遂行する能力に、影響を及ぼした。それは、より厳しい経済収縮を避けるために通貨政策を緩和する、自由を制限した。通貨政策の迅速な緩和は、リングの為替相場をさらに切り下げることによってのみ叶えられる。外的な圧力によって、為替相場を支えるためには金利を高止まりにしなければならなくなった。マレーシアは、経済の収縮を避けるために裁量的な通貨政策を採る必要があるが、他方リング相場の

これ以上の悪化も阻止する必要がある、というトレード・オフのジレンマに直面していたが、そのことによって、過去10年間高い経済成長と生活水準の改善という形で達成した成果が破壊される恐れがあった。海外でのリング資金の蓄積は、同時に、リングの極端な乱高下と不安という脆弱性の原因ともなっていた。マレーシアが望ましい結果を生み出すために粘り強く実行してきた[経済構造]調整政策と金融改革のためには、安定的な環境を実現することが重要であった。

導入された選択的為替管理の方法は、特定の目的を達成するために立案されたものであった。それは、投機家がリングに接近できないよう特別に狙いを定めたものであって、オフショア市場をリングに従属させ(reducing the offshore market in ringgit)、投機家にリングが供給されないよう制限した。加えて、それは短期資本の流れを安定することを目的としていた。それは、経済活動に及ぼす影響を最小限にするよう注意深く立案されていた。したがって、貿易取引と外国直接投資を管理する規則は変更されなかった。経常収支[については]通貨交換性は引き続き維持された。唯一の[追加された]条件は、貿易決済が外国通貨で行われなければならないということであった。それは基本的にはリングの国際化を抑えることが目的であった。そうしたものであるため、為替管理は短期資本の流れにのみ影響を与えた。とりわけ、それはリング表示のオンショア・オフショア取引に適用された。外国資金のこの国への中期ならびに長期の流れは、引き続きこの為替管理によって影響を受けることはなかった。

マレーシア政府は、この為替管理を実施する上で、これまでずっとプラグマチックであった。危機に対応する場合、われわれはひとりで行動してきた訳ではない。内外の投資家や製造業者、他の経済組織、国際的な機関との対話は引き続き行われていた。12ヶ月有効という規則に基いて多くの陳情が聞き入れられたけれども、それは安定を図ることが必要不可欠であると認識されていたからである。状況が安定し良くなるにつれて、その手直しが行われた。1999年2月15日には、「本国送金の解除」(repatriation levy)が12ヶ月有効という規則に取って代わった。1999年2月15日迄にこの国に持ち込まれた資金について、[その内]元本は段階的な解除(a graduated levy)に従って本国送金することが許可された。1999年2月15日ないしそれ後に持ち込まれた資金については、元本は自由に本国送金することができるが、利潤は段階的な解除に従うものとされた。解除のシステムは、1999年9月21日に、さらに簡略化された(その詳細は、第8章の為替管理の項を参照のこと)。規則を改正したものの、その目的においてはマレーシアは一貫していた。その主目的は長期資本の流れを促進することであった。マレーシアでの国内投資と外国投資の両方を保護するというのが、これまでもそして将来も政府の政策である。

(1) [資本取引] 規制が上手く機能するための重要な要因

資本[取引]規制措置を取りその目的を達成するための、各国の経験は異なっていた。[資本]流入に対する規制の記録はこれまで良いものであった(例えば、チリの経験)が、流出に対する規制は一般的に難しいという傾向がある。したがって、マレーシアが導入した方法は経済に歪みをもたらし長期には困難な問題を生み出すだろうというのが、一般的な認識だった。

しかし、資本規制の行使[の是非]を判定する場合、何時、如何なる状況の下で資本規制が適用されたのか、それはどのような形態を取っていたのか、期待される結果が得られるための前提条件は何か、そしてそれはどのように効果的に実施されたのか、を考察することが重要である。

選択的為替管理の措置が導入された時のマレーシアで一般的に見られた条件と状況は、その措

置によって目的が成功裏に達成できるという見込みを強めるものであった。第1に、資本規制は歴史的に、国際収支が急激に悪化した諸国によって課されてきたということがある。これらの国の多くは、外貨準備ポジションの悪化に直面して経常収支取引を含む、非居住者との殆ど全ての取引に対して制限を課した。マレーシアは、他方、全ての経常収支取引の自由な動きを支持した。規制に先立ち、マレーシアはすでに強い国際収支ポジションを達成していた。[危機の] 初期に採用した矯正的な手段のおかげで、国際収支の経常勘定は1997年の対 GNP 6.1%の赤字から1998年の14%の黒字へと大幅に改善しており、外貨準備ポジションも強化された。

第2に、資本規制を課した国の多くは、資本逃避 (capital flight) に直面した時にそうしたのである。マレーシアは概して、国際収支と外貨準備の急劇な悪化に直面した諸国が経験したようなタイプと大きさの、多量の資本流出を経験してこなかった。マレーシアにおいて、資本流出は、公的部門と民間部門の両方による対外借り入れの先払いと証券投資家による投資の清算の形態を取っていた。

第3に、この国の外貨準備は手付かずのままであり、[対外債務の] 支払いに使用されることもなく、増加していった。規制が実施される以前、外貨準備は202億ドルであり、4ヶ月分の輸入を賄うのに十分であった。今日まで、外貨準備の積み上げはかなりの額に上っている。1999年10月末迄に、外貨準備は302億ドルとなり、6.1ヶ月分の輸入を賄うのに十分であった。

選択的な為替管理の措置が成功する上で基盤となった強みには、インフレ [率] が低かったという環境と対外債務が低水準であったことが含まれる。[資本取引] 規制を課す直前の、1998年9月の、対外債務は396億ドルであり、対 GNP 比で59%であった。対外債務全体に占める短期債務の割合はわずか18%であり、外貨準備総額の25.3%に過ぎなかった。

## (2) 規制の効果

最近の論争は、この地域の市場が安定したため、[資本] 規制の有効性をめぐって闘わされている。しかし、[マレーシアが採用した] 規制は、リングの国際化を抑えることが狙いだった。それは、投機家にとって彼らの投機活動用の資金源泉となりうるため、リングの脆弱性の原因であった。現在では、[資本の] 流入と流出はそのままになる取引を表わしている。流入は輸出収入ないしリング資産の購入によるものであり、流出は輸入支払ないしリング資産の売却による。マレーシアは規制実施に成功したが、その後1999年2月には、証券投資の最低保有期限に関する規則を部分的に緩和した。[次いで] 1999年9月1日には、証券投資に関する1年間の[保有] 規則は撤廃され、1998年9月1日以前にマレーシアに流入していた資金は自由にこの国から流出できるようになった。予想とは反対に、流出は、経済見通しがプラスであったため、相対的に小さなものであった。マレーシアは、マクロ経済の不均衡を是正するために選択的な為替管理に頼ったのではなかった。為替管理は、健全で透明な国内経済政策の代替物として、使用された訳ではない。為替管理を行うに当たっては、経済制度と金融制度が混乱しないように、それを有効に実施するための努力が払われた。

1999年第2四半期の GDP の数値は年率で4.1%の成長率を示しており、マレーシア経済が回復してきていることが確認された。選択的な為替管理によって安定的な環境が与えられ、そのために成長指向的な政策の実施と金融および経済の再建が容易になった。為替管理は、その範囲は限られたものであったけれども、[経済] 回復の過程を支える通貨政策の実施に対して、より大き

な独立性を与えた。通貨、株式市場ならびに金融制度のより大きな安定性は、消費者と投資家の信頼が次第に回復することに貢献した。固定為替相場は、企業がその事業計画を作る時に、ある程度まで予測することを可能にした。政策立案者にとっては、それ〔為替管理〕は進行中の改革とリストラを強化することを可能にした。マレーシアは、経済と金融のリストラと改革を一層促進するために、この規制によって与えられた「ホッと一息つく暇」(breathing space)を十分に利用することができた。

この方法が成功したのは、規制が選択的であり特定の目的を達成するために特別に立案されたからであった。一般大衆にとって、不便はごくわずかなものであった。規制はまた、輸出実績が好調でその結果外貨準備が蓄積されていた期間を通じて、課せられていた。リングギはまた、その基盤となる経済のファンダメンタルズと一致すると考えられた相場で固定された。東アジア経済の安定と回復への復帰もまた、マレーシアの回復を容易にした。

回復は今や経済の各部門にわたって見ることができる。重要なことは、この回復が社会的経済的に見て最低限のコストで実現されたことである。回復は、多額な債務となる多額な財政支出なしで、したがって将来の世代に負担を残すことなく、実現された。金融再建の費用もまた抑えられた。加えて、マレーシアは高いインフレ率に直面することもなかった。最後に、この国は大量の失業または社会的な混乱によって苦しむこともなかった。

表4 マレーシアの主要マクロ経済指標と金融指標

	1997年6月	1997年12月	1998年6月	1998年12月	1999年6月
実質 GDP 成長率(年率, %)	8.4 <sup>(1)</sup>	5.6 <sup>(2)</sup>	-5.2	-10.2	4.1 <sup>(1)</sup>
総貯蓄率(対 GDP 比, %)	n.a.	39.4	n.a.	41.9	n.a.
消費者物価上昇率(%)	2.2	2.9	6.2	5.3	2.1
失業率(四半期, %)	2.3	2	3.3	3.4	3.3
財政収支(対 GDP 比, %)	n.a.	2.5	n.a.	-1.9	n.a.
経常収支(対 GDP 比, %)	n.a.	-5.9	n.a.	13.7	n.a.
対外債務(対 GDP 比, %)	43.2	64	64.7	60.2	57.7
純外貨準備					
10億リングギ	70.7	59.1	58.2	99.4	118.3
10億ドル	28	21.7	20.5	26.2	31.1
輸入可能月数	4.3	3.4	3.8	5.7	6.7
M3成長率(%)	21.8	18.5	7.3	2.7	7.7
3ヶ月ものインター・バンク金利	7.5	8.7	11.2	6.5	3.3
BLR(商業銀行, %) [訳注]	9.5	10.3	12.3	8	7.2
銀行の貸出伸び率(年率, %)	28.2	26.5	10.2	1.3	1.6
銀行の自己資本比率	12	10.5	11.2	11.8	12.7
銀行の不良債権比率対総融資比, %)(6ヶ月分類)	2.2	4.7 <sup>(3)</sup>	8.9 <sup>(3)</sup>	7.5	7.9

注) (1)第2四半期

(2)第4四半期

(3)3ヶ月分類

[訳注] BLR (Basic Lending Rate [基準貸し出し金利])

## 6) 経済回復のための融資

マレーシアの経験が「他の危機の影響を受けた諸国と」大きく異なるひとつ点は、[経済の]

再建と回復のためのパッケージが主に国内の資金から融資されたことである。国内からの融資について見ると、資金は、銀行制度と同様に、EPF [Employees Provident Fund, 被雇用者年金基金] やその他の積立金、年金および保険金のような、非インフレ的な資金が源泉であった。[財政] 赤字を賄うのに、BNM からの融資に頼るということはなかった。

いくつかの融資は、主に世界銀行、アジア開発銀行そしてイスラム銀行といった国際機関による、海外からの資金によっても賄われた。加えて、政府は（海外経済協力基金（OECF）と日本輸出銀行（JEXIM）が主源泉である）新宮沢構想のような二国間借款も確保した。1999年5月末に、政府は10億ドルの債券を発行し、それが国際金融市場から良い評価を受けて、首尾よく資金調達をすることもできた。にもかかわらず、海外からの資金による融資は、海外情勢によってマレーシアが危機にさらされたり脆弱になったりするのを避けるという政策の一部として、引き続き低いままであった。

## 6. 新しい国際金融体制を目指して

アジア危機は、外的ショックによる脆弱性を減じるために各国が経済制度と金融制度を強化する必要があることを、強調した。この点では、企業と金融の再建のために現在払っている努力によって、マレーシア経済をより逞しくまた海外情勢に[左右されない]より強靱なものにするため、前進して行くだろう。しかし同時にこの危機は、一国レベルで健全な政策を追求すれば、市場参加者による過度の投機によっても個々の経済が圧倒的に混乱させられない、ということを保証するものではないこともまた実証した。マレーシアは、通貨投機者や高度のレバレッジ効果を利用する機関による破壊的な活動に対処するために、国際金融制度を改革するグローバルなコンセンサスと呼び掛けてきた最初の国のひとつである。

とりわけマレーシアは、種々の地域的ならびに国際的な会議において、公的部門の透明性を改善するための現在行われている努力に加えて、市場参加者に関する透明性をより一層高める必要があることを強調してきた。特別に、マレーシアは、オフショア金融センターによる大きな情報開示と並んで、他の市場参加者たちに対して、大きな市場参加者なかでも高度のレバレッジ効果を利用する機関が小さなエマージング市場経済において[市場を]不安定化させる投機的ならびに市場操作的な活動を行えないように、訴えてきた。

マレーシアは、単なる情報の開示だけでは国際的な資本の流れが破壊的な乱高下を惹起しない保証にはならないため、国際的な金融市場を監視するグローバルなメカニズムが必要であることも力説してきた。

そのようなグローバルな監視機関は、国内の監視機関と同様の資格を持って行動するよう構想されており、その役割は国際金融市場を秩序正しく機能させることと短期資本の流れの動きを監視することにあつた。特別にマレーシアは、金融市場における国境を越えた[市場]操作的な活動を阻止する手段や金融市場の買い占め (cornering of financial market) を防ぐための規則、ヘッジファンドやその他の高度のレバレッジ効果を利用する機関の危険に関連して金融機関のための適切な国際基準 [の制定]、を求めた。

マレーシアはまた、格付け機関に、とりわけその格付けが経済のファンダメンタルズが求める以上の重大で不利なインパクトを一国に与える時には、彼らの行動に対してより一層説明責任を

求めることができる、メカニズムを作る必要を強調した。最近の経験は、包括的で適時な情報を与えられているのも拘わらず格付け機関が客観的な評価をすることができていない、ことを示唆している。与えられた情報に関してより責任ある正確な分析を確実に行うことは重要なことである。

危機が始った後で、マレーシアは資本移動の自由化に対してより秩序正しくアプローチする必要があることを強調した。自由化のペースは、国内経済と金融規制の枠組みの発展段階と釣り合いが取れていなければならない。マレーシアはまた、一時的で目標を上手く定めた為替管理のメリットを含む、資本移動の乱高下に対抗するための慎重な防護策、の重要性を強調した。

マレーシアが最初国際金融体制の改革を求めた時、それは少数派の見解だった。しかし、重要なことは、改革が必要であるという国際的なコンセンサスが、いま生まれつつあるということである。とりわけ、国際社会は、市場参加者なかでも高度のレバレッジ効果を利用する機関の透明性を良くするためには改革が必要不可欠であることを、認めてきている。同様に、市場参加者が過度なリスクを押し付けられるのを避けるためのメカニズムを作る必要があることでも、コンセンサスがあり、それには、民間投資家や市場参加者に危機の管理と解決に関する費用を公平に分担することを確実にする方法が含まれている。グローバルな社会はまた秩序正しい資本勘定の自由化の重要性認めてきており、[同時に] 金融市場の放縦に対抗するための慎重な防護策として一時的な規制の行使に対してますます支持するようになってきている。

危機の影響を受けた経済が回復し世界の金融市場に安定が戻るにつれて、自己満足が生じ国際金融体制の改革のためのグローバルな努力を遅らせる心配がある。マレーシアは、改革のための勢いを維持するため、またそうした改革がグローバルなシステムの中で各国が有する多様な背景に対して相応しい配慮を行うことを確実にするために、国際的な会議に積極的に参加し続けるだろう。

(付記：2000年3月6日、マレーシア・クアラルンプールにて、脱稿。なお、本拙訳と上記の拙稿「アジア経済危機とマレーシアの資本取引規制」のいずれも、筆者が立命館大学より1999年9月末から1年間の学外研究員の機会を与えられ、マレーシア戦略国際問題研究所・日本研究センター(The Centre for Japan Studies at the Institute of Strategic and International Studies, Malaysia)に客員研究員として滞在し研究生活を送った間にもしたものである。筆者の研究テーマに深い理解を示し協力を惜しまれなかった、ステファン・レオン(Stephan Leong)同センター長、ザリーナ(Zarina Zainuddin)研究員をはじめスタッフの皆様々に記して衷心より御礼申し上げる。)