

アジア通貨危機を振り返る～アセアンは危機を克服したのか～

【ポイント】

1. アジア通貨危機は、不十分な通貨バスケット制で通貨価値が高く維持されていたタイバートの急落をきっかけにアジア各国へ広がったが、結果的にアセアン加盟国で通貨が最も下落した国は、対応が混乱したインドネシアだった。
2. 各国は通貨危機の経験から今日まで財政規律を保っているが、混乱に拍車をかけた政策の不透明性・不確実性への改善に向けては一層の取り組みが求められる。

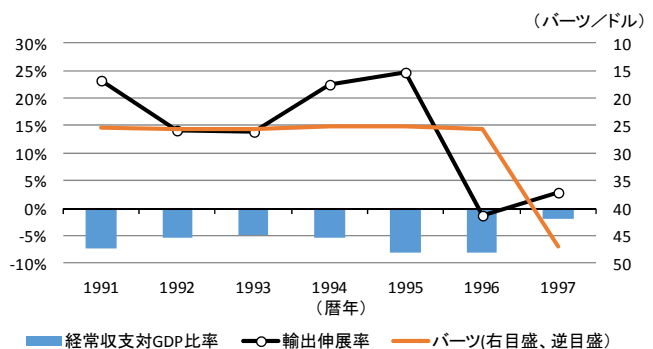
1997年、タイを発端にアジア各国に波及したアジア通貨危機は、21世紀の来たるべく「アジアの時代」に向け投資していた多くの投資家に深い傷を与え、当時の記憶から未だにアジア投資に対しアレルギーを感じている投資家は少なくない。しかし、アセアン各国はその後、危機を繰り返さないために多くの対策を講じ、現在、各国経済は健全な財政状態を維持しつつ、世界的に見て高い成長率を実現している。本稿では、先進国のシンガポールを除くアセアン主要国（タイ、インドネシア、マレーシア、フィリピン）を中心に通貨危機の要因を改めて振り返り、アセアンが抱える現在の課題を考えてみたい。

1. アジア通貨危機

アジア通貨危機の発端となったタイは、1980年代から1990年代にかけて外需主導による工業化を目指していた。海外から資金を受け入れるため金融市場の自由化にも積極的に、1984年に自国通貨レートの管理を通貨バスケット制へ移行し、1993年には外国からの短期資金の調達を目的としたオフショア金融センターBIBFを設立した。BIBF設立の目的にはタイから周辺国への投資を増やす狙いもあったが、流入した資金は当時タイバートの市中金利が高めに推移していたことから国内に留まり、株価や土地価格を上昇させた。米ドル建てが中心となる海外の投資家にとって、米ドルとバートの約5%の金利差によって得られる追加収益はバートの減価リスクを伴うはずだったが、

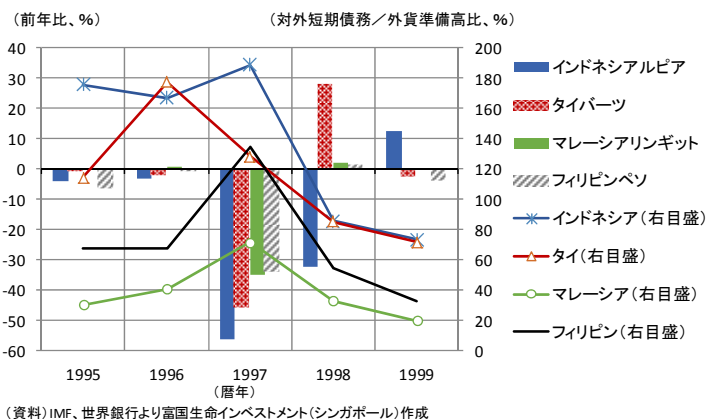
タイが導入した通貨バスケット制は、当時米ドルの比重が80%を超える不十分なものだったため、結果的に減価リスクの小さい高金利通貨として海外から多くの資金が流入した。タイは、バートが高く推移したため輸出競争力を持てず、経常赤字がGDPの約8%にまで膨らんだ。1996年に輸出が減少に転じると、現在の為替レートは維持不可能という見方が急速に広まり、その後のバート暴落につながった（図表1）。アジア各国の通貨が広く売られる事態となった時、特に対外短期債務を外貨準備高以上に膨らませていたタイとインドネシアは、信用不安から生じた海外からの急激な資金引き揚げにより、通貨が大きく売

図表1. タイの経常収支、輸出、バートの推移



られる結果となった(図表2)。アセアン各国の通貨はIMFを中心とする国際機関からの支援で1997年中に一旦落ち着いたが、インドネシアルピアだけは1998年に入っても通貨の下落が続いた。当時のインドネシアはタイ同様、ルピアを事実上米ドルへ固定していたが、経常赤字は1996年時点で3%未満に留まり、政府は利上げで通貨価値を維持できると見ていた。しかし、外貨建債務を多く抱えていた16の国内銀行が通貨の下落による負債の増加で閉鎖される事態となり、その時に破綻銀行の預金の取り扱い、それ以外の銀行の閉鎖見通しについて政府・中央銀行から情報が出されなかったため、信用不安に拍車がかかった。インドネシアの場合は当時のスハルト政権の責任も重い。財政の立て直しや構造改革を条件に国際支援を受けたにも関わらず、1998年の予算案を前年比約32%増と拡張的なものにするなど国際機関との取り決めを反故にする行動に出たことで、ルピアが一層下落することとなった。

図表2. アセアン主要国の対外短期債務の外貨準備高に対する比率と通貨の動き



2. 再建プログラム

アセアン主要国の中では、インドネシアとタイがIMFの支援の下、再建プログラムを作成し、比較的影響が軽微に留まったマレーシアとフィリピンは自力での再建を目指すこととなった。再建策には国营企業改革から貧困対策まで多岐に渡り、緊急措置も含まれるため本稿では中期的な目標に絞って示したい。

タイは1997年に図表3の中期目標を掲げた。公的債務残高については歴史的に対GDP比50%を下回って推移し、財政収支も1996年は黒字だったため、当時数値目標は示されなかった。

一方、事態が一層深刻だったインドネシアは、当初中期的な数値目標を掲げることが出来ず、1997年にIMFの支援を仰いでから1999年までの間、1年先までの短期的な目標を数ヶ月毎に見直し、断続的に危機に対応した。当時、銀行システムを保護する仕組みが明確でなかったため、その間にインドネシア銀行再建庁(IBRA)が新設された。

2000年1月に漸く掲げられた中期経済計画では図表4の目標が示された。

その後、2003年に公的債務残高を対GDP比60%まで、財政赤字を対GDP比3%まで引き下げることが示され、

現在に至っている。IMFの支援を受けなかったマレーシアは1998年9月に無期限で固定相場制に移行すると共に(2005年7月まで継続)、国際資本取引を厳しく制限し、事実上国内市場を国際経済から隔離した上で、国内の金利を下げると共に緊縮財政とし、経済の

図表3. タイの中期目標(1997年)

- ①年率6~7%の経済成長への回帰
- ②年率4~5%の物価上昇率
- ③月次輸入額の5ヵ月分に相当する外貨準備の確保
- ④対GDP比3~4%の経常赤字

(資料)IMF資料より富国生命インベストメント(シンガポール)作成

図表4. インドネシアの中期目標(2000年)

- ①年率5~6%の経済成長
- ②年率5%未満の物価上昇率
- ③月次輸入額の6ヵ月分に相当する外貨準備の確保
- ④公的債務残高対GDP比を直近ピークの100%から2004年までに65%へ低下させる

(資料)IMF資料より富国生命インベストメント(シンガポール)作成

回復を図った。公的債務残高の上限は 2003 年に 40%とされたが、2008 年には 45%に引き上げられ、2009 年以降は 55%となっている。

フィリピンは通貨防衛のための金融引締め策により企業業績が悪化し、雇用情勢の悪化などを背景に景気が後退したが、最大の輸出先が米国だったこと、過去に発生した対外債務危機と国内金融危機の経験から既に資本取引規制が存在していたことなどから深刻な不良債権問題は発生せず、対応は銀行の資本規制の段階的な強化に留まった。

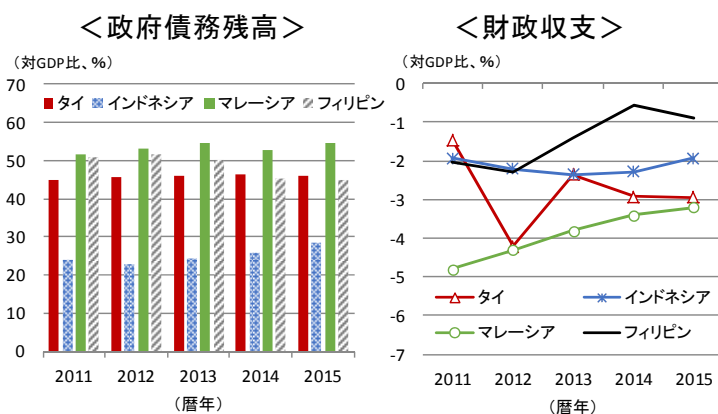
通貨危機への対応としては、物価上昇率を抑えながら公的債務残高、財政赤字に歯止めを掛ける政策が各国で採られているが、タイの場合は通貨危機の経験から經常収支に規律を設けた点に特徴がある。また、通貨価値を支える要素を考えるためには、アジアの枠を越え、1993 年に欧州連合が新たな統一通貨ユーロを流通させる際に発効したユーロ導入基準（マーストリヒト条約）も見てみたい。この条約では、公的債務残高、財政赤字に対する制限をそれぞれ対 GDP 比 60%、3%としており、アセアン各国が定めた財政規律は、これと比べても遜色のない水準であることが分かる。

3. 再建プログラムを受けた現状

現在のアセアン主要国の物価上昇率は高くても 3%程度までに収まっており、外貨準備高も月次輸入額の 6 ヶ月分以上を確保している。公的債務残高、財政赤字の対 GDP 比率への規律はおおむね保たれており（図表 5）、タイの經常収支についても同様だ（図表 6）。定量的な側面からは通貨危機の教訓は生かされていると言って良いだろう。

また、各通貨の米ドルに対する標準偏差を見ても、ユーロ、円に比べ同水準か、むしろ低く推移している通貨もある（図表 7）。ボラティリティは、高すぎると価格変動リスクが高いと見なされる一方、低すぎると管理相場制の色合いが濃くなり、通貨危機当時のように市場で不均衡を是正するためのエネルギーが溜まり易くなる。図表にあるように、タイバーツとフィリピンペソの標準偏差がやや低く推移している点に留意が必要だが、概ね変動相場制は機能していると見て良いだろう。そして、定量面以外に通貨危機の要因として忘れてはならないのは、政府・中央銀行の政策の不透明性・不確実性である。当時のスハルト大統領は、国際機関と協調がとれず、インドネシア経済への打撃を大きくした。また当時、同国は民間の外貨建対外債務の規模を把握していなかったと言われている。発展途上国では、法治国家の基礎とな

図表 5. アセアン主要国の財政規律



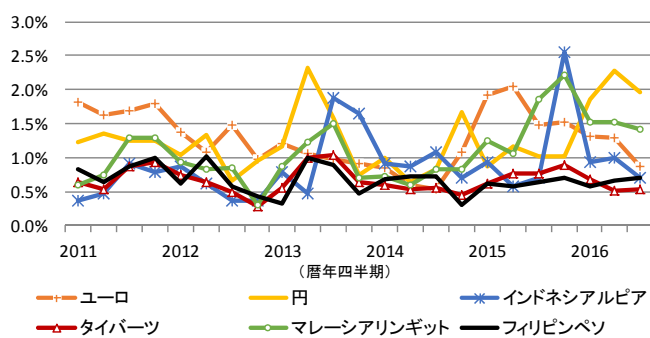
(資料) IMF、世界銀行より富国生命インベストメント(シンガポール)作成

図表 6. タイの經常収支対 GDP 比率

2011	2012	2013	2014	2015
2.4%	-0.4%	-1.2%	3.8%	7.8%

(資料) Bloombergより富国生命インベストメント(シンガポール)作成

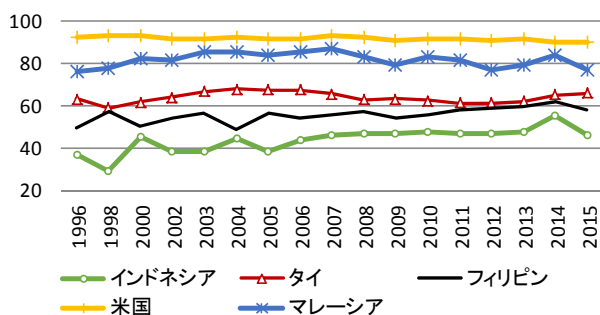
図表 7. ユーロ、円とアジア主要国通貨の標準偏差



(資料) Bloombergより富国生命インベストメント(シンガポール)作成
(備考) 週次の価格変動の標準偏差を四半期ごとに計測

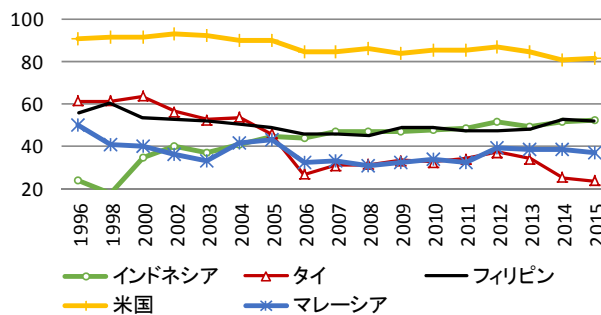
るべき法体制が十分に整備されていないか、法があってもそれを遵守する意識が低いことがあるため、独裁体制が敷かれ易い。このような国家は、トップ一人の意向で突然、財政政策や金融政策が変更されるかもしれない、将来を予測しながら動く金融市場には大きなリスクとなる。そして、それを助長するのが経済統計の不足である。十分な経済統計がないと、国や中央銀行が経済政策を誤る可能性が高まるだけでなく、市場関係者が様々な可能性を事前に織り込まず、事実が明るみになった時に金融市場が急激に動く結果となる。この不透明性・不確実性が通貨危機以降どれだけ減ったかを直接測ることは難しいが、ここでは世界銀行が開発した「世界ガバナンス指標」から、「政府の有効性」(図表 8)と「国民の声と説明責任」(図表 9)を見てみたい。この指標は、世界 200 カ国以上を独自のデータで順位付けし、各国が 100 分位中どこに位置するかを時系列で示すものである。

図表 8. 政府の有効性



(資料)世界銀行より富国生命インベストメント(シンガポール)作成

図表 9. 国民の声と説明責任



(資料)世界銀行より富国生命インベストメント(シンガポール)作成

ここでのアセアン主要国の姿は、全体として過去約 20 年間大きく変わっておらず、この分野で最も進んでいるアメリカとの差は歴然としている。それでも、「政府の有効性」では各国の順位が少しずつ上がってきており、「国民の声と説明責任」でのインドネシアの改善は特筆に価する。一方、後者で順位を下げているのがタイで、これは選挙によって選ばれていない軍部が政権を握っている影響と思われる。マレーシアと共に、政権の不透明感は未だに課題として残る。

4. アセアンが抱える今後の課題

アセアンは、1967 年 8 月にインドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイによって地域協力を目的に設立され、1984 年ブルネイ、1995 年ベトナム、1997 年ラオスとミャンマー、1999 年カンボジアが加盟し、現在に至る。各国指導者は、2015 年 11 月クアラルンプールで第 27 回アセアンサミットを開催し、「アセアン共同体ビジョン 2025」を採択した。この共同宣言は、(a)政治・安全保障 (b)経済 (c)社会・文化の 3 本の柱からなり、特に経済については将来の自由貿易圏につながる経済統合の深化を主なテーマとし、加盟国は今後の経済見通しに自信を深めている。しかし、国の政策の不透明性・不確実性が危機当時と大きく変わっていない中で、通貨危機再発防止への取り組みはまだ足りないと言わざるを得ない。また、アセアンには、ベトナム、ミャンマーなどのフロンティアと呼ばれるより経済発展が遅れている国が含まれており、これらの国は政治や経済面でまだまだ不安定である。これらフロンティアの国からは、アセアン主要国へ多くの出稼ぎ労働者が流入しており、現場レベルでの相互依存関係は意外なほど深い。アセアンのリーダーには、地域のリスクが未だ決して低くないことを認識し、通貨危機で残された課題に正面から取り組むことを期待したい。

(富国生命インベストメント (シンガポール) 佐藤 篤)