

第I章

為替レートと国際収支

—アジア通貨危機のメカニズム

はじめに

通貨危機とは、為替レートの急激な下落のことである。また、それに伴い所得が低下するなどの経済混乱を引き起こすことも多い。本書は一九九七年後半から翌九八年にかけてアジア諸国を襲った通貨危機（アジア通貨危機）を題材とするものである。そこで、まずはアジア通貨危機において各国の為替レートがどれくらい下落したか、そして所得がどれくらい低下したかをみておこう。

アジア通貨危機で最も大きな影響を受けた国を五つあげるとするならば、インドネシア、タイ、フィリピン、マレーシアの東南アジア四カ国と韓国である。これら五カ国と、参考のために日本の円の為替レート（対ドルのレート）を表1に示した。この表では、五つの代表的な時点を選んで示してある。一九九〇年の初頭、通貨危機の直前、通貨危機の最悪期（インドネシアを除く）、インドネシアの最悪期、九九年の終わりの時点、である。

最初に、この表から話を始めよう。

為替レートはある国の通貨（例えば円）と別の国の通貨（例えばドル）との間の交換比率

のことである。われわれ日本人が、日々、耳にするのは円とドルの間の為替レートで、例えば、一ドル \parallel 一〇〇円とか一ドル \parallel 一二〇円のように、一単位のドルと交換可能な円の金額を示している。一ドル \parallel 一〇〇円の為替レートでは、日本円を一〇〇円用意して、銀行に持っていけば一ドルと交換してくれるというわけだ。

この表の日本以外の国に関しても、基本的には同じように考えればよい。例えば一九九〇年一月のインドネシア・ルピアのドルに対する為替レートは一ドル \parallel 一八〇四・八五ルピアである。

このような表示の仕方をする、為替レートの数字が大きくなるとその国の通貨は弱くなり、為替レートの数字が小さくなると通貨は強くなる。日本円と言えば一ドル \parallel 一〇〇円よりも一ドル \parallel 八〇円のとときのほうが円高・ドル安になる。他の国の通貨に関してもまったく同じようにみることが出来る。表中の「最悪期」と書いてあるところで、各国の通貨の為替レートの数字が最も大きくなっていることがわかるが、それは通貨の価値が（対ドルで）最も弱くなった時期なのである。インドネシア以外は一九九八年一月、インドネ

シアは九八年七月に最悪期をむかえた。
ところで、同じ時点で比べても各国の為替レートの大きさは、ずいぶんと異なっている。

おける為替レートの推移

1998年 1月	1998年 7月	1999年12月
9,662.50	13,962.50	7,156.00
53.81	41.19	38.18
42.66	41.78	40.62
4.41	4.16	3.80
1,701.53	1,293.73	1,137.09
129.45	140.73	102.68
最悪期 (除インドネシア)	最悪期 (インドネシア)	

例えば、一九九〇年一月の数字でも、上はインドネシアのドル一八〇〇ルピアから下はマレーシアのドル二・七リングと四桁から一桁までたいへんな差である。そこで、国ごとの比較のためには、各国の通貨がある基準になる時点と比べてどれだけ強くなったか弱くなったかを示しているかをパーセントで示すのが賢いやり方になる。それが表2である。ここでは、通貨危機直前の九七年六月の通貨の強さを一〇〇%として、それと比べた通貨の価値をパーセントで示してある。この表では、数字が大きいほど、その国の通貨の価値が高くなることを意味している。反対に、数字が小さくなれば通貨価値は低くなっている。

これを見ると、インドネシアの通貨危機が最もすさまじいことがわかる。最悪期の一九九八年七月には、ほぼ一年前にあたる九七年六月に比べ、通貨の価値が

表1 アジア通貨危機に

	通貨	1990年1月	1990年6月
インドネシア	ルピア	1,804.85	2,446.59
タイ	バーツ	25.73	25.78
フィリピン	ペソ	22.46	26.38
マレーシア	リンギ	2.70	2.52
韓国	ウォン	683.43	889.49
(参考) 日本	円	145.09	114.21
備考			アジア通貨危機直前

(注) すべて、月間の平均レートである。
(出所) IFS, IMF.

なんと一八%に下落してしまった。インドネシア以外にも、最悪期には通貨の価値が五割から六割にまで下落してしまったことがわかる。

これが、どれぐらいたいへんなことかを日本に置き換えて考えてみよう。出発点として、円の為替レートがだいたい一ドル＝一〇〇円という水準であったとしよう。ここから、円の価値がドルに対して五〇%にまで下落すると、為替レートは一ドル＝二〇〇円になる。これは、日本にとっては、およそ十五年前の一九八五、六年ごろの数字であるが、タイなどの国は約半年でそれだけの通貨価値下落を経験したことになる。

次に、インドネシアのように円の価値も約二〇%まで下落したとすれば、円の為替レートは一ドル＝五〇〇円になる。これは、いまだかつて日本は経験したことがないので、想像もできないような事態であるが、

表2 通貨の「強さ」の推移 (1997年6月が基準) (%)

	1990年1月	1997年6月	1998年1月	1998年7月	1999年12月
インドネシア	136	100	25	18	34
タイ	100	100	48	63	68
フィリピン	117	100	62	63	65
マレーシア	93	100	57	61	66
韓国	130	100	52	69	78
(参考)日本	79	100	88	81	111

(出所) 表1より筆者作成。

それをインドネシアは約一年の間に経験したのである。

このように、アジア通貨危機を地震にたとえるなら、マグニチュード八以上の巨大地震とでもいうぐらい激しいものであったと言えるだろう。また、これまでに他の国や地域で起こった他の歴史的な通貨危機と比べても遜色ない大きな出来事であったと言える。次に、この通貨危機が各国の人々の生活に与えた影響の深刻さをみるために所得の変化をみよう。

表3は、アジア通貨危機によって一人当たり所得がどれぐらい低下してしまったかを示したものである。おおまかにみて、通貨危機直前の一九九六年の一人当たり国民所得に比べて、通貨危機後の一人当たり国民所得は六割前後にまで縮小してしまったことが読みとれるだろう。

また、この表には、通貨危機後の一人当たり所得の水準が、各国においては何年前の所得水準にほぼ等しい値なのかも示してある。例えば、一九九八年のインドネシアの所得水準は八七

表3 アジア通貨危機と1人当たり国民所得の下落

		1人当たり 所得 (米ドル)	1996年の1人 当たり所得との 比率(%)	何年前の水準と ほぼ等しいか
インドネシア	1998	461	40	11年(1987)
	1999	740	64	6年(1993)
マレーシア	1998	3,411	69	5年(1993)
	1999	3,634	74	5年(1994)
フィリピン	1998	886	76	4年(1994)
	1999	1,016	87	4年(1995)
タイ	1998	1,823	60	6年(1992)
	1999	1,997	66	6年(1993)
韓国	1998	6,843	60	7年(1991)
	1999	8,713	76	5年(1994)

(出所) 世界銀行[2000], *World Economic Outlook* のデータより筆者作成。

年の水準とほぼ等しく、十一年前へ逆戻りしてしまった。これは極端な例であるが、それ以外の国でもだいたい四年から六年の所得水準の逆戻りが起こっていることがわかる。¹⁾

本書は、このようにアジア諸国の経済に多大な影響を与えたアジア通貨危機を題材として解説を加えていく。この第I章では、「為替レート」「国際収支」と通貨危機の関係について解説する。

それに続く第II章から第III章では、アジア通貨危機の原因をめぐる議論を説明することを通じて「経済成長」「国際競争力」「仲間内資本主義」(クローニーキャピタリズム)「企業統治」(コーポレート・ガバナンス)「モラル・ハザード」「不確実性とリスク」「情報の非対

称性」「群衆行動」「複数均衡」、その他のキーワードの解説を行う。

第IV章は、失敗したと批判されることの多いIMF（国際通貨基金）のアジア通貨危機への対応の検討を通じて「マクロ安定化政策」「構造改革政策」「マンデル・フレミング・モデル」「国際マクロ経済のトリレンマ」、その他のキーワードの解説を行う。

アジア通貨危機の特徴の一つは、大規模な金融危機を併発したということであるが、その後遺症である不良債権問題などの解決は十分に進んでいない。第V章以降では、こうした金融危機の後遺症への対応策を中心にみていく。第V章と第VI章では金融危機が企業活動にどのような影響を与えるのか、また、その対策としてはどのようなものがあるのか、という話題を通じて「デット・オーバーハング」「再生のための賭け」「倒産処理」「バランスシート調整」「代理費用」（エージェンシー・コスト）、その他のキーワードの解説を行う。

第VII章では、金融危機と銀行の問題および銀行の再建策という話題を通じて「金融仲介」「代理監督」（デリゲートティッド・モニタリング）「取り付け騒ぎ」「銀行救済とモラル・ハザード」「不良債権処理」「銀行への資本注入」「免許価値」（フランチャイズド・バリュウ）「狭義銀行」（ナロー・バンク）、その他のキーワードの解説を行う。

全体を通じて、本書は、(1)アジア通貨危機の原因や対応の是非、金融危機後の対策に関連した問題についての筆者の考察を紹介すること、(2)それを題材として国際金融論や金融論の重要キーワードの解説を行うこと、という二つの目的を掲げている。

さて、本書の冒頭を飾るこの第I章では、さまざまなキーワードのなかでも、通貨危機に関連しては第一に取り上げるべき「為替レート」と「国際収支」についての解説にとりくむ。以下では、為替レートの「いろは」を解説しつつ、最終的には、アジア通貨危機におけるきわめて激しい通貨価値の下落が、どのようなメカニズムで起こったのかを明らかにすることを目指すことにする。

第1節 為替レートの決まり方の基本

例えば、日本は**変動相場制度**という為替制度を採用しているので、為替レートは刻々と変化している。よくニュースなどで、「正午現在、東京市場では、一ドル＝一〇五円二五銭で取り引きされています」などと言っているのを聞いたことがあると思う。

それでは、どうして、為替レートが変化するのだろうか。その原理は近くのスーパーにおいてあるキャベツの値段が日々、変化するのとまったく同じなのである。例えば、お客さんが欲しいと思うキャベツの量（キャベツの需要）には、それほど変化がないときに、キャベツが豊作で大量に出荷される（キャベツの供給が増大する）とキャベツは安くなるだろう。反対に長雨でキャベツが不作になると、キャベツの値段は上昇する。

一方、キャベツの供給には、それほど変化がないときに、なんらかの理由で人々がキャベツをより食べたがるようになる、キャベツの値段は上がるだろう。このように、キャベツの価格はキャベツの需要と供給によって決まると説明するのが経済学の考え方である。

まったく同じように為替レートも外貨の需要と供給で決まるといえる。例えば、円とドルの間で考えると、ドルの供給が多いとドルの値段が下がって円高・ドル安になる。逆に、ドルの供給が少なくて需要のほうが上回るとドルの値段が上がって円安・ドル高になる、というわけだ。

このようにあらゆるものを需要と供給という共通の枠組みで考えるのは、経済学の基本的な考え方の一つである。そして、このときに価格が果たしている役割にも注意してもらいたい。需要が供給を上回るときに価格が上昇したり、供給が需要を上回るときに価格が

下落したりするのは、とても重要な働きなのである。このことによつて、最終的には需要と供給が一致することが可能になるからだ。例えば、豊作のときにキャベツの価格が下がることは、それによつて需要量を増大させ（安ければ買おうという人が増える）、最終的にはキャベツの需要と供給を一致させるという役割を果たしている。もし、キャベツが豊作なのに価格が下がらなかつたとしたら、スーパーの店頭は売れ残つたキャベツだらけになつてしまふだろう。逆に、不作のときにキャベツの値段が上がらなかつたら、スーパーの店頭からキャベツは消えてしまふだろう。

経済学は何でも「需要と供給」で考える。

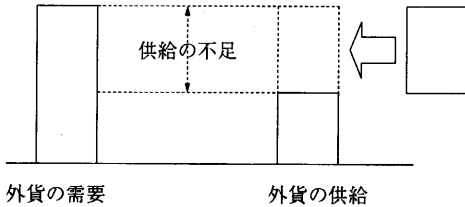
為替レートも外貨の需要と供給で決まる。

価格が変化することによつて需要と供給は一致する。

そして、為替レートも一国の通貨の価値を表しているので、通貨の価格だと考えられる。したがつて、変動相場制度では為替レートが変動することにより、最終的に外貨への需要と供給を一致させることができるようになるのである。

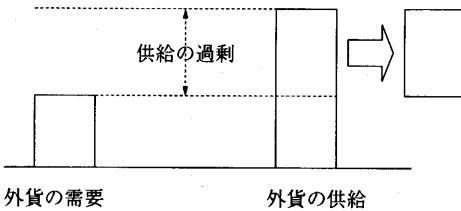
固定相場制度の仕組み

1. 外貨の供給不足の場合



中央銀行が不足する
外貨を供給する（売る）

2. 外貨の供給過剰の場合



中央銀行が過剰な
外貨を吸収する（買う）

しかし、国によっては**固定相場制度**と言つて、為替レートが変動しないような為替制度をとっている国もある。実は、日本も一九七三年までは、固定相場制度であった。こうした場合には、外貨の需要と供給は一致しないことになるが、困らないのであろうか？

実は、固定相場制度の下では、外貨の供給が需要を上回ると、中央銀行などが余分な外貨を買い取るようになってくる。逆に、外貨の需要が供給を上回ると不足する外貨を

売ってくれるのである。このようにして、固定相場制度の下でも、中央銀行まで含めて考えると需要と供給は一致することになる。

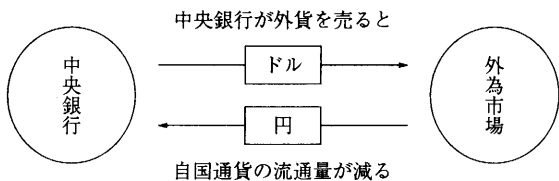
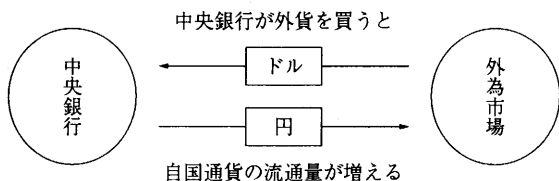
変動相場制度では、外貨の需給によって為替レートが変動する。

固定相場制度では、為替レートは変化しない。

外貨の需要が多すぎるときは、中央銀行が外貨を売る。

外貨の供給が多すぎるときは、中央銀行が外貨を買う。

しかし、これで「めでたしめでたし」、とはいかない。固定相場制度の下で、常に外貨の需要が供給を上回っていたとしたら、どうなるだろうか？ 中央銀行は、常に外貨を売らなければならないが、中央銀行が持っている外貨がなくなってしまうたら、それ以上、売ることができない。逆の場合は、もう少しましであるが、やっぱり問題もある。常に外貨の供給が需要を上回る場合は、中央銀行が外貨を買いつづけねばならないが、その結果、中央銀行の持っている外貨はどんどん増えつつけることになる。増える分には問題ないようにも思うが、そうではない。中央銀行が外貨を買うときには、自分の国の通貨（日本な



ら円)で、代金を支払っていることに注目しよう。中央銀行の持っている外貨が増えれば増えるほど、中央銀行から巷に円が流れ出していくことになる。これは、円の流通量を増やし、インフレやバブルを引き起こす恐れがある。(逆に、中央銀行の外貨売りは自国通貨の流通量を減らす効果をもつ。上の図を参照してもらいたい)

したがって、(中央銀行を除く民間部門で)外貨の需給関係のバランスが長期間にわたって崩れている場合には、固定相場制度を維持することはできない。例えば、外貨の供給不足が続いて、外貨準備がなくなってしまうと、固定相場制度は崩壊して、為替レートは下落するだろう。多くの場合、市場の過剰反応を伴いパニック的な為替の暴落が起こる。これが、通貨危機である。アジア通貨危

機に襲われた諸国の多くは、このタイプである。

なお、固定相場制度をkarouうじて守ることができても、そのために大変苦勞するというような事例も通貨危機と呼ぶ場合がある。さらに、変動相場制度の場合でも、為替レート
の下落が大幅かつ急激に起こったときには、通貨危機と呼ぶ。

いずれにしても、通貨危機の原因を考える際には、外貨の需給関係がどのように決ま
っているのか知っておくことが重要である。

第2節 外貨の需要・供給と国際収支

そこで次に、何のために外貨を欲しいと思ったり、外貨を売りたいと思ったりするの
かを考えよう。われわれは日本人であるから、ここでは、自国の通貨は円のことだとして考
えよう。また、外貨としては米国のドルを想定しよう。

日本企業が輸出をして代金をドルで手に入れた場合は、外貨の供給要因となる。日本企
業は受け取ったドルを円に交換してもらふ必要があるからだ。逆に、日本の企業が輸入を

行うためにはドルを手に入れる必要があるので、外貨の需要要因となる。輸出と輸入の差額が貿易収支と呼ばれるものであるが、輸出よりも輸入が多ければ貿易収支の数字はマイナスになり、貿易収支赤字または単に貿易赤字と呼ばれる。差し引きで、貿易赤字の分だけ外貨の需要を増やす要因となる。反対に輸入のほうが少なければ貿易収支の数字はプラスになり、貿易収支黒字または貿易黒字と呼ばれる。これは、外貨の供給を増やす要因となる。

企業ではなくて、一般の人が外貨を欲しいと思う場合は、海外旅行に行くときだろう。みなさんのなかにも、旅行前に銀行でドルに両替をしてもらった経験のある方も多いだろう。したがって、大勢の人が海外旅行に行くようになれば、ドルの需要が大きくなる。逆に、米国人が日本に海外旅行に来るときには、ドルを売って円を手に入れる必要があるだろう。日本人の旅行者が海外で支払った額のほうが外国人の旅行者が日本で支払った額を上回れば、外貨の需要が上回り、その反対のときは、外貨の供給が上回ることになる。ところで、海外旅行にかかわる支出の出入りはサービス収支と呼ばれるものに含まれる。

以上見てきたように、日本人と外国人との間で、モノ（財）やサービスの取引が行われるときに外貨が必要されたり供給されたりすることがわかる。したがって、外貨の需給は、貿易収支（モノの取引）やサービス収支（サービスの取引）の大きさと関係がある。

モノ（財）やサービスを外国から買うと外貨の需要が増える。
外国に売ると外貨の供給が増える。

だから、貿易収支やサービス収支は外貨の需給と関係がある。

★黒字（プラスの値）は外貨の供給、赤字（マイナスの値）は需要要因

貿易収支やサービス収支も含めた、より大きなくり方として**経常収支**というものがある。経常収支は、貿易収支、サービス収支に所得収支（利子や配当、給与などの授受）と経常移転収支（無償での贈与や受取りで資本移転を除いたもの収支）を加えた総計である。

経常収支に含まれる項目（取引）には、ある共通性がある。それは、取引が行われた時点において完結しているという特徴である。例えば、財の売り買いは、その時点で終了する。サービスも同じだ。利子や配当を生み出す元になっている債権や株式の取引は後の時点で影響を与える（それが利子や配当）が、利子や配当の受け払いそのものは、その時点ごとに完結した取引である。無償で使途を限定しないでお金を渡したり受け取ったりする取引（贈与）もその時点で完結している。

經常収支は、貿易収支、サービス収支、所得収支、經常移転収支の合計

★共通点は、ある時点で完結した国際取引の収支であるということ。

ところで、モノやサービス以外の取引もある。日本人が米国人からお金を借りることを考えてみよう。米国人の持っているお金はドルで、日本人が使うお金は円だから、ドルを円に交換する必要があるだろう。したがって、これは外貨が供給される要因となる。逆に、日本人が米国人にお金を貸すときには、円をドルに交換する必要があるので、外貨の需要要因となる。

また、日本人が米国企業の株式を取得した場合には、日本人の持っているお金は円で、米国企業の株式を買うにはドルが必要だから、円をドルに交換することになる（一般の投資家は米国株の購入代金を仲介の証券会社に円で支払っているかもしれないが、証券会社が円をドルに交換している）。これは外貨の需要要因である。逆に、米国人が日本企業の株式を取得する際には、ドルを円に交換する必要があり、外貨の供給要因となる。

このように国境を越えたお金の貸し借りや株式の売買に伴っても、外貨が必要されたり

供給されたりする。自国と外国との間の貸し借りや株式の売買の帳尻を資本収支というが、資本収支も外貨の需給を左右すると言える。注意が必要なのは、資本収支の場合、お金を借りたり株式を売却したりした額が、貸したり株式を取得した額よりも大きいときに「黒字」と言い、その逆の場合に「赤字」と言う点である。したがって、資本収支の黒字は外貨の供給要因で、赤字が需要要因である（これは経常収支のときと同じ）。

資本収支は、将来時点にわたって影響を与えるような取引の収支であると考えられる。これは前述の経常収支と対照的である。例えば、資金の貸借は将来時点での元利の返済義務を生じさせる。株式の取得は、将来時点での配当の受取りや株主として企業経営に参与する権利を発生させる。

外国とのお金の貸し借りや、株式の売買も外貨の需給に影響する。
貸し借りや株式の売買の収支を資本収支と言う。

★お金を借りるほうが多いときに資本収支黒字になることに注意。

★だから、資本収支の黒字は外貨の供給、赤字は需要要因となる。

以上を簡単にまとめると、国際的な取引の帳尻は、取引の性格によって分類されている。資本収支は貸し借りや株式の取得などの取引を反映し、経常収支はそれ以外の取引（主に財・サービスの売買）を反映している。そして、これらの収支の大きさはそれぞれの取引に関連する外貨の需給要因を示していると考えられることができる。

国際的な取引の総体のことを**国際収支**と言うが、**経常収支**、**資本収支**は、ともに**国際収支**を構成する**二大項目**である。この他に、**国際収支**には**外貨準備の増減**という項目があるが、これは政府の持っている**外貨建て資産**がどれだけ**増減**したかを示す項目である。先に見たように**固定相場制**を維持するために**中央銀行**が**外貨の売買**を行ったときには、この項目が**増減**する。**変動相場制度**においても、**政府**が**為替介入**を行うと**変化**する。

ただし、注意が必要なのは、この項目は**外貨準備が増えたとき**に**マイナス**、**減ったとき**に**プラス**になるように記述される。**外貨準備が増えているときは**為替市場からは**外貨が吸い上げられた**（需要された）ので**マイナス**、**減っているときは**為替市場に**外貨が供給された**ので**プラス**と考えるとわかりやすい。このように表すことにすると、**経常収支**、**資本収支**、**外貨準備の増減**のいずれもが、**プラス**が**外貨の供給**、**マイナス**が**外貨の需要要因**を表していることになって都合がよいのである。

国際収支…一国全体の対外取引の総体を示すもの

国際収支は、経常収支、資本収支、外貨準備の増減の三項目に分けられる。

注意…外貨準備の増減は増加がマイナス、減少がプラスで計上される。

★いずれの項目も黒字（プラス）は外貨の供給要因、赤字（マイナス）は外貨の需要要因

このように国際収支の項目における黒字（プラスの数字）や赤字（マイナスの数字）と外貨の供給と需要の諸要因とは密接に関係している。

ところで、一国全体の外貨の需給は、誰かが外貨を燃やしていないかぎり（あるいは外貨預金を破棄していないかぎり）、結果的には必ずつり合うことになる。

したがって、国際収支の総体はゼロになるという重要な関係が成り立つ。別の言い方をすると経常収支と資本収支と外貨準備の増減の合計はゼロになる。（ただし、これは理屈上のお話である。統計には必ず漏れがあるものなので、国際収支には誤差脱漏という項目がある。現実の統計では誤差脱漏も加えるとゼロになる。余談だが、誤差脱漏があまりにも大きい場合には、統計調査がよい加減であるか、不正な外貨取引が多く行われているなどの可能性が考えられる）

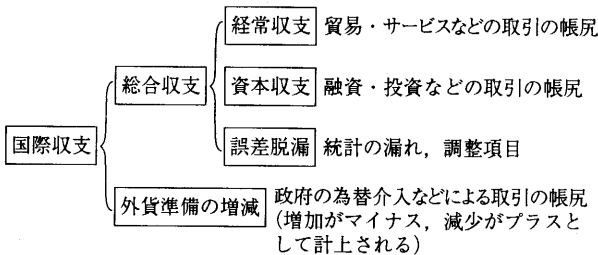
最後に、**総合収支**という言葉について説明しておきたい。これは、**経常収支**、**資本収支**、**誤差脱漏**の合計であり、**国際収支**上では最も大きな分類項目である（**外貨準備の増減と対比される**）。

以上をまとめると、図1のようになる。

第3節 キャベツと外貨の違いと 通貨危機

冒頭で、**キャベツの値段も外貨の値段（為替レート）も需要と供給によって変動すると書いた。これは同じである。しかし、キャベツと外貨とは、大きな違いもある。キャベツの需要や供給は、キャベツそのものの価値に基づいている。これに**

図1 国際収支は、取引ごとに分類されている



★各項目の黒字は外貨の供給要因，赤字は外貨の需要要因

★国際収支の総合計は必ずゼロになる

(出所) 筆者作成。

対して、外貨の需要や供給は、外貨本来の価値によるものではない。本来の目的は国境を越えるなんらかの取引を行うことである。外貨の需要や供給は、国際取引を行うのに必要だから発生する。このように別に本来の目的があつて、それに伴い需要が発生するという場合には、特別に「**派生需要**」と呼ぶことがあるが、外貨への需要は派生需要である。³⁾

ところで、供給については派生供給という言葉は、普通は使わない。しかし、外貨の供給も輸出や外国からの投資資金の流入など、別の本来の目的に伴つて外貨が供給されるという意味で、需要の場合と同様に、キャベツの供給とは異なる。

キャベツの需要や供給は、本来のな目的に基づいて発生する。

★例…キャベツを食べたい(需要)、キャベツの生産(供給)

外貨の需要や供給は、派生的に発生する。

★例…輸入のために外貨が必要(外貨の需要)

輸出代金(外貨)を自国通貨へと交換したい(外貨の供給)

しかも外貨への需要や供給の背景になつてゐる国際取引(本来のな目的)はきわめて多

様である。すでに見たように貿易もあれば、貸し借りもある。これは、非常に細々と分類することもできるし、大まかに分類することもできる。細かく分類するなら、自動車の輸出や輸入という動機とテレビの輸出や輸入という動機は別のもつと分類することもできる。

このように、外貨の需給がキャベツの需給と違うのは、それが、(1)いろいろな動機に基づく取引から、(2)派生して発生する、という特徴である。

第4節 通貨危機という現象の説明

さて、これまでに出てきた概念を使って、通貨危機という現象を説明してみよう。

まず、外貨の需要と供給をすべて合わせれば、両者は一致しなくてはならない（各経済主体が事前に希望する外貨の需要と供給は食いちがっていても、実際に取引がなされた後には需要と供給は必ず一致している）。これは、外貨の需給とは表裏一体の関係にある国際取引の総体（＝国際収支）がゼロになるということである（これは前述した）。

しかし、部分に分けてみたときには、外貨の需要と供給は必ずしも一致しなくてもよい。全体としての外貨の需給さえつり合っていれば、部分ごとにはつり合っていないくてもかまわない。これを外貨の需給をつくり出してゐる国際収支で考えると、国際収支の個々の項目で赤字や黒字があつても、国際収支の総計がゼロであればよい、ということになる。例えば、大幅な経常収支赤字（外国からの輸入などが輸出などよりも多い）をかかえている国を考えよう。これは、貿易などの動機に基づく外貨の需要が超過していることを意味している。しかし、別の部分で外貨の供給が超過していれば、全体としての外貨の需給が一致することになる。例えば、資本取引という動機に基づく外貨の供給が超過し、貿易での外貨の需要超過とつり合っていればよい。別の言い方をすると、資本収支が大幅な黒字（＝外国からの借金などが増えている）になつていけばよい。要するに、経常収支の赤字を資本収支の黒字が相殺して、全体としての国際収支がつり合っている（ゼロ）ならば、外貨の需給も全体としてはつり合つていゝと言へる。

以上の例を表4で示したので参照してもらいたい。

ところで、例示した経常収支赤字国において、なんらかの理由によつて資本取引の状況が大きく変化したらどうなるだろうか。特に、資本収支が黒字から赤字になるような変化

表4 経常収支赤字で資本輸入国の例

	状態	対応する外貨の需給
経常収支	赤字	貿易などに関連した外貨の需給が超過している
資本収支	黒字	資本取引に関連した外貨の供給が超過している
国際収支	ゼロ	全体的な外貨の需給はつり合う

(注) この表では簡単化のために「誤差脱漏」と「外貨準備の増減」の項目は無視している。

(出所) 筆者作成。

を考えよう。例えば、政情不安などにより自国の人々が外国の資産を買ったり（＝資本逃避と呼ばれる事態）、外国人投資家はその国に対する投資を引きあげたり、融資を回収しはじめるなどの状況である。これは、資本取引という動機に伴って発生する外貨の需給が供給超過から需要超過に転換したということである。このときに、経常収支もたまたま偶然に赤字から黒字に転換してくれば、全体としての外貨の需給のバランスが崩れなくてすむだろう。ところが、経常収支の背景となっている取引の動機は、資本取引の動機とは直接的には関係ないところで決まっている。したがって、資本収支が変化したからといって自動的に経常収支が変化する必然性はない。

このように、なんらかの理由で国際収支の一項目だけが変化し、別の項目はそのままであるとすると、全体としては外貨の需要と供給は食いちがってしまうことになる。しかし、先に書いたように、全体としての外貨の需要は最終的には一致する必要がある。

そこで、外貨の需要と供給のバランスが崩れそうになったときには、変動相場制度では為替レートが変化する。その変化は、最終的に需要と供給が一致するまで続くことになる（これは、キャベツが豊作で供給が増えたときに、最終的に需要と供給が一致するまでキャベツの価格が下落するのと同じ）。

今の例では、外貨の需要のほうが大きくなるような変化が、まず起こっている（資本収支が黒字から赤字に）。このときには、自国の通貨の為替レートは下落してしまうだろう。為替レートが下落すると輸出が有利になる一方で輸入が不利になるので、経常収支が赤字から黒字になるだろう。こうした経常収支の変化は外貨の供給を増やす要因であるから、最終的には国際収支のつり合いを保つことができるようになるのである。

しかし、もしも資本収支の変化がきわめて大きく急激なものであったとしたら、国際収支全体のつり合いを保つために必要となる為替レートの下落も相当に大きく急激に起こることになるだろう。そのような急激で大幅な為替レートの下落は「通貨危機」となるだろう。ところで、固定相場制度の場合は、中央銀行などが外貨を供給する（売る）ことによつて為替レートの変化を起ささないようにすることができる。しかし、外貨準備の量には限りがあるので、変化があまりにも大きい場合には固定相場制度そのものが崩壊する場合が

ある。そのような形で固定相場制度が崩壊した後は、特に激烈な為替レートの下落が起こることが多い。

以上の例示は、実はそのままアジア通貨危機の説明になっている。

例えば、アジア通貨危機の直前にタイは大幅な経常収支赤字をかかえていたが、それを上回る資本収支の黒字（資本が流れ込んでくる状態）により相殺されていた。（実のところ、タイバーツの価値は下落するどころか、上昇する気配さえあった。これは通貨危機以前には、資本収支が増えようとする勢いが、経常収支が赤字になる勢いを凌いでいたからだ。このために、タイの中央銀行はバーツ高を防ぐためにドル買い介入を行う必要があったほどである）

ところが、一九九六年後半から九七年にかけて、資本の流れが逆流しはじめた。要するに、お金（資本）の流出が始まったのである。資本収支が赤字になりかかったとしても、経常収支のほうが自動的に黒字になる必然性はない。このままでは、外貨に対する需要が供給を大きく上回ってしまうことになる。そして為替レートが下落するだろう（その結果、最終的には外貨に対する需給は一致する）。

この当時、タイ政府はある程度の外貨準備を持っていたので、それを取り崩して外貨を売ることによって通貨の下落を起こさないようにしようとした。しかし、資本の流出の規

模が大きく激しかったために、ついに外貨準備を使い果たしてしまったのである。そして、一九九七年の七月以降は、為替レートの下落を放置することになった。それ以外にどうしようもなくなったのである。この時点がアジア通貨危機の始まりだとされている。

アジア通貨危機の終結した時点は、始まりの時点ほどハッキリしていないが、一九九八年後半から九九九年にかけて終息したと考えられるだろう。この頃になると通貨の下落もほぼおさまり、アジア諸国の経常収支は大幅な黒字に転換した。つまり通貨下落の効果による経常収支の黒字化が資本収支の赤字を相殺することになったために、それ以上の通貨下落が必要なくなったと考えられる。

以上をまとめると、次のようになる。

アジア通貨危機という現象を一言で表現すると…
急激で大幅な資本収支の反転（黒字→赤字）に伴って、為替レートが激しく
下落した。

★為替レートの下落により、最終的には経常収支が反転（赤字→黒字）した。

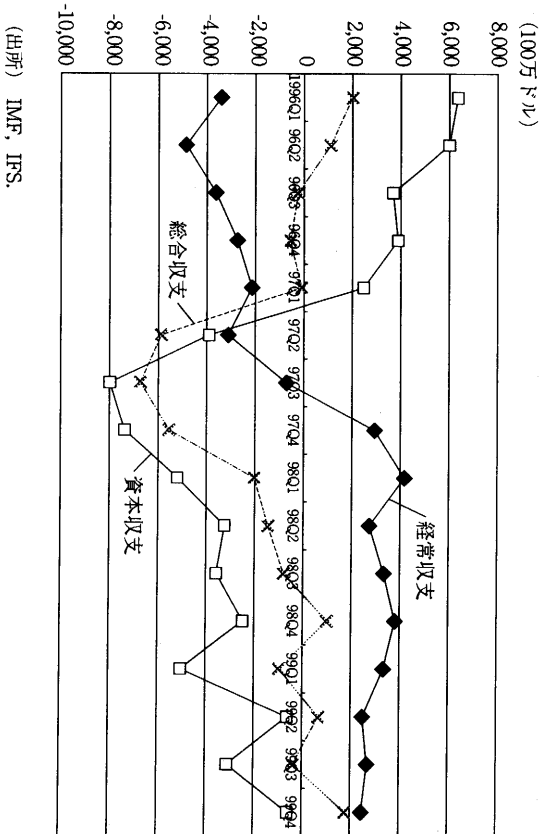
実際のデータでも確認してみよう。図2はタイの国際収支の通貨危機前後の推移を示したものである。三本の折れ線グラフが示されているが、それぞれ、経常収支、資本収支、総合収支である。この図の横軸の単位として「1996Q1」とか「96Q2」とかの記号が出てくるが、最初の数字は西暦であり、末尾の「Q1」は第1四半期（一月～三月）、「Q2」は第2四半期（四月～六月）、「Q3」は第3四半期（七月～九月）、「Q4」は第4四半期（十月～十二月）の意味である。

つまり、この図は四半期（三カ月ごとのまとめ）データをもとにして作られている。

まず、経常収支と資本収支の二つだけに注目してもらいたい。通貨危機が起こったのは一九九七年七月初めであるから、図中では「97Q2」と「97Q3」の境目あたりである。このあたりの前後で、経常収支は赤字（マイナス）から黒字（プラス）へ、逆に資本収支は黒字から赤字へと転換していることがわかる。

そして、ここが重要な点だが、資本収支の転換が経常収支の転換よりも約半年ほど先行していることもわかる。資本収支は危機の直前の「97Q2」に赤字に転換し、「97Q3」にはきわめて大きな赤字になっている。それに対して、経常収支が黒字に転換するのは「97Q4」になってからである。資本収支の変化に対して経常収支の変化が遅れる傾向にあ

図2 タイの国際収支



るといふ先に説明したとおりの展開である。

次に、経常収支と資本収支（と誤差脱漏）を合計した総合収支の動きは、経常収支の転換が遅れる期間の間、大幅な赤字（マイナス）になっていることにも注目してもらいたい。通貨危機直前の「97Q2」から最悪期（一九九八年初頭）の直前である「97Q4」までの三つの四半期はとりわけ大きなマイナスになっている。（このマイナスは、当初はタイ政府の持っていた外貨準備の放出によってなんとかファイナンスされていた。そして、通貨危機後は外貨準備は文字どおりなくなってしまったので、IMFからの借入などによってしのいだと考えられる）

タイ以外にインドネシア、韓国のデータを次の図3と図4に示した。詳しい説明は省略するが、転換のタイミングなどが微妙に異なるものの、タイの例ときわめてよく似た図になっていることを各自、確認してもらいたい。

さて、ここで注意してもらいたいことがある。

それは、通貨危機の起こり方にはいろいろな場合があるということだ。これまでの説明はアジア通貨危機の起こり方であって、すべての通貨危機が同じように資本収支の転換が原因になって起こるとは限らない。例えば、ある国が戦争を始め、外国製の武器を大量に購入する必要が生じたとき、その支払いのために外貨の需要が急激に増大したときに

(100万ドル)

図3 韓国の国際収支

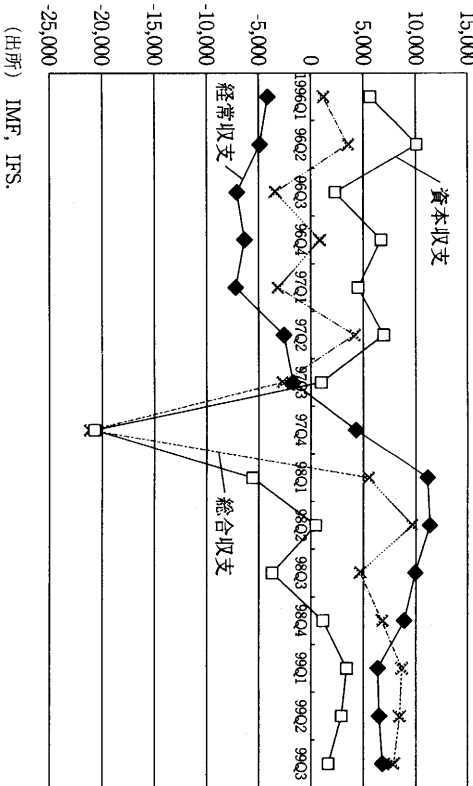
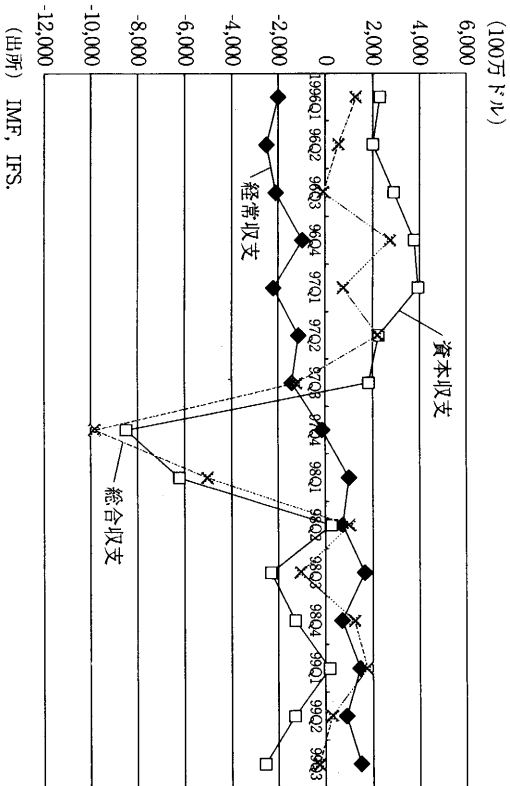


図4 インドネシアの国際収支



は、やはり通貨危機が起こるかも知れない（そういうときには人々は戦争のほうにより注目するから、通貨危機のほうはあまり注目されないのだが、こうした通貨危機は今でも結構よく起こっている）。これは、資本収支ではなく經常収支が大幅かつ急激に転換することによる通貨危機の一種だと言えるだろう。

しかし、戦争の例を除けば、財などの取引が中心となる經常収支に比べて資金の貸し借りなどが中心となる資本収支のほうが、どちらかというと「大幅かつ急激に」転換する可能性が高い。よって、資本取引の転換をきっかけとする通貨危機のほうがより起こりやすいと言えるだろう。

第5節 アジア通貨危機の原因は何か？

ところで、以上のように外貨の需要・供給という観点からアジア通貨危機という「現象を表現すること」は比較的簡単にできる。しかし、それとアジア通貨危機の「原因を説明すること」は同じではない。なぜなら、原因を説明するには資本収支の転換そのものが、

なぜ起こったかを説明しなければならぬからだ。

つまり、資本収支の急激な転換がなぜ起こったのかを説明することが、アジア通貨危機の原因を説明することだと言えるだろう。この点が、これ以降、本書の前半部分の中心的な課題となる。

まず、大まかにいうとアジア通貨危機の原因については、「外因説」と「内因説」の二つの考え方があつた。

最もわかりやすい「外因説」の一例をあげるとするならば、マレーシアのマハティール首相の主張である。彼は、早い時期から「国際的な投機家」（ヘッジファンドに代表される）が通貨危機を仕掛けたとして非難した。つまり、投機家の行動が資本収支の転換の原因だと言つたわけだ。

一方、「内因説」の例としては、ウォール・ストリートの金融機関やアメリカの新聞などに多かった主張があげられる。それは、アジア諸国の国内経済構造が不透明あるいは非効率なものであり、これが投資家の不信感をまねいたことが資本の流出につながつたのだというものだ。

このように大きく二つの考え方に分けられるといつても、よくみると「外因説」も「内

因説」もけつして一様ではない。先にあげた例は、ほんの一例にすぎない。さらに細分化してみてもいくと、実に多くの説が唱えられている。そして、数多くある説明のうちのある一つだけが正しくて、それ以外の説はすべて間違いだとは言いつれぬ。また、必ずしも互いに矛盾するものばかりではない。ただし、いろいろな考え方を比較考量し、どの説による説明が最も重要と思われるかを検討することには意味があるだろう。

いずれにしても、まずは、数多あるアジア通貨危機の原因を説明する理屈のうち主だったものをそれぞれ見ていくことから始めよう。次章では、主要な「内因説」を紹介し批評を加えていくことにする。それに続く第三章では主要な「外因説」を紹介する。第三章の終わりで、筆者の考えを簡単に述べ、第四章では少し話題を転換してアジア通貨危機に対するIMFの対応を評価する。

ここまでは、本書の前半部分を構成する。第V章以下は本書の後半部分を構成する。ここでは、通貨危機と金融危機の関係や金融危機への対処といった問題を論じる。通貨危機の原因やIMFの問題などに関しては、しだいに世間の関心が薄れつつあるが、不良債権問題や金融機関の再建といった金融危機の後始末の問題は今でも重要な話題である。いくつかのアジア諸国では、これらは未解決の問題として残されているからだ。

注

(1) この表はドル表示なので、所得減少は経済成長率の低下と通貨価値下落の二種類の異なる効果が複合された結果である。

(2) ただし、固定資産を取得するために無償で資金を授受した場合には、その時点で完結しているとは言えないので、経常移転収支には含まれない。これは後述の資本収支に含まれる。

(3) 派生需要の別の例をあげるならば、企業の労働に対する需要がある。企業は消費者の需要に応じて生産を行う（本来的目的）が、生産をするために企業は労働力を需要する。したがって、企業の労働力への需要も派生需要である。