

## 第7章 シンガポール：最小限に抑えた通貨危機の影響

### 第1節 シンガポール・ドルの切り下げと政府の対応

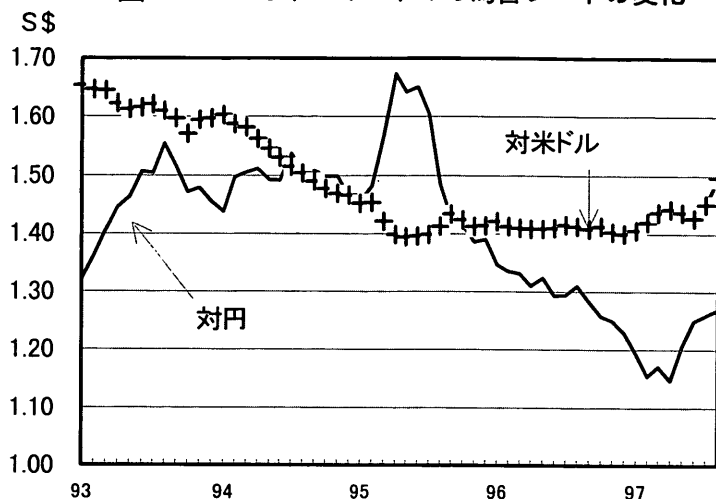
シンガポールは主要貿易相手国との貿易額に基づく、各国通貨の加重平均レートを自国通貨と連動させることにより、通貨変動の幅を極力小さくする、いわゆる「バスケット方式」を採ってきた。実際には米国との取引量が多いため、シンガポール・ドル（以下、Sドルという）は事実上、米ドルに連動してきたといえる。

シンガポールの経済発展とともに、Sドルは米ドルに対し強くなってきた。93年1月から95年5月までの約2年半の間に、Sドルは1米ドル=1.6531 Sドル（93年1月）から1.3949 Sドル（95年5月）へと、およそ15.6%切り上がった。その後、97年2月までは1.4 Sドル前後の極めて安定したレートが続いた（図1）。タイ・バーツ暴落の余波が、マレーシア、フィリピン、インドネシアへと広がる中、Sドルも米ドルに対し値を下げ始めた。しかし、シンガポールの経済指標は投資家の信頼感を失わせるようなものではないため、アセアン諸国とは異なり、その影響は当初極めて軽微なものにとどまった。

政府はアジア通貨危機について、アセアン経済のファンダメンタルズは堅調であるため、一時的な現象であるとした上で、「市場介入によって投機筋と対抗することには限界があり、市場の信頼感を回復するためには経済ファンダメンタルズの改善と金融システムの改革が重要」（ゴー・チョクトン首相）との認識を示してきた。また、Sドルの対米ドル切り下げ幅が小幅にとどまったことから、この切り下げがシンガポール経済に与える影響はほとんどないとの姿勢をとってきた。

しかし、通貨危機が長期化する様相を呈し、アセアン経済全体の先行きが不信感に覆われ始めると、シンガポール政府の対応に若干の変化が見え始めた。

図1 シンガポール・ドルの為替レートの変化



(注1) 93年1月から97年7月までの変化を示す。期中平均値。

(注2) 対円レートは100円当たり。

(出所) (シンガポール金融庁) “Monthly Statistical Bulletin”

8月12日、1米ドル=1.50 Sドル台に突入した際、MAS (シンガポール通貨庁、事実上の中央銀行) 高官が「現行のレートは適正水準から乖離しているとは思わない」と発言したことにより、Sドルは1.51 Sドル台まで売り進まれた。しかし、他のアセアン通貨の対米ドル大幅切り下げに伴い、切り下げ幅の格差が広がることによる対米輸出競争力の減退懸念から、Sドルの若干の切り下げはむしろ好ましいとの見方も強かった。

一方、政府はシンガポール経済への影響が深刻になる前に、国際金融センターとしての地位を確保するため、自らの金融システムのあり方について他に先んじて検討を開始した。8月22日、政府はWTO(世界貿易機関)の金融自由化交渉における合意事項に沿い、Sドルの国際化を含む金融自由化の進め方を検討する「政府特別委員会」を招集した。Sドルの不安定化を防ぐことが金融・通貨政策の根幹をなしているため、同委員会が金融の完全自由化を決定するまでには至らないとみられるが、段階的な金融自由化、Sドルの国際化が今後進められるのは確実といえよう。

Sドルの対米ドル切り下げのスピードが加速したのは10月に入ってからである。10月7日、フー蔵相が「Sドルは米ドルに対し切り下がったが、(パーツ、

表1 アジア通貨危機に対するシンガポール政府の対応

月日	出来事
7月2日	パーツ変動相場制に移行。
7月11日	97年度予算案及び税制改革を発表。税制改革では金融サービス機能の強化に向けたファンド・マネージャー等の誘致のための新たな法人税減免措置が盛り込まれた。
7月17日	アジア通貨急落の影響がシンガポールへも波及。1米ドル=1.43~1.44 Sドル台で安定推移してきた相場が、1.45 Sドルを割り込む。
7月23日	リチャード・フー蔵相、「域内通貨に対するSドル高はシンガポールの輸出競争力に影響しない」との認識を発表。
8月12日	MAS高官が「現行のSドル水準は適正範囲内である」と対米ドル切り下げを容認する姿勢を発表。その後、市場介入がないと判断した投資家によりSドルが売り込まれ、相場は対米ドル1.51台に下落。
8月22日	リー・シェンロン副首相をトップとする政府特別委員会を設置。Sドルの国際化と金融自由化のあり方を検討することにより、国際金融センターとしての地位を確保することがねらい。
8月24日	ゴー首相、「(ビッグバンを前にした東京市場との競争について)東京市場との間で補完的なビジネスを獲得することにより、アジアの金融センターとしての地位を確保する」と発言。
8月29日	ストレーツ・タイムズ株価指数(ST)が一時、110ポイント(約6%)下落。Sドルも一時、1米ドル=1.53 Sドル台後半まで下落。
8月30日	ゴー首相、「Sドルは米ドルに対し5%程度切り下がったものの、他のバスケット通貨に対しては値を上げているので、経済への影響はない」と発言。
9月18日	ゴー首相、「アセアン経済は1~2年の間減速する。信頼回復のためには金融システムの強化とマクロ経済政策の見直しが必要」と指摘。
9月23日	8月の消費者物価指数が前年同月比2.3%の上昇。前月(7月)記録した同2.1%をさらに上回り、過去2年間で最も高い水準に。
9月25日	リチャード・フー蔵相、「Sドル建て株式上場の基準を緩和することを検討中」と発表。これがSドルの国際化を進める手段のひとつになると説明。
10月7日	リチャード・フー蔵相、「98年のシンガポール経済は貿易、運輸、観光などで、通貨危機の影響を若干受ける。中長期的には域内経済が如何に早く回復できるかにかかっている」と発言。特に第2位の貿易相手であるマレーシア・リングの下落による影響は大きいとの認識を示す。Sドルの対米レートが一時、1米ドル=1.5655 Sドルと42カ月ぶりの最安値を記録(終値では1.5560ドル)。蔵相が「米ドルに対し切り下がっているものの、他のバスケット通貨に対してはSドルが強くなっている」との発言をしたことから、「介入なし」と判断した投資家によりSドルが売り込まれたことが原因。

10月14日	ゴー首相、世界経済フォーラム主催の東アジア経済サミットで演説し、金融自由化の必要性を力説。「競争力強化に向け銀行間の合併、国際提携の推進が重要」との認識を示す。
	NTUC（全国労働組合評議会）のリム・ブンヘン書記長（内閣無任所相）が同代表者大会で演説し、現在最高40%までに規制されている外国金融機関による地場銀行に対する出資比率の緩和を示唆。
10月21日	MASがシンガポールの銀行の貸付残高に占める不良債権比率は「3%以下」と公表。同時に、不良債権に対処できる十分な引当金及びその他突発的損失に対処できる一般引当金（1%）を準備していることを明らかにした。
	Sドルが一時、1米ドル=1.5751Sドルへ下落。終値は1.5740Sドルで、42カ月ぶりの安値更新。7月1日より約10%の切り下げ。
	政府、インドネシアの経済、通貨安定に向けた緊急金融支援を表明。
10月22日	Sドルが続落。一時、米ドルに対し1.5885Sドルまで下落。45カ月ぶりの安値更新。
10月24日	終値で1.5845Sドルへ下落。
10月28日	インドネシア国営アンタラ通信が「シンガポール政府がインドネシアに最大100億米ドルの金融支援を行う」と報じる。

（出所）Business Times 紙、Straits Times 紙より作成

リング、マルク等の) 他のバスケット通貨に対しては逆に強くなっているため、バスケット通貨全体でみればSドルは安定している」とコメントした。投資家は「政府の介入はない」と判断し、一気にSドル売りに出た結果、一時は1.5655Sドルへ急落した。その後、タイの政権不安、マレーシアの98年度予算案に対する失望感など不安材料が出る中、10月21日、MASがシンガポールの銀行が抱える不良債権の貸付残高に占める比率は「3%以下」と発言したことにより市場が反応し<sup>1</sup>、一時は1.5751Sドルまで下落した。翌22日もSドルは続落し、瞬間風速で1.5885Sドルを記録した。1.6Sドル台をうかがう現水準は、94年初とほぼ同水準である。

邦銀筋によれば、10月27、28日の両日、インターバンク市場でのMASによる大規模なSドル買い介入が行われた模様で、29日のSドル相場は落ち着いた状態となった（表1）。

## 第2節 アジア通貨危機がシンガポール経済に与える影響

さて、Sドルの対米ドル切り下げは、経済にどのような影響を与えるのか。それには2つの側面からみる必要がある。Sドルは対米レートで下落したが、半面、他のアセアン通貨ほど米ドルに対し切り下がらなかったため、これら通貨に対してはSドル高となるなどの二面性が生じた。

シンガポールにとって最大の貿易相手国である米国は、輸出の18.4%（第1位）、輸入の16.3%（第2位、ともに96年）を占める。対米貿易はコンピュータ・同部品、ICや半導体等の電子部品等を中心としており、シンガポールの輸出超過が続いている。シンガポールにとってみれば、米国は最大の輸出市場である一方、生産財や中間財など米国への輸入依存も高い。このような状況下では、輸入コストの上昇は、対米輸出コストの減少で相殺される。むしろ、主力製品である電子部品の米国での受注動向が今後高まることが確認されており、対米輸出競争力は維持されるものとみられる<sup>2</sup>。むしろ、域内の対米ドル・レートの急落により、対米輸出競争力が増した他のアセアン諸国との間で、価格競争力の格差が顕著にならないためにも、若干のSドル切り下げは望ましいとの見方もある。

一方、シンガポールは物流、情報通信、金融、地域統括本社（本部）、コンベンションおよび展示会、観光など、周辺国で必ずしも十分な体制が整っていないサービス部門（非製造部門）において、多国籍企業の、アジア・ビジネスにおけるハブ機能（中核機能）を提供していくことを更なる発展の基盤と位置付けている。しかし、このようなハブ機能の提供による経済発展は、周辺諸国、すなわちアジア、特に東南アジア地域の発展と繁栄なくしては成立しない。シンガポールはアジア経済の発展を利用することにより、自国の成長機会を得るという構造になっている。

例えば、シンガポールの港湾は、コンテナ取扱量の約8割がトランスシップ（積み替え）といわれている。域内港との間には常時、100隻以上のフィーダー船（小口輸送の小型コンテナ船）が行き交い、日・米・欧と東南アジアを結ぶハブ港として高く評価されている。シンガポールにとって、アセアン経済の低調による域内貿易の停滞は、港湾ビジネスや中継貿易業に影響を及ぼす構

図となっている。

シンガポールの対域内経済関係において、最も重要なのがマレーシアとの関係であろう。マレーシアはシンガポールにとって第2位の輸出相手国であるとともに、第3位の輸入相手国でもある。両者の間には一種の生産分業体制が確立している。特にジョホール・バルは、シンガポール臨海部から陸路で1時間以内で到着することができるという地理的な利便性もあり、シンガポールとの関係が最も深い。ジョホールへの進出企業の多くが生産財や部品・原材料の輸入、製品の積み出しをシンガポール港で行っている。例えば、日系コンピュータ周辺機器・部品メーカーはジョホールの工場を「競争力のある部品供給基地」として、シンガポールの工場を「資本技術集約型事業の製造工場」及び「生産圏全体の総合管理機能」として位置づけている。このように、シンガポールとマレーシアの貿易関係は単なる商取引ではなく、生産分業、物流を含めより深い関係へと発展してきた。

しかし、マレーシア・リングの対米ドル急落による、Sドルの対リング高が進むことにより、マレーシアを中心とした域内企業向けに部品・中間財を生産、

＜＜ケーススタディ①～半導体部品メーカーA社＞＞

日本から半導体等の電子部品を調達し、域内の顧客へ販売しているA社（IPO）は米ドルで決済しているため、為替変動による直接的な影響は受けにくい状況にある。しかし、大幅な自国通貨の切り下げに見舞われたタイやマレーシアのA社の顧客から、同社に対し値引き要請が出始めているという。業界全体で最終製品の価格が低迷する中、値引き要請を簡単に受諾できるほどの「余力」がないのが現状である。

＜＜ケーススタディ②～金型メーカーB社＞＞

半導体向け金型を製造し、域内各国を中心に輸出しているB社では、マレーシアやタイ向けの輸出代金をSドルで決済しているが、Sドルが域内通貨に対し相対的に強くなったため、現地の顧客から値引き要請が出ている。シンガポールに製造工場を有しているB社は、シンガポールの製造コストの上昇自体が深刻な問題となっているため、値引きに応じられる状況にない。しかし、顧客の多くが独立系であるため、値引きが不可能となれば、取引停止という事態に発展しかねない。この結果、B社はシンガポールの現生産ラインを域内第3国へ移転することを検討中。早ければ98年初頭にも具体的に実施し、シンガポール工場は高付加価値製品の生産にシフトさせる予定。

＜＜ケーススタディ③～超精密部品メーカーC社＞＞

製品の多くをマレーシアに出荷している日系精密部品メーカーC社は、マレーシア・リングで代金決済を行っている。リング建て決済は顧客から出された取引条件であり、下請企業という立場の弱さからこれを承諾している。

C社は顧客に対し、価格の値上げ交渉を要請したいのが本音のところだが、当該業界でも価格破壊の勢いは止まらず、顧客が値上げを受け入れる可能性はほとんどない。つまり、C社がリング安による売上げの目減りを負担しなければならないという。シンガポールでの人件費上昇により、生産ラインの自動化を積極的に進めてきたため、人件費削減のために第3国移転するメリットはそれほど大きくないが、為替リスクのヘッジという観点から、マレーシアへ工場を移転させた方がよいのではないかと考えている。

供給するシンガポールの中小メーカーへの影響も若干みえ始めている。ただでさえ、シンガポールの人件費や工場用地のリース料の上昇で負担が重くなっているこれら企業にとっては、Sドル高により対域内の輸出競争力が削がれるという二重の困難に見舞われることになった。企業としては、価格競争の激化に伴い電気・電子製品の市場価格が下落する中、為替変動分の値上げを行うことは実際上難しく、コスト削減努力もし尽くしたというのが現状である。このままでは経営が行き詰まる可能性もあるため、シンガポールでの生産停止（撤退）、生産品目の見直しといった構造的な対応を真剣に検討している企業も少なくない。

製造業以外で特に顕著な影響が心配されるのが、観光業である。96年、シンガポールを訪れた旅行客のうち、30.9%がアセアン地域（ラオス、ミャンマーを除く。またマレーシアからの陸路入国者は含まず）からであった。Sドルがアセアン通貨に対し強くなったことで、域内から見たシンガポールへの旅行費用が割高となり、アセアン諸国からの旅行客が減少するのではないかとこの危機は大きい。

### 第3節 なぜシンガポール・ドルへは投機資金が入りにくいのか

Sドルが他のアセアン通貨に比べ、対米ドルで切り下げ率を小さくできたのは、シンガポールの良好な経済ファンダメンタルズと、厳格な通貨管理政策の実施によるところが大きい。

表2はシンガポールの主要経済指標を示す。シンガポールは慢性的な貿易赤字国であるが、一方で強い競争力を持つサービス貿易の収支は、巨額な黒字を計上しているため、経常収支で見ると、近年は200億Sドル程度の経常黒字となっている。この結果、外貨準備は堅調に増加し、96年末時点で約1078億Sドル、97年8月末時点でも1176億Sドルを超えた。また、国民貯蓄率（GNPに占める国民総貯蓄）が極めて高いことも、シンガポール経済の信頼感を高めている。

投機資金が為替市場に流入し難いとされるもうひとつ理由は、政府による厳しい通貨・金融管理政策である。シンガポールは主要貿易相手国の比重に基づき、各国通貨の加重平均レートを自国通貨と連動させる「バスケット方式」を導入しており、これがSドルの為替変動幅を極力小さいものとしている。

表2 シンガポールの主要経済指標

単位：100万Sドル

	1970	1980	1990	1994	1995	1996
実質GDP成長率(%)	9.4	7.4	9	10.5	8.8	7
国民総生産(GNP)	5861.1	24188.5	68306.3	109691.6	121381.2	133772.4
国民総貯蓄(S)	1129.7	8282	29961.7	54018.7	60556.5	66455.5
総固定資本形成(I)	1888.5	10203.1	21577.8	36470.6	40309.4	48417
国民貯蓄率(S/GNP)	19.3	34.2	43.9	49.2	49.9	49.7
貯蓄・投資比率(S)/(I)	59.8	81.2	138.9	148.1	150.2	137.3
失業率	6	3.5	1.8	2	2	2
消費者物価指数	5.6	2.7	3.4	3.1	1.7	1.4
貿易収支	▲ 2619.4	▲ 8994.5	▲ 6703.5	▲ 1600.3	▲ 1855.2	▲ 746.3
サービス収支	892.2	5876.5	13119.3	21264.4	23564.9	22310.6
経常収支	▲ 1750.8	▲ 3345.6	5612.9	18545.8	20448.3	19943.8
資本収支	532.6	3388.3	7154.8	▲ 17457.4	▲ 3465.9	▲ 1977.7
総合収支	564.8	1433.8	9892.5	7331.7	12173.9	10406.6
外貨準備	3097.9	13757.7	48521.3	85165.5	97336.6	107750.8
製造業投資(ネット)				5764.6	6809.1	8085.1
公的債務残高	2016.6	14669.5	51425.6	75344.4	86507.9	94830.7
対内	1842.8	13732.5	51357.7	75339.7	86507.6	94830.7
対外	173.8	937.0	67.9	4.7	-	-

(出所) Department of Statistics, Singapore "Yearbook of Statistics Singapore"



また、シンガポールの通貨・金融政策の基盤である「Sドルの非国際化政策」が通貨安定に大きな役割を果たしている。シンガポールのように市場が小さく、対外貿易依存度が高い国では、為替レートの安定が重要となる。このため政府は、Sドルが無制限に海外市場に流通すると通貨のコントロール機能が失われ、持続的かつ長期的な経済成長の実現が阻害されるとの認識に立ち、Sドルが国内市場のみで流通する「ローカル・カレンシー」であり続けることを求めてきた。つまり、資本移動が瞬時にかつ大量に行われる中、為替安定の方策としての金利やマネーサプライの調整は無力との立場から、自国通貨の海外市場での流通を妨げるにより、管理しやすい状態を作るというものである。

Sドルの非国際化政策は、Sドルを海外の市場で取り引きさせないとするもので、一般的には非居住者によるSドルの保有と利用を制限するため、外銀による国内リテール業務への参入を制限するとともに、非居住者に対する500万Sドル以上の信用供与にはMASの事前許可を義務付けている。

表3のとおり、非居住者への信用供与には一般ローンのみならず、為替取引やスワップ取引等も含まれる。また、非居住者の定義には外資系企業や金融機関が含まれ、これらが行う不動産、金融、証券投資は「(実需に伴う)経済活動」とはみなされないため、Sドル建ての資金運用を行いにくい状況が形成さ

表3 シンガポール・ドルの非国際化政策の下で制限を受ける信用供与の形態

原則：非居住者（在シンガポール外資系企業を含む）に対する500万Sドル超のSドル建て信用供与は、MASの事前許可を必要とする。

規制対象となる主な形態

1. 一般ローン。
2. シンジケート・ローン、債券発行、その他金融証券を通じた資金供与。
3. 非居住者との為替取引、通貨・金利スワップ取引。
4. シンガポールとの直接貿易、その他経済活動に関わる信用供与は500万Sドルを越えても認められるが、金融、証券、不動産投資はここでのいう経済活動には含まれない。
5. 金融機関も非居住者となるため、インターバンク取引が制限の対象となる。

(※) MASは居住者に対するSドル建て信用供与についても、その使途目的を確認する。Sドル建て為替スワップや為替先物予約は信用供与と見なされるため、不動産や金融といった実需の伴わない取引は認められない。ただし、実需に基づく為替先物予約取引をカバーする目的のインターバンク為替スワップはこの限りではない。

れるとともに、ユーロ・Sドルを保有するインセンティブも限られるため、投機筋にとってSドルは魅力の少ない通貨となる。

上述のとおり、巨額の経常収支黒字はSドル高を誘導するが、この勢いが急激とならぬよう、米ドル買い介入を適宜行うことにより、緩やかなSドル高を維持しようとしている。

#### 第4節 おわりに

アジア通貨危機は、アセアン諸国の経済基盤、金融システムの脆弱性を露呈させた。シンガポールは国内リテール業務への新規参入の制限やSドルの非国際化政策の実施などを通じ、国内市場とオフショア市場の分離、為替相場の管理に努めてきたが、これがシンガポールへの影響を最小限にとどめることができた要因の一つであったことは既述のとおりである。

シンガポールの金融・通貨政策が管理主義的であるとの指摘は根強いが、半面、為替市場（ロンドン、ニューヨーク、東京に次ぎ世界第4位）、オフショア市場それぞれにおける取引活動自体は原則自由としていることから、多くの外国金融機関、多国籍企業がシンガポールを国際的、地域的な金融・財務センターとして評価している。今回の通貨危機についても、「シンガポールでは金融システムが優れているため、他のアセアン諸国のような脆さが見られなかったのは当たり前」（日系投資会社）と冷静に判断する声も強い。ただ、シンガポールが国際的、地域的な金融センターとしての機能を一層高めていけるか否かは、「外は外、内は内」というこれまでうまく機能してきた管理主義的な通貨・金融政策を、世界的潮流に従い、自由化の方向へ導いて行くことができるかという点にかかっている。既述のとおり、政府が急遽、金融自由化を検討する特別委員会を設置したことは、シンガポールがこれまでの政策を見直し、今後は金融自由化を進めていくとの意思を示すものである。アジア通貨危機を機に、シンガポール政府が金融自由化を一気に進めるのか、将来的な自由化目標を設定しつつも、そのペースは慎重かつ緩やかとなるのか、現時点では明らかではない。ただ、現状は、①アジア通貨危機が長期化の様相を呈していること、②地場四大銀行が外国銀行と互角に競争するには体力が不十分であること等、短期間のうちに大胆な金融自由化を推進できるタイミングにあるとはいえない。

金融機関関係者の間では、「政府は中・長期的な自由化目標を設定するだろうが、これが実行に移されるのは未だ先と見るのが現実的」との見方が大勢を占めている。

（岩上 勝一）

（注）

- 1 MASがシンガポールの銀行が抱える不良債権の規模について公表したのは初めて。これまで地場四大銀行（OCBC, OUB, UOB, DBS）の不良債権は1%未満と見られていたので、今回公表された数字は予想以上に高かったといえる。ただ、MASは不良債権の償却に十分対処できるだけの引当金を用意しているほか、不測の事態に対応できるよう一般準備金（貸付残高の1%）を積み立てていることを付け加えた。
  - 2 シンガポール経済開発庁（EDB）によれば、97年8月のシンガポール企業による米国市場での受注動向は前年同月比84%増となっている。同受注動向は通常、6ヵ月後の動向を占うときに使われる。
-