
第10章 台湾：アセアン諸国とは異なるファンダメンタルズ

はじめに

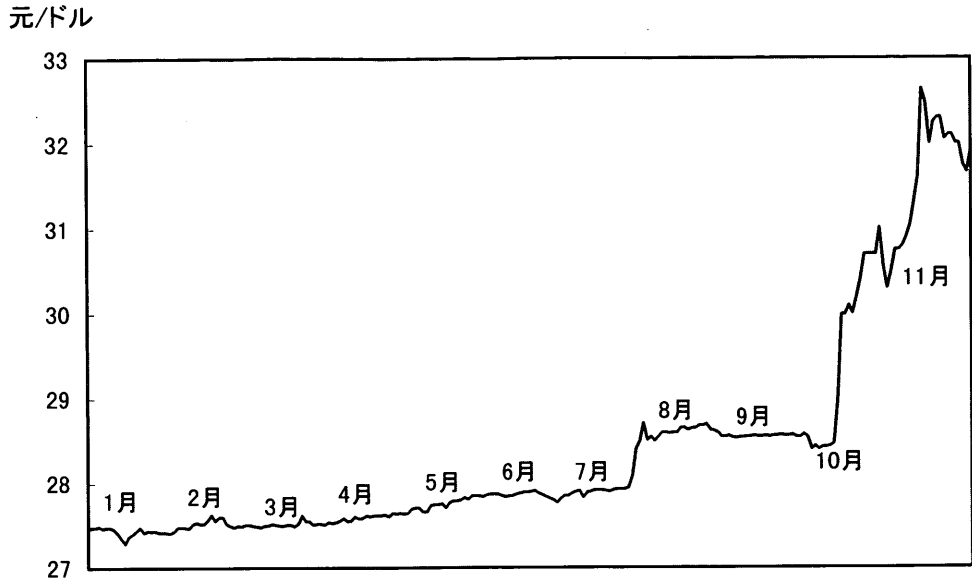
7月初旬よりアセアン諸国を襲った通貨危機は、同月末から台湾にも波及し、為替レート・株価の下落を招いた。10月に入ると、台湾元は再度急速な下落を開始し、10月半ばには中央銀行も元安を容認する姿勢に転じた。11月に入り、ウォンの急落にひきずられるかたちで台湾元もさらに下落し、10年ぶりの安値をつけるにいたった。株価も10月以降、急落している。

しかし、このような市場の混乱はあるものの、アセアン経済を根底から揺り動かしたような通貨不安が台湾に本格的に波及する可能性は、低いと考えられる。台湾経済のファンダメンタルズは、アセアン諸国のそれとは大きく異なる。経常収支が黒字で、豊富な外貨準備を有し、堅調な輸出の伸びを維持する台湾経済には、為替レートの急落につながるような材料が存在しないからである。市場の混乱が東南アジアから東アジアにも広く波及した現段階で、台湾で生じている市場変動の展開を予測することは困難であるが、一連の動きが台湾経済に及ぼす影響は、アセアン諸国に対するショックに比して格段に小さいものに留まるものと考えられる。以下本稿では、7月より現在にいたるアジアの通貨危機が台湾に及ぼした影響を見たあと、台湾経済のファンダメンタルズ、台湾の金融自由化の現状を整理してアセアン諸国・韓国との違いを検討する。

第1節 7月末以来の台湾元・株価の動き

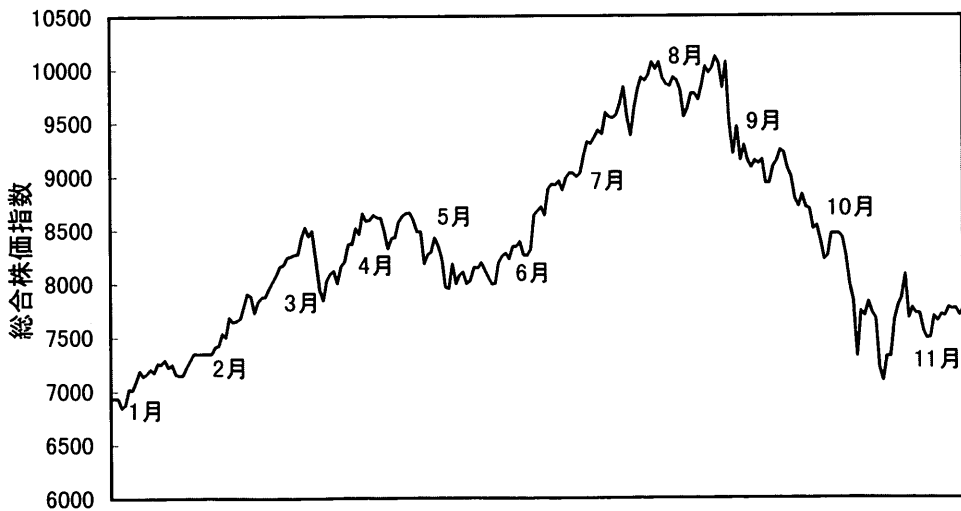
図1は今年1月末以来の台湾元の対米ドルレートを、図2は同じく年初以来の台湾の株価指標である加権指数（証券取引所の全上場銘柄の時価総額を加重平均して算出した株価指数）を、それぞれ掲げたものである。

図1 台湾元の対米ドル為替レート(1997年1月-11月)



(出所) Prof. Werner Antweiler, University of British Columbia
"Pacific Exchange Rate Service"

図2 台湾の株価の推移(1997年1月-11月)



台湾元のレートは、1992年に最高値をつけた後、緩やかな長期下落の基調にあり、今年に入ってから下落していた。7月初旬、アセアン経済が通貨危機に陥ると、台湾元をめぐっても投機的な思惑と切り下げ予想が生じ、中央銀行が元安容認に転じた7月28日以降の4日間で、為替レートは約1元下落した。その後、中央銀行が7月31日に公定歩合の引き上げと短期金利の高め誘導を打ち出したことから、8～9月にかけては、為替市場は比較的安定して推移した。しかし、他のアジア諸国の通貨が軒並み下落するなかで、台湾元には割高感が生じた。市場関係者のあいだでは「中央銀行はアセアンの通貨危機が続くうちは強力な元の買い支え介入を維持するだろうが、危機が終息すれば介入の程度を落とし、台湾元の切り下げを容認することで台湾の輸出競争力の維持を図るだろう」とする観測が広まった。このような予想心理が投機的な元売りを加速したことから、元安が一気に進行し、対米ドルレートは10月上旬より再び下落を開始した。特に中央銀行が株価安定の優先策に転じ、為替レートを「市場に任せる」姿勢に転じた10月17日を境に、元安はさらに加速した。11月に入るとウォン急落の影響もあり、台湾元は12月2日現在で1ドル32元と、10年ぶりの安値をつけている。

一方、株価は今年初頭から急速に上昇し、7月には10,000ポイントを上回るに至ったが、8月中旬から下落が始まり、10月になってその勢いはさらに加速した。中央銀行が株価優先策に転じて以降、11月上旬にかけてはいったんもちなおしたものの、韓国が経済危機に陥ると台湾でも市場心理が冷えこみ、11月下旬の地方首長選をはさんだ模様眺め感もあって、株価は低速している(図2)。株安の発端は、通貨防衛のための金利の高め誘導であったが、今年初頭から急速に高値が進み、株価が経済ファンダメンタルズからやや乖離しつつあっただけに、下げ幅は大きなものとなっている。

第2節 台湾経済のファンダメンタルズ—アセアン諸国との相違点

1. マクロ的側面：貿易収支・経常収支・外貨準備

表1は1990年以來の貿易収支・経常収支の推移を表したものである。台湾は1988年以降、直接投資の流出が流入を上回るようになり、資本の純流出経済に転じた。しかし、依然として175億米ドルの貿易黒字、110億米ドルの経常黒字

表1 台湾の貿易収支・経常収支

単位：100万ドル

	1990年	91年	92年	93年	94年	95年	96年	97年
貿易収支	14,807	15,683	12,718	11,508	11,847	13,235	17,568	3,097
経常収支	10,925	12,458	8,547	7,042	6,498	5,474	10,967	1,928

(注) 97年は第I四半期の値を表示

(出所) The Central Bank of China “Financial Statistics”

(ともに1996年)を計上している状況に変わりはない。経常収支の赤字基調が続き、これが通貨の暴落を招来したアセアン諸国とは極めて対照的な状況にあることがわかる。

長期にわたる経常黒字の累積により、台湾は豊富な外貨準備高を有する。1997年10月半ばの時点の準備高は860億米ドルと、最高時の925億ドル(1994年)よりは減少したものの、依然日本、中国に次ぐ水準にある。同様に、豊富な域内資金を有する台湾は、外債に対する依存度が低い。BIS統計を見ると台湾の対外銀外債残高は96年末で224億ドルである。この債務残高の同年輸出額に対する比率を見ると、タイの1.26、インドネシアの1.11、韓国の0.77に対して台湾は0.19と、際だって低い。このように、マクロ面の構造を見る限り、台湾には通貨不安が本格的に波及する要素は非常に少ない。

2. マクロパフォーマンスと産業構造の高度化

1でみた良好なマクロパフォーマンスの背景には、1980年代末以降の台湾が、経済環境の変化に対応して産業構造の高度化に成功してきた点が指摘できる。アセアン諸国とのファンダメンタルズの相違を理解するためにも、この点を簡単に整理しておこう。

1960年代から80年代半ばまでの台湾は、直接投資を誘致し、労働集約型製品の輸出を通じて高成長を遂げた。これは近年のアセアン諸国とよく似た、輸出主導型の成長戦略であった。

しかし、外資の流入により急速な成長を遂げたものの、サポーターインダストリーが十分に育つ前に中国等の新たな競合国の追い上げにさらされざるをえなかったアセアン諸国の今日までの発展パターンと比較すると、台湾経済

には以下のような特徴がある。第一に、この輸出向け労働集約型産業の拡大の過程で、部品工業・素材工業の輸入代替的な成長が進んだ点である。依然として一部の半導体や精密機械部品等、特殊な機械類は日米からの輸入に頼らざるを得ないものの、発達したサポーター・インダストリーの存在は、長年にわたって台湾の貿易黒字体質を支えてきた重要な背景である。

第二に台湾では、1987年以降、元高が急速に進行し、従来への輸出の主力であった労働集約型製品の生産が東南アジア・中国に移転した。これに代わって島内では、海外工場向けの部品・中間財の生産・輸出が伸張した。また同じ時期に、パソコンを中心とする情報通信機器製品及びその部品の生産・輸出が拡大し、労働集約型製品に代わって輸出の堅調な伸びを支える役割を果たした。今回のアセアン通貨危機の背景の一つとして、中国の急速な成長とアセアン諸国に対する追い上げが指摘されるが、中国に対する中間財供給基地の一つとなった台湾にとっては、中国の成長はむしろプラスになるものともいえる。

第3節 金融自由化の現状

今回のアセアンの通貨危機の重要な背景として、これら諸国で急速に進んだ金融自由化が、短期資金の大量流入を招き、タイに典型的に見られるように急速なバブルの形成と崩壊を帰結した点があげられる。これと比較すると、台湾の金融自由化・国際化の歩みは緩慢である。早くから直接投資の受け入れに成功し、貿易・経常収支が黒字基調で、域内資金が潤沢な台湾では、海外資金を積極的に導入する動機付けは決して高くなかった。また中国からの資本流入に対する警戒感もあった。表2は、1990年以降の台湾へのネットの資金流入の推移を、証券投資・債権投資・銀行借り入れ別にタイ・マレーシアと比較したものである。特にネットの銀行借り入れ（その年の銀行の新規借り入れ額－その年の返済額）を比べると、台湾に比べてタイ・マレーシアの銀行の対外借り入れが1993、94年を中心に急速に拡大したことが分かる。

台湾でも、近年になってようやく金融の自由化・国際化が本格化し、この10月半ばには株価の急落を受けて、外国からの証券投資の上限を市場全体で従来の25%から30%に、1投資家で10%から15%へ引き上げることが決められたほか、今年末には株式先物市場、オプション市場が開設される予定である¹。し

表2 台湾・タイ・マレーシアに対する資金流入の推移

単位：100万ドル

台 湾	1990年	91年	92年	93年	94年	95年	96年
直接投資	1,330	1,271	879	917	1,375	1,559	1,864
証券投資	-65	598	750	2,181	1,545	2,073	2,185
債券投資	-4	188	399	218	1,357	656	1,071
銀行借り入れ	1,017	1,837	-110	1,309	3,741	-20	1,816
タ イ							
直接投資	2,444	2,014	2,113	1,804	1,366	2,068	2,336
証券投資	440	37	455	2,679	-389	2,123	1,164
債券投資	-478	-118	469	2,776	2,875	1,960	2,421
銀行借り入れ	1,027	213	1,758	6,589	14,295	13,218	2,909
マレーシア							
直接投資	10,318	12,440	16,860	20,591	22,916		
証券投資	2,514	2,680	3,223	3,485	4,300	n. a.	n. a.
債券投資	5,990	6,128	4,913	4,292	2,938	2,451	n. a.
銀行借り入れ	3,023	4,788	7,155	11,656	6,647	6,244	n. a.

(出所) The Central Bank of China “Financial Statistics”
IMF “International Financial Statistics”

かし、一般的に金融市場の対外開放の速度は遅い。

第4節 むすび

以上でみたように、台湾の経済構造はアセアン諸国とは根本的に異なる。しかし、今回アセアンから始まり台湾にも波及したアジアの通貨・株価変動は、台湾の経済ファンダメンタルズに起因するものではなく、他のアジア諸国にひきずられるかたちで、グローバルマネーの動きと市場心理によりもたらされたものである。その点で、今回台湾にも波及した株式・為替市場の変動がいつ終息するのか、現段階で予測することは難しい。

今回と類似した為替・株式市場の大きな変動を、台湾は1995年末から96年3月にかけて経験している。この時期、中国が台湾近海で軍事演習を行ったことから、市場では先行き不透明感が広まり、元安、株価安が進んだ。これに対応して中央銀行は100億ドルあまりを投じて台湾元を防衛し、株式市場では官民共同で設立した株式相場安定化基金が介入して買い支えを行った。この危機は、

主に台湾住民によるドル買い・株放出に起因するものであり、今回の市場動揺とは異なる性格のものであった。しかし台湾政府は、前回に続き今回の市場変動を通じてまた、本来的に不安定性を内包する為替・株式市場の自由化・国際化をどのように進めるか、という難題をつきつけられることになった。台湾のメディアでも、この問題が盛んに議論されている。

また、台湾はマクロパフォーマンスこそ良好であるが、株式市場でインサイダー取引が横行したり、農会（農業協同組合に相当）の信用部のような末端の金融機構（中国語では「基層金融機構」という）の不健全な経営²等といった、金融面での問題も少なくない。健全な金融市場と制度の育成が、今後の課題である。為替・株式市場の今後の展開と台湾政府の対応といった短期的な問題に加え、より長期的には金融市場の自由化・国際化と改革がどのように行われていくのか、大いに注目されるところである。

（川上 桃子）

（注）

- 1 ただしこの外国からの上限引き上げ措置の実施時期はまだ明らかではない。また株式先物市場、オプション市場も、10月に開設する予定であったが、株式・通貨市場の混乱等を受けて年末ないし来年初への延期が決まった。
 - 2 1995年7月から97年2月のわずか20ヶ月の間に、38の農会で取り付け騒ぎが発生した。
-