

## V. マレーシア

### メキシコ金融危機とマレーシアの対応

#### 1. メキシコ金融危機の波及

1994年12月下旬にメキシコ・ペソが大幅切り下げに追い込まれ、国際機関、先進国金融機関による救済融資が緊急の課題となった。とはいえ、今回の事態は、急激な投資拡大に伴う輸入の急増による一過性のものとの見方が国際金融界に強く、ラテンアメリカ諸国はもちろん、東南アジアへの波及は、当初予想されていなかった。しかし95年1月12日に東南アジア諸国の通貨切り下げが噂されたことから、同日と翌13日にかけて香港、シンガポール、その他のASEAN諸国など、いわゆる新興市場(emerging market)から短期資金が一斉に引き揚げられ、各国の通貨当局が自国通貨の買い支え介入を余儀なくされた。

マレーシアも例外ではなく、バンク・ヌガラ(マレーシア中銀)は1月12日に推定7億米ドル、13日に同1.5~2億米ドル規模のドル売り・リングイ買い支えを行なった。この結果、リング(マレーシア通貨、MRと略記)は商業銀行の顧客向け対米ドル・レートで12日の始め値2.5650MRから13日同の2.5760MRにわずかに下がったにとどまり、13日中もレートの下げは最大で0.4%の幅に収まった。他方、KL証券取引所総合指数は95年初の969.70からのジリ安に拍車がかかったものの、1月24日の840.87を底に旧正月明けの2月3日に927.26まで戻している。このリング防衛の成功はどのような条件によるものであろうか。まずマレーシア経済のファンダメンタルズと金融・財政政策を見てみよう。

#### 2. 経済成長、貿易、財政、国際収支

付表の主要経済指標から知られるように、マレーシア経済は1985、86年の独立以来最悪の不況から、製造業品輸出と外国直接投資の拡大に先導されて回復過程に入り、88年以降は8~9%台(92年は7.8%)の高成長を続けている。この高成長過程には次の3点の特徴が見られる。第1に、その早い時期、つまり88年には輸入が成長に対応して急増した。その主力は初期には投資財と中間財、90年代に入ると消費財、94年は再度投資財、中間財

となっている。つまり輸出、投資と消費の拡大がほとんど直ちに輸入急増にリンクするという構造は、現在の高成長過程で一段と強まっている。

この結果、第2に、財・サービスの輸出を凌ぐ輸入の拡大により、国際収支のうち経常収支は1990年に赤字に転じ、その幅は91年には125億MR（同年のGDPの7.9%）に急拡大した。80年代前半にマレーシアでも見られた対外債務増加の可能性が再び生じたかに見える。

しかし第3に、この期間に経常収支の赤字を凌ぐ長期資本収支の黒字がほとんど連年にわたって計上されており、基礎収支は1991年を除き黒字を続けている。しかも長期資本収支では外国直接投資の著しい増加もさることながら、政府長期資本勘定が92年まで差し引きマイナスになっていたことが注目される。つまり公的部門の対外債務の返済が急ピッチで進められたのであり、経常収支赤字が直ちに対外債務の積み増しにリンクするおそれとはなくなっていた。財政は民営化などの構造調整策を推進することで、86年にGDPの29.8%にのぼった連邦政府対外債務残高を93年の11.9%にまで減らすことに成功していたのである。この結果93、94年にわたり連邦政府の経常歳入が歳出総額（開発支出を含む）を若干上回る財政黒字が実現されるに至った。こうして80年代半ばに問題化した「双子の赤字」を克服する中で高成長が達成されたのである。

### 3. 金融政策

この間、金融政策の面では一定の無理が生じていた。高成長期には入っても1991年までリング安が進み、輸出拡大には寄与したが、輸入インフレのおそれに常にさらされることになった。このため代表的な金利である商業銀行基準貸出金利は88年の7.00%から反転して、92年の9.50%まで上昇し、93年によりやく下降し始めたが、そのテンポは緩慢で94年末になると6%台の後半を底に再度上昇に転じている。この高金利による内外金利差の拡大は、92年頃から近隣と先進国からの短期資金の大挙流入を招き、93年末の国際収支短期資本勘定黒字は139億MR（総合収支黒字の47.6%、GDPの8.5%）にのぼった。国外からの短期資金は、民営化で沸き立つKL証券取引所に流れ込んだ。KL取引所もマレーシア航空、電信電話局、国家電力庁、重工業公社など多数の大規模公企業の上場を予定していたため、国外短期資金を動員しても相場の上昇基調を維持する必要があった。こうしてKL証券取引所総合指数は92年末の643.96からほとんど棒あげ状態になり93年末には1275.32

に達して、バブルの気配が濃厚になった。

他方、バンク・ヌガラは流入する短期資金の大半を銀行間市場での借り入れ、中央銀行債券の発行などにより吸収し、証券市場外へのインフレ波及の防止を図ったが、これは金利負担の大きな手法であった。このためもあり、また先進国による国際金融市場支配に反発するマハティール政権の意向もあり、バンク・ヌガラは国際通貨市場での先物取引を続け、1992年に93億MR、93年に57億MRとも言われる損失を蒙るに至った。93年12月半ばからリングは1米ドル=2.55MRの水準から同月末の2.70MRに低下したが、これはバンク・ヌガラが93年の損失をリング建てで小さく見せるための操作だったという見方が強い。

同時にこの切り下げは国外投機筋のリング買いを招き、バンク・ヌガラは、リング安の維持と投機締め出しの強硬策で対抗した。94年1月3日に銀行の法定準備率が1%引き上げられたのを手始めに、流動資産適格基準の修正（1月16日）、銀行の非貿易関連資産の上限規制（1月17日）、非居住者の短期金融商品購入禁止（1月24日）、外国金融機関が地場銀行に持つリング建て無利子口座の中銀への移し換え（2月2日）、商業銀行による非居住者との非貿易関連スワップ取引禁止（2月23日）などである。通貨先物取引の失敗で信頼性を傷つけられたバンク・ヌガラは、なりふり構わぬ投機資金締め出しを余儀なくされたと言えよう。この中でリングは94年1月に1米ドル=2.77MRで底を打ち、ゆっくりと切り上げに向かい94年8月には2.55MRの、93年12月半ばの水準を回復した。

この結果、KL証券取引所総合指数は1月5日の1332.04をピークに950~1200台の幅に下がり、さらに年末890台まで低下した。また94年各月の消費者物価指数の上昇率（前年同月比）は1月の4.0%から祭礼シーズンの2月に5.0%に上昇したが、以後は7月の2.9%まで低下して反転し、12月には3.2%、年間平均で3.7%（93年は3.6%）となった。

#### 4. 危機波及の残したもの

すでに見たようにファンダメンタルズからすれば、今回のメキシコ金融危機がマレーシアに大きなインパクトを及ぼす可能性は少なかった。93年末から94年始めにかけての投機抑制策の展開で、信頼をかなり取り戻した金融当局は、今回も投機抑制に成功を納めて、急速な再建を内外に印象づけたと言えよう。

とはいえマレーシアでは1995年中には総選挙が予定されており、インフレ高進の恐れは大きい。さらに内外の民間市場を通じての資金需要は、新国際空港、軽量鉄道、高速道路

などのインフラ整備事業の面からも、民営化の進捗や1994年に再度増加に転じた外資直接投資の面からも、一層拡大すると見られる。つまり国外短期資金の利用価値はむしろ高まると見られる。その場合、バンク・ヌガラがまた慎重さを欠く金融政策を試みることがあれば、投機資金に乗ぜられるおそれも高まると言わねばならない。

(単位：100万MR、%)

## 主要指標

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
国民所得	71,594	79,625	90,861	102,587	115,828	129,559	147,784	163,039	181,668
GDP (時価)	1.2	5.4	8.9	9.2	9.7	8.7	7.8	8.3	8.5
同実質成長率	-4.9	1.2	7.9	7.1	7.2	6.5	2.8	4.1	5.3
消費*	-3.9	-0.6	5.4	5.0	5.9	8.5	1.7	5.0	6.3
資本形成*	6.6	9.0	8.1	12.1	12.7	12.0	4.4	12.0	18.0
輸出*	-3.4	4.1	12.5	15.0	16.1	18.4	1.0	12.7	21.1
輸入*	1,688	2,060	4,878	8,653	17,629	17,055	17,772	6,287	
製造業外資認可額									
財政									
連邦歳入	19,518	18,143	21,967	25,273	29,521	34,053	39,250	41,691	45,692
連邦歳出	27,024	24,296	26,443	28,683	32,958	36,693	40,493	41,337	45,055
連邦対外債務残高	28,310	27,629	25,922	24,182	24,726	25,418	20,922	19,362	17,259
連邦対外償返済比率	7.1	6	6.2	4.4	3.6	2.8	2.9	2.8	1.5
(DSR)									
国際収支									
經常収支	-316	6,642	4,739	698	-2,483	-11,644	-4,675	-6,349	-11,657
長期資本収支	3,386	-1,405	-3,218	2,060	3,473	10,331	10,328	14,415	20,923
(政府)	1,611	-2,470	-5,102	-2,458	-2,836	-665	-2,876	1,015	7,923
(企業)	1,262	1,065	1,884	4,518	6,309	10,996	13,204	13,400	13,000
短期資本収支	1,285	-2,344	-2,625	574	4,375	4,740	11,091	21,173	-4,000
(商業銀行等)	-47	-2,491	-1,962	1,562	1,356	5,135	11,968	13,931	1,000
(誤差・脱漏)	1,332	147	-663	-988	3,019	-395	-877	7,242	-5,000
総合収支	4,345	2,893	-1,104	3,332	5,365	3,427	16,744	29,239	5,266
中央銀行外貨準備	16,573	19,432	18,328	21,660	27,025	30,452	47,196	76,435	81,701
基準貸出金利	10.0	7.5	7.0	7.0	7.5	9.0	9.5	8.5	
対米ドル・レート	2.5808	2.5196	2.6188	2.7088	2.7049	2.7501	2.5474	2.5741	
消費者物価上昇率**	0.6	0.8	2.5	2.8	3.1	4.4	4.7	3.6	3.7

[注] \* GDP成長率への寄与度。

\*\* 1988年以降はウエイトが異なる。