

第II部

各 論 編

第3章

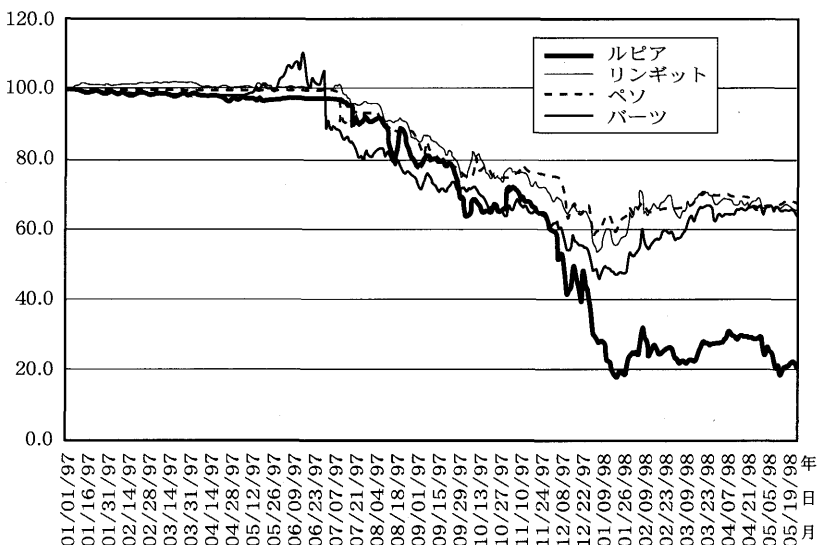
インドネシアにおける通貨危機と成長経路

はじめに

1988年の包括的な金融改革以来、89年から96年にかけて、インドネシア経済は、きわめて安定した高い成長経路（実質GDPの平均成長率7.3%、最低成長率6.5%、最高成長率8.2%）を辿ってきた。この傾向は97年になっても続き、前年同期比でみた実質GDPの成長率は、第1四半期8.5%、第2四半期6.8%を記録した。ところが、通貨危機の影響で、97年後半になると、第3四半期2.5%、第4四半期1.4%と減速した。しかし、98年になると、それらの数字からは全く予想もできない事態に発展した。すなわち、前年同期比でみた実質GDPの成長率は、第1四半期-7.9%、第2四半期-16.5%と落ち込んでいった。このような極端な成長率の低下の主要な原因が、スハルト前大統領を中心にした政策形成過程の崩壊という大きな政治的なショックにあることは、ほとんど疑う余地がない。しかし、マクロ政策の動揺や政策形成過程の崩壊を突き動かす原動力になったのが、図1に示されているようなルピアの暴落であったことも事実である。

当初、インドネシア経済にとっては軽微なショックにすぎないと信じられたルピア安ショックが、加速度的に自己実現的なルピア安のプロセスに転化し、その経済活動を麻痺させ、停滞させていった。どのような仕組みによって、ルピア安がルピア安を呼ぶといった自己実現的なプロセスが成立したのだろうか。一見安定してみえた危機以前の成長経路が、通貨危機によって、

図1 ドルで測った各国通貨の価値の変化（1997年1月1日の値=100）



(出所) Bloombergのデータをもとに筆者作成。

簡単に崩壊したのはなぜだろうか。インドネシア経済の成長経路のどこに弱点があったのだろうか。なぜ安定にみえたインドネシア経済が、ルピアの下落によって、誰も予想できなかったような不況過程に落ち込んでいったのだろうか。ルピアの下落は、どのようなメカニズムをとおして实体经济に影響を与えていったのだろうか。ルピアの下落を押しとどめ、経済を安定させるために緊急にとられた政策は、実際にどのような効果をもったのだろうか。新しく生まれてくる成長経路は通貨危機に対して頑健性をもつのだろうか。現在とられている金融政策や金融制度改革は、インドネシアの成長経路をより安定で、外的なショックに対して頑健なものにするのだろうか。本章が検討するのは、これらの問題である。

本章の構成は以下のとおりである。まず、第1節では、なぜ成長経路が通貨危機に対して脆弱であったのか、その手がかりを見いだすために、経済全

体のバランスシートと資金フローの特徴を分析する。第2節ではルピアの暴落がなぜ起きたのか、第3節ではルピアの暴落をなぜ防ぐことができなかったのかを短期的な視点から分析する。第4節では、中長期的な観点から、新しく生まれてくる成長経路が通貨危機に対して頑健性をもつかどうかを検討する。最後に、むすびで、なにがこれからのイシューであるのかについて簡単に触れる。

第1節 なぜ成長経路は通貨危機に対して脆弱であったか

議論の余地はあるものの、1988年の包括的な金融改革以降、平均して7.3%に達する実質GDPの高成長を支えたのは、31.4%の高い投資/GDP比率であり、それを可能にしたのは、同じように高い29.2%の国民貯蓄率であった。その差2.2%が経常収支赤字/GDP比率である。しかし、2.2%という値はとくに高い値ではない。

これを資金フロー表の資金の過不足でみると、表1からわかるように、1994年度から97年度にかけて、国内部門の資金不足を海外部門から流入した資金で補うという基本的な構造ができていた。しかし、国内部門のなかで、中央政府部門は、94年度以降、資金余剰を生み出しており、資金の出し手側に回っている。表1は、活発な投資需要によって民間部門が資金不足になっており⁽¹⁾、それを海外部門と政府部門の資金余剰が支えるという構造になっていたことを示している。しかし、民間部門の資金不足も全体としてみると持続不可能なほど大きい水準になっていたようにはみえない。経常収支の赤字/GDP比率は、それが増加した1990~91年、95~97年のような景気拡張期でも、3.5%以内にとどまっている。また、利子などの要素所得の支払いを除いた貿易収支だけでみれば、一貫して貿易収支は黒字であり、それが収縮した景気の拡張期でも、貿易収支の黒字/GDP比率は1%を超えていた。すなわち、主要な経済部門の投資-貯蓄バランスのギャップでみるかぎりに

表1 部門ごとの資金過不足

(単位:10億ルピア)

	1994/1995	1995/1996	1996/1997	1997/1998
中央銀行	114	358	216	-100
預金銀行	811	2,022	2,059	2,299
中央政府	8,506	12,272	17,480	14,452
その他の国内部門	-17,506	-32,690	-40,017	-28,593
海外部門	8,075	18,038	20,262	11,942

	1997.Q1	1997.Q2	1997.Q3	1997.Q4	1998.Q1
中央銀行	-17	46	47	33	-226
預金銀行	724	719	524	517	539
中央政府	5,825	6,886	6,332	6,378	-5,144
その他の国内部門	-13,398	-13,394	-13,074	-14,914	12,789
海外部門	6,866	5,743	6,171	7,986	-7,958

(注) 資金余剰がプラス, 資金不足がマイナス。

(出所) Badan Pusat Statistik, *Quarterly Indonesian Flow-of-Funds Accounts 1994-1998: 1.*

においては、インドネシア経済の成長経路が、過度に海外部門からの資金流入に依存しているようにはみえない。そのかぎりにおいて、インドネシア経済は、通貨危機に対して頑健性をもっていたはずである。

しかし、それにもかかわらず、インドネシア経済の成長経路は、タイから伝播した通貨危機によって、数カ月のうちに崩壊してしまった。この事実から判断するかぎり、その成長経路が通貨危機に対して著しく脆弱であったことは疑う余地がない。それでは、インドネシア経済の脆弱性は、どこから来たのだろうか。

この問題を解く鍵は、ルピアを暴落させたメカニズムのなかにある、はずである。インドネシアにおけるルピア安は、タイやマレーシアやフィリピンよりも遅く、小さな下落で始まった。それが、一転して暴落し始め、インドネシア経済をその定常的な成長経路から転落させてしまったのである。小さなルピア安が、大きなルピア安を生み出し、経済活動を停滞させていったメ

カニズムのなかに、安定にみえた成長経路の脆弱性がどこにあったかを見いだす鍵があるはずである。以下、なぜルピアが暴落したのか、そのメカニズムの分析から始める。

いうまでもなく、ルピアの暴落を生み出したものは、経済的要因だけではない。経済活動を制約するさまざまな政治的、社会的要因が、その背後に存在する。にもかかわらず、ルピアの暴落は、ルピア売り＝ドル買いというメカニズム、ドルに対する超過需要の発生というメカニズムを通して現れるほかはない。したがって、なぜルピアは暴落したのかという問題は、なぜドルに対する大規模な超過需要が発生したのか、あるいは、なぜドルに対する超過需要が継続的に発生したのかという問題になる。

1. ドル資金不足の懸念によるルピアの下落

なぜドルに対する大規模な超過需要が発生したのかという観点からみたとき、1997年9月末から10月初めにかけて、為替市場に突如として現れたドルに対する超過需要の性質が重要である。確かに、97年7月から8月にかけて、バーツ危機の影響でルピア売り・ドル買いが発生したが、9月にはルピアは1ドル3000ルピアをやや下回る水準でほぼ安定して推移し、ルピアは他の通貨とは異なって非常に安定しているという楽観論が市場で支配的であった。それが、突然ルピア悲観論が市場を席捲し、急に為替市場でルピアが売られ、ドルに対する著しい超過需要が発生したのである。市場における需給の出会いがつかないまま、市場全体の取引量が減少し、1ドルあたり3000ルピアから3800ルピアへと瞬く間にルピア安が進んでいった⁽²⁾。

なぜ突然ドルに対する超過需要が発生したのか。市場では、超過需要の背景にあるのは企業部門が抱える対外短期債務であるといわれた。為替市場は、急に短期対外債務の大きさに注目し始めたのである。とくに、年度末までに支払い期限のくる民間短期債務は300億ドルにのぼるといわれた。後でわかった数字では、1997年9月末時点における外国銀行に対する民間債務のうち、

97年財政年度の終わりである翌98年3月末までに支払い期限のくる民間債務残高は95億ドルであった。性質がやや異なるが、1年以内に支払い期限のくる外国の銀行に対する債務は、民間部門、公共部門を含めて、96年12月末時点において376億ドル、97年12月末時点において384億ドルに達していたことが、これも後になってわかった⁽³⁾。

それに対し、流動性の高い純外貨準備は、1996年12月末時点では191億ドル、97年9月末時点では205億ドル、97年12月末時点では175億ドルであった⁽⁴⁾。中央銀行が保有する純外貨準備を一国の保有する支払い手段と考えれば、企業の支払い能力を表す当座比率に対応するものとして、国全体としての「当座比率」を純外貨準備高／短期対外債務残高比率によって定義し、それを国全体の対外支払い能力の指標として考えることができる⁽⁵⁾。コマーシャルペーパーなどの債務証券を除く、外国銀行に対する債務だけで計算した場合でも、「当座比率」は、96年12月末時点で51%、97年12月末時点で46%であった。さらに、コマーシャルペーパーなど、119億ドルの短期の債務証券を含む場合には、「当座比率」は、97年12月末時点で35%にまで低下した⁽⁶⁾。9月末時点において1年以内に支払い期限のくる対外債務残高の値はわからないが、仮に12月末時点と同じとすれば、「当座比率」は53%であった⁽⁷⁾。企業の当座比率の目処が100%であることから類推すると、確かに、97年9月時点における「当座比率」の値は低く、資金繰りに問題が発生しやすい状況になっていたといえる。海外の銀行が、新規のローンを組まず、短期対外債務の回収に走ったとき、インドネシアの企業や銀行は外貨を調達しなければならないが、中央銀行にはそれに応ずるだけの外貨準備がなかった⁽⁸⁾。

対外短期債務を返済するのに十分な支払い資金がないという可能性に市場が注目したことが、1997年9月末から10月にかけてドルに対する超過需要を発生させた主要な要因であった。ドル不足の懸念が、ドル不足を現実のものへと転化させ、それがルピア売りとルピアの下落を導いていったのである。バーツ危機をきっかけにして、安定してみえた成長経路を支える外貨の資金

繰りに意外な弱点があることを市場に発見され、その弱点を突かれたためにルピアが下落したのである。

2. ルピアの下落によるドル資金不足

しかし、外貨準備高を対外短期債務と比較する一国全体としてみた「当座比率」という尺度は、市場がうまく機能しないために生ずる資金不足を反映していない。すなわち、一国全体としての「当座比率」は、ドル建て当座資産のドル建て短期債務に対する比率であるから、為替レートの変動の影響を直接には受けない。しかしながら、この尺度の分子は中央銀行保有の外貨資産であるのに対し、分母は主にそれ以外の経済主体が負っている外貨債務である。そのために、ルピアの下落は、中央銀行とそれ以外の経済主体のバランスシートに対して異なった影響を与え、「当座比率」では捉えることのできないドル資金不足の問題を引き起こす。すなわち、「当座比率」の値が同じであっても、ドル資金不足の状態が全く異なる可能性が生ずる。

1997年12月末時点における、インドネシアの民間企業と民間銀行の対外債務は、それぞれ、656億ドル、84億ドルに達していた⁽⁹⁾。このような状態で、ルピアが下落すると、多額のドル建て債務を抱えた企業や銀行の資金繰りは、直ちに苦しくなる。まず、ルピアで評価した債務の返済額が増大する。次に、為替評価損の発生によってバランスシートの正味資産が減少する。これは企業活動のリスクを債権者へシフトさせる効果をもつから⁽¹⁰⁾、銀行は、ルピア、ドルを問わず、企業への資金の提供を渋るようになる。こうして、必要なルピア資金の増大とドル資金を含む資金のアベイラビリティの減少が同時に起き、ルピアもドルも不足するようになる。

さらに、資金不足の発生にともなって利子率が高くなると、それが資金不足をさらに増幅するような効果をもつ。まず、債務の返済負担が増える。次に、株、債権、土地などの資産価格が下落し、正味資産が減少する。すなわち、利子率の上昇はルピアの下落と類似した効果をバランスシートに与え、

ルピアとドルの資金不足を大きくし、さらに利子率を上昇させる。

利子率の上昇が正味資産に与える負の効果は、企業がその成長資金の多くを外部資金に依存していればいるだけ高く、また、外部資金への依存度は経済の成長率が高いほど一般に高くなる⁽¹¹⁾。そのため、利子率が急激に上昇したり、資金のアベイラビリティが急速に収縮した場合には、企業の財政状態やキャッシュフローが瞬く間に悪化し、債務の返済が困難になるという潜在的な可能性があった⁽¹²⁾。しかし、問題はそれだけにとどまらなかった。国内市場における銀行借入のかなりの部分がドル建てであったことが、企業部門の財政状態を通貨危機に対していっそう脆弱なものにした。通貨危機直前の1997年7月末時点では、国内商業銀行部門全体の貸出残高340兆ルピアの21%にあたる71兆4000億ルピアが外貨建てであった⁽¹³⁾。

こうして、ルピアの下落はドルに対する超過需要（ドル資金不足）をいっそう強める効果をもった。

3. 資金市場の分裂とドル不足

ルピアの下落、利子率の高騰、資金のアベイラビリティの低下などによって、借り手企業がその債務を返済できなくなると、貸し手側の銀行資産が劣化する。すなわち、企業部門の脆弱性がそのまま銀行部門の脆弱性に転化する。その結果、銀行部門の信用が低下し、海外からドル資金を取り入れることが困難になる。すなわち、銀行部門を通じたドル資金の供給が減少し、ドル不足がさらに悪化する。

これが、銀行部門を全体としてみたときのドル不足の現れ方である。しかし、ドル資金不足は、資金市場が均一性を失い、いくつにも分裂することによっていっそう増幅された。資金市場が分裂したのは、銀行部門一般の信用が低下するなかで、銀行部門に特有な不安定要因が表面化したためである。

通貨危機がインドネシアに伝播した時点で、非常に劣悪な資産内容を抱えた銀行が、整理されずに銀行部門のなかにそのまま残っていた。実質的な債

務超過に陥っている銀行が一部存在し、それらの銀行が破綻した場合、銀行部門全体を不安定化する可能性があった。実際、危機が深化するなかで、その潜在的な可能性が現実のものとなり、1998年1月になると、銀行部門全体が機能停止状態に追い込まれてしまった⁽¹⁴⁾。一部の銀行の安全性に大きな問題があると市場が判断しているという事実は、フロート制に移行した97年8月から9月にかけて、非常にはっきりしてきた。すなわち、フロート制移行にともなって金融政策がタイトになると、インターバンクのコール市場において、リスクによる銀行間の差別化が著しくなった。8月のオーバーナイト物の平均金利は65.02%であったが、リスクの最も高い銀行（中小の民間銀行の一部）とリスクの最も低い銀行（外資系銀行および国営銀行の一部）の間で、オーバーナイト物の金利差が、6月までの21%から、8月には一時、275%（=300%−25%）にまで広がった⁽¹⁵⁾。銀行間市場は、そのリスクによって階層化し、リスクの低い階層の銀行がリスクの高い銀行との取引を拒否するといった現象が現れるようになった。資金市場は全体性と均一性を失い、いくつもの市場に分裂した。ドル資金に対する需給もばらばらになり、一部の市場ではドル不足がいつそう深刻になった。

4. 資金不足、投資低下、ルピアの下落

ここまでの議論は、次のようにまとめることができる。企業部門はその成長に必要な資金の多くを銀行からの借入で調達し、しかも、そのうちのかなりの部分を外貨建ての借入でまかなっていた。外貨建ての資金調達は、国外の銀行からの借入だけでなく、国内の銀行からの借入の一部にも使われていた。これが、インドネシア経済が、その高度成長の過程でルピア安のショックに弱くなっていった基本的な構造であり、その成長経路のなかで潜在的な不安定性が累積していった仕組みであった。予期しない大幅なルピア安が生じると、カバーなしの多額の外貨建て債務をもった企業の債務が大きく増加し、債務の返済負担が著しく増加する。さらに、ルピア安に加えて利子率が

高騰すると、資金繰りに行き詰まって債務の返済ができなくなる。そのような、銀行貸出にともなう潜在的な信用リスクが、銀行部門のバランスシートに蓄積されていった。高度成長のプロセスで銀行部門が抱え込んだ不安定性は、基本的にはこのような企業部門の抱え込んだ為替リスクの反映であり、それに銀行部門特有の不安定性が加わったものであった。

しかし、ルピア安がさらにルピア安を誘うというメカニズムは、資金市場だけにとどまらない。資金市場が不安定になり、銀行部門の金融仲介機能が正常に機能しなくなると、資金不足のために投資が低下し、それが実際の成長率と期待成長率をともに低下させ、そのために海外からのドル資金の供給が減少し、さらにルピアが下落するという可能性も出現する。

一時的に1ドル1万6000ルピアにまでルピアが下落した1998年第1四半期には、国内の資金フローの様相がそれ以前と全く変わってしまっていたことが、表1からわかる。94年から97年までの高度成長期における資金フローは、政府部門と海外部門が資金を供給し、「その他の国内部門」（企業部門と家計部門を合わせたもの）が資金を取り入れるという安定した特徴をもっていた。それが、98年第1四半期には、「その他の国内部門」の余剰資金を政府部門と海外部門が取り入れるという全く逆のパターンが現れた。企業部門に資金が流れなくなっているのに対し、政府部門と海外部門に資金が流出している。

この資金フローの逆転は、銀行部門による貸し渋りと投資需要の落ち込みの両者が生み出した結果である。表2に示してあるように、四半期ベースでみた投資活動（資本蓄積）は、1997年半ば以降調整過程に入ったが、97年いっぱいには、その下落幅は前期比で-2%以下にとどまっていた。それが、98年になると、前期比で第1四半期-14.5%、第2四半期-38.1%（前年同期比では、-15.7%、-48.8%）と加速度的に落ち込んでいった。このようなメルトダウンともいえるべき投資の落ち込みは、98年1月のルピアの極端な下落によって資金市場が機能を停止し、銀行部門が実質的にその金融仲介機能を果たせなくなってしまったことがきっかけになったと思われる。資金不足によって企業部門の投資需要が下落すると、投資需要の激減が、所得調整のメカ

表2 投資とGDPの下落
(1993年価格)

年、四半期	実質投資 (10億ルピア)	実質GDP (10億ルピア)	投資/GDP	前期比 (%)	前年同期比 (%)
1997.1	33,458	106,757	0.31		
1997.2	34,098	107,759	0.32	1.9	
1997.3	33,460	109,730	0.30	-1.9	
1997.4	33,018	109,440	0.30	-1.3	
1998.1	28,214	98,337	0.29	-14.5	-15.7
1998.2	17,471	89,935	0.19	-38.1	-48.8

(出所) Bank Indonesia, *Statistik Ekonomi Keuangan Indonesia*, July 1998.表3 実質GDP (四半期ベース)
(1993年価格)

年、四半期	実質GDP (1兆ルピア)	前期比 (%)	前年同期比 (%)
1996.3	106.6		
1996.4	108.7	2.0	
1997.1	105.4	-3.0	
1997.2	107.3	1.8	
1997.3	110.1	2.6	3.3
1997.4	111.3	1.1	2.4
1998.1	98.9	-11.1	-6.2
1998.2	89.5	-9.5	-16.6
1998.3	91.4	2.1	-17.0

(出所) BPS, *Indikator Ekonomi*, December 1998.

ニズムを通して総需要を押し下げ、それがさらに投資需要を落ち込ませるといふ累積的な不況過程が始まった。98年になると、実質GDPも表3のように、前期比で98年第1四半期-11.1%、第2四半期-9.5%（前年同期比では、-6.2%、-16.6%）と急速に落ち込んでいった。このような実体経済の収縮は、輸入需要を激減させ、ドルに対する超過需要を緩和させたが、他方で、貸し倒れのリスクを恐れた海外部門に資金の回収を早めさせることになり、ドル資金の供給を減らす効果をも生んだ。輸入需要の減退によるドル需要の

低下よりも、ドル資金の回収圧力の強化によるドル需要の増加（あるいはドル供給の減少）の方が大きい場合には、ルピアがさらに下落する可能性もある。

以上の議論を、やや図式化して考えると、次のようになる。

ドル不足の懸念⇒ルピアの下落⇒ルピアで評価したドル建て債務の増大
 ⇒正味資産の減少（企業の財政状態の悪化、債務超過）、ルピアで評価した
 元利金支払いコストの増大⇒ネット・キャッシュフローの減少、内部
 資金の減少、債務返済の遅延⇒銀行の貸し渋り、海外の銀行による資金
 の回収⇒ドル不足、投資の低下⇒GDPの低下⇒GDPの期待成長率の低
 下⇒投資の低下、海外からの流入資金の減少

第2節 なぜルピアの急落を防げなかったか

前節で、インドネシア経済の成長経路がルピア安のショックに対して脆弱な構造をもつようになっていたことをみた。インドネシア経済は、小さなルピア安のショックを大きなルピア安に増幅してしまうような不安定な構造を抱えていた。また、ルピアが1ドル3000ルピアから4000ルピアに下落する過程で、インドネシア経済のもつその弱さを、市場がはっきりと意識するようになったことをみた。大幅なルピア安によってインドネシア経済の脆弱性が露わになると、それがさらに大きなルピア安を誘い、それによって経済活動がさらに低下するという負の悪循環が始まる構造があった。

しかし、そうであるならば、大幅なルピア安の発生を防ぐこと、それが成長を持続させるための条件であった。ルピア安が小さな範囲に制御されるならば、バランスシートからみたインドネシア経済の脆弱さも、銀行部門の弱さも、致命的な欠点にはならなかったはずである。

実際、通貨危機以降、インドネシア政府は、急速なルピア安を防ぐこと、

および、ルピア安のショックに脆弱な構造を改革することの二つに多くのエネルギーを費やしてきた。前者は短期的な政策課題であり、後者は中長期的な政策課題である。各々の問題に対応した政策を見いだすこと、短期的な政策と中長期的な政策が矛盾するときには、それらの間に適切な実施順序を見いだすこと、これらが通貨危機に対する基本的な政策課題であった。IMFなどの国際機関の援助も同じ政策課題に向けられたとあってよい。

それでは、試行錯誤が不可避な状況でとられたさまざまな政策の実際の効果はどうだっただろうか。ルピアが暴落し、経済活動が崩壊したという事実から、即、経済政策の選択が誤っていたと結論することはできない。最善の政策が選ばれたにもかかわらずルピアが暴落したということもありうるし、もしそれらの政策が実施されなかったならば、ルピアはさらに下落したという可能性もありうるためである。また、現在はわかっている、政策を選択する時点においては見えなかった条件を、見えていたものとして政策を評価しても意味がない。しかし、だからといって、政策の評価ができないというわけではない。政策の選択時には見えなかったとしても、将来類似の状況に直面した場合、考慮に値する重要な条件があるかもしれないからである。本節では、ルピアの急速な下落を防ぐという短期的な政策課題に関連した政策の選択について検討する。なぜルピアの暴落を防ぐことができなかったのだろうか。

1. 国際的な支援パッケージはドル資金不足の懸念を除去したか

第1節でみたように、ドル資金の不足に対する懸念が、1997年9月から10月にかけてのルピア安をもたらした。97年9月末時点におけるインドネシアの「当座比率」はおよそ53%であり、グロスの外貨準備は対外短期債務残高に約227億ドル足りなかった。

市場のセンチメントの急変とドル不足の懸念によるルピアの急落に対し、インドネシア政府はIMFに支援を要請し、10月末には、330億ドルに達する

IMFを中心にした国際的な支援パッケージを得ることができた。インドネシア政府は、これによって、突然市場に現れたドル不足に対する懸念を払拭しようとした。実際、日本、シンガポールなどの援助による市場介入の効果もあって、11月初めには、ルピア建てのドル・レートは1ドル3200ルピアまで回復した⁽¹⁶⁾。

ルピアが再び弱くなり始めたのは、通貨危機が韓国ウォンに飛び火した11月半ばになってからである。同じ頃、日本では、北海道拓殖銀行、山一証券などの主要金融機関が破綻し、日本の金融システムおよび日本発の世界的金融危機が懸念される状況になった。こうした外部環境の変化は、ルピアだけを対象にした市場介入によってルピアの安定を保つことを不可能にし、そのため、12月になると市場への介入は停止され、ルピアは1ドル4000ルピアにまで戻った。

しかしながら、1997年いっぱいには、IMFを中心にした国際的な支援パッケージはドル不足に対する懸念を払拭する役割を果たした。330億ドルにおよぶ国際的な信用枠のアヴェイラビリティを市場が疑い始めたのは、98年1月になって、国家予算をめぐって、スハルトとIMFの対立が表面化してからである。IMFは灯油などに対する補助金の撤廃を要求し、スハルトは社会的な反発を恐れて、それを当面維持しようとした。しかし、IMFと合意した条件を満たせないならば、330億ドルの信用枠が絵に描いた餅になってしまうことが明らかになった。スハルトとIMFの対立が明らかになると、日常必需品の買占めパニックなどの社会不安が表面化し、ルピアは1ドル5000ルピアから急激に下落した。1月15日にはスハルトとIMFの新しい合意が演出されたが、ルピアは下落を続け、1月22日になってようやく1ドル1万6000ルピアで底を打った。さまざまな政策が打ち出されるにしたがって、ルピアは1ドル1万ルピア以下にまで値を戻したが、分断された市場におけるドル不足はますます厳しくなり、1ドル4000ルピア、あるいは、5000ルピアといった1カ月前の水準にルピアが回復するのは全く非現実的な夢にしかみえなくなった。

こうして、1月の時点では、IMFを中心とした国際的な支援パッケージは機能しなくなってしまった。灯油、ガソリンなどの値上げによって、5月に暴動が起き、結局、値上げを大幅に撤回せざるをえなかったこと、それ以降、社会的不安が一般化し、持続していることなどを考えれば、国家予算に対するIMFの条件が非現実的であり、そのために国際的な支援パッケージが機能しなくなったという主張には、十分な根拠がある。

2. 利率の引き上げはルピアを強化したか

第1節2で、ルピアの下落によって利率が高騰し、それによって企業や銀行の資金繰りがいっそう苦しくなる可能性について述べた。実際、ルピアの下落が著しく、資金市場が分断されてしまった1998年1月には、インターバンクの平均利率が、12月の39.54%から56.73%に上昇した。

しかし、そうした市場の反応に加えて、1997年8月以降、中央銀行は基調としては緊縮的金融政策と高い利率を維持しようとしてきた。金融政策の指標となる1カ月物の中央銀行証券の利率についてみると、97年8月にフロート制に移行した直後、それまで10%強であったレートを30%にまで引き上げた。しかし、9月以降は、高利率によって銀行部門全体が不安定化することを恐れて、利率を徐々に20%強にまで引き下げ、その水準を維持してきた。

中央銀行がはっきりと緊縮的金融政策の採用に踏み切ったのは、IMFとの第3次の合意に向けた交渉がまとまりつつあった1998年3月末である。中央銀行証券の利率は22%から45%に大幅に引き上げられた。インフレによる負の実質利率を避けること、および、ルピアを強化することがその主な理由であった⁽¹⁷⁾。

しかし、第1節でみたように、企業や銀行が資金繰りで苦しんでいるときに、利率を引き上げることによって、ルピアからドルへのシフトを防ぐことができたかどうかはかなり疑問である。利率の引き上げによって、ルピ

アを防ぐことができるという主張は金利平価仮説に根拠をおいている。しかし、信用リスクが増大している状況では、仮説の適用の仕方にも注意が必要である。金利平価仮説は、国内利率を i_t 、海外利率を i_t^* 、および $t+1$ 期（1期間は $1/n$ 年）の予想為替レートを E_{t+1}^e 、現時点 t での為替レートを E_t とすると、

$$E_t = E_{t+1}^e \{ 1 + (i_t^* - i_t) / n \}$$

という関係として表せる。ここで、 $1/n$ は、年で測った t から $t+1$ までの1期間の長さである。1期間が1年の場合には $n=1$ 、1月の場合には $n=12$ 、1日の場合には $n=360$ である。 n が大きいほど、投資家の時間的視野が短くなる。

市場でルピア安の期待が急速に支配的になり、ルピアからドルへのシフトが始まったとき、国内利率 i_t を引き上げることによって、それを防ぐことができるだろうか。金利平価の条件は、 i_t を十分上昇させれば、ドルへの逃避を防ぐことができることを示している。しかし、その場合でも、市場がカジノ化し、投資家の時間的視野が極端に短くなっていると、生易しい国内利率の引き上げでは、ルピアからドルへのシフトを防ぐことはできない。例えば、 $n=360$ で、五分五分の確率で E_t が10%上昇する（ルピア安になる）と投資家が考えた場合、ルピアからドルへのシフトを防ぐためには、国内利率は海外利率よりも1800%も高くなければならない。さもなければ、金利平価の条件が満たされないために、ドルへの一方的なシフトが起きてしまう。しかし、経済を窒息させることなしに1800%という利率を採用するのは不可能である。

このようなとき、金利平価の条件を満たすことはできないが、それでも非常に大きく利率を引き上げた場合、為替レートにどのような効果があるだろうか。金利平価の条件を満たさないから、利率の上昇はドルへのシフトを止めることはできない。しかし、第1節で議論したように、信用市場がいくつもの階層に分裂して、流動性が著しく不足する状態では、大幅な利率

の引き上げは、企業や銀行の正味資産を低下させ、信用リスクを高める。信用リスクが大きくなると、海外からのドル資金の供給が減少し、ルピア安になる。すなわち、ドル安を促進してしまう。

このように、資金市場が著しく不安定な状況においては、利子率の引き上げは中途半端なものにならざるをえず、たとえ大幅に利子率を引き上げても、ルピア安の期待にもとづくドルへのフライトを止めるには必ずしも役に立たない。それどころか、逆に、ルピアの下落をいっそう促進する可能性すらある。スハルトからハビビに大統領が交替し、4度目の合意ができた1998年6月末以降も、ルピア安が続いた一因は、高利子率のもとで不況が深化し、信用リスクが増大して、海外からの資金流入が停止してしまったためである。

3. 銀行部門の不安定性を取り除くことができたか

第1節でみたように、1997年の夏時点で実質的な債務超過に陥っている銀行が数多く存在し、それらの銀行が金融市場全体のリスク要因となっていた⁽¹⁸⁾。インターバンク市場におけるオーバーナイト物の銀行間の利子率格差は、9月、10月と順調に縮まってきたとはいえ、それでもまだ80%以上もあり、何らかのショックで、それらの銀行が流動性の危機に陥り、それによって金融市場全体を混乱に陥れてしまう現実的な危険が存在した。

これが、第1次IMFプログラムにおいて、債務超過状態にあった16行の銀行を閉鎖した理由である。危機前から不安定要因になっていた銀行を閉鎖するという決定自体に、問題があったとは考えられない。問題は、それが、マクロ経済が不安定化しつつある状況で、明示的なセーフティ・ネットなしに実施されたという点にあった。16行を閉鎖した直後から、民間銀行からの預金の引き出しが大量に発生した。外資系を除く民間銀行の定期預金は、1997年10月末時点の126兆5000億ルピアから、11月末107兆2000億ルピアへと、1カ月のうちに、およそ額にして20兆ルピア、15%も減少した。この間、国営銀行の定期預金は、67兆7000億ルピアから73兆ルピアへ、外資系の銀行へ

の定期預金は15兆3000億ルピアから16兆4000億ルピア（12月末には20兆1000億ルピア）へ増加した。国営銀行あるいは外資系の銀行の預金へとシフトした7兆ルピアのほぼ2倍の13兆ルピアは、銀行部門から流出し、現金で保有された⁽¹⁹⁾。これによって、銀行部門の主力である民間銀行によって供与される信用の収縮が決定的となった⁽²⁰⁾。

1988年の包括的な金融部門の自由化によって、94年以来、民間銀行の貸付額は国営銀行のそれを上回るようになっていた。通貨危機直前の97年7月末時点では、銀行部門の総貸付額340兆ルピアのうち、民間銀行は179兆8000億ルピア（52.9%）、国営銀行は120兆ルピア（35.2%）、外資系銀行は32兆1000億ルピア（9.4%）を占めていた。為替レートの変動の影響を除くため、ルピア建ての貸付だけを取り出してみると、97年10月末から12月末の2カ月の間に、民間銀行の貸付額は154兆7000億ルピアから128兆ルピアに17%減少した。同じ期間に、国営銀行の貸付額は108兆7000億ルピアから113兆4000億ルピアへ、外資系の銀行の貸付額は11兆5000億ルピアから12兆6000億ルピアへとわずかに増えているにとどまった⁽²¹⁾。

こうして、超過債務状態にあった16行の銀行の閉鎖は、外資系の銀行を除く民間銀行全体に対する取り付けに発展し、信用を収縮させ、インドネシア経済を不況に陥れる主要な要因の一つになった。ただし、中央銀行やIMFが取り付けの可能性を全く無視していたわけではなく、取り付けが起きた場合には積極的に流動性を供給する準備もしていた。しかし、取り付けは銀行に対する信用リスクを高め、1998年1月には、ルピアの下落と合わさって、銀行部門全体の機能麻痺とそれによる強い信用収縮をもたらすことになった。

結局、取り付けが起きないという意味で、銀行部門が安定性を回復するのは、1998年1月末になって、民間銀行の負っている債務の全体を政府が保証するという政策に、預金保証政策を変更してからであった。しかし、この政策は、中長期的にみると大きな歪みを生み出す可能性があり、そのため、弱い銀行を選び、それを退出させるためのメカニズム作りが決定的に重要になった。これについては、次節でとりあげる。

4. 財政政策は投資と生産のメルトダウンを防いだから

この問題の答えは簡単である。金融市場が麻痺し、信用が収縮して、投資が崩壊しつつあるときに、IMFプログラムは緊縮財政を要求した。IMFが1998年度の国家予算を批判した一つの理由は、収支が均衡しており、黒字予算になっていないというものであった。国家予算をめぐるIMFとスハルトの対立は、マクロ経済政策の見通しを著しく不透明にし、それによって、投資と生産をさらに落ち込ませる役割を果たした⁽²²⁾。緊縮的な財政政策に固執することがルピア安を押しとどめる効果をもったとすれば、生産を低下させ、輸入を減らすことによって、ドル需要を減少させたかぎりにおいてである。しかし、逆に、投資や生産が低下したために、期待成長率が低下し、そのために海外からの直接投資や信用供与が減って、ドルが不足し、ルピア安が進んだ可能性が強いことは、すでに指摘したとおりである。

以上、本節の議論は、ルピア安を押しとどめるためにとられた短期的な政策が、実はルピアの下落を促進させた可能性を強く示唆している。緊急事態で、適切な短期的政策を見いだすことが難しいとしても、金融システムが不安定な状況におけるマクロ政策のあり方については、抜本的な再検討が必要である。国内信用を収縮させることによって国際収支と外貨準備を建て直すというIMFの標準的な手法は、金融システムの機能を麻痺させ、予想をはるかに超えた不況と社会的困難に経済を導く可能性があることを、インドネシアの事例は示している。

第3節 通貨危機に対して頑健な成長経路ができつつあるか

第1節および第2節の分析は、成長経路が通貨危機に対して頑健であるた

めには、一定の構造的な条件が必要であることを示している。

まず、一国全体としての外貨の資金繰りが安定していることが必要である。国全体としての資金繰りの安定性を「当座比率」の水準で測れる場合には、その比率が高いこと、すなわち、対外短期債務残高に対して「十分な」外貨準備をもつことが必要である。なにが「十分な」水準であるかは、あとで改めて触れるように国際金融制度のあり方に依存する。しかし、香港、シンガポール、台湾など、通貨危機の影響が軽微にとどまった経済では、1997年末時点における外貨準備は、各々753億ドル、714億ドル、841億ドルと非常に高い水準に達していた⁽²³⁾。「当座比率」が高いことが、ドル不足の懸念によって生じるドル不足という自己実現的な自国通貨安の発生を防ぐ働きをしたことが推測できる。

次に、個々の企業の資金繰りが安定していることが必要である。そのためには、まず、企業のバランスシートに含まれる為替リスクが「大きすぎない」こと、とくに、債務に占める外貨建ての対外短期債務残高の割合が「大きすぎない」ことがあげられる。しかし、なにが「大きすぎる」かについて、10%とか、30%とかいった決まった水準があるわけではない。「大きすぎる」かどうかは、どこまで自国通貨安が進むかに依存し、ルピアの対ドル・レートが80%も下落するといった状況では、どのようなレベルであれ過剰なリスクを負っていることになってしまう。

さらに、通貨危機にともなって利子率が急騰する可能性を考えると、企業や銀行のバランスシートに含まれる金利リスクが「大きすぎない」ことが必要である。債務の返済負担が大きすぎると、資金繰りに行き詰まって債務の返済不能、倒産という事態に陥りかねない。債務の返済負担の大きさに関しては、自己資本比率、固定比率(=固定資産/自己資本)などの債務負担の指標であるとか、当座比率や流動比率(=流動資産/短期債務)などの支払い能力を直接表す指標があり、例えば、自己資本比率は50%、固定比率は100%以下、当座比率は100%以上、流動比率は200%以上といったような安定性の目安になるような数字がある。しかし、利子率が予期せず急騰するよ

うな場合には、はじめの状態では債務の返済負担がたとえそれほど大きな水準に達していなくても、債務の支払い負担が予期した水準を大きく超えて増加するために、資金繰りに行き詰まってしまうという事は十分起こりうる。ここでも、資金不足に陥るかどうかは結局金融部門からの資金のオペラビリティに大きく依存し、それは金融部門の安定性や、企業の成長見通し、経済全体の期待成長率などに依存してくる。

最後に、銀行部門が「安定している」ことが必要である。銀行部門が不安定な状態で、個々の企業の資金繰りを安定させることは不可能である。銀行部門の安定性は、銀行間の外部性が高いために、劣悪な銀行の経営状態によって大きく左右される。実質的に債務超過になっているような劣悪なバランスシートをもった銀行が銀行部門のなかに混在していると、為替レートや利子率の小さなショックが、銀行部門全体に増幅されてしまう。緊縮的な金融政策によって金融市場が断片化し、予期しない信用収縮が起き、資金フローが滞ってしまうといった事態が起こりうる。

これらの資金繰りの安定性を支える条件の存在が、ルピア安のショックに対して成長経路が安定性をもつための必要条件である⁽²⁴⁾。インドネシア政府は、IMFなどの支援を受けながら、これらの必要条件を満たすための中長期的な改革を続けてきた。以下、ごく簡単にそれらの改革の含意を検討する。

1. 国全体でみた資金繰りは安定しつつあるか

BIS統合表のデータをもとにした、1998年6月末時点における「当座比率」は66% (=190億ドル/290億ドル)であった⁽²⁵⁾。これは、97年12月末の「当座比率」の値55%よりも高い。しかし、危機前の96年12月末の値68%よりは低い。すなわち、「当座比率」からみた場合には、短期的な資金繰りが安定したとは必ずしもいえない。それにもかかわらず、現在、ドル不足の懸念によるルピア売りの動きは出ていない。これは、インドネシア中央銀行の

背後にIMFによる支援があり、必要とあれば、中央銀行は追加的な支払い手段を容易に入手できると市場が判断しているためであろう。

しかしこの事実は、同時に、資金のアベイラビリティさえ確保されていれば、外貨準備と「当座比率」の値を高水準に保つことにこだわる必要は必ずしもないことをも示している。キーになるのは、緊急時の資金のアベイラビリティであり、それをすべて、例えば「当座比率」を100%とか、200%とかにしておくことによって、自己資金でまかなうことが、必ずしも効率的な資金の使い方であるとはいえない。また、かりに、一国だけをとりあげた場合には、自己資金でまかなうことが効率的であったとしても、複数の国で外貨準備をプールし、それを使って通貨危機に対応できる仕組みが可能であれば、より少ない外貨準備ですむかもしれない。後者は、典型的な国際流動性の問題であり、国際金融制度の問題である。通貨危機によるドル不足に直面して、いくつもの国の安定した経済成長が次々と崩壊したという事実は、現在のIMFを中心とした国際金融制度が、国際流動性の管理機構として十分に機能していないことを強く示唆している。通貨危機のなかで発生したドル不足のすべてを、個々の国における資金管理の失敗に帰してしまうと、全体としてより効率的な仕組みを作る可能性がみえなくなってしまうことになる。

実際、個々の企業の資金繰りの安定性に関する指標である「当座比率」のような尺度を一国全体の資金繰りの安定性に当てはめて考えることが、どれだけ意味をもつのか、かなり疑問である。例えば、もし多くの企業や銀行や投資家が、1カ月以内にドルの為替レートが20%だけ上昇する（ルピア安になる）と確信したとすれば、たとえルピアの年利の方がドルの年利よりも100%高くても、ルピア売り・ドル買いによって、投機的な利益を得ることができる。そのため、スポット市場でも、先物予約の市場でも、大量のルピア売り・ドル買いが現れ、ドル売りの先物予約を差し引いた中央銀行の外貨準備は、たちまち消えてなくなってしまう。この場合、短期債務の残高と外貨準備の大きさに依存してドル不足が決まってくるのではなく、ドル不足

によってルピアが下落すると投資家が考えるために、市場でドルが不足するのである。したがって、たとえ、短期債務がゼロで、「当座比率」が無限大でも、ドル不足が発生し、外貨準備が枯渇するという状態が生じる。もちろん、このような現象は、中央銀行と投資家が一体であれば、起きることはない。中央銀行の犠牲で、投資家が投機的利益を得ることができるという可能性が、ドル不足を作り出すのである。大規模な投機によって、外貨準備が実際に枯渇すれば、ルピア安の期待は、自己実現的になる。

したがってキーになるのは、緊急時における外貨のアヴェイラビリティである。現時点でのルピアの安定にとっては、インドネシアがIMFと合意したプログラムのもとで経済改革を進めているという事実の方が、「当座比率」の増大よりも重要である。その意味では、中長期的にみて、通貨危機が起きてても、ルピアの大きな下落を防ぐことができるかどうかは、「当座比率」の増大よりも、緊急時に外貨のアヴェイラビリティを確保するための効率的な国際的枠組みが作られているかどうか依存しているということができ(26)。

2. 個々の企業の資金繰りは安定しつつあるか

BIS統合表によれば、インドネシアの政府、企業、銀行が海外の銀行に対して負っている債務のうち、1年以内に支払い義務のくる債務は、1997年末の375億ドルから98年6月末の282億ドルに、93億ドル減少した。

さらに、1998年6月には、フランクフルトで、海外の債権銀行団とインドネシア代表団の間で、インドネシア企業の対外債務の返済を軽減するための最低の条件が定められ、借り手と貸し手の自主的交渉を支持するための組織として、インドネシア債務再建庁 (Indonesia Debt Restructuring Agency: INDRA) が作られた(27)。このスキームは、およそ2000ほどの民間企業が負っている、640億ドルに及ぶすべての対外債務を対象にしたもので、旧債務の切り捨て、元利払いのリスク、新規融資、債務と株式の交換などの方法を

組み合わせることによって、借り手と貸し手の間の債権・債務関係を再建もしくは正常化することを目指している。

さらに、1998年9月には、借り手と複数の貸し手間の交渉を促進するために、ジャカルタ・イニシアチブと呼ばれる、法廷の外で自主的に債務を整理するための仕組みが、インドネシア民間セクター債務整理委員会（Indonesian Private Sector Debt Settlement Team）によって作られた。

INDRAのスキームがほとんど機能していないのに対し、ジャカルタ・イニシアチブは、一定の成果をあげつつあり、1998年秋頃から、民間企業の対外債務の整理が徐々に進むようになった。99年3月時点では、ジャカルタ・イニシアチブのもとで、125の企業の債務（175億ドルの外貨債務と7兆8000億ルピアの債務）が交渉のテーブルにのっている⁽²⁸⁾。

こうして、企業の債務を整理することによって、そのバランス・シートを建て直し、企業と銀行の間に正常な資金の流れを作り出すための努力が続けられている。しかし、現時点で、企業の資本構成が、通貨危機に対して脆弱でなくなったとはいえそうもない。破産法を含まさまざまな制度的改革によって、中長期的にみた場合、ルピア安や利子率の急騰に対して、企業の資本構成がより安定なものになる（負債／資本比率、外貨建て負債／負債比率などが低下する）かどうかは問題になるが、破産法などの制度的なパラメーターの変化が、資本構成にどのような変化を与えることになるのか、全くわからない。資金調達の方法は、誰が誰から何のために資金を調達するのか、調達された資金がどのように使われるのか、誰が資金の使い方をモニターするのか、投資リスクは誰が負うのかなど、お金の流れを支える情報の流れに決定的に左右される。しかし、インドネシアには、インドネシア社会や経済に根づいた固有の伝統的な情報ネットワークがあり、それが高度成長期を通じてお金の流れをも支配してきた。そのような伝統的な情報のネットワークに取って替わることのできるような情報の生産と配分の仕組みが、現在の構造改革によって生まれてくるか疑問である。

3. 銀行部門は「十分に」安定しつつあるか

銀行部門の改革には最も大きなエネルギーが傾注されてきた。一つには、銀行部門が不安定要因を内部に抱えていたことが、通貨危機を経済危機一般に転化させるきっかけになったためであり、成長経路の弱点であったためである。正常な金融仲介機能を失ってしまった銀行部門と資金市場とを建て直さないかぎり、資金フローは回復せず、企業活動もまた再開されないからである。

第2節3で簡単に触れたが、1998年1月末には、政府は銀行の負っているすべての債務を保証し、まず取り付けの発生を防いであうで、銀行部門の徹底的な構造改革を進めるという政策をとった⁽²⁹⁾。構造改革の深さと拡がりには、98年8月、99年3月と、改革プログラムの実行にともなって明らかになってきている。国際資本市場に参加するための国際標準を満たすコア銀行を作り出すこと、超過債務の状態にあり、経営が改善する見込みのない銀行を閉鎖すること、健全性規制を強化し、経営に問題のある銀行の監督を強化すること、貿易金融を復活させることなどが、プログラムの主要なポイントである。

1998年2月に、インドネシア銀行再建庁 (Indonesian Bank Restructuring Agency: IBRA) が設立され、問題銀行の整理、再編、再建が進められてきている。七つの国営銀行のうち、問題が最も深刻だと判断された国営4銀行 (Bapindo, Bumi Daya, BDN, EXIM) は、直ちにIBRAの管理下におかれ、8月には、それらを統合するための受け皿銀行としてマンディリ銀行が設立された。99年3月に明らかにされた財務指標では、これらの銀行の正味資産はすべて負で、自己資本比率は-25%以下であった。これらの銀行については、徹底的な構造改革を経た後、コア銀行にすべく、資本が注入される予定になっている。99年3月には、民間銀行128行の、自己資本比率による、A (4%以上)、B (-25%以上4%未満)、C (-25%未満) の三つのグループへの分類

も完了し、それにもとづいて、銀行部門が大きく再編されることになった。まず、Cグループに属する17行すべてと、Bグループに属する38行のうち21行の閉鎖が決まった。Bグループ銀行のうち7行は、預金者の数が多く、その影響が大きいため、閉鎖ではなく、IBRAによって再建されることになった。Bグループの残り9行は、政府の支援があれば、現在の経営者によって再建の可能性があると判断され、自己資本をさらに強化するための措置をとることになった⁽³⁰⁾。Aグループの73行は、存続が認められた。

これらの構造改革のために必要な資金は、銀行の再建に限定された国債の発行によってまかなわれ、1999年度予算に計上される必要のある国債の利子コストは、GDPの3%に達するものと推定されている⁽³¹⁾。

問題は、このようにして現れてくるであろう「健全な」銀行部門が、5年、10年後に、「健全性」を保持しうるかという点である。銀行の財務状況と経営を不断にモニターし、問題のある銀行を早期に発見し、必要な対策をとるための仕組みはできつつある。しかし、これらの仕組みは、インドネシアで依然として機能しているはずの法律や規則に書かれていない仕組みと、どう影響しあうのだろうか。インフォーマルな仕組みを通して流れていた、市場や利益の機会に関する情報の流れを、法律や規則が阻害し、経済活動の活性化を邪魔してしまうことにならないだろうか。あるいは、法律や規則が今まで存在しなかった新しい歪みと弱さを作り出し、通貨危機に対する脆弱性が姿を変えて残ってしまうということにならないだろうか。

むすび

インドネシアは、非常に高い経済的、社会的コストを払って構造改革を進めている。しかし、それによって、インドネシアの成長経路が通貨危機に対してより頑健なものになりつつあるかどうかは明らかではない。疑問の方が大きいくらいである。制度改革が必要なのは、むしろ、国際金融制度の方で

はないだろうか。個々の国や社会の身丈にあわないかもしれない制度の構築に膨大な資源を費やすよりも、個々の国の身丈の違いを許容することのできる国際的な制度環境の整備に、より多くの資源を費やすべきではないだろうか。

〔注〕

- (1) 資金フロー表では、家計部門と企業部門が民間部門として統合されている。したがって、民間部門の資金不足は、家計部門の資金余剰を上回る企業部門の資金不足であり、高い貯蓄率にもかかわらず、民間部門の資金が不足したということは、企業部門の資金需要がきわめて旺盛であったことを示している。
- (2) 8月までは300億ドルから500億ドルの間で動いていた月次別の直物取引の額は、9月以降、200億ドル台に減少した。
- (3) 300億ドルを超える数字は、満期が初めから1年以内の短期債務のほかに、中長期債務のうち1年以内に満期になるもの、中長期債務のうち1年以内に支払う必要のある元本分を含む。最新のBIS—IMF—OECD—World Bankの共通テーブルに載っている18の主要な工業国に本部をおいている外国銀行に対する債務である。それに対し、95億ドルという1997年9月の数字は、97年11月に中央銀行によって明らかにされもので、95億ドルは外国銀行に対する短期債務だけである。98年2月になって、97年末時点におけるコマーシャル・ペーパー、社債、手形などなどの短期債務が、119億ドルに達していたことがわかった。
- (4) データは、<http://www.bisnis.com/ows.html/ecoindi/Gross.htm>からとった。
- (5) 企業の支払い能力を表す静的安全性指標として、 $\text{当座比率} = \text{当座資産（現金、預金、売上債権）} / \text{流動負債}$ 、 $\text{流動比率} = \text{流動資産（当座資産、棚卸資産）} / \text{流動負債}$ 、などがある。流動負債は1年以内に支払い期限のくる負債。
- (6) $\text{外貨準備} 175 \text{億ドル} / \text{流動負債（} 119 \text{億ドル} + 384 \text{億ドル）}$ の値。
- (7) Lane et al. [1999: 22, 図1] では、「当座比率」の値は、1994年には100%を超えていたが、95年に100%を割り込み、それ以降100%以下にとどまっていることが示されている。しかしながら、彼らの推計では、「当座比率」の値は97年でもおよそ80%であり、本文の推定値よりもかなり高い。
- (8) 国全体としての資金繰りの問題を考えるうえで、このような尺度がどれだけ妥当性をもつかは必ずしも明らかではない。この点に関しては、改めて第3節で議論する。
- (9) Bloomberg（2月8日）。民間企業の債務のうち、海外の銀行に対する債務は536億ドル、コマーシャルペーパー、社債などの債務証券は119億ドルである。

536億ドルのうち、海外企業との合併や海外企業の子会社などによる負債は305億ドル、インドネシアの地場企業による負債は231億ドルである。

- (10) 正味資産が減少すると、借り手企業の株主にとって、期待収益率もリスクもともに高いプロジェクトの方が、利益率が高くなる。プロジェクトが成功した場合の利益が高くなるのに対し、失敗した場合の損失は、そのより多くを貸し手にシフトできるためである。そのために、借り手が貸し手には確認できない情報をもっている状況では、貸し手は借り手が欲しがらだけの信用を供与しない。このメカニズムのわかりやすい説明は、例えば、Fry [1995: 304-313] 参照。
- (11) 危機前の1996/97年度の1年間に、企業と家計を合わせた「その他の国内部門」は、82兆ルピアの資金を市場で調達しており、その76%にあたる62兆4000億ルピアを国内銀行部門から、24%にあたる19兆7000億ルピアを国外（ほとんどが銀行）から借り入れている。Badan Pusat Statistik [1998: L4-3]。
- (12) これはインドネシア経済にかぎらない。およそ高度成長を経験している経済では共通にみられる現象とってよい。
- (13) 外貨建て貸出額は、Bank Indonesia [1998b: 31,33] の、商業銀行部門の貸出総額から、ルピア建ての貸出総額を引いたもの。1998年1月末時点では、国内商業銀行部門全体の貸出残高511兆1000億ルピアのうち、外貨建ての貸出が、その50%近い249兆6000億ルピアにも上っている。ルピア建ての貸出がほとんど変化していない状況で、もっぱらルピア安によって外貨建ての貸出が膨らんでしまったせいである。借り手企業は、海外の銀行に対する外貨建て債務にともなう為替リスクと同様なリスクを、国内の銀行に対しても持っていたわけである。
- (14) しかしながら、通貨危機が起きる以前に公表された数字では、この事実は必ずしも明らかではない。中央銀行の年報から判断するかぎりでは、どの指標でも、健全性規制を満たさない銀行の割合は減少してきており、銀行部門全体としての安定性は増してきていたようにみえる。また、1996年12月には、銀行の清算手続きを規定した特別の政令が施行された。銀行システムの安定性を傷つけずに、どのようにして問題が起きた銀行の処理を進めていくかを規定したものである。それは、銀行部門の安定化を進めていくための法的な枠組みを提供してくれるものと期待された。
- (15) 金利差は、Bank Indonesia [1998a: 72-73]。平均金利は、Bank Indonesia [1998b, July]。
- (16) この間のより詳しい分析は、渡辺 [1998] 参照。
- (17) Bank Indonesia [1998a: 63]。
- (18) 中央銀行での聞き取りによる。
- (19) Bank Indonesia [1998b: 64-65]。

- (20) 一般的な取り付けに発展した主要な理由は、預金保証の上限である2000万ルピアが低すぎたためか、預金保証自体を信頼しなかったためか、あるいは、その双方であろう。
- (21) Bank Indonesia [1998b: 64-65].
- (22) より詳細な議論は、渡辺 [1998] 参照。
- (23) 台湾についてみると、政府、民間あわせた対外債務残高は、およそ77億ドルで、外貨準備/対外債務残高比率は1092%にも達する。Yang and Shea [1998: 124].
- (24) これらはもちろん十分条件ではない。安定な経済成長を再現するためには、安定した政策形成機構を再建することが必要不可欠である。そのためには、さまざまな社会的、経済的利害を調整するための政治的な仕組みを、新たに作りあげなければならない。
- (25) 短期債務は、BIS-IMF-OECD-WB Joint Table。1998年6月末の外貨準備の値は、中央銀行のデータとの連続性を保つために、Joint Tableでなく、<http://www.bisnis.com/ows-html/ecoindi/Gross.htm>からとった。
- (26) この見方によれば、通貨危機のフィリピンに対する影響が比較的小さかったのは、フィリピンがIMFの実効的な管理下にあったためである、ということになる。必ずしも、フィリピンでとられていた政策が、他のASEAN諸国よりも安定性をもっていたというわけではない。
- (27) フランクフルト協定は、企業債務のほかに、銀行間の債務、貿易金融に関する措置などをも含んでいた。詳しくは、World Bank [1998] 参照。
- (28) ギナンジャール調整大臣からIMFに送られた1999年3月16日付の手紙の付録に、企業改革を含む、より詳しい現状の評価が記述されている。<http://www.imf.org/external/np/loi/1999/031699.htm>
- (29) この時点における銀行部門全体の正味資産は、実質上、負になっていたといわれている。
- (30) 1行は未定。
- (31) 必要な国債の発行高は、1998年6月時点では、235兆ルピアに達するものと推定されているが、現時点での推定額はわからなかった。

〔参考文献〕

Badan Pusat Statistik [1998], *Quarterly Indonesian Flow-of-Funds Accounts, 1994-1998: 1*, Jakarta.

Bank Indonesia [1998a] *Report for the Financial Year 1997/98*.

— [1998b], *Indonesian Financial Statistics*, July 1998.

Lane, Timothy et al. [1999], *IMF-supported Programs in Indonesia, Korea and Thailand : A Preliminary Assessment*, Occasional Paper 178, Washington, D.C.: IMF.

World Bank [1998], *Indonesian Crisis, a Macroeconomic Update*.

渡辺慎一 [1998]「インドネシアにおけるIMFプログラム」(国宗浩三編『97/98 アジア経済危機, マクロ不均衡・資本流出・金融危機と対応の問題点』<IDE topic report 1998.12>アジア経済研究所)。

Yang Ya-Hwei and Jia-Dong Shea [1998]「台湾の金融市場の発展」(『変貌するアジアの金融システム』東京国際研究クラブ, 野村総合研究所)。