

論文要旨

タイ金融システムとアジア通貨危機 —国際短期資金移動・信用秩序維持・域内金融協力—

1997年7月2日のタイの変動相場制移行に端を発し、^{アジア}アジア通貨危機が勃発すると、奇跡の発展と称されたアジア新興諸国が不況に陥るとともに、危機はアジアを超えてロシア、ブラジルまで伝染する国際的危機の様相を呈した。

このアジア通貨危機の発生原因をめぐっては、内因説と外因説の対立を軸として、論争や研究対象も多岐に渡っているが、内因説・外因説論争は未だ完全な決着をみていない。本稿の第一の目的は、この内因説・外因説論争に終止符を打つ筆者なりの解釈を提示することにある。その際、従来の内因説・外因説論争において、先行研究の多くが、自らの主張する政策対応の正当性を証明するための結論ありきの原因分析に陥り、危機の原因そのものの分析とはなっていないことに着目する。

それゆえ、本稿では、政策対応の適否を離れて、危機の原因そのものを分析することを試みた。そして、危機の原因そのものを分析するためには、まずは各国の金融システムの実態を詳細に把握する必要があるとみなした。その際、アジア通貨危機の主要な特徴は通貨危機の伝染にあるとはいえ、そもそも危機の出発点となったタイ通貨危機が深刻なものとして発現しなければ、その伝染が生じなかった可能性があることを考慮した。こうして、本稿では、タイ金融システムの実態解明を重要課題としてとりあげた。

タイ金融システムの実態解明によって、通貨危機の原因を解明するために、本稿では、タイ金融システムの実態解明にあたって、タイにおける国際短期資金移動（第一章）と信用秩序維持政策（第二章、第三章）の実態解明を主要論点としてとりあげる。そして、それらの実態解明を通じて得た教訓としては、通貨危機対策として、もはや途上国一国レベルでの金融システム安定化政策には大きな限界があり、地域レベルでの金融安定化政策が必要不可欠であるということだった。そこで、将来の通貨危機を予防したり、その被害を緩和したりするために、地域レベルでの金融安定化政策をどのように展開すべきかについて、有益な教訓を得ることを目的として、実際に行われているアジア域内金融協力（第四章）をとりあげる。

本研究は、序章、本論として四つの章、終章から構成される。

序章では、上述したようなアジア通貨危機に関する先行研究の問題点を指摘した上で、研究をさらに進展させるための新たな論点を提示する。

第一章では、国際短期資金移動の実態に焦点を当てながら、アジア通貨危機の根源的原因を明らかにする。第一章の主要な分析結果は以下のとおりである。第1に、海外短期資金流入における主要な資金調達・運用経路を比較検討することで、不動産バブルの主要因

は、非居住者パーツ建て預金を経由した海外投資家の投機的行動や地場商業銀行との系列関係を背景とする FC の投機的行動であったことを解明した。第 2 に、急激かつ莫大な海外短期資金流入が、バブルをもたらす一方で重化学工業化を確実に進展させたこと、ならびに、国内金融市場の急激な変化をもたらしたことを示し、中央銀行が海外資金流入や金融機関の貸出行動に関して迅速かつ厳しい引締め政策を行い難かった理由を明らかにした。以上のような経緯を辿った結果、バブルが崩壊した場合には金融機関が膨大な不良債権を抱えるとともに、海外短期資金が急激かつ莫大に海外流出することで流動性危機となる金融構造に陥ってしまったことこそが、通貨危機の根源的原因であったという主張を提示した。第 3 に、通貨危機が深刻なものとして現れた主要原因のひとつは、中央銀行内部で意思疎通が低下していたので、バブル崩壊後に国際金融市場の情勢を踏まえた外国為替レート政策が実施されなかつたためであったことを明らかにした。

第二章では、信用秩序維持政策全体の特質を明らかにすることを目的とした。第二章の主要な分析結果は以下のとおりである。タイ信用秩序維持政策全般における全体的な特質は、以下の三点にまとめられる。第一に、1985 年の金融三法改正によって、中銀は地場商銀のみならずノンバンクである FC に対しても実質的な監督・規制者と位置づけられ、主たるアクターとして信用秩序維持政策を実施した。第二に、中銀は資産・支店規模において圧倒的ではなく、政策遂行のためには地場商銀からの協力が必要だったので、地場商銀に配慮する信用秩序維持政策を展開した。第三に、バブル崩壊前には成長通貨としての海外資金導入や地域金融センター化のため、一方、バブル崩壊後には海外短期資金流出の防止のためという違いがあるにせよ、中銀は海外投資家からの信認確保を目的とする信用秩序維持政策を一貫して展開した。これら三つの特質と経済・金融情勢の急激な変化とがあいまって、中銀による信用秩序維持政策が意図せざる結果をもたらしたのだった。

第三章では、信用秩序維持政策のうち、とりわけ最後の貸し手の特質を明らかにすることを目的とした。第三章の主要な分析結果は、以下の通りである。FIDF の流動性供与には、保護の対象が広く支払可能か否かに関わらず莫大に流動性を供与した点で、グッドハート流の最後の貸し手とも言える特徴があった。一方、FIDF の資金調達には、「危機時の管理者」として資金を調達した点に、特徴があった。

FIDF の流動性供与がグッドハート流の最後の貸し手になったのは、第一に、FIDF の組織目的として借り手企業の保護も含まれていたこと、第二に、FC 破綻がタイ金融に与える被害は潜在的に大きかったこと、第三に、海外資金流出入の影響を鑑みて FC の債権者であ

る海外投資家に配慮したことの三つの要因だった。

そして、FIDF が危機時に債券現先取引によって資金を調達しようとした原因は、そもそも FIDF には信用創造の機能がなかったこと、そして中銀が信用創造につながる FIDF 債引受けを認めなかったことにある。一方、FIDF が資金を効果的に調達し得た理由は、資金の貸し手側にとって債券現先取引自体が安全な取引だったことに加えて、その取引を促進したりその取引仕法を確立したりするような様々な政策が実施されていたからだった。こうして FIDF は、FC や中小銀行から大銀行や国際銀行支店へ流出した資金を債券現先取引で調達し、無担保貸出を通じて再び FC や中小銀行へ回帰させる循環メカニズムを構築した。

以上のように FIDF が直接的に最後の貸し手を担ったのは、短期金融市場の市場メカニズムが機能不全になったからだった。短期金融市場では、主要な貸し手として大銀行や国際銀行支店が存在していたが、それらの融資枠の上限は小さく固定的だった。それゆえ、バブル崩壊後に海外短期資金の大幅な流入減少や流出が生じると、信用割当が発生し、短期金融市場は機能不全に陥ったのだった。

第四章では、アジア域内金融協力のうち、とりわけアジア債券市場育成政策に焦点を当て、地域レベルでの金融協力を展開する上での有益な示唆を得ることを目的とした。第四章の主要な分析結果は、以下のとおりである。ABM 育成政策の初期段階において政策担当者は、第一義的な目的であるダブル・ミスマッチの抑制と ABM の開発を両立させるような理想主義的な方法をとらず、事前的な通貨のミスマッチ対策を後回しにした。こうすることで、ABM の開発をより促進し、逆に最終的には第一義的な目的を達成できるようになる現実主義的な方法を選択した。この意味で初期段階の ABM 育成政策を、「ABM 開発ありき」という政策理念に沿った現実主義的アプローチだったと特徴づけることができよう。

そして、現実主義的アプローチに基づく債券市場育成政策を選択する場合には、第一義的な目的を後回しにしたことによる弊害を生じさせないため、アジア域内金融協力における CMI のように、地域レベルでの国際的な最後の貸し手を前もって整備し、「事後的」な通貨のミスマッチ対策を一定程度完了させておくことが必要であると言えよう。

終章では、各章の分析結果を整理するとともに、本稿で確立した政策そのもののメカニズムを論じる分析アプローチの必要性について、主張する。