

博士学位請求論文審査 2009年2月24日

題目：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・
アジア域内金融協力

氏名：布田功治

論文審査の結果の要旨

本論文は、1997年7月にタイで発生し、その後「伝染病」のごとく近隣諸国に広がっていったアジア通貨危機について、その根本的な発生原因と金融不安が深刻な通貨危機、さらには金融危機へと発展していったプロセスを、理論的かつ実証的に検証したものである。また、当時のタイの金融システムと中央銀行の政策を丁寧に検討し、かりに中央銀行の政策が「合理的」であったと判断される場合でも、国内外の環境の激変によって、その政策効果には限界があることを示す。とりわけ、経済成長や重化学工業化を進めようとする新興工業国では（なかでも経済的な小国の場合）、通貨危機を完全に回避することは困難であり、通貨危機が発生する蓋然性を低め、それでも発生した通貨危機の被害を抑制するためには、地域レベルでの金融協力が不可欠であることを主張する。

アジア通貨危機に関する研究をみると、その原因を国際短期資金の動きに求める外因説、アジア諸国の金融制度の未発達や後進性に求める内因説など、研究者の問題関心も研究対象も多岐にわたっている。そして、これらの研究からは健全性規制論、国際的な最後の貸し手論、直接金融育成論など、さまざまな政策提案が生まれた。しかし、布田氏はこうした議論には、自分たちの政策を正当化するために、アジア通貨危機の特定の側面や原因を強調するという弊害があると批判する。そこで氏は、従来の研究の限界を克服するために、通貨危機の出発点となったタイを事例として取り上げ、同国における重化学工業化、金融システムの実態、中央銀行の対応の3つに焦点をあてる。本論文は、中央銀行資料や政府報告書などを読み込み、当時の金融政策の推移を丹念にたどると同時に、通貨・金融危機に関わる主要な論点を金融論の立場から整理して、将来の通貨危機の防止、もしくはその被害の緩和の方策を展望した意欲的な論文であると評価できる。

そこで本審査報告では、最初に本論文の特徴と既存の研究に対する新たな貢献を述べ、次いで本論文の構成と内容の紹介を行い、最後に問題点や残された課題について指摘しておきたい。

本論文の特徴と利点は、次の5点に整理することができる。

第一は、タイの通貨危機の発生メカニズムを、既存の研究のように国際短期資金の流入と流出から説き起こすのではなく、国際短期資金の流入を必要とした国内の貯蓄・投資ギャップの拡大、そしてその背後にある重化学工業化の始動から検討している点である。そ

して、通貨危機に至るプロセスを、重化学工業化の開始、発展、危機の醸成、危機の顕在化という 4 局面に分けて検討し、この過程で大量に流入した国際短期資金が経済のバブル化を引き起こしていった事実を明らかにしていく。資金の動きと実物経済の動きをリンクさせた点は、本論文のひとつの大きな特徴であると同時に貢献でもある。

第二は、国際短期資金の動きを検討するにあたって、資金の借手は大企業、BIBF 銀行、地場商業銀行、非居住者パーツ建て預金に区分し、ドル建て資金のパーツへの転化（通貨のミスマッチ）と、短期資金の借り換えによる長期運用（満期のミスマッチ）という、いわゆる「ダブル・ミスマッチ」の実態を明らかにした点である。この問題は、これまで断片的に指摘されてきたものの、ダブル・ミスマッチが生じるメカニズムをタイに即して具体的に示した点は、本論文の大きな貢献である。

第三は、中央銀行の 3 つの役割（政策目的）、すなわち、①通貨と物価の安定、②成長通貨の供給、③信用秩序の維持という 3 つの異なる役割を総合的にとらえ、経済成長期の新興工業国において、この 3 つの政策目的を同時に達成することが難しいこと、さらに、国内外の環境の変化によって、3 つの役割の間で齟齬が生じるというジレンマを示した点である。そして、中央銀行が、当時としては「合理的」と判断される信用秩序維持政策をとりながら、結局、金融不安を防止できず、むしろ金融不安を助長してしまったプロセスを、説得的に描いている。

第四は、通貨危機の原因となった国際短期資金の流入、とりわけ上記の「通貨と満期のダブル・ミスマッチ」の問題について、もはや 1 国レベルでの通貨・金融政策では対応できず、地域レベルでの金融協力が不可欠であることを示した点である。その具体的な試みとして、通貨危機後に日本やアジア諸国が取り組んだ二国間通貨スワップ協定の締結や、アジア債券市場（ABM）育成構想を紹介する。とくに ABM 構想の形成プロセスを詳細に検討した点は、本論文の功績である。

第五は、以上の第一から第四までの問題を分析するために、各章の冒頭で理論的な問題をまず整理し、その上でデータにもとづく実証を進めている点である。とくに、従来十分利用されてきたとは言いがたい、タイ中央銀行の年次経済報告書、バンコク銀行の月報、ヌグン委員会報告書（通貨危機に関する政府諮問委員会の公式報告書）などを丹念に読み込み、現地で聞き取り調査を実施し、あるいは各種委員会や研究会の議事録を検討することで、有益な情報を多数提供している。

以上の 5 つの特徴と貢献から、審査委員会は、布田功治氏が十分に高い研究能力を示しており、博士号（経済学）を授与するのにふさわしいという結論に達した。

以下、各章の紹介に移る。

序章は、本論文の問題関心、課題の設定、論文の構成、利用した資料に関する説明にあてられる。アジア通貨危機に関する議論は多岐にわたるが、布田氏はいずれの議論も、自らが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」にとどまって

いると批判する。そのため、この限界を克服するために、①通貨危機の出発点となったタイを事例として具体的な分析を行うこと、②通貨危機に至るプロセスを、重化学工業化と関連させて、発展への離陸、発展の継続、危機の醸成、危機の顕在化という4つの局面に区分して分析すること、③国内的要因と国際的要因の連関を射程におさめ、とくに金融不安が生じた後の国内における経済主体の対応（企業、金融機関、中央銀行）に注目すること、の3つを課題として設定する。そのうえで、本論文の4つの章で取り上げるテーマと議論の筋道を明示している。

第1章は、タイでなぜ通貨・金融危機が生じたのかの理論的かつ実証的な分析であり、本論文全体の議論のための基礎的な部分を構成する。布田氏はまず外因説が強調する国際短期資金の大量流入について、その原因となった重化学工業化の開始から議論を説き起こす必要性を指摘する。1985年のプラザ合意後の直接投資ブームを契機に、タイ政府は本格的な重化学工業化に着手するが、この過程で国内では投資・貯蓄ギャップが拡大した。この重化学工業化には、外国企業だけではなく、国内の財閥系企業も積極的に参加したため、外国からの直接投資だけでは投資資金をまかなえず、国内企業は海外からの借入が必要となる。一方、国際銀行はこの時期、先進国向け貸出から新興工業国向け貸出に融資先を転化し、同時にリスク管理の側面から貸出期間の短期化を図っていった。そして、こうした国内外の情勢をにらみながら、タイ政府と中央銀行は、海外資金の積極的な取り込みを目的に、金融の自由化、国際銀行の誘致、オフショア市場（BIBF）の開設、非居住者パーツ建て預金の優遇といった政策を、次々と展開していった。

本章の大きな貢献は、以上の流れの中で、タイの大企業、BIBF銀行、地場商業銀行、非居住者パーツ建て預金が、それぞれどのようなチャンネルでドル建て資金を取り入れ、運用していったかを明らかにした点にある（とくに図1-3）。そして、重化学工業化を継続するために、外貨建ての短期資金に投資資金を依存し、さらに導入した資金を生産目的だけではなく不動産などに運用した結果、バブル経済が発生し、そのことが金融不安（危機の醸成）を引き起こしたと結論づける。また、成長通貨の供給を重視する中央銀行は、為替の切り下げが国内企業に与えるインパクトを懸念して、実質的なドルリンク制の維持につとめ、このことが通貨不安の原因となった。加えて、当時の中央銀行内部では、国際情勢を分析する研究調査部と、為替介入を実際に行う銀行事業部が組織的に分断されており、的確な情勢判断にもとづく為替政策を実施することが困難であった。こうした中央銀行の組織上の問題もあって、タイの通貨不安は沈静せず、むしろ通貨危機へ発展したと指摘する。実物経済の資金需要、海外資金の導入を支えた国内の金融システム、中央銀行の政策を、上記の4つの局面に区分しつつ分析した点に、本章の特色があるといえよう。

第2章は、重化学工業化を進める発展局面のなかで、タイの中央銀行がどのように信用秩序維持政策を実施し、金融不安の防止につとめたのかを分析する。従来、中央銀行の金融政策については、通貨と物価の安定という役割に焦点をあてる研究が多く、また、経済成長を後押しする財務省の財政政策と対比させる形で、中央銀行の「独立性」の有無を検

証する研究が主流であった。しかし布田氏は、タイの中央銀行が通貨と物価の安定だけでなく、成長通貨の供給についても重要な役割を果たし、同時に従来の研究ではほとんど省みられなかった（もしくは通貨危機後、「失敗」と評価された）信用秩序維持政策においても、積極的な対応を行った事実注目する。

具体的には、発展への離陸が始まった 1985 年の「金融三法」（商業銀行法、金融会社法、中央銀行法）の改正が中央銀行の監督権限を強化したこと、次いで、地方支店網の許認可などの手段を通じて地場商業銀行の健全化を誘導したこと、国内の金融機関の競争力強化のために、ノンバンクである金融会社（FC）を育成強化する優遇措置をとったことなどを指摘する。そして、経済がバブル化したあとは、中央銀行が信用秩序維持のためにさまざまな政策に積極的に取り組んだことを、中央銀行資料などを活用して克明に描き出す。

ところが、バブル経済の深化に伴い、FC や地場銀行の経営の不健全性が明らかになった段階で、中央銀行は経営者の更迭など直接的な手段に訴えることを避けた。というのも、海外資金の継続的流入（成長通貨の供給）を重視する中央銀行は、外国投資家のタイ金融機関に対する信託を維持することを優先したからであった。このことがタイの金融不安を助長し、通貨不安を招くという「意図せざる結果」を招くことになる。先に述べた成長通貨の供給、信用秩序の維持、通貨の安定という 3 つの政策が、相互補完的に機能するのではなく、逆に政策の効果を減殺し、あるいは無効にする関係に転じたのである。

布田氏は、金融不安が発生するまでの中央銀行の政策には一定の「合理性」があったと主張する。にもかかわらず、中央銀行の政策が「意図せざる結果」をもたらしたのは、経済成長を追求するために複数の政策目的を前提にしていたこと、そして、国際短期資金への依存という「ダブル・ミスマッチ」が、1 国内での金融政策の効果に限界をもたらしたことを強調する。本章の分析は、本論文の中でも布田氏のオリジナリティがもっとも強く現れている部分であり、分析もあざやかである。同時に、第 4 章の国際金融協力が必要とされる理由を示唆する構成にもなっている。

第 3 章は、金融不安が発生したあと、なぜそれが金融危機に発展したのかを、「最後の貸し手論」を援用して分析する。布田氏はまず「最後の貸し手論」の既存研究を整理したあと、中央銀行とそれとは独立して設置された金融機関開発基金（FIDF）の役割について、詳細に分析する。とくに注目すべき点は、金融機関が流動性不足に陥った場合、公的機関が短期金融市場を経由して流動性を供給する仕組みを、タイについて初めて明らかにした点であろう。

具体的には、バブル経済崩壊期に、FIDF が債券現先取引を通じて、金融会社（FC）や中小銀行から大銀行や国際銀行支店に流出した資金を回収し、これを再び無担保融資の形で FC などに還流させるという循環メカニズムを明らかにした。ただし、こうした流動性の供与は、「危機時の管理者」としての役割を果たしていたものの、中央銀行の実質的な管理下にある FIDF が、国内の借り手企業の保護と海外投資家への配慮を優先したこと、そして何より、タイの短期金融市場の規模が小さく、最後の貸し手としての機能を果たすには

不完全なマーケットであったことが明らかにされる。

第4章は、以上の分析を前提に、1国レベルでは防止できない通貨危機への対応として、1997年以降開始されたアジア地域での国際金融協力の動きを紹介する。もともとタイの通貨危機で顕在化した問題は、新興工業国が、海外資金を取り入れながら経済成長を追求する場合、不可避免的に「通貨と満期のミスマッチ」という困難な問題に直面せざるをえないという点であった。これを克服するためには、通貨危機後のタイで実施されたような金融制度改革（間接金融から直接金融への移行）やコーポレート・ガバナンスの強化などがある。また、域内通貨スワップ協定の締結や共同モニタリング制度の導入もある。ただし、通貨危機を防止するためには、「ダブル・ミスマッチ」そのものを解消する方策、すなわち、アジア共通通貨の導入と域内債券市場の共同開発という方策が重要となる。本章はこうした方策が、日本を含むアジア諸国のなかでどのように構想され、どのように実施されていたのかを、各種委員会や研究会の議事録などを利用して丹念に追跡しており、とくにアジア債券市場（ABM）構想の進展については、初めて詳しく紹介した。

布田氏は、タイで通貨危機が発生した直後に、アジア諸国が「ダブル・ミスマッチ」の問題をすでに重視していた事実に注目し、同時に当事者たちが直ちにこの問題に対処せず、通貨スワップ協定（チェンマイ・イニシアチブ）、アジア債券基金構想、域内ソブリン債市場構想、円建て韓国CBOの発行へと、段階的かつ現実主義的に対応していったプロセスを紹介する。そして、ビッグバン方式ではなく漸進主義的なアプローチを採ったことが、ABMという画期的な構想を現実的なプログラムに転化させることができた重要な要因であったとみなす。また、こうした「政策のシークエンス」を的確に設定することが、今後起こりえる通貨危機への対策としては有効なアプローチであることを提唱する。

以上4つの分析を終えた後、終章では改めて各章の議論を整理して相互の位置づけを確認し、最後に今後の課題を列記している。

本論文の特徴と利点はすでに最初のほうでまとめておいたので、以下では本論文の問題点と課題について3つほど指摘しておきたい。なお、以下で指摘する問題点は、本論文の末尾で布田氏自らが指摘している今後の課題とも重なっている。

第一の問題は、本論文が通貨危機を分析するにあたって、実物経済と金融システムとの間の連関を重視しながら、重化学工業化を担った既存や新興の財閥系企業グループの資金調達の内容を具体的には分析していない点である。本論文の分析では、こうした企業グループの投資資金は、もっぱら銀行を通じた海外借入、とりわけドル建ての海外資金に依存していたことを前提としている。確かにこの点は、通貨危機発生直後の企業別業種別の為替差損金額の一覧を見ても明らかであった。しかし半面、電気通信、鉄鋼、不動産開発などの分野では、1990年代前半の株式ブームもあって、間接金融ではなく直接金融で投資資金を調達する事例も少なくなかった。重化学工業化を支えた資金調達について、企業の側からの分析を加えれば、本論文はより厚みのある研究になったものと思われる。

第二の問題は、地場商業銀行と金融会社（FC）の資金運用に関する分析である。経済がバブル化したあと、とりわけ FC の場合、海外から取り入れた資金が非生産部門（不動産など）に向い、これが金融不安を発生させたというのが、布田氏の重要な主張である。ところが、資金運用の紹介は商業銀行・FC 全体の動きにとどまっており、不動産投資や株式投機を推進した FC、とくに商業銀行系列ではない独立系新興 FC の具体的な融資の実態については、必ずしも明らかにされていない。もっとも、バブル経済期に急速に成長した大手の新興 FC（ファイナンス・ワン社など）は、通貨危機発生後、すべての企業が事業閉鎖になっており、現時点でこれら企業の財務諸表を収集することは困難である。そうした困難を分かった上で、あえて著者に対しては、主要な FC の融資の実態を明らかにするために、現地での聞き取り調査も含めて、さらなる研究を期待したい。

第三は、第 4 章で紹介されているアジア債券市場（ABM）共同開発に関する問題である。この動きは布田氏が主張するように画期的な試みである。しかし、この動きはまだ緒についたばかりであり、現在進行中の枠組みである。「ダブル・ミスマッチ」を解消するためには、アジア債券市場の開発とアジア共通通貨の枠組み設定は不可避であるものの、過去の経験に照らしても、その実現には長い調整時間や試行錯誤が必要となる。成長過程にある新興工業国を多く抱えるアジア地域において、どのような条件のもとでこうした構想がより実りある現実のプログラムへと発展するのか、日本の提案、各種委員会や研究会の議論だけではなく、参加国の経済や金融の実態をも考慮にいれながら、具体的に検討する必要があると思われる。

なお、審査の過程で、タイを事例としながら現地語の資料を利用していないのは問題ではないかとの意見も出された。しかし、金融に関する重要な論文はほぼ英語で刊行されており、また、もっとも重要な資料である中央銀行資料、バンコク銀行月報、ヌグン報告書をフルに活用していることから、重大な欠陥ではないと判断した。

以上、いくつかの問題を指摘した。しかし、こうした問題は本論文の価値を損なうものではない。金融論に関する確かな知識と論理的な思考に比較優位を示す布田氏が、よりいっそう実証レベルの高い研究を進めていくための今後の課題とみなすべきであろう。したがって、本審査委員会は全員一致で、本論文が博士号（経済学）を授与するのにふさわしいという結論に達した。

末廣昭（主査）

荒巻健二

伊藤正直

高橋昭雄

田嶋俊雄