

アジア通貨危機に際してのマレーシアの対応

—— 資本移動規制の有効性についての再考 ——

内 野 好 郎

目次

はじめに

- 1 マレーシアにおける通貨危機の影響
 - (1) 通貨危機の伝播と資本の流出
 - (2) 景気回復への道
- 2 マレーシアにおける金融危機の側面
 - (1) マレーシアの銀行部門の状況
 - (2) 政府と中央銀行の対応
- 3 マレーシアにおける資本，為替，金融の自由化の歴史
 - (1) 資本取引の自由化の背景
 - (2) 為替管理体制
 - (3) 1990年代の資本流入規制と資本流出の自由化
 - (4) 1998年9月の資本流出規制とその後の解除
- 4 マレーシアにおける資本規制の有効性とその理論的前提
 - (1) 資本規制の種類
 - (2) 1998年9月のマレーシアでの資本規制の有効性
 - (3) 資本規制のデメリット
 - (4) 資本規制と固定相場制移行の理論的前提

おわりに

はじめに

マレーシアは通貨危機に際して、IMF に支援を求めることなく、一時的な短期資本の移動規制と固定相場制への移行により問題に対処しようとした国である。その政策の意図については、ある程度議論の集約がみられるが、政策の効果については、未だに評価が定まっていない。市場原理主義が隆盛だった時期は、Dornbusch をはじめ、その効果に否定的な論調が多かったが、その後、時間の経過とともに肯定的な見解もみられるようになった。

本論では、政策の効果に対する当事者（マレーシア側）の評価、IMF の評価、先行研究における評価の危機発生以降の時系列的な変化を把握した上で、マレーシアの資本規制の功罪について共有できている点はどこか、できない点は何かを明らかにしたい。

次に、効果がなかった、あるいは効果があったかどうか分からないという主張における問題点を指摘し、それに対し反論を試みる。しかし直截的に効果があったかどうかの判定に焦点を置いて、小国における、不安定な資本移動をどう管理するかという視点が見えてこない。そこで本論ではマレーシアの行った資本規制の効果について理論、政策、歴史的背景といった角度から、多面的に検証する。マレーシアの行った資本規制と言っても、その内容は多様であり、直接投資とポートフォリオ投資、銀行貸付のような「その他投資」といった個別具体的な資本の流出入の規制の有効性について考察する必要がある。

本論の一つの特徴は、インドネシアとの比較をすることによって、新たな視点を求める分析方法である。アジア通貨危機に際して、マレーシアの行なった資本流出規制の効果を認めない理由として、既にポートフォリオ投資が流出した後で規制が導入されたという点を上げるものが多いが、筆者はアジア通貨危機に際してのマレーシアの資本規制のポイントが、ポートフォリオの流出防止ではなく、オフショアからのリングに対する投機を防止するための、リングの非国際化にあったと考える。

インドネシアは通貨危機発生の直後の1997年8月に非居住者とのスワップ取引の残高に天井を設定したが、ルピアの非国際化を図るための施策としては不十分だった。この規制を強化し、本格的に非居住者とのルピアのスワップ取引を制限したのは、通貨危機が起きてから3年半たった2001年1月であった。インドネシアの場合は危機以前から、ルピアの非居住者への貸出しは規制されていたので、スワップという抜け道を塞ぐ必要があった¹⁾。一方、マレーシアは危機直後の1997年7月に非居住者とのスワップ取引を制限したが、非居住者へのリング貸付けは98年9月1日までは規制していなかった。非居住者にリングが渡る道を塞がない限り、リングに対する攻撃は可能であった。

短期資本の急激な流出入が、アジア通貨危機の重要な原因であるが、この短期資本の内容が各国によって微妙に異なる。インドネシアの場合は企業の外貨借り入れが大きかったため、自国通貨が下落すると自国通貨建ての債務は増加する。このため債務を返済するための外貨の購入が一層、自国通貨の価値を下落させるという、悪循環に陥った。この点、企業の外貨借り入れが、輸出企業などの外貨収入のある企業に制限されていたマレーシアでは、上記インドネシアのような借入通貨と運用通貨、借入期間と運用期間の不一致というダブルミスマッチに起因する影響が少なかった。一方でマレーシアではポートフォリオ投資が盛んであったため、危機が伝播するに従って、ポートフォリオ投資の流出が通貨の下落要因となった。外貨借り入れを返済することによる地場通貨への売り圧力は、債務者が借入金の返済ができないと諦めた時点で一段落し、ポートフォリオ投資の流出は、ポートフォリオ投資が流出しきる時点で収まる。

1) 拙論「インドネシアにおける通貨・金融危機の再考」(下)『立教経済学研究』第61巻第4号、立教経済学研究会、2008年3月、240-243頁。

しかしオフショアからの通貨投機は、ルピアやリングが手に入る限り、いくらでも繰り返すことができる。この点を抑えなければ、通貨危機の克服は困難であった。さらにマレーシアには、シンガポールに自国企業の株式を売買できる市場、Central Limited Order Book (CLOB)があった。ヘッジファンドが香港で行った、株式市場と通貨へのダブル攻撃の手法がマレーシアでも可能だったので、CLOBの閉鎖もマレーシア政府にとって不可欠な手段だったと思われる。

通貨、金融危機がもたらす一番の問題点は、銀行部門の資産が毀損し、企業への資金の流れが止まってしまうことと、通貨危機発生の結果生じる様々な不確実性が、企業家の生産意欲を削いでしまうことにある。つまり、貨幣的な攪乱が実物経済に及ぼす影響である。この不確実性を取り除く一つの方策として、1998年9月にマレーシアがとった政策は効果があったと筆者は考える。

1.でマレーシアにおける通貨危機の影響についてみる。2.でマレーシアにおける金融危機の側面について、銀行部門の財務内容の変化を見ながら分析する。3.では、マレーシアの為替・資本・金融の自由化の歴史を振り返り、4.でその歴史的事実をもとに、資本規制の功罪について考察する。特にマレーシアにおける90年代の資本の流入規制、98年9月の流出規制の効果に着目し、IMFの支援の下、インドネシアが採った政策と結果との比較・検討を通して、資本規制の効果を浮き彫りにし、国際短期資本の一時的な移動規制が、通貨危機を防止するため、あるいは危機発生後の影響緩和のために実際に採りうる最も有効な政策手段であることを明らかにしようと試みる。

1 マレーシアにおける通貨危機の影響

(1) 通貨危機の伝播と資本の流出

1997年度まで過去12年間連続して平均7.8%の高い成長を遂げてきたマレーシア経済も、98年には成長率が突然-7.4%と大幅なマイナスに転じた。97年6月のタイバーツ切り下げの影響はマレーシアリングにも及び始めた。マレーシアの中央銀行(BNM)は、外国為替市場に介入し、リングを買い支えるとともに、リングの流動性を抑制した。この結果銀行間のオーバーナイトレートは一時的に40%まで上昇した。当初マレーシア中銀は金利を引き上げるによりリングを防衛しようとしたため、97年後半には経済は停滞に向かった。それにもかかわらず政府はリングに対する信認を回復させるために、98年度予算は18%削減の緊縮財政で臨んだ。こうした政策は副首相のアンワールによって進められたが、IMFの危機国に対するパッケージを真似たものであったのでVirtual IMFと呼ばれた。当然のことながら引き締め気味の金融政策と緊縮財政政策は景気を一層冷やす結果となり、銀行の非稼働資産残高は、97年後半から増加しはじめ、98年には更に拡大し、金融機関のバランスシートが悪化し、自己資本比率

も低下した。これに伴い貸出残高は減少し、クレジットクランチの様相を呈してきた。資本流出と高金利の結果、消費や投資も落ち込んだ。こうした中、98年6月にマハティールは、前財務大臣の Daim Zainuddin を経済発展関連担当大臣に任命し、アンワール副首相の政策に対する代替案を策定するように命じた。実は既に97年12月に大統領を会長、副大統領のアンワールを副会長、Daim Zainuddin を Executive Director とする National Economic Action Council (NEAC) が組織され、98年1月から危機脱出のための重要な政策作りが始まっていた。マハティールと Daim は金利を引き下げ、金融緩和を図ろうとしたが、リング売りを試みる投機筋のオフショア・リングに対する借入れ需要が強く、内外金利差が生じていたためリングの流出が続き、金融緩和の効果は現れなかった。この間、ポートフォリオ投資の流出が顕著となり、97年の初めから98年の中央にかけて、およそ、100億ドル、1996年末の外貨準備の1/3 が流出した。98年中央にはリングは40%減価し、株式市場も危機以前の状態から75%低下した²⁾。

(2) 景気回復への道

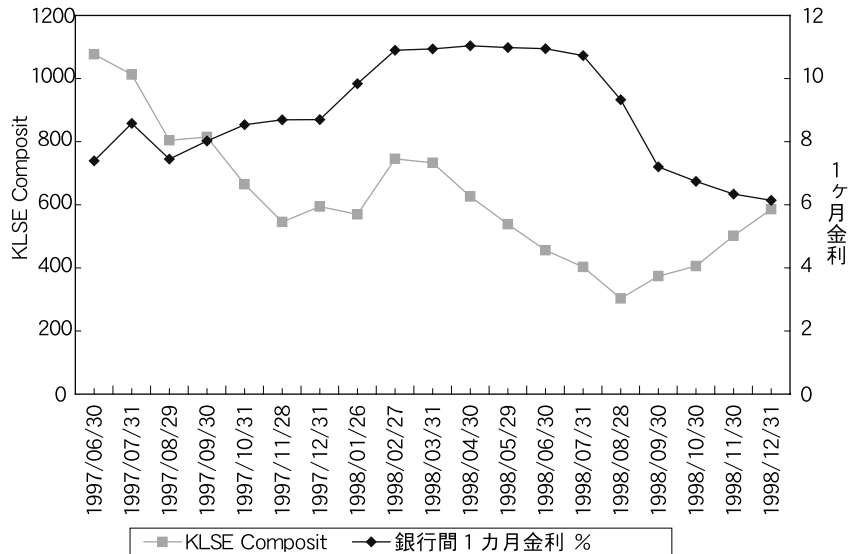
資本規制に関しては、前述の NEAC で議論がなされたが、導入に対する反対も多かった。特に規制導入に際して、重要な役割を果たさなければならない中央銀行の総裁が資本規制の導入に反対であった。そのため8月23日に政府が、9月1日から資本規制を実施すると決定したのを受けて、その3日後の8月26日に中央銀行の総裁が辞任している。

為替制度を固定相場制に変更する旨の発表は、翌日の9月2日であった。リングの対ドル為替レートは1997年6月から98年8月の間に、1ドル=2.5リングから4.24リングに下落していた。9月1日には、4.22まで日中売り込まれたが、2日の11時半時点は3.80のレートで取引されていた。この水準でリングの対ドル為替レートは固定された³⁾。

1998年9月に資本規制を課し、固定相場制へ移行して以来、マレーシア経済は通貨の安定化もあって98年第3四半期には底を打ち、99年には回復過程に入った。資本規制の導入で企業家の自信が回復し、リングもかなり低い価値で固定されたことなどから、輸出が持ち直し、生産も急速に回復した。インフレ率は低下し、経常収支の黒字と資本流出の減少によって、外貨準備が増加し始めた。こうしたセンチメントを背景に、規制導入当初は、その詳しい内容がわからず動揺した株式市場も回復し始めた。クアラルンプール株式市場の Composite Index (KLCI) も98年8月28日に302.91と97年6月末のピーク1077.30から70%下落したが、9月1日の262.7を底に徐々に回復し、98年末には586.13、99年末には812.22の水準に戻った (図1参

2) Kanitta Meesook and others, "Malaysia: From Crisis to Recovery" IMF Occasional Paper 207, IMF, 2001, p. 13.

3) Marie-Aimee Tourres "The Tragedy That Didn't Happen" ISIS, Malaysia, 2003, pp. 191-195.



出所：Bank Negara Malaysia のサイトからのデータにより作成

図1 マレーシアの株価指数と金利推移

表1 マレーシアのマクロ経済指標

	(% , 億ドル)					
	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年
実質 GDP	9.8	10.0	7.3	7.4	6.1	8.3
インフレーション	3.4	3.5	2.7	5.3	2.0	1.6
経常収支/GDP	9.7	4.4	5.9	13.2	15.9	9.4
財政収支/GDP	N. A.	0.7	2.4	1.8	3.2	5.8
為替レート (リングギ・ドル)	2.5420	2.5290	3.8919	3.8000	3.8000	3.8000
外貨準備	237	270	207	255	305	295
対外債務	N. A.	387	438	447	426	423

出所：IFS 及び IMF Country Rrport No.04/88, March 2004

照)。

次に金融政策への影響であるが、自立性を得た金融政策⁴⁾のもとで、金利の下方への調整を巧みに行うことが可能となり、3カ月間で金利を危機後のピークから危機以前の水準まで引き下げることができた。タイでは9カ月、インドネシアでは10カ月かかっている⁵⁾。低金利と固

4) 資本移動が自由な固定相場制のもとでは、国内金利が低ければ資本が流出するので海外金利との差を維持することができない。

5) Latifah Merican Cheong “Capital flows and capital controls - The Malaysian experience-”

定相場制は企業に安定性と確実性を与え、企業活動を回復させた。銀行の財務状態については、次章で詳しく見るが、景気の回復を背景に、不良債権処理を積極的に進めたことにより改善した。しかし98年中は金利の低下や金融部門の流動性の改善にも関わらず、銀行貸し出しの伸びは低く、投資の大幅な減少と消費の減少により98年のGDPは-7.4%となった。1999年から2000年にかけてのマレーシア経済は電子産業部門の好調と適切なマクロ経済政策によって、危機を経験した国の中で最も強い回復を見せた。(99年と00年のGDP成長率がインドネシアでは0.8%、4.8%、タイでは4.4%、4.6%であったのに対し、マレーシアでは6.1%、8.3%であった。)

2 マレーシアにおける金融危機の側面

(1) マレーシアの銀行部門の状況

通貨危機発生当初、中央銀行はマレーシア経済の深刻な悪化はないと考えていた。その理由として、銀行部門の非稼働資産の比率は低く、反対に自己資本比率は高く、銀行に対する規制や監督も近隣諸国に比べて優れていると考えていたからである。実際マレーシアの銀行部門の不良債権問題は、インドネシアやタイほど深刻ではなかった。マレーシアの短期対外借入を抑制するという方針が寄与し、1997年末の民間短期債務残高は111億ドル(表3)と低く、インドネシアの企業や銀行が直面したダブルミスマッチの影響は小さかった。短期対外借入を抑えた分、ポートフォリオへの投資に依存していた(表2)。このことが、企業部門がヘッジのない、外貨ポジションを抱えることを防ぎ、自己資本に対する借入比率を低く抑えていた。しかし、1996年、97年の銀行借り入れの伸び率は年間25%と高く、GDPに対する借入残高の比率は160%に達していた。不動産や証券部門への融資シェアも高かったため、脆弱性が潜んでいた。特に不動産部門への融資シェアは1992年以降、危機直前迄30%前後で推移していた。銀行の資産内容は通貨危機とそれにとまなう高金利の影響によって98年中に悪化している。98年12月末におけるマレーシアの銀行部門全体の延滞貸出残高は、97年12月末の250億リンギから342億リンギ増加して592億リンギに達した(表4)。この増加額は総貸出残の8.3%にあたる。不良債権比率も97年12月末の4.1%から98年末には9%に上昇している。延滞基準を3カ月ベースでみると⁶⁾、不良債権比率は、98年12月末には13.2%に達している。98年12月末における不動産関連貸出金の不良債権残高は不良債権全体の35.1%を占めており、危機以前は景気がかなり過熱していたことを示している。

in *Globalization and the Asia Pacific Economy*, Kyung Tae Lee ed, Routledge, 2002, pp. 145-146.

6) マレーシアは危機発生後、97年9月に一度、延滞基準を厳しくしたが、98年9月には世界的な潮流に反して、不良債権の延滞期間を国際標準である3ヶ月から6ヶ月に変更した。

表2 マレーシアの資本の流入

(単位：百万リンギ，%)

項目	流出入	1993年		1994年		1995年		1996年		1997年	
		残高	シェア	残高	シェア	残高	シェア	残高	シェア	残高	シェア
直接投資	流入	3,413	2%	7,769	3%	5,850	4%	8,261	5%	5,949	3%
	流出	2,058	1%	3,292	1%	5,394	5%	7,745	5%	7,159	4%
	純流入	1,355	4%	4,477	13%	456	2%	516	2%	1,210	N.A
ローン	流入	12,845	6%	19,279	7%	19,405	15%	21,856	12%	28,589	16%
	流出	1,533	1%	3,228	1%	2,108	2%	2,403	2%	3,259	2%
	純流入	11,312	30%	16,051	46%	17,297	75%	19,453	68%	25,330	N.A
ポート フォリオ	流入	187,779	92%	238,454	90%	106,414	81%	144,933	83%	148,784	81%
	流出	162,128	98%	224,425	97%	101,054	93%	136,167	93%	180,422	95%
	純流入	25,651	67%	14,029	41%	5,360	23%	8,766	31%	31,638	N.A
全体	流入	204,037	100%	265,502	100%	131,669	100%	175,050	100%	183,322	100%
	流出	165,719	100%	230,945	100%	108,556	100%	146,315	100%	190,840	100%
	純流入	38,318	100%	34,557	100%	23,113	100%	28,735	100%	7,518	N.A

出所：首藤恵「マレーシアの金融危機とシステム改革」 見誠良編『アジア通貨危機とシステム改革』法政大学出版会、2000年9月、264頁 265頁より作成。

表3 マレーシアの対外債務残高

(百万ドル，%)

	1997年	比率	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	比率
中長期債務	32,734	75%	35,299	36,765	37,752	39,319	40,410	83%
(内民間)	(15,939)	36%	(17,892)	(16,925)	(17,123)	(15,176)	(13,933)	29%
民間短期債務	11,106	25%	9,426	5,903	4,629	6,312	8,425	17%
合計	43,840	100%	44,725	42,668	42,381	45,631	48,835	100%
民間短期債務内訳								
銀行	8,287	75%	5,352	3,332	2,440	3,138	5,762	68%
企業他	2,819	25%	4,074	2,571	2,189	3,174	2,663	32%

IMF Country Report, No.04/08, March, 2004

(2) 政府と中央銀行の対応

通貨危機に直面したタイやインドネシアも、金融機関の破綻を防ぐために、預金の支払い保証、流動性支援、銀行資産の管理、銀行の資本の再構築、銀行の統合と清算、プルデンシャル規制の強化を行った⁷⁾。しかし、その実施の方法、時期によって、混乱が激しかった国と、比

7) “Malaysia: From Crisis to Recovery” IMF Occasional Paper 207, IMF, 2001, p. 9.

表4 銀行部門全体の不良債権残高

(%・億リング)

	Dec 97	Dec 98	Dec 99
非稼働貸出残高	250	592	537
同3ヶ月ベース*	N.A.	772	658
不良債権比率 (%)	4.1	9.0	7.8
同3ヶ月ベース	N.A.	13.2	11.1
貸倒引当金引当率 (%)	66.8	55.7	61.7
同3ヶ月ベース	N.A.	45.2	50.1
内商業銀行			
	Dec 97	Dec 98	Dec 99
非稼働貸出残高	141	372	355
同3ヶ月ベース	N.A.	448	418
不良債権比率 (%)	3.2	7.3	7.0
同3ヶ月ベース	N.A.	9.7	9.0
貸倒引当金引当率 (%)	66.8	55.7	61.7
同3ヶ月ベース	N.A.	45.2	50.1

(1998年1月以降、不良債権の延滞期間を国際基準である3ヶ月から6ヶ月に変更した。*は延滞基準を3ヶ月ベースで再計算したもの。)

出所: Bank Negara Malaysia Annual Report 1998, 99.

較的軽かった国とに分かれる。マレーシアは銀行部門の混乱は比較的軽微であった方に属する。

マレーシアは97年7月に通貨危機の伝播を受けて以来、98年9月の間までに不良債権問題処理のための機構づくりを終えていた。政府は資産管理会社として政府が全額出資のダナハルタ (Danaharta) と、自己資本比率の低下した金融機関に資本を注入するためのダナモダル (Danamodal) を設立した。また、法廷外の債務の再編を推進する機関として、企業債務再構築委員会 (Corporate Debt Restructuring Committee = CDRC) を設けた。

ダナハルタ設立の狙いは、銀行部門の二つの喫緊の問題を解決することであった。それらは銀行部門の資産の質の悪化と流動性の悪化を防ぐことであった。ダナハルタは金融機関が生き残り可能な企業への貸出しに集中できるように、非稼働の (延滞して利息や元本が支払われない) 貸出金を金融機関から切り離さなければならなかった。政府は、不良債権の比率を一桁台にすることを目標とした。ダナハルタの資本金は15億リングだったが、額面150億リングまでゼロクーポン債の発行が認められた。ダナモダルから資本注入を希望する金融機関には総貸出の10%を超える非稼働貸出金をダナハルタに売却することが義務付けられた。ダナハルタの買い取る貸出金の最低額面金額は5百万リングであり、ダナハルタはこれらの貸出金の回収額の最大化を図った。不良債権をダナハルタに売却した銀行側からみると、非稼働資産と引き換え

に流動性を手に入れることができた。流動性を必要としない銀行には、ゼロクーポン債で支払われた。ただし、これらは流通市場で売却できたので、現金と同じ価値があった⁸⁾。ダナハルタは貸出金の再構築のための原則をガイドラインとして発表し、透明性を追求した。このガイドラインから外れる取扱いには詳細で合理的な説明を必要とした。ダナハルタは不動産であれ、株式であれ担保上の権利を引き継ぎ、もし借入人が貸出金の支払義務を果たさない場合は担保権を行使することができた。担保物件の処理も公開入札によって行われた。モラルハザードを避けるために、厳格に非稼働の貸出金を解消するための権限がダナハルタ法によって与えられた。当初20名程度の人員であったが、2001年末には278名に増加した。この人数は他の国の資産管理会社の人員に比べ少ないが、外部から弁護士や会計士、コンサルタントといった専門家を雇い、少数精鋭主義を貫いた。会長とCEOを分けることにより、ガバナンスを高める努力もなされた⁹⁾。

ダナモダルは、資産や株価の下落により、不良債権が増加し、資本が侵食された銀行が自己資本規制に抵触することを避けるために、緊急に資本の補強が必要とされる銀行部門への資本注入を目的に1998年7月に設立された。資金107億リングのうち30億リングは資本金としてマレーシア中銀が出資し、残り77億リングはゼロクーポン債の発行によって調達された。銀行の損失は先ず株主資本により充当し、再建計画を策定させた上で、役員を派遣して当該銀行を管理した。最終的に10の金融機関が71億リングの資本注入を受けた。ダナハルタは不良債権を割り引いて買い取るので、その分銀行の自己資本比率は低下するため、資本の注入が必要となった。この場合ダナモダルはダナハルタを補完する役割を果たした。ダナモダルは中央銀行が、またダナハルタは財務省が主導の下、設立され、資本投入と資産管理を二つに分離することにより、透明性を確保しようという意図があった。

銀行部門全体の自己資本比率の推移は1996年10.4%、97年10.5%、98年11.8%と通貨危機の影響が現れていないように見えるが、これは早い段階でダナモダルを通じて、銀行に資本注入をし、一方でダナハルタが不良資産を買い上げたことによる。しかし、資本の注入は劣後ローン (Exchangeable Subordinated Capital Loan) で行われており、Tier 1¹⁰⁾ の資本が98年末には42億リング減少し、一方で Tier 2 が57億リング増加している (表5)。このうちダナモダルによる劣後ローンによる資本注入は45.5億リングに上っている。自己資本比率が低下しな

8) インドネシアも資本金を国債で増資したが、流通市場はなく流動性の供給には繋がらなかった。

9) Marie-Aimee Tourres, *op. cit.*, p. 155-156.

10) 自己資本は株式資本、資本準備金、利益準備金といったコアの資本金である Tier 1 と、有価証券含み益、劣後債のような補足的資本である Tier 2 からなる。新 BIS 規制では、国際的な業務を行う銀行は、信用リスク、市場リスク、オペレーショナルリスクを含むリスクアセット額に対する総自己資本額の最低比率を8%以上維持することが要求されている。また Tier 2 の自己資本額は、Tier 1 の自己資本額の100%までに限定されている。

表5 銀行部門の自己資本比率の推移

	Dec 97	Dec 98	(%・億リング) 増減
Tier 1	462.0	419.4	42.6
Tier 2	125.8	182.9	57.1
減額項目	44.3	46.6	2.3
自己資本計	543.5	555.7	12.2
リスクベース資産	5169.9	4708.5	461.4
Tier 1 / リスクベース資産	8.9%	8.9%	0.0%
自己資本比率	10.5%	11.8%	1.3%

出所：Bank Negara Malaysia Annual Report 1998, 99年

ったもう一つの理由としてはマレーシア中銀が準備率を13.5%から徐々に4%まで引き下げたことから、各銀行は不要となった237億リングの中央銀行への預け金を取り崩し、短期債務の返済に充てた結果、総資産が縮小し、自己資本比率の低下を防いだ面もあった。

その後景気の回復により2001年11月現在、不良債権比率は8.0%となっており、インドネシアの12.1%（2001年12月現在）よりかなり低い。但し危機以前の銀行部門の健全性を表す指標もインドネシアより良好であった。

ダナハルタは2000年後半に不良資産買い上げの窓口を閉鎖したが、それまでに額面205億リングの不良債権を平均額面の45%の市場価格で購入した¹¹⁾。ダナハルタは2001年11月末現在で、銀行部門が抱える不良債権の39%を取得し、うち85%をリカバリー率57%で回収している。インドネシアの回収率28%に比べ、48.5%（85%×57%）は高い回収率といえる。また債務のリスケジュールの進捗もインドネシアでは芳しくない。不良債権の処理に要したコストもインドネシアがGNPの約50%に対しマレーシアは約16%であった¹²⁾。

CDRC は法的な強制力を持たず、自主的に債務の再構成を行う委員会である。銀行貸付けの総額が、50百万リング以上で、少なくとも3つの与信者（creditor）が参加し、与信者委員会（credit committee）が債務の75%以上を持っていなければならなかった¹³⁾。CDCR は合計で75社474億リングの申請を受け付けたが、債務のリストラクチャリングが完了した企業数は

11) IBRA の資本投入額が600兆ルピア（約70億ドル）と比べるとインドネシアよりはるかに低いコストで済んだことになる。

12) 2カ国に対する Fitch の長期格付推移を見ると、インドネシアは、まず98年3月に B - に落とされ、その後2002年8月に B に回復したが2004年10月現在でも B + に留まっているのが一方で、マレーシアは1998年9月に BB に落とされた後、99年4月には BBB -、99年12月には BBB、2004年11月には A - まで回復しており、この間の事情を裏付けているものとみられる（一般に BBB 以上が投資適格といわれている）。

13) Kanitta Meesook and others, *op. cit.*, p. 77.

33社276億リングに上っている¹⁴⁾。未処理の状態に残っているは、8社92億リングで申請案件の10.7%、金額の19.4%となっている¹⁵⁾。

危機に際してマレーシアがインドネシアと異なるもう一つの点は、マレーシアでは預金の取り付けが起こらなかったことである。政府は銀行預金の保証を98年1月に発表した¹⁶⁾が、同国の行政・司法能力の高さから預金の保証制度が信頼された。「インドネシアの銀行が混乱に陥った理由の一つはIMFとの趣意書に基づき、97年に11月1日に発表した16行の閉鎖である。預金保護に関する方針や再建のルールのないままに閉鎖が発表されたため、信用不安が他の銀行にもおよび、健全とされた銀行までが市場での資金調達ができなく¹⁶⁾」なり、銀行システムが混乱に陥ったのとは好対照である。この点はマレーシアがIMFに支援を求めず、コンディショナリティーもなく、自国の裁量で政策を進めることができたことのメリットと言えよう。銀行再編についても、マレーシアでは不良資産の処理をしてから、銀行の再編を行った。

3 マレーシアにおける資本、為替、金融の自由化の歴史

(1) 資本取引の自由化の背景

マレーシアは人口26.5百万人、一人当たりGDPは5,490ドル(2006年)とインドネシアに比べ人口は、はるかに少ないが、経済的にはより発展している国といえる¹⁷⁾。この発展の結果が通貨危機の対応をめぐるインドネシアとの相違を生んだ可能性もあり、この点を探ってみよう。

1957年にイギリスから独立後、工業化を目指して開発計画を進め、比較的順調な発展を遂げてきた。白石隆氏によるとマレーシアは典型的な複合社会であり、1970年の人口調査によれば、人口の55.5%がマレー人(ブミブトゥラ)、華人が34.1%、インド系が9%といった構成であった¹⁸⁾。こうした民族間の平和をいかに維持するかが、マレーシアにおける一貫した政治的重要課題であった。1950年代はマレー人官僚エリートが指導するUMNO(統一マレー国民組織)

14) 高安健一「東南アジアにおける銀行システム改革」国際通貨研究所、2002年2月。

15) インドネシアにもインドネシア債務再建庁(INDRA)やジャカルタ・イニシャティブのような法廷外で自発的に債務のリストラを行う民間の債務の処理機構ができたが、マレーシアと異なりほとんど機能しなかった。一方CDRCはロンドン・ルール(主要な債権者が法的手段によらず、協議をして債権の再構築をするルール)をモデルとしており、マレーシアは元英国の植民地であったことから、そうした経験が役立ったものと考えられる。

16) 拙論「インドネシアの通貨・金融危機の再考(上)」『立教経済学研究』2008年1月、228頁。

17) 輸出構造もマレーシアのほうが高度化している。1997年時点でインドネシアの最大の輸出品目が繊維製品で輸出全体の22%であり、電子機器は9%しか占めないのに対し、マレーシアの最大の輸出品目は、電子機器で全体の66%を占める一方で、繊維製品は4%となっている(IMF Statistic)。

18) 最近のデータ(『世界年鑑2008』共同通信社、2008年)では、マレー系66%、中国系26%、インド系8%となっており、1970年に比べ、マレー系が10.5%増加し中国系が8.1%減少していることがわかる。

と華人資本家の利益を代表する MCA の間での共存体制が維持された¹⁹⁾。

1960年代の経済政策は、基本的に農業振興によるマレー人の地位向上策と輸入代替による工業化戦略であったが、経済の発展は商業分野では、華人系マレー人が支配的となり、工業部門では外国企業が中心となり、マレー系住民は農村に残され、両者の間の経済格差は拡大した。こうした不満が爆発し、1969年5月には首都クアラ Lumpur で大規模な人種暴動が起こり、UMNO、MCA、MIC（マラヤ・インド人会議）からなる連合党体制は崩壊した。この暴動を契機に人種、地域間の経済格差を解消するために、1971年に「新経済政策」=いわゆるマレー系住民を優遇するプミプトゥラ政策が打ち出された。前首相のマハティールはこの頃、マレー人優先主義者として登場した。

1970年代から輸出志向型工業化路線をとることになり、自由貿易地域、保税工場制度など外資誘導政策を加味した政策が導入され、電機、電子産業分野において日系企業も多数進出した。1980年代に入ると工業化政策は本格化し、国産車プロトンの生産のほか、石油化学、肥料、NLG 等の大規模な設備投資を要する産業分野の育成が政府主導で計られた。こうした発展のための資金は主に公的な資金でまかなわれた結果、80年前半には経済成長に伴い、財政赤字と維持が難しいと思われるほどの公的債務の増加をもたらした。1985年に一次製品の値下がり背景に、独立後初めてマイナス成長を経験した。こうした状態からの脱出を狙い、1986年投資奨励法が施行され、より積極的に海外直接投資を受け入れるようになり、88年から96年にいたる平均経済成長率は8%以上と好調を続けていた。

通貨危機との関連で重要なのは資本移動規制である。これに関しマレーシアは、直接投資を受け入れることにより高度成長の実現を図ったという点で、長期資本の導入に関しては、インドネシアに比べてもより積極的であったとみることができる。しかし、次に見るように短期資本の流れに対しては、必要に応じて規制が課せられ、この点はインドネシアと政策を異にしている。

(2) 為替管理体制

為替の自由化と資本の自由化は概ね表裏一体のものであるといえる。通常資本の流入により外貨が地場通貨に交換されるので、資本の流出入が自由化されれば為替も自由化されることになる。ただし一般的には経常取引の為替取引が自由化された後に資本取引が自由化される。マレーシアは1968年に IMF 8 条国に移行しており、1973年にはそれまで英国通貨圏に限定されていた資本勘定取引を他の諸国との間にも認めた²⁰⁾。

19) 白石隆『インドネシアから考える』弘文堂、2001年11月、163-164頁を参考。

20) 梅崎創「通貨危機以前のマレーシアにおける金融為替レート政策」三尾寿幸編『金融政策レジームとアジア危機』アジア経済研究所、2003年12月、第4章115頁。

独立後、自国通貨リングをポンドに固定していたが²¹⁾、1972年6月23日にイギリスが変動相場制に移行したのを機に、リングはドルに固定されることになった。翌73年6月には変動相場制に移行し、1975年9月には主要貿易相手国や主要通貨に基づくバスケット・ペッグ制に移行した。1984年後半にはリングの為替変動幅が拡大されたので、これを管理変動相場制に分類することもできる。以降、1998年9月に固定相場制が導入されるまで、為替制度は管理変動相場制であった。

マレーシアで「1973年以降行われた為替管理の手段は主にブルデンシャル規制であった。こうした規制を運用するにあたっての思想は、常にこの手段が、国の健全な経済発展をもたらすための金融・財政政策を補うものであり、金融システムのより高い効率性を追求するにあたって妨げとならないというものであった²²⁾」。こうした思想は1998年9月の資本規制にも生かされている。すなわち資本規制は健全なマクロ経済政策と併用された場合よく機能し、市場機能の不効率性から生じる特殊な問題を解決するために、よく調節されたマクロ政策を政府が行えるようにすることが資本規制の最も重要な役割である。この点については広く意見の集約ができています。マレーシアにおける為替管理体制では次の5つの原則が適用される²³⁾。

輸出代金は自国に持ち帰り、マレーシアの銀行に6カ月以内に外貨を売却しなければならない。これを再び持ち出すことは可能である。この目的はマレーシアに現実的な外国為替市場を発展させようという単純なものである。

一定金額以上の、居住者による海外からの借り入れについては、事前の許可が必要とされる。そしてこの許可は外貨を生み出す、あるいは外貨を稼ぐプロジェクトに関する借り入れに関しては、容易に与えられた。借入人が海外からの借り入れを返済できる手段を持っていて、国の外貨準備に圧力をかけないという点が確保されればよい。

非居住者が支配する会社 (NRCC) がある一定額以上をマレーシアで借り入れする場合、事前の認可が必要である。しかし、自身の事業のために相当の資本金をマレーシアに持ち込むことを条件に、生産的な投資を行うための借り入れ許可は容易に与えられる。

居住者であれ、非居住者であれ、海外送金は自由にできたが、大規模な投資については、居住者は承認を必要とする。国内への生産的な投資を促すためである。

選択的な資本規制は、一時的なものとして使用される政策オプションである。これは短期資本の流入が国内経済にあたえる有害な影響を緩和するための措置であり、経済と金融を安定させるために、他のマクロ経済政策とともに慎重にデザインされたものである。

21) マレーシアの為替管理法 (Exchange Control Act 1953) は1953年法令 No.57として制定され、全文46節から成っている。同法39節に基づき細則、Exchange Control of Malaysia Notices が定められる。

22) Latifah Merican Cheong, *op. cit.*, pp. 137-138.

23) *Ibid.*, p. 138.

(3) 1990年代の資本流入規制と流出の自由化

マレーシアでは1980年代から90年代初頭にかけて資本移動規制を大幅に緩和したが、居住者による対外借入れ規制は存続していた²⁴⁾。93年には高度成長が続く中で、内外金利差の拡大とリングの上昇期待を背景に短期資本流入が急増した。93年の短期資本のネットの流入額は139億リングとなり、長期の資本のネットの流入額と見合っていた²⁵⁾。短期資本の流入は株式へのポートフォリオ投資と外国銀行からの融資、および非居住者によるリング預金が主体であった。マレーシアの通貨当局は管理フロート制の下で安定的な為替レートを維持していた。為替の安定が政策課題であった金融当局の悩みはインフレを許容するか、短期の資本流入を抑えるかのディレンマに直面したことであった。短期資金の流入は通貨リングを強くすることから、貿易や長期投資に悪影響を及ぼすことが心配されていた。当初はインフレをコントロールすることに焦点を当て、過剰流動性を吸い上げるため、大規模な不胎化介入が行われた。しかし不胎化によって金利が高くなると、さらに資本を呼ぶという現象がおきたため、マレーシア通貨当局は94年1月から2月にかけて下記のような資本流入を制限する措置を相次いで実施した²⁶⁾。

- ・ 1月17日 国内金融機関の貿易関連と直接投資関連を除く、ネット対外債務への上限設定 (1995年1月20日廃止)
- ・ 1月24日 居住者から非居住者への短期金融市場商品の販売禁止 (94年8月12日廃止)
- ・ 2月2日 商業銀行に預け入れられた外国金融機関によるリング建て預金について100%の無利息中銀預託の義務付け
- ・ 2月16日 非居住者預金についても準備積み立てを義務付け
- ・ 2月23日 商業銀行に対する非居住者との貿易関連以外のビッドサイドの為替スワップ²⁷⁾と先渡し取引の禁止 (94年8月16日解除)

上記のような規制を実施したのは資本流入が非居住者による銀行預金を中心とするものであり、したがってこれらの措置は、銀行を規制することを意図していた。これにより、不胎化介入停止と相俟って、国内金利の低下と資本流入の減少がもたらされた。上記規制のうち特に効果が大きかったのは、国内居住者による非居住者への短期金融市場商品の販売禁止であった。期日の到来したCDは継続されず、短期資本の流入は減少した。こうした銀行部門を中心とした資本流入規制が長期化した場合、銀行の発展を阻害する要因になると懸念されたが、資本流入の減少とリング相場下落によって、5月から8月にかけてこれらの規制は段階的に廃止さ

24) 打込茂子著『変革期の国際金融システム』日本評論社、2003年3月、第3章73頁。

25) Latifah Merican Cheong, *op. cit.*, p. 140.

26) Natalia T. Tamiris, "Do Macroeconomic Effects of Capital Controls Vary by Their Type?: Evidence from Malaysia" IMF Working Paper WP/04/3, IMF, January, 2004, p. 8.

27) 先物相場は直物相場と異なり、絶対値ではなく直物相場と先物相場の差額で表示され、これをスワップレートと呼ぶ。ビッドサイドの為替スワップとは非居住者が先物のドル売りとなる取引を指している。

れた。一般的に、資本の流入が長期にわたって続き、規制も長期にわたって維持されればされるほど、規制の実効性は低下し、金融システムに弊害をもたらす可能性が大きいと考えられている²⁸⁾。マレーシアのこのケースは比較的短期間かつ限定的ながら、資本流入抑制に成功したケースであるといえる。

またマレーシアの資本規制は定期的な見直しに基づくものではなく、国内経済に不利な影響を与えるような短期資金の流入に対して、選択的に一時的な規制を行う姿勢を基本としてきた。こうしたスタンスが、98年の9月に臨機応変に資本規制を導入できた伏線になっていたと考えられる。インドネシアとの比較で大きく異なるのは、民間企業の外貨による資金調達、すなわち外貨借入に対する規制である。インドネシアでは民間企業による非居住者からの外貨借入が可能であったことは既に見たが、マレーシアでは1百万リングから5百万リング相当の外貨借り入れについては中央銀行（中銀）への報告が必要とされ、5百万リングを超えるものについては、中銀の許可が必要とされ、この許可も外貨収入のある輸出企業を中心に与えられた。こうしたことからマレーシアの企業は通貨危機に際して、インドネシア企業に比べ、「ダブルミスマッチ」のリスクに晒される危険性は低かったといえる。

資本流入抑制の一つの方法として、資本流出規制の廃止がある。マレーシアは95年6月に居住者企業が国内で借入れをし、毎年10百万リング相当の外貨を海外投資の目的で送金することが許可された。流出規制の廃止が資本流出を増加させ、資本流入を相殺する効果を期待するものであるが、実際には外国投資家の間で市場の信認が高まり却って資本の流入を増加させることがある。

(4) 1998年9月の資本流出規制とその後の解除

マレーシアは通貨危機発生から約1年後の1998年9月1日、経済の急速な悪化が進行するのを見て、資本流出規制を導入、国内金融市場を国際金融市場から隔離するとともに、翌日、自国通貨リングを1米ドル=3.8リングとする固定相場制に移行するという「非正規的」な手段を講じた。これに伴い、財政、金融政策の独立性が確保されたため、金融緩和と財政支出の拡大による景気回復型の経済政策を推し進め、不況からの脱出を図ろうとした²⁹⁾。この戦略の意図については、IMFのレポートにしても、1999年と2006年時点での差はなく、また各説とも評価に異論は少ない。要約すれば、金融政策を海外の不安定性から遮断し、低金利政策を容易にして、市場の参加者に確実性を与え、マレーシアに構造改革のために息をつく暇を与えようとする戦略ということになる。マレーシアの資本規制は、この資本規制が課せられる以前は、比較的自由化されていた。特に国境をまたぐリングの取引には寛大であり、貿易の決済にリン

28) Kanitta Meesook and others, *op. cit.*, p. 13.

29) Bank Negara Malaysia, Annual Report 1998 “Exchange Control Measure as a policy Option”.

ギを使うことが許されていた。オフショア（おもにシンガポール）でのリング市場は為替スワップ取引をはじめ発達していた。1997年までマレーシアの銀行が、非居住者とリングの先物取引を行うことは制限されていなかったが³⁰⁾、危機直後の97年の8月にマレーシアは貿易やサービスと関係ない非居住者とのオフアースイドのスワップ取引の制限を導入した。この制限は、リングに対する投機的な攻撃に対応するための為替介入や国内の金利を高くする政策の効果が上がらなかったことから、マレーシアが国内の経済状態を反映した低金利政策を採用することができるように、危機発生直後に課せられたものである。スワップ限度に制限を課したことにより、マレーシアはリングレートを保つための為替介入をやめることと、国内の流動性を増加させて、金利を引き下げることができたが、この効果は一時的であった。アジア通貨危機が長引く中で、1998年4月から、オフショアの銀行は20 - 30%の預金金利をオフアースイアしていた。国内経済は後退しており、当時11%であった国内金利を引き上げることはできなかったので資金の流出は続いていた。

資本規制はシンガポールをはじめ、オフショアのリング市場の流動性を枯渇させるために、居住者および非居住者による国外へのリング資金の送金に厳しい制限を課した³¹⁾。国外にあるリングは1ヶ月以内に国内に送金させた。これは主にシンガポール市場でのリングの空売りがリングの下落圧力となり国内金利の低下を阻んでいるとマレーシア当局が判断したからである。この措置により、実勢レートを下回る水準でのスワップ・ポジションの清算やオフショアにあるリングの回金を余儀なくされ、オフショア・リング市場、特にシンガポール市場は、混乱した³²⁾。

また、非居住者保有のリング建て証券の売却代金および満期償還金は、その取引日から1年間リング建て預金で保有しなければならず、外貨への転換は禁止された。さらに海外の銀行や証券会社に対する居住者による信用供与も禁止され、非居住者勘定間の一般的な支払いや資金振替はすべて当局の認可が必要になった。国内居住者が1万リング超の対外投資を行う時も当局の承認が必要とされた。一方直接投資はポートフォリオ投資と別扱いとなり、利子、配当金、売却益および資本をいつでも海外送金することが許容された。このように短期資本の果実と直接投資の果実に対する取り扱いを分けた点は賢明といえる。この他補完的手段として、大口銀

30) "Malaysia: Selected Issue" IMF Staff Country Report No. 99/86, 1999, p. 5.

31) 筆者が勤務していたインドネシア現地法人の銀行もマレーシアの銀行にリング勘定を持っていたが、解約の要請がきた。残高は暫く凍結され、後にドルに転換され返還されたと記憶している。

32) この間の事情を知るシンガポールの邦銀元ディーラーの話によると、「残存する為替予約やインターバンク取引については、2週間以内に元本の受渡しをせずに差金決済のかたちで決済するよう命ぜられた。ここからが大混乱で、シンガポールの銀行協会が中心となって、差金決済の方法を決め、インターバンク取引については、それぞれ相対で差金決済を期限までに済ませた」と。ただ、顧客取引については、お客様の死活問題でもあるので、きめ細かい対応が必要であったようである。

行券の持ち出しを禁止し、500リング以上の銀行券を流通から引きあげた³³⁾。もう一つ補完的とは言えないほど、重要な措置があった。それは、CLOB (Central Limited Order Book) のオペレーションの廃止である。CLOB の歴史は、シンガポールが1965年にマレーシアから分離独立した時に遡る。独立後もシンガポール証券取引所 (SES) はマレーシア企業の株式の上場を許されていたが、1989年にクアラ Lumpur 証券取引所 (KLSE) はマレーシア企業180社の SES での上場許可を廃止した。同様にシンガポール企業の KLSE への上場も廃止された。その後、シンガポールにマレーシア企業の株式を売買する店頭取引が誕生した。これが CLOB である³⁴⁾。活発な CLOB 市場はオフショア・リング市場の誕生にとって不可欠なものであった。非居住者のトレーダーは通貨管理を避けて、マレーシア企業の株式を購入することができた。CLOB の株を担保に使うシンガポールドルを借りることもできた。これはマレーシア当局にとっては不安の材料であった。その市場では自国の規制が及ばないのである。CLOB は KLSE の規制を受けないので、売りポジションを作りやすく、価格操作などが可能であった。マレーシアの株式市場にとって、CLOB のオペレーションを存続させることは、売買の透明性を失い、KLSE で株式を買って、シンガポールで売却できるので、資金の国内からの流出という結果をもたらした³⁵⁾。さらにはマレーシアの証券ブローカーの収益機会の喪失を意味した。実際に通貨危機発生後は、CLOB は KLSE の株価を引き下げる働きをした。そこで、こうした不適切なオフショアの慣習を禁止する措置がとられ、オフショアでのマレーシア企業の上場株式を売買することを違法とした。これは CLOB の終りを意味した。規制のコストを誰が負担するのか、売却価格をいくりにするのか、シンガポール政府との大きな政治問題になったが、その後株価が回復したので、この問題は自然と解決した³⁶⁾。

ところで上述の「不適切な慣習」とは何か。それは、株式を売却して、その資金を売って、ドルを買う。リングが値下がりし、株式も値下がりしたところで、リングを買い戻し、株式を買戻すということが考えられる。この操作を繰り返せばよい。香港ドルがソロスによって投機に晒された時と同じ手法である³⁷⁾。そうした意味で、CLOB の廃止は、重要な意味をもったと思われる。

資本規制導入から半年後の1999年2月にはリング建て証券の売却代金を1年間リング建て預金で保有しなければならないという規制から、国外へ送金する時に課税するという措置に変更された。早期の国外送金には高い税率を課し、投資期間が長期化するにつれて、段階的に税率

33) 現金の持ち出し禁止は、インドネシアでも行われた。地場通貨の海外送金ができない場合は、現金の持ち出しが、それに代わる手段になるからである。

34) Marie-Aimee Tourres, *op. cit.*, p. 125.

35) *Ibid.*, pp. 125-126.

36) *Ibid.*, pp. 195-199.

37) 田村秀男『人民元・ドル・円』岩波書店、2004年、110頁。

が低下する。これにより、ポートフォリオ資本の急激な流出を抑制しつつ、ポートフォリオ投資の元本や配当、売却益の回収を可能にすることで、長期ポートフォリオの流入を促進しようとしたものである。より具体的には下記の通りである。

99年2月15日以前にマレーシアに流入した資本の元本については投資後7ヶ月以内に国外送金される場合は30%の税金を徴収し、7～9ヶ月では20%の課税、9～12カ月では10%の課税、1年超は0%とした。また売却益には送金税を課さないが、流入後12カ月経過後に投資した場合の売却益には10%の送金税を課すことにした。ただし配当利子には送金税を課さない。99年2月15日以降に流入した資本については元本に送金税は課さないが、売却益については投資後12ヶ月以内に送金する場合には30%の送金税、12カ月後に送金する場合は10%の送金税を課すことにした。99年9月1日以降は、規制導入以前に流入したポートフォリオ投資の元本部分を国外送金しても課税されなくなった。その後、大規模な資本の流出が起きなかったことから9月21日に12カ月以内の売却益の送金についても税率を30%から10%に引き下げた。2001年2月には、投資から12カ月以内の売却益送金のみが10%課税されることとなり、2001年5月にはこれも廃止になり、資本取引規制は全面的に解除されたが、居住者から非居住者へのリングの貸出し制限等は残った³⁸⁾。

なおマレーシア中央銀行(BNM)は、2007年4月1日から外為取引規制を緩和し、資本流入の自由化を進め、外国からの投資の増加を図っている。具体的には、免許国内銀行が非居

表6 マレーシアにおける資本、為替、金融の自由化の年表

年・月	項目
1968年	IMF 8 条国へ、経常的な国際取引のための支払や送金の制限を取り外した。
1971年 8 月	リングはドルに固定
1973年	変動相場制へ
1986年	投資奨励法施行、積極的に直接投資導入
1994年 1 2 月	資本流入規制導入
1997年 8 月 4 日	非居住者とのオフアースワップ取引残高を一人の非居住者に対し2百万ドルに制限(但し、貿易関係と純粋なポートフォリオ投資、直接投資のためのヘッジ取引は除く)
1998年 9 月	資本流出規制導入、固定相場制に移行
1999年 2 月	直接規制から送金税へ
2001年 5 月	資本取引規制全面解除
2005年 8 月	中国が元を切り上げた際に、マレーシアは変動相場制に戻った。

(各種資料から筆者作成)

38) Bank Negara Malaysia, Annual Report 1998 "Exchange Control Measure as a policy Option".

住者からの外貨の借入する場合の制限がなくなり、免許銀行以外の金融機関は従来50百万リング相当の外貨借り入れは事前認可が必要であったが、以後は1億リング相当の外貨借り入れをする場合にのみ事前認可が必要となった。居住者企業の外貨建て借入の上限は50百万リング相当から1億リング相当に引き上げられた。外貨借り入れをする際に24カ月まで可能であった為替ヘッジも、借入期間中を対象にヘッジできるようになり、企業は為替リスクをヘッジした長期借り入れが可能となった³⁹⁾。国内免許銀行から非居住者への外貨貸出にも制限がなくなった。ただし、国内銀行からの銀行以外の非居住者へのリング貸出しは、マレーシアでリングを使うことを前提に、合計で10百万リングまで行うことができるようになった⁴⁰⁾。

4 マレーシアにおける資本規制の有効性とその理論的前提

(1) 資本規制の種類

一般に資本規制のタイプとその狙いをみると、次のような分類が可能である⁴¹⁾。

流入規制と流出規制

この規制は既にマレーシアの事例でみた通り、流入規制は危機発生防止的な性格のものであり、流出規制は危機管理のための手段である。実際上の規制手段を短期間に整備することの困難性もあり、危機に際しての流出規制は効果が薄いとする説もあるが、マレーシアの場合は行政的にも短期間に規制を整備することができる素地があった。

恒久的な規制と一時的な規制

恒久的な規制はやがてそれを回避する手段が探されるであろうから、一時的な規制の方が効果はある。一方、一旦導入した規制をどの段階で解除できるか判断の難しい場合もある。マレーシアの場合は完全に一時的な規制であり、比較的短期間に規制を解除した。

選択的な規制と包括的な規制

グローバル化の進展で新興市場国もグローバルな金融システムの中に組み込まれており、包括的な規制をすることは国際市場から完全に孤立することになりかねないため、それはもはや不可能であり、選択的な規制とならざるを得ない。マレーシアの資本規制は流入規制、流出規制とも選択的な規制であった。

価格ベースと行政的な規制

トービン税に代表されるような外国為替取引にかかる税金を導入することは、規制が取引全体を一律的にカバーするという意味で行政的な管理の歪みが少ない。ことに短期に比

39) 『日本経済新聞』2007年3月23日「マレーシア中銀外為取引規制緩和へ」

40) IMF “Exchange Arrangements and Exchange Restrictions Annual Report”, 1998.

41) Kawai Masahiro, Takagi, Shinji “Rethinking Capital Controls: The Malaysian Experience”, PRI Discussion Paper Series, 2003 May p. 3 5, 他を参照。

べ長期になればコストを低くするような工夫がなされると資本の流出を抑制する効果が高まる。

このほかチリや94年のマレーシアでみられた流入資金に準備金を要求する方法、短期外貨債務に対する残高制限のような行政的な規制がある。

(2) 1998年9月のマレーシアでの資本規制の有効性

1998年9月にマレーシアの行った規制は、国内からの資本流出防止と自国通貨の非国際化である。自国通貨の非国際化とは、オフショア・マーケットで自国通貨を国際通貨であるドルや円に交換すること、および自国通貨の非居住者への貸し出しを禁止または制限することである。マレーシアではこれらの規制により為替相場への圧力を抑制し、国内金融政策の自由度を維持し、経済を回復させる効果があったであろうか。この点については意見が大きく次の3つに分かれる。

無条件に効果があったとするもの。

効果がなかった、或いは効果があったかどうかわからないとするもの

一定の条件では効果があるとするもの

資本規制は一面で、オフショア市場を管理（コントロール）するという効果がある。マレーシア当局はオフショア・マーケット⁴²⁾のリングの供給と非居住者リング預金勘定の移動の両方を規制したが、これはオフショア市場を実質的に消滅させたことを意味した。なおここでタイの場合についてみると、タイではただパーツのオフショア市場への供給を規制しただけで、2つの市場間における裁定取引を減らすことはできたが、持続的にオフショアとオンショアのスプレッドは残った⁴³⁾。

1998年9月マレーシアは資本流出規制を導入し、ドルペッグ制に移った。規制が課されてから直ちに短期金利が下がり始めたことなど、ある程度まで当初の政策目標を達成できたと筆者は考える。に属する意見としては、当事者であるマハティールの主張やスティグリッツの主張がある。スティグリッツは「マレーシアがいち早く回復したのも、下降が浅くて済んだのも、将来の成長の足枷となる国の借金がずっと少なくて済んだのも、資本取引規制をしたからだとも明らかにいえるのである。規制をしなかったら、金利をあれほど低く抑えられなかっただろう⁴⁴⁾」と、その効果を讃えている。

42) オフショア市場のリングやルピアという、オフショアにそれらがあるように聞こえるが、それはユーロドルと同じで、預金がマレーシアの外の銀行に付替えられたということであり、この国外の銀行も、結局リング勘定はマレーシアの国内銀行に置かざるを得ないので、最終的にはマレーシアから外には出ない。

43) タイでも97年5月に資本規制が課されたが、マレーシアほど徹底していなかったため、その効果ははっきりしない。

44) ジョセフ・E. スティグリッツ、鈴木主税訳『世界を不幸にしたグローバリズムの正体』徳間書店、

しかし一方で、マレーシアにおける1998年の規制の効果については、規制導入の前に既に大量の資本が流出してしまっていたこと、規制が短期間に解除されたこと、リングがかなり切り下がった水準で固定されたこと等により、判定が難しいとするに属する意見もある⁴⁵⁾。これらはIMFのレポートに多くみられる主張であり、最近の報告⁴⁶⁾でも、このスタンスは変わっていない。マレーシアの資本流出規制の効果について、その効果を認めないに属する他の考えとしてRudi Dornbusch⁴⁷⁾がある。そのAbstractの趣旨を紹介すると、次のようになる。

「1997年から98年のアジア危機の際に、安定と回復のためにIMFの処方箋に従った国もいくつかみられた。マレーシアは別の道を歩み、資本規制を重視した。この戦略は、一部の観察者や、とりわけマレーシア当局が主張するように危機のコストの軽減やより急速な回復の促進を達成したのであろうか。こうした主張がまさに適切なものなのか、あるいはもっぱら、指導力が弱体化し、反旗をつきつけられて、厳しい国内の政治問題から目をそらせるために国際的な問題を利用しているのか、追及の余地がある。

マレーシアの経験を評価するには、この国において2つの危機が同時に展開していたことを理解しなければならない。一つは脆弱な金融構造が貶めたアジア金融危機であり、もう一つが国内の政治問題であった。

この小論の結論は実績が改善したという証拠はなく、それは別に驚くにはあたらないということである。資本規制は危機終了後に課せられ、その際マレーシアを含むすべてのアジアの危機国の金利が既に急速に低下し、アメリカの利下げがより安定した環境を助長していた時であった⁴⁸⁾」。

ここで彼の主張に反論してみよう。マレーシアにもマハティール首相とアンワール副首相の間の確執という政治問題があったこと、アンワール副首相がIMF派であったことも事実だが、ここはスティグリッツのいうように「マハティールがインドネシアのような混乱を避けようとして、資本規制を導入した」とみる方が自然であろう。なぜなら、Dornbuschは資本規制は危機が終わってから課せられたというが、それは危機の定義による。確かに、インドネシアやタイにおいても、この頃から、金利も低下し、通貨下落も反転している。しかし、その後の為

2002年、184頁。

45) Natalia T. Tamirisa “Do Macroeconomic Effects of Capital Controls Vary by Their Type? Evidence from Malaysia” IMF Working Paper, IMF, January, 2004.

この他日本では、西口清勝『現代東アジア経済の展開』青木書店、2004年、第4章103頁ではBNMの導入時にマレーシアが有していた具体的な条件や固有の条件があって初めて、資本取引規制がその効果を発揮することができたとの主張を必要かつ重要なこととしている一方で、この規制がマレーシアの既存の政治経済体制を守るためのものであったということもできる、としている。

46) “Malaysian Capital Controls: Macroeconomics and Institutions” IMF Working Paper WP/06/51, IMF, 2006.

47) Dornbusch, Rudi “Malaysia: Was It Different?”, NBER Working Paper 8325, June 2001.

48) *Ibid.*, p. 8.

表7 脆弱性指標 (Vulnerability Indicators) 1996 (%)

	株式時価総額/GDP	負債/自己資本比率	民間銀行信用/GDP	短期海外債務/外貨準備
インドネシア	40	310	55.4	177
マレーシア	310	150	89.8	41
タイ	55	250	100.0	100

出所：Dornbusch 2001から。原データは“East Asia : Recovery and Beyond” World Bank, 2000.

替の動きをみると、インドネシアは2001年の第2四半期には再び、期末為替レートが1ドル=11,400と1998年の第3四半期の1ドル=10,700ルピアを上回る下落を経験しているし、タイも2000年の第四四半期の対ドル平均為替レートは1ドル=43.301と1998年の第3四半期の1ドル=41.059を上回っている。また、1998年のマレーシア経済の成長率の落ち込みはインドネシア、タイに比べて低く、その後の回復を示す1999年以降の経済成長率はマレーシアが両国に比べて高かった。

また Dornbusch はマレーシアが危機以前の状態、すなわち危機に際しての初期条件が他の危機国に比べて次の点で良好であったと主張する。例えば短期海外債務の対外貨準備比率においても、企業の負債・自己資本比率ともマレーシアは相対的にインドネシアやタイに比べて良好であったと(表7)。とくにマレーシアの短期海外債務の対外貨準備比率は41%とインドネシアの177%に比べかなり低かった。しかしこれは、既にみたようにマレーシアが1994年の段階から短期資本流入規制を課し、民間企業の外貨による資金調達を規制して、慎重な姿勢を示していた結果であるともいえるのである。

一方で彼自身、次のように述べている。「長期の規制は非効率な資源配分をもたらし、よってより成長や多角化も抑制される。短期規制は全く異なった役割を果たす。もし、資本規制が危機の最中に予期せず一時的に課せられると、資本の流出を防ぎ、為替レートや金利に対する圧力を和らげ、そして行きすぎた倒産や混乱に陥るような危機的状況を回避させるように作用する。これらは、ニューヨーク証券市場やナスダック市場における一時的な取引の停止、あるいは銀行の一時閉鎖に類似していて、取り付けた動きを止め、事態收拾のための時間稼ぎとなる。経済学者が目的を特化した資本規制に懸念を抱くのは時間稼ぎについてというよりも、それが事態を正常に戻すための代替策になってしまうのではないかということの方である。マレーシアももちろんその適例である。重要な論点はその措置が時間稼ぎを企図したものなのか、あるいは資源配分の自由を永続的に変えるものなのかである。前者は大いに注目に値するし、後者は政治的には魅力的だが経済学的には支持されない⁴⁹⁾」と。

ここでは、一時的な資本規制には肯定の態度も見せているが、マレーシアの場合はあくまで

49) Dornbusch, Rudi, *op. cit.*, p. 4.

も、その効果があったのかどうかは不明であるとしている。すなわち「結論を先取りすると、資本規制の費用と効果は不明確である。マレーシアはより有利な事前条件があったが、評価できるほどのものではなかったし、規制のタイミングが円高の反転と他地域の危機の終焉、そして世界市場における危機的な環境に歯止めをかけた FED の金利引き下げと一致していた。しかしながらコストが不明確なため、資本規制の制定、あるいは、IMF の明示的なプログラムを利用し損ねたことが、明らかに有害な結果をもたらしたという証拠もない」と述べている。しかし、「長期の規制は非効率な資源配分をもたらし、よって低い成長と多角化を抑制する」という証明も実はなされていないのである。

筆者はマレーシアの資本流出規制のポイントは、ポートフォリオ資本の流出防止よりも、オフショアからのリングに対する投機を防止するための、リングの非国際化の政策にあったと考える。インドネシアは通貨危機発生の直後の1997年8月に非居住者とのスワップ取引の残高に天井を設定したが、ルピアの非国際化を図るための施策としては不十分だった。このため、ルピアの為替レートは、その間乱高下した。この規制を強化し、本格的に非居住者とのルピアのスワップ取引を制限したのは、通貨危機が起きてから3年半たった2001年1月であった。インドネシアの場合は危機以前から、ルピアの非居住者への貸出しは規制されていたので、スワップという抜け道を塞ぐ必要があった⁵⁰⁾。一方、マレーシアは危機直後の1997年8月に取引の裏付けのない非居住者とのオファーサイドのスワップ取引を1非居住者に対し2百万ドルに制限したが、非居住者へのリング貸付けは98年9月1日までは規制していなかった。非居住者にリングが渡る道を塞がない限り、リングに対する攻撃は可能であった⁵¹⁾。

マレーシアもインドネシアも危機直後のスワップの規制は内容的に厳しいものではなかった。タイも同様の行動をとったが、3か国ともその管理が徹底していなかったため、効果はすぐに現れなかった。マレーシアの場合は、98年9月の資本規制によって、リングの非国際化が徹底され、またその管理も厳しかった。これがなければ第二の通貨投機にさらされる可能性は高かったといえる。

各国によって、通貨危機のおもな原因が微妙に異なる。インドネシアの場合は企業の外貨借り入れが大きかったので、自国通貨が下落すると自国通貨建ての債務は増加する。債務を返済するための外貨の購入が一層、自国通貨の価値を下落させるという悪循環に陥った。この点、企業の外貨借り入れが、輸出企業などの外貨収入のある企業に制限されていたマレーシアではダブルミスマッチに起因する悪影響が少なかった。マレーシアは一方でポートフォリオ投資が

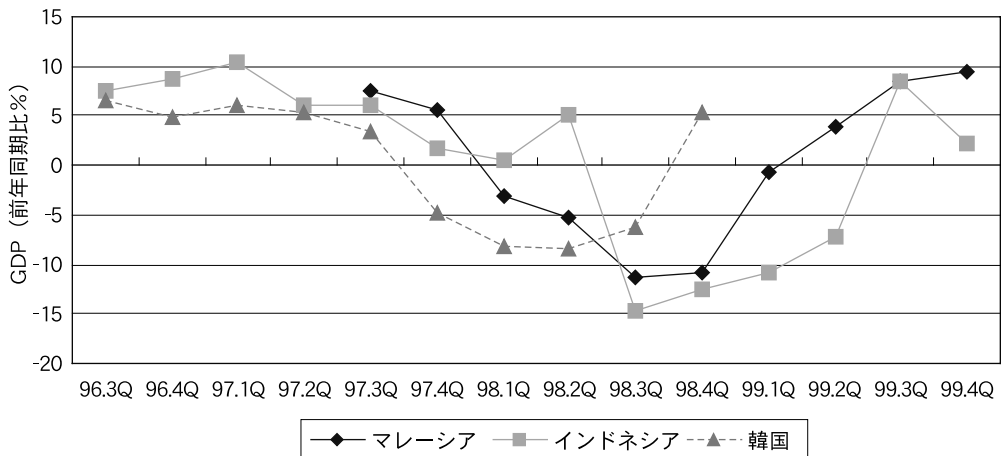
50) 拙論「インドネシアにおける通貨・金融危機の再考」(下)『立教経済学研究』第61巻第4号、立教経済学研究会、2008年3月、240-243頁。

51) シンガポールの元為替ディーラーは、「シンガポールでのリングの取引は実需、投機の取引とも活発で、スワップマーケットの取引も盛んであった。投機筋はおそらく先物アウトライイトでリング売りを仕掛け、短期のスワップでリングのファンディングを行っていたものと思う」と述懐している。

盛んであったので、危機が伝播するに従って、ポートフォリオ投資の流出が大きな問題となった。外貨借り入れの返済や、ポートフォリオ投資の流出は、前者は借入金返済できないと諦めた時点、後者はポートフォリオ投資が流出しきることによって一段落するが、通貨攻撃を意図した投機は、ルピアやリングが手に入る限りはいくらでも繰り返すことができる。

マハティールは *The Malaysian Currency Crisis*⁵²⁾ で次のように述べている。「マレーシアの経済金融危機の根源は、ヘッジファンドと銀行による通貨トレーディングにあると信じ続ける。ヘッジファンドに対抗するには、そのメカニズムを十分に理解しなければならない」とし、そして過去に自分はそれを学ぶ機会があったことが功を奏したと言っている。「通貨管理が有効に機能するための最も決定的な要素は、リングが通貨トレーダーの手に入ることを防ぐことである⁵³⁾」。ヘッジファンドの行動がそんなに簡単なものとは思えないが、しかし、ここは通貨当局者が最低限、抑えなければならない重要な点である。

一方、Kaplan and Rodrik のように、マレーシアの資本流出規制が IMF を通じたオーソドックスな政策に従うよりも、早期に景気回復をもたらしたとする肯定的な分析もある⁵⁴⁾。彼らの分析は、98年9月以降のマレーシアとタイ、韓国の GDP や実質輸出額、株価、賃金水準など経済指標を単純に比較すると、確かに3カ国とも危機からの回復の過程にあるが(図2)、マレーシアが資本規制を課した時期とタイ、韓国が IMF のプログラム支援を要請した時期を



出所：マレーシア、韓国の数値は Kaplan と Rodrik の論文より。

インドネシアの数値は Bank Indonesia の月報から作成。単純な時系列でみると、98年の第3四半期には各国とも底を打っている。

図2 3カ国の GDP (前年同期比%) 推移

52) Mahathir Mohamad *The Malaysian Currency Crisis* Pelanduk, 2000, pp. 31-32.

53) *Ibid.*, p. 35.

54) Kaplan and Rodrik "Did The Malaysian Capital Controls Work?" Harvard University manuscript, 2001.

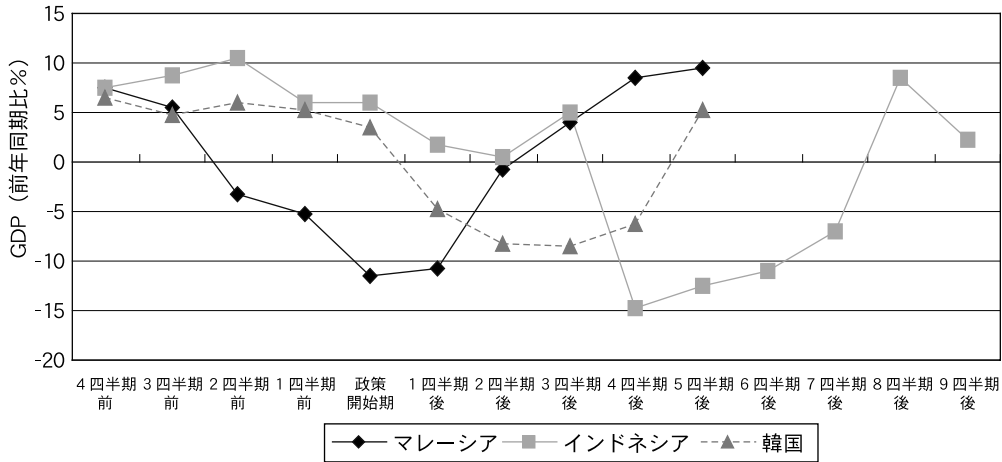


図2との違いは各国の政策開始期にあわせて、グラフを作り変えている点にある。

マレーシアの政策開始期は1998年9月の資本規制を始めた時。インドネシアはIMFの支援を要請した1997年10月、韓国は同11月を政策開始期とし、これら政策開始期を含む四半期基準として、時系列にしたもの。

マレーシアの政策開始期以前の落ち込みが激しいのと、以後の回復が早いことがわかる。

Rodorikらによる分析はTime-shifted difference-in-differenceの統計手法を駆使して、マレーシアと韓国とタイを比較し、他の2カ国に比べ、マレーシアの政策開始期からの回復が早かったことを、生産・通貨・供給量・金利・為替相場などについて実証している。

図3 時差調整後の3カ国のGDP推移

重ね、同じスタート時点と想定し、その後の3カ国の動きを比較すると、全く異なった結果が一層鮮明になることが示されている。タイやマレーシアがIMFのプログラムを受け入れて後の1年間の経済実績と、マレーシアが資本規制を課した後の経済実績を比較すると、マレーシアがより早い回復を示している。彼らの成長率比較ではインドネシアは対象外だったが、とくにその後大幅な成長率の落ち込みを経験することになったインドネシアも比較の対象に入れるとその差はさらにはっきりする(図3)。また、資本規制導入直前のマレーシアの金融市場にかかっていた圧力が、タイや韓国がIMFの支援要請をする前の圧力に比べて、より大きかったことも示されている。こうした分析結果からも資本規制導入前のリングに対する売り圧力は強く、資本規制の導入なくして、マレーシア経済の自律反転はなかったとみるほうが論理的であると筆者は考える。

最近ではに属する意見として、一定の条件の下での計量分析の結果、マレーシアの資本規制の効果をみとめる研究がある。「マレーシアの資本移動規制とオープンマクロ経済の安定性」は小国オープンマクロ計量モデルと政策関数を用いて、資本移動規制の経済効果を分析したものである⁵⁵⁾。実証分析からの結論は、為替レートの変動性はマレーシアの輸出入に負の影響を与えることがわかり、マレーシアの資本規制と固定レートによる利得は輸出入の為替変動に対

55) 吉野直行編著『アジア金融危機とマクロ経済政策』慶應義塾大学出版会、2004年、第2章。

する感応度が大きく、かつ、経済の開放度が上がるに従って増加するというものである。為替レートの浮動性から生じる損失が開放度とともに増加するので、こうした状況においては、資本規制と固定為替レートを導入するほうがよいのは明らかである、としている。ではなぜ為替変動が大きいと輸出入が感応するのであろうか。その理由は、不確実性が高まり、為替レートの変動幅が広がると、生産者、輸出者、輸入者とも生産、販売、利益計画が立てられず、生産が停滞するからである。

Natalia T. Tamirisa の小論は「資本規制のマクロ経済学的な効果が、その規制がどういった国際金融取引を対象にしているかによってどのように変わるかということ調べたものである。」ここで注目したいのは、「1990年代のマレーシア資本勘定を規制した経験からは、Error-Correction モデルでは資本規制は一般的に為替レートに対して統計的にあまり重要な効果はなかったということがわかるが、ポートフォリオの流出や銀行と外国為替操作に対する規制は、国内金利を引き下げることが容易にした⁵⁶⁾」という点である。銀行と外国為替操作に対する規制はスワップ取引の規制等のことである。

一方マレーシアの資本規制の導入は、首相をはじめとする強力な政治家に近い企業が、国からの補助を受けやすくするために行われたのではないかという見方がある。すなわち、マレーシアがIMFに援助要請をしなかったその理由は、それによりプミプトラ政策の是正を融資条件にされると考えたからであり、このことは「マレーシア研究者の間では共通認識になっている⁵⁷⁾」と。前述のドーンブッシュの主張にも、こうしたニュアンスが窺われる。これと関連するが、Johnson and Milton は「クロニズム（縁故主義）と資本規制」と題する論文⁵⁸⁾で次のようなことに触れている。資本規制を課すことにより、強力な政治家との縁故関係のある企業に様々な支援がなされ、その結果マハティール派と関連のある企業の株価が、政治家と縁故のない企業、もしくは、失脚したアンワールとの関連の強かった企業に比べ、大きく回復していることが実証的に示される。そして彼らは、アジアにおける Relation-Based Capitalism が通貨危機の原因とは結論づけてはいないものの、危機により補助金を失うのではないかと思われていた縁故企業が、資本規制により、再び補助金を得ることができたと考えている⁵⁹⁾。

筆者は、発展途上国には「開発独裁」の影響が残っており、政治と企業の密接な関係の問題が存在する点は認める。しかし、インドネシアでスハルトという強力な政治家の関連企業やそ

56) Natalia T. Tamirisa, *op. cit.*.

57) 下村恭民、稲田十一編著『アジア金融危機の政治経済学』日本国際問題研究所2001年、63頁。

58) Johnson and Mitton “Cronyism and Capital Controls: Evidence from Malaysia” National Bureau of Economic Research, October 2001.

59) 資本規制が政治的に関わりのある企業に好都合に働いたのではないかと、という視点からの分析は多い。Simon Johnson and Todd Mitton, “Who Gains from Capital Controls-Evidence from Malaysia-?”, 2001では関連ある企業とない企業の株価の推移を計量分析し、マレーシアの資本規制が特定企業への支援を用意できたかと結論付けている。

れに近い企業を含め、多くの企業が倒産状態に追い込まれたか、外資の傘下に下ってしまったことに比べれば、マレーシアでの実態はまだましではなかったかと考える⁶⁰⁾。

ここでより重要なことは、マレーシアが固定相場制と資本流出規制により、かなり独立した金融政策を行うことができたという事実である。特に金融を緩和した上で、さらに銀行に対しても積極的に貸出しを増やすよう奨励したことにより景気は回復基調となり、更なる混乱に陥らないで済んだ点は、資本規制の大きなメリットであったと認識すべきであろう。また、金利・為替の変動に対する不確実性が低下し、企業の経営者に自信を回復させた効果も大きい。極論すればマレーシアの短期資本流出規制が通貨危機と金融危機という「双子の危機」の悪循環を断ち切ったのである。

(3) 資本規制のデメリット

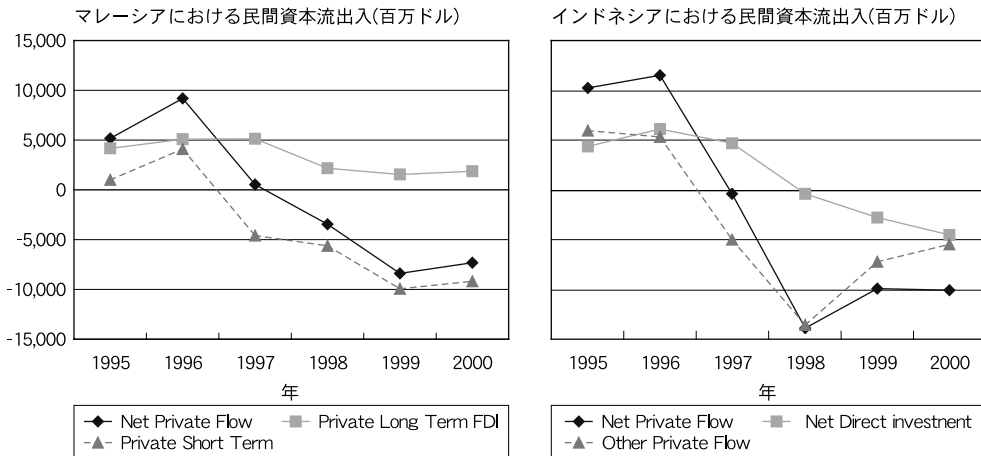
資本流出規制のデメリットは資本の流入も実質的に妨げてしまうことになる点である。マレーシアやインドネシアのように外国の資本と技術力に依存しなくてはならない国にとって、資本流出規制の導入は外国資本の不信感を高め、資本流入不足が長期的な経済成長の妨げとなる危険性もあった。したがってマレーシアの場合に、資本の内容によって細かく対応を分けたのは当然のことであった。国内経済の安定にとって問題であるのは短期間に攪乱的に流出入する資本である。直接投資に関しては、利子、配当の送金が保証されなければ、今後直接投資の流入も妨げられるのが眼に見えているので、既に3 (4) でみた通りマレーシアでは直接投資はポートフォリオ投資と別扱いとなり、利子、配当金、売却益および資本をいつでも海外送金することが許容された。

実際に資本流出規制の導入によって、国内金利は大幅に低下し、経済は回復し、外貨準備も増加し、株価も上昇したことをみると、一定の効果があったといえる。一方のインドネシアが、本格的な資本の流出規制を導入せず変動相場制に移行し、経済の落ち込みを酷くしたことと好対照であった。

またその後の直接投資の動きも皮肉なことにマレーシアではネットでプラスに推移しているのに対し、インドネシアはマレーシアほど厳格な資本規制を取らなかったにもかかわらず、直接投資の流入はネットでマイナスになっている(図4参照)。これには、政治的な不安定性や、30年以上続いたスハルト政権崩壊後、民主化の動きにより、労働争議が頻発した点の影響も大きかったとみられる。メガワティ政権になってからも汚職や行政の非効率の問題は改善しておらず、これが直接投資の低迷の背景になっていた。

マレーシアの資本規制は直接投資に対しては、何の制限も課さなかったこと、為替レートの固定により、日系企業を初めとする企業にとって不確実性を減少させたこと、インドネシアの

60) 上位100社企業のうち外国所有が1996年に8社だったのが危機後13社、国有が同5社だったのが16社に増加している。佐藤百合編『インドネシアの経済再編』アジア経済研究所、2004年、348頁。



ADB 及び IMF, Statistical Appendix からのデータをグラフ化

図4 マレーシアとインドネシアにおける、民間資本流出入

ような政治的な混乱による暴動が起きなかったこと等が直接投資を支えている要因であると考えられる⁶¹⁾。またマレーシア政府の行政能力の高さも直接投資にとっては魅力の一つである。2005年4月には、外資系企業への信用規制を緩和し、「非居住者管理会社⁶²⁾」に対する国内借入限度額が撤廃され、外資系金融機関からの全額借入が可能になった。ただし、信用供与総額の50%以上を地場銀行から借り入れなければならないという借入比率規制は残っている⁶³⁾。

反面、非国際化はマーケット参加者の間のリスクヘッジ能力を低下させるし、投資家に過剰な規制によるコストを課することになることにも気をつけるべきであるとの意見がある。規制の利点とコストを均衡させることが新興市場の政策担当者にとって一つの重要な任務である。資本規制の副作用が不明確なので、基本的に規制は短期的であることが望ましいが、規制撤廃にいつどのような形で踏みきるかを慎重に決定すべきことはいうまでもない⁶⁴⁾。

時間の経過とともに、マレーシアの資本規制のマイナス要因については、これがなかったと

61) 日本商工会議所の工業部会が367社を対象に、規制導入後の事業環境が改善したか、どうかアンケート調査を1998年10月から11月にかけて行い、208社が回答、内25%が改善したと回答し、55.7%が変わらない、19.3%が悪化したと回答した。(Marie-Aimee Tourres, *op. cit.*, p. 265 267.)

62) 非居住者管理会社 (NRCC) とは i 払込資本金の50%超が非居住者または外国会社に保有されている企業、ii マレーシア国外で設立された企業の支店、iii 払込資本金50%超を居住者が所有していても、経営の最終決定権が非居住者にある企業を指す。

63) 「SMBIC 投資ガイド」より。

64) 資本規制については順次マレーシアが撤廃したのは、すでに見た通りである。固定相場制については、2005年7月、中国が元を切り上げた際にマレーシアは変動相場制に戻った。以後リングは次のように、強含みで推移している。2005年 3.78, 2006年 3.5315, 2007年 3.3065。

する見方が主流になっている。短期的なデメリットとしては、98年9月に資本規制を導入した直後、格付け会社がマレーシアのソブリンボンドの格付けを引き下げた結果、調達コストが上昇したことが挙げられる。

(4) 資本規制と固定相場制移行の理論的前提

次にマレーシアの行った政策の理論的な前提となるマクロ経済学のトリレンマ論について簡単に問題点を概観しておく。

開放経済におけるマクロ経済学におけるトリレンマ論は、金融政策における独立性、為替レートの安定性、自由な資本移動の3つの目標のなかで2つだけが同時に達成できるというものである。資本規制は為替の安定性と金融政策の自立性、変動相場制は金融政策の自立性と資本の移動の自由、カレンシーボード制は為替レートの安定と資本移動の自由の政策目標が選べるということになる⁶⁵⁾。このトリレンマ論の基礎はマンデル・フレミングモデル(MFモデル)にある。ところがMFモデルは一般的に資本の移動が自由の場合を想定しており、この場合、固定相場制の下で金融緩和政策が発動されても、その効果はないことになる。一方、白井氏⁶⁶⁾のように固定相場制で資本移動が自由化されていない場合は、金融政策の効果がみられないとする見方もある。金融緩和策をとるとLM曲線は右下にシフトし、金利は低下するが、総合国際収支の赤字化⁶⁷⁾によって地場通貨の売り圧力が強まる。(ここでの総合国際収支の赤字化は、資本の移動が自由でない場合を想定しているのであるから、資本の流出ではなく、金融緩和による需要サイドの増加が、経常収支の赤字をもたらすと考えるほかない。)そこで通貨当局が外為市場にドル売り・地場通貨買いの介入をするので、マネーサプライは元に戻り、LM曲線も元に戻ることにになり、金融緩和の効果はみられないということになっている。トリレンマ論との関係をどのように考えればよいだろうか。マレーシアの場合はどのように考えればよいのであろうか。

須田氏によれば⁶⁸⁾、固定レート制のもとでの金融政策の効果について、「資本移動がない場合の金融緩和政策の効果は、それによって国内金利が下がり、有効需要が増大することになるので、所得が上昇する。しかし経常収支が所得増によって赤字化するので、為替当局は外貨を供給しなければならず、不胎化しなければ貨幣供給量はその分減少する。資本移動が完全のときのように貨幣供給量の増大をすべて打ち消すほどではないので、所得へのプラスの効果を持

65) クルグマン、モーリス・オブズフェルド、吉田和男監訳『国際経済学』エコノミスト社、2002年。

66) 白井早由里『入門、現代の国際金融』東洋経済新報社、2002年、83頁。

67) 国際収支の赤字、黒字という表現は、経常収支戻 + 資本収支戻 = 外貨準備の増減、すなわち経常収支 + 資本収支 - 外貨準備の増減 = 0 なので、国際収支の赤字という表現は適切ではないという意見もある。

68) 須田美矢子『国際マクロ経済学』日本経済新聞社、1996年、152頁。

ちうる」として効果を認めている⁶⁹⁾。固定相場制の下での金融緩和政策の効果について、個別の事情をみなければ一概にはいえないと思われる。筆者はマレーシアのケースを次のように考える。

第一に、リングをかなり切り下がったレベルで固定したので、資本規制によって資本の流出さえ防げれば、リングの売り圧力はかからなかったこと。

第二にリングの切り下げによって、既に輸入は落ち込み、輸出が回復していたこと。しかもこの時点では、金利を引き下げても、景気は回復局面に向かうだけで過熱局面ではなく経常収支の悪化をもたらす状況でなかったこと、等が考えられる。

資本の移動が自由化された状態で金融緩和政策をとると、国内金利が低下するが、資本の流出が起これ、為替相場に地場通貨売りの圧力がかかり、中央銀行は地場通貨買いで為替レートを維持しようとする。その結果マネーサプライは減少し、LM 曲線は元に戻ってしまう。固定相場制と資本移動の自由化の下で、金融緩和はできないということになり、為替の安定と金融の緩和を両立させるためにマレーシアは資本規制に踏み切った訳である。

なおマレーシアは金融緩和と並行して、それまでの財政引き締めをやめ、地方のインフラ整備を中心とした財政出動も行った。1999年の対 GDP 財政赤字は1998年の1.8%から3.2%に増加した。資本移動が規制され、固定相場制を採用した下での財政拡張の効果については IS 曲線が上方にシフトするが、経常収支の赤字によって、通貨当局がマネーサプライを抑制するので、LM 曲線は左上にシフトし、その結果所得水準はもとに戻るの、財政緩和策は所得の引き上げに効果的でないということになる。マレーシアの場合は、為替レートが十分に切り下がった時点で固定されたため、貿易収支が大幅に改善したこと、金融政策の緩和とミックスポリシーとして財政出動がなされたことから、LM 曲線の左上へのシフトが起これず、現実には景気回復への効果が大きかったとみることができる。

おわりに

ここ迄見てきたように、マレーシアとインドネシアの通貨危機における対応の相違は鮮明である。しかしこれは、危機発生以前から両国の資本の流出入に対する姿勢に大きな違いがあったことにその背景を求めることができる。インドネシアは90年代に入り、抵抗なく資本の自由化を進めたのに対し、マレーシアはファインチューニングをしながら進めたといえるであろう。このことが危機に際して、決定的な対応の差となった。また当時のマレーシアの首相マハティールはインドネシアの98年5月の暴動を見て、IMFの方針に従って緊縮策をとると自国でも取り返しのつかない混乱が起これるのではないかと危惧し、資本の移動の一部規制と、固定相場

69) 前掲書、152-153頁。

の維持、景気刺激策というインドネシアと正反対の政策を行ったとも指摘されている⁷⁰⁾。Ken-ichiro Watanabe and others⁷¹⁾によると、今日まで国々の経験は非国際化（一般的に資本規制）の効果に影響を及ぼす4つの要因を示している。それらは マクロ経済の歪曲の状況、当局の監視能力と市場参加者が規制を遵守しようとする動機、規制の包括性、そして 資本勘定の自由化と規制の過去の歴史である。今までみてきたように、これらのいずれの面でもマレーシアに問題は少なく、逆にインドネシアの場合は特に と にマレーシアとの違いがあったといえよう。

マレーシアでは危機後の一時的な格付けの低下、外国投資の減少、金融市場での活動の低下などが見られたが、これを全て資本規制のせいにすることはできないであろう。むしろ皮肉なことにその後の直接投資のネット流入はプラスであり、マイナスに悩むインドネシアとは対照的である。IMFの支援プログラムが始まって1年経ったタイやインドネシアの経済状況と資本規制導入後1年間のマレーシアの実績を比較すれば、マレーシアの回復は早く、また痛みも少なかったといえる。特にインドネシアと比較した場合、銀行部門の再建と不良債権処理における差はその後の経済成長率の差以上に大きい。

マレーシアにおける資本規制の有効性は、資本規制の導入と固定相場制をとることにより、いわゆる国際マクロ経済のトリレンマから解放され、金利、物価、通貨価値を安定させ、不確実性を減少させることによって、企業家の活動意欲を喚起したという点であったといえる。マレーシアも当初、Virtual IMFと呼ばれる金融引き締め、緊縮財政政策をとった。しかし、IMFからのコンディショナリティーはなかったため、National Economic Action Council (NEAC) の中で議論し、政策の転換も容易だった。インドネシアはIMFの処方箋に従い、緊縮財政と金融の引き締めを継続し、政治危機的な要因が加わり、将来への不確実性が増幅され、傷を一層深くしてしまった。インドネシアは景気の回復の面でマレーシアに遅れをとっただけでなく、自国の産業の多くが外資の手に渡ってしまったということ、銀行の再建のために膨大な負債を政府と国民が負ってしまったという点でもマレーシアと比較されるべきである⁷²⁾。

70) スティグリッツが2004年の5月に来日し早稲田大学で行った講演会の中で、彼がこのことを直接マハティールから聞いたとの話が紹介された。この内容は藪下史郎、荒木一法編著『スティグリッツ早稲田大学講義録 グローバリゼーション再考』光文社新書、2004年、105-109頁、にも紹介されている。

71) Watanabe, Kenichiro and others “The Effectiveness of Capital Controls and Monitoring: The Case of Non-Internationalization of Emerging Market Currencies”, Bank of Japan, 2002.

72) インドネシアの当時のスハルト大統領も、カレンシーボード制を導入しようと考えたが実現しなかった。マレーシアの行ったような資本の流出規制と固定相場制への移行がなぜインドネシアでできなかったのかは、興味深い課題である。それを理解するには、両国の政治経済学的な分析を必要とする。この点については、拙論「アジア通貨危機と資本移動」佐久間孝正他編『移動するアジア』明石書店、2007年、第3章 5を参照。

資本規制に対する IMF のスタンスを見ておこう。IMF 協定第六条（第三項資本移動の管理）では次のように定められている。「加盟国は、国際資本移動の規制に必要な管理を実施することができる。但し……経常収支のための支払いを制限し又は契約の決済上の資金移動を不当に遅延させるような方法で、この管理を実施してはならない」。これからも分るように協定は加盟国が「資本移動の規制をすることができる」とはっきり言っている。これは、「ケインズ案にも見るように、ブレトンウッズ会議が開かれた頃は、ホット・マネーに対する警戒が強く、自由な資本移動は経済体制を崩壊させる懸念が存在したのである」⁷³⁾。しかし、どのような資本取引規制が認められるかどうかの明瞭な規定はない⁷⁴⁾。皮肉にも、アジア通貨危機が起きる直前の1997年4月28日暫定委員会で、「資本勘定の自由化促進を IMF の特別の目的とし、かつ資本移動に関する特定の権限を IMF に与えるために IMF 協定を改正することで合意し」⁷⁵⁾、同年9月に香港で開催される IMF 総会で討議されることになっていたが、アジア通貨危機の勃発とともに立切れとなった。

マレーシアの資本規制について当初 IMF の考え方の底流には、規制は良くないという考えがあったとみられるが、やがて否定も肯定もしていない「当初多くの観察者達が予想したより肯定的な結果をもたらした⁷⁶⁾」というものに変わっていった。既に見たように、効果があったかどうか判定が不能というのが、IMF の定説になっている。同時にマレーシアの資本規制が、長期的にマイナスの影響を及ぼしたという証拠もないとしている。

Stephen Greenville は“IMF and the Indonesian Crisis”⁷⁷⁾で「IMF はインドネシアに最良のアドバイスを与えたか」の自問に対し No の答えを出している。IMF の最大の誤りは、従来の通貨危機の処方箋にしたがって、緊縮財政や、金融の引き締めを当該国に求めた点だけではなく、資本の流出入の激しさを想像し得なかった点にあるとしている。

資本規制を行うには、より具体的に、どのようなアクションプランが当該国政府と中央銀行に求められるであろうか。そのヒントはマレーシアの資本流出入規制の中に隠されている。先ず3(3)でみた通り短期資本の急激な流入に対しては、事前に景気の過熱が生じないように適切な流入規制を行うことである。次に中央銀行のできることの第1は資本の多様性に注目し、その種類ごとの規制の功罪を予め考えておくことである。第2は短期資本の流れを事前に把握しておき、どういう事態にどういう規制をするのか日頃から準備しておくことである。

本稿を執筆中の2008年9月16日にアメリカの大手投資銀行のリーマンブラザーズが倒産し、AIG は政府から公的資金を受け入れる等、世界経済を揺るがす出来事が起きている。アジア

73) 谷岡慎一『IMF と法』信山社出版、2000年、84-85頁。

74) 石山嘉英『通貨金融危機と国際マクロ経済学』日本評論社、2004年、第5章。

75) 谷岡慎一、前掲書、85-86頁。

76) IMF “IMF Concludes Article IV Consultation with Malaysia” IMF, September, 1999.

77) IEO Background Paper, IMF, May 2004.

通貨危機に際して、資本規制やモラルハザードの問題を指摘したワシントンコンセンサスも今や、なりふり構わず、公的資金の投入や株式の空売りの禁止等を行っている。本論は小国の通貨危機の対応の一例を研究したものであるが、サブプライムローンに端を發して金融危機に陥っている大国が、小国の危機への対応から学ぶべき点は少なくないと思われる。例えば通貨・金融危機に見られる特徴は、投機の反復性とレバレッジである。この点を中央銀行は事前に把握し、どういう事態にどのように対応するか準備しておかなければならない。次に銀行の不良資産の買い取りと公的資本の注入の仕方である。2008年10月3日に最大7000億ドルの公的資金で金融機関から不良債権を買い取ることを柱とする金融安定化法案がアメリカで成立した。当初、上院で可決した案が下院で否決され、これを受けて株式市場は大暴落した。その後、修正され可決されたが、にも関わらず、株価の下落に歯止めがかからなかった。その背景にあるのは、不良資産を買い取るといっても、いくらで買い取るかが不明な点と、それによって、銀行に資本不足が生じた時の対応が示されていないことである。10月10日のG7で預金の全額保護、銀行への公的資本の注入の方針が確認されて初めて市場は前向きな評価をした。マレーシアが危機発生から間もない時に、ダナハルタとダナモダルを別々に設立し、ダナハルタの不良資産買い取りによって損失が生じ、自己資本が毀損した銀行にはダナモダルが資本を注入するといった政策を行ったことから学べるものがあるのではないだろうか⁷⁸⁾。

本研究に関しては「立教大学学術推進特別重点資金 大学院生研究」の助成を受けた。ここに謝意を表したい。

78) アメリカの金融安定化法案に対する批判は既に経済学者の間で始まっている。

1例としては、Luke Nottage. “Lessons from Japan for the US financial crisis” (<http://eastasiaforum.org/>) がある。日本の金融危機との対比で述べられているが、アジア通貨危機の教訓までは言及されていない。