

後発性のリスクと直接投資：タイの外国為替相場制度変更と期待形成のプロセス

HORAGUCHI, Haruo / 洞口, 治夫

(出版者 / Publisher)

法政大学経営学会

(雑誌名 / Journal or Publication Title)

経営志林 / The Hosei journal of business

(巻 / Volume)

35

(号 / Number)

3

(開始ページ / Start Page)

153

(終了ページ / End Page)

171

(発行年 / Year)

1998-12-30

(URL)

<https://doi.org/10.15002/00003455>

後発性のリスクと直接投資

— タイの外国為替相場制度変更と期待形成のプロセス —

洞 口 治 夫

はじめに

1. クルグマンの無視したもの
 2. 外国直接投資の経済攪乱効果
 3. 金融セクターへの影響
 4. デバリュエーションの予測に新聞は役立つか
- 結び

はじめに

本稿の目的は、洞口〔1992〕において提起した「後発性のリスク」概念を、近年のアジア経済の動向に即して、より具体的に論ずることである⁽¹⁾。「後発性のリスク」とは、「後発性の利益」を享受することの可能な後発工業化の過程を辿る国々において、それらの国々が同時に背負う様々な政治・経済的リスクをいう。

「後発性の利益」を論じたガーシェンクロン(Gerschencron, [1962])の所説によれば、後進国が先進国にキャッチアップするためには、先進国で開発された新規技術を導入するとともに、「先進国には見られない新しい制度の創出（あるいは制度の革新）が必要である」⁽²⁾。そうした制度的な革新が成功した場合、後進国は、先進国よりもはるかに急速に成長することになる。ドーア(Dore, [1973])は、日本の工場生産システムに、渡辺〔1982〕は韓国の輸出志向工業化のプロセスに、この「後発性の利益」が観察されたという。韓国・台湾・香港・シンガポールのアジアNIEsが順調な発展を記録していた時期に、「後発性の利益」論に反駁を加えることは、イデオロギッシュに開発途上国の自立的経済発展の不可能性を唱道する議論と誤解される場合すらあった。

しかし、「後発性の利益」のみが常に「天から恵まれる」のであると想定することは、経済発展の過程を考察するうえで意味ある命題と言えるで

あろうか。もしも、仮にそうであるとすれば、最貧国こそが将来にわたる急速な発展を約束されることになり、世界銀行による支援も、政府開発援助も不要になる。しかし、現実はそのではない。本稿においては、政治的クーデターや民族紛争・内戦によって経済活動が攪乱される事例を分析の対象とはしないが、経済的な側面に限っても、「後発性のリスク」と呼ぶに足る現象が、過去にも存在してきたと同時に、今後もまた、起こりうることを論じたい。

以下、第1節では、アジアの経済成長に対して疑問を投げかけていたクルグマンの所説を検討し、第2節では「後発性のリスク」の実物面での影響を検討する。第3節では、国際金融市場における「後発性のリスク」を考察し、第4節において、その実例としてタイにおけるパーツ切り下げまでの過程を概観する。結びにおいて、若干の含意をまとめる。

1. クルグマンの無視したもの

日本・アジアNIEs・アセアン諸国、そして、中国・ベトナムへと成長が連続的に波及することを示唆する経済学者は多かった。経済学者の多くが、東・東南アジア市場の発展を「当然のこと」とみなすようになったのは、ソ連邦をはじめとする社会主義諸国が自由経済圏に移行し、カンボジアのように「従属理論」を実践した国々が大量虐殺と地雷の後遺症に悩む現実に対応したものであったかもしれない。植民地支配を経験したアジアNIEsの国々と地域が、急速な経済成長を遂げ、工業化を続けてきたことは、紛れもない事実である。

「雁行形態論」とは、そうした経験的事実を学問的に粉飾する用語のひとつである。しかし、一国の経済発展を、他の国々が重層的に追跡するプ

ロセスが、あたかも約束されているかのような立論は、学問的には奇妙である。その幼稚さは、本来、批判されてしかるべきであろうが、日本では、むしろ広く認知されてきた用語法であると言える⁽³⁾。

こうした議論の奇妙さを指摘したのは、学問的な精緻さ、というよりは、むしろスタンフォード大学・MITの教授を歴任したクルーグマンという「権威」であったことは記憶されてよい。クルーグマンによれば、アジアの経済発展は、技術進歩にもとづいたものではなく、資本投入比率の上昇にもとづく「1回限り」の現象であるという。曰く、「アジアの奇跡」とは神話にすぎないのであり、成長は必ず鈍化する。クルーグマンが依拠したのは、ヤングによる全要素生産性の計測結果と、ソ連邦における経済発展過程からの類推である⁽⁴⁾。

研究の発展にとって、論争は有益である。クルーグマンに反駁を加えようとする立論は、至る所から提示された⁽⁵⁾、クルーグマンの挑発に乗った経済学者は、多かったのである。たとえば、神戸大学教授の阿部〔1996〕は、

「アジアNIEsをキャッチアップするASEAN, そしてその後控えるインドシナ諸国, そして中国の将来を含めて考えると, まだまだ資源総動員も可能で, 高成長率は続くと考えられる。この地域では, 各国の産業高度化とともに, 投資・貿易構造の雁行形態が速いスピードで推移してきており, これが高成長につながっている。

ゆえに, 中国・香港・台湾という政治的問題が無視できるなら, アジアは『世界の成長センター』としてこれからも機能し, クルーグマンの期待を裏切ることになる。」(57ページ)

と結論づけている。

「成長センター」の定義如何で阿部の主張はいかようにも解釈可能ではあるが、アジアを集散的に捉えて、その成長を論じている点で認識の限界は明らかであろう。アジアには高成長を続ける国や地域がある一方で、低成長から抜け出せない国々が、いままでも存在してきたし、今後は、よりドラスティックにその地位の逆転が観察されるかも

しれない。ここでは、クルーグマンの立論に対して、次の点を指摘しておく。

第一に、資本と労働の投入量増加が成長を押し上げたとする計量経済学的分析に、大きな問題がある。クルーグマンは、ヤングの推計結果をもとに議論をしているが、実は、全要素生産性の推計には、資本や労働といった生産要素が過不足無く供給されるという重大な仮定が置かれているのである。問題点の詳細を、以下で論じたい。結論を先取りして言えば、シンガポールのように労働力人口が少ない国においては、資本の成長率を満たすうえで労働供給に制約があると考えられることができる。そうした経済に対して全要素生産性の推計を行うと、技術進歩を過小に評価してしまうことになるのである。

全要素生産性の計測における資源制約の影響を考察する場合、まず、全要素生産性の計測式の導出に立ち返って論ずる必要がある。生産要素に供給制約が存在しない場合の中立的な技術変化の場合、ソロー (Solow, [1957]) に従って、生産関数を、 $Q = A(t) f(K, L)$ と表すことができる。Qについて全微分をすると、

$$dQ = \frac{\partial A}{\partial t} dt \cdot f(K, L) + A(t) \left\{ \frac{\partial f}{\partial K} \frac{\partial K}{\partial t} dt + \frac{\partial f}{\partial L} \frac{\partial L}{\partial t} dt \right\}$$

が得られる。式変形をしたのち、両辺を $Q = A(t) f(K, L)$ で除すと、

$$\frac{\dot{Q}}{Q} = \frac{\dot{A}}{A} + A \frac{\partial f}{\partial K} \frac{\dot{K}}{Q} + A \frac{\partial f}{\partial L} \frac{\dot{L}}{Q}$$

が得られる。また、資本Kと労働Lの弾力性を、それぞれ、

$$w_k = \frac{\partial Q}{\partial K} \frac{K}{Q}, \quad w_L = \frac{\partial Q}{\partial L} \frac{L}{Q}$$

とし、さらに、

$$\frac{\partial Q}{\partial K} = A \frac{\partial f}{\partial K}, \quad \frac{\partial Q}{\partial L} = A \frac{\partial f}{\partial L}$$

の各式で表される関係を考慮すると、次のような式を得ることができる。

$$\frac{\dot{Q}}{Q} = \frac{\dot{A}}{A} + w_k \frac{\dot{K}}{K} + w_L \frac{\dot{L}}{L}$$

ここで、左辺は生産物の変化率であり、右辺は技

術の変化率、資本投入量の変化率、労働投入量の変化率である。計測にあたっては、資本と労働の各投入量の変化率の残差として技術の変化率を求める。以上がソローによる定式化であった。

以下では、労働投入量 L に制約 s がある場合 ($L \leq s$) を考察する。労働投入量の上限を上回る必要がある場合、そのシャドウプライスとしてのレント、すなわち労働への超過支払分を λ とすると、 $Q = A(t) f(K, L) + \lambda(s - L)$ が、この経済における生産関数である。このとき、全要素生産性は、上記と同じ計算プロセスから

$$\frac{\dot{Q}}{Q} = \frac{\dot{A}}{A} + w_k \frac{\dot{K}}{K} + w_l \frac{\dot{L}}{L} - \lambda \frac{\dot{L}}{Q}$$

となる。この右辺第4項は、労働供給に制約があることから生まれる歪みであるから、ヤング (Young, [1992, 1994, 1995 a, 1995 b]) が行ったように、その点を考慮しないで推計を行うとすれば、残差として求められる技術変化率 (\dot{A}/A) は過少評価され、資本ないし労働の変化率は過大評価される。その結果として、資本投入の増大による一回限りの成長、というヤング＝クルーグマンの見解が生まれることになる。

クルーグマンの立論に対する第二の問題点として、経済成長を鈍化させるのは、実物部門からの影響ばかりではないことを指摘するべきであろう。クルーグマン [1994] も、また、クルーグマンを批判した経済学者も、金融市場からの攪乱が、経済成長の停滞をもたらすという論点を指摘したわけではなかった。国内金融セクターからの影響を無視することはできない。そして、国際金融市場からの影響は、さらに大きいのである。この第二の論点については、第3節においてやや詳しく説明したい。

第三に、歴史は繰り返すとは限らない、という厳然たる事実である。旧ソ連邦とアジア諸国における成長が、資本と労働の投入比率の増大によるものであって、技術進歩によるものではなかったからといって、また、その後、旧ソ連邦が崩壊したからといって、アジア諸国の成長が鈍化することを予測する根拠としては薄弱である。たとえば、アジア諸国が受け入れた先進諸国による直接投資は、1930年代の社会主義諸国においては観察され

なかった重要な成長要因である。

2. 外国直接投資の経済攪乱効果

製造業企業にとってのリスク

クルーグマン [1994] への批判の第三点として、外国直接投資の存在を述べた。日本からアジア諸国に投資された資金は、受け入れ国の経済に様々な影響を与えうる。プラスの効果としては、直接投資を通じた輸出の拡大と雇用の創出、技術移転などがあるが、マイナスの効果もまた存在したと考えられる。それは、どのようなものだろうか。

本稿冒頭で述べたように、洞口 [1992] は、後発性の利益が発揮される国々が、同時に背負うリスクを、「後発性のリスク」として概念化した。外国直接投資を受け入れながら、先進諸国に対する輸出を増加させていく輸出志向工業化政策を進めていく場合、後発の国々ほど輸出競争力を確保するために必要となる最小限の資本設備が巨額になる。それにより輸出増加が帰結されれば、後発国は急速な経済発展を経験し、「後発性の利益」を享受したと呼ばれうるであろう。しかし、資本設備の導入を含む、長期・短期資本の流入によって、輸入が超過し経常収支が悪化した場合に、なおかつ輸出競争力を維持しようとするれば、通貨のデバリュエーションに頼らざるを得ない。投資をすでに行った企業が、外貨の借り入れを行って操業をしているのであれば、外国向け負債の返済圧力が極めて高くなる。ビジネス・チャンスを求めた企業が成功すれば、急速な経済発展に資することから、「後発性の利益」が発揮されたとみなされるかもしれないが、それは、常に保証されたものではない。

洞口 [1992] は、1986年のインドネシアにおけるルピアの切り下げを経験した2社の日系インドネシア子会社を比較することによって、そのうちの一家が、大きくデバリュエーションの影響を受けていたにもかかわらず、他方の一家に影響がなかったケースを取り上げている。2社の経営成果を対照的なものにしたのは、従業員の研修や、参入時期の違いといった要因もあったが、通貨価値変動の影響を避けることにつながった経営慣行には、次のようなものがあつた。

第一に、原材料輸入先を日本に限定せずに、世界各国に分散していたことである。インドネシアの事例では、インキ生産に必要な顔料・樹脂の輸入を世界各国から行っていた。今回のパーツ下落でも明らかなように、パーツにともなって、リング、ルピアやベトナムも下落したのであるから、原材料輸入先をマレーシア、インドネシア、タイに開拓していた在タイ日系会社は、パーツ下落の影響をある程度避けることができたはずである。

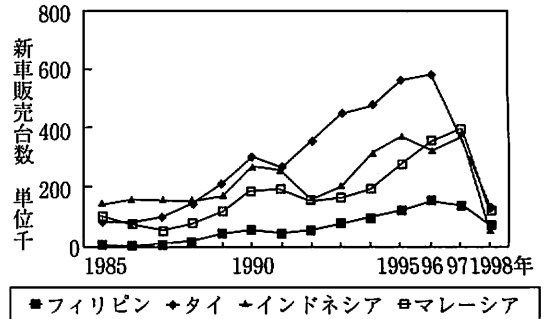
第二に、在外子会社の内部留保を厚くしていたことがある。直接投資受け入れ国の現地金融市場が未整備である場合、現地での借入れに要するコストは大きく、海外からの資金調達にもなりリスクは大きくなる。最終的な利益処分を行う際に、株主である日本本社が利益を回収するスピードを緩め、在外子会社の内部留保を厚くすることが、為替リスクの回避につながる。

第三に、上記第二の点と密接に関わるが、売上高の一定比率で親会社に支払われるロイヤリティー・フィーは、経営成果の順調なインドネシア子会社では、ほぼゼロに近いものであった。逆に、赤字を計上していた日系子会社では定率のロイヤリティー・フィーが支払われていた。すなわち、日本本社に送金されるロイヤリティー・フィーを、在外子会社内部に留保すれば、資金調達額は、その分少なくて済むはずである。それによって削減される資金調達コストも無視できない。

為替のスワップを利用したり、日本向け輸出代金の決済を延べ払いにするといった方法は、在外子会社のこうむる為替レート変動リスクを避けるために有効な短期的方途である。上記の三つの方法は、為替レート変動リスクへの長期的対処法であるが、1997年7月以降のアジア諸国における通貨価値下落に際して、日本企業がどの程度、長期的戦略を有していたか、疑問の余地がないとは言えない⁽⁶⁾。

第1図に示したように、東南アジア諸国における自動車販売数量は、1996年前後をピークとして激減している。たとえばタイにおいては、1996年のピーク時には58万9千台であったが、1998年の販売実績は13万6千台であり、10年前・1988年の水準(14万6千台)以下に低下した。その10年間、日系自動車メーカー各社はエンジン工場・プレス

第1図 東南アジア諸国の自動車需要：
1985年～1998年



(注) 1998年の数値は予測値。

(出所) 三菱商事(株)自動車第五部資料。

工場などの増設を行い、生産設備に巨額の投資を行った。「成長市場」との期待による横並び的な投資行動を採用した日系企業は、主観的には他社の市場シェア獲得に対する「防衛的投資」を行ってきたことになる。もしかりに、「後発性のリスク」について日系メーカーが学習していたならば、設備投資に必要となる外貨借入れをゼロに近くしていたはずである。すなわち、内部留保で賄える程度の設備増強にとどめることが、リスクの最小化につながったはずである。そうでないとすれば、日系自動車メーカー各社は、その主観的意図とは逆にリスク・テキングな投資をしていたことになろうが、なお、その実態の把握は今後の課題とせざるを得ない。

都市一極集中

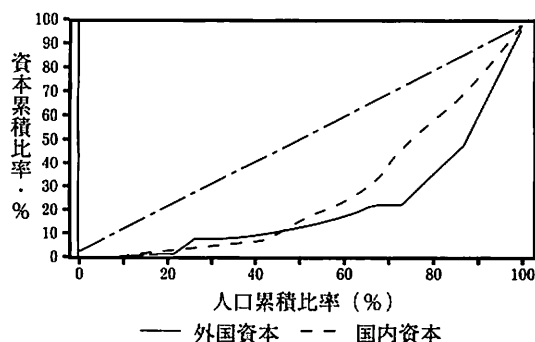
外国直接投資は、通貨デバリュエーションのリスク負担以外にも、受入国にコストを課す⁽⁷⁾。外国からの直接投資が急激に増加した場合、その受入国の生産要素市場に歪みをもたらされることが、そのコストの例である。生産要素市場に歪みが生まれるのは、次のような事情による。

投資を行う外国人は、その目的先となる国についての事情に、必ずしも精通していない。アメリカのケンタッキー州とオハイオ州のどちらが北にあるかを知っている日本人が、さほど多くはないように、広島県から長崎県に至るまでに、どの県を通過していくかを知っているアメリカ人も多くはない。ましてや、76あるタイの県名(チャンワット)のうちの幾つかを諳んじることのできる日本

人・アメリカ人は、さらに少ないであろう。投資受け入れ先となる国の人々からみて常識であることが、投資を行う企業関係者にとっては、必ずしも自明ではないのである。受入国についての情報が十分に得られない場合、外国人投資家は、自分の観察可能な、別の外国人投資家の行動を真似することになる。少なくとも、競争相手先企業とは、同一の条件で競争を行う、という危険回避的な行動が多く採用される⁽⁸⁾。

投資受入国が、開発途上国である場合、インフラストラクチャーは都市から整備され、また、産業基盤も地方には分散していない。外国からの直接投資は、その状態に拍車をかけると考えられる。洞口[1993]は、フィリピンに向けられた外国からの直接投資が、フィリピン国内でどの程度集中しているか、を計測している。第2図に示したのは、外国投資およびフィリピン国内投資の地域集中度である。横軸には、フィリピン国内の人口分布をとり、縦軸には各資本の累積比率をとっている。仮に、人口が集中しているのと同じ割合で、投資も集中しているとすれば、ローレンツ曲線は45度線上に描かれるはずである。人口よりも集中して、特定地域に投資が行われていると、45度線から、ヨリ離れたところにローレンツ曲線が描かれる。45度線と縦・横軸で囲まれた三角形の部分に対する三日月型の部分の面積の比率がジニ係数である。ジニ係数は、大きければ大きいほど（1に近いほど）一極集中が進んでいることを示しているが、フィリピンの場合、外国資本投資では0.6227、国内資本投資では0.4377であった。

第2図 フィリピンにおける外国資本の地域集中度・国内資本金額順：1989～92年



(出所) 洞口[1993] 図2-6

外国投資が、都市に集中すると、生産要素のうち非可動的なものの価格を押し上げることになる。外国人向けのホテル宿泊価格や教育・情報サービスだけでなく、技能・技術の習得に時間を要する場合、賃金もまた、上昇する。事務所、マンションなど不動産のうちの一部が、「高級」なものとして認知され高止まりすることになる。継続的に資金が流入し続けるならば、こうした不動産価格は、持続的に上昇するものであるという認識が生まれ、国内の投資意欲に火をつけることにもなる。外国企業との提携を行って製造業企業を設立した同じ財閥が、国内の不動産開発・工業団地開発を手がけることになるのである⁽⁹⁾。「アジアの奇跡」を信じた人々は、海外からも、また国内でも投資に積極的になっていたであろう。それを、学問的厳密さで「バブル」の発生と呼びうるためには、実証的な手続きが必要であろうが、日米欧から直接投資の形態で流れ込んだ資金が、生産的投資として利用されず、不良債権発生の一因となったことは疑いがないであろう。

3. 金融セクターへの影響

タイの通貨危機と商業銀行

タイの通貨危機を引き起こした要因として、經常収支の赤字拡大が挙げられる。これは、都市部に集中して流入した外国資本がインフレ圧力を生み、パーツの対ドル実質為替レートが上昇したことを一つの要因としている。実質為替レートが上昇すれば、輸出価格は相対的に上昇し、輸出競争力が低下する⁽¹⁰⁾。

さらに、バンコクオフショア市場（BIBF）が1993年に創設され、外貨資金がタイ国内に流入した。ドルにベッグされた実質的な固定相場のもとで、海外から大量の資金が流入すれば、通貨当局は為替相場の上昇を抑えるために、ドル買い・パーツ売りの介入を行う必要がある。その結果、外貨準備は増加するが、市中にはパーツが供給され、インフレ圧力が高まる。こうしたインフレ圧力を低下させるためには、中央銀行手持ちの有価証券や手形を市中銀行に売る、いわゆる売りオペレーションによって、流通通貨を吸収する必要がある。これを「不胎化介入」と呼ぶ。不胎化介入は、通

貨供給量を減らす、市中金利の上昇要因となる。したがって、外国資本の流入によっても市中金利が高どまることになる⁽¹¹⁾。1994年後半以降、金融引き締めが実施されたが、タイの国内金利が高く、また、対ドル・レートへのベッグによって為替レートが安定しているならば、海外から、金利裁定を企図して更に資本が流入する。

資金の貸し手である商業銀行の行動について触れておこう。第1表には、タイの商業銀行の総資産の伸びを示した。1988年を基準とすると、名目総資産では1997年までに最低で3.91倍、最大で8.99倍の伸びを示した銀行がある。まさに、「倍々ゲーム」での資金量の拡大である。最低の伸びを示したのは、最大手のバンコク銀行であり、最大の伸びを示したのはタイ・ダヌ銀行であった。1996年時点で、バンコク銀行は、日本を除くアジアの大銀行上位13位であり、第1表の上位10行がアジアのトップ100行にランクされている⁽¹²⁾。のちに見るように、タイ・ダヌ銀行は、多額の不良債権を抱える最大手のファイナンス・カンパニー、ファイナンス・ワンの買収を企図し、結果的に放

棄した銀行である。ファイナンス・カンパニーは、日本でいうノンバンク、ファイナンス会社に近く、金融・証券業務を行うものの、流動性預金、当座貸越、外国為替の取り扱いは行えない。

第1表には、また、1990年代のタイ商業銀行が外資導入にどの程度積極的であったかを示す一つの指標として、各銀行の外貨建預金が示されている。シャム商業銀行では、500億バーツを上回る外貨建預金を有しており、積極的な外資の受入れが行われてきたことがわかる。その資金量は、名目とはいえ1988年時点の50%を超える。絶対額では小規模銀行の外貨建て預金量が少ないが、同時に、タイ農民銀行、アユダヤ銀行、タイ軍人銀行といった大手銀行でも、相対的に外貨建預金量が少ない。各行の貸し倒れ引当金は、財務諸表の作成に際して人為的に決定できる項目であるために、総資産規模にほぼ比例している。ただし、現実の不良資産がどの程度であるかは、この数値から知ることにはできない。

タイには、また、14の外国銀行が活動しており、香港上海銀行、シティ・バンクなどと並んでミツ

第1表 タイの商業銀行における総資産残高の伸びと外貨預金・貸し倒れ引当金

(単位：百万バーツ、倍、%)

	① 1988年	② 1997年	③ 倍	④ 外貨建預金 (1997年)	⑤ 貸し倒れ引当金 (1997年)	⑥ ⑤/④ (%)
Bangkok Bank	350,845	1,371,380	3.91	75,022	8,313	11.08
Krung Thai Bank	176,392	777,522	4.41	10,918	7,315	67.00
Thai Farmers Bank	156,389	769,346	4.92	6,995	3,151	45.05
The Siam Commercial Bank	103,298	659,230	6.38	50,369	3,802	7.55
Bank of Ayudhaya	70,184	469,419	6.69	1,407	3,704	263.26
Thae Thai Military Bank	69,551	378,009	5.43	1,610	1,708	106.09
The Siam City Bank	47,619	260,447	5.47	700	1,272	181.71
First Bangkok City Bank	46,619	293,671	6.3	649	1,600	246.53
Bangkok Metropolitan Bank	44,730	207,814	4.65	53	1,225	2311.32
The Bangkok Bank of Commerce	38,169	—	—	—	—	—
The Bank of Asia	32,179	146,430	4.55	786	450	57.25
The Union Bank of Bangkok	19,376	78,331	4.04	38	468	1231.58
The Thai Danu Bank	14,159	127,304	8.99	553	590	106.69
Nakornthorn Bank	10,960	73,058	6.67	393	295	75.06
The Laem Thong Bank	5,499	46,537	8.46	365	107	29.32

(出所) 1988年12月末現在データは、大蔵省財政金融研究所内、金融・資本市場研究会編『21世紀へのビジョン アジアの金融・資本市場』金融財政事情研究会、1991年、255ページ。1997年9月末現在データは、タイ証券取引所のインターネット・ホームページ (<http://www.set.or.th/cgi-bin/>) に掲載された貸借対照表および損益計算書より筆者作成。

イ・バンク（さくら銀行）、トウキョー・バンク（東京三菱銀行）といった2つの日系銀行がある。日系のファイナンス・カンパニーとしては、1995年時点に12社が活動していた。しかし、富士銀行の出資していたタイ・フジ・ファイナンス・アンド・セキュリティーズ社は、1997年6月24日に営業停止となった16社のうちの1社であり、また、1997年8月5日営業停止となった40社のなかには、山一証券、大和銀行の出資したチャオ・ブハヤ・ファイナンス・アンド・セキュリティーズ社、マルチ・クレジット社らが含まれていた⁽¹³⁾。

変動相場制のコスト

アメリカ、日本という二つの経済大国が、変動相場制を採用していることは、近隣諸国の金融市場に大きな影響を与えている。アジア諸国が、外国為替市場における自国通貨の安定を求めると、世界規模での過剰流動性にさらされる、という可能性を回避できないのである。この可能性は、金利平価の理論（Interest Rate Parity Theory）から説明できる。

いま二つの国について、為替レートと金利との関係を考えよう。たとえば、タイと日本である。タイの第t期における自国通貨建て債券の名目金利を i_t とすれば、第t+1期には $(1+i_t)$ の元本と利子を得ることができる。タイの投資家が、パーツから円へ両替をするときの為替レートを $1/S_t$ とし、1期後に、円からパーツに両替するときのレートを S_{t+1}^c としよう。日本における名目金利を、同様に、 i_t^* と記すと、タイの投資家が第t期に日本のドル建て債券に投資したのち、第t+1期にその債券を売却してタイにパーツとして持ち帰るには、

$$1+i_t = \frac{S_{t+1}^c}{S_t}(1+i_t^*)$$

の条件が満たされていることになる。ここで S_{t+1}^c は、第t期に予想した第t+1期の直物為替レートである。これを「カバー無し金利平価説」と呼ぶ。

外国為替市場に、先物為替レートが存在すれば、第t+1期における為替リスクを「カバー」することができる。すなわち、外国通貨を自国通貨に

転換する時点の先物予約を、第t期にすればよい。第t期における第t+1期満期の先物為替レートを F_{t+1} と記すと、

$$1+i_t = \frac{F_{t+1}}{S_t}(1+i_t^*)$$

が「カバー付き金利平価説」である。これら二つの式の両辺について対数をとると、

$$i_t = i_t^* + s_{t+1}^o - s_t$$

$$i_t = i_t^* + f_{t+1} - s_t$$

と表すことができる⁽¹⁴⁾。ここで、小文字s, fは対数値を表す。カバー無しの金利平価説について書き替えると、

$$i_t - i_t^* = s_{t+1}^o - s_t$$

となることから明らかなように、左辺はタイと日本との金利差、右辺は将来の為替レートの期待値と現在の為替レートとの差である。

カバー無しの金利平価説が、二国間において仮に成り立つとすれば、複数国においても同様に成立していなければならない。たとえば、日本とアメリカについて、 i_t^{**} をアメリカの国内金利、 s_t^* を円ドルの直物為替レート、 s_{t+1}^{c*} を第t+1期の予想直物為替レートとすれば、

$$i_t^{**} - i_t^* = s_{t+1}^{c*} - s_t^*$$

が成り立っているはずである。また、タイとアメリカについても同様に、

$$i_t - i_t^{**} = s_{t+1}^{c**} - s_t^{**}$$

が成り立たなければならない。ここで、 s_t^{**} 、 s_{t+1}^{c**} は、それぞれパーツ・ドルの直物為替レートと予想直物為替レートであるが、タイと日本、日本とアメリカについての二つの式を各辺マイナスすると、

$$\begin{aligned} i_t - i_t^{**} &= s_{t+1}^{c**} - s_t^{**} \\ &= (s_{t+1}^{c*} - s_t) - (s_{t+1}^{c*} - s_t^*) \end{aligned}$$

となるのが導ける。

タイは、1997年7月まで、通貨バスケットへのベッグをしていた。通貨バスケットの内訳は未公表であったが、米ドル80~82%、日本円11~13%、ドイツマルク6~8%、その他通貨0~3%程度であったと観測されている⁽¹⁵⁾。

実質的にドルにリンクされていたわけであるが、

パーツとドルの変動幅 ($s_{t+1}^{e} - s_t^{**}$) を一定に保つためには、パーツと円の変動 ($s_{t+1}^e - s_t$) のみでなく、円とドルの変動 ($s_{t+1}^e - s_t^*$) が一定していなければならない。円とドルとが変動相場制を採用している限り、パーツとドルの変動幅を一定に保っておくことは難しい。たとえば、1995年4月には、1ドル=80円近辺の円高であったが、1997年夏には1ドル=130円近辺での円安が進行していた。タイ経済は、この50%以上の為替レートの変動を、通貨バスケットとのリンクを維持しつつ、吸収しなければならなかったのである。

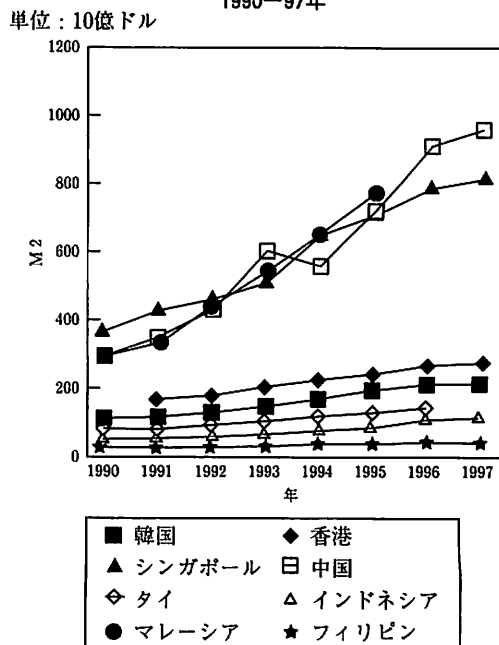
なお、変動相場制の採用によって発生するボラティリティーは、リスク・ヘッジを業務とする銀行・証券会社に新たなビジネス・チャンスを与えている。その意味で、実質ドル・リンク制の廃止は、欧米日の銀行・証券会社の活動領域を広げる結果をもたらしている。たとえば、通貨価値が一定であれば、先物相場によって外貨を獲得しておく必要はなく、スワップ取引を成立させる必要もない。スワップ取引の手数料は、発生しない。通貨価値が日々変動することによって「儲かる」人々がいる。すなわち、変動相場制は、ドミノ式に世界の固定的な外国為替制度を食い荒らしていくウィルスのような性格を有しているのである。このウィルスに対して、中国の人民元、香港ドル、EUのユーロが抗体を持っているか否か、その判断には今しばらく時間を要するであろう。

実質的なドルとのリンクは、輸出市場を確保するうえでは、有利であった。また、1980年代後半、円ドル相場において円高が進行していたことは、最終的な財の輸出市場をアメリカに求める日本企業のタイ直接投資を活発化させた。為替レートの安定化政策は、経常収支の改善に寄与する側面を有したのである。しかし、安定化政策に頼りすぎたことは、逆に、より重大な不安定化要因を抱卵させることになった。

金融市場・規模の比較

通貨の下落は、重要な経済的攪乱要因である。しかし、アジアの危機連鎖が世界的な広がりを見せるに至るほど大規模な攪乱要因となるか否かは、アジア諸国の世界経済に対する規模による影響が大きいであろう。第3図には、アジア8地域にお

第3図 アジア8地域におけるM2の推移：
1990—97年



出所：International Financial Statistics,
October, 1997

けるM2の規模を示した。M2とは、現金と当座預金の合計であるM1に、定期性預金を合計したものであり、市中に出回る通貨供給量を示す指標である。M2は、銀行から現金の貸し出しを受けた経済主体や、銀行に資産の一部を預け入れる経済主体の活動を反映しているために、一国経済における金融セクターの発展の度合いを示す指標として用いられる。

さほど驚くべきことではないかもしれないが、ドル・ベースに換算したM2を比較してみると、タイの金融市場は8地域中第6位であり、インドネシア、フィリピンといった通貨デバリュエーションを繰り返してきた国々を、やや上回る水準にあるのみと言える。タイ国内の金融市場規模は、国際比較のうえでは、大きなものであるとは言えない。「国民的」な広がりを見せる韓国の外貨不足は、深刻な兆候ではあるが、しかし、ドル建てでみた韓国のM2は、タイを上回るものの、香港の下に位置している。

これら8地域のM2統計が揃っている1995年

について、その金額を合計すると約2兆4,530億ドルであったが、同年の日本のM2は約5兆3,380億ドル(約534兆円)であった。アジア8地域の国内金融市場の規模は、M2を指標とした場合、日本の約55%であった。タイ、フィリピン、インドネシア、マレーシアの4カ国のM2を合計すると1兆0420億ドルであり、日本の19.5%にすぎない。そのうち最大のM2を記録しているのは、マレーシアの7,794億ドルであり、フィリピン、インドネシア、タイの3カ国合計では2,626億ドルにすぎない。日本のM2が5%収縮すれば、これら3カ国のM2と同規模の金融が失われることになる。そして、現実には、1995年から96年にかけて日本は10%近い円安・ドル高のもとでドルベースでのM2を収縮させたのである。

仮に、日本・シンガポール・中国が協調して、アセアン諸国の金融制度に介入すれば、上記のアセアン4カ国のM2がアジアに占める比率は、日本を基準とした場合よりも、さらに低くなる。金融システム安定化のイニシアチブをとるのは、アメリカ・EU諸国であるかもしれないし、IMFであるかもしれないが、金融のデフォルトといった事態の発生に対しては、予防的に対処可能であると考えられる。東南アジア市場の規模が、小さいからである。逆に言えば、日本、中国、シンガポールといった国々が、金融的に破綻した状況においてのみ、「世界恐慌」と呼ぶべき事態が発生すると考えてよい。

4. デバリュエーションの予測に新聞は役立つか 通貨下落

第4図に示したように、1997年7月2日に始まるタイの通貨バツの急速な下落に伴って、近隣の東南アジア諸国通貨も下落した。同月、韓国第2位の自動車メーカーであった起亜自動車が倒産し、大手財閥の放漫経営が明らかになると、韓国ウォンも下落し、12月には金融モラトリアム寸前の事態に陥った⁽¹⁶⁾。1998年2月には、韓国、タイ、インドネシア、フィリピンの各国政府が、数百億ドル規模でIMFの金融支援を受けている。アジアを「21世紀の成長センター」であると認識した多くの人々の期待を裏切って、アジア諸国の成長

は、確実に鈍化しつつある。1998年のGDP成長率は、タイ、インドネシアについてはマイナスとなることが予測されており、韓国、フィリピン、マレーシアでも、予想成長率は低下している⁽¹⁷⁾。

国際通貨基金(IMF)とインドネシア政府との経済改革追加策の合意にも関わらず、ルピアの下落に歯止めがかからないことは、IMFの金融危機支援手法への懐疑を呼び起こしている⁽¹⁸⁾。インドネシアの経済的混乱の責任を負って、スハルト大統領は辞任に追い込まれた⁽¹⁹⁾が、タイとIMFとの交渉においても、IMFがタイ政府に対して要求する経済再建策が厳しすぎるとして、支援策の一部変更が同意されたと報じられている⁽²⁰⁾。通貨危機にさらされた国々に対するIMFの処方箋が、今後も、信認を維持し続けるという保証はない。

こうした為替レートのデバリュエーションを、事前に予知することは不可能であろうか。

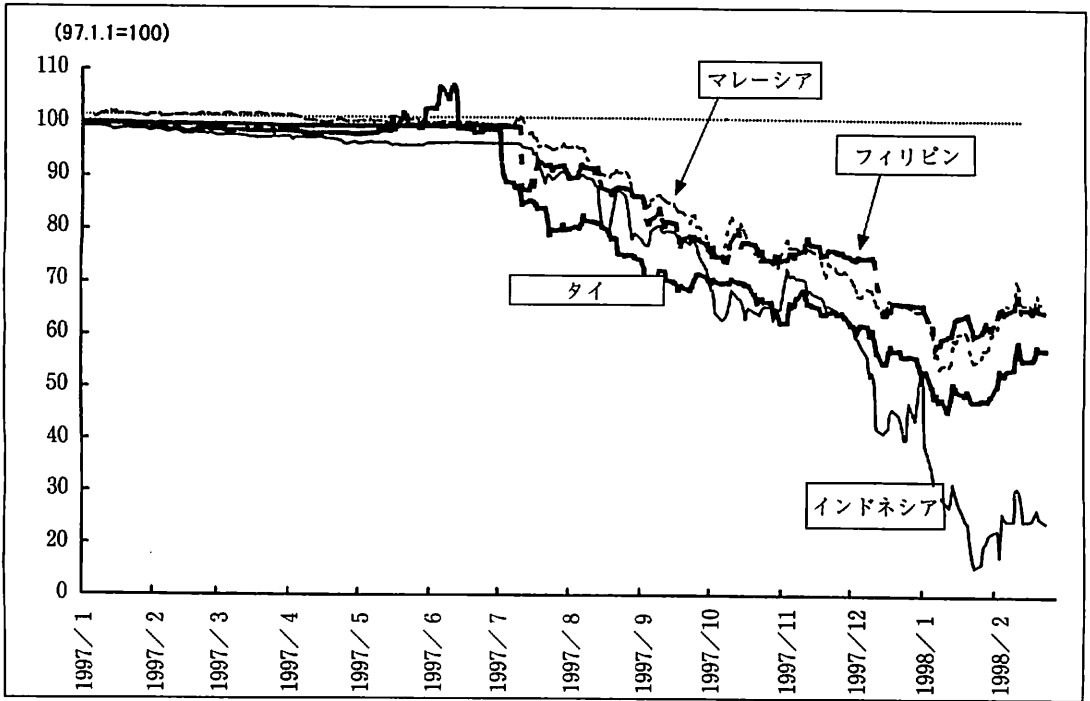
為替レートの決定要因

国際金融論の標準的教科書において外国為替レートの変動を説明する理論は、大きく分けて4つある⁽²¹⁾。第一は、購買力平価説であり、各国の通貨は、その通貨で購買できる力を反映した為替レートを形成する、というものである。購買力平価の推計によれば、長期あるいは超長期と呼ぶべき期間において購買力平価説が当てはまる、といわれている。

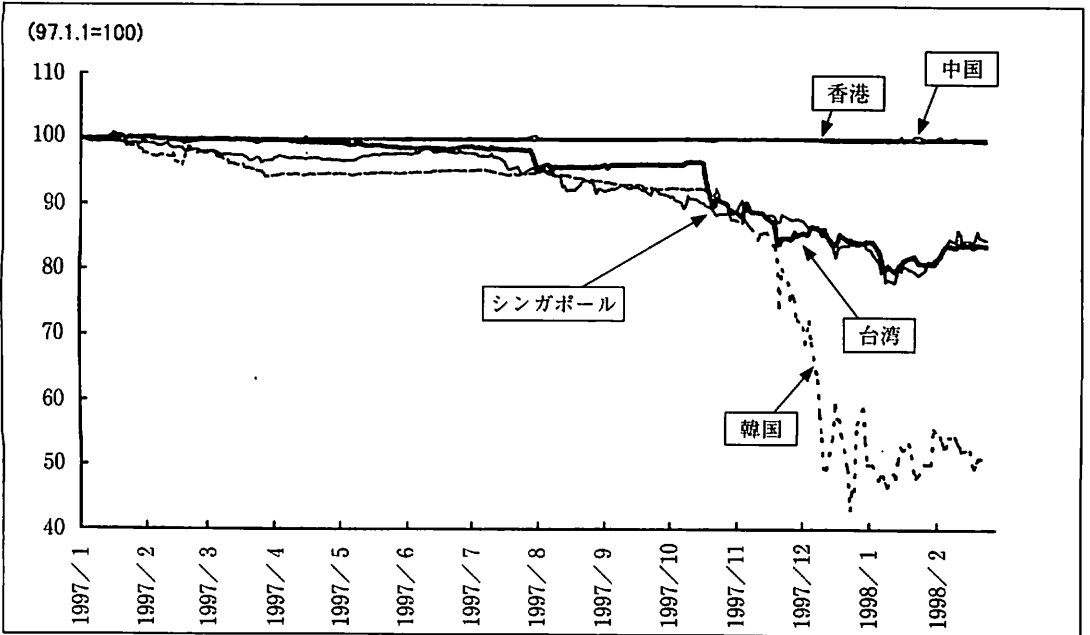
購買力平価説を念頭においた一種のウィットの効いた「遊び」として著名なのは、Economist誌による「ビッグ・マック指数」である。これは、マクドナルドのハンバーガー、ビッグ・マック1個の価格比率から、対ドル為替レートを計算するものであるが、それによると1997年10月の「ビッグ・マック指数」による購買力平価は、円ドルで116円、その時点の実勢は121円であった。円ドルの「ビッグ・マック指数」はアメリカのビッグ・マックが2ドル53セント、日本のそれが294円であることから計算される。また、バツの購買力平価は、対ドルで19.8バツであったが、実勢では38.6バツであり、バツの価値が50%安く評価されている、と指摘している⁽²²⁾。

外国為替レート決定の第二の理論は、すでに説

第4図 アセアン4カ国の対米ドル為替レート



アジア NIEs の対米ドル為替レート



(出所) Komine [1998], 原資料出所は Datastream 社。

明した金利平価説である。金利平価説は、債券価格の成立する3ヶ月から1年程度の中期について該当すると考えられている。第三の理論は、オーバーシュート理論の理論であり、通貨供給量の変化にともなう調整に時間がかかるために、為替レートの変動が行き過ぎた傾向を持ち、そののち均衡価格に収斂するとする。先の「ビッグ・マック指数」(購買力平価)との比較で言えば、タイ・バーツはバーツ安の方向にオーバーシュートしていることになる。第四の理論は、為替レートが、日々のニュースに反応しながらランダムウォークする、というものであり、これは極論すると「何も予想できない」ことを言明した「理論」ということになる。

現代の外国為替レートの理論として、追加されるべき第五の理論があるように思われる。それは、「投機的アタック」の理論として近年呼ばれている理論であり、固定的な相場制度を維持しようとする小国に対して、市場が通貨を売り浴びせることによってキャピタル・ゲインを得ようとする活動を説明する⁽²⁰⁾。これは、短期変動の説明としてのオーバーシュートおよびランダムウォークの理論と、中長期の理論としての金利平価説とを媒介する理論ということもできる。すなわち、日々の変動から3ヶ月未満の為替レート制度の変更を説明する理論である。具体的には、1週間から2ヶ月にわたる期間での為替レート制度変更の予測を可能にする理論と言ってよいであろう。本稿では、そのメカニズムを、独自に、ニュースの供給という論点から検討したい。

市場参加者の心理形成プロセスと

ニュースの重要性

経済学者は、いわゆる「ケインズの美人投票」の比喩を好む。市場参加者は、市場の大勢が向かう方向に、自らも向かうというメカニズムである。この「市場心理」がどのようにして形成されるかについて、そのプロセスに立ち入った心理学的研究が必要とされるところであろうが、本稿では、外国為替レートの決定要因として、次のようなメカニズムを考える。すなわち、外国為替のトレーダー達は、日々ニュースに触れ、1週間から2ヶ月程度の期間についての期待を形成する。従来着

目されてきたのは、日々のニュースの超短期的な変動、すなわちボラティリティーへの影響⁽²¹⁾のみであったが、為替レート制度そのものの変更といった週単位から月単位での期待形成にも、ニュースの獲得は重要な役割を果たしていると仮定する。

かりに、この仮説が正しいとすれば、タイの通貨制度変更に関わって、主要な経済新聞はデバリュエーションの可能性を論じていたはずである。実質上ドルにリンクした為替レート安定化政策が、継続不可能であるという予想をニュースとして流していたに違いない。そのニュースに接した外国為替トレーダーは、デバリュエーションを前提としてリスクをヘッジする。すなわち、タイ国内においてドル資産を保有しようとして、あるいは、タイ国外においてバーツを売り浴びせることによって、為替レートは、より一層の低下圧力を受けたはずである。タイの通貨当局は、現行制度の維持を表明するしか手段はないが、その発言の行間を読むことによって、あるいは、新聞記事作成者の観測を挟み込むことによって、新聞の伝えるニュースが為替トレーダーの期待に影響を与えたはずである。新聞は、市場のニュースを拡声していたのではないか。

本稿では、上記の仮説を検討するために、二つの新聞を取り上げた。日本経済新聞とファイナンシャル・タイムズである。

ファイナンシャル・タイムズ

第2表には、ファイナンシャル・タイムズに取り上げられたタイ関連記事をまとめた。すでに、1996年10月の時点で、タイの大手不動産会社ソムプラソン・ランド社の扮飾決算事件が公になっており、タイ全体で155億ドルとも推定される金融市場における不良資産が顕在化していたため⁽²²⁾ 5月上旬は日本でいうノンバンク、ファイナンス企業に関する記事が並ぶ。

5月9日には、アジアの金融市場についての特集記事が組まれ、アジアの通貨についても詳細な分析が行われている。とりわけ、タイとインドネシアについては、「通貨当局がより柔軟な為替レート政策の採用を容認しつつある」、という観測記事が提示されている。また、「銀行業界への支援」と題された記事では、インドシナ半島における金

第2表 ファイナンシャル・タイムズ (Financial Times) 紙にみるタイ関連記事
: 1997年5月~6月

(その1)

- 5月1日(木) なし
 5月2日(金) タバコ会社にとってのタイ・ジレンマ(5)
 5月3日(土) /4日(日) なし
 5月5日(月) バンプルビー社, 1億6,300万ドルで身売り(1)
 5月6日(火) タイ, 銀行救済始まる(3)
 5月7日(水) レックス氏のコラム, アジアの証券(2)
 ワン・ホールディング社, 支払い延期(2)
 5月8日(木) タイ, ナチュラガス買収へ(3)
 5月9日(金) ファイナンス・ワン社救済に向け完全買収の計画(3)
 特集記事・1面, アジアの金融市場, 奇跡の後での一息。(8)
 3面, 異国も主要国の仲間入り。(5)
 [タイ, インドネシアが為替制度変更を容認しつつあるという観測記事]
 5面, タイ, 銀行業界への支援(4)
 5月10日(土) /11日(日) テキサスインスツルメンツ社, タイ事業を放棄。(2)
 5月12日(月) GKN社, タイに投資。(1)
 5月13日(火) なし
 5月14日(水) テ社の事業放棄は例外, 歳相ハイテクは「計画どおり」を強調。(4)
 5月15日(木) シンガポール, タイのパーツ買い支えに加わる。(5)
 5月16日(金) 東京が介入を示唆しタイパーツ持ち直す(6), 株価記事(1),
 [タイ中銀が外国人向け貸し出しを事実上禁止]
 5月17日(土) /18日(日) なし
 5月19日(月) タイが財政削減を計画。(1)
 レックス氏のコラム, 叩かれるバンコック。(1)
 [デバリュエーションの観測記事]
 マーチン氏の署名記事, パーツと障壁のレッスン(8)
 5月20日(火) タイの通貨戦術, 東南アジア市場を鎮める(6)
 タイ, 網渡り(2)[1994年メキシコとの類似性を指摘]
 5月21日(水) なし
 5月22日(木) タイ, 税率引き上げを承認(1), 課税の時(1), 株価記事(2)
 5月23日(金) なし
 5月24日(土) /25日(日) タイ, ダヌ銀行, ファイナンス・ワン社の買収断念(6)
 5月26日(月) アジア諸国の中央銀行, 連携をテコ入れか(3)
 5月27日(火) タイ, 通貨変動を輸出再増加によって支える政治的賭け(6)
 タイ, 成長見込み下方修正(1)
 5月28日(水) タイ, アルファテック社8千万ドル債務不履行の危機(1)
 ファイナンス・ワン社の株式譲渡, 再スタート(6)
 5月29日(木) ファイナンス・ワン社, リストラへ(1), 株価記事(1),
 5月30日(金) タイの外貨準備減少(1), 株価記事(2),
 5月31日(土) /6月1日(日) 株価記事(2),
 6月2日(月) なし
 6月3日(火) バンコク, 通貨供給量削減策強める(6)
 バンコク, 土地収益は停滞(1)
 6月4日(水) タイ, 水道を5千万ドルで民営化へ(5), 株価記事(2),
 6月5日(木) テレコム・マレーシアのタイベンチャー(1), 株価記事(2),
 6月6日(金) 株価記事(2),
 6月7日(土) /8日(日) 株価記事(1),
 6月9日(月) なし
 6月10日(火) 株価記事(2),
 6月11日(水) タイ歳相, 経済閣僚会議議長をはずされる(1),
 ベレグリン社タイ小売りビジネスを削減(5)

(第2表・その2)

6月12日(木)	なし
6月13日(金)	なし
6月14日(土)	／15日(日) 株価記事(2).
6月16日(月)	なし
6月17日(火)	仏パリバス社, タイのセキュリテイズ・ワン社統制を否定(2)
6月18日(水)	タイ・石油化学計画(1). 横逼いのタイ経済で自動車販売12.5%減少(4).
6月19日(木)	タイ大蔵大臣, 敗北の前に辞任(1). タイ市場, 大臣辞任に準備(3). タイ電子チップグループ負債をリストラ(1).
6月20日(金)	妥協容認派, タイ改革で敗北(5). [新大臣の課題を, ファイナンス会社の閉鎖, 不動産市場の負債一掃, 柔軟な為替レート政策と指摘]
6月21日(土)	／6月22日(日) タイの混乱(2). 株価記事(2). タイの焦点人事に銀行家がテコ入れ(5) [デバリュエーションを指摘]
6月23日(月)	タイ外国資金増加を模索(6).
6月24日(火)	タイの改革に, さらに時間(1). アジア向け投資銀行設立(1). 株価記事(1).
6月25日(水)	タイ, 金融セクターの再安定化に動く(1). 株価記事(2). タイ合併法ファイナンス企業救済のために緩和(3).
6月26日(木)	タイ中央銀行大手ファイナンスグループ支援を拒否(2).
6月27日(金)	通貨防衛タイの外貨準備を削減(6). 株価記事(1).
6月28日(土)	／29日(日) バンコク, 16ファイナンス企業を合併と発表(5).
6月30日(月)	バンコク投資家当局の対応を要請(1). フィリピン, 外国為替投機筋との対決に準備(6) [タイ・パーツの次のターゲット]

(注) () 内の数字は, コラム数. [] は記事の骨子.

(出所) Financial Times より和訳, 筆者作成.

融センターを目指したタイのオフショア市場開設が, タイ国内企業を負債まみれにしてしまったこと, そして, その資金は, 商業銀行ライセンスを維持したいと考える日本の銀行から, 安い外貨として提供されたこと, さらに, タイ・パーツのデバリュエーションに備えたタイ国内銀行の信用リスク・エクスポージャーのシステムが存在しない, という3点を報じている。

5月15日には, タイ・パーツが売られたが, シンガポールとの協調介入, 5月16日には, 日本銀行の関係者の発言として「東京が介入を示唆」したことを報じ, その結果としてパーツが持ち直した, としている。その後, タイ中央銀行は, 外国人向け貸し出しを事実上禁止する高率の利子率を設定した。さらに5月下旬には, 東南アジアの中央銀行が協調して通貨安定策を採用していること, また, ファイナンス・ワン社の再建策についての記事が続く。5月30日には, タイの外貨準備減少が報じられている。

6月上旬から中旬は, 比較的通貨・金融政策についての記事は少ないが, 6月19日タイ蔵相アム

ヌアイ氏の辞任が報じられると, 6月20日以降, タイの政治的スケジュールが論じられる。すなわち, 新大蔵大臣となるタノン氏の課題は, ①ファイナンス会社の閉鎖, ②不動産市場の流動化, ③より柔軟な為替レート政策の採用である, と指摘している。この観測に指摘された①ファイナンス会社の合併救済, が報じられたのちに, ②のステップを踏む間なく, ③が替制度が7月2日に変更されることになった。

6月下旬の時点では, タイ通貨当局にとって二つの選択肢があった。すなわち, 通貨バスケットへのベッグをした為替相場制度は維持したままデバリュエーションを行う方法と, 変動相場制に移行する方法である。ファイナンス・タイムズでは, 6月下旬には, 頻繁にデバリュエーションの可能性を示唆しており, 具体的に, 変動相場制への移行を論ずるよりは, 「柔軟な為替相場制度の採用」といった表現が多かった。

日本経済新聞

上記の仮説にもとづいて, 日本経済新聞によっ

第3表 日本経済新聞にみるタイ関連記事：1997年5月～6月

(その1)

5月1日(木)	なし
5月2日(金)	なし
5月3日(上)	タイ首相ミャンマーを訪問へ。ASEAN加盟など協議。(4)
5月4日(日)	なし
5月5日(月)	タイ、初のソフト団地。18億バーツかけ建設。(2)
5月6日(火)	波立つパタヤ。ビーチリゾート、治安悪化。(6)
5月7日(水)	なし
5月8日(木)	なし
5月9日(金)	なし
5月10日(土)	なし
5月11日(日)	なし
5月12日(月)	自動車・部品、タイ、輸出5倍に。1-3月産業構造転換進む(8)
5月13日(火)	なし
5月14日(水)	なし
5月15日(木)	タイパーツ防衛へ介入。アジア4中銀、初の協調。(9)
夕刊	タイ副首相会見「為替投機とは闘う」パーツ急落東南ア協調を評価(4)
5月16日(金)	なし
5月17日(土)	ASEAN早期加盟、改めて支持強調(5)
5月17日(土)	タイの自動車販売、6ヶ月連続前年割れ、4月(1)
5月18日(日)	ミャンマーへ医療援助(1)
5月19日(月)	ベトナムとタイ、共同の海上巡回で合意(1)
5月20日(火)	なし
5月21日(水)	なし
5月22日(木)	なし
5月23日(金)	なし
5月24日(土)	なし
5月25日(日)	なし
5月26日(月)	タイ財政が10年ぶり赤字。97年度、景気減速。(1)
5月27日(火)	成長率5.9%に下方修正。タイ、今年11年ぶり低い伸び。(6)
5月28日(水)	ミャンマーなどのASEAN加盟、年内実現変えず。タイ外相。(2)
5月29日(木)	労働団体が連合会。タイ、権利保護・賃上げ要求。(5)
5月30日(金)	なし
5月31日(土)	なし
6月1日(日)	なし
6月2日(月)	なし
6月3日(火)	なし
6月4日(水)	南アジア3カ国とタイ、経済協力で新機構。(2)
6月5日(木)	なし
6月6日(金)	なし
6月7日(土)	経済協力機構創設に調印。南アジア3カ国とタイ。(2)
6月8日(日)	なし
6月9日(月)	タイ、最低賃金巡り駆け引き。12.7%上昇要求、経営側反発。(2)
	バンコクの消費構造、10年前の日本に類似。(6)
6月10日(火)	なし
6月11日(水)	なし
6月12日(木)	チャチャイ氏議長で経済関係会議開催。タイ。(2)
6月13日(金)	タイ、「インドシナの金融ハブ」断念? 自国通貨安定国際化に優先(5)
6月14日(土)	なし
6月15日(日)	なし
6月16日(月)	なし

(第3表・その2)

6月17日(火)	タイの円建て外債、日債研が格下げ。(1)
6月18日(水)	なし
6月19日(木)	タイ蔵相が辞任表明。(4)
夕刊	タイ蔵相が辞表提出。(1)
6月20日(金)	タイ蔵相辞任揺らぐ経済。市場は懸念パーツ急落。「財政政策変えぬ」首相鎮静化急ぐ。(6)
6月21日(土)	タイ新蔵相にタノン氏。株式市場、好感し反発。(3)
6月22日(日)	タイ金融危機拡大を防止。4政令案承認、ノンバンク基盤強化。(7)
6月23日(月)	なし
6月24日(火)	なし
6月25日(水)	なし
6月26日(木)	97年GDP伸び。5.6%に下方修正。タイ。(1)
6月27日(金)	タイの外貨準備5月に10%減少。(3)
6月28日(土)	タイのノンバンク16社営業停止に。当局、優良5社と合併強制。(8)
6月29日(日)	なし
6月30日(月)	なし

(注) ()内の数字は段数。

(出所) 日本経済新聞より筆者作成。

でタイ関連記事を見ると、愕然とする。タイの外為市場についての記事が、極めて乏しいのである。第3表には、日本経済新聞に掲載されたタイ関連記事をまとめた。

ファイナンシャル・タイムズは土曜日・日曜日が合併されて発行されるので、正確な意味での比較は難しいが、タイ関連の記事が掲載されなかったのは、5月・6月中に11発行日であった。日本経済新聞では、土日を一日と算定しても、29発行日についてタイ関連の記事がない。タイ関連の記事が掲載されたのは、26日間の朝刊、2日間の夕刊であったから、それを合計しても全期間の半数に満たない。第2表と第3表を比較すれば、その差は歴然としている。市場参加者が、ある確信を持って期待形成をしようほどの情報を、日本経済新聞から得ることはできないであろう。事前の期待を事後に修正し、さらに、新たな期待を確信にまで高めるためには、十分な数の反復が必要と考えられるからである。

5月下旬の日本経済新聞には、タイで進められていたファイナンス会社の整理統合についての記事がまったくなく、また、ファイナンシャル・タイムズ紙が5月30日に掲載した外貨準備減少の記事もない。6月19日のアムヌアイ蔵相辞任から翌日のパーツ急落、21日の新蔵相タノン氏就任と株式市場の反発、22日のノンバンク基盤強化に至る記事は、デバリュエーションの可能性を予測させ

るものというよりは、むしろ、国内の連鎖倒産を意味するとみられる「金融不安」を中心に報じられている。

2ヶ月間のなかで、タイの外為替制度について言及した記事は、5月15日の朝・夕刊、6月13日、19日、20日の朝刊、計5回しかない。6月21日、新蔵相にタノン氏が就任したことを報道した記事でも、タノン氏が横浜国立大学の卒業生であることは報じているが、ノンバンクの処理、不動産市場の負債一掃、外為制度改革などの具体的な政策課題については触れていない。

結論として、日本経済新聞を読んでいる限り、デバリュエーションの可能性を、かなりの信頼性を持って予測することは困難であろう、と思われる。

結び

「後発性のリスク」再論

個別企業のレベルでみると、リスクの存在は自明のこととして受け止められる。リスクが存在するからこそ、利益を獲得するチャンスが生まれる。利益を獲得している者は、リスクを侵してそれを手にしたとみなされる。そうした活動を意識的に行うのが、企業家であろう⁽²⁶⁾。

しかしながら、国家レベルでの議論には、リスクの側面が無視され続けてきたように思われる。

成功例のみに着目して後発性の利益を指摘することは、暗黙のうちにリスクの存在を軽視することにつながる。アジア諸国の工業化は、急速ではあるが、単線的あると言い切ることはできない。成長には屈折があり、また、政治組織の変容をも帰結するであろう。単純素朴な歴史認識が許されるのであれば、工業生産力を高めた新興工業国こそが、過去の世界大戦を先導したことすら想起される。そして、分断された国家が、新興工業国として依然アジアに存在することは、第二次世界大戦後に固有な要因である。

金融市場への情報供給

為替レート制度の変更といった週単位から月単位での期待形成に、ニュースが重要な役割を果たしている、という仮説は、実証されたとは言いがたい。ファイナンシャル・タイムズでは、頻繁にタイの外為制度変更が議論されていたが、日本経済新聞では2ヶ月間に5日間しか報道されていなかった。この事実を前提とするならば、タイ・パーツを売却したのは、ファイナンシャル・タイムズを読む英語を理解する為替トレーダーであって、日本語での情報に依存したトレーダーではないことを、次に実証する必要がある。しかしながら、現在、その点を実証する手段はない。

ニュースの影響を検討する作業からは、しかし、意図せざる発見があった。タイの金融・為替市場を理解するうえで、日本経済新聞は役に立たなかった、という事実である。日本において、グローバル・スタンダードを標榜した「金融ビッグバン」が叫ばれ、外為法が改正されるなかにあつて、日本を代表する「経済」新聞では、国際金融市場についての十分な情報を得ることができない。為替トレーダーの期待形成についての仮説を離れて、その重要性を鑑みるならば、「お粗末」と表現せざるを得ない⁽²⁷⁾。

この事実は、何故、大蔵省・日銀がアジアの通貨安定策に対して後手後手に回るのか、という疑問にも答えるものかもしれない。日本経済新聞が、タイ通貨危機に対する日本主導での200億ドル規模での金融支援を報じたのは1997年7月10日であったから、タイが変動相場制に移行して1週間で、文字通り「緊急」融資が決定されている。日本政

府の意思決定スピードは、遅いとは言えない。しかし、仮に、日本政府が本気でアジアの通貨安定を求めるのならば、何故同じことが5月、6月の時点で決定されなかったのだろうか。タイの外貨準備のピークは、1997年1月末の392億ドルという規模であったにもかかわらず、である。そこには、日本経済新聞を主たる情報源として政策運営の任にあたる官僚の姿があるのではないだろうか⁽²⁸⁾。

自由化を進めたアジア各国の金融市場について、どのような質の情報が供給されるかは、各国の金融業界の帰趨を決定づけるものとなる。「ウィンブルドン効果」が観察される事態になったとき、その主たる原因が、参加するプレーヤーの能力に求められることは明らかである。しかし、金融市場で生き残る能力を身につけるうえで、良質な情報源に囲まれていることは、自由な競争への参加者にとっての欠くべからざる大前提であるように思われる。そして、輸出代金決済を行う事業会社にとっても、その事情にかわりはないはずである。

注一覽

- (1) 本稿は、洞口[1998]の基礎となる研究であり、叙述は一部重複する。
- (2) 絵所[1997], 37ページ。後発性の利益を論じたガーシェンクロンの所説を提示している。
- (3) 山澤[1984], トラン・ヴァン・トゥ[1992], および、後者の書評として洞口[1994]を参照されたい。
- (4) クルーグマン(Krugman, [1994]), ヤング(Young [1992, 1994, 1995a, 1995b]), なお、全要素生産性について、ハルテン(Hulten, [1986])をも参照されたい。
- (5) 経済企画庁調査局編[1995]第3章, アダムス(Adams, [1995]), 小峰(Komine, [1998])を参照されたい。
- (6) 日本経済新聞, 1997年7月12日。記事は、タイで活動する日系輸出企業にとって通貨切り下げは増益要因、現地市場向け企業にとって減益要因として取材している。
- (7) 外国直接投資が急激に増加した場合、その受け入れ国においては、産業が外国に支配される、

- という危惧が抱かれる場合が多い。しかし、その危惧が現実になった事例は少ない。洞口 [1992] 第 5 章を参照されたい。
- (8) もちろん、冒険を好む経営者であれば、何らの予備知識なしに立地選択を行いうるであろう。ホンダが、自動車生産の集積の豊富なデトロイト周辺や、日系人向け需要の期待されるカリフォルニア州ではなく、オハイオ州を生産拠点として選択したことは、その例と言えるかもしれない。
- (9) 例を挙げれば、フィリピンのアラヤ財閥、インドネシアのサリム財閥、タイの CP (チャルンポーカバン、正大農業) グループなど枚挙にいとまがない。活発な研究報告が行われてきたのは、アジア経済研究所の学術雑誌『アジア経済』の誌上においてである。なお、タイにおける首都バンコクと地方との格差については、末廣 [1989] [1997] 参照。
- (10) 1996年には、総輸出の 4 % 弱をしめるエビに伝染病が発生し、数量ベースで前年度比マイナス 7.8% となったことは、経常収支赤字への追加的要素となった。東京三菱銀行『調査月報』No. 17, 1997年 8 月。
- (11) 小林 [1997]。
- (12) *Euromoney*, December 1997, 111~112 ページ。
- (13) バンコク日本人商工会議所 [1997] 243~246 ページ、および、タイ大蔵省のホームページ (www.mof.go.th) に掲載された営業停止となったファイナンス・カンパニー58社一覧による。
- (14) 河合 [1994] 第 2 章参照。
- (15) 入村 [1997], 10 ページ参照。
- (16) 『週刊東洋経済』1998年 2 月 7 日号。
- (17) 1998年 1 月 24 日読売新聞朝刊。
- (18) 1998年 1 月 25 日読売新聞朝刊。行天豊雄「両刃の米ドル連動」1998年 1 月 26 日読売新聞朝刊。
- (19) 1998年 5 月 21 日日本経済新聞夕刊。
- (20) 1998年 1 月 28 日読売新聞朝刊。
- (21) より厳密な議論は、前掲、河合 [1994] 第 3 章参照。入門書としては、河合・須田・翁・村瀬 [1993] が明快である。
- (22) *Economist*, November 1, 1997, 89 ページ。
- (23) クルーグマン (Krugman [1995]), 伊藤 [1997] を参照されたい。
- (24) 河合編 [1996] 参照。
- (25) 和田・木村 [1997] および *Business Week*, 1997年 2 月 24 日号。
- (26) 開発途上国における企業家活動の研究として、洞口 [1995] を参照されたい。後発性の利益を享受できる中小企業の存在は、限定されている。輸出を開始して、公的規制のもとにある金融機関にアクセスできることが、その一つの条件である。
- (27) 公平を期するために述べておくと、バンコク発・飯野克彦氏の署名記事が、タイ外為市場の不安定性を伝えてはいた。日本経済新聞に問題があるとすれば、むやみに多い学者へのインタビュー記事・学者の投稿記事であるのかもしれない。すべての記者活動にあてはまるとは言えないかもしれないが、取材によって経済活動の現場の声を伝えることよりも、著名な学者にインタビューすることに喜びとプライドを感じずる組織風土があるのではないか。いいかえれば、それは編集方針の問題でもあろう。
- (28) 誤解のないように付言すれば、大蔵省・日銀の国際金融担当者から、「そうではない」という反論を期待して、この一文を書いている。東南アジア各国の現地新聞に掲載された記事を迅速に入手する体制は、情報のインフラストラクチャーとして重要である。しかし、アジア各国の現地金融情報を迅速に翻訳する作業のためのコストは意外と大きい。大蔵省・日銀の官僚が、アメリカ・ヨーロッパを海外留学先として選定していることのコストが、ここにある。なお、本稿において、日本語と英語の新聞を選択したのもまた、筆者の能力の限界によるものである。タイの研究者からは、当然のごとく、ファイナンシャル・タイムズとタイ現地新聞における報道の質的差異についての無知を叱正されるであろう。

[参考文献]

- 伊藤成朗 [1997] 「『メキシコ型』通貨危機について」『アジア経済』第38巻第 2 号。
- 入村隆秀 [1997] 「タイの通貨制度はなぜ崩壊したか ①—通貨バスケット・ベッグ制度の功罪—」『国際金融』第992号, 9月15日。
- 絵所秀紀 [1997] 『開発の政治経済学』日本評論社。
- 河合正弘 [1994] 『国際金融論』東京大学出版会。

- 河合正弘 [1996] 『アジアの金融・資本市場－自由化と相互依存－』日本経済新聞社。
- 河合正弘・須田美矢子・翁邦雄・村瀬英彰 [1993] 『ゼミナール国際金融－基礎と現実－』東洋経済新報社。
- 経済企画庁調査局編 [1995] 『アジア経済1995』経済企画庁調査局。
- 小林俊之 [1997] 『タイの通貨不安発生の要因とその影響－外資依存型経済発展の光と影－』『国際金融』第993号, 10月1日。
- 末廣昭 [1989] 『バンコク:人口増加・経済集中・交通渋滞』大阪市立大学経済研究所編『世界の大都市⑥バンコク クアラルンプール シンガポール ジャカルタ』東京大学出版会。
- 末廣昭 [1997] 『タイ－農業農村社会から会社工場社会へ－』法政大学比較経済研究所・粕谷信次編『東アジア工業化ダイナミズム－21世紀への挑戦－』第3章, 法政大学出版局。
- トラン・ヴァン・トゥ [1992] 『産業発展と多国籍企業－アジア太平洋ダイナミズムの実証研究－』東洋経済新報社。
- バンコク日本人商工会議所編 [1997] 『タイ国経済概況 (1996/97年版)』盤谷日本人商工会議所。
- 洞口治夫 [1992] 『日本企業の海外直接投資－アジアへの進出と撤退－』東京大学出版会。
- 洞口治夫 [1993] 『企業の地域別分布と新規投資の動向』, 井澤直也・洞口治夫・青山和佳『発展途上国の雇用開発－フィリピン編－』第2部第2章, 日本労働研究機構。
- 洞口治夫 [1994] 『書評・トラン・ヴァン・トゥ著『産業発展と多国籍企業－アジア太平洋ダイナミズムの実証研究－』』『経済学論集』(東京大学) 第60巻第1号。
- 洞口治夫 [1995] 『フィリピンの地方都市における中小企業経営の特徴－セブ・ダバオの比較研究－』井澤直也・青山和佳・洞口治夫『発展途上国の雇用開発 (フィリピン)－質問紙調査編－』第2部, 日本労働研究機構。
- 洞口治夫 [1998] 『東南アジア諸国の金融・資本市場と直接投資』林直嗣・洞口治夫編著『グローバル・ファイナンス－大競争時代の国際ビジネスと国際金融－』第8章, 日本経済評論社。
- 山澤逸平 [1984] 『日本の経済発展と国際分業』東洋経済新報社。
- 渡辺利夫 [1982] 『現代韓国経済分析』勁草書房。
- 和田隆志・木村茂樹 [1997] 『タイ・パーツを巡る動き』『国際金融』第994号, 11月1日。
- Adams, G. R. [1995] "Perspectives on Economic Development in East Asia: The East Asian Development Ladder," *Sasin Journal of Management*, vol. 1, pp. 1-8.
- Dore, R. [1973] *British Factory-Japanese Factory: The Origins of National Diversity in Industrial Relations*, University of California Press, (山之内靖・永易浩一訳『イギリスの工場・日本の工場－労使関係の比較社会学－』筑摩書房, 1987年)
- Gerschencron, A., [1962] *Economic Backwardness in Historical Perspective*, chap. 1, The Belknap Press of Harvard University Press.
- Hulten, C. R. [1986] "Productivity Change, Capacity Utilization, and the Source of Efficiency Growth," *Journal of Econometrics*, vol. 33, pp. 31-50.
- Komine, T. [1998] "Currency Crisis and Financial Turmoil in Asia and the Potential for Future Growth," Working Paper, Economic Research Institute, Economic Planning Agency.
- Krugman, P. [1994] "The Myth of Asian's Miracle," *Foreign Affairs*, vol. 73, pp. 62-78. (邦訳「幻のアジア経済」『中央公論』1995年1月号)
- Krugman, P. [1995] "Dutch Tulips and Emerging Markets," *Foreign Affairs*, vol. 74, vol. 4, pp. 28-44.
- Solow, R. [1957] "Technical Change and the Aggregate Production Function," *Review of Economics and Statistics*, Vol. 39, pp. 312-320.
- Young, A. [1992] "A Tale of Two Cities: Factor Accumulation and Technical Change in Hong Kong and Singapore," NBER Macroeconomics Annual 1992, The MIT Press.
- Young, A. [1994] "Lessons from the East Asian NICs: A Contrarian View," *European*

Economic Review: Papers and Proceedings,
vol.38, no. 3 / 4 .

Young, A. [1995a] "The Tyranny of Numbers:
Confronting the Statistical Realities of the
East Asian Growth Experience," *NBER
Working Paper Series*, Working Paper No.
4680.

Young, A. [1995b] "The Tyranny of Numbers:
Confronting the Statistical Realities of the
East Asian Growth Experience," *Quarterly
Journal of Economics*, vol.110, no. 3 , pp.
641-680.