

**立教大学学術推進特別重点資金（立教 S F R）**  
**大学院生研究**  
**2008年度研究成果報告書**

<b>研究科名</b>	立教大学大学院 経済学 研究科 経済学 専攻		
<b>指導教員</b>	所属・職名		氏名
	経済学部 教授		黒木龍三 印
<b>自然・人文の別</b>	自然 ・ 0 人文	<b>個人・共同の別</b>	0 個人 ・ 共同 名
<b>研究課題名</b>	アジア通貨危機に際してのマレーシアの対応		
<b>研究代表者</b>	在籍研究科・専攻・学年		氏名
	経済学研究科経済学専攻 博士後期課程4年		内野好郎 印
<b>研究組織</b>	在籍研究科・専攻・学年		氏名
	個人研究		
<b>研究期間</b>	2008 年度		
<b>研究経費</b>	200 千円		

**研究の概要** (200~300字で記入、図・グラフ等は使用しないこと。)

アジア通貨危機に際し、インドネシアが IMF に支援を求めたのに対し、マレーシアは資本規制と固定相場制の導入で対応した。筆者はマレーシアの行った資本規制の功罪について、個別具体的な資本の流出入規制のメリット、デメリットといった観点分析をした。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異なること、しかしその背後には、「通貨投機」という共通の原因があることが分析を通じて明らかになった。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ことを明らかにした。

**キーワード** (研究内容をよく表しているものを3項目以内で記入。)

[通貨の攪乱性と不確実性の除去] [通貨危機と銀行部門の行動] [短期資本移動規制の有効性]

## 研究成果の概要 (図・グラフ等は使用しないこと。)

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、次に効果がなかった、あるいは効果があったかどうかわ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た。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も、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、多面的に検証した。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。(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。)

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ので、本国通貨が下落すると本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、本国通貨の価値を下落させるといって、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れ通貨と運用通貨、借入期間と運用期間の不一致といった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。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。

研究成果の概要 つづき

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た。

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。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発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。すでに見たように、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。

通貨危機や金融危機によって生じる銀行の不良債権の処理の方法として共通の方策があると思われる。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、にもかかわらず、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かったことである。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デルを別々に設立し、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デ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。

今回、駆け足であったが、マレーシアのクアラルンプールとインドネシアのジャカルタを訪問し、いくつかの銀行を回り、話を聴く機会を持つことができた。両国とも、今回の世界金融経済危機の影響を受けて、通貨は下落傾向にあるが、アジア通貨危機の時のような影響は受けておらず、欧米、日本をよそに、プラスの経済成長を保っている。こうした背景には、アジア通貨危機の経験が生かされており、通貨投機を防止する規制が尚、生きていたことがわかった。またマレーシアの場合は、イスラム金融の影響で、投機的な運用は抑制的であったことも付け加えることができる。今回ジャカルタ市内を見て驚いたのは、10年前に危機の影響で中断されていたビルがいくつも完成し、さらに新たな、オフィスが建築されていたことと、街中に旧正月を祝う中国語の看板が大きく掲げられていた事である。