

自由論題要旨: 東アジアの通貨動向とその要因

10年9月30日

1. 問題意識

97年夏に始まったアセアン諸通貨の動揺は、当初、すぐに終息するとみられた。しかし、韓国・ウォン、再びインドネシア・ルピアの急落を経て、東アジアの「通貨・金融危機」へと深化した。東アジアの経済動向は、貿易・投資を通じ日本の景気動向とも密接に関わっており、これら諸国の通貨減価を巡る要因を探ることは重要である。ただし、東アジアの通貨危機とは言われるが、いわゆる「Currency Crash」に分類されるのは東アジア主要国の半数程度であり、国・地域により減価の程度に差があると考えられる。なお、本稿では、アセアン4か国、アジアNIEs、中国の9か国・地域を対象とした。これら9か国で日本を除くアジア全体の経済規模のほぼ8割を占めること、今回のIMFの支援国が全て含まれることから、アジア全体の通貨動向の要因を見る際には十分なカバレッジを持つと考えられる。

2. 要因

東アジアを主なサブ地域に分けて、通貨動向を巡る要因をみる。まず、アセアン諸通貨の下落については、(1)自国通貨の対ドルレート維持に伴う通貨の過大評価、(2)通貨の過大評価による経常収支の赤字拡大、(3)高金利と固定的な為替レートによる資本の流入、(4)流入資本が生産的でない用途に使われたことによる金融不安、などが挙げられる。同様の要因をアジアNIEsの通貨動向についても検討すると、アジアNIEsでは、(1) 対外純債務の増大など構造的問題を抱える韓国、(2) 他国の為替や景気に影響されている台湾、シンガポール、(3) 金利上昇によって対米ドル・レートを維持した結果、実質実効レートが増価し、金利の上昇により地価・株価が下落した香港に大別できる。一方、中国では、90年代の資本流入の大半は直接投資であり、対外純債務は少ないことがわかった。

次に、各国・地域の対外純債務の状況を比較すると、アセアン諸国、韓国で高くなっている。また、流入残高のうち借入・証券投資の割合が高い国で通貨下落の程度も大きくなっている。韓国では、製造業向けの貸付割合が高く、過剰投資を行った財閥へ金融を付けていたと考えられ、モラル・ハザードが生じていた可能性がある。これを韓国と台湾の製造業の財務状況により検討する。韓国の方が台湾に比較して、資本に対する利益が薄く(ROAが低く)、利払い能力が脆弱である。

3. 推計

前項の要因に基づいて、アセアン4か国、アジアNIEs、中国の実質ドルレートの動向を、対外純債務(GDP比、米ドル建て)と実質内外金利差によって推計してみると、韓国、シンガポールの実質ドルレートは対外純債務(債権)と相関を持っている。また、インドネシアでも対外純債務が実質ドルレートの動きも説明する。この推計方法では、対外純債務の規模は直ちに実質ドルレートの減価をもたらすわけではないが、債務規模が過渡に大きくなれば

ば実質ドルレートの水準に影響を及ぼすことが分かる。特に、アセアン諸国同様、対外純債務(直接投資を除いた概念)が多かった韓国では現実の実質ドルレートの減価は早かれ遅かれ生ずる可能性があった。

一方、インドネシアを除くアセアン 3 か国では、対外純債務残高と実質ドル・レートの動きに相関がみられなかった。これは、アセアン諸国の多くで対ドルレートを維持する為替政策を長期間採ってきたことも影響していると考えられる。韓国、インドネシアでは米ドルへのペッグを放棄した 97 年後半以降、推計した実質ドルレートに現実の実質ドルレートが近づくように動いている。このように、対ドルレートを維持する為替政策は、対外純債務と実質ドルレートの相関を弱めたと考えられる。

もう一つの説明変数として用いた内外金利差は、台湾、香港及びシンガポールの実質ドルレートの動向と相関がみられた。香港では、米ドルに通貨を固定しており資本移動も自由であるため、実質ドルレートが内外金利差と相関を持つのは当然と考えられる。また、アセアン諸国では内外金利差が実質ドルレートの動きを説明しなかった。これは、金利の指標が資本流入を表すものとして適切でなかったためと考えられる。

4. 結語

以上を踏まえると、急激な資本流入(もしくは経常収支赤字の拡大)による対外純債務の増大が、通貨を動揺させ金融危機をもたらした要因と考えられる。ただし、アジア諸国の通貨変動が今回これほど大幅なものとなった理由として、(1)韓国の場合のように非効率な投資が高金利に引きつけられた海外からの資本流入によってファイナンスされ、金融不安が生じたこと、(2)今回大幅な通貨減価に見舞われた国では、短期的には多額の債務の返済期限が迫っていたこと、等を考慮すべきであろう。このように、対外純債務の規模だけでなく、債務の長短構成等にも注目することが、今回の東アジアの通貨動向を捉えるうえで欠かせないと考えられる。

(渡部 良一)