

井系の信託銀行は、2002年に設立された三井トラストファイナンシャルグループの傘下に、2000年に三井信託（1924年創業）と中央信託（1962年創業）が合併して誕生した中央三井信託銀行と1995年創業のさくら信託銀行（2002年三井アセット信託銀行、2007年中央三井アセット信託銀行）がある。

三井住友ファイナンシャルグループは、2002年に既存の子会社との間で持株会社を設立した。三井住友ファイナンシャルグループの持株会社化により、子会社の再編等機動的な経営が可能となった。三井住友ファイナンシャルグループは子会社の再編だけにとどまらず、日本総研ホールディングス等を吸収合併するなど、積極的な経営を行っている。

参考文献・資料

朝日新聞，1997年版～2006年版

『金融検査マニュアル』：<http://www.fsa.go.jp/manual/manualj/yokin.pdf>

日本銀行，日本銀行政策決定会合議事録（1998年度分）

日本経済新聞，1997年版～2006年版

日本産経新聞，1997年9月26日朝刊

金融庁 HP：<http://www.fsa.go.jp/index.html>

日本銀行 HP：<http://www.boj.or.jp/>

預金保険機構 HP：<http://www.dic.go.jp/>

服部泰彦[拓銀の経営破綻とコーポレートガバナンス]、『立命館経営学』（2003年）所収

第3章 アジア通貨危機とその伝播

本章では、世界的な金融不安の引き金の1つとなったアジア通貨危機について述べる。1997年7月にタイでの通貨下落を皮切りにアジア通貨危機が発生し、アジア各国は変動相場制を導入せざるをえない状況に追い込まれた。このアジア通貨危機はアジア域内にとどまらず、ロシア、中南米へ伝播した。アジア通貨危機の影響で短期資金が急速に引き上げられ、IMFの緊急融資を受ける状況へ追い込まれた国もあった¹⁶⁾。

16) 以下、本節で利用するデータは、国際通貨基金（IMF：International Monetary Fund）の国際金融統計（IFS：International Financial Statistics）、各省庁公表データ及び日本経済新聞掲載データである。

第1節 アジア通貨危機の経過とその背景

アジア通貨危機とは1997年7月よりタイを中心に始まった、アジア各国の急激な通貨下落（減価）現象である。この現象は東アジア、東南アジアの各国経済に大きな悪影響を及ぼした。狭義にはアジア各国通貨の暴落のみをさすが、広義にはこれによって起こった金融危機を含む経済危機を指す。

1993年「東アジアの奇跡」と世界銀行からレポートされたアジア諸国の多くは、アジア通貨危機以前はドルと自国通貨の為替レートを固定するドルペッグ制¹⁷⁾を採用していた。この頃まではドル安で比較的通貨の相場は安定していた。この時期、先進諸国では低金利と景気低迷の状態にあった。一方、アジア諸国は固定相場制の中で金利を高くして誘導して利ざやを求め外国資本の流入を促し資本を蓄積する一方で、輸出需要で経済成長するという成長システムを採用し、順調な経済成長を遂げていた。中でもタイはこのパターンの典型であった。

アジア通貨危機の発端となったタイでは、1993年にBankok International Banking Facilities (BIBF) と呼ばれるオフショア市場¹⁸⁾が設立され、多額の短期資本が流入した。BIBFでは国内金融取引に適用される預金準備率、金利、為替管理などの規制が外されるほか、通常、収益に対して30%である税率を10%に引き下げた税法上の優遇措置が取られていた。このように、規制緩和により投資機会が拡大したことと実態はドルペッグであることから為替リスクが低いと投資家から判断されたことにより、先進諸国からの投資が増加した。また、これらの資本流入に伴う外貨準備の増加を不胎化政策によって相殺した結果、国内金利が上昇し、さらに投資を呼び込んだと考えられる¹⁹⁾。この時点でのタイへの資本流入の対GDP比は50%程度であった。

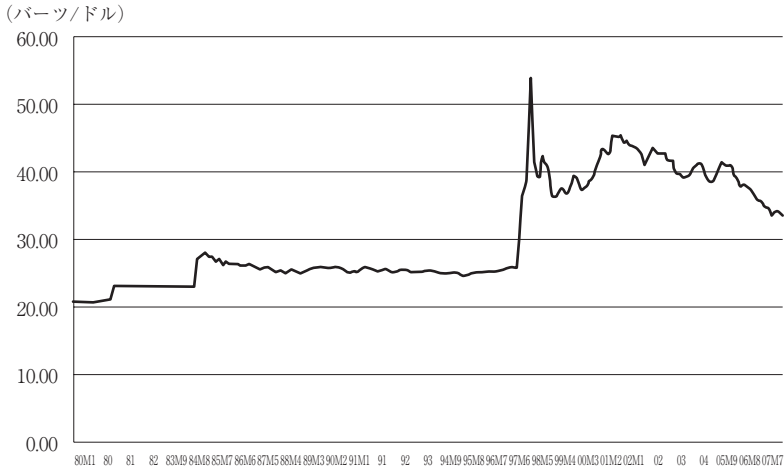
しかし、アジアの国際分業体制は1992年以降の中国の改革開放政策の推進により構造的な変化が生じており、東南アジアに展開していた日系、欧米系企業の多くがより人件費の安い中国への生産シフトを強めていた。1990年代のタイ経済はそれまで年間平均経済成長率9%を記録していたが、1996年に入るとその成長も伸び悩みを見せ始め、1996年、タイは初めて貿易収支が赤字に転じた。さらに、1995年以降アメリカの経済政策として「強いドル政策」が採用され、ドルが高めに推移するようになった。これに連動して、アジア各国の通貨が上昇（増価）した。その結果、それまで経済成長を遂げていたアジア諸国の輸出は伸び悩み、これらの国々に資本を投じていた投資家らは経済成長の持続可能性に疑問を抱くようになっていった。

17) 名目上異なっても実態がドルペッグである場合を含む。

18) 自由な国際資本取引を促進するために、主として非居住者間の資金の貸借を金融規制、税制面で優遇した市場。

19) 一般に、ドルペッグ政策が為替リスクを軽減させたとされているが、高木[2003]では、「ドルペッグ政策が為替リスクの軽減を通じて資本流入を増大させた（原文より）」という議論が誤りであるとしている。

図表 3-1 タイバーツの対米ドルレート



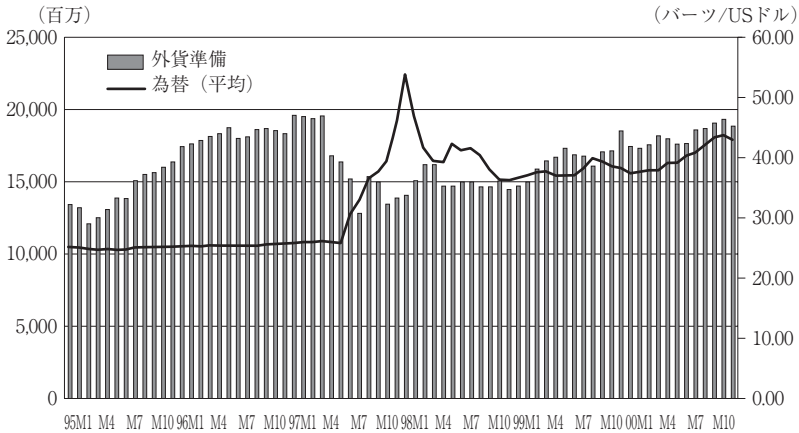
このような状況に際し、ヘッジファンドは、アジア諸国の経済状況と通貨の評価にズレが生じ通貨が過大評価され始めていると考えた。そこで、ヘッジファンドは通貨の空売りを仕掛け、買い支えることができないアジア各国の通貨は変動相場制を導入せざるをえない状況に追い込まれ、通貨価格が急激に下落した。

タイバーツは、1980年代後半には平均でおよそ1米ドル26.04バーツであり、1990年代前半には平均でおよそ1米ドル=25.39バーツであった。1997年5月14日、15日にヘッジファンドがバーツを売り浴びせる動きが出た。5月当時の為替レートは、1米ドル=25.87バーツであった。これに対して、タイ中央銀行は通貨引き下げを阻止するため外貨準備を切り崩して買い支え、バーツのオーバーナイト借入れレートを25%~3000%に高めるなどの非常手段を用いて対抗した。6月30日には、チャワリット・ヨンチャイユット首相が通貨切り下げをしないことを宣言した。この時点での為替レートは1米ドル=25.79バーツであった。しかし、再びヘッジファンドによる空売り攻勢が始まり、1997年7月2日にバーツとドルのベッグ制を取りやめ変動相場制に移行した。それまで1米ドル=25バーツ程度であった為替レートが一気に1米ドル=29バーツ台にまで下がり、7月末には1米ドル=32.07バーツまで急落した。

この通貨危機を乗り切るため、1997年8月に国際通貨基金 (International Monetary Fund, IMF) へ支援の要請をし、IMF から40億米ドル、世界銀行から15億米ドル、アジア開発銀行から12億米ドル、日本から40億米ドル、中国、オーストラリア、香港、マレーシア、シンガポールからそれぞれ10億米ドル、韓国、インドネシア、ブルネイからそれぞれ5億米ドル、計172億米ドルの資金援助が決定した。

IMF 支援の条件として

図表 3-2 タイの外貨準備高と対米ドルレートの動き



出所) International Financial Statistics 国際金融統計。

- ① 経常収支を黒字にする
- ② 財政収支を黒字にする
- ③ インフレ率を一定率にするべく金融政策を行う
- ④ 外貨準備を積み増す
- ⑤ 金融改革を行う

などがタイに課された。具体的には、経常収支はGDP比で1997年は5%、1998年は1%にすること、財政収支黒字化のためには付加価値税の引き上げや公共料金等の値上げ、歳出削減を行うことが課せられた。インフレ率の目標値は、1997年は9.5%、1998年は5%と定められた。金融改革では、経営難になった金融機関の閉鎖などが盛り込まれた。IMFは、チャワリット政権から1997年11月にチュアン政権に代わると1998年2月に1998年度の財政見通しをGDPに対して1%相当の黒字の確保からGDPに対して2%相当の赤字を許容する条件に緩和したほかバーツが適切なレンジ内で安定することを条件に金利引き下げを認めるとし、財政・金融の引き締め策を見直した。しかし、信用を失ったバーツの下落は止まらず、為替レートは危機前1米ドル=25.78バーツだったが半年後1998年1月には1米ドル=53.81バーツまで落ち込んだ。

また、タイ証券取引所(SET)の時価総額指数であるSET指数は357.13(1997年の最高値は858.97、史上最高値は1994年の1753.73)まで下落し、1998年には危機後最安値である207.31(史上最高値の11.8%)を記録した。それまで対外資金によってファイナンスされていた不動産バブルの崩壊に加え、IMFが融資条件として課した政府支出の削減と利率の引き上げが景気後退期における総需要をさらに減少させた。このため、それまで好景気であったタイ経済は崩壊し、タイ国内では企業の倒産やリストラが相次ぎ、失業者が増加した。

第2節 アジア諸国経済へのインパクト

1997年7月、タイがそれまで採用してきた実質的な米ドルペッグ制を放棄し、変動相場制へ移行しバーツを切り下げた。この影響はタイだけにとどまらず、周辺のアジア諸国へと波及し、東南アジアや東アジアの多くの通貨も大幅に減価した。とくにインドネシア及び韓国の経済は大きな打撃を受けた。マレーシア、フィリピン、香港はある程度の打撃を被り、中国と台湾は直接の影響はなかったものの前述の国々と関連して影響を受けた。日本に関しては融資の焦げ付きが多発し、緊縮財政とタイミングが重なった結果、1997年と1998年における金融危機の要因の1つとなったと考えられる。また、新興国における通貨不安はアジア地域にとどまらず、1998年8月17日から始まるロシア財政危機、1999年1月ブラジル通貨危機など同様の混乱をまねいた。

それまでに先に挙げたアジア諸国に投下されていた外貨資金が、通貨危機により急激に流出したため、アジア諸国の経済は自国通貨ベースでの対外債務の急増と企業債務の増加、銀行資産内容の悪化（とくに不良債権の増加）と信用収縮などの要因により深刻な打撃を受けた。とくにファンダメンタルズの悪化に直面したタイ、インドネシア、韓国の3カ国がIMF等からの国際的支援を求めることとなった。

また、このアジア諸国を襲った通貨危機については、外資や輸出に依存したアジア固有の体質が問題の原因であるとのとらえ方が、当初は一般的であった。しかし、1998年にロシア、ブラジルに通貨危機が伝播するとアジア固有の問題ではなく、既存の国際通貨体制が内包する問題であると考えられるようになっていった。そのため、国際通貨体制の再構築、国際緊急融資制度の見直し、短期資本移動規制とヘッジファンド規制、民間金融機関関与などの必要性が広く認識されるようになっていく。

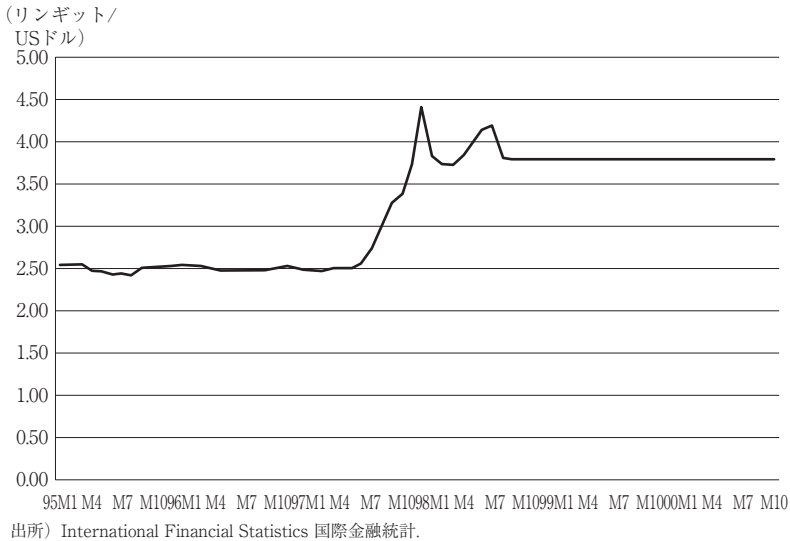
さらにIMFがこれら国々の個別事情を十分に考慮せず厳しい緊縮財政や金融政策を求めたために急激に経済を縮小させ、かえって危機を深刻化させたとの批判も強い。本節では、タイに端を発した通貨危機がアジア諸国でどのような影響を与えたかについて述べる。

(1) マレーシア

タイで通貨危機が発生するとそれはすぐにマレーシアにも伝播した。通貨危機が生じる前のマレーシアでは、1989年に外資の流入が始まり、タイ同様、外国短期資本が多く流入していた。一方で、マレーシアは1997年までにGDPの6%にも及ぶ負債を抱えていたため、ファンダメンタルズは良好とは言えなかった。

1997年7月にタイバーツに続き、マレーシアの通貨リングットもヘッジファンドによる空売りの攻撃を受けた。マレーシアはリングットを防衛することはできず、8月17日、管理された変動相場制（事実上の固定相場制）から変動相場制へ移行した。この間、1997年初めに1米ドル=2.5リングット程度だったレート

図表 3-3 リンギットの対米ドル為替レートの動き



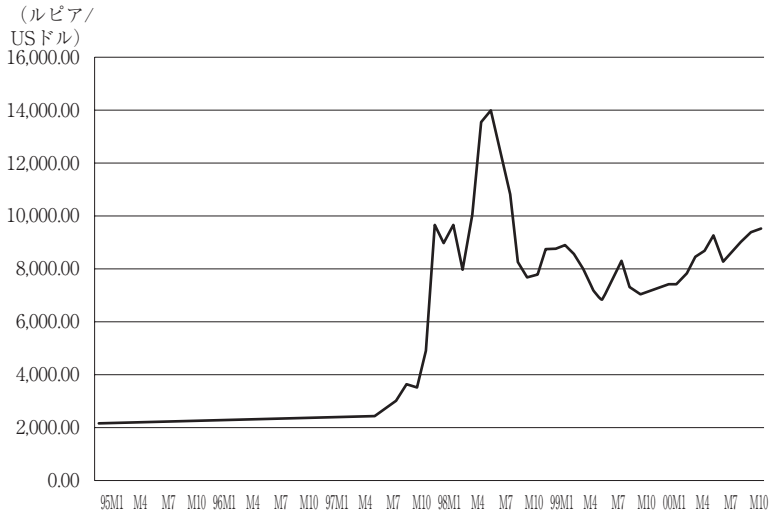
が年末には1米ドル=3.89リングgit程度とおよそ50%減価した。そして、このリングgitの減価を受け、スタンダード・アンド・プアーズによるマレーシアの国債格付けが下がった。さらに1週間後には、マレーシア最大のメイバンクの格付けも下げられたため、クアラルンプール証券取引所は1993年以来の最大の856ポイントもの落ち込みを記録した。

一旦、減価は止まったものの、10月2日には再びリングgitが下落し、マハティール首相は資産のコントロールを発表した。しかし、マハティール首相が経済建て直しのため道路・鉄道開発、パイプライン計画を発表した1997年末には再三のリングgit値下がりがあった。翌1998年9月、リングgitはドルペッグ制へ移行し、1米ドル=3.8リングgitとなった。これらの再生計画にもかかわらず、1998年度は経済が落ち込み、GDPは6.5%下がった。

(2) インドネシア

アジア通貨危機で大きな被害を受けたとされるインドネシアでは、タイで発生した通貨危機の影響は、すぐにはあらわれなかった。インドネシアもタイと同様、外国資本を積極的に受け入れており、1990年に流入が始まっていたが、もともとインドネシアは金融事情も良好で、通貨危機が発生した1997年以前には200億ドル以上の外貨準備があり、貿易面でも90億ドル以上の貿易黒字を計上していた。さらにインドネシアはタイと異なり、緩やかなインフレーションを見せていたため、ファンダメンタルズの点からも大きな問題は少なかった。そのため、他のアジア諸国が大きな被害を受けた1997年7月には通貨危機に陥ることはなかった。さらに、インドネシアの企業はドル建てで資金調達をしていたため、ド

図表3-4 インドネシアルピアの対米ドル為替レートの動き



出所) International Financial Statistics 国際金融統計。

ルの上昇も当初は経済にプラスに作用していた。

1997年6月のルピアの対ドル為替レートは1米ドル=2,446.59ルピアであり、6月までの過去1年間の平均為替レートは1米ドル=2,386.86ルピアであった。7月に通貨危機がタイで発生した際の為替レートは、1米ドル=2,518.30ルピアと大きな変動はなかった。しかし、同月にタイがバーツを変動相場制へ移行したとき、インドネシアの通貨局はインドネシア通貨、ルピアの変動幅を8%から12%に拡大した。8月14日にルピアは変動相場制へ移行したが、ドル建ての負債を抱えた民間企業によるドル買い需要と当時発生していた自然災害の被害の拡大に対する懸念からルピアが急落した。8月の時点で1米ドル=2,800.37ルピアと徐々に値下がりをはじめ、1998年1月には1米ドル=9,662.50ルピアまで下がった。

このような状況の中、インドネシアのマリ・モハマド蔵相は1997年10月8日にIMF等に金融支援を求める方針を明らかにし、10月31日にはIMFから100億米ドル、世界銀行から45億米ドル、アジア開発銀行から35億米ドル、インドネシア政府緊急準備金から50億米ドルを拠出することにより、総額230億米ドルの金融支援が大枠で合意された。さらに日本、シンガポール、米国等を含む162億米ドル第2線準備と合わせて、総額392億米ドルの支援の枠組みが固まった²⁰⁾。

この支援の際にIMFから課された条件は、

- ① 経常収支を黒字にする
- ② 財政収支の改善

20) 実際に第2線準備は、利用されなかった。

- ③ インフレ率をおさえる
- ④ 財政目標を達成するために金融政策の引き締めを行う
- ⑤ 外貨準備を積み増す
- ⑥ 金融改革を行う

である。経常収支はとくに目標値は定められなかったが、ある程度の黒字にすることを期待された。財政収支は、1998年にGDP比で3.2%の赤字を目標とされたが、その達成のためには消費税の引き上げや燃料価格の引き上げ、国家プロジェクト（開発プロジェクト）の停止等が行われる必要があった。燃料価格の高騰や食料品価格の高騰を受けて、インドネシア国内ではインフレーションが発生していたが、このインフレ率を1998年には20%以内、1999年には10%以内に収めることが要求された。さらに経営が健全ではない金融機関の閉鎖等の金融改革が課せられた。

この金融支援の決定により、1997年10月末に1米ドル=3,670ルピアだった為替レートは、11月3日に1米ドル=3,207ルピアまで回復した。しかし、スハルト政権は、11月2日、金融支援の合意からわずか2日で、IMF支援パッケージで停止されたはずの開発プロジェクトを復活させ、IMFとの関係を悪化させた。さらに支援パッケージに基づいて実行された金融再建のための金融改革が逆に金融不安を助長させる結果となり、ルピアは1998年1月には1米ドル=10,000ルピア割れまで暴落した。金融不安が拡大したため、日本を含めた諸外国による162億米ドルもの第2線準備のコミットメントやルピア防衛の協調介入も大きな効果をあげることはできなかった。

1997年7月にタイで通貨危機が始まったにもかかわらず、インドネシアにおいて11月に通貨危機が激しくなったのはインドネシアの企業の対策が遅かったためであると考えられる。インドネシアの企業は前述の通りドル建てで負債を建てていたため、1997年末にはルピア相場から見て借金が割高となった。さらにルピア相場が落ちることを恐れてドルを買い込む行動もルピア安を助長したといえよう。

また、1998年3月中旬に予定されていたIMFによる第2次融資30億米ドルがインドネシアの経済改革の進展が不十分であるとの理由で延期された。そのため、IMFとスハルト政権の関係はさらに悪化した。その後、スハルト政権はIMFの金融再建計画を無視して提案したカレンシーボード制を撤回し、IMFは支援条件を一部見直すなど両者に歩み寄りが見られた。そして、1998年5月から第2次融資が再開された。

通貨危機とIMFの支援条件に基づき燃料価格を引き上げたため、それまで緩やかなインフレーションであったインドネシア国内に急激なインフレーションを起こした。急激な食品価格の上昇や燃料価格の上昇が生じたため、1998年5月に生活に不安をもつ者たちによる暴動がジャカルタ市内で発生し、32年間にわたり独裁者としてインドネシアを支配していたスハルト大統領はインドネシア銀行の最高責任者を解任せざるをえなくなった。しかし、混乱は収まらず、結局ス

ハルト大統領は辞職し、ハビビ副大統領²¹⁾が新しく大統領に就いた。

日本はこの暴動の直後、1998年6月、日本輸出入銀行を通じて10億米ドルの融資を即時実行した。さらに1999年2月、「新宮澤構想」²²⁾の一環として総額24億米ドルの信用供与を決定する等、多額の金融支援を申し出た。世界銀行、アジア開発銀行等も「新宮澤構想」による日本の支援決定を受けて追加支援の方針をとることとなった。

インドネシアの事情を考慮しないIMFの支援に関しては批判が多い。IMFの支援計画は、経済面だけではなく、政治面に影響を与えることがあり、とくにインドネシアでは、IMFが政治的混乱を助長させたとされている。

(3) 韓国

タイ・インドネシアと並んでアジア通貨危機で大きな被害を受けた韓国は、1990年に外資流入が始まった。韓国は、他のアジア諸国に比べるとマクロ経済のファンダメンタルズが十分であったが、金融部門で不良債権を抱えていた。しかし、1997年1月に韓宝グループの倒産に始まり、多くの企業が倒産や事実上の倒産に追い込まれ、韓国経済は悪化していく最中であった。そのため、1997年7月にタイで通貨危機が発生するとそれは韓国にも伝播した。韓国では通貨危機の前、1997年6月までの1年間の平均で1米ドル=852.84ウォンであり、6月末で1米ドル=888.10ウォンであった。通貨危機が発生した7月の平均為替レートは890.50であり、タイでの通貨危機がすぐに伝播したわけではなかった。

しかし、1997年7月、起亜自動車の倒産など、さらに経済状態が悪化していったため、ムーディーズは、同月、韓国の格付けをA1からA3まで落とし、11月にはさらにBaa2にまで格を落としたことで、既に落ち込んでいた韓国の証券取引市場をさらに冷え込ませて韓国の経済を不振に陥れた。このため韓国は、デフォルト寸前の状況にまで追い込まれ、IMFの援助を要請する事態となった。12月末での為替レートは、1米ドル=1,695ウォンであった。韓国に対してIMFから210億米ドル、世界銀行から100億米ドル、アジア開発銀行から40億米ドルの計350億米ドル、第2線準備として、日本から100億米ドル、アメリカから50億米ドル、その他の国から合わせて80億米ドルの230億米ドルの支援が計画された。

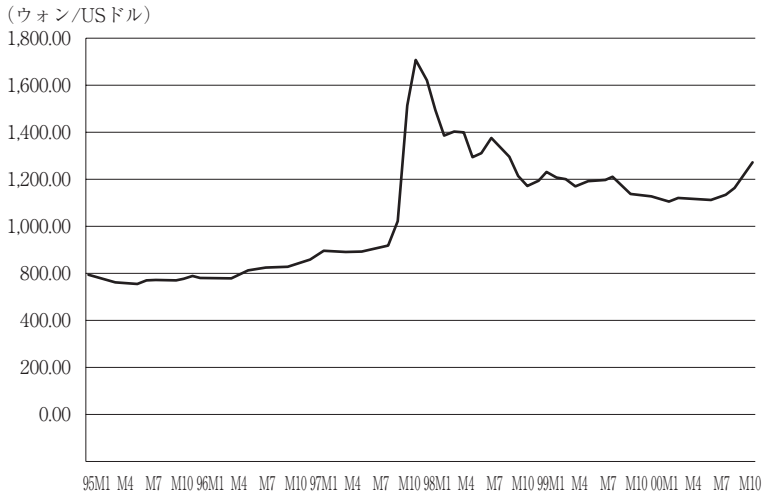
IMFの支援が決定したため、IMFが韓国の経済に介入し、タイやインドネシアと同様に

- ① 経常収支の改善
- ② 財政収支の黒字化

21) 1978年から1998年まで研究技術担当相であり、スハルト大統領が7期目についた3月に副大統領となった。

22) 「新宮澤構想」とは、「アジア通貨危機支援に関する新構想」として発表されたものであり、アジア諸国に対する中長期の資金支援やアジア諸国に対する短期の資金支援に関する方針である。詳しくは、財務省 <http://www.mof.go.jp/daijin/1e041.htm> 参照。

図表 3-5 韓国ウォンの対米ドルレートの動き



- ③ インフレを抑制する
- ④ 金融の引き締めを行う
- ⑤ 外貨準備を積み増す
- ⑥ 金融改革を行う
- ⑦ 市場の開放

が要求された。財政収支を改善するために財政支出の削減を行うだけでなく、石油税や所得税等の引き上げ、インフラに対する投資の削減が課せられた。また、インフレ率は5%程度に収めることが要求され、市場金利を引き上げるなどの金融引き締めが課せられた。さらに経営難に陥った金融機関の閉鎖などの金融改革に加えて、市場の開放のため現代グループなどに対して財閥改革が行われた。

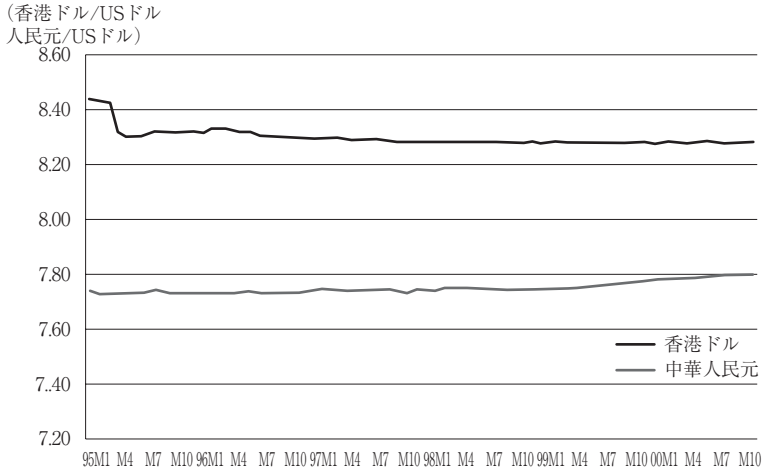
1997年7月以降、経済が悪化していた韓国では、IMFの支援の条件に沿って再生計画を進めたため、さらに経済が縮小していった。それまで経済成長が約10%であった韓国では、IMFの支援計画以降、3%まで落ち込み、1997年の経済危機は「朝鮮戦争以来、最大の国難」、「IMF危機」と呼ばれている。さらに、IMFの支援があったにもかかわらず韓国ウォンの為替レートはすぐには戻らなかった。

(4) 中国及び香港

中国本土と香港は、1国2体制をとっているため、通貨危機の影響が多少異なるが、どちらも他のアジア諸国に比べて影響は小さめであったといえる。

香港は、他のアジア諸国同様、通貨香港ドルを米ドルに固定していた。1997年7月以前の為替レートは1米ドル=7.75香港ドルであった。香港にも通貨危

図表 3-6 香港と中国の対米ドル為替レート



機は伝播し、香港ドルも10月に打撃を受けた。しかし、香港金融管理局は10億米ドル以上を投入して香港ドルを守り、変動相場制への移行を回避した。しかし、香港の株式市場は不安定になり、10月20日から23日までの間にハンセン指数は23%まで下がった。一方、8月までに翌日物金利は8%から23%まで上げられた。香港は単なるドルペッグ制ではなくカレンシーボード制を採用していた。そのため、香港ドル発行の際には米ドルの裏付けが必要であった。香港ドルの大量の売りがあると香港ドルは米ドルへ交換され、結果的に市中に出回る香港ドルの流通量が少なくなり、翌日物金利が上昇し、金利上昇により売りが耐えられなくなるといったメカニズムが働いていたのである。このため、香港ドルは切り下げを行う必要がなく、その影響は他のアジア諸国に比べて軽微であった。

この時期、中国では外国企業の進出が多く、金融システムにも問題があったにもかかわらず、国内全体の預金がほとんど国内口座にあった上、厳しい規制があったため、あまり影響を受けなかったとされる。とくに海外資本のみならず、国内資本の自由な移動も規制されている段階であったことと外国為替(対人民元相場)が事実上のドルペッグであったにもかかわらず、為替取引に関する事前申請制を採用していたことが、アジア通貨危機の影響を緩和したと言えよう。1997年当時、中国がどのタイミングで人民元の切り下げを行うかに多大な関心が集まっていたが、結局切り下げは行われなかった。このとき、他のアジア諸国同様、中国が切り下げを行っていたら通貨危機はさらに拡大していた可能性もある。

(5) 日本

日本は他のアジア諸国と異なり変動為替制度を採用していたため、通貨切り下

図表 3-7 日本円の対米ドル為替レート



げは行われなかった。この時期の日本の為替レートは通貨危機が起こる直前の6月末で1米ドル=114.40円であり、通貨危機が発生した7月の平均で1米ドル=115.16円であった。

日本では経済恐慌などの危機は発生しなかったが、他のアジア諸国に比べると大きな経済力を持ち、アジア諸国へ工業製品を輸出する産業が多かったため、大口取引先であるアジア諸国での通貨危機発生による経済縮小の影響を受けた。また、バブル崩壊後、回復途上にあった日本経済であったが、橋本龍太郎政権の緊縮財政や金融危機にアジア通貨危機が追い討ちをかけて、1998年には実質マイナス成長に転じた。この時期の為替レートは、1998年1年間の平均で1米ドル=130.91円であり、とくに8月に平均で1米ドル=144.66円まで円安が進行した。

(6) その他

アメリカでは1997年10月27日、アジア経済への不安からダウジョーンズの工業株価指数は554ポイント(7.2%)の株価下落を記録した。ニューヨーク証券取引所は短い間ながら取引を停止するなど、タイで端を発した通貨危機はアジアを超えて影響を与えていった。

以上のようにアジア諸国では、通貨危機の影響が経済面だけではなく政治面にもあらわれ、インドネシアのスハルト政権やタイのチャワリット・ヨンチャイユット内閣を崩壊させる結果となった。さらにIMFが融資の条件として景気後退期に緊縮財政や高金利政策を課したことが危機をより深刻なものとしたとの評価もある。このため、投資家に東南アジア経済に対する不安感を抱かせ、投資対

象としての通貨危機の影響の少なかった中国が注目されるようになった。また、ユーロダラーは「質への逃避」を起こし、新興市場への不信任からロシア財政危機、ブラジル危機をも招いた（第3節参照）。

第3節 ロシア、中南米への「伝播」

タイから始まったアジア通貨危機は、近隣のアジア諸国に多大な影響を及ぼした。しかし、この影響はアジアだけにとどまらず、アジア通貨危機により新興市場への不信任が増大した。そのため、投資家が質への逃避を起こし、ロシア財政危機、ブラジル危機を引き起こし世界へと伝播していった。

(1) ロシア

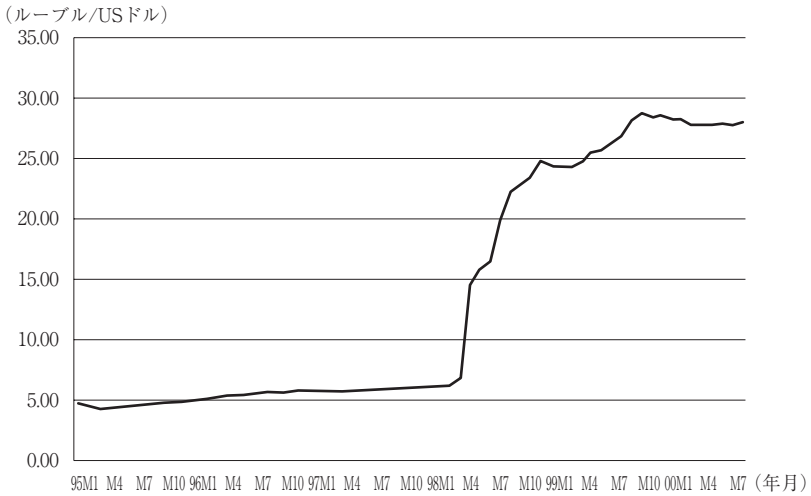
ロシア財政危機とは、ロシアの財政が悪化したところへアジア通貨危機の余波も受けて発生した債務不履行（デフォルト）並びに一連の経済危機を指す。狭義には、1998年8月17日にキリエンコ政府並びにロシア中央銀行が発表した対外債務の90日間支払停止とルーブル建て短期国債の債務不履行、これに起因するルーブル下落、キャピタル・フライトなどの経済的危機を指す。広義には、それ以前から各種の要因でロシアの財政がひっ迫し、債務支払い停止を経て資本の流出、ルーブルの下落を見たロシア国内の経済混乱、並びに金融不安に伴う株価下落、投資方針を量から質へ転換した資本の移動、ヘッジファンドの倒産など世界経済が受けた影響を指す。

ロシアの貿易は、輸出の80%を天然資源（石油、天然ガス、金属、木材）に依存していた。このような天然資源による貿易は、世界経済の状況に影響されやすく、世界的デフレで当時物価が下落しつつあった状況下で財政は悪化しつつあった。とくに原油価格の下落に伴い、輸出原油からもたらされる税収が減少したことがロシア政府の財政を極度に悪化させることになった。

経済状況の悪化を反映してルーブルも下落し、また、ロシア国内での脱税が蔓延して政府の収入が減る一方であったため、賃金、年金、各種サービスへの支払いなどに充てる財源にひっ迫するようになり、結局、ロシア政府はこれらの支払いを一時停止や現物支給を行うなどして凌いでいた。このような状況の中で1997年7月通貨危機が発生した。通貨危機が発生した7月は、1米ドル=5.79ルーブルであり、とくに大きな下落は見られなかった。しかし、1998年に1米ドル=6ルーブル台になり、8月の支払い停止の影響もあり、8月末に1米ドル=7.91ルーブルであった為替レートが、9月には平均で1米ドル=14.53ルーブルまで下落した。

財政がひっ迫していたところにアジア通貨危機の余波を受けて世界の景気が後退し、主要輸出品の価格が下がったことがロシア経済の悪化に拍車をかけた。また、アジア通貨危機により投資家の安全指向が高まり質への逃避が発生し、金利は高いがリスクも高いロシア関連株よりも安全な米国債等への資金の移動が起

図表 3-8 ロシアルーブルの対米ドル為替レート



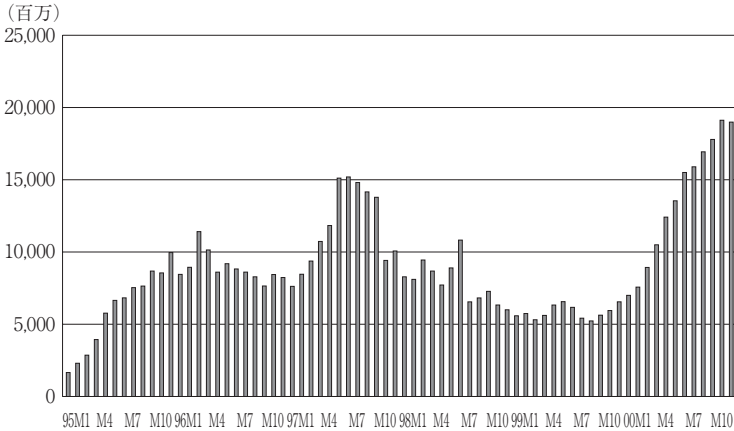
こったことが、さらにロシアの事態を悪化させた。そして、ロシアが一時的な混乱から直ぐに回復すると見たアメリカのファンド、LTCMの予想を裏切り、事態が悪化していった。そのため、多大な損失を被ったLTCMが倒産の危機に陥り、これも金融危機を拡大した（第4節参照）。

ロシアの財政悪化により賃金支払いを受けられず困窮した炭鉱労働者は、1997年夏にシベリア鉄道を封鎖し、ロシアは数週間にわたって分断された。彼らは賃上げ要求に加えて、エリツィン大統領らの辞任も要求した。これを受けてエリツィン大統領は、1998年3月23日にチェルノムイルジン首相とその閣僚を突然罷免し、政治危機が高まった。チェルノムイルジン首相に代わり、エリツィン大統領はセルゲイ・キリエンコを首相代行に指名した。しかし、35歳と若いことと実績が乏しいことから、ロシア議会では2度、拒絶された。結局、エリツィン大統領と議会の対立状況が1ヵ月続いた後、4月24日ようやく議会はキリエンコを承認した。

キリエンコ首相代行は、議会で承認されると、すぐにルーブルの下落を防ぐべく、内閣を組織した。新興財閥（オリガルヒ）も為替レート維持の姿勢を見せるキリエンコ首相代行を支持した。そして、資本の流出を止め、投資家を引きつけて国債を消化させるために、150%の超高金利政策を打ち出した。しかし、アジア通貨危機を経験した投資家は既に質への逃避を起こしていた。また、原油価格の低迷からロシア財政改善の兆しも見えず、結局、資本の流出は止められなかった。この状況で、ロシアは、1998年中頃にはルーブルを買い支える資金がなくなった。

ロシアの財政危機を解決するには、資金注入だけでは不足であることは明白で

図表 3-9 ロシアの外貨準備高



出所) International Financial Statistics 国際金融統計.

あったが、同時にIMFの援助なしでは、エリツイン政権はもはや維持できない状態であった。1998年にアメリカのファンドであるLTCMがロシア財政危機の影響で倒産していたこともあり、ルービン米財務長官は、ロシアの崩壊から世界金融市場へ波及し世界恐慌に陥ることを恐れ、1998年7月13日に226億ドルの緊急支援を承認した。

もちろん、この救済処置をもってしてもロシアの財政事情は好転しなかった。1ヵ月当たりの債務利払いが同じ月の歳入を上回ることが明らかになり、IMFの援助があったにも関わらず資本流出は続いた。一旦おさまっていたルーブルの下落が、数週間後には再び始まり、ロシアは再び財政危機に陥った。結局、ロシア政府は、負債の利子を返すために、新たに負債をせざるをえなくなったが、危機的状況にあるロシアに資金を貸し付けるにあたって、貸し手はリスクに見合ったより高い金利を要求するようになった。そのため、さらなる財政負担が増えていった。

1998年8月17日、キリエンコ政権とロシア中央銀行は、対外債務の90日間支払い停止とルーブル建て短期国債（1998年8月19日から1999年12月31日までに償還期限が到来するもの）の債務不履行を発表した。同時に債務を整理及びルーブルの引き下げを行って鎮静化を図ろうとした。しかし、ロシア国民がルーブルを米ドルに代えようとしたため、ルーブルは下落を続けた。

ロシアが資本主義体制へ移行した直後、ロシアの銀行の多くは海外から米ドル建てで資金の調達を行っていた。そのため、ルーブルの暴落によりこの資金の返済が困難となり銀行破綻が発生した。この破綻により、欧米の債権者も大きな損失を被った。結果、キャピタル・フライトが発生し、資本は急速にロシアより流出した。ロシアの経済はその後、2003年からの原油価格の上昇により、貿易収支が改善するまで経済停滞を迎えることとなった。

(2) ブラジル

1997年7月から始まったアジア通貨危機及び1998年8月のロシア危機以降、経常赤字と財政赤字が拡大したブラジルからも海外資金の流出は起こった。ブラジルはロシアを含むエマージング市場が収縮し、短期資金が急速に引き揚げられ、レアルは下落圧力に晒された。ブラジルでは、1998年にはGDP比で約8%の財政赤字やGDP比で約4%の経常赤字を計上しており、レアルは割高であると言われてきた。しかし、ブラジル中央銀行は自国の短期金利を引き上げるなどの高金利政策と外貨準備を取り崩すことにより通貨防衛を行い、通貨価値の安定を図ってきた。そのため、為替レートの水準は維持されていたが、ブラジルの外貨準備は、1998年には400億米ドル台にまで減少した。これらの政策により、ブラジルの経常収支はさらに悪化した。また、急激な金利の上昇により、国内産業は経営環境が悪化し、国内経済は急速に縮小した。

ブラジルは、アルゼンチンなど周辺4カ国で自由貿易を取り決めたメルコス（南米南部共同市場）の創設以降、域内諸国との密接な経済関係を結んできた。そのため、アルゼンチンの貿易の約30%がブラジルとの取引であり、ブラジルに経済危機が発生すると南米、とくにアルゼンチンに大きな影響があることは明らかであった。

南米経済が破綻をすると1980年代の債務危機から復活し、1990年代以降、投資を行ってきた欧米諸国にとって大きな損失となるため、経済混乱の危機を回避することが重要課題とされた。対応策として、米国の信用収縮を避けるために連邦準備局（Federal Reserve Board, FRB）は金利の追加利下げをし、IMFを中心に緊急融資を実施した。

IMFとアメリカは、1998年11月、総額415億ドルのブラジル支援パッケージを決定した。この支援を受ける条件として、他のアジア諸国と同様に緊縮財政や金融の引き締め等が課された。

しかし、1999年1月6日、ミナス・ジェライス州フランコ知事は90日間の対連邦債務の返済停止を通告したため、海外投資家は再び資金を一斉に海外に逃避させ始めた。この影響で外貨準備は360億米ドルまで落ち込んだ。1999年1月13日、ブラジル政府はレアルを9%切り下げ、為替変動レンジを1米ドル＝1.20～1.32レアルに拡大した。この通貨切り下げの責任をとり、フランコ中央銀行総裁が辞任した。しかし、この切り下げでは対応しきれず、1月15日にレアルの変動相場制への移行を正式に発表した。1998年12月末時点で1米ドル＝1.21レアルであったが、翌月の1999年1月には平均で1米ドル＝1.51レアルまで下落した。

このような混乱を受けて、1999年1月、英米系の格付け会社フィッチIBCAはブラジルの外貨建長期国債の格付けをダブルB マイナスからシングルBに引き下げた。また、レアル建の長期国債もダブルB マイナスからシングルBに引き下げた。シングルBの格付けを受けたことでブラジルの国債は、投資不適格な信用度の低い高利回り債とされた。ブラジル国債の格付けが引き下げられたた

め、レアルの為替相場はさらに下落し、1998年1年間の平均で1米ドル=1.16レアルであったが、1999年1月末には1米ドル=1.98レアルを記録した。また、ブラジル中央銀行が資本の流出入の規制等を含めた為替管理を導入すると市場が判断したため、さらに資本の流出が進んだ。

さらに、ブラジル政府が1990年に一度銀行口座凍結を実施していたことから、再び銀行口座凍結が行われるのではないかと懸念が高まり、1月29日、サンパウロ、リオデジャネイロなどの主要銀行では取り付けが発生した。これに対して、カルドゾ大統領は同日、為替管理や口座凍結の実施を否定し、マラン蔵相も債務返済問題で、従来の方針に変更がないことを強調した。しかし、29日には1ドル=2レアルを割り込み、ブラジル経済は混乱した。2月1日、ブラジル中央銀行は、オープン金利を39%としたがレアルの下落を止めることはできなかった。これらの混乱の責任をとるため、2月2日には、ロペス中央銀行総裁は更迭され、後任にフラガが中央銀行総裁となった。この中央銀行総裁交代の期待から、1米ドル=1.74レアルと一旦は上昇したが、再び下落を始めた。

3月4日、ブラジル中央銀行はこれまで41%としてきた金利の上限を撤廃し、短期金利を39%から45%に引き上げるがその効果は少なく、レアルは、1999年3月には1ドル=2.15レアルまで下がった。

1999年3月、ブラジルとIMFは経済計画を修正し、ブラジルはさらに49億米ドルの支援を受けた。ブラジルでは、この間、金利は一時少し下がったものの高止まりしている。企業が資金調達コストの上昇のため、新規設備投資を抑制した結果、実体経済が悪化し、経済の停滞を招いた。さらに、経済が縮小するにつれて失業率の上昇や社会不安が発生してきた。高金利政策は、国内債務の支払負担を増大させることになり、さらなる悪影響や対外債務のデフォルトが懸念されていた。また、為替レートが不安定であるため、輸入インフレの可能性もあった。

ブラジルでの通貨危機により、経済は混乱したが、ブラジル経済の回復は、他のアジア諸国に比べると速かった。為替レートは、1998年から1999年にかけて大幅に下落したが、ブラジル通貨危機が発生した1999年の経済成長率はプラス成長であり、その後も着実に成長していった。また、レアルの切り下げに対してインフレ率は低く抑えられていた。1998年に流出した資本も、1999年には戻ってきており、1999年の資本収支は165億米ドルの黒字であった。ブラジルでの通貨危機及びその後の経済混乱が短期間で収束したのは、ブラジルのファンダメンタルズが、他のアジア諸国と比べて比較的良好であったためであると考えられる。

第4節 LTCMの経営破綻

LTCMとは、Long-Term Capital Managementの略称で、アメリカ合衆国コネチカット州に本部のあったヘッジファンドである。LTCMはソロモン・ブラザーズで活躍していた債券トレーダーのジョン・メリウエザーの発案により設立

され、1994年2月24日に運用を開始した。このファンドはFRB元副議長であるデビッド・マリンス、ブラック＝ショールズの公式²³⁾を完成させ、1997年にデリバティブの価格付け理論によってノーベル経済学賞を受けたマイロン・ショールズやロバート・マートンらの著名人が取締役会に加わっていたことから「ドリームチームの運用」と呼ばれた。

LTCMは、設立当初より12億5,000万米ドルを世界各国の証券会社・銀行などの機関投資家、富裕層から集めた。メリウエザー自身は25億ドルの資金を集めることを目標としていたが、この募集金額は、ファンド設立時のものとしては史上最高額となるものであった。また、香港土地開発局、シンガポール政府投資公社、台湾銀行、バンコク銀行、クウェート国年金基金、イタリア銀行などもLTCMに投資を行っていた。日本では住友銀行が1億ドルを投資していた。さらにハリウッドエージェントのマイケル・オピッツ、ナイキのCEOであったフィル・ナイト、ベア・スターンズCEOのジェームズ・ケインなど著名人やセント・ジョーンズ大学、イエシバ大学、ピッツバーグ大学などの大学も多額の資金をLTCMに提供した。

LTCMの投資方針は特定の市場や国に攻撃を仕掛けるのではなく、市場に対して中立的な立場をとるものであった。流動性の高い債券がリスクに応じた価格で取引されていない事実に着目し、実力と比較して割安と判断される債券を大量に購入し、反対に割高と判断される債券を空売りしていた。LTCMはコンピュータを用いて多数の銘柄について自動的にリスク算出し、判断を行って発注するシステムを構築した。また、個々の取引では利益が少ないため、発注量を増やし、レバレッジを効かせて利益の拡大をはかった。設立から1998年半ば頃までは、ファンドの運用は順調であった。当初の投下資金は4年間で約4倍に達し、平均年間利回りは40%を超えた。結果、LTCMが運用する資金は、1,000億米ドルを超えるまでになった。その後、流動性の高い債券市場だけではなく、1995年にはM&A、1996年には金利スワップ取引、1997年には株式やモーゲージ取引のように、低流動性かつ不確実性が高い市場取引にも参入していった。

LTCMは、1997年前半までの運用では成功をおさめていたが、1997年7月に発生したアジア通貨危機、及び1998年に発生したロシア財政危機により、運用状況が悪化した。1997年のアジア通貨危機により、投資家は新興国への投資を控えるようになっており、さらにロシアが債務不履行を宣言したことにより、新興国の債券・株式は危険であるという認識が投資家の間に急速に広まり、結果、これらの投資家が投資資金を新興国の債券・株式市場から引き揚げて先進国へ移す、すなわち「質への逃避」に走ったことが原因と考えられる。しかしLTCMは、このような市場の混乱は数時間から数日のうちに収束し、いずれ新興国の債

23) 1973年にフィッシャー・ブラックとマイロン・ショールズが共同で発表した理論。この公式はヨーロッパ・コール（プット）・オプション（満期日にのみ権利を行使できるオプション）のオプション・プレミアムを求めている。

権・株式の買い戻しが起こること予想した。そのため、それに応じたポジション、すなわち、先進国の債権を空売りし、新興国の債券を買い増しするポジションをとった。これは「ブラック＝ショールズの公式」に基づいた考えであったが、これらの経済危機によって生まれた投資家のリスクに対する不安心理は収まらず、むしろますます新興国からの資金引き上げを加速させていったため、先進国の債券を空売りし、新興国の債券を買い増していた LTCM の経営は深刻な状態となった。

LTCM の資産総額が下がり始めてから約8ヵ月の間で1994年の運用開始時点の額を下回り、1998年9月18日ごろには崩壊寸前であることが明らかとなった。LTCM の運用は破綻していたが、LTCM は欧米の金融機関から投資された1,000億米ドルもの資金を運用しており、さらには1兆米ドルにもものぼる取引契約を世界の金融機関と締結していた。そのため LTCM が崩壊すると、アジア通貨危機やロシア財政危機といった経済危機により不安定となっていた金融市場にさらなる影響を与え、恐慌への突入も危惧された。また、LTCM の運用成功を見た多くの金融機関が LTCM の運用手法を模倣しており、これらの金融機関も多大な損失を抱えている状況であった。

一私企業の救済は自由経済の原則に合わないと考えられるにもかかわらず、金融危機の回避のため、ニューヨーク連邦準備銀行の指示により LTCM に資金を提供していた15銀行が LTCM に資金を融通し、当面の取引を執行させて緩やかに解体させることにした。アラン・グリーンズパン FRB 議長の指示により、短期金利の連邦準備（FF）レートを1998年9月からの3ヵ月間で3回引き下げるといった対応をとり、LTCM 破綻危機により拡大した金融不安の沈静化を図った。このような FRB の素早い対応により、金融危機は免れた。ただし、この救済融資は、融資先がヘッジファンドという従業員個人の能力が財産であるという性格の社団であるため、日銀特融のような単純な緊急融資ではなかった²⁴⁾。

参考文献・資料

日本銀行、日本銀行政策決定会合議事録（1998年度分）

金融庁 HP：<http://www.fsa.go.jp/index.html>

日本銀行 HP：<http://www.boj.or.jp/>

『日本経済新聞』1997年～1998年朝刊。

伊藤隆敏、トーマス カーギル、マイケル ハッチソン（北村行伸監訳）[2002]、
『金融策の政治経済学』、東洋経済出版社。

IMF Press Release：1997年、No. 97/37、97/50、97/55。

24) パートナー（運用者）らは、返済まで3年間は退職することは許されず、ボーナスや運用報酬はほとんどゼロという契約を結んでいる。LTCM に対する36億米ドルの緊急出資のうち、9割が1999年中に返還された。