

# 東アジアの通貨動揺に関する 理論的・実証的考察 (2)

— インドネシア・ルピアの事例を中心に —

岡 田 義 昭

- 1 はじめに
- 2 理論的枠組み
  - a 多期間開放マクロ経済モデル
  - b 二期間モデル
  - c 対外債務のマクロ動学モデル
  - d 動学的安定性
  - e サステナビリティ
- 3 インドネシアの通貨・金融問題
  - a 理論的インプリケーション
  - b 開発政策と対外債務
  - c 金融システム
  - d 通貨動揺
- 4 結 び

## 1 はじめに

1980年代後半以降、東アジア地域は世界経済の「成長センター」として刮目されてきた。しかしながら、1997年7月に至り、タイ・バーツが膨大な通貨投機にみまわられて、それまでの通貨バスケット・ペッグ制を放棄し、変

動相場制へ移行したことを契機に、その後、マレーシア・リングギ、インドネシア・ルピア、フィリピン・ペソ、シンガポール・ドル、台湾ドル、韓国ウォンなど、東アジアの通貨の対外価値はいずれも軒並み伝染病的 (contagious) にならないしはドミノ現象的に下落し、さらにタイ、インドネシア、韓国は、国際流動性不足から IMF を中心とする金融支援を受けることとなった。また、香港ドルの米ドル・ペッグ制放棄や、中国人民元の再切下げなどの憶測も未だ完全に拭い去られたとは言い難い。かくして、1980年代後半から1990年代にかけて「奇跡的」と呼ばれるほどの高成長を実現し、「アジア・ユーフォリア」を謳歌した東アジア地域は、今日では通貨動揺、株価下落、金融システム不安、クレジット・クランチによって、各国とも潜在成長力の下方修正を余儀なくされている。さらに一部では、1980年代に中南米諸国やサブサハラ・アフリカで経験した「失われた10年」(a lost decade for development)<sup>1)</sup>を、東アジア地域に重ね合わせ始めている。

ところで、こうした一連の事象に対して共通して言えることは、

- ・積極的な経済開発政策と外国資本の導入・対外債務の累積
- ・経常収支赤字幅の拡大と短期資本の大幅流入
- ・現地金融機関の資産の不良債権化とバランスシート悪化
- ・維持可能性 (サステイナビリティ) への懸念
- ・国際的銀行信用の収縮と流動性不足

という図式である。そこで本稿では、特に IMF の緊急支援を受けたインドネシアの事例を取り上げて<sup>2)</sup>、東アジア諸国全般に共通する今回の通貨動揺に関する問題点を理論的・実証的に整理してみたい<sup>3)</sup>。

〔注〕

- 1) 「失われた10年」の原因ならびにその影響や対応に関する分析としては、寺西 (1995)、第6章、木下 (伊藤 (1992) 所収)、クルグマン / オブズフェルド (1996)、第23章を参照。
- 2) インドネシア・韓国と並んで今回 IMF の支援を受けたタイについては、既に岡田 (1998) で議論している。

- 3) 本稿は、本稿脱稿時 (1998.4.10) までの東アジアの通貨・金融市場での展開をベースに検討を加えている。

## 2 理論的枠組み

ここで、インドネシアの通貨・金融問題を検討するにあたっての分析フレームワークを設定しよう。

### a 多期間開放マクロ経済モデル<sup>1)</sup>

我々の小国経済は、 $t$ 期において ( $t \in [0, T]$ )、外生的に与えられる世界利子率  $r$ <sup>2)</sup>の下で一種類の貿易財・サービスを生産・消費するものとする。またこの経済における代表的主体は完全予見であるものとし、さらに時間に関して分離可能な効用関数を  $U(\cdot)$  (但し  $U' > 0, U'' < 0$ )、生産関数を  $F(\cdot)$  (但し  $F' > 0, F'' < 0$ )、主観的な割引率を  $\beta$  ( $0 < \beta < 1$ )<sup>3)</sup>、生産を  $Y_t$ 、消費を  $C_t$ 、投資を  $I_t$ 、資本ストックを  $K_t$ 、政府支出を  $G_t$ 、経常収支を  $CA_t$ 、対外純債権を  $B_t$  とそれぞれする。すると、この代表的主体の予算制約式は次のように書ける。

先ず、経常収支に関しては、

$$(1) \quad CA_t = B_{t+1} - B_t = Y_t + rB_t - C_t - G_t - I_t$$

但し、 $Y_t = F(K_t), I_t = K_{t+1} - K_t$

となるが、これはさらに

$$(2) \quad (1+r)B_t = C_t + G_t + I_t - Y_t + B_{t+1}$$

と書ける。また、

$$(3) \quad B_{t+1} \\ = (C_{t+1} + G_{t+1} + I_{t+1} - Y_{t+1})/(1+r) + B_{t+2}/(1+r)$$

であるが、これを(2)式に代入すれば、

$$(4) \quad (1+r)B_t = (1/(1+r))^0(C_t + G_t + I_t - Y_t) \\ + (1/(1+r))^1(C_{t+1} + G_{t+1} + I_{t+1} - Y_{t+1}) \\ + (1/(1+r))^1 B_{t+2}$$

となり、したがって繰返し代入によって

$$(5) \quad (1+r)B_t = \sum_{s=t}^{t+T} (1/(1+r))^{s-t}(C_s + G_s + I_s - Y_s) \\ + (1/(1+r))^T B_{t+T+1} \\ \text{但し, } T > 0$$

となるから、最終的に

$$(6) \quad \sum_{s=t}^{t+T} (1/(1+r))^{s-t}(C_s + I_s) + (1/(1+r))^T B_{t+T+1} \\ \leq \sum_{s=t}^{t+T} (1/(1+r))^{s-t}(Y_s - G_s) + (1+r)B_t \\ \text{但し, } T > 0$$

という予算制約式を得る。したがって、この経済の代表的主体は、(6)式の制約条件の下で

$$(7) \quad U_t = \sum_{s=t}^{t+T} \beta^{s-t} U(C_s)$$

を最大化するよう行動する。これを解くには、ラグランジュ関数  $V_t$  を

$$(8) \quad V_t = \sum_{s=t}^{t+T} \beta^{s-t} U(C_s) + \lambda \left\{ \sum_{s=t}^{t+T} (1/(1+r))^{s-t} (F(K_s) - G_s) \right. \\ \left. + (1+r)B_t - \sum_{s=t}^{t+T} (1/(1+r))^{s-t} (C_s + I_s) \right. \\ \left. + (1/(1+r))^T B_{t+T+1} \right\}$$

と置いて、 $K_{s+1} = K_s + I_s$  に留意しつつ、(8)式にクーン=タッカーの定理を適用すれば<sup>4)</sup>、 $s = t, t+1, \dots, t+T$ として

$$(9) \quad U'(C_s) = (1+r)\beta U'(C_{s+1})$$

$$(10) \quad F'(K_{s+1}) = r$$

$$(11) \quad \sum_{s=t}^{t+T} (1/(1+r))^{s-t} (F(K_s) - C_s - I_s - G_s) + (1+r)B_t \\ - (1/(1+r))^T B_{t+T+1} = 0$$

という1階の条件を得る。さらに、

$$(12) \quad B_{t+T+1} = 0 \quad (\text{横断条件})$$

という最終期  $T$  の条件も併せて得る<sup>5)</sup>。

## b 二期間モデル

前節で展開した多期間モデルの特殊ケースとして、二期間モデルを見てみよう。二期間の場合、 $B_1 = B_3 = 0$  ならびに  $K_3 = 0$  (すなわち  $I_2 = K_3 - K_2 = -K_2$ ) であるから、代表的経済主体の最大化問題は、

$$(13) \quad \begin{aligned} \text{Max}_{(C_1)(C_2)} U &= U(C_1) + \beta U(C_2) \\ \text{s.t. } C_1 + I_1 + (C_2 + I_2)/(1+r) \\ &= Y_1 - G_1 + (Y_2 - G_2)/(1+r) \end{aligned}$$

で表される。したがって、

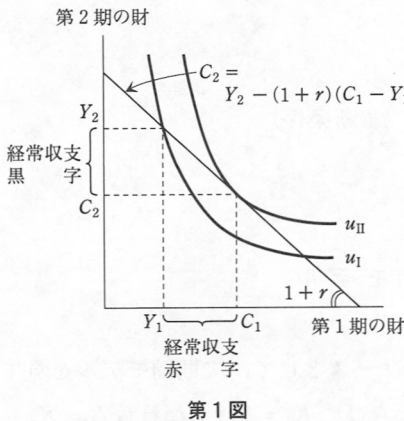
$$(14) \quad \begin{aligned} \text{Max}_{(C_1)(I_1)} U(C_1) + \beta U[(1+r)\{F(K_1) - C_1 - G_1 - I_1\} \\ + F(I_1 + K_1) - G_2 + I_1 + K_1] \end{aligned}$$

を解けば、

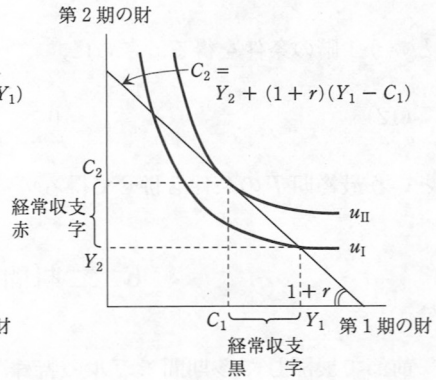
$$(15) \quad U'(C_1) = (1+r)\beta U'(C_2)$$

$$F'(K_2) = r$$

という1階の条件を得る。これは前節で導いた(9)式・(10)式の結果と本質的には同じである。これを図示すれば第1図・第2図のごとくである。但し、簡単化のために、 $G_s = I_s = 0$  ( $s = 1, 2$ ) と置き、さらに生産面を捨象している。



第1図



第2図

かくして、第1期で経常収支赤字 = 対外借入れ (ないしは経常収支黒字 = 対外貸付)、第2期で経常収支黒字 = 対外債務返済 (ないしは経常収支赤字 = 対外債権回収) とした時の方がそうでない場合より効用が高くなることが解る。

### c 対外債務のマクロ動学モデル<sup>6)</sup>

次に、対外債務の維持可能性 (sustainability) の検討のために、対外純債務累積の動学プロセスを組み込んだ以下のような小国の債務・為替レート of 動学体系を考える。

先ず、名目民間アブソープションを  $A$ 、名目租税を  $T$ 、名目政府支出を

$G$ , 名目対外純債務残高を  $D$ , 名目非投資収益経常収支を  $X$ , 実質利子率を  $r$ , 自国通貨建実質為替レートを  $e$  とすれば,

$$(16) \quad \text{GDP} = A(\text{GDP} - T, r, D) + G + X(e)$$

但し,  $A_{\text{GDP}-T} > 0, A_r < 0, A_D < 0, X_e > 0$

となる。ここで,  $A_D < 0$  であるのは, 対外純債務残高の増加は逆資産効果を通じてアブソープションを減少させることを意味し, さらに  $X_e > 0$  はマール＝ラーナーの条件が満たされていることを意味する。

次に, 民間アブソープション  $A$  は名目値で, 可処分所得  $\text{GDP} - T$ , 対外債務  $D$  もそれぞれ名目値ゆえ, 民間アブソープション関数  $A$  が  $\text{GDP} - T, D$  に関してゼロ次同次であるとすれば, それぞれ  $a \equiv A/\text{GDP}$ ,  $\tau \equiv T/\text{GDP}$ ,  $d \equiv D/\text{GDP}$ ,  $g \equiv G/\text{GDP}$ ,  $x \equiv X/\text{GDP}$  と置いて, (16)式はさらに

$$(17) \quad 1 = a(\tau, r, d) + g + x(e)$$

但し,  $-1 < a_r < 0, a_\tau < 0, a_d < 0, x_e > 0$

と書ける。また, 名目対外純債務残高  $D$  の単位時間当り増減額  $\dot{D}$  は,  $i$  を名目利子率とすれば,

$$(18) \quad \dot{D} = -X + iD$$

であるが,  $v$  を実質 GDP 成長率,  $p$  を GDP デフレーターの変化率とすれば,  $\dot{\text{GDP}}/\text{GDP} = v + p$  であるから,

$$(19) \quad \dot{d} = \dot{D}/\text{GDP} - (v + p)d$$

であり, したがって(18)式は

$$(20) \quad \begin{aligned} \dot{d} &= -x + (i - p - v)d \\ &= -x + (r - v)d \end{aligned}$$

と書ける。但し、実質利子率  $r \equiv i - p$  である。さらに、リスク・プレミアムを  $\phi(d)$  とすると、

$$(21) \quad \dot{e}/e = r - r^* - \phi(d)$$

但し、 $\phi_d > 0$

なる金利平価条件式が得られる<sup>7)</sup>。ここで、 $r^*$  は外国の実質利子率を表す。

これらを纏めると、我々は以下のような小国開放マクロ経済の動学方程式体系を得る。

$$(22) \quad \begin{cases} 1 = a(\tau, r, d) + g + x(e) \\ \quad \text{但し、} -1 < a_\tau < 0, a_r < 0, a_d < 0, x_e > 0 \\ \dot{d} = -x + (r - v)d \\ \dot{e}/e = r - r^* - \phi(d) \\ \quad \text{但し、} \phi_d > 0 \end{cases}$$

#### d 動学的安定性<sup>8)</sup>

ここで、(22)式に関し、累積債務国がサステイナブルであるための必要条件である動学的安定性を検討しよう<sup>9)</sup>。

以下、分析の便宜上、完全雇用を仮定し、且つ実質 GDP は外生的な成長率  $v_0 (\geq 0)$  で増加するものとする。また、初期時点において、この国の経済は定常均衡状態にあり、したがって、

$$(23) \quad \begin{cases} x(e_0) = d_0 = 0 \\ 1 = a(\tau_0, r_0, 0) + g_0 \\ r = r_0^* + \phi(0) \\ g_0 = \tau_0 \end{cases}$$



であるものとする。この時、動学方程式体系(22)式を初期時点の定常均衡解の近傍でテイラー展開して一次の項のみを取ると、

$$(24) \quad \begin{bmatrix} \dot{d} \\ \dot{e} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} a_d + (r_0 - v_0), & -x_e \\ -e_0(\phi_d + a_d/a_r), & -e_0 x_e/a_r \end{bmatrix} \begin{bmatrix} d - d_0 \\ e - e_0 \end{bmatrix}$$

を得る。この動学体系が安定的であるための1つの十分条件は、(24)式の行列  $A$  の行列式が負であることである<sup>10)</sup>。すなわち、

$$(25) \quad \det. A = (-e_0 x_e/a_r)(r_0 - v_0 + \phi_d a_r + 2a_d)$$

において、 $-e_0 x_e/a_r > 0$  であるから、

$$(26) \quad r_0 - v_0 < -(\phi_d a_r + 2a_d)$$

が安定条件であると言える。ところで、(26)式の右辺は必ず正の値をとるから、このことは、実質利子率  $r_0$  が実質成長率  $v_0$  を下回るか、あるいは実質利子率が実質成長率を上回ってもその差がそれ程大きくなければ、当初の定常均衡解は動学的に安定である、すなわち、対外純債務残高/GDP 比率は時間の経過とともに累積的に拡大・発散することはないということを意味している。そして、国内アブソープションの逆資産効果 ( $a_d < 0$ ) や実質利子率の変化に対する感応度 ( $a_r < 0$ ) (の絶対値) が大きく、且つリスク・プレミアムの債務残高効果 ( $\phi_d > 0$ ) が大きければ大きい程、動学的安定条件は満たされ易くなるのが解る。逆に、対外債務残高や実質利子率が変化しても、それに対して国内アブソープションやリスク・プレミアムが余り感応しなければ、動学的安定性は満たされ難くなる。

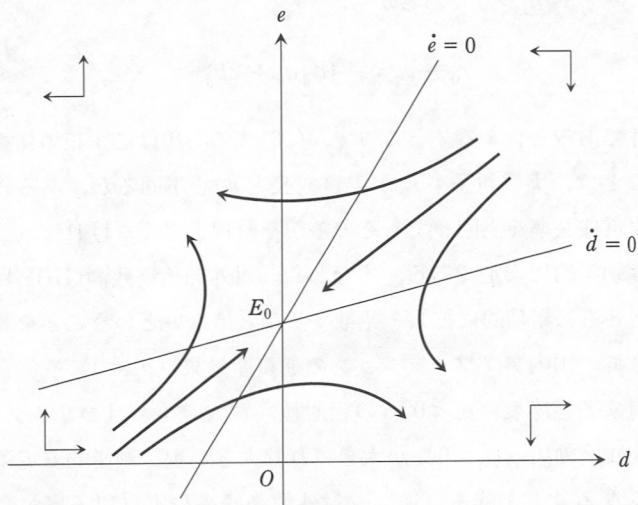
次に、こうした小国マクロ経済体系の動学経路を  $e-d$  平面の位相図を用いて表現してみよう。 $\dot{e} = 0$  スケジュールの傾きは、

$$(27) \quad de/dd|_{\dot{e}=0} = (\phi_d a_r + a_d)/(-x_e) > 0$$

によって、右上がりであることが解る。他方、 $\dot{d} = 0$  スケジュールに関しては、

$$(28) \quad de/dd|_{\dot{d}=0} = (r_0 - v_0 + a_d)/x_e \cong 0$$

から、右辺分子の値の符号によっては右上がりにも右下がりにもなり得るが、仮にそれが右上がりであっても、 $x_e > 0$  で且つ(26)式から  $r_0 - v_0 + a_d < -(\phi_d a_r + a_d)$  であるゆえ、常に  $\dot{e} = 0$  スケジュールの傾きの方が  $\dot{d} = 0$  スケジュールの傾きよりも大きくなることが解る。ここで  $r_0 - v_0 > -a_d (> 0)$  のケースを図示すれば、第3図の如くである。



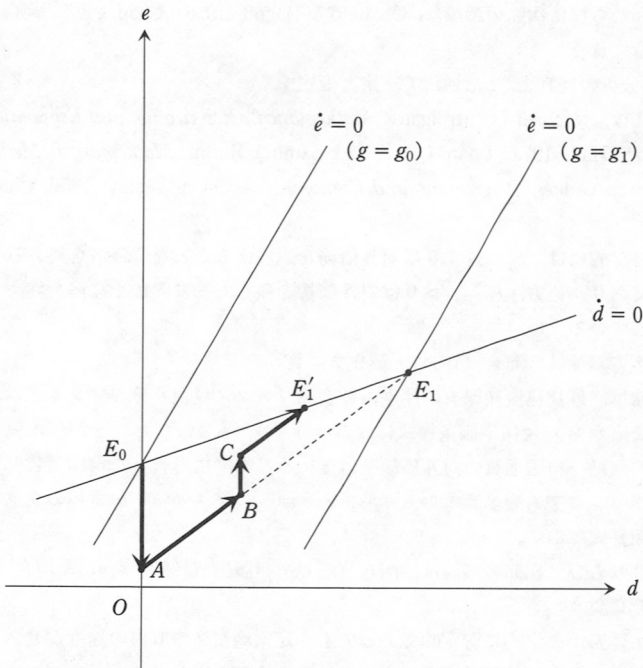
第3図

### e サステイナビリティ

対外債務の維持可能性（サステイナビリティ）とは、現行の政府当局の経済政策と民間経済主体の期待・行動とを所与とした時、対外純債務の累積残高

の拡大が持続し得るかどうかということである。もし対外純債務残高が拡大する過程で、政策の大幅な変更や民間部門の期待・行動の大幅な修正が必要とされるならば、それはもはや維持可能ではないということである。これを先のモデルに即して言えば、ある時点でリスク・プレミアム関数  $\phi(d)$  が予期されずに上方シフトした場合であり、それは、対外純債務の累積増が実質 GDP に比して過大と判断されることにより、自国通貨の対外価値下落というリスクに伴う一層大きなリスク・プレミアムが突如として要求されることに基づく。

このことを、先の第3図を用いて第4図で示してみよう。例えば自国政府の財政支出が  $g_0$  から  $g_1$  に増大する場合を考えると、(17)式から為替レート



第4図

$e$  は下落 (すなわち増価) し、経常収支が赤字化することによって財サービス市場は均衡を回復するから、経済は  $E_0$  から  $A$  に移る。ところで、経常収支の赤字は(20)式から対外純債務残高を (したがってその GDP 比率  $d$  を) 増加させるから、経済は  $A$  から新たな定常均衡状態  $E_1$  に向けて徐々に調整を始める。ここで  $E_1$  における対外純債務残高/GDP 比率  $d$  を過大であると民間経済主体が判断すると、彼等はこれまでよりも大きなリスク・プレミアムを要求するであろうから (これはリスク・プレミアム関数  $\phi(d)$  の上方シフトを意味する)、実質為替レート  $e$  は大きく上昇 (すなわち減価) し、したがって経済は  $B$  から  $C$  にジャンプし、その後  $E_1$  とは別の均衡点  $E'_1$  に向けて移行する。かくして最終的には市場が許容し得る対外純債務残高/GDP 比率が実現される。

〔注〕

- 1) 本節ならびに次節の議論は、Obstfeld & Rogoff (1996), Chap.1 & 2, 河合 (1994), 第2章に負う。
- 2) 3) 分析の便宜上,  $t$  を通じて一定と仮定する。
- 4) 例えば, Michael D. Intriligator, *Mathematical Optimization and Economic Theory*, Prentice-Hall, 1971, Chap.4 ないしは Samuel Karlin, *Mathematical Methods and Theory in Games, Programming and Economics*, Addison-Wesley, 1959, Chap.7 等を参照。
- 5) 経済学的には,  $B_{t+T+1} < 0$  は対外債務を返済することなく経済を終えることを意味しており, 他方,  $B_{t+T+1} > 0$  は対外債権を残したまま同じく経済を終えることを意味している。
- 6) 以下の議論は, 河合 (1994), 第9章に負う。
- 7) 通常は, 外貨建資産保有に伴う為替変動リスクに見合う分のプレミアムが要求されることから, 金利平価条件式は  $\dot{e}/e = r - r^* + \phi(d)$  となるが, 本稿では対外債務累積増 → 自国通貨の対外価値下落というリスクに見合った自国通貨保有に伴うリスクプレミアムを考えているから,  $\dot{e}/e = r - r^* - \phi(d)$  が本稿の文脈での金利平価条件式である。
- 8) 本節ならびに次節の議論は, 河合 (石見 / 伊藤編 (1990) 所収), 河合 (1994), 第9章に負う。
- 9) 仮に体系が動学的に安定的であっても, 定常均衡値や収束の速度がサステナブルではないと市場が判断する場合も当然であろうが, 逆にサステナブルであるならば, その定義から (次節参照) 体系は必ず動学的に安定的となることが言える。

- 10) もちろん、行列式が正であっても、行列の対角和が負であれば体系は動学的に安定的である (岡田 (1973)「公共財供給の最適政策に関する動学理論」『経済学研究年報』No.13, pp.19-41 参照)。

### 3 インドネシアの通貨・金融問題

#### a 理論的インプリケーション

前節のモデル分析で明らかになったことは、以下の諸点である。

- [1] 一国の経常収支が「赤字」になることそれ自体は、なんら問題になることではない。すなわち、各経済主体による異時点間の最適資源配分が行われる結果、経常収支は赤字にも黒字にもなり得るのであり、しかもそのことによって経済厚生は経常収支「均衡」のオルターナティブより遥かに高まり得る。それ故、発展途上国が経済開発のために海外から資本や技術を積極的に導入して、たとえ結果的に 1 - S バランス上経常収支が一時的に「赤字」になっても、長期的に見れば、むしろその方が望ましい政策の選択であると言えよう。
- [2] しかしながら、一国の経常収支が持続的に赤字となり、対外純債務残高が累増した結果、対外純債務残高/GDP, 対外債務元利支払額/輸出額, 対外債務元利支払額/外貨準備高などとの関連で、相対的に対外純債務残高が過重と判断される時、様々な問題が生ずる。
- [3] 例えば、国際的債権者や投資家が、経常収支赤字 = 資本流入の規模や対外債務残高がその国にとってもはや維持可能でない、すなわちサステナビリティがないと判断すると、当該国の民間部門や公的部門の債務不履行を恐れて信用収縮をはかろうとするであろうから、そ

の結果、当該国は国際金融・資本市場で必要資金のロールオーバーや新規借入れが著しく困難となる。

[4] かくして、当該国では通貨の対外価値下落、株式・債券価格の下落、金融システム不安、クレジット・クランチなどが惹き起される。

以上がモデル分析による理論的インプリケーションであるが、東アジア地域の今回の通貨・金融問題では、上述図式に加え、海外からの流入資本が、例えばタイでは不動産融資に、韓国では財閥（ジェボル）に、そしてインドネシアでは大統領親族・側近支配のコングロマリットに対して、それぞれ十分な審査機能を発揮せずリスク管理を怠ったまま過剰に融資された結果、多額の不良債権が生み出されて金融機関のバランスシートが著しく悪化したことが、国際的な信用縮小を加速させた<sup>1)</sup>。

次に、上述諸点をインドネシアの事例に即してもう少し敷衍してみよう。

## b 開発政策と対外債務

インドネシアは、被植民地経験、石油・天然ガス資源の賦存、人口大国、強い経済力を持った華人の存在などの諸要因に支えられて、「工業化」をこれまで積極的に推し進めてきた。特にスハルト政権下における「新秩序」(Orde Baru) 期 (1966年—現在) の前半は、海外からの援助と資本<sup>2)</sup>に依存した行政主導型の経済開発政策により、1.2億 (1970年)—1.5億 (1980年) の人口を擁した広大な国内市場の下、消費財部門や農業支援部門 (肥料、セメント等) などを中心とした「輸入代替型」の工業化を展開した。その間、1973年と79年の原油価格高騰期には「オイルボナンザ」として莫大な外貨収入をもたらしたから、一方では輸入代替工業化の促進に必要な原材料、中間財、資本財の輸入を可能ならしめ、また他方では財政支出を通じての開発投資拡大を促し<sup>3)</sup>、その結果、実質成長率は1960—65年に2.0%であったものが、

1965—70年には6.0%に上昇し、さらに70年代を通して8%弱の高成長を遂げた<sup>4)</sup>。

しかしながら、83年ならびに86年の2回にわたって原油輸出価格が暴落すると、石油輸出依存度の高いインドネシア経済は、民間主導型による脱石油ガス依存構造＝輸出指向型工業化経済に向けて新たな段階へ入っていく。政府は、金融改革、税制改革、輸出振興、外国民間投資誘致、輸入・流通規制緩和など、一連の構造改革政策の実施によって経済の活性化を図るとともに、国際通貨政策によって輸出指向型工業化の環境を整えた。とりわけ、

- [1] 1983年と86年のルピアの対米ドル為替レート切下げ、
- [2] Drawback制度(輸出製品製造に使用した輸入原材料の関税・輸入品販売税を払い戻す制度)の導入<sup>5)</sup>、
- [3] 低利の輸出金融(輸出製品の原材料仕入れから輸出実現までの所用運転資金の85%までを低利で貸し付ける制度金融)、
- [4] 輸出指向企業に対する各種優遇措置、

などは、脱石油ガス依存構造＝輸出指向型工業化の促進に大きく貢献した<sup>6)</sup>。その結果、1987年度には非石油ガス工業製品輸出額が初めて石油ガス輸出額を上回り、93年度には輸出総額の62%まで占めるに至った<sup>7)</sup>。

こうした積極的な経済開発政策により、インドネシアの経常収支は、1966年以降74年ならびに79年・80年を除いて一貫して赤字を記録したが、それに伴って対外純債務残高も累増した。例えば、1980年には209.4億ドルであったものが、85年には367.5億ドルとなり、さらに90年には698.7億ドル、95年には1078.3億ドルとなった<sup>8)</sup>。ところで95年の同国のGDPが約2021億ドル(454.5兆ルピア)であったから、GDP比でみて一般警戒水準の25%を大きく上回る53%にまで達したし、また外貨準備高は同年末168.1億ドルであったから、外貨準備高比6.4倍まで高まった。さらに95年の元本返済額は102.0億ドル、利払いは62.2億ドルであったから、元利支払額は外貨準備高とほぼ等しく、デット・サービス・レシオ(元利支払額/輸出額)も

36.2%と警戒水準の25%を遥かに超えた。そして、通貨・金融危機の発生した1997年の年末にはさらに対外純債務は1374.2億ドルまで膨れ上がることとなった<sup>9)</sup>。このうち、公的債務残高が634.6億ドルであるのに対して、民間債務残高はそれを遥かに上回る739.6億ドルとなっており、とりわけ政府保証の付かない後者の何割かは返済不能となる危険を有している<sup>10)</sup>。

### c 金融システム

こうした開発政策を支えたインドネシアの金融制度を、ここで概観しておこう<sup>11)</sup>。

インドネシアの金融セクターは、植民地時代に設立されたオランダ系銀行を母体として主として政府主導で形成されてきた。そして、1967年の銀行基本法（旧銀行法）によって中央銀行であるバンク・インドネシアと国営銀行7行（商業銀行5行、開発銀行1行、貯蓄銀行1行）とに再編され、これらが同国金融の中核を担うこととなった。また、民間商業銀行122行と民間開発銀行1行とがその周辺に位置したが、いずれも小規模で、その多くは1行1店舗であった。州政府ならびに地元業界が出資する地域開発銀行は、州内の開発を目的として23行存在した。外国銀行は行数限定で設立が認められ、68年までに10支店・1合弁銀行が認可された。以上の銀行の他、消費者金融や零細商工業者・農漁民向け融資の二次的銀行（secondary bank）が5768行と多数存在して、補完的役割を担った。

こうして、中央銀行と国営銀行は、「制度金融」として、豊富な石油からの国庫収入をベースに優先開発分野へ優遇した条件で貸出を行い、財政投資とともに開発資金を供給・配分することによって、同国の経済開発を金融面からサポートした。しかしながら、1980年代に入り、原油情勢が悪化してそれまでの石油からの国庫収入をベースとした中央銀行直轉型の制度金融を維持することが困難になると、金融当局は1983年6月には第1次の金融改



革を、88年10月と12月には第2次の金融改革を実施し、中央銀行による直接・間接貸出の削減、それに代わる資金ソースとしての国内貯蓄の活用、そして市場メカニズムによる資金の効率的配分を推し進めた。特に第2次金融改革の結果として顕著なことは、国営商業銀行に代わって民間商業銀行の数や資金・貸出・預金の規模が著しく増加したことであった。また、外国合弁銀行の設立が認められ、その数も急増した。さらに1991年2月の銀行業監理に関する政策パッケージや92年3月の新銀行法施行を経て、インドネシアの銀行制度は一層整備された。銀行の数で言えば、94年3月には国営銀行は7<sup>12)</sup>、地方開発銀行は27、民間商業銀行は162、合弁銀行は29、外国銀行支店は10となり、1996年末には全銀行数はさらに4行増えて239行となった。

ところで、1988年以降急速に増加した民間商業銀行は、その所有経営主体が銀行業以外の事業会社を所有して企業グループを形成する場合が多かった<sup>13)</sup>。その結果、上位10~20行は貸出先が多様化・分散化して、グループ内企業への系列融資はそれ程高くないが、中位以下の銀行は借入れ需要も低く、法定貸出限度によって上限はあるものの<sup>14)</sup>、少なからず預金・貸出の両面でグループ内企業に依存する傾向が強かった。しかも86年9月のルピア切下げ以降、対米ドル為替レートは漸次的にフロートダウンしてルピア切下げリスクが弱まったこと、第2次金融改革後の銀行間預金獲得競争と90年第2四半期以降の金融引締めによって、国内金利が高騰して内外金利差が拡大したこと、満期が3年以上の資金アベイラビリティが高いこと、などから、多くの企業グループは傘下の銀行を通して海外資金を大量に取り入れ、先に見たごとく、1990年以降、民間債務を急速に増やすこととなった。さらに、こうして流入した海外資金の多くは、系列融資・縁故融資としてグループ内企業の過大な設備投資資金や不動産関連融資に向かったから、バブル崩壊後、そのうちの少なからぬ部分が不良債権化した。例えば、1996年には、国営・民間商業銀行全体の延滞債権比率は8.8%、回収不能債権比率

は2.9%となり、国営商業銀行7行に限って言えば、延滞債権比率は13.4%、回収不能債権比率は4.6%となった<sup>15)</sup>。インドネシア大蔵省はこうした状況から、97年11月には経営不振の民間中小商業銀行16行の営業免許を取り消す措置を執り、国営商業銀行についても、98年3月までに7行を4行に統合して体質強化をはかることとなった。

#### d 通貨動揺<sup>16)</sup>

インドネシアは、かくして過重な対外純債務残高に対するマーケットのサステナビリティ懸念に加え、銀行部門の貸出債権の不良債権化が急増したことから、1997年7月のタイ・バーツ急落をきっかけに、国際信用はリスク・プレミアムとの関連で収縮の徴候を見せ、3~12か月の短期信用のロールオーバーが一部ストップし始めた。それ故、ルピアを売って米ドルを手当てする動きが強まり、したがってルピアの為替レートは下落し始め、例えば6月末には1米ドル2450ルピアであったものが7月末には2599ルピアとなった。

ところで、一度通貨の対外価値下落が始まると、対外借入れの多かったインドネシアの銀行部門のバランスシートはさらに悪化するから、銀行部門の債務超過問題 (insolvency) と国際流動性不足問題 (liquidity) の相乗作用で事態は一層深刻化した。インドネシア政府は、大量の通貨投機に対応すべく8月14日にはルピアの買い支えを断念し、為替レートを完全変動相場制へと移行させた。その後も8月26-28日、9月26日-10月6日には大量のルピア売り・米ドル買いにあい、ルピアの対外価値はさらに下落した。こうした外国為替市場の展開に対して、政府当局もルピア売り抑制の手段を講じたが、経済安定化の基本方針を打ち出したりしたが、有効な手立てとはなり得ず、10月8日に至り、国際流動性不足・外貨補強のためIMFに支援を要請することとなった。その結果、10月31日には政策に対する一定のコンディ

シヨナリティや構造調整策の実施を条件に、IMF 100 億ドル、世銀 45 億ドル、ADB 35 億ドルを含む総額 230 億ドルのスタンバイ融資ならびに 130 億ドルの第二線準備支援を受けることが認められた。しかしながら、これに対しスハルト政権は 1 月 6 日には前年度比約 32% 増の 98 年度予算案を発表するなど、IMF との合意内容遵守に消極的な姿勢を示したため、ルピアの為替レートは年末の 1 米ドル 5600 ルピアから予算案発表直後には 7700 ルピアまで急落した。そこでインドネシア政府は、1 月 15 日には 98 年度予算案の修正や大統領の親族・側近ビジネス（航空機、国産車、セメント、紙、合板等）の大幅見直しを含む 50 項目にわたる経済改革強化策を実施することを IMF との間で新たに決められた<sup>17)</sup>。だが、その後も「カレンシー・ボード」（通貨評議会）制度によるドル・ペッグ制の導入<sup>18)</sup>を掲げるなど、政府の改革に向けた進捗ははかばかしくなかったから、2 月にはマーケットの失望をかって遂に 1 万ルピアを切る動きが何回か見られ、さらに 3 月 6 日には IMF の第二次融資の実行延期が決められた。

その後 3 月 10 日に 7 選を果たしたスハルト大統領は、こうした閉塞状況を打開すべく 3 月 18 日から IMF との間で金融政策、銀行制度、財政、構造改革、対外民間債務の 5 つの作業部会を設けて融資条件の見直し交渉を始め、4 月 8 日には 1 月合意の 50 項目の経済改革案の一部緩和や実行期限の明示化、改革実行をモニターする監視委員会の設置などの内容で最終的に合意に至った<sup>19)</sup>。

こうして、インドネシア・ルピアの変動相場制への移行に始まる昨年 8 月から今日までの約 8 か月間、インドネシア政府は、今回の通貨・金融危機の解決に向けて有効な手立てを模索する過程で厳しい IMF 批判や抵抗を展開して交渉のバーゲニング・パワーを均衡させようとしたが、結局のところ日本やシンガポール、マレーシア、オーストラリア、中国などの peer nations は IMF の枠組み内の支援に止まったから、最終的にはスハルト政権はドル・ペッグ制導入案の放棄や大統領親族・側近ビジネスの改革を甘受し、危機克

服を IMF 管理に全面的に委ねることとなった。しかしながら、ここで IMF が構造調整策の一環としてメスを入れようとしたインドネシアの「家族主義」の経済＝大統領ファミリービジネスは、まさにスハルト体制の基本原則をなすものであっただけに、IMF 管理が有効に機能するということは、皮肉なことではあるが、30年以上続いたスハルト体制それ自身の解体・幕引に連なる作業でもあったと言えよう。

〔注〕

- 1) 例えば、河合正弘 (1998) 「東アジアの通貨・金融危機と日本」(『世界』1998.3, 岩波書店, pp.81-88), 白石隆 (1998a) 「インドネシアはどこへ行く」(『中央公論』1998.4, 中央公論社, pp.92-191), 同 (1998b) 「アジア型政治経済体制の終りと通貨危機」(『世界』1998.5, 岩波書店, pp.44-53), 滝井・福島 (1998), 池東旭(チ・トンウォク)(1998) 「韓国財閥の解体」(『中央公論』1998.4, 中央公論社, pp.168-184), 深川由紀子 (1997) 「韓国金融危機の構造」(『金融ビジネス』1997.12, 東洋経済新報社, pp.100-103), 同 (1998) 「金大中時代の韓国——経済, 日本モデルと決別へ」(『日本経済新聞・経済教室』1998.3.2), 吉富勝 (1998) 「アジア金融危機」(『エコノミスト』1998.1.13, 毎日新聞社, pp.72-75) を参照。
- 2) スハルト政権下のインドネシアの海外援助・借入れは、「IGGI 体制」の下で進められた。すなわち、1966年7月の「暫定国民協議会1966年決定第23号」が目指した市場経済モデル (IMF・世銀流の市場経済モデル) に IGGI (インドネシア債権国会議) が開発資金の不足分の調達機構として加わり、この IGGI をコーディネートする IMF・世銀が、欧米流のコンサルタント集団とともにインドネシアの経済政策立案に関与する、という体制である (安中・三平 (1995), p.262)。
- 3) 1973年秋の中東戦争による OPEC の協定に従い、インドネシアの原油輸出価格 (ミナス原油) は 74年4月には1バレル当り 3.73ドルから 11.70ドルに引き上げられ、さらに 1979年12月にも同じく 15.65ドルから 25.50ドルに引き上げられた (最高値は 81年1月の 35.00ドルであった)。その結果、インドネシアの石油関連輸出額は 1973年度 (73/4-74/3) の 17.1億ドルから 74年度には 51.5億ドルまで増加し、また 79年度には 78年度の 68.6億ドルから 110.0億ドルまで増加した。さらに 80年度には 151.9億ドル, 81年度には 164.8億ドルにまで達した。他方、石油ガス歳入は、1973年度の 3822億ルピアから 74年度には 9572億ルピアまで増加し、政府貯蓄 (国内歳入から経常歳出を差し引いた部分で、外国援助・借入れとともに政府の開発支出を構成する) も、2544億ルピアから 7376億ルピアまで増加した。79年度は、78年11月にルピアが切り下げられたこともあって、石油ガス歳

- 入は4兆2596億ルピア、政府貯蓄は2兆6350億ルピアと、前年度の2兆3087億ルピア、1兆5224億ルピアからそれぞれ増加した(藤森(1990), pp.161-162)。
- 4) *National Income of Indonesia*, Central Bureau of Statistics, Indonesia, 1960-80(柳原(1992), p.120)。
  - 5) 本制度は1975年に初めて導入され、その後78年に輸出証書制度への衣替えによって強化されたが、86年には米国のクレームから再びDrawback制度に戻された(三平(1991), p.46)。
  - 6) インドネシアの輸出企業に対する三平の聴き取り調査によれば、彼等は最も効果的な輸出促進策として、ルピア切下げ、Drawback制度、低利輸出金融の3政策を掲げている(三平(1991), p.33)。
  - 7) 安中・三平(1995), p.232。
  - 8) *Global Development Finance*, World Bank, 1980-95。
  - 9) インドネシア大統領債務問題顧問団の発表数字に拠る(『日本経済新聞』1998.2.7)。
  - 10) 1980年代はインドネシアの対外債務の大宗は公的債務であったが、1990年代に入ると民間債務も急増した。IGGI(インドネシア債権国会議)体制は本来公的債務管理体制であり、したがって民間債務の管理にはうまく機能し得なかったことも、民間債務急増の一因となっている(例えば、注1、白石(1998b)論文参照)。
  - 11) 以下の議論は、安中・三平(1995), 第5章、スディオノ・井草(1992), 第5章、ハディ・三平(1990), 第1章、三平・佐藤(1992), 第4章に負う。
  - 12) 1992年の新銀行法によって、国営開発銀行も国営貯蓄銀行もいずれもが国営商業銀行の範疇に組み込まれることとなった。
  - 13) 1990年末現在、民間商業銀行・合弁銀行135行中75行が上位100の有力企業グループによって単独ないしは共同で所有されていた(三平・佐藤(1992), p.237)。
  - 14) 例えば、1つの貸出先に対しては銀行の自己資本の20%まで、銀行の株主の所有する企業に対してはその株主の払込み資本金の10%まで、というものである。
  - 15) 『週刊ダイヤモンド』1997.9.27, ダイヤモンド社, p.37。
  - 16) 以下、*Asian Wall Street Journal*ならびに『日本経済新聞』の各報道に拠る。
  - 17) 概要については、IMF(1998b)参照。
  - 18) ドル・ベッグ制導入に対するスハルト政権の目論見は、ルピアを1米ドル当り5000~5500ルピアに固定させて民間部門の膨大な対外債務返済を容易ならしめることを意図したものとされているが(『国際金融』1998.3.1, p.3), 他方で、その設立の経緯からして、外国資本がルピア安に乗じて大統領ファミリー企業の買収を行うことを阻止する狙いも含まれていたとされている(『読売新聞』1998.4.11, 15面)。なおカレンシー・ボード制度一般の特色に関しては滝井・福島(1998),

pp.38-40 参照。

19) 合意内容については、IMF (1998d) 参照。

## 4 結 び

前章までで、今回の東アジアの通貨・金融危機に関して、その発生メカニズムを理論的に解明すると同時に、そのフレームワークをベースに、インドネシアの通貨・金融危機の背景にある現実的諸問題を検証した。そうした作業の過程で明らかになった東アジアの通貨・金融動揺に対する対応策は凡そ以下のようなものである。

- [1] 経常収支赤字ならびに対外債務の適切な管理
- [2] 他の通貨・資本・金融市場と整合性のとれた資本勘定の自由化ならびに資本流入の適切な制御
- [3] 弾力的な為替政策の実施
- [4] 対外債務情報の開示
- [5] 貸出審査体制の充実、金融監督の強化、透明な会計基準の導入、情報公開、経営体質の強化等を含む金融仲介機能としての金融システムの脆弱性の是正
- [6] 公正・公平な企業活動の確立
- [7] サーベイランスの強化、早期警戒シグナルの精度向上、迅速な対応が可能な態勢づくり、コンディショナリティの見直し、クォータの引上げなどを含むIMF改革
- [8] 新興国際通貨・資本市場に内在するシステムック・リスクを軽減すべく、地域的セーフティ・ネットの創設<sup>1)</sup>

かくして、次のステップとして重要なことは、上述対応策の実行性と実効性であろう。したがって、その結果によっては、通貨・金融面の「補強」が功を奏して、早い段階で東アジア経済は従来の成長経路上にソフトランディングできる可能性が一方にあると同時に、他方では、通貨・金融危機がシステミック・リスクに晒されて地域的に拡大したりあるいは経済危機、社会危機、政治危機へと質的に拡大することで、東アジア地域の「奇跡的」成長は東の間の幻想に過ぎなかったことを確認する最悪シナリオのリスクも我々の前に残されている。

〔注〕

- 1) IMFのアジアにおける機能的限界や政治性から、今日IMFと代替のないしは補完的なアジア通貨基金(AMF)の創設も提唱され始めているが、いずれにしてもAMFが、一定の権限を有する特定機関の個別国に対する対応といういわば縦関係をベースにするのに対して、地域的セーフティ・ネットは、マクロ政策に関する協議、通貨・資本市場での相互サーベイランス、外貨流動性の相互補填等、東アジア地域の域内全体の相互依存関係ないしは横関係をベースにしている点で異なる。したがって、この制度によって東アジア地域「全体」に対する国際市場での信認を確立し、限界の資本供給先の新興市場に有り勝ちな脆弱性・不安定性を最小化するものである。

〔参考文献〕

- アジア21世紀研究会編著(1989)『2001年のアジア経済』東洋経済新報社  
アンワール, M./尾村敬二編(1994)『インドネシアにおける地方開発』アジア経済研究所  
井草邦雄訳(1987)『インドネシアの経済開発実績と工業化政策』アジア経済研究所  
———/S. スディオノ編(1992)『インドネシアの産業投資とその役割』アジア経済研究所  
———/———編(1993)『インドネシアの地域開発と工業化』アジア経済研究所  
伊藤隆敏編(1992)『国際金融の現状』有斐閣  
———(1997)「資本移動と新興市場」『経済研究』48巻4号  
石見 徹/伊藤元重編(1990)『国際資本移動と累積債務』東京大学出版会

- 梅澤達雄 (1992) 『スハルト体制の構造と変容』 アジア経済研究所
- 岡田義昭 (1997) 『国際金融研究』 十一房出版
- (1998) 「東アジアの通貨動揺に関する理論的・実証的考察——タイ・パースの事例を中心に——」 『岐阜経済大学論集』 32巻1号
- 加藤秀樹編 (1996) 『アジア各国の経済・社会システム』 東洋経済新報社
- 河合正弘 (1994) 『国際金融論』 東京大学出版会
- クルグマン, P. R. / M. オブズフェルド (石井他訳) (1996) 『国際経済：理論と政策 第3版』 新世社, 第23章
- 滝井光夫 / 福島光丘編著 (1998) 『アジア通貨危機』 日本貿易振興会
- 寺西重郎 (1995) 『経済開発と途上国債務』 東京大学出版会
- 野村総合研究所編 (1996) 『アジア諸国の産業発展戦略』 野村総合研究所
- ハディ, H. / 三平則夫編 (1990) 『インドネシアの経済開発政策の展開』 アジア経済研究所
- 藤森英男編 (1990) 『アジア諸国の産業政策』 アジア経済研究所
- 三平則夫編 (1991) 『インドネシア輸出主導型成長への展望』 アジア経済研究所
- / 佐藤百合編 (1992) 『フルセット主義工業化の行方』 アジア経済研究所
- 安中章夫 / 三平則夫編 (1995) 『現代インドネシアの政治と経済』 アジア経済研究所
- 柳原 透編 (1992) 『アジア太平洋の経済発展と地域協力』 アジア経済研究所
- Atkeson, A. and Jose-Victor Rios-Rull (1996), "The Balance of Payments and Borrowing Constraints: An Alternative View of the Mexican Crisis," *Journal of International Economics*, Vol. 41, Nos. 2/3
- Calvo, G. A. and E. G. Mendoza (1996), "Mexico's Balance-of-Payments Crisis: A Chronicle of a Death Foretold," *Journal of International Economics*, Vol. 41, Nos. 2/3
- Cole, H. and T. J. Kehoe (1996), "A Self-fulfilling Model of Mexico's 1994-1995 Debt Crisis," *Journal of International Economics*, Vol. 41, Nos. 2/3
- Dornbusch, R. (1980), *Open Economy Macroeconomics*, Basic Books
- (1986), *Dollars, Debts, and Deficits*, The MIT Press
- ed. (1993), *Policymaking in the Open Economy*, Oxford University Press
- Fischer, S., "The IMF and the Asian Crisis," *IMF Speeches*, March 20, 1998
- Flood, R. P., P. M. Garber and C. Kramer (1996), "Collapsing Exchange Rate Regimes," *Journal of International Economics*, Vol. 41, Nos. 2/3
- Grossman, G. M. and K. Rogoff eds. (1995), *Handbook of International Economics Vol. 3*, North-Holland
- International Monetary Fund (1998a), *International Financial Statistics*, Monthly Issues and Yearbook



- International Monetary Fund (1998b), "Statement by Managing Director on the IMF Program with Indonesia," *IMF News Brief*, No. 98/2
- (1998c), "The IMF Response to the Asian Crisis," *IMF Factsheet*
- (1998d), "Indonesia-Supplementary Memorandum of Economic and Financial Policies," April 10, 1998
- Kamin, S. B. and J. H. Rogers (1996), "Monetary Policy in the End-game to Exchange-rate Based Stabilizations: the Case of Mexico," *Journal of International Economics*, Vol. 41, Nos. 2/3
- Obstfeld, M. (1996), "Models of Currency Crises with Self-fulfilling Features," *European Economic Review*, 40, pp. 1037–1047
- and K. Rogoff (1996), *Foundations of International Macroeconomics*, The MIT Press
- Okada, Y. (1993–97), *Pacific Basin Outlook: Quarterly Report*, Union Bank of California, No. 1–No. 11
- Sachs, J., A. Tornell and A. Velasco (1996), "The Mexican Peso Crisis: Sudden Death or Death Foretold," *Journal of International Economics*, Vol. 41, Nos. 2/3