

## 資本自由化と金融危機

- 東アジアにおける自由化パターンとその影響 -

柳 坪 めぐみ\*

## Capital Account Liberalisation and Financial Crisis

- Pattern and Effect of the Liberalisation in East Asia -

Megumi YANAGITSUBO\*

### Abstract

As the experiences of the East Asian economies suggest, capital account liberalisation may bring about both costs and benefits. Financial instability, however, may be caused not by capital account liberalisation per se, but by inconsistent supporting policies and deficient institutional frameworks, such as insufficient prudential regulation and monitoring, weaknesses of the domestic financial sector and inflexible exchange rate policies. Therefore, this paper examines the relationship between capital account liberalisation in the pre-crisis period and the financial crises in East Asia, by looking at both crisis-economies and non-crisis economies.

Financial liberalisation of the East Asian economies can be divided into four patterns according to the relationship between domestic sector reform and capital account liberalisation. In particular, one significant feature of the crisis economies' liberalisation is that removal of controls on short-term capital inflows preceded the establishment of sound domestic financial systems. The result of empirical analysis using the leading indicator approach support to the argument that liberalisation of speculative, short-term capital inflows without the necessary preparation, which includes sufficient international liquidity, may lead to financial fragility.

Although this paper focuses on the effects of capital account liberalisation of the pre-crisis period on the financial crisis, it is also important to note the relationship between the pattern of liberalisation and the severity of the crisis. Further development of this research is expected.

### 序章

国内外金融規制の撤廃の動きは世界的潮流であり、先進国、途上国問わずそこから抜け出すことは困難になりつつある。自由な資本移動が活発化するにつれて、国内で

資金調達不足に陥っている、あるいは経済成長の過程で巨大な投資需要を抱えている国は、条件さえあれば外資導入によって自国の蓄え以上の投資が可能となった。その一方で1990年代になると急速な資金フローの流出入が国内経済の不安定化を招き、東

\* 名古屋大学大学院国際開発研究科博士後期課程

アジアを含む様々な地域の金融危機発生の引き金をひくこととなった。

世界的な金融統合の動きを止めることが困難な現在、重要な問題は資本自由化の是非を論ずることだけでなく、自由化がいかなる状況のときに危機が発生するのかを解明し、そのリスクを減らす方法を探ることにある。そこで本論文の目的は、東アジアにおける資本自由化の金融危機発生への関連を検証することとする<sup>1)</sup>。言い換えれば、危機国と非危機国の資本自由化に何らかの違いがあったのかを、資本自由化が成功するために必要とされる前提条件及び順序に着目して、政策的・数量的に明らかにすることがこの論文の特徴である。

具体的には次の2点を明らかにする。まず第1に東アジア諸経済における資本自由化の背景とプロセスをまとめ、そのパターン化を試みる。1997年、危機に陥った経済（韓国、インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン）と、陥らなかった経済（中国、香港、台湾、シンガポール）における自由化プロセスに何らかの相違点は存在するのだろうか。第2に上記の自由化プロセスを表す指標（自由化変数）を探ることによって、数量的側面から自由化と危機発生の関係を検証することである。

本論文の構成は以下の通りである。第1節にて資本自由化をめぐる様々な論争（その重要性を主張する理論から、そのコストを強調する理論まで）をまとめ、そこから導きだされたより理想的な形での自由化パターンを探る。第2節では東アジアの9経済において行なわれた自由化の背景と、金融危機以前の自由化プロセスをまとめつつ、その特徴を通してパターン化を試みる。さ

らに第3節にて東アジアにおける自由化プロセスを示すと思われる指標、つまり自由化変数の特徴を明らかにして、危機発生との関係を探る。

## ・資本自由化をめぐる様々な論争

1970年代以降、金融自由化の必要性をめぐる様々な議論がなされてきた<sup>2)</sup>。特に経済開発における外資の役割が注目されるようになるにつれて、多くの途上国（中でも南米やアジアの新興地域）が金融開放を競争的に押し進めるようになった。しかしながら、90年代において金融危機に陥った多くの国々が、程度に差はあるものの、発生直前に資本自由化を行なっていたことから、自由化と危機の関係についての論争が活発になった。そこでこの節では資本自由化の有効性をめぐってなされてきた議論をまとめ、さらに理想的な自由化パターンについて理論的側面から検証を行なう。

### .1 . 資本自由化と金融危機の因果関係： アジア金融危機を踏まえて

1980年代以降、多くの途上国は、自国経済の必然的な状況や援助のコンディショナリティに応じるために急速に資本勘定の開放を押し進めてきた。この金融統合の背景にあるより強力な資本自由化の賛成論は、その潜在的な便益がコストを上回るというものである<sup>3)</sup>。理論的には、自由な資本移動は、貯蓄の世界的規模での効率的配分を促し、資源を最も生産的な利用に振り向けることに役立ち、結果として経済成長と経済厚生を高める。個別の国の観点から見ると、国内居住者の外国資本市場へのアクセスが高まることなどによって国内貯蓄額以上の

投資を可能とし、便益をもたらす（資本自由化の利益に関する議論については、Gilbert, et al. 2000; Schneider 2000等を参照）。

一方で、国際資本移動は、マクロ経済政策、銀行システムの健全性、および経済的かつ政治的変動に対して、非常に過敏になりうる。市場心理の揺れが合理的な根拠に基づくものであるならば、健全なマクロ経済政策を行使させることによって有益な影響を与えることとなるが、周知のように市場は常に正しいとは限らない。資本流入が過大である時もあり、それが長期に及ぶ場合もある。しかしながら、市場の過剰反応の最も懸念すべき点は、過剰な伝染効果（Contagion effects）を反映する場合であろう。

アジア金融危機のメカニズムを解明するための研究は盛んに行なわれてきたが、中でも次に挙げる2点が今回の危機において特有の要因として考えられる。まず第1の要因は、巨大な不良債権を抱えることとなった国内金融システムの脆弱性、不透明な企業経営、地元企業の未発達、過度の輸出依存といったアジア経済の構造的欠陥である。ただし、この点は危機を深刻化させた要因であったとしても、なぜこの時期に危機が起こったのかを説明するには不十分である。そこで第2の要因として資本自由化を含めた金融開放手順および速度の失敗が挙げられる。つまり危機の直接的要因は、不用意な資本勘定の開放とそれが引き起こした90年代初めからの過度の民間（短期）資金流入である。一転して突然の資本流出が国内金融セクターに大きな打撃を与え、さらに直接的・間接的に企業の経営悪化に

拍車をかけたことは明らかであろう。

ただここで留意すべきことは、果たして資本自由化のリスクをゼロにすることは可能かということである。Stiglitzを代表とする自由化慎重論を唱える研究者らは、金融市場には財・サービス市場とは異なる、特有で不可避な欠陥（例えば情報の非対称性）があり、多くの途上国において機能不全であることを指摘している（Stiglitz 1994等）。金融は現在と将来を結ぶ本質的に不確実な取引活動であり、財・サービス取引以上の不安定性を呈する。この不安定性をできるだけ抑えながら、貯蓄者と投資者の媒介という金融市場本来の機能を発揮させるためには、市場外部者による適切な管理が必要となってくる。ところが今のところ、そのような機能は国際金融市場において存在していない。従って、資本移動の自由化に伴うリスクを回避することは困難であり、このことから資本規制が必然の手段として一定の理解がなされているのである。

この金融市場の特有の「失敗」に対して、資本自由化の賛成論者は、金融市場は本質的には正しく、資本移動が急激に反転する原因は通常、外的ショックや政策の失敗などのようなファンダメンタルズの変化であると反論する。しかしながらこのファンダメンタルズ悪化説だけでは、1997年におけるアジアの突然の資本逃避を十分説明することはできない。

むしろアジア金融危機においては、金融市場に不可避で本質的なリスクに加えて、誤った方法で行なわれた対外金融開放によって市場が一層機能不全に陥った可能性は否定できない。仮に、金融的混乱を回避することは難しいにせよ、もし望ましい方法

かつ環境のもとで資本自由化（いわゆる「秩序ある」資本自由化）が進めることができるならば、その深刻の度合（severity）を抑えることができるかもしれない。

そこで本論文では、資本自由化は発展過程の必然的な一段階であることを前提としてすすめる。つまり、金融危機の直接的要因は自由化そのものではなく、むしろその間違った方法、そして自由化を進める中で国内外環境の変化に対応できなかったことにあるとして議論を進める<sup>4)</sup>。

## 2. 望ましい自由化パターン：前提条件と順序（Sequencing）

資本自由化の成功のために必要な前提条件は、対外開放によるマクロ経済不安定化や金融市場の混乱が起こらないように必要な環境を整備しておくことである（Matheison and Rojas-Suarez 1993: 22-23）。具体的には、以下の3つが挙げられる。

まず、財政不均衡の解消が自由化プロセスの初期において必然であることについては一般的に認められている（McKinnon 1993）。途上国政府は財政赤字を補填する目的で国内銀行に多くの規制を課してきたために、その撤廃による収入源を補う措置（つまり赤字の削減や他の資金減の発掘）を自由化前に採っておく必要がある。さらに、インフレーションを生み出す急速な国内貸出の増加は金融改革を行なっている国にとって深刻な障壁となるため、金融自由化により当局が貸出量のコントロールが困難になる前に、債券市場の確立など金融政策目標実現のための新たな手段を用意する必要もある。同時に、金融機関の行動を把握し、監視するためのシステム構築も不可欠とさ

れる。

第2の前提条件は柔軟な為替相場制度の採用である。アジア危機国を含む多くの途上国が採用してきた固定相場（ペッグ）制を維持するためのコストは、資本自由化が進むにつれて上昇する。それはヘッジしていない対外債務を増加させることによって、あるいは政策の選択幅が減少することによって生ずる。変動相場制はこうしたペッグ制の欠点を補うことができ、また変動レート不安定性によって投機的な短期資金フローを制限することや、金融政策の独立性の維持が可能とされる。特に完全な国際資本移動下における為替相場制に関しては、変動相場制が望ましいとされる（Schneider 2000: 27-29）。しかし、変動相場制にも過度の為替変動を招く危険性など考慮すべき欠点があるため、必ずしも自由化初期から柔軟な為替相場制度が妥当とはいえないという意見も決して少数ではない。管理変動相場制やより広い変動幅の採用を含めて、その選択についてはケース・バイ・ケースの必要性があるだろう。

健全性規制（prudential regulations）と監視システムといったリスク管理の実行が、3つ目の前提条件として挙げられる。適切な規制の枠組みの設置とともに、その確実な履行が重要なポイントとなる。Eichengreen, eds. (1998:23-28) が指摘している様に、金融機関がそのマネージメント能力以上にリスクを負うことを可能とするような規制は不適切であるのに対して、外資へのアクセスが突然不可能になるといった国際的な流動性問題にも対応できる体力をつけさせるための規制が望ましい。この規制を設置すること以上に、それを有効に運用で

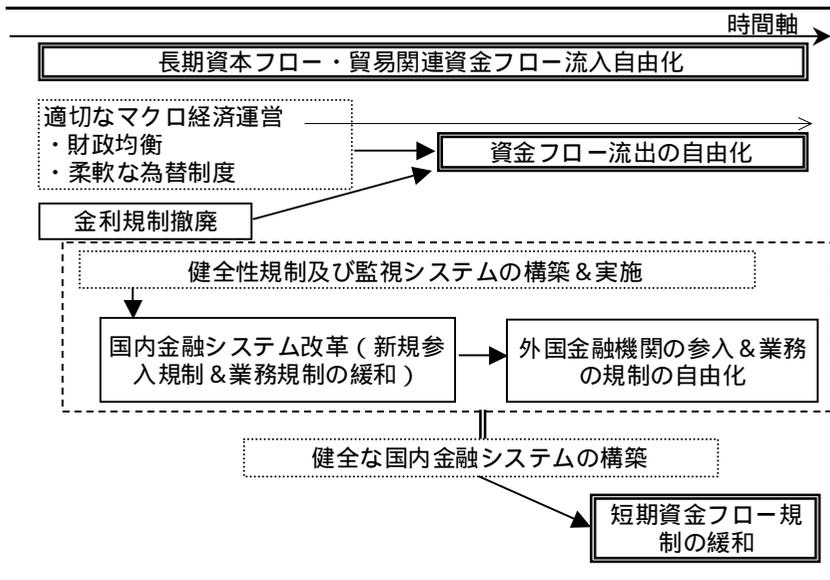
きるようなシステムを構築することは途上国において重要な課題である（Brownbridge and Kirkpatrick 1999: 244）。これは特にアジア金融危機後、ガバナンス（governance）問題として取り上げられるようになった。途上国で制度を構築し、それが有効に運営されるように組織や人々の能力を高めるためには長い時間を必要とし、さらに予測困難なリスクも存在するため、必ずしも資本自由化の前提条件として始めから完璧なリスク管理を望むことは現実的ではない。むしろ、国内金融機関の体力にそって慎重に資本自由化を進めていくことのほうが重要である。

そこで続いて金融自由化を段階的に区切るならばどのような形で行なわれるべきなのか、既存研究を整理してみたい。ここでは主に2つのポイントがある。まず第1に、資本自由化は経済構造改革において最終段階で行なわれるべきである。国内金融自由化の有効性についての理論を構築したMcKinnon-Shawモデルは資本自由化が国内金融システム改革や貿易自由化の後に行なわれることを仮定している（Schneider 2000:16）。国内金融部門が規制により歪みがある場合や制度改革が不十分な場合、対外的金融開放は国内市場の混乱をもたらしやすい。また、資本自由化が改革初期に行なわれた場合、国内金利の上昇が過度の資本流入を招き、その結果として実質為替レートの増加が貿易自由化の効果を減少させる恐れがある。非生産的な投資やギャンブル目的の資金流入を回避するためにも、改革プロセス最終段階での資本自由化は有効であると考えられている。

しかしながら必ずしもあらゆる資本の自由化が最終段階まで伸ばされる必要はないという意見もある。最近の経験から資金フローの流入と流出、そしてその性質の違いにも注意して規制撤廃を段階的に行なうことの重要性が強調されるようになった（Williamson and Maher 1998: 31）。すなわち、政府はどの種類の外資の自由化を認めるのかを段階的に考えていく必要がある。過去の経験から、直接投資や貿易関連資金の流入規制の撤廃は、金融自由化プロセスの初期段階で直ちに行なったほうが良いとされる。長期的かつ生産的な性質をもつ資金は改革を進めていく上で役立つと考えられているためである。逆にポートフォリオ投資や銀行フローといった短期性資金の流入規制は、国内金融市場においてあるレベル以上の競争がなされるようになり、健全な規制や監視システムが稼動するようになるまで撤廃されるべきでないということも数多くの事例によって指摘されている。

資本流出に対する規制撤廃の適切なタイミングはその国の経済・政治状態に大きく左右される。例えば政治的に不安定な国における流出規制の緩和は、資本逃避のリスクを潜在的に高める恐れがある。しかしその一方で、投資家の好きな時に資金を引き上げることが保証されている状態は新たな外資を導入する上で必要条件であるため、長期にわたる流出規制は将来的に高いコストがかかることになる。従って一概にどの時点において資本流出の自由化が望ましいかは明確でないものの、少なくとも財政収支不均衡是正、不良債権問題の解決、国内外金利差の縮小が必要条件として挙げられている（Lopez-Mejia 1999:45-46, Williamson

図1 「望ましい」資本自由化パターン



(注) 主として点線は前提条件、二重線は資本自由化政策、一重線は国内金融改革を示す。  
 (出所) 筆者作成。

and Mahar 1998:31)。

最後に以上の議論をもとに理想とされる金融自由化のあり方をまとめたものが図1である。ただし、この通りに自由化を行えば必ずしも危機を回避できるというものではない。つまり単に順序だけの問題ではなく、規制緩和の際に自由化後に必要な制度を確立し、各金融機関や当局が一定レベル以上の体力や能力を身につけることが、自由化に伴うコスト削減に通ずる。

・東アジアの資本自由化と金融危機の関係：同地域における自由化の特徴

本節の目的は東アジア地域における資本自由化が1997年の金融危機発生の一要因かどうかを見るために、同地域の自由化パターンと上記の「望ましい」自由化パターン

との比較によって問題点を明らかにすることにある。ここでは2つのポイント、つまり自由化措置をとる場合における前提条件の達成度と、資本自由化を含む金融改革の順序に着目して検証する。

1. 資本自由化の背景(前提条件)

表1は9経済が資本勘定の自由化を行なう際に前提条件を満たしていたかどうかを示したものである。マクロ経済均衡に関しては、非危機国と危機国に大きな違いを見ることはできないものの、相対的に危機国において前提条件を満たしていなかった場合が多いことがわかる(中国は大幅な資本規制を課しているため例外として考える)。中でも、深刻な影響を受けたインドネシアとタイでは全ての前提条件が満たされないうちに資本自由化が進められている。さら

表1 東アジア地域における資本自由化の背景

	CHA	HK	SIN	TAW	IDN	KOR	MLY	PHL	THA
財政均衡	x	n.a.		x	x	x	x	x	x
経常収支均衡		n.a.	x		x	x		x	x
柔軟な為替相場制度の採用	x	x			x		x	x	x
監視システムの構築 <sup>(1)</sup>					x	x	x		x

資本自由化開始直前、あるいは大幅な自由化措置の前年における状態を示している（補論1参照）。

（注1）短期的な資金フローが自由化された年を基準に判断している。フィリピンはIMFの監視下にあった一方で、独自のシステムが未発達であったことから と判断した。

（出所）著者作成。

に非危機国と危機国の資本自由化の背景における最も大きな相違として、ほとんどの危機国が国際資本移動をチェックするシステムを確立していなかったことが挙げられる。特に、短期資本自由化以前に危機国が国内金融機関の行動について適切な管理システムを保有していなかったことは、外資導入に伴う非効率な投資増加の重要な原因であり、それが金融的混乱を導くこととなった。

元々、東アジア経済地域が急速に資本自由化を推し進めたのは、経済的・政治的要因によるものだが、特に東南アジアにおいては高い国内投資需要を外資導入によって補おうとしていたところが大きい。同地域は「東アジアの奇跡」（World Bank 1993）で指摘されているように、対GDP30～50%の高貯蓄を誇り（但しフィリピンを除く）、決して他の途上国地域と比べて、国内貯蓄動員に苦勞していたわけではない。この高貯蓄が高成長を支える一方で、高成長が高貯蓄を可能にするという好循環もあり、東

アジアは新興工業地域としての地位を1980年代後半以降、高めていった。

しかしながらこの高貯蓄が支えきれないほどの高い国内投資需要とともに、危機国の当局が資本自由化を急速に推し進めた背景には、比較的豊富な国内資金を有効的・効率的に運用することができなかった未発達な国内金融システムがある。同地域における長期にわたる金融抑圧は、健全かつ強固な国内金融仲介機関や十分な規模の株式・債券市場の育成を阻み、その結果、個々の金融機関はその運営のノウハウや審査能力を高める機会を得ることができないまま、金融自由化による競争にさらされることになった。これに前述した健全性規制や監視システムの不備が加わることによって、資本自由化が国内金融の不安定化を招くこととなった。

## 2. 自由化パターンの分類

次に金融改革の順序に焦点を当て、東アジア経済地域における資本自由化のパター

ンを検討する。9つの東アジア諸経済における金融自由化の順序、開始時期、スピードは多種多様であるため、パターン化することは容易ではないものの、ここでは資本自由化に注目して4つのグループに分類している<sup>5)</sup>。

#### シンガポール、香港

香港とシンガポールはともに1970年代に大幅な金融自由化を行なった一方で、80年代以降の金融改革では既存の市場・制度的な枠組みを一層整備するとともに、金融機関の経営の健全性維持や金融システムの安定性を保つための監督及び規制を強化することに力点を置いてきた。従って危機が発生した1997年には既に安定的な国内金融システムが存在していたという点が危機国と大きく異なる。ここでの重要なポイントは、金融安定のために必要な政府の役割である。この点では、香港とシンガポールは非常に対照的である。

香港には預金者保護や信用秩序の維持等、最小限の規制はあるものの、それは市場メカニズムを効率的に働かせるためのものであり、基本的に自由放任主義(Laissez-faire)である。対して、シンガポールは政府主導の政策のもとで、地場銀行の保護・育成を第1にして慎重に金融自由化を進めてきた。内外分離型のオフショア金融市場を設けることによって外資を導入しつつ、国内市場を国際要因によるボラティリティから隔離することに成功してきたのである。今後、国際金融統合がますます進む中、このように管理主義的な金融政策をいかに自由化の方向へ導いていくのが課題となるが、資本自由化プロセスに生じるコストを抑える

1つの手段としてシンガポールの事例は考慮する価値はある。

#### 中国

1978年の改革開放路線の実施を契機として、中国では計画経済から市場経済への移行が始まった。80年代の国内金融システムの改革は緩やかなスピードで進められ、結局、90年代半ばになって本格的な自由化が始まったと言える。上記2経済が大幅な金融自由化を進めながら国内金融市場の安定性を保っているのに対して、中国は外国金融機関の参入を規制し、中国元の取引などの業務を禁止することによって、また直接投資流入以外の国際資本取引(特にポートフォリオ投資や銀行の外国借入を含む短期資金フロー)を厳格に規制することによって、国内金融システムを国際金融市場の変動から隔離することに成功している。

次の6経済は自由化プロセスの最中であることは共通しているものの、2つのグループに分類することができる。

#### 台湾、フィリピン

台湾の自由化パターンは図1に最も近い形と思われる。その自由化は漸進主義であり、例えば1980年代前半に着手された金利規制緩和が、完全に自由化されたのは90年代半ばになってからである。従って資本勘定に関する為替取引の自由化についても非常に慎重であり、引き続き厳しい規制が課せられている。対内直接投資を受け入れる政策は70年代から採られてきた一方で、対内株式・証券投資フローには慎重であり、1990年になってようやく制限つきで機関投

資家の株式投資が認可されるに至った。

台湾は外資による国内外企業のファイナンスを厳しく規制しており、特に外国借入には当局の事前承認を必要とし、調達された資金の使用は国内においてのみ可能としている。結果として90年代に危機国で見られたような投機的な短期資金は入りにくく、資本自由化によるボラティリティの増加に苦しむことにはならなかった。ここで重要なことは、台湾は制限的な資本自由化の一方で、国内における金融・資本市場の監督及び規制体制の強化に80年代半ばから取り組んでいたことにある。預金保険機構の設立や銀行株式の保有制限などによって金融システムの安定性を維持しやすくなったといえる。

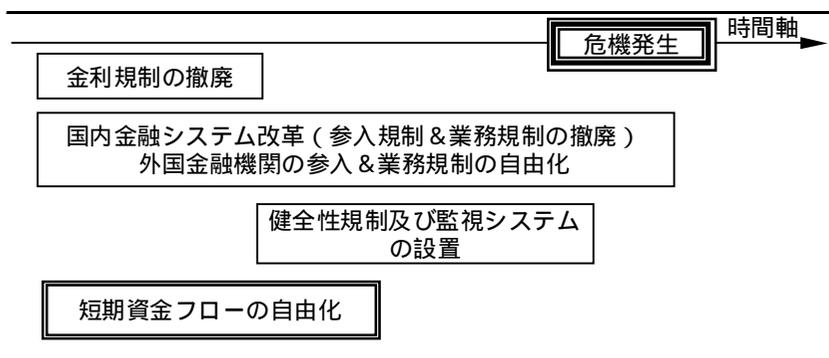
フィリピンの自由化パターンもまた図1にはほぼ沿う形になっており、順序に関しては台湾と同グループに分類される。80年代初に金利規制撤廃を含む大規模な金融改革を行なったフィリピンであったが、1983～86年の債務危機への緊急対応措置として自由化措置は凍結された。IMFや世銀の経済復興支援を得て危機的な状況を脱したフィリ

ピンは、90年代初めから引き続き監視下のもとで金融自由化を再開した。

70年代末から流入した銀行資金を中心とした民間資金の急激な逆流に苦しんだ経験を持つ同国は、その教訓もあり、資本勘定に関する為替取引はまだ規制されている。特に、対外借入は当局の許可を必要とし、その借入条件は厳しく制限されている。ポートフォリオ投資受入に 대해서も慎重な姿勢を崩しておらず、外国人の株式保有については規制が課されている。

事後的確認にせよ、図1で示したような望ましいパターンで自由化がなされたことは、おそらくフィリピンの危機の影響がそれほど深刻でなかった要因の1つとして考えられる<sup>6)</sup>。しかし似たような自由化のパターンをとりながら危機に陥らなかった台湾との違いは、上記したように前提条件が満たされていなかったことにある。90年代前半から成長軌道に乗ったフィリピンは、次第に経常収支赤字の拡大、さらに外貨準備不足に陥りつつあった（特に危機直前）。そのような不安定な国内経済状態の中で、実質的なドル・ペッグ制を採っていた同国は

図2 危機国における資本自由化パターン



(注) 図1 参照。  
(出所) 著者作成。

資本自由化と金融危機

比較的慎重であったにせよ、90年代半ばに短期資金の流入を認めたことにより、大量の資金流入を経験した。マクロ経済の不均衡という不安材料を抱えたフィリピンが、危機の波及により資本逃避、そしてペソ下落を回避できなかったことは不思議ではないだろう。

インドネシア、タイ、韓国、マレーシア

図2は、図1の「望ましい」自由化パターンと比較するためにフィリピンを除く危機国の自由化プロセスをパターン化したも

のである。これら4カ国の資本自由化プロセスにおいて最も注目すべき特徴は、短期資金フローの自由化が健全かつ強固な国内金融システムの成立より前に行なわれていることにある。

短期的外国資金への依存は危機の重要な一要因として挙げられており、1980年代末～90年代前半の自由化措置後、危機国への短期資金フローの急激な流入が見られた(表2)。対総債務残高で見る短期債務の割合では、特にその変化に注目する必要がある。つまり非危機国は危機以前の10年間に

表2 東アジア地域の短期債務の動向

1) 対総債務残高(%)

	CHA	HK	SIN	TAW	IDN	KOR	MLY	PHL	THA
1988	20.8	35.6	15.3	68.8	15.1	19.8	12.4	19.1	15.3
1989	15.4	34.5	14.8	86.9	12.1	23.3	10.3	12.7	13.1
1990	16.8	38.5	15.7	87.6	12.4	27.4	8.6	13.4	22.1
1991	17.9	40.3	16.3	88.7	13.4	29.9	14.0	13.8	26.0
1992	19.0	46.8	19.3	88.3	15.9	30.9	12.4	14.5	29.5
1993	17.8	47.5	20.7	86.5	18.0	28.2	12.1	15.2	33.1
1994	17.4	45.8	20.1	86.9	20.5	27.0	18.2	15.9	35.2
1995	18.9	41.3	17.6	83.6	20.2	25.8	26.6	14.0	42.9
1996	19.7	30.2	13.3	76.3	18.0	43.7	20.4	14.5	44.5
1997	21.4	31.2	14.9	72.2	20.9	54.3	21.2	14.0	44.1

2) 対外貨準備高(%)

	CHA	HK	SIN	TAW	IDN	KOR	MLY	PHL	THA
1988	50.2	n.a.	3.6	18.1	135.9	79.3	26.0	406.5	80.0
1989	40.6	n.a.	3.4	22.1	148.9	65.4	30.7	289.7	64.6
1990	32.6	23.4	2.7	21.0	151.4	74.7	20.4	510.0	62.8
1991	25.3	21.7	2.7	20.7	156.4	84.2	19.9	155.2	72.3
1992	70.8	18.2	2.4	21.6	177.4	71.6	21.7	122.7	73.6
1993	72.2	17.2	2.0	20.2	163.7	61.9	25.9	110.8	94.0
1994	33.9	16.4	1.8	21.0	164.6	126.3	24.9	97.4	101.0
1995	30.3	16.4	1.8	23.3	195.2	146.0	31.7	84.7	124.3
1996	24.2	22.2	2.6	21.6	180.9	200.3	42.3	80.5	114.6
1997	22.5	11.1	3.9	21.6	204.3	272.9	74.6	165.0	147.2

(出所) World Bank, Global Development Finance, and IMF, International Financial Statistics, CD-ROM 2001.をもとに筆者作成。

わたり、その短期債務の割合は下降あるいは一定であったのに対して、危機国のその比率は上昇傾向にあり短期資金への依存度が高くなっている。また、対外貨準備高を見ると、危機国におけるその割合は非常に高く、豊富な外貨準備を要する非危機国との違いが明確である（但しマレーシアは上昇傾向にあるものの比率は相対的に低い）。この自由化のタイミング問題とともに、莫大な資金フローの流入を有効に運用できなかった主要な借り手である国内金融機関や民間部門の脆弱性もまた問題として挙げる事ができる。

タイが本格的に国内金融改革に乗り出したのは80年代後半から終わりにかけてであったが、銀行の参入規制や業務規制の緩和を含む競争促進政策は限られたものであったため、地場商業銀行はなかなか発展することはできなかった。その一方で、商業銀行の補完的役割を果たしていたファイナンス・カンパニーが（預金業務ができないために）借入中心の資金調達をし、90年代前半に不動産や株式投資など非生産的分野への融資を集中的に行なった。やがてバブル経済崩壊の末、巨大な不良債権を抱えることとなり、近代化に遅れた銀行部門とともに金融システムの不安定化を招いた。

同国が国際金融市場から大きな影響を受けるようになったのは90年代に入ってからである。特に1993年のバンコク・オフショア金融センター（BIBF）の開設をきっかけに、海外からの預金や買入れを外貨でそのまま直接、国内市場に貸し付けることができるアウトローイン（out-in）取引が認められるようになった。その結果、90年代半ば

までには民間資金流入のほとんどがBIBFを通じて行なわれるようになった。80年代後半より積極的に外資導入政策の下で直接投資受入れを進めてきたタイであったが、他のASEAN諸国や中国との投資誘致競争が激化するにつれて次第により容易に入手できる短期資金への依存を高めていった。その背景には貯蓄不足による国内の高金利や実質的なドル・ペッグ制の採用があったが、同時にBIBF設立によって一段と加速されたことは言うまでもない。

インドネシアは資本自由化が国内金融改革を先行したことが顕著な特徴である。もっとも70年代初めに始まった資本自由化措置は限られたものであり、また国内金融システムが規制されているうちは資本移動が活発に行なわれることもなかった。同国の国内金融改革は83年と88年以降の2段階に分けて行なわれ、特に後者では国内・外国金融機関の新規参入や業務拡大が認められ、競争促進政策が採られた。その結果、90年代初めには金融機関の数や金融資産が大幅に拡大し、金融市場の活性化につながったものの、一方でこの急速な競争の激化に行政側が制度面で追いつけず銀行制度の不備が明らかになり、破綻する銀行も現れるなど金融システムの不安定化が問題となった。これをきっかけにBIS規制の導入を含む金融機関の監督・指導の強化がなされたが、実際は不適切な規制の基準や履行問題によってそれほど効果がなかったと指摘されている。

1971年に早々と資本自由化に着手した同国であるが、実質的にその効果が現れ始めたのは大規模な国内金融改革が始まった80

年代末からである。この時期、同国はそれまで慎重であった対内直接投資の規制緩和を行なうと同時に、対内株式投資や対外借入など短期的な資金フローの自由化を進めた結果、急速かつ大規模な短期投資資金流入を経験することとなった。ここで注目すべきは、非金融民間部門も直接国際金融市場へアクセスできるようになったため、ますます当局による資本フローのチェックが困難になったということである。大量の民間資金流入を一因とする90年代初めの銀行危機を受けて、銀行による短期資金の借入は制限されるようになったが、非金融民間部門の動きを規制することはできず、そして1997年の急激な資金逃避を回避することはできなかった。

急速に短期間で資本自由化を進めたタイやインドネシアと対照的に、韓国の自由化に対する姿勢は非常に慎重で、台湾と同様に漸進主義的アプローチを採ってきた。80年代初めから金利自由化や銀行業務の自由化が行なわれてきたが、危機直前にもかなり実質的な規制が残っていた。この長期にわたる政府の民間銀行に対するコントロールの弊害は、銀行が自身の審査能力やリスク管理能力を育成することができなかったことであり、結果として借り手である企業の財務内容の悪化を防ぐこともできず、不良債権の拡大へとつながった。

また財閥企業（Chaebol）を中心とする国内企業が、非銀行金融部門である総合金融会社を通じて海外から調達された資金を短期的に企業ファイナンスとして用いたことも国内金融システム不安定化の一要因とされる。厳格に規制されていた銀行とは異な

り、預金業以外の金融サービス業務は全て行なうことができた総合金融会社は、当局に厳しく監視されることなく短期性の外国資金を調達することができた。しかしこの総合金融会社の経営管理の失敗と、採算を度外視し巨大な債務を負うこととなった企業の拡大志向が韓国における金融危機の背景にあったことは言うまでもない。

同国の資本自由化措置は米国からの圧力やOECD加盟の条件といった対外的要因によって進められたことが大きい。また（国内で対応できない）国内金融需要の急速な増加に対応するために、1980年代末から90年代初めにかけて短期資金フローの自由化が長期資金フローに先駆けて行なわれたことも同国の資本自由化の特徴である。

マレーシアの金融自由化の特徴は、経済の動向に応じて自由化凍結、再自由化を繰り返すといった柔軟性にある。これはマクロ経済の安定や産業政策の推進を優先した経済政策を同国が採っているためであり、上記3カ国ほど深刻な危機の影響を結果的に受けずにすんだ要因とも考えられる。70年代末から国内金融改革の結果、融資拡大競争が激化し、やがて80年代半ばに銀行信用危機が発生したことで自由化は一時凍結された。80年代末に金融システム改革が再開されたが、その際、強調されたのは国内資金調達のための基盤整備（資本市場の整備を含む）やシステムの安定性を維持するための制度的枠組みの整備（銀行の所有と経営の分離やBIS規制の導入等）であった。その結果、タイやインドネシアほど脆弱でない金融システムが危機以前に存在していた。

積極的な外資導入政策を行なう一方で、資本自由化もまた必要に応じて凍結された。90年のラブアン・オフショア金融センターの創設は、企業の海外短期資金の調達を可能にし、銀行資金フローが急増した。もともとマレーシアは外貨借入額の上限を設定することによって資本流入規制を行なっていたが、高成長や規制撤廃に伴い90年代前半に民間短期資金の流入が拡大したため、1994～95年にかけて投機資金流入を防止するためにより厳格な規制を課した。その結果、一時的にせよ短期資金依存体質から脱却することに成功した。資本規制の効果に関しては長期的な効果を中心に様々な議論があるものの、マレーシアが膨大な短期資金流入を防ぎ、それが危機の広がりを抑えることにつながったことから、自由化のリスクを縮小される有効な手段として検討する価値はある。

以上4つにパターン化したものの、危機国と非危機国の自由化パターンを明確に分類することは難しく、従って事例により危機を回避するための自由化の形を1つにまとめることは現実的ではない。これは金融自由化の効果は様々な国内外要因に影響を受けるため、純粋な政策効果をはかることが困難なためである。しかしながら、危機国ほど前提条件を満たさないで自由化措置を採用し、理論的に「理想」の形から程遠い順序で自由化を行なってきた傾向がある。従って資本自由化措置の失敗が危機の直接的要因であるとは言い切れないものの、何らかの形で危機発生に関係していると思われる。そこで第3章では自由化変数を検証することによって、数量的側面から自由化

と危機発生の関連を探る。

## ・金融自由化変数の分析

金融自由化の効果、あるいは自由化と危機の関係を検証する上で、自由化プロセスを反映するような変数を探る必要がある。本節ではまず、それぞれの変数の動きから9つの東アジア経済の特徴を捉え、それが危機国と非危機国で違いはあったのか、などを明らかにする。さらにこの自由化変数が危機直前にどのような変化を示していたのか、つまり危機の先行指標になりうるかどうかを検証することで資本自由化の影響を明らかにしたい。

### 1. 金融自由化プロセスを示す指標の選択とその特徴

自由化変数を見つけるうえで立ちはだかる問題は、国内外双方の金融規制が様々な形で課せられているため、全ての政策変更を把握することが難しく、また非連続的・漸進的に自由化が進められている場合、政策変更の時期を判断することは容易ではない、ということである。このため、過去の金融自由化の実証分析では自由化の対象を金利だけに絞るなどして、試行錯誤を繰り返してきた（Demirguc-Kunt and Detragiache 1998: 10等）。しかし本稿の目的は資本勘定取引の自由化が金融危機に及ぼした影響を捉えることにあるため、自由化によって影響を受けるであろう指標をできる限り分析する必要がある。

指標を選択した基準は、資本自由化や国内金融システムの開放が行なわれる際に直接的・間接的に影響を受けるかどうかということであり、危機との関係を含めた金融

## 資本自由化と金融危機

自由化の有効性に関する様々な先例研究で扱われてきたマクロ・ミクロ両経済指標をもとに検証を行なった。データは利用容易性を重視したため、多くはIMFのInternational Financial Statistics CD-ROMによる。サンプル期間は各経済の自由化開始時期や改革の速さが異なっているため、その始まりや長さは様々である（各地域の自由化時期については補論1を参照のこと）。但し危機以前に行なわれた自由化措置の影響を見るため、サンプルの終わりは危機発生直前であることは全データに共通している。またここでは2期間（つまり自由化以前と以後）のデータを比較することが目的であるため、自由化以前のデータを入手できなかった香港は分析対象からはずされている。さらに比較するデータはそれぞれの期間の平均値であるため、自由化直後や危機直前

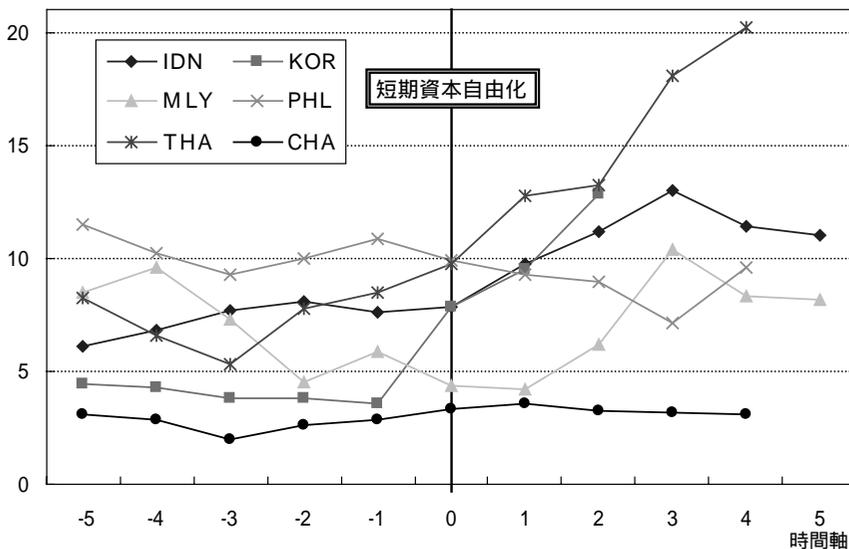
といった時期に起こりうるであろう大きな変化を隠してしまう可能性はあるものの、ここでは長期的な影響を重視する（但し危機直前の変化については 2 参照）。

### [ 検証結果 ]

自由化前後における変数の動向の比較により明らかになった特徴は以下のようにまとめることができる。

短期資本規制の緩和によって、アジア金融危機の背景の重要な鍵である短期資金フローの流入額はフィリピンを除く危機国において自由化開始時から急増した。中国は規制されており、またフィリピンは短期資本の自由化に慎重であったために変化は見ることができなかった（図3）。

図3 短期債務の動向（対GDP比）

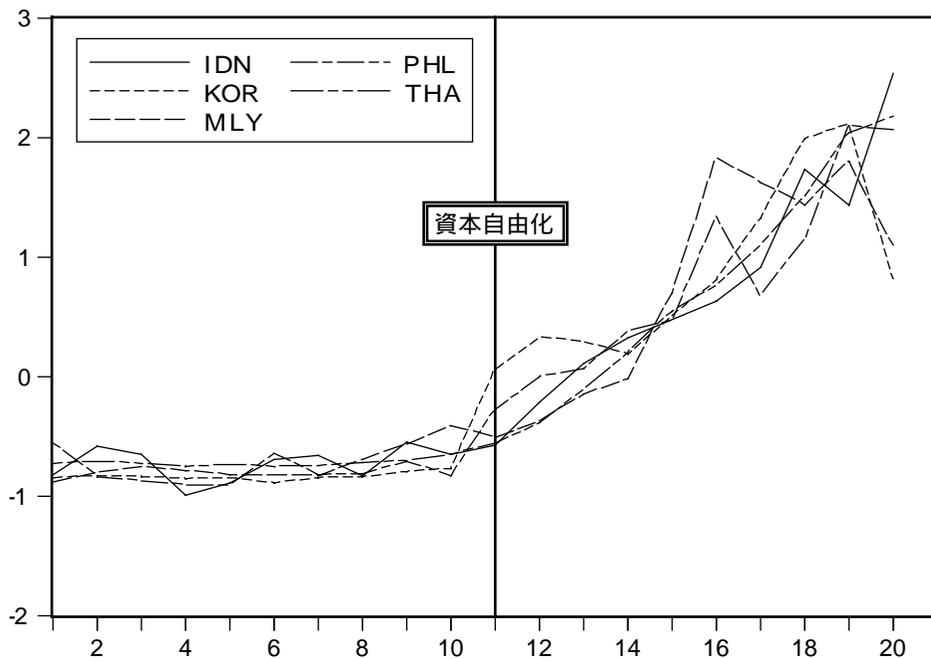


（注）年次データを使用。時間軸0は大規模な自由化が開始され時期を示す。

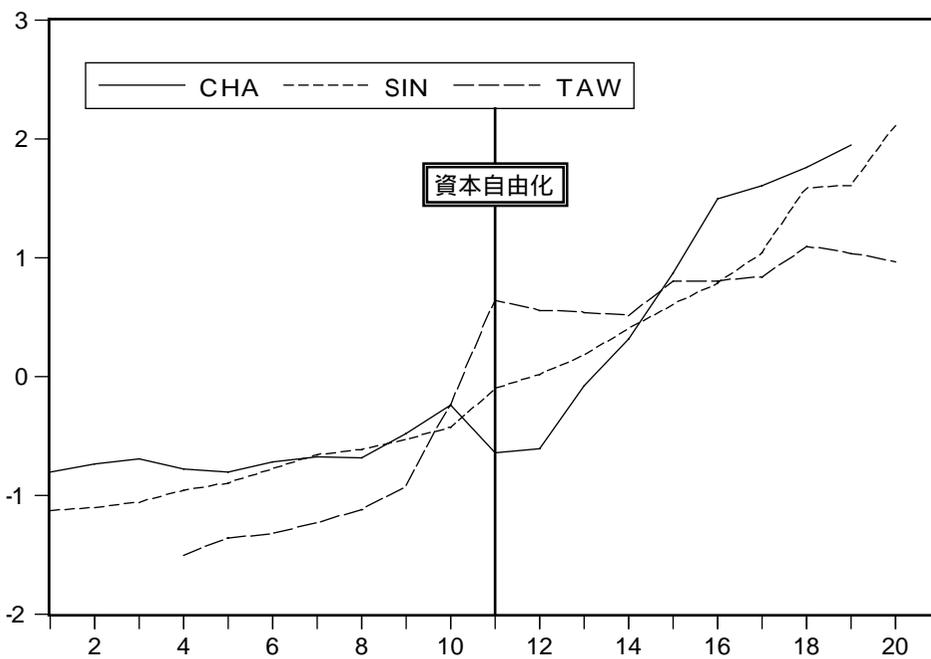
（出所）World Bank, Global Development Finance, CD-ROM 2001.

図4 a 外貨準備高（水準）の動き

[ 危機国 ]



[ 非危機国 ]

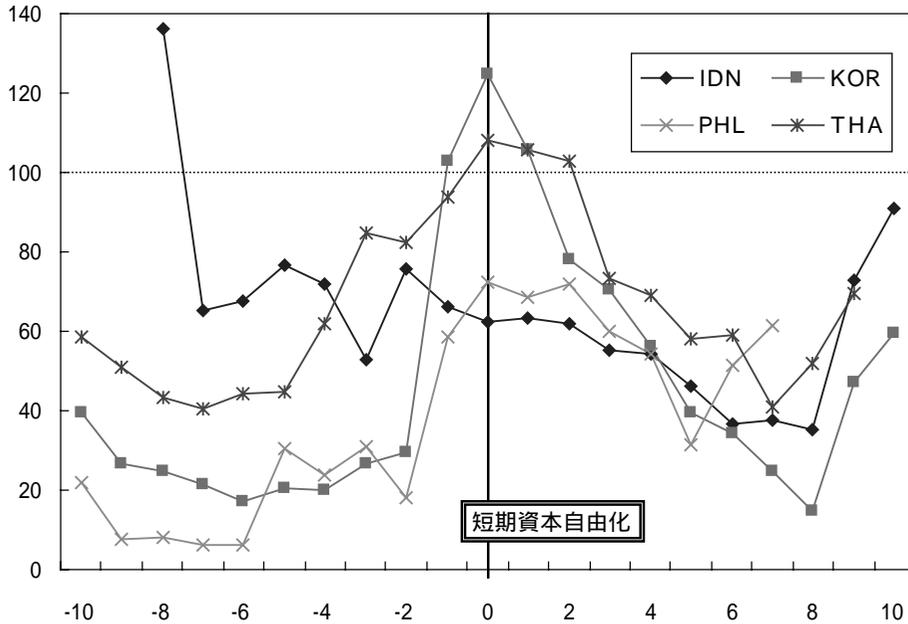


(注) 標準化した年次データを使用（縦軸）。時間軸11（横軸）は大規模な自由化開始時を示す。

(出所) IMF, International Financial Statistics, CD-ROM 2001.

資本自由化と金融危機

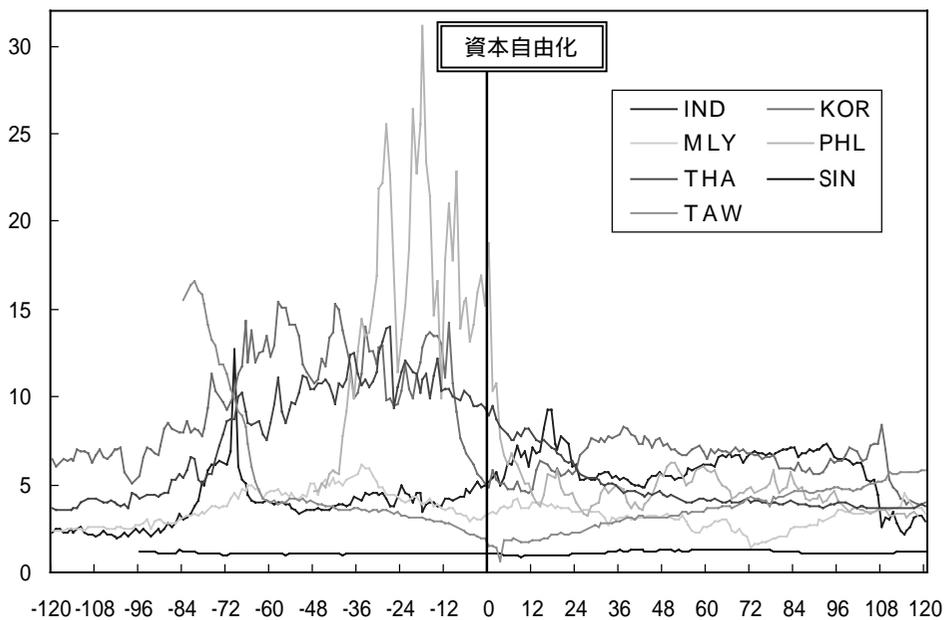
図 4 b 外貨準備（対短期資金フロー残高比）



(注) 短期資金フロー残高は、短気債務残高にポートフォリオ資本流入残高を加えたもの。また図 3 参照。

(出所) 図 4 a 参照。

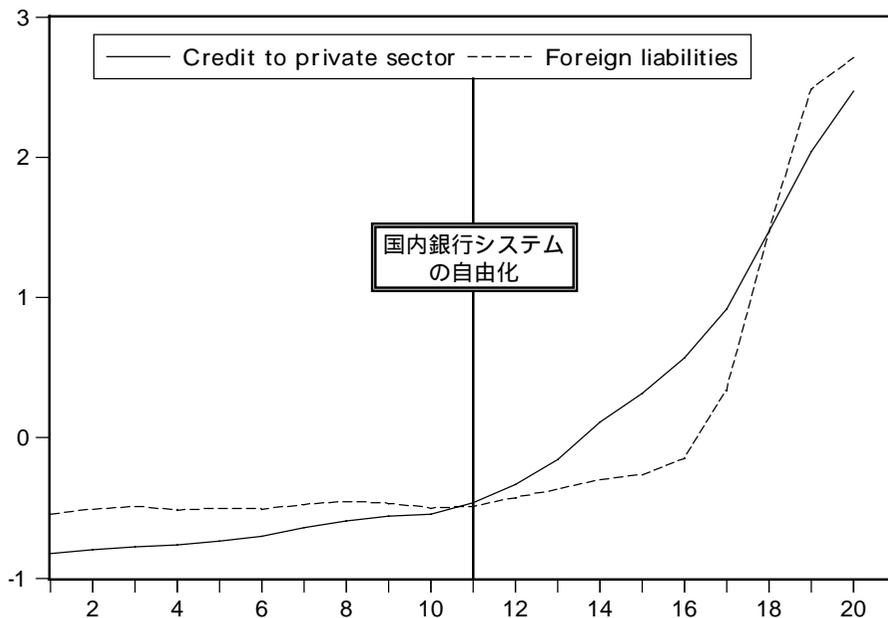
図 5 マネーサプライ（対外貨準備高比）



(注) 月次データを使用。他は図 3 参照。

(出所) 図 4 a 参照。

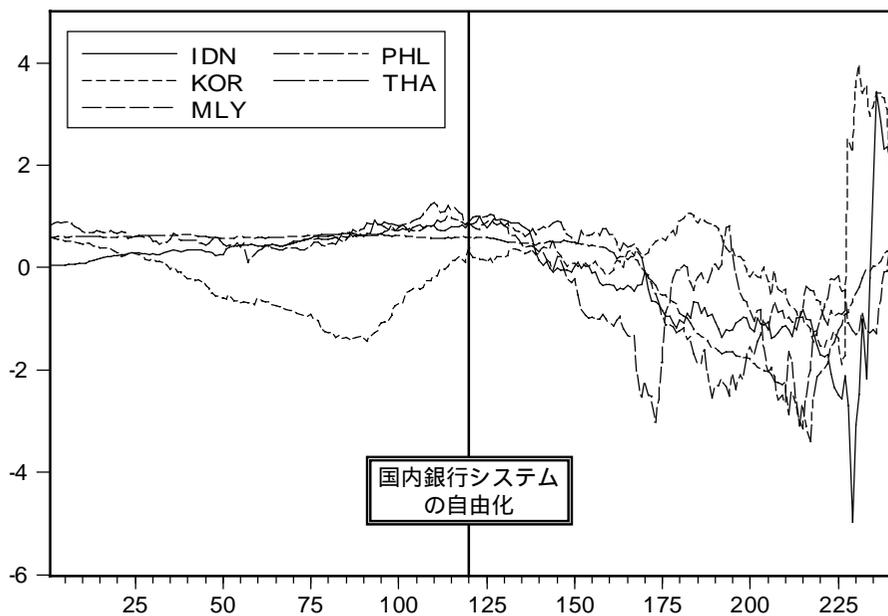
図 6 a 銀行部門の民間貸出および対外債務の動き（タイのケース）



(注) 標準化した年次データを使用（縦軸）。時間軸11（横軸）が大規模な自由化開始時を示す。

(出所) 図 4 a 参照。

図 6 b 銀行部門の対外純資産の動き



(注) 標準化した月次データ使用（縦軸）。時間軸121期（横軸）が自由化開始時を示す。

(出所) 図 4 a 参照。

危機国と非危機国の違いが明確に表れた指標が外貨準備高である（図4 a）。実質的に固定相場制を採用していた危機国は、自由化がもたらした膨大な資本流入の増加による為替レートへの影響を減らすために外貨買い介入を行った。その結果、資本自由化後、外貨準備高は急増した。しかしながら、国際的流動性の適正量を考えた場合、この増加は不十分であったことが対短期資本流入残高比の低下によって明らかである。特に、マレーシアを除く危機国では100%以下の水準まで落ち込み、突然の資金逆流に対する抵抗力が落ちていったことを示している（図4 b）。ちなみに図には示されていないが、台湾も自由化後に低下しているが、その水準は高く、適正量（つまり100%以上）を十分に維持していた。

マネーサプライそのものの動きに関してはマレーシア、フィリピンにおいて拡張傾向にあった他は自由化後、減少あるいは一定傾向にあった。本来、金融自由化による国内金融システムの発展がマネーサプライの増加につながったと考えられるが、その一方で東アジアでは緊縮的（少なくとも拡張的でない）金融政策を採っていたことがマネーサプライの動きに反映されている。例えば、インドネシアを除く経済において対外貨準備高比率が低下しているのは当局によって行われた不胎化介入などの一定の政策効果があったものと思われる（図5）。しかし、その一方で、ベースマネーの動きは、ポラティリティの増加によって、中央銀行のコントロール力が自由化後に低下傾向にあ

ることを示している。

金利関連変数については、結果が様々であり自由化による影響を一般化するのは難しい。これは、金利変動要因が国内外におよんでいることが主たる原因として考えられる。

国内金融改革を表す指標として取り上げた銀行関連変数で特に民間部門への貸出と対外債務の動きに注目すると、同じ動きをしていることがわかる（図6 aはタイのケース）。自由化後、民間部門への貸出が増加した経済では、同時に対外債務の増加の一方で対外純資産が減少しており、銀行の対外依存が進んだことを示している（図6 b）。また、中央銀行からの借入が減少傾向にあるのは、自由化後に中央銀行への依存が低下した結果と思われる。

以上の点を含めた金融自由化の影響を示すであろう変数の動きを要約したものが補論2である。自由化変数を分析した結果、自由化そのものよりも、自由化時の国内・国際環境、あるいは同時期に採られた政策によって変数への影響が大きく左右されることが明らかになった。すなわち、自由化措置そのものが危機に直接的につながるといよりは、むしろ自由化の際にどのような政策や制度を採用しているかが危機発生の鍵となるということである。

## 2. 自由化変数と危機発生の関係

次に資本自由化が危機の発生に影響を与えているかどうかを、危機先行指標分析

(Leading Indicator Analysis) を用いて検証する。つまり上記で検証した自由化変数が危機の先行指標となりうるかどうかを分析する。用いる分析手法は「シグナル・アプローチ」であり、これは通貨危機についての先行指標の時系列データの動きを観察することによって、各先行指標のシグナル的变化を捉えるためにKaminsky and Reinhart (1998) が構築したものである。この分析手法に関しては矢野 (2002) が概説しているように、まず危機の先行指標として考えられたデータの統計的分布を明らかにし、一定の基準によって閾値 (Critical threshold) を決定する。実際のデータがこの閾値を越えるかどうかをもって危機に対するシグナルの発生と考える。

このシグナル・アプローチの抱える問題は、閾値の設定によって結果が左右されてしまうことにある。Goldstein, Kaminsky, and Reinhart (2000) は厳密な統計的分析に基づいてデータごとに閾値を決定しているが、矢野 (2002) も指摘しているように彼らの値はデータ・サンプルに依存している。従って閾値の重要性は理解しつつも本稿では設定についての綿密な分析を行わず、Edison (2000) に倣い閾値を平均 + < 標準偏差の1.5倍 > と設定し、これを越えるかどうかをシグナル発生の境界とした<sup>7)</sup>。

既に、Goldstein, Kaminsky, and Reinhart (2000) や矢野 (2002) が1997年のアジア危機を含めた危機の先行指標分析を行っているが、ここでは特に、上記の自由化変数が先行指標となるかどうかについて、非危機国も含めた東アジア9経済を対象にして分析を試みる。サンプル期間は危機にさかのぼる10年間に限定しているが、データの制約

上、サンプル期間はより短いものとなる場合もある。

#### [ 分析結果 ]

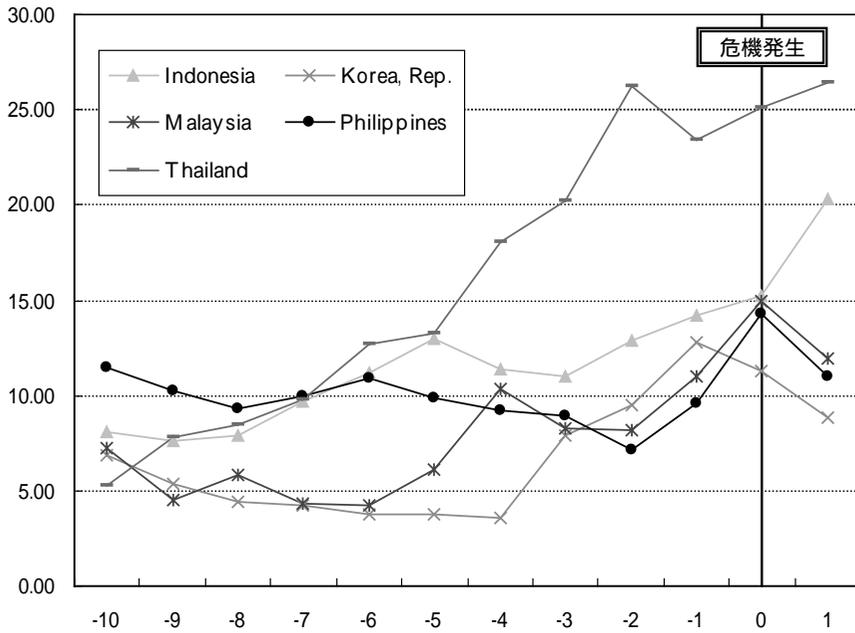
危機をさかのぼること24ヶ月以内に選択した変数においてシグナルが発生しているかどうかを要約したものが補論3である。この結果から以下4つの特徴を挙げる事ができる。

全体の特徴として、第1に非危機国で「悪性シグナル」(または「ノイズ」とも呼ばれる)が発生しているということと、第2に危機国にもかかわらずシグナルが発生されなかった点が挙げられる。こうした結果の原因としては、まず先行指標の選択そのものの問題がこの分析結果を左右することは否定できないが、その他に、閾値の設定の問題、さらに過去に危機 (crisis) とはいかないまでも、なんらかの混乱や問題 (problems) 発生によるデータへの影響が考えられる。さらに第2の点については、危機の主要原因やその性質が異なるためにシグナルが発生しなかったとも思われる。

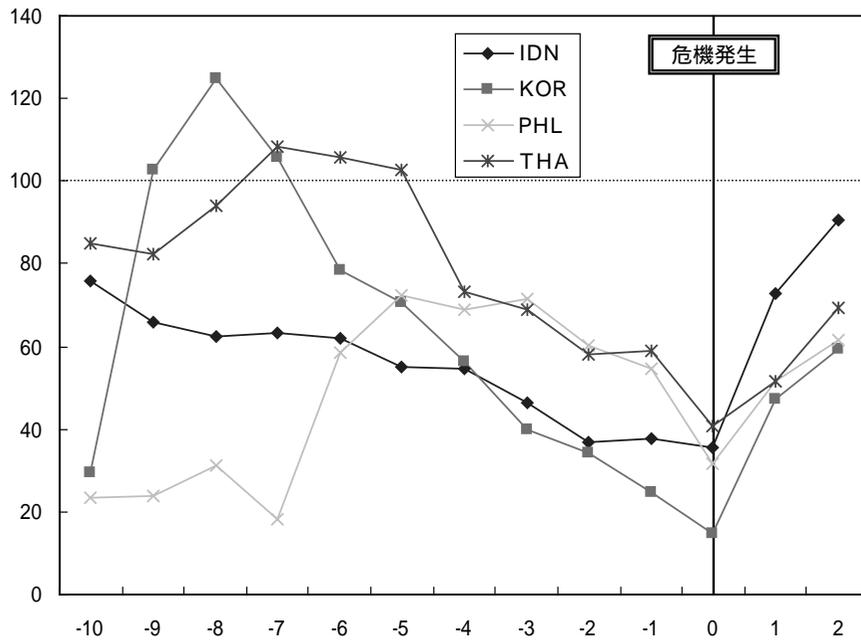
危機の発生源であったタイでもっとも多くシグナルが発生しているが、それ以外の地域における危機の震度と発生したシグナルの数の関係は必ずしも比例しているわけではない。特にインドネシアにおける危機の影響の深刻さは明らかであるが、シグナルは危機国の中で最も少なかった。これはおそらく、各地域における危機の主要因、あるいは自由化変数以外に考えられる先行指標の存在によるもの

資本自由化と金融危機

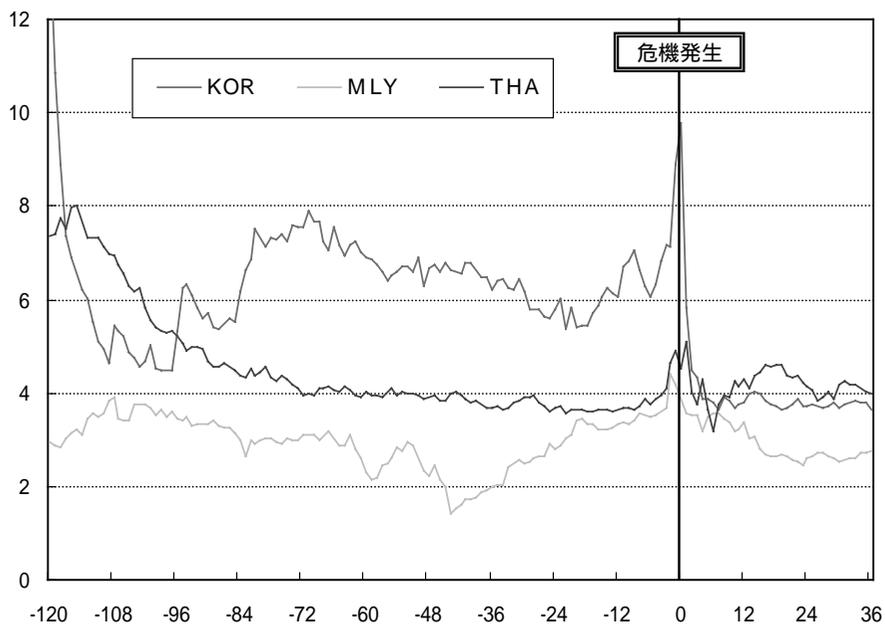
図7 危機先行指標の動き  
(a) 短期債務残高(対GDP比)



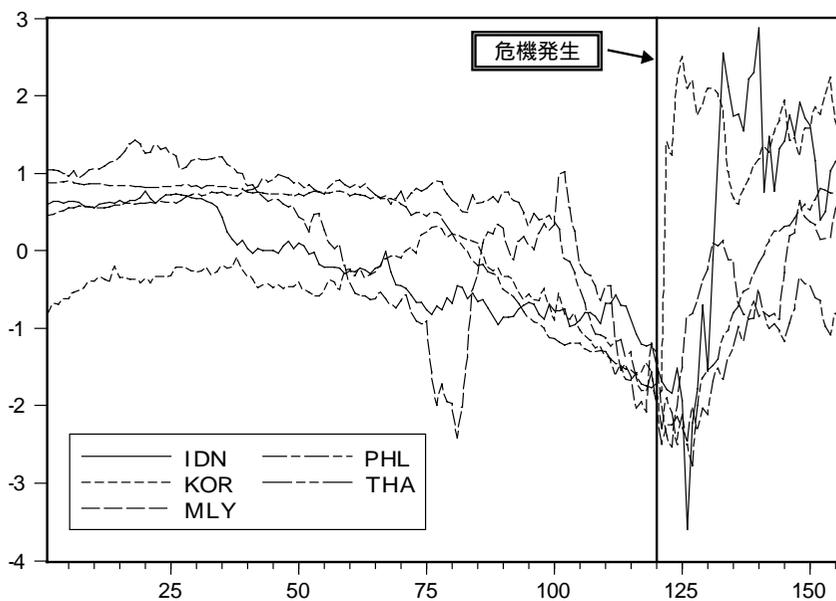
(b) 外貨準備(対短期資金フロー流入残高比)



( c ) マネーサプライ ( 対外貨準備高比 )



( d ) 銀行部門の対外純資産



( 注 ) 横軸は時間軸。( a )( b ) の縦軸は年次データ、( c )( d ) の縦軸は月次データを使用。  
但し、( d ) の縦軸は標準化した数値。

( 出所 ) IMF, International Financial Statistics, CD-ROM 2001.

と思われる。

タイ、インドネシア、マレーシア、韓国において、短期資金フロー、対短期債務残高の外貨準備、対外貨準備のマネーサプライ<sup>8)</sup>といった3つの自由化変数がシグナルを発していたことは、資本自由化(のあり方)が危機発生に大きく影響を与えたことを示している(図7 a~c)。これは第2章で見たように、フィリピンを除く4つの危機国における自由化プロセスの特徴、つまり受入態勢が整わない早い段階での短期資金流入規制の自由化が経済の不安定化を招き、危機のきっかけとなったことを明確に示している。対照的に、フィリピンの危機はいわゆる脆弱なマクロ経済のファンダメンタルズを原因とした伝統的な経済危機が、波及効果(Contagion effect)によって生じたものと解釈される。

今回の金融危機の重要な側面の1つである銀行問題がすでにタイでは中央銀行からの借入の増加という形で明らかになっていた。さらに、唯一、全危機国で共通して発生したシグナルが銀行部門の対外純資産であり、これは対外依存度が危機前に急激に高くなっていたことを示している(図7 d)。通貨危機発生により銀行のバランスシートがより悪化する原因となったとも言える。

この分析結果は、ノイズの存在や、危機発生にもかかわらずシグナルが発生しなかったという点で閾値を変更してみるなど今後、考慮すべき点がある。しかしながら、

自由化変数が危機直前にシグナルを発生していることがわかった点は、自由化と危機の発生の関係を今後より詳しく見ていく上で有益である。

## 結論

本論文で明らかになった点は以下の通りである。

まず第1に1970年代以降、国際開発金融機関や先進国が中心となって推進してきた金融自由化、特に資本自由化の波から途上国が逃れることは不可能である。自由化論争の中心課題はもはや自由化を行なうか否かではなく、実行に伴うコストをいかに下げるか、つまりリスクの少ない自由化の方法論に移りつつあった。アジア金融危機で勃発したことで再び資本規制の重要性がStiglitzを中心に議論されることになったが、それでも現実的に金融統合の流れは止めることはできないため、現在では資本自由化をあらゆる経済政策の一部として捉え、他の政策や制度との適切なコンビネーションを確立することを重視するようになってきている。

第2に、東アジア諸経済における自由化プロセスはその背景、開始時期、スピード、順序において多種多様であり、危機国と非危機国でパターンを分けることは難しい。しかし相対的に危機国が前提条件を満たしていなかった場合が多い。さらにマクロ経済の均衡を資本自由化が進むにつれ維持できなくなり、しかも資本フローを管理する体制を作れなかったことが危機発生の背景として挙げられる。

また自由化の順序に注目した場合、短期

資本フロー流入規制の緩和のタイミングが危機発生を左右する鍵であった。フィリピンを除く危機国における自由化パターンの特徴は、投機的な外国資金の流入を国内金融システムが強化されないうちに自由化したことにある。その上全ての危機国において、巨大な資本流入に伴う負の副作用を中和する能力が不足していたことが共通の特徴として挙げることができる。

第3に、自由化の影響を一般化することはその環境や初期条件の違いの故、困難であるものの、ある一定の政策や制度との組み合わせによって同じ結果となることが自由化変数を分析することで明らかになった。例えば、固定相場制を維持しようとして危機国では外貨準備が増加していったが、それに伴うマネーサプライの上昇を抑えるための努力のあと（結局失敗したにも関わらず）は、自由化変数の動きに表れている。

第4に、自由化変数はシグナル・アプローチを使った分析の結果、危機の先行指標として有効である。ただし、経済（地域）によって危機の主要要因が異なるため、全てに共通する先行指標は1つしか見つけることができなかった。しかしながら、自由化と危機の関係は、特に第4の自由化パターンのグループに属する国において重要であることがわかった。すなわち、（短期）資金フローが早期に自由化された結果、適切な監視がないまま流入額が急増し、それに伴い固定相場制を維持するためのコストが上昇した。第3の特徴で挙げたように、コスト低下のための努力はなされていたが、外貨準備の増大はきわめて大きく、通貨危機が発生する直前においてその対応はもはや充分でなかったことがシグナル発生とい

う形で表れている。自由化が危機を招いたというよりはむしろ、自由化にともなう副作用への対応に失敗したことが今回の危機の背景であったと考えられる。

これらの結果を踏まえ、最後に浮かび上がってきた次の課題は、危機が発生する以前に行われていた自由化措置を含む政策・制度が危機の深刻度（severity）に与えた影響を明らかにすることである。今回、金融自由化と危機発生の関係に焦点を当てたため、危機国間での深刻度の違いに関しては取り上げなかった。従って、今後は自由化パターンやその程度の違い、さらに危機後の対応の違いが危機の深刻度にどのような影響をもたらしたのか、を探っていきたい。

## 注

- 1) 東アジアが陥った危機は国によってさまざまな性質を持つ（例えばインドネシアは経済危機から政治危機）。しかし本論文で注目する「危機」とは「金融危機」のことで、それは「通貨危機」と「銀行危機」を含む。
- 2) 経済発展における金融の役割に関する理論はMcKinnon-Shaw モデル(McKinnon 1973; Shaw 1973)によって大きく変わる事となった。金融自由化を支えるフレームワークの変遷についてはFry (1995) 参照。
- 3) 金融自由化支持者は国内金融システムの自由化の重要性に注目したMcKinnon-Shaw モデルとともに、資本自由化がもたらす利益についても論じている (World Bank 1997; Gilbert, eds. 2000; Schneider 2000)。
- 4) 資本自由化そのものの有効性（あるいは本質的なリスク）を追求することも検証する必要があるが、大きな課題であるため、改めて別の機会にて扱うこととしたい。

## 資本自由化と金融危機

- 5) それぞれのケーススタディは各経済の当局やIMFの資料 ( IMF Staff Country Paper など ) をもとに行なった。
- 6) 但し元々、フィリピンは金融危機に陥った国々より低成長であり、しかもIMF監督下で慎重な経済政策が採られていたため、巨大なバブル発生に至らず、従ってその崩壊という反動がなかったため、危機の影響が小さく見えたとも考えられる。
- 7) シグナル発生は、危機をさかのぼる24ヶ月以内に一回以上閾値を超えた場合に認定される。厳密にはシグナル発生の回数と危機の発生率の関係を検証する必要があるが、ここでは単に自由化と危機発生の関係の有無を見ることを目的としているため、分析は先行研究 ( 矢野2002; Edison 2000 ) にのっとって行なわれた。閾値の設定を含む分析方法の検証は別の機会に行ないたい。
- 8) マネーサプライ・外貨準備比率に関しては矢野 ( 2002 ) やCalvo and Mendoza ( 1996 ) などによって議論されている。マネーサプライ・外貨準備比率は、銀行セクターの負債比率であるマネーサプライのどのくらいが外貨準備によって保証されているかを示しており、中央銀行が危機発生時の急激な交換需要にどの程度対応できるかを表す指標となっている。

## 引用文献

- Brownbridge, Martin and Kirkpatrick, Colin. 1999. Financial Sector Regulation: The Lessons of the Asian Crisis. *Development Policy Review* Vol. 17, pp.243-266.
- Demirguc-Kunt, Asli. and Detragiache, Enrica. 1998. Financial Liberalisation and Financial Fragility. IMF Working Paper 83. Washington, D.C.
- Edison, H. 2000. Do Indicators of Financial Crises Work? An Evaluation of A Warning System. Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Papers*, No.675.
- Eichengreen, Barry eds. 1998. Capital Account Liberalisation: Theoretical and Practical Aspects. *IMF Occasional Paper* 172, Washington, D.C.
- Fry, Maxwell J. 1995. *Money, Interest, and Banking in Economic Development*, Second edition, The Johns Hopkins University.
- Gilbert, Christopher L, Irwin Gregor and Vines, David. 2000. International Financial Architecture, Capital Account Convertibility and Poor Developing Countries, Paper presented at the Overseas Development Institute, "Capital Account Liberalisation: The Developing Country Perspective", London, UK, 21 June.
- Goldstein, Morris., Kaminsky, Graciela L., and Reinhart, Carmen M. 2000. *Assessing Financial Vulnerability: An Early Warning System for Emerging Markets*, Institutional for International Economics, Washington, D.C.
- Kaminsky, Graciela L. and Reinhart, Carmen M. 1998. The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of Payments Problems, *International Finance Discussion Paper*, No. 544.
- Lopez-Mejia, Alejandro. 1999. Large Capital Flows: A Survey of the Causes, Consequences, and Policy Responses. *IMF Working Paper* 17. Washington D.C.
- Mathieson, Donald J. and Rojas-Suarez, Liliana. 1993. Liberalisation of the Capital Account: Experiences and Issues. *Occasional Paper* 103, Washington D.C.
- Mckinnon, Ronald. 1973. *Money and Capital in Economic Development*, Brookings Institution, Washington, D.C.
- . 1993. *The Order of Economic Liberalisation:*

- Financial Controls in the Transition to a Market Economy*. Second Edition, Baltimore: Johns Hopkins University Press.
- Schneider, Benu. 2000. Issues in Capital Account Convertibility in Developing Countries, Paper presented at the Overseas Development Institute, "Capital Account Liberalisation: The Developing Country Perspective", London, UK, 21 June.
- Shaw, Edward S. 1973. *Financial Deeping in Economic Development*. New York: Oxford University Press.
- Stiglitz, Joseph E. 1994. The Role of the State in Financial Markets. *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics* 1993, The World Bank.
- 霧見誠良（編）2000. 『アジアの金融危機とシステム改革』法政大学出版社 .
- Williamson, John and Mahar, Molly. 1998. A Survey of Financial Liberalisation. *Essays in International Finance*, No.211, November 1998, Princeton University.
- World Bank. 1993. East Asian Miracle: Economic Growth and Public Policy. *A World Bank Policy Research Report*. Oxford University Press.
- . 1997. Private Capital Flows to Developing Countries: The Road to Financial Integration. *A World Bank Policy Research Report*. Oxford University Press.
- 矢野順治. 2002. 「通貨危機の予測」『開発金融研究所報』第11号、64-92頁.

#### 補論 1 東アジアにおける金融自由化の時期（危機以前）

	国内銀行システム改革	資本勘定取引の自由化	短期資本フローの自由化
香港（HK）	1978	1973	1973
シンガポール（SIN）	1970年代半ば	1978	1978
中国（CHA）	1990年代半ば	1992	Controlled
台湾（TAW）	1989	1978	<i>1983</i>
フィリピン（PHL）	1992	1991	<i>1977</i>
タイ（THA）	1990	1987	1990
インドネシア（IDN）	1989	1989	1989
韓国（KOR）	1989	1988	1994
マレーシア（MLY）	1990	1988	1990

（注）時期は自由化が大規模に行なわれ（始め）た年を示す。但し、台湾及びフィリピンの短期資金フローの自由化は非常に部分的なものであったために斜体になっている。

（出所）各国資料をもとに作成。

資本自由化と金融危機

補論 2 金融自由化前後における変数の比較

変数名	定義	SIN	CHA	TAW	PHL	THA	IDN	KOR	MLY
短期債務	対 GDP 比	n.a.		n.a.					
外貨準備高	対前年同月比								
	対輸入支払額 (水準)			(3<)	(3>)			(3>)	
	対短期資本流入残高比	n.a.		(100<)	(100<)	(100<)	(100<)	(100<)	
マネーサプライ	対前年同月比								
	対ベースマネー (水準)								
ベースマネー	対外貨準備比		n.a.						
	対前年同月比		n.a.	n.a.					
	ボラティリティ		n.a.	n.a.					
<b>金利関連変数</b>									
実質預金金利	水準								
	ボラティリティ								
国内貸出・預金金利差	水準	n.a.		n.a.				(0>)	
国内外金利差	水準								
<b>銀行関連変数</b>									
民間部門への貸出	対前年同月比			n.a.					
中央銀行からの借入	対前年同月比	0	n.a.	n.a.					0
対外債務	対前年同月比		n.a.	n.a.					
対外純資産	水準		n.a.	n.a.					

(注) 比較は自由化前後の一定期間における平均値をもって行なっている。なお、斜線は、自由化が行なわれていないことを示す。外貨準備高の対輸入支払額の数値は、3ヶ月以上か、以下かを示し、また対短期資本流入残高比の数値は、100%以上か、以下かを示している。

補論3 先行指標分析の結果

変数名	定義	HK	SIN	CHA	TAW	PHL	THA	IDN	KOR	MLY
短期債務	対 GDP 比	No	No	No	No	No			No	
外貨準備高	対前年同月比	n.a.	x	No	No	No		No	No	No
	対輸入額(前年同月比)	No	No	n.a.	x	No		No	No	No
	対短期資本流入残高比	n.a.	No	No	x	No	No		No	No
マネーサプライ	対前年同月比	n.a.	No	n.a.	No	No	No	No	No	
	対ベースマネー(水準)	n.a.	No	n.a.	x		No	No		No
	対外貨準備(前年同月比)	No	No	n.a.	No	No		No		
ベースマネー	対前年同月比	n.a.	n.a.	x	No			No		
<i>金利関連変数</i>										
実質預金金利	水準	n.a.	No	No	No	No		No	No	
国内貸出・預金金利差	水準	No	No	x	n.a.		No		No	No
国内外金利差	水準	No	No	No	No					No
<i>銀行関連変数</i>										
民間部門への貸出	対前年同月比	n.a.	No	n.a.	No		No	No	No	
中央銀行からの借入	対前年同月比	n.a.	n.a.	n.a.	No	No		No	No	No
対外債務	対前年同月比	n.a.	No	n.a.	x		No	No		
対外純資産	水準	No	x	n.a.	x					

(注) が危機発生をさかのぼる24ヶ月以内にシグナルがあったことを示す。×は悪性シグナル(ノイズ)あったことを表している。