

# 最近のアジア通貨の動向

---

## 1. はじめに

アジアは一般に、東は日本、北はシベリア、南はインドネシア、西はトルコ・アラビアにわたる地域を意味し、世界人口の2分の1以上を占める。このうちここで「東アジア」と呼ぶのは、中国、NIEs<sup>(注1)</sup>(韓国、台湾、香港、シンガポール)、ASEAN<sup>(注2)</sup>4(フィリピン、タイ、マレーシア、インドネシア)である<sup>(注3)</sup>。

この「東アジア」が、経済の観点から近年とりわけ世界の注目を浴びていたのは、過去数十年にわたる高成長の持続のためである。

アジアでは、1960年代にNIEs、80年代にASEAN、90年代にベトナム等も高成長経路へ移行、93年には世界銀行が「東アジア<sup>(注4)</sup>の奇跡(THE EAST ASIAN MIRACLE)」と題するレポート発表し、話題を呼ぶに至った。

しかし最近になって、世界銀行のステートメント「東アジアの『奇跡』は終わったのか？(IS THE EAST ASIAN “MIRACLE” OVER?)」などに見られるように、東アジア経済が今後も高成長を持続しうるのかについて多くの議論が交わされている。

とりわけ、97年7月以降世界経済に深刻な影響を及ぼしているアジア通貨不安は、現在においても各地でくすぶり続け、東アジア経済の先行きを不透明にしている。

以下では、最近のアジア通貨不安の発生・拡大の流れを整理していきたい。

---

## 2. アジア通貨不安の予兆

### (1) 「踊り場」にあったアジア経済

アジア通貨不安が発生したのは97年7月であるが、実はその前から兆候が現れていた。

「東アジアの奇跡」について懐疑的な見方が勢いを増してきたのは、96年頃である。当時、概して東アジア各国において輸出の伸び悩みが顕在化してきており、それにともない成長率も低下傾向にあった。

しかし当時においては、アジア経済は「踊り場」にあり、数年先には再び成長率は上昇に転じるとの見方ができた。

そうした見方の根拠は概ね次のとおりであった。「たしかに過去、中長期的にあるいは足もとにおいて東アジアの高成長を支えたのは輸出であり、

その伸び悩みは東アジア経済にとって大きなマイナス要因である。しかし96年入り後、輸出の伸びが低下しているのは、世界的な半導体市況の低迷、ドル高・円安傾向の影響などいわば外部要因が大きく、東アジアの輸出競争力は依然維持されており、外部環境の変化にともない輸出は回復に向かう可能性が大きい。」

ところが、外部環境の本格的な変化を待たず、97年7月、アジア通貨不安が生じたのである。

アジア通貨不安とは、端的には東アジア諸国の通貨急落を意味する（もちろん後述するように、東アジアのすべての国の通貨が下落したわけではなく、また下落の程度も国によって異なるが、ここでは概してこのような表現を用いる）。97年7月以降、東アジアの多くの国が通貨下落圧力の高まりに対処しきれず、変動相場制への移行など方針転換へと追い込まれ、通貨は急落した。

通貨の急落は、直接・間接的に実体経済へ悪影響をもたらす。たとえば、大幅な金利引き上げなどの過度な通貨防衛策は実体経済に悪い副作用を与え、場合によっては経済を混乱に陥れる。また、対外的な流動性不足に対する通貨防衛のためIMF（注5）に支援を要請した場合、概ね緊縮政策が条件とされ、短期的には景気減速を強いられることになる。（もっとも、自国通貨安は対外価格競争力を高め、自国の輸出を回復させる。そういう意味では、東アジア経済は外部環境の変化を待たず、輸出を回復させるための機会を得たということもできよう。）

## (2) アジア通貨不安の要因

それでは東アジア経済がそうした事態に至った要因はなにか？実はそこには先に述べたような外部要因とは別に、東アジア経済を徐々に蝕んでいた構造的な要因があった。

そうした構造的要因は、各国によってそれぞれ多少異なるものの、①実質実効為替レート高、②外国からの資本流入等を背景にしたバブル発生とその崩壊にともなう金融不安、③賃金が低い中国・ベトナム等の追い上げ、④以上の結果としての大幅な経常収支赤字などに整理できる。

その中で最も重要だと考えられるのは、実質実効為替レート高にともなう対外価格競争力の低下であろう。実質実効為替レートとは、貿易相手国との各々の[名目為替レート（自国通貨1単位当たり）×自国の物価指数／外国の物価指数]を貿易量ウェイトなどで加重平均したレートで、指数（基準年＝100）の上昇は実質実効為替レートの増価、自国製品の対外価格競争力の低下を意味する。この実質実効為替レートが、95年以降アジア通貨不安発生に至るまで、東アジアのほとんどの国で上昇していたのである。

この時期の実質実効為替レート高の要因は、各国によって多少異なるものの、①東アジア諸国通貨の多くが米ドル連動の傾向が強く、95年以降のドル高・円安・マルク安傾向の中で円・マルクなどに対して増価、②東アジア諸国では日米欧など貿易相手国に比し概ね高いインフレ率（中国以

外の国では、貿易相手国である中国における95年以降のインフレ率低下傾向の影響もある)、③94年の中国の通貨切り下げの影響などがあげられよう。

### (3) アジア通貨不安の意義

こうして見てくると、アジア通貨不安とは、実質実効為替レート高の調整であり、外部要因の他に先に述べたような構造要因が存在したため、対症療法として構造要因のうち唯一可変である為替レートが下落した過程とすることができる。アジア通貨不安と「不安」が付くのは、その変化が急激であったからである。

また、アジア通貨不安は、東アジアとその域外との為替レートの調整という面と東アジア域内(特に中国とASEAN4との間)での調整という2つの側面を持つ。95年以降アジア通貨不安発生に至るまで実質実効為替レートが比較的大きく高まっていたのは、ASEAN4、香港、シンガポールであり、その要因として中国の通貨切り下げ、中国とのインフレ格差などもあげられるからである。

ところで97年7月以降、東アジア諸国の中で通貨下落ないし売り圧力の高まりが顕著に見られるのは、ASEAN4、香港、韓国である(シンガポール、台湾も通貨が下落しているが、ASEAN4程ではない)。このうち韓国については、通貨ウォンが急落しているが、実質実効為替レートが大きく高まっていたとはいえ、その意味では実質実効為替レートの調整という側面は少ない。しかし、大幅な経常収支赤字にともなうウォン安圧力が、後述のようにアジア通貨不安の余波を受けつつ、国内の金融不安によって一気に顕在化したといえ、そういう意味ではアジア通貨不安の範疇に入れるべきであろう。

また、中国は一般にアジア通貨不安の枠外とされるが、後で述べるように結果的には大きな影響を受けている。

以下、アジア通貨不安がどのように発生、拡大していったのかを時間を追って見てみよう。

---

## 3. アジア通貨不安の発生と拡大

### (1) タイ・バーツの急落

アジア通貨不安の発端はタイ・バーツの急落である。タイ・バーツは97年5月頃から売り圧力が強まり、通貨当局は市場介入によって対処してきた。しかし7月2日、バーツ防衛策の国内実体経済への悪影響が大きく懸念されるに至り、タイはそれまでの通貨バスケット方式から管理フロート制へと事実上の変動相場制に移行した(事実上の通貨切り下げ)。その後、市場実勢に委ねられたタイ・バーツは急落した。

背景には、①タイのバブル崩壊にともなう金融不安、②割高な実質実効

為替レート、③②にともなう経常収支の大幅赤字などがあった。

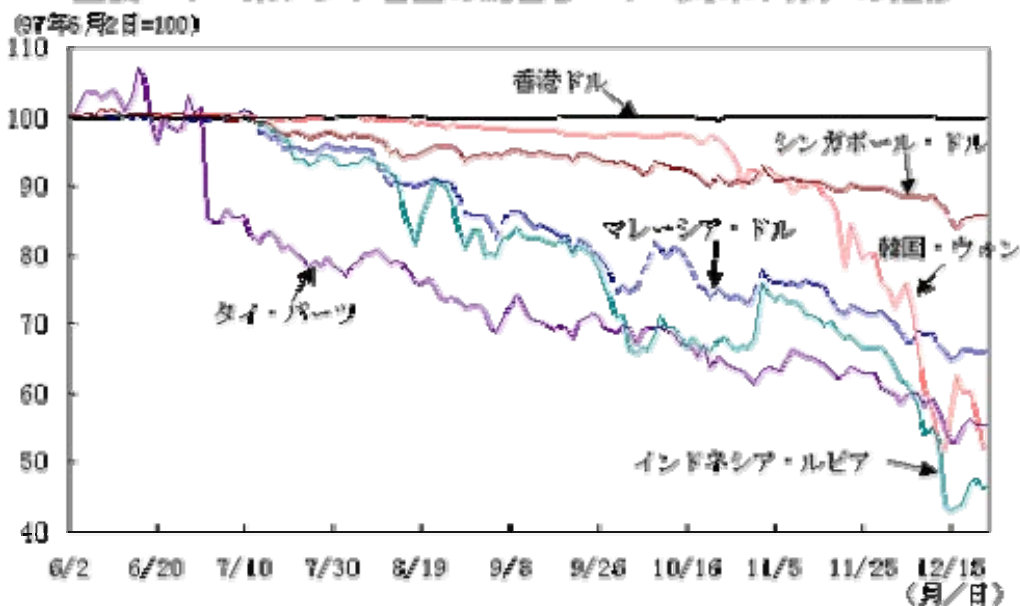
## (2) タイから他の東南アジア諸国への波及

タイ・バーツ下落は、7月以降8月にかけて、経常赤字に悩む他の東南アジア諸国通貨（インドネシア・ルピア、フィリピン・ペソ、マレーシア・ドル）にも波及した（この時点では韓国ウォンは堅調であった）。東南アジア諸国（ここでは ASEAN4 を示す、以下同様）から外国の資金が流出する傾向が強まり、7月から軟調であった東南アジア諸国の株価も8月に入ると軒並み下げ足を速めた。

東南アジア諸国通貨の下落が続く中、8月14日、インドネシアは、ルピアの売り圧力が高まる中、ルピア防衛策の国内実体経済への悪影響が大きく懸念されるに至り、完全変動相場制に移行した。

8月20日には、IMF が、流動性危機への対応を要するタイ政府からの要請を受け、同国への融資<sup>(注6)</sup>を正式決定した。IMF の融資条件は、①経常収支赤字の GDP 比を 98 年に3%まで引き下げ、②財政・金融の引き締め、③金融システムの信頼性回復などであった。その後、国際金融支援は総額約 172 億ドル（8月下旬時点）に達した。

図表-1 東アジア各国の為替レート（対米ドル）の推移



図表-2 東アジア各国の株価の推移



### (3) インドネシア・ルピア急落

タイへの国際金融支援の決定後、東南アジア諸国の通貨・株価の下落はやや落ち着いてきた。しかし、9月下旬からインドネシア・ルピアが下げ足を速めた。背景には、インドネシアにおける①金利の低め誘導、②山林火災による煙害の影響などがあつた。

ルピアの急落、インドネシア経済の先行き不透明感などから、同国の株式相場は下落した。また、他の東南アジア・NIEs 諸国の通貨・株価も下落傾向となり、10月23日の香港の株価急落(後述)を受け、株価はさらに下落した。

こうした状況下、流動性危機への対応を要するインドネシア政府からの要請を受け、10月31日には、IMFが同国への支援策を発表した。IMFの融資条件は、①財政・金融の引き締め、②金融機関の健全化、③規制緩和・民営化による競争促進などであつた。インドネシアに対する国際金融支援は、当初の予想を大きく上回る総額300億ドル以上(11月初旬時点)に達した。

### (4) 香港ドル下落圧力の高まり

同じ頃香港では10月23日に、ハンセン指数<sup>(注7)</sup>の急落が世界同時株安の震源となるに至つた。そうしたハンセン指数急落の主因は、97年7月以降の香港ドル売り圧力の高まりの中、香港金融管理局が香港ドル防衛(「ペッグ制<sup>(注8)</sup>」維持)のため市場介入を実施し、金利が上昇したことである。また、返還ブーム(97年7月の香港の中国返還を目前に、香港と中国経済の緊密化・発展への期待などから株価が上昇していた状況)で過熱気味となつていた株式市況の反動といった側面もある。

香港ドル売り圧力が高まっている要因としては、97年7月以降のアジア

通貨不安の余波もあるが、構造的には香港ドルの実質実効為替レート高が重要である。

90年代入り後、中国の通貨切り下げの影響などから香港ドルの実質実効為替レートは増価傾向にあり、95年以降は、①ドル高・円安・マルク安傾向、②中国のインフレ率低下傾向などもあり増価傾向が続いた。また97年7月以降、概して円や東アジア諸国通貨が下落する中、香港ドルはそれらの通貨に対し上昇していた。それにもかかわらず、香港金融管理局や中国は、香港返還前から、香港経済の発展・安定の基礎は「ペッグ制」にあるとして、再三にわたって同制度維持への決意と十分な防衛資金の存在を強調してきている。

しかし、ペッグ制維持の場合、割高な為替レートから貿易収支が悪化するため香港ドルの売り圧力は継続し、株価急落など金融市場不安定の火種は残る。また、中国の通貨（人民元）の動向から影響を受ける場合も考えられる。人民元は97年7月以降、他の東アジア諸国通貨や円に対して上昇しており、対外価格競争力低下への配慮にともなう人民元切り下げの可能性も生じている。（中国はこの点でアジア通貨不安の影響を大きく受けているといえよう。）

そのため基本的には当局によってペッグ制維持が目指されるものの、①香港ドル売り攻勢の集中、②通貨防衛にともなう金利上昇による株価・不動産価格の大幅下落と景気への悪影響に対する懸念の高まり、③貿易収支の著しい悪化など状況が限界を超えた時点で、香港ドルの切り下げないし変動相場制移行等の措置が実施される可能性が残ろう。

#### (5) 韓国・ウォンの急落

10月下旬頃から韓国では、過剰な設備投資に走った財閥の年初来の相次ぐ経営破綻とそれにとまなう金融不安などからウォン・株価が急落していた。

他の東南アジア・NIEs 諸国通貨は、インドネシアに対する国際金融支援決定後、11月初め頃まで一時上昇したが、その後、アジア通貨不安が経済に及ぼす悪影響への懸念などから全般的に下落基調に転じた。

東南アジア・NIEs 諸国の株価は、10月下旬のハンセン指数急落後、NYダウの回復や通貨上昇にとまない11月初め頃まで一時軒並み上昇したが、その後、東南アジア諸国と韓国については、通貨下落などにとまない下げ基調に転じた。

そうした中、韓国では、不良債権の急増にとまなう信用力の低下でドル調達に困難に陥った金融機関がウォン売り・ドル買いによるドル資金の調達を進め、また外貨準備高を低下させた韓国銀行（中央銀行）が市場介入を見送るに至ったため、ウォン安が加速し、資本の逃避が続き、株価は急落した。

11月19日、金融市場が危機的状況となったため、韓国政府は公的資金による不良債権の早期処理などを盛り込んだ金融市場安定化策<sup>(注9)</sup>を発表したが、その後もウォン・株価の下落は続いた。



その背景には、この金融市場安定化策では、依然年末にかけてのドル資金不足が解決されていないとの評価があった。

そのため、一層の資本の逃避などが懸念される中、韓国政府は11月21日、当面の金融危機を回避するためIMFに支援を要請、12月5日、IMF融資の合意内容が発表された（IMF等から総額570億ドルの融資予定<12月初旬時点>）。IMFの融資条件は、①98年の経済成長率は3%程度、物価上昇率は5%以内に抑制、②経常赤字は98、99年ともGDPの1%以内に抑制、③財政・金融の緊縮政策、金融機関の整理、企業経営の透明性の確保、市場開放などであった。

#### (6) 韓国から他の東アジア諸国へ波及

12月入り後も東南アジア諸国通貨は軟調に推移、12月5日には、マレーシアの緊急経済対策<sup>(注10)</sup>を受けてマレーシア・ドルが急反発したのにもない、他の東南アジア諸国通貨も上昇した。

株価も、12月初めにはマレーシア等各国の政策発表やNYダウの好調、韓国のIMF融資合意などによって東南アジア、NIEs諸国ともやや回復した。

しかしその後、韓国において、金融機関のドル不足など金融不安が払拭されず、ウォン・株価の下落が続いた。東南アジア諸国においても、年末に向けてドル建債務の返済などにもなう企業のドル需要が増大していた。そのため、ウォンの急落を受け、東南アジア、他のNIEs諸国では、軒並み通貨・株価が下落に転じた。特に、インドネシア・ルピアはスハルト大統領の健康不安もあり急落した。

そうした中12月16日、韓国は、為替レートにおける上下10%の範囲の1日の変動制限を完全に撤廃し、完全変動相場制に移行した。

東アジア諸国の通貨・株価はその後不安定な状況にある。（当レポートは97年12月に執筆された。）

---

## 4. 1930年代世界大恐慌

ところで、こうしたアジア通貨不安が「アジア発世界大恐慌」へ発展する可能性が指摘されている。

「大恐慌」とは、一般に1929年のニューヨーク株式取引所の大暴落を発端とした世界恐慌（1929—33年）を示す。「大恐慌」は、1929—31年、31—33年の2つの局面に分けることができるが、とりわけアジア通貨不安との関連で注目したいのは、後半部分、1931年のオーストリアのある銀行の経営破綻から始まった世界的な金融恐慌である。ここでいう金融恐慌とは、通貨不安などを背景とした銀行の経営悪化・破綻等から生じる金融不安にともなう恐慌のことである。

### (1) 金融恐慌(1931-33年)

1931年、オーストリアの銀行における経営破綻とそれにとまなう取り付け騒ぎは、やがて欧州全体、米国と飛び火し、世界的な金融恐慌に発展した。この金融恐慌は、その後の第二次世界大戦の要因のひとつにもなった。

この金融恐慌の発生・拡大の背景には、1929年の株価大暴落を発端とした世界恐慌(「大恐慌」の第一局面)の中で、オーストリアのある銀行の経営破綻を契機に、それまで欧州に流入していた米国資本が欧州から引き揚げたことがある。第一次世界大戦後の欧州経済は、賠償問題、米国資本の流入などにおいて米国に大きく依存していた。

### (2) 金融恐慌の教訓

この時期の金融恐慌が教訓的なのは、第一に、当時の国際通貨体制であった金本位制を維持するため各国政府がとった緊縮政策が恐慌を深刻化させたことである。第二に、当時、ブロック経済(自国と植民地とを結びつけた排他的経済圏)の形成などに見られるように世界的に保護主義が高まったことがある。

恐慌が深刻化する中での保護主義の高まりは、やがてドイツ、日本等を窮地に陥れ、当該国での全体主義政権の台頭の一因となった。1933年にはドイツにおいてヒトラー内閣が成立し、日本では1932年に5.15事件が起こり、以降、世界は第二次世界大戦への道を辿っていくことになる。

---

## 5. おわりに～今後の展望

東アジア経済は今後、通貨の下落によって対外価格競争力あるいは輸出が回復に向かうと考えられるが、通貨急落による国内経済の混乱やIMF融資にとまなう緊縮政策の実施などによって短期的には景気減速は避けられない。

通貨・金融不安が生じている中で緊縮政策がとられるという意味では、1930年代の金融恐慌の時と同じであるが、根本的に異なる点がいくつかある。

第一に、IMFの支援によって流動性危機への対応が可能であるため、通貨、金融システム不安定にとまなう経済の混乱がある程度回避される。その意味で、アジア通貨不安におけるIMFの安定化への取り組みは高く評価されてよいだろう。

第二に、IMFの支援は、緊縮政策とともに市場開放や規制緩和、民営化など自由主義的な改革をも条件としている。

第三に、比較的早期から各国の変動相場制への移行が見られることである。



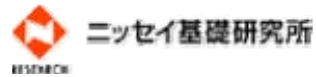
これらの点から、「アジア発世界大恐慌」ないし保護主義の高まりは当面は回避される可能性が高いと考える。

しかし、中長期的に東アジア経済が、かつての高成長とまではいかないまでも持続可能な成長路線に復帰しうるかどうかについては、今後の各国の構造改革等の進捗如何に大きく依存するであろう。

- 
- (注1) Newly Industrializing Economies 新興工業経済地域。アジア以外の諸国も含み、韓国、台湾、香港、シンガポールはアジア NIEs と呼ばれるが、ここでは単に「NIEs」と記す。ただし最近、IMF (国際通貨基金) は上記4カ国を Newly industrialized Asian economies と表現している。
- (注2) Association of Southeast Asian Nations 東南アジア諸国連合。1967年にインドネシア、シンガポール、タイ、フィリピン、マレーシアの5カ国で結成されたが、その後、ブルネイ、ベトナム、ミャンマー、ラオスの4カ国が加盟した。ここでは加盟国のうちフィリピン、タイ、マレーシア、インドネシアを「ASEAN4」と記す。
- (注3) 日本は「東アジア」に含まれる場合もあるが、ここでは除いている。
- (注4) 当レポートで用いている「東アジア」の範囲とは一部異なる。
- (注5) International Monetary Fund 国際通貨基金。1945年、為替の安定など国際通貨体制を支える国際基金として設立された。
- (注6) IMF 加盟国は、国際収支赤字などにともない外貨不足に陥った場合、IMF に融資を要請することができる。一国の外貨不足の国際的な金融不安への拡大を抑止するのがその主な目的のひとつである。融資決定にあたっては緊縮政策の実施などを条件とする。通常、融資額には IMF への出資額に応じて上限があるが、国際的な金融不安が懸念される場合などは、上限が引き上げられることある。
- (注7) 香港の代表的な株価指数。ペッグ制のため、NY ダウと連動する傾向が強い。
- (注8) 香港の通貨は、戦後、英国の通貨ポンドに連動していたが、1972年、英国が変動相場制に移行すると、米ドルとの連動に変更となった。74年に香港は変動相場制へ移行したが、83年、香港ドルが急落するなど不安定な状況となったため、1米ドル=7.8香港ド

ルの米ドル連動制（ペッグ制）に移行し、現在に至っている。

- (注9) ①不良債権処理基金に対する公的資金支出額を 10 兆ウォンに拡大、②経営難の金融機関を整理・統合するために政府保有株式 7.5 兆ウォンを投入など
- (注 10) ①連邦政府 98 年度予算の歳出削減、②大型プロジェクトの延期対象拡大など



ご意見・ご要望がございましたら、  
ニッセイ基礎研究所 [経済調査部](#)までお寄せ下さい。