

## タイの金融市場と金融政策(2)

田 坂 敏 雄

### 目 次

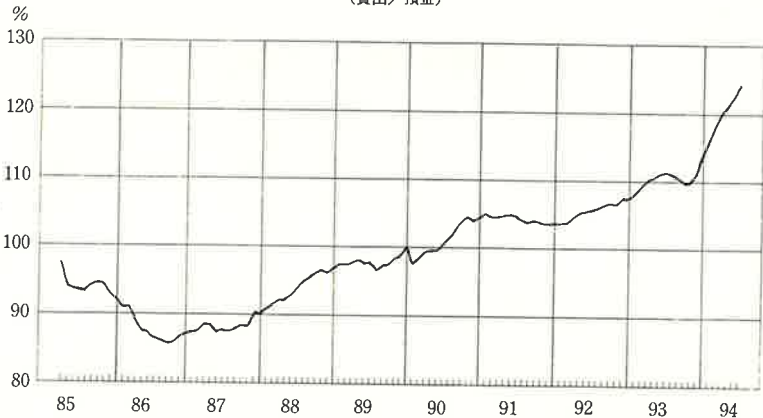
- 一 金融深化とマネー市場
  - 1 金融深化の特徴
  - 2 マネー市場の構成と特徴
  - 3 庶民金融：質屋
- 二 マネー市場と金利
  - 1 金融国際化と金利決定（以上，前号）
  - 2 海外資金と金利動向（以下，本号）
- 三 マネー市場と金融政策
  - 1 金融政策の目標と手段
  - 2 金融国際化と不胎化操作の限界
  - 3 メキシコ通貨危機とパーツ市場

### 2. 海外資金と金利動向

(1)われわれは前項において、金融の国際化のなかでドル依存の金利決定メカニズムと金利裁定の動きが一段と強まったことを確認した。そこで、本項では、1991年以降の流動性と金利の動きに焦点をあて、この金利決定メカニズムを歴史的に記述してみよう。

1991年第2四半期以降、投資と経済の先行きに翳りがみえはじめ、商銀の年率33.5%増（1990年）という熱病的な信用拡大も収まりはじめた。タイ中銀が商銀に対して、91年は25%以上の信用増を認めない旨の「道徳的勧告」を出し、経済の安定成長を目指したことも、与信活動に影響した。ともあれ、91年2月末には105.0%もあった流動性比率（貸出／預金）が7月以降着実に低下しはじめ、7月104.6%、8月103.9%、9月103.8%と推移した。図12の流動性比率

図12 流動性比率の推移  
(貸出/預金)



(出所) *Bangkok Bank Monthly Review*, 当該号より算出。

の推移(91年下半期に注目)からも、この点がはっきりと読みとれる。こうして金融市場における流動性が継続的に増大しはじめたのである。金融緩和の要因として、次の諸点をあげることができる。

①湾岸危機によって世界経済とタイの国内経済がスローダウンし、91年2月の軍部のクーデタがそれに追い打ちをかけた。大多数の投資家が不安を抱き、新規投資プロジェクトの見送りと信用需要の減退が生じた。②金融当局によって「bond swap」が実行された<sup>1)</sup>。大蔵省は、1987年と88年にそれぞれ年利7.5%と8.0%で国債を発行したが、財政黒字を背景に91年に繰り上げ償還を行った。同時に、国債とのスワップの形で、年利8.0%と8.5%の国営企業債310億バーツを発行し、商銀に売却した。商銀は、償還された国債と新たに購入した国営企業債との金利差、0.5%の利益を享受し、他方国営企業は海外借入に伴う為替リスクから解放された。国営企業が債券の発行によって調達した資金の一部は対外債務の支払いに利用されたが、残りは政府系のクルンタイ銀

1) *Bangkok Post: Economic Review Year-end 1991*, p.27, Prakan Aphasil & Thanit Jaturongkul, "Kanngan [金融]" in *Phawa lae Neaonom Setthakit Thai PS.2534-35*, Samakhom Setthasat Thamasart, 1992, pp.11-12

行に預金されたり、投資プロジェクト用資金として使用された。この部分は、商銀システムにおける流動性の増加に寄与したといわれる。

しかし、③流動性の増加に寄与した要因は、なんといっても内外金利差の拡大に伴う海外資金の流入であった。アメリカ連邦準備銀行は景気刺激策としてフェデラル・ファンド・レートを91年1月の8.5～11.0%から4月の5.875～6.0%に切り下げたが、それにつれてUSプライム・レートも9.5%から8.75～9.0%に下がった。ユーロドル・レート(3ヵ月)も、同時期に7.0625%から6.187%に下落した。こうして内外の定期預金(3ヵ月定期)の金利差は8.4～9.6%にまで広がった<sup>2)</sup>。この年、民間部門に流入した海外資金(ネット)は2687億6400万バーツに達したが、このうちの73%は「海外借入」と「非居住者バーツ建預金」であった<sup>3)</sup>。この二形態の資金は、明らかに金利差益を狙って移動してきた短期資本である。

こうして金融緩和が生じ、金利はようやく下落傾向をみせはじめた。資金の「卸し市場」のコール・レート(overnight)をみると、1月の13～13.5%から10月には7～7.25%に下落し、プライム・レートもそれにつれて16.5%から14.5%に低下した。1年超定期預金もこの年8回も引き下げられ、短期定期預金で4回、普通預金で5回も下方調整された。前年比の調整幅はそれぞれマイナスの3.25%、3.25%、2.50%であった。

1992年の第1四半期には、流動性比率は103.4～103.3%の水準に釘づけられていたが、9月になると106.3%となり、以後一貫して上昇を続け93年4月にはついに110%を突破した。しかし、流動性比率の上昇にもかかわらず、金融市場は逼迫せず、逆に92年の第2四半期には約400億バーツの過剰流動性が生じた。その証拠に、インターバンク・レートが92年第1四半期で3.75～6%、第2四半期で5～8%、第3四半期で6.75～9.25%という低い水準で推移したことからも明かである。ちなみに、91年12月のそれは平均11.5%であったから、

2) 91年のタイの3ヵ月定期預金金利が10.50～14.25%であったのに対して、海外の預金金利は、シンガポール4.63%、アメリカ5.84%、イギリス10.06%、日本4.14%であった。*Intenatinal Financial Statistics 1992* より。

3) *Bangkok Post: Economic Review 1992 Year-end*, p.25

その低さが窺われよう。このような過剰流動性と金利の下落は、前年同様、民間部門への海外資金の流入が続いたためである。非銀行部門への資本流入は10月末までに1576億5900万バーツに達し、その65.9%は「海外借入」と「非居住者バーツ建預金」からなっていた。銀行部門でも、商銀の海外借入が急増し、地場銀行で1018億バーツ、外銀支店で452億バーツにのぼった。このほか、国債の満期償還や、商銀の株式発行による資金調達も、流動性を高めることに寄与した。

93年も民間部門への海外資金流入は高く、月当り平均（ネット）260億バーツ（92年は160億バーツ）という水準であった。とくに、証券投資の流入が「アジア株ブーム」に乗って第4四半期に急増し、前年の4億1950万ドルの10倍以上の、46億5870億ドルにのぼった。これにくわえて、銀行預金が93年の第2四半期以降急増し、通年では対前年比19.5%増（92年のそれは16.2%増）となった。預金の伸びが急増したのは、商銀が大口預金に零細預金と比べて高い金利をつけて預金獲得に乗り出したからである<sup>4)</sup>。こうした大量の資金流入と預金の増加によってこの年も過剰流動性が広がり、マネー市場の金利はある時期には海外金利さえも下回った。たとえば、現先レートは11月には1.75～2.75%に低迷し、コール・レートも12.0%から1.75～2.25%にまで下落した。これを反映して、預金金利も前年比で1.0～1.5%下落し、貸出金利も1.0～1.20%ほど下がった。

1994年に入ると金融情勢は変化しはじめた<sup>5)</sup>。経済活動の拡大によって銀行信用は前年比で25.5%増と加速化したが、預金の方は逆に93年末の19.2%から12%の伸びに減速した。銀行部門は、企業部門の資金需要に対応するため内外からの借入を余儀なくさせられた。このことは、借入の伸び率が93年の12.9%から94年の58.6%へ急上昇したことから明かである。商銀は、国内ソースよ

4) Thailand: *Economic Performance in 1993 and Outlook for 1994*, Bank of Thailand, p.37

5) Fai Wichai Thanakhan Krungtheap, "Thitthang Atra-dokbia 2537 [1994年の金利動向]" in *Dokbia*, May 1994, Thailand: *Economic Performance in 1994 and Outlook for 1995*, Bank of Thailand, など参照。

りも調達コストの安い海外の借入ソースからの調達を急増させた。金融機関を監督する立場のタイ中銀は、海外借入の急増に伴う為替リスクを恐れ、商銀の外為ポジションを厳しくした。従来は、商銀のドルの買持と売持はそれぞれ資本金の25%と20%であったが、94年11月より20%と15%に引き下げた<sup>6)</sup>。

他方、非銀行部門において株式市場の低迷とアメリカの金融引締め政策により、大量の資本が流出した。アメリカ連銀は、インフレ対策として、フェデラル・ファンド・レートを2月以降3度も引き上げ、当初の3.0%を3.75%に設定した<sup>7)</sup>。この結果、USプライム・レートも6.0%から6.5%に上昇し、内外の金利差が縮小した。もっとも、7月末以降、預金金利の上昇と非銀行部門の資本流入とにより、流動性ポジションは改善されるが、それまでの7ヵ月間は流動性がタイトになり、コール・レートで93年末の3.1%から7.89%へ上昇し、現先レートも2.77%から7.02%へ跳ね上がった。

以上の概観から、タイの金融市場において海外の金利の動きと海外資金の流出入が国内の金利動向を左右するうえでの主因となっていることが明らかであろう。

(2)このように、国内の金融市場に海外のドル資金がビルト・インされてくると、経済分析の指標にも陳腐化するものも出てくる。たとえば、この国の流動性の動向は、従来、国内の信用と預金によって左右されると考えられ、「信用残高/預金残高」の比率を〈流動性比率〉と呼んできた。つまり、信用が預金

6) タイ中銀が、1994年内に商銀のリスク管理や流動性のコントロールに関して出した主な規制は、①外貨ポジション規制のほか次のようなものがある。②リスク資産に対する自己資本比率の引き上げ(94年4月にそれまでの7%から7.5%へ引き上げ、さらに95年1月に8.0%に引き上げた)、③貸倒引当金の準備率の引き上げ(94年6月30日締めの決算期以降、貸倒の恐れのある資産に対する引当金の比率を50%から70%に引き上げる)、④商業銀行による株式への投資の規制(94年6月より、商銀の株式投資を資本金の20%以下に規制)、⑤エレクトロニクスによる資金移転サービスに関する規制の改正(94年9月より、商銀のATM設置についてタイ銀の許可を必要とせず、5日以内の報告だけで可とした)。“Thanakhan Phanit [商業銀行]” in *Phuchatkan*, 1 May, 1995

7) Thanisr Chaturongkul, “Interest Rate Direction in 1994” in *Bangkok Bank Monthly Review*, Vol.35 No.2, 1994, pp.7-8

を上回って拡大すれば、流動性比率は上昇し、逆の場合は減少する。換言するならば、過剰流動性の時期には、流動性比率は低下するはずである。ところが、1992～93年には過剰流動性が現出し金利が下落したにもかかわらず、その指標値は逆に上昇した。この現象は、信用と預金の伸び率が乖離しはじめたことによっても観察できる。金融国際化の時代に入り、流動性の動向は信用と預金の関係だけでは測定できなくなってきたのである。なぜその指標は陳腐化したのか。

外国為替管理の自由化とバンコク・オフショア市場（BIBF）の開設は、資本の国際間移動を自由化し、驚くほど活発化させた。資本の民間部門への移動は、大きく二つに分けて考えることができる。ひとつは銀行部門への資本移動であり、もうひとつは非銀行部門への移動である。銀行部門への資本流入は、一部はBIBFのOut-In取引によって持ち込まれた外貨資金であり、もうひとつは商銀が国内の流動性をコントロールするために海外支店より持ち込んだ資金（パーツ資金を含む）である。商銀は、内外金利差を逆手にとり、国内の預金調達に代えて海外から低コストの資金を調達し、流動性を補填した。信用と預金の伸び率の乖離という現象も、これによって生じたのである。

非銀行部門への資本流入は、最近では海外からの証券投資と非居住者パーツ建預金とが太宗を占めている。海外からタイの株式市場（SET）への投資は、93年9月～12月期に900億パーツ以上にのぼった。93年1年間の証券投資目的の資金流入（ネット）は1226億パーツ（46億5870万ドル）に達した。これは、過去10年間の合計額を上回るほどの大きさであった。ところが、94年に入ると、アメリカのフェデラル・ファンド・レートの引き上げとSET市況の低迷とにより、4億7820万ドルにのぼる証券投資資金が海外に還流した。非居住者パーツ建預金の形での資金流入は、ほとんどが内外金利差の利鞘を狙った短期資本の移動である。非銀行部門への資本流入の約50%は、シンガポールからの流入である。タイとシンガポールとの金利差が1990～94年に4.0～8.0%もあったからである。しかし、短期資本は、金利差と為替レートの動向如何でいつでも漏出する。このように、銀行・非銀行両部門への資本流出の活発化は、商銀にとって資金調達の機会を増大させる一方、その資金のボラティリティの性格ゆえに

マネー管理を難しくさせている。

要するに、金融の国際化に伴って資本移動が活発化し、国内の流動性を大きく左右するようになった。このため、国内の信用と預金だけに注目する従来の流動性比率は、実際の流動性の動向と一致しなくなった。たとえば、1994年9月末の流動性比率は124.3%と高水準にあったが、実際の金融市場は逼迫するどころか過剰気味であった。9月の民間部門への海外資金の流入が376億4200万バーツにのぼったからである。したがって、「信用残高/預金残高」比率は流動性の指標とはならないことが明かである。

そこで、表4は新しい流動性の指標を工夫したものである。新しい指標は、「与信残高（パーツ資金と外貨資金の両方を含む）/（預金残高+海外借入金）」によって計算されたものである<sup>8)</sup>。これによると、新指標は、94年3月では98.1%であり、9月には97.5%と下がっている。9月の金融状況は3月時点と比べて実際に緩和しており、この点はコール・レートの動きからも明かである（3月7.2%→9月6.9%）。したがって、この新しい流動性指標の方が実際の流

表4 金融システムの流動性指標

(単位: %)

	信用残高 /預金残高	信用残高/ (預金残高+借入金)	インターバンク・ コールレート
1993年			
3月	109.2	99.1	10.3
6月	111.1	98.2	8.6
9月	110.4	96.6	5.3
12月	111.1	96.7	4.4
1994年			
3月	118.2	98.1	7.2
6月	122.6	97.9	10.2
9月	124.3	97.5	6.9

(出所) SCB Research Institute, *Setthakit Prithat*,  
January 1995, p.15

(注) \* 印の信用残高はパーツ資金の貸付だけでなく、外貨資金の貸付も含む。

8) この新しい指標の提案は、Jongkol Yodkham, *op.cit.*, pp.14-15, でされている。

動性の動向をより正確に示すといえよう。金融の国際化が流動性のあり方を多様化させたことを認識しなければならない。

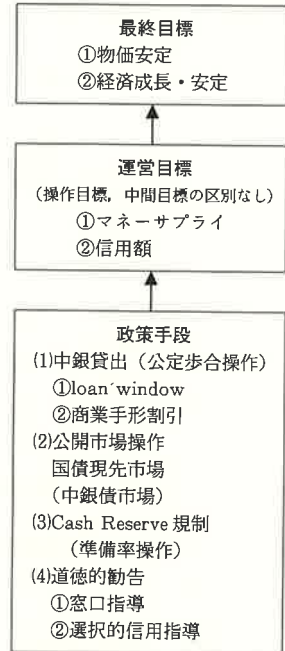
### 三 マネー市場と金融政策

#### 1. 金融政策の目標と手段

(1)タイ中銀勅令には金融政策の目標が明記されていないが、一般的に金融政策とは、中央銀行がさまざまな金融調節手段を行使して、最終目標である物価安定と、その結果としての持続的な経済成長を達成していく政策であると考えられている。タイの金融当局も、実際上は金融システムの健全性維持と、内外の安定性をともなった持続的な経済成長とを政策の目標としている。この内外の安定性とは、もちろん為替相場の安定や国際収支の均衡を含むが、その核心は物価の安定である。タイ金融当局が、毎年、年次的なプレス会見において、その年の経済目標とともにインフレ率の数値目標をアナウンスするのも、その姿勢の表れである。

こうした目標達成のプロセスは、タイにおいては三つのプロセスからなっている。すなわち、最終目標の設定と、その目標と密接かつ安定的な関係にある運営目標の設定、そしてその目標を達成するための政策手段の行使である。これを、金融政策の波及プロセスから整理したものが、図13である。中央銀行は、市場操作や道徳的勧告などの政策手段を操作し、これを通じてマネーサプライや信用額といった運営目標に影響

図13 タイの金融政策の目標と手段



(出所) 筆者作成



を及ぼし、そして物価安定と経済成長という最終目標を達成しようというものである。金融当局は、運営目標の指標の動きを注視しながら政策運営を行うわけだから、何を運営目標にするかが問われることになる。それゆえ、運営目標は次の諸条件を備えていなければならない<sup>9)</sup>。①最終目標との間に密接かつ安定的な関係があり、さらに政策の効果を見極めるうえで先行性があること、②金融当局によってコントロールできる金融変数であること、③運営目標に関する正確な統計が整備され、かつ迅速に利用できることである。タイ中央銀行は、現在、運営目標として次の二つの指標を設定している。すなわち、マネーサプライと信用額である。マネーサプライ統計のうち、最狭義の  $M_1$  (流動性の高い現金通貨と要求払い預金) と  $M_2$  ( $M_1$  + 定期性預金) が利用されている。とくにマネーサプライは、実体経済や物価と密接な関係をもって変動し、景気動向を判断するうえでの先行指標とみなされている。もしマネーサプライを目標通りにコントロールできるなら、当局が定めた規模と方向性において国民経済を安定的に成長させることができると考えられている。運営目標の設定が重視される所以である。

ところで、以上のプロセスにおいて、日本をはじめ多くの先進諸国では、運営目標を二つに分け、操作目標と中間目標を設定している<sup>10)</sup>。操作目標とは中央銀行が各種の政策手段によって直接的にコントロールできる金融変数であり、中間目標は操作目標と最終目標との間にあって、金融政策の効果波及の過程をモニターする指標の役割を果たす。操作目標としては直接的なコントロール対象となるコール・レートや手形レートの短期市場金利が利用され、中間目標としては多くの国でマネーサプライが採用されている。つまり、マネーサプライのコントロールは直接的に行われているわけではない。操作目標→中間目標の

9) Charung Nukhwan, "Kan-damnoen ngan lae Kan-phatthana Sathabankangan nai Prathet Thai [タイ国における金融機関の実績と開発]" in *Chulalongkon Warasan*, Vol.4 No.16, July-September 1992, pp.43-44

10) 以下、タイの金融政策の特徴を引き出すため日本の金融政策と比較しているが、日本の金融政策については『金融辞典』東洋経済新報社、1994年、山川哲史執筆、218～227頁を参考にした。

関係から明らかなように、中銀は、公定歩合操作などの政策手段を利用してインターバンク市場の短期金利を動かし、これを起点にして中間目標であるマネーサプライに働きかけているのである。操作目標である短期金利の変動は、①銀行の資産選択に影響を与える経路、②ディスインターミディエーション（金融仲介中断）による経路、③金利変動による企業・個人の支出行動に影響を与える経路、④金融機関の流動性に与える経路を通じて波及し、マネーサプライに影響を与える。

ところが、タイの金融当局は、こうした操作目標→中間目標という2段階アプローチを採用していない。つまり、短期金利の操作を起点とし金利メカニズムの波及によってマネーサプライをコントロールする手法を採っていないのである。あるいは、タイの金融当局は現有の政策手段を以てしてはインターバンク市場の短期金利を直接的にコントロールできないといった方が正確かもしれない。それは、タイにおける政策手段と金利決定メカニズムの特質に起因している。まず第1に、公定歩合操作によってはコスト効果も流動性効果も発揮できないからである。なぜなら、タイの商業銀行は中銀信用に依存していないから、中銀貸出の価格（金利）操作によっても、また貸出の量的操作によっても、影響を受けないからである。また第2に、タイのマネー市場は中銀信用の代わりにドル資金に大きく依存しているから、金利動向もドル資金の流出入によって決定される。こうした金利決定メカニズムのもとでは、公定歩合操作によって金利水準をコントロールすることができない。つまり、インターバンク市場における金利変動の軸心である金利の水準をつくり出すことができない。こうしてタイの金融当局は、短期金利を操作目標とはできず、短期金利の操作を起点としたマネーサプライのコントロールができない。

そこで、タイの金融当局が採っている方法は、ハイパワード・マネー（現金通貨+商銀の中銀預け金）の供給量を調節することによってマネーサプライをコントロールする方法である。ハイパワード・マネーは民間部門の信用創造の基礎となり、 $M_1$ （現金通貨+要求払い預金）や $M_2$ （ $M_1$ +定期性預金）などのマネーサプライ（通貨供給量）の変動を規定する。信用創造理論によると、ハイパワード・マネーがその信用乗数倍のマネーサプライを造出するとされて

いる。タイの金融当局は、後に述べる不胎化介入を通じてハイパワード・マネーを操作し、マネーサプライに働きかけている。したがって、直接的にコントロールできるハイパワード・マネーを操作目標、マネーサプライを中間目標と考えることもできる。しかし、タイの金融当局は操作目標→中間目標という発想がなく、二つを括って運営目標として捉えている。あるいは、不胎化操作による市場介入を操作目標のコントロールとは考えず、マネーサプライそのもの（中間目標）をコントロールしているかのように理解しているといっても言い過ぎではない。

(2)タイ中央銀行総裁補佐官であるチャルン・ヌークワンも、各種の金融調節手段による操作をマネーサプライのコントロール手段として理解している。そして、マネーサプライのコントロール手段を価格（金利）面での調整手段と、量的側面での調整手段に分け、前者については①loan window（公定歩合操作）、②金利シーリング規制、後者については③公開市場操作、④手形再割引、⑤Cash Reserve規制（準備率操作）をあげている<sup>11)</sup>。価格面での調整手段は公定歩合や市場金利を通じてコスト効果を狙ったものであり、量的側面での調整手段は中央銀行の信用供給量（ハイパワード・マネー）の調整を通じた流動性効果をもつといえよう。そこで、次に各政策手段について瞥見しておこう。

まず、①のloan windowとは、中央銀行の「最後の貸し手（lender of last resort）」としての伝統的機能を体化したものといえよう<sup>12)</sup>。従来は商業銀行だけが対象にされ、特別の資金繰りや経営破綻の恐れのある場合、金融システムの安全性確保のための最後の拠り所として利用されてきたが、1994年11月よりファイナンス・カンパニーにも適用されるようになった。業務分野規制の緩和にともなって銀行とファイナンス・カンパニーとの活動分野の垣根が低くなってきたことによる。この中銀貸付は、国債と国営企業債（政府保証債）を担保にして、額面価額の90%、最大期限7日間、金利は公定歩合（bank rate）で

11) Charung Nukhwan, *op.cit.*, pp.44-47

12) 以下、Paiboon K., Mathee S., Jaturong J., "Monetary Policy Management in Thailand" in *Quarterly Bulletin*, Bank of Thailand, Vol.35 No.1, March 1995, pp.45-46を参照。

提供される。各金融機関は、銀行の場合は預金規模により、またファイナンス・カンパニーの場合は公衆からの借入規模（約束手形等の発行による「預金」調達規模）により、割当枠があらかじめ決められている。ただし、総貸付枠は、現在わずか180億バーツにすぎない。中央銀行は、本来この loan window の貸付金利を調整することによって、市中金融機関の信用供与量と預貸金利をコントロールすることができるはずである。しかし、中銀の設定した公定歩合はインターバンク市場金利と比べて相当に高く、公定歩合による借入は金融機関にとってコストの高い資金調達となる。タイの金融機関は、これまでしばしば述べてきたように中銀借入への依存度は極端に低く、別の資金ソース、とくに低利で簡単に調達できる海外のドル資金に依存している。そのため、この公定歩合操作はコスト効果や流動性効果をほとんど発揮していない。もっとも、公定歩合の変更は、中央銀行の政策スタンスの表明でもあり、いわゆる告示効果を持つことは疑いない。

②の金利シーリング規制とは、中央銀行が1962年商銀勅令とその1979年改正勅令、および1980年金融機関貸出金利勅令に基づいて商業銀行の預金金利と貸出金利の上限を規制してきたことである。これは、対顧客市場の金利を規制することによって商業銀行に価格効果（コスト効果）を与えるものであった。しかし、金利シーリング規制は、金利自由化の動きのなか、1989年6月の1年超定期預金金利を手始めに各種金利のシーリングが次々と撤廃され、ついに92年6月の貸出金利シーリングの撤廃をもって全廃された。

このように、マネーサプライの価格（金利）面での調整手段は、公定歩合操作にしる、金利シーリング規制にしる、運営目標を操作する手段としては機能していないことが分かる。それでは、マネーサプライの量的側面での調整手段はどうであろうか。

③公開市場操作とは、中央銀行が国債現先市場において国債と国営企業債（政府保証債）の売買を通じて商業銀行等のハイパワード・マネーを操作し、これによって商銀等の信用供給量をコントロールする操作である。適格債券の売買には、無条件オペ（売切り、買切り）と、売戻し条件付買いオペと買戻し条件付売りオペがあるが、公共債の流通市場が未発達で取引も不活発であるか

ら、売切らないし買切りの無条件オペは行われぬ。中央銀行は、市場が過剰流動性の時は買戻し条件付売りオペ（売り現先）を行って余剰資金を吸収し、逆に金融逼迫の時は売戻し条件付買いオペ（買い現先）によって資金を注入する。しかし、この市場操作は、金融政策のツールとしてはいくつかの欠点を持っている。まずひとつは、現先市場における日々の資金需給のインバランスを是正して金利変動を均すだけの機能しかない点である。つまり、市場操作には、資金供給量をダイナミックに調整し短期金利を一定方向に誘導する力がないのである。これは国内の債券市場が発展していないことに最大の原因がある。もうひとつは、現先市場の参加者は短期取引（取引量の90%はオーバーナイト物か7日物）を選好するため、より長期にわたる流動性の調節ができない点である。そのため、中央銀行は、1987年以降、過剰流動性を吸収する目的で6ヵ月満期ないし1年満期の中央銀行債を発行するようになっていく。現先市場と中銀債市場についてはすでに述べたので繰り返さないことにする。また、公開市場操作は、EEFの平衡操作による影響を相殺する不胎化操作としての性格も持っているが、これについてはすぐ後に解説しよう。

④の再割引（refinancing window）は、商業銀行がいったん割引いた約束手形のうち適格基準を満たす手形を再割引して資金を供与する方法である。この再割引は商業銀行のハイパワード・マネーを左右し、マネーサプライに影響を与えるが、実際にはマネーサプライの調整手段としてよりも開発目的に利用されている。つまり、輸出部門や農村開発に関わる部門など、重要経済部門への低利融資の手段とされ、再割引される適格手形もこれらの部門に関わる約束手形である。また、この再割引にも商業銀行ごとにクォータが割り当てられ、その枠内で特別金利（concessive interest rate）の優遇を受けることができる。中央銀行は、中銀の再割引金利と商銀の割引金利の双方を定め優先部門の顧客の利益を保証している。こうして割引金利が固定されていたから、1970年代から80年代にかけて再割引額が急増し、クォータ総額が400億バーツにも達した。そこで中央銀行は、1988年にクォータ額を半分に縮小し、同時に最終利用者のコストを引き上げて refinancing window を再編した。また、中央銀行は、1994年2月に開業したタイ輸出入銀行に、輸出信用の再割引の業務を移管した。

中銀は、当分の間この業務のためのファンドを提供することになっているが、次第に減らすものと見られている。この点からも、refinancing windowの、マネーサプライの調整手段としての役割は後退していくものと思われる。

⑤現金準備率規制 (Cash Reserve Requirement) 規制は流動資産規制 (Liquid Assets Requirement) ともいわれ、商業銀行に対して前年度の預金量の一定割合を法律によって義務づける制度である。現在の規制では預金量の7%とされ、その内訳は中銀預け金2%、国債等の指定公共債2.5%、手元現金2.5%となっている。中央銀行は、法律により現金準備率を変更することによって商業銀行の信用活動を直接的にコントロールすることができる。たとえば、インフレ抑制のため商銀の信用拡大を抑えたいときは、この準備率を引き上げ、逆に逼迫時には準備率を引き下げて必要準備を解放する。また、指定公共債の保有比率を操作することによって、国債現先市場の規模の調整にも役立つ。この意味で、準備率操作は大きな流動性効果を持つことになる。しかし、中央銀行は現行の7%の比率を1979年6月から一度も変更していない。ということは、中央銀行は準備率規制をあくまでも信用秩序維持 (prudential regulation) 目的に設定し、金融調節手段としては利用していないということである。準備率規制の変更は短期的なインバランスの是正には適さず、より長期的な視点から政策スタンスの変更として利用される。

ところで、以上のような正統的な手段のほかに、中央銀行による道徳的勧告と称する補完的な手段が金融調整に利用されている。タイにおいて金融市場が未発達で金利機能が十分に働かないことがその原因である。中央銀行は、商業銀行の信用供与の伸び率に枠をはめたり (いわゆる窓口指導)、部門別の貸付目標 (選択的信用指導) を設定したりしてマネーサプライを直接コントロールしている。中央銀行は、信用や金利に関して金融機関に行動してもらいたい方向について公的にアナウンスしたり、金融政策のスタンスについても正式に伝えたりする。あるいはまた中銀は、商銀に拘束力のない指示を出したり、重要な問題では商銀幹部を召集して討議する。道徳的勧告はタイにおいて簡単に出される。というのは、地場銀行は現在わずか15行しかなく、しかも市場シェアの半分以上を握る大手銀行は4行だけだからである。中央銀行は、正統的な金

表5 タイ地場銀行に対する選択的信用指導と貸付実績

(単位: %)

	1992年		1993年		1994年*	
	実績	目標	実績	目標	実績	目標
1. 重要経済部門への貸付						
1.1. 農漁業・畜産	6.39	6.50	5.71	6.10	4.71	5.48
1.2. 鉱業	0.57	0.53	0.65	0.54	0.45	0.53
1.3. 製造業	22.63	24.63	22.45	23.17	21.97	23.20
1.4. 輸出	5.17	5.45	4.91	5.23	4.92	5.33
1.5. 農産物貿易	1.67	1.64	1.74	1.79	1.62	1.83
1.6. 低所得者向け住宅建設	4.39	4.70	4.29	4.42	4.54	4.65
計	40.82	43.45	39.75	41.25	38.21	41.02
2. 重要度の低い部門への貸付						
2.1. 更地売買	0.24	0.25	0.21	0.21	0.19	0.19
2.2. 娯楽サービス	0.62	0.62	0.51	0.61	0.47	0.51
2.3. 消費財輸入	1.43	1.40	1.27	1.28	1.03	1.16
2.4. 個人消費財	4.04	3.93	3.80	3.91	3.72	3.60
2.5. マンション業	0.95	0.88	0.77	0.90	0.61	0.74
2.6. ゴルフ業	0.40	0.43	0.37	0.37	0.26	0.31
計	7.68	7.51	6.93	7.28	6.28	6.51
3. 一般経済部門への貸付						
3.1. 建設業	4.14	4.17	3.97	3.98	4.26	4.27
3.2. 商業	18.13	17.88	18.20	18.06	19.41	18.10
3.3. 銀行・金融業	5.85	4.18	5.83	5.01	5.62	4.12
3.4. 不動産業	10.28	10.44	10.49	10.52	10.38	10.13
3.5. 公共事業	1.89	1.74	2.29	2.01	2.33	2.51
3.6. ホテル・レストラン	4.09	3.95	4.17	4.05	4.11	4.12
3.7. 個人住宅建設	3.58	3.27	4.65	4.18	5.39	5.36
3.8. その他	3.53	3.42	3.72	3.66	4.02	3.84
計	51.49	49.05	53.32	51.47	55.52	52.45

(出所) Phuchathan, 15 May, 1995

(注) 1994年は推計値。

融政策手段を発動する前に、しばしば道徳的勧告を出して直接的な指導をしている。表5は、地場銀行に対する選択的信用指導と貸付実績を示したものである。中央銀行は、1994年の商業銀行の貸付の伸びが前年の22%を上回る24%となり経済の安定性に影響を与えると予想されたので、商銀に対して選択的信用指導を行った。しかし、重要経済部門への貸付実績は指導目標を下回り、逆に一般経済部門への貸付は指導目標を上回っている。とはいえ、重要度の低い経済部門への貸付は中央銀行が設定した目標以下に抑えられ、部門別信用はおおよそ中銀の指導方向にそって行われたといえるだろう<sup>13)</sup>。

このように見てくると、タイ中央銀行が採りうる金融調節手段は市場操作と



道徳的勧告のわずか二つしかないことが分かる。金利シーリング規制はすでに撤廃され、loan window を通じる公定歩合操作も実質的に機能していない。さらに、再割引政策や現金準備率操作は、運営目標をコントロールする金融調節手段というよりは開発手段であったり信用秩序維持の措置であった。債券市場はもとよりマネー市場もまだ未発達で、政策手段の機動的な発動が難しい事情がある一方で、政策手段じしんも手詰まりで政策効果の発揮が期待できない恐れもある。

## 2. 金融国際化と不胎化操作の限界

(1)さて、1990年代に入って金融の自由化や国際化がすすんでくると、通貨需要関数や通貨流通速度が次第に不安定化し、これまで見てきた金融政策上の運営指標や政策手段が陳腐化したり機能障害に陥ったりしている。そこで、金融政策の運営上、限界が露呈してきた公開市場操作と量的金融指標の問題について検討してみよう。

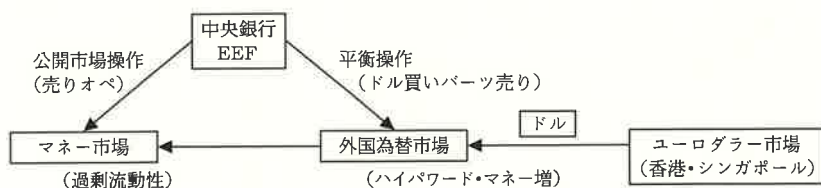
商業銀行の外貨建て負債が92年の60億ドルから94年5月末の170億ドルへ急速に増大し、事業法人の資金調達も94年に32億ドルに達した。これは、1993年にバンコク・オフショア市場が開設され、商業銀行が借入コストの安い海外から大量の資金調達を行ったことと、一般企業もユーロ債の起債を活発化させたことに起因している。このように、居住者と非居住者との間で資本取引が活発化してくると、金融市場への不胎化介入 (sterilization operation) がますます重要になってくる。不胎化介入とは、外為市場での平衡操作 (exchange equalization operation) によって生じた影響を現先市場での公開市場操作によって相殺し、国内マネー市場を安定化させる操作である。この不胎化介入のメカニズムについて図解すれば、図14のようである。

事業法人が海外から資金調達を増大させ、商業銀行との間でドル売り・パーツ買いを行うと、商業銀行はこの対顧客取引によって為替持高にアンバランスが生じる。さらに、商業銀行じしんもバンコク・オフショア市場で Out-In 取

13) "Thanakhan Phanit [商業銀行]" in *Phuchatkan*, 1 May, 1995



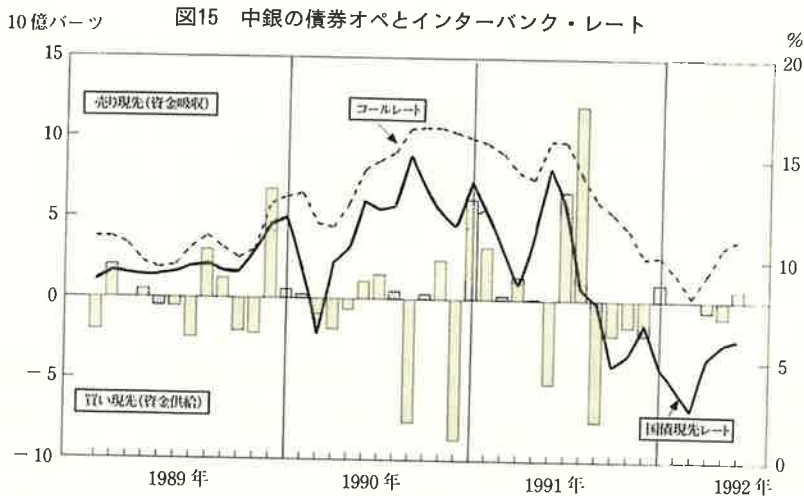
図14 タイ中央銀行の不胎化介入



(出所) 筆者作成

引を行いドル資金を取り込んでくるとドルの買持が増大する。そこで商業銀行は、中央銀行の為替平衡基金（EEF）との間で当日物のドルを売って直先総合持高をスクエアしなければならない。これは、中央銀行からみれば、外国為替市場に介入して為替の売買を行う平衡操作にほかならない。このように中銀が平衡操作を行うと、相手方になる商業銀行に外国為替取引と引き換えにパーツの現金通貨が支払われる。商業銀行はこの増大したハイパワード・マネー（現金通貨＋対中銀準備）を基礎にして信用創造を行うから、金融市場においてマネーサプライが増加する。中央銀行は、マネー市場で生じた過剰流動性と金利下落の影響を相殺するために、不胎化操作を行わなければならない。タイ中銀の不胎化介入は、従来から国債現先市場での公開市場操作によって実行されてきた。つまり、中央銀行は、国債現先市場で売りオペを行い、平衡介入によって生じたマネーサプライの増加を相殺した。さらに、売りオペによっても相殺できない場合、中央銀行は次の手段としてタイ銀行債を発行して過剰流動性を吸収した。

図15は、中央銀行が現先市場を通じて不胎化操作を行い資金需給を調節している様子を示している。金融当局は、流動性が過剰になれば国債の「売り現先」によって資金を吸収し、逆に不足に陥ると国債の「買い現先」によって資金を供給する。91年は、前年から「海外民間借入」を中心に資金の流入が続き、過剰流動性が表面化した年であった。この年は、「売り現先」が「買い現先」を9億5100万パーツほど上回り、とくに8月には120.7億パーツの「売り現先」が行われ、過剰流動性が吸収された。92年も1月には過剰流動性が発生し、



(出所) Pornpen S., *An Economic Impact of Financial Liberalization in Thailand*, 1993, Table 5.13 および Bank of Thailand, *Monthly Bulletin* より作成。

10.4億バーツの資金が吸収されたが、4月～6月は法人税支払などの季節的資金需要要因が発生し、これにくわえ政治的緊張が一挙に高まったため流動性はむしろタイトになり、「買い現先」が行われた<sup>14)</sup>。

このように、現先市場を通じて金融調節が行われているものの、不胎化操作(現先市場)による平衡介入(外為市場)への相殺効果に限界が生じている。これは図15からも窺える。たとえば、売り現先=資金吸収によっても金利が上がらず、逆に買い現先=資金供給によっても金利が下がらないケースがみられる<sup>15)</sup>。IMFの二つのレポートも「相殺係数(the estimated offset coefficient)」を計算し、タイ中銀の不胎化介入の範囲は相対的に制限されていると指摘している<sup>16)</sup>。なぜなら、国債や政府保証債の発行自体が少なく、流通市場も未発達

14) Sukri Nitidhammat, *Kan-sukhai Laksap nai Talad-poed nai Prathet Thai* [タイ国における公開市場操作], Master of Economics, Thammasart University, May 1993, pp.48-53

15) ただし、図15のオペの介入額は月額であり金利のデータは月末ベースなので、資金の供給・吸収と短期金利の変動との対応関係について正確には示しえない。

であるため、売りオペや買いオペで金融調節することが難しいからである。しかも、最近、国債の発行中止と発行残高の減少により、現先市場でのタマ自体が少なくなり市場規模が縮小している<sup>16)</sup>。こうして公開市場操作だけで市場金利を一定に保つことがますます難しくなっている。

日本の場合、中央銀行の為替介入システムがあり、外国為替資金特別会計の資金を利用して行われる。つまり、「市場介入に用いる資金は、ドルなど外貨を売って円を買うときには、政府保有の外貨を利用し、円を売って外貨を買うときには、政府短期証券（FB）の一種である外国為替資金証券（為券）を発行して円資金を調達する。これらは、外国為替資金特別会計の勘定で処理される」<sup>16)</sup>。しかし、タイの場合、国債の流通市場が未発達であるのにくわえ、こうしたシステムが確立していない。金融の自由化と国際化の時代に即応した政策手段の開発が必要になってきている。

(2)実物的な経済活動と直結しない金融取引が増大してくると、通貨と実物経済との関係も従来とは異なったものに変化する。そうすると、マネーサプライ残高や信用総量などの量的金融指標（Monetary Aggregates）も攪乱され、金融政策の運営目標の指標としては支障が生じることになる。とくに、金融深化の要因となった海外からの資金流入は、「非居住者バーツ建預金」に限らず銀行預金を増大させ、 $M_1$ （現金通貨＋要求払い預金）にしる  $M_2$ （ $M_1$ ＋定期性預金）にしる、マネーサプライに影響を与える。最近のように、大量の短期

16) David Robinson, Yangho Byeon & Ranjit Teja, "Thailand: Adjusting to Success Current Policy Issues" *IMF Occasional Paper*, No.85, August 1991, Susan Schadler, Maria Carkovic, Adam Bennett & Khan Robert, "Recent Experiences with Surges in Capital Inflows" *IMF Occasional Paper*, No.108, December 1993, 前者は、タイの the short-term offset coefficient を0.5, 後者は0.7と推計している。

17) 中央銀行は、95年1月の通貨危機の教訓として、現先市場の拡大を考えている。そのひとつとして、適格債券の基準を緩和し、従来取引ができなかった政府非保証の国営企業債の導入を認める方向である。そのためには、タイ銀行法を改正しなければならない。"Dealers 'allowed' direct govt bonds trading with BOT" in *The Nation*, 4 February, 1995

18) 三井銀行総合研究所『金融指標を読みこなす』講談社、1988年、181頁

資本が流出入を繰り返すと、不胎化操作によっても相殺できないマネーが金融市場でのボラティリティを高める。こうして通貨と実物経済との関係がますます不透明になってくる。

たとえば、1994年の第1四半期に非銀行部門の資本流出（ネット）が急増し、その後の資本流入も停滞的であったため、この年の  $M_2$  の成長率は、前年の18.4%と比べて13.6%にスローダウンした。しかし、商業銀行の信用の伸び率は同時期に23.2%から30.1%に増大し、インフレ圧力が昂進した。この結果、 $M_2$  と物価との安定的な関係に攪乱的な影響が現れた。さらに、商業銀行にディスインターミディエーション（金融仲介中断）が生じ、 $M_2$  と実物的な経済活動との関係を希薄化させたため、 $M_2$  の指標性がいっそう低下した。

さらに金融革新の進展のなかで、クレジット・カードやATMのような新しい金融商品や技術の普及により、 $M_1$  の保有需要が減少した。また金利自由化により定期預金金利が上昇したので、 $M_1$  から  $M_2$  への資金シフトも生じている。タイ中央銀行のアルーンシィ T. によると、タイにおいても金融イノベーションのなかで通貨需要関数や通貨流通速度に不安定化が生じ、マネーサプライを指標とした金融政策の運営に困難が生じてきたという<sup>19)</sup>。

こうして、中央銀行は経済状態の評価にあたって、マネーサプライなどの量的金融指標は告知変数（informative variables）として取り扱い、それ以外の生産・投資指標や金利水準などの各種指標から総合的に判断するようになっている。その意味で、マネーサプライの目標値は、金融政策の運営目標としての位置づけから後退しつつある。

### 3. メキシコ通貨危機とバーツ市場

(1)1994年末のメキシコ通貨危機に始まった世界的な通貨不安は中南米や欧州だけにとどまらず、アジアの新興市場も揺るがせた。タイも例外ではなく、95

19) Aroonsri Tivakul, "Globalization of Financial Markets in Thailand and Their Implications for Monetary Stability" in *Quarterly Bulletin*, Bank of Thailand, Vol.35 No.2, June 1995, pp.40-41, 通貨需要関数とは、通貨に対する需要を経済諸変数（実質 GNP, 物価, 利子など）を用いた関数で表したもの。

年1月12日にはパーツ切り下げの噂と米系金融機関の活発なパーツ売り・ドル買いにより、パーツの対ドル相場は、一時、1ドル=26.20パーツにまで急落した。米国マネーの本国還流と「ドルへの回帰」は、タイの外為市場でパーツ価を急落させる一方、マネー市場ではパーツ金利を急騰させた。さらにタイの株式市場でも、米系ファンド・マネージャーを中心に売り注文が殺到し、SET指数は12～13日に65ポイントも下落した。こうした外為市場、マネー市場、株式市場をめぐるマネーの動きは、これまで見てきた金融市場と金融政策の理解を深めるうえで格好の例証となる。そこで、木曜日のパーツ不安のきっかけとなったメキシコ通貨危機と国際的なマネーの動きから見ていこう。

メキシコ通貨危機の原因は、直接の引き金となったペソの変動相場制への移行(94年12月20日)のほかに、チアパス州での先住民の武装蜂起や要人暗殺などによる政治的・社会的不安や、NAFTA加盟後の輸入急増による経常赤字の拡大があげられる。こうした要因を背景にしてメキシコから大量の資本が流出し、94年初めに240億ドルあった外貨準備が60億ドルに激減した。メキシコ政府は、95年1月～3月期だけで100億ドルにのぼる短期国債の償還資金に窮し、為替市場安定資金として総額180億ドルの国際支援を要請する羽目に陥った。このメキシコ通貨危機に連動する形で、ブラジル、アルゼンチンなど中南米各国の株式相場が急落し、ヨーロッパでもイタリア・リラやスペイン・ペセタが対独マルク相場で下落して欧州通貨制度(EMS)を動揺させた<sup>20)</sup>。この通貨不安はアジア各地の為替市場や株式市場にも襲来した。これは、アジアの新興市場が短期の海外資金への依存や経常赤字の拡大など、メキシコと同様な構造を内在させているからである。

こうした世界的な通貨不安の底流には、94年に入って米国内で急ピッチですむ金利上昇と、米国マネーの本国還流がある。米国などの国際的な投資資金は、93年から94年前半までは「アジア・ブーム」に沸いて、この地域の新興市場に流入してきた。「米国マネーが“ドル離れ”していた93年には、米投資家は1200億ドルもの海外証券を買い越し、世界各地の新興市場は小さな池に鯨が入

20) 「メキシコ“突然”の通貨危機：新興市場リスクまざまざ」『日本経済新聞』1995年1月5日付。

り込んだような活況をみせた。その源泉は米国の“大衆資金”が流入した投資信託による国際分散投資。欧州だけでなく、中南米、アジアの株式・債券が米系ファンド（投信）に相次いで組み込まれた。しかし「このブームを決定的に変えたのが94年11月の米国の0.75%の大幅利上げである。同月の米株式投信への資金の純流入額は10月に比べて67%も減少、とくに国際分散投資を手掛けている投信の落ち込みが大きかった。代わって、金利が上昇し、海外の新興市場などよりはるかに安全性も高い米国内の譲渡性預金（CD）などに滞留する資金が増えている」<sup>21)</sup>。このように、アジアの新興市場に向かっていった国際的な投資資金がメキシコ通貨危機をきっかけに突然向きを変え、本国への還流を強める一方、東京外国為替市場になだれ込んだ。「米系の投機筋や年金が東南アジアに投資していた資金をいったんドルに換えた後、短期的な値ざや稼ぎや、国際分散投資の立て直しのために、一部を短期の預金などの形で円やドイツ・マルクに換えている」<sup>22)</sup>。こうして東南アジアからドルを経由して円に資金が流れはじめ、円の対ドル相場を急騰させたのである。

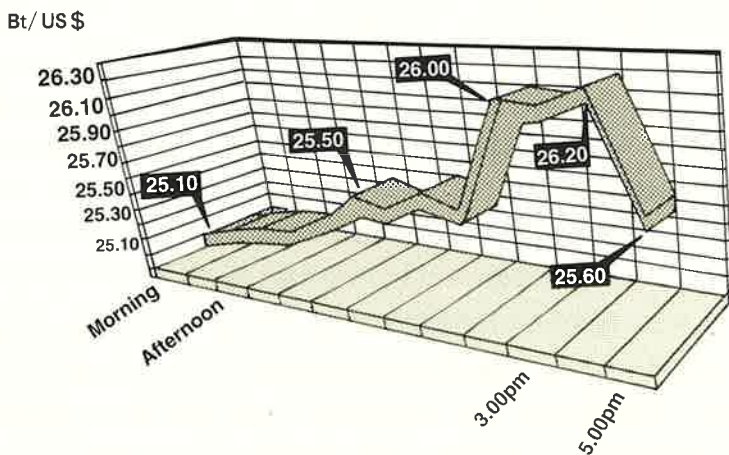
(2)このような国際的なマネーの奔流のなかで、パーツ市場は1月11日から13日までの3日間、翻弄され続けた。米系金融機関は、ペソが35%も下落し損失を蒙った経験から、パーツ切り下げの噂が伝わるや、パーツを熱病的に売りまくった。この3日間の取引額は50億ドル（約1250億パーツ）にのぼり、このうち20億ドルは先物市場で取引され、残る30億ドルは直物市場で売買された。バンコク外為市場の取引額は、通常1日当たり1億～2億ドルだから、この3日間の取引額がいかに凄まじかったかが分かる。12日のパーツの対ドル相場は25.10パーツでオープンし、正午には25.16パーツで閉じた。この日のEEF公表の仲値は25.08パーツであった。中央銀行はこの管理レートを維持するためパーツを買い支えたので、午前中の前場の相場は大きく変動しなかった。しかし、EEF市場が閉じられフリーマーケットとなる後場では、パーツの売り圧力はいっそう強まった。正午をまわると早くも25.50パーツとなり、さらに午後3時頃に

21) 「揺れる市場：米国マネー、国内還流強める」『日本経済新聞』1995年1月12日付。

22) 「“避難”資金で円上昇」『日本経済新聞』1995年1月14日付。

は26.10-26.20バーツときりもみ状態に陥った。そこで、中央銀行は金融機関の幹部を集めて緊急会議を開き、バーツ切り下げの噂を否定したので、為替相場は夕方には25.50-25.60バーツと落ち着きを取り戻しはじめた。この日の為替相場の変動については図16のようである。このような、1984年のバーツ切り下げ以来の記録的な下落をうけて、当日の先物プレミアム（1ヵ月）は通常のドル当り0.06-0.10バーツから0.20バーツへ大きく跳ね上がった。翌13日の金曜日になると、中央銀行はEEFを事実上1日中開放し、商業銀行の流動性調整に応じてドルを供給し続けた。この日の仲値は25.05バーツであったが、実際の取引は25.10-25.80バーツの間で行われた。そして、市場が再開された翌週の月曜日には対ドル相場は25.06-25.15バーツとなり、再び安定を取り戻した<sup>23)</sup>。

図16 バーツの対ドル相場のパニック 1995年1月12日



(出所) *The Nation*, 13 January, 1995

23) この間の為替相場の動きについては、Vatchara Charoonsantikul, Thanong Khanthong, "Baht falls further as rush for dollar fuels money crisis: Foreign funds cut exposure in Asia" in *The Nation*, 13 January, 1995, Jaruwat Lertwinyu, "Dollars bought as baht rallies" in *The Nation*, 17 January, 1995, Vatchara Ch., "BOT urged to set up forex arm for ↗



バツ安の不安からバンコク証券取引所 (SET) の株式相場も急落し、通貨混乱に拍車をかけた。12日の SET 指数は前日の1314.5から1273.15に落ち込み、41.35ポイント、3.15%も下げた。さらに13日も24.53ポイント下がり、終値は1248.6となった。12日の41.35ポイントの下落は史上5番目のワースト記録になった。その日の取引額は109億バツと、前日の74億バツを上回ったが、売り注文が買い注文を上回り、下げ幅を大きくした。「for sale」のサインがすべての新興市場 (emerging markets) に点灯し、先日はインドネシアの株式市場に現れ、昨日はタイの番であった。いまや、すべての新興市場の状況はまったく不安定だ。わが国のファンダメンタルズは非常によいとはいえ、外国人投資家は非常にナーバスになっているので、そのことに気が付かない<sup>24)</sup>。

United Securities Plc. のアナリストによると、売り注文のほとんどは香港のファンド・マネージャーを経由して殺到したという。これは、オープンエンド型投資信託が香港で設定され、それに組み込まれたアジア株が大規模に売却されているためだ。売り注文の指示を出しているのは米系証券会社の Merrill Lynch や Morgan Stanley, Solomon Brothers, そしてヨーロッパの Credit Lyonnais など、大手10数社ほどである<sup>25)</sup>。この3日間での外国人投資家による売り越し額は118億8480万バツにのぼり、1月期で170億バツとみられている。外国人の保有法人株は SET の時価総額の25%、約7300億バツと見積もられているから、この170億バツという売り越し額はそんなに大きな額ではない。しかし、海外からの証券投資がここ2、3年のタイ株式市場を急成長させる主因であったから、外国人投資家の本国還流は小さな池から鯨が逃げ出したかのような影響を与え、株価と時価総額をともに引き下げた。SET 指数は94年末の1360.1ポイントから95年1月末の1217.7ポイントに下落し、1日当り平均取引額も同じ時期に86億9900万バツから55億7450万バツに落ち込んだ。時価総額はこの1ヵ月間で3422億バツも減少した。逃げた鯨の大きさが

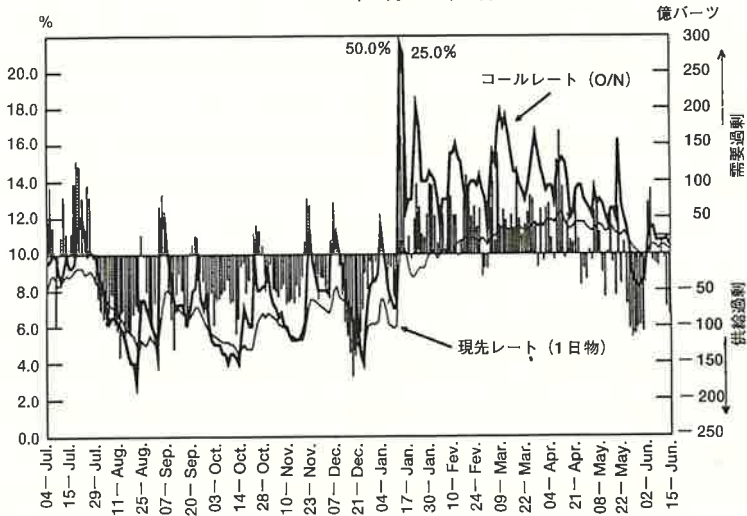
↘ crisis management” in *The Nation*, 18 January, 1995 を参照。

24) Sirin Palasri, Nopphan Sabayjai, “41.35-Point plunge as domino effect hits SET” in *The Nation*, 13 January, 1995

25) “BOT move calms market turmoil” in *The Nation*, 14 January, 1995



図17 現先市場の流動性指標  
1994年7月～95年6月



(出所) Bank of Thailand, *Quarterly Bulletin*, Vol.35 No.1, March 1995, p.45.

窺われよう<sup>26)</sup>。SET当局は、信用取引(margin trading)システムによる「カラ買い」を緩和し、ブローカーによる買い支えを支援した。現在、信用取引の残高は1300億バーツにのぼるといふ。

(3)外為市場と株式市場の混乱は、直接的にマネー市場にインパクトを与える。外国人投資家による株式市場での売り越しと外為市場でのバーツ売りはバーツ価を急落させる一方、マネー市場においてバーツ金利を急騰させた。マネー市場で巨額のバーツ資金を調達し、外為市場でのバーツ売り・ドル買いに利用したからである。つまり、外為市場でバーツ売りが巨額なほど、マネー市場から引き抜かれるバーツ資金も増大し、マネー市場は干上がり金利も高騰する。

図17は、1994年後半から95年前半にかけての現先市場の様子を示している。94年後半期の現先市場は資金の供給過剰の状況にあり、現先レートも8%を下回る水準で推移していた。しかし、95年1月12日から状況が急転した。これを

26) Kuldhida Malakul, "Baht-Peso: Sathanaphap thi taektang [バーツとペソ: 異なる地位]" in *Setthakit Prithat*, Vol.1 No.2, February 1995, pp.11-12

インターバンク市場のコール・レートで見ると、11日は年利7.0%と平常であったが、12日になると午前中に8.0~9.0%にまで上がり、午後には15.0%にまで急騰した。この傾向は13日の金曜日までつづき、地場銀行大手5行の出し手レートは20%以上となり、一部では年利50%という驚くべきレートでの取引も成立した。もっとも為替相場が落ち着くに従い、市場の閉鎖時にはコールレートも15~20%にまで下落した。現先市場は、95年の5月下旬まで需要超過の状況が続き、現先レートも10%を超える水準で推移している。

こうしたインターバンク市場での金融逼迫と金利高騰に対して、金融当局が採った政策手段は次のようである。まずひとつは、中銀が「最後の貸し手」として loan window を通じて資金を貸し付けたことである。商業銀行は716万パーツ、ファイナンス・カンパニーが8億1700万パーツ、この窓口から借り入れている<sup>27)</sup>。そしてもうひとつは、中銀が国債現先市場を通じて約340億パーツの買いオペ=資金供給をしたことである。中央銀行は、この二つの政策手段を通じて総額約350億パーツのパーツ資金をマネー市場に注入した。しかし、この政策手段だけではマネー市場の資金逼迫を解消できず、不胎化に成功しなかった。そこで、中央銀行は、とくにパーツ資金の不足する外銀を救済する目的で、EEF に Swap Window を開設した。この Swap Window とは、EEF が商銀との間でドルとパーツをスワップし、スワップの相手方に期間7日間・年利9.5%のパーツ資金を供給する仕組みである。この操作手段は2月17日まで継続され、この間に約150億パーツの資金が外為市場を通じてマネー市場に貸し付けられた<sup>28)</sup>。タイのマネー市場がこの3日間で蒙った被害額は、この三つのパイプを通じて注入された約500億パーツ相当額だと見積もられている。また、中銀の EEF 市場でのドル売り・パーツ買いにより、外貨準備は94年末の303億ドルから95年1月末の299億ドルに減少した。

しかし、大手商業銀行はこの危機のさなか、Swap Window からパーツ資金に調達し、それをマネー市場に貸し出して巨額の利潤をあげた。最高の利潤を

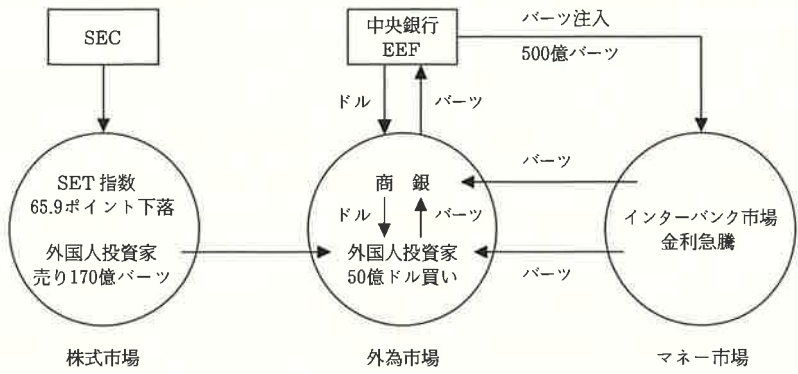
27) "Dealers 'allowed' direct govt bonds trading with BOT" in *The Nation*, 4 February, 1995

28) Swap Window と金融政策については、Kuldhida Malakul, *op.cit.*, pp.9-10

あげたのはサイアム・コマーシャル銀行（SCB）で、約60億～70億バーツをコール・ローンに回した。バンコク銀行のコール・ローンはSCBを上回る100億バーツであったが、外為市場で慎重だったので利潤はSCBを下回ったといわれる。政府系のクルンタイ銀行のコール・ローンは6億バーツだけであった<sup>29)</sup>。商業銀行は為替リスクを中央銀行に負担させながら、低コストのバーツ資金を高金利のインターバンク市場で運用することによって利鞘を稼ぐことができた。中央銀行は、2月17日、商業銀行に対してSwap Windowの延長を拒否し、自らの為替ポジションは自ら調整すべきだとして、これを閉鎖した。

以上、外為市場、株式市場、マネー市場の連動と、中央銀行の金融政策とを図解したものが図18である。これまで、この三つの市場間のトライアングルは、管理変動相場制を出発点にしていた。つまり、通貨バスケット方式によって決定された為替相場が安定的にコントロールされることがマネー循環の前提であった。ところが、EEFが正午に閉じられると、後場の外為市場は、中銀のコントロールが効かないフリーマーケットになる。いったんバーツ切り下げの噂が伝わると、アンカバーの短期資本を先頭にドル買いの衝動がフリーマーケットを襲う。その衝撃は直ちに株式市場とマネー市場に伝導され、株式市場では売

図18 タイ中央銀行の市場介入（1995年1月12日～13日）



(出所) 筆者作成

29) Vatchara Ch., Thanong Kh., Jaruwan L., "Bank of Thailand intervention calms jittery financial sector" in *The Nation*, 17 January, 1995

り注文が殺到し、マネー市場ではパーツ資金の引き出しが急増する。なぜなら、株式市場にしる、マネー市場にしる、ドル資金への依存がビルト・インされているからである。いったんドル資金の流出が奔流となると、公開市場操作や loan window では押し止めることができない。こうして通貨不安の拡大が株式市場での株価暴落とマネー市場でのパーツ金利高騰とを引き起こす。これは結局、タイの金融トライアングル（為替—金利—株価）がドル依存のメカニズムから成っていることの帰結である。

中央銀行は、この経験を踏まえ、金融国際化時代に即応した政策手段の開発に取り組まなければならない。まずひとつは、今回のようなパーツ危機に備えたシステムをいかに創るかということである。パーツ市場は海外から大量の短期資金が流れ込み急膨張しているだけに、いつ投機の対象になってもおかしくない。その時、はたして日本や欧米の金融支援が得られるか、おぼつかない。「メキシコは隣国、米国の強力なリーダー・シップがあって初めて国際通貨基金（IMF）の緊急支援を受けることができた。当時、欧州勢が IMF 利用に慎重であったことは記憶に新しい。欧米主導の既存の国際金融機関が本当にアジアの危機に手を差し伸べるのか——。“ぼんやりとした不安が危機に備えたシステムを求める機運の底流にある”（国際金融筋）という」<sup>30)</sup>。こうしたなか、アジア地域に国際決済銀行（BIS）をモデルにした国際金融組織を創ろうという構想が出てきている。とくに、香港の金融管理局が中心になって、タイ、インドネシア、マレーシアの中銀担当者と交渉を重ね、95年11月末に米国債を担保に緊急時に外貨を相互に融通し合う4カ国・地域協定が締結された。通貨危機に備えた「アジア版 BIS」構想に向けての第一歩である<sup>31)</sup>。

Standard Chartered Bank の外為課長ティップポーン K. は、木曜日のバー

30) 「アジア版 BIS 構想動き出す」『日本経済新聞』1995年12月22日付

31) タイ中央銀行の上級副総裁であるチャイヤワット W. は、パーツ危機の1週間後に早くも香港に飛び、ASEAN 5カ国と香港の中銀担当者として通貨危機の分析と情報交換し、今後の対策について協議している。その協議が「アジア版 BIS」の第一歩として結実した。“BOT has a plan to back secondary debt instrument market” in *The Nation*, 2 February, 1995

ツ危機は通貨当局が EEF 市場を正午に閉めたので拡大したのだと分析している。確かに EEF 市場は、金融国際化が進むなか、商銀の為替持高調整と流動性調節の場としてますます重要性を高めている。しかし EEF 市場は午前中の前場でしかオープンされない。ティップポーン K は、EEF が閉じた後場に 'foreign exchange arm' を設置し為替市場に介入するよう提案している<sup>32)</sup>。つまり、この提案は、EEF を事実上、後場にまで延長し、ドルの売買に無制限に応じることを意味している。ということは、通貨当局が緊急時にはパーツ売りを買い支えるだけの外貨準備を保有しなければならないということである。しかし、巨鯨のような国際マネーに対して、パーツ市場は「小さな池」にすぎない。とするなら、タイ一国では対応できず、アジア諸国全体での国際的な金融組織作りが必要になってくる。「アジア版 BIS」構想が出てくる所以である。

---

32) Vatchara Ch., "BOT urged to set up forex arm for crisis management" in *The Nation*, 18 January, 1995