

## タイの金融市場と金融政策(1)

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、本号）
  - 2 海外資金と金利動向（以下、次号）
- 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

### 一 金融深化とマネー市場

#### 1 金融深化の特徴

(1)金融自由化は実物的な経済活動と直結しない金融取引を活発化させ、世界経済の主役を「モノの経済」から「カネの経済」へ転換したといわれている<sup>1)</sup>。Edward Shaw は、すでに1973年の時点で、この現象を金融深化（financial deepening）と呼び、金融部門が実物部門よりも速い速度で成長する現象だと指摘している<sup>2)</sup>。つまり、金融自由化の進展につれ、金融資産の蓄積が実物的

1) たとえば、宮崎義一『複合不況』中央公論社、1992年、13頁

2) Edward Shaw, *Financial Deepening in Economic Development*, New York, Oxford University Press, 1973

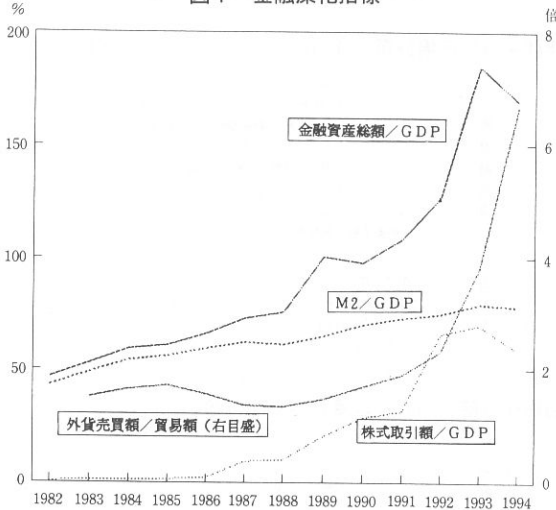
な経済規模の拡大を上回るペースで進むことを意味している。

タイの実物的な経済活動は、長期化すると思われた85年不況を86年の第4四半期に脱して以降、今日まで高度成長の軌道にあり、とくに88年から90年までの3年間は二桁の成長率を記録した。この成長軌道は90年代に入っても持続し、91年下半期から92年にかけての短い「調整」過程を除いて、8%を超える成長率を維持している。この結果、95年の経済規模はGDPベースで4兆0716億バーツとなり、86年のその3.7倍にも膨れ上がっている。こうした実物経済の活性化は、87年以降に本格化した日本とアジア NIES による投資ラッシュと、工業製品の生産・輸出拠点化の動きによって起爆されたものである。この国の輸出は、87年から89年にかけて年率30%前後の急テンポで拡大し、90年には5832億バーツの水準に達した。これは、輸出規模が80年代末のわずか4年間に2.5倍も拡大したことに他ならない。この輸出規模の伸張は90年代に入っても毎年1000億バーツ以上のペースで続き、95年には90年の2.3倍に相当する1兆3305億バーツに達した。

こうした実物経済の旺盛な活動水準と比較して、金融資産の蓄積はどの程度すすんでいるのか。図1は、この国の金融深化の動向を示したものである。これによると、タイにおいて金融自由化が本格化する92年以降、経済規模の拡大以上に金融資産の蓄積が急速に進んでいることが分かる<sup>3)</sup>。たとえば、実物経済の規模を示す国内総生産(GDP)と、金融資産のなかでも価値の貯蔵手段としての性格の強い通貨(M2)とを比較してみよう。M2の対GDP比は80年代末の高度成長期に60%台となり、さらに91年に70%を超え93年にはほぼ80%に達している。株式取引額も92年の新証取法の発効以降急伸し、93年には早くも2.2兆バーツに膨れ上がっている。この年の株式取引額はわずか2年前のそ

3) 大蔵省財政金融研究所内 金融・資本市場研究会編『アジアの金融・資本市場』きんざい、1991年、246頁、も同様な指摘をしている。また、Suchada K. らは、M2と与信額の対GDP比の2指標で金融深化を観察している。Suchada K., Jaturong J., Parisun Ch., “Economic Development and the Role of Financial Deepening in Thailand” in *Papers on Policy Analysis and Assessment*, Bank of Thailand, 1993, pp.44-46

図1 金融深化指標



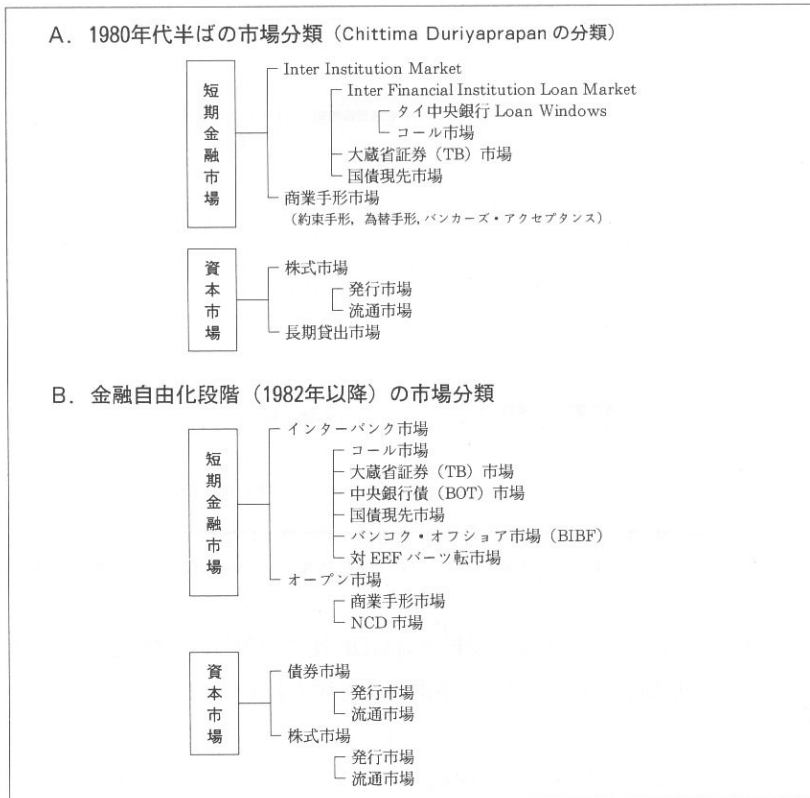
出所) Bank of Thailand, *Quarterly Bulletin*, その他より作成

注) M1=現金通貨+預金通貨, M2=M1+定期性預金, 金融総資産=M2+株式時価総額

れの2.8倍という大きさであり、93年の対GDP比で約70%の水準に到っている。また、M2に株式時価総額を加えた金融資産総額の対GDP比は80年代後半の70%台から急伸し、93年には184.5%までに高まってきている。その内容を見ると、92年まではM2が株式時価総額を上回っていたが、93年の「アジア株ブーム」以降は株式時価総額が膨張し金融資産総額を押し上げているのが分かる。さらに、外国為替売買額は貿易の実需取引額に対して80年代までは1.5倍前後で推移していたが、92年以降急増し94年には6.7倍にも達している。つまり、92年以降の外国為替取引額の急増は、財・サービスの輸出入による実需取引に起因するよりも、実物的な経済活動に対応しない金融取引の急増によって引き起こされたといえる。

このように、この間の実物経済の急拡大にもかかわらず、それをさらに上回る形で金融資産の蓄積がすすんでいるのである。では、この金融深化は何によって生じたのか、あるいはタイにおいて実物的な経済活動に起因しない金融取引が激増したのはなぜか。

図2 タイの金融市場の分類



出所) A. は, Chittima D., "The Role of Money in Thailand" in *Quarterly Bulletin*, Bank of Thailand, December 1988, B. は筆者作成。

(2)この問題を考えるために、金融自由化前後の金融市場の構成を鳥瞰してみよう。図2がそれである。タイ中央銀行のチッティマーD. は、タイの金融市場 (Financial Market) をマネー市場 (Money Market), 信用市場 (Credit Market), 資本市場 (Capital Market) に分け、さらにマネー市場を Inter Institute Market と商業手形市場 (約束手形, 為替手形, バンカーズ・アクセプタンス) に細区分している<sup>4)</sup>。マネー市場とは、金融機関が短期的な資金

4) Chittima Duriyapapan, "The Role of Money Market in Thailand" in *Quarterly Bulletin*, Bank of Thailand, December 1988, pp.13-14

の過不足を調整したり、機関投資家や事業法人が短期の資金を運用する短期金融市場を意味している。この短期のマネー市場は、通常、金融機関だけが取引に参加できるインターバンク市場と、金融機関以外の事業法人も参加できるオープン市場に分けられる。チッティマーD. がインターバンク市場とはせずに Inter Institute Market と呼んだのは、タイの場合、商業銀行やファイナンス・カンパニーの他に特定の国営企業も取引に参加しているからであろう。しかし、Inter Institute Marketでの主要プレーヤーは商業銀行を中心とする金融機関であるから、通常通りインターバンク市場と呼んで問題ないだろう。なお、商業手形市場はオープン市場の一形態に他ならない。そこで、この Chittima の市場分類Aを基準にし、金融自由化以後に創設された新市場をつけ加えたものが図2の市場分類Bである。

さて、金融自由化の以前と以後のマネー市場を鳥瞰してまず気付く点は、オープン市場としてのマネー市場がきわめて貧弱な点である。タイにおいて機関投資家や余資運用の事業法人の未成熟もあって、本来オープン市場たるべき現先市場や大蔵省証券(TB)市場が自由化後も金融機関だけが参加できるインターバンク市場内にとどまっている。そのインターバンク市場としての現先市場じしんも、主要な取引手段である国債が91年から発行されないことから先細りの状況にあり、また短期財政資金の調達機能を果たしてきたTB市場も88年以降の財政黒字のゆえに事実上閉鎖された状態にある。さらに、92年に新設された譲渡性預金(NCD)市場は、ディスインターミディエーション(金融仲介中断)のなかで大口預金の受入口として期待されている自由金利預金市場であるが、預金総額が100億バーツにもとどかない開発途上の市場である。商業手形市場はファイナンス・カンパニーの資金調達先であるが、NCD市場と同様に発行市場だけであり、流通市場の広がりが見られない。

このように、タイにおける金融深化は、オープン市場の拡大に先導されて金融取引が急拡大し、金融資産が蓄積されるというコースを辿っていない。日本の経験では、第一次石油危機以降、短期的な流動性資金を抱える事業法人が余資運用の場として、証券会社の介在する自由金利の現先市場を利用しはじめた。法人預金の流出に脅威を感じた銀行が自由金利のNCD市場を創設し、企業の

流動性資金の獲得競争に乗り出した。こうして銀行対証券の垣根戦争が燃え上がり、この競争を通じてオープン市場が一気に拡大し、金融深化がすすんだのである。それに対してタイの金融自由化は、そもそも実物的な経済活動の変化を下地にして行われたものではなかった。タイの場合、内外の資金を効率的に調達するための金融システムの近代化や「外圧」による市場開放の必要性によって、実物経済的な下地がないまま、上からの規制緩和という形で行われた。つまり、金融自由化のなかで、新しい金融商品やサービスが生まれ、新しい市場が次々に創設されて金融取引が活発化し、金融深化がすすんだというものではなかった。それでは、タイにおいて、実物的な経済活動と直結しない金融取引が激増したのはなぜか。

タイではインターバンクのコール市場の規模が小さいため、金融自由化以前から海外市場との繋がりが深く、短期的な資金のやりくりを海外市場との間で行うのが珍しくなかった。それに加え、1990年から外国為替管理の緩和が急速にすすんだことにより、内外の資本交流が一気に拡大した。とくに、1993年にバンコク・オフショア市場（BIBF）が開設され、Out-In 取引による外貨資金の借入が急増した。また、国内の株価上昇と内外金利差を背景にして、金融機関を中心にタイ系企業によるユーロ転換社債の起債が93年から活発化した。この結果、商業銀行の外貨建負債残高が急速に拡大し、92年の60億ドルから94年5月末には170億ドルにまで膨れた。また、事業法人による海外資金の調達も94年末には32億ドルに達した。さらに、外国人投資家が証券投資や非居住者パーツ建預金の形でバンコク市場での資産運用を活発化させたことも大きなインパクトを与えている。海外からの証券投資と非居住者パーツ建預金のネットフローは、93年でそれぞれ46.6億ドルと43.1億ドルに急増し、94年にはやや減少するものの10.9億ドルと38.3億ドルにのぼっている。

こうして金融の国際化がすすむなかで、タイのマネー市場が海外の市場と結びつき、居住者と非居住者の間で金融資産の裁定取引が活発化している。タイ株式市場の国際化とともに、BIBF 市場や対 EEF パーツ転市場の急拡大により、タイの金融深化が生じたのである。要するに、金融の国際化が金融深化を招いたといえよう。

## 2. マネー市場の構成と特徴

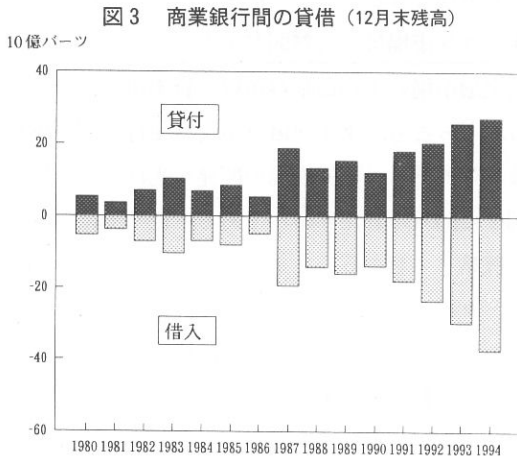
(1)金融市場は、取引期間が1年以上か1年未満かによって長期金融市場と短期金融市場に分けられる。ただし、短期金融市場とは、取引期間が1年未満というところに力点を置いて分類されるわけではない。短期金融市場は、相対型取引の顧客市場とは異なり、不特定多数の参加者があり、取引対象の単位・期間・分野などが規格化された市場である。そして、取引参加者の競争によって金利が自由に決まる市場でもある。あるいは短期金融市場とは、金融機関が短期的な資金の過不足を調整したり、機関投資家や事業法人が短期の資金を運用する「プロの市場」であるともいえよう<sup>5)</sup>。本章ではこれをマネー市場と呼び、たんに取引期間が1年未満という意味での短期の金融市場とは区別している。マネー市場は、金融機関だけが取引に参加できるインターバンク市場と、機関投資家や事業法人も参加できるオープン市場とに分けられる。ただし、タイのマネー市場ではオープン市場はまだ貧弱なままであり、インターバンク市場が中心である。長期金融市場の中心は証券市場（資本市場）であり、株式市場と債券市場からなる。もっとも、タイの債券市場は発行・流通両市場ともようやく立ち上がったばかりであり、株式市場の開発が先行している。タイの金融市場の市場分類は図2に図示されたとおりである。以下では、マネー市場のなかの各市場について概略しておこう。

(2)コール市場は、タイのマネー市場のなかで最も古い市場であり、インターバンク市場の中心をなしている。この市場は、金融機関が顧客の現金引き出しや各種の決済等で生じる資金の過不足を調整するために、短期資金を融通し合う市場である。コール市場に参加できるのは、商業銀行とファイナンス・カンパニーのほかに、政府貯蓄銀行やタイ産業金融公社など特定の機関だけであり、非金融機関や個人は参加できない。また、金融機関相互の間に立って取引をつなぐ短資会社は存在せず、金融機関同士が直接取引する直取りコールが行われている。コール資金の種類は、アットコール物（at call）と期日物（決済期間

5) 三井銀総合研究所『金融指標を読みこなす』講談社、1992年、27頁、また短期金融市場の構成と特徴についての基礎的な説明は、『金融辞典』東洋経済新報社、1994年、黒田昇生執筆、496～515頁などを参照。

が1日から6ヵ月まで)の2種類がある。アットコール物は期間の定めのないコール取引だが、ほとんどがオーバーナイト物のような超短期の取引である。また、コール取引は担保を付けない無担保コールが一般的である<sup>6)</sup>。

図3はコール市場の規模を推測するために、銀行間の貸借残高の推移をみたものである。貸付にはコール・ローン、借入にはコール・マネーが含まれているが、コール取引だけを取り出すことができない。これによると、銀行間の貸借規模は80年代前半までは150億バーツ前後であったが、87年から始まる高度成長期には350億バーツ前後となり、さらに金融自由化が加速する第2次金融改革計画期(1993年～95年)には500億バーツを超えている。市場規模について、1975年12億バーツ、87年88億バーツ、95年1月～5月期555億バーツという推計もあり、コール市場もかなり大きくなってきたことが窺われる<sup>7)</sup>。しか



出所) Bank of Thailand, *Quarterly Bulletin* により作成。  
注) コールローンとコールマネーを含む。

6) Pakorn Vichyanond, *Thailand's Financial System: Structure and Liberalization*, TDRI Research Monograph, No.11, September 1994, p.63

7) 1975年と87年については Chittima Duriyaprapan, *op.cit.*, p.17, 95年については Paiboon K., Mathee S., Jaturong J., "Monetary Policy Management in Thailand" in *Quarterly Bulletin*, Bank of Thailand, Vol.35 No.1, March 1995, p.41



し、この87年と95年のコール市場規模を商銀の貸付市場規模と比較すると、それぞれ1.3%と1.5%であり、まだ小さな市場のままだといえるだろう。というのも、コール市場は少数の大手地場銀行によってコントロールされているからである。一握りの大手地場銀行が広範な支店網と豊富な預金量をバックにコール資金の出し手の地位にあり、下位銀行と外銀支店、および一部のファインンス・カンパニーが万年取り手の地位にある。つまり、タイのコール市場は資金の出し手と取り手がはっきりと分かれていて、資金の流れが一方向に偏りがちなため、現金準備の調整としての市場に広がりが無い。

このように市場が小さいと、わずかな資金需要の変動でコール・レートが激しく動き、1日で4、5%も変動するのも珍しくない。コール・レートの過敏な変動は、2月の中国正月や法人企業の納税期（5月終わりから6月初め）や農業信用の需要期など、季節的な資金需要サイクルをある程度反映しているかもしれない。あるいは、タイ中央銀行の現先市場での公開市場操作の限界が露呈したものといえるかもしれない。しかし、コール・レートのボラティリティ（浮動性）の高さは、基本的にはコール市場の薄さと、それゆえに生じる海外資金への依存体質とに起因したものである。また、コール市場への参加者も少なく、資金の出し手が寡占的な行動をとる結果、取引参加者間の競争によって金利が決まることが難しい。コール資金の取り手のポジションによって複数の金利すら生じている。なお、大手商銀は、1985年3月からBIBOR（Bangkok Interbank Offered Rate）<sup>8)</sup>を導入している。BIBORとは、大手商銀が期日物で短期資金を融通し合う銀行間金利のことであり、現在では7日物、1ヵ月物、3ヵ月物について毎日公示されている。しかし、大手商銀は彼らの流動性ポジションを現先市場や外為市場で調整する傾向にあり、BIBORでのコール取引は本格化していない。

---

8) BIBORとは、LIBOR（London Interbank Offered Rate）やSIBOR（Singapore Interbank Offered Rate）に対応したBangkok Interbank Offered Rate（バンコク銀行間取引金利）のことであるが、かなりの研究者やタイ中央銀行のスタッフさえもが、しばしばBaht Interbank Offered Rateの略として紹介している。

ところで、コール・レートの動きを左右する要因として現金準備率（Cash Reserve Requirement）規制が考えられる。この規制は、預金総額の一定の比率をCash Reserveとして、中銀預け金や国債などの指定された公共債、および手元現金として保有することを義務づけたものである。中央銀行はこの規制を操作することによって商銀の現金準備を左右できるから、商銀の信用拡大を直接コントロールすることができる。ただし、この準備率操作は、長期的な金利動向を変更することに役立っても、短期的な資金需給を機動的に操作することは難しい。中央銀行も、最近では商銀の流動性資産の保有を高める方針をもち、Cash Reserveの準備率を引き上げたり、あるいはその規制を金融操作の手段として利用することはほとんどない。現在、この準備率は7%のままである。

(3)国債現先市場は、1979年4月、タイ中央銀行によって創設された。それが創設された背景には76年からの財政赤字の累積があり、それを補填するために77年から国債の発行額が年間100億バーツを超えるようになったからである。発行された国債の多くは商業銀行によって保有された。商業銀行は、支店開設条件として、国債と一定の公共債を保有するよう義務づけられたからである。中央銀行は、この商銀内に保有された国債の流動性を高めることが必要になり、また商銀にとっても資金繰りの手段として利用することが期待された。さらに、既発国債の増加と現先市場の創出は、中央銀行に公開市場操作を通じてマネー市場に介入するチャンネルを与えた。

現先市場に参加できるのは、中央銀行や商銀、ファイナンス・カンパニーのほか、政府特殊金融機関（農業協同組合銀行、政府貯蓄銀行、金融リハビリテーション基金）や一定の国営企業（住宅公団やタイ石油公団など10社）を含め、合わせて132団体となっている。したがって、タイの現先市場は個人はもちろん事業法人も参加できず、基本的には金融機関だけのインターバンク市場として成立している。これは、国債現先市場が金融機関の資金運用・調達の間として、またタイ中銀の債券オペのチャンネルとして位置づけられているためである。それゆえ、タイ中銀の現先市場での債券オペは、慣行上、「公開市場操作（Open Market Operation）」といわれるが、実際はオープン市場ではな

くインターバンク市場に対する働きかけであるといえよう。

ただし、この現先市場はインターバンク・コール市場とは異なり、不特定多数の参加者による‘impersonal money market’としての性格をもっている<sup>9)</sup>。つまり、コール市場では、大手商銀が資金の出し手として寡占的な地位を占め、取り手の側はその正体 (identity) や流動性ポジションが見透かされるため、取り手ごとに複数の金利が生じている。いわば‘personal money market’といてよい。それに対して、現先市場では、不特定多数の参加者の競争によって取引が成立する仕組みになっている。というのも、中央銀行が現先市場におけるディーラーとして委託現先を取り仕切っているからである。参加者は、午前中と午後の取引ラウンドの間に中央銀行に電話し、希望する取引の額・金利・期間を指示して売買注文を出す。中央銀行は、資金調達 (国債の買戻し条件付売却) を希望する金融機関から委託を受け、運用側 (国債の売戻し条件付購入) を仲介し取引を成立させる。調達側 (売り手) はいったん国債を中央銀行に売却し、中央銀行がそれを運用側 (買い手) に売却する。中央銀行は、売り買いとも、取引の他方の側に立って自己勘定で国債を売買するディーリング形式によっている<sup>10)</sup>。ただし、実態は、売り手と買い手の希望を仲介するブローキング形式に近く、自己勘定で買入れた国債を保有し、買い手が現れるまで待つこととはない。現先市場はまたテレフォン・マーケットでもある。

現先取引の対象になる債券は、国債のほか、政府保証の国営企業債である。たとえば、タイ国電話公団債、首都水道公団債、首都電力公団債、タイ国発電公団債、タイ国高速道路公団債、タイ国石油公団債、厚生住宅銀行債、タイ国工業団地公団債、バンコク大量輸送公団債、タイ国有鉄道債、そして住宅公団債などである。ただし、転換社債やワラント債はもとより、民間社債も取引の対象にはならない。現先取引の種類には、当初①オーバーナイト物、②期日物 (7日、14日、1ヵ月、2ヵ月、3ヵ月、6ヵ月の6種類)、③アットコール物、

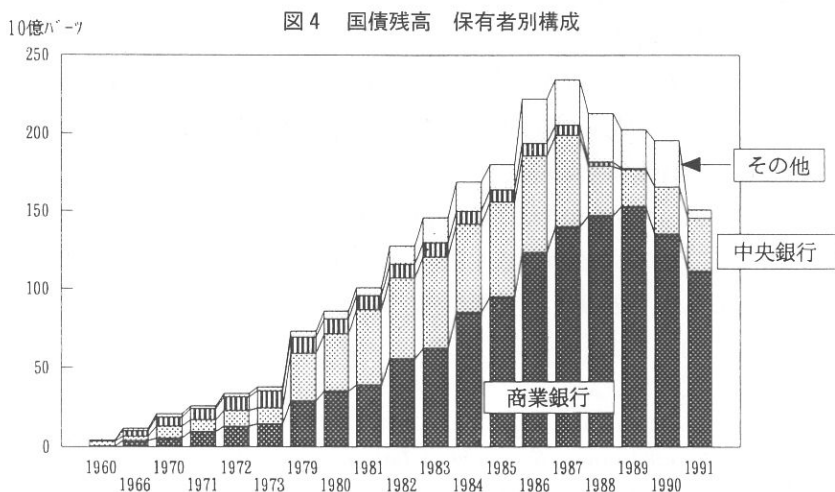
9) Pakorn Vichyanond, *op. cit.*, pp.63-64

10) 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.45-46

の3種類があったが、現在ではアットコール物は廃止されている。このうち、現先取引のほとんどは、オーバーナイト物と7日物の超短期取引に集中している。

ここで、現先市場の規模について考えてみよう。図4は、既発国債の残高と保有者別構成を整理したものである。これによると、財政赤字が1976年から87年までの10年間に100億バーツを超えたため、毎年の国債発行額も77年以降急増しはじめ、85年には358億バーツというピークを迎えた。しかし、1988年以降、財政収支は黒字に転じ国債発行額も急減しはじめ、ついに91年以降は発行中止になった。これを保有者別にみると、国債が発行され始めた1960年代には主として中央銀行によって保有されていたが、80年代後半に入ると商業銀行が50%以上の比重をもちはじめ、89年には75%を超えるまでになっている。つまり、商業銀行が支店開設条件をクリアするために、既発国債の圧倒的部分を抱え込んでいるわけである。

したがって、中央銀行はこの条件を引き上げたり引き下げたりして現先市場の規模を決定し、公開市場操作による介入効果を測ることができる。表1は、商銀が現先市場で取引できる大きさを計算したものである。たとえば、1990年



出所) Nuai Kankhlang, Fai Wichakan, Thanakhan haeng Prathet Thai, 内部資料

表1 商銀が国債現先市場で売却できる国債額の推移

変更日	支店開設条件としての 政府債の保有高 (対預金比率) (%)	商銀が国債現先市場で 売却できる国債の比率* (%)	商銀が国債現先市場で 取引できる国債額の規模 (100万バーツ)
1979年 5月	15%ないし16%	10%	7,500~15,000
1984年 1月	15%ないし16%	14%	30,000~16,000
1985年11月	16%	15%	22,000~17,000
1988年 8月	16%	14%	6,900~15,000
1989年 8月	16%	12%	6,500~18,000
1990年 8月	16%	10%	0~15,000
1990年11月	9.5%	8%	15,000~45,000
1992年10月	6.5%	—	各行の余剰国債額による
1993年 2月	5.5%	—	同上

出所) Sirichai S. "Kan-phantthana Talad-ngan, Talad-laksap lae Kan-damnoen Nayobai Open Market khong Thanakhan haeng Prathet Thai" in *Eekasan prakob kanprachum prajampi Khwamru-naksethasat Thai*, 2533, p.12

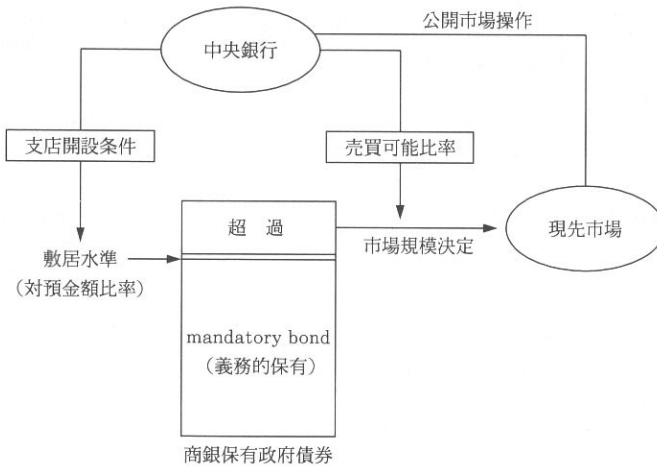
注) \*この比率とは、支店開設条件として維持しなければならない国債額を差し引いた、残りの国債額に対する比率。なお、1991年より国債が発行されなくなり、支店開設条件として保有することが難しくなった。

8月の時点では、商業銀行各行は、前年度の預金受入額の16%相当を支店開設条件として、国債（および指定公共債）で保有しなければならなかった。そして、この敷居水準を上回る超過部分については、その10%相当までを現先市場で取引することが許された。この時点で商業銀行が現先市場で取引できるのは、最大150億バーツまでと推計される。このように、中央銀行は、金融情勢をみながら支店開設条件（16%）と、敷居水準を超える部分に対する売買比率（10%）との2条件を調節することによって現先市場の規模を決定することができたのである。このメカニズムを図解すれば、図5のようである。

しかし、1991年以降、財政黒字のゆえに国債が発行されなくなり、現先市場に出回るタマ自体が減少した。中央銀行は、商銀の金融資産の運用規制の緩和方針により、支店開設条件を相次いで引き下げ、ついに93年5月にこの条件を撤廃した。にもかかわらず、現先市場の規模は縮小傾向にあり、1995年5月期の現先取引は1日当り28億バーツとみられている（表1も参照）。この結果、中銀の公開市場操作による市場介入にも限界が生じている。

現先市場の金利である現先レートは、当初の売買価額と反対売買時の売買価額との差によって決まる。現先レートは、コール・レートとともにインターバ

図5 国債現先市場規模の決定メカニズム



出所) 筆者作成

ンク市場のベンチマークとして機能し、両者はほぼ同じ波形を描いて変動している。しかし、現先レートはコール・レートと比べて2～3%程度低い。たとえば、1994年から95年7月までの期間、二つのレートの乖離幅は最高で3.77% (94年8月)、最低で1.82% (95年6月)であった。現先市場での取引対象がリスク・フリーの国債で、最も信頼性が高いということもあって、現先レートはコール・レートを下回っている。また、現先市場とコール市場との間で金利裁定取引が不十分にしか行われていないことも、両市場のレートに乖離を生じさせる要因であろう。

(4)大蔵省証券 (Treasury Bills) は、主に歳入と歳出の時期的なズレによって生じる一時的な資金不足を補うために発行される短期国債である。TBは、中央銀行の債券部から discount basis で公募入札にかけられ、最も低い金利を付けた入札者がTB購入の第1位入札者となる。TBは、支店開設条件や現金準備率規制などの条件を満たす目的で、商業銀行や金融機関によって保有される。TBレートは他の市場レートを下回るだけでなく、金融機関内への 'captive market (隔離された市場)' の性格のゆえに、流通市場は展開していない。また、1988年から財政収支が黒字に転換して以降、TBじたいが発行

されず市場は閉鎖された状態にある。

タイ中央銀行（BOT）債市場は、金融システムから過剰流動性を吸収する目的で、1987年5月に創設された。第1回目のBOT債は、クーポン・レート年利6%・満期180日で、総額20億バーツほど発行された。その後、1年満期のBOT債が1988年と90年にそれぞれ20億バーツと134.8億バーツ発行され、最近では95年8月に1ヵ月、3ヵ月、6ヵ月満期の3種類、総額55億バーツのBOT債が発行されている<sup>11)</sup>。現先市場で国債を使った債券オペがオーバーナイト物か7日物の超短期取引であるため、それを補足する意味でより長期のBOT債が発行され、過剰流動性の吸収に利用されている。BOT債は他の公共債同様、商業銀行内に保有されるため、流通市場は発展していない。BOT債のクーポン・レートは現先レートを基準にして形成され、そしてそのBOT債レートが約束手形や為替手形などの短期取引手段や、3ヵ月定期預金金利などのベンチマークとして機能しつつあるという<sup>12)</sup>。

(5)為替平衡基金（EEF）は、タイにおける外国為替相場制度の重要なメカニズムをなし、バーツの対ドル相場を支える役割を果たしている。EEFは、商銀に対して、毎日8時半に当日の対ドル売買相場＝仲値を公表し、正午まではこの仲値で当日物のドルの売買に無制限に応じる。商業銀行は、対顧客取引によってドルの売り残高と買い残高にアンバランスが生じ「買持」ないし「売持」になった場合、EEFとの間で当日物のドルを売買して直先総合為替持高のスクエアをとることができる。その意味で、対EEF市場は、基本的には商銀が彼らの外国為替ポジションを調整する市場である。

この対EEF市場は、その一方で、商銀のバーツの流動性を調節するバーツ転（バーツ投）市場としても機能する<sup>13)</sup>。バーツ転とは、商銀がユーロダラー

11) Jaruwan Lertwinyu, Vatchara Charoonsantikul, "Adverse effects seen in bonds issue" in *The Nation*, 28 July, 1995

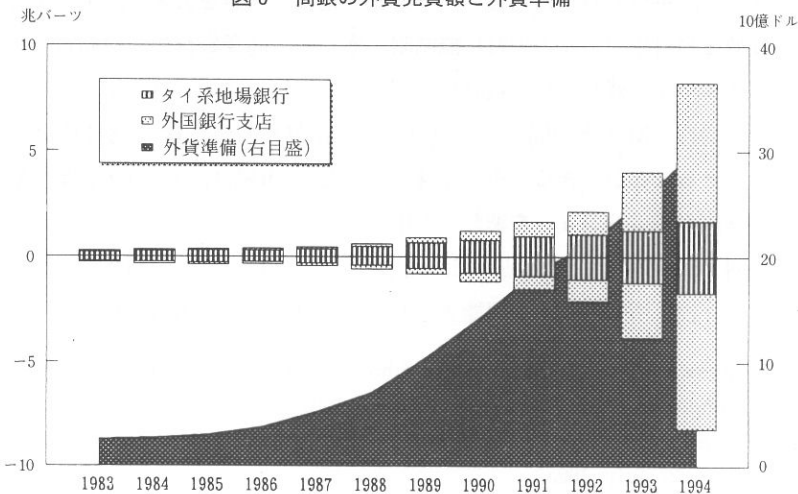
12) Finance Reporters, "First BOT bonds spark wide interest" in *The Nation*, 27 July, 1995

13) Paiboon Kittisrikangwan, Mathee Supapongse, Jaturong Jantarangs, "Monetary Policy Management in Thailand" in *Quarterly Bulletin*, Bank of Thailand, Vol.35 No.1, March 1995, p.47

市場からドル建資金を調達し、対 EEF 市場でパーツ資金に転換して利用することである。実際に商業銀行のパフォーマンスを観察すると、マネー市場がタイトで金利が上昇するとドルを EEF に売り、逆に過剰流動性で金利が下落すると EEF からドルを買う動きが経験的にみられる。したがって、対 EEF 市場は、最近のような、巨額な短期資金が突発的に流出入する段階になると、商銀にとって彼らの流動性を調節するための「安全弁」としての機能を果たすことになる。その意味で、対 EEF 市場＝パーツ転市場は、海外金融市場と国内金融市場を結び、内外一体となった資金運用・調達の場を提供するものとなっている。

図6は、商業銀行の外国為替売買額と外貨準備の両面から、対 EEF 市場の規模を推測したものである。商銀の外為取引額は1988年の1兆2051億パーツから94年の16兆4460億パーツへ、13.6倍も急増している。なかでも、外銀支店による外為取引額が急増し取引額全体を押し上げているのが分かる。外銀支店だけの外為取引額は、88年の3023億パーツから94年の13兆0080億パーツへ43倍に

図6 商銀の外貨売買額と外貨準備



出所) Bank of Thailand, *Quarterly Bulletin* 当該年より作成。

注) 軸線より上が「売り」、下が「買い」



も激増し、取引総額に占めるシェアも88年当時の25.1%から94年には79.1%に拡大している。外銀支店はシンガポールや香港の海外支店からドル資金を取り入れ、対 EEF 市場でパーツ転を行ってパーツ資金を調達しているのが分かる。対 EEF 市場がパーツ転市場として機能しているということは、EEF からみれば商銀との間でドル買い・パーツ売りを行っていることである。この結果、パーツ転市場が急拡大するにつれ、EEF の側に巨額のドル資金が積み上げられることになる。タイの外貨準備は、88年の71億ドルから94年の303億ドルへ4.3倍に膨れ上がっている。対 EEF 市場は、商銀の外貨ポジションの調整の場だけでなく、パーツ転市場としても利用され、それによって国内金融市場の金融深化と金融国際化に大きな役割を果たしているのである。

(6)タイのオープン市場は貧弱な状態にあり、金融イノベーションもオープン市場の開発にまで到っていない。ともかく市場として認められるのは、わずかに商業手形市場と譲渡性預金市場のみである。商業手形 (Commercial Bills) は、主として大手企業より発行される約束手形 (P/N) と為替手形 (B/E) からなり、信用度も大きく普及率も高い。P/N と B/E の発行高は、TB に次いで第2位だといわれるが、実際には金融機関の帳簿に載っているものよりも多いと思われる。商業手形の期限は、タイ中央銀行によってアメリカと同様に、270日以下と定められているが、取引されるそれは、大部分15週間か3カ月である<sup>14)</sup>。商業手形の流通市場は基本的には存在せず、ファイナンス・カンパニーが「預金」獲得目的で発行する約束手形と異ならない。なお、Citinote や Chase Note, IFCT Note などの Depository Note 類は、金融機関じしんによって発行される商業手形の一種である。

1992年の商業銀行勅令と金融会社・証券会社・クレジットフォンシア会社勅令の改正により、商業銀行と金融会社は、譲渡性預金 (Negotiable Certificate of Deposit: NCD) の発行が可能になった。商業銀行はかつて TCD (Transferable Certificate of Deposit) を発行したことがあったが、譲渡性の

14) Natthaphol Chawalitchiwin, "K Kh Kh Ruang Trasan-ni (2) [債務性取引手段のイロハ(2)]" in *Bansat Prithat*, Vol.13 No.15, December 1992, pp.17-18

不便さにより普及しなかった。今回のNCDは、アメリカに範をとった「持参人払い方式 (bearer form)」であり、譲渡手続きが簡単である<sup>15)</sup>。NCDは、定期預金証書でありながら、裏書きすることによって第三者に譲渡することが出来る。発行単位は最低50万バーツ (50万バーツ以上の発行額は、10万バーツの単位の倍数で増額、最高2000万バーツまで)、期間は3ヵ月以上3年以内、発行方法は個別の相対発行、金利は変動ないし固定利率であり、いくつかのケースでは discount price で発行。発行銀行は自行のNCDを購入することが出来ない。いま参考までに、NCD発行銀行の金利表をあげれば、表2のようであ

表2 商銀各銀行のNCD金利

銀行名	3ヵ月物		6ヵ月物		1年物	
	預金額	金利	預金額	金利	預金額	金利
Bangkok Bank	≥50万バーツ	8.0%	≥50万バーツ	8.5%	≥50万バーツ	9.0%
Thai Military Bank	50万バーツ以上	8.0%	50万～1000万バーツ	8.5%	50万バーツ以上	9.5%
			>1000万バーツ	8.75%		
Thai Danu Bank	≥50万バーツ	9.0%	≥50万バーツ	8.75%	≥50万バーツ	9.25%
Nakornthon Bank	50万～100万バーツ	9.0%	50万～100万バーツ	9.5%	50万バーツ以上	9.5%
	>100万バーツ	9.5%	>100万バーツ	9.5%		
Bank of Asia	50万～500万バーツ	10.0%	50万～500万バーツ	10.0%	50万～500万バーツ	10.0%
	500万～1000万バーツ	10.5%	500万～1000万バーツ	10.25%	500万～1000万バーツ	10.25%
	>1000万バーツ	11.0%	>1000万バーツ	10.5%	>100万バーツ	10.5%
Siam City Bank	50万～100万バーツ	9.5%	50万～100万バーツ	9.5%	50万～100万バーツ	9.5%
	>100万バーツ	10.0%	>100万バーツ	10.0%	>100万バーツ	10.0%

出所) *Dookbia*, Vol.11 No.141, March 1993

る。大手銀行ほど金利が低く、下位行ほど高いという金利構造をみせている<sup>16)</sup>。

中央銀行がNCDの発行規準を定めた1992年7月以降、8行の商銀が次々とNCDを発行したが、その発行残高は絶えず変動している。たとえば、1992年7月末のNCD残高は18億1190万バーツ、9月25億5930万バーツと増大したが、93年1月末には14億0840万バーツに減少し、4月には逆に19億7720万バーツに

15) Aroonsri Tivakul, Pongpanu Suetarundra, "Financial Innovation and Modernization of the Thai Finance Market" in *Quarterly Bulletin*, Bank of Thailand, Vol.33 No.4, December 1993, pp.34-35

16) Chaisit Trachudham, "Bat-nganfak NCD: sia phasi yangrai? [NCD : 税金はどのように支払うのか]" in *Dookbia*, Vol.11 No.141, March 1993, p.164

盛り返した。商業銀行発行のNCDの大部分は、期間3ヵ月ものと6ヵ月ものである。なお、金融会社は、まだNCDを発行していない。法人と個人とでは源泉課税が異なり、これが流通市場での売買を妨げている。投資家の大部分はNCDを満期まで保有し、流通市場で売買することは少ない。

以上、タイのマネー市場の構成と特徴について概観した。マネー市場は従来からインターバンク市場が中心であり、オープン市場はまだ未開発のままの状態におかれている。インターバンク市場も、伝統的なコール市場や現先市場よりも、パーツ転市場やオフショア市場が金融国際化のなか、ますます重みを増してきている。

### 3. 庶民金融：質屋

(1)タイの金融市場には、商業銀行やファイナンス・カンパニーが登場する組織的金融市場のほかに、チェー（頼母子講）やローン・トゥン（質屋）という庶民金融が広範に存在している。かつて中央銀行が未組織金融の利用状況を調査したこともあるし、最近ではトップニーW.が「地下経済」の統計的推計を行っている<sup>17)</sup>。しかし、これらの研究によっても未組織金融市場の規模や現状については必ずしも明かではない。本項では、補論的な意味合いで質屋について取り上げ、タイ金融市場の別の一面を紹介しておこう<sup>18)</sup>。

質屋は商業銀行のように預金の受入はできないが、貸付の分野では大きな役割を果たしている。この庶民金融は物品と現金を交換するだけであり、ややこしい手続きや法律もないから、カネの必要な庶民は銀行よりも質屋を利用する。1994年に質屋を利用した人達は延べ1000万人（バンコク670万人、地方330万人）

17) Duangmanee Vongpradhip, "Urban Unorganized Money Markets in Thailand" in *Quarterly Bulletin*, Bank of Thailand, June 1986, Thopnee Watcharachaisamon, *Kan-praman Khanad khong Setthakit-taidin nai Prathet Thai: Sathiti primangan Wikhroh* [タイにおける地下経済の規模についての推計：マネーサブライ統計分析], Master of Economics, Thammasart University, May 1994

18) 以下、もっぱら次のレポートからの紹介である。"Reng poed seri rong-rab-chamnam, ni taladngan nok rabob" in *Phuchatkan*, 15 May, 1995

にもものぼり、質草の金額は総額435億バーツと推測されている。質流れになった質草の金額は前年よりも70%も増え、約28億バーツといわれる。質屋が一番賑わうのは新学期の5月であり、利用者は80万人、質入れ物品額は約40億バーツと見積もられる。もうひとつのピークは正月であり、利用者70万人、物品額37億バーツである。

(2)質草を担保に金を貸す「金融業」は歴史とともに古いというべきだろう。当初は、質屋として店舗を構えたものでもなく、また正業としてあったわけでもない。商人やカハポディー（金持）と困窮者との間で生まれ、いずれかの住まいや落ち合う場所を決めてとり行われた。タイにおいて、職業としての質屋はラーマIV世時の1866年に初めて生まれた。その質屋はバムルンムアン通りにあり、最初チェックヘーンの名前で営業していたが、その後ヨンシエンに変わり、今でも続いている。当時は質屋開業の免許も必要ないため、数多くの質屋が雨後の筍のように生まれた。バンコクだけで200カ所もあったといわれる。一部の質屋は盗品の受入れを公然とやったから、泥棒増加の温床になったといわれる。ラーマV世は1895年4月に『ラッタナコーシン歴114年質屋勅令』を出し、質屋の管理を始めた。その後、この勅令は1932年の立憲革命後に廃棄されたが、1938年に衣替えされ新しい勅令となった。新勅令は質屋の営業を免許制にし、5年ごとに競売方式で免許を取得しなければならないとした。また、質屋の数が制限されたため供給不足になり、高利を貪る質屋も現れた。そこで、当時のピブーン・ソングラム政府は民衆救済局を設立するとともに、政府公営の質屋を2カ所開業した。民衆救済局による国営質屋の始まりである。

現在、質屋は3種類に分類される。①民営質屋（Rong-rab Chamnam khong Eakachon）。とくにバンコクにだけ認められている私設の質屋である。②国営質屋（Sathan Thananukhroh）。民衆救済局が経営する国営企業であり、国営質屋管理委員会の管轄下にある。国営質屋管理委員会は、総理府の予算局と広報局、警察局、政府貯蓄銀行、そして大蔵省の代表者によって構成される。③公営質屋（Sathan Thananubal）。公営質屋は自治体企業（Thetsa-phanit）のひとつである。バンコクの都営質屋の場合はバンコク都営質屋経営委員会の監督下におかれ、地方の公営質屋は地方行政部の公営質屋経営委員会のもとにお

かれる。以上の3種類の質屋のうち、民営質屋が豊富な資金量をバックに貸付総額も一番大きい。つづいて公営質屋であり、最近数が急速に増大してきている。

民営質屋は最低資本金の制約を受けず利益率も高いことから、参入を狙っているセーティ（金持）も多い。質屋の数や営業時間は内務省によって制限されているので、その営業免許のセカンド・ハンドの売値は高く、800万バーツを超えるといわれる。また、店舗の譲渡価格は3000万バーツ以上と見積もられ、開業資金（業務用の土地や建物を含まない）は少なくとも1000万～2000万バーツは必要である。質屋の経営上のポイントは立地にあり、人の往来に便利で人口の集中したチュムチョン（居住地）ほど優等地である。また、立地は運転資金の必要規模を決める要因でもある。業界筋の情報によると、中等地の質屋で開業第1日目の質受け額が20万～30万バーツあるなら、成功の見込みがあるという。中等地の質屋の運転資金は、最近では1日当たり10万～20万バーツほど必要であり、質受け額は月当たり約800万バーツ程度といわれる。新学期の繁忙期には、運転資金は通常より月間200万～300万バーツほど追加しなければならない。この商売は徐々にゆっくりと大きくなっていくものであり、偽物を掴まされても赤字にはならない。

とはいえ、質屋経営にも問題がないわけではない。まずひとつは、1962年質屋勅令によって定められた金利シーリングがそのまま据え置かれ、金利引き上げができないことである。一部の業者は貸付資金を金融機関からの借入に依存しているから、低金利のもとでは経営が困難になる場合もあるという。また、質屋は盗品の受入先になっており泥棒行為を促す恐れがあるとの判断から、営業免許の発行数が制限されている。そのうえ、免許の取得にあたっては面倒な手続きがあり、当局とのコネも必要とされる。このように質屋の数が限られていることから、最近では古物店や金行の一部が「ラップ・ファーク・カーイ（委託販売受入）」という看板を出し、質屋と同種の商売をはじめている。この商売は質屋のような免許制ではなく、また質屋であれば納税しなければならない貸付利子税も支払う必要がないからである。

(3)最後に、民衆救済局・国営質屋の94年度の年次報告によって、利用者の状

表3 民衆救済局の質屋 1994年

(1)質屋利用者の職業

職 業	質入れ者	
	件 数	(%)
公務員	33,685	5.72
国営企業従業員	15,676	2.66
日雇労働者	427,053	72.51
商売人	37,694	6.40
農 民	10,211	1.73
主婦・主人	53,813	9.14
学 生	10,817	1.84
計	588,949	100.00

(2)借入額

金 額	質入れ者		総 額	
	件 数	(%)	(100万バーツ)	(%)
2,000バーツ以下	196,908	33.43	284,395	9.94
2,000～2万バーツ	392,041	66.57	2,577,838	90.06
計	588,949	100.00	2,862,233	100.00

出所) Phuchatkan, 15 May, 1995

況を示せば、表3のようである。94年度の国営質屋の利用者は約58万9000人であり、職業別では日雇労働者の利用がとび抜けて高い。一般に質屋を利用する事情を見ると、目先の金詰まりの時に飛び込み的に利用することが多い。借入金額の多くは3000～6000バーツであり、仕事上の遣り繰りかつなぎ資金、あるいは生活費として利用される。利用者が一番多い季節は新学期の5月であり、質屋全体で80万人以上を数える。とくに学齢期の子供のいる世帯ほど、質屋で学資を調達する割合が高い。

以上のように、質屋は、当局が介入できない未組織金融市場との境界線上にあり、質屋を通じた庶民金融が未組織市場の金利や借入規模を抑える役割も果たしている。金融機関が不足している地方では、住民が高利の未組織市場に依存する割合が高いことから、公営質屋の数を増やすべきだとの意見も根強い。

## 二 マネー市場と金利

### 1. 金融国際化と金利決定

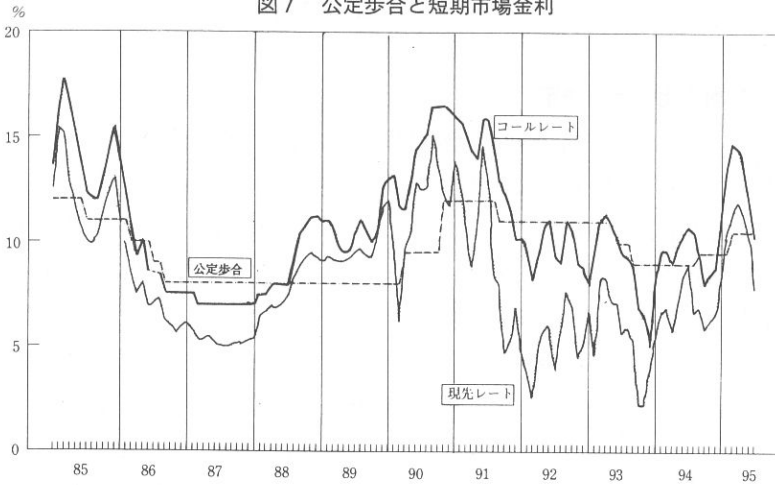
(1)タイのインターバンク市場の金利は、すでに述べたようにボラティリティ(浮動性)が高く、1日で4、5%も変動することが珍しくない。そこで、そのような金利動向を分析する上で、インターバンク市場金利がどのようなメカニズムで決定されているか、あるいはそのボラティリティの要因は何であるかが問題にされなければならない。

インターバンク市場の金利分析において、まず最初に注目すべきは中央銀行の公定歩合操作との関わりである。公定歩合(bank rate)とは、いうまでもなく中央銀行が民間金融機関に対して貸出を行う際に適用する中銀貸出の基準金利である。日本では、この公定歩合操作が最も基本的な金融調整手段として利用されてきた。公定歩合が変更されると、マネー市場の金利水準が変わり、債券流通市場の利回りを動かし、さらに国債や金融債、事業債などの発行条件にも影響を及ぼす。もちろん、コール・レートや手形売買レートは資金の需給関係によって決まるものであり、日々の需給動向や季節的な変動によって上下する。しかし、「そうした動きはあくまでも季節的なもので、金利水準の変更がなされたわけではない。コール・レートの水準が変わるのは、金融政策のスタンスに変化があった時だ。その最たるものは、公定歩合の変更である」。つまり、インターバンク・レートは、「公定歩合や日銀信用の動向など金融政策のスタンスによっておおよその水準が決まり、さらに資金過不足の季節的变化や、他の短期金融市場の金利との裁定といった要因が加わって変動する」<sup>19)</sup>。こうした理解がインターバンク金利を考えるうえで常識的な見方である。そこで、この観点から、タイのインターバンク市場を観察したら、どのような特徴が見えてくるのだろうか。

図7は、公定歩合と二つのインターバンク金利の動きを示したものである。公定歩合とインターバンク金利との乖離幅は、通常、金融緩和期に小さく引締

19) 三井銀総合研究所『金融指標を読みこなす』講談社、1992年、62頁、74頁。

図7 公定歩合と短期市場金利



出所) Bank of Thailand, *Quarterly Bulletin* より作成。

注) 国債現先レートは、90年9月以降は7日物、それ以前は3日物。

め期には大きいのが一般的なパターンである。しかし、タイのインターバンク・レート、とくに現先レートは、1991年以降の金融緩和期に公定歩合の水準から大きく乖離している。しかも、この乖離幅は資金需給の季節的な変動によって上下する変動幅を大きく超えている。とくに、92年2月と3月は乖離幅が7.28%ポイントと8.43%ポイントもあり、93年の10月と11月もそれぞれ6.76%ポイント、6.71%ポイントの大きさになっている。乖離幅が5%ポイントを超える月が92年で8カ月、93年では4カ月もある。ということは、タイの公定歩合はコール・レートや現先レートの金利水準を決定せず、日々の変動の軸心として機能していないことを意味する。では、タイの公定歩合はなぜインターバンク金利の水準を決定できないのか。

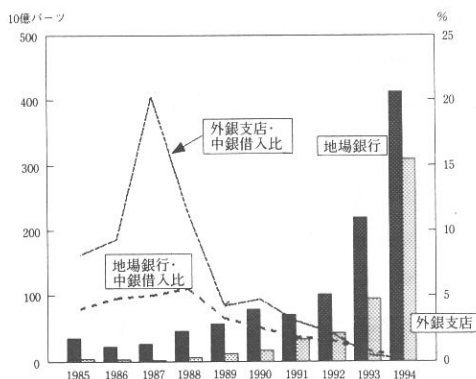
そこで、図8を用意しよう。商業銀行の資金調達に占める中銀借入の比率に注目してみよう。国内支店を1店舗しかもたず預金量の不足する外国銀行は、高度成長の開始を告げた87年に中銀借入比率が20%超えたものの、その後中銀借入への依存度を急速に落とし、94年にはわずか0.2%の比重になっている。地場銀行はもともと中銀信用への依存度が低く、80年代半ば過ぎで5%前後の



水準であったが、金融自由化が進む90年代には1%台となり94年には0.4%にまで落としている。なぜなら、公定歩合による中銀貸出は、少なくとも91年後半から94年の前半までの間、商業銀行にとってコストの高い資金調達であった。図7によれば、1990年代の前半期には、インターバンク金利が公定歩合を下回っているのが明かである。商業銀行は、公定歩合の中銀信用に依存するよりも、コール資金を取り込んだ方が安いコストで資金調達できたのである。

あるいは、内外金利差が続くなかで、むしろ海外資金を呼び込んだ方がはるかに安い資金調達になった。図8から明らかのように、外国銀行はもとより地場銀行も、93年以降急速に海外資金を借り入れている。商業銀行の海外借入額(ネットフロー)は、94年時点で地場銀行4130億バーツ、外銀支店3100億バーツとなっている。タイの場合、「コール市場の規模が小さく、他に短期の資金市場がないところから、銀行は顧客との取引の帳尻を一時的に調節する場としても、海外からのドル資金借入に依存している。こうして、タイの銀行は一時的に資金が不足した場合、コール市場から借り入れるか、海外からドルを取り入れるかを選択する一方、一時的に資金が余った場合、コール市場に放出するか、ドルを返済するかを選択する」<sup>20)</sup>。

図8 商業銀行の海外資金借入と中銀借入比率



出所) Bank of Thailand, *Quarterly Bulletin* より作成。

注) 中銀借入比率 = 中銀借入 / (預金 + 借入総額)

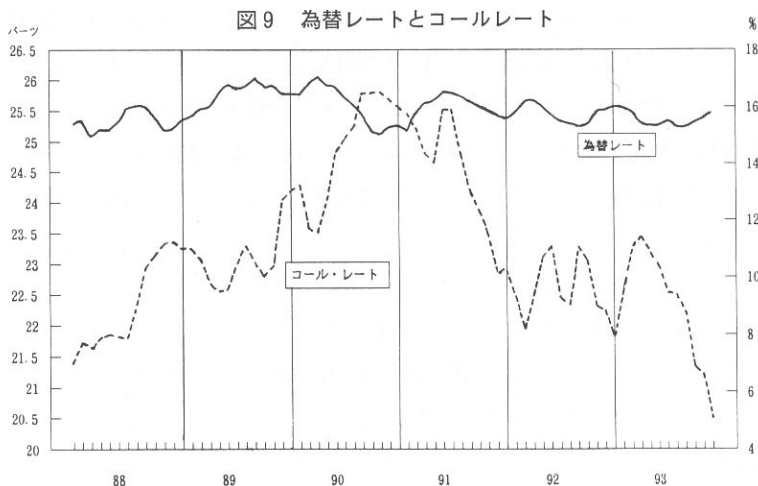
要するに、タイの商業銀行は、現金準備の過不足を調整するため、短期資金のやりくりを海外市場との間で行っており、海外のドル資金に依存した調達構造になっている。このように、ドル資金がマネー市場のなかに深くビルト・インされているため、金利決定メカニズムもドル資金の動向に左右されるようになることは、想像に難くない。そこで、海外資金と金利変動について、もう少し掘り下げてみよう。

(2)1990年以降の外国為替管理の自由化のなかで大量の資本移動が発生し、パーツ金利との差益を求めて短期資本がバンコクに殺到した。資本が国際間の金利差に敏感に反応して動くようになってくると、その流出入によって為替レートが強いインパクトを受けるはずである。「いわゆる金利裁定による資本移動の場合は直物と先物で反対方向の取引（スワップ）が行われるから、為替レートへの影響は中立的といっていよい」<sup>20)</sup>。しかし、アンカバー取引の資本移動の場合、直物が先物によって相殺されないわけだから、直物相場だけで為替レートが決定される。つまり、アンカバーの資本移動は先物でカバーをとらない一方的な資金移動だから、為替レート決定に対してインパクトが強く、しかも投機的な性格のゆえに、その大量の流出入が為替相場の不安定化を強めるはずである。

しかし、通貨バスケット方式の変動相場制は、基準相場（平価）を設けないという点では変動相場制だが、介入によって相場を安定化させようとしており、実質的には管理変動相場制であることはすでに述べた。しかも、この管理変動相場制は Currency-Weight Basis によってドルに密接にリンクしている「ドル釘付け制」だから、パーツの対ドル相場を安定化させるように機能している。図9から明らかなように、パーツの対ドル相場は1ドル=25~26パーツの間に収まっており、25.5パーツを基準とするなら前後2%の変動にすぎない。このような管理フロート制のもとでは、たとえアンカバーの資本流入が大量に生じたとしても、パーツの対ドル・レートはほとんど動かない。為替レートが EEF によって管理され、ドル資金の流れを無視して決まっているからである。

20) 間米康生「金融と金融政策」末廣・安田編『タイの工業化 NAIC への挑戦』アジア経済研究所、1987年、176頁

21) 斉藤精一郎『現代金融入門』日本経済新聞社、1993年、581頁を参照。



出所) Bank of Thailand, *Monthly Bulletin* 各号より。

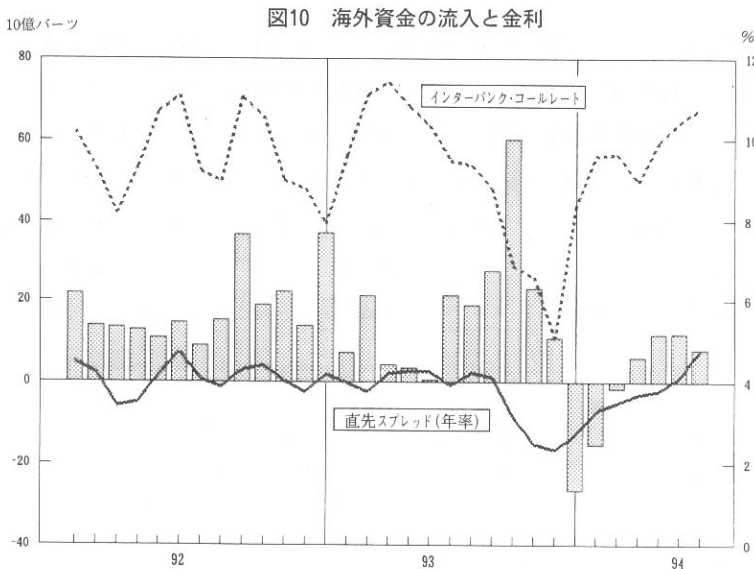
本来、海外資金（ドル金利）、為替相場、パーツ金利の三者が連動するはずであるが、為替相場が25～26パーツという狭い範囲内に「固定」されているため、海外資金の流出入はもっぱらパーツ金利（正確にはパーツ金利とドル金利との内外金利差）と連動することになる。したがって、海外のドル資金はパーツ金利の動向に敏感に反応してホットマネー的に運動し、国内の金利を激しく変動させる<sup>22)</sup>。図9をみれば、パーツの対ドル・レートが安定的に推移しているのと対照的に、国内のインターバンク市場のコールレートは激しく変動している。コール・レートが上がれば海外資金が流入し、下がれば流出するという

22) 間米康生は、「タイの金利動向を規定する最大の要因は、…ドル金利とパーツの為替相場動向にある」との見地から、「ドルが金融市場の重要な資金調達源として深くビルト・インされているため、ドルの短期資金が、為替相場動向に敏感に反応してホットマネー的に動き、金利の変動幅を拡大するのである」と述べている。間米康生、前掲論文、174～176頁。

しかし、最近の管理変動相場制のもとでは、為替相場はドルに「釘付け」されているので、大きく変動することはない。それゆえ、ドル資金は、為替相場ではなくパーツ金利（あるいは内外金利差）に敏感に反応してホットマネー的に動いているのである。

連動がみとれる。このように、ドルに密接にリンクした「管理」相場制度のもとでは、国内の金融市場は、ドル資金の動きひとつで大きく変動することになる。次に、図10によって、海外資金と金利との関係を例解してみよう。

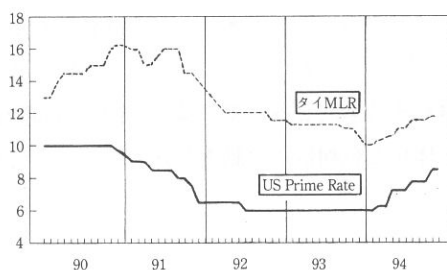
先物為替を利用したカバー付金利裁定による短期資本の流れは、直物為替レート ( $r_s$ ) と先物為替レート ( $r_f$ ) の差である直先スプレッドと、内外金利差とによって決まる<sup>23)</sup>。直先スプレッド率を  $(r_f - r_s) / r_s = s$ 、パーツ金利を  $i^*$ 、そしてドル金利を  $i$  で表せば、 $i^* - i > s$  なら資本は国内に流入し、逆に  $i^* - i < s$  なら資本は海外に流出する。そして、短期資本は、内外金利差と直先スプレッド率が等しい水準 ( $i^* - i = s$ ) に落ち着くまで、国際間の流出入を繰り返すはずである。こうした金利平価説に立てば、直先スプレッド率の変動は内外金利差に収斂することになる。そこで、図10の直先スプレッド (年率) をパーツ金利とユーロダラー金利との金利差とみなし、93年の後半に注目してみよう。



出所) Bangkok Bank Monthly Review および SCB, Sathanakan Setthakit 当該月報より作成。

23) 記号の表記は、田中茂和『為替レートと国際金融』中央経済社、1994年、40-41頁によった。

図11 タイとアメリカのプライム・レート比較



出所) Bangkok Bank Monthly Review, 当該月報より作成。

93年の10月は、海外から証券投資が突如流入し資本流入額全体を押し上げた月であるが、この月より内外金利差（直先スプレッド）が急速に縮まった。金利差は、11月2.50%、12月2.35%と低下し、翌94年1月には2.72%となり次第に回復していった。この動きと多少のタイム・ラグがあるものの、海外資金の流入も反応し、11月以降は急減して94年1月には266億バツのマイナス（流出）となった。こうした海外資金の流出→資金不足により、マネー市場のコール・レートは94年1月より急騰した。コール・レートは、93年12月の5.06%から94年1月に一気に8.34%となり、つづいて2月には9.61%へと上昇した。このような資金の卸し市場の上昇と歩調を合わせて、預金金利と貸出金利も94年3月より徐々に競り上がっていった。

かくて、「内外金利差→海外資金の流出入→商銀システムにおける流動性の多寡→国内金利変動」と連動して、国内金融市場の金利形成に波及効果を広げていく。

(3)内外資金移動の活発化はまた、国内金融市場と海外市場との一体化を進め、両者の間での金利裁定の動きを強めた。たとえば、アメリカ連銀は、94年2月よりフェデラル・ファンド・レートを数回引き上げた。プライム・レートはこれに影響され3月以降次第に上昇し、92年7月の6.0%が94年12月には8.5%になった。こうした、アメリカの金利引き上げは、タイにとって海外市場からの資金調達コストの増加につながった。タイの商銀は預金金利と貸出金利の両方を短期間に急速に引き上げたが、この預金金利の引き上げは国内市場で預金を

調達するためにほかならない。

図11は、タイとアメリカのプライム・レートを比較したものである。タイのMLRは、最近、アメリカのプライム・レートとほとんど同じ方向で動き、しかも両者の金利差は縮まる傾向をみせている<sup>24)</sup>。金融の国際化がすすむなかで、内外の金融市場の一体化と金利裁定の動きが強まってきたとみてよいだろう。

---

24) Jongkol Yodkham, “Kanborihan Saphapkhlong khong Thanakhan-phanit phaitai Saphapweadlom mai [新しい環境のもとでの商業銀行の流動性コントロール]” in *Setthakit Prithat*, Borisat Sunvichai Thai Phanit, January 1995, p.6