

# 東アジア通貨・経済危機と危機への対応

平川 均

## はじめに

1997年に勃発した通貨・経済危機で激しく打ちのめされた東アジアは、予想を大きく超える回復力をみせ、2年後の99年から2年間連続して世界最高水準の経済成長地域に返り咲いた。そのためアジア開発銀行はこの実績を背景に、99年の回復に対する慎重な言い回しから、2000年末には「アジアが新しい高成長の時代の軌道に乗るために改革を達成せねばならない」[ADB News Release No.102/00]と主張するまでに見方を変えている。実際、経済学の主要な関心も、当初の危機の原因探しから、危機後の成長の動向に移り、東アジアが再び高成長を続けられるのか、高成長を続けるための条件とは何か [OECD 1999; World Bank 2000]に大きく変化している。

振り返ってみれば、東アジア通貨・経済危機は、1997年後半から翌年初めまでの危機への深化の過程で当初の予想を超える速度と深度を示しただけでなく、99年以降の回復過程でも同様に予想を超えて反転し、文字通りV字型危機の様相を呈している。この経験から何を教訓として学ぶべきなのか。そもそもそれは東アジアの危機なのか否か。危機の原因は、東アジア特有の構造にあるのかないのか。極めて根底的なレベルで大きく見方が分かれている。

本稿の課題は、東アジア通貨・経済危機への種々の解釈と対応を検討する中から、危機の本質を探り、そこから教訓を引き出すことである。

## [1] 東アジア通貨・経済危機と2つのアプローチ

### (1) 東アジア通貨・経済危機の諸理解

1997年7月2日、タイが為替制度を管理フロート制に移行するや否や、バーツの大暴落が始まった。このバーツ危機を契機に、90年代前半に絶頂に達していた東アジア経済に対する信認は地に堕ちた。タイに続いてマレーシア、インドネシア、フィリピンなどの東南アジアの国々の通貨や株が売り込まれ下落したが、そればかりかその年の秋以降、危機は香港ドル売り、韓国の通貨危機へと伝染・波及し、文字通り東アジア危機の觀を呈した。

もっともこの東アジア危機はアジアに留まらず翌年の夏からはロシア、ラテンアメリカにも普及し、グローバル危機の兆候を示した。そのため、危機への捉え方も新しい見方が登場した。それらの捉え方を整理すれば、大雑把にいって2つに分けられる。アジア開発銀行の報告書によれば、「ファンダメンタルズ原因」説 (“fundamentalist” view) と「金融パニック説 (“financial panic”) であり、前者は、貧弱

な経済実績と政策ミスが危機を引き起こし、後者は、国際的貸し手が自己実現的な悲観主義によって金融パニックを引き起こした、とするものである [ADB 1999 a : 24-26]。

本節では、こうした考え方がどのように変遷してきたかを見ながら、危機の本質を考えてみることにしよう。1997年の、アジア通貨・経済危機がもっぱら東アジアに伝染している時期に登場した解釈は、東アジア経済の実態に問題があるとする理解、すなわちファンダメンタルズ原因説であり、それをさらに分ければ①投入型成長限界説、②アジア型資本主義原因説/クローニー資本主義説 (crony capitalism)、③政策ミス説などである。

①の投入型成長限界説とは、P・クルーグマンが1994年末に発表した「まぼろしのアジア経済」[Krugman 1994]で展開した解釈である。クルーグマンは、東アジアの高度成長を成長会計の手法を用いて分析し、この地域の高度成長がほとんど「投入」によって説明がつき、「効率」の上昇によるものではない、すなわち技術に基づく成長ではないため限界があるとしたものであった。しかし、彼の主張は91年に崩壊したソ連の50年代の高成長に東アジアの成長をなぞらえるというセンセーショナルなものであったため、東アジアに危機が訪れたとき直ぐさま思い起こされたのである。もっとも、クルーグマン自身はこうしたパニックを想定したものではない [Krugman 1998 a] と否定したのであるが、後述するように、現在でも彼の理解は彼の手を離れて大きな影響力を持っているということができるだろう。

②のアジア型資本主義原因説には多くの偏差がある。1990年代に入って、東アジア諸国

は異常な資本流入による高成長を謳歌し続けたが、この時に生じた経常収支の悪化が危機の原因だったと捉え、それが生じた原因を構造的脆弱性に求めるのである。すなわち、銀行に対する政府の暗黙の保障と脆弱な企業監査制度が結合することで野放図な貸付が累積し、国によつて違いはあるが、それが株式や不動産投資によるバブルや、過大投資による過剰生産を生み出したというのである。アジア開発銀行は、次のようにいう。「一見すると、東アジア経済の過去の傑出した記録は、経済実績が脆弱であったとする見解を支持していない。しかし、より周到な点検は、これらの国の経済的な成功が特殊な経済戦略、つまり銀行と企業の密接な経営関係と所有関係はもちろん、輸出指向、集中的に調整される生産活動、政府による暗黙の（あるいは明白な）民間投資プロジェクト保障に重きを置く特殊な経済戦略の上にうち立てられたものであることを示している。アジアの産業政策として広く言及されるが、これらの戦略は企業が銀行信用に大きく依存することを許した。国際標準では、危機に陥った国の企業は過度に（信用に）依存していたのである。例えば、韓国やタイでは1996年の対株式負債比率は200%以上であった」[ADB 1999 a : 26]。

IMFもまた、「危機は、金融システムの脆弱性と、それより小さい程度でガバナンスの脆弱性から生じた。不適切な金融セクターの監視、脆弱な金融リスク評価と金融リスク管理、そして、相対的に固定的な為替レートの維持が結びついて、銀行や企業に、外貨中心でその多くが短期資本でしかもヘッジされていない大量の国際資本を、借り入れさせた。時と共に、この流入した海外資本は、より質の悪い投資に向けら

れることになった」と説明している[IMF 1999]。

要するに、東アジア諸国による銀行保証が過度な銀行融資を促したとしてモラルハザードを強調する見解、韓国の財閥などの過度な債務依存を企業統治の脆弱性に求めたり、また過大投資による過剰生産に求める見解、脆弱な金融制度により異常な海外短資の借入れが生じたとする見解、こうして流入した大量の資金が非生産的な投資に向かったために生産性が下がり国際競争力を喪失したとする見解などがある。人により軽重の置き方の違いがあるものの、これらの見解は通貨危機の根本原因をアジア諸国の特殊な経済制度の脆弱性、換言すれば、アジア型資本主義の在り方それ自体に求めるものである。クローニー資本主義（側近資本主義）論や権威主義体制論は、こうした理解の極にあるものであろう。

③の政策ミス説も、危機が起こった初期に表明された政策の未熟さを指摘する極端な見解を別にしても、幾つかの理解がある。短資の大量の流入にもかかわらず、不合理にもドルペッグの為替制度を維持し続けたとか、企業や金融機関が過度に楽観的になる政府の政策、すなわちモラルハザードを生む政府の政策が問題であったとする理解などである。

だが、こうした見解も徐々に自由化措置順序ミス説に焦点を移してきているように見える。つまり、為替制度を固定相場制から変動相場制に移行させなかつたことを問題とするが、同時に、本来なら金融の自由化以前に克服しなければならなかった構造的脆弱性を放置したままに自由化を推し進めたことが、過度な債務への依存を生み出したとする。それは、②のアジア

型資本主義原因説での金融改革や企業改革の主張と結果的に同じ処方箋を提示するものの、アジア型資本主義原因説の持つイデオロギー的な批判の色彩が消されている。自由化の順序ミス説が受け入れられる要因のひとつには、こうした点があったかもしれない。

IMF開発研究上級政策顧問のB.アイケングリーンは、98年のIMFと世界銀行の共同機関誌『金融と開発』の中で次のようにいう。「資本市場の自由化の順序において確認すべき最重要点は、国内金融システムの主要な問題が取り組まれる前に、軽率に資本勘定取引の規制を撤廃することは危険だということである」[Eichengreen & Mussa 1998:19]。世界銀行の東アジア地域チーフエコノミスト河合正弘も同じく資本移動の自由化について、「従来の伝統的な手順は、頑健な国内金融システムの構築が先決だという点を見過ごしてきた。…頑健な金融システムは、十分なリスク管理能力と競争力を備えた金融機関の存在、グローバルスタンダードに沿った会計基準と情報開示制度、適切な健全性規制・監督の枠組みが整備されることによって支えられる」[河合 1998]と記す。結局、自由化が国内の金融システム改革に先行したことが危機の原因だったと主張されるのである。

上記のファンダメンタルズ原因説は、その解釈には種々の偏差があるので、クルーダマン自身が否定した投入限界説を別として、結局は、通貨・経済危機に転落したアジアの内的原因が危機を引き起こしたとするものである。そして、その克服策は、為替制度の変動相場制への移行を前提にして、金融改革と企業改革を内容とする構造改革に収斂していく。それが I

## 東アジア通貨・経済危機への対応

IMFや世銀、そこで主流派経済学である新古典派がアジア通貨危機から得た結論であったと言つていいだろう。

だが、こうした理解に鋭く対立する理解がとりわけ1998年になると受け入れられるようになる。それは、上で触れたアジア開発銀行のいう金融パニック説の他、ヘッジファンド投機説や自己実現型危機説と呼ぶことの出来る、国際的要因を重視した諸解釈である。

ヘッジファンド投機説は、アジア通貨危機がタイで発生した97年7月にマレーシアのマハティール首相が東南アジア諸国の通貨急落をアメリカの代表的投資家ジョージ・ソロスらの投機家による仕業であるとして、激しく非難したのが最初である<sup>1)</sup>。マハティールは、その後同年9月の香港で開かれたIMF・世銀合同主催のセミナーでもソロスを非難し、「貿易取引を伴わない為替取引を違法とすべきだ」と演説して投機家との対決姿勢を強めた。しかし、その行為はマレーシア通貨リンギットの外国為替市場におけるさらなる下落を呼び<sup>2)</sup>、そのため、マハティールに対して、IMF、世界銀行、アメリカ政府や国際金融界をはじめとするエコノミストや政策決定者からは、彼がアジアの権威主義的政治家であって、経済学の基礎を知らない愚か者であるとして嘲笑の眼差しが注がれさせた。実際、この時、投機を批判するマハティールの主張はまったく無視された。彼が演説したセミナーはIMF・世銀が合同で行う年次総会を含む一連の会議のひとつであったが、このIMF・世銀年次総会においてIMF暫定委員会は「IMF規約改正案にもとづく資本移動の自由化に関する声明」[IMF 1998: 3-4]を出して、資本の自由化を何の躊躇いもなく推進し

たのである。

こうした雰囲気に変化が生じるのは翌年中頃になってからである。コロンビア大学教授のジャクディッシュ・バグワティが、98年5/6月号の『フォーリン・アフェアーズ』に「資本の神話」と題する論文を発表して、資本の自由化の危険性に注目したのである。バグワティはいう。「すべての国間で資本移動の自由化は、モノやサービスにおける自由貿易とまったく同様に相互に利益が得られる、と多くが考えている」。しかし、「自由な資本移動は大きな利益があるとする主張は、説得的でない。実際の利益は主張されてはいるが実証されていない。利益のほとんどは直接投資から得られている」。「資本の流れは、MITの経済史家チャールズ・キンドルバーガーが有名にも強調したように、パニックと執着によって特徴づけられる」と[Bhagwati 1998: 7 & 8 ; 訳: 106]。当時、世界銀行上級副総裁であったジョセフ・スティグリツも、バグワティに少し遅れて同年7月に、開発の視点から同様に資本の自由化に批判的な意見を表明した。「短期資本の流れが変動性を増すので、成長にとって好ましくないことは明らかだ。…変動の激しい短期資本の流れを抑制すると共に、長期資本、特に海外直接投資を促進させる政策が考え出される必要がある」[Stiglitz 1998]。

自由な資本移動を利用して国際投機筋が為替や裁定取引、あるいは株を投機対象にして利益を上げることに対して、IMFやアメリカ政府はそれがもたらす利益にのみ目を向け自由化を強く主張してきたが、バグワティやスティグリツは逆に経済学者として自由な市場が持つ危険性に目を向けたということが出来よう。そ

して、こうした見解は、同年8月にロシア危機が起り、そこで運用の失敗によって著名なヘッジ・ファンド LTCM (Long Term Capital Management) が破産の危機に陥ることによって、いよいよその真実味を増した。

破綻が明らかになった同年9月、ニューヨーク連邦銀行総裁マクドナーは、LTCM の破綻によるアメリカの金融システム不安を恐れて連邦銀行のオフィスに 16 の主要銀行と証券会社の代表を集めて、LTCM の救済会議を開いた [New York Times, September 24, 1998]。そして、LTCM が、投資家からの 22 億ドルを担保に有価証券を 1250 億ドル買い、今度はそれを担保に、同年8月末に 1 兆 2500 億ドルの異常な金融取引に参入していた事実が明らかにされた [New York Times, September 26, 1998]。ヘッジファンドが、私募債の法規制を受けない機関であるために、その異常な実態の一部が LTCM の破綻によって初めて明らかにされたのである。しかも自由主義を信奉しているはずのアメリカにおいてニューヨーク連邦銀行が破綻を回避するために会合を開いたことは、ヘッジファンドの破綻の金融システムへの影響がいかに深刻なものと理解されていたかを示していよう。

事実、国際決済銀行のバーゼル銀行監査委員会が 1999 年始めに出した報告書『銀行の高いレバレッジ（梃子の原理を用いた資金調達）を行う機関との相互作用』は、「近年、高いレバレッジを行う機関 (HLIs) の活動はその規模と複雑さの両面において成長している。HLIs と、銀行や証券会社のような正統的な金融機関との相互作用の機会も拡大しており、それは、これらの活動から生まれるリスク——直接の

債権者と、また一定の市場条件の下では金融システム全体の両方に対するリスク——の完全な理解と管理の必要性を強めている」と記して、間接的措置と直接的措置の両方から債権者と金融システムの安定策を提案している。間接的措置とは、銀行と証券会社自身が監督や透明性の拡大などにより HLIs の活動に関わるリスクを管理しようとするものであるが、「もしも間接的措置が不十分であることが明らかとなれば、HLIs の一層直接的規制が必要かもしれない」として、HLIs の免許制の要求、適正試験 (fit and proper tests)、資本とリスク管理の最低基準などの規制措置を提案している [BIS 1999 : 1, 4 & 6]。BIS の報告書が金融の自由化の金融システムそれ自体に与える重大な影響を認めていることは、否定できないだろう。

もっともヘッジファンドのみが悪玉なのではない。金融の自由化は、銀行や証券会社の国際的な活動を推し進め、それが短期の利益を求めれば、ブームとバースト（熱狂と破裂）が起こることはむしろ自然なのである。ヘッジファンドがその契機になったとしても、東アジアでは国際金融機関の短期融資が、とりわけ日系銀行などの短期融資が大量に実施されており、それらが信認の喪失のなかで一斉に逃避行動に出たことが、危機を引起すことになったといえよう。

こうして、著名な国際経済学者の P・クルーグマンも、危機後にアジアの通貨危機に対する見解を変えることになる。「原則的には、ある国の信認の喪失はその信認の喪失を正当化するような経済危機を創り出すことが出来る——つまり、経済学者が『自己実現型危機』と呼ぶ

## 東アジア通貨・経済危機と危機への対応

ものに国は脆弱であるかもしれない。私も含めて多くの経済学者はそうした『自己実現型危機』に懐疑的であったが、ラテンアメリカやアジアの1990年代の経験は少なくとも実際問題として、その疑いを晴らしたのである」[Krugman 1998 b]。

つまり、この危機は自由化に伴うシステム・リスクと理解されるべきであり、財政・金融政策がたとえ適切であっても、投機的な攻撃や心理的不安などによって生じうると理解されることになった。通貨危機には第1世代型危機と第2世代型危機があるとされるが、まさにファンダメンタルズに規定されない第2世代型危機として過去の危機と区別する必要が生じているのである。

### (2) 東アジア通貨・経済危機論の批判的検討

アジア開発銀行の年次報告は、一見すると東アジアの通貨危機がファンダメンタルズと無関係に引き起こされたように見えるが、それでも危機に陥った国をよく見ると、長期的プロジェクトに短期債務が使われ、しかも国内銀行は国内企業に現地通貨建てで貸し出す一方、短期の外国通貨をヘッジ無しで借り入れ、さらに信用の安易な利用がますますリスクの高い資産への投資を拡大したという事実を無視できないとしている [ADB 1999 a : 27]。

確かに危機に陥った国の経済には、事後的にみればシステム上の脆弱性や政策的な過ちがあった。それは否定できない。だが、そこから直ちに東アジア通貨・経済危機の原因をそうした脆弱性や政策的過ちであったと結論できるのだろうか。そこで、ファンダメンタルズ原因説をとるIMFの理解を巡って展開されてきた議

論に沿いながら危機の原因について改めて考えてみよう。

IMFが緊急融資を要請する国に対して採った処方箋は、歳出削減と増税による財政的均衡、高金利による金融引き締めなどの伝統的な緊縮的マクロ政策と、市場開放及び金融システム改革と企業管理改革などの構造改革であった。だが、こうした政策に対しては、ハーバード大学のJ・サックスやM・フェルド斯坦、そして既述のバグワティなどのアメリカ経済学界の重鎮からの批判があった。サックスは、危機を「一般に経済の急成長の過程でしばしば起ころる、予測の極めて困難な金融不安」[Radelet & Sachs 1997 : 45 ; 訳 : 336] であるに過ぎないとして、またフェルド斯坦は、以下のような理由からより痛烈にIMFの政策を批判した。「IMFは東欧や旧ソビエトにとった手法とほぼ同じ手法を現在、東南アジアと韓国に適用している。事実、IMFはこれらのアジア諸国に、支援の条件として、経済構造や制度を根本的に変革するように迫っている」ところが、「問題は深刻な支払い不能状況ではなく、一時的な流動性不足だった。しかも、経常赤字は極めて小さく、それも急速に縮小しつつあった。したがって、政府支出の削減、税率の引き上げ、信用引き締めというIMFの伝統的な政策手法は必要なかったのである」[Feldstein 1998 : 22, 25 ; 訳 : 102, 105] と。IMFがアジア諸国に構造改革を課す機会として危機を利用した、と彼はいう。

実際、もしアジア通貨・経済危機が東アジア資本主義の構造上の欠陥から生じたというのであれば、何故1960年代以降30年以上に亘って高成長を維持できたのだろうか。東アジアに構

造上の欠陥があったとすれば、この欠陥にもかかわらず成長が達成されることになる。だが、冷静に考えてみて、危機の起こる直前までの広範に受け入れられた理解は、アジアの権威主義体制を肯定的にみるものであった。

むしろ危機がタイで発生すると IMF やアメリカがその原因をアジア型資本主義に求め、IMF の融資の条件に構造改革を課した時に、流動性危機がアジア型資本主義を原因とする危機に転化したのではなかったか。東アジア諸国は IMF の融資が得られなければ回復への手段を失い、市場の信認を失う。IMF の支援が合意されても、暫くの間、通貨も株価も下落がおさまらなかつたのは、構造改革という中長期的な課題を危機の原因としたためではなかったのか。しかも、フェルドスタンが指摘するように、IMF の緊縮政策と構造改革が企業の生産活動を窒息させ危機を深化させたのである。事実、通貨の下落阻止を狙ったとされる高金利政策は、とりわけ企業活動を困難にして不況を深刻化させたのである [Stiglitz 2000; 大野 2000: 213-216]。こうして、危機はファンダメンタルズを一段と悪化させ、より深刻なアジア通貨・経済危機へと深化されたのである。

注目すべきは、ヘッジファンドの投機的行為や短期資本の移動を原因とする理解がロシア危機を契機として大きく影響力を増したように、危機が決して東アジアに留まつていなかつた点であろう。危機は、98年夏のロシア危機さらに 99 年年初のブラジル変動相場制への移行へと伝染しただけでなく、一時的にしても 97 年中にアメリカや日本の株式市場へも波及している。危機の波及が「伝染」(contagion) と呼ばれ特別な関心をひいているように、この特徴

こそ重要である。タイで起こつた通貨危機後、97年末に向かって東アジア各国では程度の差はあっても例外なく為替も株価も下落している。一国のファンダメンタルズからの説明であれば、各國間でのばらつきが見られてもよい。しかし、東アジア諸国では共通の傾向を示している。たとえ最初の通貨危機の勃発がファンダメンタルズ原因説から説明できるように見えても、伝染にこそ東アジア危機の最大の特徴を認めねばならないのである。

ファンダメンタルズ原因説が、詰まるところ東アジアの内的要因に危機の責任を求めていることにも問題がある。アメリカはもちろん、IMF や世銀、さらにアジア開発銀行などの国際機関も資本自由化の利益を強調し、80 年代後半以降、東アジア諸国の政府に自由化を強く求めてきた [河合 1996: 2-3, 9]。そして、河合が指摘するように、その場合、自由化の順序は軽視されてきたのである。しかも、危機の発生する以前の 90 年代中頃に、今ではファンダメンタルズが悪化したとみなされる現象が現れていても、そうした指標については正確な情報の収集も公表もなく、逆に東アジア諸国に対しては高い信認が与え続けられてきた。

世界銀行は危機の 1 年前に、大量の資本流入にもかかわらず、それを上手く処理している典型的な成功国としてタイを捉えていた [World Bank 1996: 71]。国際決済銀行 (BIS) も 98 年度報告において、国際格付け機関が東アジア諸国の短期資本の借入に対して危機を察知できず、むしろ格上げを行い、危機後に急いで格下げしたことを確認して、「公式の国別監査も、多くのアジア諸国が直面する危険性を完全には認識できなかつた」 [BIS 1998: 117, 125-7]

としている。

そうであれば、東アジア通貨・経済危機の最大の責任は、アメリカやIMF、世界銀行などの自由化を推進してきた国際金融機関や政府、さらに格付け会社こそが負うべきものではないのか。発展途上の国々に債務国故に最大の責任と犠牲を負わせて、自らの責任を問わないのは不思議であり、その責任の取り方はあまりに非対称である。詰まる所、危機の責任を東アジアの構造的脆弱性に求めて、危機に陥った国に責任を押し付けることは道義的に妥当ではなく、そこには弱者に対する強者のおごりがあるといえるだろう。

では、危機の原因を構造的な脆弱性と自由化の順序に求める見方が正しく、この処方箋を講じればアジア通貨・経済危機の再発は防げるものなのだろうか。確かに、危機が構造的脆弱性に起因した面を否定できないにしても、それだけで危機を回避できたのか、また今後の再発を回避できるのだろうか。

アジア通貨・経済危機の最大の特徴を伝染におくなれば、危機は第2世代型危機、自己実現型危機となる。じっさい、そのように理解しなければならない国際環境がある。戦後のブレトン・ウッズ体制の下では、財の移動と対照的に、資本の移動は規制されており、1973年まで金融は各国通貨当局の管理下にあった。しかし、アメリカにおいて多国籍企業が出現し、同時にドル危機が進行する中で国際金融市场が発達し、アメリカは変動相場制への移行を余儀なくされたが、やがてアメリカは金融自由化の最大の推進者となり、今や金融はそれ自体が商品となり、金融が世界を駆け巡るグローバル化の時代に入ったのである。

こうして、1980年代以降、国際金融取引と実体経済との格差が急激に拡大することになる。86年の世界の為替取引高は世界貿易の約7倍であったが、94年には40倍に開き〔本山1996：171〕、現在、この開きは100倍に達しているといわれる。国連貿易開発会議(UNCTAD)の98年版『世界投資報告』によると、90年代に入って発展途上世界への民間資金フローは、90年代初めでは直接投資が圧倒的に多かったが、93年頃から証券投資が、さらに90年代中頃からは商業銀行ローンも急増するようになって、97年では民間フローの約半分が直接投資以外のフローになっている〔UNCTAD 1998：14〕。

何故、こうした過剰な金融取引が行われるようになったのか。伊東光晴は、1991年現在でアメリカの年金基金が3兆5000億ドルに達しており、アメリカにおける「巨額の年金基金の出現は、機関投資家なるものを生み、その資金運用が投資顧問会社、銀行信託部に委ねられることによって、金融とインダストリーの関係を大きく変えだした」という〔伊東1997：187-189〕。80年代からの情報技術の発達がこれにさらに拍車をかけ、金融のグローバル化の時代が生まれた。巨額なデリバティブ取引を世界を又に掛けて展開するヘッジファンドの活躍の場が、こうして作られたのである。ヘッジファンドのような投機的な動きをみせる機関はもちろん、大量の資金を有する銀行や証券会社が、グローバルに運用先を探し求め、資本の自由化は世界的な資金の流動化を推し進める一方、不安定性を一層高めているといえよう。

というのは、こうして運用される巨額の資金は、必ずしも現地事情を考慮する投資ではない

からである。運用先の選択は相場の上昇局面では投資先への僅かな情報によってなされるが、投資先が多様化すれば情報の獲得にコストがかかり、「投資ファンド・マネージャーは一般には、しばしば明らかに国により差のない僅かな主要指標をみて取引を行う。それ故、資本の流入期には、ある国に投資されるポートフォリオの割合の増加が、その地域への投資の割合に強く依存する。十分な情報の欠如が『惨事の近視眼』を促すのである」。そのため、「取るに足りない悪いニュース」が大きな信用の変化を生み出す契機になるのである [Montes 1998 : xxi]。バンドワゴン効果ともいわれるが、ある反応が投資先経済の実態を大きく超えた過剰反応を引起すことになる。

## [2] 通貨・経済危機後の改革とその課題

東アジアに危機が勃発して以降、IMFの処方箋への批判が起こるもの、コンディショナリティを受け入れたタイ、インドネシア、韓国を中心に構造改革、すなわち金融改革と企業改革が推し進められ、また、国際金融制度の改革や国際金融規制への議論が生まれた。

前者をみれば、タイでは97年12月に57の金融会社が閉鎖されたが、その他12の金融会社と7行の市中銀行が1時的に国有化され、5の市中銀行と13の金融会社が3行の銀行に合併された。インドネシアでも97年11月に16の市中銀行が閉鎖されたが、その後も50の銀行が閉鎖されている。韓国では5つの市中銀行、17の商業銀行と100以上の金融会社が閉鎖されている。また、4行の市中銀行が一時的に国有化され、5行が2つの銀行に合併し、5

行が他の銀行に吸収された。1行は外資系銀行から増資を受けた。また、3国では、不良債権問題を解決するために資産管理のための会社あるいは部門が設けられている [白井 2000 : 31-32]。企業改革では、とりわけ韓国におけるそれは財閥の支配構造の変革が求められ、独立の外部監査制、結合財務諸表公開、国際的会計基準に基く財務諸表による透明性の改善、債務比率引下げ、相互債務保証制度の変更などが要求され、金大中政権下で改革が試みられている [高 2000 : 第6章]。

もっとも、構造改革は単にIMFの処方箋に沿っていよいよなされているのではない。東アジア諸国の多くで、危機を契機により強い国際競争力を有する産業を興すことに一層関心が向かい、産業構造の高度化への気運が強くなっているのである。最近のNIESを中心とした諸国での情報技術（IT）投資の急増は、そうした動きと理解することができるだろう。

後者の国際的な資本規制では、危機が世界的に拡大するなかで、その必要性を指摘する声が高まった。1998年10月、LTCMの実質破綻劇の衝撃を受けて、イギリス首相ブレアはヘッジファンドの鍊金術が政府によっても国際金融機関によつても監視できない故に、新しいルールが必要だと述べ、投資家のソロスさえ、完全に自由な資本移動を認めることは賢明でないという考えを表明した [日経（夕刊）98年10月6日]。アメリカ議会においても短期資本移動に反対の議論が起り、下院銀行委員会において連邦準備理事会議長グリーンスパンは、「アメリカだけでのヘッジファンド規制は効果が疑問である」とアメリカ金融界の擁護に回った [日経 同年10月2日]。ヨーロッパでもヨーロッ

パ中央銀行監督委員長マイスター・ドイツ連邦銀行理事がヘッジファンドに借入れ規制を提案している〔日経(夕刊)98年10月13日〕。こうしたなかで、日本は10月末に国際金融監督機構の設立を提案している〔日経98年11月1日〕。

しかし、同年11月にクアラルンプールで行われたアジア太平洋経済協力会議(APEC)ではヘッジファンドの投機規制に各国間の合意が得られず〔日経98年11月19日〕、その後、直接の短期資本規制への動きが弱まっていくことになる〔日経99年5月17日〕。

アジア開発銀行は、1999年版『アジア開発展望』において、効果的な監督と金融仲介規制を持たずに資本の自由化を行った故に、危機に対して脆弱になったのであって、「金融自由化は注意深く順序を踏んで行なわなければならぬ」〔ADB 1999 a : 39〕という姿勢を明確にし、米国においても99年4月末に大統領の諮問金融市场作業委員会が、証券会社と先物取引会社の無規制の子会社に関する情報を収集し確認する権限を証券取引委員会(SEC)と商品先物取引委員会(TFTC)に与えるという提案を含んだ報告書を提出した〔Washington Post, April 29, 1999〕。こうして、1999年6月のケルン・サミットの蔵相会議では、為替管理などの直接規制は合意が得られなかったものの、資本流出に対する規制が例外的に認められた。また、国際金融システムの改革については、IMFなどの国際金融機関の密室性を改革し、説明責任と透明性の強化が合意され〔G7 Report 1999〕、規制は、直接的規制から短期資本を扱う金融機関や関係機関の情報開示によって間接的に行うという方向に確実に向かって行

くのである。結局、アジア開発銀行の1999年版『アジア開発展望』〔ADB 1999 a : 45-46〕が結論するように、既存制度の効果的な改革で危機に対処できるというのが現段階での到達点である。

だが、構造改革を行い金融自由化を慎重に順序だって行いさえすれば、それで危機は回避されるのだろうか。UNCTADのアキュズが言うように、「東アジアの期待を上回る力強い経済回復、ロシア、ブラジルのダメージの抑え込み、そして西側の株式市場の反転によって、重点は益々債務国の負担の大きな自衛メカニズムとより大きな金融原則に向かってシフトしている。発展途上国は、債務を管理するタイトな事前規制、投機的攻撃に対する安全装置としての高い对外準備金の積み立てや経験的な信用ラインなどの諸手段を探るように駆り立てられている」、だが、マレーシアが採ったような発展途上国における資本規制の途も残されなければならない〔Akyuz 2000 : 2, 15〕。過剰な流動性が世界に出現し、実体経済も投資の材料として利用される今日にあって、ファンダメンタルズを完璧にすることなど不可能に近い。僅かな脆弱性が結果として大きな危機を引起こし、それが伝染する可能性を否定できないであろう。こうした課題にどう対処するかは、依然として解決策を見出せずにいるのである。

### [3] 東アジアにおける新しい国際協力の模索

#### (1) 1997年タイ支援東京会議と新宮澤構想

1997年7月のタイのバーツ危機が起こると、アメリカは参加を拒否したものの〔伊藤1998 : 53〕、8月に東京で緊急のタイ支援会議

が開かれ、タイの要請により IMF と日本がそれぞれ 40 億ドル、世界銀行が 15 億ドル、アジア開発銀行が 12 億ドル、その他オーストラリア、香港、シンガポール、マレーシアの 4 国・地域がそれぞれ 10 億ドル、インドネシア、韓国、中国の 3 国が合わせて 13 億ドルの合計 160 億ドルの支援が合意された。日本がこの支援に迅速に対応したのは、BIS が示すように、96 年末のタイにおける民間融資残高 703 億ドルの約半分が日系金融機関の貸出であったこともあったが、この支援には大きな意義がある。それは、危機の直前のインドネシアや韓国が支援に参加しているように、アジア各国が 80 年代以降、急速に進む経済の一体化のなかで共通の利害と危機意識を共有するようになっていたことである。

この会議では、もうひとつの重要な提案がなされた。危機に陥ったタイの要請によって日本がイニシアティブを探って東京会議で打ち出したアジア通貨基金（AMF）構想である。当初の構想でのそれは、危機に陥った国の救済を目的とする、IMF とは独立の緊急融資機関であった。このプランは、その後同年 9 月の香港での ASEAN- 日本蔵相会議、IMF- 世界銀行の年次総会、G 7 会合などで提案され、1000 億ドルの規模で実現が目指された。しかし、この提案にはマレーシアの強力な支援があったものの、日本の影響力の増大を恐れるアメリカと IMF などによって強く反対され [Wall Street Journal, September 24, 1998]、同年 11 月のマニラ会議において、日本はその実現を断念するのである [ADB 1999 a : 44]。

だが、約 1 年後の 98 年 10 月、日本は宮澤蔵相の名を冠した「アジア通貨危機を克服するた

めの新構想」を再び発表した。それは、経済回復の中長期資金 150 億ドルと、経済改革過程で必要な短期資金 150 億ドルの、合計 300 億ドルからなる支援パッケージである [宮澤 1998]。そして、この構想が発表されると、タイ、インドネシアなどの政府が次々と歓迎の意を表明し、また、世界銀行副総裁のスティグリツやハーバード大学のサックスも日本の政策を支持したのである。いうまでもなく、新宮澤構想は、IMF の処方箋によって深刻な貸し渋りから流動性不足に陥っている政府や企業に債務のリストラ対策の融資や金融システム安定化・健全化対策の融資、社会的弱者対策、景気対策などの資金を提供するものであったからである。それは、99 年から急速に経済の回復に向かう東アジア諸国に有効な資金提供となり、高い評価をえることになったといえよう。

だが、新宮澤構想は、先の AMF が国際機関として提案されたのに対して、2 国間協力の枠組みで提案されている点で質的に大きな違いがある。すなわち、2 国間協力は一方で、米国や IMF の介入する余地を小さくしてはいるが、他方で日本の裁量権が大きくなっている点で、被融資国にとっては警戒すべき側面を持っているのである。それは、直ぐ後で見るように、「円の国際化」へのアジア諸国の対応とも重なって重要な論点を含むものである。その後の経済協力の展開で、AMF への関心が示されるのはそうした理由もあるだろう。

## （2）東アジアの国際協力体制の模索

アジア通貨危機の真っ只中でアジア通貨体制に関する関心は、ユーロの発足もあって、ほんの一時にしろ単一通貨に関心が示された。他

## 東アジア通貨・経済危機への対応

方、日本政府が通貨の安定の手段として打ち出しているアジアにおける「円の国際化」は、現在でも中国政府が反対している〔朝日 2000 年 11 月 25 日〕。そのため、実現の可能性は未だ遠い道のりにあるものだが、アジアはユーロとドルの狭間で、通貨の安定策と通貨危機再発の防止策を避けては通れなくなっている。そして、そのために東アジアは、域内協力を強める必要に迫られている。

じっさい、1999 年 11 月、ASEAN と日中韓 (ASEAN+3) の首脳会談が戦後初めて実現し、共同声明を採択したのである。安全保障問題では踏込みなかったものの、情報技術、電子商取引、中小企業強化などの経済問題で協調を強めることが合意された〔日経 99 年 11 月 29 日〕。2000 年 3 月には、ASEAN 蔽相会議はスワップ協定に日中韓の参加と新通貨基金設立も視野に入れて、東アジア独自の金融支援システムの構築に動き出した。そして、同年 5 月のタイのチェンマイでの ASEAN+3 の蔽相会議では、通貨危機再発防止のための通貨スワップ協定を「チェンマイ・イニシアティブ」として全加盟国に拡大することが合意された。同年 11 月のシンガポールでの ASEAN+3 首脳会議では、日中韓と ASEAN での自由貿易圈構想が出され、そのための作業部会の設置が合意された。

他方、2 国間自由貿易協定での動きも 1998 年末より韓国と日本の間で始まり、翌 99 年 12 月にはシンガポールから日本へ自由貿易協定が提案された。従来、保護主義的側面があるとして批判的に見てきた日本政府も、2000 年『通商白書』において従来の路線を転換し、2000 年 5 月には日韓自由貿易協定に向けての報告書

が出された。こうした動きは、ASEAN 自由貿易地域 (AFTA) の動きとともに大きく貿易と投資を推進させる可能性を強めている。

ところで、こうした試みは多くの困難が予想され、成功するか否かは未だ定かではない。しかし、アジア通貨・経済危機以後、東アジア地域で急速に地域的一体感が生まれつつあることは否定できないだろう。そして、アメリカの説得が課題になるが、東アジア地域に AMF のような共通の金融システムを創り出す可能性も格段に高まっている。アジア通貨・経済危機は、20 世紀の最期に、域内協力の機会を東アジアにもたらし、この協力が通貨・経済危機の再発を防ぐ大きな力となるだけでなく、今後の東アジアの平和と繁栄に寄与する可能性を生み出しているといえるだろう。

東アジア諸国が通貨・経済危機から得たものは、その意味で、一方で、各国の構造改革、国際競争力の強化であるが、他方では、地域協力への傾斜である。そして、それは、国際金融システムの不完全な改革が東アジア諸国に強制した新しいひとつの選択であるだろう。それは、国際金融システム改革が有効な規制策を打ち出せないからであり、危機が起こった時のコストの殆どを危機に陥った国々や人々が不当に負担しなければならないからである。だが、こうした動きは、日本を含み東アジア諸国にとって信頼関係を強め、共生の道を開いていく好機であることも確かだろう。

### 注――――――――――――――――――――――――

- 1) マハティール首相が、「ろくでもない投機家達が東南アジア経済を傷つけようとしている」と述べて、東南アジア諸国の通貨下落を海外

- 投機筋の陰謀として非難したのは、1997年7月24日のASEAN外相会議の開幕演説においてであったが、7月26日にはジョージ・ソロスを名指しで非難することになる（日経97年7月27日）。
- 2) マハティールとソロスの非難が香港で繰り広げられた翌日の『ファイナンシャル・タイムズ』は、「マハティールとソロスの言い争いは、昨日、マレーシア通貨のもうひとつの歴史的切り下げを生み、東南アジア市場の信認をさらに掘り下げる」と報じている [Financial Times, September 23, 1997]。

### 参考文献

- ADB : Asian Development Bank (1999 a), *Asian Development Outlook 1999*, Oxford : Oxford University Press.
- (1999 b), *Asian Development Outlook 1999, Publication Highlights*, On-line Edition.
- Akyuz, Yilmaz (2000), The Debate on the International Financial Architecture : Reforming the Reformers, UNCTAD Discussion Papers No.148.
- 朝日：朝日新聞
- Bhagwati, Jagdish (1998), "The Capital Myth : The Difference between Trade in Widgets and Dollars", *Foreign Affairs*, Vol.77, No.3, May/June (訳「資本の神話」『週間ダイヤmond』98年5月23日号).
- BIS : Bank for International Settlement (1998), *68th Annual Report : 1st April 1997-31st March 1998*.
- (Basle Committee on Banking Supervision) (1999), *Bank's Interactions with Highly Leveraged Institutions*, January.
- Eichengreen, Barry & Michael Mussa (1998), "Capital Account Liberalization and the IMF", *Finance and Development*, Vol.35, No. 4, December.
- IMF : International Financial Fund (1998), *Annual Report 1998*, July.
- (1999), *The IMF's Response to the Asian Crisis*, January (IMF Home Page).
- 伊東光晴 (1997) 「資本主義の変貌と21世紀」『世界』10月号。
- 伊藤隆敏 (1998) 「アジアの通貨危機とIMF」日本大蔵省財政金融研究所編『ASEAN 4の金融と財政の歩み』大蔵省印刷局。
- 河合正弘・QUICK 総合研究所編 (1996) 『アジアの金融・資本市場——自由化と相互依存』日本経済新聞社。
- (1998) 「(経済教室) 地域的な協調の枠組みを」『日本経済新聞』11月4日付。
- 高龍秀 (2000) 『韓国の経済システム——国際資本移動の拡大と構造改革の進展』東洋経済新報社。
- Krugman, Paul (1994), "The Myth of Asia's Miracle", *Foreign Affairs*, Nov./Dec. (訳「幻のアジア経済」『中央公論』1995年1月号)。
- (1998 a), "What happened to Asia? For a Conference in Japan", January, <http://web.mit.edu/Krugman>.
- (1998 b), "The Confidence Game", *The New Public*, October 5 (His Home Page).
- 宮澤喜一 (1998) 「第53回(平成10年) IMF・世銀年次総会における宮澤大蔵大臣総務演説(谷垣大蔵政務次官代読)」(財務省ホームページ <http://www.mof.go.jp>)。
- Montes, Manuel F. (1998), *The Currency Crisis in Southeast Asia*, Singapore : Institute of Southeast Asian Studies.
- 本山美彦 (1996) 『倫理なき資本主義の時代』三嶺書房。
- 日経：日本経済新聞
- OECD : Organization for Economic Co-operation and Development (1999), *Asia and the Global Crisis: The Industrial Dimension*, Paris : OECD.
- 大野健一 (2000) 『途上国のグローバリゼーション

## 東アジア通貨・経済危機と危機への対応

- ン』東洋経済新報社。
- Radelet, Streeten & Jeffrey Sachs (1997), "Asia's Reemergence", *Foreign Affairs*, Vol.76, No. 6, December (訳「それでもアジアは甦る」『中央公論』1998年2月号).
- G 7 Report (1999), Report of G 7 Finance Ministers to the Cologne Summit.
- 白井早百合 (2000)「構造調整とIMF支援プログラムの評価」木村福成編『アジアの構造改革はどこまで進んだか』JETRO.
- Stiglitz, Joseph (1998), "Road to Recovery : Restoring Growth in the Region could be a long and difficult Process", *Asia Week*, July 17.
- (2000), "What I learned at the World Economic Crisis : The Insider", *The New Republic*, April 17.
- World Bank (1996), *Managing Capital Flows in East Asia*, Washington D.C. : World Bank.
- (2000), *East Asia: Recovery and Beyond*, Washington, D.C. : World Bank.