

第 I 部

總 論 編

第1章

金融グローバル化とアジア経済危機

はじめに

1997年以来のアジア経済危機は「東アジア・モデル」の終焉を示し、80年代のラテンアメリカ債務危機に匹敵するものだとの見方がある。いままで社会的セーフティ・ネットの役割を果たしてきた経済成長がとぎれ、貧困層だけでなく、中間層・新富裕層の貯蓄もが消し飛んだから、というのである。「東アジアの奇跡」が幻想であったというのではない。貧困の解消は事実であり、成長の源泉が生産性上昇にあるうとなかろうと、1人あたり所得の成長が他の途上国を凌駕していたことは明らかであり、それをもたらしたエンジンがマクロ安定、人的資本形成、高貯蓄、小さい価格の歪み、積極的外国技術導入、農業成長などと同定されてきたことも間違いではない。

にもかかわらず、短期借入への容易なアクセス、それが信用ブームになるのを許したマクロ政策、適切な規制監督をとまわらない金融市場の自由化など、国内経済の構造的脆弱性を否定することは難しい。アジア通貨危機の新しさは、個別国の金融・通貨危機が地域的金融パニックに広がったことである。そして、その原因をすべて国内政策の失敗、国内経済構造の脆弱性に帰するのは完全な片手落ちというべきである。国際金融市場のブーム・アンド・バストとそれを許した市場構造の脆弱性もまた徹底的にメスを入れられるべき課題だ。情報の不完全性が市場予想をボラタイルにし、政府も過剰貸出をチェックしなかった。さらに悪いことに、危機管理の処方箋は過度な引

き締め政策と広範な構造改革政策によって危機の深刻化、長期化に手を貸した。

このように、アジア経済危機は、発展途上国（とくに新興市場）が国際資本市場とのリンケージを深めるなかで起こったミスマッチング、あるいは初体験のなかでの試行錯誤のプロセスととらえることができよう。他方、国際資本市場自体もグローバル化は初体験であるから、結局、貸し手も借り手も初めての体験のなかで起こった非常に社会的コストの大きな事件であったといえる。そこで本章では、金融市場のグローバル化（「金融グローバル化」）の文脈から、アジア経済危機をとらえ、危機発生の背景とそのメカニズムを明らかにしたうえで、危機管理の誤りを分析し、国際金融システムの構造改革に向けて考慮すべき点を指摘したい。

以下、第1節では、東アジア経済の現況を検討し、内外均衡のアンバランスを指摘する。すなわち、為替安定、対外収支改善という対外均衡回復は、実質経済成長の持続的低下という国内均衡悪化のコストを払って実現された。第2節では、1980年代以降の金融市場のグローバル化と新興市場のそれへの関わりが危機の背景にあったことをみておく。金融グローバル化は、金融サービス部門の構造変化、とくに銀行の地位の相対的低下と機関投資家の成長を背景に、国際分散投資の拡大基調を作り出したが、新興市場はそこに「限界的」市場として組み込まれることとなった。

危機以前の各国のマクロ経済ファンダメンタルを1994年のメキシコ、97年のタイに発した通貨危機ごとに比較検討を加えるのが第3節であり、続いて第4節では、「開放小国」におけるマクロ経済政策選択の基本問題をタイの事例について考察する。メキシコ危機に比べると、タイ危機におけるマクロ・ファンダメンタルに大きな問題がみられないこと、それにもかかわらず、危機に至ったのは、開放小国における基本的政策選択におけるトリレンマを無視したためであったことが明らかにされる。第5節では、IMF処方箋にみられるデフレ型危機管理政策が批判的に論じられる。とくに、持続的マクロ経済安定を達成し、金融仲介を基本とする東アジアにおいては、マクロ不

安定を前提としてラテンアメリカなどで適用されてきた財政金融引き締め政策を機械的に適用することは間違いであり、それが危機を深刻化したと主張される。

国内政策の誤り、国内経済構造の脆弱性と並んで今回の危機を招いたもう一つの要因は国際資本市場の構造的脆弱性であったことは筆者が一貫して主張してきた点である(高阪 [1998a])。第6節では、国際資本市場に内在する「市場の失敗」を指摘し、それは完全にぬぐい去ることはできないこと、それゆえに、それを最小化するためにどのような手だてを考えるべきかが緊急課題であると説く。その柱は、内外流動性供給のメカニズム、国際セーフティ・ネット、国際健全性規制システム、の構築である。続いて、第7節では、国際投資と先進国・途上国関係に見いだされる「地域バイアス」が以上の国際金融制度改革(ニュー・アーキテクチャー)構築とどう関わるのかについて若干の予備的考察を行う。最後に「まとめ」で以上の議論を要約して全体を締めくくる。

第1節 東アジア経済の現況

1997年央のアジア通貨危機から1年、アジア通貨は一応通貨安定を達成したかにもえる。実際、98年初頭以来、韓国ウォン、タイバーツは、通貨危機以前の対ドルレート水準に比べて、30~40%の切り下げ、インドネシアルピアでも70~80%の切り下げ程度に戻し、その水準で安定している。また、対外収支も、各国の貿易収支は97年末以降、黒字を記録している。このことから、通貨安定と対外収支均衡化という「対外均衡」目標は達成されたかにもえる。これをどう評価すべきだろうか。

経済安定化政策の目標は、伝統的に国内均衡と対外均衡の同時達成とみなされてきた。後者は通貨安定、対外収支均衡化などであるが、前者はインフレ抑制、完全雇用などである。アジア経済の現況をみると、国内均衡目標、

とくに産出と雇用の水準が著しく低下しており、内外均衡の達成という基準から評価するかぎり、現状は安定化政策の目標からほど遠い。インドネシア、韓国、タイは言うに及ばず、各国とも98年に入って産出水準の低下が深刻化している。また、貿易収支の改善は輸出額（ドル建て）の増加ではなく、輸入額の大幅減少によって実現されたのであって、むしろ、輸出ドル額は低迷しているのである（もっとも、輸出数量は改善している）。

さらに、通貨危機に陥った東アジアの、このような生産活動の停滞・低下は予想以上に深刻だ。例えば、IMFによる成長予測の数字をASEAN 4、アジアNIEsについて時系列的に比較してみると、予測値自体が、97年10月、98年5月、同10月と、改訂の度に大幅下方修正されていることがわかる。すなわち、国内均衡は対外均衡回復の一応の達成の陰で悪化しただけでなく、予想以上にますます悪化していることが注目すべきポイントである。ここで検討に値するのは、それが本当に予想できなかったのか、そしてまた、それは避けることのできない調整コストだったのかという問題だ。ことは危機管理政策の評価に関わる。

第2節 金融市場のグローバル化と新興市場

IMFは、アジア経済危機の「基本的原因」がマクロ経済の不均衡ではなく、金融システムと企業および政府のガバナンスの脆弱性というマイクロ経済構造にあると主張している（IMF [1998a]）。たしかに、通貨危機は国内の金融危機に端を発しており、金融危機はまた、金融システムのみならず、民間企業部門の企業組織・産業組織の脆弱性や官民のもたれあい構造などの問題を反映しているという側面を否定することは難しい（World Bank [1998]）。にもかかわらず、1960年代以来、長年にわたり形成されてきたこれらの制度的枠組みが90年代後半のこの危機の原因であるというならば、なぜそれらのもとで80年代までの優れた経済パフォーマンスが達成されたのか

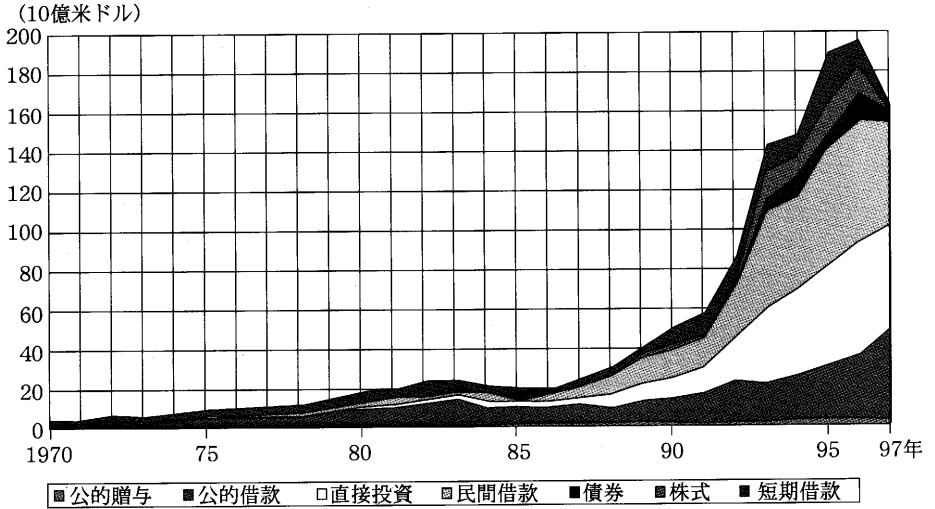
を統一的（コンシステント）に説明することもまた困難であろう。

むしろ、危機の「基本的原因」というからには、1990年代に生じた国際経済環境の構造的変化に着目すべきだというのが筆者の立場である。その構造変化とはすなわち金融市場のグローバル化と呼ばれる現象にほかならない。では、「金融のグローバル化」とは何か。それは何よりも国境を越える金融資本取引の大きさの飛躍的拡大として捉えることができる。例えば、80年における先進6カ国（カナダ、フランス、ドイツ、日本、イギリス、米国）における国際証券取引はGDP比率で10%に満たなかったのに対し、97年でのそれは実にGDPの2倍（米国）から7倍近く（イタリア）に達している（日本はほぼGDP規模）（IMF [1998b]）。残高でみると、グロスのクロスボーダー銀行貸出は10兆ドル（98年6月末）、同債券発行は4兆ドル（98年9月末）にも上る（BIS [1998]）。このうち、途上国向けの債権はたかだか10%程度である。

アジア通貨危機の遠因が1990年代に急拡大した新興市場への民間資本流入にあることは間違いない。巨額の資本流入が同地域の高成長を支え、場合によっては（タイのケース）、マクロ経済不均衡の拡大原因となり、また、その逆転（流出）が通貨危機の引き金となった（高阪 [1998a], [1998b], World Bank [1999]）。この新興市場向け民間資本流入は、上に述べた金融市場のグローバル化という構造変化の単なる「系」とみなすべき現象であると考えられる。

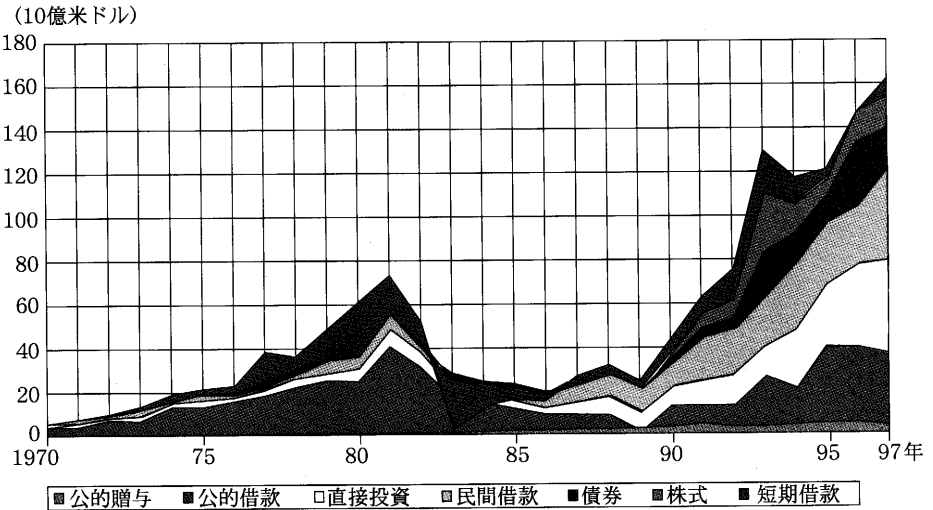
1990年代に入って、「新興市場」に大量の民間資本が流入した。図1、図2は世界銀行のデータでアジアとラテンアメリカ地域へのネットの資本流入を公的贈与、公的借款、直接投資、民間借款、債券、株式、短期借款という七つの資本形態に分けて示したものである。これから、まず、90年代前後からの資本流入がそれ以前に比べていかに巨額のものであったかということがわかる。さらに、アジアとラテンアメリカで、資本構成は地域ごとに異なり、アジアでは借款が、ラテンアメリカでは債券・株式といった証券投資が支配的であることが2番目の特徴である。これは実は後述する「地域バイアス」

図1 アジア地域へのネット資本流入



(出所) World Bank, *Global Development Finance*, 1998.

図2 ラテンアメリカ地域へのネット資本流入



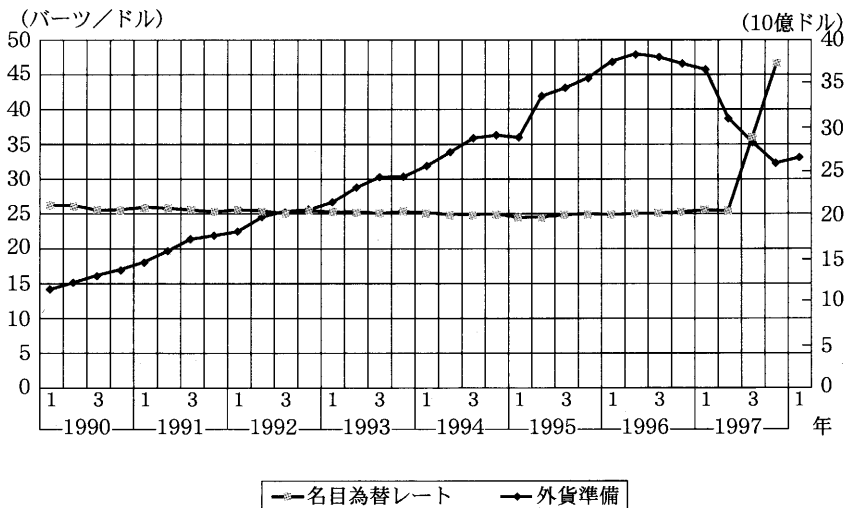
(出所) World Bank, *Global Development Finance*, 1998.

の反映でもある。すなわち、証券化という形でグローバル化の進んでいる米国に依存するラテンアメリカと、伝統的に銀行貸出が強い日本・欧州に依存するアジアという地域差が存在している。

通貨危機は、通貨価値の急落と外貨準備の急減の組み合わせで定義できるが、タイの場合は、二つの注目すべき特徴を指摘できる(図3)。名目対ドルレート水準が1984年の切り下げ以降、ほぼ一定に保たれていたこと(「事実上のドルペッグ」)、および外貨準備高が96年まで一貫して累積してきたことである。言い換えると、タイの事実上のドルペッグは、タイバーツの上昇圧力に対抗する当局による持続的なドル買い介入によって支えられてきた。

通貨危機は、直接的には、通貨価値の下落予想にもとづいた資本フローの逆転によって起こる。ではそもそも何が減価予想を生むのだろうか。マクロ不均衡、ミクロ構造の脆弱性、市場予想のボラティリティなどが有力な候補と考えられる。アジアの場合はどうか。まず、明らかなことは、マクロ経済不均衡の拡大やミクロ経済構造の脆弱性の問題はある日突然生じるものでは

図3 タイの名目為替レートと外貨準備



(出所) IMF, *International Financial Statistics*, 各号。

ないという点だ。にもかかわらず、予想が変化しない間は資本フローに大きな変化はみられず、問題は表面化しない。実際、後にも見るように、アジアの場合も、経済予測や国の格付けはどれ一つこのような予想の変化（資本フローの逆転）とその伝染を「予想」しなかったし、資産市場価格はどれ一つとしてそれを予兆するような変化を示さなかった。ところが、いったん予想の変化が生じると、雪崩を打って資本フローが逆転し、それは予想された結果を実現してしまう（「予想の自己実現性」）。しかも、予想の変化は当該国にとどまらず、周辺国に及んで（「伝染効果」=コンテイジョン）、この自己実現的予想が周辺国経済の問題を表面化し、あるいは問題を創出する。

第3節 新興市場のマクロ・ファンダメンタル

1994年のメキシコ通貨危機は、国際金利の反転による資本フローの逆転が内外マクロ不均衡を拡大したために起こり、ただちに周辺の同じく不均衡を抱えた経済に波及した。97年のタイの場合は、過剰な短期借入による国内信用の膨張が資産インフレ（バブル）を招き、景気反転によるバブル崩壊と金融システム不安が市場予想を変化させ、資本フローの逆転によって通貨危機が生じると、それは周辺国、とくに短期借入の多かった経済に大きな打撃を与えた。

アジアは例外的な経済パフォーマンスの良さで知られてきただけに今回の危機は予想外の事態だと受け止められた。けれども国内金融危機が通貨危機を招くプロセス自体には過去の事例と比べて何ら新しい側面はない。1980年代以降、金融自由化のトレンドのなかで先進国、途上国を問わず国内金融危機が頻発している（Caprio and Klingebiel [1997]）。そしてそれらの大半で国内信用の膨張が先行している。また、固定為替レートのもとで資本自由化が大量の資本流入を呼び、それが国内金融危機から通貨危機へと発展したのは80年代初めのチリの経験そのものだ。この意味で、アジアも例外ではないの

である。ただし、マクロ経済の不均衡は80年代のチリと90年代のメキシコ、あるいは今回の東アジアで同程度であったといえるのだろうか。

例えば、1994年のメキシコ危機直前の各国のマクロ経済ファンダメンタルを比較してみると(表1)、とくに為替の過大評価、貸出ブーム、外貨準備の相対的規模といった面で、メキシコが明らかに最も悪く、為替レートは30%ほど過大、貸出はGDPの伸びの2倍、外貨準備もM2に比べて不十分である。それに次に近いのがメキシコ危機が伝播したアルゼンチン、ブラジルだ。これに比べると、東アジア各国についてはこれらのいずれにおいてもほとんど問題はなかった。

表2が示すように、メキシコ危機後、アジア危機に至る過程で、タイの場合、確かに対外収支不均衡は持続しており、早晚調整が必要であることは明らかであった。とはいえ、国内インフレ、財政赤字、実質為替レート水準などでみれば、マクロ不均衡が大きかったとはいえない。ましてやインド

表1 メキシコ危機直前のマクロ経済ファンダメンタル

(%)

国	危機指数 ¹⁾	実質為替減価 ²⁾	貸出増加率 ³⁾	外貨準備比率 ⁴⁾
インド	1.3	11.8	0.7	4.6
韓国	-3.7	-10.3	8.4	6.5
マレーシア	-2.6	9.8	4.0	2.1
フィリピン	7.2	-6.7	50.0	4.1
台湾	4.4	16.2	46.0	4.7
タイ	-1.8	0.2	39.2	3.7
アルゼンチン	20.2	-48.0	57.1	3.6
ブラジル	17.7	-29.6	-68.3	3.6
チリ	-5.7	-7.5	13.3	1.4
メキシコ	79.1	-28.5	116.2	9.1

(注) 1) 1994年11月～95年4月における名目為替減価率と外貨準備減少率の加重平均。

2) 1986～89年から90～94年にかけての実質実効為替レート減価率。

3) 1990～94年における銀行部門の対民間信用の対GDP比率の増加率。

4) 1994年11月におけるM2の対外貨準備高比率。

(出所) Sachs et al.[1996].

表2 アジア危機直前のマクロ経済ファンダメンタル (1994~96年平均) (%)

国	経常収支 /GDP	GDP成長率	インフレ率	財政収支 /GDP	債務返済 /輸出	債務返済 /GDP	短期債務 /債務総額
インドネシア	-2.1	7.8	8.6	1.4	32.8	8.9	21.3
韓国	-2.5	8.2	5.2	0.2			
マレーシア	-6.6	9.0	4.2	3.0	8.1	8.3	23.4
フィリピン	-4.3	5.0	8.5	0.6	16.2	6.9	15.7
シンガポール	16.5	8.8	2.1	15.1			
タイ	-7.2	8.1	5.6	2.3	12.2	5.2	45.1
アルゼンチン	-1.9	2.4	2.6	-0.6	36.4	3.6	11.5
ブラジル	-2.0	3.9	706.5		36.3	3.2	19.9
チリ	-1.7	6.6	9.0	2.1	25.8	7.5	26.2
メキシコ	-2.7	1.3	25.4	-0.3	30.4	9.3	23.2
中国	0.8	11.2	16.5	-1.8	9.2	2.1	18.7
日本	2.1	1.9	0.2				
米国	-1.9	2.8	2.8	-2.3			

(出所) World Bank, *World Development Indicators*, 1998.

ネシア、韓国、マレーシアのマクロ経済指標に危機を予感させるほどの不均衡はなかった(同表)。にもかかわらず、これら各国の通貨のみならず、シンガポールや台湾などマクロ経済上の懸念材料のない経済までもが通貨投機に曝されることとなった。後者については、貿易と投資を通じた域内生産ネットワークがそれぞれの成長見通しの下方修正材料とみなされたためかもしれない。

いずれにせよ、何らかの理由で市場予想が変化し、資本フローの逆転を引き起こすと、その自己実現的調整プロセスは、当該国のみならず、一種の「国への取り付け」として統合度の高い地域全体に伝染効果をもった。このように、アジア通貨危機の新しきは、伝染効果の広がりや深刻さの程度が当初のマクロ・ファンダメンタル不均衡とは比べものにならないほど大きかったところに求められよう。むしろ、金融システムや企業ガバナンスの脆弱性が、この市場予想変化を通じてデフレ・スパイラル過程を加速・増幅したこ

とは明らかだが、今さらのように、これらのマイクロ経済構造要因自体が危機の原因だとするのは新興市場に対して過酷な評価というべきであろう。

第4節 国内マクロ経済運営と国際資本市場

マクロ経済不均衡は、それ自体が引き金ではないという意味で、通貨危機の十分条件ではない。通貨危機の引き金を引くのは、減価予想にもとづく国際資本フローの逆転である。ただし、不均衡がなければ、そもそも減価予想が支配的にはならない。では、このような国際資本市場への統合化の現実に直面して、新興市場のマクロ経済運営はどうあるべきか。

タイの事実上のドルペッグはマクロ経済政策のトリレンマそのものであったといってよい。なぜなら、金融政策の独立性、完全資本移動性、為替安定の三つは同時には成立しないからである。金融政策の自律性を維持するためには、資本移動を制限するか、為替レートの伸縮性を許容するか、のいずれかが必要であった。では、資本自由化のもとで、完全フロート制をとるべきであったろうか。答えは「否」であろう。東アジアの新興市場は貿易依存度の高い開放小国である。したがって、為替安定は、国内価格安定とほとんど同値であり、それは重要なマクロ経済政策目標の一つである。ただ、為替安定はドルペッグとは似て非なるものだ。ドルペッグはドル建て取引の為替リスクをゼロにし、過剰なリスク負担を誘引する。タイの為替政策の誤りは、為替レート水準ではなく、その非伸縮性にあった。主要国通貨間の為替レートが変動している以上、為替リスクは避けられない。ドルペッグでは、通貨当局が為替リスクを負うことによって民間部門のインセンティブを歪め、過剰な対外（短期）借入を招くことになった。

東アジア各国、とくに、インドネシア、韓国、マレーシアでは、名目および実質為替レート水準がモニターされ、米ドル偏重ではあっても、為替レートはある程度の伸縮性を許容されてきた。にもかかわらず、通貨投機が生じ

たのはなぜか。通貨の過大評価があったのだろうか。通貨が過大評価されていれば、貿易部門は国際競争力を失い、その結果、対外収支が赤字化して遅かれ早かれ通貨調整が不可避となるだろう。そこで、東アジアの実質実効為替レートの動きをみてみると、1980年後半以降、インドネシア、韓国、マレーシア、タイ、台湾では為替増価トレンドはみられず、むしろ、香港、フィリピン、シンガポールで為替が中長期的に上昇していることがわかる（高阪 [1998b]）。確かに、前者についても95年以降、実質レートの上昇は顕著であるが、対外収支調整効果にラグがあることを考慮すれば、90年代後半の対外不均衡拡大の要因は、むしろ需要サイドにあり、価格効果よりは所得効果の影響の方が大きかったものと思われる。

注意すべきなのは、開放小国経済では為替安定はきわめて重要な政策目標であるということだ。貿易部門が国内生産の3割から8割にのぼる東アジアのような開放小国経済では、為替の安定は即物価の安定にほかならないからだ。伸縮的な為替レート運営が通貨投機を防ぎえないとすれば、それに加えて、資本フロー、とくに対外借入のコントロールを組み合わせる必要がある。今回の通貨危機は、開放小国経済が国際資本市場の統合化プロセスにおいてマクロ経済の安定性を達成しようとして直面する困難を露わにした。統合化は機会とともにリスクも拡大するが、このリスクのなかには、国内政策当局の裁量の範囲を越えた、国際資本市場に固有のシステムック・リスクも含まれている。

經常収支赤字の拡大が為替の過大評価によるものでないとすれば、その原因は何か。通常、メキシコ危機ではラテンアメリカ諸国の過剰消費、これに対してアジア危機ではタイなどの過剰投資が両地域の対照として語られている（IMF [1998a]）。たしかに、タイなど東アジアで投資率が異常に高かったのは事実であるが、しばしば見過ごされがちなのは、アジアでもまた消費ブームがあり、過剰消費（過少貯蓄）であったことだ。図4、図5はASEAN4カ国の民間貯蓄率と家計貯蓄率（ともに対GDP比率）を示したものである。最近の水準をみると、前者の民間貯蓄率は大体20%程度でとくに

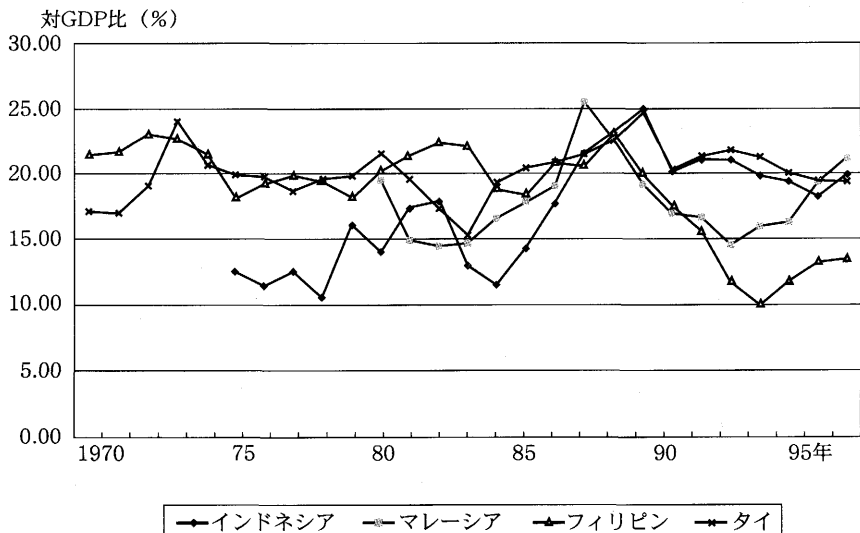
上昇傾向をみせていない。一方、家計貯蓄の方は90年代に入って明らかに低下傾向を示していることがわかる。通常、所得成長率が高いときには家計貯蓄率は上昇するから、これが逆に低下するということは何らかの理由で「消費ブーム」があったということになる。実際、内外資本市場の自由化が貯蓄率を下げる（消費を拡大する）効果をもつことは統計的にも検証されている。すなわち、90年代の持続的な経常収支不均衡は、為替の過大評価による競争力低下というよりは、資本市場の自由化と資本流入の拡大による、ある意味では単純な、投資および消費ブームによって引き起こされたものであるといえるのである。

第5節 デフレ型危機管理の落とし穴

アジア通貨危機から政策含意を学ぶべきなのは国内当局だけではない。少なくとも膨大な社会的コストという高い授業料を払っている国内当局に対して、政策勧告を行う国際金融機関側もまた政策的教訓を学ぶべきであると思われる。とりわけ、マクロ政策に関するいわゆる「IMF処方箋」は再検討の余地がある。その一つは安定化政策に関わり、もう一つは構造改革政策に関わる。

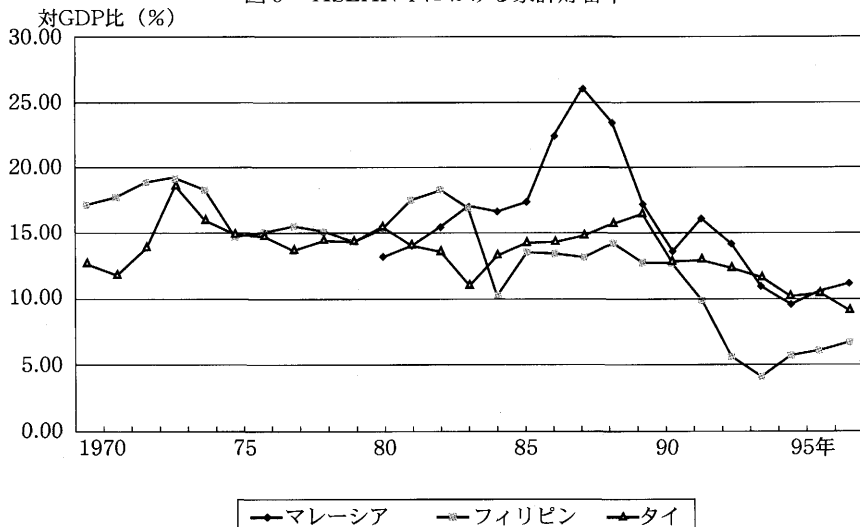
過去における典型的な途上国の経済危機は、ラテンアメリカ諸国の場合によくみられる明白な国内および対外マクロ経済不均衡であったから、貨幣・信用供給抑制、財政のリストラ、為替切り下げ、および輸入抑制などのデフレ政策がとられてきた。けれども、今回、危機に陥った経済では、財政収支は黒字、国内インフレは抑制されており、貯蓄率は高く、通貨の持続的過大評価もない。ただ、そこではブームが数年持続した結果、国内信用の拡大が資産価格を押し上げ、結果として投資が貯蓄を上回って経常収支赤字を生んだ。したがって、資産価格が停滞し、通貨価値が下落すると、企業、そして金融機関のバランスシートは悪化し、金融機関は信用を抑制し始める。デフ

図4 ASEAN 4における民間貯蓄率



(出所) Kohnsaka ed. [1998].

図5 ASEAN 4における家計貯蓄率



(出所) Kohnsaka ed. [1998].

レ・スパイラルはこうして始まるのである。

さらに、東アジアの場合、もう一つの要因を指摘しなければならない。それは、同地域が外部借入依存型の成長を遂げてきたという事実だ。東アジアの高成長は資本市場よりは金融仲介によって支えられてきた。例えば、金融仲介の指標 (M2/GDP) をみても (表3)、東アジアのそれはラテンアメリカに比べてはるかに高水準であることが容易にみとれる。資本市場ではなく、金融仲介 (借入) への依存そのものは、経済発展における資源移転のプロセスでは、情報コストの節約という意味で決して短所ではなく、むしろ長所であるといつてよい (Stiglitz [1998])。けれども、であるからこそ、この資源移転プロセス、すなわち金融仲介システムの崩壊は既述のデフレ的インパクトを増幅するのである。

ここで重要な点は、資産デフレの可能性が大きい現状では、古典的なデフレ政策は信用収縮を加速し、需要をオーバーキル (過剰収縮) させる恐れが

表3 金融仲介度 (M2/GDP) (%)

国	1980	1985	1990	1995
インドネシア	13.2	21.2	33.9	43.1
韓国	35.8	39.8	54.3	79.4
マレーシア	46.1	61.2	63.1	85.0
フィリピン	22.0	26.7	30.9	45.5
シンガポール	57.7	71.0	83.5	80.9
タイ	34.5	53.5	62.4	73.2
アルゼンチン	19.0	10.3	6.2	18.8
ブラジル	9.6	8.4	13.1	26.1
チリ	21.0	33.6	36.1	33.9
メキシコ	25.2	21.5	17.5	26.8
中国	33.2	47.3	70.3	92.4
日本	83.4	91.9	110.8	112.1

(注) 韓国はM3/GDP。

(出所) IMF, IFSおよびWorld Bank, *World Development Indicators*, 各号。

大きいことだ。典型的な途上国の危機の場合とは対照的に、ここでは一定程度のプラスの産出成長を維持することが重要なカギを握っている。高金利は通貨危機のただ中であっては切り下げ抑制の手段とはならず、ただ単に国内投資と消費を収縮させるのみである。デフレ的な財政金融政策は、デフレ・スパイラルを増幅し、金融システムに対する信頼回復を遅らせる。不良資産処理と不良金融機関整理は必要だが、デフレ・スパイラルに陥らないためには、一定程度の国内信用供給を維持し、そのために財政的支援を行うことが不可欠である。

IMF処方箋のもう一つの問題は、それが発展途上国における政府介入を敵視し、逆に市場機能を過大評価することによって、急速な規制緩和、自由化による市場志向型経済改革を要求する点にある。1980年代の経験が示しているのは、市場自由化が成功するためには適切な市場インフラが準備されていることが必要であり、後者が実現するには時間がかかる。この点で、タイの経験はよい例である。オフショア市場からの過剰借入は、急速な国内金融自由化と資本取引規制緩和が、金融当局の適切な監視・監督体制のないままに行われた結果である。一般的に金融市場の調整速度は大きいから、拙速な自由化を避け、自由化以前に、あるいは自由化と並行して当局の監視・監督能力を強化しておくことが必要だった。

本来、時間のかかるミクロの構造改革の厳密な実施を緊急融資の付帯条件として要求するとどういった影響があるだろうか。それは改革プログラム自体の実行可能性に対する市場の疑いを深め、景気回復の遅れを予想させる。こうして、救済プログラム妥結後も通貨下落は進行をやめないことになる。IMFは金融引き締めのみが金融規律の回復に役立つとするが、短期のデフレ政策は疑いもなく成長予想を下方修正する。そこに長期構造改革をコンディショナリティとして要求すれば、それはこの下方予測を増幅するというわけである。現在の国際通貨体制においては、IMF融資は多国間協調救済プログラムの中核をなす。それが経済危機を深刻化したとすれば、明白な危機管理政策の失敗である。

支払い不能に陥った金融機関の整理・淘汰が避けられない以上、デフレ・スパイラルを回避するためには、プラスの産出成長を維持すべく、国内流動性供給と財政支出による国内需要維持、そして国際支援による外貨流動性の確保を図るべきだった。また、短期間に実現不可能な構造改革をコンディショナリティとしてセットにすることで、それだけでなくパニックになっている市場に赤信号を送ったのも間違いだった。そもそも、安定化と構造改革は分離すべきだったのだ。景気回復あつての構造改革であるのに、構造改革を振り回して景気回復を遅らせてしまった。危機管理といえども、国内均衡に対する配慮は重要だ。とくに、国際資本市場がパニック状態の場合、正常な市場機能は働かない。国内金利の上昇は、為替のいっそうの下落を防いだわけではない。むしろそれは、国内需要を冷やし、資産の不良化を加速しただけである。

第6節 国際金融システムの脆弱性

1998年に入って、国際資本市場には新たな攪乱要因が加わった。8月のロシア経済危機がそれだ。ロシアは、持続的財政赤字と対外短期債務依存という問題を抱えていたうえに、アジア危機による資金流入の縮小と石油価格低迷による対外収支の悪化がこれに追い打ちをかけた。ロシアはIMFの監視下にあっただけに、これによって国際資本市場の途上国向けリスク認識はいっそう悪化した。すなわち、情報非対称性の大きい途上国への投資リスクが大きいことを改めて印象づけたため、当分の間、アジア、非アジアを問わず、新興市場一般について資金フローが大きく縮小するものと予想される。

アジア通貨危機から1年以上たつてロシアの経済危機が表面化し、欧米の投資の多くが焦げ付いたことは、考えてみると奇妙なことだ。つまり、ロシア経済のファンダメンタルはこれまでも決して東アジアより良好であったわけではなく、市場経済移行以来、高インフレとマイナス成長を続けており、

財政赤字・経常収支赤字のいずれもが、とても持続可能だとは思えない水準であったからだ。にもかかわらず、民間資本がロシアに流入したのはなぜか。

それは、ロシアが国際政治・安全保障システムにおいて特別重要な位置を占め、ゆえに米国やIMFがロシア経済を成長軌道に乗せるためにあらゆる努力を傾けてきたからだ。米国やIMFの支援体制そのものが民間資本にとっては非公式の融資保証と認識されていた。ロシアは特別な存在であり、そのことが海外の民間資本を引きつけ、それがかえってロシアの経済改革を遅らせているともいえよう。このように考えると、1年前に、アジア危機に流動性供給をすることはモラル・ハザードを助長すると主張した米国の論理的一貫性のなさをつくのは容易だ。ただし、論理的一貫性の問題はあくとして、個別国（ここでは米国）の利害追求は国際経済システムにとっても必ずしも悪いことではない。

ところで、市場合理性に基礎をおく国際投資家はなぜ、マイクロ構造の脆弱な東アジアに投資し、また、アジア危機後も引き続いてロシアに投資するのか。これをすべてモラル・ハザードで説明することは難しい。タイなど新興市場は国際資本市場の限界的投資先であり、国際投資家にとってはほぼ同質的な投資機会とみなされている。言い換えれば、これらの市場の情報が不完全であり、国際投資家はそのうちの個別市場についてはよく知らないということだ。某国首相が通貨危機を国際投資家の陰謀だと非難して、かえって通貨下落が加速化したとき、「市場が政策（政府）を評価した」などと揶揄された。けれども、市場の政策評価能力は本来限定的なものだ。そうでなければ、通貨投機を境に一夜にして「格付け」が急降下することなど理解できないであろう。

スタンダード・アンド・プアーズ、ムーディーズなど格付け会社の各国長期国債に関する格付けの変化を通貨危機の前後で観測してみると、危機以前に危機を予兆するような変化がみられないこと、そして、危機後も格付けの低下がきわめて緩慢であること、といった特徴が観察される。けれども、このことをもって、格付け会社の能力を疑問視し、「気まぐれで、お粗末な物

差し」(moody, poor standards)と毒づくのは、半分は正しくないであろう。なぜなら、資本市場は往々にしてファンダメンタルな要因を識別することなく、群集心理に支配され、それ自体が自己実現的効果をもつからだ。言い換えれば、ファンダメンタルが脆弱でも多数の資本家が動かなければ、問題は表面化しないし、ファンダメンタルの問題が小さくとも多数の資本家が動けば、問題が問題と呼んで危機は増殖的に拡大する。

新興市場国の情報の不完全性に対処するため、外貨準備、対外収支などの情報提供を義務づけ、「早期警戒システム」の構築を図る動きがある。基本的に、情報が十分にあれば市場規律が働くというわけだ。けれども、資本市場における情報の不完全性は、新興市場にかぎらず、程度の問題として先進国であっても存在する。また、投資家は、国内市場・国際市場を問わず、群集心理に駆られて「ユーフォリアまたはエグジュベランス」(躁状態)と「ペシミズム」(鬱状態)を繰り返すことが知られている。善かれ、悪しかれ、それが市場というものである。情報が整備されることはよいことだが、それだけで市場予想に固有の不安定性をぬぐい去ることはできないことをわきまえる必要がある。

金融市場がこのように不完全だとすれば、そのグローバル化はリスクの拡大を意味することはみやすい。実際、国際金融システム自体の構造改革の必要性が叫ばれるのはこのためである。厄介なのは、ここでいうリスクが、実物投資に関わるリスクと無関係ではないが、かなり独立に振る舞う市場予想の変化という金融投資に関わるという点だ。IMFは、このために「信頼感を回復する(confidence-restoring)調整政策」として、金融監督を厳格にし、企業統治を強化し、商慣行を透明化することが不可欠だとする。けれども、これらすら金融危機を防ぐための十分条件でないことは先進国の経験が示している。ましてや、自由な国際資本移動に直面した開放小国経済たる途上国の通貨当局が独力で内外の資本取引を監督して、どこから飛び火してくるかわからない通貨危機を予防するのは至難の業というべきであろう。

市場予想の「浮き沈み」(boom-and-bust)は資本市場に固有の現象である

ことはよく知られている。突然の予想変化によって資本フローの逆転が起こり、通貨危機に発展するのは、少なくとも直接的には、一時的に外貨流動性が不足するからだ。このプロセスは銀行取り付けに似ている。ところが、国内金融システムでは返済の保証（預金保険）や流動性供給（中央銀行融資）などのセーフティ・ネットが用意されているが、国際金融システムにはこれが欠落している。国際資本市場が統合化され、国内との壁が薄くなればなるほど、国内市場で必要とされるこれらのセーフティ・ネットを構築する必要がある。新興市場の構造改革もさることながら、むしろ、緊急性を要するのは国際金融システムの構造改革なのである。

第7節 「地域バイアス」への対応

国際資本市場に期待される役割の一つはリスク分散である。クロスボーダー取引の拡大は重要な機能を担っている。実際の投資家の行動はまだ国内偏重（「ホームバイアス」）であり、成長著しい米国の機関投資家といえども分散投資ではトップランナーを走るイギリスに比べると国際化の程度は半分くらいである。したがって、今後、国際分散投資がさらに進み、クロスボーダー取引が拡大していけば、自己実現的な国際資本フローは今以上に不安定化的な動きを強める可能性が大きい。

今回のアジア通貨危機は、1980年代のラテンアメリカ債務危機とは異なり、基本的に、内外金融システムのシステム・リスクによって内外の流動性供給を維持できないために起こった流動性危機である。したがって、これに対する基本的処方箋も流動性供給をいかに確保するかによるべきである。そこで浮かび上がってくるのが、地域的な通貨安定化基金の潜在的な役割であろう。

通貨安定化基金の基本的な機能は、対象地域各国のマクロ経済運営の協調と監視を条件に、通貨危機を未然に防ぐための外貨流動性を相互融通するものと想定される。それが地域単位であることの論拠は、投資家の行動と政策

当局の関心に「地域バイアス」があるからである。例えば、米国の機関投資家の国際株式投資の地域別取引額と同株価収益率の相関をみると、OECD、東アジア、ラテンアメリカにおいて取引額および収益率の相関が高いことがわかる。

東アジアへの資本フローの太宗を占めるのは、直接投資を除くと、証券投資ではなく、借款であることがラテンアメリカとは異なる特徴であるが、これも実は地域バイアスの現れである。東アジアへの資本流入の供給主体は日本と欧州であり、ラテンアメリカへのそれは米国である。日本と欧州の金融仲介の主体は銀行であるが、米国は資本市場と非銀行金融仲介部門が主となっている。このような民間部門における資金規模と収益源泉にみられる地域的偏りがある以上、政策当局の関心が各国民間部門の地域との関わりの大さに左右されるのは自然の成り行きであろう。したがって、米国の途上国への関与と関心はラテンアメリカを軸としており、日本のそれはアジアを基本にして不思議はない。

地域への関与の濃淡によって地域的な政策対応が異なるのはそれが各国・地域の対内均衡に重要な意味をもつからである。世界経済は、金融市場のグローバル化にもかかわらず、いや、それゆえにこそ、各国・地域が対内均衡を追求することによって初めて同時拡大が可能になる。なぜなら、人的資本の移動が容易でない以上、各国・地域ごとに対内均衡を図ることは厚生最大化に叶っており、他方で金融資本市場は最適な資本配分に失敗する 경우가少なくないからである。加えるに、危機管理の失敗が、ラテンアメリカを発展途上国の規範とする「米国製の国際標準」処方箋に則ったがためであることを想起すれば、多様な途上国経済にふさわしい「地域標準」処方箋を構築すること、貿易・投資を通じてリンケージを深めている地域での迅速な地域的対応を可能にする明確な政治経済的リーダーシップを確立すること、が危機からの回復と危機の再発を防ぐための緊急課題であるといえるだろう。

第8節 まとめ

アジア経済危機は、新興市場が国際資本市場とのリンケージを深めるなかで起こったミスマッチング、あるいは初体験のなかでの試行錯誤のプロセスととらえることができる。そこで本章では、「金融グローバル化」の文脈から、アジア経済危機をとらえ、危機発生の背景とそのメカニズムを明らかにしたうえで、危機管理の誤りを分析し、国際金融システムの構造改革に向けて考慮すべき点を指摘した。

東アジア経済の現況をみると、内外均衡のアンバランス、すなわち、為替安定、対外収支改善という対外均衡回復は、実質経済成長の持続的低下という国内均衡悪化のコストを払って実現されたことがわかる。その背景には、1980年代以降の金融市場のグローバル化と新興市場のそれへの関わりがあった。金融グローバル化は、金融サービス部門の構造変化、とくに銀行の地位の相対的低下と機関投資家の成長を背景に、国際分散投資の拡大基調を作り出したが、新興市場はそこに「限界的」市場として組み込まれることとなった。

危機以前の各国のマクロ経済ファンダメンタルを1994年のメキシコ、97年のタイに発した通貨危機ごとに比較検討を加えると、メキシコ危機に比べて、タイ危機におけるマクロ・ファンダメンタルに大きな問題がみられないことがわかる。それにもかかわらず、危機に至ったのは、開放小国における基本的政策選択におけるトリレンマを無視したためであった。さらに危機に輪をかけたのが、IMF処方箋にみられるデフレ型危機管理政策であった。とくに、持続的マクロ経済安定を達成し、金融仲介を基本とする東アジアにおいては、マクロ不安定を前提としてラテンアメリカなどで適用されてきた財政金融引き締め政策を機械的に適用することは間違いであり、それが危機を深刻化した。

国内政策の誤り、国内経済構造の脆弱性と並んで今回の危機を招いたもう

一つの要因は国際資本市場の構造的脆弱性であった。国際資本市場には「市場の失敗」が内在しており、それは完全にぬぐい去ることはできない。それゆえに、それを最小化するためにどのような手だてを考えるべきかが緊急課題であると思われる。その柱は、内外流動性供給のメカニズム、国際セーフティ・ネット、国際健全性規制システム、の構築である。その際、国際投資と先進国・途上国関係に見いだされる「地域バイアス」をどう扱うのかという論点が残されている。

〔参考文献〕

- 高阪章 [1998a] 「アジア通貨安定化のために」(『世界』1998年6月号)。
 —— [1998b] 「外国資本フローと東アジアのマクロ経済運営」(大蔵省財政金融研究所『ASEAN4の金融と財政の歩み—経済発展と通貨危機—』)。
 BIS [1998], *Annual Report, 1997/98*, June.
 Caprio, Gerard Jr. and Daniela Klingebiel [1997], “Bank Insolvency: Bad Luck, Bad Policy, or Bad Banking?” *Annual World Bank Conference on Development Economics 1996*, 1997.
 IMF (International Monetary Fund) [1998a], *The IMF’s Response to the Asian Crisis*, IMF Homepage, June 15, 1998.
 —— [1998b], *International Capital Market*, September.
 —— [1998c], *World Economic Outlook*, October.
 Kohnsaka, Akira ed. [1998], *Domestic Saving in the Pacific Region*, Pacific Economic Outlook/ Structure, Japan Committee for Pacific Economic Outlook, Kansai Economic Research Center, Osaka, November.
 Radelet, Steven and Jeffrey Sachs [1998], “The Onset of the East Asian Financial Crisis,” mimeograph, February.
 Sachs, Jeffrey D., Aaron Turnell and Andres Velasco [1996], “Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995,” *Brookings Papers on Economic Activity*, 1: 1996.
 Stiglitz, Joseph [1998], “The Role of International Financial Institutions in the Current Global Economy,” Address to the Chicago Council on Foreign Relations, February 27.

World Bank [1998], *The Road to Recovery*, September.

— [1999], *Global Economic Prospects*, January.