

グロ - バル経済と新興市場 (I)

- 金融と資源が絡む危機の分析 -

唐 沢 敬

はじめに

1997年7月、タイ通貨危機に始まったアジア通貨金融危機は、アジア経済の数十年にわたる成長の成果を一瞬にして吹き飛ばしただけでなく、ロシアや中南米諸国への危機の伝播を通じて世界経済に衝撃を与えた。この危機は、直接的には当該アジア諸国政府の政策の失敗や対応の遅れから発生したものであったが、アジア経済のもつ構造上の諸問題や国際金融システムの欠陥、IMFの対応の誤り等を一齐にクローズアップさせた。幸い危機は2年弱という比較的短い間に終息し、現在、アジア経済は急速に回復しつつある。

しかし、アジア、ロシア、中南米へと伝播し、米国の膝元を直接脅かすまでに拡大したこの危機の深層には、「金融」と「資源」が複雑に絡み、相乗し合う新しい関係が生れており、これがグロ - バル経済を極めて不安定なものにしている。それは、アジア地域からロシア、中南米へと伝播していった経緯が示すごとく、この危機が「金融」と「資源」によって先導されていること、また、米国内の株・債券投資で肥大化した過剰マネーが世界経済の「弱い環」を狙い撃ちする形で新興市場や原油先物市場に投機の矛先を向けてきていること等によく示されている。

本稿は、こうした「金融」と「資源」が絡む危機の分析を通じて、グロ - バリゼ - ションやIT (情報技術) 革命、さらに、地球環境問題に揺れる現代資本主義と世界経済の諸課題を検討することを目的としている。

I . グロ - バル経済を覆う「危機の連鎖」

1 . アジア経済の危機と再生

タイ通貨危機が同時通貨安を引き起こし、同時株安を生み、さらに新たな通貨安につながる

という「下落の連鎖」を引き起こし、これが大規模な金融危機に発展したことはまだ人々の記憶に新しい。この危機はアジア諸国固有の諸問題に世界経済の構造上の変化が重なって生まれた新しい形の危機、先進国経済と世界の金融市場が深く係わった危機であった¹⁾。

幸い、国際諸機関や関係各国の政策的努力もあり、発生以来2年弱という比較的短期日のうちに危機は底を打ち、アジア経済は、現在、急速な回復軌道に乗りつつある。すでに、99年4～6月の段階で、韓国、タイ、インドネシアを中心に景気の回復が見られ、その勢いは2000年に入りさらに加速している。表1はアジア開発銀行（ADB）が同年9月に発表した東アジア6ヶ国の実質国内総生産（GDP）の推移を示した表である。これでも明らかのように、最も厳しい通貨金融危機に見舞われた韓国やインドネシア、タイ等で著しい経済回復が見られるし、マレ-シアその他でも経済が再び活性化している。また、6ヶ国全てで実質国内総生産（GDP）成長率がプラスに転じ、2000年の経済成長見通しが上方修正された。鉱工業生産も大幅に増加し、物価上昇率は中国や香港などで低下、雇用情勢は韓国を中心に改善されてきている。（図1）

貿易も本格的な回復とはいえないが、輸出が徐々に拡大し、輸入も増加に転じている。注目されるのは通貨の動きで、アジア各国の通貨は経常収支の改善や貿易拡大等による外貨準備の増大を背景に落ち着きを取り戻してきている。インドネシア、タイ、フィリピン等の通貨が多少減価ぎみの動きを示しているのが懸念材料ではあるが、総じて通貨情勢は落ち着いてきている。通貨金融危機が恰もウソであったかのような回復を示している国もある。

景気の回復が最も著しかったのは韓国である。同国の実質国内総生産（GDP）は99年1～3月期に前年同期比4.6%増と5四半期ぶりにプラス成長に転じ、同年4～6月期には同9.8%増と驚異的な伸びを記録した。鉱工業生産も4～6月期前年同期比22.7%増を記録した後、7

表1 実質GDP成長率の推移

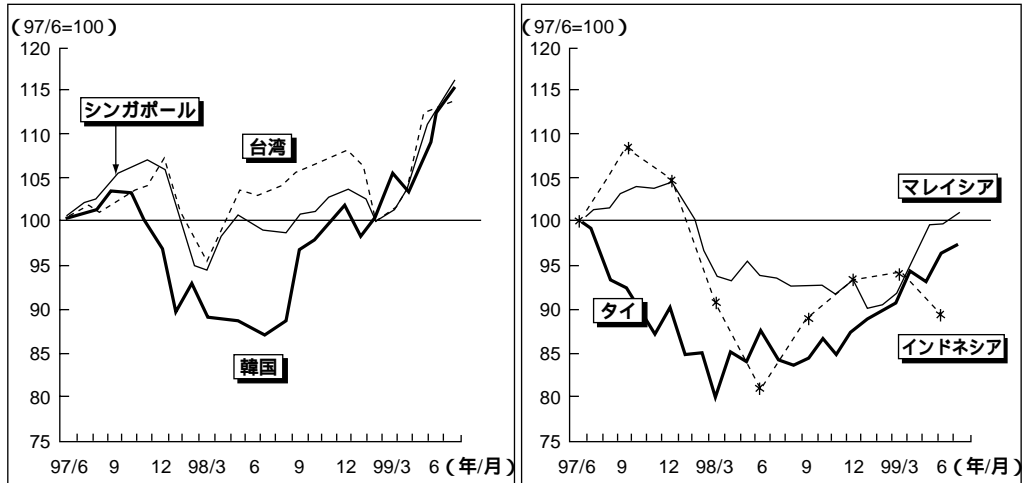
	1996	1997	1998	1999	2000
韓国	6.8	5.0	5.8	8.0 (2.0)	6.0 (4.0)
台湾	5.7	6.8	4.8	5.5 (4.9)	6.3 (6.3)
シンガポール	7.6	8.9	0.3	5.0 (1.0)	6.0 (4.0)
インドネシア	7.8	4.9	13.7	2.0 (0.0)	4.0 (2.0)
タイ	5.9	1.8	10.0	3.0 (0.0)	5.0 (2.5)
マレーシア	10.0	7.5	7.5	2.0 (0.7)	3.9 (2.7)

（注）1999年、2000年はアジア開発銀行（ADB）の見通し（99年9月）。

括弧内は99年4月時点の見通し。

出所：経済企画庁調査局

図1 鉱工業生産指数の推移



(注) 1. 韓国, タイは季調値, その他は便数値の3か月移動平均。
 2. インドネシアについては, 四半期のデータ及び減数値。

出所: 経済企画庁調査局

月同33.2%増, 8月同29.9%増と6ヵ月連続で2ケタ台の伸びである。鉱工業生産指数(季節調整値)はすでに通貨金融危機前の水準を大きく上回っており, 製造業稼働率は4~6月期76.8%, 7月80.8%, 8月78.7%という高水準を記録した。失業率はなお危機前の状態を取り戻してはいないが, 消費者物価の安定化, 生産者物価の下落等とともに次第に改善されつつある²⁾。

台湾, シンガポ-ルなど他の新工業経済(NIEs)諸国も経済情勢の改善が見られており, 台湾では地震による被害はあるものの, 景気拡大のテンポは確実に高まっている。台湾の実質国内総生産(GDP)は99年4~6月期前年同期比6.5%増であったから, 韓国に次ぐ水準とあってよい。個人消費, 鉱工業生産, 失業率, 物価等でも改善が見られ, 台湾経済の先行きを楽観視する評価もでている。とくに, 注目されるのが国際収支の改善で, エレクトロニクス製品の輸出の好調から輸出が2ケタ台の増加を見せ, 同年4~6月期の貿易収支は約36億ドルと黒字幅を拡大した。シンガポ-ルも実質GDPが99年4~6月期前年同期比6.7%という回復ぶりを示した。製造業生産もエレクトロニクスや化学を中心に伸びている。ただ, 貿易は99年4~6月期に10.2億ドルの黒字を出しながら, 同年7月, 8月は赤字であった。

経済情勢の好転に伴う景気の回復はASEAN(東南アジア諸国連合)諸国でも顕著であった。政治混乱の続くインドネシアでは実質国内総生産(GDP)が99年4~6月期にプラスに転じ, とくに, 製造業の生産が同時期に10.2%増という高水準を示した。2四半期連続のプ

ラス成長である。貿易収支も同時期55.0億ドル、同7月20.0億ドル、8月25.8億ドルという大幅な黒字が続いた。問題の金融動向は、対ドル為替レ・トは99年以来増価傾向にあったが、東チモ・ルをめぐる騒乱や国内政治混乱等で若干の減価傾向が続いている。

タイも実質GDPが99年4～6月期3.5%の伸び率を示し、製造業生産は2ケタ台の成長を記録した。経常収支も25～35億ドル（対GDP比9%～11%）と大幅な黒字となったが、ここ数か月は黒字幅が縮小している。金融動向では、通貨バ・ツの対ドル・レ・トは減価傾向となっており、タイ中央銀行は99年7月に公定歩合を5.5%から4.0%に引き下げた。マレ・シアも景気は確実に回復している。実質国内総生産（GDP）、鉱工業生産、貿易収支など全ての面にわたって顕著な改善がみられた³⁾。

大蔵省の貿易統計によれば、アジア経済の回復は日本の貿易相手国・地域としてのアジアの比重を著しく高める結果を生んでおり、経済危機後の新しい動向として注目される。例えば、99年の日本の輸入額のうち、アジアの占める割合は約40%と過去最高を記録した。輸出も、近い将来アジアの占める割合が40%となると信じられている。輸入の増加は円高で日本企業によるアジア地域からの原料や部品、完成品の輸入が増えたことによる。日本が韓国やシンガポールとの間で自由貿易協定の締結を模索する動きも始まっており、日本とアジア諸国との貿易面での相互依存関係がいちだんと深まる可能性も高まった⁴⁾。

しかし、アジア経済のこうした回復は、公共事業などによる政府の景気対策や通貨安をテコにした輸出主導の政策展開の結果であり、金融システムや経済構造の改革の結果生まれてきたものではない。したがって、これが直ちに持続的発展に結びつくとは考えにくい。どの国でも、雇用機会の確保や失業問題解決への努力はまだ緒についたばかりであり、企業の設備投資も韓国を別にすれば、まだ本格的な動きとはなっていない。インドネシアやタイでは金融機関の不良債権問題が解決し切れておらず、金融制度改革もまだ十分な成果をあげていない。新しく域内経済大国として躍り出た中国の景気拡大は公共投資など財政のテコ入れによるもので、これが今後どうなるのかは全く不透明である。インドネシアでは経済改革も十分でなく、アチェ特別州等での紛争など政治不安が拡大しており、これが同国経済に大きな影を落としている。

2. 「石油」が先導するロシア・中南米危機

アジア経済の危機と再生に関連して特に重視されるのは、このアジア発の通貨金融危機が混乱の続くロシア経済を直撃し、大規模な金融危機を誘発しながら、ベネズエラ、ブラジル、メキシコへと中南米各国に拡大、さらに、米国や欧州の株式市場にまで動揺を引き起こしたことである。つまり、通貨金融危機はアジア諸国を席卷した後次第に規模と速度を増しロシアから中南米へと伝播し、次第に世界的な経済危機に発展する様相を呈したということである。パブル経済の下で膨れあがったマネ・が新興経済諸国を次々と襲い、その余波は米国経済にまで達

していたといえる。アジア経済の回復が伝えられている通りだとすれば、こうした事態との関連はどうなっているか詳細に検討する必要がある。

アジア通貨金融危機の余波を受け、98年に深刻な危機に陥ったロシア経済についていえば、その後危機は克服され、さらに、石油生産が上向き出したことから輸出が拡大され、経常収支も大幅に改善されてきている。通貨ル - ブルは98年夏の経済危機を境に急落し、99年3月時点で1ドル = 24ル - ブルと危機前の四分の一の水準まで下落したが、これが逆に石油や木材などの輸出競争力を高めた。たとえば、北洋材丸太の対日出荷量は2年ぶりの高水準を記録し、外貨獲得に大きく貢献した。ロシアは金価格の下落と資本の海外逃避で外貨準備が減少したため総額1500億ドルに上る対外債務を抱え込み、輸出による外貨獲得が急務となっていた。したがって、近年の経常収支の改善等は大いに歓迎されることである。

ロシアに続き、中南米経済も予想を上回るテンポで回復している。典型的なのはブラジル経済である。株価についていえば、サンパウロ証券取引所のボベスパ指数が98年1月15日に3797ポイントと最安値を更新したが、同年末には17091ポイントまで回復、2000年にはこれが30% (前年比) の上昇となろうと予測されている。こうした株価回復の背景には、鉱工業生産の回復など経済の予想以上の回復がある。為替相場も99年に一時1ドル = 2レアルまで下落したが、2000年1月には1ドル = 1.8レアルと落ち着いた。通貨切り下げで懸念されたインフレの再燃も抑えられ、金利も景気回復への配慮から引き下げられた。

ブラジルの株価上昇の牽引役を引き受けたのは、電気・通信、エネルギー、繊維といった諸産業である。この国にはもともと工業集積があり、1億6000万人口のもつ潜在的市場性は相当なものである。したがって、マクロ経済が安定したことで投資先としての魅力を回復し、その結果、意外に早く内外の資金が戻ってきたものと思われる。アルゼンチン経済もブラジルほどではないが、同国の代表的な株価指数であるメルバル指数に回復の兆しが見える。同国では、99年12月に新政権が発足し、資金調達を容易にする目的で緊縮予算と増税法案を成立させ、同時に、通貨ペソとドルを1対1で固定する兌換制も維持すると発表した。新政権のこうした試みが市場を刺激し、この国の経済を急速に活性化させたものと思われる。

ロシアや中南米諸国の経済回復が当該諸国の政策的努力の結果であることは間違いないが、米国経済の好況やアジア経済の急速な回復の下で金融事情が改善され、さらに、輸出の大宗を占める原油や銅、農産物など一次産品需要の増大と価格の上昇がこれに重なったことが有利に働いた。ニュ - ヨ - ク - マ - カンタイル取引所 (N Y M E X) の代表的油種であるウエスト・テキサス・インタ - メディエ - ト (W T I) の先物価格は、98年2月頃1バレル = 11ドル前後に止まっていたが、同年12月には26ドル台にまで回復し、2000年1月には1バレル = 30ドルを記録した。91年の湾岸戦争以来の高値水準である。石油輸出国機構 (O P E C) を中心とする主要産油国の協調減産にアジア経済の回復に伴う石油需要の伸びが重なったためである。その

結果、湾岸産油6カ国の石油収入は前年比約40%の増加を記録し、クウェートなどでは財政赤字が半減するという状況まで生まれた。1年前と比較すると様変わりの状況である。

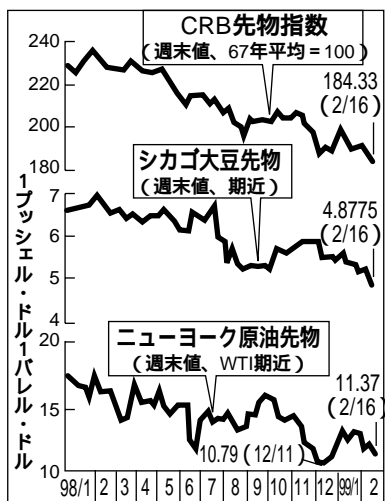
しかし、アジア通貨金融危機がロシアから中南米へと伝播していった経緯、また、今日の経済回復に至る過程を分析すると、そこには原油に始まる一次産品需要と価格がこれに連動しながら、激しく乱高下している実態が浮かび上がってくる。

アジア通貨金融危機が発生した97年当時、これら諸国では通貨の下落が株式相場下落を誘い、これが大規模な外資の流出を招いた。金融システム改革の遅れや政策ミスに内外の批判が集中したのはそのため、輸出の大宗を占める原油や銅など一次産品需要の低迷と価格下落でこれら諸国の輸出が伸びず、経常収支の悪化という事態につながった。アジア通貨金融危機発生に伴う石油需要の減少と価格の下落は、金融と資源（石油や農産物などの一次産品）が絡む今日のグローバル経済危機を象徴している。

まず、アジア通貨金融危機の発生で石油価格が下落したが、これに続いて国際商品価格の下げも加速した。原油価格はニューヨーク、ロンドン市場の指標油種で1バレル10ドル～11ドル台と12年ぶりの安値を更新、世界的な需要の低迷で危機発生3ヵ月後（97年10月）には1バレル当たり5ドルもの下落を記録した。下落幅40%という70年代石油危機以来の出来ごとである。世界的な生産の伸び、イラク石油輸出の再開、米欧諸国における暖冬の影響といった事態を除けば、明らかにアジア経済の落ち込みと減速が引き起こした下落であった⁵⁾。

農産物も経済危機に見舞われた中南米からの輸出増を見込んで歴史的な安値に下げた。代表的指標であるCRB（コモディティ・リサーチ・ビュー・ロ）先物指数は99年2月に184.33と、

図2



出所：日本経済新聞社

75年7月以来24年ぶりの低水準に下落した。CRB先物指数は原油や農産物、貴金属など主要17品目の価格動向を示す総合指数である。97年5月までは250台で推移していたものが、アジア通貨金融危機を契機に下げに転じ、98年以降はロシアや中南米で経済危機が発生するたびに下落し、同年12月には21年ぶりにつけた水準をも下回った。(図2)

当時、ロシア経済は、アジア通貨金融危機の影響と石油・ガス価格の下落という二つの外的要因を受けて株式・債券相場が急落し、ひどい経済混乱に陥っていた。ロシア政府と同国中央銀行は公定歩合を一気に100%も引き上げ、さらに徴税強化、歳入削減、民営化による歳入増などを柱とする緊急経済対策を打ち出したが、成果をあげることができなかった。そのうえ、

外国人機関投資家の間では新興市場の持つ脆弱性への懸念からロシア市場への投資を控える動きが強まった。そこに発生したのが石油・天然ガス価格の下落である。石油・天然ガスはロシアの輸出の40%を占める戦略的商品である。石油・天然ガス価格の下落はエネルギー企業からの税収の激減を意味し、国家財政に大きく影響する。その結果、外貨準備が146億ドルまで減少、経済規模が同じで経済危機に陥った韓国の387億ドルにも及ばない事態となった。

ロシアはこれまで財政赤字を短期の国債発行を繰り返すことで穴埋めしてきたが、国債利回りの急上昇と石油需要の低迷でこの構造も吹き飛んだ。そのため、98年8月には通貨ルブルの切り下げ、民間対外債務支払いの一時凍結を決め、さらに、同年9月には、旧ソ連から引き継いだ対外公的債務の支払いを停止した。ロシア政府は、危機対策として戦略企業への国家管理の強化やルブルの増刷等を決めたが、これはIMFとの合意と異なる内容のものであった。

中南米の主要な産油国であるベネズエラも世界的な原油価格の低迷で経済が著しく打撃を受けた。アジア経済危機が発生した97年当時、ベネズエラの経常収支は黒字であったが、翌98年には一転して赤字となり、通貨切り下げの思惑が急速に広がった。同国は、当初、1バレル＝15ドル程度の原油輸出価格を前提に98年度の予算編成を実施したが、同年1月～7月の原油平均価格は1バレル＝11ドル強にとどまった。そのため、財政支出の削減が不可避となり、97年に5.1%を記録した実質経済成長率は98年には0.6%に低落した。産油国メキシコも原油価格の低迷から数次にわたり財政削減に追い込まれ、これがきっかけとなって景気が急激に冷え込んだ。チリとペルーは産油国ではないが、輸出の大宗を占める銅輸出と銅相場が低迷したため経済が落ち込んだ。

このように一次産品輸出と価格の低迷は中南米諸国の経済に打撃を与えたが、各国通貨に対する信頼性の欠如から国際資金の引き揚げが加速し、各国の株価や通貨が軒並み急落した。98年8月、メキシコでは経済の先行き不安から大量の資金が国外に流出し、94年12月に始まった通貨ペソの暴落による世界通貨不安の再来が懸念された。ベネズエラ、コロンビア、アルゼンチン、ブラジル等の通貨も下落し、資金の国外逃避が本格化したのもこの時である。

注目されるのは、中南米経済危機も「石油」が先導していたことで、直接の震源地はベネズエラであった。原油輸出が経済を下支えしてきたロシア同様、ベネズエラも輸出の70%は原油関連で、国家収入の大半を占める。アジア経済危機で原油需要と価格が低落したことから、同国の原油輸出が低迷、歳入も減少した。こうしたベネズエラの経済不況が、インフレの高進で通貨不安の続くブラジル、アルゼンチン、メキシコ等にも波及し、通貨安・株安の「負の連鎖」を引き起こしたわけである。

3. グローバル経済を覆う「危機の連鎖」

97年～98年、アジア諸国を皮切りに、ロシア、ベネズエラ、ブラジル、アルゼンチンと中南

米諸国に拡大した通貨金融危機は、さらにその後、ユ・ロ誕生に沸く欧州経済を襲い、ついに、「最後の貸し手」である米国経済にまで深刻な影響を与える状況を生み出した。通貨安が株安を生み、株安がさらに新たな通貨安を呼ぶという「負の連鎖」が実体経済をも傷つける、世界中でモノとカネが複合的に収縮する「危機の連鎖」に発展したわけである。これを放置すれば、世界経済は間違いなく螺旋状に悪化し、世界的な経済金融恐慌に発展することが不可避の事態となった。フェッジファンド規制や新興経済擁護の安全ネットの提案がなされ、金融制度改革が強く叫ばれたのもこうした事情を強く反映したものであった。

しかし、このグローバルな「危機の連鎖」は、まず第一に、構図的には、日本や欧州諸国が預金した資金が「米国銀行」を通じて顕著な成長を続けるアジア諸国や資源大国のロシア、ブラジルなど新興経済諸国に大量に貸し出され、それが焦げついたことから発生したものである。その背景には、米国の「借金経済」と極端に肥大化した国際流動性問題が存在しており、さらに、世界的なマネ・フロの変調がある。日本やEU諸国を中心とした米国外から米国への資金の流れは、米国の高金利政策や貿易摩擦の激化などに刺激され、90年代に入り急速に拡大・膨張したものである。ある統計によれば、92年に1000億ドルを数えた米国への流入資金＝証券投資（株式、債券）額は、96年には4000億ドルとなり、97年には3400億ドルが新たに流れこんだ。

これらの資金は、より高い利回りを求め債券から株式へと形を変え、また、先進国市場から新興市場へと投資先を移し替えている。米国商務省国際貿易局発行の資料によれば、経済成長著しいアジア（中国、台湾、香港、ASEAN、インド）と中南米（ブラジル、メキシコ、アリゼンチン）は、新興市場として当時米国が最も重視していた地域であり、東欧のポーランド、中東のトルコ、そしてアフリカ唯一の新興経済国南アフリカ共和国といった国々も新興経済市場として有力な投資の対象とされていた⁶⁾。この流れに上手く乗ったのが米系フェッジファンドであり、かれらは「グローバル・キャリ・トレード」と呼ばれる投資手法を使って事業を地球的規模に拡大した。これは世界中の主要株式・債券市場を視野に入れ、投資資金を次々と移動させながら収益の拡大と利潤の極大化をはかるといふもので、情報化と情報技術（IT）革命による情報通信機器の発達がこれを助けた。

第二に、新興市場を中心に先進工業諸国の金融市場と金融システムが深く関わったこの危機は、デフレ、通貨切り下げ、貿易不振などが複雑に絡む危機へと変化しており、30年代の世界金融恐慌と酷似した様相を呈してきている。97年12月、アメリカン・エンタ・プライズ研究所」・メイキン主任研究員は、「30年代の世界恐慌を特徴づける三条件が揃う兆しが出ている」と述べたが、こうした議論はその後米国を中心にかなり広範に行なわれるようになった。確かに、30年代の世界恐慌時に目撃されたように、世界的に強まるデフレ傾向や一部で目撃された通貨切り下げ競争に保護主義を加えれば、97年～98年の状況は30年代の金融恐慌そのものであ

る。しかし、当時と大きく異なる点は、肝腎の米国経済が好況で力強い成長を維持していることで、グローバル化と情報化がグローバル経済の態様と行動様式を変えてしまっている状況の下では、保護主義は起こりにくい。

むしろ、米国経済の好況が持続する中で、世界のマネーが米国に集中し、これが再生後のアジア市場やロシア、中南米その他の新興市場に再び還流しつつある状況こそ、今日の危機のもつ鋭い特徴ではあるまいか。米国ダウ平均株価は99年3月末ついに1万ドルを突破したが、「大恐慌1929」や「バブル物語」を著し、株式市場や恐慌問題の研究で数々の業績を残したハーバード大学のガルブレイス名誉教授は、「今の状況は株式市場が登記熱に浮かれた大恐慌前の状況に似ている。米国のバブルは必ずはじける。」と言い切っている⁷⁾。つまり、今日の「危機の連鎖」は、米国に集中した巨額の資金が新興市場を中心に次々と移転し、再び米国に戻るといった資金の流れに特徴づけられており、米国の1万ドル株価もそうした流れのなかで発生したものである。

したがって、それは、通貨切り下げ 金融不安 デフレ圧力の増大 不況の持続といった構図の下で、先進国経済と新興市場が中心をなして作り出した「危機の連鎖」と考えられる。巨額の債務や流入資金に支えられた米国経済の好況は、潜在的に株高が収益の拡大を生み、さらに投資や消費を促進するといった不安定なバブル構造からなり、国際金融市場の変動に極めて脆弱な体質となっている。

第三に、90年代のバブル経済の下で膨れ騰ったマネーが、フェッジファンドなどを先兵に、デリバティブ（金融派生商品）など高度に発達した金融技術と情報機器を使って世界経済の最も「弱い環」を集中的に攻撃する危機の構図が指摘される。世界経済の「弱い環境」とは、一般に、外資依存や一次産品依存の著しい、金融システムの未発達な新興経済地域や国、また、バブルの発生で経済危機が予測される地域や国を指す。さらに、経済金融制度改革が進まず、政治基盤が弱い国なども狙われる。タイ通貨危機に始まり、韓国、インドネシアとアジア全域に広がった金融危機では、ドルに事実上連動し、実力以上に割高となったアジア各国の通貨が狙い撃ちされた。

ロシア経済危機では、原油需要の低迷と価格の急落やロシアの財政赤字の拡大が債券や通貨ルブル相場暴落の引き金になった。さらに、通貨レアルの切り下げで始まったブラジル危機は、レアルを変動相場制に追い込んだだけでなく、アルゼンチンやメキシコなど中南米諸国の株価を急落させ、世界の金融・資本市場を揺さ振った。

そして、第四に、すでに指摘したように、先進諸国の銀行やフェッジファンドがロシア危機に際して出した巨額の損失にみられるように、「市場原理」を掲げて新興市場その他に投資資金を投入してきた先進工業諸国の金融機関や投資家が、その「市場原理」ゆえに、今度は市場からしっぺ返しを受けるという不幸な事態も生まれている。アジア経済危機に際しては、日本

の銀行や投資会社が、また、ロシア危機に際しては、欧米の銀行や投資会社が巨額の損失を出した。「妖怪」といわれ、巨額の財力と行動力で怖れられてきたフェッジファンドでさえ、前述のような巨額の損失を計上し、過激な投融資のツケを払わされた形となっている。因みに、2000年3月には、米国の代表的フェッジファンドであるジュリアン・ロバートソン氏率いるタイガーマネジメントが廃業に追い込まれた。ハイテク株が天井知らずの上昇をみせる一方で、従来型の事業を展開する企業の株が下落する「二極化相場」が致命傷になった。

4. 「金融」と「資源」が絡む危機の本質

アジア通貨危機に始まり、ロシア、中南米諸国へと波及していった経済危機は、最終的には、欧州諸国から米国にまで拡大、世界的な経済危機に発展する兆しさえ覗かせたが、この連鎖危機を分析すると、いくつかの基本的特徴が浮かびあがってくる。第一は、危機の発生と経緯が示しているように、この危機の最も基本的な特徴は通貨金融面に現われた危機であるということである。つまり、97年7月のタイ通貨危機に始まった通貨の減価は、その後、香港ドルの売り圧力、韓国ウォンの減価という形でアジア全域に広がった。このアジア諸国通貨の減価は、かれらのドル建て債務の返済懸念、各国内の金融不安等につながり、成長の減速となって現われた。

ASEAN諸国の通貨はなぜ減価したか。主要な要因として、まず指摘できるのは、1) 自国通貨の対ドルレートを維持に伴う通貨の過大評価、2) 通貨の過大評価に伴う経常収支赤字の拡大、3) 国内の高金利及びドルにリンクした為替レートにより資本が流入し、経常収支赤字がもたらされていたこと、4) 流入資本が不動産投資等必ずしも生産的でない資金用途に使われたことによる金融不安及び株価の低迷による資本流出等である。

NIEs諸国については、1) 韓国は対外債務の増大等でASEAN諸国に似ている、しかし、2) 台湾、シンガポールは経常収支は黒字だが、周辺国の通貨・景気動向から自国通貨が減価した、3) 香港は対外資産・負債の程度は明らかでないが、金利上昇によって対ドルレートを維持し、地価・株価は低下したというように分類される。韓国については、国内の高金利からリスクを考慮しない資本が流入し、保護された金融セクターを経て安易な貸し付けが行なわれた可能性がうかがわれた⁸⁾。対照的だったのは中国である。この国では大幅な資本流入はあったが、大半は直接投資で対外債務が懸念されるような状況にはなかった。しかし、中国も、周辺アジア諸国での通貨・金融危機の煽りを受けて、通貨元の切り下げ懸念が急速に高まった。

しかし、このような通貨・金融危機の進展については、ロシアや中南米など他の地域でも同じような状況が作り出されている。ロシアでは、日本の金融不安やアジア金融危機、また、新興市場としてのロシアへの投資不安から外資、とくに、フェッジファンドを含む短期の資本が

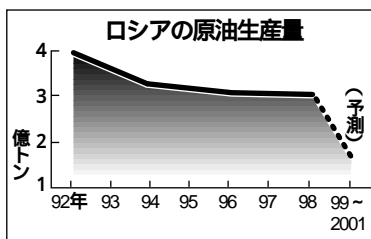
国外に逃避したことで大規模な金融不安が発生し、これが通貨ル - ブルの切り下げの圧力となった。また、ブラジル危機は通貨レアルの切り下げで始まった。

このようなアジアからロシア、中南米を経て世界的な広がりを見せた今回の通貨金融危機は、すでに述べたように、もう一つの主要な側面として、石油や食糧など資源・一次産品が先導する危機という色彩を強くもっていた。とくに、アジア危機の煽りを受けて石油需要が低落、これが石油価格の低落を呼び、石油依存の強い国の経済を大きく揺さ振った。その最も先端を走ったのがロシアとベネズエラである。両国とも国家収入に占める石油収入の比重が、前者が40%、後者が70%と極端に大きく、石油需要の減退と価格の低落が經常収支赤字を誘い、深刻な経済危機に陥った。

まず、ロシア経済危機における石油の動きについてだが、国家収入の40%ほどを石油及びその関連製品が占めるのがロシア経済の特徴である点については、すでにふれた。しかし、その生産は、88年には5億6800万トンだったのが、91年に4億6190万トン、95年に3億1080万トンと年毎に減少し、98年には遂に3億430万トンという記録的な低水準に落ち込んだ⁹⁾。しかも、専門家の予測では、その生産量は2001年にかけてさらに半減する見通しという。経済危機の結果投資額が急減しているうえ、新財閥系のロシア石油企業が多額の債務を抱えて経営難に陥ったためである。(図3)

ロシアの石油産業は、ルークオイル、スルグトネフテガス、ユコス、タトネフチ、シダンコ、チュメニ石油会社、シブネフチなど有力企業によりリードされてきたが、ここ数年、ユコス、シダンコ、シブネフチなどの新興財閥系の石油会社による買収が相次ぎ経済危機を契機に新興財閥系各社の業績が落ち込んだ。(表2) ロシア新興財閥はソ連崩壊後の石油企業の民営化に注目し、銀行部門からの収益とフェッジファンドなど外資による投融資をうまく利用して多額

図3



出所：日本経済新聞社

表2 主要石油会社の98年の原油生産量

会社名	生産量 (十万吨)	前年比 (%)
① ルークオイル	537	0.5
② スルグトネフテガス	352	3.7
③ ココス	341	4.2
④ タトネフチ	231	2.7
⑤ シダンコ	199	1.7
⑥ チュメニ石油会社	197	5.9
⑦ シブネフチ	173	4.7

(注) は新興財閥系

の資金を石油開発に投入してきた。しかし、経済危機を境に、傘下の銀行が経営危機に陥ってしまったため、石油開発に支障をきたしたわけである。たとえば、ロスプロムはメナテップ、インタ・ロスはオネクシム・バンクという商業銀行の抱える多額の債務の返済に追われていた。

とくに、新興財閥系の石油企業の原油生産お落ち込みが激しく、98年の原油生産量はユコスが4.2%（前年比）減、シダニコが1.7%（同）減、シブネフチが4.7%（同）減という状況であった。これらの石油企業は対外債務を返済しなければならないところに、こうした急激な生産落ち込みを経験したわけで、その結果、新規投資などの余裕は生まれなかった。そこに降って湧いたのが世界の石油価格の下落である。97年～98年にドバイ産原油価格が1バレル当たり18.13ドルから12.16ドルへ、北海ブレントが19.30ドルから13.11ドルへ、また、ウエスト・テキサス・インタ・メディエ・ト（WTI）も20.61ドルから14.39ドルへと急落した。バレル当たり平均6ドルという大幅な下落である。

中南米危機の場合も先導役は石油で、直接の震源地はベネズエラであった。すでに指摘したように、原油輸出が国の経済を下支えしてきたロシア同様、ベネズエラも輸出の約70%を石油関連製品が占めるという経済構造で、国家財政の大半を賄ってきた。90年代における石油の生産の状況を見ると、90年1億1590万トン、95年1億5240万トン、97年1億7350万トンと経年的に大幅に増大している。アジア経済危機の影響その他で98年は1億7180万トンに一時低落したが、ロシアとは対照的にベネズエラの原油生産における潜在力は相当なものであった。¹⁰⁾

しかし、こうした旺盛な原油生産の潜在力とは逆に、アジア経済危機やロシア危機による世界的な不況の進行で原油輸出が大幅に落ち込み、その結果、歳入も減り、45億ドル余の歳出削減に追い込まれた。ベネズエラ政府は、通貨防衛と外資の流出を防止するために金利引き上げなどの措置を次々と打ち出したが、实体经济の落ち込みは防ぎようがなかった。

「石油」に先導されたこうしたベネズエラ経済の落ち込みが、インフレの進行で通貨の過大評価がつづくブラジル、メキシコ、アルゼンチンなど他の中南米諸国に波及し、これが株価に連動、「下落の連鎖」を引き起こす結果となった。中南米諸国の抱える短期債務は外貨準備との関係では、通貨金融危機に襲われた当時のアジア諸国より少なかったため、中南米危機の被害は比較的軽微で済むとの予測もあったが、実際にはブラジルを筆頭に可成の経済危機に陥った。それは、これら諸国が共通してアジア経済危機の影響で石油に続いて農産物の歴史的な価格低落、貴金属や非鉄金属価格の低落という状況から大きな被害を受けたからである。

5 . 新興市場を狙い撃ちする投機資金

アジア通貨危機を皮切りに、ロシア、中南米へと拡大した通貨金融危機は、バブル経済の下で膨れ騰ったマネ - が、高度に発達した金融技術と情報機器を駆使して世界経済の「弱い環」を集中的に攻撃するという危機の構図を浮かび上がらせた。こうした投機資金が最初に狙ったのは、巨大な人口を抱え活発な経済活動を展開している新興経済 (市場) 諸国であった。この新興経済 (市場) 諸国は、地域的には、アジア、アフリカ、中南米に位置し、有力な投資市場、また、貿易上のパ - トナ - として先進工業諸国の政府や企業、銀行等の特別な関心を集めてきた地域や国々である。

まず、アジアでは、「大中華経済圏」(中国、香港、台湾)、韓国、A S E A N 諸国、インドがそれに含まれる。アフリカでは南アフリカ共和国があり、欧州ではポ - ランドとトルコ、中南米ではメキシコ、ブラジル、アルゼンチン等がこの範疇に入る。これらの国々は、これまで、発展途上諸国の中でも、とくに、経済成長著しい諸国、資源大国戦略的要衝国家などと呼ばれてきた国々であり、東欧から市場経済移行国としてポ - ランドが加わっているのが新しい。これら諸国は、「米国と伝統的な絆で結ばれた国々ではないが、不断に変化しており、時折り不安定さが目につくが、活力と市場性に富んでいるため企業にとっては魅力的だ」といわれている¹¹⁾。

もちろん、ファンド等が集中的な攻撃の対象にしたのは、新興経済 (市場) 諸国一般ではない。開放的マクロ経済政策と旺盛な経済活動により高度の経済成長を遂げてきたことは前提としつつも、極度の外資依存と金融システムが未発達で、経済政策の面からも脆弱さが目につく国々がまずその対象に挙げられた。アジアでそれを最もよく体現していたのがタイであった。

タイは、85年の「プラザ合意」とその後展開された世界的な資本移動という動きに最も機敏に反応し、日本資本や華僑資本の大規模な流入をうけて、金融の自由化を積極的に推進した。とくに、83年のバンコク・オフショア市場の開設で海外から巨額の投機資金が殺到するようになり、タイはバブル期の日本を思わせるような経済の活況を呈した。証券会社の設立も自由になり、国民の貯蓄好きも手伝って、タイは空前の株式ブ - ムに沸いた。首都バンコクでは高速道路網の整備など大規模な建設工事やインフラ整備ラッシュが続き、これに伴って自動車の数も急増し、交通渋滞は日常茶飯事となった。

証券監視委員会その他投資や金融活動を監視する組織も政府の手で設立されたが、不健全なビジネスも含め株式投資や金融活動は加熱する一方であった。政治家と産業企業・銀行による癒着・スキャンダル事件も跡を絶たず、モラル・ハザ - トはかなり広範に進行していた。こうした傾向を決定づけたのが95年以降の円安ドル高傾向の進展とタイ商品の国際競争力の低下である。ドルにリンクした通貨バ - ツの下で割高となったタイの製品は国際市場で他のA S E A N 諸国や中国の製品に押され、伝統的な繊維産業や製靴産業から半導体・エレクトロニクス産

業に至るまでタイの製造業はかつてないような不振を経験することとなった。

こうした通貨バ・ツの減価によるタイ製品の国際競争力の低下と貿易不振は必然的に外貨収入の激減と国家財政の悪化を招き、タイ経済の活力を一気に削ぐ結果となった。さらに、巨額の財政赤字、加熱する不動産投機、不健全な銀行経営、政治腐敗などがこれに拍車をかけた。オフショア市場を通じて他より安い金利で大量に調達されていたドルは、同時に、極めて容易に海外に流出することのできる可能性も保持しており、通貨の減価、金融不安、株価の低迷、さらに、官民癒着、政治スキャンダルの発生という事態をうけ、これが大量のドル流出につながった。フェッジファンドなど投機資金は、こうした状況を詳細に研究したうえでバ・ツ攻撃を仕組んだものと思われる。96年に入って何度か試みられたとされるフェッジファンドによるバ・ツの空売りは、それを証明するものであった。同時に、フェッジファンドに大量の資金を供給し続けてきた欧米の投資銀行などが、こうした動きに同調してフェッジファンドに多額の資金を貸し込むといった行動をとったことが事態を一層悪くした。

タイに続いてフェッジファンドが狙ったのが香港と韓国である。香港は、当時、800億ドルほどの外貨準備を保有していたが、97年10月を境に香港ドルへの売り圧力が強まり、同月下旬には当局による金利引き上げもあって、株価指数は対96年末比20%安に急落した。香港は83年以降、通貨管理委員会制度の下で通貨香港ドルの米ドルへのペッグ制を採ってきたが、97年10月当時のレ・トは1米ドル=7.8HK\$と経済成長に合わせ物価も上昇し、95年以降増価傾向を強めていた。この機会を利用したのが欧米系銀行の支援を受けたフェッジファンドである。香港ドルの下落を狙って仕掛けたのが先物、オプションなどデリバティブ取引であった。香港当局は金利引き上げでこれに対抗したが、結果は不動産価格や株価の下落、投資家による株の大量売却、したがって、フェッジファンド等による香港株の買い漁りという事態であった。

韓国の場合も、対ドル・ペッグ制による通貨ウォンの増加（94年～96年）から減価（96年末～97年）への移行、年々拡大する減価幅等と事態は進展し、97年12月の変動相場制移行を境に成長率が大幅に低下した。そして、それ以降は輸出の激減、貿易収支赤字、財閥系企業の経営破綻（上位30財閥中97年の破綻=7社）、融資の不良債券化という状況が加速度的に進んだ。このような状況の下で韓国の銀行は海外、とくに、欧米系銀行から短期の資金融資を受けたが、これがフェッジファンドによる集中投機の引き金になった。韓国の金融機関は、財閥系企業の経営危機に伴う赤字補填の意味も含めて海外、とくに、アジア諸国の国債市場に投資したが成果をみず、逆に、97年10月には150億ドルにまで膨れ上がった借入れ資金の返済に追われ、海外資産の売却やウォンのドルへの交換という惨憺たる状況に追い込まれてしまった。

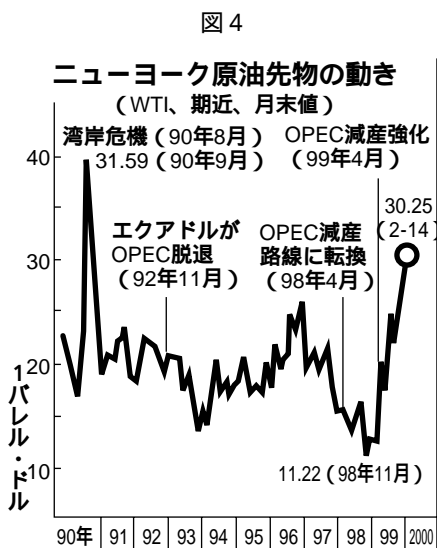
ロシア危機へのフェッジファンド等投機資金の関与は、タイ、香港、韓国等アジア諸国の場合と少し異なる。それは、韓国が売却した海外資産の中に大量のロシアの国債が含まれており、これがフェッジファンドに損害を与えたという単純な理由だけでなく、ジョージ・ソロスのク

オンタム・ファンドをはじめ有力フェッジファンドは、ソ連崩壊以来ロシアの株式市場や債券市場に余りにも深く関わってきたという事実にある。ジョージ・ソロスが、クリントン政権の対口政策やIMF/世銀の融資戦略も熟知したうえでエリツィン大統領（当時）やその経済ブレーンたちと親交を重ね、ロシアにおける「自由化」と「経済民主主義」の定着に一肌脱いでいたという事実はあまり知られていない。結果は、98年1～8月期「20億ドル近い損失」という発表に終わったが、クァンタム・ファンドの幹部によれば、同社は1～9月期には20%の上昇があったとテレビ会見で明らかにしている。かれらが、総体として、ロシアで損益を被ったという話は聞いていない。

本来、フェッジファンドの投資手法は、「売り」と「買い」を巧みに組み合わせてリスクを回避し、投資家に多額の収益を保障するというでかれらの支持を集め、事業を拡大してきた。しかし、この事業の拡大は市場への支配力強化につながり、社会への影響力も大きくなると、かれらの投資戦略は単に経済的な分野に限らず、政治も取り込んだものに変化する。かれらは、新興経済（市場）がどのように「弱い環」に転化するか状況を注意深くフォローし、場合によっては、クオアチアで見たように内政干渉まがいのこともやってのける存在となっている。

6. 肥大化する投機マネーと原油先物

金融と石油が絡む今日のグローバル経済危機を最も鮮明に描き出したのが、99年後半から2000年初頭にかけて発生した原油価格の高騰と投機資金の動きである。世界の原油価格はアジア通貨金融危機の煽りを受けて暴落したが、これが底をみせた99年2月を境に次第に上昇し、2000年3月にはニュー・ヨーク・マ・カンタイル取引所の代表種であるWTI原油（ウエスト・テキサス・インタ・ミディエート）が1バレル=31ドルという高値をつけた。一年間に約2.6倍となったわけで、平時としては異常ともいえる高騰ぶりであった。（図4）



出所：日本経済新聞社

ア通貨金融危機の煽りを受けて暴落したが、これが底をみせた99年2月を境に次第に上昇し、2000年3月にはニュー・ヨーク・マ・カンタイル取引所の代表種であるWTI原油（ウエスト・テキサス・インタ・ミディエート）が1バレル=31ドルという高値をつけた。一年間に約2.6倍となったわけで、平時としては異常ともいえる高騰ぶりであった。（図4）

原油価格は、この2年余の間大いに低迷し、WTIは一時1バレル=11ドルまで低落したし、中東産ドバイ原油も10ドル以下となったことがあった。70年代の石油危機や湾岸戦争の時と違って、今日、世界経済も各国国民経済も石油への依存度は低減してきている。したがって、原油価格が高

騰したからといって、すぐ物価を大きく押し上げたり、マクロ経済に深刻な影響を与えるというようなことはない。逆に、原油価格が上昇することで、アジア危機後に懸念された資源国へのデフレの波及を回避する効果も生まれる。しかし、こうした事態が全体として進む一方、原油価格は極めて速いテンポで上昇しつづけた。しかも、戦争や紛争などの「有事」に際してではなく、平時における高騰である。

こうした原油価格高騰とその原因について、各国の政策当局や専門家の間では、好景気が持続する米国の旺盛な石油製品需要やアジア経済の回復に伴う需要の高まり等を指摘する声が高い。米石油協会（API）によると、米国のガソリン在庫は、春先から夏場の需要期前としては過去10年間で最低の水準を記録した。寒波で急騰した暖房油に代わって原油価格を支える格好となっているが、原油価格の上昇はナフサなど石油製品価格をさらに押し上げる結果を生んでいる。アジア経済の回復によるエネルギー・需要の増大もまた、原油価格急騰の原因になっている。

しかし、筆者が目にするのは、アジア通貨金融危機が発生した97年7月以降2年余という短期間の間にみせた世界の石油価格の乱高下である。一般に、エネルギー・需要の増減が経済成長の規模と速度に依存することは過去の経験に照らして明らかであるが、その点では、アジア危機に際しての石油・エネルギー・需要の減少と価格の低落も、また、危機回復に伴っての需要と価格の上昇も理に適っている。だが、今回のグローバル経済危機との関連では、明らかにそれ以外の要素が働いている。それはファンドなどの投機資金の動きである。

今回の原油相場の高騰は、危機でもない平時に現われている点に一つの特徴がある。その背景には、ファンドや機関投資家等によって先物市場における取引が実需以上に膨れ上がり、これが原油価格の形成に大きな影響を与えたという事実である。金融投機的な動きによって原油価格が大きく変動しているという現実がそこにあり、「金融」と「資源」が相互に絡み合い、相乗し合ってグローバルな経済危機の特徴を描き出している。とくに、投機筋の動きが活発であったのは過去1年のうちの前半で、ニュ・ヨ・ク・マ・カンタイル取引所では、ファンドなどの投機筋が原油先物を買い進み、これが先高感を煽った。これに刺激されたのが、99年後半になると、電力、航空などの実需家たちが相次いで先物の手当てに動いた。こうした投機筋の売買ポジションと原油先物価格との間には相関関係はあるが、どちらが原因でどちらが結果か必ずしも明確ではない。「金融」と「資源」がリンクする今回の危機の全体像からすると、投機資金の主導的動きに注目すべきであろう。

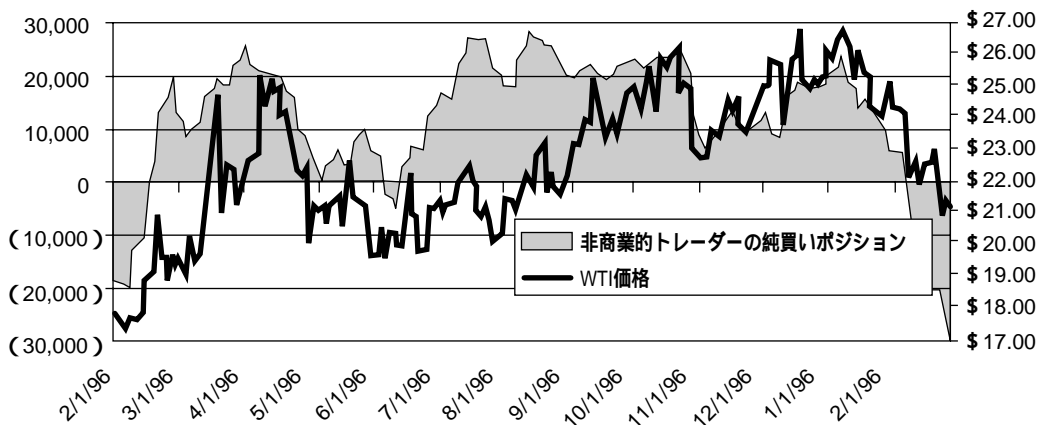
今回、原油先物の買いに走った投機資金は総額20億ドル余といわれるが、その大半はこれまで膨張と過熱の一途を辿ってきた米国市場から流れ出たものである。米資本市場の約千分の一の規模にすぎないが、瞬時に巨額の資金が動くため相場に与える影響は衝撃的に大きい。こうした米株式市場を経由して大量に流出する投機マネーは、OPECやG7蔵相・中央銀行総裁

会議といえども制御が難しい。したがって、投機筋が逆に売りに回れば、原油相場は一転して急落する。それを具体的に実証したのが、2000年4月10～11日の原油相場の動きである。まず、東京市場で中東産ドバイ原油が1バレル=20.25ドル(5月渡し)と、99年9月以来7ヵ月ぶりに安値を更新した。1ヵ月前の相場と比較して約30%の下落である。

NYMEXはじめ原油先物市場における非商業的トレーダー、つまり、ファンド等の活動は、経済のグローバル化とともに活動の幅を急速に拡大している。米国のコンサルタント会社“Energy Security Analysis, Inc.”(ESAI)の調査によれば、専門家が通用する先物ファンドやヘッジファンドの管理する資金の額は、80年には推定で約3億ドルにすぎなかったが、86年にはこれが約14億ドルとなり、さらに、90年80億ドル、93年に226億ドルと爆発的な増大を遂げ、99年にはついに500億ドルの大台に乗った。

もちろん、こうした非商業的トレーダーの全てを投機ファンドと決め付けることはできないし、かれらの行動も時として投機的であったり、フェッジであったりしている。(図5)また、資金の流入対象も、商品である場合もあるが、商品の中の燃料部門であったり、また、個々の燃料、特定の非現物目的の石油市場の買いポジション、その売りポジションであったり多種多様な分野にまたがっている。そのため、彼らの行動理念や動きの一つ一つを正確に追うことはできない。しかし、原油先物取引市場やグローバルな石油市場に投機ファンド等非商業的トレーダーが大規模に参入し、市場操作を行ったり、大規模な投機的行動に走った例は過去に数多くあったし、現在もある。その第一の理由は、原油先物取引を含むエネルギー市場は、市場価格で見た場合、世界最大の商品取引市場で、資金の運用いかんで莫大な利益を取得することができることにある。確かに、ここで価格や市場を完全に操作して独占的な利潤を手にするこ

図5



出所：石油公団『石油/天然ガス レビュー』00.4

とは不可能に近い。原油の現物市場でOPECが圧倒的な力を保持していることに加えて、エネルギー市場そのものがよく組織され、高度化されているため、常に監視の目が光っているからである。

NYMEXにおけるWTI原油価格の動きを分析すると、価格を左右する決定的な要因は、現物市場の変化とペーパー市場の変化の二つであることが判明する。そして、その現物市場で圧倒的な影響力を保持しているのがOPECであり、先物取引を主とするペーパー市場も高度に組織化され、監視制度が確立している状況下にあつては、投機ファンドの活動できる範囲が自ずから限定されてくるというのが一般的な見方である。それにも拘わらず、ファンドが力を持つのは、情報力を駆使して瞬時にして巨額の資金を動かすことのできる組織力と動員力にある。2000年3～5月の原油価格高騰に際しては、ファンドは約20億ドルもの巨額の資金を動かした。

アジア経済危機以降の過剰マネーの「負」の動きをどうするか、これは今日の石油問題の根幹に関わる問題である。原油価格の乱高下と投機的過剰マネーによる原油の価格支配に対して、G7諸国、OPEC諸国、そして石油メジャーまでもが共通の悩みを抱える皮肉な事態の到来となっている。

- 1) 詳細は、拙著「アジア経済危機と発展の構図」(朝日新聞社刊, 1999年)参照。pp.10～27
- 2) 経済企画庁調査局編「経済月報」, No.580, 1999.10. pp.60～61
- 3) 経済企画庁調査局編, 前掲書, PP.61～62
- 4) 日本経済新聞, 2000.1.6.
- 5) U.S. Energy Information Administration,
- 6) 'The Big Emerging Markets', "1996 Outlook and Sourcebook", U.S. Department of Commerce, International Trade Administration, pp.18～25 同書に云う「巨大新興市場とは、まず、アジアでは、華南経済圏(中国, 香港, 台湾), 韓国, ASEAN諸国(当初はインドネシアだけだったが、その後全加盟国に拡大), インド, アフリカでは、南アフリカ共和国, 欧州地域では東欧のポーランドとトルコ, 中南米では、ブラジル, メキシコ, アルゼンチン等である。
- 7) 日本経済新聞, 2000. 1. 18
- 8) 経企庁調査局海外調査課編「アジアNIEsに広がった通貨減価」1998. 2. 27.
- 9) BP Amoco Statistical Review of World Energy, June 1999, p.6
- 10) BP Amoco Statistical Review of World Energy, June 1999, p.6
- 11) The Big Emerging Markets: The New Economic Frontier, 1996 Outlook and Source-book, U.S. Department of Commerce, International Trade Administration pp.18～19

(Kei Karasawa, 本学部教授)