

## 論 説

# アジア通貨・金融危機の諸論点の吟味 ドル体制下におけるエマージング市場危機

奥 田 宏 司

### はじめに

小論ではアジア通貨・金融危機についてのいくつかの論点について吟味し、アジア危機についてのある程度の定論を得たいと思う。アジア危機については全世界でおびただしい数の著作、論文が書かれてきている。もちろん、それらを逐一吟味することは出来ない。筆者にとって重要と思われる論点に絞られることは言うまでもない。

とりわけ重要な諸点は以下のものである。1) 今回の危機はどの点で以前のものとは異なっているのか、2) アジアから流出した資金はどのような資金であったのか、3) 資金の引き揚げは何をきっかけとするものであったのか、いわゆる「構造問題」の故か、それともマクロ不均衡が著しくなったからか、あるいはまた別の要因か、4) IMFプログラムはどのような問題を有していたか、問題を有していたにもかかわらずIMFがそれにこだわったのは何故か、等である。小論ではそれらの論点を逐次論じ、さらに、補論において1995年の日本の為替・金融政策の転換が邦銀を中心に各国銀行のアジア向け貸付を増大させる要因になったことを示したい。

### I . エマージング市場国型危機としてのアジア危機

#### (1) エマージング市場型危機の特質

1994年末のメキシコ危機、それに1997年7月以降のアジア通貨・金融危機は新たな型の危機であると言われる。もちろん、厳密に検討すればそれらの危機のいくつかの面は、これまでの危機にも見られたものであろう。とはいえ、やはり、メキシコ危機、アジア危機は1990年代のエマージング市場に起こった危機として、全体的には特有の性格を有していると言えよう。筆者が前稿<sup>1)</sup>で明らかにしたように、90年代前半期に「限界的」であれ、国際金融市場に統合されてエマージング市場として登場してきたのは10数ヶ国の途上国、市場移行諸国である。

メキシコ危機，アジア危機はそうした諸国でのみ起こりうるものなのであって，現状では，全途上国に起こりうるものではない。同じアジアでも中国，ベトナム等ではこのような危機は起こらないのである。

新たな型の危機として，これまでに多くの指摘がなされてきているが，筆者の観点から改めて整理しておこう。第1はエマージング市場国の危機が経常収支危機を基本要因としていないことである。80年代における途上国債務危機は，公的部門が国際的銀行から中・長期で借り入れていたところ，経常収支の悪化から返済時期がきても外貨準備の不足のために返済できなくなって，デフォルトを引き起こしたのである。国際的銀行は資金を回収することが出来ず，対途上国貸付が不良債権化して，国際金融不安が一挙に広がったのである<sup>2)</sup>。ところが，エマージング市場国の危機では，のちに見るように経常赤字の拡大が危機発生にからむことはあっても，それが危機の直接の要因になることが少ない。例えば，タイは90年代中期に経常収支赤字が膨らんだのであるが，タイはそれを上回る外貨準備を保有しており，経常赤字の増大からすぐに通貨危機が起こる状況ではなかった。96年のタイの経常収支赤字は147億ドルであり，一方，外貨準備額は379億ドルに達していた。経常収支赤字はこれまでの捉え方からすると，危機水準に達しているとは言えないのである。

第2に，しかし，アジアのエマージング市場国の外貨準備は海外から民間部門への資金流入によって形成されたものである。すなわち，経常収支赤字を上回る多額の資金流入によってそれは形成されたのである。とくに，ASEAN諸国の多くは事実上何らかの形で，また程度の差はあるが，ドルに対する安定化の為替制度をとっており，資金流入が自国通貨の対ドル相場を引き上げる圧力となり，為替市場介入が必要となって経常赤字を上回る資金流入は外貨準備の増加に直接的に結びついていった。外貨準備は経常収支の黒字によって形成されたものではないのである。

第3に，上のことがアジアのエマージング市場国の脆弱性を形作っていた。つまり，経常収支の赤字額は少ないといっても，何らかの要因によって一挙に資金流出が生じれば，この外貨準備はたちどころに消える危険性を持っていたのである。80年代においては途上国のほとんどは資本規制と厳しい為替管理を敷いており，ときには資金流出の「漏れ」があったとはいえ，大量の資金流出の機構は作られていなかった。ところが，前稿<sup>3)</sup>で明らかにしたように，80年代末から90年代はじめにかけてその開発戦略に加えて，世界銀行等の「奨励」（＝圧力）もあって，10数ヶ国の途上国は資本規制，為替管理を撤廃し，資金流入出が「自由」（＝国際金融市場とリンク）になったのである。海外資金の流入による急テンポの成長，それが「アジアの奇跡」でもあったのである。そして，状況が変われば，市場のルートを通じて今度は「奇跡」を作っていた資金が大量に流出し，アジア通貨危機が起こったのである。

アジア各国の危機は単純化すれば次のような経過をたどった。まず，海外投資家（のちに見

るようにその中心は国際的な銀行である)の投資予想の変化により、短期資本の流出が起こり(何によるものかはのちに詳しく論述)、これがアジア諸国の為替下落に圧力をかけた。通貨当局は、何らかの自国通貨のドルに対する安定政策を取っており、それを維持するためにドル売りの為替介入を行なう。短資流出が大きければ為替介入も大規模になり、ドル準備が急速に減少していく。短資流出がなお続き、外貨準備不足が露呈する段階で、各国はドルペッグ制等の為替政策を放棄し、変動相場制に移行していくとともに為替下落がおこり、幾つかの国では短期債務額が外貨準備額を上回ることがわかり、ロールオーバーが実施されないとデフォルトが発生する危険性が出てきた。

ドルペッグ制等の「固定的」為替制度の崩壊 = 変動相場制への移行と為替下落は、ドルペッグ制等の故に、為替ヘッジを取らないでドルを借り入れ自国通貨に転換していたアジア各国の銀行等の金融機関、および企業の債務負担を増加させた。また、短資流出に遭って、海外から借り入れていたアジアの銀行は資金繰りが難しくなり、それらが重なって金融危機の発生につながっていった。また、金融危機は、貸付の回収を早めることになって、企業経営を圧迫し、一全国体の経済危機に発展していったのである。

97年以後のアジア危機は、かくして、短期資本の流出をきっかけとするものであり、それが何によるものかが次の論点である。しかし、そのことを論じる前に、97年から98年にかけての短資流出の状況を確認しておこう。第1表である。ただし、このIMFの表における「エマージング市場」というのは、事実上、全途上国・市場移行国市場を含んでいることに注意を払う必要がある<sup>4)</sup>。

90年代前半期にアジア、とくにアジア危機を引き起こした5ヶ国(インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、タイ)への資金流入が大きいことがわかる。95年に全エマージング市場に流入した資金の49%がアジア向けであり、5ヶ国は32%にのぼっている。しかし、注意しなければならないことは、「銀行貸付、その他」がアジア、とりわけ5ヶ国に集中していることである。95年に全エマージング市場への「銀行貸付、その他」は554億ドルであったが、実にその67%、369億ドルが5ヶ国向けなのである。そして、危機が起こった97年以後、この「銀行貸付、その他」が引き揚げられている。5ヶ国で97年に445億ドル、98年にも445億ドルである。97年には全エマージング市場からの「銀行貸付、その他」の引き揚げ額576億ドルのうち、77%が5ヶ国なのである。98年にその他の市場からも「銀行貸付、その他」が引き揚げられるのは、アジア危機がロシア、ブラジルへ波及したからである。これらの国においても資金引き揚げの中心は「銀行貸付、その他」である。5ヶ国においても直接投資、証券投資は97年には減少していない。証券投資が引き揚げられるのは98年の危機が「伝染」してからのことである。

以上のことから、97年にアジアから引き揚げられた資金は、短期の銀行貸付と「その他」、つまり、ヘッジファンド等の資金であることが理解されよう。しかし、第1図から、ヘッジファ

第1表 エマージング市場<sup>1)</sup>へのネット民間資金フロー

(億ドル)

	1990	1992	1994	1995	1996	1997	1998
全エマージング市場 <sup>2)</sup>	477	1,193	1,528	1,933	2,121	1,492	643
直接投資	184	355	826	967	1,150	1,400	1,310
証券投資	174	511	1,056	412	808	668	367
銀行貸付, その他	119	327	- 355	554	163	- 576	- 1,035
全アジア <sup>2)</sup>	196	179	664	951	1,005	32	- 551
直接投資	93	148	453	498	551	626	500
証券投資	- 27	78	94	109	126	9	- 154
銀行貸付, その他	130	- 47	117	344	328	- 603	- 897
アジア5ヶ国 <sup>2)3)</sup>	242	266	332	625	624	- 197	- 462
直接投資	60	63	65	87	95	121	49
証券投資	3	53	83	170	200	126	- 65
銀行貸付, その他	179	150	184	369	329	- 445	- 445
西半球 <sup>2)</sup>	137	559	475	383	820	873	690
直接投資	67	139	249	260	393	506	540
証券投資	175	303	608	17	400	397	330
銀行貸付, その他	- 105	117	- 382	106	27	- 31	- 181
ロシア <sup>2)</sup>	- 50	7	21	151	- 26	10	- 147
直接投資	7	7	5	17	17	36	12
証券投資	0	0	165	144	219	172	45
銀行貸付, その他	- 43	0	- 149	- 11	- 263	- 198	- 104

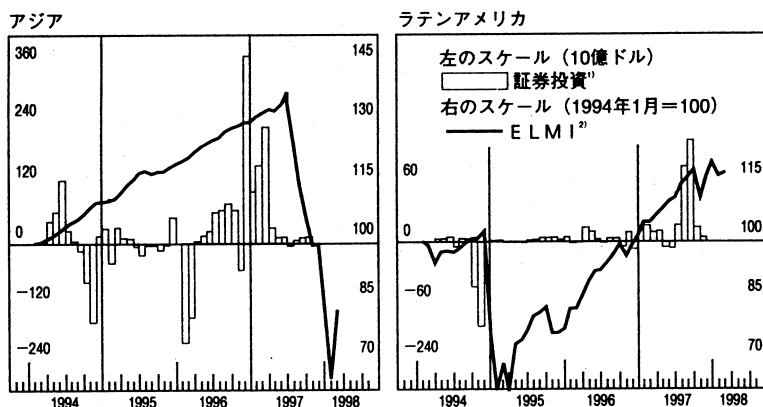
注1) IMFがエマージング市場という場合、事実上、全途上国市場、移行国市場をさしている。

2) ネット民間資金フロー

3) インドネシア, 韓国, マレーシア, フィリピン, タイの5ヶ国

出所: IMF, *International Capital Markets*, Sep. 1999, p.52 より。

第1図 ヘッジファンドによるエマージング市場への証券投資(推定)



注1) ファンドの規模, 利回りをもとに計算

2) J.P.モルガンの Emerging Local Markets Index

出所: BIS, *68th Annual Report*, p.93.

ンドによるアジアへの投資は97年の第1四半期でほぼ終わっていることがわかる。アジアからの資金引き揚げに際してヘッジファンドがなんらかのきっかけを作ったにしろ、引き揚げの規模は小さく、引き揚げられた資金の圧倒的部分は銀行貸付であった。このことがのちに危機の要因を論じる際に重要となる。

## （2）エマージング市場諸国における資本の自由化と世界銀行

90年代のメキシコ危機、アジア危機は、これらの諸国が90年代にエマージング市場国として登場してきたこと、つまり、対外的資本規制を大幅に緩和し、これらの市場が国際金融市場に統合されていったことによって生じたものである。そもそも資本規制が緩和されていなかったら、資金流入は限定されていたろうし、資金の引き揚げ（資金流出）も大規模には生じなかったであろう。したがって、このような短資流出をきっかけとする危機は起こらなかったであろう。

それでは、何故、これらの諸国は対外的資本規制を大幅に緩和したのであろうか。それについては、前稿<sup>5)</sup>において詳しく展開しているように、途上国側の開発戦略によるものと、それを支援し・奨励（時にそれは「圧力」になった）した世界銀行等の国際機関の役割がある。

アジア各国、とりわけASEAN諸国は開発競争を展開し、「雁行形態的」とも呼ばれる成長を遂げてきた。その開発戦略は、第1に外国企業を導入することであり、そのために、外国企業が定着しやすい金融インフラの整備が求められた。現地法人による運転資金等の調達のための金融市場の整備、為替取引の自由化などである。第2に、国内外の資金を効率的に動員し、自国企業の成長を促すことである。これには、2つのことが指摘できる。1つは、国内資金の動員である。それは未組織金融市場にある資金（講に用いられている資金やタンス預金、それに金に換えられている資金等）をどのように金融機関へ集中させるかが課題となる。そのために、各国とも80年代末から90年代初めにかけて、大規模な金融制度改革を実施した。タイでは2段階にわたって実施され、金融機関への預金額は88年から95年にかけて3.5倍にも増加した。

次にこれらの諸国が実施したことは、外国資金を動員して、国内貯蓄だけでは達成されないより高い成長を遂げようとしたことである。国連の資料によると、長短の外国資本の流入によって東アジア諸国は、国内貯蓄のみで国内投資を調達した場合に比べ、対GNP比で年率1～1.5%上回る成長を成し得たといわれる<sup>6)</sup>。途上国は国際的なセキュリタリゼーションの波を受けて株式市場の自由化、バンコク・オフショア市場に代表されるようなオフショア市場の創設等を争って実施していったのである。

しかし、80年代末からの途上国での金融自由化は世界銀行等の国際機関が奨励したものである。詳しくは前掲注1の拙稿を参照していただきたいが、世界銀行は89年9月に「金融業務に関するタスク・フォース」という報告書をまとめ、これが基本文書になって、途上国の金融自

由化を強力に押し進めていった。世銀「タスク・フォース」報告書は次のような趣旨を述べる。途上国の金融部門はこれまで実物部門の短期目的を追求するために利用されてきたにすぎず、世銀は、金融部門の重要性を見落としてきた。そして、「金融部門の効率性及び拡大とその国の実物部門の効率及び拡大は相互依存の関係にあり」(世界銀行, 90年次報告, 邦訳73ページ), 「競争的で市場志向の金融制度と組織を奨励すること」(同)が重要であって、「金融市場の自由化は、国内貯蓄を動員し、外国から資本を惹きつけ・・・生産的な投資にむける」(同)と述べる。したがって、「世銀は、歪みや非効率のない、健全な市場ベースの金融部門の開発を一層重視すべき」(92年次報告, 65ページ)という結論に導かれる。

この文書に対しては日本政府等からの批判があったし<sup>7)</sup>、世銀内部でもこれとは異なるトーンで別の文書がまとめられていた。「金融システムと開発」と副題のついた『世界開発報告1989』である。同報告は、その第9章(「金融制度の一層の改革」)で「改革の教訓」をあげ、「対外自由化は国内改革と国内市場の回復が進行するまで待つべきである」(邦訳129ページ)と対外自由化に対して慎重である。ところが、実際の世銀の政策は「タスク・フォース」に従って実施され<sup>8)</sup>、途上国の対外自由化が追求されていった。おそらく、バンコク・オフショア市場の創設もこのような世銀の政策があつてのことであろう。

しかし、対外自由化と比例するほどには、途上国の金融部門の強化は進まなかった。対外自由化後も多くの途上国では「市場」が完全には機能していないのである。例えば、次のように言われる。「インドネシアでは銀行市場や資本市場が発展途上にあり、国内金融市場は十分に成熟していない。したがって、市場は完全には機能していない。また多くの人は従来からの社会的な特性や慣習をひきずっている。このような状況の下で金融商品の方は急速に国際化し、近代かつ完全な市場を前提とした金融取引が進められている。・・・(この)ずれが生じることによっていくつかの問題が生じている」<sup>9)</sup>。これはインドネシアだけでなく、程度の差はありつつ、90年代初頭に対外自由化を行い国際金融市場に統合されていったエマージング市場に共通のことであろう。タイでは、「金融システムの資金ルートの歪みが、金融自由化や国際化の進展という、本来、市場メカニズムを高め得る環境の中で顕在化した」<sup>10)</sup>。具体的には、タイでは有力商業銀行の集中度が高く、その下に多くの下位銀行、さらには大量のファイナンス・カンパニーが並存する状態であった。しかも、各金融機関の管轄がいくつかの政府機関に分割されていた。下位銀行は競争が激化する中で、積極的に海外から資金を取り入れ、ハイリスク・ハイリターン融資を行い、また、ファイナンス・カンパニーは不動産投資や個人消費ローンに向かったといわれる<sup>11)</sup>。

以上はインドネシアとタイの例に過ぎないが、80年代末からの急速な対外自由化は海外からの資金流入をもたらしたはしたが、金融システムの近代化、金融制度改革は不十分であったことが知れよう。世銀自体も1997年に、危機の前において(危機の勃発を目前にしているとは感

じられないトーンで)、このことを述べている。「国際金融市場への統合が成功するための最も重要な前提条件は、正常なマクロ政策とともに・・・適切な監督制度と規制を保持した健全な銀行制度と、資本市場のための、十分に機能する市場インフラと規制である」<sup>12)</sup>。「多くの途上国において、銀行制度は規制緩和が進んだだけであり、銀行は自己資本が少ないにもかかわらず、過剰なリスクを取ろうとしており、適切で慎重な規制、監督制度はまだ導入されていない」<sup>13)</sup>。「銀行制度の改革には時間がかかるので、マクロ政策とともに、準備率の引き上げや貸倒引当金等によって、貸付ブームを抑制することが必要であろう」<sup>14)</sup>。

かくして、90年代初頭に登場してきたエマージング市場の実態は、対外的には自由化が進んだとはいえ、金融システムとしては不十分な「限界的市場」であったのであり、90年代のエマージング市場における通貨・金融危機は対外的自由化と不十分な金融システムを保持した「片肺」的な国際金融市場への統合ゆえのものであったのである。

## ・ 短資流出の原因

前に見たように、アジア通貨危機の直接の引き金は短期資本の流出であった。しかし、前節ではそれが何をきっかけとするものであったのかは示さなかった。本節ではそれが課題である。

### (1) IMF, 米, 日本の見解

資金流出の原因について、荒巻健二氏の著書を手がかりに考えてみよう。荒巻氏の著書は、IMFの見解を紹介しているのみならず、危機の原因をサーベイするに便利だからである。荒巻氏は危機の原因をアジア諸国の「構造問題」や整合性に欠く政策、経済実態の悪化にあるとするファンダメンタルズ論と、取り付けに似た金融パニック論（国際的な投資家の自己実現的な悲観主義　みんなが状況が悪いと思って行動する結果、実際に悪くなる）の2つに区分される<sup>15)</sup>。その上で、氏はIMF, 米政府, 日本の行政機関の見解を紹介されたのち、氏自身は後者のパニック論の立場に立たれる。筆者も、新たな資料も加えながら、順次3者の見解を見ながら検討を加えていこう。

荒巻氏の言われる区分の前者の立場を取るのが、IMF, 米政府である。IMFは危機の源泉(Origins of the Crisis)を次のように述べている。少し長いが引用しよう。「東アジア諸国が直面する困難(difficulties)は、主としてマクロ経済上の不均衡の結果というわけではない。むしろこれらの困難は、金融システムと、より少ない程度にはあるが、ガバナンスの脆弱性から生じた。金融セクター監督の不充分性、金融リスクの評価と管理の貧弱さ及び相対的に固定されていた為替レートの維持が組み合わされることにより、銀行と企業は、その多くが短期、

外貨建てで、ヘッジされていない巨額の資金を借り入れることになった。時を経るにつれ、こうした流入資金は、質の低い投資のファイナンスに用いられる傾向を有した。…危機はガバナンスの問題、特に政府の民間部門への関与及び企業と財政の会計や金融経済データの提供における透明性の欠如によりいっそう悪化させられた。…パーツの切り下げ後…同様の金融上、マクロ経済上の問題を有していると投資家に受け止められたこの地域の他の経済へ急速に伝染が生じた<sup>16)</sup>。ここで言われていることは、第1に危機はマクロ経済上の不均衡によって生じたものではなく、第2にそれは金融セクターとガバナンスの脆弱性によるもの、第3に「伝染」は同様の問題を抱えていたから生じた、とまとめられるであろう。

アメリカ政府、議会もこのIMFとほぼ同様の見解を取っている。GAO (General Accounting Office) は議会へのレポートの中で、「多くのエマージング市場における銀行制度は、この地域の金融危機の中核をなしている<sup>17)</sup>」と述べ、また、次のように言っている。「エマージング市場における金融危機は銀行制度の欠陥によって引き起こされ、激化させられた。銀行に対する弱体的で非効率な規制制度のために、これらの諸国は資本流出と為替への圧力に対してうまく対応できなかった。金融セクターを補強するためのしっかりした規制の枠組み及び制度を作ることが、金融安定を取り戻すためには必須の事柄である<sup>18)</sup>」。

これらの見解に対して日本の行政機関の審議会（大蔵省の外国為替等審議会）は異なる見解を持っている。タイについては、「基本的には、マクロ経済状況の不均衡が持続不可能になり、…インドネシア、マレーシア、フィリピンについてはマクロ経済状況から見る限り通貨・金融市場の混乱が起こる要素は少なく、…にもかかわらず『伝染 (contagion)』が生じた要因としては、市場のパーセプションが、タイ・パーツの大幅下落を受けて一挙に変わったことが指摘されている<sup>19)</sup>」と述べている。他方で、「金融・資本市場の成熟前に自由化が先行し、外的ショックを吸収する余裕が銀行制度に備わっていなかった<sup>20)</sup>」として、金融セクターの構造問題の存在を認めながら、しかし、それが流動性危機を引き起こした直接の原因ではないとの見解を取っている。そして、金融の構造問題については、「長期的に必要な改革のアジェンダと喫緊の課題である流動性危機への対応を区別する…必要がある<sup>21)</sup>」としている。

以上、荒巻氏の区分を参考に短資流出の原因について、氏と同様にIMF、アメリカ、日本の行政機関の見解を見てきたのであるが、荒巻氏と違って荒巻氏流の2つの区分がそのままでは当てはまらないように思える。というのは、荒巻氏の言うファンダメンタルズ論といっても、「構造問題」を重視する論とマクロ経済上の不均衡を重視する論とは異なるからである。IMF、アメリカの見解はマクロ経済の不均衡というよりも、金融セクターを中心とする「構造問題」が危機の原因であるという把握であり、日本の外為審はタイについてはマクロ経済の不均衡、その他の諸国については投資環境の評価（パーセプション）の変化として、荒巻氏の言うファンダメンタルズ論とパニック論の両者をとっている。荒巻氏の区分はある点で便利であるが、



単純すぎるように思える。次項においてさらに検討しよう。

（２）マクロ不均衡，「構造問題」，「自己実現」的投機の相互関連

確かに，ファンダメンタルズ（マクロ経済上の均衡）の悪化だけでアジア危機の原因を明らかにすることはむずかしい。とくに，タイで勃発した危機が他のアジア諸国へ「伝染」していく過程，またファンダメンタルズの悪化の程度と比べての危機の深さを説明することはむずかしいように思える。そこから「自己実現」的資金引き揚げ＝「パニック論」が出てくるのだろうが，ファンダメンタルズの問題をやはり無視することは出来ないであろう。

高坂 章氏は荒巻氏の言われる投資家の「自己実現」的なスタンスを考慮されつつ，ファンダメンタルズの悪化を強調される。タイ以外のアジア諸国ではそれ程マクロ不均衡は生じていなかった（第２表）。高坂氏はこのことを踏まえて次のように言われる。「一国の不均衡が市場期待の変化と短期資本フローの逆転を招くと，それは当該国にとって自己実現的な調整を強要するだけでなく，『伝染』プロセスを経て，いわゆる『カントリー・ラン（国への取り付け）』を引き起こし，さらにそれが地域相互依存によるマイナスの『地域外部効果』によって地域レベルで自己実現的な調整を余儀なくするという累積過程を引き起こす」<sup>22)</sup>。さらに，氏は「市場の失敗」を言われてこのことを補強される。「投資家は国内，国際を問わず，群集心理に駆られて『ユーフォリア（爽状態）』と『ペシミズム（鬱状態）』を繰り返す」<sup>23)</sup>。

しかし，氏は他方で次のように言う。「通貨危機の引き金を引くのはマクロ不均衡ではない。それは，通貨下落予想による資本フローの収縮または逆転であり，マクロ不均衡は通貨下落予想を形成する一つの要因に過ぎない。その意味で，マクロ不均衡は通貨危機の必要条件（前提条件）であっても，十分条件ではない。・・・けれども，逆にマクロ不均衡がなければ，通貨

第２表 主要マクロ経済指標：東アジア

	成長率			インフレ率			貯蓄率			財政収支			経常収支		
	1994	1995	1996	1994	1995	1996	1994	1995	1996	1994	1995	1996	1994	1995	1996
インドネシア	7.5	8.2	8.0	8.5	9.4	7.9	29.2	29.0	28.8		0.8	1.4	- 1.7	- 3.3	- 3.3
韓国	8.6	8.9	7.1	6.3	4.5	4.9	34.6	35.1	33.3	1.0			- 1.2	- 2.0	- 4.9
マレーシア	9.2	9.5	8.6	3.7	3.4	3.5	32.7	33.5	36.7	2.5	3.8	4.2	- 7.8	- 10.0	- 4.9
フィリピン	4.4	4.8	5.7	9.0	8.1	8.4	19.4	17.8	19.7	- 1.6	- 1.4	- 0.4	- 4.6	- 4.4	- 4.7
シンガポール	10.5	8.8	7.0	3.1	1.7	1.4	49.8	50.0	50.1	13.7	12.0	8.4	17.1	16.9	15.0
台湾	6.5	6.0	5.7	4.1	3.7	3.1	27.1	28.0	28.0	0.2	0.4	0.2	2.6	1.9	5.2
タイ	8.9	8.7	6.4	5.1	5.8	5.9	34.9	34.3	33.1	2.0	2.6	1.6	- 5.6	- 8.0	- 7.9

（注）財政収支，経常収支はGDP比

出所：高坂章「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編『ASEAN 4の金融と財政の歩み』1998年10月，41ページ，原資料は，IMF, *World Economic Outlook: Interim Assessment*, December 1997.

危機は起こらない。マクロ不均衡がなければ、通貨下落予想が支配的にならないからだ。実際、今回の危機においても、シンガポール、台湾では通貨下落は限定的であった」<sup>24)</sup>。

この文章によって明らかに高坂氏はファンダメンタルズ、マクロ不均衡を重視されていることがわかる。短資流出自体は何らかの要因、政治的な要因によっても生じるものであるが、いつの時代にも固定的な為替相場制を最後に崩壊させるのは短期資本である<sup>25)</sup>。また、なんらかのマクロ不均衡がなければ危機的なほどには短資流出は生じないだろう。その意味でこの言い方はかなりの程度で正しいと思われる。とくに、タイの危機勃発についてはこの説明でほぼ十分であろう。

ところで、パニック的な資金引き揚げの動きと関連させて危機の発生をいう場合に、流出した資金が銀行貸付であったことをどれほど重視するかが議論を大きく左右するように思える。高坂氏においてはこの点の指摘が荒巻氏ほど強くないのは事実である。荒巻氏はIMFのマクロ不均衡よりも「構造問題」を重視する「ファンダメンタルズ論」を批判することに力を入れられたこと(のちに再述)と、銀行貸付の引き揚げを重視されたために、「パニック論」=「自己実現」的投機説を取られた。氏は次のように言われる。「アジア諸国からの資金引き揚げの多くの部分が国際的に活動する銀行による銀行間貸付の縮小と言う形を取った…それが引き揚げられたということは貸し手である銀行が国際的な銀行のその時点での主たる懸念は借り手である途上国の銀行の短期的な外貨流動性であったこと、逆に言えば、主たる懸念は構造問題といった長期的な問題の先行き見通しではなかったことを示している」<sup>26)</sup>。

この議論の筋をさらに展開されているのが、円居総一氏である。氏はアジア諸国に流入出した資金が証券投資などではなく、主に国際的な貸付であったことに注目し、何故、アジアにおいて間接金融が支配的になったのかを検討される。それは国内的には、一言で要約すればアジアの経済発展状態が間接金融に見合っていたことであり、国際的要因として、国際的に証券化が進んで伝統的な銀行仲介業務が縮小気味である中で、国際的な銀行にとってはアジアが貸出しによって安定的に高い収益を得られる地域であったことが強調される。ドルペッグ制の下で金利差はそれに寄与し、さらに、いわゆるBIS規制も資産・資本比率の算定が銀行間貸付では緩やかであった等が指摘される<sup>27)</sup>。そして、「今回の東アジア危機は、国際銀行信用を中心として、上記のような国内要因及び国際要因が働いて、国内的には経済の過熱化やバブル化を、国際的には経済規模に比してはるかに巨額の短期債務性資金の積み上げが促進され、通貨危機、そして経済危機への道が開かれていった」<sup>28)</sup>と言われる。

上の荒巻氏の文章によって短資流出の原因が「構造問題」でないことはよくわかる。しかし、マクロ経済上の不均衡がどのように関わったのかは問われなくて、「パニック」的短資流出が危機の引き金であったとされる。円居氏の場合にも、マクロ経済上の不均衡が危機にどのように作用したのか、その把握のされ方がつかみにくい。「実物経済のマクロ状況に今回の危機の主

要因を求めることは無理と言えよう」<sup>29)</sup>と言われるが、他方で、「経済の発展段階とオープン化（資本自由化 引用者）の不整合性、そのギャップが資本自由化と国内金融取引構造（間接金融構造のこと 引用者）の問題に集中的に反映して現れ、国際銀行信用と国内銀行信用の相互膨張メカニズムを生んで危機を引き起こしたことにその本質があったと捉えられよう」<sup>30)</sup>と言われる如く、国内銀行信用の膨張 = バブルの発生、すなわちマクロ不均衡の1つの指標を危機発生の要因として把握されているとも考えられよう。このように円居氏の議論を把握すると、円居氏の見解はマクロ不均衡を重視する議論に近くなってくる<sup>31)</sup>。

これまでの諸議論を受けて、短資流出の原因（アジア危機の原因）を筆者流の表現で表わせば、次のようになる。経常収支赤字、国内信用膨張が直接に為替下落圧力を形成したというのではない。その意味において通貨危機の引き金を直接的に引いたのはマクロ経済不均衡ではない。国際的な銀行による貸付の回収が危機を直接的に引き起こしたのである。国際的な銀行は、経常赤字が膨らんでいたタイにおいてバブルの発生と崩壊を前にしてパーツ下落の予想から資金回収を急いだのである（後に再述）。

ところで、円居氏の見解においてもう一つ重視すべきことは、海外流入資金 = 国際的銀行のアジアの銀行への貸付がアジア諸国のマクロ不均衡 = バブルを作り出したという事態、これを氏の論理は組み込んでいるということである。「国際銀行信用と国内銀行信用の相互膨張メカニズム」という表現である（この表現によって海外資金がマクロ不均衡を形成したとまで把握するには苦労があるが、論理的にはそう把握するほかなく、この点を氏は気づかれているのか判明しないし、高坂氏にあってはこの把握は弱い点であった）。このように把握すると、この主張はUNCTAD（国連貿易開発会議）の強調点と重なってくる。UNCTADは98年8月28日のプレス・リリースにおいて「対外収支の悪化と金融部門の弱体化は、過剰な資本流入による同じプロセスの2つの面である。資本流出は国内政策の転換というよりも、これまでの資本流入がもたらした効果から生じたマクロ経済状況の悪化によることが多い」<sup>32)</sup>と述べており、マクロ不均衡が海外資金によって形成されたことを強調している。

もちろん、海外資金の流入 = 国際的銀行貸付によって不均衡が成長するのは、アジア諸国の間接金融構造の背後に存在する土壌があったからである。その土壌はIMFや米政府が言う「構造問題」であったり、途上国政府の政策ミスであったりであろう。その土壌が改善されないまま、途上国は対外資本規制を緩和し、世界銀行等の国際機関もそれを推奨し、大量の資金流入を招いてマクロ経済上の不均衡が形成されたのである。短資流出に関わってマクロ不均衡を取上げるなら、このことを無視してはならないであろう。

以上の諸説を振り返って、重要なことは、短資流出の実態を国際的な銀行貸付の回収として把握しつつ、マクロ経済不均衡、「構造問題」、「自己実現的」資金引き揚げの3者がどのような関連にあったのか、これを立体的につかむことであろう。危機勃発の直接的要因は国際的な

銀行貸付の引き揚げであり、国際的な銀行は、経常赤字が膨らんでいたタイにおいてバブルの発生と崩壊を前にしてパーツ下落の予想から資金回収を急いだのである。国際的銀行貸付は一方では、アジア諸国の「構造問題」と絡んでバブルを醸成し、他方ではタイに見られるように経常収支赤字の進展の危険性を覆い隠していたのである。つまり、マクロ不均衡を作り出していたのは、「構造問題」が未解決のまま導入された大量の海外短期資金であったのである。そして、アジア諸国の相互依存関係が形成されつつあるなかで、海外投資家（主要な実体は国際的な銀行であることが判明）は、それらの市場を国際金融市場へ統合されつつあるとしながら、同じような「構造問題」をもつ「限界的市場」とみなして、アジアを一まとめにして「自己実現」的資金引き揚げに走り、危機の「伝染」をもたらしたのである。また、「自己実現」的資金引き揚げによる「伝染」によって危機がいったん発生すれば、当該国のマクロ経済状況はこれまでの比較的安定したものから、一転して急速に悪化していく。それがまた危機を深める。以上がアジア危機のおおよその姿であったろう。

本節の最後に、マハティール・マレーシア首相の講演を聞こう。マハティール首相の危機の捉え方は、本質的なところでわれわれと変わらないことがわかるであろう。マハティール首相は98年6月2日の国際通貨研究所主催のシンポジウムにおいて、前年6月17日（パーツ危機が始まる2週間前）にカムドゥシュIMF専務理事が行なった次の発言をまず引用している。「マレーシアは、高度成長が引き起こす弊害をもコントロールしている、手本とすべき国のひとつです。…昨年のマレーシアの経済成長率は適正な水準に落ち着いており、インフレ率も低い。財政赤字は主として旺盛な投資の結果によるものだが、現在は大幅に減少している。今年度の財政黒字の増加目標は、こういった実績をいっそう促進するものと期待されます。…マレーシア当局は銀行の健全経営の維持に重きを置いています。金融機関の不良債権比率は近年顕著に下がっているし、自己資本比率もBIS規制を上回っている。…市場に最新かつ確かな情報を流す努力をしているという観点で言えば、マレーシアはIMFが設けた『特別情報開示基準』に最初に合意した国なのです」<sup>33)</sup>。

これは、マハティール首相の言ではなく、IMF専務理事の発言なのである。IMFがこのように捉えていたにもかかわらず危機はマレーシアへ波及した。マハティール首相は、危機はマクロ不均衡や構造問題ではなく、「通貨暴落と経済危機を招いた真の原因は別のところにある」<sup>34)</sup>ということをIMF専務理事の発言を引用しながら明らかにしたかったのである。しかし、マハティール首相は構造問題を軽視しているわけではない。「アナリストたちが並べ立てた問題点

すなわち政治腐敗、独占、縁故主義、労働者の質の悪さ、完璧とは程遠い金融システムや商慣行は、つねに私たちが抱えてきた問題なのです。…アジア各国は先に挙げたような数多くの弱点を克服すべく、日夜努力を続けています。…そうした弱点が我々の国際競争力を弱め、成功の足枷となるからです」<sup>35)</sup>。以上の首相の把握は、「構造問題」が危機の原因でないこと、

危機の前においてマレーシアのマクロ指標は健全であったことなど、われわれがこれまでに見てきたこととそれ程違わない。首相は投機的行動を取った主体について、ヘッジファンドと国際的な銀行とを取り違えたかもしれないが。

## ・ IMFプログラムについて

前節において危機の要因を詳細に見たのは、危機からの脱却のための処方箋がどのようなものであるべきかを検討し、IMFのプログラムを改めて吟味するためである。しかし、このことについてはすでに多くのことが論じられている。小論においては簡単に論じるにとどめよう。

### （１）IMFのプログラムとそれに対する批判

アジア各国に提示されたIMFプログラムは大きく2つの分野から構成されている。1つは従来の財政・金融政策についてのプログラムであり、もう1つは金融セクター改革を含む構造改革である<sup>36)</sup>。IMF筆頭副専務理事であるスタンレー・フィッシャーが行なった東京での講演（1998年6月2日）から、このプログラムの重点のおき方がよく理解できる。高金利政策について副専務理事は「通貨の信頼を取り戻す（ために）…これらの国々は、自国通貨保有をより魅力的にする体制を取らなければならない、…たとえ高金利が弱体化した銀行と企業の状態を複雑化させるものであっても、一時的な金利引き上げ策を余儀なくした」<sup>37)</sup>し、「一時的な国内金利の引き上げよりも、急激な自国通貨の下落の方が遥かに苦しいものである」<sup>38)</sup>と言う。

また、財政政策について、副専務理事は「危機の初めの段階から、金融再建のコスト用に予算面における余裕を持たせるために、また 国際収支状況にもよるが 経常赤字を減らすために、各国は財政面を緊縮しなければならない…（中略）…これらの最初の段階での調整後、もしその国の経済情勢が予想以上に悪化したら 実際これらの国（タイ、インドネシア、韓国 引用者）でもそうなったが 経済の自動的安定装置が働くよう、IMFは財政赤字拡大を通常容認している」<sup>39)</sup>と財政政策の弾力化を強調している。

しかし、財政・金融のマクロ政策よりもIMFが重点をおいたのは金融セクター改革を含む構造改革であった。副専務理事は引き続き次のように言う。「マクロ経済面での調整は、タイとインドネシア、韓国においてはプログラムの主要課題ではない。むしろ、金融部門の再構築と、他の構造面での改革が各プログラムの中心である。なぜなら、これらの国々の直面した課題、すなわち、弱体化した金融機関、不適正な銀行規制・監督制度、そして複雑かつ不透明な政府と銀行間、企業間の繋がりが、それぞれの国における経済危機の中心に横たわっているからだ。…構造面と統治面での課題を度外視することは、それらの国々の利益にならないであろう。つまり、改革の努力が、不完全で真剣味に欠けていると受け止められているところでは、

市場は懐疑的になり、市場の信頼は取り戻せないだろう<sup>40)</sup>。

以上のIMFプログラムに対して、各方面から批判が上がったのはよく知られている。前述した日本の外国為替審議会は、マクロ調整について、「マクロ経済の不均衡が明確でなかったケースで、伝統的な引締め政策を実施する場合、経済状況の悪化を通じて当該国に対する市場の信認をかえって悪化させ、危機を増幅しかねない<sup>41)</sup>」と、また、構造改革については、「長期的に必要な改革のアジェンダと喫緊の課題である流動性危機への対応を区別する<sup>42)</sup>」必要があると述べている。これまでに見てきた日本の論者もすべてが同様にIMFを批判している。

荒巻氏は、IMFの財政、金融、為替政策の3面と構造改革を詳細に検討されている<sup>43)</sup>。氏は元来財政は健全であったから、それを引き締めることによって経常赤字の是正を図ることは、本質的な対応策ではなかったとし、金融政策についても、為替下落を見通した国内借り入れによる投機（国内資金を借り入れてそれをドルに転換する）に対しては一定の効果をもつかもしれないとしながら、危機の状況下で金利上げがどの程度資本流出を抑制できたか疑問であると言われる。さらに、IMFプログラムが柔軟な為替レート政策を支持していることについても、一挙に完全フロートに移ったことによって市場に相場観が失われて、かえって下落幅が大きくなったと批判される。さらに、構造改革については、構造問題は突然登場したのではなく、資金流出は構造問題に対するパーセプションが変わって国際的銀行が資金回収を図ったからであり<sup>44)</sup>、「国際的な銀行のその時点での主たる懸念は借り手である途上国の銀行の短期的な外貨流動性であった・・・逆に言えば主たる懸念は構造問題といった長期的な問題の先行き見通しではなかった<sup>45)</sup>」と言われる。そして、IMFによる「構造改革の取上げにより、パーセプションはネガティブに振れた可能性がある<sup>46)</sup>」とIMFが構造改革をプログラムに挿入したことを厳しく批判される。

荒巻氏によるこの構造問題に関するIMF批判はごく簡明であり、しかも説得的である。というのは、短資流出は国際的銀行資金であり、国際的銀行が直接に懸念を持ったのは、構造問題ではなく、現地銀行の外貨流動性であるということを指摘されたからである。したがって、生じている危機を当面救うのは外貨流動性の補給であり、構造問題は再発防止策に類するものであるということ、にもかかわらず、IMFは最も重要な政策として構造問題を取り上げ、危機を深めたということがよくわかるのである。荒巻氏は、さらに、IMF内部で行なわれたプログラムの検討について言及されている<sup>47)</sup>。

氏によれば<sup>48)</sup>、プログラム実施後の検討においても、IMFは危機の源泉は金融セクターの脆弱性にありとし、基本戦略としては、構造改革と巨額のファイナンスが市場の信認を回復し資本流出を抑制することであるとする一方で、いくつかの反省点を挙げている。ファイナンスは不十分であり民間セクターの関与が必要であること、IMFファイナンスが分割方式を取ったこと、3国の経済状況の悪化を読み間違えたことである。財政政策は経済の悪化に

応じて拡張的なものへ転換されたとされているが、高金利政策については、外貨準備を使い果たしたあとでは懲罰的高金利を貸す以外に再度為替レートを固定する手段はなく、通貨下落のインパクトはそれを避けるための高金利のインパクトよりも大きかったとして、高金利政策の導入を肯定的に捉え、構造政策については、「危機の本質　つまり危機がマクロ経済の問題というよりは構造的脆弱性の結果であること　を踏まえれば、特に金融セクター・企業セクターにおける強力な構造政策なしに経済安定化を図ることは、病気の原因に対処せず症状のみに対応するもの」<sup>49)</sup>と従来の考えを繰り返している。「ただし、プログラムがあまりに多くの構造問題を取り入れすぎたのではないかとの批判は完全には避けられず、改革の適切なペースと順序づけを検討する必要がある」<sup>50)</sup>としている。

この文書は、IMF理事会で検討され（98年12月21日）、幾人かの理事は構造改革についてはプログラムとは異なるペースや順序づけを採用したり、一部は経済安定後に回すことを提案し、資本取引の自由化を適切に順序づける重要性を述べたとされる。しかし、同文書は、理事たちはプログラムの代替案をほとんど見出さなかったとまとめている<sup>51)</sup>。

要するに、IMFはプログラム実施後の経済状況の悪化があったにもかかわらず、また、日本も含め各国からの批判があったにもかかわらず、「最低限の反省点」を記すにとどまり、幾人かの理事たちの異論も押し切られた形となった。

## （２）「片務」的なIMFプログラムとIMF改革の方向

さて、それではIMFはなぜこのように「最低限の反省点」しか出せない姿勢を取ったのであろうか。それにはいくつかのことが考えられよう。第1に、IMFは1997年7月2日のタイ・パーツの暴落直前まで、少なくともタイ以外のアジア諸国に対してはマクロ経済上の不均衡を認めていなかった。それは、前にマハティール首相の講演から引用したカムドゥシュ専務理事の発言、さらに、S.フィッシャー副専務理事の「アジアの経済危機は、突出した経済成果を安定的に記録していた国々を襲ったという点で、なおさらショッキングであった」<sup>52)</sup>との発言から明らかである。それ故、プログラムに従来のマクロ調整以外の何らかの課題が中心に挿入されないと、それまでの主張と矛盾することになる。

第2に、IMFのプログラムは、元来IMF資金の借り手に種々の課題（コンディショナリティ）を課すものであって、今回の危機が国際的な銀行が資金を回収したことから発生したとしても、コンディショナリティは国際的な銀行には不問のままIMF資金の借り手に課されるのである。IMFという機関は発足当時からそうした「非対称」的な機関であって、債務国側にのみ調整を課すように作られているのである。それ故に、IMF資金の借り手に従来マクロ調整課題を課すとともに、新たな「構造問題」を提起せざるを得なかったのである。しかも、第1の点を考慮して後者の「構造問題」を重点に。

第3に、まさに、アジア各国は長年の課題である構造問題を抱えていたからである。アジア各国が対外資本自由化を行う以前から、そして、海外からの投資が始まる以前から、また、投資が始まって以後もそれは解決されなかった課題である。それを、危機発生時には直接的な関連を持たないにもかかわらず、IMFは取り上げたのである。「非対称」的機関としてのIMFがアジア諸国に課す課題はそれしかなかったのである。決して、IMFの分析力の弱さだけに帰してはならないであろう。IMFの現状の性格を温存する以上、そうならざるを得ないのである。

以上の指摘によって、エマージング市場に特有の通貨危機への対応と、本来あるべきIMF改革の方向性が見えてきたと思う。通貨危機は国際的銀行による多額の資金流入と回収によって生じたのであるから、IMF、先進各国によるアジア諸国への流動性の供給は多額に上らざるを得なかったし、本来は何らかの対外資本規制が必要となったであろう。また、資金流入がマクロ不均衡形成に関わっていたことも前に見たとおりである。資本規制の導入の是非については、これまた多くの論議があり、小論ではそれらを検討することは出来ないが、経済規模に比して膨大な短資流入を許すような現在の対外資本自由化の体制が好ましいはずがない。もちろん、短期資本規制の導入はこれまでのアジア諸国の開発戦略の変更につながろう。

IMFが、もし、「対称」的な機関であったとすれば、国際的な投資家による短期投資に対して何らかの規制を再発防止策として提起すべきであったろう。タイにおいてマクロ不均衡を形成していったのも短資流入であった。しかし、現実とはそうではなく、IMFはアジア各国への「構造問題の解決」だけをプログラムに挿入したのである。対外資本自由化の体制を維持したまま（市場の論理を維持したまま）での、「構造問題」の提起によって市場の「信認」を得ようとする資金流出防止策は、結局は、資金流出についてはしり抜けになり、資金回収だけを保証するものとなったのである。それ故、IMFプログラムは危機の進化を止めることはできず、かえって進行させたのである。IMFを対称的な性格を持つ機関に変えていくか、別の機関を設立する必要がある。アジア通貨基金構想がそれになりうるだろうか。アジア通貨基金が従来の国際機関の「非対称」的性格をもつのなら、アジア諸国にとっては意味がないであろう。

#### ・ 補論 1995年日本の為替・金融政策の転換と邦銀のアジア向け貸付の増大

さて、以上の諸論点を補う意味をこめて、95年の日本の為替・金融政策が邦銀等によるアジア向け貸付にどのような影響を与えたのか、このことについて最後に触れておきたい。

1990年代におけるアジア通貨・金融危機の発生前の局面から危機後の局面において、日本の為替・金利政策はアジア危機に対して二度の影響を与えた。一度は1995年の日米協調による為替・金融政策の転換であり、二度目は97年秋から年末にかけての日本の金融不安である。補論では紙幅の関係でこれらについて簡潔に述べる<sup>53)</sup>。とくに97年の事態についてはごく簡単



に触れるにとどまる。

#### （１）95年春の為替・金利政策の変更

1990年代初めからアジアへ大量の資金が流入していた。それを極限までに高めたのが、95年春の日本の為替・金融政策の転換であった。しかも、この政策転換はG7における協調的政策として実施されたのである。95年春の「為替相場の反転」の合意は二重に作用した。ひとつは、それまでの急テンポに進んだ円高を是正することが、環太平洋地域におけるマネーフローを変化させて、アジア地域への資金流入を極限にまで推し進め、この地域の諸矛盾を累増させたという作用と、アジア通貨・金融危機には他の諸要因がからみつつも、円安の浸透が貿易における競争力の変化を徐々にもたらし、危機の「限界的要因」として最後に作用した、という二重である。

では、なぜこの時期に政策転換がおこったのであろうか。ごく簡単に日米の経済状況を見ておこう。1991年以後、日本の経常収支黒字は増加傾向をもちつつ、他方で長期資本収支赤字はそれを下回る水準で推移し、その差額は91、92年には「金融勘定」為銀部門の多額の対外債務返済、93、94年には外貨準備の増大によってバランスされてきた。すなわち、日本が非基軸通貨国のままであるゆえに（円高の故に外貨建投資には為替差損が発生）、バブル崩壊以後の経常黒字の十全な還流機構（＝資本輸出機構）を作りえず、その結果、急激な円高が持続した。また、95年春には日本の国内景気は依然として芳しくなく、金融機関の破綻が現実のものと同噂される等、金融システム不安がより深刻になってきた。そうした中で日本銀行は4月、公定歩合を1.75%から1%に引き下げた。一層の円高の進展が景気回復に影響すること、株価の軟調が懸念されたからである。しかし、公定歩合の引き下げにもかかわらず、円・ドル相場は95年4月19日の為替市場で瞬間的に79円75銭の最高値をつけた。

他方、アメリカにも景気減速の兆しが見え、金利を引き下げなければならない状況がでてきた。しかし、ドルが下落している時期に金利の引き下げを行なうとドルの暴落につながりかねない。したがって、米金利の引き下げにはドル安を止めておく必要があった。さらに、ドル安・米金利の低下は、海外からアメリカ債券市場への資金流入を止めてしまう恐れがあった。この市場は日本からの資金に大きく依存しており、資金が引き揚げられとアメリカの経常収支赤字のファイナンスが危ぶまれることにもなり、金利が上昇し債券相場の急落が生じる可能性がでてくる。アメリカ経常収支赤字は93年の907億ドルから94年には1335億ドルに増大し、95年前半期にも同規模の赤字が進行していた<sup>54)</sup>。

かくして、95年春の時期は日米双方で円高・ドル安を是正し金利協調を実施しなければならない状況にあった。95年春のG7は円高是正のために市場介入を行なうことについて合意し、また、金利については前記したように4月に日銀は公定歩合を引き下げているが、さらに7月

に日米は協調して金融緩和を行なった。アメリカ連邦準備制度理事会はフェデラル・ファンド金利の誘導水準を0.25%引き下げ、5.75%にすると発表した。一方、日本銀行は無担保コール翌日もの金利の誘導水準について公定歩合を下回る水準に引き下げると発表し実施した。また、日本は8月に「円高是正のための海外投融資促進対策」(大蔵省)を発表した。1) 保険会社の外貨建対外貸付の解禁, 2) 保険会社による円建対外貸付の50%ルールの撤廃, 3) 非居住者ユーロ債の還流制限の完全撤廃, 4) 機関投資家保有外債の評価方法の改正, 5) 為銀に対する持高規制の緩和により円投入・外債投資の促進, 6) 公的機関による資金協力の推進, というものである<sup>55)</sup>。さらに、日本銀行は9月に公定歩合を歴史上最低の1%からさらに0.5%への引き下げを行なった。これにより日米間の短期市場金利の差は5%以上に拡大することになった。以上のような諸措置により、瞬間的に1ドル=80円を割るまでに至った為替相場もようやく是正されていった。

「円高是正のための海外投融資促進対策」における持高規制の緩和と円高・ドル安是正は、邦銀による外貨建・対外資産を一挙に増加させ、95年9月の4757億ドルから同年の12月には5927億ドルと1200億ドル近くも増加している(94年末から95年末にかけては1500億ドル以上の増加 第3表)。他方、対内・外貨建資産(欄)が9月から12月にかけて255億ドル減少し、対外および対内・外貨建負債(欄)をあわせて615億ドル減少している。したがって、この期における邦銀の外貨建・対外投資の原資のほとんどは外貨建・負債によるものではなく、外貨建・対外投資は円を外貨に換えての投資(=「外転」,「円転」とは逆の)ということになる。日本の為銀は持高規制の緩和と円安の進行という状況の下,「外転」によって外貨建での巨額の運用を急激に伸ばしたのである。それに対して、従来、邦銀による対外投資の太宗をなしていた外貨資金を調達し、外貨のまま運用する「外貨 外貨」投資はむしろ減少して

第3表 日本所在銀行<sup>1)</sup>の外貨建資産負債

	外貨資産①			外貨負債④			⑦ = ① - ④	表示の前時点より の変化(=「外転」)⑧
	対外②	対内③	対外⑤	対内⑥				
1994年12月	7,600	4,381	3,219	8,120	4,709	3,411	- 520	
95年3月	7,838	4,452	3,386	8,567	4,541	4,026	- 729	- 209
6月	8,004	4,748	3,256	8,421	4,940	3,481	- 417	312
9月	7,959	4,757	3,202	8,281	4,708	3,573	- 322	95
12月	8,874	5,927	2,947	7,666	4,556	3,110	1,208	1,530
96年12月	8,112	5,734	2,378	6,493	4,338	2,155	1,319	111

注1) 日本の銀行及び外銀在日支店

出所: BIS, *International Banking and Financial Market Developments*, Table 2E, 3Aより。

第4表 邦銀のアジア向け貸付

（億ドル）

1993年12月	1994年12月	1995年6月	1995年12月 <sup>1)</sup>	1996年12月	1997年12月
727	933	1,080	1,133	1,186	1,147

注1) 日本の国際収支表の改訂により、以前の時期とは厳密には比較できない。

出所：BIS, *The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending*, および, *Consolidated International Banking Statistics* の各号より。

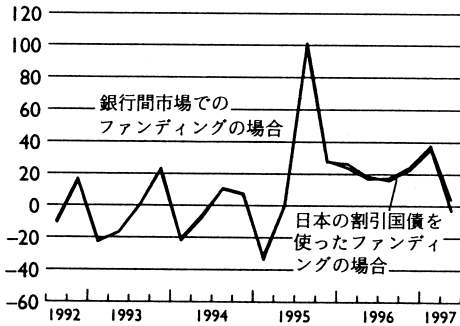
いる。それは、外貨建・対外負債が減少していることにはっきり表われている。「外貨 外貨」投資が減少したのは80年代中期以来なかったことである。

もちろん、邦銀によるこれらの外貨建・対外投資（＝「外転」投資）の過半は直接アジアに向かったのではない。それは一部であろう。おそらく、大部分はアメリカ・短期市場、ユーロダラー市場等の国際金融市場に向かったと思われる。何故なら、これらの資金の大部分は短期の裁定取引に関したものであるからである。しかし、これらの邦銀による資金の一部が国際金融市場における金融仲介を経てアジアに向けられた。すなわち、邦銀による「外転」資金の一部分がアジアへの投資の原資になったのである。

とはいえ、邦銀による「外転」資金の一部は、また直接アジアに向かっている。第4表に示されているごとく邦銀による多額のアジア向け貸付は95年にも維持されている（ちなみに、95年6月までも貸付が増大しているが、それは先に見たように「外貨 外貨」投資である）。円金利の低下が続くなかで、円金利とドル金利、アジア通貨の金利（円金利<ドル金利<アジア通貨金利）との格差が持続ないし広がり、さらに、円安が進行していく状況で、邦銀自体が次に見る「円キャリー・トレード」と同じことを行なっているのである<sup>56)</sup>。

95年の円高是正・円金利の低下以降の日本からアジア向け投資については、さらに、海外投資家による「円キャリー・トレード」について触れねばならない。「キャリー・トレード」とは簡単には低金利通貨を調達し、それを高金利通貨で運用することであるが、「円キャリー・トレード」の最も簡単な例は、円安が進行し、また、日米の金利差が持続している中で、低金利の円資金を調達し、それを直物でドルに替えて運用すれば、金利差だけでなく為替差益も得られる。円、ドル、タイ・パーツの金利は円<ドル<パーツとなっている。しかも、パーツはドルにペッグしている。円からパーツへ資金が移動するのは当然であろう。第2図を見られたい。円資金を調達し、それをタイ・パーツで運用すれば95年後半期には年率で計算して時には100%の高い利回りを獲得できた。96年に入ってから20%以上の高い利回りが確保されている。海外の投資家（商業銀行、投資銀行、年金基金、ミューチャル・ファンド、ヘッジ・ファンド等）がそのような投資の主体であるが、先に見たように邦銀も同様の投資を行なったのである。

第2図 年率計算したタイ・パーツでの円  
キャリー・トレードの利回り



出所：IMF, *Hedge Funds and Financial Market Dynamics*, 1998, p.18,

以上に見てきたように、95年春の日本の「協調的為替・金融政策」の実施は、日本から対米、対アジア、その他地域への対外投資を増加させ、国際金融市場の仲介を経て90年代のはじめから進んでいた東アジアへの資金流入を持続させ、極限にまで高めたのである。そのことによってアジア地域において蓄されていた諸矛盾を激化させ、危機の顕現を早めたのである。

## (2) 97年日本の金融不安とアジア危機

日本におけるバブルの処理の失敗から生じた1997年第4四半期における三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券の破綻は国内株価の下落を引き起こしたばかりでなく、国内短期金融市場のシュリンク、海外市場でのジャパン・プレミアム拡大をもたらした。これらがアジア危機をさらに悪化させかねない状況を作り出した。

邦銀は前に見たようにアジアへ多額の貸付を行っていたのであるが、株価下落によって銀行自身の自己資本比率が低下し、さらに短期金融市場のシュリンク、ジャパン・プレミアムの拡大によって邦銀の信用力が大きく落ち込んでいる状況下で、邦銀は一連の破綻によって動揺した国内金融機関・企業への救済とともに、アジア危機の深刻化においてアジア各国への融資継続を迫られたのである。

もちろん、一部の邦銀は、上に述べた困難から返済時期が到来したアジア向け貸付の融資継続を見直し、資金引き揚げの動きを行なった。しかし、資金引き揚げは最小限にとどめられ、結局はほとんどの邦銀はジャパン・プレミアムが拡大したにもかかわらずアジア各国への融資を欧米の銀行並に継続せねばならなかった。アジアへの融資のロールーオーバーを中断するとアジア危機を一層深め、かえって、邦銀の経営が悪化するからである<sup>57)</sup>。

かかる国内とアジア危機の状況下で、日本銀行は短期金融市場へ潤沢な資金を放出し(いわゆるゼロ金利政策への移行 国内的事情だけでこのことが論じられることが多いが、そうではないことに注意が要る)、国内金融不安を沈静化する一方、邦銀の方はジャパン・プレミアムの拡大によって現地での資金調達に困難に陥っている海外支店へ国内短期金融市場から調達した多額の資金をスワップ為替取引によりドル等の外貨資金に転換して送金したのである。また、大蔵省はジャパン・プレミアムのゆえにドル資金の調達困難に陥っている一部の邦銀に対しドル準備を「預託」して援助したのである。かくして、邦銀によるパニック的な巨額の資金引き揚げは少なくとも止められ、第5表に示されているように、邦銀は98年6月にも97年6

第5表 各国銀行のアジア向け貸付

（億ドル）

	1996年12月	1997年6月	1997年12月	1998年6月	1998年12月
日 本	1,186	1,238	1,147	985	859
ド イ ツ	417	472	487	422	398
フランス	380	404	429	354	338
イギリス	264	297	323	302	288
アメリカ	342	323	294	226	202
総 計	3,670	3,894	3,810	3,248	2,979

出所：第4表と同じ。

月のアジア向け融資残高の80%を維持しているのである（韓国向けも同様に80%を維持している<sup>58)</sup>）。

しかし、97年秋の日本における一連の金融破綻は、アジア危機をさらに深化させかねない状況であったということ、これは忘れられてはならない。また小論では触れられないが、邦銀本店の海外支店への巨額の送金は円安を一層進行させ、内外金融機関によるアジア地域外への「円キャリー・トレード」を招来させるという副産物を生んだのである<sup>59)</sup>。

注

- 1) 拙稿「エマージング市場の登場とドル体制 世界銀行の役割と機関投資家」『立命館国際研究』13巻2号、2000年12月。
- 2) 詳しくは、拙書『途上国債務危機とIMF、世界銀行』同文館、1989年参照。
- 3) 前掲拙稿「エマージング市場の登場とドル体制」。
- 4) このことについては同上拙稿参照。
- 5) 同上前稿。
- 6) 吉川久治「東アジア通貨・金融危機と資本勘定の自由化(1)」『アジア・アフリカ研究』1999年10月、28ページ。
- 7) 本山美彦『売られるアジア』新書館、2000年6月、第3章、及び前掲拙稿参照。
- 8) この間の事情は拙稿参照。
- 9) 大蔵省財政金融研究所編『ASEAN4の金融と財政の歩み 経済発展と通貨危機』1998年11月、小松正昭「インドネシアの金融部門」217ページ。
- 10) 同上、末廣 昭「タイの金融制度と金融政策」408ページ。
- 11) 同上、393-396ページ。
- 12) World Bank, *Private Capital Flows to Developing Countries : The Road to Financial Integration* (A World Bank Policy Report), 1997, p.4.
- 13) *Ibid.*, p.5.

- 14) *Ibid.*, p.6.
- 15) 荒巻健二『アジア通貨危機とIMF』日本経済評論社, 1999年10月, 80-82ページ。また, 「自己実現」的な通貨危機の「理論」については, 近藤, 中島, 林, ワイス為替研究会編『アジア通貨危機の経済学』東洋経済新報社, 1998年8月, 所収, 第3章「アジア通貨危機の理論的位置づけ」参照。
- 16) 荒巻氏が前掲書において資料として収録されているIMFの「アジア危機へのIMFの対応」(1999年1月17日)より, 同書, 216ページ。
- 17) GAO (General Accounting Office), *International Finance: Actions Taken to Reform Financial Sectors in Asia Emerging Markets*, Sep. 1999, p.4.
- 18) *Ibid.*, p.4.
- 19) 大蔵省, 外国為替等審議会, アジア金融・資本市場専門部会『アジア通貨危機に学ぶ 短期資金移動のリスクと21世紀型通貨危機』1998年5月, 要旨1ページ。
- 20) 同上, 要旨2ページ。
- 21) 同上, 要旨3ページ。
- 22) 大蔵省財政金融研究所編, 前掲書, 高坂 章「外国資本フローと東アジアのマクロ経済運営」42ページ。
- 23) 同上, 48ページ。
- 24) 同上, 42-43ページ。
- 25) 1971年のIMF固定相場制崩壊, 1992-93年のERM危機におけるポンド, リラの離脱もそうである。
- 26) 荒巻健二, 前掲書, 95ページ。
- 27) 国宗浩三編『アジア通貨危機 その原因と対応の問題点』アジア経済研究所, 2000年1月, 円居総一「アジア危機の本質, 教訓と国際金融協力」60-67ページ参照。
- 28) 同上, 67-68ページ。
- 29) 同上, 53ページ。
- 30) 同上, 69ページ。
- 31) 円居氏のこの部分の議論はあいまいで, このように把握するにはやや無理が伴うかもしれないが, 国内銀行信用の膨張メカニズム(マクロ不均衡)が関連して危機を起こしたと読み込む以外にこの氏の文章は理解できない。
- 32) UNCTAD, *Press Release*, 28 August 1998 (TAD/INF/2759) p.2. このプレス・リリースは国連貿易開発会議の1998年報告書の主要点をごく簡単に記したものである。
- 33) 国際通貨研究所, 『日本経済・金融システムの再生とアジアの将来』(国際通貨シンポジウム, 1998年6月2日), Occasional Paper No.6, 1999年, 4-5ページ。
- 34) マハティール首相の講演, 同上, 6ページ。
- 35) 同, 同上, 6ページ。
- 36) 前掲, 外国為替等審議会『アジア通貨危機に学ぶ』参考資料, 23-25ページ, 荒巻健二, 前掲書, 資料, 223-227ページ参照。
- 37) 国際通貨研究所(IIMA), 『日本経済・金融システムの再生とアジアの将来』Occasional Paper, No. 6, 13ページ。
- 38) 同上, 13ページ。
- 39) 同上, 14ページ。しかも, 金融改革のための予算措置として財政政策が考えられていることが注

目される。

- 40) 同上, 14 15ページ。
- 41) 外為審, 前掲書, 本文, 17ページ。
- 42) 同上, 要旨, 3ページ。
- 43) 荒巻氏の前掲書, 129 140ページ参照。
- 44) 同上, 137ページ。氏の構造問題に対するパーセプションの変化からパニック的に資金流出が生じたという主張については, 前節において検討し若干の批判を行なった。
- 45) 同上, 95ページ。
- 46) 同上, 138ページ。
- 47) これは, IMF, *IMF-Supported Programs in Indonesia, Korea and Thailand*, June, 1999, Occasional Paper No.178として刊行された。筆者はこのペーパーを入手しているが, 執筆時の留学中に手元になく, 小論においては荒巻氏の検討に依拠する。
- 48) 荒巻前掲書, 147 150ページ。
- 49) 同上, 149ページ。
- 50) 同上, 150ページ。
- 51) 同上, 150 151ページ。理事会のまとめはカムドゥッシュ専務理事によるもの。
- 52) 前掲, 国際通貨研究所, Occasional Paper, No.6, 12ページ。
- 53) 95年春の為替・金融政策の変更については次の拙稿において詳しく論じた。「環太平洋地域のマネーフローと金融通貨危機」『経済』1998年4月号。
- 54) *Survey of Current Business*, July 1997, p.56, p.65.
- 55) 『日本銀行月報』1995年10月, 75 76ページ。
- 56) 機関投資家による証券投資については注において少しだけ記しておこう。日本の機関投資家による対外証券投資は90年代前半期における急激な円高によって停滞していたのが, 95年の協調的政策をうけて, 95年の終わりから増加していく。95年8月の対外投融資促進の「規制緩和策の発表によって直ちに日本人による海外資産の購入が生じることはなかったが・・・日本の投資家が既存の対外資産に対する通貨ヘッジを取り崩し」(「財務省および連邦準備の外国為替操作, 1995年7 - 9月」『東銀経済四季報』96年, 138ページ), これが円高傾向を止める重要な一要因になった。そして, 機関投資家による対外証券投資が本格的に増大するのは96年に入ってからである。日本の金融機関による外国証券保有の増加額が95年の1兆2100億円から96年には6兆4200億円に増加している(日本銀行『経済統計月報』)。もちろん, 日本の機関投資家による対外証券投資の大部分は対米証券投資である。しかし, 日本の対米投資がアメリカの経常収支赤字をファイナンスし, アメリカの対外投資「余剰」を作って, アメリカによるアジアを含む各国への対外投資を促進させたのである。
- 57) 97年11月の北海道拓殖銀行の倒産をきっかけに一部の銀行が, 韓国への貸付を引き揚げ, 国内の金融機関の救済に乗り出すと, かつて韓国の危機を深めることになり, また, 山一証券の自主廃業も阻止出来なかった(高橋, 関, 佐野『アジア金融危機』東洋経済新報社, 1998年8月, ii ページ参照)。さらに, 邦銀の韓国への貸付の見直しは, 韓国の銀行の東南アジア向け融資の見直しへとつながる危険性があった(同, 76ページ参照)。
- 58) 第5表と同様のBISの統計より(紙幅の関係で割愛)。
- 59) 拙稿「金融不安下の円・ドル相場の規定因 ジャパン・プレミアムの拡大と円キャリー・トレード」『証券経済研究』第20号, 1999年7月参照。なお, ここでは97年秋以後の「円キャリ

「・・・トレード」に触れる余裕はない。

(2000年11月2日脱稿 ロンドンにて)

## Some Points in Dispute on the Asian Crisis

This paper is a sequel to my paper: Emerging Markets in the Dollar System, which was published in this Magazine at Dec. 2000. This paper will examine closely some points in dispute on the Asian crisis. Through this examination, we will be able to acquire an economic overall image on the Asian crisis.

This paper will examine following points;1) at what points does the Asian crisis differ from debt crisis in the 1980s? 2) what kind of money was money which went away from Asian countries? 3) why did money go away suddenly from Asian countries? Because of problems in banking systems in Asian countries, or unbalances of macro economies? 4) why did IMF Programs become invalid in stopping developments of the Asian crisis? And why did IMF stick to own Programs?

In the final chapter, moreover, this paper will suggest that changes of Japanese foreign exchange and financial policies in 1995 affected money flows into Asian countries. Money flows into Asian countries had reached the limit of moderation at 1995. But money continued to flow to Asia because of changes of Japanese economic policies, or the correction of a steep appreciation of the yen and the lowering of the bank rate.

(OKUDA, Hiroshi 本学部教授)