

May 17, 1999

No.5, 1999

IIMA

Institute for International Monetary Affairs

Newsletter

財団法人国際通貨研究所

アジア経済の回復に日本が果たす役割

(財) 国際通貨研究所
理事長 行天豊雄

東アジア危機の経緯

東アジアの金融危機は、その強烈な影響を被った全ての人々にとって実に衝撃的な経験であった。タイで始まった通貨危機は、急速に近隣諸国に広まり、それらの国々の為替と株式はすさまじい売り注文の波状攻撃に晒された。いくつかの通貨は3分の2の価値を失い、株価は3分の1以上下落した。輸入需要の萎縮は、世界中の製造業とエネルギー産業に悪影響を及ぼした。業績悪化企業の増大は、先進国の金融業者と投資家のバランスシートをも悪化させた。最も厳しい打撃を受けたのは、もちろん、雇用面、収入面、そして生活水準面で厳しい痛手を被った数百万人にのぼる東アジア地域の住民であった。東アジアの経済は、現在は最悪の時期を脱したと

はいえ、ダメージから完全に回復するには、少なくともあと数年は掛かるであろう。何故なら、いくつかの国では、状況は依然不安定であり、それらを含めて東アジアの全ての諸国がいまだに厳しいリストラの最中にあるからである。

今回の危機は複合した要因によって引き起こされた。最も基本的な要因は、世界経済全体の変化を認識し、それに適応していくことができなかったことである。もう少し具体的に言えば、80年代以降、国際的な資金の流れは巨大な規模になり、より早く、一層自由に動くようになったため、どの国の経済もそれが持つ大きな影響力から逃れられなくなった。また、通信技術の進歩により、数百万人の有権者、納税者、株主、及び消費者は、即座に同じ情報を共

有することができるようになり、この情報革命が、企業運営と政府統治、双方の性格とメカニズムとを根本的に変えることとなった。そのキーワードは、透明性とアカウンタビリティ（説明責任）である。

ところが、東アジアは、過去に経済的成功を成し遂げた実績があったことが災いして、伝統的な経済運営方法を迅速に変えていくことが出来なかった。その金融セクターと金融監督制度は強化されず、不透明なまま放置されていた。商取引は、高成長が永遠に続くという何の保証もない仮定の上に行われ、為替政策も硬直的なままであった。その結果、東アジアは世界の潮流から取り残され、世界的標準との格差は拡大し、市場に受け入れられなくなる潜在的なリスクを高めることとなった。

タイの通貨危機とその危機の近隣諸国への急速な伝染の直接的原因は、東アジア経済に対する市場心理の急変によって引き起こされた、短期資本の急激な流出であった。市場は東アジアの奇跡に長らく魅了されていた。そして、自らの誤解に気付いた時、市場はもう一方の極端に向かって動いた訳である。

危機は様々な形となって現れた。深刻な外貨流動性の不足、通貨価値の下落による対外債務負担の急激な増大、貿易金融の麻痺、株式市場の崩壊など。

危機の背景にある要因が複合しており、危機の症状が様々であるため、危機への対応策として色々な手法を組み合わせる必要があったことは明らかである。先ず最初に、外貨準備を補い貿易取引を停止させないために、外貨流動性の緊急注入が必要であった。次に、市場心理の改善が重要であ

り、この点では厳格なマクロ経済政策についてのIMFとの合意がポジティブなインパクトをもたらした。ところが、IMF自身が東アジアの問題はむしろ構造的なものであるという議論をし始めたため、市場心理の改善は途中で失速した。ただ、初期の外貨危機の衝撃は何とか抑えられたと言えるだろう。

東アジア経済の現状

東アジア経済は、現在、復興への第2段階にある。この段階の目標は、経済を実現可能で持続可能な成長軌道に乗せることである。そのために銀行と企業のバランスシートの改善が不可欠であるが、それは容易なことではない。なぜなら広範囲な企業のリストラとビジネス環境全体の改善を同時に行う必要があるからである。リストラはつらい外科手術だが、成し遂げねばならず、同時に経済的、社会的、政治的ショックで企業を潰してしまうことがないように、痛み止めも必要である。つまり、財政政策、金融政策は、経済成長を阻害するような過度に緊縮的なものであってはならない。しかし、企業のリストラの方も本気で取り組まなければならない。それが市場の信認を維持する唯一の方法であるからである。これら2つのことを同時に達成することは、経済を復興させるための全体のプロセスの中でも最も難しい事柄であるといえよう。

経済復興の道程の第3段階は、東アジア諸国が、かつて最も適当な時期に取り組まなかった経済的、社会的、政治的インフラの改革を実行することである。

東アジア危機が、日本を含む全てのアジ

ア諸国に、多くの教訓を残したことは明らかである。我々日本人は、日本と東アジアとの相互依存関係の大きさと、共に似たような問題を抱えていることを思い知らされた。今や、東アジア諸国がなすべきことは、経済の復興と危機の再発防止のために協力し合うことである。そして日本は、その実現のために果たすべき役割を十分認識している。私の考えでは、日本が最大限努力しなければならない主要なテーマは次の5つである。

- 1) 日本の輸入市場の拡大
- 2) 日本の銀行の再生
- 3) 公的な資金援助の拡大
- 4) 円相場の安定
- 5) 域内での自助の枠組みの創設

日本の役割 - 輸入市場の拡大と銀行の再生 -

最初の2つのテーマは明らかに日本経済の復興と持続的な成長に繋がることである。過去 20 年間、東アジアの経済はすばらしい成長を達成したが、その GDP 規模の総計（ASEAN、アジア NIES、中国を含む）がちょうど日本経済の2分の1に相当していることは注目されるべきである。日本市場は東アジアの域外輸出の 35%を吸収し、東アジアの域外債務の 37%は日本に対するものである。東アジアの製品、サービスに対する日本市場の安定的な拡大と、日本の金融システムを通して東アジアへ資本を効率的かつ安定的に循環させることが、東アジアの経済にとって極めて重要である。

この点については、92年以降の日本経済の停滞と金融システムの脆弱化が、東アジ

ア危機の不吉な背景となった。特に不適切だったのは、97年春に採られた厳しい財政引締政策であった。当時の日本人の多くは、景気回復の勢いが財政引締めによるマイナス効果に打ち勝つほど十分に強いと楽観的だったが、これが事態悪化の転換点となった。残念なことに、海外の懸念が正しいかったことが証明された。日本の GDP は96年度に 4.4%成長したが、97年度は一転して 0.4%のマイナス成長となり、先月終わったばかりの98年度の GDP 成長率は 2.5%とさらに悪化した。この99年度については、日本政府は 0.5%のプラス成長を見込んでいるが、私はそれほど楽観的ではない。

日本の金融システムの脆弱さは、主として90年代初めのバブル経済の終焉後に残された膨大な金額の不良債権が原因であった。監督当局や経営者が好む漸進的で小出しの対策を採ったこと、更には、実情についての正確な情報開示が徹底されなかったことによって、状況は悪化した。あとから考えてみると、日本の金融システムに対する市場の信認を大きく損なうこととなった点で、それらは重大なミスであった。市場の信認を得るには何年もかかるが、壊すことはたった1日でできる。97年11月に大手銀行と大手証券会社の一連の破綻が起こった。それらの金融機関は、長い間、難題を抱え込んでいるのではと噂されていたのだが、それに止めの一撃を加えたのは市場であった。悲観的なニュースが瞬く間に市場に流れたため、それら金融機関はインターバンク市場からの資金調達の途を絶たれ、息の根を止められることとなった。その時市場は極めて懐疑的な見方に支

配され、次に破綻する金融機関を探し廻るような、疑心暗鬼な状態に陥っていた。しかしこの時は、政府と日銀が金融機関への国内外での流動性供給をコミットしたことにより、間一髪のタイミングでパニックの広がりを防止することは出来た。

しかし、この経験がもたらした1つの前向きな成果は、日本政府と日本の政治家がとうとう事の重大さに気付き、特に昨年7月以降、小淵内閣が一連の重要な政策の取り上げを決断したことである。インフラ整備のための莫大な公共投資が認められ、資金が投入されつつある。8兆円（650億ドル）に及ぶ大規模減税が実行され、また所得税の最高税率が65%から50%まで下げられ、法人税率が47%から40%まで下げられた。

銀行の再活性化のため、昨年秋に2つの病んだ大手銀行が国営化され、更に本年3月には、資本基盤を強化し、不良資産の処理を促し積極的な貸出を再開できるように、7.5兆円の公的資金が銀行に注入された。監督当局と市場の両方からの強いプレッシャーを受けて、日本の銀行は本気でリストラに向けた努力を始めている。合理化、子会社売却、合併、戦略的提携などを含む企業再編は、至るところで進んでおり、外国企業も積極的にそれに関与している。日本の金融サービス産業の風景は、数年後にはまったく違ったものになると断言できるだろう。

監督体制の見直しもまた進んでいる。金融再生委員会、金融監督庁、日本版RTCのような新しい政府機関が作られ、既に軌道に乗り機能している。大蔵省は分割され、日銀は金融政策の唯一の所轄官庁として

完全に独立した。大ざっぱに言って、日本の経済と金融部門の再生に向けての努力が、真剣で頼もしいスタートを切ったとは言えるであろう。

今日現在、日本経済が依然として収縮していることは事実である。しかし、工業生産、住宅着工、在庫調整、消費、及び株式市場を含む様々な部門で、希望を示す微かな光が増えてきている。信頼感指数は顕著に改善している。前述した通り、今年の経済成長率はまだマイナスかも知れないが、年末までには経済の収縮は止まり、回復軌道に入るであろう。

日本の役割 公的資金援助の拡大

日本が取り組むべき三番目のテーマ、即ち東アジア地域への公的資金援助の拡大も重要である。巨額の国内貯蓄と経常収支黒字を持つ日本は、投機目的でない資本が、円滑かつ効率的に、東アジア地域に流れるように仲介する重要な役割を果たすことを期待されている。正常な環境下では、民間金融機関が主要なプレーヤーであるべきではあるが、前述した通り、日本の銀行はまだ病み上がりの段階で、金融仲介機能を十分に果たせないでいる。従って、民間金融機関が十分に体力を回復するまでの間、公的機関がそのギャップを満たす必要がある。この点では、日本は著しい努力をして来た。東アジア危機の端緒から、日本輸出入銀行（EXIM）、海外経済協力基金（OECF）を通して、またアジア開発銀行（ADB）、国際復興開発銀行（IBRD）、国際通貨基金（IMF）との協力を通して、日本は通貨危機に遭遇した国々に対して、様々な形での金融支援を、新宮澤構想も含

めて、コミットしており、その総額は637億ドルに上る。日本は更にこの面での支援を拡大していこう。

日本の役割 円相場の安定

日本の役割の四番目は、円・ドル為替相場の安定性の維持である。いわゆるドルペッグ・システムが東アジア危機の主な犯人であったというのが、現在の共通した見方である。あの時、通貨危機遭遇国が、顕在化しつつあった自国の経済ファンダメンタルズの不均衡を無視し、適切に自国通貨の為替相場を調整しなかったことは確かに事実である。その点では、為替政策の硬直性が危機の原因であるといえる。

しかしもっと重要なことは、通貨危機遭遇国の貿易に占める割合の多い円に対して、ドル自身が激しく変動したという事実である。1ドルの価値は、85年の246円から95年には79円まで低下した。その後98年に140円まで回復し、それから再び109円に下落した。85年から95年までの10年間のドル安の流れは、東アジア諸国に予期せぬ貿易黒字をもたらした。95年に始まったドル高への反転は、東アジア諸国の過度の価格優位性を消し、経常収支を悪化させ、それがそれらの国に対する市場の信認を傷つけ、危機発生の土壌を作り上げることとなった。

言い換えれば、東アジア危機について非難されるべきは、ドル・ペッグシステムではなく、経済ファンダメンタルズの不均衡を無視したことと、円・ドル為替相場の荒っぽい変動にあった。当時のアメリカと日本の経済状況の比較からは、このような荒っぽい為替変動を説明し、正当化すること

は出来ない。それは、巨額に上る移り気な資金と、気まぐれな情報が引き金となり得る市場参加者の集団心理行動との組み合わせの結果である。

私は固定為替相場への回帰を提唱している訳ではなく、硬直的な為替相場の維持を主張している訳でもない。為替相場はその時々国際収支、インフレ率、金利水準などの経済ファンダメンタルズの状況を反映して変動すべきものとする。申し上げたいのは、為替相場が過度に変動する場合、政策変更による調整を難しくする傾向にあり、その結果、為替相場の合理的な予測を不可能にし、貿易と投資の意志決定をゆがめてしまうということである。85年以降の円・ドル為替相場の荒っぽい変動が、日本経済だけでなく東アジア諸国の経済に重大な歪みをもたらしたことは明らかである。もし円・ドル為替相場が適度に安定し続けていたならば、東アジアの危機の深刻さはかなり和らげられたであろうと思っている。

とは言うものの、どのように為替相場の安定を実現するかは、また別のテーマである。理論的な分析とか、経験上の観察とか、あるいは現実の動向から、為替相場を安定させることはそもそも無理な話だという意見は少なからず存在する。

今、これについて議論する時間は無いが、もし為替相場の安定が好ましいという広い認識があるならば、我々はそれを実現するための方法を追求すべきである。最初に採られるべき最も重要なステップは、関係諸国が為替相場安定の重要性の認識とそのために協力し合うことについて、共同で公式にコミットすることである。その上で、

相互に容認できる「安定性」の範囲について合意するための現実的な方法と、その目標を実現するための様々な手段を議論すべきである。この問題についてもまた、日本はIMF及び他の主要通貨国と協力する意思があり、それを切望していると思う。

日本の役割 域内自助の枠組み創設への協力

日本の役割の五番目は、東アジア地域内での自助の枠組みを作り上げるために、イニシアチブを取ることである。

東アジア危機は地域内での協力強化の必要性を痛感させた。あのように広範囲で深刻な危機に直面しながら、ASEAN、日本、中国のいずれもが、敏速に強力なイニシアチブをとって、総括的かつ効果的に対処する地域的及び国際的な方策を喚起することが出来なかったことは、誠に残念であった。つまり、東アジアは結束力の不足を露呈したとも言えよう。域内における貿易取引と資本取引が増大したにもかかわらず、東アジアは依然として多種多様な国家経済の集合体である。

世界の他の地域に目を移すと、ヨーロッパは共同経済体を作るために急速に行動しており、北アメリカは地域経済の集中を容易にするための枠組みを確立した。要するに、排他的な地域構造を実現するためにヨーロッパとアメリカは着実に行動しており、域内での相互支援と協力を促進する様々な制度あるいは事実上の協定を確立している。

東アジアは多くの点でヨーロッパやアメリカとは全く異なり、地域の結束の制度化を急ぐことは、非現実的で好ましくない

ことは明らかである。しかし相互依存の度合いが高いことを考えれば、経済危機の再発を防止し、安定した地域開発を実現するために、東アジア諸国が自助努力を容易にする実際的な取り決めを持つことは重要であると考えられる。そのような取り決めは、正確な情報交換、厳正で客観的な相互アドバイス、緊急融資メカニズム、民間部門の悪化したバランスシートを改善するための実用的な方策、安定的な為替相場協定、効率的な決済システムなどを含むものとなる。

これらを成功させるためには、全ての東アジア域内国がそのような取り決めの必要性和価値を認めることが必要である。今回の東アジア危機は、東アジアのリーダー達に地域経済の安定と繁栄を守るための方法と手段をまじめに議論するきっかけを与えたと思う。

緊急融資メカニズムの設置

金融危機の初期段階でそれに対処するために、東アジア地域が緊急融資メカニズムを持つことが非常に望ましいと考える。

東アジア危機は短期資本の流れの急激な反転によって引き起こされた。通貨危機遭遇国は、当初、市場介入によって資金流出に立ち向かおうとしたが、外貨準備がすぐに底をついたため、市場介入による対応策は放棄された。その結果、通貨価値は調節に必要なレベルを大きく超えて急激に低下し、外貨流動性の不足が深刻化した。対外債務負担が急増し、債務不履行が広まっていった。産業界では必要な原材料や部品の輸入に必要なファイナンスを手当出来ず、輸出業者は信用状を得られなくなっ

た。つまり、国の経済の根幹部分が重大な損害を被り、そのため銀行と企業のバランスシートに大きな傷跡を残すこととなった。

そのような危機拡大が再び起こらないようにするためには、金融危機で最初に打撃を被る国に、迅速に十分な金融を提供するメカニズムを作ることが望まれる。提供される金融は通貨価値の過度な低下の防止と、貿易関連産業を稼働させ続けるために使われるべきである。

私見では、そのようなメカニズムは、IMFの地域的な一機関として確立できると思う。それが上手く機能するためには、高い機動性を持たせる必要があり、それには、東アジア諸国に通常以上の拠出金を負担させると共に、その見返りとして通常以上の voting right を与えて、ある程度の裁量権を持たせるべきであろう。

東アジアはそのような新しい機構を設立するには適した場所であろう。より密接な域内協力が必要との認識が増えれば、域内に合計6千億ドルに上る公的外貨準備が

保持されていることもあり、この機構の設立はより一層現実味を帯びて来ることになろう。そして日本がその実現に向けて、主要な役割を率先して果たしていくものと信じている。

以上に述べた日本の役割は、どれも簡単に実行できるものではないし、私は、日本がそれらのことを容易に実行できるとは少しも思っていない。今夜、私がお伝えしたいメッセージは、日本は自らの役割を認識しており、そのために最大限の努力をするだろうということである。

私は東アジアの将来を信じている。なぜなら、この四半世紀の間に東アジアの素晴らしい発展に寄与していたすべての要因が、まだそのまま残っているからである。高い貯蓄率、豊富な投資機会、若々しい人々、教育の尊重、ダイナミックな企業家精神の全てがそこにはある。私たちがよりよい将来を強く確信し、創造的破壊の苦痛に耐える覚悟があるならば、東アジア経済の力強い復興は必ず実現するであろう。

©1997 Institute for International Monetary Affairs (財団法人国際通貨研究所)
All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 2-2, Nihombashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo
103-0021, Japan
Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp
URL: <http://www.iima.or.jp/>