

August 23, 1999

No.7, 1999

# IIMA

Institute for International Monetary Affairs

## Newsletter

財団法人国際通貨研究所

### 最近の金融危機とその影響

(財) 国際通貨研究所  
理事長 行天豊雄

#### 東アジア危機の経緯

過去2年間に世界経済を襲った一連の金融危機は我々に思案すべき多くの教訓を残した。これらの金融危機は、将来再び起こるかもしれない同様の危機をいかに未然に防ぎ、また不幸にして金融危機が起きてしまった場合どのように対処すべきかを、我々に考えさせることとなったのである。事実、最近ドイツのケルンで開催されたG7では、各国首脳および大蔵大臣により国際金融システムの強化について集中的に議論が行れたが、国際金融システムを強化する方策について更に研究を行い、具体的な施策を打ち出すことで合意がなされた。

最近の金融危機がもたらした結果から考えると、私には、従来からあるコンセンサスについて真剣な見直しを促している5つの問題があると思われる。これら5つの問題とは、為替相場制度、資本移動の取扱い、国際的な最後の貸し手、各国間の政策協調、そしてIMFの改革 - のことである。

金融危機に襲われた国や地域は、鍵となるこれら5つの分野における彼ら自身の問題に対処するため、特別な対策を組み合わせたパッケージを必要としている。問題の多くは、世界共通のものであるが、問題のいくつかはその国・地域固有のものである。大切なことは、グローバル化した経済のもとにある国や地域が目指している方向と矛盾しない、特別な対策をいかに生み出すかということである。

国際金融システムの再検討の問題は、1997年の東アジア通貨危機がもたらした金融シス

テムの不安定性に端を発し、1998年に世界で同時併行的に発生した金融危機の結果、世界的な関心を集めるようになった。私は東アジア通貨危機の文脈の中で上記5つの問題点の今日的な特徴について簡単に再検討してみたい。また、政策担当者の一考に値するとともに必要でかつ望ましいと私が考える、いくつかの特別な対策についても議論してみたい。

## 為替相場制度

東アジア地域で金融危機に襲われた多くの国において、長年採られてきた硬直的な為替相場制度が金融危機を生み出す原因となったとの議論はもっともな主張であろう。金融危機に見舞われた国が硬直的な為替相場を突然放棄したことで、長年それに依存してきたその国の経済が必要以上に大きな影響を受ける結果となったのである。確かに、為替相場制度が硬直的であったがゆえに、当該国政府が為替リスクを保証しているという誤った考えが形成され、必要以上の外国資本流入を促したことは否定できない。また為替相場制度の硬直性は、当該国経済をその国際的価格競争力の変化に対して無防備の状況に置いたのである。東アジア地域の多くの国で採られてきた、いわゆる「ドル・ペッグ・システム」が、為替相場制度が硬直的となった真犯人であり、それ故非難されるべきであるということは、今やほとんどコンセンサスとなっている。事実、金融危機に襲われた国のドル・ペッグ・システムが、既に述べたようなダメージを当該国経済に与えるよう機能してしまったのである。

しかしながら、我々はドル・ペッグ・システムそれ自体は真犯人ではなく、むしろ他の要因がドル・ペッグ・システムを悪役にしてしまったということを認識しなくてはならない。それに対して、私は2つの大きな要因を例証できる。一つは、当該国経済に内在する不均衡であり、もう一つはドル・円相場の不安定性（volatility）である。ブレトン・ウッズ体制という固定相場制度のもとでさえ、国はその経済に基礎的不均衡が存在するとき、その平価を是正することを求められた。東アジアで金融危機に襲われた国の多くには、貯蓄・投資ギャップ、インフレ・ギャップ、金利ギャップに現れた不均衡が存在しており、これらの不均衡は、確かに、より大きな柔軟性をもった為替相場制度を必要としていたのである。残念ながら、これらの国々は、硬直的な為替相場制度が持つ便益がリスクを上回ると考えていたので、当該制度が持つ危険性を過小評価していた。同時に、この地域の国々は国際取引には例えばドルと円といった2つの通貨を使用しなくてはならないにもかかわらず、ドル・ペッグ・システムを採っていたために、不本意ながらも突然彼らの国際競争力を変化させ、不均衡を拡大させてしまう、激しいドル・円相場の変動に直面したのである。対円でドルの価値は1985年の246円から1995年には79円、1998年には140円へと変動した。ドル・円の為替相場は基本的にはアメリカと日本という二国間の問題であるし、アメリカ人の中には、ドル・円の為替相場はアメリカにとって日本ほど重要ではないため日本の問題であると主張するものさえいる。しかしながら、少なくとも過去においては、為替相場を保護主義の脅威と合わせ、二国間交渉の道具としてよく使ったのは、アメリカの方であった。

それゆえ、第一に、東アジア地域の小規模で開放された国は、もし自国の経済に簡単には回復できない不均衡が存在するならば、柔軟な為替相場政策を採らなくてはならないのである。同じように重要なのは、アメリカと日本がもっと真剣に協力し、安定的で予測可能なドル・円の為替相場を実現することである。いわゆる「バスケット・アプローチ」と呼ばれているものは、ドル・円の為替相場変動の悪影響を改善するかもしれないが、技術的な問題が大きいし、ドル・円の為替相場変動がもたらすダメージを完全に払拭することはできないからである。

## 資本移動規制の取扱い

東アジア金融危機の最も直接的な原因は、この地域の国々からの急激で巨額の資本の流出であった。この急激で巨額の資本の流出は、過去にしばしば経験した「経常収支の危機」とは違う「資本収支の危機」として東アジア金融危機を区別するものである。無論、東アジア金融危機の全過程を理解するためには、我々はまず最初に何故このような巨額の資本流入があったのか、どのようにしてその資本流入が国内のマクロ経済バランスを歪めたのか、そして何が資本流出の引き金になったのかを調査しなくてはならない。しかし、もし仮に実際に行われた以上にうまく資本移動が統制されていたならば、危機の苦しみはより軽減されたであろうということを、我々は否定できないであろう。この点において、先進国の為政者、産業界、学界、メディアは、資本移動が発展途上国の国々にもたらす問題の重要性をなかなか認識できなかったし、また認識しようとしなかったと言わざるを得ない。投機的な資本移動からマレーシアを守ろうと、マハティール首相が必死に努力するなかで、資本移動規制を発表したときに彼に向けられた悪意に満ちた非難と皮肉を込めた嘲笑を、我々は安易に忘れるべきではないだろう。マレーシアが資本移動規制を導入したことで、同国経済の順調な回復に対しいまだに多くの人々が懸念を表明していることを私は承知しているが、資本移動規制の導入後、マレーシアはIMFの支援を受けることなく東アジア金融危機の伝染の波を何とかしのぎ、最近国際資本市場に復帰し起債に成功したことは認めなくてはならない。

今我々に必要なことは、緊急時において必要とされる資本規制対策パッケージの中身と資本自由化を適切に段階的に実施する方法とにかかるといえる、国際的な合意である。流入した資本に対して発展途上国が追加的に準備預金を課したり、別な金利を適用するといったような、市場志向的な対策は確かに望ましいアプローチであろう。また、先進国は自分たちの経験から貴重なアドバイスを発展途上国に対し提供することもできる。しかしながら、結局のところ、資本移動規制が持つメリットとデメリットのバランスを熟慮しなくてはならないのは、資本を受け入れる当の発展途上国自身である。

## 国際的な最後の貸し手

東アジア諸国が金融危機に襲われた時、最初の症状は急激な外貨流動性不足であった。これらの国の公的な外貨準備は無益な介入を行った結果、枯渇してしまったのである。また、地場通貨の為替相場が急激に下落してしまったため、外貨建て債務をヘッジしなかった地場の銀行や企業は莫大な債務返済負担を負い、バランスシートが著しく傷ついてしまった。このようにして通貨危機は金融システムの危機を招き、これらが当該国の危機をさらに深刻化させていった。企業は原料や部品や資本財といった必需品を輸入したくても資金を融通してもらうことができなくなり、輸出業者は信用状に基づく輸出を買い取ってもらうことができなくなってしまった。この結果、企業倒産は増大した。言い換えれば、実体経済が崩壊してしまったのである。

経済がそのような危機の襲来に遭遇したとき最も必要とされる投棄は、外貨と地場通貨の流動性を十分に素早く注入することである。当該国の中央銀行は、当然当該地場通貨の最後の貸し手としての役割を演じることになる。もっと難しい問題は、誰が当該国に外貨の流動性を供給するかということである。この点に関し、1994年12月20日に起こったメキシコ通貨危機の場合には、1995年1月31日までに500億ドルの国際的な救援パッケージが実施された。アメリカによる強いイニシアチブがそのように素早い行動を可能にしたのである。しかし残念ながら東アジア金融危機の場合、そのような素早い救援パッケージは具体化しなかった。将来の金融危機において、メキシコ型の救援がいつでも利用可能と期待するのは現実的でない、ということをおは言っておかなくてはならない。もしそうであるならば、残された選択肢は当該国と緊密な相互依存関係をもち、利害を共有する地域の国々が主に行う信用供与の仕組みの創設であろう。そのような仕組みの成功の鍵は、高度な機動性を確保するため、当該地域メンバー各国が大部分資金拠出を行い、議決権で多数決を占めることである。そうすることが出来れば、IMFの地域的機関となるであろう。東アジア諸国が保有する公的外貨準備が6,000億ドルであることを考えれば、東アジアはそのようなアイデアを試すのに適した場所であろうと私は信じている。

## 各国間の政策協調

東アジア金融危機という猛攻撃は誰も予想出来なかった。後から考えてみると、東アジアの国々でリスクが増大し、経済不均衡が一層悪化しつつあることを示す、多くのシグナルがあったと論じることができる。それにもかかわらず、これらの危険を事前に予防し是正すべきだという懸念は、東アジア全体には存在しなかったのである。このことは、全ての東アジア諸国にとって痛烈な反省事項となっている。東アジアには確かに信用できる情報と透明性が欠如していた。しかしながら、最大の欠陥は、東アジアには共通の関心を共有する国々がお互いの経済状態や政策について継続的な監視を行い、また同等の立場の者からの圧力を利

用した公正で率直な意見交換ができるフォーラムが無かったことである。G7の国々は仲間内で相互の監視と政策協調の枠組みを作り上げる努力を長い間行ってきた。しかしながら、東アジア金融危機の経験はG7タイプの努力だけでは十分ではないことを示した。東アジアには、地域内の状況にもっと焦点をあて、関連する対話が行える、別なフォーラムが必要である。そのようなフォーラムはIMFの総務会や、理事会の下部組織としてIMFの中に設立することが出来るであろうし、国際的な開発金融機関や地域的な開発機関の参加も可能であろう。またそのフォーラムでは、地域における適切な為替相場政策や、決済システムの整備・改善、銀行や企業のバランス・シートの健全性維持についても研究されることが望ましい。

## IMFの役割

たまたま最後に述べることとなったが、国際通貨制度の改革を議論するとき、IMFの機能を今後どのように改善していくかは特に重要な問題である。50年前、IMFはブレトンウッズ体制を支える機関として設立された。その当時IMFの任務は明快であった。それは為替相場の安定性と、国際収支の均衡を追求することであった。ブレトンウッズ体制が崩壊し、為替相場の変動と自由な国際資本移動が現実のものとなったとき、IMFが設立当初持っていた役割は不適切なものとなった。後から考えてみると、我々はIMFの根本的な役割と責任について再検討と再定義を行っておくべきであった。しかしながら、石油ショックや数々の通貨危機、冷戦構造の終焉など一連の出来事に対して緊急の対応を求められるうちに、明かな再定義がなされぬまま、IMFの役割と責任は徐々に増加していったのである。現在、IMFはあらゆる種類の危機を解決する機関として機能している。

急速に変化する経済環境の下では、IMFの役割変化は避けられない発展であったと主張する者もいるかもしれない。しかしながら、世界経済におけるIMFの役割の明確な定義が欠如していることについて不安感が増大してきているのもまた事実である。特に最近の金融危機では、危機に襲われた一部の国に対してIMFが誤った処方箋を実施したために一層危機を増幅させる結果を招いたが、そのためIMFの役割に対する不安は一層強くなった。またIMF自体に透明性と説明責任が欠如しているとの批判もある。

結論に移ろう。IMF改革についてはその努力が向けられるべき方向性さえ加盟各国の意見一致を見ていないのだから、今はIMF改革を行うのに適切な時期ではないと思う。とは言うものの、加盟国から見てIMFが一層利用し易くIMFから一層効果的なサービスを受けられるよう、IMFの組織と機能の改革にIMFの主要な出資国がもっと関わっていくことは、重要であるし実行可能であると私は信じている。

国際金融システムの改革に対する関心は、過去何度か危機の余韻がまだ鮮明に残っている時、高まったことがある。しかしながらその改革への情熱は、我々が何とか危機を乗り切ってしまうにつれ急速に消滅してしまった。もし我々が国際金融システムの改革を怠ると同じ過ちを再び繰り返すならば、次の金融危機が我々を襲った時、我々は自分たちの怠慢を

後悔することになるのではないだろうか。

(この論文は、1999年6月19日に行った講演の和訳である。)

---

©1999 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 Hongokuchō 1-chōme, Chūō-ku, Tokyo  
103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

URL: <http://www.iima.or.jp/>