

March 10, 1998
No.1, 1998

IIMA

Institute for International Monetary Affairs

Newsletter

財団法人国際通貨研究所

「アジアの経済危機 —日本と地域の将来—」

(財) 国際通貨研究所
理事長 行天 豊雄

昨年4月にタイを襲った通貨危機は、その後急速に東アジア全域に伝播し、各国の為替市場と株式市場は巨大な売り圧力に見舞われた。通貨価値が3分の1になったり、株価が3分の1以上下落した国もあった。今回の危機が長引く中で、経済成長は急激に減速、失業は増加、輸入は減少し、東アジアの混乱が米国、日本及び欧州経済に無視できないダメージを与え、さらには世界金融市場を崩壊させるのではないかとの懸念すら高まりつつある。

こうした状況に対して、混乱を鎮めようとの努力がなされている。IMFは他の国際機関や先進諸国と協力し、マクロ経済並びに構造改革の実施を条件とする緊急融資を実施した。さらに、先進諸国の民間銀行は融資の借換えや返済期限の延長に応じている。しかし、現時点では未だ、混乱が過

ぎ去ったというにはほど遠い状況である。

発展途上国が経済危機に遭遇するのは珍しいことではない。少し前には中南米や中・東欧も厳しい危機に見舞われた。しかし今回の東アジアの危機は、他地域の危機と共通する面もあるが、いくつかの点で異なっているということに注目しなねばならない。ここでは以下の4点について述べてみたい。

第1に、東アジアの危機は適合性と柔軟性を欠く為替相場制度によってもたらされたことである。通貨危機に見舞われた国々は、伝統的な米ドル連動制を環境の変化に適合させるのに失敗したのである。第2に、財政政策や金融政策がまずくて危機を引き起こした訳ではなかったことである。当該国の大部分は猛烈なインフレや過剰な財政

赤字に苦しんでいたわけではなかった。第3に、危機の主因は金融部門を中心とする構造上の欠陥にあったことである。これは金融機関の健全性や透明性の欠如、金融監督体制の不備、堅固な金融市場構造の欠如から明らかである。第4に、東アジアが過去20年間にわたって経済発展の模範生との世界的な名声を享受してきたことが、危機が発生したときに市場に非常に大きな幻滅を与え、東アジアに対する信認を大きく傷つけたことである。これまでは東アジアを鼻屑目で見がちであった市場が、急に見方を反転させ、今では猜疑と不信を持って見るようになってきている。不幸にも構造問題の解決はマクロ経済政策の是正以上に時間がかかるため、東アジアに対する市場の信頼感が直ちに回復することはなさそうである。

ここで東アジアの通貨危機のきっかけになった米ドル連動制について少し述べてみたい。東アジア諸国が自国通貨の為替相場を米ドルに対して事実上固定したのは十分な理由があつたのである。商品貿易においては米ドル建て取引が幅広く行われており、貿易金融もほとんどが米ドルで提供されていた。国際資本取引においても米ドルが圧倒的な地位を占めていた。資金調達と運用の両者において米ドルが一番使い勝手の良い通貨であることに疑問の余地はない。

米ドル連動制がそれを採用した国にかなりの経済的利益をもたらしたことも忘れてはならない。米ドルとの間で為替相場の安定が保証されていることは、単にその通貨

だけでなくそれを発行する国の信認を高める効果があつた。為替リスクがないということは、外国投資家による当該国への巨額の投資を誘因した。

さらに重要なのは、1985年のプラザ合意から10年間、米ドルが長期低落傾向にあつたことであり、米ドルの実質実効相場はその期間に約40%下落した。言い換えれば、米ドルと連動している通貨も同様に米ドル連動以外の通貨に対して切り下がり、価格競争力が高まったのである。このことが東アジア諸国の強力な輸出と高度成長を生んだ重要な要因であつた。

しかし米ドル連動制は両刃の剣であつた。為替リスクがなく内外金利差が存在すれば、巨額の外資の流入が起こり、それは必然的に過剰流動性と株式や不動産市場におけるバブルを発生させる。慎重で効果的な監督が行われなかつた国々では、容易に銀行や企業が米ドル建ての短期債務を急増させるのを黙認してしまった。

さらに状況を悪化させたのは、94年の春に、中国が自国通貨を40%切り下げ一方、95年の夏からは、米ドルが特に円に対して大幅に上昇したことである。こうした為替相場の再調整が東アジア経済に対するかなり大きな不安を生じさせた。95年から97年10月にかけては、米ドルの実質実効相場が20%上昇する一方で、円のそれは32%下落した。米ドルに連動する東アジア通貨は事実上の切り上げとなり、輸出は価格競争力を失い、経常収支が悪化した。

市場はこうした事態に懸念を強めていたが、東アジア経済の可能性と活力に対する根強い信頼感が、比較的健全であったマクロ経済状況と東アジアの奇跡という神話のもつ催眠効果に裏打ちされて、そうとは考えない批判的な見方を塞いでしまった。国際機関も、官民シンクタンクも、格付機関も明確な警戒信号を発しなかった。非常に興味深いのは、市場というものは経済情勢を最も的確に判定するといわれるが、ひとたびある種の思い込みに捕らわれてしまうと、全てが偏った見方をするようになる可能性がみられることである。さらにこれはしばしば実際に起こったことだが、市場は誤りを認めると、突然、逆方向に走り出すことである。経常収支の悪化と米ドル建て短期債務残高が警戒点に達すると、市場はもはや維持不能と判断して、タイバーツ売りを開始したのである。

それ以降、中国人民元と香港ドルも圧力を受けたが、この2通貨を除く、すべての東アジア通貨が米ドル連動制を放棄した。東アジア諸国の経済運営や政策決定に対する市場の信認の崩壊や疑念が、一年足らずの間に、タイの通貨危機を東アジアに拡張させる決定的な要因となった。

東アジアの経済危機に関する評価を下し、同地域の将来を予測するのは確かに時期尚早である。しかし同地域はこれから数年間にわたって、苦痛に満ちた調整と改革を経験しなければならないことだけは確かである。その根本は、政府においても民間企業においても、もっと外的な衝撃に耐えられるような経済運営構造を作り上げることで

あろう。

ここで、私が東アジアの金融危機の結果と同じく重要であると考える5つの課題に関して簡単に申し述べておきたい。

第1は、主要通貨間の為替相場、とくに円・ドル相場安定の重要性である。円・ドル相場は長きに亘って日本にとっての大きな関心事だった。実際、1971年に1ドル360円の固定相場制が崩壊して以来、日本の経済運営は円・ドル相場の変動に振り回されてきた。例えば、80年代の後半、プラザ合意後の円の急騰局面では、円の上昇を抑えようとして日本は非常に拡張的な金融政策を続けた。振り返って見れば、あまりに長期にわたる行き過ぎた金融緩和政策がその後のバブル経済の素地を作った。日本は常に円・ドル相場の第一義的には日本の問題として捉えてきたことは否定できない。しかし東アジア危機の発生がこれが間違いだということを示した。既述のように、東アジア経済危機の重要な一因は東アジア諸国が採用した米ドル連動制であった。米ドル連動制が誤りであった理由は、市場で起こった円・ドル相場の大幅な変動に適合性を保てなかったことであった。この柔軟性のなさが、国内経済の変化に係わりなく、当該国の国際競争力をほとんど気まぐれに変動させ、貿易と資本の流れに影響を与えた。

私は、近い将来にブレトン・ウッズ体制のような固定相場制の再構築を望むのは非現実的であるという意見に賛成である。非現実的な理由は、ブレトン・ウッズの時代と違い、現在では巨額で制御できない資金

が世界中を流れているからである。また当時の米国のような圧倒的に強力な経済が存在しない。しかしそれでもなお、円・ドル相場が基礎的経済条件の変化では正当化しえない過剰な変動を繰り返している状況に対して、我々は何か手を打たなければならない。もし国際的に取引される商品の生産を営んでいけば、数パーセントのコスト削減には何ヵ月もあるいは何年もかかってしまう。しかし為替相場はその程度は数日か数週間で変動し、コスト削減の努力を無にしてしまう。また為替相場の大幅な変動と投機的な資金の不安定な流れとは相互に増幅しあう関係にあることも忘れてはならない。一般的に為替相場の変動性は安定した生産的な投資に対するリスクを増加させる。したがって今や日本が率先して円・ドル相場の安定化を国際的に提唱していくことが強く望まれるし必要でもある。日本が東アジア諸国の支援を取り付け、米国と共同して、中期的に円・ドル相場を合理的かつ予見可能な範囲に安定させるような合意のための幅広い枠組みを作り上げるべきである。その合意には、継続的な監視と協議、金融政策の協調、及び必要があれば市場への協調介入が含まれよう。前述のように円・ドル相場の固定を試みることは非現実的であり、実際、為替相場は経済の基礎的条件的変化に応じて変化すべきである。我々にとって可能でありまた目標とすべきことは、いずれの方向にしても為替相場が行き過ぎることを防止し是正することである。日米双方がこの考えに賛成し、相互協力を行うことを公式に表明すれば、それは信頼度の高い円・ドル関係の安定に向けた重要な第一歩となることは間違いない。円・ドル相

場が安定してはじめて、東アジア諸国も持続的な経済発展に繋がる自国通貨のための為替制度を再構築することが可能となろう。

第二に、日本の内需の着実な増加が東アジア経済の発展にとっては極めて重要である。東アジア経済はこの20年間に急成長を達成したが、その規模はASEAN、アジアNIESと中国を合わせても日本経済の半分に過ぎない。日本市場は東アジアの域外輸出の35%を吸収し、東アジアの対外債務の37%は日本に対するものである。東アジアの商品やサービスのための日本市場の安定的な拡大、日本の金融システムを通じた東アジアへの効率的で途切れることのない資金還流が、東アジア経済にとって極めて重要であることを日本は認識すべきである。

その意味で、1992年以降の日本経済の停滞と金融システムの動揺は因らずも東アジア経済危機の遠景を描くものであった。特に不幸なことは、昨年春、日本人の多数が景気回復力は財政問題を克服するのに十分な程強いものと楽観視していたため、昨年春に、世界景気を冷やすおそれのある厳しい財政引き締めが行われたことであった。不幸にして諸外国における懸念は的中し、日本発の世界恐慌が真面目に危惧されているのが現状である。国内景気の力強い回復がなければ、金融ビッグ・バンを含めた必要不可欠な構造改革の成功も危なくなるし、国際外交の舞台で日本に期待されるより大きな役割を果たすこともできないということ、日本の政府も企業も完全に理解することが重要である。

これについては、日本政府が遅まきながら景気刺激と金融の脆弱さに対する懸念を払拭するための一連の対策に着手したことは勇気づけられる。日本経済の回復は昨年第2四半期以降、躓いている。景気後退の最大の要因は、増税と将来の雇用確保に対する不安の高まりにより、消費者の信頼感が崩壊したことである。消費は減少し、意図せざる在庫が積み上がり、これが生産削減をもたらし、投資活動は活気を失っている。一方、円安の恩恵を受けて輸出が大きく伸びているのも事実であり、巨大な国際的メーカーの業績は好調な推移を見せている。しかし金融サービス、卸売り、建設、及び不動産といった業界は大きな打撃を受けた。昨年下半年に株価は25%下落し、金融機関の苦境はさらに深刻化した。1997年のGDP成長率はおそらくゼロに近くなるう。

日本の金融システムの脆弱さの原因は、主として90年代初めのバブル経済崩壊の残滓である巨額の不良債権にある。当局や企業経営者に好まれる緩慢で小出しの問題解決方法と、実態開示の不足が状況をさらに悪化させた。振り返ってみると、これは日本の金融システムに対する市場の信頼感に重大な打撃を与えた訳であり、大きな誤りであったと言える。信頼を築くには何年もかかるが、壊すには1日で足りる。昨年11月、一連の大手銀行や証券会社の倒産が発生した。いずれの企業も以前から問題を抱えているとの噂はあったが、最後の打撃を加えたのは市場であった。悲観的なニュースがすばやく市場の耳に入ると、企業がそれに気づく前に、銀行間の短期資金融資

は削減され、息の根を止められた。実際、それは非常に困難で緊張した瞬間であった。市場の不安は頂点に達していた。誰もが次の犠牲者が誰になるのか戦々恐々としていた。政府と日本銀行が内外の日本の金融機関に対して必要な流動性は何でも提供することを公約したため、危機一髪のところでパニックの拡大は回避された。

しかしこの経験における収穫は、政治家や政府がようやく事態の深刻さに気づき、2兆円の所得税の払戻しと法人税及び有価証券取引税の減税、全ての預金者への全額保証と金融機関が与信を拡大できるよう資本基盤を増強させるための30兆円の公的資金の投入など、より本格的な対策を採ることを決定したことであった。このような対策を組み合わせたことにより、市場はある程度安定を取り戻したように見え、株価も回復した。しかし持続的な経済の回復と金融システムの強化のためには、政府及び民間企業双方のより一層の努力が求められる。日本は一層の景気刺激策が必要であり、私はそれが行われるとみている。金融ビジネスについては、個別企業レベルでも、業界レベルでも、さらなるリストラが必要である。

第3のポイントは、東アジアの危機が域内協力強化の必要性を我々に教えてくれたことである。大規模で深刻な危機に直面した時、日本も中国もASEANも、いずれもがリーダーシップを取らず、共同して危機に対処するための地域内あるいは国際的協調を喚起できなかったことには落胆させられた。言い換えれば、東アジアは団結力の

なさを露呈したのである。域内貿易と資金フローの増加にもかかわらず、東アジアは依然として多様な国民経済の集合体に止まっている。世界の他の地域を見れば、欧州は急速に集合的な経済機構の創設に向かって動いており、北米は地域経済の収斂を促進するための枠組みを構築した。要するに欧州も米国もそれぞれが排他的な地域構築に向かって進んでおり、域内相互の支援と協調を促進する多様な制度的あるいは事実上の取決めを結びつつある。東アジアが多くの点において欧州や米国と全く異なっていることは明らかであり、地域の団結を制度化する方向に急速に進むことは、非現実的であるばかりか望ましいことでもない。しかし域内相互の依存度が高まれば、経済危機の再発を防止し、かつ管理し、安定的な地域発展を保証するためにも東アジアが域内の自助努力を促進すべく基本的な取り決めを結ぶことが重要となる。そうした協定には、正確な情報の交換、厳しく冷静な相互の助言、緊急資金援助、安定的為替取り決め、効率的な決済システム、財・サービス・資本・人的資源の交流の促進が含まれよう。これに成功するのに必須の条件は、全ての域内諸国がそうした取決めの必要性和価値を一致して認識することである。今回の東アジア危機が、東アジアの指導者達に地域経済の安定と繁栄を守るための方法や手段を真剣に議論する刺激となることを強く希望するものである。

第4の教訓として、発展途上国にとって資本の自由化は秩序良く適切な速度で行われることが重要なことが立証された。生産的資本が国際的に有効配分されることが経

済成長を促進し、それを達成するためには資本取引の自由化が必須の効果的な手段であることは疑いない。しかし巨額の短期資金の投機的な流れが、不安定さを拡大させ、東アジア危機のコストを増加させた。投機はその国の経済状況に何らかの欠陥を見つけた場合にのみ動き出すのであり、最初になされるべきは経済運営の改善であるとの議論をよく耳にする。確かにそこには一面の真理がある。実際、投機家は問題の無い者を食い物にはできないし、しようとはしない。したがってすべての罪を投機家になすり付けようとするのは誤りである。しかしその一方で、投機行動は市場原理に則っているので、投機は常に建設的な活動と受け取られるべきであると主張するのであれば、私はその意見には強い疑問を表明せざるを得ない。事実、市場は正しいが、市場原理の正当性は相当の期間を経て実証されるものである。市場は見えざる手によって導かれているが、その手は24時間いつでも働いているわけではない。実際には市場は短期的には行き過ぎを繰り返しがちであり、投機がそうした不安定さを増幅する。さらに投機家は専ら短期的利益獲得を目的として動いており、途上国を支援する意図など毛頭ないことは冷たい現実である。

したがって途上国経済は国際資本取引の見境のない自由化によって利益を得るものではない。発展途上国の資本の自由化は、健全な金融システムと堅固な金融市場の創設、管理可能な国内投資の増加と歩調を合わせて進める必要がある。これには金融機関や金融市場の健全な行動を求めるような、国際社会の承認を得たある程度の金融規制

が必要とされよう。

第5には、中国と香港の果たした役割の重要性である。これまで中国と香港は東アジアの金融の混乱に抵抗するのに成功してきた。香港金融管理局による賢明で効率的な運営が投機資金の攻撃を強固に防御したことは疑いない。中国人民元の場合は、厳しい為替管理が外的ショックから通貨を守っている。通貨を守るとの中国と香港の当局による強い誓約が東アジア危機のさらなる拡大を防ぐのに大きく貢献した。

しかし、中国と香港は未だに強い危機に晒されていることも明白である。中国は国内の経済問題、すなわち赤字の国営企業のリストラを幅広く断行することを公約した。それを成功させるためには、中国経済は力強い輸出と外国資本の流入に支えられた継続的な経済成長を必要とする。さらにもっと重要なことは、香港資本市場が外国資本を中国本土へ流す管として栄えることである。言い換えれば、中国は一度に二羽の鳥を撃たねばならない。すなわち通貨を防衛することと成長と改革を継続することである。確かにそれは簡単にできることではない。中国は通貨の切り下げではなく、コストの削減と生産品の品質向上によって競争力を維持していく必要がある。また国営企業の改革は単純な資金の投入ではなく、痛みを伴うリストラによってなされねばならない。私は中国がこの課題に対して成功を収めることを強く希望するものである。その成功は世界市場における中国の信認を大いに高め、将来の発展の確固たる土台となるものである。

前述した通り、東アジア危機は未だ終わっていない。いくつかの国々の状況は依然として不安定である。仮に当面の金融危機の回避に成功したとしても、改革の真の痛みは続くということも心して置くべきである。通貨の切り下げ、緊縮的財政・金融政策、そして企業のリストラが、何百万の人々の日常生活に打撃となる輸入インフレや失業、低成長を招くことは避けられない。国民によって支持された強力な指導力と大衆が進んでこの難題に取り組んでいくことなしには、これは達成され得ない。言い換えれば、東アジアの虎達は傷を癒し、失敗の理由を考え、そして多くの学ぶべきことを発見するのに数年を費やさねばならないであろう。そうした苦しみの過程を通じてのみ、東アジアはグローバル化した市場に適合すると同時に、自身の環境に合うような経済構造を構築することができるのである。

私は東アジアの将来を信じる者の一人である。なぜならばここ四半世紀に亘って東アジアの驚異的な発展をもたらした全ての要因は未だ損なわれていないからである。高い貯蓄率、豊富な投資機会、若い国民、教育の熱心さ、ダイナミックな企業家精神など全てが存在している。

預言者の言葉を借りて締めくくりとしておきたい。東アジアの傷ついた虎達はまた前と同じような活力を持ちながらも、これまでのような無謀さはなく、英知を身に付けて息を吹き返すであろう。

(本稿は 1998 年 2 月 18 日に香港において行われた講演の記録である)

©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: admiima@ppp.fastnet.or.jp

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