

アジアの金融システム安定化をめざして

財団法人 国際通貨研究所
国際通貨基金

IIIMIA

Institute for International Monetary Affairs

Occasional Paper 5

目次

序

頁

- 一、シンポジウム開催の辞……………1
 (財)国際通貨研究所理事長 行天豊雄
- 二、アジアの通貨危機と必要とされる政策対応……………4
 国際通貨基金副専務理事 杉崎重光
- 三、アジア通貨危機——何が起ったか、今後どうなるか……………11
 マサチューセッツ工科大学経済学部教授 ルデイガー・ドーンブッシュ
- 四、アジア型経済モデルと最近のアジア金融危機からの教訓……………23
 英「エコノミスト」編集長 ビル・エモット
- 五、アジア通貨危機の原因とIMFの役割……………31
 一橋大学経済研究所教授 伊藤隆敏

| | |
|----------------------------|----|
| 六、資本の流れ及び市場の大きな変動への対処 | |
| ——金融市場安定化の枠組みを巡るいくつかの問題点—— | 39 |
| タイ前財政・金融担当副首相 ヴィラポン・ラマンクラ | |
| 七、アジア通貨危機の特徴と為替相場制度 | 46 |
| 大蔵省財務官 榊原英資 | |
| 八、パネル・ディスカッション | 54 |

序

当研究所は、一九九七年十二月八日に、国際通貨基金と共催で、現在世界で最も喫緊の課題であるアジア地域における金融システムの安定化をテーマに、国際通貨シンポジウム「アジアの金融システム安定化をめざして」を開催した。

本稿は、本シンポジウムにおいて冒頭問題提起を行った行天豊雄当研究所理事長の発言をはじめ、パネリストとして参加いただいた杉崎重光 IMF 副専務理事、ルディガー・ドーンブッシュ・マサチューセツ工科大学経済学部教授、ビル・エモット英「エコノミスト」編集長、伊藤隆敏一橋大学経済研究所教授、ヴィラポン・ラマンクラ・タイ前副首相、榊原英資大蔵省財務官の、各スピーチの記録をとりまとめたものである。

今後、アジアの通貨安定を始め国際通貨制度についてさまざまな議論が進められていくなかで、本冊子がいささかなりともお役に立てば幸甚である。

一九九八年三月

財団法人 国際通貨研究所

一、シンポジウム開催の辞

財団法人国際通貨研究所理事長 行天豊雄

本日は、国際通貨研究所と国際通貨基金の共催シンポジウム「アジアの金融システム安定化をめざして」に多数ご参加いただいたことを感謝する。我々の研究所は年二回、その時々にも最も重要と思われるテーマを選び、それに関する世界の権威をお招きし、このようなシンポジウムを開催している。前回は九七年四月に「欧州通貨統合」というテーマでシンポジウムを開催した。

今回のシンポジウムの企画を練り始めたのは、前回のシンポジウム直後の四月末のことであった。当時、すでにタイ・バーツが大量の売り圧力に晒され始めていたため、今後はアジアの金融問題が重要な問題になっていくのではないかと、この見通しに立って今回の企画を立てたわけである。

その時に、シンポジウムのタイトルを何にしたら良いか、ということを議論したが、一つのアイデアとして「迫り来るアジアの金融危機」はどうだろうかという話をしていった。しかし、当時は「それは如何にもセンサーショナルすぎる」、「マーケットを混乱させることになりかねない」、という意見が大勢を占め、同案は没になり、本日のようなおとなしいタイトルになったわけである。しかしながら、その後のアジア金融・為替市場の展開をみると、それは我々の予想をはるかに超えるものになったと言える。危機は「迫り来る」どころかすでに現実のものとなり、アジアの金融市場は非常に大きな試練に立たされている。

また、金融危機はその到来のスピード、厳しさ、という点のみならず、その拡散という点において

も我々の七カ月前の予想を大きく超え、ずっと深刻なものになったといえる。現在のアジアの金融危機が、アジアのみならず日本を含めた先進国経済、ひいては世界経済全体に大きな影響を与えていることはご高承のとおりである。そこで、本日は世界的視点に立ちアジアの金融危機について様々な角度から分析し、将来の見通し、あるいは採るべき政策等について、意見を交換したいと思う。

幸いなことに本日はこの問題について望みうる最高のパネリストの方々に、ご多忙の中時間を割いてお集まりいただき、共催者の一人として非常にうれしく思う。

我々としてパネリストの方々に是非触れていただきたいと思う点がいくつかある。

第一は、アジアの金融危機はなぜ生じたのであろうか、事前に適切な政策を採っていればこうした事態を回避することができたのであろうかという点である。また、国際的投機に対する批判が、特にアジアを中心として強く起こったが、投機という問題をどのようにみたらよいのか。このことは将来の課題として国際的資本移動、特に短期資金の移動とも絡んでくるが、そのあたりをどのように考えたらよいのか、ご意見をお聞かせ願いたいと思う。

第二は、なぜ今回の金融危機が、あつという間にアジア諸国に広がっていったのであろうか、という問題、いわゆる contagion の問題である。一九九五年にメキシコで危機が発生した時には、アジアではそうした心配はないのだと言われたが、今回タイに発生した危機はたちまち周辺諸国に波及していった。これは、なぜなのか。また、将来的には、アジアの金融危機が香港経由で中国にどのような影響を及ぼすのであろうか、といった点に強い関心を持たざるを得ない。

第三は、危機が生じた後、各国はさまざまな対策を採っているが、これらの対策は十分といえるのであろうか、また、どのように評価したらよいのであろうかという点である。

第四は、今回のアジアの金融危機に際してはIMFを中心とする国際的協力体制がクローズアップ

も我々の七カ月前の予想を大きく超え、ずっと深刻なものになったといえる。現在のアジアの金融危機が、アジアのみならず日本を含めた先進国経済、ひいては世界経済全体に大きな影響を与えていることはご高承のとおりである。そこで、本日は世界的視点に立ちアジアの金融危機について様々な角度から分析し、将来の見通し、あるいは採るべき政策等について、意見を交換したいと思う。

幸いなことに本日はこの問題について望みうる最高のパネリストの方々に、ご多忙の中時間を割いてお集まりいただき、共催者の一人として非常にうれしく思う。

我々としてパネリストの方々に是非触れていただきたいと思う点がいくつかある。

第一は、アジアの金融危機はなぜ生じたのであろうか、事前に適切な政策を採っていればこうした事態を回避することができたのであろうかという点である。また、国際的投機に対する批判が、特にアジアを中心として強く起こったが、投機という問題をどのようにみたらよいのか。このことは将来の課題として国際的資本移動、特に短期資金の移動とも絡んでくるが、そのあたりをどのように考えたらよいのか、ご意見をお聞かせ願いたいと思う。

第二は、なぜ今回の金融危機が、あつという間にアジア諸国に広がっていったのであろうか、という問題、いわゆる contagion の問題である。一九九五年にメキシコで危機が発生した時には、アジアではそうした心配はないのだと言われたが、今回タイに発生した危機はたちまち周辺諸国に波及していった。これは、なぜなのか。また、将来的には、アジアの金融危機が香港経由で中国にどのような影響を及ぼすのであろうか、といった点に強い関心を持たざるを得ない。

第三は、危機が生じた後、各国はさまざまな対策を採っているが、これらの対策は十分といえるのであろうか、また、どのように評価したらよいのであろうかという点である。

第四は、今回のアジアの金融危機に際してはIMFを中心とする国際的協力体制がクローズアップ

されたが、そうした国際的枠組みをどのように評価するのか、現状で十分なのか、将来発展すべきとすれば、それはどのような方向で、またどのような形で発展すべきなのか、という点についても非常に関心がある。

第五に、現在の金融危機が収束するまでにどれくらいの間を必要とするのか。また、危機が収束したあと、東アジアはかつてのような高い成長率を回復しうるのか、といった将来の見通しを是非お聞かせ願いたい。

本日のシンポジウムは、プログラムにも記載されているように、まず、四人のパネリストの方々にお話いただき、コーヒー・ブレイクの後、危機の渦中にあるアジアのパネリストの方々にスピーチしていただいて、その後、パネリスト間のディスカッション、次いでご来場の方々との質疑応答という順に進めて行きたいと思う。

二、アジアの通貨危機と必要とされる政策対応

国際通貨基金副専務理事 杉崎重光

一、通貨危機の原因は何か？

タイの通貨危機は予想されたことであった。上昇を続ける米ドルにバーツを連動させたことに起因するタイの国際競争力の低下や、競争相手国に比べた構造改革の遅れが、昨年の輸出高の大幅減少と、既に巨大であった対外経常赤字の一層の拡大をもたらした。短期債務を中心とした巨大な資本流入は、銀行部門の脆弱さによって助長され、一部は不動産部門に投資されたため、不動産価格のインフレを引き起こした。マクロ経済面でのこうした傾向は以前から認められていたが、一九九六年以降は特に目立っていた。IMFはタイ政府へ度重なる警告を発して来たが、残念ながらその忠告は聞き入れられず、実際に危機が起きるまで適切な処置はなされなかった。その結果、タイのみならずその近隣諸国も、大きな犠牲を払うこととなってしまった。

タイの通貨危機の影響は、地域的にも世界的にも非常に大きなものとなっている。それは、香港、インドネシア、マレーシア、フィリピンに飛び火し、最近では韓国の金融・為替市場にまで広がり続けている。しかし地域経済への影響は、波及によるものだけではない。確かに他の東アジア諸国の対外経常赤字はタイよりも少ないものだったが、マーケットの反応は各国経済のファンダメンタルズの健全性に対する不安を映し出している。その要因は次の三つである。

第一に、他の東アジア諸国も金融セクターの脆弱さや、不動産価格の過大評価など、タイと同様に多くの構造問題、当局の管理能力の弱さに苦しんでいた。

第二に、為替相場の米ドル連動制が廃止されるや、マーケット参加者達は金融引締め策が採られるのかどうか、及び政府の金利上昇に対する姿勢に注目した。これらの国の伝統的ともいえる低金利政策は、残念ながら知られ過ぎていた。

第三に、東アジア諸国では、伝統的に政府が国の発展過程に介入してきた。それは過去、特にマーケットが現在ほど統合されていなかった時代には有効であったかもしれない。しかし、貿易や資本移動に国境がなくなりグローバル化された現在においては、国内外の市場参加者たちは、金融機関や民間企業部門の経営に政府が干渉し、公平性とは矛盾する規制を再び課すという事態を恐れている。東アジア諸国経済において、政府、銀行、そして民間企業は歴史的にも深く結びついた関係にある。これらアジア各国政府は、グローバル化した世界経済の要求に合致するよう、これら三者の結びつきを根本的に見直す必要がある。

世界経済への影響は？

IMFは現在、経済見通しの見直しを行っている。金融危機に見舞われた国々の短期成長見直しは、海外投資家からの資金供給の減少と内需減退のため、下方修正されている。しかし、メキシコの経験で示されているように、景気減速期間が長引くことはないであろう。先進諸国の純輸出額や、地域全体としての経済活動に対する通貨危機の直接的影響は穏やかなものと予想されるが、幾つかの国、特に日本にとってはその影響は小さくはない。幸い、今年の欧米諸国の経済成長は予想を上回っている。

しかし、既に景気低迷期に入っている日本において、金融システム不安、株価の下落、そしてこの地域的問題の影響によって事態は混乱の度合いを深めている。

他方、短期見通しは不透明である。それは、東アジア諸国における経済調整政策の遂行が十分にうまくいくかどうか、大きく依存している。さらに、日本においては、財政による景気刺激策に対しこれ以上消極的にならないようにすることが重要である。勿論その結果として、財政の健全化を進めるために、将来一層の努力が必要になるだろう。私は、金融システムの再構築のために公的資金を導入する考えに賛成である。透明性を保ちながら、預金を保護し、効果的に銀行システムを再建するために、その公的支援が続行されることが重要だ。他の主要先進諸国においては、金融引き締めへの誘惑に対し抵抗すべきだ。しかし最終的には、すべては新興市場経済に対する国際資本市場の信頼の回復に大きく依存しよう。何故なら投資家やポートフォリオ・マネージャー達は、債務国全てのリスクの再評価を行っており、それは、流出した資本が近いうちに過去の高水準まで回復するという見通しを支持するものではないからだ。

二、教訓——国家レベルでの政策行動

政策面での教訓の鍵は何か。経済の潜在的なリスクに対し、国家レベルから当局が警戒すべき重要な点について簡単にまとめてみたい。

まず、政府は健全なマクロ経済政策を追求すべきである。とりわけ、経済のファンダメンタルズが変化している場合、政府は為替相場のペッグ制に固執せず、より柔軟性のある為替政策と、変動相場制への移行後に発生する資本の流出を防止するための金融引き締め策を採るよう準備すべきだ。苦痛

を伴うこの方法以外に有効な代替策はないと言っても過言ではない。しかし、高金利は短期的な経済成長速度をスローダウンさせるため、それが当局にとって大きなジレンマとなることも我々は認識している。さらに、民間セクターのみが対外経常赤字の修正の責任を負わされることのないよう、賢明な金融政策の遂行が求められる。また、金融・企業セクターの再建コストも念頭に置いておくべきである。

第二に、当局は、国内銀行システムの健全性など、構造政策に十分な注意を払うべきである。金融システムの問題は、今回の経済危機の大きな要因であった。政府は破綻金融機関をすぐに整理し、金融検査体制と監督基準を改善させる必要がある。これはグローバル化した金融市場には不可欠なものである。

第三に、強力な調整プログラムが短期的に経済成長の遅れを引き起こすかもしれないため——たとえば、そのような政策が欠如している時より小さいにしても——政策決定がもたらす社会的影響を考慮する必要がある。可能であれば社会保障ネットを用意したり、場合によっては教育や保健、その他社会福祉関連の政府支出を確保しておく必要がある。

第四に、政府内部においても、また世間一般に対しても、経済に関する情報のより一層の透明性が不可欠である。その様な情報なしには、マーケットは効果的に機能し得ないからだ。

最後に、グッド・ガバナンス（当局の適切な管理能力）の重要性についてはいくらか強調しても、し過ぎることはないであろう。透明性はこのグッド・ガバナンスの一部に過ぎない。その他には、恣意的な政策決定や、不当な不動産賃料引上げ、特定経済団体に対する不公平な優遇措置などを制限するための組織やシステムの確立がある。グッド・ガバナンスは、経済においてマーケットの信認を回復するために必須のものである。

これらは全ての人々にとっての教訓であった。一〇年以上にわたる力強い経済成長を遂げて、他の発展途上国からの羨望の的であった国々でさえ、前述したようになりスクに対する危機意識を持たなければならぬし、経済状況の悪化に際しては、速やかに時機を得た政策を発動できる体制を整えておく必要がある。安心してゐる余裕はない。

三、地域レベルでの政策調整

最近の出来事は、地域内諸国の成長のつまずきが、いかに域内の他国に手痛い影響を与えるかを如実に示している。この事実が、域内でのサーベイランス——近隣諸国からの監視圧力——が時機を得た政策発動を促すために重要であることを示唆している。例えば、もしタイが以前から近隣諸国の監視圧力に晒されていたならば、もっと早くに手を打つことが可能だったはずだ。情報を交換し、経済の発展に見合った対応を協議し、お互いに政策的な提案を交換しあうことは、それ故に重要なのである。IMFが域内サーベイランスの強化を手助けしたEUやG7等では、それはすでに有効に活用されている。

一月一八、一九両日にマニラにおいて開催されたアジア蔵相・中央銀行総裁代理会議における合意を私は歓迎している。そこでは金融の安定を促すため、アジア地域内協力の新しい枠組み作りが話し合われたが、その内容は最終的にバンクーバーにおいてAPEC首脳らによっても支持された。我々はIMFとして、新設した東京事務所も活用して、域内サーベイランス体制の強化に貢献する中心的役割を演じていきたいと思つてゐる。

四、国際的政策調整

東アジアにおける今回の問題は世界的規模での影響が予想されており、国際的調整を必要としている。IMFは、国際金融システム全体に対して起こり得るリスクの削減を支援する責任を負っており、今回の危機においても、いくつかの方法で支援を行ってきた。

(一) IMFは、各国政府の改革努力を支持するため、早急な対応を行ってきた。その中にはフィリピン、タイ、インドネシア、そして最近では韓国に対してとられたIMF資金の緊急融資も含まれている。合意された経済調整プログラムを強力に実施することにより、各国は現在の危機から脱出し、過去に実現したような力強い経済成長を再び実現することが出来るはずである。

(二) IMFは、常に各国経済のサーベイランスにおいて重要な役割を果たしているが、最近、経済問題の早期発見のためにその役割を強化して来ている。その強化の中味は、各国当局との政策協議や、理事会での議論、また経済情報の時機を得た開示の重要性の強調などである。

(三) この点については、IMFは、経済情報の開示が問題となったメキシコ危機の経験を踏まえて、国際金融市場での取引が既にあるか、又はこれから取引を始めようとしているIMFメンバー国のために特別データ公表基準を設けた。現在の所、四三二のメンバー国がこのシステムに同意している。

(四) 最近IMFは、マクロ経済の重要性に照準を当て、健全かつ効率的な銀行システムについての一般的な枠組みを設けた。さらに、九七年四月バーゼル委員会により発表された「効率的な銀行監督の基本理念」のような、他機関による国際的方針や基準の普及にも力を注いでいる。

(五) IMFはまた、資本市場機能の改善も目指している。大部分のメンバー国において経常収支項目

の自由化が実現したのに続き、我々は現在、資本取引の自由化に目を向け始めている。東南アジア諸国の経済自体、まさに海外からの直接投資により飛躍した一例である。自由化は、国際収支状況や、金融機関を含めた国内企業の実力を勘案しながら、各ケース毎、段階的に導入されるべきである。先日の香港におけるIMF年次定例総会において、資本移動の自由化をIMFの目的の一つに加え、IMFが管轄する範囲を資本取引にまで拡大するべく、IMF協定の改正を行うことで合意した。これにより、IMFはより効率的な資本市場の発展を促す歴史的機会を得ることになる。

(六) これらは大きな仕事である。IMFにとっては、適切な額の資金を持つことが、今後さらに重要になるであろう。銀行の健全性、当局の管理能力、そして資本取引の自由化への関心の高まりは、IMFの技術援助に対する需要が増加することをも意味している。例えば、タイ、インドネシア、そして韓国において、金融システム改革は支援プログラムの作成当初から重要な課題であったが、それはIMFからの集中的な技術援助とプログラム内容についての協議との間で綿密な調整を行いつつ実施された。また他のメンバー国への融資プログラムに、今回の東アジア諸国への大きな貸出プログラムが加わったため、最近合意をみたIMFの増資を実施することと、各メンバー国が新規借入取極め (the New Arrangement to Borrow) を批准して、その有効化を図ることが重要な課題になってきている。こういうステップを積み重ねて行けば、グローバル化された世界からの様々な要請に対して、IMFはより確実に応えることが出来るようになるであろう。

三、アジアの通貨危機——何が起ったか、

今後どうなるか

マサチューセッツ工科大学経済学部教授　ルデイガー・ドーンブッシュ

今回の通貨危機で、アジア諸国のリーダー達は新しいタイプの危機が起ったと言う。財政は健全で、国民は勤勉で長年高い貯蓄率を誇っている、つまりファンダメンタルズがしっかりしている国が、それにもかかわらず思わぬ事故に見舞われたか、またある人達によれば投資家が手先となって実行したアメリカの陰謀により大混乱に陥っているというわけである。ところが日本からタイ、インドネシアそして韓国にいたるまでの各国で見られる理解しがたい政策運営の失策について、また露骨な腐敗構造、そしてもし意図的に怠慢であったのでないとすれば信じ難いほどの加減な銀行監督、また世界各地のマーケットで銀行や企業が許し難い資金リスクを取っている点に関するコメントはほとんどない。

アジア諸国はシステムの失敗と新しいIMFの必要性を主張しているが、これに対しワシントンは「ふんどしを締め直し、銀行の腐敗を正し、体制を立て直せ」と反論している。もしシンガポールの政府筋が言い続けてきたような特別な「アジア的価値」というものがあるとしても、少なくとも今のところはあまり魅力的な価値には思えないのである。さてここで問題を整理してみたいと思う。

基本的な問題は体制の脆弱性

この地域の高官からは、「我々は中南米とは違ふのだからこんなことが起きるはずがない」という言葉が繰り返し聞こえてくるが、アジアも中南米となんら変りはない。メキシコの子算は一九九四―九五年度には均衡していたし、近代化も進みインフレも抑えられていた。そしてメキシコもアジアと同じように外国為替で大きな賭けにでて大損をした。

アジアの危機は決して予想外のことではない。二年前にはMITのポール・クルーグマン教授がアジアについて齒に衣をきせぬ分析をし、アジアの奇蹟の終焉を暗示している。この分析は、アジアにおける成功の大部分は生産性の拡大や技術の向上または管理体制によるものではなく、スターリン主義的資本の蓄積（なんと厳しい言い方）が大きな原因であると指摘し、いずれ消費が進み成長は止まると予測している。もちろんこれは長期的展望ではあったが、厳しい分析である。

世界の資本市場では、瀬戸際で資金調達する借り手を求めて資金が駆け巡っているが、アジア諸国がまさにそこに飛び込もうとしていた時にこそ、クルーグマンの予測を基にアジア経済を改めて見直すべきであった。アジア諸国はその資金で贅沢なビルを建て、半導体や自動車の生産に手を出すか、さもなければグッチからBMWに到るまで商品を買って漁った。アジアの都市は狂ったような勢いで変貌し、バンコックやジャカルタその他各国の首都には銀行の巨大な建物が立ちならんだ。アジアは貪欲に成長した。スカンジナビア、アメリカまたは中南米の経済危機を見てきた者なら同じ影がアジアを覆い始めているのに気付いたはずである。特に世界の資本市場と地元の不動産および消費者金融を結ぶという銀行制度の役割に注目すればなおさらのことである。

危機が飛び火していった過程を理解するためのキーワードは「脆弱性」である。巨額の経常赤字を

抱え続けている国は、常に新しい借入をする必要がある。その日暮らしの資金調達を余儀なくされれば、それだけでもろいことになる。銀行制度が機能しないために、金利を上げて自国通貨を守るができなければなおさらである。同じことは、銀行や企業が世界各国の低い金利や金融の自由化の恩恵を受けて巨額の資金を取り入れ、ドル建てで多額の短期借入金を抱えることを許してきた国についてもいえる。借入資金が短期であれば、毎週または毎月回転させなければならぬ。マイナス要因になる出来事が起きればすぐに資金調達は困難になる。すると債務の借換が不可能になり、銀行取り付けと同じように資金が引き揚げられ、その結果、経済全体が危機に晒されることになる。つまり、瀬戸際で五〇〇億ドルを調達するのは不可能に近いからだ。さらには銀行監督を怠り十分な資本を積みませなかった国も危険に晒されることになる。他の資産がないために銀行に対する信用が落ちた途端に外国為替の取り付けが始まるからだ。アジア諸国はほぼ例外なくこれらすべてに当てはまる。

実際、注目に値する例外はまさに香港である。不動産関連の問題、そしてライバル東南アジアの通貨値下げ競争に晒されたものの通貨価値は維持された。これは銀行が厳しい監督下におかれており、十分な積み立てをしていたからに他ならない。も

表1 対外指標 (1996年)

| | 香港 | 韓国 | マレーシア | フィリピン | インドネシア | タイ |
|------|------|------|-------|-------|--------|------|
| 予算 | -1.8 | -0.5 | -0.9 | 0 | 1.5 | 1.3 |
| 経常収支 | -4.9 | -6.4 | -2.9 | -3.4 | -7.4 | 1.9 |
| 対外債務 | 20.3 | 38.7 | 62.0 | 52.7 | 50.4 | n.a. |
| 短期債務 | 360 | 76 | 196 | 181 | 164 | n.a. |
| 格付け | A1 | A1 | Ba1 | Baa3 | A3 | n.a. |

(注) 数字は対GDP比、ただし、短期債務プラス償却は対準備比。

(出所) J P モルガン

ちろん投資は打撃をうけたが、引き揚げられてはいないし、通貨も安定している。

こうした中、銀行が果たす中心的役割、そして一気に破綻していく過程に特に触れておく必要がある。八〇年代の終わりにアメリカで銀行危機があった。銀行資金に踊らされた不動産ブームとその破綻の後、マサチューセッツ州で七〇の銀行が閉鎖された。その後遺症の中でポストン連邦準備銀行ではいくつかの大変興味深い結論に達した。閉鎖される一年前をみると七〇行全てが資本という観点から見て十分な積立をしていたのである。つまり健全な銀行だった。さらに驚くべきことには閉鎖された銀行の内三分の二近くが同じ三カ月以内に破綻している。不動産と銀行が出会った時は、時を移さず最悪のシナリオを想定する必要があるが、アジアはまさにそれを再現してしまったのである。

関係国の中ではマレーシアが一番手堅い。巨額の経常赤字そのものは問題ではあるが、ホットマネーでなく直接投資で埋め合わされていたという点で問題は軽減されている。その一方でタイと韓国はあらゆる間違いを起こしている。多額の経常赤字、多額の短期借入れ、そして問題だらけの銀行——すでに見てきたように、まさに突然の破綻を招くやり方である。韓国はまた政策運営の失敗という点からも特に興味深い例と言える。外国からの資金を締め出すことに異常なまでに固執してきた。直接投資や株式市場への投資の禁止、そして利回りの高い国債の外国人投資家による購入も禁止されていた。その代わりに自国の商業銀行が海外で借入れをし、その資金でタイに投資をしたりブラジルやロシアのブレイディ・ボンドを買うことを認めていた。全く理解しがたいことだが、このようなことが実際行われていた。日本も、外国からの攻撃を受けてはいないものの、全く同じことをしている。外国為替や株で損を出した銀行は経済繁栄の妨げになるにもかかわらず、営業を続けられるよう当局から支援を受けているのである。

伝染の構造

現在の事態がニューヨークの金融関係者による陰謀だという説は現実味を帯びているかのように見える。つまりアジアという競争相手を潰すための壮大な計画——鎖の一番弱いところを見つけそこを壊す、また次を見つけこれを壊す——を實行し、とうとうアジアの虎を膝まづかせたという説だ。しかしもう少しもっともらしい説は、エマージング・マーケット・ファンドによる外国投資とアジア向け銀行貸出の仕組に関連している。

今では誰もが認めるように、タイが問題を抱えているということはもう一年以上前から知られていた。不動産危機が発生し、銀行は引き締めに入った。半導体を含め輸出価格は下がり、その結果もともと多額であった対外債務がさらに増加した。ドル高になったにもかかわらずドルとの連動を続けた結果競争力は落ち、今後さらに悪化する可能性がある。その上激しい賃金の上昇を招いた。(ネズミ講のような)ポンジ・ゲームを続けるための資金を次々と呼び込み、為替相場を維持するためには、海外の貸し手にリスクに見合う報酬を払う必要がある、そのために金利を上げなければならなかった。しかしその結果不動産や銀行の状況はさらに悪化した。銀行を潰さないためには金利を下げる必要があったが、政府としては一度に両方の政策をとることは不可能である。結局金利を下げ、通貨投機の余地を造り、まさに投機を招いた。タイ当局の犠牲の中で、ニューヨークの投機筋だけでなく多くのタイの借り手もドルのポジションをカバーするためにドル買いに走った。この結果、外貨準備は底をつき、その後の状況は周知の如くだ。政府が追い詰められることから始まり、政府が安易な選択をし、破滅を招くという筋書だ。さらに外貨準備の管理に失敗したことが状況を一層悪くした。

もし、仮に陰謀説を受け入れるとして、何故フィリピン、インドネシア、マレーシア、香港、そし

て韓国にまで問題が広がったのだろうか。タイで問題が起きると、投資家は地域内で基本的な弱点を抱える国が他にないか検討しだした。——多額の経常赤字、不良債権、タイが通貨を切り下げたことによる競争力の落ち込み、といった問題を抱える国だ。国内環境に縛られ金利を上げにくい国は自国通貨の防衛をしないのではないか。もしそうなら、そうした国々の借入は一気にハイリスクの分類に入ることになり、警戒どころか清算する必要があるかもしれない。これが売り傾向の最初の波である。間もなく投機筋が正しかったことが証明され、金利を上げ通貨を防衛する意思がないというだけで通貨価値が変動し始めることになる。

もう一つの別の仕組みも作用している。タイで問題が浮上しさらに状況が明らかになるに従い、エマージング・マーケット・ファンドから資金が逃げていった。アジアは安全で簡単な投資先だと思っていた投資家たちの考えが変わっていった。ファンドは資金が逃げるにしたがって投資家達に投資を返済しなければなくなる。そこで何を売るか？ 既に底入れしこれから値上がりするかもしれない国への投資ではなく、まだ健全だが既に疑惑の目でみられている国が対象となるのは明らかだ。こうした危機は、今はまだ大丈夫だが危なくなる可能性もある、つまりグレーの国々に自動的に広がることになる。格付けに終始注意を払わなければならない銀行にとっても同じことが言える。ある地域が沈み始めると銀行の信用、資金調達コスト、そして株価の全てが悪くなる。アジアへの貸出が問題有りとなるとローンの回収は常識的な対応となる。アジア向け貸出、それも既に借り手の首が締められている国においてだけでなく、これから苦しくなる可能性があるがまだ投資を取り戻せる国々での貸出までも減らすことは必須となる。これも一種の銀行取り付け、ただし貸し手銀行による取り付けと言える。

当然ながら伝染はアジアだけで収まらなかった。ロシアもそしてブラジルも同じ弱点をつかれた。

今後も広がることは間違いない。貸し手や投資家は一度防衛体制に入ると、危険な地域を撤退し、問題が収まるまで傍観を決めつける。過去三年間、スプレッドの圧縮と株式ブームが続いた後に、正常な状態が、ただしかなりの揺り戻しとともに戻ってきているといえる。

為替市場や株式市場ではすさまじい安売りが行われ、何でも半額になる赤札セールのような状態である。これは資金を中心に危機が起きている場合、少なくとも短期的に見ると必ず起きる現象だ。しかし、大幅値下げをしても投資家は全く興味を持たないようだ。

投機を抑える要素はどこに？

資産が大幅な値下がりをするなか、投機筋はなぜ底値で買い漁ったりアメリカで起きたように銀行危機の後に追いつめられた不動産を買い漁る「ハゲタカ・ファンド」を創設する動きを示さないのだろうか。これには三つの理由がある。まず最初の理由は、まだこれから倒れて行くドミノがあると読んでいるからだ。韓国も一カ月前まではそう見られていたし、今後日本や中国がドミノになることも有り得る。

中国はもちろん特異な例である。経常収支は黒字であり、短期借り入れはなく、為替は厳しく管理されている。他国が追いつめられる原因となった借り過ぎや短期借りという問題を抱えていない。この状況からみて中国が外から攻められることはまずないだろう。しかし銀行が抱える問題はアジアの中でも一番深刻なものだと思われる。中国で問題が起きるとすれば、今日本で起きているのと同様、国内での取り付けだろう。もしも中国の一般の預金者が銀行に対する信用を失い、預金を引き出し始めたらどうなるか？

今の時点ではドルではなく自国通貨、人民元での預金だけを引き出そうとするだろう。自国通貨なら何の問題もないだろう。甘く解釈すれば、政府がどどん紙幣を刷ればいいわけだし、実際すでに全ての銀行の地下に紙幣が十分積まれているかもしれない。預金者が問題はないと思うまで銀行が預金の払戻をし、それで万事決着ということになる。が、もし何か不手際があり、大きな暴動でも起こり、そこからさらに問題が広がるようなことがあれば、アジア向け投資は今よりさらに魅力がなくなるであろう。中国で政治的な問題が起きそうな傾向がちょっとでも見られたら、それはアジア投資全体に大きな打撃を与えることになる。

中国が抱える問題についてはもう少し穏やかなシナリオもいくつかある。例えば成長率は鈍化してきている。日本を含むアジア地域の不景気が輸出を減少させたが、地域の各国が競って通貨を切り下げれば問題をさらに大きくする。当然ながら、マーケットは中国がいつ切り下げをするか様子を見ることになる。そしてもし中国が切り下げた場合他国はもう一度切り下げるチャンスはあるだろうかと問うことになる。こんな疑問が市場に流れている限りアジアで底値を狙う意欲はしぼんでしまう。

もう一つの深刻な大問題は日本だ。銀行制度と経済成長の伸び悩みという二つの危機に直面している。どちらの問題に対しても完全に対応を間違え、その結果景気後退に陥ろうとしている。株のさらなる暴落が銀行の突然の倒産を招くという事態まで含め、この不景気がどの程度深刻なものか、まだ予断を許さない。日本がアジア地域全体を泥沼に引きずり降りしているため、IMFが処方した各国の輸出主導型の景気回復政策の有効性が問われることになる。日本の危機は二つの点から足を引っ張ることになる。一つは、日本は重要なマーケットであるが、そのマーケットがあきらかに縮小している点である。ということは、IMF援助の対象国にとって経常収支の黒字がなかなか稼げないということになる。二番目は日本の景気後退が円を引き下げ、それにアジアの他通貨も引っ張られるという

ことである。バーゲンでのお得な買い物を目指すならもう少し待ったほうがよい。これからまだまだ値が下がると思われる。さらにはアメリカへの輸出の嵐は自由貿易を危機に陥れる恐れがある。アメリカ政府は自由貿易の信奉者であるし、アメリカ人の多くも同じである。しかし、もしアジア各国の経済運営が失敗しアメリカで貿易問題を起せば保護貿易を求める声が大きくなるのは確かである、投資家はこの現象をアジアにとってマイナス要因と読み、投資を控える理由がまた一つ増えることになる。伝染は投機を抑えるのに致命的な障害となる。日本が一貫性のある対策をとらない限りこの状況は続くと思われるが、どうもまだその様子はない。

投資家が投資を控える理由は他に二つある。まず最初の問題はあまりにも透明性に欠ける点である。投資家は商品の価値を測りかね、また借り手にどの程度の支払能力があるのかも判らない。信用できる会計という概念がないのは、ここ数週間の日本の様子、そして韓国をはじめとする他のアジアの国々の様子をみれば明かである。今回の通貨危機が起こるまで投資家はそんな問題があることを認識していなかったかもしれないし、これまでは全てが順調だったので問題にもならなかった。しかし、屍を手にしたいと思う投資家はいないだろう。アジアの人々は、透明な監査報告というのは訴訟や然るべき注意という概念と同じく「市場主義」の具現化のひとつにすぎないというかも知れない。確かにそうかもしれないが、自己の顧客からの厳しい質問に攻められて投資家たちが透明性を真剣に問うてくることは間違いない。

投資家が早期にアジアに戻る意欲を削ぐもう一つの理由が政治である。IMFの呈示するプログラムがアジア各国の政治といかにかみ合うかをみる必要がある。韓国ではIMFのプログラムに対し、韓国を安く買おうとするアメリカの計略だとして怒りの声が上がっている。インドネシアではIMFのプログラムの結果、制度は変らなくともスハルト大統領が辞任せざるをえなくなるかもしれない。

マレーシアのマハティール首相は大型プロジェクトを曖昧に約束した自分の責任を逃れるため投機筋を非難するのに追われている。政治がうるさく介入し、IMFのプログラムに対する疑いの姿勢がみられたり中止においやられたりすれば、投資家が遠ざかる理由はますます大きくなる。

しかし、政治は、この経済危機の後、調整に伴う負担を誰が払うことになるかを決めるひとつの要因にもなる。預金者だけでなく銀行経営者も救済されるのか。スハルトの子供達はおもちゃをとり上げられることはないのか。日本の官僚が経営の悪化した銀行の責任を取り、銀行を魅力的な投資対象とするのか、それとも銀行員が責任を取らされるのか。こんな疑問に対する答えが出ない限り、投資家は儲けを祝いながら新年が明けてからアジアを見直そうと自宅でクリスマスを楽しむことにするだろう。アジアへの興味はあるが、時期尚早というわけである。

長期的展望

アジアの危機が発生する前に行われた調査報告で、世界銀行はアジアの一人当たりGDP成長率見通しに関し極めて良好な見通しを示した。アジアの四匹の虎は一段と先進国に近づき、中国は過去一〇年間に比べれば半分のスピードながら引き続き力強い成長を見せる。東南アジア経済は、経済成長の副産物として緩やかに減速する。南アジアは大きく躍進するという。この予測は今ではどの程度実現の可能性があるのであろう。

世界銀行の予測は今後五年ではなく二五年を予測している。つまり、この予測が正しいとしても、二つの点で調整する必要がある。まず、現在起きている経済危機から立ち直るのに五年はかかるものと思われ、それがマイナス要因となる。二つ目はいわゆるクルーグマン効果を考慮し、非効率な投資、

そして救済意欲の落ち込みを考慮する必要がある。すでにクルーグマン効果は減速にある程度織り込み済みであるが、世界銀行のアジア熱を相殺するためにはさらに絞り込む必要がある。

近い将来をみると、アジア地域の経済成長の見通しは急激に悪くなっている。基本的には二つのシナリオが考えられる——三分の二シナリオと三分の一シナリオだ。今後五年間の平均成長率が約三分の一落ち込むと読むのが楽観的なシナリオである。当初の落ち込みははるかに厳しいが、その後正常な状態に戻るに従い経済が回復する。しかしながら平均ではやはり落ち込む。もはやアジアはまるで何も起こらなかったかのように、昨日の夢を追うことはできないのだ。成長の落ち込みは、もちろん国によって程度が違う。タイや韓国では厳しい落ち込みを見せるが、それに比べるとマレーシアやフィリピンではそれほどではないだろう。

三分の二シナリオは、問題解決の時間はかかるものの、政治は大きな問題とならず、金融環境の膿を迅速に、それも徹底的に出すという構図を描いているという意味で楽観的なものである。また、輸出主導型の繁栄再建を世界の経済環境が支え続けるということも前提としている。

悲観的なシナリオには三つのマイナス要因が作用している。まず、政治がうまく機能しないという点だ。地域全体を通してIMFプログラム

表2 一人当たり国内総生産成長率 (年率、%)

| | 1965 - 95 | 1996 - 2025 | 1996 - 2025* |
|-------|-----------|-------------|--------------|
| 4匹の虎 | 6.6 | 2.8 | 1.7 |
| 中国 | 3.9 | 6.0 | 4.5 |
| 東南アジア | 5.6 | 4.5 | 3.5 |
| 南アジア | 1.9 | 4.0 | 3.0 |

世界銀行：Emerging Asia、*は著者予測

ラムが対立を招き、長期政権を続けた指導者が政権の座を追われ、予算やインフレ面での手綱が緩む。これらの要因が再建への道や信用力回復を困難にする。二つ目の問題は、アジアからの大量の輸出が貿易規制を生み、これが世界経済を混乱させる可能性だ。さらに三番目の問題は日本である。今まさにその様相を呈しているように、不況に近い状態が長引き、さらに状況が悪化しアジアのエンジンになるどころか重荷になるという可能性がある。さらにこれ以上悲観的要素が必要なら、中国の銀行と民営化の問題が経済成長を遅らせ、地域全体の繁栄により大きな打撃を与えるというのを加えればいい。アジアでは貯蓄と投資が行われ、それが機械的にある程度の生産を生むので、三分の一シナリオでさえまだ成長を見込んでいる。しかしそれは過去の奇蹟的成長に比べれば見る影もないものである。

四、アジア型経済モデルと

最近のアジア金融危機からの教訓

英「エコノミスト」編集長 ビル・エモット

このパネルに参加されている方々は私よりも実務面において熟練しており経済学の面においても造詣が深いので、そうした専門的な分析については他の方々にお任せし、私はジャーナリストとしての見方を感じたままにお話ししたい。

東アジアや東南アジアの多くの金融市場で発生している最近の混乱を理解するため、そしてとりわけこうした事態に対処するための政策の選択肢を見つけ出すためには、まず、現在の興奮状態と言ってもいい事態について一般に広まっている二つの見方を放棄するか、少なくともその重要性を格下げすることが必要である。

これらの二つの見方の第一は、最近の混乱は「アジア型経済モデル」と呼ばれているものが耐用年数を終えていることを示すものであり、今回の危機の責任はある程度そのモデルにある、従って、そのモデルを再検討し改良する必要があるとする。

この見方は放棄する必要がある。その理由は、私見ではその見方は誤りであり、また、人々の思考を誤った政策的結論に導く危険があるからである。その見方が誤りであるというのは、アジア型モデルとして意味のある形で定義できるものがこれまで存在していないからである。タイ、フィリピン、インドネシア、マレーシア、韓国及び日本といった金融最前線に並ぶ国々だけを挙げて比較した場合

でも、数の面においても重要度の面においても、類似点の方が相違点よりも多いとは思えない。外国投資の役割、自由化の経緯と進捗の程度、政府の管理による資本配分の役割、産業の集中の度合いなどが、アジア型モデルを示す重要な特徴としてよく挙げられるが、これらは、各国経済間で大きく相違している。

これらの経済は、実際に構造面あるいは政策面で、例えば欧州のフランス、英国、オランダ、イタリアについて言える以上の共通性を有しているとは思えない。これらの欧州各国経済も、たしかにくつかの特徴を共有しており、政策の統合に関して世界で最も進んだ分野の一部を形成しているもの、それぞれの間には大きな違いがある。アジアの政策統合は最近始まったばかりであるが、私が見るところ、アジアの状況も欧州と同様である。

欧州各国経済が共有しているものは、地理的条件、域内貿易と域内投資の割合が高いこと、したがってマクロ経済的な相互依存と政策行動の相互作用の度合いが大きいことである。このことが、五〇年間かけて、欧州各国経済の景気循環を極めて一致したものとし、また、ひとつの国での出来事が他の国々の出来事に必ず影響を与えるとの認識を強めてきたのである。

私が主張したいのは、現在苦境に立つアジア各国経済を結び付ける糸は基本的に同様の性格を持っているということである。日本を先導する鷺鳥に見立てた「雁行形態」という比喩は、アジア各国の同一性を意味するならば誤りであり、まして政策面での同一性を意味するものであれば、なおさら誤りである。ただし、それが単に、地域内の貿易・投資が他の地域との貿易・投資の増加を大幅に上回り、その地域の各国経済が相互に、また、世界に対してより開かれたものになり、その結果としてアジア各国の景気循環がさらに一致するようになるに従って、過去二〇年間にアジア地域内の急速な経済成長が相互に影響するものになってきたことを意味するのならば、その比喩は適切である。

このように、東アジア及び東南アジア経済は相互に関連するようになってきているので、ひとつの国で生じた大きな出来事が他の国々に多かれ少なかれ影響を与える。しかし、このことが、私が放棄する必要がある、あるいは格下げすべきと考える二番目の見方、すなわち、これが伝染による危機であるという見方を導いているのである。

この見方はアジアの危機を病気に譬えたものである。伝染症は病気の人から健康で悪いところのない隣人に感染するものであるが、これがアジアにおいて、さらに新興の市場で発生しているというのである。

伝染症という捉え方は真実の一端を含んではいるものの、非常にミスリーディングであり、かつ危険である。それは、タイに初めに接触して病気を移された周辺国は、悪いところがなかったわけではなく健康でもなかったという意味でミスリーディングである。また、その見方は注意を向ける対象を真の根本的な原因ではなく、病気の症状、すなわち資本の流れの方に逸らしてしまう傾向があるために危険である。しかし、伝染症という捉え方が真実の一端を含んでいることは確かである。

その真実の一端、すなわち伝染は、既に述べた経済と金融の相互依存関係に始まる。それはひとつの国における通貨の下落といった状況が、他の国に不可避的な影響を与えるという形で続いていく。そして、それはよく見られるように投資家が群れをなして動くという傾向、つまり、ある時は一方の方向へ、またある時は急に逆の方向に走るという傾向によって、不可避的に増幅されるのである。

伝染症という捉え方に含まれる真実の一端は実際にいくつかの政策上の結論につながると思うが、それらの政策は、当面の対策、あるいは短期的な政策ではなく、また、もちろんその地域を巡る資本の自由な流れの大幅な抑制を追求する政策でもない。

当面の対策、あるいは短期的な政策の意味を把握するためには、伝染症という捉え方を傍らに置き、

より幅広い観点からの捉え方に取り替えるべきであると私は考える。有り体にいえば、金融危機の世界においては何も新しいものではなく、我々が現在目にしている危機についてもアジア独特のものはないということである。そして、いくつかの問題が同時に見られるという事実、伝染症あるいは相互の因果関係ではなく、相関関係により深く関係している。

韓国、タイ、またそれほどの規模ではなかったがマレーシアで起きた銀行の破綻は、世界中の金融史家にとっては十分馴染み深い性格のものである。以前にも、米国、西欧その他で類似の破綻が発生したことがあり、似たケースは今後でも発生するだろう。発展途上のアジアにおけるこうした崩壊に当てはめられることができるあと知恵の教訓は、一九九〇年から九二年に発生した日本のバブル崩壊に当てはめられたものと同じである。すなわち、長期間にわたる成長は、奢りや規律なき投資、貸付け、会計慣行を育てる。そうした成長は、とりわけ株式及び商品市場の過熱を伴う場合には、腐敗その他の犯罪行為を助長する。

長期間にわたる成長は、資本の新たな源泉、すなわち一般投資家あるいは海外投資家を誘因し、しばらくの間、無節操なインサイダーのために容易に利益をかすめ取る手段を提供する。さらに、金融システムの部分的な規制緩和は、八〇年代に英国と米国で発生したような予見できない結果をもたらす可能性がある。

最終的に経済と金融の潮流が方向を変えたとき、そこにはこれまで隠れていたあらゆる種類の残骸が顕になる。これらアジア経済は潮流のパターンを共有したことから、似たような銀行業の病気を抱えることになり、また、同じ時期に銀行業の破滅が表面化した。

しかし、この相関関係という捉え方のポイントは、我々が見ている問題は基本的に国家的問題であり、国家的解決を要する問題であるということである。こうした問題は第一に地域的な問題ではなく、

また既に述べたように、共有する知識が危機に瀕していることを反映した問題でもない。先週、ニューヨークにおいてアラン・グリーンズパンFRB議長は、アジア諸国における政府の指導による投資や融資によって生じる病弊について語っている。私はそうした行為に対する彼の批判には同感であるが、彼がこの問題をアジア地域全体にわたる課題としていることは正しくないと考える。彼の発言は韓国の問題を完璧に捉えている。それらの問題点は中国の来るべき危機にも適用できるかもしれない。しかし、タイにとつてはそれは当てはまらず、マレーシアやインドネシアに適用することは若干ミスリーディングである。マレーシアやインドネシアでは、資源に関する公的な配分がその問題の一部をなしているものの、その主たる原因は、マレーシアにおいては誤った差別撤廃措置によって導かれていくことに加えて、国の威信をかけたプロジェクトについて政府に少し傲慢なところがあるからであり、インドネシアについては、スハルト一族への権力の集中という政治的な問題を反映したものである。経済哲学の誤った適用という問題ではないからである。

国ごとに構造的な問題の性質が異なるために、解決方法は国によって大きく異なったものになろう。これらの国内の問題に対処するにあたり、関係する国すべてに適用するために呼び起こせる共通の教訓は次の三つしかない。

第一の教訓は、困難に遭遇している東アジア及び東南アジア諸国は全て日本の経験から学ぶ必要があるということである。つまり、銀行の危機に適切に対処できなければ、事態はますます悪化し、時間の経過とともに危険性はさらに増すということである。日本の場合には、危機が始まってからこれまでに八年が過ぎており、これまでのところ改革はせいぜい暫定的なものに止まっている。その理由は理解できるが、その結果は今や非常に危険なものとなっている。

第二の教訓は、現在の事態が東アジアの長期成長過程における一時的な休止を超える事態を生じさ

せるとする理由は経済学の中には存在しない。経済のファンダメンタルズは依然として良好である。

しかし、第三の教訓は、現在の休止がどのくらい続くのかを決定するうえで、経済学は決定的な役割を果たさないとみられることである。その役割を担うのは政治と政策選択である。この種の危機においてはいつでも、構造改革を妨げ、あるいは民主化を逆行させ、あるいは国を新たな方向に導く結果をもたらす政治的变化が発生する可能性がある。東アジアのように、多くの領土問題や争いごとが存在する地域においては、経済に重要な影響をもたらす外交上の、あるいは軍事上の衝突すら発生しかねないと考えられる。国際的な観点からは、アジアの通貨下落が米国における保護主義を再燃させるという事態も現実の可能性として十分起こりうる事態である。米国における保護主義圧力は、すでに議会及び国内全般で勢力を強めつつあるが、保護主義は、少なくとも原則としては、逆に東南アジア諸国に報復措置をとらせるきっかけとなる可能性がある。したがって、楽観論が合理的でありかつ推奨できる場合であっても、悪い結果をもたらす可能性を無視すべきではない。

しかし、このフォーラムにとって大きな関心である疑問がまだ残っている。すなわち、根本的な対策は各国が行うべきであるとしても、なお、地域的な対応、あるいはより広く国際的な努力にはどのような役割があるのだろうかという疑問である。

ここでもまた、私の考え方は極めてシンプルなものである。

第一に、私はアジア通貨基金という構想に対して、非常に正統的であり、であるが故に非常に批判的な見方をとる。それは最善の場合でも余興に終わるだろう。最悪の場合には、それが問題の一部になり得る。

東アジア及び東南アジア諸国間における政治レベルと政策レベルにおける相互作用の永続的な特徴のひとつとして、それがASEANの内部であっても、APECの内部であっても、あるいはそれ以

外の団体の内部であっても、相互に批判することを嫌うという特徴がある。しかし、安定化基金や相互支援協定は、本当の意味でのコンディショナリティ、すなわち、安定化基金が提供する息つき空間は必要な構造改革を行うために使用されるという発想を受入れてそれを実行するというのが行われて初めて機能するものである。東アジアにおける現在の環境の中では、そうしたコンディショナリティを課すことができるのはIMFだけである。そうした制約条件がなければ、通貨安定化基金はモラル・ハザード（道徳的危険）を高めるか、あるいは、単に悪貨の中に良貨を注ぎ込むことになり、投資家の信頼を傷つける惧れがある。

第二に、以上にもかかわらず、私は伝染論の中にある真実の一端がアジアの制度的な構造にある程度の影響を与えるだろうと考えている。通貨下落が国から国へと波及していったという事実、及び最近の出来事がアジア地域という広大な地域の中の諸国間の相互依存の強さを深く印象づける結果になったという事実は、それと同じような不安が欧州の統合を促進したように、アジアにおける統合を促進するであろうし、おそらく促進させるはずである。当初はドルで表示される通貨バスケットも、将来は地域的な味付けを強めることになるだろう。八〇年代に登場した円経済圏という構想は、ちょうど欧州の通貨システムがドイツ・マルクを取り巻いているのと同様に、円を取り巻く一種の緩いアジアの通貨システムという形をとって、再び台頭してくる可能性はかなり大きい。ただ、制度的な繋がりが弱いこと、地域ごとに多様性があること、及び、相互批判が嫌いであることからすれば、すぐにそうなることはなさそうである。しかし、いずれそれは発展し、アジア各国中央銀行との間の現在の結びつきを強めるために役立つであろう。

第三に、私はIMFの役割の重要性に話しを戻したい。韓国その他の国におけるような環境の下では、憎まれ役が必要である。安易に救済を与えることには慎重かつ消極的であるが、最終的に資金が

必要なときには十分に提供するとともに、苦痛を伴う構造改革を実行するために必要な規範をも提供するというのがIMFの役割であり、またIMFの役割はそうではなければならない。その役割は、どう考えても、米国も日本も欧州連合も果たすことはできない。

私はこの役を演じることになる杉崎副専務理事及び斉藤東京事務所長を羨ましいとは思わない。しかし、彼らがその役割を果たそうとしていることを大変喜ばしく思う。

五、アジア通貨危機の原因とIMFの役割

一橋大学経済研究所教授 伊藤隆敏

今回のアジア通貨危機からの教訓をどう理解するかということだが、七月のタイ・バーツの切り下げ、フロート制に移行して以来、それをきっかけとしてほかの通貨も次々に減価（デイプリシエーション）していった。五ヵ月たった現在でも、切り下げあるいは減価を経験する国の数が増え続け、しかも切り下げの幅もより大きくなっているように見える。IMFが八月末にタイに対して金融支援パッケージを組んだが、パッケージができたにもかかわらず通貨の減価はとまっていない。また、それはインドネシア、韓国に飛び火（コンテージョン）しており、まだまだ底を打ったのかどうかもわからない状況ということが起きている。

このため、これまでのIMFの処方箋や金融支援パッケージの内容あるいは規模というものが十分ではなかったのではないかという疑問を提出するものもある。このことについては、最後にもう一度戻って、もう少し具体的な問題提起をしたいと思う。

タイ・バーツによって始まったこのアジアの通貨危機が何によって引き起こされているのか。これは杉崎副専務理事あるいはドーンブッシュ教授のお話の中でも何回も出てきているが、簡単に触れない。

このアジアの危機を考える上で、一九九四年一二月に起きたメキシコのペソの危機に戻って考えることが非常に重要である。というのも、そのメキシコの問題が起きたときに、既にこのアジアの通貨

危機というものはある程度予想されていたからである。メキシコは、当時GDP比で8%の経常収支の赤字を経験していたが、一九九四年の二月ぐらまでは資本流入のほうが経常収支の赤字を上回っており、外貨準備が増え続けていた。ところが、その為替レートは米ドルにリンクしていたために、インフレ格差の分だけ、実質上切り上がっていた。

ところが一九九四年の二月の末に、大統領候補であるコロシオ氏が暗殺されたのをきっかけに、資本流入が細っていった。外貨準備の水準が下がり続けていたが、中央銀行がこの数字を発表していなかった、あるいは、非常に長い時間のラグをつけて発表していたために、一二月に既に外貨準備が底をついていたのにもかかわらず、マーケットはそれを十分には知らされていなかった。一月二〇日に政府は突然ペソの一五%の切り下げを発表した。この切り下げは、もちろん経常収支の赤字を直すという意味では適切な措置であったが、それをきっかけとして外国の投資家がメキシコの資産を大量に売り出し、資本の流出を招いた。もともと底をついていた外貨準備では為替相場を支えることができず、政府はフロート制に移行せざるを得なかった。

年が明けて一九九五年、IMFとアメリカが約五〇〇億ドルの金融支援パッケージを組んだ。このようにメキシコのペソ危機は今回のアジア問題の先駆であったのであり、その基本的な問題とその教訓は、次のようになる。

まず第一に、ドル・ペッグの危険性、固定為替制度の危険性である。第二の問題は、そのドル・ペッグの結果外貨準備を失ったときに、ドル・ペッグからいつ外れるかということを適切には判断できなかったということ。そして三番目に、メキシコは、テソボノスという実質的にドルにリンクした短期の国債を発行していた。ドルにリンクしていた国債であるために、切り下げをした途端に国の債務が巨額になってしまった。しかもそれを返済できるかどうかということに対する信頼が失われてしまっ

た。これがペソの切り下げをきっかけとして通貨危機に発展した大きな理由と考えられている。第四番目に、通貨がドル・ペッグをしている最中には、ドル・ペッグの信頼が増せば増すほど、借り手のほうはドル建て、外貨建ての債務を持つようになる。したがって切り下げをした途端にわかったことは、銀行セクターが大量のドル建ての債務を抱えていたということであった。したがって、為替危機が銀行危機につながってしまった。これらがメキシコの教訓と言われているものである。

メキシコへの金融支援パッケージをまとめるに当たって、IMF内で一国に対する貸出限度額と出資額（クォータ）との関係について非常に大きな議論が起った。メキシコの危機が起きた当時は、そのクォータの三〇〇%までが貸出限度であるというルールがあり、三〇〇%で計算すると、七八億ドルまでしか貸せない。そこでいろいろな例外中の例外を適用し、これに一〇〇億ドル追加して一七八億ドルにしたが、それでもメキシコが必要とする額に満たなかった。このため、米国が追加的に支援することを申し出て、メキシコは総額五〇〇億ドルの金融支援パッケージを受けることとなった。したがってメキシコのと時から既に、IMFの貸出には限度があることがわかっていった。こういう豊かな中所得のいわゆるエマージング・マーケット（新興市場国）に資本移動による金融危機が起きた場合には、IMFだけのパッケージでは十分ではないということがわかっていたのである。メキシコの危機が起きた直後から、何とかIMFの貸出額が増えるようにしようという議論されたが、実際にタイの危機が起きるまで具体的にそれを解決するという方法は見つかっていなかった。

次にIMFが気がついたことは、情報の開示が十分ではなかったということである。つまり中央銀行の外貨準備という非常に重要な情報がマーケットに開示されていなかった。したがって市場の規律、マーケット・ディスプリンというものが働く余地がなかった。もっとマーケットに情報が流されていたら、もっと早くメキシコに対してマーケットがウォーニングを出していたのではないか。しかし、

開示がなかったためできなかった。もちろん、その後先ほど杉崎副専務理事が触れられたSDDS（特別データ公表基準）という情報開示のためのシステムができたが、タイあるいは韓国では活かされることがなかったのである。

第三にIMFが気がついたのは、メキシコの危機がその地域のほかの国に影響を与えるいわゆる「テキーラ効果」である。すなわち、メキシコの危機は、アルゼンチンに飛び火し、伝染的な通貨危機につながりかけた。ところがこのときは一九九五年三月にアルゼンチンに対してIMFが金融支援パッケージを組むことによって、実際にアルゼンチンの通貨の切り下げにはつながらずに、これをとめることができた。したがってこの時は、IMFのメキシコへのパッケージ、それからアルゼンチンへのパッケージによって実質上コンテージョンをそこで止めることができたわけである。しかし、今回のアジアの危機ではそれが止まっていけない。どうしてだろうか。

先ほどドーンブッシュ教授はメキシコとタイと韓国というのは、全く同じものであるということと言われた。果たしてそうなのだろうかという疑問が湧いてくる。タイもメキシコと同様にGDP比8%の経常収支赤字を続けており、メキシコと同じように資本の流入が経常収支の赤字を上回っていた。また、メキシコと同じようにドルにリンクした為替レート制度をとっていたため、インフレの格差の分、実質的に切り上がっていた。さらに問題を複雑にしたのは、タイの場合はメキシコと違って日本に対する貿易の依存度が大きかったことである。円が安くなることによってタイの輸出産業の競争力が失われた。一九九五年から今年にかけて起きた八〇円から一二五円、あるいは一三〇円への円安の中で、タイ及び韓国、その他アジア諸国のドルに対してリンクしている通貨の実質実効為替レートが、大幅に切り上がっている。

一九九七年前半にタイのバーツに対して、大量の投機的な売りが入った。これに対して先ほどド

ンブッシュ教授が言われたように、中央銀行がその投機の相手方になって、先物市場で大きなドル債務を負った。もちろんこのことは後でわかったことである。IMFのSDDSは、中央銀行のオン・バランスシートだけを見ているため、そこには出てこないオフ・バランスシートの情報という、タイの場合に非常に重要なものが、SDDSでは市場には開示されなかったという問題がそこで起きている。したがって直先総合のポジションで見ると、タイもメキシコと同じように外貨準備を失い、ついにフロート制に移行せざるを得なかった。

このバーツに対する投機と同時に進行していたのが、金融セクターの金融危機である。一九九七年に入るころには不動産バブルがはじけており、日本と同じようにバブルがはじけた後に残る不良債権が大量に金融セクターに蓄積されていた。特にファイナンス・カンパニーと呼ばれるノンバンク——日本でちょうど住専に当たるようなもの——に大量の不良債権が溜まってしまった。そこに対して中央銀行が援助したが、それでも十分ではなかった。外国の金融機関も貸していたが、どんどん資金を引き揚げていくという形で金融の危機につながっていった。

七月二日に切り下げをした後、外国の金融機関を中心にタイの銀行に対する貸し付けを継続しない（ロールオーバーはしない）という動きが出てきてさらに金融の危機を深めた。そして八月の中旬にタイはIMFに支援を要請するということになった。

ドーンブッシュ教授が指摘されるように、確かにタイの場合もメキシコとかなり共通点を持っている。まず為替レート体制、ドル・ペッグというものが同じであった。それから金融システムが、非常に弱かった。特にタイの場合は、大きな不良債権問題を抱えていた。それから外貨建ての短期借入が非常に大きかった。切り下げの当初タイは、我々はメキシコとは違うのだ。なぜならばメキシコの場合、テソボノスという国債の問題であり、政府債務（ソブリン）の問題であるが、タイは民間債務の

問題だ。だから政府の信認の問題にはならないのだ、とタイは主張していた。しかし、問題が民間であつたにしても民間の金融セクターには、既に中央銀行が貸しているというような状況のもとでは、ソブリンであるかどうかという問題は、重要な相違点にはならず、結局政府の信認の問題につながつていったのである。

インドネシアと韓国の話はしている時間がないので、ここで簡単に教訓というようなものをまとめると、次のようなことになろう。

まず第一に、通貨のドル・ペッグ制というのは、オーバー・バリュエ（過大評価）になりやすく非常に危険だということである。通貨がオーバー・バリュエになつた場合には、外貨準備を失う前に切り下げなくてはいけない。どれぐらい失つたときに切り下げをするか、あるいはフロートに移行するかということが非常に重要だが、これに対してまだ十分な回答は出されていない。

第二に、短期の外貨建て、あるいは為替レートにリンクしている借入というものは、非常に危険である。タイはかなりの短期銀行借入を抱えていた。銀行が大量の不良債権を抱えるということは、すぐに深刻な通貨危機につながる、あるいは通貨危機が起きたときに、それが非常に大きな問題に発展するという警告であると考えることができる。

先ほど述べたように、メキシコもタイも、通貨危機が起きる数カ月前までは逆に資本が流入していた。したがって資本が流入しているときに何をしてたかということが、流出が始まってからどうするかということよりもむしろ重要ではないか。流出が始まってしまつてからは、ある意味ではもう遅いのである。したがって流入してくる資金を何に使っているのか、いかに管理していくか、どのような資本を流入させるのかというような、戦略的な思考が必要になつてくるのかもしれない。

三番目の教訓は、一旦その危機が起きた場合にどうするかということである。これがタイで起きた

というのは、伝統的なIMFの外貨準備、国際収支のギャップに対して貸付をして緊縮的な政策をとるということでは十分ではないのかもしれないという問題を提起しているように思われる。したがって先ほどドーンブッシュ教授は、これでいいのだというお話をされたが、果たしてそうなのだろうかという問題を提起しておきたい。

先ほど不良債権問題は警告指標だと述べたが、逆に言うと不良債権問題を解決するということが、その国の通貨危機というものを乗り切るための非常に重要な鍵になるのではないかと思う。その意味では実はタイで今日（一二月八日）の午前中に、不良債権問題の鍵であったファイナンス・カンパニーをどう処理するかという発表がされ、不良債権問題によりやくタイ政府が真剣に取り組み始めたという記念すべき日ということを申し添えておきたい。

最後にIMFの役割に関して、私はドーンブッシュ教授が批判するのではないかと思ひ、弁護のほうを考えていたが、ドーンブッシュ教授がIMFを非常に褒め上げたので少し逆の立場をとって、いくつか問題提起をしておきたい。

ドルにペッグさせるということは問題だということにはわかった。しかしIMFはドル・ペッグからの安全な脱出路を示していない。特にハイパー・インフレの国に対してインフレ沈静化のためにペッグは有効だと提唱をしても、どのようになつたら外したらよいかということまでは示していない。やはりフレキシビリティが必要だろう。しかし、実は、インドネシアでそのような手段をとった途端に、投機的な動きが席卷してしまった。

第二の課題は、外貨での過剰借入の問題である。これは金融自由化の一つの必然的な結果とも言える。杉崎副専務理事が述べられたように、IMFは資本取引の自由化を今後IMFのマנדレートとしていくとのことだが、課題がある。つまり自由化は、緩やかな自由化なのか、あるいは資本の流れに

対して条件を課してもよいのか、あるいはどのように資本の流入を管理したらいいのかという提案を
していくおつもりなのか。

もう一つは簡単な質問である。ラテンアメリカではうまくやったのにどうしてIMFはアジアの飛
び火を途中で止めることができなかったのか。

第四はアジアの国々に対する処方箋が、果たして正しいのか。ドーンブッシュ教授が言われたよう
な従来のような緊縮財政、金融引き締めなどは大幅な赤字を抱えたハイパー・インフレの国にとって
はうまくいくかもしれないが、エモット氏が指摘されたように、農業、製造部門、財政の内容、イン
フレの数字、そういったファンダメンタルズはアジアの国についていえば、極めて順調である。問題
を抱えているのは、銀行部門であるという現状がある。そのようなアジアの国々は、銀行のバラン
シートをクリーンアップして、経済成長を刺激し投資家の信用を回復する必要があるわけだが、この
ような緊縮財政が果たして「解」となり得るのか。IMF、世銀、アジア開発銀行、そのほか関係者
は、やはり銀行制度の専門家、銀行の監督、金融部門の監督の専門家の英知を結集して、アジアの国々
の支援をすべきであろうと考える。残念ながら日本は隣国に対して、きちんとした模範になり得ない
のが現状である。

次のIMFにとっての課題は、ドーンブッシュ教授も指摘され私もそう思うが、新興工業国の過剰
な借入の問題である。過度に借り入れるということは、それだけを貸す人がいる、過度に貸している
人がいるということであり、そのような貸し手に対してどう責任を追求していくのか。借り入れが問
題になれば、貸しているほうも問題である。その問題の半分を担っている貸し手について、どうする
のか。IMFもまだその答えを出していない。これはやはりIMF、そして我々学者、政策立案者
にとっても一つの課題であろうと思う。

六、資本の流れ及び市場の大きな変動への対処

——金融市場安定化の枠組みを巡る

いくつかの問題点——

タイ前財政・金融担当副首相　ヴィラポン・ラマンクラ

一九九七年七月にタイ・バーツが変動制に移行して以来、アジア地域の金融市場は、域内主要通貨の一斉急落、株価その他の資産価格の大幅な下落、並びに、实体经济及び域内の銀行部門に対するデフレ衝撃を引き起こした絶え間ない圧力に悩まされている。またアジアの多くの国々に飛び火した、いわゆる「伝染効果」の速さと大きさに多くの人々が驚いている。今回の危機は峠を越えたように見えるが、金融市場が今後安定するかどうかの見通しは依然として定まらない。しかし、最も重要なのは、こうした混乱を経験したことで、自由な資本移動の背後にある原理、中でも市場の過剰な変動に対する政策的対応について再検討されるようになったことである。私はエコノミストであるから、自由で開放されたりベラる市場システムがもたらす長期的な利益を大切にしたいと考える傾向にある。思うに、政策の最重要課題は、各国が過剰な市場の変動により的確に対処することができるよう、国際的な政策と規制の枠組みを強化すると同時に、資本移動によるリスクをよりの確に管理することを学ぶことによって、資本移動とどのように付き合っていくのが最も良いかということである。

本日、私は、金融市場の安定化のための枠組みに焦点を当てて話すつもりである。問題は、現在国境を越える資本移動が引き起こすリスクに対する安全弁として我々が持っている国際的な政策の枠組みと制度が適切であるか否かである。私はこの問いに「適切でない」と答えてあなた方を驚かすつもりはないが、さらなる改善の余地があることは確かである。この点に関して議論するにあたって、国際的資本移動と現在の政策の枠組みについて触れたい。そして、最後に、主に思考の糧とすることを目的として、タイの問題に関する私の経験を話して、現在の枠組みをさらに強化するための方法に関する考え方を提示したい。

周知のことであるが、過去一〇年の間、国境を越える資本移動はアジア地域の経済成長と繁栄の基礎であった。IMFによれば、一九九〇年から九六年の間、アジアは毎年六〇〇億ドルを超える資本流入を得た。九六年にはその一年だけで一〇七〇億ドルの資本流入があった。とりわけ、タイは最近の資本移動による利益を享受しており、一九九〇年から九六年の間に毎年一三六億ドルを超える資本流入があり、九六年だけで一九五億ドルの資本流入があった。巨額の国際資本の流入は、資本の受入国において金融市場の自由化と健全なマクロ経済政策の実施によって、高い投資収益率が期待できたために起こった。この数年間、アジアへの資本流入による成果は、アジア地域の投資の伸び率の高さ、力強い経済成長、雇用水準の高さとなって現れているが、長期的には資源配分の一層の効率化と金融部門の一層の拡大をもたらしている。アジア各国経済は、概して近年の資本流入の増加により大幅な利益を享受してきたと私はみている。アジアの発展途上国の年平均成長率は、資本の流入が始まる前の一九七九年から八八年の六・八％から、一九九〇年から九六年には八・三％に上昇した。

アジアの政策担当者が現在直面している問題は、国際的資本流入の利益についてではなく、資本移動によるリスクの管理である。最近の経済混乱から我々はこうしたリスクが実際に起こり得るもので

あり、かつ、かなり大きな影響を及ぼし得ることを知った。

主なりリスクとしては、以下のものがある。

(一) マクロ経済的安定性に関するリスク——經常収支赤字の拡大、資産価格をはじめとする国内価格の上昇、及び金融資産残高との相関関係におけるその国の対外債務の急速な増加に伴うリスクである。

(二) 金融部門リスク——過剰な融資、信用の拡大及び外国為替に関連して生じるリスクであり、銀行の資産と債務の期間のミスマッチによる流動性リスクの増加も含まれる。

(三) 流動性リスクあるいは国際収支リスク——市場の心理と投資家の先行き見通しの急激な変化の結果として生ずる、資本の流れの急激かつ突然の逆転によってもたらされるリスクである。

アジアの政策担当者たちはこうしたリスクを十分意識していると思われる。この問題はこれまでも広く議論されてきた。その結果、現在の政策的枠組みは、問題の早期発見と早期の政策調整によって、リスクが危機となつて顕在化することを防止することに重点を置いている。「マクロ経済的安定性に関するリスク」に対する現在の枠組みは、その典型がIMFによって提案されているが、対外赤字の削減と価格上昇の回避を狙つて、慎重な需要管理政策と為替相場に柔軟性を与える政策とを組み合わせるものである。「金融部門リスク」については、各国とも規制の枠組みを強化し、監督手続きを改善して、適正な水準の資本を確保することが求められている。また、市場の信頼を維持するため、現行の政策枠組みの焦点を、市場の自由化、政策決定過程の透明性の向上とともに、市場情報を早期かつ信頼できる方法で一般に開示することに置いている。

アジアの国々は、この広範な政策的枠組みの下で、マクロ経済に与える影響と巨額の資本の流入によるリスクを的確に管理してきたと思う。その証拠として、アジア地域の経済は、タイにおける困難

な状況が発生するまでは、大きな不均衡を生じることなく、長期間にわたる持続的な巨額の外国資本の流入を受け入れることができた。個々の国ごとの反応は一樣ではないかもしれないが、アジア諸国は概してこれまでに述べた政策的枠組み、すなわち、早期の国内需要の調整を、為替相場の柔軟性の拡大策や金融部門の強化策と結合させるといふ政策を堅持してきた。とりわけ、タイとマレーシアでは、経常収支赤字を削減し、銀行システムを強化するための経済的調整は、今回の危機が始まる以前に始まっていた。

しかし、経済調整の局面を一転して大規模な金融危機に変えたものは、その国のマクロ経済政策に対する信頼の欠如による市場心理の急激な変化であった。正にタイで起きたことはこれである。タイでは、通貨に対する持続的かつ集中的な投機の攻撃によってマクロの経済調整は困難なものとなった。IMFを後ろ楯とする強力な調整策をもってしても、経済政策に対する市場の信頼は十分といえるほどには回復していない。重要な点は、我々は市場の意見はその国のマクロ経済政策に規律を与え得ると考えているが、市場の反応は過剰になることもあり得るといふことである。そうした過剰反応が起きる原因は、現在行われている政府の政策についての情報が不完全なことかもしれないし、基礎的な経済状態に対する評価が不正確であることかもしれない。あるいは、群衆心理の結果とさえ言えるかもしれない。原因はどうかであれ、市場の過剰反応は、金融危機を勝手に実現してしまう重要な要因である。

ひとたび危機が発生したとき、それに対処するための方法として現在の政策的枠組みは何を提供できるのか。この質問に対して答えるため、我々は金融危機管理のための現行の国際的な政策的枠組みに目を向けなければならない。メキシコのペソ危機以来、国際社会は金融危機の伝染効果を防止し、影響を最小限にする方法を模索してきた。中でも、IMFは、市場のサーベイランスでの役割を強化

すること、短期間で大規模な金融支援を可能にすること、また、SDDSと呼ばれる特別データ公表基準を用いて加盟国による情報の開示を効率化すること、によって金融危機に対処する方策を強化してきた。

こうした方策は、危機を防止し管理しようとする積極的な対応策である。この方法はタイの危機において有効に機能しており、当該国政府と十分に協力することにより、タイにおいてもインドネシアにおいても、IMFがそこでの経済危機に迅速に対応することを可能にした。それにもかかわらず、危機が実際に発生したという事実、及び伝染効果が、強い経済にも弱い経済にも同様に影響を及ぼしたという事実は、現在の政策的枠組みが全体的に適切でなく、とりわけ、危機の波及効果への対応という面において適切でないということを意味する。より重要なことは、我々は最近の経済混乱の事例から、市場は個々の国における基礎的な経済情勢の違いを識別するのではなく、むしろ、その地域の国々をひとつのグループと見なして対応する傾向があることを知ったことである。その結果、二つの重要な政策上の疑問が浮かび上がる。

第一に、市場がその国の政策と経済情勢に関してよりの確な情報を得ることを可能にする一方で、適切かつ時宜を得た政策調整を確実にするために、市場のサーベイランスについての現行のメカニズムを改善できるだろうか。

第二に、重大なマクロ経済的問題がない国々が危機に陥った際に、市場の圧力と変動の大きさをよりの確に管理することを可能にするような追加的なメカニズムが、我々には必要なのだろうか。

私はこれらの疑問点に直接回答を与えるつもりはない。しかし、現行の政策的枠組みを強化する方法に関するいくつかの考え方を提供しようと思う。

第一に、根本的な経済問題を抱える国々にとっては、遅滞なく必要とされる政策変更を実施するこ

とが最も重要である。IMFの新たなサーベイランス手続きは、政策助言の方法を改善したことは間違いないが、実際には、それは広い範囲で実施されるために、時として、その助言が政策の実施に必要な実務的な指針を超えた、あまりに広範なものとなってしまうことが見受けられる。例えば、ドル・ペッグ制からいかにして安全に脱するかは、このところのアジアにおける重要な政策課題である。このためには、従来よりも小規模な国のグループの中で、新たな政策協議の場を追加的に設けることが有効であると思う。この追加的メカニズムによって、アジア地域の中で類似の経験を有する国々が市場に関する情報と政策実施の経験を交換できるようになると同時に、相互のマクロ経済政策をよく知ることができる。こういう形での協議は、IMFの一般的な政策助言を補完し、適切な政策の実行を促進するための導管となりうる。既にアジア地域のいくつかの中央銀行は、二国間ベースでこの形の自主的な協議の場を確立しているが、そのメカニズムがアジア地域のより多くの国々を対象にするよう拡大されれば、さらに有益である。

第二に、根本的な問題を抱えていない国々が、危機の際に、適切な額の金融資源を保有することによって、一時的な市場の圧力に耐えることができるようにすることが重要である。各国が、予防のために不本意な政策変更を市場に強制されることがないように、これらの金融資源はただちに利用可能である必要がある。ここで言及しているのは、通貨当局が厳しい市場圧力の下で為替相場政策の運営を継続できるようにするための、非常に短期間の流動性の支援である。このタイプの協定は経済協力開発機構(OECD)あるいは欧州連合などでは既に実施されている。私は、主として各国が短期の市場圧力によりの確に対処できるための手段として、アジアも似たような協定を考える必要があると思う。

第三に、市場情報の提供については、最近のアジアにおける経済危機は、その国の金融部門の

健全性が危機における重要な決定要因であることを明らかに示しており、市場が銀行部門の基礎的な財務状態を正確に評価することができるよう、銀行部門に関するより詳しい情報の提供が必要である。不幸にして、経済情報や通貨に関する情報と比べると、こうした情報をどのように提供すべきかという点についてのコンセンサスはないようである。この点については、金融部門の状態に関して提供される情報の質を改善するための国際的な基準を確立する余地はまだあると思う。この基準は、IMFの現行の特別データ公表基準と矛盾しないように開発することができる。BISのような分野で専門知識を有する機関に指導を要請することもできるであろう。

前述の最初の二つの考察から、追加的なメカニズムを実施するために新たに制度化された地域的な団体が必要かという疑問が、当然のごとく提起されよう。私見では、今日のような金融市場のグローバル化の時代においては、金融市場を安定化させるために政府レベルで協調して努力する必要は常にある。結局、アジアの力強い経済発展は市場と為替相場の安定という環境の下で育まれてきたものである。重要な点は、域内での協調的努力は、現在の政策的枠組みに取って代わるものではなく、それを補完するべきものであるということである。

域内での協調的努力により、個々の国に対してというよりは、ひとつのグループとして地域経済に影響を与えがちな市場や経済発展についての我々の理解を深めることができる。さらに重要なことは、域内の協調的努力により、不本意な市場の変動に対して、各国がよりの確に対処するための専門知識と資源の共有が可能になることである。

七、アジア通貨危機の特徴と為替相場制度

大蔵省財務官 榊原英資

この時期に国際通貨研究所とIMF共催のこうしたシンポジウムが開かれることは、大変タイムリーなことだと思う。むしろこんなにタイムリーになってしまったことを私は残念に思っている。九七年八月の初めに東京でタイの金融危機支援国会合を持ったときに、こんなに次々とこの地域にクライシスが発生するということは夢にも思っていなかった。二カ月前に韓国がIMFとの合意をするというようなことを予測できた人は、ほとんどいないのではないか。つまり非常に速いスピードで周辺国に飛び火し、危機が伝播していったということだろうと思う。

IMFのカムドゥシュ専務理事は、九四〇九五年のメキシコ危機からこの韓国の危機につながる一連の危機を、二一世紀型の危機と呼んでおられるが、私もそのとおりだと思う。アジアの危機だと言う人がいるが、私はそうは思わない。メキシコとアジアの状況は、違った部分もあるが、かなり似通った部分もあり、もし危機だと言うのであれば、これはグローバル・キャピタリズムの危機であるかと私は考えている。

九四〇九五年のメキシコの危機以前の危機と、それ以降の危機というものを比べてみたときに、恐らくこういいうことが言えるのではないか。すなわち、それ以前の危機というのは、どちらかというと「経常収支」の危機であった。つまりその国の能力を超えて消費をするということ、輸入が増えて貿易収支の赤字が増える、それでファイナンスング・ギャップが生じ、IMFが間に入ってそれを是

正する「経常収支の危機」というのが、それまでの危機の様相だったわけである。

ところがメキシコ以来の危機というのは、明らかに「資本収支の危機」である。要するにグローバルなキャピタル・マーケットで巨大な資本が瞬時にボーダーを越えて動き、このことによって引き起こされた危機だということができよう。

メキシコの場合は確かにテソボノスという短期国債が米ドルにリンクしていたために政府の債務が巨額になってしまったことが問題だったわけだが、結局のところはやはり資本が非常に速いスピードで、何かのトリガーで動くということが原因になった。アジアの場合がメキシコと違ったのは、基本的にプライベート・セクターの問題だったということであり、政府は比較的健全な財政政策を維持していた。タイにしてもほかのアジアの国にしても大体財政収支は黒字で、恐らくG7のどの国よりも良い財政収支を維持していた。欧州で進められているような通貨統合といったことになればみんな参加できるような財政基盤を持っていたのであり、財政赤字にかかる3%基準の達成で汲々としているというようなことは全くなかった。そういう意味で財政政策の運営というのは極めて健全であったということが言えよう。

また、アジアの国の場合には、貯蓄率も非常に高かった。このため流入してきた資本で、過大消費をするという状態ではなかった。流入してきた資本は投資に利用された。たしかに、投資のアロケーションが悪かったとか、期間（マチュリテイ）や通貨のミスマッチとか、流入した資本のアロケーションについていろいろ問題はあったが、資本流入で過剰消費をしていたということではなかったのである。基本的にアジアの国のファンダメンタルズは強いのだということがよく言われるが、こういう意味でのファンダメンタルズは強かったし、今でも強いわけである。

ただし、九三〇九四年には非常に大きな資本の流入が起こった。例えばタイの場合は、一九九三年

にバンコック・インターナショナル・バンキング・フアシリテイ(BIBF)がつくられ、その後大体三年ぐらいで四〇〇億ドルにのぼる資本が流入した。当然そういう資本の流入は為替レートを引き上げる傾向がある。また、先進国に比べて、消費者物価の上昇率も若干高いため、実質為替レートは大体この三、四年の間に三〇%から四〇%切り上がっている。その結果、タイの輸出競争力が相当落ち、流入した資本はトレーダブルズといういわゆる輸出産業に行かないで、ノン・トレーダブルズへの投資に向いていった。すなわち、投資は土地とか不動産、あるいはそれに関連するようなノン・トレーダブルズに向いていき、輸出競争力を高めることができなかつたのである。

それに期間、あるいは通貨のミスマッチがあつた。この間の資本の流入というのは大体米ドル建てで行われており、この三、四年、この地域の為替レートは、あるバスケットで固定されていたと考えていい。そのバスケットは大体米ドルが主体となつたバスケットであり、事実上米ドルに対して固定される形の為替レートだつたわけである。

そういう形で為替レートが固定されていけば、ドルで借入をするリスクは全くないわけである。そのため、そのレートがずっとそのまま維持されるという前提のもとで大量のドル建ての債務をその国の銀行なり、あるいはインドネシアの場合だとドル建てのCPを出した企業が負ってしまった。固定レートが維持できないということが明らかになるに従つて、その為替リスクというのは膨大なものだつたことが判明する。これについては、*excessive dollarization* (債務の著しい米ドル化)という言葉が使われているが、資本流入とともに大幅な米ドル化が起こつていく過程で為替リスクを管理する能力がプライベート・セクターになかつたということである。

本来プライベート・セクターに為替リスクを管理する能力がなければ、中央銀行なり大蔵省が規制しなければいけない。ところがそういうプルデンシャル・レギュレーションが存在しなかつたため、

資本流入のプロセスで膨大な為替リスクをプライベート・セクターが負うことになった。固定為替レートが維持できないということが明確になるにつれて、そのリスクの大きさがはつきりしてきた。

これは銀行にとってはみずからの為替リスクでもあるが、銀行の貸出先がそういう為替リスクを負っていたらそれはクレジット・リスクにもなるわけであり、ファイナンシャル・セクターの問題が出てきた。これはもともとそのファイナンシャル・セクターがおかしかつたというよりも、この三、四年のリスク・マネジメント、特に資本の流入にかかわるリスク・マネジメントが的確ではなかったということだと思う。

さらに、こうしたプロセスの中で言えるのは、危機は突然やってくるということである。もちろんファンダメンタルズが悪いのはわかっていたのではないかとよくいわれる。メキシコするときにもそういうことはわかっていた。タイについてもIMFは一年前からウォーニングを出していたのではないかとよく言われる。

タイの場合には確かに経常収支の赤字がかなり大きくなっていったという事実はあるが、危機はかなり突然やってきた。マーケットにいるトレーダーたちが、何かをトリガーとして突然資本を引き揚げたときに危機はやってくるわけだが、かなりの場合、そのトリガーは政治的なものである。タイの場合のトリガーはたしか大蔵大臣の辞任だった。

韓国の場合には、選挙が一つのトリガーになっている。そのトリガーが何になるかというのは、これは非常に主観的な判断である。要するにマーケットにいるトレーダーたち、ディーラーたちがそれをトリガーだと思えばトリガーになる。マーケットというのはいくつかの意味で非常に浮気であり、ソリッドのものではない。このために、突然マーケットのトレーダーによって危機がもたらされるといふことになるのではないかと思う。従ってこれは明らかにグローバル・キャピタル・マーケット、今の

ような形で国境を越えて膨大な資本が移動するキャピタル・マーケットの問題である。ここで起きてくるのは、経常収支危機ではなくて、コンフィデンス・クライシスであり、突如その国に対するコンフィデンスが、何かのトリガーでなくなってしまうということである。

こういうコンフィデンス・クライシスが国内で起きたときには、大体は中央銀行の出番である。中央銀行はレンダー・オブ・ラスト・リゾートである。今日日本でコンフィデンス・クライシスに対して、公的資金を導入するかどうかというような話が出ているが、こういうコンフィデンス・クライシスでは、やはりレンダー・オブ・ラスト・リゾートというのが国内には必要となる。

国内では、危機の場合には無制限の流動性を提供し、それによりコンフィデンス・クライシスを乗り越えて、新たなシステムをつくっていくことができるが、国際的には実はレンダー・オブ・ラスト・リゾートがない。もちろんこれだけ米ドル化が進んでいることから、アメリカがレンダー・オブ・ラスト・リゾートになるとというのがロジカルな選択肢ではあるが、とても政治的にアメリカがそういうことができる状況にはない。

IMFにしても世界銀行にしてもアジア開発銀行にしても、今までは経常収支危機に対応するような仕組みはつくってきた。むしろ、そういう仕組みはできていたが、今のようなコンフィデンス・クライシスあるいは資本収支クライシスに対応するような国際的な仕組みができていないというのが現状である。

このプロセスの中で、我々も地域的な努力を強めなければいけない。そのため、例えばアジア通貨基金を始め、いろいろなアイデアが提案されているが、我々が最終的にマニラで合意したマニラ・フレームワークと呼ばれているものがある。これはやはりIMFなり我々IMFの加盟国が、こういうクライシスに対応するようなシステムをつくらなくてはいけないということに合意したということだ、

私は非常にマニラ合意というのを評価している。IMFはその方向に大きく動き出したのである。

マニラ合意の柱は四つぐらいある。リージョナル・サーベランスを行うこと、金融システムに対するテクニカル・アシスタンスを行うこと、第二線準備的な共同ファイナンス・アレンジメントをつくることなどである。それと同時にマニラ会議の参加者はIMFに新しいファシリティをつくることで合意した。それは短期のファイナンスのための制度で、IMFが非常に短期で巨大な資金をコンフィデンス・クライシスを解決するために調達して、それを非常に短期でしかもマーケット金利に近いところで貸すというものである。

この提案をしたのはアメリカであるが、私は、双手を上げてそれに賛成した。今までのIMFの機能ではこのタイプの資本収支クライシスあるいはコンフィデンス・クライシスには対応できない状態だった。そしてIMFやその他の国際機関がレンダー・オブ・ラスト・リゾートの役割を担うことが極めて重要である。私は、マーケットのグローバリゼーションに、当局側が今までのところついていけないというのが実は問題の本質ではないかと考えている。

トランスペアレンシーとかディスクロージャーとかが盛んに言われる。確かにトランスペアレンシーもディスクロージャーも大事であるが、この巨大なグローバル・キャピタル・マーケットで、我々は実は大変なリスクを負っている。そのリスクをどうマネージするか、クライシスが来たときに、一体どこが中心になってそのクライシスをマネージするかという問題を真剣に考えなければいけない。

これは決してアジアだけの問題ではない。恐らくラテン・アメリカでも東欧でも、同じような問題が起こる可能性は極めて高いと思う。つまり資本移動がこれだけ自由になって、何かのトリガーで突然資本が引き揚げられるということが起これば、同じような問題が世界のどの地域にでも起こりうるわけである。

従って、こういう非常にリスクな、グローバルなファイナンシャル・マーケットをどう当局が、コントロールではなく、マネージしていくのかということが、非常に大きな問題として浮かび上がってきていると思う。マニラでは、我々はそれに対する部分的な回答を示した。これは明らかに部分的な回答であり、これだけグローバル化したシステムを一体レンダー・オブ・ラスト・リゾートなしに、どのようにマネージしていくのかというのは巨大な問題であるという気がする。

もう一つこのプロセスで非常に問題になったのは、為替相場制度の問題である。アジアのような中規模あるいは小規模のオープン・エコノミーは、香港のような形で固定レートを維持するということはできよう。香港はいわば特殊な地域であり、リアル・セクターが非常にフレキシブルである。非常にフレキシブルにリアル・セクターをアジャストすることができるという特殊な状況に香港はある。そのために香港は固定相場制度あるいはカレンシー・ボード・システムというのを維持することができる状況にあるのである。

そうでないところで一体どういう為替相場制度を持った方がいいのかというのは極めて難しい問題であろう。本当にフレキシブル・レートがバイアブルなのかどうか。非常に小さなマーケットであるため、相当小さな資金でしかもレベレッジが効いた資金であれば、相当小さな資金で為替レートが大きく動いてしまう。

マーケットというのは必ずオーバーシュートするため、そのサイズのエコノミーがそのオーバーシュートに一体耐えられるのかどうか。しかもオープン・エコノミーで輸出に依存しているというようなところであれば、それに耐えられるのか。従ってこの為替相場制度の問題を、今後どう考えていくかということが非常に重要な課題になってくると思われる。フレキシブルにすれば全部問題は解決するという向きもあるが、そういうことでは恐らくないだろう。またスモール・オープン・エコノミー

なら固定レートでいいのではないかともいわれるが、やはり私は香港はちょっと特殊な例だという気がする。香港ではそれは可能であろう。香港ではピュア・キャピタリズムのような形でリアル・セクターが簡単にアジャストできる。簡単ではないとしても、リアル・セクターがアジャストできるという特殊な様相を持っていると思う。

このプロセスでやはりアジアの地域で出てきたもう一つの問題は、債務の著しい米ドル化に対して、どう対応していくかである。日本のような成熟したエコノミーならいいわけだが、少なくとも完全な先進国になっていない国で外貨取引を完全に自由にした場合、どうしてもこれらの国で起こったような米ドル化が起こると思われる。これに対してどういう対応をするのかということも、我々が今回のアジアの危機を通じて問いかけられた問題の一つだと思う。

長くなるのでこの辺で終わりにするが、いずれにせよこれはアジアだけではなくて、世界のマーケットに対する非常に大きなチャレンジであり、このチャレンジに対応しなければいけないと思う。日本の問題はまだ国際的な問題になっていないが、ドーンブッシュ教授が言われたように、この際やはり、日本が力強く立ち上がることが恐らく非常に重要な解決の一つであろう。ともかくこの巨大なチャレンジに対して、私どもは知的面でも政策的にも対応できるような基盤をつくっていくことが必要ではないかと思う。

八、パネル・デイスカッション

パネルデイスカッションとそれに続く質疑応答のセッションでは、多岐にわたって議論が交わされた。

アジア経済危機に対する米国の役割について質問されたドーンブッシュ・マサチューセッツ工科大学教授は、米国が、ファイナンス・パッケージの補完をも含めて、重要な役割を負っていることに同意した上で、同時に、モラルハザード防止の必要性を強調し、さらにIMFには、過度に厳格にならないように要請した。また、もし今般のアジア危機の結果、米国の経常収支赤字が拡大することになれば、保護貿易主義の台頭を招くのではないかと懸念した。

アジアの発展途上国には、どのような為替制度が必要かという質問に対して、全てのパネリストが、現下の情勢では変動制以外に現実的な方法はないという点で、同意した。榊原大蔵省財務官とヴィラポン・タイ前財政・金融担当副首相は共に、より正常な経済環境であれば、より固定的な為替制度、多分アジア通貨バスケットへの連動制が検討に値するであろうと述べた。ヴィラポン副首相は、タイのバーツ固定制は長年上手く機能したと述べた上で、固定制の持つ弱点は、それが極めて政治問題化されやすいことだと述べた。

杉崎IMF副専務理事は、為替相場のペッグ制は、一般的には高インフレを脱した時期に最も適し

た制度であり、経済環境が正常な時期には、ある程度の変動制が考慮されるべきと述べた。同氏によれば、香港とアルゼンチンの通貨制度は例外である。また、通貨バスケットに連動させる場合には、他国との取引のパターンを注意深く検討した上で、バスケットの中味を決める必要があるとも述べた。

伊藤一橋大学教授は、大量の資本流入が発生した際に、ペッグ制から離脱することは、実際には容易ではない点を指摘、そういう時期に最も相応しい為替制度を選択するためには、流入資本の構成がどのようなものか、またどのような部門に流れているかを見極めることが重要であると述べた。

アジア域内での新しい通貨制度の導入について質問が出された。これに対して、エモット「エコノミスト」編集長は、それは極めて危険な考えであり、本当の改革が適切に始められるのに貢献するというよりも、モラル・ハザード問題を一層大きくする懸念があると述べた。さらに同氏は、通貨の安定性の強化策は、地域内の様々な場での改革についての、より実際的な協議を通してもたらされるとし、それは最終的には、交易相手国の通貨によるバスケット——それには円も含められよう——との連動という形になるかもしれないが、成立するまでには、もう暫く時間がかかるだろうと述べた。同氏は、如何なるシステムであれ、それに参画する国々には、権利と同時に義務も課せられることが認識されるべきであると述べた。

榊原氏は、アジアでは欧州タイプ通貨統合は不可能であることに同意した上で、アジア域内交易の重要性が増加していることを指摘した。域内交易の多くは依然として米ドル建であり、その大きな部分が域内通貨建になれば、為替相場の安定性は強化されるであろうと述べた。

パネルディスカッションのテーマはここでIMFの役割とファイナンスへと転じた。国際通貨研究所行天理事長から、韓国へ支援融資を出した結果、もし別の国が同様の支援を要請して来た時、IMFの流動性に齟齬を来すことにはならないかとの質問が出された。それに対して、杉崎氏は、IMFは、現在進行中の融資プログラムを賄うだけの資金はあると答えた。同氏は、最近合意された九〇〇億ドルの増資に言及し、これは、既にある一般借入取極め（GAB）及び新規借入取極め（NAB）に追加される資金調達であり、それ故にIMFは、メンバー国を支援するに十分の資金調達が可能であると述べた。杉崎氏は、IMFの厳格なコンディショナリテイが借入国の債務履行を確実にしていることを強調した。また、東アジアの経済危機では、広範囲な金融部門の改革がコンディショナリテイの重要な部分を占めており、さらに、IMFはそういった改革の支援に多くの資源を投入していると述べた。

最後に、経済危機の日本への教訓に関連して、榊原氏は、日本の主たる問題点は、国内経済に対する信頼が国内で欠けていることであり、漸進的な小出しの対策では国内経済への信頼を回復することは難しく、劇的な解決策こそが求められていると述べた。同氏はまた、それを行うだけの資源は十分にあると述べた。

行天理事長とIMFアジア太平洋地域事務所斉藤所長より、パネリストに対して、大変有益な議論であったことについての、謝意表明がなされた。