

アジア通貨危機をめぐって

なぜ「アジア的システム」なのか

伊豆 久

1 はじめに

アジア通貨の混乱が始まって一〇カ月が経過した。この間、危機の原因として指摘された要因は文字通り枚挙に暇がない。⁽¹⁾ 外貨の過剰な取り入れ、バブルの破裂、経常赤字の増大、中国の為替切り下げなど純経済的なものにとどまらず、金融システム監督体制の不備、透明性に欠ける企業間システム、さらには権威主義的な政治体制、あるいはヘッジファンド主犯説、欧米金融界による謀略説まで多種多様である。多くの要因が複雑に絡みあっていることは言うまでもないが、小稿では、大づかみながら、そうしたアジア危機論の若干の整理を試みることにする。

2 アジアと中南米の違い

今回のアジアの通貨危機を考える上で出発点とすべきは、九五年の中南米の通貨危機との違いをどう理解するかにあると思われる。前年末から九五年にかけて中南米で通貨危機が起こった際、多くの人はアジアと中南米の違いを指摘し、アジアでの通貨危機発生の可能性は小さいと主張した。実際、当時アジアへの波及は一時的な

のにすぎなかったが、では、なぜ、わずか二年後にこれほど深刻な通貨危機がそのアジアで発生したのであろうか、それを説明できなければ、今回の通貨危機は理解できない。

九五年時点でアジアは健全だとされた理由は、当時の中南米を覆い、そして一般的にも通貨危機の条件とされてきたいくつかの要件がアジア経済には存在しなかったからである。その第一は、財政収支である。八二年、九五年と繰り返された中南米の通貨危機では、政府の対外債務が主たる原因となっていたのに対して（ただ政府の資金調達の方法が、八二年には銀行借入、九四年は実質ドル建の国債が利用されており、銀行信用型の通貨危機と市場型の通貨危機という違いがあった）、東アジア地域では、多くの国が財政黒字を誇っていた。第二に、GDPに対する投資、貯蓄の比率である。中南米では貯蓄不足が指摘されたが、アジア諸国ではGDPに対する投資の比率が高く、貯蓄率も高投資を支えるに十分な高さを維持してきた。東アジアは、高率の投資によって世界の成長地域で有り続けたのであり、韓国、マレーシア、タイのこの三〇年間の一人当たりGDP成長率は年率五%を越えている。そして、高い貯蓄率は外資への依存を抑制してきたのであり、そうした点も、過剰消費が一因と見られた九五年メキシコ型の通貨危機がアジアでは起きない有力な証拠とされてきた。

第三に、デット・サービス・レシオ（対外債務への支払いと輸出額の比率）である。アジア諸国でも国外からの資金取り入れが増えていたとはいえ、その返済能力を示す対輸出比率を見ると、中南米よりも低い水準にあったのである。

こうしたマクロ経済パフォーマンスの高さを根拠に、ほとんどすべての人がアジアでの危機発生の可能性は小さいと判断していたのである。そして、こうした経済状況は九七年の危機発生時点においても基本的に変わっていないかった。すなわち従来型の通貨危機の基本的な原因である財政赤字、低い貯蓄率などが存在しない中で、それにもかかわらず発生した深刻な通貨危機である点で、今回の通貨危機は新しいタイプのものと言えるのである。

3 ミクロ的要因論（Ⅱ経済・金融システム論）

では、今回の通貨危機の原因はどこにあったのだろうか。マクロ的な経済パフォーマンスに主な原因が見いだせないということから、多くの論者は、経済のミクロ的側面に注目している。金融機関の脆弱性、金融機関監督体制の不備、不十分なディスクロージャー、コーポレート・ガバナンスにおける透明性の欠如などである。⁽²⁾

今回の混乱の始まりは、政府の資金繰りではなく、ノンバンクを含めた金融機関、すなわち個別企業の外貨建て債務問題であった。金融機関は事実上のドルリンク制の下でドル資金を大量に取り入れ、その多くを不動産関連融資に注ぎ込んでいた。マクロ的に考えれば、貯蓄率の高い国が直接投資以外の外資に頼る必要性は小さく、そうした資金が実体経済のニーズにあった投資に回される可能性ははじめから大きくなかったとも言える。しかもこうしたドル建て短期資金の調達は、金融機関・企業の為替変動に対する脆弱性を著しく高め、ドルが上昇しはじめるとあわててドルを調達しなくてはならず、通貨下落を一気に加速する要因となった。

こうした個別金融機関の過大なリスク負担に対して、監督当局の側もそれを未然に防ぐことができなかった。オフショア市場開設などの金融自由化を急速に進める一方で、金融機関のリスク管理へのチェックは機能せず、逆に日本の「護送船団方式」に近い不透明な保護行政が金融機関のモラルハザードを生んだのである。また、個別金融機関の破綻が他の金融機関に波及することを防ぐための事後的なセーフティネットも十分に整備されてはいなかった。自由化が進められているにもかかわらず、不必要な介入が市場を歪める一方で、必要な規制措置が採られていないというアンバランスが生じていたのである。

ディスクロージャーも十分でないため、特に外国投資家等からは不良債権を抱える金融機関と優良な金融機関を区別することができず、「疑わしいものはすべて売り」の判断を下されてしまった。その結果、当初は、数が多いとはいえ個別企業の問題であったものが、経済全体の問題へと拡大深化していったのである。

例えば、アジア地域では、経済取引・金融取引において人的つながりの役割が大きいことが従来より指摘されてきた。それは、ほんの数年前までは、市場型取引では大きい情報の非対称性をカバーする役割を果たしており「アジアの奇跡」の一因と賞賛されていたが、今では評価は一八〇度逆転し、企業・金融機関双方のモラルハザードを助長し、リスク管理を甘くするムラの構造、「同族資本主義 (crony capitalism)」と非難されている³⁾。そして、こうした透明性の欠如はディスクロージャー体制の不備だけでなく、金融行政や政治体制全体にも広く見られる一種の「アジア的特質」として厳しい批判、激しい売りが浴びせられたのである。

このように、従来型のマクロ経済の悪化ではなく、民間企業 (ミクロ) の個別のしかし一方向への過剰なリスク負担、およびその監督体制の不備が今回の通貨危機の最大の原因だとする見方、それが、アジア通貨危機を論じる中で一つの主流となっているように思われる。

4 「アジア異質論」と「アングロサクソン帝国主義論」

もちろん、中南米危機の際も、金融システムの脆弱性が指摘されなかったわけではないが、アジアの場合、マクロ的な問題が比較的小さかったが故に、ミクロ的な側面への注目度が極めて高い。そしてこうしたミクロ的要因論の影響は単に経済・金融問題にとどまらない。というのは、経済のマクロ的側面、経済成長率やインフレ率、財政収支などは、経済の結果、いわば外側に過ぎないのに対して、企業のリスク管理のあり方、さらには金融シ

ステムや広く企業間システムといったミクロ的側面はその国の経済のあり方そのものであり、その国の文化、政治と密接に結びついている。経済活動・金融取引に伴うリスクをどの主体が負担するのか、それを誰がどのように管理・監督するのか、事前的事後的なリスクの配分はどのようにするのか、その「アジア的」なあり方に今回の通貨危機の原因が求められているものの、しかしそれは、その国の歴史的文化的な背景をもつ経済システムそのものなのである。そこへの批判は、財政赤字が大きかった「結果」への批判とは批判の射程、インパクトが全く異なる。だからこそ、今回のアジア通貨危機では、批判の対象が金融機関のモラルハザードから経済システム全体へ、さらには家族主義的人権抑圧的な政権のあり方へとすぐに拡大し、また経済危機も、当初は伝播の可能性は小さいと言われていた韓国へと簡単に広がっていった。それらはひっくり返して「アジア的」なるものとして売り浴びせられたのである⁴⁾。

そしてまた、アジアでは、(注三のフランケルの「勝利宣言」にも見られるような) こうした行き過ぎた「アジア異質論」(IIアジア売り) への反発からか、逆に、いささかファナティックな「アングロサクソン帝国主義論」にとも呼ぶべきものが主張され始めている。それは、単なる「グローバル化批判」や「資本移動規制論」にとどまらない。ヘッジファンド、格付け会社、欧米金融機関、IMF、米国型グローバルスタンダードなどをこれまた一まとめに「欧米システムのアジアへの押し付け」、「アジアつぶしとその買い叩き」と非難し、その一方で「アジア型経済システム」、さらには「アジア型民主主義」(I) を無条件に擁護する議論も見られる。

どちらの主張にも重要な指摘がないわけではないが、しかし、感情的な議論が生産的でないことは言うまでもない。「特異なアジア的経済システム」であったとして、高度経済成長を持続させもしたそれが、九七年という時代にこのような深刻な経済危機を招いたのはなぜか、「アングロサクソン帝国主義」であったとしてそれがこの時

期にここまで見事に「勝利」したのはなぜか、それに答えなければ説得力ある議論とはならないだろう。ただ、中南米危機の際にはあまり聞かれなかったこのような「過激な」主張が、今回一定の広がりを見せているのは、通貨危機論の出発点で従来型の通貨危機との違いが強く意識され、ミクロ的要因論が強く打ち出されたことに理由の一つがあるのではないかと思われる。

5 ミクロ的要因論への批判

しかし、ミクロ的通貨危機論だけですべてが説明できるわけではないのは言うまでもない。例えば、金融監督体制やコーポレートガバナンスの透明性という点に関して言えば、北欧諸国は最も透明性の高い地域に入るが、九〇年代初頭には深刻な通貨危機に襲われている。反対に、ドイツの経済・金融システムの透明性は、決して「グローバルスタンダード」を満たしているとは言えないが、通貨危機から最も縁遠い国と言つてよいであろう。⁽⁵⁾

また、九七年半ば以前にアジア経済に存在した問題をすべて今回の危機の原因とすることも公平ではないだろう。問題を抱えていない経済は存在しないのであり、何より、東アジア地域がこの三〇年間世界で最も成長率の高い地域だったという事実は否定できない。たとえそれが政治的には権威主義的な、経済的にはギルド的なシステムの下であったとしても、である。

つまり、「アジア的特質」なるものを固定的に想定してそれを過剰に非難したり称揚したりするのではなく、九七年半ばに至る過程でアジア経済にどのような変化が起こったのかという当たり前の検討が重視されるべきであろう。

6 ファンダメンタルズ論

ここで十分な答えを出すことはもちろんできないが、例えば、コルセッティ他⁽⁶⁾は、今回の通貨危機もあくまで、経済のファンダメンタルズにもとづくものだ⁽⁶⁾と強調する点で特徴的である。ここでは、ここまで述べてきた金融機関のモラルハザードなども当然指摘されているが、第一には、実質為替レートの上昇による経常収支赤字の拡大、第二に為替切り下げ競争が、通貨危機の原因として上げられている。名目為替レートはドルにリンクされているものの、外国資本の流入によって実質為替レートは上昇し、アジア各国の貿易収支は九四年頃から急速に悪化していく。そこに、九四年の中国の元切り下げ、九五年半ばからのドル安が対外競争力の低下に拍車をかけ、日本の景気低迷、九六年の半導体需要の激減が輸出の足を引っ張った。

短期ドル資金の過剰な流入は、小稿で紹介した議論に従えばアジア諸国の金融機関のモラルハザードによるものであり、ステイグリッツ(注5参照)の言葉を借りればグローバル化の大波がアジアという小舟を襲ったということになる。それが、実質為替レートを上昇させて競争力を引き下げ、国内的には為替リスクへの脆弱性を高めていったのであるが、そこで九四年の中国の元切り下げが決定的な一撃となったと思われる。それは、中国が一〇億の低賃金労働力と通貨戦略をもって世界の資本主義市場へ本格的に参入したことを意味するからである。輸出拠点としてのアセアン各国の地位を脅かすに十分な出来事だったと言えるであろう。

「雁行的」とも称されてきた東アジア地域の経済発展は、中国の参入(輸入市場ではなく輸出拠点としての)を受け入れることができるのか。それは、「二つ先」を行くアセアン各国の輸出・産業構造の急速な高度化が可能か、そしてそれを日米市場が受け入れることができるのかにかかっている。しかもグローバル化の波は経済・金融システムそのものの変革を強要し、常に投機のチャンスをつうがっているのである。

- (1) アジア通貨危機に関する英語文献については、N.Roubiniがそのウェブサイトを (<http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/AsiaHomepage.html>) で網羅的な書誌を提供しており、その文献のほとんどはオンラインで入手することができる。
- (2) 今回の通貨危機と伝統的な途上国の通貨危機、あるいは九五年の中南米危機との違いを強調し、その主たる原因は金融機関のモラルハザードなどのマイクロ要因にあると主張するのが、現在の通説になっている。代表的なものとして World Bank, *Global Development Finance*, 1998(chapter2); Paul.Krugman(Jan.1998), "What Happened to Asia?"(<http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html>).
- (3) Jeffrey A.Frankel(April 1998), "The Asian Model,the Miracle,the Crisis and the Fund"(<http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/EACRITC.pdf>),米国の経済諮問委員会のメンバーでもあるフランケルは、「同族資本主義」批判に続いて「今回の危機から学ぶべき教訓の一つは、アジアローマメリアン型の金融システムが、日本—アジア型モデルよりも結局はうまく機能するところだ」と述べている。同様のアジア型経済システム批判は、Charles Wolf(フィンド研究所)の "Too Much Government Control", *Wall Street Journal*, Feb.4, 1998 など多くの論評で見られる。
- (4) こうしたアジア批判（＝アジア売り）は日本をも対象としている。今の日本経済の問題はマクロ経済上の数値よりもむしろ、ありとあらゆる「日本のシステム」にある、というのが現在の通説（ムード）であろう。昨年一月に日本を襲った金融「恐慌」は、四月からの消費税引き上げなどよりも七月からの一連のアジア売りとの関連のほうが強い、とも言えるだろう。マクロ経済の低迷が「日本売り」を招いたのではなく、「日本売り」が結果的に消費を冷え込ませたという考え方もある。とすれば、必要な対策もマクロ経済対策ではないことになる。
- (5) Joseph Stiglitz(Feb.1998), "The Role of International Financial Institutions in the Current Global Economy"(<http://www.worldbank.org/html/extdr/extme/jssp022798.htm>)世界銀行の主任エコノミストであるステイグリッツは、このように述べて安易な「不透明性」批判を戒めている。
- (6) Giancarlo Corsetti, Paol Pesenti, and Nouriel Roubini(March 1998), "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?"(<http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/AsiaHomepage.html>).