

東アジアにおける通貨動揺、金融危機の背景と
その経済再生に向けた方策のあり方

21 世紀政策研究所

1998 年 5 月

目 次

	頁
はじめに	
1．東アジアにおける経済発展と通貨動揺の背景.....	2
2．東アジアの通貨動揺と金融危機との関係をどのように捉えるか.....	9
3．対外債務問題が暗い影を投げかける東アジアの経済調整.....	15
4．東アジアにおける対外債務問題の解決に向けて.....	20
5．おわりに.....	25
< 参考文献 >	27
図表	28

(はじめに)

「東アジアの奇跡」とその経済発展を世界的にも高く賞賛されてきた東アジア諸国が 1997 年 7 月以降、通貨暴落を契機として深刻な経済危機に直面している。なぜ、突然そういった事態に陥ったのだろうか。東アジア各国が 1980 年代後半以降享受してきた経済的繁栄のなかで今日の危機の原因が醸成されていたのだろうか。仮にそうだとした場合、危機の原因はどのようにして誕生し、どのようなかたちで温存されてきたのか。そして、誰もそうした危機発生の可能性を認識できなかったのか。確かに MIT のクルーグマン教授 (Krugman (1994)) など一部のエコノミストからは外資に依存した経済発展は長続きしないといった警鐘が発せられてはいたが、「東アジア経済がここまで深刻な事態に陥ることを誰も予想しえなかった」(Krugman (1998)) のである。しかし、東アジア通貨危機の本質を把握するとともに今後における発展途上国の成長戦略のあり方を検討するに際しては、こうした問題に対し一応の回答を用意しておく必要がある。

1998 年 4 月の G 7 (先進 7 カ国蔵相・中央銀行総裁会議) 声明が端的に示すように、国際金融界においては東アジアにおける通貨動揺の原因を脆弱な金融システム、不透明な金融取引などといった構造問題に求め、東アジア経済再生のためにはそうした構造問題を解決するとともに、国際的な監視体制を整備・強化する必要があるという見方に首肯する論者が大多数を占める。この主張は、もっともらしく聞こえる。しかし、子細に検討すると、Stiglitz (1998) が指摘したように、危機発生以前から存していた問題を危機の原因にみなす (post hoc ergo propter hoc) という誤謬を犯していることがわかる。発展途上国の多くがそうした構造問題を抱えているにもかかわらず、なぜ東アジア諸国だけが 1997 年夏場以降通貨の動揺に直面したのだろうか。東アジアの通貨動揺は確かにそういった構造問題を媒介として増幅・伝播され、各国経済に深刻な影響を及ぼしているが、真の原因については別のところに求める必要があると考えられるのである。

また、東アジア通貨危機の場合、「21 世紀型の通貨危機」と形容されるように 1994 年末のメキシコ危機に代表される従来型の通貨危機とは異なり、その悪影響が経済全般に強く及んでいるほか、民間部門が短期の銀行債務を中心として過大な対外債務を負っているところに大きな特徴がある。この事実は、海外の銀行も東アジア向け融資に相応の合理性を見出していたことを物語るとともに、東アジアにおける金融取引の不透明性が通貨動揺の真の原因ではないことを示唆している。1997 年夏から 1998 年初頭にかけて東アジア諸国の通貨が動揺し続けたのは、

投機的な通貨の売買もさることながら、より根源的にはドル・ペッグ制という事実上の固定相場制の下で流入した外資が投資家の自己実現的な為替レートの切り下げ期待に基づき一挙に流出に転じたことを背景として通貨の需給バランスが大きく崩れたためと考えられる。しかし、それですべてが説明できるわけではない。東アジア通貨危機の場合、その前後に金融危機を伴う事例が多いため、両者が同時に発生するメカニズムについても考慮することが求められるからである。

本稿は、このような問題意識のうえに立って、改めて東アジアの通貨動揺の原因とその特徴を分析するとともに、経済回復に向けたありうべき処方箋について検討することを目的とする。以下、第1節では、東アジアにおける経済発展と通貨動揺の背景を探るとともに、いずれともドル・ペッグ制というアメリカドルにリンクした事実上の固定相場制の維持と大きく関わっていることを明らかにする。第2節では、東アジアの通貨動揺と金融危機との相互関係を分析のうえ、両者の間には明確な先行・遅行関係は観察されえないものの、金融危機は大量の外資流入により支えられたユーフォリアのなかで生じた各国金融機関における経営規律の弛緩を原因として発生したことを明らかにする。第3節では、通貨動揺後における東アジア諸国の経済調整過程を振り返り、金融危機の高まりとともに生じた信用収縮が経済の回復に暗い影を投げかけていることを示すとともに、東アジア通貨危機に対するIMFを中心とした支援策のあり方についても検討する。第4節では、東アジア経済の早期回復を支援するためには債務削減あるいは債務負担の軽減措置の実施が喫緊の課題となっていることを主張した後、そうした措置の具体的プランを提示する。最後に第5節では、本稿の議論を要約する。

1．東アジアにおける経済発展と通貨動揺の背景

（東アジア経済は日本からの直接投資などを契機として発展）

つい1年前までは「アジアの時代」などと囃されていた東アジア諸国がなぜ通貨動揺と経済調整という困難に直面することになったのだろうか。東アジアの通貨危機を議論するに際しての糸口として、この問題の検討から始めよう。

第1図は、インドネシア、タイ、マレーシアおよびフィリピンというアセアン4ヶ国のGDP、円・ドル相場および直接投資の動きを重ね合わせたものである。この表からは、アセアン経済の発展は円・ドル相場や日本からの直接投資の動きと密接に関連していることがわかる。すなわち、アセアン諸国は1980年代なごろまでの間、「さよならアジア」という言葉で示されるように停滞の時代にあっ

た。それが、85年9月のプラザ合意以降の急速な円高局面でアメリカ向け輸出品の生産基地確保を目的として大きく増大した日本からの直接投資を契機として成長軌道に乗った後、90年代以降は韓国、台湾や域内諸国などからの直接投資の活発化とともに自律的な成長過程に入り、「東アジアの奇跡」と賞賛されるほどのかつてない高成長を達成した。換言すると、アセアン経済発展の牽引力となったのは日本などからの直接投資であり、その意味でアセアン経済は日本等の製造業によるアメリカ向け輸出品などの迂回生産基地として発展してきたといえる。実際、各国ともGDPとの対比でみた輸出依存度は第2図のとおり非常に高く、例えばマレーシアの場合、その値は85%にも達している。

ちなみに、東アジア主要国の輸出品は米、果物、石油、天然ゴム、木材などの1次産品および半導体・テレビなどエレクトロニクス関連製品を2大柱として構成されている。一方、機械設備など経済発展に不可欠な資本財や完成品を生産するうえで必要とされる中間投入財については、そのほとんどを海外に依存している。このため、輸出は堅調に推移しているものの、東アジア各国の経常収支はほぼ恒常的に赤字の状態にあり、これを直接投資、借款、ポートフォリオ投資などといった海外からの資本流入で賄うという姿にあった(第3図参照)。そして、このような外資に依存した輸出主導型、場所貸し型の経済発展を支えてきたのがいわゆる開発独裁型の政治システムと事実上のドル・ペッグ制であり、前者を踏まえて政治と経済との癒着を問題点として指摘する論者も多い。

(なぜ東アジア諸国は通貨危機に見舞われたのか)

以上のように順調な発展を遂げてきた東アジア諸国は1997年6月、タイを皮切りに突如として通貨危機に見舞われ、翌7月以降、変動相場制への移行あるいはIMFに対する支援要請を余儀なくされた。東アジア通貨危機の場合、従来型の通貨危機とは異なり、銀行取り付けや銀行破綻がみられるなど金融セクターが大きく傷んだほか、経済成長率も大幅に減速するなど実体経済に対するマイナス・インパクトも甚大なものとなっているところに特徴がある。それゆえ、なぜ東アジア諸国が突然、深刻な通貨危機に見舞われたのかという点に関し、多くのエコノミストが関心を寄せるとともに、その背景が精力的に研究されるに至った。そして現在、東アジアの通貨危機は、世界銀行の報告(World Bank(1998))に代表されるように、過度のリスクテイキングを助長した金融セクターの脆弱性、

急速なテンポで推進された資本自由化措置を背景として起こった大量の資本流入、経常収支赤字の持続的拡大を契機として台頭した投資家による自己実現的

な通貨切り下げ期待、などを背景として生じたと考えられている。

この問題に関するわれわれの基本的な立場は以下のとおりである。すなわち、東アジアにおける通貨動揺の素地は、1980年代後半以降の経済発展とともに各国で高まった過大な成長期待あるいは一種のユーフォリアに求めることができる。このユーフォリアは、成長重視に偏ったマクロ経済政策運営やドル・ペッグ制を媒介とした政府による為替リスク・ゼロ化政策により支えられていた。とりわけ1980年代末から90年代前半にかけては、本来であれば資本流入の増大を契機として為替レートは増価する筋合いにあったにもかかわらず、ドル・ペッグ制維持のため中央銀行によるドル買い介入が果敢に実施された。これは、1988年末から1993年末までの5年間にアセアン4カ国の外貨準備が資本収支黒字の3割に相当する388億ドル増大したことからも明らかである。そして、それがまた国内流動性の増加を通じて金融・投資活動をさらに刺激するというかたちでユーフォリアを裏打ち、「成長が成長を呼ぶ」という一種の好循環を生み出した。

アセアン各国の為替レートは、1993年ごろから経済活動の過熱化やインフレの高進を契機として名目的な減価すなわち切り下げを求められたが、ドル・ペッグ制の下で事実上の固定相場と化していたため、実質的には過大評価されることになった。この結果、実質為替レートでみたアセアン各国の対外競争力は低下を余儀なくされ、それとともに経常収支赤字も拡大傾向をたどった。一方、経常収支赤字ファイナンスに不可欠な海外からの資本流入はドル・ペッグ制という政府による為替レートの固定化政策により支えられていた。さらにタイなどでは、世界銀行やアメリカからのアドバイスにしたがって1993年以降、資本移動規制の全面自由化やオフショア勘定(BIBF)の創設を積極的に推進していったが、それがまた海外からの資本流入を促した。

この間、1994年末に勃発したメキシコ危機とともに中南米諸国から逃避した資金が、通貨防衛を目的として高金利政策が採られていた東アジアに向かうことになった。その結果、第4図のとおり、アセアン諸国においては経常収支赤字を上回る規模で大量の資本が海外から流入し、外貨準備も大きく積み上がっていった。ちなみに、1994年から96年までの3年間におけるアセアン4カ国の外貨準備増加額は資本流入額の5分の1に相当する300億ドルにも達した。しかしながら、1997年になるとタイを中心としてアセアン諸国の対外不均衡が一段と拡大するなかで、経常収支赤字ファイナンスを目的とした政府による為替レート固定化政策も維持できなくなるのではないかという疑念が市場参加者の間で高まると同時に急激な外資の巻き戻しが自己実現的に起こった。そして、そうした動きを反映

するかたちでアセアン諸国通貨とアメリカドルとの需給バランスが大きく崩れ、タイバーツを皮切りとしてアセアン通貨が次々と動揺することになった。

（東アジア通貨危機の特徴点）

このようにして東アジアにおいて突如発生した通貨の動揺は、不良債権の累増や銀行監督体制の不備に代表される金融システムの脆弱性といった構造問題や通貨需給のインバランス拡大などを媒介として増幅された。そして、通貨の動揺とともに経済活動に急激なブレーキがかかり、失業が増大するとともに輸入物価の急騰を背景にインフレが進行し始めるなど、東アジア諸国の多くは現在、深刻な経済危機に直面している。その結果、第5図で示されるように、東アジア諸国においてはGDPの40～60%にも達するという膨大な金額にのぼる対外債務が残り、インドネシアやタイではほとんどの企業においては赤字転落を主因としてドル建て債務の支払いが事実上ストップしている。東アジアの通貨動揺は、金融セクターの動揺、民間対外債務の支払問題を併発しているところに特色があり、この点を捉えて「21世紀型の通貨危機」と称されることが多い。

いずれにしても、今回の東アジア通貨危機は、その経済活動に対する悪影響が規模および範囲の双方においてきわめて大きいという意味で、1994年末に発生したメキシコ危機など従来型の通貨危機と異なると同時に、金融セクターも大きく傷み、これが経済回復の障害となっているところに特色がある。したがって、東アジア諸国が通貨動揺とそれに伴う経済調整問題を克服していくためには、金融機関監督体制の見直しや金融システムの健全化を図るとともに、対外債務問題の解決を通じて外国為替市場における各国通貨の需給バランスを改善していくことが喫緊の課題となっている。

（経済発展を促す一方で歪みの源泉となったドル・ペッグ制）

タイ、インドネシア、マレーシアに代表される発展途上段階の開放小国がグローバル経済という大海のなかで輸出主導型の経済発展を図っていくためには、為替レートの安定が求められる。このため、東アジア諸国の多くは、今回の通貨危機に直面するまでの間、第1表に掲げたように管理フロート制あるいは通貨バスケットに対するペッグ制の下にあることを明確に宣言するなど、何らかのかたちで為替レートの安定化措置が実施されていた。しかし、実際にはアセアン諸国を中心として、Takagi(1996)などが指摘するように自国通貨の価値をアメリカドルの一定値に維持するというドル・ペッグ制が為替制度として広く採用されてい

た。例えば、タイバーツの場合、1984年から1997年半ばまでの間、1ドル＝25～27バーツというきわめて狭い範囲で変動していた。それゆえ、われわれとしては、ドル・ペッグ制の維持という為替政策に内在していた脆弱性が資本取引の自由化や円安・ドル高の進行を背景として一気に表面化した結果、アセアン諸国を中心として東アジアが通貨動揺に見舞われたのではないかと推察する。

確かにドル・ペッグ制は、かつてMcKinnonが指摘したように、開放小国が経済大国に対する市場での信認を利用して自国通貨の安定性を図ったり、インフレの高進を防止するための手段としてみた場合、きわめて有用な為替制度である。しかし、その反面、ドル・ペッグ制の維持に際しては、自国通貨が投機的な売買の対象となることや金融政策の自律性喪失を容認しなければならないというコストの負担が政府に求められる。なお、金融政策の自律性がなくなるのは、金融政策自体、あらかじめ定められた為替レート水準の維持に自動的に割り当てられるからである。東アジア諸国の場合、ラテンアメリカ諸国とは異なりインフレが深刻な経済問題とはなっておらず、インフレ抑制を目的として為替レートをペッグするという誘因に乏しかった。

こうした事情を踏まえると、東アジアでは、輸出の振興や直接投資の流入促進およびその結果としての経済成長の促進を狙いとしてドル・ペッグ制が維持されてきたといえる。実際、ドル・ペッグ制は、1980年代後半から91、92年にかけては輸出採算が大きく悪化した日本の製造業に対し円高・ドル安リスクから隔離された生産基地を提供することにより直接投資の増大や輸出の好伸に大きく寄与するなど、為替レートの安定化効果を通じて東アジア諸国の経済発展の基礎を固めたと評価できる。

（ドル・ペッグ制の下で大きく後退した為替リスク負担）

このドル・ペッグ制を内外投資家によるリスク負担という観点から評価すると、アメリカドルとペッグ制下にある国の通貨との交換に随伴する為替リスクを事実上ゼロとする効果を有している（ただし、実際にはペッグ制下にある国の通貨を保有している経済主体がそのリスクを負担している）ことがわかる。ペッグ制の下においては、将来の為替レートがきわめて高い確率で予想可能となるからである。その結果、ドル・ペッグ制という事実上の固定為替相場制においてインフレ格差などを反映した2国間の金利格差を前提として、投資家は内外金利裁定取引を行えば為替リスクをほとんど負うことなく利益をあげることができる、あるいは内外金利裁定による利益機会が恒常的に存在するという非常に恵まれた投資環

境に置かれていたのである。ちなみに、タイを例にとると、アメリカドル建て金利とタイバーツ建て金利との間にはほぼ一貫して5%程度の金利差が存在していた。

こうしたなかで、海外の銀行も東アジア経済に対する成長期待に基づき個々の企業からの借り入れ要請については積極的に対応していったことから、東アジア諸国の企業の多くは金利割安なドル建ての借り入れを活発化させていった。その結果、第6図のとおり1989年以降、民間部門において対外債務が急速な勢いで積み上がっていった。ただし、そうした時であっても、銀行、借入企業の双方とも為替リスク負担の顕現を懸念して長期の資金貸借に対しては慎重な姿勢を崩さなかった、開発独裁という政治体制の下で、政府の突然の方針変更により債務の返済が滞る可能性が完全に否定できなかった、といった事情を背景として対外債務の満期構成は1年以内の短期に偏した姿をとることになった。ここに、民間部門が短期の銀行債務を中心として過大な対外債務を負うという東アジア通貨危機の特徴を醸成した背景を見出すことができる。それはまた、民間債務を中心とする対外債務構成は事実上の固定相場制と化したドル・ペッグ制が孕んでいた資本移動誘因によって引き起こされたものであることを示唆している。

一方、海外投資家による為替リスク負担・ゼロ化政策に随伴する正の利益機会の獲得を目的としたポートフォリオ投資が活発化するまでにはかなりの時間を要した。1990年代前半までの間、日本や欧米の投資家が東アジア向け投資を積極化させなかった背景としては、日本では株価・地価の高騰を背景として国内の投資機会に事欠かなかった、アメリカでは、ちょうどこの時期、いわゆる「双子の赤字」問題に直面すると同時に経営危機に陥った金融機関の破綻処理が金融経済上の最優先課題となっていたという事情が指摘できよう。このポートフォリオ投資が増大したのは、東アジア経済の高成長が確実となった1993年以降のことである。その後、後で詳しく述べるように内外金利裁定取引に伴う利益の獲得を目的として海外から東アジアへと大量の資本流入がみられた。

（円安・ドル高進行局面で脆弱性を露呈したドル・ペッグ制）

以上のように、ドル・ペッグ制による為替レート安定化は、直接投資や輸出の増大に寄与したものの、通貨安定と裏腹の関係にある為替リスク負担の事実上のゼロ化を媒介として変動相場制の下では本来発生しえないような資本移動を促した。そして、このドル・ペッグ制が資本移動に及ぼす歪曲効果は、アジア最大の経済大国、日本の通貨である円とアメリカドルとの関係が急変したとき、さら

に拡大した。すなわち、1995 年夏以降の円安・ドル高局面においては、市場で調達した低利の円でもって高金利のアジア通貨を購入するというキャリートレードの広範化とともに海外からの資本流入にさらに拍車がかかった。キャリートレードという手法を用いて内外金利裁定取引を行えば、円とアジア通貨間の金利差に加えアジア通貨の対円相場上昇による値上がり益を同時に獲得できたからである。ちなみに I M F の報告書 (Eichengreen and Mathieson (1998)) によると、1995 年 6 月末から 97 年 3 月までの間、こうした種類のトレーディングを行えば、為替リスクをほとんど負担することなく年率 2 ~ 4 割という高利回りを確保することができた (第 7 図参照)。

このような円安の進行がアセアン諸国への資本移動にもたらした攪乱的な影響に加え、円安を背景とする対日競争力の低下を根拠として、アジア通貨危機の原因は日本にあると主張するエコノミストもみられる。しかし、円安の進行が予想外の大量の資本移動や対外競争力の低下を招来したのは、アセアン諸国通貨のアメリカドルへのほぼ 100% に近い為替ペッグを媒介として、円安・ドル高の進行がそのままストレートにアセアン通貨・円相場の関係に反映するように設計されていたからである。換言すると、アセアン諸国が自国通貨の対アメリカドル相場の安定に固執し続けたあまり、その歪みが日本円との関係において顕現し、これを海外の投資家により突かれたということができる。

第 2 表は、アセアン諸国と日本との貿易関係を示したものである。この表からも明らかなように、アセアン諸国にとって最大の貿易相手は日本であり、全貿易量の 2 ~ 3 割を占める。とくにアセアン諸国の対日輸入依存度は高く、各国とも軒並み 2 割を上回っている。その一方で、アメリカとの貿易は輸出に偏するとともに、そのシェアは 15% 程度にとどまっている。こうした貿易構造を捨象してドル・ペッグ制を維持すれば、東アジア通貨と日本円との関係が大きく歪み、円・ドル相場の乱高下がアセアン諸国の経済に攪乱的な影響を及ぼすのはある意味で当然ともいうことができる。アセアン各国がそうした事態の発生を回避しつつ為替レート安定化を図りたいというのであれば、例えば円を含む通貨バスケットに基づき自国通貨の価値をペッグのうえ、介入中心点を弾力的に変更するといった為替政策運営を選択する必要があると思われる。

(マクロ経済政策運営はいつ見直されるべきであったか)

これまでの議論を要約すると、東アジアの通貨動揺の火種は、成長重視に偏ったマクロ経済政策運営やドル・ペッグ制という極端な為替レート安定化政策を背

景として醸成されたユーフォリアにより点火された後、1995 年夏以降の円安・ドル高局面において密かに拡がり、97 年春以降、投資家の自己実現的な切り下げ期待を契機として一挙に燃え上がったといえる。その意味で、通貨の動揺は東アジア各国におけるマクロ経済政策および為替レート政策運営の失敗の結果と考えられる。今から後知恵的に振り返ると、アセアン各国政府が日本などからの進出企業の投資採算などを慮って維持しようとしたドル・ペッグ制をもう少し早く見直し、貿易取引に基づく通貨バスケット方式のペッグ制に移行する、あるいはペッグ制そのものを廃止のうえ内外金利裁定メカニズムが有効に機能するよう努めると同時に、成長重視のマクロ経済政策を早期に修正しておれば、危機はここまで深刻化しなかったのかもしれない。

このドル・ペッグ制見直しのタイミングに関連して、次の 2 点を指摘しておきたい。第 1 に 1990 年代初めにはペッグ制を見直し、為替介入中心点を引き上げるべき環境が訪れたと思われる。先に述べたように、アセアン諸国の場合、1980 年代後半から 90 年代初めにかけては経常収支赤字が拡大した一方で、輸出が堅調に推移し、総合収支の黒字持続とともに外貨準備が積み上がっていた。この国際収支状況から判断すると、各国の通貨は増価してもよい市場環境にあったが、経済成長が重視され、輸出の減少および成長率の低下に繋がるドル・ペッグ制の見直しは行われなかった。第 2 は、1994 年以降高まっていった実質為替レートの減価に対応した介入中心点切り下げ要請が挙げられる。しかしながら、この市場からの要請は 1995 年から発生した大量の資本流入を背景として軽視され、結局、1997 年夏に自己実現的な大量のアセアン通貨売りに見舞われるまでの間、ドル・ペッグ制は維持され続けた。

2 . 東アジアの通貨動揺と金融危機との関係をどのように捉えるか

(東アジア通貨危機は従来型の通貨危機とどういった点で異なるのか)

これまでの議論からも明らかなように、今回の東アジア通貨動揺の原因は基本的には経済政策運営の失敗に求めることができる。その意味で、今回の東アジアの通貨動揺を「21 世紀型の通貨危機」として離し立てる必要はとくにない。そうした捉え方は、東アジア通貨危機の本質を見失わせてしまうおそれがあるからである。むしろ、東アジアの通貨危機が 1992 年の欧州通貨危機や 1994 年のメキシコ危機といった従来型の通貨危機とどういった点で異なるのかを明らかにするほ

うが、より重要だと思われる。従来型の通貨危機の場合、政府の放漫財政を背景とする財政赤字、あるいは経済ファンダメンタルズの先行き大幅悪化予想に基づく自己実現的な投機が危機発生の原因となっていた。これに対し、通貨動揺以前のアセアン諸国においては、財政は各国とも概ね黒字基調にあったほか、経済のファンダメンタルズも良好という見方が支配的であるなど、従来型の危機発生パターンとはかなり様相を異にする。

その一方で、東アジアの場合、一種のユーフォリアのなかで大量の資金が海外から流入し、それが貯蓄を上回る投資を資金面から支えてきたという共通の特徴が看取される。したがって、東アジアの通貨動揺は金融取引と深い関連があると判断される。この点に関連して MIT のクルーグマン教授は、東アジアの通貨動揺が行き過ぎた金融取引とその崩壊を伴っていることに着目のうえ、政府による保証が金融機関経営者の規律を後退させ、ハイリスク・ハイリターン型投資に走らせたというモラル・ハザードの発生にその原因を求める仮説 (Krugman (1998)) を提示している。この仮説は預金保険の存在が過度のリスク・テイキング行動を促したというアメリカの S&L 危機との類推に基づくものであり、通貨動揺と金融機関の融資行動との関係を明示的に取り扱ったという点では興味深い。しかし、東アジアでは預金保険の範囲内で取り入れた預金をハイリスク・ハイリターン型資産で運用するというアメリカでみられた資産代替的なモラル・ハザードの存在を示す証拠はほとんど観察されていない。

われわれが通貨動揺以前の東アジア諸国での金融機関行動において観察しうるのは、後で詳しく述べるように、収益性の劣る貸出の安易な実行、不動産貸出への過度の傾斜に代表される貸出ポートフォリオのリスク分散の不徹底、短期資金への過度の依存といった努力回避的なモラル・ハザードである。そして、こうしたモラル・ハザードの発生あるいは金融機関経営者の規律低下には 1993 年以降みられた大量の資本流入がかなりの程度寄与していると思われる。このため、今回の東アジア通貨危機の原因は、ドル・ペッグ制の頑な維持というマクロ経済政策運営面での失敗と一種のユーフォリアのなかで生じた金融機関の経営規律の弛緩に求めることができる。それゆえ、自己実現的な期待に基づき起こった外資の巻き戻しとともに大量の資金が海外に流出するなかで、東アジア通貨の需給バランスが大きく崩れるとともに外貨が枯渇して通貨危機に直面するに至ったのである。そして、その結果、東アジア通貨が大幅な切り下げを余儀なくされる一方で、民間部門を中心に対外債務だけが残ったということができる。言い換えると、通貨動揺とともに東アジア各国は外貨資金不足という従来型の流動性問題に加え、

民間企業のソルベンシー（支払能力）というミクロ・レベルでの問題にも新たに直面することになったのである。

（通貨動揺を回避するうえで金融に対しては何が求められるのか）

しかし、1998年4月に公表されたG7声明やIMF暫定委員会コミュニケに代表されるように、国際金融界では、このような東アジア通貨動揺の真の原因が十分顧みられることなく、金融システムの脆弱性、金融取引の不透明性や企業統治メカニズムの不十分さなどが通貨動揺の背景として強調されるとともに、内外金融システムの強化に加え、IMFを中心とした国際的な監視体制の整備が通貨危機防止対策として主張されることが多い。この提言に対しては、多くのエコノミストは首肯するだろう。しかし、それで本当に通貨危機は回避されうるのだろうか。多分、否であろう。世界銀行（World Bank（1998））が指摘しているように、それらは、通貨危機発生のための必要条件でも十分条件でもないからである。

実際、発展途上国の金融システムは、多くの場合、何らかの脆弱性を抱えているが、通貨危機にまで至ったのは東アジア諸国だけである。その一方で、アメリカ、スウェーデンなど強い金融システムを有する先進国でも1980年代後半に金融危機を経験したという事実も、そうした見方の妥当性に疑問を投げかけているといえよう。先に述べたように、マクロ経済政策面での誤りが金融・為替市場におけるリスク負担をほとんど伴わない投機を助長する誘因をつくり、それが金融機関経営者の規律低下と相俟って東アジアでの通貨危機発生の原因となったという事実を踏まえて考えると、最も重要なのは市場の効率性を高め、リスク負担が伴わなければ何人も収益が獲得できないよう市場環境を整備することである。その意味で、金融システムの強化は不可欠であるといえることができる。しかし、そうだからといって、IMFを中心とした発展途上国での金融取引に対する国際的な監視体制を整備・強化することが不可欠であるとまでは主張できない。

国際金融市場においては、資金調達を希望する国や企業は個々の市場の取引ルールにしたがって各種の財務情報を開示し、そうした情報に基づき投資適格と判断された債券、株式や貸付債権のみ投資家により引き受けられるというのが慣行として確立している。実際、情報開示が十分でない資金調達者はそもそも市場にアクセスできないというかたちで、金融市場には資金調達者に自発的な情報の開示を促す誘因メカニズムが埋め込まれていることを忘れてはならない。さらにいうと、市場にアクセスできたとしても、希望どおりの条件で希望するだけの資金を調達できるとは限らない。貸し手は各種データや情報に基づき評価した借り手

の信用リスクを基準として引き受け金額や各種の条件を提示するため、資金調達者に対しては希望する条件での合意を目指して積極的な情報の開示が求められるようになっているのである。その意味で、発展途上国における金融取引に対する国際的な監視体制の整備・強化は屋上屋を重ねることに等しいといえよう。

（一様ではない通貨動揺と金融危機との関係）

東アジアの通貨動揺の場合、タイ、インドネシアに代表されるように金融危機を随伴している国が多い。これが金融システムが脆弱であったがゆえに通貨危機が金融危機にまで発展したという認識を高め、そうした問題解決のためには国際的な監視機構の創設が必要という主張に昇華されていったと考えられる。確かにタイ、インドネシアおよび韓国においては金融危機を併発した結果、通貨の下落度合いも他国との比較において著しく高いという事実が看取される。しかし、その一方で、マレーシア、フィリピンでは現在までのところ、金融危機に分類されるまでの混乱は生じていない。加えて、金融危機を随伴している国でも、タイ、韓国のように金融危機が通貨動揺に先行した国がある一方で、インドネシアでは通貨動揺が深刻な金融危機を招来するなど、通貨動揺と金融危機との先行・遅行関係は必ずしも一様ではない。

それでは、東アジアにおける通貨動揺と金融危機との関係についてはどのように考えればよいのだろうか。この問題を考えるに際しては、金融危機と通貨動揺の関係について各国ごとに検討していくのが有益と思われる。それゆえ、以下では上記5カ国を対象として、今回の通貨動揺局面における金融システム不安が発生するに至った経緯について、福島・滝井（1997）に基づき簡単に振り返ることにしよう。

（アセアン4カ国および韓国にみる通貨動揺と金融危機との関係）

最初はフィリピンである。同国の場合、1980年代初め以降IMFの管理下に置かれ、比較的厳格な金融財政政策が実施されてきたほか、為替レートもクロージング・ペッグ制の下で市場実勢に追随するかたちで適宜修正されてきた。加えて、居住者による外国ポートフォリオ投資という資本逃避的な投資行動が恒常的にみられ、これが1993年以降急増をみた非居住者によるポートフォリオ投資のかなりの部分を相殺した結果、両者を合算したポートフォリオ純投資額は96年以降むしろ減少に転じている。こうした事情を背景としてフィリピンでは経済の過熱化や投機的な不動産投資が回避されたため、通貨動揺による悪影響はアセアン4

カ国のなかでは最も軽微とみられる。この間、金融機関においては乱脈経営などから破綻に至った銀行も一部にみられるが、金融システム自体には大きな問題は生じていない。

マレーシアの場合、通貨動揺は隣国のタイから突如として伝播してきたという経緯もあって現状、金融システム面での混乱はみられない。もっとも、だからといって必ずしも楽観視できない。通貨動揺に伴う経済の失速とともに 1996 年の不動産・建設ブームのなかで急増した不動産関連融資（1996 年末現在、商業銀行では総貸出残高の 43% を占める）の不良債権化が大きく進めば金融不安が発生しかねないという慎重な先行き見通しを表明するエコノミストも少なからずみられるからである。

タイでは、1980 年代後半以降、経済発展とともに不動産市場が活況を呈していた。そうしたなかで流入した外資の多くは商業銀行やノンバンク（ファイナンス・カンパニー）経由で製造業企業へと流れ、設備資金や輸入決済資金として利用されたほか、個人や建設・不動産向け融資の増大を経て資産市場へも向かい地価、株価の上昇を招いた。とくに 94 年から 96 年にかけて大量に流入した外国金融機関からのローンや預金は金融機関の融資規律を弛緩させ、融資のほぼ過半を占める製造業からの収益性の劣る借り入れ要請にも積極的に応需していった。このほか、不動産、ノンバンク向けにも多額の融資が行われ、いわゆる不動産バブルを招いた。

このようにしてタイ金融機関の融資ポートフォリオの不健全化が徐々に進行していくなかで、輸出の減速、高金利政策に伴う内需の後退を背景として 96 年以降景気が急速な勢いで減速した。その結果、資産価格が下落に転じるとともに金融機関の資産内容が大きく悪化し、金融システム不安が高まっていった。そうしたなかで 97 年 6 月にはノンバンク 16 行が営業停止処分を受けることになった。この措置は海外の投資家からタイ金融機関の不健全性を示すものとして解釈され、結果としてタイに対する国際的な信認を喪失させる方向で作用した。そして、これを契機として発生した外資の巻き戻しによりタイバーツが動揺し、遂に 1997 年 7 月にドル・ペッグ制が放棄され、変動相場制へと移行することになった。

韓国では 1997 年初以来、過剰な設備投資を主因とする資金繰りの悪化を背景として財閥系企業の倒産が相次ぎ、これが国際金融市場における韓国企業の信用の低下を招いた。そして、韓国に流入していた外国資金の逃避を契機としてウォンと株価が下落するなど、金融危機の様相を呈するなかで 97 年秋以降、通貨が大きく動揺し、同年 12 月には IMF に対し支援が要請された。韓国財閥が相次い

で倒産した背景としては、もともと過剰投資により慢性的に悪化しつつも政府による金融支援に基づき表面を繕っていた財閥の経営不振状況が 95 年半ば以降の円安局面における対日輸出競争力の低下を通じた輸出の鈍化と半導体価格の低下を契機に露呈したということが指摘できる。この間、民間銀行においては自己統治メカニズムが十分確立されておらず、事実上政府の指示により融資企業が決定されていた。

一方、インドネシアでは、マレーシアと同様に通貨動揺が先行した。しかし、不動産・インフラ投資関連融資の焦げ付きで経営内容が著しく悪化した商業銀行 16 行が 1997 年 11 月に IMF の指示に基づき突如閉鎖されると事態が一変し、金融危機が発生するとともに、これがまた通貨の動揺に拍車をかけることになった。突然の銀行閉鎖が預金者の銀行に対する信頼感を崩壊させ、預金者は銀行預金の取り付けに走ったのである。そして、このようにしてインドネシア国内で発生した金融危機が海外投資家による同国に対する信認を低下させ、インドネシアルピアをさらに下落させたのである。

（とくに必要とされない国際的な金融取引監視機構）

それでは、以上のようなフィリピン、マレーシア、タイ、韓国およびインドネシアの事例からは、通貨動揺と金融危機との関係について一体どういったことが読み取れるのであろうか。第 1 に、金融危機は通貨動揺とは共通の要因を背景としたものであったとしても、両者の間には明確な先行・遅行関係は認められない。第 2 に、東アジアにおける金融危機も、いわゆるバブル経済崩壊後における日本の金融機関経営上の重石となっている不良債権問題と同様に、金融機関自身の経営規律の後退を背景とした資産内容の劣化に基づくものであり、金融取引の不透明性が原因とはなっていない。この間、東アジアの金融機関経営者の規律が弛緩した背景としては、高成長のなかで発生したユーフォリアや政府による成長重視に偏ったマクロ経済政策運営のほか、大量の外貨流入に伴う資金制約の後退などが指摘できよう。第 3 に、通貨動揺に見舞われたときに金融システムに問題があった場合、金融システム自体が通貨動揺の増幅・伝播機構として働き、通貨動揺を拡大させる傾向が強い。

したがって、今回の東アジアのような通貨危機の再発を回避するには、健全なマクロ経済政策運営に加え、金融機関に資産内容を健全に維持するよう誘因づける必要があるといえる。そのためには、倒産法の制定、不良資産の認定・償却にかかわる会計制度の整備とディスクロージャーの充実などといった金融システム

面での強化が求められる。さらにいうと、先に指摘したように、金融取引を歪めるような各種の規制を撤廃・緩和し、何人もリスクを負担しなければ収益を獲得できないよう市場機能を高めることが重要となっている。

しかし、その一方で、金融危機発生の原因が経営規律の弛緩や政府による経済政策運営の失敗にあるという点を踏まえて考えると、金融取引の不透明性は通貨動揺の必要条件でなければ十分条件でもない。このため、通貨動揺の回避手段として発展途上国の金融取引状況に関する国際的な監視機構を創設する、あるいは資本取引規制を導入するという考え方には首肯できない。国際金融市場において資金調達を希望する国や企業は、市場での取引ルールにしたがって各種の財務情報を開示のうえ投資家の審判を受けることになるため、先に指摘したように市場メカニズムが有効に機能するよう金融取引環境を整備することで十分対応可能と考えられるからである。

3．対外債務問題が暗い影を投げかける東アジアの経済調整

（回復が遅れる東アジア経済）

東アジア諸国の通貨動揺も 1998 年 3 月以降、IMF をはじめとする国際機関や各国政府による支援策の実施もあって漸く落ち着きを取り戻し、そうしたなかで各国の為替レートも徐々に持ち直しつつある。しかしながら、通貨の暴落は国内経済の失速や対外支払債務の急増を媒介として生産活動の縮小と失業の増大、インフレの高進をもたらすなど、国内経済に深刻な影響を与えた。さらに金融危機は預金者や海外投資家からの国内金融機関に対する信頼感を大きく萎縮させる一方、金融機関自身も資産内容の健全性維持を目的として融資姿勢を極端に慎重化させたため、東アジア諸国の多くでは金融仲介機能が事実上麻痺し、いわゆるクレジット・クランチの様相を呈している。そして、こうした金融機能の極端な低下が実物経済活動の停滞、収縮を招くというかたちで東アジア経済は現在、深刻な困難に直面している。

それゆえ、東アジア諸国における経済調整が今後どのようなパターンをとって回復していくのか、また回復を支援していくうえで日本をはじめとして先進国はどういった貢献を行っていくかが大きな問題となっている。1994 年 12 月に発生したメキシコ危機の場合、価格変動を媒介として輸入の急減、輸出の急増という貿易面での調整が一挙に起こり、短期間のうちに新たな成長経路に復することがで

きた。その場合、当初は輸入の減少と１次産品輸出の増加が経済調整の主役となったが、やがて工業製品の輸出が経済回復の牽引役を果たすようになった。東アジア諸国も輸出主導型の回復パターンを志向している。しかしながら、東アジアでは、メキシコにおける２段ロケットのような輸出の回復は見込めないため、一挙調整は起こり難いと考えられる。

というのも、輸出が堅調に伸びているかにみえるタイでも、その輸出品の大部分は農産物、海産物などの天然資源をベースとした一次産品からなり、工業品の輸出が活発化するまでには至っていない。また、韓国においても、既存の原材料在庫、半製品を使用した工業製品の生産、輸出が一巡をみた一方で、原材料在庫が適正水準の半分程度にまで落ち込んでいることから、今後の輸出増大に対しては黄信号が灯りつつあるなど、先行き予断が許されない状況にある。加えて、東アジア諸国の場合、韓国の半導体産業に代表されるように工業製品の生産に不可欠な中間製品や原材料の多くを日本などからの輸入に頼っているため、自国通貨安が対外競争力の向上にストレートには結びつかない構造にある。

さらに、金融不安の高まりを背景として、銀行の融資姿勢が極端に収縮するなかで生産金融がつかないほか、LCの発行や輸入金融の供与に関しても金融機関が慎重な姿勢を崩していないため、中間製品等の輸入も順調に進んでいない。その結果、工業品については輸出したくても、生産・輸入金融がネックとなって思うように生産できないという閉塞的な事態に陥っており、当面、１次産品ほど急激な伸びが期待できない。このような事態が続けば、東アジアにおける経済調整が長引くとともに、世界的なデフレや通貨の競争的引き下げ懸念が現実のものとなるおそれが否定できない。

(IMFによる支援策のあり方をめぐって)

このような事態を回避すると同時に東アジア経済の早期回復を目的として現在、IMFによる緊急融資の実行を中心とした国際的な支援策が種々講じられている。しかし、その一方で、緊縮措置を主体としたIMFによる支援策に対し疑問を投げかける論者も少なからずみられる。例えば、ハーバード大学のサックス教授は、東アジアの通貨危機の場合、従来型の通貨危機とは異なり対外債務の支払いに窮しているのは民間企業部門であるため、財政支出の削減、国内金利の引き上げといった緊縮措置の実施は国内需要の減退を媒介として企業部門を衰弱させ、東アジア経済を債務デフレと倒産の多発という下方スパイラルに陥れるものであるとしてIMFの処方箋を強く批判している(Sachs(1997))。また、同じくハーバー

ド大学のフェルドシュタイン教授は、IMFが韓国、インドネシアなどに強く求めている財閥の解体、家族主義の放棄といった構造改革に関連して、構造改革色の強い政策は流動性危機への処方箋としてみた場合、妥当であると必ずしもいい切れないだけでなく、場合によっては事態をさらに悪化させる可能性も否定できないと批判している（Feldstein（1998））。

それでは、IMFによる処方箋は本当に誤りだといえるのだろうか。緊縮措置を重視するIMFの処方箋は、政府による放漫財政あるいは経済ファンダメンタルズの先行き悪化懸念に基づき発生する従来型の通貨危機への対応過程のなかで蓄積されてきたノウハウに基づくものである。このため、東アジアの通貨動揺のようにマクロ経済政策の失敗や金融機関経営者の規律低下を主因とする通貨危機に対しては有効であるとは必ずしもいえない。しかし、アセアン諸国の場合、1994年以降、輸出が低迷する一方で経常収支赤字が年を追って拡大するなど、経常赤字の意味合いも将来の国際収支改善に繋がる「良い赤字」から浪費的な「悪い赤字」へと変質していったことを見落としてはならない。すなわち、東アジア経済はユーフォリアのなかで国内支出が国内生産を恒常的に上回るという意味での過剰支出体質を強め、その結果として経常収支赤字が拡大していったのである。したがって、東アジア経済を健全なものとするためには緊縮措置の実施は不可避と考えられるため、IMFの処方箋についても首肯することができる。

しかしながら、そうしたIMFの処方箋で東アジア経済が順調に立ち直れるのかと問われれば、否と答えざるをえない。従来型の通貨危機では過剰支出の原因は政府の放漫財政に求められるため、財政面での緊縮措置の実施は正当化される。これに対し、東アジアの通貨動揺は民間部門における過剰支出や金融機関経営者の規律の低下を主因とするものであるため、一般的な支出抑制はともかくとして財政支出の大幅削減は不可欠であるとは必ずしもいえないからである。加えて、大きく傷んだ金融セクターの立て直しを図るためには公的資金の投入が求められることもありうるが、そうした場合には財政赤字の拡大を一時的に容認する必要があると思われる。このように考えると、財政面での緊縮措置に関しては、通貨危機の原因やその時々を経済的要請にも配慮のうえ弾力的に対応することが重要といえよう。

（構造改革を融資条件とすることは妥当か）

その一方で、アジア通貨危機の收拾に際し、IMFが広範な経済構造改革の実施を緊急融資実行の条件としたことについてはどのように考えるのが適切だろうか。

すでに幾度か指摘したように、通貨動揺が各国の抱える構造問題を媒介として増幅され国内の各部門へと伝播したとしても、構造問題自体、通貨危機発生必要条件でも十分条件でもない。加えて、構造改革は各国経済に課せられた長期的な課題であり、一朝一夕に実現可能なものではないという点にも留意する必要がある。このため、IMF がインドネシア政府との第 3 次合意（1998 年 5 月）において構造改革の実施を緊急融資実行の条件としたのは、フェルドシュタインの指摘どおり妥当な措置とはいえない。もともと実行が困難とみられる構造改革措置の実施を融資の条件とすると、緊急融資実行の機動性が削がれ、流動性不足懸念が高まったとしても弾力的な対応が困難となり、事態をさらに悪化させるおそれがあるからである。

つまり、構造改革問題については中長期的な課題と位置づけるとともに経済回復に不可欠な処方箋から切り離し、実現可能なアクション・プログラムを策定のうえ、そこで示されたスケジュールにしたがって粛々と改善を図るというのが現実的な対策ではないかと思われる。このため、IMF に対しては、構造改革に関しては通貨危機収拾策から切り離し、各国政府に対し改善を別途促すよう政策変更を行うことが求められよう。国際金融市場の投資家は IMF がコンディショナリティーとして課した条件を各国がどれだけ遵守するかを注意深く見守るとともに、それを各国に対する信頼性の判断基準として重視している。

そうしたなかで、構造改革という国際的な流動性の回復とは直接関係のない事象の達成を融資の条件とすると、ただでさえ細っている外資の流入がさらに細るおそれが強いのである。このように IMF が東アジア諸国に課したコンディショナリティーには問題がある。しかし、IMF が一旦公表したコンディショナリティーの遵守度合いは、その後における投資家の各国経済に対する判断尺度となる。したがって、東アジア経済の早期回復を促すためにも、通貨動揺や経済の実態に即してマクロ経済目標や構造改革に関する IMF コンディショナリティーを機動的、弾力的に変更あるいは改編していくことが強く求められる。

（重要性の増す対外債務問題）

加えて、東アジア諸国の経済調整をなるべく早く終了させるためには、金融不安を早期に解消のうえ金融機能を正常な状態に戻すことが喫緊の課題となっている。そのためには、銀行監督や倒産法制の整備・強化などに代表される金融システム改革を果敢に実行し、新たな経済発展のための基盤を金融面から整備していく必要がある。しかし、それで十分かと問われれば、否と答えざるを得ない。金

融不安を解消し、国内の金融機能の活性化を図ると同時に海外からの資本流入を促すに際しては、内外投資家の金融システム全体に対する信認の向上が重要な役割を果たす。東アジアの通貨動揺の場合、「21世紀型の通貨危機」と形容されるように、膨大な金額にのぼる民間部門の対外債務問題を随伴しており、この問題に解決の目途がつかない限り、内外投資家の東アジア各国に対する信認は回復しえないと考えられるからである。ちなみに1997年7月の通貨危機発生直前から約10ヵ月の間に東アジア諸国の為替レートは平均すると、約2分の1の水準にまで落ち込んだ結果、自国通貨で評価したドル建て債務は2倍の規模にまで膨らんでしまったのである。

実際、インドネシアでは、ルピア暴落に伴いドル建て債務を抱える企業のほとんどが支払債務の急増を主因として赤字に陥るなど企業業績が大きく悪化したため、銀行の融資姿勢も極度に慎重化している。タイもほぼ同様の状況にあるほか、韓国でもBIS基準の自己資本比率規制遵守を狙いとした融資削減の動きがみられる。こうした銀行による融資姿勢の慎重化は、不良債権の累増防止を狙いとする合理的な行動と考えられる。しかし、その結果、資金繰りに窮した企業の破綻とともに健全であった融資も不良債権化するおそれが払拭できない。また、そうした信用機能の低下により経済活動が収縮すると、海外の金融機関や投資家はさらに資金を引き揚げる。このような事態にドル建て対外債務の返済資金調達を目的とした自国通貨売りが重なると、為替レートはさらに不安定化し、それがまた対外債務残高を増大させる。東アジア諸国は、通貨動揺の最悪期を脱したとはいえ、こうした悪循環からなかなか脱却できないでいる。

東アジア各国の企業はしかるべき経営判断に基づきドル建て債務の取り入れに走った。このため、為替レートの下落に伴って増大した支払債務負担のすべてを経済政策運営の失敗であるとして政府に全額転嫁することはできない。しかし、東アジアの対外債務は、為替レートの急落とともに個別企業が負担可能な水準をはるかに超えてしまったのである。換言すると、東アジア各国はマクロ的には外貨資金の不足という流動性問題に直面する一方で、ミクロ・レベルでは企業のソルベンシー（支払能力）問題を抱えており、これらを同時に解決できなければ経済調整も覚束ないということができる。前者の問題に関しては、IMFを中心とした国際的な支援体制が構築されるなど、解決の目途がつきつつある。一方、後者については、民間銀行団と各国政府との間でリスク交渉が行われる段階にとどまり、抜本的な対策が講じられるまでには至っていない。

4．東アジアにおける対外債務問題の解決に向けて

（必要となる対外債務問題解決に向けた国際協力）

通貨動揺に突然見舞われた東アジア諸国の多くは現在、IMF や関係国からの支援を仰ぎながらも、輸出主導型の経済再建を目指して緊縮的な経済政策を果敢に実行しつつある。そうしたなかで、われわれは今、東アジアの経済再生に向けて何をなすべきなのだろうか。確かに日本が内需を拡大させ、東アジアからの輸入を増やしたり、中国が人民元を現行水準に据え置くことは、貿易関係を通じて東アジア経済の復興に寄与するだろう。しかし、先に述べたとおり、東アジア経済の再生を図るうえで最も重要な課題は、その膨大な対外債務の処理問題であると考えられる。この問題について解決の目途を早期に提示できなければ金融機能の回復が見込めないため、東アジア各国の輸出の伸びは期待できない。世界経済の健全な発展を促すためにも、東アジア経済を早期に回復軌道に乗せることが強く求められる。そして、いうまでもなく、東アジアの経済再生を促すためには、対外債務問題解決に向けた官民挙げての国際的な協力が求められる。

ところで、対外債務問題は為替レートの急落に起因するため、この問題を解決するには為替レートの安定が不可欠となる。為替レートが急落をみたのは、為替市場におけるアメリカドルと東アジア通貨との間の需給バランスが崩壊したからである。そして、こうした事態を改善しなければ、対外債務問題の抜本的な解決は図れない。もっとも、この問題が解決できたとしても、東アジア諸国の為替レートが通貨動揺直前の水準にまで戻るとは到底考えられない。そもそも東アジアの通貨動揺は、第 8 図のとおり、各国の為替レートが経済ファンダメンタルズや購買力平価から導出される理論値との比較においてかなり割高となっていたことを背景としたものであり、通貨動揺直前の為替レートの少なくとも 2 ～ 3 割安程度は不可避と考えられるからである。

外国為替市場における需給インバランスを改善する方策としては、次に掲げる 3 つの手段がありうる。第 1 は、海外からのニューマネーの流入である。しかし、東アジア各国に対する信頼感が大きく動揺している現状では、これに大きな期待を寄せることはできない。第 2 は、既存債務の繰り延べ（いわゆるリスケジュール）である。これは、東アジアからの資金流出を将来に繰り延べることにより外国為替市場における需給のバランスを改善するという考え方に基礎を置く。第 3 は、債権者の自発的な意思による債務の削減あるいは債務負担の軽減である。対外債務を直接あるいは実質的に減額することにより膨大な対外債務の支払負担が

ら東アジアの企業を解き放ち、当該国の経済を再建軌道に乗せようとするものである。

これら3つの手段のうち現在利用可能なのは、2および3の措置である。国際金融界では現在、対外債務問題の解決策としてインドネシア、韓国などに対外債務のリスケジュールを提案している。しかし、これで本当に問題は解決するのだろうか。1980年代におけるラテン・アメリカ諸国の累積債務問題のように、国あるいは公的部門が借入人の場合、債務の繰り延べを通じて対外支払手段を蓄積し、次いでそれを対外債務の支払いに充当するという措置はそれなりの効果を有すると思われる。一方、東アジアの対外債務の主たる借り手は為替レートの急落とともに経営危機に瀕している民間企業であり、ここ半年以内に問題解決の目途が立たなければ彼らはすべて倒産し、経済再建自体が水泡に帰してしまうおそれがある。

（求められる債務負担軽減措置の実施）

したがって、われわれとしては、対外債務問題の解決手段として債務負担の軽減措置の実施を提案したい。確かに市場経済の原則にしたがえば、経営判断の誤りは当該企業の株主が負担する筋合いにある。そもそもわれわれが債務負担の軽減プランを提案するに至ったのは、東アジア各国経済の再建を通じて国際社会の健全な発展を促す必要があると判断したからであり、経営ミスにより立ち行かなくなった放漫経営企業の救済を目的とするものではない。比喩的にいうと、丘の上にある隣の家が自らの火の不始末により火事になった場合、自己責任原則を主張して消化に何ら協力しなければ、自らの家も類焼で焼失してしまうおそれがある。このため、許容される範囲内での官民挙げての国際的な支援策の実施が必要とされるのである。

ラテンアメリカ諸国における累積債務問題の場合、問題解決の手段として当初はリスケジュールが用いられた。しかし、「暗黒の10年」と称されるようにラテンアメリカ諸国の多くは1980年代、経済停滞を余儀なくされた。彼らが本格的な経済回復軌道に乗ったのは、当時のアメリカ財務省のブレイディ長官が提唱した、いわゆるブレイディ・プランに基づく債務削減措置が実施された1990年以降のことである。こうした経験は、ある国が債務危機に陥った場合、借り手の債務返済責任を問うだけでは問題の本質的な解決に繋がらないことを示唆している。とりわけ、東アジア諸国の対外債務の大部分は「21世紀型の通貨危機」と形容されるように経済成長の担い手である民間企業の債務からなるため、借り手の責任

を追及するだけでは「角を矯めて牛を殺す」ことになりかねない。

民間債務の場合、公的債務との比較において、借り手の信用度や特性が一樣でない、貸し手のなかには銀行以外の一般事業法人も含まれるなど、貸し手も多様化している、といったところに特徴があるため、債務負担の軽減に向けて関係者の合意をうるのはきわめて困難ではないかという声も聞かれる。確かに、民間債務負担の軽減を図るに際しては、そうした困難に直面せざるをえないであろう。しかし、だからといって為替レートの改善を期待しつつ事態の推移を見守るだけでは、問題の本質的な解決は望むべくもない。東アジア経済の本格的な回復は各国政府による努力と民間レベルでの企業努力が重なりあってはじめて実現するという性格を有しているため、関係者が一致協力のうえ、想定しうる困難の克服に向けて知恵を互いに出し合う必要があると思われる。

したがって、すべての問題は、この債務負担の軽減をどのようなかたちで実施するかという点に集約される。いうまでもなく、一方的に貸し手に債務の削減を求めるという安易な債務棒引きは厳に避けなければならない。仮にそうした措置を実施すれば、東アジアへの資金流入が今後期待し難くなるほか、借り手においては、今後いざという時には債務が棒引きされるため、約定どおりに返済する必要はないといったモラルハザードが発生する可能性が高いからである。したがって、貸し手が協同して、債務の返済負担の軽減措置を自発的に行うほうがより現実的かつ効果的と判断される。そして、債務負担軽減に伴う損失については、貸し手である金融機関に加え、債務者である借入企業、および経済政策を誤った各国政府が互いに損失を負担しあうことが重要と思われる。そのため、金融機関に対しては債務負担軽減措置の自発的な実施が求められる一方、政府には金融機関による債務軽減措置の実施を側面から支える資金援助が求められる。なお、債務負担軽減の対象はドル建て借入れを行っている企業に限定するとともに、その支援額も為替レート下落に伴う「評価損」を限度とする。

（債務軽減措置の具体的スキーム）

債務負担の軽減措置は、IMF による緊急融資の実行を中心としたマクロ的な流動性支援策を企業のソルベンシー維持というミクロ・レベルでの対応措置の実施により補完し、併せて東アジアの経済回復を金融面から支援しようとするものである。その意味で、債務負担の軽減措置は東アジア諸国が IMF などの支援の下で流動性問題を克服していくことを前提としている。

そして、その具体的手法については、対象となる企業が属する国の法制、貸し

手となった金融機関が属する国の法制等の相違に加え、負担軽減の対象となる企業債務をどのように構成するかによりさまざまなバリエーションが考えられる。ここでは、あくまでもひとつのプランとして、われわれが考案した債務負担の軽減スキームを具体的に提案する。このスキームの概要は以下のとおりであり、軽減対象となる債務は為替レート下落により発生した評価損に限定のうえ当該金額を各国政府の協力を得て株式として証券化する、この株式の配当原資は政府が負担する一方、評価損に相当する債務において発生した為替差益は政府および株式の最終保有者に分配される、残りの債務についてはほぼ約定どおりの返済を求める、といったところに特色がある。

すなわち、東アジア各国の企業が抱えているドル建て対外債務を現在の為替レートを用いて各国通貨建てに換算した債務残高（想定債務残高）を第9、10図のとおり、通貨の動揺直前における為替レートに基づき算出した「通常債務」と為替レート変動に起因する評価損に相当する「劣後債務」に2分割のうえ、通常債務については当初の約定条件での弁済を求める。一方、劣後債務に関しては、元利金の返済を期日一括償還方式に変更する、償還期間を延長するという条件変更を行った後、劣後債務の管理・回収を目的として新たに設立された特別目的会社（SPC）に現物出資される。

SPCに貸付債権を現物出資した金融機関は、その見返りに配当率があらかじめ定められた特殊株式として発行されたSPCの株式を取得する。この株式の配当率は、借入人が存する国の政府が経済再建計画において設定した目標為替レートに基づき算出された自国通貨換算額を想定債務残高から控除した金額（自国通貨建て補償債務額）を現在の為替レートで原債権の通貨建てに再換算した金額（外国通貨建て補償債務額）の発行株式の額面総額に対する割合により決定される。

ここで外国通貨建て補償債務額とは、第11図において示されるように、劣後債務のうち為替レートの安定化に伴って減少する自国通貨建て補償債務額を外貨建てに再換算した債務のことをいい、各国政府が経済再建計画で想定した目標為替レートを達成した時点でゼロとなる。なお、このSPCは、償還期間満了時に残余財産を債権者（当該国政府）、株主に支払いのうえ清算され、清算時の為替レートが通貨動揺直前の水準を下回っている分だけ、株主が為替差損として負担することになる。

（債務負担の軽減スキームの意義と限界）

そして、劣後債務を取得したSPCは、外国通貨建て補償債務額を額面、延長後

の償還期間を満期期間とする年賦均等償還約定付き国債との交換で、自国通貨建て補償債務額を額面、延長後の償還期間を満期期間とする社債を政府引き受け方式で発行する。この SPC が発行する社債の利払いについては、債務者による支払負担の軽減を狙いとして原債務の利息相当額を満期時に一括して支払うこととする。その意味で、劣後債務に関しては各期の利払いは償還時までリスケジュールされたことになる。一方、社債との交換で年賦均等償還約定付き国債を発行することとしたのは、劣後債務の引き受け時に発行された株式の配当原資を確保することを意図したものである。加えて、社債は外国通貨建て補償金額を額面として発行されるため、政府が策定した経済再建計画が達成でき、為替レートも目標水準に収斂した場合には、債務者における返済負担が軽減されることを媒介として政府による仮払い部分が償還されることが期待される。目標為替レートを上回ることによって生じた評価益（自国通貨に換算した債務の目減り額）は、SPC の解散時に投資家に均等按分される。いうならば、株式の流通性を高める工夫のなかに、政府の経済再建努力を誘因づけるメカニズムが埋め込まれているのである。仮に再建計画上の目標為替レートが達成できない場合、その乖離部分は政府の損失となるからである。

以上、われわれが考案した債務負担の軽減スキームの全体像は、第 12 図で示される。このスキームを用いると、想定債務残高から切り離された劣後債務の証券化を通じて債権者の手許で固定化していた資金の流動化が図れる、債務者に対しては長期にわたる返済猶予機会を実質的に与える、併せて、その間の為替レート安定化により発生した評価益の獲得を通じて劣後債務残高が縮減される、という効果が期待できる。この間、残りの通常債務については当初の約定どおり存続させることにしたのは、1998 年 1 月における韓国系銀行の短期債務の長期債務への切り替え交渉時に日本やドイツの銀行が債務者との関係断絶を嫌って融資から証券への単純切り替えを拒否したという事実を配慮したものである。

もっとも、このスキームの有効性を最終的に保証しているのは外国通貨建て国債を発行する東アジア各国政府の将来における外貨支払い能力であるため、一体誰が各国政府による経済再建を確実なものとするかという問題が残る。この点に関しては、各国政府の経済再建に向けた努力に対する信頼の向上を主張するだけでは限界があるといわざるを得ない。こうした問題を解決するには、G7 など主要経済国による東アジア向けの国際的な協調支援の枠組み、いわゆるスーパーストラクチャーの構築が必要となる。われわれとしては、IMF など現在検討されている発展途上国に対する国際的な監視体制の構築よりも、このようなスーパ

ーストラクチャーの構築のほうがより重要かつ建設的と判断している。また、いわゆるアジア通貨基金（AMF）の創設に際しても、単なる資金援助機関として位置づけるのではなく、本稿で提案したような加盟国政府に対する投資家の信認を高める措置を実施できるよう制度設計を工夫することが求められよう。

5．おわりに

以上、本稿では、東アジア経済の発展と通貨動揺の背景を改めて検討するとともに今回発生した東アジアの通貨・金融危機の特徴点を従来型の通貨危機との比較において指摘した後、東アジアの経済再生に向けたありうべき方策を提言した。こうした議論は、次のように要約されよう。

第1に、今回の東アジアにおける通貨動揺はドル・ペッグ制という事実上の固定相場制の維持を背景として生じたものであり、その意味で成長重視に偏ったマクロ経済政策運営の失敗が招いた結果ということが出来る。この背景としては、1980年代後半以降の経済発展とともに各国で高まった過大な成長期待あるいは一種のユーフォリアに陥ったことが指摘できる。

第2に、東アジアの通貨動揺は、従来型の通貨危機とは異なり、その前後に金融危機を併発しているところに特色がある。これはまた、金融危機はユーフォリアのなかで発生した金融機関の経営規律の低下を主因とするものであることを示唆している。その意味で、東アジアにおける金融危機や通貨動揺の原因を金融取引の不透明性などといった構造問題に求めるというアプローチは、危機発生以前からあった問題を危機の原因にみなすという誤謬を犯しているといえる。

第3に、金融危機の再発を防止するうえで重要なのは市場の効率性を高め、リスク負担が伴わなければ何人も収益が獲得できないよう市場環境を整備することである。その意味で、金融システムの強化は不可欠ではあるが、そうだからといってIMFを中心とした発展途上国での金融取引に対する国際的な監視体制の導入までは主張できまい。むしろ、情報開示が十分でない資金調達者はそもそも市場にアクセスできないといったかたちで、自発的な情報開示を促す現行制度を拡充するほうが現実的かつ有益と判断される。

第4に、従来型の通貨危機を前提としたIMFの緊縮的な処方箋は東アジアにとって妥当な措置とはいえない。場合によっては、事態をさらに悪化させる可能性が否定できない。それゆえ、財政面での緊縮措置を一時棚上げする、構造改革に

については各国の事情を考慮のうえ弾力的に対応する、といった政策変更が必要と思われる。

第5に、東アジア経済の再生を支援していくためには、日本などの内需拡大もさることながら、「21世紀型の通貨危機」という言葉の裏側にある膨大な民間対外債務問題を早期に解決する必要がある。そのためには、通貨下落に伴う評価損に限りて債務の削減を実施する必要がある。こうした考え方のうえに立って本稿では、具体的な債務削減スキームのあり方を検討のうえ提示した。

ここでの議論や主張は未だ粗削りのものであり、改善すべき論点も多数みられる。しかし、われわれとしては、なぜ国際金融市場で活躍する銀行や投資家がそうした危機の発生を予想のうえ防止できなかったのかという従来にはない観点から東アジアにおける通貨動揺と金融危機の背景を分析・検討できたのではないかと自負している。本稿での議論や主張を基礎として、東アジアの通貨・金融危機に関する分析がさらに進み、危機に陥った発展途上国に対する国際的な金融支援の枠組みが途上国にやさしいかたちで構築されることを期待したい。

以 上

<参考文献>

- 世界銀行 『東アジアの奇跡』、東洋経済新報社、1994年6月。
- 谷内 満 『アジアの成長と金融』、東洋経済新報社、1997年8月。
- 福島光丘・滝井光夫（編） 『97年アジア通貨危機』、アジア経済研究所、1997年12月。
- Asian Development Bank, Asian Development Outlook 1998.
- Drucker, Peter F., "The Changed World Economy," Foreign Affairs, Spring 1986.
- Feldstein, Martin, "Refocusing the IMF," Foreign Affairs, March/April 1998.
- Krugman, Paul, "The Myth of Asia's Miracle," Foreign Affairs, November/December 1994.
- , "What Happened to Asia?," mimeo. January 1998.
- Eichengreen, Barry and Donald Mathieson, "Hedge Funds and Financial Market Dynamics," Occasional Paper 166, International Monetary Fund, May 1998.
- Sachs, Jeffrey, "Power unto Itself," Financial Times, December 11, 1997.
- Stiglitz, Joseph, "The Role of International Financial Institutions in the Current Global Economy," Address to the Chicago Council on Foreign Relations, February 1998.
- Takagi, Shinji, "The Yen and its East Asian Neighbors, 1980-95: Cooperation or Competition," NBER Working Paper No. 5720, August 1996.
- World Bank, "East Asia's Financial Crisis: Causes, Evolution, and Prospects," Global Development Finance 1998.

第1表 通貨危機発生前におけるアセアン主要国の外国為替制度

	政 府 説 明	実際の制度運営
シンガポール	管理フロート制	管理フロート制
タ イ	通貨バスケット制	ドル・ペッグ制
マレーシア	管理フロート制	ドル・ペッグ制
インドネシア	管理フロート制	クローリング・ペッグ制
フィリピン	変動相場制	クローリング・ペッグ制

(資料) 各国資料

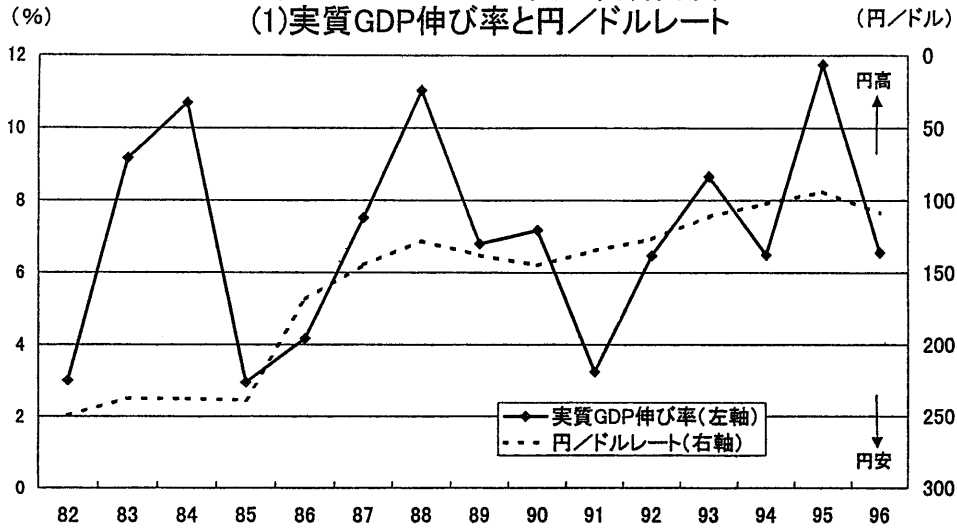
第2表 アセアン主要国における貿易取引の地域別内訳 (1996 年)

(構成比、%)

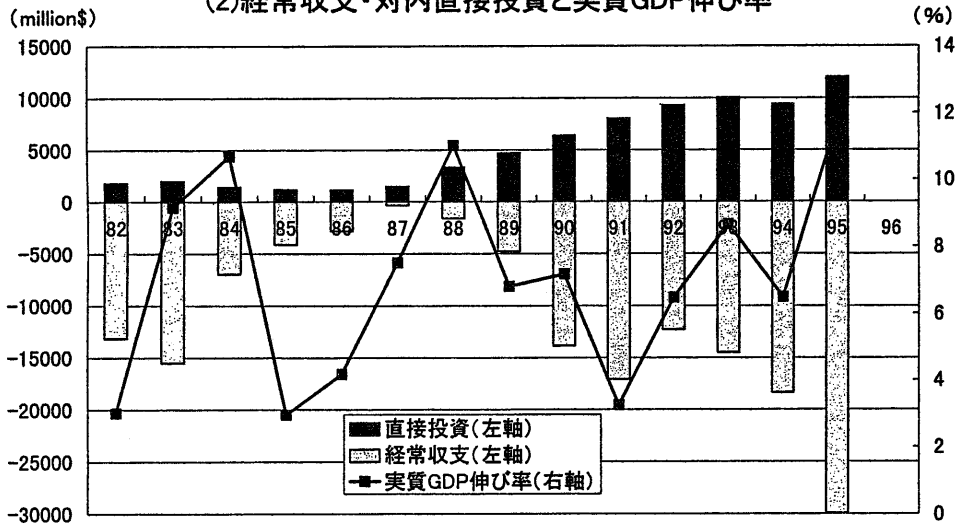
	輸 出			輸 入			合 計		
	アメリカ	日本	EU	アメリカ	日本	EU	アメリカ	日本	EU
タ イ	18.2	16.3	15.2	10.8	27.4	15.8	14.2	22.3	15.5
マレーシア	19.3	13.7	14.2	11.1	20.1	12.4	15.2	19.7	13.3
インドネシア	16.6	28.9	16.9	10.2	23.5	20.9	13.8	26.5	19.4
フィリピン	34.2	18.2	17.6	17.2	23.7	11.6	23.6	21.6	13.8

(資料) IMF, *Direction of Trade Statistics Yearbook*, 1997.

第1図 アセアン4カ国の経済発展
(1)実質GDP伸び率と円／ドルレート



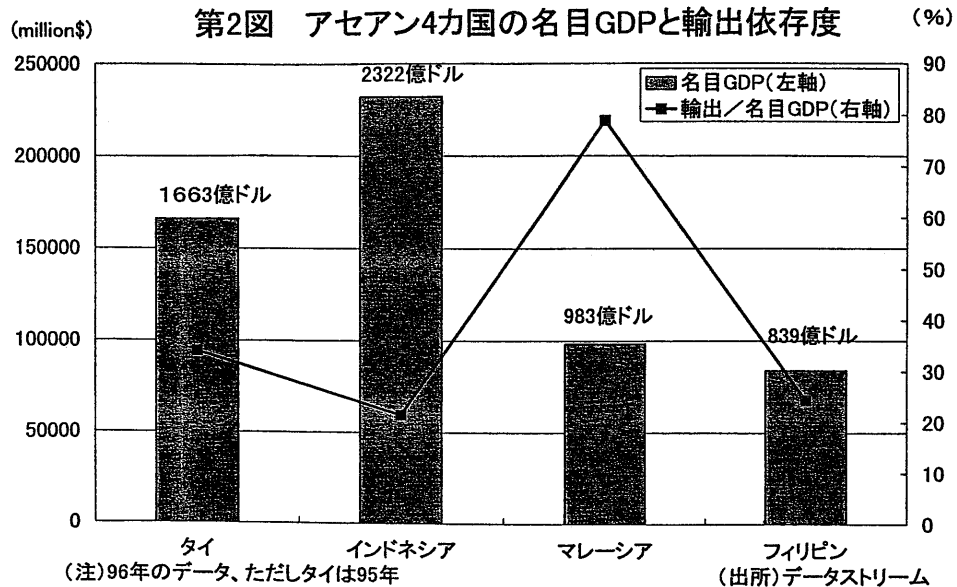
(2)経常収支・対内直接投資と実質GDP伸び率



(注)ASEAN4はタイ・インドネシア・マレーシア・フィリピンの合計

(出所)データストリーム

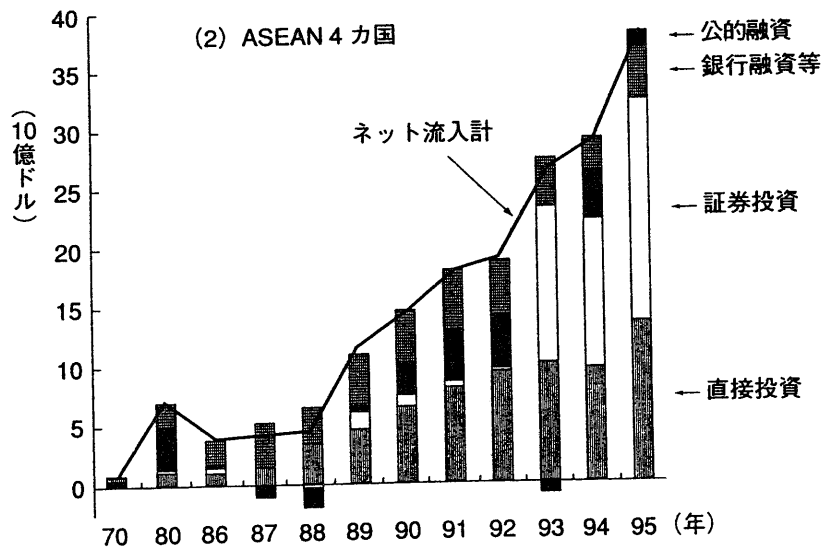
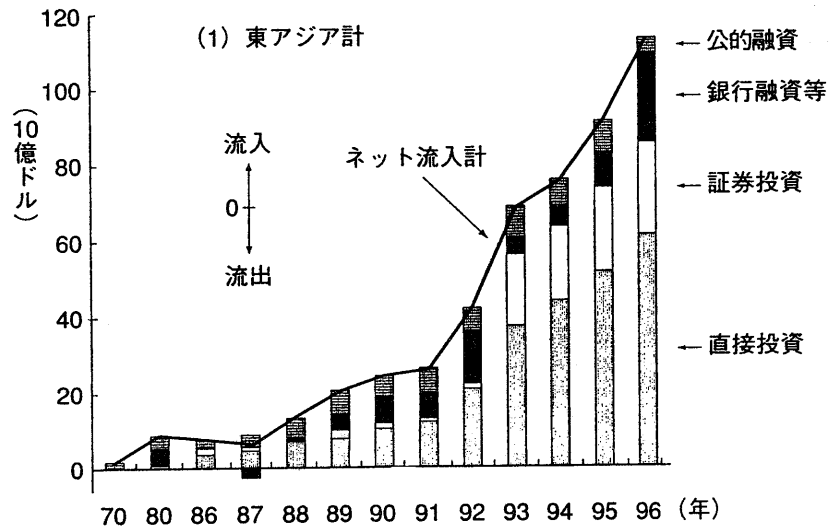
第2図 アセアン4カ国の名目GDPと輸出依存度



(注)96年のデータ、ただしタイは95年

(出所)データストリーム

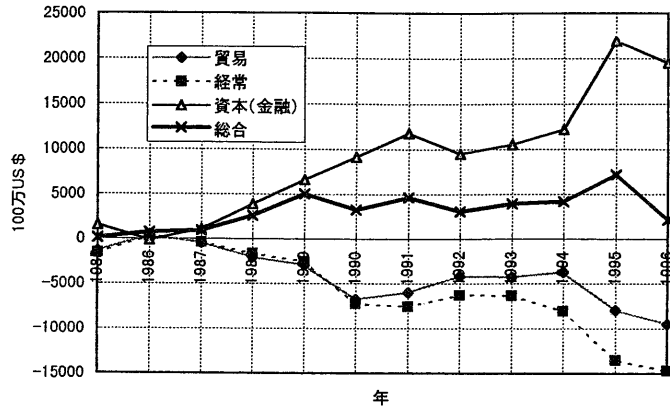
第3図 東アジアへの資本流入の推移



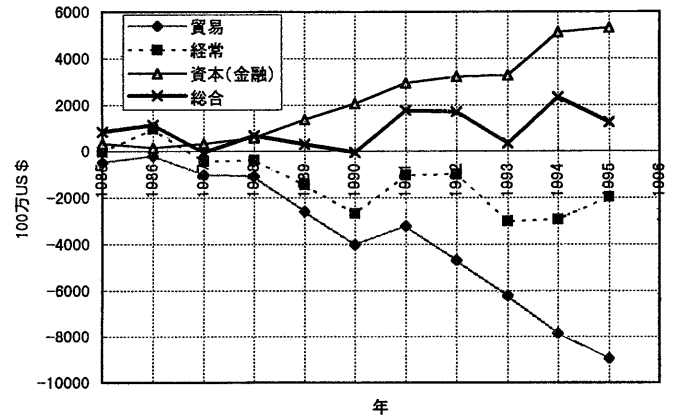
(出所) 谷内(1997)

第4図 アセアン主要国における国際収支動向

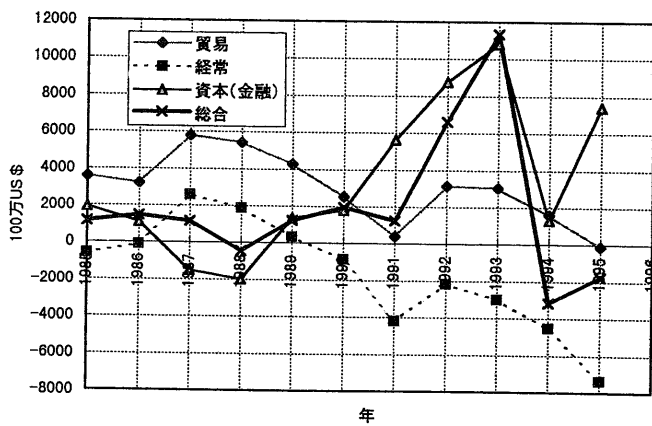
タイ



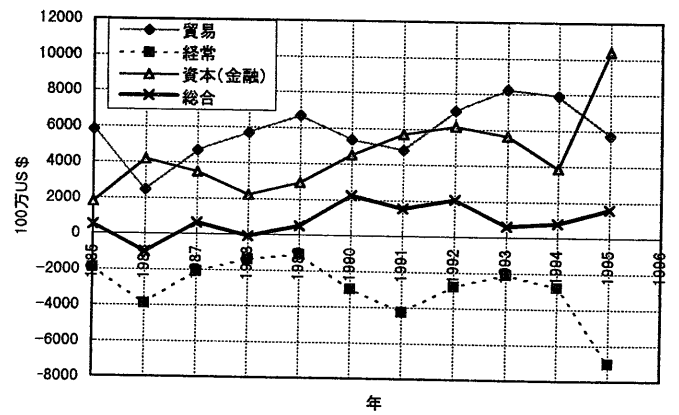
フィリピン



マレーシア



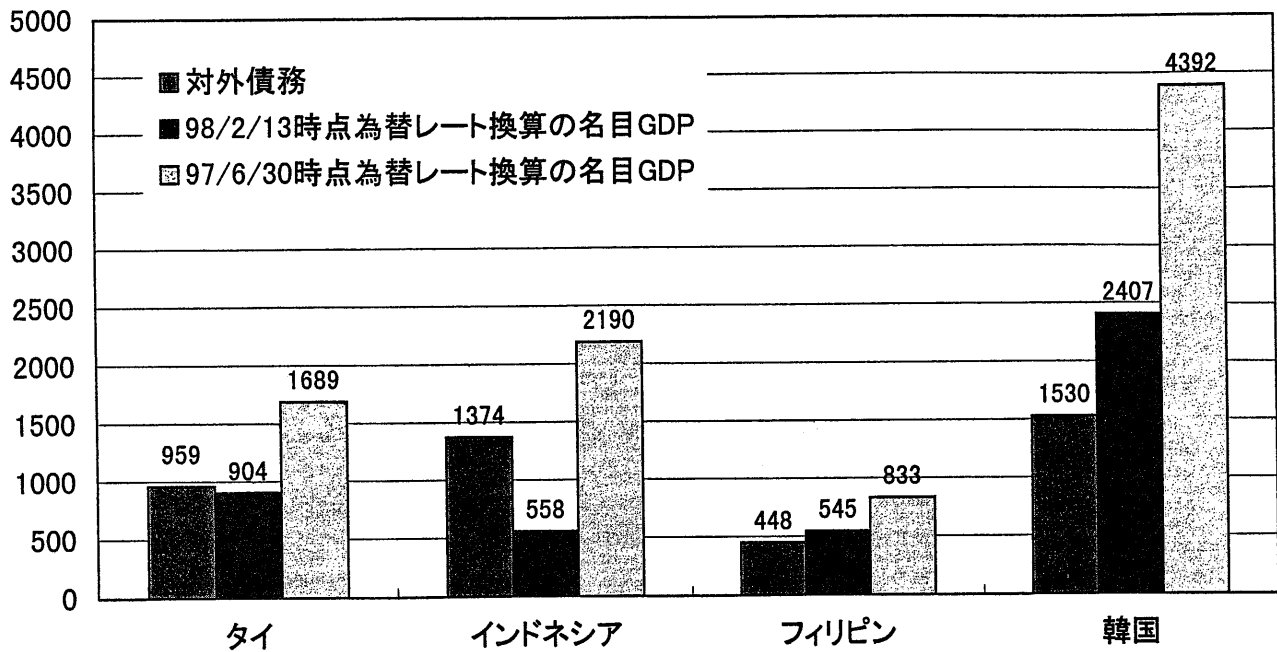
インドネシア



(出所) 福島・滝井(1998)

(億ドル)

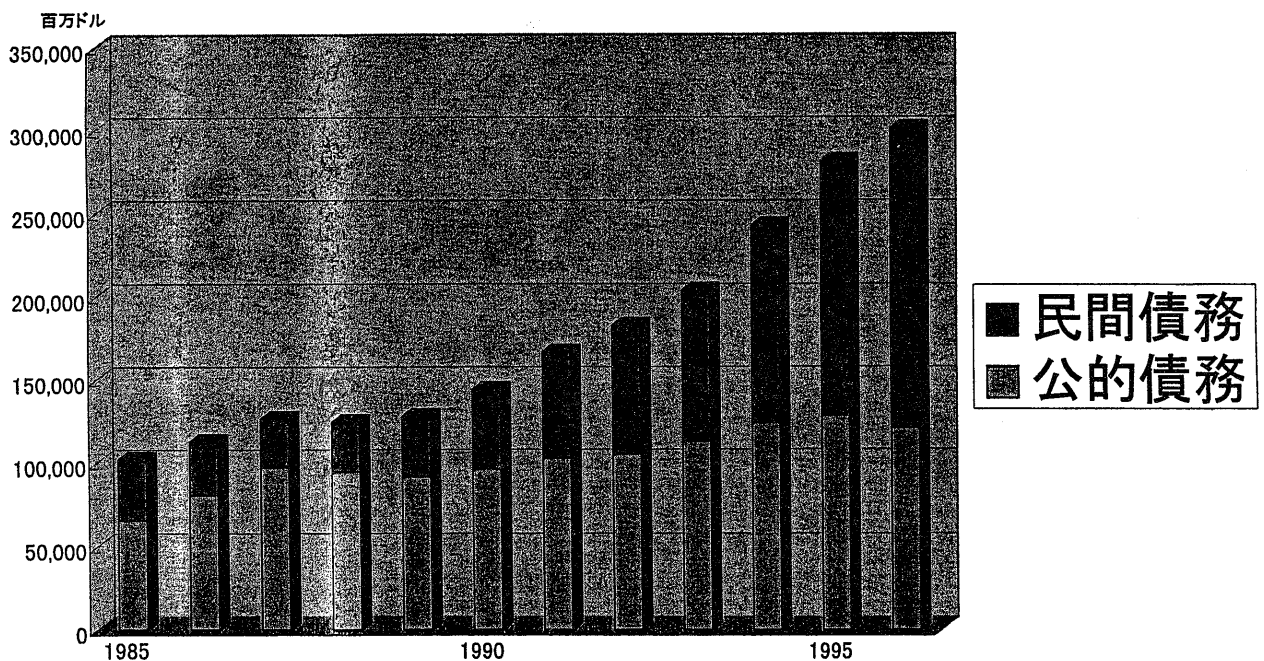
第5図 ドル換算の名目GDPと対外債務



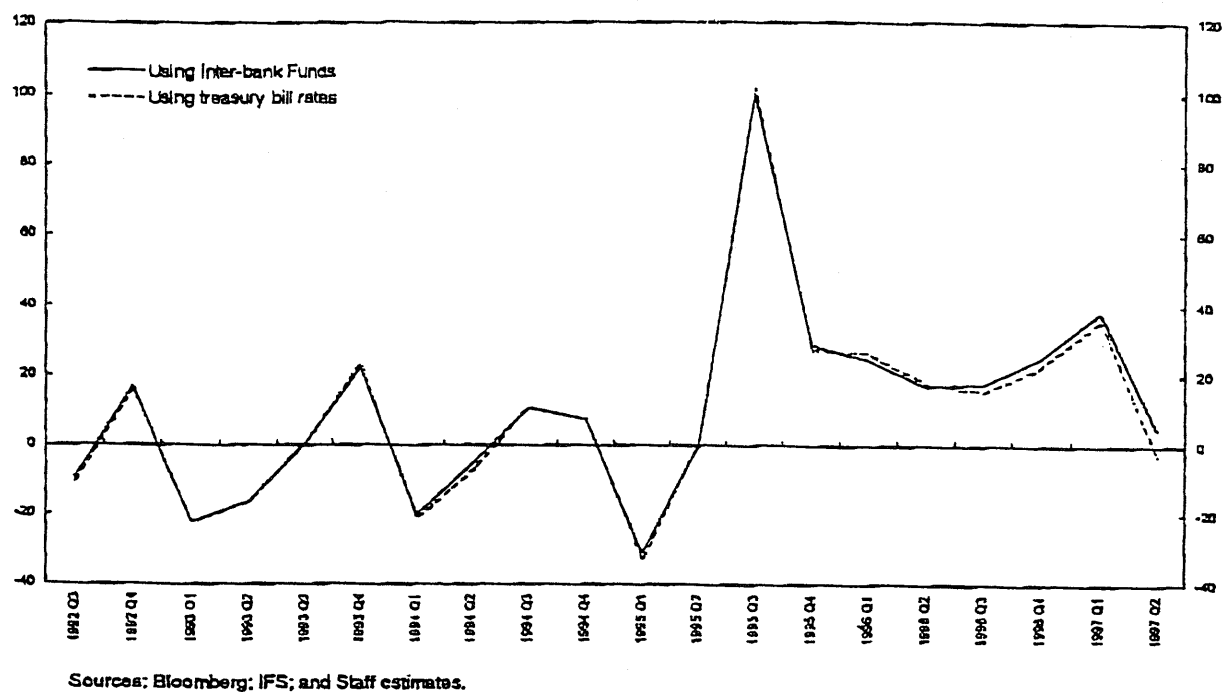
(注) 対外債務は、タイ97.6月末、インドネシア97.12月末、フィリピン97.6月末、韓国97.12.20時点

(出所) データストリーム、野村総合研究所

第6図 対外債務の推移(アセアン4カ国)

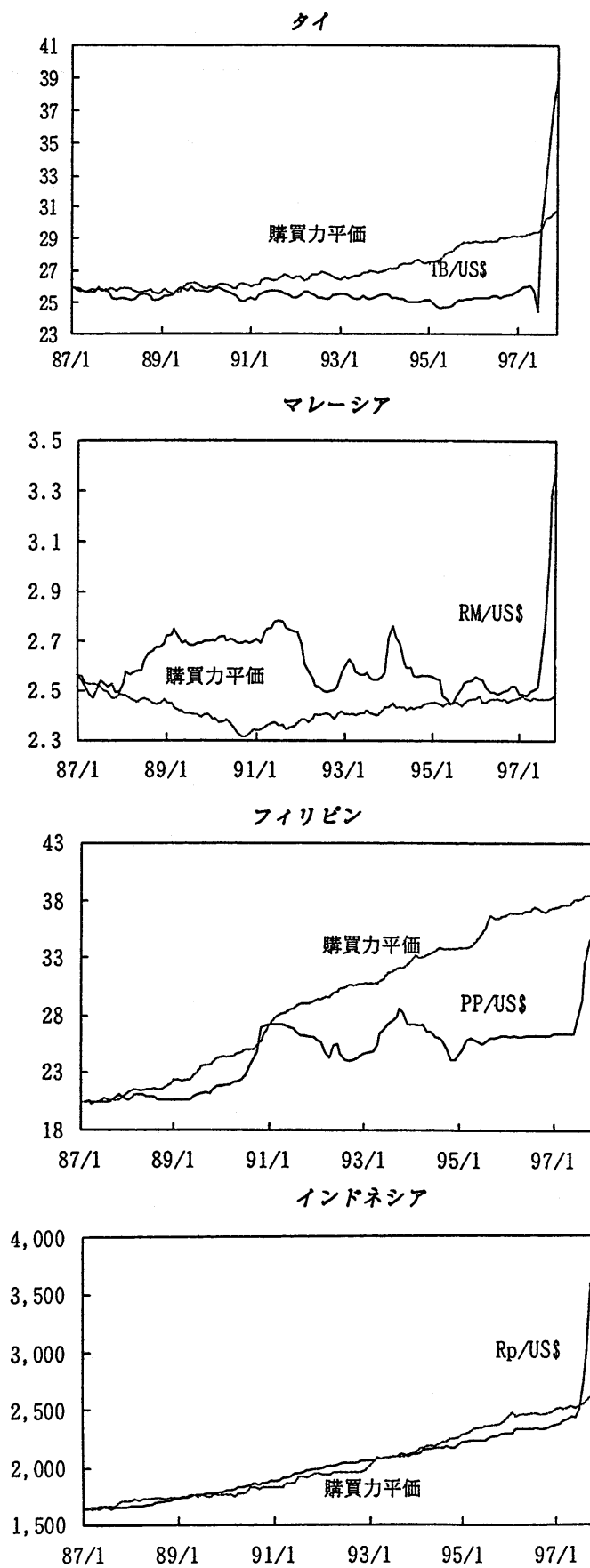


第7図 キャリートレードの採算性

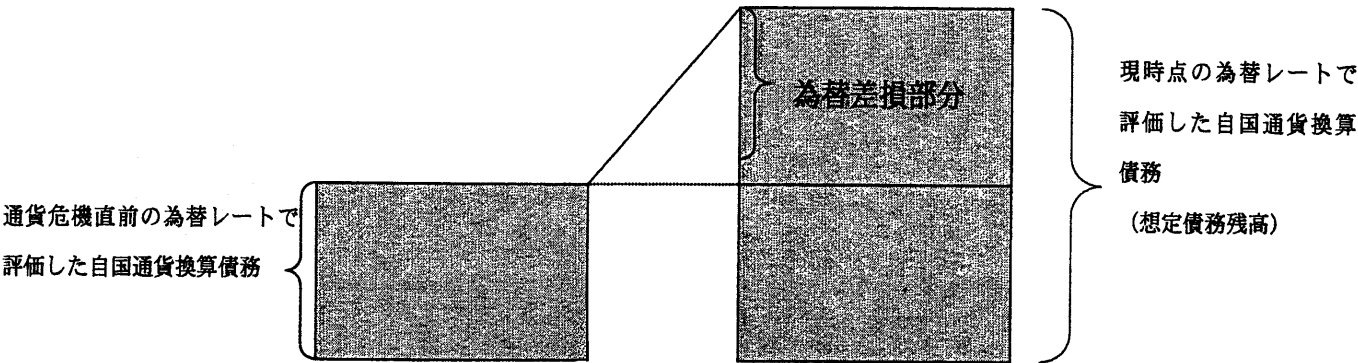


(出所) Eichengreen and Mathieson

第8図 アセアン4の実効実質為替レート

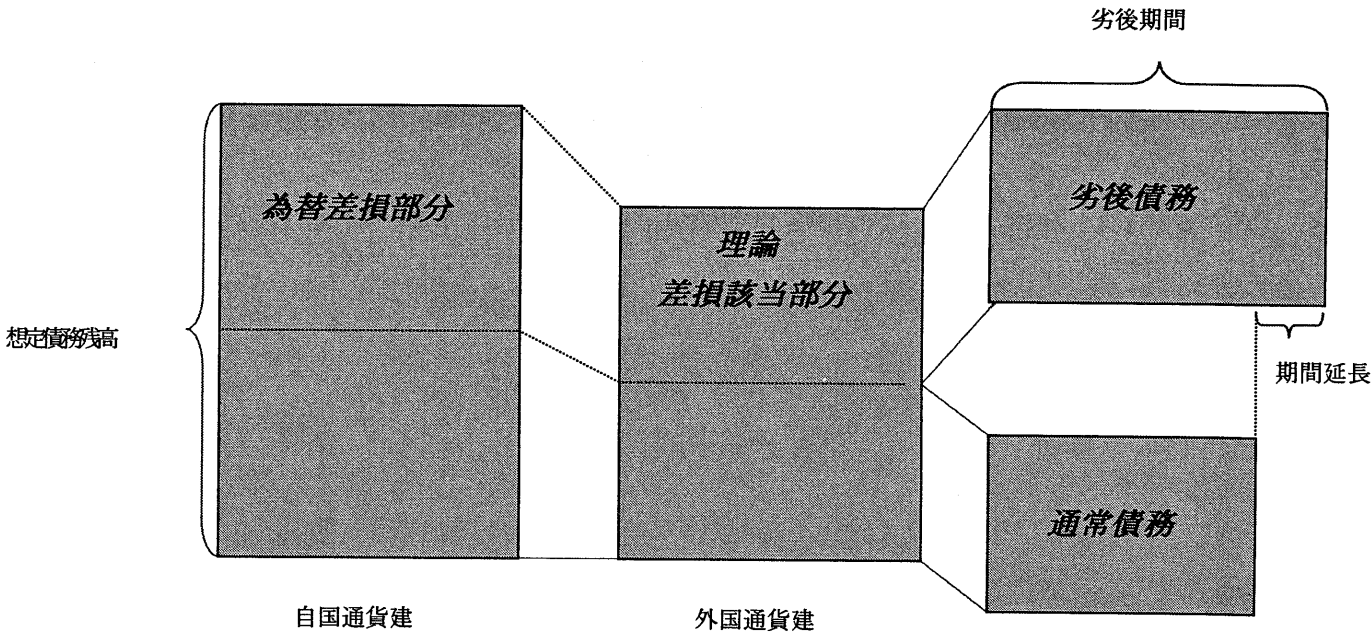


第9図 為替変動による自国通貨換算対外債務額の変動



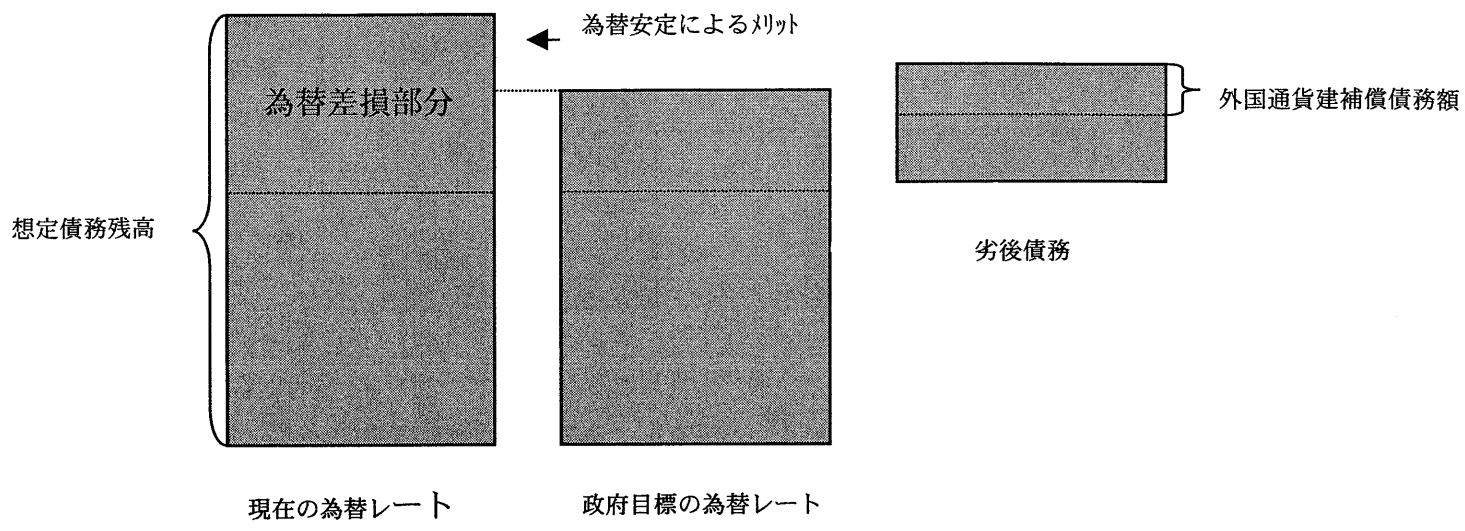
(注)
自国通貨換算債務とは、外国通貨建て債務をその時々々の為替レートで自国通貨建てに換算したもの

第10図 為替差損の分割



(注)
1. 理論差損該当部分とは外国通貨建て債務のうち、為替レート下落に伴い返済が困難化している債務をいう
2. 劣後債務はこの理論差損該当部分を既存債務から分離するとともに、期限を繰り延べた債務のことをいう

第 11 図 政府の補償部分（責任部分）



(注)

1. 為替安定メリットとは政府が経済再建に成功し、為替レートが安定することにより自国通貨換算債務が減少する部分のことをいう
2. 外国通貨建補償債務額は劣後債務のうち、上記自国通貨換算債務の減少分に相当する金額のことをいう
3. 政府は第 1 2 図のとおり、この外国通貨建補償債務額を額面として年賦均等償還約定付き国債を発行する

第 12 図 債務負担軽減スキームの全体像

