

Discussion Paper Series

RIEB

Kobe University

DP2012-J05

ASEAN とアジア経済危機

青山 利勝

2012年6月6日

*この論文は神戸大学経済経営研究所のディスカッション・ペーパーの中の一つである。
本稿は未定稿のため、筆者の了解無しに引用することを差し控えられたい。



神戸大学 経済経営研究所

〒657-8501 神戸市灘区六甲台町 2-1

ASEANとアジア経済危機

神戸大学経済経営研究所教授

青山利勝

第1章	アジア経済危機の発生	1
1.	タイ	2
2.	インドネシア	3
3.	マレーシア	4
第2章	アジア経済危機の背景	5
第3章	アジア経済危機への ASEAN 諸国の対応	7
第4章	アジア経済危機の本質	9
1.	架空経済の膨張	9
2.	巨額の投機資金の出現	10
3.	各国の金融市場の規模の格差	11
第5章	IMF の処方箋と ASEAN の見方	12
第6章	アジア経済危機の教訓	15
1.	世銀の評価分析	15
2.	IMF の評価分析	16
3.	IMF の処方箋に対する否定的な評価	16
4.	ASEAN からみた評価	16
第7章	ヘッジファンドの問題点	17

(私は1999年3月から3年3ヶ月の間ジャカルタにあるASEAN基金という地域国際機関へ開発専門家として技術支援を行った。具体的には、日本政府がASEAN基金へ拠出した資金(名称:日・ASEAN連帯基金)を使ったプロジェクトの運営管理を指導したのである。優良プロジェクトを発掘するためASEAN先発国(タイ、インドネシア、マレーシア、シンガポール、フィリピン)の多くのプロジェクト実施機関を訪問した。そして、この仕事を通じてASEAN域内の専門家や有識者と随分と親しくなった。こうした人たちとアジア、特にASEAN域内の経済問題や日本を含むドナー国との関係、そして援助の在り方などについて意見交換する機会が多くあった。こうした意見交換を通じて、1997年7月にタイを契機とした始まったアジア経済危機がASEAN諸国の人々に予想以上の深刻な影響を与えたことを知った。このため、アジア経済危機がASEAN諸国へ与えた影響について考えることが、私の長年の課題となっていたので、ここで本稿を記述することとした。)

第1章 アジア経済危機の発生

まず、アジア経済危機から振り返ってみたい。

1997年7月にタイを契機としたアジア経済危機は、インドネシア、マレーシア、韓国、フィリピンへと瞬時に大きな広がりを見せた。それまでアジア各国へ投資されていた短期資金が一斉にしかも大量に流失したため、各国通貨は大幅下落を記録した。同年5月にタイ政府は、通貨パーツのドル・ペック(連動)制を停止し、変動相場制に移行してから2ヶ月の間にパーツの価値が約2分の1へ大幅な下落を記録した。それはインドネシア・ルピアやマレーシア・リングに飛び火した。さらにこの通貨下落は韓国、フィリピンへと広がりを見せた。こうした大規模な通貨下落が国境を越えて広がったのはアジア地域では初めてのことである。これらの国の経済運営に危機感を抱いた外国の金融機関や機関投資家は一斉に短期資金を引き揚げた結果、通貨下落をもたらし、それはさらには株式相場の大幅な下落を引き起こし、為替相場と株式相場の下落の連鎖が発生した。為替相場の下落は各国の外貨準備を激減させ対外債務を増大させた。また、株式市場の下落は企業の設備投資等の資金不足をもたらし、国内不況と失業者の増大をもたらすこととなった。そして、これらのアジア経済危機は世界同時株安の発端となるものでもあった。

それまで各国の銀行は外国から短期資金を借り入れて民間企業へ長期の貸し出しを行ってきっていたが、外国からの短期資金の流入が激減したため、これらの銀行はすぐに資金繰りに行き詰まってしまった。このため、企業の設備投資は減退し、不動産価格は下落した。経済活動は著しく停滞し不況と失業が蔓延する結果となった。また、為替相場が大幅に下落するということは輸入品価格が大幅に増加することを意味し、人々の生活を圧迫することになる。当然の結果として各国の株式相場は大幅に下落し続け、これらの国へ直接投資していた日本の金融機関や企業も資産価値を減らして大きな打撃を受けた。アジア経済危機に見舞われたインドネシア、マレーシア、韓国、タイ、フィリピンをみても、全体として為替相場は2分の1に下落、株価も2分の1に下落、国内物価は大幅上昇し、人々は物価上昇と失業の増大と不況の3重苦に苦しめられることとなった。

このアジア経済危機は域内だけにとどまらなかった。1998年8月にはロシア経済に

飛び火し、ロシア政府は国債の償還を一時停止し、事実上のデフォルト(債務不履行)を行ったため、ルーブル貨は大きく下落した。このため利率の高いロシア国債を大量に購入していたロングターム・キャピタル・マネージメント (LTCM)は運用資金800億ドルの一角に当たる80億ドルの損失を出し破産に追い込まれた。その他にも、スイス系、アメリカ系金融機関もおおきな損失を出したといわれている。

それではアジア経済危機に見舞われたインドネシア、タイ、マレーシアの経済情勢について例示的に検証してみたい。

1. タイ

1997年7月2日、タイ政府はそれまで続いていた通貨バートの漸減的な下落や株式市場の予想を超えた下落に歯止めをかけることができなくなり、対ドル相場ではバートを安定させるために採られていたドル・ペック(米ドルに連動)制を放棄し、変動相場制を採用することによってバートの実質的な為替切り下げを行った。この意図するところは、輸出不振に歯止めをかけ貿易収支を改善することにあつたと思われる。しかしながら、この措置は外国の金融機関や機関投資家からみて、タイ政府の困難な経済運営を表面化させることとなった。このためタイ政府の意図とは逆に対外的な不信感を高め、一挙に国際的な信用をなくす結果となった。そして、この直後にバートはドルに対して急激な下落(約18%)に見舞われた。この時点からアジア経済危機が始まったといえる。

それ以前においてもタイの国内経済をみると、タイ政府は銀行の不良債権の増加、輸出の不振、国内インフレの高進などによって、貿易収支の悪化や財政赤字の増大に苦しんでいた。1991年の対外債務は300億ドルだったのに対して、1996年末の対外債務は800億ドルに膨らんでいた。このためバートの対ドル為替相場は漸減的に下落し株式市場も下落し続け、民間金融機関も債務が膨張したため経営危機に直面し、大手不動産会社の倒産が相次ぐ事態となっていた。このため、1996年11月の総選挙で誕生したチャワリット政権は、1997年1月に特別金融対策基金を設立し、債務の膨張を食い止めようとした。しかしながら、民間金融機関の債務総額6000億バートに達していたにもかかわらず、特別金融対策基金はわずか700億バートにすぎず焼け石に水の状態だった。また、株式相場の下落を食い止めるために、金融関連株の取引を停止した。さらに、同年5月中旬に至って、タイ中央銀行はバートの下落を食い止めるため必死の対応を迫られることになった。外国の金融機関や機関投資家は、急激に膨張し続けるタイの対外債務を警戒して、短期資金の流入を停止し、大量のバート売りを行うようになっていった。タイ政府はその防戦のためにバート買いの市場介入を断続的に実施していた。かつてない規模のバート売りに直面して外貨準備が枯渇したタイ外務省と中央銀行は、マレーシア、シンガポールに資金協力を要請した。これに対して両国政府はアジア的連帯を政治的アピールとして全面的に打ち出し、急遽タイ政府に資金援助を行った。

しかし、こうした資金協力にもかかわらずバートの下落は止まらず、株式市場も下落し続け、対外債務はGDPの50%を超えたことから、外国の金融機関や機関投資家はタイの経済情勢の急激な悪化に危機感をもち投資した短期資金を一斉に引き揚げてしまった。こうしてバートの下落が株式相場の下落を引き起こし、株式相場の下落がバートの下落をさらに促進するという下落の連鎖が起きる結果となってしまった。

1997年7月28日、タイ政府は最後の手段としてIMFに資金援助を要請した。8月20日にはタイ政府とIMFの間で3.9億ドルの融資が正式に合意された。これによってタイ政府はIMF主導の処方箋（コンディショナリティ）を受け入れ、厳しい財政金融政策や構造改革を断行することとなった。金融改革では58の金融機関が業務停止となり、IMF主導の経済再建計画を受け入れることとなった。それ以外でも、世銀、アジア開発銀行（ADB）、日本政府、中国からの融資を受けて、総額172億ドル（含、IMF）の資金が注入された。

こうした中でバンコクの現状を見ると、それまで自動車数はバブルを反映して無制限に増え続け、国際空港から市内までは恒常的に交通渋滞が発生していたが、アジア危機以後には交通渋滞は解消してしまった。また、企業倒産により大量に発生した失業者が田舎の出身地へ戻ったため、市内は一時的に人口が減少してしまっていた。

2. インドネシア

1997年7月、タイを契機として始まったアジア経済危機直後の同年9月に、インドネシアは民間短期資本の大量流出によってルピア貨の暴落に見舞われた。このためインドネシアの外貨準備は一举に目減りし、対外債務が一举に膨らんだ。それまでアジアの優等生を自認し、順調な経済成長を続けてきたインドネシアは、またたく間に重債務国に転落し、外国の経済支援なしには自国の経済運営を行うことができない状況に追い込まれてしまった。この情勢を受けてインドネシア政府は国際社会に向けて緊急融資を要請した。同年10月にはインドネシア支援国会合が開催されて、世銀、IMF、アジア開発銀行（ADB）、日本政府の協調融資が合意された。そしてIMF主導で経済改革のための処方箋が提示された。それは緊縮的な財政金融政策と構造改革を求めるものであった。

財政金融政策については、経営が悪化していた民間銀行16行の業務停止、食料燃料、電力料金、公共交通料金、基礎医薬品への価格補助金制度の廃止が求められた。構造改革については、食料調達庁の食料品の取引と輸入独占の廃止、国民車プロジェクトに対する優遇税制の廃止、小売業への外資参入の自由化などが求められた。民間銀行の業務停止や構造改革の主眼とするところは、スハルト・ファミリーとそれを取り巻く華僑資本の汚職排除を目的としたものであったために、スハルト大統領にとっては屈辱的な内容だった。インドネシア政府が財政削減の一環として、人々の生活に直接影響するガソリン税など公共料金の値上げを発表すると、ジャカルタ市内でデモが頻発するようになった。この国民の不満はスハルト体制の腐敗に直接向けられるようになって、民衆暴動へと繋がっていった。こうした政治の不安定化はさらに大規模な資本流出を誘発し、ルピア貨を急落させ、経済危機に拍車をかける結果となった。こうした社会混乱が引き金となって、1998年5月にはスハルト大統領は退陣を余儀なくさせられた。

自分がジャカルタに赴任した1999年3月にはこうした社会的混乱は一応収束し、人々の関心は民主化の流れの中で行われる総選挙に集中していた。ハビビ元大統領は東チモール独立を認めたことが政治的失脚の原因となり、総選挙ではインドネシア最大のイスラム教団体であるナフダトゥル・ウラマ（NU）の精神的指導者であったワヒド氏が大統領に選出された。このワヒド大統領も言論問題や食糧調達庁の汚職問題に巻き込まれて失脚し、2001年春には最大政党である闘争民主党のメガワティ副大統領が大統領に昇

格した。しかし、その間にもアチェ、イリアンジャヤの分離独立運動の激化やアンボン、マルク諸島でのイスラム教徒とキリスト教徒の宗教紛争、東カリマンタンでの民族紛争など政治的、社会的に危機状態が続いていた。政府もこうした国内問題に有効な手段が執れなかったために、政治的な不安定が外国投資や為替相場にも悪影響を与え、経済情勢も一向に回復軌道に乗れない状態が続いていた。特に、社会的なダメージは大きく、地方で食えなくなった農村労働者が都市になだれ込んだ結果、失業者は急増し治安の悪化と犯罪が急増した。こうして社会的弱者である貧困層は増大し、その結果人々の間に荒廃とした挫折感をもたらす結果となった。

3. マレーシア

マレーシアの経済は1988年頃から順調に成長し、1997年7月にタイでアジア経済危機が発生するまでそれは続いた。また、この時期には日本を初め外国からの短期資金がアジア各国の経済成長を見越して流れ込むようになっていたが、マレーシアの金融システムはうまく機能しており、金融機関を通じた国際資本移動はおだやかに抑制されていた。したがって短期資金への依存度は低く、タイや韓国に比べて対外債務の割合も低かった。

それにもかかわらずアジア経済危機が発生すると、マレーシアから短期資金が一斉に引き揚げられるという資本逃避がおこり、対ドル・マレーシア・リングの下落や株式市場の下落を引き起こした。資本逃避が起きた主な原因としては、1997年7月のタイ・バーツの実質的な切り下げによって、マレーシア・リングもいずれ為替切り下げを行わざるをえないとの危機感が機関投資家の間に広がったことによる。同年8月マレーシア政府は悪化する経済情勢に対して、マレーシア・リングの切り下げを行うとともに一般的な経済調整政策によって事態を乗り切ろうとした。まず、緊縮財政政策と金利引き上げによって貨幣供給量を減らす金融引き締め政策を実施した。しかしながら、金融引き締め政策が銀行の貸し出し低下をまねき、企業の資金需要が減退したため、経済情勢の悪化が顕著となった。

このためマレーシア政府は1998年9月から新たな経済調整政策として、①新たな資本移動に制限を設けること、②緊縮財政と緩和的な金融政策を連動させること、③一定期間対ドル・マレーシア・リングを3.8リングとする固定相場制を採用することだった。

資本移動については、外国の機関投資家は投資した短期資本を最低12ヶ月間同国内に維持することが求められ、短期資金を海外へ資本移動させるためには10%から30%の税金が課せられた。この政策は短期資金の資本流失のタイミングを遅らせ、経済情勢の悪化を遅らせる効果を挙げた。

金融政策の緩和は金利を段階的に引き下げることで実施され、短期資本の移動規制とあいまって企業の資金需要をある程度満たすことができたため経済活動の停滞を防ぐ効果を挙げた。また、緊縮財政を緩和し公共投資を増加させたが、これには輸入を増加させないプロジェクトや計画から実施まで短期間で効果が早く現れるプロジェクトが慎重に選ばれた。これらの政策は新たな需要を喚起し景気後退に歯止めをかける一定の効果があったと考えられる。

採用された一定期間の固定相場制のレートは、他のアジア通貨に比べて実勢レートで

過小評価されたことから、輸出を増大させることになって景気回復を助長することとなった。さらに、固定相場制は変動相場制による為替相場の不安定性を減少させることによって、外国貿易への依存度の高いマレーシア経済にプラスの影響を与える結果となった。

こうしてマレーシアはアジア経済危機発生の1年半後の2000年初頭には世銀・IMF等からの資金援助なくして経済の自立的な回復の見通しを持つことができるまでになった。

第2章 アジア経済危機の背景

前述(第1章)のタイ、インドネシア、マレーシアの事例のように、アジア経済危機の発生の態様やそれへの対策は一樣ではない。しかし、共通するアジア諸国の経済情勢については、1980年代のアジア諸国の中には後に「東アジアの軌跡」(世銀報告)と呼ばれる経済成長の経済環境が整いつつあり、これらを好感して日本を初めとする外国からの投資が増加したことが、経済成長の原動力となっていった。ただし、アメリカ依存の輸出主導型の経済成長がアメリカの景気に左右されやすかったことやアジア各国が増加する短期資金をコントロールできる効果的な金融システムを持っていなかったことなどがアジア経済危機の引き金になったと指摘できる。

ここではアジア経済危機の背景が歴史的にどのように形成されていったかについて、概略的に述べてみたい。

1950年代以降のアジア各国の経済開発政策は、農業生産の拡大と輸出振興を中心に行われた。例えば、タイでは1950年代から80年代にかけて、タイ米の耕作面積は約3倍に拡大し、その輸出の伸びは年平均12%に達していた。他方、これらの国ではその後、ミニ工業化国家を目指した経済成長戦略がとられた。それは日本の昭和30年代の高度経済成長時代に類似している。1970年以降90年までのアジアの成長率は年平均7.6%に達しており、これは世界経済の成長率の年平均3%の2倍以上になっていた。ミニ工業国家を目指すためには、国内で生産された製品が海外で売れ、それにより得た輸出所得で原材料を輸入する必要がある。アジア諸国の主な輸出先はアメリカで、原材料の主な輸入先は日本だった。ただし、工業製品の利益は、生産コストの削減努力や技術革新などの努力によっても5%以内というもので、輸出品となった場合、為替変動によって容易に利益を失う可能性が高かった。このためアジア各国はアメリカ向け輸出の為替変動のリスクを極力抑えるため、対ドルの為替相場に一定の目標値を設けて、それを維持するためにドルと連動させて現地通貨を「売り」「買い」するドル・ペック(連動)制(一種の管理為替相場制)を採るようになっていった。

この時期の輸出振興によるアジア各国の経済成長については、世銀報告「東アジアの軌跡」の中で北東アジアと東南アジアに区分して、その要因を次のように分析している。

「北東アジアでは、特定の輸出産業を振興し、また輸出振興と国内市場保護を制度化しようとする努力がみられた。これに対して、東南アジアの輸出振興戦略は、高度に特定化されたインセンティブにはあまり頼らず、輸入保護の漸進的な削減、輸出業者への支持、そして輸出品生産への投入材に関する免税体制からなるものであった。」

1980年代前半には、アジア各国の順調な経済成長を期待して、外国からの直接投

資が増加したため、企業の投資意欲が増大し、好調な経済を反映して国内インフレが徐々に高進するようになっていった。他方、アメリカを中心とする国際的な金利上昇による直接投資の減少や一次産品価格の下落による輸出所得の減少によって、アジア各国の対外債務は増加し、緊縮的な財政金融政策が必要となった。アジア各国はこうした国内需要の停滞と経済成長の減速から抜け出すため、外国からの短期資金の流入に関する規制を緩和し直接投資を呼び込むとともに、為替の切り下げによって国際競争力を高めて輸出振興を図る経済政策を採った。

1980年代後半に入ると、バブル期の日本から大量の余剰資金がジャパン・マネーとして流れ込み、アジア各国のミニ工業化政策を支えるようになった。1985年から96年までのアジア各国のGDP成長率は年平均8%に達し、製造業従事者数は15%以上増加していた。このように、1980年代のアジア各国は、外国からの直接投資、特に日本からのジャパン・マネーに支えられてミニ工業化を図り、生産された工業製品をアメリカに輸出して輸出所得を稼いでいた。この輸出所得で部品や中間製品などの原材料を得て工業製品を生産していた。このため、日本を含むアジア域内は流通が活発化し、好況な経済循環が実現されることとなった。

さらに、アジア諸国の国際競争力の向上に最も貢献したのが1985年9月の「プラザ合意」である。アメリカは先進5ヶ国蔵相・中央銀行総裁会議をニューヨークのプラザホテルで開催し、ドル安誘導のための為替相場への介入を各国に合意させた。これによって米ドルの価値は低下し、ドル安はアジア各国からアメリカへの輸出を促進し、農業国家からミニ工業国家を目指すアジア諸国の経済成長に貢献する結果となった。また、アジア諸国の低賃金の労働力も国際競争力の向上に寄与するところとなっていた。

1990年代に入ると国際的な資本の自由化の流れが加速されるようになった。アジア各国もこの流れに乗って金融機関の資本勘定への規制を緩め、銀行、企業に海外からの借入れを積極的に奨励するようになっていった。タイでは1993年にオフショア市場（規制の少ない自由な金融市場）が開設されると、民間銀行は他国の金融機関から安い金利でドル融資を受けられるようになって、大量の民間の短期資金が流れ込むようになった。また、アジア各国の民間銀行の金利は自由化され、企業の投資意欲をかきたてた。活発な経済活動を反映して、証券会社が次々の設立され株式投資が活発になっていった。空前の株ブームが起り、建設ラッシュや贅沢品の車が急増した。インドネシア、マレーシア、韓国、タイ、フィリピンの民間資本総額は、1994年に410億ドル、96年には930億ドルに倍増していた。しかし一方で、流入した外国からの短期資金は不動産投資など経済の実体を反映しない投機資金として活用されるようになっていった。こうした経済のトレンドは日本のバブル期と同じ軌跡を辿っており、不動産価格が低迷するとともに、民間銀行の不良債権は増加し、インフレが高進した。大手不動産会社の倒産、民間金融機関の経営危機などが次第に表面化するようになっていった。また、アジア各国が自国通貨の為替安定のために採ってきたドル・ペック（米ドルに連動）制も、経済成長とともに実勢レートよりも高く評価されるようになって輸出不振や国際競争力向上の足枷になって、国内経済の不振の原因となっていた。

また、1994年に中国が国内経済の不況から輸出産業を奨励するため、通貨元の対ドル・レートを1ドル・5.7元から8.7元に引き下げ、国際競争力の向上を図ったこ

ともアジア各国の輸出不振に拍車をかける結果となった。さらに中国の安価な労働力と安い製品価格もアジア各国の脅威となった。

世界的に見ても1990年代半ばには、コンピュータや電子産業などで輸出振興を図っていたアジア各国は、世界的なエレクトロニクス産業の不振で打撃をうけていた。靴や繊維産業も同様な状態に置かれていた。また、アジア各国はバブルによって労働賃金は上昇し、外国から見て儲かる有利な投資環境ではなくなっていた。

こうして国際経済環境の悪化が徐々に進行していたが、他方で外国からは大量の短期資金があいかわらず流れ込んでいた。そのため行き場を失った余剰資金が投機資金となって景気を過熱させたため、アジア諸国は流入し続ける続ける短期資金と債務の増大に懸念し始めていた。例えば、タイでは1993年のオフショア市場を開設後、短期資金の大量の流入を懸念して、証券監視委員会や投資顧問委員会を設立して、高騰を続ける株式相場を冷やしたり、短期資金の流入を監視する制度を作っていた。各国政府とも決して手をこまねいて短期資金の流入と過熱化する株式市場を放置していたわけではない。問題は短期資金の流入の規模と速度に各国政府の経済政策が追いつかなかったのである。

さらなる問題としては日本を含む欧米の資本市場の規模とアジア各国の資本市場の規模の相違にあると考えられる。大きな資本市場から小さな資本市場に短期資金が大量に流入すれば、為替相場は大きく変動し、これが為替相場を引き上げ株式相場を引き上げるのである。この短期資金が金融機関を通じて企業の投資活動に振り向けられ経済成長を促進するとともに、余剰資金は投機資金として株式や不動産投資に向かうのである。この短期資金は借入金であり、財政赤字を増大させるが、経済活動が好調で輸出が順調に伸びれば輸出所得で財政赤字を補填することができる。しかしながら、国際経済環境の悪化や国内インフレの高進等で輸出不振に陥るとき、各国政府は貿易収支の悪化と財政赤字の増大に苦しむことになる。こうした中で、政府の経済政策の信用が国際的に失墜し、外国からの短期資金が短期間に一気に引き揚げられる事態が生じるとアジア経済危機のような状況が現出するのである。

第3章 アジア経済危機へのASEAN諸国の対応

アジア経済危機への各国の対応は、前述(第1章)したようにインドネシアやタイが世銀・IMFなどからの資金援助を要請せざるを得なかったのに対して、マレーシアは外国からの資金援助を仰ぐことなく危機を切り抜けた。アジア経済危機が発生する以前のそれぞれの国の経済状況が違っていたことが、危機への対応の違いとなってあらわれたことは事実であろう。しかし、IMFの指示に従わず独自の経済調整政策を実施して危機を切り抜けたマレーシアと、IMFの指示に従いIMFの融資を受ける代償として処方箋(コンディショナリティ)を受け入れて、厳しい金融財政改革を実施したタイ、インドネシアを比較して、どちらが適切な選択だったのか検証してみる必要がある。

前述(第1章3.)したマレーシアの短期資本の規制に対するIMFの反応は当初否定的なものだった。「ウォール・ストリート・ジャーナル」(1998年9月)によると、IMFはマレーシアが1998年9月に短期資金を対象とした資本逃避の規制を打ち出すと資本の移動に対するどのような制限も投資家の投資行動にマイナスの影響を与えるため、投資

資金の減少が国内の開発資金不足を招来するとして否定的な見解を示していた。また、投資家や経済アナリストの見解も資本移動の制限は国内にとどまった短期資金が間違った経済調整政策のために無駄に使われる恐れがあるとして否定的な反応を示していた。しかしながら、マレーシアの経済が回復するにつれて、その経済調整政策の正しさが証明されることになって肯定的な評価が大勢となった。IMFも徐々にこうした評価を受け入れるようになった。

IMFの「世界経済見通し1998/99年」によると「過小評価された対ドル・マレーシア・リングの固定相場制の導入が輸出や生産の急速な回復にプラスとなっていることが明らかになるにつれて、市場の評価はより肯定的になった。マレーシアの経済パフォーマンスに対する伝統的なアナリストの不安に反して、一時的な規制はさほど大きな害を及ぼさなかったことを示している」とする見解を表明していた。

他方、タイや韓国はIMFから融資を受け入れて厳しい金融財政政策を実施し、比較的早期に経済を回復することができたが、同じIMFからの融資を受け入れて厳しい金融財政政策を実施したインドネシアは経済回復が著しく遅れる結果となった。

タイ、韓国、インドネシアの経済危機に対するIMFの見解は、これらの国の金融システムの脆弱性を指摘したうえで、IMFの融資の条件として非常に厳しい構造改革を求めるものだった。構造改革の中には金利の引き上げ、緊縮財政の実施、金融および企業部門の再構築、金融部門の規制と監督の強化、企業ガバナンスの確立などが含まれていた。

特にインドネシアに対するIMFの見解は、インドネシアの経済危機の主な原因を、国内の制度基盤、特に金融制度の未整備に求めるものだった。つまり、海外から大量に流入した短期の投資資金は国内の不動産投資に向かい、バブルを引き起こした。それは明らかに金融部門の投資資金の配分の誤り（リスクの高い部門への資金の増加等）や企業の過剰投資によって引き起こされたものである。また、金融セクターに投資資金をコントロールする能力がなかったために、余剰資金が投機資金として使われ、インフレを高進させることとなったというものである。

インドネシアでは経済危機は深刻な社会問題を引き起こしていた。当初インドネシア政府は金利を引き上げインフレの沈静化を図ったが、貧富の差の拡大による社会不安やスファルト・ファミリーの汚職体質の経済運営への人々の不満などが政治的不安定化となって現われていた。こうした国内経済の混乱で外国の機関投資家の不安が高まっていたときに起きたのが、タイを契機とするアジア経済危機であったのである。短期資金が短期間にしかも大量に引き上げられたため、現地通貨ルピアは暴落し、それに連動して株式相場は下落し国内経済は一気に困難に陥る結果となったのである。

こうした不透明感の漂う不安定な経済状況をもたらした責任は、第1義的にはインドネシア政府の弱い政治的イニシアティヴに求める声大きい。しかし、エコノミストの間ではIMFの処方箋（コンディショナリティ）の誤りを指摘する声が多くあるのも事実である。つまり、IMFの処方箋は当初から開発独裁や汚職追放を目的としたガバナンスの改善、民主化要求が前提であったというのである。また、こうしたIMFの政治への政策的な介入がインドネシアの政治的不安定を起す原因となったというのである。また、アジア経済危機の原因についてIMFの分析の誤りを指摘する声もある。アジア経済危機の本質について、IMFはアジア諸国の薄弱な経済構造に求めている。これに対してインド

ネシアの公的部門には政府主導の開発行政を牛耳っていたエコノミストが多くいたが、彼らの多くは、ヘッジファンドのような規制のない民間短期資本の気まぐれな移動にアジア経済危機の本質を求めていた。そして民間短期資本の不安定な移動を規制することが先決であるというのである。アジア経済危機前まではインドネシアは、開発独裁体制下とはいえ多様性の中の統一を維持しつつ、経済成長を達成してきたアジアの優等生であったとの意識が強いことも、世銀、IMFの処方箋への批判に一役買っていた。

第4章 アジア経済危機の本質

アジア経済危機の本質については既に様々な側面から検証されているが、ここでは国際経済の中で巨大化した投機資金が開発途上国に与えた影響について、架空経済の膨張、巨額の投機資金の出現、各国の金融市場の規模の格差の3つの要因から考察してみたい。

1. 架空経済の膨張

アジア経済危機はそれまでアジア各国に投資されていた短期資金が一斉に流失したことから、ドル・ペック（連動）制により一定水準を維持してきた各国通貨の為替相場が同時に下落したことが端緒となっている。各国の銀行は外国から短期資金を借りて開発資金として国内企業に長期の貸し出しをしてきたが、通貨価値の下落によって対外債務が増大して結果、たちまち資金不足に陥った。設備投資は中断し、不動産価格は下落したため、不況と失業が国内を襲うこととなった。

経済危機を招来した本質として、国際金融市場に巨額な投機資金が出現し、これが実体経済から架空経済への膨張の原動力となったという国際経済の根源的な変容が指摘できる。この変容の要因としては、後述(第4章2.)するように先物取引の進展による投機資金の巨額化が挙げられる。それでは何故に投機資金が巨額化したのか。先物取引が活発化する以前の国際経済は、国連貿易開発会議（UNCTAD）や世界貿易機構（WTO）の活動に象徴されるように、実体経済に基づく国際貿易であった。国際貿易では実際の需要に従って各国の通貨がモノとサービスを買っていたのに対して、実際の需要とは関係ないところで、ある通貨が他の通貨を売り買いするという架空経済が進展するようになっていった。そして、世界の貿易額と外国為替取引額の大幅な乖離が生じるようになった。これはモノ・サービス取引による需給関係が為替相場を決めるのではなく、通貨の投機的な売買が為替相場を決めることになったことを意味する。

この通貨による先物為替取引を可能にしたのは、1984年4月および5月の「日米円ドル委員会」による実需原則の撤廃と円転換原則の撤廃である。実需原則の撤廃とは、企業や機関投資家が実体経済に関係なく、自由に先物為替取引を行うことを可能にした措置である。円転換原則の撤廃とは、金融機関が量的な制限なく外貨を円へ転換することを可能にした措置である。こうした金融の自由化に加えて、1985年9月にアメリカは先進5ヶ国蔵相・中央銀行総裁会議をニューヨークのプラザホテルで開催し、「プラザ合意」を成立させた。これによってアメリカの為替相場への介入政策が是認され、ドル安円高が進むことになった。これによって財務省の「外国為替特別会計」には外貨準備が著しく増加した。それに見合った円資金が金融市場に大量に出回るようになった。日本銀行は市場に

あふれた円を回収するために保有の国債を売って円を回収し、インフレを抑制しようとした。しかしながら、回収しきれない余剰資金が滞留し、株式投資や土地投機に向かいインフレを助長し、バブル経済を現出させた。

これと類似の現象がアジア各国でも現出した。日本のバブル経済で生じた余剰資金(ジャパン・マネー)や外国からの投機資金が短期資金としてアジア各国へ流れ込み開発資金として経済成長を支えた。これに対応して各国政府は金融機関の規制緩和やオフショア市場の開設による金利の自由化などの経済政策によって、積極的に外国からの短期資金を呼び込むことで対応した。しかし、短期資金が欧米に比べて小さなアジアの資本市場に短期間に流入したため回収できなかった余剰資金が株式投資や不動産投資に向かい、アジア各国でも日本のようなバブル経済が現出することとなった。こうした現象をポール・クルーグマン MIT 教授やジェフリー・サックス・ハーバード大学教授は、幻のアジア経済と呼んで、バブル経済がはじけアジア経済危機が発生する危険について、警鐘を鳴らして警戒を呼びかけていた。

2. 巨額の投機資金の出現

1980年から90年代の国際経済の特徴は、上述の架空経済の膨張を支えた巨額の投機資金の出現である。戦後のアメリカの経済成長は、大量生産システムの確立によって支えられていた。アメリカの資本主義は大きく花開き賃金は上昇し、人々の生活は豊かになっていた。こうした中で勤労者の老後の安定を図るために年金基金が普及し、その老後が保障されるようになった。年金基金の大手には、全米教職員組合年金基金、カリフォルニア職員組合年金基金、ゼネラル・モーターズ年金基金など巨大企業の年金基金が設立されている。多くの年金基金が設立されることはアメリカ社会の豊かさの象徴でもあった。これらの年金基金は世界中の国々の株式に投資して基金の原資を増やしていた。ただし、内国歳入法401K条項によって税金の優遇措置が与えられるとともに、分散的な運用が義務づけられ、複数の投資資金の運用会社に基金の運営が委ねられていた。これらの年金基金が機関投資家として世界の株式市場に進出して、各国の株式市場を動かすファクターとなっていた。

これ以外に公的な規制を受けないヘッジファンドが各国の株式市場を動かすファクターとして存在する。ヘッジファンドは特定の資産家、機関投資家から資金を集めて各国の株式市場に参入し、株や国債を買いあさる。その手法は低金利の国の通貨を借り入れ、その資金で高金利の国の通貨に転換しその国の国債を購入し、その金利差で利益をえる。さらに、その国債を担保に新たな資金融資を受けて、新興国の株や債権をデリバティブ(金融派生商品)を使って購入し利益をえるのである。このデリバティブ(金融派生商品)という手法をつかうと、わずかな証拠金(元手)で何十倍もの先物取引を行い利益を得ることができるのである。先物取引はもともと商品の価格、金利、為替の変動などの先行きが不透明な対象に対するリスクを回避することを目的としておこなわれていた。ところが市場原理主義の申し子ともいえるデリバティブ(金融派生商品)が登場すると、株式市場は古典派経済学の定説のような自由な経済市場ではなくなり、機関投資家の将来の値上がり、あるいは値下がり予想に基づいた投機目的で株の売買が行われるようになった。これがレバレッジ(てこ)効果によって巨大な架空経済を形成するようになったのである。国際決

済銀行の統計によると2004年時点のデリバティブの決済残高は2万5千兆円となっており、これは過去10年間で25倍に急増している。

また、デリバティブは将来の株式価格の権利を売買するだけなので貸借対照表には記載されない。したがって、わずかな証拠金でレバレッジ効果による巨額の先物取引が行われるため、投資会社（機関投資家）が突然倒産したり、そこに資金運用を委ねていた大企業が連鎖倒産してしまうことがあるのである。1995年にはイギリスのベアリングス・バンクが7000億円の損失を出して破産した。また、1998年にはロングターム・キャピタル・マネージメント（LTCM）が破産し、2001年エンロンが破産した。

こうした大企業の倒産劇が発生すると、国際金融市場を自由に動き回る投機資金に対する批判が噴き出し、その代表であるヘッジファンドがやり玉に挙げられるのが通例である。ただし、ヘッジファンドは公的機関への登録が義務づけられていないし、業界団体も存在しないことから統計が存在せず、実態が把握しづらいため、こうした倒産にヘッジファンドがどの程度荷担していたかは不明である。しかしながら、ヘッジファンドが世界経済、特に世界の株式市場の攪乱要因となっている事実を否定する人はいない。

ヘッジファンドは株式市場のみならず商品取引市場、債券市場等でも投機的行動によって利益を上げている。ヘッジファンドは1980年代から90年代にかけてその数は急増し5千社を超えといわれているが、アメリカ的な組織的投資行動の先導役となっており、しばしば株式市場を攪乱する要因となっていると指摘する声があるのも事実である。

3. 各国の金融市場の規模の格差

上述の巨額の投機資金が利益を求めて向かうところが各国の株式市場などである。株式市場の流動性、つまり株の売買が活発に行われる株式市場は機関投資家にとって魅力ある市場であるといえる。しかし、各国の株式市場の規模は、売買総額ではなく、通常そこに上場される株価（資産）の時価総額をもって表される。時価総額は為替の変動によって大きく変わるが、例えば、アジア経済危機直後の1997年8月と1年後の98年8月のアジア各国の株式市場の時価総額について、アメリカ市場を100として比較してみると、日本（32.9%、19.3%）、イギリス（21.9%、22.7%）、ドイツ（7.9%、9.9%）、フランス（6.5%、8.9%）、タイ（0.46%、0.17%）、インドネシア（0.7%、0.13%）、マレーシア（1.8%、0.46%）、韓国（1.7%、0.5%）となっている。

この資料から日本を含むアジア各国の株式市場は、経済危機発生後1年で軒並み株価の下落に見舞われていることがわかるが、それよりも顕著な事実はアメリカを中心とした先進国の株式市場とアジア各国の株式市場の規模の顕著な違いである。経済危機に見舞われたアジア各国の株式市場は、アメリカの市場に比べて100分の1前後かそれ以下、経済危機1年後の市場規模は400から500分の1以

	1997年8月	1998年8月
アメリカ	100	100
イギリス	21.9	22.7
ドイツ	7.9	9.9
フランス	6.5	8.9
日本	32.9	19.3
香港	4.8	2.7
台湾	4.1	2.1
オーストラリア	3.5	2.7
韓国	1.7	0.5
マレーシア	1.8	0.46
シンガポール	1.3	0.6
インドネシア	0.7	0.13
フィリピン	0.5	0.2
タイ	0.46	0.17
ニュージーランド	0.4	0.2

大和総研資料による。

下となってしまっている。市場規模の大きい株式市場を動き回る投機資金の規模は当然巨額であり、これが短期資金として市場規模のきわめて小さな株式市場に短期間に流入すると株式市場が暴騰するのは当然の帰結である。また、逆に短期資金が市場規模の小さい株式市場から短期間に流失すると株式市場が急落するのも当然の帰結である。

1980年代に金融の自由化が進展し、資本移動つまり投資資金の国境を越えた移動が自由に行われるようになった結果、巨額の投資資金がアジア各国に流入し、これが各国の経済成長を支える原動力となった。特にタイ、マレーシア、インドネシアでは直接投資の増加と株式市場への投資資金の大量流入などに支えられて経済成長は軌道に乗った。しかし、こうした大量の短期資金の流入は、多くの製造業での過剰投資や株式市場、不動産への投資ブームを引き起こした。アジア経済危機の引き金を引いたタイでは、1995年から対GDP比8%となる経常収支赤字が発生していたところに、1996～97年に輸出の伸びが大幅に減速し株式相場が急落したことに、外国の機関投資家が危機感を抱いて短期の投資資金を引き揚げたことが株価と不動産価格の暴落を招く結果となった。

このように巨額の投資資金が規模の小さいアジア各国の株式市場に短期資金として流入し、流出したことがアジア経済危機の本質にあると考えられる。

第5章 IMFの処方箋とASEANの見方

アジア経済危機が発生してから1年後の1998年11月、マレーシアのクアラルンプールで開催されたアジア太平洋経済協力会議（APEC）においてアジア各国は、アジア経済危機の再発を未然に防ぐため、短期資金の移動を防ぐ何らかの規制措置をとることを提案し、メンバー国の合意を要求した。これを強硬に主張したのはマハティール・マレーシア首相（当時）だった。彼の主張するところは、ヘッジファンドが恣意的に投機資金を短期資金としてアジア各国の株式市場に自由に流入、流出することによって、為替相場が不安定になり、株式市場の攪乱要因となる場合には、ある一定期間の固定相場制の採用やある程度の資本取引の制限を行うことが、自国の経済を防衛するうえで必要であるというものだった。これに対してアメリカやイギリスは「ワシントン・コンセンサス」を盾に国際経済の健全な発展のためには国際的な資金の自由な移動を確保しなければならないと主張した。アジア各国の提案は合意に至らなかったものの、アメリカとイギリスはAPEC内での孤立を余儀なくされた。「ワシントン・コンセンサス」とは、アメリカ財務省、IMF（国際通貨基金）、世界銀行の共通した認識を指す概念であるが、これを理解するためにはIMFの歴史を遡る必要がある。

IMFは1944年7月にアメリカのブレトンウッズにおいて連合国の合意によって設立されたが、その設立目的は第2次世界大戦が1920年代の大恐慌によって各国が孤立主義に陥りブロック経済化したことが引き金となって起こったとの反省にたったものであった。そのためIMFの主眼とする基本政策は、加盟国が国際収支の不均衡から貿易赤字が増大して経済的な困難に直面した場合、戦前のような為替統制や恣意的な為替相場の切り下げを行わないよう、為替相場を安定させていくための資金をIMFが融資す

るというものである。したがって、伝統的な IMF の処方箋はアジア経済危機のような投機資金が短期資金として流出した際に生じる経済的な混乱に対処する事を想定したものではなかったといえる。

こうした中で、アジア経済危機に対して IMF が実施した処方箋は、対外的には貿易の自由化の維持、自由な資本移動の推進、国内的には緊縮財政、構造改革を原則とするものであった。これらは「ワシントン・コンセンサス」と非公式に呼ばれる IMF、世銀、アメリカ財務省の伝統的な共通認識に基づいた政策である。これについては従来よりケインズ派のエコノミストがその有効性に疑問を呈してきた。しかし、IMF の決定方式は、国連のような一国一票制ではなく、加盟国の基本票に出資比率に応じた票数を加算する加重投票制が採られているため、出資比率の高いアメリカの発言力が大きく、アメリカにとって有利なワシントン・コンセンサスに基づいて伝統的な IMF の処方箋が採用されてきた経緯がある。アジア経済危機によって現出された新たな事態、つまり架空経済の膨張によって生じた巨額の投機資金が、短期間にアジア各国の小規模な株式市場に流入したり流出したりして経済を攪乱する事態に対して、国際市場での自由な資本移動を前提とする IMF の処方箋が効果的に機能したかどうかについては議論のあるところであろう。

IMF が開発途上国に対して融資の条件として要求する処方箋（コンディショナリティ）は、過去の最適事例（ベストプラクティス）に基づいた基本パターンがある。それを基に世銀の国別研究に従った応用パターンを作成し、処方箋を作成する。しかし、これが万能薬となる保証はなく当然試行錯誤はある。従って、問題が生じれば相手国政府との協議を通じて軌道修正を行っていく。これらは国内経済政策に問題があって貿易収支に問題が生じた場合には多くの参考事例があるため、処方箋は効果的に機能する可能性がある。しかしながら、アジア経済危機のようにアジア諸国のバブル経済が限界点に達して、それに対して危機感を抱いた外国の機関投資家や企業などが一斉に短期資金を引き上げるようなケースについては、自由な資本移動を堅持した IMF の処方箋が効果的であったかどうか慎重な検証が必要であろう。

例えば、インドネシアの場合、汚職追放などのグッドガバナンスを目指した IMF の処方箋は、インドネシア政府の政策立案能力の高さを前提としたもので基本的には間違っていないのではないかと考えられる。ただし、金融セクターの改革について IMF はもっと早い改革が可能であると考えていたが、金融制度が予想したより遙かに脆弱であったという見込み違いがある。これがインドネシア経済のアキレス腱となっていた。インドネシア人の間には、アジア経済危機によるトラウマともいえるべき自信喪失感が意識の中で影響を与えている。このアジア経済危機によって、彼らは IMF の処方箋に依存しない経済調整政策の必要性を学んだはずである。しかし、それ以上にアメリカを中心として国際金融市場で動き回る短期の投機資金への警戒感をもつとともに、IMF が融資の見返りとして押しつけてくる国内構造改革の処方箋（コンディショナリティ）の厳しさを体験して、アメリカのアジア諸国に対する投資政策や援助政策に対する不信感を抱いたのではないと思われる。

一方、インドネシア政府は対外債務の返済で自転車操業し、国民の生活向上までには頭が回らない。失業者は増加の一途を辿り、インフレは収まらず、現地通貨ルピアはアジア経済危機前の為替レートの半分の価値も回復していない。インドネシア人の生活は日々悪くなっていく一方で、ドル建て給与の外国人のみが良い生活をしている。自分がインド

ネシアに勤務している時期には、こうした苛立ちがインドネシア人の間に色濃く漂っているのが感じられたのである。インドネシアのインテリが世銀、IMFからの融資を面従腹背で受けざるを得ないと感じる状態にインドネシア政府が追い込まれていたのである。

上述のとおり、インドネシアのエコノミストの間ではIMFの処方箋（コンディショナリティ）の誤りを指摘する声が多くあるのも事実である。つまり、IMFの処方箋は当初から開発独裁や汚職追放を目的としたガバナンスの改善、民主化要求が前提であったというのである。また、このIMFの政治への政策的な介入がインドネシアの政治的混乱を助長したというのである。他方、マハティール・マレイシア首相のいうように、ヘッジ・ファンドのような規制のない投機資金の気まぐれな移動にアジア経済危機の本質を求める声が多くあったのも事実である。そして投機資金の国際的な移動を規制することが先決であるというのである。アジア経済危機前まではインドネシアは、開発独裁体制下とはいえ多様性の中の統一を維持しつつ、経済成長を達成してきたアジアの優等生であったとの意識が強いことも、世銀、IMFの処方箋への批判に一役買っている。

こうしたこともあって、ASEANのエコノミストは総じて国際経済における巨大化した投機資金の動きに対して警戒感が強い。また、アメリカの国際経済への支配的影響力が国際的な巨額の投機資金を生み出し、その行き着く先が、アメリカ型の経済ルールつまり「ワシントン・コンセンサス」がグローバル・スタンダードとして国際経済を牛耳っていると捉える人々が多い。そしてこの流れは、ASEAN各国の経済活動の足枷となる可能性を指摘する声がある。

「ウォール・ストリート・ジャーナル」（1998年9月）ではアジア経済危機に対するIMFの処方箋が、自由市場のパラダイムを前提として、貿易の自由化、自由な資本移動の推進、緊縮財政、規制緩和であり、いわゆるワシントン・コンセンサスを前提としたものであったが、ケインズ派エコノミストの多くはその有効性に疑問を持っていると述べている。そして国際決済ユニオンを創設して、①一定期間固定的であるが状況に応じて変更可能な固定為替相場制の採用、②一定程度の資本取引の制限、③国際収支黒字国から赤字国への資金環流の義務化を実施することが有効であると述べている。

これは前述(第1章3.)のとおり1998年9月から、マハティール・マレイシア首相(当時)は世銀・IMFからの融資を受けずに、新たな経済調整政策として、①一定期間にわたる実勢レートより低い固定相場制を採用する、②新たな資本移動に制限を設ける、③緊縮財政と金融政策を連動させる政策を実施した。これらによってマレイシアはIMF他から融資を受けてIMFの処方箋にしたがったインドネシアよりも早く経済危機を克服することができた事実をみると、これらの政策とある程度の類似性を持つケインズ派エコノミストの政策提案が的を射たものであったと考えられる。

また、ASEAN各国には巨額の投機資金や架空経済の膨張などを前提としたアメリカのグローバル・スタンダード(ワシントン・コンセンサス)は、超大国アメリカを中心とした欧米先進国に有利な国際経済体制であるとの考え方が根強くある。経済力、技術力、情報量などすべてに優位な先進国にとって架空経済の膨張とその統合化の流れは、自国の貿易政策を有利に導くことができるからである。これに対して、市場経済が未発達でインフラが未整備な多くの開発途上国は、外国資本に依存して自国の経済発展を達成しようとする、国際金融市場を動き回る投機資本によって国内市場を攪乱される危険に恒常的に

晒されることになる。ASEAN後発国（ミャンマー、カンボジア、ラオス、ベトナム）の経済状況はさらに脆弱であり、将来アジア経済危機と同様な経済危機に見舞われる危険は大いにある。

第6章 アジア経済危機の教訓

アジア経済危機は国際的な金融市場の変化とそれに対応できなかった国内の経済政策の相互作用によって引き起こされたとみるのが妥当であろう。1980年代から90年代に入って、アメリカの経済成長に裏打ちされた先物取引の活発化によって巨額の投機資金が出現した。これに対応してアジア各国の国内金融市場は自由化され開放された。こうして海外からの大量の短期資金が金融機関を介して流入したが、これらは当初経済成長の原動力となるものであった。やがて発生した余剰資金は企業の過剰投資や不動産投機に向かい、急速な信用拡大とともに景気を加熱させた。バブル経済はインフレを高進させ輸出の減退とともに対外債務を増大させたが、これらがある限界点を越えたために、機関投資家などの信認を喪失し、大量の短期資金の流出が起きたと考えられる。これが為替相場の下落を引き起こし、それに連動して株式相場は暴落し、不動産価格も下落して経済危機を招来した。この結果、国内経済は停滞し、失業者は増大する結果となった。このようなアジア経済危機の教訓としていくつかの評価分析を引用してみたい。

1. 世銀の評価分析

世銀報告「東アジア一再生への途」（1998年）では東アジア各国の急速かつ持続的な経済成長の過程で、国内の金融部門は拡大したが、国際的な金融の自由化の流れの中でその薄弱性が増大したことを指摘している。つまり「東アジアの金融部門が発達したことは事実であるが、この発達には資本市場が弱体な状況で進展し、健全経営に関する適切な監視を欠く結果となった。これらの弱点は、深刻な資源配分の誤り、リスクの高い部門への限度を超えた融資、制度面での未発達をもたらしたが、これらは高い経済成長率や貯蓄率などの好ましい財政状況によって覆い隠されていた」旨指摘している。

確かに大規模な短期資金が海外から流入する過程で、金融機関は外貨建てで短期資金を借り入れ国内通貨建てで長期に貸し出す操作を行ったが、これが外貨準備を減少させ短期の対外債務の比率を増加させる結果を生んだ。また、短期間の急速な短期資金の流入は、企業の過剰投資をもたらした。余剰資金は不動産部門への投機資金となったために空前の資産ブームをもたらしたが、こうした中で金融機関は融資先を求めて回収の困難なリスクの高い部門へ融資を行わざるを得ない状況に追い込まれていった。

同報告書は機関投資家の信認を喪失させアジア経済危機を発生させた原因として次のような判断を下している。「危機の背景となった金融部門の薄弱性の蓄積の過程は、短期資金の流入なくして起きたかもしれない。しかし、国際的な金融の自由化が進展し、短期資金の流入が容易になったことが、薄弱性の度合いを増大させる触媒となったことは間違いない。」

2. IMF の評価分析

IMF はアジア経済危機発生後の1年半後(1999年)にインドネシア、韓国、タイに対して実施した支援プログラムについて予備的な自己評価を公表している。それによると、支援プログラムの中に含まれていた金融の引き締め政策の実施は通貨価値を安定させ、為替レートの過度の切り下げを防止することを可能にし、経済危機の影響を受けた為替市場の安定化をもたらすために適切な措置であったと評価している。他方、同じく支援プログラムの中の包括的な構造改革については、危機の根幹には金融部門の薄弱性とそのガバナンスにおける弱点が存在し、これらの問題への適切な対処が機関投資家の信認を回復し短期資金の流出を止めるために必要であったとの見解を示している。

3. IMF の処方箋に対する否定的な評価

インドネシア、韓国、タイの経済危機からの回復が当初の予想より長引いたことから、これらの国が不況から脱出できなかった原因を、IMF の処方箋の中で示された一連の政策にあるとする評価がある。この処方箋の中には、インフレ抑制と為替相場下落を止めるための金利引き上げ、緊縮的な財政政策、過剰な融資を行った金融部門の再構築、過剰投資から適正な投資行動を実現するための企業の健全経営規則の適用などが含まれていた。しかしながらこうした政策は金融部門が混乱している状況の中では金融機関の融資控えを加速し信用収縮を招く結果となった。いったん信用収縮が連鎖的に起きると国内需要は減退して、金利引き上げや緊縮的な財政政策は逆に不況を加速するだけのネガティブな効果しかもたらさなかった。IMF の古い治療法が過剰な短期資金の流出という新たな病気で苦しむ国々の病気を悪化させたといえる。

同じような評価は世銀報告「世界経済見通し1998/99」の中にも見られる。それによると企業全般にわたる倒産が相次いだことから、金融機関が融資を提供しようとする意欲が減退し信用収縮(credit crunch)が発生した。これが国内需要の減退を招き不況をいっそう深刻なものとした。驚くべき事に IMF の処方箋が迅速に実施されたにもかかわらず、通貨下落に歯止めがかからず機関投資家の信認を得ることができず短期資金の流出を抑えることができなかった。特に通貨防衛のために高金利政策が有効かどうかについては慎重な検討が必要である。また、インドネシア、タイのように金融部門が脆く、企業部門の債務比率が高いといった状況の中で、総需要の不足が生じた場合には、信用収縮が起こる恐れがあるため、金融政策は状況に応じて柔軟に行う必要があることを指摘している。さらに、IMF の処方箋が示す初期段階での構造改革について、金融部門や企業部門の再構築、金融部門の規制と監督、企業ガバナンスの確立などを含めることは、緊急に行う必要がある金融対策の足枷となる可能性を指摘している。

4. ASEAN から見た評価

ここでインドネシアおよび ASEAN 各国の識者との意見交換を通じて得た彼らの評価を述べておきたい。

まず、アジア経済危機がインドネシアを襲った1997年9月から数えて1年半後の99年3月に自分はインドネシアに赴任した。このときには経済的危機から発生した社会的混乱は一応の収束を見ていたが、通貨ルピアの価値は回復基調にあるもののまだ

まだ危機前の水準には遠いところにあった。失業者が町にあふれ時々デモがおこなわれ荒廃した不透明感が社会の中に漂っていた。インドネシアの識者の間にはアジア経済危機によるトラウマとでもいうべき自身喪失感が意識の中にあるようだった。かれらは直接投資を通じた外国資本に過度に頼りすぎない自立的な経済発展を模索しているように見えた。しかし同時に解決の糸口が見いだせない焦燥感にかられているようでもあった。こうした焦燥感からくる不満は、アメリカを中心として国際金融市場で自由に動き回る短期の投機資金への警戒感、そして世銀、IMF が融資の見返りとして押しつけてくる処方箋の厳しさに対する批判になって現れていた。インドネシア政府は外国債務の返済に追われ国民の生活向上の施策の実施にまでは手が回らない。失業者は減らず、インフレは収まらず、通貨ルピアは危機前の価値の半分の価値も回復していない。インドネシアの人々の生活が日々悪くなっていく一方で、外貨建ての給与をもらっている外国人のみが良い生活を享受している。インドネシア人の識者の気持ちを代弁すればこんなところであらうか。

他方、ASEAN 全体の評価について考えてみると、アジア経済危機の原因については国際金融市場で生じた余剰資金、特にヘッジファンドなどの投機資金が引き金となったというのが一般的な見方である。つまりタイ、インドネシア、マレーシアなどの国々は、自国の経済発展のために多額の短期資金(ドル建て)を継続的に借り入れていたが、この資金は国内企業の生産能力の向上に寄与してきた。これが国内バブルを誘発した事実は確かにあるが、中長期的には経済成長の原動力となることは間違いなかった。金融機関の過剰融資や企業の過剰投資などについては、短期資金が大量にしかも短期間に流れ込んだのが原因である。これは国のガバナンス能力の問題というよりも国際金融市場における大量の余剰資金の気まぐれな動きが悪いのである。経済成長の途中にある開発途上国に短期資金が大量に流入すれば景気が過熱し経済構造に様々なゆがみが生じうるし、それが大量に流失すれば経済危機が発生するのは当然である。国際金融市場の余剰資金のうち、投機性の高いヘッジファンドが引き金となって短期資金の資本逃避が連鎖的に起こったため、現地通貨の為替レートは下落し為替差損による対外債務が一挙に膨らんだというのである。また、利潤を求めて国際金融市場を動き回る投機性の高い余剰資金を規正する国際的な基準がないのが問題だというのである。

第7章 ヘッジファンドの問題点

ここでは ASEAN 各国の識者の批判の的となっているヘッジファンドについて考察してみたい。

ヘッジファンドの本質的な問題はその実体がよくわからないというところにある。5千を優に超すといわれるヘッジファンドの資金の中には、機関投資家(含、企業)のみならずアメリカの年金基金、欧米の投資銀行、日本の金融機関の資金も提供されている。アジア経済危機が起きる以前においては、ジョージ・ソロス氏率いる「クオンタム・ファンド」などのヘッジファンド集団は、超低金利の日本市場から円を借り、その円でドルを調達し、これで高利回りのアジアやロシアの株式市場へ投資した。いわゆる「円キャリー・トレード」を行うことによって短期資金の利益をあげようとしたのである。同

時に短期資金の投資リスクをヘッジ(回避)するため、金利の高い日本やタイの国債を大量に購入していた。1997年5月まで日本銀行は超低金利政策を継続していたが、他方、タイ政府はそれまでに銀行の不良債権の増加、輸出の不振、国内インフレの高進などによって、貿易収支の悪化や財政赤字に苦しみ、経済政策はある意味で限界点に達していた。こうした中で日本が2年ぶりで金利を引き上げるとの噂が流れ、市場は即座に反応した。市場は円高になると判断して、ヘッジファンド集団、金融機関、機関投資家は一斉にアジアの現地通貨を売って円買いに走った。この動きの最初の犠牲者がタイのバーツであったというのがもっぱらの噂である。その後の各国の経済情勢の変動は上述(第1章1. 2. 3.)のとおりである。

ヘッジファンドの問題点は、その起爆剂的な役割を果たすところにあるといわれている。金融市場はたとえ噂であっても市場の反応は迅速で投機マネーは大量に動いてしまうのである。ヘッジファンドは恣意的に利益を求めてこうした動きをするというのである。他方、ヘッジファンド側にいわせると、アジア経済の脆弱性つまり巨額の財政赤字、加熱した不動産投機、銀行経営の不健全性などが限界点に達したことが投資家の信認を喪失させたために、短期資金の流出がおきたというのである。

投機資金が利益を求めて動き回るのは自然の流れであり、それと連動しているヘッジファンドにアジア経済危機の原因を求めるのは適切ではない。むしろそうした動きを助長している1980年代以降の国際的な金融の自由化と規制緩和による市場経済の進展とアジア経済危機の関係を考えることが肝要であろう。

こうした投機資金にどのように対処するかについては、「トービン・タックス」という投機資金の規制の考え方が参考事例としては有名である。これは1995年6月にカナダ・ハリファックスで開催された先進国首脳会議(G8サミット)でカナダのウェレット外務大臣が議題の一つとして取り上げようとしたことによって政治的にクローズアップされた。奇しくもアジア経済危機が発生する2年前には投機資金の動きが各国経済に悪影響を与える可能性について先進国が認識していたことになる。トービン・エール大学教授はアメリカ・ケインズ派の代表で、自由市場を主張するアメリカ・マネタリストと対峙し論争してきたエコノミストである。ただし、1980年から金融の自由化と規制緩和が進行して以来、必ずしもアメリカのエコノミストの主流とはなっていない。彼の考え方は「トービン・タックス」なる外国為替取引税を導入して投機資金の動きを抑制しようとするものであった。この考え方に沿って、先のハリファックス・サミットでカナダが提案したのは、世界の為替取引額に0.02%を課税しようというものであった。これを国連ベースで課税し、税収は全世界の社会開発の財源にしようというのである。また、投機資金はわずかな証拠金で多額の資金を動かすため、わずかな税率でも動きが押さえられる。逆に社会開発に有益な長期資金には影響が少ないというのである。この提案にはミッテラン・フランス大統領(当時)が賛成したが、アメリカ、イギリスが反対したため合意に至ることはなかった。その背後にいたのがウォール・ストリートを中心とするアメリカのエコノミストたちだった。彼らの主張は世界の為替市場の規模をみれば、ヘッジファンドなどの投機筋が動員できる資金量はごく限られたものであり、資本の自由な動きを阻害する要因とはなっていないというものである。さらにヘッジファンドには年金基金、企業の投資、機関投資家からの資金が含まれており、これらが一体

となって直接投資として開発途上国に向かうわけで、これから短期資金としての投機資金のみを識別することは事実上困難である。

しかしながら金融市場の小さな開発途上国への影響が大きいことはアジア経済危機の経験から明らかである。ただし、金融市場の小さな開発途上国への影響が大きいからといって国際的な規制をかけられるかについては慎重な検討が必要であろう。

投機資金の動きを抑制することができたいくつかの事例がある。

アジア経済危機でアジアの通貨売りや円買いによって利益を得たヘッジファンド集団は、1997年10月には次の通貨売りのターゲットとして香港ドルをねらった。確かに香港経済はアジア経済危機に見舞われた国々の経済状況と類似してバブル経済前兆の矛盾を抱えていたが、800億ドル近い外貨を保有していたことや金融システムについても欧州の金融機関と比較しても最大級となる香港上海銀行の拠点であり、健全な金融システムをもっていた。結果としてヘッジファンド集団は、デリバティブの手法を使って先物取引で香港ドルの下落による利益をねらったが、短期資本の流出(香港ドルの売り)に必要な巨額の資金を集めることができず「売り」を断念したといわれている

また、アジア経済危機以前から短期資金の流入、流出を規制していた台湾は、その危機をまぬがれた事実をここで確認しておきたい。

さらに、マレーシアはタイや韓国とほとんど同時期にアジア経済危機に見舞われたが、それ以前においても金融機関を通じた短期資本の流入には抑制的であったため、タイや韓国に比べて対外債務の割合は低かった。1997年8月にはマレーシア・リングの切り下げを行ったにもかかわらず、短期資金の急激な流出は止まらず、為替相場は下落、株式相場も下落、国内需要も減退して国内経済は危機に陥った。1998年9月から新たな経済調整政策として、新規の資本移動に制限を設け、緊縮財政政策の緩和、金融引き締め政策の緩和、一定期間の固定相場制の導入などを実施することによって、IMFからの融資を受けることなく、インドネシアよりも早く経済を回復軌道に乗せることができた。

経済の脆弱な開発途上国がアジア経済危機と同様な経済危機を引き起こさないために、上述の3つの事例から導き出せる教訓は、次のとおりである。

開発途上国は、国際金融市場が貿易の自由化を促進し、長期、短期資本の自由な移動が堅持されている中であっても、外国資本に頼った自国の経済開発を行わざるをえない状況にある。こうした状況下で開発途上国の市場規模がきわめて小さいことを考慮すると、開発途上国はアジア経済危機と同様な経済危機に見舞われる危険を常に抱えながら自国の開発のための経済政策を実施していかなければならない。

かかる観点から第1に開発途上国がまず取り組むべき課題としては、健全な経済運営を実現し景気の加熱を引き起こさないことが肝要であり、そのためには国内に健全な金融システムを確立することが他の経済政策に優先すべき課題である。これが確立されれば適正な資金の配分が可能となりリスクの高い部門への融資が減少する。金融部門の融資が抑制的に行われれば、余剰資金が投機資金として株式投資や不動産へ向かうことを抑制することができるうえに、企業の投資活動がより抑制的になり、過剰投資を引き起こさないと考えられる。これによって景気の過熱を回避し、国の健全な経済運営が達成できると考えられる。

第2に開発途上国の市場規模がきわめて小さいことを考えると、既存の金融システムの能力を超えた巨額の短期資金が流入する危険が恒常的にあることから、短期資金の流入の増加が見込まれる場合には、金利を上昇させることによって為替相場の安定を図るとともにインフレを抑制し、景気の過熱を避ける経済政策が必要である。

第3に短期資金の流入が増加する場合には対外債務は増加するので、外貨準備については健全な貿易政策（安定的な輸出所得の確保）から一定額を蓄積しておくべきであり、為替相場下落によって急速な減少に見舞われないような監視体制を構築していく必要がある。

それでも巨額の短期資金の流入によって市場規模の小さい開発途上国の経済が攪乱され、外国投資家の信託を喪失する危険がある場合には、ケインズ派エコノミストが指摘したように調整可能な固定相場制度の導入、一定期間に限定した資金移動の制限などを予防的に実施し、まず為替相場の安定に注進して、自国通貨の下落を防ぎ外貨準備の減少を防止するなどの措置を講じることが、アジア経済危機の教訓として採るべき施策であろう。（了）

（参考文献）

- 「アジア経済危機の発展の構図」唐沢竹敬著
- 「アジア経済危機を読み解く：雁は飛んでいるか」新藤栄一編
- 「日欧多国籍企業のアジア戦略：アジア経済危機後の展開」ヨヘン・レゲヴィー、ヘンドリック・マイヤーオーレ、平澤克編著
- 「アジア金融危機とマクロ経済政策」吉野直行編著
- 「アジア通貨危機と金融危機から学ぶ」アジア経済研究所編
- 「アジア危機からの再生」日本経済新聞社編
- 「経済政策はこれでよいのか—現代経済と金融危機」伊東光晴
- 「ヘッジファンド—世紀末の妖怪」浜田和幸著
- 「グローバリゼーションの功罪とアジアの将来」二本貿易振興会編
- 「為替レートはどう決まるか」小宮隆太郎、森川雅之編
- 「円高はなぜ起こる—変動する為替レートと日本経済」通産省通商産業所編
- 「マクロ経済運営と介入政策」須田美矢子
- 「ウォール・ストリート・ジャーナル」（1998年9月）
- 「東アジアの軌跡」世銀報告
- 「東アジア—再生への道」世銀報告
- 「世界経済見通し1998／99」IMF報告