

## 今井 讓編著 『アジアの通貨危機と金融市場』

御茶の水書房 2003年

### 高 阪 章

1997年に「勃発」した「アジア通貨危機」は「アジア経済危機」に発展し、さらには「アジア危機」に至る大事件となった。その底流にあるのは、国際金融資本市場の統合化（「金融グローバル化」）であり、危機は各国国内金融市場に短期的にも長期的にも深い影響を与えた。本書は、それから6年の歳月を経て、アジア通貨危機を振り返り、それがアジアの金融市場に与えた影響を考察し、その上で、今後のアジア経済の展望につながる洞察を得ようとする試みである。

通貨危機が経済全体の危機になり、さらには経済のみならず、社会構造全体を揺るがせる危機に発展したことから、「アジア危機」に関する論考は山のように存在する。本書で展開されている二つの切り口、すなわち、通貨体制の番人たるIMFの役割（第1、2章）、および、

「クローニー・キャピタリズム（権力者とその取り巻きによる支配体制）」など危機国の社会経済体制の脆弱性（第4、5章）、はそれらの論考において代表的な切り口であるといえる。加えて、本書のもう一つの構成要素は、同危機が中華経済圏、すなわち香港、台湾、中国の金融市場に与えた影響の考察（第6、7、8章）である。

は、金融グローバル化のもたらした国際金融システムの「ボラティリティ（一種の不安定性）」に対する国際ガバナンスの欠如と、「ワシントン・コンセンサス」に代表される米国流の「市場原理主義」に基づく政策処方箋の失敗をめぐる議論である。これらの問題はいずれも、IMFを軸とする国際通貨体制＝「IMF体制」

の根幹に関わるものであり、いわば国際経済環境そのものに危機の根元的な原因をみるという議論である。

が、ある意味で既存の「グローバル・スタンダード」の有効性への疑問であるとする、

は逆にアジアの内側からみた「ローカル・スタンダード」の再検討、国内体制の積年の弊への自己批判に関わる。各国事例研究における政治経済学的分析に多く見られるこの立場は、『世界腐敗報告書』的な外部の指摘に一定の評価を与え、通貨危機の拡大および深刻化の根元的原因を国内に求める見方をめぐるものである。

これら二つの切り口が危機とアジア経済のインタアクションを広く政治経済学的文脈でとらえたものであるのに対して、は金融グローバル化と国内金融市場との関係に焦点を絞り、比較的、危機の影響が小さかった香港、台湾、中国の個別金融市場に関する論考だ。ここでは、香港をフリーバンキングの視点から、台湾を金融改革の評価の視点から、中国をWTO加盟を契機とする金融開放の視点からそれぞれ見ようとしている。本書でなぜ中華経済圏の3カ国を取り上げるのか、また、の切り口とそれがどう関わるのかは必ずしも明かではないが、経済構造などが全くといっていいほど異なる3つの経済をグローバル化の影響という視角でどのように料理できるのであろうか。

本書はもともと互いに独立な論考のコレクションであるが、以下では、各章を個別に論評するよりも、上の3つの流れに沿って、本書の議論を補足する形で、その論点を検証してみたい。そしてさらに、場合によっては、一步踏み込む

ことによって、やや違った視点から本書の様々な論点を展開してみる。

### 金融グローバル化と国際通貨体制

「東アジアの奇跡」とよばれた驚異的な経済成長は第2次世界大戦後の国際貿易の順調な拡大を抜きにしては語れないであろう。この意味で、貿易自由化を志向してきた戦後の国際貿易体制は確かにグローバル化が「奇跡」のエンジンであったというにふさわしい。これに対して、自由な国際資本移動が東アジアの成長に關与するのは比較的最近の現象であり、1980年代後半からであったとみるべきだろう。60年代の台湾・韓国、70年代の韓国への外資流入は自由な民間資本移動の結果ではないからだ。金融自由化基調を背景に民間資本移動が爆発的に拡大し、それが通貨危機の背景をなしたという意味で、金融グローバル化が東アジア経済を不安定化したのは90年代であり、アジア通貨危機はまさにその象徴的な事件であった。

本書中、唯一計量経済学を用いた実証分析を展開している第3章は、危機後の東アジアにおいて為替レートと株価指数の連関が高まっているという事実確認を通じて、資本移動の活発化による同地域の金融連関の高まりを示唆している。が、実は国際資本市場における爆発的な資本移動の拡大は、東アジアに限らない。むしろ、90年代に入って、先進国間の双方向の資本移動は途上国の数倍に上っており、その一方でサハラ以南のアフリカなど低所得途上国に流入する民間資本はほとんど拡大していない。つまり、自由な民間資本移動は、地理的には先進国と一部の途上国（すなわち「新興市場」国）に集中している。さらに、景気循環面では好況国に集中し、不況国から逃避するという意味で景気変動を増幅する傾向にある。このような集中と循環増幅の傾向をもつ資本移動の活発化に対して、「IMF体制」は十分な管理能力と適切な管理手段を装備していない。「新しい国際金融秩序（New International Financial Architecture）」

が求められているのはそのためである。

一方、危機に陥った国々に対して、IMFは緊急融資を行い、その際に、危機管理の処方箋（改革プログラム）を提案するが、それはしばしば、ラテンアメリカなどマクロ経済の不安定な経済を想定した画一的なものであった。そのため、アジア危機では、過度な財政引き締めと無効な金融引き締めによって、危機後の各経済のデフレを深刻化し、本格的景気回復を遅らせているとの批判がある。財政規律の喪失が原因ではない東アジアの危機に財政引き締めで臨み、過去の持続的高成長の結果として外部資金（とくに借入）依存度の高い東アジアに金融引き締めで臨んだため、危機経済の信用循環はほとんど麻痺してしまった。現在の景気回復は、辛うじて輸出の好調と、財政緩和への転換によって支えられているにすぎない。現在、東アジアにおける「地域金融協力」の一環として構想されている「アジア・ボンド」は麻痺した信用循環の代替的経路を創出する試みなのである。

### 危機の国内政治経済学

IMFの改革プログラム、とくに危機直後のそれに東アジアの経済構造に対する認識が不足していたとすれば、クローニー・キャピタリズムが危機の原因だとする欧米の一部の議論もまた同じ誹りを免れないだろう。なぜなら、その政治経済体制のもとで「東アジアの奇跡」は実現されてきたわけであり、それによる過去の成功を説明できない限り、同体制を現在の失敗の原因とするのは論理的に一貫しないからである。とはいえ、ある環境で成功に導いた体制が今後も成功の前提条件になるとは限らない。とりわけ、グローバル化の進展によって国際環境が大きく変化している状況で、従来の体制が綻びを見せているかどうかを実証的に捉える努力は極めて重要だ。

実際、東アジアの政治経済メカニズムをウォッチしてきた研究者から、奇跡と共に変容してきた各国の政治経済体制と危機とのダイナミズム

についていくつかの興味深い論点が提示されてきている。長く続いたスハルト体制が終焉を迎えつつあったインドネシアと、曲がりなりにも民主的な政治体制が育ち始めている韓国、タイ、そしてその中間ともいべきマレーシアでは、危機後の経済運営に大きな差が見られる。これらすべてをクローンニー・キャピタリズムで括るのは暴論というべきだろう。

また、国際金融資本のボラティリティを論じるまでもなく、キャピタリズムは本来暴走するものであることを今一度思い起こす必要がある。韓国における金融自由化は財閥（チェポル）の暴走を招いた。市場監視、市場統御はキャピタリズムの運営に不可欠なのであり、政府または「公共部門」が企業のモラルハザードを抑制し、社会的安全ネットを構築することは公共的利益に合致するばかりでなく、その役割がますます重要になっていることを認識する必要がある。

#### 金融グローバル化と中華金融圏

モノ（財サービス）とカネ（資本）の移動性の高まりはグローバル化のエッセンスであり、各国のマクロ経済運営はそれによって制約を受ける。アジア通貨危機においては、為替レートの事実上の固定相場制と自由な資本移動の矛盾が指摘された。より正確に言えば、自由な資本移動と為替レートの安定と金融政策の自律性という3つの政策目標を同時に達成することはできない（マクロ経済政策の「トリレンマ」と呼ばれる）。資本移動の自由を保障するためには、為替安定か、あるいは金融政策の自律性のいずれかをあきらめなければならない。

香港は資本移動の自由と為替安定（米ドルへのペッグ）を選んだ。その結果、香港は金融政策の自律性を放棄したのである。香港はもはや自国の不況（景気過熱）に対して金融緩和（引き締め）という政策手段を使うことはできない。なぜなら、為替レートがドルにペッグしている限り、金利引き下げ（上げ）は資本流出（流入）を招き、結局、金利はコントロールすることは

できず、国内金融は緩和（逼迫）しないからだ。このように、香港は国際金融センターとして、資本移動の自由と為替安定を選び、金融政策の自律性を放棄した。注意すべきは、このことと、経済政策運営の理念としての自由主義とは何も矛盾しないという点だ。

これと対照的なのが、中国だ。中国は資本移動を制限し、為替レートをドルペッグすることで為替安定と金融政策の自律性を確保している。つまり、自国の景気循環をならすように金利を変更し、金融政策運営を行うことができるのは資本移動を制限しているからだ。その中国も社会主義体制からの移行過程で生じた金融部門の不良債権処理と金融機能の強化のために外銀に門戸開放しようとしている。これは決して資本移動の自由化と同等ではなく、むしろ経営資源など実物資本の移転がその目的と考えられる。先のトリレンマの議論から明らかのように、中国が金融政策の自律性を失うことなく、資本自由化に踏み切るためには為替レートの変動レートへの移行が必要となる。

香港、中国と並んで、台湾の場合もアジア通貨危機の影響は比較的小さかった。その理由は、別に為替制度（管理フロート）にあったわけでもなく、金融部門が健全だったことによるのではない。そもそも台湾は、韓国やタイとは対照的に純債権国であり、為替レートが減価すれば対外ネットポジションはむしろ改善する状況にあったことが大きい。だが、このことは金融部門の発展にとっては必ずしもよいことではない。つまり、通貨危機のおそれが小さければ、金融部門の改革のインセンティブは強くないからだ。（対照的に、1992年に通貨危機に見舞われたスウェーデンは純債務国であり、為替下落に対応して迅速な不良債権処理をせざるを得なかったのが、金融改革に寄与したといわれる。）台湾は日本同様、純貯蓄国であり、80年代以降、投資率の趨勢的低下によって金融仲介機能が劣化してきている。

このように、一口に中華経済圏といっても、

これら3つの経済制度は互いに極めて多様であり、経済規模、発展の歴史、政策枠組みなども大きく異なる。したがって、金融グローバル化の各金融市場への影響もまた大いに異なり、アジア危機による国内金融市場への影響を各国制度と独立に論じることは不可能に近いことがわかる。

以上、本書の視角に沿って、若干の敷衍を試みた。グローバル化という環境変化の中で、国際資本市場のボラティリティが東アジアの開放小国 (small open economies) を翻弄した。このような外的ショックに対して、「IMF体制」は十分なチェックアンドバランス機能を発揮できないでいる。たとえば、BISによる自己資本比率規制を適用したとしても、韓国のマーチャント・バンクの対外短期借入は見逃されたはずである。同体制に「金融部門監視システム」が設けられたのは危機後であるが、それが今後危機を予防できるかどうかは明かではない。他方で、IMFは、東アジアでは却ってマクロ経済の不安定性を助長した「ワシントン・コンセンサス」型の政策処方箋を脱却せず、最近のアルゼンチンのケースでも明らかなように、危機と低位均衡の悪循環にとらわれている。その結果、IMFは「メルツァー報告」(International Financial Institution Advisory Commission (the "Meltzer Report"), 2000, Washington D.C., March.) に代表されるような市場原理主義からの批判にもさらされる羽目になっている。

政治の不安定性が経済成長の敵であることはよく知られている。確かに、アジア危機は政治的に不安定な状況を作り出した。しかしながら、政治的不安定性がアジア危機を生んだわけではない。むしろ、インドネシアを除けば、あれだけの経済ショックにも拘わらず、政治体制はうまく切り抜けた、あるいは、不適切なアドバイスにもかかわらず、最終的にはうまく克服したというべきではないか。政治体制は、危機以前

から変わりつつあった。「奇跡」と言われた経済成長は確実に人々の政治意識を高め、政治参加を積極化した。その結果、東アジアの政治システムは従来型のクローニー・キャピタリズムを卒業し、より競争的で、より透明な方向へ進化している。それがゆえにこそ、これほどの経済危機にも拘わらず人々の政治経済システムへの信頼を失うことはなかったといえるのではないだろうか。