



# HOKKAIDO UNIVERSITY

|                  |                                                                                   |
|------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|
| Title            | タイの通貨危機からの教訓                                                                      |
| Author(s)        | 高木, 保興                                                                            |
| Citation         | 経済學研究, 48(4), 51-66                                                               |
| Issue Date       | 1999-03                                                                           |
| Doc URL          | <a href="https://hdl.handle.net/2115/32143">https://hdl.handle.net/2115/32143</a> |
| Type             | departmental bulletin paper                                                       |
| File Information | 48(4)_P51-66.pdf                                                                  |



# タイの通貨危機からの教訓\*

高 木 保 興

## 1. はじめに

1997年の7月にタイで発生した通貨危機は、これまで他の開発途上国が直面した国際収支危機とはいろいろな面で異なった様相を呈していた。とりわけ、経済のファンダメンタルズが好調で安定したマクロ経済が長期間継続していたという点で、82年や94年のメキシコの危機とは好対照である。「成功の危機(crisis of success)」と呼ばれる所以である。周辺諸国にまで伝染した危機は、世界の成長センターの主要メンバー国の成長率をマイナスに転じさせるほどの大きなダメージを与えることになった。IMFのコンディショナリティに盛り込まれた超緊縮政策と経済改革は大量失業と経済社会の不安定化の原因となり、政権の交代や大規模なストライキやデモを引き起こしている。

変動相場制への移行を余儀なくされた後も通貨の減価が続く中で回復への足がかりを輸出に託そうとする東アジア諸国に対して、貿易収支赤字の拡大を恐れるアメリカは日本の景気回復が重要と見て、アジアの経済危機の深刻化の原因を日本に押し付けるという戦略を展開し、それは見事に成功したように見える。実質的に大量の資金を提供して東アジア諸国の経済の回復を図ろうとしている日本に対して、東アジア諸国までが日本責任論を支持し、日本のマスコミまで同様の論調を掲げている。

通貨危機に対していかに対処すればよいの

か、危機の伝染を食い止めるにはどうすればよいのか、これらの疑問に答えるには、なぜ通貨危機が発生したのか、どうして危機は伝染するのか、についての原因究明がなされなければならない。主要な因果関係が理論的に解明されて初めて適切な対策が可能となる。IMFの処方箋に対して批判が出てきているが、本質的な原因を究明せずに批判を展開することは枝葉末節についての論争をしている可能性があることを肝に銘じなければならないだろう。この論文の目的は、東アジア通貨危機の原因の解明とそこから経済発展を目標にしている開発途上国への教訓を引出すことである<sup>1)</sup>。同時に、危機に陥った国は経済成長の回復を優先的にし、IMFが強調する経済改革は成長が軌道に乗ってから着手の方が社会的コストが低いことを指摘したい。また、「賢明な政府」というレッテルを『東アジアの奇跡』で貼られた東アジア諸国の政府が今回はどうして「賢明でなかった」のか、についても開発途上国の立場からその理由を探ってみたい。

## 2. 通貨危機の原因

なぜ、外貨準備に不足が生じるのであろうか。この節では、代表的な理論を紹介し、どのような経済変数が互いに関連して通貨危機を発

\*この論文は日本経済研究奨励財団の助成の下に進められている「アセアン諸国の通貨危機と経済発展」についての研究の一部である。

1) 危機の伝染(Contagion)の原因については紙幅の関係から割愛する。メキシコ危機の伝染の共通原因については、サックス＝トーネル＝ヴェラスコ(1996b)によって実質為替レートの増価、銀行システムの不健全性、外貨準備の不足という3つの要因が全部揃った国に伝染したという実証研究がある。

生させるのか、その因果関係を明らかにすることが目的である。

(1) 機関投資家による投機攻撃(speculative attack)

クルグマン(1979)は投資家のポートフォリオ行動としての外貨保有に焦点を当てて通貨危機に至るまでの経緯を理論的に説明している。資産所有者、ないしは、彼らの希望を代弁する機関投資家は資産をいろいろな形態に分散させて危険を回避しながら、資産のベストな運用を図る。自国通貨と外貨に分散して保有するのもそのためである。財政赤字は新規貨幣の発行か外貨準備を取り崩してファイナンスされるという簡単なケースを考えてみる。新規貨幣の発行のケースでも、自国通貨の保有が大きくなった資産所有者は外貨保有を増加させて最適な資産保有比率を回復させようと交換を希望するため、固定相場制の下では中央銀行保有の外貨準備はそれだけ小さくなる。つまり、どんなに初期に外貨準備が豊富にあっても、財政赤字が継続する限り、それは減少を続け、やがてはゼロになる。一見、何の関連もないように見える財政赤字と外貨準備が、資産所有者のポートフォリオ行動を通じて関係してくるのである。

外貨準備の減少は、人々が自国通貨を供給して外貨を需要したいという希望の現れであるから、外貨準備が枯渇してしまうと自国通貨の相対的価値の低下・外貨の増価圧力に繋がってくる。自国通貨の切下げや減価が起こると自国通貨の保有者はキャピタル・ロスを被るから、その前に外貨に交換しておくのが合理的な行動となる。そこで、資産所有者が一斉に外貨との交換を希望した時に中央銀行がその要請に答えられるほど外貨準備を保有しているかどうかの問題となる。財政赤字が継続して外貨準備が減少していく過程で、資産所有者に外貨準備が十分でないと判断された時点で、彼らは自国通貨を外貨へ変換する行動に一斉に出るので、外貨準備は一気に枯渇して固定相場制の維持が不可能

となる。

(2) 実質為替レートの過大評価、持続不可能な規模の対外借入、そして、攪乱ショック

ドーンブッシュ＝ワーナー(1994)はメキシコの94年の危機が発生する前に、実質為替レートの過大評価とそれによって引き起こされる経常収支赤字の規模の拡大過程を描写して、何かのきっかけでいつ国際収支危機が発生してもおかしくない状況にメキシコ経済は来ていることを警告していた。1980年代のハイパー・インフレを沈静化する手段としてメキシコ政府は為替レートを固定化した。それは、インフレが実質為替レートを増価させ経常収支を悪化させるので、切下げで対処しようとするインフレが昂進するという悪循環を為替レートを固定化することによって断ちきることを意味した。そして、インフレ対策としては、賃金上昇を生産性上昇の範囲内に収めるように組合を説得するという穏健な所得政策が採用された。その結果、ハイパー・インフレの沈静化には成功したが、インフレ率を一桁代まで下げることはできなかった。17%前後のインフレ率という「中位のインフレ(Moderate Inflation)」が続いた。アメリカ・ドルに実質的にリンクしていたメキシコのペソは、アメリカの1990年代前半のインフレ率が1%前後であったので、実質為替レート(名目為替レート\* (アメリカの物価水準/メキシコの物価水準))は確実に増価していった。その結果、経常収支赤字は対GNP比で7.9%まで上昇してきた。ところが、アメリカの財務省証券とメキシコの国債(セデスやテソボナス)の金利差は少なくとも12%はあったから、アメリカから大量のポートフォリオ資本がメキシコに流入し、それが経常収支赤字をファイナンスしていたから外貨不足という現象は発生していなかった。経常収支赤字の規模は持続可能な範囲をはるかに超えていると判断されるのに、政府は何ら対策を講じないばかりか、大統領選挙(94年)のため景気を良くして支持を集める目的で

財政拡張政策が実施され、それは民間の消費を増加させ輸入を膨らませた。事態が悪化していくにつれて、投機家は為替レートの切下げを予想するようになる。何かのショックがきっかけになって、一斉に資本がアメリカに引き揚げられる事態になれば、国際収支危機は避けられないであろうと、彼らは言明していた。事実、12月の大統領就任直後に15%の切下げが実施されると、もっと大幅な切下げでないと事態の改善は望めないと投機家は判断して、一斉に資本の引き揚げがなされ国際収支危機が発生することになった。

ドーンブッシュ=ゴルフアジン=ヴァルデス(1995)の中で要約されているように、メキシコの国際収支危機を説明する主要な要因は実質為替レートの過大評価と持続不可能な規模の対外借入であり、何かの攪乱のショックが引き金になって資本逃避が一斉になされ、国際収支危機が発生するという指摘である。

### (3) 自己実現的期待説

危機が発生すると、この危機は予測できたのか(Death Foretold)、それとも、できなかったのか(Sudden Death)、が必ずといっていいほど議論される。貯蓄・投資バランスの関係は、財政赤字が恒常的であると、民間の貯蓄が投資を大幅に上回らない限り経常収支は赤字になることを示唆している。クルグマンの理論によれば、外貨準備が残り少なくなってくると、資産保有者は為替レートの切下げによるキャピタル・ロスを回避しようとして、自国通貨の保有を削減しようとする。その結果、外貨準備は短時間のうちに底を突き固定相場制の維持が困難になるという危機への道筋を説明している。また、ドーンブッシュ=ワーナーは危機が発生する3条件、為替レートの過大評価、経常収支の持続不可能なサイズの赤字、そして、資本流出のきっかけとなる外生的攪乱要因、を挙げて危機を説明している。これらは、関連の変数の値と動きに注意していれば、危機は予測できるこ

とを示唆している。通貨危機を回避するには、外貨準備が危険ラインまで減少してくるまでに、財政赤字や総合収支赤字削減の対策を講じることである。たとえば、財政・金融の引き締め、早めの為替レートの切下げ、直接投資の誘致、輸出促進等の政策が考えられる。

サックス=トーネル=ヴェラスコ(1996a)はこの見解に異議を唱えている。メキシコ経済の場合、政府が発行するペソ建て債権のセテス(Cetes)とドル建て債権のテソボナス(Tesobonos)の金利がクルグマンのモデルでは説明できない動きをしていたと主張する。テソボナスとアメリカの財務省証券(U.S. Treasury-Bill)の金利差はメキシコのリスク・プレミアムを表す指標、セテスとテソボナスの金利差は切下げ予想を表す指標、とそれぞれ考えられるが、この2つの金利差は、外貨準備が減少している94年の局面では、3月の大統領候補の暗殺時には拡大したが、8月の大統領選挙後に縮小し、その後は11月まではほぼ一定であった。クルグマンのモデルによれば、外貨準備が減少している局面ではこれらの金利差は拡大しなければならない。また、93年時点のメキシコの公的債務はGDPの30%とOECD諸国の半分以下の水準であったし、経常収支赤字は確かにGDPの7.9%(94年)まで達していたが、94年1月から発効したNAFTAがメキシコへの大量の外国投資をもたらしことを考慮に入れば、持続不可能な水準とも言えないのではないかと、ドーンブッシュ=ワーナーの分析にも反駁している。

サックス=トーネル=ヴェラスコは為替レート切下げ率( $\pi$ )と税収( $x$ )からなる政府のロス関数

$$(1/2)[a\pi^2 + x^2], \quad \alpha > 0$$

を想定して、政府はこのロスを最小にするように切下げ率と税収の大きさを決定するモデルを提示して、資産保有者の自己実現的な期待(Self-fulfilling Expectation)が危機を招いたことを説明しようとしている。モデルを簡単にするため

に、切下げ幅に関しては完全予見が仮定されている。国債の規模が小さい時には（資産保有者も切下げを予想しないから）、その利払いと償還を税だけでファイナンスするほうがロスを小さくできるが、規模が大きくなると（切下げが予想されるようになるので）税だけでなく切下げも併用するほうが合理的な判断となる。メキシコの場合、債務の規模はその中間にあったのではないかと考えられる。その中間領域では、切下げが資産保有者によって予想されない時には税だけでファイナンスするのがロスを最小化するが、切下げが予想される場合には切下げを併用するほうがロスを小さくできる。何か外生的攪乱要因によって資産保有者が切下げ予想に変更したために、政府も切下げに方針を変更せざるを得なかったというわけである。3月の暗殺後、外国資本の流入がストップした。多額の経常収支赤字をファイナンスするには外貨準備は十分といえないから、この時点で資産保有者も切下げと財政・金融の引締めを予想したはずであるが、政府は何も対策を講じなかった。そして、資産保有者が予想もしていなかった12月になって15%の切下げがなされたので、資産保有者はもっと大幅な切下げでないと事態の改善は望めないのではないかと予想するようになり、それが実現することになったという説明である。

彼らの予算制約式は次のような形をしている。

$$Rb + \Theta(\pi^e - \pi) = x$$

ここで、 $b$ は債務の大きさ、 $R$ は利子率とした時の  $(1+r)$ 、 $\pi^e$ は予想インフレ率、をそれぞれ表している。この予算制約式の下での完全予見という仮定は、切下げをしても政府はインフレ税のメリットは享受できないことを意味する。資産保有者に完全に予想されて対策を講じられるからである。（より現実的には、切下げによってインフレが発生すれば、過去の時点で発生した債務に対する負担は軽減される。ま

た、外貨建て債務がある場合には、切下げはその返済負担を大きくする。）注意しなければならない点は、このモデルでは、民間の資産保有者は政府が切下げをするかどうかは予測できないが、切下げをする場合の切り下げ率は正確に予測できると想定されていることである。切下げをすれば、政府は固定為替レート堅持という約束に違反したことになるので信頼を失うというコストを払わなければならないだけでなくロス関数も大きくするから、切下げ政策に政府は得るところがないように見える。しかし、民間が切下げを予想する場合には、切下げ予測によって発生する債務の増分だけは切下げ政策によってファイナンスできる余地が残されている。ロス関数が切下げ率と税収のそれぞれの二乗の和からなっていることは、 $a$ が1に近い時には、政府の債務を税収一本で賄うよりも切下げとの二本立てで対処するほうがロスが小さくなることを示唆している。つまり、ロス関数の形状と切下げに関する完全予見という2つの仮定が、切下げが予想される時には切下げと税収の二本立てで、切下げが予想されない時には税収一本で債務を賄うほうがベターという自己実現的な予想が成立する枠組みを提供しているわけである。

#### （4）二種のモデルの特徴

クルグマン・モデルでは貨幣供給量が増加する局面では、資産保有者は外貨の保有も自国通貨保有と一定割合を維持するために増加を図る。そのために、中銀の外貨準備は減少する。利子率の大きな較差がアメリカからの大量の資本流入を招くと、それが経常収支の赤字をファイナンスする以上に大きければ、債権の売りオペによって不胎化(Sterilization)政策が継続されない限り、固定相場制の下では貨幣供給の増加を結果する。大統領選挙を有利に運ぶための財政支出拡大も、その一部が新規貨幣の発行に頼るならば、貨幣供給量を増加させる。外貨準備が減少する過程で、何かの外生的な攪乱要因が

投機家の切下げ予想のきっかけになれば、投機的攻撃が開始され国際収支危機状況が出現する。このように、ドーンブッシュ=ワナーの分析枠組みは、基本的にクルグマン・モデルのメキシコ経済への応用である<sup>2)</sup>。

サックス=トーネル=ヴェラスコは政府債務の蓄積過程で複数均衡が存在する領域があることを示し、この領域では投機家が切下げを予想しない時には税の徴収だけで債務をファイナンスできるが、投機家が切下げ予想して行動すればその分政府の債務が増加するため切下げを税の徴収と同時に併用しなければならなくなるという、予想が自己実現的になるような均衡が特徴であることを示した。この論文の長所でもあり同時に弱点ともなっていることは、資産保有者がどのように予想形成をするかという複雑な面はモデルの外に置かれていることである。また、予想形成の変化によって資産保有者のポートフォリオの変更が外貨準備に与える影響なども、自己実現的な予想形成を強調するために国際収支危機を発生させる要因から捨象されている。

このモデルはなぜ政府は切下げをしなかったのかを説明できる長所を持ち、クルグマンのモデルではなぜ固定相場制の維持が困難になるかを説明できるという長所を有している。それらは、政府と資産保有者の行動を同時に考慮に入れるとさらに説得力のある説明が可能になるのではないかということを示唆している。そこで、厳密に定式化をしないという利点を生かして、これらを統合したモデルで国際収支危機を説明してみよう。実質為替レートの増価で経常収支赤字が拡大する過程で、投機家はぎりぎり

まで利子率格差を享受しようとし、政府はもっとも支持が得られそうな政策だけを採用して債務支払いを後の時期に延ばそうとする。簡単に切下げをすると、国民や投資家の信頼を失うしハイパー・インフレへの引き金にもなりかねない懸念もあるからである。少なくとも、大統領選挙が終了するまでは、ハイパー・インフレや資本の国外逃避は避けたい。幸い94年1月からNAFTAが発効したので、資本流入の増加は期待できる。短期間に外貨不足に陥る危険性は少ないと予想される。しかし、政府債務の規模は中間領域に突入しているから、新大統領に期待されたことは投機家に切下げ予想をさせない政策であっただろう。その意味で、サックス=トーネル=ヴェラスコに沿って考えれば、12月の15%切下げは不適切な政策であった。それでは、この時点で採用されるべき政策とはどんな政策が考えられたのだろうか。アメリカやIMFを中心とする外からの外貨借入れを確実にして十分な外貨準備を用意した上で、もっと大幅な為替レートの切下げ、財政・金融の引締めを一斉に実行することであったのだろうか。サックス=トーネル=ヴェラスコは3月に暗殺があった外国からの資本流入がストップした時点で切下げすべきであったと主張しているが、12月の時点でなら何をすべきであったかについてはコメントしていない。

サックス=トーネル=ヴェラスコのモデルによれば、今回の東アジア諸国のように民間企業が海外から大量に資金を借入れている場合には、切下げは彼らの返済負担を急増させ自国の景気や成長の障害となるから、切下げがもたらす政府のロスは大きく判断され切下げをできるだけ回避する政策が採用されることになる。切下げが回避されると経常収支赤字の削減は期待できないから、自国通貨の保有から外貨保有への転換が促され、貨幣供給の減少は銀行の信用創造を縮小させ、設備投資を急ぐ企業はますます海外の銀行からの借入れを増加させることになりそうである。その結果は、以前より

2) 外生的な攪乱要因が投機化の切下げ予想のきっかけになれば投機攻撃が開始されるということは、ドーンブッシュ=ワナーも無意識のうちに複数均衡を考えていたことになるともいえる。外生的な攪乱要因が投資家の予想を変更させない限り、現在の均衡が継続するが、予想を変更させるような攪乱要因が発生すれば危機をもたらし均衡に移ると解釈されるからである。

も政府は切下げを実行しにくくなるという悪循環が考えられる。切下げ以外の政策で経常収支赤字の削減を図るには、財政・金融の引締め政策が考えられるが、成長を優先する開発途上国には採用し難い政策だったのであろうか。これは、タイの国際収支危機の1つの説明要因と考えられる。

#### (5) 金融危機と通貨危機

チャン=ヴェラスコ (1998) は90年代の通貨危機は金融危機を伴っていることに注目し、銀行が遭遇する流動性不足状況を分析できるモデルを提示した。人は各自初期時点で一定の資産(e)を持っている。それを2期間を必要とする長期投資に向ければ期間終了時に大きな収益 $R > 1$ を得られるが、途中の1期目に解約して消費しようとするとその時の収益は $r < 1$ のようになく損失を被る。現時点(0時点)では、自分が次期(1期目)に消費するようになるか、2期目まで待つて消費するのかわからない。社会全体では、 $\lambda$ の割合の人が1期目に消費し、 $(1-\lambda)$ の割合の人が2期目まで待つて消費することは判明しているが、自分がどうなるかは1期目になってみないとわからない、という状況を想定する。1期目に消費すると思って長期投資をしなかった人が2期目まで消費が待てる場合と、2期目まで待つてと思って長期投資をしたが1期目に消費するようになって損失を被る場合と2通りのロスが考えられる。もし、社会に共同の機関を設置してみんなが資産を持ち寄って、その運用を考える場合にはどうなるであろうか。1期目に $\lambda$ の割合の人に支払う金額以外を長期投資に回せば、社会全体として享受できる消費は増加するから、その方がベターとなる。コーディネーションによる便益である。

チャン=ヴェラスコはこの機関を銀行と名付ける。さらに、銀行は $(1 + \text{利率})$ が $R$ よりも低い金利で、上限( $f$ )はあるが、外国から借入ができる機会を導入する。(簡単のために、その利率はゼロにする。) 代表的個人の1期目

と2期目の消費の大きさを、それぞれ、 $x$ と $y$ で表わすと、社会にとってもっとも効率的な資金の運用の仕方は、1期目に引き出される総額 $\lambda x$ (メンバー全員の総数を1とする)を外国から1期目に借り入れること(b)で賄い、0期に $b$ を差し引いた残りの全額を外国から借り入れ、それに各自の貯蓄分(e)を合わせた全てを長期投資(k)に向けることになるだろう。

$$\lambda x = b, \quad k = (f - b) + e$$

銀行は外国からの借入に対しては必ず返済をするという条件の下では、1期目に長期投資を解約して流動性のある現金に変換できる最大額( $\rho^*$ )は預金者の2期目の消費をゼロにするところまでとなる。

$$R(k - \rho^*) = f \quad \text{より} \quad \rho^* = (Rk - f)/R$$

1期目の預金引出しが予想外に多い時には、銀行は外国からの予定の借入(b)と長期投資の一部解約によって対応しなければならない。銀行が対応できる最大額は1期目の外国からの借入と解約した長期投資の合計( $b + r\rho^*$ )であるから、これ以上に預金が引き出される場合銀行は店を閉じなければならない。つまり、金融危機が発生する条件は

$$z^* = x - (b + r\rho^*) > 0 \quad (A)$$

で表わされる。

2期目まで待つて預金者でも、2期目終了時点で手にする $y$ が $x$ より小さくなる危険性が出てくると、2期目終了まで待たずに1期目に $x$ を得ようと預金の引出しに参加するようになる。預金者が $y \leq x$ を予想して1期目に引出しをしようすると、銀行はそれに応じるために長期投資を解約しなければならないから、2期目の支払額 $y$ は $x$ を下回る確率がそれだけ高くなる。自己実現的期待である。さらに、外国の銀行が、この場合でも、十分な貸出しをすれば、自国の銀行は長期投資の解約をしなくて済むから、2期目終了時点で契約通りの返済が可能に

なる。しかし、2期目まで待っていると回収が不可能になるかもしれない危険性が出てくると、1期目に新規の貸出し(b)に応じないだけでなく、継続貸出し(f-b)に当たるロール・オーバーもストップしようとする。その結果、自国の銀行は長期投資の解約に追い込まれ、取り付け騒ぎに油を注ぐことになる。あるいは、外国銀行のほう在国内の一般預金者よりも情報が豊富であれば、外国銀行が何らかの理由で貸出しを大幅に制限することによって自国銀行が流動性不足に陥り、その情報が国内預金者に引出しを促すきっかけを与え金融危機が発生する。国際金融市場の需給関係の逼迫によって外国銀行からの借入金利が上昇する場合、外国への返済を優先しようとするれば長期投資の解約がそれだけ制限されるから、(A)で示されている条件はその分満たされ易くなる。いずれの場合でも、外国からの借入に大きく依存しているほど、そして、短期資金の流入に大きく依存しているほど、金融危機が発生する条件は整い易くなる。

金融危機に陥った26カ国のうち18カ国で金融の自由化が危機直前の5年以内に実行されていたという事実が示されている。このモデルにおいても、銀行準備率規制の低下や銀行部門の競争促進といった金融の自由化政策は(A)で示された金融危機発生条件を満たし易くするという意味で、金融の不安定化を加速することが証明されている。銀行に $\lambda x$ よりも大きい準備金の積み立てを義務づければ銀行はその分0期に借り入れる割合を小さくし1期目に借り入れる割合を大きくするから、1期目に $\lambda$ より大きい割合で引出し要求があっても長期投資の解約をせずに対処できる。しかし、その分0期の長期投資が少なくなるから $x$ と $y$ の値は小さくなる。また、競争制限的な要素が多くなるほどその政策によって創り出されるレントが銀行部門に配分されることを意味するから、1期目の予期できない引出しに対しても、レントを引出しに回せる分、長期投資の解約を回避できるから、不安定性は減少できることになる。つまり、いず

れの場合にも、効率性と安定性とはトレード・オフの関係にあることが明らかにされた。

成長促進のために、銀行の債務に政府が保証を付けたり民間投資に補助金を与えたりする政策は銀行の過剰借入や企業の過剰投資を生み資産価格を上昇させる。予想外の1期目の引出しはその分長期投資の解約を増加させることになるし、バブルの破裂は不良債権を増加させるから、(A)の条件は満たされ易くなる。そして、(A)で示される条件が満たされ易くなることを国内の預金者や国外の貸手が情報として入手すれば、それは彼らの予想をより悲観的にする材料となるから自己実現的期待が働いて金融危機に突入する確率は高められる。

国内銀行の倒産を放置しておく金融不安は増幅されるから、多くの場合、中央銀行が「最後の貸手(a lender of last resort)」として民間銀行に流動性を提供することになる。預金を引き出した人々が自国通貨の減価を恐れてドルとの交換を要求する場合、中央銀行は外国銀行への返済分だけでなく国内預金総額に対してもドルを用意しなければならない。外貨準備額が十分でなければ、この要求に応じられないから、固定相場制の維持は困難になる。固定相場制の下では、国内の金融危機(financial crisis)と通貨危機(currency crisis)はほとんど連動していることになる。

この論文の主要なメッセージは、銀行システムは経営がたとえ健全であっても、何かの要因によって預金者が将来のリターンに不安を感じるようになると預金の引出に殺到するようになって銀行は流動性不足に陥ってしまうという不安定性を内包していること、そして、自由化政策は効率面の向上にプラスの効果を期待できるが、システムの不安定性を助長する効果もあること、を理論的に説明したことにある。効率面だけを重視する経済自由化政策は、国際取引が大きくなるにつれて、相対的に規模の小さい途上国経済には対処できないほどの金融システムの不安定性をもたらすことがある点に注意し

なければならない。

### 3. タイの通貨危機のメカニズム

#### (1) メキシコのケースとの相違点

以上の文献を主要参考文献として東アジアの通貨危機のメカニズムをまとめるに際して、メキシコの1994年末の通貨危機との相違点を明確にしておくことが参考となる。それは、文献の大半がメキシコの危機に関して書かれた物だからである。ここでは、重要と思われる二つの相違点を指摘したい。一つは、10%以上の中位インフレを記録していたメキシコの場合、アメリカとのインフレ率の差が20.3% (1991), 12.8% (92), 7.4% (93) と継続し、実質為替レートが増価が経常収支赤字の主要な要因になっているが、タイの場合、96年まではインフレ率は低位(7%以下)に維持されていたので実質為替レートが増価が主役を演じたとは考えがたい。これには、反論が予想される。タイのパーツは通貨バスケットといっても8割以上のウエイトをドルが占めていたから、実質ドル・ペッグであった。そして、近年のドル高がパーツ高を生んで輸出を減退させたという主張である。また、中国による94年の大幅切下げがタイの企業の国際競争力を失わせ経常収支赤字の速因となったという主張等である。途上国の固定為替レートは大半がドルのウエイトが最大になっているのではないだろうか。そのウエイトが8割か6割かの違いはあっても主役を演じるほどの影響を及ぼしたとは考えにくい。中国の切下げの影響については主要輸出品目についてチェックした研究によればタイの輸出に及ぼした影響は限定的なものと判断されている<sup>3)</sup>。さらに、タイの国際収支表を見ると、経常収支赤字は90年に急増し以降そのサイズが継続していて、それは輸出の減退というより輸入の急増による貿易収支赤字が原因であることがわかる。近年のド

ル高や94年の中国の切下げが経常収支赤字の直接の原因になっていないことがわかるだろう。

もう一つの相違は、メキシコの場合、アメリカとの国債の利子率の差が27.3% (1990), 13.9% (91), 12.2% (92), 12.0% (93) のように開いていたから、ポートフォリオ目的の資金が大半であったが、タイの場合、94年から急増した外銀による貸出資金の流入が大勢を占めたことである。この二つの相違点は、タイの通貨危機を説明するためには、実質為替レートが増価よりも外銀による資金流入に注意をしなければならないことを示唆している。経常収支赤字が大きくなっていることも事実であるから、その原因を実質為替レートが増価以外に求める。ここでは、それは軽工業から重化学工業への移行期の問題と考える。機械類(機械と輸送用機器)の輸入の総輸入に占める割合が89年の38%から95年には50%近くまで上昇している事実は、タイが重化学工業化への移行期にあることを示唆しているのではなかろうか。

#### (2) 経済発展優先政策と金融危機

タイの高度成長は多国籍企業による投資ブームのスタートと時を同じくして始まった。第二次石油危機後の世界的規模の不況が貿易赤字を拡大する中で、有力な地下資源に乏しいタイは規制緩和によって輸出の拡大を図った。その効果が86年頃から明らかになり、投資も活発になって経済が上向きかけた時に海外から直接投資のラッシュが始まった。一方で、85年のプラザ合意、87年の台湾と韓国の民主化のスタートと為替レートの切上げ等が日本・韓国・台湾の企業家を東南アジアに向けさせ、他方で、不況下での東南アジアの規制緩和が多国籍企業の受入れを容易にした。直接投資によって成長率は加速化され、10%前後の高度成長が実現した。

高度経済成長の継続は旺盛な資金需要を生み、国内金利は90年以降高位を持続した。多国籍企業の活動は外国銀行からの借入を増加させ、金融の自由化を促した。国内銀行貸出(Do-

3) 本川(1998)を参照のこと。

mestic Credits Outstanding)の対GDP比率は80年代始めの20%前後から88年には40%に緩やかに上昇し、89年以降上昇のスピードを速め93年には約80%、96年には120%に達している。高度成長に入ってから、実質経済の伸びに比べて銀行貸出が急速に拡大していったことがわかる。サックス＝トーネル＝ヴェラスコ（1996）がメキシコ危機のブラジル・アルゼンチン・フィリピンへの伝染を説明するのに使用した貸出しブームが、タイでは89年から顕著になってきたと判断できる。貸出ブームは返済リスクの高い借手にも融資することを意味し、金融機関の貸出リスクを上昇させ経済変動による不良債権の割合を増加させることを意味した。特に、経済成長が優先される開発途上国では、銀行部門の審査機能が未熟な場合が大半であるから、貸出ブームは銀行のリスクを大幅に拡大したといえよう。貸出ブームは不動産業への融資も増加させ、バブル現象を発生させることになった。88年から91年までの6%前後のインフレ率は多国籍企業による直接投資と海外からの借入の急増が貨幣供給量を増加させたことに起因しているように思える。その後のインフレ率の低下は政府による引締め政策か不胎化政策がなされたことを示唆している。貨幣供給量(M2)の増加率は89年と90年に26%強のピークを示した後減少傾向にあり、93年にオフショア市場(BIBF)が開設されて外銀による貸出が急増する過程でも18.4%(93年)、12.9%(94年)、17.0%(95年)、12.6%(96年)と20%を下回っている。これは貨幣供給量の増加率が抑えられたことを意味し、不胎化政策が海外からの資金の急増に対して実行されたことを物語っているのではないだろうか。引締め政策と不胎化政策の中で貸出条件が強化され、不動産業の流動性が不足がちになりバブルの崩壊へと繋がっていく。不動産業への貸出が不良債権化することによって、国内銀行の流動性不足が貸し渋りとなり、民間企業の倒産が不良債権のさらなる増加を生むという悪循環が始まる。外銀は返済リスクが

高まったと判断して新規の貸出だけでなく、既存の融資のロール・オーバーを停止する行動に出る。国内銀行はさらに流動性不足に陥り、中央銀行は民間銀行の取付け(bank run)を回避するために資金を提供する。

これまでは経常収支赤字が資本流入で賄われていたが、資本流入が急減すると経常収支赤字が持続不可能な規模と判断され、ポートフォリオ資金の引き揚げを誘い、外貨準備が減少してきた段階で投機攻撃が起こって固定相場制の維持が困難になったと考えられる。パーツ圏構想によって周辺諸国との取引がパーツで決済される割合が多くなっておれば、通貨下落を回避するための投機攻撃はそれだけ大きなものになっていたと推測できる。

#### 4. 通貨危機対策

##### (1) 固定相場制と高度成長

これまで、通貨危機の発生原因を明らかにする代表的な論文の紹介と補足的な説明をしてきた。そこでの大前提は固定相場制であった。この節では、開発途上国はなぜ固定相場制に固執するのか、という疑問に答えるとともに、途上国にとって望ましいと考えられる対策を議論することが目的である。

先進諸国の通貨は、通常の財と同じように、それが取引される市場での需要と供給の相対的な大きさによって交換レートが日々刻々決定されている。財と通貨の交換レートの代わりに、通貨と通貨の交換レートになっているだけの違いである。一般に、市場取引に政府が介入して価格を設定すると、問題が発生する。たとえば、食糧価格を低めに設定して国民の生活の安定を図ろうとすると、国民は多めに消費し生産者は儲からないので生産を縮小しようとする結果、食糧不足が発生して食糧輸入を増加させなければならない。反対に、日本のように生産者の生活水準向上を目的に価格を高めに設定すると、農協の倉庫は一杯になり米飯給食や減反政策を

採らざるをえなくなる。通貨も例外ではない。過小評価される通貨は需要超過となり、過大評価される通貨は供給超過となる。固定相場制では、この需給の乖離を解消するのが中央銀行の役目である。需要超過の場合には自国通貨を供給し、供給超過に対しては外貨を供給する。

なぜこうまでして、固定相場制を維持しようとするのであろうか。それは、経済成長率を高く維持して先進国レベルまで生活水準を向上させることを第一に考えれば、固定相場制の方が望ましいといえるからだろう。変動相場制の下では、各国通貨の交換レートは刻々変化するから、契約から完了までに一定期間を要する場合には為替レートの変動に伴うリスクを回避することが必要になる。工場の建設に時間がかかる懐妊期間の長い投資の場合には、なおさらである。これから重化学工業をスタートさせようとする途上国では、工場建設だけでなく品質の向上に要する訓練期間まで考慮に入れると、輸出体制が整うのは相当先の話となる。為替レートが安定していれば、その分だけでも長期投資は実行し易くなる。一般に、途上国の企業には十分な体力が備わっていない。そのような企業に積極的に投資活動をさせるには、為替レートの変動によるリスクを政府が肩代わりすることは1つの工業化戦略と考えられる。

## (2) 移行経済のグラジュアリズム

途上国経済は、できるだけ早く先進国の生活水準に到達したいという長期目標を持つ限り、移行経済の特徴を多く共有していると言える。それは、国民の大半が毎日の生活に追われて一国全体のことを考える余裕のない途上国では、政府が高度成長という長期目標を掲げて、これまでの植民地体制から近代的国家への移行を主導していくことになったからである。多くの場合、成長を阻害しないならば旧体制を変革するという混乱はできるだけ避け、経済成長率を高めることが最優先されたのではなかろうか。あるいは、旧体制を完全に打破しようとし

た国は、国民の抵抗と反乱によって指導者の交代と方針の転換とを余儀なくされたか、それとも、秘密警察に類似した組織によって力で押さえつけるという新体制を創り上げたかのいずれかではなかったか。これは多くの途上国で漸進主義(グラジュアリズム)が採用されてきたことを意味する。最近の社会主義国から資本主義国への移行と比べると、小幅な変更で可能であったという理由も考えられる。国民は旧制度の下で高度成長に向けた適応を図る。旧制度の下でさまざまな適応が試みられるが、急成長によって適応が困難になった制度から変更が余儀なくされる。早い段階で変更を迫られる制度もあれば、長く維持される旧制度も存在する。(これは、制度的補完性の観点から見れば、近代的資本主義社会とは異質な制度の残存は、補完的な便益の多くを犠牲にしていることを意味する。)政治的な圧力集団を結成して(選挙を通じて、あるいは、地域暴動や民族暴動によって)適応が困難な制度が政府の補助によって維持されるケースも少なくはないだろう。

経済危機や大きな景気後退の局面になって、あるいは、外国からの圧力によって、旧体制の一部にメスが入られる。外国からの圧力の場合、高度成長が継続している限り、メスの範囲は最小限に止められる。もっと一般的に言えば、どの国にも適応がベストでない制度や習慣が残っているが、途上国のほうが、短期間に高度成長を優先させただけ、先進国よりもベストでない制度や習慣がより多く残存していると考えられる。

## (3) 経済的歪みと自由化政策

東アジアの途上国に対してIMFが改革の必要性を指摘している代表的なものは、財閥、ファミリービジネス、民主化の遅れ、そして、さまざまな規制であろう。なぜ、これらが途上国に発生したのであろうか。これらは、高度成長を阻害するにもかかわらず、政府によって温存されてきたものなのであろうか。もしそうであれ

ば、東アジア諸国の成長率は全世界が注目するほど高くはなり得なかったのではないだろうか。100カ国を優に超す途上国が成長・発展に成功せずに低迷していることを考慮に入れば、これらの要因はむしろ東アジアの高成長を支えてきたものと解釈できないだろうか。

財閥の中でも、韓国の財閥はいろいろな意味で有名である。朝鮮動乱後の廃虚の中から頭角を表わしてきた主要な財閥は、アメリカの援助物資や日本統治下の企業資産を譲り受けるという幸運に恵まれた人もいるけれども、大なり小なりの企業家能力を発揮した実績によって今日の地盤を築いてきた。経済発展のスタート時点で、もっとも希少な資源の一つである企業家能力を備えた人材に、限られた資源を集中することによって補完関係の高い投資を推進し、工業化を軌道に乗せることには社会的に大きな便益が期待される。(国営企業によってもこの目的は達成可能であるが、生産の効率性の面では財閥のほうがはるかに優れているといえよう。) また、財閥側も、先の見通しの立ちにくい段階で大型投資に踏み切るには、政府による強力なバックアップがないと、実行するインセンティブがない。懐妊期間の長い大型投資はどリスクは高いから、政府の方針が確定し補助が約束されないと実行されがたい。そして、そのような投資が実行されないと高度成長の実現も難しい。倒産しかけた企業を財閥に吸収させて、できるだけ広い分野の企業の育成を図ることも、長期的な経済発展には欠かせないポイントであろう。完全競争に近い理想的な市場環境は超過利潤の発生を困難にし、企業規模の拡大にはマイナスであろう。重化学工業分野の規模の経済性を享受できるようになるには、企業規模はある程度の大きさにならなければ不可能である。研究開発を自前で推進して品質の高いブランドを世界の市場で確立するには、中小の企業規模では困難である。韓国は財閥があったからこそ、労働集約的な軽工業から資本と技術を集約的に使用する重化学工業への移行が可能であっ

たのではないだろうか。

労働市場が発達して、どの程度の教育レベルであればどれくらいの労働の質が期待されるかが明らかな状況では、企業は仕事内容に応じた人事を進めることができる。しかし、そのような情報が不可能な場合、情報が得られる身近の人材の中から国有企業の経営者や重点産業の創始者を選抜することはそれほど不自然な選択ではなかろう。また、当事者も相当のリスクを覚悟で引き受けるわけだから、それ相応の補助を必要とする。審査業務の経験が浅い途上国の金融機関にとっても、各企業の情報を十分に収集できない発展の初期段階では、政治権力を握っている有力者のファミリーが経営する企業に対しては、いざという時に国家による救済が期待できるだけ、不良債権化の心配がない優良な借手と判断されるだろう。つまり、市場の未发育、企業者能力を備えた経営者不足、企業の経験不足、過度の投資リスクなどによって特徴づけられる途上国経済において、工業化を軌道に乗せ高度成長を目標にするときには、財閥やファミリービジネスの出現は十分に考えられうることである。

民主化の遅れやさまざまな規制は先進国にとっては批判されるべき対象であっても、経済成長・発展を最優先する途上国にとっては有効な政策になりうる。労働組合の結成・活動を抑え低賃金を維持することは、企業に特別のレントを与え積極的な投資を促す誘因となる。開発独裁とか権威主義の政府は、政府による長期経済政策に変更がないという安心感を企業家に与え、懐妊期間の長い投資を促す。規制も、それが度を越したものでない限り、そして、規制された枠内での競争が確保されている限り、政策レントの確保を目指した競争が市場の拡大や投資の促進を促すことが考えられる。たとえば、代表的なものとして、預金金利規制がレントを求めての預金獲得競争を銀行間に起こさせ、それが金融市場を拡大し規模の経済性が働いて投資コストの削減に結びつくという金融抑制(Fi-

nancial Restraint)についての議論がある<sup>4)</sup>。

もちろん、それぞれの制度には一番適した経済環境があり、経済環境が変化すればそれまでの制度は一転してマイナスの効果のほうが大きくなる事態も考えられる。望ましくなくなった制度をいつまで引きずっていくかは、存続させるネガティブなコストと一気に廃止する時に予想されるコストとの比較によって判断される。通貨危機に直面すると、国民が少しは覚悟をするから廃止のコストが低くなるとは考えられるが、相当規模の失業を回避できない引締め政策が平行して実行される局面では、廃止コストがより高くなると考えられる。たとえば、大量失業の状況下での公共料金の値上げは、高度成長下でなされるよりも、強い抵抗が予想されるからである。

IMFやアメリカの主張は、東アジアの通貨危機は途上国経済の歪みの多さが通貨危機を発生させた主要因だからこれを先進国並みに改革せよということである。しかし、別の角度から見ると、異なった解釈が可能になる。先進国よりはるかに経済の歪みの多い途上国に所得水準が上昇してきたから先進国並みの経済自由化をせよと先進国は迫った。自由化による経済行動を十分にチェックする機構に欠けていた途上国は自由化を採用したが故にうまく経済運営ができなくて通貨危機に陥ってしまったとも解釈される。この解釈によれば、途上国経済の歪みの程度を無視して経済自由化政策を迫った先進国側にも大きな責任がある。それにもかかわらず、先進国は通貨危機の原因は全て当事国サイドにあるという一方的な主張を展開している。これは、どんなことを外国から迫られても、その国がその政策を採用した限り、全責任は当事国にあるという考え方なのであろうか。

途上国がグラジュアリズムを採用してきた背景には、政府による上からの大改革は国民が賃

しい時には特に頑強な抵抗に遭い、政治が不安定になるという大きなコストを伴うから、経済成長を優先させて国民がそれに適応せざるを得ない状況を創り上げることで、先進国型の体制への移行を促すほうがベターだと判断したからであろう。通貨危機に直面しIMFの助けを求めた途上国は、IMFによって一番コストが高いと判断されるビッグバンを断行せざるを得ない状況に追い込まれている。国民に十分な蓄えが期待できないのに、大量の失業者を発生させ、公共料金を引き上げる政策は政府への不満を大きくし、やがて爆発させる起爆剤にもなりうる。

#### (4) 国際資本移動規制

開発途上国が先進国の仲間入りをするには、二つの関門を通過しなければならないように思える。基礎的経済インフラを整備し、初等・中等教育を普及させ、農業社会とは異なる工業社会に適した制度やインセンティブの提供を通じて、工場での大量生産を可能にするシステムの構築が第一関門である。低賃金を武器にした労働集約的な繊維や食料産業の成長が始まると、輸出が拡大し工業部門の雇用が増加して、工業のウエイトがGNPの中でも輸出の中でも徐々に高まる。工業労働者としての核家族化が進行し、都市部に中産階層が増加していく。地方の農村に滞留していた労働が雇用機会の増加によって減少してくると、賃金の上昇圧力が始め低賃金を武器にした労働集約財の国際競争力は徐々に低下し始める。より付加価値の高い財への移行には、多額の初期投資と一定以上の品質を保証する技術が要求されるようになる。労働集約財からより付加価値の高い資本集約的・知識集約的な財の生産に移行するには、大きなリスクが付きまとう大型設備投資と研究・開発投資が不可欠になってくる。さらには、これらの投資が効率的になされるためには、国際市場に関する豊富な情報の収集が必要となる。ここに第二の関門がある。高度な経済インフラを整備し、高等教育を充実させ、賃金上昇が輸出の大

4) たとえば, Hellmann, Murdock, and Stiglitz (1996) の論文を参照のこと。

きな障害にならないようなブランド製品の開発と育成のための制度やインセンティブの提供が政府の大きな役割となつてこよう。大学工学部の拡充や高度技術の習得には時間がかかるから、労働集約的な産業から資本集約的・知識集約的な産業への移行は簡単ではない。一方で、後からくる途上国に繊維や食料の市場を奪われ、他方で、設備投資や技術の導入にコストがかかるから、貿易収支は大幅な赤字を計上しがちになる。

第二関門にある途上国にとっては、多国籍企業の誘致はいくつかの問題を解決してくれる重要な手段と考えられる。(a)品質と価格が勝負となる国際市場に関する情報の提供者として、(b)技術の習得を加速させる技術移転の主体として、(c)輸出増加の主要メンバーとして、そして、(d)経常収支赤字をファイナンスする担い手として、期待できる。多国籍企業によって国内企業の倒産や投資削減が起こらないように輸出加工区や経済特別区を設置して、インフラの優先的整備、労働組合の活動規制、優遇税制、などによって多国籍企業の誘致が図られている。

このように考えてくると、固定相場制の維持は多くの開発途上国にとって、高度成長と産業の高度化をスムーズに実現するために重要な政策と位置づけられるだろう。さらに、変動相場制を採用すると、高度成長はその国の通貨需要を促進する大きな要因となるから、為替レートを増価させ貿易収支の悪化をもたらして成長にブレーキがかけられるとすれば、長期にわたる高度成長は固定相場制より困難になるのではないだろうか。

今回のタイで発生した通貨危機では、高度成長が外国からの資本流入を促し、この資本流入が経常収支赤字の早期対策を遅らせると同時に、銀行の貸出ブームを加速させてリスクの高い不良債権を抱え込む主要因となった。このようにして生起する通貨危機はタイに特有なものではない。離陸に成功して高度成長を軌道に乗せた開発途上国が資本移動の自由化をすれば、

同様の金融危機と通貨危機は起こりうる。これから高度成長を目指そうとする開発途上国にとっては対策を十分に講じる必要がある。選択肢は、資本移動の自由を認めて変動相場制を採用するか、それとも、固定相場制を維持する代わりに資本移動に規制を加えるか、のいずれかであろう。世界のヘッジファンドの資金規模が拡大していく中で、資本市場を自由化して、途上国の小さな外貨準備によって中央銀行が固定為替レートを維持していくことは不可能に近いからである。高度成長を優先したい開発途上国にとっては、固定相場制を採用して資本移動の規制を強化していくほうがベターではないだろうか。国際資本移動に関して短期ほど課税率を高くする税体系の確立が望ましい。

通貨売買の手数料が金額に依存しないと規模の経済性がはたらくから、金額に比例した取引税にする方がいいというトービン税に対しては、長所と短所が指摘されている。長所は、短期の資本移動になるほど一定期間の税率は相対的に高くなるから、短期の資本移動の規制に効果的である。短所としては、小さなトービン税では投機行動を抑える効果はほとんど期待できない、ヘッジをする貿易活動はヘッジをしない投機活動の2倍の取引税を支払うことになる、等の点が挙げられている<sup>5)</sup>。

流入してきた資本は一定期間中央銀行に利子率ゼロで強制預金させる、短期国債の保有に対して源泉徴収税を課す、等の規制が採用されている国もあるが、それぞれに一長一短があり、切札となるような政策は考えられていない。いくつかの政策を併用して、短所を補いながら短期資本の流出入を規制する以外にはないだろう。

また、最近の香港の株価変動に見られるように、株式の空売りが可能であれば、それで得た

5) トービン税に関する論議は、Davidson (1997), Eichengreen, Tobin, and Wyplosz (1995), Garber and Taylor (1995), Kenen (1995) 等を参照されたい。

資金をドルに交換して貨幣供給量を減少させて  
利子率を上昇させ、株の価格を下げてから株を  
買い戻すという一連の操作で、外貨準備は減少  
し株価は低下するという現象が起こりうる。し  
たがって、短期資本移動を規制するにはいろ  
んな抜け道を同時に塞がなければ有効になり得  
ないという問題を孕んでいる。

## 5. おわりに

東アジアの通貨危機が1994年のメキシコの危  
機の時のように短期間に収束しないのはなぜで  
あろうか。アメリカは日本経済の長期に渡る不  
況が今回の危機を深刻化させ長期化させている  
と、日本原因説を展開しヨーロッパやアジアの  
論調まで日本経済の舵取りに批判的になってき  
た。ここでは、日本経済の景気回復政策を議論  
するのではなく、アメリカ原因説を展開してみ  
たい。メキシコの危機が短期のうちに収束した  
背景には、アメリカの断固とした姿勢があっ  
た。機関投資家によって動かされている資金の  
大半はアメリカであり、彼らはアメリカ政府の  
姿勢に敏感に反応する。他の国の機関投資家は  
投資資金の大半がどのように流れるかを判断し  
てそれに従うことが利益を上げることにつな  
がってくる。今回のタイに始まる東アジアの通貨  
危機には、メキシコの時に見られたようなアメ  
リカの積極的な行動はまったく見られない。そ  
れよりも、これを機に、成長著しい東アジア諸  
国の様々な規制を撤廃させようという方針が見  
え隠れしていたように思える。つまり、アメ  
リカの基本方針は東アジアの通貨危機を早急に終  
了させるよりも、様々な経済自由化を実行させ  
てアメリカと対等に貿易させることを目的とし  
ていたのではないか。それは、通貨価値の回復  
を早急に図ろうとしている東アジア諸国に対し  
て、改革努力が足りない、改革が不十分である、  
透明性が確保されていない、などの発言の中  
に見出される。アメリカ政府によるこれらの発言  
は機関投資家による東アジア経済への信頼を、

その度に下げることになり、通貨の下落がスト  
ップすることを妨げる結果となった。資本の国  
際的な流れを自由に行っている限り、アメリカは  
機関投資家を意のままに動かすことによって、  
アメリカに有利な状況を創り上げることができ  
るわけである。このように考えれば、国際資本  
移動の自由をアメリカは主張することが国益と  
なるが、他の国にとっては必ずしも望ましいと  
はいえないことになる。

アメリカは中南米諸国の経済危機に対しては  
責任を持つから、東アジア諸国については日本  
が責任を持つべきだということを主張するので  
あれば、日本が提唱するIMFのアジア版の創設  
を支持すべきであり、マハティール首相が提案  
していたEAEC（東アジア経済共同体）の構想  
を認めるべきであろう。東アジアを団結させず  
に、個別にアメリカとの関係を継続させること  
がアメリカの方針であるとしか考えられない。

移行経済戦略としてのコストとベネフィット  
を考えれば、成長重視の政策を早期に回復する  
ことが重要なのではないだろうか。IMFやアメ  
リカが指摘している経済的歪みを是正する改革  
は成長の回復が軌道に乗ってから実行する方が  
ベターであろう。均衡財政も税収が極端に落ち  
込んでいる時期よりも増収が期待できる成長期  
のほうが、極端な引締め政策によるデフレの昂  
進と大量の失業を避けることができる。短期の  
超均衡財政を要求するIMFのコンディショナリ  
ティには、債権者を代弁する側面が強すぎて、  
債務国の経済回復を第一義に考える国際公共財  
の提供という期待されている役割がなおざりに  
されているのではないだろうか。

今回の東アジアの通貨危機は日本にも大きな  
教訓をもたらした。それは、最近の新聞紙上を  
賑わせている経済学に対する不信の増幅とは  
正反対のものである。通貨危機に対して日本政  
府は、あるいは、もっと具体的には、日本の官  
庁は何の提言も東アジア諸国に示すことはでき  
なかった。アメリカは実質的な資金援助の面で  
は日本よりもはるかに少ないにもかかわらず、

危機対策の提言を始め通貨危機に対する国際世論の形成まで指導力を発揮した。湾岸戦争の時を彷彿させる。日本はとてつもない金額の提供をしたにもかかわらず、ほとんどその貢献は評価されなかった。しかし、戦争ではアメリカは実戦部隊を展開させ死傷者まで出したが、日本はそういうことは一切なかったから、その代償と考えればまだ納得できた。今回の通貨危機では、実戦部隊に当たるものが経済学である。アメリカは通貨危機に対して経済学を駆使して対策を提言できたのに、日本はどうしてそれができなかったのであろうか。

理論と現実という言葉の対比がある。日本でエコノミストが不評を受けているのはなぜだろうか。経済学には数式がふんだんに登場してきて、数学に苦手意識を持つものには取っ掛かりにくい。また、複雑な人間の経済行動を分析しようとするため、経済学の領域はどんどん大きくなり基礎をマスターするだけでも大変な努力が要る。しかし、官庁やシンクタンクは絶えず日本経済の診断に関する報告書を出し続けている。前例のある景気後退や株価下落に対しては、膨大な経済学を学ばなくても過去の経験に頼ることが可能であるし、予測もその方が的中率が高いということも起こりうる。「象牙の塔」では「経済理論」が研究され、官庁やシンクタンクでは「現実の経済」が議論される。昔の二分法が今も政界だけでなく官庁やシンクタンクにも残っている。東アジアの通貨危機に対して日本政府が何の提言もできなかったのは、前例に依存しない経済理論分析に信頼を置いていなかったからだろう。理論を重要視せずに経済現象を説明しようとすることは、無意識のうちに簡単な理論を使用していることを意味するから、その簡単な理論の適用の是非が問われなければならない。しかし、解説の大半が跡付けによる経済変数の変化の描写と直接にその経済変数に影響を及ぼすと思われる原因の解明に充てられるので、解説者がぼんやりと頭の中に描いているモデルに議論が集中されることはない。

実学である経済理論は現実の現象のエッセンスを説明することができなければならない。それは、実証分析で有効性が確かめられれば、一般的でなくても、また、優雅でなくても問題はない。大学の研究者は経済現象のエッセンスを説明できる理論の構築を、官庁やシンクタンクは現象のエッセンスの因果関係を解明できる経済学的重要性を、そして、政界は、国内でも国際関係の中でも経済問題がますます重要になってくることを、それぞれ再認識して、経済学教育について今一度真剣に考えてみるのが大切だろう。アメリカは世界の多くの学生を受け入れ経済学のトレーニングを施してそれぞれの国に送り返している。世界の経済学をリードするアメリカの学者による通貨危機の診断に対して、異議を申し立てるだけの力量を備えた学者は世界では少ないのではないだろうか。むしろ、アメリカの経済学のよき理解者になるのが留学生であろう。アメリカが自由世界のトップを行く国にとって都合のいい経済学を世界にばら撒いているとしたら、日本も自国にとって最善な政策を独自に探せるだけの経済学教育の重視を必要とするのではないだろうか。あるいは、開発途上国との相互依存を重要視するなら、開発途上国にとって最善な政策を模索する経済学教育についても考えてみる余地があるのではなかろうか。

#### 参考文献

- 1) Chang, Roberto and Andres Velasco, 1998, "Financial Crises in Emerging Markets: A Canonical Model," *NBER Working Paper* 6606.
- 2) Davidson, Paul, 1997, "Are Grains of Sand in the Wheels of International Finance Sufficient to Do the Job When Boulders Are Often Required?," *Economic Journal*, Vol. 107, 671-686.
- 3) Dornbusch, Rudiger, and Alejandro Werner, 1994, "Mexico: Stabilization, Reform, and No Growth," *Brookings Papers on Economic Activity* 1, 253-315.

- 4) Dornbusch, Rudiger, Ilan Goldfajn, and Rodrigo O. Valdes, 1995, "Currency Crises and Collapses," *Brookings Papers on Economic Activity* 2, 219-293.
- 5) Eichengreen, Barry, James Tobin, and Charles Wyplosz, 1995, "Two Cases for Sand in the Wheels of International Finance," *Economic Journal*, Vol. 105, 162-172.
- 6) Garber, Peter and Mark P. Taylor, 1995, "Sand in the Wheels of Foreign Exchange Markets: A Sceptical Note," *Economic Journal*, Vol. 105, 173-180.
- 7) Hellmann, Thomas, Kevin Murdock, and Joseph Stiglitz, 1996, "Financial Restraint: Toward a New Paradigm," in M. Aoki, H. Kim, and M. Okuno-Fujiwara, eds., *The Role of Government in East Asian Economic Development—Comparative Institutional Analysis* (New York: Oxford Univ. Press). (白鳥正喜 監訳 『東アジアの経済発展と政府の役割—比較制度分析アプローチ』, 日本経済新聞社, 1998)。
- 8) 本川 浩, 1998, 「中国: 逃れられないアジア通貨危機の影響」 滝井光夫・福島光丘編著『アジア通貨危機—東アジアの動向と展望』第9章, 155-166.
- 9) Kenen, Peter B., 1995, "Capital Control, the EMS and EMU," *Economic Journal*, Vol. 105, 181-192.
- 10) Krugman, Paul, 1979, "A Model of Balance-of-Payments Crises," *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 11, 311-325.
- 11) Sachs, Jeffrey, Aaron Tornell, and Andres Velasco, 1996a, "The Mexican Peso Crisis: Sudden Death or Death Foretold?," *Journal of International Economics*, Vol. 41, 265-283.
- 12) —, 1996b, "Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995," *Brookings Papers on Economic Activity* 1, 147-215.