

薄氷を踏むアメリカ経済

篠原 総一（同志社大学経済学部教授）

アジアに端を発した金融危機がロシアから中南米に飛び火するに至り、この秋、アメリカでも景気先行きを懸念する声が急速に高まっている。

日本を初めアジア各国が極端な需要不足に陥っているいま、アメリカ経済の動向は単にアメリカだけの問題ではない。そのような観点から、以下では、アメリカ経済のマクロパフォーマンスの特徴を整理し、その上で、現時点で何をなすべきかという政策課題について考えてみたい。

アメリカ経済の強さは本物か

クリントン政権下の米国経済はすこぶる好調である。就任当初の3,000億ドルという連邦財政赤字も98年までにほぼ解消し、その間、景気後退にも見舞われていない、しかも物価は安定し、失業率は下がり続けてきたのである。

このようなマクロパフォーマンスをもたらした原因に関して、2つの対立する考え方が存在する。長期的にアメリカ経済の構造が変わり、高生産性が定着したからだとする「ニューエコノミー論」と、この間の好況は消費と投資つまり需要がリードしたものだと考えるオーソドックスな立場である。以下では、まずニューエコノミー論を取り上げ、データ分析を通してその主張は受け入れられないことを示し、その上で米国の好況は需要がリードしたものであったこと、だからこそ株価暴落などの金融不安が米国経済の需要を減少させ、それが不況につながる

可能性が高いことを指摘したい。

ニューエコノミー論の考え方

ニューエコノミー論はアメリカ経済の強さを次のように説明する。

米国型経済モデルは、情報通信技術や経済グローバル化のメリットを有機的に社会に取り入れる柔軟性をもっている。そのため、他国に先駆けて高い生産性を実現することができた。しかも、90年代に入り、生産性の上昇が企業利益と投資収益率を高め、それがさらに新たな設備投資と技術開発投資を誘発し、その新しい設備と技術が再び生産性を上昇させるという好循環が構造的に定着した。

そして、このような構造変化が起こったために、アメリカでは潜在成長率が上昇し、インフレや景気循環の存在しない「ニューエコノミー（新しい経済）」時代が到来した。生産性が高い率で伸び続けるために、需要が増えても経済は過熱しない、だからインフレなき成長が続くのだというわけである。

とくに、情報革命をアメリカがいち早く高生産性に結びつけることができたのは、第1に、規制緩和によって経済活動の自由度が高まっていたこと、第2に、金融の効率がよく、高リスク企業を市場から排除し、同時に質の高いベンチャー型企業は支援していくという仕組みを作り上げていたこと、第3に労働市場の柔軟性が高く、伝統的産業からハイテク産業へ労働が円滑に移動したこと、第4にマクロ経済が安定し

表 成長率と労働生産性上昇率 (%)

期間	実質 GDP 成長率	生産性上昇率				
		全体	製造業	非製造業		
				耐久財	非耐久財	
60-74年	3.9	2.7	3.1	3.5	2.9	2.5
74-80年	2.9	1.3	2.0	1.6	2.2	1.0
80-90年	2.9	1.1	2.9	3.5	2.0	0.7
90-96年	2.0	0.9	3.0	4.0	1.9	0.4
90-97年	2.3	1.2				

ていたために投資リスクが低かったなど、他国に比べて圧倒的にアメリカ経済の基礎条件が優れていたからだという説明を加える。

また、アメリカでは最近、①労働者の就業形態の中で、長期契約就業の比率が落ち、かわってテンポラリーワーカーと呼ばれる短期契約型雇用やパートタイマーが増えたため、企業から見れば労働雇用の柔軟性が高まったこと、②組合組織率が低下し、労働者の賃上げ要求圧力が弱まったため、賃金コストの上昇が抑えられたことも、企業の生産性を高めた原因であるという。

生産性は本当に上昇したか？

このように整理すると、ニューエコノミー論は、実は徹底した「サプライサイド経済論」であることが理解できよう。生産性の上昇が経済成長を促進し、インフレを抑えると主張するからである。

アメリカのマクロデータをみれば、たしかにニューエコノミー論がいうように、長きにわたって景気後退期を経験していないことも、そしてインフレなき成長が続いていることも事実である。とくに失業率に関しては、82年の9.7%か89年の5.7%まで下がり続けた。そ

の後、90～91年の後退期の後、一時的に7.4%まで上昇するが、再び94年からは下がり始め、97年4月には5%を割り、現在に至るまで低水準を維持している。

しかも、失業率の低下にもかかわらずインフレ率が一向に上昇しないことも最近の特徴である。過去の例では、失業率がある水準を下回ると労働市場が逼迫し、賃金率とインフレ率が上昇しはじめるのが普通であった。このように、ある水準を切るとインフレ率が上昇しはじめる失業率をNAIRU（それ以上ならインフレを加速させない失業率）と呼ぶが、従来、連邦準備銀行はそのNAIRUを経験則から6.2%であるとしてきた。ところが94年以降、失業率はその6.2%を割り、さらに低下しているにもかかわらずインフレ率は低位安定しているのである。

しかしながら、長期生産性データを子細に眺めれば、このような「良好なマクロパフォーマンスの原因がサプライサイドの構造変化である」というニューエコノミー論を無条件に受け入れるわけにはいかない。

表が示すように、実質GDP成長率は、アメリカでは第1次石油危機を境にして、年平均3.9%から70～80年代には2.9%に落ち、

それがさらに90年代には2%前後まで低下している。したがって、失業率やインフレ率といった指標で見れば、アメリカ経済のマクロパフォーマンスは改善しているが、経済成長率に関してはニューエコノミー論の主張に反して、平均的には低下していることが分かる。

また労働生産性（時間当たり労働生産性指数）をみても、90～97年の平均上昇率は1.2%で80年代の平均1.1%とほぼ同じ率に過ぎず、したがってアメリカ経済に高い生産性上昇率が定着したという証拠も見あたらない。

ただし表から分かるように、製造業とくに耐久財に限れば、90～96年の年平均生産性上昇率4.0%は、過去の平均よりも高い率になっている。

以上のデータ観測から次のような結論を導くことができる。①アメリカ経済では、70年代以降、現在まで実質GDPも労働生産性も停滞が続いている。②ただし製造業、とくに耐久財に限れば80年代には60年代の上昇率3.5%に戻り、90年代にはさらに高い4.0%になっている。このように見れば、ニューエコノミー論とは、経済全体に関する普遍的な仮説ではなく、たかだか製造業における現象を説明したものすぎないといえよう。

製造業だけが突出する米国経済

しかも、経済全体の停滞が続く中で製造業の生産性だけが高いという傾向は、80年代からの継続であり、とくに情報技術革新が急速に進んだ90年代だけの特徴ではない。

一般に、レーガン＝ブッシュ時代の80年代にも、第1次石油危機以降の生産性上昇率の低下傾向に歯止めがかからなかったと言われていたが、実は表から明らかなように、製造業はその例外であった。しかも、そのような産業間格差が生まれたのは、①その他の産業で投資が減少したのに対して、製造業だけが投資を増やし

たこと、②製造業でリストラが進み、雇用を減少させたのに対して、サービスなどの生産性上昇率の低い部門が雇用を吸収していったためである。

このような傾向は90年代に入っても変化していない。たとえば雇用面では、製造業でリストラがさらに進み、就業者数を減少させる中で、製造業以外の就業者数の増加が著しい。90～98年（3月）までの間、農業を除く就業者総数は14.4%増えているが、その内訳をみれば、たとえばサービス業従事者が18.5%増えたのに対して製造業では逆に16.5%減少している。その上に、生産効率の低い部門を外部に委託するという企業レベルでのアウトソーシングが生産性の産業間格差を広げている。生産性の低い業務が製造業から切り離され、それがサービス産業やその他の産業に区分し直されるからである。

その結果、①製造業に限って生産性が上昇するという現象は、生産性の高い製造業における雇用機会を減らし、代わりにその他の産業において生産性の低い低所得雇用機会を創り出すという意味で国民の所得格差拡大要因の1つになっている。しかし②低所得雇用機会の伸びが極めて大きいため、製造業における雇用機会が減少しても、経済全体で見れば失業率は低下している。しかも、③雇用機会が製造業からその他の低生産性産業に移るにつれて、労働者も就業先を変えざるをえないが、そのプロセスで、就業形態が長期雇用から短期契約型に変化したり、労働者が雇用確保を優先する余り、賃上げ要求を抑えるようになったことが「インフレなき成長」を支えているといえよう。

需要がリードする米国の好景気

このようにみれば、アメリカ経済の好パフォーマンスは、実はニューエコノミー論が主張するような生産性向上による長期構造的なも

のだけでは説明できないことが分かる。

ここでは詳細は省くが、実は経済全体の成長率は、時間当たり平均労働生産性上昇率と経済全体の総労働時間増加率の和になる。したがって、先の表に戻れば、90～97年の平均成長率2.3%のうち、労働生産性の上昇による成長はわずか1.2%であり、残りの1.1%は労働時間の増加によるものであることが分かる。

つまり、90年代のアメリカでは、年当たり平均で、生産効率を上回る需要の増加が1.1%存在し、その分を総労働時間数の増加（就業者数増加と平均労働時間の延長）で補ってきたことになる。したがって、米国の成長のほぼ半分は、生産性上昇によるものではなく、結局は依然と同じように、需要の増大が支えた成長だと言わざるをえないのである。

そして、この間の旺盛な需要を支えてきたのが、主として、わが国のバブル期をもしのぐあの株式ブームであったことはいうまでもない。アメリカでは、第1に消費の資産効果が大きいこと、第2に消費拡大が新たな投資需要を誘発すること、第3に株価高騰が企業の資金コストを引き下げ、それが企業の設備投資需要を刺激するなどの効果が強く、それゆえに他国に比べて、株式価格と景気が密接な関係にあるからである。

アメリカの株式ブームはいつまで続くか

ところが、わが国のバブル期の経験を持ち出すまでもなく、株式ブームに依存した景気過熱の先行きは危うい。とくに、金融危機がロシアから中南米に波及し、秋以降、米国でも株価の乱高下が始まったことは、米国経済にとって極めて危険な兆候である。

アジア金融危機以降、世界各地で金融リスクが高まる中で、グローバルマネーはこれまで一貫して、米国市場だけは高収益かつ低リスクであるとみなし、米国市場に資金を流入させてき

た。たとえば97年7～12月の間の米国市場への流入額は、日本から334億ドル、ヨーロッパから1,654億ドルという規模であった。そして、このような海外資金がアメリカの株式ブームと活発な消費を支え、さらには企業の投資資金をファイナンスしてきたのである。

ところが、98年1～3月には国際資本の流れは急激に変化し、ヨーロッパからの流入資金がわずか211億ドルに減少し、また日本へは逆に160億ドルの資金が流出している（吉川雅幸氏の試算）。さらにロシア危機以降は、現時点では信頼できるデータは入手できないが、米国市場のリスクの高まりを警戒し始めたグローバルマネーが、ネットでみても資本を米国から海外へ流出させ始めたことは間違いない。

その意味で、連銀が9月以降、2度にわたって株価維持を目的とした金利引き下げを執行したことは適切であったと言える。しかしながら、連銀の金利引き下げはあくまで応急措置に過ぎず、そのことによって逃げ足の速いグローバルマネーの海外流出が完全に止まったわけではない。

このように考えると、米国発世界大恐慌の危険は回避されたわけではなく、むしろ、投機色の強いグローバルマネーの動きをいかに安定させるか、という困難ではあるが各国が協調して取り組むべき課題の重要性は、これまで以上に高まっている。わが国の金融条件整備に関しても、このような国際課題の一環を占めるものであるという理解が肝要である。国内金融の改革が、それ自体として一刻の猶予も許されない以上に、ここで説明したような国際的緊急性を考えるならば、金融問題を対象として与野党が政争を繰り返す余裕はわれわれには与えられていないのである。（しのはら そういち）

アジア経済の現状と展望

蛭名 保彦 (新潟経営大学経営情報学部教授)

予め二つのことをお断りしておきたい。一つは、金融・通貨危機問題との関連性をどう考えるのかということ、いま一つは、アジアの範囲をどうするのかということ、である。与えられたテーマを考える上で、今回のアジア金融・通貨危機問題を避けて通ることはできない。この問題に対する評価や判断を確定しない限り、アジア経済の現状と展望を語るができないからだ。だが筆者に与えられたテーマの主眼は、それを論じるのではなく、むしろアジア経済の展望を明らかにすることにあるようだ。そこで本稿は、この問題を一つの分岐点と位置づけて「アジア経済の現状と展望」を語ることにしよう。次に「アジア」という用語についてであるが、ここでは「アジア」とは東アジアつまり東北アジア、東南アジアそれに中国からなる地域を指している、ということにしておこう。本稿で論じる問題の対象は専らこれらの地域に係わるものだからである。

成長屈折の予兆

まず、金融・通貨危機に至る前にアジアはそもそも経済成長の変調に直面していたということ指摘しておかなければならない。すなわち、1997年に発生した危機以前の段階で、アジア経済は既に成長屈折の予兆を示していたということが重要である。

輸出の鈍化・減少

最初に、どのような意味で成長路線に変調が生じていたのかとうことを明らかにしておこう。

アジア諸国の最近の経済成長の推移をみれば明らかかなように、経済成長は危機の年すなわち1997年に大幅に減速している。しかしながらこの成長屈折は必ずしも危機のせいばかりとは言えないということに留意しなければならない。問題は既に96年経済にあったのである。

そこでわれわれは、97年の危機とともに96年経済を吟味しておかなければならない。では96年に何が起こったのか。それは経済成長の推移からは伺い知ることができない。96年には各国ともそれなりの成長を達成しているからだ。従って成長構造すなわちその内部に変化が起こったということだ。それは、輸出において重大な変化が生じたということである。要するにアジア諸国の輸出拡大テンポが急速に低下し、場合によれば減少に転じるというような事態に落ち込んだのだ。やや詳しくこの点を見ておこう。

危機と成長屈折との関係を明らかにするために、97年には危機に何らかの形で関わった諸国の96年における輸出動向を取り上げてみると、次の通りである。まず最大の輸出規模と最高度の増加率を誇る中国の輸出拡大率は95年の22.9%から（また90年から96年にかけての年平均増加率16.0%から）96年にはわずか1.5%（もっとも97年には20.9%に回復してはいるが）へと大きく落ち込んでいる。韓国においても同時期に30.3%（同11.0%）から3.7%（同5.8%）へと急落している。香港も同じく14.8%（同9.2%）から4.0%（同4.0%）にまで低下している。インドネシアも

同じく13.4%（同12.2%）から9.7%（同7.4%）に低下している。最後にタイの場合にはマイナスに転落している。すなわち、同じく25.1%（同15.7%）からマイナス1.3%（尤も97年にはプラス3.4%に回復してはいるが）へと転落しているのである。

鈍化・減少の要因

ではどうして96年にこのような大幅な輸出停滞が生じたのか。その主要な理由の一つに日本の輸入鈍化が挙げられよう（日本の輸入〔ドル建て〕は、95年には22.3%という高い増加率を達成しているが、96年にはそれは3.9%にまで急落し、97年には遂に減少に転じマイナス3.1%を記録するに至っている）。その原因は日本国内の不況にあったが、それだけではなく円安がそれに追い打ちをかけている。アジア諸国の輸出はその依存率を低下させているとはいえ、今なお日本へ大きく依存している。95年でも、主要アジア諸国の対日輸出依存率は18.1%に達している。しかもこうした高い対日輸出依存度は、単に一時的なものではなく、日本とアジア諸国との分業関係深化すなわち相互依存性を伴っており、その意味で高度かつ構造的な性格を帯びている、という点が重要である。

すなわち、日本の地域別輸入動向をみると、90年以降一貫してアジアのシェアが上昇しており、97年には総輸入の凡そ3分の1と圧倒的なシェアを占めるに至っている（そのシェアは90年には26.6%であったが97年には34.7%へと大幅に上昇している）。因みに97年におけるアメリカのシェアは22.3%、EUのシェアは13.3%に止まっている。そしてシェア上昇は資本財輸入および機械類部品輸入が飛躍的に拡大したことに因っている。資本財・機械類部品輸入の地域別シェアをみると、80年代後半においては、50%以上をアメリカから輸入していたが、その後、同国のシェアが低下しアジアの

シェアが急増した結果、97年には、アメリカ、アジアからそれぞれ4割程度とほぼ同水準となっている。その場合とりわけ注目されるのは、機械類部品に関しては同水準とはいえアジアからの輸入がアメリカからのそれを上回る水準にまで達していることである（90年から97年にかけてのアジアの財別輸入シェアの推移は、資本財が18.9%から39.7%へ、機械類部品が26.7%から43.5%へとそれぞれ急増している）。

しかもこうした資本財・機械類部品を中心とする日本の対アジア輸入の増加は、日本の直接投資を軸とする対アジア国際分業関係の深化を反映している。すなわち、日本のアジアへの直接投資を通じた現地生産の拡大を通じてのアジアと日本との分業の進展である。そのことは、日本の対アジア製造業直接投資の累計額と同地域からの製品・機械類部品の輸入との関係をみた場合、ともに80年代後半以降一貫して増加しているということからも裏付けられよう。

とりわけコンピュータなど一般機械を基軸とする分業関係の緊密ぶりが注目される。日本のアジアからの資本財輸入は数量ベースでも、やはり一貫して伸びているが、中でもコンピュータを含む一般機械の趨勢的な上昇が目立っている。機械類部品も同様に増加しており、そのうち特にコンピュータ等部品の増加が顕著である。他方日本のアジア向け直接投資累計額の推移をみると、電機機械部品が圧倒的に増加しており、両者の間には深い相関関係が横たわっているということを窺わせている。

このように、アジア諸国の対日輸出依存度は機械類を基軸とする日本とアジア諸国との間の強くかつ高度な相互依存関係（因みに日本の対アジア諸国向け輸出もその重要度を次第に高めている）によって支えられているのであるが、こうした高くかつ強い依存関係にあるにも係わらず、日本の不況深刻化および円安によって対日

輸出が急激かつ大幅に減少したということがアジア諸国の上記の輸出鈍化・減少に繋がったということを確認しておく必要がある。

かくして、アジア諸国の輸出鈍化・減少は後述するように今日もなお輸出主導型成長路線を採り続けるこれら諸国の経済成長を潜在的に屈折させるという役割を果たしたのであり、その意味で、たとえ表面的には成長を維持していたとはいえ、アジア諸国の経済成長は96年には翌年表面化する成長屈折に向けての予兆を既に内包していた、ということを指摘しておかなければならないのである。

金融・通貨危機と成長屈折

こうした成長路線における変調にいち早く気付いたのが、国際的な短期資金運用に従事するファンド・マネージャーや投機筋である。

こうした成長屈折の予兆が既に96年には顕在化しつつあったにもかかわらず、多くのアジア諸国は不幸にも外資とくに短期外資を大量に取り入れ成長路線をただひたすら走り続けていたのである。しかしながらファンド・マネージャーや投機筋は決してそうした変調を見逃さなかった。彼らは、アジア諸国の変調を察知ししかもその将来の成長性に疑念を抱くに至るやいなや、たちどころに彼らの巨額な投資・投機資金を引き上げたのである。アジア開発銀行によれば、韓国、タイ、インドネシアを含む5カ国だけで97年における資金の純流出額は120億ドルに達したとされる。96年には930億ドルの純流入額を数えた訳だから、それが如何に巨額なキャピタルフライトであったかは想像に難くはないであろう。

かくして、アジア諸国は自国通貨の大幅かつ急激な切り下げと深刻な不況に見舞われ、今日に至るもなおそうした状況から脱却することに必ずしも成功してはいない。それが今回の金

融・通貨危機と呼ばれるものである。そしてこうした危機を通じてアジア諸国の経済成長は現実大きく屈折し始めているのである。

最も大きな被害を蒙ったタイ、韓国、インドネシアを取り上げてみると、タイは最も早くマイナス成長に陥り、経済成長率（実質、以下同じ）は97年には早くもマイナス0.4%に落ち込み、98年はさらに落ち込みマイナス3%前後に達するものと想定される。また韓国も、98年1-3月期にはマイナス3.8%に落ち込み、98年を通じてもマイナス1%前後に止まるものとみられる。さらにインドネシアは98年1-3月期にマイナス6.2%という大幅な減速を記録しており、98年全体としてもやはりマイナス3%前後を彷徨うものと推定される。この他の諸国も大なり小なり成長率低下に悩まされている。

このように、多くのアジア諸国が危機を機に成長率の大幅な低下やマイナス成長に苦しんでいるのであるが、それを単なる危機による一時的かつ突発的な「成長減速」に過ぎないとみるのは適切ではないであろう。というのは、前述したように、これら諸国は危機の前年に既に成長路線の変調を経験していたのであって、そうした理由からもそのことは明らかであろう。従ってそれはあくまでも輸出主導型成長の挫折による「成長屈折」とみるべきであり、危機はそれを増幅したに過ぎないと解釈できよう。

アジアの経済成長は終わったのか？

ではアジア諸国は既に成長性を喪失したとみるべきなのだろうか。この点を考察する上で、われわれはアジア諸国の経済成長のパターンについて論じておかなければならない。

成長のパターンとは成長主導部門が何かという問題に係わる。すなわち、それが輸出部門である場合と消費部門である場合、さらにはその複合による場合の三つのパターンに分けられる。最初の場合が輸出主導型成長、二番目が消

費主導型成長そして最後が複線型成長である。この場合、成長メカニズムの観点から捉えると、輸出主導型成長においては投資・輸出の好循環メカニズム、消費主導型成長では投資・消費の好循環メカニズム、最後に複線型成長においてはその双方のメカニズムがそれぞれ作動しているということになる。

従ってどのようなメカニズムが働いているのかということが重要なのであって、それが成長パターンを決めるという訳だ。この点をアジア諸国の現実に当てはめてみると次の通りである。まずアジア諸国の場合には、輸出が大幅に伸びただけではなく経済成長をリードしたという点が重要である。例えば韓国の場合、輸出は80年から90年にかけて年平均で12.8%と大幅に伸びているが、それだけではなく輸出依存度（輸出額/名目GDP）が80年代には3割前後と極めて高かったが故に、輸出増が経済成長を主導したのである。そしてこうした輸出増は同国の高投資（韓国の投資率〔国内総投資対GDP比率〕91年には39.1%に達している）およびそれによって支えられた競争力強化によって可能となったが故に、同国においては投資・輸出の好循環メカニズムが働いたという訳である。従って同国における成長主導部門は輸出であり、その意味で同国の経済成長パターンは輸出主導型であるが、それは投資・輸出高循環メカニズムが働くことによってはじめて可能になった、という点が重要なのである。同様のことは、台湾、香港、シンガポールなど他のアジアNIEsについても言えるし、タイ、マレーシア、ベトナムなどのASEAN諸国さらには中国についても当てはまる。そして、こうした輸出主導型成長を市場として支えたのが、前述したアジア諸国との分業関係深化を背景とする日本の対アジア諸国輸入の拡大であった。

ところで消費もまた経済成長に大きな影響を及ぼし始めている。例えばやはり韓国では輸出

依存度が85年には32.6%であったが90年には26.6%にまで低下しており、台湾の場合も同じく49.4%から42.7%にまで低下しているが、それにもかかわらず両国の一人当たりGDP水準が先進国並の水準に達することによって国内市場が形成され、それが経済成長を支えた結果、両国の経済成長率は低下してはいないのである。このようにアジアNIEsにおいては、国内消費市場が輸出と並んで経済成長を支えるに至っているが、この国内市場の形成もまた高投資を背景とする所得増によってもたらされたという点で、投資・消費の好循環メカニズムが既に作動し始めているのである。その意味で、アジア諸国は一方で輸出主導型成長を続けながらも、他方でそこに新たに投資・消費好循環メカニズムを作動させることによって次第に複線型成長へとその経済成長パターンを変容させつつあったと考えるべきであろう。

従って前述した96年における成長路線の変調をもたらした日本の対アジア諸国輸入低下を主因とするアジア諸国の輸出減少・低下も、こうした文脈すなわち経済成長パターンの変化という文脈において捉えるならば、ある意味では成長パターン変容の一環でありかつそれを一層促進する過程でもあった、と捉えることもできよう。無論こうしたパターンの変容に伴い経済成長が鈍化するものとみられ、その意味で成長減速は避けがたいと考えられる。とくに金融・通貨危機による影響さらには日本の不況長期化による影響によって当面はデフレ圧力に悩まされる結果、停滞からの脱却は容易なことではないと考えられる。それでもなお中長期的にみれば中位成長の可能性は十分持っているものと想定される。従って危機によって成長屈折が増幅されているとはいえ、そのことを以てアジア諸国が最早成長性を喪失したと速断する必要はないであろう。（えびな やすひこ）

90年代世界通貨危機をどう捉えるか

田中 素香（東北大学経済学部教授）

90年代通貨危機の特徴

90年代の通貨・金融危機は、80年代までと異なって、①突発性、②投機の巨大性、③連鎖性（「伝染 contagion」）、④持続性という特徴を持っている。その背景は80年代は途上国への投資は銀行の貸付けが主流であったが、90年代は証券投資が多くなったことがあります。機関投資家といわれる生保、投信、あるいはヘッジファンドというような投機専門のファンドが、金利の高い途上国で巨額のカネを回している。証券投資は、銀行みたいにくっついていません。銀行に比べると非常に臆病で、逃げ足も早いのが特質です。

途上国側は先進諸国の銀行からも短期でカネを借ります。ところが短期で借りると危険も大きい。銀行も証券投資が逃げ出すとやはり資金を急いで引き揚げようとする。そうなると外国に支払う外貨が無くなり流動性危機が起きる。支払い能力がなくなると途上国の銀行も危機に陥る。政策当局も機敏に対応しないとイケないのですが、その力も限られているので、投機に振り回されているというのが現下の状況です。このように通貨・金融危機が突発的に起きる。経済のファンダメンタルズは良いように見えたのが、一瞬のうちに危機に陥る。また、伝染する傾向が強い。昨年のタイの通貨危機も突然起きて、瞬く間にASEANに波及し、韓国に伝染した。さらに投機の規模が大きいので、何百億ドルという外貨準備を持っていても短期間で枯渇してしまう。

伝染の構図

90年代型の通貨危機の事例を拾い上げますと、私の知っている範囲では、一番最初に起きたのは、92～

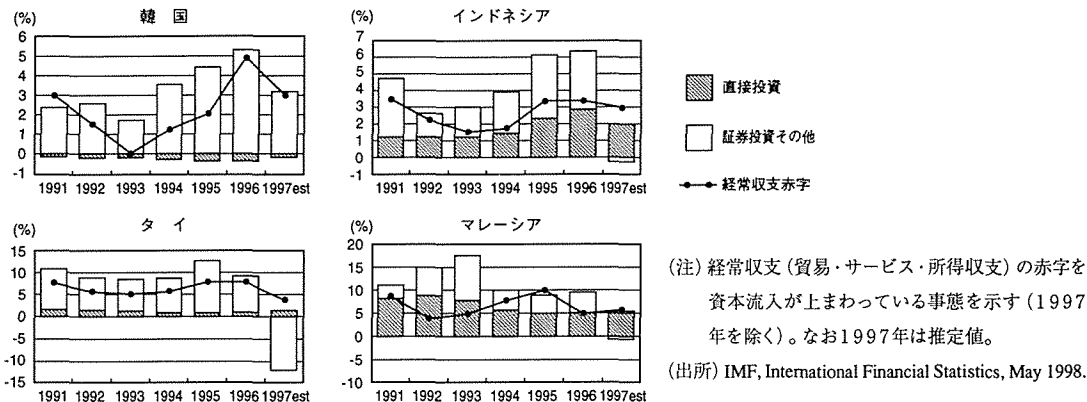
93年のEUの通貨危機です。これは先進国で起きた危機ですが、パターンが途上国とよく似ています。機関投資家が大規模に投資して、突然ある事件を契機にして投資が外に逃げ出していった。1日の中央銀行の介入額が200億ドルにもなるものすごい投機に直面した。二つ目は94年から95年にかけて、メキシコのペソがドルに対して暴落して、いわゆるメキシコ・ペソ危機が起きた。三つ目は去年のタイを震源地とする東アジア危機です。同じころ、東欧ではチェコの通貨が下落して、大幅に通貨切り下げを行った。今年9月初めにはロシアの通貨危機が起きまして、一時アメリカの株価が落ちたり、ヨーロッパに波及した。ロシア危機は新政府ができて一段落していますが、経済・金融の状態は極めて悪く予断は許さない状況です。

このように、通貨危機はほとんど毎年のように起きています。途上国や、ロシアとかチェコなどの体制移転途上国が多いのですが、EUも含まれているので先進国も例外とは言えないと思います。

こうした90年代の通貨・金融危機をどのように理解すべきか。東アジアの例を中心にみていきたい。東アジアはASEAN諸国まで含めて経常取引の自由化は大体済み、現在、資本取引の自由化を進めている段階にあります。

自由化はうまくいくと非常にいい方に作用する。タイとか韓国の場合ですが、資本移動を自由化してドルにベッグしていました。ドルと自分の国の通貨を釘づけにして、資本移動を自由化した場合自国経済に良い循環を生みだします。途上国はみんな生活水準は高くなりたし投資意欲は強い。しかし、国内貯蓄がそれに及ばない。しかし、外に対して開いていますと、海外か

図 東アジア各国の経常収支と外国よりの投融資（GDP比、％）



ら資本が入ってくればいいわけで、国内の貯蓄不足を海外からの資本流入で埋めるわけです。そうすると成長率が非常に高くなります。高い成長率・収益率があって、外資が流入してきます（外資が流入してくるから高い成長が可能になるというふうにも言えるわけだが）。経常収支は赤字になるが、しかしそれを埋めて余りある外資が入ってくるので、その結果10%を超えるような成長がずっと続くわけです。外資が入ってくるおかげで経常収支の大幅赤字がファイナンスされ、対ドル為替レートが安定する。

信頼が続いているときには確かにこのような良い循環が続く。しかし信頼が壊れたときはどうなるか。96年からタイの輸出が伸びなくなった。タイだけではなくてアジア各国の輸出が伸びなくなっていたのですが、景気が悪くなってきたのじゃないかという形でタイ経済に対する信頼が落ちてくる。あるいは95年から97年までタイ・パーツは円に対して50%ぐらい切り上がり、パーツは高すぎるという批判がでた。これで競争は大丈夫かという思惑がでてくる。このような中で経常収支の赤字は8%にもなってしまう。投機筋はそれを見ながらパーツを売りに出、資本が流出した。パーツが切り下がってきて、金利が上昇してきます。金利が上昇するのは外資を入れないといけませんので、もともと貯蓄不足の経済ですから、外資が入ってこないとい金利が上がります。それが経済にダメージを与える。さらにパーツが切り下がってきますと、外貨建ての借金をしている金融機関は損をするわけです。不良債権が出てきて、ますます銀行制

度とか企業に対する不信感が出てくる。それでまた信頼が低下するというように、悪いほうにグルグル回り出すわけです。これが危機のときの大体の構図です。

IMFの誤った政策

パーツに対する信頼が失われると、パーツを売って早くドルを手に入れようという動きが銀行にも出ますし、企業にも出ます。97年5月に大規模なパーツ売りが始まり、中央銀行は一生懸命買い支えた結果、結局200億ドルを超える外貨準備がなくなり、7月になるともう支えきれない。文字どおり流動性危機に陥った。それではないから変動制にしたが、為替が暴落した。すぐマレーシア、インドネシア、フィリピン次いで9月には韓国に波及しました。

マレーシアは別でして、マハティールが欧米資本主義は大嫌いですからIMFに頼みませんでした。タイと韓国とインドネシアは、外貨がなくなったのでIMFに貸してくれと泣きついた。IMFは貸す条件として引き締め政策などいろいろ条件(コンディショナリティ)をつける。不況に落ち込みかかっているのに引き締め政策を指示したので、国内外に反対意見が非常に強かったのです。日本の政府も反対しています。強力な引き締めを要求したので株が暴落して企業は倒産して、韓国の場合、労働争議が多発しています。IMFというのは、露骨な言い方になりますが、アメリカの利益を体しているいろいろやっているわけです。中南米の場合は、危機が政府の財政赤字から出てきますので、政府も含めて引

き締め政策をとらざるを得ない。アジアの場合はほとんどは財政黒字ですから、あんまり強く引き締めないで、むしろ不況ですので流動性を確保してやったほうがよかったのじゃないかと、日本などはそう言ったわけですが、IMFは中南米と同じように引き締めを要求しました。株価を暴落させ、アメリカの企業が韓国の企業を乗っ取りやすいように手助けしているのじゃないか、というような陰口もあるほどです。

日本が97年9月にAMFをつくって日本とかアジア諸国が資金を拠出して、外貨が足りなくなったときに機動的に外貨を渡せるような仕組みをつくり、あまり内政には干渉しないことにしようと言ったときには、アメリカもIMFも反対して、この構想をつぶしている。アメリカのヘゲモニーでアジアに対応したいわけです。日本政府としては面白くない。このようにアメリカの利害に沿った形でIMFは動いています。

危機の原因に関する諸説

危機の原因はいろいろあるわけですが、大きく分けると4つの説がある。ドル・ペッグが悪いという説が一つあります。東アジアの通貨はドルにペッグしているために競争力を失って、経常収支の赤字がふえて、そこから危機が起きたんだという説です。これは経常収支との関係を重視する説、貿易の国際競争力を重視する説です。

また、ドル・ペッグだとドルとの相場が安定していますので、外国の投資家は投資しやすい。変動相場制だとタイに投資したときと回収するときで、タイの通貨が下がったりすると大損することになるのですが、ペッグ下では先物にヘッジをしないで投資すれば金利差は確実に稼げるわけです。株を買っていれば、株がもし上昇すればその分のもうけがまた上乘せされますので、そういう意味ではペッグは外国の資本を呼び込む非常に重要な手段で、外国の資本がペッグで入り過ぎたから悪いんじゃないかという説です。これは国際競争力説とはちょっと違います。入り過ぎて外貨準備がふえて不胎化がうまくいかなくなって、過剰流動性になってバブルになった。これが基本的な原因じゃないかというのが二つ目の説です。

三つ目は外国からの短期の銀行借りに依存し過ぎたという説です。四番目としては、東アジア諸国の銀行が非常に弱い。crony capitalism(仲間内資本主義)といわれますが、縁故貸付をするし、特定の産業や特定の顧客に集中して貸し出している。透明性が欠けている、監督体制が弱い、これがバブルの崩壊に結びついたので、金融組織の弱いのが原因だという説です。しかし、途上国の金融システムが弱いのはいわば宿命であって、それを危機の原因と捉える説には賛成できない。またペッグと国際競争力を直結させるのは、実証面で果たしてそうなのかという疑問がある。

途上国の資本取引規制が必要

ドル・ペッグは、競争力の面よりも外国の資本が入るための装置になっている点が重要です。中でも機関投資家は3日とか1週間とかで、ちょっとイーロード・カーブが動く売り買いがすごい。売って出て、また買いに来て、出たり入ったりしょっちゅうやっているわけです。ネットで見ますと、出て入ればプラスマイナスでゼロになりますので、あまり数字には出ないのですけれども、回数を積み上げていくものすごい取引になっている。

1977年から95年までの世界の外国為替取引量を見ると、77年には1日183億ドルの取引が世界の外国為替取引所で行われていたが、95年には1兆2300億ドルになっている。取引高が2けた上がってきているわけです。一方、世界貿易は1兆3100億ドルから4兆8000億ドルへと4倍足らずです。それなのに為替の取引は100倍とは言わないがそれに近いような倍差です。実物の貿易の成長に比べて何十倍というほどに為替の取引高がふえている。世界貿易に対する世界の外国為替の取引料は3.5倍だったのが64倍になっていますので、いかに外国為替取引より資金取引がふえているかがわかります。このように今世界経済を見る場合には貿易を見ていてもだめです。日本の経常収支は1000億ドル以上の黒字があっても円はどんどん安くなる。原因は資金取引でして、日本は金利が安いから、日本の銀行は低利で円をドルにかえて世界中で運用しているのです。ヘッジファンドも円で借りてドルに換えて運用して

いる。円売り・ドル買いになり、これが日本の円安の原因になっているわけです。

このように資本移動自由化とベッグが危機の主な原因だと思えます。ベッグは途上国に対して問題があると思うのは、昔は日本が高度成長期に高度成長が続くと、国際収支の壁というのがあったのです。高度成長が続き過ぎて景気が過熱すると、輸入がふえる。特に原材料の輸入がふえるし、輸出も減る。国内の景気がいいので国内で売ろうと、商社などの輸出マインドが落ちてくるわけです。そうすると貿易収支が赤字になって、外貨準備が5億ドルぐらい減ると日銀は引き締めに入ります。それで1年とか1年半ぐらいのリセッションの時期があって、また次の高度成長に入るというようなプロセスがあったのです。タイなども景気を減速させたほうがいいと思われるのだが、外国資本がどんどん入ってくるから冷えないのです。冷えないどころかバブルに向かう。こうして外国資本は途上国の金融節度を失わせる。

その点では資本の自由移動を途上国に関する限りは規制しないといけないと思えます。ところが、IMFは1回自由化したものは絶対後戻りさせない。今IMFに対して非常に批判が強くなってきていて、報道によれば、フランスのシラク大統領とイギリスのブレア首相が2人とも「国際通貨体制はこのままではいかん。資本の移動が巨大過ぎて何が起きるかわからないから、もっとちゃんとしたシステムを入れ直さなければいけない」という話を始めていますので、そういうふう動いていかなと思います。問題がある国を早く見つけて、資本移動の規制を半年入れていよいよしようとしてシラクさんは言っています。しかしIMFはアメリカが圧倒的に牛耳っていますので、ヨーロッパ人がものを言って、さあ動かない、という感じがあるのです。アメリカ人は「そんな規制なんてナンセンスだ。ベッグするから悪いんだ」と言うのです。アイケングリーンというアメリカの学者は「ベッグするから悪いので、変動制にしちゃえばいいのではないか」と言うのですけれども、東アジアの国はドル圏ですし、アメリカ市場への輸出が多いから、ドル・ベッグはちゃんと理由があるのです。資本の移動を規制して、ベッグにするのは、それはそれなりに根拠があるわけ

です。アイケングリーンは、21世紀には通貨統合をやるか、変動相場制になるか、どっちかしかないよと言っているのですけれども、やはりベッグは必要じゃないかと思うのです。もちろんEUは通貨統合で内部の為替変動をなくす。これは根本的な解決策ですけれども、どこでもやれるわけではない。世界中で通貨統合ができるのはEUしかありませんので、他の国々には通貨統合は全然解決策にならない。そうすると小国が変動相場制に行くことは無理で、やはり為替の安定が必要ですから、そうすると規制を入れるのを承認しないといけない。そちらの方向に向かうかどうかを注目したい。

新しい国際通貨体制の導入

今、私が注目しているのはマレーシアです。マレーシアは3.8ドルにベッグして、資本の流出を規制しているのです。これは実験です。マレーシアはIMFに泣きついていませんので、マハティールを支援したほうがいいんじゃないかと思う。日本の外務省とか通産省もそれぞれ動き出しています。去年AMFをつぶされているので、ここは日本もメンツがあります。本格的にマハティールを支援してやったほうがいいと思います。これでマレーシアの経済がうまく回復すれば、IMFの政策の不適切さが証明される。

もう一つ大事なものは、やはりアメリカです。この通貨危機をそもそも仕掛けてきているのは、そして自由化路線を押しつけてきたのは、アメリカです。根本的な原因はアメリカにあるのです。アメリカの企業や大銀行をもうからせるために世界が犠牲になっているわけですから、そんなバカな話はない。それ見たことかというのは、アメリカの株が暴落して、アメリカから資金が大量流出する。そうすると経常収支大幅赤字もあり、ドルが暴落しますので、これはアメリカ政府も国際通貨制度や途上国支援を本気で考えないといけない。そこで初めて90年代型の危機が終わって、21世紀型のもう少しちゃんとした制度が入るのじゃないか。それが21世紀型であって欲しいと思うのです。（たなか そこう）

（これは当研究所が9月25日に開催した第13回月例研究会における講演の要録である。文責は編集部にある）