

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～

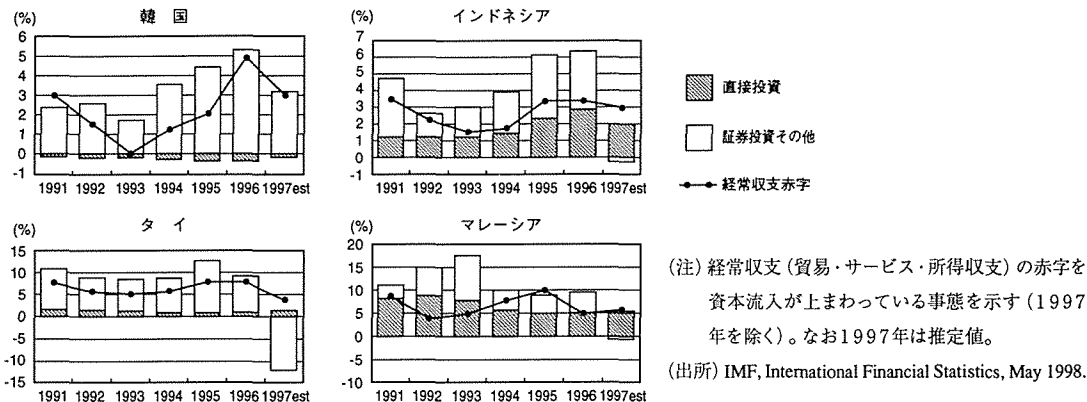
93年のEUの通貨危機です。これは先進国で起きた危機ですが、パターンが途上国とよく似ています。機関投資家が大規模に投資して、突然ある事件を契機にして投資が外に逃げ出していった。1日の中央銀行の介入額が200億ドルにもなるものすごい投機に直面した。二つ目は94年から95年にかけて、メキシコのペソがドルに対して暴落して、いわゆるメキシコ・ペソ危機が起きた。三つ目は去年のタイを震源地とする東アジア危機です。同じころ、東欧ではチェコの通貨が下落して、大幅に通貨切り下げを行った。今年9月初めにはロシアの通貨危機が起きまして、一時アメリカの株価が落ちたり、ヨーロッパに波及した。ロシア危機は新政府ができて一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