

アジア通貨・金融危機

— 金融グローバリゼーションの代価 —

中京大学経営学部教授 入江恭平

Asian Currency and Financial Crisis

The Price of Financial Globalisation

Irie, Kyohei (Professor, Chukyo University)

キーワード

双子の危機, 資本勘定の自由化, クレジット・クラッチ, 資本収支危機, ワシントン・コンセンサス

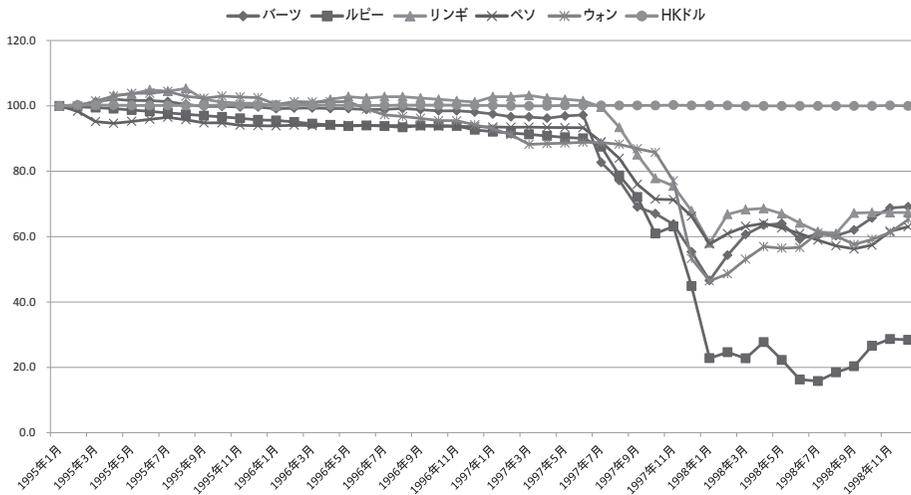
目次

- I. はじめに—双子の危機＝通貨危機と銀行危機
- II. マクロ・ファンダメンタル指標の健全性とアジア金融危機の特徴
- III. 国際銀行による金融危機諸国への信用供与
 - ・資本勘定の自由化
 - ・短期資金の流入誘因
- IV. 国際信用と国内信用の連動性
- V. 通貨危機の前兆と勃発
- VI. 通貨危機・銀行危機・資産デフレの同時的進行
- VII. 双子の危機・資産デフレ下でのクレジット・クラッチ, 内需の激減
- VIII. 縮小均衡的・暴力的経常収支の黒字化
- IX. アジア金融危機とIMF
 - ・資本勘定自由化の下での「最後の貸し手機能」
 - ・マレーシアの選択的資本勘定規制
- I. はじめに—双子の危機＝通貨危機と銀行危機

アジア危機から20年が経つ。この間、リー

マンショック(2008年9月)を契機とした世界金融危機,ギリシャ債務危機(2010年5月)に端を発するユーロ危機が勃発し,21世紀は危機の時代と言ってもよい状況である。その背景となっている経済・金融のグローバリゼーションに対しては疑問の声も聞かれるようになったが,それは一時的な中断はあるものの,依然として不可逆的な様相を呈している。金融のグローバリゼーションが特定の広範な地域を最初に襲ったものこそ1997年7月に勃発するアジア通貨・金融危機である。

1990年代のアジア危機を世界に向けて最初に知らせたのは,1997年7月2日,タイ金融当局が事実上ドルにペッグされていたバーツ(リンクされていたバスケット通貨の構成比の80%をドルが占めていたといわれる)をフロートさせ,直後に大幅な下落に見舞われたことである。しかしこれは序曲に過ぎなかった。タイ・バーツの下落後たちまち近隣の東南アジア諸国の通貨に伝播し,マレーシア・リングギット,フィリピン・ペソ(いずれも7月半ば),インドネ



(図1) アジア各国の対ドル為替レートの推移 (ただし外貨建て・1995年1月 = 100)
(出所) IMF *International Financial Statistics* より作成

シア・ルピア（8月半ば）はそれぞれフロートを余儀なくされた。この4通貨はすべて、6月から11月末の間に25～30%下落した。その後、ルピアは暴落への第2局面に突入し、97年11月末から98年1月末の間にさらに3分の2下落する。その際、インドネシア中央銀行は破綻しつつある金融システムを救済するために商業銀行への貸出しを増加し、さらにこれら商業銀行は顧客のなかの不振企業に貸出しを同程度、追加した¹。

東南アジアから地理的にはやや飛んで、いまや先進国入り（OECD加盟）した韓国では97年に主要な財閥（チョボル）の倒産が増加して企業部門の健全性への懸念を掻き立てていた。国際的銀行が大量の短期債権のロールオーバー（借換え）を拒んだことからウォンは11月末に切下げを強いられ、2か月で50%下落した（図1）。ウォンへのアタックとともに資本流出と通貨投機圧力はアジア域内—香港、台湾—へ、さらにアジア域外—アルゼンチン、ブラジル、メキシコそしてロシアに拡大した。ここで注目したいのは、インドネシアのケースにみられるように通貨危機とともに銀行破綻や金融システムの危機が随伴している点である。タイの場合にはフロート＝通貨下落以前の96年12月から中

央銀行は不振な銀行ないしファイナンス・カンパニーを支援するため、資金投入が開始され、つづく6ヶ月で、実質4倍、さらに97年末までの通算1年間では中央銀行信用はGDPの2%から15%に増加させている²。アジア危機が通貨危機と銀行危機³を併発する双子の危機といわれる所以である。それではそのような双子の危機はどのようにして発生・展開したのであろうか。

II. マクロ・ファンダメンタル指標の健全性とアジア金融危機の特徴

タイをはじめ最大の金融危機を被ることになる、マレーシア、インドネシア、韓国の主要なマクロ経済指標の推移をみると（表1）、若干の差異を含みながらもこれまでの通貨危機を経験した国にはない共通性を有していた。90年から96年にかけては「東アジアの奇跡」という名をほしいままに2桁近い成長率を続け、相対的に低い1桁台のインフレ率を維持している。後者はなによりも財政収支の黒字基調に支えられていたといつてよい。またこれら諸国は同時代の南米諸国・新興国などとは異なり高い貯蓄率を維持していることも共通した特徴の一

(表1) アジア危機主要4カ国の主要マクロ指標の推移（単位％）

		1990年	1991年	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年
タイ	成長率	11.2	8.6	8.1	8.3	9.0	9.2	5.9	-1.4	-10.5	4.4
	消費者物価	6.0	5.6	4.2	3.3	5.0	5.9	5.8	5.6	8.1	0.3
	失業率	2.2	3.1	2.9	2.6	2.6	1.7	1.5	1.5	4.4	4.2
	財政収支／GPD	4.7	4.7	2.6	1.8	1.9	2.6	2.2	-2.2	-7.1	-9.9
	国内総貯蓄	34.0	35.8	35.3	35.3	36.3	36.9	36.0	35.3	34.8	32.5
	経常収支／GDP	-8.4	-7.5	-5.5	-4.9	-5.4	-7.9	-7.9	-2.1	12.8	10.2
	金融収支／GDP	11.4	11.5	8.7	8.4	8.4	13.1	10.7	-2.9	-8.7	-6.4
マレーシア	成長率	9.0	9.5	8.9	9.9	9.2	9.8	10.0	7.3	-7.4	6.1
	消費者物価	3.1	4.4	4.6	3.6	3.1	4.0	3.4	2.8	5.2	2.8
	失業率	5.1	4.3	3.7	3.0	2.9	3.1	2.5	2.4	3.2	3.4
	財政収支／GPD	-2.9	-2.0	-0.8	0.2	2.3	0.8	0.7	2.4	-1.8	-3.2
	国内総貯蓄	34.4	34.1	36.7	39.1	39.6	39.7	42.9	43.9	48.7	47.4
	経常収支／GDP	-2.1	-8.6	-3.7	-4.6	-7.6	-9.8	-4.4	-5.9	13.2	15.9
	金融収支／GDP	4.5	2.5	11.1	17.0	-4.7	-1.9	2.5	-3.9	14.2	5.9
インドネシア	成長率	9.0	8.9	7.2	7.3	7.5	8.2	7.8	4.7	-13.1	0.8
	消費者物価	...	9.3	7.6	9.7	8.5	9.5	7.9	6.2	58.5	20.3
	失業率	2.5	2.6	2.7	2.8	4.4	7.2	4.9	4.7	5.5	6.4
	財政収支／GPD	-0.8	-0.7	-1.1	-0.5	1.0	3.0	1.0	0.5	-1.7	-2.5
	国内総貯蓄	32.3	33.5	35.3	32.5	32.2	30.6	30.1	31.5	26.5	19.5
	経常収支／GDP	-2.6	-3.3	-2.0	-1.3	-1.6	-3.2	-3.4	-2.3	4.3	4.1
	金融収支／GDP	3.9	4.4	4.4	3.7	2.0	5.0	-0.2	-10.1	-4.2	-4.8
韓国	成長率	9.7	9.7	5.8	6.3	8.8	8.9	7.2	5.8	-5.7	10.7
	消費者物価	8.6	9.4	6.3	4.8	6.2	4.4	5.0	4.4	7.5	0.8
	失業率	2.4	2.4	2.5	2.9	2.5	2.1	2.0	2.6	7.0	6.3
	財政収支／GPD	-0.6	-1.5	-0.4	0.6	0.3	0.3	0.2	-1.4	-3.7	-2.4
	国内総貯蓄	37.6	37.8	36.9	36.9	36.4	36.5	35.1	35.0	37.1	35.1
	経常収支／GDP	-0.7	-2.7	-1.2	0.2	-0.9	-1.6	-4.0	-1.6	11.3	5.3
	金融収支／GDP	1.1	2.1	2.1	0.9	2.5	3.3	4.2	0.4	-0.9	0.5

(出所) ADB, *Key Indicators for Asia and the Pacific* 2010 より作成

つである。ただ、国内の貯蓄額を上回る投資額の過剰を意味する経常赤字基調が90年から(特に、タイ、マレーシア)でみられ95年から96年にさらに顕著になっている。このような経常収支赤字の拡大、ないしそれを根拠とした投機によってアジア通貨危機を説明する見解がないわけではない。それまで途上国が陥ってきた国際収支危機は経常収支赤字が過大になって、自国が保有する外貨準備でその赤字を埋めることができなくなって生じてきた(経常収支危機→通貨危機)。その場合、経常収支赤字の増加は大きな財政赤字、高いインフレ率、低い貯蓄率などマクロ経済上の要因を原因としていた。財政赤字は国債の発行によってまかなわれることが多く、貯蓄率が低く、国債市場が未発達なことから中央銀行による引き受けるケースが多

く、マネタリゼーション(国債の貨幣化)などによってインフレ率が高まる。インフレ率が諸外国より高まれば、一方で価格競争力が落ち輸出が減少し、他方、競争力の高い外国商品の輸入が増加して貿易収支=経常収支の赤字は拡大する。あるいはまたインフレによる価格効果からではなく、国内の貯蓄が国内の投資を下回る場合にも経常収支は赤字となる。

こうして、財政赤字、高インフレ、低い貯蓄率は経常収支の赤字を大きくする。その赤字を支えるには海外資本によるファイナンスが必要になるが、しかしこのようなマクロ経済上の基本があまりにも悪化すると外国資本は入って来なくなる。したかつて国際収支(経常収支+資本収支=総合収支)は赤字になる。国際収支赤字は外貨準備から払っていくしかなく、経常収

支が赤字のままだと外貨準備は枯渇して通貨危機が勃発する。典型的な経常収支危機のパターンである。

アジアのこれら諸国は既述のように、典型的な経常収支危機国のような財政赤字、高インフレ、低い貯蓄率などのマクロ経済指標を伴っていない。しかし経常収支は90年代以降、赤字基調となり、さらに95・96年にはその赤字幅を拡大させていた。だが各国の経常収支（対GDP）の下段の金融収支（対GDP）は、例外の年もあるが概して経常収支の赤字幅を上回る黒字幅で推移している。国際収支の恒等式は移

転収支および誤差・脱漏を省略すると以下のよう
に単純化できる。

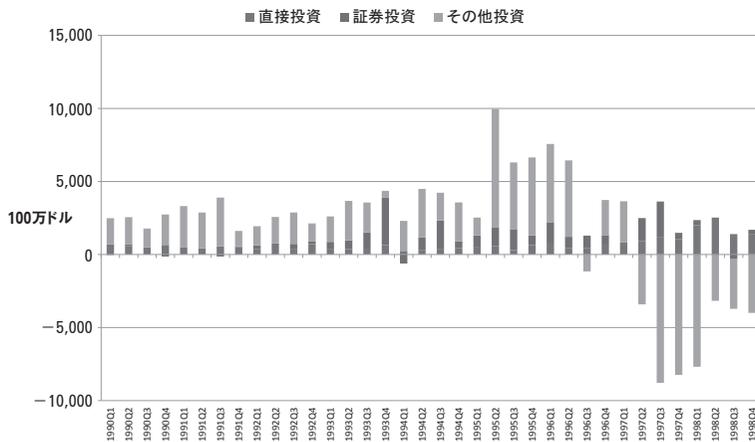
経常収支 + 金融収支（資本収支） = 外貨準備増減（1）

経常収支、金融収支（資本収支）をそれぞれ左
辺に移項して

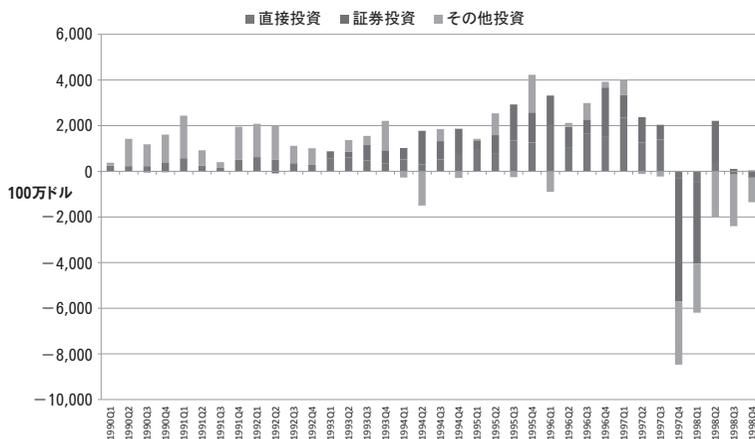
経常収支 = -金融収支（資本収支） + 外貨準備
増減（2）

金融収支（資本収支） = -経常収支 + 外貨準備
増減（3）

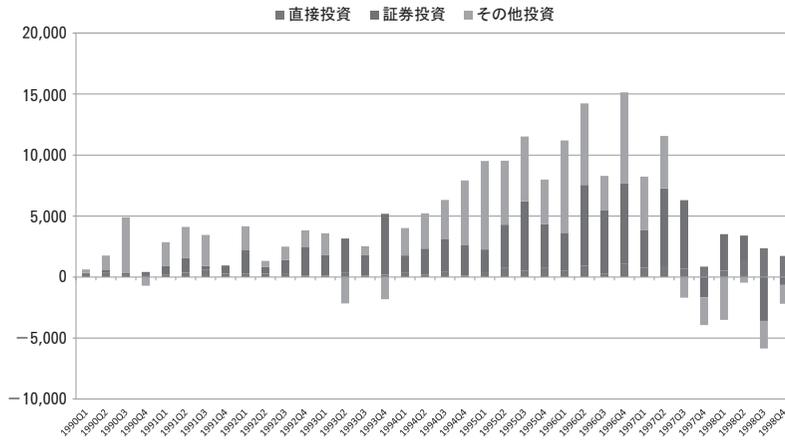
となる。いずれも恒等式であるが左辺の変数を
自立的に変化すると仮定して右辺の変数がそれ



(図2-1) タイの金融勘定債務（資本流入）の内訳
(出所) IMF, *International Financial Statistics* より作成



(図2-2) インドネシアの金融勘定債務（資本流入）の内訳推移
(出所) IMF, *International Financial Statistics* より作成



(図2-3) 韓国の金融勘定債務（資本流入）の推移
 (出所) IMF, *International Financial Statistics* より作成

に応じて受動的に調整をおこなうと読むとすると、アジア諸国が見舞われた通貨危機は資本勘定が自律的に増加してその後急激に落ち込むことによって発生する。資本収支危機といわれる所以である。

収支の展開は留保して、資本勘定（IMF 統計では 2008 年以降、金融勘定という用語が使用されている）の債務（Liability）側の項目、つまり資本流入の形態別の四半期ごとの推移を確認しておこう（図 2）。資本流入は直接投資、証券投資、その他投資から構成され、その他投資の中心は銀行融資（借入れ）である。直接投資は韓国を例外として安定的に推移しているのに対して、証券投資、その他投資は変動が激しい。通貨危機が先行したタイではその他投資（＝銀行融資）の割合が大きく、90 年代初頭から増加基調にあるが既に 95 年第 2 四半期でピークを付け、96 年第 3 四半期にはマイナスに転化している、さらにフロート以前の 97 年第 2 四半期からマイナス＝資本流出が再開され 98 年末まで大量の流出が続いている。これに対して、インドネシアでは通貨危機が勃発する以前にもその他資本の流出を通算 5 四半期にわたって経験するが、資本流出が本格化するのは 97 年代 4 四半期以降であり、当初半年は証券投資がその他投資形態による流出額を上回った。その後は後者の流出が支配的になる。また韓国で

は、94 年以降資本流入が三国の中で最大になり 96 年第 4 四半期のピーク時には 150 億ドルに達した。その内訳は証券投資とその他投資に二分される。資本流出を開始するのは 97 年第 3 四半期で最初はその他投資が支配的であるが証券投資の流出＝回収超もそれ以降、顕著である。

Ⅲ. 国際銀行による金融危機諸国への信用供与

ここでは焦点を絞って、その他投資の中心を占める銀行借入れを、BIS（国際決済銀行）の定義する国際的に活動する報告銀行（以下国際銀行と略す）側から危機諸国への信用の構成をみてみよう（表 2）。貸出部門別では、言われているほど銀行向け貸出の割合は高くない。これはこの統計が関連銀行向け信用（いわゆるイントラ勘定）を除いた連結ベースだからであるが、それでも、韓国では危機前には、65%以上が現地銀行向けである。つづいて銀行間信用（貸付・預金）の割合が高いのはタイであり、同じく危機前には 4 割近くになっている。一方、銀行向け信用が低く、非銀行向け企業への信用供与の割合が高いのはインドネシアである。マレーシアもインドネシアほどではないが類似の傾向を示している。ここで注意を要するのは非

(表2) 危機4か国向け国際銀行債権(連結ベース)

	債権残高	銀行	公的部門	非銀行 私的部門
タイ	10億ドル	%	%	%
1996年6月	69.4	40.3	3.1	56.4
1996年12月	70.1	36.9	3.2	59.6
1997年6月	69.4	37.6	2.8	59.5
1997年12月	58.8	30.2	3.0	66.6
1998年6月	46.4	26.1	4.3	69.6
1998年12月	41.2	22.0	4.7	73.2
1999年6月	34.7	19.4	6.2	74.4
インドネシア	10億ドル	%	%	%
1996年6月	49.3	20.5	13.3	66.2
1996年12月	55.5	21.2	12.5	66.2
1997年6月	58.7	21.1	11.1	67.7
1997年12月	58.4	20.1	11.8	68.1
1998年6月	48.4	13.7	15.7	70.7
1998年12月	45.0	11.8	14.8	73.4
1999年6月	43.8	10.1	21.0	68.8
マレーシア	10億ドル	%	%	%
1996年6月	20.1	28.1	11.4	60.5
1996年12月	22.2	29.3	9	61.8
1997年6月	28.8	36.4	6.4	57.1
1997年12月	27.5	35.4	6.3	57.8
1998年6月	22.8	30.8	6.6	62.5
1998年12月	20.9	27.7	8.8	63.4
1999年6月	18.6	21.7	13.8	64.3
韓国	10億ドル	%	%	%
1996年6月	88	65.7	6.7	27.4
1996年12月	100	65.9	5.7	28.3
1997年6月	104.1	65.3	4.2	30.4
1997年12月	94.2	59.4	4.2	36.3
1998年6月	71.6	56.6	6.8	36.6
1998年12月	65.6	57	8.3	34.4
1999年6月	63.5	57.4	8.2	33.9

(出所) BIS, *International Banking and financial Market Development and The Maturities, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending*

銀行企業には非銀行金融機関が含まれており、これらは分離できないが、タイのファイナンス・カンパニー、および韓国のマーチャント・バンク向けなどへの国際信用供与は無視できない。公的部門向けはインドネシアを除き概して低位であり、80年代初頭に顕在化する南米の累積債務問題の場合とは全く異なる様相である。アジア危機は民間部門が主導した金融危機である。次に、連結ベースの国際債権(クロス・ボーダー債権+現地債権(外貨建て+現地通貨建て))

の内訳をみると現地通貨建て債権はマレーシア(20%強)を除くと概して低く10%内外であり残り約90%は外貨建てである。さらにその外貨建て債権の償還期間をみると4国とも危機直前では1年以下の短期債権の割合が1年超の長期債権のそれを上回り、前者が60%以上となっているのはタイ、韓国であり、最も低いマレーシアでも56%となっている。外国銀行の危機諸国への国際債権はこれまで指摘されてきたとおり、外貨建て・短期債権が特徴になっている(表3)。

ここで統計ベースは異なるが、クロス・ボーダー債権の通貨別構成をみると圧倒的に(70%~80%)ドル建ての割合が高いが、タイ、韓国では円建てもかなりのシェアを占めそれぞれ、31%、15%になっている。再び連結ベースの国際銀行を国籍別にみると、邦銀のシェア

(表3) 危機4か国向け国際債権の内訳

	合計	1年以下	1年超	現地通貨 建て 現地通貨 貸し
タイ	100万ドル	%	%	%
1995年6月	58,448	65.3%	26.4%	8.3%
1996年6月	75,439	63.4%	28.6%	8.0%
1997年6月	78,535	58.0%	30.3%	11.7%
1998年6月	60,919	45.2%	42.9%	12.0%
1998年12月	57,575	41.1%	40.9%	18.0%
マレーシア	100万ドル	%	%	%
1995年6月	19,306	37.7%	38.6%	23.7%
1996年6月	25,842	38.7%	39.1%	22.2%
1997年6月	37,437	43.4%	33.5%	23.1%
1998年6月	28,756	38.2%	43.1%	18.7%
1998年12月	27,836	33.3%	43.0%	23.7%
インドネシア	100万ドル	%	%	%
1995年6月	43,193	58.5%	35.1%	6.4%
1996年6月	52,983	55.8%	37.2%	6.9%
1997年6月	63,507	54.6%	37.9%	7.5%
1998年6月	52,648	49.6%	46.0%	4.4%
1998年12月	49,310	47.7%	46.3%	5.9%
韓国	100万ドル	%	%	%
1995年6月	79,543	64.7%	25.1%	10.2%
1996年6月	95,861	65.0%	26.8%	8.2%
1997年6月	114,300	62.0%	29.1%	8.8%
1998年6月	85,678	37.7%	50.2%	12.1%
1998年12月	78,624	37.2%	49.1%	13.6%

(出所) BIS, *Statistic Explore* より作成。

は4国すべてでトップを占め危機直前の97年6月末では特に、タイでのシェアが高く51%を占め、インドネシア、マレーシア、韓国の順でそれぞれ39%、32%、22%となっている。

資本勘定の自由化

90年代前半にかけて国際的な銀行信用を中心として大量の資本流入がみられたのは、まず、80年代末から90年代初頭にかけて推進された資本勘定取引の自由化が前提にある。タイでは、90年、IMF協定8条の規定を受け入れ、經常勘定にかかわる外国為替取引のすべての規制を撤廃した。その直後から資本勘定の自由化がすすめられ、バンコクを地域の金融のハブ(中枢)にするというタイ中央銀行の計画に沿ってBIBF(バンコク・インターナショナル・金融ファシリティ)の設立(93年)はその仕上げになったと言われる。BIBFに関していえば、当初の目的であったオフショア間(いわゆる「外」―「外」)の取引よりも「外」―「内」の取引方が圧倒的に多かった⁴。韓国は伝統的に厳しい資本取引規制が敷かれていたが、93年、金融システムの規制緩和の一環として資本自由化がすすめられた。その背景には、經常収支赤字の増加、OECD加盟条件、世界市場での相対的に低い金利の利用を望む経済界からの圧力などがあった。なかでもOECD加盟に関しては短期の借入れを認め、長期資金流入を規制するという政策がOECD加盟条件の追加的な弾力化によって可能になった⁵。インドネシアでは近隣諸国と異なり、資本勘定の自由化は經常勘定取引の自由化が開始された1980年代後半よりずっと以前の71年に完了していた。たしかに貿易や金融部門の自由化との順序は逆転していたことになるが、70年代には国際証券などの浮動的な短期資金流出入はほとんどなかったなどの理由からのプラグマティックな決定であった。しかし90年代に入ると事態は急転する⁶。

短期資金の流入誘因

短期資本流入の最大の要因は金利較差である。米・日・欧など先進国の金利が穏やかな成長、

(表4) ヘッジなし対外借入の誘因(1991年1月～1997年6月)

	金利較差	対ドル為替レート 年間増減率	為替レートの変動率
タイ	4.0	-0.3	1.2
マレーシア	1.6	1.2	2.6
インドネシア	11.5	-3.8	0.7
韓国	4.1	-3.2	3.4

(注) 金利較差は現地預金金利-LIBOR(米ドル)
(出所) World Bank(1999), Table 2-3より

低インフレ、金融緩和基調の金融政策に反応して低下(しかも長・短金利のイールド・カーブは正)気味に対して、新興国の金利は高成長、相対的な高インフレを背景に高金利基調で金利較差はマレーシアを除いて大きかった(表4)。しかも新興国側の金融政策は大量な資本流入を不胎化する方法(中央銀行が短期国債などを売却して外貨の購入=本国通貨の売却によるベースマネーの拡大を吸収すること)がとられ、これが現地の短期金利に上昇圧力として働いていた。しかも対ドルの為替相場は事実上のペッグ制が長期にわたって安定的に持続したなどによって、また当時の当時の陶酔的な雰囲気の下で外国銀行や投資家は為替レートの減価を無視ないし割り引いてヘッジなしの資本流入が支配的であった⁷。

既述したように外国銀行の現地銀行ないし現地企業への外貨建て債権の支配的な部分は1年以下の短期債権であったが、短期であった背景としては1) 現地銀行や現地銀行へのモニターリングの容易さや2) 当時のBIS規制、すなわち1998年のBIS資本規制では、非OECD銀行への1年以下の国際債権は自己資本へのリスクウェイトは20%であったの対して長期の国際債権へは100%のリスクウェイトが課されたといわれる。また3) オフショアセンターの設立が挙げられているが⁸、70年代の変動相場移行後、国際銀行の資金調達是一般的に国際的な銀行間市場に依存していたのであり短期信用が支配的であった。アジアのケースで言えば、邦銀が現地に信用供与する場合も既述のように円よりもドル建てが支配的であることからその資

金調達に国際的な短期（LIBOR ベース）の銀行間市場に依存していたのである。

IV. 国際信用と国内信用の連動性

大量の短期外貨建て資本流入は金融危機の必要条件であっても十分条件ではない。国内の信用拡大と連動して初めてバブルへとつながる。既述のように当該諸国のインフレ率は比較的マイルドであることからする、信用膨張は主に投資ブームを誘導して、一方では輸入を拡大させ（→経常収支の赤字化）、他方では一般物価のインフレではなく資産インフレ＝バブルを引き起こすことになる。この点を見よう。

確かに表5にみられるように対外信用の増加は90年以降顕著であるが、同時に国内の民間部門向け信用もそれに匹敵する増加率で膨張した。タイの場合、対国際銀行債務の90年から96年までの年平均増加率は30.1%であったのに対し、同時期の国内民間部門向け銀行債権の増加率は22.5%である。その他3国はいずれも対外信用よりも、国内信用の増加率の方が高い。韓国では国内の民間部門向け信用は年率38.9%であった。またマレーシアは内外信用の増加率は拮抗しているが、国内信用残高の対GDP比は90年初頭から高く危機直前には150%にも

達している。内外の信用膨張は企業の負債比率（レバレッジ）を高め、自己資本比率を低下させて様々なリスクに対する脆弱性を増加させた。韓国、タイ企業の負債（対自己資本）比率が特に高い（図3）。さらに企業が外貨建て資金を直接、借り入れている場合（代表的にはインドネシアの例）には為替リスクにも曝されていることになる。

以上の内外信用の膨張がいかなる結果をもたらしたかをタイのケースで敷衍してみよう。タイでは銀行貸出債権に占める不動産部門向け貸出シェアが6.3%（1988年末）から14.8%（末）に増加し、同期間中ファイナンス・カンパニーの同部門向け債権シェアは9.1%から24.3%へ上昇した。ほとんどの銀行債権は日本のバブル時と同様に不動産を担保としていたので、不動産バブルの金融システムへの影響は見た目以上だった。タイ証券取引所（SET）指数は1990年1月の900から1994年1月のピーク1,754へ95%上昇し、他方同時期の不動産株式は建設ラッシュや不動産ブームに支えられて285%ほども上昇した。しかし、1995年から1997年にかけて、株式市場の時価総額は約1130億ドル、GDP比68%が失われた。バブルが収縮し始めると株式市場や不動産市場に信用供与した弱小のファナンス・カンパニーや銀行の不良債

表5 アジア各国における内外銀行信用対GDP比率の推移

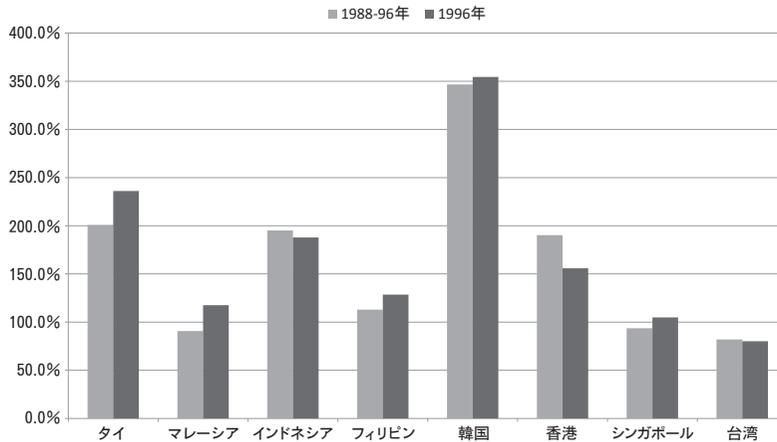
	タイ		インドネシア		マレーシア		フィリピン		韓国		台湾	
	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B
1990年	18.8%	65.4%	19.0%	29.9%	21.5%	104.5%	26.4%	19.0%	12.7%	45.3%	8.8%	97.9%
1991年	22.5%	69.5%	20.1%	31.1%	21.1%	112.2%	20.6%	17.5%	13.3%	108.9%	10.1%	106.2%
1992年	23.6%	74.2%	20.2%	33.6%	20.1%	114.3%	13.9%	20.1%	13.2%	113.1%	10.1%	122.8%
1993年	27.8%	82.6%	21.1%	39.1%	26.0%	116.0%	12.2%	26.0%	12.9%	117.1%	11.3%	132.3%
1994年	34.3%	93.7%	23.3%	47.4%	23.4%	120.3%	11.7%	28.6%	14.4%	124.6%	12.0%	140.3%
1995年	41.1%	100.5%	28.9%	56.5%	23.6%	128.0%	13.4%	36.8%	16.2%	128.2%	12.2%	142.1%
1996年	43.1%	104.5%	34.3%	76.3%	29.5%	146.2%	19.2%	48.5%	19.8%	135.0%	11.4%	137.5%
1997年	73.3%	124.7%	68.8%	99.8%	34.0%	165.7%	38.5%	55.3%	35.7%	150.4%	14.5%	137.8%
1998年	45.7%	118.5%	105.1%	154.6%	38.6%	166.2%	29.2%	47.4%	18.9%	159.6%	12.1%	138.8%
1999年	37.9%	112.5%	87.5%	66.6%	46.9%	153.8%	28.9%	41.5%	16.6%	150.8%	12.4%	135.3%
2000年	38.0%	89.1%	30.9%	20.8%	53.2%	137.0%	32.4%	38.5%	16.1%	135.3%	10.7%	132.5%
90年～6	30.1%	22.5%	19.0%	26.1%	19.7%	20.0%	6.6%	31.5%	24.6%	38.9%		

注) A は対国際銀行債務対GDP比

B は私的部門向け銀行債権対GDP比

(出所) ADB, *Key Indicators of Developing Asian and Pacific Countries*

BIS, *The Consolidated Banking Statistics* より作成。



(図3) 主要アジア諸国企業の自己資本対負債比率（平均）

Classens, S. et al (1998), Table 6 より作成

権や損失が増加して資本が毀損しはじめ、ついにタイ中央銀行が94年、規制を開始する。さらに1996年にはバンコク・バンク・コマース(BBC)やバンコク・メトロポリタン銀行(BMB)のスキャンダルが勃発し、BBCからの預金取付け(run)も勃発し、本格的な銀行危機の前兆となった。JPモrganの一レポートは96年までにタイの不動産貸付の16%は不良債権となったと見積もっていた⁹。

通貨危機以前に現地の銀行および企業は債務、特に短期の外貨建て債務が積み上がり(表6)、レバレッジの上昇=自己資本比率の低下という脆弱なバランスシートが形成されていた。

表6 銀行およびファイナンスカンパニーの外貨建て債務の為替リスク
(対外貨建て資産・外貨建て債務比率(%))

	タイ	インドネシア	韓国
1990年	265	108	140
1992年~96年	514	193	149
1996年	775	143	173

(出所) World Bank, *Global Economic Prospect*, 1999. p. 62 より作成。

V. 通貨危機の前兆と勃発

タイ・バーツへの投機的攻撃は、早くも95

年1月中旬、94年末のメキシコ通貨危機の伝播(=テキーラ効果)を受けて始まっていた。その後バーツは96年11月から97年7月のフロートへの移行まで三波にわたって投機に曝された。その引き金になったのは1)資産バブルの崩壊にともなう、借り手企業に自己資本や担保価値の毀損による銀行およびファイナンス・カンパニーのバランスシートの悪化や破綻の兆候、2)これまで成長を続けてきた輸出の突然の鈍化→経常収支の悪化などが挙げられている。しかし資本勘定の自由化後は国際収支の支配的要因は資本取引であって、その際には期待や信認が主要な役割を果たすことになる。輸出や経常収支の動向は資本取引の期待に影響を及ぼす限りで問題になる。さらにタイの対外債務の状況、より具体的には95年末時点で、1年以下の対外短期債務残高は441億ドルで公的対外準備369億ドルをすでに上回って、対外短期債務対対外準備比率は120%近くになっていた。このような状況下で、96年11月バーツへの投機的攻撃が開始されたのである。しかしこの時点では資本の流入は鈍化したとはいえ、本格的に資本流出に転化するの97年第2四半期以降である。外国為替市場の参加者には外貨建ての負債ポジションを有する企業や銀行のグループとタイに資産・負債を有していない投機家に分かれるが、ヘッジファンドなども後者の

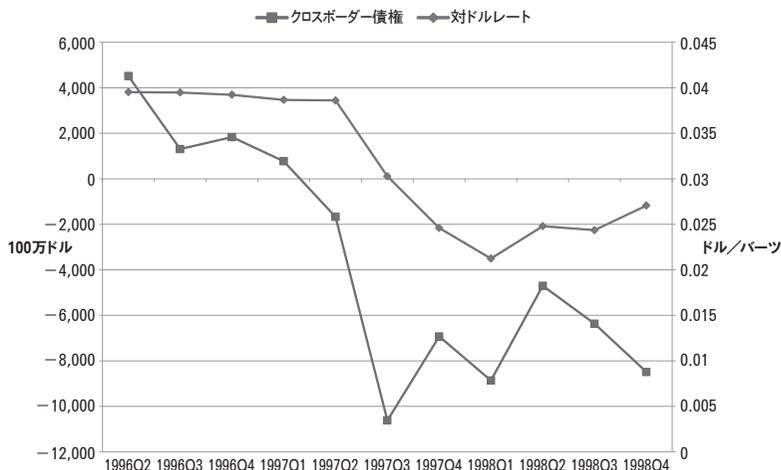
グループのなかに含まれる。後者の（売り）投機資金の源泉は①株式の空売り、②現地の銀行間市場でのパーツ借入、より重要なのは③オフショア市場でのパーツ借入、④非居住者パーツ勘定の引出し、さらに⑤タイ中央銀行（BOT）が通貨防衛の一方法であるスワップ取引（直物市場でのドル売り／パーツ買い・先物市場でのドル売り／パーツ買い）によるパーツ（直物市場でのパーツ売りによる）供給があった¹⁰。1997年5月にはパーツは激しい売り投機に曝され、5月14日には24時間で100ドルの外貨準備を失った。数日で97年初めに339億ドルあったネット（グロスの準備額からスワップ取引での外貨債務をマイナスした額）の対外準備をほとんど使い果たしてしまった。この時点でパーツの切り下げはほとんど不可避であったが、BOTは大胆に為替政策を転換して商業銀行に非居住者への貸出しの停止を要請した。これは海外での空売りの資金源泉を断つことになり、パーツの対ドル・レートは国内とオフショアとで較差がひろがり、時には後者のレートには10%のプレミアムが付くことになった。しかしこの方法は時すでに遅くわずか6週間しか持たなかった。6月には事態はいっそう悪化してここに至っては、海外の投機家ではなくタイ国内居住者による取付け、資本逃避が始まった。ついに7月2日にフロートが始まると、97年

第2四半期から始まっていた資本流出が外国銀行のロール・オーバーの拒否などによって加速され、それにともなって現地の銀行や企業は短期の外貨建て債務を返済するために為替市場でパーツ売りを余儀なくされた。このパーツ売りによってパーツはいっそう下落した（図4-1）。クロスボーダー債権の回収＝資本流出がパーツの下落に有意に作用したことがわかる（図4-2）。

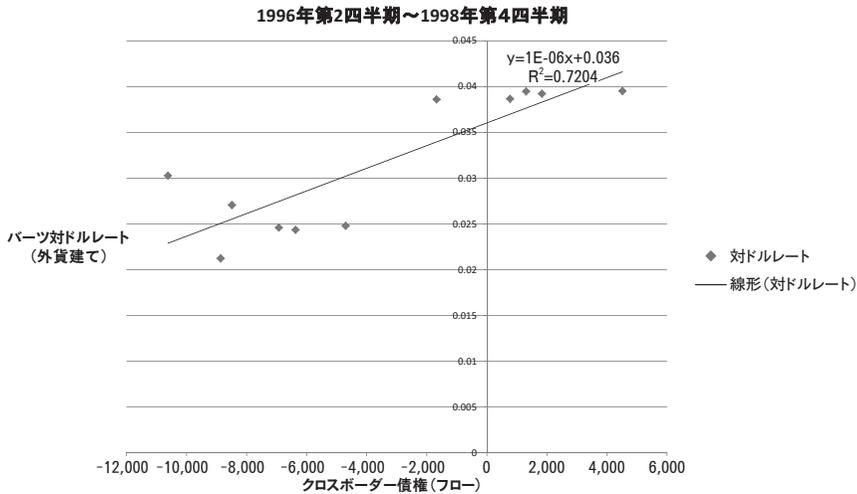
VI. 通貨危機・銀行危機・資産デフレの同時的進行

資本流出が始まり、ほぼ同時に為替相場が下落し始めると、短期・外貨建て債務を負った現地銀行は流動性リスクと為替リスクの二重のリスクを顕在化させる。まずロール・オーバーの拒絶などによって短期資金の流失がはじまると、現地銀行は短期金融市場での資金調達を急増させ、短期金利の暴騰を招き、間接的に、株式市場の下落を導く。あるいは流動化を株式売却によって行おうとすると、直接的に株式市場の暴落を引き起す。株式や不動産などの資産デフレは銀行債権の不良債権化を増加させる。

銀行借入れにくらべて相対的に証券投資による資本流入に依存していたマレーシアの場合、97年4月より証券投資が流出に転じ、97年1



（図4-1）対ドルレート（外貨建て）と対タイ・クロスボーダー債権（ネット・フロー）の推移



(図4-2) クロスボーダー債権の推移とバーツ対ドルレート（散布図と回帰式）

年間で291億リングットに達し、クアランブル証券取引所の指数は97年7月2日1084.9から最安値を記録した98年9月1日262.7まで75.8%の下落であり危機4カ国のなかで最大の下落幅となった¹¹。

より深刻なのは為替相場の暴落である。外貨通貨建て債務を負う現地銀行は為替リスクを顕在化させ、返済すべき現地通貨額が現地通貨価値の下落に反比例して増加して、一挙に債務超過となって返済不能（insolvency）に陥る。債務超過に陥らない場合にも自己資本が大きく毀損することになる。タイの場合には、銀行およびファイナンス・カンパニーに対して為替リスクを自己資本の20%未満に限定するという規制が中央銀行によって課されていたが、ほとんどの現地銀行はBIBFに属しており、タイの企業へのドル建ての低利資金の導管の役割を果たしていた¹²。その場合、外貨建てで調達し、そのまま外貨建てで現地企業などへ貸出している場合には為替リスクは現地企業に転化されている。為替レート下落により銀行の場合と同じように企業の返済不能が生じて、貸出債権の不良債権化が増加し、銀行の為替リスクは信用リスクに転化する。象徴的な例としてはバーツが対ドル・レートで最安値を付けた時、サイアム・セメント・グループのような優良企業が支払い

不能に陥り、事実上、破産した¹³。

フロート前の97年6月28日、タイ政府はファイナンス・カンパニー16社の営業をすでに停止させていた。フロートからほぼ1か月経った8月5日にはさらに42社が営業停止に追い込まれ合計58社となった。その後12月、再建計画が政府に提出されたが、わずか2社のみが計画を認められ、残りの56社は永久に廃業に追い込まれた。しかしより深刻なのは商業銀行の問題だった。既述したように、フロート以前の96年に商業銀行一行が政府の管理下に入っていたが98年までにさらに4行が破綻して再建計画に組み込まれた。しかし商業銀行システム全体の中心問題は銀行資産の質の悪化であり、原因の最大のものがバーツ価値の下落であった¹⁴。

VII. 双子の危機・資産デフレ下でのクレジット・クランチ、内需の激減

大量の外貨建て短期資本の引き上げによって、流動性の危機と為替リスクの顕在化による債務超過・自己資本毀損に陥った地場銀行はそれ自体で銀行信用の供給を急減せざるを得ない。また外国銀行から直接あるいは地場銀行を介して間接に外貨建て資金を借り入れた現地

企業は同様にカレンシー・ミスマッチの顕在化から純資産の低下から銀行借入れが拒絶される。あるいは国内の銀行危機が進行すると預金取り付けや預金のシフトさらにはキャピタル・フライト（外貨建て預金増加など）が生じて負債サイドが脆弱化した地場銀行は信用供与を制限する。さらに流動性の危機から派生する金利急騰→資産デフレは企業価値の下落や不良債権の増加を介して銀行信用の減少を導く。これらはいずれもクレジット・クランチの諸形態である¹⁵。クレジット・クランチは銀行信用の制限から生産、投資・消費活動に収縮をもたらした。

こうして双子の危機はさらにそこから派生する資産デフレは実体経済の危機を生むのである。(表7)は危機4国の在庫投資を除く1998年の実質ベースの内需の前年からの推移をみたものであるが民間設備投資が半減したタイをはじめその減少ぶりは内需の崩壊とも言ってもよい状況である。銀行信用の激減=クレジット・クランチが内需の崩壊に寄与したことは間違いない。

表7 資本収支危機下の国内需要の激減（1998年）
（実質値、前年比%）

	民間消費	政府消費	粗国内資本形成	GDP
インドネシア	-6.2	-15.4	-39.0	-13.1
タイ	-11.5	3.9	-50.9	-10.5
韓国	-12.5	2.2	-29.6	-5.7
マレーシア	-10.2	-8.9	-43.0	-7.4

(出所) ADB, *Key Indicators for Asia and the Pacific* 2010より作成

VIII. 縮小均衡的・暴力的経常収支の黒字化

資本収支の流入から流出への転換は双子の危機・資産デフレを介して内需の崩壊ともいえる収縮をもたらした。内需の収縮はさらに輸入の激減を通じて経常収支の暴力的な黒字化を一挙に達成し、国際収支（総合収支）の均衡、さらには為替レートの安定化さえも短時間でもたらしたのである。しかしこれは輸出増加が主導する拡大均衡的黒字化ではなく輸入の減少が主導する縮小均衡的黒字化である（表8）。

資本流出に起因する為替レートの大幅な減価は価格効果を通じた輸出の増加をもたらさなかった。第一に、近隣の貿易相手国も危機の伝播によって同様に為替レートの暴落の渦中にあった。競争的通貨切り下げ→近隣窮乏化の論理は通用しなかった。第二に、為替レートの減価によって輸出財のための中間財や資本財の価格が大幅に上昇していた。第三に、銀行危機下でのクレジット・クランチから輸出財生産が不可能になった、などである。

輸入は為替レートの大幅減価による輸入財価格の上昇を伴った内需の崩壊から輸入数量の減少によって輸入金額は大幅に減少した。タイ、韓国では30%以上の減少である。輸出は確かに為替レートの大幅減価から輸出数量は増加しているが輸出金額では輸入額と同じく減少している。貿易収支が縮小均衡的に黒字化しているのである。1998年半ばには経常収支も黒字化

(表8) アジア危機国の経常収支の縮小均衡的黒字化

	経常収支 (GDP比)		実質GDP成長率	実質為替レートの変化	輸出の変化		輸入の変化		貿易相手国の実質GDP(加重平均)の伸び
	1997年	1998年			1998年	1998年	1998年	1998年	
タイ	-2.1	12.8	-10.8	-19.3	-8.8	6.5	-33.1	-21.7	0.6
インドネシア	-1.7	4.2	-13.1	-54.7	-11.8	11.2	-22.1	-5.3	0.2
フィリピン	-5.3	2.4	-0.6	-22.2	-8.4	10.1	-21.5	-16.9	1.0
韓国	-1.7	12.7	-6.7	-28.2	-5.0	13.2	-33.2	-22.4	0.8

(出所) Ghosh, A., et al. (2002) p.24. Table 4.1より

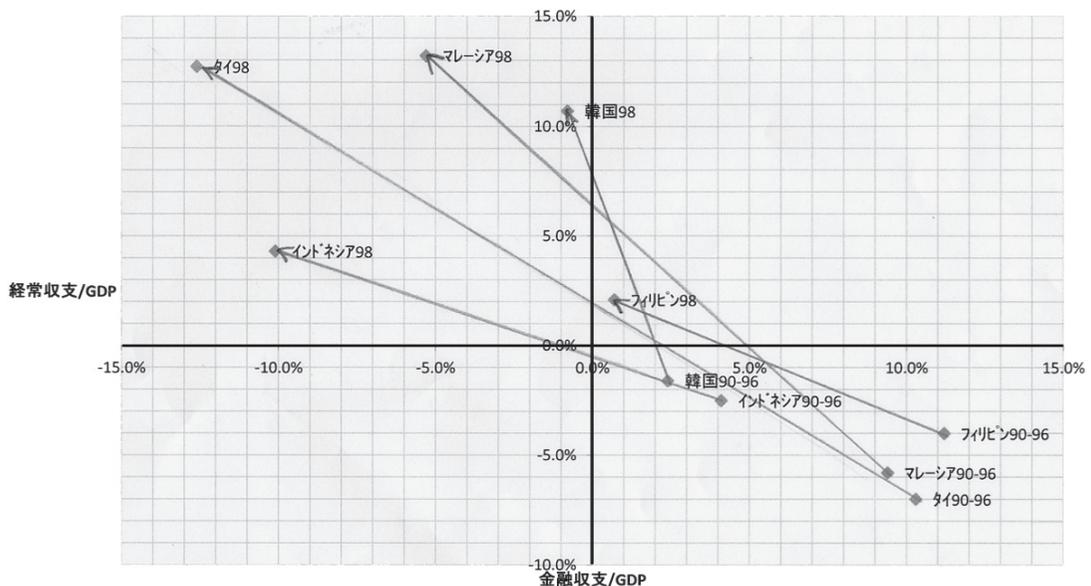
し、国際収支＝総合収支は均衡化し、為替レートも安定化に向かった。

経常収支の赤字化から一挙的な黒字化を規定しているのは資本収支の運動である。その逆では決していない。タイを例に資本流出入の動向を確認しておこう。図5の基になった計数を見ると、資本流出（ここではその他資本と証券投資に限定）へ本格的に転化した97年第2四半期を境にそれ以前1年間では84億ドルの流入超であり、それ以後1年では281億ドルの流出超である。BISの統計による対タイ向けクロスボーダー銀行信用を同時期についてみると以前では89億ドルの貸出超であったのに対してそれ以後では233億ドルの回収超になっている。流入から流出のスイングはそれぞれ、365億ドル、322億ドルとなっている。さらに注目されるのは前後1年間の資本流出入額には非対称性がみられ、流出額が流入額の3倍前後になっていることである。97年第2四半期以降の流出額は、それ以前数年にわたって流入してきた累積額が一気に流出したことをうかがわせ、通貨危機や銀行危機の激烈さを裏付けている。これを総括的にみるために図5を掲げる。横軸に資

本収支対GDP、縦軸に経常収支対GDP比を取り、各国の両者の組み合わせを90年～96年平均と98年とについてプロットしたものである。タイを例にとると90年～96年平均で資本収支対GDP比は10.3%の黒字、同じく経常収支は7.0%の赤字だったものが、98年にはそれぞれ、12.6%の赤字、12.0%の黒字に転換している。資本収支でみて22.6%、経常収支でみて19.0%の大規模なスイングがみられる。

IX. アジア金融危機とIMF

危機に陥ったアジア諸国のうちタイ、インドネシア、韓国の3か国は97年7月から11月にかけて相次いでIMFに融資を要請し、その支援を受けた。融資要請国はIMFとの協議のうえ合意された基本合意書（letter of intent: LOI）をIMF専務理事宛てに提出し、IMFは盛り込まれた政策調整プログラムの実行を融資条件（コンディショナリティ）として世界銀行やアジア開発銀行および二国間支援からなる金融パッケージを作成した。タイ、インドネシア、韓国は8月20日、10月31日、12月3日



（図5）アジア危機5ヵ国の資本フローと経常収支

（出所）ADB, Key Indicators for Asid and Pacific 2010 より作成

にそれぞれ初回の基本合意書を提出したが、その後も数次にわたって合意書は提出され、それぞれタイは99年9月までに9次、インドネシアは03年12月まで22次、韓国は00年7月まで9次わたって提出した。基本合意書が数次にわたったのは危機の中で政策の変更を余儀なくされていることを反映しているが、特にインドネシアの場合には政策が策定されて実行する条件や意志が欠けていたとの指摘もある。

以下では初回の基本合意書に基づいて、IMFの支援されたプログラム（IMF-supported program 以下 IMF プログラム）の内容を検討してみよう。基本合意書は3か国の間で若干の違いはあるが基本的には同一である。

「目的・目標」では①経常収支の改善、②金融セクターの改革

「マクロ経済政策」①財政政策、②金融政策、③為替政策

「構造改革」①金融セクター改革、②その他の構造改革

まず、「目的・目標」に掲げている「経常収支の改善」は、1980年代までの伝統的なコンディショナリティの主要目的である「国際収支の調整」を継承したものあって¹⁶、そこでの国際収支とは経常収支を指している。何度も既述したようにアジアの場合の国際収支危機ないし通貨危機の背景には資本収支の大幅なスイングと最終的にはその大量流出（赤字）があることからすると最初の「目的・目標」のひとつから大きな誤算があったといつてよい。結果的には、97年末から98年にかけて3か国では経常収支の黒字化が急速に顕現するが、これはプログラムによって意図された結果ではなくて、大量の資本流出、国内のクレジット・クランチ、輸入の収縮を介した縮小均衡的収支の黒字化であった。この「経常収支の改善」目標は次のマクロ経済政策の財政政策の設定にも表れている。すなわち財政政策の当初のプログラムは3か国いずれも財政の引き締めが計画されていた。しかも財政ポジションの強化を図る理由としては、経常収支の改善、および今後の金融セクター改革コストを予備的に賄うことが挙げられてい

た。しかし危機の進行のなかで経済不況が顕著になったことから、IMFは政策を転換して財政赤字を容認した。それは98年1月、インドネシア第2次「基本合意書」（以下同じ）、98年2月、タイ第3次、韓国第2次以降である。「金融政策」でも引締め政策が基調になったが、この場合は伝統的な経常収支改善が直接的な目的ではなく、次の「為替政策」におけるフロートの容認と結び付けて為替相場の支持ないし市場に逆らう高金利政策が遂行された。この点に関しては多方面からの批判が浴びせられ、これに対してIMFも弁明ないし反批判に応じ、激しい論争となった。

図6をみると、IMFプログラムが導入され7月以降2度にわたり金利上げがみられるがこれに対してパーツは12月末まで一貫して減価傾向を示し、金利への感応性は確認できない。ようやく為替レートが反転するのは98年初にかけてであり3月以降やや狭いバンドのなかで推移している。金利は97年秋にピークを付けその後がなだらかに低下しながら再度上昇した後、98年7月以降ほぼ10%ポイント低下している。教科書的には金利上昇は内外資金を金融市場に吸引することが想定されているがその場合は金融市場が正常な時であって、アジア危機の場合のように、流入した資金が基本的には信用リスクの高まりによってパニックに陥っている場合などには妥当しないといつてよい。

基本合意書によれば、危機後の為替政策は市場の実勢に委ね、介入をきわめて限定する一方で、自由な資本移動の下で安定的な為替レートを実現するために高金利政策が必須のものとされた。しかし、アジア危機が通貨危機と銀行危機を併発する双子の危機である下では当初から高金利政策が国内の弱体化した銀行部門、企業部門のバランスシートを直撃するという矛盾を抱えていた。

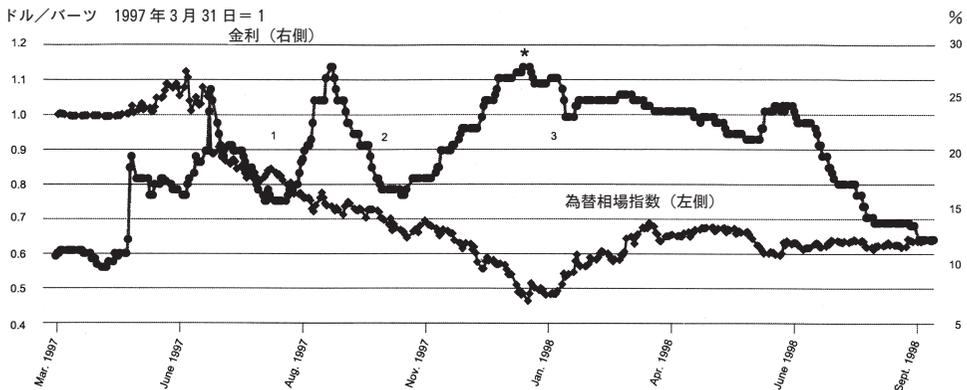
資本勘定自由化の下での「最後の貸し手機能」

しかも、危機3国はいずれも資本勘定の自由化の下に金融政策を進めざるを得ない状況になっていた。このことからIMFプランとは異

なる政策対応と事態が進行した。

タイをはじめ危機国では、銀行危機、それに伴う預金取付けなどの流動性危機に対応して、中央銀行は軒並み金融セクターへ大量の資金＝中央銀行信用を供与していた。引き出された預金→現金などは、資本勘定が閉じた状態の下では銀行システムに還流していたものが、資本勘定自由化の下では、資本逃避（capital flight）となって海外へ流出する。もちろん為替介入のないフロートの場合には為替減価がいつそう進行する。IMF から供与されたものも含めて対外準備＝外貨が十分な場合には現地通貨売りに対して外貨売り／現地通貨買いで対応し（クリーンフロートは放棄されている）、それだけ

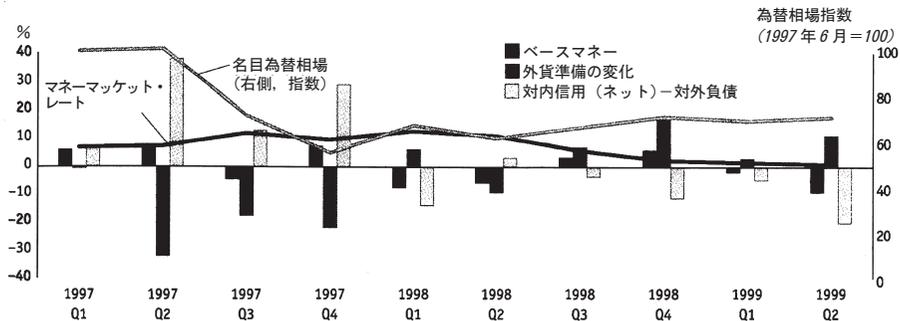
中央銀行のベースマネーは減少した。中央銀行信用は本来であれば、ベースマネーを増加させ、金融緩和に向かうのだが、現金の漏出＝対外準備の減少分だけベースマネーは減少し、マネーマーケット＝短期金融市場金利は上昇に向かったのである。（図7）はこの事態をタイについてみたものである。タイの場合 IMF プログラムが開始された 1997 年後半でも前半とほぼ同額の中央銀行信用が供与され、97 年通年でみれば対外準備が減少しなければ、ベースマネーは約 2 倍に増加したであろうといわれる。しかし実際には、中央銀行信用は対外準備の減少によって相殺され、同年のベースマネーは 16% しか増加しなかった。そして短期金融市場金利



1-最初の政策パッケージ 2-第一次改訂 3-第二次改訂 *銀行負債の保証

(図6) 政策金利への為替レートの反応 (タイ)

(出所) World Bank (1999), p.83



(図7) 外貨準備・ベースマネー・短期金利の推移 (タイ)

(出所) World Bank (2000), p.31

は、中央銀行信用が大規模に増加したにもかかわらず急騰した。そして1998年になると中央銀行信用がネットで減少した第1四半期後には為替レートは増価し、金利は下落した¹⁷。ちなみにいえば、ここでも短期市場金利と為替レート逆相関性は見られない。

マレーシアの選択的資本勘定規制

最大危機4国のなかで唯一IMFプログラム傘下に入る事のなかったマレーシアであるが、危機の初期の局面ではその他の危機国に施されたIMF型処方箋と類似の政策パッケージ—金融部門改革を伴う緊縮的な金融・財政政策—が採用された。「IMFなき」IMF政策と称されたが、それを主導したのは当時の副首相兼財務大臣であったアンワール・イブラヒムであった¹⁸。しかし98年3月までに、これらの政策はマクロ経済および金融部門の安定性の再建には有効ではなく、事実、マクロ経済的、金融的環境は悪化して、実体経済に深刻な打撃をあたえGDPはマイナス成長に転化したと総括され、180度の政策転換が図られた。その政策転換をめぐっては当時のマハティール首相とイブラヒム副大臣兼財務大臣との政治的対立が背後にあったといわれるが¹⁹、それはともかく、金融政策は急速に緩和の方向に転換した。危機の初期の局面では、97年末には8.7%であった政策金利（3ヶ月もの短期金融市場への介入金利）をインフレ期待に対処するために98年2月はじめに11.0%に引き上げていたが、98年8月初め10.5%を皮切りに小刻みに98年11月初旬の7%まで6次にわたって急速に引き下げられた。また法定準備率はより多くの資金供給を可能にするため13.5%から4次にわたって引き下げられ98年9月には4%にまでに低下した。

金融緩和をはじめとした政策パッケージの大転換を背景に、98年9月1日、マレーシアは為替・資本取引の選択的規制の導入を発表し、翌2日にはマレーシア・リングットの対ドル（1ドル＝3.8リングット）固定相場制への移行を断行した。主要な規制対象は①非居住者対外勘定を

介した非居住者間のリングット建て金融取引。シンガポールなどオフショア市場に滞留するリングット預金の無効化、②1年以下の短期資金の流入禁止、③居住者、非居住者によるリングット資金の輸出入の制限。他方、①外貨で決済されるかぎりでの経常勘定取引、②証券投資およびその他のリングット建て資産から発生する利子、配当、手数料およびレンタル収入の本国送金、③直接投資にともなう（利潤やキャピタル・ゲインを含む）資金の流出入は規制対象から外された。マレーシアの資本取引・為替取引の規制が選択的である所以である。

こうしたマレーシアの選択規制の目的は大きく二つあって、第1は、通貨（売り）投機の資金源泉を根絶することであり、その手段の中心はリングットのユーロ（国際）化によるオフショア市場に滞留するリングット預金の無効化である。第2は、為替レートの安定化を前提に金融政策の自律性を獲得することである。マレーシアの場合は、タイなどと比べて対外資金の流入形態は銀行借入れよりも証券投資なかでも株式投資の割合が高かったため現地企業、金融機関は為替リスクよりも高金利の負担のほうが相対的に深刻であったといわれる。したがって資本勘定の選択的規制と金利の引き下げによる国内経済への刺激策が可能になったといえる。

マレーシア政府、なかでもマハティール首相は早くから短期資金フローや通貨投機を規制する国際金融アーキテクチャ（組織）を国際金融界に提唱してきた。また他方で、マハティール首相は通貨投機を目論むハイ・レバレッジ組織（HLIs）であるヘッジファンドを公然と批判し、その頭目とされたソロス（George Soros）と激しい論争を展開した。

金融セクター改革

アジア危機に対するIMFプランの最大の特徴は金融セクターおよびそれに関連する構造改革を中心に据えたことである。これらは危機の根因が金融セクターの脆弱性にあったという認識が前提にあった。改革は危機の根因に対処することが意図され、市場の信頼性を回復し、維

持可能な成長を持続するための諸条件が設定された。そして具体的には破綻銀行の国有化や資本注入などによる金融システム強化がすすめられた。しかしながら危機時の対応（crisis management）の視点からみた場合、不用意な金融機関閉鎖など性急で安易な断行を危機時の緊急融資のコンディショナリティ化したことは、政策の意図とは逆に市場のパニックや予測しなかった流動性危機をもたらし銀行危機を悪化させた。これはインドネシアの銀行閉鎖やタイのファイナンス・カンパニー閉鎖の際にみられたことである。たしかにアジア危機国の金融機関の脆弱性が金融危機悪化の原因の一端を担ったことは一面の真理であるが、反面、双子の危機を伴いしかも前例のない資本収支危機のなかでの金融機関の弱体化はその結果という側面も無視できない。歴史的にはアジア危機の10年後に勃発する世界金融危機のなかでの欧米の金融機関の脆弱性も想起する必要がある。

その他の構造改革

その他の構造改革もアジア危機のIMFプランの特徴である。それはかなり網羅的であり、例えば、韓国のプログラムでは、

- ①貿易自由化（貿易関連補助金，制限的輸入許可などの廃止）
- ②資本勘定の自由化（外国金融機関の国内金融機関の吸収合併への参加，外国金融機関による銀行子会社・証券会社設立許可，外国銀行による国内銀行株式の無制限購入，外国人の上場株式所有制限引上げ，マネーマーケット商品・社債市場への外国人アクセスの緩和，対内直接投資の諸制限の削減，企業による外国からの直接借入れの諸制限廃止のタイムテーブルの作成）
- ③コーポレートガバナンス・企業構造（外部監査，ディスクロージャーの充実，コングロマリットの連結諸表作成を含む一般的に受け入れられた会計慣行に従った会計規準の執行を通じた企業のバランスシートの透明性の向上，企業金融のリストラクチャリング，企業の銀行借入れ比率を低減するための資本市場の発展

など）

- ④労働市場改革（雇用調整を弾力化するための新しい雇用保険制度）

②に掲げられた資本勘定の自由化に関しては、IMF（暫定委員会）はタイの通貨危機が発生する直前の97年4月にIMF協定を改訂して、これまでの経常勘定の自由化に加えて資本勘定の自由化をIMFの新たな目標にすることに合意し、さらに暫定委員会は9月の香港での年次総会で、資本勘定の自由化に関する声明を採択した。この声明は、IMF理事会に対し協定の改正を正式に要請し、資本勘定の自由化をIMFの公式な目的として導入することを狙ったものであった。しかしこの改正作業はIMF批判やG24などの慎重意見などから中断したままである。韓国のケースでは資本勘定の自由化の内容は外国金融機関，外国人投資家に韓国の金融市場・資本市場への参入が勧奨され、誰にとつての自由化なのかは明らかである。さらに、コーポレートガバナンス，企業構造さらには労働市場の改革に関しても、資本市場の発展が謳われていることから窺われるように株式市場に支えられた米英型の企業構造，労働市場への転換が求められている。アジア危機に対するIMFの対応が批判者からはイデオロギー的には新自由主義的（Neo-liberalism）なワシントン・コンセンサス，あるいはワシントン（米）財務省－ウォール・ストリート複合体²⁰といわれる所以である。

注

- 1 World Bank (1999) p. 70.
- 2 中央銀行からの不振ないし破綻金融機関への資金供与は具体的にはその別働隊でもある金融機関開発基金（Financial Institutions Development Fund）によって担われた。この点に関しては *The Nukul Commission Report*, 1998, Chapter 5 を参照。
- 3 双子の危機に関しては Kaminsky and Reinhart 1999 を参照。それによると、1970年～95年、20か国のサンプルでは銀行危機の

55%は3年以内に通貨危機が後続したのに対して、通貨危機に同様な間隔で銀行危機が後続したのは12%にすぎなかったといわれる。

- 4 Sheng, A. (2009), p. 136.
- 5 Sheng, A. (2009), pp. 169-171.
- 6 Sheng, A. (2009), pp. 242-243.
- 7 結果論であるが表4の各国対ドル為替レートの変動率は概して低い。対して、円の対ドルレートの変動率はこの中では最も高い。
- 8 BIS (2002), "Determinant of international bank lending to emerging market countries," *Working Papers* No112.
- 9 Sheng, A., (2009), p. 148.
- 10 タイ中央銀行の立場からすると、スワップ取引は①簿外取引であるため市場や公衆から外貨準備の減少を遮断する。②投機家のパーツ売りによる不胎化してパーツ金利の上昇の影響を軽減するなどのメリットを有していた反面、本文で示したようにパーツ資金の供給機会を増加させるというデメットも持っていた。Nukul Commission (1998), paras. 105-117
- 11 Sheng, A., pp. 208 ~ 209, Table, 8.10 ~ 8.11.
- 12 Siamwalla, A., (2000), p.7.
- 13 *Ibid.*, p. 10.
- 14 *Ibid.*, p. 7.
- 15 Ding, W, et al., (1998), "Is there a Credit Crunch in East Asia?", *Policy Research working Paper* 1959. DC: World Bank.
- 16 Polak, J. (1991), "The Changing Nature of IMF Conditionality", *Essays in International Finance*, No. 184, Sep.
- 17 World Bank (2000), pp. 30-31.
- 18 Tourres, M.-A (2003), p. 75.
- 19 Sheng, a., (2009), p. 213.
- 20 Wade, R, et al (1998), Stiglitz, J., (2002), *Globalization and its Discontents*; 鈴木主税訳 (2002)『世界を不幸にしたグローバリズムの正体』

(参考文献)

- 青木昌彦・寺西重郎編著 (2003)『転換期の東アジアと日本企業』東洋経済新報社
 荒巻健二 (1999)『アジア通貨危機とIMF』日本経済評論社
 大野健一 (2000)『途上国のグローバリゼーション』

- 東洋経済新報社
 榊原英資 (2000)『日本と世界が震えた日』中央公論新社
 世界銀行 (2000)『東アジア再生への途』東洋経済新報社
 通商産業省(1999)『通商白書 総論』(平成11年版)
 末廣昭 (2000)『キャッチアップ型工業化論』名古屋大学出版会
 霧見誠良 (2000)『アジアの金融危機とシステム改革』法政大学出版局
 毛利良一 (2000)『グローバリゼーションとIMF・世界銀行』大月書店
 山本栄治編著(1999)『アジア経済再生』日本貿易振興会
 吉富勝 (2003)『アジア経済の真実』東洋経済新報社
 S. フィッシャー他 (1999)『IMF 資本自由化論争』岩本武和監訳, 岩波書店
 G. ソロス (1999)『グローバル資本主義の危機』日本経済新聞社
 吉富勝・大野健一 (1999)「資本収支危機と信用収縮」アジア開発銀行研究所 ワーキング・ペーパーシリーズ No.2.
 BIS, (1998), *68th Annual Report*.
 Claessens, S. et al. (1998), "East Asian Corporates: Growth, Financing and Risks over the Last Decade," Duke university's Fuqua School of Business.
 Coe, D.T. and Kim, S. (2001), *Korean Crisis and Recovery*, IMF
 Djiwandono, S.J., (2005), *Bank Indonesia and the Crisis: Insider's View*. Singapore.
 Feldstein, M. (1998), "Refocusing the IMF", *Foreign Affairs*, Volume 77 No.2.
 Ghosh, A. et al (2002) "IMF-Supported Programs in Capital Account Crises," *IMF Occasional Papers*, 210
 Government of Malaysia (1999), *White Paper: Status of the Malaysia Economy*.
 IMF (1997), "Sequencing Capital Account Liberalization: Lesson from the Experience in Chile, Indonesia, Korea, and Thailand," *IMF Working Paper*.
 IMF (1999), "IMF-Supported Programs in Indonesia, Korea, and Thailand A Preliminary

- Assessment”, *Occasional Paper* 178.
- Independent Evaluation Office (2003), *The IMF the Recent Capital Account Crises: Indonesia, Korea, Brazil*. Evaluation Report, IMF
- Kaminsky, G.L and Reinhart C.M. (1999), *The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-Of-Payments*, *The American Economic Review*, Vol.89, No.3.
- Krugman, P. (1994) “The Myth of Asia’s Miracle,” *Foreign Affairs*, Nov./Dec.
- Krugman, P. (1999), “Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial crises”, *International Tax and Public Finance*, 6.
- Krugman, P. (2000), “Crises: The Price of Globalization?” *Global Economic Integration*, edited by Greenspan, A.
- Krugman, P. (2010), “Crises”, <https://www.princeton.edu/~pkrugman>
- Nukul Commission (1998), *Analysis and Evaluation on Facts behind Thailand’s Economic Crisis*.
- Polak, J. (1991), “The Changing Nature of IMF Conditionality”, *Essays in International Finance*, No. 184, Sep.
- Radelet, S. and Sachs, J.D., (1998), “The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects”, *Brookings Papers on Economic Activity*.
- Siamwalla, A. (2000), “Anatomy of the Thai economic Crisis”, TDRI
- Sheng, A., (2009), *From Asian To Global Financial Crisis*, Cambridge
- Stiglitz, J., (1998) “More Instruments and Broader Goals: Moving Toward the Post-Washington Consensus,” The 1998 WIDER Annual Lecture, Helsinki, January.
- Stiglitz, J., (1999), “Lessons from East Asia,”
- Stiglitz, J., (2000), “What I Learned at the World Economic Crisis* The Insider,” *The New Republic*, April 17.
- Stiglitz, J., (2002), *Globalization and its Discontents*; 鈴木主税訳 (2002) 『世界を不幸にしたグローバリゼーションの正体』
- Tourres, M.-A (2003)., *The Tragedy that didn’t Happen*, ISIS Malaysia
- Wade, R, et al (1998), “The Asian Crisis: The High Debt Model Versus the Wall street-Treasury -IMF Complex,” *New Left Review*, 228
- Williamson, J., (2002) [1990], “What Washington Means by Policy reform,”
- World Bank (1999), *Global economic prospects and the developing countries*.
- World Bank (2000), *East Asia Recovery and Beyond*.
- (付記：本稿は中京大学企業研究所 2017 年度研究プロジェクト「グローバルにシステム上重要な銀行 (G-SIBs) のビジネスモデルに関する研究」の一部である。)