

經濟論叢

第162卷 第4号

-
- 高負債・資本比率經濟とアジアの危機……………本 山 美 彦 1
- 大氣汚染に対する課税と土地利用規制(1)……鄭 炳 潤 28
- 中国のインフレーションの原因に関する
經濟分析(1979-96年)……………鍾 非 43
- 保育における認可制度の効果……………横 山 由 紀 子 62
- 配偶者のサーチモデルと晩婚化現象……………坂 爪 聡 子 76
-

平成10年10月

京 都 大 學 經 濟 學 會

高負債・資本比率経済とアジアの危機

本 山 美 彦

はじめに

1997年7月のタイ・バツ (baht) の切下げは、ただちに、世界に波及した。インドネシア、マレーシア、フィリピン、台湾、香港、韓国、エストニア、ロシア、ブラジル、オーストラリア、ニュージーランド、等々の経済が直撃され、各国の通貨が大きく揺さぶられた。しかし、それが、世界に深刻な結果を生み出すとは、バツが売られた1997年7月段階ではほとんど予想されていなかった。少なくとも、この段階までの国際的な資本移動は順調であった。突然、資本流入が途絶して、深刻な結果が生み出されるとは誰も予想していなかった。当時の雰囲気は、楽観的なものであった。危機発生以前のマクロ経済で見たアジアのファンダメンタルズは良好であった。インフレ率も低かった。財政は黒字であり、赤字の国でもその幅は小さかった。外貨準備も減少傾向はなく、量的にも安定していた。とにかく、東アジアと東南アジアの経済の急速な成長は、停滞する気配を見せていなかった。1990年代の世界の経済成長の中身の半分はこの地域のものであったし、世界の資本支出の3分の2はこの地域に向けられたものであった。為替混乱がなければ、この地域の生産物の売れ行きにはなんの問題もなかった (Wade & Veneroso [1998], p. 4)。1996年の第3・四半期の対アジア向け銀行融資額は史上空前の巨大な規模であったし、日本政府の事実上の格付機関である日本国際金融情報センター (the Japan Center for International Finance) は、1996年6月時点で、韓国にもっとも高い格付を与えていたほどである。IMF や世銀ですら、1996年のアジア各国政府の経済政策

を称賛していた。しかも、1996年9月までは、韓国政府の政策がもっとも高い評価を得ていた (Wade & Veneroso [1998], p. 3)¹⁾。

- 1) マハティール首相は、1998年3月に日本で講演し、以下のように、アジア経済、とくに、マレーシアのファンダメンタルズはいささかも悪くなく、それは権威ある国際機関からも認められていたことを強く訴えていた。「ちょうど昨今の今ごろ、……私の聞き間違いでなければ、東アジアの経済情勢は、西側諸国から〈東アジアの奇跡〉という表現で語られていたはずだ。……タフで抜け目がない西側諸国の調査機関やエコノミストが、口を極めて私たちの経済活動を褒めたたえ、私たち自身も自分たちのファンダメンタルズは非常に安定していると強い自信を持っていたのです。国際経営開発研究所 (IMD) が各国の経済競争力を分析した昨年 (1997年) のレポートによると、〈マクロ・レベルの国内経済力の総合的評価〉で、マレーシアは世界第2位にランクされていた。ちなみに第1位はアメリカ、3位はシンガポール、4位はルクセンブルクでした。我が国は世界経済のトップグループに属する、と評価されていたのです。この評価を下すために IMD は244にのぼる経済データを使用しています。ところが、そのレポートで高い評価を得た国々の多くが、その後、重大な経済危機に見舞われたのです。……少なからぬ経済アナリストが、通貨はその国のファンダメンタルズに左右されるという考えに容易に陥ります。彼ら市場原理主義者は市場のメカニズムを頭から信じ込み、ファンダメンタルズと通貨変動の相関関係を主張します。その陰で投機家たちは高らかに我が世の春を謳歌しているのです。通貨はファンダメンタルズが脆弱にならないかぎり下落しない、というのが市場原理主義者の“教義”にはかならない。したがって〈アジア諸国のファンダメンタルズは強い〉と太鼓判を押した、その舌の根も乾かないうちに、アジア各国の通貨が急落したのはファンダメンタルズの弱体化にある、と主張するのです。しかし、実際にはファンダメンタルズが非常に強かったにもかかわらず、通貨は急落した。それが真実です。アジアの通貨危機は、ファンダメンタルズの安定度とはまったく別の要因によるものだったのです。1年前に我が国の経済を高く評価していたのは、IMD だけではありません。97年7月2日にタイの通貨バーツが暴落してアジア地域の通貨恐慌が始まった。そのわずか2週間前の6月17日に、国際通貨基金 (IMF) のカムドシュ専務理事は、マレーシア経済は堅調で、なんら問題はないと絶賛していました。ロサンゼルスで開かれた国際会議の席上でのカムドシュ専務理事の言葉を引用してみます。〈マレーシアは、高度成長が引き起こす弊害をもコントロールしている、手本とすべき国のひとつです。おびたしい資金流動と不動産市場の急騰の中で、健全な財政システムを維持していく、という難題によく対処しているからです〉。また同時にこうも言っています。〈昨年のマレーシアの経済成長率は適正な水準に落ち着いており、インフレ率も低い。財政赤字は主として旺盛な投資の結果によるものだが、現在は大幅に減少している。今年度の財政赤字の増加目標は、こういった実績をいっそう促進するものと期待されます〉。IMF は、我が国が経済成長を急ぎすぎたという苦言を呈してもいました。そこで私たちは成長率を大幅に抑えた。またマレーシアの財政赤字が人きすぎるという不満も表明していました。それに応じて、マレーシアは財政赤字を半分に減らしたのです。これは、我が国の財政赤字が過剰消費によるものではなく、旺盛な投資によるものだけであることを明確に示しています。これ以上、証拠を並べる必要はないでしょう。では金融部門はどうなのか、という疑問に対しては、いま一度、みなさんが信頼しているカムドシュ専務理事の言葉を引用してみます。〈マレーシア当局は銀行の健全経営の維持に承きを置いています。金融機関の不良債権率は近年顕著に下がっているし、自己資本率も BIS 規制を上回っている〉。88年にマレーシアの銀行の不良債権率は32.5%を記録していました。しかし、わずか9年後の97年には、幸運と努力のおかげで、この数字はなんと3.5%にまで下がりました。劇的な改善といえるのではないのでしょうか。IMF が我が国の経済状態を高く評価した理由はなによりもこの点にあります。次に〈アジア諸国においては市場運営の透明性が十分ではない〉という批判についてはどうか。私自身、透明性が重

にもかかわらず、この良好なアジア地域で、1997年、各国に通貨危機が生じ、この地域全体を包み込む経済危機が発生してしまったのである。

こうした流れを重視するマレーシア首相のマハティールは、以下のように国際的な投機筋を非難した（〈 〉内が要約を示す）。

（1944年、国対国の通貨の価値を決定するメカニズムをもつブレトン・ウッズ体制が発足した。このシステムは非常にうまく働いた。もしこの為替相場安定システムがなければ、世界経済はうまく機能しなかったであろう。ところが、後になって、西側の数か国は、輸出競争力を高めるために通貨の切下げを決め、変動為替相場制に移行した。すると、すぐさまそこから利益を得ようとする外為市場が出現した。それでも、初期の為替相場は、規模的に比較的小さく、相場の変動も予測の範囲内だった。しかし、やがて莫大な資金力で介入してくる投機家たちが登場し、大規模なファンドの取引を通じて、彼らが、事実上、為替相場を操作するようになった。本来、為替相場の一定の動きのなかで、安定した商取引をおこなう目的で考案された裁定取引や先物取引は、最短期間で巨額の富を得るといふ為替トレーダーの欲望に奉仕するようになった。いわゆる“大衆の欲望”が経済原則に取って代わり、通貨の切下げと切上げは人為的に操作され、為替相場は文字通り秒単位で上下するようになった。インドネシア・ルピアは一時600%も切り下げられ、数日で200%戻した。現在もまだ1日から半日単位で100から200%の幅で変動を繰り返している。米国連邦準備制度理事会（FRB）のポール・ボルカー元議長は香港での演説で述べた。「この18

、要であるという議論にはまったく賛成です。しかし、批判によく耳を傾けてみると、その多くは単なる知識不足によるものしか思えません。マレーシアの金融システムは不透明だと言っている未熟な金転がしが、5年前、いや5か月前には、マレーシアがヒマラヤのどこかにある国だと思っていたとしても、私はたいして驚きません。再びIMFのカムドシュ専務理事の言葉を引用するなら、〈市場に最新かつ確かな情報を流す努力をしているという観点でいえば、マレーシアはIMFが設けた“特別情報開示基準”に最初に合意した国なのです〉。もう一度思い出してください。97年6月17日、通貨危機の風が我々を襲うわずか2週間前に、IMFはマレーシアはまったく健康だとお墨付きを出したばかりでなく、マレーシア経済そのものを称賛していたのです。同時に我々の経済運営も絶賛しました。〈信頼すべき市場〉としてマレーシアを世界の投資家に推奨したのは、まさにIMFだったのです」（マハティール [1998]、126-128ページ）。

か月間に円・ドル・レートが60%変動した。このような為替相場のシステムは、ファンダメンタルズをなんら反映できていない」と。インドネシア・ルピアは5か月間に600%変動した。2億2000万人の勤勉な人口を抱える大国の資産が、いきなり6分の1の価値しかなくなるなどということがあっていいのだろうか？ 突然、資産を失ったり、破産する人たちにとって、国家の価値とはなになのか？「紙幣が一夜にして紙屑になってしまうなら、国家が通貨を発行する意味はどこにあるのか？ こんな状態が続けば、私たちは輸出と輸入の差額のみを決済するパートナー貿易に戻らざるを得ない。……全般的に見て、現在のシステムは——もしシステムと呼べるものがあるとしたらですが——混乱しており、信頼に足るものでもなく、むしろ有害でさえある。当事者以外の人間にはわからない方法で動かされる不透明な市場の力に、国際貿易が依存しているのか？」。〈たしかにヘッジ取引は、為替リスクを最小限に抑えることができる。しかし実際には、ヘッジ取引はヘッジ・ファンドに利益をもたらすばかりで、商品やサービスのコストを上昇させる。為替レートの変動幅を小さく抑えれば、ヘッジ取引は不要となり、ヘッジ・ファンドに大儲けさせることもなくなる。為替トレーダーに歴大な利益をもたらすという以外に、為替取引の必要性を示すものはなにもない。それどころか、私たちはいま、国家と地域経済が為替取引のために被った損害の大きさを痛感させられる。「為替取引は、市場の力を媒介にして、各国政府の政策修正を促す」などといういい訳は通用しない。為替トレーダーは為替相場が不安定であることによって利益を得ている〉(マハティール [1998], 128-131ページ)。

I 高い負債・資本比率経済

投機がたとえ、悪しき陰謀でおこなわれるものであっても、投機が継続するには、それを持続させ、他の投資家の心理を投機家に同調させるだけの背景が必要である。アジアの通貨危機もまたそうであった。投機には、それを成り立たせる背景があった。日米間における為替政策の調整がそれである。その余波

がアジアを苦しめたのである。本稿は、この問題に執拗に迫った Wade & Veneroso [1998] の論考に導かれて、高負債・資本比率経済に与えた IMF 緊縮政策の害悪を論じたい。

アジアを襲ったのは、支払危機ではなく、流動性危機であった。債権者たちが、突然、貸付の回収を急ぎ、国内通貨と国内資産が売られ、そのあおりを受けて、債務者たちは、またたくまに、債務支払不能に陥った。企業は、債務返済圧力から、コストを圧縮すべく労働者を解雇した。国内資産価格が、こうした複合的な要因によって暴落した。

これは、あまりにも金融緩和を急ぎすぎ、国内企業が、政府の調整を経ることなく、自由に海外借入ができるようになったことと無関係ではない。

これまでアジアの高成長を支えていた要因が、今度はアジアを苦しめている。1990年代を通じて、西側や日本の銀行・投資銀行はアジアの企業に膨大な貸出をおこなってきた。彼らは歴史の教訓を無視して、OECD 平均の4倍もの高度成長がいつまでも持続するものと仮定した。そして、為替相場についても固定的に維持されるものと思っていた²⁾。それに、外国貸付機関は、これら諸国への貸出上限について非常に鈍感であった。一般に国際的な銀行マンたちは、つねに同一行動を取るという傾向がある。他の銀行マンが金を儲けているときに儲けられなかったら、その人は無能であるとのレッテルを張られるし、そのことによって、たとえ損失を出しても、仕方がないとして上司から免罪されるからである。

それはさておき、アジアの各政府は、IMF、OECD、西側の政府や銀行、企

2) もちろん、国内的な障害はあった。とくに東南アジアの企業は、かなりの比率で、日本企業の下請けであった。技術革新はつねに輸出部門で生じ、そのすべてが外国からやってきて、その部門に限定されて他に波及しなかった。熟練労働の不足は深刻であった。タイの中学進学率は1992年で37%にすぎなかった。1992年のタイの1人当たり所得の水準は、台湾の1978年の水準である。そして、この年の台湾の中学進学率は、1992年のタイの2倍もあった。マレーシアでも熟練労働力の不足は深刻であり、企業撤退が目につくようになった。電力は不足し、交通渋滞はひどく、水道料金も高騰し続けている。こうして、リアル経済面での障害は次第に蓄積されていた。それは確かである。それでも、現在の経済の惨状は、上記の障害からすればあまりにも不相応に大きすぎるという点に問題のありかがある (Wade & Veneroso [1998], p. 9)。

業に促されて、ラディカルな金融の緩和政策を遂行してきた。その結果、各国政府は、外国借入に狂奔する自国企業を管理することも、借入と投資の比率を調整することも、銀行の指導も、すべて不可能なことにしてしまった。つまり、アジアは、自己の重い借金経済を安定させる装置を自ら破壊してしまったのである。危機の連鎖が生じたのはこの事情による (Wade [1990], p. 367)。

韓国政府がおこなったことはこれであった。過去数十年間の韓国の政策は完全に放棄された。韓国は、OECD への参加の条件として OECD 側から金融の自由化を要求された。タイでも事情は同じであった。タイ中央銀行の権限は、金融自由化を推し進めるべく、大幅に縮小させられた。韓国では、海外金融機関からの短期借入は1990年代初期にはほとんどなかったのに、1997年末では1600億ドルにもなった (Wade & Veneroso [1998], p. 10)。タイ国内の借入者は、国内資金の借入の半分のコストで海外からの借入ができることをした。タイの海外からの借入は激増し、その大半は満期1年未満の短期資金であった。

他方で、中国は1990年と1994年、人民元 (中国では、人民幣と呼称している) を切り下げた。しかし、インフレ率は低くなり、国内生産が急速に増加した。そのために、人民元は世界の主要通貨の中では過小評価されることになった。このことによって、他のアジア諸国の輸出競争力が大きく落ちることになった。

1995年以降、米ドルは円に対して切り上がった。これは、米財務省と日本の大蔵省との間に合意が成立したことによる。円安への転換によって、日本の輸出停滞を救済し、その分、日本が米国の財務省証券を購入するというものであった。日本の米財務省証券購入によって、米国の金利は望ましい水準に止まり、それがクリントン大統領の再選に貢献したとの研究がある (Engelren [1996], Johnson [1998], pp. 16-19)。

そして、日米合意による新しい円レートの水準と大幅に切り下がった人民元が、アジア諸国を直撃することになった。東南アジアの通貨はドルにベッグしていたので、自国通貨の対外レートが相対的に上昇した。それも急激な上昇

だった。たとえば、1996年のタイの輸出成長率はゼロになった。GDP 成長率も過去10年間で最低であった。そして、経常赤字額は空前の規模になった。1996年1月から9月までタイの株価は5分の1ほど下がった。直接投資も急速に減少した。韓国でも1996年から製造業の生産が落ち込み始めた。経常収支赤字が大きくなり、産業の倒産が始まった (Wade & Veneroso [1998], p. 10)。

突如、世界の投資家たちは、負債・資本比率の高いこれら諸国に、彼らの基準を大幅に上回る危険な貸出にのめり込んでしまっていたことに気づいた。通貨下落がそのきっかけを与えた。投資家たちは、他の同じ投資家たちが同じことに気づいてしまうことを恐れた。結果的に投資家全員が資金を引き揚げ始めた。とくに、日本の銀行の行動が激しかった。日本の株価と円下落による自己の資金ポジションの悪化が引き揚げに拍車をかけた。本来、通貨下落は輸出企業にプラスであるはずなのに、これら輸出企業への貸付すら引き揚げられた。

世界的に名の知られた韓国の巨大財閥企業ですら、輸出向け生産に必要な輸入品を購入するときに必要な貿易信用状を得ることができなくなり、輸出を阻害された。1980年代のラテンアメリカでは、企業の負債・資本比率ははるかに低く、外国の貸し手は、メキシコの企業の今後の資金操作で慎重な姿勢を崩さないだろうとの信頼を失わなかった。ただし、外国の貸し手は、メキシコ政府への信用はなくしていた。したがって、政府は債務返済に苦しんだが、民間企業の打撃はそれほど大きなものではなかった。しかし、アジアは、政府ではなく、民間企業が直撃された³⁾。

欧米では (この場合、ラテンアメリカも含む)、企業の借入は通常、自己資

3) 台湾の被害がもっとも軽微であった。通貨価値下落は、1997年後半には、わずか13%、1997年初から1998年初めにかけては20%、それでも、経済成長は6%の堅実なものであったし、インフレ率も1%であった。台湾は、巨額の外貨準備を積み上げ、この巨額の外貨準備に比して短期対外債務の比率が非常に小さかったからである。1990年代初めにバブルが弾けたが、銀行は十分それを乗り切り、そのバランスシートは、1997年までには完全に回復した。貯蓄率は高く、負債・資本比率は小さい。この点、チリも同じである。チリも高い貯蓄率をもっている。1995年時点で貯蓄のGDPに対する比率は29%もあった。そして、負債・資本比率は西側企業に匹敵するほど低い。チリは課税によって、外資流入を阻止した。そして、この10年間めざましい成長を遂げた。銅価格下落の直撃を受けたのに、金融危機は起こさなかった (Wade & Veneroso [1998], p. 11)。

本を下回っている。銀行もまた企業への過大な貸付はしない。しかし、アジアでは、とくに日本や韓国では、巨大企業は、自己資本の2倍以上の借入をしている。アジアの貯蓄率は、GDPの3分の1以上ある。これに対して、西側のそれは7分の1から5分の1程度である。アジアの貯蓄の中身は圧倒的に家庭部門のそれである。それに、多額の家計貯蓄が銀行預金の形でもたれている。アジアでは、証券に比して銀行預金の方が安全だと思われるからである (Clacssens & Glaessner [1997], figure 1)。家庭や政府がネットの借入者ではない場合、金融システムは、企業借入に傾斜せざるをえない。

1960年代の日本企業の投資率はGDPの23%だったのに対して、貯蓄は15%であった。つまり、企業貯蓄は企業投資の3分の2にも満たなかった。残余は家計貯蓄から回された。これは、同時期の米国と対照的である。米国では、企業貯蓄の対GDP比は、8.5%、企業投資は9%、つまり、企業貯蓄が企業投資の90%を賄っていた。日本企業は、確かに負債・資本比率は米国よりも圧倒的に高かった。しかし、企業貯蓄はもっと高かったのである (Wade & Veneroso [1998], p. 6)。

世界における産業的地位の向上を目標として、アジアの企業は、とくに、日本、韓国、台湾の企業は、膨大な資金投資をおこなった。しかし、それは、自己資本だけではとても賄いきれるものではなかった。企業にとって、銀行借入だけがすべてであった。アジア危機は、その構造が裏目にてた結果である。銀行預金、そして、銀行の仲介機能の対GDP比率が高いこと、発行株式総額に対する企業借入の比率が高いこと、こうしたことが、現金フロー、銀行資金、株式資金に、なんらかの圧迫が生じたときの金融構造を、きわめて脆いものに仕立て上げていた。借入の仲介機能比率が高ければ高いほど、つまり、GDPに対する銀行預金の比率が高く、自己資本に対する借入比率が高いほど、銀行信用においてなんらかの縮小ショックが生じたときには、流動性の縮小、支払停止、倒産に至る可能性が強いものになる。こうした、借入優先戦略が安定するためには、企業と銀行との協力、それに政府の支持を不可欠のものとする。

「システミック」ショックに対応できるかどうかは、企業の現金調達、資金供給を、どの程度、バッファーとして用意できるかに依存している。企業や銀行の海外借入を制限すること、政府による海外借入れの調和、等々がこうしたシステムを維持するのに必要な措置であった。

この点を重視するウェード (Wade) は、論者の多くが、アジアのこのシステムを「クローニー・キャピタリズム」という誤った受け取り方をしていると批判する。このシステムに、彼らは、賄賂と依怙最良の側面しかみていないと彼はいう。クローニー批判者たちは、企業、銀行、政府間の協調、長期的な互惠関係を基本とする金融の合理性を見落とした。このシステムこそ、高貯蓄を企業の高い負債・資本比率に結びつけるものであるにもかかわらず、西側の論者たちはこの点を理解できていないとウェードはいう⁴⁾。

政府の支持が必要であるという体制は、国家的な産業政策を遂行するように、銀行と企業の決定に政府が介入することを意味する。政府の政策に反する行動を取る銀行や企業に対しては、政府は支持を取りやめる。東アジアでは、輸出増進、あるいは、国際価格との格差を埋めるべき投資を促進させるような政策が展開されてきた。高い家計貯蓄、高い企業の負債・資本比率、銀行・企業・政府間の協調、国家的産業戦略、国際競争力を増進させるための投資誘導、こうした要素が総合的に動員されるのが開発国家なのである (Johnson [1982], Haggard [1990], Weiss & Hobson [1997])。

国民所得の3分の1が仲介的な信用供与であるという性質をもっている経済においては、贈賄の誘惑は確かにある。贈賄をしたものが、自己資本の数倍の借入を可能とし、販売を伸ばせることができる。東アジアの経済は、企業の

4) このようなやり取りをおこなってみても詮方ないことであるが、欧米でも選挙費用捻出体制が生み出す資本主義のクローニズムが存在するのに、投機家たちはまるで無謬の裁判官のような物の言い方をしている。しかし、政府との癒着が、アジアでは大きいという事実は真摯に反省しなければなるまい。たとえば、インフラストラクチャー・プロジェクトに携わる韓国企業と外国企業との契約には、通常、韓国海外建設協会 (the Overseas Contractors Association of Korea) が後押ししていることを思わせる用語が使われている。そのさい、相互の担保物件のやりとりはそれほど大きな意味をもたない。実際には、政府の支持が大事なのである (Wade & Veneroso [1998], p. 7)。

高い負債・資本比率に基づく高い投資で支えられている。政府は、そうした負債超過の企業が倒産しないように留意する点にその機能をみい出してきた。しかし、非常に高い負債・資本比率を常態としているということには、怖さがつきまとう。ラテンアメリカのように、低い負債・投資比率の経済は、東アジアのようなめざましい高度成長はできないが、資本流出というショックに対しては、比較的高い抵抗力を見せる。しかも、低い比率は高い収益率をもち、少々の金利高にはびくともしない。逆は逆である。アジアこそ、この逆の状態にある⁹⁾。

II 支払危機と流動性危機

必要なことは、流動性を供給することであった。しかし、IMFは、アジアが流動性の危機ではなく、節度のない過剰金融が引き起こした支払危機にあるとの認識の下に、個別的な特殊事情を一切無視して、一律のデフレ経済の採用を各国に強制した。その結果、経済情勢は、IMFの救援を受けて後に、軒並み、極度の悪化を示した⁹⁾。

5) 当然であるが、高い負債・資本比率をもつ企業にとって、金利上昇は破壊的な影響をもつ。金利が10%から20%に上昇したとしよう。負債は10%増加し、その分、資本が減少する。たとえば、負債・資本比率が80:20であったものが、88:12と減資することになる。そして、高金利が需要を減退させてしまえば、企業の現金フローは深刻な打撃を被る。それがさらに借入体質に拍車をかける。もし、この借入が海外からのものであり、それがさらに自国通貨の対外相場を下げたままえば、被害は甚大なものとなる。ラテンアメリカ企業が外貨ショックから比較的早期に立ち直り、アジア企業が壊滅状態に追い込まれたことの差は、結局、この負債・資本比率の差にある(Wade & Veneroso [1998], p. 9)。

6) こうした状況に対して、ジェフリー・ザックスは、「IMFは、劇場で火事だと叫んでいるだけである」と慨嘆した(Sachs [1998], p. 17)。IMF批判については、以下のものがある。Sachs, Jeffrey, "The Wrong Medicine for Asia", *New York Times*, 3 November 1997; Amsden, Alice & Fuh, Yoon-Dae, "Behind Korea's Plunge", *New York Times*, 29 November 1997; Stiglitz, Joseph, "How to Fix the Asian Economies", *New York Times*, 31 October 1997; WIDER, "More Instruments and Broader Goals: Moving Toward the Post-Washington Consensus", *The 1998 WIDER Annual Lecture*, Helsinki, Finland.

なかでも、世銀のチーフ・エコノミストでもあるスティグリッツ(Stiglitz)の、IMF的窮乏生活の処方箋への不快感は強烈である。また、*Wall Street Journal*は、世銀とIMFとの間の亀裂が明確にみえて取れるとの観測記事を掲載した("World Bank Questions IMF Plan: Austerity in Asia may Worsen Crisis", *Wall Street Journal*, 8 January 1998)。

実際、IMFは、不良資産を抱える銀行の即時整理を無慈悲に主張した。しかも、整理対象になる銀行への預金者の保護は、IMFの勧告の中には盛り込まれなかった。もちろん、預金者たちは預金の解約に殺到した。また、IMFが、需要を抑制し、流動性を削減すべきであるという姿勢を鮮明にしたことによって、金融機関による貸し渋りと貸付金の急激な回収が生じた。いきおい、急速に流動性不足に見舞われた企業の倒産が相次ぎ、不良企業のみならず、優良企業もまた、自己の市場価値を低めてしまった。

IMFが、執拗に、金融の構造的自由化とか、企業のあり方（コーポレート・ガバナンス）の改革とか、労働市場の自由化とか、の必要性を主張したことによって、投資家たちが、これら諸国を不健全な国であるとして、自己の投資先への信頼を急速に失った。必要な措置とは、この信頼を失った投資家の信頼を取り戻すことであつたはずである。それには、企業を窮地に追い込むのではなく、企業に十分な流動性を供給することであつたはずである。少なくとも、IMFが留意すべきことは、金融危機の発生を防ぐことであつた。しかし、IMFがアジアに与えた被害は想像を絶するものであつた。それは、アジアの金融構造の、すでに指摘した特殊性からくるものである。この特殊性について、IMFは、まったく認識できなかった。この特殊性を無視するIMFの耐乏生活と金融自由化路線は、他の地域よりも破壊的なマイナスの効果をこの地域にもたらした。IMFの措置がまったく効果を上げえなかったことは、IMFの処方箋がこの地域に対してまったく不適当なものであることを示すなよりの証左である。

IMFは、苦境に陥った国に対してつなぎ融資をするものとされているが、IMFの実際の施策は逆に苦境に陥った国の経済の息の根を止めるものでしかなかった。IMFは、まず、経常赤字を減少させ、インフレーションを抑え、

、ただし、韓国に対しては、世銀とIMFの歩調は一致していて、スティグリッツもIMFの姿勢に同意している。つまり、原則論において、IMF路線そのものの路線を彼が否定しているわけではないことに注意しなければならない（Wade & Veneroso [1998], p. 5）。

過剰消費を抑制する、等々といったワンパターンの政策を当該国に押しつけた。たとえば、1997年12月5日、IMFは韓国とスタンドバイ・アレンジメントの合意を得た。その内容は以下の通りであった。

(1) 1998年と1999年の経常収支赤字をGDPの1%以内に縮小、(2) インフレは5%以下に抑える、(3) 経済成長率を1998年に3%以下に減速、1999年には回復させる。この目標を達成するために、構造・組織改革、とくに、西側に匹敵する金融改革、不良金融機関の整理、外国金融機関による国内金融機関の買収の自由、BIS基準の導入、国際会計基準と西側の会計事務所の活用、等々が勧告された。民間銀行の行動に対して政府は口を挟まない、民間会社が倒産しそうになっても梃子入れしない、当然、特別の信用供与なり、税優遇は廃止する、といったことが強く打ち出された。

IMFは、さらに、資本の一層の自由化、民間の外資借入に対する監督の一切の廃止、貿易優遇制度の廃止、労働者の解雇の自由化、を要求した。IMFのプログラムは、各国ごとに差違はあるが、それでも、資本の自由化、金融部門の規制緩和、金利上げ、内需抑制、といった政策採用勧告は共通に盛り込まれている。もし、外国短資の攪乱的動きがアジア危機の真の原因であるとしたら、IMFの処方箋は、事態を悪化させることはあれ、まったく改善できない逆療法であるということになる⁷⁾。

経常収支赤字を解消させ、マクロの国内バランスを回復させるという第1の目標達成についていえば、すでに為替下落がそれを達成してしまっている。たとえば、韓国は、すでに、1997年12月に経常収支黒字が37億ドルになっていた。1ドルが1600ウォンとして換算すれば、この黒字額は韓国のGDPの15%に匹敵するのである。タイもマレーシアもそうであった。ただし、黒字は輸出が伸びたからではなく、輸入が減少したことによる方が大きい。しかし、輸入が減ったのは、IMFが目標としたような過剰消費の減少、つまり、消費財輸入

7) IMFが課した条件については、Republic of Korea, *IMF Stand-by Arrangement; Summary of the Economic Program*, Dec. 5, 1997.

の減少というよりは、資本財や、工業部品、燃料等々の生産関連の輸入が減ったことによる。そうした部品の輸入削減が輸出を減少させたのである。確かに、経常収支黒字を増やさなければ外資への利子払いはできないが、経済の再生産構造を破壊してしまえばなにもできないことになる。

しかも、金融自由化は、過渡的な段階で、高いコスト経済を生み出してしまふ。膨大な貯蓄が動き回るであろうし、借入優先経済はこれで終焉してしまう。そして、そのもたらすコスト増は非常に大きい。それに、すでに存在している膨大な借入が問題を深刻化させる。企業の負債・資本比率が、西側平均にまで下がり、金融機関が西欧基準に匹敵するような自己資本比率が達成されるようになる前に、膨大な債務処理という巨大な問題が控えている。IMFはこの問題について真剣に考えているようには思われない。IMFによる高金利政策は、負債・資本比率の高い企業を倒産に追い込むことになる。そして、危機を感じた資本は、IMFが期待するのとは反対に、国内に流入するどころか、流出してしまう。銀行もIMFの要求する自己資本基準に合致すべく、貸し渋りをし、これがまた、企業倒産を加速させる。主たる貸し手は銀行であり、銀行こそがもっとも高い負債・資本比率を抱えている。銀行が貸出先企業への不良債権を放棄してしまえば、それだけ、資産を圧迫し、預金への元本・利子支払いに支障をきたす。そして、優良企業に対してすら貸し渋りが生じ、結果的に優良企業すら倒産に追い込まれかねない。それが連鎖倒産を生み、資産の価格暴落が生じる。価格下落の不安が増幅し、預金者が預金を引き出す。レイオフが広まり、デフレ圧力が増す。すでにそうした危険性は1930年代のアービン・フィッシャー (Irving Fisher) によって警告されていた。彼は、企業への銀行貸付の急減が大恐慌の究極の原因であったことを指摘した。彼は、大恐慌の原因を、ドル債務の価値上昇、つまり、ドル建て金利の高騰にみた。資産価格が下落すれば、ドル債務の元本が高くなる。企業の返済圧力はますます厳しくなる。再貸付を拒否された企業は、資金繰りの悪化で倒産してしまう。その頻度は、デフレの進行速度による。

債務返済圧力が強ければ強いほど景気低迷は続く。西側基準になるまで債務を圧縮しようとすれば、それだけ、景気回復への道は遠くなる。日本は、1990年代にこの困難な道を選択した。日本が支払っているコストは非常に大きい。それは、1990年にバブルが弾け、株と不動産価格が下落して以降、経済停滞が長引いたということは、そのことを物語っている (Wade & Veneroso [1998], p. 13)。

IMFは、不良債権処理に苦しむ地元銀行を救済するためにも、外国の強力な銀行によって吸収することを勧めている。しかし、西側の銀行は、負債・資本比率の高い企業への貸付を拒否するであろう。そして、政府、企業、銀行間の協調体制に参加するようなことはないだろう。負債・資本比率が高くても支障なくことが進行したのは、こうした3者の協調体制があったからである。

もし、シティ・バンクが韓国の銀行を買収し、西側基準を適用しようとすれば、つまり、負債・資本比率を1:1に圧縮してしまえば、その比率が5:1にもなる大宇への貸出はやめることになるだろう。この会社の、その比率を1:1にまで圧縮するには気の遠くなるほどの痛みを伴うものである。

IMFには、企業が、政府の認可を得なくても、自己責任で、もっと自由に海外借入をおこなうべきだと主張があるだけで、野放図なこの種の借入が危機を生み出したことへの配慮がまったくみられない。こうしたことが、通貨を資本逃避に対して傷つき易くしているのである。

結論的にいえば、IMFの処方箋は、債務が大幅に削減される前に、負担しきれない膨大な社会的コストを、長期にわたって社会に押しつけるものである。これは、短期の流動性の高い資金に社会が掻き回されるからである。IMFは、重債務システムが、成長にとって有利に作用していたにもかかわらず、それを解消してしまおうとしている。それがもたらす社会的コストについて、IMFは一顧だに与えないのである。

ファンダメンタルズが強いので、最終的にはアジア経済は、再度、成長を開始するであろう。しかし、成長するようになったときには、アジアのファンダ

メンタルズはいまよりも弱くなってしまっているであろう。膨大な家計貯蓄が西側基準で行動する金融機関に預け直されるからである。それまでには、企業の所有形態も変わってしまうだろう。外資系、とくに米系企業や銀行のシェアが、いまよりもっと大きくなっているであろう。そして、金融リスクを小さくするために、これまで採用されていた政府・企業・銀行間の協調システムは、破壊されてしまっているであろう。危機が去れば、IMF との合意は破棄されることになろう。しかし、それまでには、外国系企業や銀行は十分現地に根付いているはずである。もはや、高い負債・資本比率をもつ経済システムの復興は困難になっているであろう (Wade & Veneroso [1998], p. 15)。

1980年代のラテンアメリカでは、債務を減らすべく、世銀の仲介によって、債務と株式とのスワップが頻繁に利用された。しかし、これをアジアに適用することは難しい。アジアの負債・資本比率がはるかに高いからである。アジアでこれをおこなえば、外資による買収というのが一般的なものになり、多くの企業が外資の傘下に入るだろう。すでに米系企業によるアジア企業の買収が進んでいる。通貨が安くなってしまったために、外資の買収代金は非常に安くなった。韓国では、「IMF の寒波的価格」といった表現が一般的に使用されている。しかし、これは、現地の感情を逆撫でするものであり、第2次アヘン戦争とか、米・IMF 帝国主義という表現すら出されている。

債務と株式との交換が国内銀行によって遂行されるのなら、自国の銀行が大量の株式保有者になるだけなので、さしたる問題は生じない。債務が政府に移転すれば、政府の発言権が増すだけのことである。これなら、ただ単に1国内での処理になるだけのことである。しかし、IMF や米財務省が推進する債務と株式の交換とは、具体的には外資による国内企業の買収を意味している。

アジアの企業の負債比率が高いのは、家計部門の貯蓄が高いからである。家計貯蓄も長期的には次第に低下していくだろうが、それでもアジアが他の地域と異なるのはこの高い家計貯蓄である。そして、短期的にはこの危機が逆に家計貯蓄を積み増すのである。アジアの家計は、リスクを避ける傾向が強く、株

式にはほとんど投資しない。そもそも、株式市場が高度に発達した先進国ですら、株式市場に流れる家計貯蓄は、GDP のほんの数%程度しかない (Wade & Veneroso [1998], p. 15)。

もっとも株式市場が発達し、企業の資金調達の主たる源泉をそこに置いている米国ですら、株式を通じて企業部門に流れる家計の純貯蓄の対 GDP 比率は1%以下である。しかも、過去10年間は、そうした流れに回る貯蓄はマイナスになっている。こうした小さな比率ですら重要な意味を米国ではもっているというのは、それだけ、米国の家計貯蓄率が低いということである。米国では家計貯蓄はGDPの4%程度しかない。これに対して、家計貯蓄がGDPの12%もあるアジアの経済では、株式市場に流れる貯蓄の重要度は相対的に低いのである。しかも、最近のアジアでの株式市場の大混乱は、人々をますます株式市場から遠ざけている。

アジアの高貯蓄が成長の鍵であり、それが世界の羨望であったことを思えば、アジアの高い貯蓄とそれを重要な営業手段とする銀行というアジア的システムが非難されているというのは、皮肉なことである。そもそも、アジアへの短資流入は必要なのだろうか。すでに述べたように、高い貯蓄と企業の旺盛な債務積み増しが国家的な経済発展を可能にさせた。銀行と企業とが合意することによって、こうした借金過重体制の破綻を阻止していた。高い貯蓄をもつ経済には、外資は必要ではない。これら地域では、ただでさえ、豊富な資金の有効な使い道に困っているのである。日本、韓国、台湾が築いてきた金融システムの方が、IMFが推奨するシステムよりもはるかに有効なものであったとはいえないのだろうか。

政府は、けっして、銀行を倒産させたり、外国の銀行に買収させてはならず、それよりも、弱い銀行を強い銀行と合併させるようにもっていかねばならないという主張も、想像を上回るアジア経済の深刻な状況を前にして、最近では普通に見られるようになってきた。西側の基準ではアジアの銀行は倒産してしまうが、成長の速いアジアでは十分意味のある銀行なのである。これまでのアジ

ア諸国の政府は、そうした体制を維持していた。そのためにも、外資の自由な攪乱的な流入は阻止されなければならなかった。政府は、資本勘定の管理に踏み込み、通貨下落で対外債務払いがより困難になった銀行に資本を注入して、対外債務を外国銀行から買い上げるべきである、アジアの危機を克服するには、債務不履行宣言をする覚悟で、国内の高い貯蓄の動員を図るべきである、等々の主張も声高に叫ばれるようになってきた。通貨下落による債務返済圧力は巨大なものである。これには耐えねばならないが、もうこれ以上外国に頼ることはやめにしなければならない。たとえば、韓国は OECD 内での良い子であることをやめ、タイやインドネシアなどの債務国と共同戦線を張り、債務返済条件の闘争をすべきであるとまでいわれるようになった⁸⁾。

日本政府の姿勢も大きく変化してきた。これまでは、日本政府は、IMF 的に、倒産させるべき銀行や証券会社を倒産させてきたが、すでに、1998年3月段階で、榊原英資財務官が、日本では1行たりとも、銀行を倒産させないと明言したように、その姿勢を変化させつつある。彼は、英米ですら銀行倒産を許していない、それがグローバル・スタンダードだとさえいったのである⁹⁾。

8) 1997年の米国の自己破産は、前年の300億ドルから400億ドルにも増加し、米国の新聞広告にも、自己破産の勧めが堂々と載っているという事実を指摘して、ウェード&ベネローソは、デフォルトをも恐れるべきではないとしている (Wade & Veneroso [1998], p. 17)。

9) 「金融ビッグバンについては大きな誤解があると思うんですよ。というのは、基本的に金融機関は倒産させてはいけません。これは世界的な常識です。イギリスの金融ビッグバンのときも、マーチャント・バンクは倒産ではなく、吸収合併されていますよ。不正行為で非常な非難を受けたベアリングズでも、つぶれてはいない。オランダの保険会社が買収したわけで、おそらくバンク・オブ・イングランドとかイギリスの大蔵省が裏で調整しているんですね。企業をつぶしちゃいけないし、まして金融機関は基本的につぶしちゃいけない。というのは、庶民が金融機関がつぶれるかもしれないと思ったとたんに、金融危機がくるから。僕はアメリカにも長く住んだけれど、アメリカの庶民は銀行がつぶれるとは思っていませんよ。だから、書斎派の経済学者の人は、しばしば完全競争モデルを引き合いに、悪いところはつぶれればいいんだと言うが、金融機関はそんなものじゃないんです。では、金融ビッグバンというのはなにかといえば、マネジメントは変わらなきゃいけない。競争は激しくしなきゃいけない。吸収・合併はしなきゃいけない。当然のことながら、それが、イギリスでも起こったわけで、アメリカでもフランスでも、主要な銀行が倒れそうになったら公的資金を導入して助けている。……金融機関の金融機関に対する信頼感がなくなっちゃった。だから、コール(短期資金の借入、貸出)市場とか、CP(無担保約束手形)市場が動かないんですね。農協とか、例えば地方の金融機関がお金を出さなくなっちゃったから。それに企業と金融機関の間の信頼関係が崩れちゃっている。これが貸し渋りとノ

III 攪乱的短期資本移動規制論の台頭

1998年9月以降、マハティールの短資規制をめぐる果敢な政策、それを支持するクルーグマンの論調 (Krugman [Sept. 7, 1998], Krugman [Sept. 28, 1998]) を契機として、IMF 路線は修正されるべきであるといった議論が大きな勢力をもつようになってきた。しかし、IMF 批判者たちの論調が、具体的な国際金融の政治力学の中で実現することは可能だろうか。これまでは、そうした主張が経済学の世界で大きな影響を示しながらも、実現されることはなかった。国際金融とは、ヒエラルキー構造をもった政治力学といった舞台の上で展開されるものであったからである。

攪乱的で膨大な短期資金の国民経済からの流出入が、国民経済に破滅的な影響を与えるとして、そうした動きをできるかぎり排除すべきことは、過去、多くの経済学者によって叫ばれてきた。

たとえば、ケインズは、「考え方、知識、芸術、愛、旅、これらはその性質上、国際的なものである。しかし、財は合理的で便宜的に可能であれば、国内に止めおくべきものである。なによりも、金融は国内的なものにしておかねばならない」 (Keynes [1982], p. 237) といった。

コロンビア大学経済学教授のバグワッチ (Jagdish Bhagwati) はいう。

「(資本市場は) 非常に不安定で、突然予測が変わる。健康体であるかと思えば、突然肺炎になる。人はマーケットの信頼を得るためにあらゆることをしなければならぬ。人がマーケットに堅く縛り付けられているからである。なにも悪いことをしていなくてもマーケットは攻撃してくるし、なにか止しいことをしているとマーケットを納得させるためにも、なにか悪いことをしなければならぬこともある。ここ当分は資本の自由化は延期した方がよい」 (Bhagwati [1997])。

言われるやつです。本来は企業が資金繰りでおかしくなると、金融機関が助けるものなんで、助ける最大の責任を負っていたのがメインバンクのはずですよ」 (編原 [1998], 35-36ページ)。

トービン (James Tobin) は、「韓国などのアジア諸国は、1994-95年のメキシコもそうであったが、欠陥だらけの国際為替相場制度の犠牲になっている。この制度は、米国の主導下で資本の自由な移動をなによりも優先させる制度である」といった (Tobin [1997])。

Financial Times のマーチン・ウルフ (Martin Wolf) は、アジア危機についていった。

「(アジア危機がもたらしたものは) IMF がそのプログラムを強力に遂行するための条件にしている資本勘定の自由化をどうするかという問題である。……少なくとも、外資の流出が非常に危険な状況を作り出していることは明白である。……たとえ、ノンバンクですら、巨大な対外借入をおこなえば、そして、その借入が自国通貨を動揺させるものであれば、経済体制は不安定になる。商業銀行による膨大な短期外資の借人には厳しい制限を課すべきだというのが今回明らかになったことである。無制限な短期外資取入れは納税者を犠牲にするものである」 (Wolf [1998])。

世銀の上級エコノミストのボッテリエール (Pieter Bottelier) ですら、経済発展段階が異なり、規制状況も異なる国の間での無制限な資本移動のもたらす結果を理解する必要がある、そもそも、IMF と世銀はそれをモニターする手段も能力ももってはいないとまで発言した (Bottelier [1998])。

キッシンジャー (Henry Kissinger) は、非常に強い調子で警告した。「私が尊敬しているアジアの友人は、穏やかな考え方のもち主であるが、アジアの競争力を窒息させている米国のキャンペーンに困惑していると語った」、「アジアはいずれ世界のダイナミックな地域として復活するであろうが、そのときには、米国は、エゴ的利益を実現するような誤った行動を取るのではなく、建設的なアドバイスができる国として意識されるようにならなければならない」 (Kissinger [1998])。

そして、「ついに」、と言うべきか、「やはり」、というべきか、IMF のプログラムに敢然と反抗し、短期資金の攪乱的移動を禁止するための為替管理に踏

み切るアジアの国が出てきた。米国主導体制にことごとく対立してきたマハティール政権下のマレーシアがそれである。

インドネシアのスハルト政権が崩壊して、東南アジアの最古参の宰相は、1998年7月16日に就任18年目を迎えたマレーシアのマハティール首相となった。「国民組織」(UMNO)の年次総会閉幕前日の7月20日、マハティール首相は、政府が民営にした200社近い企業と株主リストを張り出した。それは、権力を背景とした不正蓄財をおこなっている連中を告発するためのものであった。そこには、マハティール批判の元ザヒド国民組織部長や、アンワル副首相兼蔵相(当時)の父親の名が列挙されていた。アンワルは、1982年に国会議員に当選し、93年には与党「統一マレー国民組織」(UMNO)副総裁と副首相に就任していた。アンワルは、IMFの緊結財政と金融引き締め策に従い、中央銀行などにIMFの職員を招き指導を受けさせ、金利引下げによる景気振興策を唱える首相と対立していた。1998年7月の年次総会后、アンワルは、経済改革担当相を解任され、首相の腹心であるタイム元蔵相にとって代えられた(『毎日新聞』、1998年7月18日付)。また、政治的にも、1998年5月のインドネシアのスハルト政権崩壊を受け、アンワルは政治改革を唱えるなど、首相との距離は広がる一方だった。さらに、8月、アンワルに近いとされる新聞編集者2人が解雇された。そして、9月2日、アンワル副首相兼蔵相はあらゆる公職から解任された。これを受けて、IMFのカムドシュ専務理事は、9月7日、アンワルに親書を送り、アンワル支持を表明した。マハティールは、9月8日、解任したアンワル前副首相兼蔵相について、国家機密の漏洩や同性愛的不倫問題など、「品行が悪く、おこなうべきでない行為をしていた」と批判し、アンワル攻撃を強めた(『毎日新聞』、1998年9月8日付)。そしてついに、1998年9月23日、マハティールはアンワルを逮捕してしまった¹⁰⁾。

10) もし、アンワル問題がなく、為替管理という経済政策に限定されるなら、マハティールの反IMFの行動は、ASEAN内部でもかなりの支持を受けたはずである。しかし、米国の対アジア外交の強力なイデオロギーが「民主化」であるかぎり、マハティールは、政治的に孤立し、その経済政策も結局は破綻に追い込まれることになるだろう。1998年11月、クアラルンプールで開

首相府は7日、蔵相人事について、首相が第1蔵相を、ムスタファ起業家育成相が第2蔵相を兼任するという人事を発表した。中央銀行総裁にはアリ・アブル・ハサン経済企画庁次官を充て、首相に権力をより集中させる体制を整えた。こうした、マハティールが、自己の反対派を弾圧したことは、IMF路線に本格的に対立する布石であった。

そして、1998年9月1日、マレーシア政府は、外国人投資家による株式の売却・外貨への交換などを制限する資本取引規制を導入した¹¹⁾。マハティールは、強力な通貨・為替管理をおこなうと声明し、リング (ringit) を対ドル3.8リングに固定、マレーシア株を購入した外国人は、1年間はその株を保有する義務を負う、というものである。当地の平均株価は (クアラルンプール composite index)、9月1日で、363.44リングであり、1週間前よりも20%の上昇で引けた。政府の断固たる決意と、当分、外国人による売りはないとの安心感から株が上がったのだらうというのが、市場関係者の観測であった。3.8リングでの固定というのは、外国銀行には悪評であった。シンガポールでの市場相場が、前週末で4.0リングだったからである。マレーシアの前週末では4.2リングであった。ただし、1997年夏には2.5リングであった。それに、政府の決定は、外国人によるマレーシア株投資の終焉を意味するであろうというのが、一般的な観測であった。

1) 行かれた APEC 会議は、マハティールを政治的に追いつめるだけのことであった。フィリピンのエストラダ大統領、インドネシアのハビビ大統領、シンガポールのゴー首相などが露骨にマハティールへの不快感を表明した。

11) これを受けて、国際的な大手投信会社が、マレーシア株を組み入れた投資信託の解約を相次いで停止した。野村アセット・マネジメント投信の「オーロラ・ファンド・マレーシア投資」と「同・アセアン投資」、日興証券投資信託委託の「マレーシア・ポートフォリオ・グローバル・セレクション」、ジャーディン・フレミング投信・投資顧問、大和証券投資信託委託やパートナーズ投信、等々が解約停止を顧客に通知した。解約停止となったのは、自国通貨・株価の防衛を目的にマレーシア政府が導入した規制により、外国人投資家が保有期間1年未満の株式を売却した場合、日本円など外貨にして国外に持ち出せなくなったからである。保有期間1年以上の株式についても、非マレーシア人による換金が事実上不可能になっている。外国為替取引の停止などの場合、解約停止ができるようになっている契約条項に基づき、各社は上記の措置を実行した。日本の投信各社のマレーシア関連投信は残高が数億から数十億円ある (『毎日新聞』、1998年9月4日付)。

これで、短期の外国人投資はもとより、直接投資もまた衰えるのではないかという観測もあった。ちなみに、マレーシアへの直接投資のうち、日本は20%を占めていた。しかし、マハティールは、そうしたマイナス効果を熟知した上で、リング相場に振り回されることなく、利率を下げる可以选择したのである。

新ルールは、上記の内容の他に、以下の4点を含んでいた。(1) 貿易業務はすべて外貨でおこなうこと、(2) 非居住者は、リングを外貨に換えるときには、必ず、中央銀行の許可を得ること、(3) 居住者の海外旅行が海外にもち出せる外貨は10000リング相当額(2632ドル)に制限される、(4) 非居住者は、国内にもち込んだ外貨の額を上回って国外にもち出してはならない。マレーシア政府は、さらに、500リングと1000リング紙幣を廃止する予定であると発表した。これは、国外にリングをもち出すことを困難にさせるためである。

マレーシアの中央銀行(Bank Negara)は、「この措置が通貨的独立と世界経済のこれ以上の悪化から国内を遮断するためである」と声明した。それは、明確に国際金融制度崩壊を予測した見解である。

米財務長官ルービンは、当然にも、「マレーシアの行動には、重大な関心をもつが、しかし、それが、長期的な経済の成長と安定に資するものであるとは私には思われぬ。マレーシアの今後の成り行きに重大な関心を払うべきである」との見解を表明した。

投機に対するこの防衛策は、他国の事例の踏襲である。たとえば、台湾は、5月、将来のある日時に、固定的なレートで通貨を先物で売買することを禁じた。台湾は、8月末、空売りにさいして、それまでは70%を証拠金に出さなければならないとされていたが、それを90%に引き上げた。香港も9月2日、主要株の空売りを禁じている。(Nikkei Weekly, Sept. 7, 1998)¹²⁾。

12) グローバル・スタンダードの美名の下に、株価を突き崩す空売りを認めるべきでない、強い調子で主張したのは伊東光晴氏である。氏は、米国ではそうした商行為は認められていないことを強調した。

「拓銀が倒産し、山一が廃業しました。これについてのマスコミやアメリカ帰りの経済学者が

マレーシア政府の経済再建策を協議する国家経済行動評議会行政会議のメンバーでマレーシア国際戦略研究所のノルディン・ソビー所長は、1998年9月4日、毎日新聞に「マレーシアがなぜ急進的な決定をしたのか」と題する論文を寄稿した。要旨は次の通りである（〈 〉内は要旨）。

〈1998年8月6日の午前11時半、国家経済行動評議会行政会議は、8週間26回におよぶ協議の結果、5人のメンバーの全員一致で中国をモデルとした固定相場制導入を決定、中央銀行に指示した。マサチューセッツ工科大のクルーグマン教授が指摘するように、金融・財政引締め政策を求める伝統的なIMFの

私たちの議論を聞いていると、本当に経済学を学んだのかと疑問に思うのです。その人たちの多くは、世界の経済のルールである市場が経営にノーと言った、だからこれを淘汰したほうがいい、そして構造改革を進めるべきだ、と言っています。そこで、聞きたいのです。拓銀が債務超過で倒産した。したがって、拓銀の株は無価値なはずですが、ところが倒産してから以後、その株は整理ボックスに入り1円、2円で買い戻されている。この買い戻されている数字は、日々の新聞の株式欄に載っています。今日まで3億株余、山一も15億株余買い戻されています。私は聞きたいのです、無価値の株をなぜ買い戻すのか。言うまでもなく、買い戻さねばならない力が働いているからです。それは拓銀の経営が悪いと見たとき、証券市場で空売りが行われたからです。

そうして、67円ぐらいを最後に拓銀は倒産した。山一は100何円が最後です。そうすると、少なくともそのお金以上で売り崩した人間がいるはずですが、これは借り株、つまり株を借りて売っているのです。そこで、1、2円で買い戻して株を返す。これには期間があって、3か月以内とか6か月以内とかの間に返さなくてはならない。だから、空売りをした人間がどれだけいるかは、買い戻す数で示されているわけです。

したがって、この数から少なくとも拓銀倒産で200億円の利益を上げた人がいるし、山一倒産では1500億円以上の利益を手にした投機筋がいるのです。体だれが売ったのか。その手口を調査をすれば、アメリカ系証券会社が浮かび上がってくる。しかし、その背後に誰がいるかは私たちのような大学関係者では調べることはできない。権力を持たないからです。大蔵省や日銀なら、調べることはできるはずですが。

だが、このような空売りによる売り崩し、安売りはアメリカ国内では禁じられている。直近の値段より高くなければ空売りはできないという（アップティック・ルール）です。だが日本やロンドンでは、これへの規制がない。私が先ほど挙げた人たちは、国際ルールに従えなどと言う。しかし、その国際ルールとはなにかを私は聞きたいのです。拓銀を襲ったものが山一に襲いかかった。……この借り株による浴びせ倒しは、イギリスの場外市場で大量に行われていることに注意する必要がある。日本国内でこれを規制することを不可能にしているのが、グローバル経済は善であるという考えです。（伊東光晴 [1998年]、43-44ページ）。

日本では、株空売り規制強化が1998年12月に施行を予定されていたが、1998年9月に日本の銀行株が再度、借り株売りの犠牲に会い、銀行株価が急落し、金融不安がさらに深まったために、10月23日に前倒しされた。それまでも、空売り注文を出さない、空売りであることを明示する、空売りの値が、直前に成立した売買価格を下回らないとの規制はあった。しかし、この規制は、機関投資家などから借りた株取引には適用されていなかった。これをそうした借り株取引にも拡大適用しようというものである（『毎日新聞』、1998年10月14日付）。

処方箋は、東アジアの危機で機能しなかった。マレーシアは、通貨管理という正統派経済学と逆行する措置をとることにした。経済学的に無学だとの批判が相次いだ。しかし、香港ドル・ペッグ制が外れ、中国が人民元を切り下げ、円が急落し、ロシア危機が欧州に波及し、ウォール・ストリートの株価が暴落したら、小国マレーシアはどうなるのか。もし、いま思い切った手段を講じなければ、経済は何年も停滞を余儀なくされ、マレーシア社会全体の構造を荒廃させることになる。1997年末、マレーシアは緊縮財政や、金融引締めなど「IMFなしの改革」を挙行した。しかし、国内の危機はさらに加速し、利下げ措置などを採った。これら経済成長を促す措置への移行において、問題点は自由に流動するマレーシア・リングの存在だった。1997年6月に1ドル=2.5リングは4.2リングまで暴落し、10リングまで落ちる観測さえ出た。固定相場制は確かに多くの問題を生むだろう。しかし、通貨が売り込まれる心配はなくなる。隔離は孤立ではない。マレーシアの措置は、反西洋主義、反民間企業、反市場への動きではなく、世界的な（通貨）動乱から一時的にシェルターに避難し、国民や企業が通貨の嵐に巻き込まれずに仕事ができ、国内の経済成長を促すための措置である。今回の措置は、資本勘定に限り、経常勘定には適用しない。必要なところでは通貨の交換は可能で、貿易、利益や配当の送金などは保証する。海外の直接投資は通貨の下落で国際競争力を享受できるだろう。これらの厳しい措置をとったことでマレーシアは景気が上向くような厳しい任務をはたさないとはいけない。以上が、同氏によるマレーシアの為替管理政策の概要であった。

おわりに

しかし、このような、明確にIMFへの反抗的政策が採用されながら、それがいまのところ各種国際機関や先進国政府によって、妨害されずに黙認されている事情にはなにがあるのだろうか。なぜ、ここにクルーグマン (Krugman) が登場するのであろうか。クルーグマンは、経済学におけるビッグ・ネームで

はあっても、米国財務省や IMF の代弁者ではない、一介の市井人である。少なくとも、米国の権力を体現していない単なる学者の言を根拠に、下手をすれば、全世界の金融機関や金融界を敵に回しかねないような危険な政策を、老獪なマハティールが、いとも簡単に打ち出すものだろうか。

しかし、クルーグマンのマハティールの政策を支持した論文を注意深く読めば、ある程度の事情が推察される。それは、世銀・IMF が自己のパラダイムを維持したまま、方針を微調整する方法を予測させるものである。

1998年9月、アジア地域を越えて、世界的な通貨危機が同時に発生し、欧米の銀行をも倒産させかねない恐れが出てきた。こうした、グローバル危機に対応すべく、英国やフランス政府は短期資本の規制強化案を相次いで示した。1998年10月の先進7か国蔵相・中央銀行総裁会議（G7）で、ヘッジファンドなどの投機的な資金運用がアジアやロシアなどの通貨危機を必要以上に拡大したという認識が広がり、さらに、米系ヘッジファンドのロング・ターム・キャピタル・マネジメント（LTCM）の経営危機で、欧米の大手銀行が巨額の損失を被るなど、短期資金の急激な動きが、新興国ばかりか主要国経済をも揺るがしかねない事態に発展し、ブレア英首相やジョスパン仏首相が、相次いで、短期資本の規制を進めるべきだという考えを、やはり1998年9月に打ち出した。ところが、ドイツ連銀が、規制は世界的な資金収縮につながるとして反対を表明し、米国でもグリーンズパン米連邦準備制度理事会（FRB）議長や、ルービン財務長官が消極的な考え方を表明した。

ところが、米大統領府の意向は、新しい国際金融の枠組み作りに積極的な姿勢を見せている。1998年10月5日、クリントン米大統領の呼びかけで開かれたG22の席上、クリントンは、国際資金の逆流のデメリットが大きいので、自由な資金の移動によるメリットを維持しつつ、市場のリスクをコントロールし得る仕組みが必要である」と強調し、「G22での協議結果が今後50年間の国際金融制度を形づくる」とまでいい切った（『毎日新聞』、1998年10月5日付）。

これらの動きを見ると、少なくとも、IMF の厳しい融資態度は、今後、か

なりの修正を余儀なくされるものと思われる。しかし、それが、いわゆるワシントン合意のパラダイム転換にまでいくことはまずありえないだろう。IMF路線との対決姿勢を鮮明に示していたマハティールを理論的に支持したクルーグマンの「フォーチュン」(Fortune)誌への寄稿論文を詳しく検討してみると、IMFの姿勢を批判し、そのパラダイム転換を要求しているように見えて、そのじつ、IMF批判はまったくなく、パラダイム転換を求められていないことが分かる。つまり、IMFがマハティールの政策転換に対して「ビナイン・ネグレクト」(優雅なる無視)の姿勢を取ることはあっても、明確に、自己の路線転換をおこなうことはまずありえないことを、クルーグマン論文は示している。次稿では、クルーグマン論文を素材に、世銀・IMFのパラダイム維持の力学を検討することにする。

引用文献

- Bhagwati, Jagdish [1997] Interview, *Times of India*, December 31, 1997.
- Bottelier, Pieter [1998] Reuter, February 2, 1998. (アジア危機に関する世銀の会議での発言)。
- Clacssens, Stijin & Glaessner, Thomas [1997] "Are Financial Sector Weaknesses Undermining the East Asian Miracle?", *Directions in Development*, World Bank, September, 1997.
- Engelren, Klaus [1996] "How Bill Clinton Really Won", *The European*, November 14-20, 1996.
- Haggard, Stephan [1990] *Pathway from the Periphery: The Politics of Growth in the Newly Industrializing Countries*, Cornell University Press.
- 伊東光晴 [1998] 「経済学は役に立つのか—時流に追随する人たちへ」[This is 読売] 1998年5月号。
- Johnson, Chalmers [1982] *MITI and the Japanese Miracle: the Growth of Industrial Policy, 1925-1975*, Stanford University Press.
- Johnson, Chalmers [1998] "Cold War Economics Melt Asia", *The Nation*, February 23, 1998.
- Keynes, John Maynard [1982] *Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. xxi, 1933: Activities 1931-39, edited by Donald Moggridge, 1982.

- Kissinger, Henry [1998] "The Asian Collaps: One Fix Does Nor Fix All Economies", *The Washington Post*, February 9, 1998.
- Krugman, Paul [1998] "Saving Asia: It's Time to Get Radical", *Fortune*, September 7, 1998.
- Krugman, Paul [1998] "Letter to Malaysia's Prime Minister", *Fortune*, September 28, 1998. (ただし、この書簡は、最初にインターネットの Krugman のホームページに9月1日付で載った)。
- マハティール・ビン・モハマッド [1998] 「〈ルック・イースト〉は死なず」『文藝春秋』1998年8月号。
- Sachs, Jeffrey [1998] "The IMF and the Asian Flu", *The American Prospect*, March-April, 1998.
- 榊原英資 [1998] 「対談・ビッグバンが日本を救う」『This is 読売』1998年3月臨時増刊号。
- Tohin, James [1997] "Why We Need Sand in the Market's Gears", *The Washington Post*, December 21, 1997.
- Wade, Robert [1990] *Governing the Market: Economic Theory and the Role of Government in East Asian Industrialization*, Princeton, 1990.
- Wade, Robert & Veneroso, Frank [1998] "The Asian Crisis: The High Debt Model Versus the Wall Street-Treasury-IMF Complex", *New Left Review*, Number 228, March/April, 1998.
- Weiss, Linda & Hobson, John [1997] *States and Economic Development*, Cambridge, 1997.
- Wolf, Martin [1998] "Caging the Bankers", *The Financial Times*, January 20, 1998.