

アジア通貨危機と日本の金融恐慌

京都大学大学院経済学研究科助教授

岩本 武和

はじめに

大学で「国際通貨システム」という箇所を講義するとき、まず年表を配布し、①ブレトン・ウッズ協定の調印に基づく戦後のIMF体制成立から、現在までの通貨システムを二分する第一のメルクマールは、1971年の金ドル交換停止、ないしはそれに続く1973年のはじめの変動相場制移行だと言う。②さらに、それ以降現在までの通貨システムを二分する第二のメルクマールは、1985年のプラザ合意だと言う（人によっては、1982年のメキシコ危機による累積債務問題の顕在化を挙げるかもしれない）。③その上で、それ以降現在までの通貨システムを二分する第三のメルクマールは、1997年7月のバース危機によって顕在化したアジア通貨危機だと言う（人によっては、1992年秋から1年近く続いた欧州通貨危機、あるいは1994年末のメキシコ通貨危機を挙げるかもしれない）。

本稿では、昨年来のアジア通貨危機を中心に、以下の三つ事柄を取り上げる。第一は、バース切り下げに始まるアジア通貨危機をどのように位置づけ、どう理解したらよいのか、ということである。第二は、アジア通貨危機と関連があるが、真性の金融恐慌に突入した日本経済をどう理解し、これに対してどのようなスタンスをとるべきか、ということである。第三は、上記2つの現象を理解する方法論とも関連するが、経済学の理論上の革新についてである。この全く新しい経済学の方法論は、「複雑系の経済学」とか「進化経済学」とか「ゲームの理論」とか「比較制度分析」とか「現代制度派経済学」とか、ネーミングはさまざまであり、またそのネーミングにしたがって、使用される言語や方法論も微妙に異なるが、行き着く先はおそらく一つに合流するものと筆者は考えている。

I アジア通貨危機をどう理解するかー「円の国際化」の必要性ー

すでに述べたが、1990年代に入ってから、国際通貨システムを揺るがすほどの大きな通貨危機が、少なくとも3回発生している。

第一は、1992年秋から1年間に渡って続いた「欧州通貨危機」である。これによって、それまでの欧州通貨制度（EMS）は大きな変更を余儀なくされたが、1999年1月に予定されている単一通貨ユーロの導入はすでに既定事実化している。さらにアジア通貨危機が一段落すれば、今年は欧州が投機家の狙い撃ちにさらされるというウワサが、故なしとはしないが、まことしやかに語られている。

第二は、1994年末に発生した「メキシコ通貨危機」である。これは、いわゆるエマージング・マーケット（新興証券市場）を最初におそった通貨危機として、また積極的な外資導入によって急成長をとげた、これまでの開発戦略の危うさに、初めて警告を発したのものとして重要である。

第三は、この開発金融の危うさを決定的に露呈した「アジア通貨危機」である。1997年7月のバース危機を直接の引き金として、東南アジア各国に飛び火した通貨不安は、10月には香港で株価が暴落、直ちに世界同時株安へと波及し、11月にはついにOECDに加盟したばかりの韓国までもIMFからの融資を受けるまでの金融恐慌に広がり、今年に入ってからインドネシアの開発独裁体制さえも襲い始めた。為替切り下げ競争の様相を呈してきたアジア通貨危機は、対ドル・ペッグ制の下で外資導入政策を続けてきた東アジアの開発戦略に根本的な見直しがなされない限り、その影響は当分の間は払拭されまい。

これら3つの通貨危機には、まさに「通貨危機」固有の共通点がある。まず、①いずれも固定相場制をとっていて、為替相場が過大評価されていたこと、したがって、②不当に高い通貨が投機家によって売り浴びせられたこと（投機とは「安い時に買って、高い時に売る」という経済行為だから、過大評価されている通貨は売り浴びせられるわけだ）、④金融市場がグローバル化したことで、一国の通貨やある株式市場の株価が暴落した場合、その下落が世界中連鎖的に波及したこと（分散投資が当たり前の現在の投機にとって、高すぎることを狙い撃ちして儲けるわけだ）、これに対して、④当該国の通貨当局は、固定相場制を維持するため、自国通貨を買い支えようと投機筋との攻防が始まるが、結局は自国通貨の「買い介入」と「売り圧力」では規模の上で後者に軍配が上がり、通貨当局の外貨準備は底をついて、この時点でIMFや融資協定を結んでいる国から融資を仰がざるを得なかったこと、⑤最終的には固定相場の維持が困難になり、為替の切り下げが行われたこと、である。

しかし、アジア通貨危機には、「アジア通貨危機」特有の特徴がある。それを理解するために、迂遠なようであるが、以下のように考えると分かりやすいかもしれない。「貨幣論」と「言語論」はパラレルな構造を持っている。例えば、日本語のしゃべれない中国人と、中国語のしゃべれない日本人が会話をする場合、英語を媒介として意志疎通を行うだろう。だから英語が国際語となるだ。同じことは通貨にも当てはまる。円を持っていない中国人と、元を持っていない日本人が経済行為を行う場合、ドルを媒介として交換をするだろう。だからドルが国際通貨なのだ。この場合のドルを、「為替媒介通貨」と言い、ドルが為替媒介通貨の役割を果たしている国際通貨システムを「ドル本位制」と言う（詳しくは、山本栄治『国際通貨システム』岩波書店、1997年参照）¹。

1985年のプラザ合意によってドルが暴落してから、それまでヨーロッパでもドルが為替媒介通貨であったのが、マルクが為替媒介通貨となり、「マルク本位制」となった。もちろんドルを持っていても資産価値がなくなったからである。不思議なことは、同じことがアジアでは起こらなかったことだ。アジアの多くの国が、対ドルペッグ制を採用し、外貨準備をドルで持ち続けたことが、アジア通貨危機の一つの大きな要因であることは、すでに

¹ この本の詳細な書評は、岩本武和「為替媒介通貨とドル本位制構造」日本経済研究所『証券経済研究』第12巻、1998年3月刊行予定を参照。

述べた。円が強かった時に、なぜアジア諸国は円を持とうとはしなかったのだろうか。なぜ、日本の通貨当局は、円を持ってもらう意思を持たなかったのだろうか。「円の国際化」が進展しないことと、日本語を学ぼうとする外国人が増えないのとは、パラレルな現象かもしれない。

今後は、長期的には「円の国際化」を視野に入れる必要があるだろう。たとえ円が国際通貨化することで、自国の金融政策に自立性が失われるとしても、である。今回のアジア通貨危機で、ドル建てで資金調達をしていた日系企業の多くが膨大な為替差損を発生させ、資金調達をドル建てから現地通貨建て、ないしは円建てにシフトさせたことは、その第一歩かもしれない。1980年代の後半、いわゆる「双子の赤字」で病んだアメリカを救済し、表面的には今一人勝ちをしている一つの要因は、ドルが国際通貨であったことだと筆者は考えている。ドルが国際通貨であったから、日本を初めとする諸外国が下落するドルを買い支え（具体的には米国債を買い続け）、そのいわば猶予期間に、アメリカは「構造改革」を行えたのだ。何れにしても、外国が日本を買い支えるという仕組み（具体的には、国債市場の完備と税制の改革だろう）は早急に完備する必要があるだろう。「円の国際化」は、次節で述べる今回の金融恐慌を救済する手だてでもあるのだ。

なお、本稿では触れることはできないが、この手だてを考える一つのヒントが、実は「ユーロ」の誕生にある、と筆者は考えている。もしも、投機筋がアジア通貨を売り尽くしたあと、マクロ経済指標から見れば、過大評価も甚だしいユーロを狙い撃ちすることは、考えられないことではない。しかし、逆説的な表現ではあるが、ユーロは政治的に成功させなければならない壮大な実験であり、あり得べき「ユーロ危機」に設立予定の欧州中央銀行（ECB）がどう防戦するかは、大いに見定めておく必要のあることがらであろう。

Ⅱ 日本の金融恐慌にどう対処すればよいかー「ケインズ政策」の必要性ー

昨年来の金融恐慌について、多くの床屋経済談に付き合わされ、うんざりした。ある大新聞の社説など、2兆円の減税と30兆円の公的資金投入という、恐慌対策としては至極当然の、むしろ明らかに遅すぎた決定（もちろん30兆円の中身は問題なしとしないことは重々承知のうえで）の後でさえ、一貫して財政構造改革の優位を唱え続けた。政治家と官僚の大本営発表を現場の声と勘違いする、大新聞経済記者の思い上がりとバランス感覚の欠如に、辟易した。現場では、銀行が「貸し渋り」どころか「回収」に回っているというのに。

資本主義の本質は、平時には分からないが、危機において明らかになる、と学生時代の先生が言われていたことを思い出した。今回の金融恐慌を昭和恐慌や大恐慌の時代となぞらえる向きも多いが、その当時の経済学から学ぶことも大切だ。

第一に、この数十年「死んだ」と言われ続けたケインズ政策が、今ほど短期的に妥当する時はない。「長期的観点は、現在の事柄については誤謬を生じやすい。長期的には我々は皆死んでしまう。嵐の最中であって、経済学者に言えることが、ただ嵐が遠く過ぎ去れば

波はまた静まるだろう、ということだけならば、彼らの仕事は他愛なく無用である」(ケインズ『貨幣改革論』1923年)。経済政策を考える際に、「長期」と「短期」に分けることは、経済学の常識中の常識なのである。

第二は、「バジョットの原理」である。シティのエコノミストであったウォルター・バジョットは、公定歩合を懲罰金利と呼んで、「パニックに際しては非常に高い金利を課しても、大衆が要求する限りどこまでも信用を供与すべきである」(バジョット『ロンバード街』1973年)と書た。中央銀行の「最後の貸し手」としての機能が、「バジョットの原理」である。いわゆる「貸し渋り」という現象は、第一に、銀行が企業に貸し渋ることで、プライム・レートが上昇すること、第二に、銀行が銀行に貸し渋ることで、コール・レートが上昇することである。これに対して、銀行の銀行たる日銀が「最後の貸し手」としてコール市場に潤沢な資金を投入するのは、経済学の基本中の基本なのである。

政策転換は当然である。大本営発表の経済政策の整合性ばかりを糾弾する似非エコノミストの床屋経済談には、付き合わない方が賢明である。あまりにも当たり前で言うのものはかれるが、経済は生き物で、その時々によって処方箋が変わるのは当然である。

財政構造改革と金融ビッグバンで、アメリカ経済もイギリス経済も、見かけの上では立ち直った。しかし、国内的にも対外的にも不均衡である日本経済の調整メカニズムは、「内需拡大」が正解である。一方で為替レートという「価格調整」をこれ以上円安にせず、他方で内需拡大という「所得調整」がを採用する意思がないならば、残りは「労働調整」というメカニズムしかない。財政構造改革委やビッグ・バンをタイムリミットまでに実現させるということは、「労働市場の弾力化」、いいかえれば「賃金下落」か「失業」という調整メカニズムを働かすことも意味する。アメリカやイギリスが、高成長と低失業率を維持している理由の一つは、パートタイム労働を増加して、見かけの上では失業率を低下させたことにある。そのことで、所得分配の不平等は著しく進んだ。今の日本経済で、こうした「労働市場の弾力化」という調整メカニズムを、甘んじて受け入れる社会的合意はできているのだろうか。

Ⅲ 制度の経済学とは何かー「グローバル・スタンダード」と「コーポレート・ガバナンス」ー

大学で経済学の講義をするとき、最初に教える言葉が「裁定取引」である。「地域間の価格差を利用して利ざやを稼ぐ行為」と難しそうに定義したあと、要するに「安い所で買って高い所で売ること」だと言っておく(すでに述べたが、「投機」とは、「安い時に買って高い時に売ること」である)。重要なのは、この裁定取引によって地域間の価格差が消滅し「一物一価」が生じることである。朝新聞のチラシを見て、Aスーパーのキャベツの方がBスーパーより安いという情報がみれば、みんなAスーパーに買いに行く結果、Bスーパーのキャベツは安くなる、といったように、われわれは意識せずに裁定取引をしているのだ。もちろん、現実には情報が不完全等の理由により、このようにはならない。

国境を越えてモノが動くことを商品裁定取引といい、一般には「貿易」という。国境を越えてモノが動く原理も同じ価格差だ。同様に、国境を越えてカネが動くことを「国際資本移動」といい、その原理は金利差で、金利裁定取引と言う。ヒトが動くことを国際労働力移動といい、その原理は賃金（所得）差である。経済がボーダーレス化するに従い、国境を越えて一物一価になるはずである。しかし、現実には国境には多くの障壁が残っている等の理由により、このようにはならず、またそうなることが望ましいとも言えない。外国から安い商品が入ってくることは望ましいかもしれないが、その商品を生産している国内メーカーには大きな打撃であるし、安い労働力の流入も必ずしも受け入れられてはいない。

しかし最近では、裁定取引と一物一価だけで、経済学の最初の講義を終えることはできなくなった。「制度」も国境を越えて動くようになったからだ。国境を越えて動く制度は、市場経済、経営組織、パソコンソフトの規格、金融制度、会計規則など、さまざまである。その結果生じるのは、一物一価ではなく、「グローバル・スタンダード」であり、グローバル・スタンダードを生じさせるのは、裁定取引ではなく、自国制度や自社製品をいち早くデファクトスタンダードとする戦略である。しかし、これも現実には国境には多くの障壁が残っている等の理由により、このようにはならず、またそうなることが望ましいとも言えない。

そもそも「グローバル・スタンダード」なる言葉そのものが、眉唾物である。1980 年台後半のアメリカは、国際通貨たるドルを、日本を筆頭とする外国が買い支え、その間に、「アングロ・サクソン・ルール」を、国内的には産業政策として「デジュア・スタンダード」（法律上の標準）とすることに、対外的にはいわば強権的に、「デファクト・スタンダード」（事実上の標準）とすることに成功した、と筆者は見ている。

アジア通貨危機でも、日本の金融恐慌でも、狙い撃ちされているのは、アジア型の「コーポレート・ガバナンス」（企業統治）である。株主の所有（property）権が企業経営を厳格にチェックするアングロ・サクソン型の企業統治が、従業員の占有（possession）権を企業経営の上で優先されるアジア型の企業統治を標的にしているのだ。株主にチェック機能がなく、そのため自己資本比率が極めて低く、資金の多くを借入金に依存するアジア型企業をチェックするのは、銀行であった。その銀行が不良債権で貸し渋り状態にある。唯一残るのは、地元のおつきあい」に始まる信頼関係である。しかし、それは上へ行くほど政治家や官僚との癒着に拡大し、その究極的な姿が「開発独裁体制」である。市場での「うわさ」は、地元のおつきあいに依拠する企業経営を潰し、一国の開発独裁体制をも倒すのである。

おわりに

日本資本主義史上、株価が企業の判定基準となったのはまれなことであろう。PKO（価格維持活動）が効かなくなったのだ。ただ市場はあるシグナルは発するけれども、市場に

調整メカニズムを任せてことには同意できない。アジア通貨危機と日本の金融恐慌を見る上で、さしあたり大切なことは、長期的な政策と短期的な処方箋を峻別することである。筆者の見解をまとめておくと、長期的には円の国際化とコーポレート・ガバナンスの見直しが必要である。短期的には、財政および金融政策の発動による内需拡大である。近く財政均衡化に向かうアメリカでさえ、財政再建に数十年を要したことは明記すべきである。絶好調のアメリカから学ぶべきは、自国通貨であるドルを国際通貨として提供し続けられたこと、さらにドルをはじめとする国際公共財を戦後一貫して今なお提供し続けていること、したがって自国の標準を世界の標準とできるだけ覇権（ヘゲモニー）を保有できたことにある。

こうした時代に経済を考える際、近視眼的な見方は禁物である。短期的な処方箋云々を言っているのではない。こうした時代だからこそ、「この社会を長期的にどのような社会にしたいのか」、あるいは「この社会で私たちがどのような生き方をしたいのか」といったことが、問われているのだ。私たちの生き方の選択に、ちゃんとしたビジョンが持てなければ、政策も処方箋も軽薄な競馬予想になってしまう。

例えば、上述した地元の「おつきあい」レベルでの信頼回復は、恐慌対策の草の根運動である。本稿のテーマとは直接関係ないが、痴呆のお年寄りや狂った子供は、もはや家族だけの対応を超えている。ボランティアという新しいネットワークを核として、地域社会のコミュニティは復権させねばなるまい。インターネットという新しいネットワークを核とした国際化と同時平行で、地域コミュニティの復権は、今後こうした長期ビジョンの大きな柱となるはずだ。例えば、福祉は産業として十分成り立つほどの需要があるのだ。

これも余談だが、郵便番号が7桁になって、郵政省は「これで数年間は郵便料金を値上げしなくてすむ」などと言っているが、民間企業ならば、コストを下げて、それで値段も据え置きでは筋が通らないだろう。いろんなソフトは出回っているが、入力作業のやり直しを含め大変なコスト増である。これで郵便料を値下げしないにもかかわらず、ダンマリを決め込む国民はおとなしすぎる。介護保険法にしてもしかりである。繰り返すが、政治家や官僚の決めることにお任せの時代は終わった。ただ、確かに、規制緩和による起業は、その効果は大きい。しかし、規制緩和を言うならば、その前に、私たち一人一人が「この社会を長期的にどのような社会にしたいのか」、あるいは「この社会で私たちがどのような生き方をしたいのか」というビジョンを持つような、責任ある生き方をしなければ、もう成り立たない社会になっているのだ。