

アジア通貨危機から25年

大阪経済大学経済学部教授(元日本銀行金融研究所長) 高橋 巨

1997年は、日本国内では大手金融機関の破綻が続いたが、海外ではアジア通貨危機が生じた年であった。7月にタイから始まった国際通貨危機は野火のように、韓国までの東アジア諸国に広がった。四半世紀を経た現在から振り返ると、当時アジア特有のものと思われた危機は、2008年の世界金融危機の先駆けでもあった。

しかし2つの危機への政策対応は、対照的なものとなった。その後、東アジアは、痛みを伴った構造調整もあり、世界経済をリードするまで甦った。2008年の世界金融危機の後遺症はいまだに世界経済を暗雲で覆っている。

本稿ではわが国と経済関係を強める今日の東アジアを形づくったアジア危機と2008年の世界金融危機を、あえて現時点での後知恵も使って振り返ってみたい。

危機前の東アジア経済

1980年代以降、東アジア経済は「離陸」ともいえるべき経済成長軌道を示してきた。その姿は「雁行形態」として渡り鳥の雁の群れがV字型で飛ぶ姿になぞらえられた。群れの先頭には、1960年代に発展をとげた日本が、1980年代にはそのあとにNIEs(新興工業地域)、アジアの虎と呼ばれた韓国、台湾、シンガポール、香港が続き、さらに1990年代にかけて、ASEAN4というマレーシア、タイ、インドネシア、フィリピンが続くことになった。なお中国が本格的に飛躍するのは、2001年のWTO加盟以降であり、その発展は他の諸国を抜き去る速さであったことから蛙跳び(Frog leaping)とも表現される。また今世紀に入りベトナムなどの他のASEAN諸国の経済発展も加速している。東アジアは、1980年代にはベトナム戦争の終焉(1975年)を経て、そ

れまでの共産勢力との内戦、頻発した軍事クーデターなどがようやく鎮静化した。平和な環境が整えば国民が勤勉な東アジア諸国が経済発展するのは自然なことである。その発展は政府がリードする開発独裁型であり、多くの国では、家族経営的な財閥が中心となり、政府と財閥が経済をコントロールするガバナンスが形成され、欧米とは異なる「アジア型」ともいえるべき特徴を持った。

1985年9月のプラザ合意による日本円の急速な上昇は、東アジア経済の発展に大きなインパクトを与えた。日本の家電、自動車など当時の花形産業は、米国の間に深刻な貿易摩擦を生むほどの勢いがあつたが、急速な円高により米国内での現地生産と同時に、東アジアに生産拠点を移した。これには、東アジア各国側の、税制等に優遇措置を与える経済特区の整備も大きな役割を果たした。当時、マレーシアは、家庭用ビデオの生産では世界一となったが、これは日本の家電メーカーの進出による。さらに日系企業は、東アジアの国境を越えた部品調達などの生産ネットワークを作り上げてゆく。これにより東アジアの経済統合が進んでいった。

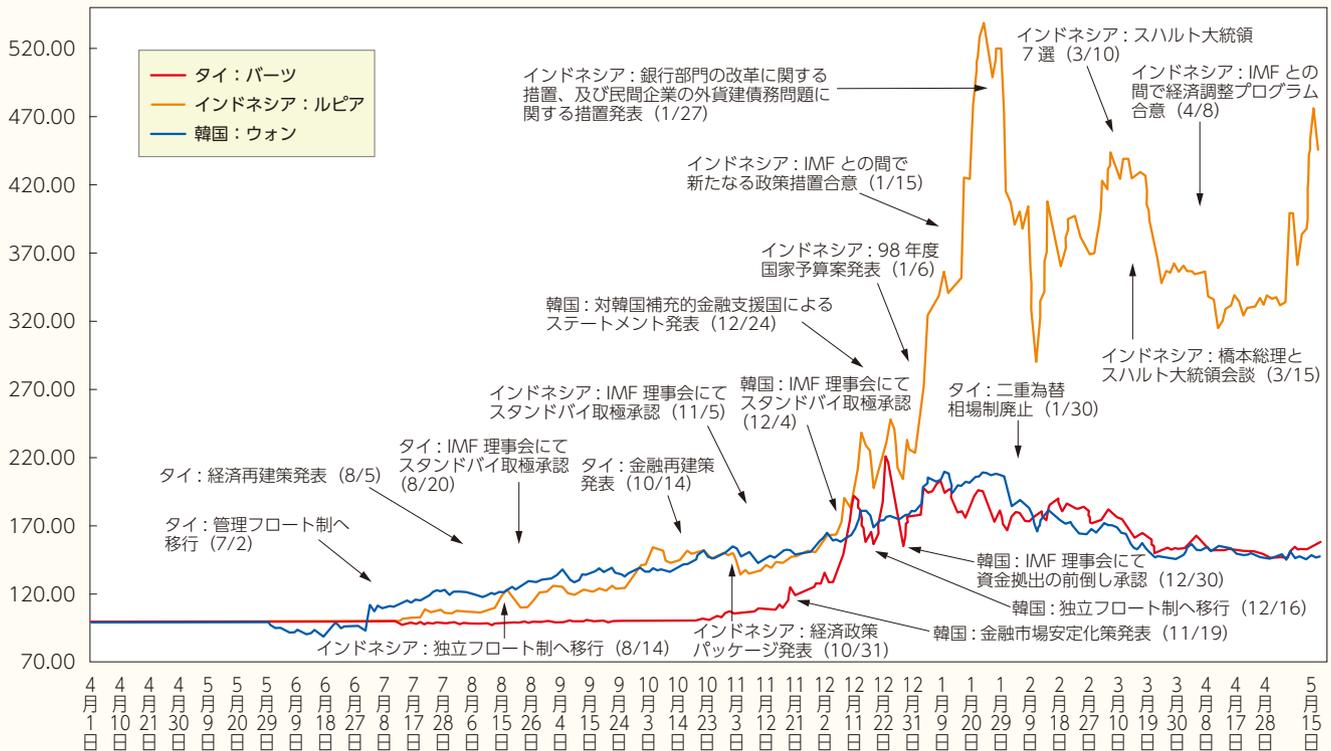
東アジア各国は、建前上はフロート制を採用したものの、為替制度は実質的にドルペッグ制を採用していた。変動相場制は、為替変動による経済調整を強いる。このため経済が発展途上で固定為替制度を選択することも自然であるが、円高に見舞われた進出日本企業にとって東アジアの固定相場はメリットであった。輸出主導型経済で発展する東アジアは、世界経済の成長センターとして注目を浴びた。

一方、製造業で優位性を失ってきた欧米は、金融業を発展させ世界的に金融ビジネスを展開してきた。欧米の金融業の進出のため、金融自由化の波が東アジアを襲う。成長率の高い地域への資本の流入は、世界的にみた資源配分の効率化としては望ましい。東アジア諸国は、開発途上国として資本規制をとってきたが、IMF(国際通貨基金)も資本市場の自由化を勧告していた。IMFの勧告に従って、タイは、税制や規制で外資を優遇する金融面での経済特区、オフショア金融市場を創設、短期資金を受け入れた。かつては、工場建設等の直接投資で外国資本を受け入れていた東アジア諸国には、証券投資や、銀行間の資金貸借で短期の資金が流入するようになる。余剰資

*ドルペッグ制：自国の為替相場を米ドルと連動させるペッグ制(固定相場制)

図表 タイ・インドネシア・韓国の対ドルレートの推移（1997年4月～1998年5月）

（97年4月1日=100とする）



出所：財務省 (mof.go.jp)

金の行き先はいつも資産市場、特に不動産市場である。経済の楽観（ユーフォリア）が生まれた。1990年代を通じバブルが胎動し、リスクが潜んでいった。

アジア通貨危機の経緯

アジア通貨危機の経緯等については、すでに当局等から資料等が公表されており、ここではその特徴点に絞って整理を試みよう。

第一の特徴は、各国間の伝播である（図表）。香港の英国からの中国返還（1997年7月1日）の翌日（7月2日）、それはタイから始まり、瞬く間にインドネシア、フィリピン、マレーシア等に広がり、規模こそ小さいもののシンガポール、台湾を襲った。そして10月には深刻な形で韓国に波及した。

金融に国境はなく瞬く間に世界を移動する。アジア通貨危機は金融のグローバル化の進展を危機の伝播で示した。また危機の伝播は、前述の産業ネットワークの結びつきの強まりを金融面でなぞるものでもあった。経済統合の深化が現実に示されたが、地域としての協力体制は未整備で、危機の伝播はその隙をつかれたような側面もあった。

それまで通貨危機は、財政赤字や経常収支の構造的な赤字という国際収支表では経常収支項目に関連した危機だった。アジア通貨危機の第二の特徴は、必ずしも経常収支項目に深刻な問題をかかえていない国にも通貨危機が生じた点である。

もともと、火元であったタイには、従来のような通貨危機を招く要因もあった。タイでは1995年以降、高水準の経常収支赤字が続き、政府は有効な改善策を打てなかった。一方、国内では、金融機関の破綻等も表面化、情報開示の不足もあって欧米の投資家等には不安を強めていた。金融セクターの問題は、当局の監督の及ばないファイナンスカンパニーによる不動産投資から始まった。ファイナンスカンパニーは、不動産投資に傾斜しバブルが崩壊、影響は融資をしていた銀行セクターに及んでいた。タイは96年以降、通貨のバース売り圧力に見舞われ、為替介入などで凌いできたが、97年7月に至り、外貨準備が急減、ついに、実質的に変動相場制に移行しバースの大幅下落を招くに至った。マレーシアなどの周辺国は、タイのようなマクロ経済上の大きな問題もなく、危機の兆候はなかつ

た。それでも、タイ同様事実上のドルペッグ制を採用していたほか、欧米からの短期資金が流入していた。特に、国際金融面で期間と通貨の「ダブルミスマッチ」と呼ばれる以下のような脆弱性がかかえていることが通貨危機を招くこととなった。

タイを例にとると、銀行部門が海外銀行からの資金を受け入れ、国内の不動産貸出に充てていた。調達資金は、①期間は短期、②通貨はドルのような外貨であった。一方、運用は③期間は長期、④通貨はバーツ建ての不動産関連貸出であった。資金を短期から長期に、外貨から本国通貨に転換するのは、金融仲介・両替という金融機関の本業業務である。低金利の外資を高金利の国内貸出で運用し、為替相場も固定されていれば、利益の高いビジネスであった。しかし、一転海外資金が引き上げると、貸出が長期に固定しているため、返済に行き詰まり、返済のためにバーツをドルに換えれば、バーツ相場が下落し、ドル建ての資金のバーツ換算の返済額が膨張するという事態を招いた。通貨危機は銀行危機に転化、バーツ防衛のための利上げと銀行の貸出抑制が国内経済を収縮させた。東アジア各国は、

ほぼ同様な国際金融構造を持っていたため、タイからの連想により、各国とも外資が流出し、経済は苦境に陥った。

通貨危機への対応

アジア各国は、結局IMFからの救済を仰ぐことになったが、救済の条件とされたのが、通貨防衛を主軸としたそれまでの教科書的な対応、つまり、マクロ経済政策としての金融引き締めと緊縮財政の組み合わせである。IMFからの資金援助は得られたものの、各国経済はさらなる景気収縮に苦しんだ。なおIMFからの資金援助は外資の返済に充てられたため、国内経済の援助に役立たなかったとの批判もあるが、IMFからの資金提供がなければ国内経済もより厳しい状況になったであろう。

IMFからの支援としてさらに特徴的なのは、条件とされた経済の構造改革の推進である。金融部門やその他の産業部門の改革に加え、アジア経済の特徴とされたクローニー・キャピタリズム（縁故資本主義）や社会慣習の是正などの条件は、前述のように欧米からみて、アジア経済の特徴を後進性とみなしていたためでもあった。構造改革は、経済の体質強化につ

ながったものの、偏見に基づく部分もあり評価の分かれるところである。

特筆すべきは、日本の貢献である。1998年10月に提唱された総額300億ドルの「新宮沢構想」は、構造改革のための資金のほか、危機時の流動性供給のための短期資金を含み高い評価を得た。当時日本自身も金融危機に苦しむなかで日本は国際金融分野でリーダーシップを発揮したが、「新宮沢構想」は海外での高い評価にもかかわらず、国内での注目度はいまひとつであるのは残念である。

危機の終息後、認識されたのは、金融危機に備えた国際的な協力的体制の重要性である。東アジアでは、ASEANに日本、中国、韓国の3か国が加わったASEAN+3が、協力の枠組みの中心になった。ASEAN+3は、参加国間で金融に短期資金を誘導するスワップ網（2000年5月のチェンマイでの会議で創設が宣言されたことから「チェンマイ・イニシアティブ」と称される）を構築しているが、これは「新宮沢構想」の短期資金の融通の枠組みが発展したものである。ASEAN+3はそのほか、金融市場の構造改革として債券市場の育成に成果をあげてき

ている。現地通貨建ての債券市場が育成され、海外投資家も成長性の高いアジア経済の債券に投資するようになれば、先に指摘した「期間と通貨のダブルミスマッチ」は解消される。このようにアジアのなかでの金融協力体制は進展してきたが、一方で欧米も含めた国際的な体制では、アジア経済を監督するマニラフレームワークが発足した（1997年11月）。これはわが国のアジア通貨基金構想が米国等に拒否されたことから生まれたものだが、その後ASEAN+3が発展するなかで事実上消滅し、アジアのことはアジアで決める体制が選択された。

2008年の世界的金融危機

アジア通貨危機後、東アジアの後進性を克服するとして欧米流の金融システムへの改革が推進された。特に韓国などを典型に欧米の主要金融機関の進出が進んだ。日本の金融機関は、日本の金融危機前には東アジアで支店網を展開するなど大規模にビジネスを展開していたが、自らの金融危機で大幅に撤回し、欧米の主要金融機関の存在感が増すことになった。アジア通貨危機以降、欧米の金融機関は模範とされたが、2008年の

世界的な金融危機はまさに模範とされた金融機関で生じた。2008年の金融危機は、金融システムの新設を済ませていた東アジアには相対的には小さい影響しか与えなかったが、欧米の勧告に従い苦労を重ねて金融システム改革に取り組んできた東アジア諸国にとってはショックであり、欧米への不信も聞かれた。

さらに衝撃的であったのは、金融危機に対する対照的な政策対応である。アジア通貨危機に対して東アジア諸国が、財政緊縮、金融引き締めを強いられたのに対し、世界金融危機に対して採られたのは、危機緩和としての金融緩和・財政拡大であった。財政政策については1990年代以降、マクロの需要喚起策としての有効性は評価されず、もっぱら金融政策頼みの政策運営がされてきたが、世界金融危機への対応では急遽財政政策に焦点が与えられ、しかも危機に苦しむG7に代わり存在感を強めたG20の場で、中国に大幅な財政拡大を要請し、これに応えた4兆元という巨額な財政支出により、世界経済は苦境から救われた。

量的緩和政策は、金利がゼロ金利水準に低下するなかで、さらなる利下げの余地が乏しいことから利下げに代わるものである一方、経営悪化から資金（流動性）不足に陥った金融機関に資金を供給し救済するものであった。

また、米国のサブプライムローン危機から生じた金融危機が欧州に飛び火し深刻化したのも特徴であった。欧州諸国は、自国金融機関と自国経済の救済に財政を拡大したため金融危機は財政危機となり深刻化していった。

2つの金融危機の対比

1997年のアジア通貨危機から25年。当時の金融危機とその対応に対する評価は、その後生じた2008年の世界金融危機を経て見直されるべき点も多い。

まず両者に共通なのは、ともに金融セクターで生じたという点である。これは、財政や経常収支の赤字による従来の通貨危機とは区別される。しかしこれは従来の通貨危機が忘れ去られていいわけではない。わが国では、国のガバナンスが弱まり財政赤字が拡大しているが、経済成長力という国力が低下するなかで、古典的な危機への途を歩んでいるようにも見える。

さらに、公的ではなく民間の債務の増大が危機の背景であることも共通である。従来景気の振幅は、設備投資の循環のなかで形づくられることが多かったが、1990年代以降は、債務（負債）の増減が景気を形づくるようになった（Financial Cycles）。

これはバブルの膨張破裂を伴いかねないだけに従来よりも深刻な性質を持つ。

一方、両危機の大きな相違は、対応と後の進展である。金融危機は、資金の借り手の国で生じたが、金融については貸し手の側の責任もあるはずである。また、資本の自由化を勧告したIMFの責任もある。このため東アジアでは、一方的に痛みを伴う対応を迫られたことから、いまだに不満は強い。韓国では当時の危機をいまだに「IMF危機」と呼び、マレーシアは危機後、資本規制を強化したことにIMFが難色を示したことからIMFなど欧米への不信は根強い。だが一方で、構造改革により経済体質が改善されたため、アジア危機後の景気回復はV字回復をとげた。またこのときの構造改革は、21世紀

に入り東アジア経済が世界の成長センターとなる基盤を形成した。

これに対して、2008年の世界金融危機では、1929年の世界恐慌のような事態を防いだものの対応に苦しむ状況が長引いている。たとえば金融政策の量的緩和で膨大化した中央銀行のバランスシートの是正には相当の期間を要する。この間金利を上昇させれば、債券の評価損が増大するだけに厄介な状態に陥っている。また財政赤字の拡大、国債の整理も容易でない状況である。世界通貨危機の解決に時間を要していることから先進国の政策発動の余地は狭まっております。リスクが増大している。

2008年の世界金融危機への対応は、痛みの程度を緩和したことから成功とされ、今後も踏襲される可能性がある。だがアジア通貨危機以降四半世紀、世界的に大きな2つの危機を比較してより冷静な評価も下せるように思える。



高橋 巨（たかはし わたる）

大阪経済大学教授、神戸大学経済経営研究所リサーチフェロー。1978年日本銀行入行。国際局審議役、金融研究所長。Oxford大学経済学修士。東京女子大学、東京大学公共政策大学院、京都大学公共政策大学院、政策研究大学院大学（GRIPS）講師、慶応義塾大学経済学部教授、神戸大学経済経営研究所教授を経て、2013年より現職。専門分野は、中央銀行制度、金融論。