

国際短期資本移動と新興市場の通貨危機

島
崎
久
彌

もくじ

- 一 はじめに
- 二 短期資本移動とその対応
 - (イ) 危機の原因と波及の過程
 - (ロ) 国際機関と金融・資本移動の自由化
 - (ハ) 通貨危機への対応
- 三 メキシコの通貨危機
 - (イ) 証券投資の増加と背景
 - (ロ) 通貨危機の原因と深化
- 四 アジアの通貨危機——タイを中心として——
 - (イ) 通貨危機の原因
 - (ロ) 短期資本の流入
- 五 むすび

一 はじめに

累積債務問題を考古学的基層として発生した一九八〇年代初頭の国際金融危機が、漸くにして収束を迎えてからほどなくして、一九九〇年代の中葉には、再びメキシコとアジアで通貨危機が発生した。一九九七年の七月、タイで発生した通貨危機は、一九九四―五年のメキシコの通貨危機を上廻る規模とスピードで、ASEAN諸国のみならず韓国、香港、ロシア、中南米などの新興市場(emerging markets, ロシアや中進的開発途上国を指す)に伝染(contagion)した。とりわけロシアの経済破綻と、それに伴うルーブルの急落は、巨額の対露債権を抱えるドイツの証券市場に波紋を投げかけただけでなく、アジア通貨危機の影響とも相乗して、ニューヨーク証券取引所における株価の下落を促した。その後も通貨危機の余波は、中南米や、東アジアの為替市場や証券市場に波状的な襲撃をくり返し、一九九八年の十月には、ヘッジ・ファンドの経営危機が伝えられるにつれて、金融不安の暗影が、世界の金融市場を蔽うに至った。

一九九〇年代に発生した新興国の通貨危機は、一九八〇年代初頭の金融危機とは違って、銀行貸出よりも、浮動的な証券投資や、投機的な短期資本移動に基因するものであり、新型の通貨危機といわれる。それは一九八〇年代の初頭以来、アメリカとIMF・世銀によって主導されてきた金融・資本移動自由化の副産物であり、市場経済万能のネオ・リベラリズムの所産ともいえる。自由化と規制の緩和と民営化をキー・ワードとするネオ・リベラリズムは、バグワティ(Jagdish Bhagwati)のいうウォール街・アメリカ財務省複合体(Wall Street - Treasury Complex)の依拠する政治経済学であり、金融の自由化とグローバル化は、ウォール街の利益を世界的な規模で貫徹するための戦略にほかならないのである。

しかしながらアジア通貨危機の収束に当たっても、世上では国際短期資本移動の均衡破壊作用を難詰するよりも、逆

に新興国金融機関の脆弱性を批判し、受入国の政府に金融監督の強化を要請する意見が支配的である。そこにはこれまでの市場経済万能主義の政治経済学に対する反省の色が、毫もみられず、インドネシアの如きは、IMFによって国際支援をうけるための見返りとして、さらに一層の自由化を迫られるに至っている。

それだけでなく誠に奇妙な現象は、タイの通貨危機から二月後に、ホンコンで開催されたIMF・世銀総会において、資本勘定の交換性を義務づけるため、IMF協定の改正に着手することが、合意されたことである。新興国の通貨・金融危機が、拙速的な金融・資本の自由化によって招来された事実を冷徹に認識せず、資本移動の自由化を推進しながら、他方において間接的な金融機関の監視や、事後的な金融支援メカニズムの強化を策するが如きは、本末を転倒した逆療法以外の何ものでもない。

戦後の国際通貨体制の軌跡は、失敗と錯誤の連続であり、その根因は、アメリカと、その利益を代弁するIMFのパワーによって、合理的なロゴスが否定されたことによるものであった。しかるに今日の世界は、一九世紀的なレッセ・フェールの政治経済学を信奉するウォール街・アメリカ財務省複合体によって、市場の開放を求められ、短期資本の跳梁に身を委ねている。これを放置する場合には、世界が金融面から崩壊することさえも、懸念されるのであり、一九九八年の九月、G7サミットの議長であるイギリスのブレア首相は、国際通貨制度の再建を提唱した。フランスのシラク大統領も、これに唱和したが、通貨危機の根因である国際短期資本移動に対する認識が曖昧であり、その対策も間接的な規制の域を脱しえなかった。一九九八年の一月、ワシントンで開催されたIMF暫定委員会においては、アメリカがこれに消極的な姿勢を示したため、コミュニケも微温的な表現をとらざるをえなかったが、短期資本移動の規制について、検討が求められるに至ったことは、一つの前進といえる。国内的にみても、規制の緩和が促進された国々においては、効率性が高められる反面、貧富の較差が拡大し、コミュニティや家庭が崩壊するなどの社会

的な矛盾が表面化しつつある。そのような状況に対処する上でも、メキシコ、アジアの通貨危機は、レッセ・フェールの効用を説くネオ・リベリズムの妥当性を検証するための恰好の試金石ともいえるであろう。

二 短期資本移動とその対応

(1) 危機の原因と波及の過程

金融現象としての危機は、①通貨危機 (currency crisis)、②銀行危機 (banking crisis)、③金融危機 (systemic financial crisis)、④対外債務危機 (foreign debt crisis) に分けることが可能であり、IMFは次のような定義を行っている⁽¹⁾。まず通貨危機とは、為替投機によって、介入、金利調節、為替相場の調整が必要とされる状況をさし、銀行危機とは、預金の取付、またはその可能性が発生することによって、銀行が倒産し、あるいはそれを救済するために、大規模な支援が必要とされる状況をいう。しかしながら先進国の場合には、預金の取付けのような負債面よりも、不良債権の発生のような資産面の原因によって、発生する例が少なくないが、反面ではインドネシアにみられたように、資産と負債の両面にその原因が求められる場合もある。第三の金融危機は、金融市場が崩壊し、市場が効果的に機能しえないような状況をさし、最後の対外債務危機とは、外国に対する債務の支払が不可能になった状態を指称する。通貨危機は銀行危機に先行し(一九九〇年の半ばにみられたトルコやベネズエラの例がこれである)、さらに銀行危機は対外債務危機に先駆(一九八一―二年のアルゼンチン、チリ)するのが通例であって、アジアの通貨危機も、銀行危機、対外債務危機に発展した。

それらの危機は、それが発生した国に止らず、しばしば他の国や地域に伝染する。危機の発生と波及の過程については、キンドルバガー (Charles P. Kindleberger) によって紹介されたミンスキー (Hyman P. Minsky) のモデルが知ら

れているが⁽²⁾、それによると危機は次のような七つの段階をへて展開される。①displacement, ②expansion, ③euphoria, ④distress, ⑤revulsion, ⑥crisis, ⑦contagion.

第一段階においては、市場の経済見通しや、将来の期待利益が変化するに伴って、資産に対する投機が発生する。第二段階においては、過剰流動性が発生し、所謂ブームなるものが激化する。キンドルバーガーは、過剰流動性の創出される経路として、銀行貸出の増加を重視したが、ヴェセー (Michael Veseth) は、金融革新、レベレッジ (テコ、leverage)、清算取引等の発達を指摘している⁽³⁾。

第三段階においては、ファンダメンタルズを基盤とする取引が、キャピタル・ゲインを狙いとする相場中心の取引に移行し、バブル (bubble、それはやがてハジケルことになる) またはマニア (mania) が発生する。そのような状態は、期待が変化し、流動性が涸渇するまで持続される⁽⁴⁾。第四段階は、市場の脆弱性や、流動性の限界に対する懸念が台頭し、バブルの退潮、あるいはマニアの鎮静化が見え始める状況をさす。この段階は、危機がそこで回避されるか、あるいは逆に次の局面に深化するまで持続される。

第五段階は、新しい情報や、重大な事件の発生によって、急激に期待が変化し、市場参加者の行動が逆転する状態を指す。その場合にいち早く資産を売却するのは、インサイダーであり、その間局外者は依然として、資産の買いを維持する。しかしながら流動性、とくに銀行の貸出が収縮すると、流動資産以外の投資対象は信認を喪失する。第六の段階は、局外者も一斉に資産を売却し、価格の崩壊 (crash) や、パニック (panic、必要以上に急激な離散) が発生する。最後の伝染とは、貿易、資本、通貨、商品取引の連動性、あるいは心理的な原因によって、危機が他の国々の市場に波及する現象を指す。一例としてクルーグマン (P. Krugman) は、伝染の原因として、次のような事由をあげている⁽⁵⁾。

①貿易、資本取引の連動性と同質的な貿易構造、②価値観の共通性 (メキシコ通貨危機に伴うテキーラ効果 = tequila

(表1) 主要銀行危機のコスト (1980—1996年)

国	期間(年)	推定コスト(GDP比)
アルゼンチン	1980—82	55
チリ	1981—83	41 ^(a)
ベネズエラ	1994—95	18
メキシコ	1995	12—15 ^(b)
ペニン	1988—90	17
コート・ジボワール	1988—91	25
モーリタニア	1984—93	15
セネガル	1988—91	17
タンザニア	1987—95	10 ^(c)
イスラエル	1977—83	30 ^(d)
ブルガリア	1990年代	14
ハンガリー	1995	10
スเปน	1977—85	17
日本	1990年代	10 ^(e)

(注) (a)1982—1985年, (b)累積損, (c)1987年, (d)1983年, (e)潜在的損失(推定)

(出所) Gerald Caprio and Daniela Klingebiel, "Bank Insolvencies", Washington, 1996. Priya Basu (ed.), *Creating Resilient Financial Regimes in Asia*, Oxford, 1997, p. 113 より再録。

effect が、同じくスペインの植民地であったフィリピンに波及したケースは、これに当る)、③模倣行動(マレーシアなどが、タイのペッグ制放棄に追従した例はこれに属する)、④投資家の非合理的な行動、⑤群衆心理(その結果としてファンダメンタルズの良い国も、同じく通貨危機に陥る場合がある)。

そのほか情報通信技術の発達や、政治的不安定性をあげるものもあり、⁽⁶⁾ADBの報告書はアジアの通貨危機が伝染した理由として、ドル高、硬直的な為替相場制度、経常収支の逆超、脆弱な金融制度などの共通点をあげている(ADBの報告書は、これをモンスーン効果=monsoonal effectと呼称している⁽⁷⁾)。

一九八〇年代以降は、大規模な通貨、金融危機

が頻発し、一九八〇—九六年には、IMFに加盟する国々の七三%が、銀行危機に直面した。とりわけアフリカ、アジア、中・東欧においては、その比率が九〇%をこえており、開発途上国と移行経済諸国の銀行危機に対処するため⁽⁸⁾のコストは、二五〇〇億ドルにも達したものとみられている。

たしかにそれらの地域における金融制度と金融市場は、未発達なところが多く、一九八〇年代以降は、金融の自由

化と金融制度の改革が促進されたものの、依然として政府の干渉や指導力が強く、その反面においては金融機関に対する監督や、金融市場の監視が不十分であった。一方の金融機関にも、効率的な経営に不可欠な人的資源や、インフラストラクチャーが不足し、透明性にも欠けていた。

その限りにおいて、銀行危機の再発を防止するためには、国際的会計基準や格付け制度を導入することによって、透明性を高めるとともに、BISの銀行自己資本基準や、不良債権の判定と積立の基準などを明確にし、国際的な監視を強化することが必要とされる。

しかしながら金融機関の脆弱性は、一朝にして改善されるものではなく、開発途上国のみならず、アメリカ、日本、フランスなどの先進国においても、銀行危機が発生している事実は、そのような制度面の整備だけでは、効果に限界があることを示唆している。一例として一九九六年にストックホルムで開催された第九回国際銀行監督会議 (International Conference of Banking Supervision) に参加した一二九か国のうちの九〇%以上の国々は、BISの銀行自己資本基準、ないしはこれに類する基準を導入しており、インドネシアですら日本よりも、きびしいBIS基準(一〇%、日本は八%)を採用していた⁽¹⁰⁾。またその監視機能が期待されているIMFや格付け会社にしても、後述のように、メキシコとアジアの通貨危機に当っては、事前にこれを予測することができなかっただけでなく、重大な判断ミスを犯していた。

それからも明らかのように上述のような処方箋だけでは、通貨危機の再発を防止することが不可能である。むしろそれらの対応策は、今日の世界が直面している危機の真因から目をそらし、徒に危機を深化させるだけの彌縫策にし過ぎないのである。

一九九四―五年に発生したメキシコの通貨危機は、二十一世紀型の新しい通貨危機ともいわれるが、その理由は、

(表2) 開発途上国に対するネットの民間資本の流れ (1990—96年) (10億ドル)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996 (推定)
債券	2.3	10.1	9.9	35.9	29.3	28.9	45.8
株式	3.2	7.2	11.0	45.0	32.7	32.1	45.7
直接投資	24.2	33.8	45.9	67.7	79.4	91.8	93.2
銀行借入	3.0	2.8	12.5	-0.3	11.0	26.8	34.2
その他	11.3	3.3	13.5	9.2	4.6	1.7	8.3
合計	44.0	57.2	92.8	157.6	157.0	181.2	227.1

(出所) World Bank, *Global Development Finance*, 1997. Wendy Dobson and Pierre Jacquet, *Financial Services Liberalization in the WTO*, Washington, 1998, p. 118 より再録。

冒頭でもふれたように、一九八〇年代の初頭における対外債務危機とは違って、公的資本の代りに民間の資本が主体となっただけでなく、銀行の貸付に代って、短期の証券投資が主因となったためである。ホール (David D. Hale) も指摘するように、「開発途上国に対する証券化された資本の流れが増加したのは、最近の現象であり、それ故に近代においては、メキシコ通貨危機に類するような危機が、他の開発途上国において発生しなかった」⁽¹¹⁾のである。

ちなみにIMFの調査によると、一九八七—一九四年に、開発途上国の商業銀行に対する債務の比率は、四一%から二八%に減少したが、それとは対照的に、ノンバンクに対する債務比率は、一四%から二七%に増加し、一九九六年には三一%を占めるに至った。

一九九六年に開発途上国に流入した資本のうちの八五%は、民間資本であったが、証券投資は民間資本の四〇%を占めていた。メキ

シコの通貨危機が発する直前の一九九〇—一九三年には、三〇〇〇億ドル(うち直接投資は一六〇〇億ドル、証券投資は一四〇〇億ドル)の民間資本が、開発途上国に流入し、そのうちの四〇—四五%は、アジアとラテン・アメリカに流入した。アジアに対する民間資本の流れは、直接投資が主体であったが、ラテン・アメリカに対する資本の流入は、証券投資が大宗を占めていた。その結果としてラテン・アメリカの民間対外債務は、銀行部門に対する債務の比率が、一九八七—一九四年に半減(六二%→三二%)したのに対して、ノンバンクに対する債務の比率は逆に三倍に増加した(二三%→

三八%⁽¹²⁾。やがて証券投資の波は、アジアにも押しよせ、一九八八年に二五億ドルに過ぎなかった非居住者の株式投資は、一九九二年に一一〇億ドル、株式ブームの発生した一九九三年には三八九億ドルにもなった（そのうちの一三四億ドルは、ホンコン、中国に投資された⁽¹³⁾）。

そのように証券投資が急激に増加した背景としては、第一にアメリカ、日本などの先進国における金利の低下とは対蹠的に、新興国の経済パフォーマンスがすぐれ、高利回りが期待されたためである。第二の要因はブレディ・プラン (Brady Plan) によって、累積債務が削減されたため、中進国に対する民間資本の流入が促進されたことである。第三はそれらの国々において、戦後推進された輸入代替政策が失敗し、輸出主導型の開放経済政策が導入されるとともに、債務累積問題に対処するための国際支援の条件として、ネオ・リベリズムに立脚する構造調整政策が強行されたためである。とりわけメキシコは、NAFTA (North American Free Trade Area、北米自由貿易地域) の創設に伴って、「新体制のモデル」と目されるに至ったが、一般的に共産主義体制の崩壊は、对外投资に対する投資家の不安感を払拭するためにも貢献した⁽¹⁴⁾。

第四はアメリカを中心とするミューチュアル・ファンド、年金基金、生命保険、ヘッジ・ファンドの発達であり、アメリカの対外証券投資は、一九九三年にGDPの一・七%に達した。その規模は、一九四〇年代のマーシャル・プランを上回ったが、アメリカが経常収支の赤字にもかかわらず、大規模な対外証券投資を実施することができたのは、基軸通貨国なるが故に、日本などの黒字国がTBを購入し、それによって経常収支の赤字を補填することが可能であったためである⁽¹⁵⁾。

ちなみにアメリカのミューチュアル・ファンドが保有する資産は、一九九〇年の五五〇〇億ドルから、一九九五年の二兆ドルに急増したが、その原因は、アメリカの低金利政策の下で大量の資金が、預金やMMF (Money Market

(funds) からシフトしたためであった。しかしながらアメリカ国内の証券投資は、利廻りが低いため、ミューチュアル・ファンドは、高利廻、低リスクの投資機会を求めて、グローバル化と、多様化を推進した。その結果として、一九九二年に一五一〇億ドルであったミューチュアル・ファンドの海外資産は、一九九五年に三六六〇億ドルに達し、そのうちの約二九一〇億ドルは、株式投資に向けられた(その他六二〇億ドルは確定利付債、一三〇億ドルはデリバティブ等に向けられた)⁽¹⁶⁾。

アメリカの政府も、輸出を促進する観点から、資本の輸出を奨励したため、銀行がラテン・アメリカ向けの証券投資を煽動し、遂にはグラス・ステイガー法の制定を招くに至った一九二〇年代と同じような現象が再現した⁽¹⁷⁾。ミューチュアル・ファンドの資産は、規模の点において、後述の年金基金に劣後するが、年金基金の投資は、その二分の一以上がミューチュアル・ファンドを経由してなされただけでなく、一九九〇—一九九四年における米系ミューチュアル・ファンドの新規投資は、三〇%以上が新興国に向けられた(その結果海外投資の割合は、一九九四年に七%近くに達した)。クローズドエンド型は、オープンエンド型に比べると、市場の変動に神経質にならなくてもよいので、途上国向けの投資に好適であり、一九九三年一二月の三三四・五億から一九九四年九月には四四八・五億ドルに増加したが、一九九四年の一二月には四一七・八億ドル、一九九五年三月には三六九・六億ドルに減少した。一方オープンエンド型は、一九九三年末の三六四・一億ドルから一九九四年九月に四八八・三億ドルを記録した後、一九九四年一二月には四三六・三億ドル、翌年の三月には三八七億ドルに減少した⁽¹⁸⁾。

メキシコの通貨危機が発生した後の一九九五年には、米系ミューチュアル・ファンドの保有する海外資産の割合が、一九九三年の四〇%から七%に急減した⁽¹⁹⁾。それに先立つ一九九三年には、アジアの株式ブームが発生し、ファンド・マネージャーの関心は、後述のようにアジアにも向けられていた。

(表3) イギリス年金基金の新興国市場
に対する投資の国別分布

				%
ブル	ラ	ジ	ル	0.55
チ			リ	2.37
メ	キ	シ	コ	1.91
ア	ル	ゼ	ン	0.45
韓			チ	9.79
マ	レ	ー	シ	25.90
タ			ア	18.28
			イ	
小 計				71.49
一般新興 市場マン データ	ラテン・アメリカ			3.76
	アジア・太平洋			7.04
合 計				100.00

(出所) WM, *Quarterly Review Universe*, June 1995. Stephany Griffith-Jones, *Global Capital Flows*, Basingstote, 1998, p. 97 より再録。

それに対して先進国の年金基金 (pension funds) は、一〇兆ドルの規模を誇り⁽²⁰⁾、なかでも米系の年金基金は、総資産二兆ドルのうちの七―八%を、海外の証券投資に充てていた(二十一世紀の初頭には、海外資産の割合が、総資産の一五―二〇%に達するものと観測されている)⁽²¹⁾。

しかしながら、年金基金の新興国の市場に対する投資の割合は相対的に低く、一例としてアメリカの年金基金は、一九九四年に新興国市場に対する投資を、総資産の〇・二五%程度であり、ミューチュアル・ファンドの五分の一以下であったと推定されている。反面年金基金は、総資産の規模が大きいだけでなく、ミューチュアル・ファンドに比べると、その動きがより安定的であった⁽²²⁾。

しかしながら時系列的にみると、年金基金の新興国市場向の投資は、アジア・太平洋とラテン・アメリカを中心として増大し、一九八九―一九九一年に合計一九〇〇億ドルに達するネットの海外証券投資のうち、三〇〇億ドルが新興国の市場に投下された。一九九一年には海外投資の三分の一が株式投資に向けられ、その三分の一が新興国市場に流入した(一九九三年には二〇〇億ドル、一九九四年には四〇〇億ドルが新興国市場に移動した。一九八六年には、途上国向投資の八三%をアジア・太平洋地域が占めていたが、一九九一年には六〇%がラテン・アメリカによって占められていた。それら地域に対する投資は、企業収

益や為替の変動などを考慮して、債券よりも株式投資によって行われた⁽²³⁾。

それに対してイギリスの年金基金は、ラテン・アメリカよりも、マレーシア、タイなどのアジア・太平洋地域の新興国に対する投資のウェイトが高いのが特色である(表3)。

日本の機関投資家も、バブルの崩壊後、未曾有の低金利時代が続くとともに、海外の証券投資に対する規制が緩和されたため、海外の株式に対する投資を拡大した。とくに注目されることは、アジアの株式に対する投資の比率が高まったことであり、一九八六年に一四・四%(アメリカの株式に対する投資比率は八〇%)に止っていたアジア向株式投資の割合は、一九九四年に四〇%(四〇〇億ドル)に達し、アメリカ向株式投資の比率(三八・八%)を上廻った⁽²⁴⁾。

最近とくにその動きが注目されているのは、ヘッジ・ファンド(Hedge funds)であり、一九九七年の七月に発生したアジアの通貨危機に当って、クアンタム・ファンド(Quantum)のソロス(George Soros)が、マレーシアのマハティール首相によって、通貨投機の元凶として、名指しの非難をうけたことは、周知のごとくである。

一九四九年、ウインスロー(Alfred Winslow)によって創始されたヘッジ・ファンドは、アメリカの証券取引法(SECURITY Act of 1933)、証券取引所法(Security Exchange Act of 1934)、投資会社法(Investment Company Act of 1940)を逃がれるため、一〇〇人以下の大口投資家から資金を集め、国債、外国為替、金融先物のオプション、商品、不動産、合併の裁定、抵当証券などのほか、他のヘッジ・ファンドに対して投資を行うことさえもある(最低の投資は一〇〇万ドル)。ヘッジ・ファンドとは、各種の非伝統的な投資ファンドの総称であり、必ずしもヘッジを行うわけではない。ヘッジ・ファンドの特徴は、デリバティブを行使し、売持がみとめられるとともに、ミューチュアル・ファンドと違って、借入れ(レバレッジ=leverage)を行うことが可能な点にある⁽²⁵⁾。大別するとヘッジ・ファンドは、経済変数の不整合性を利用するmacro hedge fundsと、為替相場や金利などの不整合性につけ込んでキャピタル・ゲインを稼得

する relative value funds に分かれており、ファンド・マネージャーは、1%の手数料と利益の20%を報酬として受けとるシステムとなっている。一九九七年の第三四半期における資金量は、一〇〇〇億ドル（うちマクロ・ヘッジ・ファンドは二五〇億ドル）とみられ、その四―五倍の借入れを行うことによって、レバレッジを働かせることができ。しかしながらアイヒェングリーン (Barry Eichengreen) らの調査は、年金基金やミューチュアル・ファンド、投資銀行、商業銀行、生命保険に比べると、資金の規模において、遙に見劣りがするとのべている。⁽²⁶⁾

もともとヘッジ・ファンドは、オフショアで設立されているものが多く、これまで報告を求められていなかったために、実態を把握することが困難であるが、今井激氏は、次のようなアメリカ下院議員委員会のゴンザレス委員長⁽²⁵⁾の証言をあげている。それによると一九九六年末の運用能力は、三七〇〇億ドルに一〇倍のレバレッジ（時には四〇倍のレバレッジを効かせた例もあるという）を行使するとすると、三兆七千億ドルに達するので、一九九六年における米系年金基金の規模（五兆一四六億ドル）と比較しても、それほどの遜色がないとのことである。⁽²⁷⁾ 最近においては、外国為替市場における一日の取扱高は、二兆ドルにも達するものとみられているが、それは日本における実需原則の撤廃や、ヘッジ・ファンドなど投機資金の参入によるものであり、外国為替市場は、一段とカジノ化の様相を強めつつある。

(ロ) 国際機関と金融・資本移動の自由化

グローバルイゼーションは、情報通信技術の発達だけでなく、国境をこえた規制緩和の所産であり、それ自体が自由化、規制緩和、民営化をキー・ワードとするネオ・リベラリズムのコロラリーといえる。アメリカの産業資本が、国際競争力の低下に伴って、自由貿易から管理貿易へと後退したのとは対照的に、アメリカの金融資本は、世界の国々に、金融の自由化を迫ることによって、グローバルな事業展開を推進しつつある。そのためにアメリカは、円・ドル

委員会に象徴されるように、双務的な交渉を展開するだけでなく、NAFTAやAPECなどの場を利用して、地域の接衝を重ねるとともに、ウォール街・アメリカ財務省複合体の先兵とも称すべきWTOやIMFを通じて、金融と資本の自由化を、グローバルに貫徹しようとして試みている。

周知のようにWTO (World Trade Organization) は、一九九七年の十二月、金融サービス協定 (Financial Service Agreement、第五議定書) について合意し、一九九九年の初めに、これを実施することを決定した。この協定は、サービス貿易をWTOの管轄下におくことを規定したサービス貿易に関する一般協定 (GATS、General Agreement on Trade in Service) を、情報通信のほか、金融サービスにも拡大しようとするものであった。

サービス貿易と投資の自由化が、ガットにおける将来の議事日程として、採択されたのは、一九七三―七九年の東京ラウンド (Tokyo Round) においてであった。一九八一年には、この問題について、アメックスなどの金融機関と、アメリカ通商代表部のブロック (Bill Block) との間で検討が行われたが、この問題が正式に、アメリカからガットの閣僚会議に提起されたのは、一九八二年のことであった。他の先進国は、余り関心を示さず、印度、ブラジルなどの途上国は、これに反対したが、サービス貿易はウルグアイ・ラウンド (Uruguay Round) の議題として、正式に取り上げられることになった。GATSは、別のトラックとされたが、ウルグアイ・ラウンドと不可分の一体をなすものと考えられ、後者の調印国は、同時にGATSによって拘束されることになった。⁽²⁹⁾ そのような事態の展開は、規制の緩和を求めるシカゴ学派やレーガン政権下におけるニュー・ライトの政治経済学によって、影響されたものとみられている。⁽³⁰⁾

ウルグアイ・ラウンドは、一九九三年の十二月に完了し、その翌年の四月に調印されたが、GATSの交渉は難航し、海運サービスの交渉は中断された。基本電気通信協定は、一九九七年の二月十五日に成立したが、金融サービス交渉が合意されたのは、同年十二月十三日のことであった (EUのリードにより、アメリカを除いた暫定協定が成立したの

は、一九九五年七月のことであった。交渉の成果は、GATS第五議定書、付属する各国別改定約束表、最恵国待遇免除リストにまとめられ、一九九九年の一月末までに、批准を完了した後、同年三月一日に発効する手筈が整えられている。合意内容は銀行、証券、保険などの各金融分野にわたり、各国が外国金融機関の参入制限、株式保有制限などの緩和を約束することになっている。調印国は一〇二か国に達し、銀行、証券、保険、金融情報取引の九五%以上が、WTOによってカバーされることになった。⁽³¹⁾

GATSは、一般的な義務として、即時、無条件の最恵国待遇原則（但し、リストに掲げられ、一定の要件を充たす場合には、免除措置が適用される。免除措置は協定の発効後五年以内に見直しの交渉を行い、原則として一〇年以内に撤廃することになっている）、加盟国政府の措置に関する透明性の確保、地域統合の容認と規制、などを規定しており、上述の義務は、加盟国内のすべてのサービス分野に適用される。また加盟国が約束表に掲載したサービス貿易の分野については、特定の約束として、市場アクセスの確保と、内国民待遇が義務づけられる。⁽³²⁾ またGATSは紛争処理機関の設置を定めている。

上述のように当初は、金融サービスの自由化に消極的な態度を示していた開発途上国も、開発資金を調達する必要上、ここ数年間にわたって開放政策を推進してきたが、金融サービスの自由化については、依然として消極的な態度をとらざるをえなかった。その理由の一つは、メキシコとアジアの通貨危機を契機として、金融の自由化と改革が、経済の成長にとって、必要条件ではあっても、十分条件でないことが、明らかになったためである。第二は先進国と違って、他の金融市場に対する参入が、開発途上国の主たる関心事ではなく、その点でアシメントリーをさけることができなかったためである。第三は先進国の金融資本による支配を危惧する傾向が依然として、根強かったためである。⁽³³⁾

金融サービスの自由化については、アメリカの内部においても、それぞれのグループの利害が錯綜していたが、金融ロビイストの圧力は、とりわけ強力であった。⁽³⁴⁾このことは、レーガン政権下で、農産物の自由化や、保護主義的な規制を求める他のグループの圧力を排して、ソロモン・マーチソン・レポートが、金融の自由化と円の国際化を、日本に迫った事実からも、容易に推察することが可能である。

ただ乗り (free riding) を嫌うアメリカの金融機関は、ニューヨーク金融、資本市場の便益を享受する反面、自国の市場にアメリカの金融機関が参入するのを忌避する開発途上国から、譲歩を引出すために、政府の外交政策に期待した。当初アメリカは、経済的な重要性を増大しつつある新興国のオファーに対して、不満を表明するとともに、アメリカの金融機関に対して市場の開放を渋る国々に対しては、最恵国待遇を適用しない権利さえも留保した。それだけでなくアメリカは、中途半端な協約を締結する位であれば、協定を破棄した方がベターであると主張した。⁽³⁵⁾

それに対してEUは、開発途上国に対して短兵急な市場アクセスの改善を求めるよりも、協定の調印にこぎつけることを優先すべきであると提唱し、日本と協力して、一九九五年の七月、上述のように一九九七年の末まで、それまでの最善のオファーを維持することを目的とする暫定合意を成立させることに成功した、アメリカも一九九七年の十二月十三日、最恵国待遇の免除措置を撤回し、ここに金融サービス交渉は、合意をみるに至ったが、その成因として、ドブソン (Wendy Dobson) とジャック (Pierre Jacquet) は、次のような事由をあげている。⁽³⁶⁾第一は農産物の交渉と違って、金融サービスの自由化が、米欧間の争点とならなかったためである。第二はアメリカ、EUの民間金融機関が、一九九六年に創設された Financial Leaders Group を通じて、効果的なロビー活動を行うとともに、マレーシア、韓国、タイ、印度、チリのオファーに対するアメリカ議会の不満を大幅に緩和させたためである (ちなみに銀行部門の出資制限に関する調印国の現状とWTOのコミットメントは、次のとおりである。インドネシア：現状八五%、WTO四九%。マレーシ

ア：現状三〇%、WTO五一%。フィリピン：現状六〇%、WTO五一%。タイ、メキシコ、ブラジル、アルゼンチン、中国：現状、WTOともに一〇〇%⁽³⁷⁾。

上述のようなWTO第五議定書の合意内容は、その多くが「すでに実施された措置を国際的に約束するものであり、新たに自由化を進める効果よりも、既に実施された自由化を安定的かつ不可逆的なものとする効果の方が大きいと指摘されている」⁽³⁸⁾。それに対して金融サービスの自由化を推進する上で、挺子のような役割を果たしたのは、IMFであり、通貨危機に対処するために実施された金融支援に伴うコンディショナリティの一環として、インドネシアと韓国は、一層の自由化を求められた。その結果としてインドネシアは、WTOの金融サービス協定によって約束した四九%の出資制限を、一〇〇%に引上げた。韓国もOECD加盟の条件として、金融の改革を約束したが、IMFの要請により、それをそのままWTOのコミットメントにとり入れた⁽³⁹⁾。

そのようにしてIMFは、個別に金融サービスの自由化を、加盟国に要請しただけでなく、資本勘定の交換性を義務づけるため、IMF協定の第四次改定に着手した。

周知のようにブレトン・ウッズ協定は、経常的勘定の自由化と差別的措置の撤廃、および交換性の回復を、加盟国に義務づける反面、資本取引については余り関心を払わなかっただけでなく、IMFの引出権を利用するためには、むしろ資本移動の規制を義務づけていた。当初ケインズは良い資本(virtuous capital)と悪しき資本(vicious capital)を区別したものの、資本移動規制の必要性を認め、投機的、裁定的な資本逃避を非難したホワイトも、民間資本移動の自由化を否認した⁽⁴⁰⁾。

しかしながら一九四二―四三年に、そのような主張は、ニューヨーク・バンカーの反対により、トーン・ダウンセざるをえなくなり、第六条第三項は、資本取引の規制によって、経常的取引の決済が阻害されないよう特に注意を促

すに至った。この規定はIMF協定の第二次改正でも修正されなかったが、IMFの法律顧問ゴールドがのべているように、のちには後述のように、この規定を援用して、資本移動についても、IMFのサーベイランスが適用されることになったのである。⁽⁴¹⁾

一九六一年の十二月に採択されたOECDの資本移動自由化綱領 (Code of Liberalization of Capital Movements) も、ある種の資本移動については、例外を認め、公共の秩序を維持し、重大な安全保障上の利益を保護するために、加盟国は必要と考えられる措置をとることが可能であった。同じく国際収支の困難が甚だしい場合には、自由化義務を一時的に免れることが可能であった。恒常的な経常収支の赤字に直面した一九六〇—七〇年代には、先進国の多くが短期資本移動の規制を実施したが、アメリカとてもその例外ではなかった。⁽⁴²⁾

もともとアメリカは、資本移動自由化の受益国であり、ニューヨーク・バンカーのヴォイスが強くなるにつれて、資本移動の自由化を求めるに至ったのは、理の当然である。一九七〇年代には、資本移動の規制を求めるヨーロッパとの間で、意見の対立が激化したが、アメリカの代表は「資本移動の規制に反対するウォール・ストリートに圧倒されて、その原則には同意しても、ヨーロッパや日本の主張を受入れることが困難であった」⁽⁴³⁾。

一九七二年に設立された二〇か国委員会 (Committee of Twenty) は、一九七四年に提出された報告書の中で、資本移動の規制は、貿易と投資の流れを阻害するので、恒久化すべきではないとのべるとともに、行動基準を策定し、IMFによる監視を実施すべきであると勧告した。しかしながらIMF協定の第二次改正は、変動相場制を公認する反面、均衡破壊的な資本移動の取扱いについては、合意をうることができなかった。⁽⁴⁴⁾ ただし資本移動の規制をみとめた第六条第三項は、改正されなかったものの、為替操作を禁止した第四条第一項、とくに第三項の改正との関連において、資本の移動はIMFによる為替相場監視の対象とされることになった。⁽⁴⁵⁾

しかしながら一九七〇年代の末から、八〇年代の初頭にかけて登場したサッチャーとレーガンは、俗に脱工業社会とも称される資本主義後期の矛盾に対処するため、ニュー・リベリズムに立脚して復古的な経済政策を展開した。既に関説した規制の緩和と自由化および民営化は、サッチャリズムとレーガノミックスの目玉商品ともいべき中核的な戦略であり、金融・資本移動の自由化は、そのコロラリーにほかならなかった。一方のEUも一九九二年における域内市場統一計画の一環として、資本移動の自由化を実施し、日本も日米間の双務的な協定に基づいて、大幅な自由化を推進した。⁽⁴⁶⁾

開発途上国においても、一九八〇年代の半ば以降における輸入代替政策の転換、IMFと世銀による構造調整政策の推進、アメリカを中心とする地域的、双務的な自由化交渉の進展などにより、近年急速に自由化が促進された。とりわけコスタリカ、ホンコン、ジャマイカ、キリギス、モリシヤス、シンガポール、トリニダド・トバゴ、ベネズエラは、一気に資本勘定の交換性に踏み切り、ラトビア、リトアニア、エストニア、アルゼンチン、エルサルバドル、パラグアイも、きわめて短期間のうちに、同じくこれを実施した。⁽⁴⁷⁾一九九三年の末には、IMFに加盟する一五五の加盟国のうち、四分の一の国が、資本取引を自由化していたが、証券取引については途上国の五分の一がこれを規制していた。⁽⁴⁸⁾

一九九四年の九月、IMF理事会は、資本取引の自由化と資本勘定の交換性に関するそのような状況について、歓迎の意を表するとともに、それらの動きは経済的パフォーマンスの改善に資するとの希望的な観測を明らかにした。さらにその翌月には、IMF暫定委員会が、資本の移動に対する障害を除去する方針を決定した。とくにIMF理事会は、皮肉にもテキーラ効果が伝染しつつある一九九五年の初めに、資本市場の発展を重視して、サーベイランスの強化と情報の収集、およびマクロ経済政策の調整を、加盟国に要請するとともに、資本勘定の交換性に関する報告書

の提出をスタッフに求めることになった。その年の四月に、IMF理事会は、資本市場の発達と資本の移動に留意し、一九七七年に採択されたサーベイランスの改正を行った⁽⁴⁹⁾。

IMFにおける資本移動の監視は、資本勘定交換性の動きと裏腹の関係にあり、タイの通貨危機が発生する直前の一九九七年の四月には、IMF暫定委員会が、資本の移動をIMFの主たる目的とするため、IMF協定を改正することに合意した。それをうけて同年九月、ホンコンにおいて開催されたIMF・世銀総会は、資本自由化に関する声明を採択するとともに、理事会が協定の改正作業に着手することを承認した⁽⁵⁰⁾。後述のように大量の短期資本移動によって、アジアの通貨危機が世界的な規模で伝染しつつある状況の中で、IMFが逆に資本移動の自由化を促進しようとしているのは、まさしく時代逆行的な愚行と称するのほかはない。バグワティならずとも、「自由な資本移動に固有の危険性が明白であるにもかかわらず、ウォール街・アメリカ財務省複合体が、自由な資本の移動を理想の社会とする利己的な想定に基づいて、突進しつつある⁽⁵¹⁾一現実には、寒心と覚えざるをえないのである。

上述のようにアメリカは、国際機関を通じて、金融と資本取引の自由化を、グローバルなベースで促進するとともに、地域的な経済統合の枠組みを通じて、並行的にこれを推進しつつある。

メキシコがNAFTAの創設にイニシアチブを發揮したのは、ベルリンの壁の崩壊に伴って、国際資本の流れが東欧を指向し、メキシコが疎外されることを危惧したためであるが、もともとネオ・リベリズムを信奉するメキシコのサリナス政権は、資本の流入を促進するため、貿易、金融、資本の自由化を、積極的に推進し続けてきた。

NAFTAは、既往の自由貿易地域とは違って、いくつかの特色をもっているが、一つの特色は、貿易だけでなく、WTOと同じように、サービス貿易の自由化を眼目としていることである。しかしながらNAFTAは、EUと違って、金融サービス面において、受入国主義(host-country principle)に立脚し、WTOと同じく、内国民待遇(national

treatment) の原則をとっている。NAFTAの加盟国は、同時に最恵国待遇を与えられ、第三国に対するよりも、不利な取扱をうけることはないが、それは当然のことながら相互主義とは別の問題である。

周知のように農本的なジェファーソン主義に立脚するアメリカは、単一銀行主義をとり、一九九四年のリーグル・ニール法 (Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act of 1994) が制定された現在においても、支店の創設をみとめるか否かは、州の採量に委ねられている(一例としてテキサス州は、州をこえる支店の創設を認めない)。同法は外銀にも適用されるが、一九九一年の Foreign Bank Supervision Enhancement Act of 1991 は、外銀を連邦準備制度の監督下におくとともに、大衆預金の受入れを禁止した。外銀の多くはホール・セール市場に特化しているが、リテール市場に進出する場合には、不利な立場に立たざるをえなくなっている。さらに一九三〇年代の金融恐慌を契機として成立したグラス・ステイーガル法 (Glass-Steagall Act) は、商業銀行業務と投資銀行業務を分離した。その後それを部分的に修正するため、商業銀行も証券の引受業務をみとめられるに至ったが、その業務は、粗利益の一定割合をこえない範囲に抑えられている。その他銀行の監督も、州と連邦に分かれ、後者はさらに多岐に渉るなど、他の先進国に比べると、アメリカの銀行規制は、複雑をきわめている。⁽⁵²⁾

それとは対蹠的にカナダは、支店銀行主義をとっているが、銀行の集中が進んでいるため、外銀のリテール部門への進出は、同じく困難である。ちなみに銀行に対する外国人の持株制限は、米加自由貿易協定 (CUSFTA、Canadian U.S. Free Trade Agreement) および NAFTA 協定により、個別銀行資本の二五%以内、全銀行資産の一二%以内とされている。カナダの銀行は最近証券のブローカー業務をはじめとして、保険と投資信託をみとめられ、メキシコもユニバーサル・バンキング方式をとっている。メキシコにおいては、一九八二―八八年にかけて、規制の緩和が実施され、証券市場の発展に伴って、ノンバンクの基盤が固まった。メキシコの銀行は、一九八二年の債務危機発生後、一

時国有化（シティ・バンク他一行を除く）されていたが、サリナス政権の下で、金融と為替の自由化、銀行の民営化が推進された。銀行の監督が弱体なため、通貨危機を招く一因ともなったが、一九九四年の通貨危機後には、外資を導入するため、外国人の出資制限が、逆に上げられた（個人投資家の保有限度は、銀行業の一・五％→六％へ、外資全体では二・五％⁽⁵³⁾）。

それに対して開かれた地域主義（open regionalism）をモットーとするアジア・太平洋経済協力会議（APEC、Asia-Pacific Economic Cooperation）の場合は、NAFTAと違って、共同体の創設を指向するアメリカなどの国々と、コンセンサスに基づくゆるやかな協議機構のままに止めようとするマレーシアなどの国々との間で、その方向性について意見の一致をみるに至っていない。しかしながら一九九四年のAPEC蔵相会議は、社会的インフラストラクチャーを整備するための資金需要に対処するため、域内におけるクロス・ボーダーの資本を動員する方法について、検討を行った。一九九六年に、加盟国の首脳は、規制の緩和や、市場開放などの金融改革を行うことによって、インフラストラクチャーへの民間資本の参入を呼びかけた。そこにおいては監視の強化と金融インフラの整備（格付け会社、清算・決済システムの創設と、近代的な会計制度の導入など）、および政府間における情報の交換などの問題が提起された。金融サービスの改善は、一九九六年に明らかにされた一八か国のうち、十三か国の個別行動計画（Individual Action Plan）にもりこまれていた。それらはいずれもWTOで合意されたことではあるが、七か国は市場へのアクセスに対する制限の緩和について、五か国は最恵国待遇と内国民待遇の供与について、それぞれコミットした⁽⁵⁴⁾。

上述のような多角的協定のほかに、アメリカはこれまで、日米間、日中間において双務的な交渉を展開してきたが、GATSの金融協定が発効を予定される一九九九年の三月一日までに、一部の国、とくにマレーシアとの間で、金融サービスの自由化について、交渉を行う用意があることを明らかにした。既にGATS第十九条により、二〇〇〇年

までに、次の交渉ラウンドが開始されることが決定されており、アメリカは今後ともグローバル、リージョナル、バイラテラルな交渉の場を利用して、金融と資本取引の自由化を、要求し続けるものと思われる。

(イ) 通貨危機への対応

通貨危機の発生因をめぐる学説には、クルーグマンによって主張されたファンダメンタルズ説と、投機の自己実現説がある⁽⁵⁵⁾。前者によると、ファンダメンタルズは、放漫な経済政策の結果として、財政赤字↓通貨発行量の増加↓外為市場介入↓外貨準備の喪失へと悪化の過程を辿り、ついには固定相場制度の崩壊を招くことになる。しかしながら後述のようにメキシコは、一九九二年に一時的とはいえ、財政均衡を達成し、ASEAN諸国も、一九九五、九六年には、財政の黒字を記録していた。通貨危機の直前における通貨供給量の増加も、赤字国債を中央銀行が引受けたためではなくて、大量の短期資本が流入したためであった。また一九九二年のEMSにおける通貨危機に当たっても、アイヒェングリーンが指摘したように、金融、財政政策が破綻し、外貨準備の喪失を招くような可能性は、実在しなかった。仮に通貨危機の原因が、EMSに伏在していたとしても、それはインフレの危険性よりも失業の増加であり、投機筋はそれ故に政策の転換を予想して、早目にアタックを開始したのである⁽⁵⁶⁾。従って投機はアイヒェングリーンらが指摘したように、国内の財政政策と経常勘定の不均衡に伴随したのではなくて、それに先行したものかも知れないのである。

事実クルーグマン・モデルの掲げるような、「危機がさし迫っていることを早目に警告する明確なシグナルは、存在しない。伝統的保守的な政策をとっている政府といえども、投機から免れる保証はない(中略)。為替相場は、マクロ経済の明白な不均衡が存在しない場合においてさえも、投機的な圧力によって、きびしい緊張と不安定にさらされう

るし、しばしばさらされてきたのである⁽⁵⁷⁾。

一般に国際資本移動は、貯蓄の世界的な効率的配分と、最も生産的な分野への資金の配分を可能にし、とりわけ資本の蓄積が少い開発途上国にとっては、開発資金の供給を確保しうることで、そのメリットとされる。しかしながら問題は、資本の量よりも、その構成であり、長期安定的な直接投資については、上述のようなメリットが期待されうるとしても、短期浮動的な証券投資や、投機資金の場合は、その限りではない。金融、資本取引の自由化が促進された一九八〇年代の半ば以降は、心理的な要因によって過剰な反応を引き起こす短期資本移動の弊害が顕著であり、バグワティも「自由な資本移動が巨額の利益を齎すという主張は、説得的ではない⁽⁵⁸⁾」とのべている。

メキシコとアジアの通貨危機の場合も、大量の短期資本が流入することによって総需要が緩和され、資金の一部は生産的な投資に向けられたとしても、その多くが消費や、不動産および株式に投資されたために、バブルが発生した。それに伴って実質為替相場は上昇し、経常収支の赤字と国内金利の低下、および国内貯蓄率の低下が招来された。逆に短期資本が急激に流出する場合には、為替相場が急落し、外貨準備の減少、不良債権の増加、金融の梗塞、中小企業を中心とする企業の倒産、銀行、金融危機の発生、経済成長率の低下、失業の増加、社会的、政治的な不安が現出される。通貨危機の前後に、東アジアの国々が経験した資本の流出入は、きわめて大規模なものであり、マレーシア、韓国、台湾、フィリピンには、一九九六年に合計九六〇億ドル（一九九四年には四一〇億ドル）の資本が流入したのに対して、一九九七年には逆に、一二〇億ドルの流出を記録した⁽⁵⁹⁾。

そのような状況においても、ネオ・リベリズムに立脚するアメリカ、およびその先兵とも称すべきIMFは、短期資本の移動を規制することについて消極的であり、むしろ構造調整政策の導入と、国際的サーベイランスの強化を主張し続けてきた。インターナショナル・カレンシー・レビュー (*International Currency Review*) 誌も、アメリカの

投資銀行の出身者、ウォルフフェンゾーン (James Wolfensohn) を総裁に戴く「世銀は、開発途上国の資本自由化が、イデオロギー的な理由によって、余りにも早く実施され、それによって向う見ずな支出と、過大な借入が促進されたことを、認めようとしていない⁽⁶⁰⁾」と批判した。

一九九五年の六月、ハリファックスで開催された先進国七か国首脳会議は、メキシコの通貨危機と、テキーラ効果の教訓をいかして、国際通貨制度を強化するため⁽⁶¹⁾、①IMFに対して、次のことを要請した。①サーベイランスの強化 (経常勘定だけでなく、資本勘定をも対象とする。その場合には、資本の流れの構成、流動性問題、政治的ショックに対する資本市場の影響等を考慮すること)、②経済、金融統計の開示、③IMF融資制度への迅速なアクセス (コンディショナリティーの強化を条件とする前貸制度 = emerging financing mechanism の導入)。

②G10諸国に対しては、次の勧告を行った。①新GAB (New Arrangement to Borrow) の創設。一九九五年秋の暫定委員会で正式に合意され、二七〇億ドルから五四〇億ドルに増枠された。②今後の金融危機に対処するための作業部会の創設。作業部会 (レイ = Jean Jacques Ray ベルギー中銀総裁が座長) は、一九九六年の五月に報告書を提出したが、既述のようにメキシコの通貨危機は、銀行借入に基因するものではなくて、証券投資を主因とするため、問題が複雑であり、サックス (Jeffrey Sacks) の提唱する国際破産手続について、検討が行われた。結論として報告書は、サックスの主張する主権国家に対する国際裁判所の創設案を退けるとともに、債権者代表の選任と、多数決による債券発行契約の更改を骨子とする案を勧告した。

一方サミットの要請をうけたIMFは、新興国銀行制度の強化 (それらの国の銀行は、国営あるいは政府の強い干渉をうけるとともに、crony 融資など、非効率、不健全な運営がなされている)、サーベイランスの強化とプルーデシヤル・ルールの導入、情報の開示 (近代的会計制度、格付け会社の導入)、健全なマクロ経済政策の実施などを提言するとともに、融資

能力の拡大について検討を重ねた。

その結果として、第一にクオータを拡大(四五%増加して、九〇〇億ドルとする)し、第二にSDRを新たに創出(既往配分額の二倍に相当する三〇〇億ドルのSDRを新に創出する。ただしそれはクオータに応じて、加盟国に配分される訳ではなく、ロシアと東欧に配分される)するため、規約を改正することが合意された。第三は一九九七年の一二月に合意されたSupplemental Reserve Facilityが創設されたことであり(この融資制度は、短期資金の流出によって、国際収支に異例の困難を生じた加盟国に対して行われる)、韓国が最初にこれを引出した⁽⁶²⁾。なおアジアの通貨危機が、世界の各地に伝染していく渦中の一九九八年一〇月に開催されたG7蔵相・中央銀行総裁会議に先立って、イギリスのブレア首相は、国際通貨制度の再建を提唱し、フランスのシラク大統領もこれに唱和した。しかしながら会議においては、各国の意見が分れ、IMFと世銀の一部統合を提唱したブレア案や、同じくイギリスのブラウン蔵相の提唱した常設委員会の設置案は、アメリカの反対もあって否決された。僅に合意されたのは、危機を未然に防ぐために、通貨、金融の混乱している国々に対して、IMFが迅速に資金を提供するため、クリントン米大統領の提唱したクレジット・ラインを設定する新しい融資メカニズムの検討と、金融関係情報の迅速な公開位のものであった。前者は昨年否決されたアメリカの案と大同小異であり、危惧されるブラジルの通貨危機に対処するためのパッケージの一環として提出されたものといわれる。また後者は投資家にとっては、有益であるが、それによって国際通貨の安定が確保されるものではなく、G7蔵相・中銀総裁会議においては、国際通貨危機が深刻の度を加えつつあるにもかかわらず、依然としてヴィジョンと構想力を欠如した低次元の対応しか案出されなかった。それに先立ってEU蔵相理事会は、短期資本の規制について決議していたが、IMF暫定委員会においては、これまでアメリカ一辺倒の通貨外交を展開してきた日本も、短期資本移動の規制を提唱し、後述のようにこの問題の検討が、IMF理事会に付託されるに至ったことは、一つの前進

といえる。⁽⁶³⁾

サミットやIMFの勧告するサーベイランスの強化や、金融制度と金融市場の改革、および情報の開示などの対策については、その必要性を否定するものではないが、それだけでは通貨危機の再発を防止するための十分条件とはいえない。既述のように新興国の中には、インドネシアのように、日本よりも厳しいBISの銀行自己資本基準を導入していた国がある。金融制度の脆弱性は独り新興国のみならず、日本についても、同じくこれを指摘することが可能であり、アメリカにおいても、一九九八年の九月、ロングターム・キャピタル・マネージメント(LTCM、Long Term Capital Management)の危機を契機として、グリーンズパン連邦準備制度理事長も銀行監督の不備を、みとめざるをえなかった。その導入が勧告されている格付け会社についても、リスク分析の手法が旧式な上、他社との競争上、とかく格付けが楽観的になり勝なことなどの弊害が指摘されていることを忘れてはならない。⁽⁶⁴⁾

またIMFの融資制度は、先進国の負担能力との兼合いもあって、既に資金的な限界に直面しているが、通貨危機の根因を放置したまま、事後的な支援を行うだけでは、所詮彌縫の域を脱するものではない。反面においてIMFは、国際支援活動に当って、触媒的な機能を果しており、タイの金融支援に当っても、世銀、BIS、ADBをはじめとして、日本などの国々も、IMFの支援を条件として、パッケージに参加した。この点で誠に不可解なことは、日本の提唱したアジア基金(Asian Fund、一〇〇〇億ドル)の設立構想が、アメリカとIMFの反対により、ホンコンのIMF・世銀総会において、否決されたことである。現実の問題として、財政問題に呻吟する日本をはじめとして、東アジア各国の台所事情からみても、資金の拠出能力には、限界が予想されるが、IMFは自らのグローバルな支援活動を侵害するものとして、アジア基金の創設に反対した。一九九七年に調印されたASEANのスワップ取決めは、もともと準備基金の創設を、究極の目的とするものであり、S A A R Cにおいても、準備基金の設立が、多年の懸案事

項とされている。他の地域においても、一九七六年にはアンデス準備基金が創設され、その翌年にはアラブ通貨基金が設立されている。⁽⁶⁵⁾ そのような点からみると、何故アジア基金の創設だけが、IMFによって拒絶されなければならなかったのか、理解に苦しむのほかはない。

一方、メキシコ、アジア通貨危機の原因を、ドル・ペッグ制に求めるものは、ペッグ制を廃止し、変動相場制を採用すべきであると提唱する。たしかに巨額の短期資本が流入する状況の中で、対ドル固定相場を維持する場合には、実質為替相場が上昇し、經常収支の悪化が招来される。従って資本取引の自由化が進展するにつれて、変動相場制を採用する国が多くなり、一九九四年にペッグ制を採用していた国は、一九七八年の七八%から、五九%に減少した。逆にフロート制を採用している国の三六%は、資本取引を自由化し（ペッグ制をとっている国の場合は、一三%に止っていた）、一九九四年にペッグ制をとりながら資本取引を自由化していた国は、一四か国に止っていた。⁽⁶⁶⁾

一般にペッグ制を採用する場合には、金融政策の自律性が制約されるため、強大な経済基盤と豊富な外貨準備の裏付けが必要とされる。しかるに開発途上国の場合は、先進国に比して、ペッグ制を採用している割合が多く、資本取引の自由化とペッグ制を組み合せている例も少くない。⁽⁶⁷⁾ 開発途上国においては、ペッグ制を選択する傾向が根強いが、それは貿易収支の安定性を確保するとともに、投資家に対して、事実上の為替保証を与えることによって、資本流入の促進を企図したものと見える。いま一つの理由は、為替相場を、アンカーとすることによって、物価の安定をはかり、市場の信認をうるためであったとも考えられる。それに対して変動相場制は、短期資本の流出入を抑制する上において効果的と考えられているが、仮に大量の資本が流入する場合には、為替相場が上昇し、貿易収支が悪化する。それは固定相場制度下において、実質為替相場が上昇する場合と、効果が同じである。しかも変動相場制下においては、心理的な要因によって為替相場が乱高下し、過剰反応をひき起す場合も少くない。従って貿易収支に与える影響

を考慮する場合には、最善の方策とはいい難く、あくまでもそれは緊急の措置に止めるべきものと考ええる。

一方ドル・ペッグ制を採用していた東南アジアの国々に対しては、通貨危機後、円ペッグ制の採用を提唱する意見もみうけられる。しかしながらこれらの国は、アメリカに対する貿易の依存度が高いため、円ペッグ制を採用する場合には、円高の局面において、逆に国際競争力を阻害されることになる。従ってアジアの国々が、通貨の対外的な安定をはかるためには、むしろ自国通貨の価値を、貿易量によって加重平均された通貨バスケットにリンクさせることが先決であり、究極的には円・ドル相場 of 安定性をはかるため、目標相場制度を導入することが望ましい。通貨危機後のメキシコにおいては、変動相場制下におけるペソの急落に伴って、為替の切下げと、インフレの悪循環が問題となっている。そのような状況に対処するため、メキシコ最大の銀行である Banamex や、シンクタンクの Private Sector for Economic Studies は、EU の統一通貨構想と同じく、ドルをアメリカとメキシコの共通通貨とする案を提唱し始めている⁽⁶⁸⁾。しかしながらメキシコ経済の dollarisation は、メキシコの通貨主権を喪失させるだけでなく、アメリカとの間における経済的な較差や、パフォーマンスの相違等を勘案する場合、現実的な対処案とは考えることができない。

それに対して、通貨安定の処方箋として、最近注目を浴びているのは、カレンシー・ボード (Currency Board) の導入案である。カレンシー・ボードとは、一九世紀の後半以降、イギリスの植民地において導入された発券制度であり、第一次大戦後ケインズの献策により、北ロシアにおいても実施されたことがある。カレンシー・ボード方式とは、通貨を発行するに当たって、外貨資産の裏づけを必要とする制度であり、マネタリー・ベースは、一〇〇% 外貨資産によってカバーされる (それに対して中央銀行の場合には、国債などの国内資産が準備とされる)。自国通貨はドルのような基軸通貨に固定相場でペッグされ、交換性が保証される。カレンシー・ボードは、財政赤字の補填に応じないため、マ

クろ経済政策の節度維持機能を發揮するとともに、古典的金本位制度下におけると同じような国際収支の自動的調節作用が期待される。しかしながらシンガポールの Board of Commissioners of Currency は、一〇〇%準備制度を採用している反面、Monetary Authority が公開市場操作を行い、準備の増減に応じて、自動的にマネタリー・ベースを変化させないだけでなく、変動相場制を採用している。一九八三年にホンコンの導入したカレンシー・ボードも、これに類するものであり、それからも明らかなように現実の態様は、必ずしも一義的なものではない。⁽⁶⁹⁾ 上述のホンコンや、後述のアルゼンチンのほか、ブルネイ（一九六七年）、ジブチ（一九四九年）、東カリブ中央銀行（Eastern Caribbean Central Bank 一九六五年）、エストニア（一九九二年）、リトアニア（一九九四年）、ブルガリア（一九九七年）もこれを導入した。最近ではベスニア・ヘルツェゴビナが導入の準備を進め、エル・サルバドルがこれに関心を示しているほか、通貨危機後はペルー、ブラジル、ロシア、インドネシアがこれを導入しようとして話題を呼んだ。⁽⁷⁰⁾

アルゼンチンがカレンシー・ボードを採用したのは、一九九一年に実施された Convertibility Plan の一環としてであり、アルゼンチンは注71のような条件で、金融政策を実施することになった。それに伴ってアルゼンチン政府は、金融機関の監視を強化する反面、準備率を引下げ、為替管理を撤廃した。一九九四年には、外銀に対して内国民待遇を与え、国内市場へのアクセスを改善した。カレンシー・ボード導入後の二年間に、アルゼンチンのインフレ率は、年率一七・一%から一〇・六%に鈍化し、金利も三七%から一七%に低下した。

一九九二年の十一月に、アルゼンチン・ペソが売り圧力をうけた時は、カレンシー・ボードのルールが作動し、急速に危機を克服したが、一九九五年のメキシコ危機のテキーラ効果に対処するに当たっては、注記のようなルール・ホールが使われたため、ドル建の国債を用いて、不胎化介入が実施された。また短期資本の流出に伴って、クレジット・クラッシュが発生したため、中銀は準備率の引下げを行った。そのようにしてアルゼンチンの場合、カレン

シー・ボードの作用が完全に発揮されなかったため、通貨危機を克服するためには、巨額の国際支援が必要とされた。それに対してカレンシー・ボードの導入によって通貨の安定に成功したのは、エストニア（一九九二年六月、マルクにペッグ）であり、通貨の信認が高まるにつれて、資本も流入し、バルチック沿岸三か国の中で、最も卓越した経済的パフォーマンスを持続している⁽⁷¹⁾。しかしながらカレンシー・ボードの導入には、後述のように大量の外貨準備と強力な金融政策が必要とされるので、一般的に大量の攪乱的な短期資本移動を抑制し、通貨、金融危機の再来を防止するためには、資本移動の規制が不可欠と考えられる。ドブソンとジャケットも、「国際金融市場を特徴づける群衆心理的な行動は、国際的規制の望ましいことを示唆している⁽⁷²⁾」とのべているが、新興国サイドからも、投資家に対して、責任の分担を求める強い意見が出始めている。その理由は、投資家が、IMFと世銀によって最終的に保護され、民間の投資家が利益だけを収めているのに対して、損失はすべて受入国によって負担されているためである。従って「投資家は受入国に対する影響に配慮する一方、各国はIMFと協議して、債権者にも損失を負担させ、資本の引揚げに制限を加えることが必要⁽⁷³⁾」とされる。

資本取引の規制を求める案としては、一九六三年にアメリカで実施された金利平衡税 (Interest Equalization Tax) のレプリカとも称すべきトービン税 (Tobin Tax) などがあげられるが、勢急な資本取引の自由化に対して、いち早く警告を發したのは、マッキノン (Ronald I. McKinnon) であった。それによると資本取引の自由化は、あくまでも最終段階において実施されるべき目標であり、それ以前に財政の再建や、国内の金融、資本市場の整備と自由化を達成することが必要とされる⁽⁷⁴⁾。メキシコ、アジアの通貨危機は、まさしくマッキノンの警告を無視したために発生した悲劇であり、頻発する通貨危機の経験を省みることなく、それらの新興国に対して、一層の自由化を要求し、資本勘定の交換性を義務づけようとするIMFの対応は、逆療法以外の何ものでもない。

短期資本の移動を規制することによって、テキーラ効果を防止することに成功したのは、チリとコロンビアであった。チリは一九八二年までに資本取引を自由化していたが、一九八一―八三年には、銀行危機が発生したため、銀行を国有化するとともに、資本取引に対する規制を復活した。一九八五年以降は、再び金融サービスの自由化に着手したが、金融的投資Ⅱ証券投資に対しては、最低三〇%の準備率を賦課(enage)した。カナダとの間における自由貿易協議の結果、生産的投資Ⅱ直接投資は、準備率を免除されたが、一年以内の元本の償還は、禁止された。外国為替管理法も、一九八〇年代初頭の債務危機が収束されるに伴って、漸進的に緩和されたが、個人の月間における外貨の購入額は、依然として制限された。一九八二年には変動相場制に移行し、その翌年にはクローリング・ベッグ制度を採用したが、一九九二年には通貨バスケット・リンクを導入した(ドル五〇%、マルク三〇%、円二〇%)。変動幅は当初上下各二%づつとされたが、必要に応じて、上下各一二・五%まで拡大された⁽⁷⁵⁾。それと並行的にチリは、為替の切上げ(一九九一年の六月に二%、同時に関税率を一五%から一二%に引下げた。一九九二年の一月に、五%切上げ)、短期信用に対する準備率(一九九一年二〇%、翌年三月三〇%に引上げ)と課税(一九九一年一・二%)、アメリカの金融政策に対するリンクの緩和(一九九二年七月)を実施した。同時に資本の流出を促進するため、①商業銀行の対外貿易信用に使用される外貨預託の増加、②国有企業の対外投資の弾力化、③資本送金期間の短縮、④民間年金基金の対外証券投資の一部解禁などを行うとともに、短期資本の流入抑制策と不胎化介入を実施した。その結果としてチリは、テキーラ効果の防止に成功し、「一九九四年の十二月以降は、新興国市場に対する過度の短期資本流入を削減ないし阻止する必要性が、最も保守的な社会や機関においてさえも、広くみとめられるようになった⁽⁷⁶⁾」と評価されるに至った。

しかしながら資本移動の規制といえども、その効果は万能ではない。一九六〇年代のアメリカの資本輸出規制の経験からも明らかかなように、流入の規制よりも、流出を抑制する方が困難といわれ⁽⁷⁷⁾、また資本移動の規制が効果を発揮

するためには、国際的な協調が必要とされる。既述のように一九八九年の九月、G7の議長国であるイギリスのブレア首相は、国際通貨危機に対処するため、IMFと世銀の部分的な統合と、財政政策の基準策定や、共通会計基準の導入などとともに、ヘッジ・ファンドなど機関投資家の情報開示を提言した⁽⁷⁸⁾が、資本移動の規制については、イギリス自身消極的とも伝えられる。もともとこの問題は、単なる金融技術的なレベルの問題ではなくて、市場メカニズムの効果をめぐる経済哲学の相違に帰着するだけに、国際的な合意をうることは容易ではない。しかしながらEUや日本などにおいても、国際短期資本移動の規制を求める動きが強まり、この問題が一連の国際会議において、論議されるに至ったことは、事態の進展を示すものとして、高く評価される。

注

- (1) IMF, *World Economic Outlook*, May, 1998, Washington, pp. 74-76 (以下 *Outlook* と略称)。
- (2) Charles P. Kindleberger, *Manias, Panics and Crashes*, 1978, NY, pp. 15-23 参照。本文の要約は主として Michael Veseth, *Selling Globalization: The Myth of the Global Economy*, Boulder, 1998, pp. 81-83 にあつた。
- (3) Veseth, *op. cit.*, p. 81.
- (4) マタト・スミスは「の段階を over trading, キンダールバーガーは pure speculation と呼んだ (*Ibid.*, p. 82)°。
- (5) P. Krugman, "What Happened to Asia?", (unpublished manuscript), 1988. ADB, *Asian Development Outlook-1998*, Oxford, 1998, p. 24 参考。
- (6) Sara Calvo and Carmen M. Reinhart, "Capital Flows to Latin America", in Guillermo A. Calvo, Morris Goldstein and Edward Hochreiter (eds.), *Private Capital Flows to Emerging Markets after the Mexican Crisis*, Washington, 1996, p. 156.
- (7) ADB, *op. cit.*, p. 83. なお「群衆心理」シンドローム・ワゴン効果 = bandwagon effect に基づく伝播を「ADBの報告書は」 pure contagion と表現している (*Ibid.*)°。
- (8) Morris Goldstein, *The Case for an International Banking Standard*, Washington, 1997, pp. 3-4.
- (9) Charles Goodhart, Philipp Hartmann, David Llewellyn, Liliana Rojas-Suárez and Steven Weisbrod, *Financial*

Regulation London, 1998, p. 99.

- (10) Wendy Dobson and Pierre Jaquet, *Financial Services Liberalization in the WTO*, Washington, 1998, p. 262.
- (11) David D. Hale, "Comment", in Calvo, Goldstein and Hochreiter (eds.), *op. cit.*, p. 134 (以下"Comment"と略称)。
- (12) Pier-Luigi Gilibert and Alfred Steinherr, "Private Capital Flows to Emerging Markets after the Mexican Crisis", in Calvo, Goldstein and Hochreiter (eds.), *op. cit.*, pp. 115-117. なお途上国(一六六か国)に対する民間資本の流れは、一部の国に偏倚し、一九九六年には、九五%が二六か国に集中した (Gerald K. Helleiner, "A Conference on Finance and Development?", in Barry Herman and Krishnan Sharma, eds., *International Finance and Developing Countries in a Year of Crisis*, Tokyo, 1998, p. 94)。
- (13) Callum Henderson, *Asia Falling?*, Singapore, 1998, p. 21. なお日本の外国株式投資の八〇%は、アメリカ向であり、アジアは一四・四%に過ぎなかったが、一九九四年にはアジア向が四〇%、アメリカ向が三八・八%となった (*Ibid.*, pp. 20-21)。
- (14) Paul Krugman, "Dutch Tulips and Emerging Markets", *Foreign Affairs*, Vol. 74, No. 4, July/Aug. 1995, p. 28. なおクルーグマンは、証券投資の増大した一因として、John Williamson が名づけた Washington Consensus (ワシントンに集まる国際機関、投資銀行、各国蔵相、シンクタンクの意思決定) をあげている (*Ibid.*)。なおブレディ・プランの効果を指摘したのは、Barry Eichengreen and Richard Portes, "Managing the Next Mexico", in Peter Kenen et al., *From Halifax to Lyons* (Essays in international Finance, No. 200), 1996, Princeton, p. 27.
- (15) Hale, "Comment", p. 133. アメリカのシユーチュアル・ファンドの資金量は、一九八〇年の初めに、銀行預金の約一〇%に過ぎなかったが、一九九〇年には九〇%に達し、二〇〇一年には銀行を凌駕するものとみられている (*Ibid.*, p. 134)。
- (16) David D. Hale, "The Markets and Mexico", in Sebastian Edwards and Moisés Naim (eds.), *Mexico 1994*, Washington, 1997, pp. 226-227. なおオープンエンド型シユーチュアル・ファンドの海外投資は、確定利付債券投資が株式投資を上廻り、クローズド・エンド型の場合は、逆に株式投資が主体であった (Stephany Griffith-Jones, *Global Capital Flows*, Basingstoke, 1998, p. 58)。
- (17) *Ibid.*, p. 226. アメリカの国際ファンドの新興国向投資のシェアは、一九八九年が全体の九二%、九五年が一二%を占めていた。九〇-九四年にはアメリカ系シユーチュアル・ファンドの国際投資の三〇%は、新興国に向けられた (The World Bank, *Private Capital Flows to Developing Countries*, Washington, 1997, p. 106)。

- (18) Griffith-Jones, *op. cit.*, pp. 58, 62-64. Gololstein, *op. cit.*, p. 8. なお世銀の調査によると、一九九五年には、オープンエンド型が、全体の五〇%を占めていた (The World Bank, *op. cit.*, p. 106)。
- (19) Hale, "Comment", p. 227.
- (20) Dobson and Jacquet, *op. cit.*, p. 118.
- (21) Hale, *op. cit.*, p. 144.
- (22) Griffith-Jones, *op. cit.*, pp. 67-68. なお、年金基金の新興国市場に対する投資は、海外資産の一五%を占めていたとの観測もなされている (Hale, "The Markets", p. 227.)。世銀の調査によると、アメリカの年金基金は(除大手)、一九九四年の初頭から新興国への投資に乗り出した。調査の対象となった年金基金の半数以上は、シミュチュアル・ファンドを通じて投資し、株式投資を主体としたという (The World Bank, *op. cit.*, pp. 107-108)。
- (23) E. Philip Davis, *Pension Funds*, Oxford, 1997, pp. 226-227.
- (24) Henderson, *op. cit.*, pp. 19-20.
- (25) Ted Caldwell, "Introduction: The Model for Superior Performance", in Jess Lederman and Robert A. Klein (eds.), *Hedge Funds*, NY, 1995, p. 6. Philipp Collier, *Hedge Funds and Managed Futures*, Bern, 1997, pp. 15-17. クミン・ノマンズという呼称は、一九六六年 Carol J. Lomis によって初めて用いられたという (*Ibid.*, p. 14)。
- (26) IMF, *Outlook*, p. 4. 大手のヘッジ・ファンドの多くは、一九九四年に五〇%以上の配当を行った (David C. Korten, *When Corporation rule the World*, West Hartford, 1996, p. 198)。
- (27) 今井徹『ヘッジ・ファンド革命』日本経済新聞社、一九九七年、一五—一七、二八ページ。なお同書によると、ソ罗斯は規制をさけるため、通貨取引に占めるシェアが、〇・〇〇五%に過ぎないと過小にのべているが、ピーク時にはその取引が数日間に涉って、全体の二〇%、あるいはそれ以上を占めていたという (同書、三二ページ)。
- (28) チューリックの Oisen and Association の推定。Beate Reszat, *The Japanese Foreign Exchange Market*, London, 1987, p. 21. より引用。メツラー (Allen Metzler) は、投機筋が一日八〇〇〇億ドルの通貨取引を行っているのに対して、主要国の中央銀行が動員できる資金は、一日当り一四〇億ドルに過ぎないとのべている (Korten, *op. cit.*, p. 201. より引用)。
ヘッジ・ファンドの規模は、本文でもふれたように、推測の域を脱しえないが、コティアーは、一九九五年に、最低の一三〇〇億ドル、八〇億ドルから最大の四〇〇〇億ドルの中間二五〇〇億ドルと推定している (五億ドル以上を運用する大手三四億ドルの規

横は、五七〇億ドルをこえていた) (Cottier, *op. cit.*, p. 22). なおヘッジ・ファンドの二九% (括弧内は資産の三七%、以下同じ) はアメリカ (とくにニューヨーク、シカゴ、カリフォルニア)、二二% (二〇%) はバージン諸島、バミューダ一八% (五%)、ケイマン一六% (九%) となっており、オランダ領アンチル諸島は、資産の三四%を占めていた (*Ibid.*, p. 74)。

- (29) Dobson and Jacquet, *op. cit.*, pp. 71-72.
- (30) 金子晃、田村次朗編『WTO・GATT/WTOのルールの変遷と今後の展開』同文書院、一九九七年、一一九ページ。
- (31) Dobson and Jacquet, *op. cit.*, pp. 72, 80-85. 河野正道「WTO金融サービス交渉の決着について」『貿易と関税』、第四巻、第四号、一九九八年四月、九〇ページ。
- (32) 詳しくは金子、田村、前掲書、一一六―一三五ページ。
- (33) Dobson and Jacquet, *op. cit.*, pp. 77-78.
- (34) *Ibid.*, pp. 78-79.
- (35) *Ibid.*, pp. 80-82. 河野、前掲論文九一ページ。
- (36) 河野、前掲論文、九六ページ。
- (37) Dobson, and Jacquet, *op. cit.*, p. 84.
- (38) *Ibid.*, pp. 91-92, Table 5. 1.
- (39) *Ibid.*, pp. 84-85. なおGATSの金融サービス付属書は、信用秩序の安定を維持するための措置をみとめ、GATS第十二条は、国際収支の危機に対処するため、一時的な資本取引の規制をみとめている (河野、前掲論文、九六ページ)。
- (40) チェッコによるとブレトン・ウッズ協定が、第六条三項において、経常取引の決済を制限するような形で、資本規制を行ってはならないとべているのは、余りにも干渉主義的とみられることをさけるためであった (Marcello de Cecco, "Origin of the Post-war Payment System", *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 3, No.1, Mar. 1979, pp. 49-51)。
- (41) Louis W. Pauly, *Who Elected the Bankers?*, Ithaca, 1997, p. 93, 164 (note 27). なおポーリーは第六条三項の経常的取引を「貿易と生産的資本取引」と読みかえてくる。IMF, *Issues in International Exchange and Payments System*, Washington, 1995, p. 16 (以下 *Issues*) と略称)。
- (42) Louis, *op. cit.*, pp. 94-95. アメリカの資本輸出規制については、拙稿「アメリカ資本輸出規制の終焉」『東京銀行月報』(上下) 第二六巻、第四、五号、一九七七年四、五月。

- (43) Pauly, *op. cit.*, p. 96.
- (44) *Ibid.*, pp. 96-97.
- (45) IMF, *Issues*, p. 16.
- (46) 拙稿「あざむかれた新時代の幕明け―規制緩和の幻想」『神奈川大学創立七〇周年記念随想集』、一九八八年参照。EUについては拙著『欧州通貨統合の政治経済学』日本経済評論社、一九九七年、第六章。日本については拙稿「円の国際的役割」『商経論叢』第三四巻、第一号（一九九八年九月）参照。
- (47) Peter J. Quirk and Owen Evans et al., *Capital Account Convertibility*, (IMF Occasional Paper, No. 131), Washington, 1995, p. 16.
- (48) *Ibid.*, pp. 34-35.
- (49) *Ibid.*, pp. 1-7. 一九九八年の二月に開かれたG7蔵相会議も、IMFの規約改正を速に実施すべきであると決議し（Nicola Bullard, "Taming the Tigers", in Jomo K.S., *Tigers in Trouble*, Hongkong, 1998, p. 124）同年五月にはOECDが「資本移動の自由化綱領を、短期資本取引にも適用する」とを決定した（André Mommen, "External Pressures Shaping Regionalism", in Alex E. Fernández Jilberto and André Mommen eds., *Regionalization and Globalization in the Modern World Economy*, London, 1998, p. 31）。
- (50) Stanlay Fischer, "Capital-Account Liberalization and the Role of the IMF", in Id. et al., *Should the IMF pursue Capital-Account Convertibility?* (Essays in International Finance, No. 207), 1998, Princeton, p. 8 (Hongkong Statement on the Liberalization of Capital Movements 註 IMF, *Summary Proceedings Annual Meeting*, 1997, Washington, 1998, p. 35 参照)。
- (51) Jaggish Bhagwati, "The Capital Myth", *Foreign Affairs*, Vol. 77, No. 3, May/June 1998, p. 12.
- (52) Michele Fratianni, "Competition and Convergence of Bank Regulation in NAFTA", in George M. von Furstenberg (ed.), *Regulation and Supervision of Financial Institutions in the NAFTA Countries and Beyond*, Boston, 1997, pp. 133, 137.
- (53) *Ibid.*, pp. 134-135, 137-138.
- (54) Dobson and Jacquet, *op. cit.*, p. 88.
- (55) 植田和男「アジア危機を経験して」『海外投資研究所報』、第二四巻、第五号（一九九八年五月）参照。

- (95) Barry Eichengreen, Andrew K. Rose and Charles Wyplosz, "Exchange Market Mayhem : The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks", *Economic Policy*, Vol. 22, 1995, pp. 256, 258-259.
- (97) *Ibid.*, pp. 255, 259.
- (98) Bhagwati, *op. cit.*, p. 7.
- (99) *Ibid.*, p. 8.
- (99) "The Developing World Financial Crisis : Days of Reckoning in Asia's Tiger Markets", *International Currency Review*, Vol. 24, No. 2, Sep. 1997, p. 8.
- (10) Peter B. Kenen (ed.), "From Halifax to Lyons : What has been done about Crisis Management?", *Essays in International Finance*, No. 200, Princeton, 1996, pp. 2-3.
- (62) 新GABは'GABが先進国の支援メカニズムであるため'グローバルなものにすることが必要とされたことによら (Susan Strange, *Mad Money*, Manchester, 1998, p. 166). Oscar R. Rojas, "International Finance and the United Nations", in Barry Herman and Krishnan Sharma (eds.), *International Finance and Developing Countries in a Year of Crisis*, Tokyo, 1998, pp. 57, 67. そのようなSDRの配分方法は'equity allocationと呼ばれる (Helleiner, *op. cit.*, p. 102) なお増田正人氏はそのような「改革案は'自由化と民営化を推進するIMFの政策が正しいものであり'通貨危機はIMFの助言に従って'開発途上国における金融市場を改革することによって阻止することができる」という見方を示しているとコメントしている (Masato Masuda "The International Monetary System and Currency Crisis", *Journal of International Economic Studies*, No. 12, 1998, p. 35). ちなみにハリファックス・サミットの指針に基づいて'IMFは一九九六年の四月' Special Data Dissemination Standardにより'経済と金融のデータを提供することを決定した。さらに'一九九七年の四月には'銀行、金融部門のサーベイランスを強化する」とともに'任意にPress Information Noticesを発行することを決定した (*Ibid.*, p. 36)。
- (63) *Financial Times*, Oct. 5, 1998. *International Herald Tribune*, Oct. 5, 1998.
- (64) Rudiger Dornbusch, "Capital Controls : An Idea whose Time is Past", *Essays in International Finance*, No. 207, Princeton, 1998, p. 24.
- (65) 拙稿「アジア・太平洋地域の経済通貨協力」『商経論叢』第三二巻、第二号(一九九六年九月)、六七―六八、七八―八四ページ、「ラテン・アメリカの経済統合と決済・信用取決め」『商経論叢』第三二巻、第四条(一九九六年三月)、一三〇―一三一ページ

- ジ、「広域中東圏の経済協力と統合」『商経論叢』、第三三巻、第四号（一九九八年三月）、一三二—一五ページ。一九九八年十月、ワシントンのG7蔵相・中央銀行総裁会議において、宮沢蔵相は、日本が通貨危機に呻吟するアジア諸国に対して、三〇〇億ドルの支援を行う準備を整えていることを明らかにしたが（*Financial Times*, Oct. 5, 1998）、LTCMの危機後、アジア基金の創設に対する世界の関心が高まりつつある。なお小川英治氏は、一九九八年一月二日付日経新聞において、三〇〇億ドル構想を上台として、アジア基金の創設を実現させることが、円の国際化にも寄与すると提言しているが、基金への拠出がドルでなされる限り、直接円の国際化に寄与するとは考え難い。仮に円で拠出する場合には、円借款の返済に利用できるとしても、為替市場介入や、外国の商業銀行に対する債務の返済に当っては、効果的とは思われない。
- (66) Carlo Cottarelli and Curzio Giannini, *Credibility Without Rules?: Monetary Frameworks in the Post-Bretton Woods Era*, Washington, 1997, pp. 28–30.
- (67) *Ibid.*, p. 29.
- (68) *Financial Times*, Sep. 24, 1988. Dollarizationとは、かつてのパナマのように、本国通貨をドルによって代替しようとする方式であり、カレンシー・ボード方式とは異なる（Williamson, *op. cit.*, p. 13）。
- (69) 拙著『国際金融論新講』泉屋書店、一九九〇年、一三五—一三六ページ。『大欧州圏の形成』白桃書房、一九九六年、一七六ページ。一九九〇年の六月、イギリスの提唱したハードECU案も、カレンシー・ボードの原理をとり入れたものである（拙著『欧州通貨統合の政治経済学』、日本経済評論社、一九九七年、一三三ページ）。ホンコン・ドルは、Exchange Fundにドルを預託して発行されたが、一九九三年には、Exchange FundとCommissioner of Bankingを統合して、Hongkong Monetary Authorityが創設された。一九九〇年にはExchange Fund Bill、一九九三年にはExchange Fund Noteが発行され、公開市場操作に用いられた（Dobson and Jacquet, *op. cit.*, pp. 177–178. John Williamson, *What Role for Currency Boards?*, Washington, 1995, pp. 8, 13–17）。
- (70) Tom'as J. T. Balino et al., *Currency Board Arrangements*, (IMF Occasional Paper, No. 151), Washington, 1997, p. 1. ブルガリアはカレンシー・ボードの導入により、四%の経済成長率、九%の物価上昇率、失業の低下と、バルカン諸国随一の経済的パフォーマンスを記録し、二〇〇一年にはEU加盟を企図している（*Financial Times*, Oct. 29, 1998）。
- (71) Dobson and Jacquet, *op. cit.*, p. 128. マルゼンチンは、次のような点で純粹のカレンシー・ボードとは異っている。①マネタリー・ベースは、ドルの買入れに伴って増加するが、中央銀行は資産の三分の一を、ドル建の国債で保有することを認められ

る。②一九九二年までは通貨供給量が、*net*の対外準備により、一〇〇%カバーされていなかった。③商業銀行は中銀に対する預金準備の積立を要求されている。④中銀は銀行監督の責任を負っている。なお切下げに当っては、新しい法律の制定が必要とされる (Williamson, *Ibid.*, pp. 9-11)。

(72) *Ibid.*, p. 102.

(73) Ariel Buira, "Key Financial Issues in Capital Flows to Emerging Markets", in Herman and Sharma, *op. cit.*, pp. 70-71.

(74) Ronald J. McKinnon, *The Order of Economic Liberalization*, Baltimore, 1991, p. 113 ff.

(75) Dobson and Jacquet, *op. cit.*, pp. 151-154. Griffith-Jones は「変動幅が一九九二年に5%から一〇%に拡大され、その範囲内で介入を行う dirty float が採用された」と述べている (Griffith-Jones, *op. cit.*, p. 150)。

(76) Griffith-Jones, *op. cit.*, pp. 149-153.

(77) Ricardo Hausmann and Lillana Roja-Suárez (eds.), *Volatile Capital Flows: Taming their Impact on Latin America*, Washington, 1996, p. 37.

(78) *Financial Times*, Sep, 21, 1998.

三 メキシコの通貨危機

(イ) 証券投資の増加と背景

一九九四年の末から、一九九五年にかけて発生したメキシコ通貨危機は、それまでの開発途上地域の通貨危機とは異って、新型の危機といわれるが、その理由は、これらの地域に対する「証券化された資本の流れの増大が、最近の現象⁽¹⁾」であったことに基因する。

ちなみに一九九一年からメキシコ通貨危機の発生した一九九四年までに、ラテン・アメリカに流入した資本のうちの四五%は、メキシコが占め、メキシコとアルゼンチン(そのシェアは一八%)の両国が占める割合は、全体の六三%に達した。資本流入額のGDPに対する比率も、(表4)とは若干数字が異なるが、メキシコが八%、アルゼンチンが四・

(表4) メキシコに対する資本投資
(年末, 単位 10 万ドル)

	1991	1992	1993	1994
証券投資	12.1	18.0	28.4	8.2
直接投資	4.7	4.4	4.9	8.0

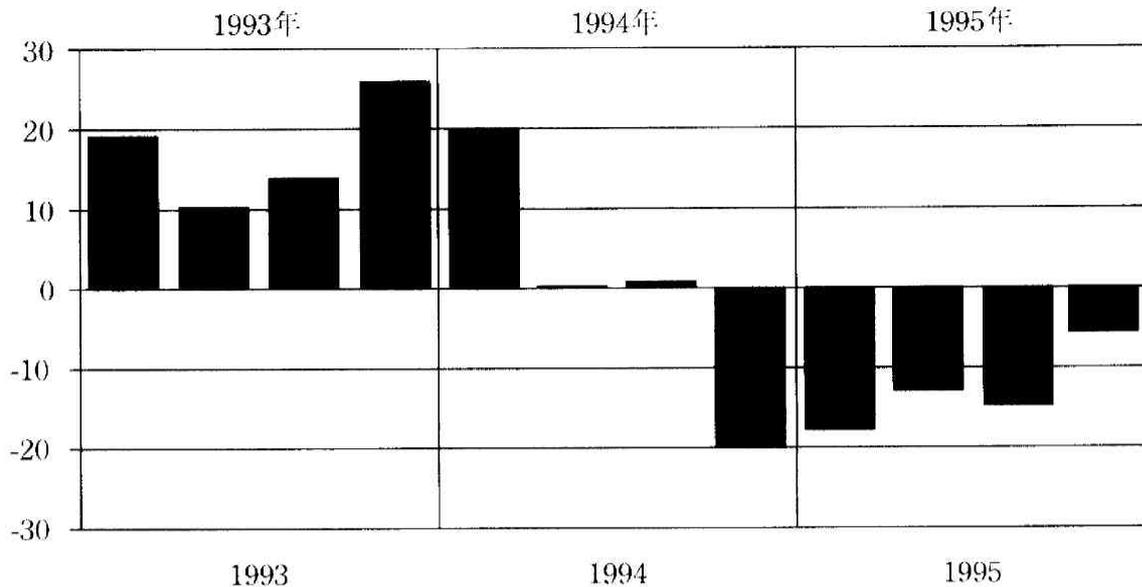
(出所) Peter H. Smith, "Political Dimensions of the Peso Crisis", in Sebastian Edwards and Moisés Naim (eds.), *Mexico 1994*, Washington, 1997, p. 38, Table 1.

五％を記録した。一九四七―八一年には、ラテン・アメリカに流入した資本の三分の二が、商業銀行の仲介によるものであったが、一九九一年には、銀行借入の占める割合が全体の一〇％に止り、その反面において、直接投資と証券投資の占める割合が、四〇％に達した⁽²⁾。

しかも通貨危機の直前に、メキシコに流入した証券投資の額は、全体の三分の二を占め⁽³⁾、直接投資を逆に上廻った。その額は一九九四年に二八四億ドルを記録したが、通貨危機直後の一九九五年には、前年に比して二〇〇億ドルもの急激な減少を示した(表4)。さらにこれを、四半期毎に考察する場合には、通年ベースでみる場合とは違って、通貨危機の前後における資本移動の落差を、より明確に理解することが可能である(図1)。

メキシコに対する証券投資を、確定利付債券と株式に分けて考察すると、絶対額においては、前者が後者を上廻ったほか、いくつかの特徴を指摘することが可能である(表5)。

①浮動的な株式投資の動きに比べると、債券投資の動きは、一九九一年の末から一九九二年の末にかけて急増を示した以外は、相対的に安定していた。メキシコは一九九〇年に国際債券市場に復帰し、一九九〇―九三年には二四〇億ドルの起債を行った。当初は高利廻りによって投資家を引きつけていたが、メキシコの格付けが高まるにつれて、プレミアムも次第に縮小した。しかしながらメキシコは、他の債務国にはみられないような高い格付けをされ、"benchmark bond issuer"とみなされていた。なおペン建の国債については、一九八〇年代に非居住者の購入が認められていなかったが、一九九〇年には非居住者に対しても、直接国債を販売することが可能になった(それ以前にも非居住者は、メキシコの銀行を通じて若干の購入を行っていた)。その結果一九九一―九三年に国債



(注) ①ポートフォリオ・インベストメントとは、ポートフォリオ証券、マネー・マーケット投資をさす。②四半期別、単位10億ドル。
 (出所) Bank of Mexico, Frederics. Mishkin, "The Mexican Financial Crisis of 1994-95", in Scheherazade S. Rehman (ed.), *Financial Crisis Management in Regional Blocs*, Boston, 1998, p. 169.

(図1) メキシコに対するポート・フォリオ・インベストメント

のネット発行額の大半は、非居住者によって、買占められた(なお非居住者の保有する国債は、比較的短期であった⁽⁴⁾)。金融危機の発生した一九九四年の一二月には、債券投資が増加したが、それは後述のように、ペソ建のセテス(cetes)が減少する反面、為替リスクを保證されたドル・リンクのテソボノス(tesobonos)が急増したためである(詳細は後述)。②それに対して株式投資は、年間の変化率で見ると、一九八九年末対一九九〇年末が、四五八・九%、一九九〇年末対一九九一年末が、三一・〇%と、それぞれ著しい増加を示したが、一九九三年の末に対して一九九四年は、マイナス三七・〇%を記録するなど、その動きはきわめて浮動的であった。ちなみに一九九四年に、メキシコの証券取引所における時価総額の二〇%は、外国人によって保有され、GDPに対する比率もピーク時には五〇%に達した⁽⁵⁾。株式投資は、ADRによるものが圧倒的に多く、その場合に大きな役割を演じたのは、アメリカのミューチュアル・ファンドであった⁽⁶⁾。

米系のミューチュアル・ファンドは、株式投資を目的と

(表5) 新興国に対する民間資本流入の規模(推定)

(単位10億ドル)

		メキシコ	アルゼンチン	チリ	インドネシア	マレーシア	タイ
資本の流入 (年平均)	金額	18.7	10.2	2.3	3.4	1.8	8.6
	GDP比 (%)	5.9	4.5	7.0	3.6	4.3	11.2
流入資本の内訳	証券投資	67.1	36.6	21.7	△ 2.7	△ 9.1	5.5
	直接投資	21.1	42.0	31.1	27.5	124.1	20.2
	その他	11.7	21.4	47.2	75.2	△ 15.0	74.3
外貨準備の純増		20.3	36.0	76.2	26.0	47.6	42.5

(注) アルゼンチンは1991-93年, チリ…1990-93年, インドネシア, マレーシア, タイ…1988年, メキシコ…1989-93年。

(出所) Banco de Mexico, *Indicadores Económicos*, IMF, *International Financial Statistics*. Leonardo Leiderman and Alfredo E. Thorne, "The 1994 Mexican Crisis and its Aftermath", in Guillermo A. Calvo, Morris Goldstein and Edward Hochreiter (eds.), *Private Capital Flows to Emerging Markets after the Mexican Crisis*, Washington, 1996, p. 16. Table 2 より再録。

する equity funds と、社債に対する投資を目的とする bond funds に区分され、前者はさらに global funds と、アジア、ラテン・アメリカへの投資などを専門とする emerging-market funds に類別される。ちなみに一九八一年には、九一の equity funds が、新興国に対して、六一億ドルの投資を行い、そのうちの七二フィンドが、四五億ドルを、韓国とタイを中心とするアジアに投資したが、その間ラテン・アメリカに対する証券投資は四ファンド、五二〇百万ドルに止っていた。しかしながら一九九一年以降は、ラテン・アメリカに対する証券投資が、うなぎ上りに増加し、一九九四年には一〇五ファンドが、一四七〇億ドルの投資を行った。そのうちでメキシコへの証券投資は、一九八八年が一ファンド、三億ドルに過ぎなかったが、一九九三年には八ファンド、一九億ドルを記録した(表6)。

する証券投資の内訳

(単位 10 億ドル)

	株 式 投 資									
	ADRS ^a		自由申込		ニュートラル・ファンド		メキシコ・ファンド		合計	
	金額	%	金額	%	金額	%	金額	%	金額	%
1989年12月	0.4	49.8	0.1	13.2	*	4.3	0.3	32.7	0.8	100.0
1990年12月	2.1	47.0	1.4	31.0	0.7	15.1	0.3	6.8	4.5	100.0
1991年12月	13.7	73.9	3.0	16.2	1.3	7.2	0.5	2.6	18.6	100.0
1992年12月	21.2	73.8	5.1	17.8	1.8	6.2	0.6	2.2	28.7	100.0
1993年12月	34.0	62.2	12.9	23.6	6.4	11.7	1.4	2.5	54.6	100.0
1994年12月	21.2	61.5	8.1	23.5	4.3	12.6	0.8	2.2	34.4	100.0
1994年 1 月	38.1	62.6	14.1	23.1	7.2	11.8	1.5	2.4	60.9	100.0
2 月	34.9	62.1	13.2	23.5	6.8	12.1	1.3	2.4	56.2	100.0
3 月	31.1	61.8	11.7	23.3	6.3	12.5	1.2	2.4	50.3	100.0
4 月	30.0	62.0	11.1	23.0	6.1	12.5	1.2	2.4	48.3	100.0
5 月	31.9	61.6	12.0	23.2	6.6	12.8	1.2	2.4	51.8	100.0
6 月	28.6	61.6	10.7	23.0	6.0	13.0	1.1	2.4	46.4	100.0
7 月	31.7	62.1	11.8	23.2	6.3	12.4	1.2	2.3	51.1	100.0
8 月	33.4	60.2	13.5	24.4	7.2	13.0	1.3	2.4	55.4	100.0
9 月	33.4	59.7	13.8	24.7	7.4	13.2	1.3	2.4	55.9	100.0
10月	29.9	58.5	12.9	25.2	7.0	13.8	1.2	2.4	51.0	100.0
11月	29.1	57.7	13.0	25.7	7.1	14.1	1.3	2.5	50.4	100.0
12月	21.2	61.5	8.1	23.5	4.3	12.6	0.8	2.2	34.4	100.0
	(増減率%)									
90年12月 / 89年12月	429.1		1,212.1		1,857.1		16.7		459.9	
91年12月 / 90年12月	546.1		115.1		96.2		58.8		311.0	
92年12月 / 91年12月	53.9		69.1		33.2		26.6		54.2	
93年12月 / 92年12月	60.6		152.7		256.5		120.4		90.6	
94年12月 / 93年12月	-37.7		-37.2		-31.9		-43.8		-37.0	

に対する投資を含む。

Side Story”, in Edwards and Naím (eds.), *op. cit.*, pp. 217-218, Table 2-3 より再録。

(表6) メキシコに対

	債		券		投		資		合計	
	セ	テ	債	券	テ	ソ	ア	フ	合	計
	ス	ス	金	金	金	金	ポ	ス	金	金
	金額	(%)	金額	(%)	金額	(%)	金額	(%)	金額	(%)
1991年1月	4.1	41.1	4.6	47.0	0.1	0.5	0.9	8.7	9.9 ^a	100.0
12月	9.1	54.0	2.2	13.3	0.8	4.7	4.6	27.6	16.8 ^b	100.0
1992年12月	28.5	64.3	3.9	8.7	0.6	1.4	11.4	25.6	44.4	100.0
1993年12月	47.7	70.2	2.6	3.9	4.0	5.9	13.7	20.1	68.0	100.0
1994年12月	13.5	12.9	0.2	0.1	87.8	84.2	2.8	2.7	104.2	100.0
1994年1月	49.1	70.3	3.0	4.3	4.5	6.4	13.3	19.0	69.8	100.0
2月	53.4	71.0	2.3	3.0	5.7	7.5	13.9	18.5	75.3	100.0
3月	50.8	65.1	2.5	3.2	10.3	13.2	14.4	18.5	78.1	100.0
4月	35.9	49.5	0.8	1.1	23.9	33.0	11.9	16.4	72.6	100.0
5月	32.9	43.1	0.9	1.1	30.9	40.5	11.7	15.3	76.3	100.0
6月	30.8	39.4	1.9	2.5	35.5	45.4	9.9	12.7	78.2	100.0
7月	26.8	32.5	1.7	2.1	45.5	55.2	8.4	10.2	82.4	100.0
8月	25.1	29.6	0.6	0.7	53.5	63.1	5.6	6.6	84.8	100.0
9月	24.1	28.9	0.5	0.6	52.6	63.0	6.3	7.5	83.5	100.0
10月	24.7	29.9	0.6	0.7	51.6	62.4	5.7	6.9	82.7	100.0
11月	19.0	24.4	0.2	0.3	54.9	70.2	4.0	5.1	78.1	100.0
12月	13.5	12.9	0.2	0.1	87.8	84.2	2.8	2.7	104.2	100.0
										(増減率%)
91年12月 / 91年1月	123.7		-51.9		1,379.6		438.3			70.3
92年12月 / 91年12月	214.5		72.9		-22.1		144.7			164.1
93年12月 / 92年12月	67.1		-32.0		547.7		20.3			53.2
94年12月 / 93年12月	-71.7		-94.2		2,102.4		-79.5			53.4

(注) ④ global depositary receipts を含む, ⑤ 1993-94年の合計は, ワラント債および仲介市場
※の金額は, 5千万ドル未満。

(出所) Bolsa Mexicana de Valores, David D. Hale, "The Markets and Mexico: The Supply-

チュアル・ファンドの投資増加状況

1990年		1991年		1992年		1993年	
ネット資産 (百万ドル)	基金数	ネット資産 (百万ドル)	基金数	ネット資産 (百万ドル)	基金数	ネット資産 (百万ドル)	基金数
13,320	225	19,180	290	29,535	465	73,043	573
2,300	29	3,750	39	7,750	78	24,750	108
9,240	174	11,575	211	16,823	312	38,465	372
4,000	75	5,350	92	8,000	115	21,500	130
60	3	110	4	1,300	34	3,220	48
...	348	19	591	20
830	6	970	6	1,090	7	2,055	13
525	18	400	18	440	21	860	22
1,205	17	1,310	24	1,710	38	3,420	56
505	17	600	17	645	23	1,039	21
—	—	65	2	65	3	310	6
240	8	290	8	350	9	670	10
—	—	—	—	—	—	30	1
475	5	890	13	925	15	1,860	16
1,400	25	1,580	26	1,920	26	2,860	26
—	—	10	1	30	2	50	3
1,455	16	3,525	33	4,517	64	9,068	78
380	5	1,510	18	2,000	40	5,200	53
—	—	115	2	105	2	170	3
165	3	380	4	485	8	625	8
380	4	740	4	850	4	1,115	4
—	—	—	—	17	1	63	1
530	4	780	5	1,040	8	1,865	8
—	—	—	—	20	1	30	1
325	6	330	7	430	10	715	13
210	4	240	5	350	8	570	11
115	2	90	2	80	2	145	2
—	—	—	—	15	1	45	2
900	...	1,700	...	3,750	...	8,500	...
14,220	...	20,880	...	33,285	...	81,543	...

op. cit., pp. 224-225.

(表7) 新興国に対する米系ミュー

		1988年		1989年		
		ネット資産 (百万ドル)	基金数	ネット資産 (百万ドル)	基金数	
株	株式小計	5,857	91	9,975	142	
	グローバル	900	15	1,350	18	
	アジア	4,437	72	7,435	112	
	リージョナル	1,750	35	3,100	50	
	中国	47	2	50	2	
	ホンコン	—	—	—	—	
	インド	270	3	300	4	
	インドネシア	35	1	260	7	
	韓国	990	10	1,215	13	
	マレーシア・シンガポール	75	3	240	7	
	パキスタン	—	—	—	—	
	フィリピン	45	3	280	7	
	スリランカ	—	—	—	—	
	台湾	80	4	600	4	
	タイ	845	11	1,390	18	
	ベトナム	—	—	—	—	
	式	ラテンアメリカ	520	4	985	9
		リージョナル	—	—	175	2
		アルゼンチン	—	—	—	—
		ブラジル	220	3	320	3
チリ		—	—	160	2	
コロンビア		—	—	—	—	
メキシコ		300	1	330	2	
ペルー		—	—	—	—	
ヨーロッパ		—	—	205	3	
リージョナル		—	—	90	2	
トルコ	—	—	115	1		
アフリカ	—	—	—	—		
社債	275	—	500	—		
合計	6,132	—	10,475	—		

(出所) Emerging Market Funds Research, Inc.; and Lipper Analytical Services, Inc. Hall,

(表8) ラテン・アメリカ諸国の株価変動率
(ドル価格ベース・%)

	1990— 1994年12月	1994年12月～ 1995年3月3日
アルゼンチン	320	-35
ブラジル	489	-32
チリ	345	-15
コロンビア	575	-1
メキシコ	481	-49
ベネズエラ	5	-5

(出所) Ricardo Hausman and Libiana Rojas-Suárez (eds.), *Volatile Capital Flows*, Washington, 1996, p. 25, Table 1.

一九九一年以前には、アメリカのミューチュアル・ファンドも、ラテン・アメリカの市場調査を余り行っていなかったが、その後新興市場に対する投資家の関心が高まる反面、一九九四年に国内の社債市場がスランプに陥ったため、アメリカの機関投資家は新しい収益源を、新興国の証券投資に求めることになったのである。一九九四年には、一部でメキシコ経済の先行きに対する警戒感も出始めていたが、アナリストは楽観的な見通しをのべ、メキシコでも相手にされないような地場の銀行株までが、ニューヨーク証券取引所において上場された⁽⁸⁾。一九九三年には、テレビや雑誌を通じて、メキシコや新興国に対する証券投資が、大々的に宣伝され、大衆投資家は、投資国の所在さえも判らずに、投資を行ったとも伝えられる⁽⁹⁾。そのよ

うなアメリカの投資ブームに煽られて、ラテン・アメリカ諸国の株価は、メキシコ通貨危機の直前にかけて暴騰した(表7)。

メキシコに対して巨額の証券投資が行われた背景としては、上述のようなウォール・ストリートの販売戦略や、前章において関説した機関投資家の肥大化、あるいはアメリカにおける金利の低下のほかに、メキシコの株価が割安であったことが指摘されている。ちなみに一九九〇年初頭のメキシコ市場における株価収益率は、東南アジアの二〇—三〇に対して、八・八と低迷しており、メキシコのドル建債券も、アメリカの債券と比較すると、三〇〇—四〇〇ポイントのプレミアムを示していた⁽¹⁰⁾。

しかしながら同時に忘れてはならないことは、一九八〇年代初頭の債務危機以降、メキシコ経済の自由化と国際化が促進されただけでなく、それを支えるネオ・リベリズムの経済学を過信し、あるいはそれを擁護するため、意図的にサクセス・ストーリーが作り上げられ、クルーグマンも指摘するように、「一連の信仰と期待が相乗して、開発途上地域に対する euphoria が、ムードとして作り出されていた」⁽¹¹⁾ ことである。

メキシコのデラ・マドリッド大統領が、ネオ・リベリズムに基づいて、経済改革に着手したのは、民営化と産業のリストラ、および貿易の自由化によって、効率化と経済構造の近代化をはかるためであったが、それを継承し、より整合的な形で、その政策を促進したのは、サリナス政権であった。一九八七年の十二月、メキシコ政府は、ビジネスと労働者の支持のもとに、物価、為替、賃金のガイドラインを導入した。Pact for Economic Solidarity が、これであり、一九八八年の十二月に、この協約は Pact for Stability and Growth に更改された。その結果として、対外債務の利子負担を軽減する一方、貧困の撲滅とコミュニティへの支援を行うために、Programa Nacional de Solidaridad が創設された⁽¹²⁾。

貿易の自由化は、一九八五年に開始され、一九八六年にメキシコは、ガットに加盟した。債務危機の収束に伴って、メキシコ向の投資も再開された。一九八九年には、知的所有権の保護について改革を行うとともに、一九九〇年にかけて、金融、運輸、石油化学、電信電話、砂糖、鋳業、漁業の分野における規制緩和を実施した。金融面においては、一九八〇年代の末に、金利と信用の量的コントロールが撤廃されたのをはじめとして、一九八〇年代初頭の債務危機発生時に国有化された銀行も、一九九一―九二年には、民営に移された。OECDへの加盟を待望するメキシコは、とりわけ資本移動の自由化に熱心であり、一九八四年には、証券取引所を開設した。一九九三年には金融サービス業に対する外資の参入を許可したのをはじめとして、メキシコ産業の約三分の二に対して、直接投資の制限を撤

廃した。⁽¹³⁾

一九九四年にはN A F T Aが発効したが、メキシコがN A F T Aの創設に意欲を示した理由は、既に関説した如く、それによって経済の効率化をはかるだけでなく、外国資本の流入を期待したためであった。事実N A F T Aの創設は、その期待に応える結果となったのであり、N A F T Aの交渉・期間中に、メキシコに対する直接投資は、前年に比して二倍の一五〇億ドルに達したが、それを遙かに上回る規模で流入したのは、アメリカからの証券投資であった。⁽¹⁴⁾

N A F T Aの創設によって、アメリカとカナダの金融機関は、内国民待遇を与えられ、一〇〇%子会社をメキシコにおいて設立することが可能になった。ただし銀行については、六大銀行が外銀によって支配されるのを防ぐために、アメリカとカナダの投資家は、株式の保有を銀行資本の八%（但し一五%まで段階的に引上げられる）以下に、制限されたが、一九九四年には一八の外銀にライセンスが与えられ、銀行の保有する資産の二〇%は、外銀の占めるところとなった。（通貨危機後の一九九五年には、信用機関法＝Law on Credit Institutionが改正され、非加盟国の外銀に対しても、四九%までの出資がみとめられたが、アメリカとカナダの銀行は、五一%まで出資することが可能になった。⁽¹⁵⁾）

一方メキシコの証券市場は、他の金融サービス部門に先がけて、門戸が開放されていたが、一九八七年におけるメキシコ株式市場の崩壊後、政府は一九八九年の十二月、証券取引法を改正して、非居住者の投資家が、議決権をみとめられないニュートラル・ファンド（neutral fund）を通じて、メキシコの株式に投資することを可能にした。ちなみに民間の発行する株式は、居住者だけが保有を許可されるA株式（A Share）と、非居住者だけが購入できるB株式（B Share）に区分されているが、非居住者は、ニュートラル・ファンド（それはNafinによって管理される）を通じて、海外の市場で上場されていないB株式を購入することが可能である。それに対してニューヨーク証券取引所に上場されているメキシコ企業のB株式は、A D R（American Depository Receipts）によって、購入することが可能である（表6参

(表9) メキシコの主要経済指標 (%)

		1990年	1991年	1992年	1993年	1994年	1995年
経済成長率		4.5	3.6	2.8	0.6	3.5	-6.9
インフレ率		29.9	18.8	11.9	8.0	7.1	52.0
為替相場の減価率		14.4	7.3	2.7	0.6	8.3	90.2
GDP比	財政赤字	2.8	0.5	-1.6	-0.7	0.1	-0.1
	経常収支	-3.0	-5.1	-7.4	-6.5	-7.9	-0.3

(出所) Bank of Mexico. Rudi Dornbusch, "The Folly, the Crash and Beyond", in Edwards Naím (eds.), *op. cit.*, p. 129.

照⁽¹⁶⁾。

上述のような一連の経済改革に伴って、メキシコのインフレは鈍化したものの、経済の成長は停滞し、失業の増加と、貧富の格差が激化した。もともとメキシコは、ラテン・アメリカの中でも、最も分配の不平等が著しい国であったが、経済の自由化に伴って、人口の僅か〇・二%以下の階層が、富の五一%を支配するに至った⁽¹⁷⁾。財政赤字と経常収支のGDPに対する比率は、ともに悪化した(表9)が、経常収支の悪化は、貿易の自由化と消費ブーム、およびペソの過大評価に伴って、輸入の伸び(一九九四年の伸びは、一二%)が、輸出(同じく九%)の伸びを上回ったことによるものであった。それに加えてサリナスは、中産階級の支持を仰ぐために、消費財の輸入増加を放任した⁽¹⁸⁾。そのような経常収支の赤字を補填したのは、外国からの資本の流入であり、とりわけ、経常赤字の三分の二をカバーしたのは、既に解説したように、きわめて浮動的な証券投資であった。他の開発途上国の場合、証券投資は、経常収支の赤字の四分の一程度に止まっていたが、メキシコの場合は、東南アジアと違って、流入した外国資本の多くが、消費の拡大をファイナンスするために用いられたため、事態は一層困難なものになった⁽²⁰⁾。

サリナス政権は、物価と為替の安定を二大戦略⁽²¹⁾とし、対ドル固定相場制を持続した。一九九〇年から九四年の第一四半期までに、一三%の為替切下げが行われたが、それに対して、消費者物価の上昇率は、その間に六三%に達した。他

方においてアメリカの消費者物価の上昇率は一二％であり、ペソの対ドル実質為替相場は、二八％の過大評価となっていた。⁽²²⁾

しかしながらアメリカとメキシコの通貨当局者や、国際機関、および多国籍企業、ウォール街の金融機関、学者、メディアは、そのようなメキシコの現実に目をつぶり、それを薔薇色の幻想で粉飾することにとめていた。その原因は、クルーグマンが「信仰の飛躍」(Leap of Faith)と呼んだネオ・リベラリズムに対する過剰な期待と信頼だけでなく、NAFTAの批准を目前に控えて、アメリカの議会や一般の大衆に、NAFTAの効用を信じ込ませることが必要とされたためであった。⁽²³⁾

一例として一九九四年に世銀は、インターネットを通じて、メキシコが偉大な進歩をとげ、NAFTAが発効した後に、離陸するための準備が整ったと賛美した。IMFも一九九四年の九月、メキシコの経済改革を礼賛するとともに、メキシコの債券が示している高いプレミアムは、市場のファンダメンタルズからみても、完全に正当化されると報告した。ベンツェン米財務長官に対する書翰の中でも、IMFの専務理事は、メキシコ政府が基本的に、健全な経済政策を遂行しているとのべ、ペソの過大評価については、一言も言及していなかったとも伝えられる。その他投資銀行とミューチュアル・ファンドのマネージャーや、金融リポーターなども、メキシコの経済とペソの将来について、楽観的な見通しをのべ、中には通貨危機の発生する直前の一九九四年一月に至っても、メキシコの格付けを引上げるべきであると主張する意見さえも台頭した。⁽²⁴⁾ 皮肉にもアメリカのクリントン大統領が、マイアミにおける西半球諸国のサミットにおいて、米州自由貿易地域(FTAA, Free Trade Area of the Americas, それまでの西半球自由貿易地域=WHFTA, West Hemisphere Free Trade Areaの名称を変更したもの)の創設を提唱するとともに、ラテン・アメリカの国々に対して、「失われた一〇年」(lost decade)の代わりに、「注目すべき希望の時」(remarkable hopeful time)を約束したの

は、メキシコ通貨危機の発生する僅か九日前のことであった。⁽²⁵⁾

(ロ) 通貨危機の原因と深化

上述のような証券取引の増加に加えて、メキシコ通貨危機の動因、あるいは誘因としては、いくつかの要因が指摘されている。一九九四年の初頭には、外貨準備が増大（二月にはピークの二九・二億ドル）し、ペソの切上げさえも論議されたが、それにもかかわらず、⁽²⁶⁾メキシコ通貨危機の最初の導火線となったのは、一連の政治不安であった。その発端となったのは、一九九四年の一月、メキシコにおける極貧地帯の一つであるチアパス州において発生したEZLN（サパティスタ民族開放軍、Ejército Zapatista de Liberación Nacional）の武装蜂起であり（表10）、それは自由化政策の推進に伴って激化した社会的不平等に対する民衆の不満を反映したものであった。従ってそれは、メキシコの辺陬の地において発生した局地的な現象ではなくて、ネオ・リベラリズムの政策に対する民衆の抵抗を示すものであった。事実分配の公正が、ますます蝕まれていく過程で、ラテン・アメリカにおける反政府運動は、一段と熾烈になり、ブラジルにおいては、土地を持たない農民が、プランテーションを占拠した。エクアドル、ボリビア、パラグアイにおいては、インディアンの小作が、ストライキを行い、アルゼンチンにおいても都市の暴動が頻発した。それらの動きは、チアパス州の武装蜂起と軌を一にするものであり、その基底にはメキシコを始めとして、ラテン・アメリカの国々に通有の政治、社会制度に対する民衆の不満が、潜在していることを忘れてはならない。それが一九九〇年代に入っ

て、一気に表面化した理由も、一つには、ベルリンの壁の崩壊によって、ラテン・アメリカ各地のゲリラが、鼓舞されたためとみられている。⁽²⁷⁾

その後のメキシコにおける一連の政治的な不祥事は、それまでメキシコの政界を支配してきた政治的エリート集団

(表10) ペソ暴落後の主要な動向

〈1994年〉	
1. 1	NAFTA発効, EZLN武装蜂起(チアパス州)
2. 21	政府・EZLN, 第1回和平交渉開始
3. 14	バナメックス・アクシバルの社長誘拐
3. 23	コロシオPRI大統領候補暗殺(ティファナ市)
3. 29	セディージョ, PRI大統領候補に指名
4. 1	新中央銀行法発効(93.8, 憲法改正)
4. 14	OECD加盟文書に調印
4. 25	ヒガンテ・グループの専務誘拐
5. 18	OECD正式加盟(批准文書提出)
8. 21	大統領選挙, セディージョ当選(得票率50.18%)
9. 28	マシエウPRI幹事長暗殺(メキシコ市)
11. 1	サリーナス, 最終(第6回)大統領教書発表
11. 15	米国, 公定歩合・FFレート引上げ(0.75%)
12. 1	セディージョ大統領就任
12. 11	米州サミット(マイアミ), FTAA創設合意(2005年)
12. 19	EZLN再蜂起
12. 20	ペソ切下げ(15.3%)発表
12. 22	ペソ, 変動相場制へ移行
12. 29	セラ・プチェ蔵相更迭, オルティス蔵相任命
〈1995年〉	
1. 2	米財務省, 180億ドルの対メキシコ支援策発表
1. 3	メキシコ政府, 「緊急経済計画」発表
1. 4	スペイン, 市場介入金利引上げ
1. 5	メキシコ政府, IMFに緊急融資要請
1. 12	米国政府, 対メキシコ支援策(400億ドル)発表
1. 16	EZLN, 一方的停戦発表
1. 24	邦銀4行, 4億ドルの支援表明
1. 26	メキシコ政府, IMFとスタンバイ融資(78億ドル)合意
1. 27	南米4ヶ国, 10億ドル支援表明
1. 31	米国政府, 528億ドルの対メキシコ支援策発表 メキシコ政府, 緊縮政策発表
2. 1	米国, 公定歩合引上げ(0.5%)
2. 4	G7, トロント会議でメキシコ支援策検討
2. 6	IMF資金(78億ドル)引出し
2. 9	メキシコ政府, EZLNマルコス副司令官逮捕命令
2. 14	ハリスコ州知事選でPRI敗北, チアパス州知事就任
2. 21	米墨間融資協定(200億ドル)調印
3. 2	サリーナス前大統領実兄逮捕(PRI幹事長暗殺に関与)
3. 3	アセメクス・バンパイス金融グループ, 大蔵省管理下
3. 5	スペイン・ペセタ7%, ボルトガル・エスクード3.5%の切下げ発表(ERM内)
3. 8	メキシコ議会, 米国200億ドル支援策承認 デンマーク, ベルギー公定歩合等引上げ
3. 9	メキシコ政府, 「新経済計画」発表
3. 10	世銀・IDB, 32.5億ドルの支援表明 サリーナス前大統領, 米国へ出国(逃亡)
3. 14	スペイン, 市場介入金利引上げ
3. 30	ドイツ, スイス, ベルギー, オーストラリア, オランダ公定歩合等引下げ
4. 19	米ドル, 1ドル=79.75円を記録

(出所) 高懸雄治「メキシコ金融危機について—ペソ暴落〈1994年12月〉前後—」『札幌学院商経論集』第13巻第3号(通巻第76号), 1997年1月, 2ページ。

の内部における分裂と自壊の兆候を示すものであった。一九四五年の三月には、サリナスが後継者に指名したコロシオPRI (Institutional Revolutionary Party) 大統領候補が、選挙運動中に暗殺され、同年九月には、マシエウPRI 幹事長が、同じく非業の死をとげた。マシエウの暗殺は、麻薬取引業者の指し金によるものといわれ、政府の高官もこれに関与しているとの噂が流布された⁽²⁸⁾。しかも司法次官として、麻薬取引の取締りと、暗殺事件の告訴を担当していたマシエウの弟が、米銀にドル預金をしていたことを理由として、一九九五年の初めに逮捕されたことは、政治的な腐敗が政府や軍部の上層部にまで浸透し、メキシコがコロンビア化 (colombianization) しつつあることを、人々に印象づけることになった⁽²⁹⁾。加えてメキシコの政治は、政治家個人のカリマス性に依存する面が少くなく、とりわけサリナス政権の下で、経済改革を推進してきたアスベ蔵相が辞任し、金融問題に未知数の新蔵相が後任に選ばれたことは、投資家の心理を動揺させる一因ともなった⁽³⁰⁾。

一方、一九九四年の一月には、アメリカの議会がNAFTA条約を批准したが、コロシオの暗殺以来、セテスに対する投資は減少した(表6)。フィデリティ・インベストメント (Fidelity Investment) は、早くもペソの切下げを懸念し、ウエスタン・フォーラム (Western Forum) と呼ばれる投資グループは、暗殺から一週間後に、中銀の為替市場介入と、ドルにリンクされたテソボノスの発行を、メキシコ政府に進言した。それをうけてメキシコ政府は、セテスの発行を削減する一方、長期のテソボノスを発行するとともに、NAFTA加盟三か国の通貨安定政策を発表するたため、蔵相をワシントンに派遣した⁽³¹⁾。ちなみに、テソボノスは、ドルにリンクされているために、為替リスクを回避できるだけでなく、その他のドル建の投資に比べても、利廻りの点において勝れていた⁽³²⁾。従ってテソボノスは、コロシオ暗殺後の政治的な混迷にもかかわらず、メキシコ向の証券投資をつなぎ止める上で効果を発揮したが、反面それは後述のようにペソの切下げを遅らせる一因ともなったのである。なおサリナス政権は、一九九四年の末までに、約三

〇〇億ドルのテソボノスを発行した⁽³³⁾ほか、金利の引上げ、ペソの買介入、バンドの範囲内におけるペソの小幅切下げなどの対策を実施した。

通貨危機の契機となった第二の要因は、一九九四年の四月以降、アメリカの連邦準備制度が、金融政策のスタンスを変更し、その年の一月に、公定歩合の引上げに踏み切ったことである（一九九四年に合計六回）。一方のメキシコにおいては、逆に金利が1%低下したため、アメリカとメキシコの金利較差が縮小した。その結果として資本は流出し、外貨準備も減少し続けたが、メキシコ中銀は、不胎化介入を継続し、通貨を増発（マネー・サプライは、一九九四年の一月九月に、年率40%もの伸びを示した。一九九三年は、年率1.1%であったが、一九九三年にも30%増加）した。開発銀行の貸出もGDPの4.4%に達して、一九九四年六月までの一年間に、35%もの増加を示した⁽³⁴⁾（GDPに対する比率は、一九九三年に比べて1.9%増大した）。商業銀行の貸出も、一九八七―一九九一年に実質100%増加したが、住宅に対する融資は約100%、消費に対する融資は、450%の増加を示した⁽³⁵⁾。經常収支の不均衡を是正し、資本の流出を抑制するためには、引締めを行うのが正道であるが、コロシオ暗殺の直後を除くと、メキシコは逆に金融の緩和を継続した。その理由は、第一に選挙が接近し、選挙民の支持を仰ぐために、景気の振興が必要とされたためである。第二の理由は、銀行の民営化が実施されてから日も浅く、もともと弱体であった上に、不良債権が増加したため、金融を引締める場合には、銀行危機に発展する可能性が危惧されたためである。もともとサリナス政権は、自由化政策を推進するに当って、ビジネス、とりわけコングロマリットや、メキシコの経済を支配していた銀行の支持を必要としていた。しかしながら、銀行は、レポ市場から資金を取り入れて、長期の国債に投資し、短期借・長期貸による期間のミス・マッチングに陥っていただけでなく、金利が上昇する場合には、評価損の発生をさけることができなかった⁽³⁶⁾。

加えてメキシコの銀行は、民営化されたとはいえ、資金の50%を、政府または政府系の機関に融資していた国営

時代の名残りとして、審査能力を欠いていた。一例として中小企業や個人向の融資を審査する部門もなく、そのためスタッフも不足していたともいわれるが、その反面において、非金融部門に対する融資は、一九八八年におけるGDPの一〇％から、一九九四年に四〇％を上廻った⁽³⁷⁾。その結果として不良債権も増加し、一九九〇年に二％と推定されていた不良債権の総貸出に占める比率も、一九九三年に七・三％、一九九四年の第一四半期には八・三％に達していた。そのような状況の中で、メキシコ第四位の Banca Cremi が経営危機に陥ったため、政府としては、緊急対策を策定するまでの時間を稼ぐ必要性に迫られたのである⁽³⁸⁾。

通貨危機を誘発した第三の要因は、経常収支の悪化である。メキシコは既述のようにインフレ、財政赤字、対外債務(OECD加盟国の平均以下)、外貨準備(一九九四年の初めには、二五〇億ドル)から判断しても、切下げを余儀なくされる状況にあるとはみられなかったものの、経常収支の赤字は、一九九二年にGDPの七・四％、九三年には同じく六・五％に達していた(表9)。その原因は、一九八二年の債務危機時(GDPの七％)と異って、財政の赤字(GDPの一三％)に基因するものではなく、民間部門の貯蓄が投資を下廻ったためであった。一九八〇年代の後半以降、貿易の自由化が進展するにつれて、貿易収支の赤字は拡大の一途を辿ったが、それも一つには、既述のように、サリナス政権の人気取り政策の結果、消費財の輸入がふえたためである。第二はメキシコ経済のブーム化に伴って、輸入の大宗を占める中間財に対する需要が増大したためである。第三は、ペソが過大評価に陥っていたためであり、一例として一九九四年の春に、ドーンブッシュ(R. Dornbusch)とウエルナー(A. Werner)は、ペソが三〇％過大に評価されているとの見解を発表した⁽³⁹⁾。

通貨危機の第四の誘因は、外貨準備が減少し、国定相場の維持に堪え切れなくなったためである。既述のようにコロシオの暗殺後、メキシコ中銀は、ペソを買支えるために、市場介入を実施したが、その結果として、ピーク時の一

九九四年に、二九二億ドルを記録していた外貨準備は、最低一六一億ドルまで減少した（通貨危機直前の同年二月の外貨準備は、一七二億ドルであった⁽⁴⁰⁾）。とりわけメキシコの外貨準備にとって、潜在的な圧迫要因となったのは、テソボノスの増加であり、一九九四年の八月にその残高は、一六〇―一七〇億ドルとみられていた外貨準備に匹敵する規模にまで増大した（セテスからテソボノスに大量の乗り替えを行ったのは、アメリカのミューチュアル・ファンドであった⁽⁴¹⁾）。

第五の要因は、硬直的な為替相場制度が維持されたためであり、それは短期資本の流入を促すことにより、金融面においてもオランダ病（Financial Dutch disease）が発生する一因ともなった。メキシコは一九八八年以降、為替相場をアンカーとして重視し⁽⁴²⁾（それを補完するために、メキシコは所得政策を導入した）、為替の切下げによって、国際競争力の強化をはかるよりも、為替相場の安定を優先した。メキシコ政府が固定相場制度に固執したのは、既に関説した Pact において、為替相場の安定性が謳われており、選挙の直前に政府が公約を破棄する場合には、選挙民の支持を失う恐れがあったためであった。しかしながら一九九四年の一月には、政府も Pact を改正し、為替相場を調整する必要性を認めるに至ったが、その後 Pact の枠内で切下げを行うことが論議されるに至ったため、この動きを察知したビジネスは、いち早く資金の逃避をはかったとも伝えられる⁽⁴³⁾。そのほかにも、メキシコ政府がペソの切下げを忌避した理由としては、①サリナスが WTO 専務理事の椅子を狙っていたこと、②ペソの切下げは、サリナスの晩節をけがすことになること、③アメリカの議会で、NAFTA 協定の批准手続が行われていたこと⁽⁴⁴⁾などが、指摘されている。

そのようにして、不安定要因が次第に累積されていく状況の中で、メキシコ政府は五〇億ドルの資本を導入するため、五二の外国銀行と証券会社にライセンスを与えたが、その甲斐もなく、一九九四年の一〇月には、TelMex の株式が暴落した。アメリカの証券会社は、TelMex を推賞銘柄から外すとともに、メキシコにおけるエクスポージャーを圧縮した。外貨準備は、五〇億ドルもの減少を示し、メキシコ中銀が介入を不胎化したため、一月だけで、マネー・

サプライは、準備の喪失に匹敵する規模の増加を記録した。一九九四年の一月には、外貨準備が、一二五億ドルまで落ち込んだが、対外短期債務は二七〇億ドル（その七〇％は、テソボノスであった）に達した。サリナスは、次期大統領のセデーロ、およびその顧問達と会談し、長時間の協議の末、市場を鎮静化させるためには、ペソの切下げもやむをえないとの結論に到達した。一九九四年の二月一日に成立した新政権のもとで、新しい蔵相には、上述のように金融界にはなじみの薄いプチェが就任したため、市場の信認はさらに低下した。⁽⁴⁵⁾

外貨準備が危機的な水準に落ち込む一方、テソボノスの多くが、一九九四年の二月末から翌年の三月にかけて、償還期限を迎えるため⁽⁴⁶⁾、市場ではメキシコがデフォルトに陥る危険性が流布された。加えて一九九五年の一月には、外貨建CDの乗り替えや、短期クレジットラインの更新が困難（カントリー・リスクの増大に加えて、テソボノスはそれらの担保に用いられていた）となったメキシコの商業銀行も、流動性の危機に直面した。そのような状況の中で、一九九四年の二月二〇日、新政権はアメリカとコンタクトすることもなく、変動幅の拡大を行った。中銀は一日だけで四三億ドルの外貨準備を喪失し、変動相場制に移行したが、通貨危機に対処するための対策は、何一つ打ち出されなかった⁽⁴⁷⁾。（不手際なペソの切下げは、errors of Decemberと呼ばれた⁽⁴⁸⁾）。

クリントン政権は、メキシコを支援するため、GAB（IMFの一般借入取決め、General Arrangements to Borrow）を発動しようとしたが、EUの一部の国はG10以外の国に対して、これを発動することに反対した。クリントン政権は、やむをえず独自に四〇〇億ドルの資金を調達しようとしたが、議会の支持をうることが困難であったため、為替安定基金から二〇〇億ドルを支出した（しかしアメリカの議会は、この種の支援に為替安定基金を利用することを禁止した）。そのような状況の中でIMFはメキシコに対して、クオータの約七倍に相当する一七〇億ドルの支援を約束したが、事前の協議も、連絡もうけなかったEUと日本は、これに反対した。BISも、五二〇億ドルのパッケージに参加したほ

か、日本とEUも、最終的には拠出に応じたが、民間の銀行は、参加を拒絶した。⁽⁴⁹⁾

通貨危機の前後には、大量の資本が流出したため、一九九五年の経済成長率は、マイナス六・九%を記録した。しかしながらインフレは、五・二%をこえ(表8)、銀行の貸出金利はさらにこれを上廻った。その結果として、倒産が続出し、失業者が二五万—一〇〇万人に達するとともに、世界一不平等な国といわれたメキシコにおける貧富の較差は、さらに一段と激化した。

メキシコにおいては、為替相場が政治化され、選挙が接近するに伴って、過大評価された為替の切下げは、タブー視された。反面メキシコにおいては、大統領が交更する度に、切下げが実施されるともいわれる程、ペソの切下げは一種の慣例⁽⁵¹⁾ともなっていた。

この点で注目されることは、最初に資本の逃避を行い、通貨危機の引き金を引いたのが、外国の投資家よりも、固定相場制度に安住して、巨額のドル建債務に対するヘッジを怠ったメキシコの企業とみられることである。しかしながら通貨危機の原因を、専らメキシコ企業の資本逃避に帰するのは誤りであり、通貨危機の最大の要因と目されるのは、通貨危機直前の一九九四年九—十二月の間に、ミューチュアル・ファンドが行った大量の資金の引揚げであった。ちなみに一九九四年の九月に二八一億ドルのピークに達したオープンエンド型のミューチュアル・ファンドは、顧客の解約を予想して、ラテン・アメリカ向投資の多くを回収したが、一九九四年九月—一九九五年三月の間における減少は、アジア・太平洋地区の一〇%に対して、四七%に達した。同じくクロードエンド型のミューチュアル・ファンドも、同一の期間に三七%(アジア・太平洋地区は一五%)の減少を示し、それがメキシコ通貨危機の発生に大きな影響を与えたことは、否定することができないのである。⁽⁵²⁾

同じくメキシコの銀行は、ドルの売持を禁止されていたため、デリバティブを用いて、ドル売りを行うことにより、

利廻りの高いメキシコの証券に投資を行っていたが、一九九四年の一二月には、ドルの売持をカバーするため、大量のペソ売り、ドル買いを実施した。メキシコの銀行がデリバティブを用いたのは、それが銀行のバランス・シートに計上されないため、当局の規制をのがれることが可能であったためである⁽⁵³⁾。そのような操作を行ったものが、メキシコの銀行に限られていたか否かは、明らかではないが、通貨危機の発生後にメキシコは、シカゴ・マーカントイル取引所 (Chicago Mercantile Exchange) において、ペソと株価指数のフューチャー取引をみとめ、国内にデリバティブ市場を創設しようと試みた⁽⁵⁴⁾。

既に関連したようにメキシコにおける通貨危機の教訓を生かすため、ハリファックス・サミットは、銀行制度とサーベイランスの強化、IMF支援メカニズムの拡充、および新興国における銀行の不良債権や、財務諸表の公開を求めたが、それだけでは、通貨危機の再発を防止できるものではない。とくに大量の浮動的な短期資本を動員したミューチュアル・ファンドや、ヘッジ・ファンドに対する批判やコメントが、片言隻句たりともコミュニケーションにみられなかったことは、それらの処方箋がメキシコ通貨危機の真因を解決するためには、程遠いものであるといわざるをえないのである。

事実グリフィス・ジョーンズ (Stephany Griffith-Jones) は、短期資本による巨額な経常収支の赤字補填、名目為替相場の固持とペソの過大評価、一九九四年の金融緩和、「十二月の誤り」(ペソ切下げの下手際)、政治不安のほかにも、「メキシコ危機に関する数多くの文献の中で、無視され、十分に強調されていないものの、同じく重要な要素がある」とのべるとともに、メキシコにおける性急な改革の推進と、国際金融市場の欠陥を指摘している。一例としてメキシコの消費者信用が急増したにもかかわらず、それが抑制されなかったのは、金融の自由化政策に反するものとみられたがためであり、急速な金融・資本取引の自由化と、それがマクロ経済政策に及ぼした拡張的なインパクトが、通貨

危機を招来したことは、メキシコだけでなく、北欧のような先進国にも通有する現象であった⁽⁵⁵⁾。いずれにしても巨大な機関投資家の投資機会を拡大するために、金融・資本取引の自由化を遮二無二推進し、国際短期資本の移動を放任する限り、メキシコ通貨危機の再来を回避することは不可能であり、それを現実に立証したものは、アジアにおける通貨危機の発生であった。

注

- (1) David D. Hale, "Comment", in Guillermo A. Calvo, Morris Goldstein and Edward Hochreiter (eds.), *Private Capital Flows to Emerging Markets after the Mexican Crisis*, Washington, 1996, p. 134. ホールは「強いてこれに類するものをあげる」とすれば、一八九三年にクリーブランド大統領の金本位制維持を危惧して、ドル売りが行われたこと位であろうとのべている (*Ibid.*, p. 135) (以下、「Comment」と略称)。なおカムドシュー M F 専務理事は「メキシコ通貨危機を二十一世紀の最初にして最大の危機」と称した (Stephany Griffith-Jones, *Global Capital Flows*, Basingstoke, 1998, p. 100 より引用)。
- (2) Michael Gavin, Ricardo Hausmann and Leonardo Leideman, "The Macroeconomics of Capital Flows to Latin America", in Ricardo Hausmann and Liliana Rojas-Suárez (eds.), *Volatile Capital Flows*, Washington, 1996, pp. 10-12. 新規の銀行信用は、三分の二がインターバンク取引であり、その中にはメキシコの銀行に対するドル建の預金や、CD が含まれていた。政府はドル建 CD の流入を防止するため、一九九二年に銀行の外貨建債務の比率を、一〇%以下に抑えようとした (Griffith-Jones, *op. cit.*, p. 110)。
- (3) Leonardo Leiderman and Alfredo E. Thorne, "The 1994 Mexican Crisis and its Aftermath: What are the Main Lessons", in Calvo, Goldstein and Hochreiter (eds.), *op. cit.*, p. 15.
- (4) Griffith-Jones, *op. cit.*, p. 107.
- (5) Sebastian Edwards, "The Mexican Peso Crisis: How much did you know? When did we know it?", *The World Economy*, Vol. 21, No. 1, Jan. 1998, p. 13. Griffith-Jones によると「一九八九年末には、非居住者の株式投資が、時価総額の六%であったが、一九九三年末から一九九四年を通じて、二七%に達した (Griffith-Jones, *op. cit.*, p. 107)」。
- (6) Leiderman and Thorne, *op. cit.*, p. 16.

- (7) David D. Hale, "The Markets and Mexico: The Supply-Side Story", in Sebastian Edwards and Moisés Naim, (eds.), *Mexico 1994: Anatomy of an Emerging-Market Crash*, Washington, 1997, pp. 223, 224-225 (以下「Markets」を略す)。
- (8) *Ibid.*, p. 229.
- (9) Michael Veseth, *Selling Globalization: The Myth of the Global Economy*, Boulder, 1998, p. 84.
- (10) Hall, "Markets", p. 222. 注釈×キントロポスで民間資本の流入とアメリカの金利との間には「逆相関の関係がみられる」(Morris Goldstein, "Presumptive Indicators of Vulnerability to Financial Crisis in Emerging Economies", in Priya Basu (ed.), *Creating Resilient Financial Regimes in Asia*, Oxford, 1997, p. 84)。
- (11) Veseth, *op. cit.*, p. 84 以下同。
- (12) Henry Veltmeyer, James Petras and Steve Vieux, *Neoliberalism and Class Conflict in Latin America*, Basingstoke, 1997, p. 150.
- (13) Wendy Dobron and Pierre Jacquet, *Financial Services Liberalization in the WTO*, Washington, 1998, pp. 271-276. Stephan Haggard, *Developing Nations and the Politics of Global Integration*, Washington, 1995, p. 93.
- (14) William A. Orme, Jr., *Understanding NAFTA*, Austin, Tex., 1996, xviii.
- (15) Dobson and Jacquet, *op. cit.*, pp. 275-276.
- (16) *Ibid.*, p. 276.
- (17) Veltmeyer, Petras and Vieux, *op. cit.*, p. 6. これはネオ・リベリズムの経済改革を実施した国に特有の現象である(拙稿「あちむかれた新時代の幕明け—規制緩和の幻想」『神奈川大学創立七〇周年記念随想集』一九九八年)。
- (18) Denise Dresser, "Falling from the Tightrope: The Political Economy of the Mexican Crisis", in Edwards and Naim (eds.), *op. cit.*, Washington, 1997, p. 65.
- (19) Hale, "Markets", p. 205.
- (20) Moises Naim, "Latin America: the Morning after", *Foreign Affairs*, July / Aug. 1995, pp. 50-51.
- (21) Orme, *op. cit.*, xxi.
- (22) Paul Krugman, "Dutch Tulips and Emerging Markets", *Foreign Affairs*, July / Aug. 1995, p. 40. Griffith - Jones 注'消費者物価指数を基準にすると'一九八九年の初めから一九九三年の末までに、ペンは約三〇%過大評価に陥ったとのべている

(Stephany Griffith-Jones, *Global Capital Flows*, Basingstoke, 1998, p.105)°

- (24) Edwards, *op. cit.*, pp. 4-6.
- (25) Naim, *op. cit.*, p. 49.
- (26) Griffith-Jones, *op. cit.*, p. 115.
- (27) Veltmeyer, Petras and Vieux, *op. cit.*, pp. 199-200.
- (28) Peter H. Smith, "Political Dimensions of the Peso Crisis", in Edwards and Naim (eds.), *op. cit.*, p. 36.
- (29) Roderic Ai Camp, *Politics in Mexico*, NY, 1996, pp. 226-227.
- (30) Smith, *op. cit.*, p. 35.
- (31) *Ibid.*, ワシントンを訪れたアスペ蔵相は、会談後フィデリティ・ファンドのマネージャーを訪問した (*Ibid.*)。メキシコは一〇〇億ドルの介入を行い、グリーンスペイン連邦準備制度理事長は、六〇億ドルをこえるスワップ協定の発動を発表した (Edwards, *op. cit.*, pp. 18-19.)°
- (32) Veseth, *op. cit.*, p. 84.
- (33) Smith, *op. cit.*, p. 40.
- (34) Lilliana Rojas-Suárez and Steven R. Weisbrod, *Financial Fragilities in Latin America*, (IMF Occasional Paper No. 132), Washington, 1995, p. 35.
- (35) Edwards, *op. cit.*, 18. Dresser, *op. cit.*, p. 66. Griffith-Jones, *op. cit.*, pp. 113, 115.
- (36) Frederic S. Mishkin, "The Mexican Financial Crisis of 1994-95: An Asymmetric Information Analysis", in Scheherazade S. Rehman (ed.), *Financial Crisis Management in Regional Blocs*, Norwell, Mass., 1998, p. 166.
- (37) *Ibid.*
- (38) Edwards, *op. cit.*, p. 22.
- (39) *Ibid.*, p. 18. メキシコの財政収支は、若干の黒字であったため、経常収支の赤字は、民間部門の投資が貯蓄を上廻ったことによるものであった。一九八二年の経常収支も、一九九四年とほぼ同一規模の赤字を記録していたが、その原因は財政の不均衡によるものであった (Griffith-Jones *op. cit.*, p. 111)°。またメキシコ政府は、経常収支の赤字が一時的なものであり、反面資本の流入は長期的に持続されるものと見てつじた (*Ibid.*, p. 112)°。

- (40) Robert L. Bartley, "The Peso Folklorico: Dancing away from Monetary Stability", in Edwards and Naim (eds.), p. 149.
- (41) Edwards, *op. cit.*, p. 20. なお、余り注目されていないが、テンボノスとともに、いま一つの不安定要因として、Griffith-Jones は「一九九四年に、五〇億ドルに達していたCDをあげている (Griffith-Jones, *op. cit.*, pp. 120-121)°.
- (42) Griffith-Jones, *op. cit.*, p. 105.
- (43) Dresser, *op. cit.*, p. 65.
- (44) Smith, *op. cit.*, pp. 39-40.
- (45) Edwards, *op. cit.*, pp. 24-25.
- (46) Hale, "Markets", pp. 119-120.
- (47) Edwards, *op. cit.*, pp. 24-25. Griffith-Jones, *op. cit.*, p. 125. 十二月の過誤がなされた理由としては、政治的な空白、クリスマスの接近に伴う市場閑散期の到来のほかに、金曜日に行われるのが通例である切下げが、火曜日に実施されたことなどがあげられる (*Ibid.*, pp. 126-127)°.
- (48) Griffith-Jones, *op. cit.*, p. 130.
- (49) Barry Eichengreen and Richard Portes, "Managing the Next Mexico", in Kenen et al., *op. cit.*, pp. 29-30.
- (50) Hale, "Markets", pp. 119-120.
- (51) 為替相場の政治化については、Goldstein, *op. cit.*, p. 109. Bartley *op. cit.*, p. 141.
- (52) Griffith-Jones, *op. cit.*, p. 64. 非居住者も狼狽してこれに参加した。なお一九九四年一月から一九九五年三月に、メキシコ証券取引所における非居住者のシェアは、一％しか低下しなかったが、それは株価とペソの下落に基因するものであった (*Ibid.*, p. 127)°.
- (53) Charles Goodhart, Philipp Hartman, David Llewellyn, Liliana Rojas Suárez and Steven Weisbrod, *Financial Regulation*, 1998, pp. 98-99.
- (54) Dobson and Jacquet, *op. cit.*, p. 272.
- (55) Griffith-Jones, *op. cit.*, pp. 101-103.

四 アジアの通貨危機—タイを中心として—

(イ) 通貨危機の原因

年率七—九%の高い経済成長率を持続し、「アジアの奇蹟」とまで謳われた経済的繁栄に、突如として劇的な終止符をうち、アジアの国々だけでなく、世界の各地に不安と混乱をまき起す震源地となったのは、一九九七年の七月に発生したタイの通貨危機であった。タイ・バーツは、前章でのべたメキシコ通貨危機の余波をうけて、一九九五年の初めに売圧力をうけたものの、一時小康を保っていた。しかしながら一九九七年の五月にバーツは、再び通貨投機の洗礼をうけ、過去一一年間の最安値を記録した。バーツを防衛するために、シンガポール、マレーシア、ホンコン、日本各通貨当局も、為替市場介入を実施し、その規模は、一〇〇億ドルに達した⁽¹⁾。

その年の六月には、大蔵大臣が辞任し、七月一日に第二回目のアタックをうけたバーツは、変動相場制に移行した。バーツは最初の一週間で一五%下落し、それにつれてリング、ルピア、フィリピン・ペソも下落したが、とりわけルピアとペソは、為替相場制度が弾力化されるに伴って、下げ足を強めた。マレーシアは事実上の変動相場制に移行し、韓国も一月中旬、為替変動幅を上下各一〇%に拡大したが、ウォンは市場の売圧力に抗しえず、その翌月変動相場制に移行した。投機の洗礼をうけて、一九九八年の初頭には、シンガポール・ドルまでが下落した。タイの通貨危機がアジアの通貨危機へと拡散するにつれて、一九九六年の初め頃から台頭し始めていた投資家の不安心理は、一段と増幅された。一九九七年の初頭以来、アジアの各国における株価の下落は、連鎖反応を呼び起し、その影響は、遠くラテン・アメリカやロシア、ドイツ、アメリカの証券市場にまで波及した。

アジア通貨危機の原因については、各種の説明がなされているが、一例としてアジア開発銀行(ADB、Asian Devel-

opment Bank)とIMFとの間にも、その説明には若干ニュアンスの違いがみうけられる。ADBの報告書⁽²⁾は、アジアの通貨危機が、マクロ経済的な側面から、どのように説明できるかとの問いかけをしているが、アジア諸国の経済は、成長率が高く、貯蓄率もフィリピンを除けば高率であった(表11)。外貨準備の輸入カバー率も、韓国とフィリピン以外では、三か月をこえていた。たしかにそこでは、経常収支の赤字や、世界の平均値を上廻るインフレなどが、ウィーク・ポイントとして、指摘されているが、アジアの通貨危機は、ファンダメンタリズム説が説くように、放漫な財政、金融政策に基因するものではなかった。財政は僅かながらとはいえ黒字を示し、マネー・サプライにも、拡大の徴候がみられなかった。通貨危機の発生する直前には、景気がやや鈍化した⁽³⁾が、それとても失業を克服するために拡大政策をとり、固定相場を放棄しなければならないような状況ではなかった。

たしかにADBの報告書も、銀行部門の脆弱性とその要因(①対外資産を上廻る対外債務の増大、②バブルに伴う担保価値の水まし、③期間のミスマッチ)を列挙するとともに、借手は情報の開示を怠り、貸手は政府の救済を期待していた事実を指摘している。一方銀行の監督機関は独立性を欠き、各種の銀行基準や規制にしても不適切で、透明性に欠けるなど、モラル・ハザードが存在していた事実も、強調されている。さらにアジアの国々においては、資本の所有と経営が未分離であり、会社法や破産法などの法制面においても、改善の余地が少なくない。加えてそれらの国々においては、政府がこれまで窮地に陥った企業の救済を、暗黙のうちに保証してきたため、企業がリスクの高い借入れや、投資に走ったことも、通貨危機の一因と目されている⁽³⁾。

結論としてADBは、アジアの通貨危機が、放漫な財政、金融政策を基因とする伝統的なファンダメンタルズ説とは異なることを強調するとともに、大量の資本が銀行の短期借入れを通じて流入した事実を認めているが、その反面では、「金融システムの構造的脆弱性が、銀行と借手双方のモラル・ハザードを招き、きわめてリスクな計画と、バブ

(表11) アジア各国・地域のファンダメンタルズ

	タイ		マレーシア		インドネシア		フィリピン	
	95年	96年	95年	96年	95年	96年	95年	96年
GDP実質成長率	8.7	6.7	9.5	8.2	7.5	8.2	4.8	5.5
貿易収支 (対GDP比)	△8.6	△9.0	4.2	△0.3	2.4	8.0	△14.9	△16.9
経常収支 (対GDP比)	△8.1	△8.0	△8.3	△5.2	△1.8	△3.3	△4.4	△4.3
財政収支 (対GDP比)	2.7	2.2	0.9	0.7	0.1	n.a.	0.6	0.3
外貨準備高 (対輸入比)	48.3	51.4	29.5	33.4	32.8	41.5	21.9	28.5
直接投資 (前年比増加率)	51.4	13.0	△4.8	n.a.	106.2	n.a.	△7.1	n.a.
デット・サービス・レシオ	11.0	11.4	7.1	5.7	33.7	33.2	16.0	12.5
対外債務短期比率 (%)	32.2	n.a.	21.2	n.a.	20.7	n.a.	13.4	n.a.
貯蓄率 (対GDP比)	35.0	34.5	32.4	36.0	32.4	34.8	17.3	19.8
投資率 (対GDP比)	43.1	42.5	40.7	41.2	34.3	37.8	22.2	23.2
	シンガポール		台湾		韓国		香港	
	95年	96年	95年	96年	95年	96年	95年	96年
GDP実質成長率	8.8	7.0	6.0	5.7	9.0	7.1	4.7	4.7
貿易収支 (対GDP比)	△7.3	△6.7	3.0	4.8	△2.2	△4.3	△13.6	△11.5
経常収支 (対GDP比)	11.9	10.7	1.8	3.8	△2.0	△4.8	△3.0	△0.6
財政収支 (対GDP比)	7.6	6.7	△7.5	n.a.	0.5	0.05	△0.3	1.3
外貨準備高 (対輸入比)	54.9	58.2	87.2	86.0	23.6	22.1	28.7	32.1
直接投資 (前年比増加率)	△1.9	15.0	79.4	△15.8	119.5	30.9	n.a.	n.a.
デット・サービス・レシオ	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5.4	n.a.	n.a.	n.a.
対外債務短期比率 (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
貯蓄率 (対GDP比)	50.0	50.1	25.6	25.2	35.1	34.5	n.a.	n.a.
投資率 (対GDP比)	33.3	36.5	23.4	21.1	37.1	38.0	30.3	31.1

(注) インドネシアのデータのうち、GDP実質成長率、経常収支 (対GDP比)、デット・サービス・レシオ、投資率 (対GDP比) は会計年度 (4～3月) 基準。

台湾の投資率は対GNP比。

投資率は総固定資本形成の対GDP比。

(出所) ADB, Key Indicators of Developing Asian and Pacific Countries 1997, ADB, Asian Development Outlook 1997 and 1998, IMF Annual Report 1997.

IMF, International Financial Statistics, 行政院主計処「国民経済動向統計季報」, 經濟部投資審議委員会「統計月報」, 中国統計年鑑1997, 滝井光夫, 福島光丘編著『アジア通貨危機』日本貿易振興会, 1998年, 197ページより再録。

ル資産への過剰な投資を生み出す結果になった」とのべている。⁽⁴⁾

それに対してIMF⁽⁵⁾は、アジア危機の原因を、内生的な要因と外生的な要因に分けるとともに、内生的なアジア諸国のファンダメンタルズと政策の運営についても、次のように、かなりきびしい見方を示している。第一は、経済が過熱化し、経常収支の赤字だけでなく、不動産の価格や株式相場が上昇していたことである。第二はペッグ制を採用したために、景気の過熱化の中で、金融政策の運営が困難となり、暗黙のうちに為替の安定を保証することによって、対外債務とエクポージャーの増大を招いたことである。第三は銀行の不良債権が累積したことであるが、それは不徹底なリスク管理と、不十分なプルーデンシャル・ルールおよびサーベイランスによるものであり、政府主導型の貸出慣行も、その一因とされる。第四は政治的な不安定性が、投資家の信認を低下させ、短期債務の借り換えを困難にするとともに、通貨と株価の下落を招来したことである。

一方外生的な要因として、IMFが列挙しているのは、第一にドル・ペッグ制下における円安・ドル高に伴って、アジア諸国の国際競争力が低下し、輸出が鈍化したことである。第二は国際投資家、とくに商業銀行と投資銀行が、通貨の下落に追いつけなかったことであるが、そこでは同時にヘッジを行うために、国内の投資家と個人が、現地通貨を売却したことが指摘されている。またヘッジ・ファンドが重要な役割を演じたのは、タイの通貨危機だけであるとのべ、むしろ国際投資家が、リスクを過小評価したことを戒めている。

上述のように経済のファンダメンタルズに対するADBとIMFの評価は、若干ニュアンスを異にし、いずれかといえば、ADBが「アジアの奇蹟」の明るい面を強調しているのに対して、IMFはその陰の部分に焦点をあてている。また両者はともに、経常収支の赤字を、アジア各国経済のウィーク・ポイントと認定しているが、その点に関して、ADBは、その規模が大きいことは事実としても、特に警戒を要するほどのものではなく、外国資本の流入

によって十二分に補填されたとの楽観的な見方を示している。⁽⁶⁾

それに対してアジア各国における金融システムの脆弱性と、その監督および規制が不備な点に関しては、ADBとIMFの間に、認識の開きがなく、ADBの報告書は、むしろ通貨危機の根本的な原因を、そこに求めている。しかしながら通貨危機の根因はマッキノンが夙に批判したように、国内の体制が十分に整備されていない新興国に対して、金融と資本の自由化を、短兵急に求めたところにあるのであり、新興国における金融機関の脆弱性とサーベイルンスの不備を指摘するだけでは、問題を根本的に解決したことはない。むしろ責められるべきは、資本取引の自由化を性急に推し進めたウォール街・アメリカ財務省複合体と、IMFであるが、いずれの報告書も、その点に関しては反省の色がみられず、国際短期資本を、通貨危機の元凶とする見方は、とられていない。たしかにIMFは、バーツ危機時におけるヘッジ・ファンドの役割について言及しているが、突込んだ分析はなされていない。一方ヘッジのためにドル買いを行った居住者や、金融機関の動きについては、付言されているが、ミューチュアル・ファンドや年金基金のビヘービヤールについては、一言も言及されていない。二つの報告書に共通するのは、投機性善説的な見方であり、IMFの報告書の如きは、国際投資家が巨額の損失を蒙った⁽⁷⁾として、婉曲にその自重を求めるに止っている。

アジアの通貨危機が、財政と経常収支の赤字（一九八〇年代と同一水準）、および雇用の面からみても、ファンダメンタルズ説では説明できないとする点においては、ノーランド (Marcus Noland, Li-Gang Liu, Sharmar Robinson and Zhi-Wang)⁽⁸⁾らも、ADBの報告書と同然である。しかしながらノーランドは、一九九五年に、次のような突然変異が起った事実をあげている。第一はインフレが、他の開発途上国に比べれば低いとはいえ、先進国の水準を上廻ったことである。第二は対ドル・ペッグ制下におけるドルの上昇に伴って、貿易財の競争力が低下（タイの購買力評価は、一九

九〇年を一〇〇として、一九九五年が一〇・七、一九九六年が一三程度と推定⁽⁹⁾されたことであり、第三は流入資本の構成が、一九八〇年代の直接投資主導型から、一九九〇年代には証券投資主体に変化し始めたことである。そこでまずアジア各国の貿易収支と経常収支の動向を考察すると、一九九六年には、タイ、マレーシア、フィリピン、韓国の貿易収支がGDP比で見ると、前年に比して悪化している(表II)。その原因は、輸出が停滞したためであり、IMFの調査によると、一九九六年のアジアNIEsにおける輸出の伸びは、一九九五年の二二%から、四・八%に鈍化した。中でも韓国の輸出は、その間に、三二%↓四・一%に低下し、マレーシアは二六%↓四・〇%、インドネシアは一三%↓八・八%と、いずれも著しい伸び悩みを記録した。中国とても例外でなく、同じく二五%から一・五%に鈍化し、タイの伸びも、〇・一%に止った。そのような輸出の停滞に加えて、マレーシアとインドネシアにおいては、メガ・プロジェクトの実施に伴って、資本財や製品の輸入が増大し、マレーシアが不急不要品の輸入を規制したのをはじめとして、韓国と台湾も、輸入抑制のキャンペーンを展開した⁽¹⁰⁾。

アジアNIEsの輸出が、一九九六年に停滞した理由としては、第一に生産性を上回る賃金の上昇をあげることが可能である。その結果タイとマレーシアの履物や、衣類などの労働集約的な産業は、中国など周辺の低賃金国と比較して、国際競争力の低下を余儀なくされた。一例として広東における履物工場の平均賃金は、タイの三分の一といわれ、一九九六年にタイの履物輸出は、前年比四〇%、衣類は二二%の減少を記録した。加えて一九九六年には、家電製品や集積回路の需要が低迷したため、タイの家電製品輸出の伸びは、一九九五年の二九%から一二%に鈍化した。コンピュータの部品輸出は、比較的好調であり、二七%の伸びを記録したが、集積回路の伸びは一%に止った⁽¹¹⁾。

アジアNIEsの輸出に打撃を与えた第二の要因は、ドルの上昇に伴って、公式、非公式の対ドル・ペッグ制が裏目に出たことである。アジアNIEsは、アメリカに対する輸出の依存度が高く、ドル建を慣習とする一次産品輸出

の占めるシェアも、相対的に高いため、それらの国々は、ドルに対して自国通貨の安定をはかることをもって、為替政策の基本としてきた。タイは独自の通貨バスケットを、採用していたが、バスケットを構成するドルのウエイトは、八〇%を占め、円は一五%、マルクなどその他の通貨は五%となっていた⁽¹²⁾。ドル高・円安に伴って、最も打撃をうけたのは、日本の製品と競合する韓国の輸出であり、その結果として上述のように輸出が急減する反面、日本からの輸入は逆に増加した。

第三の要因として一般に指摘されているのは、⁽¹³⁾ 中国人民元の切下げである。中国は一九九四年の一月一日、公定相場（一ドル＝五・八RMB）とスワップ市場相場（一ドル＝八・七RMB）を統一し、公定相場を五〇%近く切下げた。しかしながら人民元の切下げをアジア諸国の経常収支悪化の原因とする見解に対しては、懐疑的な見方も少くない。一例としてノールランドらは、次のような理由をあげて、これを否定している⁽¹⁴⁾。①切下げ前においても、中国の為替取引は、八〇%が、スワップ市場経由でなされていたこと。②中国とは生産構造が異なり、中国の製品とは競合しないものもみられること。③中国の物価上昇率は、他の競争相手国を上廻っており、人民元の切下げ効果が、それだけ減殺されたこと。

貿易収支の悪化を主因とする上述のような経常収支の赤字は、投資が貯蓄を上廻ったためであり、それを補填したのは、外国資本の流入であった。一例としてタイの場合には、クーデターの発生した一九九二年を例外として、ピーク時の一九九五年には、ネットの資本流入が、GDPの一二・三%に達したが、そのうちの一一・六%は、直接投資以外の「その他投資」であった⁽¹⁵⁾。（詳細は後述）。そのような状況の中でタイは、バートの実質為替相場の安定をはかり、一九九〇年の水準を維持することに成功した。そのためにタイの財政収支は黒字を続けるとともに、実質為替相場の上昇を抑制するため、不胎化介入が実施された。その結果として国内金利は上昇圧力をうけ、一九九二年以降はアメ

リカや日本の金利が低下するに伴って、内外の金利較差が拡大したため、短期資本の流入が、増大した（一九八八―一九五年における外貨準備の増加額のうち、二六・五％は、金利較差の拡大によるものとみられている⁽¹⁶⁾）。

そのような矛盾をさけるためには、変動相場制の導入が考えられるが、それは東アジアの国々にとって、それまで推進してきた輸出主導型の開発戦略に逆行することにもなりかねなかったのである。事実「輸出指向ゲームの落伍者、フィリピンにおいてすら、ホット・マネーの流入によって、ペソが上昇傾向を辿ったときには、輸出部門が金切り声をあげた⁽¹⁷⁾」。マレーシアとシンガポールは、一時的な短期資本の流入に伴う容認し難いような為替相場の上昇を、資本取引の直接規制によって、コントロールしようと試みたが、市場の圧力をかわすことができなかった。

(ロ) 短期資本の流入

メキシコ通貨危機の場合と同じく、その影響が不当に軽視されているのは、国際短期資本の大規模な流入と、それに伴う土地や株式に対する投機の発生であった。バーツの過大評価を短期資本流入の基因とする説には首肯し難いが、ストレンジ (Susan Strange) ものべているように、「バーツの過大評価は、輸出が依存する製造業や農業よりも、タイの銀行あるいは株式取引所、建設業、不動産に対する外国資金の流入を斉した (中略)」。メキシコの場合と同じく投機の多くは、アメリカからの安い借入れによって賄われた (中略)。顧みると、余りにも勢急な資本の流れの自由化は、政府あるいは銀行システムが制御できない位急速に、余りにも巨額な外国の資金が流入することを許容した⁽¹⁸⁾。

これを地域別にみるとラテン・アメリカ、とりわけメキシコの場合は、証券投資が主体であったのに対して、タイ、インドネシアの場合に注目されることは、逆に「その他」に分類される投資が大宗を占めていたことである (表12)。ちなみに一九九〇年代に、アジア諸国に流入した各種民間資本のGDP比率を一瞥してみると、韓国、フィリピン、

(表12) ラテン・アメリカとアジア・太平洋新興国向投資の内訳
(1990—93年, %)

	メキシコ	アルゼンチン	チリ	タイ	インドネシア
証券投資	67	37	22	6	-3
直接投資	21	42	31	20	28
その他(含銀行融資)	12	21	47	74	75
合計	100	100	100	100	100

(出所) Banco de Mexico, IMF, *International Financial Statistics*.
Stephany Griffith-Jones, *Global Capital Flows*, Basingstoke,
1998, p. 106 より再録。

タイにおいては、証券投資が直接投資を上廻り、インドネシアにおいても、一九九三—一九九四年にはこれと同じような現象がみられた。それに対して直接投資のウエイトが高かったのは、中国とマレーシアであり、とりわけマレーシア、シンガポール、中国においては、証券投資のウエイトがきわめて低かったのが特徴である。中国とインドネシアを除くアジア各国の民間資本のうち、最もGDPに対する比率の高いのは、「その他」に分類される民間投資であった。そこには銀行の貿易信用、預金などが含まれるが、とくに金額の大きいのは、オフショア市場からの資金の流入であった(表13)。

まずアジア各国における証券投資の動向をみると、マレーシア、ホンコン、シンガポールの株式市場における時価総額のGDP比率が、イギリス、アメリカ、日本を上廻る勢いで、伸長したことは、アジアにおける株式市場の急速な発展を物語るものといえる(図2)。それに対してアジアにおける債券の取引には、殆んどみるべきものがなかったが(図4)、株式の取引額は、時価総額比率で見ると、一九九五年には、中国、韓国、タイなどの国々において、とりわけ

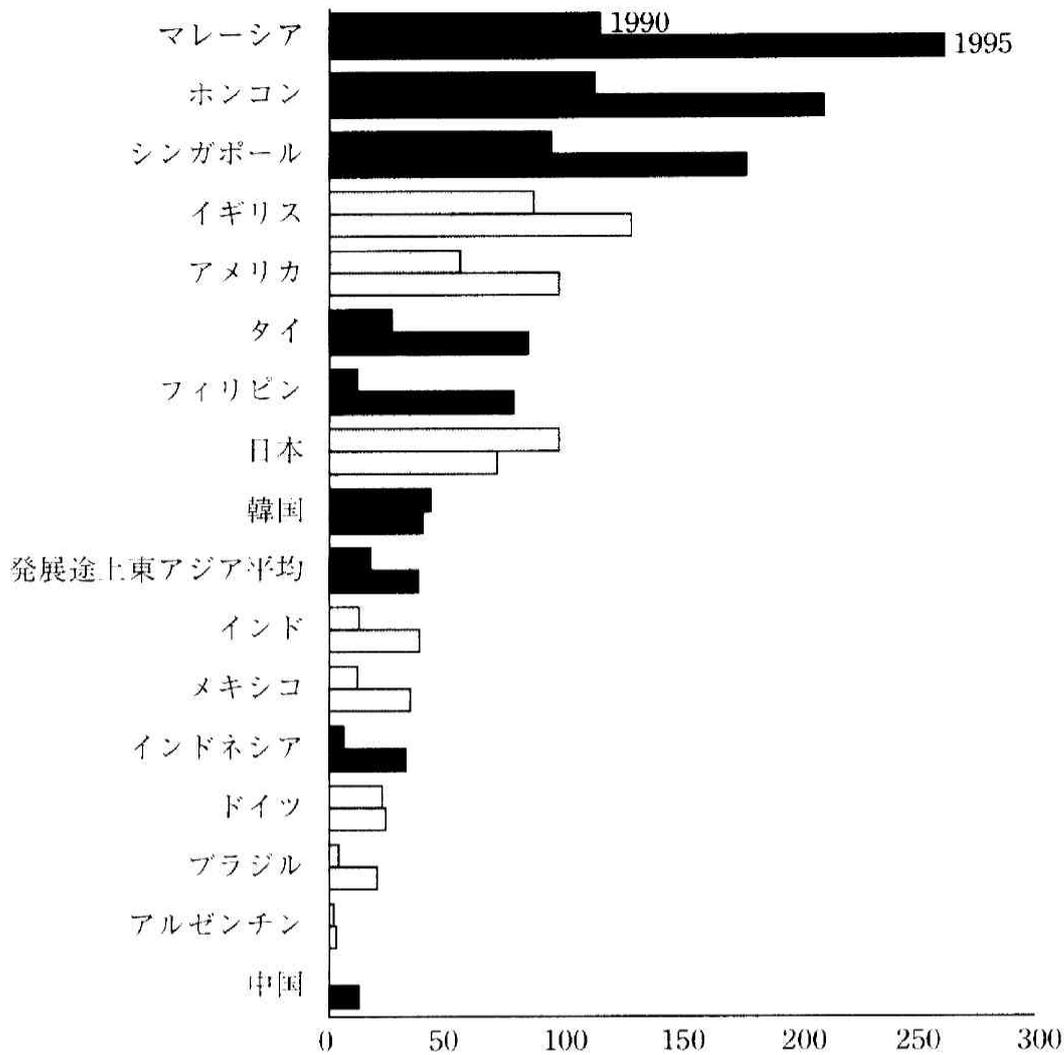
目ざましい増加を示した(図3)。一九九四年にはアジアの株式市場(除日本)における時価総額が、世界全体の九六%をこえ、今世紀の末には、倍増するものとみられるに至った。株価指数も、一九七五—一九九四年一月の間に、マレーシアが一七・三三%、タイ一七・一一%、韓国が一六・〇四%の上昇を記録した。⁽¹⁹⁾とくに注目されることは、インドネシア、フィリピン、マレーシア、タイの株式市場において、外資系の活動が、活発であったことであり(図5)、

(表13) アジア諸国に対する民間資本の流れ (GDP比, %)

		1989年	1990年	1991年	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年
インドネ	直接投資	0.96	1.51	1.86	1.94	1.76	1.77	3.28	na
	証券投資	-0.24	-0.13	-0.02	-0.10	1.59	3.26	3.09	na
	その他(銀行の貸付を含む)	3.40	4.83	5.30	4.84	1.91	-1.29	1.92	na
韓国	直接投資	0.51	0.31	0.42	0.24	0.18	0.21	0.39	0.50
	証券投資	0.00	0.03	0.86	1.59	3.12	1.83	2.45	3.63
	その他(銀行の貸付を含む)	-0.77	2.05	3.70	1.40	-0.71	3.37	4.67	5.10
マレーシ	直接投資	4.40	5.44	8.23	9.16	8.19	5.84	4.80	na
	証券投資	-0.28	-0.60	0.35	-1.98	-1.16	-2.22	-0.51	na
	その他(銀行の貸付を含む)	-0.68	-0.21	1.02	5.63	12.17	-2.57	3.78	na
フィリピ	直接投資	1.37	1.38	1.16	0.42	2.33	2.29	2.03	na
	証券投資	0.71	-0.13	0.27	0.29	1.69	1.30	3.60	na
	その他(銀行の貸付を含む)	1.24	4.10	4.85	5.46	4.61	5.14	4.18	na
シンガポ	直接投資	9.22	14.33	10.59	4.48	8.00	11.27	9.59	9.96
	証券投資	1.20	1.47	-0.52	2.84	4.89	0.15	0.05	1.33
	その他(銀行の貸付を含む)	23.66	4.28	-6.37	10.37	14.20	7.96	11.43	15.01
タイ	直接投資	2.46	2.82	2.02	1.91	1.46	0.95	1.25	1.28
	証券投資	2.06	-0.04	-0.08	0.83	4.40	1.73	2.46	1.97
	その他(銀行の貸付を含む)	5.12	8.07	9.67	5.85	5.44	6.86	11.70	6.52
中国	直接投資	0.76	0.90	1.08	2.31	4.58	6.25	5.14	5.23
	証券投資	0.03	na	0.14	0.08	0.61	0.73	0.10	0.31
	その他(銀行の貸付を含む)	0.34	0.28	1.11	-0.85	-0.10	-0.28	0.73	0.17

(出所) IMF, Balance of Payments Statistics, 各号, Marcus Noland, Li-Gang Liu, Sherman Robinson and Zhi Wang, *Global Economic Effects of the Asian Currency Devaluations*, Washington, 1998, p.18.

それからアジアの証券市場が外国の証券会社によって、発展を促された⁽²⁰⁾と称される理由が判然とする。ちなみにアメリカ人による外国株式の買越状況は、表14のごとくであり、日本と香港を除いても、一九九三年以降は、韓国、インドネシア、フィリピンなどにおいて、大幅な買越となった。次にアジア通貨危機の原発地であるタイに焦点をあててみると、金融の自由化が進展し、市場志向型の経済、開発計画が展開されるにつれて、

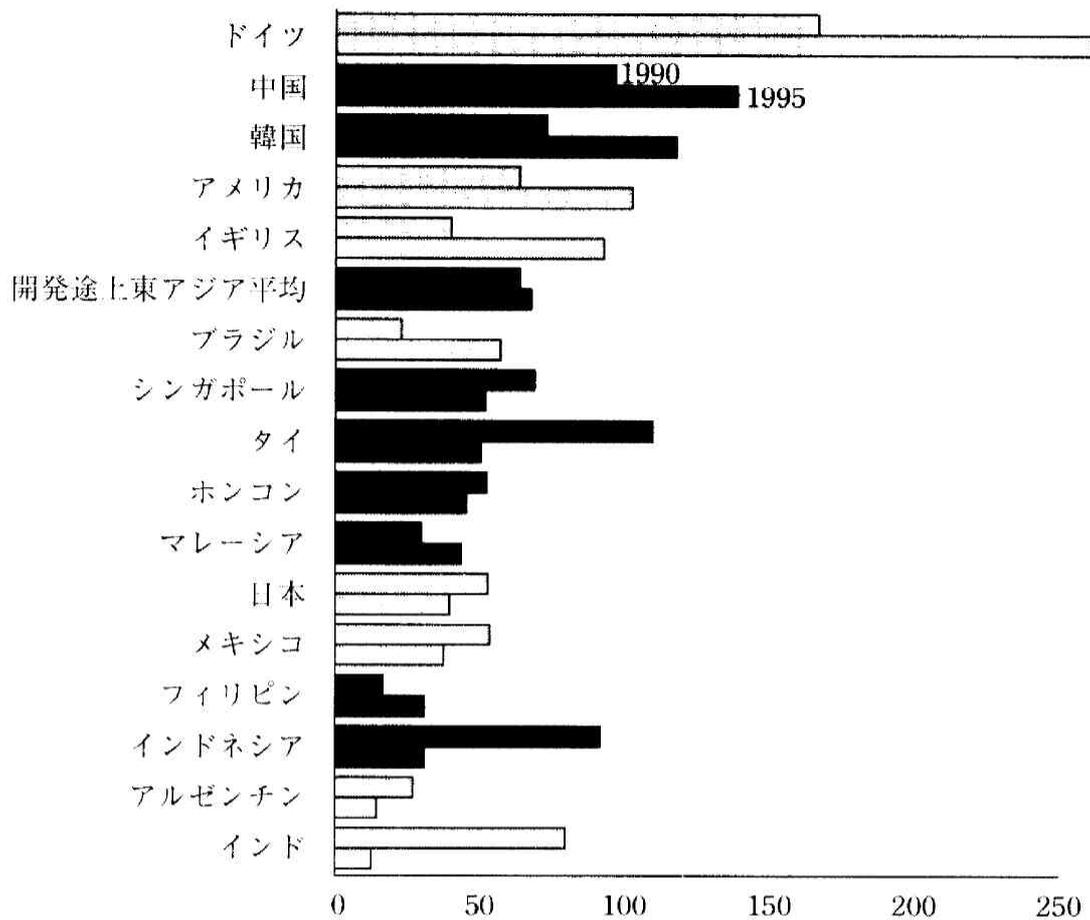


(注) GDR 比, %

(出所) IFC, 新興市場データ・ベース, World Bank, *World Development Indicators 1997*, Washington, 1997 (以下世銀 1997 と略称)。Stijn Claessens and Thomas Glaessner, *Are Financial Sector Weaknesses Undermining the East Asian Miracle*, Washington, 1997, p. 19 より再録。

(図 2) アジア証券取引所の時価総額 (1990—1995 年)

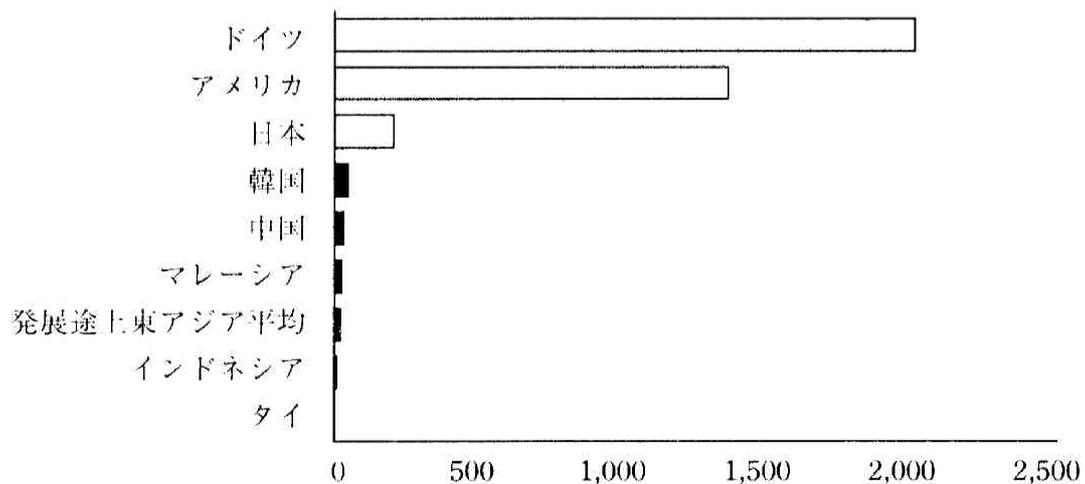
一九九〇年以降は、民間資本の流れが急激に増加した(表13)が、証券投資、とくに「その他投資」のウェイトがきわめて高いことが注目される。そこでまずタイの「その他投資」について考察することにするが、タイの場合、シンガポールに次いで、GDPに対するこの項目のウェイトの高いことが注目される。この項目の内容は、銀行部門の借入と、BIBF (Bangkok International Banking Facility) からの資金の取入れに、非銀



(注) 時価総額比, %

(出所) IFC, 世銀, Claessens and Glassner, *op. cit.*, p. 20 より再録。

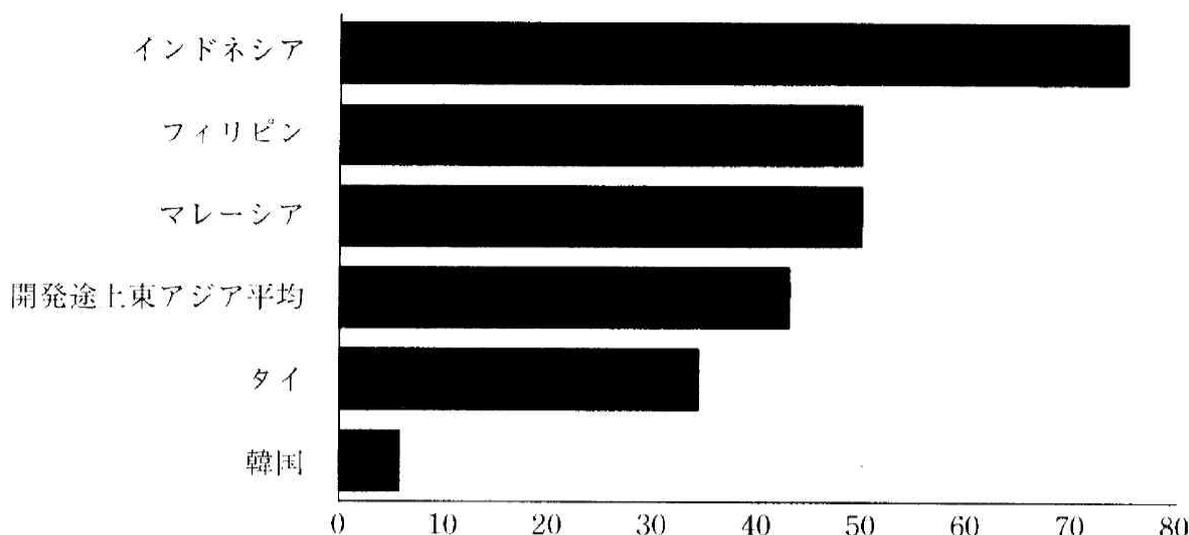
(図3) 株式取引額 (1990—1995年)



(注) 市場の時価総額比, %

(出所) World Bank, *The Emerging Asian Bond Market*, Washington, 1995, Claessens and Glassner, *op. cit.*, p. 21 より再録。

(図4) 債券の取引額 (1990—1995年)



(注) 取引額比, %

(出所) 世銀 1997. Claessens and Glassner, *op. cit.*, p. 19 より再録。

(図5) アジアの証券取引における外国人の取引割合

行部門の直接投資と証券投資を除いた残りの項目を合計したものに該当する。表15によって明らかにされることは、銀行部門において、BIBFからの資金の取入れが、銀行部門全体の七四%を占め、非銀行部門においては、非居住者バット建預金が、直接投資と証券投資を除いた流入資本の実に八六%を占めていたことである。

BIBFとは、一九九三年の三月、バンコックに創設された国際金融市場であり、外貨預金の受入、外国為替取引、内外の顧客に対する外貨貸付がみとめられる。インターナショナル・バンキング・サービスと称するものの、外―外取引に限定されているニューヨークのIBFとは違って、外―内取引もみとめられる点において、BIBFはむしろユーロ市場型に属する。外―外取引に対しては、源泉課税が免除されるが、外―内取引については、一〇―一五%の課税が行われる⁽²¹⁾。タイは一九八九年―九二年に金利の自由化を実施したのをはじめとして、一九九一年には経常取引の自由化を達成した。一九九二年には、居住者による外貨預金と、非居住者によるバット建預金の開設も許可された。一九九一―九二年には、競争力を高めるために、商業銀行も、証券の発行、引受、トレーディングをはじめとして、金融コンサルタント業務や、ミューチュアル・ファンドの受託などの投資銀行業務が

(表14) アメリカの外国株式市場における買越額

(単位100万ドル)

	1986年	1987年	1988年	1989年	1990年	1991年	1992年	1993年	1994年	1995年
日本	-116.5	-540.8	62.3	81.9	51.5	1,160.2	370.3	516.6	1,226.2	1,622.6
ホンコン	32.3	-57.8	26.4	-21.7	46.7	89.0	236.0	532.4	200.3	181.2
シンガポール	-2.9	-2.7	-2.5	33.8	43.8	-13.8	42.3	112.7	0.8	71.2
マレーシア	0.6	7.7	1.9	2.3	11.3	-2.2	19.6	91.9	2.2	-12.1
インド	0.2	0.0	0.0	0.1	-0.1	0.2	0.0	8.9	35.2	28.6
インドネシア	-0.2	0.0	0.0	-0.2	2.2	7.6	14.6	25.2	80.6	57.2
韓国	1.2	-0.8	-2.6	3.2	-2.5	0.0	38.8	104.4	140.0	136.4
パキスタン	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	1.0	4.2	2.1	0.8
フィリピン	-1.3	-2.5	2.0	0.8	1.8	2.2	18.2	10.2	38.3	40.9
タイ	1.2	2.5	11.1	-0.2	3.5	7.5	10.1	4.0	16.0	-0.8
台湾	0.8	-1.8	-1.6	-1.0	-0.2	3.1	1.2	6.7	-9.2	12.9
中国	9.2	-0.2	0.2	0.0	0.1	0.0	-0.3	8.9	49.0	13.3
アジア	-75.2	-596.4	97.2	99.1	157.9	1,253.8	751.8	1,426.1	1,781.3	2,152.2
除日本	41.2	-55.7	34.9	17.2	106.4	93.5	381.5	909.5	555.2	529.7
除日本、ホンコン	8.9	2.2	8.5	38.8	59.8	4.5	145.5	377.1	354.8	348.5
ラテン・アメリカ	8.8	31.5	-9.8	4.8	188.0	221.8	416.3	995.5	337.8	156.8
メキシコ	0.3	1.6	0.8	0.8	88.5	173.2	230.4	427.9	100.4	13.2
ヨーロッパ	126.8	290.8	146.9	853.9	366.4	1,225.2	1,505.4	2,216.8	1,453.1	1,789.2
合計	154.3	-90.1	163.2	1,088.5	768.4	2,664.0	2,688.2	5,224.2	4,005.9	4,226.7

(注) 買越額は月間のグロスの買入からグロスの売りを控除したものである。報告された数字は毎月の買越額を年平均したものである。

(出所) U. S. Treasury Department, *Quarterly Bulletin* および未公開資料。Henning Bohn and Linda L. Tesar, "U. S. Portfolio Investment in Asian Capital Market", in Reuven Glick (ed.), *Mngaging Capital Flows and Exchange Rates*, Cambridge, 1998, p. 45 より再録。

みとめられ、さらに支店の開設も自由化された(一九九三年までは、預金の一六%を、タイの国債に投資し、郊外店の場合には預金の六〇%を地元に戻元しなければならなかった)。為替管理も三段階に分けて緩和され、一九九〇年には中銀の許可なしに、対顧客為替取引を行うことが可能になった。一九九四年にはバーツ経済圏を展望して、一段と規制が緩和され、残された規制は、対外証券、不動産投資、一〇百万ドルをこえる対外直接投資だけに⁽²²⁾なった。BIBF(企業と個人の参人もみとめられる)は、競争力を高め、外貨資金の調達コストを節減するとともに、バーツ経

(表15) タイの民間部門における資本の流入形態 (単位: 100万ドル)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
民間部門の資本流入(ネット) (対GDP比)	883 1.7	3,788 6.0	5,848 8.2	10,983 12.8	10,321 10.5	9,942 8.8	11,016 8.8	14,008 9.8	15,106 9.3
銀行部門	239	850	-296	1,603	-253	1,934	1,786	13,773	7,801
銀行借入							-4,038	3,830	2,015
B I B F							5,824	9,943	5,786
非銀行部門	644	2,938	6,244	9,380	10,574	8,008	9,230	235	7,306
直接投資	182	1,082	1,731	2,402	1,866	2,017	1,358	174	215
海外借入	-619	188	1,842	4,535	5,661	2,846	-1,810	-5,373	508
証券投資	499	447	1,429	457	163	531	4,852	1,110	2,387
非居住者パーツ建預金	412	860	1,093	1,336	2,042	2,131	4,246	3,871	4,045
その他	170	361	149	650	842	453	584	453	151
民間・公共両部門 資本流入(ネット) (対GDP比)	1,083 2.1	3,729 6.0	5,553 7.7	9,739 11.4	11,337 11.5	10,078 9.0	11,250 9.0	14,123 9.9	

(注) 1995年は8月末現在の数字。

(出所) タイ中央銀行資料, S C B Research Institute 資料, その他より田坂敏雄氏が作成。同氏の『パーツ経済と金融自由化』, 御茶の水書房, 1996年49ページより再録。

済圏の形成や、ホンコンの中国返還を視野に入れて、リージョナルな金融センターの創設を企図したものであった。⁽²³⁾

さらに一九九五年の初めには、五つの地域に対する資本の流入を促進するため、Provincial International Banking Facility (PIBF) が開設され、三七の銀行に、ライセンスが与えられた。PIBFは、バンコック以外の地域で運営され、その資金は、PIBFと同じく、海外から調達されるが、PIBFと異なることは、外内取引について、外貨だけでなく、パーツ建の貸付もみとめられることである。⁽²⁴⁾

田坂敏雄教授の御労作によると、PIBFの活動には、いくつかの注目すべき特徴があげられる。第一は一九九四年七月の段階において、外内取引が、僅かの四％(うちインドシナ三国への貸出は三・八一%)を占めるに過ぎなかったことである。しかもそのような外内取引の大部分は、新規参入外銀の実績作りのため、東京からBIBFに取入れられた資金を、シンガポールやホンコ

(表16) タイの商業銀行とファイナンス・カンパニーの業種別融資残高

(1994年末)

	商業銀行		ファイナンス・カンパニー	
	融資残高 (百万バーツ)	構成比 (%)	融資残高 (百万バーツ)	構成比 (%)
農業	152,177	4.6	3,897	0.4
鉱業	13,781	0.4	2,337	0.2
製造業	772,519	23.5	137,694	13.7
建設業	137,739	4.2	29,956	3.0
不動産業	358,952	10.9	239,673	23.8
輸入	105,850	3.2	14,731	1.5
輸出	163,354	5.0	8,916	0.9
卸・小売	603,566	18.3	69,731	6.9
公益事業	78,664	2.4	16,791	1.7
金融業	202,843	6.2	96,527	9.6
サービス業	266,252	8.1	60,148	6.0
個人消費	437,375	13.3	318,965	31.6
リース業	—	—	8,661	0.9
合計	3,293,073	100.0	1,008,027	100.0

(出所) Bank of Thailand. Suchada Kirakul, "Interest Rate Administration and Liberalization and Money Market Development in Thailand", in Hassanali Mehran, Bernard Laurens and Marc Quintyn (eds.), *Interest Rate Liberalization and Money Market Development*, Washington, 1996, p. 76 より再録。

ンのタイ系銀行に貸出されたものであった(それはさらにBIBFを通じて、タイの企業に貸出された。金額は推定五九〇億バーツ⁽²⁵⁾)。BIBFを経由する取引は、コストの面で有利であっただけでなく、BIBF支店から、フルバンキング支店に昇格するための実績かせぎにも利用され、一九九五年の七月には、都銀六行だけで、外—内取引総額の九〇%以上を占めていた⁽²⁶⁾。第二はタイ経済のドル化(dollarization)に伴ってM₂に外—内取引を加えた金額が、一九九四年の五月には、前年同月比二四・三%の増加となり、為替平衡基金に対する市中銀行のドル売りとも相俟って、ハイパワード・マネーの増加を齎したことである⁽²⁷⁾。他方非銀行部門における資本流入の大宗を占める非居住者バーツ建預金とは、単なる貿易の決済資金だけでなく、金利裁定あるいは為替投機を

(表17) B I B F ライセンス銀行の融資残高

(単位：100万バーツ)

	1993	1994	1995	1996	1997
タイ商業銀行	126,307	189,826	254,570	330,091	334,809
製造業	46,361	67,922	96,516	141,227	149,916
ノンバンク	10,033	15,674	29,005	29,890	26,420
不動産	13,850	19,574	15,535	15,490	15,063
外国銀行支店	50,260	102,249	152,403	222,795	374,996
製造業	23,165	43,583	74,588	124,438	206,179
ノンバンク	3,294	13,767	27,868	26,464	56,945
不動産	1,057	2,967	3,754	2,227	6,236
新規ライセンス外国銀行	19,180	164,568	273,805	264,565	137,397
製造業	11,723	63,714	121,058	124,875	65,563
ノンバンク	1,167	642,241	72,604	63,267	38,778
不動産	498	1,881	6,129	6,026	1,679
B I B F ライセンス全47行	195,746	456,643	680,778	807,452	847,201
製造業	81,249	175,219	292,162	390,539	421,658
ノンバンク	14,494	71,683	129,477	119,621	122,142
不動産	15,404	24,422	25,418	23,743	22,978

(出所) The Bank of Thailand. 滝井, 福島, 前掲書, 54 ページ。

狙いとする短期資本の流入を示すものであり、その八一・七％は、海外のタイ人によって保有されていた²⁸⁾。

一方それら資金の運用面をみると、一九九四年末の融資残高のうちの七七％近くを占めていたタイの商業銀行は、全体の一〇・九％を、不動産業に対して融資していた。それに対して不動産業に対するノンバンクの融資は、全体の二三・八％と突出した数字を示しており、商業銀行とノンバンクを合せると、不動産業に対する融資は、融資総額の約一四％を占めていた(表16)。

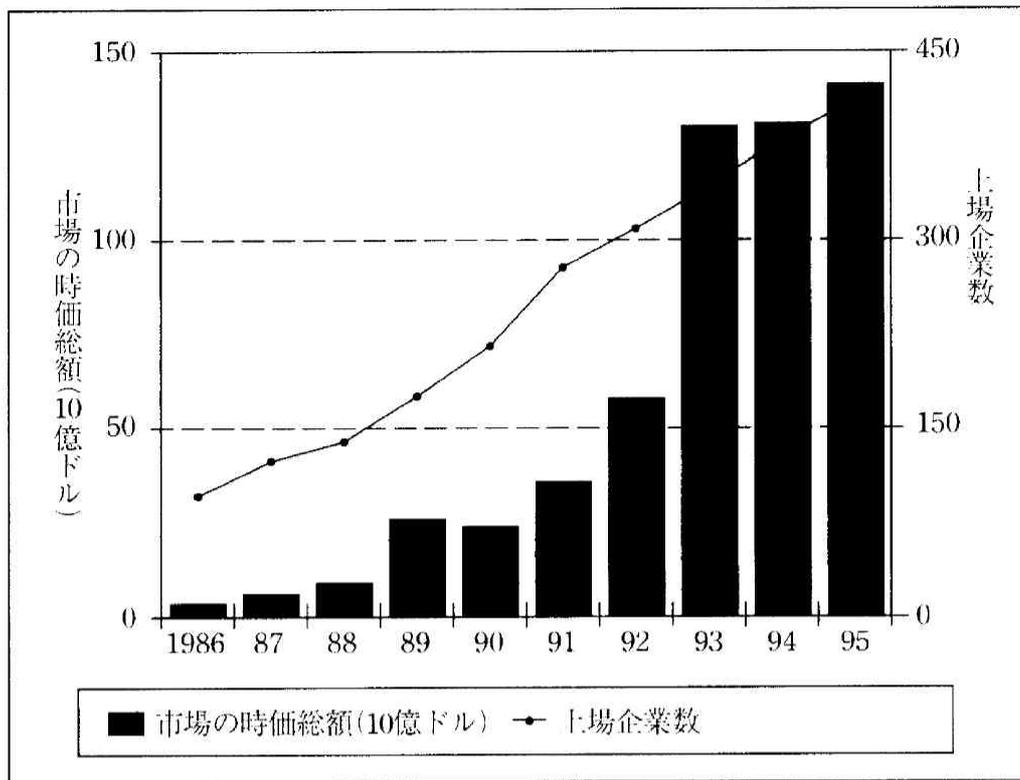
次にB I B F ライセンス銀行の融資状況をみると(表17)、そのうちのタイ商業銀行の融資総額に占める不

動産業の割合は、四・五％を占めていたが、BIBFから資金を取入れて、これを不動産業に融資する場合には、期間のミス・マッチング（短期借・長期貸）が発生する。加えて一九九六年に、GDP比五一％（一九九一年は四一％）まで増大したBIBFを経由する外貨借人の多くは、政府の為替安定政策を信頼して、リスク・ヘッジを行わなかったため、後述のように、為替の信認が動揺するに伴って、パーツの狼狽売りを招く原因ともなったのである。

とりわけタイにおける不動産・証券投資のシテ役となったのは、商業銀行よりも、ノンバンク、就中ファイナンス・カンパニーであった（ファイナンス・カンパニーは、有限会社組織であり、大蔵省の認可を必要とする）。ファイナンス・カンパニーは、預金の受け入れをみとめられないので、銀行借入れに依存し、外為取引もみとめられない。ファイナンス・カンパニーは、投資銀行に類するが、証券業務を行うためには、別途大蔵省の認可が必要とされる⁽³⁰⁾。

ファイナンス・カンパニーは、外国から資金を借入れ、韓国の銀行など外国の機関投資家に、タイの株式や債券を販売した。外国の銀行は、タイの金融機関に接近し、低利で資金を供給したため、ファイナンス・カンパニーは、さらにそれを高い利息で、消費者に貸付けた（消費者金融と不動産金融の金利は、一四―二〇％が通例であった）。ファイナンス・カンパニーは、生産的なメーカー融資に関心を示さず、ディベロPPERに対して融資を行った。それだけでなく、自らも不動産投機にまき込まれ、最大手のFinance Oneまじが倒産した⁽³¹⁾。

不動産ブームの発生した原因としては、短期資本の流入と、折からの直接投資や、観光ブームに伴う日本、台湾、ホンコンなどからの土地の買漁りなどがあげられる（非居住者の土地取引に対する規制は、合弁会社の名義とすることによって、免れることができた⁽³²⁾）。一例として、バンコックにおける事務所の建設は、一九九六年に、六〇万平米に達したが、一九九七年の計画では九〇万平米（そのうちの八〇％は、一九九六年に着工）、一九九八年には一三〇万平米に達するものとみられていた⁽³³⁾。過去の好況時においても、一二万戸に過ぎなかった住宅の建設も、一九九四年には、三〇万戸に達

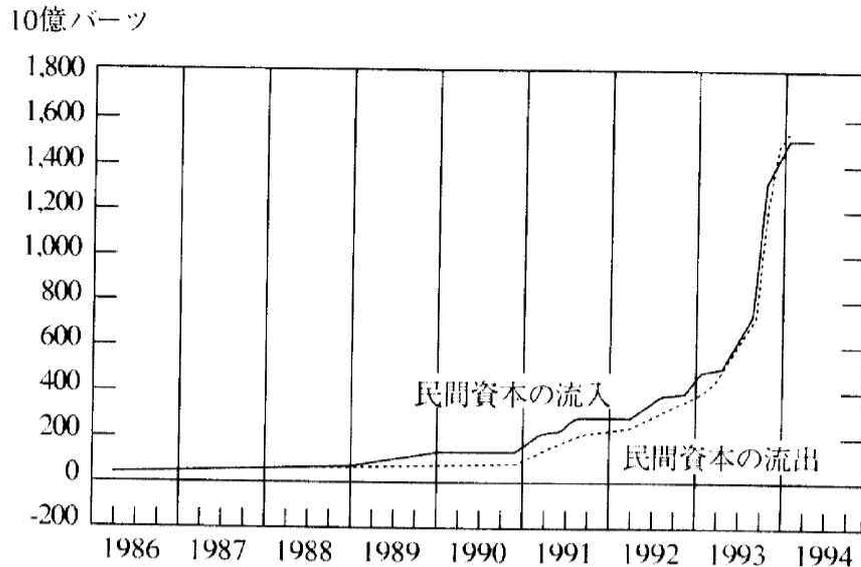


(出所) International Finance Corporation, 1996. United Nations, *Financial Sector Reforms in Selected Asian Countries*, NY, 1997, p. 70.

(図6) タイの株式市場

していた⁽³⁴⁾。

同じく株式投資も、短資の流入、強気の経済見通し、規制の緩和、資本市場の整備を背景として、ブームをよび起した。一九九五年には、上場企業数が四一六社にのぼるとともに、時価総額も一四一五億ドル(一九八六年は二九億ドル)に達した(図6)。タイの証券取引所が創設されたのは、一九七四年のことであるが、市場が急速に拡大したのは、一九九〇年代の初頭のことであった。一九九二年には上述のようにSECが創設され、為替管理の緩和と資本の自由化、とりわけ一九九〇年代の初めに実施された対外送金の規制緩和に伴って、外国企業の参入が増大した(その結果外国企業の取引シェアは、一九九三年の二二%から、一九九六年に三五%へと上昇した⁽³⁵⁾)。一九九〇年八月の湾岸危機や、一九九二年四月の政治的危機の発生時には、一時的に資金が流出したが、一九九三年には証券投資が前年比七倍(八〇〇億バーツ)もの増加を示した。一九九三年の第四半期にお



(出所) Bandid Nijathawron & Thanisorn Dejthamrong "Capital Flows, Exchange Rate and Monetary: Thailand's Recent Experience", *Quarterly Bulletin*, Bank of Thailand, Vol. 34 No. 3, September 1994, Fig. 1

Pornpen Sodsrichai, *An Economic Impact of Financial Liberalization in Thailand*, Master of Economics, Thammasart University, May 1993, Table 5. 6. 田坂, 前掲書, 51 ページより再録。

(図7) 民間資本の流入と流出

ける民間資本流入の急激な増加は、証券投資と非居住者バーツ建預金への送金の増加、すなわち短期資本の流入を主因とするものであった⁽³⁶⁾ (図7)。

タイにおける短期資本の流れが、純流出に転じたのは、一九九六年第四半期の財政収支が、歳入の減少から、GDP比一・一%の赤字に転落することが発表されたためであった⁽³⁷⁾。景気の鈍化と政情の不安定性に加うるに、短期資本の流出に伴って、株式(株価指数は、ピーク時の一九九三年における一六八三に対して、一九九七年の半ばに五〇〇を割った⁽³⁸⁾)と不動産の価格は暴落し、一九九七年の一月には、不動産会社とファイナンス・カンパニーの倒産を防ぐために、七〇〇億バーツの救済資金が投入された(不動産融資の残高は、六〇〇億バーツをこえていた)。そのような状況の中で、既述のごとくFinance Oneが倒産したほか、タイの大手デベロッパー(Somprasong Land and Development)も、ユーロ転換債の償還不能に陥った。一九九六年の末には、ファイナン

ス・カンパニーの不良債権が、融資残高の一四%をこえ、一九九七年には不良債権の比率が、商業銀行の場合は、九一四%、ファイナンス・カンパニーの場合は、三〇%に達するものと推定されるに至った。⁽⁴⁰⁾ しかしながら不良債権の額は過小に報告され、貸倒準備金の積立も不十分であった。ために九一のファイナンス・カンパニーのうち、五八のファイナンス・セキュリティ・カンパニーは、営業の停止に追い込まれ、再建、合併、増資などの対応を迫られることになった。⁽⁴¹⁾

一方、短期資本の流出に伴って、バーツが下落したため、一九九六年に中銀(三八七億ドルの外資準備を保有。メキシコの倍)は、金利を引上げて、投機を抑制しようとした。中銀は、ペッグ制の弾力化をはかろうとしていたとも伝えられるが、その構想は、政治家の容れるところとはならなかった。⁽⁴²⁾ しかしながら一九九七年の二月には、アメリカの投資銀行が、バーツ切下げの可能性を予見し、ムーディーズ(Moodys)がタイの格付けを下方に修正する動きを示した。それを契機として、非居住者のみならず、居住者をもまき込んだバーツのパニック売りが発生したが、その理由は既述のように、BIBFを経由する外貨借入れ(一九九五年にGDPの四一%)の多くが、政府の為替安定政策を過信して、リスク・ヘッジを行っていなかったためであった。⁽⁴³⁾

一九九七年の春と夏には、メキシコの場合と同じくデリバティブが、バーツ投機に用いられ、IMF金融調査主任のフォルケル・ランドゥ(David Folkerts-Landau)も「商業銀行は、いくつかの開発途上国における中央銀行よりも、たしかに進んでいる」とのべたとも伝えられる。また先物(forward)を利用した為替投機も行われ(一九九七年一三月の先物予約、一五〇億の八〇—九〇%は投機筋であった)、投機筋は三〇億ドル以上の利益をあげたとも伝えられる。⁽⁴⁴⁾

五月にはホンコン、シンガポールなどの通貨当局も介入を行ったが、タイはオフショアの貸出を禁止するとともに、オーバーナイトの金利を五〇〇—一〇〇〇%に上げた。⁽⁴⁵⁾ 一九九七年の七月一日、政府は切下げを否定したが、翌二

日には、ドル・ペッグを停止するとともに、フロートに移行し、事実上の切下げを行った。

当初タイ政府は、IMFから支援をうけることを忌避していたが、日本がIMFの支援を条件として援助することを申し出たため、タイも、一九九八年の八月、IMFの支援をうけられることになった。IMFは世銀、ADB、BIS、日本、オーストラリア、韓国、ホンコン、および他のASEAN諸国とともに、合計一七二億ドルのスタンダード・バイ・クレジットを供与し、タイは注記のようなコンディショナリティを、うけ入れることになった。⁽⁴⁶⁾

タイを震源地とする通貨危機は、経済的パフォーマンスのすぐれないフィリッピンをはじめとして、マレーシア、シンガポール、ホンコン、韓国、台湾など、他のアジア諸国にも伝染した。その中でとりわけ対応が注目されたのは、IMFの支援を拒否し、資本取引に対する規制を強化したマレーシアと、カレンシー・ボードの導入を試みようとしたインドネシアである。それはテキーラ効果に対処するためにとられたラテン・アメリカにおけるチリとアルゼンチンの対応に類比される。

マレーシアは、タイと同じく不動産、証券投資のブームを続けていたが、既述のように、世界最高のビルや、新空港の建設などの大規模工事を行ったため、輸入の増加に伴って、経常収支は赤字を持続していた。政府はリングの過大評価を否定し、タイ通貨危機の伝染を防ぐため、介入と金利の引上げ、スワップによる借入の禁止のほか、株式購入資金の貸付制限、株価操作などの対策を実施した。そのようにドラスチックな証券市場対策を打ち出した理由として、マハティール首相は、ソロスをはじめとする国際投機家の策動が、為替から株式にシフトしたためであると主張したが、それは為替相場と株価にとって、逆効果となった。マハティール首相は、一九九七年の九月、ホンコンにおいて開催されたIMF・世銀総会においても、為替取引の実需原則を力説したが、国際機関やメディアは、短期資本の規制を提唱するマハティール首相に、同情的な態度を示さなかった。

マレーシアは一九九八年の九月、固定相場制に復帰するとともに、株式の購入後一年間の売却禁止、非居住者口座間の振替に対する許可制の導入など、新たな規制を打ち出した⁽⁴⁷⁾。メディアは依然として、それに批判的であったが、その月の終りには、ブレア・イギリス首相が国際通貨制度の改革を提唱した。そこでは、大量の国際資本移動に伴う国際通貨体制の混乱を修復するため、IMFと世銀の一部統合、透明性の向上、金融監督の強化、IMF融資制度の拡充が謳われたが、ヘッジ・ファンドをはじめとする短期資本の規制については、積極的な対応が示されなかった。しかしながら一〇月の初旬、ロング・チーム・キャピタル・マネージメントの破綻を契機として、アメリカの議会においても、ヘッジ・ファンドの規制を求める動きが台頭した。そのような状況の中で、一九九八年の一〇月、ワシントンで開催されたG7蔵相・中央銀行総裁会議においては、国際資本移動の規制を求める意見が台頭し、IMF暫定委員会は、どのような状況で規制が適正か、理事会に検討を要請することになった。その勧告は微温的であり、今後の展開については、必ずしも予断を許し難いが、資本移動の規制を効果的なものにするためには、国際的な協力が必要であり、そのためには国際的な行動基準の策定が望まれる。

一方のインドネシアは一九九六年に、八・二%の経済成長を達成したが、景気の過熱に伴って、輸出が鈍化（石油以外の輸出は、三分の一の減少を示した⁽⁴⁸⁾）したため、経常収支の赤字は、GDPの三・三%に拡大した（表11）。タイにおける通貨危機の余波が、フィリピン・ペソを切下げに追い込んだ一九九七年の七月一日、インドネシア政府は、ヘッジ・ファンドなどの投機的な活動を抑えるために、対ドル変動幅の拡大（以下各八↓一二%）、直先市場における為替介入、新規の土地取引に対する融資の禁止などの対策を打ち出した。八月にはルピア切下げのルーマーが流布され、その月の一四日に、政府は介入の停止を発表した。しかしながら民間における対外債務の四八%は、ヘッジを行っていなかったために、ドル買いが殺到した。政府はスワップ市場を規制し、非居住者のドル買いを制限したが、居住者の

ドル買が急増したため、その対応は所期の成果をあげることができなかつた。⁽⁴⁹⁾

九月四日に政府は、一〇項目の改革案を発表し、一〇月の上旬には、IMFの支援をうけ入れる用意があることを発表した。しかしながらスタンダード・プーア(Standard and Poor)が、格下げを決定したために、ルピアが暴落した。一時はIMFとの協議も難航したが、一〇月三十一日、IMF支援を柱とするパッケージ計画が発表され、インドネシアはその見返りとして、金融改革の促進を約束した。⁽⁵⁰⁾その後スハルト大統領の健康問題や政情不安などが発生し、遂にはスハルトの退陣を招くに至ったが、その間IMFをはじめとして、主要国を困惑させたのは、スハルトがカレンシー・ボードの導入を考慮していたためであった。(スハルトは、一ドル＝五〇〇〇ルピアで対ドル相場を固定しようとした)。スハルトはアメリカに留学している子女の助言を容れ、カレンシー・ボードの研究者であるジョン・ホプキンス大学のハンク教授(Steve Hanks)を顧問に招聘したが、これに反対するIMFは、インドネシアがその計画を強行する場合には、支援を中止すると通告した。EUもその計画に反対し、アメリカのクリントン大統領は、電話でスハルト大統領に、IMFと同じく、この案に反対する旨の申し入れを行った。カムドシュIMF専務理事は、カレンシー・ボードを劇薬にたとえ、それを実施するための条件として、①経済と銀行制度が、激しい金利の変動に堪えうること、②十分な外貨準備が蓄積されていること、③対外債務が安定的であることをあげるとともに、インドネシアはその条件を備えていないと力説した。オーストラリアもIMFの意見に同意し、IMFが支援を拒絶する場合には、オーストラリア(一〇億ドルの拠出を予定)もこれに同調すると警告した。⁽⁵¹⁾そのようにしてインドネシアの主張するカレンシー・ボードの導入案は、四面楚歌のうちに葬り去られることになったが、一九九八年の九月には、ルーブルの崩壊に対処するため、ロシアのフォードロフ副首相が、カレンシー・ボードの導入を検討していることが、明らかになった。その計画は、アルゼンチンの通貨安定に成果を収めたカバリーヨ蔵相の助言によるものであるが、ロシア政府の顧問を

つとめるペール元ドイツ連銀総裁や、シルギイ欧州委員会通貨問題コミッションナーはこれに反対した。その理由は、インドネシアの場合と同じく、十分な外貨準備と健全な経済政策、および整備された銀行制度が、ロシアには欠けているためであった。そのような経緯をへて、一九九八年の九月四日に、チェルノムイルジン首相代行の発表した経済危機対策の中には、外貨準備を裏づけとする通貨発行計画が含まれていた。それはカレンシー・ボードの導入を想定したものとみられるが、日本経済新聞の報道によると、それはアルゼンチンやホンコンと違って、対外的には変動相場制が採用されることになっていた。⁽⁵²⁾

既述のようにカレンシー・ボードは、古典的金本位制度と同じく、人為的な政策決定の代りに、準備資産の増減によって、自動的にマネタリー・ベースが変化する非人格的なルールの支配を、金科玉条とすることによって、物価と為替の安定を狙いとする制度である。そのためには十分な準備資産が必要とされ、 $M_1 \parallel$ 現金 + 要求払預金だけでなく、 $M_2 \parallel M_1 +$ 貯蓄性・定期性預金をカバーするとともに、ホンコンの Exchange Fund のように、公開市場操作を行うための余裕が必要とされる⁽⁵³⁾。(エストニアの場合は、第二次大戦中にイングランド銀行とスウェーデンのリクスバンクに預託していた金の返還をうけ、それをもとにしてカレンシー・ボードを創設した⁽⁵⁴⁾)。カレンシー・ボードの一つの問題点は、大量の資本流出に伴って準備が減少する場合に、マネタリー・ベースが収縮し、クレジッド・クラッシュと、異常な高金利が現出されることである。またカレンシー・ボードは、国債の引受や、政府に対する貸付を行わないので、財政当局との事前の合意が必要である。しかしながら既に関説したように、現実には純粹のカレンシー・ボードが採用されているとは限らないのであり、アルゼンチンのように便法が講ぜられることもあるが、反面その場合には、それだけカレンシー・ボードの効用が減殺されることになる。またシンガポールのカレンシー・コミッションのように、変動相場制を併用している例もあり、この問題については、各国の状況を勘案しながら、ある程度柔軟な対応を試みる必要がある。

要と思われぬ。

注

- (1) Panjit Gill, *Asia under Siege*, Singapore, 1998, p. 31.
- (2) Asian Development Bank, *Asian Development Outlook, 1998*, Oxford, 1998, pp. 24-25, 27.
- (3) *Ibid.*, pp. 30-32.
- (4) *Ibid.*, p. 32.
- (5) International Monetary Fund, *World Economic Outlook, 1998*, Washington, 1998, p. 3.
- (6) ADB, *op. cit.*, p. 32.
- (7) IMF, *op. cit.*, p. 3.
- (8) Marcus Noland, Li-Gang Liu, Sherman Robinson and Zhi Wang, *Global Economic Effects of the Asian Currency Devaluation*, Washington, 1998, p. 5.
- (9) Callum Henderson, *Asia Falling?*, Singapore, 1998, p. 91.
- (10) *Ibid.*, pp. 52-53.
- (11) *Ibid.*, p. 91. タイ開発調査協会 (Thailand Development Research Institute) の調査によると、一九八二年を一〇〇とし、消費者物価指数で調整した製造業の名目賃金は、一九八二―九二年に七〇%上昇した。とくに一九九〇年以降は、上昇率が激しく、一九八二―九〇年の平均が年率二%であったのに対して、一九九〇―九四年は、九%をこえていた (Peter G. Warr, "Thailand", in Ross H. McLeod and Ross Garnaut, eds., *East Asia in Crisis*, London, 1998, p. 57)。
- (12) Benton E. Gup, *Bank Failures in the Major Trading Countries of the World*, Westport, 1998, p. 117.
- (13) *Economist*, Nov. 22, 1997, p. 41.
- (14) Noland, Liu, Robinson and Wang, *op. cit.*, pp. 13-14.
- (15) Manuel F. Montes, *The Currency Crisis in Southeast Asia*, Singapore, 1998, p. 20.
- (16) *Ibid.*, p. 21.
- (17) *Ibid.*

- (18) Susan Strange, *Mad Money*, Manchester, 1998, p. 81.
- (19) Henderson, *op. cit.*, p. 21.
- (20) Stijn Claessens and Thomas Glaessner, *Are Financial Sector Weaknesses Undermining the East Asian Miracle?*, Washington, 1997, 18.
- (21) 田坂敏雄『ゾーン経済と金融自由化』御茶の水書房、一九九六年、八八ページ。所得税も、一般が三〇%であるのに対して、一〇%に減免され、事業税、印紙税も免除される (United Nation, *Financial Sector Reforms in Selected Asian Countries*, NY, 1997, pp. 71-72)。またBIBFは金利面においても、借手にとって有利であり、国内金利が二三%を上廻ったのに対して、五一%で借入れることが可能であった (Laurids S. Lauridsen, "Thailand: Causes, Conduct, Consequences", in Jomo K. S., *Tigers in Trouble*, Hongkong, 1998, p. 138)。その後BIBFの貸出を抑制するため、貸出計画の提出、最低引出額(二百万ドル)の引上げ、短期対外借入れに対する準備率の賦課(七%)がなされた (*Ibid.*, p. 72)。
- (22) UN, *op. cit.*, pp. 63-64.
- (23) Wendy Dobson and Pierre Jacquet, *Financial Services Liberalization in WTO*, Washington, 1998, pp. 310, 314-316.
- (24) UN, *op. cit.*, p. 73. Suchada Kirakul, "Interest Rate Administration and Liberalization and Money Market Development in Thailand", in Hassanali Mehran, Bernard Laurens and Marc Quintyn (eds.), *Interest Rate Liberalization and Money Market Development*, Washington, 1996, p. 77.
- (25) 田坂、前掲書、一〇四—一〇五ページ。
- (26) 同書、九八—九九ページ。なお田坂教授によると、ホンコン、シンガポール、アメリカ所在支店からの借入れが、資金調達の一六二%を占めていたのは、BIBF創設前海外で行われていた貸付を、移管するためであった(同書九五—九七ページ)。一九九四年一月現在、外—内取引は一八九億ドル、外—外取引は四二億ドルであった。外—内取引の四一%はタイの一五銀行、三六%は新しい外国のBIBF銀行、二三%は外国支店銀行によって占められていた。外—外取引は、インドシナ、シヤンマーへの融資を主体とし、国際金融センターとしての活動を展望したものであった。各銀行の取扱比率は次のとおり。新しい外国のBIBF銀行が八七%、タイの銀行が一%、外国の支店銀行二% (*The Banker*, Vol. 145, Apr. 1995, p. 78)。なお日本の銀行に対する債務は、タイの民間部門における対外債務の二分の一を占めていた。危機の発生後、タイは日本の銀行にロール・オーバーを求めたが、日本の銀行は欧米銀行の協力を要請した (*Financial Times*, Aug. 13, 1997)。ちなみに一九九六年末の対外債

務(九〇年代に倍増)七八〇億ドルのうち、銀行借入は七〇〇億ドルに達し、そのうちの三七五億ドルは、邦銀からの借入れであった(Robert Garran, *Tigers Tamed*, St. Leonard, 1998, p. 95)。BIBF借入は短期であり、その多くは不動産、証券投資に充てられた(*Ibid.*, p. 99)。

(27) 田坂、前掲書、一一五―一一六ページ。なお一九九三、四年に非銀行部門の借入が急減し、BIBFが逆に急増したのは、企業がコストの安いBIBFに乗りかえたためである(同書、四九ページ)。

(28) 同書七〇ページ。この預金は輸出入の決済や、在外タイ国人からの送金の受け皿としても利用された(同上)。中銀が非居住者バツ建預金に七%の準備率を賦課し、大口預金の金利を不利にしたため、海外のファンド・マネージャーは、金融証券会社の発行する約束手形に、資金をシフトさせる動きがみられたという(同書七〇ページ)。

(29) Gup, *op cit.*, p. 116.

(30) Dobson and Jaquet, *op cit.*, p. 317. ノンバンクには、ファイナンス・カンパニー(九九社、一九九五年には、総資産の二四%を占める)のほかクレディ・フォンシエ・カンパニー(Credit foncier company. 一三社、不動産に特化し、中期債を発行する以外は、ファイナンス・カンパニーに類似)、保険会社、質屋、中小企業金融公社(Small Industry Finance Corporations of Thailand)、シューチュアル・ファンド・マネージメント・カンパニーが含まれる(*Ibid.*, p. 316)。同書では投資会社が存在しないとのべているが、UN, *op. cit.*, p. 68によると、ファイナンス・カンパニーの中には、証券兼務のファイナンス・カンパニーが六九社、単独の証券会社が一五社存在することになっている。なお一九九二年には、証券取引委員会(Securities and Exchange Commission)が設立され、それ以来証券業務と銀行業務の分離が促進されるとともに、証券会社はSECの監督を受けることになった(UN, *op. cit.*, p. 71)。

(31) Leo Gough, *Asia Meltdown*, Oxford, 1998, p. 110. Finance Oneが倒産したのは、六億ドル相当の割賦販売の四〇%と、二四億ドルにのぼる不動産融資の五〇%が、返済不能に陥ったためである(UN, *op. cit.*, p. 68)。同じく*Financial Times*によると、同社の貸出の三分の二は、不動産、割賦販売、株式証拠金によって占められ、金利の上昇とそれに伴う景気の後退に伴い、同社の不良債権は一九九六年に倍増し、一九九七年の第一四半期には、さらにその二倍に達した(*Financial Times*, Jan. 12, 1998)。

(32) 田坂前掲書。六九ページ。

(33) Henderson, *op. cit.*, p. 93.

- (34) Gup, *op. cit.*, p. 116.
 - (35) UN, *op. cit.*, p. 70.
 - (36) 田坂、前掲書、五一―五二ページ。
 - (37) Henderson, *op. cit.*, p. 91.
 - (38) UN, *op. cit.*, p. 70.
 - (39) Henderson, *op. cit.*, pp. 96-97.
 - (40) Gup, *op. cit.*, p. 116. そのうちでは不良債権が、GDPの二〇%に相当するものと推定されているが (*Ibid.*)、その数字はかなり凶々として居る (Gough, *op. cit.*, p. 111) は、一九九七年の春にGOPの三分の一、Montes, *op. cit.*, p. 7はGOPの一五%とみている)。なおバンカー誌によると、スタンダード・アンド・プアーズは、一九九八年に、それが二〇%に達するものとの推定した (The Banker, Dec. 1997, p. 40)。
 - (41) Gup, *op. cit.*, p. 116.
 - (42) Henderson, *op. cit.*, pp. 97-98.
 - (43) Gup, *op. cit.*, p. 116. Henderson, *op. cit.*, p. 98.
 - (44) Charles Goodhart, *Financial Regulation*, London, 1998, p. 221. Note 3, 4 (*Economist*, Apr. 12, 1997, p. 48). 一九九七年の七月に、ヘッジ・ファンドなどの投機家は、一〇〇億ドルのバット売りを行った。タイ中銀は直物で四〇億ドルを放出し、先物で二二〇億ドルのバット買いを行った (Lauridsen, *op. cit.*, p. 145)。一九九七年の八月二十二日付、フィナンシャル・タイムズが、タイ中央銀行総裁の談話として報道したところによると、一年以内に期限の到来する対外債務は、外貨準備の四分の三に達し、そのうちの二四八億ドルに達するオフショアの債務は、バット防衛のための先物取引によるものであったという (*Financial Times*, Aug. 22, 1997)。
- ヘッジ・ファンドのすさまじい威力をまざまざと思ひ知らされたのは、一九九八年の一月七日、一〇〇―一五〇億ドルと推定される大量の円買いを実施し、円対ドル相場が二二〇円台の半ばから一一〇円台に急騰したことである。それに乗りおくれた Tiger Hedge Fund は、一日で一〇億ドルの損失を出した。なお急激な円高の原因は、ヘッジ・ファンド等の円建負債の返済に、邦銀の海外資産売却が重なったためとの見方がある (神谷秀樹「ヘッジ・ファンドは諸悪の根源か?」『国際金融』第一〇一六号(一九九八年二月一日)、一六ページ。タイの通貨危機時における先物予約については、*Time*, Nov. 3, 1997, Vol. 150, No. 18, pp. 28-29.

- (45) 某ヘッジ・ファンドは、タイの中銀に対して、二五%の金利でバーツを貸してくれる場合には、バーツに対するアタックを中止する旨の申入れを行ったという (Henderson, *op. cit.*, p. 102)。六月には、第一生命が五〇億円、日本生命が一五〇億円相当のタイ証券を売却し、野村証券投資信託はタイの株式暴落で損失をうけたという。また業務を停止されたファイナンス・カンパニーの中には、富士銀行、大和銀行系列の子会社も含まれていたという (International Currency Review, Vol. 24, No. 2, Sep. 1997, p. 5)。
- (46) 経常収支の赤字：一九九七年GDPの五%、九八年三%、経済成長率：三・四% (九七―九八年)、インフレ率：八・九%、予算の均衡、フロート、不良金融機関の合理化、国営企業に対する補助金の廃止と民営化、賃金の抑制、金融規制の緩和、プルーデンシャル・コントロールとサーベイランスの強化等 (Gup, *op. cit.*, p. 118, Henderson, *op. cit.*, p. 130)。
- (47) Gill, *op. cit.*, p. 57. 一説によるとソロスの通貨投機は、大部分がバーツを対象とするものであり、一九九七年の一〇月には、通貨投機をやめたという説もある (Henderson, *op. cit.*, p. 120)。
- (48) Henderson, *op. cit.*, p. 127.
- (49) *Ibid.*, pp. 121-124.
- (50) Henderson, *op. cit.*, pp. 125-126. 三五〇億ドル支援パッケージの内訳は次の通り。IMF一〇〇億ドル、世銀四五億ドル、ADB三五億ドル、日本・シンガポール各五〇億ドル。オーストラリア、マレーシア、中国、ホンコン各一〇億ドル、アメリカ二億ドル。見返りにインドネシアは、大統領の同族会社に対する税制面の優遇と独占権を撤廃する。一六の銀行を閉鎖し、その他の銀行には再建計画を提出させる。中銀は最後の貸手となる。国営銀行は民営化し、国際的な監査基準を遵守する (Gough, *op. cit.*, pp. 83-84)。
- (51) Gill, *op. cit.*, pp. 177-182. 一九九八年二月二十一日付 *Economist* 誌は、スハルトがカレンシー・ボードの創設を提唱したのは、手持ちのルピアを高い相場でドルに転換する手段 (ハंकは一ドル〃八〇〇〇〇〜一〇〇〇〇〇ルピアの市場相場に対して、五〇〇〜六〇〇〇ルピアでの対ドル・リンクを提言した) とするためであり、IMFが支援を拒絶すれば、友好国からの借款によって、カレンシー・ボードを運営するのではあるまいかとの推測さえもなされたと報道した。またスハルト一族の私財 (四〇〇億ドル) は、カレンシー・ボードの創設に必要な資金を賄うことも可能であるとのルーマーも流れた (Nicola Bullard, "Taming the Tigers", in Jomo, *op. cit.*, p. 129)。
- (52) *Financial Times*, Sep. 3, 4, 8, 1998. なおEUは、ロシアがカレンシー・ボードを創設し、ルーブルをユーロにペッグする可

能性について、検討を行った (Ibid., Sep. 8, 1998)。

(53) Tomás J. T. Balino et al., *Currency Board Arrangements: Issues and Experiences*, (IMF Occasional Paper, No. 151), Washington, 1997, p. 2.

(54) John Williamson, *What Role for Currency Boards?*, Washington, 1995, p. 21.

五 む す び

メキシコ、とりわけアジアの通貨危機については、ファンダメンタルズ説の鼻祖、クルーグマンですら、その妥当性を否定しており、⁽¹⁾ 新型の通貨危機と称される所以である。もとより通貨危機の原因は、一義的なものではなく、その対策にも多様性が求められることはたしかである。しかしながら投機的な国際間の短期資本移動を捨象して、その対策を論ずるが如きは、ナンセンスであり、事態の認識を誤るものといわざるをえない。なんとなれば、メキシコとアジアの通貨危機に共通する一つの要素は、ストレンジが指摘したように、危機に先立ってそれらの国々に流入した資本の奔流がみられたことであり、それらは国内的な要因よりも対外的な要因、とりわけ資金の有利な投資先を求める国際的な基金や年金マネージャー達の渴望と密接に係り合っていたのである。⁽²⁾ 通貨危機の直接的な契機ともなった短期資本の流出が、政治不安や経済的ファンダメンタルズの悪化によって触発されたことは、否定しえないとしても、それらの国々におけるバブルの発生を促したものは、それに先行して同じく新興市場に流入した大規模な国際短期資本の移動にほかならなかった。極言するならば投機的な国際短期資本移動が行われなければ、メキシコやアジアにおける通貨危機は発生せず、より息の長い経済成長を持続することも可能であったようにも思われるのである。その結果として、それらの国々は、急激な短期資本の流出に基因する不況や倒産や失業に呻吟することもなく、世界中が通貨危機の伝染によって、震撼させられることもなかったのではあるまいか。

資本移動の自由化と、それに伴う金融のグローバリゼーションは、冒頭でもふれたように、一九世紀的レッセ・フェールへの回帰を指向するネオ・リベリズムの所産であり、それを遮二無二推進してきたのは、ウォール街・アメリカ財務省複合体であった。一九九七年の九月、マハティール・マレーシア首相によって名指しで非難されたソロスが、それを「われわれの国家に対する挑戦である⁽³⁾」と反論したことは、ヘッジ・ファンドと巨大な複合体との一体性をはからずも露呈したものと解しうるのである。

通貨危機の頻発にもかかわらずIMFは、国際短期資本の破壊的な活動に目をつぶり、自縄自縛に陥りかねないような資本移動の直接規制に、消極的な態度を示している。その反面において、アメリカの当局者やIMFは、通貨危機の責任を、新興国の経済的なファンダメンタルズと、金融機関の脆弱性、あるいは銀行監督の不備に帰し、その改善を執拗に求めている。しかしながら銀行監督の不備については、当のアメリカにおいてすら、最近におけるヘッジ・ファンドの経営危機に際して、グリーンスパーン連邦準備制度理事長ですら自認せざるをえなかった(グリーンスパーンは、一九九八年の九月末、LTCMを支援するため、一四の投資銀行による総額三六億ドルのコンソシアムを結成した)。また日本の金融機関が直面している経営危機や、これまでに明らかにされた腐敗の数々を省みる場合には、徒に新興国のクロニズム(Cronyism)や、金融機関の脆弱性を一方的に非難するだけでは、すまないものを覚えるのである。もともとそれらの問題はキッシンジャーも指摘するように、それ自体で通貨危機をひき起すものでもないし、ビジネスの障害というよりも、コストとみるべきものである⁽⁴⁾。

BISの銀行自己資本基準にしても、インドネシアは日本よりも厳しい基準を導入し、タイは日本より数年遅れで格付け制度を創設していたが、通貨危機を回避することができなかった。金融情報の開示も、投資家にとっては望ましいとしても、それによって通貨危機が阻止されるものではない⁽⁵⁾。市場心理は、非合理的なものであり、昭和恐慌時

の片岡発言のように、情報の開示は、通貨危機を早目に誘発するための引き金ともなりかねないのである。通貨危機はそれほど単純なものでなく、個々の国や地域のコントロールをこえた要因によって、ひき起されたものである⁽⁶⁾ことを卒直に認識することが必要である。

一九九〇年代における通貨危機の頻発は、マッキノンが警告したように、国内の体制が整備されないうちに、金融、資本移動の自由化が促進され、世界がカジノ市場と化したためであるといっても差し支えない。労働組合と福祉国家の解体、失業と社会的不平等と犯罪の増加が、規制緩和の齎した国内的な歪み現象であったとするならば、通貨危機とそれに派生する不況と倒産と失業は、規制緩和の産み落した国際的な社会悪ともいべきものである。ソロスさえもそれを見とめざるをえなかったように⁽⁷⁾、もともと競争的自由市場経済は、神のみえざる手によって、自動的に均衡が齎らされるような理想的な社会ではない。「市場の名による無限の受難は、最も発達した自由市場の民主主義国でも、うけ入れることができないし、そのためには社会的セーフティ・ネットを提供し、規制によって市場の行き過ぎを抑えてきた⁽⁸⁾」歴史的現実を忘れてはならない。

しかるにIMFは、通貨危機の洗礼をうけた新興国に対して、支援をうけ入れるための条件として、逆に一層の規制緩和を求めてきた。キッシンジャーは、IMFをいかなる患者に対しても、同じような丸薬を与える医者にとえ⁽⁹⁾たが、そのような対策は独りよがりの彌縫策である丈でなく、下手をすると危機を深化させるだけの逆療療法にもなりかねないのである。敢えて縷言するならば、短期資本の移動を放任したまま、観念的な基準作りに浮身をやつしたり、事後的なIMF融資制度の拡充につとめるだけでは、通貨危機の再発を防止することは困難である。IMFやそれに追随する論者は、通貨危機の責任を受入国に帰し、その自由化をさらに促進することによって、資本の移動に有利な環境を整備しようとしているが、短期資本移動の弊害を率直に認識し、それをコントロールしなくては、問題

の解決は期しえない。より基本的に、昨今の危機的な状況に対処するためには、ウォール街・アメリカ財務省複合体の依拠する、自由市場経済万能のネオ・リベリズムを、理論的実証的に検証し、それに代るべき新しい経済学の登場が必要とされるのである。

注

- (1) Panjit Gill, *Asia under Siege*, Singapore, 1998, pp. 173-174. それによるとクルーグマンは、「関係国の経済的ファンタメニタルズは、きわめて健全である」とのべているが、通貨危機の原因を、規制の不完全な金融機関と、資産インフレに帰し、短期資本流入の影響については、全くふれていない。
- (2) Susan Strange, *Mad Money*, Manchester, 1998, p. 108.
- (3) Gill, *op. cit.*, p. 99. イタリアの中央銀行は、「一億ドルをLTCMに投資し、一億五千万ドルを同じく融資していた。そのような例は、他のG7の中央銀行には、みられないというが、問題の根深いことを示唆している (*International Herald Tribune*, Oct. 5, 1995)」。その他UBSなど、LTCMに融資あるいは出資していた欧米の大銀行も、巨額の損失を蒙り、責任者が辞任した。
- (4) Henry Kissinger, "The IMF's Remedies are doing more Harm than good", *International Herald Tribune*, Oct. 5, 1998.
- (5) Arminio Fraga, "Crisis Prevention and Management: Lessons from Mexico", in Peter Kenen et al., *Prom Halifax to Lyons*, (Essays in International Finance, No. 200), Oct. 1996, p. 54.
- (6) Kissinger, *op. cit.*
- (7) George Soros, "Can Europe Work?", *Foreign Affairs*, Sep. / Oct. 1996, p. 9.
- (8) Kissinger, *op. cit.*
- (9) *Ibid.*