

アジア通貨危機の伝染

島崎久彌

もくじ

- 一 はじめに―通貨危機の伝染
- 二 マレーシア
- 三 インドネシア
- 四 韓国
- 五 フィリピン
- 六 ドラゴン経済と台湾、中国
- 七 むすび―IMF批判

一 はじめに―通貨危機の伝染

別稿（「国際短期資本移動と新興国の通貨危機」『商経論叢』第三十四卷第三号）でのべたように、一九九七年の七月、タイを震源地として発生したアジアの通貨危機は、未曾有の規模で世界の各地に伝染したが、とりわけその影響が顕著で

あったのは、近隣のタイガー諸国と韓国であった。その結果通貨危機の直前に至るまで高度の経済成長を持続し、二〇〇〇年には、世界におけるGDPの四〇%を生産するであろうとの観測さえもなされていた「アジアの世紀」は、少くとも暫時、その歩みを停止することになった。アジアにおける通貨危機の伝染は、まず第一の局面として、フィリピン、マレーシア、インドネシアの所謂Tiger Economyを急襲し、第二の局面においては、Dragon Economyと称される台湾とホンコンに波及した。さらに一九九七年の十一月には、その前年にOECDに加盟して、世界第十一位の工業国にランクされた韓国の経済を混乱に陥れた。その過程を時系列的に鳥瞰すると、大要次の如くである。⁽²⁾

① 一九九七年七月八月：バートの変動相場移行に伴って、ホンコン以外の国々は、これに追随したが、一例としてインドネシアが通貨危機を一過性のものと認識するなど、通貨危機のうけとめ方は、左程深刻なものではなかった。

② 一九九七年九月十月：各国の通貨は下落したものの、その衝撃は軽微であり、むしろそれに伴って、自国の国際競争力が強化されることを、前向きに評価する見方さえも散見された。

③ 一九九七年十一月—一九九八年二月：通貨危機は韓国に飛び火し、インドネシアの政情不安も激化した。

④ 一九九八年三月—四月：インドネシアにおけるスハルト政権の統投に伴って、警戒観を秘めながらも、やや楽観的な見方が台頭した。

⑤ 一九九八年五月—八月：悲観論が支配した。その背景としては、インドネシア情勢の悪化（スハルト大統領の辞任と、華僑の排斥運動）と、日本の景気後退があげられる。

⑥ 一九九八年九月以降：マレーシアが規制を強化したのをはじめとして、各国においても通貨危機対策が実施されたため、警戒含みの楽観論が拡散し始めた。

伝染の衝撃がいかに深刻であったかは、為替相場とGNPの変化からも、その一端をうかがうことが可能であるが（表1）、伝染の理由としては、第一に貿易面の相互依存性をあげることが可能である。第二は通貨の下落に伴って、各国の国際競争力が変化し、為替相場再調整の必要性が生じたためであり、第三は対外債務を返済する場合のローカ

(表1) アジア通貨危機の影響

	対ドル相場		G N P (10 億ドル)	
	1997 年 6 月	1998 年 7 月	1997 年 6 月	1998 年 7 月
タイ	24.5 バーツ	41	170	102
インドネシア	2,380 ルピア	14,150	205	34
フィリピン	26.3 ペソ	42	75	47
マレーシア	2.5 リンギ	4.1	90	55
韓国	850 ウオン	1,290	430	283

(出所) R. J. Cheetham, Asia Crisis, Paper presented at conference, U. S. -ASEAN-Japan Policy Dialogue, School of Advanced International Studies of Johns Hopkins University, June 7-9, in Washington, D. C. Kar D. Jackson, "Introduction: The Roots of the Crisis", in Id., (ed.), *Asian Contagion*, Boulder, 1999, p. 2 より再録。

ル・コストが、一様に増加したためである。しかも通貨危機の伝染した国々は、短兵急に実施された一九九〇年代における金融の自由化に伴って、金融制度の脆弱性と、監督の不備などが指摘されていた。各国に通有するそれらの問題は、投機筋の連想作用を触発し、多年に渉る硬直的な対ドルリンク制の下で、為替リスク・ヘッジを怠ってきた内外の投資家を、パニック状態に陥れることになった。さらにそのような投資家の自己実現的な投機的行動を、一段とかき立てる機縁ともなったのは、格付けの変更であり、逆療法的なIMFの支援パッケージも、通貨危機の鎮静化に寄与するよりは、その混乱に拍車をかける結果となった。⁽³⁾

しかしながら通貨危機の伝染は、メキシコやタイの場合と同じく、巨額の短期資本が同時多発的に、流入から流出に転じたために発生した現象であり、短期資本の移動を規制していた国ほど、その衝撃は軽微であった。ラドレ (Steven Radelet) とサックス (Jeffrey D. Sachs) も指摘するように、「国際的諸条件の変化と、運営の不手際(汚職)が、なにがしかの影響を与えたとしても、歴然たる事実、資本市場の不安定性が、この地域(アジア)の問題の深刻さと、その拡がり、および同時性の重要な要素にはかならなかったことである」⁽⁴⁾。国際短期資本移動と新興国の通貨危機との関係については、上掲の拙稿でのべた如くであるが、通貨危機の伝染をうけた国々が、程度の差こそあれ、多幸

(表2) 通貨と株価の変動率

(1997年7月1日—1998年9月15日) (%)

	通貨 (対ドル)	株 価	
		現地通貨建	ド ル 建
インドネシア	-78	-60	-91
マレーシア	-34	-64	-76
フィリピン	-40	-59	-75
シンガポール	-17	-54	-62
タイ	-42	-60	-77
韓国	-36	-59	-74
日本	-14	-29	-39
台湾	-20	-24	-39
オーストラリア	-21	-6	-26
ニュー・ジーランド	-25	-29	-47

(出所) K. Evans, "Survey of Recent Developments", *Bulletin of Indonesian Economic Studies* Vol. 34, No. 3 (1998). Hal Hill, "An Overview of the Issues", in H. W. Arndt and Hal Hill, (eds.), *Southeast Asia's Economic Crisis*, Singapore, 1999, p. 7 より再録。

感 (euphoria) から奈落の底へと転落していった過程は、次の如くである⁽⁵⁾。金融・資本取引の自由化↓短期資本の流入↓対外短期債務、国内貸出の増加↓株・不動産のバブル発生↓不良貸、倒産の増加↓市場心理の変化↓短期資本の流出↓株・不動産、為替の暴落↓金融梗塞、対外債務返済コストの増加↓企業経営の悪化と倒産↓不良債権の増加↓銀行危機。もとより衝撃の度合は、当事国や国際機関の対応の仕方によって異なるが、結果的に最も大きな打撃をうけたのは、インドネシアと韓国であった。マレーシアはそれにつぐが、フィリピン、台湾、ホンコン、シンガポール、中国は、その影響が比較的軽微であった。

二 マレーシア

通貨危機の伝染する以前のマレーシアは、経済開発の成功例と目されていたが、一九八七—九六年には、年平均八・八%の経済成長率を達成し、一人当りの国民所得も、一八五〇ドルから四四二五ドルに増大した。経済がほぼ完全雇用状態にありながら、一九九〇年代におけるインフ

レ率は、年平均四・五％に止り、生活水準の向上、分配の公正、民族的差別の是正などを背景として、政治的、社会的にも安定性を誇っていた⁽⁶⁾。

経常収支は、メガ・プロジェクトの推進に伴う輸入の増加と、家電製品輸出の停滞を反映し、他のASEAN加盟国と同じく赤字を記録していたが、上述のような政情の安定に加えて、内外の金利較差、投資優遇政策の展開、インフラストラクチャーの整備計画等を好感して、直接投資が増大し（一九九〇―一九九一年は、GDPの六・八％）、経常収支の赤字（GDPの六・一％）を上廻っていた。しかしながら一九九六年には、国内の株式ブームとリング高への期待を反映して、短期資本の流入が急増し、その年の末には、流入資本（ネット）全体の四三・三％を占めるに至った⁽⁷⁾。

とりわけマレーシアに対する証券投資は、一九九一―一九九五年における資本流入額（グロス）の八八％を占め、ピーク時の一九九四年には、証券投資の純流入が八七〇億ドルに達した（一九九四―一九九五年には、GDPを上廻った。ちなみに一九九一年における証券投資の流入額は七〇億ドル、一九九三年は六七〇億ドルであった⁽⁸⁾）。それに伴ってクアラルンプール証券

取引所複合指数（Kuala Lumpur Stock Exchange Composite Index）も一九九二年の六四四から、一九九三年には一二七五に上昇した。それらの証券投資は、ホンコンとシンガポールを仲継地とし、最終的には欧米および日本の投資信託、年金基金、生命保険を源泉とするものであった。それらの資金はその性質上、短期的なキャピタル・ゲインの稼得を目的とするものであり、そのうちの六〇％は、六か月ないしはそれをこえていたが、二三％は三か月未満の短期的な投資を目的とするものであった⁽⁹⁾。マレーシアの証券市場は、一九八〇年代の末葉から拡大を続け、非居住者が株式を取得する場合には、発行株式全体の三〇％が限度とされていたが、その枠内で非居住者はクアラルンプール証券取引所において、自由に株式を売買することが可能であった。一九九〇年代の半ばには、クアラルンプール証券取引所の株式時価総額が、二〇〇〇億ドルに達して、東京とホンコンに次ぐ規模を誇るとともに、時としてその出来高は、

ニューヨークさえも上廻った。しかしながら上場企業は一握りの同族によって支配され、政治家と結託して取引を操作するなど、構造的な問題を抱えていた。⁽¹⁰⁾

一方銀行借入については、一九八九年にラブアン島（ボルネオ島サバ州とサラワク州との境界にあるブルネイ湾の沖に所在する）が、オフショア金融センターとタックス・ヘイブンに指定され、非居住者との外貨建取引のほか、中銀の許可を条件として、居住者向けに外貨建貸付と保証を行うことが許可された。しかしながらラブアン市場は、オフショア市場として未発達であり、居住者向けの貸付が主体をなしていた。⁽¹¹⁾ 外国の銀行からの借入は、一九九〇―一九九二年を合計して、一〇〇億ドルの純流入を記録したが、一九九四年には五〇億ドルの純流出に転じ、一九九〇―一九九五年の純流入は平均して、GDPの僅か一・四％に過ぎなかった。⁽¹²⁾ 加えてマレーシアの銀行は、BISの銀行自己資本基準を上廻り、一九九七年の半ばには、平均して商業銀行が一・八％、投資銀行が一三・三％、ファイナンス・カンパニーも一〇・六％を維持していた。不良債権の比率も、一九九五年の五・五％から、一九九六年には三・九％へと低下し、BISの定める警戒水準（一五―一六％）を大きく下廻っていた。⁽¹³⁾ しかしながらマレーシアの銀行の弱点は、不動産部門に対する貸出のウェイトが高いことであり、一九九六年の末には、銀行貸出銭高の四五％を占めていた。マレーシアは一九七〇年の新経済政策（New Economic Policy。九〇年にはNational Development Policyによって継承される）以来、政府が銀行の貸出に介入してきたが、二〇二〇年までに先進国の仲間入りをするため、マハティール首相はbig growth pushにより、海外投資の促進をはかるとともに、産業と不動産デベロッパーを支援するため、それらの部門に対する貸出を金融面から助成してきた。⁽¹⁴⁾ しかしながら一九九七年には不動産に対する貸出が、年率三三・五％と、東アジア諸国中最大の伸びを示したため、同年三月、中央銀行は警告を発し、不動産と株式に対する新規の貸出を、二〇％以下に抑制するよう指示した。⁽¹⁵⁾

中央銀行は、資本の流入する徴候がみえ始めた一九八九年に、早くも金融引締めを実施するとともに、介入の不胎化政策を展開した。一九九一年には準備率の引上げ、政府預託金の引揚げ、一九九二年には企業拠出年金基金の市中預託の引揚げ、非居住者との非商業的リング取引に対するスワップの制限などを実施し、一九九四年には非居住者の高利廻資産に対する投資を禁止した。中でも一九九四年に導入された当方勘定に対する一・五%の準備率は、トービン税に類するものであり、上述のように一九九四年に外国銀行からの借入れが、五〇億ドルの純流出に転じたのもそのためであった。⁽¹⁶⁾

為替政策の面においては、一九七五年の九月に、ドル・ペッグ制から通貨バスケット制に移行したが、一九九四年の半ばから一九九七年の七月までに、リングの実効為替相場は、不胎化介入の実施と、ドルの上昇に伴って、円とマルクに対して上昇傾向を持続した。しかしながら大規模なインフラ投資に伴って、非貿易財の価格が上昇したため、一九九七年第一四半期の実質為替相場は、マレーシアの高度経済成長が開始された一九八七年に比して、約一五%の上昇を示した。⁽¹⁸⁾

タイの通貨危機によって触発されたヘッジファンドや大銀行、多国籍企業をはじめとして、ドル建の債務者、大小の投資家、企業、個人のリング売りに対処するため、中銀は為替市場介入を実施するとともに、オーバーナイトの金利を六倍引上げて、四〇%とした。さらに一九九七年の七月十四日には、三十五億ドルの為替市場介入を行ったが、通貨と株価は急落し、九月二十七日に、マレーシアは、フロート制に移行した。マハティール首相は、リングの暴落をユダヤ人の陰謀ときめつけ、一九九七年の八月、ホンコンにおけるIMF総会においても、通貨取引は不道徳、不必要、非生産的であるとして、その非合法化を主張した。その年の八月九月にかけて、マレーシアは優良株の短期的取引の禁止、企業拠出年金基金による株価の買支えなどを実施したが、株式市場はこれらの規制を嫌気して反落し

た。それだけでなく他国の市場に対する悪影響も、懸念されるに至ったため、マレーシアはそれらの規制を撤回せざるをえなかった。

九月には、選択的な輸入関税の導入と、バイ・マレーシアン運動による経常収支の改善計画、および一〇億ドルに及ぶメガ・プロジェクトの延期が発表された。さらに十二月には、経済成長率を、七％から四―五％に減速させるため、政府支出の削減、民間投資の抑制、企業のリストラ等の方針が打ち出されたが、金融の引締めが回避されたのは、銀行の信用に対する依存度の高い企業の経営に、悪影響が及ぶことを危惧したためである。しかしながら一九九八年の三月には、大手十行の一角を占める Sime Bank が、流動性の危機に直面した。そこで銀行を支援するとともに、銀行のリストラと資本の充実をはかるため、Asset Management Corporation が創設された。さらにその年の八月には、銀行の再建に必要な資金を調達するため、欧米の資本市場において、二〇億ドルの起債を行う予定であったが、マレーシアの格付けが低下したため、この計画は見送られる羽目になった。またマハティール首相は、アンワル副首相を更迭し、財政、金融面から景気の刺激策を展開する一方、九月には資本取引、とくに短期資本取引に対する規制を導入するとともに、固定相場制への復帰を明らかにした。⁽¹⁹⁾ それら一連の規制によって、マレーシアの株式市場は、タイや韓国とは対蹠的に小康をとり戻し、一時は世界各国から白眼視されていた国際短期資本移動に対する規制についても、アメリカを除く主要国が次第にこれを支持するに至った。

三 インドネシア

インドネシアは、通貨危機の洗礼をうけるまでの五年間、年平均七％以上の経済成長を持続し、安定的な金融政策と財政黒字の下で、インフレの抑制にも成果を納めつつあった（一九八〇年代初頭のインフレは、年率九％、一九九七年六

月には五・一⁽²⁰⁾%。經常収支は赤字を記録していたが、東南アジアの国々の中では、良好（GDPの四%以下）であり、非石油輸出の伸びとともに、今後の改善が期待されていた（石油収入は一九八一年に、輸出と歳入の七〇%、GDPの二五%をこえていた⁽²¹⁾）。しかしながらインドネシアは、通貨危機の伝染によって、最も大きな打撃をうけた国の一つであり、その理由としては、第一に短期債務が二〇〇億ドルに達していたことがあげられる。第二は政権の交替に加えて、民族的、宗教的対立が激化し、政治的社会的な不安が醸成されたためである。第三は日本の支援能力にも限界があり、IMFの処方箋の誤りが、混乱に拍車をかけたためである⁽²²⁾。

インドネシアは一九八〇年代の初めに、石油、天然ガスの輸出収入が減少したため、投資環境を改善することによって、外国資本を導入し、輸出主導型の経済政策を展開し始めた。一九八三年には規制の緩和に着手し、金利と信用に対する直接的規制の廃止に踏み切った。一九八七、八九年には、資本市場の活性化をはかるため、非居住者による株式の購入や、合併による外国証券会社の参入を許容した。一九八九年には為替銀行とノンバンクの対外借入規制を撤廃し、非居住者の投資についても規制を緩和するとともに、一九九五年には新しい資本市場法を制定した⁽²³⁾。

上述のような一連の政策が奏功し、一九九〇年以降は民間資本の流入が、公的資本の流入を上廻った（民間資本の純流入は、一九八〇年が九三百万ドルであったのに対して、一九九〇年には二四億八五百万ドル。国際金融市場の金利が低下した一九九五年には、三二億四三百万ドルに達した⁽²⁴⁾）。直接投資は、一九六七年に門戸が開放され、一九八九年以降はファンダメンタルズの改善と、規制の緩和を背景として、一段と増勢を辿った。証券投資も一九八九年に実施された上場基準の簡素化、店頭市場の創設、規制の緩和、一九九一年の資本市場改革を契機として急激に増加したが、とりわけ一九九三年には、先進国における金利の低下と景気の不透明化を背景として、八〇%もの増加を示した。一九九四年には、先進国における金利と景気の反転、メキシコ通貨危機の余波をうけて純流出に転じたが、一九九五年には再び資本が流

入した。一九九六年には上述の新資本市場法が施行され、非居住者の株式取得限度も、引上げられた⁽²⁵⁾。また民間企業も、不胎化介入と財政の黒字に由因する金融梗塞下で、海外からの借入れを急ぎ、対外債務の増加に拍車をかけた。それらの借入れは、長期に渉る為替安定重視の政策を過信して、リスク・ヘッジを怠ったため、市場心理の急変するにつれて、ルピア投機の原因力と化するに至ったのである。とりわけ低金利下の日本の銀行は、インドネシアに対する積極的な貸出を行ったが、それら短期資本の流入は、外貨準備（一九八九年六六億ドル、一九九六年一九一億ドル）を増加させる反面、インフレと経常収支を悪化（一九八九年は一二・八億ドルの赤字。一九九六年は七八億ドルの赤字）させ、株式と不動産のバブルを惹起した（銀行借入れの四分の一は、株と不動産に投資された⁽²⁷⁾）。

そのような短期資本の流入に対処するため、中央銀行は、海外の銀行からの借入れを規制し、監視を強化したほか、スワップ・ファシリティの停止、道徳的説得、金利と為替の弾力化、為替市場に対する不胎化介入などを実施した。しかしながら不胎化介入は、中銀のコスト負担を増嵩させただけでなく、国内金利の上昇を招くため、スハルト大統領の病氣説を原因として、ルピアが売投機にさらされた一九九六年の七月には、介入を実施しなかった。ちなみに、インドネシアの為替相場政策を概観すると、一九七八年十一月の切下げを契機として、インドネシアは管理フロートに移行したが、一九八六年九月の切下げ以降は、為替相場の弾力化に拍車をかけた。一九九二年―一九七年には、為替相場の変動幅が拡大された（一九九二年の七月、一二・五%に拡大）が、そのような対応だけでは短期資本の流入を阻止することができなかった。

一九九七年の七月、タイの通貨危機が発生するや、インドネシアに流入していた短期資本も流出に転じ、為替と株価も急落した。ルピアの下落に伴って、それまでリスク・ヘッジを怠っていた企業は、対外債務の返済不能に陥ったが、とりわけ通貨危機の打撃を受けたのは、製造業、建設、都市サービス、不動産、銀行などの諸部門であった。一

一九九七年のカリマンタンにおける森林火災、九八年のエルニーニョ現象とも相俟って、失業と貧困が一段と激化し（一人当たりGNPは、危機前の一二〇〇ドルから四五〇ドルに低下し、人口の半分は貧困層に転落した⁽²⁸⁾）、財政収入も減少して、国家財政を圧迫した。

通貨危機の伝染に対処するため、中銀は近隣諸国の中銀とともに、協調介入を実施したが、一九九七年の八月には、変動相場制に移行した。同年九月政府は、中長期の政策として、慎重な財政金融政策、各経済部門相互の調整、公共事業の一部延期、民間投資計画の抑制、輸出の促進と輸入の削減、金融機関の再建、資本市場の自由化、物価安定などの諸施策を明らかにした。公共事業の延期は、金融の引締めとも相俟って、開発、建設、不動産の各部門に影響を与えたが、IMFの支援パッケージが合意されるや、上述の延期計画は白紙に還元され、一九九八年の一月には、それが再び中止されるなど、政策は一貫性を欠いていた⁽²⁹⁾。

一九九一年の十月、インドネシアはIMFに支援を要請し、その結果アジア開発銀行、世界銀行、周辺国の拠出と合わせて、四〇〇億ドルの金融支援が合意された。しかしながらルピアに対する売投機は、一九九七年の十一月から翌年の一月にかけて反復され、IMFの支援はその効果が疑問視されるに至った。その原因の一つは、インドネシアにおける政情不安によるものであり、それに拍車をかけたのは、スハルトの病氣説や、後継者問題、中銀の人事に対する政府の介入問題と、カレンシーボードの創設問題、就中民族的、宗教的な対立の激化であった。その発端となったのは、一九九八年三月の学生騒動であり、その原因はエルニーニョ現象などの自然災害に加えて、通貨危機の結果、失業と貧困が増大したためであった。とくに政府は財政の赤字を是正するため、石油製品の価格や、電気料金を値上げするとともに、IMFの要請に従ってヤシ油や小麦粉など生活必需品の統制を撤廃した。その結果投機が横行し、インフレが加速化するに至ったため、IMFの要請は西欧の陰謀とうけとめられるに至った⁽³⁰⁾。学生運動の背景には、

民主化への要求がひめられていたが、ジャカルタにおける暴動が、華僑やキリスト教徒に向けられたため、それが自発的なものか、政府と軍部の策謀によるものか、真相は依然として明らかにされていない⁽³¹⁾。

同じくIMFの要請した十六の銀行の閉鎖措置も、大衆をパニック状態に陥れ、インドネシア政府は、銀行預金の支払について保証せざるをえなかった⁽³²⁾。スハルト自身も中銀を含む銀行を、一つに統合しようとしていたとも伝えられるが⁽³³⁾、スハルトはIMFの支援が合意されるや、その名称を変更することによって、息子や異母兄弟の経営する銀行を存続させることに成功した⁽³⁴⁾。もともと大統領のファミリーや側近は、衛星通信、テレビ放送、航空輸送、建設業への特権的なアクセスを与えられ、ビールの課税証明に使用されるスティッカーや、学童用の靴なども独占していた。彼等は国営銀行、あるいは系列の銀行から巨額の借入れを行っていたが⁽³⁵⁾、IMFはそのようなcrony capitalismの弊害を除去するため、構造改革を要請した。しかしながら後述のようにそれらの改革は、通貨危機とは直接関係がないだけでなく、一朝一夕に達成されるものでもない。とくにIMFの政策が批判にさらされたのは、マクロ経済政策の失敗によって、通貨危機が招来された訳ではないにもかかわらず、IMFが財政金融政策の引締めを要請したことであり、マクレオド(Ross H. McLeod)は、これをIMFの判断ミスと断定した⁽³⁶⁾。スハルトはIMFがきびしい条件を提示するならば、報復として華僑に迫害を加えるであろうとの脅迫的な言辞を弄したとも伝えられるが⁽³⁷⁾、事実IMFは政治、社会不安の発生を転機として、一九九八年の三月、方針の転換を余儀なくされるに至ったのである⁽³⁸⁾。

それに先立って、一九九八年の一月に成立したIMFとの第二次合意においては、財政金融政策の引締めを緩和する反面、ミクロの改革を強化し、貿易と投資の自由化を推進すべきであるとの要請がなされた。しかしながら市場は、そのようなIMFの処方箋に反応せず、スハルトもIMFのコンディショナリティに不満を表明した。一九九八年三月の第三次合意においては、それまでIMFの権限外として放置されていた民間対外債務の処理が俎上にのぼり、貿

易信用の回復と、外銀に対する短期債務の借換えが焦点となった。一九九八年の四月には、インドネシア政府の為替保証を条件して、ドイツ銀行、東京三菱銀行、チェース銀行を中心とする国際銀行団と、借換えの交渉が行われ、同年六月、フランクフルトにおいて、そのための合意が成立した。⁽³⁹⁾ その結果ルピアは、一九九八年の一〇月以降一ドル＝七五〇〇ルピア近辺で、安定をとり戻すことになった。

四 韓国

韓国は一九九六年の十二月、OECDに加盟することによって、先進国の仲間入りをし、「アジアの奇蹟」を代表するモデル、または先駆者⁽⁴⁰⁾と目されてきた。一九九〇―一九六年の経済成長率は、輸出主導型の経済運営が奏功し、年平均七・七％を記録していた。しかしながらインフレ率はOECD加盟国の平均を上廻り、経常収支の赤字も、一九九〇年代初めのGDP比一―三％から、一九九六年にはGDPの四・八％へと拡大していた。その原因は貿易収支の悪化によるものであり、一九九二―一九六年の輸出の伸び率は、平均一五・三％に達したが、円安と賃金の上昇、およびセミコンダクターと鉄鋼の価格低迷を反映して、韓国の輸出は一九九五年を境に鈍化した。その穴を補填したのは資本の流入であり、経常収支が赤字に転落した一九九〇―一九三年に、韓国は直接投資と証券投資の規制を緩和した。しかしながら資本の流入に伴って、韓国の対外債務は、一九九六年末にGDPの三〇％に達していた。他方韓国の外貨準備は、一九九六年の初めに二五〇―三〇〇億ドルを記録したが、そのうちの二〇〇―二五〇億ドルは、換金性に問題のあるジャンク・ボンドに投資されていた。⁽⁴¹⁾

とりわけ問題となったのは、対外債務の規模よりも、その構成であり、短期債務の比率は、一九九六年に對外債務の六三％（一九九二年は三四％）を占めていた（一九九六年の六月には、対外短期債務が外貨準備の三倍に達していた⁽⁴²⁾）。しかも

一八〇〇億ドルにのぼる一九九六年末の対外債務のうちの約一三〇〇億ドルは、一年以内に期限が到来することが予定されていた。⁽⁴³⁾ ちなみに韓国に対する国際銀行の貸出は、一九九二—一九九六年に、一五八%もの増加を示し(他の途上国向けは、四四%の増加に止った)、その残高は国際銀行貸出の一〇%、東アジア向け貸出の四分の一を占めていた。そのような韓国向け貸出の急増は、①内外の金利較差、②韓国政府の銀行部門に対する支援、③OECDへの加盟に伴う格付けの上昇などを背景とするものであった。⁽⁴⁴⁾

韓国に対する国際銀行の貸出は、六六%が銀行部門、二八%がノンバンク、六%が公的部門に融資されており、銀行部門のネット対外短期債務は、一九九七年の上半期に五七〇億ドル(一九九三年末は二一〇億ドル)に達していた。⁽⁴⁵⁾ それら借入れの一部は、東南アジア、ロシア、ラテン・アメリカの証券に投資されたが、一九九〇—一九九六年には、設備投資の増加に伴って、国内の民間部門に対する転換が急増した(年平均一七%。名目GDPの伸びを上廻った)⁽⁴⁶⁾。韓国では、GDPの二分の一を三十の財閥が占め、五大コングロマリットが生産の三分の一を産出していたが、とりわけ韓国の財閥は、規模の拡大をはかるため銀行借入を増加した(その結果一九九六年に、韓国証券取引所上場企業の負債・資本比率は、三〇〇%をこえた)⁽⁴⁸⁾。

上述のような短期資本の流入は、韓国における金融、資本取引の自由化と平仄を合せながら促進されたが、内外通貨価値の安定を重視し、当初これに慎重な態度を示していた韓国としても、金融の自由化はOECDに加盟するための代償ともいふべきものであった。⁽⁴⁹⁾ 韓国政府は一九九二年に金融改革の青写真を作成し、外国金融機関の市場参入と、長期(のちには短期)資本の導入によって、経済の効率化をはかろうとした。一九九五年には金利の自由化を推進したが、政府の金融に対するコントロールは持続された。政府は財閥企業を通じて、輸出主導型の経済開発を展開するため、銀行をコントロールする反面、資金面をはじめとして様々な優遇を銀行に供与した(しばしば財務報告についても、

特例がみとめられた)。その結果として銀行は、国の政策目的を貫徹するためのパイプ役となり、経営の自主性を失った銀行は、顧客との取引に当たっても、リスクと採算を度外視した。たしかに金融改革の一環として、B I Sの銀行自己資本基準や、新しい報告制度が導入されたが、不良債権の定義や開示の基準は、他のO E C D加盟国の水準を下廻っていた。⁽⁵⁰⁾

短期資本取引については、ウォンの取得を、經常取引と一定の資本取引に限定するなど、きびしい規制が持続されたが、証券取引については一九九二年以降、一定の範囲内で韓国の株式と転換社債の購入が非居住者に対して許容された(一九九六年には、外国人が韓国証券取引所上場株式の一・六%を保有するに至った)。国債については入札方式が導入されていないが、韓国の長期債市場は、東アジアで日本に次ぐ規模を誇り、株式の時価総額も、O E C D加盟国の中で、上位にランクされていた。⁽⁵¹⁾ 一方金融制度の面においても、構造的な変化がみられ、資金の調達と運用の両面で、銀行の地盤が沈下する反面、ノンバンクのシェアは対蹠的に増大した。⁽⁵²⁾

そのような金融、資本取引の自由化に伴って、韓国は反面龐大な企業と銀行の短期債務を負担することになったが、企業収益が落ち込む(一九九七年上半期にはネット二八%の減益)につれて、八つの財閥はタイの通貨危機が発生する一九九七年七月までに、事実上支払不能の状態に陥っていた。それに伴って、二十六の商業銀行のうちの十行は、一九九七年の上半期に損失を計上し、政府は七月に四十四億ドルの公的資金を、銀行に注入せざるをえなかった。同年十月には、マーチャント・バンクの不良債権が、四十二億ドル(貸出の五一%)に達したため、商業銀行からC P(商業手形)の償還を求められたマーチャント・バンクは、企業に対する短期の貸付を回収しようとした。そこで政府は、銀行に對して、C Pの償還を延期させるとともに、コール・ローンの放出を指示した。⁽⁵³⁾

そのような事態を一層困難なものにしたのは、一九九七年末の大統領選挙と、それに伴う政治不安、および労働立

法の改正に伴う社会不安であった。しかもそれと相乗するような形で発生したのは、アジアの通貨危機であり、その伝染に対処するためにとられた韓国の対応は次のようなものであった。

第一は中央銀行による為替市場介入であり、ために中銀は、一九九七年の十一月に、一五〇億ドルの外貨準備を喪失した（IMFに支援を要請した時点においては、外貨準備が七三億ドルまで減少した）。対外債務の支払コストが増大することを懸念する韓国は、当初ウォンの切下げを回避しようと試みたが、第二の対策として採用せざるをえなかったのは、為替相場の弾力化である。韓国は一九九七年の十一月九日、為替相場の変動幅を、二・二五%から一〇%に拡大（なお一九九〇年の三月、ドルと円のウェイトが高い通貨バスケット・リンクから、Market average systemに移行した。当初の変動幅は、上下各〇・四%であった）したが、同年十二月十六日、遂にフロート制に移行した。なおウォンのオフショア取引は、実需の裏付が必要とされるため、ウォン売りを行ったのは投機筋よりも、ドル建対外債務の返済を急ぐ居住者であった。

第三の対応はIMFに対する支援の要請であり、一九九七年の十二月には、メキシコの場合（五一〇億ドル）を上廻る五七〇億ドル（うちIMF二一〇億ドル、世銀一〇〇億ドル、日本一〇〇億ドル、アメリカ五〇億ドル）の支援パッケージが合意された。そこにおいては財政、金融政策の引締めを梃子とする経済の再建（経常収支：GDPの1%以下、インフレ：5%以下、一九九八年実質経済成長率：3%）、金融機関の健全化（合併と閉鎖）、為替の弾力化と、貿易・金融の自由化（上場企業に対する非居住者の株式保有限度を、五〇%に引上げた）、不良債権の処理などが支援の条件とされた。しかしながら、為替、株式市場は一向に安定せず、韓国の開銀による二〇億ドルの起債計画も頓座した⁽⁵⁴⁾。しかも金融政策をめぐって、政府と中銀が対立し、議会は金融改革関連法案の審議をめぐって紛糾していた。さらにはIMFとの再交渉を主張していた金大中候補が大統領に就任したため、これを嫌気して為替は史上最低の一ドル＝一九六二ウォンまで低落し

た。そのような状況の中で喫緊の要務とされたのは、外銀によってロールオーバーを拒絶された対外短期債務(十二月と一月に、それぞれ一五〇億ドルの期限が到来⁽⁵⁵⁾)の処理問題であった。ルービン米財務長官は、米銀に対して繰り延べを要請したが、それをうけて米銀をはじめとする国際銀行団は、一月に一〇〇億ドルの繰り延べを行う(但し韓国政府の保証を条件とする)ことについて合意し、IMF(二〇億ドル)、世銀(三〇億ドル)、十三の工業国(八〇億ドル)も、韓国に對する支出を前倒しすることを決定した。⁽⁵⁶⁾しかしながらIMFの要請する不健全銀行の閉鎖は、パニックを惹き起し、二〇〇〇年の六月を目途とするBISの銀行自己資本基準の導入計画は、金融・財政面の引締め政策とも相俟って、中小企業に打撃を与えた。そのような状況の中でIMFも、財政赤字の拡大を容認せざるをえなくなり、金大中政権も、前政権の禁止した無記名預金の復活にふみ切った。⁽⁵⁷⁾一方国内政策面においては、OECDの要請に従って、一定の条件の下にレイオフをみとめようとする労働関係法の改正が施行されるとともに、財閥による企業集中と市場支配を排除しようとする前政権の政策も、紆余曲折を経ながら、基本的に踏襲された。

五 フィリピン

フィリピンは、タイの通貨危機が最初に伝染した国であるが、その影響はインドネシアや韓国に比べると、遙に軽微であった。フィリピンは一九九四―九五年に年率平均五%の経済成長を達成し、一九九六年の成長率は、六%を記録した。財政は一九九四年に黒字を記録したが、経常収支はインフラストラクチャーの整備された工業団地を基盤とする輸出の伸長にもかかわらず、タイ、マレーシア、インドネシアと同じく赤字であった(一九九三―九七年は、GDPの約五%)。しかも過去十年間の経済成長率は、他のASEAN諸国に立ち遅れ、通貨危機の直前にはエルニーニョ現象の影響が農村部を中心に浸透していた。貯蓄率も僚国に比べると低いため、外国の資本に対する依存度の高い(とり

わけGDPに対する公的債務の比率が高い)フィリピンは、金利の変動など、海外要因にさらされ易い脆弱な側面をもっていた。

それにもかかわらずフィリピンが、比較的通貨危機の伝染に、うまく対処することができたのは、一九八〇年代の初頭に経験した金融危機を教訓として、金融制度の改革と、経済の自由化を、いち早く推進してきたためとみられている。ちなみにフィリピンは、一九八〇年の初頭に、弱小金融機関の淘汰に着手し、一九八三年にはシンガポール以外の東アジアにおいて、最初に金利の自由化にふみ切るとともに、国営銀行の民営化、既設の外銀に対する業務制限の撤廃、業態間におけるファイヤー・ウォールの撤廃、プルーデンシャル・ルールの導入等を実施した。さらに一九九〇年代には、外銀の市場参入を自由化したのをはじめとして、非居住者の銀行出資限度の引上げ、銀行最低資本金の引上げ、BIS銀行自己資本基準の導入などを実施した。同じく証券取引についても、非居住者の証券取得に対する事前承認制の撤廃、フィリピン証券取引所(Philippine Stock Exchange、マニラ、マカティ取引所の統合)の創設などの施策を行った。とりわけフィリピンの投資環境の改善に、大きく貢献したのは為替と投資の自由化であり、一九九一年にはフィリピンに対する直接投資の自由化、その翌年には資本の償還、および利子、配当金の送金に対する保証、輸出代金留保制度の導入等が実施された。

しかしながらフィリピンに対する直接投資は、GDPの一・二%に止り、一九八九年から流入し始めた証券投資も、居住者の対外証券投資によって相殺され、ネットでは比較的少額に止っていた(一九九四年は流入が九〇一百万ドル、流出が六三三百万ドルで、ネットの流入は二六九百万ドル)。株式と不動産ブームの発生した一九九六年における短期資本(証券投資、ドル建預金、および貿易信用よりなる)流入額の対GDP比率は、二・九六%に止った。そのうち証券投資の対GDP比率も、二・五一%に過ぎなかったが、ドル建預金の対GDP比率は、五・〇三ポイントの上昇を示した。⁽⁵⁸⁾

しかしながら為替の自由化が実施される前の一九九三年に、五・二億ドルに過ぎなかった民間商業銀行の対外債務は、一九九七年の第三四半期までに七〇億ドルに達し、フィリピンの対外債務に占める割合も、一・五%から一五・二%に上昇した。その結果フィリピンの短期債務は、対外債務全体の一九%（タイは三七%）を占めるに至った⁽⁵⁹⁾。

そのような銀行部門における対外債務の増加は、銀行の貸出ブームを誘発し（貸出の伸び率は、一九九四年が二五・四%、九五年三五・八%、九六年五一・九%⁽⁶⁰⁾）、八大銀行の貸出に占める外貨建貸出の比重も、一九九三年の一・二%から、一九九七年の第一四半期には四〇%へと増大した。銀行貸出の五%は、輸出関連部門に融資されたが、金融、不動産等の部門に対する貸出のシェアは、一九九四年初めの四%から、一九九七年の第一四半期に三〇%まで拡大した。そのような状況の中で中銀は一九九六年、不動産部門に対する融資を、貸出の一・八%に制限した⁽⁶¹⁾。しかしながら不動産部門に対する貸出は、政府のインフラストラクチャー工事に関連するものが少くなく、全体の貸出に占めるシェアも、一〇・九%に過ぎなかった⁽⁶²⁾。不良債権の比率も、一九九七年には四・〇%と推定されており、通貨危機が伝染するまでフィリピンの銀行制度は、比較的健全であった⁽⁶³⁾。

しかしながらフィリピンに対する証券投資は、一九九七年の五月に純流入から純流出に転化し、ペソを防衛するための金利の引上げとも相俟って、為替と株価の暴落を招くに至った（フィリピン証券取引所の総合株価指数は、一九九六年末の三二七二ポイントに対して、一九九八年十一月は、一七七二ポイント⁽⁶⁴⁾）。通貨危機の伝染に対処するため、フィリピンの中央銀行は、大量（十五億ドル）の不胎化介入を実施したが、効果がみられないためフロート制に移行した。それと並行的に中銀は、オーバーナイトの金利を引き下げるとともに、ブルーデンシャル・ルールの遵守を銀行に要請した（とくに不動産、自動車、消費者ローンの規制と、不良資産の管理）。外為取引についても、非商業的取引の規制や、売持の規制などを実施した。一九九八年の三月には、十三億ドルのIMF支援パッケージが合意されたが、そこにおいては、とく

に金融制度の改革（資本金の増加と、一部金融機関の統合、積立金の基準強化、監視の強化、競争の促進⁽⁶⁵⁾）が支援の条件とされた。

フィリピンの経済は、通貨危機の伝染する以前から、上述のようにエルニーニョ現象の影響をうけて後退していたが、通貨危機の波及後は、自動車や不動産部門を中心として（フィリピン航空も、労働争議をきっかけとして、閉鎖に追い込まれた）、不況色が強まり、失業が増大した。財政は赤字に転じ、経常収支も赤字幅を拡大したが、食糧の確保、石油価格の下落、金融、財政政策の引締めなどを反映し、ペソの下落にもかかわらず、インフレは高進する兆しを示さなかった。加えて一九九八年には、輸入が鈍化する反面、輸出が伸長したため、それが経済回復の梃子となるか否か、今後の帰趨が注目されている。

六 ドラゴン経済と台湾、中国

(イ) シンガポール：一九九〇—一九九七年の経済成長率は、年率平均九%を記録し、一九九七年の一人当たり国民所得は、二六、四七五ドルに達した。一九九〇年代における貯蓄率は、GNPの四九%に相当し、インフレも九〇年代には、平均二・四%に止っていた。経常収支は他のASEAN諸国と違って黒字（一九九七年には、GNPの一五%）を記録し、外貨準備も九七年末には八一〇億ドルに達していた。一九九六年以降はネットの資本輸出国となり、財政も黒字を持続した。

シンガポールはそのような政治経済の安定性をバックとして、一九七八年に為替管理を撤廃するなど、経済開放政策を推進してきた。しかしながら一九九三年頃からシンガポールにおいても、不動産と株式のブームが発生し、一九九〇年の第二四半期から一九九六年には、不動産の価格が三倍に上昇するとともに、株価もその間に一四五%の上昇

を示した。シンガポール政府は、一九九六年の五月、不動産投資の抑制をはかったため、不動産と株式のブームは、同年半ばにピークを迎えることになった。⁽⁶⁶⁾

一方シンガポールの銀行制度も、MAS (Monetary Authority of Singapore) の監督と、保守的な会計慣行の下で健全性を誇り、BISの銀行自己資本比率は、一二%に達していた。

通貨危機の伝染につれて、シンガポールにおいても株価が下落し、為替も大幅な変動を示したが、金利の上昇とも相俟って、企業の経営は圧迫された。とりわけ不動産は一九九八年の半ばまでに、三〇%以上の値下りを示し、ディベロッパーは打撃を蒙ったが、資本が充実し、十分な積立金を有するシンガポールの銀行組織は、これに堪えることが可能であった(ちなみに四大銀行の不良債権比率は、一九九八年の六月末現在で、三・五―六・二%であった)⁽⁶⁷⁾。

(四) ホンコン：一九九六年には、貸出金利の低下と競争の激化を反映して、銀行の不動産と株式に対する貸出が増加し、他の東アジアの国々と同じく、不動産と株式のブームが発生した。一九九六年に増加した銀行貸出(ネット)のうち五九%は、不動産部門に融資され、一九九七年九月末現在の銀行貸出のうち四七%は、不動産関連の融資によって占められていた(このうちの二一%はビル等の建設、二六%は個人の住宅ローンであった)。一九九七年の半ばに、ホンコン金融管理局(HKMA)は、不動産のバブルに対処するため、不動産関連の貸出を四%まで漸減するよう銀行に要請した。⁽⁶⁸⁾

通貨危機が、マレーシアやシンガポールに伝染していく中で、当初ホンコン・ドルは安定的な推移を示していたが、七月にはHKMAが二時間で十億ドルの為替市場介入を実施し、中国もホンコン・ドルを支えるために、五〇〇億ドルを投入する用意がある旨の声明を発表した。⁽⁶⁹⁾一九九七年の十月には、台湾ドルの切下げ余波をうけて、ホンコン・ドルが売られ、株価も暴落した。そこでHKMAは十月の末に、オーバーナイトのインターバンク金利を、二八〇%

に引上げた。一九九八年の一月には、Peregine Investments が倒産したのをはじめとして、ホンコン最大のディベロッパーである Sung Hung Kai の経営が破綻した⁽⁷⁰⁾。そのような状況の中で銀行の財務内容も悪化したため、HKMA は銀行に対する監督を強化したが、一九九七年九月末の不良債権は、貸出の二・三％に過ぎなかった⁽⁷¹⁾。もともとホンコンは、国際金融センターとしての基盤が整備されており、豊富な外貨準備と、中国の支援の下に、カレンシー・ボード・システムに基づく固定相場制度の防衛に成功した。

(イ) 台湾：台湾は輸出主導型の経済成長を持続しながら、他の東アジア諸国とは違って、経常収支の黒字を記録してきた。その原因は、一九八〇年における輸出加工区の創設以来、中小企業を主体として、環境の変化に対応しながら自由化と国際化を推進することによって、国際競争力を培養してきたためである。台湾は世界における情報技術産業の三大生産拠点の一つと化し、一九九六年の輸出は、四七・三％がハイテク製品によって占められていた。台湾は過去十五年間に涉って、金融の自由化を推進するとともに、インフレの鈍化を転機として、貿易、金利、為替の自由化を実施した（一九八八年にはフロート制に移行した）。資本取引についても規制を緩和し、証券取引については、三段階に分けて自由化を推進してきた（一九九六年には非居住者の株式保有限度を、一五％から三〇％に上げた⁽⁷²⁾）。

台湾においても銀行貸出の増加と、それに伴う不動産関連融資の増加（銀行貸出残高の四〇％に達した⁽⁷³⁾）がみられたが、不良債権の比率は、三・八％に過ぎなかった。BIS の銀行自己資本基準も、一九八九年の改正銀行法により、既存の銀行の場合は一・三％、新設行については二・三％と高目に設定されていた⁽⁷⁴⁾。さらに上述のような金融、資本取引の自由化にもかかわらず、資本取引については、多くの規制が残されていた⁽⁷⁵⁾。一九九七年の一月に台湾はフロート制に移行したが、他の国々と違って金利を引上げる必要性もなく、台湾に対する通貨危機の影響はきわめて軽微であった。

(二) 中国：漸進的に経済開放政策を展開してきた中国は、インフレを抑制しつつ、安定成長を持続してきた（一九九六年の経済成長率は九・七％、一九九七年上半期は九・五％。インフレはそれぞれ六・一％と一・八％）。外国からの資本とテクノロジーの導入に伴って、輸出も増加し（一九九七年十一月、一六・八％）、經常収支が黒字を記録したのみでなく、直接投資の増加とともに総合収支も黒字となり、一九九八年初頭の外貨準備は、一四〇〇億ドルに達した。

タイの通貨危機は、奇しくもホンコンが中国に返還された翌日に発生したが、中国に対する影響はとくにみられなかった。その理由は一九九六年に八条国に移行したものの、中国が資本勘定の交換性にふみ切っていなかったためである。⁽⁷⁶⁾ 中国は一九七九年以降三段階に分けて、外国資本の導入を促進してきたが、一九九六年における資本流入の七六％は、直接投資によって占められていた。短期の銀行ローンは、一九八〇年代半ばの四〇％から、一九九五年の一・二％まで低下し、外債の発行も対外債務の一〇％に止っていた。株式についても、居住者だけにアクセスの制限されたA株のほか、非居住者の投資を目的とする外貨建のB株（後にはホンコンで発行されるH株、ニューヨークで発行されるN株も創設された）が発行されたが、その銘柄は限られていた。⁽⁷⁷⁾

しかしながらアジア通貨危機の発生後は、中国に対する投資ブームも終焉し（中国に対する投資の七〇％以上は、アジアの新興市場国に源泉していた⁽⁷⁸⁾）、周辺国における通貨の切下げによる輸出競争の激化、不動産ブームの反動などを反映して、経済成長率が鈍化するとともに、失業も増加している。これまで中国は投資を規制し、信用と税制の面からこれを補完してきたが、地方が中央の統制を乱して、過大な投資を行ったため、過剰な設備と在庫が発生している。その結果国有企業の操業率は、二分の一に低下し、その再建が急務とされている。しかしながら社会保障制度が不備なため、景気の後退する中で失業の増加を伴う国有企業のリストラは、困難に直面している。中国の場合は、他のアジア新興市場国と違って不動産部門に対する投資のウェイトが低い（一九九六年上半期の固定資本投資の一四⁽⁷⁹⁾）が、国有

企業の経営の悪化は、もともと脆弱な銀行の経営を圧迫するに至っている。一説によると銀行の不良債権は、貸出の三分の一を占めるともいわれ、仮にその半分が回収されるとしても、銀行の損失はGDPの一五%に達するものともみられている。(アメリカの貯蓄貸付組合の危機時は二%、メキシコの銀行危機の場合は七一〇%)⁽⁸⁰⁾。しかしながら中国の場合には、銀行も借り手の企業もともに国有であり、他の資本主義国の場合とは事情を異にする。一九九九年の三月には、大手のノンバンク、広東国際信託公司の破産が決定したが、全国人民代表大会において、中国は人民元の切下げを否定し、性急な資本市場の開放に反対するとともに、積極的な財政政策によって、金融、行政、国有企業の改革を、三年以内に達成する方針を明らかにした。

七 むすび—IMF批判

アジアの通貨危機と、それに伴う伝染を予想外に深化させた一つの要因は、IMFの処方箋が誤っていたためであり、その原因は単純な判断ミスというよりも、IMFがウォール街・ワシントン複合体の走狗と化し、新古典派経済学に立脚して、金融のグローバル化を達成しようとした政治的偏向に帰せられる。一例としてコードン(Max Cordon)はアジアの通貨危機が、不安定な国際金融市場からの短期借入れに基因するにもかかわらず、IMFが韓国に対する金融支援のコンディショナリティとして、証券取引への非居住者の参入など、金融サービスと資本取引の一層の自由化を求めたことに対して、疑問を投げかけている。そのメカニズムを解明するものとして、コードンはIMFが新しい資金をうるために、最大の株主であるアメリカの議会に頼らざるをえず、その議会はさらにアメリカのインタレスト・グループの歓心を買わざるをえなかったと説明している。しかしながらコードンが警告するように、IMFがアメリカの輸出業者、投資家、金融機関の利益に奉仕することは、逆に反米感情を煽り立て、長期的に見ると、アメリ

カの利益に反することにもなりかねない⁽⁸²⁾。

ラドレとサククスも、「歴史は勝者によって書かれる」とのべたネルーの言葉を引用して、「金融の歴史は債権者によって書かれ、債務者は非難される⁽⁸³⁾」とのべている。IMFの金融支援は浮動的な短期の資本を、惜しみなく新興市場国に注入した国際的金融機関を救済する結果となり、モラル・ハザードの問題を生ずるに至っている。コードンも指摘するように⁽⁸⁴⁾ IMFの資金は、大量の資本流出によって発生した金融梗塞と、それに伴うリセッションを緩和するために使用される方がむしろ望ましいともいえる。しかしながらIMFは、新興市場国に対して、逆に金融、財政面からの引締めを要請し、新興市場国の金融機関と企業に対する通貨危機の影響を徒に増幅する結果となっている。それは一九三〇年代の大恐慌下で、金融の引締めを敢行したアメリカの連邦準備制度と、同じような愚行を犯すことにもなったのである⁽⁸⁵⁾。それがいかに不適切な対応であったかは、財政が黒字を続け、物価も適正な水準にあった通貨危機前の東アジア諸国の経済を一瞥すれば、自ら明らかな事実である。

IMFのいま一つの誤りは、crony capitalism に挑戦するため、通貨危機とは直接関係のない盛沢山な構造改革を新興市場国に要求し、市場を徒に混乱させる結果となったことである（コードンは、これを多くの条件をぶら下げたクリスマス・トリーに比喻している⁽⁸⁶⁾）。それはベトナム戦争の教訓が物語るように、腐敗政権を支持した末に、遂には撤退せざるをえなかったアメリカの既往の戦略と対比すれば、一つの進歩であることは申すまでもないが、クローニズムの克服は、短期間に達成される問題ではない。

アジア通貨危機の再来を防止する上で、最も基本的なことは、それが新古典派経済学を理論的な支柱として、規制の緩和と金融の自由化を、グローバルに展開してきたアメリカ金融資本の論理的な帰結にほかならないことを、明確に認識することである。IMFやWTOはその戦略を貫徹するための尖兵にほかならないのであり、アメリカや国際

p. 222)。

- (8) Cheong, *op. cit.*, p. 222.
- (9) *Ibid.*, p. 223.
- (10) Athukorala, "Swimming", p. 33.
- (11) 東銀史編集室『東京銀行史』一九九七年、七三〇ページ。ラブアン市場は、シンガポールで行われているマレーシア向けの外貨建貸付とボルネオ島の開発を目的とし、ホンコン、シンガポールのような国際金融市場を目的とするものではない(第一勧銀総合研究所『アジア金融市場』東洋経済新報社、一九九七年、二〇二ページ)。
- (12) Cheong, *op. cit.*, p. 220.
- (13) Athukorala, "Swimming", p. 32.
- (14) *Ibid.*
- (15) *Id.*, "Malaysia", p. 93.
- (16) Cheong, *op. cit.*, pp. 225-229.
- (17) Athukorala, "Malaysia", p. 89.
- (18) *Id.* "Swimming", p. 31.
- (19) *Id.* pp. 34-36. 一九九八年九月に実施された資本取引の規制は、大要次のとおり。①オフショア銀行間におけるリング取引の禁止。②外国の銀行、株式ブローカーに対する貸出の禁止。③国外におけるリングの法貨性剝奪。④リング建インボイスの禁止。⑤外国旅行、対外投資に対する外貨承認の制限。なお貿易取引および直接投資に関連する資本の償還、利子・配当金の支払については、規制が導入されなかった(*Ibid.*, p. 36)。また貸出を抑制する反面、生産部門に対する傾斜的な貸出を指示し、貸出引当金の積増しを求めた(*Id.*, "Malaysia", pp. 240-241)。
- (20) Ross H. McLeod, "Indonesia", in *Id.* and Garnaut, *op. cit.*, p. 31 (以下「Indonesia」と略称)。一九九六年の五月に、World Economic Forum での「インフレーションの国際競争力を」前年の三十位から十五位に上げた(Mohammad Sadi, "The Indonesian Crisis", in Arndt and Hill, eds, *op. cit.*, p. 16)。
- (21) Mochammad Rosul, "Coping with Capital Flows and the Monetary Policy Framework", in Kwan Vandenbrink and Yue (eds.), *op. cit.*, p. 244.

- (22) Hill, *op. cit.*, pp. 10-11.
- (23) Rosul, *op. cit.*, pp. 244-245.
- (24) *Ibid.*, p. 246.
- (25) *Ibid.*, pp. 247-249.
- (26) McLeod, "Indonasia", pp. 36-37.
- (27) Robert Chote, "Financial Crises: The Lessons of Asia", in *Financial Crises and Asia* (CEPR Conference Report, No. 6), London, 1998, p. 11. 借入企業は、ショッピング・モール、不動産、住宅、オフィス、ホテル、ゴルフ場の建設などの非貿易財部門に投資した。Sadliはそのような日本の銀行のビヘビヤを非難してゐる (Sadli, *op. cit.*, p. 20)。
- (28) Sadli, *op. cit.*, p. 24.
- (29) McLeod, "Indonesia", p. 39. Franços Godement, *The Downsizing of Asia*, NY, 1999, p. 84.
- (30) *Ibid.*, p. 84.
- (31) 軍部の高官は、公然と反華僑運動を支援し、華僑系のコングロマリット首脳に電話をかけて、逃避資金の還流を求めたといふ (McLeod, "Indonesia's Crisis and Future Prospects", in Jackson, ed., *op. cit.*, p. 221. 以下 "Indonesian Crisis" と略称)、インドネシアでは、人口の三―四%が、富の七〇%を占有してゐた (*Ibid.*, p. 232).
- (32) McLeod, "Indonesia", p. 35.
- (33) *Id.*, "Indonesian Crisis", p. 220.
- (34) Godement, *op. cit.*, p. 84.
- (35) McLeod, "Indonesian Crisis", pp. 214-215. 一九九四年に倒産した国宮銀行、Bapindo は、無担保、無契約で、大統領のファミリーが所有する企業を傘下に収めていた Golden Key Group に対して、巨額の貸出を行った。借入れ資金は石油化学工場の建設に充てられる予定であったが、この種の事業に全く経験のないファミリーは、銀行の融資をうけた後、その企業の株式を売却したといふ (*Ibid.*, p. 216)。
- (36) *Ibid.*, p. 223.
- (37) Godement, *op. cit.*, p. 83. ハビビはイスラム運動の主導者であり、一九九三年には、スハルト内閣にキリスト教徒が参加していることを批判した。暴徒はイスラムの名において、華僑の商店やキリスト教会を襲撃した (*Ibid.*, p. 85)。

- (38) 社会的、政治的混乱は、西欧側が変心するためのキー・ポイントであった (*Ibid.*, p. 88)。暴動を理由としてスハルトは、自ら統治しない限り、インドネシアの混乱を救えないと主張した。インドネシアとの競争にさらされるオーストラリアの農業、鉱業界も、IMFに対して条件の緩和を求めた (*Ibid.*, p. 86)。
- (39) その一か月前に成立した韓国との条件よりも有利(インドネシアの企業は、元本の返済を三か月間猶予され、同国の銀行は返済を三年間延長された)であり、インドネシアは Indonesian Debt Restructuring Agency を創設して、外貨の調達を保証し、為替の安定につとめることになった (*Ibid.*, p. 91)。
- (40) Hak K. Pyo, "The Financial Crisis in South Korea", in Jacson (ed.), *op. cit.*, p. 151.
- (41) Chote, *op. cit.*, p. 9.
- (42) Heather Smith, "Korea", in McLeod and Garnaut, *op. cit.*, p. 67.
- (43) Robert Garran, *Tigers Tamed*, St. Leonards, 1998, p. 26.
- (44) Smith, *op. cit.*, p. 73.
- (45) *Ibid.*, p. 68.
- (46) *Ibid.*, p. 74. ソロスは不良債権の穴埋めをするため、韓国の商業銀行がハイリスク、ハイリターンインドネシア、ウクライナ、ブラジルなどの金融商品に投資し、韓国の通貨危機を招く一因となったとのべている (George Soros, *The Crisis of Global Capitalism*, London, 1998, p. 139)。
- (47) Pyo, *op. cit.*, p. 159. とりわけ輸出の六五%を占めるセミコンダクター、鉄鋼、自動車は、財閥企業が独占していた。また財閥は一九九〇年の半ばに、売上の三二%、資産の二二%を占有していた (Garran, *op. cit.*, p. 130)。
- (48) Smith, *op. cit.*, p. 71. また財閥企業の短期債務は、資本金の四倍に達していた (Garran, *op. cit.*, p. 127)。
- (49) Godement, *op. cit.*, p. 50.
- (50) Smith, *op. cit.*, p. 74.
- (51) *Ibid.*, pp. 74-75.
- (52) 銀行の預金シェアは、一九八〇年の七一%から、一九九六年の三二%に低下したが、ノンバンクは逆に二五%から六八%にシェアを拡大した。貸出面においても、銀行が六三%から四二%にシェアの低下をみたのに対して、ノンバンクのシェアは三七%から五八%に拡大した。ノンバンクは、一九九三年の初めに、資産の三〇%を株式以外の有価証券に投資していた (*Ibid.*, p.

- 73)。
- (53) *Ibid.*, p. 77. 一九九七年の一月には、二十六番目の財閥グループに属する韓宝製鋼、三月には二十六番目の三美製鋼、七月には紀亜グループ（八番目、第二位の自動車メーカー）の経営が破綻し、銀行の連鎖倒産が危惧された (Eichengreen, *op. cit.*, p. 151)。
- (54) Garran, *op. cit.*, p. 127.
- (55) Godement, *op. cit.*, pp. 80-81. ワシントンポスト紙は、二月末までに期限の到来する短期債務を二八〇億ドルと報道した (Pyo, *op. cit.*, p. 152)。⁹ なお一九九七年十二月二十九日現在の対外債務は、一五三〇億ドル（うち短期債務は八〇二億ドル）であり、短期債務のうち銀行部門の負担するものは五四六億ドル（国内銀行二二九、海外支店一五〇、オフショア借入九五、在韓外銀一七二億ドル）、企業部門は、二五六億ドルであった (Pyo, *op. cit.*, p. 153)。
- (56) Pyo, *op. cit.*, p. 152. 連邦準備制度も、韓国が債務不履行に陥る場合には、最大の債権国日本に波及し、世界的な金融恐慌に発展するのを危惧したところ (Smith, *op. cit.*, p. 80)。
- (57) Smith, *op. cit.*, p. 82. Godement, *op. cit.*, p. 81.
- (58) Manuel F. Montes, "The Philippines as an Unwitting Participant in the Asian Economic Crisis", in Jackson (ed.), *op. cit.*, p. 254.
- (59) Ponciano Intal Jr., Melanie Milo, Celia Reyes and Lelanie Basilio, "The Philippines", in McLeod and Garnaut (eds.), *op. cit.*, p. 150.
- (60) Montes, *op. cit.*, p. 247.
- (61) Intal Jr., Milo, Reyes and Basilio, *op. cit.*, pp. 151, 154. しかし一九九六年末のフィリピンにおける空室率は、四%（タイ二五%）よりも顕著に低かった (*Ibid.*, p. 154)。
- (62) Gerardo Sicat, "The Philippine Economy in the Asian Crisis", in Arndt and Hill (eds.) *op. cit.*, p. 45.
- (63) Monte, *op. cit.*, pp. 247, 249. 一九九七年には、二つの銀行が経営難に陥った (*Ibid.*, p. 258)。
- (64) Intal Jr., Milo, Reyes and Basilio, *op. cit.*, p. 153.
- (65) *Ibid.*, pp. 151-152.
- (66) Chia Siow Yue, "The Asian Financial Crisis", in Arndt and Hill, *op. cit.*, p. 59.

- (69) *Ibid.*, p. 60.
- (80) Yuk-shing Cheng, Wong Marn-heong and Christopher Findlay, "Singapore and Hong Kong", in McLeod and Garnaut (eds.), *op. cit.*, pp. 168, 170, 171.
- (69) Garran, *op. cit.*, p. 112.
- (70) *Ibid.*
- (71) Cheng, Marn-heong and Frindlay, *op. cit.*, p. 171. なお一九九八年二月末の外貨準備は、九七六億ドルであり、うち七八六億ドルは Exchange Fund、一八一億ドルは Land Fund に帰属し、いずれも HKMA によって運営されていた (*Ibid.*, p. 173)。後者は土地の売却から生じた収益であり、返還前に生じた収益の二分の一は、特別行政区の政府のために使用される (*Ibid.*, p. 172)。
- (72) Shirley W. Y. Kuo and Christina Y. Liu, "Taiwan", in McLeod and Garnaut (eds.), *op. cit.*, pp. 182, 186.
- (73) Garran, *op. cit.*, p. 117, 但しその時点は明らかでない。
- (74) Kuo and Liu, *op. cit.*, p. 188.
- (75) Garran, *op. cit.*, p. 117.
- (76) 中国は一九七九年に外貨留保体制度を導入し、スワップ市場を創設した。一九九四年には複数相場制の廃止、インターバンク市場の創設(スワップ市場は存続した。經常勘定の条件付交換性導入をへて、一九九六年十二、八条国に移行した。また外国銀行の参入と業務制限も、徐々に緩和され、一九九七年には、上海における人民元の取扱がみとめられた。
- (77) Zao Jinping, "Management of Capital Inflows in China's Opening Economy", in Kwan, Vandenbrink and Yue (eds.), *op. cit.*, pp. 294-295.
- (78) John Wong "Will China be the Next Financial Domino?", in East Asian Institute, *China's Economy and the Asian Financial Crisis* (EAI Occasional Paper, No. 4), 1998, p. 48.
- (79) Wong, *op. cit.*, p. 37. 中国における建設は、政府のインフラストラクチャー造成、工業開発に関連するものが多いが、商業ビルの空室率は、上海が六〇・八〇%、北京四〇% (*Ibid.*, p. 28) であった。
- (80) *Ibid.*, p. 29.
- (81) 国家資産(一八五〇〇〇億元)は、負債を上廻っている (*Ibid.*, p. 38)。

- (22) Max Corden, *The Asian Crisis*, Singapore, 1999, pp. 48-52. インドネシアについても、民営化された国営企業が、通貨危機後の資金不足のために外国人の所有に帰し、ナシヨナリズムが台頭することを警告する向きもある (Sadli, *op. cit.*, p. 22)。
- (33) Redelet and Sacks, *op. cit.*, p. 1.
- (34) Corden, *op. cit.*, p. 43.
- (35) Jeffrey D. Sacks, "The Wrong Medicine for Asia", *New York Times*, Nov. 3, 1998.
- (36) Corden, *op. cit.*, p. 46.