
1997年アジア通貨危機

原因と深刻化の理由

伊藤 隆敏

Ito Takatoshi

はじめに

アジア通貨危機からちょうど10年を経過した。1997年7月2日にタイがバーツをフロート化したことから、アジア通貨危機が始まったと言われている。その後、危機はアジア全域に広がり、1998年には、中国を除く東アジアのほとんどすべての国がマイナス成長を記録した。その後、1999年以降、東アジア経済は順調に回復してきている。2005年以降、バンコクでも、ジャカルタでも、アジアの主要都市は活況を呈している。ソウルでも、好調な経済をうけて通貨は強くなっているし、不動産価格も高騰している。これら3都市を歩くと、とても10年前に破綻の淵までいった経済とは思えない。しかし、アジア通貨危機の記憶は、いまだにアジアの政策担当者の心のなかには大きな傷を残している。

アジアの政策担当者や学者が、自らの経済、特に金融セクターに存在していた「脆弱性」がアジア通貨危機の原因の一つであることは認め、危機をきっかけに経済構造が頑強なものに改善された、と認識している。しかし、一方でアジア通貨危機は、当時存在した脆弱性の非に比べて、はるかに高い代償を払わざるをえなかったという思いは当時もあつたし、今も変わらない。とくに、危機の悪化を防ぐために、タイ、インドネシア、韓国が融資を受けた国際通貨基金（IMF）の果たした役割については、アジア各国の政策担当者は、いまだに、非常に複雑な感情をもっている。IMFが危機に陥った国の経済回復を助けるのではなく、かえって危機を悪化させたのではないか、という疑念をもっているからである。

IMFは、通常、融資を申し込んだ国に対して、融資の条件（コンディショナリティー）をつける。融資条件は中期的に経済を健全化するための処方箋であり、その国の経済政策の指針となるものである。危機に陥った国へのIMFの処方箋は、常に「痛み」を伴うものであることは間違いない。それは、危機に陥った国が、中期的には避けることのできないマクロ政策変更（たとえば、無駄な政府支出のカットや増税による財政赤字の解消）、構造改革（補助金のカット、労働市場改革や政府調達透明化など）が条件となるからである。典型的なIMF融資のパターンでは次のような形がありうる。通貨危機に陥ってIMFの融資を必要とする場合には、IMFという外圧を使って、危機に陥った政府が「痛みを伴うが必要な」政策変更を行なう。善意の「悪者」を演じることでIMFは公共的な役割を果たしている、こうIMFの人は説明する。この説明が説得力をもつのは、IMFが一方でドル流動性を供給することで通貨危機の悪化を防ぎつつ、同時に経済の構造改革を引き起こす触媒となる場合である。

ところが、アジア通貨危機の場合には、この融資条件が逆に危機を悪化させたのではないか、という批判が根強くある。まず、急激な外貨流出という流動性の危機を解決するには、あまりにも融資金額が少なすぎた。さらに、危機の解決には直接関係のない構造改革を融資条件としてつけたために、通貨危機はかえって悪化した、という批判が多い。もちろんIMFは、構造改革の融資条件も中期的に経済を強くするためには重要だ、と主張した。しかし、構造改革が踏み絵となり、その踏み絵をうまく踏むことができなかった国の経済・政治危機はさらに深まっていった。このような批判は、危機のさなかにも言われていたし、その後書かれた多くの研究論文のなかでも指摘されてきた。危機から10年経って、改めて、アジア通貨危機のプロセスとIMFが果たした役割について検討を行ない、今後の教訓としたい(詳細はIto [2007]を参照されたい)。

1 メキシコの通貨危機

アジアの通貨危機を語るうえで、まず、1994年12月に起きたメキシコ危機を考察する必要がある。それは、タイで起きた危機が、少なくともマクロ指標の面ではメキシコによく似ていたからである。IMFのカムドシュ専務理事(当時)は、メキシコ危機を最初の「21世紀型の危機」と名づけた。それまでの経常収支赤字に起因する危機ではなく、急激な資本移動が引き起こす新しい型の通貨危機であることを、彼は喝破したのである。

メキシコ危機の教訓は次のとおりである。第一に、IMFは短期資本移動の重要性を考慮にいれて、監視機能を改善し、投資家が資金を引き揚げる前に危機を予知して、加盟国に適宜適切な助言を与え、危機を未然に抑えることが重要だ。第二に、資本勘定を自由化した中規模の新興国が、外国の民間金融機関から巨額の借り入れをすることが可能になり、それが突然資本流出に転じた場合、IMFが供与できる額を大きく上回る資金が必要となること。そして、その対外債務額は、IMFの「融資限度」(アクセス・リミット)を上回り、IMFは「最後の貸し手」機能を発揮できなくなること。第三に、米国とIMFの救済策に対し、米投資家の救済を狙ったもので、投資家のモラル・ハザードを引き起こすという批判が、欧州を中心に出たこと。最後の点は、IMFが「最後の貸し手」であるべきなのか、それとも国際資本市場の混乱なしに民間部門を巻きこむ(貸し手責任を問う)メカニズムを構築する役割であるのかという、きわめて重要な問題を提起している。しかし、これらの点(特に、第二、第三の点)について、問題提起はされたものの、解決に向けた重要な進展がなされる前に、アジア危機が起きてしまった。

IMFは、世界中の国による信用組合のような国際機関であり、各国の出資額に応じてその国の投票権、その国が危機に陥った場合の貸し出し上限などが定められている。1960年代のような貿易赤字をきっかけとする通貨危機の場合には、IMFからの資金の貸し付けと同時に、マクロ経済政策を変更することで、通貨危機を克服することができていた。また、経常収支危機に陥らないためには、適切な外貨準備高は、輸入の3ヵ月分という目安があった。しかし、このような目安は、資本勘定が自由化された世界では何の役にも立たないことがメキシコの危機でわかった。

1980年代に進んだ世界的な資本自由化のなかで、先進国の民間部門から、新興国の政府や民間金融機関が借り入れることのできる額が飛躍的に伸びていた。したがって、大きな経常収支の赤字を出しながら、その経常収支の赤字を補って余りある資本流入が、国と時期によっては、可能になった。まさに、1994年のメキシコの通貨危機の前（1992～93年）の状況は、経常収支赤字は国内総生産（GDP）比の8%にも上っていたものの、それを上回る（GDP比、約10%の）資本流入があり、外貨準備高が増加していたのである。伝統的にIMFが想定しているような世界では、外貨準備高が増加しているということは、経済が健全であるという証拠として捉えられていた。しかし、この資本流入が一気に流出に転じ、介入によって固定為替を維持しようとする、外貨準備を枯渇させ、いずれ固定為替を維持することは困難となる。固定為替の放棄と切り下げは、経済を大きな混乱に陥れる。

2 タイの通貨危機

（1）アジア通貨危機の端緒

1997年7月2日にタイの通貨バーツは変動相場制に移行した。これが、その後半年のうちに東アジア全体に波及したアジア通貨危機の始まりだった。大部分の東アジア諸国の為替レートは7月から9月に下落したが、その幅はバーツより小さかった。その後、10月にはインドネシア・ルピア、11月後半から12月にかけては韓国ウォンが、下落をリードした。ウォンの下落が止まったのは12月末以降のことだった。1998年1月以降は、韓国ウォンをはじめとする多くの通貨は下落から上昇に転じるものの、インドネシア・ルピアだけは、同国の政治危機とともに、下降を続けることになる。

東アジアでの危機は野火のようにあっという間に燃え広がった、と評する人もいるが、タイの通貨のフロート制移行（7月2日）から、韓国ウォンの危機的状況（12月末）までの間にはさまざまな意思決定があり、波及を止める機会があった。「あっという間に燃え広がった」という表現は適切ではなく、通貨危機にしては、時間の余裕があったにもかかわらず、対策が間に合わなかったと言うべきであろう。メキシコ通貨危機の場合には、ペソのフロートから通貨が半分の価値を失うまでわずか1週間であった。IMFがメキシコへの支援を検討するときには、すでに通貨価値は半減していたのである。タイ通貨危機の場合には、IMFが支援を決めたとき、バーツはまだ15～20%しか下落していなかった。タイ・バーツが価値の半分を失うのは、6ヵ月後である。大きなダメージを防ぐ時間は十分にあったと言える。

（2）メキシコ危機との類似点

メキシコ危機とタイ危機には似た点もあれば異なる点もある。メキシコの場合と違い、IMFは少なくとも1996年末にはタイ経済が抱えるリスクに気づいており、為替制度をより柔軟なもの（変動幅の拡大、またはフロート制への移行）にするよう求めていた。為替制度が事実上のドル・ペッグであったこと、タイの経常赤字はGDPの8%の規模だったが、それを上回る短期資本が流入していたことなどが、メキシコの場合と似ている。しかし、タイの場合は危機が表面化する前から、投機筋のバーツ売りにさらされていた。投機筋と中央銀行の戦いは1996年12月から97年5月まで続いた。中銀がもつ先物市場でのドル売りポジシ

ヨンは200億ドルを超え、外貨準備はわずかにそれを上回る規模まで縮小していた。7月2日に変動相場制に移行すると、2週間でバーツは15%下落した。8月にはIMFと日本は共同でタイ支援策をまとめた。これは、IMFだけの支援には限界があったからである。この時点で下落幅は20%に達したが、深刻な危機ではなく、過大評価されていた通貨の必要な調整だった。もしこの水準が維持されたならば、アジア地域規模での危機は起きなかったのかもしれない。

(3) IMFパッケージ

IMFは8月20日、総額172億ドル(うちIMFは40億ドル)のタイ支援プログラムを発表した。これは、「パッケージ」であり、日本から40億ドル、そのほか、アジア諸国から65億ドル、世界銀行・アジア開発銀行から27億ドルの二国間支援が含まれていた。このような「パッケージ」の形態をとったのは、メキシコ危機のときのIMFと米国のパッケージと同様、ある国への支援はその国のIMFへの出資額の5倍というアクセス・リミットがあるからである。

だが、バーツはさらに下落した。それまで非公表だった中銀の先物のドル売りポジションが234億ドルに上ること、短期民間債務が300億ドル以上あることがわかったからである。合意の規模では対処できない、と市場では受け止められた。172億ドルを融資するが、234億ドルを失う、という発表では、市場のバーツに対する信頼が高まるはずもなかった。IMFの支援の発表のあとも、バーツが顕著に増価することはなかった。翌週になると、バーツさらに4.5%下落した。IMF支援策がもたらす効果への市場の信頼性の低さは驚くべきものだった。

IMFは同時に、脆弱な金融機関の閉鎖と、財政・金融両面での引き締めをタイ政府に勧告した。財政面では、GDP比1%の財政黒字を求めた。だが経済活動は急低下し、財政引き締めが間違いだったことはすぐに明らかになった。IMFは脆弱な金融機関を閉鎖するようタイ政府に強く求めたが、タイは強い抵抗を示した。有権者の反対が見込まれるうえ、閉鎖対象の金融機関の選定に時間がかかることもあるが、そもそも、タイには金融機関への強制措置を採る際の法的整備ができていなかった。IMFの勧告が出る前に、タイは金融機関の「業務停止命令」は出していたものの、閉鎖・清算はできず、その決定は12月までずれ込むことになる。

タイ危機の教訓は、事実上のドル・ベッグ制の危険性が改めて確認されたことと、固定相場制を放棄する際には、十分な外貨準備をもつときに行なうべきである だった。しかし、これはすでにメキシコ危機で指摘されていた点である。バーツの8月以降の下落の継続は、IMFプログラムの規模が小さいことによるところが大きかった。しかし、メキシコ危機で受けた批判から、IMFは大規模な支援をためらい、タイ政府も、対外債務の多くが民間債務であることから、規模の拡大を強く求めなかった。その後、融資条件をいかにタイが忠実に実行できるか、というところに関心に移り、そこにおいてもあまり良いニュースはないまま、2ヵ月がむなしく過ぎていくなかで、危機の震源が周辺国へと移っていった。

(4) 危機の伝播

アジア危機とメキシコ危機の主要な違いは、その危機の伝播の力である。タイの通貨フロート（事実上の切り下げ）をうけて、7月11日にはフィリピンが変動制に移行、インドネシアはルピアの変動幅を12%に拡大した。マレーシアも7月14日に変動制に移行した。その後の各国通貨の動きは、東南アジア諸国連合（ASEAN）加盟国間では、相乗効果をもっていた。震源となる国の為替レートが減価すると、周辺国の通貨が下落する。さらにその下落が震源国の次の下落につながる。通貨当局は、市場からの圧力で、通貨の引き下げ競争になることを恐れていたが、まさに、そのような引き下げ競争が起きているようにみえた。その後、数ヵ月、危機の震源はタイからインドネシア、インドネシアから韓国、さらにもう一度、インドネシアへと移っていくのだが、その震源の通貨下落に誘発されるように、周辺国の通貨が下落していった。

(5) AMF 構想

タイへの支援において、「パッケージ」という手法をとらざるをえなかったことから、IMFを補完する地域的な流動性の融通の必要性が痛感された。そこで、外貨流動性危機に直面する国に対する支援メカニズム創設の議論が起き、アジア通貨基金（AMF）構想が8月半ばから9月中旬にかけ非公式に何度か議論された。正式の提案の記録は残されていないが、AMFは、各国が外貨準備の一部を拠出してそれをプールし、危機に陥った国に貸し付ける、という仕組みであったという。アクセス・リミットのためにIMFだけの資金では新興国の通貨危機に対処できないこと、あらかじめ資金をプールしておくことで投機家に対して抑止力をもつことが期待されること、もし危機が発生したときには迅速に融資を実行できることがメリットと考えられた。

しかし、この構想は、IMF、米国、中国の反対にあい、実現しなかった。米国はタイへの支援に加わらず、アジアへの関心はなかったにもかかわらず、AMFをIMFの枠組みに対する脅威と捉えたのかもしれない。IMFにおける米国の発言権は大きいので、IMFを支配できると米国が考えているとするならば、米国抜きのような地域の通貨融通の枠組みについては、米国が反対するのをもっともである。中国がなぜ反対したのかは、わからない。IMFの幹部は、危機の国がIMFの課す融資条件を嫌ってAMFへいくようになると、改革努力をしなくなるというモラル・ハザードを引き起こし、危機に陥った国にもよくない、と論じた。さらに、もしAMFが、IMFと同様の融資条件がつけられるような事務局を保有するようになれば、それはそれで、IMFという組織と重複することになり、そういう組織をつくる必要はないだろう、と論じた。

10月末に香港の通貨・株式市場が同時に投機の対象となり、香港株式市場の下落が米国を含む世界中の株式市場に影響を与えてから、ようやく米国は、この地域の異変を真剣に懸念し始めた。

3 インドネシアの通貨危機

10月中旬になると、震源地はタイからインドネシアに移った。当時、インドネシアの経

常収支赤字はGDPの3%の規模で、9月末の外貨準備は200億ドルを超えていた。さらに、為替の変動幅も拡大していたので介入で外貨準備を失う危険もなかった。タイや、インドネシアのあとに発生した韓国では、外貨準備が枯渇したためIMFに融資を申請する以外に手段がなかったが、インドネシアの場合には、必ずしも、必要に迫られてIMFに駆け込んだわけではなかった。この時点でIMFの融資を申請する必要があったのか、という疑問は残る。インドネシア当局はIMFの融資と政策アドバイスを受けることで、市場のインドネシアの経済政策への信頼を勝ちとろうとした。しかし、その後の展開をみると、IMFとかがわったことが、むしろインドネシアの危機を悪化させたのではないかとと思われる。

11月4日にIMF理事会で承認されたインドネシア向けの総額400億ドルの支援プログラムは、当初の2週間はずまくいっているようにみえた。日本、インドネシア、シンガポールの協調介入により、ルピアは上昇した。IMFは、インドネシアへの支援にいくつかの融資条件をつけた。第一に、財務状態の悪い16銀行を閉鎖、預金も大口のものは預金カットを行なうこととした。第二に、財政の黒字化を求めた。第三に、金融引き締めと高金利を求めた。しかし、このようなIMFの融資条件をつけられたことは、市場の信頼を勝ちえなかつたばかりか、裏目に出たと言えよう。第四に、GDP1%の財政黒字を求めたが、この目標も同国には厳しすぎた。11月後半までにルピアは前半の上昇分を失い、12月末に向けて下落を続けた。

第一に、銀行閉鎖と預金カットは、預金者の間に不安を広げた。閉鎖された16銀行以外にも、財務基盤の弱い銀行があることは知られていたため、それらの銀行の大口預金も将来カットされるのではないかと、という不安が広がった。

第二に、インドネシア中央銀行は、IMFが求めた高金利は維持できず、金融政策も通貨価値の維持と弱った銀行の救済策に右往左往した。スハルト大統領がIMFの融資条件に非協力的な態度をみせたことも、市場の信頼を失うことにつながった。

第三に、インドネシア向けのIMF支援額が少なすぎたことである。タイのときと同じような「パッケージ」はつくったのだが、タイのときのようなIMF以外の国からの二国間支援に関しては、「第二線準備」と位置づけられて、事実上「見せ金」であった（第二線準備の発動条件は決められていなかった。もしIMFの融資が分割で実行されていき、全額実行されたあとに第二線を発動という意図であったのなら、それは最初の融資から3年後のことであり、危機管理には役に立たない）。したがって、融資規模からは市場の信頼度は高まらなかった。第二線準備には、米国も参加の形はとるものの、実際の二国間融資の実行の意思はなかった。

インドネシアの場合には、1997年11月の最初のプログラムが11月後半にうまくいかなくなると、そのままルピアは下落を続けた。12月にはスハルト大統領の健康不安説が出て、さらに通貨の下落を誘った。また、12月には韓国のウォンが下落、それにつられてルピアも下落した。

1998年1月に入ると、IMFは、インドネシアのプログラムを立て直すために、再び融資条件を見直す。しかし、構造改革について多くの項目をつけたため、その実効性に疑問が生じて、かえって信頼を失うことになった。IMFは、厳しい経済改革の条件に合意して実行す

ることが、投資家の信頼に結びつき資本流出を止める、という論理であったが、実際には、効果に時間のかかる構造改革を「踏み絵」のように使う手法そのものが、論理的ではなくなっていた。しかも、当時のスハルト大統領がIMFの融資条件に反する行動をとったことで、さらに市場の信頼を失うという悪循環に陥っていった。こうしてインドネシアでは、通貨危機があつという間に政治危機に転化した。IMFと同国政府の相互不信増幅が起きた。この間、ルピアの下落は続き、経済活動は停滞した。経済の混乱は社会的・政治的不安に発展し、スハルト大統領は1998年5月に辞任を余儀なくされた。

4 韓国の通貨危機

タイ通貨危機のあとの時点でも、1990年代半ばまでにアジア第二の先進工業国へと発展した韓国が危機に陥ると考える人はほとんどいなかった。事実、1997年7月から10月までのウォンは、ほんの10%下落した程度だった。だが、11月中旬になると、韓国に危機が波及する兆しがみえ始めた。海外の投資家が韓国企業・金融機関への融資の借り換えを突然、拒否し始めたのである。もし他の貸し手が一齐に返済を求めたら、韓国のドル流動性は枯渇するだろう、とそれぞれの貸し手は考えたでしょう。その結果、すべての貸し手が借り換えを拒否する、つまり群集の行動が発生したと言えよう。つまり、韓国のケースは、これまで銀行の取り付け騒ぎと言われていたことと同じである。

このため、中央銀行の介入にもかかわらず、11月の後半には一気に20%程度の減価がおきた。介入の結果、外貨準備の枯渇が心配されるようになった。さらに、介入だけではなく、韓国の商業銀行がドル建ての借り入れの返済を迫られていたことから、韓国中央銀行が韓国の商業銀行に預金している「ドル預金」がその返済に使われて、「使用可能な」外貨準備は統計上の外貨準備よりも、より少ないものである、ということが市場に漏れ伝わり、さらに危機に拍車をかけた。

12月上旬には、韓国の使用可能な外貨準備はほぼ枯渇していた。IMFは、米国、日本との緊密な協力の下で、韓国への支援プログラム案を作成した。時間との戦いであり、IMF理事会は12月4日、570億ドル規模の支援策を承認した。コンディショナリティーは通常の財政・金融引き締めや脆弱金融機関の閉鎖のほかに、貿易の自由化、資本勘定の自由化や労働市場改革まで含むものだった。12月4日のIMFプログラムは、異例づくしのものであった。まず、プログラムの合意から理事会までの時間がわずか1日であった。また、融資限度額も、メキシコやタイであれほど苦勞して守ったアクセス・リミットを事実上撤廃、出資額比20倍もの融資を約束した。しかも、その融資額の即時実行の部分もこれまでになく大きなものであった。

しかし、12月4日のIMFの韓国支援プログラムにもかかわらず、通貨下落は続き、12月中旬には、危機以前の半分になってしまった。11月中旬から12月中旬までの韓国ウォンの下落のスピードは、アジア通貨危機のなかでも、最も急激なものであった。さらに、韓国の企業や銀行が市場でドルを借りることはほとんど不可能となり、その結果、韓国の企業または銀行が不履行を起こすことは、時間の問題と考えられるようになった。

最終的に、韓国の危機が回避されたのは12月24日の、IMFと先進7カ国（G7）による、欧米日の銀行に対する融資枠維持の「行政指導」であった。これまでIMFは「最後の貸し手機能」を強化する方針できたが、ここに至って、貸し手の責任を問う方向に一步踏み出したと言えよう。

韓国政府は、IMFとの合意に基づき脆弱な金融機関の閉鎖を実行した。1998年9月までに、5つの普通銀行を含む多数の金融機関が消滅した。それに伴い、いくつもの大企業が倒産し、生産は大きく縮小した。失業率は1997年平均の2.6%から98年7月には7.6%に上昇した。

1997年半ばでのタイ、インドネシア、韓国の経済状態は大きく異なっていた。だが3カ国に共通していたのは、外貨準備に対する銀行部門の短期債務比率の高さだった。後に明らかにされた統計によると、同年6月末での比率は韓国が2.1（インドネシア1.6、タイ1.4）と3カ国中最悪で、中南米諸国の比率すら上回っていた。このため、短期債務（満期1年未満の対外債務）が外貨準備を上回ると危険信号であることが認識されるようになった。

1998年夏以降、多くの東アジア諸国は為替レートの安定性を取り戻したが、生産活動と銀行部門に大きな問題を残したままだった。大幅な通貨下落は輸出部門の助けとはなかったが、多くの金融機関のバランス・シートは悪化した。1998年後半になると、ルピアを除く全通貨が失った価値の3分の1から半分を取り戻した。中国を除く東アジア諸国は1998年にマイナス成長になったものの、多くの国は1999-2000年に著しい回復をみせた。1998年の深刻な景気後退局面では、経済・社会に与える影響は永久に続くかのようにみえた。だが1999年に景気が回復すると、大部分のアジア諸国は、危機以前と似た、だが幾分低い成長経路に戻った。為替レートも1998年の春から夏に回復に転じたが、危機以前の水準に戻ることはなかった。

韓国はその危機の発生の状況（マクロ経済はよかった）、危機の收拾の仕方（IMFによる貸し手への融資残高維持要請でパニックが収まった）、その後の経済急回復からみて、基本的には、債務危機ではなく、流動性の危機、であったと言えよう。

5 寛容になったIMF

アジア危機が過ぎ去った後も新興市場経済諸国はたびたび危機に陥った。ロシア、ブラジル、トルコ、アルゼンチンなどである。これら「ポスト・アジア通貨危機」の国でも、IMFプログラムには小幅変動相場（クローリング・ペッグ）制あるいは固定相場制維持への支持が盛り込まれたが、数ヵ月しかもたなかった。ロシアでは、IMFは固定相場制の維持を許したが、支援からわずか1ヵ月後の1998年8月には、高利回り政府債券（GKO）のデフォルト（債務不履行）に追い込まれた。当初IMFとの合意の下でドル・ペッグ制を継続したブラジルも、数ヵ月後には変動制に移行した。アジア危機では、インドネシアや韓国などにコンディショナリティーの一部に変動制の採用あるいは拡大を求めたIMFが、ロシアなどには通貨の切り下げを主張しなかったのである。なぜ突然、IMFは「寛容」になったのだろうか。持続不可能な政策を継続させ、投資家を救済したとの批判がIMFに浴びせられた。

皮肉なことに、IMFは、財政が危機の根源ではなかったアジアの国々に財政引き締めを含

むさまざまなコンディショナリティーを課し、逆に、固定相場制度も含めて厳しい政策転換を求めるべきであったポスト・アジア危機の国々には「寛容」政策をとり、失敗したのである。アジア危機は本質的構造問題を抱える「支払い能力危機」というよりも、「流動性の危機」だったが、その側面が重要視されなかった。

世界およびIMFの関心は、アジア危機が起きた10年前から大きく変わった。危機管理の政策アドバイスの機関としては、IMFの信頼性は、少なくともアジアでは、地に墜ちた。IMFに駆け込んだとしても、十分な支援が得られないし、政策転換の約束による資本流出阻止効果は得られない。そこで、アジア諸国は、1998年から10年近く、大きな経常収支黒字を実現する一方、過度に通貨が増価しないよう介入して、外貨準備を積み上げてきた。アジアには依然として、IMFへの反発が広く残っている。多くの国は将来の危機の際にIMFに頼らなくてもすむように、「自己保険」として、危機前のピークを上回る巨額の外貨準備を積み上げている。

また、外貨準備を増やしているのはアジア諸国だけではない。産油国や他の地域の新興国も必要と思われる以上に外貨準備を積み増している。IMFは危機を事前に阻止する役割に限定すべき時代になったのであり、IMFから資金を借りる国がほとんどない以上、その予算は縮小せざるをえない。

まとめ

アジア通貨危機の政策的な教訓としては、次の点が重要である。

- (1) マクロ経済を健全に保つことが危機を防ぐ必要条件ではあるが、十分条件ではない。ドル・ペッグ制は、国内経済の景気動向とは無関係に実質為替が増価したり減価したりするので、ブームとその崩壊など、景気の振幅が大きくなりやすい。また為替リスクへの借り手、貸し手の経済の脆弱性を高めやすい。その結果、金融セクターのバランス・シートが脆弱になる。
 経常収支赤字の継続は、経済の脆弱性を高めることになる可能性が高い。
 金融セクターの脆弱性（とくに、ダブル・ミスマッチ）は銀行危機・通貨危機の可能性を高める。
 外貨準備の不足（満期1年未満の対外債務残高以下のレベル）は通貨危機の可能性を高める。
- (2) IMFや各国による危機の予知・予防は重要であるが、万全ではないかもしれない。
- (3) IMFのコンディショナリティーは、危機の深化を食い止めるためにその国に必要なマクロ政策を優先させるべきである。構造政策を約束させることで、市場の信頼を得ようという手法はしばしば逆効果になることがある。
- (4) 通貨危機の発生が流動性の危機の場合には、「最後の貸し手」による流動性供給（外貨貸し付け）により、危機の深化を食い止めることができる。しかし、通貨危機の発生がファンダメンタルズの脆弱性に起因する場合には、流動性供給は経済改革を遅らせるだけである。流動性危機とファンダメンタルズ危機は、リアル・タイムには、しばしば

明確な区別がつかない。

- (5) 通貨危機が起きたときには、大きな通貨下落が銀行危機につながる可能性がある。
- (6) 民間債務や公的債務の融資枠維持または債務削減は、危機の収束に有効である場合とない場合がある。

このような教訓を生かし、将来の通貨危機の再発を防ぐ意味で、アジア地域における金融協力は重要である。2000年に合意されたチェンマイ・イニシアティブは、13カ国の間で危機時における流動性の融通のメカニズムをつくり、流動性危機の予防や危機管理を狙ったものである。また、アジア・ボンド・マーケット・イニシアティブは、アジアにおける現地通貨建て債券の発行・流通を促進するようなインフラストラクチャ整備を目指したもので、ダブル・ミスマッチを防ぐと期待されている。今後の課題は、危機を事前に予知・予防するための、域内サバーランスの強化である。

参考文献

Takatoshi Ito, "Asian Currency Crisis and the International Monetary Fund, 10 Years Later: Overview," *Asian Economic Policy Review*, Vol. 2, No. 1, 2007, pp. 16-49 (<http://www.blackwell-synergy.com/toc/aepr/2/1>)

いとう・たかとし 東京大学教授
tito@e.u-tokyo.ac.jp