

金融パニックと日本問題としての東アジア危機 —東アジア通貨・金融危機と構造的脆弱性 (II) — (1)

尹 春 志

目 次

- I はじめに
- II 東アジアの国際資金フロー構造の虚実
- III 自己実現的パニックとしての東アジア危機
 - 1. 資本フローの逆転現象と伝染効果
 - 2. 国際流動性不足と金融システムの脆弱性；ファンダメンタルズ再論
 - 3. 自己実現的投機，群衆行動，金融パニック
 - (1) 危機の引き金を引いたヘッジファンドによる投機攻撃
 - (2) 群衆行動とポートフォリオ流出説の誤解 (以上，本号)
 - (3) 銀行が主導した危機の伝染 (以下，次号)
- IV 日本問題としての東アジア危機
 - 1. 危機連鎖における邦銀の役割
 - 2. 東アジア危機＝邦銀責任論は成立するか？
 - 3. 東アジア危機と日本問題
- V 小括 —残された課題—

I はじめに

巨大なマネーの力が猛威を振るっている。1日1兆5000億ドル，実需取引の実に80倍にも達する巨額の資金の流入は，受入国に一時的なブームをもたらすものの，この気まぐれな資本は突如として流出へと転じ，即座に当該国・地域を通貨危機，金融危機の泥沼に陥らせる。1992-93年のヨーロッパ通貨危機，94-95年のメキシコ危機とそのラテンアメリカ諸国への波及，97年以降の東アジア危機，98年夏のロシア危機とヘッジファンド危機

(Long Term Capital Management 社の破綻とその余波), ブラジルに端を発する99年のラテンアメリカ危機と, 90年代だけをみても危機は多発しており, その発生周期もますます圧縮されたものとなっている。世界経済がこうした局面に突入するに及んで, 投機家G.ソロスまでもがこれを市場原理主義 (market fundamentalism) に毒された「グローバル資本主義の危機」と評して警鐘を打ち鳴らすに至っているのである¹⁾ (Kahler, 1998, Montes & Popov,1999)。

問題の根幹には「金融のグローバル化」と呼ばれる現象がある。

資本とは本来的にグローバルなものであり, グローバルに展開する資本は投機的性格を持つものである。第二次世界大戦後, J.M. ケインズと H.D. ホワイトらによって考案されたブレトンウッズ体制は, この資本の暴力性が全面開花した戦間期の反省から, 資本の活動領域を制限・管理するシステムであった²⁾ (Eichengreen, 1998)。

ところが, 1970年代のこの体制の崩壊=変動相場制への移行は, 国際金融システムを再び不安定性を内在するシステムへと変貌させてしまった。とりわけ, 90年代には, 社会主義体制の崩壊=冷戦の終焉によって世界経済は市場原理の貫徹する単一の資本主義システムに編成されるとの主張が声高に叫ばれるとともに, 急速な情報通信技術の発達と金融技術革新が少なくとも国際金融の舞台に「グローバル」と呼びうる領域を再び創出し,

1) ソロスは, 近著 *The Crisis of Global Capitalism* において, 現在の世界経済の危機的的局面について警告を発するとともに, それを分析しえない既存の経済理論の誤謬を批判し「再帰性 (reflexibility)」と彼自らが名付ける「独自の」理論を展開している。これに対して B. アイケングリーンは, ソロスの議論は国際金融の現場にいる実践者の発言としては傾聴に値するものの, その分析及び理論には何ら目新しいものはないとの批評を加えている。アイケングリーンのソロス論に関しては Eichengreen (1999) を参照。

2) こうした観点から国際通貨体制の歴史を分析したものに, Eichengreen (1999) がある。また, 本山 (1998) は, 戦間期の論者 P. アインチヒと現在, ウォール街の利益代表者となっている IMF や米国財務省を痛烈に批判する J. バグワッチの議論を紹介しつつ, その共通性を「資本自由化の落とし穴」に求める論を展開している。他方, 東アジア危機が世界的規模に発展するに及んで, 短期資本管理論の復権の動きも見られるが, 東アジアを中心としたそうした論点については別稿で取り上げる予定である。なお, 最近の APEC を中心とした動きについては本山 (1999) 参照。

それは今なお拡大し続けている³⁾。新古典派経済学流の「効率的市場仮説」の下、資本移動の自由が保証されれば効率的な資源配分が達成され持続的な成長と繁栄を享受できるとの信念が広がり、グローバルな資本にアクセスすべく各国は積極的な金融規制緩和・自由化政策を推進した。それが翻ってマネーの活動領域をさらに拡大していったのである (Eatwell, 1997)。

この市場主義リベラリズムと金融自由化の相互作用が織りなすダイナミズムが、危機の根本原因であり、そのことは現在の世界的金融不安の発端となった東アジアにおいても例外ではない。だが、このように問題を一般化しても、すべてが明らかになるわけではない。発生からすでに2年もの時間を経過した今日でも、浮動的短期資金の破壊力に対する認識は一定の市民権を獲得してはいるものの、東アジア危機の原因に関しては未だ多くの論争的課題を残している⁴⁾。さらに、今回の危機が東アジア経済のエポック・メイキングであると位置づけられるとすれば、危機を引き起こすに至るこの地域固有の論理が明らかにされねばならないだろう。

こうした問題意識の下、本稿では以下の順序で通貨・金融現象としての東アジア危機を検証していくことにする。

東アジア危機は、民間資本の流れが急激かつ大規模に変化することによ

3) 経済があらゆる面で「グローバル化」し、国民国家ないし国民経済の領域が消失しつつあるとする「国家衰退論」の主張は過大すぎる。グローバル化の進展が最も顕著であると考えられる金融部門においても規制緩和が1990年代の否定しえない潮流であるとはいえ、金融システムの収斂が実現されているわけでもなく、依然として各国は制度面での多様性を保持している。国際化、自由化を国家の衰退ではなくその変容 (transformation) として捉える視角については、Weiss (1997)/ (1998) 参照。

4) S. ラデレートと J. サックスによれば、そうした論点には、①東アジアを構成する諸国の極端なヴァルネラビリティーないし脆弱性によるものなのか、②危機が起こった時に救済されると信じた投資家が過剰なリスクを負うというモラルハザードの結果なのか、③為替切り下げの結果なのか、④債権者パニックなのか といった点が考えられる (Radelet & Sachs, 1999, p.1)。すでに筆者は①の立場に立つ説をファンダメンタルズ悪化説として、その問題について詳細に検討している。尹 (1999) 参照。また②の問題は、いわゆる「クローニー・キャピタリズム批判」とも絡めて「東アジア通貨・金融危機と構造的脆弱性 (III)」で取り扱うこととし、本稿では③及び④を中心に論を進めることにする。

って発生するメキシコ危機以降の新しいタイプの通貨危機＝「21世紀型の通貨危機」⁵⁾といわれている。ここで問題となるのは、資本流出が通貨暴落の直接的原因であるとはいえ、巨額の資本流出に至るまでに醸成されてきたこの地域の国際収支構造上の不安定性 (fragility) である。その点、1990年代、この地域に流入してきた資本の構成が重要な意味をもっている。そこで以下の2つの節では、まずグローバルな資本循環の中で東アジアが占めてきた位置を確認することから議論を始め、国際金融構造の不安定化という観点から危機の分析を試みる。特に、第三節では97年以降の東アジアからの資本流出の中味を詳細に検討するとともに、それが投資家の移り気な期待に基づく自己実現的パニック (self-fulfilling panic) によるものであることが示される。

そもそも東アジアの開発システムは国家の経済に対する強力な介入によって特徴づけられ、なかでも金融規制は政府の政策体系の要をなすものであったはずである。その東アジアにおいてかくも巨額の浮動的な短期資金が流入していた理由を、この地域が金融のグローバル化の流れに巻き込まれた結果であるとするだけではすまされない。そうした状況が生み出される背後には、1990年代に転機を迎えるこの地域の経済発展プロセスから導びき出される固有の論理が隠れている。第四節では、この論点に照準を絞り、東アジア危機を地域的中心国である日本の問題と位置づけて捉え直してみる。これまでの東アジア経済論の文脈では日本と東アジアの関係は主に実物経済面での結びつきが強調されてきた。これに対して、本稿では、通貨危機が金融危機さらには経済全体の危機へと深化するプロセスにおいて、日本なかでも邦銀が果たした役割に注目したい。そして最後に東アジ

5) この危機の特徴は平塚の整理したがえば、次のようになる。銀行及び民間企業の対外債務支払いの負担が通貨下落により急増するとともに差替差損を巨大なものにする。その結果、金融機関の経営が悪化し金融不安が発生するとともに、信用収縮から企業は流動性不足に直面する。また、このタイプの危機では銀行や民間企業の対外債務が急増していた国は、他のエマージング・マーケット全体に対する信認が揺らぐことで経済のファンダメンタルズに関係なく民間の資本流出が始まり、通貨下落、危機へと発展する連鎖効果が大きい (平塚, 1998, 38ページ)。

アが直面している問題と今後検討すべき課題を提示して本稿を終えることにする。

II 東アジアの国際資金フロー構造の虚実

表1と2をみれば明らかなように、1990年代の東アジアの国際資本フロー構造の最大の特徴は、民間資本フローの著しい増大にあると見てよい。東アジアへの巨額の外国民間資本流入に関しては、持続的な高度成長を背景にこの地域を構成する諸国のカントリー・リスクが著しく低下したこと、また積極的な対外開放、金融自由化政策を推進した結果、金融・資本市場の整備が進んだことをその制度上・構造上の理由として指摘することができる。そして、長びく先進国の不況から投資収益の低下に直面した国際投資家が高金利・高収益を生むこの地域を新たな投資先として選択したという側面も重要な要因として作用したといえるだろう⁶⁾(Eichengreen & Fishlow, 1998, pp.47-48, Kahler, 1998, pp.4-8, Solomon, 1999, 加藤他1996)。

1986と91年を除き80年代、90年代を通じて東アジアのネット民間資本流入は一貫して増大傾向にあった。その額は、80年代前半には年間150~200億ドル程度で安定していたが、87年(128億9760万ドル)から大幅に増大し、95年には956億2860万ドル、96年にはシンガポールを除いても1166億2970万ドルと1000億ドル台に到達している。その結果、国際総資本フローに対する民間資本フローのシェアも89年の71.2%から96年には95.6%となり、

6) 山本(1997)によれば、1990年代東アジアをはじめとした途上国に巨額の民間資本が流入し、エマージング・マーケットとして台頭させた要因については、それを経済自由化を中心とした途上国の制度上・構造上の改善に求める見解(構造的要因論)と、対外条件の変化、とりわけ先進国における不況と収益率(あるいは利率)低下に直面した先進国投資家が新規投資先として高利率、高利回りの途上国を選択した結果、この地域が国際資金循環に組み込まれたことに求める見解(循環的要因論)の2つが存在する。特に、後者の立場にたてば、途上国への資本流入は、対外条件の変化によって容易に資本フローの逆転が生じうる不安定なものであるという結論が導き出される。この点を如実に示したのが、1994-95年のメキシコ危機とそのラテンアメリカ諸国への波及であった。構造的要因論の代表的見解については、差し当たり Muliln(1993)を、循環的要因論については Eichengreen & Rose(1998), Eichengreen & Moody(1998)を参照されたい。

表1 東アジア諸国の資本フロー (対GDP比, %)

	1983-88	1989-95	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
中国									
純民間資本フロー	1.2	2.5	1.7	-0.9	4.5	5.6	5.2	4.7	3.7
純直接投資	0.4	2.9	0.9	1.7	5.3	5.9	4.8	4.6	4.3
純ポートフォリオ投資	0.2	0.2	0.1	-	0.7	0.7	0.1	0.3	0.2
その他の純投資	0.5	-0.6	0.7	-2.6	-1.5	-0.9	0.2	-0.3	-0.8
純公的フロー	0.3	0.5	0.3	0.8	0.9	0.4	0.3	0.2	0.1
外貨準備変化	-0.4	-2.2	-3.7	0.5	-0.4	-5.6	-3.2	-4	-4.5
インドネシア									
純民間資本フロー	1.5	4.2	4.6	2.5	3.1	3.9	6.2	6.3	1.6
純直接投資	0.4	1.3	1.2	1.2	1.2	1.4	2.3	2.8	2
純ポートフォリオ投資	0.1	0.4	-	-	1.1	0.6	0.7	0.8	-0.4
その他の純投資	1	2.6	3.5	1.4	0.7	1.9	3.1	2.7	0.1
純公的フロー	2.4	0.8	1.1	1.1	0.9	0.1	-0.2	-0.7	1
外貨準備変化	-	-1.4	-2.4	-3	-1.3	0.4	-0.7	-2.3	1.8
韓国									
純民間資本フロー	-1.1	2.1	2.2	2.4	1.6	3.1	3.9	4.9	2.9
純直接投資	0.2	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.3	-0.4	-0.4	-0.2
純ポートフォリオ投資	0.3	1.4	1.1	1.9	3.2	1.8	1.9	2.3	-0.3
その他の純投資	-1.6	0.8	1.3	0.7	-1.5	1.7	2.5	3	3.4
純公的フロー	-	-0.3	0.1	-0.2	-0.6	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
外貨準備変化	-0.9	-0.8	0.4	-1.1	-0.9	-1.4	-1.5	0.3	-1.1
マレーシア									
純民間資本フロー	3.1	8.8	11.2	15.1	17.4	1.5	8.8	9.6	4.7
純直接投資	2.3	6.5	8.3	8.9	7.8	5.7	4.8	5.1	5.3
純ポートフォリオ投資	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
その他の純投資	0.8	2.3	2.9	6.2	9.7	-4.2	4.1	4.5	-0.6
純公的フロー	0.3	-	0.4	-0.1	-0.6	0.2	-0.1	-0.1	-0.1
外貨準備変化	-1.8	-4.7	-2.6	-11.3	-17.7	4.3	2	-2.5	3.6
フィリピン									
純民間資本フロー	-2	2.7	1.6	2	2.6	5	4.6	9.8	0.5
純直接投資	0.7	1.6	1.2	1.3	1.6	2	1.8	1.6	1.4
純ポートフォリオ投資	-	0.2	0.3	0.1	-0.1	0.4	0.3	-0.2	-5.3
その他の純投資	-2.7	0.9	0.2	0.6	1.1	2.5	2.4	8.5	4.5
純公的フロー	2.4	2	3.3	1.9	2.3	0.8	1.4	0.2	0.8
外貨準備変化	0.5	-1.1	-2.3	-1.5	-1.1	-1.9	-0.9	-4.8	2.1
シンガポール									
純民間資本フロー	5	3.8	1.7	-2.7	9.4	2.5	1.3	-10.1	-5.5
純直接投資	8.7	6	8.8	2.1	5.5	4.8	4.9	4.3	5.3
純ポートフォリオ投資	-0.5	0.1	-2.1	3.3	0.5	1.1	0.9	-16.2	-14.4
その他の純投資	-3.2	-2.4	-5.1	-0.8	3.4	-3.4	-4.6	1.8	3.6
純公的フロー	-	-	-	-	-	-	-	-	-
外貨準備変化	-6.1	-10.3	-9.6	-12.3	-12.9	-6.7	-7.2	-11.1	-14.5
台湾									
純民間資本フロー	0.2	-4	-1.2	-3.2	-2.1	-0.6	-3.6	-3.2	-3.8
純直接投資	-0.2	-1.2	-0.3	-0.5	-0.7	-0.5	-0.4	-0.7	-0.6
純ポートフォリオ投資	-0.3	-	-	0.5	0.5	0.4	0.2	-0.4	-0.6
その他の純投資	0.7	-2.8	-0.9	-3	-1.9	-0.5	-3.3	-2.1	-2.6
純公的フロー	-0.3	-	-	-	-	-	-	-	-
外貨準備変化	-13.5	-0.6	-5.4	-0.6	-0.7	-1.9	1.5	-0.4	0.7
タイ									
純民間資本フロー	3.1	10.2	10.7	8.7	8.4	8.6	12.7	9.3	-10.9
純直接投資	0.8	1.5	1.5	1.4	1.1	0.7	0.7	0.9	1.3
純ポートフォリオ投資	0.7	1.3	-	0.5	3.2	0.9	1.9	0.6	0.4
その他の純投資	1.5	7.4	9.2	6.8	4.1	7	10	7.7	-12.6
純公的フロー	0.7	-	1.1	0.1	0.2	0.1	0.7	0.7	4.9
外貨準備変化	-1.4	-4.1	-4.3	-2.8	-3.2	-3	-4.4	-1.2	9.7

注) 1. 純資本フローは、純直接投資、純ポートフォリオ投資、その他の長期および短期投資フローからなる。

2. 1983-88及び1989-95は年平均である。

3. 資料の限界から、他の純投資には公的フローの一部が含まれる場合もある。

4. 外貨準備変化の-は増加を示す。

出所) IMF, *World Economic Outlook*; Interim Assessment, December 1997, p.6.

表2 東アジアへのネットの民間資本フロー (単位: 100万ドル)

	1989年	1990年	1991年	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年
中国	7194.1	8106.8	7511.8	21298.8	39550.4	44392.4	43668.9	50099.7
香港	1233.6	3477.9	2486.7	1810.9	3990.4	7249.5	3520.4	6492.3
インドネシア	960.9	3219.0	3359.7	4564.5	1070.2	7755.9	11535.0	18030.4
韓国	-123.9	1572.3	3111.8	2503.4	3215.2	5012.1	7498.5	9287.5
マレーシア	738.9	769.2	4158.7	6069.9	11261.7	8357.9	10090.6	12095.5
フィリピン	540.7	639.1	396.6	-776.2	3265.6	4735.0	4580.4	4600.0
シンガポール	2899.2	3216.7	1443.2	3320.2	3463.7	5866.5	4275.5	n.a
台湾	701.9	425.7	-1411.7	-1342.3	-1111.4	958.0	449.2	2507.6
タイ	4839.4	4497.6	5032.6	4303.4	7525.5	4421.5	10010.1	13516.7
計	18984.8	25924.3	26089.4	41752.6	72231.3	88748.8	95628.6	116629.7

出所) ADB, *Key Indicators of Developing Asia and Pacific Countries*, 1998.

この地域に流入した資本の大部分を民間資本が占めるようになっている。

これを国・地域別にみれると、1980年代末以降の東アジアへの資本流入は、ASEAN4と中国への流入が際だっており、中国に対しては92年以降急拡大している。ASEAN4のネットの民間資本流入額は、89年の70億7990万ドルから93年には231億2300万ドル、96年には482億4260万ドルにまで増大している。他方、中国についてみれば、91年の75億1180万ドルから92年には212億9880万ドルにまで一気に3倍近くも増大し、96年時点で500億9970万ドルに達しているのである。

これに対してアジア NIES の場合、シンガポールには一貫してネットの民間資本フローが存在するものの、韓国は80年代末に、台湾は91年から93年にかけてネットの資本流出国であった。だが韓国は90年代に再びネットの資本流入国に転じ、その規模も90年の15億7230万ドルから96年には92億8750万ドルへと急拡大している。台湾も、94年から資本流入が増大し、96年には25億760万ドルのネットでの流入が起っている。

従来、東アジアへのこうした民間資本流入は、この地域の高い成長パフォーマンス（高貯蓄、高投資、高成長、高い輸出成長率など）に支えられて常にFDIが主流を占め、ポートフォリオ投資の比率はラテンアメリカ諸国と比較して小さいことから、流入資本は長期・安定的なものであると考えられてきた。また、1980年代半ばから続くこの地域の高成長が、プラ

ザ合意以降の日本→アジア NIES・ASEAN・中国と80年代末以降のアジア NIES→ASEAN・中国という二つのFDIの波によって主導されてきたことから、東アジアには、資金調達面でも域外から一定程度自立した「域内循環メカニズム」の形成がみられるとの主張が展開されていた⁷⁾ (Kosaka, 1996, 河合, 1996, 渡辺, 1998)。

さらに、世界銀行も同じ趣旨で次のように論じている。

「現在の東アジアに対する巨額の外国資本の流入は、1980年代半ば以降と同様、直接投資が中心である。東アジアでは、こうした資本の流出入は、すでに高い国内投資率(この地域のほとんどの諸国で約30%を示している)に取って代わるのではなく、それを増大させる傾向にある。…追加的資源が高い成長率の持続を助けているのである。こうした経験は、一般的にあって外国資本の増大が投資率を高めるのではなく、国内貯蓄に置き換わったラテンアメリカ諸国とは異なるものである」(World Bank, 1996, p.20)。

そして、高投資率と高貯蓄率の循環がこの地域の高成長の原動力となっているかぎり、こうした強固な基盤の上に立つ東アジアへの資本流入は、この好循環を補強して生産力をよりいっそう高める効果を持ち、それはラ

7) 次の引用文は、危機発生以前に支配的であった東アジア経済論の典型であろう。「…とりわけ1985年以降、円高とそれに誘発された日本の対アジア NIES・ASEAN 直接投資、継いで、韓国・台湾での通貨切り上げと賃金上昇に誘発された対 ASEAN 直接投資をテコに、東アジア地域において国際分業の動態的变化が継起的に発生し、『重層的追跡』と呼ばれるダイナミックな工業的発展のプロセスが進行した。これら東アジア諸国では同時に、金融・資本市場が実体経済以上のスピードで成長・拡大して金融深化(financial deepening)が進んだ。金融深化は、各国における一連の金融自由化措置、資本市場の整備・育成、為替・資本取引の自由化と相まった現象である。そして、為替・資本取引の自由化は、海外直接投資を活発化させて、投資と貿易の好循環を生みだしただけでなく、証券投資、銀行資金のフローの拡大と金融資本市場の国際化を促してきた。その結果、東アジア諸国・地域間の金融リンケージが強化され、マクロ経済的な相互依存関係も深まることになった」(河合, 1996, iiiページ)。これに対して、この種の議論の提唱者であったはずの渡辺利夫は、最近の論考において実体経済の域内循環構造の形成とは違い、資金面では域外とりわけドル圏であることの問題を認め議論を修正している(渡辺, 1999)。

テンアメリカ諸国とは異なり容易に管理できるものであるとみなされていたのである⁸⁾ (World Bank, 1996, p.59)。

事実、メキシコ危機勃発後も東アジアへの資本流入は持続的な高成長とともに拡大し続け、旺盛なこの地域への資本流入に支えられて途上国全体への民間資本流入は1995年に1900億ドル台にまで増大した。それは、翻って、東アジアに対するこうしたビジョンが現実のものとなるとの期待を高めることになったのである。

だが、これは一種の虚構に過ぎなかった。

たしかに、この巨額の民間資本フローの最大の構成要素はFDIである。途上国向け直接投資全体に占める東アジアのシェアは、1985年時点で33%であったのが、90年には51%を占めるようになり、94年には58%と途上国向け直接投資の半分以上をこの地域が吸収している。そして東アジア（香港・台湾を除く）へのネットでみたFDIは、92年の233億3890万ドルから93年には428億8420万ドルへと飛躍的に増大し、その後95年に一時的な減速傾向を示すものの、96年には再び650億750万ドルへとその減少分を補って余りあるほどの投資が行われている。その結果、全民間純流入に占める比率も30~50%前後と高水準を維持し続けたのである。

他方、東アジアの貯蓄率、投資率をみると、上述の世界銀行の指摘にあるように、これもまた非常に高水準にあり、この地域の实体经济には高貯蓄→高投資→高成長→高貯蓄→…という好循環が形成されていたことは間違いない（表3参照）。

しかしながら、東アジアの資本フローには、この時期、2つの大きな変化が生まれていた（図1参照）。

それは第一に、ポートフォリオ投資の著しい増大である。1991年時点で28億6300万ドルにすぎなかった東アジア（香港と台湾を除く）へのポート

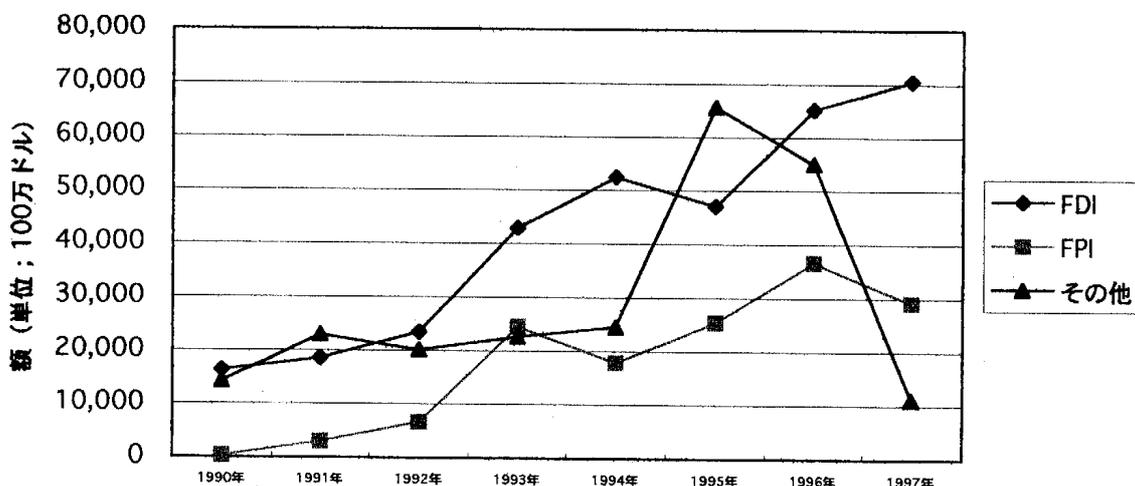
8) これに対して、J. スティグリッツは、貯蓄率がすでに高く、資金が誤って配分される場合には、追加的資本フローは、経済の脆弱性を強めるだけであり、短期資本がGDPを上昇させる効果は限定的なものにすぎないと反論している (Stiglitz, 1998b, p. 9)。

表3 東アジアの基礎マクロ指標 (単位：%)

	実質GDP成長率		インフレ率		政府財政黒字		貯蓄率/GDP		投資/GDP	
	90-96平均	1996年	90-96平均	1996年	90-96平均	1996年	90-96平均	1996年	90-96平均	1996年
インドネシア	7.3	8.0	8.6	6.4	-0.2	0.0	28.4	30.6	33.4	32.7
韓国	7.7	7.1	6.4	4.9	-0.5	0.2	35.4	33.9	36.5	36.8
マレーシア	8.8	8.6	4.0	3.6	-0.4	-0.5	34.6	40.6	37.0	42.2
フィリピン	2.8	5.7	10.7	8.4	-2.2	-0.5	19.1	22.7	22.5	23.9
タイ	8.5	5.5	5.1	5.9	2.6	1.5	28.6	31.5	40.3	42.5

出所) Chang & Velasco (1999), p.53.

図1 東アジア (香港・台湾を除く) のグロスの民間資本フロー

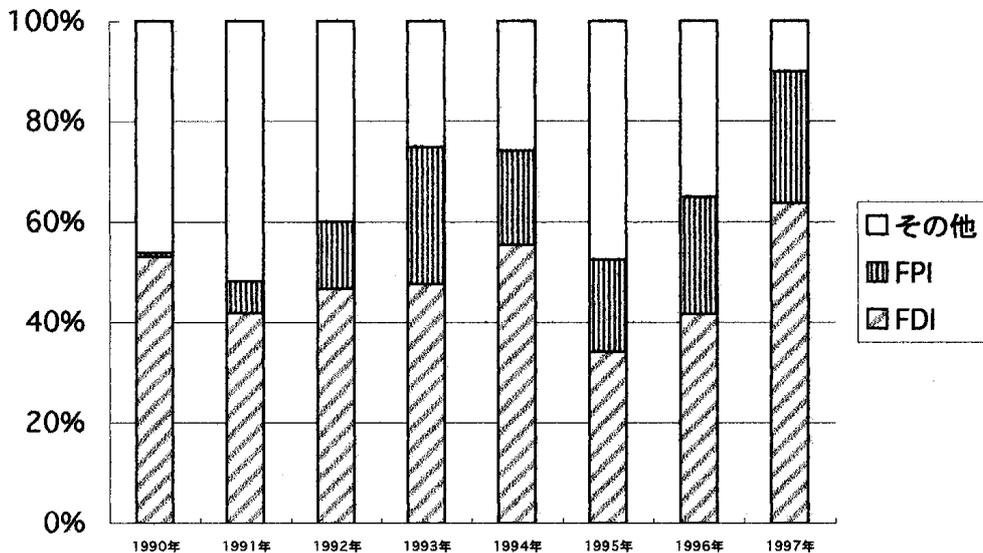


出所) IMF, International Finance Statistics 各年版より作成

フォリオ投資 (グロス) 形態の資本流入は、93年には244億9400万ドルへと8倍以上の規模に拡大した。その後、メキシコ危機の影響から94年には178億ドルにまで縮小するが、翌95年には再び253億6100万ドルにまで回復し、96年には365億7400万ドルものポートフォリオ形態の流入が生じている。それとともにアジア企業による国際債券発行も増大し、韓国企業だけでも160億ドル、香港、インドネシア、タイがそれぞれ約40億ドルの債券を発行している。そして、アジア全体でみた国際債券発行の規模は95年の253億ドルから96年には431億ドルにまで増大しているのである (Kregel, 1998b, p.47)。

こうした流れの中で、かつて東アジアの資金調達の主軸であった銀行融資はその重要度を相対的に低下させていくものと考えられていた⁹⁾ (谷内,

図2 東アジア（香港・台湾を除く）の粗民間資本フロー構成



出所) IMF, International Finance Statistics 各年版より作成

1997年)。だが、この予想に反して、1990年代に入って銀行融資形態での資本流入もまた急増している。これが第2の変化である。国際収支統計上その他投資の項目（その大部分が銀行貸付で占められる）に分類される資本は累積債務問題の影響から1980年代後半にはネットの流出を経験したが、90年代に入り徐々に回復し、後半になると著しく増加している。そのグロスでみた流入額は、88年時点で50億7100万ドルに過ぎなかったものが、90年には141億3400万ドル、95年には実に655億2800万ドルもの規模に達し、これはこの時期のFDI流入額を上回っている。

この2つの変化、ポートフォリオ投資と銀行貸付の増大を合わせれば、FDIを雄に凌駕する規模となり、東アジア全体として必ずしもFDI主導型の国際資金調達と呼べる状況ではなかったのである（図2参照）。

しかも域内循環構造の形成という想定とは逆に、こうした外資調達の大部分が域外を経由するものであった。国際債券や国際エクイティの場合、香港やシンガポールといった地域内市場も成長しつつあったが、依然とし

9) たとえば、危機発生以前に東アジアの資本調達構造を分析した谷内（1997）を参照。

てロンドンやニューヨーク市場が発行の中心であり、東京市場もマージナルな市場でしかなかった。他方、銀行貸付（ユーロ・シンジケート・ローン）も香港市場やシンガポール市場での資金調達が大半を占めていたとはいえ、その資金源を辿れば欧米のユーロ・インターバンク市場からの調達に大きく依存するものである¹⁰⁾。さらに、東アジア諸国の貯蓄と投資のかなりの部分がニューヨークやロンドンを経由しているだけでなく、外貨準備も両地で保有されており、東アジアの資金循環は域内で完結するというよりはむしろこうした域外市場との統合を強く志向するものであったのである (Kuen & Song, 1996, Park, 1996, p.358, Park & Song, 1998, pp.34-35, 山本, 1998, 71ページ)。

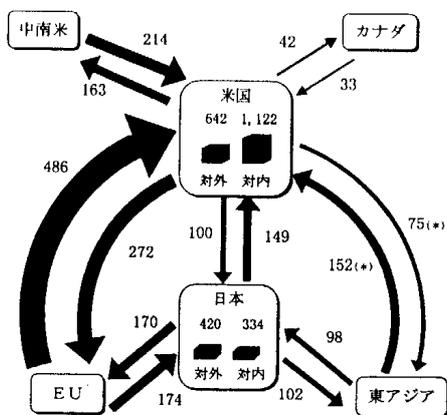
こうして調達された大部分の資本の性格は長期安定的といえるものではなかった。特に注目すべきは、証券市場において短期で売り抜けることが可能であるとされるポートフォリオ投資の増大に加えて、1990年代に巨額に達した銀行貸付の短期志向化 (short-termism) である。通常、銀行貸付は比較的長期の資金と考えられていたが、現実には、この時期東アジアに供与されていた銀行融資の半分以上が満期1年未満の短期貸付であった (後に詳述)。

このように1980年代後半から96年まで続く高度経済成長局面に多くのアジア経済論者が主張してきた相対的に自立的な「域内循環メカニズム」が東アジアに形成されていたという事実はなかったといえよう¹¹⁾。むしろ資金調達面では域外、とりわけ欧米市場との補完性が強く、この時期、東アジアはますます短期的志向を強めるグローバルな資金循環の中に組み込まれていたというのが実状であった(図3参照)。また東アジア諸国が国際金融市場への統合度を強めた結果、この地域のもう一つの特徴でもある貯蓄

10) 香港における香港外からの銀行からの資金調達は1996年時点で資金調達全体の50%以上に達しており、資金調達の約9割を占めるインターバンク取引では日本の銀行からの資金調達比率が高い。またシンガポールの場合、外国銀行からのインターバンク調達比率は70~80%にも達している (谷内, 1997, 148-49ページ)。

11) 貿易における東アジア諸国の域外とりわけ欧米市場への依存構造は、尹 (1999) で詳細に論じてある。

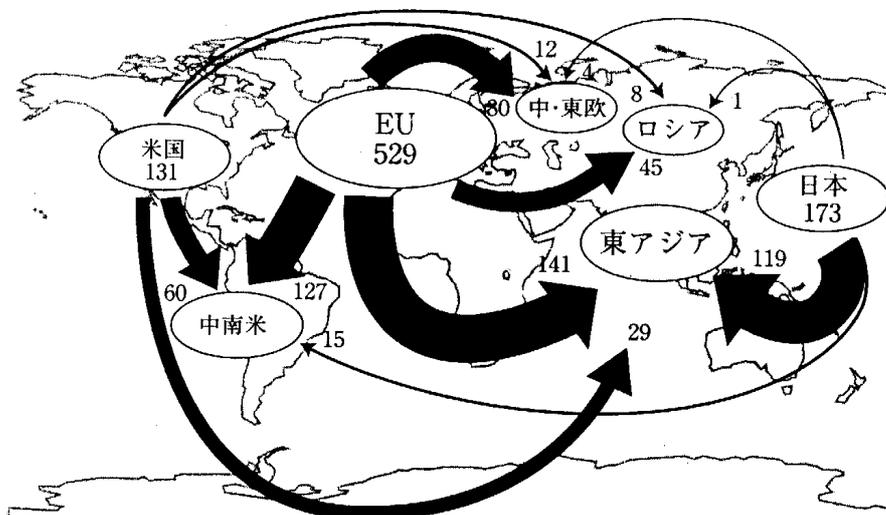
図3-1 証券投資及びその他投資における相互依存関係



(備考) 数値は95年～97年上半期の累計(単位: 10億ドル)。(*)は米国とアジア・アフリカ地域との投資額。統計の優先順位は日本, 米国の順。
 (資料) IMF「IFS」, 日本銀行「国際収支統計月報」, 米国商務省「SCB」

(出所) 通産省(1998)。

図3-2 BIS報告国(主要先進国)から非報告国(主に発展途上国)への銀行与信残高(97年6月末時点残高)



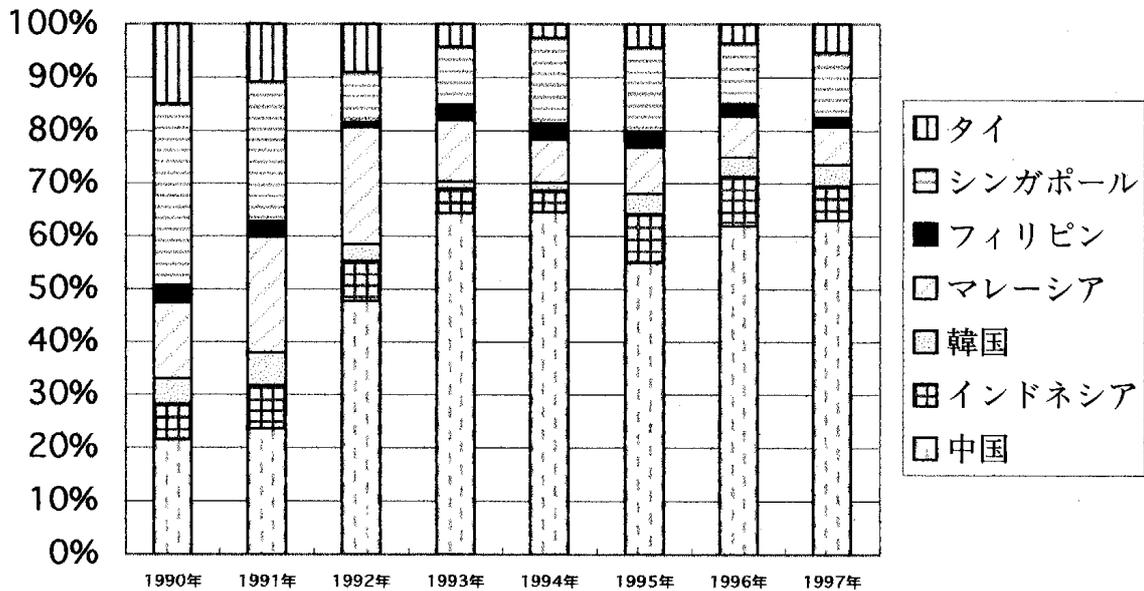
(備考) 単位は10億ドル。先進国間の与信残高は報告されていない。
 東アジアは、香港、シンガポールを除く7か国の総計。
 EUはポルトガル、ギリシアを除く13か国。また、EUから東アジアへの数値は、更にデンマーク、アイルランド、スウェーデンを除く10か国の総計。
 (資料) BIS「The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending」

と投資の相関も90年代には徐々に低下傾向を示していたのである(加藤他, 1996)

ここで東アジアに流入していたFDIにも注意をする必要がある。たしかに、東アジア全体をとしての集計量でみた場合、上述のように民間資本フローに占めるFDIの比重は大きく、それに比べれば逃げ足の早いとされるポートフォリオ投資形態の流入規模は小さい。だが、通常、FDIとして記録され長期安定的だと考えられている資本フローの中にも、対外借入的な性格を強く持つものも存在し、FDIだからといって必ずしも安定的な資金であるとはえない場合もあった(IMF, 1997, p.4)。そして、何よりも問題であったのは、FDIの流入先に著しい地理的偏向がみられるということである。東アジアに流入したFDIの大部分を吸収していたのはほかならぬ中国1国であった(伊藤, 1999, 70ページ)。

1990年時点で34億8700万ドルにすぎなかった中国へのFDI流入は、92年には111億1560万ドルと2年間で一気に3倍以上も増大し、96年時点でその額は401億800万ドルに達している。その結果、中国のFDI流入額は、

図4 東アジアの海外直接投資



出所) IMF, International Finance Statistics 各年版より作成

92年で47.7%，94年64.5%，96年61.7%と東アジア（香港・台湾を除く）に流入したFDI総額の圧倒的部分を占めるようになっていたのである(図4参照)。

このことの持つ含意は極めて重要である。それは、東アジアに流入している民間資本の主流がFDIであり、したがって、この地域の資本フローは長期志向で安定的であると同時に、その多くが生産的投資に回るためにさらなる持続的高成長が可能であるとする、多くの東アジア経済論のヴィジョンをこの地域を構成するすべての諸国には適用できないことを意味するからである¹²⁾。

それでは、中国を除く他の東アジア諸国でみられた民間資本流入の増大は、いかなる要素で構成されていたのであろうか？これを各国・地域別にみれば、次のようになる(図5参照)。

12) この点で数少ない例外の一つがPark (1996)であろう。パクは、この時期、東アジアに流入してきた民間資本の多くが投機的性格のものであると指摘し、それが通貨・金融危機へと発展する可能性の高い不安定なものであると分析している。これに対して、大部分の東アジア経済論では、資本流入の構成を詳細に分析しつつも、ワシントン・コンセンサス流の発展ヴィジョンを発展していた。

東アジアを構成する諸国で少なくともFDI主導であるとみなしうる国は、上述の中国に加えて、インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポールである。だがこの内、インドネシアとフィリピンでは、1993年以降ポートフォリオ投資が急拡大し、前者が94年に後者が95年にそれぞれポートフォリオ投資がFDIを凌駕するに至っている。一方、シンガポールとマレーシアは銀行貸付を中心としたその他投資の比重が高いのが特徴である。とりわけ、シンガポールでそれが占める位置には圧倒的なものがある¹³⁾。

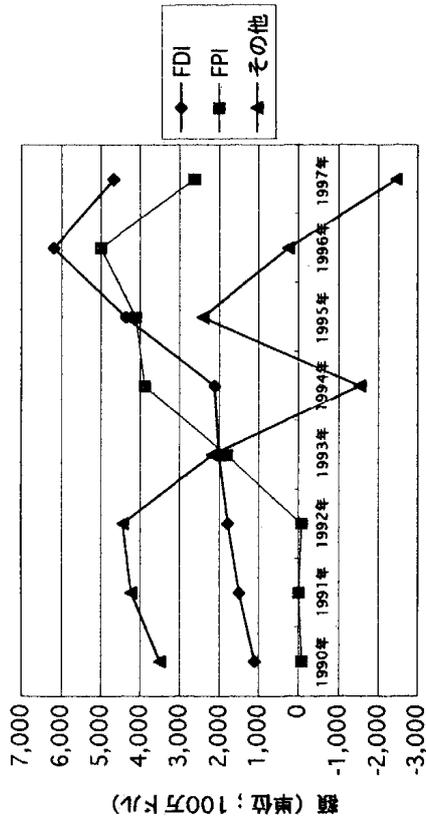
これに対して、ポートフォリオ投資、その他投資がともに一貫して首位を占めているのが、韓国とタイである。両国ではFDIの占める比重は圧倒的に小さく、決して「FDI主導型」の資金調達といえる状況ではなかったといつてよい。

以上のように、東アジア諸国の国際資本フロー構造に対する従来の認識は、幾つかの虚構によって成り立っていた。東アジア全体の集計量からみた長期安定的な資本フロー構造の影に隠れて、この地域を構成する諸国にはヴォラテリティーの高い短期性資金の占める位置が極めて高水準に達する国が多く存在し、ますますその傾向を強めていたのである。

だが、こうした東アジア各国における国際資本フロー構造の変化は、多くの場合、取り上げられることはなかった。メキシコ危機の影響が比較的軽微であったこともあり、集計量から見たメキシコとの違いのみが強調され続けたのである(武田, 1996)。果たして、1997年後半に始まる東アジア危機は、この地域もまた短期資本移動の高まりによって不安定化する国際金融システムの一環として組み込まれていることをまざまざと見せつけるものとなったといえよう。

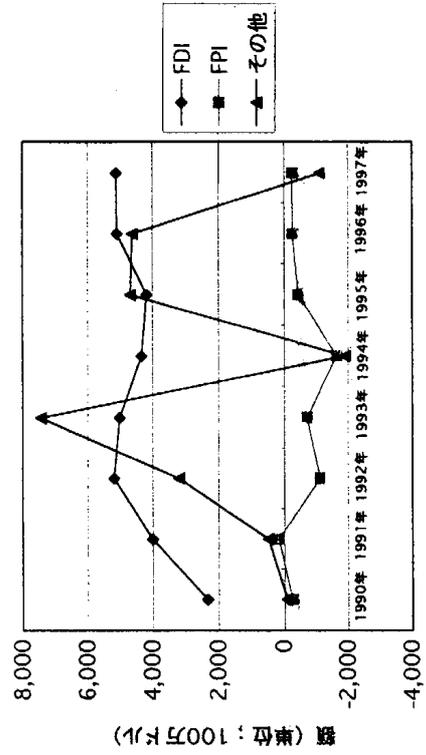
13) 地方、シンガポール、マレーシア、インドネシアではネットのポートフォリオ投資では出し手となっている。これはこの地域の華僑・華人資本の活発な海外ポートフォリオ投資を反映したものである(首藤, 1996, 47ページ)。

図5-2 インドネシア



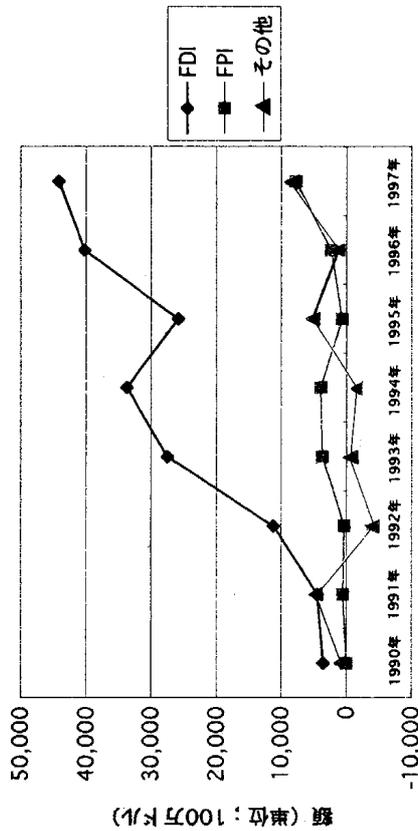
出所) IMF, International Finance Statistics 各年版より作成

図5-4 マレーシア



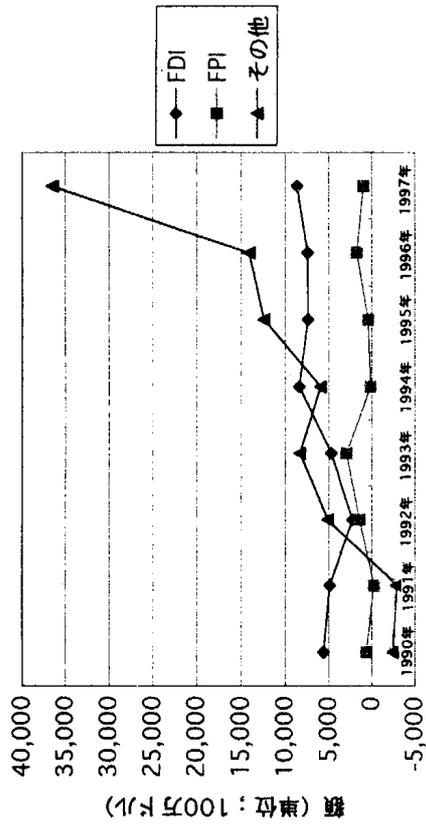
出所) IMF, International Finance Statistics 各年版より作成

図5-1 中国



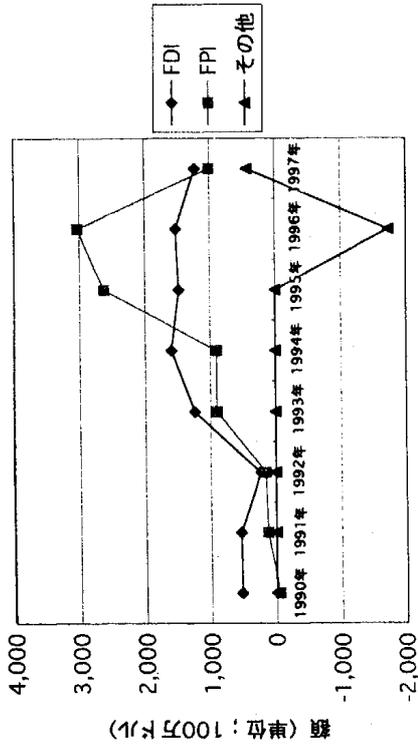
出所) IMF, International Finance Statistics 各年版より作成

図5-3 シンガポール



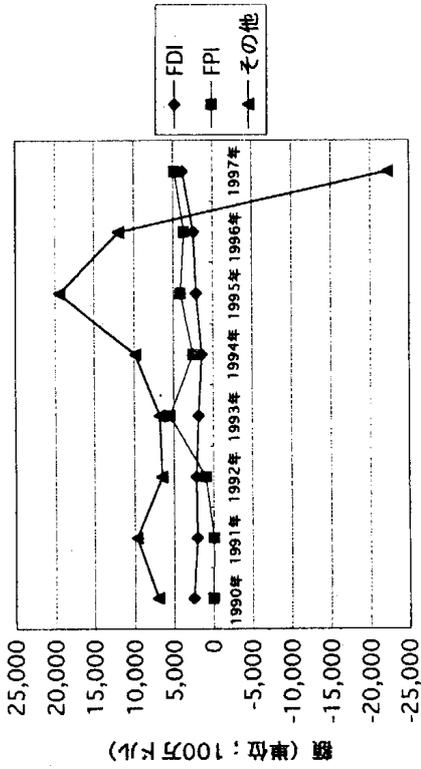
出所) IMF, International Finance Statistics 各年版より作成

図5-5 フィリピン



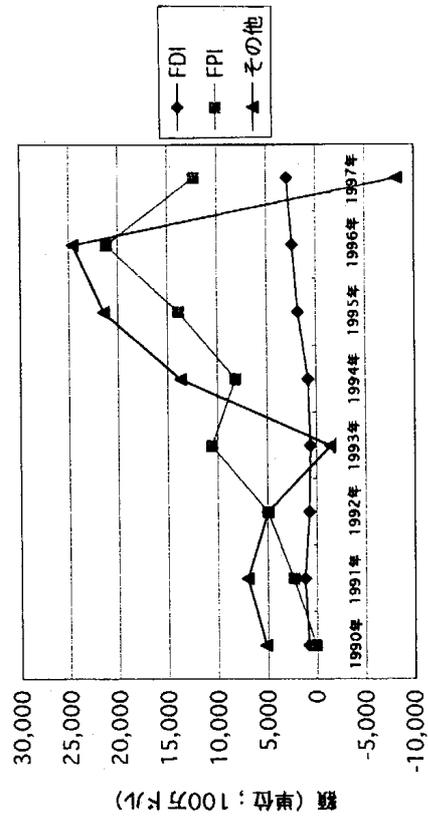
出所) IMF, International Finance Statistics 各年版より作成

図5-7 韓国



出所) IMF, International Finance Statistics 各年版より作成

図5-6 タイ



出所) IMF, International Finance Statistics 各年版より作成

III 自己実現的金融パニックとしての東アジア危機

1990年代のエマージング・マーケット危機には、次のいくつかの共通の特徴がある。第一に、危機発生以前に巨額の民間資本流入、とりわけ短期性資金の流入が存在する。第二に、そうした資本フローが危機発生とともに急激かつ突発的に逆転する。第三に、危機は一国から隣国へと急速に伝染していく。そして最後に、通貨危機発生とともに銀行危機が発生し、それが全般的な金融危機、ひいては経済危機にまで発展する。97年以降の東アジア危機もまた、このエマージング・マーケット危機の典型的な特徴を備えている (Radelet & Sachs, 1998a, p.2, Wyplosz, 1998, pp.2-3)。

1990年代に生じた民間資本流入の実態についてはすでに前節で指摘した通りである。そこで本節では、97年に東アジアを襲った危機の影響が最も強かった5カ国、タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン、韓国(以下、危機5カ国)を中心に危機を前後する資本フローの動態を詳細に分析し、東アジア危機の内実に迫ることにしよう。その際、特に注目するのは、未だ決着が付けられているとは言い難い「一体誰が東アジア危機の引き金を引き、それを深化させたのか?」という問題である。

1. 資本フローの逆転現象と伝染効果

東アジア危機の原因については未だ論争的な課題を多く残しているとはいえ、その本質に少なくとも巨額のしかも突然の資本フローの逆転現象があるという点では多くの論者の一致するところである (Sachs, 1998a, 1998b, 1999, Park & Song, 1998, Stiglitz, 1998b)。

表4は、国際金融協会 (Institute of International Finance) によって計測された危機5カ国の1990年代後半における資本フロー構造を示したものである。これを見れば明らかなように、危機の発生した97年には民間資本フローの著しい逆転が見られる。まず、そのことを確認しておけば、94年時点で379億ドルであったこれら5カ国のネットで見えた民間資本流入は、95年には790億ドルと2倍以上の規模に拡大し、危機発生直前の96年には1032

表4 危機5カ国のネットの対外金融 (単位: 10億ドル)

	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年 ^{e2}	1999年 ^{f3}
経常収支赤字 ¹	-24.5	-41.0	-54.6	-26.3	58.5	43.2
対外金融	45.2	81.2	100.6	28.8	-0.5	-1.2
民間フロー	37.9	79.0	103.2	-1.1	-28.3	-4.9
エクイティ投資	12.1	15.9	19.7	3.6	8.5	18.7
直接エクイティ	4.7	4.9	5.8	6.8	6.4	14.2
ポートフォリオ・エクイティ	7.4	11.0	13.9	-3.2	2.1	4.5
民間債権者	25.8	63.1	83.5	-4.7	-36.8	-23.4
商業銀行	23.4	53.2	65.3	-25.6	-35.0	-18.8
ノンバンク	2.4	9.9	18.2	21.0	-1.7	-4.6
公的フロー	73.0	2.5	-2.6	29.9	27.8	3.5
国際金融機関	-0.4	-0.3	-2.0	22.1	21.6	-2.0
二国間	7.7	2.9	-0.6	7.9	6.1	5.5
居住者貸付/その他	-15.2	-26.5	-26.8	-35.0	-16.9	-14.9
外貨準備 (金を除く) ⁴	-5.4	-14.0	-19.3	32.5	-41.1	-27.0

(注) 1) -は赤字を示す 2) eは推計値 3) fは予測 4) -は増加額を示す
 出所) Institute of International Finance, *Capital Flow to Emerging Market Economie*, April 30, 1998, January 27, 1999 より作成。

億ドルに達している。この新規資本流入の大部分は民間債権者、つまり商業銀行と債券保有者などのノンバンクからのローン形態で生じたものであり、それは2年間で258億ドルから835億ドルへと3倍以上にまで跳ね上がっている。ところが97年後半になると、資本流入は突然逆転し、民間資本フローは、総額で1032億ドルの流入から110億ドルの流出に転じている。その変動幅は、この1年間で1142億ドルにもなり、これは危機5カ国のGDP総計の約11%に相当する巨大なものである。

これを構成別にみれると、1996-97年にかけて最も大きな変化を示したのは銀行貸付であった。96年の653億ドルものネットの流入に対して97年には256億ドルのネットの流出へと大きく変化しており、その変動幅は909億ドルで資本フロー全体の変動の80%以上が銀行貸付の変化によるものであることがわかる。また、BIS統計によれば、97年の前半に195億ドルのネットの流入となっており、このことを考えれば97年の後半だけで451億ドルの銀行融資の圧縮が行われた計算になる。

一方、ポートフォリオ・エクイティ形態での資本フローに関して言えば、

1997年には32億ドル程度のネットの流出であった。96年に139億ドルものこの形態で投資が行われていたことを勘案すると、2年間でその圧縮額は171億ドルにも及ぶ。

東アジア危機の第二の特徴は、タイで始まった通貨危機が次々に周辺諸国へと波及する伝染効果 (contagion effect) にある。事実、1997年7月タイに始まる通貨価値下落には、図6に示されるように、タイ(7月2日)→フィリピン(7月11日)・マレーシア(7月14日)→シンガポール(7月17日)→インドネシア(8月14日)→台湾(10月)→香港(10月)→韓国(11月)→東アジア全体という連鎖反応が読みとれる。この危機の伝染をもたらした原因については、次項で検討するように、今なお対立する論調が存在するが、ここでも危機の波及と資本流出の動態には密接な連関を見て取ることができる。

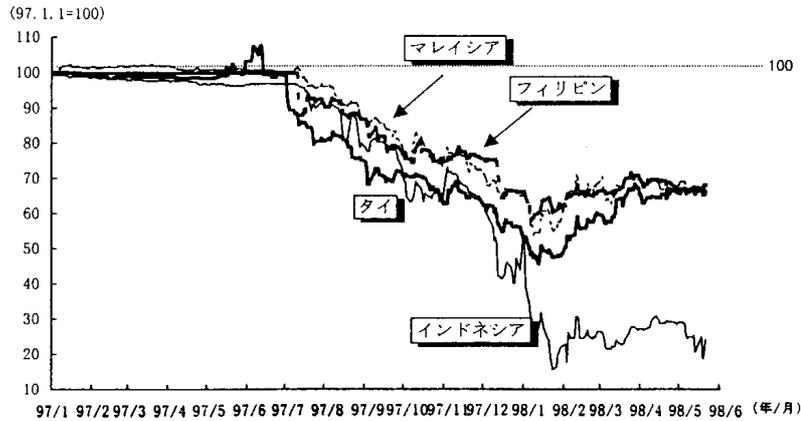
表5はCrossBorder Capitalが推計した1997年5月から98年4月までに各国から流出したネットの金融資本フロー(FDIを除く、株式、債券、銀行貸付のフロー)を月ベースで表示したものである。これを見ると、この危機の期間、中国において一貫して巨額の資本流出が見られるほか¹⁴⁾、主要には97年7～8月(第一期)と同年10～12月(第二期)という2つの時期に集中して資本流出が起こっているのがわかる。

まず、今回の危機の震源地となったタイをみると、97年5月に35億4400万ドルもの資本流出が見られ、それが6月にいったん沈静化した後、7、8月に再び激増し、それぞれ14億6500万ドル、62億5100万ドルという巨大な規模になっている。また7月にはマレーシアが40億5500万ドル、フィリピンが17億6700万ドル、シンガポールが24億7400万ドル、台湾で16億2000万ドルもの資本が流出している。その後、フィリピンで流出は収まったものの、マレーシアとシンガポール、台湾では持続的な資本流出に見舞われている。

14) 中国からの資本流出に関しては主に多国籍企業に対する貿易信用の供与が大部分を占めていたとの指摘がある(Howell, 1998)。

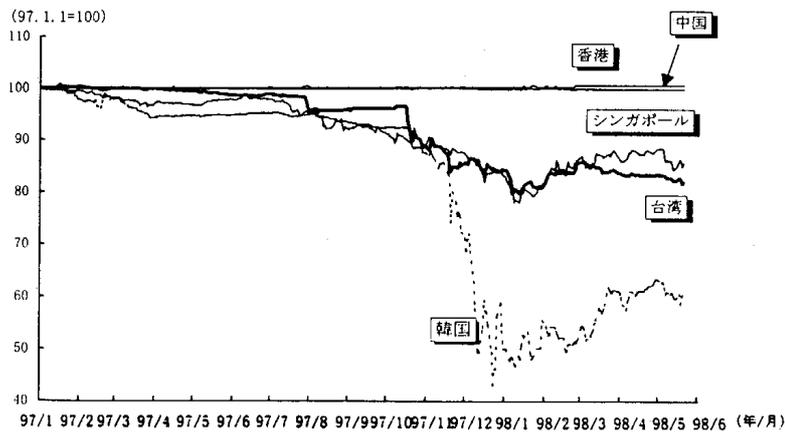
図6 アジア主要国の通貨の動向

①ASEAN通貨の動向 (対ドルレート)



(出典) Data Stream より作成。

②中国およびアジアNIEs通貨の動向 (対ドルレート)



(出典) Data Stream より作成。 (出所) 経済企画庁 (1998)。

表5 東アジア通貨危機前後の民間部門の金融資本フロー, 1997-98年
(単位: 100万米ドル)

	中国	香港	台湾	韓国	マレーシア	シンガポール	インドネシア	タイ	フィリピン
1997年									
5月	-1,914	270	827	3,073	-471	210	431	-3,544	139
6月	-2,009	7,852	-215	1,902	245	-988	-51	-481	118
7月	-339	-930	-1,620	563	-4,055	-2,474	28	-1,465	-1,767
8月	-1,040	3,870	-1,406	-822	-1,762	-3,632	-826	-6,251	905
9月	-1,954	3,070	-2,410	-31	-1,417	-625	-1,130	3,883	855
10月	-1,915	3,570	-3,289	973	-1,463	-3,979	-2,540	1,679	-535
11月	-4,674	5,370	-331	-6,485	-1,354	-1,286	-4,238	-5,212	114
12月	-3,249	-3,430	-82	-18,429	-3,469	-128	-2,082	-158	-946
1998年									
1月	-3,884	5,321	192	-1,785	-2,660	-872	1,082	-941	-148
2月	-4,536	-1,237	-152	-3,999	1,107	-1,460	-3,217	-1,184	499
3月	-2,230	371	-427	-844	-18	-90	-549	524	81
4月	-2,008	-150	321	-2,870	-570	-1,315	-208	-1,353	-104

原出所) CrossBorder Capital 出所) Howell (1998), p.18.

資本流出第二波が襲った10~12月期をみると、10月にマレーシア、シンガポール、タイに加えてインドネシアが25億4000万ドルの流出、さらに11月にはタイが52億1200万ドルという巨額の資本流出に直面したのに加えて、韓国から64億8500万ドルもの資本が流出している。韓国の場合、12月に資本流出のピークを迎え、その額は184億2900億ドルにも達している。また、同月には香港から34億3000万ドルが流出している。

この資本流出の動態を危機5カ国に限って整理してみれば、タイ→フィリピン・マレーシア→インドネシア→韓国→東アジア全体となり、これは明らかに通貨危機の波及過程と連動としたものである。このことから判断すれば、資本流出が通貨価値下落をもたらし、通貨価値の下落がさらなる資本流出を引き起こすという悪循環が、東アジア諸国を襲った危機伝染の内実であったと見てよいであろう。

それでは、この時期、東アジアからかくも巨額の民間資本が流出し、タイに始まる通貨危機が周辺諸国へと波及した構造的な要因とはいかなるものであったのか¹⁵⁾。以下では、主に伝染効果との関連に論点を絞って危機発生に至る過程で東アジアが内包していたヴァルネラビリティーの内容を検討しておこう。

2. 国際流動性不足と金融システムの脆弱性；ファンダメンタルズ再論

近年のエマージング・マーケット危機の特徴の一つである伝染効果の説明に関しては、「ファンダメンタルズによる伝染 (fundamentals contagion)」、 「実質的統合による伝染 (real integration contagion)」、 「群

15) 東アジア危機発生の原因については、主要には次の3つの論調が存在する (Radelet & Sachs, 1998a, 1998b, Park & Song, 1998)。第一に、国際市場条件のシフト、第二に、東アジア各国で醸成されていた経済的な脆弱性と経済運営ミス (経済的ファンダメンタルズの悪化)、第三に、国際資本市場に内在する不安定性である。国際市場条件のシフトに危機の原因を求める見解は、1990年代途上国の国際資金フローの要因分析とも密接に関連するものである。だが、東アジア危機の場合、メキシコ危機の場合と比較しても国際市場条件の著しい悪化は見られないとの指摘が Radelet & Sachs (1998a), (1998b) でなされている。

衆行動による伝染(herding contagion)」、[制度的伝染(institutional contagion)』という4つの見解が存在する(Fratzscher, 1998, Park & Song, 1998)。前二者が経済の実物的要因に着目したものであり、後二者が伝染効果を純粋な金融現象として位置づける見方である。

まず、「ファンダメンタルズによる伝染」とは、危機の影響を受ける諸国に経済的ファンダメンタルズに類似性が存在するか、あるいは共通の対外的ショックに直面する場合に、危機の伝播が起こると考える議論である。これに則せば、ある国で金融危機が生じたとき、投資家や投機家は他の諸国のリスクに対して敏感となり類似の脆弱なファンダメンタルズを有する諸国へのエクスポージャーを低下させることから危機の他の諸国への拡散が生じることになる。

これに対して、投資家ないし投機家のエクスポージャー低下の判断基準を、実物経済面、とりわけ貿易面での統合関係に求めるのが、「実物的統合による伝染」である。それによれば、ある国が通貨価値を切り下げれば、貿易パートナーとしてであれ、競合者としてであれ、その国と貿易面で密接な関係にある諸国は、輸出の減少など実物面でマイナスの影響を受けることが予想される。そうした期待が形成されると、それ以前は投資家によって持続可能であるとみなされていたファンダメンタルズも突如として問題視されるようになり、投資家や投機家がエクスポージャーを削減するのである。さらに、これに競争力を回復するための通貨の切り下げという政府の政策的判断が加わる場合もある(Eichengreen, Rose & Wyplosz, 1994, Corsetti, Pesenti & Roubini, 1998a, Glick & Rose, 1998)。

東アジアにおける危機の伝染の原因に関しても、経済的ファンダメンタルズの共通性に求める議論が依然として強い影響力を持っている¹⁶⁾。ここで危機5カ国のファンダメンタルズ上の共通点として多くの論者が指摘するのは、実質為替レートの過大評価とマクロ経済パフォーマンス、とりわけ経常収支不均衡の2点である。

一点目に関していえば、危機に見舞われた諸国では、実質的なドル・ペ

表6 実質実効為替レート (年度末, 1990年の平均=100)

	インドネシア	韓国	マレーシア	フィリピン	タイ	メキシコ	アルゼンチン	ブラジル	チリ
1987	101.1	87.0	111.1	99.0	95.2	95.1	86.2	61.9	100.2
1988	98.8	101.9	100.5	101.7	97.3	110.6	117.7	69.2	98.5
1989	101.9	106.2	102.9	108.2	99.3	101.7	70.2	93.1	97.8
1990	97.4	96.1	97.1	92.4	102.2	100.3	138.0	76.3	100.9
1991	99.6	91.5	96.9	103.1	99.0	103.8	112.0	71.7	106.2
1992	100.8	87.7	109.7	107.1	99.7	111.6	114.0	77.5	115.7
1993	103.8	85.2	111.0	97.4	101.9	120.8	114.7	86.2	112.7
1994	101.0	84.7	107.1	111.7	98.3	97.7	109.2	108.7	120.1
1995	100.5	87.7	106.9	109.5	101.7	77.2	110.6	96.6	120.8
1996	105.4	87.1	112.1	116.3	107.6	95.5	115.4	99.6	128.5
1997	62.3	59.2	84.8	90.8	72.3	106.1	123.0	107.4	133.4

出所) J.P.Morgan.

ッグ制のもと民間資本流入に対する不胎化介入が取られた結果、実質為替レートは軒並み過大評価となっていた¹⁷⁾。J.P. モルガンの推計によれば(表6参照)、危機5カ国の1996年時点での実質実効為替レートは、1990年の平均を基準とした場合、タイで7.6%、マレーシアで12.1%、フィリピンで16.3%、インドネシアで5.4%の切り上げとなっている。このようにみると、これら諸国ではいずれ通貨の切り下げ調整が必然であったといえなくもない。

しかしながら、最も大きな通貨暴落を経験した国の1つである韓国においては、1990年代を通じてむしろウォンは切り下げ基調にある(96年時点

16) 東アジア危機に関して未だ根強い見解となっているのが、危機発生前に東アジア諸国には経済上の脆弱性が醸成されており、それが経済政策運営上の問題とともに危機を引き起こしたとするファンダメンタルズの悪化説である。また、この立場から伝染効果に対しても貿易面での統合関係で説明する代表的な議論が Coretti, Pesenti & Roubini (1998)/ (1999), Glick & Rose (1998) の「競争的通貨切り下げ」論である。これは輸出部門で競合関係にある諸国のなかで、ある一国において通貨切り下げが実施されると、輸出競争力を確保するためにその他の諸国でも連鎖的に通貨切り下げが行われるという議論である。たしかに、危機直前の東アジア各国では輸出成長の減退とそれを起因する経済成長の減速といったマクロ・ファンダメンタルズの悪化が見られたことは事実である。だが、理論的にも実証的にもこの時期、危機に見舞われた東アジア諸国でそれが通貨危機に至るほどマクロ経済パフォーマンスの急激な悪化みられたとはいえない。この点については、「競争的通貨切り下げゲーム」論に対する批判とともに、すでに尹(1999)で詳細に検討しておいた。なお、危機期間中の台湾の場合は例外で、新台幣ドル切り下げについては競争的通貨切り下げという側面が強い。

17) この点についても尹(1999)で論じておいた。

表7 経常収支 (対GDP比, 単位: %)

	インドネシア	韓国	マレーシア	フィリピン	タイ
1990	-2.8	-0.9	-1.9	-6.1	-8.5
1991	-3.7	-3.0	-8.5	-2.3	-7.7
1992	-2.2	-1.5	-3.4	-1.9	-5.9
1993	-1.2	0.1	-4.2	-5.5	-5.3
1994	-1.4	-1.2	-5.7	-4.8	-8.1
1995	-3.2	-2.0	-7.7	-2.6	-7.6
1996	-3.3	-4.8	-6.5	-3.5	-7.5

出所) Chang & Velasco (1999), p.55.

で12.9%の切り下げ)。さらに注目すべきは、この時期、危機が波及していなかったラテンアメリカ諸国も実質実効ベースでみた為替レートは過大評価されており、チリにいたっては東アジア諸国を大きく上回る水準にあったという点である。これらを考慮するとき、単なる為替レートの過大評価が、東アジア諸国を通貨危機の連鎖へと導いた共通の特徴であると必ずしもいうことはできない (Fratzcher, 1998, p.672, Chang & Velasco, 1998b)。

次にマクロ経済パフォーマンスについてはどうであろうか。たしかに、1997年に通貨・金融危機の直撃を受けた諸国のマクロ・ファンダメンタルズ、とりわけ経常収支赤字は大きく悪化しており、なかでもタイでは95、96年の2年連続8%水準に達していた(表7)。こうした経常収支不均衡の拡大は、通常、実質為替レートの過大評価→輸出減退→貿易収支の悪化という因果関係によって説明される。事実、危機5国では、貿易収支の動向と経常収支の動向には明らかな相関が見られる。マクロ経済の悪化を遠因とする経常収支赤字は持続不可能であり、輸出競争力を回復するための為替レートの切り下げ調整は早晚不可避となると考えられている。

だが、ここでも経常収支赤字を含むマクロ経済指標には国ごとに著しい偏差があり、必ずしもファンダメンタルズが悪化しているとはいえない諸国にも危機が波及している。したがって、こうした指標から危機伝播の共通点を見いだすことも難しいといわざるをえないのである (Radelet & Sachs, 1998a/1998b/1999, Chang & Velasco, 1998b, Fratzcher, 1998, p.685)。

それでは危機5カ国が共有する問題とは何であったのだろうか？タイの通貨危機が他の東アジア・エマージング・マーケットに拡大していく背後には、資本フローの逆転に対する国際金融上のヴァルネラビリティーが存在しており、それはむしろ金融システムの脆弱性に根ざしたものであった。

表8 危機5カ国の短期債務

短期債務 (単位：100万ドル)

	インドネシア	韓国	マレーシア	フィリピン	タイ	総額
1990年7月	10,360	15,528	1,761	3,019	7,026	37,694
1994年7月	18,882	34,908	8,203	2,646	27,151	91,790
1997年7月	34,661	70,182	16,268	8,293	45,567	174,971

債務総額 (単位：100万ドル)

	インドネシア	韓国	マレーシア	フィリピン	タイ	総額
1990年7月	20,076	23,369	6,864	9,055	11,675	71,039
1994年7月	30,902	48,132	13,874	5,990	36,545	135,443
1997年7月	58,726	103,432	28,820	14,115	69,382	274,475

短期債務/債務総額 (単位：%)

	インドネシア	韓国	マレーシア	フィリピン	タイ	総額
1990年7月	51.600	66.450	25.660	33.340	60.180	53.060
1994年7月	61.100	72.530	59.120	44.170	74.290	67.770
1997年7月	59.020	67.850	56.450	58.750	65.680	63.750

出所) BIS.

表9 現地通貨建て対外債務

債務総額 (単位：100万ドル)

	インドネシア	韓国	マレーシア	フィリピン	タイ	総額
1990年7月	20,076	23,369	6,864	9,055	11,675	71,039
1994年7月	30,902	48,132	13,874	5,990	36,545	135,443
1997年7月	58,726	103,432	28,820	14,115	69,382	274,475

通貨ポジション (請求権-負債)

	インドネシア	韓国	マレーシア	フィリピン	タイ	総額
1990年7月	468	2,685	212	430	679	4,474
1994年7月	843	3,182	1,513	323	2,145	8,006
1997年7月	1,262	6,152	2,977	2,239	3,906	16,536

債務総額に占める現地通貨建て債務の比率 (単位：%)

	インドネシア	韓国	マレーシア	フィリピン	タイ	総額
1990年7月	2.33	11.49	3.09	4.75	5.82	6.30
1994年7月	2.73	6.61	10.91	5.39	5.87	5.91
1997年7月	2.15	5.95	10.33	15.86	5.63	6.02

出所) BIS.

危機発生以前に短期資本流入の著しい増大を経験し、危機発生とともに国際準備が急激に減少した諸国が危機の最も深刻な影響を受けたことが、そのことを物語っている。その意味で、短期債務と国際準備の状況が、危機伝染において重要な指標となる (Fratzsher, 1998, Radelet & Sachs, 1998a, 1998b, Park & Song, 1998, Chang & Velasco, 1998b, Fratzscher, 1998, pp.683-64, Feldstein, 1999, 邦訳160ページ)。

第二節でも指摘したように、東アジア諸国はFDI主導型の国際資金調達構造を特徴とするといわれながら、その実1990年代以降、短期の銀行融資に大きく依存する構造に変化していた (Chang & Velasco, 1998b, Jomo, 1998c, p.5)。

表8に示されるように、危機5カ国の対外債務は90年7月末時点の710億3900万ドルから94年7月末には1354億4300万ドル、危機発生直前の97年7月には2744億7500万ドルに達している。各国別にみても90年から94年のフィリピンを除いて全ての諸国で90-94年、94-97年の二つの時期に2～3倍以上の増加率を示している。なかでも急速に比重を高めているのが、満期1年未満の短期債務である。90年7月末時点で376億9400万ドルであった危機5カ国の短期債務総額は94年7月には917億9000万ドルと2倍以上に増大し、97年7月には1749億7100万ドルとなっている。その結果、債務総額に占める短期債務の比率は、90年の53.06%から97年には63.75%にまで上昇している。とりわけ、韓国とタイの短期債務の比率は高く、94年には両国とも一時、70%を突破する水準に達し、97年時点の韓国で67.85%、タイで65.68%となっている。

こうした債務の圧倒的部分が外貨建てであった。表9は現地通貨建て対外債務の比率を示したものであるが、これをみるとマレーシアとフィリピンがそれぞれ10.33%、15.86%と相対的に現地通貨建て対外債務の比率が高いものの、全体としてみればほぼ90%以上の対外債務が外貨建てとなっているのがわかる。また、BISによれば、危機5カ国の国際銀行貸付の内、約60%がドル建てで残りが円建てであった (BIS, 1998, p.123)。

表10 危機5カ国の対外債務支払い能力

対外債務/輸出					
	インドネシア	マレーシア	フィリピン	タイ	
1990	2.34	0.44	2.30	0.90	
1991	2.37	0.43	2.19	1.00	
1992	2.30	0.43	1.87	0.97	
1993	2.13	0.48	1.87	1.06	
1994	2.32	0.43	1.63	1.12	
1995	2.34	0.40	1.19	1.12	
1996	2.21	0.42	0.98	1.21	
	アルゼンチン	ブラジル	チリ	メキシコ	ペルー
1989	5.42	2.94	1.84	1.97	4.04
1996	2.96	2.94	1.41	1.36	3.52

出所) Chang & Velasco (1999), p.55.

短期の外貨建て対外債務の増大が即座に問題となるわけではない。実際、対GDP比でみた危機5カ国の対外債務はそれほど悪化しておらず、むしろ低下傾向を示す国もある。対外債務支払い能力(対外債務/輸出額)もインドネシアを除いて東アジア諸国は重債務国基準の130%を超えておらず、対外債務負担そのものは、東アジア経済の重圧ではなかったと見てよい(表10)。国際金融上のヴァルネラビリティーにとって重要なのは、対外債務の絶対額そのものではなく、その国際準備との相対比である¹⁸⁾。

このことをもっとも的確に示すのに、国際流動性不足(international illiquidity)という概念がある。これは単純化していえば、流動的な外貨負債(liquid foreign exchange liability)が流動的な外貨資産(liquid foreign exchange asset)を上回っている状態を指すものである。そして、流動的な外貨建て負債のなかでも、最も重要なのが対外債務、とりわけ短期債務(満期1年未満の債務)であり、流動的な外貨資産では、利用可能な国際準備(usable international reserve)が最も適当な構成要素となっている。

18) Fratzscher (1998) は、メキシコ危機と東アジア危機の伝染効果を比較し、前者においては為替レートの過大評価、経常収支赤字の拡大、不十分な準備が伝染効果の誘因として重要であったが、東アジア危機においては国際準備だけが重要なファクターであったという実証分析結果を出している。また、テキーラ効果の場合にはメキシコとの輸出面での競争性がかなり重要な要因であったのに対して、東アジア危機の伝染効果では金融統合のほうがより強い要因として作用したとしている。

表11 短期債務と外貨準備 (1994年と1997年, 単位: 100万ドル)

	1994年 6 月			1997年 6 月		
	短期債務(A)	外貨準備(B)	(A)/(B)	短期債務(A)	外貨準備(B)	(A)/(B)
インドネシア	18822	10915	1.724	34661	20336	1.704
韓国	35204	21685	1.623	70182	34070	2.06
マレーシア	8203	32608	0.252	16268	26588	0.612
フィリピン	2646	6527	0.405	8293	9781	0.848
台湾	17023	90143	0.189	21966	90025	0.244
タイ	27151	27375	0.922	45567	31361	1.453
アルゼンチン	17557	13247	1.325	23891	19740	1.21
ブラジル	28976	41292	0.702	44223	55849	0.792
チリ	5447	10766	0.506	7615	17017	0.447
メキシコ	28404	16509	1.721	28226	23775	1.187

原典) BIS,IMF

出所) Radelet & Sachs (1998b),p.39.

危機5カ国の国際流動性状態を示したのが表11である。

たしかに、ドル・ペッグ制を維持する危機5カ国は、為替レートの切り上げ圧力を緩和するために民間資本流入に対しては積極的に外国為替市場でドル買い介入を行っており、巨額の国際準備を積みまっていた。だが、タイ、インドネシア、韓国の3カ国は一貫して1の水準を超えており、これら諸国が明らかに深刻な国際流動性不足状態にあったことがわかる。他方、マレーシア、フィリピンは1を下回る水準ではあったが、両国の国際流動性状態は悪化しており、94年半ばから97年半ばにかけてそれぞれ0.3→0.6、0.5→0.8へと急速に国際流動性不足状態に近づいているのである (Chang & Velasco, 1999, p.25)。

さらに、危機5カ国のように資本勘定が自由化されており、自国通貨が実質的にドルにペッグされている諸国では、国内通貨をドル転換して国外に持ち出すことが容易に出来ることから、短期債務に加えて非居住者預金やM2までもが現実には国際流動負債とみなしうる。そのためGDPの成長率を上回る速度でM2が増大していたこれら諸国の国際流動性不足状態は、上記数値よりもさらに深刻なものであったといえる (BIS, 1998,p.129, Chang & Velasco, 1998b, pp.26-27, Radelet & Sachs, 1999, p.3)。

以上のように、1997年当時、東アジア危機5カ国は軒並み国際流動性不

足状態に陥っていたと考えられる。これに対して、シンガポール、香港、台湾、中国は巨額の外貨準備を保有しており、それによって国際流動性という面では良好な状態を保持していた¹⁹⁾。これら諸国に対する危機の影響が比較的軽微であったという事実は、危機5カ国の資本フローに対するヴァルネラビリティを高めていたものはマクロ経済ファンダメンタルズの歪みではなく、こうした国際流動性不足であったことを逆に示すものとなっている。

だが、国際流動性不足と国際的な支払い不能(international insolvency)とは区別しなければならない(Dean, 1998, Stiglitz, 1998)。たとえ国際流動性不足に陥っていたとしても、資本流入が継続するかぎり、それが深刻な金融危機にまで発展することはありえない(Radelet & Sachs, 1998b, p. 14)。したがって、東アジア危機の内実を明らかにする上で次に検討しなければならないのは、流動性不足を流動性危機、さらには支払い不能へと転化させたのは何だったのかということである。

3. 自己実現的投機, 群衆行動, 金融パニック

(1) 危機の引き金を引いたヘッジファンドによる投機攻撃

J. サックスによれば、東アジア危機を含む1990年代のエマージング・マーケットを襲った金融危機には、共通の三つの段階が見られる(Sachs, 1998)。まず、国内外のマクロ経済的問題の結果として為替レートの過大評価が生じ(第一段階)、中央銀行が保有する外貨準備のかなりの流出という犠牲を払って為替レートの防衛が図られる(第二段階)。そして、最終段階として、為替レートの切り下げとともに、外貨準備が枯渇し短期の請求権を保有する外国債権者による資本流出パニックが開始する。

19) IMFによれば、1990-96年までにエマージング・マーケット諸国が蓄積した外貨準備5750億ドルのうち2022億ドルがアジアに、とりわけ中国、台湾、シンガポール、香港に集中している。同時期タイも270億ドルにまで準備を増大させているが、シンガポールの560億ドルにははるかに及ばない(IMF, World Economic Outlook, October, 1997, p.p. 197-98)。

この議論に即して考えれば、東アジア諸国で民間資本の流出パニックを引き起こす重要な要因となるのが、中央銀行の国際準備の減少と枯渇である。それは上記国際流動性不足を急速に悪化させ、最終的な国際支払い不能状態へと移行させる転機となる。

通貨危機発生当時、その主犯としてヘッジファンドによる通貨投機攻撃が指摘されていた。今日、この見方に対しては、IMFを中心に、東アジア危機におけるヘッジファンドの役割を否定する論陣が形成されている。

IMF (1998a) のサーベイによると1997年代第三四半期におけるヘッジファンドの資本は1000億ドル前後である。このうち250億ドルがマクロ・ファンドであり²⁰⁾、その資金は典型的には4～7倍のレバレッジ率で銀行借入を行っている。したがって、この時期、マクロ・ヘッジファンドが利用可能な資金は、1000～1800億ドルとなる。こうした数値は一見、巨額のように見えるが、ペンション・ファンド、ミューチュアル・ファンド、保険会社、商業銀行といった他の機関投資家と比較すれば、色あせて見える。こうした機関投資家の資本は先進国市場だけでみても20兆ドルにも達しているのである。すなわち、ヘッジファンドの利用可能な資金規模には限界があり、東アジアで生じたような巨額の資本流出を引き起こすほどの影響力はヘッジファンドにはない。むしろヘッジファンドの空売りは、投機的危機が起こったときに、暴落した通貨を買い戻すことから（ネガティブ・フィードバック・トレーディング）、そこで投入される資金が危機時の流動性の源泉となり市場の変動を抑制する安定的投機として機能する、というのがIMFの主張である (IMF, 1998a, Part2, p.2, 1998b, 邦訳, 43-44ページ)。

IMFのこうした見解に対しては、ハウエルによる反論がある (Howell, 1998)。彼によれば、投資銀行の資産トレーディング部門のマクロ・トレー

20) マクロ・ヘッジファンドは各国のマクロ経済上、金融上の条件の分析を基に各国市場で未ヘッジのポジションをとるファンドである。ヘッジ・ファンドにはこれ以外にも証券の相対価格に相場をはる相対価格ファンド (relative value fund) があるが、これはマクロ経済上の変動との関係が薄いといわれている。こうしたヘッジファンドの種類やその投資戦略についてはIMF (1998a)/ (1998b) 参照。

表12 1997年における東アジアの民間資本フロー (単位:10億ドル)

	銀行信用	ネットの債券発行	その他	総民間資本
中国	10.8	4.1	-40.2	-25.3
香港	7.0	7.8	17.4	32.2
台湾	0.1	2.7	-12.3	-9.5
韓国	-16.8	13.6	-9.8	-13.0
シンガポール	-17.3	1.7	0.1	-15.5
マレーシア	7.1	3.3	-24.3	-13.9
タイ	-18.4	2.3	5.3	-10.8
フィリピン	1.2	3.2	-4.0	0.4
インドネシア	7.4	5.8	-19.9	-6.7
総額	-19.0	44.5	-87.7	-62.2
除く中国	-29.8	40.4	-47.5	-36.9
ASEAN5	-20.1	16.3	-42.9	-46.7
中国+香港	17.8	11.9	-22.8	6.9

出所) Howell (1998) p.24.

ドの運用資金は約1000億ドルにも及びこれを上記マクロ・ヘッジファンドの想定元本250億ドルと合わせると、その資金規模は1250億ドルとなる。こうした資金は実際にはIMFの推測を超えるレヴァレッジ比率で運用されることから、その資金規模は1兆ドルにも達し、利用可能な資金規模が小さいことからヘッジファンドの役割を否定するIMFの主張は妥当なものではない。

さらに、1997年に東アジア諸国から流出した民間金融資本フロー622億ドルの構成(銀行融資、債券発行、その他資本の項目)の推計を行ってみると(表12)、最大の流出項目は、その他資本でその額は877億ドルにも達している。この地域の株式市場の規模がそれほど大きなものではないことを考えれば、多国籍企業に対する貿易信用形態での流出が圧倒的な中国を除き、この項目を構成するものは、ヘッジファンドおよび投資銀行の資産トレーディング部門による通貨デリヴァティブの店頭取引(over the counter trading)である可能性が極めて高い。したがって、その他項目で資本流入がみられるタイとシンガポール以外の東アジア諸国で巨額の資本流出を引き起こしたのは、ヘッジファンドとそれに追随する投資銀行の資産トレーディング部門であるというのが彼の結論である(Howell, 1998, p.25)。

また、ヘッジファンドのネガティブ・フィードバック・トレーディングにしても、問題は、ヘッジファンドの空売りが通貨を暴落させることそれ自体であり、暴落した通貨を買い戻すからといってそれが安定的投機であるとは決して言えない。

だが、ハウエルの推計も通貨デリヴァティブの店頭取引が資本流出のかなりの部分を占めていたことを示すものであっても、それがヘッジファンド主導によるものであるのか、投資銀行主導によるものなのか断定する根拠を提示しているわけではない。

他方、ハウエルの推計には出てきていないが、タイの外貨準備を急激に減少させ、最終的なドルペッグ制の放棄へと導いた巨額の民間資本流出の重要な位置を占めたのが、ヘッジファンドによる投機的な通貨空売りであったことだけは確かである。

上記表5をみるとわかるように、変動相場移行直前の5月に巨額の資本流出が起こっている。後に詳細に見るように、この時期、タイから流出した資本は、銀行融資でも、ポートフォリオ投資でもなく、これは明らかにヘッジファンドによるバーツの空売りを原因とするものであるといっていよい。また、主要ヘッジファンドは、タイが変動相場制へ移行する直前にタイ・バーツに対して巨額のポジションを形成しており、そのことで大きな収益を挙げている (Brown, Goetzmann & Park, 1998)。そして、ヘッジファンド主犯説を否定する論陣の中心であるMFですらタイに関しては97年7月にヘッジファンドによるバーツの先物売りが存在したことを認めているのである²¹⁾ (IMF, 1998, 邦訳63ページ)。

ここでヘッジファンドによるバーツの先物売りの規模を正確に測定することは不可能であるが、ヘッジファンドがオフショアの取引相手、タイ国内の外国銀行、タイの国内銀行を通じてバーツの先物売りをおこなったことを考えれば、タイ中央銀行の先物勘定にその規模が反映されるものとみなすことができる。だとすれば97年7月時点でのタイ中央銀行の先物勘定280億ドルのうち約70億ドルがヘッジファンドが直接行った取引であると考

えられる。また、ヘッジファンドは、97年2月にもタイ中央銀行に対する
パーツの先物売りを実行しており、それがタイ中央銀行の外貨準備減少に
甚大な影響を与えたことは予想に難くない(IMF, 1998b, 邦訳, 63ページ)。

以上のことからヘッジファンドによる先物売り(空売り)が、この時期、
少なくともタイ中央銀行の外貨準備を急激に減少、枯渇させる最大の要因
であったと判断することができる。そして、タイの通貨暴落が今回の東ア
ジアにおける連鎖的通貨暴落の発火点であったことを考えれば、タイをド
ル・ペッグ放棄にまで追い込んだヘッジファンドの投機攻撃が東アジア危
機の引き金を引いたといっても過言ではないであろう。

(2) 群集行動とポートフォリオ流出説の誤解

タイをはじめとした東アジア諸国は、自国通貨が外国為替市場で売られ
た場合、ドル・ペッグ制を維持するために自己の外国為替準備を用いて無
制限に自国通貨の買い支えを行う。ヘッジファンドは、この制度の弱点を
つき、パーツが過大評価され、輸出減退と経常収支赤字が大幅に悪化して
いるタイでは、早晚通貨の切り下げが実施されるとの期待に基づいて大規
模な通貨の空売りを行った。その結果、外貨準備は枯渇し、タイはドルペ
ッグ制を放棄せざるをえなくなったのである。

だが、東アジア危機が深刻な事態となったのは、単に連鎖的な通貨価値

21) ソロス自身もその著書においてタイ・パーツに対してこの時期ショート・ポジシ
ョンをとったことを明らかにし次のように述べている。「1997年にタイに端を発した金融
危機は、その範囲と深刻さゆえに特に衝撃的だ。…われわれソロス・ファンド・マネ
ジメントは、危機の到来を予見できたし、その他の人たちと同様だった。…。そこ
でわれわれは、同年初めに、期限6カ月から1年の間の先物でタイ・パーツとマレー
シア・リングを空売りした。後にマレーシア首相は、危機を起こした張本人だと私を
非難したが、この非難はまったくの事実無根であった。われわれは、危機の最中はむ
ろん、それに先立つ数ヶ月間にも、パーツやリングを売ったことはない。それどころ
か、これらの通貨が下落しはじめたとき、われわれは買い手だった、それ以前の投機
の利益を実現するため、リングを買っていたのである」(Soros, 1998, 邦訳209-210ペ
ージ)。また、ヘッジファンドがこうした空売りから必ずしも収益を挙げているわけ
でもない。たとえばタイはこうした空売り投機攻撃に対してタイ・パーツ金利を1300%
まで引き上げるなどの措置を取って対抗し、投資家は約15億ドルの損失を被ったとい
われている (Kregel, 1998b, p.35)。

下落が生じたからではない。それが危機と呼べるほどの影響力を持ったのは、巨額の民間資本流出が通貨暴落と相互作用を起し、金融機関の破綻と信用収縮を伴う金融危機の連鎖へと発展したからにはほからならない。危機の伝染過程をこうした金融危機の連鎖として捉えるとき、重要な概念が投資家による群衆行動である(Krugman, 1997a, p.37, Jomo, 1998c, pp.5-6)。

ここで群衆行動による危機の伝染とは、投資家が独自の期待を形成することなく、また正当な情報に基づくことなく、自己の行動の変化を他の投資家の行動に追随させることから生じる現象である。こうした行動は、必ずしも非合理的なものではなく、その行動がたとえ経済的ファンダメンタルズからみて正当化できるものでなくても、個々の投資家にとっては合理的なものともみなされる。つまり、より多くの情報を必要とする決定を行うにはコストが必要であるために、情報上の優越性を持つ投資家の期待と行動に追随することが小規模な投資家にとっては最適な意思決定となるのである。

投資家が群衆行動に従うようになるとき、問題は先導する少数の投資家の期待が自己実現的となるということにある²²⁾。直接投資も、ポートフォリオ投資も楽観的な期待が支配しているときは流入を続けるが、その期待が悲観的なものとなったとき、それに追随する群衆行動は、ある国の通貨を売り、国際準備を減少させ、最終的には政府の切り下げを引き起こし、それがさらなる通貨売りを助長するという悪循環を生み出すのである。必要なのは投資家の信念 (belief) のゆらぎだけである。そして、国際流動性状態が脆弱なほど信認の潜在的な不安定性は大きくなる (Stiglitz, 1998a, p.

22) こうした投資家による自己実現的期待 (あるいは予言ないし投機) に基づいた通貨危機モデルは第二世代モデルと呼ばれている。このモデルを最も初期に定式化した M. オブズフェルドによると、国際金融市場は「複数均衡状態」を特徴とする。そこには「良均衡」と「悪均衡」の二つの均衡状態が存在し、そのいずれに収斂するのか決定されていない「中間領域」がある。ある国の国際金融状況がこの中間領域にあるとき、それが良均衡に向かうのか、悪均衡に向かうのかを決定する重要な要因が投資家の期待である。自己実現的期待モデルについては、Obsfeld(1994)/(1996), Wyplosz(1998) 参照。

5, 伊藤, 1999, 76-77ページ)。

上述のように確かにヘッジファンドの投機攻撃は、タイの外貨準備を枯渇させる最大の要因として作用し、その後の連鎖的通貨危機の引き金を引くものであった。だが、東アジア危機に際してヘッジファンドの活動はタイに限定されたものとみなすべきである(伊藤, 1999, 85ページ)。しかも、ヘッジファンドが、こうした群衆行動を先導したわけでもなかった。むしろヘッジファンドの投機攻撃は最終局面において決定的な力を発揮したが、その先行段階ではタイですら群衆の一部でしかなかったのである²³⁾。

パーツに対する最初の圧力はバンコク商業銀行が破綻し中央銀行が金融システムを守るために流動性を供給した1996年7月に開始している。第二の圧力は、多くの投資家の失望を買うことになった財政および輸出実績のデータが公表された97年1月に生じ、それは空売りよりもキャリートレードで重要な位置を占める国際投資家がポジションを閉じ始めたことが主要な要因であった。この段階では、タイの国内会社、銀行、商業銀行や投資銀行の専門トレーディング部門、主要なマネー・センターバンクの国際投資資金為替部門、ミューチュアル・ファンド、ヘッジファンドおよび個人投資家がタイの証券のロング・ポジションを閉じたことのほうが、タイ・パーツを弱める空売りよりも重要な役割を果たしたのである(IMF, 1998b, 邦訳62ページ)。

タイは1990年代に流入した巨額の民間外国資本の大部分が必ずしも生産的投資(特に輸出財部門)には向かわず、非貿易財部門、とりわけ不動産や株式といった資産部門に向けられ、一種のバブル経済状態に陥っていた。こうしたバブルは96年時点ですでに崩壊局面に突入しており、タイのバブル経済化に重要な役割を果たしてきたファイナンス・カンパニーの経営破

23) これに対してもIMFは、ヘッジファンドがポジションをとっていることが、他の投資家の群衆行動を引き起こす可能性を否定している。IMF(1998b)は、他のカテゴリーに属する投資家がヘッジファンドの行動に従ったかどうかという実証分析を行い、「ヘッジファンドが金融市場の〔群衆行動〕の中で並外れた役割を演ずるという証拠はない」と結論づけている。

綻もすでにこの頃から明らかとなっていた²⁴⁾。ヘッジファンドがタイに対して大規模な投機攻撃を加えた97年5月の時点までに、すでにかんりの資本がこうしたバブル経済の崩壊をシグナルとして流出し始めていたのである (Bello, 1997, pp.6-7, Jomo, 1998c, pp.13-14,)

他方、ヘッジファンドはタイ・バーツに対しては大きなショート・ポジションをとっていたものの、東アジア通貨全般にそうしたポジションをとったわけではない。タイ・バーツ以外にヘッジファンドがポジションを形成したものに、インドネシア・ルピアがある。だが、その大部分はルピアのオーバーシュートを予想したロング・ポジションであった。またマレーシアに対しては若干のポジション形成は行われたが、リングの切り下げに決定的な役割を果たしたわけではなく、フィリピンや韓国ではヘッジファンドの活動はほとんど皆無であったといっている (IMF, 1998b, 邦訳64-68ページ)。事実、主要ヘッジファンドのポジション形成において、東アジア諸国は97年7月以降低下傾向を示している (Brown, Goetzmann & Park, op.cit)。

以上から連鎖的通貨暴落過程で群衆行動に参加した投資家のなかでヘッジファンドは主要なプレイヤーではなかったといっているであろう。それでは一体、東アジア危機、とりわけその伝染過程において群衆行動に駆り立てられた投資家ないしは投機家とは誰のことなのだろうか？

通貨危機の猛威がタイを遅い、巨額の民間資本の流出とともに、それが周辺諸国に次々に波及していった1997年当時、この資本流出に関しては様々な流説が飛び交っていた。たとえば、ヘッジファンド主犯説とは別に欧米機関投資家によるポートフォリオ投資の流出に真因を見いだす見解などがその典型である。

24) 通貨危機発生とともに金融危機が発生するという「双子の危機 (twin crisis)」が近年のエマージング・マーケット危機の特徴である (Kaminskiy & Reinhart, 1998, 伊藤, 1998)。東アジア危機、とりわけタイでは通貨危機が発生するまでに多くの金融機関が経営破綻に陥っていた。この点については東アジア諸国、とりわけ危機5カ国のバブル経済化ないしは過剰投資問題と併せて、金融自由化問題との関連で次稿でより詳細に展開する。

ポートフォリオ投資主犯説ともいべきこの見解は、上記4つの伝染効果の説明のうちの制度的伝染に相当する立場である。それは危機の伝染を次ぎのように説明する。

制度的伝染とは、株式市場での収益減退を伴うある国での金融危機が他の国での資産保有を減少させる投資家の誘因となり、そのことが連鎖的な資産価格暴落を生み出すという伝染の形態である。つまり、ある国で株価などの資産価格の暴落が発生すると、同時に複数国に投資しているファンド・マネージャーは、自己の保有するポートフォリオ全体のリスク・リターン・レイシオを最適化しようとして、あるいはオープン・エンド型ファンドの場合のように投資家の資金引き上げ要求を満たすための現金を調達しようとして、他の諸国での保有資産を売却する。その結果、1国の資産価格の崩壊が他の諸国での資産価格崩壊をもたらすのである (Fratzscher, 1998, pp.667-69, Park & Song, 1998, p.24)。

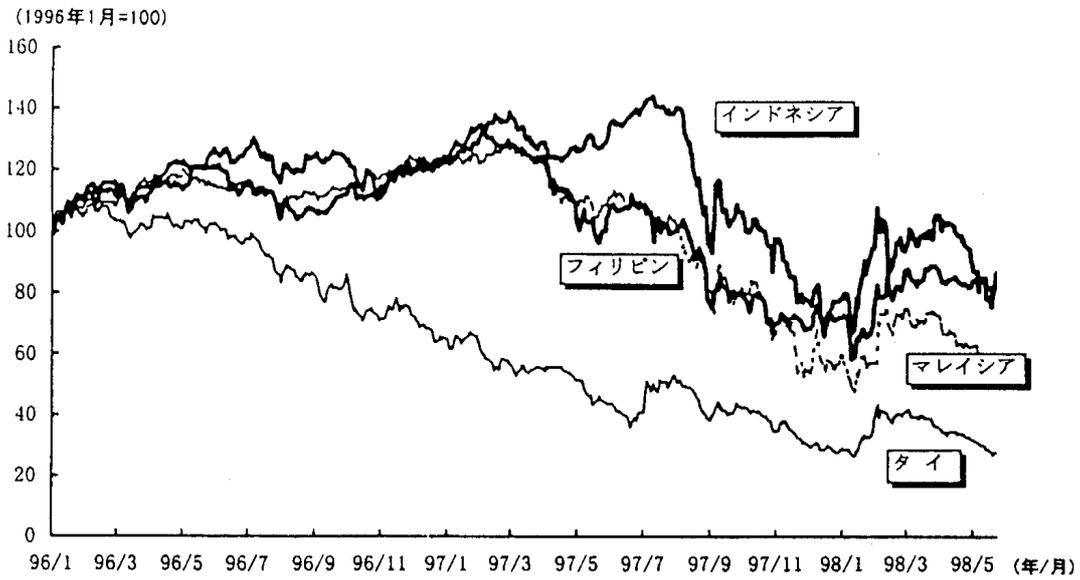
東アジア危機なかでも東南アジア危機は、それが通貨危機の連鎖的波及であっただけでなく、それに連動する形で株式市場の崩壊が発生することを特徴としており(図7参照)、ポートフォリオ資産の投げ売りが、危機をいっそう深刻なものにしたということは否定しえない事実としてある (Akyuiz, 1998, p.36, Jomo, 1998c, p.8, Park & Song, 1998, p.20, 27)。

だが、果たして、これは東アジア危機の核心をついたものであるといえるのであろうか？

上述の I I F の統計では、ポートフォリオ・エクイティ形態でのネットの資本流出は32億ドルに上り、1996年からするとその変動幅は171億ドルにも達してており、その規模は確かに無視し得ないものがある。また、表13はタイの1997年度のエクイティ投資の推移を示したものであるが、ここからも97年7月のバーツ危機に先立つ96年にまず香港へ資本流出が生じ、97年に入ってからシンガポールへと持続的に流出していることがわかる。他方、欧米に対しては97年第四四半期に米国に巨額の資本流出がみられるほか、オランダに対しては一貫した流出状態にある。上述のように、こう

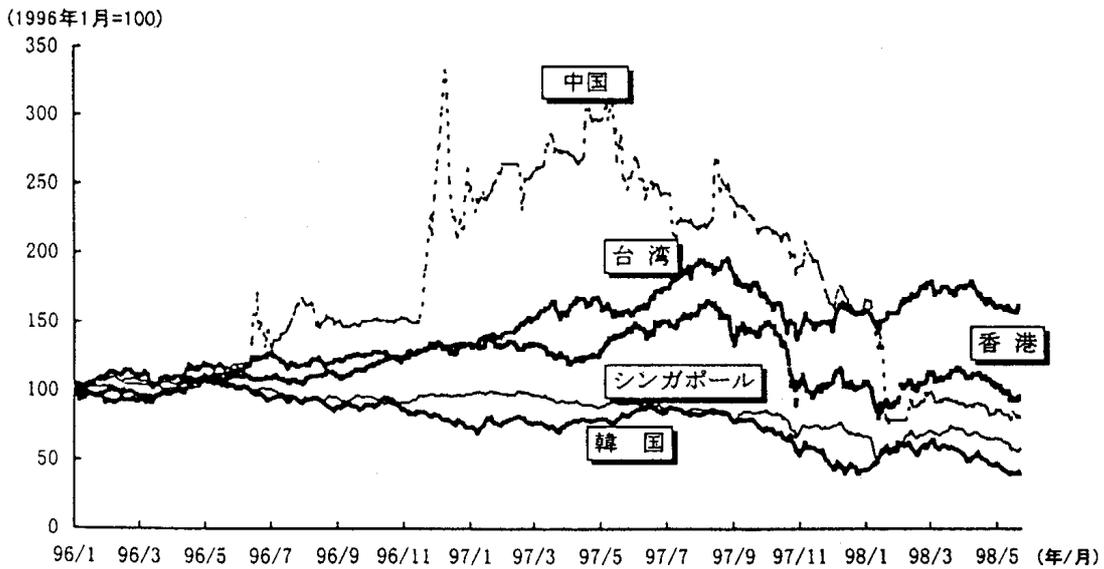
図7 アジア主要国の株価の動向

①97年初より大きく下落したASEAN株価



(出典) Data Stream より作成。

②中国およびアジアNIEsの株価の動向



(出典) Data Stream より作成。

(出所) 経済企画庁 (1998)。

表13 タイのポートフォリオ投資(エクイティ証券)の純フロー

(単位:100万バーツ)

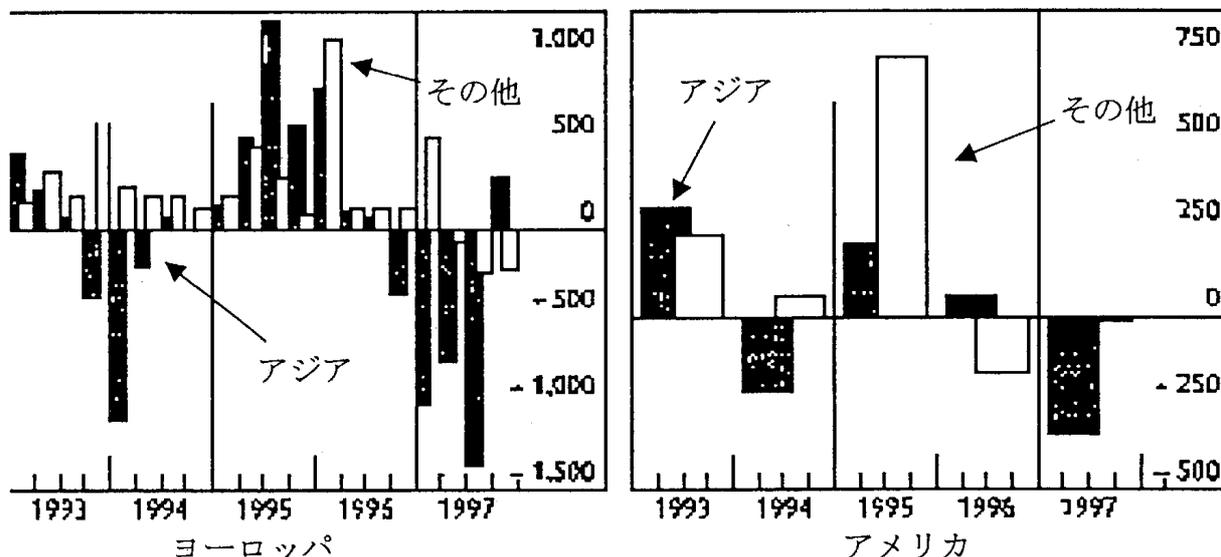
	1995	1996	1997P	1997Q1	1997Q2	1997Q3	1997Q4	1998Q1P
香港	6497.2	-4465.1	42149	1855	1945	30346	8003	2395
シンガポール	36619.3	26277.7	-255184	-14392	-14712	-68933	-157147	-95772
米国	1171.9	1203.5	-13716	1175	1263	-201	-15953	-9865
台湾	-507.1	84.3	312210	18019	27434	95553	171204	120840
日本	1000	562	1005	-16	18	-388	1391	-218
EU	3259.4	3802.9	33071	4467	5864	11221	11519	5099
フランス	8.5	769.9	732	-128	874	-27	13	209
ドイツ	409.1	197	1175	21	-44	1058	140	680
ルクセンブルグ	553.8	202.3	-344	-360	147	-122	-9	506
オランダ	-4569.6	-2675.7	-2095	-298	-358	-1220	-219	167
イギリス	8642.3	4506.7	31437	1996	5572	12076	11793	3746
スイス	2600.2	1007.4	691	-175	78	589	199	706
マレーシア	-1	-1.1	79	-18	-1	40	58	70
オーストラリア	1965.6	652.9	430	7	404	19	-	142
カナダ	36.2	13.6	-86	1	75	-61	-101	17
その他	117.3	-701.1	1385	-184	450	483	636	940
総計	52759	28437	122034	10739	22818	68668	19809	24354

出所) The Bank of Thailand, *Quarterly Bulletin*

した数値からも、タイに関して言えば、ポートフォリオ投資は危機に先行する形で流出が開始しており、それが後のヘッジファンドによる大規模な通貨投機攻撃の呼び水となったことは明らかである。

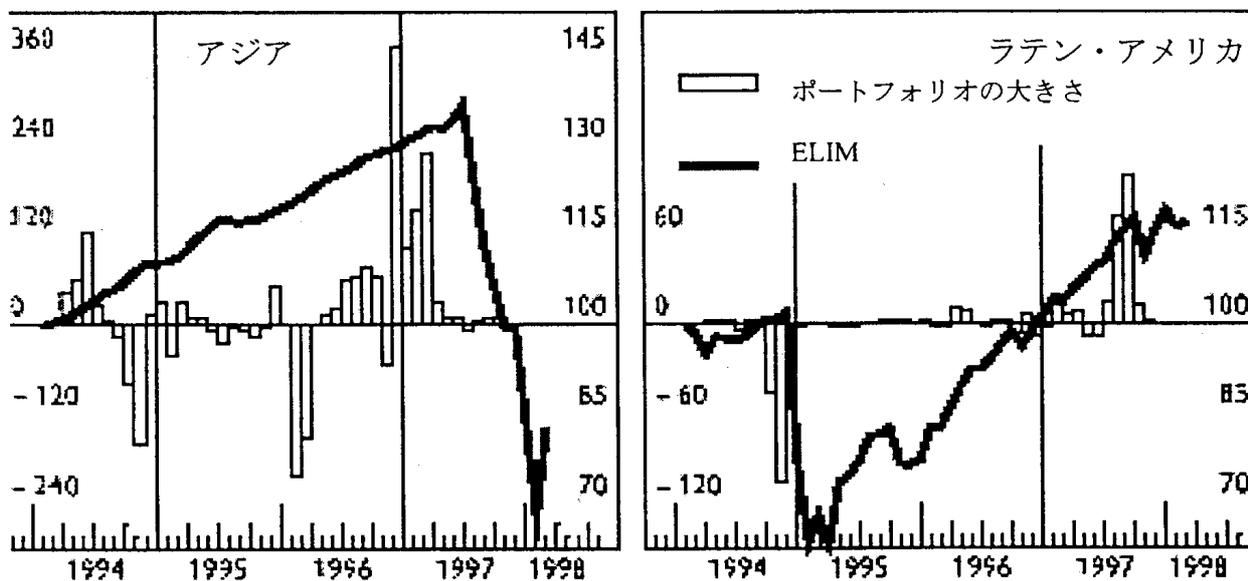
しかしながら、東アジア全体でみると、危機が深化・波及していく過程で、このポートフォリオ・エクイティの流出が果たした役割、とりわけ欧米機関投資家によるそれは若干誇張されている。まず、欧米系ヘッジファンドやペンション・ファンドは、97年7月以前に巨額の流出をみた後、危機の伝染過程では、対東アジア・ポジションを急速かつ大幅に低下させており、この意味でも欧米のヘッジファンドや機関投資家の役割は決して大きなものではない(図8参照)。さらに、その他の機関投資家、とりわけ米国所在の機関投資家は米国財務省のデータをみるかぎりアジアの株式も債券も売却していない。むしろ、97年の第三及び第四四半期には約20億

図8
(年金ファンドの新興経済市場への流入)



1. 単位は100万ドル。
2. ヨーロッパは、イギリス及びオランダの大手のみによる。
3. 出所はBIS Annual Report 1998であり、原典はThe WM Company及びFrank Russell and BIS事務局による計算。

(ヘッジ・ファンドのプレゼンス)



4. 左目盛はポートフォリオの大きさ(10億ドル)であり、0より上方はロングのポジション、下方はショートポジションを表す。右目盛は1994年1月を100としたJP Morgan エマージングマーケット指数(ELIM)。
5. 出所はBIS Annual Report 1998であり、原典はManaged Accounts Report Inc., JP. Morgan Securities Inc. 及びBIS事務局の計算による。

(出所) 経済企画庁総合計画局編 (1999)。

表14 米国居住者によるアジア（除く日本）の証券購入

(1997-98年, 単位: 100万ドル)

	ネットの購入				グロスの購入			
	97年:Q2	97:Q3	97年:Q4	98年:Q1	97年:Q2	97年:Q3	97年:Q4	98年:Q1
エクイティ	469	1,810	1,729	2,698	32,577	44,662	33,725	32,730
香港	-387	-30	1,170	2,075	17,347	24,946	19,426	17,881
シンガポール	217	957	31	-888	4,825	7,545	5,837	5,947
その他	639	883	528	1,511	10,405	12,171	8,462	8,875
ボンド	2,181	5,182	713	27	15,095	20,172	13,099	9,721

出典) U.S.Treasury 出所) Howell (1998) p.20.

ドルものエマージング・アジアン・ボンドを購入しており、第三四半期には50億ドルものアジア・ボンドの蓄積がみられる。たしかに、ここにはオフショアで運用される ERIZA ファンドなどの活動は含まれていないが、このことは特筆に値する (表14)。またイギリスのオープン・エンド型ミューチュアル・ファンドはアジアのポートフォリオを売却しているが、それは小規模なものにすぎない。したがって、この時期、とりわけ ASEAN 諸国から流出した資本が欧米機関投資家によるものであるとの説は必ずしも妥当なものとはいえないのである (Howell, 1998, pp.19-20, BIS, 1998, pp.92-95)。

一方、1997年12月に至るまで香港では一貫して資本流入がみられた。香港への資本流入は大部分、ASEAN 5カ国、とりわけシンガポールとマレーシアからの資本流出と相関があるといわれている (Howell, 1998, p.19-20)。さらに、この時期の東アジアにおけるクロスボーダー・エクイティ取引は主要にはタイ、台湾、香港の間で行われており、98年3月までの半年間、米国の投資家が香港株のネットの購入者であったことを考えれば、株価下落をもたらしたポートフォリオ・エクイティ形態の流出の多くは、バブル崩壊の兆しをいち早く察知し、危機に際して自己の資産価値を防衛しようとした国内投資家、とりわけ華僑・華人資本による香港環流を原因とするものである可能性が高い²⁵⁾ (Bello, 1997, p.1, BIS, 1998, p.132, Howell, 1998p.21, 中尾, 1998, 159ページ)。

一方、債券形態の資本フローは、さらに影響力は小さかった。危機の渦中、東アジアにはこの種の資本は、むしろネットの流入となっており、ここからもポートフォリオ投資が資本流出の主たる原因ではなかったことがわかるだろう（表12参照）。

このようにみると海外ポートフォリオ資本の流出は、確かに大きなものであったが、それは危機を先導するものではあっても、危機の深化と波及に与えた影響力は2次的なものであったといえる。加えて、資本逃避の主体も欧米投資家というよりは、国内資本逃避の様相を呈していたとみることができるのである。

それでは、東アジア危機の内実とは何であったのか？

それは銀行危機、とりわけ信用システム全体の危機であったとみなすべきである。株価暴落をはじめとする資産価格の崩壊は、信用システム崩壊の現象形態の一つにすぎない。その意味で、この地域の銀行ないしは銀行に準ずる活動を行っていたノンバンク金融機関に対する資金供給の途絶が危機を深化せしめた最大の要因であったのである（Chang & Velasco, 1998b, Montes, 1998a/ 1998b/1999, Reisen, 1998）。

以下では、この点について詳細に検討しよう。

25) 東南アジア経済において圧倒的なプレゼンスを保持する華人の資本逃避に関しては、インドネシアの反華人暴動にみられるように、極めて敏感な政治的問題をはらんでいることから、議論には慎重をきす必要がある。だが、少なくとも危機が深化・波及する過程で、それが果たした役割は大きかったといえるだろう。なお、インドネシアの場合、1998年5月の反華人暴動以降、一説によると1000億ドルあまりが国外資本逃避を行い、その内の600億ドルがシンガポールに移されたと言われている（Bello, 1997, p.14, 中尾, 1998, 159ページ）L. サローも、メキシコ危機が当初言われたような国外投資家による投機攻撃を原因とするとの主張から現在ではむしろ国内資本逃避の影響力のほうが大きかったことが判明したように、東アジア危機においても国内投資家による資本逃避が危機において主導的役割を果たしたことが判明するだろうと論じている。それは国外投資家が国内投資家よりも自己の投資対象に対する情報上の優越性を持つことはあり得ないからである（Thorow, 1998, p.5）。

参考文献

【欧文文献】

Akuiz, Yilmaz(1998), "The East Asian Financial Crisis : Back to the Future", in Jomo ed.(1998b).

Bello, Walden(1997), "Addicted to Capital : The Ten Year High and Present-Day Withdrawal Trauma of Southeast Asia's Economies", paper prepared for Focus on the Global South(Chulalongkon University, Bangkok), the Philipines Center for Policy Studies(University of the Philipines), and the Campaign Against Poverty 2000(Philipines).

----- (1998a), "The End of Asian Miracle", *The Nation*, January 12.

----- (1998b), "What is the IMF's Agenda for Asia ?", unpublished.

----- (1998c), "The End of a 'Miracle': Speculation, Foreign Capital Dependence and the Collaspe of the Southeast Asian Economies", *Multi-national Monitor*, Vol.19 No.1 & 2.

----- (1998d), "East Asia : on the Eve of the Great Transformation ?", *Review of International Political Economy*, Vol.5, No.3.

Bevacqua, Ron(1998), "Whither the Japanese Model ? The Asian Economic Crisis and the Continuation of Cold War Politics in the Pacific Rim", *Review of International Political Economy*, Vol.5, No.3.

Bank for International Settlement(1998), *The 68th Annual Report*.

Brown, Stephen J. ,William N. Getzmann & James Park(1998), "Hedge Funds and the Asian Currency Crisis of 1997", NBER Working Paper Series No.6427.

Chang, H.-J.(1998), "Korea : The Misunderstood Crisis", in Jomo ed.(1998b).

Chang, Robert & Andres Velasco(1998a), "Financial Crises in Emerging Markets: A Cannonial Model", NBER Working Paper Series No.6606.

----- (1998b), "The Asian Liquidity Crisis ", NBER Working Paper series, No.6796.

Corsetti, Giancarlo, Paolo Pesenti & Nouriel Roubini(1998), "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis", mimeo.

Dean, James(1998), "Why Left-Wing Moralists and Right-Wing Academics are Wrong about Asia ", *Challenge*, Vol.41, No.2.

Eatwell, John(1997), *International Financial Liberalization : The Impact on World Development*, UNDP Office of Development Studies Discussion Paper Series No.12.

Eichengreen, Barry(1998), *Globalizing Capital* second edition, Princeton U. P. (高屋定美訳, 『グローバル資本と国際通貨システム』, ミネルヴァ書房, 1999年)。

----- (1999), "The Crisis of (Confidence in) Global Capitalism", mimeo.

Eichengreen, Barry, Andrew K. Rose & Charles Wyplosz(1994), "Contagious Currency Crises", NBER Working Paper Series No.5681.

Eichengreen, Barry & Andrew K. Rose(1998), "Staying Afloat When the Wind Shifts : External Factors and Emerging-Market Banking Crisis ", NBER Working Paper Series, No.6370.

Eichengreen, Barry & Ashoka Moody(1998), "What Explains Changing Spreads on Emerging- Market Debt: Fundamentals or Market Sentiment ? ", NBER Working Paper Series, No.6408.

Eichengreen, Barry & Albert Fishlow(1998), "Contending with Capital Flows : What Is Different about 1990s", in Kahler ed.(1998a).

Feldstein, Martin(1998), "Reforocusing the IMF", *Foreign Affairs*, March/April (邦訳「アジア通貨危機とIMFの誤診」, 『論座』1998年4月号).

----- (1999), "A Self-help Guide for Emerging Markets", *Foreign Affairs*, March/April (邦訳「新興市場のための自助ガイド」, 『論座』1999年5月号).

Frankel, Jeffrey A. (1998), "The Asian Model, The Miracle, the Crisis and the Fund", delivered at the U.S. International Trade Commission, April 16.

Glick, Reuven & Andrew K. Rose (1998), 'Contagion and Tracle : Why Are Gurrency Crises Regional?', NBER Working Paper NO. 6806.

Hatch, Walter & Yamamura Kozo(1996), *Asia in Japan's Embrace : Building a Regional Production Alliance*, Cambridge U.P..

Howell, Michael J.(1998), "Asia's 'Victorian'Financial Crisis", Paper prepared for East Asian Conference, Institute of Development Studies, University of Sussex, 13-14 July.

International Monetary Fund(1997), *World Wconomic Outlook Interim Assessment*, IMF.

----- (1998a), *World Econimic Outlook*, May, IMF.

----- (1998b), *World Econimic Outlook*, September, IMF.

----- (1998c), *International Capital Markets : Developments, Prospects, and Key Policy Issues*, IMF.

----- (1998d), *Hedge Fund and Financial Market Dynamics*, IMF (松崎延寿訳『IMF報告書：ヘッジファンドの素顔』, シグマベイスキャピタル, 1999年).

Ito, Takatoshi & Anne O.Krueger eds.(1996), *Financial Delegation and Integration in East Asia*, NBER-East Asia Seminar on Economics, Vol.5, The University of Chicago Press.

Jomo, K S(1998a), "Financial Liberalization, Crisis , and Malaysian Policy Response", *World Development*, August , Vol.26, No.8.

----- (1998b), *Tigers in Trouble*, Zed Books.

----- (1998c), "Introduction : Financial Governance, Liberalisation and Crises in East Asia", in Jomo ed. (1998b).

Johnson, Chalmers(1998a), "Cold War Economics Melt Asia", *The Nation*, February 23.

Kahler, Miles ed.(1998a), *Capital Flows and Financial Crises*, Cronell University Press.

------(1998b), "Introduction : Capital Flows and Financial Crises in the 1990s", in Kahler ed.(1998a).

Kaminsky, Graciela & Crmen M. Reinhart(1998), "The Twin Crises : The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems", mimeo.

Kosaka, Akira(1996), "Interdependence through Capital Flows in Pacific Asia and the Role of Japan", Ito & Krueger eds.(1996).

Kuen, Tse Yiu & Tan Kim Song(1996), "Interest Parity and Dynamic Capital Mobility", Ito & Krueger eds.(1996).

Kwan, C.H. et.al.,eds(1998a), *Coping with Capital Flows in East Asia*, NRI & ISEAS.

Kwan, C.H.(1998), "Asia's Currency Crisis and Its Implication for the Japanese Economy", in Kwan et.al.,eds(1998b).

Kregel, J.A.(1998a), "Derivatives and Global Capital Flows : Applications to Asia", *Cambridge Journal of Economics*, Vol.22, No.4.

------(1998b), "East Asia Is Not Mexico : The Difference Between Balance of Payment Crises and Debt Deflation", in Jomo.ed.(1998b)

Krugman, Paul(1996), *Pop Internationalism*, MIT Press (山岡洋一訳, 『クルーグマンの良い経済学・悪い経済学』, 日本経済新聞社)。

------(1997a), "Bahtulism : Who Poised Asia's Currency Markets?", *The Dismal Science*, August 14 1997.

------(1997b), "Currency Crisis", prepared for NBER conference, October 1997.

------(1997c), "Seven Habits of Highly Defective Investors", *Fortune*, December 29.

------(1998a), "Fire-Sale FDI", for NBER conference on Capital Flow to Emerging Market, February 21 1998.

------(1998b), "Asia : What Went Wrong", *Fortune*, March 2.

------(1998c), "Will Asia Bounce Back", speech to be given in Hong Kong, March 1998, available at <http://web.edu/krugman/www/suisse.html>.

Liu, Ligang, Marcus Norland & Sherman Robinson(1998), "Asian Competitive Devaluation", Institute for International Economics, Working Paper98-2.

Lauridsen, L.S.(1998), "The Financial Crisis in Thailand : Causes, Conduct and Consequences?", *World Development*, August, Vol.26, No.8.

Montes, Manuel(1998a), *The Currency Crisis in Southeast Asia*, ISEAS.

------(1998b), "Banking on Contagion : The Southeast Asian Currency Crisis", in Kwan et.al., eds(1998a).

------(1999), "Three Complications in Asian Economic Recovery",

mimeo.

Montes, M. & Vladimir V. Popov (1999), *Asian Crisis Turns Global*, ISEAS.

Mullin, John (1993), "Emerging Equity Markets in the Global Economy", *FRBNY Quarterly Review*, Summer.

Obsfeld, Maurice (1994), "The Logic of Currency Crisis", NBER Working Paper Series, No. 4640.

----- (1996), "Models of Currency Crisis with Self-Fulfilling Features", *European Economic Review*, Vol. 40.

Park, Yung Chul (1996), "East Asian Liberalization, Bubbles and the Challenge from China", *Brookings Papers on Economic Activity* (2).

Park, Yung Chul & Chi-Young Song (1998), "The East Asian Financial Crisis : A Year Later", Paper prepared for East Asian Conference, Institute of Development Studies, University of Sussex, 13-14 July.

Radelet, Steven & Jeffrey Sachs (1998a), "The East Asian Financial Crisis : Diagnosis, Remedies, Prospects", first draft paper prepared for the Brookings Panel, March 26-27.

----- (1998b), "The Onset of the East Asian Financial Crisis", first draft, available at <http://www.hiid.harvard.edu/pub/other/asiacrisis.html>.

----- (1999), "What Have We Learned, So Far, From the Asian Financial Crisis?", mimeo.

Rajan, Raghuram G. & Luigi Zingales (1998), "Which Capitalism? Lessons from The East Asian Crisis", mimeo.

Reisen, Helmut (1998), "Domestic Causes of Currency Crises : Policy Lessons for Crisis Avoidance", OECD Development Center, Technical Paper, No. 136.

Sachs, Jeffrey (1998), "Creditor Panics : Causes and Remedies", prepared for the Cato Conference on Money in the New Millennium, October 22.

Stiglitz, Joseph (1998a), "Sound Finance and Sustainable Development in Asia", Keynote Address to the Asia Development Bank, available at <http://www.worldbank.org/html/extdr/extme/jssp031298.html>.

----- (1998b), "The Role of International Financial Institutions in the Current Global Economy", address to the Chicago Council on Foreign Relations, February 28.

Solomon, Robert (1999), *Money on the Move : The Revolution in International Finance since 1980*, Princeton U.P..

Soros, George (1998), *The Crisis of Global Capitalism*, Public Affairs (大原進訳『グローバル資本主義の危機』, 日本経済新聞社, 1999年).

Thurow, Lester (1998), "Asia: The Collapse and the Cure", *The New York Review of Books*, February 5, available at <http://www.nybooks.com>.

UNCTAD & International Chamber of Commerce (1998), *The Financial*

Crisis in Asia and Foreign Direct Investment, UNCTAD.

----- (1998), *Trade and Development Report*, UNCTAD

Wade, Robert & Frank Veneroso (1998), "The Gathering World Slump and the Battle Over Capital Control", *The New Left Review*, No.231

Wade, Robert (1998), "The Coming Fight Over Capital Flows", *Foreign Policy*, No.113.

Weiss, Linda (1997), "Globalization and the Myth of Powerless State", *New Left Review*, 225 .

----- (1998), *The Myth of the Powerless State; Governing the Economy in a Global Era*, Polity Press.

World Bank (1996), *Managing Capital Flows in East Asia*, World Bank.

----- (1997), *Private Capital Flow to Developing Countries : the Road to Financial Integration*, World Bank Policy Research Report.

----- (1998), *East Asia: The Road To Recovery*, The World Bank.

Wyplosz, Charles (1998a), "Globalized Financial Markets and Financial Crisis", paper prepared for presentation at the conference on "Coping with Financial Crisis in Developing and Transition Countries : Regulatory and Supervisory Challenges in a New Era of Global Finance" organized by the Forum on Debt and Development in Amsterdam on March 16-17, 1998.

----- (1998b) , "Speculative Attacks and Capital Mobility", paper presented at the Forth Dubrovnik Conference on June 24-26, in Dubrovnik, Croatia.

【和文文献】

伊藤隆敏 (1997), 「資本移動と新興市場 (エマージング・マーケット) —メキシコ危機の教訓—」, 『経済研究』, Vol.48, No.4.

----- (1999), 「アジア通貨危機とIMF」, 『経済研究』, Vol.50, No.1.

吉川元忠 (1998), 『マネー敗戦』, 文春新書。

小川英治 (1998), 『国際通貨システムの安定性』, 東洋経済新報社。

大蔵省財政金融研究所編 (1998), 『ASEAN4の金融と財政の歩み—経済発展と通貨危機—』, 大蔵省印刷局。

加藤三朋他 (1996) 「日系金融機関 (銀行・証券) の東アジア戦略」, 河合他 (1996), 所収。

河合正弘他編著 (1996), 『アジアの金融・資本市場』, 日本経済新聞社。

河合正弘 (1996), 「金融の自由化と国際化」, 河合他 (1996) 所収。

関志雄 (1998), 『円と元からみるアジア通貨危機』, 岩波書店。

経済企画庁編 (1998), 『アジア経済1998』, 大蔵省印刷局。

経済企画庁総合計画局編 (1999), 『通貨緊急危機の克服と21世紀の経済安定化に向けて』, 大蔵省印刷局。

高坂章 (1996), 「変貌する東アジアの金融資本市場」, 『経済セミナー』 9月号。

----- (1998 a), 「アジア通貨安定化のためになすべきこと」, 『世界』, 6月号。

----- (1998 b), 「外国資本フローと東アジアのマクロ経済運営」, 大蔵省財政金融研究所編 (1998) 所収。

近藤建彦・中島精也・林康史/ワイス為替研究会 (1998), 『アジア通貨危機の経済学』, 東洋経済新報社。

首藤恵 (1996), 「域内資本フローと金融機関の相互進出」, 河合他 (1996) 所収。

孫立堅 (1998), 「新興市場における通貨危機の経済学—94年メキシコと97年東アジアの金融・通貨危機について—」, 『一橋研究』, 第23巻第1号。

第一勧業銀行総合研究所 (1997), 『アジア金融市場』, 東洋経済新報社。

高橋琢磨・関志雄・佐野鉄司 (1998), 『アジア金融危機』, 東洋経済新報社。

武田真彦 (1996), 「急激な資本流入と東アジア諸国の政策対応」, 河合他 (1996) 所収。

大倉正典 (1996), 「貯蓄と投資の相関」, 河合他 (1996) 所収。

通商産業省編 (1998), 『通商白書 (総論)』, 大蔵省印刷局。

中尾茂夫 (1998), 『ドル支配は続くか』, 筑摩書房。

平塚大祐 (1998), 「21世紀型のアジア通貨危機—アジア経済の再建と日本の役割—」, 『アジ研ワールド・トレンド』, No.35。

本山美彦 (1998), 「資本自由化の落とし穴」, 『世界経済評論』, 7月号。

----- (1999), 「浮動的短期外資規制の模索」, 『世界経済評論』 1月号。

山本栄治 (1997), 「開発金融とエマージング・マーケット」, 『証券経済研究』, 第9号。

----- (1998) 「世界デフレ回避のために日本がすべきこと」, 『世界』, 8月号。

尹春志 (1998), 「市場主導型経済討論を超えて—A P E Cと東アジア地域主義 (1) —」, 『東亜経済研究』, 第56巻第4号。

----- (1999), 「幻想としての雁行形態的發展—東アジア通貨・金融危機と構造的脆弱性 (I) —」 『東亜経済研究』, 第57巻第4号。

渡辺利夫 (1998), 『中国経済は成功するか』, 筑摩書房。

----- (1999), 「アジア化するアジア」, 『中央公論』 6月号。