

「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) - (2)」

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, 前号)
 - (3) 銀行が主導した危機の伝染
- IV 日本問題としての東アジア危機
 - 1, 邦銀が主導した危機の連鎖
 - 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—

(以上, 本号)

(3) 銀行が主導した危機の伝染

東アジア危機の過程で決定的な役割を果たした共通の要素は、ポートフォリオ投資以上に1990年代に急拡大した銀行融資であった¹⁾。既に指摘したように、危機5カ国への銀行融資形態での資本フローは、96年の653億ドルの流入から97年には256億ドルのネットの流出へと転じており、この外国銀行の融資圧縮が東アジアから流出した民間資本の最大の構成要素であっ

た。

この融資引き上げの実態をより詳細に検討してみよう。

BIS報告銀行の対東アジア向けネットの銀行貸付のフローを示したのが、表15である。ただし、この表では、銀行資産の変化から銀行負債の変化を

表15 1997年におけるBIS報告銀行の東アジアのネットの資産変化
(単位；100万ドル)

	第一四半期	第二四半期	第三四半期	第四四半期	総計
中国	4,393	3,747	4,525	-1,903	10,762
香港	-7,574	27,481	-4,585	-8,333	6,989
台湾	2,010	1,680	-1,805	-1,743	142
韓国	310	1,245	-1,018	-17,376	-16,839
シンガポール	-9,091	4,197	960	-13,336	-17,270
マレーシア	3,937	3,176	3,255	-3,291	7,077
タイ	-541	1,033	-10,522	-8,413	-18,443
フィリピン	846	2,491	-2,385	204	1,173
インドネシア	2,698	4,336	4,635	-4,319	7,350
総額	-3,012	49,386	-6,913	-5,810	-19,048
危機5カ国	7,250	12,281	-6,035	-33,195	-19,682
中国を除く総額	-7,405	45,639	-11,438	-56,607	-29,810
ASEAN 5	-2,151	15,233	-4,030	-29,155	-20,103

出典) CrossBorder Capital

出所) Howell (1998), p.20.

1) 外国為替市場の危機に対する説明の一つが、ドルペッグ制の下で企業や銀行が借り入れた対外債務の大部分が未ヘッジだったというものである。つまり通貨価値の対ドル安定という期待が消失したとき、外貨建てローンの弁済に対する取り付けが生じ、それが巨大な市場の不均衡を生み出し外国為替の崩壊をもたらしたのである。このように対外債務のヘッジが一般化していなかったのは、金融デリヴァティブ契約が危機において、ほとんどあるいはまったく役割を果たしていないことを意味すると解釈されてきた。だが、1997年の第四四半期と1998年の第一四半期の米国のマネーセンターバンクの報告書によると、東アジア危機が、この地域への貸付に与えた影響を反映して初期の損失の大部分が、デリヴァティブ・ベースのクレジット・スワップ契約に関連するものであることを示している。少なくとも、米銀の場合、ある種のストラクチャード・クレジット・デリヴァティブが、東アジアへの資金フローとこうした資金の不安定化に何らかの役割を果たしたように思われる。また、クレジット・デリヴァティブが資本流出に大きな影響を与えたと考えれば、通貨価値と株価の暴落の連動も説明がつく。詳細は、Kregel(1998 a)。また、韓国とインドネシアを又にかけた事例については、山本編(1999)第1章を参照されたい。

引いた数値が為替レート変化で調整されている。これによると、BIS報告銀行の対東アジア銀行貸付は、1997年を通じてこの地域全体から190億4800万ドル、危機5カ国だけで196億8200万ドルものネットの流出となっている。ところが、危機発生直前の第二四半期だけをみると、東アジア全体で493億8600万ドル、危機5カ国にも122億8100万ドルの銀行貸付形態での資本流入が起こっている。このことからわかるように、97年度中だけでも銀行融資形態の資本フローの急激かつ大規模な逆転現象が起こっており、銀行融資の圧縮は、危機が勃発した同年後半に集中しているのである。

事実、危機5カ国のBIS報告銀行による融資残高は、その後3カ月間で急激に減少するだけでなく、60億3500万ドルものネットの流出に転じ、さらに第四四半期になるとその額は331億9500万ドルにも達している。

わずか半年間という短期間でかくも巨額の資本が流出したことを、何らかのマクロ経済ファンダメンタルズの歪みから説明することは不可能である。したがって、この時期、生じた外国銀行による取り付けは、融資焦げ付きに対する不安心理に煽られた金融パニック以外の何ものでもなかったとってよいであろう。

さらに、各国別にみると、危機の波及と深化に外国銀行による融資圧縮が果たした役割はより鮮明となる。第三四半期ではタイからの銀行資金引き上げが最も大きく、その額は105億2200万ドルにも達している。それが第四四半期になると、フィリピンを除く危機5カ国すべてで巨額の資本流出がみられるようになり、その規模も、韓国の173億7600万ドルを筆頭に、タイ84億1300万ドル、インドネシア43億1900万ドル、マレーシア32億9100万ドルと、この時期流出した資本の圧倒的部分を銀行融資引き上げが占めていたのである。このことは上記、危機の波及プロセスとも見事に符合するものとなっている。

以上から、今回の危機の真因は、巨額の民間資本の流出、とりわけ、この地域からの外国銀行融資の引き上げにあると結論づけてよいであろう。すなわち、銀行融資の圧縮は、1997年7月2日の変動相場制移行後に始まる

タイ危機において最も重要な役割を演じ、さらに97年第四四半期に危機が東アジア全域に波及するに及び、危機5カ国、とりわけインドネシアと韓国において決定的な影響力をもっていた。上記の国際流動性不足状態にあった東アジア諸国において、それを国際取り付けパニック、さらには国際支払い不能にまで発展させた決定的な原動力は、外国銀行によるロール・オーバー拒否、融資引き上げであったのである²⁾。

外国銀行による融資圧縮は、危機に見舞われた諸国を下方への悪循環スパイラルへと引きずり込んでいった。融資の大部分が外国通貨建て、とりわけドル建て債務であったために、通貨価値の下落は、民間部門のバランスシートを著しく悪化させた。そして、そのことが、外貨に対する国内企業及び銀行の取り付け需要を著しく高め、さらなる通貨下落圧力を生み出したのである。通貨価値の下落は、翻って外貨建て債務の履行義務をよりいっそう膨らませ、債務不履行、経営破綻に陥る企業や銀行を続発させるとともに、国際取り付けパニックは国内取り付けパニックと相互に補強し合うこととなった。こうして東アジア諸国は完全なデット・デフレーション・サイクルに突入し、その結果生じた急激な信用収縮は、危機に見舞われた諸国を深刻な経済停滞へと追い込んでいったのである³⁾ (Chang & Velasco, 1998b, pp.37-38, Kregel, 1998, Stiglitz, 1998a, pp.4-5, UN-CTAD, 1998, p.67)。

2) 外国商業銀行のロール・オーバー拒否は、すでにタイ・バーツ暴落以前に始まっており、危機発生の呼び水となったという指摘もある。ベヴァクアによれば、1997年4月から6月というわずか3ヶ月間だけで、東アジアから引き上げられた銀行融資は総額の30%にも相当する (Bevaqqua, 1998, pp.418-19)。また、クレーゲルは97年5月に日本経済が回復軌道に乗るとの期待が生まれ、円が切り上がり、短期利子率が上昇したことが、日本及び香港経由のアジア向け融資の日本への引き上げを引き起こしたと論じている (Kregel, 1998b, pp.50-51)。

3) この点に関してはIMFのコンディショナリティー問題とも絡めて別稿で展開する予定である。

IV 日本問題としての東アジア危機

1, 邦銀が主導した危機の連鎖

(1) 東アジアにおける邦銀のプレゼンス

あらゆる借り手には、貸し手が存在しなければならない。ブレトンウッズ体制崩壊後の危機は、主要先進国における商業銀行危機と関連したものであるとみることができる。資本収益を増大させる新規事業機会の追求を迫る圧力が銀行に対して存在しなければ、資本フローの増大とその配分のシフトはありえなかった。また、先進国内部の規制緩和によって金融部門間の競争が激化しなければ、これほどまでに金融不安定性が高まりを見せることはなかったであろう (UNCTAD, 1998, pp.56-57)。

だが、時代によって銀行の果たした役割も異なっている。1994-95年のメキシコ危機で裁定取引の主役はヘッジファンドや欧米の機関投資家によるポートフォリオ投資であり、銀行はこうした機関に対する資金供給者の位置にあった。これに対して東アジア危機で資産トレーディングを通じた裁定戦略を実行したのは、80年代初頭の累積債務危機の場合と同様、国際商業銀行自身であった⁴⁾。

4) 1970年代前半、米銀によって仲介される資産総額のシェアが減少しはじめ、さらに銀行はノンバンク金融仲介機関からの競争の高まりによって良質な借り手を失うとともに低利子率に甘んじなければならなくなった。これに対して銀行は、折しも手にした巨額のオイルグラーを元手に対外貸付を拡大し利子収入を増大させることによって苦況を打開しようとした。その帰結が、ほかならぬ80年代のラテンアメリカ債務危機である。80年代の債務危機の解決は、ブレイディ・ボンドや新規のソヴリン・ボンドの発行による繰り延べを通じてなされたが、それは銀行業務をセカンダリー・マーケットでのボンド取引やアドバイザー業務へと移行させ、その主要な収入源を新規ソヴリン・ローン発行及び民営化プログラム関連のエクイティ発行に対する裏書き業務による手数料やコミッション収入へと変更させた。82年と94年のラテンアメリカ危機における銀行の役割の違いは、こうした変化を反映したものであるといえる。また、このことがシンジケート・ローンからポートフォリオ投資へと途上国への資本フローがシフトした理由である。つまり銀行が自己のサービス機能を活用し、エマージング・マーケットへのポートフォリオ投資を促進したのである。その結果、EMS危機の時期までは、銀行自身は信用リスクを引き受けるだけで、市場リスクや為替リスクは裁定取引者が引き受けることとなった。だが、ここでも巨大な投資銀行やヘッジファンドの裁定取引の資金源は商業銀行によるものであった (UNCTAD, 1998, pp.56-57)。

しかしながら、これを国際商業銀行一般の問題に解消することも適当ではない。1980年代のラテンアメリカ債務危機、94-95年のメキシコ危機とその波及における主要なプレイヤーが米系商業銀行あるいは米系投資銀行であったように、近年の新興市場危機にはその地域の中心的経済大国が重要な役割を演じている。そこには危機に至るその地域固有の論理が内在しているのである (Eichengreen & Fishlow, 1998, p.25)。

実際、東アジア危機に際して欧米が主導的な役割を果たしていたのは、むしろポートフォリオ投資であり、この地域向け銀行融資において、欧米の銀行は主たる貸し手ではなかった。絶対額でも相対的にも東アジアにおいて圧倒的な比重を占めてきたのは、地域的な中心国として日本経済を背景に活動する邦銀にほかならない (Bevacqua, 1998, p.415)。

1996年12月末時点でのBIS報告銀行による対東アジア信用供与を示した

表16 主要アジア諸国への国別信用供与状況

(1996年末, 単位: 億ドル)

	合計									
	日本	構成比	カナダ	フランス	ドイツ	イタリア	イギリス	米国	その他	
中国	550.0	177.9	32.3	7.8	75.5	60.1	12.0	57.1	26.9	132.7
インド	169.3	35.4	20.9	2.4	14.6	31.1	1.8	14.4	14.9	54.7
韓国	999.5	243.2	24.3	13.6	88.9	99.8	12.1	56.4	93.6	391.9
台湾	223.6	26.8	12.0	12.4	46.1	26.3	4.8	27.7	31.8	47.7
香港	2071.6	874.6	42.2	34.3	122.8	268.1	44.1	262.2	86.7	422.9
シンガポール	1893.1	588.1	31.1	30.5	117.7	407.7	71.4	225.2	57.3	466.9
タイ	701.8	375.3	53.5	11.1	45.8	69.1	4.6	31.3	50.5	118.7
フィリピン	132.9	15.6	11.7	4.2	18.7	18.2	0.6	11.7	39.0	25.5
マレーシア	222.3	82.1	36.9	1.3	26.4	38.6	1.7	14.2	23.4	36.3
インドネシア	555.2	220.4	39.7	5.9	44.6	55.1	1.0	38.3	52.8	138.1
合計	7519.5	2639.4	35.1	123.5	601.2	1074.1	154.1	738.5	476.8	1866.0
ASEAN4	1612.2	693.3	43.0	22.5	135.6	181.0	7.9	95.5	165.7	318.6
その比率	21.4	26.3		18.2	22.6	16.9	5.1	12.9	34.7	17.1

出所) BIS, *The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending*, Second Half 1996, June 1997.

表16及び17をみると、邦銀による対東アジア貸付は、2639億4000万ドルに達し、この地域への信用供与総額の35.1%を占めている。なかでも邦銀による対韓国・台湾+ASEAN4に対する貸付残高は、93年末から96年末にかけて76%も上昇している。これに対して米銀は全体のわずか6.3%に相当する476億8000万ドルにすぎない。他方、ヨーロッパ系銀行による対東アジア

表17 東アジアに対する国際銀行貸付

(1996年12月末現在, 単位: 10億ドル)

	米国	%	日本	%	EU	%	総額
中国	2.7	4.9	17.8	32.4	26.0	47.3	55.0
香港	8.7	4.2	87.5	42.2	86.2	41.6	207.2
インドネシア	5.3	9.5	22.0	39.6	21.0	37.8	55.5
韓国	9.4	9.4	24.3	24.3	33.8	33.8	100.0
マレーシア	2.3	10.4	8.2	36.9	9.2	41.4	22.2
フィリピン	3.9	29.3	1.6	12.0	6.3	47.4	13.3
シンガポール	5.7	3.0	58.3	30.8	102.9	54.4	189.3
台湾	3.2	14.3	2.7	12.1	12.7	56.7	22.4
タイ	5.0	7.1	37.5	53.4	19.2	27.4	70.2
ベトナム	0.2	13.3	0.2	13.3	1.0	66.7	1.5
東アジア総額	46.4	6.3	260.6	35.4	318.3	43.2	736.6

出所) Bank of International Settlements, *The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending*, First Half 1997, Basel, January 1998より作成。

貸付は全体の43.2%にもなり、東アジアにとっての最大の貸手となっている。しかし、これはヨーロッパ14カ国の総額であり、1国レベルで見た場合、日本に比肩する国は存在しない。

邦銀融資の実態をみれば、国・地域別で最も多くの融資を引きつけたのが、香港とシンガポールで、その額はそれぞれ874億6000万ドルと588億1000万ドルとなっている。これは両国が地域的な金融センターとして機能しているためであり、こうした融資にはASEANや中国に進出した日系企業向けシンジケートローンが含まれている。次に危機5カ国だけを取りあげると、タイに対する融資が5カ国中最大であり、その額は375億3000万ドルとタイ向け融資総額の53.5%が邦銀によるものである。以下、韓国の243億2000万ドル(24.3%)、インドネシア220億4000万ドル(39.7%)、マレーシア82億1000万ドル(36.9%)、フィリピン15億6000万ドル(11.7%)となっている(括弧内は全外国銀行融資に占める邦銀の比率)。

他方、主要邦銀別に融資残高を示したのが表18である。ここからも危機発生直前まで日本の大手銀行が軒並み巨額の資金を東アジアに注ぎ込んでいた事実がわかるだろう。

(2) 邦銀の融資回収と危機の伝播

1997年に東アジアで発生した銀行融資の連鎖的取り付けにおいても、こ

表18 主要20行アジア各国向け推定貸出額

(単位：億円，%)

銀行名	97.3期末海外						
	店貸出残高	アジア向け	香港	中国	インドネシア	マレーシア	タイ
日本興業	45,950	13,785	4,552	926	1,147	427	1,953
日本長期信用	28,930	8,679	2,866	583	722	269	1,230
日本債券信用	8,745	2,624	866	176	218	81	372
第一勧業	96,210	28,863	9,532	1,939	2,401	895	4,089
北海道拓殖	4,025	1,208	399	81	100	37	171
さくら	65,860	19,758	6,525	1,327	1,644	612	2,799
東京三菱	132,895	39,869	13,166	2,678	3,317	1,236	4,649
富士	115,055	34,517	11,399	2,319	2,872	1,070	4,890
住友	94,595	28,379	9,372	1,906	2,361	880	4,021
大和	13,135	3,941	1,301	265	328	122	558
三和	121,295	36,389	12,017	2,445	3,027	1,128	5,156
東海	36,270	10,881	3,593	731	905	337	1,542
あさひ	40,075	12,023	3,970	808	1,000	373	1,703
三井信託	13,495	4,049	1,337	272	337	125	574
三菱信託	22,065	6,620	2,186	445	551	205	938
住友信託	17,015	5,105	1,686	343	425	158	723
安田信託	11,435	3,431	1,133	230	285	106	486
日本信託	75	23	7	2	2	1	3
東洋信託	10,710	3,213	1,061	216	267	100	455
中央信託	4,500	1,350	446	91	112	42	191

出所) 『金融ビジネス』, 1998年1月号, 15頁。

の地域における邦銀のプレゼンスとパラレルな関係にある。

表19は、危機発生直前の1997年6月末と危機が最も深化した同年12月末時点での危機5カ国における融資残高を比較したものであり、両者の差額が基本的には融資回収額であるとみなすことができる。フィリピンを除く4カ国では、この時期、全体としても融資の引き上げが行われている。最も多いのがタイでその額は105億2200万ドル、次に韓国の99億6800万ドル、以下、マレーシアの12億7200万ドル、インドネシアの3億4500万ドルである。これら4カ国について邦銀の融資引き上げ額をみると、タイで45億6900万ドル、

表19 銀行融資引き上げ額 (単位: 100万ドル)

	総額	ヨーロッパ	構成比	日本	構成比	アメリカ	構成比
インドネシア							
1997年6月末	58,733	22,357	38.1%	23,153	39.4%	4,591	7.8%
1997年12月末	58,388	23,174	39.7%	22,018	37.7%	4,898	8.4%
変化	-345	817		-1,135		307	
韓国							
1997年6月末	104,148	36,937	35.5%	23,732	22.8%	9,961	9.6%
1997年12月末	94,180	33,615	35.7%	20,278	21.5%	9,533	10.1%
変化	-9,968	-3,322		-3,454	-428		
マレーシア							
1997年6月末	28,800	12,633	43.9%	10,489	36.4%	2,380	8.3%
1997年12月末	27,528	13,969	50.7%	8,551	31.1%	1,786	6.5%
変化	-1,272	1,336		-1,938		-594	
フィリピン							
1997年6月末	14,442	9,070	62.8%	2,109	14.6%	3,997	27.7%
1997年12月末	19,732	10,472	53.1%	2,624	13.3%	3,224	16.3%
変化	5,290	1,402		515		-773	
タイ							
1997年6月末	69,357	20,598	29.7%	37,749	54.4%	3,997	5.8%
1997年12月末	58,835	17,048	29.0%	33,180	56.4%	2,533	4.3%
変化	-10,522	-3,545		-4,569		-1,464	
引き上げ総額	-22,107	-4,714		-11,096		-2,179	
シンガポール							
1997年6月末	210,646	113,207	53.7%	65,035	30.9%	4,465	2.1%
1997年12月末	194,820	101,692	52.2%	58,649	30.1%	3,677	1.9%
変化	-15,826	-11,515		-6,386		-788	

出所) BIS資料より作成。

韓国で34億5400万ドル、マレーシアで19億3800万ドル、インドネシアで11億3500万ドルにも達する。なかでも、インドネシアとマレーシアではヨーロッパ系銀行がネットの融資を供与しており（インドネシアに対しては米銀も融資を増大）、これを踏まえれば両国で邦銀の融資回収がどれほど大きな影響力を持っていたかは容易に想像がつく。

欧米系銀行に関していえば、ヨーロッパ系銀行がタイと韓国からそれぞれ35億4500万ドル、33億2200万ドル、米銀がタイから14億6400万ドルという巨額の融資引き上げを行っているが、危機5カ国全体でみると、ヨーロッ

パ系銀行が47億1400万ドル、米銀が21億7900万ドルであるのに対して邦銀は110億9600万ドルという文字どおり桁違いの資金をわずか6カ月で引き上げているのである。また、同時期、邦銀はシンガポールからも63億8600万ドルの融資引き上げを行っており、同国経由でASEAN諸国に対してシンジケート・ローンが組まれていた事実を考慮すると、同地域から邦銀が引き上げた資金規模はさらに大きなものとなる⁵⁾。

他方、フィリピンに対しては邦銀はこの時期、5億1500万ドルの増資を行っている。そもそも同国に対する邦銀のプレゼンスは米銀よりも低く、重要な位置を占めているわけではなかった。だが、上述のように、邦銀の融資回収が行われなかったフィリピンで比較的早期に資本流出が沈静化していることを考えれば、このことも危機における邦銀の演じた役割を逆に示すものとなっている。

以上のように、1997年東アジアで生じた巨額の民間資本フローの逆転現象、その中でも危機を深化・波及させる上でもっとも重要な位置を占めていた銀行融資においても、最大規模のものは邦銀による回収であった。そして、邦銀のプレゼンスが高く融資引き上げ額が最も大きかったタイ、インドネシア、韓国では、IMFの緊急融資を受け入れる結果となり、危機はより深刻さの度合いを増しているのである。したがって、この邦銀融資の引き上げを抜きに東アジア危機を論ずることは事態の本質を見誤ることになるといってよい。

2. 東アジア危機＝邦銀責任論は成立するか？

そもそも短期であるとはいえ、東アジア諸国に供与されていた融資は暗黙のロール・オーバーが約束されており、こうした資本が一斉に引き上げられるとは想定されていなかったはずである。また、この地域、とりわけ

5) インドネシアなどでは邦銀現地法人による貸出制限が厳しいため、邦銀は華人資本から預金をシンガポールに集め、それを担保にシンガポールから融資を行っていた。この意味で、邦銀が同国で深刻となる華人資本逃避の温床を作っていたという側面がある。

ASEANには日系製造業企業の大規模な進出が行われ、こうした実物経済面での日本とのつながりを考えれば、邦銀が大規模に融資を引き上げることは予想外の事態であった（伊藤，1999，Feldstein，1998，邦訳103ページ，中尾，1998，143ページ）。

邦銀の融資引き上げの理由には次のような点が指摘できる。

まず、タイに始まる通貨暴落の連鎖反応が、東アジア諸国の外貨建て対外債務を膨らませ、邦銀の貸付先であるこうした諸国の銀行ないしは企業が債務不履行から経営破綻に陥るという期待を生みだしたということである。こうした期待のもと邦銀は自らの貸付が焦げ付くのを恐れ、一斉に融資を引き上げたのであり、これは銀行自身にしてもみれば合理的な判断に基づく不可避の行動であった。また、この時期、邦銀に限らず欧米投資家は群をなしてこの地域から資本を流出させており、邦銀の融資引き上げはこうした群衆行動に参加したにすぎないともいえなくはない。

しかし、依然として残るのは、何故に危機が東南アジア諸国を席卷した後に、第二波として、とりわけ韓国を直撃したのかという問題である。また、韓国問題が重要なのは、同国がロシア、東欧、ブラジルなどに対しても深くコミットしており、韓国危機がその後のロシア、ラテンアメリカ諸国への危機波及の一つの要因となっているからでもある（Montes & Popov, 1999, Soros, 1998）。

韓国の場合、たしかに上述のように深刻な国際流動性不足状態にあったことは否定し得ない。ミクロ・レベルで言えば、韓国経済を主導してきた財閥系企業のデット・エクイティ・レイシオは極めて高水準にあり、こうした企業のなかには韓宝財閥や起亜自動車のように現実に経営破綻に陥る企業も出始めていた。だが、韓国経済全体としては一時的な国際流動性不足状態に陥っていたとはいえ、危機発生当時、国際支払い不能状態にまでは至っていなかった可能性が高い。金融上の脆弱性という観点からみても、ASEAN諸国がバブル経済化（あるいはその崩壊局面への突入）していたのに対して、韓国では不動産価格も株価も決してバブルと呼べる状況にはな

かったのである (Chang, 1998, pp.223-28, Feldstein, 1998, 邦訳105ページ)。

そこで韓国が、一時的な国際流動性不足から国際支払い不能状態に陥った理由としては第一に、国際格付け機関が韓国の格付けを大幅に引き下げたために、韓国企業の債券発行による資金調達が不可能になったこと⁶⁾、そして第二に、満期が11月-12月期に集中した短期債務のロール・オーバーを外国銀行、とりわけ邦銀が一斉に拒否し、融資の回収に回ったことの2点が重要である。詳細な検討を要する問題ではあるが⁷⁾、この二つの事態が発生しなければおそらく韓国が危機に見舞われることはなかったといっている (Dean, 1998, p.47, Kregel, 1998b, pp.53-54, Stiglitz, 1998b, p.5, Feldstein, 1999, 邦訳165ページ, 伊藤, 1999, 79ページ)。

国際格付け機関が突如韓国の格付けを引き下げた理由には、依然として不明な点が多いために明言することはできないが、少なくとも邦銀が巨額の融資引き上げに回った背景には、次のような事情が大きく作用したと考えられる。

まず、韓国への危機波及については、インドネシア危機との連動が強調される場合が多い。韓国企業はインドネシアに対して実物面でも金融面でもかなりのコミットメントを行っており、このインドネシアに対する債権の焦げ付き懸念の発生が韓国企業の経営状態をさらに悪化させるとの悲観的な期待を生み、韓国からの融資引き上げが起こったと言われている。ここでも注目すべきは、既に見たようにインドネシアから引き上げられた民間資本の圧倒的部分が邦銀によるものであったという点である。特に、同国についてはヨーロッパ系銀行と米銀が危機の渦中においても融資を増大させているのに対して、邦銀だけが巨額の資金を引き上げており、危機の深化過程で邦銀が果たした役割が際だっている。したがって、インドネシ

6)たとえば、S & Pは1997年10月から12月にかけて韓国の格付けをAAからBBに大枠で3段階も引き下げている。

7)この点についても韓国のこれまでの経済発展プロセスの検証とともに別稿で検討する予定である。

アから韓国への危機の波及は、邦銀自身によって演出された側面が強いのである。

インドネシア問題以上に韓国からの融資引き上げにとって大きかったのは、日本自身の国内金融不安の高まりである。韓国から大規模な融資引き上げが行われる直前の1997年11月に日本では、三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券が倒産し深刻な金融不安が広がっていた。後二者の倒産の原因は国内インターバンク市場での資金ショートである。つまり、三洋証券の倒産によって戦後初のデフォルトを経験した日本のインターバンク市場は信用不安に陥り、突如として両者は資金調達が困難となり流動性危機に陥ったことが倒産の直接の原因であった。

その際、インターバンク市場における貸し手の判断材料となったのは、株価の暴落である。北海道拓殖銀行と山一証券の場合、株価暴落の最大の要因となったのは、外国投資家による空売りであった。外資系ヘッジファンドが、この時期この活動によって巨額の収益を挙げたといわれている。また、山一証券の廃業は、他の金融機関株の連鎖的な暴落を生み、日本の大手19行のうち半分までがインターバンク市場で危険水域とみなされる株価500円を割る事態となった。ここでも主要な投機売りは外国人投資家によるものであると考えられている（中尾，1998，68-76ページ）。

このように1997年11月-12月期には日本もまた外国人投資家の投機によって深刻な金融不安に直面しており、金融機関株暴落のために日本国内の大手行ですらインターバンク市場での資金調達困難に直面していた。このことが東アジアからの融資引き上げの背景には存在したのである（高橋他，1998，75ページ）。

さらに、日本の金融不安の制度的要因の一つともいえるべきBISの自己資本比率規制もまた、融資引き上げの誘因として作用した。そこで問題になるのが、この時期拡大していた対米資本流出を原因とする円安である。

1997年に国際収支統計上、日本から米国には633億ドルもの巨額の資本が流出している。特に97年末にそれは顕著で12月だけで外貨準備が76億ドル

も減少している。また銀行取引だけを見ても、在米銀行が対日債権を58億ドル削減しているのに対して対日債務は444億ドルも増大させており、米国は502億ドルの資金を銀行部門を通じて日本から調達している。この銀行取引の中には、米銀によるキャリー・トレードに加えて、高まる金融不安の中で急騰したジャパン・プレミアムによってドル資金調達困難に陥った在米邦銀への本店からの貸出が含まれると考えられている（中尾，1998）。

巨額の円投型の資金流出は、それだけでドル高・円安状況を生み出す。そして、円安局面では、大半がドル建てであった邦銀の対東アジア融資は、円換算したときに膨張することから邦銀の海外資産額が膨らみ、邦銀の自己資本比率を押し下げる圧力となる。危機の第二波が東アジア諸国を襲った時期、続落する金融機関株価という事情も重なり、BIS規制の定める自己資本比率を維持するためには、ドル建て海外資産の削減、とりわけ対東アジア債権の回収と新規融資拒否を実行することは邦銀にとっての差し迫った課題であったのである（中尾，1998、『金融ビジネス』，1998年1月号，6-8ページ）。

このことは、東アジア危機が邦銀の融資を通じた金融不安の連鎖であることを示すものである。つまり、危機が1997年末に拡大・深化する過程で、日本及び東アジア諸国は、日本国内での金融不安に伴う株価下落→自己資本比率の低下→海外での資産圧縮→韓国からの融資引き上げ→韓国の銀行による東南アジア向け融資の見直し→東アジア経済のいっそうの混乱→日本の金融システム不安の深化、という悪循環の中にあつたのである（Kregel, 1998b, p.54, 高橋他, 1998, 76ページ）。

このようにみると、邦銀の融資引き上げが東アジア危機において決定的な意味を持っていたとはいえ、それは、この時期、邦銀自身もまた外国人投資家による投機攻撃に直面し、東アジア全体に広がっていた自己実現的金融パニックに巻き込まれたがために生じた事態であり、自己の利害を追求する銀行としての当然の行動であつたとする見解が成り立つ（Radelet & Sachs, 1998）。さらに、対東アジア債権の焦げ付きの影響を強く受ける

邦銀は、むしろその被害者であったといえなくもない。そして、邦銀の責任を論じることは、私的利害の支配する経済の領域に倫理の問題を持ち込むことであるとの謗りを免れ得ないのかもしれない。

とすれば、東アジア諸国に対するヘッジファンドの投機攻撃や外国人投資家による日本の金融機関株の空売りを非難する日本国内の多くの論調も同様の理由から適切なものとはいえなくなる。ヘッジファンドや外国人投資家もまた自己の営利を追求したにすぎず、何ら法に抵触する活動を実行したわけではないからである。だが、個別の合理的な判断に基づく個別利害の追求が必ずしも全体としての利益をもたらすものではなく、むしろ破壊的な力をもつ可能性が高いということは、倫理の問題ではなく、それはケインズ以来の純然たる経済学の問題である⁸⁾。その意味で東アジア危機の拡大・深化の過程で邦銀が果たした決定的な役割は厳然たる事実として指摘されねばならないだろう。

一方、邦銀の責任を考える上で、巨額の融資の回収と同程度に、いやそれ以上に看過することができない論点がある。それは、何故に1990年代に入って邦銀がかくも巨額の融資を東アジアに供与し続けたのかということ、つまり危機発生のおもな土台を醸成した邦銀の貸し手責任である (Park & Song, 1998, Stiglitz, 1998b)。この問題は、広くこの地域におけるこれまでの経済発展経路とも係わっており、いわば日本問題として位置づけて考えねばならない内容を持っている。詳細は別稿に譲るとして、以下ではこの点について、この地域の経済発展の在り方とも絡めて若干の検討を行い、東アジア危機を日本問題として捉える視角を提示しておきたい。

8) 上述の自己実現的期待ないしパニックもまた、本来、ケインズの「美人コンテスト」に依拠した議論である。ケインズはこの比喻によって、金融市場参加者の合理的期待に基づいた利益追求が全体としての金融システムを不安定にすることを示そうとした。また、ソロスの「再帰性理論」も同様の議論である。

3, 東アジア危機と日本問題

(1) 経済発展経路と過剰金融

「危機における日本の責任」というとき、その眼は、多くの場合、バブル崩壊後の日本国内の金融不安を払拭しえず長期にわたる不況から脱却しえていないことに向けられている。その要点は、東アジア危機の発生、拡大・深化、復興という3つの局面に対応して次のようにまとめることができるだろう。

第一に、日本の不況＝内需低迷が東アジア諸国の対日輸出を減少させたのに加えて、金融不安を起因とする円安が輸出競争力を大きく減退させたために、こうした諸国に輸出鈍化→経済的ファンダメンタルズおよび経常収支赤字の悪化→通貨危機という因果連鎖が生み出されたこと（発生局面）、第二に、上述のように日本の金融不安が1997年末にこの地域からの大規模融資引き上げをもたらし、そのことが危機をさらに拡大・深化させたこと（拡大・深化局面）。そして第三に、日本の景気低迷が危機からの回復を輸出促進によって図ろうとする諸国の障害となっていること（復興局面）の3点である（Akyuiz, 1998, p.40, Park & Song, 1998, Thorow, 1998, 高橋他, 1998, 第2章）。

また「日本問題として東アジア危機」が論じられる場合、それは、この地域の需要の激減によって、危機以前日本の輸出の40%近くを占めていた対東アジア輸出が減少し日本の景気をさらに悪化させるだけでなく、この地域の信用システムの破壊がこの地域に深くコミットしている製造業や商社に甚大な被害をもたらし⁹⁾、さらには対東アジア貸付の不良債権化が日

9) 近年の日系製造業法人の進出は主に内需目的であり、この意味で危機に見舞われた諸国の信用システムの崩壊を原因とする消費需要低迷と製造業活動の停滞は日系企業にとって大きな打撃を与えた。また、日系商社に関しては、この地域のBOT (Build, Operate and Transfer) などの方式を活用した民活インフラ建設のアレンジ役として重要な位置を占めており、自らもこうした活動に巨額の融資を行っていた。危機発生によって日系商社がコミットしていたプロジェクトが停止状態に追い込まれたため、こうした融資が焦げ付き始めている。ちなみに大手商社の対アジア融資残高は、伊藤忠830億円、住友商事450億円、日商岩井1297億円、丸紅1080億円、三井物産1600億円、三菱商事1200億円となっている（『日経ビジネス』、1998年3月7日号、43ページ）。

本の金融不安をいっそう増幅させるという危機の日本経済ないしは日系企業、邦銀への反作用として語られることが一般的である (Kwan, 1998)。

こうした主張の個々の当否は置くとしても、東アジア危機に関しては、これらとは別次元の「日本の責任」、「日本問題」として議論すべき論点が残されている。

まず、問題にすべきは、1990年代に入って民間資本、とりわけ短期的資本の流入を増大させた制度的・構造的要因ともいえるべき金融自由化がいかなる理由から実行されたのかという点である。そもそも、東アジア諸国は、強力な政府による市場介入を経済政策の特徴としており、とりわけ金融面での規制はその要をなすものであったはずである。金融規制こそが東アジア諸国の高資本蓄積体制を支えてきたとあってよい (Stiglitz, 1998a, p. 2)。それが、突如90年代に自由化される背景には、米国やIMFの自由化圧力に加えてこの地域の経済発展経路と密接な関係がある。

1980年代後半以降のアジアNIES→ASEAN→中国と続く東アジアにおける経済成長の連鎖の原動力は、FDIを通じた先進国からの生産移転であった。なかでも日本のFDIが占める位置は大きく、この連鎖的成長の過程で東アジア各国は日系企業を中心とした階層的な生産ネットワークに組み込まれ、東アジア経済は日本を中心に編成されるようになった¹⁰⁾。生産の地域化＝域内工程間分業、シンガポールを地域的センターとする部品の相互調達網の形成、技術水準の階層化といった企業間関係 (inter-firm relation) が、その主たる内容である (Hatch & Yamamura, 1996)。

とりわけ、ASEAN諸国は輸出部門だけでなく内需部門も外資に門戸を広げ、この地域生産ネットワーク型の経済発展経路に全面的に依拠する形で経済発展してきたがために、その経済構造は資金調達、技術形成、資本

10) アジアの新興経済諸国並びに中国へ向かった日本直接投資のシェアは'90年の1.1%から96年には46%へと急上昇している。ここには日系企業によって再投資される収益は含まれておらず、通産省のデータによれば、アジアで再投資される資金額は、91年から94年までに投資されたFDI総額を超えるといわれている (Howell, 1998, p.12, Bevacqua, 1998, p.414)。

財・中間財調達といった面で外国資本、とりわけ日本資本に大きく依存するものへと変貌してしまった (Bello, 1997, pp.2-3, 尹, 1998)。

この全面的外資依存型の経済発展は、外資が活発に流入する局面においては外資主導の輸出に牽引された高成長の達成が可能であるが、いったんその流入が途絶えれば経済は急速に減速傾向を示すようになる。1980年代後半から90年初頭にかけてASEAN諸国が急成長を実現したのは、日本とそれに続くアジアNIESからのFDIの巨額の持続的な流入が存在したからであった。

1990年代に入り新たな局面が生み出されることになる。それは、積極的な対外開放政策を採用し外資依存型の輸出志向政策を推進する中国の台頭である。より低賃金、低為替で輸出攻勢をかける中国の存在が、日本およびアジアNIESからのFDIの中国シフトを生み、さらにはASEAN国内の資本までが中国へと投資を開始するなど、この時期、ASEAN諸国はFDIの先細り感を強めていたのである (Bello, 1997, p.3, 1998c, p.2)。そのことは、第二節でみたFDIの中国一極集中現象となって表れている。

東アジア危機の原因を論じる際、中国の人民元切り下げとそれに伴う輸出攻勢が他の東アジア諸国の経済的ファンダメンタルズを悪化させた最大の要因の一つとしてあげられることが多い (Kwan, 1998, Johnson, 1998)¹¹⁾。だが、むしろ東アジア危機と中国問題との関連でいえば、その台頭が域内輸出競争の激化を引き起こし地域的な発展秩序に混乱をもたらしたことよりも、この中国の巨大なFDI吸収能力のほうが重要であったといえる。中国の台頭と同国へのFDIの集中は、ASEANにFDI以外の資金に依存せざるを得ない状況を生み出し、それがこの地域を金融自由化へと踏み切らせる要因の一つとして大きく作用した¹²⁾。そして、金融自由化によって

11) 尚、中国の輸出攻勢が他の東アジア諸国の経済的ファンダメンタルズを悪化させた根本要因であるとの主張に対する批判は、尹 (1999) で展開しておいたので参照されたい。

12) 東アジア諸国の金融自由化の詳細については、Kwan et. al., eds (1998) 所収の諸論稿を参照。

生じた過度の対外借入は、これら諸国をバブル経済へと導き、最終的に危機へと至りつく国内金融システムの脆弱性を造成したのである。

このような観点からみると、ASEAN諸国の危機は、決して日本とは無関係であるとはいえない。それは、金融自由化→過剰な民間資本流入→バブル経済化→金融システムの脆弱化→通貨・金融危機という因果連鎖において、日本を中心に展開されてきたこの地域の経済発展プロセスが持つ構造的な矛盾が関与しているからである。

これに対して、韓国の場合、ASEANとは若干事情が異なる。韓国は、一方で生産ネットワークに依拠した発展経路を辿りながらも、他方で積極的に国内市場と国内資本を育成する政策を追求してきた。その点、ここでもたしかにFDIの先細り傾向は存在したものの、中国台頭のインパクトはASEANほどではなかった。むしろ韓国が規制撤廃、金融自由化に動いた背景にはOECD加盟問題が絡んでいる。OECD加盟条件を満たすべく多くの規制が撤廃された結果、それまで政府によって保護育成されてきた企業間で業種相互参入が発生し過当競争が生み出された。そして、こうした競争に促される形で韓国企業は軒並み過剰な対外借入に基づく過剰投資を持続させたのである（ユ, 1998）。

だが、韓国の過剰借入＝過剰投資もまた日本とは無関係に論じられるものではない。そこで東アジア危機を日本問題として捉える第二の論点が浮上する。それは、ASEAN諸国にバブルをもたらし、韓国を過剰投資へと導いた巨額の民間資本流入の資金はどのようにして供給されたのかという問題である。

(2) 日本の対東アジア・バブル輸出

東アジアへの資金供給には基本的に二つのルートが考えられる。

まず、取り上げるべきは邦銀による直接融資である。バブル崩壊後、日本国内に優良な貸付先を失い史上最低の低金利に直面した邦銀は、新たな貸付先として成長著しい東アジア諸国を選択した。表20は、日本の対外貸付の各国・地域別比率を示したものであるが、日本の対アジア貸付は全体

表20 国別信用供与 (1997年6月末、単位：100万ドル、%)

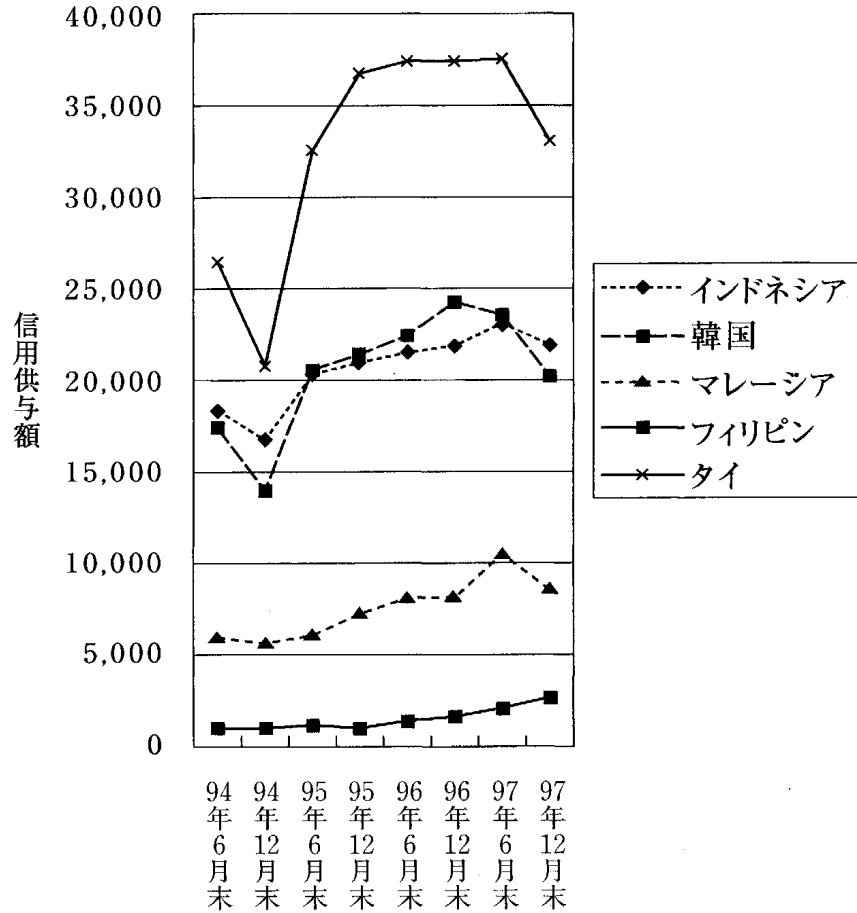
	米国	日本	イギリス	ドイツ	フランス	その他	合計
発展途上国	103,510 79.0	144,714 83.8	56,509 72.6	99,575 55.9	77,315 77.2	134,851 69.1	744,552 70.6
アジア	32,291 24.6	123,827 71.7	29,685 38.1	47,181 26.5	40,386 40.3	48,610 24.9	389,441 36.9
インドネシア	4,591 3.5	23,153 13.4	4,332 5.6	5,610 3.1	4,787 4.8	8,590 4.4	58,726 5.6
韓国	9,964 7.6	23,732 13.7	6,064 7.8	10,794 6.1	10,070 10.1	10,721 5.5	103,432 9.8
マレーシア	2,400 1.8	10,489 6.1	2,011 2.6	5,716 3.2	2,934 2.9	2,277 1.2	28,820 2.7
フィリピン	2,816 2.1	2,109 1.2	1,076 1.4	1,991 1.1	1,678 1.7	2,552 1.3	14,115 1.3
タイ	4,008 3.1	37,749 21.9	2,818 3.6	7,557 4.2	5,089 5.1	5,353 2.7	69,382 6.6
ラテンアメリカ	60,348 46.1	14,526 8.4	16,947 21.8	31,911 17.9	19,250 19.2	68,926 35.3	251,086 23.8
中東	4,510 3.4	2,937 1.7	4,975 6.4	11,517 6.5	2,937 7.1	6,728 3.4	50,938 4.8
アフリカ	6,361 4.9	3,424 2.0	4,092 5.3	8,886 5.0	10,539 10.5	10,587 5.4	53,087 5.0
東ヨーロッパ	11,857 9.0	3,911 2.3	2,053 2.6	48,450 27.2	7,964 7.9	22,080 11.3	116,908 11.1
先進国	15,653 11.9	24,069 13.9	19,173 24.6	30,135 16.9	14,165 14.1	35,436 18.1	184,556 17.5
その他諸国	0 0.0	0 0.0	77 0.1	0 0.0	747 0.7	2,903 1.5	8,846 0.8
合計	131,020 100	172,694 100	77,812 100	178,160 100	100,191 100	195,273 100	1,054,862 100

注) 1, その他にはオーストリア, ベルギー, カナダ, デンマーク, フィンランド, アイルランド, ルクセンブルグ, オランダ, ノルウェー, スペイン, スイスが含まれる。

2, 各項目とも下段は合計に占めるシェア

出所) BIS, *The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending*, January 1998.

図9 邦銀による対危機5カ国貸付の推移
(1994-97年, 単位: 100万ドル)



出所) BIS統計より作成

71.7%を占めており、とりわけ危機5カ国は56.3%と全体の半分以上にもなる。この表からは明らかに欧米系銀行と邦銀との間では、棲み分けが存在することがわかる。ラテンアメリカを重視する欧米系銀行は対アジア貸付のシェアを増大させてきたとはいえ、その総融資に占める比重の小ささは歴然としているのである。また、図9は、90年代後半以降の邦銀の対危機5カ国融資残高の推移を示している。ここからもフィリピンを除く危機5カ国がバブル崩壊以降の邦銀にとっていかに重要な融資先であったかは明白である。

そもそも、東アジア諸国は、国内金融機関の保護・育成という観点から

外国金融機関の国内活動を厳しく制限してきた。そのため積極的な金融自由化措置が実施される以前の邦銀の活動は、進出日系企業に対する融資やジョイントベンチャー設立のための地場銀行ないしファイナンス・カンパニーを通じた現地パートナーに対する融資が主体であった¹³⁾。特に出資比率規制の強い (local capital umbrella) ASEAN諸国において現地企業とジョイントベンチャーを設立する際、日系多国籍企業は、邦銀を通じて現地パートナーにエクイティ・ファイナンス資金を供給することによって、実質的な経営の支配権を獲得した。邦銀は日系企業を中心とした生産ネットワークの金融上のハブとして機能していたのである¹⁴⁾。こうした活動の結果、邦銀の対アジア向け融資の約44%が日系子会社、42%が現地大企業向けのものとなっている (Bevacqua, 1998, p.414-15, Hatch & Yamamura, 1996, pp.23-24)。

こうして邦銀によって注入された巨額の資金が東アジア諸国に過剰生産能力を生みだし、それが1990年代半ばのこの地域の輸出減退→経済成長減速を生み出す遠因となった(尹, 1999)。このことは、とりわけ韓国にとって深刻であった。だが、それ以上にこうした資金が全て輸出財部門などの生産的投資に向かったわけではないという事実のほうが重要である。邦銀による融資は、少なからずの部分が、国内過剰流動性となって不動産や株式などの非貿易財部門、資産部門へと投入され、資産価格ブームとももにASEAN諸国をバブル経済へと突入させたのである。要するに、東アジアで

13) 日系進出企業の資金調達のある方を現地規制の問題との絡みで詳細に論じたものに第一勧業銀行 (1997) がある。

14) たとえば、シャープがフィリピンで行ったジョイントベンチャーでは、シャープは40%出資というマイノリティー所有であったが、現地パートナーのファイナンス資金はシャープの構築したネットワークにおける金融上のハブである三和銀行が部分的に資本参加している地場銀行Rizal Commercial Banking Corp.によって行われた。この貸付に関してはシャープの親会社が保証を行い、日本の三和銀行が許可を与える形で成立している。その結果、書面上、現地パートナーは出資比率60%というメジャー所有であるが、実際には下請けの役割をになっているにすぎない。また、ジョイントベンチャー形態での進出には、ダミー・シェアホルダー、つまり紙面上だけのパートナーを作る場合もある (Hatch & Yamamura, 1996, pp.23-24)。

生じた過剰生産状態あるいはバブル経済は、投資収益の低下に直面し過剰流動性を抱えた邦銀が日系企業の生産ネットワークに依拠する形で融資を増大させ、さらに外資規制撤廃・金融自由化が実施されて以降は積極的な貸付競争を展開した結果生み出されたものなのである¹⁵⁾ (Bello, 1997, Bevacqua, 1998, p.416, Howell, p.15, Johnson, 1998a, p.17)。

(3) グローバルマネー循環と東アジア危機

他方、この地域を投機的バブルに至らしめた資金は、グローバルな資金循環を通じても生じている。これが資金供給の第二のルートである。

1990年代の国際金融市場は米国の一人勝ちの様相を呈している。豊富なユーロ資金を前提に経常収支赤字をファイナンスする以上の資金を取り入れ、それが国内の株式市場ブームを生み、そのことが更なる資本流入を促進するというメカニズムが機能しているのである。

この米国への資金流入を支えたのもまた、日本の通貨膨張政策である。バブル崩壊後のデフレと不良債権問題を解消できない日本銀行は、公定歩合0.5%という超低金利を継続し、日銀券の大量発行で直接流動性を供給することによって日本経済を下支えしてきた。この日本による流動性増大の大部分が邦銀のインターバンク取引を通じて国外に漏出し、米国へと集中するグローバルな貨幣供給を底上げする効果を持ったのである。また、ドル・ペッグ制を維持するために膨大な民間資本流入に対して外国為替市場介入を行う東アジア諸国の中央銀行による米国債購入も、こうした米国を中心とした資金環流メカニズムの中に組み込まれていた (Bovacqua, 1998, p.415, Howell, 1998, p. 12, 高橋, 1998, 69ページ)。

米国はこうして集められた資金を世界中に再配分する唯一のマネーセンター的役割を果たしている。米国の投資家は、低利子率で日本で円を調達し、それをドルに転換して、収益性の高い国内市場や新興市場でのポート

15) その典型がタイである。タイではバンコク国際金融市場の開設とともに、同オフショア市場での貸付実績に応じて国内営業許可を与える (フルブランチ・ライセンス) という政策をとったことから邦銀の貸付競争には強烈なものがあつた。高橋他(1998) 第3章参照。

フォリオ投資や再貸付に回すという「グローバル・キャリー・トレード」を展開した。ドル・ペッグによって為替リスクがなく、巨額の民間資本流入を不胎化すべく高利子率政策を採る東アジア諸国が、このキャリー・トレードの重要な終着点であったことはいうまでもない。すなわち、東アジアの過剰生産状態ないしは投機的バブルは、アメリカを中心とするグローバルな資金循環の回路のなかで捉え直してみると日本発の資金がアメリカを経由して東アジアに還流し、通貨供給量を膨張させ引き起こされたという面も否定できないのである¹⁶⁾ (Bevacqua, 1998, pp.415-16, 吉川, 1998)。

このように東アジア危機、その構造的・制度的要因ともいえるべき金融自由化の背景には日本を中心に編成されてきたこの地域の経済発展プロセスが密接に関連しており、この自由化された金融システムの下、危機へと直結する過剰生産能力やバブル経済化は、日本のバブル経済が邦銀を通じて直接、あるいは米国金融機関を経由して間接的に、この地域へと輸出された結果生じたものであるということができるのである。

事態の推移をこのようにみれば、東アジア危機克服に際して日本が果たすべき責任も明らかである。貸し手責任は何も貸し手が貸し倒れリスクを引き受けることだけではない。東アジア危機の根本原因が、過剰かつ国際的な短期資金の貸借に求められるとするならば、上述の内需拡大による東

16) 日本国内の基本的な論調は、東アジアのバブル経済化の原因を米国機関投資家や欧米系銀行による資産投資のみに求め、あくまでも邦銀融資は現地企業向け生産的投資資金であるとして邦銀がバブル生成に果たした役割は不問に付す傾向がある。渡辺(1999)は「この巨大な流入資金がアメリカ経済を活発化させ、株式・投資信託市場の高揚をもたらし、そこで富裕化した金融資産がさらに自己増殖を求めて『エマージング・マーケット』東アジアに、その多くが短資として流入した。かくして流入した資金が東アジアにバブルをもたらし、バブルの崩壊を後目にこの資金が大量流出したことが危機を帰結したのである」と述べているが、邦銀のバブル輸出の問題についての指摘は見られない。他方、伊藤(1999)は、本稿で使用したのと同じBIS統計を用いて対東アジア銀行融資における邦銀のプレゼンスの高さを指摘しておきながら、ASEAN諸国のバブル経済化は邦銀の後を追う形で進出してきた欧米系銀行によるものであるとしているが、その根拠は明示されていない。この点において、吉川(1998)も同様である。

アジア諸国からの輸入拡大以上に、邦銀によるさらなる融資回収の抑制と債務繰り延べを実施すると同時に、この地域の破壊された信用システムを回復すべく、早期に資本注入を図り不良債権処理を促進するとの政策的判断こそが求められていたのである。それは、翻って邦銀融資の焦げ付きを未然に防ぎ、危機の伝播と深化だけでなく日本の金融不安をも緩和するものとなるはずであった。その意味で、東アジア各国から切望されながらも、米国とIMFの強力な反対に直面して「アジア通貨基金」構想を断念しこの地域をIMFの手に委ねてしまったことは、日本政府が未だ冷戦的思考を脱却できていないことの現れであり、日本の対東アジア経済外交上最大の失策であったといえよう。

1994-95年のメキシコ危機が比較的短期間に終息へと向かったのは、危機の土台形成と発生において主要なプレイヤーとなり、その影響がもっとも直接的に降りかかってくる米国が、極めて迅速に同国に対する巨額の緊急融資をとりまとめ資本注入を図ったことで、金融システムの崩壊が未然に防止されたからにはほかならない。このことは現下の東アジア危機とは好対照をなしている (Montes, 1999)。その意味で、東アジア危機は依然として日本問題であり、日本責任論は有効であり続けている。若干遅きに失した感は否めないものの、すでに発動した「新宮沢構想」を出発点に、東アジア経済再建と危機の再発防止に向けて日本が今後どのような地域的イニシアティブを発揮するかが今なお重要な課題となっているのである。

VI 小括—残された課題—

国際金融システムはますます不安定性を増大させている。巨額の短期資本の動きは、投資家の期待のブレに大きく左右され、こうした資本の動きは、それを受け入れる途上国の小規模経済には計り知れない破壊力を振るう。それは翻ってこうした資本の供給源である先進国の金融システムにも

深刻な影響を及ぼすのである。東アジア危機は、現下のグローバルな危機の発信源であり、この国際金融システムの不安定化の現象形態の一つであった。他方で、そこには、危機発生に至る地域固有の論理が存在する。

本稿では、こうした観点の下、東アジア危機の内実をできる限り実証的に解明し、危機発生の原因をこの地域の経済発展経路、とりわけ日本との関連で論じてきた。

ここで、その主な主張を整理すれば、次の3点に要約することができる。

第一に、1990年代の国際資金調達という観点からみたとき、危機以前の多くの東アジア経済論の想定、主張とは異なり、FDIという長期安定的資本主導の域内自己循環メカニズムが形成されていたわけではなく、ポートフォリオ投資や銀行融資といった域外の短期性資金に依存するようになっていたということである。

この点を見過ごしラテンアメリカ諸国との違いだけを強調してきた既存の東アジア経済論は深く反省する必要がある。1994-95年のラテンアメリカ諸国と同様、東アジアもグローバルな資金循環に組み込まれていたのであり、90年代を通じて東アジアもまた国際金融上の不安定性をますます高めていたのである。

第二に、本稿では東アジア危機の伝染効果という点に照準を絞って、危機を深化・拡大させた要因の確定を試みた。そこでの結論は、当初想定されていたヘッジファンドの活動や欧米機関投資家によるポートフォリオ投資の流出は、危機の引き金を引く要因ではあったが、危機の拡大・深化という点では銀行融資の取り付けパニックこそが主導的な役割を果たしたということであった。

この点を無視して東アジア危機の原因を外国民間資本の流出一般に還元することは、問題の所在を曖昧にすることでしかない。東アジア危機が単なる国際収支危機ではなく、それが深刻な銀行危機、金融危機へと発展していった背景には、この地域から引き上げられた資本の大部分が短期の銀行融資であり、そのことが巨大な信用収縮を引きこし経済全体を深刻な景

気後退に陥れたことが銘記されねばならない。

そして、東アジア危機は日本問題であるというのが、本稿の最大の主張点であった。東アジアの地域的发展の基本的な原動力はFDIであり、その主力は日本からのものであった。この資金が1990年代に入り中国に大きく偏重したことが、危機に見舞われた諸国を金融自由化へと踏み切らせ、FDI以外の外資への過剰な依存状態とバブル経済化ないしは過剰投資状態へと導いた遠因であった。その重要な資金源となったのも、日本のバブル崩壊以降、邦銀に滞留した過剰流動性であり、この邦銀の融資の引き上げが東アジア諸国を国際支払い不能状態に陥らせた最大の要因だったのである。そして、東アジア危機は、翻って邦銀融資の焦げ付き、進出日系企業の生産縮小、日本からの輸出減少など、すべて日本に跳ね返ってきている。

良きにつけ悪しきにつけ、東アジア経済は日本を中心に編成され展開してきたとあってよい。その意味で、東アジア危機を日本問題として再認識しその克服に向けて日本が果たすべき責任が今、再び問われているといえるだろう。

危機発生からすでに2年近くが経過した現在、危機に見舞われた東アジア諸国も、徐々にではあるが、回復軌道に乗り始めている。こうした中、今後の東アジア諸国の経済発展の方向性を巡って一つの対立軸が浮上している(Rajan & Zingales, 1998)。最後にこの点を簡単に指摘して本稿を終えることにしよう。

対立軸の一方は、今回の危機の原因を、過去数十年間にわたってこの地域の経済開発を主導してきた開発体制そのものに求める立場である。それによれば、市場に強力に介入する国家の存在が、明示的ないしは暗黙の政府保証を外国人投資家に与え過剰な民間資本流入を生み出す一方で、そうした資金が政府と密接な関係にある企業や銀行に優先的に配分され過剰な非生産的投資に向けられたことに危機の根本原因があるということになる。そして、今回の危機は、これまでに蓄積されてきたこの構造的な矛盾が表出したものであり、徹底した自由化を通じたアングロ・アメリカ型市場経

済の導入こそが東アジア経済再建のありうべき姿であると主張されている (Frankel, 1998)。

この「東アジア・モデルの終焉」論ともいうべき論調に対して、国家の役割、とりわけ短期的資本フローに対する再規制を求める主張も徐々にではあるが力を持ち始めている。そこには、1990年代以降の金融自由化によって短期的資金に過剰に依存する体質を作ってしまったことが危機を生みだしたとの真摯な反省がある。マレーシアの資本管理規制の復活、香港や台湾の空売り規制、韓国の預託金準備規制（いわゆるチリ方式）の採用などが、その主な動きである。また、危機に見舞われた諸国では政府による民間銀行への資本注入、積極的な財政出動が実施され、それがこうした諸国の景気回復の原動力ともなっている (Wade & Veneroso, 1998, Wade, 1999)。

だが、自由化か、再規制か、この二つの路線のいずれが、今後の東アジア経済の進むべき道となるのかは、いまだ不明である。この問題には、東アジア経済の発展プロセスの歴史的検証と評価、さらには東アジア危機を発生させたその変容プロセスのより詳細な分析を踏まえた慎重な議論を要する。今後の課題としたい。

参考文献

【欧文文献】

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

Berger, Mark T., & Marek Besson (1998), "Lineages of Liberalism and Miracles of Modernization: The World Bank, The East Asian Trajectory and The International Development Debate", *Third World Quarterly*, Vol. 19, No.3.

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 Collapse 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.

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

Bullard, Nicola, Walden Bello & Kaul Mallahotsa (1998), "Taming the

Tiger:IMF and The Asian Crisis” *Third World Quarterly*, Vol.19,No3.

Chang, H.-J. (1998), “Korea : The Misunderstood Crisis”, in Jomo ed. (1998a).

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

----- (1999b), “The Asian Liquidity Crisis ”, NBER Working Paper Series, No.6796.

Chinn, Menzie D.(1998), “Before the Fall:Were East Asian Currencies Overvalued?” ,NBER Working Paper Series No.6491.

Calvo, Gillermo A., Leonald Leiderman & Carmen M. Reinhart, “Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America”, IMF Staff Paper Vol.40, No.1

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

----- (1998b), “Paper Tiger? : A Preliminary Assessment of the Asian Crisis” , prepared for the NBER-Bank of Portugal International Seminar on Macroeconomics, June 14 15 1998.

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

Dooly, Michael P.(1998) “A Model of Crisis in Emerging Markets” , NBER Working Paper Series, No.6300.

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 Mody (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. (1998).

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).

Freeman, Chris(1998), “The Asian Crisis, Technical Change and the World Economy” , *Review of International Political Economy*, Vol.5, No.3.

Garnout, Ross(1998), “The East Asian Crisis” , in McLeod & Gamaut eds. (1998).

Gough,Leo(1998), *Asian Meltdown : The End of The Miracle*, Capstone.

Griffth-Jones, Stephany(1998), “Stabilizing Capital Flows to Developing Countries” , Paper prepared for East Asian Conference, Institute of Development Studies, University of Sussex, 13-14 July.

Haggard, Stephan & Andrew MacIntyre(1998), “The Political Economy of the Asian Economic Crisis” , *Review of International Political Economy*, Vol.5, No.3.

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 Economic Outlook Interim Assessment*, IMF.

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

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

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

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

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

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. (1998a).

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

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

Kaplinsky, Raphael (1998), "If you want to get somewhere else, you must run at least twice as fast as that! : The Roots of the East Asian Crisis", paper prepared for East Asian Conference, Institute of Development Studies, University of Sussex, 13-14 July.

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).

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. (1998)

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.

McLeod, Ross & Garnaut eds. (1998), *East Asia in Crisis : From Being a*

Miracle to Meeding One? Routledge.

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

----- (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.

Robinson, R & A. Rosser (1998), “Contesting Reform : Indonesia’s New Order and the IMF” , *World Development*, August, Vol.26, No.8.

Sachs, Jeffrey (1998), “Creditor Panics : Causes and Remedies”, prepared for the Cato Conference on Money in the New Millenium, 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 Asian Crisis : The High Debt Model vs. The Wall Street Treasury-IMF Complex” , *The New Left Review*, No.228.

Wade, Robert (1998a), “The Asian Debt-and-development Crisis of 1997-? : Causes and Conseqncs” , Forthcoming, *World Development*, August, Vol. 26, No8.

----- (1998b), “From Miracle to Meltdown : Vulnerabilities, Moral

Hazard, Panic and Debt Deflation in the Asian Crisis” , asiacrisis3. doc, Draft, available at <http://epn.org/sage/asiac3a.html>.

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】

飯田健雄 (1998), 「通貨危機と多国籍企業—メキシコ・ペソ危機とアジア通貨危機—」, 『貿易と関税』 1月号。

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。

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。

勝悦子 (1998), 『グローバル・キャピタル革命』, 東洋経済新報社。

関志雄 (1998), 『円と元からみるアジア通貨危機』, 岩波書店。

吉川元忠 (1998), 『マネー敗戦』, 文春新書。

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。

高阪章 (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。

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

---(1998b), 「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。

ジェトロ (1998), 『ジェトロ白書貿易編』, 日本貿易振興会。

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。

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。

日本貿易振興会 (JETRO) (1998), 『ジェトロ白書1998—投資編—』, JETRO。

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—」, 『アジア研ワールド・トレンド』, No.35。

深川由起子 (1997), 『韓国・先進国経済論—成熟過程のミクロ分析—』, 日本経済新聞社。

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

----- (1999a), 「浮動的短期資本移動規制の模索」, 『世界経済評論』, 1月号

----- (1999b), 「マネー敗戦後」, 『大航海』, No.27。

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。

山本栄治編著 (1999), 『アジア経済再生』, ジェトロ。

尹春志 (1998), 「市場主導型経済討論を超えて—APEC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。

【韓国語文献】

ユ・チョルギユ (1998), 『金融恐慌とIMF金融改革の問題点』, 『動向と展望』 37号。