

トリレンマ命題とアジア通貨危機

尾 田 温 俊

目次

はじめに

- 1 マクロ経済政策のトリレンマ
- 2 通貨危機以前の東アジア諸国の通貨制度
- 3 資本流出入モデル
 - (1) マンデル＝フレミング超短期モデル
 - (2) 資本流入
 - (3) 資本流出
- 4 まとめ

参考文献

はじめに

アジア通貨危機とは、1997年7月にタイバーツの変動相場制移行後の大暴落を契機として、瞬く間に近隣のアジア諸国へと通貨下落が伝染し、為替レートのみならず株価の下落とそれに続く実体経済の悪化および金融システム不安に結びついた一連の経済混乱を指す。通貨下落の急落を引き起こした要因は、通貨危機以前に大規模に流入していた先進国の投資家資本が突発的に流出したことである。通貨急落により外貨債務者のバランスシートは大きく毀損し金融危機および経済危機へと波及したのである。通貨危機に陥った東アジア諸国の中で、タイ、インドネシア、韓国の3カ国は、危機脱出のため国際通貨基金 IMF に援助を要請し、

経済改革プログラムの実施と引き換えに金融支援を受けたが、その他のマレーシアのように支援を求めず自力で危機を克服した国と地域もあった。

アジア通貨危機から6年が経過し通貨危機に関する文献は極めて膨大な量にのぼる¹。これらの膨大な文献を全てカバーすることは時間的にとうてい不可能である。アジア通貨危機を巡るこのような研究状況の下、この小稿の目的は第1に、何がアジア通貨危機における最も基本的な問題だったのかということについて考察することである。この問題に対しては、通貨危機以前の東アジア諸国がマクロ経済政策のトリレンマ命題に対し不整合的な政策を実施してきたことが危機を招来した原因である、というのがその回答である。目的の第2は、通貨危機を分析する理論的枠組みとして、アセットアプローチを用いてトリレンマの状況を記述し、資本流出入、調整過程および政策対応を検討することである。

小稿ではアジア通貨危機の影響を受けた地域・国としてタイ、インドネシア、韓国、マレーシアに加え香港を選別した。固定相場を維持し続けた香港を加えたのはトリレンマ命題を比較考量するに当たり香港の通貨制度と他の通貨制度との対比が有意義であるという理由からである。

なお通貨危機という用語については厳密な定義がなされて共通認識の下に使用されているわけではない。たとえば伊藤(2003)では、「通貨危機とは、為替レートが中期的に経常収支をバランスさせるような均衡為替レートのレベルをはるかに超えて下落すること²」、また関税・外為審議会(2002)には「通貨の大きな減価とともに通貨防衛を行うために外貨準備残高が急減する現象³」としている。両者の定義に共通するのは、通貨の大幅な下落であり、その程度については前者で均衡為替レートをはるかに超えるとし、また後者では固定相場制度における通貨防衛を想定していることが明らかである。途上国における通貨危機は通常為替

レートの減価となるケースが多いであろうが、小稿では、増価するケースおよび変動相場制度も含めて「均衡為替レートをはるかに超える為替レートの急激な変動」とする。

1 マクロ経済政策のトリレンマ

マクロ経済政策のトリレンマとは「一国は固定為替レートと自由な資本移動と自律した金融政策の三者を同時に維持できない」という命題である⁴。したがって、一国がどのような為替レート政策を実施するかを決定する場合にこれら政策と整合性のあるものでなければならない。これら政策の組み合わせは表1で表される。ここに自律した金融政策とは、自国が失業対策とかインフレ対策のような国内の政策目標に合わせて自国の利子率を自由に設定することである。また資本移動とは国際間の利子率格差、期待為替レート変化等による国際間の資金移動であり、変動相場以降後の規制撤廃により国際資本移動規模は指数的に拡大してきていることは周知の事実である⁵。

以下では表1に基づいてマクロ経済政策のトリレンマと東アジア諸国の関係について述べる。通貨危機が生じる以前の東アジア諸国は、為替レート政策では事実上の固定相場を実施しつつ、海外からの巨額の外貨流入を享受し、また香港以外は為替レートペッグ先の米国の利子率より

表1 マクロ経済政策のトリレンマ

	金融政策の自由	固定相場制度	資本移動の自由	備 考
政策1	×	○	○	金融政策放棄 香港
政策2	○	×	○	変動相場制度 IMF 政策
政策3	○	○	×	資本移動規制 マレーシア
政策4	○	○	○	通貨危機以前のアジア諸国

注 表中の×はその政策が実施されず、逆に○は実施されることを示している。表は国宗浩三(2001)を参考に筆者作成。

も高い利子率を維持していた。すなわち、通貨危機以前の東アジア諸国の経済運営は表1における政策4を選択していたのである。しかし、政策4の経済運営を長期にわたり維持することは不可能であり、その破綻がどのようにして生じるかを明らかにしたのがアジア通貨危機であった。別の表現をすれば、アジア通貨危機とはトリレンマの命題を無視すればどのようなことが生じるかという問題に対して市場が示した解決策の1つであったと考えられる。

通貨危機に直撃された東アジア諸国が通貨危機を鎮静化させるためには政策4以外のいずれかを選択せねばならなかった。政策1は固定相場制度と資本移動の自由を実施して自律的金融政策を放棄する政策である。このような政策を実施している地域に香港がある。香港は1984年以来、貨幣供給量に見合う外貨準備を保有するカレンシーボード制という厳格な固定相場制度を実施している。また香港が金融政策の自律性を放棄してきたことは、香港ドルペッグ先の米国との間でほとんど利子率の大きい乖離が見られない点で明らかである。アジア通貨危機においては、香港ドルに対しても再三にわたる為替投機が行われたが当局は利子率を急上昇させることで通貨防衛を果たした。しかし、香港が通貨防衛に支払った高金利による不動産市場と株式市場の低迷という経済コストはきわめて大きく、その上、東アジア諸国の通貨安で固定相場を維持する香港ドルが相対的に割高となり、香港の競争力は低下した⁶。

次に政策2は資本移動の自由と自律的金融政策の下で、固定相場制度という為替レートの安定性を放棄して変動相場制度を実施する政策である。通貨危機を鎮静化させるためにIMF支援を受けたタイ、インドネシア、韓国はいずれもIMFプログラムにしたがってこの政策に移行した。しかし結果的に経済危機を短時間で鎮静化させ経済成長を回復軌道に乗せることに成功したのは韓国のみであり、タイは停滞的、インドネシア

に至っては経済・政治的混乱が長期にわたり継続している。さらに為替レートに関しては各国ともに通貨危機以前の水準からすると大幅な自国通貨安の状況から脱することが出来ていない。アジア通貨危機に対するIMF経済政策は下り坂の経済をさらに悪化させたことが明らかであり⁷、現在ではIMF自身その誤りを認めている。

政策3はマレーシアが実施した政策の組み合わせである。マレーシアは1998年10月に為替レートを対ドル固定相場とし資本移動規制措置に踏み切った。すなわち通貨暴落に対して新平価を設定して固定相場を実施すると同時に、通貨下落の原因である資本移動を制限したのである。これにより低金利政策の実施という自律的金融政策を遂行して経済回復を目指すことが出来たのである。一般的に固定相場制度は為替投機に対して脆弱であるとされているが、資本移動を効果的に規制することにより為替投機を封じることが出来ることの実証例といえよう。

2 通貨危機以前の東アジア諸国の通貨制度

1節の表1では、通貨危機以前の東アジア諸国の通貨制度を政策4の固定相場制度として分類した。しかし実際には東アジア諸国がIMFに通報していた通貨危機以前の為替レート決定システムは、①香港のカレンシーボード制によるドルペッグ制、②タイの通貨バスケットペッグ制、③マレーシア、インドネシア、韓国は管理フロート制であった⁸。この内タイのバスケットペッグ制は米ドルのウェイトが高く実質的なドルペッグであったとされる。また管理フロート制とは、為替相場の形成を市場における外国為替需給の実勢に委ねつつ、他方では中央通貨当局の為替介入によって管理しようとするシステムであるから、この制度では当局が外国為替市場の需給に対してどの程度コミットしようとしているかの意思に依存して為替レートが固定的ともまた変動幅が大きくもなる。

表2はこれら東アジア諸国の通貨危機以前の為替レートを示したものである。各国の為替レート変動の特徴について簡単に述べておけば、インドネシアはルピアを毎年一定率で減価させており (sliding peg)、マレーシアリングは90年から97年までの対ドルレートが2.5から2.7の範囲にあった。またタイはバーツを1ドル25～26バーツに維持し、香港ドルは固定相場で維持されてきた。韓国ウォンは減価傾向にあり、特に1996年には大きく減価していることが見て取れる。

大野(2001)は、1990年から危機までの危機以前のアジア通貨はドルを基調としながらも適宜実施された調整によりかなり伸縮的でありドルペッグではないとしている⁹。しかし小稿では表2でみるように、安定的な為替レート推移を示す通貨危機以前のアジア諸国の為替政策を、東アジア諸国政府当局が相当程度安定的な為替レート水準を維持する意志を表明した「事実上の」ドルペッグとして分析する。

表2 通貨危機以前のアジア通貨の名目為替レート

	インドネシア ルピア	タイ バーツ	香港 ドル	マレーシア リング	韓国 ウォン
1990年	1901	25.29	7.80	2.70	716
1991年	1992	25.28	7.78	2.72	761
1992年	2062	25.52	7.74	2.61	788
1993年	2110	25.54	7.73	2.70	808
1994年	2200	25.09	7.74	2.56	789
1995年	2308	25.19	7.73	2.54	775
1996年	2383	25.61	7.74	2.53	844

注 各為替レートは年末値、各通貨共に対1ドルの値である。

出所 Asia Development Bank

3 資本流出入モデル

(1) マンデル＝フレミング超短期モデル

アジア通貨危機の状況、すなわち危機以前の資本流入と危機発生以後の資本流出を記述するモデルについて説明する。マンデル＝フレミングモデルはIS-LMモデルに財・サービスの対外取引と国際収支均衡条件式を追加した国際マクロ理論モデルである。ここで国際収支均衡条件とは、国民所得の減少関数と自国通貨建て名目為替レートの増加関数よりなる経常収支均衡条件、およびアンカバーの金利平価式による資本収支均衡条件式の和である。国際収支均衡により外国為替市場での外貨需給が均衡するので、国際収支均衡条件は外国為替均衡条件でもある。なお東アジア諸国を想定する自国は小国の仮定をおく。

さて、マンデル＝フレミングモデルから財・サービス均衡条件式のISと経常収支均衡条件を捨象すれば、国内貨幣市場均衡条件式であるLMと資本収支均衡条件式の金利平価式が残る。以下の分析で用いる理論的フレームワークはこのLMと金利平価式であるから、この体系による分析はストック面にのみ着目する超短期分析として位置づけられる¹⁰。

$$M/P = L(i, y) \quad (1)$$

$$i = i^* + (e^* - e)/e + \rho \quad (2)$$

モデル体系は国内貨幣市場の需給均衡条件式である(1)式およびアンカバーの金利平価式を示す(2)式で表される。M/Pは実質貨幣供給、物価水準Pは所与、Lは実質貨幣需要、iは自国の利子率、yは自国の実質国民所得で所与とする。i*は海外の利子率、e*は予想為替レート、eは自国通貨建ての名目為替レートである。また、外国資産保有に対する為替リスク、カントリーリスクの存在を認識するリスクプレミアム ρ を追加している。

変動相場制度と固定相場制度とでは上記モデルは大きい変更点に加え

られなければならない。最初に変動相場制度における上記体系について説明しよう。自国の金利は専ら自国の貨幣市場均衡条件である(1)式で決定され、外国為替市場の均衡条件式である(2)式から名目為替レートが決定されると考えられる。したがって、形式的には内生変数である名目為替レート e と自国の利子率 i が一連の外生変数により決定される。

$$e = e(M/P, i^*, e^*, \rho, y) \quad (3)$$

$$i = i(M/P, i^*, e^*, \rho, y) \quad (4)$$

次に固定相場制度におけるモデル体系の意味を説明しよう。固定相場制度における名目為替レートの平価水準を政策変数 \bar{e} とすると(2)式は

$$i = i^* + (e^* - \bar{e}) / \bar{e} + \rho \quad (5)$$

であり、自国利子率 i が政策変数と外生変数から構成されており、自国利子率は自動的に外生変数となる。さらにこの自国利子率を(1)式に代入すると、

$$M/P = L(i^* + (e^* - \bar{e}) / \bar{e} + \rho, y) \quad (6)$$

となり、国民所得は外生変数として扱うので右辺の実質貨幣需要は外生変数のみから決定される。ここで変動相場制度のときと同様に左辺の実質貨幣供給を政策変数とすると内生変数が存在しないという矛盾を示すことが明らかである。したがってこのケースでは貨幣供給 M を内生変数としなければならない。このモデルを固定相場制度①とすると、固定相場制度におけるモデルの解は形式的に次のように与えられる¹¹⁾。

$$M/P = M/P(i^*, e^*, \bar{e}, \rho, y) \quad (7)$$

金利平価式は、等号で成立する場合には両国間での収益率が等しいので国際間の金利裁定が停止する条件でもある。したがって、国際資本移動が実施されている場合には固定相場が実施されていても金利平価式は不等号となっているはずで、不等号となる理由はリスクプレミアムに求められる。東アジア諸国への投資に関するリスクプレミアムは、通貨危

機の前には「アジアの奇跡」という輝かしい実績を反映して減少してきたが、通貨危機後にはクローニー資本主義としてリスクの認識は高まった。したがって通貨危機以前の東アジアではリスクプレミアムはオーバータイムの減少変数であり、逆に危機後には増加関数であったと考えられる。固定相場制度において、金利平価式が不等号である場合には、自国利子率は再び内生変数となり、貨幣供給は政策変数となる。このモデルを固定相場制度②とすると、

$$i > i^* + (e^* - e) / \bar{e} + \rho \quad (8)$$

$$i = i(M/P, i^*, e^*, \bar{e}, \rho, y) \quad (9)$$

表3は以上の議論を要約したものである。

表3 相場制度とモデル体系の変化

	変動相場制度	固定相場制度①	固定相場制度②
為替レート	内生変数	政策変数(平価 \bar{e})	政策変数(平価 \bar{e})
自国利子率	内生変数	外生変数	内生変数
貨幣供給	政策変数	内生変数	政策変数
式間因果性	$M/P \rightarrow i \rightarrow e$	$\bar{e} \rightarrow i \rightarrow M/P$	$M/P \rightarrow i$ 、 $\bar{e} \rightarrow i$

注 固定相場①は $i = i^* + (e^* - e) / \bar{e} + \rho$ 、固定相場②は $i > i^* + (e^* - e) / \bar{e} + \rho$
式間因果性の矢印は因果性の起点を示す。

(2) 資本流入

以下の分析は通貨危機以前の東アジア諸国が実質的な固定相場制度を採用していたという仮定の下、金利平価条件式および自国貨幣市場均衡条件式を用いて行う。

表4 固定相場制度下での予想為替レート

予想為替レート		金利平価式	資本	備考
$e^* = \bar{e}$		$i = i^* + \rho$	無裁定	
		$i > i^* + \rho$	流入	危機前
$e^* \neq \bar{e}$	$e^* > \bar{e} (i - i^* + 1 - \rho)$	$i < i^* + (e^* - \bar{e}) / \bar{e} + \rho$	流出	通貨危機時
	$e^* < \bar{e} (i - i^* + 1 - \rho)$	$i > i^* + (e^* - \bar{e}) / \bar{e} + \rho$	流入	

さてここで予想為替レートを特定化することにしよう。人々が将来的に平価は維持されると予想すれば、予想為替レートは $e^* = \bar{e}$ であるから金利平価(5)式は $i = i^* + \rho$ へと矮小化される。すなわち小国たる自国の金利水準はペッグ先の大国の金利水準とリスクプレミアムにより固定されるのである。ところで、通貨危機以前では $e^* = \bar{e}$ でありながら東アジア諸国へ資本が流入してきた。すなわち $i = i^* + \rho$ という収益率水準での裁定停止条件は成立していない。別の表現をすれば、アジアへの資本流入条件である $i > i^* + \rho$ でなければならない。この不等号の原因は前述のようにリスクプレミアム ρ が東アジア諸国の投資に対してオーバータイムに過小評価されてきたからであると考えられる(表4参照)。対東アジア投資に対するリスクの過小評価の要因としてはさまざまなものがあつた。荒巻(1999)は安定的な為替相場、内外金利差、収益見通しの高さ、先進国側の事情(低収益、分散投資)および東アジア諸国の明るい将来見通しを指摘している¹³。

図1は通貨危機以前の東アジア諸国への資金流入メカニズムを説明するものである。固定相場制度において為替レートは平価 \bar{e} に固定されている。また人々の予想為替レートは平価が維持される、すなわち $e^* = \bar{e}$ が成立している。しかしながら投資家の対東アジア諸国への投資に対するリスクプレミアムは過小評価されている。すなわちこの時点で内外収益率は $i > i^* + \rho$ であり東アジア諸国へと投資が流入し続け東アジア各

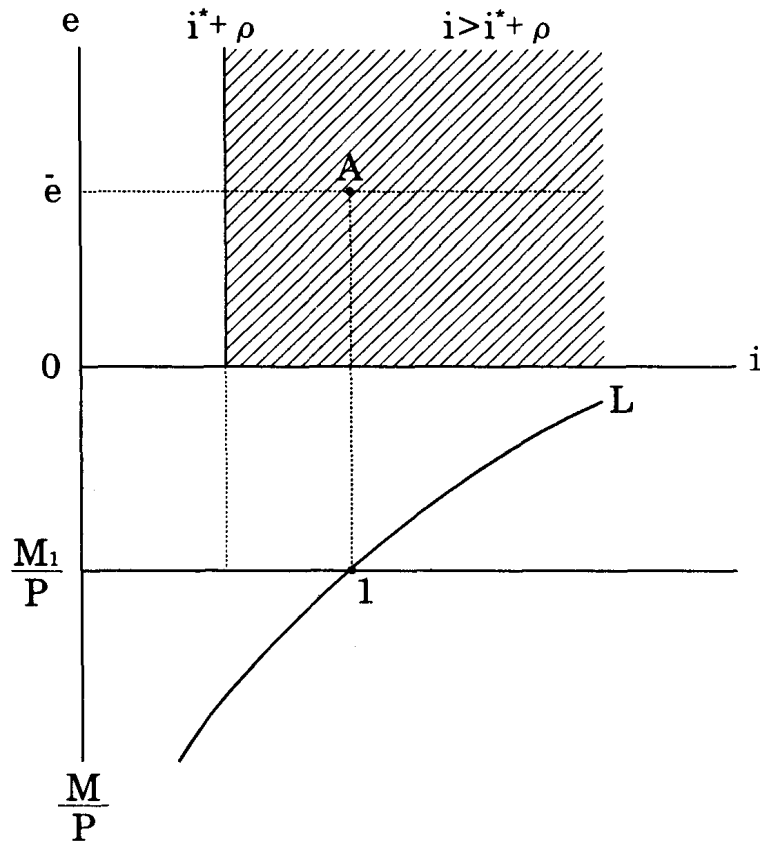


図1 アジアへの資本流入

注 金利平価式は $i > i^* + \rho$ であり東アジア諸国へ資本流入が生じている。為替レートは固定相場制度が維持されており ($e = \bar{e}$)、人々は将来的にも固定相場制度が維持されると予想している ($e^* = \bar{e}$)。金融政策は $i > i^* + \rho$ を満たす範囲内で自由に変更できる。

国の外貨準備は増加している。東アジア各国の自国利子率は海外利子率の制約を直接に受けておらず、不等号の範囲内での利子率変更が可能である。その意味においては自由な金融政策を実施していたのである(表3の固定相場②のケース)。このような状況を記述する金融資産市場均衡点はA点、貨幣市場均衡点は点1である。

このような現状は、東アジア諸国にとっては一見すると貴重な外貨が流入して蓄積されており歓迎すべき事態と映ったかもしれない。しかし、こうした手放しの都合の良い状況が長期にわたり継続すると考えるべきではなかったのである。実際の事実経過としてはこのような状況が継続

した後、急激な予想為替レートの拡大およびリスクプレミアム増大の修正が生じ通貨危機へと繋がるのである。

(3) 資本流出

続いて通貨危機に陥った状況の説明に移る。タイが変動相場制度へ移行し、バーツが急落するのを見た投資家は、固定相場制度にある他の近隣東アジア諸国においても同様の事態が発生すると予想した。すなわち投資家の予想為替レートの期待がこれ以上の平価維持は実施不可能であるという東アジア通貨減価へと変化した。それと同時に以前は過小評価されていたリスクプレミアムが急速に拡大したのである。これにより東アジア経済は仲間内のクローニー資本主義でありそもそも脆弱性を内包していたという議論に発展していった。

図2はこの通貨危機の状況を図解するものである。点Aは図1に示した旧均衡点である。投資家の予想為替レートは平価維持が困難であることを知っており($e^* \neq e$)、その予想為替レートが $e^* > e$ ($i - i^* + 1 - \rho'$)と一定以上になれば、金利平価式は $i < i^* + (e^* - e) / e + \rho'$ へと変化し外資流出条件へと反転する(表4参照のこと)。国内収益率は投資家の予想為替レートおよびリスクプレミアムの拡大により低下し巨額の資本が流出している。このような資本流出にともなう通貨危機に直面する政府当局には大きく以下の政策が考えられる。

マクロ経済政策のトリレンマに従えば、通貨危機以前の東アジア諸国は政策4を実施しており、その政策が通貨危機により破綻したのであるから、政策4を離れて他の政策を行うことになる(表1参照)。そこで最初の対策案としては政策1の採用、すなわち自律的金融政策を放棄した上で香港のように固定相場制度を防衛することである。そのためには、資本流出条件である $i < i^* + (e^* - e) / e + \rho'$ の不等号を反転させる必

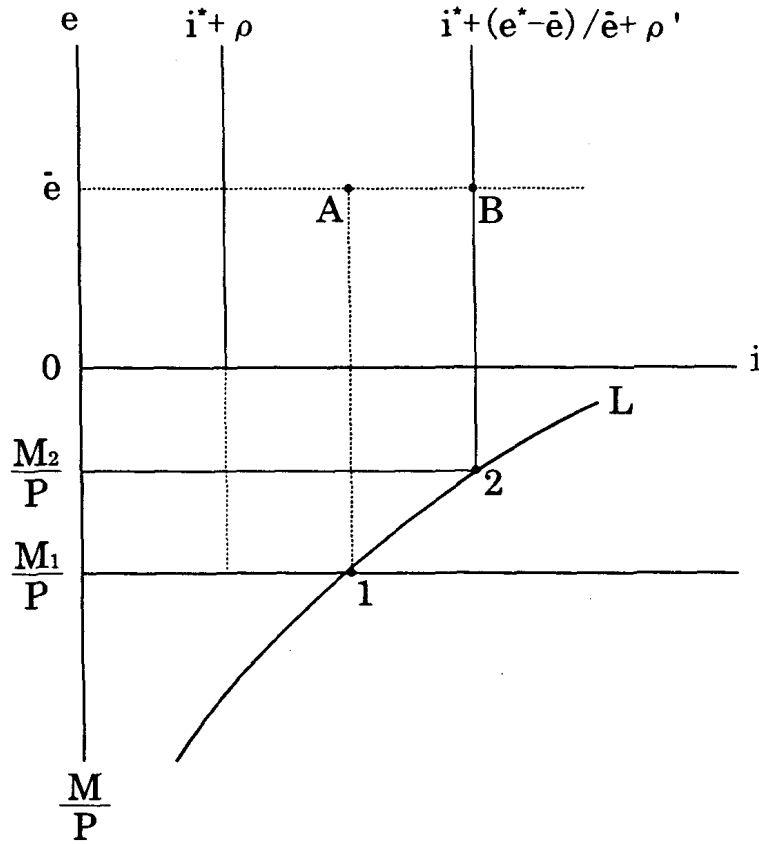


図2 通貨危機対策 政策1

注 金利平価式は $i < i^* + (e^* - \bar{e}) / \bar{e} + \rho'$ であり香港から資本流出が生じている。為替レートは固定相場制度が維持されているが ($e = \bar{e}$)、人々の予想為替レートは香港ドル減価を予想している ($e^* > \bar{e}$)。金融政策は金利平価を満たす範囲内で自由に変更できる。

要がある。このケースは表3における固定相場制度②の場合に当るので、政策手段としては貨幣供給を減少させて高金利政策を実施することになる。十分に引き締めが実施され自国利子率が上昇すれば金利平価式は $i > i^* + (e^* - \bar{e}) / \bar{e} + \rho'$ となり資本流出が停止することが期待できる。これは図ではA点からB点への経路で示される。しかし固定相場制を維持するためには高金利政策と並行して外貨準備減少に直面することになるから、高金利政策を実施して資本流出が停止するまでに外貨準備を枯渇させずに持ち堪えるかどうか問題となる。この点に関しては1998年当時の香港は香港自身の外貨準備に加えて中国政府の外貨準備も利用可

能であったから外貨準備枯渇の危険性は少なかったであろう。しかし外貨準備が相対的に小額の他の東アジア諸国にとっては、香港が実施した固定相場制度防衛という政策オプションは困難であったと思われる。

さらに、自律的な金融政策を放棄するという事は、経済状況の悪化および過熱に対応する経済政策を適宜実施していく政策手段を持たないということであるから、国内経済改善を優先しなければならない何らかの事情を抱える政府にとっては承知し難いことである。したがって、自律的な金融政策を放棄する香港型の政策は、金融立国を最優先の国是とする小国以外には不適當な政策ではないかと思われる。

政策1の採用は高金利政策による国内経済への悪影響があり、ましてや予想為替レートの減価期待とリスクプレミアムが十分に大きければ金利平価式を反転させることは容易なことではない。しかも上で指摘したように貴重な外貨準備は通貨防衛過程で枯渇する危険性がある。そこで次の対策案としては、IMFの経済政策である政策2、つまり変動相場制度に移行して自律的な金融政策と資本移動の自由を採用する政策が考えられる。通貨危機に陥った東アジア諸国の中で韓国とタイおよびインドネシアはIMFの金融支援と引き換えにIMFの経済改革プログラムを実施した。またマレーシアも通貨危機後は1988年10月までは変動相場と高金利政策を実施していた。

IMFの経済政策を実施した被支援国は変動相場制および高金利政策を実施したが、そのプロセスは若干異なっていた。タイと韓国は通貨危機が発生する直前まで平価維持に努めたが、外貨枯渇のために変動相場制度への移行を余儀なくされた。図3でこの経路を示せばA→B→Cとなる。なお変動相場制度においては為替レートの内生変数となり金利平価式は図のような曲線となる。これに対して、インドネシアは固定相場制度に固執することなく平価を積極的に放棄して変動相場制度へと移行

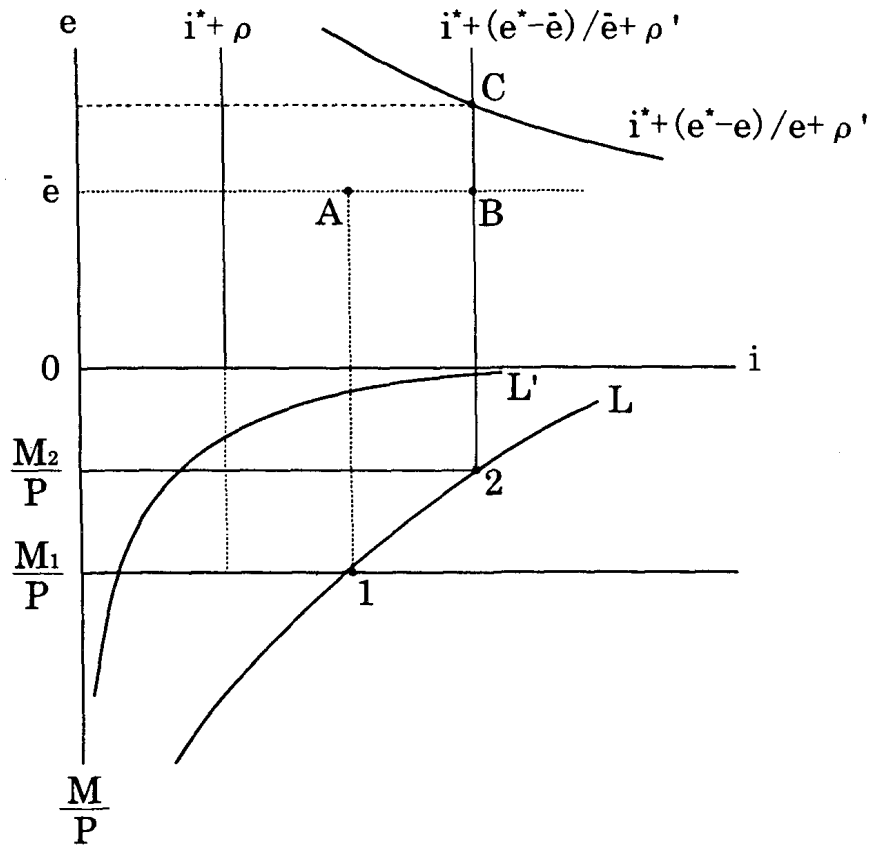


図3 通貨危機対策 政策2

注 金利平価式は $i < i^* + (e^* - \bar{e}) / \bar{e} + \rho'$ であり資本流出が生じている。為替レートは当初固定相場制度が維持されたが(A→B)、後に変動相場制度を実施すると(B→C)金利平価式は $i = i^* + (e^* - e) / e + \rho'$ の曲線となる。

した。インドネシアはIMFの経済プログラムにしたがって高金利政策を実施して通貨下落を防衛しようとしたが、国内政治の動揺とも相俟って予想為替レートとリスクプレミアムの拡大および資本逃避が発生し、通貨危機を終息させることに長い時間を要してきた。インドネシアの経路はA→Cかつ資本逃避を反映して貨幣需要曲線の上方シフトL→L'となる。このように資本移動を規制することなく変動相場制度を実施しても通貨防衛が不可能となる危険性があることを示したのがインドネシアの通貨下落であった。

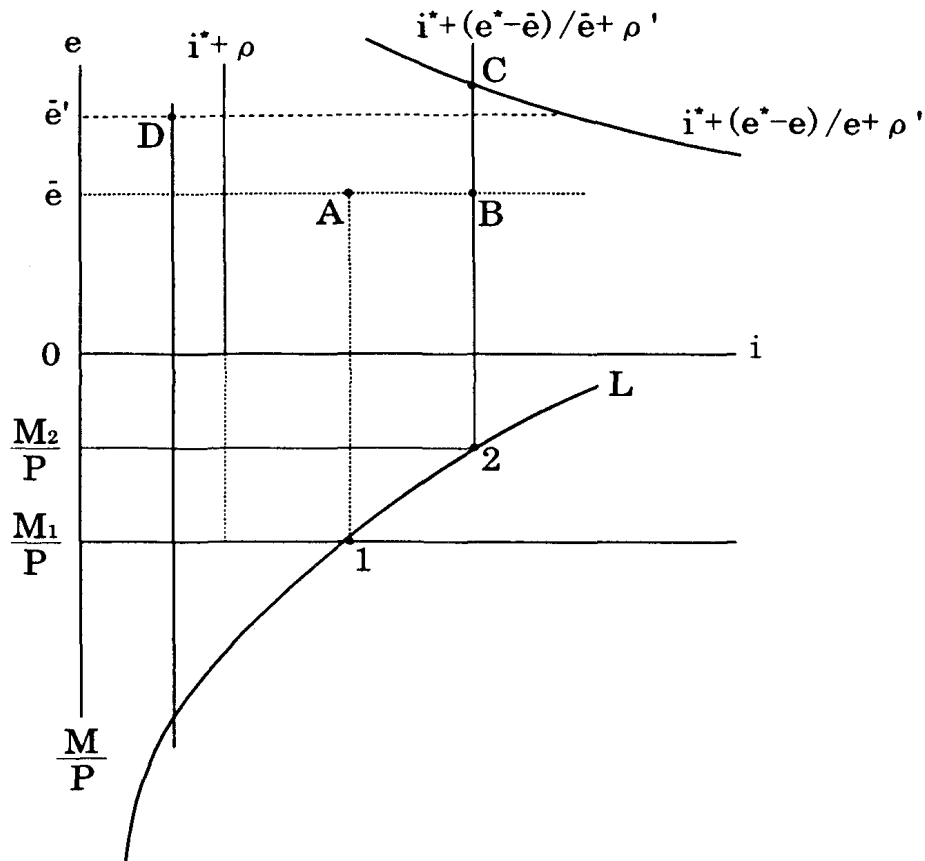


図4 通貨危機対策 政策3

注 マレーシアのケースでは、為替レートは当初固定相場制度維持、後に高金利の変動相場制度実施、最終的に資本移動を規制して固定相場復帰となった。(A→B→C→D)

金融支援と引き換えにIMFの経済改革プログラムを実施した韓国等と異なり、マレーシアは自力で経済再建を図っていた。すなわち、通貨危機に陥った後から1988年10月の固定相場制度を実施するまで変動相場制度に移行し高金利政策で通貨防衛をしていた。これはIMF経済プログラム無きIMF流経済改革である。マレーシアでは1960年の暴動の原因であった人種間の所得格差是正を意図するブミプトラ政策を実施してきたが、IMF支援と引き換えに予想される経済改革プログラム実施が困難であると考えたマハティール首相と、IMF流の経済改革を実施しようとするアンワル副首相の間で路線を巡る対立が激化していた。この

政治闘争および IMF 流経済政策はアンワル副首相が失脚して終わるが、マハティール首相が同時に実施したのが資本移動規制と固定相場制度移行である。マレーシアの通貨危機から固定相場復帰までの経路は図 4 の A→B→C→D で示される。

4 まとめ

通貨危機以前の東アジア諸国においては、将来的な通貨危機を必然的に招来するマクロ経済運営が実施されていた。それはマクロ経済政策のトリレンマ、すなわち自律的な金融政策、「事実上の」固定相場制度および資本移動の自由という組み合わせの政策を実施していたということである。後知恵的ではあるが、東アジア諸国が通貨危機を未然に防止するためには同時に採用していた上記 3 政策のいずれか 1 つを放棄しなければならなかったのである。アジア通貨危機は東アジア諸国に対して、結果的にも強制的にもマクロ経済政策のトリレンマにおける取捨選択を迫ることになった。

政策選択の第一は、金融政策を放棄してペッグ先の国の利子率を受け入れる政策である。香港ドルは米ドルと固定相場を実施しており、アジア通貨危機に際しては投機対象となった。豊富な外貨準備と高金利政策により香港ドルを防衛することは出来たが、高金利による内需低迷というコストを支払った。金融政策の放棄というこの政策は、政治的不安定のために国内経済成長を優先的に追求しなければならないような途上国にとっては厳しい選択である。

第二は、固定相場制度を放棄して変動相場へ移行することである。韓国、タイ、インドネシアに対する IMF の通貨危機政策がこれに当たる。為替レートの減価を抑制するための高金利政策が実施されたが、インドネシアルピアはフリーフォールの状態で下落し続けたことから、その

政策効果は疑問である。また高金利政策は内需を冷え込ませて経済回復を遅らせた。その結果インドネシアでは暴動、資本逃避、経済低迷による貧困層増加等を要因とする社会的混乱が生じている¹⁴。

このようにしてみると、インドネシアに対してはマレーシアが実施した政策と同様に、資本移動規制を導入した上で固定相場制とし、金融政策は低金利政策で内需拡大を図ることが検討されてよかったのではないか。韓国とタイでは大規模な資本逃避は発生しなかったし、経済停滞による社会不安も生じなかった。とにかく、民主主義浸透度合い、あるいはその国固有の社会的背景を全く考慮しないIMFの通貨危機政策は経済危機を一層悪化させる処方箋であったと思われる。

第三は、資本移動の規制である。この政策を実行したマレーシアでは、資本規制(株式売却代金送金規制などの短期資本流出規制)という独自の対応策を導入したことで、自律的金融政策が発動可能となり通貨危機から早期に立ち直った。しかし資本移動規制導入は投資家にとってはいわば契約違反であり、このような規制を安易に導入することは国際金融市場における信頼を喪失する要因であるが、再び高い経済成長を実現すればそのダメージも回復しよう。マレーシアは経済回復とともに資本規制措置を段階的に撤廃し、2001年5月には全廃している。

アジア通貨危機は巨額の資本移動により発生したのであるから、マレーシアのように一時的に資本移動を規制して経済を建て直すことが考慮されてしかるべき選択肢の一つだったと思われる。そもそも中国とかベトナムにはアジア通貨危機の通貨下落が波及しなかったが、それはそれら諸国が厳格な為替管理を通じて資本移動を規制してきたからであることを思い起こすべきであろう。

参考文献

- 荒巻健二(1999)、『アジア通貨危機とIMF』、日本経済評論社。
- 伊藤隆敏(2003)、「通貨危機の教訓」、日本経済新聞2003年6月18日。
- 岩本武和(1999)、『IMF資本自由化論争』、岩波書店。
- 江橋・小野(2002)、『アジア経済ハンドブック2003』、全日出版。
- 大西義久(1999)、『アジア通貨危機 香港からの報告』、日本経済新聞社。
- 大野健一(2001)、「アジア危機の原因と対応」、渡辺利夫編『アジアの経済的達成』
第7章、東洋経済新報社。
- 関税・外国為替審議会(2002)「アジア経済・金融の諸問題への取組み」
<http://www.mof.go.jp/singikai/kanzegaita/tosin/140705.pdf>
- 国宗浩三(2001)、『アジア通貨危機と金融危機から学ぶ』、アジア経済研究所。
- 佐野進策(1999)、「マンデル＝フレミング命題の再検討」、広島大学『経済論叢』、第
23巻第1・2号。
- 白石 隆(2002)、「インドネシアの危機と東アジア地域秩序」、慶応義塾大学地域研
究センター編集『変わる東南アジア 危機の教訓と展望』、慶応義塾大学出
版会。
- 野口 旭(2002)、『経済学を知らないエコノミストたち』、日本評論社。
- Eatwell, J.=Taylor, L.(2000)、『金融グローバルの危機』、岩本武和・伊豆久訳、岩波
書店。
- Krugman, P. (1998) ,「The Return of Demand-Side Economics The Irreconcilable
Trinity」, <http://www.wiwiss.fu-berlin.de/w3/w3collie/krugman/rede.html>.
- Stiglitz(2002)、『世界を不幸にしたグローバリズムの正体』、鈴木主税訳、徳間書店。

注

- 1 2003年8月27日時点で、ヤフーにより「アジア通貨危機」の文献を検索すると
日本で8680件、米国では実に253000件にもものぼる。
- 2 伊藤(2003)。
- 3 関税・外国為替審議会(2002)。
- 4 野口(2002)、国宗(2001)、岩本(1999)、Krugman(1998)。
- 5 Eatwell=Taylor(2000)。
- 6 江橋・小野(2002)。

- 7 Stiglitz(2002)。
- 8 荒巻(1999)。
- 9 大野(2001)。
- 10 佐野(1999)。
- 11 野口(2002)。
- 12 荒巻(1999)。
- 13 白石隆(2002)。