

# 1990年代の途上国通貨危機と現代の世界経済

——メキシコ・アジアの通貨危機とその対比を中心に——

The International Monetary Crises of Developing Countries in the 1990s and the World Economy of Today  
—On Mexican and East Asian Monetary Crises and the Comparison with Them—

安 倍 惇  
Tsutomu Abe

## 《Summary》

In the 1990s, the international monetary crises often happened. The main reason of the crises was that, I emphasize, in spite of the end of the cold war, according to the retreat of American hegemony, the multi-polarization of the world economy has more advanced today, and that because of the globalization and the international megacompetition, the instability of the world economy has increased. Under these evolution of the world economy, in spite of the highly economic growth, severe monetary crises happened in the developing countries such as Mexico and East Asian countries, which are the “weak ring” of the world economy.

In the early 1990s, the great international short-term capital flows came into Mexican and East Asian money markets that were focused attention as the “emerging market”. But when the current account balances and financial conditions worsened in these countries, the speculative funds escaped from the markets of these countries and the international monetary crises happened. Therefore the monetary crises in Mexico and East Asia are similar. But East Asian crises globally expanded to Russia and Latin-American countries. The difference between these crises occurred from the change of the world economy in the late 1990s such as increase of instability in the international monetary and financial systems.

## はじめに

情報通信技術の急速な発達や、デリバティブ等の金融手法を駆使した様々な金融商品の開発などを背景に、1980年代以来、アメリカ主導のもとにグローバルに進められてきた金融の自由化・国際化は、1990年代に入ってさらに進展し、世界各国の金融資本市場は一体化を強めた。その結果、今ではグローバルな国際金融資本市場の時代を迎えている。だがそうしたグローバル化し一体化した90年代の国際金融資本市場において、国際的な通貨危機や金融危機が繰り返し発生した。ことに90

年代後半に発生した東アジアの通貨・金融危機は、「伝染効果」もあってグローバルに拡大するとともに、世界経済全体に対しても深刻なインパクトをもたらした。

1997年7月のタイ・バーツに端を発した通貨危機は、瞬く間に東アジア諸国に波及し、各国に通貨・金融危機や経済危機を発生させた。1998年夏以降も、危機がさらにロシアからラテンアメリカへと拡大し、そのためアメリカの有力ヘッジファンドである LTCM (LONG TERM CAPITAL MANAGEMENT) が事実上破綻して国際的な金融恐慌発生が危惧されるなど、通貨危機がグローバル化するとともにさらに深刻化していった。そ

の結果、世界銀行が1993年のレポート『東アジアの奇跡』で称賛したように、それまでは多くのエコノミストや研究者などからその良好な経済パフォーマンスが高い評価を受けるとともに、また「世界の成長センター」としてその将来の高成長にも多くの期待がよせられていた東アジア経済は、90年代末には世界的な通貨・経済危機の震源地とされるようになった。

1990年代には、アジア通貨危機のほかにも、92年および93年の欧州通貨危機や94年のメキシコ通貨危機<sup>(1)</sup>が発生するなど、国際通貨危機が繰り返し発生した。<sup>(2)</sup> これらの国際通貨危機においては、90年代に入って、国際金融資本市場における為替や株式・金利、また国際商品市場における石油等の各種商品を対象に、デリバティブを駆使した大規模な投機を仕掛けるようになったヘッジファンドを中心とした国際的投機筋の投機を契機として危機が発生している。つまり冷戦終結後のグ

ローバルな「市場経済」化の進展とともに国際金融の「カジノ」化もさらに強まった。そこでは米系ヘッジファンドの主導する国際的な投機筋が、それまでの不適切なマクロ経済運営等によって過大評価に陥った通貨に対して激しい売り攻撃を仕掛け、その結果、それまでの経常赤字等によってすでに乏しくなっていた外貨準備が、自国通貨の買い支えなどによってさらに枯渇化した。そしてもはやドル連動制＝固定相場制の維持が困難となり、ついに変動相場制への移行を余儀なくされるとともに、攻撃を受けた通貨が暴落し、通貨・金融危機が発生した。そして一国に発生した危機が、現代の一体化を強めた国際金融資本市場のもとで、いわゆる「テキーラ効果」や「伝染効果」等によって国際的な通貨・金融危機へと拡大していった。

このように90年代に入って発生した通貨危機は、それ以前の通貨危機とはかなりの違いがみられるようになった。変動相場制移行後も、70年代や80年代までの国際通貨危機は、主として債務国の債務支払いへの不安を背景に、「チューリッヒの小鬼」と称された投機筋による切り下げ予想通貨に対する売り投機を契機に、多国籍企業やユーロ銀行等の大規模なリーズ・アンド・ラッグズ等によってもたらされた。しかし90年代に入ってから通貨危機は、それまでとは異なり、ヘッジファンドを中心とした新たな国際的投機筋の登場とその主導のもとでの大規模なホットマネーの移動によって引き起こされている。そこでは、旧社会主義諸国や新興諸国での市場経済化の進展によってグローバル化と相互依存が進み、そのためさらに「リスクと変動の時代」としての性格を強めた世界経済と、またそこでの「カジノ」化傾向のさらに強まった「ノンシステム」の国際通貨システムや、短期でのキャピタルゲイン等の獲得を基調とした「国際ポートフォリオ投資の時代」と称される国際金融システムを背景に、ヘッジファンドに主導された国際的投機筋による過大評価に陥った通貨に対する新たな金融手法を駆使した売り投機を契機として通貨危機が発生している。そしてさらに90年代の後半には、アジア通貨危機にみられ

(1) 1992・93年の欧州通貨危機および1994年のメキシコ通貨危機については、拙稿「Black Wednesday と現代の外国為替市場」『愛媛経済論集』第12巻第2号、1993年2月、「欧州通貨危機と経済・通貨統合問題」『愛媛大学法文学部論集・経済学』第28号、1994年9月、「メキシコ通貨危機と現代の国際通貨・金融システム」『愛媛経済論集』第15巻第1号、1996年3月、を参照されたい。

(2) 筆者は国際通貨危機を「国際通貨システムの危機」と規定し、第2次大戦後のアメリカの専一的支配のもとにあったIMF体制下の金ドル本位制のもとでの国際通貨危機が、もっぱらそこでの根幹をなすドルの金交換性への疑問としての「ドルの信認問題」として発現したのに対して、世界経済の多極化によるIMF体制崩壊後の変動相場制（＝ノンシステム）のもとでは、金の「廃貨」と「ドル本位制」化がアメリカの国際通貨政策として推進され、同時にそれを支えるための国際的な通貨協力体制が構築された結果、そこでの国際通貨危機は、主として金との交換性の歯止めを失ってアメリカから流出する過剰ドルの、減価を基調とした乱高下にもなう「世界的な為替相場体系の激変」として発現している、と理解している。詳しくは拙稿「国際通貨危機の新展開——変動相場制と国際通貨危機——」『愛媛経済論集』第7巻第2号、1988年1月、を参照されたい。

るようにヘッジファンドに主導された投機性の強い国際的短期資金が大量に移動するようになり、そのため通貨危機がアジアからさらにロシアや中南米へとグローバルに拡大するとともに、また金融・経済危機へと発展している。

以下の小論においては、90年代のメキシコとアジアの二つの途上国通貨危機を取り上げ、主として世界システムとしての世界経済とそのサブシステムである国際的信用制度（＝国際通貨・金融システム）の90年代の展開との関連のもとに考察する。まずはじめに二つの途上国通貨危機発生の際の国際的背景をなした90年代の世界経済と国際通貨・金融システムについて考察するとともに、さらにメキシコ・アジアの両通貨危機の要因と、またそれら二つの通貨危機を対比してその共通点および相違点について考察したい。

## 第1章 1990年代の二つの途上国通貨危機とその国際的背景… 1990年代の世界経済と国際通貨・金融システム

### (1) 90年代の途上国通貨危機とその要因

冷戦体制終結後の「アメリカ一極支配」のもとで、グローバル化と相互依存を強めつつその一体化が進展している1990年代の世界経済において、92・93年の二度にわたる欧州通貨危機とともに、94年12月にメキシコ、そして97年7月にはタイの

二つの発展途上国に端を発した国際通貨危機が発生した。二つの途上国通貨危機は、いずれも主として通貨・経済統合をはかる EU 内の EMS の混乱として発現した欧州通貨危機とは異なり、その後の国際的な波及によって、世界システムとしての世界経済と、そのサブシステムをなす国際的信用制度（＝国際通貨・金融システム）に多大なインパクトをあたえた。80年代後半以来の輸出主導型工業化政策によって高成長をとげ、その結果、世界経済におけるプレゼンスを飛躍的に高めたものの、本質的には依然として発展途上国であるこれらの新興諸国に発生した通貨危機が、90年代の世界経済およびそこでの国際通貨・金融システムに多大なインパクトをあたえ危機や混乱をもたらしたことは、冷戦終結後のグローバル化の進展と相互依存の深まりによって一体化が進んだ現代の世界経済と国際金融資本市場において、発展途上諸国が依然としてその「弱い環」であることを示している。<sup>(3)</sup> したがって現代の世界経済にとっては、今後も発生が予想されるこうした発展途上諸国における通貨・金融危機や経済危機が、他方での株式市場を中心とした異常なバブルが続く基軸通貨国アメリカの経済の、近い将来におけるバブル崩壊にともなって発生が予想されるメルトダウンの危機などとともに、将来の大きな不安定要因をなしているといえよう。

ところでメキシコとアジアの両通貨危機の要因については、これまで多くの分析がなされてきた。本稿でも次章で、危機発生の際の要因について主として両危機の対比を中心に分析を行うが、これまでの通貨危機の要因の分析においては、たとえばアジア通貨危機の場合、一般に「アジアの多様性」が指摘されているように、東アジアの各国でその経済的背景はかなり異なっているものの、そこでの有力な見解は、①もっぱら通貨・金融面に限定したもの<sup>(4)</sup>と、②金融や経済面のみならず、さらに「開発独裁」や「クローニイ・キャピタリズム」に象徴される政治・社会等の不安定性などの構造問題にまで言及したもの<sup>(5)</sup>とに大別することができよう。だがこのいずれの見解においても、東アジアの通貨危機が発生した各国に共

(3) 筆者は、繰り返し発生するこうした国際通貨危機や国際金融危機を、かつての「世界市場恐慌」の、第2次大戦後の資本主義経済の国際通貨・金融システム面における発現であり、「現代の世界経済の貨幣恐慌」の一環と理解している。つまり金本位制の時代を中心に、19世紀以来の資本主義世界経済に繰り返し発生した世界的な景気循環にともなう経済恐慌（＝世界市場恐慌）が、現代の「ドル本位制」を中心とした国際的管理通貨制や「マネーエコノミー」の時代への資本主義世界経済の質的变化にともなって、もっぱらそのサブシステムである国際通貨・金融システム面における恐慌（＝貨幣恐慌）である国際通貨危機や国際金融危機として発現している、と理解している。

通する要因としては、①ドル連動制の採用によって、ドル安傾向の続いた90年代前半までは好調な輸出を背景に高成長を達成したものの、95年春以降の円安・ドル高への反転によって輸出が停滞し、経常赤字が拡大したこと、②高成長を維持するために積極的な外資導入政策をとってきたが、その結果、対外債務の増大や、さらには不動産部門を中心にバブルが発生したこと、③流入する外資において、95年のドル高への反転前後から、直接投資等の長期資金流入が低迷し、他方で増大する経常赤字をファイナンスするために次第に短期資金への依存を強めたこと、などが指摘されている。つまり危機発生の主たる要因を、それまで各国が採ってきたドル連動制と外資導入を中心とした輸出主導型の高度成長政策が90年代中頃に破綻

(4) IMF・世界銀行やアジア開発銀行、日本の大蔵省・通産省など主として公的機関にみられる見解である。たとえば通産省は、『平成10年版・通商白書』において、アジア通貨危機について分析し、結論としては「急速な投資拡大のあり方とそのファイナンスの方法の問題という側面が大きかった」(96頁)と指摘し、主として海外からの短期資金に依存した各国のファイナンスの方法に危機の原因を求めている。また『平成11年版・通商白書』においても、「21世紀型の新しい危機」説に否定的であり、「世界の発展途上国における過去の多くの通貨危機と比較」してみても「さほど極端に特殊なわけではなく・・・90年代以降の平均的通貨危機の諸要因は概ね今次危機においても観察される。」(139頁)と指摘している。

(5) たとえば第一勧業銀行総合研究所他編『検証・アジア経済』(東洋経済新報社, 1997年)や近藤健彦他編『アジア通貨危機の経済学』(東洋経済新報社, 1998年)は、いずれも東アジア諸国の海外からの短期資金に依存した金融システムの脆弱性を認めつつも、主たる原因としては、80年代以来の高成長の過程で、対外バランスの悪化や、過剰生産能力による供給過剰、投資環境の比較優位の喪失、さらには政治・社会の不安定化など、程度の差はあるものの、いずれの諸国にもみられる構造問題が短期資金の海外への流出を契機に表面化したことに求めている。公的機関以外の研究者等を中心に、こうした政治・社会面を含めた構造的な諸要因にまで言及したものが多い。

し、大量の短期資金が流出に転じたことに求めている。確かにこれらの諸要因は、通貨危機の発生した東アジア各国のいずれにもみられた。高成長を達成するために各国の当局が80年代後半以来競って導入してきた輸出主導型経済成長政策は、95年春からのドル高への反転によって行き詰まり、輸出が低迷して経常赤字が拡大するようになった。ドル連動制と高金利政策のもとで、そうした経常赤字等のファイナンスのために銀行等を介して大量に流入した投機性の強い短期資金も、その後の経済の低迷やバブルの崩壊によって96年後半からは逆に流出するようになり、しだいに各国の通貨や経済への信認も失われていった。その結果、97年春からは大量の短期資金の流出を背景に、さらにそれまで過大評価されてきた各国の通貨に対するヘッジファンド等の激しい売り投機を契機に、ついに7月のタイを端緒に東アジア各国でドミノ的な通貨危機が発生したのである。

しかし筆者は、こうしたアジア通貨危機の要因についての通説的見解を否定するわけではないが、しかしこれまでのメキシコやアジアの通貨危機の分析においては、危機発生の国際的背景についての分析がやや軽視されているように思われる。むしろ90年代に二つの途上国通貨危機を発生させた主たる要因としては、危機発生の国際的背景となった90年代の世界経済とそこでの国際通貨・金融システムの新たな展開が重視されるべきであろう。両通貨危機は、後にみるようにいずれもグローバル化がさらに加速した90年代の世界経済にあって、そこでの「ドル本位制」化の進展した国際通貨システムのもとでのドルの乱高下や、世界最大の純債務国アメリカの金融政策の転換等にもなった国際金融システムにおけるマネーフローの変化、などの国際的諸条件の変化によって引き起こされたと考えるからである。

冷戦体制終結による世界システムの大転換のもとで、アメリカとIMFに主導された経済・金融の自由化や、コンピュータを駆使した情報通信技術等の急激な発展によって、90年代の世界経済と国際通貨・金融システムはドラスティックな変化をとげた。旧社会主義諸国の市場経済化等による

世界経済のグローバル化の一層の進展のもとで、ユーロ市場等に滞留する大量の国際的短期資金が、瞬時にグローバルに移動するようになった。当初は高金利や、株価の上昇等によるキャピタルゲインの獲得をめざして急成長をとげる新興市場に大量に流入した国際的短期資金が、逆に通貨の過大評価等を理由としたヘッジファンド等の売り投機を契機に大量に流出に向かうならば、規模の小さな発展途上諸国の経済や、その通貨・金融システムは瞬間に危機に直面する。そしてユーロ市場を核として一体化の強まった現代の国際金融資本市場を介して危機がグローバルに拡大し、国際的な通貨・金融システムの危機が発生することになる。

したがって、90年代に二つの途上国通貨危機が発生させた主因としては、いずれもそれらの危機発生時の国際的背景をなしている現代の世界経済と、またそこでの国際通貨・金融システムにおける新たな変化に求めることができる。そこでまず90年代に入って大きく変化をとげた世界経済と国際通貨・金融システムについて概観してみよう。

## (2) 90年代の世界経済とその展開…グローバル化の進展と国際間競争の激化

90年代に国際通貨危機が頻発した背景としては、70年代の石油危機等による「スタグフレーションの時代」から、80年代に入って世界的な金融自由化等を背景とした「リスクと変動の時代」へと移行した現代の世界経済が、さらに90年代になって冷戦体制の終結によりグローバル化と相互依存を強め、その一体化を深めていることが指摘されるであろう。つまり西欧諸国や日本等の復興・発展にともなう世界経済の多極化と、さらにそれに起因する IMF 体制の崩壊等によって、第2次大戦後のパクス・アメリカナの世界システムは、70年代以降、その解体過程にあるが、ことに80年代の「リスクと変動の時代」の世界経済においては、そのサブシステムである国際通貨・金融システムも、各種のリスクや変動に対して過敏に反応し、通貨危機や金融危機が発生しやすい環境になっている。そのため、現代の世界経済におい

ては、G7による「サミット体制」や、BIS 蔵相・中央銀行総裁会議等を中心とした先進各国の通貨・金融協力によって、国際的な通貨・金融危機の発生の防止を図っている。

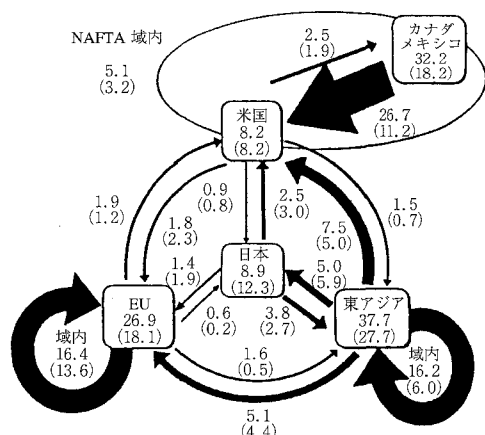
しかし90年代に入って旧ソ連が崩壊し、第2次大戦後の国際秩序を形成してきた冷戦体制が終結するとともに、パクス・アメリカナを基調として展開されてきた世界システムも本格的な移行期を迎えた。そこでは喧伝されるようなアメリカの「一極支配」の成立ではなく、EU の拡大やそこでの通貨・経済統合の深化、さらに湾岸戦争や旧ユーゴスラビア解体にともなった相次ぐ内戦の勃発等にもみられるように、むしろパクス・アメリカナの大幅な退潮と世界的な多極化がより一層進展した。そしてそこでのグローバル化が進んだ国際経済システムにおいても、コメコンの解体や、ロシアや東欧諸国等の旧社会主義国への市場経済型資本主義の浸透、さらにそれにともなう GATT (WTO) や IMF 等への加盟によって、80年代に比べて自由化が飛躍的に進展するとともに、同時に一体化した世界市場での各国の企業や銀行等の国際間競争も一段と激しくなった。

また中南米や東アジアの新興市場（エマージングマーケット）と称される一部の発展途上諸国も、80年代後半以降、経済や金融の自由化と外資導入による輸出主導型工業化政策によって急成長をとげ、90年代には世界経済においてプレゼンスを大きく高めた。たとえばメキシコは、1986年8月の GATT 加盟以来、貿易自由化と外資導入政策を進めてきたが、さらに90年6月からはより一層アメリカからの直接投資を図るために NAFTA の締結をめざして交渉を開始した。そして外国からの投資急増等による「メキシコ経済の奇跡」を背景に、94年の1月にはアメリカ・カナダとともに NAFTA を成立させ、さらに4月には「先進国クラブ」と称される OECD にも加盟するなど、世界経済における地位を飛躍的に高めた。また東アジアにおいては、80年から96年にかけて域内貿易を約10倍に増加させるとともに、北米や欧州・日本への輸出を急増させていった。その結果、東アジアの輸出依存度が22.7%から37.7%へと上昇<sup>(6)</sup>

するとともに、世界貿易の動向やそこでの競争の激化に起因する各国のリスクも同時に高まった。

このように90年代の世界経済とその国際貿易システムにおいては、80年代に比べてグローバル化と相互依存が一層進展し（第1図参照）、またグローバル化にともなう国際間競争も激化した。そして同時に、新たな国際分業の展開にともなう国際貿易の量的な発展や、さらに GATT ウルグアイ・ラウンドの長期にわたる交渉とその締結内容にみられるような適用対象の拡大——伝統的な農産物や工業製品中心の貿易から、特許やソフト等の種々のサービス貿易への拡大——も生じている。<sup>(7)</sup> こうした90年代の世界経済と国際貿易システムにおける一連の変化が、二つの途上国通貨危機発生の国際的背景の一つであった。

（第1図）世界経済における主要国・地域の輸出依存度



（備考）輸出依存度（単位：%）＝輸出額／名目 GDP（96年）

（ ）内は80年の数値。

（資料）IMF「DOT」「IFS」

（出所）通商産業省編『平成10年版・通商白書』3頁。

（6）通商産業省編『平成10年版・通商白書』3頁。

（7）GATT ウルグアイ・ラウンドの交渉が長期化した最大の理由は、世界経済の発展にともなう地域主義の台頭やサービス貿易等の拡大による国際貿易自体の変質である。詳しくは、前掲書、224～31頁を参照されたい。

（8）1971年8月の金ドル交換停止から73年春の変動相場制への移行にかけてのアメリカの独善的な国際通貨政策の展開過程については、拙稿「IMF体制の崩壊とアメリカの国際通貨政策」『愛媛経済論集』第14巻第2号、1995年7月を参照されたい。

### （3）90年代の国際通貨・金融システムとその展開…「ドル本位制」化の進展とアメリカマネーの投機性

1971年8月のIMF体制の崩壊以来、世界経済のサブシステムである国際通貨・金融システムは不安定な状態が続いている。ことに80年代に入ってから金融自由化と国際化の進展によって世界経済の「マネー・エコノミー」化が進み、また同時にそこでの世界経済の多極化とグローバル化の進展によって不安定性が増大している。こうした傾向は90年代に入ってからさらに強まり、いまでは国際政治経済に生じるさまざまな「リスクと変動」に対して国際通貨・金融システムが過敏に反応するとともに、また逆に、実体経済に対しても攪乱的な影響をもたらすようになってきている。たとえば97年夏に東アジアに発生した通貨システムと金融システムの危機が瞬間に国際的に波及・拡大し、グローバルな国際通貨・金融システムの危機をもたらしただけでなく、さらに世界の貿易や投資にたいしても多大なインパクトをあたえ、世界経済全体の危機へと発展していった。つまり「マネーエコノミー」化と相互依存の強まった現代の世界経済においては、途上国に発生した通貨・金融危機も、グローバルな国際通貨・金融システムの危機へと拡大するとともに、さらに国際貿易システムにも波及して国際経済システム全体の危機を引き起こすようになった。

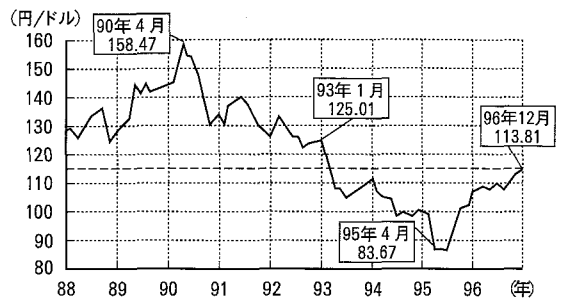
現代の国際通貨システムは、71年8月の金ドル交換停止以来、システムとしての再建はなされておらず、依然として「ノンシステム」である不安定な変動相場制のもとにある。またそこでは、EMSを中心にドル離れをはかるEU等の欧州を除いて、独善的なアメリカの国際通貨政策<sup>(8)</sup>に起因する「ドル本位制」化が進んでいる。そして自由化とグローバル化がさらに大きく進展した90年代の国際通貨システムにおいては、バブル崩壊不況によって低迷する日本経済や、経済・通貨統合をひかえ財政や金融面などで厳しい政策を強いられたEU経済を反映して、円やマルク等の地位が相対的に低下していったのに対し、早々と停滞か

ら成長に転じた好調なアメリカ経済を背景に、ドルのプレゼンスはむしろ逆に高まっていった。その結果、90年代には「ドル本位制」化がさらに進展した。

しかし基軸通貨として国際通貨システムにおけるプレゼンスを高めたドルは、80年代後半のアメリカの純債務国への転落とともに下落傾向を強めつつ乱高下を繰り返している。しかも90年代に入ってからパプ経済の再発を背景に経常赤字が続き、巨額の対外純債務を蓄積してさらにドルの不安定性が高まっている。こうした「ドル本位制」化の進展のもとでのドルの乱高下にとともなる不安定性の増大は、90年代の国際通貨システムをさらに不安定化させるとともに、またドルにベッグする途上国の通貨をも大きく変動させ不安定化させている（第2図参照）。そのため、後にみるように94年のメキシコや97年のアジアの通貨危機の場合のように、アメリカの金利引き上げにとともなるドル相場の上昇によって、悪化した各国のファンダメンタルズからさらに乖離した通貨の過大評価が発生し、その結果、ヘッジファンド等の投機筋の激しい売り攻撃を引き起こしている。こうした90年代の「ドル本位制」化の進展による非欧州通貨全体のドルとの関係の強まりのもとでは、最初に投機筋によるドルへの売り攻撃を受けた特定国の通貨のみが危機に陥るのではなく、さらに同じような状況にある他の通貨も売り攻撃にさらされ、通貨危機が瞬く間にグローバルに「伝染」して行くことになる。

また現代の国際金融システムにおいては、1982年夏の途上国債務危機の発生以来、「金融の証券化」が加速するとともに、資金の短期化と投機性が強まり、新たな金融手法であるデリバティブを駆使したヘッジファンドの跳梁に象徴されるように、国際金融の「カジノ」化現象が強まっている。そしてアメリカの慢性化した経常赤字に起因して大量に流出するドルが、国際的な過剰資本と

（第2図）円の対ドル名目為替レートの変化



（出所）通商産業省編『平成9年版・通商白書』99頁。

してユーロ市場等の国際金融市場に滞留し、高金利や短期でのキャピタルゲインの獲得を求める投機性の強い国際的短期資金としてグローバルに移動する、といったパターンが形成されてきた。こうした傾向は、90年代に入って世界経済のグローバル化とマネー・エコノミー化の進展とともにさらに強まり、そのため、そこでの国際金融システムにおけるマネーフローの短期化と投機的性格を一層強める結果となっている。

ところで90年代の国際マネーフローにおいては、80年代後半の「ジャパンマネー」にかわって「アメリカンマネー」が支配的な地位を占めている。<sup>(9)</sup> もっともこのアメリカン・マネーの実体は、慢性化したアメリカの経常赤字によって海外に流出したドルが、経常赤字ファイナンス等を図るためにアメリカの通貨当局が展開する巧みな金融政策などによって、日本やEUなどの経常黒字国からアメリカ金融市場に還流した国際的短期資金である。本来は短期ドル債務であるこれらの資金が、さらにアメリカの投資信託やヘッジファンド等を介し短期の国際ポートフォリオ投資としてグローバルに投資されている。つまり世界最大の純債務国＝資本不足国であるアメリカを「回転台」とした「弱い通貨」ドルによる90年代の国際マネーフローは、19世紀のイギリスのような純債権国＝資本過剰国の「強い通貨」ポンドによる国際マネーフローとは大きく異なり、通貨・金融の両面で極めて脆弱な基盤のもとで展開されている。そのため、アメリカンマネーは国際投資に際しても長期のプレースはしけず、もっぱら短期で

(9) 90年代に入ってから国際的なマネーフローの変化について、詳しくは拙稿「パプ経済の崩壊と国際資本移動の変質」『愛媛経済論集』第14巻第1号、1994年12月を参照されたい。

高収益のキャピタルゲインの獲得を図る極めて投機性の強い資金として投資されることになる。

このように、純債務国通貨であり乱高下する不安定なドルを基軸通貨とした「ドル本位制」化を強めた国際通貨システムと、さらにこうした短期で投機性の強いアメリカンマネーに主導され「カジノ」化した国際金融システムのもとで、拡大する経常赤字のファイナンスのために新興諸国がそうしたドル資金への依存を強めるならば、その通貨・金融的基盤も極めて脆弱なものとならざるをえない。90年代のメキシコと東アジアの二つの途上国通貨危機は、まさにこうした不安定で脆弱な国際通貨・金融システムのもとで発生したのである。これらの通貨危機は、のちにみるようにいずれも米系ヘッジファンドの通貨投機を契機に危機が発生したものの、その主たる要因は、危機発生前の基軸通貨国アメリカの金融政策や為替政策の転換——1994年2月からの金融引き締め政策と1995年春からのドル高＝円安政策への転換——が、当時の国際通貨・金融システムに多大なインパクトをもたらしたことにある。国際通貨・金融システムの変化の結果、それまで途上国が高成長をめざして採ってきたドルにベッグした通貨システムや、ドルを中心とした外資の導入に依存したマクロ経済政策が破綻し、大量の短期資金が海外に流出することによって通貨・金融危機が引き起こされたのである。

## 第2章 1990年代のメキシコ通貨危機およびアジア通貨危機とその要因

### (1) メキシコ通貨危機とその要因

1994年12月20日のメキシコ・ペソ15.3%切り下げに端を発したメキシコ通貨危機<sup>(10)</sup>は、ジャパマンマネーに代わり、90年代に入って国際マネーフローの中心を占めるようになったアメリカンマネーの中南米や東アジア等の「新興市場（エマージング・マーケット）」からの相次ぐ流出と、またそれにとまなう通貨・株価の急落をもたらすとともに、またメキシコ支援に迫られたアメリカのドル暴落と、短期資金が流入したマルクや円の急騰をももたらし、国際通貨・金融システムを大きく混乱させた。

メキシコ・ペソ（以下ペソと略称）は、12月20日の15.3%切り下げとその後の市場での激しいペソ売りの結果、わずか2週間で約40%以上も暴落した。危機発生前のメキシコは、80年代後半以来のサリナス政権のもとでの外資導入を梃子とした積極的な成長政策によって高成長をとげ、90年代に入ってから「メキシコ経済の奇跡」と称されていた。だが通貨危機の発生によって、80年代に続き、再び世界経済に多大なインパクトをもたらす結果となった。

ところで1982年夏に発生したメキシコの債務支払危機は、一連の「中南米シンドローム」を引き起こすとともに、その後の深刻な世界的累積債務問題発生の発端となったが、こうした累積債務問題発生の結果、巨額の不良債権を発生させた商業銀行等の支援をはかるアメリカは、「バーカー構想」や「メニュー・アプローチ」などによって債務問題の解決をめざした。これらのアメリカの債務戦略は、当初はいずれもうまく機能しなかったが、ブッシュ政権のもとで財務長官に就任したブレイデイは、「バーカー構想」や「メニュー・アプローチ」の失敗の原因が、ドル金利の上昇を契機とした債務国の利払いの困難化にあったことを認め、1989年3月に新たに債務元本と利払いの削減を重視した「ブレイデイ構想」<sup>(11)</sup>を提案した。

(10)メキシコ通貨危機について、詳しくはさしあたり拙稿「メキシコ通貨危機と現代の国際通貨・金融システム」『愛媛経済論集』第15巻第1号、1996年3月、を参照されたい。

(11)ブレイデイ構想について、詳しくは Pedro-Pablo Kuczynski, *Laten American Debt*, 渡辺敏訳『中南米債務——危機のメカニズムと打開策』サイマル出版会、1990年、327～47頁を参照されたい。

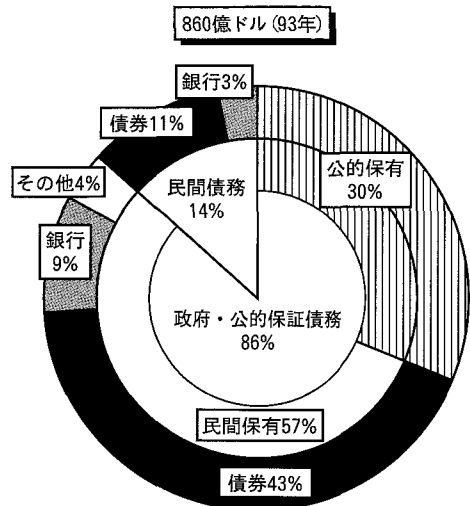


この「ブレイディ構想」の最初の適用国となったメキシコは、債務元本と金利の削減等によって対外債務支払い負担が大幅に軽減された。その結果、90年代に入ってサリナス政権は、厳しい為替管理によるペソ高政策でインフレを抑制しつつ、投資環境を大幅に改善して積極的に外資の流入を促すとともに、それを梃子に高度経済成長の実現を図った。

またサリナス政権は、最大の貿易相手国であり直接投資受け入れ国でもあるアメリカへの接近を図り、1990年6月からアメリカと NAFTA の締結をめざして交渉を開始した。そして92年8月にアメリカ・カナダ・メキシコの三国間で交渉が妥結し、94年1月から正式に発効した。この NAFTA 交渉開始以来、メキシコへの投資は急増し、いわゆる「NAFTA 効果」によって貿易の拡大と高度経済成長がもたらされ、「メキシコ経済の奇跡」が実現した。さらに「NAFTA 効果」のもとでの市場開放政策と、それにともなう貿易の急増を背景に、アメリカの強力な支援もあって94年4月には「先進国クラブ」と称される OECD 加盟が実現した。

しかしこうした NAFTA と OECD への加盟に至る過程で、メキシコ経済の急激な自由化とペソ高政策を進めた結果、貿易・経常収支赤字が急拡大するとともに、農業を中心とした国際競争力の乏しい産業や企業は厳しい状況におかれていった。ことに通貨危機が発生した94年には、もはや経常赤字が GDP の約8%にも達するほど巨額化していた。サリナス政権は、91年以来、ペソ高と高金利政策により外国からの資金の取り入れによって経常赤字ファイナンスを図ってきた。その結果、93年末のメキシコの長期債務は860億ドルに達し、そのうち政府・公的保証債務が86%を占めていた（第3図参照）。だがそうしたファイナンスを困難化したのが94年2月のアメリカの金融政策の転換であった。メキシコ政府は外資取り入れのためにドル建ての国債である「テソボノス（Tesobonos）」等を発行してきたが、アメリカが94年2月以降、それまでの超低金利政策から金融引き締め政策に転換したため、テソボノスの償還

（第3図）1993年のメキシコ長期債務の状況



- （備考）1. 内円は資金調達しているメキシコ主体（民間・公的）の割合を示す。  
 2. 中円はメキシコに資金供給した海外の民間・公的機関の割合を示す。  
 3. 外円は外国投資家がメキシコへ投資した（債券・銀行）形態を示す。

（資料）世界銀行「World Debt Tables」

（出所）通商産業省編「平成7年版・通商白書」115頁。

期間も急激に短縮化し、その結果、94年末には対外債務1,530億ドルの40%以上を短期の借り入れが占めるようになった。しかもそれまでの国内の低金利を背景に中南米やアジア等の新興市場に向かっていったアメリカンマネーの流出がとまったばかりでなく、94年11月にアメリカの金利が4%からさらに4.75%へと大幅に引き上げられると、国際分散投資によって海外に流出していたアメリカンマネーの国内への還流が加速した。その結果、メキシコへの最大の投資国であるアメリカからの資金が流入から流出に転じたばかりでなく、さらに農業中心の貧しいチアパス州での先住民族の反乱や、有力大統領候補の暗殺等による社会不安を背景に、国内資産家等の海外への資本逃避も発生し、外貨準備も94年初めの251億ドルから年末には63億ドルに激減するとともに、ついに約500億ドルの資金不足に陥ってしまった。こうしたペソの切り下げ圧力のもとで、ヘッジファンドがデリバティブを駆使した大規模なペソの売り投機を仕掛けたため、窮地に陥った政府は、12月20日にペ

ソの大幅切り下げを余儀なくされたのである。

このようにメキシコ通貨危機の要因としては、「ブレイデイ構想」の最初の適用国であったことや、NAFTA および OECD への加盟に象徴されるように、サリナス政権のもとでアメリカの強力な支援のもとに高成長をめざして展開されてきた外資導入による輸出主導型工業化政策を中心としたマクロ政策の運営が、その後の財政赤字や輸入の急増による経常赤字の急拡大によって困難化したことや、またそうした政策の下での貧富の差の拡大等により、社会不安を増大させていったことが指摘できるであろう。

しかし危機発生の主たる要因としては、そうした政策的な混乱よりも、むしろ94年2月のアメリカの金融引き締め政策への転換にともなう国際通貨・金融システムの変化が、それまでドルに依存してきたメキシコ経済に多大なインパクトを与え、不安定化していたメキシコ経済の最終的な破綻をもたらしたことにある。アメリカ金融政策の転換によって、巨額化していた経常赤字ファイナンスが困難化しただけでなく、さらにそれまでテソボノス等の債券発行によって調達してきた大量の資金が、アメリカに還流したり海外に流出するようになった。そして1994年末には資金不足が顕在化し、過大評価に陥っていたペソへの投機筋の激しい売り攻撃を受けてついに通貨危機が発生した。つまりメキシコ通貨危機は、アジア通貨危機と同様に「奇跡」と称された高度成長をめざして積極的な外資導入に依存したマクロ経済の運営が、その後の経常赤字の急拡大等によってしだいに困難化していったことにより発生したが、しかし危機発生の主たる要因は、それまでのメキシコのそうしたドルに依存したマクロ政策の運営を困難化させた国際的条件の変化に求めるべきであろう。ローンよりも「逃げ足の速い」各種の債券の発行を中心に展開され、また国際的な過剰ドル等に基因する現代の不安定な国際通貨・金融システムのもとでは、基軸通貨国アメリカの金融政策の転換が、国際的なマネーフローやドルを中心とした世界の為替相場体系を大きく変化させる。そのため規模の小さな発展途上国であるメキシコや、

つぎにみるように東アジア諸国の経済とその脆弱な通貨・金融システムに多大な打撃を与え、通貨・金融危機を発生させたのである。

## (2) アジア通貨危機とその要因

1997年7月2日のタイ・バーツの変動相場制移行による事実上の切り下げに端を発した通貨危機は、瞬く間に東アジア諸国に波及し、各国の通貨や株価を暴落させて通貨・金融危機を発生させたばかりでなく、また政治的・社会的な混乱をも引き起こした。そして1998年夏以降は、通貨・経済危機がロシア・中南米へと拡大するとともに、ロシア国債の暴落等によってアメリカ大手ヘッジファンドが破綻した。また他方では、世界最大の債権大国である日本の大手金融機関が98年秋に相次いで破綻したこともあって、国際的な金融システム危機が深まり、98年末から99年初めにかけては世界的な経済恐慌や金融恐慌の発生が危惧される事態が生じた。

アジア通貨、とりわけ ASEAN 各国の通貨は、すでに1996年末頃から、先行き不透明な政治・経済情勢や通貨当局の姿勢の変化などを反映してやや乱高下していた。そして97年春頃からは、アメリカ株式市場等の金融市場に向かって、流入していた短期資金が大量に流出するようになった。その結果、各国の外貨準備が急減するとともに、また通貨の切り下げ圧力もしだいに強まっていった。こうしたアジア通貨の厳しい情勢のもとで、デリバティブを駆使したアメリカのヘッジファンド等の投機筋が大規模な売り投機を仕掛けた。そのため、最初の攻撃を受けたタイ・バーツが、7月2日にそれまで採ってきた「ドル・ペッグ」＝ドル連動制を放棄して変動相場制への移行を余儀なくされ、事実上の大幅切り下げに追い込まれた。さらに同じような通貨・経済状況にあったフィリピン・ペソやマレーシア・リンギ、インドネシア・ルピア等の ASEAN 各国の通貨も、相次いでヘッジファンド等の投機筋の攻撃を受けて大幅に切り下げられるとともに、また NIES の通貨も同様な通貨投機に晒された。ことに多額の短期債務を抱えていた韓国のウォンは、最終的には約

34%の大幅切り下げを余儀なくされた（第1表参照）。そして通貨危機はさらに98年夏にはロシア・ルーブルへ、また98年末から99年初めにかけてはブラジル・レアル等のラテンアメリカの通貨へと「伝染」していった。

このように97年7月のタイ・バーツに始まったアジア通貨危機は、瞬く間に他のアジア諸国の通貨へ、そしてさらに98年から99年にはロシアや中南米諸国の通貨へとグローバルな通貨危機に発展していった。ここではもっぱら ASEAN や NIES 等のアジア諸国の通貨危機を取り上げるが、通貨危機にみまわれた東アジアの各国に共通する特徴としては、いずれも80年代後半から90年代中頃にかけて海外から大量の資金が流入し、それらの外資に依存しつつ「東アジアの奇跡」と称された高い経済成長を達成してきたことである。たとえば1986年から95年までの10年間の平均実質経済成長率を見るならば、NIES の4カ国・地域で8.1%、また ASEAN 4（タイ・マレーシア・インドネシア・フィリピン）で7.5%の著しい成長を達成している<sup>(12)</sup>。こうして1980年代以降の自由化とグローバル化が進展した世界経済において高成長をとげた東アジアは、「世界の成長センター」とされ、その将来に高い期待がかけられた。

東アジアの1980年代後半からの高成長は、「開発独裁」とも称される各国指導者の強力なリーダーシップのもとで、海外からの資本と技術を積極的に導入した「輸出志向工業化」政策によってもたらされた。こうした各国の輸出主導型高度経済成長政策の要の役割を担ったのが、各国が通貨・金融政策の中心に据えた「ドル・ペッグ」＝ドル連動制であった。

1973年の変動相場制移行後、1970年代後半から80年代前半にかけてタイ・マレーシア・インドネシア等の東アジア諸国が相次いで導入していった

（第1表）東アジア諸国の通貨・株価の下落と1996年の経常収支・短期対外債務の状況  
（単位：%）

		通貨の 下落幅	株価の 下落幅	経常収支 (対GDP比)	短期債務 (対輸出比)
ア ジ ア N I E S	韓 国	▲34.2	▲49.5 ▲58.4	▲4.9	42.6
	台 湾	▲20.2	▲9.3 ▲27.5	4.0	14.2
	香 港	▲0.0	▲29.4 ▲52.1	▲3.0 (95年)	7.2
	シンガ ポール	▲19.5	▲23.0 ▲56.9	15.5	1.3
A S E A N 4	インド ネシア	▲78.3	▲44.6 ▲52.7	▲3.4	55.3
	タ イ	▲41.1	▲29.3 ▲59.3	▲7.9	49.9
	マレイ シ ア	▲39.8	▲44.8 ▲71.9	▲4.9	11.8
	フィリ ピ ン	▲39.8	▲33.5 ▲57.6	▲4.2	18.9
	中 国	0.3	▲31.4 ▲66.6	0.9	14.1

- （注）1. 通貨の下落幅は、97年6月から98年8月までの下落幅（IMF方式）。  
2. 株価の下落幅は、上段が97年6月末から97年末まで、下段が97年6月末から98年8月末までの下落幅。  
3. 短期債務（96年末値）は、満期が1年未満の債務であり、香港、シンガポールはオフショア取引を含まない。対輸出比率の輸出は、財・サービス輸出（96年）。

（資料）IMF “*International Financial Statistics*”, “*World Economic Outlook 1998 April*”, 世界銀行 “*Global Development Finance 1998*”, OECD “*External Debt Statistics 1997*”, など  
（出所）経済企画庁編『平成10年度版・世界経済白書』95頁、より作成。

ドル連動制<sup>(13)</sup>は、「プラザ合意」後の80年代後半からの長期的な円高・ドル安基調の下で、ドル安に連動する自国通貨安によって輸出促進効果をもたらすとともに、為替リスクの軽減と国際信用力を高めることで、海外から巨額の資本流入をもたらした。ことに90年代前半の経常収支赤字を上回る資金流入は、各国の外貨準備を増加させ、通貨に対する信認を高めることによって海外からの長

(12) IMF, *Balance of Payment Statistics Yearbook* 1998.

(13) これらの国は、通貨制度としては通貨バスケットによる管理フロート制を採用したが、タイのバスケットの80～85%がドルであったように、実質的にはドルにペッグしていた。

・短期の投資資金の流入を一層促進する、といった好循環をもたらした。たとえば先進諸国の銀行の対アジア融資残高は、1993年12月末の1,904億ドルから、通貨危機発生直前の97年6月末には3,894億ドルへと約2倍に急増した。また先進諸国の対外証券投資残高は、1990年から96年にかけて、2兆7360億ドルから6兆1273億ドルへと2倍以上に増加したが、そうした投資の一部はエマージング・マーケットとして高収益が期待された東アジア諸国にも向けられた結果、96年末のNIESとASEAN 4、および中国への投資残高は約344億ドルに達していた。<sup>(14)</sup> このように東アジアのドル連動制は、いずれも資本の蓄積が乏しく経済規模も小さな各国に海外から大量の資金を流入させ高成長をもたらした。だが同時に、アメリカンマネー等の投機的資金も流入し、株価や地価の上昇などバブルを発生させた。その結果、94年末のメキシコ通貨危機以来やや陰りの見えていた「新興市場ブーム」を再来させ、キャピタルゲインの獲得を狙う国際投資家たちにも多大な利益をもたらしたのである。

しかし、メキシコ通貨危機の終焉を背景とした、95年春以降の世界的な為替相場体系の円安・ドル高への反転は、日本を主要な貿易相手国とするアジア各国にドル連動制を通じて円安・自国通貨高をもたらし、輸出面では不利に作用するようになった。

たとえばアジア通貨危機の発端となったタイでは、95年には前年比23.6%と大幅に伸びた輸出が、96年にはわずか0.4%へと低迷した。<sup>(15)</sup> 輸出競争力の低下は、バブル経済発生による労働コスト上昇にも起因するが、主としてドル連動制にともなうパーツ高によってもたらされた。好調な輸出に支えられてきたタイ経済にとって、輸出不振は生産活動にも多大な影響を与えた。すでに95年の金融引き締めにとまなうバブル崩壊によって、不動産関係を中心に不良債権が多発し金融不安が

発生していたところへ、さらに輸出不振によるファンダメンタルズの悪化が懸念されたため、96年後半からは海外への民間資金の流出が始まった。当局は資金流出を防止するために、経済悪化にもかかわらず高金利政策を維持せざるをえなかったが、こうした高金利がコスト面での負担をも高め、実体経済を一層悪化させてしまった。その結果、97年春からはアメリカンマネーを中心に大量の短期資金が海外に流出するようになり、またさらにヘッジファンド等の投機筋の激しい売り投機も始まって、ついに7月2日に変動相場制移行による事実上のパーツ切り下げを迫られたのである。

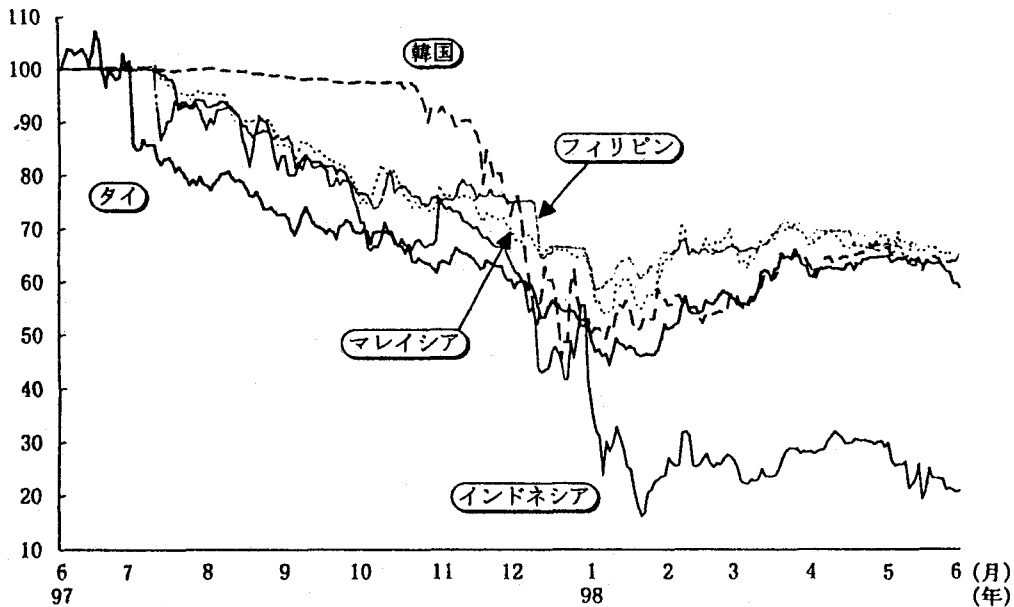
パーツ切り下げ直後は、当局や市場関係者の多くも「タイの通貨危機は一過性のものであり、通貨切り下げによって実体経済もすぐに回復に向かうであろう」と楽観論を述べていた。ドル連動制を採るパーツは、93年に開設したバンコク・オフショアセンター(BIBF)等を介して大量の短期資金が流入したにもかかわらず、1ドル=25~26パーツを維持してきたが、バブル発生にみられるように明らかに過大評価されてきた。したがって市場関係者等も、変動相場制移行後はそれまでの過大評価が是正され、1ドル=30~32パーツ近くでの安定を予想した。だがその後もパーツ売り圧力は一向に衰えず、政府はついに8月にIMFに対して金融支援を要請した。しかもパーツと同じようにドル連動制の下で過大評価されてきたASEAN諸国の通貨に対しても瞬く間に売り投機が広がり、さらにその後はしだいにアジア全域に「伝染」していったため、拡大するアジア通貨危機の下でその発端となったパーツは、10月末には1ドル=40パーツ台に下落し、さらに98年1月には1ドル=57パーツへと暴落した。<sup>(16)</sup> つまり変動相場制移行後、パーツは約50%近く下落してしまった。こうしたパーツの暴落は、外貨債務負担の急増や輸入調達価格の急上昇をもたらし、バブル崩壊後の弱体化した実体経済や金融システムにさらに深刻なダメージを与えた。通貨危機が、瞬く間に金融危機やタイ経済全体の危機へと拡大していったのである。

(14) *ibid.*

(15) *ibid.*

(16) 近藤健彦他編, 前掲書, 220頁。

(第4図) 1997年6月以降の東アジア各国の対ドル名目為替レートの推移



(備考) 97年6月1日を100として指数化した。

(資料) 通産省調べ

(出所) 通産省編『平成10年版・通商白書』3頁。

アジア通貨危機の震源地タイで発生したこのような通貨・経済危機は、ほぼタイと似たような通貨・金融政策の下にあったマレーシアやフィリピン・インドネシア等の他の ASEAN 諸国だけでなく、すでに OECD に加盟していた韓国や、さらに香港・台湾・シンガポール等の NIES でも、「伝染効果」の下で相次いで発生した。7月2日にタイ・バーツに端を発した通貨危機は、各国通貨当局の介入にもかかわらず、約1カ月の間に ASEAN 諸国に波及した。そしてその後わずか半年で、各国の通貨が33.9%~49.2%と大幅に下落(第4図参照)し、ドル連動制に依存してきた各国の通貨システムを破綻させただけでなく、海外への短期資金の大量流出等によって株価の暴落や金融システムの破綻をもたらし、各国の経済全体の危機を引き起こしてしまった。また90年代に入ってから ASEAN 諸国との経済的関係を次第に深めていた韓国など NIES にも早々に通貨危機が「伝染」し、ASEAN 諸国と同様に通貨や株価の暴落等によって通貨・金融危機や経済危機を発生させたため、多額の対外債務をかかえるアジアの

全般的な債務問題への波及が懸念されるようになった。そのため、国際金融危機の発生を懸念した IMF は、本格的な金融支援に乗り出した。しかしアジア通貨危機は、その後98年夏以降、ロシアや中南米へと「伝染」し、さらに大手銀行の破綻等による日本の金融システム不安の深刻化も加わり、世界的な国際通貨・金融システム全般の危機の発生が危惧される深刻な事態へと発展していった。つまり97年7月にアジアに発生した通貨危機は、20世紀末の相互依存を深め一体化の進んだ世界経済において、グローバルな国際通貨危機や国際金融危機へと発展していったのである。

### 第3章 メキシコ・アジア両通貨危機の対比…その類似性と相違性

#### (1) メキシコ・アジア両通貨危機の類似性

1994年12月のメキシコ通貨危機と97年7月のタイに始まるアジア通貨危機は、いずれも80年代後半以降、外資の積極的な導入によって輸出主導型

の高成長をとげていた新興諸国を襲った通貨危機であった。90年代のこれらの二つの途上国通貨危機については、その原因や危機発生後の展開等をめぐってこれまでも比較をまじえつつ様々な議論が展開されてきた。<sup>(17)</sup> 両通貨危機の間には、たとえば危機発生の主要因となった経常収支赤字の拡大について、その財政との関係をもみても、メキシコ危機の場合は、財政部門の赤字が経常赤字拡大の最大の要因であったのに対し、アジア危機の場合は、民間部門の投資超過が経常赤字拡大の主因であり、危機の発生した多くの諸国で財政部門はむしろおおむね健全であった。このように両危機には、原因についてもかなりの違いがあることも事実である。ことにアジア通貨危機が、こうした財政などファンダメンタルズがさほど悪化していなかったにもかかわらず、もっぱら民間部門での巨額の国際資本移動によって危機が発生したことや、また危機の金融・経済危機への発展、さらに「伝染効果」による他のアジア諸国およびロシアや中南米等へのグローバルな波及などから、これまでの通貨危機とは異なった「21世紀型」の全く新しい国際通貨危機である、と主張する論者の多くは、ことに両通貨危機の相違性を強調している。

しかし後に詳しくみるように、確かにそうした違いがみられるものの、メキシコ・アジアの両通貨危機には、いずれも<90年代の途上国通貨危機>として多くの類似点も存在している。ことにすでにみたように、危機発生の主たる要因が、い

ずれも90年代の世界経済の変化とそこでの国際通貨・金融システムの不安定化にあったことは、両通貨危機の最大の類似性を示しているといえよう。つまり90年代における世界経済のグローバル化の一層の進展や、そこでの基軸通貨ドルのアメリカ経常赤字慢性化にともなう下落傾向の下での乱高下、およびそうした通貨面で脆弱なアメリカンマネーの過剰とそのホットマネー的性格に起因する国際通貨・金融システムの不安定性などが、<90年代の途上国通貨危機>である両危機発生の主たる要因であり、またその国際的な背景をなしている。『平成11年度・通商白書』も、アジア通貨危機の要因について、発展途上国の過去の通貨危機と比較して「さほど極端に特殊なわけではなく、例えば巨額の国際的資本移動が始発化したとされる90年代以降の平均的通貨危機の諸要因は概ね今次危機においても観察される。」(138～9頁)と述べているように、両危機には多くの共通点がみられるのも事実である。<sup>(18)</sup>

ところでともに「奇跡」と称された高成長から、突然通貨・金融システムの破綻や経済危機にみまわれたメキシコ・アジアの両通貨危機にみられる類似点としては、いずれの危機の発生にも共通する要因として、①外資依存による高成長とそれにとともなうバブルの発生や経常赤字の拡大、②ドルへの固定による通貨の過大評価、③経済・金融の急激な自由化による巨額の短期資金の流入とその流出、④当局の為替介入による外貨準備の枯渇、の4点があげられるであろう。すでに両通貨危機についてみてきたように、これらの諸要因は相互に関連しつつ両通貨危機の発生に際してもともにみられる特徴である。

まず第一の共通する要因であるバブルの発生と経常赤字の拡大については、高成長をめざす政府の積極的な外資導入による輸出主導型工業化政策の展開によって、各国で輸出関連企業を中心にブームが発生し、国内の消費や投資が刺激されるとともに、不動産や株式等においてバブルが発生した。そして高成長する輸出産業の原材料等の輸入増加に加え、さらにそうしたバブルの発生などによる全般的な国内の消費拡大にとともなう輸入の増

(17)たとえば孫立堅「メキシコ通貨危機からの教訓」近藤健彦他編、前掲書71～84頁。経済企画庁編『平成10年版・世界経済白書』91～106頁。

(18)もっとも『平成11年度・通商白書』は、さらに80年代前半の中南米や90年代のEU、メキシコの各通貨危機をも含めてほぼ共通する背景として、過剰消費、財政赤字、経常収支赤字、インフレ率の昂進等のマクロ経済上の不均衡をあげている(同上書, 140頁)が、通貨危機にみまわれた諸国においては、程度の差はあれいずれもバブルの発生をもたらしたマクロ経済運営上の問題点とともに、さらに各国通貨が過大評価に陥っていた点が強調されるべきであろう。

加によって経常赤字も拡大し、そのファイナンスが重要な政策課題となった。こうした経常赤字ファイナンスのために、メキシコ政府はドル建て短期国債テソボノスを増発し、また東アジア各国はオフショア市場の創設<sup>(19)</sup>などにより、海外から銀行預金を中心とした民間資金の流入をはかった。こうした経常赤字ファイナンスのための海外短期資金の取り入れが、一層の外資、ことに投機性の強い短期資金への依存を深める結果となった。

第二の共通要因である為替相場のドルへの固定と、またそれに起因した通貨の過大評価の発生は、規模の小さい発展途上国の経済に多大な影響をもたらした。ドル安傾向が続く限り、ドル固定制は為替リスクの回避による外資流入の促進と輸出増をもたらし、またインフレの防止効果もあって高成長の実現に大きく寄与した。だがアメリカの金融政策の転換等によるドル高への反転や、さらに流入する外資等に起因して各国でバブル経済が発生するとともに通貨の過大評価が発生し、逆に輸出の停滞と外資への利払い等の困難化をもたらした。その結果、ドル連動性に起因して拡大する経常赤字等への対策から、より一層の海外からの資金の取り入れが必要となり、急激に短期資金への依存を強めていった。

第三の共通要因である急激な経済・金融の自由化にともなう巨額のアメリカンマネーなどの短期資金の流出入の背景としては、80年代以来のアメリカの主導する世界的な経済・金融の自由化とそれにとともなう市場経済化、ことに冷戦体制終結後の90年代に入ってからその加速化に、輸出主導型政策をとる新興工業国も積極的に対応してきたことが指摘できる。急成長をとげたとはいえ、本来的には経済・金融システムの発達や整備等が遅れている発展途上諸国が、それらの急激な自由化（＝アメリカ化）を進めることによって、アメリカ金

融機関等の主導により「カジノ」化した現代の国際金融資本市場に組み込まれた。そしてグローバルな「マネーゲーム」の舞台となり、為替リスクのないメキシコや東アジアの「小さなプール」のような金融資本市場に、「鯨」のような米系ヘッジファンド等の投機資金が大量に流入した。そしてそこでの高金利や株価等の上昇によって多額の金利収入やキャピタル・ゲインを獲得した後は、経常赤字拡大による通貨切り下げ等を避けて、早々と大量に海外へ流出した。その結果、市場は激しい変動にさらされ、金融システムも多大な打撃を受けて破綻状態となった。またドルへの固定によって過大評価されてきた通貨も、変動相場制への移行などによって暴落した。

第四の共通要因である外貨準備の枯渇は、拡大する貿易赤字や海外への資本逃避などによる外貨の流出に加え、ドルに連動して過大評価に陥った自国通貨への国際的投機筋等の為替市場での激しい売り圧力に対抗し、当局がドルへの固定相場制を維持するために繰り返しドル売り介入を行った結果である。危機発生以前のメキシコや東アジアの各国には、外資導入による工業化政策の展開にともなって海外からの直接投資資金等も多く流入し、経常赤字を上回るそうした資本流入によって外貨準備も増加した。だが経済規模の小さい途上国の保有する外貨準備に比べて、現代の国際的投機資金のプールでもあるユーロ市場の規模や、それらの資金をデリバティブを駆使して大掛かりな通貨投機に利用するヘッジファンド等の投機筋の規模はあまりにも巨大である。1992年のボンド危機の際に、イギリス当局がドイツなど EU 諸国の協力を得ながらも、通貨投機に本格的にデリバティブを用いるようになったヘッジファンド等の投機筋のボンド売りに敗れ、外貨準備も枯渇した<sup>(20)</sup>ように、過剰ドルに起因した巨額の短期資金がホットマネー化して国際間を移動している現代の国際通貨・金融システムの下では、国際的な協力体制の存在にもかかわらず、先進国といえども大規模な通貨投機に対抗することはほとんど不可能であるといつてよい。

以上のように90年代の二つの途上国通貨危機に

(19) タイやマレーシアなど90年代に東アジアで設立されたオフショア市場は、ニューヨークや東京オフショア市場のような「内外分離型」ではなく、主として海外からの資金を国内に取り込むことを目的とした「内外一体型」であった。

においては、主要な危機発生要因において明らかに共通点がみられる。もっともこれらの途上国通貨危機は、同じ90年代の通貨危機ではあるものの、いわば＜先進国の通貨危機＞である1992・93年の欧州通貨危機とは、世界経済や国際通貨・金融システムの変化といった国際的背景においては共通性を有するものの、危機発生の主たる要因とその後の展開においては多くの点で異なっている。<sup>(21)</sup> 欧州通貨危機は、世界の銀行間の外国為替取引等を通じてドルや円などの他の主要通貨にも影響を与え、国際通貨システム全体に多大な混乱をもたらしたものの、基本的には EMS の危機として、EU のめざす通貨・経済統合の将来への不安を増大させたにとどまった。しかしメキシコ・アジアの両通貨危機は、グローバル化と相互依存を強めた現代の世界経済と、またそこでの国際通貨・金融システム全体に深刻な影響をもたらした。つまり80年代以来、自由化・グローバル化を基調とした世界経済の新たな展開のもとで、新興市場として急成長をとげプレゼンスを高めてきたものの、新興諸国を含め多くの発展途上諸国は、依然として現代の世界経済における「弱い環」であることを示しているといえよう。

## (2) メキシコ・アジア両通貨危機の相違性

以上のように＜90年代の途上国通貨危機＞としてその発生要因等において多くの共通点をもつメキシコとアジアの両通貨危機も、しかし90年代前半のメキシコ危機と後半のアジア危機との間に

は、危機発生の国際的背景であり主要因でもある90年代における世界経済と国際通貨・金融システムの変化などを反映して、危機の発生要因や危機の展開過程などにおいて明らかに違いもみられる。たとえば危機発生の直接的契機となった海外への大量の短期資金の流出が、メキシコ危機にあっては、主として財政赤字ファイナンスのための公的部門の借り入れ資金の流出であったのに対し、アジア危機の場合は、韓国の財閥に象徴されるように民間部門の投資超過に起因する借り入れ資金の流出であった。このように＜90年代の途上国通貨危機＞である両危機には、類似性ととともにまた相違性も存在している。そこで①危機発生の国際的背景をなすアメリカの通貨・金融政策の転換を中心とした90年代の世界経済と国際通貨・金融システム、②通貨危機発生前における財政状況、③国内の政治・社会情勢、④危機発生後の展開過程とそこでのアメリカの対応、といった四点を中心に両通貨危機の違いをみてみよう。

まず第一の通貨危機発生の主たる要因でありその国際的背景をなす世界経済と国際通貨・金融システムについてみるならば、NAFTA 等を介したアメリカとの極めて親密な関係のもとで危機が発生したメキシコの場合は、すでにみたように94年2月のアメリカの金利引き上げにともなうアメリカからの証券投資の急減や、ドル建て短期国債テソボノス等の証券価格の急落によって、拡大するメキシコの財政赤字や経常赤字ファイナンスが困難化したことが危機発生の最大の原因であった。つまりアメリカが90年代初め以来の不況からの脱出をはかるために採ってきた低金利政策を、景気が回復しインフレ懸念も生じた94年に引き締め政策に転換したため、国際通貨システムにおけるドル高への反転と、世界のマネーフローにおけるアメリカンマネーの流れの変化——短期資金のアメリカへの還流——が発生した。その結果、ドル・ペッグやアメリカンマネーの取り入れなどを通じてもっぱら通貨・金融面でアメリカにはば全面的に依存してきたメキシコ経済は多大な打撃を受けた。そして短期資金の海外流出などによってひどい悪化するファンダメンタルズのもとで、つい

(20) 1992年9月のポンド危機の際に、ヘッジファンドの激しいポンド売りに対抗した結果、イギリスは外貨準備が枯渇しただけでなく、準固定相場制であるERMからの離脱を余儀なくされポンドも暴落した。ポンド危機とそこでのイギリス当局の対応について、当時ロンドン大学に客員研究員として滞在していた筆者は、前掲拙稿「Black Wednesdayと現代の外国為替市場」において当時の体験等をもとに詳しい分析を行っている。

(21) 1992・3年に発生した欧州通貨危機の要因や展開について、詳しくは前掲拙稿「Black Wednesdayと現代の外国為替市場」、および「欧州通貨危機と経済・通貨統合問題」、を参照されたい。



に12月には投機筋の激しいペソ売り攻撃を受け通貨危機が発生した。つまりアメリカ金融政策の転換後わずか10カ月でメキシコの金融システムが破綻し、通貨・経済危機が発生したのである。

また世界経済と国際通貨・金融システムのグローバル化・一体化がより一層進展した90年代後半に通貨危機が発生した東アジアにおいても、メキシコと同様にアメリカの通貨・金融政策の転換にともなう国際通貨・金融システムの変化を主たる要因として危機が発生した。しかし97年7月のアジア危機の発生まで、94年2月のドル金利引き上げから約3年半、また95年春の国際通貨協力のもとでのドル高政策への転換からも約2年余りが経過している。つまりアメリカの通貨・金融政策転換の直撃を受けたメキシコ経済とは異なり、同じようにアメリカの政策転換による国際通貨・金融システムの変化によって多大なインパクトを受けた東アジアの通貨危機は、ドル高への反転などの政策転換からはかなりの時間が経過した後に発生したのである。

すでにみたように高成長を続けてきた東アジア経済に変調をもたらした最大の原因は、むしろ旧社会主義諸国の市場経済化などによる世界経済のグローバル化と国際間競争の激化の一層の進展、とりわけ中国の輸出競争力の飛躍的な上昇による他の諸国の輸出の停滞にあった。94年1月の元の切り下げによって国際競争力を高めた中国には、日本やアメリカ・EUなど先進諸国だけでなく、韓国や台湾などNIESからも直接投資が急増した。そしてドル連動制のもとで過大評価に陥ったASEAN諸国などとの競争に打ち勝ち、対米輸出を中心に輸出を急増させていった。したがって東

アジアの通貨危機は、たんにアメリカの通貨・金融政策の転換だけでなく、90年代中葉における国際貿易システムをも含めた世界経済全体の構造変化によって引き起こされたのである。そのため、危機発生翌年には、対米輸出の急増による経常赤字の大幅な減少によって早々に危機を脱したメキシコとは異なり、東アジアの危機はより長期化し、また深刻化したのである。

第二の危機発生直前の財政の状況も、両者で大きく異なっていた。メキシコの場合は、金融機関等の民間部門の発達が遅れていたこともあって、政府主導で高度成長をめざした政策を推進した結果、政府や政府関係機関の海外資金の借入れが急増した。ことに危機の発生した94年に経常赤字がGDPの約8%にまで急拡大した際には、そのファイナンスのためにドル建て短期国債であるテソボノスの大量発行を余儀なくされていた。<sup>(22)</sup> こうした主として財政赤字のファイナンスのために取り入れた海外からの大量の短期資金が、危機発生の際には逆に一挙に流出に向かった。

だが東アジアの場合は、高成長をめざした政府の輸出主導型工業化政策が採られたものの、そこでの資金調達はおもに民間部門が中心であり、したがって政府の財政部門は、好調な企業活動等もあってむしろ健全性を維持していた。<sup>(23)</sup> しかし過度に輸出や外資に依存した民間部門が、その後の経常赤字の拡大とバブルの発生によって海外から大量の短期資金を取り入れたことが、マクロ経済の不振の表面化のもとで、逆に大量の資金流出をもたらした、ついに通貨危機を発生させてしまったのである。

第三の国内政治情勢については、これらの通貨危機にみまわれた新興諸国の多くで、各種の資源を集中し輸出主導型工業化政策をはかるための強力な統治体制である「開発独裁」がとられていた。しかし東アジアの諸国においては、民主化を求める動きはあったものの、危機発生直前までは一応政治的安定が保たれていた。またそれが、日本等からの企業進出にあたっての有力な投資誘因の一つでもあった。

だがメキシコの場合は、ペソの過大評価等によ

(22) 経常赤字の拡大とともに対外債務も急増し、1994年末には累積債務額が約1,530億ドルに達していたため、国際金融資本市場においてメキシコ政府の信認は大きく低下していた。しかも対外債務の約40%以上を短期債務が占めていた。(IMF, *International Financial Statistics* 1995,)

(23) たとえば通貨危機の端緒となったタイの場合、1997年9月末には財政黒字がGDPの約3%であった。(ibid,)

る経済のファンダメンタルズの悪化等を背景に、1994年には農地法・教会法の改正を契機としたチアパス州での先住民族の反乱や、与党の有力視されていた大統領候補の暗殺事件等が発生するなど、政治的・社会的にも一種の混乱した状態に陥っていた。したがってメキシコの場合は、マクロ経済の悪化のみならず、そうした不安定な国内の政治情勢等からも投機筋からペソ売り攻撃が仕掛けられやすい状況にあったといえよう。

第四の危機発生後の展開過程と、またそこでのアメリカ政府の対応については、両危機において大きく異なっている。メキシコ通貨危機は、瞬く間に中南米や欧州・アジア等へと「テキーラ効果」によって波及し、新興市場を中心に世界の株価も大きく下落した。またドル売りやマルク・円買い等による「質への逃避」によって国際通貨システムも大きく混乱した。だが、NAFTA で結ばれたアメリカとカナダの両政府が、94年12月のペソ切り下げ直後にそれぞれ60億ドルと10億ドルの緊急信用供与を実施するとともに、さらに95年1月にアメリカ政府は議会の強い反対を押し切って最大400億ドルの信用供与を発表するなど、IMFからの187億ドルの緊急融資を大幅に上回る支援策をとった。こうしたアメリカの巨額の国家資金の素早い投入と、ペソ切り下げ等によるメキシコ自体の輸出急増もあって、メキシコ通貨危機は早期に収束に向かっていった。

しかしアジア通貨危機の場合は、97年7月のタイに発生した通貨危機が、瞬く間にアジア各地へ波及しただけでなく、さらに98年から99年にかけて

でもロシアや中南米へと「伝染効果」によってグローバルに拡大し、国際通貨・金融システムを長期にわたって大きく混乱させた。そしてバブル崩壊後の不況に悩む最大の投資国日本の不良債権問題をさらに深刻化させたこともあって、世界的な金融恐慌の発生さえ危惧された。また通貨危機が、東アジアやロシア等の各国の金融システムを崩壊させたばかりでなく、さらにインドネシアのように一部の国では経済危機から政治的・社会的危機へと危機がよりいっそう深刻化していった。

またメキシコの場合とは異なり、こうした東アジアの通貨危機発生とそのロシアへの波及に対し、当初アメリカ政府は、もっぱらIMF主導による厳しい内容からなる支援策<sup>(24)</sup>を要求し、自国への負担回避をはかった。だが99年1月にブラジルをはじめラテンアメリカ諸国にも通貨危機が波及するとともに、アメリカもようやく本格的な支援に乗り出した。したがってアメリカの金融支援は、アジアで発生した危機が約1年半あまり後に、アメリカの「裏庭」である中南米諸国に波及してからようやく開始されたにすぎない。

## むすびに代えて

1990年代後半に東アジアに発生し、さらにロシアや中南米へと「伝染」し拡大していった通貨・金融危機は、グローバル化が進展し、一体化が強まった現代の世界経済の不安定性を露呈した。また同じ90年代に発生したメキシコ危機とは異なった「21世紀型の危機」として、現代の世界経済とそこでの国際通貨・金融システムにたいして、新たな深刻な危機の発生を告知するものであった。

今回の東アジアの通貨・金融危機が、またたくまにNIESやASEAN諸国など域内全体に「伝染」していった原因の一つとして、日系企業をはじめ多くの東アジアの企業が、それまでの企業内貿易などを中心とした貿易・投資によって域内で相互依存関係を深めていたことがあげられるであろう。それまでは東アジアの高成長の原因の一つとされていた各国や企業の相互依存関係の強まりが、タイに発生した危機を契機に、逆に負の連鎖

(24)IMFは金融支援と引き換えに、各国に経済再建のための厳しいコンディショナリティを認めさせた。IMFの経済再建案の骨子は、為替政策における変動相場制の導入、経常収支改善のための金融引き締め、脆弱な金融システムの早急な改革、不透明な企業慣行や貿易障壁・独占の排除等の経済構造改革、政府と企業との癒着の是正、等からなっていた。この再建案にマレーシアは反発して金融支援を拒否したが、この厳しい再建案は、一面では通貨危機から金融・経済危機へと危機が深刻化していたアジア諸国の経済をさらに悪化させる結果となった。

反応を引き起こし、域内全体において通貨・金融危機のみならず、実体経済に対しても深刻な影響をもたらすとともに、経済危機やさらには政治的・社会的危機さえ引き起こしたのである。

たとえば通産省の1998年末の調査によれば、今回の東アジアの通貨・金融危機によって、ASEAN 4（タイ・マレーシア・インドネシア・フィリピン）および韓国に進出している日系企業の70%近くが、為替差損の発生や収益の減少などを中心に、生産、販売、財務、収益などさまざまな面で悪影響を受けている<sup>(25)</sup>。こうした悪影響の原因の一つとしては、このところ急激に拡大していた東アジアに進出している日系企業間の域内分業にともなう域内貿易の縮小などがあげられるであろう。また東アジアは、90年代に入ってから、80年代の北米を上回る日本企業の最大の海外進出先となっており、しかも投資収益率もそれまで3.1%と北米の1.0%を大きく上回っていた<sup>(26)</sup>。したがって今回の通貨・金融危機による日系企業の収益等への悪影響は、最大の輸出先でもある東アジアへの輸出の減少とともに、バブル経済崩壊後の長期にわたる不況下にあるわが国の企業に対しても、多大なインパクトをもたらしたといえよう。

このように、90年代における世界経済のグローバル化と相互依存の深化のもとで、途上国に端を発した通貨・金融危機もグローバルに拡大し、90年代後半には、世界経済とそこでの国際通貨・金融システムにおける危機の発現形態も、新たな「21世紀型の危機」へと変質している。こうした危機の変質等を背景に、このところ国際通貨システムの改革や、短期の国際資本移動やヘッジファンドに対する規制の在り方などが論議されているが、これらは21世紀に向けての国際金融の世界における大きな課題であるといえよう。

---

25) 『平成11年版・通商白書』165～7頁。

26) 同上書，133頁。