

## Articles

## 論文

## アジア通貨危機のインプリケーション

- 世界同時デフレ不況は生じるのか

主席研究員

中山 真一



## 目次

はじめに	・ 通貨危機国の経済回復過程
・ 1929年の大恐慌	1. 経済回復のプロセス
1. 1929年の大恐慌	2. 政策の妥当性
2. 大恐慌の実態	3. 社会の「安定」
・ アジアの経済危機	4. マレーシア経済政策の転換
1. 経済危機の実態	・ 日本の選択
2. 1929年大恐慌との類似性	1. 東アジア経済と日本経済の相互依存
・ 世界恐慌へ発展する可能性	2. 日本経済の回復
1. 不況長期化の可能性	3. 東アジア経済の回復にむけて
2. 東アジア不況の世界への影響	

## 要旨

東アジアの経済危機は、因果関係は別としても、同時期に不況となる国が拡大し、世界同時デフレ不況が懸念される。この可能性について検討を行った。その結論は、(1)バブル崩壊、巨大な内外債務返済負担を抱える東アジアの経済不況は、大恐慌並みであり、回復には外国資金の流入が不可欠である。(2)日本および中国の経済不振が、更に東アジアの経済状況を悪化させかねない。これにもかかわらず、(3)貿易を通じた世界同時不況の可能性は少ない。しかしながら、(4)世界的な危険回避による「信用収縮」が生じ、米国のバブル的好況を終わらせ、世界同時不況に陥る危険はある。このような状況を避けるためには、(5)東アジア諸国は、金融部門の改革に始まる経済改革を進め、その経済の将来に対する「コンフィデンス」を高める必要がある。(6)日本は、投資拡大より、消費需要の喚起から経済回復を行う必要がある、消費需要拡大には、フローの所得について恒久所得減税、ストックの所得について、金利を高めることが不可欠となる。この結果、日本からの資本逃避を避けることが出来、為替レートが上昇基調になれば、東アジアの輸出増、東アジア経済回復との良循環が生じ、東アジア経済の回復、ひいては世界経済の将来へのコンフィデンスが高まることに資する。

# Implications of Asian Crisis

— Is it going to induce a world depression?

Chief Economist **Shinichi Nakayama**

## CONTENTS

### Introduction

- . The Great Crash of 1929
- . Asian Crisis
- . Possibility to Induce World Depression
- . Economic Recovery of the Currency Crisis Countries
- . Options for Japan

## SUMMARY

The Asian Economic Crisis has expanded, with or without causal relations, to other countries such as Russia and Brazil. There is a possibility of world depression induced by the Asian Crisis. This paper tackles the possibility.

Main findings are; (1) The Asian Economic Crisis is almost comparable to the Great Crash of 1929 in its severity and duration because of highly leveraged economies, and requires massive inflow of foreign money for its recovery, (2) There is a danger that economic slump in China and Japan will further aggravate the recovery, (3) Nonetheless, a concurrent recession due to changes in the pattern and volume of trade is not great, (4) Danger of a world recession comes from credit crunch by risk-aversion is real, which may abruptly end the booming US economy.

To preempt the worst scenario, (1) East Asian countries should pursue their economic structural reforms starting from the financial sector, and thus enhance credibility for the future of the economy, and (2) Japan should stimulate its economy by stimulating consumption demand. It is necessary to introduce a permanent income tax deduction to increase the flow of disposable income, and to raise interest rate to increase income from the financial wealth. These measures, together, will forestall capital flight from Japan, and yen will be appreciated. It will increase the imports from East Asia, and accelerate the recovery of East Asia, and a virtuous circle of the recovery will start.

That will be a way to regain confidence in the future of the world economy.

## はじめに

97年7月のタイ・パーツの事実上の切り下げから顕在化した東アジアの「経済危機」は、因果関係を別としても、同時期に不況となる地域が東アジアに加えてロシア、ブラジルと広がり、世界デフレ不況の始まりとなる可能性がある。

シンガポールと台湾は、東アジア経済危機の影響を受けたことの影響が大きいが、それ以外の日本、中国、香港などの国は、それぞれ国内に問題を抱えており、同時期に不況に入っている。このように経済危機が因果関係の有無にかかわらず世界的に広がれば、その他の世界の景気が後退し、その影響で更に不況が深刻化することが懸念される。更に、不況地域のデフレ傾向を考えると、世界同時デフレ不況が危惧される。そこで、東アジアの経済危機から、世界同時デフレ不況が生じる危険について検討する。

東アジア経済危機のインプリケーションは、東アジア経済危機の各フェーズ毎にあるが、ここでは、いわば最後の段階について考察する。東アジアの経済危機のルートは、過剰投資を内外金融機関からの融資で続け、その結果、実体経済面では、過剰設備の存在、バブルの崩壊を引き起こし、金融面では、不良債権の増大から金融危機を生じ、国際収支面では、経常収支の累積赤字の増大を、結果として短期外国借入でファイナンスし、短期の借入が外貨準備を上回ったので、通貨切り下げに追い込まれた。この過剰投資が可能であった理由を、外国からの借入が容易であったからとすれば、早すぎた国際資本自由化が原因であり、為替相場制度が固定的に運用されていたので、借り手が為替リスクを考えなかったせいとすれば、固定的な為替相場制度が原因となる。しかし、一番大きな理由は、成長神話による成長期待が企業の借入、銀行の安易な融資をチェックできない制度的な欠陥があったことであると考えられる。

通貨危機の発生自体については、経済のファンダメンタル（具体的に何を意味するのか不明な場合が多い。）が悪くないのにヘッジ・ファンドがレバレッジ（梶子、手元資金の数倍の借入を行うこと）により、投機を行い生じたとみなせば、短期国際資本の規制が必要となる。ヘッジ・ファンドは、タイの切り下げにいたる最終段階では投機を行ったらしいが、その他の国では余り影響を与えていないといわれている。海外への資金流出は経済への信認低下から、国内からの資本逃避が生じた影響が大きいと考える。

通貨切り下げ後の不況は、IMFの金融引き締めによる為替相場安定策が、過度な景気後退を招いたとみなせば、IMFの通貨危機国救済策の改善が必要となる。しかし、過剰資本ストックを有し、負債比率の高い経済が、成長率の低下に陥ると深刻な不況になるのは避けられない。為替の安定と、インフレーションによる更なる為替レートの低下とどちらを採るかという問題となる。企業債務のうち、対外債務はインフレーションになっても、為替レートが下がれば減価しない<sup>1)</sup>。

東アジアの経済危機からの回復は、過剰設備、不良債権の償却から、外国からの資金の流入が進まないとは崩壊する可能性があるが、世界経済には、貿易、金融面から悪影響を与える。そこで、その影響を考察するが、最初に、比較の対象として1929年の大恐慌をみている。

## ．1929年の大恐慌

### 1．1929年の大恐慌

1929年の大恐慌が始まった理由、および長期化した原因について未だ定説はない。29年10月にニューヨーク株式市場が暴落したが、米国経済の後退は29年初めから生じており<sup>2)</sup>、株式市場の暴落が原因で10年近い不況が生じたわけでないと考えられている<sup>3)</sup>。株価暴落に伴い、株式購入に融資

を行っていた銀行が債権回収に走り、その結果、健全な借り手まで倒産に追い込まれたという金融崩壊が一番大きな原因との説が納得しやすい<sup>4)</sup>。

不況の長期化には、過剰設備の存在もあった。米国では、自動車ブームが29年頃までにはピークを迎え、米国内の所得格差から需要が減速過程にあった。マネタリストは、マネーサプライの縮小が、長期不況の原因とみなすが、公定歩合は、下がったり上がったりしており、政策効果は不明である。スムート・ハートレー法による報復関税など「近隣窮乏化政策」が不況の恐慌化、伝播に影

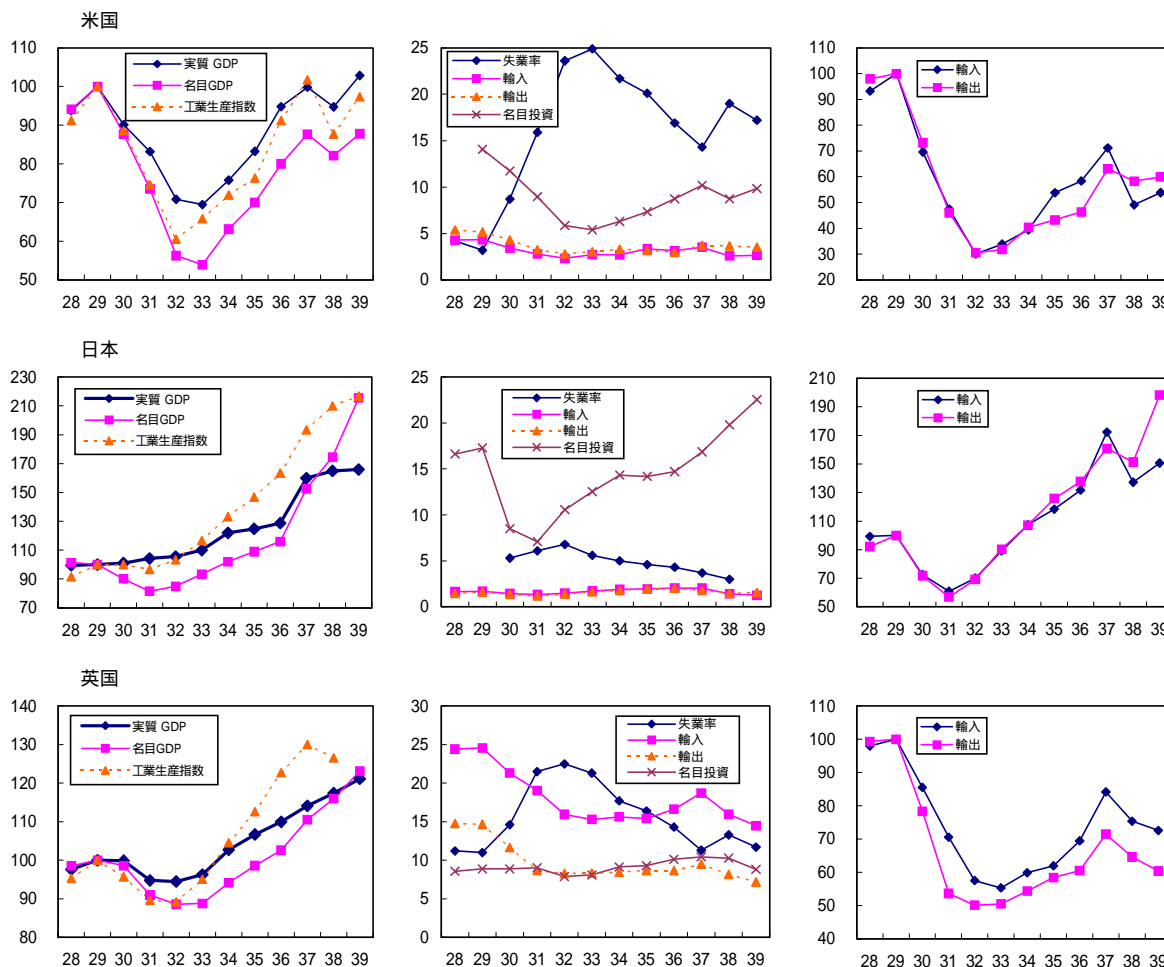
響を与えたという説明もあるが、経済の貿易依存度は低かった。

金本位制が、崩壊する中、各国が切り下げ競争に走り、国際流動性に最終的な「貸し手」がいなかったことが、恐慌長期化の原因とみなす説もある<sup>5)</sup>。

いずれも、何故、底無しの不況に陥り、最終的には、第2次世界大戦という大幅な「需要」増加まで、経済は回復しなかったことを、十分には説明していないと考える。

デフレ・スパイラルに一旦陥ると、経済の縮小

図表 1 大恐慌時の経済状況

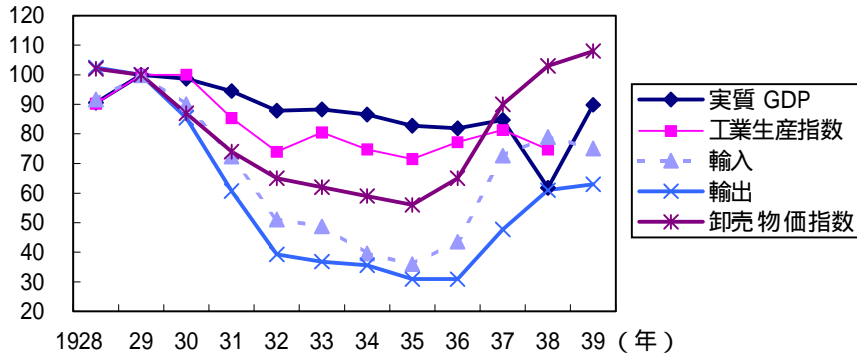


(注) 日本の30年までは、GNP、その後はGDP、英国の輸出は再輸出を含まない。

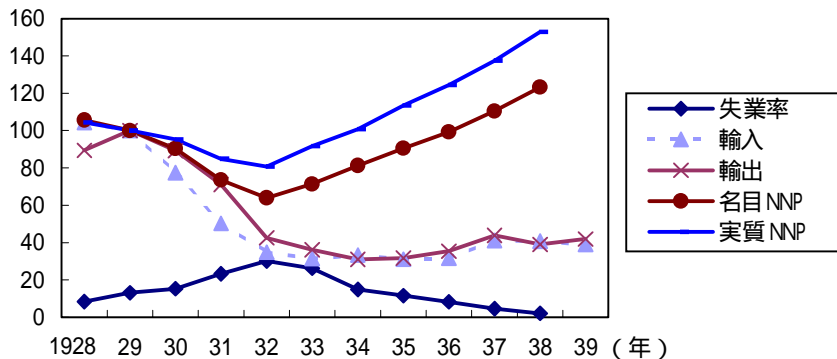
左側と右側のグラフはいずれも29年を100としている。中央のグラフの輸入、輸出、名目投資は、その年の名目GDP乃至GNPに対する比率(%) (出所)『マクミラン長期経済統計』をもとに作成。

図表 2 大恐慌時の経済指標

## フランス



## ドイツ



は、人々の「センチメント」に影響を与え、長期化する危険が高い。マネーサプライを増やしてインフレ期待をもたらす可能性<sup>6)</sup>も理論上はありうるが、物価上昇がマイナスになり、失業が増加しているときに需要に結びつくか、これまでほとんどの国で経験がないので定かでない。

私見では、供給能力過剰状態で需要が減少する局面で、金融麻痺が生じその結果、価格の減少、失業による所得の減少から需要の減少というデフレ・スパイラルが生じ、資産価値の減少が事態を更に悪化させたと考える。不況の伝播ルートは、貿易より国際金融、金融機関の脆弱性によるところが大きかったと考える<sup>7)</sup>。

## 2. 大恐慌の実態

1929年の大恐慌は、約10年後までデフレが進

行・長期化したことが一番大きな特徴であろう。大恐慌の原因は定かでないが、国内経済構造、国内金融システム、国際金融システムに欠陥があり、1国が大不況に突入した影響が1-2年後には、世界的な不況を生じた。最終的な「脱出」は、第2次世界大戦という「超過需要」によるもので、誰もが、需要が伸びると確信できる状況を待たねばならなかった。(29年から39年の米・日・英等の主要経済指標を図表1、2にしめす。)

米国は、33年まで、マイナス成長を続け、その後回復にむかったが、名目GDPの動きをみると分かるように、名目GDPの回復は実質GDPに遅れている。更に名目GDPは39年になっても回復していない。日本は、実質GDPはほとんど影響を受けていないかに見えるが、名目GDPの回復は34年である。高橋財政による為替レートの低

下を許容した積極財政、ついでは軍事費拡大が、実質成長率の維持・拡大に寄与したと考えられる。英国は、当初、ニューヨーク株式市場の暴落による資金還流を喜んだが、不況に突入した。実質 GDP の回復は34年、名目 GDP の回復は35年と米国より早い、失業率の回復は、37年ころであり、10%強と以前と近い水準に戻った。フランスは、実質 GDP は緩やかな減少を続け元に戻らなかった。ドイツは、実質 GDP が34年、名目 GDP が36年と比較的はやいが、戦争準備の需要があったと考えられる。

貿易についてみると、名目 GDP 比での減少はあまり顕著でない。しかし名目額(自国通貨建て)では、各国ともボトムでは半分近くまで減少しており、日本以外は回復しなかった<sup>8)</sup>。貿易の GDP に占める割合が米国で5%弱、日本で3%程度、英国は15%程度と例外的に高かったが、貿易の影響は少なかったとみなせよう。設備投資の回復は、日本以外みられなかった。

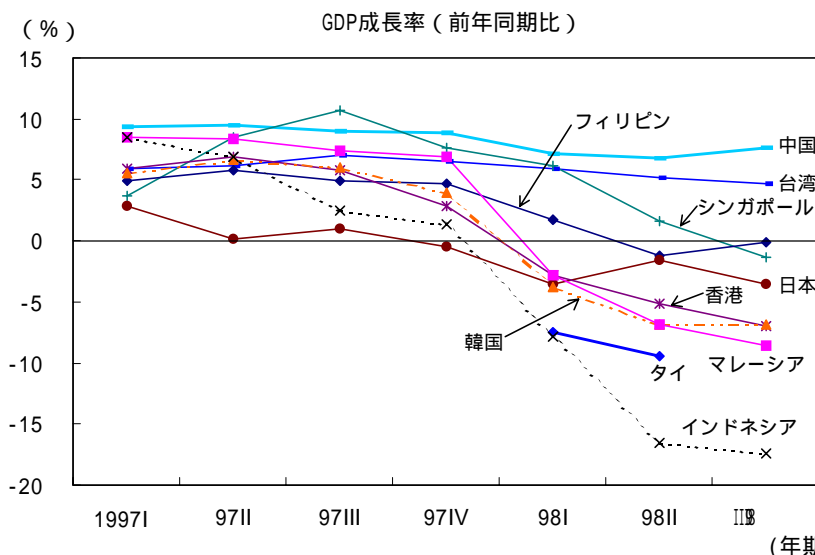
## ・アジアの経済危機

### 1. 経済危機の実態

東アジアをみると、通貨の大幅な切り下げを経験した5カ国、タイ、フィリピン、マレーシア、インドネシア、韓国は、これまで経験したことのない厳しい不況にあるが、日本、シンガポール、香港も、四半期ベースでマイナス成長に陥り、中国、台湾も成長率の減少が見られる(図表3参照)。

中国は、前半7%の成長であるが、公式には98年8%の経済成長が目標で実現可能としている。

図表3 東アジアの四半期経済成長率



(注) 中国は、同年中の累積ベース、台湾はGNPベース、タイはIMF文書から97年はない。  
(出所) 各国統計

しかし、実際の経済成長率は公表数字の半分という見方もあり、実状は悪いと考えられる<sup>9)</sup>。銀行の不良債権はアジア以上とも言われている。国有企業、国有銀行間の貸し借りであり、実質的には中央銀行からの借り入れという形で資本注入済みとの見方もあるが、国有銀行のみで不良債権が、融資の40%、8%の自己資本比率に必要な新規資本投入額は1兆元以上であり、GDPの約14%相当となる<sup>10)</sup>。国有企業の赤字は構造的であり、過剰在庫、稼働率の低さなどの問題を抱え、消費も伸び悩むなど、経済の実体は悪い。98年に入ってから、地方銀行の倒産、投資会社の破綻が生じている。

香港は、不動産バブル崩壊、カレンシー・ボード制による通貨の対ドル・ペッグが金利に影響し、不況に入っている。シンガポールは、国内経済にはほとんど問題はないが、インドネシア、マレーシアの不況の影響を受け、成長が減速している。更に、両国の政治情勢の不安定化は、人種問題も関係し、これまで両国に投資を進めたシンガポール企業に悪影響を与えている。

台湾は、これまでほとんど問題がなかったが、最近、輸出競争先での影響もあり、成長は鈍化して来ている。最近、企業の借入金返済猶予策を導入するなど、実体経済に影響がでている。

為替レートの切り下げは1回限りの効果であり、輸出数量の価格効果による伸びは為替レートが安定すると無くなっていくので、国内の民間消費、民間投資が回復する必要がある。企業の債務返済計画などの進捗を考えると「底」に達するわけではない。IMFは99年下期に底に達すると予測しているが、投資を抑制する過剰設備の存在、企業のリストラに伴う失業の発生を考えると、経済が「底」に達するのは、2000年以降になってもおかしくない<sup>11)</sup>。東アジアの経済危機の程度は大恐慌に近いといえよう。

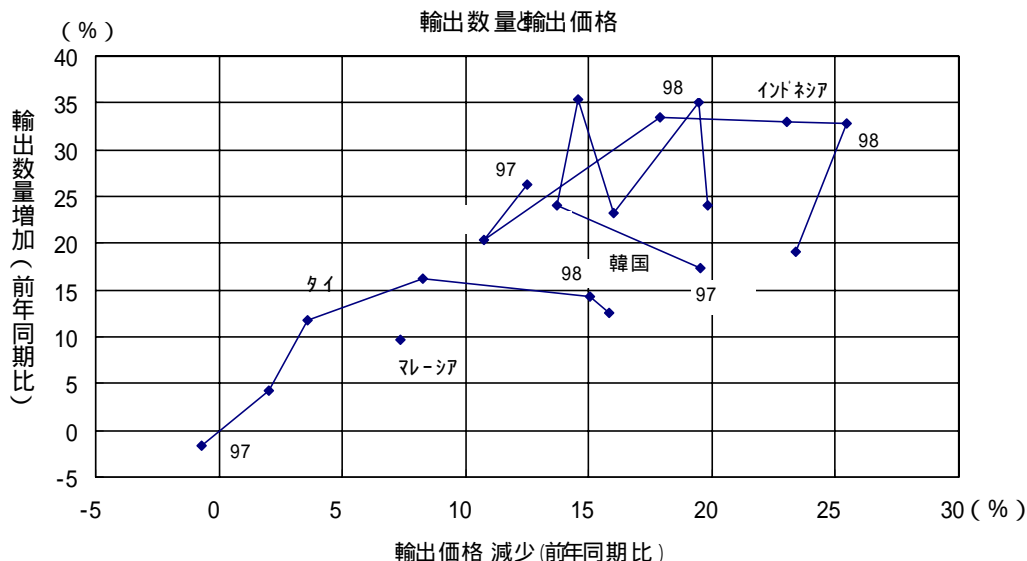
## 2. 1929年大恐慌との類似性

東アジアの経済危機を、1929年の大恐慌時の米国と比べると、類似点が多い。金融機関が不良債

権の増大から、実質的には倒産状態に陥り、金融麻痺を生じている。バブル崩壊により過剰設備に陥っている。更に当時の米国では、所得格差の大きさから自動車需要が一巡し、大幅な自動車需要の減退が生じたが、経済危機国でも同様である。価格の上昇は、輸入価格の上昇による輸入インフレによりマイナスではないのでデフレでないともいえる。しかしながら、インフレの程度は、輸入価格の上昇を価格転嫁する水準以下であり、実質賃金水準の低下の影響、過剰設備の影響がでており、今後、急速に価格水準の低下が見込まれる。

つぎに、貿易についてみると、図表4にみるように、輸出数量は伸びていたが、伸びの鈍化傾向がみられる。貿易が自国通貨ベースで減少した「大恐慌」と比べると違いはある。輸入については、数量ベースの輸入は、成長率の低下以上に減少したと推測される<sup>12)</sup>。今後、経済が回復すると為替効果減少により輸出の伸びが低下し輸入が増え、成長率減少要因となる。

図表4 輸出数量と輸出価格の関係



(注) タイ以外は国民所得統計ベース  
 輸出価格減少は、国内輸出価格上昇から為替レート下落によるドル・ベースでの輸出価格の減少率をプラスで示す  
 (出所) IMF Economic Outlook, マレーシア統計をもとに作成。

## 世界恐慌へ発展する可能性

### 1. 不況長期化の可能性

このように、東アジア諸国が、同時期に不況に陥った結果、世界経済が大恐慌に発展する可能性はないのかを検討する。東アジアの同時不況が世界経済大恐慌へ発展するルートとしては、実体経済面、金融面を通じた波及がありうる。実体経済面では、東アジアへの輸出の減少、東アジアからの輸入の増加による成長鈍化とその波及効果である。金融面は、東アジアへの融資が不良債権化して、信用収縮が生じて不況に陥る危険である。結論から述べると、実体経済面での波及による世界不況は可能性が低い、金融面からの世界不況はありうる。

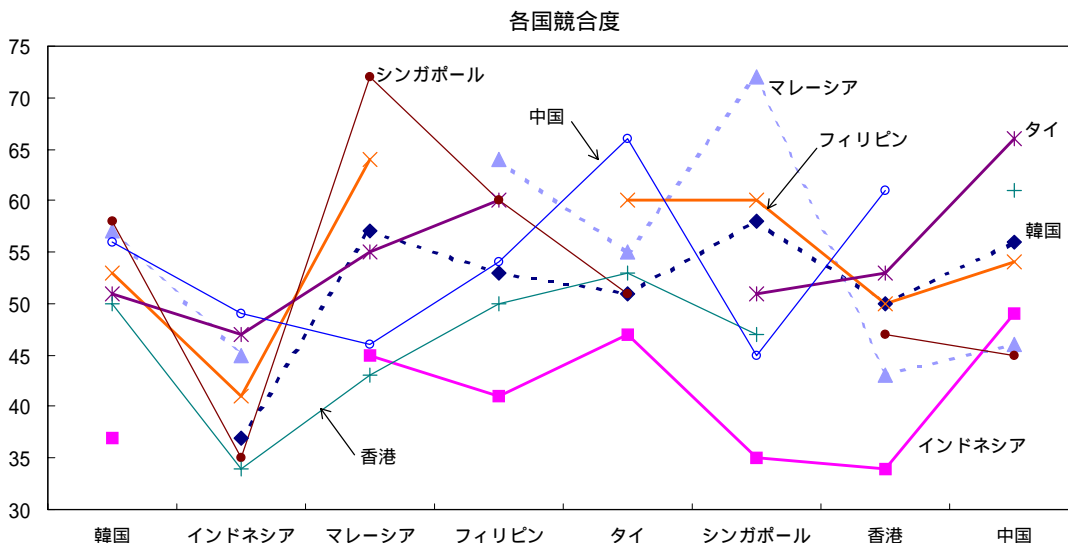
実体経済を通じたルートは、日本・中国の経済悪化が、通貨危機国だけの不況なら世界不況にはならない。しかし、東アジアで日本、中国の経済悪化が通貨危機国経済を悪化させ、その結果日

本・中国経済が更に悪化するという悪循環パターンから、東アジアの経済悪化が長期化し、3 - 4年後に世界経済もその影響を受ける危険はある。

中国と日本を一括りにしたが、通貨危機国との関係は違う。中国と通貨危機国との関係は、相互貿易のウエイトはお互いに小さく、むしろ第三国市場での競合関係が問題となる。中国の通貨切り下げは、通貨危機国との為替レートの競争的切り下げにつながる危険がある。日本は、通貨危機国の輸出市場としては大きい、日本にとって通貨危機国市場の日本経済に与える影響は少ないという関係にある。輸出の競合関係で問題になるのは、日本国内市場での競合であり、日本の切り下げは、通貨危機国通貨の1回の調整に終わる可能性が高いという違いがある。

第三国市場における競合の程度について輸出品目類似度をみると、図表5のようにインドネシア以外の国の類似度は50を越えている<sup>13)</sup>。また、各国の輸出のグラビティを見ると、趨勢的に域内貿

図表5 各国の輸出競合度



(注) 自国は定義上100になるが省略。インドネシア以外の国との競合度は高いが、これは一つには、インドネシアの原油・天然ガス輸出の影響も考えられる。

(出所) Park and Song (1998) から作成

易の重要性は減少しており、東アジアは、類似製品を競合しながら世界に輸出するようになってきていた<sup>14)</sup>。

## 2. 東アジア不況の世界への影響

まず、東アジア経済の世界に占める大きさを見てみよう。図表6にみるように、通貨危機に陥った5カ国は、世界のGDPの3.5%、輸出の6.2%、輸入の6.5%を占める。世界を、通貨危機国以外と通貨危機国に分けて考えると、通貨危機国間の貿易が通貨危機国の輸出の概ね10%であり、通貨危機国以外にとり、通貨危機国との貿易が、そのGDPに占める割合は、図表7にみるように輸出・輸入とも1.1%程度であり小さい。日本の輸出、輸入に占める割合は、世界平均より大きい。日本のGDPの貿易依存度が小さいので、似たような結果となる。

通貨危機国からみると、その他世界との貿易がGDPに占める割合は、輸出が約3割、輸入が3.5割であり、日本が、輸出で5%強、輸入で8%強であり日本の影響が大きい。したがって、単純化すれば、日本の不況が、通貨危機国の経済回復を

図表6 世界における東アジア経済

(単位:%)

1997年	GDP	輸出	輸入
インドネシア	0.7	1.0	0.7
韓国	1.5	2.5	2.6
マレーシア	0.3	1.4	1.4
フィリピン	0.3	0.4	0.6
タイ	0.6	0.8	1.1
通貨危機国	3.5	6.2	6.5
シンガポール	0.3	2.3	2.4
香港	0.6	3.4	3.7
台湾	1.0	2.2	2.0
日本	14.2	7.7	6.0
中国	3.1	3.3	2.5
東アジア全体	22.6	25.2	23.2

(出所) IMF データ等をもとに推計。

97年 GDP は年平均為替レートで換算、輸出、輸入は通関ベースである。

遅らせて、不況の影響を大きくする可能性が高い。

つぎに、東アジアが不況になった影響を考えると、世界のGDPの2割強が不況地域となる。貿易ではこれより若干シェアが大きい。東アジア以外の世界にとっては、図表8に示すように世界のGDPの3%弱を東アジアとの貿易に依存しており、直接的には世界を不況に陥らせる危険は少ないと考えられる。IMFが98年世界のGDPが約1%落ち込むと予測を変更したことから考えても、そ

図表7 通貨危機国と世界の貿易関係

通貨危機国との貿易がGDPに占める割合 (単位:%)

	輸出	輸入
世界(通貨危機国以外)	1.1	1.1
参考: 日本	2.1	1.3
中国	1.6	2.0

(注) 輸出入は96年、GDPは97年

貿易が通貨危機国のGDPに占める割合 (単位:%)

	輸出	輸入
世界(通貨危機国以外)	29.8	35.4
参考: 日本	5.2	8.6
中国	1.7	1.4

(注) 通貨危機国内の貿易は、約10%  
輸出入は96年、GDPは97年

図表8 東アジアと世界との貿易関係

東アジアとの貿易がGDPに占める割合 (単位:%)

	輸出	輸入
世界(東アジア以外)	2.8	3.0
参考: 日本対日本を除く東アジア	4.6	3.2
中国対中国を除く東アジア	15.0	13.0

(注) 輸出入は96年、GDPは97年

域外貿易が東アジアのGDPに占める割合 (単位:%)

	輸出	輸入
対世界(東アジア以外)	10.3	9.7
参考: 日本を除く東アジア対日本	5.4	7.8
中国を除く東アジア対中国	2.1	2.4

(注) 東アジア域内貿易は、約50%  
輸出入は96年、GDPは97年

図表9 対外銀行融資残高の状況（経済危機国関連）

	通貨危機国(5カ国)		中国		香港・シンガポール		ロシア		ブラジル	
	1997年上	97年下	97年上	97年下	97年上	97年下	97年上	97年下	97年上	97年下
合計	274.5	258.7	57.9	63.1	433.5	406.8	69.1	72.2	71.1	76.3
日本	97.2	86.7	18.7	19.6	152.4	134.9	0.8	1.0	4.9	5.0
ドイツ	31.7	32.0	7.3	7.9	70.6	67.2	29.9	30.5	8.5	10.7
米国	23.8	22.0	2.9	2.5	14.1	12.3	7.5	7.1	16.2	15.8
その他	121.8	118.0	29.0	33.1	196.5	192.3	30.9	33.7	41.5	44.8

	危険融資残高		同 GDP 比(%)	
	1997上	97下	97上	97下
合計	274.5	877.0		
日本	97.2	247.1	2.3	5.9
ドイツ	31.7	148.3	1.5	7.1
米国	23.8	59.7	0.3	0.7
その他	121.8	421.9		

(注) 香港・シンガポールはオフショア市場向けであり、アジアに回ったと想定。  
 通貨危機国(5カ国)はタイ、インドネシア、フィリピン、マレーシア、韓国  
 (出所) BIS

の他世界の成長率の低下はこれ以下となる<sup>15)</sup>。毎年、現在以上の景気後退が数年続けば、世界不況となるが、その場合も、年々東アジアの世界経済におけるウエイトが減り、為替レートの効果は1回限りであるので、同時不況を誘発する危険はあるが先の話である。デフレの影響についても、東アジアからの輸入が GDP に占める割合が小さいので軽微である。

貿易を通じる影響は、このように大きくないと考えられるが、為替レートの更なる不安定化、国際金融・株式など金融面を通じた危険は無視できない。金融を通じた影響は、経済危機国向け融資の不良債権化、償却による信用収縮、場合によっては、金融危機を惹起しかねない。97年の銀行の対外融資残高は、経済危機の地域的広がりから、図表9にみるように、急激に増加している。銀行融資のほか、政府・民間の債権もあるので、実際の融資残高はこれより大きいと考えられる。

## ・通貨危機国の経済回復過程

### 1. 経済回復のプロセス

東アジア諸国の経済の回復を考えると、不良債権の償却、金融機関の増資の必要性、対外債務返済負担増から、これまでの貯蓄率を前提とし、経済改革の効果がすぐには現れないとすると、今後10年程度はよくてこれまでの半分の成長率となる<sup>16)</sup>。この成長率に達するまでも、過剰資本ストックの存在が民間投資の回復を阻害するので、回復過程は長期化する。

通貨危機から経済危機に陥った国の経済回復は、(1)金融システムの再建、(2)企業・実体経済の再建、(3)国内需要の回復というプロセスを経ることになる。金融システムの健全化については一応の進展がみられる。預金の保護を保証した上で、不良債権の処理機関の設立、自己資本比率を確保できない金融機関の整理・統合、必要な場合公的資金の注入、金融危機再発防止のための制度改革

図表10 金融部門の状況

	日本	タイ	韓国	マレーシア	インドネシア
信用供与 / GDP	170	155	165	165	75
不良債権 / 融資残高	30	40	30	25	60
銀行増資費用 / GDP	20	30	30	30	20

(出所) JP Morgan, IMF、公式発表等の推計のうち、一番大きい数字を採用した。  
したがって、不良債権比と銀行増資費用の整合性はないが、増資費用はさらに増加する可能性が大きい。

が行われつつある<sup>17)</sup>。

自己資本比率強化のためには、公的資金の注入制度が整えられている。金融機関の国有管理、外国への売却では、タイ、韓国が進んでいる。タイは上位銀行を残し、中下位銀行を、外国資本の参入、合併で「再建」しようとしている。韓国は、合併による大型銀行の設立にウエイトがおかれているようである。インドネシアは、214の銀行のうち、55行を銀行再編庁 (IBRA) 管理下におき、7行を清算する予定であるが、結果として、中国系インドネシア人所有の銀行を「処理」する傾向がある。この清算過程で、経営者に弁済を求めており、人種間の利害関係も絡んできている<sup>18)</sup>。マレーシアは、プミプトラ (マレー系マレーシア人) 銀行・企業はつぶさないという方針で、32の銀行を8銀行に集約し、すべて存続させようとしている。

再発防止策は、銀行経理の透明化、企業倒産制度の改革、監督強化など制度面が整えられている。このような改革に必要とされる資金は、各国ともGDPの30%前後と推計されており<sup>19)</sup>、外資への売却のほか、将来的には国有企業の民営化による売却益で補填する計画である。しかし、国有企業の民営化はほとんど進んでいない。税負担を出来る限り減らすことが考えられているが、国内での資金調達には難しいと思われる。図表10に不良債権の程度、銀行が自己資本比率8%を回復するのに必要な投入資金の程度を示すが、各国の公的な推計、必要資金量を大幅に上回っている。

また、企業倒産法の整備により、「貸しやすく」する制度の整備も行われている。タイ、インドネシアでは、これまで、支払い不能から倒産に至る法的手続きがほとんど機能していなかったが、整備が進んだ。実際の適用については、未だ疑問がのこっている。

金融部門の再建は、このような金融部門のとりあえず自己資本比率を回復することにくわえて、不良債権と表裏一体の企業の債務返済を進めることが必要となる。企業債務の返済リスクスケジュールは、基本的には民間当事者に任されており、ほとんど進んでいない。

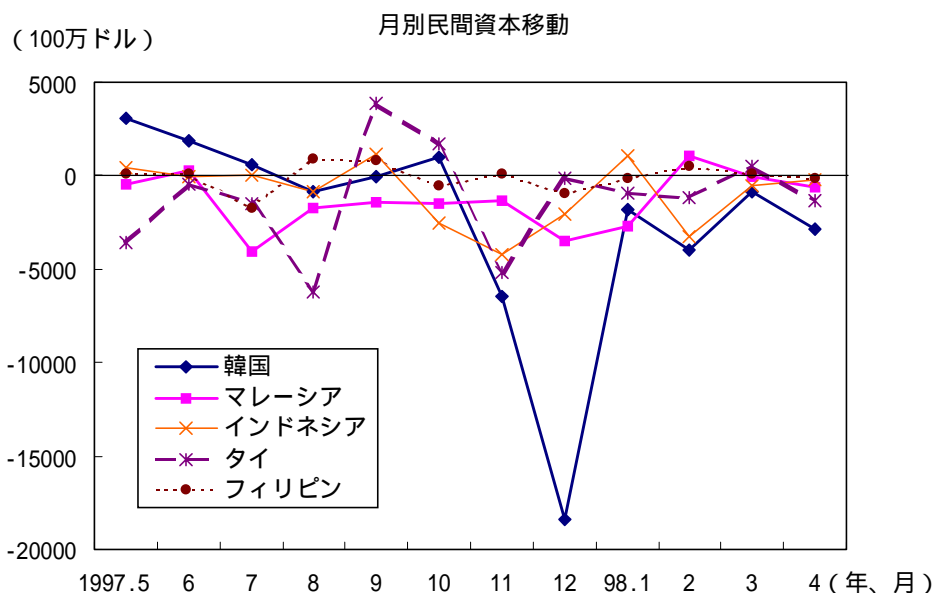
企業債務の深刻さは、その負債比率からも窺える。96年の負債比率 (負債 / 資本金) は、中位 (真中) の企業で、韓国620%、タイ340%、マレーシア、インドネシアで200%、フィリピンで150%であった。また、インドネシアでは3分の2、韓国では4割、タイでは4分の1の企業で損失が資本金を上回った<sup>20)</sup>。

経済 (金) が回り出すには、金融機関が「信認」されることが前提であり、そうでないとインドネシア、タイで見られる「返し渋り」が解消しない<sup>21)</sup>。

## 2. 政策の妥当性

経済危機国の回復にむけての政策は、大筋、金融セクター、ついで企業セクター、内需の拡大という方針であるが、これ以外の選択肢はないと考える。更に、今後の回復に必要な資金を考えると、

図表11 通貨危機前後の民間資本移動



(注) 外貨準備増減、経常収支、ネット直接投資、IMF 借款から Cross Border Capital が推計 (出所) Cross Border Capital

外国からの資金流入を容易にする環境整備も欠かせない。そこで、経済改革の必要性、政策の妥当性について、より詳しくみってみる。

第1に、為替安定化のために採られた高金利政策の妥当性についてみる。高金利政策の為替レートに与える影響は、資本逃避が金融危機のせいであれば、資本逃避に影響を与えず、实体经济の縮小に対する悪影響が大きい(韓国の場合)という見解もある<sup>22)</sup>。しかし、高金利による国内資金の流出を抑制する効果はあったのではないかと考える。なにより、国内の金融機関、経済に対する信頼の低下が、国内資本の逃避を生じている。

国内資本逃避について IMF は、国際収支の「誤差脱漏」の項目が、急増していることから記録されない資金流出の増加に対応するのではないかと推測している<sup>23)</sup>。各国別に97年の「誤差脱漏」をみると、韓国 - 87億ドル、マレーシア - 66億ドル、インドネシア - 28億ドル、タイ - 16億ドル、フィリピン 1億ドルである<sup>24)</sup>。これら5カ国の97年の

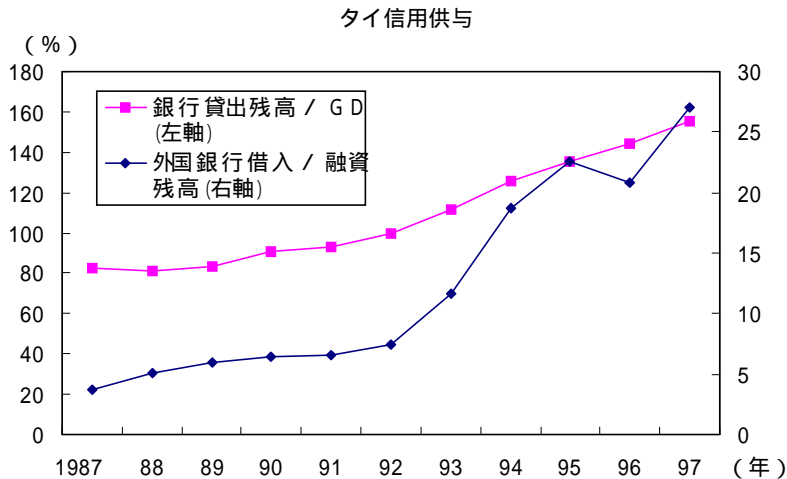
民間資金純流出が110億ドルであったので、これをはるかに超えている。

月毎の民間資金のフローを、外貨準備の増減、経常収支、直接投資、IMF 借款の残差とみなして、民間資金の動向を図表11にみる。韓国の97年12月以外大きな動きはみられない。資本逃避は持続的な動きであったように考えられる。

第2に金融機関の改革であるが、今回の東アジアの不況は、程度、期間ともにこれまで、この地域で例をみないものであるが、銀行危機自体は頻発しており、東アジア諸国も、約10年間に、香港、韓国、インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピンといずれも経験している<sup>25)</sup>。フィリピンについては、IMF の支援も行われた。東アジア諸国の「銀行危機」からの回復は、改革より、その後の国際資本の流入による景気回復により、その結果銀行部門の構造改革が進まなかったことが、今回の「銀行危機」につながった。

まずいかに融資を拡大したかについてみてみよ

図表12 タイ銀行部門の融資残高の GDP 比および外国借入れ



(注) 95年までは Banking Survey 96, 97年はデポジット・マネーバンクとファイナンスセクリティカンパニーの計で接続しない。なお、97年のファイナンスカンパニーは9月末

(出所) IMF, IFS

う。図表12, 13にタイとマレーシアの銀行部門融資残高の名目 GDP 比と、外国銀行からの借入残高が融資残高に占める割合をしめす。タイ、マレーシアいずれもここ10年程度で、名目 GDP 比の融資残高を80%程度から160%程度まで倍増させており、金融深化、急速な借金漬け経済になったことが分かる。外国からの借入は、タイの場合、急速にシェアを増加させ、25%を超えるまで至ったが、マレーシアの場合、10%以下であり、むしろピークからは低下している。

第3に、これまでの融資、金融機関の監督についてみると、銀行の監督・規制は、規制があっても監督が実行されなかった、あるいは規則が不備であったという欠陥がある。インドネシアでは、銀行の規制を、88年に新規参入を(70年以降はじめて)認めてから整備してきた。最小資本規制(88年)、ネットのオープン・ポジション規制(89年)、融資・預金比率(91年)、融資限度規制(93年)、不良債権が融資の7.5%を超えた場合の融資回収計画提出義務などである。これらの規制は、無視される場合が多かった<sup>26)</sup>。タイは、延滞債権の未

収利息の利益計上を認めるという銀行利益の水増しを行っていた。

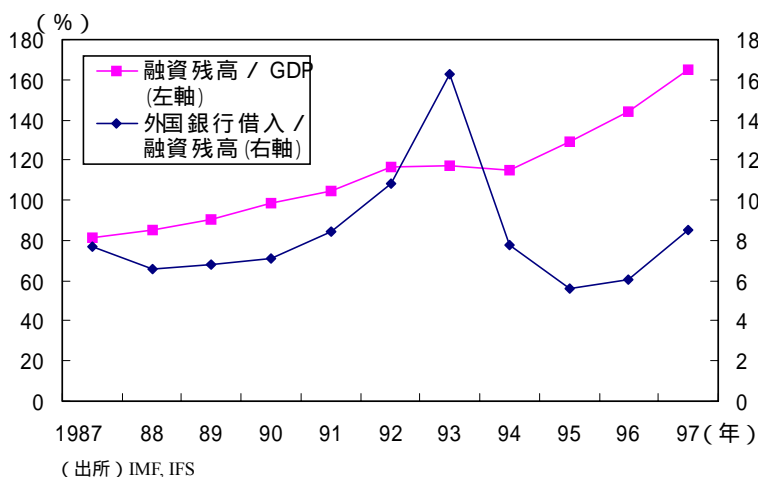
このような制度的欠陥に加え、政治の融資への介入は頻繁であり、韓国は、財閥(ジェボル)への政治的な融資、相互保証、マレーシアは、ブミブトラ系銀行支援、企業への融資がルーズに行われていたといわれている。採算を無視しても、事業・融資ともに、見返りの政府の利益供与、救済が保障されていると考えるので、融資の拡大が可能であった。

このような銀行セクターの改革が行われないと、経済システムに対する信認は生じないであろう。したがって、銀行の不良債権処理、増資による自己資本比率の増加と並んで、銀行部門の透明性、監督を行う必要があった。

### 3. 社会の「安定」

経済の回復は、金融機関の再建だけでなく、企業の債務返済計画、企業のリストラが必要になる。具体的には、これまでの過剰投資による過剰設備の経営上の解消策が必要となるが、企業部門の再

図表13 マレーシアの信用供与



建は遅れている。既に失業率は増加しているが、失業の増加はこれから本格化する可能性が大きい。これまでマイナス成長の不況を、ほとんど経験したことの無い各国が、数年間の耐乏生活を、政治的・社会的に続けられるかという点に懸念がある。タイ、韓国は相対的には安定しているが、インドネシア、マレーシアは既に不安定である。

タイは、97年11月に政権の交替があり、農業部門が輸出増加により好調で失業者の救済力を有している。韓国は、大統領の交替による政権与党の交替から、政策変更が容易となった。この2国では、政府への信認は増し、政権も経済危機の発端には政治責任がないという有利さがある。通貨の安定、金融機関再建の方向が一応決まったことから通貨危機、金融危機は終わったといえる。残るのは経済危機のみであり、外国からの資金流入、援助により回復過程を加速化すれば、社会的安定を損なうことなく回復に向かうと期待できる。

インドネシアは、5月に大統領が交替したが、ハビビ大統領は、スハルト前大統領と余りに近く、現在のインドネシアの状況では、憲法に従った承継でも、正統性がないといえる。スハルト時代の清算、スハルト一族の不当な蓄財の回収、政治制度の改革、経済の再建の3つを進めなければなら

ないが、今のところ3つとも大きな進展はない。経済の泥沼化は進行しており、5月の暴動時の中国系インドネシア人迫害問題は依然未解決である。

大部分が中国系インドネシア人であるインドネシアの資産家57人の海外資産は、昨年12月に、800億ドル(97年GDPの約4割)という推測<sup>27)</sup>もあり、これら海外資産が国内に還流しなければ、インドネシア経済の回復は見込めないであろう。しかし、現地で受ける印象は、インドネシア人は依然明るく苦境も乗りきるような気もする。

雇用の悪化についてみると、各国とも失業率は上昇している。しかし、タイでは、外国人労働者を本国に帰らせて空いた職の半分しかタイ人で埋まらなかったという政府発表もあり、深刻さが判断しがたいところがある。バンコクの街に失業者があふれているかといえば、ここ数年毎年バンコクに行っているが、変化は感じられない。東アジアでは、アングラ経済のウエイトが30%と推測されており、懐の深さがあるようである<sup>28)</sup>。

#### 4. マレーシア経済政策の転換

マレーシアは、外貨準備が債務不履行が懸念される程には減少しなかったため、IMFの支援は受けていないが、バブル、銀行の不良債権増加は、

図表14 日本と通貨危機国との関係（試算）

（単位：％）

	日本内需振興 3%	日本の為替レート			
		135円 150円	135円 170円	135円 120円	
日本	2.9	0.3	0.6	-0.3	
通貨危機国	0.3	-1.3	-2.9	1.3	

（注）通貨危機国の輸入:所得弾性値 1.1 価格弾性値 -0.25  
 輸出:所得弾性値 2、価格弾性値 -2 と想定

他の国と似たような状況にある。プミプトラ政策（マレー系マレー人優先）のもとで、国内での大幅な信用拡大を行い、プミプトラ系企業を支援したつけが重くのしかかっている。

マハテル首相は、スハルト前大統領と同じく、これまでの自分の業績が無に帰することを恐れており、引退して、経済回復を後継者の手柄にする意図は、当初から毛頭なかったと考えられる。このため、アンワール副首相との利害関係は相反しており、ついには、9月2日に更迭し、大蔵大臣と内務大臣を併任することになった<sup>29)</sup>。経済政策の転換は、2 - 3人で協議・決定されたため、あいまいな点が多く、細部、実施体制は明確でなかった。大筋は、リングを国内通貨として、1米ドル = 3.8リングに固定、資本移動は、外国からの直接投資とその利益送金以外は禁止、株式売買代金は、1年間、送金を禁止するというものである。株式売却後1年間の送金規制の適用範囲、海外送金など、後から注釈が続いた<sup>30)</sup>。

銀行の増資、不良債権の購入、株式市場の買い支え、景気刺激は、国営石油会社であるペトロナスなど、雇用者年金ファンド等の資金が使われている。これに加えて、銀行の法廷準備率を下げ政府債権を購入するという国内での借金の付け回しが行われている。プミプトラ系銀行、企業を潰さないという大前提・制約のもとで、経済再建を図ろうとしており、銀行の合併による銀行財務の悪化、不良債権の増加が生じ、外国資金が流入しな

いままでは、経済の内容は悪化しよう。

99年の予算は、支出が対前年マイナス2%、歳入がマイナス14%で、歳入欠陥は、160億リングットとなっている。公共事業等を行えば輸入が増えるので、対外バランスが悪化して、より深刻な事態に陥ろう。

## ．日本の選択

### 1．東アジア経済と日本経済の相互依存

日本が東アジア経済の影響を受ける程度と東アジアが日本経済の影響を受ける程度を比べると、東アジアが日本の影響を受ける程度がはるかに大きい。このため、日本の経済回復が、東アジアの経済回復に資する。

日本が、国内需要の振興、あるいは、日本の為替レートが上下したときの通貨危機国経済への影響を試算すると、図表14のとおりである。3%に相当する内需振興で、通貨危機国のGDPは0.3%上昇し、15円の切り下げ・切り上げは、1.3%の効果をもつ<sup>31)</sup>。

### 2．日本経済の回復

日本経済の低迷の原因は、85年ころのバブル発生に溯らざるを得ない。プラザ合意による為替レートの大幅な上昇後、景気が過熱するなかで低金利を続け、銀行が不動産・株式を担保に融資を拡大し、投資が、土地・株式などの資産に向かった

ので、融資と株価、地価のスパイラル的な上昇がはじまった。91年の土地融資規制、金融引き締めから、地価、株価の下落がはじまると、バブルが崩壊し、銀行、企業にあっては含み資産の減少、家計にあっては金融資産の目減りという資産効果から、デフレ的な不況に入り、基本的には現在まで不況が続いている。日本全体では、86年から89年の4年間、ほぼその年のGDPに等しいキャピタル・ゲインがあった。90年から株式、91年から土地のバブル崩壊の影響がでて、92年には、ほぼGDPに等しいキャピタル・ロスが発生した。株式は94年に一時戻したが、キャピタル・ロスは依然続いている<sup>32)</sup>。

このように資産価値の下方修正が続くという景気後退のなかで、今後の経済の回復を考えると、消費需要の拡大が一番望ましいと考える。公共事業の拡大による景気刺激は、90年以降行われてきたが一時的な効果に止まってきた。最近では、「貸し渋り」がよく話題になり、事実、信用供与も最近減少しているが、これまで堅実経営を行ってきた中堅企業、中小企業のなかには、銀行は融資を行ってくれるが、売上げが減るといふ悲鳴を上げている<sup>33)</sup>。このような状況では、持続的に成長する確信を持たせるには、これまで減少傾向にある消費需要の拡大が必要である。

消費需要の落ち込みは、全世帯の消費支出が、93年以来、連続して実質でマイナスの伸びを示しており、勤労者世帯の平均消費性向も低下傾向を続けている<sup>34)</sup>。個人消費の低迷、減少の原因は、失業の不安、低金利による個人金融資産の目減り、老後の不安によるところが大きいと考えられる。家計部門が消費を拡大できる、企業が消費需要が増えると確信すれば、家計、企業がそれに合う行動を初め、経済が回復に向かうと考える。

消費を拡大するには、恒久所得減税によるフローの可処分所得が増加することを保証し、金利の高め誘導が必要である。家計部門は、貯蓄を増や

すことで年間30兆円、金利収入の減少で14兆円の消費機会を減らしている。

家計（個人営業を含む）の金融資産は、90年から96年にかけて900兆円から1,200兆円に増加している。内訳をみると、現金通貨＋10兆円、通貨性預金＋37兆円、その他の預金（定期預金等）＋145兆円、保険＋100兆円、その他金融資産＋4兆円、株式－51兆円、長期債（国際、金融債など）－7兆円、である。株式の目減りはこの間、43兆円、長期債の価値増加が4兆円である。保険を除いて200兆円弱（年間約30兆円）の金融資産の増加が生じている。定期性預金等は増加しているが、金利収入は、90年に比べて14兆円減少している<sup>35)</sup>。借入金の利息は、利率が変動すると想定すれば10兆円減少し、都合4兆円の収入減であるが、住宅融資等、借入金の利率は下がっていないとすると、利息収入減と借入金利息の合計は14兆円を上回る可能性もある。この逸失利益も消費を減少させた要因であろう。

個人消費を刺激することを考えると、金利の上昇が望ましいが、この影響を企業、銀行について検討する。これまで、低金利、とくに95年9月から公定歩合を0.5%に下げたことにより、建設・不動産業など銀行借入の多い企業は、借入金の利払いで恩恵を受けてきた。しかし、非金融法人部門を全体としてみると、負債に占める借入金比率は90年の57%から96年の44%と減少しており、相対的な金利負担は減少している。とくに、94以降は、法人企業の借入の絶対額が漸減傾向にあるので、金利上昇の影響は減ってきている。銀行セクターは、金利引き上げの浸透までの過渡期を除けば中立的であろう。

金利の高め誘導は、為替レートの上昇効果を視野に含んでいるが、通貨切り上げの影響についてみる。輸出・輸入への影響はあるが、これ以上の消費需要の伸びがあれば問題ないと考える。対外資産・負債への影響は、自国通貨建てか、外国通

貨建てかで変わってくるが、国内非金融部門の対外借入等は、98年6月末で46兆円（98年6月末で金融負債の5%）、対外信用は99兆円（金融資産の26%）であり、借りるのは外貨建て、信用供与は、円建てが多いとすれば、メリットが生じる。金融部門については、外貨建ての純資産は、最近増加して7兆円余りであり、この部分が、円ベースで減価しても、影響は無視できる。

外貨預金等資本流出は、今のところ量的には大きくないが、邦銀の外貨預金は、98年4月末、1,000億円相当が、7月末1,600億円と増加した。8月に円高になった際は、円安を見越して、外貨預金が急増したといわれている。低金利を続けて、経済の先行き懸念から円安期待が生じると、国内からの資金逃避が始まる危険がある。国内資金の逃避は、潜在的には、個人金融資産のうち保険を除く約900兆円がベースであり、外貨準備約25兆円をはるかに超える。東アジアで生じたように、国内資金の逃避が始まると、自己実現的に円安、更なる資金逃避がおきる危険がある。

### 3. 東アジア経済の回復にむけて

日本経済の現状は、東アジア以上に厳しい面もあるが、例えば所得減税による消費需要の喚起、金利の高め誘導による個人金融資産の金利収入の増加は、国内消費需要の喚起となり、これに呼応する企業活動により日本経済の回復につながる。金利の上昇は、円高への誘導となり、国内からの資金逃避を未然に防ぐのに資するほか、東アジアからの輸入増大につながり、日本経済の回復と東アジア経済の回復の良循環につながる。

日本が大胆な経済政策を躊躇するという不作為は、東アジア経済の泥沼化につながりかねない。東アジア経済再建へ日本が300億ドルの支援を行うことは、使い道、返済を十分考えたものになれば、経済回復に資するが、東アジアが必要とする資金量は、金融セクターの健全化（不良債権償却

後自己資本比率回復に要する費用）だけでも、約2,500億ドル<sup>36)</sup>であり、出来る限り早く、外国資金が流入する環境整備、とりもなおさず、現在、韓国、タイが進めているような経済構造改革を行う必要がある。

この間連では、これまでほとんどアンタイ援助としてきたODAを、相当部分、マイナス成長国企業に限定したODAとし、経済回復を加速化することも必要である。

日本を含め東アジアは、これまでのバブル経済下で、設備過剰に陥っている。しかも、これまでの限界資本係数の悪化傾向<sup>37)</sup>からみると、公共投資を含め、必ずしも適切な投資が行われてきたとは思えない。有効需要の喚起には、対象プロジェクトを精査することが必要である。

不動産以外の過剰投資は、典型的には自動車、石油化学にみられるように国内市場を閉ざしたまま国内市場の急増を見込んだ投資が多い。しかし、競争優位にたてる国内市場の大きさがあるわけではないので、少なくともASEANレベルでの域内自由化は必要である。

短期資金の流出について、監視を行うことは、国際収支動向一般の推移を、明らかにして、不透明性を減らすためにも必要である。短期資金移動の規制は、ヘッジ・ファンドの影におびえ、あるいは、失政を転嫁する可能性がある。金融部門がリスクのある貸出を行うことが、むしろ問題であり、銀行部門の情報公開を進める必要がある。

国際的に危険逃避の動きが信用収縮につながる危険があるとき、資金流入を阻害する規制は行うべきでないであろう。

#### 【注】

- 1) 経済危機の原因とインプリケーションについては、ここでは概要を述べるに止まるが、詳しくは中山（1998b）参照。

- 2) 株価が暴落する以前に米国経済が景気後退に入っていたことは、工業生産の動向からも明らかであるが、これも大恐慌の原因とは見なしていない説が有力である。前掲。Rothermund (1996) は、29年10月のニュー・ヨーク株式市場の暴落を、近似的には原因と見なしてよいという見解である。
- 3) Stern (1987), The Economist 19-Sep-98
- 4) Stern (1987)
- 5) Kindleburger (1986)
- 6) Krugman (1988)
- 7) この点は、今後の検討課題である。
- 8) 日本については、対中国貿易の拡大があったと考えられ、世界貿易は縮小した。
- 9) 中国の公式発表自体、工業生産、電力消費の伸び率と成長率のギャップ等から疑問視されている。これとは別に、在庫増による成長率の水増しを除外すると、本年第1四半期の成長率(公式には7.2%)は年率2%であると言われている(The Economist 24-Oct.,1998) これまでの中国の名目GDPに占める在庫増の比率は、過去10年平均で6%強であり、日本の0.4%、タイの0.8%と比べて著しく高い。単純に79年以降の在庫増を加える(簿価ベース)と96年のGDPの約35%の在庫を有することになる。
- 10) JP Morgan Asian Financial Markets Second Quarter 1998
- 11) タイでの設備稼働率は98年9月に50.6%(South East Asia Monitor, Dec.1998)
- 12) 輸入の急減は、経済成長率が屈折し、設備投資需要が急減した影響、個人消費の減少の影響はあるが、輸出に必要な原料・中間材料の輸入が、貿易金融面から円滑に進んでいないことも影響していると考えられる。輸入金融(L/C開設が困難)、インドネシアでのコンテナ不足による輸入の停滞が新聞等に報じられている。
- 13) Park and Song (1998) 輸出類似度は、比べる2国の輸出品目毎の輸出に占めるシェアの小さい方を足しあわせた指数で、まったく同一の輸出シェアだと100になり、大きい程競合の程度が大きい。この貿易構造の類似性が、伝染的な切り下げでインドネシア以外の4カ国の切り下げ幅がほぼ等しくなった要因となっていると考えられる。すなわち、市場が各国の相対的な為替レートは、相対的な競争力を変えない水準に判断したと見なせる。この観点からは中国、香港の為替レートが依然として潜在的不安定要因である。
- 14) 中山(1997) 参照。輸出のグラビティは、その国への輸出の特化度であり、輸入国の世界輸入に占める割合を分母、輸出国のその国への輸出が全輸出に占める割合を分子とする。
- 15) 輸出入の弾性値次第であるが、通貨危機国以外は、価格効果がないとすると、以前の試算では1%をきっていた。
- 16) 中山(1998)
- 17) 詳しくは中山(1998b) 参照。
- 18) 所有企業の株式で返済することになると、これら企業の経営権が購入者に割安でわたることになる。これも一種の利権、プリブミ優先策となり、IMFはこの手続きをゆっくり行うよう指導した。Financial Times 98.11.
- 19) 中山(1998b) 参照。
- 20) IBRD(1998) 韓国、タイ以外はグラフから読み取った数字である。
- 21) タイで不良債権比率が毎月上昇し、40%を超えるようになったのは、返し渋りであると言われている。タイについては、South East Asia Monitor Dec. 1998, Bangkok Post 98.8.24。インドネシアについてはBusiness Week 98.7.20。なお、インドネシアでは、怠慢と非難されるのを避けるため銀行は、通常の半分の金利でも貸そうとしているとの情報もあり、貸し渋りについても、事情は単純でない。
- 22) Cho(1998)
- 23) IMF(1998)
- 24) IMF(1998)の数値に依ったが、IMF International Financial Statistics 98年8月に依れば、誤差脱漏は、

韓国 - 50億ドル、マレーシア未公表、タイ + 1億ドル（四半期で見ると、97年には、- 6億ドル、+ 14億ドル、+ 1億ドル、- 8億ドル、95年 - 12億ドル、96年 - 26億ドル）、インドネシア - 38億ドル、フィリピン - 52億ドルであり異なっている。因みに、日本は + 343億ドルである。

25) 中山 (1998b) 参照。

26) IMF (1997)

27) Biers (1998)

28) 非公式経済 (underground economy) の規模は、インドネシア、フィリピン、タイで GDP の 30 - 50%、韓国、マレーシア、台湾で 20 - 30% という推計がある。(The Economist 1998.3.7)

29) 内務大臣のポストはこれまでも占めており、政治家のスキャンダルは、直接マハテル首相に報告されていたという噂もある。

30) インタビューなどを総合すると、外国からの資金の流入はないから、流出を規制してもダメージはないという判断であったが、株式市場の規制は失敗であったという意見もあるようである。また、本来の趣旨は、資金の流れを正確に把握したいということだと説明する人もいる。

31) この試算は、輸出弾性値、輸入弾性値の想定に依存するが、通貨危機国の97年第3四半期以降の入手できるデータをもとに推計している。最近、一部の国で、新たなデータが入手できるようになったが、輸出の価格弾性値が低下しているようである。したがって、この推計よりは、効果が小さくなっていよう。輸入については、ドルベースの輸入額の変動が、輸入数量の変動にほぼ等しいと見なすと、想定値となる。なお、輸出については、見かけ上の価格弾性値、通貨切下げ率と輸出数量では、価格弾性値が1前後となる。

32) 詳しくは、中山 (1998b) 参照。

33) 聞き取り調査による。

34) 総理府統計局「家計調査年俸平成9年」による。

35) 90年の預金利率を3.56%、96年を0.3% (IMF 統計)

とした。

36) 銀行増資に必要な額を、タイ、マレーシア、インドネシア、韓国について足しあわせた数字であり、不良債権売却収入は考慮していない。

37) 中山 (1997)

#### 【参考文献】

- 小川一夫・北坂真一 (1998) 『資産市場と景気変動』  
日本経済新聞社
- 田坂敏雄 (1995) 『パーツ経済と金融自由化』 御茶ノ水書房
- 中山真一 (1997a) 「東アジアのグローバリゼーション」  
(『FRI ディスカッション・ペーパー』 97 - 15)
- 中山真一 (1997b) 「東南アジアにおける通貨危機と成長神話の終焉」(『FRI Review』 Vol.2, No.1 Jan1998)
- 中山真一 (1998) 「展望アジア下国際収支改善進まず」  
(『日本経済新聞』 1998年1月27日)
- 中山真一 (近刊) 「東アジア経済危機のインプリケーション - 世界同時不況になるか - 」(『FRI 研究レポート』)
- Biers, Dan ed. (1998), "The Crash of '97" *Far Eastern Economic Review*, Hong Kong
- Caprio, Gerald Jr. and Klingelbiel, Daniela (1996), "Bank Insolvencies: Cross-country Experience", *Policy Research Working Paper*, IBRD
- Cho, Dongchul (1998), "Coping with Capital Flows and Monetary Policy Framework: The Case of Korea" in "Coping with Capital Flows in East Asia" edited by Kwan et al (1998) NRI and ISEAS Tokyo and Singapore
- Corsetti, Giancarlo, Pesenti, Paolo, and Roubini, Nouriel (1998), "What caused the Asian currency and financial crisis?" website
- IBRD (1998), "East Asia: The Road to Recovery"
- IMF (1997), "Indonesia --- Selected Issues" *IMF Staff Country Report No.97/76*
- IMF (1998) "International Capital Markets: Developments,

*Prospects, and Key Policy Issues”*

- Kindleburger, Charles P. (1986), “The World in Depression, 1929-1939” *Univ. of California Press*, Berkley, Loas Angels, London
- Krugman, Paul (1998a), “Saving Asia: It’s Time to Get Radical”, *Fortune Investor* Sep.8,1998
- Krugman, Paul (1998b), “*Japan’s Trap*” website
- Laothamatas , Anek ed. (1997) 、 “ Democratization in South East Asia”, *ISEAS*, Singapore
- Park, Yung Chul and Song, Chi-Young (1998), “The East Asian Financial Crisis: A Year Later”, paper to be submitted to “east Asian Workshop” at *Sussex*, website
- Radelet, Steven and Sachs, Jeffrey (1998), “*The Onset of the East Asian Financial Crisis*” website
- Rothermund, Dietmar (1996), “The Global Impact of The Great Depression 1929-1939” *Routledge*, London and New York
- Stern, Gary H. (1987), “*Achieving Economic Stability: Lessons From the Crash of 1929*”
- Volcker, Paul and Gyoten, Toyo (1992), “changing Fortunes” *Times Book*, NY