

Articles

論文

アジア再興のカギ

－ 実力相応な経済成長

主任研究員

柯 隆



目次

- | | |
|----------------------|----------------------------|
| ・ 分析の枠組み | 2. 対外借入を適度なレベルに |
| ・ 金融の国際化と国内金融システムの整備 | 3. 今後の外国為替政策のあり方 |
| 1. 金融の国際化過程 | ・ 新たな経済成長モデルと経済政策のサステナビリティ |
| 2. 国内金融仲介機能の強化が急務 | 1. 東アジアのポテンシャル |
| ・ 過度な外資依存からの脱却 | 2. サステナブルな経済成長モデルとは |
| 1. 開発戦略の転換 | |

要旨

1. アジア通貨危機が発生して以来、2年を経過した。通貨危機をめぐる今までの議論は、アジアの成長は神話だったのか、その神話が終わったのか、経済はいつ奇跡的な成長に戻るのか、あるいは戻れないのか、経済再生は2、3年先なのか、4、5年先なのか、といった目下の現実にとらわれ過ぎた極めて表面的なものが多い。
 2. P.クルーグマン教授によって提起された従来のアジア開発モデルに対する警告は、アジアのポテンシャルを否定するものではなく、extensive growth modelに基づくサステナビリティの欠如した成長戦略に対する疑問ではないかと思われる。
 3. 教授のイシューから派生的に生まれた数多くの「奇跡終焉論」は、アジアのポテンシャルを否定するようなものであり、正当性は認められない。これらの「終焉論」に反論するかのように、アジア経済が2、3年以内の短期間のうちに高成長に回帰するといった「リエマージング・イシュー」(再興論)も数多く提唱されている。
 4. 一方、アジアのポテンシャルとは 巨大な潜在的市場、豊富な教育人材、貯蓄好きの民族性、政治的安定性、牽引役としての日本の役割、中国経済の飛躍的な成長、である。
 5. アジア経済がサステナブルな成長を目指すには、extensive growth model から intensive growth model に方向転換する必要がある。具体的には次の諸点があげられる。
 - 第1に、実力に見合った経済成長を目指す。財政収支バランス、経常収支と資本収支のバランス、貯蓄率と投資率のバランスなど健全なマクロ経済バランスを維持しながら、経済成長を目指すべきである。
 - 第2に、過度な外資依存体質からの脱却である。外資をあくまでも「起爆剤」的な存在として位置づけし、国内のポテンシャルにもっと目を向けるべきである。安易な外資導入にかわり、国内の金融的貯蓄の有効利用を考えるべきである。またこのための国内金融システムの構築および関連の法整備を早急に行う必要がある。
 - 第3に、政府による経済活動への介入は、市場機構を介して行うべきである。現実的に考えて、政府の役割は排除できないが、それをせめて市場メカニズムに基づいて実施しなければならない。
- かくして、構造調整を着実に実行すれば、アジア経済は、一時的な高成長ではない、よりサステナブルな成長軌道に回帰できると考えられる。

The feasible economic growth model for Asian countries

Senior Economist **Long Ke**

CONTENTS

- . The Analysis Framework
- . The Financial Globalization and Reconstructing Domestic Financial System
- . The New Foreign Investment Policy
- . The Sustainable and Feasible Economic Growth Model for Asian Countries

SUMMARY

1. It has been two years since the Asian currency crisis. Most of arguments about currency crisis in the past were focused only on the reality from the apparent point of view; For example, Asian economic growth was a myth? Is the myth end? when will it happen to get economic growth back to miracle, or it would not happen ever again? Or when economic recovery would occur; within a couple of years or later?
2. Alert on Asian development model proposed by Paul Krugman is not to deny potential in Asia but inquire lack of sustainability lead by “extensive growth model” in Asian economic growth strategy.
3. The number of “myth- views” was derive from his issue, however, intends to reject potential in Asia. Hence it is not adequate to acknowledge his justification. As if against his theory, the idea of Asian economy getting back to high economic growth within two or three years called as “re-emergency issues” is supported by many economists.
4. Potential in Asia are summarized by enormous potential market, rich human resources, high saving ratio, political stability, availability of Japan to be a good leadership, and rapid economic growth in China.
5. Asian economy needs to shift from “extensive growth model” to “intensive growth model” as Asia seeks sustainable growth.
 Firstly, understanding capability for its economic growth. Economic growth should depend on well-sustained macroeconomics indicator: fiscal balance, current account to capital account, saving ratio to investing ratio.
 Secondly, freeing from excessive dependence on foreign capital. Use foreign capital as a “detonator” and focus more on potential domestically. Use domestic financial saving more effectively. Reconstruction of domestic financial system and maintenance of laws are needed to be done soon.
 Finally, government intervention on economic activity should be done through the market.

Asian economy would be on truck once again not a high economic growth in short term but sustainable growth in long term when construction adjustment would be held steadily.

・分析の枠組み

東アジア通貨危機が発生して以来、2年を経過した同地域経済は早くも回復宣言を行っている。アジア開発銀行は1999年の東アジア経済成長率を5%と予測しており、アメリカの格付会社も東アジア諸国の格付けを引き上げている（図表1参照）

「東南アジアの通貨危機は、アジアの成長の終焉を示す兆候ではない。通貨危機が適正に処理されれば、アジア経済は2、3年のうちに再び高い成長率を取り戻すはずだ」と Radelet, Sachs (1997)¹⁾ は主張している。更にその理由について次のように分析している。「後発経済を先進諸国の成長エンジンと連動させるために、多国籍企業の生産ラインとその技術を後発経済に取り込むことに見事に成功したからこそ、アジアは驚くべき経済成長を実現できた。アジアが、制度・機構面での大きな制約にもかかわらず、急速な成長を遂げた。（中略）アジア地域が直面する共通の一般的課題は、金融統治システムの創設、そして洗練された高所得国にふさわしい、法システムの導入なのである。アジアが今後、これらの課題に取り組んでいけば、（中略）21世紀初頭には世界の経済活動の中心地として再興隆しているだろう。」

このような楽観的主張に対して、東アジア経済

が回復するには、なお時間がかかると主張する慎重論も数多く存在すると同時に、アジアの成長神話はむしろ終わったとの論調も少数ながら存在している。その主な論拠は、

- 生産性の上昇は見られず、
- 脆弱な国内金融システムに加え、不良債権の処理が遅れており、
- マクロ経済構造調整があまり行われていない、

といったことである。悲観論の数々を枚挙するにはいとまがないが、興味深いのは、東アジア諸国自身（政府または民間のシンクタンク）が国際機関に比較してよりネガティブな経済予測を発表していることだ。現にタイの大蔵大臣は、銀行部門の不良債権処理が遅々として進まず、財政赤字が拡大する可能性もはらんでいることを理由に、99年の経済成長は、それほど回復しないのではないかとの見解を記者会見で明らかにした。正当な認識である。このような混沌とした状況の中で、アジア経済をどのようにみるべきか、客観的かつ明解な回答を提示することが、エコノミストに求められている責務であると思われる。

中長期的な視野を以って分析すれば、東アジア経済について自ずと楽観的な結論を得られるのではないだろうか。東アジア経済に潜んでいるポテンシャルは誰も否定することができないからだ。東アジア経済の回復をめぐり、楽観論者と悲

図表1 東アジア5カ国の信用格付け（1996～99年）

	Standard & Poor 's				Moody 's			
	96.6	97.6	97.12	99.4	96.6	97.6	97.12	99.5
インドネシア	BBB	BBB	BBB -	B -	Baa3	Baa3	B2	B3
韓国	AA -	AA -	B +	A -	A1	A1	Ba1	Baa3
マレーシア	A +	A +	A +	A -	A1	A1	A2	Baa3
フィリピン	BB	BB +	BB +	BBB +	Ba2	Ba1	Ba1	Ba1
タイ	A	A	BBB	A -	A2	A2	Ba1	Ba1

（資料）Standard & Poor 's and Moody 's

観論者の間にある相異はそれほど大きいものではないはずである。問題は、目下の危機をいかに克服し、経済を回復軌道に乗せるかであり、更に、長期にわたるサステナブルな経済成長をめざすには、経済改革を行い、また、そのための開発モデルを提示しなければならない。もちろん、目下の状況を危機と認めなければ、問題は別である。

ここでまず、東アジア通貨危機の発生原因とメカニズムを、既に多くの議論と研究がなされており、それらを踏まえながら整理しておこう。

吉富（1998）はアジア通貨危機を資本収支危機と捉え、そのメカニズムは次のような軌跡をたどっているという²⁾。

「国際資本の膨大な流入 資本収支の大幅黒字が経常収支赤字より大 総合国際収支の黒字化 外貨の累増 国内銀行信用・通貨供給の増大 内需（アブソープション）が国内生産より増大 輸出低滞・輸入増大 経常収支赤字の膨張」

更に、経常収支赤字の内実について次のように説明している。

1 国の総供給（S）は、国内生産（GDP）による供給と、輸入（IM）による外国からの供給とから成っている（ $S = GDP + IM$ ）。また、その国の市場で発生している総需要（D）は、投資（I）と消費（C）の合計（A：アブソープション）である国内需要（ $A = I + C$ ）と、外国からの需要（EX）の合計（ $D = I + C + EX$ ）から成る。総供給（S）と総需要（D）は諸々の経済のメカニズムを通して均衡する（ $S = D$ ）。

$$S = GDP + IM, \text{ また } D = (I + C) + EX = A + EX$$

$$S = D \text{ だから, } GDP + IM = A + EX$$

したがって、 $EX - IM = GDP - A$ 、つまり、国内需要（A）が国内生産（GDP）を上回ると、経常収支（ $EX - IM$ ）は赤字化する。

確かにオープン・エコノミーにおけるマクロ経済の均衡を維持するには、資本収支と経常収支の

バランスに注目しなければならないが、資本収支と経常収支の間で因果関係を議論することで、通貨危機の原因とメカニズムを解き明かすことができるだろうか。資本収支黒字と経常収支赤字はいずれもマクロ経済政策の結果である。たとえ通貨危機がそれらによる2次的な結果であるとしても、通貨危機を引き起こした真の原因とメカニズムについて別途解き明かさねなければならない。

一方、東アジア通貨危機の特徴の一つである contagion（伝染的波及）について、大塚（1998）³⁾ は、世の中を流れ行く大半の通説を否定し、独自の見解を示した。

東アジア通貨危機の contagion は、1) 各国が採った「ドルペッグ」制、2) 脆弱な金融システム、3) 政府による銀行救済を事前に想定したモラル・ハザード、4) 国際資本移動の巨大化と「市場の失敗」によるものではないという。Contagionの本質的な背景として考えられる東アジア諸国の共通ファクターは、「民間セクターの外貨建対外債務」である。今回の危機による経済および金融市場への影響がもっとも深刻となった韓国、タイ、インドネシアの3国は債務残高において上位を占めている。他方、残高のはるかに少ないマレーシアとフィリピンは、IMFの支援をあおぐほどの影響を受けてはいない。著しいのは台湾とシンガポールであり、ネットの民間対外債務を持たないことが危機の影響をほとんど受けていない現状と完全に符合する。つまり、contagionの原因は経済ファンダメンタルズではなく、東アジア各国の民間対外債務水準を反映したものと考えるべきなのである。

タイ・バーツの暴落を発端とする通貨危機が短期間のうちに東アジアのほぼ全域にわたって contagion していったことについて、大塚説の妥当性が認められよう。しかし問題が残る。資本移動自由化に合わせ、民間セクターは外貨建対外債務を拡大することができた。大塚氏本人も資本自

由化なくしては、東アジアの多くの国の高度成長はなかったのではないかと考えている。つまり、対外債務はその拡大過程において、開発経済成長を支える反面、クライシスが到来するとともに、被害を拡大させる負の一面が指摘される。問題は、通貨危機を引き起こした真の原因とは何か、そして、民間セクターが保有する巨額の外貨建対外債務により引き起こされた危機的連鎖を、なぜ食い止めることができなかつたのか、という部分に集約することができる。

なお、通貨危機国救済において、IMF は緊急融資を実施しているとともに、緊縮財政など厳しい融資条件（コンディショナリティ）を課している。IMF の融資条件を批判する議論が一部において存在するが、それらの議論は本末転倒のものであり、ここでは研究の対象外とする。小稿では東アジア通貨危機について、以下の3つの点に焦点を当て、今後のアジア経済再興に向けての課題を考案することにする。

第1に、国際金融仲介機能の強化とともに、国内金融システムの整備への政策的ウェイトを高めることである。80年代に入り、ASEAN 諸国は外資を取り入れるために、offshore 金融市場の構築に走った。それも通常の「外 外」取引を中心とする offshore と違い、タイの場合は、offshore と onshore 市場（外 内）が一体となっている。ところが、当局が持つマネー・フローに対する監視能力は必ずしも十分なものではなかつた。一方、国内金融仲介機能の未整備は危機の深刻化を助長した。国内の金融的貯蓄を効率よく利用せず、海外から巨額の民間債務を安易に受け入れたことは通貨危機の一因とされている。そのメカニズムを明らかにしなければならない。

第2に、在来型の過度な外資依存型開発政策から早急に脱却することである。開発独裁モデルにおいて、市場メカニズムを経由せず、レント拡大のインセンティブ付与による安易な外資誘致戦略

を実施してきた。しかし、長期にわたる経済成長を外資に依存させるには限界がある。それにかわる新たな開発戦略は、地場基幹産業の育成、国内技術・開発能力の向上、国内市場の拡大を想定していなければならない。

第3に、従来の単純な高成長路線に別れを告げ、途上国がそれぞれの実力に見合った経済成長をめざすべきである。アジア諸国の開発・成長モデルは60～70年代の日本高度成長を意識したものである。それゆえに、各国は輸入代替工業化戦略から輸出拡大戦略へと方針を転換してきたが、いずれのケースにおいても、成長は達成したものの、さまざまな構造的歪みを抱えるようになった。なぜアジア途上国は戦後の日本の成長過程を踏襲するだけで成功しないのか。その背景について2点ほどあげることができる。まず、戦後の冷戦に恵まれていた日本と違って、現在の東南アジア諸国が置かれている市場は凄まじく競争的なものである。そして、安易な外資依存型政策による負の遺産ともいべきものがある。各国の新製品開発能力が特段に低く、輸出市場において熾烈な価格競争が展開されているような状況である。NIEs と ASEAN の間にかなりの垂直分業ができていますが、ASEAN 諸国と中国の間は完全な水平分業になっている。結局のところ、アメリカ、欧州と日本市場をめぐる、当該の国や地域は価格競争を展開するしかないのである。

具体的に小稿はこれらの点について、第2節において、工業化ファイナンスのために、国内金融システムを整備する課題を分析する。第3節では、適切な外国為替政策を探る。第4節において、実力に見合ったサステナブルな経済成長をめざす経済戦略を提示する。そのなかで、アジアにおける日本と中国の役割についても検討する。

・金融の国際化と国内金融システムの整備

この節において、開発経済と金融の関係を考察する。

1. 金融の国際化過程

経済発展と金融仲介機能の関係について、実質経済発展のために金融の深化と金融の自由化が必要であるというガーレイ＝ショウの命題がある(J. G. Gurley and E. S. Shaw 1960)⁴⁾。つまり、金融仲介機能の発達は実体経済の発展に先行するということである。もしこの命題に即するならば、90年代末のアジア通貨危機は各国金融仲介機能の未発達に起因するのかもしれない。否、国内金融市場は低効率にもかかわらず、offshore 市場の開設を通じて、それを対外的に開放したことは、民間の資金需要を外資調達、とりわけ短期外資調達に向ける可能性を高め、危機の深刻化を更に助長したのである。

ここで、アジアの金融開放の歴史を簡単に振り返っておこう。

70年代から80年代にかけて、国際金融センターとしてシンガポールと香港は本格的な成長を成し遂げた。両市場の生成と発展に関する研究論文として、大塚(1990)⁵⁾がある。両市場の生成と発展を、同氏の研究分析によりながら、整理しておこう。

まず、外生的要因として3点ほどあげられる。

第1に、域内諸国の良い経済パフォーマンスである。70年代にNIEs 4カ国の平均経済成長率は9.1%に達し、ASEAN 4カ国⁶⁾のそれは7.5%であった。

第2に、政治的安定性である。ベトナム戦争の終結と中国文化大革命の終息である。

第3に、日本の金融自由化が実施されなかったことである。

そして、内生的要因として次の諸点があげられる。

シンガポール、香港は域内においてもっとも政治的緊張度の低い場所であった、社会的インフラとコストは先進国並みの水準であった、為替管理撤廃を早期に実施した、英語が公用語の1つとして通用する、いずれも英国による統治を経験していることから、英国法をベースとした商法体系を有する、行政の公正さ、効率性に対する信頼感が高い、外国金融機関が高度教育修了者を雇用することは容易であった、

両市場は主にユーロ金融市場に対応し、アジア地域の金融センターの役割を果たすことで、80年代に大きく成長した。中国の「改革・開放」政策の恩恵を受けて、香港市場は更なる成長を遂げたのである。

一方、ASEAN 4カ国は80年代から90年代にかけて、相次いで金融の国際化を旗印に offshore 市場を創設したが、期待されるほどの成長はみられなかった。各国の内生的要因のほかに、日本の金融自由化及び東京 offshore 市場(JOM)が時を同じくして形成されたのも重要な一因である。結果的に、ASEAN 各国の offshore 市場は、シンガポール、香港の成長とは対照的に、自国にとって便宜な外資調達センターとしての位置づけが定着したのである。

図表2にアジア通貨危機5カ国の国際収支を示す。アジア通貨危機5カ国(韓国、インドネシア、マレーシア、タイ、フィリピン)において、96年まで大幅な経常収支赤字(94年 246億ドル、95年 410億ドル、96年 545億ドル)が記録されたが、それ以上の資本収支黒字(94年474億ドル、95年863億ドル、96年912億ドル)が計上された。そのうち、民間資本流入(ネット)は、94年405

図表2 アジア通貨危機5カ国の国際収支(1994~98年)

	1994	1995	1996	1997	1998
経常収支	24.6	41.0	54.5	26.3	59.9
資本収支	47.4	86.3	91.2	25.0	3.7
民間資本流入(ネット)	40.5	83.8	93.8	6.0	24.0
株式投資	12.2	15.9	17.4	0.2	8.0
直接投資	4.7	4.9	5.8	6.5	6.9
証券投資	7.6	11.0	11.6	6.8	1.1
民間信用(ネット)	28.2	67.9	76.4	5.7	32.6
商業銀行	24.0	58.0	58.3	29.0	30.5
ノンバンク	4.2	9.9	18.1	23.3	2.1
公的資本流入(ネット)	7.0	2.5	2.6	30.9	28.3
国際金融機関	0.4	0.3	2.0	22.6	22.4
2国間信用	7.4	2.9	0.6	8.4	5.9
誤差脱漏ほか(ネット)	17.5	31.3	17.4	29.4	23.2
外貨準備(末残、除く金)	5.4	14.0	19.3	30.7	40.4

(注) 1. 単位: 10億ドル、2. 韓国、インドネシア、マレーシア、タイ、フィリピン、3. 外貨準備のマイナスは増加を意味する、4. はマイナス。

(資料) 吉富(1998)

(原典) Institute for International Finance, Capital Flows to Emerging Market Economies, 1998.

億ドル、95年838億ドル、96年938億ドルと、資本収支黒字の中核をなしている。そのなかでもっとも大きなウェイトを占めているのは、商業銀行とノンバンク金融機関の対外借入、すなわち民間信用である。資本収支黒字に占める民間信用(ネット)のウェイトは、94年59.5%、95年81.0%、96年83.8%と高いレベルで推移している。これらの民間信用の大部分は、主として各国の offshore 市場を通じて流入したものである。留意すべきなのは、アジア通貨危機がヘッジファンドなどの短期資本移動によって引き起こされたものであるという通説には必ずしも説得力を認められないという点である。民間資本流入に占める証券投資のウェイトは最大で1割であり、通説ではその「投機」の力が過大評価されているという(イエスパー・コール1999)⁷⁾。証券市場における投機的ビヘイビアはゼロサム・ゲームであり、市場の完全性から、ファンドマネージャたちにとって恣意的にタ

ーゲットを選び攻撃する意味はどこにもない。前掲の大塚(1998)の分析を引用すれば、投機を防ぐには、その背景となったファクターを除去する以外に道はないといわれる。そのとおりであろう。

では、なぜ巨額の民間外貨建対外債務はアジア途上国に流入し、かつ通貨危機を引き起こしたのだろうか。前節のマクロ均衡モデルでは、通貨危機のメカニズムを解き明かすことはできない。ここで、ミクロ経済学の投資理論を用いて、分析を試みることにする。

一般的に先進国の投資家が投資(I)するか否かは、期待投資収益率(r)と資本コスト、つまり国際金融市場の長期金利(i)に依存する。期待投資収益率が大きくなければなるほど、投資が増える、つまり I は r の増加関数である。一方、資本コストが上昇すれば、投資が減る、つまり I は i の減少関数である。この関係を(1)式のように書くことができる。

$$I = f(r, \quad) \quad (1)$$

もし、当該開発途上国は固定相場制、厳密にいうと対ドル・ペッグ制を実施していれば、ドル建の投資が外国為替リスクに晒されることはないはずである。一方、開発途上国において、往々にしてインフレ（ p ）上昇圧力が高いため、それに押し上げられ、国内長期金利（ i ）⁸⁾も高いと考えられる。したがって、外国人投資家にとって現地通貨建の投資収益率は、為替リスクを考慮しない前提で、非常に高いと考えられる。

$$r = f(i(p)) \quad (2)$$

(1)式を次のように書き替えることができる。

$$I = f(i(p), \quad) \quad (3)$$

つまり、外国からの投資は国際金融市場の長期金利（ r ）と途上国国内長期金利（ i ）の金利格差に依存するのである。開発経済学では、この金利格差（ $i - r$ ）はレント（rent）と呼ばれている。レントが拡大すればするほど、投資家は投資を増やす。ただし、繰り返しになるが、固定相場制が実施されていることをその前提としている。ここで、固定相場制が解除され、変動相場制に移行したら、現地通貨建の投資収益を、ドルなどの先進国通貨に兌換する際には外国為替リスクに晒されることになる。なぜなら、一般的に、途上国では通貨切下げの傾向が強いからだ。したがって途上国への投資は、為替リスクが変動相場制への移行で上昇するとなれば、外国投資家は当然ながら投資を引き上げるであろう。この点は、アジア諸国が固定相場制を廃止した途端、通貨危機、すなわち資本逃避が起きた背景の1つである。

1点だけ付け加える。前掲の吉富氏の文献では、タイの商業銀行の短期負債・長期運用の満期上のミスマッチ（maturity mismatch）は銀行経営を襲ったといわれている。残念ながら、それは単なる事実誤認としか認められない。戦後日本の金融業に関する長短分離規制の根拠とされている満期上のミスマッチ理論は、アジアでは問題になってい

ない。なぜなら、韓国を除いて、東アジア諸国では、長期信用制度が存在しないからだ。ASEAN諸国において、商業銀行は原則として3ヵ月満期の貸出を実施しており、満期になれば、ロールオーバーしていくという形になっている。つまり、運用上は長期のつもりでも、制度上、短期のものになっている。問題があるとすれば、貸し手の外国銀行と最終借り手の不動産開発のディベロッパーが、東アジア高成長への期待感から、そのアベラビリティを大幅に高め、ハイリスク・ハイリターン不動産開発に巨額の資金を投じ、バブル経済を作り上げたことにあるのではなからうか。したがって、アジア諸国の銀行の金融仲介が長期貸付による「期間変換機能」を持たないがために、投資回収に長期間を要するプロジェクトについては、外国銀行に依存せざるを得なかったことは真相である。

2. 国内金融仲介機能の強化が急務

では、各国の国内金融システムに目を転じよう。

途上国の金融システムの整備と経済発展の関係に関する研究には、寺西（1991）⁹⁾がある。それによると、1950年代から70年代前半にかけての途上国の金融システム改革は、近代的金融制度の導入制度化とともに基本的に規制金融体系、政策金融体系の整備を目的とするものであったといわれる。

アジア途上国において実施されていた金融規制を図表3に示す。千田（1996）の分析によると、これらの選択的金融政策が経済発展政策に不可欠な要素を構成するという一般的見解は決して自明ではない、否、むしろそれは、金融仲介の量（貯蓄）と質（資源配分の効率化）を阻害することになる。したがって、選択的金融政策というのはむしろ放棄されるべきである、ということである。事実80年代に入り、アジア諸国は相次いで金融規制緩和に踏み切ったのである。

図表3 東アジア諸国における選択的金融政策

	特定部門への優遇金利	優遇再割引金利	財政的補助金	必要最低貸出	最高貸出制限	専門金融機関
香港						
韓国						
台湾						
シンガポール						
タイ						
マレーシア						
インドネシア						
フィリピン						

(資料) 千田 (1996)¹⁰⁾

図表4 東アジア諸国の預貸金利の自由化

インドネシア	1983年	国営商業銀行の預貸金利の自由化
フィリピン	1981年	預金金利及び長期貸出金利(2年以上)自由化
	1983年	貸出金利全面自由化
タイ	1987年	預金金利の弾力化(上限設定)
	1989年	定期預金(1年超)の金利自由化
韓国	1984年	貸出金利の変動幅導入
	1988年	貸出金利の自由化および預金金利の一部自由化
台湾	1984年	貸出金利の変動幅の漸次拡大
	1986年	預金金利規制の簡素化
	1989年	預金金利の全面自由化

(資料) 寺西 (1991)

1980年代に加速した金融改革は、新しい金融技術と金融国際化の流れに対応して、金融システムの近代化と金融の規制緩和を目的とするものであった。それは、低金利政策を中心とする「金融の抑圧」(financial repression)¹¹⁾が経済発展を阻害するというマッキノン¹²⁾ = ショウ¹³⁾によって提起された命題に依拠したものである。

図表4に80年代に東アジア諸国において実施された預貸金利自由化の軌跡を示す。金利自由化の狙いは金融機関の競争促進を通じて、金融の効率化をはかることにある。それは、先進国が先行した金融規制の緩和および世界規模の金融自由化の大きな流れからすれば、正しい政策的選択といえ

る。ただし、金利自由化または金融の規制緩和だけでは、途上国において金融の効率化および金融安全性確保につながるとは限らない。先進国に比べ、途上国の金融事情について少なくとも次の特徴を挙げることができる。

第1に、旺盛な資金需要に対して、調達手段が不足しがちである。インフラ整備の程度が低いことに象徴されるように、長期流動性不足は問題となる。これに対して、資本市場の生成が遅れているほか、各国において長期信用制度は存在しない。結局のところ、国内貯蓄で賄えない需要を、外資に依存させざるを得なくなっている。

第2に、金融的深化は期待されるほど進展して

いない。ASEAN 4 カ国は、NIEs 4 カ国に比べ、金融的深化 ($M_2 \div GDP$) のレベルが20～30%強、と決して低いとはいえないが、投資需要はそれ以上旺盛ある。一方、貯蓄水準を引き上げるのはそれほど容易なことではない。これには、マクロ経済政策、国内政治情勢、人々の生活習慣、文化など様々な要素が関係している。金融的貯蓄を動員するために、高金利政策を実施すべきというマツキノン=ショウ・モデルは、概念的なものとして成立するが、現実的には必ずしも適切ではない(寺西1991)。そのポートフォリオ・シフト効果は限定的であり、長期的には金融システムの不安定性の原因となる恐れがある。途上国において、人々の資産選択ビヘイビアは、金利変動に対する弾力性が必ずしも明らかではない。そのうえ、正の実質金利を付与すると主張する同モデルの東南アジア諸国への適用には限界がある。

第3に、資本市場の未発達である。これには、2つの要素がある。1つは、市場キャパシティが小さいことと、もう1つは情報の非対称性が著しいことである。それにより、国内投資家、とりわけ個人投資家の投資選好手段および企業の資金調達方法が限られている。資本市場の整備が遅れていることと対照的に、インフォーマル・クレジット・マーケットは広く存在している。インフォーマル市場に流れる流動性は、組織化された金融システムに組み込まれない。その役割を黙殺することはできないが、組織化されていないがゆえに、流動性の供給は不安定化するという欠点がある。

結局のところ、不完全な市場において、「期間変換機能」を持たない金融機関は、内外投資家に対して高い投資リターンを保証しながら、巨額の資金を不動産開発に投じ、バブル経済を作り上げたのである。本来、建設資金を必要とする成長産業やインフラ産業には、流動性はあまり向かない。バブル経済の崩壊に伴い、金融機関は巨額の不良債権¹⁴⁾を抱えるようになり、産業構造の高度化

も実現されていない。途上国では見慣れた現象であるが、高級マンションや高級ホテルが林立しても、地場の基幹産業の育成は進んでいない。これはアジア諸国が陥っている負の経済循環であり、通貨危機を通じて何としても学ぶべき教訓ではなからうか。

一方、対外債務危機の深刻さから、それへの対応も素早いものであった。これに対し、不良債権問題の深刻さに対する認識は、一般的に十分ではない。景気回復への期待に基づいて、金融機関が不良債権処理を先送りするのは常であるが、バブル経済崩壊後の日本の姿はアジアにとって一番の反面教師である。

以上の分析を踏まえれば、通貨危機諸国が、金融インフラ整備において今後採るべき政策は自ずと自明になる。つまり、第1に、危機の負の遺産である不良債権を早急に処理する。第2に、短期流動性を供給する商業銀行のほかに、長期信用を創造する長期信用システムを整備する。第3に、株式、債券などの資本市場を整備し、取引情報の開示に努める。同時にインフォーマル・マーケットを組織化されているフォーマル・マーケットに組み込む。第4に、金融的貯蓄を動員する環境を整備するために、政治的安定を維持する。

・過度な外資依存からの脱却

1. 開発戦略の転換

ここで、アジア途上国の開発戦略を考察してみよう。

途上国開発は、一般的に2つのチャンネルがあると考えられている。1つは貿易のルート、もう1つは外国資本を直接受け入れるルートである。そして両者は密接に関係している。「外向型戦略」の狙いは、外貨の獲得、先進技術の習得、産業構造の高度化、と経済成長の促進、ということにある。

図表5 東アジア諸国の直接投資導入額（国際収支ベース）

（単位：百万ドル）

	タイ	マレーシア	インドネシア	フィリピン	韓国	中国
1986	263	489	258	127	460	1,875
1987	352	423	385	307	616	2,314
1988	1,105	719	576	936	1,014	3,194
1989	1,775	1,668	682	563	1,118	3,393
1990	2,444	2,332	1,093	530	788	3,487
1991	2,014	3,998	1,482	544	1,180	4,366
1992	2,113	5,183	1,777	228	727	11,156
1993	1,804	5,006	2,004	1,238	588	27,515
1994	1,336	4,342	2,109	1,591	809	33,787
1995	2,068	4,132	4,348	1,478	1,776	35,849
1996	2,336	4,500	7,960	1,408	2,325	40,180
1997	3,029	4,078	3,383	n.a.	3,086	45,278

（資料）ADB: Key Indicators of Developing Asian and Pacific Countries, 1998

まず、貿易面での戦略を見てみよう。60年代から70年代前半にかけて、当初採用された輸入代替政策が行き詰まりをみせるようになった。消費財の輸入代替工業化には成功しても、そのために投入される中間財、資本財の輸入が増加して、むしろネットでは輸入増となった。また、輸入代替のために、導入した高関税や輸入数量制限はしばしば国内市場での競争圧力を弱め、国内企業の合理化意欲を弱める結果となり、非効率な工業生産が存在した（高中1999）¹⁵⁾。

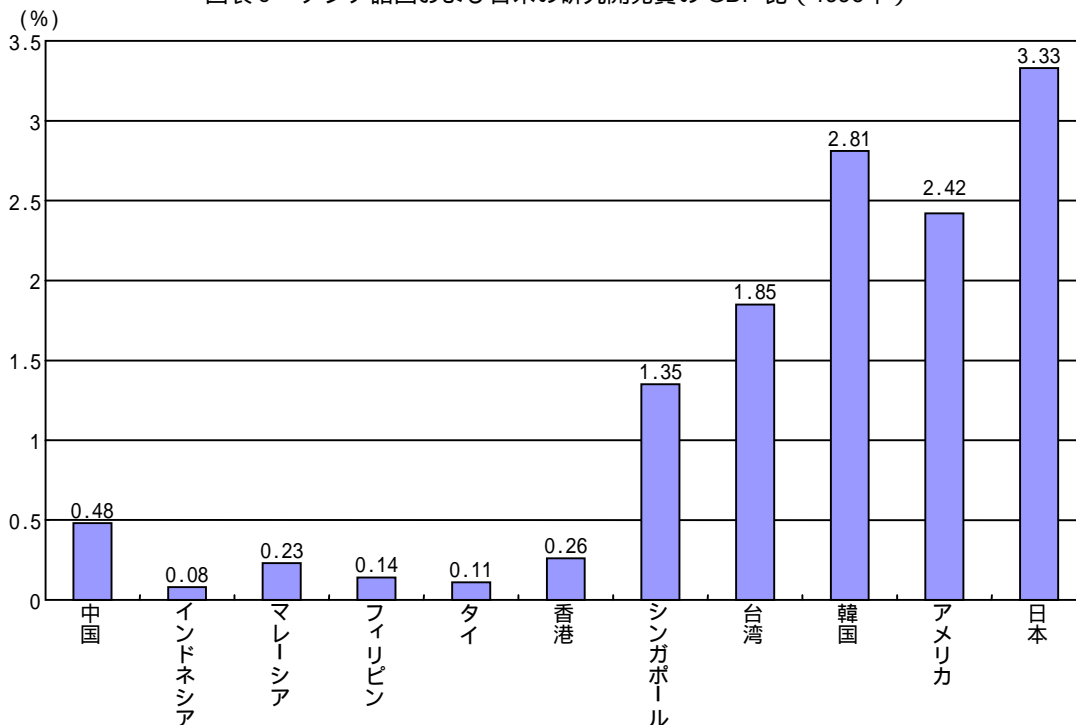
70年代後半から、アジア諸国は輸出志向型工業化政策へと方針転換を図った。80年代アジア諸国が著しい経済成長を成し遂げたことにおいて、同政策は重要な役割を果たした。この点について、疑問符を突き付ける余地はない。しかし90年代に入り、輸出型工業化政策は、輸入代替型工業化政策の失敗を繰り返すことになった。

アジア諸国は輸出のテコとして、さまざまな優遇策を打ち出し、外国直接投資を受け入れることに躍起した。アジア諸国が毎年受け入れる外国直接投資の推移を図表5に示す。外資の大量流入を

契機に、輸出製品の構造は大きく様変わりした。従来、各国で作られていた民芸品や玩具などの労働集約型製品は輸出に大きなウェイトを占めていた。80年代の半ば以降、家電製品や通信設備および部品の輸出は徐々にウェイトをあげている。もう1つの変化は、アジア諸国において輸出の主役が地場企業から外資系企業に転化したことである。タイでは、トップの輸出企業はほとんど外資系企業である。中国の場合、輸出全体に占める外資系企業のシェアは40%以上となっている。

実は、この2つの変化は輸出志向型工業化戦略の失敗を物語っているのである。アジア諸国において輸出産品が高度化するにつれ、中間財（部品など）や資本財（加工設備）の輸入拡大を余儀なくされている。多国籍企業などの外国投資家にとってアジア途上国が、魅力的なのは、単なる「豊富な資源と廉価な労働力」といった側面であり、彼らは研究開発センターを本国に置き、アジアは単なる生産・輸出センターでしかなかった（関1999）¹⁶⁾。遺憾ながら、アジア途上国自身はこのような問題を十分に認識しているとはいえない。

図表6 アジア諸国および日米の研究開発費のGDP比(1996年)



(資料) K.Y. Chen & Raymond C.W.Ng (1999)
 (原典) Australian National University

図表6はアジア諸国の技術習得(R&D)への取り組みがいかに不十分かを物語っている。GDPに占める研究開発費の比率を96年の時点でみると、中国、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、香港は、いずれも0.5%以下の水準にとどまっており、日本3.33%、米国2.42%との格差は一目瞭然である。

通貨の暴落を発端とする東アジア通貨危機は、金融セクターにはダメージを与えても、通貨の減価による輸出の伸展への期待に対しては、それほど効果が出ていない。現在の経常収支黒字化は輸出の伸びによるものではなく、輸入の減少による縮小均衡から生じたものである。既述のように、アジア諸国は輸出するのに必要な部品などを輸入しなければならないため、通貨の減価に制約されている。別の側面からみれば、輸出志向型工業化戦略にもかかわらず、地場企業の質的競争力がそれほど高くなっておらず、直接投資の受入とは無

関係であると捉えることもできる。

本来、外資受入の目的は、先進技術の習得にあるのだが、なぜ実現しなかったのか。先進国に本部を置く多国籍企業が生産拠点を発展途上国に配置することにより、その生産過程で用いられる技術が当該国に波及するというものである(高中1999)。そのほかに、先進国の多国籍企業にとって、途上国は単なる「生産・輸出センター」ではないため、若い女工が中心となる労働者に、製品組立ての技法しか伝達していない。直接投資の受入で自ずと途上国の技術水準が上昇する見方も明らかに間違いであり、そのうえ、毎年の成長をフローとしての直接投資に依存させるのは無理である(大塚1998)。とはいえ、直接投資の「起爆剤」的な役割を否定することはできない。

2. 対外借入を適度なレベルに

途上国における経済成長と債務問題の関係に関

する研究には、寺西(1995)¹⁸⁾がある。それによると、途上国の債務累積は2つの局面を経て生じる。第1は、投資の過大に基づく対外債務増であり、第2は、消費の過大に基づく債務増である。輸入代替工業化戦略と輸出志向型工業化戦略の初期において、過大な投資が発生し、それにより、対外債務が増えたといわれる。そして、その後の局面において、バブル経済が発生し、過大な消費により債務は再度累積したのである。またそのなかで、過大投資について、開発志向の強い政府ないし支配層のエリートが、民間の最適行動を無視して、開発のための大規模な投資を行う傾向があると指摘される。

過大な債務累積は経済の負担となり、経済成長の足を引っ張ることになる。経験的に、財・サービス輸出額に対する債務返済額(元利合計)の比率(Debt Service Ratio)は、12%を越えると、債務累積が過大であると判断される。この経験則に基づいて、東アジア諸国の状況を見ると、通貨危機直前96年のインドネシア DSR は36.8%と、とくに警戒ラインを超えていた。一方、その他の国をみると、マレーシア8.2%、タイ11.5%、フィリピン13.7%、とインドネシアほどではなかった。

しかし、通貨の暴落で別の問題が起きた。短期債務のウェイトは過大だったため、資本逃避が起きたのである。97年6月末現在、通貨危機5カ国の短期債務ウェイト(短期債務額÷債務総額)は、インドネシア24%、韓国67%、マレーシア39%、フィリピン19%、タイ46%と、いずれも高い水準にあった。それ以上深刻なのは、外貨準備を100とした場合、短期債務はインドネシア160、韓国300、マレーシア55、フィリピン66、タイ107、となっており、インドネシア、韓国、タイについては外貨準備を全額用いても、短期債務のフライトを補填できない状況だった。この点は、タイや韓国がIMFの支援をあおぐ背景である。もちろん、マレーシアやフィリピンは問題がないということでは

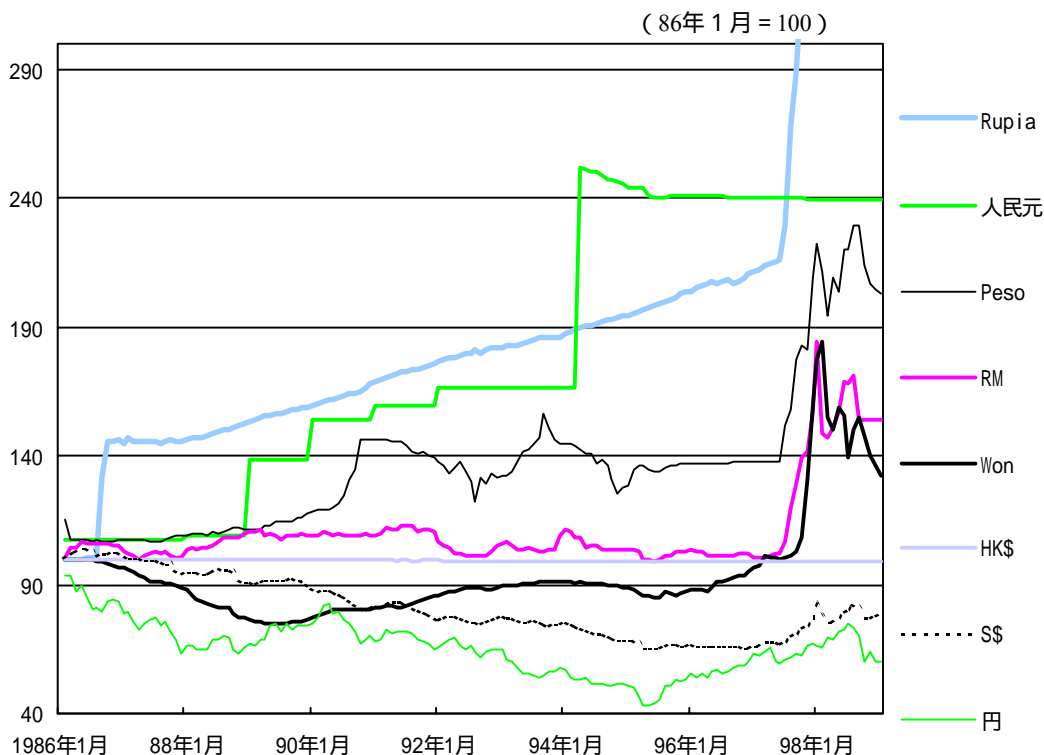
はない。ここで、各国通貨の実勢実行レートのみを試みよう。90年の為替を基準に、97年6月インドネシア・ルピア5%、マレーシア・リンギ13%、フィリピン・ペソ18%、タイバーツ9%と、それぞれ実質的に上昇した。しかし、同年12月にはルピア41%、リンギ18%、ペソ15%、バーツ26%¹⁹⁾と大幅に減価した。つまり、アジア通貨の対ドル・レートは、実勢実行レート以上の下落を示した(図表7)。アジア諸国の対外債務の大半がドル建であることを考えれば、為替減価による債務負担は大幅に増えたと予想される。

したがって、アジア通貨危機を通じて学ぶべき教訓は、債務累積に関する対外借入を適度なレベルに抑えることである。1つは債務の元利返済を安全圏に圧縮すべきと考えられる。もう1つは、本来の資本収支黒字は経常収支赤字をファイナンスするという考えに基づけば、あくまでも経常収支赤字と同じ程度の規模に抑制すべきである。また、経常収支赤字の膨張を防ぐため、それらをGDPの5%以内に抑えるべきと考えられる。もちろん、これらの目標値はあくまでも結果的なものにすぎない。何よりも従来の経済成長路線に対する反省から、新たな経済成長モデルを開拓する必要がある。

BOX : crisis lender と crisis manager

Stanley Fischer (1999)²⁰⁾は、国際的な金融危機への対応として、国内金融危機への対応と同様に、「国際的な最後の貸し手」(an international lender of last resort)としての crisis lender が必要であると主張している。短期的な流動性不足に対して、無条件に流動性を供給する、いわば国際金融レスキュー隊的なシステムが必要だといわれる。もちろん、金融危機への対応として、単なる crisis lender だけでは不十分であり、それにより、モラル・ハザードがもたらされると考えられる。同時に crisis manager としての機能も同システムが持つべき条

図表7 アジア諸国通貨対ドルレートの推移



(資料) IFS

件である。それは、中長期的には金融改革と金融システムに対する監督機能を意味するが、短期的には金融的コーディネーション機能を意味する。たとえば、健全な金融機関による流動性不足危機に陥っている金融機関の救済をコーディネートする。これにより、金融システム全体の安定が保たれるようになると考えられる。

ここで、短期的な流動性不足は即 insolvency(債務返済不能)を意味すると限らない点に留意すべきである。Insolvency かどうかは、危機管理をきちんと行っているかどうかによって決まるのである(Stanley Fischer1999)²¹⁾。しかし、問題となるのは、既存の IMF 体制では、IMF そのものは「国際的な最後の貸し手」になれない点である。IMF は国際的な中央銀行ではないし、国際的な信用創造機能を持っていないためである。必要なのは、crisis management fund の設立である。幸い G 7 で

は、同構想に関して既に合意に達している。今後、融資の過程を監視する中立的な機関と、事後的モニタリング・システムの構築が行われなければならない。

3. 今後の外国為替政策のあり方

アジア諸国が採る通貨危機への対応策は、大きく2つのタイプに分かれている。タイと韓国は、IMF の支援を仰ぐ一方、従来の金融自由化路線を貫きながら、緊縮財政政策などの実施で国内経済構造の改革に着手した。それに対してマレーシアは、緊縮財政政策の実施を条件とする IMF の支援を拒絶する一方、内外の資本移動規制を導入した(98年9月)。エコノミストの間では、この2つのタイプの危機対応策について賛否両論である。

既に述べたように、タイと韓国においてはその

自力で、つまり、外貨準備を以って資本アウトフローに対処できなかったため、IMF の支援を仰いだのである。しかし、両国とも、変動相場制を維持しており、.1 節で述べたメカニズムから、果敢な緊急措置を講じないと、経済は致命的なダメージを受けかねないことがわかる。

一方、マレーシアの場合、1 ドル = 3.8 リングという固定相場制を復活させ、ポートフォリオ投資に伴う内外外貨送金に対して、直接・間接的さまざまな規制を導入した。リングの持出についても上限が設定されている。通貨危機のパニックが十分に解消されていないなか、固定相場制の維持による資本アウトフロー阻止の効果が限定的であることは否めない。

図表 8 に東アジア 5 カ国の主要経済指標の推移

を示す。マレーシアは98年 7.5%のマイナス成長であったが、IMF の予測では、99年 2.0%と依然マイナス成長が続くものの、マイナスの幅は大きく縮小するとみられている。対外債務は、97年434億ドル(前年比47億ドル増)であったのが、98年396億ドルになった。経常収支の GDP 比をみると、97年は 4.2%であったが、98年11.0%と黒字転換できた。これにより外貨準備も97年末の217億ドル(前年比53億ドル減)であったのに対して、98年262億ドルと増加した。

そして、マレーシア、タイ、韓国の統計を比較してみると、経済成長率、経常収支の GDP 比、財政収支の GDP 比についてさほど大きな差はみられない。2つの対応策の効果は、今のところ明らかになっていない。

図表 8 通貨危機 5 カ国の主要経済指標の推移 (1990 ~ 99年)

	1990 ~ 95	1996	1997	1998	1999
(1)実質経済成長率(%)					
韓国	7.8	7.1	5.5	7.0	1.0
インドネシア	8.0	8.0	4.6	15.3	3.4
マレーシア	8.8	8.6	7.7	7.5	2.0
フィリピン	2.3	5.7	5.2	0.2	2.5
タイ	9.0	5.5	0.4	8.0	1.0
(2)実質内需伸び率(%)					
韓国	8.5	8.2	2.8	23.9	n.a.
インドネシア	9.3	8.6	6.8	20.4	n.a.
マレーシア	11.6	5.3	7.2	24.0	n.a.
フィリピン	3.6	7.0	6.6	15.5	n.a.
タイ	10.1	6.2	7.6	21.9	n.a.
(3)輸出伸び率(%)					
韓国	13.1	13.0	23.6	12.2	n.a.
インドネシア	10.1	5.5	10.2	9.4	n.a.
マレーシア	15.7	7.2	8.8	4.2	n.a.
フィリピン	8.2	20.3	17.6	16.9	n.a.
タイ	14.2	1.8	6.6	4.6	n.a.
(4)輸入伸び率(%)					
韓国	14.8	14.8	3.8	20.8	n.a.
インドネシア	15.5	7.8	17.2	26.6	n.a.
マレーシア	19.3	4.2	8.3	19.8	n.a.
フィリピン	9.9	21.1	14.4	12.6	n.a.
タイ	15.4	0.9	10.0	25.0	n.a.

	1990～95	1996	1997	1998	1999
(5)インフレ(CPI)率(%)					
韓国	6.6	4.9	4.4	7.8	3.8
インドネシア	8.7	7.9	6.6	61.1	26.8
マレーシア	3.5	3.5	2.7	5.2	5.8
フィリピン	10.9	8.4	6.0	9.8	8.8
タイ	5.0	5.9	5.6	8.0	2.5
(6)GDP比財政収支(%) ²⁾					
韓国	0.3	0.3	0.3	5.0	n.a.
インドネシア	0.0	1.2	0.1	n.a.	n.a.
マレーシア	0.4	5.0	6.0	2.6	n.a.
フィリピン	1.9	0.4	1.0	2.7	n.a.
タイ ³⁾	n.a.	2.8	2.7	5.9	n.a.
(7)GDP比経常収支(%)					
韓国	1.2	4.7	1.8	13.3	8.7
インドネシア	2.5	3.3	1.8	3.0	2.0
マレーシア	6.2	4.9	4.2	11.0	9.2
フィリピン	4.1	4.7	5.2	1.2	0.6
タイ	6.6	7.9	2.0	11.4	8.4
(8)累積対外債務(10億 US\$)					
韓国	n.a.	160.7	154.4	147.9	n.a.
インドネシア	86.7	130.2	137.9	n.a.	n.a.
マレーシア	24.1	38.7	43.4	39.6	n.a.
フィリピン ⁴⁾	32.9	41.9	51.7	45.8	n.a.
タイ	51.7	90.5	93.4	85.4	n.a.
(9)累積短期対外債務(同)					
韓国	n.a.	100.0	68.4	35.3	n.a.
インドネシア	8.1	28.0	n.a.	n.a.	n.a.
マレーシア	4.6	9.7	10.7	7.0	n.a.
フィリピン	5.0	7.2	9.0	n.a.	n.a.
タイ	22.9	37.6	34.8	25.0	n.a.
(10)外貨準備(同、末残)					
韓国(利用可能額)	n.a.	29.4	9.1	48.5	n.a.
インドネシア(グロス)	n.a.	n.a.	21.5	23.8	n.a.
マレーシア	n.a.	27.0	21.7	26.2	n.a.
フィリピン(グロス) ⁵⁾	n.a.	10.4	7.7	9.4	n.a.
タイ(グロス)	n.a.	38.7	27.0	29.5	n.a.

(注) 1) 98年、99年は Interim World Economic Outlook 予測による。2) 財政収支は金融セクターの金利負担分を含む。互いに比較不可能である。3) タイの財政統計は会計年度のものである。4) フィリピンの対外債務合計額は98年6月末現在のもののである。5) フィリピンの外貨準備残高は98年9月末現在の数字である。6) はマイナス。

(資料) M. Camdessus (1999)²²⁾

今後、アジア途上国にとって、どのような外国為替政策が望ましいのか。これについて、次の2つの認識がある。

1) 国際的な資本移動は、エマージング・マー

ケットを含む世界経済にとって生産的である (Stanley Fischer1999)。

2) 緩やかな為替調整は、経済運営のソフトランディングに寄与する。

資本移動規制は、通貨危機のパニック的な状況からの脱却には有意義ではあるが、平時における資本規制は経済の生産性を損なうことになる。この点マレーシアのマハティール首相は、資本規制を3～4年間継続するとしている。逆説的ではあるが、3～4年間資本規制を継続しようとするのは、経済が回復するにはそれくらいの時間がかかると予想されているのだといえる。もし、経済が回復軌道に回帰したにもかかわらず、資本規制を継続するとしたら、それまでの成果を台無しにすることとなるかもしれない。

とはいえ、資本規制解除のインパクトを検討しなければならない。現状において、資本規制が解除された場合、マレーシア・リングギに対してどの程度の売り圧力がかかるのか。そして、資本アウトフローにともない、証券市場はどれほど影響をうけるのだろうか。

大和(1999)²³⁾の試算によると、マレーシアへの外国人によるポートフォリオ投資残高は、60億ドルにのぼるといわれている。仮に資本規制の解除により、その半分がフライトした場合、外貨準備高は262億ドルに回復しており、今後、新宮沢構想や日本の貿易保険などを活用した資金調達の本格化してくることを考え合わせると、マレーシアはその衝撃に十分に耐えられると判断される。しかも、アジアその他の通貨は危機最低時に比べ相場は幾分持ち直してきているのに対し、リングギは固定相場制所以に、割安感が生じている。この点もリングギへの売り圧力を弱める要因として、資本規制解除を軟着陸させる支援材料となる(大和1999)。

資本規制解除の影響を真に受けるとしたら、むしろ株式市場であろう。株式市場の売買高は株価の上昇とともに回復傾向にあるとはいえ、一日の売買高はわずか5億リング程度という背景から、外国人による数10億リング/日の売り越しをとうてい消化できない。したがって、外国人投資家の

売り越しが短期間に集中した場合には、株価が急落する可能性は否定できないであろう。

為替調整について、為替相場のフラクチュエーションはマクロ経済運営に悪影響を与えるが、中長期にわたる固定相場制の維持もマクロ経済のハードランディングをもたらす。もっとも理想的なのは、緩やかな為替調整を行うことである。ポートフォリオ投資に伴う資本流入と国際商業銀行の流動性供給は、為替調整に対して強い下方硬直性を持つが、直接投資流入は為替調整に対して中立的であるといわれる(大塚1998)。事実、直接投資流入は為替調整に対して中立的ではあるが、フローの投資収益と新規投資流入は、為替リスクヘッジ手段の乏しい途上国において、為替調整に対して同様に下方硬直的であると考えられる。したがって、マクロ経済バランスの改善と国際金融支援枠組みの充実により、変動相場制のもとでも、過度な為替変動を回避しながら、緩やかな為替調整の実現は不可能ではないはずである。

・新たな経済成長モデルと経済政策のサステナビリティ

1. 東アジアのポテンシャル

これまでの東アジア通貨危機をめぐる議論は、成長は神話だったのか、その神話は終わったのか、経済はいつ奇跡的な成長に戻るのか、あるいは戻れないのか、経済再生は2、3年先なのか、4、5年先なのか、といった目下の現実にとらわれ過ぎた極めて表面的なものであった。そもそも、クルーグマン教授によって提起されたアジア開発モデルに対する疑問と警告は、おそらくアジアのポテンシャルを否定するものではなく、extensive growth modelに基づく経済成長のサステナビリティに対する疑問ではないかと思われる。しかし、教授のイシューからディリバティブ的に生まれた数多くの「奇跡終焉論」は、アジア

のポテンシャルを否定するようなものであり、正当性は認められない。そして、これらの「終焉論」に反論するかのように、アジア経済が2、3年以内の短期間のうちに高成長に回帰するといったリエマージング・イシューも数多く提唱されている。このような論争は、どのような背景に基づいているかにかかわらず、意義のあるものとは認められない。第1に政策提言を宿命とするエコノミストの役目は、評論家と違い、経済を中立的にアナライズし、その体力回復のための処方箋を書くことではなからうか。

では、東アジア経済のポテンシャルとはなにか。

それについて、旺盛かつ安価な労働力供給と豊富な天然資源をあげる論者がいる。安易な答えである。近代経済において、質の高い適宜な人口規模は経済成長にとって正の条件となるが、過剰な人口が経済成長の深刻な制約条件になっていることは既に明らかになっている。天然資源の有無はポテンシャルとして注目されるが、経済成長にとって決定条件ではない。東アジアのポテンシャルについて、少なくとも次の諸点があげられる。

イ) 巨大な潜在的市場 世界の最大の人口規模を有する同地域において、その消費市場の潜在性は計り知れないものであろう。

ロ) 豊富な教育人材 総人口に占める教育人口の比率は必ずしも高いとはいえないが、教育人口の絶対数は非常に多い。そのうえ、先進国で留学している学生のうち、東アジア留学生のウェイトはもっとも高い。

ハ) 貯蓄好きの民族性 世界において、東アジア地域の貯蓄比率は最も高い。

二) 政治的安定性 途上国のなかで東アジア地域の政治は、北朝鮮の問題があるにせよ、もっとも安定している。

ハ) 牽引役としての日本の役割 アジア型経済開発モデル雁行モデルと比喻されているように、その牽引役としての日本の経済的パワー

は重要な役割を發揮するであろう。

ホ) 中国経済の市場経済化 20年間続いている改革・開放政策により、中国経済は大きく変貌した。更なる発展が予想される中国経済はアジアにとって、もう1つの牽引役となる。

したがって、アジアのポテンシャルを否定する議論は、正当な認識ではない。ここで大事なことは、東アジア通貨危機からわれわれは何を学び取るか、そして、その教訓を反省し、いかにして更なる経済成長をめざすのかにある。アジアの潜在的な能力をいかに現実なものにするかは、まさに今アジアにとって制約となっている制度・機構面の歪みを是正し、システムを構築することにかかっていると思われる。

2. サステナブルな経済成長モデルとは

世界銀行のレポート「東アジアの奇跡」の名の通り、70年代以降アジア諸国は経済の飛躍的な成長、すなわち奇跡の現実化を目指した。事実、ここ20数年間、東アジア経済は目覚ましい変貌を遂げた。それには2つの外生的要因がある。1つは、アメリカ、日本などの先進国からの巨額の資本流入である。もう1つは、ベトナム戦争の終結と改革・開放政策への中国の方針転化であり、これにより、域内の投資環境はいっそう改善されたのである。

事実、東アジア諸国は、輸入代替工業化戦略から輸出志向型工業化戦略へと試行錯誤を重ねながら、経済発展を図ったのである。東アジアの奇跡が現実化したと判断するならば、日本は機関車として重要な役割を果たしたと評価される。アジアのなかで、戦後のわずか30年間で、日本経済は欧米経済と同じレベルに達したのである。この点は、アジアの他の国や地域に勇気とアベラビリティを与えたに違いない。しかもそのアベラビリティは、アジア諸国の工業化に拍車をかけたこととなった。日本が30年間で走りぬいたコースを、アジア途上

国は外資受入戦略をもとに20年間で走りぬこうとしたのである。世界銀行のレポートはそのスピードを更に加速させてしまったのである。

もし、経済発展を単なる GDP の量的拡大だけにみるのであれば、extensive growth model でそれは十分に達成できる。しかし、アジア諸国はさまざまな構造的問題を抱えており、extensive growth だけでは、GDP の量的拡大と裏腹に、そうした問題は逆に深刻化する。たとえば、貧困と所得格差の問題などがそうである。extensive growth だけでは、むしろ、所得格差の拡大が助長されることになる。そして、市場機構の未発達も同様である。取引情報の偏在により、市場メカニズムがうまく機能しないのみならず、役人の腐敗は蔓延するのである。アジアにとって、日本は経済開発のモデル的な存在であるが、残念ながら日本の明治維新以降のような制度・機構の構築を、韓国を除いて他のアジア諸国はほとんど実行していない。いわば、結果のみ重要視されて、そのプロセスは粗末にされてしまっているのではないと思われる。

日本に関して、もう1点をあげることができる。それは、戦後の日本が緩やかな市場開放戦略のもとで、しっかりと地場の基幹産業を育成したことである。決して安易な道のりではなかったと思われるが、しっかりした研究・開発 (R&D) を重ね、鉄鋼、造船、自動車、電子、石油化学、通信設備などの分野に、数多くの世界一流企業を育てあげた。これに対して、韓国と台湾以外の ASEAN 諸国においては、研究・開発費比率も低く (図表 6 参照)、地場の基幹産業がほとんど育成していない。あえてあげるとすれば、不動産開発のディベロッパぐらいかもしれない。

アジア型開発戦略の全体像を「雁行型モデル」と例えられている。「雁行型モデル」を否定するわけではないが、日本 NIEs ASEAN + 中国というような編隊になっており、日本と NIEs のキ

ャッチ・アップに比して、ASEAN と中国はより困難な局面に直面しているといえる。戦後の日本は物不足の時代にあつて、生産さえすれば、国内市場であれ、海外市場であれ、それらは飛ぶように売れたのに対して、今や物溢れる時代にあつて、限られた市場を巡り熾烈な競争が繰り広げられているという初期賦存条件の違いから、経済成長をはかるためには、かつての日本と NIEs 以上に、ASEAN と中国では比較優位を發揮してゆかなければいけない。

ここで、以上の分析を踏まえ、今後アジア途上国の経済成長モデルを次のように考案する。

第1に、実力に見合った経済成長を目指す。財政収支バランス、経常収支と資本収支のバランス、貯蓄率と投資率のバランスなど健全なマクロ経済バランスを維持しながら、経済成長を目指すべきである。

第2に、過度な外資依存体質からの脱却である。外資をあくまでも「起爆剤」的な存在として位置づけし、国内のポテンシャルにもっと目を向けるべきである。安易な外資導入にかわり、国内の金融的貯蓄の有効利用を考えるべきである。またこのための国内金融システムの構築及び関連の法整備を早急に行う必要がある。

第3に、政府による経済活動への介入は、市場機構を介して行うべきである。現実的に考えて、政府の役割は排除できないが、それをせめて市場メカニズムに基づいて実施しなければならない。

かくして、東アジア途上国の経済を健全な成長軌道に乗せるためには、各国の実力に見合った経済成長を目指すことであり、今まで無理をして達成した高い成長率が若干落ちるのは当然のこととしても、それを「神話の終焉」とみなすこと自体は間違いである。更には、タックス・インセンティブなどの優遇条件を賦与してまでも外資を受け入れて、経済を80年代後半以降の高度成長軌道に

戻すことなどはなおさら危険な選択であろう。今後の経済発展に向けて、各国にとってもっとも大事なものは、経済開発と産業育成の長期ビジョンを明確化することである。そうすれば、アジア経済は徐々に extensive growth から脱却し、intensive growth に転化していくと考えられる。

アジア経済が通貨危機を乗り越え、更なる発展にむけて日本が果たすべき役割を議論する際、資金援助すればよいといった安易な提案を出す日本人エコノミストが少なくない。日本はアジアの crisis lender としての役割を当然ながら期待されているが、それだけではないはずである。少なくとも現状において、日本はアジア域内の取りまとめ役としての役割を果たしておらず、crisis manager としての役割も果たせていない。この点について、安直に日本の戦争責任論とリンク付けをする論者がいるが、それは大きな間違いである。アジア域内の繁栄を目的とする日本の crisis manager としての役割に対して、アジア諸国は反対するはずがない。問題なのは、日本の crisis manager としての姿勢が不十分であるということだ。そして、アジアの代表としての日本が、国際社会、例えば、G7といった場において、どれだけアジアの利益を代弁してくれるのかをアジアは注目している。残念ながらこれらの諸点について、今までの日本の努力と姿勢はいずれも中途半端なものであったといわざるを得ない。

最後に、中国経済を簡単に見てみよう。アジア通貨危機以降、中国経済は内外において非常に注目されている。1つは、中国経済そのものの流れに対する注目である。21世紀初頭にアメリカ経済を抜いて、世界最大の経済になるともいわれる中国経済は、ここに来て減速感を漂わせている。それは経済成長の減速以上に、国有企業失業問題の顕在化が懸念材料となっているためである。もう1つは、万が一中国経済が危機に陥った場合、既に体力が弱まっているアジア経済への影響が懸念

されていることである。中国は内需の低迷に加え、輸出不振という厳しい局面に直面している。事実上の固定相場制が維持されているため、為替減価による輸出テコいれはできない。長期にわたる固定相場制を維持するためには、潤沢な外貨準備または国際金融市場へのスムーズなアクセスが必要であるが (Stanley Fischer 1999)。幸いにして、中国は現在1,450億ドル前後の外貨準備を保有している。

しかし高い対外依存度とオープンエコノミーへの移行のなかで、今日アジア通貨危機の影響を受け、中国経済はかなり厳しい状況に置かれている。それに加えて、国内経済は国有企業改革、金融改革、行政改革の真っ最中にあり、転機となるのか、危機に陥るのか、不透明さを増している。しかし、唯一いえるのは、改革をなくしは、中国経済はますます混沌とした状況に陥るであろう。

したがって、現在アジアが置かれている状況から、数パーセントの成長を性急に取り戻すことよりも、すこし時間をかけてきちんと経済改革・制度構築を行うことを考えるべきなのではないだろうか。これにより、アジアのポテンシャルは必ずといっていいほど現実的なものとなり、経済成長のサステナビリティも実現できると考えられる。

【注】

- 1) Radelet, Sachs (1997) "Asia's Reemergence" (Foreign Affairs November / December 1997) (和訳:「それでもアジア経済は甦る」月刊「中央公論」1998/2)
- 2) 吉富勝 (1998)「アジアを襲った『資本収支危機』」(「日本経済の真実」第5章 東洋経済新報社)
- 3) 大塚二郎 (1998)「東アジア通貨危機の総括と展望」長銀総合研究所「総研展望」98年5月号
- 4) Gurley, J.G. and E.S. Shaw, Money in a Theory of Finance, Brookings Institute, (1960)
- 5) 大塚二郎 (1990)「転換期のアジア国際金融市場

- 国際金融仲介水平分業への視点」日本長期信用銀行「調査月報」No.266
- 6) タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン。
- 7) イエスパー・コール(1999)『『政府の失敗』回避が先決』、日本経済新聞(99年4月23日)。同氏の試算によると、既存ヘッジファンドの自己資本は3,700億ドル程度であり、ヘッジファンドのレバレッジ倍率は通常3倍から8倍であるから、ヘッジファンドが操作できる資金量は最大でも3兆ドル程度であるといわれる。これに対して、米、英、日、独の既存金融機関の保有している証券資産残高は22兆4,000億ドルである。ヘッジファンドの資産運用レバレッジ倍率を考慮しても、13%程度の「力」しかないといわれる。
- 8) ここの金利は名目金利である。
- 9) 寺西重郎(1991)「工業化と金融システム」(東洋経済新報社)
- 10) 千田純一(1996)「途上国の経済発展と金利政策について」(彦根論叢 第299号)
- 11) 「金融の抑圧」は T. Hellmann, K. Murdock & J. Stiglitz によって「金融の抑制」(financial restraint)と区別されている。金融抑圧の体制下では、政府は、民間部門からレントを引き出す。しかし、金融抑制では、政府は、民間部門のなかにレントを作り出す。(T. Hellmann, K. Murdock & J. Stiglitz (1996), Financial Restriant. The World Bank. 和訳:「金融抑制 - 新しいパラダイムに向けて」青木ほか「東アジアの経済発展と政府の役割」第6章)
- 12) R.I. McKinnon (1973), Money, Capital in Economic Development, Brookings Institution.
- 13) E.S. Shaw (1973), Financial Deepening in Economic Development, Oxford University Press.
- 14) World Bank., Global Development Finance (1998)によると、97年通貨暴落直後、各国の不良債権比率は、インドネシア19%、マレーシア16%、フィリピン13%、タイ17%であった。
- 15) 高中公男(1999.1)「検証 アジア経済シリーズ: 経済成長と貿易」日本評論社「経済セミナー」
- 16) 関満博(1999)「アジア新時代の日本企業」中央公論新社
- 17) K.Y. Chen & Raymond C.W. Ng (1999), Regaining International Competitiveness: Hongkong After the Asian Financial Crisis. Centre for Asian Pacific Studies, Lingnan College, Hongkong.
- 18) 寺西重郎(1995)「経済開発と途上国債務」東京大学出版会
- 19) いずれも IMF 統計
- 20) Stanley Fischer (1999), On the Need for an International Lender of Last Resort., IMF
- 21) The line between solvency and liquidity is not determinate in a crisis. It depends on how well the crisis is managed. The task of distinguish insolvent from illiquid becomes more difficult, and an official lender of last resort is likely to be need to help restore normalcy Stanley Fischer (1999).
- 22) M. Camdessus (1999), Economic and Financial Situation in Asia: Latest Developments, Background paper for Asia - Europe Finance Ministers Meeting, IMF
- 23) 大和俊太(1999)「資本規制解除のインパクト」DIR 投資調査部
- 【参考文献】**
- 大塚二郎(1998)「東アジア通貨危機の総括と展望」長銀総合研究所「総研展望」98年5月号
- 大塚二郎(1990)「転換期のアジア国際金融市場 - 国際金融仲介水平分業への視点」日本長期信用銀行「調査月報」No.266
- 千田純一(1996)「途上国の経済発展と金利政策について」(彦根論 第299号)
- 高中公男(1999.1)「検証 アジア経済シリーズ: 経済成長と貿易」日本評論社「経済セミナー」
- 寺西重郎(1995)「経済開発と途上国債務」東京大学出版

- 寺西重郎 (1991) 「工業化と金融システム」(東洋経済新報社)
- 吉富勝(1998) 「アジアを襲った『資本収支危機』」(「日本経済の真実」第5章 東洋経済新報社)
- E.S. Shaw (1973), Financial Deepening in Economic Development, Oxford University Press.
- Gurley, J.G. and E.S. Shaw, Money in a Theory of Finance, Brookings Institute, (1960)
- Jang Yung Lee (1997), Sterilizing Capital Inflows. IMF
- Kim, Jong Il and Lawrence J. Lau (1994), The Sources of Economic Growth of the East Asian Newly Industrialized Countries. Journal of the Japanese and International Economies, Vol. 8
- K.Y. Chen & Raymond C.W.Ng (1999), Regaining International Competitiveness : Hongkong After the Asian Financial Crisis. Centre for Asian Pacific Studies, Lingnan College, Hongkong.
- M. Camdessus (1999), Economic and Financial Situation in Asia: Latest Developments, Background paper for Asia - Europe Finance Ministers Meeting, IMF
- Michael Sarel (1997), Growth in East Asia What We can and What We cannot Infer. IMF
- P. Krugman (1994), The Myth of Asia's Miracle. Foreign Affairs, Vol. 73 (November-December, 1994)
- Radelet, Sachs (1997) "Asia's Reemergence" (Foreign Affairs November / December 1997) (和訳: 「それでもアジア経済は甦る」月刊「中央公論」1998 / 2)
- R.I. McKinnon (1973), Money, Capital in Economic Development, Brookings Institution.
- Stanley Fischer (1999), On the Need for an International Lender of Last Resort., IMF
- T. Hellmann, K.Murdock & J. Stiglitz (1996), Financial Restriant. The World Bank. (和訳: 「金融抑制 - 新しいパラダイムに向けて」青木ほか「東アジアの経済発展と政府の役割」第6章)
- Zuliu Hu (1997), Why is China Growing so Fast?. IMF