

執筆日 2007年3月26日

国際通貨研究所

経済調査部 部長 竹中 正治

「アジア通貨危機から10年目の警告」：掲載タイトル

1997年春、タイの通貨パーツ相場の急落で始まったアジア通貨危機から今年が10年目の年である。アジア通貨危機は中南米、ロシアなど世界に伝播し、日本を含む先進国の金融・資本市場にも強い衝撃を与えた。その後、世界経済は2001年のIT不況を乗り越え、日本を含め景気の回復と経済成長が続いている。しかし、新しい通貨・金融危機、あるいは市場激震の兆候はないだろうか？ 筆者は短期的状況には楽観しているものの、中長期的には世界の通貨・金融市場に「地震を起こす地殻の歪み」が蓄積していると思う。それを見抜くために、まず10年前に通貨・金融危機が起こった原因を理解しておこう。

【危機の温床：金利格差に誘引された為替持高の積上がり】

1990年代に日本や他の先進諸国からの直接投資をテコに高度成長が続いていたアセアン諸国は、IMFなどの政策推奨に従って、国境を越えた資本移動の自由化政策を進めた。直接投資ばかりでなく、株式や債券への投資や海外からの短期銀行借入れなど、短期性資金の移動も自由化した。短期性資金とは環境次第で、文字通り短期で流出、あるいは流入する「足の速い資金」である。

一方で、アセアン諸国の政府は、貿易が経済に占める比重が極めて高いこともあり、自国の為替相場については完全な自由変動相場制ではなく、ドルに対して固定性の強い管理変動相場制を継続していた。また高度成長を謳歌していたこれら諸国の金融市場では、国内の資金需要が旺盛で、国内金利は米ドル金利よりもずっと高い状態にあった。

このような状況で、アセアン諸国の多くの企業、金融機関が国内での資金調達よりも金利の低い海外から短期のドル建て借入れを増やし、自国通貨に転換して使用するようになった。こうして、ドルで借入れ(短期ドル債務の増加)、自国通貨に転換する(自国通貨資産の増加)という財務上のリスク・ポジション(ミスマッチ)が、空前の規模に積み上がったのだ。このことは、自国通貨の対ドル相場が急落すると巨額な為替損失が生じることを意味していた。勿論、彼らが為替リスクを承知していなかったわけではない。しかし管理変動相場制が採られていたので、為替リスクよりも金利格差のメリットの方がずっと大きく思えたのである。

【リスク・ポジションの累積に目を付けたヘッジファンド】

この状況に目を付けた投機筋が一部のヘッジファンドである。1997年春、まず彼らはタイの通貨パーツに外為市場で巨額な売りを浴びせた。タイ政府は当初はパーツ買い・ドル売り介入で、投機的なパーツ売りに対抗していた。しかし政府がドル売りを行うための外貨準備には限りがある。

とうとうバーツ相場を政府は支えきれなくなり、タイ・バーツは急落した。同様のことが、インドネシア・ルピア、マレーシア・リングギットでも起こった。既に多額のドル債務を抱えていた企業が自国通貨の下落による為替損失を食い止めるためには、ドル買い・自国通貨売りをするしかない。しかし、その動き自体が自国通貨の相場下落に拍車をかけた。こうしてアセアン諸国の通貨相場は暴落、現地の多くの企業が巨額の為替損失で債務超過に陥り、銀行借入れは返済不能となり、信用危機→金融システム危機へと発展してしまった。

人間は一度不安心理にかられると、直接関係のないことまで不安の対象が拡大するものだ。国際的な投資家や金融機関も同様である。彼らは抱えるリスクを縮小するために他の途上国への投資や融資の回収に走った。その結果、これらの国はクレジット・クランチ(信用収縮)に襲われ、金融危機はフィリピン、韓国、香港、台湾、更には中南米、ロシアにまで広がった。まるで金融危機が疫病のように世界中に伝染したのだ。ロシアの高金利国債に投資していた欧米のヘッジファンドや投資家、ロシアの諸銀行が、ロシア国債と通貨ルーブル相場の暴落で巨額な損失を抱え、米国の巨大ヘッジファンド LTCM も破綻した。

【不整合な政策の組合せが危機の温床を生んだ】

アジア通貨危機は間違った政策の組み合わせが主因であったと総括できる。政府は内外の資本移動を自由化したならば、外為市場では完全な自由変動相場制を採用すべきだった。反対に、固定的な相場制度を維持するのであれば、内外の資金移動は規制しなければならない。これは国際金融論の基本的な知見に過ぎない。実際、ドルに対する固定相場制と資本移動規制を実施していた中国は、危機の国内への波及を遮断することができた。

【アジアと米国で好対照の危機からの教訓】

興味深いことはアジア危機からの教訓が、日本を含むアジア諸国と米国では対照的なことだ。アジア諸国ではマクロの実体経済のみならず、金融機関がダメージを受け、脆弱な機関は欧米系資本に買収された。その後アセアン諸国は管理変動相場制を維持すると同時に短期性資金の移動に対する規制を設け、政策パッケージとしては整合性を復活する方向に動いた。エマージング・アジア諸国は為替市場でのドル買い介入で自国通貨相場の上昇を抑制し、貿易黒字と外貨準備を増加させたので、同種の危機への耐久力は格段に高まった。また、アセアン、日本、中国、韓国で通貨スワップ協定を締結し、緊急時に外貨を融通し合う体制を築いた。「2度と同じ危機を繰り返さない」これがアジアの教訓である。

一方、米系資本にとっての教訓は、「途上国の資本・金融市場をまず自由化させるべし。順調に資本市場が発展すれば、それでビジネス・チャンスを得るべし。もし危機が起これば絶好の買場として、買収すべし」である。こうしたプレデター(捕食者)のようなビジネス・モデルが今や確立されているのだ。

【次のバブル崩壊の震源地は中国】

今日、新たな危機の兆しはあるだろうか？ 危機を回避しようとする行動自体が別の形の危機の原因を生むものだ。アジア諸国、特に中国の自国通貨上昇を抑制する政策自体が、膨張する米国の経常収支赤字という国際的不均衡調整のために必要な為替相場の調整を先送りしている。先送りされた不均衡の調整ほど将来ハードランディングになる危険が高まる。中国国内では人民元相場の上昇を人為的に抑制する巨額のドル買い・人民元売りの為替介入のために通貨供給量が膨張し、不動産から株式まで様々な投機現象が横行している。先送りされた調整が具体的にどのようなハードランディングを生むかは予想困難ではあるが、「次のバブル崩壊的な激震の震源地は中国」という予感はかなり共有されたものだろう。2 月末の上海株式の反落という「水鳥の羽音」のような出来事に世界の投資家が敏感に反応し、リスク回避的な行動が短期間とは言え世界同時株下落を引き起こした。これはそうした不安な予感が共有されているからではないだろうか。

【危機もビジネス・チャンスに転じる米系資本のしたたかさ】

しかし中国が金融、資本市場を外国資本に閉ざしていれば、中国でバブル崩壊的なことが起こっても、プレデター達はチャンスを刈り取ることができない。米国のポールソン財務長官はこの点で実に率直である。彼は 3 月の訪中時に上海で講演し、「中国の資本市場を世界的な競争に開放することは中国に多くのメリットがある」「中国の銀行の経営支配権を海外投資家に売却することを自由化すれば（現行では海外投資家の保有比率は 25%に制限されている）、中国の銀行経営の改善、強化を促進できる」と強調した。なんと驚くほどあけすけに米国の投資・金融界の利害の要点を説いていることだろうか¹。また中国政府自身も WTO に加盟した以上、自国の金融と資本を将来にわたって世界から隔絶させておくのは最早不可能と考えているようだ。

「金融・資本市場の自由化」というのは経済の発展に伴い不可避なプロセスであるが、同時に政策的には難しいプロセスでもある。既存の諸規制・政策体系を順次解除、改正して行く必要があるが、手順を間違えると既に述べたような各種の政策的な不整合を生み出すからだ。実際、米国では 1980 年代の自由化の過程で多くの金融機関の破綻、淘汰が起こった。米国に 10 年遅れて自由化を進めた日本では 90 年代からの約 10 年間でそうした破綻と淘汰の時代となった。仮にマクロ的な金融危機が生じなくても、新しい金融環境への適応に失敗して破綻する金融機関は個別には幾つも出てくるので、買収のチャンスは多い。その時のためにプレデター達は余念なく爪を研いでいるのだ。

以上

¹ ポールソン財務長官講演内容は次のサイトで閲覧可能 <http://www.ustreas.gov/press/releases/hp301.htm>