

Contents \*\*\*\*\*

特集：1997年～アジア通貨危機を振り返る	1p
<今週の”The Economist”誌から>	
”What Hong Kong can teach Xi Jinping” 「香港が習近平に教えられること」	7p
<From the Editor> 日欧 EPA 合意！	8p

\*\*\*\*\*

特集：1997年～アジア通貨危機を振り返る

先週末は、「香港返還」(7/1)と「アジア通貨危機の発生」(7/2)という「2つの20周年」がありました。20年というのはまことに微妙な頃合いで、歴史として振り返るにはまだ評価が定まっておらず、同時代史として捉えるにはいささか古い。そして誰もが少しずつ記憶違いをしている。20年前とは、「薄暮」のような時間帯と言えるかもしれません。

本号では1997年に視点を置いて、アジア通貨危機と各国の対応、その後の展開を振り返ってみました。案の定、忘れていたことがたくさんありました。本誌を手掛かりに、「そう言えば、そうだった！」と、ご一緒に20年前を思い出していただければ幸いです。

●3つの金融危機を思い出す

今年「アンラッキーセブンの年」である。本誌でも過去に何度も取り上げてきた通り、西暦で末尾が7の年には国際的な金融危機が発生するというジンクスである。

1987年 ブラックマンデー（10月19日にNY市場が22.6%も下落。世界同時株安へ）

1997年 アジア通貨危機（7月2日のタイ・バーツ急落がアジア全域に波及）

2007年 サブプライム問題（低所得者向け不動産ローンから証券化商品全体の不安に）

ブラックマンデーは株式、アジア通貨危機は為替、サブプライム問題ではクレジットが主役であった。10年ごとに危機は複雑化し、深刻化しているように見える。ところがあらためて「あの時は何が問題だったのか？」と振り返ってみると、意外と分からなくなっている。こんな風に忘れてしまうからこそ、危機は繰り返されるのかもしれない。

今週は「アジア通貨危機から 20 年」の新聞記事を多く見かけた。おそらく今年の 10 月 19 日になると、「ブラックマンデーから 30 年」が取り上げられるのであろう。今から考えてみると、ブラックマンデーはごく普通の世界同時株安に過ぎない。ニューヨークから東京へ、そして欧州へと世界を一周し、株価が下落と反発を繰り返した。そうした現象自体は、近年ではめずらしくなくなっている。世界のマネー市場が一体になったと確認されたことが、1987 年の事件だったのではないかと思う。

これに比べると、アジア通貨危機はもう少し複雑である。当初は「通貨売り」が問題であった。通貨が大幅に切り下がると、普通は輸出競争力が回復するので、経済はじょじょに回復に向かう。ところが当時のアジア経済は、海外からの短期資金に負うところが大きかった。それらが一挙に流出するという「流動性の危機」が問題を深刻にした。

さらに民間部門がドル建てで借りていた債務は、通貨の切り下げによって一気に膨れ上がった。もともと過剰借入れ、過剰投資の体質があったところへ、金融制度の前近代性があり、政府の監督体制も整っていなかった。このため金融機関の不良債権比率が一気に増加する。金融収縮が企業活動を低下させ、実体経済を悪化させる。しかも“Contagion”（感染）と呼ばれたように、危機はどんどん他の国に連鎖していった。インドネシアでは、30 年間も続いていたスハルト政権が引っくり返ってしまう。

当時は「全治に何年かかるか」と思われたものだったが、回復は意外なくらいに速かった。本誌のバックナンバーを振り返ると、1999 年 11 月 12 日号に「アセアン経済の復活宣言」という特集があり、2 年と少々で楽観論が戻りつつあると記されている。

それだけでは信憑性を欠きそうなので、今週の日経新聞「経済教室」に掲載された大野健一教授の分析を引用しておこう<sup>1</sup>。「アジア通貨危機は長い開発過程での短期ショックに過ぎなかったと結論付けてよい。この危機で東アジア型開発モデルの破綻が露呈したというような論調は的外れだった」とある。もう過去形で語って良い、ということだろう。

それとは対照的に、10 年前のサブプライム危機は過去形では語れない。翌年には「リーマンショック」があり、深刻な国際金融危機を招いた。世界経済がまだそこから抜け切れていないことは、「BC と AC」（Before the Crisis=2008 年以前と After the Crisis=2009 年以降）の景色がすっかり変わっていることから自明であろう。そしてまた、低所得者向け不動産ローンを組み込んだ証券化金融商品が、いかにして世界に混乱をもたらしたかというメカニズムは、完全には解明されていない<sup>2</sup>。

あまり考えたくないことだが、「10 年おき」のジンクスが健在で、今年後半にも新たな形の国際金融危機が発生するとしたら、それは今まで以上に複雑かつ深刻なものとなるだろう。なおかつ、対応策も非常に限られていることは容易に想像がつく。せめて 20 年前の危機を「なるべく正確に思い出す」努力くらいは、怠るべきではないだろう。

<sup>1</sup> 7 月 5 日掲載。「通貨危機 20 年迎えたアジア。成長が生む課題 各国共通」

<sup>2</sup> 『マネーショート』（The Big Short <http://www.moneyshort.jp/>）という映画（2015 年）は、不動産ローンが金融危機に広がったメカニズムを面白おかしく描いていてお勧めである。

## ●20年間で何が変わったか

もう少し詳しく当時を振り返ってみよう。1997年7月2日、タイ政府が通貨バーツを米ドルとの固定レートから切り離し、変動相場制に移行させた。その日を境に、通貨と株価の下落が止まらなくなり、国債の格付けも下げられることになる。通貨の切り下げはマレーシア、フィリピン、インドネシアなどへも広がった。

翌年には、通貨危機は韓国やロシア、アルゼンチンなどへも連鎖した。世界経済全体が、マネーの暴走に振り回される時代の幕開けであった。それから20年後の今日、何が変わって何が変わらなかったのか。以下の3点を指摘しておこう。

**第1点は為替政策**である。それまでの東南アジア諸国は、世界銀行が「東アジアの奇跡」と呼ぶほどの高い経済成長を続けていた。しかしそれは自国通貨を米ドルで固定し、輸出競争力を維持しながら海外のマネーを呼び寄せることでもたらされた繁栄であった。ただしインフレ率が違う米国との固定相場制は、本来、持続不可能であった。

また当時を振り返ってみると、ASEAN製品が「円安と人民元切り下げのダブルパンチ」に遭っていたことも無視できない。輸出競争力は低下していたのに、不動産投資などによるバブルが国内景気を浮揚させ、実力を過大視されていたという不運も重なった。

今日では新興国の多くがフロート制を採用し、同時に外貨準備を多く積んで通貨の安定を図っている。チェンマイ・イニシアティブのように、相互に外貨を融通する制度も始まっている。金融機関に対する監督も厳しくなった。それだけマクロ政策の運営が用心深くなったわけで、これらの点は前進と言えるだろう。

**第2に「国家と市場」の対立**という問題がある。アジア通貨危機に対しては、「ドルペッグ」以外にもさまざまな「容疑者」が居た。原因が海外にある、と見る向きは「投機筋」や「短期資金」を悪者と考えたし、国内に問題がある、と見る向きはアジアの「前近代的な金融システム」や「クローニー・キャピタリズム」（縁故資本主義）を批判した。

当時のマレーシアのマハティール首相は、「投機筋が国民経済を危うくしている」と厳しく批判し、投資家のジョージ・ソロス氏は、「自由なマネーの動きは止められない」と反論した。こうした論争の図式は、その後、何度も繰り返されることになる。

果たしてどちらが正しかったのか。当時のアジアに、金融システムの脆弱性などの構造問題があったのは確かにその通りだろう。しかしアジアの前近代性を批判していた西側先進国は、それから10年後に「リーマンショック」や「ユーロ危機」を招いてしまう。これらの際にも、「投機筋」を非難する声が上がったものだが、アジア側から見れば「ほら見たことか」であろう。

つまり、欧米の金融界にも同様なモラル・ハザードがあったし、金融危機につきものの傲慢さと無知、そして**”This time is different.”（今回だけは違う）**という**錯覚があった**。これら点については、ほとんど進化がないと言えるかもしれない。

第3に国際協力がある。危機に見舞われた国の間では、先進国やIMFの対応に対して割り切れない思いが残った。日本では「アジア通貨基金」(AMF)を作ろうという試みもあったが、米国の圧力の前に挫折している。

それでもこの時期には、ASEAN+3などの新しい協力の枠組みが誕生した。ASEANを中心とするアジア太平洋地域の貿易自由化も着々と進んでいる。この点でも金融危機の経験を共有したことがプラスに働いたことが窺える。危機はもちろん辛い記憶だが、お蔭で経済が鍛えられるという面もある。試練の経験が、個人を成長させるのと同じであろう。

## ●経済危機は国家を変える

アジア危機への対応策は、国によって異なっていた。韓国やインドネシアはIMFに支援を仰ぎ、代わりに厳しい緊縮路線と構造改革を受け入れた。国民生活に犠牲を求めることになり、その結果、政治が不安定化した国もあった。

今となってみれば、韓国の対応は正解だったと言えるだろう。ルチル・シャルマは『ブレイクアウト・ネーションズ』(2013年)の中で、韓国を「金メダリストの国」と高く評価している。いわく、「アジア金融危機があれほど深刻になったのも、財閥による『縁故資本主義』が根幹にあったからだという見方が一般的だった。だが、その財閥が、金融危機以降に劇的な変革を遂げ、今や韓国経済の推進力になっているのだ」

韓国では当時、「ビッグディール」と呼ばれる財閥の再編が行われ、多くの産業が淘汰された。その時点で三星電機が、21世紀に半導体で世界市場の覇権を握ると誰が考えただろうか。シャルマは以下のように、われわれにとって耳の痛いことを指摘している。

韓国も日本も、世論調査をすると現状維持を望む声の大きい大勢順応型の社会だ。ただし、韓国では「現状」の定義が変わりやすい。危機に襲われると、日本は既存の経済システムを防衛しようと必死になる。一方、韓国は既存の仕組みをあっさり捨てて、再構築を図る。1990年代の危機ほど、このコントラストが明白になった例はないだろう。当時の日本は、何年もかけて破綻企業を生き延びさせようとしたが、韓国は大掃除を一気に進めた。こうして、韓国は変化のモデルとなり、日本は現状維持の象徴となった。

1997年と言えば、わが国でも北海道拓殖銀行や山一証券が経営破綻し、金融不安が始まった年であった。この頃には既に年末の風物詩、「今年の漢字」が始まっていて、1997年を代表する漢字は「倒」であった。

韓国とは対照的に、日本が選んだのはソフトランディング路線であった。社会の安定を最優先したわけだが、それでも1997年まで年間2万~2.5万人だった自殺者数が、翌98年から14年連続で3万人を超えるようになっていく。日本経済の「内なる危機」も、おそらくは相当に深刻であったと考えるべきだろう。

逆にマレーシアのように、途中から IMF の指導に背を向けて、「金融鎖国」路線で対応した国もあった。事実上の独裁政権であったマハティール首相は、財政拡大、金融緩和、通貨リングの交換停止、短期資金の規制、固定相場制の導入などに踏み切った。そして政府支出によって、金融機関の不良債権処理を徹底した。それだけ政府に余力があったとも言えるが、これはこれで正解であった。「金融鎖国」は 1999 年 9 月から段階的に解除されることになる。

アジア通貨危機で明らかになったことのひとつが、「IMF は古い処方箋しか持たない」ことであった。今週 7 月 3 日の日経新聞が、「通貨危機を超え アジア金融深化」という特集を組んでいる。その中でタリン・タイ財務相（当時）が、「IMF と再交渉して財政赤字を容認してもらった」故事を明かしている。

「消費と投資は低迷。輸出も上向くには時間が必要だった。経済の 4 つのエンジンのうち 3 つが止まっているのに、政府支出まで絞ったら危機脱却はあり得ないと考えた」という。きわめて合理的な考え方ではないかと思う。しかるに 2010 年以降のギリシャ債務危機においても、あいかわらず「緊縮財政、高金利、構造改革」という伝統的な手法が採られている。これでは国民生活を苦しくするばかりで、かえって経済の回復を遅らせてしまうのではないだろうか。

話を戻すとこの粘り腰によって、タイは IMF から有利な条件を引き出し、景気を回復させて早期に信認を取り戻した。タイとマレーシアの経済は、昨今はいずれも「中所得国の罠」に陥っているように見える。ただし 20 年前の危機に対して、まったく違う手法によって乗り越えている、という点が興味深い。

アジア危機を無難にやり過ごし、次なる発展につなげた国もある。その典型が中国であろう。資本移動の自由化が進んでいなかったことも手伝って、危機の“Contagion”は限定的であった。それでも国内の危機感は相当なものがあつた。1998 年には朱鎔基が首相に就任し、強力な改革開放路線を推進するようになる。

今日の中国は、世界第 2 位の経済大国に成長している。ただし今となってみると、アジア危機の経験が邪魔をして、自由化に時間をかけ過ぎたきらいもある。人民元は今や SDR 通貨に採用されているというのに、資本項目が自由化されていない。これでは国際的な準備通貨とはとても呼べない。中国にとって通貨危機を乗り越えたことは、「成功のジレンマ」になっているのではないだろうか。

## ●あらためて「国家と市場」を考える

1990 年代とは冷戦が終了し、グローバル化が急速に進んだ時代であった。それに伴って、「国家が不要になる」とまでは言わないまでも、「国家から市場へ」ということが意識されていた時代であった。「21 世紀の国際社会では、国家よりも多国籍企業や NGO が主要なアクターになる」といったことが、わりと大真面目に語られていた。

それに先立つ 1980 年代には、英米などアングロサクソン系の国を中心に、「小さな政府」が経済政策のトレンドになっていた。規制緩和や行革を通じて、経済活動への政府の介入を少なくし、民間活力を引き出すという路線である。「改革」が進んだ国は国際競争力を高め、そうでない国は停滞する、ということが「常識」になっていた。

ところがアジア通貨危機のようなことがあると、事態を收拾するために「心ならずも国家が頑張らねばならない」場面が訪れる。IMF のような国際機関は、かならずしも役には立ってくれない。1997 年とは、そのことに気づかせてくれた年ではなかっただろうか。

思えばグローバル化とは、「すべての卵をひとつの籠に盛る」状況をもたらす。さらに情報や金融に関する技術が進歩するにつれて（と言っても、90 年代は現在に比べれば子どものようなものであったが）、マネー市場のボラティリティはどんどん高まってしまう。そういうときに、果敢な危機管理を行える主体と言え、国家（政府や中央銀行）をおいて他にない。

そもそも「市場」とは、参入と退出が自由な自由放任型の世界である。個々人はそれぞれが平等の立場で、勝手に自己の利益を追求するから全体としては効率的である。ただしリーダーが存在せず、情報は末端に所在していて蓄積されるということがない。従って、同じ失敗を繰り返すことを得意(?)としている。

これに対し、「国家」はヒエラルキー形態を有している。情報はトップに集中するので過去の失敗のこともよく覚えている。ただし手足となる官僚組織は、機能的なこともあるけれども、硬直化することもある。一長一短である。

この相反する 2 つの原理がうまくかみ合うと、「市場の暴走を国家が管理する」ことができるようになる。と言っても上手く行く場合もあれば、そうでないこともある。20 年前のアジア通貨危機は、意外と早期に收拾することができた。今から考えれば、成功例と言ってもいいくらいだ。もっともそれは、当時のアジア経済がまだ相対的に小規模だったからこそ可能だったのかもしれない。

そして残念ながら、「市場」の暴走（国際金融危機）が 10 年おきにその規模を拡大しているのに比べ、「国家」の力量はどんどん低下しているように思える。それは財政赤字の増大、予想が外れる選挙結果、ポピュリスト政権の登場など、いろんなところにその兆候を垣間見ることができる。

あらためて考えたくないことを考えてみる。もしも 2017 年下半期に、新たな経済危機が発生したらどうすればいいのか。信認の乏しいトランプ政権や Brexit を抱えた EU に、どんな対応ができるのか。

さらに言えば、テロ対策や気候変動問題、IT 分野におけるグローバルな競争政策など、「国家」が担わねばならない新しい仕事はどんどん増えている。月並みな感想になってしまうが、「1997 年の頃は良かったな」と思えてきた。

<今週の”The Economist”誌から>

”What Hong Kong can teach Xi Jinping”

「香港が習近平に教えられること」

Leaders

July 1<sup>st</sup> 2017

\*これもまた 1997 年の出来事でした。The Economist 誌の論旨はいつも首尾一貫。もっともこの記事は、できないことを百も承知で書いているような気がしますけど。

<抄訳>

20 年前に英国が香港を中国に返還した時、西側政治家の多くは思考を停止した。繁栄し、自由の根付いた社会が、平和な抗議デモに戦車を向けた国のものになる。英国の高官たちは懸念を示さぬようにした。中国は「一国二制度」の方針で、最低 50 年間は現状を変えないと約束した。最後の総督クリス・パッテンも、「祝福する理由がある」と述べた。

今週、習近平国家主席は 7 月 1 日の記念式典に出席する。2012 年の就任から初の訪問だ。新長官キャリー・ラムの任命も行う。だが香港の人々は歓迎していない。習氏は自由の味方ではなく、中国は「一国」の側に傾きつつある。決めるのは香港の人々ではなく、党である。抗議のスローガンは通りから排除され、デモ隊は遠ざけられている。返還の際、本誌は「香港が中国を変える」という希望を表明した。その正反対の事態が進行中だ。

1997 年時点では楽観論に根拠があった。中国は WTO への加盟を目指していたし、自由市場の原則を守ろうとしていた。中国でも民間部門と中間層が育てば、自由を要求し始めるだろうとの期待には合理性があった。地方では民主主義の実験が行われ、都市部にも広がるといわれていた。改革派の朱鎔基首相は、「民主的選挙を支持する」と述べたものだ。

20 年後の今、もはや中国高官たちは政治改革を口にしたりにしない。習氏の下で党は支配を強化している。ネットで武装した巨大な新中間層が浮上しているが、市民の力を恐れる党はチェック体制を強化し、ネットをきれいに検閲する警察や軍を増強している。

香港返還の時、少なくとも中国は準備をして、1989 年の天安門事件で生じた米国との亀裂を修復するために、一人二人と反体制派を釈放した。もはやそんなことはなく、経済ははるかに巨大になり、軍隊もはるかに強力になった。今では西側が人権侵害に懸念を表明しても、肩をすくめるだけである。2008 年に民主的改革を要求した知識人、劉曉波は 11 年の禁固刑に処せられ、後にノーベル平和賞を受賞する。今週、劉氏は癌の先進治療を受けるために姿を現した。死にそうだと分かって、やっと独房から病室に移されたのである。

こんな中国が、香港をより自由にすると信じていたい。この国がやっていることは正反対で、香港から人々を拉致する工作員を送ったり、香港独立に同調する政治家の議席をはく奪したりしている。だが習氏は、香港をよく見て中国本土の未来を考慮すべきだ。

香港の若者たちは、疎外されていると感じている。だからこそ 2014 年の唐傘運動や昨年の反乱のような不安定が生じる。本土にも多くの香港が生じている。中国には実験場が必要だ。一国二制度こそは完璧なチャンスであり、習氏はそれを掴むべきである。



## <From the Editor> 日欧 EPA 合意！

今週 6 日、ブリュッセルで行われた日本と EU の首脳会議において、経済連携協定 (EPA) の締結で大枠合意に至りました。いろんな意味で慶賀すべきことだと思います。

今回の合意は、日本側が有利な内容だったと思います。日欧間の貿易は輸出も輸入も 8 兆円前後で、日本側がちょっとだけ赤字。その上で「日本は自動車で攻め、EU は農産物で攻める」形でしたが、どちらが得かは金額を見ればすぐに分かります。

2016 年度の貿易統計によれば、日本が EU から輸入している最大の品目は医薬品が圧倒的で 1.45 兆円。これに比べれば、農産物は全部足しても 8770 億円に過ぎない。話題になっているチーズだって、年間の輸入量を全部足しても 1000 億円程度。そのうち、カマンベールやブリーなどのソフトチーズが問題視されていたわけですが、そもそもチーズは 6 種類に分類されるので、たぶん金額的には微々たるものでしょう。加えて個人的にカマンベールチーズをよく買う者としては、3 割の関税が減ることは大いに歓迎です。

逆に日本が、EU 向けに輸出している最大の品目は自動車で 1.25 兆円。これに懸っている 10% の関税が、向こう 7 年間で撤廃される。関税の額だけでもちょっとしたものです。ちなみに韓国製自動車はすでに関税がゼロで、それが日韓の競争力格差になっていた。自動車部品 4795 億円の関税も撤廃される。どう考えても日本側がお得な取引です。

ということは、今回 EU 側は「出血大サービス」に及んだように思える。おそらくハンブルクの G20 首脳会議において、トランプ大統領の目の前で日本と欧州が自由貿易を推進する、という図式を作りたかったのでしょう。マルチ交渉の重要性をアピールすることにもつながる。もっと言えば TPP11 の交渉を加速することにもつながるでしょう。

今回の G20 では、議長役のメルケル首相は気候変動問題でも米国包囲網を狙っている。おそらくトランプ叩きは票になる、というのが今のドイツの国内政治。9 月 24 日の総選挙に向けて、準備は万端ということでしょう。

われらが安倍首相としては、自由貿易と気候変動ではドイツ寄りの姿勢を示すことでしょう。でないと「ドイツの最大の味方は中国」になってしまうから。もっとも北朝鮮情勢を鑑みるに、安保ではトランプ大統領を無碍にはできない。週末の G20 を前に、いろんな思惑が交錯しています

\* 次号は 2017 年 7 月 21 日 (金) にお送りします。

編集者敬白

---

本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、双日株式会社および株式会社双日総合研究所の見解を示すものではありません。ご要望、問い合わせ等は下記までお願いします。

〒100-8691 東京都千代田区内幸町 2-1-1 飯野ビル <http://www.sojitz-soken.com/>

双日総合研究所 吉崎達彦 TEL:(03)6871-2195 FAX:(03)6871-4945

E-MAIL: [yoshizaki.tatsuhiko@sojitz.com](mailto:yoshizaki.tatsuhiko@sojitz.com)