

通貨危機後のアジアの経済回復 — メキシコ通貨危機との比較分析 —

永田 雅 啓

1 はじめに

1997年7月にタイから始まったアジア通貨危機の教訓は何であったのか、当時からいくつかの問題点が指摘された。一見順調だったアジア経済の脆弱さ、特にその金融システムの未発達さ、企業倒産が急増した場合の法的対応の不備、アジア市場経済の特殊性（いわゆる *crony capitalism*）などである。また、資本移動の自由化と為替制度の関係や、いったん危機に見舞われた場合の国際的な資金融通システムの構築も重要な課題とされた。そして、IMFの政策勧告の妥当性についても大きな議論となった。IMFの政策勧告は、民営化・自由化といった、いわゆる構造改革と金融・財政の引き締め政策のコンビネーションを中心としていたが、当時、これに対する批判は日本の中でも強かった。

しかし、97年のアジア通貨危機を現時点で振

り返してみると、多くの国でその成長率は98年を底として急速な回復を遂げており、通貨も安定し、インフレもなく、急激な経済的ショックだった割には、短期間で回復してきている。一方、アジア通貨危機よりも先に94年に通貨危機に陥ったこうしたメキシコもまた、その後順調な回復を遂げてきている。通貨危機後のアジア経済をメキシコ経済と比較分析することで、アジア通貨危機とその後の経済回復の要因を検討してみたいと思う。

1. アジア諸国の経済回復の特徴

①実質経済成長率

表1は、97年当時、通貨投機を受けて通貨価値が大きく下落したインドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、タイの5カ国における実質成長率の動きを見たものである。98年のタイ、インドネシアのように10%を超えるような

表1 通貨危機前後における実質経済成長率

(単位：%)

| | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|---------|------|------|------|-------|------|------|------|
| インドネシア | 8.2 | 7.8 | 4.7 | -13.1 | 0.8 | 4.9 | 3.3 |
| 韓国 | 8.9 | 6.7 | 5.0 | -6.7 | 10.9 | 9.3 | 3.0 |
| マレーシア | 9.8 | 10.0 | 7.3 | -7.4 | 6.1 | 8.3 | 0.4 |
| フィリピン | 4.7 | 5.8 | 5.2 | -0.6 | 3.4 | 4.4 | 3.2 |
| タイ | 9.2 | 5.9 | -1.4 | -10.5 | 4.4 | 4.6 | 1.8 |
| 5ヶ国単純平均 | 8.2 | 7.3 | 4.2 | -7.7 | 5.1 | 6.3 | 2.4 |

| | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 |
|------|------|------|------|------|------|------|------|
| メキシコ | 3.6 | 2.0 | 4.4 | -6.2 | 5.2 | 6.8 | 5.0 |

資料) ADB, *Key Indicators* 2002. IMF, *International Financial Statistics* July 2004より作成

(表2、図1～6も同資料より作成)

マイナス成長となった国々もあったが、99年以降、成長率は急速なV字回復を遂げ、2000年には4～10%近くにまで戻している。2001年にはアメリカのITバブル崩壊の余波を受けて成長率の低下が見られるが、これは、アジア通貨危機とは直接的な関係はない。通貨危機にあったアジア諸国の多くは、短期間に成長率の回復を果たしたと言えるだろう。

しかし、これらの国々における成長の源泉を

見ると、通貨危機前と通貨危機後とでは明らかに異なっている。表2には、90年代における実質GDPの需要項目別構成比の変化を通貨危機の前後で比較したものである。各国に共通しているのは、設備投資（総固定資本形成）比率の減少と純輸出（輸出－輸入）比率の拡大の二点である。第1の設備投資比率の減少に関しては、タイ19.8%減、マレーシア13.6%減を筆頭に、韓国でも8.9%減と大幅な減少となっている。

表2 通貨危機前後における需要項目別実質GDPの構成比

| (%) | | | | (%) | | | |
|------------|-------------------------|-------------------------|------------|------------|-------------------------|-------------------------|------------|
| インドネシア | 通貨危機前 A：90-97 年平均 | 通貨危機後 B：99-01 年平均 | 変化分 B-A | フィリピン | 通貨危機前 A：90-97 年平均 | 通貨危機後 B：99-01 年平均 | 変化分 B-A |
| 民間消費支出 | 59.7 | 71.7 | 12.0 | 民間消費支出 | 77.4 | 77.8 | 1.8 |
| 政府消費支出 | 8.8 | 7.3 | -1.5 | 政府消費支出 | 8.0 | 8.1 | 0.1 |
| 総固定資本形成 | 28.4 | 22.4 | -5.9 | 総固定資本形成 | 22.9 | 21.0 | -1.9 |
| 在庫純増 | 3.3 | -5.7 | -9.0 | 在庫純増 | 0.5 | -0.2 | -0.7 |
| 純輸出(輸出－輸入) | -0.2 | 4.2 | 4.4 | 純輸出(輸出－輸入) | -8.8 | -6.7 | 2.1 |
| 実質GDP | 100.0 | 100.0 | | 実質GDP | 100.0 | 100.0 | |

| 韓国 | 通貨危機前 A：90-97 年平均 | 通貨危機後 B：99-01 年平均 | 変化分 B-A | タイ | 通貨危機前 A：90-97 年平均 | 通貨危機後 B：99-01 年平均 | 変化分 B-A |
|------------|-------------------------|-------------------------|------------|------------|-------------------------|-------------------------|------------|
| 民間消費支出 | 54.6 | 50.6 | -4.0 | 民間消費支出 | 54.9 | 54.3 | -0.6 |
| 政府消費支出 | 10.5 | 8.6 | -2.0 | 政府消費支出 | 8.3 | 9.4 | 1.1 |
| 総固定資本形成 | 35.8 | 26.9 | -8.9 | 総固定資本形成 | 39.7 | 19.9 | -19.8 |
| 在庫純増 | 0.2 | -1.5 | -1.7 | 在庫純増 | 0.8 | 0.4 | -0.3 |
| 純輸出(輸出－輸入) | -1.1 | 15.4 | 16.5 | 純輸出(輸出－輸入) | -3.7 | 16.0 | 19.6 |
| 実質GDP | 100.0 | 100.0 | | 実質GDP | 100.0 | 100.0 | |

| マレーシア | 通貨危機前 A：90-97 年平均 | 通貨危機後 B：99-01 年平均 | 変化分 B-A | メキシコ | 通貨危機前 A：90-94 年平均 | 通貨危機後 B：96-01 年平均 | 変化分 B-A |
|------------|-------------------------|-------------------------|------------|------------|-------------------------|-------------------------|------------|
| 民間消費支出 | 49.3 | 45.3 | -4.0 | 民間消費支出 | 71.1 | 66.8 | -4.3 |
| 政府消費支出 | 12.6 | 12.2 | -0.4 | 政府消費支出 | 10.0 | 10.6 | 0.6 |
| 総固定資本形成 | 42.8 | 29.2 | -13.6 | 総固定資本形成 | 18.8 | 20.1 | 1.3 |
| 在庫純増 | -0.0 | 0.1 | 0.2 | 在庫純増 | 3.7 | 3.5 | -0.2 |
| 純輸出(輸出－輸入) | -4.7 | 13.2 | 17.9 | 純輸出(輸出－輸入) | -3.6 | -1.0 | 2.6 |
| 実質GDP | 100.0 | 100.0 | | 実質GDP | 100.0 | 100.0 | |

実際、図2 aに示されるように、実質値で総固定資本形成を見ると、2001年までに97年の水準を上回った国はない。つまり、2000年代に入っても、こうしたアジア諸国の設備投資は低迷したままなのである。したがって、他の条件が同

じなら、アジア経済は短期間では停滞を脱しきれていなかった可能性がある。しかし、この設備投資の急減を補い、あるいはそれ以上に拡大したのが純輸出である。実質輸入は、通貨危機直後に需要の低下から急減し、その後もあまり

図1 a アジア諸国の実質政府消費指数 (91~01年、97年=100)

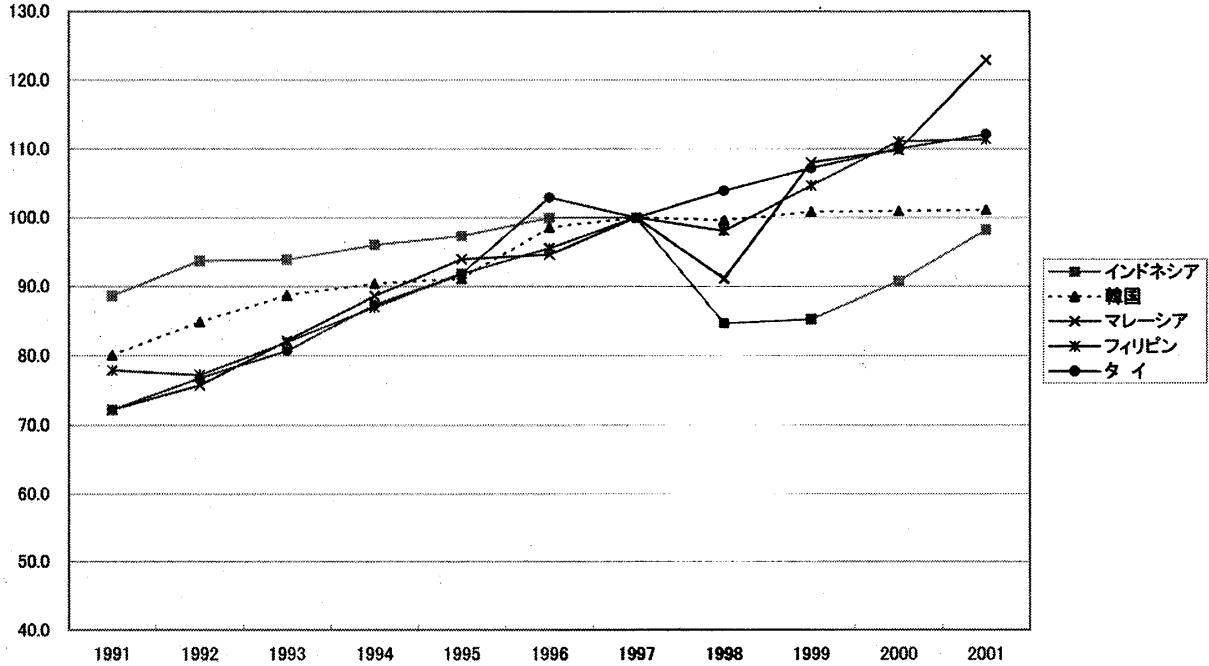
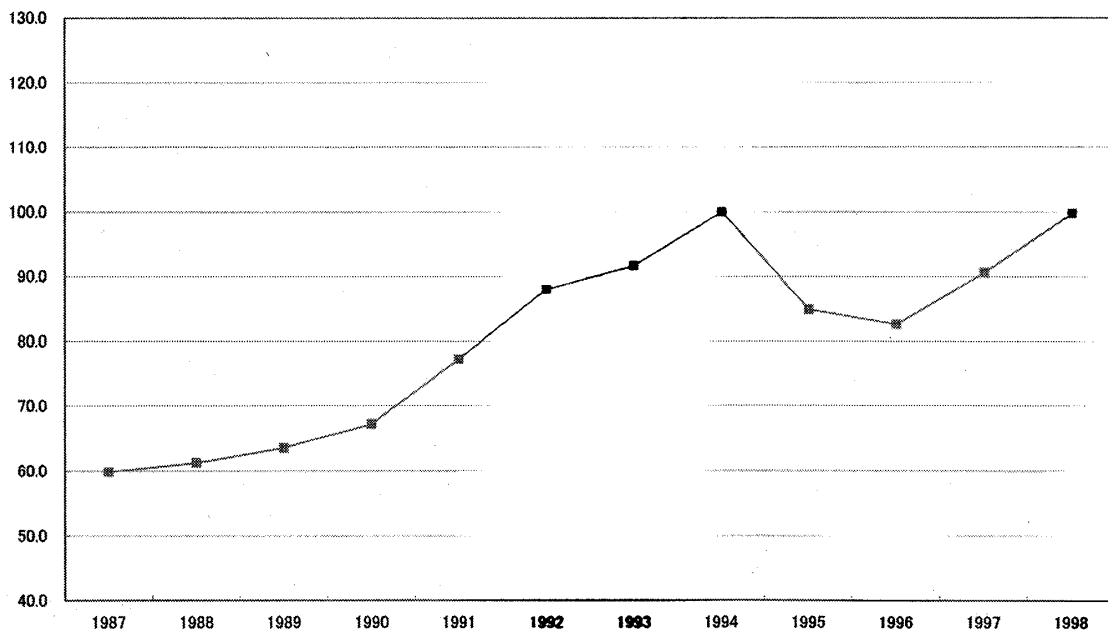


図1 b メキシコの実質政府消費指数 (87~98年、94年=100)



伸びていないが、実質輸出は通貨危機の後も比較的順調に伸びている国が多い(図3 a、4 a)。この結果、純輸出のGDPに占める割合は、通貨危機後急増し、韓国、マレーシア、タイなどでは20%近くも増えているのである(表2参照)。現在、これらの国々は、以前にも増して「輸出

主導型」の経済になったと言えるだろう。

②国際収支

国際収支面を見たのが表3、4である。経常収支面から見ると、97年までの経常赤字が通貨危機で大幅黒字に転じたのが分かる。2000年以

図2 a アジア諸国の総固定資本形成(実質)の推移 (91~01年、97年=100)

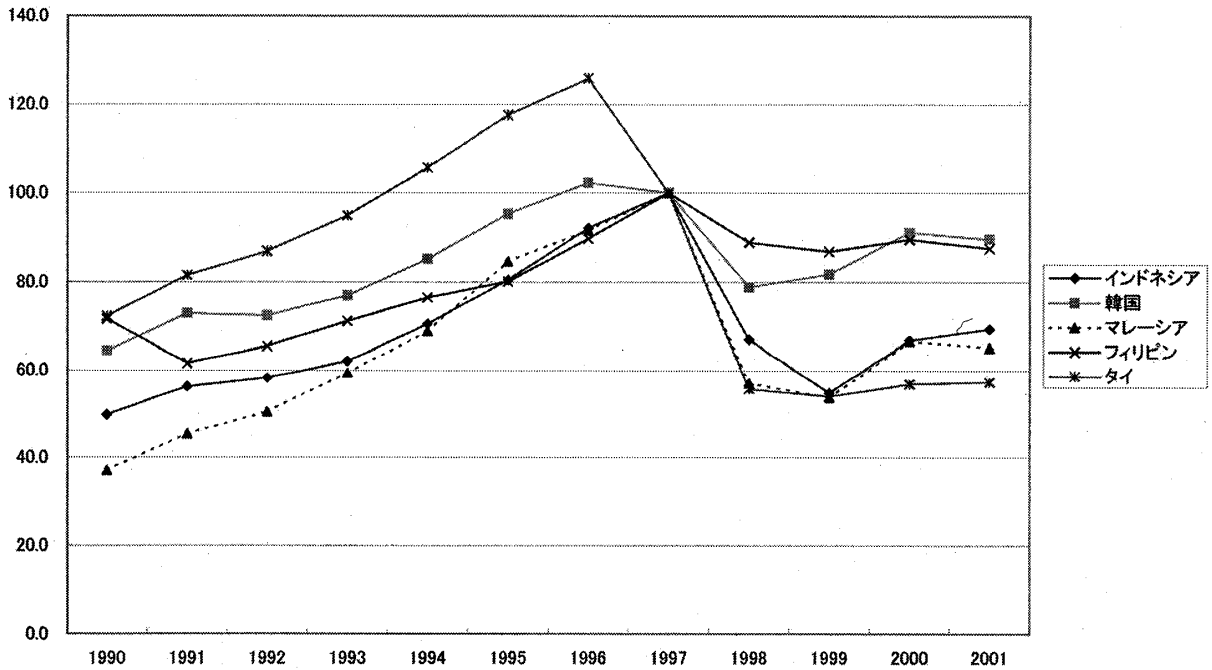
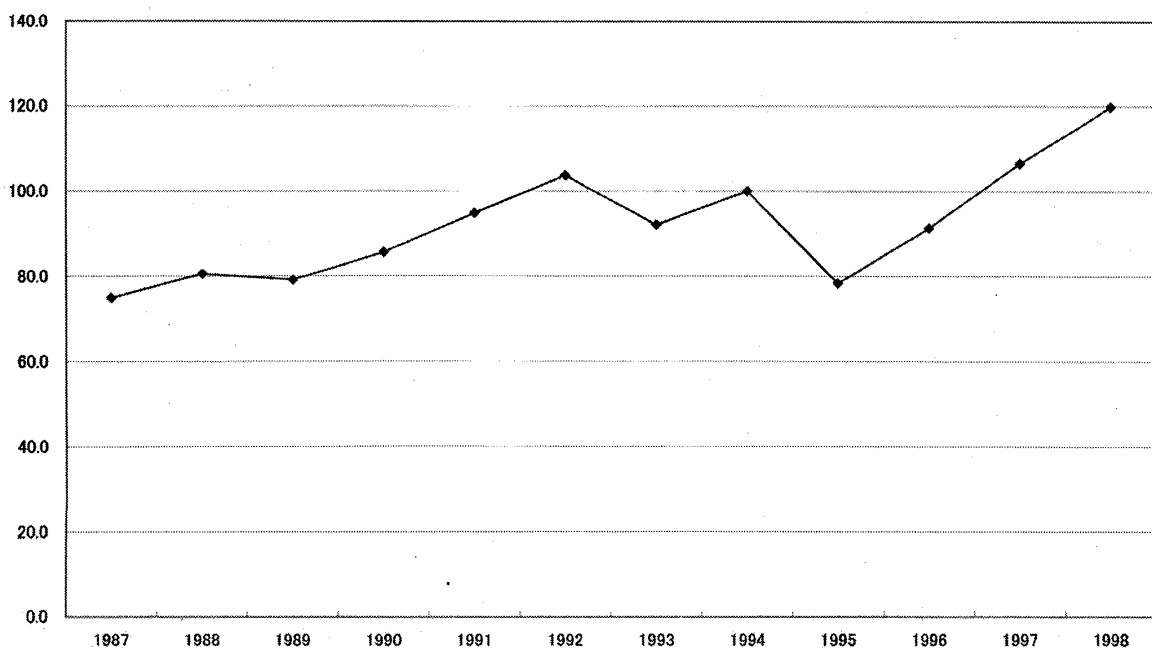


図2 b メキシコの総固定資本形成(実質)の推移 (87~98年、94年=100)



降は景気回復もあり黒字幅は減ってきているが、依然としてかなりの黒字を維持していたことには変わらない。それでは、これと対応する資本・金融収支の変化はどうだろうか。これらのアジアの国々では、民間の資本・金融収支が97年頃から赤字化してきている。金融危機のあつ

た97、98年にはGDPの10%を超える赤字になっていた国もあり、景気回復している99年以降になっても、韓国を除き、概ねGDP比5%以上の資本流出が続いている。これは、メキシコや他の中南米の事例と比較しても大きいし、期間も長い。対外債務の減免や返済繰り延べで資本

図3 a アジア諸国の実質輸出の推移 (91~01年、97年=100)

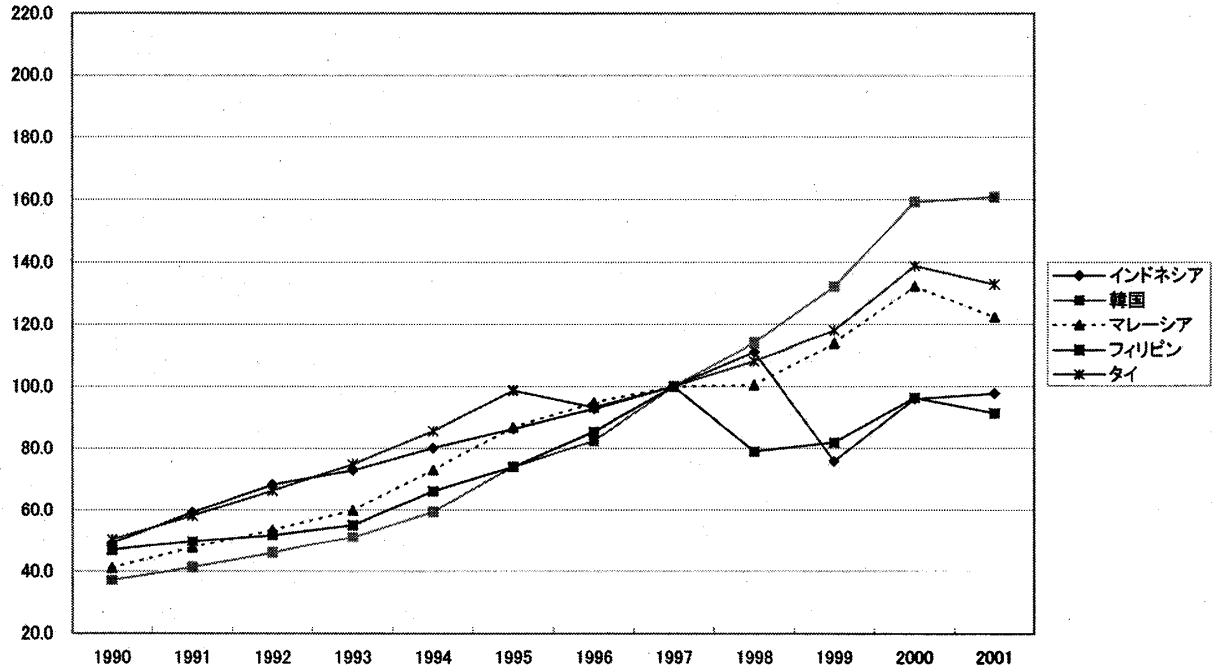


図3 b メキシコの実質輸出の推移 (87~98年、94年=100)

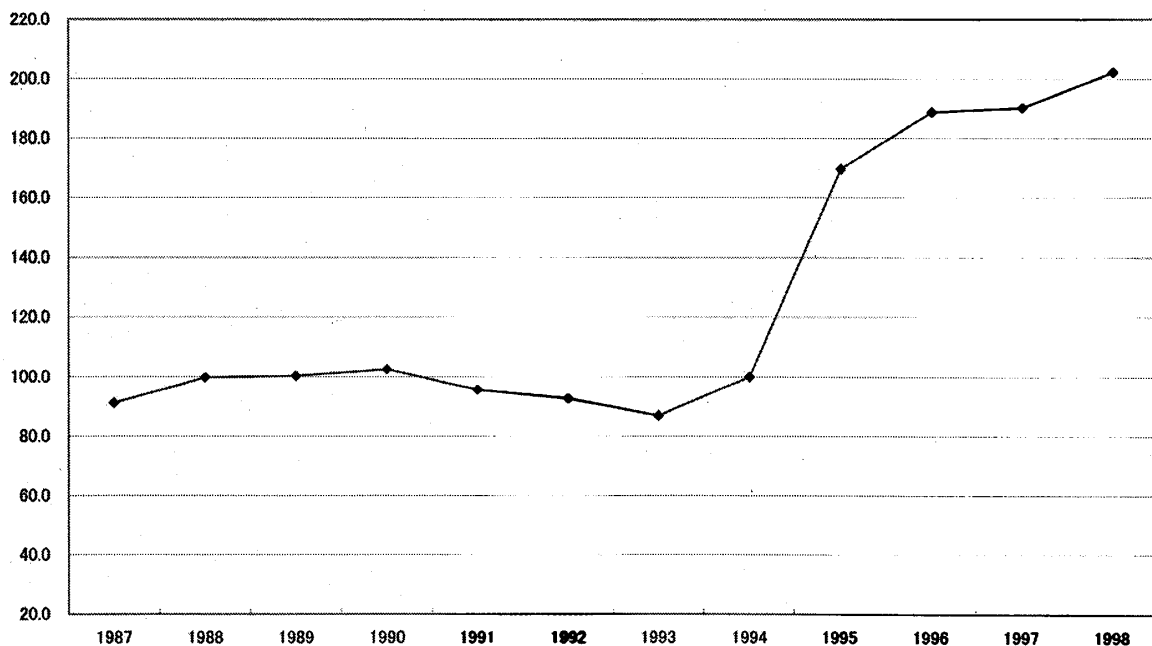


図4 a アジア諸国の実質輸入の推移 (91~01年、97年=100)

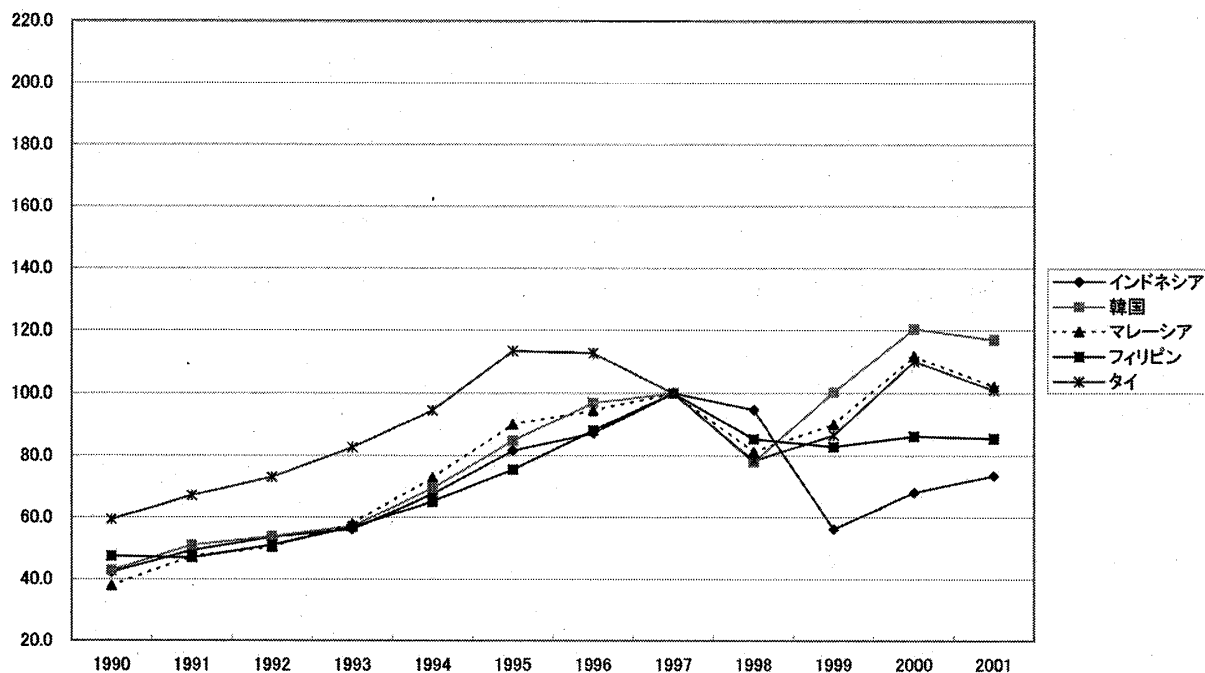
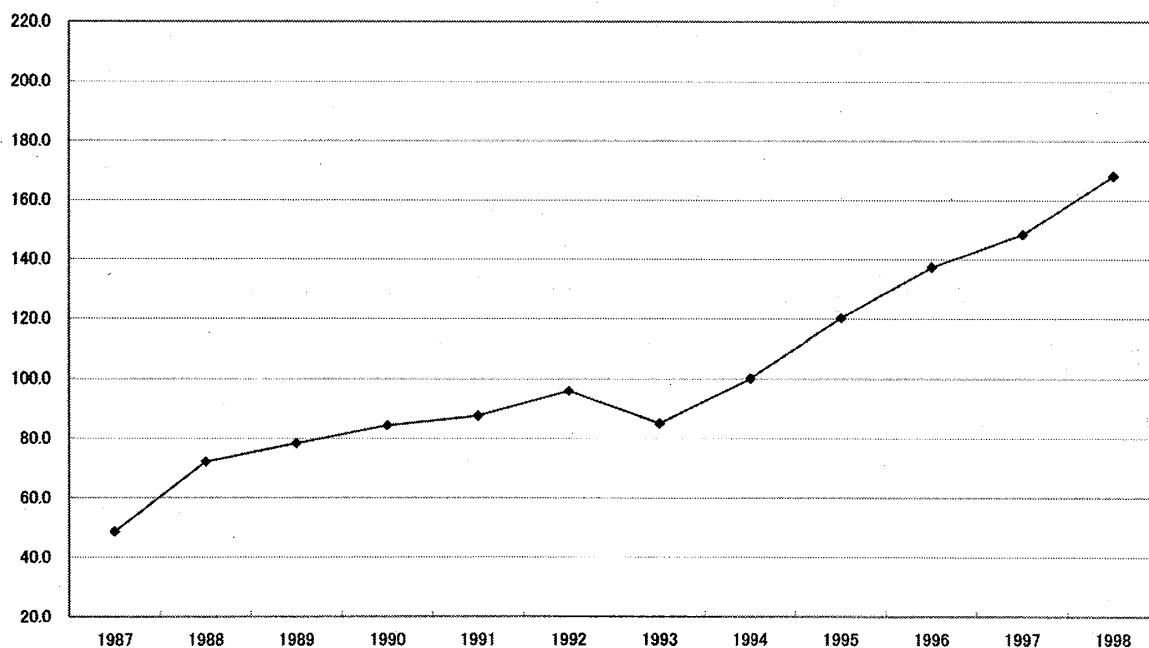


図4 b メキシコの実質輸入の推移 (87~98年、94年=100)



流出を抑えてきた中南米型とはかなり異なる形態となっている。なお、韓国については、99年以降、民間資本が流入に転じており、経常収支の黒字と相まって、外貨準備の急増につながっている。

③通貨下落率、インフレ率

アジア通貨は、97年を基準として98年には、インドネシア71%、韓国32%、マレーシア28%、フィリピン28%、タイ24%と大幅に下落した。しかし、その後はその通貨価値を維持し、概ね安定的に推移している(図5 a)。また、物価も

表3 通貨危機前後における経常収支の推移（対GDP比、%）

| | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|---------|------|------|------|------|------|------|------|
| インドネシア | -3.2 | -3.4 | -2.3 | 4.3 | 4.1 | 5.2 | 4.7 |
| 韓国 | -1.7 | -4.4 | -1.7 | 12.7 | 6.0 | 2.7 | 1.9 |
| マレーシア | -9.7 | -4.4 | -5.9 | 13.2 | 15.9 | 9.4 | 8.3 |
| フィリピン | -2.7 | -4.8 | -5.3 | 2.4 | 10.4 | 11.3 | 5.8 |
| タイ | -8.1 | -8.1 | -2.0 | 12.7 | 10.1 | 7.6 | 5.4 |
| 5カ国単純平均 | -5.1 | -5.0 | -3.4 | 9.1 | 9.3 | 7.2 | 5.2 |

| | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 |
|------|------|------|------|------|------|------|------|
| メキシコ | -7.3 | -5.8 | -7.0 | -0.5 | -0.8 | -1.9 | -3.8 |

資料) IMF, *International Financial Statistics*, 2003 Julyより作成
 (表4～9、図5、6も同資料より作成)

表4 通貨危機前後における資本・金融収支の推移（対GDP比、%）

| | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|---------|------|------|------|-------|------|------|------|
| インドネシア | 5.1 | 4.8 | -0.3 | -10.1 | -4.2 | -5.2 | -5.2 |
| 韓国 | 3.4 | 4.5 | -2.1 | -2.6 | 3.0 | 2.6 | 0.6 |
| マレーシア | 8.6 | 9.4 | 2.2 | -3.5 | -8.4 | -7.0 | -4.4 |
| フィリピン | 7.2 | 13.6 | 7.9 | 0.7 | -1.2 | -8.6 | -5.9 |
| タイ | 13.0 | 10.7 | -8.0 | -12.6 | -9.0 | -8.5 | -3.4 |
| 5カ国単純平均 | 7.5 | 8.6 | -0.0 | -5.6 | -4.0 | -5.3 | -3.7 |

| | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 |
|------|------|------|------|------|------|------|------|
| メキシコ | 8.1 | 8.4 | 3.7 | -3.7 | 1.3 | 6.4 | 2.9 |

インドネシアを除けば非常に安定している（表6）。つまり、アジア通貨危機は基本的に97-98年の一回限りの通貨下落となっているのである。これは、今回のアジア通貨危機の特徴のひとつでもある。これに対し、ロシアや80年代の中南米などにおける通貨危機時には、通貨下落とインフレ昂進が少なくとも数年続き、時には両者がスパイラル的に拡大して収拾がつかなくなっていることも多い。

2. 通貨危機が景気後退を誘発する理論的背景

そもそも、通貨価値の急落が各国の経済に悪影響を及ぼすのは何故だろうか。マクロ経済的には次のように説明される。第1に、海外資本

逃避が起きると国内資金供給が減るため、実質金利の上昇が生じると同時に外国為替市場で自国通貨が売られる。つまり、国内金利の上昇と自国通貨急落の組み合わせが資本逃避時の特徴である。この実質金利の上昇が、国内投資を抑制し、景気を悪化させる。

第2は、急激な自国通貨の下落に対して中央銀行が外国為替市場で介入すれば、マネーサプライの減少から国内金利は上昇し、景気後退を招くことになる。すなわち、通貨下落に対応した中央銀行の介入行為が、結果的に不景気を招くことになる。

第3は、こうした通貨介入を実施するため外貨準備を確保しなければならないが、このため

図5 a アジア諸国の名目為替レート指数 (90~02年、97年=100)

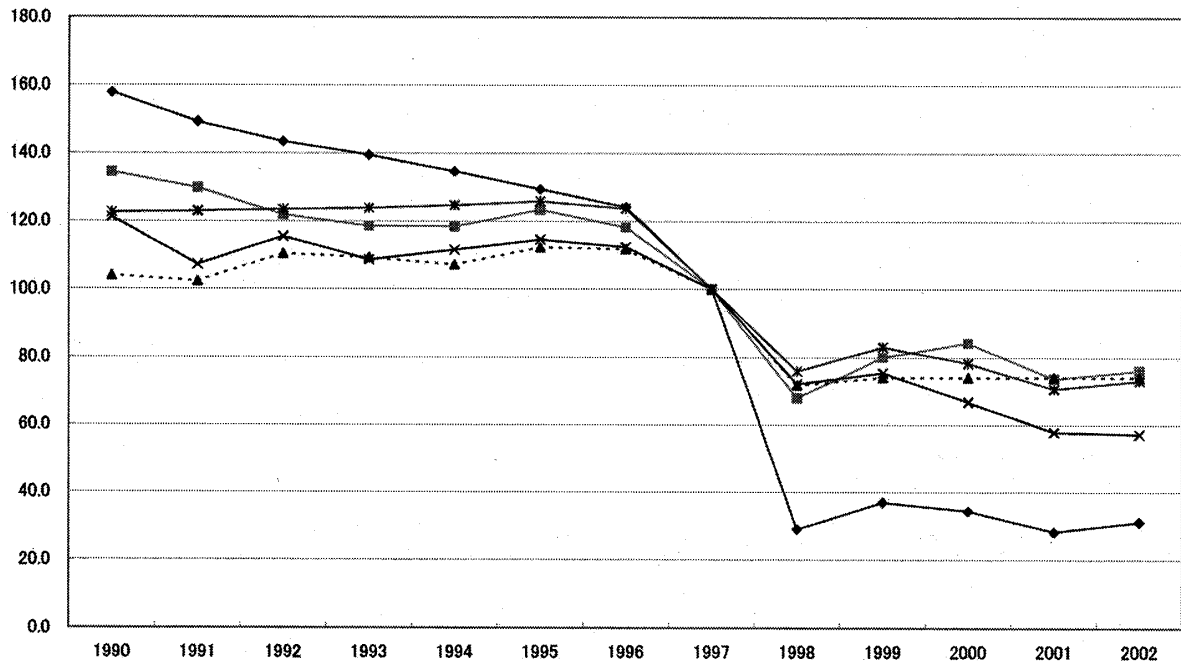
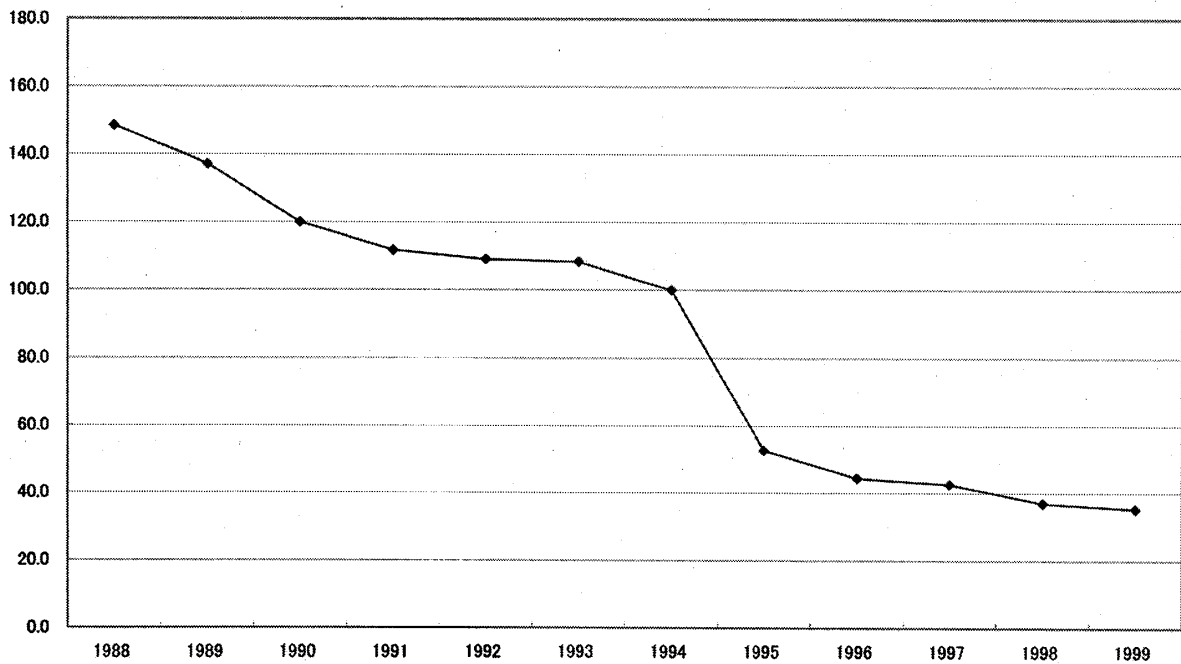


図5 b メキシコの名目為替レート指数 (88~99年、94年=100)



輸入を抑制する必要がある。それは、財政支出の削減や金融政策の引き締めを通じて達成される。これらによる不景気も通貨危機に対処するためのマクロ経済政策対応の結果と言って良いかもしれない。

第4は、通貨危機に伴う経済混乱、場合によっては政治的混乱を嫌気して投資、消費が低迷する可能性である。これは、通貨危機が当該国における将来の成長率に対する期待形成に影響するため、と言い換えることができよう。

表5 通貨危機前後における実質マネーサプライの伸び率（対前年比、％）

| | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|---------|------|------|------|------|------|------|------|
| インドネシア | 16.1 | 16.9 | 11.3 | -7.1 | -1.7 | 4.9 | 0.2 |
| 韓国 | 7.9 | 11.5 | 10.7 | 20.9 | 30.0 | 26.8 | 10.5 |
| マレーシア | 16.6 | 19.9 | 13.4 | -9.2 | 16.8 | 4.6 | 5.5 |
| フィリピン | 15.2 | 14.9 | 15.9 | -1.7 | 8.2 | 1.2 | -3.6 |
| タイ | 10.8 | 8.2 | 11.9 | 0.4 | 9.8 | 2.1 | 0.0 |
| 5カ国単純平均 | 13.3 | 14.3 | 12.6 | 0.7 | 12.6 | 7.9 | 2.5 |

| | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 |
|------|------|------|------|------|------|------|------|
| メキシコ | -1.4 | 3.7 | 8.9 | -1.3 | 1.1 | 11.8 | 10.6 |

注) 各国の実質マネーサプライは、(MONEY+QUASI MONEY)/GDPデフレーター

表6 通貨危機前後におけるインフレ率（％）

| | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|---------|------|------|------|------|------|------|------|
| インドネシア | 9.9 | 8.7 | 12.6 | 75.3 | 14.2 | 11.1 | 12.6 |
| 韓国 | 7.1 | 3.9 | 3.1 | 5.1 | -2.0 | -1.1 | 2.5 |
| マレーシア | 3.6 | 3.7 | 3.5 | 8.5 | 0.0 | 5.2 | -2.9 |
| フィリピン | 7.6 | 7.7 | 6.2 | 10.5 | 8.0 | 6.8 | 7.4 |
| タイ | 5.6 | 4.0 | 4.1 | 9.2 | -4.0 | 1.3 | 2.4 |
| 5カ国単純平均 | 6.8 | 5.6 | 5.9 | 21.7 | 3.2 | 4.7 | 4.4 |

| | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 |
|------|------|------|------|------|------|------|------|
| メキシコ | 13.9 | 19.1 | 8.5 | 37.8 | 30.5 | 17.7 | 15.4 |

注) インフレ率は、GDPデフレーター

以上、いずれの場合にも、通貨急落、経常収支の黒字化（赤字減少）、国内景気低迷が同時にもたらされる。

3. 通貨危機後のアジアの景気後退要因

では、アジア通貨危機後では、実際にどのような経済的変化が起きていたのであろうか。

最初にマクロ経済政策の影響を考えてみたい。まず財政政策に関してだが、図1 aで見る限り、政府消費支出は、インドネシアを除いて97年の水準と同等か漸増である。また、IMF政策勧告を受けなかったマレーシアは、98年は減らしたものの、その後はむしろ増加させている。このように、インドネシアを除き政府支出を大きく

減少させた形跡は見られず、財政面での引き締めが、当該アジア諸国における景気後退の主たる原因とは考えられない。これらは、94年の通貨危機時に政府支出を15%以上減少させて対応したメキシコと比較しても対照的である（図1 b）。では、金融政策面ではどうだろうか、表5は実質マネーサプライの伸びの推移を見たものだが、韓国を除き、通貨危機後に明らかに実質マネーサプライの伸びの低下が見られる。しかし、これをもって自国通貨買い、もしくは急激な金融引き締め策によって景気後退が惹き起こされたと見るのは早計である。マネーサプライの伸びが鈍化する一方で、表8に示されるように98年の実質金利はむしろ低下しているからで

表7 通貨危機前後における名目金利

(単位：%)

| | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|---------|------|------|------|------|------|------|------|
| インドネシア | 18.9 | 19.2 | 21.8 | 32.2 | 27.7 | 18.5 | 18.5 |
| 韓国 | 9.0 | 8.8 | 11.9 | 15.3 | 9.4 | 8.5 | 7.7 |
| マレーシア | 7.6 | 8.9 | 9.5 | 10.6 | 7.3 | 6.8 | 6.7 |
| フィリピン | 14.7 | 14.8 | 16.3 | 16.8 | 11.8 | 10.9 | 12.4 |
| タイ | 13.3 | 13.4 | 13.6 | 14.4 | 9.0 | 7.8 | 7.3 |
| 5カ国単純平均 | 12.7 | 13.0 | 14.6 | 17.8 | 13.0 | 10.5 | 10.5 |

| | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 |
|------|------|------|------|------|------|------|------|
| メキシコ | 15.6 | 15.0 | 14.1 | 48.4 | 31.4 | 19.8 | 24.8 |

注) アジア各国の金利は、貸し出し金利。メキシコは treasury bill rate.

表8 通貨危機前後における実質金利

(単位：%)

| | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|---------|------|------|------|-------|------|------|------|
| インドネシア | 9.0 | 10.5 | 9.2 | -43.1 | 13.5 | 7.3 | 6.0 |
| 韓国 | 1.9 | 5.0 | 8.7 | 10.2 | 11.4 | 9.6 | 5.2 |
| マレーシア | 4.0 | 5.2 | 6.0 | 2.1 | 7.2 | 1.6 | 9.5 |
| フィリピン | 7.1 | 7.2 | 10.1 | 6.3 | 3.7 | 4.1 | 5.0 |
| タイ | 7.7 | 9.4 | 9.6 | 5.2 | 13.0 | 6.5 | 4.9 |
| 5カ国単純平均 | 5.9 | 7.5 | 8.7 | -3.9 | 9.8 | 5.8 | 6.1 |

| | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 |
|------|------|------|------|------|------|------|------|
| メキシコ | 1.8 | -4.1 | 5.6 | 10.6 | 0.9 | 2.1 | 9.4 |

注) 実質金利は、貸し出し金利をGDPデフレーターで実質化

ある。実質マネーサプライの伸びが減速したのは、期待インフレ率の低下や景気減速によって資金需要が低下したことに伴い銀行の貸出が停滞したためと見るのが妥当であろう。¹

次に急減している設備投資について見てみる。金利面から見ると通貨下落の前後で短期金利の急上昇が見られるが、長期金利は比較的安定しており、名目金利は98年にやや上昇したものの、その後は低下している。実質金利で見ても韓国でやや上昇している程度で、通貨危機直後の98年には他のアジア諸国の実質金利はむしろ低下している。以上のことから、実質金利の上昇に

よってアジア各国の設備投資が急減したとは考えられない。

このように、通貨危機直後の98年にGDPが大幅に落ち込んだのは、政策対応の結果ではなく、民間設備投資が急減したことが主たる原因と考えられる。しかも、各国の設備投資が低迷したのは、長期の実質金利が上昇したためではない。むしろ、アジア経済の将来に対する期待が低下した為だと考えられる。通貨危機に遭遇した国々からの民間資本流出が続いていることと合わせると、市場(投資家)は、2000年代に入ってから、これらアジアの国々の将来

をそれほど明るくは見えてはいなかったということになる。また、そうした期待形成の背景には、単に通貨危機の影響だけではなく、台頭する中国の存在があるかもしれない。さらに言えば、輸出の急回復によって経常収支の黒字化と実質成長率が回復している状態でこのような期待形成だったとすると、仮にこれらアジア諸国の輸出が回復していなければ、資本流出と民間設備投資の減少はもっと深刻で、アジア経済は未だに低迷していた可能性も高いのではないだろうか。

4. アジアの純輸出はなぜ急拡大したのか

以上のように、アジア経済が99年以降、順調に回復してきた主たる理由は、純輸出の急拡大である。そして、輸出が伸びた要因のひとつは90年代後半のアメリカ経済の好調であろう。しかし、やはり大きかったのは、これら通貨危機に遭遇した国々の実質為替レートの低下である。図6 aにはアジア各国の実質為替レートの推移を示したが、各国の実質為替レートは、90年代前半には安定的、もしくはやや強めに推移してきたが、95-96年頃のピークから、通貨危機後は30%程度低下している。通貨危機後、数年の水準は80年代以降でも最も低い水準である。ここで大切なのは、実質為替レートが通貨危機直後に低下した後もそれが上昇に転じていないという点で、これはロシアや中南米諸国の危機とは大きく異なる点でもある。通貨危機に遭った他の国々では名目為替レートの下落から短期的には実質為替レートも低下して輸出競争力を回復するが、多くの場合、それに続いて生ずるインフレのため、実質為替レートが上昇して競争力を失っていく。しかし、アジアで通貨危機にあった国々では、通貨の大幅下落にもかかわらず、その後のインフレが抑制されている。これはある意味で驚くべきことである。なぜなら、

表9にも示されるように、これらの国々の97年の輸入依存度は21~74%と中南米などに比較してもかなり高く、通貨下落による輸入インフレの圧力が大きかったはずだからである。そして、

表9 輸出入依存度

(単位: %)

| | 輸出依存度 | 輸入依存度 |
|---------|-------|-------|
| インドネシア | 26.1 | 21.4 |
| 韓国 | 29.1 | 29.8 |
| マレーシア | 77.4 | 73.9 |
| フィリピン | 30.6 | 44.2 |
| タイ | 37.5 | 36.5 |
| 5ヶ国単純平均 | 40.2 | 41.1 |
| メキシコ | 14.4 | 18.8 |

注1) 輸出(輸入) F.O.B/GDP

注2) アジア諸国は97年、メキシコは94年

輸入インフレの圧力にもかかわらず現実のインフレが昂進しなかった最大の理由は、期待インフレ率の低下にあったと考えられる。

5. 94年メキシコ通貨危機との比較

以上ではアジア通貨危機とその後の経済状況に関してマクロ経済的に見てきたが、同じ90年代に生じたメキシコ通貨危機ではどのような経済的特徴が見られるのだろうか。メキシコとアジアの通貨危機を比較することで、アジア通貨危機の特徴がより明確になるだろう。

まず、メキシコの実質成長率であるが、95年にマイナス6.2%になった後、96年以降はプラス5%以上に戻しており、アジア諸国と同様に短期で成長率が回復している(表1)。次に名目為替レートも94年に急落した後、97年以降は比較的安定した動きになってきており、アジア諸国とそれほど大きな差はない(図5 b)。しかし、実質為替レートで見ると、直近のピークだった93年水準から95年には32%も低下したが、その後上昇を続け、2002年には93年水準から57%も増価して80年以降で最も高い水準となっている

(図6b)。ここがメキシコ通貨危機がアジア通貨危機と大きく異なる点のひとつであり、名目為替レートは安定化できても実質為替レートは上昇を続けていた。この背景には、アジア諸国とメキシコとのインフレ率の格差がある。ア

ジア諸国では98年に一時的にインフレ率が上昇したが、その後はインドネシアを除き沈静化しているのに対し、メキシコでは通貨危機後95、96年は30%を超え、その後も99年までは15%を超えるインフレ率が続いている(表6)。經常収

図6a アジア諸国の実質為替レート指数 (90~02年、97年=100)

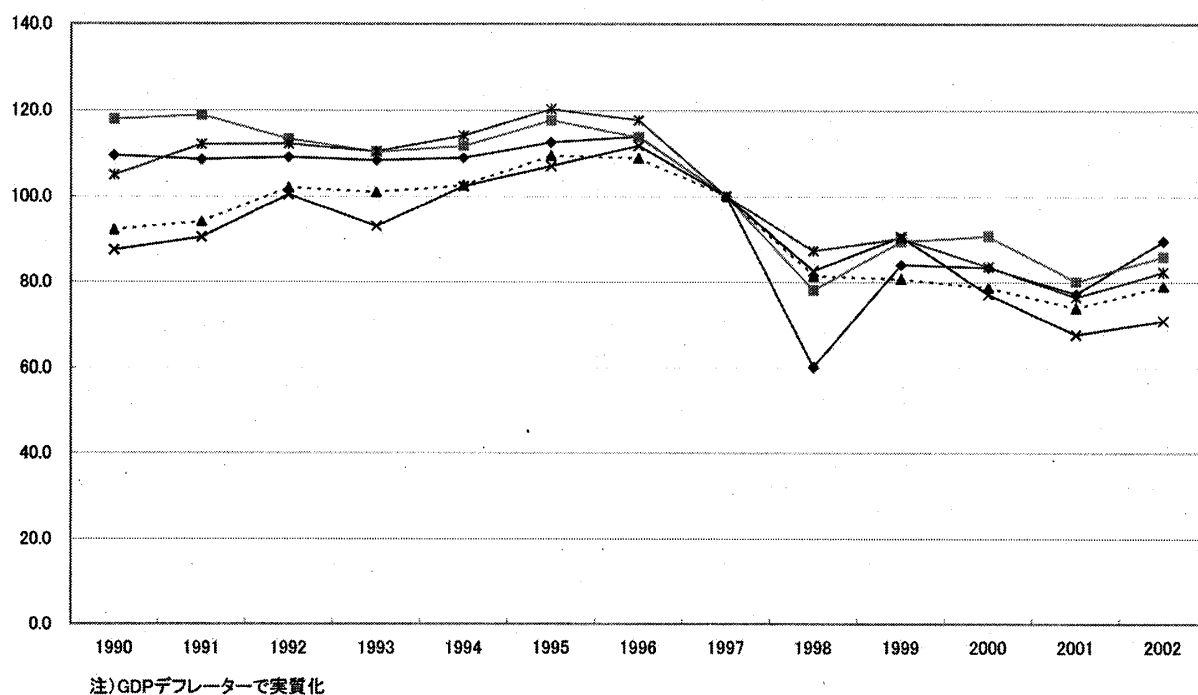
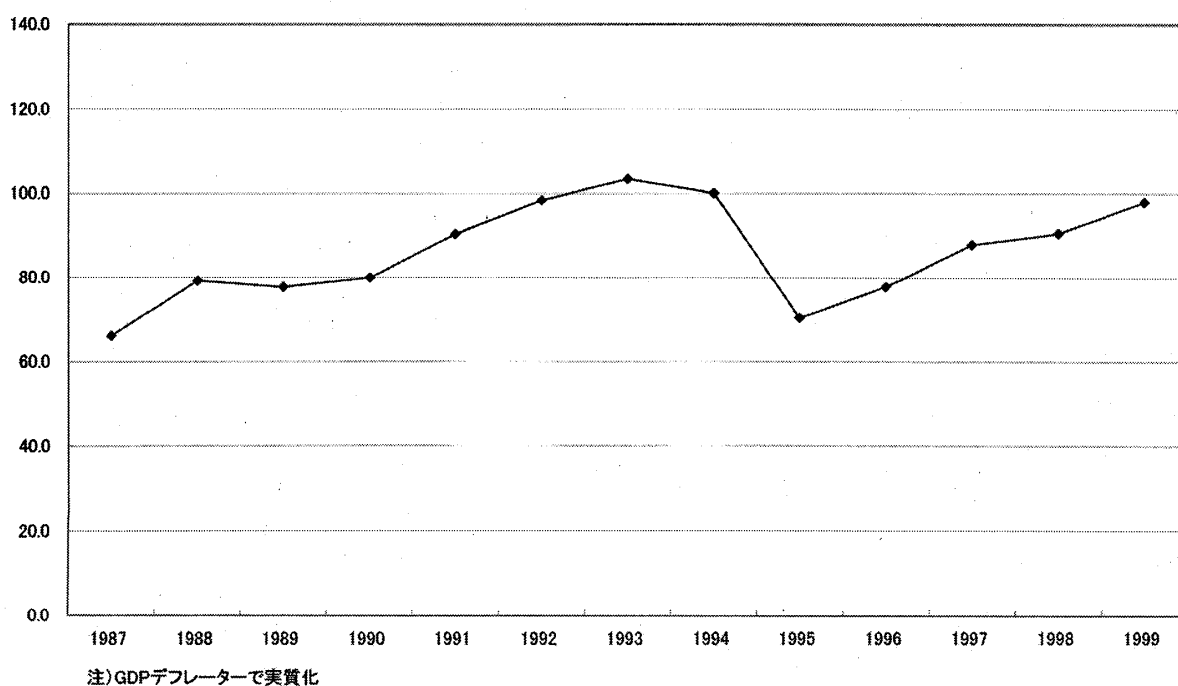


図6b メキシコの実質為替レート指数 (87~99年、94年=100)



支面で見ると国内需要の低下もあり、94年から95年にかけてはGDP比で6.5%という大幅な經常収支の改善が見られるが、その後は実質為替レートの上昇を反映して悪化してきており、經常収支が黒字転換したアジアとは対照的である(表3)。また、資本・金融収支面で見ると、95年のみ赤字化(純資本流出)したが、その後は黒字転換しており、これも純資本流出が続くアジアのケースとは異なり、資本がメキシコに戻ってきていることを示している(表4)。戻ってきているのは海外からの投資だけではない。実質設備投資も95年には一旦落ち込んだものの、96年には増加に転じ、97年には早くも94年水準を超え、その後も拡大を続けている(図2b)。95年の設備投資の落ち込みは、主として長期金利の急上昇にあると思われるが、これも実質金利が低下したにもかかわらず、設備投資が落ち込んだままのアジア諸国とは際立った対照をなしている。投資(対メキシコ海外投資も国内投資も)の面から判断する限り、メキシコの場合は、アジアの場合とは逆に、将来の経済に対する期待の低下は見られない。これは、94年にNAFTAが発効したことに加えて、通貨危機時における米国FRBの迅速なサポートから、メキシコの経済困難には米国が全面的に支援して救済するという印象を世界に与えたからだと考えられる。

最後に政策面でもかなりの違いが見られる。まず財政政策に関してメキシコは、政府消費を95、96年には94年比でそれぞれ15%、17%と大きく減少させ、94年水準に戻ったのは98年以降である(図1b)。アジアでは、インドネシアがメキシコと同じようなパターンで政府消費を減らしているが、それ以外の国では、政府消費をほとんど減らしていない。では金融政策はどうだろうか。メキシコの実質マネーサプライの伸びは95年にはマイナスとなり、同時に実質金利

が対前年比で5%上昇している(表5、8)。この結果、設備投資が20%も減少し、マイナス成長となった主たる要因の一つになっている(図2b)。すなわち、95年は金融引き締めによって景気が低迷する典型的なパターンとなっている。これに対してアジア諸国では、通貨危機直後の98年には韓国を除いて実質金利が低下しており、必ずしも金融引締めは強くなかった。

6. どのような政策を採るべきだったのか

以上のようにメキシコ通貨危機とアジア通貨危機とは、実質成長率の急回復という面では共通しているが、両者の内容は大きく異なっていた。すなわち、通貨危機翌年の成長率急落の主たる要因が、アジアでは成長期待の低下による設備投資の減少だったのに対して、メキシコでは政府消費の削減、金融引き締め効果など、より政策的な側面が強い。また、その後の回復の要因に関しても、アジアでは低い期待インフレ率から実質為替レートが低く維持されて純輸出が拡大したのに対して、メキシコでは、むしろインフレの昂進から実質為替は上昇して純輸出は97年以降、赤字幅を拡大している。メキシコの成長の源泉は政府消費の拡大と民間設備投資の拡大にあると考えられる。

それでは、メキシコ型の景気回復はアジアでも可能だったろうか。アジアとメキシコとの差異はいくつかあるが、最も大きかったのは、メキシコでは将来の成長期待から内外の投資意欲が落ちなかった点である。NAFTAに加盟し米国の後ろ盾のある(少なくとも、そうした印象を与えている)メキシコの状況をそのまま危機に遭ったアジア諸国に適用することはできない。逆にこれまで高インフレ経済だったメキシコ国民にアジア諸国と同様の低いインフレ期待を望むことも難しく、今回のアジア型の成長回復路線をメキシコに望むのにも無理があるだろう。

最後に政策対応の妥当性について考えてみたい。より適切な政策対応をとれば、通貨危機後のアジアはもっとうまく経済を乗り越えられたのだろうか。これは答えの難しい問いだが、上の分析視点から、この問題について検討してみたい。通貨危機直後のアジア各国が直面していた経済問題は多いが、景気の急速な落ち込みと失業問題は最重要の課題だった。このためIMFの政策勧告による金融・財政政策の引き締め政策がアジア経済を冷やしすぎたのではないかという批判も出てくる。財政赤字に悩む中南米諸国と同じ処方箋を機械的に適用し、財政赤字のアジア諸国に財政を引き締めさせる政策を採らせたことがそもそも間違いだ、というわけである。しかし、上に見たように、当時の財政政策はインドネシアを除けば、必ずしも極端な引き締めではなかった。また、IMF勧告を受けなかったマレーシアでは比較的積極的な財政政策をとったにもかかわらず、民間設備投資の落ち込みから、結果として内需は大きく低下している。また、金融政策面においても当時の実質金利の低さから考えて、それ以上の金融緩和が民間設備投資の拡大につながったかどうかは疑わしい。

もちろん、IMFの政策勧告が厳しくなければ（少なくとも、厳しくない印象を与えられれば）、将来の経済成長に対する期待が下がらず、民間投資もこれほど急減しなかったかもしれない、という見方はあり得る。しかし、通貨危機に遭遇した当時の国々が直面していた問題は、不景気だけではなく、当時のアジアの国々はインフレの問題も潜在的に抱えていたと考えられるのである。前記したように、これらアジアの国々の輸入依存度は単純平均で40%と高く、今回のような通貨下落が起きれば、それだけでも国内物価を10%以上引き上げてもおかしくない。実際、通貨が急激に下落した98年には、各

国のインフレ率は上昇している。したがって、現実に積極的な金融緩和政策をこれらの国々で採っていたら、景気回復よりもインフレに結びついていった可能性があると考えられる。期待インフレの上昇は、さらなる通貨下落を呼び、この通貨下落がインフレをさらに高めるといふ、一種の悪循環に陥る。こうした悪循環を断ち切るためには、どこかでマネーサプライの伸びを抑えて景気を悪化させる必要が出てくる。しかし、期待インフレが下がらない中でこうした政策をとれば、国民は長引く不況に耐えなければならぬ。この意味でも通貨危機後にインフレ期待が上昇しなかったということは、アジア経済のその後の回復の上で極めて重要な役割を果たしたと考えられる。

景気対策が先か、インフレ退治が先か、というトレードオフは、70年代の石油危機時の先進国の政策課題を想起させる。第1次石油危機時に各国は景気対策を優先させた。しかし、結果的にインフレ期待が高まり、インフレの昂進を恐れて各国政府は積極的な経済政策をとれなくなった。そこで第2次石油危機時にはアメリカを中心にインフレ退治を最優先の経済政策課題とした。結果的に81、82年は大恐慌以来といわれる景気後退に見舞われたが、インフレ期待は劇的に低下し、その後の80年代、90年代と続く長期の景気拡大の基盤を提供することになったのである。アジア通貨危機においてもこのアナロジーが当てはまるかもしれない。確かにIMFの構造改革路線が、インドネシアで見られたように不要な政治的混乱をもたらした、という批判は当たっているだろう。しかし、IMFの強圧的な姿勢とそれを受け入れた各国の慎重な経済運営、という印象が、結果的にインフレ期待を低下させ、低い実質為替レートの維持を通じて、その後のアジア諸国の輸出急拡大と経済の順調な回復につながったとも考えられるので

ある。

¹ 韓国では実質マネーサプライを大きく拡大させているにもかかわらず、インフレ率の低下や実質金利の上昇が見られる。この意味では当時の韓国ではマネーサプライをさらに増大させる余地があったかもしれない、そうしなかったという意味で、政策的な引き締めと解釈することも可能かもしれない。ただし、実質マネーサプライを積極的に減らして金融の引き締めを図ったわけではない。

参考文献

- 青木昌彦、金滢基、奥野正寛編（1997）『東アジアの経済発展と政府の役割—比較制度分析アプローチ—』日本経済新聞社
- 井上伊知郎（1994）『欧州の国際通貨とアジアの国際通貨』日本経済新聞社
- 小宮隆太郎、山田豊編（1996）『東アジアの経済発展—成長はどこまで持続するか—』東洋経済新報社
- 滝井光夫、福島光丘（1998）『アジア通貨危機 東アジアの動向と展望』日本貿易振興会
- Calvo, Guillermo A., Dornbusch, Rudi, and Obstfeld, Maurice(2001), *Money, Capital Mobility and Trade*, The MIT Press
- Gomory, Ralph E., and Baumol, William J.(2000), *Global Trade and Conflicting National Interests*, The MIT Press
- Murase, Tetsuji(2002), *A Zone of Asian Monetary Stability*, Asia Pacific Press at the Australian National University