

Contents

特集：アジア通貨危機から 10 年	1p
< 今週の”The Economist”誌から >	
”Misleading misalignments” 「誤解を招く通貨調整不良」	7p
< From the Editor > 広報の限界	8p

特集：アジア通貨危機から 10 年

来週は 2 つの記念日があります。7 月 1 日は香港の中国復帰 10 周年、そして 7 月 2 日はアジア通貨危機の発生 10 周年です。とりわけ後者は、その後のアジア経済を根底から変えてしまった事件であり、日本経済にとっても、また商社の経営にとっても一大事でした。筆者にとっても、1985 年のプラザ合意と並ぶ衝撃でありました。

それから 10 年。アジア経済は着実に復活していますが、それでも当時の体験はいろんな形で影響を残しているといえるでしょう。世界はどう変わったのか。どんな教訓が残ったのか。あらためて整理してみました。

10 年前の夏の記憶

当時を思い起こすために、筆者が当時書いたコラムを探し出してみた。今はなき「日商岩井調査月報」の 1997 年 9 月号「海外経済」のページである。幸いなことに、それほど見当違いなことを書いてはいなかったもので、こうやって人目にさらすことができる。

「アジア売り」を見定める

92 年のポンド危機、95 年の榊原マジックなど、通貨の世界で夏は多事多難の季節である。今年は「アジア売り」が止まらない。7 月 2 日にタイ・バーツが変動相場制に移行したことをきっかけに、通貨の切り下げがマレーシア、フィリピン、インドネシアへと波及した。2 か月を経た今も、各国の通貨と株価は底値が見えない。韓国でもウォンが史上最安値をつけ、投機筋の次の標的は香港ドルだとの声もある。

このようなときには市場の行き過ぎが生じがちである。とくに震源地のASEANは、域内の投資・貿易関係が緊密であるだけに、危機がドミノ式に連鎖してしまった。しかし過去10年のアジアの奇跡を支えてきた、高い貯蓄率、豊富な労働人口、教育への熱意、政策転換の柔軟さといったファンダメンタルズは不変である。「アジアの奇跡は終わった」と騒ぐのはいささか早計であろう。

要は売るべきアジアとそうでないアジアを見分ける分別が求められる。3つのポイントに絞って通貨危機について考えてみよう。

第1にドル・ペッグの問題がある。アジアの多くの国が実質的なドル・リンクを行っていたために、物価が安定している米国経済とのインフレ格差が広がり、調整を余儀なくされたという面がある。実際、今回のフロートへの移行はいささか遅きに失った感がある。今後は為替調整メカニズムが働き、通貨の切り下げが進むので、輸出競争力はある程度回復しよう。

第2は産業構造の問題がある。94年の中国人民元の切り下げ、95年の円高ドル安の修正により、ASEANは「前門の日本、後門の中国」の板挟みとなり、輸出の不振と成長の鈍化を招いてしまった。かつてのNIESがそうだったように、産業構造を高度化すべき時期にさしかかったのである。しかし過去の成長のダイナミズムを思えば、産業構造の転換に成功する国が出てくることは想像に難くない。

第3にバブル崩壊の問題がある。息の長い成長と外資の流入によって資産インフレが進行し、とくにタイの不動産投資はGDPの2割を超える巨額の不良債権を生んだ。バブル自体は価格の下落という形で修正されるしかないが、金融システムの再構築には時間を要するだろう。とくに政府当局の対応能力が問われることになる。

通貨危機に見舞われた経済は、インフレ圧力の増大や金利の上昇に直面する。政府は緊縮財政などのデフレ政策を採用し、金融市場のディシプリンを強化する必要がある。政治的不人気は覚悟しなければならない。逆に通貨や株価を人為的に買い支えたり、規制による投機の抑圧を図るようでは、外資はますます遠ざかってしまう。

国際金融市場は、どの国が賢明な対策をとるかを注目している。外資にとって「アジア売り」は、アジアを安く買うチャンスなのである。危機に面した今こそ、アジアをじっくりと見定めるよい機会である。

(吉崎)

アジア危機の教訓 為替レート

上記の記事は、まだタイ・パーツの狙い撃ちから2ヶ月時点の記事なので、まだまだ状況は深刻ではない。その後、韓国経済はIMFの管理下に入り、インドネシアはスハルト政権が吹き飛ばされた。日本では同年11月に「山一・北拓ショック」が起きて、金融問題が他人事ではなくなった。さらに翌年にはロシアや中南米にも通貨売りが波及し、状況は国際金融危機の様相を呈することになる。

世界経済にとって、97～98年の問題が残した最大の教訓は、為替レートがいかに脆弱なものであるか、ということではなかったかと思う。

アジア新興国の多くは、米ドルとの固定相場制によって海外からの直接投資を導入し、順調に経済を建設してきた。1993年には、世界銀行が「東アジアの奇跡」という報告書を出したほどであった。しかるに先進国と途上国では、インフレ格差がつきものなので、どこかで為替調整が必要になる。タイの場合は、経常赤字の拡大と景気停滞が「通貨売り」の引き金をひいた。

この経験に懲りて、新興国は経常収支を黒字に保ち、外貨準備を潤沢に積み増すようになった。以下は「International Financial Statistics」から、1996年末と2006年末における各国の外貨準備の変化を記録したもの¹。

過去10年間の外貨準備の増加（単位：百万ドル）

	1996年	2001年	2006年	倍率(96/06)
日本	207,335	387,727	874,936	4.22
中国	105,029	212,165	1,066,344	10.15
香港	63,810	111,160	133,170	2.09
韓国	33,237	102,488	238,388	7.17
シンガポール	76,491	75,153	135,814	1.78
タイ	37,192	32,350	65,147	1.75
マレーシア	26,156	28,633	81,724	3.12
インドネシア	17,820	27,048	40,697	2.28
インド	19,742	45,251	170,187	8.62
ロシア	11,271	32,538	295,277	26.20
合計	598,083	1,054,513	3,101,684	5.19

上記10カ国を見ると、もともと外貨準備の額が多かった中華系諸国（中国、香港、シンガポール+台湾）では通貨危機による被害が小さく、そうでなかった国（韓国、タイ、マレーシア、シンガポール）などで被害が大きかったことが分かる。そしてその後の10年で、中国、韓国、インド、ロシアなどが、大幅に外貨準備を増加させている。つまり通貨危機に懲りた新興国は、その後は堅実な経済運営に努めたということである。

外貨準備は逆襲する？

ところで上記10カ国の外貨準備を合計すると、1996年末時点の約6000億ドルが、10年後には3.1兆ドルと5倍に膨れ上がったことが分かる。外貨準備は、当面は使うのない「無駄ガネ」であるから、この間に膨大なマネーが宙に浮いたことになる。

¹ 残念なことに台湾のデータが掲載されていないが、台湾も「外貨準備=1000億ドルクラブ」の一員である。

新興国における外貨準備の増大は、過去 10 年の米国経済が巨額の経常赤字を出し続けることを可能にした。米国の経常収支は、96 年の 1249 億ドルから 06 年には 8567 億ドルへと、実に 7 倍弱に増加している。普通であれば、これだけ赤字を増やせば資金がショートしかねないところ、対米黒字国が外貨準備を溜め込み、そのうちかなりの部分を米ドルで運用するので、資金は米国に還流することになる。米国はいくらでも輸入を伸ばすことができ、新興国は対米輸出を伸ばして経済を発展させることができた。**米国と新興国が「花見酒の経済」をやって、持ちつ持たれつだったのがこの 10 年**といえるかもしれない。

実際、今世紀に入ってから BRICS 経済の発展、さらには資源価格の高騰とそれに伴う産油国などの経済活況といった事態は、元をたどればこの「花見酒」構造にたどり着く。お陰で近年の世界経済は高い成長を維持しているのだが、同時にグローバル・インバランスもこの 10 年での拡大した。世界の公的外貨準備高の総額は、今や 5.1 兆ドルにも及ぶと試算されている。世界第 2 位の日本経済の GDP よりも大きくなっているのである。果たして、こんな状態がいつまでも続けられるのだろうか。

ここで注目したいのは、**外貨準備を運用する Sovereign-wealth Funds (国富ファンド) の急成長**である。"SWF"には、ロシアやノルウェーなどの産油国における石油準備基金、シンガポールで「財投資金」的に使われているテマセックなど、いくつかのパターンがあるが、要は「政府のカネの運用機関」である。5 月 24 日付 The Economist 誌によれば、ヘッジファンドの預かり資産 1.6 兆ドルに比して、SWF の総額は本年末時点で 2.5 兆ドルもあり、なおかつ毎年 4500 億ドルずつ増えているという。

もともと国家が資産を持つのは、自国通貨や銀行資産を守るためであった。それゆえに外貨準備として選好されたのは、ドル紙幣や金など流動性の高い資産であった。ところが資産が一定量を超えると、それを株や不動産などのリスク資産に投入することが不自然ではなくなってくる。これらの資金は運用成績を競って、民間のヘッジファンドなどに流れ、透明性の低い形で運用されるようになる。そのこと自体がかなり危険なことといえるが、**古来、「過剰と無駄はリスクに向かう」のがバブル生成の法則**である。事の発端は、外貨準備という形で、政府がカネを持ち過ぎたことにある。

SWF はその性質上、無期限の運用が可能であるのみならず、ノルウェーなど一部の国以外では投資家に対する報告義務を負っていない。カネを受け入れるヘッジファンドなどにとっては、まことにありがたい出資者といえる。

こうした性格のマネーは、得てして市場の波乱要素となるものである。この次に国際金融危機が生じるとしたら、最大の波乱要因となるのは「SWF = 国富ファンド」であろう。

「東アジア」経済は造反する？

10 年後の現在から振り返ると、アジア通貨危機がもたらした 2 つ目の教訓として、グローバル・スタンダードの問題を指摘することができる。

1980年代から90年代にかけては、IMFや世銀において「ワシントン・コンセンサス」と呼ばれる新古典派の経済政策が、経済の運営方針として幅を利かせていた。その中身は、「財政保守主義」「貿易自由化」「規制緩和」「国有企業の民営化」「対外直接投資」「金利自由化」「為替自由化」といったお馴染みの思考形態である。今から考えると、これらは先進国の流儀であって、途上国経済の処方箋としてはかならずしも適当ではなかった。

アジアの新興国側としては、言われた通りにやった結果が自国通貨の叩き売りであり、それまでの経済成長は「槿花一朝の夢」と成り果てた。しかも外貨を借り入れるためにIMFの助けを求めると、今度は苛酷なコンディショナリティーを押し付けられ、それがますます实体经济を悪化させるという悪循環であった。

しかるに、国際機関や西側先進国はその責任を取るわけではなく、アジア新興国全体には彼らに対する抜き難い不信感が残った。当時、そうしたアジアの声を代弁したのは、マレーシアのマハティール首相であり、ヘッジファンドの総帥、ジョージ・ソロスとの論争は大いに世界の耳目を集めたものである。しかしグローバル化時代においては、マハティール流「政治の論理」は、ソロス流「経済の論理」に対してやはり分が悪かったと言わざるを得ないだろう。

それでも、その後の東アジアにおいて、ASEAN+3という「米国抜き」のフォーラムが誕生し、それが東アジアサミットに発展するなど、アジアの米国離れが進んだことも、広い意味でアジア通貨危機の遺産といえる。当時の日本が提案した「AMF」ことアジア通貨基金構想も、国際社会の支持を得られずに頓挫したが、それは「チェンマイ・イニシアティブ」という形で復活している。今日の東アジアの地域主義には、10年前の苦い経験が隠れている。

西側先進国への不信を、もっとも明確に有しているのが中国であろう。当時から漸進的な改革・開放路線を維持してきた中国は、その後も独自のペースで高度成長を実現してきた。察するに中国の立場からすると、香港返還の翌日にアジア通貨危機が始まったこと自体が、「アジアに対する西側先進国の陰謀」と解釈したくなるであろう。今日、米国から「中国は国際社会における Responsible Stakeholder たれ」といったお説教を受けても、「その手に乗るものか」というのが彼らのホンネであるかもしれない。

人民元レートの問題についても、国際的な圧力にもかかわらず、中国の通貨調整はきわめてゆっくりしたペースである。今日、1.2兆ドルもの規模に達した外貨準備は、中国経済に過剰流動性をもたらしており、純経済学的には人民元の切り上げが望ましいところである。しかるに彼らは、内政重視の政策決定方式を変えようとしない。内陸の貧しい人々にとっては、今のレートでも高過ぎる、ということなのである。

昨年末、中国政府は2000億ドル規模の国有投資ファンドの設立を決定した。SWFを作ることで、外貨準備の有効活用を目指しているわけだが、その中から30億ドルを米ファンドのブラックストーン・グループに投資することを決めている。いかにも中国らしい「曲球」といえよう。

かつて中国の国営石油会社 CNOOC は、石油大手ユノカルの買収を目指して、米国議会の反対により頓挫したことがある。しかし、米国の民間ファンドを間に入れることで、今後はこの手の買収も間接的に可能となる。その場合、中国政府が株主としてどのような行動を取るつもりなのか。中国製 SWF の登場は、この点でも新たな議論を呼びそうだ。

国家の役割の再確認

アジア通貨危機がもたらした教訓の第 3 点として、「グローバル化時代における国家の役割の重要性」が確認されたことを加えてもいいだろう。

97 年のアジア危機に続いて、98 年に LTCM の経営破綻やロシアのデフォルトなどの金融危機が発生した際は、米国政府や米連銀による迅速な対応によって收拾された。特にグリーンズパン議長の指導力、先見力に対しては、「中央銀行の力が神に届いた」といった賞賛が寄せられたものだ。グローバル化時代に生じがちな国際金融の危機に際し、民間部門は得てしてなす術がない。世銀や IMF などの国際機関は、国際金融危機に対して無力であるか、ときには有害ですらあった。結局、危機管理を行える主体は国家以外にないというのが、このときの教訓である。

ワシントン・コンセンサスを引き合いに出すまでもなく、1990 年代は「小さな政府」の時代であった。アングロサクソン系の国が行革・規制緩和路線で成果を挙げ、それ以外の欧州や日本などは停滞が目立った。結果として、「政府はなるべく経済に関与しない」ことが正しい態度とされた。そういう観点からすれば、新興国やヘッジファンドの経営破綻を救済するのはモラル・ハザードを招くだけであり、まして公的資金を投入することは論外、ということになる。こういう考え方は、現在でも特に米国の共和党系などでは根強いものがある。

しかし、グローバル化の進展と情報技術の急速な発達は、「すべての卵をひとつの籠に盛る」ような状況をもたらすことになった。マネー市場のボラティリティが高まる中で、政府や中央銀行の役割は以前にも増して重要になった。

それは何も金融の分野に限ったことではなく、世界的な課題である地球温暖化の進行や感染症の拡大、あるいは ICT の発展によって生じるリスクといったテーマにおいても同様である。国際機関での対応は望ましいことではあるが、問題は G8 サミットなど先進国間の協調に委ねられることがほとんどである。

アジア通貨危機以前には、「21 世紀の国際社会では、国家よりも国際機関、多国籍企業や NGO が主要なアクターになる」といった理想論が盛んに聞かれたものだ。その手の希望を最後に打ち砕いたのは、2001 年 9 月 11 日の同時多発テロ事件であった。21 世紀の今日、国家は不要になるどころか、むしろ心ならずも(?) 役割が拡大する一方である。このことは、ほとんど今では「常識」といえるかもしれない。

< 今週の”The Economist”誌から >

”Misleading misalignments”
「誤解を招く通貨調整不良」

Economics focus

June 23rd 2007

* どの国の通貨が安過ぎるか。通貨にフェアバリューはありませんから、そこはいろんな議論が出るところですが、この難問に The Economist 誌がマジに迫ります。

< 要旨 >

米上院で、通貨が「調整不良にある国」を罰する法案が上程された。同法は財務省に対し、過小評価されている通貨を発見させ、改善が見られない場合は米国企業による反ダンピング措置を認める。また容疑国が「操作」をやめない場合は、WTO へ提訴する。昨年中国叩き法案が多く出たが、今回は広範な支持があり年内成立が濃厚だ。

6月13日、財務省の為替報告書は中国を為替「操作国」としなかったが、人民元は過小評価であると堂々と宣告した。6月18日には、IMF が為替政策を監視する新たな枠組みを宣言した。こうした動きは、人民元 = 過小評価という前提の上に成り立っている。しかし、通貨が調整不良であると確認することはほとんど不可能である。

通貨価値を量る方法は3つある。まず、古典は購買力平価であり、為替は長期的に物価に沿うと考える。生産性や一人あたり所得の違いを考慮すると、人民元は過小評価ということになる。しかし購買力平価方式は、時間がかかるし資本移動を完全に無視している。

次に、為替は貿易によるとする普遍説がある。中国の巨大な経常黒字は通貨の過小評価の証と見なされる。基礎的均衡為替レート (FEER) 説は、対外均衡と国内均衡 (雇用やインフレ) の両方を満たす方式だが、この場合、中国には無数の失業者がいることを無視してしまう。FEER 手法は、そもそも巨額の経常黒字は貯蓄投資バランスの反映である、資本移動が大きい現代では、経常収支の持続可能性は判じ難い、という難点がある。

そこで第3の手法は行動均衡為替レート (BEER) である。長期の均衡を求めず、生産性上昇や海外資産、交易条件などの条件を分析して、通貨の現在価値を推計する。

モルガン・スタンレー社は13ものモデルを使って通貨価値を計算する。ユーロの対ドル価値は1.02~1.29ドルであり、中間値は1.15ドルである。現在の1ユーロ = 1.34ドルは過大評価である。英ポンド、NZドル、豪州、カナダなども高過ぎる。

円はモデル次第で18%過大~29%過小までである。中間値は15%の過小評価であり、最も安い通貨といえる。人民元はどうかといえば、わずか1%の過小評価であり、議会が求めている答えとは違う。さらにアジア新興国通貨のほとんどが過大評価となっている。

ここから2つの結論が得られる。第一に中国以上に日本の通貨が調整不良だということ。日本は世界最大の債権国であり、成長率も高いのに最も弱い通貨が円というのは奇妙である。伝統的なモデルは实体经济に焦点を当てるが、今は対外投資がより重要となりつつある。そして米国であれ IMF であれ、通貨が異常だと論じるのは難しいということだ。

< From the Editor > 広報の限界

社保庁、グッドウィル、NOVA、ミートホープなど、いろんな組織の不祥事が続いています。昔々に広報を担当した者としては、こういうときに怒りを覚えるよりも、ついつい企業を防衛する側から物事を見たくなります。とはいえ、不利な新情報が次々と飛び出したりして、「広報」という仕事の無力さを感じる人が多いのですが。

そこで思いついたのですが、「広報」と「ファイナンス」という仕事には共通点が多いですね。以下、列挙してみましよう。

- (1) カッコよさげに見える。プロの職務、という感じがするし、年収も高そうだ。
- (2) アメリカの大学院に行けば、もちろん専門のコースがある。が、そんな資格は実務にはほとんど関係がない。
- (3) ビジネスの世界においては、どちらも所詮は脇役である。低コストの資金調達は、赤字の事業を黒字にしてくれたりはしない。同様に、有能な広報といえども、馬鹿社長を救うことは出来ない。
- (4) 細かなノウハウがたくさんあって面白いけれども、そういうことが役に立つ機会は滅多にない。
- (5) 担当者はトップと外部の両方に対して、信用を維持しなければならない。信用力の源泉は、その人の人柄と言葉である。
- (6) 嘘つきは絶対に生き残れない。しかるに嘘をつく誘惑が常に担当者を襲い続ける。
- (7) 本格的に会社が傾いてしまうと、どちらもさほど役に立たない。
- (8) 上手な危機管理とダメージコントロールを実践することが、もっとも会社に貢献する道である。
- (9) 日本と日本以外では、かなりゲームのルールが違うようだ。
- (10) 担当者が暇そうにしているときに、会社にとってはいちばん具合がよろしい。

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。

〒107-0052 東京都港区赤坂6-1-20 <http://www.sojitz-soken.com/>

双日総合研究所 吉崎達彦 TEL: (03)5520-2195 FAX: (03)5520-4954

E-MAIL: yoshizaki.tatsuhiko@sea.sojitz.com