

アジア通貨金融危機と IMF

中 嶋 慎 治

はじめに

1997年7月2日のタイ・バーツの変動相場制への移行を契機に始まったアジア通貨金融危機は、瞬く間に東アジア全域に拡大し、11月末にはGDP世界第11位の韓国に及び、翌年1月には、ロシアやブラジルにまで広がることとなって世界的な経済危機へと発展する可能性すら出てきた。さらには、ロシアでの危機によるデフォルト宣言は米国のLTCM社の経営を直撃し、破綻寸前に追い込まれたが、米国政府の主導のもとで取引銀行による資本再注入によって救済されることとなった¹⁾。

この点において、この危機が従来の通貨金融危機と大いに異なる様相を見せていた。すなわち、経済的な基礎的条件 (fundamentals) にほとんど問題が見られなかった東アジアにおいて危機が発生し、東アジア地域全体のみならず先進国企業をも巻き込む全世界的な地域へと伝染 (contagion) していったのである。こうしたことからこの危機は「21世紀型危機」と呼ばれたりもした。

このように危機が全世界的に伝染していった背景に、IMFや世銀の危機への対応のまずさがあったことが指摘され、大きな論争にもなったことは周知のとおりである。またIMFや世銀が誤った対応をとった背景には、新自由主義を信条とするワシントン・コンセンサスが存在することも指摘されてきた。

*本論文は2002年度松山大学特別研究助成による研究成果の一部である。

1) このLTCM救済は、アジア通貨金融危機に際して、アジアの「縁故主義」や不透明な裁量主義を批判し、市場のルールに則った「自己責任」を声高に叫んできた米国やIMFのダブルスタンダードを白日の下にさらした点で印象深い。

本稿では、先ず第1章においてアジア通貨金融危機は「資本収支危機」であるとする立場から一般的な分析を行う²⁾。第2章においてそうした「資本収支危機」が発生した要因を探る。第3章においてこの危機へのIMFの対応について批判的見解とそれに対するIMFの反論を比較検証する。最後に第4章において危機の再発を防止する方策についてスティグリッツの見解を紹介する。

第1章 「資本収支危機」³⁾としてのアジア通貨金融危機

これまでも、数多くの通貨危機が発生してきたが、アジア通貨金融危機の大きな特徴は、ほとんどそれらしき前兆をみせることなく突然危機が発生したことである。危機が起こった後、後知恵としてさまざまな要因を指摘する声が高まったが、むしろそれまでは東アジアの経済的パフォーマンスに対する賛辞の声が大きいほどであった⁴⁾。

それは過去にラテンアメリカなどで発生した危機とは違い、経済的ファンダメンタルズにはほとんど問題がない中で危機が突然やってきたということである。事実、表1からわかるように、危機に見舞われた東アジア諸国（危機5カ国と呼ばれている）の経済的ファンダメンタルズを見てみると、経済成長率も危機前年まで大きな落ち込みはなく、1990年代前半はフィリピンを除いて8%強の経済成長率を達成している。インフレーションもすべての国で1桁台であり、ラテンアメリカの場合と比較してほとんど問題にはならない(図1, 参照)。財政収支もほぼ均衡または若干黒字の状態にあり、この点でもラテンアメリカ諸国の場合と大きな違いである(図2, 参照)。たしかに経常収支については、1995年から赤字に転じ、危機発生前年の1996年には赤字幅が大き

2) 筆者は現在、これまでの通貨金融危機の要因を分析してきたさまざまなモデルの比較検討を行っており、別稿にて準備中である。

3) 確認したわけではないが、吉富 勝氏によると、「資本収支危機」という言葉を最初に使ったのは本人であると主張している(吉富 勝(2003), 3ページ)。

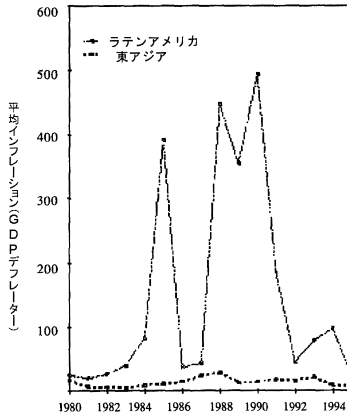
4) World Bank(1993)をみよ。そこでは、東アジア諸国のなかから特に、経済成長の著しい8カ国(日本、香港、韓国、シンガポール、台湾、インドネシア、マレーシア、タイ)をHPAEs(high-performing Asian economies)と称して、その経済的成功を称えている。

表 1 東アジア諸国の基礎的経済指標の推移

基礎的経済指標	国名	1990年	1991年	1992年	1993年	1994年	1995年	1990-95年平均	1996年	1997年
実質 GDP 成長率	インドネシア	9.0	8.9	7.2	7.3	7.5	8.2	8.0	8.0	-10.0
	タイ	11.7	8.0	8.1	8.3	8.8	8.7	8.4	5.5	-1.5
	韓国	9.7	9.2	5.0	5.8	8.4	9.0	7.5	7.1	-2.5
	マレーシア	9.7	8.8	7.8	8.4	9.4	9.4	8.7	8.6	3.0
	フィリピン	2.7	-0.2	0.3	2.1	4.4	4.8	2.3	5.5	3.3
CPI 上昇率	インドネシア	7.8	9.0	8.3	9.3	8.5	9.3	8.7	6.5	11.6
	タイ	5.9	6.0	3.8	3.6	5.3	5.0	4.9	5.8	5.6
	韓国	8.6	9.0	6.4	5.2	5.7	4.7	6.6	4.5	4.7
	マレーシア	2.7	4.0	4.8	3.7	3.5	6.0	4.1	3.5	2.6
	フィリピン	14.2	19.0	8.4	7.8	9.4	7.9	11.1	8.4	5.1
貯蓄率 (対 GDP 比)	インドネシア	32.3	33.5	35.3	27.6	29.1	28.5	31.1	27.3	29.9
	タイ	34.3	36.1	36.0	34.9	34.7	33.6	34.9	33.7	32.9
	韓国	36.2	36.4	35.2	35.4	35.0	35.2	35.6	33.7	33.1
	マレーシア	33.4	33.5	36.5	37.7	38.8	39.5	36.6	42.6	43.8
	フィリピン	18.7	16.6	14.9	15.2	17.0	16.8	16.5	18.5	20.3
経常収支 (対 GDP 比)	インドネシア	-2.6	-3.3	-2.0	-1.3	-1.6	-3.5	-2.4	-3.4	-3.6
	タイ	-8.5	-7.7	-5.7	-5.1	-5.7	-8.1	-6.8	-7.9	-2.2
	韓国	-0.7	-2.8	-1.3	0.3	-1.0	-1.8	-1.2	-4.8	-3.2
	マレーシア	-2.0	-8.9	-3.8	-4.5	-5.9	-10.2	-5.9	-4.9	-4.7
	フィリピン	-6.1	-2.3	-1.9	-5.5	-4.6	-2.7	-3.8	-4.7	-4.0
財政収支 (対 GDP 比)	インドネシア	-1.1	-0.6	-0.4	-0.6	0.2	0.3	-0.4	0.0	1.0
	タイ	4.5	4.7	2.8	2.1	1.8	2.6	3.1	2.3	-1.5
	韓国	-0.7	-1.6	-0.5	0.6	0.3	-0.2	-0.4	-0.2	0.3
	マレーシア	-4.8	-4.4	-4.2	0.2	2.4	1.0	-1.6	0.7	1.8
	フィリピン	-3.5	-2.1	-1.2	-1.5	1.1	0.6	-1.1	0.3	0.1
対外債務 (対 GDP 比)	インドネシア	50.9	50.9	50.5	45.3	45.2	43.4	47.7	38.9	n. a
	タイ	9.5	9.7	10.5	10.5	10.7	9.4	10.0	11.2	15.0
	韓国	33.2	33.4	29.0	32.1	31.9	32.2	32.0	28.8	29.1
	マレーシア	23.2	23.8	22.4	20.9	22.2	20.1	22.1	19.8	25.0
	フィリピン	57.1	58.2	50.3	54.6	50.7	50.9	53.6	n. a.	n. a
外貨準備高 (対輸入比)	インドネシア	5.3	6.1	7.5	7.9	6.4	5.6	6.5	6.1	4.5
	タイ	5.8	6.4	7.0	7.5	7.5	7.0	6.9	6.6	5.3
	韓国	2.7	2.2	2.7	3.1	3.2	3.1	2.8	2.8	2.0
	マレーシア	4.5	3.9	5.6	7.6	5.5	4.2	5.2	4.3	3.8
	フィリピン	2.0	4.4	4.4	4.0	4.0	3.5	3.7	4.4	3.6

(出所) Ross H. McLeod and Ross Garnaut (1998), 経済企画庁 (1998) より作成。

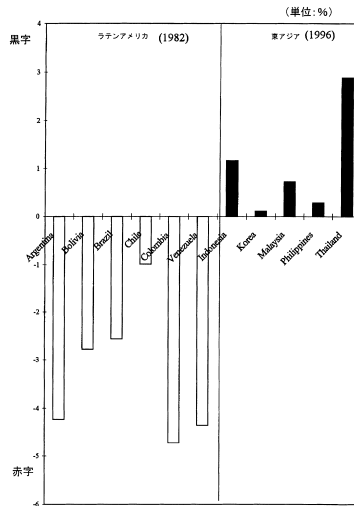
図1 インフレーション（ラテンアメリカ対東アジア）



Note: Unweighted regional averages based on World Development Indicators 1997 data

(出所) Joseph Stiglitz (2001), p. 22.

図2 公共部門赤字の対GDP比



Note: Calculations based on data from IMF International Financial Statistics Database. Figures for Thailand are from 1995.

(出所) *Ibid.*, p. 21.

く拡大してきており、この点ではラテンアメリカの場合と同様である。

しかし、財政収支が均衡あるいはわずかな黒字のなかで経常収支が赤字に転じたメカニズムはどのように考えればよいのであろうか。この点にアジア通貨金融危機発生之谜を解く鍵がありそうである。

マクロ経済学の基本定理によると、

$$(S - I) + (T - G) = CA \quad (1.1)$$

という関係式が成立する。ここで、 S は貯蓄、 I は投資、 T は税金、 G は政府支出、 CA は経常収支である。

東アジア諸国の場合に、財政収支が均衡または若干の黒字のもとで、経常収支が大幅な赤字を記録するようになったということは、民間部門の貯蓄と投資の不均衡が大きくなったということである。つまり、民間部門において貯蓄を上回る投資が行われたということである。

では東アジア諸国の場合に、投資をまかなえないほどに貯蓄が小さかったのかといえば、決してそういうことはない。さきの表 1 からわかるように、東アジア諸国の貯蓄率は対 GDP 比でフィリピンを除けば 30% を越えており、ずば抜けて高い比率を示している。つまり、国内資金だけで十分な投資を賄えたということである。ではなぜそれほどまでに高い投資をする必要があったのか？ さらにいえば、国内資金以上の投資資金はどこから来たのか？

言うまでもなく、次の基本定理も誤差・脱漏を無視すれば成立する。

$$CA + KA = \Delta RES \quad (1.2)$$

ここで、 KA は資本収支、 ΔRES は外貨準備高の変化分である。外貨準備高を減少させたくなければ（通常、ベッグ制を採用している新興工業国の場合、通貨に対する信認を維持するために外貨準備高を減少させないようにする）、経常収支の赤字を資本収支の黒字でファイナンスしなければならない。この点は、東アジア諸国の場合もラテンアメリカ諸国の場合も同様である。問題は、経常

収支の赤字を生み出した要因が、東アジア諸国とラテンアメリカ諸国とではまったく異なっていたということである。

ラテンアメリカ諸国の場合は、財政収支の赤字が経常収支の赤字を生み出した元凶であった。財政赤字を解消するためには3つの方法が考えられるが、それぞれに経済に対するマイナス要因がある。まず、国内資金でそれをファイナンスしようとするれば、金利を上げるか税率を上げねばならない。つぎに、海外からの借り入れでファイナンスすることもできるが、それもいつまでも持続可能ではない。最後に、通貨発行によりファイナンスする方法があるが、それはインフレーションを引き起こし、実質為替レートの増価へとつながり、価格競争力の低下による経常収支の赤字を引き起こすことになる⁵⁾。ラテンアメリカの場合には、このうち通貨増発によるインフレーションが実質為替レートの増価を招き、経常収支の赤字を拡大させたといわれている。つまりインフレーションや財政赤字などの経済的ファンダメンタルズの悪化によって危機が引き起こされたといえよう⁶⁾。

東アジアの場合はこれとはまったく異なるメカニズムによって経常収支赤字が引き起こされたのである。すなわち、さきにのべたように、経済的ファンダメンタルズはほとんど問題がない中で経常収支赤字が拡大してきたのである。その要因は何か。ラテンアメリカの場合には、経常収支の赤字をファイナンスするために資本収支を黒字化する必要があったのであるが、言い換えれば、経常収支の赤字が原因で資本収支の黒字が作り出されたのに対して、東アジアの場合には、資本収支の黒字がまず生じ、その資金を当初は生産的な投資に使用していたが、そのうちに、不動産投資などの非生産的投資に大量の資金が使われることになり、非常に投資額が膨らみ、バブルが発生して経常収支の赤字を拡大していったのである。すなわち、東アジアでは、ラテンアメリカの場合と

5) Joseph Stiglitz (2001), p. 25.

6) 財政赤字が中央銀行の信用拡大によってファイナンスされたときに経常収支赤字を引き起こし、それが通貨の減価、外貨準備の損失、ペッグ制の崩壊などの国際収支危機につながるケースをモデル化したものとして、P. Krugman (1979) がある。

は逆に資本収支の黒字が原因となって経常収支の赤字が生み出されていったのである。

表2をみるとわかるように、1990年代初頭から大量の資金が海外より流入してきていることがわかる。しかも、経常収支の赤字をはるかに上回る資本収支の黒字が計上されており、1995年には137億ドル、1996年には183億ドルの外貨準備の積み増しが行われている。そしてこの大量の資金を利用して、危機までの数年間に東アジア諸国はまさに経済的ユーフォリアとでもいうべき好景気享受着してきたのである。まさに「成功の故の危機」⁷⁾ であるといわれるゆえんである。

しかし1997年には一転して外貨準備高が227億ドルの減少に転じている。

表2 危機5カ国の対外的ファイナンス状況

(単位：10億ドル)

	1994	1995	1996	1997 ^{a)}	1998 ^{b)}
Current account balance	-24.6	-41.3	-54.9	-26.0	17.6
External financing, net	47.4	80.9	92.8	15.2	15.2
Private flows, net	40.5	77.4	93.0	-12.1	-9.4
Equity investment	12.2	15.5	19.1	-4.5	7.9
Direct equity	4.7	4.9	7.0	7.2	9.8
Portfolio equity	7.6	10.6	12.1	-11.6	-1.9
Private creditors	28.2	61.8	74.0	-7.6	-17.3
Commercial banks	24.0	49.5	55.5	-21.3	-14.1
Nonbank private creditors	4.2	12.4	18.4	13.7	-3.2
Official flows, net	7.0	3.6	-0.2	27.2	24.6
International financial institutions	-0.4	-0.6	-1.0	23.0	18.5
Bilateral creditors	7.4	4.2	0.7	4.3	6.1
Resident lending/other, net ^{c)}	-17.5	-25.9	-19.6	-11.9	-5.7
Reserves excluding gold ^{d)}	-5.4	-13.7	-18.3	22.7	-27.1

注) a) 推定

b) IIFによる予測

c) 居住者による純貸付、貨幣用金、誤差・脱漏を含む。

d) マイナスは増加を表す。

(出所) Steven Radelet and Jeffrey Sachs (2000), p. 112.

7) Steven Radelet and Jeffrey Sachs (2000), p. 106.

その理由を見てみると、民間資本が1996年には930億ドルの純流入となっていたが、1997年には121億ドルの純流出となっているのである。つまり1年間で1,051億ドル（5カ国のGDPの約11%）もの資本流入が減少したことになるのである。このような資本流出が危機を引き起した最大の要因であったことがわかるのである。

第2章 東アジア通貨金融危機の要因分析

ではなぜ、1990年代以降にこれだけもの大量の資金が海外から流入し、それがわずか1年で大量の流出へと転じたのであろうか。そのために、表2からいかなる種類の資金が流入しているかを見る必要がある。それによると、流入資金の中で商業銀行による貸付が非常に大きな比重を占めていることがわかる。たとえば危機前年の1996年をみれば、930億ドルに上る民間資金の純流入額のうち、半分以上の555億ドルが商業銀行による貸付の形態をとっている。

BIS（国際決済銀行）の報告書によって、国別の状況を見れば表3のようになる。

これによると、危機5カ国への貸付総額は1996年末には2,612億ドルであったが、1997年末には2,586億ドルに減少していて、その差は26億ドルに過ぎない。したがって表2でみたIIFによる数値と比較して純流出額は約10分の1の大きさとなっている。しかし、このBIS統計でも、危機が発生した1997年7月以降の半年間の推移を見れば、2,744億ドルから2,586億ドルへと158億ドルも減少しており、大幅な資本流出が発生したことには変わりがない。

ではなぜこのような大量の資金が1990年代にはいって流入してきたのであろうか。それには国際的環境と東アジア諸国の国内的環境の両面にそうした動きを促進する要因があったのである。まず国際的には、先進工業国における資本市場の自由化の進展が挙げられる。新しい債券や株式のミューチュアル・ファンド、新しい銀行シンジケート、ユーロボンド貸付の拡大、その他新たな

表 3 BIS 報告銀行による国際債権：満期別・部門別推移

(単位：10 億ドル)

		貸付総額	貸付部門			短期貸付	外貨準備	短期貸付/ 外貨準備
			銀行	公的部門	民間非銀行			
1995年末	インドネシア	44.5	8.9	6.7	28.8	27.6	14.7	1.9
	マレーシア	16.8	4.4	2.1	10.1	7.9	23.9	0.3
	フィリピン	8.3	2.2	2.7	3.4	4.1	7.8	0.5
	タイ	62.8	25.8	2.3	34.7	43.6	37.0	1.2
	韓国	77.5	50.0	6.2	21.4	54.3	32.7	1.7
	計	209.9	91.3	20.0	98.4	137.5	116.1	1.2
1996年末	インドネシア	55.5	11.7	6.9	36.8	34.2	19.3	1.8
	マレーシア	22.2	6.5	2.0	13.7	11.2	27.1	0.4
	フィリピン	13.3	5.2	2.7	5.3	7.7	11.7	0.7
	タイ	70.2	25.9	2.3	41.9	45.7	38.7	1.2
	韓国	100.0	65.9	5.7	28.3	67.5	34.1	2.0
	計	261.2	115.2	19.6	126.0	166.3	130.9	1.3
1997年 6月末	インドネシア	58.7	12.4	6.5	39.7	34.7	20.3	1.7
	マレーシア	28.8	10.5	1.9	16.5	16.3	26.6	0.6
	フィリピン	14.1	5.5	1.9	6.8	8.3	9.8	0.8
	タイ	69.4	26.1	2.0	41.3	45.6	31.4	1.5
	韓国	103.4	67.3	4.4	31.7	70.2	34.1	2.1
	計	274.4	121.8	16.7	136.0	175.1	122.2	1.4
1997年末	インドネシア	58.4	11.7	6.9	39.8	35.4	16.1	2.2
	マレーシア	27.5	9.8	1.7	15.9	14.6	20.8	0.7
	フィリピン	19.7	1.8	0.5	1.6	11.9	7.1	1.7
	タイ	58.8	17.8	1.8	39.2	38.8	26.1	1.5
	韓国	94.2	56.0	4.0	34.2	59.4	20.4	2.9
	計	258.6	97.0	14.8	130.7	160.1	90.5	1.8

(出所) BIS (1998a), (1998b) 及び、経済企画庁 (1999 年) より作成。

金融派生商品の登場などにより、国境を越えて資金が移動することが非常に簡単に行えるようになった。加えて、日米両国における低金利が新興市場への資本移動を促進したと考えられる。

ついで、国内的には、以下の5つの要因をあげることができよう。

1) 東アジア各国の好調な経済状況が海外の投資家に信認を与えた。

- 2) 金融の規制緩和が国内投資をファイナンスするのに銀行や企業が海外資金を利用しやすくした。
- 3) 十分な監視や監督がおこなわれなままに金融の規制緩和が先行した。そのために、銀行や企業が通貨と満期のリスクをとりやすくなった。
- 4) 名目為替レートが事実上ドルにペッグされていたために、為替変動からくるリスクを考慮に入れる必要がなかった。
- 5) 政府が海外からの資金借り入れに対するインセンティブを銀行や企業に対して与えた⁸⁾。たとえば、タイでは1993年にオフショア金融市場である BIBF (Bangkok International Banking Facility) を設立し、外貨の貸出や借入に対して税制上の優遇措置を与えるなどの措置を講じた。フィリピンにおいても、同様の税制上の優遇措置がとられていた。

こうした国際的及び国内的な状況により、大量の海外資金が東アジア各国に流入することとなったが、これに対する対処が非常に不十分であったことが指摘されている。すなわち、「通貨のミスマッチ」と「満期のミスマッチ」の「ダブルミスマッチ」が危機を大きくしたというのである。

ではなぜ、そうしたミスマッチが生じたのか。前者の「通貨のミスマッチ」はなぜ為替変動のリスクに対してヘッジをとっておかなかったのか。また後者の「満期のミスマッチ」については、長期資本をなぜ短期の外貨借入でファイナンスしようとしたのか。

この点に関して、先進国とは違って途上国の通貨には「原罪」(original sin) というものが存在するという仮説がある。このことを最初に主張した Barry Eichengreen and Richard Hausman (1999) によると⁹⁾、「原罪」とは途上国や新興工業国では資本市場が不完全であるために、それらの国の通貨は「海外で借入に使用されることができないし、国内でも長期の借入には使用されることができない状況」の事を指す。為替変動によるリスクヘッジをとっていなかった

8) Steven Radelet and Jeffrey Sachs (2000), pp. 116-118.

9) Barry Eichengreen and Richard Hausmann (1999), p. 3.

ことが、通貨危機によるダメージを大きくしたことが指摘されているが、それはそもそも途上国や新興工業国の通貨はヘッジをとることができないのである。なぜなら、本国通貨に対して外貨でヘッジを取るということは相手が必要であるが、そのことは海外において本国通貨で借入ができるということに等しいことであり、それができない以上、ヘッジをとることができないのである。また、政府がペッグ制の維持を宣言していたから、そもそもコストのかかるヘッジをとるインセンティブが働かなかった。

また、資本市場の未発達により、長期の借入を本国通貨ですら行うことができず、そのために長期の借入は外貨で行う必要があるが、貸し手側からすると、BIS規制により、短期資金と中長期資金とでリスクウェイトが異なる（短期資金貸出が長期資金貸出よりリスクウェイトが小さい）こともあり¹⁰⁾どうしても短期資金での貸付を選好する傾向が強いために、満期のミスマッチが生じてしまうのである。また借手も短期資金のほうが長期資金よりも金利が低いためにそちらを選好することになる。事実、先の表3からもわかるように、1997年6月末時点では、全体の約65%が短期資金による貸付となっている。

ではこうした大量の海外資金の流入は東アジア諸国の経済にどのような影響を与えたであろうか。まず、資本の流入はペッグ制を維持するためには本国通貨を売却して外貨を購入する必要があるが生じるが、不胎化が不十分であれば物価上昇による実質為替レートの増価をもたらし、貿易財部門の犠牲による非貿易部門の拡大をもたらす。この実質為替レートの増価が一時的なものであったとしても、新たな投資は非貿易財部門に向かうことになる。そして往々にして、そうした非貿易財部門は非生産的な部門であることが多い。

つぎに、大量の海外資金の流入は未発達な金融システムに対してあらたな圧力を生み出すことにもなる。大量の海外資金の流入は、商業銀行と中央銀行の双方において、制度改革がその流入の大きさに追いつかないために、さまざま

10) Basle Committee on Banking Supervision (1988) 及び Giancarlo Corsetti, Paolo Pesenti and Nouriel Roubini (1998), p. 22.

な問題が引き起こされた。たとえば、中央銀行による商業銀行への規制や監督が不十分であったために、リスクを考慮しない貸出に走ったり、縁故融資が横行する中で、多額の融資が採算性を度外視した形で行われたりもした。

こうしたゆがみが金融上のリスクへと発展することになった。そのきっかけは1997年7月のタイ・バーツの変動相場制への移行であった。タイは1996年から経済成長率の低下や経常収支赤字の拡大などにより、経済状況への黄信号がともっていたが、資産バブルの崩壊により金融機関や金融会社の不良債権が顕在化し始めた。タイ中央銀行は200億バーツ（約80億ドル）を上回る資金を「金融機関開発基金」(FIDF)を通じて金融機関に投入した。こうした状況のもとで1997年5月頃からバーツに対する売り圧力が強まっていった¹¹⁾ タイ中央銀行はベッグ制を維持するために手持ち外貨のほとんどを使ってバーツを買い支えたが、使用可能な外貨がほとんど底をつくような状況になった。6月には、タイ政府はこれまでの方針を転換させて、最大の金融会社であるファイナンス・ワンを救済しないことを発表した。このことは大きなショックを投資家に与え、海外資金の流出とバーツの減価を加速化させた。こうして7月2日、中央銀行は投機筋によるバーツ売り圧力に押し切られる形で、ベッグ制を放棄して管理変動相場制への移行を発表した¹²⁾

タイに対する投資家の見方の変化は、東アジアの他の国々へも向けられるようになった。こうしてインドネシアやマレーシアやフィリピンにおいても資本流出が生じ始めた。当初はこうした国々も通貨価値を維持するために市場介入を行っていたが、結局はすべての国が為替をフロートさせることとなった。その結果、**図3**にみるように、東アジア各国の通貨は大幅な減価にみまわれた。

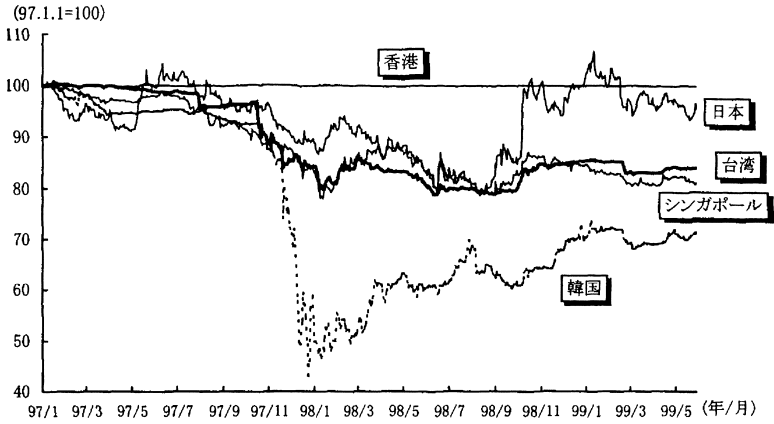
単なる通貨危機であれば、最初の価格効果さえ抑えられれば、通貨価値の下落によるインフレーションも一時的な現象にとどまり、その後は名目為替レート

11) タイ経済に対する投資家の信認低下をもたらした直接的な契機は、1997年2月初めのサンブラソン・ランドによる対外債務不払い事件であった。

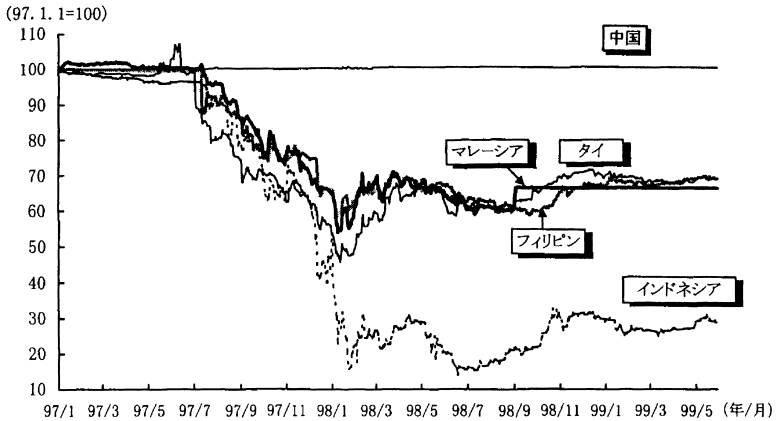
12) Steven Radelet and Jeffrey Sachs (2000), p. 135. 及び高安健一 (2005年), 150-151 ページ。

図3 アジア主要国通貨の動向

①日本及びアジア NIEs 通貨の動向 (対ドルレート)



②中国及び ASEAN 通貨の動向 (対ドルレート)



(出所) 経済企画庁 (1999年), 13 ページ。

の減価によって実質為替レートが減価することにより、価格競争力が短期的には高まることとなる。その場合には、先に述べた現象とは逆に、貿易財部門の拡大が生じて経済成長を促進することとなる。しかし、東アジア諸国の場合、資本の流出は単なる通貨危機ではなく金融危機を伴った複合的危機を生み出した¹³⁾

金融危機を生み出した最大の要因は脆弱な金融制度にあった。まず金融そのものが政府の経済発展政策の道具として使われてきた。暗黙の政府保証がついた政府による誘導融資が数多く見られ、政府が政策上必要と思われる産業や企業に集中的に融資が行われた。資本市場が未発達なために間接金融ではなく銀行を通じた直接金融が中心となり¹⁴⁾、そのことが金利の変動や貸し手がロールオーバー（返済繰り延べ）に応じるかどうかの意思に依存せざるを得ないという脆弱性を持つこととなった。同時に、大量の外資の流入により資産価格が上昇し、それがまた担保価値を高めることにより資産関連信用供与の拡大を生み出した。

しかし、こうした資産価格が低下し始めたとともに、大きな金融問題を引き起こすこととなった。まず、これらの融資資金が海外から来ていることである。通貨価値の下落により、借入が外貨建てで行われていたために、自国通貨建てに換算すると非常に大きな負担増が生じることとなった。その結果、海外から借入を行った金融機関であれ非金融企業であれ、収益が大きく圧迫され、支払い不能に陥るケースが続出することとなった。通常であれば通貨価値の下落は、価格競争力を強めて貿易財部門の成長を促すのであるが、ここでは海外債務負担の増大により経済成長に大きなダメージを与えることとなったのである。

しかも、海外からの借入の多くが短期資金であったことも金融危機を激化させる大きな要因となった。資産価格が低下している中で、借入金の返済のために損を覚悟でそれを市場価格で売却するか、破産を宣言するかしか道はない。

13) Gordon de Brouwer (1999), pp. 11-14.

14) なぜ途上国において直接金融が中心となるかについての説得力のある説明については、吉富勝 (2003年)、第3章を参照。

こういう場合には、短期資金のロールオーバー（借換え）が継続できることが非常に重要であるが、韓国の場合のように海外からの借入主体が金融機関の場合には、海外の貸出金融機関とのロールオーバー協議が簡単であるが、インドネシアの場合のように、借入主体が非金融企業の場合には、そうした協議そのものが困難である。

こうして、通貨価値の下落は信用リスクを増大させ、それがさらなる通貨価値の下落を引き起こすことになるのである。そしてそれがさらなる資本の流出を招き、信用逼迫が生じて金利の高騰を招くこととなって、経済にさらなるダメージを与えることとなった。

第3章 IMFの危機への対応と批判

1997年8月20日、IMF理事会はタイに対する3年間のスタンバイ・アレンジメント40億ドル（割当額の505%）を承認した。加えて、世界銀行とアジア開発銀行が57億ドル、日本を始め関係国が100億ドルを支援することが表明され、IMFなどの支援と平行して実施された。基礎となる調整プログラムは、信認の回復、経常収支赤字の秩序ある削減、外貨準備の復元、インフレーションを通貨減価による一度限りの効果に限定することを目的とされた。経済成長率はプラスを維持するものの、大幅に落ち込むと思われた。政策パッケージの鍵となる要素には、支払い不能金融機関の閉鎖を含む金融部門の再構築、財政収支を黒字に戻して経常収支赤字を削減するために、GDP比で3%の黒字に等しい財政調整措置、利率の誘導的幅を持った国内信用の管理などの措置が含まれていた。

インドネシアの場合は、1997年11月5日、IMF理事会は3年間のスタンバイ・アレンジメント100億ドル（割当額の490%）を承認した。加えて、世界銀行とアジア開発銀行から80億ドルが融資され、第2線準備として180億ドルに上る日米両国を含む関係国からの支援声明も発表された。基礎となる調整プログラムの目的は、タイの場合とほぼ同じであるが、避けられない経済成

長の低下を抑えることが付け加えられている。政策パッケージの鍵となる要素は、金融政策の引き締め、経常収支調整を促進するための財政ポジションの強化、再生不能金融機関の閉鎖を含む金融部門の強化、企業部門における効率性と透明性を高めるための一連の構造改革などの措置が含まれていた。

韓国の場合は、1997年12月4日、IMF理事会は3年間のスタンドバイ・クレジット210億ドル（割当額の1,939%）を承認した。加えて、世界銀行とアジア開発銀行から、140億ドルの融資が実行され、日本を含む関係国から第2線準備として220億ドルの支援が表明された結果、総額で584億ドルという巨額の支援の準備が整った。基礎となる調整プログラムの目的は、経常収支赤字の秩序ある削減、外貨準備の積み増し、財政金融政策の引き締めによるインフレーションの抑制におかれ、政策パッケージはタイやインドネシアとほとんど同じもので、財政金融政策の引き締め、金融部門の再構築、資本増強及び改革、コーポレート・ガバナンス、貿易および労働市場の改革など包括的な戦略を含んだものであった¹⁵⁾

これら3カ国に対するIMFの支援プログラムには以下の9つの目標が含まれている¹⁶⁾

- ①海外債務に対する全面的なデフォルトを避ける。
- ②通貨減価の程度を抑える。
- ③財政収支のバランスを維持する。
- ④インフレーションの上昇を抑える。
- ⑤外貨準備高の再建を図る。
- ⑥銀行部門の再編と改革。
- ⑦独占の除去と国内の非金融経済の改革。
- ⑧信認と信用の維持。
- ⑨生産の落ち込みを抑制する。

15) IMF (1999), (2003) を参照。

16) Steven Radelet and Jeffrey Sachs (2000). pp. 140-141.

これらの9つの目標を達成するために、IMFは政策パッケージを提示したが、以下の4つの政策についてIMFに対する批判が巻き起こった¹⁷⁾

(1) 金融機関の閉鎖

タイ、インドネシア、韓国の3カ国の金融機関が非常に大きな問題を抱えており、再建が不可能で清算されなければならなかったり、他の金融機関と合併されなければならなかったりする金融機関が存在していたことは事実である。問題は、それをどこまで、どのくらいの時間内に行うかという事である。

IMFは再生の見込みがないと判断される金融機関の閉鎖を当該国に勧告し、実行に移されたが、金融部門改革の包括的なプログラムがなく、預金保険制度も存在しない中で、突然金融機関を閉鎖したことは、パニックを助長するだけの結果になった。タイやインドネシアでは、健全な銀行への取り付け騒ぎが発生したり、海外の債権者がロールオーバーに二の足を踏んだりした状況を作り出した¹⁸⁾

IMF自身も後に、十分な包括的改革プログラムを提示せずにインドネシアにおいて16の銀行の閉鎖をインドネシア当局が発表したことに対して、国民が何か政治的配慮が働いたのではないかという不審の念を持ったことを指摘している¹⁹⁾

(2) 銀行の再資本化

危機の勃発により、銀行は非常に大きな不良債権を抱え、また通貨の大幅減価により、外貨建て海外債務の負担が急増し、多くの銀行で資本不足が生じた。IMFは金融部門の強化を目的として、銀行に対して自己資本比率の上昇を求めたが、そのスピードと程度には疑問の声が上がった。たとえば、インドネシアに対するIMFのプログラムでは、自己資本比率を1997

17) 以下の説明は、Steven Radelet and Jeffrey Sachs (2000) に負うところが大きい。

18) J. サックスなどは、こうしたIMFのやり方を、「まずいアプローチ」(poorly-thought-out approach) であると批判している (Steven Radelet and Jeffrey Sachs (1999), p. 21)。

19) IMF (2003) p. 39.

年末までに9%、2001年末までに12%にすることが求められた。すなわち、本来のBIS基準である8%ではなく上積みが求められたのである。

当然のことながら、自己資本比率の上昇を実現するために、銀行は資産の圧縮をはかり、貸付資金の回収をはやめたり、貸出の抑制を行ったりした。つまり、信用逼迫が生じる結果となったのである。

(3) 金融政策

IMFの金融政策は、資本の流出を防ぎ、為替相場の暴落を防ぐためには、利率を大幅に上げなければならないというものである。こうして、危機の勃発とともに利率は大幅に上昇したが、IMFは更なる上昇を求めた。利率のさらなる上昇は、不必要なほどに経済の収縮をひきおこしたという批判が起こった。

IMFの見解は、利率の上昇によるコストと為替レートの安定、または通貨の増価による利益との比較考量が必要であり、後者の利益のほうがはるかに大きいとするものである。1994年から2001年までIMFの副専務理事を務めた、S. フィッシャーは、利率の大幅な引き上げを以下のように正当化している²⁰⁾

外貨建て債務を追っている国や企業にとって、一時的な利率の上昇よりは通貨価値の下落による債務の増大のほうがはるかに深刻なダメージをうける。しかも、危機勃発のときに利率を引き上げるという断固とした措置をとらなければ、為替相場の安定をはかるために、さらに大きな利率の引き上げが必要になってくる。

さらに、危機国の通貨価値の低下は他の国々の競争力にマイナスの影響を与え、経常収支の赤字を生み出させることになり、危機がさらに伝染する恐れがある。こうした世界的な通貨価値の連鎖的減価はIMFがなんとしても防がねばならない事態である。

20) Stanley Fischer (2004), pp. 84-85.

しかし、サックスなどが主張するように、現実には、東アジア各国では利子率の引き上げにもかかわらず、通貨の減価が続いた。しかも、スティグリッツが批判するように、IMFのプログラムは、外貨建て債務を抱えている企業を救済するために利子率を上昇させたことにより、危機の影響を受けていない企業（経営面で問題のない健全な企業）に大きな悪影響を与えることとなった²¹⁾

(4) 財政政策

IMFは当初、3カ国に対してGDP1%の財政収支黒字を要求した。しかし、これら3カ国はこれまで財政のスタンスにおいては引き締め基調であり、財政規律の弛緩が危機の原因ではなかった。したがって、危機により経済状況が悪化しているなかで、財政支出の削減を実行することは、とりわけ社会的弱者といわれる人々に対して甚大な影響を及ぼした。食料やエネルギーに対する補助金のカットにより、それらの価格が高騰したインドネシアにおいて社会的暴動が発生し、それがスハルト体制を揺さぶって政治的不安定を引き起こし、それがさらに危機を深化させたことは、IMFプログラムの不適切さを如実に物語っている。

IMFのそのことに気づき、韓国とインドネシアに対する第2次プログラムにおいては、収支均衡と1%の赤字をそれぞれの目標としたのである。最後に、これまでみてきた3カ国に対するIMFのプログラムは、本来の使命である伝統的なマクロ調整政策を逸脱したものであるとする包括的な批判もある。フェルドスタインは、東アジアの危機では、IMFは国際収支の調整という本来の使命に反して、構造調整及び制度改革に焦点を当てることによって、IMFそのものの有効性を危険にさらしていると批判している。また、韓国へのIMFプログラムの押し付けは、韓国の経済危機を救済するものというより、これまで米国や日本が韓国に要求してきたものを、IMF支援を梃子に実現させよ

21) Joseph E. Stiglitz (2000), p. 1081.

うとしているものであるとも述べている。さらに、先進国に対して IMF はスタンバイ・クレジットを供与する場合には、これほど厳しい対応をとるかどうかが疑問であるとしたうえで、IMF がこうした厳しい対応を各国に迫れば、IMF への支援要請をためらうことになり、結果として危機を拡大させてしまうであろうと述べている²²⁾

S. フィッシャーは先に上げた論文において、わざわざフェルドスタインの3つの批判に対して1つずつ反論している。まず第1に IMF プログラム²³⁾ は国際金融市場で資金を調達できるようになるために欠かせない措置を含んでいることを強調し、第2に IMF プログラムの措置がテクニカルなものに限定すべきであるとするフェルドシュタインの批判に対して、それがテクニカルなものかどうかは一概に判断できないとしたうえで、多くの国々で IMF プログラムの措置は支持を受けているとして反論している。さらに、第3に、こうした措置は当然先進国に対しても課されるべきものであり、また IMF はそうするであろうとしている。

第4章 危機の再発防止のために

これまでアジア通貨金融危機の要因とそれに対する IMF の対応について見てきたが、最後に、アジア通貨金融危機のような大きな悪影響を及ぼした経済的危機の再発を防ぐ方法について、スティグリッツの考えを紹介して締めくくりとしたい²⁴⁾

まず、スティグリッツは、すべての経済変動や危機を除去することが可能であると期待すべきではないとする。たとえば、たとえ経済政策が完璧なものであったとしても、1970年代のオイルショックやアジア通貨金融危機にみられ

22) Martin Feldstein (1998), pp. 23-33.

23) フィッシャーは「IMF プログラム」と呼ばれていることも気に入らないようで、IMF は「基金支援プログラム (Fund-supported programs)」と呼んでいることを強調している (Stanley Fischer (2004), p. 35)。

24) Joseph E. Stiglitz (2001), pp. 184-193.

た市場の見方 (sentiment) の変化から生じる外的ショックの影響を免れることはできない。また、外的ショックを吸収できるためには広範囲な政策上の改革が必要となるが、それは一夜にしてできるものではない。健全で強固な金融制度を築くことは困難で長期にわたるプロセスである。

われわれは現実主義者である必要があるし、発展途上国は金融規制の能力はあまり持っていないし、外的ショックに対する脆弱性が大ききことを認める必要がある。したがって重要なことは、たとえこうした能力不足や脆弱性を持っていたとしてもそれをカバーできる制度構築が必要である。ちょうど、飛行機がエースパイロットでなくても操縦でき、原子力施設には起こりうる人間のミスをかばうことができるシステムが組み込まれているように。

健全な政策というとき、危機を防いだり、危機が発生したときに、通常の再建型企業整理 (workout) のメカニズムを設置したりするなどして、経済活動における長期変動を最小限化することが重要である。このときに、各国がそれぞれ国内の制度を改革・再編成することはもちろんであるが、国際的なレベルにおいても何らかの努力が必要である。

この市場への介入については賛否様々あるが、経済的に正当化できることが2つある。ひとつは、社会的リスクが私人的リスクよりはるかに大きいということである。公害が発生者個人よりは社会に対してはるかに大きな悪影響を及ぼすのと同じことである。この場合に、我々は公害に対して課税したり規制したりする。同じ論理で、国際的な資本移動への課税や規制を提起できるであろう。国内では金融システムに対して様々な課税や規制がすでに実施されているが、これを国際的なレベルで実施できないとする根拠はない。

市場への介入を正当化できるもうひとつの論理は、市場はリスクを効果的に価格付けできないということである。つまり、市場は非合理的であるということである。たとえば、ケインズのいう「美人コンテスト」を思い起こせばよい。そこでは審査員は誰が一番美人であるかではなく、他の審査員が誰が一番美人だと思おうかを基準に投票する。つまり、市場参加者は何が一番合理的な行

動であるかではなく、他の参加者がいかなる行動をとるかに関心をもって行動する。その結果、市場は、長期のファンダメンタルズから乖離し、より不安定なものとなるのである。

市場の「過度な変動性 (volatility)」と呼ばれるものを扱った数多くの経済学の論文がある。もし変動性 (volatility) が過度であるとするのが正しければ、トービン税のような何らかの措置は、長期的なファンダメンタルズの変化に市場を対応させながら、短期的な投機コストを引き上げることができるであろう。トービン税が急速な技術革新が行われている金融の世界で、適応可能かどうかについては重大な疑問があることを承知の上で、スティグリッツは提起している²⁵⁾

では、何らかの国際金融市場への介入が正当化されるとすれば、どのような目標に焦点を当てるべきか？ もちろん、この目標は、金融市場の完全な再編・改革が実現できるまでの中間的な目標であるが、2つの目標が心に浮かんでくるという。

ひとつは、資本の流れのパターンに影響を与えるものである。現在、民間資本のうち75%が、たった12の国々に流れている。そして、最貧国にはかれらの経済の規模と比べてもほとんど資本が流入してこない。一般的に、もっとも資本を必要とするときに資本の流入はなく、景気が落ち込んでいるときには資本が流入せずに、好景気のときに資本の流入が生じる。つまり、資本移動は景気変動を均すのではなくさらにそれを拡大する方向に作用している。しかし、この目標を達成することは非常に難しい。

ではもうひとつの目標は、資本の構成に関するものである。いまや、海外直接投資の経済発展に対する貢献については幅広い合意が存在している。それは資本のみならず技術や労働者への訓練までももたらしてくれるからである。海外直接投資とは違って、短期資本は同じような利益をもたらさない。確かに、

25) Gordon de Brouwer は、トービン税は個々の国が単独で実施しても効果がないと述べている (Gordon de Brouwer (1999), p. 31)。

貿易信用の形態においては、それなしにはいかなる国も、とくに輸出主導型の国は成り立たないほど安価で重要な国際流動性の源泉となる。またそれは貯蓄よりも大きな投資をすることを可能にもしてくれる。したがって、それが生産的に投資されれば大きな利益をもたらす。しかし、東アジア諸国のように、もし貯蓄率がすでに高く、資金が不適切に配分されたとき、追加的な資本流入は経済の脆弱性（vulnerability）を激化させるであろう。

したがって、直接投資のような長期資本と短期資本のそれぞれの利益とコストを比較すれば、短期資本の取引を抑制し、長期資本の取引を促進する方法を考え出さねばならない。そうした戦略にはいろいろなものがあるが、第一に、短期資本を優遇するような税、規制、政策のゆがみを取り除かねばならない。そうしたゆがみの典型例として1993年に設立されたタイのBIBF（Bangkok International Banking Facilities）を挙げることができる。BIBFはバンコクをシンガポールと並ぶ東南アジアの金融センターにすべく、鳴物入りで設立されたオフショア金融市場であるが、実際には海外資金を国内に取り入れる手段として使われた。

第二は、銀行などの金融機関が、通貨エクスポージャを制限するように健全性規制を課すことである。危機の影響をほとんど受けなかったコロンビアにおいて実施されている事例を見れば、その有効性を知ることができる。

しかし、それだけでは不十分な場合もある。その場合には、短期資本流入を禁止することもありうるであろう。その点では、短期資本の流入に対して、預金準備金と税を課しているチリの事例が教訓を与えてくれる。このことについては賛否様々あるが、最も批判が強い者でも、預金準備金を課すことにより、借り入れ金の満期が長期化していることは認めている。そして、このことが、チリが1994-5年のメキシコ危機＝テキーラ危機の影響をあまり受けなかった数少ない国になった大きな要因であったのである。

また、資本流出を規制したマレーシアの場合も、それによって危機の後遺症から早期に抜け出すことができたことをみれば、資本取引規制の有効性を示し

ている。クルーグマンは、マハティール首相に為替取引規制（資本取引規制）を勧めたことで有名になった『フォーチュン』（1997年9月7日付）でのコラムにおいて²⁶⁾ IMFが実施してきた従来の方法＝プランAがうまく機能しなかったことを指摘した上で、今日だれも提唱していない新しい方法＝プランBを実施すべきであり、それは為替管理であるとしている。

スティグリッツもこのクルーグマンのコラムを取り上げ、「一部のエコノミスト——IMFのいうウォール街出身者——は、そんな規制をはじめたら悲惨なことになる」と予測したが、結果は逆で、マレーシアが世界銀行との協議で、資本取引規制を出国税に代えることで危機の影響を抑えることに成功し、1年後には出国税を撤廃することに成功したことを評価している。

つまり、資本取引規制を実施したからといって、外国の投資家を遠ざけことにはならなかったし、むしろ経済の安定性を維持することができたことで、海外からの投資は増大したというのである²⁷⁾

お わ り に

われわれはこれまで、アジア通貨金融危機を「資本収支危機」とであると捕らえ、その要因について分析した。そこから明らかになったことは、経済の自由化は必要であるとしても、急ぎすぎて自由化の順序を間違えると大きな代償を支払わなければならないということである。したがって、資本市場を十分に整備し、金融部門の脆弱性を克服するまでは、経済の自由化を急ぐ必要はないということである。このことが、IMFが推し進めたプログラムがむしろ危機を激化させたアジア通貨金融危機から得られた最大の教訓である。

スティグリッツが常々のべているように、新古典派経済学の論理が妥当するためには様々な前提条件が必要であり、そもそも「神の見えざる手などは存在しない」のである²⁸⁾ 先進国においてさえ存在しないとすれば、開発途上国に

26) Paul Krugman (1997)

27) Joseph Stiglitz (2003), pp. 124-125. (鈴木主税訳, 183-185 ページ)

においてはなおさら存在しないのであって、開発途上国の経済開発を課題としている世界銀行などは、新古典派経済学を基礎とするワシントン・コンセンサスに代わるべき理論的パラダイムを構築する必要があるのである²⁹⁾

参 考 文 献

(英語文献)

- 1) BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. 1998a. *The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending*, BIS.
- 2) BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. 1998b. *Consolidated International Banking Statistics for International Bank Lending*, BIS.
- 3) Basle Committee on Banking Supervision. 1988. *International Convergence of Capital measurement and Capital Standards*, BIS.
- 4) Corsetti, Giancarlo, Pesenti, Paolo and Roubini, Nouriel. 1998. What Caused The Asian Currency and Financial Crisis ?; Part II : The Policy Debate, National Bureau of Economics, NBER Working Paper, 6834.
- 5) De Brouwer, Gordon. 1999. *Financial Integration in East Asia*, Cambridge University Press.
- 6) Eichengreen, Barry. 2003. *Capital Flows and Crises*, The MIT Press.
- 7) Eichengreen, Barry and Hausman, Ricard. 1999. *Exchange Rates and Financial Fragility, Working Paper 7418*, National Bureau of Economic Research.
- 8) Feldstein, Martin. 1998. "Refocusing the IMF", *Foreign Affairs*, 79, pp.20-33.
- 9) Fischer, Stanley. 2004. *IMF Essays from a time of Crisis*, The MIT Press.
- 10) Garnaunt, Ross. 1998. "The East Asian Crisis", In Ross McLeod and Ross Garnaunt eds., *East Asia in Crisis : From being a miracle to needing one ?*, Routledge. pp.3-27.
- 11) Goldstein, Morris. 1998. *The Asian Financial Crisis : Causes, Cures, and Systemic Implications*, INSTITUTE FOR INTERNATIONAL ECONOMICS.
- 12) International Monetary Fund. 1999. *IMF-Supported Programs in Indonesia, Korea, and Thailand : A Preliminary Assessment*, IMF.
- 13) International Monetary Fund. 2003. *The IMF and Recent Capital Account Crises*, IMF.
- 14) Krugman, Paul. 1997. "Saving Asia : It's Time to Get Radical", *Fortune*, 9/7/1997.
- 15) Krugman, Paul. 1999. "A Model of Balance-of-Payments Crises", In Paul Krugman ed., *Currencies and Crises*, The MIT Press. pp.61-76.
- 16) Peet, Richard. 2003. *Unholy Trinity : The IMF, World Bank and WTO*, Zed Press.

28) 藪下史郎, 荒木一法編著 (2004年) 36-38 ページ。

29) Joseph Stiglitz (2001) ch.2 を参照せよ。

- 17) Radelet, Steven and Sachs, Jeffrey. 2000. "The Onset of the East Asian Financial Crisis", In Paul Krugman ed., *Currency Crises*, The University of Chicago Press, pp. 105-161.
- 18) Stiglitz, Joseph. 2000. "Capital Market Liberalization, Economic Growth and Instability", *World Development*, 28, pp. 1075-1086.
- 19) Stiglitz, Joseph. 2001. *Joseph Stiglitz and the World Bank: The REBEL WITHIN*, Anthem Press.
- 20) Stiglitz, Joseph. 2003. *Globalization and Its Discontents*, W. W. Norton & COMPANY. (鈴木主税訳『世界を不幸にしたグローバリズムの正体』徳間書店, 2002年)
- 21) World Bank. 1993. *The East Asian Miracle: Economic Growth and Public Policy*, Oxford University Press. (白鳥正喜監訳『東アジアの奇跡: 経済成長と政府の役割』東洋経済新報社, 1994年)

(日本語文献)

- 1) 国宗浩三. 1998. 「総論: 通貨危機のメカニズム」, 滝井光夫・福島光丘編『アジア通貨危機: 東アジアの動向と展望』日本貿易振興会, 13-42 ページ.
- 2) 経済企画庁. 1998. 『アジア経済1999』大蔵省出版局.
- 3) 高安建一. 2005. 『アジア金融再生: 危機克服の戦略と政策』勁草書房.
- 4) 藪下史郎・荒木一法. 2004. 『スティグリッツ早稲田大学講義録: グローバリゼーション再考』光文社.
- 5) 吉富勝. 2003. 『アジア経済の真実』東洋経済新報社.