

世界経済回復の処方箋

財団法人 国際通貨研究所

IIIMIA
Institute for International Monetary Affairs

Occasional Paper 7

国際通貨シンポジウム

1999年2月2日

世界経済回復の処方箋

財団法人 国際通貨研究所

【目次】

	頁
序	
1. シンポジウム開会の辞 (財)国際通貨研究所理事長 行天豊雄	1
2. 東アジアよりの教訓 世界銀行上級副総裁兼チーフ・エコノミスト ジョゼフ・E・スティグリッツ	3
3. タイよりの見方 タイ前財政・金融担当副首相 ヴィラボン・ラマンクラ	19
4. 米国よりの見方 チェース・マンハッタン銀行チーフ・エコノミスト兼調査担当役員 ジョン・リプスキー	22
5. 欧州よりの見方 ドイツ銀行リサーチマネジング・ダイレクター兼 ドイツ銀行グループチーフエコノミスト ノルベルト・ヴァルター	30
6. 日本よりの見方 大蔵省財務官 榊原英資	35
7. パネル・ディスカッション	38
8. 質疑応答	43

序

当研究所は、一九九九年二月二日に、世界の各地域や各国の経済の動向、改善されるべき問題点と採られるべき政策、及び、それが世界経済全体の中で整合性があり実現可能性があるものなのかをテーマに、国際通貨シンポジウム「世界経済回復の処方箋」を開催した。

本稿は、本シンポジウムにパネリストとして参加頂いた世界銀行上級副総裁兼チーフ・エコノミスト ジョセフ・E・スティグリッツ、タイ前財政・金融担当副首相 ヴィラポン・ラマンクラ、チェース・マンハッタン銀行チーフ・エコノミスト兼調査担当役員 ジョン・リップスキー、ドイツ銀行リサーチマネジング・ダイレクター兼ドイツ銀行グループチーフ・エコノミスト ノルベルト・ヴァルター、及び榊原英資大蔵省財務官の、各スピーチの記録、及び、冒頭問題提起を行った行天豊雄当研究所理事長の発言をとりまとめたものである。

今後、世界経済の回復とそれにまつわる問題点について様々な議論が進められていく中で、本冊子がいささかなりとも、そのお役に立てれば幸いである。

一九九九年六月
財団法人 国際通貨研究所

1. シンポジウム開会の辞

財団法人国際通貨研究所理事長 行天豊雄

一九九九年の世界経済は依然多くの不確定要素に満ちている。

日本は二年連続のマイナス成長から脱却し、銀行の不良資産問題から訣別しようと必死の努力を続けている。その成否は数ヶ月後、遅くとも年内に明らかになるだろう。

東アジア諸国は金融危機がもたらした深刻な経済の停滞に苦しんでいる。タイや韓国のように、賞賛すべき努力が実を結びつつある国もあるが、銀行の資本不足、企業の資金繰り窮迫、失業の増加といった困難は極めて深刻である。従来、東アジアの金融危機から遮断されているかに言われていた中国と香港経済にも不安が高まっている。

統一通貨ユーロの導入により、ヨーロッパは世界経済、なかんずく国際金融市場で新しいより大きな役割を期待されている。しかし、今年のユーロ地域の成長は昨年のも三%近くから二%前後に減速が予想され、多年の深刻な失業問題の前途は厳しい。

米国経済は依然ブームを謳歌している。しかし、巨額な対外赤字や貯蓄率の急落を背景に維持されているバブル的な株価と高消費がいつまで続くのかという不安は刻々高まっている。政治の季節が近づくとつれ、保護主義復活の危険もある。

ロシアやブラジルのような昨年表面化した脆弱な経済の破綻はその後むしろ悪化している。

このようにリスクを伴った不確定要素に満ちた世界経済をどうやってより健全な基盤に建て直すかということは、二十一世紀を迎えようとしている我々全てにとって緊急の課題である。

それぞれの地域や国の経済の動向を確かめること、そして、改善されるべき問題点と採られるべき政策は何かを明らかにすることがこのシンポジウムの第一のテーマである。

日本、東アジア、米国、欧州、国際機関を代表する五人の最高のパネリストが集まっている。

まず、この五人のパネリストに十五分ずつ見解を語って頂き、次いで、パネリスト各人が提起した課題や政策が世界経済全体の中で整合性があり、実現可能性があるものなのかをパネリストの間で討議して頂く。

最後に、聴衆とパネリストとの間で質疑応答を行いたい。二時間半という限られた時間で

あるが、内容の濃い、活発な議論の場となるよう、皆様のご協力をお願いしたい。

二、東アジアからの教訓

世界銀行チーフエコノミスト兼副総裁 ジョセフ・E・スティグリッツ

一九九七年七月にタイで始まった危機は、大恐慌以来ではおそらく最も大きな経済的事件と言えるレベルにまで、現在達してきている。アジア地域に於ける失業と貧困問題が悪化し、生産の落ち込みを示しただけでなく、世界的な経済成長にまで深刻な悪影響を及ぼしている。実際ある計算によると、比較的急速な世界経済の回復によって成長が支えられると仮定しても、生産の落ち込み額の総計は、過去のトレンドに比例する形で、何千億ドルにも上ると見られている。

識者らは、この危機から新たな教訓を引き出した。

金融機関を改善せよ
コーポレートガバナンスを改善せよ
透明性を改善せよ

更に彼らはこの危機を使って、既存の教訓を再確認させた。

経常赤字を拡大させるな
為替レートを過大評価させるな

同時に彼らは、危機の初期に得た教訓のいくつかは妥当でないことを認めている。

ラテンアメリカの危機とは異なり、インフレ率は低く、財政赤字は少なく、貯蓄率は高かった。この危機は、公共セクターの負債ではなく、民間セクターの負債による危機であった。

これらは良い教訓であるし、各国はこれらに注意を払うよう、相当忠告を受けたであろう。そうする事により、危機再発の可能性は減り、国の脆弱度は低められ、危機に陥ってしまった場合には、おそらく経済の落ち込みの度合いが少ないものとなろう。しかし私は、これが東アジア危機から導かれた主要な教訓であるとは考えていない。これらの教訓に従うことは、将来の危機に対する確かな予防接種とはならない。確かに定義上、もし強力な金融システムを持って入れば、金融セクターの危機は起こらないであろう——しかしこれは同義語の反復（トートロジー）である。問題は、強力な金融システムの為には何が必要なのか、である。また確かに、十分な透明性があれば、投資家は危機の瀬戸際にいる国に対して資金を注ぎ込むことはないであろうし、それ故に資金の引き上げが問題を引き起こす事はないであろう。しかし、おそらく最も透明性が高い機関を持つ北欧地域で起きた、最近の大きな危機を思いおこすことは重要だ。殆どの関連情報は——透明度の度合いに係る情報から、民間企業や金融セクターの抱える問題に至る情報まで——取得可能だっただけでなく、危機が起きる前から、幅広く議論されていたのである。そして、過度に高いレバレッジをきかせていた企業が

多かったにも拘わらず、西側諸国の銀行はこれらの国々に資金を貸し出していたのである。この北欧における経験は、行き過ぎた投資の原因としてクローニー資本主義を責める必要がないことを表している——たとえ、クローニー資本主義が既存の問題を悪化させたとしてもである。実際、東アジアの幾つかの国に於ける危機の中核となった不動産バブルは、世界のいたるところに存在していた。脆弱な（そして適切に規制されることのなかった）金融機関が原因であり結果である限り、これらのバブルや、その最終的な崩壊や、その後の混乱状態に関するアジア経済独特の特徴的な側面について、検討する必要はないのである。

私はこの講演において、危機から学び得た重要な教訓があることを話していきたいと思うが、それらの教訓は、先進諸国のマスコミや政治家達の多くから言われてきたものとは、いくらか違ったものである。私が強調したい教訓は以下の通りである。

急速な金融及び資本取引の自由化は、監督機関とセーフティーネットの強化を同じ程度で行っておかなければ、充分な受け入れ体制が出来ていないような高レベルのリスクに国家を晒してしまうことになる。それらの自由化によって得られる恩恵は、特に貯蓄率の高い国においては限られたものであり、かつ将来の経済混乱への危険を犠牲にしてなされ得るものである。資本取引の自由化は、多様化を通してリスクを削減するだけでなく、成長を促すものと考えられている一方で、現実では、相応レベルの成長や投資額の増加を伴わなければ、より高いレベルのリスクを伴ってしまうように思われる。

ますます頻繁に起きている深刻な危機により裏付けられているように、国際金融の骨組みは根本的な弱点を抱えており、その点は国際社会によって取り組んでいく必要がある。

改革のうち最も必要とされるのは、短期資本移動を安定させることと、より効果的かつ迅速にシステム的な倒産の解決に取り組むことである。また、セーフティーネットを強化し、自動安定装置の強化などにより経済の脆弱性を弱めることも必要である。

各国は、自らを晒しているリスクと、国内の社会的弱者の為のセーフティーネットと、経済の中に組み込んだ自動安定装置と、そして危機が起きたときの政策的対応の間におけるバランスを追求することが必要である。

更に、「昔からの教訓」——いとも簡単に忘れてしまいがちな——について、危機が思い出させてくれたことも論じていきたい。

資本主義経済は、強力な政府の役割をなくしては、動揺や度重なる危機を経験しがちである。

強力な金融規制と預金保険が実現する以前には、金融危機は頻繁に起こっていたし、深刻な不況もたらされていた。そのような危機はまた、しばしば高いレバレッジと、或いは不動産バブルとも関連していた。

完全雇用経済を取り戻すための政府の介入なくしては、経済の落ち込みは不必要に深刻に、かつ長引いたものになってしまう。

何故、人々は危機の発生を見落としたのか

どの主要な事件の余波に於いても——そしてアジア危機は主要な事件に値するが——ジャーナリストや政治家は、例外なく解説や解釈を探し求めるものだ。彼らの探求は、理解しうる。つまり彼らは、ゆがんでしまった幾つかの、経済における顕著な局面を特定したいのである。理想的には、昔からの解釈をより強固なものにするような教訓を引き出したいと思っている。そして、一般人や読者達は、災難が自分たちに直接影響を及ぼしそうにないという言質を求めているかもしれない。危機を引き起こした弱点は「外国のもの」であり、どういうわけか、ゲームのルールにきちんと従わなかった人々に降りかかりやすいと。

東アジア危機の場合、その解説にはまた別の目的が存在している。即ち、西側諸国の投資家達にとっては、責任を転嫁するための強いインセンティブが存在している——つまり彼らは、きちんと借り手側の信用調査を入念に行った、という事だ。借り手側に透明性が欠如していて、どうやってこれ以上のことが出来たというのか。透明性の欠如が前から取りざたされていたが、それは気にするな、それよりどちらかと言えば、透明性は改善されてきていたのだ、と¹。

資本及び金融市場の自由化の旗振りをした人にとっては、責任逃れのための、更に強いインセンティブが働いている。彼らは、明らかにこれら危機の責任を全くかぶりたくないと考えているようだ。まさにこの問題については、政府においても学者達の間においても盛んに議論が行われてきた。例えば、関連規制のシステムが作られて、高い債務／資本比率が抑制されることがないうちから、韓国を急速な金融及び資本の自由化に導いてしまう事は、実際に起きたような災難と全く同じ種類の危機を招くのでは、と多くの人が心配していたのだ。「だからそう言ったじゃないか。」と言ったり、「マンデーモーニング・クォーターバック²」では論及されず決定的な立場にたたされてしかるべき評論家達は、これらの点を当然のごとく避けており、代わりにこれからどう対処していくのが最善か、に焦点をあてている。

単純な解説に対する当然とも言える欲求が存在する一方で、経済学者達に課された責任は更に重い。

歴史上の逸話並みに示唆に富む解説が、一連の出来事に関して求められている。もしこれらの国々の運営方法に関する誤りがそれほど明白であったのなら、危機は予想されていたはずである。行き着くところ、一般的に指摘されている様々な変数は、危機の前から全て広く知れ渡っていたのだ。しかし、危機が起きる前の日々を覚えている人には、それが予想されていなかったことは明らかである。信用格付けは好ましいものだったし、リスクスプレッドは下落していたし、深刻な警告を出していた経済学者は殆ど存在しなかったのだ。信用格付けやリスクスプレッドは、総括的な統計結果——即ち、分析と市場との包括的な判断であることを思い出して欲しい。これらは、どの国をも例外なく特徴づけている様々なプラスとマイナス要因の合計である。しかしこの現実の後になって、おそらく脚注のような場所に書かれ

¹ ファーマン及びスティグリッツ（一九九九年）参照。なお、参考文献については原稿末尾一覧を参照。

² 前夜のフットボールゲームにおける選手のプレー等を批評するスポーツ解説番組（訳注）

ていた幾つかの欠点をさして、「だから言ったじゃないか、私の脚注をきちんと読んでいれば、そこには投資しなかった。」と言ったとしても始まらない。どの国の経済にも問題点はあるし、もし何の「警告」も、何のリスクも、何の否定的な脚注もない国だけに投資しようとしていたら、エマージング市場で投資出来るところはほとんどなかったであろう。

おそらく、危機が始まった後——そして、その地域の潜在的弱点が注目され始めた後——のことで、より注目すべき事実は、まだその後に差し迫っていた大災害に対する予見が殆ど存在していなかったことである。一九九七年九月時点の、殆ど全ての博識者の意見では、インドネシアはタイの悪影響を不公平に受けたが、その迅速な政策対応により上手に危機が食い止められてきている、と言われていた。一九九七年一二月になっても、インドネシアの経済見通しはまだプラス六・一パーセントと予想されていたのだ。これは、ただ人々が危機の勃発を予想できなかったという事だけではない。東アジア危機が投資家達の注目と投資を引きつけた後でさえ、彼らはその見通しと深刻さを過小評価し続けた、ということだ。

危機が最初に始まった後も、東アジアにおいては全般的に見れば信任がまだ残っていて、落ち込みは短期間で傷の浅いもので済むだろうと思われていた。いかにも、この信任にはちゃんとした裏付けがあった——「東アジアの奇跡」は現実のものだった、ということだ。GDPが飛躍的に上昇したのみならず、貧困問題は劇的に縮小され、人々の読み書き能力は上昇し、医療は改善された。全体として、東アジアの貧困率は一九七五年の約六〇パーセントから、一九九七年には約二〇パーセントにまで低下していた¹。

今日これらの国々が脆弱な状態であると言及することは流行となっているが、三〇年間にわたって、これらの国々が世界中のどこよりも高い成長率を誇っていただけでなく、非脆弱性に於いてもどこよりも勝っていたということを忘れてはならない。これらの国々のうち二国は、一度たりともマイナス成長を記録したことがなかったし、また別の二国はたった一度だけマイナス成長を記録しただけである——これはOECD加盟国のどこよりも遙かに優れた記録である。もしこれらの国々が脆弱であるなら、それは新たに芽生えた脆弱性であり、その原因として政策上の変更点（例えば、最近掲げられていた金融及び資本市場の自由化）を探すべきだということを意味している。

しかし、脆弱性とは、もしそれが何かを意味するとすれば、それらの国々が金融や通貨危機の可能性を拡大させる性質を持っている、ということの意味すべきである。それは、標準的な統計上の技術をもって語られるべきであって、政治家やジャーナリストや少数の経済評論家達が好む種類の逸話をもって語られるべきではない。今度発表されるブルッキングス研究所の論文で、ジェイソン・ファーマンと私は、一体一九九七年に始まった危機を予測できたのかどうかを確かめる為、一九九六年以降のデータを使って、主要な危機予測モデルのいくつかをもう一度走らせてみた。各国のプラス要因とマイナス要因を見て、該当国は平均以上の発生危険率を示したか。我々は、その予測モデルがブラジルやロシアなどの国々については幾つかの警告を発したが、東アジアの危機については、完璧に見逃したことを見つけたのだ。——特に重要な国については、しばしば平均よりも低い危機発生危険率さえ示した

¹ 世界銀行統計情報管理及び分析（SIMA）データベースによる。

のである。（我々の分析は、金融セクターに於ける危機を対象とした主要モデルによる再分析も含んでいる。これらのモデルによると、より危険な国が多数存在した。即ちそれは、もし東アジアの国々が脆弱であるなら、他の国々の多くも同じである、ということだ。）

もっと簡単に言うなら、「透明性の欠如」のような変数が危機の「原因」だと主張されるなら、同じ性質を持った国は危機に見舞われなくてはならないし、持っていない国は見舞われるべきではない。しかし、最も透明性の高い国々の多く（北欧諸国のような）が、過去十年間に強く危機の影響を受けた国の中に含まれ、最も透明性に欠けた国の多くが、危機に見舞われていない。複合的に危機の「原因となりうる」幾つかのファクターがあり、それ故に複数の特徴を勘案しうる、より洗練された、計量経済学的なテクニックが必要となるわけである。しかし、これら複数の特質を視野にいれたモデルでさえ、東アジアの国々は、——少なくとも以前の予想では——それほどひどく脆弱ではなかった。標準的なマクロ経済的及び金融の変動要因では、危機を、予想したり計算で導き出したりすることが出来なかったのだ。

この事実を知っておくことで、我々は危機に向かう助走段階における各国国内政策について、より寛大になることができる。最も優れた経済モデルでさえ、マクロ経済政策が危機の方を向いているということを示唆していなければ、どうやってそれ以上の事をタイの蔵相やインドネシアの中銀総裁が知ることができようか。彼らの政策が——大雑把に見て——その時点で誤ったものに見えなければ、それらを責めることは難しい。なるほど、タイは（もちろん振り返ってみればの話だが）耐久不可能なレベルの経常赤字を抱えていた。しかしその赤字は、民間投資のファイナンスのために使われていて、その民間投資はおそらく、それ自体が払わなくてはならない金利分を超過したりターンを生み出していた。もし民間セクターのマーケットを信じるなら、そのような赤字は持続可能なものであったはずだ。もし民間市場への投資決定に確信があったとして、その投資が緊急救済策（bail-out）に基づいたもの（すなわち、深刻なモラルハザードが存在しているとき）であるときや、そうでなければ多額の政府補助金を伴っていると信じているときこそ、その投資は憂慮されるべきだったのである。

しかし、東アジア危機にはまた別の重要な意味、特に我々が国際金融市場の構造改革を考えるに当たっては特に決定的なものがもう一つある。それは、東アジアの国々が結果的に脆弱であったという事実は、他の地域の国々もまた、自己達成的（self-fulfilling）な危機を起こしかねない脆弱性を持つ事を意味する、ということだ。危機はいつも悪い経済ファンダメンタルズの結果として起こると信じている人でも、まだその原因となるファンダメンタルズ要因の組み合わせを見つけだせずにいる。そして、それが見つけだされるまでは、危機はどの国にも、または大部分の国に起こりうると仮定しうるし、またそう仮定すべきであろう。

危機に関する単純な解説のもうひとつとして、（マーケットの）信認の喪失があった、と言うものがある。識者や経済学者のうち、市場心理学の領域にまで迷い込んでしまった人たちもいる——全く専門外の、彼らのその分野に関する先見能力は全く信頼に値しない領域である。彼らは繰り返し、ある種の「パッケージ（package）」や「行動（action）」により市場の信認を取り戻せるだろう、と主張した。そして、それに失敗するや、彼らは沢山の後

付けの説明を作り上げた。(それは昔のフロイト派心理学者を彷彿とさせるもので、決してその主張が間違っていると証明されることはない) 即ち、それはその国々がなすべき事を忠実に実行しなかったからだとか、予想しなかった(そしておそらく予想し得なかった)出来事が起きて、それがその行動の効果を台無しにしてしまった、などである。ウォール街からジャカルタに至るまで、様々な考えや、情報へのアクセスや、様々な市場参加者の作りだす状況—それ故、それぞれ違った反応を生み出すのだが—といったものに注意が払われたことは殆どなかったのである。

これらの、大体において非科学的で、かつ失敗に終わった素人的市場心理学への試みとは対照的に、バブルの崩壊(タイに於ける危機の最大の特徴)及び複数均衡点(multiple equilibria)の双方に関する、正式な経済モデル作成のための研究が真剣に取り組まれている。これらの自己達成的な「危機」に関するモデルでは、政策制度の性格にも注意が払われている。ゲーム上の決まり事が、複数の均衡点が存在しうるかを決定づけ、バブル経済の起こる可能性に影響を与える。東アジアの国々は一〇年に亘り、金融及び資本の自由化に向けて突き進んできた。それは、大きな資本の流入を導き、不動産バブルと為替レート管理についての関連した問題を引き起こした。また同時に、開かれた資本市場は、巨大な資本流出の可能性をも増加させていたのである。

我々のブルッキングス研究所の論文で、金融政策を与件としてマクロ経済政策では現実以上の何が出来たのかについて詳細に調査してみたが、過去に遡ってみても、何が誤りだったのかははっきりとは判らないと結論づけた。経済学者による「何をすべきであった」という問いへの答えは、千差万別である。例えば、大部分の通貨において深刻な過大評価の根拠は見あたらないし、明らかに韓国においてそれはなかった。もし、タイが変動相場制度を採っていたなら、為替相場は上昇し、外貨準備は小さくなり、結果的には通貨の暴落は潜在的にもっと大きなものになっていたはずだとの懸念はある。タイは政府支出を減らすべきであったと唱える人がいるけれども、タイは常に財政黒字で走っていたし、その長期的な問題は、人的資源やインフラの整備への過小投資に関するものであった。空のオフィスビルを建設するという民間セクターのうわべだけの欲求を許し、必要な公共投資を閉め出してしまっただけであらうか？

我々は、間違った公的マクロ経済政策が危機を招く、ということを知っている。そして、東アジア危機の教訓の一つは、民間セクターもまた、間違った投資を行いうる、ということである。世界中のマーケットは一資本主義の始まりの段階から一バブルの性質を持っていた。規制されていない金融市場や金融のパニック状態というのは、資本主義のもつ不安定性の中でもとても重要な位置を占めているので、金融セクターの規制にはたいへんな重きが置かれている。これは、新しいことでも何でも無い。最近のLTCM(Long Term Capital Management)のケースにおける米国の政府介入は、今日でさえ、行き過ぎたレバレッジに対するあらゆる警告があった上でも、見かけ上監督の行き届いた米国の銀行は、不透明な取引に手を出している企業への貸出を行っていたし、結局は韓国のどこで行われたよりも高いレバレッジをきかせていた事を表している。このようにして、ある単体の企業が銀行の巨大なレバレッジ取引を通して、世界経済へのシステミックリスクを引き起こすポジションにあった、ということが主張されている。

計量経済学的分析は、もう一つある教訓を提供している——どの国が危機に見舞われたかを説明するのに、常に重要と思われる新たな変数とは、外貨準備に対する短期債務比率だと言うことである。この変数は初期の段階から省略されることが多かったが、ひとつには正当化するのが困難な為であった。この複数均衡モデルでは、以下の理論的解釈を可能にする——もし、その比率がある決定的な点を越えると通貨が国内から流出するような、重要な数字であると全ての投資家が信じるようになったら、その数字が分岐点を越えた時点で通貨危機が起こるだろう、ということだ。

どんな理由であれ、その比率の高い国は、危機の可能性の増加に直面している。それは代わりに、資本勘定取引自由化について強力な意味合いをも含んでいる。外貨準備に対する短期外貨借入の割合が、現在ちょうどその分岐点（一単位とする）にある貧しい国があって、その国のある企業が、一八パーセントの金利で米国の銀行から一億ドルの借入れを行っていると仮定しよう。その貧しい国の政府が、一億ドルの外貨準備の積み上げを行わなくてはならず、四パーセントの米国財務省証券を購入したとする。結果として、その国は、一八パーセントでの借入れと、四パーセントでの貸し出しを行ったことになる。それが成長を促す戦略であるかを見抜くのは困難だが——なぜ米国が、そのような取引を魅力的と考えるかを理解するのはたやすいことだ。

この議論から導かれる、最後の大切な教訓がある。それは、人間の犯す間違いと、機械のもつ不完全さを考慮するために作られた、頑健なシステムの必要性である。原子力発電所や飛行機などには、有り余るほどの安全装置がある。ある一部分のパーツが壊れたとしても、システムはバックアップ機能があるため稼働し続ける。更にそのシステムは、ひとりの技術者の不注意をもカバーするように作られている。我々の国際金融市場システムも、同じレベルの頑強さを見せるべきではないだろうか。

もしある路上で、一事故が起きたのなら、ドライバーの罪を問うことは理にかなっている。しかし、もしその道の同じカーブ地点で多くの事故が繰り返されたなら、少なくとも、その道路を設計し直すよう考えるべきである。この自動車の比喻をもう一步進めてみよう。車を設計するとき、ハイパワーのエンジンを搭載する前に、良質のタイヤと優れたドライバーの両方が存在するかを知っておく必要がある。資本市場を開いてみると、それは潜在的な力を持つハイパワーのエンジンであった（実際にそうだと証明されたわけではないが）。そして資本市場が自由化されたとき、タイヤ（規制機能）はハイパワーエンジンの下でしっかり路面を捉えるという仕事が全く出来ず、マクロ経済運営は、結果的に鋭いカーブをうまく運転する能力がなかったのである。

危機の深刻さを軽減するために

どんなに必死になって危機を避けようとしても、危機は起きてしまう。良質な政策がその頻度を抑えることが出来ても、どの国も、全ての不動産の高騰を避けることはできなかった。正しい政策は、経済の落ち込みの程度を抑えるために、何ができるのであろうか。

始めに、政府は自動安定装置の設置に努めるべきである。多くの先進国においては、税や福祉制度が自動安定装置の役割を果たしている。しかし、多くの発展途上国に於いては、自動安定装置は弱いものであるか、或いは全く存在すらしていない。実際、東アジア諸国の構造には、不安定さを導く要素があった。即ち、例えば高いレバレッジは、金利の上昇がたとえ短期のものであっても、純資産にとって大きな悪影響をもたらす、ということの意味した。そして純資産が浸食されるにつれ、経済活動の大きな縮小や、倒産率の増加が起きてくる。実物（リアル）セクターと金融セクターの間の相互作用は、衝撃のインパクトを悪化させる方に働いてしまった。

第二に、一般的なやり方で金融政策を実施することが、不安定さを促進してしまう。もしも自己資本比率というものが厳格に守られているならば、危機が襲って国々を極限にまで追いやってデフォルトが増えて銀行の自己資本が減少するにつれ、新しい資本源が見つけたされるか、貸し出しが減らされなければならない。しかし、危機の最中というのは、新しく資本を調達するのに理想的な時期ではなく、結果として貸し出しは減少する。これは必然的に更なる経済の弱体化を促し、より多くの企業倒産を招き、そして純資産を減らし、おそらく適正資本のより大きな不足を導くであろう。このことは、まさに、全体に影響を与えるようなシステミックな政策と、個々の企業を対象とする政策との相違点を如実に表すことになる。危機に直面している個別の銀行を相手に、自己資本比率を厳しく管理することは、システミックな危機の時にそれを厳しく管理することとは全く異なるのだ。（より一般的に言えば、銀行に対する最善の規制方法は、行き過ぎた自己資本比率基準に頼るべきではない、ということが言える¹。）

第三に、金融の立て直しに関わる戦略は、経済危機を悪化させるのではなく、改善させるように立てられなければならない。ここでの重要な目的は、信用の流れを維持することである。典型的なケースでは、経済が危機に直面すると、信用の流れは妨げられる。すると連鎖倒産が発生する。即ち、ある企業の倒産は、その企業に対する部品、原料などの供給者と顧客に悪影響を及ぼす。他の企業が供給者や顧客の倒産を懸念し出すと、通常取引の信用を削減することになる。同様に、自己資本が減少し経営見通しが悪化している銀行は、信用の流れを減らそうとする。景気下降時に於けるこれらごく普通の反応は、金融危機を悪化させるものだ。弱い銀行—自己資本比率基準を達成できず、破産の瀬戸際（或いはそれを越えた）にいる銀行—は、しばしば再編されなければならない。しかし、それは良いやり方でも悪いやり方でもなし得るものだ。特に、既に限られたものになっている信用の流れを、更に妨げるような方法でなされる。米国の貯蓄貸付機関の危機と、最近のインドネシアのケースにおいてなされた金融再編の手法は、その成功と失敗の良い例となっている。米国においては、比較的少数の銀行が閉鎖されたのみで、大部分はより力のある銀行と合併した—そして大体は、その銀行の預金者に経営上の変化を悟られないよう、週末にかけて行われることが多かった。反対にインドネシアでは、一六の民間銀行が倒産し、更に他の弱体化した銀行が閉鎖されるのではないかと憶測が飛び交い、預金者達は自分たちが危険な状態に晒され

¹ ヘルマン、マードック及びスティグリッツ（一九九八年）参照

ていると認識させられた。残されていた民間銀行に関するその後の取り付けの経過は、驚くにあたらなかった。特に、より安全な選択肢—国立銀行（政府による無条件の保障があると信じられていた）や外資系銀行（より健全と多くから思われていた）—が存在していたのである。しかし、たとえこれらの避難場所（セーフヘイブン）が利用できなくても、預金者達は資本市場が開放された結果、自分たちの預金を引き出して海外の銀行に移すことが出来た（それによって通貨切り下げによる下落リスクを避けることが出来た）。この様にして、民間銀行が弱体化するにつれ、信用供給は更に減少し、景気の下落スパイラルを助長することになった。

第四に、高度な社会事業的構造を持つ国でさえ、この様なショックの衝撃から身を守るための規制環境を作り出すのに苦勞していた、ということを各国政府は認識すべきである。発展途上国にとっては、それはより困難な事である。発展途上国にはより小さな能力しかない。発展途上国の政府の監督機関は、高いスキルを持つ個人を確保する点で、活気のある民間セクターに勝つのは不可能であったが、政府の規制が強化されるべきまさにその時に、市場自由化へのプロセスはそれを弱めてしまう結果となった。その上、発展途上の国はより大きなリスクに直面している（それは、経済規模が小さく、多様性に欠けている為でもある）。そして、デリバティブ取引はそれら政府監督者の任務をより困難なものにし、最も能力のある監督者でさえ、それを脅威的な挑戦と感じた—今年のLTCMの崩壊が、痛々しいほどそれを明らかにしたように。

第五に、政府は、金融危機の後に必ず続いてしまう経済不況を回避したり、少なくともその被害を最小限に食い止めることを積極的に追求し、裁量に富んだ景気循環抑制に対処する政策でもって自動安定装置を補強すべきである。そうしながら、政府は近代マクロ経済運営に関する基本的教訓を全て利用する必要がある。

- ・政策運営には、「遅れ」があることを勘案する必要がある、それ故政策は、景気が六ヶ月または九ヶ月のうちにどんな状態になっているかの予測に基づくべきである。景気が今にも大きく悪化しそうだという紛れもない兆候がある時に、その時点での経済状態に基づいた政策を採ることは、全く効果がない。東アジア危機はこの点を明確に描き出した。——即ち当初から各国の経済において、大体のところ経済収支はバランスを保っていた（例えば、強いインフレ圧力の不在と、政府の財政黒字がこれを示している）。株式市場と通貨の大きな下落は、タイの不動産バブル崩壊と韓国の倒産増加の潮流とあいまって、国内総需要の不足状態を強く促すものとなってしまった。加えて、それが輸出の伸びとして現れるまでの典型的に長いタイムラグは、輸出の伸びがすばやくギャップを埋められないことを表していたかもしれない。現代の金融の教訓を、金融危機が信用のアベイラビリティに与える大きな悪影響と照らし合わせて考えた人は、国内需要のより一層の縮減と、供給の制約により輸出の伸びが妨げられてしまうことを、すでに予見していたかも知れない。
- ・正しいマクロ政策は、流れの途中でも調整を行い続けるけれども、経済の現在の状況及び今後の見通しに関する新たな情報が開示されたときに（私自身何度も耳にしたことだが）「もし景気後退が現実化したら、その時点で縮小的な政策の方向転換をしよう。」と発言するのは、全く適当でない。その時では既に手遅れであり、完全な方向転換をするまでに

は何ヶ月もかかってしまうであろう。

- ・健全なマクロ政策は、非線形性と不可逆性を念頭にいれておかなければならない—即ち、深刻な不景気は、情報の量と組織的資本の大きな損失を伴った、大規模な倒産を導いてしまう。酷い不況の後に経済をまた一から立て直すのは、たやすいことではない。
- ・健全なマクロ政策は、リスクも考慮しなければならない—そのリスクを負っている者だけではなく、リスクの持つ非対称性をもである。私は、深刻な景気後退の立て直しの困難さについては既に述べた。インフレ率のずっと落ち着いていた経済でも、ある期間インフレーションを経験したり、また回復したりすることは、簡単に起こりやすい。反対に、深刻なリセッションによる混乱は、長く残る深い傷を残す—ある組織に於ける資本の減少だけでなく、貧窮層の栄養失調や、教育の荒廃などの形でもそれは表れる。もちろん、緊縮的政策の支持者は、それを目的として緊縮政策を支持しているわけではない。その唱導者達は、しばしば“痛み”について取り上げる—しかし、彼ら達が実際に“痛み”に耐えなくてはならないことは滅多にないし、危機を起こすきっかけとなった行動（例えば不動産ブームや投機的な海外よりの借入など）で利益を享受してきた人々と、“痛み”に耐えなければならない人々の間の不平等さについて、話し合われることもない。しかし彼ら唱導者たちは、おそらく、経済に於ける強さを取り戻すために“痛み”は必要であると言う。彼らはしばしば、緊縮策（或いは少なくとも、高金利や、それを導く支出削減）が、信認回復のために必要だと主張する。これは市場心理学者の領域であり、経済学者の領域ではないのだが¹—そして、この仮説を支える経験的後ろ盾は殆ど存在しないのだが—私は、深刻な景気後退や不況に向かっている経済において（国の内外の投資家達の反応を思い出して欲しいのだが）、信認を回復するのは大変な事だとまだ確信している。そして悪いことには、経済の弱さが、決まって政治や社会不安を伴う為、その不安定性は経済に於ける信認の喪失を更に悪化させてしまうのだ。

少なくとも、これらの縮小政策を支持した人々は重い責任を負っている。つまり、これらの政策によって「経済における信認」を回復できるという点で、成功できるという事だけではなく、よりよい他の方法—痛みを伴わず、特に罪のない一般の人々にとって犠牲を強いな方法—が存在しないことを、確たるものにする必要があるということだ。

最後に、これらの政策には興味深い論理があることに注目して欲しい。経済運営は、完全雇用と成長の維持を目的としている、ということだ。今日の景気後退や不況に対してなされた緊縮政策について賛成意見を述べるためには、この政策なくしては景気が更に悪化したり、リセッションが深刻化したり、低成長が長期化してしまう、と盲目的なまでに主張しなければならない。東アジアのケースを考えてみてくれたまえ。企業が倒産法をフルに活用するように促されたと仮定してみよう。（もしその国に有効な“第一章（チャプターイレブン）”を含む法律がなかった場合、彼らは迅速にそのような法案を通過させたと仮定する。）結果は、効果的な、債務の凍結状態（それは、民間の債務であることを覚えていて欲しい）を実現させたであろう。—それは、実際によく起きた、民間債務の国有化よりも、遙かに好ま

¹ クルーグマン（一九九八年）参照

しいものである。起こりうる最悪のケースは、これらの企業がその直後から、海外資本とのアクセスに苦勞するかもしれない、ということだ。（しかし、経験上では、合法的な倒産の後に、企業は比較的早くに資本市場とのアクセスを取り戻している。）しかし、三〇パーセントを超える貯蓄率と、既に低くなってしまう投資における限界収益があれば、その影響さえもとるに足りないものになったかもしれない。——確かに、深刻なリセッションと不況は、回避できたかも知れないのだ。どんな場合でも、深刻なリセッションや不況において、企業は、ふつう海外資本とのアクセスを持たないのだから。

このことは、景気の落ち込みを緩和させるための戦略のうち、第五の主要点を思い起こさせる。つまり、大規模な通貨切り下げや、金利の大きな上昇などに関連した、大きなマクロ経済的な混乱により引き起こされた連鎖的（システミック）倒産を明確に取り扱うように作られた、効果のある倒産法を設定することである。最近まで全く注目されていなかった制度、即ち倒産についての話をさせて欲しい¹。私はどこか他の場所で、近代資本主義の発展に於ける要は、有限責任と倒産法である、と述べたことがある²。現代の倒産に関する法律は、時に対立する考え方をうまくバランスさせようと試みたものである。つまり、企業価値が保持され、生産に於ける損失が最小となるよう、秩序だった結果を出すことと、危険な取引に携わった人々が、自分たちの行動から生じた結果を受け入れることになるような、適切な「インセンティブ」を提供することである。この「仕組みインセンティブ」の問題は、多くの重大な場面で現れてくる——まず、貸し出しが行われる前、そして貸し出しが実行された後だが倒産が迫っていると判る前、倒産の起こる前であるがデフォルトの決定的な危険が迫っているとわかっていた後、そして、倒産が実際に起きた後である。各種の倒産に関するルールは、これらそれぞれの状況において、それぞれ別の効果を持っている。

倒産についての議論は、しばしば株式、つまり債務者と債権者の「権利」についてのものが中心となる。株式への考慮は重要であるが、ルールが明確に特定されている限り、契約上の条件はこれらのルール上の違いを反映している。例えば、倒産後、債務者側により多くの権利を与えるようなルールは、まさにその債務が発生したときの高金利と関連づけられたものである。これらには勿論、効率性と分配の考慮の両方が存在している——例えば、高金利は優良な借り手にとって不利かもしれない、などである。（先に進む際に、倒産時のルールについて明確にしておくことが重要だ。現在の状況をどう扱うかに関する、困難な問題があるのである。ここでは、株式の問題が一番難しい——負担の分配における、公平性の感覚が必要なためである。しかし、私はこの重大時においては、景気の回復が中心に考慮されるべきと考えており、その為には、適切な将来を見据えたインセンティブを持ったルールの設定も必要である。その長期的なインセンティブと株式の問題は、既に存在している倒産法の改正という枠組みの中でなされることが必要である。）国際的な枠組みの中では、資本の逃避や短期債務の引き揚げは、実際の工場からは何も抜き取りはしない³。最終目的は、これら生産

¹ とはいえ、その経済理論に関する深い意味合いは、早くから認識されている。例えば、スティグリッツ（一九六九年）及びスティグリッツ（一九七二年）参照。

² グリーンワルド及びスティグリッツ（一九九二年）参照。

³ 東アジア諸国の幾つかで起こっているような極端な事例を除く。そこでは、資産がむしり取られている

的資産が生産を続け、根こそぎはぎ取られてしまうことがないと保障する事であるべきだ。

システミック倒産法は、単一の企業の破産の処理を対象とした、大部分の国に普及している倒産法とは異なったものである必要がある。これには幾つかの際立った特徴がある。

- ・全ての企業が倒産に直面している時期に我々が行う経営の質に関する推測は、単体の企業が倒産に直面しているときに我々が行う推測とは明らかに異なっている。即ち「比較的良質の経営者」でさえ、予想できなかったようなことが起きたのではないかと、とはっきり推測できるからである。
- ・単一の倒産の解決の遅れには、深刻なマクロ経済的影響がないのに対し、経済の中で大きな比率を占める多くの企業を襲う倒産に関する解決の遅れは、著しく大きな全体的影響を持つ。
- ・システミックな破産が起きているときは、企業資産の多くは、自分自身が破産状態にあるような他の企業に対する債権であり、企業の純資産を確定することさえ困難となる。どの企業の総資産を確定するにも、この様に複雑で、同時に起こる均分の問題の解決を伴うことになる。
- ・単一の倒産を解決するために必要な資源は莫大であり、現在の米国における実際の倒産にかかる慣行について、その益はコストに見合うのかどうか疑問視する向きも多くいる。しかし、五〇パーセントや七五パーセントの国内企業が破産している貧しい国が、それらのコストをどうやって負担できるのだろうか。言い方を換えれば、それらの国には、倒産に関する充分な数の専門家が全くいないのだ。（そして、多分、世界中にもだ。）
- ・一番重要なのは、倒産手続きはしばしば長期化し、そしてシステミックな倒産の下ではそれらの遅延に対しかかるコストが大きくなる一方で、（それ自体、欠陥のある情報から発生する交渉上の問題がひきおこす、非効率性のひとつの表れであろう¹）、社会的なコストもシステミックとなり、民間が耐えられるコストを大きく超過してしまうかもしれない。遅延によるマクロ経済的影響は、まさに耐えうるには大きすぎるのである。
- ・発展途上国において倒産に関する法律の制定を推進している人々の何人かが示唆しているように、倒産に関するルール間のパレート最適が満たされるような組み合わせは、一つも存在していない。倒産に関する法律の設定には、根本的な相反関係（トレード・オフ）が存在しており、それは昨年の米国における倒産に関する法改正に関する加熱した議論によっても明らかになっている。要するに、経済アドバイザーの役割は、どの倒産法を採用するかを奨めること、つまりひとつの「処方箋」を与えるのではなく、明確に他の選択肢がもたらす結果を提示してあげることである。私は、現在提供されているアドバイスの幾つかには、この理想が大きく不足していることを、とても懸念している。

これらの倒産法の改革は時間のかからない「第一八章（チャプターエイティーン）」とも言えるが、そこでは現在の経営陣は残ると仮定され、財務上では負債のリストラが提示され

だけでなく、海外に持ち出されている。いわゆる輸出の回復とは、生産品の海外輸出だけではない—なかなか、経済再生の勝利というわけにはいかないのだ。

¹ ファレル（一九八七年）参照。

る（例えば、債務とエクィティのスワップを強制し、かつ外貨建ての債務についてはある為替レートで評価し、そのレートは例えば、現在のレートと過去六ヶ月以上の平均レートから三〇パーセント下のレベルとの、高い方）。そして、現存の経営陣や株主達には、適したインセンティブを提供するため、十分に持ち株から十分な収益が得られるようにする。これらの“デフォルトオプション”は、債権者—債務者間交渉上の問題の、迅速な解決の後ろ盾となろう。確かに、この提案（議論されるべき多くのものの一つ）は、債権者会議が提案するようなものと比べると、債務者側の権利に高いプレミアムをつけるものである。これは資本移動に恐ろしい結果を招くことになる、と批評家達は言うだろう—それは債務者側に高金利の支払いを強いることになるためだ。しかし、まさに、次のことがポイントなのである。即ち、現在債務者達は、自分たちの（全体としての）行動が社会に課しているリスク分のコストを全て負担してはいないのだ。この倒産法は、債務者の払う高金利と応分負担という二つの点を、より実現可能な調整へと導くであろう。（更に、複数均衡モデルの幾つかによると、これらの新ルールは、実際に“悪い均衡状態”—即ち、下落した為替水準における均衡状態—を排除するかもしれない。新しい倒産法の下で、債務者側の損失が限られていると認識することにより、為替レートは倒産が起きたときより低い水準に無理に押し下げられることはない。これらモデルによると、提案されたようにルールを変えることにより、そのルール自体の現実の発動がおこらないような状態を作るかもしれない。）

最後に、短期資本の激しい動きがもたらした金融危機の被害を、なるべく小さく食い止めようと試みる全ての政策の根本は、その流れの激しさに関連した基本的な市場の失敗に対し、積極的に取り組むことでなくてはならない。つまり、これらの資本移動に関連したコスト（リスク）は、全く罪のない傍観者達—激動の直接のインパクトあるいはより一般的には危機を鎮めるための極端なマクロ政策の双方から打撃を受けた労働者達や、小規模のビジネスマン達—が負担しているという事実は、為替レートに影響する。私は、他でこれらの政策について詳しく書いているが¹、ここで三つの点に注目してみたい。

- ・それらの政策は、範囲の広いものである必要がある—それらは、過去に短期資金の流れを加速させた「ゆがみ」を取り除くだけでなく、銀行や金融機関が過剰なエクスポージャーを持たないことを確実にする政策であるべきである。しかし、優れた金融市場規制は大変有効であるけれども、それだけでは充分ではない。それは、全体の三分の二に上る借入れが企業によってなされたインドネシアの例が痛切に語っているように、企業自体が外貨による過剰な額の借入れをおこなってしまうかもしれないからである。（確かに、貸出先企業のエクスポージャーを監視するよう義務づける、銀行に対する厳しい規制は、企業の海外よりの借入れ意欲の勢いをそぐ原因になるということは、マレーシアの例が示している。）
- ・チリにおける経験が示しているように、以下の政策は効果的である。チリにおいては、短期外貨建ての債務に課される税は、対外債務の満期構造を長期化させることに成功し、またそれは全体の資本移動に対してはあまり目立たない形でなされた。また、短期外貨建て借入に対する企業の法人所得税からの税控除額を制限することなど、他の案も有効なよう

¹ スティグリッツ（一九九八年a、一九九八年b）参照。

に思われる¹。

- ・この種の介入は、ダムのようなものと表現できよう。ダムは、山の頂上から海まで流れる水の動きを、せき止めることなく、ただ緩めるだけである。ダムがなければ、人間の死を招いたり土地や家屋などを破壊する洪水が起きてしまう。反対に、ダムがあれば、死や破壊が予防されるだけでなく、水そのものがより建設的な利用へと導かれるのである。

この種の介入の批判家たちは、介入は資本移動を妨げ、市場の自由な動きを妨害するものの代表だとして反対している。再び繰り返させてもらおうと、市場の失敗がある。これら資本移動は、金融取引で直接行うようなものを遙かに超えた、大規模なインパクトを持つシステムミックリスクを引き起こす。救済の必要があると論じること（あるいはもっと広い意味では、その国の経済にとってマクロ経済的に逆効果をもたらすような行動を政府が取ること）と、同時にこれらの問題の原因となった点に取り組むようなことをすべきでないと主張することは、知的な意味で矛盾している。もし、伝染や、システムミックリスクが存在するなら、それらには外部性があるはずである。もはや、資本移動を抑制するこの種の介入がもたらす効果の悪い面について不満を述べることは、製鉄業者が大気汚染に課される税金のために、鉄鋼の生産量が減らされるよう仕向けられていると不満を述べることと同じくらい、正当性に欠ける。どちらの場合においても、社会的犠牲の多い活動に携わる人々は、自分たちの行動の社会的なコストを精一杯負担するよう、求められているのである。

より良い結果を求めて

どんなに効果的に危機の発生頻度を抑制したり、マクロ経済的な悪影響を緩和するような政策をたてたりしても、その種の危機は起きてしまうし、不況に陥ってしまうものだ。重要な教訓は、セーフティーネットを実現させることであり、社会の中で最も脆弱な部分が衝撃を吸収できるように、制度的な取り決めを作ることである。

これは、多くの発展途上国にとって困難なことであろう。先進国でさえ、農業セクターやインフォーマルなサービス業部門は、しばしば失業保険できちんとカバーされていないことが多い。多くの発展途上国に於いて、経済の中でこれらのセクターは大きな位置を占めている。我々は、多くの発展途上国が位置している「中間地点」を認識する必要がある。つまり彼らは、近代的経済への道を十分に歩み進んで、伝統的で非公式なセーフティーネット—家族や村単位で供給するような—は弱体化させられたけれど、しかし彼らは、それらが適当なフォーマルな組織に置き換えられる程までは発展への道を歩んできていない、ということだ。

大部分の発展途上国にとって、完全雇用経済を維持できる政策にとってかわるセーフティーネットは、単に全く存在していないのである。

¹ この提案には、幾つかの際立った管理上の利点がある。二つの重要な事柄が、全ての提案の問題点となっている—規制を出し抜くためのデリバティブの利用と、オフショア市場での借入の動きである。少なくとも外貨建ての負債が、その国自体のマクロ経済的安定性には脅威を与えないという方法で、この問題に取り組む事が可能だ。

結 論

歴史を理解しない者は、同じ事を繰り返すとは、よく使われることわざである。私は、東アジアのことを冷静に見つめることは、絶対に必要なことと考えている。しかし、そうする時、二つの危険な点に気をつけなくてはならない。第一は、私が先に述べた、ジャーナリスト的奇談—単純な解説、特に、その災難は災難に遭遇した人々が犯した過ちによってもたらされたのであり、我々を被害から何とか免れた、より公正な国にいるものとして安心させるような説明を求めることである。事実、ロシア危機の後に世界に広がった伝染は、「正しい良質の」政策が短期資本市場の激しい動きの破壊性から自分たちを保護してくれると信じていた人々の安心感を蝕む結果となった。第二は、我々は自分たちの後からの分析に頼る事は出来ない。我々は、その時人々が何を知っていて、何が起きると予想していたかを、真面目に受け止める必要がある。その上、市場の様々な参加者達からの説明をも注意深く聞く必要がある。それぞれ皆、自分たちの興味—罪をなすりつけることから、政策の中心となっていた基本的枠組みは正しいものであると他人を納得させる事まで—を裏付ける解説を行う動機を持っているのである。

もし私が述べたことのうち、四つ中心となる教訓を挙げるとすれば、以下のようになる。第一に、早急に、そして適切でないやり方で金融及び資本市場の自由化を行ったことは、これらの危機をもたらす中心的な役割—他のよく挙げられている要因よりも、遙かに重要な役割—を担ってしまったということ。第二に、倒産法の改正や、短期資本の急激な動きを安定させようとする試みなど、グローバルな金融の枠組みの重要な改革が必要であるということである。それは、不必要なリスクに晒されることなく、グローバリゼーションの長所を実現しようとするならば、必須のことである。第三に、近代金融経済学を实体经济（リアル）セクターの分析に融合できなかった経済モデルは全く役に立たない、ということだ。最近の危機に関する分析の多くは、金融の様々な変数に焦点を当てすぎている。結局、経済が深刻なリセッションに陥った状態でも為替レートが安定していた時に、勝利宣言がなされるのだ。全体的な経済力と同時に、失業や倒産、信用の流れに関して政策が意味するものを含め、社会的、構造的そして人間的な側面に注意が払われるべきである。

第四は、最も重要なのだが、リスクへ身を晒すことと、リスクを負える能力、そして政策的反応との間にはより大きな調和が求められている、ということだ。小さな国というのは荒波にもまれている小さなボートに似ている。よく舵取りをされている頑丈なボートでも、結局大きな波に強く吞まれてしまいがちである。このことを認識して、彼らは救命胴衣をたくさん用意すべきであり、危険な浅瀬に思い切って身を晒すときには十分注意を払うべきである。発展途上国は、舵取りの技術を十分習得したり、ボートにある穴などが完全に修復される前に、大きさには欠けるけれど小綺麗に形を変えて、ひどい嵐の海に出ていこうとして、最悪の状態を招いてしまった—そして、全員が救命胴衣を持っていたかを確認する時間もなかったのだ。結果は目に見えていた。これらの教訓を心に留めておこう。

参考文献

- Farrell, J. 1987. "Information and the Coase Theorem" *Journal of Economic Perspectives* Vol 1(2). Falls 133-29.
- Furman, J. and J.E. Stiglitz. 1999. "Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia." *Brookings Papers on Economic Activity*. Macroeconomics 2:98.
- Greenwald, B. and Stiglitz J.E. 1992. "Information, Finance and Markets: The Architecture of Allocative Mechanisms," with *Industrial and Corporate Change*, Vol 1(1). 37-63.
- Hellman, T., K. Murdock, and J. E. Stiglitz. 1997. "Liberalization, Moral Hazard in Banking, and Prudential Regulation: Are Capital Requirements Enough?" Stanford Graduate School of Business Working Paper.
- Krugman, P. 1998. "Why Aren't We All Keynesians Yet?" *Fortune*. August 3.
- Stiglitz, J.E. 1969. "A Re-Examination of the Mogdigliani-Miller Theorem," *American Economic Review*, 59(5), December. 784-793. (Presented at the 1976 meetings of the Econometric Society, Washington, D.C.)
- .1972. "Some Aspects of the Pure Theory of Corporate Finance: Bankruptcies and Take-Overs," *Bell Journal of Economics*, 3(2), Autumn. 458-482.
- . 1998a. "Towards a New Paradigm for Development: Strategies, Policies, and Processes" Paper given as the Prebisch Lecture at UNCTAD, Geneva. October 19.
- . 1998b. "Beggar - Thyself vs. Beggar – Thy - Neighbor Policies: The Dangers of Intellectual Incoherence in Addressing the Global Financial Crisis". Paper presented as address to Annual Meetings of the Southern Economics Association. Baltimore, November 8. (Forthcoming in *Southern Economics Journal*).

三、タイよりの見方

タイ前財政・金融担当副首相 ヴィラポン・ラマンクラ

この度は主催者の方から、東南アジアおよび東アジアの状況について話すようにと依頼されたが、差し支えなければ、この地域を描き出すために、タイを例に挙げたい。インドネシアや韓国の状況は、タイで起きていることとそれほどかけ離れたものではないと信じている。おそらく、マレーシアもさほど良くはない。

この地域以外の国々からは、大方の見方として、アジア経済は良くやっていて順調に回復してきており、タイがおそらくこの経済混乱から脱出する最初の国となるだろうと目されています。しかし、私は違った考えを持っている。私は、この時点でも依然としてかなり悲観的であり、国外の方々に比べると、楽観的ではない。

タイ経済は、昨年一年間を通して縮小した。経済は八%縮小し、輸入が規模上記録的な四〇%の大幅落ち込みとなった。輸出は、増加せずに八%減少したが、経常収支は通貨危機後数ヶ月以内に黒字に転じた。この黒字の経常収支は、我が国の為替レートのある程度迄安定化させた。

現在のところ、経済に合った水準で、通貨危機および金融危機は、金融システムに甚大な損害を与えた。金融システムに存在する不良債権の比率は、国際通貨基金が当初予測していた二五%に対して、昨年末の時点で四三%に達した。全金融機関の保有債権のうち四三%が不良債権であると、はたしてどのように金融システム全体が存続できるのだろうか。我々は、同時に、金融機関に対し、極端な緊縮政策をとり、締め付けや、圧力をかけ、金融機関の内部基準をB I S規制に引き上げさせようとした結果、資本再注入を逃れるために、金融機関は、思い切って規模を縮小するしかなかった。貸し出しが絞られ、金利が長期にわたって高止まりの状態を続けると、銀行は規模縮小を試み、市場における資金需給が逼迫するという結果となった。昨年、金融システム全体で総額二、二〇〇億バーツの資産を失ったが、これは金融システム全体の資本金を上回るものだった。従って、金融システムに資本注入を行うには、国内総生産の約二〇%に相当する一兆バーツ以上が必要である。B I S基準を満たすために、金融システム全体が、わずかばかりの資本しか手にする事ができないと言うのは信じがたい。

今のところ、昨年一年間を通して数々の深刻な被害を受け、金融システムは機能を停止した。政府が、通貨供給量を抑制する緊縮政策から、これを供給する政策へと転換したにもかかわらず、一ヶ月足らずの間に、マネーマーケットの翌日物金利が二〇%強から現在の三%へと急低下するという、特異な現象が起こった。また、預金金利は、一五・一六%から五%に急低下した。一方、貸出金利は、預金金利ほど敏感には反応しないため、大きな利鞘を残している。その理由は、政府が資金需給が逼迫していた時期にさらに資金を絞り、また、政府が緊縮プログラムを採用した時期に、資金需給が非泊していることで生産部門が相当圧迫

されたことである。その結果として、金融セクターのみならず、生産部門や商業部門で支払不能が生じた。現在、企業の約八割は、負債の資本金に対する比率が高すぎるため、銀行との取引不能の状況にあり、支払能力の無いビジネスを試そうとして銀行がこれ以上貸し出しをする事は不可能なのである。

従って、巨額の資本注入を求めている銀行、ファイナンス・カンパニー及びその他金融機関のみならず、実体経済部門や企業もまた、銀行との取引が再開可能な状態になるために、巨額な資本注入を必要としている。この問題は、おそらく七～八年前の日本の状況に類似している。今では経済は金利の低下に反応しなくなってしまった。金融機関はB I S基準に適合しようとしており、金融システム内でのバランスを図るために、政府は、司法制度の改革などをスピードアップすることによって、リアルセクターに対して圧力を掛け、これが議会や実業界に対するかなりの政治的圧力となった。

我が国の経済を治癒するために、はたして我々は正しい方向に向かっているのか、それとも、間違った方向に向かっていて、近い将来不況がやって来るのだろうかという、不安と緊張感が増している。今、バンコクに行ってよく聞かれる質問は、「いつ景気が下げ止まるのか」ということだ。何処に行っても、同じ質問を受ける。中には、より楽観的に見ている人もいるが、彼らはこの状況がいつまで続くかと尋ねて来る。この二つの質問を私の友人から受ける多くの機会の度に、私は、彼らに、正しい質問とは、いつ我々が景気悪化を阻止するかということであると伝えるのである。

タイのムードは、今のところ大変悲観的である。景気回復のための対策や指針として、国際通貨基金のアドバイザーから授かっている処方箋や指針は、タイ経済回復のために海外からの資金をいかに吸引するかの方法論である。つまり、成功するかどうかの今後の展開は、全て海外からの資金流入に依っている。万一、海外からの対内投資が行なわれなければ、スティグリッツ博士の提案された政策を含み、プログラム全体が失敗の機に瀕する。この状況にいかに対処するかについて、タイでは多くの議論が行われた。前途には、コントロールできない多くの要因が存在している。即ち、今年あるいは来年日本経済に何が起るか、中国では何か起きるか、香港、シンガポール、台湾では景気は低迷するか、ブラジルでは何が起きるか、また、IMFのブラジルに対する処方箋はタイに採用されたものと類似しているのかである。

これらは、どれも楽観的にとらえることのできない外部要因である。一方、国内では何が可能か。金融機関の基準をこれからも引き上げていくべきであろうか。リアルセクターの企業の資本の標準を引き上げるべきであろうか。経済が金利の変更に対して反応しなくなったらどうなるか。国際基準に対応する事ができず、経済が収縮した状態のまま留まっていると、我々は十年前に戻らなくてはならないと、多くの人々が信じ込んでいる。私達が十年前の生活水準に戻ることによって、銀行を含めて金融機関を建て直すための時間的猶予を与える事を要請されている。もし、IMFのパッケージに対して政治的な圧力が掛かり始め、かつ、司法および法制度改革への提言がさらに厳しくなると、現在の景気は後退する。

さらに、商品価格の暴落に加えこの地域を襲った干ばつとで、景気は低迷しよう。経済的な困窮は、この地域のみならずタイにおいても深刻な問題となろう。従って、金融機関の基準と、法および司法制度の基準との間の調整を計ろうとすれば、それは政治的にはかなり難しいことである。たとえ法制度改革が成功したとしても、司法制度の効率化の実施についてはだれも手を付けることができない。ただ、次のいずれかの方法で、残余の部分が処理されよう。それは、金融制度の基準を引き上げることで、法および司法制度の改革を実施していくか、さもなければ、現状の発展段階に基準を合わせるべく、我々の生活を十年前の水準に引き下げるかのいずれかである。国内では、いまこの問題について真剣な議論が行われている。

ここでもう一つ述べさせていただきたい点は、地域内のリアルセクターに対して、全くと言っていいほど関心が注がれていないということである。パッケージは採択されたが、支援のほとんどは、金融部門に限られている。これまでに対象とされてきたのは、金融部門に対する資本投入の問題であったが、実際のところ、現在および将来においても我が国の経済復興にとってリアルセクターこそ本当に重要な要素である。現在の生産工場の設備稼働率が今五〇%しかないのに、どのように工場を稼働させていけるか。どのようにしたら、これらの工場が、再び、銀行取引可能な状態に復帰できるかが、目下の主要な課題である。現時点で、流動性を注入しても既に有用ではない。現在のこの危機は、一国の危機ではなく、地域全体の危機であると考えられている。つまり、問題に対応するためには、ある特定の国の自助努力や資源だけではどうすることもできないのである。まさに、地域内の国々が集団的に、地域的に問題に対処することが必要である。そして、誰がそのイニシアティブを取るのかが問題である。

宮沢基金はタイや、他の東アジアの諸国に歓迎されている。しかし、国際通貨基金の基金と同様、宮沢基金もまた、公的部門に対して実行されようと私は感じている。現在の我々の世界は、民間部門の世界であり、通貨危機や金融危機が起こったのは、民間部門の債務が原因であって、公的部門の債務ではない。

公的部門は実際の問題にはなっていない。問題は、民間部門の支払不能である。貸出ではなく株式投資が求められているため、融資形態ではなく株式の形態で、民間部門に直接入っていく基金や仕組みに信託するものを、どのようにしたら新宮沢構想から産み出すことができるでしょうか。もし、生産部門に適切に資本注入が行われれば、金融機関もまた機能し始める。現在の世界は、単一通貨によって支えられていますが、それは米国のドルだが、多くの問題を引き起こしている。そこで、今後、決済手段についても、もっと弾力性を持つべきであろう。地域内で新しい通貨を創設するというアイデアは、我々の近々の課題となろう。これらが今年、我々が集中すべき課題である。

私は、韓国を含む東アジアの地域内における経済は、回復からはほど遠いと信じている。

四、米国よりの見方

チェースマンハッタン銀行

チーフエコノミスト兼調査担当役員 ジョン・リプスキー

このシンポジウムの主題は極めて重要である。即ち、一九九七年半ばに始まるアジア危機に端を発し、グローバルな経済の成長を回復させるためにどのようなことができるのか、また、どのようにすれば国際金融経済制度をより安定させることができるかということである。

今年の世界経済の成長は、恐らく一%以下という一九九〇年代で最も低い水準に留まりそうである。同時に、昨年九月から一〇月にかけて危機的状況に陥ったグローバルな金融市場の不安定さやリスクの高まりは、未だに有効な手段をもって回復、解決に至っていないのである。

むしろ、最近の進展は単に暗いものばかりではない。特に、欧米工業国では財政赤字が比較的低いレベルに抑えられていて、米国に至っては財政黒字を実現しているが、物価安定を維持可能である。また、近い将来についてはこの好景気は持続しそうであり、低インフレ、比較的低い金利水準により投資家は先行きに楽観的であり、株式市場の時価総額は押し上げられ、企業の資本調達コストは更に低下している。

新しい発展の可能性は、ユーロの誕生で地域統合と構造改革の動きが加速すると期待されるヨーロッパにおいて顕著である。日本経済もまた、力強い成長軌道には乗っていないかもしれないが、構造改革の兆しを見せている。これら二点については本日、別のスピーカーによってカバーされよう。

私の主たるポイントは明白である。即ち、最近の進展は異常な程度にまで危機とチャンス の両方を作り出しているということである。

本日、私は三つの問題について述べたいと思う。第一に、米国経済の見通しについて述べ、なぜ私が米国経済について楽観的に見ているのか、しかしなぜ一九九九年の米国経済がかなり減速すると見ているのかについて述べてみたい。次に、ヘッジファンドの役割について簡単に述べてみたい。そして最後に、「国際金融アーキテクチャー」と呼ばれているものに関する最近の議論について、いくつか意見を述べてみたい。

米国経済の見通し

まず、米国経済の見通しについて。最近の展開の中で、極めて明確にポジティブな側面の一つは、最近の例外的ともいえる良好な米国経済である。特筆すべきは、米国以外の地域で経済成長率が鈍化する中、米国経済は過去一年半にわたり素晴らしい弾力性を示してきたということである。より大局的には、最近の米国の景気拡大は、一九八二年から一九九〇年に

かけての景気拡大期に次いで平時では最長であり、史上二番目に長い。

この米国の「長期間のブーム」はそれ自体注目に値する。にもかかわらず過去三年間米国のパフォーマンスは特に良好である。この持続的な景気拡大で失業率は三〇年来の低いものとなっている。失業率が低レベルでかつさらに低下を続けているにもかかわらず、単位労働コストは上昇していない。むしろ、広義のインフレ指標は、三〇年超の期間で最も低いレベルにまで鈍化している。

持続的な力強い企業の設備投資拡大は専らハイテク設備に集中してきた。二五年間の低下の後、生産性上昇は加速している。こうした展開は、米国の長期的成長の潜在可能性が少なくともある程度まで増大しているかもしれないという楽観的な見方を助長してきた。

力強い成長、低い失業率、インフレの鈍化の下では、金利が相当程度低下してきたことも驚くべきことではない。また、これらの要因により昨年の連邦予算は七〇〇億ドルの黒字となったが、これはほんの数年前には想像できないことであった。更に、最近の予算見通しによると一我々はこれを概ね妥当なものと思うが一今後もずっと黒字が続くと予想されている。

米国経済と米国以外のG七各国の経済とがあまりに対照的なことから、どのような要因が例外的な米国経済の結果を説明できるか、また、それは持続するのかどうかいぶかしがるのは自然なことである。

私見では、他にも様々な要因はあろうが、とりわけ、米国は二〇年に及び一貫したインフレ抑制に重点を置いた金融政策の成果を享受しているのである。この間、連邦準備制度理事会は、以前と比べより先を見越した分析を行い、より断固たる行動をとり、インフレを低い水準に留めることにより明確に力点を置いてきた。この結果、インフレが継続的に低下してきたのみならず、米国の政策に対して信頼がますます高まっていることを反映して、将来のインフレに対する懸念も沈静化している。

結果としての長期金利の低下により、資本集中型の投資が盛んになったが、他方で新技術に対する投資のファイナンスに特に適した新しい資金調達手法が開発されてきた。

例えば、最近の通信やその他ネットワークベースの技術の最近の進歩を特徴づける膨大な初期投資を賄うため、新株発行に加えベンチャーキャピタルファンドや高利廻りの債券発行といったイノベーションが頻繁に利用されるようになったという変化は、驚くべきことではない。

ここでのポイントは単純明快である。つまり、反インフレの金融政策と金融規制緩和が米国の経済パフォーマンスの改善に重要な役割を果たしてきたということである。

むしろ、過去二〇年間にわたり財政収支を徐々に均衡させることに成功したこと等、その他の要因も重要である。その上、一九六〇年代、一九七〇年代、そして再び一九八〇年代初頭に実際に起きた出来事だが、莫大な予期していない連邦政府の財政赤字の増大を、納税者や投資家は恐れなくなっている。

一つの結論として、過去数年間の好調な米国のパフォーマンスは、幸運というよりも良い政策によりもたらされたということがある。それゆえ、もし政策が引き続いて適切なものであれば、将来も比較的好調な米国のパフォーマンスを維持できると考えることも出来る。

しかしそれはリスクがなくなったとか、過去数年間の急速な成長のペースが今後も変わらずなく保たれるということを意味するものではない。事実、多くのアナリストが好調な米国の成長の潜在的な脆弱さを指摘している。例えば、昨年の米国の経常赤字はGDP比三・五%近くにまで拡大しているが、これは一九八〇年代半ばの同様の悪化に似ている。言い換えれば、米国の継続的な経済成長は今のところ巨額の外国資本の流入に依存しているということである。

しかしながら、一九八〇年代半ばと比較することは誤解につながる。すなわち、今日、ドルは穏やかながら過小評価されている。一九八〇年代半ば、ドルはグロテスクなまでに過大評価されていた。最近の貿易赤字の拡大は一五年前のような輸入の急増を反映したものではない。むしろ、根本的な問題は、主として米国以外の国々の経済成長鈍化により米国の輸出が減少したことである。もし、グローバルな成長が回復すれば、海外の貯蓄が使用されるに従い米国の赤字は大きく減少しよう。

それにもかかわらず昨年は経常赤字が記録的なペースで拡大したものの、米国経済の拡大は、実質可処分所得の伸びをより上回るペースで拡大していたのだが、インフレ調整後で家計の消費支出を拡大しようとする意欲にもっぱら依っていた。この結果、家計部門の貯蓄率は記録的な低水準に落ち込んだ。

チェースリサーチの予想によれば、一九九九年はこの急速な個人消費の拡大は続かないだろう。むしろ我々は、個人消費は徐々に減少して収入の伸びに合ったものになろうと予想している。もしそうなれば、今年のGDP成長率は一九九八年の約四%から約一%にまで低下しよう。我々の予測を特徴づけるとすれば、最終的な下落というリスクを強調するというよりも、過去に例のない二つの予想外の効果の後で膨れた家計のファイナンスのバランスを取り直す自然な動きと言った方がより正確であろう。この二つの予想外の効果とは、記録的な資産効果と予想外の実質所得の伸びのことだが、これらの効果は勢いが衰えつつあり繰り返されそうにない。この結果、今後、成長が鈍化すると予測するに十分な証拠はあるものの、米国の成長が終結したと予測する理由は何もないと言える。

米国経済の見通しを理解するには、特に昨年後半、なぜ好調な個人消費が堅調に推移したのかと問う必要がある。観察者の多くが、この原因をただ単に、家計バランスシート上の株価上昇や不動産価格上昇による「資産効果」の結果であると主張する。各世帯はより裕福と感じ、それで話が進むのだが、それゆえ収入のより多くの部分を消費に回し、事実、収入の全てあるいは収入以上に消費に費やす。この見方に依れば、昨年の連邦準備制度理事会による数次の利下げは、株式市場を活性化させ、消費を後押ししたのである。

この見解はまた、将来の米国経済の成長が今のところ、他の何よりもましてウォール街の

動向に依っているということを暗示していよう。このことは楽観論者にとっては、貯蓄が不足していても米国経済は将来も急成長を続けることを意味している。悲観論者にとっては、多くの人が懸念しているが、特に株式市場が軟化した場合、自らの「バブル経済」後の悪影響を米国経済が蒙るリスクを持っている。

楽観論者に言わせれば、米国の景気拡大はゆるぎないものである。即ち、この見解によれば、消費者の消費意欲は高く、雇用も依然伸びており、金利は低下しており、家計がその消費をスローダウンする理由は全くない。その結果として、株式市場は脅威に晒されていないことになる。

悲観論者に言わせれば、米国の株価が高すぎると結論づけるのは容易である。即ち、去年は企業収益は恐らく全体としては減少しており、今年も引き続き減少しそうである。この悲観的な見方によれば、米国の株価のバブルが破裂するのは確実で、米国をリセッションに陥れようということになる。

直近の米国のGDPの数値は、楽観論者を元気づけるものであったけれども、チェースリサーチの同僚達と私は楽観論、悲観論どちらの意見に対しても完全に賛同することはできない。しかしながら、我々は「資産効果」の消費促進は過大評価されているとの結論に達している。過去の例が何らかの参考になるとすれば、去年の個人消費は、資産の増大との比較で予想されていた数字の約二倍の増加を示している。一九九八年の個人消費の急増に関しては、米国の各世帯が突然、資産の増加に対して極めて敏感になったとかあるいは、何らかの追加的説明が必要であろう。

更には、米国の株式市場がバブルの局面に入っているとの主張は、株価上昇における明らかな一九九七年の転換点を考慮していない。即ち、一九九五年二月の金融引き締め終了から一九九七年七月のアジア危機が勃発するまでの間、ダウ工業平均株価は年複利ベース三〇%で上昇している。それ以降は年複利ベースで九%の上昇をしている。このことは株価が下落するはずがないということを意味するものではなく、市場には上昇と下落両方の可能性がある。しかし、このことは数人の批評家が主張してきたように株式市場が「根拠なき繁栄」にあったのではないことを意味している。しかしまた、株価上昇が新たに加速しなければ、今年は、資産効果が衰え始めるであろう。

我々の見方では、去年、インフレ率が予想に反して低下したことが、個人消費の堅調さを説明する追加的な要因であった。一九九七年半ばにアジア危機が始まった後でさえ、一九九八年の予想では米国のインフレ率は三%かそれ以上であった。去年の平均賃金上昇率は四%であったけれども、予想外にインフレが約一・五%かそれ未満にまで低下したことで、実質賃金は大幅に上昇し、消費支出の加速を助けた。と同時に、インフレ率の低下は企業収益を蝕んだ。というのも、企業側が期待していたようには、賃金その他のコスト上昇分を価格に転嫁出来なかった。実際のところ、突然のインフレ率の低下により所得は生産者から消費者に移転した。

典型的な米国の循環上の景気減速期には、設備稼働率の上昇と雇用の低下が、最終的に高インフレと高金利を生み出していた。これらの要因は通常、雇用成長を鈍らせ、賃金を抑制

し、家計部門に消費を抑えさせるシグナルを提供する。昨年は、これらの景気減速シグナルは単に伝播しなかったのである。

従って、標準的な警戒シグナルが見られない場合には、実質（即ち、インフレ調整後）ベースで個人消費が急速に伸びていてもさして驚くことではない。これら支出のうち、株式のキャピタルゲインを実現することによって賄われたのは、一部である。より多くの部分は新規の借入れにより賄われており、家計部門の抱える負債はかつてないレベルに達している。

しかし、今年は所得の伸びと雇用の伸びは減速し、支出を縮小させると我々は予想している。利鞘が縮小し、価格決定権も失いつつあるため、企業は収益を回復するために単位コストの上昇率を抑制する必要に迫られるであろう。こうした企業行動の兆しは既に現れ始めている。例えば、企業のリストラに伴うレイオフ発表件数は「雇用なき回復」と呼ばれる一九九三年から一九九四年にかけての記録的なレベルにまで急増している。同時に、企業は今年、名目賃金の上昇を抑えることで実質賃金の上昇を抑制しようとしよう。もし我々が予想しているように、こうした傾向が続けば、消費支出の伸びは、その二倍以上のレベルであった一九九八年の伸び率から、実質ベースで約二%に鈍化しよう。

同時に、米国以外の国々、主にヨーロッパとラテンアメリカでの成長鈍化が継続することで、米国の対外バランスは、一九九八年の記録的なペース程ではないにせよ、引き続き悪化しよう。さらに、過剰設備の増大や、企業収益の落込み、及び米国の社債市場におけるクレジット・スプレッドの拡大は、すべてが過去数年間二桁の伸び率を示してきた企業の設備投資がある程度減速しようことを暗示している。

このように、米国の拡大が急速な状態を続けようとの見方が広く見られるが、チェースリサーチの見通しはもう少し弱めである。しかし、米国が「長期のブーム」の終点に到達したと予想する理由は何もない。

一九九九年もまたインフレ率は下落すると予想していることもあり、成長のペースは鈍化すると予想してはいるが、これは非常にポジティブな見通しである。もっと重要なのは、我々が、インフレの低下は一時的な外的要因の結果とのみ見るべきではないと予想していることだ。むしろ、インフレの予想値は実際のインフレよりも高いところにあり、賃金上昇が鈍化していることを踏まえると、一九九九年の驚きといえば米国の低インフレが今後何年もの間維持できようということであろう。

驚くべきことではないが、我々は、米国の債券市場が新しいラリーに入り長期の財務省証券のイールドが四%から五%のレンジに移ろうという可能性についてはこれを楽観視している。同時に、連邦準備制度理事会が、フェデラルファンドレートを今年末までに〇・七五%から一・〇〇%引き下げ、中立的政策スタンスを確立すると予想している。我々はまた、日本の金融政策が適切により拡張的なものになるに従い、ドルは円に対し穏やかに強含もうと予想している。ドルは新通貨ユーロに対してはこのまま堅調に推移しよう。

これらの見解はコンセンサスの得られた見解ではないのでご注意ください。現在のと

ころ、連邦準備制度理事会は金利を据え置くであろうというのが市場価格の示すところであり、私は、大半のアナリストや投資家達が債券市場は現在のレンジ内に留まると予想していると思っている。

ヘッジファンド

ヘッジファンドの役割に目を向けると、昨年の深刻な金融市場の混乱を助長したという点でヘッジファンドの重要性についての議論が多くなされてきている。最近の連邦準備制度理事会のレポートが、L T C Mのケースでの民間部門のリスク管理について批判的であったことは皆様も既にご承知のことと思う。

一九九七年から九八年にかけての金融市場の混乱に関して、ヘッジファンドが果たした重要な役割については、今後、長期間にわたって議論がなされるのは間違いないであろう。しかし、私はこの議論に立ち入るのではなく、これらヘッジファンドが金融市場の安定にとって、今すぐに新たな大きな脅威にはなりそうにないと確信していることを示したい。

結果として私はヘッジファンドに関する政策的な議論が、そのもたらす弊害の方が大きい勧告につながりかねないことに多少懸念を感じている。例えば、ヘッジファンドにもっと多くの情報開示をするよう法的に義務づけるべきであるとの議論はもっともなことのよう聞こえる。しかしながら、米国のヘッジファンドは概してオフショアで活動しているということは認識されるべきである。それ故、拘束力のある報告と管理の要件を具体化してしまうと、オフショア取引を登録するという、市場を衰退させる官僚的なシステムの造成を意味するかもしれない。こうした動きは、何らはっきりした収穫もなく市場を簡単に窒息させるだけである。

ここで、物事を明らかにすることは意味のあることだ。即ち、典型的な報道にも関わらず、L T C Mの債権者を悩ませたのは主として証券会社との関係であって、米国の商業銀行との関係ではなかったのである。L T C Mへの直接の貸出のエクスポージャーというよりはむしろ証券会社の潜在的な脆弱性に対する懸念を反映して、米国の商業銀行数行がこの「救済」努力に関わりを持つことになったのである。

このように、潜在的な困難さを見極めるにあたっては、証券会社のヘッジファンドに対する関係にまず焦点を当てるべきということが示されている。米国の場合、これは銀行の規制監督当局ではなく、証券取引委員会の問題である。

同時に、ヘッジファンドへの貸付に対する銀行の引当金の必要性を見直すというのは筋の通った話である。これら引当金に対する見直しが採用される一方で、市場の状況や貸手がますます慎重になってきていることから、規制が導入される前に、ヘッジファンドのレバレッジは抑えられてきている。最後に、ヘッジファンドに対する銀行の貸付金の圧倒的部分は、質の高い流動性のある担保によりカバーされている。

私の主だった主張は明快なはずだ。即ちヘッジファンドは現在、新たな規制や法的手段がなくとも、金融の安定にとって大きな脅威ではない。

国際金融アーキテクチャー

私は、このところそういう呼び方が典型的だが、国際金融システムのアーキテクチャーについて最近の出来事が意味するところについてコメントするように求められた。これは、簡単に語ることができる話題ではないので、私の意見は極めて限定的なものとなろう。

まず最初に、一九九七年七月以降起こった出来事というのは、国際的な危機の管理システム自体が危機に陥ってしまったということを証明してしまった。要するに、我々の持つ「システム」、即ち、鍵となるG七諸国によりサポートされているIMFのアドホック的な結合は、クロスボーダー取引が流通性のある証券の形で行われている開放された資本市場に対しては十分に適合していないのである。

市場の規律が効果的であれば、市場ベースのシステムはうまく機能する。このシステムは即席の構造改革プログラムで仕上げたIMF主導の「救済パッケージ」を寄せ集めで作るような裁量的、事後的な試みにのみ、その規制を依存することはできない。このポイントは昨年、広く認識されるようになったところである。

私は本日、もし慎重に実施されれば、開放的な国際資本市場が長期的な経済効率性と安定性を実現できるのかどうかについて理論的な議論をするつもりはない。過去数年間に起こった問題や、広く報道された著名な懐疑主義者の意見を考えても、資本市場の自由化は正当化しうる目標であるという提案は今でも広く受け入れられているように思われる。ここでの挑戦は、市場の自由化の代替手段を定義するというのではなく、むしろ、新たな金融・経済の混乱を起こさずに、いかに市場開放という目標に成功裡に到達するかということである。

第二次世界大戦後のシステムが、IMFやガットを通じて調整された漸進的な經常取引の自由化の動きにより成功したのと全く同じように、今日、IMF加盟国の目標として、IMFの規約を手直しして資本取引の自由化をメンバーシップの目標として加えるべきである。その場合、国際社会は漸進的に、また合理的なベースで資本取引の自由化を組織化し監督することができる。しかし、この手法は、一九九七年のIMF年次総会時のIMF暫定委員会によって支持されたものであったが、最近の経済混乱で忘れ去られたようである。

国際金融アーキテクチャーについて詳細な議論をするよりも、多くの公開された場で現在行われている議論がすぐには包括的な結論に達しないということを私は言いたい。ところで、この話題に関してはロンドン「エコノミスト」誌最新号¹に非常によくまとめられている。そこで指摘されているように、最近の議論の本質的な問題は、主権国家を維持すること、金融市場の不安定さを和らげること、その一方で、世界的な資本の動きによって便益を得ることを含む、改革のために広く持たれている三つの大きな目標が、同時には全て達成できそうにないことである。

¹ エコノミスト一九九九年一月三〇日号 特集「グローバル・ファイナンス」

実際のところ、最近の改革努力は、大規模な変革ではなく緩やかな結果をもたらしそうである。工業国は銀行の必要な資本の見直しやディスクロージャー要件の拡大を含めた、自国市場の改善を行うべきである。新興市場国にとっては、特にIMF支援プログラムに沿う形で、非常時の資金調達枠についての提案を追求すべきである。

グローバル化とは地域化のこと

最後に、一九九〇年代は通常言われているようなグローバル化の時代というよりも地域化の時代であった。貿易や資本の流れ、金融資本の流れの拡大は地域間よりも地域内の方が迅速であった。チェースリサーチでは一九九七年一〇月発行の「グローバル化とは地域化のこと」の中で、この点に関して若干詳しく議論している。

その実際に意味するところは明白である。つまり、ヨーロッパにおける金融上の統合は完了には程遠いものの、既に非常に深いものである。どちらにしても米国、カナダ、ラテンアメリカの金融面での結びつきは更に強まっている。

しかしながら、地域の統合への最大の挑戦が見られるのはここアジアである。地域内の流れがアジアほど著しい地域は他に見当たらない。アジア経済は、今なお劇的な変化を遂げ続けている。日本は構造改革の一大時期に乗り出しつつある。中国経済の改革の結果はいまだにはっきりとしていないし、金融開放推進のスケジュールもはっきりとしていない。それ故、現時点で、「アジア通貨システム」や「アジア通貨基金」の果たすべき正確な役割について想像するのは困難である。

実際問題として、アジア経済回復にとって、最大の手助けとなるのは日本の成長回復と、構造改革実施の成功である。

五、欧州よりの見方

ドイツ銀行リサーチマネジング・ダイレクター 兼

ドイツ銀行グループ・チーフ・エコノミスト ノルベルト・ヴァルター

私は二五年間予想屋の仕事に携わっているが、その間、常に自分の主張に一貫性を持たせるよう努力してきた。しかしながら、米国の経済学者の話を書く羽目になり、そしてその数字を自分の国際モデルにあてはめようとする、どうしようもなくなってしまう。それゆえ、本日のジョン・リプスキー氏ともそうだが、私は常に米国人の同業者と口論している。私は彼の持つ、世界経済が米国の金融システムおよびインフレ率に及ぼす影響についての考え方におおむね同意している。しかし、成長という目的から言えば、現在唯一存在している国内経済は米国経済であると主張したい。彼らは自分達に与えられた宿題に一五年もの間取り組み、そしてその結果、彼らの経済は元気のあるものになったという意味から言えば、彼らは「略奪者」であった。確かにそこにはいくつかの歪みと問題があるが、将来的には更に重要な問題も発生してくるであろう。

私の米国経済についての予想は一九九九年についてはリプスキー氏の予想よりもかなり強気である。私の予想では一九九九年の米国のGDPの成長率は1%ではなく3%である。リプスキー氏の1%の見通しでは、米国のGDP成長率は昨年末時点での成長率よりも高くはならないということになる。一九九九年への繰越分はすでに、今リプスキー氏が話していた1%であるので、成長率はそれよりも低くならねばならなくなる。ゆえに、私は、米国が世界経済にとっての機関車であると断定する。この前提を放棄したら、私にとって面倒なことになる。

すでに、アジア危機はまだまだ終息していないということを、アジア諸国かの何人かから聞いたし、榊原氏の日本に対する話を真似ることができないことも確かだ。誰も彼の発表を先取りすることができないことは明確であるが、あえて言うとなれば、現在日本経済が直面しているデフレ問題を解決できないであろう。それゆえ、私は、アジアの景気は引き続き停滞を続け、そしてアジアで最も重要な国である日本も引き続きデフレの状態におかれると推測するが、これは私達が将来議論する必要のある追加的な重荷、困難である。

ヨーロッパへと話を移すと、我々は大陸全体のための良質の通貨を持つことができとても喜んでいる。それがユーロだ。「ピンクプレス」で大量のインクが消費されたが、あなたたちの大半は不信感を抱いていると思う。ヨーロッパには、国の大きさによって定められる通貨を持って、グローバル化した世界で生きていくべきだ、という先見的な考え方を持つ政治家や勇敢なビジネスマンがいる。ヨーロッパを旅すると一時間ごとに異なる通貨を扱うことになる。これは決して経済的とは言えない。米国人の友人に州ごとに異なった五〇種類もの通貨があったらどう思うかと聞くと、私が正気でそのことを聞いているのかと逆に聞かれる。そして彼らは正しいのである。

しかしヨーロッパは過去においては、州ごとに異なった通貨が必要であるかのように行動してきた。しかし、我々は決してそのように行動していたわけではなく、現在我々は新しい良質の通貨を持っている。というのは、この通貨を発行している欧州中央銀行は、第二次世界大戦後に米国から導入され、ドイツ連邦準備銀行で五〇年間その有効性を証明した組織構造によって作られた、石のように堅固な組織だからである。これにより、我々は投資家達が信頼できるような良い通貨を持つことができた。しかし残念ながら、現在我々は良質の経済政策を持っていない、そしてこの状況はユーロ出現以前のドイツでの組み合わせと同じである。ドイツマルクという良質通貨と、杜撰な経済政策である。特に、この組み合わせは決して先見性あるものではない。政治家は常に目先のことしか頭になく、未来が意味するところに対処できるような、資金調達の裏付けのあるシステムではなく、その都度支払うシステムに頼っているのである。これはまだ我々を縛っている、伝統的な社会主義の伝統である。私の国ドイツの様にヨーロッパのいくつかの国の有権者達は、過去において良いアドバイスではないと判明したことを更に試そうとしている。しかし、トニー・ブレアやできればゲルハルト・シュレーダーといった欧州の新しい世代の指導者達が、もうすぐ必要な構造改革を推進し始めよう。という希望がある。ヨーロッパは良質な通貨政策と悪質な経済政策の混じり合った道を歩んでいる。私は、ヨーロッパの将来が経済政策を改善することを心より願うものであり、そして米国人が我々を助けてくれることを期待している。アジア大陸が回復したら、彼らも我々を助けてくれよう。

経済自体について少し触れたい。一九九六年、一九九七年そして部分的には一九九八年においても、ヨーロッパの経済は主に輸出の伸びおよび貿易条件の改善によって支えられてきた。力強い国内需要を伴ったケースは少なかった。しかし、良質の経済政策を実施することを知っている国も中にはある。例えば、アイルランド、ポルトガル、フィンランド、そしてヨーロッパ周辺の小さな国々は、実際に自分の国の経済の構造的欠点を乗り越えるためにプラグマティックなアプローチをとってきた。そしてその国々は早いスピードで成長している。世界経済の中で残された唯一のタイガー経済はケルトのタイガー、アイルランドである。この国は過去一〇年間において五%以上の成長率を示した後、過去三年間は八%で成長している。不動産の急成長、高い投資活動が示されており、また、移民国でもある。きっと気に入ると思う。唯一の不幸な問題は、アイルランドが小さすぎて重要ではないことである。フィンランドおよびポルトガルについても同じことが言える。ポルトガルは、教訓から学んだ社会主義の政府によって統治されている。その政府は自分の市場を敵としてではなく「友人」として取り扱わなければならないということを理解しているが、これは社会主義者にとっては難しいことである。しかし、いったんこれを理解すると、彼らは、完璧な解決方法を導き出し本当に完璧な成果を挙げるのである。

ヨーロッパではこういった幸運な日々した後、輸出先の国々の市場の状況が悪化しているために、輸出の成長が鈍化する時期に突入している。また、この穴を埋めるような国内需要もない。勿論誰もが、金融政策と財政政策という経済を刺激するための二つの道具を持っている。

幸運にもヨーロッパの金融政策は欧州中央銀行によって実施されている。一月にはヨーロッパは三%というマネーマーケット金利水準で取引を開始した。現在まだ金利は、(日本の

様に) 〇・二五%ではないので、なんらかの刺激の必要のある他国よりは余裕がある。欧州での金利引き下げは、アイルランド、ポルトガルおよびフィンランドの様な不動産ブームにある国の必要には反しよう。彼らは、金利の引き下げよりは逆に引き上げを希望している。しかしながら、繰り返しになるが、彼らはさほど重要な国ではなく、突き詰めるとヨーロッパの金融政策にはまだ余裕があり、これが経済の刺激を助けよう。

しかし、財政政策については、財政政策を経済刺激のために用いる場合は、欧州に不景気が大きく広がるのを待つ必要がある。スタビリティ・パクトでは、より重要な国々に彼らが深刻な不景気に陥らない限り経済の刺激を行なうことができない、そしてここでいう景気後退は、GDPの〇・七五%超の低下として定義されている。

我々全員が直面している整合性の問題について少し話をしたいと思う。現在日本をも含めて世界経済の四〇%が景気後退の中にあると示唆しなければならない。資本がセイブヘイブンへ流れ、それにより先進国の長期金利の下降が見られている。これは先進国の成功物語の一部である。米国の住宅市場は長期金利が四%一五%の間にあることをぬきにしては説明できない。また、ヨーロッパの住宅市場はヨーロッパへ流入する資本の助けなしでは説明できない。勿論、このセイブヘイブンへ流れる資本に対してつがいになるものがある。それは資本が流出した国の高いリスクプレミアムである。そしていくつかの国についてはそのリスクプレミアムは過度に高い水準にある。このことは、現在世界では先進国においては資本超過、そして新興発展途上国では資本が極端に不足しているという現象がおきていることを意味している。つまり、資本の必要があるところでは資本が不足しており、逆に資本の必要がない国においては資本があふれているのである。

地球の長期的繁栄を考えた場合、このことは世界にとって望ましいことではない。様々な貿易の結びつき、金融市場の結びつきおよび低迷する商品価格から来る伝染効果について議論をしてきた。しかし、私は米国とヨーロッパは自分達の地域内への投資についての低金利から利益を得られるだけでなく、商品価格の下落により更に中期的にも利益を得られると思う。通常それは遅れて起こるものであり、悪循環についての議論をする必要はないと確信している。私は今予想屋として五番目の循環の最中にいるが、これが最後の循環ではなかろうと確信している。だからこそ、景気回復の理由が常にあると私は安心して言うことができる。

マクロ経済政策の国際的調整について触れよう。米国財務省にとってこのトピックはこれまでのところ禁句となっているようだが、なぜかは私には理解できない。プラザ協定というものを思い出すのだが、米国人は自分達の経済の立て直しをサポートする助けを得ることに興味を持っていたようだ。彼らは為替相場が非常に重要な要素であると信じていたようである。ラリー・サマーズとボブ・ルービンが一貫して仲介しているにせよ、世界はこの問題を再び取り上げるべきである。世界は、重要なパートナー達が協力していないという問題を抱えている。しかし、為替相場を含めマクロ経済政策の観点からは、我々は協力する必要がある。信任というものは健全な国内政策によって得られるが、同時に伝染効果というものもあり外から取り込んだ信用力というものがあることを、我々は学んでいる。

イタリアの一九九三年から一九九八年迄の金利の低下をどう説明するか。四年以内に長期

金利は一三%超から五%にまで低下した。これはイタリアの健全な国内政策によってと説明するか。もしそう説明しないのであれば、外から取り込んだ信用力に触れる必要がある。この教訓を忘れてはならず、そして特定の場合、状況下でカレンシー・ボードのようなものを薦める者を嘲笑すべきではない。変動相場の支持者達は、誰もが変動相場制を導入、あるいは通貨を切り下げたいと言ったら、システミックな問題が発生することを理解すべきである。これを解決案として提唱する人達はこのシステミックな問題にあえて触れないのである。もしも皆が中国に一定の解決案を提案した場合、それはアジアでの第二ラウンドの危機を引き起こすだけである。ゆえに、我々は為替相場システムを含めマクロ経済政策及びその調整について考慮すべきである。我々は全員、市場の行き過ぎ予防についてより良い規制が必要であるという点で合意しており、世界的な監督当局を提案する。ヨーロッパも米国も耳を傾けてくれると確信している。それとも現在バナナを巡って争いが続けられているように規制環境についても争いが行なわれるのか。場合によっては、国際的な規制当局を提案するのは非常に興味のあることだが、我々がその当局の監督に従わなければならないことにも注意しなければならない。

グローバルなレベルの規制当局があった場合、誰が最終的な貸し手になるかという問題が生じる。規制当局がスーパーレベルまでいけば最後の貸し手もスーパーレベルに達する。では救済の任に当たるグローバルな納税者をどうやって特定するのか。これは興味深い疑問ではあるが、解答するのも非常に難しい。ゆえに、それよりは国家および地域レベルで規制当局を改善したほうが良い。唯一のスーパーパワーである米国のリーダーシップを求めることはできない。この国も長い間、ビナイン・ネグレクト、貪欲と高慢の間に居続けることはできない。我々にはより「良い」米国が必要である。我々が一つの声で話せるようにならない限り、我々が今まで話してきたことについてヨーロッパは貢献できない。我々は人々が話しかけてくると必要以上に多くの数字を覚えるよう強制していて、そしてそのことによって自分達を矮小化してしまっている。キッシンジャーは正しい問いかけをした。即ち、彼は、ヨーロッパに電話をしたい時はどの番号にかければよいのか、と尋ねた。現在は少なくとも一つの電話番号がある。それは欧州中央銀行の電話番号である。しかし、ヨーロッパの政治の場面において同じことができる機関はまだ見出していない。我々はそのようなものを強く必要としている。

では最後にアジアについて少し触れる。私は、我々がアジアを二〇〇五年のみならず、一九九九年や二〇〇〇年にも救済しようとしているとは思わない。構造上の改善に対する要求は未だに十分ではない。しかし、日本およびアジアでの問題は有利な国際環境を必要としており、これには何年にもわたる円安が含まれる。即ち、一米ドルに対し一四〇円の為替レート、もっと正確に言うと一米ドルのユーロに対する相場を一、二〇ユーロとおく。この為替レートによって日本経済の保持している余剰設備を有効活用してこの国を堅固にし、そして三～五年の間に不良債権問題を締めくくることができると私は思う。しかしながら、このことは国際的支援の前提となるアジアについての断固たる決意を持った改革なしでは意味がない。

私はあえて既になされた議論のリストについて意見を述べたいとは思わないが、タイからの友人の意見に私は賛成である。我々には新しいアイデアが必要だ。我々G三世界の、私の

呼び方では「アジア版マーシャルプラン」というアイデアを持ち出すことが必要である。そしてそれはアジアの金融界だけではなく実物経済に対するものである。我々にはアジア、即ちインド、スリランカ、タイ、マレーシアのインフラの改善に必要な株式資本を提供する国際システムが必要である。そして、私が先ほど述べた為替レートでこの資金が全世界の投資家によって株式の形で供給され、そして力のある国際的な企業によって管理されれば、アジアの経済基盤の構築に必要な道具はそろうのである。もしこのことが起きれば我々はおそらく二〇〇五年のみならず、すでに二〇〇〇年の段階でより良い世界で暮らすことができよう。

六、日本よりの見方

大蔵省財務官 榊原英資

最後のスピーカーというアドヴァンテージを利用して、皆さんのコメント、リマークスにコメントする形で若干私の意見を申し上げることとしたい。

まずステイグリッツ氏のアジア危機の分析、あるいは国際金融改革については、私は合意する部分が多い。実はこの頃、日本政府があまりにステイグリッツ氏の意見に合意する部分が多いというので、国際通貨基金や米国財務省からかなり批判されているが、これは別に特定の関係があるという訳ではなく、やはり ステイグリッツ氏の言う内容が非常に適切だということであって、恐らく、世界銀行も日本も同じような立場にあって、我々はシステムの一部だが、過去に行ったことを、国際通貨基金や米国ほど弁護しなくていいという、そういう比較的楽な立場にあるということで、こういうポジションを取っているのではないかというふうに思う。

ヴィラポン氏の分析については、かなり私はショックを受けたのだが、一般的なタイに対する認識というのは、タイの経済はボトムアウトした、あるいはボトムアウトしつつあると、一九九九年は良い年だということだが、これはだいたい 英字紙の意見、あるいは 米系のインベストメントバンクの意見であり、やはりヴィラポン氏からは多少異なる感じのものが出てきて、これはやはり我々としては考えなければいけないと思う。今タイで行われている、「改革」と言われるものが本当にきちっと実を結んでいるかどうかを、我々としては真剣に考えなければいけないかなと考えている。

リップスキー氏の発言だが、非常に話を聞いていると説得的で、ちょうどラリー・サマーズ 米国財務副長官の話を聞いているようで、どうも米国ではこの頃 ウォールストリートとワシントンとの間の交流が大変深まっているようで、財務省がウォールストリートをこだましているのか、ウォールストリートが財務省をこだましているのか知らないが、米国経済に対する大変楽観的なアセスメントを、財務省とウォールストリートが共有しているという感じを受けた。

ヴァルター氏の話は大変興味深かったが、どちらかと言えばこれはドイツ現政権の大蔵省の話を聞いているのではなくて、現政権とはいっても連邦準備銀行の話を聞いているように思った。優れた金融政策、問題のある経済政策と言うのは優れた連邦準備銀行、問題のある大蔵省と言うことだろう。まさに今のドイツの状況を非常に生き生きとご説明頂き、非常に興味深かった。

さて、私がここでやはり強調したいのは、我々が米国を含めて盛んに口にした、去年の九月から一〇月の危機を我々は決して乗り越えていないということである。アメリカが三度の利下げを行い、ブラジルのパッケージが一応出来た。今またブラジルが大変問題になっており、スタンレー・フィッシャー氏が今日ブラジルに入ったので、若干スタンレー・フィッシャー効果というものが出来て、レアルが若干強くなったが、これを本当に乗り切れるかどうかわからないということである。

やはり我々は今グローバルな危機の中にいるという認識を持つ必要があるのではないだ

ろうか。ウォールストリートや米国政府はあまりに楽観的ではないか。ヨーロッパには、ユーロが誕生したということである種のユーフォリアがあるのは止む得ないことである。五〇年かかって色々行ってきた事がやっと実を結んだわけであり、ヨーロッパが若干有頂天になっているのは仕様がなかろう。しかし、今は、少なくともG七諸国はもう少し危機感を持たなければいけないと思う。ヴァルター氏はアメリカのビナイン・ネグレクトは望ましくないと言った。ビナイン・ネグレクト政策を取っているのかどうかは不明だが、もしそういった政策を取るとすればそれはやはり間違いであろう。やはり危機というのは最後に「金融センター」に及ぶ訳で、「センター」と言うのは、今は 米国ウォール・ストリートであり、恐らく危機がこのまま進化すればウォールストリートに（危機が）及ぶというのが、これは少なくとも歴史的に、少し長いスパンで見た場合には間違いのないことではないかと思う。

私は三つ位大きな問題があると思う。一つは、やはり情報通信革命の中で、非常な勢いで金融革新、金融エンジニアリングが進行し、非常にそのレバレッジが高くなったことである。去年の末に若干レバレッジが低くなったとは言われているが、相当、レバレッジが高くなった。これは非常に大量の流動性がまだあることを意味する。こういう大量のレバレッジのかかった流動性をうまく制御するようなシステムは金融界の中にもあるいは金融当局の中にも未だ作られていない。

それからもう一つ我々が 心しなければならないのは、たとえば、今米国でウォール・ストリートに投資している人の数が七千万人と言われていて、アメリカの労働者人口の半分を占めている。これは恐らく、一〇年前、一五年前の事情と大きく違う。一〇年前、あるいは二〇年前は 金融問題というと、やはり数の限られたエキスパートが集まって危機を克服するという 戦略を描くことができた。これは主として インベストメント・バンクを含めた銀行の話であるが。ところが今は銀行だけを集めてもとても戦略を描けない。色々な形のファンド・マネージャーが実は 市場の中心にいて、こういったものをどういうふうに今後そのシステムの中に組み込んでいくかという問題がある。リップスキー氏は、ヘッジ・ファンドをコントロールすることは現実問題として不可能と言ったが、ヘッジ・ファンドだけではなく米国の インベストメント・バンクというのは、ほぼ ヘッジ・ファンドと同じようなことを行っており、色々な形のコピー・ファンドが色々なところにあった。従ってヘッジ・ファンドだけ取り出しても仕様がなない。年金基金を含めたいわゆるファンドを、どのような形で国際的なシステムの中に組み込んでいくのかということが重要である。

当然のことながら 国際通貨基金、世界銀行、あるいはG七のあり方を含めて当局の側も相当大きく変わらなければならない。リップスキーは非常に現実的で大胆な骨組みの結論に到達することは恐らくないだろうと言っていたが、恐らく客観的に言うと、短期的にそういうものが生まれる確率は非常に低い、というのは正しい分析だと思う。しかし、そういった回答が出なければ危機が必ず中期的に進行するということを申し上げたい。危機が進行し、改革がドラスティックな形で行われ、恐らくこれから一年、二年は両者の競争になっていくのだろうと思う。

どういうことをアドレスすべきか、ここでは三点申し上げる。

一つは 資本の流れ（capital flow）の問題である。先ほど申し上げた、情報通信革命にドライブされた レバレッジのかかった流動性（leveraged liquidity）あるいは、金融の大衆化にどう対応するのか、そういったものにドライブされた 資本の流れをどういうふうモニターしていくのかということが非常に重要だと思う。

第二に、私もヴァルター氏の意見に賛成するが、為替相場制度をどのように考えていくのかという問題である。今、たとえば 新興国に対するリコメンデーションは大きく振れている。多くの人は二つの極端な解決（two corner solution）と言うが、変動相場制を薦めたかと思うと、今度はカレンシーボード制を持ち出す。カレンシーボード制でも足りずドル化だと、このように両極端に振れているが、そういうことで本当に良いのかという議論を真剣に行う必要がある。

第三に、グローバリゼーションが今の形で進行していくことはある程度不可避であり、ある種の、中央銀行とは言わないまでも最後の貸し手（lender of last resort）的な役割を持った機関が必要になって来る。もちろん資本の流出入をある程度規制するということであれば若干違ってくるが、これは非常にネガティブなインパクトがある。資本の流れと為替相場制度、及び最後の貸し手といったまさにファンダメンタルな問題に我々は取り組まなくてはならない。

われわれはそういうことを盛んに議論している。結論が出るかどうか、短期的に結論が出るかどうかあまり期待できないというリップスキー氏の評価が、ひょっとすると正しいかもしれないと思う。

九九年の世界経済動向については、やはり私はクライシスのまだ最中にいると思う。たとえば、ロシア、ブラジルの危機はまだ終わっていない。一方、ここは私はヴァルター氏の意見と大分違うが、恐らく、日本を含めアジア幾つかの国は底を打つと思う。しかし底を打った後の成長というのはそれほど力強くなく、恐らくタイの場合はヴィラポン氏の意見ではむしろまだ底を打つのに時間がかかるということだが、タイにしてもマレーシアにしても韓国にしても日本にしても、底を打ったとしても恐らく年央位であり、しかもその後の経済成長はそれほど強くなかろうと思う。

また、やはり米国経済が強すぎるのが問題であり、どこかで大きく落ち込む可能性があり、このリスクはやはり九九年にどうしても考えておかなくてはならないと思う。

また、やはりヨーロッパの成長も落ちこもう。すると、米国が三%、四%の成長を続け、ニューヨーク・ダウが上がり続ければ良いが、世界全体を引っ張って行くようなエンジンがどうも見当たらない。これが九九年の非常に素直なアセスメントではないかと思う。

それから私が九九年について非常に心配しているのは、もし米国がエンジンとして引っ張っていったにしても、あるいはダウが大きく下落しないとしても、必ず米国の保護主義が強まってくると思う。従って、アメリカとヨーロッパ、アメリカと日本との間で相当の 貿易摩擦が起こって来よう。もうその兆しは色々なところに見えている。アメリカとヨーロッパの間はバナナ戦争ということですけど、これはバナナで終わると思われなし、日本との間は鉄鋼だったが、これも鉄鋼で終わるとは思えない。このように、比較的全体として弱い経済を抱えながら、色々な形の激動がやはり断続的に続くのが九九年、それに貿易摩擦のような政治的な問題もかなり大きくなっていく。

悲観的なことを言って申し訳ないが、ただ私は日本経済についてだけは楽観的である。金融危機はもう終わった、あるいは終わりつつあり、この一、二週間が山だと思う。各大手邦銀の頭取が金融監督庁と会っているようであり、今まで以上にリストラを行い、金融再生委員会により資本注入を行うと言ったことがこの二週間ぐらいに決まれば、日本の少なくとも金融危機は終了であるということが言えると思う。

七、パネル・ディスカッション

行天 以上をもって、五人の著名なパネリストの方々による、最初のプレゼンテーションを終了とする。率直なところ、世界経済の短期予測に対して、パネリストの方々からは、もう少し明るい見通しが伺えるかと期待していたのだが、やはりもっと現実に向き合わなければいけないということのようだ。

五人のパネリストの方々からはいくつかの大変興味深く、かつ我々にとって普遍的な問題をご提示頂いた。残念ながら、時間の関係上、そのすべてを取り上げることができないが、一点議論の俎上に取り出したいのは、ヴィラポン氏が強調された様に、経済危機や、経済の困難に直面している国々において最も深刻な問題は、銀行や企業の過小自己資本の問題である。

この過小自己資本をどのように解決していくかが問題となるが、常識的には、主な資金源としては以下の三つしかないと思われる。

第一に、国内あるいは海外の民間市場において、銀行や私企業が新しく資本を調達すること。第二に、これらの過小資本企業に対して、政府が資金投入しなければならないであろうということ。第三に、世界銀行やIMF、「アジア基金」のような国際的な公的機関であれ、外人投資家であれ、外資に依るものである。過小自己資本に喘いでいるどの銀行や私企業も、これらの選択肢から選ばなければならない。ヴィラポン氏の感じているところからすれば、最初の2つの選択肢はあまり容易ではなく、唯一の可能なアプローチは、国際的な公的機関に、必要な資本を注入してもらうことと見た。

そこで、他のパネリストの方々が、この点に関して、どのような独自の意見を持っているのか伺いたい。国際的な公的機関は必要な資本の唯一の供給者なのだろうか。それとも、これら銀行や企業がそのポジション強化のため、資本調達を追求することのできる何らかの方法はあるのか。というのは、この問題を効果的な方法で解決しないと、世界的な将来に対する不安感や自信喪失を、払拭できないと思うからだ。

スティグリッツ 私は、銀行と一般企業は分けて考える必要があると思っている。一般企業に関しては、破産法、破産リストラ及び例えば、負債の資本への転換の重要性に関する私の議論に言及したい。

企業の金融面における改革には、外部資本を必ずしも必要とはしない。企業の成長には、新たな資本投下を要するかどうかについての判断が必要となるが、これはまったく別個の問題だ。企業の転換や財務リストラは、必ずしも外部資金を必要とはしない。

経済全体の視点に立ってみると、アジアは非常に高い貯蓄率を持って来ている。歴史的に、貯蓄率は三〇%から三五%であり、米国とはかなり対照的だ。アジアがこの貯蓄水準を維持していけば、外部資金を必要とはしない。海外からの資金を必要とはしない訳だ。全体としては、資金の再配分の問題、即ち、ミクロ経済を機能させるために、必要なところに、必要な資金が回るようにすることである。まさにマクロとミクロとの連繋の問題であって、全体の資金源の問題ではない。

銀行システムについては、私は問題の性質が異なると考えており、ここで触れたい。財政赤字のうち、銀行への資本再注入のために政府が行う借入による赤字と、その他の政府借入による赤字についてはしばしば混同がある。米国では、政府が貯蓄貸付機関への資本再注入

のために、二千億ドルもの資金を投入した際に、その支出を財政赤字の一部に含めるべきかどうかの議論が盛んに行われた。理由は、これが基本的には、キャピタル・アセットの取引であり、投資であって、政府が銀行に資金を提供し、銀行からリターン即ち一定の請求権を得るものと考えることができるキャピタル・アセット取引なのだ。どの国の政府にも無いが、もし、適正な会計の枠組みが存在すれば、それを赤字の中に含めもしないだろう。これは政府のポートフォリオ再配分の一部なのである。

先程、行天氏が挙げた二番目の方法は、海外の資金源に頼らずに、銀行に資本再注入する有効な方法だと思う。実際、多くの国では、金利コストも非常に低いところにあり、この賢い資金調達方法を利用している。どうするかというと、銀行から実際に資金を借り入れ、その資金の一部を使って、その銀行に投資するというやり方である。付随する乗数効果から、この方法によって流動性が高まり、銀行は企業向けに貸出しが可能となる。これは自己資本規制、つまり、バーゼル自己資本比率規制をも満たすものである。

私は、宮沢構想は、資金需要のあるところに新規資本を注入するための大変重要な手段であると思う。しかし、私が持ち出したい全体的な見方というのは、海外よりの資金は実際のところ経済回復の非本質的な部分だということだ。海外からの資金は、確かに、助けにはなるが、どうしても無くてはならないものではない。長い目でみると、たたき売りするように廉価で資産売却をするかどうかという実際的な問題にぶつかる。特に、当初、多くの国で金利を引き上げるように命ぜられたが、資本的資産価格を下げてしまうという問題がすでに起きているという点が問題だ。

はじめに、国際的に活動する銀行による融資があった。融資を受けるように説得される。次に、これらの国から資金が引き揚げられ、金利は上昇し、資産価値は下がり、外国人が廉価で資産を購入する。このような一連の出来事の構図は、政治に従事する何人かの人々により、明らかに非安定的な方法として解釈されよう。

ヴァルター 不良債権は、財政プロセス（産業政策）や信用割当手続きへの介入から生まれることが多い。中央計画経済ではこれは通常見られる特徴だ。多くの混合経済では、財政政策が、良かれと意図したものではあるが、信用決定をゆがめている。このことは、ドイツあるいはフランスでも、日本あるいは韓国にも当てはまるが、数多くの新興諸国でもよく見られるところである。従って、巨額の不良債権問題、及び、透明性と会計原則の欠如について、不完全な信用割当手続きのみを責めることは適切ではない。

是非とも必要なことは、これら二つの過程を分離することであることを示唆したい。金融機関に資本を再注入したり、金融機関に同じ間違いを犯させないようにするだけでは充分ではない。

確かに、スティグリッツ氏の指摘の通り、アジアの貯蓄率は非常に高い。

これらの貯蓄は、アジアの金融機関への資本再注入に利用できよう。従って、国際的な投資家からの資金の特段の必要性はない。しかし、場合によっては、経営ノウハウの取り入れを認めるためには新しい概念が発展することが有用だ。ヨーロッパでは、鉄のカーテンが取り払われた後、ハードなやり方でこれを学んだ。東欧諸国には資本注入が必要なだけでなく、離陸するために経営ノウハウが備わっていることが必要だった。この問題については原則として合意が形成されているが、この仕事に必要なマンパワーについては、極めて不適切な判断が持たれている。ドイツの小さなケースだが、西ドイツの銀行は、銀行のマネージャー八、

〇〇〇人を五年間にわたって東ドイツに送り込んで、一五百万人の人々のために銀行部門の発展を助けた。

これは、インドネシアで何が必要とされているについてかのアイデアを与えてくれる。即ち、インドネシアの金融部門を確立するために一〇万人の専門家が五年間にわたって島々に渡り、旧東ドイツでのものに比肩すべき仕事を行わなくてはならないだろう。銀行業への直接投資は、国を低価格で売り出すものであり政治的な反対を招くかも知れない。しかし、われわれはこれをハードなやり方で学んだ。外国資本や外国の経営ノウハウの取り入れに抵抗のない中欧諸国は、良質のマクロ経済政策のみを追求し、外国資本や外国の経営ノウハウの流入を認めなかった国々に比べると、今日遙かにうまく経済運営を行っている。私が今念頭に置いているのは、まださして良質ではないマクロ経済政策を追求しているが、国際資本や国際経営ノウハウを導入することによりミクロ経済の改善を図っているハンガリーである。一方、チェコ共和国は、優れた中央銀行を通じて優れたマクロ経済政策を実施しているが、ハンガリーほど良好な成果を挙げていない。これは、チェコが持続可能なベースで国際的な経営、投資家の興味を引きつけることができないからである。多くのアジア諸国にとり、これは教訓とすべきであろう。しかし、難しい地点からの脱出を望むのであれば、その国のために例えば預金と貸出業務に携わる人材を雇う以外に選択の余地は無い。

リプスキー スティグリッツ氏とヴァルター氏のご指摘はそれぞれもっともな主張だと思う。しかし、他地域ではなくアジアを考えると、ひとつ念頭に置かなければならないことがあると思う。どの観点からも、どの例を取ってみても、経済危機に直面した国で、危機の引き金になったのは、国内資本の流出であった。これに外国資本が追随した。このことが問題を複雑にしており、どの場所にも単一の解決があるというわけではない。究極的には、国内市場における信頼回復が必要であり、そうしないと、どんなに外資を導入しても、全く意味をなさなくなる。国内の信頼を勝ち得なければ、外人投資家は単に資本流出の資金を融通することになる。それが現実であり、そのような状況を解決することは難しい。早期解決が困難で、どの国の問題にも対処できるような万能薬があるとは言い難い。

ヴァイロン ここで明確にしたいことがある。スティグリッツ教授と我々の同僚はアジアでの貯蓄率が非常に高いと思っている。実際、従来から現在に至るまで、この状況はずっと変わっていない。

しかし、我々の投資率がそれよりさらに高いということを、忘れてはならない。そして、それがまさに問題を引き起こした。例えば、一九九〇年から一九九六年の間、我々の貯蓄率は国内総生産の三五%であったが、投資率は国内総生産の四三%であった。同様の現象は、マレーシア、インドネシアなど、この地域の他の諸国でも認められる。

従って、シンガポール以外で、かつての韓国も含むアジア諸国も、伝統的に資本輸入国であった。過去十年間における資本導入による累積債務額は、実際に国民総生産よりも高く、年間国民総生産などをはるかに上回っている。このことは、現在、我が国の金融システムが、GDPの約四〇%に相当する資本注入のための資金を必要としていることを、明白に物語る証拠となる。おそらく銀行以外の私企業、即ちノンバンク企業も、ほぼ同じぐらいの資金を必要としている。国内および国外の資本市場が、必要な資本のファイナンスをつけることは重要だ。

国際通貨基金あるいは米国その他の我が国の友好国により進められた方向というのは、我が国が、資本を取り込むために充分魅力的となるためには、日に三回風呂に入るなど、身綺麗にしなければならないということである。

アジアのマネーマーケットのみならず国際資本市場も市場が破綻した。ここに、適切に機能しない失敗がある。そのため、国際的な介入の源を与えることになった。呼び方は別として、それが資本を提供する適切な国際基金という考え方である。その代替案は、我々の生活水準を引き下げ、海外からの投資、基金または外国資本などには一切執着せずに、十年程前に舞い戻り、そこから始めることによって危機を乗り切るということだろう。

インドネシアや韓国の場合も、おそらく同様の処置を執ったと思われるが、タイでの金融機関救済には税金を投入している。それは将来に多くの問題を残すだけでなく、現在起きている需要に到底応えられるものではない。しかも、リアルセクターの救済は手付かずのまま。そのため、リアルセクターが依然として脆弱で、このまま苦しむようであれば、金融セクターにどれだけ税金を投入しても、遅かれ早かれ、すべて無に帰してしまうだろう。従って、これは実に深刻な問題だ。世界銀行や国際通貨基金はこの状況をつぶさに調査し、何が現在起こっており、それがどのぐらいの重要性を有するかを分析して、それぞれを別個に切り離して考えるのではなく、総合的に捉えることが必要だと思う。

榊原 ヴィラポン氏のポイントについては、投資率はアジア諸国においてこれまで確かに高かったが、ここでの問題は、過去数年間の過剰投資の問題にあると思われ、まさにこの過剰投資こそが、おそらくこの地域一帯を襲った経済危機の主因の一つではなかったかと考える。また、アジア諸国はどこも貯蓄率が高いとのリプスキー氏の先程の指摘は、確かに間違いない。しかし、現在の世界の金融システムでは、世界中のすべての資金がニューヨークのウォール街やロンドンのシティに集中し、そこからまた世界中に向かって配分されている。そのため、貯蓄率が高いからといって外資導入の必要がないという意味にはならない。

アジアのある国が提唱したことだが、アジアの資金が少なくとも域内に還流するように、厚みのある、弾力的な債券市場を創設することが挙げられる。今後我々がこれを叩き台として煮詰め、具体化していくことができる提案の一つだと考える。株式市場はいくつも存在するが、多くのアジア諸国にとって、株式市場はある意味で投機的なものになっている。米国では、インターネットは、現在宝くじのように投機的だが、九〇年代に多くの投機家が、アジア諸国に接触してきたのである。

スティグリッツ 外国資本と外国の経営管理者の役割は、特に関連し合っているが、それらを分離して考えたいという点、及び、海外からの発想を取り込むことは実に価値ある事だということに、私は賛成だ。しかし、この点が往々にして、過大に評価されがちだ。

二つの点に触れたい。第一の点は、この地域では、ある種の経営管理のもと、三〇年間に及ぶ高度成長を経験してきた。私が言いたいことは、急には経営手法を変更できないということと、成長を現に手にしてきたことは、生産性を上げるために、最適な資源配分の方法を知るその土地に相応しい才能が存在するということを意味する。

第二に、ヴァルター氏が挙げた、貯蓄貸付機関の専門家の例で、外国人を招聘することの危険性をうまく表していると思う。私が前述したシステムック・リスクである金融市場危機と、米国の貯蓄貸付機関との間には大変大きな違いがある。貯蓄貸付機関問題の解決に役立ったモデルを他の国に持ってきて、全く役に立たないことがあるだろう。システムック・

リスクに比べ、貯蓄貸付機関の問題は、米国の金融市場規模の中で、比較的小さな割合でしかなかったということだ。整理信託公社（R T C）が貯蓄貸付機関の不良資産を引き取った。不良資産が何かと言えば、それは不動産であった。しかし、その管理が上手くいかなかったということが、貯蓄貸付機関の問題の主な原因ではなかった。貯蓄貸付機関の主な資産がゼネラル・モーターズへの貸出しであって、ゼネラル・モーターズやフォード自動車の管理で終わっていたとすれば、いまとはかなり様相を異にしていただろうし、あれほどまでに、効果的に機能しなかったであろう。貯蓄貸付機関の問題処理を経験をした人材がアジアに招聘されるのを見るにつけ、私は、彼らが問題を解決するのではなくこじらせていると見ている。

八、質疑応答

質問者 スティグリッツ氏に。私は昨年二月二八日以来、あなたに質問する機会を待ち望んでいた。あなたはその理由を何故だか知っている。世界銀行のようなゆっくりと措置を講じる機関にいるあなたにしては、とても性急にIMFを批判したからである。通常IMFのタイム・フレームは三年であるが、韓国へのプログラムが組まれてからわずか三ヶ月しか経っていない時に、あなたはシカゴでの演説でIMFの処方箋を広範囲にわたって批判した。一四ヶ月が経った現在、IMFの処方箋は真剣に適用するならという大きな仮定がつくが、その時には機能すると思われる。現在韓国が正にどの状態にあるのか、誰もが予想したよりもずっと早く、景気後退から抜け出しているのかどうか評価をお聞きしたい。もし再び外国資本が流入しているのであれば、IMFの救済策によるものなのか、それにかかわらずあるのかについてもお聞きしたい。

スティグリッツ まず始めに、他のパネリストが指摘したポイントを繰り返したい。すなわち、為替レートや金利のような金融変数が安定することと、本当に経済が回復するということの間に多くの混同があるようだ。韓国においては、まだ失業の増大が続くであろうし、経済の回復のペースにかなりの不確実性が残ることが予想される。私が指摘した点は今や一般的に受け入れられていると思うが、IMF自身もそのレポートで指摘するように各種政策が非常に緊縮的だった、とりわけ財政面で厳しかったということである。私がそう判断した理由は、他の多くの人もそうだと思っていることであり、似たような判断をしている。もし標準的なマクロ経済見通しモデルを念頭においていたなら、これらの国は投資の急速な冷え込みと消費が落ち込む中で国内総需要の大幅な下落に直面していたということを見て取れたと思われる。例えばタイのケースでは、危機のすぐ後に自動車販売や消費がまさに劇的に落ち込んだことを示すデータを我々は見ていた。もし私が経済諮問委員会の委員長職をしていた時に、そのような数字を見ていたならば自分は自殺していただろう。それほど劇的な落ち込みだったのだ。このような数字を見て皆は問題があるというが、経済の信認を回復させるための必要条件は、まず経済が機能することであり、高水準の倒産や国内の収縮が続けば、信認の回復にはつながらないというのが正しい見方だと私は信じている。国内総需要の劇的な縮小を相殺する唯一の可能性のある手段は、輸出の促進であった。

しかし、例えば韓国に危機が訪れた時には、幾つかの理由から輸出が見込めないことがすでにはっきりしていた。日本経済の不況、地域経済の不況、貿易条件の悪化の兆しに加えて、よく知られているように金融危機の時には企業は信用を得るのは難しくなり、信用と資本の不足は短期的に輸出を制限させることになるからである。実際に経験したことは、輸出は大幅な平価切下げから予想されたものからほど遠い状況であり、効果は無かった。このように経済諮問委員会の委員長であった直接的な経験から全体を見渡して、私は経済収縮の潜在的な影響を非常に心配した。

一方で、最近二十年のマクロ経済学の主要な進歩の一つは、ミクロ経済とマクロ経済を統合し、金融経済とミクロ経済とマクロ経済を統合する試みである。約四半世紀前、私は論文で金利の引き上げは一般的に倒産の可能性を高めると述べ始めた。そして出版された全ての著述にそう記している。それは、ほとんど全ての大学院の経済学コースの標準的な読み物となっている。実際ご存知のように、それは多くの場合に金利の役割・性質を再考させること

となった。より最近の約十～十五年前には、倒産の影響とマクロ経済を結びつけ、倒産をミクロの企業の論理からマクロ経済行動に取りこむ調査をし始めている。

それらの理論的な仕事からは、韓国やタイその他の多くの国々に見られるようなレバレッジの高い経済においては倒産の悪影響が大きいという懸念が非常に明確に導き出された。レバレッジの高さに対しては我々の多くが警告を発していたが、ポイントは我々がそれらのあるべきであった段階で警告をしないで、高まってから警告したことだ。さらに、それらの国には政府債務ではなく、民間債務に高いレバレッジが働いていたことを考えれば、それらのマクロ経済への悪影響は完全に予測できるものであった。

平価切下げのもう一つの影響についても討論、議論された非常に微妙な問題がいくつかあり、それらも考慮し、その二つを天秤にかけなければならない。例えばタイの場合には、我々が持っているデータでは、海外債務に高いエクスポージャーを持つ二種類の企業があったことを示している。一つは不動産会社である。商業用不動産用に貸し付けた銀行には多額の海外債務があった。それらの企業は、より一層平価切下げが進んでいけば、さらに借金はしなかっただろう。一度借金をしていれば、どれだけ借金をしても同じである。いずれにせよ、その時には不動産ブームは終わり、バブルが弾けていただろう。一方、外国為替のエクスポージャーを持っていたもう一つの主な企業グループは輸出業者で、損をした者がいる一方で儲けた者もいる。従って、私が実際に言いたいことはリスク分析こそ必要なものであるということである。これらアジアのケースを評価する時に、特に民間部門負債がコアにある時には、マクロ問題にアプローチする際にも、ミクロの基盤を非常に注意深く見る必要がある。

行天 もしあなたが帰りの飛行機の出発時間を遅らせられるなら、もっと話を伺いたいところだが残念だ。

質問者 今日のタイトルは「世界経済回復の処方箋」というタイトルだが、今世界経済として最も心配されているのは一体通貨危機がここで止まるであろうか、ブラジルでこの通貨危機の拡大というのが止められるであろうかということだと思う。これまでの通貨危機に対する処方箋、IMFの処方箋についてはいろいろな批判もあったが、ブラジルで通貨危機を止める、ここでchain reactionを止める、そのための処方箋はこうすべき、最も大事なことはこういうことという処方箋があれば教えていただきたい。

リプスキー 一点だけ付け加えたい。スティグリッツ氏は、韓国問題には精通していないものの、実際にIMFのプログラム策定に参画し協議を行ったものとして、IMFプログラム策定に関して非常に高度な議論を展開した。私は、実践的な議論を二つだけ取り上げ、どのようにそれがブラジルにあてはまるか見ていきたい。

まず第一に、多くの場合、このケースでは特にそうだが、どんなに事態が悪化しているかを政府当局は公然とは認めたがらないために、これらの協議は混沌とは言わないまでも極めて不安定な環境の中で行われたことである。従って、IMFプログラムの場合には、IMFは十分な選択肢が与えられなかった。あなたがたは、例えばだれもがGDPが大幅に下落した正確な数字を知っているのに、実体経済の安定を基礎としたと主張されるプログラムを、従って論理的には完全に整合的でないが効果的かもしれないプログラムを作るだろうか、あるいは当局の説明を額面通りに受け止め内部的に一致しているものの失敗するに決まっているプログラムを作るだろうか。簡単な答えは無いと思う。

IMFプログラムへの批判は、事態がどれほど深刻かを公的に認めたがらない危機国当局への批判とも表現できる。これはブラジルにもあてはまる。ブラジルには基礎的財政収支（国債費を除く財政収支）の過度の悪化により財政赤字になっていること、国営企業の構造改革の必要性、それに過大評価された通貨という3つの問題があったと思う。それらの3つの問題全てに着手すれば成功するとみるのは筋が通っているように見える。しかしIMFのプログラムは、恐らく当局の主張によると思うが、財政政策にのみ集中してしまった結果、信頼性に欠け特に国内投資家の信用を取り戻すために狙いを付けた当の国民を説得することに失敗した。国内投資家の信認喪失が資本逃避を招き、危機の引き金になるという単純な同じことを、我々は何度も学んでいる。そして国内の投資家の信認を回復させる措置を取らずに海外資金調達を申請することは解決策と無関係であり、今なお学ぶべき厳しい教訓と思われる。

最後に、もし国際的なシステムの安定性が五～六人のIMFの職員に依存しており、無秩序のさなかに到着しせいぜい二～三日間で内部的に一貫したプログラムを組立て、それが完全に効果的であると主張する構造改革プログラムを策定することにあるとすれば、そのシステムは致命的なまがいものと言われると思う。だれもがその利益、開かれた資本市場の恩恵に賛同できるシステムを設計しなければならない。多分スティグリッツ氏は拒絶するだろうが、解決策として多くの人々が開かれた資本市場を支持していることは議論を要しない。我々は、IMFの職員がアメとムチを采配してまわるシステムに頼るよりむしろ、市場の規律を効果的に機能する国際的なシステムを見つけなければならない。

榊原 ご存知の通り、IMFのスタンレー・フィッシャー氏が多少でも安定性を回復することを試みている時に、批評することは私の立場上好ましくないの、ブラジルのどんな具体的な案件にもコメントできない。しかしリプスキー氏のコメントについて一点申し上げる。ご存知のように我々はポール・クルーグマン氏が「心理ゲーム」と呼ぶように、市場に支配され群集心理に支配された心理ゲームを行っている。これは大変難しいことで、人々は市場が群集心理によって支配されていることを認めるべきである。そしてそれが状況を客観的に分析するために必要なことである。民間部門の協力が危機を解決するために極めて重要であるということを、民間部門の人々は認める必要がある。我々は民間部門に参加を呼びかける。たしかに危機国の当局とIMF、G7は非難されるべきであるが、民間部門は群集心理を持っていたのであり、危機が噴出する前に彼らがどう判断したかも分析する必要がある。

行天 残念ながら、時間が過ぎるのは早いもので、エキサイティングなセッションを終えなければならない。この二時間半の間に、世界の不調に明確な回答を示すことは出来なかったものの、このセッションでのより良い状況分析で多分これを明らかに出来るだろうし、次のステップの仕事を続けることが出来ると思う。

財団法人 国際通貨研究所 ©1999

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1－2－2

Tel: 03-3245-6934 Fax: 03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp/>