海外の話題

アジアはミンスキーのダウンサイクルに入るのか？～アジア通貨危機と今日～

農林中央金庫　シンガポール支店長　松本恭幸

主流派経済学者に挑戦し続けた孤高の経済学者ハイマン・ミンスキー（Hyman P. Minsky）。彼が唱えた金融不安定化仮説はリーマンショックと欧州ソブリン危機を機に再び「ミンスキー・モメント」として取り上げられ、彼の主著「Stabilizing an Unstable Economy」は生前以上の話題をもって再版、彼が晩年を過したポストケインジアンの砦、Bard College – Levy Economics Instituteも彼の研究をテーマとした大々的な会議を開催した。ミンスキーは、資本主義経済が金融的現象により内生的なブームと崩壊を繰り返す発展プロセスを理論化し、主流派経済学者が依拠する均衡状態は一時的で不安定な状況に過ぎないと喝破する。資本主義経済がその発展に必要とするレバレッジは、ブームの生成過程でキャッシュフローによる債務完済が不可能な「投機的金融主体（Speculative Financing Unit）」と利払いにすら追加借入が必要な「ポンツィ金融主体（Ponzi Financing Unit）」を生み出し、経済主体相互を結び付ける債権債務関係に大いなるリスクと脆弱性を包含させる。そして、ブームを創り出したアニマルスピリットは懸念、不信、不安へと変わり、想像された資産価値は下落、期待された債務の返済が不可能になるという金融的非整合性を引き起こす。最終的にブームは崩壊へと至る。簡単に言えば、これが「ミンスキーのサイクル」である。

1990年代のアジアブーム（1993-97年）とそれに続くアジア通貨危機（1997-98年）は「ミンスキーのサイクル」であった。このブームでは健全な直接投資も急増したが、機関投資家のエマージング投資や日米欧金融機関の貸出といった不安定な外貨資金が（資本規制を敷いていた中国とインド以外の）アジアに大挙した。アジアの政府部門は比較的慎重なレバレッジ運営を行っていたが、大手銀行や大手企業を中心とする民間部門がその資金を盲目的に受け入れた。結果、彼らは極めて高いレバレッジと共に、調達・運用の期間と為替のダブルミスマッチをバランスシートに抱え込み、金融システム全体に多大な影響を及ぼす「投機的金融主体」になった。韓国の銀行とチェボル（財閥）は外貨建短期負債で設備投資や海外展開を推進、タイの銀行や企業はBIBF経由の外貨建オフショアデットで積極的な不動産投資を行い、インドネシアのチュコン（財閥）も外貨建オフショア借入で設備投資と不動産開発に奔走した。そして、1997年7月のタイバーツ切り下げを契機とする海外投融資家の退出行動とそれに伴うアジア通貨の全面的な切り下げは、外貨建債務を現地通貨建で急膨張させ、「投機的金融主体」は「ポンツィ金融主体」へと変容、最終的に金融・経済は崩壊へと至った。アジア通貨危機のピーク時点（1998年）の韓国、タイ、インドネシアの対外債務カバー率（＝外貨準備÷対外債務）はそれぞれ37%、28%、16%という惨状で、経済成長はマイナスへと落ち込み、IMFの軍門へ下らざるを得なくなった。

現在はリーマンショックから欧州ソブリン危機。サブプライムローンに行き詰った米国個人部門、ギリシャやスペインの政府部門は「ポンツィ金融主体」の典型例である。そして、メディアは次のターゲットを求めて「アジアも例外にあらず」と「投機的金融主体」探しのネガティブキャンペーンを展開する。中国の2012年第二四半期の経済成長率が前年同期比7.6%（第一四半期：同8.1%）と発表されるや、輸出の悪化（5月：前年同月比15.3% → 6月：同11.3%）、鉱工業生産の低下（第一四半期：前年同期比11.6% → 第二四半期：同10.5%））、不動産価格の下落、地方政府の財政問題等のネガティブな側面だけを繰り返し持ち出し、ハードランディングシナリオを連呼。インドも2011年度数値（経済成長率6.5%

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

～ 2003 年以来の低水準、貿易赤字～ 55.8%増、等）や格付会社によるネガティブウォッチが発表されると「BRICS 初のフォーリングエンジェルの可能性」に加え、経済危機シナリオまで議論される次第。ユドヨノ政権下の経済成長が高らかに賞賛されていたインドネシアについてもメディアの粗探しは激しい。あたかも、アジアがミンスキーのダウンサイクルに入ったかの勢いである。

では、現在のアジアがミンスキーのダウンサイクルに入る可能性はあるのだろうか？アジアを見渡して「投機的金融主体」や「ポンツィ金融主体」になり得る経済主体を敢えて挙げてみると － 韓国～個人（住宅投資関連債務）、貯蓄銀行（不動産開発プロジェクトファイナンス）、ベトナム～商業銀行（国営企業向け不良債権）、インド～政府部門（財政赤字）、中国～銀行＋信託会社（地方政府融資平台（プロジェクトカンパニー）および不動産開発業者向け不良債権）、インドネシア～個人（二輪車ローン債務） － が列記できる。しかし、（不良債権の推計が難しいベトナムを除き）これらは国全体のファイナンスを揺るがすような規模の投機的金融主体にはならないだろう。また、タイ、マレーシア、シンガポール、台湾ではそのような主体は見当たらない。加えて、アジア通貨危機後の大手術により、アジア主要国の対外債務カバー率は（中国の貢献は大きいものの）42%（1998 年）→ 176%（2009 年）、対外債務 GDP 比率は 51%（同）→ 26%（同）と大幅に改善。ローカル通貨建市場の拡大、金融・財政のガバナンス刷新、慎重なレバレッジ運営による企業経営等も各国の金融システムの安定性を大きく向上させた。一方、ミンスキー的な視点から離れて、一般的なマクロ環境は、輸出市場の低迷と企業投資の減速による経済成長への下方圧力はあるものの、底堅い個人消費や域内貿易の拡大がアジア経済の底支えとなっていることは否定できない。

紙面の制約から結論を急ぐが、アジアはミンスキーのダウンサイクルに入る可能性は低い。欧米景気の低迷による経済成長の下方調整は必至であるとしても、内生した「投機的金融主体」や「ポンツィ金融主体」が破裂して経済が底割れするリスクは低い。一方、民主化要求、汚職等の不正に絡む政治不信、保守政治への飽き、経済的格差への不満、インフラ不足に起因する供給サイドの制約、潜在的インフレ圧力等に代表される内在的な政治経済要因に潜むリスクはアジアの安定成長を妨げる要因になり得るので、予断は許されない。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます