

変動相場の経験と金融危機の頻発

中尾 武彦

みずほリサーチ&テクノロジーズ 理事長・元財務官

変動相場制で何が変わったのか

1973年には主要国が全面的に変動相場制へ移行した。その結果、固定相場の維持にとって悪影響を与える国際的な資本移動を制限する必要がなくなり、銀行貸付、証券投資などの資本取引はむしろ国境を越えて自由に行われることが各国の経済発展に資するという考え方が強くなった。また、各国間の資本移動の拡大に伴い、1980年代以降、各国における金利や証券手数料の自由化、為替や利子のスワップ取引など各国金融セクターの改革と金融活動の活発化、高度化が進んだ。これらは、グローバルなサプライ・チェーンの構築、各国の年金や企業、個人への投資機会の提供、新興国の高成長、そして新興企業の興隆に貢献し、モノ、ヒト、カネのグローバル化を進捗させた。

IMFの役割も変わった。IMFは、主として先進国間の固定相場制を維持する、そのために必要があれば外貨の貸付を行う、という役割から、ラテン・アメリカやアフリカなどの新興国、途上国において、国際収支困難の際に長期の貸付制度も用意して支援を行うという役割に変質していった。この際に、のちに「ワシントン・コンセンサス」と呼ばれるような市場志向の経済改革を貸付の条件とした。

ちなみに、ワシントン・コンセンサスは、1989年にワシントンの国際経済研究所の研究者であったジョン・ウィリアムソンが論文のなかで用いた言葉である。財政赤字の縮減、補助金のカットと教育や保健、インフラへの投資、課税ベースの拡大などの税制改革、金利の自由化、貿易の自由化、直接投資の受け入れ、国有企業の民営化や規制緩和など、1980年代のラテン・アメリカの債務危機に対応するうえで、ワシントンに所在するIMFと世界銀行、それに米国財務省が推し進めた政策パッケージを指している⁽¹⁾。

IMFは、1990年代の旧ソ連や東欧諸国、ベトナム、カンボジア、ラオスなどインドシナ諸国の市場経済移行にも大きな役割を果たした。一方、先進国においては、為替レートは市場に基づいて決まるし、外貨建ての借入れを国際的な市場で行うことも容易なので、IMFによる救済が必要となるような国際収支困難には陥る可能性が低くなった。

ただし、変動相場制に問題がないわけではない。言うまでもないことだが、事業を行う企業や消費を行う家計にとっては、為替レートは安定していることが望ましい。変動相場制では通貨という価値の基準が他国の通貨に対して常に動くわけだから、そのことがもたらす困難は大きい。為替リスクをヘッジする手段は増えているが、完全にヘッジできるわけではないし、コストもかかる。1970年代の当局者たちが固定相場制への復帰をあきらめていなかったことも十分に理解できる。

変動相場制は必ずしも期待されたメリットをもたらさなかった

変動相場制への移行時に予想されていなかったようないくつかの限界も次第に明らかになってきた。第1に、固定相場制から変動相場制に移行した当初は、変動相場制には、国際収支不均衡の自

動的な是正、各国の金融政策の自立性の高まりと海外からのインフレの遮断、固定為替レートの調整を見込んだ投機的な短期資金の移動の抑制、それに基づく為替レートの安定、外貨準備の節約などのメリットがあると期待されていた。しかし、現実には必ずしもそのような効果は得られなかった。

すなわち、実際には、金融政策や成長率などへの期待の変化から短期資金の国際的な移動は大きく、為替レートは短期的に予見しがたい大幅な変動を示し、貿易、物価、雇用にも大きな悪影響を与えることが生じた（volatilityの問題）。また、経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）では説明できないような為替レートの水準が中期的に継続することも見られる（misalignmentの問題）。これと裏腹だが、大幅な経常収支の不均衡が継続することがある。

さらに、各国、特に新興国は先進国の金融政策の影響を大きく受けるため、金融政策は制約を受ける。たとえば、米国の金融緩和により資金が流入し、自国通貨が切り上がる場合には、金融引き締めは金利上昇を通じて資金のさらなる流入を招くので、必要な引き締めを行うことが難しくなる。逆に、米国が金融政策を引き締めに変換する場合には、資金の流出、為替レートの減価、それに金利の上昇（債権の売り）などを招くが、金利を下げるために新興国が自国の金融を緩和することはさらなる資金流出につながるため難しい。

関連して、各国の外貨準備はむしろ積み上がる傾向にある。特に、アジア諸国は、1997年から98年のアジア通貨危機以降、危機時にIMFに救済を求めることを避けるべく（IMFによる支援が国の信用と政策の自立性を損ねるとの理解）、外貨準備を積み上げた。そのことが米国債への需要を高めて、米国への資金流入を招き、米国の経常収支赤字を継続させたという議論もある。

第2に、非常に一般化して言えば、各国間の資金移動と活発化した金融活動は、産業資本に対する金融資本の優位性を高めた。つまり地道に製品の開発や改善、製造に従事するような活動よりも、投資銀行で金融商品を開発し、それを売り込むような活動のほうが、はるかに大きな利潤や高い所得をもたらすことが起きている。金融セクターは、新たな価値の機会の発見と金融仲介を通じた資金動員、企業活動のモニタリングやガバナンス提供など、資源配分の効率性に非常に重要な役割を持っているが、金融活動が実体経済を必要以上に振り回しているような面はないだろうか。

これらの問題から、ブレトンウッズ体制におけるような、経済活動に一定の制限はあるがより安定した社会のほうがよかったのではないかという人もいる。しかし、現実には、そのような社会に戻ることはかなわなくなっている。「国際金融のトリレンマ」という概念がある。為替の安定、資本移動の自由、金融政策の独立の3つのうち、2つは満たすことができても、3つは同時に満たせないというものだ。やや単純化して言えば、戦前の金本位制は、各国の通貨価値は金との間、そして相互に固定され、資本移動も自由だったが、金そのものが国の間で移動することから（「金の現送」）貨幣量は変化し、各国の金融政策の有効性には制約があったとされている。ブレトンウッズ体制は、資本の移動を制限することにより、固定制を維持して、金融政策にも一定の独立をもたらした。その後の変動相場制は、資本移動の自由と金融政策の独立を取って、為替の動きを市場に任せているシステムということになる。

固定相場制のほうがよかったと言っても、以前のように資本移動に厳しい制限を設けることは、資本取引の態様が高度化し複雑になるなかで、実際上不可能であろうし、メリットも大きい資本の移動を止めることは望ましくもないだろう。

大規模な危機の頻発

変動相場制から来るより明白で、激しさを伴う問題は、国境をまたぐ大規模な危機がより頻繁に起きようになっていることだ。すなわち、各国間の大量の資金移動や金融セクターによる過剰な

貸し付け（証券投資を含む）は、1997年から98年のアジア通貨危機、2008年のリーマン・ショックに始まった世界金融危機、2010年から2013年にかけてのユーロ圏諸国の公的債務危機など、大規模な危機を頻発させることになった。日本のバブルとその崩壊、1990年代後半の金融危機も例外ではない。

これらの危機には、いくつかの共通点がある。まず、何らかの制度的な変更をきっかけに新たな金融活動の機会が認識され、楽観的な見通しとそれを合理化するような説明も生まれる。制度的な背景という点では、日本の場合は金利や証券取引の規制緩和、アジア通貨危機では資本流入規制の緩和、米国発の世界金融危機では金融活動の自由化、それがもたらした証券化やノンバンクの活動、過度なリスク・テークやレバレッジに対する規制の弱さ、ユーロ危機は、ユーロという共通貨幣の導入に基づく国境を超えた資金移動の活発化と為替リスクがなくなったという認識がある。

危機の前段として、金融セクターは、過度なレバレッジ（自己資本に対する借入れの拡大）とリスク・テークを行って投融資を拡大し、国によっては短期的な資金が大規模に流入する。それらはやがて不動産や株式などの資産価格の高騰を招き（バブル）、また、輸入の急増から経常収支の赤字も生む。このような経済過熱の過程では、経済活動の好調を受けて、為替レートも強めになることから、輸入物価の低下を通じて消費者物価は比較的安定し、金融政策の引き締めは遅れがちになる。歳入も増えて、財政はむしろ健全化し、歳出を減らす必要も感じられない。

しかし、これらが持続可能ではないと認識されたとき、すなわちバブルが崩壊すると、金融機関や国による借入れのロールオーバー（借り換え）が困難になり、また、これまで大量に流入した海外資金が流出し始める。資産価格や為替は下落し、国債は売られて利回りは上昇し、財政も逼迫する。金融機関の借り換えが難しくなると、流動性不足による破綻のリスクが高まる。貸付資産の不良化により銀行のバランスシートは毀損して、債務超過による破綻のリスクも増大する。そこまで行かなくても銀行は資本不足から貸し付け余力が制限されて、クレジット・クランチを招き、それがさらにマクロ経済状況を悪化させて、資産価格を下げるという悪循環に陥る。銀行に公的資金を注入して危機を止めようとするのが、財政赤字のさらなる拡大と国債金利の上昇を招き、経済下支えのための財政出動の余地も減ることになる。

アジア通貨危機の場合

上記の金融危機のなかで、多くの国を巻き込んで、第二次世界大戦後の最も深刻な経済危機の1つとなったアジア通貨危機を具体的に見ていこう。危機は1997年7月にタイで始まった。それは当初「通貨危機」とみなされた。多額の流入から巨額の流出へと、国際的な資本の逆流が生じ、その結果、外貨準備高が急速に枯渇し、各国が為替レートをドルに対して安定させていた「事実上のドルペッグ」（de facto dollar peg）が崩壊することとなった。その後、この通貨危機は、さらに、深刻な「金融危機」につながっていった。

危機の影響が特に大きかった4ヵ国、すなわちインドネシア、マレーシア、韓国およびタイではGDPが大きく収縮し、「経済危機」が起こった。さらに、香港、フィリピン、シンガポール、台湾など、他の東アジアおよび東南アジアの主要な国・地域にも通貨、金融、経済に関するショックを与え、その影響は世界の他の地域へと広がった。

アジア通貨危機は、複数の要因が重なって起きたものであった。その1つは、資本市場の自由化が早すぎたことであった。それには、経常取引に加え、資本取引の自由化を各国に推奨したIMFにも責任があるだろう。海外の投資家がアジア域内の力強い経済成長と、多くの国での事実上のドルペッグ（これによって為替リスクが覆い隠されていた）に引き付けられ、巨額の外国資本、特に

比較的低金利の短期銀行信用の流入を招いた。銀行による不十分なリスク管理、脆弱なコーポレートガバナンス、そして財務上の不透明性が、過剰な借り入れと、極めて非効率な国内投資、すなわち生産性の高い事業ではなく不動産などへの投資につながった。巨額の資本流入によって景気は過熱し、資産バブルが引き起こされ、多額の経常収支赤字も生まれた。

関連する要因が、通貨と期間の二重のミスマッチであった。安定した為替レートは、銀行に米ドルでの多額の借り入れと現地通貨での融資を促した（通貨のミスマッチ）。同時に、銀行は、外国からの流入により賄われた短期債務を原資とした、長期にわたる、多くの場合流動性のないプロジェクトへの投資を行っていた（期間のミスマッチ）。

この状況がもはや維持不可能であることが明らかになったとき、外国の貸し手は、短期負債のロールオーバーを拒否し始めた。これによって民間資本の流入が全体として急減し、通貨への圧力はさらに強くなった。その後の大幅な通貨の切り下げがさらに経済への信頼を損うこととなり、株式と不動産の価格が下落し、それがさらに企業の破綻や不良債権の急増につながった。こうしてアジア危機は、通貨危機が引き金となって金融危機と本格的な経済危機へとつながってしまった。

これに対して、深刻な影響を受けた各国はさまざまな方法で経済の安定化を試みた。インドネシア、韓国およびタイは二国間および多国間パートナーが支援する、IMFによる支援プログラムを選択した。これには、政策金利の引き上げや財政支出の削減、広範囲の構造改革などの条件が付された。これに対してマレーシアは、マハティール首相のリーダーシップの下、IMFの支援を求めると同時に、資本流出規制を導入し固定為替相場制を堅持した。

このマレーシアによるアプローチは正統ではない、異質だとして批判されたが、結果的に危機を防ぐことに役立った。一方、IMFプログラムは、貸し付けのための条件が必要以上に多く、厳格であったと批判された。インドネシアでは、問題を抱えた多くの銀行の清算をIMFが全額の預金保証なしでも要求したため、取り付け騒ぎが生じ、銀行危機がさらに悪化した。韓国では、IMFが同国の財政が黒字となっていたにもかかわらず財政支出の削減を求めたため、景気の低迷が深刻化し社会に長期的な悪影響が生じた。

2010年7月12日、韓国・大田での記者会見において、ドミニク・ストロス＝カーン IMF 専務理事（当時）は「（前略）我々はいくつかの失敗を犯した。しかし、我々はアジア危機の際の経験から教訓も得た」と述べた。アジア通貨危機以降、IMFは資本移動のマネージやマクロ・プルーデンシャル政策など、より現実的かつ実用的なアプローチを採用している。批判の一方で、IMFプログラムはアジア諸国に必要な改革を促進したとの議論がある。韓国の近年の力強い経済パフォーマンスは、市場の機能を高めたIMF改革の成果だという指摘もある。

実際、危機に見舞われた国々はいずれも、広範囲にわたる構造改革を行った。そのなかには、①金融上の監督の強化、銀行の資本強化（公的資産管理会社を通じた不良債権への取り組みも含む）、②為替レートの柔軟性（マレーシアは1998年から2005年まで固定為替レートを維持したため遅れて実施）、③健全な金融政策の追求を目的とする中央銀行の独立性の強化、④財政の健全性を確保するための枠組みの設定、⑤コーポレートガバナンスと再編、破産および競争に関する法令の強化などの一連の広範な改革、があった。

《注》

- (1) ワシントン・コンセンサスの考え方に基づく構造調整融資はIMFと世界銀行によりアフリカ諸国にも用いられたが、その教科書的な適用は、ラテン・アメリカやアフリカ諸国で期待通りの成長や貧困削減を生んだとは言い難い。アジアの新興国の成功は、上記のような標準的な処方箋に従いつつも、より漸進的、実地的な形で適切な政策をとってきたことによっている。アジアの成長が市場の機能というよりは国家の主導によってもたらされたと思われるとしたら、誤解だ。アジアがワシントン・コンセンサスとは基本的に異なる考え方に基づいて成長したわけではない。筆者が編著者を務め、アジア開発銀行が2020年1月に刊行した「アジア開発史」（日本語版も勁草書房から2021年8月出版）もこの点を強調している。