【紹介】

国際通貨制度と市場自由化論

小野塚佳光

はじめに

アジア通貨危機（1997-98年）の原因や深化・波及過程に関する研究は、時間とともに、いくつかの点で一定の合意を形成しつつある。たとえば、急激な資本流出がそれまで信認されていた（事実上の）対ドル固定レート制を維持不可能にした、と多くの研究が指摘している。アジアに流入していた民間資本の性質や、それを促した政策、制度、IMFによる監督や政策監視、資本流出により引き起こされた不況や国際的波及の適切な防止策、などをめぐる論争は、国際通貨制度に関する基本的な問題と関わっている。

通貨危機を見て、なぜ為替レートが変動しなければならないのか？ なぜ異なった通貨が存在するのか？ なぜ IMF は貧しい国を助けてくれないのか？ なぜ自由な資本市場や国際取引が必要なのか？ などの疑問をもつ人は多いだろう。あるいは、市場が機能すれば、通貨危機は起きないはずではないか？ それとも、通貨危機こそ市場の正しい反応、その調整過程の一部であったのか？

危機の後、多くの改革論が唱えられた。その中には、市場の機能が正しく理解されていない、として、政府や IMF の間違った市場介入に通貨危機の責任を求める経済学者もいた。しかし私は、繰り返される危機の教訓を生かすためには、どのような社会的・政治的条件が必要か、という問題が重要である、と考える。

本稿では、積極的な市場自由化を肯定する考えから国際通貨制度のあり方を考察した以下の8つの研究を取り上げる。

Morris Goldstein, *The Asian Financial Crisis: Causes, Cures, and Systemic Implications*, Institute for International Economics, 1998.

Morris Goldstein, *The Case for an International Banking Standard*, Institute for International Economics, 1997.

David F. Derosa, *In Defense of Free Capital Markets: The Case Against a New In-*

- ternational Financial Architecture, Bloomberg Press, 2001.
- Max Corden, *Economic Policy, Exchange Rates, and the International System*, Oxford University Press, 1994.
- Max Corden, *The Asian Crisis: Is there a way out?* Institute of Southeast Asian Studies, 1999.
- Robert Solomon, *Money on the Move: The Revolution in International Finance since 1980*, Princeton University Press, 1999.
- Robert Solomon, *The Transformation of the World Economy, Second Edition*, Macmillan Press, 1999.
- Alexandre Lamfalussy, *Financial Crises in Emerging Markets: An Essay on Financial Globalisation and Fragility*, Yale University Press, 2000.

1 アジア通貨危機と市場改革の促進

アジア通貨危機の原因と対策について、国際通貨制度への反省も含む、優れた展望を与えたのはモリス・ゴールドスタインの研究である¹⁾。危機の原因として彼が指摘したのは、以下の三つである。(1) 金融部門の脆弱性、(2) 対外部門の問題、(3) 伝染 Contagion.

(1) 金融部門の脆弱性

1990年代に、通貨危機に陥った ASEAN の4カ国(タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン)では、銀行やノン・バンクの融資増大による投資ブームが起きていた。それが不動産や株式の価格を上昇させた。外国為替市場への不胎化介入と金利の上昇で、大量の民間資本が流入した。こうした状態こそが、金融引締めや循環の変動に対する脆弱性を増した。すなわち、景気の過熱を抑えるために金利をさらに引き上げた結果、不動産価格は下落し、不良債権が増加した。

タイとインドネシアでは、銀行と顧客企業がロール・オーバーと為替変動のリスクを分担することで合意していたことが脆弱性を増していた。あまりに多くの外国からの借入れが、短期の外貨建資金として利用を増やしたのだ。タイ・バーツやインドネシア・ルピアは、何年もドルに対して安定した価値を維持していた。また、日本経済は銀

1) Goldstein, M. (1998) *The Asian Financial Crisis: Causes, Cures, and Systemic Implications*, Washington: Institute for International Economics.

行部門に莫大な不良債権を抱えていたが、国民はその救済を望まず、経済活動が回復しない以上、まだずっと低金利が続くと思われた²⁾。

通貨建てと満期構造で金融機関にミス・マッチが増大したのは、こうした国々で金融監督が不十分であったことを意味している。それどころか、多くの政府系銀行、さらに民間銀行も含めた金融部門全体が、政府による政策的な手段として利用されていた。他方、融資を行った外国金融機関にとっても、1990年代は世界的な過剰流動性の時代であった。4200億ドルを超える民間資本がアジアの発展途上諸国に純流入したが、特に東京では極端に低い金利で「キャリー・トレード」が盛んに行われた。さらにタイが BIBF を設立したように、民間銀行や企業の海外借入れを容易にする措置が採られた。

何よりも、アジア地域の成長は、新興市場の中でもこの地域を特に魅力的な融資先に行っていた。世界市場との統合を進め、高成長、高貯蓄、高投資、そして健全な財政状態を維持していた諸国は、外国の銀行から見て「改革の優等生」であった。

(2) 対外部門の問題

通貨危機に陥った ASEAN の 4 カ国は、いずれも GDP の 3.3% (インドネシア) から 7.9% (タイ) に及ぶ経常収支赤字を示していた。しかし当時、それらは「良い」赤字である、とみなされた。なぜなら、それは公的部門の赤字によって生じたものではなく、また、消費ではなく投資を増やすために外国からの借入れが増えたからである。

ゴールドスタインは、経常収支赤字が 5 つの点で通貨危機を深刻にした、と指摘する³⁾。まず第 1 に、投資の質が悪化していた。安易な不動産投資や、企業の過剰設備が増え、政府は独占的に過大なインフラを計画し、公共事業を続けていた。第二に、実質為替レートがこの 2 年ほどの間に国際競争力を損なっていた。それは、第三に、1996 年からの商品輸出の落ち込みに示されていた。在庫の過剰など、一時的な要因が指摘される一方で、アジアの輸出志向型成長が将来も維持できるか、不安が生じた。第四に、輸出構造の良く似た中国が、直接投資を集めて、急速に ASEAN 諸国の地位を脅かすようになった。最後に、国内の過剰設備、激化する国際競争、アジア諸国との間で増大する経常収支赤字にアメリカ国内の保護主義が高まっていることを考えれば、輸出の増加は望めなかった。

2) *Ibid.*, pp. 8-9.

3) *Ibid.*, pp. 14-17.

(3) 伝染 Contagion

アジア通貨危機では、過去の通貨危機の伝染パターンと異なって、小さな国からより大きな国へと危機が広がった。ゴールドスタインは、伝染のメカニズムとして、特に国際資本市場の評価を一瞬で変化させた「ウェイク・アップ・コール」が重要であった、と考える。

ウェイク・アップ・コール仮説とは、タイの危機が多くの国際投資家に、同じような条件のアジア債務諸国について、その信用度を一齐に再評価させた、という仮説である⁴⁾。以前から、既述のような弱点は他の諸国でも見られた。その呼び名がついたのは、民間投資家や格付機関がタイ危機の前までリスクをその指標に反映させなかったことによる。たとえばムーディーズもスタンダード&プアーズも、長期のソブリン・リスクに関して、危機に至る18ヶ月間の指標は変化を示していなかった。

危機の伝染を導くその他のメカニズムもあつただろう。タイがもたらす貿易や投資による直接の影響は限られていた。しかしタイやインドネシアは相互に貿易取引が増加していたから、通貨の競争的な切下げが起きた。そして危機がアジア全体に波及した後、国際商品価格の低下を介して、ラテン・アメリカなどへも伝染したと考えることができる。

ゴールドスタインは、日本の銀行が融資の回収やデフォルトの波及により、アジア通貨危機を悪化させた、と考える。日本の金融的な混乱は内発的な危機であり、韓国もチェボルの過剰設備投資が危機の主要な原因であった。他方、1994年に中国が通貨を切下げたことは、人民元が高インフレによってすでに割高であったから、実質的には大きな切下げではなかった、と述べている。これらの評価は意見の分かれる点であり、危機の伝染を個々の要因に分けて評価することは難しい。日本経済が好調で、日本の民間銀行がアジア諸国向けの債権を積極的に組替える役割を担っていたら、通貨危機の感染を防ぎ、その処理も全く異なっていただろう。

アジア通貨危機を以上のように理解するなら、国際通貨制度の改革はどうあるべきか？ まず、危機にあった諸国が金融部門の改革を進め、為替レートの弾力性を高め、日本の景気回復や中国に通貨切下げの自制を求める。さらに、アジア諸国が政策協議を定期的に行い、IMFも加えた地域制度（APECの東アジア・太平洋幹部会議）や、G7諸国とアジア諸国とが為替レートに関してより緊密に協調することを、彼は求める。

4) *Ibid.*, p. 18.

危機からの回復にとって、安定した為替レートと開かれた市場が何よりも重要だからである⁵⁾。

彼の考えでは、IMF が行った救済融資とその条件に関して、多くの批判は根拠が乏しい。たとえば、危機が起きるまで各国の経済は健全であったにもかかわらず、投資家の心理的な動揺や伝染の「犠牲」となって、厳しい緊縮政策を強いられるのは不当だ、という批判である。しかし、銀行や企業が外貨建の融資を取り込んで過度の拡大に走った。その結果、金融部門の脆弱性を増し、対外不均衡も拡大して、オーヴァーシュートを招いたのだ⁶⁾。

逆に、変動レート制に向かう国際通貨制度の流れから見て、そのための各国の調整を遅らせるような IMF の融資は必要なかった、という批判もある。これに対しては、IMF の本来の目的が正しく理解されていない、と反論する。国際収支問題を抱えた国が、世界経済の成長をできるだけ破壊しないような形で、円滑に調整を行えるよう助言や支援を行うのが IMF である。その意味で、緊急融資は各国が競争的な通貨の切下げや為替管理に訴えることを抑えたのである。

融資条件に関する批判をめぐっては、彼の反駁が必ずしも合意を得ていない。ゴールドスタインは、市場の信頼を回復するために融資条件で個別問題に言及すべき場合もある、という。ただしそれはその国の通貨危機、銀行危機に対して、必要かどうかで判断すべきであって、アメリカの利益であるかどうか、環境基準を満たしているか、労働者・農民の生活を保障すべきか、などは融資条件から切り離されるべきである⁷⁾。

あるいは、極端に厳しい金融政策や財政政策を要求し、金融機関の閉鎖を求めたことは間違っていただろうか？ この点でも、彼は批判そのものではなく、その程度を問題にする。いくら高金利にしても資本流出には効果が無く、成長を破壊して、逆に金融部門の改革もできないとか、輸出部門が生産を続けるためにも資金が枯渇するようでは、引き締めは行き過ぎであろう。また、民間部門の過剰設備が緊縮財政で解消されるわけではない。しかし他方、資本流出が続いている国に、IMF が低金利で救済融資を行うわけには行かない。また、不健全な銀行から資金が流出するとしても、それは妨げるべきではない⁸⁾。

5) *Ibid.*, p. 28.

6) *Ibid.*, p. 32.

7) *Ibid.*, p. 34.

8) *Ibid.*, pp. 34-37.

ゴールドスタインは、アジア通貨危機についての10の教訓、を要約している⁹⁾。

- (1) 経済発展の過程で、金融部門の改革や金融監督を遅れたままに放置してはならない。
- (2) 外国からの借入れの中身に注意しなければならない。特に、過大な自国通貨価値で為替レートを固定化するために外貨準備が急速に減少する場合は、警戒が必要だ。
- (3) 銀行やノン・バンクが不動産・株式の購入のために融資を急激に増やすことは、どこでも問題の前兆である。
- (4) たとえ投資に向けられていても、その質が悪い場合は、経常収支の赤字が拡大することを無視できない。
- (5) 不十分な金融監督、間違った政策に促された金融取引、資本勘定の自由化は、危機を呼び込む。
- (6) 投資家によって無視されてきた長期にわたる弱点が、他国の危機によって、異なった意味を持つようになる。危機が伝染する過程では、特に透明性や情報開示が不十分である場合、投資家はそれが健全な企業であっても区別できない。
- (7) 政治不安、改革見通しの不確実さ、広範な伝染の可能性がある、為替レートや株価は大きくオーバーシュートする。
- (8) その地域の最大の経済（アジア諸国にとっては日本）がマクロ経済や金融部門、為替レートに問題を抱えている場合、各国が危機から脱出することは難しい。
- (9) 一国内部であれ、外国からであれ、保証の無い大規模な民間債権者に政府が保証を与えたり、金融的な支援を与えたりすることで、モラル・ハザードを招いてはならない。
- (10) 新しい国際金融アーキテクチャーの基本は、① モラル・ハザードの抑制と民間債務の秩序正しい・弾力的な組替え、② 発展途上諸国に対する国際的なブルーデンシヤル基準の要請、③ 国際金融市場における透明性と情報開示の改善、④ IMF サーベイランスの強化、⑤ 世界的規模の金融企業によるリスク管理強化、である。

この最後の教訓が、国際通貨制度の改革に関する“Halifax II”である。これは、メキシコ・ペソ危機を受けて1995年6月にカナダ・ハリファックスで開かれた、G7によるサミットで合意された国際金融制度・金融監督に関する提言を、さらにアジア通貨危機

9) *Ibid.*, pp. 65-67.

の経験も活かして改訂したものである。

ゴールドスタインは、その中でもモラル・ハザード問題が、アジア通貨危機により重視されるようになったという。すなわち、金融システムの安定性に配慮した公的な救済融資が、民間部門の負担を肩代わりすることになり、長期的には一層大きなリスクのある民間投資を促してしまうのだ。そこで彼は、融資を受ける国の政府に対して、リスクを十分に考慮しない民間債務者に包括的な保証を与えないように条件を付け、また、アメリカの1991年・連邦預金保険公社改正法（FDICIA）をまねた法律を制定するように求めている¹⁰⁾。

民間部門の公平なコスト分担という意味で、彼は民間対外債務も秩序に従って、弾力的な債務の組替えを行うべきだ、と主張する。1980年代の債務危機の処理では、実物経済に対する危機の影響が長期にわたって増幅された、と考える。そのために、債券保有者の代表機関をあらかじめ組織し、迅速に再交渉に応じるよう、債券の条件に修正を加える。債券保有者委員会は、多数決によって、新しい条件での債券に債務が借り替えられることを認める。民間部門に交渉を促し、正当な条件で合意がなされるように、IMFなどの国際機関が返済を猶予する期間の融資を行い、交渉を仲介する。こうしたことが必要である¹¹⁾。

これらの改革を国際的に実現できるだろうか？ 政府間の交渉は非常に難しい。この点については、ゴールドスタインがアジア通貨危機の直前に示した「銀行業に関する国際基準（International Banking Standard: IBS）」を紹介する¹²⁾。

彼はこの研究で、新興市場経済を含む国際通貨制度改革論の一つの重要な方向を示していた。すなわち、政府間合意から民間市場主導へと、国際通貨の管理・監督主体が変化していくだろう、というものだ。こうした観点から既存の国際通貨制度を見れば、そこには民間参加者が正しい行動を選択するような誘因と規律が欠けている。「銀行の所有者や経営者、債権者が、銀行を支払不能にした場合に『十分な損失を負わせる』ような誘因の体系が無く、規制に手加減を加えるよう、納税者あるいは銀行監督者に圧力がかかるのを防ぐことも無い。」¹³⁾

10) *Ibid.*, p. 46.

11) *Ibid.*, pp. 50-52.

12) Goldstein, M. (1997) *The Case for an International Banking Standard*, Washington: Institute for International Economics.

13) *Ibid.*, p. 18.

そこでゴールドスタインが注目するのは、たとえば1988年のいわゆる BIS 規制のような、国際基準の利用である。その特徴は、主要金融市場を監督する金融当局が集まって国際基準に合意し、それを各国の金融監督当局や各金融機関が自主的に採用するかどうか決める、という点にある。

既存のアプローチでは、銀行危機を経た後、各国が IBS を採用するように促される。そうではなく、IBS をあらかじめ示すことで、各国はその採用に向けて動き出すように市場から圧力がかかるのである。また、既存のアプローチでは、各国の金融当局が改革の責任を負うために、国内の政治的圧力や利益集団との関係が制約となっていた。IBS は、多国間の合意により、国際機関の支援を得て、発展途上諸国が採用することを奨励するものである。その場合、金融監督者よりも、市場が強力な誘因と規律をもたらすだろう。十分な情報を提供し、IBS を満たしている国や銀行は、市場から低い金利で資金を調達でき、逆に、それに失敗すればコストが上昇する。

IBS と市場圧力は、主要金融市場への参加資格としても作用する。主要国の金融市場が外国からの金融機関に参加の条件として IBS を満たすように求めれば、自国の金融監督者が採用していなくても、国際的な銀行業を行う個別の金融機関が自主的に IBS を採用するだろう。また適切な情報が公開されるなら、IBS の達成が市場における銀行間の競争を通じて、互いに採用を促す¹⁴⁾。

もちろん、IBS は万能薬ではない。IBS が達成されれば、金融機関や銀行部門が脆弱性を減らすけれども、その国が内外の大きなショックに遭えば危機は避けられない。各国はマクロ経済の安定性を維持し、為替レートのみスアラインメントを避けなければならない。また会計基準の整備や、適切な金融・財政制度など、全体として改革を進める中で、IBS も重要になる。

しかし、もっとも困難な決定は、IBS に何を含めるか、である。主要国間で金融制度や監督が大きく異なっている場合、しばしば国際的な基準が合意できない。ゴールドスタインも、各国間の規制の違いを完全に調整すること (harmonization) は求めている。むしろ、異なったクラブのように、IBS 間で各国や個別の金融機関が選択を行い、彼らの参加や離脱によって IBS 自体が改善されることを目指している¹⁵⁾。

このように、ゴールドスタインの IBS 論では、マクロ政策への監視や金融制度の改

14) *Ibid.*, pp. 28-32.

15) *Ibid.*, p. 37.

革、市場の失敗、主要国の金融市場や政府間の対立、などが重要である。他方、国際資本市場の完全さを主張し、「新しい国際金融アーキテクチャー」自体を強く否定したのがデイヴィッド・F・デローザである¹⁶⁾。

デローザは、規制の無い、完全に自由な資本市場であれば通貨危機は吸収できるが、各国の政策や誤った規制が危機を拡大した、と考える。すなわち、危機は国内から生じており、資本が自由に国際間で移動することや、為替レートが自由に変動することが、通貨危機の原因ではない、と彼は考える。

危機の本当の原因は、主要国による為替レートへの介入と、新興経済による間違っただけの為替レート制度の選択にあった。前者を通貨危機との関連だけで評価することは難しいが、例えば1994-95年に、アメリカ財務省のロバート・ルービン長官が、ドイツや日本の金融当局と協力して、ドル価値の下落、特に円高を阻止しようとした。ドルは1995年4月を底に、その後は上昇し、アメリカを中心としたG3が、「強いドル」はすべての者にとっての利益である、と主張するようになった。そして、ドル建の対外債務を巨額に積み増したアジア諸国は、危機へと導かれたのである¹⁷⁾。

デローザが金融政策の誤りを批判するのはこれだけではない。1973年に始まって、特にG5による1985年のプラザ合意は中央銀行が外国為替市場に大幅な介入を行ったし、景気回復を妨げた1990年代の日銀や、株式市場に大幅な介入を行った1998年8月の香港でも自由な取引が妨げられた。アメリカ連銀は1987年のブラック・マンデーや、1998年のLTCM危機で、その目的とは別に、金融市場の機能を妨げた。市場に対する反感は次第に高まり、1995年のハリファックス・サミットで、フランスのジャック・シラク大統領は、外国為替市場の投機を「世界経済の AIDS である」と非難した。

これに対してデローザは、外国為替市場の危機、もしくは通貨危機は、投機によって起きるのではなく、ファンダメンタルズの変化と政策や制度の選択が原因となって起きると主張する。特に固定レート制度は通貨の安定性を人為的に高め、その後の危機をもたらした。彼は、為替レートが固定されている国で金利が国際的な水準と異なっている場合に生じる“carry trade”や“convergence play”を重視する。すなわち、固定レートが信認されている限り、少しでも金利の低い国で資金を調達して、金利の高い国に投

16) DeRosa, D. F. (2001) *In Defense of Free Capital Markets: The Case Against a New International Financial Architecture*, Princeton: Bloomberg Press.

17) *Ibid.*, p. 7.

資すれば、コストを要せずに利益を納めることができた¹⁸⁾。

しかし、固定されていた為替レートが維持できなくなれば、投資家のリスクは一気に顕在化する。巨額のキャピタル・ロスを恐れ、投資家は資本を回収し、あるいはヘッジを行おうとして、外国が替市場でその国の通貨を売るために殺到した。通貨危機のとき、国際的な投資家やヘッジ・ファンドよりも、通貨価値の暴落を恐れる国内の居住者の方が、常に、先行して大量の自国通貨を売り始める。ヨーロッパでもメキシコでもアジアでも、固定レート制と経常収支赤字、投資環境の悪化が、通貨危機発生に共通した条件であった¹⁹⁾。

デローザは、タイが国内の景気加熱に対して財政赤字削減や金利引上げに失敗したことや、インドネシアのいわゆるクローニー・キャピタリズムを批判し、またマレーシアが資本規制を導入する必要は無かった、という。直接投資であっても、多国籍企業は現地通貨建資産のエクスポージャーを減らすために、危機に際して積極的に現地通貨を売るだろう。マハティールがすべきことは、資本管理よりも、経済への介入を減らすことである。また、韓国も発達した金融部門を欠いており、政府や中央銀行が民間企業の過剰投資を保証するような構造になっていた、と指摘する。

「新しい国際金融アーキテクチャー」は、その前提となる通貨危機の「伝染」“contagion”という理解が、そもそも間違った類推に基づいている。彼にとって、通貨危機は伝染病ではなく、むしろ心臓麻痺である²⁰⁾。健康な人にも伝染する病気ではなく、高血圧やコレステロール値の高い人が心臓麻痺になりやすいように、一定の共通する特徴があるのだ。タイのように先物市場に介入しても効果は無いが、ブラジルは高金利政策とIMFからの融資、ジョージ・ソロスのヘッジ・ファンドから Arminio Fraga を中央銀行総裁に招いたことで、市場の信頼を回復できた²¹⁾。

彼のこうした理解から導かれる国際通貨制度とは、自由な資本移動を最大限受け入れる制度である。すなわち、資本規制やターゲット・ゾーン、トービン税ではなく、各国は変動レート制を採用するべきだ。なぜなら、変動制はそれがオーヴァershootすることも含めて経済構造の変化を示しており、政策や経済主体が調整すべき問題を示すからである。為替レートの変動を抑制したり、安定したレートを強制したりする試みは、

18) *Ibid.*, pp. 57-61.

19) *Ibid.*, p. 75.

20) *Ibid.*, p. 113.

21) *Ibid.*, pp. 127-129.

間違った調整を促すばかりか、その後の通貨危機を深刻にする。他方、為替レートを固定して外国からの投資を促す、という考えは間違いである²²⁾。完全な固定制もしくは通貨統合の欠陥を重視し、カレンシー・ボードやドル化の採用は、その国の中央銀行が機能していないとか、政治情勢がそれを許容するような、特殊なケースでしかない、という。

要するに、通貨危機が引き起こした改革論の前提は間違っているのである。危機は国際通貨制度や資本移動が原因で起きたのではない。変動レート制と適切な金融政策があれば、多くの危機は起きなかつただろう。確かに、アメリカや日本の政策変更が新興市場に影響を及ぼした。その意味で、主要国はその政策が国境外にまで及ぼす影響に十分な配慮を求められる。しかし、為替レートの短期的な変動を許容できず、市場の調整に期待しすぎる結果、過度に制度を改革しようとするれば、世界の厚生は損なわれる²³⁾。

2 国際通貨制度の資本市場型理解

国際通貨制度に関する認識が大きく変化したことは、W・マックス・コーデンの研究によって理解できる²⁴⁾。国際収支不均衡の調整に関して、アブソープションや弾力性を用いた従来のモデルは、変動レートへの移行と資本移動性が高まったことにより、一定の修正を必要とした。すなわち、為替レートに及ぼす影響を考察するいわゆる「マンデル＝フレミング・モデル」である。さらにコーデンは、為替レートだけでなく、賃金の弾力性やインフレとの関係からも政策効果の違いを検討し、投資ブームにより資本流入が通貨の大幅な増価をもたらす場合や、ヨーロッパの経済通貨統合、攪乱やショックの国際的波及と国際政策協調、などを詳しく分析している。

特に、第6章と第10章では、経常収支赤字に関する「旧い見方」と「新しい見方」とが対比されている。すなわち、「旧い見方」は、各国が固定レート制を採用し、調整のために切下げを行うが、資本移動はほとんどない世界を前提する。IMFからの融資を除けば、各国は外貨準備から赤字を融資するしかない。それゆえ、国内の民間投資が増加したか、民間貯蓄が減少したか、財政赤字が増加したか、に関わらず、経常収支赤字の増大は外貨準備を減らし、通貨危機を招く²⁵⁾。

22) *Ibid.*, pp. 174-175.

23) *Ibid.*, pp. 199-201.

24) Corden, W. M. (1994) *Economic Policy, Exchange Rates, and the International System*, Oxford: Oxford University Press.

25) *Ibid.*, p. 88.

しかし情勢は変化して、ほとんどの国がもはや外貨準備によって経常収支の赤字を融資しているわけではない。民間資本移動が増加したために、政府が為替レートの変動を好まない場合、国際資本市場を利用して赤字を融資することもできる。そこで、「新しい見方」が現れた。経常収支は、民間部門と公的部門で、貯蓄と投資が行われた結果、国内に残った差額である。経常収支の赤字は、投資の増加によっても、貯蓄の減少によっても、あるいはその組み合わせによっても起きる。多くの異なった投資があり、多くの経済主体が貯蓄しているから、それは4つの変数（民間部門と公的部門、それぞれの投資と貯蓄）で決まるわけでもない²⁶⁾。

分散した意思決定システムでは、外部性を処理する課税や補助金といった交通信号を正しく出すことが重要になる。個々の意思決定が最適であれば、経常収支が均衡する必要は無い。さらに、通常、民間主体は貯蓄や投資の意思決定に際して最適化を目指しており、外部の観察者が最適かどうかを正しく判定できるわけではない。政府が目標とするのは、公的部門の行動を最適化することだけである²⁷⁾。

言い換えれば、アメリカは通貨価値の安定を維持しながら経常収支の不均衡を放置し、他の諸国が外国為替市場に介入して為替レートの安定化と経常収支赤字の抑制を目標とする、という、「N-1問題」の解決が重要ではなくなった。アメリカも含めて、各国は国内の短期的なフィリップス曲線に応じて内的均衡を図り、結果として生じる対外不均衡は国際資本移動が融資するように為替レートが変化するのである。コーデンはこれを、市場型の解決、もしくは「ノン・システム」という²⁸⁾。

「世界資本市場が、異なる諸国の金融資産に対する販売や購買の要求を、外国為替市場への中央銀行の介入も含めて、一致させる。このシステムは、金融資産への需要もしくは供給の少なくとも一部が金利に対して反応することを前提できれば、均衡を達成する。こうした弾力性があれば、金融資産市場の価格変化が、初期には矛盾しているように見える諸目標を、一致させるのである。」²⁹⁾

こうした視点から通貨危機を考察するなら、経常収支不均衡に関するレッセ・フェーレ・アプローチや「ペソ問題」が注目される。

現在の国際通貨制度は、公的部門も含めて、市場システムが分散した意思決定を協調

26) *Ibid.*, p. 90.

27) *Ibid.*, pp. 91-92.

28) *Ibid.*, pp. 166-167.

29) *Ibid.*, p. 169.

させている。それは国内経済で市場システムが効率的なように、各国が独立して決定する金融政策と財政政策を効率的に調和させる。たとえば、日本の経常黒字が累積することをアメリカが非難するのは間違っている。アメリカ人が証券を売って財を購入したように、日本人は証券を買って財を売った。その取引は個々の主体にとって、貿易がそうであるように、利益をもたらす最善の選択であっただろう。

同様に、ペソ危機の前に、メキシコ政府が発行する債券を購入した外国投資家も合理的であっただろうか？ 1991-92年のメキシコは、資本流入によって通貨が実質的に増価する「ペソ問題」を経験した。すなわち、国内の投資ブームが外国からの民間資本流入で続く場合、それが直接投資であれ、証券投資であれ、以前の資本逃避が還流する場合であれ、その国の通貨を増価させる。その国のインフレ率が抑制されていれば、それは実質的な増価となり、貿易財部門の競争力を損なって、経常収支の赤字をもたらす。民間部門の投資や貯蓄がもたらす対外不均衡であっても、これを放置するのが正しい、とは言えない。

投資ブームが一時的な場合、その後に資本流入が衰えて、実質的に減価することが予想される。それは投資家にも予想できることだが、彼らの予想は常に十分長期にまで及んでいるとは限らない。さらに、実質的な増価がもたらした実質賃金の上昇は、実質的な減価の際に、引き下げることができないかもしれない³⁰⁾。あるいは、その投資ブームが、為替レートを非現実的な水準で人為的に固定したり、政府や中央銀行による過度の保証に基づいた不健全な投資であったり、私的利益より社会的なコストが大きいバブルであるかもしれない。最後に、債務の累積自体がリスク・プレミアムを高め、既存債券も含めて価格を下落させるだろう³¹⁾。

「ペソ問題」を回避するには、(1) 外国為替市場への介入、(2) 資本流入の不胎化、(3) 資本流入規制、(4) 固定レート制、(5) 財政政策による引き締め、が考えられる。まず、外国為替市場に介入して自国通貨を売れば、貿易財部門を増価による不利益から一時的に保護できる。しかし、長期的にはインフレによる名目的な増価が回避できるだけで、実質的な増価は続く。他方、固定レートを採用している場合は、インフレ期待が高まって、さらに競争力が失われる。

資本流入の影響を国債の売却などで不胎化する場合でも、高金利による他の健全な投

30) *Ibid.*, p. 61.

31) *Ibid.*, pp. 97-100.

資が妨げられる一方で、支出の拡大は完全に除去できない。そこで、一旦、資本を自由化した国が再び為替管理を導入することは難しいから、あらかじめ何らかの資本流入規制を行うことが考えられる。しかし、それは国内の金利を国際的な水準より高く維持するから、国内から強い反対を受けるだろう。特に、国内の投資ブームが健全な理由によって起きている場合、低い金利で海外の貯蓄を利用できないために、これを窒息させることは望ましくない³²⁾。

そこでコーデンが考えたペソ問題への対策とは、財政的な安定化政策であった。投資ブームのインフレ効果を、固定レート制の場合、政府支出の削減や増税などの財政的な引き締め策で吸収する。しかし、それは政治的に実現困難であり、再分配効果ももつため、投資ブームの受益者が緊縮策のコストを負担する場合にだけ可能である。他方、変動レート制の場合、早めに金融政策を引き締めれば、増価が生じて資本流入を抑制するだろう。財政政策を利用できない国では、資本の流出入がもたらす実質的な増価と減価に適応して、貿易財と非貿易財の相対価格を一時的に変化させるしかない³³⁾。

コーデンは、高度な国際資本移動を前提とした世界で、為替レート制度の選択が持つ意味を、「名目ターゲット・アプローチ」と「実質ターゲット・アプローチ」との転換として理解した。前者は、インフレ抑制のために（あるいは新興経済圏や移行経済では外資導入政策や市場改革の一環として）為替レートを「名目アンカー」とする政策である。これに対して後者は、（特に実質賃金が硬直的な場合）経常収支不均衡を調整する手段として、通貨の切下げによる支出転換効果を利用する（これによって国内の不況や失業を抑制する）政策である³⁴⁾。

名目ターゲット・アプローチは、規律と信認、を得るために採用される。すなわち名目アンカーは、特に、激しいインフレを歴史的に繰り返し、中央銀行の信認が得られない国では、金融政策の規律となるだろう。また、貿易や投資が増えるにつれて、為替レートは実価格や賃金を通じて、その国の経済活動にますます重要な変数となる。それゆえ、為替レートの大幅な変動をなくすには、アンカー国のインフレ率を超えないような形で経済を運営し（特に賃金の抑制）、為替レートの固定化が当局のコミットメントをより確実にする、と期待される。

32) *Ibid.*, pp. 61-63.

33) *Ibid.*, pp. 64-65.

34) *Ibid.*, pp. 76-86.

ここには選択の問題がある。インフレ率を下げることで自体が目的なのか？ 望ましいインフレ率がアンカー国と異なることはないか？ インフレ抑制よりも、実質的な為替レートの調整を重視すべきではないか？ 金融政策の信認を得るには、名目為替レートを固定化するよりも、直接に、中央銀行の独立性を高めてインフレ抑制策を実施させてはどうか？ それでも名目ターゲット・アプローチは、ハイパー・インフレーションの長い歴史や移行期の混乱に苦しむ諸国で、短期間にインフレ率を抑え、金融政策が信認される点で好まれた。

ただし、そこには通貨危機の深刻な可能性が含まれる。

まず、規律は十分でないかもしれない。政府は財政赤字を削減せず、国内や海外で借入れを増やすかもしれない。これに対して中央銀行が金融を緩和すれば、外貨準備は減少するだろう。また、企業も労働組合もインフレ抑制が実現できないと思えば、賃金を抑制せず、中央銀行への信認も確立できないだろう。あるいは、外国為替市場で、市場参加者たちがその規律は有効でないと思えば、直ちに投機的な売りが殺到し、外貨準備が枯渇する。こうして通貨危機が発生し、政治的に大きなコストを伴う。

「二つの長期的な目標は対立することがある。固定為替レートの維持はインフレ期待を抑制し、こうして長期的にインフレ率を低下させる。これが名目アンカーの思想である。貿易自由化は長期的に経済の効率性を改善する。しかし、二つの目標を同時に追求することにはコストがともなう。すなわち、政府は支出転換策を失うのである。」³⁵⁾

名目ターゲット・アプローチの利点が生かされるとしたら、それは切下げをともなう貿易自由化を先に行うことが条件となる。ラテン・アメリカではこうした貿易自由化が行われ、インフレ抑制策の一環として名目アンカーが採用された。しかもインフレ抑制による一時的な不況は経常収支の改善と資本流入で緩和された³⁶⁾。

財政政策の活用と実質賃金の弾力化は、通貨統合に際して金融政策や為替レートを利用できなくなる参加国に対して求められる。資本市場型の国際通貨制度では、資本の国際的な移動が不均衡を融資するが、同時に、実物経済に対する攪乱を増幅・波及させる場合もある。それゆえ、たとえ現在は政治的な制約があっても不可能に見えても、政府は財政政策を安定化のために積極的に活用する必要がある。言い換えれば、国際的な不均衡への対応を考慮できないような政府や議会、政党が支配するような小国は、高度な国

35) *Ibid.*, p. 257.

36) *Ibid.*, p. 256.

際資本移動を前提とした世界市場に統合されても、非対称的なショックに耐えられない。

貿易自由化による利益を大きく受けていたアジアで通貨危機が発生したときも、非現実的な固定レートに対する過信が一つの原因であった。しかしさらに、アジア通貨危機への対応策について考察したコーデンのパンフレットから、財政政策の積極的な利用とIMFによる支援策の強化案を紹介しよう。

既存の国際通貨制度に対してアジア通貨危機が喚起した強い批判は、なぜ多くの労働者や零細企業までが困窮を強いられるのか、という不満から生じている。その意味で、コーデンの問題提起は重要である。「資本市場や外国為替市場の信頼が失われて、突然、金融危機が生じたとき、どうすればそれを実物経済から隔離できるか？」³⁷⁾

通貨・金融危機が実物経済に波及するメカニズムは三つある。すなわち、① ケインズの乗数過程、② 為替レートの激しい減価、③ 国内金融部門の破綻、である。そこで彼は、ケインズの有効需要分析に戻ることを強調する。なぜなら、国際収支不均衡だけが問題であれば、それは放置したとしても自律的に回復するだろう。ただし、債務が償却され、金融部門は縮小し、過剰設備が解消されて、投資家が自信を回復するまでに数年を要する。

もし実物経済の落ち込みを緩和したいなら、民間投資家の信頼を回復するか、政府が代わりに需要を補わねばならない。IMF やワシントンの金融家たちは、前者を重視していた。高金利による資本流出阻止と大幅な減価、破産処理の迅速化により、比較的短期で、活発な投資（特に国際投資）が回復するはずであった。しかしこの場合、実物経済の落ち込みは（少なくとも一時的に）非常に大きくなる。

他方、政府は民間需要の落ち込みを財政赤字の拡大で補うことができる。しかし、コーデンが目指す金融危機の隔離は、大幅な政府の財政赤字を必要とする点でIMFの融資条件と矛盾した。彼は、IMF がこうした方針を転換するのは遅すぎた、と考えるだけでなく、実物経済の需要を維持する財政支出を行うために、むしろIMF が積極的にアジア諸国へ財政支援するべきだった、と主張する。

財政赤字の増加による経常収支赤字は、IMF が融資しなければ、金利の上昇や大幅な減価で、国内民間投資の減少か、純輸出の増加を必要とし、実物経済の落ち込みを防げない。適度な減価が輸出を次第に伸ばして黒字をもたらすまでは、国内の所得や雇用

37) Corden, M. (1999) *The Asian Crisis: Is there a way out?* Singapore: Institute of Southeast Asian Studies. p. 1.

を維持する財政赤字を IMF が融資しなければならない。コーデンが支持するケインズの国際融資とは、外国の債権者を救済するのではなく、金融危機に陥った国の不況を回避するために IMF が行う国際的な需要安定化策である³⁸⁾。

確かに、財政赤字に対する投資家の反対は根強い。しかし、IMF は投資家たちにアジアはラテン・アメリカと違って財政赤字が問題ではないと教えるべきだった。アジア諸国は民間の貯蓄率も高く、危機が終われば増税することもできる。アジアから流出した大量の民間資本を IMF が補えないなら、一時的な資本流出規制も支持できる³⁹⁾。

次にコーデンは、大幅な通貨の減価が危機の解決策にはならない、と主張する。確かに、大幅な減価は国内需要の減少とともに貿易部門に資源を再配分し、輸出ブームによる回復を可能にする。それはメキシコ・ペソ危機がたどった経過であり、アメリカ経済が好況であったことが非常に重要であった。アジア諸国にとって、日本が停滞を続け、円も減価する中で、輸出ブームを期待することは難しい、と彼は考えた⁴⁰⁾。

輸出を促進する以上に、為替レートが過度に減価することは三つの点で国内需要にマイナスとなる。すなわち、輸入される投入財に頼っている生産部門や輸入財の消費者の支出削減、外貨建の債務を負う者の支出削減、そして減価と資本流出を抑制するために導入された高金利政策の影響、である。同様に、金融部門が破綻することも、国内の信用が逼迫し、貿易信用を得られないために輸出が減少しさえした⁴¹⁾。

このようにコーデンは、新興市場経済、特にアジアにおいて、通貨・金融危機が実物経済に波及するのを緩和するためには、IMF や民間銀行、あるいは地域協力機関などが重要である、と考える⁴²⁾。それは、既述の高度な国際資本移動をとまなう国際通貨制度において、変動レート制を採用する国がショックの影響を緩和するために国際的な支援を行う必要があるからだ。

彼も、アイケングリーンと同様に、ルーズなノン・システムか、ハードなヘゲモニック・システムか、どちらかしか生き残れないだろう⁴³⁾、という。前者は既存の管理フ

38) *Ibid.*, pp. 17-19.

39) *Ibid.*, p. 22.

40) *Ibid.*, p. 55. ただし、実際にはアジア諸国も、アメリカ向けの輸出増加で経常収支黒字を実現し、成長を回復した。

41) *Ibid.*, pp. 31-40.

42) *Ibid.*, p. 45, p. 59.

43) コーデンは、為替レートの固定化と、通貨間の覇権もしくは非対称性を、このように表現した。アイケングリーンの議論は、Eichengreen, B. (1994) *International Monetary Arrangements* /

ロート制であり、後者は通貨同盟やカレンシー・ボードを意味する。ただし、その場合でも、内的均衡と為替レートの安定化という二つの矛盾した目標に直面する各国に対して、コーデンは次のような「楽観的見方」を提示する。

「もしある国の通貨当局の主要な内的目標が低インフレの維持であり、同様に低インフレを実現した覇権国の通貨と安定した為替レートを維持することも目標であるなら、そして、実質的な為替レートの変更を必要とするようなショックがほとんど起きなければ、内的均衡と為替レートの安定性とは矛盾しない。そして、もしこの幸せな状態がしばらく続けば、市場もそれを認識し、調整可能な固定レート体制とよく似た制度が可能になる。」⁴⁴⁾

3 グローバリゼーションと自由化論

本当に、将来の国際通貨制度は、為替レートの安定した変動による円滑な構造調整にふさわしい状態となるだろうか？ 変動レート制度の下で世界経済がどう変化してきたか、を問うことが、国際通貨制度の将来を考える有益な材料となる。

ロバート・ソロモンによれば、1979-81年に起きた政治的な変化が、多くの国の経済政策や経済発展に影響を与え、世界経済の転換を促した⁴⁵⁾。1980年代の世界は、1970年代と驚くほど異なっていた、という。1980年以降の変化を、彼は以下のように整理する⁴⁶⁾。

- (1) 共産主義政権下にあった中央計画経済圏が市場経済への移行期に入った。
- (2) 発展途上諸国、いわゆる第三世界が急激に変化し、先進工業諸国への依存を減らした。
- (3) 世界経済に占める OPEC の影響力がはるかに小さくなった。

、for the 21st Century, Washington, Brookings Institution. (藤井良広訳『21世紀の国際通貨制度：二つの選択』岩波書店、1997年) 参照。

44) Corden, W. M. (1994) *Economic Policy, Exchange Rates, and the International System*, p. 305.

45) Solomon, R. (1999) Robert Solomon, *The Transformation of the World Economy*, Second Edition, London: Macmillan Press. p. 5. 以下ではこの文献を、Solomon ①、と略記する。なお、以下の拙論でも同じ時期に注目した。小野塚佳光 (1998) 「終章 グローバル化の政治経済学」櫻井公人・小野塚佳光編『グローバル化の政治経済学』晃洋書房、所収、p. 158 参照。

46) Solomon, R. (1999) *Money on the Move: The Revolution in International Finance since 1980*, Princeton: Princeton University Press. p. 139. 以下ではこの文献を、Solomon ②、と略記する。

- (4) 財・サービスの世界貿易が、世界生産よりも急速に増加した。
- (5) 新しい金融手段が発達し、金融市場を変化させただけでなく、資本の移動性を極端に高めた。
- (6) 発展途上諸国への資本流入が膨張した。
- (7) 通貨政策が主要なマクロ経済政策となり、中央銀行が最も重要で、眼に見える役割を担うようになった。
- (8) 為替レートの決定要因が変化し、特に経常収支は無視されるようになった。
- (9) 大陸ヨーロッパにおける失業水準が上昇し、深刻な政治問題となった。
- (10) ヨーロッパ経済がさらに統合化を進め、単一通貨の採用が近づいた。

国際通貨制度の変化が世界経済の転換に影響を与えることもあっただろう。しかし国際通貨制度は世界経済の構造変化の一部であり、重要な政治的転換が世界の構造転換を引き起こす。確かに、国際通貨制度が構造変化の正しいシグナルを政府や経済主体に伝えて、円滑な調整を促すことは重要である。しかし、望ましい国際通貨制度を議論するだけで、実現性と実効性のある改革論を示すことはできない。

ソロモンは、規制緩和や関税引き下げ、減税、民営化など、政府が経済過程から手を引いたことで、世界経済が市場の力により大きく依拠するようになった、という。そして、工業でも金融でも「グローバリゼーション」が進み、コンピューターや自動車のような「世界商品」が誕生し、資本の国際的な移動性が大幅に高まって各国の金融市場を統合化しつつある点に注目する。各国は相互依存を強め、地域的な貿易取決めや金融取決めを盛んに模索している。

こうした変化を導いたものの中でも、彼が最も重視するのは「経済政策思想の変化」であった。新しい政治指導者たちが現れて、経済政策の考え方を根本的に変えた。マーガレット・サッチャーやロナルド・レーガンは自由市場を強く信じていた。二人は政府の役割を小さくしようと考えていたし、ともに労働組合と激しく闘い、勝利した。所得税減税を中心としたサプライ・サイドの経済政策を採用し、規制緩和を行い、不況を招いた。そして、両者とも暗殺を生き延びた。ソロモンは彼らを、キツネではなくハリネズミのような政治家、と評した⁴⁷⁾。

ソロモンに言わせれば、グローバリゼーションは情報や輸送の技術革新が可能にした以上に、こうした政治家と自由市場イデオロギーが可能にしたのである。イギリスとア

47) Solomon ①, pp. 12-13. 「ハリネズミとキツネ」は、アイザー・バーリンの用いた喩えである。

アメリカに止まらず、たとえば、それに対抗しようとしたフランスのミッテラン大統領も需要拡大策で失敗した。その後はフランス・フランをドイツ・マルクと一致させることで経済回復を実現し、EU全体で市場を重視した経済通貨統合を目指すようになった⁴⁸⁾。あるいは、ドイツがボン・サミットで「機関車論」により財政刺激策を強いられ、その後の国際政策協調に反感を持ったこと。誰一人予想できなかった急速な東西ドイツ再統一に、政治主導で決まった通貨統合がドイツ発の政策転換ショックをもたらしたこと。あるいは、日本の大蔵省が財政赤字の増大を嫌ったため、アメリカからの圧力は金融政策の緩和に過大な負担となっただろう、とも考察する⁴⁹⁾。

社会主義圏、ラテン・アメリカ、東アジア諸国でも、その転換は劇的であった。そして政治経済構造の根本的な転換は、国際通貨制度の変化とも重なって、しばしば深刻な通貨危機をともなった。

ロシアなどの旧ソビエト連邦では、計画経済期の抑圧されていたインフレーションが、価格構造の歪みや通貨の過剰保有となっていた。1991年に大統領となったエリツィンは、1992年からガイダル副首相による経済改革を加速させた。1991年12月から93年12月までに、消費者物価は2500%上昇した。その主要な原因は、GDPの20%以上に達した財政赤字と中央銀行による貨幣化である。それは国営企業への補助金として支出され、事実上の失業手当であった。もしそれが支出されていなければ大量失業が生じて、深刻な政治的反動が起きていただろう⁵⁰⁾。

ポーランドを除く旧ソ連圏では1991-92年に生産が大幅に減少した。その原因は、計画経済が崩壊して需要と供給が混乱し、支払いもできなくなったこと、ソ連を中心とした巨大な工場として管理されていた各国間の国際取引が崩壊したこと、そして自殺の増加、出生率低下、アルコール中毒の増加、マフィアなどに示される社会の不安定化であった。新しい価格体系が必要であった。経済を一気に自由化して、国際価格を国内に導入し、競争を促して高度の集中した産業構造を転換する必要があった。

1992年に外国為替取引が自由化され、為替レートも統一された。居住者に対する経常取引も自由化された。インフレが抑制できないため、ルーブルは減値し続け、ロシア国民はドルをインフレ・ヘッジとして求めた。1992年末から95年末までに、ルーブルの価

48) Solomon ①, pp. 54-58.

49) Solomon ①, pp. 62-72.

50) Solomon ①, p. 118.

値はドルに対して90%失われた。急激なインフレと減価は、ソビエト連邦から独立した諸国の中央銀行がともにルーブルを使用していたため、競争的なインフレ税（もしくはシニョレッジ）を求めてルーブルを増発したことにも起因する。96年、97年と減価は抑えられたが、それはルーブルの実質的な増価をもたらし、資本流入と経常収支の赤字、そして1998年の通貨危機を招く⁵¹⁾。

1994年のメキシコ・ペソ危機は、それに先立つサリナス大統領による経済改革の加速と民間資本流入によって説明される。1982年の債務危機から脱出する過程で、メキシコは従来の政策思想、すなわちアメリカからの支配に対する恐怖、公的部門の重視、自由貿易ではなく輸入代替政策、を大きく転換した。1988年に政権を握ったサリナスは、89年のブレディ・プランによる債務の証券化などを梃子に、銀行や国営企業を民営化して、海外に逃避していた資本を呼び戻すことに成功した。それは単なる民営化に止まらず、農村改革、貿易自由化、金融自由化などを含めて、1986年のGATT加盟、1990年の夏からNAFTAの交渉を開始し、1994年にはOECDにも加盟した⁵²⁾。

こうした経済改革の進展を背景に、国内で起きた投資ブームと外国からの民間資本流入が増加し、外貨準備は増加したが経常収支赤字はGDPの7%に達していた。1994年の通貨危機は、政府が大統領選挙を控えて引き締め策を延期し、為替レートの切下げをも回避しようとしたことが最大の原因であった。政府は、切下げが国内向けの証券投資を妨げ、賃金上昇を招き、外貨建て債務を負う銀行が打撃を被ることを心配したのである。切下げはまた、NAFTA承認をめぐるメキシコからの輸入急増が失業をもたらすという懸念をアメリカ議会に与えると心配された⁵³⁾。

外国の投資家たちは、ゼディオロ大統領が財務大臣に任命したセラが、為替レート政策に変更はないと明言しながら、一月も経たないのに13%以上の減価を認め、他方で、経常収支赤字を減らすマクロ政策を何も示さないことに失望した。しかも、ニューヨーク連銀が招いた投資家たちとの会合で、セラは説得に失敗し、2日間で40億ドルが流出し、為替レートは3日間で3分の1減価した。メキシコ国内からの資本逃避はそれ以前から増加していた、という。クリントンが400億ドルの融資保証を提案したが、議会の同意を得られず、その代わりに、アメリカの外国為替安定基金と連邦準備銀行から200

51) Solomon ②, pp. 102-104.

52) Solomon ①, pp. 170-175.

53) Solomon ①, p. 176. Solomon ②, p. 121.

億ドル、IMF から178億ドル、BIS を通じてG10から100億ドル、カナダ中央銀行から10億ドルが緊急融資された。

モイゼス・ネイムは、通貨危機の教訓は解決策が技術的に理解できないことではなく、政治的に採用されないことである、と書いた⁵⁴⁾。ピーター・ケネンは危機を政治的現象と見た。なぜなら投資家たちは政府の動きをニュースでしか見ておらず、チアパスの叛乱やコロシオ暗殺の報に、外国為替市場が反応したからだ。ジェフリー・サックスは、為替レートの固定化が危機の原因であり、中央銀行の独立性とインフレ目標の公表、弾力的な労働市場、健全な財政政策が、たとえ変動レート制の下でもインフレ率を低く保つ、と主張した。ポール・クルーグマンは、ワシントン・コンセンサスの成功に見えたものが確かな根拠をもたず、過度の楽観に沸いた古典的な投機的バブルに過ぎなかった、と批判した⁵⁵⁾。

ソロモンは、アジア通貨・経済危機の引き金となったタイ・バーツの変動レート制移行をあまり重視していない。タイ政府はいくつかの政策ミスを犯した。すなわち、タイ・バーツの為替レートはドルを主要な中身とする通貨バスケットに固定されていた。しかしインフレのせいで毎年約5%の実質的な増価が生じていた。ドル高に応じて為替レートを維持するため、金利を高くしたから、民間企業や銀行は国内よりも低い金利で外国からドル建て融資を受けることが有利になった。1997年まで財政は黒字であったが、民間投資が増加したせいで、1996年の経常収支赤字はGDPの8%に達していた。IMFが何度も政策変更を促したが、タイ政府は受け入れなかった⁵⁶⁾。

ヨーロッパや新興経済を襲った通貨危機を、ソロモンは、国際資本移動の増加と結び付けて考察する。すでにコーデンが興味深い対比を示したように、ソロモンも「新しい見方」を示している。しかし、そこにはコーデンが前提したような市場システムへの完全な信頼はなく、歴史的事実として「資本が高度に国際移動する世界」を理解しようとする。この世界では、経常収支の不均衡が国内均衡達成の制約条件でなくなり、為替レートの決定要因からも無視される。民間資本市場が発達したために、異

54) これはメキシコ・ペソ危機に関して Moises Naim が述べたことであるが、Solomon は東アジアにも当てはまる、と指摘した。Solomon ②, p. 119. 同様の考察は、次の Frieden の研究にも強く示されている。Frieden, J. A. (1997) "The Politics of Exchange Rates," in Edwards, S. & M. Naim, eds. (1997) *Mexico 1994: Anatomy of an Emerging-Market Crash*, Washington, D. C.: Carnegie Endowment for International Peace.

55) Solomon ②, pp. 126-127.

56) Solomon ①, p. 146.

なったマクロ政策を採用した主要国間の経常収支不均衡はさらに拡大し、たとえば大幅な赤字国であるアメリカのドルが減価することなく、プラザ合意の前まで増値し続けた⁵⁷⁾。

メキシコのペソ問題やタイ・パーツの固定化による景気過熱、80年代前半のドル高、ドイツ再統一から EMS に波及したショック、ソビエト連邦崩壊後の極端な生産減少と移行期における通貨高がもたらした大量失業、その他、ソロモンが示す1980年代、90年代の世界経済は、激しい構造転換やショックに満ちている。こうした時代に固定レート制度が運営できたとは思えない。しかし、変動レート制であったから、各国が外部のショックを隔離できたとか、市場による調整が円滑に促されたとも思えない。

高度な国際資本移動には、通貨危機に至った新興市場への資本流入も含まれていた。銀行融資の組替えを促したブレイディー・プランは成功したようには見えなかったが、80年代の債務危機に終止符を打ち、ラテン・アメリカ諸国は市場自由化を取り入れた経済改革を競って採用した。インフレ率は低下し、外国投資も歓迎されて、資本流入が通貨の安定にもつながった。また東アジアでは、NIESに続いてマレーシア、タイ、インドネシア、そして中国が、高投資、高貯蓄、低インフレによる、平等な分配を維持した成長に加わった。こうして、改革を先行させた諸国の成功がいわゆる「伝染 (contagion) 効果」となって、資本流入が促された⁵⁸⁾。

ソロモンは、投資ブームと経常収支赤字を容易に融資してしまう民間資本流入を規制すべきであった、と考える。工業諸国では短期金利が1990年の8.7%から1996年には3.7%に低下していた。また金融手段の発達もあって、主要な機関投資家はそのポートフォリオに発展途上諸国を組み込んだ結果、新興市場への投資量が増えた。大量の「新興市場」ミューチュアル・ファンドが90年代に設立された。こうした資本流入圧力は、新興市場の問題を一時的に軽視させ、リスクを増大させたのである。

資本流入に対して不胎化介入や銀行の準備率引き上げなどを行うことは、高金利につながり、資本流入がむしろ増加する点で問題がある。彼は、資本流入を規制することや、為替レートの変動幅を拡大し、外貨建て借入れのリスクを増加させること、財政支出を削減（あるいは増税）して国内の需要を抑制すること、を新興市場諸国の政府に求める。同時に、大量の資金が銀行システムを通じて流入したことから、その監督や規制の質を

57) Solomon ①, pp. 30-33. Solomon ②, Chapter 1.

58) Solomon ②, p. 115.

高度な国際資本移動に対応して改善する必要がある⁵⁹⁾。

ソロモンが描く国際通貨制度の将来とは、世界経済がますます統合化され、構造的な転換とショックも絶えることのない現実に応じて、危機と改善とが繰り返されながら、発展し続ける、というものである。彼は、通貨危機によって刺激されたいくつかの改革案に沿って、国際通貨制度は改善できると期待している⁶⁰⁾。

すなわち、今後ともドル、ユーロ、円の間では変動レートが続く。高度な資本移動がある以上、どのような固定レートも実現できないだろう。しかし、それは為替レートが大幅に乱高下することを意味しない。主要国のマクロ政策が互いに対立しなければ、ショックを和らげる介入をとまらぬ変動レートが、場合によっては国際協調によって、安定的に推移するだろう。他方、ヨーロッパ以外に通貨統合の可能性はないし、いくつかの小国で採用される主要通貨への固定レート制も、インフレ率のような経済条件が大きく乖離しない限り維持できるに過ぎない。

国際通貨制度は、それ自体が目標ではなく、繁栄をもたらす経済成長と安定性のための手段である。アメリカの通貨政策を担ってきた一人として、ソロモンはターゲット・ゾーンやトービン税を実現性が無いと考えるし、カレンシー・ボードや名目レートの固定化によるインフレ抑制・自由化政策の限界を指摘する。それゆえ、変動レートと主要国政府の健全なマクロ政策、特に財政政策の活用と金融政策の協調が実現されることに、彼は国際通貨制度の骨格を見る。

長い目で見れば、ユーロの誕生や、金から SDRs への国際通貨の移行が、可能性として存在する。しかし現実には、国際資本移動と各国の資本自由化がもたらす銀行危機と通貨危機にさまざまな対応が求められ、特に IMF の融資と監視能力をともに強化し、情報の透明性と各国の金融監督・制度に対して国際基準を求める形で、政治的な国際改革作業が続いている。ソロモンはこの延長上に未来を見る。

最後に、アレクサンダー・ラムファルシーの考察を取り上げる。彼も新興市場における4つの通貨危機、すなわちラテン・アメリカ1982-83年、メキシコ1994-95年、東アジア1997-98年、ロシア1998年、を取り上げて、グローバリゼーションが国際通貨制度に与えた影響という視点から考察した⁶¹⁾。

59) Solomon ②, pp. 118-119.

60) Solomon ②, pp. 145-167.

61) Lamfalussy, A. (2000) *Financial Crises in Emerging Markets: An Essay on Financial Globalisation and Fragility*, New Haven & London: Yale University Press.

BIS 総裁として長く G10 諸国の特に中央銀行をまとめてきたラムファルシーは、それぞれの危機から異なった教訓を導く。すでに1976年以降、ラテン・アメリカの危機が生じる前に、G10の中央銀行は民間銀行が過剰な貸し出しに陥ることを懸念していた。しかし「モラル・ハザード」を理由に、公式なカントリー・リスク評価や直接介入は行えなかった。アメリカのアーサー・バーンズ FRB 総裁から、融資前に借入国に質問すべき「チェック・リスト」を公表し、融資自体は各行の判断に任ず提案が行われた。この提案を元に、ラムファルシーは民間銀行が自主的に参加する制度を立ち上げようとするが、失敗に終わる。中央銀行への疑念や敵意だけでなく、必ずしもすべての銀行が従わず、利益の多い融資を不公正な競争相手に奪われる、と多くの銀行は恐れていた。結局、中央銀行は国際融資の拡大に歯止めをかけることができず、BIS は1982年6月の年報に危機防止のための警告を載せただけであった⁶²⁾。

メキシコの危機では、金融自由化と直接投資や証券投資が増えた中で、同じような危機が繰り返された。しかし東アジア危機は全く異なる。なぜなら、東アジア経済は矛盾した指標が同時に存在したからである。高成長とともに、過剰投資が起きていた。しかし人々は深く根差した期待によって行動し続けた。こうした条件で金融自由化を進めることは危険であった。多くの国がアメリカ・ドルに対して通貨価値を固定したことも間違いであった。しかも、1995-96年にアメリカと EU で進んだ金利低下、1997年後半に再び悪化した日本経済が、タイに外的なショックを与え、その後の伝染を強めた⁶³⁾。他方、ロシア危機が他の危機と異なる点は、国内に適当な経済制度や法体系がないにもかかわらず、外国投資家の資本流入と国内からの資本逃避とが為替レートを表面的に安定化し、大幅な財政赤字を続けた点である⁶⁴⁾。

さらにラムファルシーは、グローバリゼーションによって金融的安定性は脅かされているか？ という問題を積極的に論じた。グローバリゼーションが競争を強め、従来の金融監督を無効にし、市場参加者のハード・ビヘイビアや危機の伝染が起りやすくなることは、当然、予想される。その上で彼は、特に主要国の市場で長期のブームが経験されている場合、新興市場の不均衡が引き伸ばされて危機が拡大する、と指摘する。

「グローバリゼーションは過程である」と彼はいう。競争を促し、市場が統合される

62) *Ibid.*, pp. 12-13.

63) *Ibid.*, pp. 26-32.

64) *Ibid.*, pp. 38-46.

ことは、すべての消費者を豊かにする。しかし、完全な市場統合が実現する過程で、金融機関が破壊的な調整を迫られる場合もある。問題は、その移行過程を管理することである⁶⁵⁾。

彼は、グローバリゼーションに安定化と不安定化の側面がともに存在する、と考える。主要国の銀行や金融機関が個々の新興市場に対して投資する額は、危機を誘発もすれば、長期的視点で管理することもできる。民間投資が危機を学習することもあれば、経験の乏しい投資家が危機を深刻にするかもしれない。さらに、リスクの国際的な分散や、新興市場への株式投資、さまざまな金融革新を利用したリスク・ヘッジの利用も、グローバリゼーションがさらに多くの危機をもたらすか、それとも優れた市場システムを導くか、を決める両義的な要因である⁶⁶⁾。

すべての危機を避けねばならないとか、危機の無い国際通貨制度、という幻想をラムファルシーは退ける。「われわれの市場経済では、いつもそうであったように、危機は政策ミスを正し、ブームがもたらした資源配分の誤りを正す点で、有益な役割を果たす。上手く機能している市場経済でも歪みは避けられない。たとえそれが円滑に行えなくても、歪みを早い段階で取り除く方が、それを放置して拡大し、複雑にして、本当にどうしようもない危機へ突き進むより、望ましい。」⁶⁷⁾

そう断った上で彼が主張する危機の防止策は、健全なマクロ政策を実施すること、国内の金融仲介システムを改善すること、市場に情報の提供し、正しく意思決定に反映させること、に加えて、国際通貨制度に関する次のような考察を含む。すなわち、固定レート制は危機を悪化させた。しかし、開放型小国経済は変動レート制の実質的なコストに耐えられない。円・ドル間の大幅な為替レート変動に、変動レート制であっても、アジア諸国は耐えられなかっただろう。カレンシー・ボードも、それを維持できる国は限られる。

そこでラムファルシーは、トリレンマの中間の選択を可能にする条件を検討する。その国の経済条件が主要通貨国に近いなら、中心レートを固定するか、緩やかに調整しながら、一定の幅に安定化することもできるだろう。あるいは資本自由化の影響を不胎化介入や金融仲介制度の改善で安定化し、マクロ的不均衡が除去できない国は資本自由化

65) *Ibid.*, pp. 87-91.

66) *Ibid.*, pp. 92-98.

67) *Ibid.*, pp. 101-102.

を限定すべきである。さらに、主要国の金融市場とそれらが決定する国際資本移動に関して、健全性を維持し、危機の波及を防ぐような、市場に依拠した運営ルールを導入できるだろう。ロシアではなく、アメリカの金融市場にもバブルや伝染が起きている。主要国市場にリスク管理と金融監督の改善を求めるべきだ。グローバリゼーションの過程では、保守的な信用枠やリスク管理も強制するべきだ⁶⁸⁾。

お わ り に

市場の力が重視されるようになったのは、政策思想や社会・政治システムに歴史的な転換が生じたからである。グローバリゼーションと呼ばれる構造変化の全体像は、さまざまな角度から研究されるだろうが、その過程において資本の国際移動が急増し、支配的な力をふるった時期に、周辺の新興市場では通貨危機が続発した。

ゴールドスタインの改革論には、資本市場型の国際通貨制度を管理する新しい国際合意の可能性を見ることができる。それは極論すれば市場参加者自身が自主的に選択し、異なる基準と金融監督の間で、ある程度、競争が生じることを前提している。他方、デローザの「新しい国際金融アーキテクチャ」批判は、どれほど各国や金融制度が改善されても実現できない、純粋な市場システムの健全さに帰着するのではないか。

ラムファルシーは、資産市場で繰り返されたバブルの形成と破裂の歴史として最近の通貨危機を理解する。ただし、為替レート制度やマクロ政策の失敗、金融仲介や監督の不十分な質、情報不足、不適切な金融自由化、政治的ショックなど、さまざまな特殊要因も加わった。それらは、グローバリゼーションによって資産価格が新しい動きを示す中で、これまでのユーフォリアが増幅されている、とも理解できる。

国際金融仲介の新しい制度＝構造はまだ形成過程にある。グローバリゼーションは、銀行中心のシステムから離脱し、資本市場型の価格調整に依存している。しかし、資産価格の決定は、他の商品と違って、流動性とレヴァレッジに大きく左右される。突然、市場が流動性を失い、大きなレヴァレッジを利用している大規模な市場参加者が破産することで、システム全体が予測できないような結果をもたらす⁶⁹⁾。

こうしてラムファルシーの考察は「新しい金融アーキテクチャ」への指針で終わる。

① 資本市場型の国際通貨制度においては、銀行危機や通貨危機が頻発するかもしれな

68) *Ibid.*, pp. 126-146.

69) *Ibid.*, pp. 171-172.

い。② 新興市場は、徐々に、時間をかけて、自由化を進める必要がある。③ 通貨当局は、資産市場の変動を増幅するような極端な政策転換を避けるべきである。そして、④ 世界レベルで、効率的な協調の枠組みを模索し、システム全体の危機を防ぐべきだ。

ソロモンの結論にも、同じように、市場自由化論への慎重な見方が示されている。すなわち、経済に関する基本的真理は、生活水準の上昇は生産性の改善に依存する、ということだ。そのためには、市場の競争が促されるべきである。将来にわたる不確実性を思えば、経済的・政治的な自由を最大にすることで、社会が構造転換と生産性改善を実現できることを忘れてはならない。政府はこれからも重要な役割を担うだろう⁷⁰⁾。

高度な資本移動性が、世界的規模の円滑な構造調整を実現できるかどうか？ 主要国間の変動レート制と小国の選択が通貨危機を回避できるかどうか？ その答えは、市場自由化の選択を超えて、その社会・政治的な条件にかかっている。

70) Solomon ②, p. 195.