

### 第34回経済レポート 通貨危機

#### 目次

1. 為替相場制度	P 1
2. カレンシー・ボード	P 4
3. ペッグ制 (抜けやすい釘)	P 7
4. 通貨危機	P 9
5. アルゼンチンの悲劇	P 13
6. 為替の季節	P 16

#### 1. 為替相場制度

外国為替とは一国の通貨と他国の通貨との交換のことをいい、外国為替レートとはこの交換比率のことをいう。外国為替レートの決定のメカニズムについては、購買力平価説から貿易収支説まで様々なものがあるが、いずれの説をとろうとも、一国の通貨需給がその国の国民経済の関数であることについては異論がない。さて、国民経済が成長と停滞を繰り返しながら変動するものである以上、通貨需給もまた変動が避けられない。従って、外国為替は宿命的に変動せざるを得ない構造を内包しているのである。

変動する外国為替というものは、経済活動にとって不都合この上ない。日々変動する為替レートは、経済主体の収入と支出を不安定とし、計画的な経済運営を大きく阻害するからである。為替レートが30%切り上がるということは、輸出企業の収入額が無条件に30%減少することを意味する。為替レートが30%切り下がれば、輸入企業の支払額は無条件に30%拡大してしまう。売上がいきなり30%も減少したり、あるいは原価が突然30%も増えたりすれば、普通の経営はほぼ確実に成り立たないのであるから、為替レートの30%の変動が如何に経済主体にとって致命的な悪影響を及ぼすかは、容易に想像する事ができる。そして、現実の為替相場が年間30%変動する事など、ざらに起こりうるのである。

このため、いずれの国家も自国通貨の安定を重要な経済政策として掲げており、日本もこの例外ではない。外国為替の決定の仕組みは、大きく分けて固定相場制と変動相場制があるが、それぞれの制度の中でも様々な変形があり、現在世界で実施されている為替相場制度は、おおむね次のようなものである。

為替制度	制度の概要	アンカー等	採用国・地域	国・地域数	
別の法定通貨が流通する為替制度 (Exchange arrangement with no separate legal tender)	他国の通貨が、単一の法定通貨として流通したり、加盟する通貨同盟内で別の同一の法定通貨が流通する制度。	ユーロ	オーストリア、ベルギー、フィンランド、フランス、ドイツ、アイルランド、イタリア、ルクセンブルク、オランダ、ポルトガル、スペイン、ギリシャ	12	39
		WAEMU(注1)	ベナン、ブルキナファソ、コートジボワール、ギニアビサウ、マリ、ニジェール、セネガル、トーゴ	8	
		ECCU(注2)	アンティグア・バーブーダ、トミカ、グレナダ、セントクリストファー・ネイビス、セント・ルシア、ナティーン諸島	6	
		CAEMC(注3)	カメルーン、中央アフリカ、チャド、コンゴ、赤道ギニア、ガボン	6	
		その他の通貨	エクアドル、キリバス、マーシャル諸島、ミクロネシア、パラオ、パナマ、サンマリノ	7	
カレンシー・ボード (currency board arrangement)	特定の外貨と自国通貨を固定された為替レートで交換することを外貨準備により厳格に担保した(暗黙裡に法的にコミットさせる)通貨制度。		アルゼンチン、ボスニア・ヘルツェゴビナ、ブルネイ、ブルガリア、香港、ジブチ、エストニア、リトアニア	8	

ペッグ制	従来のペッグ制度 (Conventional pegged arrangement)	主要国通貨または通貨バスケットに、固定レートで自国通貨をペッグさせる制度。目標値から最大±1%という狭い範囲での変動を認める制度。	単一通貨へのペッグ	アルバ、バハマ、バーレーン、バルバドス、ベリーズ、ブータン、カーボベルデ、中国、コモロ、エルサルバドル、エリトリア、イラン、イラク、ヨルダン、レバノン、リト、マケドニア、マレーシア、モルディブ、ナミビア、ネパール、アンチル諸島、オマーン、カタール、サウジアラビア、スワジランド、シリア、トリニダード・トバゴ、トルクメニスタン、アラブ首長国連邦、	30	43
------	---	---	-----------	--	----	----

度			複数通貨のバスケットへのペッグ	バングラデッシュ、ボツワナ、フィジー、クウェート、ラトビア、マルタ、モロッコ、ミャンマー、サモア、セイシェル、ソロモン諸島、トンガ、バヌア	13	
	水平・バンド・ペッグ (Pegged exchange rate within horizontal bands)	主要国通貨または通貨バスケットに、固定された為替レートで自国通貨をペッグさせる制度。自国通貨が、形式上も実際上も目標値の±1%より大きな範囲での変動を認め、維持するもの。	ERMII(注4)	デンマーク(±2.25%)	1	5
			その他	キプロス(±2.25%)、アイスランド(±9%)、リビア(±77.5%)、ベトナム(0.1% daily movement, one sided)	4	
クローリング・ペッグ (Crawling peg)	事前に発表される固定された小幅レート、または選択された数量指標における変化を下に、定期的な為替レートの変動幅が調整される制度(変動幅を明示して固定)。			コスタリカ、ニカラグア、チュニジア、ホリビア、ジンバブエ	5	

変動相場制	クローリング・バンド内の為替制度 (Exchange rates within crawling bands)	為替レートが目標値の周辺をある変動幅で維持される制度。事前に発表された固定レートを下に調整される目標値または選択された数量指標における変化を下に通貨への介入が行われ、調整される制度(目標値を明示して固定)。		イスラエル(±22%)、ホンデュラス(±7%)、ハンガリー(±2.25%)、スリランカ(±1%)、ウルグアイ(±3%)、ベネズエラ(±7.5%)	6	
-------	--	---	--	--	---	--

度	為替レートの経路を事前に明示しない管理フロート制 (Managed floating with no preannounced path for the exchange rate)	通貨当局が、特定も、事前にコミットすることもなく、また事前に為替レートの経路を明示することなく、外国為替市場への積極的な介入を通じて為替レートの動きに影響を与える制度。	ジャマイカ、スロベニア、チェコ、アゼルバイジャン、カンボジア、カザフスタン、ケニア、キリギス、モリタニア、ナイジェリア、パキスタン、ルーマニア、ルワンダ、スーダン、タジキスタン、ウクライナ、アルジェリア、ペラルーシ、ブルンジ、クロアチア、トミニカ、エチオピア、グアテマラ、ラオス、ノルウェー、パラグアイ、シンガポール、スロベキア、スリナム、ウズベキスタン	31
	独立フロート制 (Independently floating)	為替レートが為替市場によって決定され、外国為替への介入が水準を確立するというよりも、変化率を適正なものとし、為替レートの過度の変動を防ぐという制度。	コロンビア、ガンビア、ガーナ、ギニア、ガイアナ、モーリシャス、マラウイ、モンゴル、ペルー、フィリピン、サオメ・プリンシペ、シエラレオネ、イエメン、オーストラリア、ブラジル、カナダ、チリ、ニュージーランド、ポーランド、南アフリカ、スウェーデン、タイ、イギリス、アルバニア、アンゴラ、アルメニア、グルジア、ハイチ、インドネシア、韓国、マダガスカル、メキシコ、モルドバ、モザンビーク、パプア・ニューギニア、ロシア、タンザニア、ウガンダ、ザンビア、アフガニスタン、コンゴ、インド、日本、リベリア、ソマリア、スイス、米国、トルコ	47
総計				184

(出典) International Financial Statistics(IMF)等

(注 1) WAEMU: West African Economic and Monetary Union

(注 2) ECCU: East Caribbean Currency Union

(注 3) CAEMC: Central African Economic and Monetary Community

(注 4) ERMII : Exchange Rate Mechanism II

この分類は平成 13 年 6 月 27 日付けの「円の国際化推進研究会報告書」から転載している。当時の政府は、外為審の答申を受けて、円の国際化推進などという不毛な研究をしていたことがわかる。

## 2. カレンシー・ボード

さて、固定相場制度の中で、自国外の法定通貨を流通させる制度とは、自国通貨を持たないか、あるいは自国通貨があろうともその通貨が自国で信任を受けることなく、他国通貨が流通している状態をいうのであるから、固定相場制度といいながらも、もともと為替相場制度の定義外の制度というべき代物である。この中でユーロのみは別格である。ユーロ

の加盟諸国間ではユーロの価値は常に一定であるが、そのユーロそのものが変動相場制の中で他国通貨と完全フロートしている。ユーロは、変動相場制度の中の独立フロート制として分類されるべきであろう。ユーロ以外では、一部のアフリカ諸国やカリブ海・太平洋群島諸国といった低開発国や委任統治国に多くこの制度が利用されている。これらの国には、中央銀行がないか、あっても自国紙幣の発券を行なっていないことが通常であり、ほとんどの場合において米ドルが流通している。

結局、固定相場制度として検討に値するのは、唯一カレンシー・ボードだけということになる。カレンシー・ボードでは、基軸通貨としての米ドルとの固定レートによる無制限の交換を中央政府が保証し、その担保として米ドルでの外貨準備を保有する制度をいう。現在の世界で、カレンシー・ボード制を採用している主要な通貨として有名なものは、香港ドルとアルゼンチン・ペソの2通貨である。

カレンシー・ボードは外貨準備という担保をつけて固定相場を保証しているのであるから、極めて強固な固定相場制ということができ、そこでは当然に通貨は安定する。しかし、この強固なカレンシー・ボードを維持するためには、その通貨の経常収支と資本収支の全てをカバーするだけの大量の外貨準備がなければならない。もともと国際収支自体が強くなければカレンシー・ボードなど採用しても意味はない。なぜなら、国際収支が悪ければ早晩外貨準備が枯渇して、制度崩壊を起こしてしまうからである。アルゼンチン・ペソが通貨危機を経験するのは、ここに根本的な原因がある。弱い通貨ほど強い固定相場制での通貨の安定を求めるのであるが、最強の固定相場制であるカレンシー・ボードはもともと弱い通貨には利用が難しい。逆に強い通貨であれば、為替相場制度に頼らなくとも通貨は安定しているのであるから、カレンシー・ボードを利用したいという動機そのものが希薄なのである。

カレンシー・ボードは為替レートの安定を強く達成するが、その代償として、自国の金融政策を放棄せざるを得ない。完全なカレンシー・ボードの元において固定相場を維持するためには、基軸通貨たる米ドルと自国通貨の金利水準が均等でなければならない。米ドルとの間に金利差があるのであれば、その金利差を利用して低金利通貨での借入れを行い、高金利通貨での運用を行えば、確実に金利差を稼ぐ事ができる。しかもその通貨は固定レートでの交換が保証されているのであるから、為替リスクも全く無いことになってしまう。このため、カレンシー・ボードにおいては、その国の中央銀行は、固定為替レートを設定した段階で自国通貨の金利決定権を自ら放棄して、基軸通貨の金利をそのまま受け入れざるを得ないのである。ここでは、インフレになっても金利を上げて物価を抑制することも出来なければ、デフレになったからと言って金利を下げて景気を刺激する事もできない。すなわち、通貨安定のメリットと自国の金融政策の放棄というデメリットを比較して、

なおカレンシー・ボードを行なうだけの価値がありうる場合にのみ、この制度は意味があることになる。従って香港のような極めて特殊な政体以外に、この制度を安定的に採用している通貨はない。

ここで、カレンシー・ボードの強い固定相場を支えているものは外貨準備なのであるから、その通貨の国際収支が悪化して外貨準備が減少傾向に入ったら、その通貨に大量の空売りを仕掛ければ、面白いのではないかと考えるかもしれない。そうすれば、一気にその国の外貨準備が底をつき、固定相場が崩壊すると共に通貨が大暴落して、大もうけができるのではないかと意外なようであるが、カレンシー・ボードは投機に強い。事実、1997年のアジア通貨危機の際に、ジョージ・ソロスは大量の香港ドルの売りあびせを行なったが、成功していない。なぜか？

ソロスが香港ドルを売る。香港中央政府はこれを買う。さらにソロスが売る。香港中央政府はこれを固定レートで買わざるを得ない。しつこくソロスが香港ドルを売る。香港中央政府は無制限にこれを買う。この間、固定レートが維持されているので、ドルと香港ドルの交換は常に一定レートであり、香港ドル相場はビクともしない。さて、ソロスが香港ドルを売るからには、ソロスは香港ドルをどこかから借りてきているのであるが、もはや香港ドルは世界のどこにもなくなってしまふ。全世界に流通する香港ドルは、全てソロスが借りてしまい、それを香港中央政府が買い取ってしまったからである。香港中央政府はソロスの持ち込んだ香港ドルを買い取り、その対価としてドルの外貨準備を売っている。しかし、もともとドルの外貨準備は、流通している香港ドルの全てに見合うだけの量があったのであるから、全世界にある香港ドルをいくらソロスが持ち込んでも、香港中央政府は顔色一つ変えることなく、平然としてこれを買取ることが出来るのである。

香港ドルが市場から払拭すると、香港ドルの金利が異常高騰を始める。たとえどのような投機が行われていても、市場では常に一定の実需があるのであり、香港という都市がある限りは香港ドルの需要は必ずある。そこで、市場から払拭した香港ドルに対して需要だけがあるのであるから、香港ドルの価格は急上昇する。すなわち、香港ドルの金利が驚異的な高率となってしまうのである。事実、このときの香港ドルのオーバーナイト金利は何と300%にまで上昇した。ソロスが香港ドル相場を突き崩すためには、さらに香港ドルを売らなければならないが、その香港ドルを調達するためには年率300%の金利を払わなければならない。この相場はソロスが売りあびせを止めない限りは終わることはない。

こうなるともうソロスには勝ち目がない。ソロスの売る香港ドルには300%の金利がついているのであるから、全世界の投機家は黙って香港ドルを買えばいいのである。為替リスクは全く無い。ソロスの香港ドルを買うだけで、年率300%近い利益を得ることがで

きるのであり、これを濡れ手に粟という。ここにおいて勝負は全世界対ソロス一人ということになり、結果として、ソロスの香港ドル投機は失敗した。まことにカレンシー・ボードは強く、人類史上最大の投機家にも負けなかったのである。ただし、ソロスの受けた傷もまたそう大きくはない。なぜなら、ソロスが売った香港ドルを買い戻して決済する時もまた、固定相場は生きているのであり、ソロスはこの相場の最終段階における異常な金利分を持ち出すだけで、敗戦処理を行なう事ができるのである。

### 3. ペッグ制 (抜けやすい釘)

固定相場制に準じて、固定相場制と同様の効果を期待するのが、ペッグ制である。ペッグ制とは、基軸通貨に対する為替レートに一定の変動幅を設け、その範囲内でしか通貨が変動しないよう自国通貨の為替レートを維持する方法である。どうやって為替レートを一定の幅に固定するかというと、国境を越える資金の自由な移動を規制するのである。これを外為規制という。

もとより外国為替が必要とされるのは国際的な資金決済が必要とされるからであり、国際資金決済は国際資金取引がなければ生じることもない。国際資金取引は、主に貿易取引と資本取引により構成されているのであるから、貿易取引や資本取引による資金移動を制限してしまえば、外国為替の取引量を大幅に制限する事ができる。極端なことをいえば、国際資金取引を全面禁止してしまえば、外国為替そのものの必要性は、外交官の海外出張といった極めて限られたニーズ以外にはなくなってしまう。そこでの為替レートなどどうとでもなるのであり、政府はその政策的意図に従って自由に固定為替レートを定める事が出来る。

現実のペッグ制においては、国際資金取引のうち、資本取引のみを制限する事が多い。外貨決済を制限しつつも貿易は維持したいからである。そして制限的な為替取引に対して一定の幅のある固定レートを維持していくのである。つまり、ペッグ制では、外為の需給を政策的に制限し、外為市場において公定レート以外の為替レートが付かないようにしてしまう。実際的为替レートが設定された変動幅を超える事態が生じれば、外為規制をさらに強化して外為の変動要因を抑えるか、あるいは中央銀行が金利調整や市場介入を行い、市場レートを無理やり公定レートの中に押し込めてしまうのである。

ペッグ制における公定レートが実勢レートとしての市場レートと近ければ、市場が許容変動幅を逸脱しようとする圧力は弱いだが、市場レートとかけ離れた公定レートに対しては、市場は強烈な反発力を持つにいたる。ブラックマーケットの出現である。どのような国家でも外為法違反というのは立派な犯罪で、違反すれば現行犯逮捕も出来るのであるから、

ブラックマーケットが公然と存在するというのは穏やかではない。通貨の闇取引が栄えているという事は、公定レートと市場レートの差が大きく、その差益による誘惑が現行犯逮捕という大きなリスクをかけても余りあるほど大きいということの意味する。

ペッグ制の国に旅行すると、多かれ少なかれ通貨の闇取引が行なわれている。このような国で一人で繁華街をふらふらと歩いていると、街角ですぐ意味ありげな兄ちゃんが寄ってきて、

「ドルを持っていないか？円でもいいよ。」

などと囁くのは、ここに原因がある。カレンシー・ボードを採用する香港では、都市そのもののいかにわしさをすると信じがたいほどに、通貨のブラックマーケットがない。カレンシー・ボードでは、市場レートと公定レートが完全に一致しているため、為替の闇取引をしても全く儲からないのである。

今となっては冗談のような話であるが、日本も1973年まではドルペッグの固定相場制を維持していたことを知っているだろうか？日本は、第二次世界大戦による敗戦後の1949年から1971年まで、1ドル360円の固定相場制をとっていた。この固定相場が崩れたのは1971年8月のニクソンショックのときである。この年に、アメリカのニクソン大統領が米ドルと金の兌換を停止したことにより、世界通貨のブレトンウッズ体制が崩壊し、同年12月にスミソニアン協定が成立した。スミソニアン協定での円ドルの交換レートは1ドル308円であるが、これはドルペッグなのである。このときまでは、日本人の海外渡航の際の外貨持ち出しも大幅に規制されており、持ち出し限度額はなんと一人500ドルまでだったのである。日本政府は308円のドルペッグを懸命に守り、この間大規模な円売り介入を行なったが、市場の圧力に抵抗むなしく、1973年に変動相場制への移行を余儀なくされている。

人為的な力により、基軸通貨に対して為替レートを固定化するのがペッグ制であることが分かった。ペッグ (Peg) とは釘の事であり、自国通貨というテントを、大地という基軸通貨に対して釘で杭打ちをしてつなぎとめておくのである。前項の一覧でも明らかなように、多くの通貨でペッグ制が採用されている。ペッグ制はカレンシー・ボードとは異なり、固定レートを保証する外貨準備が要らないため、まことにお手軽である。従って、外貨準備の乏しい発展途上国においてもペッグ制を採用することができる。しかし、外貨準備の乏しい国は、ペッグ制を維持するための為替介入資金が乏しい。当然にペッグ制の為替レート固定化の効力は弱く、強い風が吹けばテントは吹っ飛んでしまう。ペッグ制の釘は抜けやすいのである。

ペッグ制では、カレンシー・ボードと異なり、外貨準備の残高に拘束されることなく、自



由に自国通貨を発行することが出来る。すなわち、カレンシー・ボードのように独自の金融政策を放棄しなくても済むのである。このため不況期には金利を低くして景気刺激を行ったり、インフレ抑制のため金利を上げて金融引き締めを行なったりする事もできる。

ペッグ制においては、許容変動幅が小さければ小さいほど、釘は抜けやすい。確かに固定レートに対して±1%のペッグ制は限りなく固定相場制に近く、外国為替の安定性は高いが、それだけペッグ維持のためのエネルギーは強く求められる。強いペッグ制は強い外為規制を伴わざるを得ないのであるが、強い外為規制とは強力な資本規制のことをいう。自由な資本移動を規制するのである。自由な資本移動の規制とは、たとえば对外投资を規制したり、外国資本の投資に対する配当や資本の持ち出しを規制したりすることを意味するが、資本とはもともと自由な移動を何よりも選好するのであるから、資本規制の強い国には外国資本は集まらない。発展途上国はもともと資本が不足しているのであるから、資本規制をして資本が集まらなければ、経済成長は停滞してしまう。つまり、発展途上国において一般に選好されているペッグ制においては、為替の安定を求めると資本規制を強化せざるを得ず、資本規制を強化すると資本逃避が起こり経済成長が鈍化するという二律背反が内在しているのである。

発展途上国におけるペッグ制は、通貨防衛に対しても構造的な弱点がある。このような国において国際収支が悪化し、外貨準備が減少すると、外為市場において通貨の切り下げ圧力が強く働く。ここでは、もともと少ない外貨準備がさらに減少しているのであるから、為替介入による通貨防衛は行なう事ができない。ここで唯一残されている選択可能な金融政策は、金利の上昇しかない。金利を上昇させる事により通貨の需要を増やして、何とかペッグ制を維持しようとするのであるが、このことは高金利により国内経済を停滞させることを意味する。しかも、この段階においては実質的な為替レートはとくに切り下げとなっているのであるから、公定レートは維持されているとしても輸入物価はドンドン上がっていく。すなわち、外貨準備の少ないペッグ制において国際収支が悪化すると、高金利と物価の上昇が同時並行的に進行する。恐怖のスタグフレーションであり、この解決は極めて困難である。ペッグ制の下において、独自の金融政策を維持したまま経済成長を達成する事は極めて難しいのである。

#### 4. 通貨危機

為替相場制度においては、「独自の金融政策・自由な資本移動・為替レートの安定」という3つの政策課題の全てを達成する事は出来ず、この3つのうち最大2つしか目標とすることは出来ないとされている。これを「開放経済のトリレンマ」という。カレンシー・ボードは独自の金融政策を放棄して、自由な資本移動と為替レートの安定を選択している。ペ

ッグ制は、自由な資本移動を規制して、独自の金融政策と為替レートの安定を選択している。これに対して、変動相場制では、独自の金融政策と自由な資本移動を選択する結果、為替レートの安定は放棄せざるを得ない。

変動相場制度には、中央銀行の外為介入の仕方に応じて、為替バンド制、管理フロート制および独立フロート制の3種類がある。基本的にはここでは為替レートの変動そのものは容認されており、急激な為替変動を緩やかにする事のみが、通貨当局の為替介入の目的であるとされている。変動相場制をとる限り、為替水準の中長期的な変動そのものは認めざるを得ないのであるが、その中でせめて短期的な外国為替の変動による経済への影響を最小化しようとしているのである。

もとより貿易と資本移動を自由化している以上、通貨は外国為替制度の下において当然に変動するのであり、変動する外国為替を固定相場やペッグ制により人為的に固定化している限り、固定化による無理は必ず蓄積される。蓄積されたエネルギーが極限状態となると、必ずそれは爆発する。通貨危機である。以下に1990年代以降に国際金融市場で発生した主要な通貨危機を一覧として示す。

年度	通貨危機	対象通貨
1992	欧州通貨危機	イギリス・ポンド
		イタリア・リラ
1994	メキシコ通貨危機	メキシコ・ペソ
1997	アジア通貨危機	タイ・バーツ
		フィリピン・ペソ
		マレーシア・リンギ
		インドネシア・ルピア
1998	ロシア通貨危機	ロシア・ルーブル
1999	ブラジル通貨危機	ブラジル・レアル
2001	アルゼンチン金融危機	アルゼンチン・ペソ

欧州通貨危機は、1992年から1993年にかけて発生した欧州通貨制度（EMS）下最大の通貨危機である。欧州通貨制度（European Monetary System ; EMS）とは、1979年に創設された西ヨーロッパにおける通貨同盟のことで、現在のユーロによる欧州通貨統合の前身である。EMSにおいては加盟国の共通通貨としてECU（European Currency Unit）が設定され、加盟国通貨とECUの変動幅は上下2.25%に制限されていた。ちなみにこのECUが1999年の1月1日にユーロとなって通貨統合が成立した

のであるが、統合時の交換レートは1 E C U = 1 ユーロである。

EMSによる通貨同盟とは、世界の外為市場の中にEMSという小さな外為市場を作ったようなものである。EU各国の単一通貨では為替の変動は避けられないが、各国の通貨をバスケットにした平均通貨としてのE C Uが対象となるのであれば、為替の変動はそれだけ分散され穏やかなものとなるはずである。そして、EMSという通貨同盟の中において、各国通貨は±2. 25%という許容変動幅を設けてE C Uにペッグするのである。

この通貨同盟が有効に機能するためには、加盟各国の金利・物価上昇率・財政赤字・国際収支等の基礎経済指標が均質でなければならない。ところが現実の当時のEMS内は、輸出を中心に経済の好調なドイツと、経済不信にあえぐイギリス・イタリアが共に通貨同盟に参加しているという状態であり、通貨同盟を組むための基礎経済力に大きな格差があった。同床異夢だったのである。本来共存の難しい強いマルクと弱いポンドやリラが雑居するというのが、当時のEMSの実態だったのであり、このことは当初から指摘されていたことでもある。

さて、ここにおいて東西ドイツが1990年10月に統合した。東西ドイツの統合に伴う財政負担とインフレ圧力から、ドイツは高金利政策をとることとなった。もともと強いマルクの金利が上がるのであるから、通貨同盟はたまらない。通貨同盟の中の弱い通貨であるポンドに、強烈な切り下げ圧力がかかることとなった。この機会を捉えて、ポンドの空売りを仕掛けたのが、ジョージ・ソロスである。ソロスのポンド売りは、人類の外為史上空前の規模で行なわれた。この結果、イギリス中央銀行の必死のポンド買い支えもあえなくポンドは暴落し、イギリスはEMSからの離脱を余儀なくされた。イギリスはこの時以来EMSに復帰する事はなく、結局1999年のユーロによる通貨統合にも参加していない。ポンドの暴落に端を発して、イタリア・リラもこの時EMSより脱落している。

欧州通貨危機では、ジョージ・ソロスが突如として世界の外為市場に登場して、イギリス通貨当局を相手に、たった一人で壮大な為替戦争を挑み、完膚なきまでにこれを叩きのめすという、およそ信じがたいほどの勝利を収めている。ソロスがこの時ポンド売りのツールとして使ったヘッジファンドは、初めてその存在が注目されることとなり、世界はヘッジファンドに瞠目する事になった。この時以来、世界の外為市場においてソロスは単独で注目を集め、通貨危機の裏側にはいつもソロスがいるといわれている。

1994年12月にはメキシコ・ペソが暴落した。当時のメキシコ・ペソはドルペッグ制であったが、この中でメキシコの経常収支の赤字が拡大した。経常収支が赤字なのであるから、外国資本が流入して資本収支が黒字とならない限りは、ペソの暴落は避けられない。

しかし、ここでメキシコの資本調達に構造的な問題があった。当時のメキシコ政府は、ドル連動型の短期国債（テソボノス）を大量に発行しており、対外債務自体が圧倒的に短期資本に依存していたのである。メキシコ・ペソに強い切り下げ圧力がかかっている時に、短期国債の償還が重なり、この時1ヶ月に数十億ドルの資金が海外流出するという事態が発生した。メキシコ・ペソは40%もの暴落をし、このメキシコ通貨危機は他の中南米諸国にも波及している。

アジアの通貨危機は1997年5月のタイ・バーツの暴落から始まっている。5月14日にタイの対外債務がGDPの50%を超過した事をきっかけとして、タイ・バーツが僅か2日で18%も暴落した。このときのタイ経済は（1）巨額の財政赤字、（2）加熱した不動産投機、（3）銀行の不良債権という問題を抱えており、その中で1994年のメキシコと同じく、短期の対外債務に過度に依存した資金調達構造があった。もちろんこのときのタイ・バーツはドルペッグだったのであり、経常収支が悪化する中で対外債務が増大していた。タイ・バーツは通貨危機を引き起こす要因の全てを満たしていたのであり、これでは通貨危機が起きないほうが不思議であろう。

このタイ・バーツを狙い撃ちしたのが、またもやソロスである。ソロスは得意の通貨の大量空売りを仕掛け、タイ中央銀行の通貨防衛を粉砕した。タイの通貨危機は、同様の通貨問題を抱えていたフィリピン・ペソ、マレーシア・リンギー、インドネシア・ルピーに波及し、これを1997年のアジア通貨危機という。アジアの通貨危機では、ソロスが暴れ回って荒稼ぎをしたが、荒稼ぎをしたのはソロスだけではない。クオンタム・ファンドのジョージ・ソロス、タイガー・ファンドのジュリアン・ロバートソン、ムーア・キャピタル・マネジメントのルイス・ベーコンというヘッジファンドの三羽鳥は、アジアの通貨危機でことごとく天文学的な利益を上げている。

アジア通貨危機におけるヘッジファンド三羽鳥の投資資金は、ジョージ・ソロスが170億ドル、ジュリアン・ロバートソンが150億ドル、ルイス・ベーコンが80億ドル、すべて合計400億ドルであるといわれている。アジアの通貨危機での各国の損失合計は1兆ドルである。外国為替で誰かが損をしたという事は、誰かが儲けていることを意味するのであり、この1兆ドルの中の相当部分がヘッジファンド三羽鳥の懐に入ったと推定される。驚異的な投資効率である。

1997年のアジア通貨危機は、翌1998年にはロシアに飛び火した。ロシア・ルーブルは、この時まで1ドル=6.1ルーブル±15%という目標為替レートを維持していたのであるが、ロシア政府は1998年8月17日、一気に50%のルーブルの大幅切り下げと対外民間債務の90日間の支払い延期（モラトリアム）を発表した。時の大統領はエ

リツインである。1997年のロシア経済も通貨危機を起こす前提条件を見事に満たしている。このときのロシアは、旧ソ連の共産主義計画経済から市場経済への移行を目標としており、不効率な旧国営企業の経営赤字を補助金で補填していたため、国家財政は火の車で、国債の発行残高が雪だるま式に増大していた。一方で、ロシアの株式市場は、市場経済での企業の成長をはやして活況を呈し、株式指数が285%も伸長するというバブル現象を起こしていたのである。ロシアの財政赤字とバブルを資金面で支えていたのが短期の外国資本である。すなわち、巨額の財政赤字・資産バブル・短期外国資本という通貨危機の要件が全て満たされている。ロシアの外貨準備が枯渇し、IMFによる通貨防衛資金の供給が限界に達した事により、ルーブルは暴落し、ロシア通貨危機が起きたのである。

ロシアの通貨危機では、ヘッジファンドは投機に失敗している。ヘッジファンドは、その名の通り、特定の投機対象にショートポジション（売り立て）をとれば、どこかでそれに見合ったロングポジション（買い立て）をとってヘッジを行なう。彼らはアジアの通貨危機で売り立てたアジア通貨のショート・ポジションを、高利回りのロシア短期国債と高騰著しいロシア株式のロング・ポジションでカバーをとっていたのである。ロシアの通貨危機が起きたのが1998年8月であり、この結果キャッシュ・ポジションが悪化したヘッジファンドは、ブラジル国債の大量売りを行い、ここにロシア通貨危機は瞬時にしてブラジルの通貨危機に波及する事となった。

ブラジル経済も通貨危機を起こす前提条件を備えていた。当時のブラジルは、外国からの資金流入と国債の消化を促進するため高金利政策をとっていた。この中で、1998年の財政赤字はGDP比8%、経常収支赤字がGDP比4.5%となり、国民経済のファンダメンタルズが悪化していたのである。しかも、連邦政府債券の2割がドル連動債であり、変動金利短期債券のうち償還期間が8ヶ月未満のものが6割にも上り、国債・州債の対GDP比は42%にも上っていたのである。当然ブラジル・レアルはドルペッグであった。外国資本に依存した外貨建て短期資金借入れは通貨危機の温床である。

ブラジル・レアルに対する通貨切り下げ圧力に対して、ブラジル中央銀行は市中銀行貸出金利（TBC）を9月8日に19%から29.75%に引き上げ、さらに11日には49.75%というサラ金並みの高率に引き上げたが、それでもレアル売りは止まらない。8月から9月にかけてブラジルから流出した資金は300億ドルに上るといわれている。サンパウロ証券取引所の株価は急落し、通貨危機以前に1ドル1.2レアルで安定していた為替レートは、年の明けた1999年1月20日には1ドル=2.2レアルまで暴落した。8割を超える通貨の暴落である。1月15日にブラジル中央銀行は為替介入を放棄し、翌16日にブラジル・レアルは変動相場制への移行を余儀なくされたのである。

## 5. アルゼンチンの悲劇

ブラジルの隣国アルゼンチンは、1998年のブラジル通貨危機を跳ね返している。カレンシー・ボードのおかげである。ところが、隣国ブラジルの通貨危機に強い免疫力を発揮したアルゼンチンが、それから3年後の2001年に自ら通貨危機を起こしてしまった。2001年12月に、アルゼンチン政府は1,320億ドルに上る公的債務の一次支払い停止を宣言し、実質的な債務不履行（デフォルト）となった。アルゼンチン・ペソは暴落し、事態は通貨危機から金融危機にまで発展した。当時のアルゼンチン・ペソは高金利で、カレンシー・ボードによる信用力もあったことから、アルゼンチン国債は世界中で売れていた。日本の一般投資家も、このとき1,915億円もの円建て債券（サムライ・ボンド）を買っていたため、多額の損失をこうむっている。

アルゼンチンは日本から見て地球のほぼ正反対にあり、最も遠い国の一つである。日本人はアルゼンチンの円建て債券を買って大損をした割には、アルゼンチンのことをほとんど何も知らない。1930年代のアルゼンチンの一人当り国民所得はフランスとほぼ同じで、当時世界で最も豊かな国の一つだったと聞くと、驚くであろうか？アルゼンチンは温暖な平原の国で、豊かな牧草地（パンパ）を有し、世界有数の畜産国なのである。1920年代には、冷凍船が登場しアルゼンチン得意の牛肉の冷凍輸出が可能となった。また、アルゼンチンは第1次世界大戦の中立国で戦禍を免れている。1929年以降の世界恐慌に苦しむアメリカ・ヨーロッパを尻目に、アルゼンチンがその繁栄を謳歌していた時代があるのである。

第2次世界大戦後のアルゼンチンは、クーデターによる政情不安と天文学的なインフレに苦しめられてきた。この中で、アルゼンチンの軍事政権は、国民感情の高揚を狙って、イギリスの鉄の女マーガレット・サッチャーとの間でフォークランド戦争を戦い、ボコボコにやられた。金のない国が金のかかる戦争をして負けたのであるから、インフレは天文学的なものとなる。1989年のアルゼンチンのインフレ率は5,000%である。インフレもここまでくればもはや冗談に近く、そこでは貨幣など全く意味を成さない。

アルゼンチンの狂気のインフレ（ハイパー・インフレーション）を抑制したのが、1991年に導入されたカレンシー・ボードである。1990年代前半のアルゼンチン経済は、あれだけ猛威を誇ったハイパー・インフレも嘘のように収まり、年率8%近い経済成長を達成して、一転してIMF下の模範経済体制国とさえ言われていたのである。

アルゼンチンの通貨危機の根本原因は、その構造的な財政赤字と経常赤字にある。アルゼンチンの徴税率はきわめて低く、一説によれば50%に満たないという。アルゼンチン国

民は払うべき税金の半分以上を支払っていないのである。ロシアでさえか徴税率は60－65%といわれているのであるから、如何にアルゼンチンの国家が国民から信用されていないかが分かる。これだけ徴税率が悪いと、健全な国家財政など根本的に成り立つわけがない。当然に慢性的な財政赤字が継続する事になる。

アルゼンチンは1991年にカレンシー・ボードによる固定相場制をとってハイパー・インフレを抑制したが、このときのドルとアルゼンチン・ペソの固定レートの設定にも無理があった。固定レートは1ドル＝1ペソでその後変更されていない。カレンシー・ボードによりハイパー・インフレは収まったといっても、それでもペソのインフレ率は常にドルのそれを上回っていたのであるから、ドルとペソの固定レートをペソの超過インフレ分だけ毎年切り下げていかなければ、結局その分だけペソは過大に評価されていることになる。このように過大評価された為替レートで貿易を行えば、為替の過大部分は必ず貿易収支に反映されるはずであるから、経常収支は悪くなるに決まっている。アルゼンチンの経常収支もまた、1991年以降継続的に赤字だったのである。

財政赤字と経常赤字が継続すれば、国内に金がなくなるのであるが、アルゼンチンでは経常収支の赤字を上回る資本収支の黒字が継続していた。経常収支の赤字を補填するため、ペソの金利を上げて外国資本の国内流入を促進していたのである。これに引かかったのが、サムライ・ボンドを買った日本の投資家である。当然、アルゼンチンの対外債務は累積的に拡大する。アルゼンチンの借り換え国債の金利は2001年には15.3%にまで上昇している。アルゼンチン国債は、カレンシー・ボードで1ドル＝1ペソの交換が保証されているにもかかわらず、これだけの金利にしなければ買い手がいなかった。それほど国際収支は悪化していたのである。

さて、ここで1999年のブラジルの通貨危機が発生した。ブラジル・レアルが大幅に切り下がったのであるから、ブラジルと経済的競合関係にあるアルゼンチンの輸出競争力は大幅に劣化する。ブラジルの通貨危機ではレアルは8割の暴落をしたが、カレンシー・ボードのペソの為替レートは変更できない。ブラジルと競合する製品のアルゼンチンの輸出価格は、自動的に8割方割高になる理屈である。アルゼンチンの輸出の3割強はブラジル向けである。結局アルゼンチンの強いカレンシー・ボードは、通貨危機に対して強いというその長所そのものが（為替レート調整が出来ないという）短所となって、じわじわとアルゼンチンの貿易競争力を奪い、経常収支の更なる悪化を招いてしまったのである。

カレンシー・ボードの限界がここにある。カレンシー・ボードはヘッジファンドのような短期の通貨襲撃にはまことに強いのであるが、経常収支の悪化という構造的な為替問題にはなすすべがなく、むしろ為替レートの硬直というその欠点をさらけ出す事により、通貨

危機を増幅させてしまう。

しかも、アルゼンチンのカレンシー・ボードは香港のそれとは異なり、水増しカレンシー・ボードなのである。アルゼンチンのカレンシー・ボードでは、3分の1を限度として外貨建て国債の外貨準備参入を認めていた。カレンシー・ボードでは、本来完全なドル外貨のみを外貨準備として、その外貨準備の範囲内でしか自国通貨を発行してはならない。このため、その通貨は基軸通貨と全く同等の信用を得ることができるのであるが、反対に独自の金融政策は放棄せざるを得ない。ところがアルゼンチンの場合は、自国が自由に発行できるドル建て国債がかなりの割合で外貨準備として使えるのであるから、カレンシー・ボードでありながら、独自の金融政策の余地があったのであり、またその分だけ通貨の信用力は落ちているのである。アルゼンチンの制度は準カレンシー・ボードというべきものであろう。

アルゼンチンの経常収支の悪化は、アルゼンチン投資に対する不安感を煽り、頼みの資本収支の黒字もまた1998年にピークアウトしてしまう。もはや、通貨危機は時間の問題である。アルゼンチンの通貨危機は、資産バブルの存在・不健全な金融システム・短期外国債務への依存・ヘッジファンドの為替襲撃といった1990年代型通貨危機とはその内容が大きく異なるものである。

2001年12月1日に、アルゼンチン政府は、銀行預金の凍結と海外送金の制限を行なった。12月19日には預金凍結に対する抗議行動や略奪事件が発生し、政府は非常事態宣言を出し、21日には国内の銀行が一斉休業となり、一切の海外送金はストップした。12月23日には政府対外債務の一部支払停止が発表され、アルゼンチン国債は額面の18%にまで売り込まれた。年が明けた1月3日には、イタリア・リラ建て国債の支払ができなくなり、ここにアルゼンチンの対外債務は正式にデフォルトとなった。この間僅か2週間で、アルゼンチンの大統領は5人も交代した。アルゼンチンの通貨危機の結果1ドルは2ペソとなり、通貨暴落率100%を記録する事となった。

## 6. 為替の季節

為替相場制度全般につき、カレンシー・ボードからペッグ制、そして変動相場制までを理解し、1990年以降の通貨危機について検討した。全ての通貨危機には、通貨危機を引き起こす原因となる国民経済自体の問題が内在していた事が分かる。実物経済自体に大きな要因がないところには、事実として通貨危機は起きていない。もとより外国為替とは国民経済の鏡に過ぎず、実物経済にひずみのないところで、鏡にだけひずみが出ることなどありえないのである。



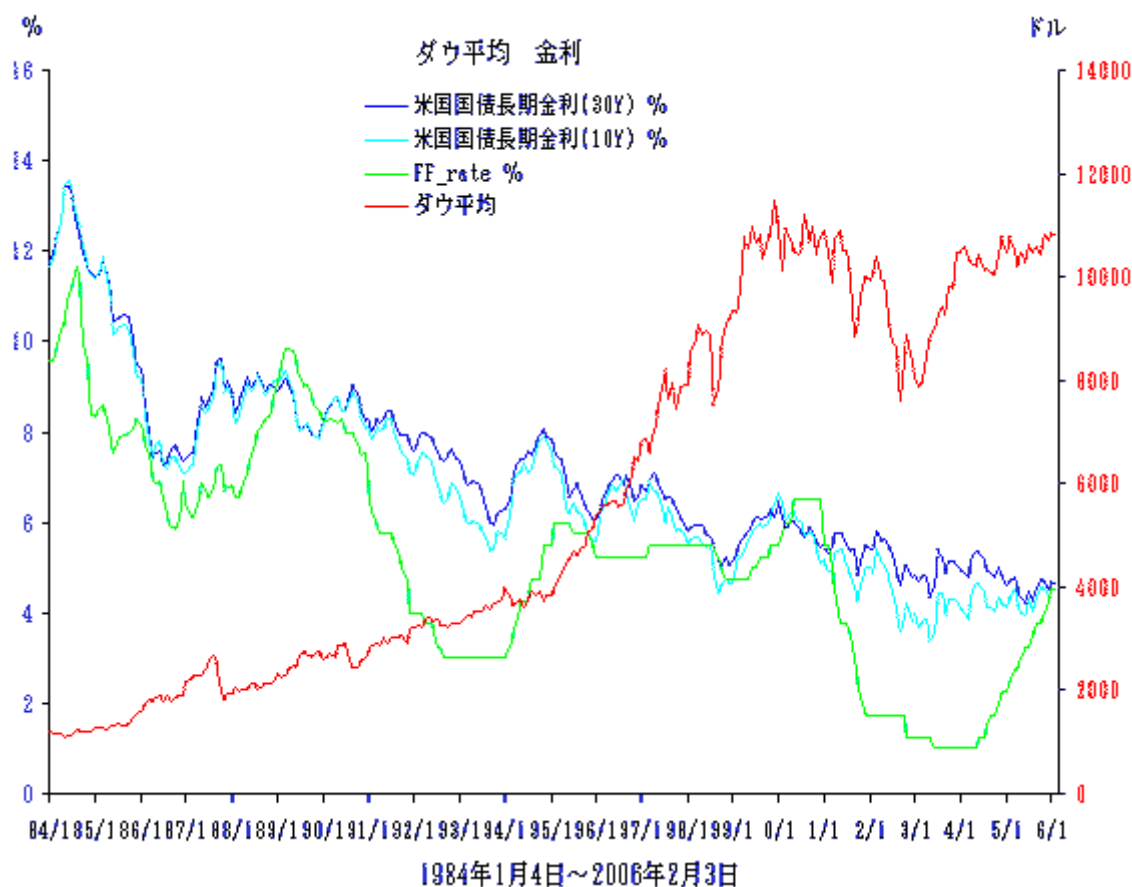
しかし、現在の世界の国の中で、国民経済に問題を抱えていない国などあるであろうか？当経済レポートが1年を越えて分析してきたように、日本経済もあまたの経済問題を抱えているのであり、世界最強とされるアメリカ経済とてこの例外ではない。そこで、既に検討した1990年以降の通貨危機について、通貨危機を引き起こす原因となった経済問題を抜き出してみると、次のようなものとなる。

- (1) 経常収支の大幅赤字
- (2) 大幅な財政赤字
- (3) 巨額の対外累積債務
- (4) 外国資本に依存した短期資金調達
- (5) 不自然な為替レート
- (6) 銀行の不良債権
- (7) 過大なプロジェクト・ファイナンス
- (8) 高騰した株式市場
- (9) 加熱した不動産投資

驚くべきことに、1994年のメキシコ通貨危機、1997年のアジア通貨危機、そして1998年のロシア通貨危機は、上記の9つの通貨危機要素のほぼ全てを備えている。なるほど、これらの通貨危機9要素というのは、外国為替市場が最も重視している国民経済の問題点ではあろうが、これらの要因を既にしっかりと内在させているにもかかわらずそれでも通貨危機を起こさない国があるのは、どうしたことか？通貨危機を起こした国の事例を見てみても、これらの国では、なにもある日突然通貨危機9要素が発生したわけではなく、時間をかけて問題が大きくなってきただけなのである。通貨危機を起こした国でも、通貨危機の前日までは、良好な経済活動を行っていたのである。通貨危機9要素は短期的あるいは中期的には存続可能ということになるではないか。仮に通貨危機9要素が存在していても、外為市場が直ちにその問題を顕現させるとは限らないのである。同じ通貨危機の要因がありながらも、当該要因が外為市場において顕現し通貨危機となることもあれば、ならないこともある。一体何が通貨危機顕現の決定打になっているのであろうか？

私は、通貨危機顕現の決定打は金利にあると考えるものである。通貨危機には必ず何事かのきっかけがある。そのきっかけがヘッジファンドにあるという人（マレーシアのマハディール首相など）が多いが、私は違うと思う。ヘッジファンドは勝てると思う相場しかやらない。きっかけになっているのは、金利ではないか？いくら通貨危機9要素が揃っていても、金利が低ければ、自発的にも流動性危機は起きないし、また他発的にも起こせないのではないか。

世界は2001年のアルゼンチンの通貨危機以来、大きな通貨危機を経験していない。なぜか？2001年以降、世界の金利は低金利時代が続いたからではないか？ヘッジファンドは2001年以降も益々隆盛なのである。ヘッジファンドの存在が通貨危機の直接の要因であるとするれば、世界は2001年以降何度も通貨危機を経験しなければならないではないか？以下に1984年以降のドルの金利推移を示す。



上記のチャートは、米国の長短金利とニューヨーク証券取引所のダウ平均株価を過去20年間にわたり対比して示したものである。このチャートを見ると、アメリカの平均株価は、1984年の2千ドル弱から1999年の1万ドルまで、15年間かけてほぼ一貫して上昇を続け、その後現在に到るまで好調が継続している事が分かる。一方、長期金利は1984-85年の二桁金利から現在の4%台まで、ほぼ一貫して緩やかに低下している。この結果、株価と金利のチャートを20年間にわたり重ね合わせてみると、上記のように実に綺麗な左右対称形となるのである。

1992年の欧州通貨危機の頃のドルの長期金利は8%である。1994年のメキシコ通貨危機と1997年のアジア通貨危機のときは6-7%であった。2001年のアルゼンチンの金融危機時の米ドル長期金利は5%であるが、このときは珍しくヘッジファンドは為替相場に参加していない。

考えてもみよ。普通常識的に、通貨発券権を有する一国の中央銀行とヘッジファンドがともに喧嘩して、ヘッジファンドが勝ちまくるという事がありうるのであろうか？ヘッジファンドが通貨を売りまくっても、通貨当局がその通貨をドンドン輪転機にかけて増発すれば、ヘッジファンドの空売りなど恐れることはないではないか？

しかし、通貨当局が貨幣の増発をすれば、その通貨の為替レートはその分だけ下がるだけのことである。従って、為替レートを維持したまま通貨の増発をするためには中央銀行は金利を上げざるを得ない。ところが金利を上げればその効果は実物経済にもろに響き、国内経済を萎縮させてしまう。つまり、ヘッジファンドと中央銀行の戦いは、金利を梃子とした攻防なのである。ここにおいて、金利水準が低ければ通貨当局はヘッジファンドに対して圧倒的に優位である。通貨防衛のため、金利を上げつつ通貨の増発をしても、もとの金利が低いのであるから、実物経済への影響は限定的である。反対に金利水準が高いと、ヘッジファンドは一転して有利である。ここで通貨の大量空売りを仕掛ければ、通貨当局が貨幣の増発をして金利を引き上げても、既に金利水準が充分高いため、たちどころに国内経済が破綻してしまうからである。高金利こそ通貨危機を顕現させる分水嶺になっているのではないかというのが、本稿における私の推論である。

さて、以下に米国のフェデラル・ファンド・レート（FFレート）の2004年6月以降の推移を示す。上記金利チャートからも明らかなように、アメリカは2004年6月以降現在まで、FFレートを0.25%ずつ小刻みに14回連続して引き上げてきている。この結果、FFレートは2004年6月の1.0%から現在の4.5%になった。本稿の分析のように、金利が5%を突破すると通貨危機の危険水域に入る。

日付	フェデラル・ファンドレート	
2004. 6. 30	0.25%利上げ	→ 年1.25%
2004. 8. 10	0.25%利上げ	→ 年1.5%
2004. 9. 21	0.25%利上げ	→ 年1.75%
2004. 11. 10	0.25%利上げ	→ 年2.0%

2004. 12. 14	0. 25%利上げ	→ 年2. 25%
2005. 2. 2	0. 25%利上げ	→ 年2. 5%
2005. 3. 22	0. 25%利上げ	→ 年2. 75%
2005. 5. 3	0. 25%利上げ	→ 年3. 0%
2005. 6. 30	0. 25%利上げ	→ 年3. 25%
2005. 8. 9	0. 25%利上げ	→ 年3. 5%
2005. 9. 20	0. 25%利上げ	→ 年3. 75%
2005. 11. 1	0. 25%利上げ	→ 年4. 0%
2005. 12. 13	0. 25%利上げ	→ 年4. 25%
2006. 1. 31	0. 25%利上げ	→ 年4. 5%

昨3月9日に、日銀は2001年3月に導入した量的金融緩和政策の解除を決定した。ゼロ金利政策はなお当面維持するとの事であるが、円の異常なゼロ金利も早晩解消され、金利も今後上昇していくであろう。ユーロ圏でも金利は上昇の兆しを見せている。2001年以降の外国為替市場は、世界的な低金利を背景として、かつてないほどの平和な時代を過ごしてきた。世界の金余りの時代が終わろうとしている。また為替の季節がやってくる。

2006年3月10日 細野祐二