

## 今改めて考えたい通貨危機の問題

土田 陽介

三菱UFJリサーチ & コンサルティング 調査部 研究員

### はじめに

2018年8月、トルコの通貨リラが暴落し、それが引き金となる形でアルゼンチンなどいくつかの新興国の通貨が急落しました（図表）。1990年代後半のアジア通貨危機以来、徐々に世界的な新興国通貨安が生じたことにはなりますが、まだ通貨危機とまでは言えない状況です。言い換えると、危機に転じる可能性も残っているということです。

そこで本稿では、代表的な3つの通貨危機モデルを解説することを通じて、第二次大戦後に世界経済が経験してきた通貨危機の歴史に関してレビューしてみたいと思います。そのうえで、昨年8月のトルコのリラ暴落に端を発した新興国通貨安の問題を考えてみたいと思います。

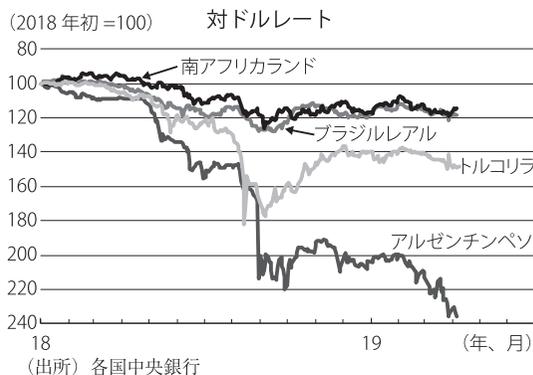
### 1. 中南米通貨危機と第一世代モデル

まずは第一世代モデルという、最も古典的な考え方について説明しましょう。このモデルは1960～70年代の中南米諸国（チリやペルーなど）で発生した通貨危機を説明するために生まれたモデルですが、その後生じた通貨危機の問題を考察する上でも、基本的な考え方となります。

この第一世代モデルでポイントになるのが「財政ファイナンス」です。財政ファイナンスとは、政府の財政赤字を中央銀行の金融緩和が支えることを意味しています。より具体的に言うと、財政ファイナンスとは、政府が財政赤字を賄うために発行する国債を中央銀行が直接購入することを意味しています。

中銀が金利を操作させるために流通市場で金融機関と国債を売買することはオペレーションと呼ばれますが、これは通常の金融政策の一環であり、財政ファイナンスとは異なります。財

図表 18年8月に急落した新興国通貨



政の貨幣化とも言われるこの状況が生じるとどうなるでしょうか。何より、財政の規律が緩み切ってしまうこととなります。どれだけ財政赤字を垂れ流しても、中央銀行が「打ち出の小槌」としてそれを手当てしてくれるためです。

政府の財政を支えるために中銀は金融緩和を強化し続けることから、資金の供給に歯止めがかからなくなります。その結果、需要の増加を反映しない悪性のインフレが加速します。財政や物価という経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）が悪化する中で、通貨の信認も低下を余儀なくされます。

変動相場制度を採用していれば、通貨レートはファンダメンタルズの悪化を反映して下落します。ただ固定相場制度を採用していると、ファンダメンタルズが悪化しても為替レートが下落しないため、その国の通貨の価値は経済の実勢に比べて割高な状態になってしまいます。財政ファイナンスが続けば続くだけ、その乖離は大きくなります。

外為市場では、割高な自国通貨に対して投資家が売りを浴びせます。その売り圧力に対抗するため、中銀は外貨準備高を用いて為替介入を行います。ただ外貨準備高が枯渇してしまうと、中銀は為替介入で為替レートを支えることができなくなります。そのとき、固定為替相場制度は臨界点に達して崩壊し、為替レートは暴落を余儀なくされるのです。

チリやペルーの通貨危機はまさにこうした経路で生じました。チリの場合はアジェンデ政権（1970～73年）下で、同様にペルーの場合はアルバラード政権（1968～75年）下で、それぞれ左派色が濃い経済運営が営まれ、財政ファイナンスが進んだことを投資家が問題視した結果、生じたものです。

当時の中南米では、アルゼンチンの経済学者ラウル・プレビッシュら構造学派が提唱する従属論と呼ばれる考え方が支持を得ていました。中南米諸国と米国の経済格差（南北問題）を解消するためには、政府による積極的な政策介入を通じた工業化が必要不可欠であるというのが、そのエッセンスでした。

従属論が支持を得た中南米諸国では左派色が強い経済運営が好まれることになりましたが、その結果、財政ファイナンスが横行し、経済ファンダメンタルズが悪化する国々が続出しました。ただチリやペルーが通貨危機に陥り、政府主導の工業化政策にも結局失敗したことから、従属論は次第に支持を失っていくことになりました。

## 2. ERM 危機を説明した第二世代モデル

次に第二世代のモデルについて整理しますが、このモデルは1990年代初頭に通貨危機に陥った欧州諸国、具体的にはスウェーデンと英国の経験が下敷きにされています。第一世代モデルが扱った新興国ではなくて、先進国で生じた通貨危機に触発されて出来上がった考え方です。

第二世代モデルは、通貨危機が生じる上で、経済のファンダメンタルズの悪化に加えて投資家の行動が重要な役割を果たすことを説明しています。より正確に言うと、財政ファイナンスによって経済のファンダメンタルズが悪化した国でなくても通貨危機が生じることを、このモデルで説明することができます。

例えば固定為替相場制度を導入している国を想定します。その国は政府の財政は健全であるものの、失業率が上昇するなど雇用情勢が悪化していたり、企業や家計の債務が膨らんだりしており、そうした意味で経済のファンダメンタルズが悪化しています。そのため、経済の実勢に比べると、為替レートの水準は割高となっています。

為替レートが割高と判断した投資家は、外為市場でその国の通貨に売りを浴びせます。一方でその国の政府と中銀は、為替レートを維持するために外貨準備を用いて為替介入を行うとともに、金利を引き上げて投資家に対抗します。投資家による投機に負ければ、その国で通貨危機が生じることとなります。

しかし、その国の経済が通貨防衛のための金融引き締めに耐えるだけの強さを持っていれば、投資家は投機を諦めざるを得ないため、通貨危機は回避されることとなります。このように第二世代モデルは、投資家の予想に基づく行動が通貨危機を引き起こす重要な要因になることを説明しているのです。

このモデルのスケッチになったケースは、1990年代初頭の欧州諸国の経験です。当時欧州では、将来的な欧州統合に向けた機運が非常に高まっており、その一環として通貨に関しても統合を進めようという動きが加速していました。その過程で欧州各国は、自国通貨と欧州通貨単位（ECU）との間で固定相場制度を導入することになりました。

この仕組みは欧州為替相場メカニズム（ERM）と呼ばれますが、この制度を司っていたのは当時もっとも通貨安定していた旧西ドイツでした。その西ドイツは、1990年10月に旧東ドイツと再統一を果たしましたが、その際に通貨を等価（1西ドイツマルク＝1東ドイツマルク）で交換することを認めて、また東ドイツに多額の資金援助を行いました。

その結果ドイツの金利は上昇しましたが、ERMに参加している欧州諸国もまた自国通貨とECUとの間の為替レートを維持するために金利を引き上げざるを得ませんでした。もっとも当時はドイツ以外の欧州景気は不調だったことから、ERM参加国の為替レートは経済の実勢に比べると割高になりました。

投資家はERMに参加していた欧州各国の通貨に売りを浴びせましたが、殆どの国は自国通貨とECUとの為替レートの変動幅を拡大することで通貨危機を回避することができました。例えばフランスは、通貨フランとECUとの為替レートの変動幅を、それまでの基準値±2.25%から同15%に変更することで、通貨危機を免れました。

フランスの場合、ファンダメンタルズは投資家の予想よりも悪化していなかったこととなります。そのため、フランスはフランとECUの間で固定相場制度（ただし、幅がある）を維持することができ、ERMに残留できたのです。一方で、投資家の予想通りファンダメンタルズが悪化していたイタリアとスウェーデン、英国は、投機的な攻撃に耐えることができなかったのです。

その結果、イタリアとスウェーデン、英国はECUとの間で固定相場制度を維持することが不可能となり、ERMからの脱退を余儀なくされました。ECUは1999年1月にユーロに生まれ変わりますが、スウェーデンと英国がユーロへの参加を見送り続けています。その理由の1つが、この時の苦い経験にあります。

### 3. アジア通貨危機を踏まえた第三世代モデル

第三世代モデルは、1990年代後半に連鎖的に生じた新興国の通貨危機、特にアジア通貨危機（1997～98年）の経験が下敷きとなった通貨危機のモデルです。投資家の行動が通貨危機を左右するという第二世代モデルの考え方を引き継ぎながら、通貨危機と金融危機の関係を説明するメカニズムに着目したものです。

アジア通貨危機は1997年7月、タイの通貨バーツの急落で幕を開けました。翌8月にはマ

レーシアの通貨リングギットとインドネシアの通貨ルピアが、11月には韓国の通貨ウォンがそれぞれ暴落し、98年にかけて為替レートは不安定な状況が続きました。また同年8月にはロシアに、99年1月にはブラジルに通貨危機の波が押し寄せることになりました。

こうした新興国には、銀行の資金調達為主に米ドルなど主要通貨で行われているという共通点がありました。そのため第三世代モデルも、銀行の資金調達が主に米ドルなどの主要通貨で行われていることを前提にしています。ここで米国が利上げすると、固定為替相場制を採用している新興国も為替レートを維持するため追隨して利上げを行います。

新興国の銀行は金利の上昇で返済負担が重くなり、また資金繰りも悪化します。銀行の経営不安を受けて投資家は新興国から資金を引き上げるため、為替レートに下落圧力がかかります。政府や中銀はこの動きに利上げや為替介入で対抗しますが、固定為替相場制が維持できないと考えた投機筋は通貨に売りを浴びせます。

そして外貨準備高が枯渇すると、固定相場制度を放棄し変動相場制度への移行を余儀なくされるため、通貨危機が発生します。通貨の暴落を受けて銀行の資金繰りが一段と悪化した結果、金融危機も生じるため、経済に深刻な悪影響が及んでしまうこととなります。これが第三世代モデルの描き出す通貨危機の姿です。

このモデルによって、経済のファンダメンタルズが良好な新興国でも、対外的な理由で資本逃避が加速した場合、通貨危機と金融危機が複合的に生じることが理論的に説明できるようになりました。実際にアジア通貨危機やその後のロシア、ブラジルの通貨危機は、94年2月に米国が利上げを実施したことが起点になったと言われています。

また当時の新興国は銀行の資本負債管理（ALM）能力が低く、そのことも通貨危機の発生を促しました。そのため通貨危機が生じた国を中心に新興国でも為替レートの自由化（変動相場制度への移行）が進み、同時に銀行のALM能力の向上が目指され、為替レートの変動に対する経済の耐性が向上しました。

## おわりに

一連の取り組みが世界的に進んだ結果、固定相場制度の崩壊を受けて通貨危機に陥る新興国は少なくなってきました。2018年8月にトルコとアルゼンチンが通貨危機に陥りましたが、世界経済にとってはアジア通貨危機以来の大型の通貨危機であったと言えます。起点は15年12月に開始された米国の利上げにあるため、第三世代モデルで説明できます。

ただ両国の場合も既に変動相場制度への移行を済ませていたという点では、従来とは異なる形で生じた通貨危機であったとも言えます。また変動相場制度に移行していたとしても、通貨危機そのものは生じることを、トルコとアルゼンチンのケースは我々に見せつけたと言えるでしょう。

そして従来の通貨危機では、それがきっかけとなって政権が交代し、新政権によって経済の構造改革が進むといった傾向がありました。アジア通貨危機ではタイ、インドネシア、韓国などで政権が交代して、新政権によって構造改革が進み、一定の体質改善が図られたのです。

ただ今回2018年8月に発生した通貨危機の場合、トルコではまだ政権交代の兆しがありませんし、アルゼンチンでは改革志向が強いマクリ政権の下で通貨危機が生じています。通貨危機を受けても構造改革が進む展望が描けないという点でも、トルコとアルゼンチンのケースは新しい形の通貨危機であると言えるかもしれません。