

第三章

国際金融市場の問題

はじめに

1 増大する国際金融取引

経済学では、基本的に市場はさまざまな問題を自動的に解決してくれる良いものであると考える。しかし、なんらかの理由で「市場の失敗」が起こるときには、そうした市場の機能は損なわれるとも考える。この章では、国境を越えた金融取引が行われる国際金融市場の「市場の失敗」について考えることにしよう。

今回のアジア通貨危機も含めて、金融市場、特に国際金融市場の「異常」を、あまりにも多くわれわれは目撃してきた。IMF⁽¹⁾によれば、一九七五年から九七年の間に大小合わせ一五八件の通貨危機が発生し、その内訳は、先進国で四二件、新興国で一一六件となっている。そして九〇年代だけでもERM（欧州為替相場メカニズム・九二年）、メキシコ（九四年）、東アジア（九七・九八年）、ロシア（九八年）と四つの大きな通貨危機を経験している。こうしたなか、国際金融市場には市場の失敗が蔓延しているのではないかという

表7 外国為替と貿易の取引量の推移

	外国為替取引量（1日平均） （10億ドル）		年間貿易取引量 （兆ドル）
	デリバティブ を除く	デリバティブ を含む	
1977	18	n/a	1.31
1980	83	n/a	1.88
1983	119	n/a	1.66
1986	270	n/a	1.99
1989	590	620	2.91
1992	820	880	3.76
1995	1,190	1,386	4.8
1998	1,490	1,852	n/a

（注） 為替取引量は各年4月の1日当たり平均。

（出所） BIS, Central Bank Survey of Foreign Exchange Market Activity IMF, International Financial Statistics.

見方が有力になりつつある。

国際金融市場に問題があるとすれば、それを究明することは、きわめて重要になってきている。というのも、為替の取引額（各国の通貨間の取引額）は世界的な金融自由化と国際資本市場の統合に伴い一九八〇年代後半より大幅に増加し、貿易の取引額をはるかに上回るスピードで拡大しているからだ。七七年に一八三億ドルであった一日当たりの為替取引額は、九五年には一兆三八六〇億ドルまでに成長した（デリバティブを含む、表7参照）。この間、貿易の取引額は七七年の年間一兆三二〇億ドルから九五年の年間四兆八〇〇億ドルへと増加した。この九五年の数字で比較すると、

年間の貿易取引額は、為替取引の四日分にも満たない額である。

2 市場の失敗

（ミクロ）経済学は、「基本的には市場とは良いモノだ」という話から始まる。多くの人（需要者）が欲しいと思う物には高い値段がつく、すると多くの人（供給者）がその物を作ろうとする……誰が指図するわけでもなく、必要な物が必要なだけ供給される……という発想である。これが、アダム・スミスの「見えざる手」という考えだ。厳密にはさまざまな説明が追加される（例えば、無駄の多い生産者は競争に負けて自然淘汰されるとか）が、市場での自由な取引が最も望ましいモノやサービスの配分を達成するというのがミクロ経済学の理論によって証明することができる。

ミクロ経済学の市場観（1）……市場の好ましい性質

市場での自由な取引は、最も望ましいモノやサービスの配分をもたらす。

ただし、このような市場の好ましい性質が成立するためには、いくつかの重要な仮定（前提）が満たされている必要があるとされている。前提条件を大別すると次の四つである。(1)技術的外部性が存在しないこと、(2)独占・寡占などの不完全競争がないこと、(3)公共財が存在しないこと、(4)情報の問題がないこと、である。このなかで金融市場に最も関係するのは最後の「情報の問題」なので、以下ではこの点を中心に詳しく説明しよう。

ミクロ経済学の市場観（2）……市場の失敗

次の仮定のいずれかが欠ける場合には、市場の好ましい性質は不成立。

これを「**市場の失敗**」という。

仮定 (1)技術的外部性が存在しないこと、(2)独占や寡占がないこと、(3)公共財が存在しないこと、(4)情報の問題がないこと

3 不確実性と金融市場

情報の問題を広い意味でとらえると、二種類の異なる性質の問題が含まれることが知ら

れている。ひとつは、「午後から雨が降るかどうかはよくわからない」ということであり、もうひとつは「トランプで、今引こうとしているカードがジョーカーなのかどうかかわからない」ということである。まずこの二つが別物であるという区別から始めよう。前者は、将来起こることが不確実だという意味であり、これを「**不確実性**」という。後者は、相手は知っているが私は知らない、ということ、これを「**不完全情報**」とか「**情報の非対称性**」と言う。言い換えると、「**不確実性**」は、情報が少しずつ明らかになってくるという時間軸にそった情報の問題、「**情報の非対称性**」は、情報が偏在しており、ある所には他よりも、より多くの情報があるという空間軸にそった情報の問題、と区別することもできる。

不確実性…将来明らかになる情報を知ることができないこと
情報の非対称性…情報に偏りがあること

どちらの問題も、「市場の失敗」の原因となりうる。ただどちらかといえば、「**不確実性**」のほうが、問題としてはより軽微であり、「**情報の非対称性**」のほうが対処が難しい。例

えば、金融技術の進歩と言われているものの多くは、「不確実性」に対処する道具を増やす行為であるといえる。だから、金融市場にとつては、「不確実性」のほうは、市場の失敗の要因というよりも、むしろその存在意義の一つでさえあるわけだ。² この点を、まず説明しよう。

最近日本でも、デリバティブという言葉が市民権を得つつある。「金融派生商品」と訳される場合が多いが、そのなかには、日本人が長年慣れ親しんできたものも含まれている。それは、「先物」である。江戸期の大坂（当時は大坂）で世界で初めての整備された先物市場が成立したと言われている（対象は米相場）。この先物もデリバティブの一つである（その他には、オプションやスワップというのが代表的なものだ）。先物を使って少し説明しよう。先物とは、将来（例えば、米の収穫後）の時点で現物（この場合、米）をあらかじめ取り決めた値段（先物価格）で売り買するという約束である。農民が米を植えるときには、収穫時の相場（いくらで売れるか）はわからない「不確実性」がある。そこで、農民は先物市場で先物を売ることによって、米の収穫以前に、収入を確保することができる。つまり「不確実性」を消すこと³ができる。（もちろん収穫時に、現物（米）の価格が先物で約束した価格を上回れば損をするし、下回れば得をすることになるが、ここでは収入がいくらになるかわ

からないという不確実性を消すことが重要なのである。また、江戸時代に農民が直接、先物市場を利用していたとは思えない。実際には、藩の年貢米売却収入を安定化させたり、米商人のリスク管理に役立っていたと考えられる。

ところで、「不確実性」が経済的に問題である場合に、リスク（危険）があるともいう。そして、市場（例えば先物市場）での**売買によってリスクを軽減する行為を「ヘッジ」と言う**。これらの用語を使えば、先ほどの例では「農民は、米価格変動のリスクを先物（の売り）でヘッジした」といった表現となる。このように、不確実性の問題は、金融市場や金融技術の発展とともに解消される場合も多い。

金融市場と不確実性の関係について、もう少し話を続けよう。

「ヘッジ」と、まったく逆の行為として「**投機**」がある。「**投機**」は**リスクを積極的に負って儲けようとする行為と定義**できる。米の価格が上がるだろうと思う人は、先物を買って儲けを得ようとする。米の価格が下がると思う人は先物を売って儲けを得ようとする。しかし、こうした予測が外れれば損をすることとなる。これもリスクである。

とかく、投機は悪いモノとして敵視されることが多いのだが、そうとも限らない。なぜなら、投機をする人は、(1)リスクを積極的に引き受ける主体である、(2)「ヘッジ」をした

いと思っている人の取引相手となる、などの存在意義があるからだ。例えば、投機家が多く参加してくるほど、市場の取引は活発になるだろう。そして、取引が活発な市場では、「ヘッジ」をしたいという人にとつても、売買の相手を見つけやすいという利益がある（取引が活発な市場を「厚い」市場という。反対は「薄い」市場）。このような関係を考えれば、ヘッジによって軽減されたリスクは、実は投機家に転嫁されていたことがわかるだろう。そして、投機家はリスクを好んで引き受けているわけなので、こうした取引は双方にとつて便益をもたらすものだということも言える。

ヘッジ・リスク（不確実性）を軽減する行為

投機・リスク（不確実性）を引き受ける行為

★ヘッジと投機は正反対の行為だが、投機をする人がいるからヘッジをする人も助かる。

「投機」の役割は他にもある。それは、「将来をより良く予想する」という機能だ。儲けようとするために大切なことは、よりありそうなことに賭けるということだ。儲けるためには「賢明」でなければ——すなわち「合理的」でなければ——ならない。「賢明」な

人たちが儲けをねらって売り買いをすることにより、先物市場の価格は、合理的な予想を反映した価格に近づく（市場が折り込むという）。将来は不確実であるが、市場における価格が、ある程度合理的な将来予想を示しているとすれば、ありがたいことである。

さらに、投機は市場を安定化させる役割もある。これも投機家が「賢明」（合理的）に行動することにより説明される。明日、株価が高騰するということを「賢明」にも（正しく）予想する投機家は、明日まで待たずに今日、株を買うだろう。こうした「賢明」な投機家ばかりであれば買い注文が殺到し、株価は明日ではなく、今日、高騰する。ゆえに今日も明日も株価の水準は、共に高くなり、市場の価格変動は小さくて済む⁽⁴⁾。

投機の関連で、「裁定」という行為も紹介しておこう。最も単純な裁定行為は、東京と大阪で米の値段が違った場合に、安いほうで買って、高いほうで売るといふ行為であるが、もっと複雑なものもある。例えば、米の先物市場以外に小麦の先物市場もあったとする。米の先物価格が高騰しているのに小麦の先物価格は低かったとしよう。しかし、米が高ければ、一日の食事のうち一食ぐらいはどうどんやパンに変えるかもしれない。そうすると米の需要は減り小麦の需要が増えるので、小麦だけ安くなることはない（こういう関係を代替関係という）。こうしたことを合理的に予想した投資家は、米（の先物）を売って小麦

(の先物)を買うだろう。その結果、米と小麦の不自然な価格差は縮まっていく。このように、ある市場と別の市場との間の歪み(不合理な価格差)を利用して儲けようとする行為を「裁定」という。これも、投機と同じく市場を良くする機能を果たしていると考えられている。つまり、合理的に説明できないような価格の格差が存在する場合には、裁定という行為が起こって、高すぎるものの価格が下がり、安すぎるものの価格が上がることで、合理的な価格差になると考えられる。

裁定…不合理な価格差から利益を得ようとする行為

★投機も裁定も、市場の価格をより合理的なものとする役割を果たしている。

このように説明されると、金融市場は「良いモノ」のように思える。しかし、これは情報の問題のうち「不確実性」の問題を中心にみてきたからだ。そして、金融市場はリスクを管理する手段を提供したり、将来の予想をおりこんだ価格形成を促すことによって、不確実性の問題の解消に役立っていると考えられるからだ。ところが、もう一つの「情報の非対称性」の世界では、話はそう単純ではなくなる。次の節では、アジア通貨危機の原因

(外因説)の説明も交えて、主に情報の非対称が引き起こす国際金融市場の問題を解説しよう。

第1節 通貨危機と国際金融市場

1 情報の非対称性という厄介な問題

例えば、インサイダー取引という例から始めよう。企業の役員などは、自社の先行きをいちばん早く知ることができる。これに対して従業員はより少ない情報しか知らない。さらに、一般の株主や株式市場の大多数の投資家は、さらにわずかな情報しか持っていない。これは、情報量やその正確さの度合いが人によりまちまちである状況であり、前述した情報の非対称性があるといえる。このとき、企業の役員は、自分たちしか知らない情報を利用して自社株の売買で大儲けをすることもできる。こうした行為をインサイダー取引という。

このように、情報の非対称性があるときには、自由な市場は「悪いモノ」となる可能性がある。上の例だとインサイダー取引の禁止と、違反の摘発という規制が必要になる（証券取引等監視委員会がその役割を果たす⁶）。

ところで、情報の非対称性による不都合として最も代表的なものが二つある。それは、(1)モラル・ハザードと、(2)逆選択（アドバース・セクション）である。(1)は、すでに前章で、火災保険に加入した人が火事を防止する注意義務を怠るようになる、という例を使つて説明したが、保険会社が、保険契約者の細かな日常行為までを知ることができない（すなわち情報の非対称性がある）から生じる問題だ。(2)は、生命保険会社が高い掛け金を提示すると、より不健康な人ばかり加入してくるようになる、という例で説明されることが多い。自分が平均より健康だと思っている人は、掛け金が高いほど割に合わないと判断して保険をかけないからである。ここでも、生命保険会社よりも加入者のほうが、自分の健康状態を良く知っているという情報の非対称性が原因となっている。これらは、金融市場でもよく知られた問題であり、資金の需要と供給のアンバランスや、資金の効率的な活用を妨げ、「市場が良いモノ」として機能することの障害となる。

経済学では、情報の非対称性から生じるいろいろな困った現象を、モラル・ハザードや

逆選択の一変種として説明することが多い。この二つの現象は応用範囲が広いので、情報の非対称性によって生じる問題のなかでも特に重要な現象となっている。（詳細は省くが、先のインサイダー取引もモラル・ハザードの一例と解釈することができる）

情報の非対称性によって生じる問題の代表選手

・モラル・ハザード

・逆選択

★インサイダー取引はモラル・ハザードの一例だと考えることもできる。

2 群衆行動と通貨危機の伝染

もちろん、この二つだけが非対称情報の問題のすべてではない。次のような問題も発生する可能性がある。

タイにある企業（製造業）があつたとする。この企業の内実は企業自身がいちばん知つ

ている。その次によく知っているのは、この企業と取引のあるタイの銀行だろう。このタイの銀行が外国銀行から資金を借り入れたとする。この借入（外国銀行にとっては貸出）の健全性を判断するには、タイの銀行がどのような企業に貸し出しているかという情報が、本来は必要であるわけだが、こうした情報を外国銀行が得るのはより難しい。タイの企業が株式発行で資金を調達している様子を想像しても同じような情報の階層構造があることがわかるだろう。例えば、企業自身以外ではタイ人の投資家のほうが、外国人の投資家に比べればタイの企業に関しての情報をより多く持っているだろう。このように、銀行間であろうと、株式や社債を取引する証券市場であろうと国際金融（資本）市場は、最も情報から遠いところにいる人たちが取引に参加する市場だと言うことができる。これも一種の情報の非対称性である。

もちろん、外国人も十分に費用をかけて調査すればタイ人と同じ程度にタイ企業の情報を得ることは可能である。しかし、その費用もより大きなものになるだろう。

こうした特性から起こる問題行動として、**群衆行動 (Herd-like Behavior)** というものが指摘されている。内実のわからない物に投資する（あるいは貸し付ける）というのは、これもある種のリスクである（これは不確実性ではなく、情報の非対称性からくるものだが）。

金融の進歩は、この面でもリスクを解消する方法を提供している。例えば、「国際分散投資」と呼ばれる方法である。これはよくわからない物であっても、自分の持っている資金を小口にして、多くの国に分けて（分散して）投資すれば、一部は焦げついてしまっても、全体としては安全性を高める（リスクを低下させる）ことができるということだ。こうして、多くの外国投資家たちが、十分な情報を持たない国へ投資を行ってしまうことになる。これらの投資家は、リスクは分散投資で解消したと思いきや、その国の情報は本当はよく知らないし、知る必要もないと思いがちだ。こうした状態でアジア諸国が「奇跡」的な成長を遂げていると言われれば十分に検証しないままにアジアに投資するだろうし、また「タイが通貨危機だ」と聞けばその情報だけでタイから資金を引き揚げようとする。さらにはアジア諸国内の国別の詳細情報に十分な考慮をしない場合はタイだけではなく、インドネシアやマレーシアからも資金を引き揚げようとするかもしれない。こうしたムードに流されて投資行動が左右されてしまいがちなのが、群衆行動である。

群衆行動は、一見、非合理的な行動にみえるが、そうではないことに注意してもらいたい。投資家が群衆行動を起こす理由は、情報収集に費用をかけないことを合理的に選択した結果なのである。例えば、多くの国に投資を分散させている国際的な投資家が、すべて

の投資対象国の情報をいちいち調査するとはたいたいへんな費用がかかるだろう。一方で、国際分散投資によって投資全体のリスクは確かにある程度は低くなっていると考えられる。また、一部の投資国の経済状況が悪化するなどの懸念すべき変化があったときも、じつくりと状況を把握するよりは、とりあえず資金を引き揚げておくという行動により、損失の拡大を防ぐことができる。その部分だけを見れば多少の損失が出るかもしれないが、投資全体が分散されていれば全世界で同時におかしくないことが起こらないかぎり大した問題ではない（これが分散投資の効果である）。よって、この投資家個人にとっては、個別投資国についての詳細な情報を得ることを省略するのは十分に合理的な行動なのである。

最後に、他の理論に比べて群衆行動による説明が優れている点は、通貨危機の周辺諸国への伝染が説明できることである。投資家が、その国の状況をよく調べてみる費用に比べて、とりあえず資金を引き揚げておくことの費用のほうが小さいと考えるならば、近隣諸国で通貨危機が起きたときに、その地域全体への投資を回収しはじめるのは合理的な行動だと言えるだろう。

群衆行動 (Herd-like behavior) は、情報収集に費用をかけるよりも、かけないほうが得な場合に発生する。国境を越える金融取引のように、情報収集費用が高い場合に起こりやすくなる。

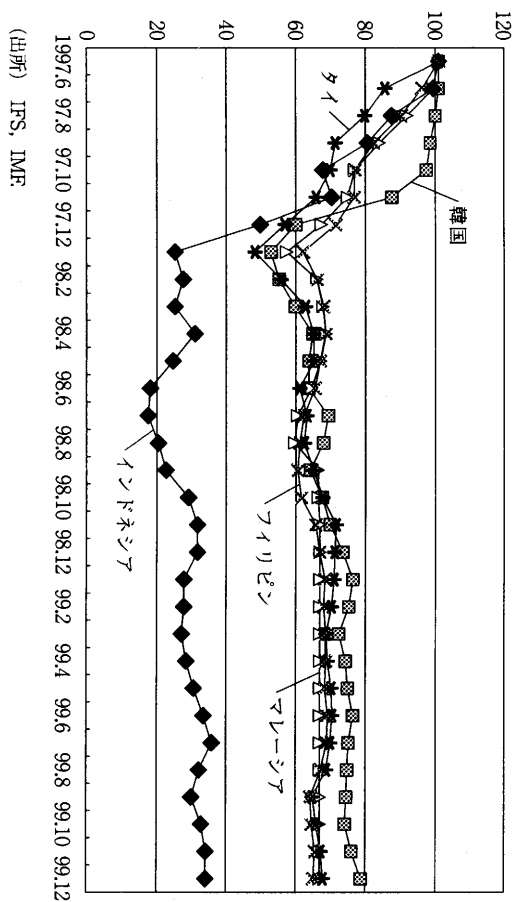
★通貨危機が周辺国に伝染したのも群衆行動で説明できる。

3 アジア通貨危機と群衆行動

さて、アジア通貨危機において投資家の群衆行動があったという直接的で決定的な証拠を示すのは難しい。その代わりに、群衆行動の存在を間接的に示唆するデータを一つ紹介しよう。

図6は、危機にみまわれた主要五カ国の為替レートの動きを一九九七年六月を一〇〇として図示したものである。一見して明らかなのは、インドネシアを除く四カ国の為替レートの動きが、驚くほどよく似ているということだ。また、インドネシアは他の四カ国に比

図 6 為替レートの変動



べると、その水準がきわめて低いものの、それでも、大きな傾向としては、他の四カ国の為替レートとの動きとよく似た動きをしていることも読みとれるだろう。

一つひとつの国の状況や、危機以後の改革の状況は異なるにもかかわらず、為替レートとの動きがこれほどまでピタリと一致するということは、為替市場における群衆行動の存在を強く示唆するものである。

統計の手法では、二つのデータがどれぐらい連動して動いているかを見るときに相関係数という数値を使うことがある。相関係数が1のときには、二つのデータは完全に連動して動いていることを意味し、相関係数がマイナス1のときには完全に反対向きに動いていることを意味する。また、相関係数が0のときには無相関と言って、まったく連動していないことを意味する。

上記の五カ国に関して、月ごとの平均為替レートに関して、この相関係数を計算したのが表8である。期間は先に図示した期間と同じで、一九九七年六月から一九九九年十二月までである。

一見して明らかのように、非常に1に近い値をとっている。これは、通貨危機後の五カ国の為替レートとの動きが、きわめて強く連動していることを示している。

表 8 為替レートの相関係数 (1997 年 6 月～99 年 12 月)

	インドネシア	韓 国	マレーシア	フィリピン	タ イ
インドネシア	1.0000				
韓 国	0.8575	1.0000			
マレーシア	0.9499	0.8441	1.0000		
フィリピン	0.9476	0.8274	0.9720	1.0000	
タ イ	0.7057	0.7975	0.8317	0.8127	1.0000

(出所) 筆者計算。

表 9 為替レートの相関係数 (1990 年 1 月～97 年 6 月)

	インドネシア	韓 国	マレーシア	フィリピン	タ イ
インドネシア	1.0000				
韓 国	0.8328	1.0000			
マレーシア	- 0.7660	- 0.6516	1.0000		
フィリピン	0.2608	0.3272	0.0488	1.0000	
タ イ	- 0.2598	- 0.0318	0.3814	- 0.1910	1.0000

(出所) 筆者計算。

これが、どれぐらい高い値かを
 知るためには、別の期間と比べて
 みるとよい。そこで、同じ五カ国
 の為替レートについて、一九九〇
 年一月から九七年六月の期間の相
 関係数を計算した。その結果が次
 の表 9 である。唯一、韓国とマレ
 ーシアの相関係数が高い値を示し
 ている以外は、○に近い低い値
 (無相関に近い)であったり、マイ
 ナス(逆相関)であったりしてお
 り、通貨危機後の数字とは全然異
 なることがわかる。

4 通貨投機の理論と複数均衡 (Multiple equilibria)、自「實現的予想 (Self-fulfilling

Prophecy)

通貨投機 (Speculative Attack) の理論と呼ばれるものは、一九七〇年代からあった。もともとは、政府が失策（經常収支が悪化を続けるような政策）をとっていると、対外支払が本当に困難になる（外貨準備がなくなる）ずっと以前に、通貨投機が起こってしまう、という話である。この理論には多くの変種があるが、共通しているのは、通貨投機は投資家が将来を予想するから起こると考える点である。「賢明」（合理的）な投資家は、事態が実現するよりかなり前に、それを予想して行動するだろうという理屈の応用である（本章第1節第3項の話を思い出してほしい）。そして、政府の政策が将来にわたって維持不可能であると予想される場合に通貨投機が起こるとするモデル（＝初期の通貨投機の理論）では、投資家が悪いのではなく政府の政策のほうが悪いということになる。

しかし、政府の政策というよりも、予想自身のもつ相互作用によって起こる通貨投機の理論もある。そこでは、投機家が、他の投機家の予想を予想するというような状況が想定

される。「賢明」な一人の投機家がいたとしても、この投機家が儲けるためには、他の投機家がどのような予想を立てているかを知る必要がでてくる。個々の投機家がどのような行動をとるかにより、結果として実現する現実（経済学的に言う均衡状態）が異なるし、どのような行動をとるかは、どのような予想を立てるかによって異なる、というわけだ。このように、**実現する可能性のある現実（均衡）が複数あるという状況を複数均衡という**。そして、どの均衡が成立するかは投資家の予想によって変わってくるので、これを**予想が自己実現的である**という。これも、広い意味では、情報の問題である。

このとき、通貨への投機は起こるかもしれないし、起こらないかもしれない、という（結論のない）結論が得られる。しかも、起こるか起こらないかは、多くの投機家の間で、どのような予想の一致が得られるかによって決まる、ということになる。

このことはマレーシアのマハティール首相と、高名な国際的投資家ソロス氏の間の論争と関係してくる。マハティール首相は通貨危機を引き起こした張本人として、ソロス氏を名指しして非難した。しかし、ソロス氏は多くの国際的投資家のうちの一人にしかすぎないと反論した。⁷

たしかに、ソロス氏が一人で通貨危機を引き起こすことはできないだろう。にもかかわ

らず、マハティール首相の主張にも、一片の真理が含まれているかもしれない。先に投資家の間の予想の一致によつて実現する現実が変わつてくるかもしれないと述べたが、そこで、ソロス氏のように、国際的に広く注目を集める人物の意味がでてくる。筆者たちが行ったシンガポールの通貨トレーダーへのインタビューでは、彼らの間でのソロス氏に対する信頼の念（彼らは、*confidence*という言葉を使った）は、きわめて大きいものがあつた。彼らは、一九九八年夏のロシアの通貨危機が起こる直前に、ソロス氏がフィナンシャル・タイムズ紙への投稿で、ロシアのルーブルは切下げが必要だと主張したことを特に強調し、だからソロス氏には *confidence* があるのだと言つた。このような（市場の *confidence* のある）人物の発言、見解は、多くの投資家たちの予想を一致させるきつかけになりうる。つまり、ソロス氏の行動ではなく見解が通貨危機を引き起こすこともありうるのだ。（同じことを、先の群衆行動からも説明できることも注記しておきたい。例えば、ソロス氏の見解が群衆行動のきつかけとなりうると考えることもできる。もちろん、筆者はだからソロス氏が悪いと思つてゐるわけではない）

5 複数均衡は、特に対応が困難

こうしてみると、複数の均衡があるとすれば、そのなかには「良い均衡」もあれば「悪い均衡」もあるだろう。そして非常に「良い均衡」から非常に「悪い均衡」へ一気に変化が起こった場合、そのショックはきわめて大きなものとなる。アジア通貨危機がもし、そういう事態だとすると、予測や予防はたいへん難しいことになる。なぜならば、複数均衡はそれが存在すること自身を示すのさえ難しいからだ。複数均衡ということの意味は、可

複数均衡は、人々の予想の変化が、現実に影響する場合に起こりやすい。

このとき、「そうなると思うから本当にそうなる」、という自己実現的予想という現象も起こる。

★人々の予想に強い影響力を持つ人物の意見は、通貨投機のきっかけとなりうる。（ただし、その人に責任があるかどうかは別の話である）

可能性が多くあるということだが、実際には現実は一つしかないわけで、数多くある可能性のなかの、たった一つの可能性だけが現実化するわけである。こうなると、そもそも本当に多くの可能性があったのかどうかを知ることが難しくなる。複数均衡が存在すること自身を、誰の目にも明らかに示すことはきわめて難しい。

例えば、通貨危機を事前に予測しようとする“Early warning system”⁽⁸⁾（早期警戒システム）に関する研究が進められている。こうした研究の多くでは、通貨危機発生の可能性を示す指標として実質為替レート⁽⁹⁾の増価、国内信用の急速な拡大、高インフレーションなどがあげられている。しかし、アジア通貨危機が襲った国々では、危機発生前に急速な国内の信用拡大はみられたものの、インフレーションは一桁代であり、また実質為替レートの増価は起こっていたが、一九八〇年代の累積債務危機当時の中南米諸国に比べると深刻ではなかった。

そもそも、均衡（現実）が一つであるということが前提となっていることを考えると、こうした研究は無駄かもしれない。というのは均衡が複数あるとしたら、“Early warning system”の指標は、そのうちの一つの可能性しか示唆しないわけで、ほとんど意味をなさなくなる。もし、複数均衡による通貨危機が起きているのだとしたら、その発生ของ 타이ミ

ングは予測不可能かもしれないのである。

6 その他の説明

以上の説明の他にも、さまざまな国際金融市場における問題が指摘されている。

例えば、IMFの支援があることが（予想されることが）、国際的な投資家のモラル・ハザードの原因となるとの見解も有力だ。途上国への投資はリスクは高い一方で、高い利回りを得ることができる。しかし、具合が悪くなったときにはIMFの資金援助により事なきを得るのであれば、投資家はリスクを負わないで高い利回りだけを得ることができる。これは、典型的なモラル・ハザードである。IMFが国際的な投資家に対して代価なしに保険を提供しているようなものだ。ちょうど、火災保険の加入者が防災努力を怠るようになるのと同じように、国際的な投資家も危険な投資を行ったというわけだ。

保険の提供者はIMFに限らない。例えば、銀行が対外借入の返済に行きづまったときに、その国の政府が肩代わり返済をするということが高い確率で予想できるときには、これもその国の銀行への投資や融資に対する保険の役割を果たしている。したがって、モラ

ル・ハザードの原因となりうる。実際、韓国やタイ、インドネシアなどの国では、通貨危機後、銀行の対外借入は政府によって肩代わりされた。(ただし、これはやむを得なかった面がある。第Ⅶ章で見るように、銀行危機に際して政府が知らん顔を決め込むことは、実際にはたいへん難しいことである)

少数ではあるが、情報の問題とは無関係な説明もある。その一つとして「競争的切下げ」(competitive devaluation) という考え方を紹介しよう。⁽¹⁰⁾これは、よく似たレベルの輸出品を同じような地域に対して輸出しているASEAN諸国の一カ国が為替を切り下げたとき、他国も為替を切り下げざるを得ないだろうという説明である。つまり、切下げ競争が発生したというものである。これは、通貨危機の伝染を説明できる考え方である。

しかし、アジア通貨危機をうまく説明しているとは言えない。まず、為替の切下げが経常収支に影響を与えるのには、少なくとも半年以上の時間差が必要である。これに比べて、アジア通貨危機の伝染はずっと急速であった。それでもなお、この考え方に基づいて説明しようとするならば、危機がただちに伝播したのは、他国の為替切下げが、いずれは自国の経常収支へ悪影響を与えると予想した、(1)政府が意図的に先回りして為替を切り下げたか、(2)投資家が先回りして資本を引き揚げたか、のいずれかの追加的な説明が必要である。

しかし、(1)のようなことがあったとは思えない。アジア通貨危機では、多くの国が外貨準備がほとんどなくなる寸前まで為替レートを維持しようとしたからだ。

(2)の説明はいちおう筋は通っている。しかし、二つの難点がある。まず、いちばん最初に通貨下落が始まった国に関しては、その理由を説明できない。第二に、アジア諸国の経済規模程度で、お互いに与えあう影響がそれほど大きいとは思えない。アジアの任意の二カ国どうしを取り出して考えた場合に、相手国の為替下落がもう一方の国に決定的な影響を与えるとは思えない。もつとも、アジア諸国全体と任意の一カ国との関係であれば、大きな影響があると考えられる。つまり、アジア諸国において全体的に為替レートが下落しているときに、一カ国だけが為替レートの水準を維持したとしたら、その国の経常収支には深刻な影響が出るだろう。したがって、この理屈が適用できるには、なんらかの理由によって、多くの国において一斉に為替レートが下落しはじめる必要がある。

そうだとすると、これは競争的切下げというよりは、自己実現的期待による複数均衡の考え方に限りなく似通ってくる。つまり、「いずれの国の為替レートも安定している」という均衡が一つと、「多くの国の為替レートが同時に下落する」という均衡の二つがあり、どちらになるかは投資家の期待に依存することになる。

以上見てきたように、国際金融市場について数多くの問題点が指摘されるようになってきている。どの説明がアジア通貨危機の説明として、最も優れているかは決着がつかない。しかし、個々の説明どしは、必ずしもお互いを排除する関係になつていないことに注意してもらいたい。つまり、複数の説明が同時に有効でありうる。

また、幸いなことに、多くの場合、対応策として考えられる方策は、かなり共通していると言えるだろう。次に、それを考える。

第2節 国際金融市場の問題にどう対処するべきか？

まず、海外資金の流入をある程度抑制する必要があるだろう。モラル・ハザードや群衆行動による説明によると、いずれも、危機に先立っては海外からの資金流入が過剰になる傾向があることがわかる。こうして流れ込んできた資金が流出に転じることによって通貨危機が起るが、複数均衡（競争的切下げも含む）や群衆行動による説明によると、資金流入と流出の間の転換が急激に起る傾向があることがわかる。

これらを併せて考えると、そもそも過度の資金流入が起らないように穏やかな規制を行うのがよさそうだ。

せっかく入ってくるものを抑制するのは損なような気もするが、それが反転することのリスクを考えれば、十分に理性的な政策だと言えるだろう。その場合も、「逃げ足の早い」資金とそうでないものとを区別して対応することが考えられる。詳しくは後述するが、企業経営権の取得を目指した直接投資よりも、売買益をねらった証券投資の資金や銀行融資などのほうが逃げ足は早いといえる。したがって、後者の流入規制のほうをより厳しくするといったメリハリをつけることができるだろう。

第二に、不幸にして通貨危機が起り、海外資金の急激な流出が始まったときには、緊急避難としてなんらかの資本流出規制措置を講じることが考えられる。群衆行動や複数均衡の観点からは、投資家の気分や予想を変えることが必要となるが、そのためには投資家の動きを一時的に止めておいて、対応するのが効果的かもしれない。これは株式市場における値幅制限の考え方と似ている。株価が一定の値幅を越えて下落すると取引を中止するのが値幅制限であるが、それにより売買できなかった投資家は、一晩寝て落ちついて考えたり、よく調べたりする時間をもてば、その後はパニック的な株式売却行動をとらないか

もしれない（群衆行動の場合）。あるいは、その間に政府が株価安定化政策を示すことにより投資家の将来予想が好転するかもしれない（複数均衡の場合）。

モラル・ハザードの観点からも資本流出の一時的規制は正当化できる。投資家がIMFや政府の救済をあてにして行動していたとすれば、危機が起こったときに投資家がわれ先に逃げ出すのを抑制して、危機の收拾策に対しても参加させることは正当な行為となる。これは、破産法や会社更生法といった倒産法制度において、債権者が債務者に対してわれ先に債務弁済を求めて、逃げ出すのを禁じているのと同じである。こうしたことが起こると、取りはぐれた債権者と逃げ出しに成功した債権者との間には大きな不公平が生じる。今の場合は、取り残されるのがIMFや政府で、逃げ出すのが民間の投資家というわけだ。われ先に逃げ出すことができないと知れば、投資家のモラル・ハザードも起こりにくくなるだろう。

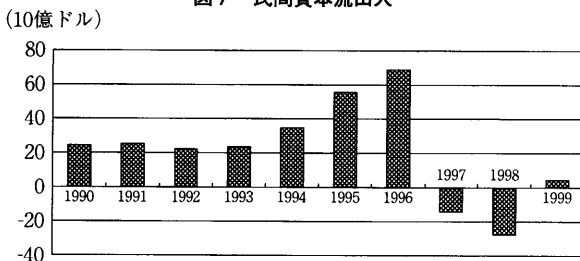
第3節 国境を越える資金の種類と

本章の結論

ところで、一口に国際金融市場といっても、国境を越える資金の流れにはいろいろな種類がある。図7は、アジア通貨危機により最も影響を受けた五カ国（インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、韓国）への海外からの民間資本流出入の推移を示したものである。これは、資金の種別を考えずに全体を示したものであるが、一九九七年になって、手のひらを返したように大幅な資金流出となったことがわかる。

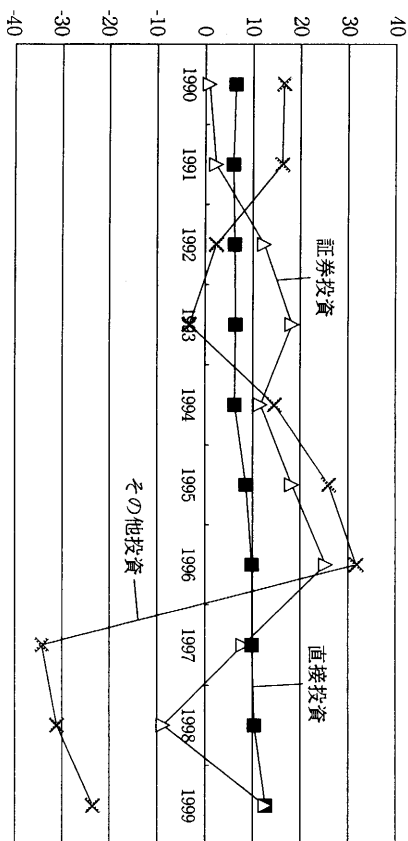
これに対して、図8は、その内訳ごとに推移を示したものである。この図で、いちばん特徴的なことは、全体の民間資本の動きとは違って、直接投資は驚くほど安定的に推

図7 民間資本流出入



(出所) 世界銀行, World Economic Outlook。

図 8 民間資本流入の内訳



(出所) 世界銀行, World Economic Outlook.

移していることである。また、証券投資も一九九八年にはマイナスになったものの九九年には回復していることがわかる。結局、海外からの民間資金流入の反転の主要な要因は「その他投資」の不安定な動きによっている。そして、その他投資の大部分は銀行融資である。

このようにアジア通貨危機に際しては、民間資本のなかでも、直接投資、証券投資、銀行融資（その他投資）の順番に安定性が高かったということが言える。この順番は、長期の資金が短期の資金かという順番とだいたい対応している。直接投資は現地国企業の経営への参加を目的とした株式取得や現地子会社への投融資などの額のことである。したがって、これは長期的な観点から行われる資本の移動だと考えられる。その反対に銀行融資は一般に満期は短く（三カ月など）、きわめて短期的な観点から行われる資本の移動だといえてよいだろう。

そして、長期的な観点から行われる直接投資がアジア通貨危機の前後を通じて驚異的な安定を示していることは、アジア通貨危機の主要な原因がアジア経済の構造的な問題ではなかったことを示唆している。なぜなら、経済構造の問題は、長期的な経済成長の見通し

などに大きな影響を与えると考えられるので、もし、それが原因で通貨危機が起こったのであれば、長期的な観点で行われる直接投資もアジア諸国から引きあげられたはずだからだ。

さらに、短期的な観点で行われる銀行融資が最も激しく反転したことをあわせて考えると、アジア通貨危機の主要な原因は、長期的な見通しにはほとんど影響しないが、短期的な見通しに大きな影響を与えるような何かであると推論できる。そして、本章で見てきたように国際金融市場における市場の失敗により、短期的な市場の混乱が起こったのではないかというのが、その最有力候補としてあげられるだろう。

筆者は、第I章の終わりで、通貨危機の原因をめぐってはその国に内在する経済構造の問題に注目する内因説と、国の外側に要因を求める外因説の二つに大別できると書いた。ここまで読み進めてこられた読者には、もう明らかなことだと思うが、筆者の見解は後者の外因説に軍配をあげるものである。

ここで、以前の章での解説も含め、筆者の考えを箇条書きにまとめておこう。

- (1) 経済構造の問題は多かれ少なかれすべての国がかかえている。
- (2) 経済構造の問題が主因だとしたら、そもそも危機以前に資本流入が盛んであったこ

との説明が難しい。

(3)これに対し、国際金融市場では情報の問題によりさまざまな市場の失敗が起こりうる。

(4)群衆行動、複数均衡、モラル・ハザードの発生などによりアジア通貨危機が引き起こされ、周辺国へと伝染したと考えられる。

さて、以上で通貨危機の原因をめぐる話題は一区切りとすることにし、次の章ではアジア通貨危機に対するIMFの対応を評価してみよう。特に初期の対応においては、以上の筆者の観点とは正反対の立場からの対応が行われたことがわかる。つまり、各国の経済構造の問題は正を優先するものであった。これは、筆者の見るように主因が国際金融市場の問題にあったとしたら、的外れであったと言えるだろう。次章では、このような点も含めIMFのアジア通貨危機への対応を評価検討する。最初にIMFの生い立ちと国際金融システムの変遷をふり返り、次にマクロ経済政策の観点からの考察を行う。経済構造改革政策に関連する問題は、その後に検討する。

注 (1) IMF [1998], *World Economic Outlook*.

(2) このため、最近では「市場の失敗」を引き起こす原因として不確実性があげられることは、ほとんどなくなっている。また、情報の問題といったときには、情報の非対称性のみを意味する場合も多い。

(3) 厳密に言えば、不確実性は消えたのではなく、別の主体に移転された。

(4) 投機家が常に賢い(合理的)とは限らないではないか、という意見に対しては、例えば、M・フリードマンは、合理的でない投機家は、損をするわけだから、市場から脱落するだろう、としている。

(5) このように投機や裁定が活発に行われて、もうこれ以上、儲けを出せないほどの状況になっている市場を効率的な市場という。現実の金融市場が効率的な市場かどうかは問題だが、効率的だとする仮説を効率的市場仮説 (Market efficiency hypothesis) と呼び、多くの経済学者の実証研究の対象となっている。

(6) ただし、インサイダー取引は企業内部者の持つ情報を市場価格に反映させるために有益な行為であり、取り締まる必要はないと主張する一部の「過激な」経済学者もいる。

(7) Eichengreen, Barry and Donald Mathieson (1998), "Hedge Funds and Financial Market Dynamics," IMF Occasional Paper, No.166 による。一九九二年のERM通貨危機はソロス氏らヘッジファンドの動きがきっかけとなり発生したと見ているが、今回のアジア通貨危機では、その影響はなかったとしている。Brown, Stephen J., William N. Goetzman and James M. Park (1998), "Hedge Funds and the Asian Currency Crisis of 1997," unpub-

ished paper は、ヘッジファンドがアジア通貨の過剰な売り買いを行っていた時期があったことを認めたものの、アジア通貨の変動はこれらヘッジファンドの動きとは因果関係のないことを示した。また、ソロス氏のヘッジファンドがマレーシアリングの急激な減価を導いたという証拠もないと結論している。また、ヘッジファンドの扱う金額は、いかにレバレッジ（借入などにより資金量を膨らませること）を利かせるといえ、その額は欧米のミューチャル・ファンドや年金基金などの大手機関投資家に比べれば少ないとされている。ヘッジファンドの総資本額は三〇〇億ドルとみられている。一方、機関投資家の扱う資本総額は二〇兆ドルにものほり、その国際金融市場での影響力は大きい。

- (8) Early warning system については、Kaminsky, Graciela, Saul Lizondo and Carmen Reinhart (1998), "Leading Indicators of Currency Crises," IMF Working paper, WP/97/79 や IMF (1998), *World Economic Outlook*, May 1998 を参照された。
- (9) アジア通貨危機前の東アジアの実質為替レートの上昇は、一九九二年をベースとすると四%から一五%ほどの増価であった (JP Morgan RER Data)。
- (10) "What caused the Asian currency and financial crisis," Nouriel Roubini, et al., draft.