

第8章

為替レート維持と高金利政策

——動学モデルによる批判的再検討——

はじめに

アジア通貨危機を契機として、IMFの処方箋を批判する声が大きくなってきた。サックス [1997] は、インドネシアの銀行閉鎖（1997年11月）が投資家のパニックを招き危機の深刻化を招いたと批判した。また、フェルドシュタイン [1998] は、コンディショナリティに構造改革政策を組み込むことは、短期流動性の危機への対処としては不適切であると批判している。ロドリック [1998] やバグワティ [1998] は、IMFの目指す資本取引の自由化に対して疑問を呈した。さらに、バグワティはIMFへ強い影響力を発揮している米国財務省と、ウォール・ストリートの金融機関との間の人事交流を含む密接な関係がIMF政策立案にあたって大きな影響力を発揮していることを「ウォール・ストリート＝財務省複合体」と呼んで、批判している。IMFとは「ブレトンウッズの双子機関」の関係にある世銀 [1998] も、慎重な表現ながらアジア危機に対するIMF政策の失敗を批判している。このなかで注目に値するのは、財政政策と並んで金融政策への言及である。為替安定を目指した高金利政策の有効性への疑念が表明されたのである。

こうした批判に対し、IMF [1999] 自身も、その一部を認めるに至っている。それは、アジア通貨危機においては、(1)当初、危機の深刻さについて

見込み違いがあったこと、(2)過度の財政引き締め政策は不適切であったこと、などの点についてである。しかし、高金利政策が必要であるという点に関しては、譲る様子はみえない。現実の政策面でも、例えば1999年初頭のブラジル危機においては、国際的投資家の間では、変動レート制度への移行にともない利下げが行われることが期待されていたにもかかわらず、IMFは利上げを強硬に主張し、実施させている。

私たちも、この高金利政策をめぐる論点が、IMF処方箋をめぐる議論のなかでも残された重要な課題の一つであると考え、国宗編 [1998] において金融再建策との関連で批判的な検討を行った。その第4章、国宗・柏原 [1998] では、(1)高金利は国内金融システム危機を悪化させた、(2)高金利により資金流入を促すことは、逆に将来の資金移動の不安定性を高める可能性がある、(3)インフレ対策としての高金利という位置づけは不適切である、(4)高金利政策以外の選択肢も検討するべきである、と四つの論点を提起した。

本章においてもIMFの高金利政策の検討が課題となるが、上記の論点とは少し違った新しい観点からの考察を行いたい。それは、経済理論にもとづくモデル分析の観点である。

これまで、IMFは高金利政策を擁護する際には、「高金利により投資家の通貨に対する信任をつなぎ止める」という論理を用いてきた。そして、それ以上の突っ込んだ理論的なモデルを提示することにはあまり熱心ではなかった。これは、一つにはIMFにとって高金利政策はあまりにも自明の政策であり、見直しの必要性を感じる事がなかったせいかも知れない。しかし、そのためにIMFがいったいどのような理論モデルにもとづいて高金利政策の効用を主張しているのかは曖昧なまま推移してきている。わずかにIMF [1999] では、きわめて短い記述ではあるが理論モデルへの言及がみられるものの、ラフ・スケッチの域を出るものではない。本章第1節では、これを「IMFモデル」と呼び、その説明を行う。ここでは、とくにリスク・プレミアムという外生変数を用いることの問題点が指摘される(第1節1)。さらに、

短期動学に関連する若干の追加的仮定を導入することにより、IMFモデルは、(リスク・プレミアムを除けば) 基本的にはドーンブッシュの為替レートのオーバーシュート・モデルと同じ枠組みで理解できることが示される(第1節2)。続いて、モデルの前提条件をほんの少し変化させただけで、高金利政策を正当化することができなくなることを示す。ここでのポイントは「実質為替レートの長期均衡水準」が変化しているかどうか、である。実際には長期均衡水準が(実質減価の方向に)変化している場合に、IMF流の高金利政策(長期均衡水準が変化していないことを前提にしている)を行ったときには、不必要なデフレ調整過程を発生させてしまうことを示した(第1節3)。最後に、タイ経済のデータを用いて、こうした誤った政策対応によるデフレ調整の可能性を検証した(第1節4)。

第2節では、その他の論点として2点を指摘した。最初の点は、第1節の分析に関連する。ここでは、IMFの強調するリスク・プレミアムが外生変数ではなく、政策に対応して内生的に決定される可能性を示した。第1節3で考察した高金利政策が実質為替レートの変化を先延ばしする効果をもつという仮説を前提とできるならば、高金利政策自身がリスク・プレミアム発生の原因となりうることを示される(第2節1)。第2の点は、ややここまでのモデルとは離れるが、高金利政策による為替レート維持が必要悪であるとする主張に関連する考察である。それは、アジア通貨危機に際しては、多くの民間企業が外貨建てで借入を行っていたために高金利という犠牲を払ってでも為替レート維持を行う必要があったとするものである。こうした議論は、企業の財務状況をストックの観点からのみみており、フローの観点からみるならば高金利による悪影響の方が大きくなる可能性を指摘した(第2節2)。

第3節では、他の多くの批判や本章での理論的考察からは正当化することが難しい高金利政策を、IMFがあたかも「自明の理」のように扱ってきたのはなぜか、という疑問への一つの回答を行った。ここでは、ロシア危機やブラジル危機との対比などを通じて、国際金融システムの安定性という観点から説明される。高金利よって為替調整を緩やかなものとするのが、国際

的投資家に対して「損切り」による市場からの退出のための時間的余裕を与え、国際金融システムへの打撃を最小限に抑える役割を果たすのである（第3節1）。しかし、この観点から考えるならば、問題は国際金融システムの安定のためのコストを途上国側に負担させているという点だ。便益を得る主体と費用を負う主体が分離している。したがって、途上国の立場、先進国の立場のどちらに立つかによって政策含意が異なる。ひいては、国際政治の観点からの評価や対応が必要となるだろうことを指摘した（第3節2）。

第1節 モデルによる考察

1. IMF [1999] のモデル

IMF [1999] では、以下のようなモデルを使っている。

$$m_t - p_t = \alpha y_t - \beta i_t \quad \dots\dots(1)$$

$$i_t = i^* + e_{t+1} - e_t + \pi_t \quad \dots\dots(2)$$

$$p_t = p^* + e_t - q_t \quad \dots\dots(3)$$

変数は全て対数形とし、 m 、 p 、 y 、 i 、 e 、 π 、 q はそれぞれ、貨幣供給量、価格水準、実質所得、名目金利、名目為替レート、リスク・プレミアム、実質為替レートを表している。また、*のついた変数は、外国の変数を示している。 α 、 β は定数で、それぞれ貨幣需要の所得弾力性と利子弾力性を示す。

本章とIMF [1999] とのノーテーションの違いは、実質為替レート q の表記だけである。IMF論文では v となっているが、これはここでは“ $-q$ ”に相当する。

ここで注意してほしいのは、本章のモデルでは名目為替レートは邦貨建てを想定しており、その数値の上昇は減価を意味する点である。さらに、実質為替レートもその数値の上昇が実質減価を示すように表示してある。

各式の意味を簡単に示すと、式(1)は貨幣市場の均衡、式(2)はリスク・プレ

ミアムを考慮した金利裁定の関係、式(3)は実質為替レートの定義式を変形したもので、となる。どの式も、国際マクロ経済学の基本的な式である。これらを合わせたモデルは、小国開放経済における長期均衡を簡潔に記述したものであると考えられる。ここでは価格の短期的な硬直性などは想定されていないので、あくまで長期分析に適したモデルであることに注意が必要である。

内生変数は p 、 i 、 e であると想定するのが普通である。最も手っ取り早いモデルの解法は、 e に関する差分方程式として解くことである。結果は、

$$e(t) = \frac{1}{1+\beta} \sum_{j=0}^{\infty} \left(\frac{\beta}{1+\beta} \right)^j (m_{t+j} - \alpha y_{t+j} + \beta i_{t+j} + q_{t+j}) \quad \dots\dots(4)$$

となる。ただし、ここで簡単化のために、外生変数 i^* と p^* はゼロとしている。

このモデルでは、 m 、 y 、 π 、 q は外生変数（とくに m は政策変数）である。単純化のためにこれらが時間を通じて変化しないと仮定すると、式(4)は、

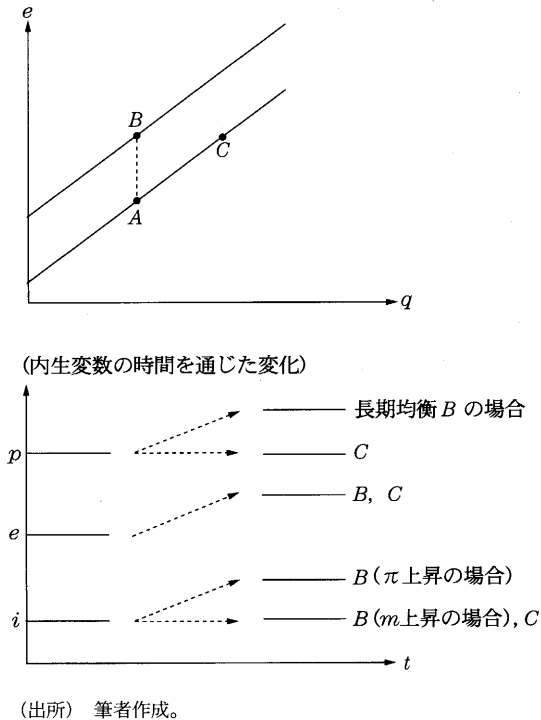
$$e(t) = m - \alpha y + \beta \pi + q \quad \dots\dots(5)$$

となる。

これを、 e と q の関係に着目して、 $q-e$ 平面上に描くと、図1のような右上がりの直線となる。貨幣供給量やリスク・プレミアムの上昇は、この直線を上方に平行移動させる。これは、同じ q のもとでは e は上昇（すなわち名目為替レートは減価）することを示している。例えば、図中のA点からB点への移動が起こる。こうした名目為替の減価を防ぐためには m を減少させ（すなわち金融引き締め）、 π の上昇による効果をちょうど打ち消すだけの政策を行えばよいことになる。

このモデルの一つの特徴は、リスク・プレミアムという外生変数を入れていることである。リスク・プレミアムがない場合には、主に貨幣供給量の増大が問題とされる。貨幣供給量の増大は、その他の条件が変化しなければ、他の実質変数には影響を与えず、価格水準の上昇と名目為替レートの減価を招くという開放経済における長期的な「貨幣の中立性命題」を示すためによく使われるモデルである。

図1 名目為替レートと実質為替レート（長期）



このモデルでは、貨幣供給量増大の場合と全く同様に、名目為替レートの減価（と物価水準の上昇）が、リスク・プレミアムの上昇によっても起こることを示している。IMF論文では、したがって、この効果を相殺するために金融引き締め（＝高金利政策）が必要であるとしている。

しかし、これは乱暴な議論である。なぜなら、上記のモデルは長期均衡の分析であるが、通貨危機にどう対処するかは、短期的な安定化の問題であるからだ。したがって、長期均衡の変化にだけ焦点を当てることは、誤った政策対応を招く可能性がある。短期の動学過程をも考察するべきである。

また、長期のモデルで、リスク・プレミアムという変数を重要視するのも奇妙である。短期的にであればともかく、長期的にリスク・プレミアムが上

昇したままであるというのは妥当な想定とはいえない。(i) リスク・プレミアムは一時的に上昇するだけであるか、(ii) リスク・プレミアムが長期的に上昇したままである特別な理由が説明されねばならない。(i) ならば、そうした一時的な上昇が、長期均衡に与える影響はきわめて小さい。したがって、要因としてはほとんど無視できる。(ii) の説得的な説明は、IMF論文にはみられない。それにもかかわらずリスク・プレミアムを中心に据えざるをえないのは、東アジアでは通貨危機に先立って野放図な貨幣政策をとっていたとは決していえないからである。リスク・プレミアムで説明する以外に(高金利政策の必要性を示す)方法がないわけだ。

また、外生変数に関する考察も不十分である。とくに実質為替レート q は、暗黙的に一定であると想定されている。しかし、長期均衡の q が下落したことが名目為替レートの減価の原因であるという状況も想定できるはずだ。このときには、図1に示したように、当初の長期均衡が点Aであったとして、式(5)の示す曲線はシフトせずに、同じ曲線上で長期均衡が、例えば点Cへと移動する。名目為替レートは、やはり減価している。しかし、これは(長期均衡の)実質為替レートの減価という実体的な要因により起きていることで、これに対して金融引き締めなどの政策を行うことは、むしろ経済への攪乱行為となる。

2. IMFモデルの修正と短期的動学

このように、IMF [1999] は不完全ないしは説明不足である。ここでは、このモデルと整合的で、短期動学を考慮に入れたモデルを示すことにより、考察を続けよう。

ここで基本とするのは、短期の国際マクロ経済分析において標準的なモデルとなっているドーンブッシュのオーバーシュート・モデルである。これは、短期的なケインズ経済学の世界(価格が硬直的)と価格が伸縮的な長期的均衡の間で、どのような移行過程(動学)があるかを説明するものである。前

節の式(1)~(3)は、そのまま利用し、これに完全雇用状態でのGDPからの乖離が短期的にはありうること(ケインズ的な想定)と、修正フィリップス曲線の関係により、次第に価格水準の調整が起こることを表す二つの関係を付け加えるだけである。

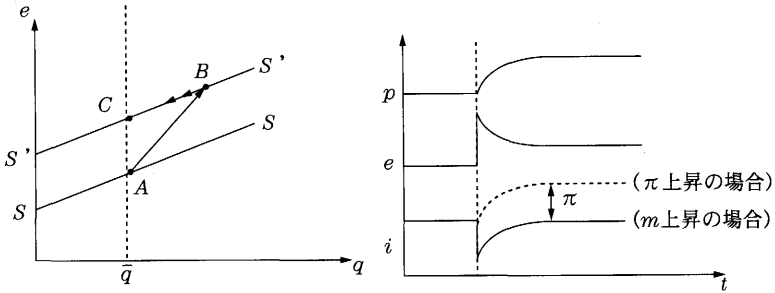
詳しくは補論をみていただくこととして、本文ではその要点を図示する。図2は前節と同様に、縦軸は名目為替レート(e)、横軸は実質為替レート(q)をとってある(モデルに忠実にいうと、その対数値)。ここで再度、注意を喚起しておきたいが、本章のモデルでは名目も実質も為替レートの数字の上昇が減価を意味する。

さて、きわめて短期的(=瞬間的)には価格は硬直的であると仮定しているので、ある一時点においては、名目為替レートと実質為替レートは、完全に比例的にしか変化できない。これは、図上では、 e と q が45度線に沿った動きしかできないということを意味している。

ここで、長期的な均衡での実質為替レートの水準を \bar{q} とする。点線で描かれている垂線は $q=\bar{q}$ の線であるが、長期均衡は必ずこの垂線上にはなくてはならない。曲線SSは、短期的に実質為替レートの水準が長期均衡の水準から乖離した場合に、合理的期待の仮定のもとで、経済の動学経路を示したものである(導出は補論)。この曲線は、貨幣供給量(ヤリスク・プレミアム)といった外生変数の変化によってシフトする(増大は上方、減少は下方へのシフト)。

経済が当初、長期的均衡の達成されたA点にあるとの前提から出発する。ここで貨幣供給量(ヤリスク・プレミアム)の恒常的な増大により曲線SSがS'S'へと上方シフトした場合を考えよう。前述のように、短期的には名目と実質の為替レートは45度線上に沿ってしか変化できないので、曲線SSのシフトが起こった瞬間に、経済は直ちにB点へ移動する(名目・実質為替レートの減価)。そこから動学経路S'S'に沿って、次第にC点(新しい定常状態)へ向けて調整が起こる。この経路(B→C)では名目為替レート、実質為替レートともに次第に増価していく。C点とA点とを比べると実質為替レート

図2 オーバーシュート



(出所) 筆者作成。

は同じで名目為替レートだけ減価しているのに、物価水準だけが增大していることがわかる。したがって、 B 点から C 点への動学過程では、国内物価の上昇も起こっている。

このように名目為替レートは、瞬間的に大きく減価し、その後、徐々に増価していくので、これをオーバーシュートという。この動学過程では、実質GDPは完全雇用水準を上回る。これが修正フィリップス曲線の関係を通じて物価上昇を引き起こすことになる。また、貨幣供給増大による動学過程における名目金利は長期均衡での水準を下回ることにも注意が必要だ。金利の低下幅は、動学過程での名目為替レートの増価率に等しくなる(金利裁定の関係:式(2)より)。しかし、シフトがリスク・プレミアムの増大により生じた場合は、動学過程においても、金利は当初の長期均衡よりも上昇する可能性がある(為替減価期待をリスク・プレミアム上昇幅が上回っている場合)。

このように動学過程における金利の問題を別にして、IMF処方箋は、ドーンブッシュ風のオーバーシュート・モデルの簡単な拡張によって解釈が可能である。

ここでも、リスク・プレミアムという外生変数が重要な役割を果たす。オーバーシュートの基本モデルが貨幣供給量の増大による影響をみているのに対し、東アジアでは通貨危機に先立って野放図な貨幣政策をとっていたとは

決していけないからである。したがって、リスク・プレミアムによりSS曲線がシフトしたと考えないと辻褄が合わないのである。

いずれの要因でSSがシフトしたのであっても、A点→B点→C点という動学過程は同じである。これは、最終的に(1)為替の減価、(2)インフレ、という結果を招くし、その過程でオーバーシュートという問題をともなう。したがって、望ましい政策は、貨幣供給量を減少させてS'S'曲線を再びSS曲線のところまで下方シフトさせてやればよい。こうすれば、A点での定常状態を維持することができる。つまり金融引き締め政策(=高金利政策)が正当化される。

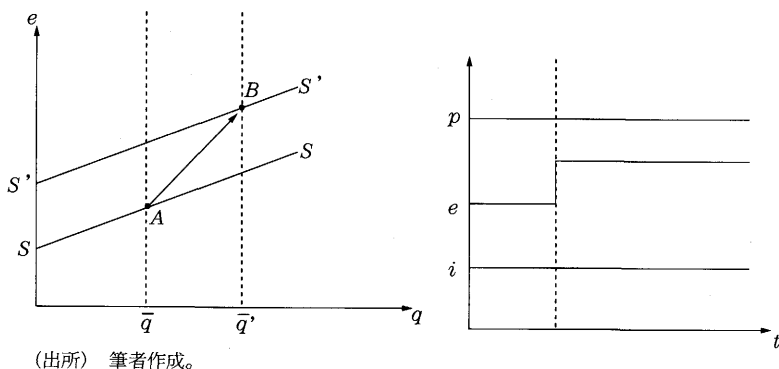
3. 均衡為替レートの変化と過度の金融引き締めの可能性

しかしながら、前節の説明では、長期均衡の q (= \bar{q})自身の変化が起こった可能性が考慮されていない。通貨危機の状況下では、長期均衡に対応する実質為替レート(\bar{q})自身に変化している可能性は高い。東アジア危機においても、実質為替レートが過大評価されているのではないかと懸念が、通貨危機の原因の一つとさえ言われているのである。

そこで、ここでは長期均衡に即した実質為替レートの水準そのものが変化した場合を考察しよう。前節のモデルと他は同じで、 \bar{q} が \bar{q}' に変化したと仮定する(ただし $\bar{q}' < \bar{q}$)。この場合も曲線SSは上方へシフトする。シフト後の曲線をS'S'とすると、これはB点において $q = \bar{q}'$ を示す垂線とちょうど交わる⁽¹⁾。したがって、経済は、当初のA点からB点へ瞬間的に移行するとは前のモデルと同じであるが、このB点が新しい長期均衡であり、それ以上の動学過程は必要ないことになる。価格水準の変化も必要ないので、名目と実質為替レートの比例的な減価のみが瞬間的に起こっておしまいである(図3参照)。

そうだとすると、長期均衡の実質為替レートが変化した場合には、名目為替レートの変動を抑制しないことが正しい政策対応ということになる。まさ

図3 均衡実質為替レートが変化した場合



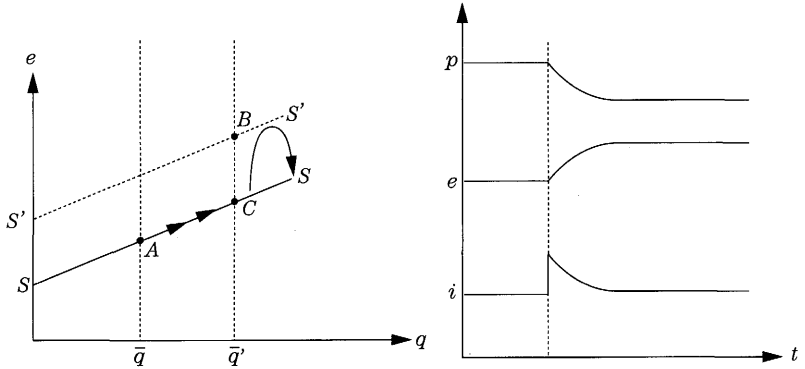
に、「市場に任せる」のがよいわけで、緊縮的な金融政策は不要である。

ここで、実際には長期均衡の q (\bar{q}) が上昇 (= 減価) したにもかかわらず、上昇していないと思い込んでいる観察者がいたとしよう。この観察者にとっては、事態は図3のようにではなく、図2のようにみえるだろう。つまり、点Aから点Bへの変化は、長期均衡への変化ではなく、オーバーシュートのようにみえる。しかし、この観察者にとって不思議に思われるのは、貨幣供給量の増大は生じていないことだろう。したがって、このような変化はリスク・プレミアムの上昇のせいであると結論するかもしれない。

そして、この観察者によれば、対策としては緊縮的な金融政策が望ましいことになるだろう。このような誤認にもとづく金融引き締め策の効果は、次の図4のようになる。金融政策を中立的に保った場合の新しい長期均衡がB点であるのに対し、SS曲線のシフトを許さない金融引き締め政策を採用した場合の長期均衡はC点となる。しかし、超短期 (= 瞬間) 的には、経済は45度線上しか動けないので、経済はA点に止まり続けるしかない。そして、SS線に沿って次第にC点に向かう動学経路を移動することになる。つまり、誤った政策対応が本来は不必要な調整過程を生みだしてしまうわけである。

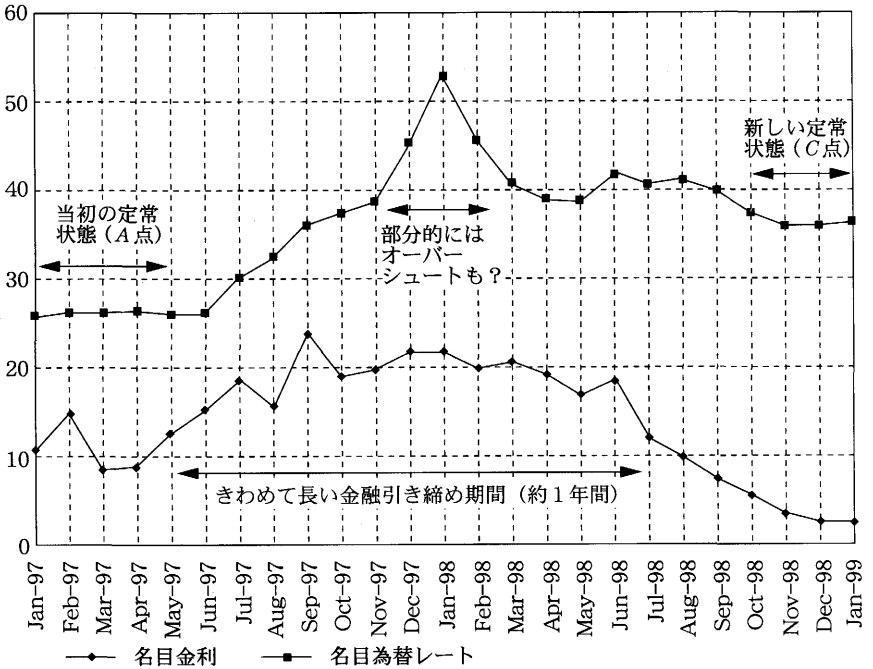
この動学経路では、名目・実質為替レートのオーバーシュートはない。そのかわり、両者ともにだらだらと少しずつ減価を続けC点へ向かう。合理的

図4 均衡実質為替レートの変化と事実誤認にもとづく金融引き締め政策



(出所) 筆者作成。

図5 タイの場合



(出所) IMF, *International Financial Statistics*, 各号。

期待のもとでの貨幣市場の均衡は、こうした連続的な減価を埋め合わせるだけの高金利を必要とする。したがって、この調整経路は、為替の減価＋高金利という陰惨なデフレ的調整経路だといえるだろう。

4. タイの例

前項のような説明は、現実とどの程度、整合するだろうか。タイのデータを見ながら検討してみたい。1997年半ばに始まった為替変動も98年末から99年初頭には、ほぼおさまったとみてよいだろう。これを新しい長期均衡への到達だと考えることにする。両時点を比べると、名目為替レートの水準は上昇（減価）している。この間の物価水準の上昇は為替レートの減価率を下回っているため、実質為替レートも減価していることを意味している。このことは、前節での想定（長期均衡の実質為替レートが減価する： $\bar{q} \rightarrow \bar{q}'$ ）と合致する。そして、図4との対応を考えると、97年前半の状況は点Aの状態、98年末からの状況は点Cの状態と考えることができるだろう。

この間の金融政策はコール市場での金利水準が示している。約1年あまりにわたって、オーバーナイト金利を20%近辺に保つという、一定の強度の金融引き締め政策がとられてきたことを示している。そして、97年半ばから同年末にかけてのなだらかな名目為替レートの減価も前節のモデルに合致した動きである。すなわち、必要な為替レート調整を高金利政策で抑制したことによる動学過程（点A→C）といえる。

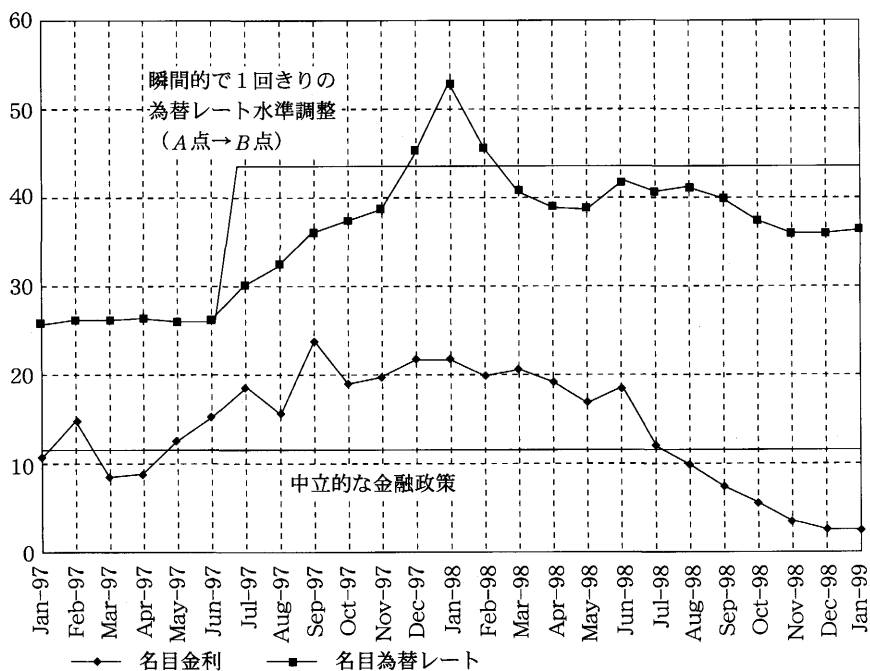
しかし、1997年末ぎりぎりの時点から98年初頭にかけての為替レートの動きは、前節のモデルとは整合しない。この期間の動きは、むしろリスク・プレミアムの上昇による説明が適しているようにみえる。実際に、この時期にはインドネシアや韓国での政治不安とそれともなう急激な為替減価などにより、国際金融市場参加者の東アジアに対する見方がきわめて悪化した時期である。

さて、当面、こうしたリスク・プレミアムの上昇と思われる時期について

は捨象して、高金利政策をとらなかったときには、前節のモデルによれば、どのような為替レートの動きとなったと考えられるか、思考実験をしてみたい。図6に、現実の為替、金利の動きに重ねて直線で書き入れてみた。金融政策を中立的に保つため、金利は不変で水平な直線として描かれる。名目為替レートは、瞬間的に1回だけ調整が起こるだろう。そして、以後はずっと一定である。これは、前節の図4ではA点からB点への移行と対応する。

調整後の名目為替レート水準が、最近の現実の為替レート水準よりも高くなっているが、これは、図4においてC点とB点の水平方向の乖離幅に対応する。違いは、B点への瞬時的移行の場合には、高金利政策にともなうデフレ過程がないため、C点と同じ実質為替レート (\bar{q}) を、より高い名目為替レートで達成していることになる。

図6 高金利政策をとらなかった場合



(出所) 図5に同じ。

ところで、1997年暮れから98年初頭にかけてのリスク・プレミアム上昇に関しても、簡単に考察しておく必要があるだろう。このときには、中立的な金融政策をとっていたとしたら、IMFの主張するようにオーバーシュートが発生しただろう。現実の推移をみても、高金利政策をとっていたものの、その強度は一定であったため、やはりオーバーシュートが起こっていたようだ。中立的金融政策をとっていた場合は、名目為替レートのオーバーシュートの程度は大きくなったであろうが、その形は現実の推移と相似形になったとの推論が成り立つだろう。

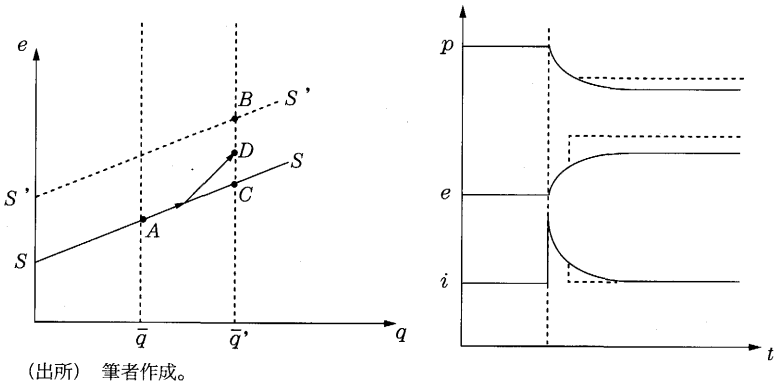
こうしたオーバーシュートは、どの程度、問題であろうか。リスク・プレミアムの上昇が恒常的なものであれば、金融政策を中立的に保つことは、長期均衡へ向かっての長い調整過程を必要とし、問題である。しかし、少なくともここでみるタイのケースでは、1997年暮れから98年初頭のリスク・プレミアムの上昇は、せいぜい2～3カ月である。現実にも、この部分に対応して追加的な金融引き締め策はとられなかったようである。それでも、リスク・プレミアムの解消にともない、名目為替レートのオーバーシュートも急速に解消したようにみとれる。少なくともこのケースにかぎっては、こうした外生的なリスク・プレミアム上昇は、放置しても、その弊害は小さかったといつてよいだろう。

第2節 その他の論点

1. 政策が作り出すリスク・プレミアム

事実誤認により金融引き締め策が採用された場合、経済は不必要な調整過程に入る。その間は、長期均衡の q と現実の q が食い違うことになる。この調整過程の特徴は、どの時点においても、政策を変更することにより直ちに

図7 調整過程における突然の政策変更の可能性



(出所) 筆者作成。

長期均衡を達成することが可能だということだ。必要なだけの名目・実質為替レートの減価を起こさせればよいのである。図7に示したように、点Aから点Cへ向かう調整過程の途中では、瞬時的な為替調整により45度線に沿って長期均衡である $q=\bar{q}'$ へ移行できる(図中のD点への移行)。このとき、非連続的な為替レートの減価が起こる。

ということは、合理的な民間経済主体は、こうした突然の政策変更のリスクを折り込んで行動するだろう。政策変更による瞬間的な為替減価はキャピタル・ロスを生じるので、投資家は、その可能性がある分だけ高い金利を要求するだろう。政策変更の確率を λ とすると、金利裁定式は、

$$i = i^* + e(t+1) - e(t) + \lambda [\bar{q} - q(t)]$$

となる⁽²⁾。この式と式(2)を比べれば、式(2)のリスク・プレミアム π は、実は

$$\pi = \lambda [\bar{q} - q(t)]$$

である。これは、誤った政策そのものが作り出したリスク・プレミアムだといえるだろう。皮肉なことに、高金利政策が自己実現的に高金利の必要性を作り出しているかもしれないのである。

現実には、政策が作り出すものではない真性のリスク・プレミアムもあるだろう。その場合も、リスク・プレミアムの変化に合わせて金融政策を裁量

的に実施することには疑念がある。これには、(オールド)ケインジアンのか
裁量政策に対してのマネタリストの批判が応用できる。よくわからない「リ
スク・プレミアム」の増減に対応して、金融政策でファインチューニングす
るのは、経済の攪乱要因になる可能性があるという論理だ。

今回のアジア危機への対応では、IMF自身が、当初の経済見通しに見込
み違いがあったことを認めている。そうであれば、同じようにリスク・プレ
ミアムの大きさも見誤る可能性があるのではないか。とりわけ、リスク・プレ
ミアムは、変動が激しい変数と考えられるだけに、変化するたびに金融政
策を微調整することは難しいだろう。例えば、リスク・プレミアムが低下し
たときに、金融政策を引き締めたままにすることは、結果としては為替レ
ートの変動を大きくすることになるだろう。

むしろ、リスク・プレミアムという本来、計りがたく変動の大きい要因に
関しては市場に委ねて、政策当局は中立的な金融政策を保つことの方がよい
のではないか。この点は、経済政策をめぐる哲学の差という側面があるので、
どちらがよいかは経済学者のなかでさえ意見の分かれるところかもしれない。
しかし、マネタリストであるはずのIMFが、為替維持のための金利政策の
遂行に際しては、あたかも(オールド)ケインジアンのか裁量政策のような手
法を採用しているのは、かなり一貫性を欠いているともいえるだろう。

2. 民間対外債務と高金利政策

今回通貨危機に見舞われたアジア諸国では、民間対外債務が多く、為替レ
ートの減価を高金利政策で防止しなかったときには、これらの多くが支払い
不能に陥ることが危惧された。したがって、高金利政策をとらずに為替減価
を放置したとしても、やはり不況は不可避だった、との見解がある。しかし、
同じ不況でも為替減価の招く不況と高金利政策が招く不況の深刻さは異なる。
後者の方がより深刻である。

この点を考察するには、政策の影響を受ける企業のバランス・シート問題

表1 政策の企業への影響

	高金利政策, 為替 安定を最優先	中立的金融政策, 為替減価は容認
ストックの問題	○	×
フローの問題	×	○
	↓	↓
	長期的には維持不能	再建は可能

(ストックの問題)と収益性の問題(フローの問題)を分けて考えることが有益である。外貨建ての借入が多い状況での為替減価は、債務の価値を膨れ上がらせストック問題を引き起こす。これに対して、金利の上昇は収益性を損なう(フローの問題)。したがって、高金利政策により為替の安定を最優先するという政策の選択と、為替減価を容認する代わりに金融政策は中立に保つという政策選択は、企業の問題に関して、ちょうど逆さまの影響をもつ。表1に示したように、前者はストックの問題を回避する代わりにフローの問題を引き起こす。後者は、フローの問題を回避する代わりにストックの問題を引き起こす。

まず、フローの問題だけある場合であるが、企業の赤字が続けば、いずれは債務超過になるということを考えれば、長期的には維持不可能な組み合わせである。次に、ストックの問題だけある場合は、例えばバブル経済の渦中で本業以外の投機に手を出して債務超過に転落したが本業は黒字である企業を想像すればよい。これは適切な対策(会社更正手続き)を施せば、再建策を取りまとめることは可能である。

東アジア危機に即して考えるならば、高金利政策をとったにもかかわらず、結局、為替レートは大幅に減価した水準で安定した。これは、両方の悪いところだけを合わせたようなものである。ストックの問題もフローの問題も両方を抱え込んでしまったことになる(前節までの考察が正しいとすれば、高金利政策は為替の減価を防ぐ効果はなく、為替の減価を遅らせる効果しかない。したがって、ストックの問題とフローの問題の両方を招くことになったのは、政策

の失敗ではなく、この政策の必然的な結果である)。

ところで、民間対外債務問題をめぐっては、各国の破産法制や裁判制度の不備や未熟といった問題が強調され、そのせいで処理が遅れているとされている。しかし、もっと根本的な理由として、高金利政策による不況により企業が本業で黒字を出せないこともあるだろう。本業で黒字を出せない企業は再建のしようがない。債務のリスケジュールなどを行っても、そもそも返済のためのキャッシュフローを作り出すことはできない。

第3節 先進国と途上国の利害相反

1. 退路を「開く」政策と「閉じる」政策

このように正攻法で考えた場合は、高金利政策の正当化は難しい。そこで、少し視点を変えて、投資家の市場からの退路を確保する、という側面から考察したい。

高金利政策により調整過程を長引かせることは、非連続的な市場価格（この場合、名目為替レート）の変化を防止するということでもある。オーバーシュートのモデルは、理論的には瞬間的に為替レートがジャンプする（SS曲線のシフトの瞬間）。これは理論上は、全く問題のない動きであるが、実際上は、投資家にとって膨大なキャピタル・ロスを強いる状況である。これに対して、連続的に為替が減価していく状況では、一定額の損失さえ覚悟すれば、いわゆる「損切り」の取引が可能である。損失を被ることは確かだが、その損失を一定の範囲に抑えることができるわけだ。危機の局面だけを捉えて、国際的な銀行や投資家も損失を被った（だからモラル・ハザードの問題はない）とする見解は、こうした違いを見落としている。投資という行為は、それが裏目に出る場合を当然想定したものである。したがって、損失を被ること自体は問題ではない。損失が発生する場合でも、その大きさを一定の範囲

に抑えることができれば問題ないのである。その意味で、為替レートの動きが連続的であり、市場取引の中断が起こらない状況は、きわめて望ましいものである。

因るのは、為替の水準がジャンプするような状況である。その瞬間は取引そのものが不可能となる。最も劇的な実例としては、1998年8月のロシアでの為替取引の停止のような状況である。為替取引停止後、しばらくして取引が再開されたときには、為替レート水準は大幅に下落していた。これは、まさに非連続な為替水準のジャンプの実例といえるだろう。

為替レートの減価を、可能なかぎりゆっくりとしたものにするにより先進国の銀行や投資家が退出するための時間的余裕を作り出すことができる。これは投資家の「退路を開けておく」(open door) 政策だといえるだろう。これに対して、非連続的な為替レートのジャンプを生じさせるのは、投資家の「退路を断つ」(closed door) 政策だといえる。例えばFederal Reserve Board [1999] では、1999年初頭のブラジル通貨危機が米国経済に与える影響は小さいとしているが、その理由は「投資家がポジション調整する機会があったから」⁽³⁾としている。このレポートの米国議会提出と同時に行われた議会証言でGreenspan [1999] は、もっとはっきりと「危機の進展がゆっくりとしたものであったゆえに、関係者がヘッジないしは退出することができた」⁽⁴⁾と説明している。つまり、「退路を開く政策」は、先進国の金融機関に大幅な損失を負わせて、国際金融システム全体のシステムック・クライシスを引き起こさないために必要な措置なのである⁽⁵⁾。

一方、「退路を断つ政策」の利点としては、債務交渉をしやすくするということがあげられる。第1に、為替取引が中断するので、債権者が我先に退出していくことを自然に防止する。先進国における破産法制においては、債権者を平等に扱うことが重要視されている。このために、すべての債務弁済を一時的に禁止するという方法がとられる。これは、企業が債務超過に陥った状況において、一部の債権者に対し優先的に弁済を行えば、他の債権者が犠牲になるからだ。債務交渉を進めるには利害関係者の協調が必要になるが、

そのためにも不公平な扱いを許してはならないのである。同じような論理で、通貨危機においても一部の債権者だけに抜け駆けるような退出の機会を提供することは避けた方がよいといえるだろう。

第2に、債権者の債務交渉への動機を高めるには、為替レートはむしろオーバーシュートした方がよい⁽⁶⁾。オーバーシュートするということは、将来、為替レートは増価することが予想されるということでもある。これは、債権者である先進国銀行や投資家にとって、リスケジュールにより債務返済期限を先延ばしする動機となる。なぜなら、為替レートが現行水準より増価してからのほうが、債務者の返済能力が改善すると考えられるからである。反対に、為替レート調整を遅らせる政策は、債務者の返済能力が悪化する前に債権を回収しようというインセンティブを強めるのでリスケジュールに応じる動機は著しく減少するだろう。

2. 調整のコスト負担の問題

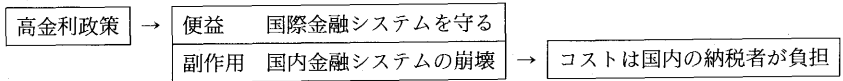
このように「投資家の退路」という観点から高金利政策をみると、その便益もあることがわかる。しかし、この便益は、主に途上国側の負担によって賄われているのが現実だ。こうした負担に対して、IMFの融資という見返りがあるといえるのかもしれない。しかし、IMFの融資は、結局は返済を求められる性質のものである。

例えば、高金利政策の副作用として、東アジア諸国は大規模で広範な国内金融システムの危機に見舞われている。壊滅状態に陥った国内銀行部門を再建するための費用は、各国の納税者が負担せねばならない。

このように、高金利政策の便益を享受する主体と費用を負担する主体が食い違っていることは問題である。

一つの解決策は、国内金融システム再建などに必要な資金を、便益の享受者である先進国側が贈与することである。

図8 高金利のコストと便益



より過激な見解としては、IMFを廃止せよとするものがあるだろう。しかし、これは極論である。

なぜなら、高金利政策の実施を条件とすることにより、IMFは先進国金融機関の利益を守り、国際金融市場のシステミック・リスクを低減させていると考えられるからだ。もっとも、これは先進国金融機関のモラル・ハザードを引き起こす。であるが、こうしたモラル・ハザードが発生することは、ある程度までは仕方のないことである。それは、国内金融システムのシステミック・リスクをめぐる議論のアナロジーで考えればよくわかることだ。例えば、モラル・ハザードの危険性があるからといって、大規模な銀行危機を放置する政府は皆無である。同様に、モラル・ハザードの危険性があるからといって、先進国金融機関の国際展開にとって、一種のセーフティ・ネットを提供しているIMFを廃止するべきだということにはならないだろう。

しかも、国内での銀行保護政策にともなうモラル・ハザードのコストは、最終的には国内の納税者の負担になるのに対し、現状では先進国金融機関のモラル・ハザードのコストは途上国側の負担となるのである。したがって、先進国側からみると、現状は大変に居心地のよい状況でさえある。

唯一問題があるとしたら、途上国側の不満ということになる。これに対しては、国際的な所得移転政策で、一定の補償を行う必要があるかもしれない。いずれにしても国際政治の課題であり、経済の観点からの分析が任務である筆者は価値判断することはできない。

ともかくにも、以上のように考えると高金利政策をめぐるIMFの説明が、表面上は機械的で不十分であることも謎ではなくなる。このように本来的に先進国、途上国間で利害の背反が生じるような問題に関して、あまり明白な議論を提示することは避ける必要があるだろう。むしろ、曖昧化するこ

とが望ましい。IMFは先進国の利害を優先する義務があるのは当然のことである（大株主は先進国）。ただし、それをあまりあからさまにするのは国際的な軋轢を生み出すことになるわけだ。

以上は、どちらかという先進国からみた高金利政策の評価である。これを途上国側からみた場合は、どのような政策含意がありうるだろうか。最後に、途上国側からみた高金利政策の評価を試みよう。

第1に、途上国側が不服なのであれば、そもそもIMFに支援要請しなければよい。IMFの出資国シェアは先進国に偏っている。したがって、IMFは、第一義的には先進国の国益を優先する義務がある。先進国の銀行や投資家の利害と途上国との利害が背反するような政策に関しては、当然、先進国サイドの事情が優先されることになる。途上国には気の毒かもしれないが、それが現状でのゲームのルールである。したがって、高金利政策に反対するのであればIMFの支援を期待すべきではない。

もっとも、IMFへの影響力を増大させることにより高金利政策をやめさせることはありうるが、困難な道である。

第2に、IMF支援を求めない場合はデフォルトや為替取引の一時停止などの事態を招くかもしれないが、高金利政策よりは自国の負担は低いかもしれない。

第3に、そもそも、このような利害相反が生じていることを知らずに、IMF支援が問題を解決してくれると信じ込んでいたとしたら、その認識は甘い。

結局は、いかなる国も、自助努力により自国民と自国経済を守る気概が必要である、ということになるのであろう。

結語

本章では、IMFの高金利政策について考察した。まず、IMFの想定するモデルを拡張し、動学モデルの観点から金利政策と為替レートの関係につい

て考察を行った。そして、高金利政策が不必要なデフレ調整を作り出す可能性を指摘し、タイのデータを基に検証を試みた。続いて、高金利政策そのものが不確実性を生みだしリスク・プレミアムを内生的に上昇させる可能性と、高金利政策を必要悪だとする論理の批判的検討を行った。

後半では、こうした経済理論的な考察からはあまり評価できない高金利政策も、投資家の保護と国際金融システムのシステムック・リスクを抑えるという観点からは意味をもつことを示した。したがって、高金利政策は途上国側と先進国側の利害が相反する政策であり、それぞれの立場からのインプリケーションは異なるだろうと指摘した。

これらの点を踏まえるなら、途上国側としてはIMFに依存しないという「自立の覚悟と姿勢」が必要である。一方、先進国側としては、国益を優先しつつも途上国側からの不満が爆発しないような対応が求められる。

補論（第1節への）

追加的な想定は、二つである。

- (1) 実質為替レートの長期均衡値 (\bar{q} と表記する) からの乖離は、乖離幅に比例して、自然失業GDPと現実のGDPの乖離を引き起こす。
- (2) 価格水準 p は短期的には変化しない。しかし、修正フィリップス曲線の関係に従って、需要超過や供給超過の状態に応じて、次第に変化（前者の場合は上昇、後者の場合は下落）する。

この二つを簡潔に示した式は、以下の2式である。

$$y = \bar{y} + \delta(q - \bar{q})$$

$$p(t+1) - p(t) = \phi(y_t - \bar{y}) + \tilde{p}(t+1) - \tilde{p}(t)$$

ただし、 $\tilde{p}(t)$ は完全雇用GDPに対応する価格水準で、

$$\tilde{p}(t) = e(t) + p^* - \bar{q}$$

である。

$$\begin{aligned}\tilde{p}(t) - p(t) &= e(t) + p^* - p(t) - \bar{q} \\ &= q(t) - \bar{q}\end{aligned}$$

なので

$$q(t+1) - q(t) = -\phi(y_t - \bar{y})$$

である。

これと、先の式を合わせると、

$$q(t+1) - q(t) = -\phi\delta(q(t) - \bar{q})$$

となるが、この差分方程式の解は、

$$q(t+j) - \bar{q} = (1 - \phi\delta)^j (q(t) - \bar{q})$$

となる。

$0 < 1 - \phi\delta < 1$ ならば、 q は長期均衡値 \bar{q} に向かって単調に収束していく。

以上を使って、 e の式を計算すると、

$$\begin{aligned}e(t) &= \frac{1}{1+\beta} \sum_{j=0}^{\infty} \left(\frac{\beta}{1+\beta} \right)^j (m_{t+j} - \alpha [\bar{y} + \delta(q_{t+j} - \bar{q})] + \beta\pi_{t+j} + q_{t+j}) \\ &= \frac{1}{1+\beta} \sum_{j=0}^{\infty} \left(\frac{\beta}{1+\beta} \right)^j (m_{t+j} - \alpha\bar{y} + (1 - \alpha\delta)(q_{t+j} - \bar{q}) + \beta\pi_{t+j} + \bar{q}) \\ &= \frac{1}{1+\beta} \sum_{j=0}^{\infty} \left(\frac{\beta}{1+\beta} \right)^j (m_{t+j} - \alpha\bar{y} + (1 - \alpha\delta)(1 - \phi\delta)^j (q_t - \bar{q}) + \beta\pi_{t+j} + \bar{q}) \\ &= \frac{1}{1+\beta} \sum_{j=0}^{\infty} \left(\frac{\beta}{1+\beta} \right)^j (m_{t+j} + \beta\pi_{t+j}) + \frac{1 - \alpha\delta}{1 + \beta\phi\delta} (q_t - \bar{q}) - \alpha\bar{y} + \bar{q}\end{aligned}$$

さらに、簡単化のために、 m 、 π を一定、 $\bar{y} = 0$ 、とすると、

$$e(t) = m + \beta\pi + \frac{1 - \alpha\delta}{1 + \beta\phi\delta} (q_t - \bar{q}) + \bar{q}$$

となる。

これは、前節の式(5)を、(短期の動学を付け加えたという意味で)より一般化した式だといえるだろう。それは、長期的な関係である $q_t = \bar{q}$ を上式に代入すると式(5)が得られることにより確認できる。

また、この式は、図2などにおけるSS曲線を示すものである。その際、

曲線の傾きを本章では右上がりとして描いているが、一般的には右下がりの場合も考えられる。これは $1 - \alpha\delta$ というパラメータの正負に依存する。通常は右上がりであると想定する方が現実的とされることの方が多い。いずれにしても長期均衡には影響を与えない。違いは、短期調整過程においてオーバーシュートではなく、アンダーシュートが起こる点などである。結論の本質的な部分に影響を与えないので、本章では右上がりとは仮定して論を進めた。

[注] _____

- (1) 長期均衡同士の関係は、第1節の式(5)をみるとよい。式(5)によると長期均衡の関係では e と q ($=\bar{q}$) は45度線上の関係といえる。一方、本文中で述べたように超短期 (=瞬間的) にも e と q は45度線上を移動する。したがって、外生変数のうち \bar{q} のみが変化した場合には、瞬時的な名目為替レートの調整によって新しい長期的な均衡へ移行することが可能である。
- (2) ただし、ここでは危険中立的な投資家を想定している。危険回避的な場合は、より高いリスク・プレミアムを要求することになるが、モデルの本質は変わらない。
- (3) “Thus far, however, contagion has been more limited than it was after the Russian devaluation; unlike Russia, Brazil has continued to meet debt service obligations, and investors apparently had an opportunity to adjust positions in advance of the devaluation and have drawn a distinction between Brazil’s problems and those of other economies.”
- (4) “Although the situation in Brazil remains uncertain, there has been limited contagion to other countries thus far. Apparently, the slow onset of the crisis has enabled many parties with Brazilian exposures to hedge those positions or allow them to run off. With the net exposure smaller, and increasingly held by those who both recognized the heightened risk and were willing to bear it, some of the elements that might have contributed to further contagion may have been significantly reduced.”
- (5) もちろん、途上国側でも、前者の政策により利益を得る階層があることには留意が必要だ。それは、外債建て負債を抱えている人々に、返済のための外貨を調達したり、リスクヘッジを行う機会を与えることができるからである。
- (6) もっとも、本章でみてきたように、均衡実質為替レートの変化だけが起きているときには、中立的な金融政策は、オーバーシュートを生じない。ここでは、真性のリスク・プレミアム (政策要因ではない) の上昇によるオーバーシ

レートが生じた場合などを想定してもらいたい。

〔参考文献〕

- 国宗浩三編 [1998] 『97/98アジア経済危機 マクロ不均衡・資本流出・金融危機と対応の問題点』アジア経済研究所。
- Dornbusch, Rudiger [1976], "Expectations and exchange rate dynamics," *Journal of Political Economy*, 84, December.
- Federal Reserve Board [1999], Monetary Policy Report pursuant to the Full Employment and Balanced Growth Act of 1978, submitted to U.S. Congress on February 23 (Humphrey-Hawkins Report), Washington, D.C.
- Feldstein, Martin [1998], "Refocusing the IMF," *Foreign Affairs*, March/April.
- Greenspan, Alan [1999], Testimony Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate, February 23, Washington, D.C.
- IMF [1999], *IMF-Supported Programs in Indonesia, Korea and Thailand*, Washington, D.C.
- Obstfeld, Maurice and Kenneth Rogoff [1996], *Foundations of International Macroeconomics*, Cambridge, Massachusetts: MIT Press.
- World Bank [1998], *Global Economic Prospects and the Developing Countries 1998/99*, Washington, D.C.