

教養としての金融危機 宮崎成人（まさと）

- ・日本はモノを売って稼ぐ国から、投資収益で稼ぐ国に変わった
- ・各国が揃って自国第一主義に走ると、世界経済は全体として停滞していきます。
- ・ニクソンショック時、米国財務長官は、「ドルは我々の通貨だが、**お前たちの問題だ**」
- ・ドルが基軸通貨であり、信認がなかなか低下しない（規律を軽視した経済運営を行っても、長期間危機を回避できる）

- ・日本にしてみると、円安はドル高の裏返しに過ぎず、ドルのレートが正しいのなら円のレートも正しい
- ・経常収支 = (民間貯蓄 - 民間投資) + (税 - 政府支出)

経常収支と金融収支。概念的には、経常収支が黒字の国は、その黒字相当額を海外に貸し出すので金融収支が赤字（マイナス）になるし、経常収支が赤字の国は資金不足を賄う額を海外から借りてくるので金融収支が黒字（プラス）になる、ということです。

- ・今後新型コロナ危機からの回復の過程で主要国の金利が上昇していくと、債務返済に困る国が出てきても不思議ではありません。

- ・IMFの対応が危機を拡大させていった側面もある。

- ・国際金融史上、最悪のオウンゴール（前政権は財政赤字を粉飾しており、同年の財政赤字見通しは前政権の言うGDP比3・7%ではなく12・7%に上る見込み→ギリシャ危機へ）

- ・ギリシャ）民間債権者の保有する国債を、**額面がほぼ半額の新しい国債と交換する形で債務削減**が行われました。→解説無し。こんなやり方があるんだ。

- ・絶体絶命のユーロを救った一言とは？ →ユーロを救うためにECBは「(権限の範囲で必要至とは) 何でもやる」(ドラギマジック)

国際金融の歴史は、「割れてしまった風船をどうやって修復するか、次は割れないようにどこを補強するか」の手探りの歴史だったと言っても過言ではありません。

国際収支の区分

国際収支は、国境を越えて移動する資金の種類によって、別々に計算されていますが、その二本柱は**経常収支と金融収支**です。この両者は、コインの裏表のような関係にあります。概念的には、経常収支が黒字の国は、その黒字相当額を海外に貸し出すので金融収支が赤字（マイナス）になるし、経常収支が赤字の国は資金不足を賄う額を海外から借りてくるので金融収支が黒字（プラス）になる、ということです。

経常収支は、資金移動の原因によって四つに細分化されます。

- (1) 貿易収支
- (2) サービス収支
- (3) 第一次所得収支
- (4) 第二次所得収支

経常収支に対して金融収支は、日本企業が海外に工場を建設する直接投資、日本の居住者が海外市場で株式を購入する証券投資や邦銀が海外に行う融資等、投資行動の際の元本の移動を集計します。外貨準備の増減についても金融収支に計上されます。

日本は過去何十年も経常収支黒字国です。貿易立国といったスローガンもありましたので、ずっと貿易黒字を出し続けていると思ってしまいそうですが、現実とは異なります。たしかにかつては財（モノ）の貿易が黒字を稼ぎ出していましたし、それが日米貿易摩擦の原因となっていました。しかし、現地生産が進んだことや、日本企業がいくつかの分野で競争力を失ったこと等もあって、貿易黒字は徐々に縮小し、2011年の東日本大震災以降、貿易収支は赤字ないし無視できる程度の黒字しかありません。

他方、日本が過去の貿易黒字を積み上げた巨額の対外資産からのリターン（第一次所得収支）は、着実に増えており、現在は海外子会社からの配当が第一次所得収支の半分を占めます。つまり、日本はモノを売って稼ぐ国から、投資収益で稼ぐ国に変わったのです。

◆第1の危機 なぜ史上最悪の危機は起きたのか？

ブロック経済化

危機の際には、政府は自国優先の政策を採りがちです。それはある程度やむを得ないものの、各国が揃って自国第一主義に走ると、世界経済は全体として停滞していきます。

一方、金本位制を停止して固定相場制から脱した国々は、競争的に為替レートを引き下げ、あるいは下落を放置していきま。それにより他国に比べて低価格での輸出を目指したもので、こうした為替引き下げ競争は一般的に「近隣窮乏化政策」と呼ばれます。

1929年の株式暴落だけでなく、その前後20年ほどに世界中で頻発した危機を、全体として国際金融史上最悪の危機と呼ぶことへの異論はないと思います。戦間期の出来事のすべてが国際金融上の問題から発生したわけではありませんが、大小様々な問題が国際金融システムの機能不全によって増幅されてしまったことで、壊滅的な戦争に向かう不可逆的な流れが強まっていったと言えます。国際金融システムの機能を取り戻すために、二度目の世界大戦を経なければならなかったとは、悲劇以外の何物でもありません。

国際的な資金の流れが途絶する中、厳格な固定相場を維持し、かつ戦時債務や賠償金支払いのためにデフレ政策（調整）を遂行する欧州と、巨額の貿易黒字を背景として国際的な資金の出し手の地位につきながら、株式バブル崩壊後は国際協調に背を向けた米国の双方が、この危機の責めを負うべきでしょう。危機が最も先鋭化したドイツでは、わずか10年の間にハイパーインフレーション、デフレ政策、脆弱な短期借入依存、銀行危機、そして恐慌下の大量失業を経験した結果、既存の政治家が信頼を失い、国民は1932年7月の選挙でナチスを第一党にしてしまいました。その破滅的な結末は、言及するまでもありません。

戦間期の国際金融危機は、その後の危機の重要な論点を先取りしています。

(1) 固定相場制（金本位制もその一種）の硬直性と脆弱性が明らかになりました。固定相場制は、変動相場制と異なり、各国の経済パフォーマンス（インフレ、貿易収支、資金の流入）の違いをタイムリーに為替レートに反映できません。ショックが起こった際に、外貨準備（金や有力国の通貨）の流出を避けるため、金融を引き締めて国内経済の苦境を一層悪化させることは、その後何度も繰り返されます。さらに、結局為替レートの下落を容認したとしても、外貨建て債務の実質的な負担が高まるので（自国通貨に換算すると、債務負担が大きくなってしま）、問題解決とは言い切れません。

・米国の経常収支赤字はGDP比で約3% →黒字国の批判 →円高や内需拡大を求められる

◆第2の危機 なぜブレトンウッズ体制は崩壊したのか？

1944年 ブレトンウッズ体制

戦後に金本位制に戻るのには現実的ではありませんでした。そこで各国は、自国の通貨をドルと固定し（固定相場制）、金本位制で金との交換を保証したように、自国通貨とドルとの交換を約束しました。これを「交換可能性」と言います。そして、世界全体

の金準備の約7割を保有していた米国は、1トロイオンス=35ドルで金とドルの交換を約束していました。すなわち、各国通貨はドルを経由して金との交換が可能であったので、「金・ドル本位制」と呼ばれます。

1971年 ニクソンショック

突然、ドルと金の交換を停止。

...

いずれにせよ、ドルと金のリンクが断ち切られた以上、ブレトンウッズ体制の基盤が失われたこととなります。現体制の手直しをするのか、新しい体制を作るかにかかわらず、ドルの役割を再定義する必要があります。しかし米国はあまり協調的ではありません。本来、米国が協力を頼む立場にある欧州や日本に対し、米国のコナリー財務長官は、「ドルは我々の通貨だが、お前たちの問題だ」と言い放ちました。

1971年 スミソニアン合意

ワシントンのスミソニアン博物館で行われた国際会議で、各国の通貨とドルの間の為替レートを再度固定することが最終的に同意されました。その際、黒字国である日本は16・9%、ドイツは3%強の切り上げを受け入れました。ドルと金との交換は復活されませんでした。それ以降、ドルの価値を担保するものはなくなり、米国政府に対してドル供給を形式的に制約する要因（金の保有量）もなくなりました。

1973年 変動相場制

スミソニアン合意は、すでに壊れてしまった国際金融システムの延命策に過ぎず、1年少々たった1973年2月には主要国はフロート（変動相場制）に移行します。それに合わせて、IMFも新しい国際金融システムに適合した役割を担うように変貌していきます。

30年弱のブレトンウッズ体制は、固定相場で自由貿易と高度成長に対応しつつ、ドル不足・ドル過剰、ポンドからドルへの基軸通貨の移行、国際通貨としての金の位置づけ等、難しい問題に取り組みましたが、現代の目から見ると、矛盾を弥縫策(びほうさく)で先延ばしにしてついに力尽きたように思われます。

◆第3の危機 なぜドルは大暴落したのか？

1977年 ドル危機

ドルは1977年9月から1978年10月までの約1年間に、対円で約35%、対西ドイツマルクで約20%暴落します。変動相場制の威力の前に、ドルがなすすべもなく暴落に追いやられた姿は、1970年代の米国の退潮を象徴しています。事態は「ドル安」のレベルを超え、「ドル危機」となりました。

ドル危機になったとはいえ、変動相場制下での政策運営に関し、基軸通貨国である米国とそれ以外の国との間にある歴然とした差が改めて明白になりました。

すなわち、規律を軽視した経済運営を行っても、米国は他国よりも長期間危機を回避していただけるだろう、ということです。それは、繰り返しになりますが、ドルが基軸通貨であり、人々が喜んで受け取るので、信認がなかなか低下しないからです

「不景気の際には、中央銀行が金利を下げ、政府が減警公共事業を行って、民間需要を喚起することで景気回復を図るべきだ」という主張は、通常ケインズ政策（ケインジアンポリシー）と呼ばれます。この考えは「常識」と言ってよいでしょうか？

1970年代のスタグフレーションは石油の供給ショックが契機になっていたこともあり、需要追加を重視するケインズ政策で解決することができませんでした。その結果、マクロ経済政策の基本的な考え方が多様化し、世界的には、ケインズ主義は「常識」の地位を滑り落ちたと言って良いと思います。

貯蓄投資バランス（日本では IS バランスとも呼ばれます）

$$\text{経常収支} = (\text{民間貯蓄} - \text{民間投資}) + (\text{税} - \text{政府支出})$$

この式の意味するところは、経常収支と、国内の「民間部門の貯蓄と投資の差」及び「政府部門の収支」の合計が等しくなるということです。

例えば IMF は、経常収支赤字国に緊縮政策を求めますが、それはこの式に基づいて、民間投資と政府支出の双方を小さくして右辺をプラスにしようとしているわけです。

◆第4の危機 日米・米独貿易摩擦は乗り越えられたのか？

第1期レーガン政権（1981—1985年）市場重視のイデオロギー

規制緩和を推進したのみならず、「小政府」を実現するためには財源である税収を減少させて「兵糧攻め」にすればよい、との理屈で大減税を行います。他方で、「強いアメリカの復活」を打ち出して、ソ連に対して強硬姿勢をとり、大規模な軍備拡張を行いました。その結果、財政赤字が激増（国債発行の増加）したため、長期金利が上昇し、ドル高が一層進みます。しかしレーガン政権は、市場によって決まった為替レートは「正しい」レートと考へ、さらにドル高を強いアメリカの象徴と見ていたこともあって、それほどドル高を気にしていない様子でした。

他方で、日本の経常黒字が大きいことには特に強い不満を表明します。黒字国の日本は本来円高になるはずなのに、円安になっているのは日本国内に存在する規制のおかげで市場の力が十分に機能していないからだ、と激しく批判しました。日本にしてみると、円安はドル高の裏返しに過ぎず、ドルのレートが正しいのなら円のレートも正しいはずなのですが、そういう議論はかみ合いません。

（ドル高の原因）

第一に、**長期金利が高かった**ことです。投資家は、金利の低い通貨より高い通貨で運用した方がリターンが増えると考えるので、ドルの人气が高かったのです。第二に、米国の景気が良く、企業収益や不動産価格の上昇が見込まれたため、海外投資家はドルを買ってこうした資産に投資しようとしています。第三に、米ソ対立です。カーター政権時代は、米国の弱さが米ソの地政学的対立を招き、投資家を不安にさせましたが、レーガン政権時代は米国が軍備を拡張して好戦的な姿勢を採ったことから、やはり米ソ間の緊張が高まり、**ドルは安全資産**として、買われました。

（ブラックマンデーから日本のバブルへ）

ドルが一層下落するのを避けるために、米国自身も利上げに動くのではないかと、との疑念も広がりました。こうした動揺から 1987 年 10 月 19 日にニューヨーク株式市場が 22・6%も暴落します（**ブラックマンデー**）。この一日の下落率の記録は、いまだに破られていません。

市場のパニックを抑えるために、主要国は市場に流動性を供給して、市場金利を低めに誘導しました。株価も徐々に回復したため、翌 1988 年の春頃から米独は徐々に金融政策を引き締めていきますが、**日本では円高が進んでいたため、金融引き締めでさらに円高となることを警戒して、低金利が継続**されます。

日本の低金利状況の長期化は、大幅な財政支出と、内需を促進する規制緩和と相まって、不動産や株式への投機を喚起してバブル発生の原因となりました。経常収支黒字の縮小という国際公約のために、財政・金融・規制緩和と政策を総動員した結果、日本経済が暴走を始めてしまったのです。

1989年の冷戦終結以降、世界経済のテーマは、先進国間の經常収支不均衡から、旧ソ連圏諸国をいかに市場主義経済に組み込んでいくかに移りました。G7各国の関心も、各国がそれぞれ経済成長の潜在能力を高めることへと移り、**1990年代は構造改革が時代のテーマ**となっていきます。

1980年代後半、米国はドル安（円高）の放置をテコに、日本に内需拡大を強く要求し、それに応えた日本経済は、円高を避けるための政策でバブルを発生させてしまいました。バブル崩壊後は、不況が長引き、經常収支黒字が高いレベルで推移します。その間、日本では、景気の下支えや、米国からの内需拡大要求、円高対策、銀行危機への対応といった大義名分の下、**財政拡大に歯止めがかからなくなり、財政状況が急速に悪化**しました。

（為替介入）

例えば円高ドル安への動きを牽制したい場合、政府のエージェントである日銀は為替市場参加者（主に銀行）に円を売ってドルを買うこととなります。売るための円は政府が短期証券を発行して市場から調達し、購入したドルは外貨準備に入ります。反対に円安ドル高を抑えたい時には、政府は外貨準備で保有するドルを売って円を買います。概念的には日本政府・日銀が供給する円の量に制限はありませんから、円売り介入は無限にできることとなります。他方、外貨準備で保有するドルには限りがありますので、ドル売り介入に上限があります。一般に新興市場国・発展途上国では外貨準備に限界があるため、自国通貨安に介入で対応するのは困難とされており、外貨準備が枯渇する前に為替の切り下げを選択するのが通例です。

◆第5の危機 発展途上国の債務はなぜ同時多発したのか？

1980年頃の米国金利は20%近くに上昇。

為替変動リスクを引き受けて外貨建てで借りざるを得ない途上国の宿命を、キリスト教の教えで人類が誕生以来抱える罪になぞらえて、**途上国の「原罪」**と呼びます。

国家の債務でも基本的な対応は同じです。債務国が債務返済に必要な外貨を調達できないのがそもそもの問題ですから、外貨を捻出するために經常収支赤字を縮小する、輸出や借り入れで新しく外貨を獲得する、債務の返済スケジュールを変更して返済を容易にする、といった手法を組み合わせることが基本です。

債務返済に困った国は、なるべく自助努力でこのような対応を行いますが、自国だけではどうしてもなくなると、IMFの支援を求めることとなります。IMFは融資の条件として、IMFの処方する政策（コンディショナリティー）を列記した「調整プログラム」に同意することを求めます。コンディショナリティーは通常の場合、財政・金融の引き締め政策（国内景気を減速させて輸入を減らす）と為替レートの切り下げ（輸出品の価格を下げて輸出競争力の回復を目指す）の組み合わせになります。また引き締めによって、通貨への信認を回復して、資本逃避を防ぐ効果も期待されます。

IMFプログラムの実行は、借り主の信用リスクを下げるので、友好国、国際機関、民間投資家等が新規融資に応じるインセンティブとなります。換言すれば、新旧の債権者にとって、**IMFと債務国がプログラムを組むことが債務返済の担保**となるわけです。融資に加え、必要に応じて、返済期間の長期化といった債権債務契約の変更（債務のリストラ）が行われます。

例えば企業や家計で借金の返済が滞ると、債権者は最初に何を考えるのでしょうか？

おそらく、それが一時的な資金繰りの問題なのか、より根本的な返済能力の問題なのかをまず考慮するでしょう。前者であれば、債務者に時間の余裕を与えるため、返済条件の長期化や、担保を取って追加融資をするのが合理的です。もし後者であれば、債権者も一定の損失を被った上で、債務の一部帳消し等に応じるのが一般的です。

2018年のデータでは、低所得国72カ国のうち51カ国で中国が最大の債権者と言われています。世界銀行のような国際機関や、G7等の先進国は、途上国への融資に当たり、環境アセスメントや社会的弱者への配慮等、種々の条件を付けるのが普通ですが、中国等はこうした条件を付けずに、融資決定までの期間も短いと言われますので、途上国側からすれば、非常に借り易い相手と言えるでしょう。その一方、中国から供与されるローンは、その条件等が非公表のものが多く、債務国の債務負担の透明性が確保されていない問題があります。

今後新型コロナ危機からの回復の過程で主要国の金利が上昇していくと、債務返済に困る国が出てきても不思議ではありません。

「雁行モデル」

~~~~~

雁行(がんこう)型発展

日本が先導役になり、NIES、ASEAN諸国が順に「離陸」したように、この変化が東アジア域内で国ごとに順送りに生じたことを、雁の一群が飛ぶ様子に見立てて、この名がついた。

~~~~~

◆第6の危機 アジアの通貨危機とは一体何だったのか？

サドンストップ

通貨危機は、為替レートが暴落することで発生します。政府・中央銀行は、固定レートを防衛するため（あるいは、変動レートであっても変動幅を小さくするため）に為替市場で外貨を売って自国通貨を買い支え、金利を引き上げて自国通貨への信認を維持しようとしています。こうした防衛策が奏功すればよいのですが、往々にして外貨準備が枯渇して防衛をあきらめざるを得ないことになりがちです。通貨危機に見舞われた後には、国民がインフレ・失業・景気後退等に直面することが通常です。

こうした通貨危機をもたらすのは、その国の通貨を売って外貨に交換しようとする大きな動きです。従来その国に投資をしていた海外投資家が資金を回収する場合や、投機的なプレイヤーが空売りを繰り返して、レート暴落後に買い戻して巨利を狙う場合、また国民自身が資金を海外に持ち出す場合（資本逃避）等が考えられます。

海外投資家からの資金の流れが、突然激減したり逆流したりすることをサドンストップと呼びます。

1994年 メキシコの通貨危機（テキーラ危機）

経済の

土台がそのように脆弱なので、政治的混乱（大統領候補の暗殺）をきっかけにペソへの信認が低下したことで、強烈なペソ売りアタックと資本逃避に見舞われたのです。二日間で外貨準備は半減し、当局はペソ防衛をあきらめてフロート（変動相場制）に移行したので、一週間でペソの価値は約50%も暴落してしまいました。

1997年 タイ

半年間で、バーツの価値は対ドルで半分。

1997年 インドネシア

それでもタイ危機後にルピアの為替レートが徐々に下落したため、インドネシア政府は、念のため IMF プログラムを導入して信認を高め、投機筋からのアタックを予防しようとします。ところが、厳しい内容の IMF プログラムに合意してしまったため、それが**遵守できないこと**でかえって**投資家の信認を失い**、命取りになってしまいました。

1997年 韓国

韓国では、1990年代から国境を越えた資金の移動が徐々に緩和され、1996年に OECD に加盟したこともあり、金融市場の自由化も進めていました。ちょうどメキシコと同様に、短期の投資資金が容易に出入りできる状況となっていたのです。

そこで**韓国の銀行は、外貨建ての短期資金を調達して国内で長期融資を行うビジネスモデル**をとっていました。調達が短期ですから、頻繁に債務を返済しなければならない一方、融資は長期なので手許に債務の返済資金がありません。結果として、債務の返済時期が来るたびに同額の資金を**借り換える（ロールオーバー）**方式を採りました。

ところが、タイ危機の後、海外投資家（主に銀行）は短期資金の**ロールオーバー**を拒否して資金を引き上げ始めます。

・・・

しかし、どちらかと言えば、タイやインドネシアの危機に直面した投資家がパニック的に資金を引き上げ、それに**便乗して投機筋がアタック**を仕掛けたとみる方が、真実に近いと思われます。

加えて、**IMF の対応が危機を拡大させていった側面**も否定できないでしょう。それは第一に、IMF のプログラムが伝統的な緊縮政策に傾いていたためです。財政赤字が経常収支赤字の原因になっていなかったにもかかわらず、財政緊縮が投資家の信認回復に不可欠だ、という前提でプログラムを作っていました。実際に必要だったのは、投資家が資金を回収するのに十分な外貨の手当てがあることを示して、投資家のパニックを鎮めることだったのです。

マレーシア

その意味で、やはり危機に見舞われたマレーシアの例は極めて興味深いものです。マレーシアは、タイ危機の直後に通貨リングギットをフロートに移行してレートの下落を容認した後、1998年9月にリングギットをドルに再度固定させた上で、資本規制を導入しました。これは、投資家や投機筋が海外に送金するのを、いわば実力で阻止する措置であり、ワシントンコンセンサスに逆行するものです。当然、米国政府や IMF はマレーシアを強く非難しましたが、**マレーシアは IMF から融資を受けていなかったため、IMF としては手が出せませんでした。**

また、金融規制の強化や、ヘッジファンドの扱い方等についても議論が行われましたが、そのような議論の場には**新興市場国の代表もいた方が望ましい**ので、先進国だけの G7 とは別に、新しく 20 カ国蔵相・中央銀行総裁会議（G20）を創設しました。

経済学者のロバート・マンデルは、(1) 各国間の資本移動の自由、(2) 各国の為替レートの安定（固定相場制度）、(3) 各国独自の金融政策——この三者を同時に満たすことはできない、という有名な議論を展開しました。これを「**国際金融のトリレンマ**」ないし「**不可能な三位一体**」と呼びます。

◆第7の危機 米国発金融危機はなぜ起こらなかったのか？

国レベルの通貨危機が、一国の金融セクターのレベルに縮小された LTCM 危機は、米国の金融担当者が異例の措置を採って封じ込めました。しかし、その成功体験は、10年後の「リーマンショック」では通用しませんでした。

ヘッジファンドは、一般大衆を顧客としていないので、比較的緩い金融規制が課せられていました。富裕層や投資のプロは、リスクを十分に理解した上でヘッジファンドに運用資金を預けているはずだから、通常のような投資家保護の対象とする必要はない、との判断でした。そのため、ヘッジファンドの投資戦略や負っているリスク等は公開されず、謎の多い存在でした。マレーシアがリンギット売りのアタックを受けた際にマハティール首相（当時）がヘッジファンドを非難したのは、まさにこうした不透明性に守られて利益のみを追求する投機筋、というイメージが強かったからでしょう。

アジア通貨危機を見た投資家の心理として、新興市場国への投資に躊躇したくなるのはよくわかります。では、投資はどこに向かったのでしょうか？ 危機になりそうもないところ、すなわち先進国の債券や株式の人气が高まりました。一般的に、市場で投資リスクが高まると、リスクが低そうな（安全そうな）資産に資金が向かうことを「質への逃避」と呼びます。リスクを避けて、質の高い資産に資金を避難させておく、というイメージです。

ロシアのデフォルト

原油価格の下落で財政が悪化していたロシアは、1998年8月に債務不履行（デフォルト）を宣言します。

危機の残したもの

LTCM の興亡は、金融市場のたった一つのプレーヤーでも、巨大金融機関を動揺させ、場合によっては金融システム全体の機能不全をもたらしかねないという現実を白日の下に曝しました。そうしたことがないよう、本来は金融規制が機能し、金融機関は取引相手方の健全性に注意してリスク管理を徹底していたはずでした。しかし、規制の外のプレーヤー（ヘッジファンド）が、取引相手から見えにくい（バランスシート外の）デリバティブ取引を積み上げていたために、想定外の事態となったのです。さらに言えば、金融市場のプレーヤーたちにリスク管理よりも利益（リターン）を重視するような風潮が蔓延していたことは否定できません。LTCM 危機は、FRB の介入で寸前に回避されましたが、**LTCM 危機をもたらした金融市場の構造や文化はそのまま温存されました。その結果が、10年後の「リーマンショック」でした。**

(1) 1980年代から金融規制の緩和が進み、実体経済と離れたマネーゲームを通じて金融機関が巨額の利益を上げるようになりました。高い報酬やボーナスに惹かれて、優秀な大学の卒業生が金融セクターに就職するようになり、特に数学に強い理系の卒業生の人気が高まりました。ニューヨークのウォールストリートやロンドンのシティは、金融街というだけでなく、米国や英国が金融業の発展を推し進める産業政策の象徴となりました。英米政府の政策は金融業界の利害を反映するようになり、金融業界からは多くの人材が政府の要職に就いて、両者の一体感が強まります。

(2) 金融業界では数学を活用した金融工学が普及しました。その結果、デリバティブ取引が一般化し、リスク管理の手法も精緻化したはずでしたが、実際には LTCM 危機のようにモデルで想定していない事態が生じると、大きな損失につながる危うさも抱えていました。しかし、LTCM 破綻にもかかわらず、こうした複雑なモデルに基づく取引や投機がますます行われたのは、それが巨額の利益をもたらすからでした。

(3) 金融業がマネーゲームで巨額の利益を上げる状況は、英米にとどまりませんでした。例えば LTCM 救済に加わった 14 の金融機関のうち 5 つは欧州大陸系です。国際金融市場の中心がニューヨークやロンドンであるとしても、それらの市場では国際的なプレ

一ヤーが積極的に取引しているので、一つの市場での動揺は世界中に伝わってしまいます。後に「リーマンショック」がグローバルな危機となったのはそのためです。

(4) ヘッジファンドのように規制が軽いプレーヤーや、デリバティブのように透明性の低い取引が危機の震源となったのですから、規制が強化されてもよいはずですが、そうはなりません。それは、プロの投資家が顧客なので規制で保護する必要はない、盛んなデリバティブ取引は市場に流動性を追加するのでかえって相場が大きく変動するのを抑える、といった建前に加え、やはり**金融業の利益追求を制約すべきでないという、産業政策的な本音**があったからだと思います。

(5) LTCM の救済に FRB が乗り出したことに対しては、モラルハザードを助長するとの批判がありました。それに対し FRB は、市場の中での解決に向けて関係者に交渉を促しただけであり、公的資金を入れたわけではないと反論しました。たしかに、モラルハザードを重視するあまり、LTCM が無秩序な破綻に追いやられても放置すべきだったという主張であれば、それは極端すぎると思います。危機が金融システムを動揺させ、場合によっては世界中に拡散する恐れがあるときは、まず危機を阻止するのに全力を尽くすべきでしょう。ただし、それはモラルハザードを軽視してよいということにはつながりません。実際、市場のプレーヤーたちは、1987 年のブラックマンデーに続いて LTCM 危機でも、**市場が動揺したら FRB が金融を緩和して市場を下支えするという前例が成立したと解釈**しました。そして、IT バブルが崩壊した 2000 年代初頭にも同様の措置が採られたことから、その後の投機的な動きを増幅した恐れがあります。

(「プット」とは、価格が下がった資産を、事前に定めた金額で買い取ってくれる取引の約束のことです)。

ヘッジファンド「エリオット」

アルゼンチン政府が面倒を避けるために支払いに応じるのを待つ戦略でした。これに対し当時のクリスティーナ・フェルナンデス大統領は徹底抗戦し、一切の妥協を拒否したのでした。

しかし 2012 年に、ニューヨークの連邦地裁がエリオットの主張を認め、すべての債務者に利払いするのでなければ、合意済の債権者に利払いを行うことは、債務者を公平に扱う原則を示した平等条項 (パリパス条項) に反しているので認められな

いとしました。2014 年に米最高裁が地裁判決を支持したことから、アルゼンチンはまたもデフォルトに陥ることになりました。

次の大統領にマウリシオ・マクリが選ばれると、外国資本との和解によって外資導入を図るとの方針から、エリオット等のファンドとの合意が 2016 年に結ばれます。その結果エリオットは 24 億ドルの支払いを受けました。額面の約 4 倍、購入額の約 20 倍ですから、濡れ手に粟と言っても過言ではないでしょう。

なぜこのようなことが起こったのでしょうか？直接的には、エリオット等のファンドが、他の債権者とアルゼンチンとの間の合意に従わず完本の完済を求めることが可能だったからです。ロンドン市場で発行される国債には、**集団行動条項 (コレクティブ・アクション・クローズ: CAC)** が付されているのが普通であり、債権者の特別多数決で合意された決定はすべての債権者を拘束します。ところが、**ニューヨーク市場で発行される国債では CAC は一般的ではありませんでした。だからこそ、エリオット等のファンドが 93% の債権者の意思を無視して法廷闘争を続けることができたのです。**

◆ 第 8 の危機 世界金融危機を引き起こした複合的要因とは？

日本ではこの一連の危機を、2008 年 9 月の大きなショックのきっかけとなったリーマンブラザーズの破綻から、「リーマンショック」と呼ぶことが多いですが、危機はその一つの出来事から発生したわけではないので、国際的には「世界金融危機 (グローバル・ファイナンシャル・クライシス: GFC)」と呼ぶのが普通です。

債券は人気が高まって購入者が増えると、流通価格が上昇し、それに伴い利回りが低下

する性質があります。

...

単純な例を挙げると、額面 100 ドルで金利 5% の国債を、流通市場において 110 ドルで買ったとすると、支払われる 5 ドルの金利分は、 $5 \div 110 = 4.5\%$ の利回りとなります。

場合によっては融資条件がほとんどないようなローン

...

借り主に所得 (income)、職(job)、資産 (asset) の有無すら尋ねないという意味で、No Income, No job, No Asset の頭文字を取ってニンジャ (NINJA) ローンと呼ばれたりしました。

新たな金融商品

住宅ローンや自動車ローン、学生ローンにクレジットカードのリボ払い等、米国ではあらゆるローンを束ねて証券化して投資家に売るのが一般的です。束ねられたローンは、例えば東海岸、中西部、西海岸など様々な地域の住宅ローンからなり、東海岸が不況となっても西海岸では住宅ローンの返済がきちんと続くといった形で、リスクが分散されています。それが証券の形になっているので、市場で簡単に売買できるわけです。

債務者が毎月ローン返済分を支払うと、それが証券を購入した投資家に支払われて、証券に対するリターン (運用益) になります。ローン返済が滞ると、投資家のリターンが少なくなりますので、返済が滞りそうな債務者の多いローンを束ねた証券は、格付けが低くなるのが普通です。

ところが、2000 年代に盛んに活用された、債務担保证券 (CDO) と呼ばれる証券では、この常識が破られました。最も返済が滞りそうな債務者である、低所得者の住宅ローンを束ねた証券なのに、トリプル A という最上位の格付けを得たのです。どうしてそのようなことが可能だったのでしょうか？

低所得者層の住宅ローンはサブプライムローンと呼ばれていました。プライム (優良借り主) の下位 (サブ) に位置する層へのローンという意味です。CDO は、サブプライムローンを束ねた上で、債務者からのローン返済があったら、その返済分を一番最初に受け取れる権利の証券、2 番目に受け取れる証券、最後に受け取れる証券、と区分しました。一本一本のサブプライムローン (低所得層向け住宅ローン) の信用力は高くないのでローン金利は高めです。が、例えば千件のサブプライムローンを束ねて、さすがに 500 人くらいはきちんと毎月返済するだろう、という見込みを立てたとします。その上で、第一の証券は返済してきた最初の 300 件からの返済だけを受け取り、第二の証券は次の 300 件、最後の証券は残りの 400 件と区分したとすると、第一の証券は毎月ほぼ間違いなくリターンを受け続け、第二の証券は月によってリターンが上下し、第三の証券はリターンがあればラッキーという感じになります。この第一の証券がトリプル A を得たのです。

最上位の格付けでありながら、超優良企業の社債等と比べればリターンが高いことから、CDO は爆発的な人気を博しました。作れば売れる、という状態となって、材料であるサブプライムローンが大量に必要になります。信用力の怪しい借り主にも、かなり基準の緩いローンが次々に貸し出されては、CDO の材料として売却される状態でした。

...

しかし、CDO が成り立つのはサブプライムローンが曲がりなりにも返済されている限りにおいてです。他方、当時の住宅ローンは右肩上がりに住宅価格が上昇することを前提にしていました。高くなった住宅を売って、次のローンに乗り換えるのが通常のパターンだったのです。では住宅価格が下落を始めるとどうなるのでしょうか？ 持ち家を売ってもローン債務を完済できないのでは、次の家に移るどころではありません。そうこうするうちに、住宅ローンの当初優遇期間が終わって金利が上昇したら、サブプライムローンが想定通りに返済されなくなってしまうことが容易に想像できました。

当然、欧米の金融機関の中にも、あるいは当局者の中にもリスクに気が付いている人々はいたはずですが、しかし、高収益を求める株主の圧力と、高い報酬を得たい食欲さと、群集心理に流されてしまいました。

CDO 価格の下落

住宅価格の上昇が止まってサブプライムローンの返済が滞ると、それを束ねた CDO の所有者に約束したリターンの支払いも怪しくなってきますので、当然市場

で取引される CDO の価格は下落します。また、金融機関同士の取引の際に担保として CDO が差し入れられていれば、その評価額が下がるために**追加の担保**（信用力のある国債や社債等の資産）を要求されることにもなります。CDO の評価額がどんどん下落する中、**保有する CDO を早く売ってしまおう**という市場参加者が増えていきますので、さらに CDO の価格が下落する結果、ますます大量の投げ売りを惹起する悪循環に陥りました。

金融規制

GFC は、米国の金融界がリスク管理をしっかりと行っていなかったことを暴露しました。グリーンズパン FRB 元議長も「銀行は株主資本を守るのが自己の利益に沿うものだと思っていた我々にとって、信じられないようなショックだった」とガーディアン紙に語っています。きちんとリスク管理ができていたことを前提にして金融規制の緩和が行われ、それが金融機関のビジネスチャンスを広げて膨大な利益（そしてバンカーたちの多額の所得）を可能にしましたが、実はその前提が狂っていたため、巨額の公的資金を用いて銀行を救済せざるを得なくなったのですから、一般大衆が起こるのも当然でした。

◆ 第 9 の危機 絶体絶命のユーロを救った「一言」とは？

EEC 欧州経済共同体（ベルギー、フランス、西ドイツ、イタリア、ルクセンブルグ、オランダ）
EEC が拡大して、EC 欧州共同体

例えば米国のように広大な国では、州や郡によって産業構造が違いますし、労働者の量や質も異なり、自然災害で一部地域だけ経済的打撃を受けることもあるでしょう。このような地域による相違にもかかわらず、**米国が単一の通貨（ドル）と単一の金融政策を用いて発展しているのは、四つの条件が満たされているからだ**、とマンデルらは考えました。第一に、域内での労働者の自由な移動です。不景気な地域から好況の土地に労働者が移動することで、失業が一部地域に固まらないようにできます。第二に価格や賃金が柔軟に動いて、域内での市場原理がきちんと働くことです。第三に、中央政府による財政移転です。好況地域で徴収した税財源を不況地域で支出することで、地域間の景気や失業の格差を縮小できます。第四に、景気循環のサイクルが似ていることです。

ここで含意されているのは、大きな経済圏の中の一つの地域は好況で、失業率が低く、物価も上昇傾向にある一方、別な地域が不況で、失業率が高く、デフレ傾向にあるような場合、両者の相違をならす（均質化する）ような力が働かなければ、一つの為替レートや金融政策が両者双方にとって適切ということはない、ということです。換言すれば、相違をならす仕組みがなければ、こういう場合には好況地域と不況地域がそれぞれ独自の通貨と金融政策を持ち、不況地域の金利を下げ、為替を切り下げて産業の競争力を回復するのが望ましい、ということになります。

ユーロはユーロ圏の共通通貨であるので、ギリシャが単独でユーロに関する決定を行うことはできません。ギリシャ国債が海外投資家に不人気になったから、ギリシャの金利を引き上げようとか、為替レートを安くしようとか、極端な場合には国債を中央銀行に購入して買い支えてもらおうといった、**普通の主権国家であれば何でもありません**がギリシャにはできませんでした。ユーロに関してギリシャに通貨主権がなかった以上、外貨で借り入れていたのと同じことだったのです。

ギリシャ危機は、ユーロという通貨の存在と、その設計・運営への疑念を投資家の間に広め、ユーロ圏内の比較的脆弱な国々に伝播していきます。サドンストップの連鎖と言っても良いでしょう。

ギリシャ危機

ギリシャは伝統的に左右対立が激しく、頻繁に政権交代が起こる国でした。その際、新たに政権に就いた勢力は支持者を公職に就けるので、公務員の数が非常に多いと言われていました。公務員が全員出勤すると机の数が足りない、とまことしやかに語られました。加えて、一般的に定年年齢が低い、各種の年金制度は支給水準が高い、非効率な国有企業が多い、納税意識が低い等、財政基盤は脆弱でした。

そうした中、米国発のGFCで市場のリスク警戒度が上がり、「金利スプレッド」が上昇し始めていましたが、2009年10月に成立した左派政権は、いきなり市場を激震させる爆弾発言を行いました。前政権は財政赤字を粉飾しており、同年の財政赤字見通しは前政権の言うGDP比3・7%ではなく12・7%に上る見込みであるというのです。これは金融市場にショックを与え、国外の銀行や投資家は資金の引き上げに動きまわりました。おそらく、国際金融史上、最悪のオウンゴールでしょう。

民間債権者の保有する国債を、額面がほぼ半額の新しい国債と交換する形で債務削減が行われました。

↓~~~~~

東京外為市場ニュース

MARCH 8, 2012 1:27 PM UPDATED 11 YEARS AGO

〔情報BOX〕ギリシャの債務交換案

<https://www.reuters.com/article/zhaesma07324-idJPTK075216820120308>

アテネ 7日 ロイター] ギリシャ債務交換への民間債権者の応答期限が8日に迫っている。

民間債権者との合意が成立しなければ、欧州中央銀行（ECB）、欧州連合（EU）、国際通貨基金（IMF）と前月合意したギリシャ向け支援が実行されず、無秩序なデフォルト（債務不履行）に陥るリスクが生じる。

合意成立を確実にするため、ギリシャは一定の条件の下、すべての債券投資家に債券交換を求める集団行動条項（CAC）を用意している。

<債券交換案の概要>

◎対象債券

民間セクターが保有する、ギリシャ政府発行もしくは保証の債券。ギリシャの国内法に準拠するか外国法に準拠するかは問わない。民間セクターの対ギリシャ債権は額面総額2060億ユーロ。

◎CAC

2月23日に可決された法律では、ギリシャ国内法に基づき発行された1770億ユーロの国債にCACを遡及的に組み込む条文が盛り込まれた。英国もしくは他国の法に基づき発行された残りの国債については、すでにCACが盛り込まれている。

◎CAC発動

ギリシャは、債務交換で可能な限り高い民間投資家の参加率を目指しており、投資家全体の90%以上の参加で、PSIを進める方針をこれまでに示している。

民間セクターの参加率が75%以上90%未満となった場合、公共セクターの債権者であるEU、IMF、ECBと協議し、CACを発動せずに債務交換を実施する可能性がある。

参加率が75%を下回り、CAC発動に必要な投資家の賛同が得られなかった場合は取引を白紙に戻すとしてきた。

法的にはギリシャ法に基づく債券保有者のうち最低50%が合意への可否判断が必要。そうでなければ必要数に達せず、債務再編は失敗とみなされる。

判断を下した債権者のうち3分の2の受け入れが必要。判断を下した水準が最低だった場合、数字上は33%の債券者の受け入れで承認となる。判断を下した割合が100%だった場合、ギリシャ法に基づく債券1770億ユーロのうち1180億ユーロ分が関与したことになる。

この目標に達した場合、CACにより全債券保有者への適用を強制できる。最低では590億ユーロ分の債権者の同意で可能となる。

反対が十分な数となった場合、債務交換は撤回となり無秩序な破綻に至ることも可能。仮に70%の債権者が可否を判断して50%が反対だった場合、35%の債権者が賛成したことになるが、合意は無効となる。

外国法に基づく債券290億ユーロの対応は別となる。

◎クレジットイベント

ギリシャがCACを発動した場合、クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）のトリガーとなる可能性が高い。国際スワップデリバティブ協会（ISDA）が判断する。ネットでのCDS残高は32億5000万ドル程度で、システム上のリスクとなる可能性は低い。

◎債務交換の条件

投資家は古い債券100ユーロごとに、31.5ユーロの新たなギリシャ国債と2年以内に満期を迎える欧州金融安定ファシリティー（EFSF）債15ユーロ相当を受け取る。ヘアカット（債務元本の減免）率は53.5%。

新たなギリシャ国債は11—30年物となり、償還期限は2023—2042年。クーポンは、2015年までが2%、2016—20年が3%、2021年が3.65%、2022—42年が4.3%。

◎GDP連動債

債務交換に参加する投資家は、国内総生産（GDP）に連動する債券も受け取り、ギリシャのGDP伸び率が一定の基準（未設定）を上回った場合、2015年から新発債の額面の最大1%に相当する支払いを受け取ることができる。

◎債務交換案の期限

延長されない限り、中央欧州時間（CET）3月8日午後9時。

◎決済日

3月12日。外国法に基づく債権者は3月27—29日に会合を予定しており、決済日は4月11日となる。

◎債務交換の利点

新たな債券は英国法に準拠し、ギリシャが受けた融資とともに、複数の債権者に対して平等に返済する「パリパス」にランク付けされる。GDP連動債はクーポンの利点がある。

↑~~~~~

ドラギマジック

そのように危機が先鋭化していた2012年7月26日、ECBのドラギ総裁は記者会見で、ユーロを救うためにECBは「(権限の範囲で必要至とは)何でもやる」(whatever it takes)と発言しました。取り付け騒ぎのパニックを鎮めるには、十分なお金があることを見せるのが肝心ですが、ドラギ総裁が見せたのは中央銀行のすべての能力でした。市場参加者はこの発言を信じたので、これ以降スペインやイタリアのスプレッドは急速に縮小していき、ユーロは危機を脱し、落ち着きを取り戻しました。ギリシャの債務・財政問題は継続しますが、パニックは収まったのでした。

◆第10の危機？ 次の危機はどこで起こるのか？

ドルへの資金回帰

金融緩和が強力なほど、そして長期にわたるほど、そこから円滑に「正常化」していくのは難しくなります。その実例が、2013年夏のいわゆる「テーパータントラム」です。その年5月の議会証言でバーナンキFRB議長は、このまま国際金融状況が改善したら今後数回の政策会合において債券購入ペースの減速（テーパー）に向かえるかもしれない、と発言します。それまで超低金利で調達したドルを海外投資に振り向けていた投資家は、急速にドルに回帰します。その結果、経常収支赤字が大きい等の理由で脆弱と思われた**ブラジル、インド、インドネシア、南アフリカ、トルコの5カ国の通貨が大きく下落**しました。

米国の「調整」

現在、米国の経常収支赤字はGDP比で約3%です。これは2000年代前半の不動産バブルに向かう時期よりはずっと小さいですが、日米貿易摩擦が燃え盛ったプラザ合意前後のレベルと同程度です。新型コロナ危機のため貿易が混乱していることもあり、米国政府が経常収支赤字の大きさを問題視しているようにには今のところ見えませんが、政治的なスケープゴート探しがいつ起こっても不思議ではありません。

経常収支赤字に対する米国の伝統的な姿勢は、調整（緊縮）の拒否と**黒字国の批判**でした。では今回は誰を批判するのでしょうか？

実は中国は、最近経常収支黒字が急速に縮小しています。2018年には黒字はほぼゼロであり、直近でもGDP比2%弱です。日本は3%強、ドイツは7%ですから、仮に米国が黒字国批判に乗り出す場合には、中国のみならず、日独もターゲットになると覚悟しておく必要があります。

もし**円高や内需拡大を求められたとしたら、日本は耐えられるでしょうか？**現在の円の価値は、実質実効為替レート（円ドルのよう二国間ではなく、貿易相手国全体との関係で試算した円の強さ）で見ると、1970年代半ばのレベルに匹敵する円安ですので、**円高に転換する根拠は十分あります**が、国民の支持は得られるでしょうか？ 内需拡大にしても、金融政策の戦線は伸び切っていますし、財政余力もそれほどない中で、成長をもたらす構造改革を再度推進できるでしょうか？

米国の経常収支赤字はGDP比で約3% →黒字国の批判 →円高や内需拡大を求められる