

## 新興市場国の金融危機：公的機関と民間の役割について

—Current Issues in Economics and Finance 2000年11月の論文に対するコメント—

(財)国際通貨研究所

専務理事 浅見唯弘

### はじめに

ニューヨーク連銀の“Current Issues in Economics and Finance” 2000年11月号に「新興市場国の金融危機：公的機関と民間の役割」(“Financial Crises in the Emerging Markets: The Roles of the Public and Private Sectors”)と題する論文が掲載された。著者はニューヨーク連銀のチェッキー氏(Terrence Checki)とモルガン銀行のスターン氏(Ernest Stern)である。チェッキー氏は新興市場国問題及びグローバルな金融システム問題に深くかかわってきた経験豊かな中央銀行家である。一方、スターン氏は、80年代には世銀の副総裁として新興市場国を担当し、90年代後半にはモルガン銀行において金融危機の解決に直接関与してきた。

本論文は、著者の過去20年以上に上る経験に基づく危機の解決に対する公的機関(官と称す)と民間セクター(民と称す)の役割について述べたユニークな論文である。この論文はまた金融危機の解決の鍵となる官民の役割に関する対話を促す貴重

な貢献をしている。私は「国際金融」11月号で官民の対話の重要性に付き言及した経緯もあるので本論文に付きコメントしたい。

この論文の前文で、著者は将来の危機へ備えた機構の強化などに付いては関係者間にコンセンサスが得られつつあるのに対し、実際に生じた危機の解決に対する官・民の役割に関しては、未だコンセンサスが得られていないとの認識を示している。著者は結論として、官民がそれぞれ異なる形で危機に参画することを許容する「弾力的なケース・バイ・ケースによる管理された市場ベースのアプローチ」(‘flexible case-by-case, managed-market approach’) が唯一の現実的な方法であるとし、それに盛り込むべき論点を取り上げている。この結論は最近の金融危機の経験を通じて形成されつつある民間の考え方を大まかに反映していると考える。

著者は新興市場国の金融危機を論じるに際して80年代、90年代における経験及びその間に生じた資本フローの変化等環境変化が市場へ与える影響の評価が重要と述べている。同感である。

## 1980年代における中南米の債務問題

1982-3年に中南米の債務危機が起きた当時IMFのスタンド・バイ等公的支援は、民間債権者（当時は銀行）がリスクに合意し、また時に一定額のニュー・マネーを供与することを条件に実行するとのルールが存在した。この方法は当局による指導に基づくものであったことは、通貨当局は銀行が供与したニュー・マネーを資産分類しないとしたことで明らかである。著者は、危機発生の当初において「当局者は官・民の役割分担につき明解なかつ当初は効果的な考え方」を持ち、「銀行は金融当局及び政府と共通の目的を共有していた」と述べている。この共通の目的とは「多数の銀行が保有する債権が返済不能となることにより生ずるグローバルな銀行システムに対する深刻な危機」を回避することであった。官民の協調により「システム上の脅威を防ぐのに必要な時間稼ぎに成功した」としている。確かに1982年から3

年間ほどはこのルールは機能したかに見えた。然るにその間、以下のような状況が進行しつつあったのである。

(1) 多くの銀行は銀行が保有する政府向け融資が将来不良債権に分類されることを恐れるようになり、リスク及びニュー・マネーに応じ続けることは健全な銀行経営の観点から次第に不適當と感じるようになった。

(2) 米国の大手地銀をはじめ多数の銀行が戦線より離脱した。

銀行は次第にニュー・マネー供与を拒否するようになり、関係者はいわゆる債務疲れ（‘debt fatigue’）に陥った。1987年シティバンクがラ米政府融資に対し巨額の引当金を積むことを発表すると、もはや、ニュー・マネーは機能しなくなった。その2年後の1989年にBrady bonds構想が提案され、政府に対する債権の部分的債権放棄が銀行に求められた。

80年代における官民の役割分担は米国政府を中心とする官の強力な指導により進められた。当時、米議会は銀行をbailoutすべきではないとの強固な姿勢を取った。このため銀行は保有する債権の質を維持し債務不履行を回避するために、同一の債務者たる政府に対しリスクを許容すると共に追い貸しするという、極めて矛盾に満ちた行動をせざるをえなかった。

中南米債務問題の不幸な側面は、危機に陥った国に対して巨額の公的資金を投入するオプションをはじめから排除した弾力性を欠く対応であった。この対応こそが、債務問題解決に長期間を要し中南米の失われた10年をもたらした原因の一つであった。当時銀行に対する世間の目は一般に厳しかったが、bailoutsは悪という議論は専ら米国で行われた議論であり、日欧ではそれほど強い議論にはならなかった点は注意を要する。

このような1980年代の経験から何を学ぶか。第一に、あらかじめ定められたルールに基づく分担は繰り返してはならないこと、第二に、最終的に政府債務の大幅削減にまで事態を悪化させることになった危機への対応は政策的な失敗であり、今後

ともいかなる代償を払っても厳に回避されなければならない。産油国に集中したオイルマネーのリサイクルを行った銀行がリスクを繰り返し、ニュー・マネーを出した挙句に債務削減に追いやられたと言う事実が80年代に起こったのである。

## 市場の変化とメキシコ金融危機

90年代における公的資金フローの金額は80年代に比しほとんど不変であるのに対し、民間資金のフローは公的資金の数倍に増加し新興市場国への資本のフローの中心となった。民間資本のフローのうち直接投資ならびに機関投資家による資本市場を通じた資金の流れが増加し、銀行融資は相対的に減少した。さらに著者が指摘している通り、会計原則の変更、金融監督の変化は金融危機の発生とその解決に重要な変化をもたらした。

このような中で1995年に起きたメキシコの政府債務危機では、官は流動性危機を回避するため巨額の公的資金を投入した。これは1980年代と根本的に異なる対応であった。その結果、短期政府債へ投資していた民間投資家は投資資金を回収することができた。米当局はモラルハザードを犠牲にしても市場の安定、金融システムの維持を優先したのである。この時も米議会は公的資金投入に強く反対したが、クリントン政権は大統領権限により資金の供与に踏み切った。危機は回避され、メキシコは程なく市場復帰を果たすことにより民間資金を調達し、公的資金を返済した。

## アジア及びブラジル金融危機

1997-8年におけるタイ危機及びそれに続くインドネシア、韓国、更に1999年初のブラジル危機は国際金融システムに重大な影響を及ぼす恐れがあると認識され、メキシコ救済と同様巨額の公的資金が注入された。民間銀行は、韓国では約200億ドルの韓国の銀行に対する融資の期日の繰り延べを行い、またブラジルに対しては短期貿易金融及びインター・バンク・ラインの残高維持を決定した。いずれもボラン

タリー・ベースで実施した。

1990年代における危機の解決の特徴は、IMFによる政策パッケージの下で巨額の公的資金を供与し危機に陥った国が短期間の内に市場復帰を果たすことを支援することであった。市場復帰を果たすと新興市場国は早期に経済を回復させた。民間の債権者は官と協調して債務の期日延長や残高維持を行った。官民はこれらの国が市場のアクセスを回復することを支援するために、それぞれ異なる役割を分担する補完的な関係を通じて協力したのである。アジア危機から3年経った現在これらの国がIMFパッケージに基づく政策運営により市場の信認を回復し既に債務の返済を始めている。韓国が500億ドルに上る当時の公的資金の借り入れをほぼ3年で返済したことは印象深い。韓国やブラジルのケースは官・民の役割分担の成功例である。

しかしながら、巨額に上る公的資金投入は、危機解決に対する民間関与につき、国際金融にかかわるアーキテクチャー論の一環として官によって論じられることになった。1999、2000年にそれぞれケルンと福岡において開催されたG7蔵相会議において、かなり突っ込んだ民間関与の議論が展開された。既に議論したようにもはや1980年代における手法には戻れない。官民は共にこの複雑な問題に対する理解を深めさまざまな問題に対する誤解と偏見を除くために対話をすべきである。

## 陥りやすい偏向

著者は官・民が陥りやすいいくつかの偏向を挙げそれらが官民の対話の障害になると述べている。官民の交渉の場に臨んだ経験に基づいているので説得力がある。このうち5点につきコメントしたい。

### (1) ケース・バイ・ケース アプローチ

著者はこの言葉が将来の危機へ備えての一般的な対応に関する提案を避けるために民が使うスローガンになっていて本来の意味から外れていると主張する。更に官は民が前進を阻むために採る戦術とすら見ていると紹介している。この傾向

は不幸な1980年代のルールに基づく対応の後遺症かも知れない。民間セクターはケース・バイ・ケース対応を損なわない限りにおいて、官との一般的な枠組みに関する対話を持つことを躊躇すべきではないと考える。

## (2) 集団行動条項 (Collective action clause-CAC)

著者はCACを評価していない。この点は著者と意見を異にする数少ないポイントの一つである。90年代に入ると新興市場経済に対する投資家が多様化した。今後も債券など市場性の証券による資金調達が増え機関投資家やファンド・マネージャーがより重要な役割を果たすことになると考えられる。これに対して短期融資を中心とする銀行の地位は相対的に低下しよう。このため危機に陥った国が必要な資金を確保するため債券をリスクの対象とする必要性は今後とも増すことになろう。このような取り扱いをすれば債券保有者と融資銀行を同等に扱う公平性の原則にも資することになる。

## (3) 副次的重要事項を過大評価する傾向

確かにモラルハザードや公平な負担が中心的な課題のごとく論じられることがあるので、常に最重要課題は何かを振り返る必要がある。しかし現実にはこれは容易ではない。

## (4) 優先弁済権

Brady bonds により債務削減の対象になったのは銀行融資であった。公的債権者は対象になっていない。国際金融機関 (IFIs) が保有する債権は事実上優先弁済権を有しリスクはされていない。(IFIs) は事実上リスク負担無しなのである。優先弁済権は官民の役割に関して十分に考慮されるべきである。

## (5) 負担の分担

経済危機が発生すると、銀行や民間投資家はすでに企業の倒産や金融及び資本市場の暴落によって巨額の損失を余儀なくされている。しかしこれは民が負担を分担していることにはならない。誰が最も大きな損失を被ったかを論じて意味

は無い。したがって負担を分担するといっても官と民の負担を直接比較し論じる意義は少ないのである。

## 提言に関するコメント

著者の今後に向けた課題4項目について以下コメントする。

### (1) ケース・バイ・ケース対応

G7の福岡蔵相レポート（2000年7月）において危機に陥った国を3つのケースに分類しそれぞれについて官・民の役割に付き論じられるよう提案している。著者はこれをケース・バイ・ケース議論の出発点であり、今後さらに精力的に議論が展開されるべきだとしている。賛成である。これこそが官民の対話の主題となるべきものである。

### (2) 官の目標

官の目標を優先順位をつけてより明確に説明することは賛成である。これまで中南米のケースでは米国が、アジアでは日本がリーダーシップを発揮しIMFと共に官の対応の方向付けを行ってきた。地理的な役割分担があるようである。

### (3) 公的部分保証

官による部分保証の触媒効果により追加的な民間資金の流入を促進させようとの考え方である。適正な政策運営により、近い将来市場へ復帰する可能性が高いと見られる新興市場国に対しては一定の効果を発揮しよう。このオプションは大いに検討し活用されるべきである。

### (4) メニュー

メニューの中身は常に市場ベースの商品であることが重要である。

## 結論

危機の解決に関する官・民の役割に付いてはこれまで主としてIMF, G7等官が中心となって議論されてきた。しかし今や官・民がお互いに交流し対話を始めるべきである。著者が提案した「弾力的なケース・バイ・ケースの管理された市場アプローチ」を採用し、官民の対話を通じて内容を拡充すべきだと考える。官民が陥りやすい傾向や著者の提言は官民の対話の有効な材料となる。

官民が1990年代におけるメキシコや東アジアの危機を通じてそれぞれ異なったしかし相互補完的な役割を担ってきたことを理解することは重要である。官民対話はそれぞれの役割分担に関するルールを定めるためではない。官民はそれぞれが異なる役割を担っている。対話を通じて如何にしてお互いの役割を補完しつつ危機に遭遇した新興市場国の危機からの回復を支援することである。

通商問題の話し合いは自転車をこぐことにたとえられる。ペダルをこぐことをやめると倒れてしまう。危機に関する対話は自然災害に対する備えのようなものである。前もって十分な備えを講じないと突然襲ってくる自然災害による被害は大きくなるのである。

(本稿は、2001年2月1日発行「国際金融」誌第1059号(財団法人外国為替貿易研究会発行)に掲載されたものである。)

---

©2001 Institute for International Monetary Affairs (財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address : 3-2, Nihombashi Hongokuchō 1-chōme, Chūō-ku, Tokyo 103-0021, Japan  
Telephone : 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町1-3-2  
電話 : 03-3245-6934(代) ファックス : 03-3231-5422

e-mail : admin@iima.or.jp

URL : <http://www.iima.or.jp/>