

インフレと為替切上げの奇妙な並存

盛田 常夫

今ハンガリー人の中で、隣国でのショッピングが流行している。ガソリンを入れるのにスロバキアやルーマニアに出かけたり、日用品の買い物に国境近くのオーストリアのアウトレットショップに行ったりしている。体制転換直後にも、外貨を手にしたハンガリー人がウィーンのマリアヒルファー通りを占領したり、国境に近い町のショッピングセンターで買い物するツアーがあったりした。それほどではないにしても、国境に近い住民はこまめに隣国に買い物に出かけているという。理由は単純。ハンガリーより、国外の方が安く買い物ができるのだ。

しかし、この現象は理屈に合わない。ふつう通貨が強くなれば輸入商品の価格は下がる。なにも国外に行かなくても、国内で安価に購入できるはずだ。ところが、国内の販売価格は高止まりだから、強くなったハンガリー通貨は国外で使った方が得という現象が続いている。この現象の背後にあるのは、どういうメカニズムだろうか。

インフレ要因

ハンガリーの国内物価を持続的に引き上げている要因は何だろう。明らかに、巨額の国家財政赤字である。赤字を補填するために、ハンガリーの租税公課はこの地域で一番重くなっている。標準VAT（付加価値税）はヨーロッパ最高の25%だし、個人所得税もヨーロッパ諸国の中で一番の重税だ。社会保険料負担も北欧並の水準にある。

租税公課の負担が大きいと、賃金や価格にもろに跳ね返ってくる。名目賃金を持続的に引き上げないと、従業員を確保できない。これが生産者サイドのコストプッシュ要因になる。他方、消費税率ほかの諸税が高いから、取得原価が同じでも、ハンガリーの小売価格は高くなる。

つまり、国家財政の赤字→租税公課の高止まり→コストプッシュ→商品価格の高止まりという財政赤字圧力が、現在のハンガリーのインフレの性格だと考えることができる。したがって、インフレ退治には赤字削減による公課負担の削減以外に有効な方法がない。

為替の逆転状態

ふつう二国間の物価上昇率に差があれば、名目（市場）為替レートが変わらなくても、他の条件が不変であれば、物価上昇率の差だけ為替の実質変動が起きる。たとえば、ハンガリーのように、ユーロ圏に比べてインフレ率で7%程度の格差があれば、為替レートはその分だけ下がってしかるべきだが、市場レートが下がらなければハンガリー通貨は実質的に7%切り上がることになる。

さらに、このようなインフレ状況にもかかわらず、フォリントがユーロにたいして逆に動く、つまり下げではなく、逆に上がる方向に動くようになるか。現在のように、ハンガリーの国債を購入するために、外からの投資資金が流入すると、弱くなるべきフォリントが逆方向に動く。本来、名目的に切り下がるべきものが下らず、逆に上昇する場合、ハンガリー通貨の実質切上げ率は、（物価上昇率の差）と（名目為替レートの上昇率）の合計になる。こういう状態になると、為替の割高感が実感されるようになる。

今まさに、このような事態がフォリント為替に起きている。もちろん、現在のようにユーロが対ドルにたいして持続的に上昇している状態では、ユーロに連動しているフォリントも、ドル（あるいはドルと連動している円）にたいして、ユーロ以上に上昇することになる。

ハンガリー通貨フォリントの実質切上げは、ハンガリー経済の好調さを反映してものでも何でもない。まったくその逆である。経常収支の

赤字は昨年と同様に、GDPの9%に達する見込みで、対外収支は健全とは言えない。対外収支の状況から見ても、フォリントが切り下げられてしかるべきだが、実勢は逆方向に向かっている。

しかし、このような変則現象はいずれ反転現象で相殺される。それが急激に生じれば、通貨の急落、つまり通貨危機を惹き起こす。

予想される帰結

実体経済を反映しない通貨の過小・過大評価は投機の対象になる。投機の手法は大きく分けて二つ。

一つは、現在のように、ユーロ圏とハンガリーの利子率格差が大きいと、この利鞘を狙って投資資金が流入する。経常収支の赤字幅が拡大しているハンガリーにとって、この資金は外貨不足を埋め合わせることができるので、有り難い。この種の投資は通常の金融投資の範囲内にあるから投機とは言えないが、逃げ足は速い。逃げ足の速い資金は投機的な性格をもっている。利鞘が抜けなくなると、あっという間に引き上げられる。こういうホットマネーへの依存が過ぎると、通貨危機に見舞われるリスクが大きくなる。

二つは、ヘッジファンドが為替の不均衡を睨んで、相場を動かす投機をおこなうケース。たとえば、現在のフォリント水準が適正水準より2〜3割ほど高いと踏めば、フォリント売りを浴びせて為替を引き下げる。実感として、現在のフォリント水準が20%も過大評価されているとは言わないが、10〜15%切り下がっても割安になったとは言えないだろう。

ソロスも現在の水準で、またハンガリーを相手に相場を動かそうとは思わないだろうが、1997年のチェコ通貨危機は投機筋が現在のハンガリーと良く似た為替の割高状態を狙い撃ちした結果だった。当時、プラハにソロス財団が設立した中欧大学への優遇措置の廃止をめぐって、ソロスとクラウス首相との間に確執があった。証拠はないが、チェコの通貨危機でソロスはそれなりの役割を果たしているはずだ。この通貨

危機でチェコ通貨は20%切り下がり、これが後のクラウド退陣の露払いとなった。

少なくとも、ヤーライ総裁の前任シュラーニはチェコ通貨危機から学び、フォリント為替の水準形成を注視していた。しかし、ヤーライが就任してから、チェコ通貨危機の教訓は完全に忘れ去れてしまった。多くの経済学者も、チェコ通貨危機には無関心で、利子率を決定する国立銀行の貨幣評議会のメンバーを見ても、そのことを理解できそうな人物はいない。

為替をめぐる攻防

徐々に弱含みの方向に、現在のフォリント水準を誘導していくことができれば、通貨危機を防ぐことができる。グリーンSPANが小刻みな利子率操作で、バブルの急激な破裂を防いだように、漸次的な政策手段で危機の勃発を防ぐことができる。問題は政策当局がどれほど事態の深刻さを理解しているかだ。

ジュルチャーニ首相は現在のフォリント高がハンガリーの輸出を妨げ、経常収支の赤字を拡大させていると論じ、国立銀行にたいして利子率を引き下げ、フォリント為替水準を下げるべきだと要求している。

これにたいして、ヤーライ国立銀行総裁は利子率引下げの前提に、財政赤字の削減がなければならぬと反論している。それはそれで正論だが、ヤーライは「強いフォリントが強い経済を生む」という幻想を抱いている。これは実体経済の弱い、発展途上にあるハンガリーが掲げるスローガンではない。

主張の裏付けになっている考え方を問わなければ、ジュルチャーニもヤーライも、それぞれの立場にもとづいて正論を言っている。だが、鶏が先か卵が先かの議論に墮しては意味がない。国立銀行サイドは、経常収支の赤字補填規模に注意しながら、徐々に利子率を下げる政策が必要だ。他方、政府は徹底した政府機構改革で、財政赤字削減が求められる。

国立銀行の貨幣評議会には外部から評議員5名が任命されている。任命権は国立銀行総裁にあ

るが、政府も評議員を推薦できるように、11月に国立銀行法の改正を国会で通過させた。ヤーライ総裁は国立銀行の独立性を冒すものだと激しく批判し、マードル大統領はこの法律を国会に差し戻した。攻防は続いている。

「強いフォロント」という幻想

FIDESZのオルバン党首は、「弱いフォロントは国民の利益にならない。弱いフォロントは弱い国家を意味し、弱いフォロントを望むのは弱い人間だけだ」と主張している。これは経済論理を無視した感情的な主張に過ぎず、クlausが陥った間違っただ観念と同種のものである。チェコ通貨危機勃発当時、クlaus首相は、「過小評価されているチェコ通貨は切り上げられることはあっても、切り下げられることはない」と、経済学出身者とも思われぬような非論理的な主張を繰り返していた。「切下げは不名誉」という感情が働いていた。

説明するまでもないが、購買力平価と市場平価の格差に見られる通貨の過小・過大評価は、長期的なプロセスを通してのみ調整される。市場の為替平価は短期的にも中期的にも、過大に評価されたり過小に評価されたりする。したがって、一本槍に切り上げ傾向を辿るとも、切り下げ傾向を辿るとも言えない。そもそも為替平価は相対的關係であるから、比較対象国の相対的経済関係で、上がったたり下がったりする。

加えて、体制転換経済には、為替平価形成をめぐる複雑なプロセスが絡んでいる。そのことは、本誌7-8月合併号で詳しく論じたので、繰り返さない。

オルバンの主張はたんに誤っているだけではない。政治家の資質として、見逃せない欠陥を露呈している。

もともと、**FIDESZ**の指導部は**ELTE**の法学部と文学部の出身者で占められ、有能な経済学者を抱えていない。だから、オルバンは経済論理ではなく、政治論理で経済を理解しようとする。まさにこのような手法こそ、彼らが断罪して止まない「共産主義」の手口ではなかったのか。

経済プロセスを政治的に操作可能だと考えたことが、社会主義経済の自壊をもたらした根本原因だ。そのことを分かっていない。これに限らず、オルバンは反政府に逸（はや）るあまり、様々な問題で自家撞着に陥っている。

子は親を見て育つ。ふつうは、親の良いところを見習い、悪いところを批判して育つのだが、オルバンは旧体制の悪い行動様式を引き継いでいるように見える。党としての**FIDESZ**がオルバンのカリスマ的支配に頼っていることにその原因があり、また**FIDESZ**を支持する若い世代がカリスマ的指導者を歓迎しているという時代の流れも、オルバンの自己矛盾を増幅させている。

当の本人は意識していないだろうが、歴史は繰り返されている。主義主張のなせる技ではなく、権力という魔物がそうさせるのだ。権力を持つ者、狙う者が常に心しなければならないことだ。

為替予測は何故外れる

商工会の例会に、欧州に進出している日系の金融機関から、定期的に為替相場のレクチャーがある。しかし、金融機関の為替予測はほとんど当てにならない。少なくとも、半年以上の予測は当たらない。何故だろうか。

ヘッジファンドでないふつうの機関投資家の投資は、現状の為替水準を前提にした投資しか行っていない。現在の為替レートがそれほど変動しない、それを支えるマクロ経済条件に変動がないことを前提としている。きわめて静的で短期的に想定にもとづく投資を行っている。

こうした短期的視点は投資決済のやり方に支えられている。多くの投資は1日、1週間、1カ月単位で損益決済されるから、最初から1年先のことなど念頭にない。したがって、現在の為替が強含みか、弱含みかかもそれほど問題にしない。現在の為替水準で、どこまで鞘が抜けるかがポイントなのだ。だから、こういう金融投資家の為替予測をいくら聞いても、まず長期の為替予測の参考にはならない。

(関連記事は、<http://morita.tateyama.hu>を参照されたい)