

平成 28 年度  
証券ゼミナール大会

第 2 テーマ B ブロック

金融グローバル化の中で新興国が直面する問題  
ー通貨危機の発生可能性と政策対応ー

関西学院大学

岡村ゼミナール

# 目次

序章 .....	3
第 1 章 金融のグローバル化とは何か .....	4
第 1 節 経済の金融化 .....	4
第 2 節 資本移動の自由化 .....	5
第 3 節 I T（情報技術）の発展 .....	6
第 4 節 金融のグローバル化によるメリット .....	6
第 5 節 金融のグローバル化によるデメリット .....	8
第 2 章 通貨危機とは何か .....	9
第 1 節 通貨危機の定義 .....	9
第 2 節 通貨危機発生メカニズム .....	9
第 3 章 新興国と通貨危機をめぐる問題 .....	18
第 1 節 新興国とは .....	19
第 2 節 投資家心理に影響を与える要因 .....	19
第 3 節 短期資本の過剰流動性 .....	24
第 4 節 危機の伝播性と決済におけるシステミックリスク .....	27
第 5 節 規制のあり方 .....	27
第 4 章 危機の発生抑制と新興国の成長を目指す方策 .....	29
第 1 節 通貨危機の教訓 .....	29
第 2 節 金融取引税の導入 .....	29
第 3 節 適切な規制の導入 .....	31
第 4 節 決済システムの整備 .....	33
第 5 節 外的要因に耐性をつける方策 .....	37
第 5 章 通貨危機発生時の対応策 .....	39
終章 .....	41
参考文献・資料 .....	42

## 序章

1970年代のニクソンショックと各国の固定相場制から変動相場制への移行に伴って金融市場の重要性の拡大と国際的な資本移動の活発化が起こった。先進諸国では、1970年以前から国際的な資本移動が起こっていたが、この金融のグローバル化は途上国、新興国も巻き込んでいった。停滞気味であった世界経済は対外投資という新しい要素により再び活気を取り戻し始め、特に途上国、新興国は目覚ましい発展を遂げた。一方でグローバル化の進展に伴い世界経済が不安定になっていることも事実である。特に経済が脆弱な新興国では金融危機が頻繁に発生するようになってしまった。

10 過去の危機の教訓に基づき、先進国を中心に危機の防止策や危機後の対応策が検討・実施されているが、新興国の危機への備えは依然として十分であるとは言いがたい。また、先進国の経済成長の鈍化を受け、世界経済の新たな成長エンジンとして新興国の重要性が高まっており、今後の安定した世界経済の成長のためにも新興国が安定した金融システムを構築することは非常に重要である。本論文では、金融のグローバル化が世界経済にもたらした影響についてメリットとデメリットを考察した上で、金融のグローバル化による恩恵を享受しつつ弊害を最低限にできる望ましい方策を示す。それらをもとに、新興国が危機に直面することなく経済成長を実現するための方策を示す。

20 第1章では、金融のグローバル化とその進展について述べる。加えて金融のグローバル化のメリット、デメリットについて触れ、新興国への影響を述べる。第2章では、通貨危機のメカニズムを考察することで過去の危機の特徴と問題点を明らかにする。それを踏まえて予防策、対応策を導き出す。第3章では、第2章を踏まえて通貨危機に関する現在の問題について述べる。過去の危機から教訓を得てはいるものの、依然としてすべての問題が解決されたわけではない。今後新興国が危機に直面することなく経済成長を目指す以上、危機への対応を検討することは不可欠である。第4章では、現状と課題を踏まえ危機の予防策を提案する。ここでは金融グローバル化の恩恵を最大に、弊害を最小にできる策を提示する。第5章では第4章同様、問題の考察から導き出された対応策を提案する。

## 第1章 金融のグローバル化とは何か

本章では、金融のグローバル化とその進展について時代背景と共に説明する。また、金融のグローバル化によるメリット及びデメリットについて述べ、世界に及ぼした影響を明らかにする。

5

### 第1節 経済の金融化

金融とは、様々な経済主体が資金を融通しあう取引のことである。そこで我々は金融のグローバル化とは金融取引が国境を越えて活発に行われるようになることと定義する。

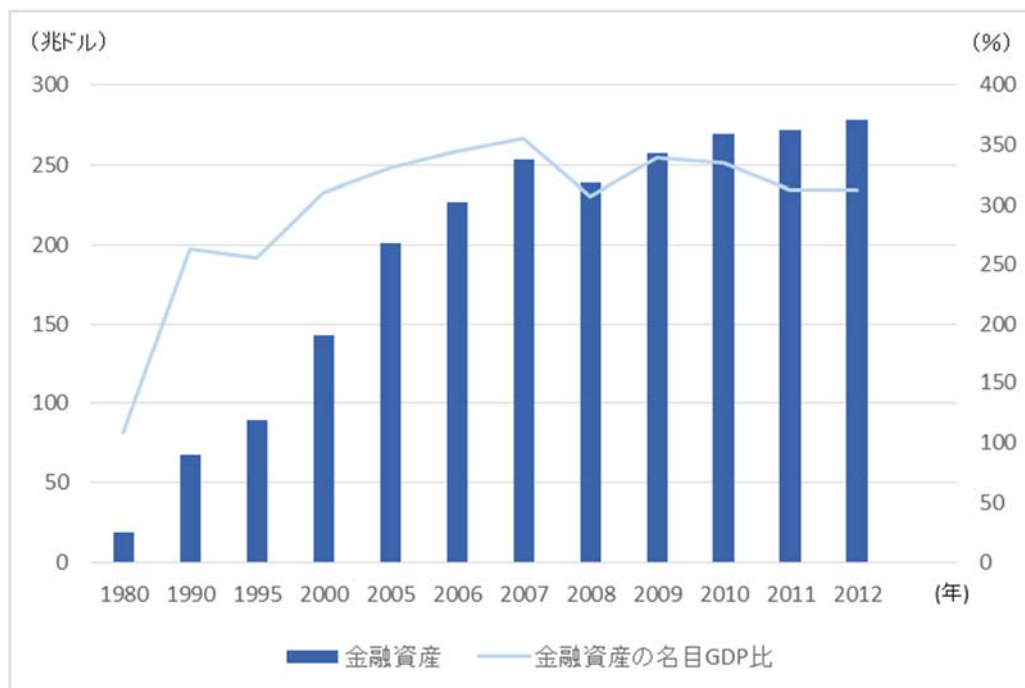
- 10 1971年8月のニクソンショック<sup>1</sup>により変動相場制への移行を余儀なくされ、米ドルと金の価値との連動は切り離された。それによりドルの供給制約がなくなった結果、ドル安が進んだ。事実上ドルにリンクしていた原油価格は高騰し石油危機につながった。変動相場制への移行、原油価格高騰といった世界の経済環境の大きな変化はサミット<sup>2</sup>の発足につながり、マクロ政策の連携が行われる新たな時代に突入した。1970年代以降の資本移動の自由化により、
- 15 1980年代には国際資金フローの拡大、金融市場の膨張、グローバル化の拡大が生じた。以上のことを背景に1980年以降世界は実体経済対比で金融が極端に膨張した時代へと向かっていった。このように実体経済に対する金融の影響力が高まることを経済の金融化という。
- 20 図表1-1では世界全体のGDPを実体経済の尺度とし、それを金融資産と対比している。1980年の金融資産の名目GDP比はほぼ100%であり、実体経済と金融資産の額はほぼ同じ額であったが、1980年以降の金融資産は名目GDP比で約3倍にまで拡大している。このように、経済において金融市場と金融資産の重要性が非常に大きくなる経済の金融化が金融のグローバル化に密接にかかわっていることは明らかである。以下では詳細に金融のグローバル化を引き起こした原因について述べる。
- 25

---

<sup>1</sup> アメリカのリチャード・ニクソン大統領が金ドル交換停止を発表したこと

<sup>2</sup> 1974年に発足した先進国首脳会議。そのメンバーとしてアメリカ・イギリス・ドイツ・フランス・日本・イタリア・カナダの先進7か国が参加した

図表 1-1 金融資産の推移



出所：McKinsey Global Institute Financial Assets Database より作成

## 5 第2節 資本移動の自由化

第1節でも述べたようにニクソンショック後、1973年には主要国が固定相場制から変動相場制に移行し自由な資本移動が可能になった。国際金融市場においては国際金融のトリレンマ<sup>3</sup>が成立する。ブレトンウッズ体制下では固定相場制を余儀なくされていたなか、各国が独立した金融政策を求めたことで自由な資本移動が放棄されていた。ニクソンショックにより各国は固定相場制から変動相場制へ移行し、自由な資本移動が可能になった結果、規制緩和が進んだといえる。

資本移動の自由化が急激に進むのは1980年代以降であるが、同時期に企業や金融機関の国際化戦略によりさらに資本のグローバル化が進んだ。これにより国家のコントロールが失われ、規制が緩和された主要金融市場を通じ巨額の資金が国境を越えて活発に取引されるようになった。

<sup>3</sup> 固定相場制、独立した金融政策、自由な資本移動という3つの理想的な状態は同時に実現できず何かを放棄する必要があると出てくる、とするものである。

### 第 3 節 I T（情報技術）の発展

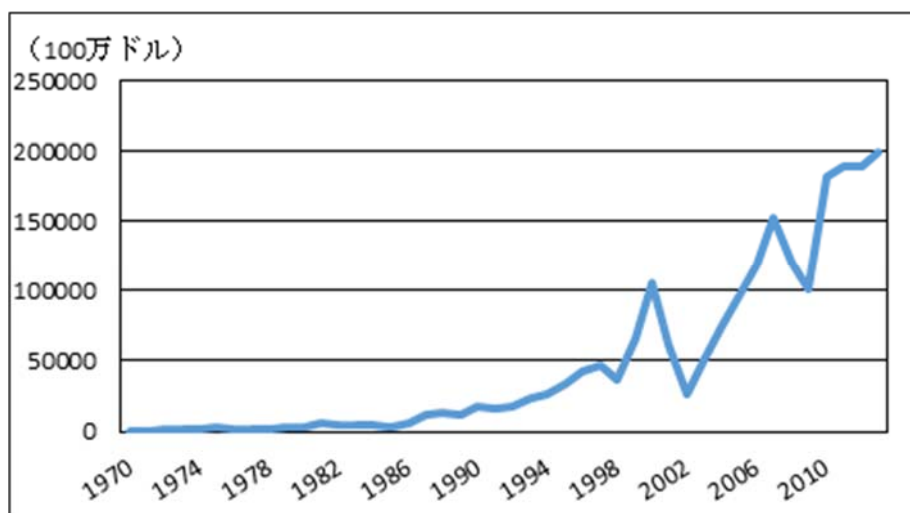
資本取引の自由化には情報の交換手段の発展が不可欠である。情報通信革命でインターネットが使用できるようになり情報の処理や伝達のコストが減少し、海外の情報の入手と分析が容易になった。また決済の高速化など決済機能の向上ももたらされた。

### 第 4 節 金融のグローバル化によるメリット

金融グローバル化は新興国、先進国ともにメリットを及ぼす。新興国の主なメリットとして、資本流入による経済成長の促進が挙げられる。

10 ここで、東アジアの奇跡と呼ばれる経済成長を遂げた東アジアを例にとって FDI（海外直接投資）の受け入れ動向と実質経済成長率の推移を確認する。

図表 1 -2 ASEAN 諸国における FDI 受入額



15

出所：UNCTAD STAD より作成

図表 1 -2 は ASEAN 諸国における FDI 受入額の動向である。ASEAN 諸国では 1970 年代以降 FDI 受入額は増加傾向にある。1997 年のアジア通貨危機や 2001 年の IT バブル崩壊など世界的な金融危機が起こった際には一時的に減少しているが 1970 年代から現在にかけて ASEAN 諸国の FDI 受入額は大きく増加していることがわかる。

図表 1-3 アジア新興国の実質経済成長率の推移(単位：%)

国\年	1970-1979	1980-1989	1990-1999	2000-2005
香港	9	7.4	4	5.3
シンガポール	9.5	7.2	7.7	4.9
韓国	8.3	7.7	6.3	5.2
タイ	7.4	7.3	5.3	5
マレーシア	7.6	5.9	7.2	5.2
インドネシア	7.8	5.8	4.3	4.7

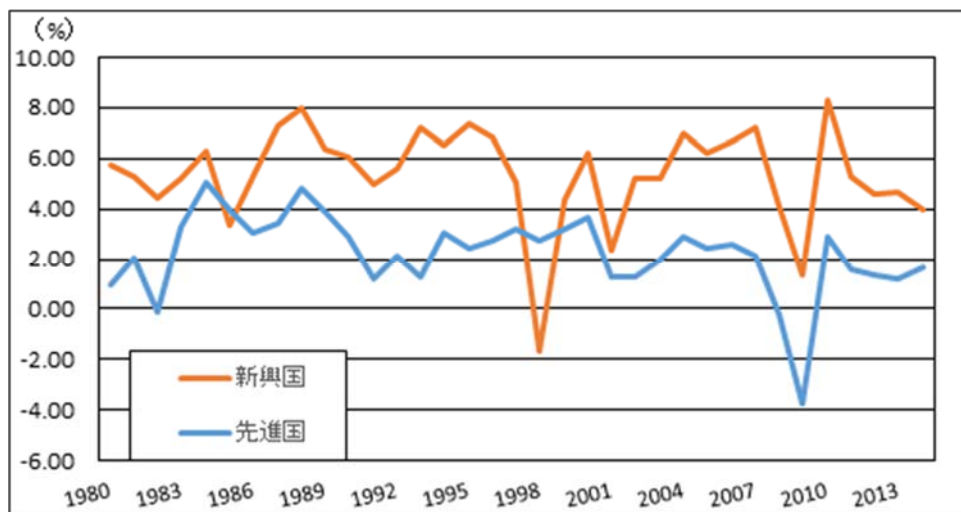
出所：IMF International Financial Statistics より作成

5 図表 1-3 はアジア新興国の実質経済成長率の推移を示している。アジア新興国は 1970 年以降継続して経済成長を遂げている。

以上の例からもわかるように金融のグローバル化によって新興国への資本流入が増加すると資本不足が解消され経済成長につながる。また、資本を供給する側の先進国においては新興国という経済成長が期待される新たな投資先が生

10 まれるというメリットがある。

図表 1-4 先進国と新興国の GDP の成長率



出所：IMF World Economic Outlook Database ,October 2015 より作成

5

図表 1-4 は 1980 年以降の先進国と新興国の経済成長率である。先進国の経済成長の伸び率と比較しても新興国は大きな経済成長を遂げていることが分かる。

先進国において経済成長の鈍化により投資リターンが期待できなくなっている一方で、経済成長が高まっている新興国への投資は大きなリターンが期待できる。このことは投資家に新興国という新たな投資先を与えることになった。

10

### 第 5 節 金融のグローバル化によるデメリット

金融のグローバル化が進行し、国際資本移動が活発化した。また、IT の発達によっても国境を越えた資本取引が容易になり、先進国の投資家や金融機関が余剰資金を用いて短期の投機的な資産運用を活発に行うようになった。その結果として金融市場が不安定化し危機が起こりやすくなっている。また、国際資本移動が活発化することで各国の金融市場の連動性が高まり、一国で起きた危機が伝播しやすくなっている。特に新興国や発展途上国の金融システムは脆弱であるため、急激な資本流出入に対処できない上に先進国の金融政策の影響を受けやすく、危機に陥りやすくなっている。

15

20



このように、金融のグローバル化は新興国の経済成長を促進する一方で、危機に陥りやすくさせる。しかし、それらの問題に対応することができれば金融のグローバル化の中で新興国は危機に直面することなく世界の経済成長のエンジンとしての役割を果たすことができるだろう。次章では、過去の通貨危機を考察し問題点を明らかにする。

## 第2章 通貨危機とは何か

本章では、過去の通貨危機を概観するとともにその問題点を考察する。さらに各危機の考察から、多くの通貨危機に共通する問題点を明らかにする。第1節では、通貨危機の定義を述べる。第2節では、過去の通貨危機を例に挙げて通貨危機の発生メカニズムを示した上でその原因を考察し、通貨危機発生当時の問題点を明らかにする。

### 第1節 通貨危機の定義

通貨危機とは、急激な資本流出と通貨価格の暴落により当該国の経済が危機的状況に陥ることである。危機の発生要因として為替レートの過大評価、経常収支<sup>4</sup>の持続不可能なサイズの赤字、金融市場の不安定化などが挙げられる。これらの要因によって当該国経済の信用力の低下が引き起こされ、投資家の心理に悪影響を与える。投資家とその投資先各国の間には情報の非対称性が存在するため、投資家の不安が募れば、資本が一斉に引き上げられ急激な短期資本の流出が起こる。その動きが当該国の通貨の売りを促進させ、結果として通貨価値の暴落が起こり通貨危機となる。

### 第2節 通貨危機発生のメカニズム

第1章でも述べたように、金融のグローバル化の進展に伴って通貨危機が頻発するようになった。本節では、過去の通貨危機の事例を取り上げその発生メカニズムと危機の考察を行う。取り上げる危機は以下の図表 2-1 に示すとおり

---

<sup>4</sup> 国際収支の1要素であり、一国のマクロ経済を表す重要な指標のうちのひとつ

である。さらに、その考察で得られたそれぞれの危機に共通する問題点を明らかにする。

図表 2-1 過去の通貨危機

時期	名称 (通貨)	経緯
1992	ポンド危機 (ポンド)	景気の停滞とヘッジファンドによる通貨アタックが原因。イギリスは欧州債務メカニズムを脱退し、変動相場制へ移行。
1994	メキシコ危機 (ペソ)	実質為替レートの過大評価と持続不可能な規模の対外借入。証券投資の増加。大量の短期資本流出。IMF支援により回復も、ブラジル、アルゼンチンへと危機が波及 (テキーラ効果)。
1997~98	アジア通貨危機 (バーツ)	短期資本流出。ドルペッグ制の崩壊。変動相場制へ移行、アジア諸国へ波及。その後、ロシア、ラテンアメリカにも影響。
1998	ロシア危機 (ルーブル)	原油価格の下落が原因。短期資本流出。資源価格の回復に伴って経済も回復。
1998~99	ブラジル危機 (レアル)	アジア危機、ロシア危機を受けて、経常赤字・財政赤字が拡大。急激な短期資本流出。変動相場制へ移行。
2001~02	アルゼンチン危機 (ペソ)	アジア、ブラジル危機を契機としてアルゼンチンの対外債務の信任が大きく低下。デフォルトの頻発、カレンシーボード制の崩壊。変動相場制へ移行。

筆者作成

## 5 (1) ポンド危機

ポンド危機は、1992年に投資家の通貨アタックによって引き起こされた通貨危機である。

当時の欧州には通貨間の変動幅を2.5%以下に定める欧州通貨制度 (EMS) が存在していた。この制度の下、参加国は欧州為替相場メカニズム (ERM<sup>5</sup>) を遵守することが求められていた。ERMは1983年以降、欧州諸国の間の為替レートに安定をもたらしていた。景気が後退していたイギリスはこの制度下でのポンドの安定化を期待し1990年に加入したが、ERMの安定も長くは続かなかった。欧州内での経済力の違いが徐々に目立ち始め、好調なドイツとの経済格差は増大傾向にあった。この格差は2.5%の為替変動幅に収まらない水準であったため、ポンドに引き下げ圧力がかかっていた。1992年当時、イギリスの景気が後退していたにもかかわらずポンドの為替レートは過大評価されていた。それに目を付けたジョージ・ソロス<sup>6</sup>率いるヘッジファンドが、ポンド売りを仕掛

<sup>5</sup> ERMの目的は、2.5%の変動幅を超えないように政策金利の調整や為替介入などによって為替レートを一定幅に維持することであった。

<sup>6</sup> 世界一の投資家として知られる。巨額な資産を有し、世界経済に多大な影響をもたらしてきた。

けたことによって通貨が暴落した。この急落に対抗するためにイングランド銀行は利上げやポンド買いを行ったがポンド売りはとまらず、イギリスは ERM から脱退し変動為替相場に移行した。その後公定歩合の大幅な切り下げとポンド安を利用し、イギリスの景気は回復へと進んだ。1999年にユーロが誕生したがイギリスは国内経済の自由を優先しユーロへの参加を見送った。

## (2) アジア通貨危機

アジア通貨危機とは、1997年7月よりタイのバーツ暴落を中心に始まったアジア各国の急激な通貨下落である。

10 当時アジア諸国の多くはドルと自国通貨の為替レートを固定するドルペッグ制を採用していた。また第1章で述べたように、グローバル化の進展に伴い東アジアでは輸出依存型の経済成長を遂げていた。つまりドルに連動しているため為替リスクがなく、高いリターンが見込めるアジア諸国は投資家にとって魅力的な市場であり、海外から大量の資本が流入していた。しかしその資本の多くは証券投資などの短期資本であり、タイをはじめとするアジア諸国では、ドル建ての短期資本を自国通貨建ての長期投資に当てるという期間と通貨のダブルミスマッチが生じていた。

1995年に実施されたアメリカの金融引き締め政策によってドル高が進行した。これに連動してアジア各国通貨が上昇した。その結果、それまで経済成長を遂げていたアジア諸国の輸出が伸び悩み、これらの国々に資本投資していた投資家たちは経済成長の持続可能性に疑問を抱くようになった。

このような状況に際し、ヘッジファンドはアジア諸国の経済状況と通貨価値の評価にズレが生じ通貨が過大評価されていると感じ始めた。そこでヘッジファンドが通貨アタックを仕掛けたため、自国通貨を買い支えできないアジア各国は変動相場制を導入せざるを得ない状況に追い込まれ、通貨価値が暴落した。

タイは経済成長を輸出に依存している典型的な例であった。1995年のアメリカの金融政策によるドル高によって、ドルに連動していたバーツは過大評価された。それに目を付けた投資家によってバーツ売りが行われた。また、1997年に変動相場制に移行したことで更なる暴落が起きた。

図表 2-2 タイバーツの対米ドルレート(バーツ/ドル)



出所：International Financial Statistics 国際金融統計より作成

- 5 タイバーツの暴落をきっかけにアジア諸国に危機が伝播し、後のロシア危機、ラテンアメリカ危機にも影響を与えた。以下、アジア諸国への伝播について述べる。

アジア通貨危機が伝播した理由は、アジア新興国の経済構造が投資家に一括りで認識されていたからであり、各国のファンダメンタルズ<sup>7</sup>の状況にかかわらず、投資家に通貨アタックを仕掛けられたことが要因である。タイのバーツ暴落の影響は周辺アジア諸国に波及し、大きな影響を与えるとともに、波及国の通貨をも暴落させた。中でも、インドネシアと韓国は大きな打撃を受けた。その他にも比較的打撃は小さかったものの影響を被った国として、マレーシアが挙げられる。

- 15 この3か国について、以下詳しく考察していく。図表 2-3 はアジア危機の発端となったタイと危機が伝播し被害を受けた3カ国への資本流入額の推移を示

<sup>7</sup> ファンダメンタルズとは経済活動の状況を示す基礎的な要因のことで、経済の基礎的条件と訳される。例えば、一国経済の基礎的条件は経済指標で示すことができる。経済成長率、物価上昇率、財政収支の赤字・黒字率、経常収支の赤字・黒字額などがそれにあたる。

したものである。このデータを踏まえ、以下タイの危機が波及した3カ国について述べる。

図表 2-3 通貨危機諸国への資本流入額（単位：10 億ドル）

国名		1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
タイ	直接投資	2.11	1.80	1.37	2.07	2.34	3.90	7.32	6.10
	証券投資	0.92	5.46	2.49	4.12	-3.70	-4.50	-0.36	0.11
マレーシア	直接投資	5.18	5.01	4.34	4.72	5.08	5.14	2.16	3.90
	証券投資	-1.12	-0.71	-1.65	-0.44	0.27	0.25	-0.28	1.02
インドネシア	直接投資	1.78	2.00	2.11	4.33	6.19	4.68	-2.41	-1.87
	証券投資	-0.09	1.80	3.88	4.10	-5.01	2.63	1.88	1.79
韓国	直接投資	0.72	0.59	0.81	1.77	2.33	2.84	5.41	9.33
	証券投資	5.88	11.09	8.71	11.71	-15.10	-14.39	-1.22	-9.19

5

出所：The World Bank より作成

① マレーシア

マレーシアは 1989 年に外国資本の流入が始まり、タイ同様短期資本が大量に流入していた。また 1997 年までに GDP 比 6% に及ぶ負債を抱えており、ファンダメンタルズは良好な状態ではなかった。バーツ暴落を受けてマレーシア通貨のリンギットも投資家による通貨アタックを受け、固定相場制から変動相場制への移行を余儀なくされた。

② インドネシア

インドネシアでも 1990 年より外国資本の流入は始まっていたが、金融事情、ファンダメンタルズはともに良好であった。貿易面において 90 億ドル以上の経常収支黒字を計上しており、外貨準備高も 200 億ドル以上と際立った問題は見受けられなかった。インドネシア企業はドル建てで資金調達をしていたため、ドル高も当初は経済にプラスに作用していた。しかし、タイが変動相場制へ移行した際に、ルピアの変動幅が拡大したため、インドネシアも変動相場制へ移行した。さらに、ドル建ての負債を抱えた民間企業によるドル買需要の高まりと当時発生していた自然災害に対する懸念からルピアが暴落した。

② 韓国

韓国はファンダメンタルズには問題がなかったものの、金融部門において不良債権を抱えていた。1997 年以降起きた企業の倒産が相まって、経済が悪化していった。そのためタイで発生した危機の影響が急速に波及し、韓国ウォンの

25

下落に繋がった。

このようにアジア通貨危機は周辺諸国にも波及し、世界経済に深刻な影響を及ぼした。

### 5 (3)ロシア危機

ロシア危機は 1998 年に起こった通貨暴落や財政問題のことである。当時ロシアは輸出の大半を天然資源に依存しており、天然資源の相場によって経済が大きく左右される状況にあった。その状況下で世界的デフレにより物価が下落したことで、また脱税が蔓延していたことで政府の収入が悪化し福祉などの支出でさえ困難になるほど財政が悪化した。さらに、1997 年のアジア通貨危機の影響を受けてさらに輸出品の価格が下落した。また、危機を経て投資家の安全志向が高まり、投資先の選択の際に安定性を重視するようになった。その影響でリスクの高いロシアから資本が流出していった。その後、超高金利政策がとられるが短期資本の流出は止められなかった。そして政府は対外債務の支払い停止を発表したことにより事態はさらに悪化した。

### (4)ラテンアメリカ危機

ラテンアメリカ危機は、メキシコ危機、ブラジル危機、アルゼンチン危機に大別される。1994 年のメキシコ危機に始まり、後のブラジル、アルゼンチン危機へと波及していった。

メキシコ危機は、短期資本流入に依存したエマージングマーケット<sup>8</sup>の脆弱さを露呈している。メキシコは、1988 年～94 年のサリナス政権下で積極的に経済安定化と市場自由化を実施し経済改革を進めていた。当時メキシコは固定相場制を採用しており、海外からの資本流入の状況としては証券投資が急激に増加していた。しかし、メキシコ国内外の投資家がファンダメンタルズの動向とともに、政府債務に関する政策的な対応の誤りと政治的なできごとに対する考慮から、固定相場制が持続可能でないと判断された。その結果固定為替相場の維持可能性に対する市場の懸念が広まり、ペソ切り下げへの予想が高まった。

---

<sup>8</sup> 新興国の市場のこと

また武装蜂起や大統領暗殺などの政治不安が続きカントリーリスク<sup>9</sup>が高まった。こうした状況下で、1994年11月にアメリカの公定歩合が引き上げられたことにより、カントリーリスクが高まりつつあるメキシコよりも、安全で利回りの高くなったアメリカへと資金が流入し始め、外貨準備が激減することとなった。このためメキシコ政府は為替レートの引き下げを発表したが、ペソの切り下げの圧力はとどまることを知らず、固定相場制から変動相場制へと移行することとなった。その後、国際的な金融支援を受けることとなったが、メキシコ経済は極めて厳しい財政・金融政策を強いられることになった。メキシコの通貨危機を発端にその後のラテンアメリカ諸国に危機が派生したことを「テキーラ効果」という。

1998～99年のブラジル危機は、アジア、ロシア、メキシコ危機によって、ブラジルの資本・金融市場が影響を受けたことが背景としてある。1980年代、ブラジルは対外債務危機とハイパーインフレによる深刻な経済困難にあった。1994年に実施されたハイパーインフレ抑制策としてのリアル計画<sup>10</sup>によって経済安定化が実現され、エマージングマーケットとしての魅力が高まり短期資本流入が起きた。しかし、リアル計画によって完全にインフレが抑制されたわけではなく、為替レートの固定化は必然的に為替の過大評価をもたらした。その影響によって、経常収支赤字が拡大していたブラジルから、短期資本が大量に流出した。結果として、リアル計画に基づく為替政策は放棄されることになり変動相場制に移行した。

2001～02年のアルゼンチン危機は、アルゼンチンで起きた通貨危機と債務危機のことをいう。アルゼンチンは1980年代のハイパーインフレを受け、1991年にカレンシーボード制<sup>11</sup>を導入した。その結果インフレを抑制するとともに成長率の回復が実現された。しかし2000年後半より短期資本流入が始まったことにより、同国政府債務に対するデフォルトの懸念が高まった。2001年末に対外債務の支払い停止（デフォルト）が宣言され2002年には変動相場制に移

---

<sup>9</sup> ある国の株式や債券などへの投資を考える場合の、その国の政治的・経済的な見地からのリスク

<sup>10</sup> ブラジル政府によって発表された経済安定化政策のこと

<sup>11</sup> 自国通貨を他通貨と一定比率で交換することを保証する固定相場制の一種



行し、ペソが下落するに至った。

#### (5)総括

ここまで述べてきた過去の通貨危機の検証結果を踏まえ、それぞれの危機の

5 特徴を述べたうえで共通点を明らかにする。

ポンド危機において、イギリスはファンダメンタルズに問題はなかったが、投機目的の投資家によって通貨アタックが仕掛けられ、通貨の暴落が起こった。通貨アタックが生じるか否かは、投機家の期待に依存し、国内経済の動向などが投資家心理に影響を与える。

10 アジア通貨危機においても、通貨危機諸国のファンダメンタルズに大きな問題はなく、投機目的の投資家による通貨アタックが危機の原因である。アジア通貨危機は周辺国へ伝播し、後のロシア危機、ラテンアメリカ危機にも影響を及ぼした。

15 ロシア危機は、原油価格の下落によって引き起こされた。またアジア通貨危機の影響を受けた。

ラテンアメリカ危機の原因は、経常収支、財政赤字の存在と政府債務の累積、さらに為替レートの過大評価であった。これは海外からの短期資本流入に依存したエマージングマーケットの脆弱性を露呈するケースであった。流入する資本によって財政赤字や経常収支赤字を補填していたのである。その状況下で、

20 ファンダメンタルズや国内政治に関する問題が投資家心理に影響することによって、短期資本の急激な流出が起こり、危機に至った。

また、考察結果から通貨危機の多くが新興国で起こっていることが明らかになった。以上の考察から各危機の問題点を以下のように整理する。

図表 2-3 各危機の問題点

危機名称	問題点
ポンド危機	投機目的の投資家による通貨アタック
アジア通貨危機	投機目的の投資家による通貨アタック 短期資本の過剰流動性、危機の伝播性
ロシア危機	資源価格に左右されやすい経済構造
ラテンアメリカ危機	短期資本の過剰流動性、危機の伝播性

筆者作成

- 5 ここまでの考察から、我々は通貨危機をめぐる問題として①投機目的の投資家②短期資本の過剰流動性③危機の伝播性の3点を重要視し、第3章において詳しく述べていく。

### 第3章 新興国と通貨危機をめぐる問題

- 10 本章では第2章で述べた問題点を踏まえ、その考察を行うとともに、現代の新興国における問題について提唱する。問題の考察に当たりリーマンショックから波及した世界金融危機において露呈した、システムリスクの問題と規制のあり方についても考慮する。その理由は、将来新興国が直面するかもしれない危機が先進国とは切り離せないものであると我々は考えたからである。第
- 15 2章より過去の通貨危機の多くが新興国で起こっていたことがわかった。第1節では、我々が考える新興国について述べる。第2節では、投資家心理に影響を与える要因として新興国のファンダメンタルズを取り上げて考察し、問題点を提示する。第3節では、短期資本の過剰流動性について述べる。第4節では、危機の伝播性と決済システムにおけるシステムリスクについて、第5節で
- 20 は、規制の在り方について述べる。なお、第2節で取り上げるのは新興国の内的な問題であり、第3節から第5節で取り上げるのは新興国内にとどまらない外的な問題である。本章で提示する問題点を踏まえ、その後の第4章、第5章においてその予防、対応策を提案する。

## 第1節 新興国とは

新興国は、経済成長が著しく先進諸国から投資先として注目を浴びている。2000年代に入り中国をはじめとする新興国は急成長した。これは先進国の金融緩和政策によって世界中に大量の資金があふれ、新興国市場に流れ込んだ結果である。また1990年代後半にはそれまでのアメリカなどの債権国が赤字に沈み始め、新興国などの債務国が債権国に変わった。つまり1990年代後半には新興国は市場に解き放たれていた世界中のお金やモノの流れをこれ以上ないタイミングでとらえる準備が整っていたのである。よって新興国の急成長は多くの危機から学んだ教訓を生かし、経済の問題が解決された結果であるとは断言できず、我々はいまだ新興国には問題が残っていると考えた。

新興国の多くがファンダメンタルズの脆弱性を問題として持っている。ファンダメンタルズが脆弱であることは、さまざまな問題の一因となる。危機にいたるまでに多くの国において国際収支が変化し、それに伴い国内の通貨・金利環境がシフトして、資産バブルと過剰流動性が発生するという道程を歩んでいる。新興国はこの変化に対処し、耐えるだけのファンダメンタルズを構築する必要がある。また先進諸国の金融緩和政策により世界的に低金利となり大量の資金が過剰な流動性を伴って市場にあふれていることも問題である。さらに世界的に株価変動のボラティリティが非常に高くなっており、流動性を伴った資金が金融市場に向かうのみで先進国、新興国ともに実体経済との乖離が進んでいる。最近ではアメリカ経済の回復に伴い、新興国に投資されていた資金がアメリカへ流入し、新興国の株価や為替は下落しつつある。

## 第2節 投資家心理に影響を与える要因

第2章でも述べたように、新興国のファンダメンタルズの状況は投資家心理に影響を与える。これが短期資本の急激な流出を促し、通貨危機を発生させる原因となった。本節では、新興国のファンダメンタルズの中でも特に通貨危機に影響をもたらす指標について図表3-1を用いて考察する。

図表 3-1 新興国のファンダメンタルズ

	国名	外貨準備高(倍)	経常収支(%)	短期債務割合(%)	インフレ率(%)
資源国	インドネシア	1.97	-3.09	15.90	6.36
	マレーシア	1.12	4.39	49.30	2.10
	ロシア	5.24	2.83	10.50	15.53
	ブラジル	10.06	-4.31	10.40	9.03
非資源国	タイ	2.65	3.81	44.30	-0.90
	韓国	3.07	5.98	27.10	0.71
	中国	6.12	2.63	71.20	1.44
	メキシコ	2.14	-2.02	21.10	2.72
	アルゼンチン	0.82	-1.42	11.60	10.62*
		外貨準備高：外貨準備高/年間短期債務額、経常収支：対GDP比、対外債務割合：短期債務/全債務			

出所：『Asia Key Indicators for Asia and the Pacific 2014,IMF world economic outlook April 2016』より作成

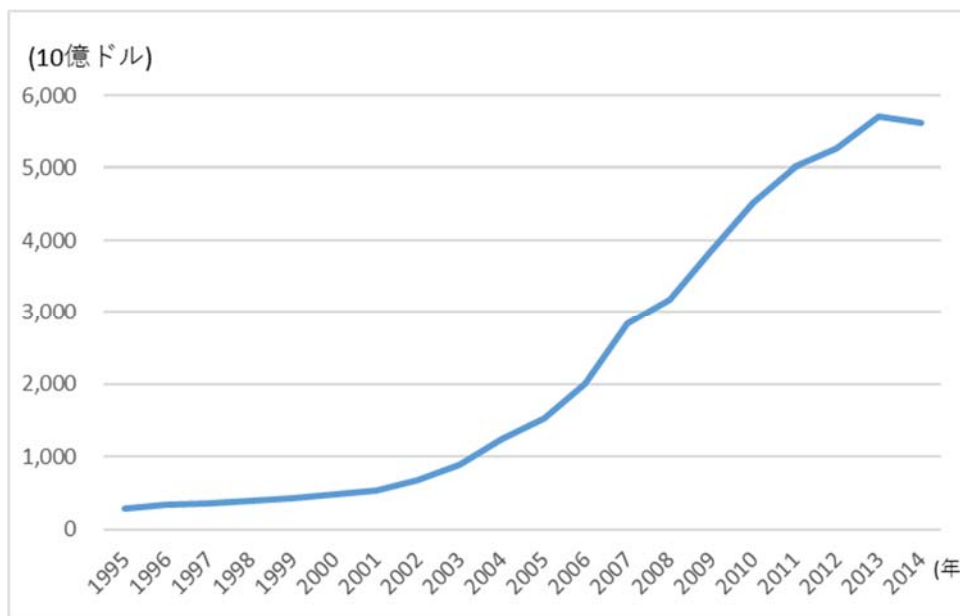
5

① 外貨準備

外貨準備は輸入代替の決済や対外債務の返済、為替介入<sup>12</sup>に充てられる。過去の通貨危機において、新興国における外貨準備不足が問題となった。通貨価値の暴落が起きた際、当該国は為替介入により通貨の安定を図るが、外貨準備が枯渇すれば通貨暴落をとめることは不可能となる。図表 3-2 は図表 3-1 で取り上げた 9 カ国の外貨準備高の合計額の推移である。

<sup>12</sup> 為替介入は外国為替相場の急激な変動を制御し、安定させるために行われる方策のことである。

図表 3-2 新興国の外貨準備高の推移



出所：The World Bank より作成

5 新興各国は、危機の経験から、外貨準備高を大幅に増加させてきた。その成果も相まって、今日では適正な外貨準備高を実現する新興国が増えてきた。一国の外貨準備高は対外短期債務の1年以上に相当する額を保有すべきであるとされる。図表 3-1 で挙げた国々のうち、アルゼンチンは外貨準備高が対外短期債務の1年分を満たしていないので外貨準備が不足しているといえる。これまでアルゼンチンはデフォルトを繰り返してきた。デフォルトや外貨準備不足などの要因が投資家心理に影響すれば資本流出が起こる可能性がある。外貨準備不足は第4章第4節で提案する開発銀行によって解消される。詳しくは同章で述べる。

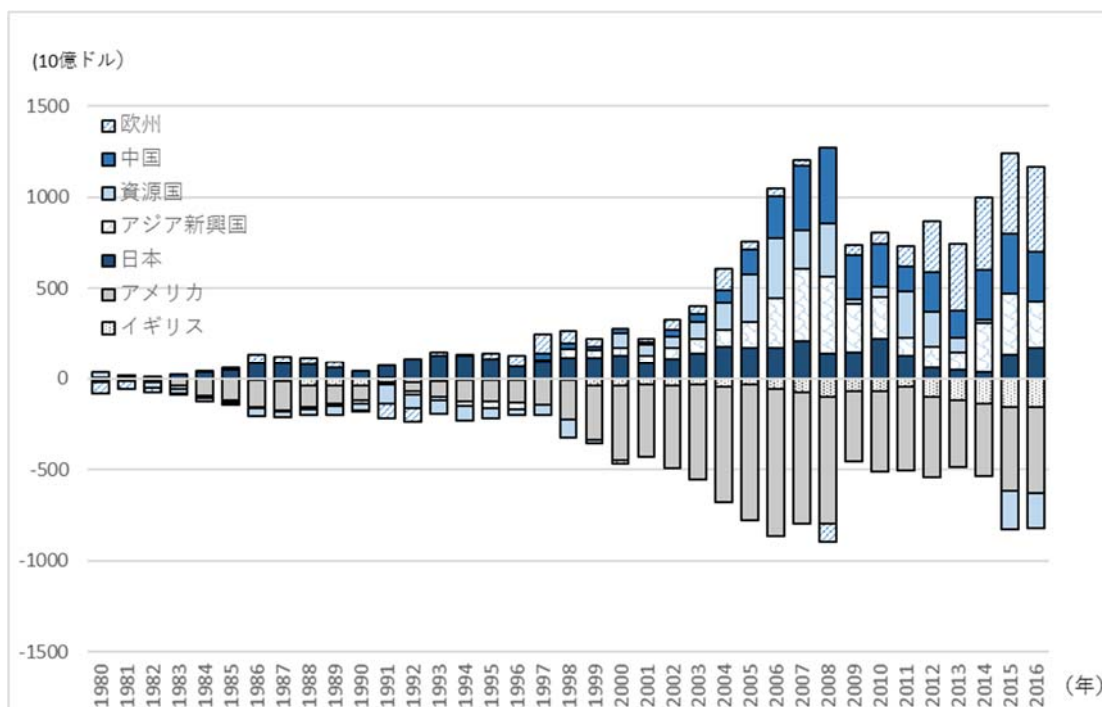
15 ② 経常収支

経常収支が、ある国・地域において大幅な黒字、別の国・地域においては大幅な赤字として累積している状態をグローバル・インバランス（経常収支不均衡）という。

金融のグローバル化とともに、グローバル・インバランスは拡大し、また、  
20 経常収支黒字と赤字の構成パターンは時代とともに変化している。下の図表に、

その概要を示す。

図表 3-3 時代とともに変化する経常収支赤字・黒字国



5 出所：IMF World Economic Outlook October 2016 より作成

1980 年以降、経常収支赤字の中心はアメリカであり、経常収支黒字の中心は主に日本であった。当時グローバル・インバランスは日本とアメリカの二国間の問題とみなされていた。しかし 2000 年代以降は東アジア諸国などを巻き込んだ多国間の問題へと移り変わった。2000 年代以降のグローバル・インバランスはアメリカの経常収支赤字と日本、中国をはじめとする東アジア諸国や資源輸出国の経常収支黒字によるものである。

15 グローバル・インバランスを引き起こすメカニズムは以下のとおりである。自由な国際資本移動の下では、各国経済主体が合理的意思決定に基づく効率的な資源配分を行う。その際、国ごとに経済の段階や構造が異なり、人口動態や生産性においても格差があるため、各国の貯蓄と投資のバランスはそれぞれ異なる。その結果発生する経常収支の赤字・黒字は当然の産物であるとされる。これは構造的な要因であり、この背景によって発生する経常収支の不均衡は、

望ましい均衡を実現するための資源配分の結果に過ぎない。ここで問題となるのは、グローバル・インバランスを引き起こすもうひとつの背景である。その背景とは国内の貯蓄不足を補填するために資本流入が生じている場合であり、  
5 将来的に通貨価値の急落や金利の大幅な上昇といった価格調整を伴う、構造的  
要因を超えた経常収支赤字拡大の原因なのである。ここからは、アメリカにお  
いて経常収支赤字額が増加し、継続している理由についてアジア通貨危機に言  
及しつつ考察していく。

アジア通貨危機は、国内の貯蓄不足を海外からの資本流入で補っていたこと  
による、対外債務の累積に起因する。危機以後、アジアおよび資源国の自国内  
10 における過小投資が過剰貯蓄を生み出し、この世界的な過剰貯蓄が国際金融市  
場の発展と統合に伴って、アメリカへと向けられた。2001～03年にかけてFRB  
が低金利政策を行ったために世界金利はさらに低下し、より収益率の高い安全  
な投資対象が存在するアメリカへの資本流入を促すことでアメリカの経常収支  
赤字拡大による不均衡が進展した。その結果近年の急速なグローバル・インバ  
15 ランス拡大が生み出されたのである。グローバル化された金融市場で発生する  
国際資本フローが原因で引き起こされる経常収支赤字は、システミックリスク  
<sup>13</sup>を助長する恐れがあるため、一度資本流入の急激な停止や流出が発生すれば、  
世界金融危機へとつながってしまう。

以上述べてきたように、経常収支の持続不可能なサイズの赤字は、投資家心  
20 理に悪影響を与え、危機を発生させる要因となるだけでなく、システミックリ  
スクを助長する要因ともなる。経常収支赤字は、第4章で述べるインフラ整備  
により改善される。

### ③ 資本収支

25 資本収支の主な指標として、直接投資、証券投資がある。新興国は成長のた  
めの足りない資金を海外資本に頼っている。流入する海外資本としては直接投  
資が望ましい。証券投資は為替レートの変動やカントリーリスクに敏感である

---

<sup>13</sup> ある金融機関の経営破綻やオペレーションミス、システムの不具合、あるいは特定の市場や決済システムの機能不全等が、連鎖的に他の金融機関、他の市場、さらには金融システム全体に波及するリスク

ため、急激な流出が起こる可能性が高い。特に短期の証券投資は金融市場を不安定化させる大きな要因となる。

現在、証券投資の割合が多く、急激な資本流出が懸念されている国として韓国が挙げられる。以下に示す図は、アジア諸国への資本流入量を示したものである。韓国の推移と比較するために、第2章で示したタイ、マレーシア、インドネシアの推移も示しておく。

図表 3-5 アジア諸国への資本流入額(単位：10 億ドル)

国名		2010	2011	2012	2013	2014	2015
タイ	直接投資	14.715	2.468	12.895	15.822	3.719	7.062
	証券投資	-4.862	-6.148	-3.384	4.821	12.056	17.849
マレーシア	直接投資	10.886	15.119	8.896	11.296	10.619	10.963
	証券投資	-14.994	-8.679	-20.681	-813.579	11.884	7.708
インドネシア	直接投資	15.292	20.565	21.201	23.282	26.277	15.508
	証券投資	-13.201	-3.806	-9.206	-10.082	-26.413	-
韓国	直接投資	9.497	9.773	9.496	12.767	9.274	5.042
	証券投資	-42.365	-13.142	-6.748	9.344	30.609	48.592

10 出所：The World Bank より作成

韓国はファンダメンタルズに大きな問題はないが、何らかの原因で市場不安が高まれば、急激な資本流出が起こることは避けられないだろう。こうした過剰な流動性を抑えるための方策として、我々は金融取引税の導入を提案する。

15 詳しくは第4章第1節で考察する。

### 第3節 短期資本の過剰流動性

第2章の通貨危機の考察から明らかになった問題点のひとつとして、短期資本の過剰な流動性がある。急激な資本流出によって通貨価値の暴落が起こり、通貨危機発生に至る。本節では、過剰流動性によって引き起こされる問題としてアメリカの利上げが新興国に与える影響について述べる。

現在アメリカは金融緩和を終了し、金利引き上げに向かって動いている。そして利上げに伴い懸念されることが、新興国からアメリカへの資本の流出と新興国通貨の暴落である。第2章での考察から資本の流出とそれに伴う通貨の暴落により危機が引き起こされるということがわかった。先進国の多くが金融緩和を実施したことにより、アジア通貨危機などの危機が頻発していた当時と比

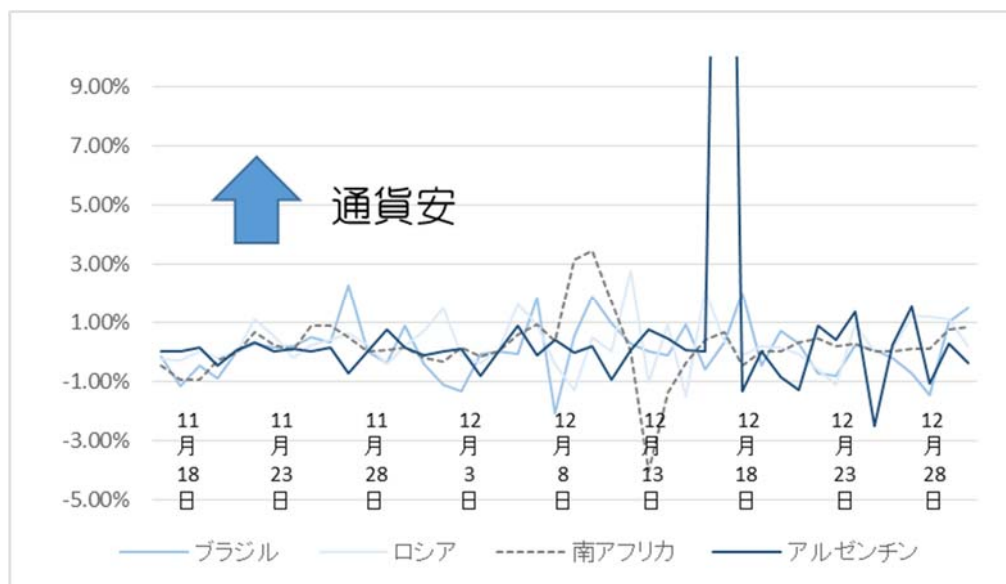


べ、世界の金融市場に出回る貨幣の量が増加し、貨幣の流動性は高くなっている。その影響で新興国は先進国の動向に左右されやすくなり、資本流出がより急激に起こる可能性が非常に高まった。

2013年に当時F R B議長であったベン・バーナンキが金融緩和の縮小を示唆したことにより新興国通貨の対ドルレートが暴落した。中でも、インドのルピー、インドネシアのルピア、トルコのリラ、ブラジルのリアル、南アフリカのランドは多大な影響を受けた。モルガン・スタンレーはこの5つの通貨を、脆弱な通貨としてフラジャイル5と名付けた。この5カ国の共通点は、インフレ率が高いこと、経常収支に問題を抱えていること、成長のための資金を国外に依存する脆弱な経済構造を持つことの3点である。このことを踏まえ現在の脆弱な通貨は何かを検証する。

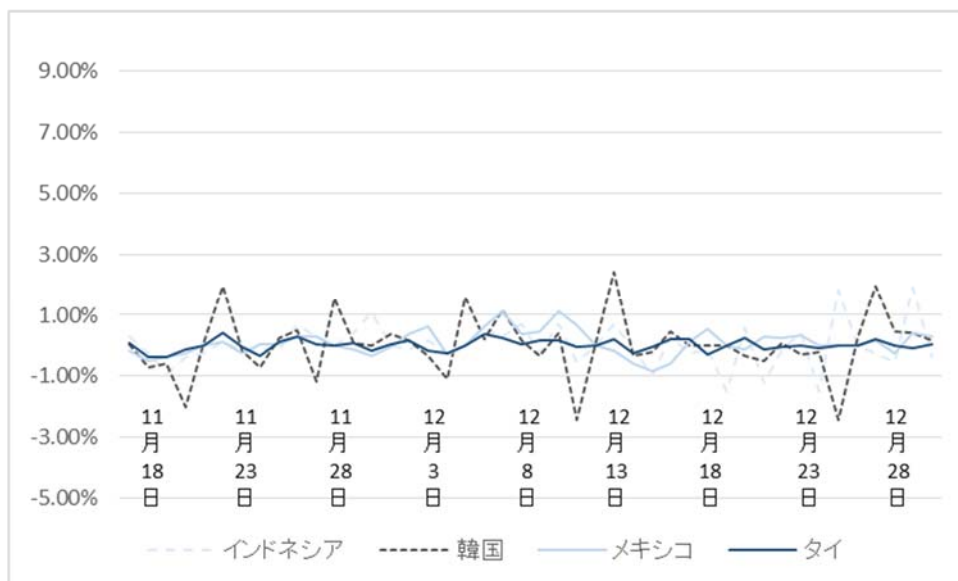
図表 3 -6 各国通貨の前日比対ドル変動率(2015 年度)

図表 3-6(A)

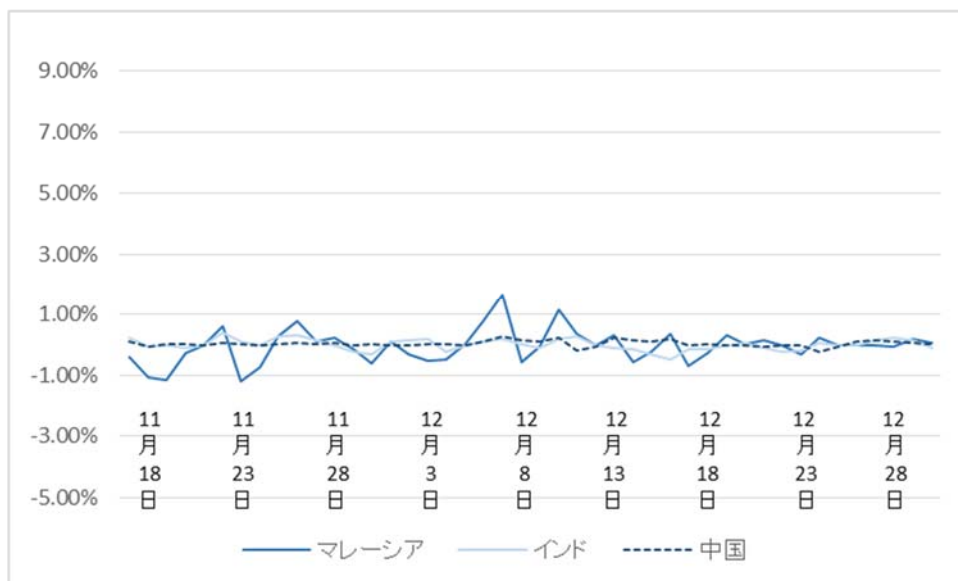


15

図表 3-6(B)



図表 3-6(C)



5

出所：米国商務省より作成

図表 3-6(A)はアメリカの利上げに比較的に強い反応を示した新興国通貨の  
 前日からの変動率である。12月16日に年8回行われる米連邦公開市場委員  
 会で利上げの決定が発表されたが、利上げ見通しが高まる発表前から発表直後  
 10 大きく変動している通貨がアメリカの金融政策の影響を大きく受ける国である  
 と考えられる。図表 3-6(B)、図表 3-6(C)の通貨において、特記すべき急激な変  
 動は見受けられない。インドネシアは外貨準備が少なく、経常収支が赤字であ

る。アメリカの利上げ発表後、それに追従した利上げを行わなかったにもかかわらず通貨の暴落がなかったことから耐性が強いと考えられる。逆に南アフリカはアメリカに追従して利上げを行ったことによってアメリカの利上げ発表後は安定した。しかし南アフリカは経常収支が赤字<sup>14</sup>であり今後為替介入に使う外貨準備も比較的少ない<sup>15</sup>ため危険度は高い。変動の大きかったブラジル、ロシア、アルゼンチンはインフレ率が高く、加えてブラジル、アルゼンチンは経常収支が赤字であるという問題を抱えている。

以上の検証からブラジルのレアル、ロシアのルーブル、南アフリカのランド、アルゼンチンのペソがアメリカの金融政策の影響を受けやすく、脆弱な通貨といえる。ここまでの考察を踏まえ、第4章第5節において予防策を述べていく。

#### 第4節 危機の伝播性と決済におけるシステムリスク

第2章の考察結果から危機の伝播性が問題となった。また、通貨危機だけではなく、2008年のリーマンショックから波及した世界金融危機においても危機の伝播性の問題が露呈した。危機の伝播は決済システムにおけるシステムリスクによって引き起こされる。本節では決済システムの問題点について述べる。

決済方法のひとつである時点ネット決済<sup>16</sup>を採用している場合、1参加者が決済できないと決済システム全体がストップしてしまうというシステムリスクがある。こうしたリスクを受けて、即時グロス決済の採用に注目が集まっている。このような望ましい決済システムの導入については様々な議論がなされている。詳しくは、第4章の第3節において述べていく。

#### 第5節 規制のあり方

通貨危機に限らず過去の金融危機の経験から、金融機関の過剰なリスクテイク<sup>17</sup>が危機発生につながる大きな要因となることが示唆されてきた。そしてそ

---

<sup>14</sup> GDP比でマイナス5.29%

<sup>15</sup> 外貨準備は対外短期債務の1.4倍

<sup>16</sup> 一定の時刻に複数の金融機関の受け払いをまとめて決済する決済システム

<sup>17</sup> 金融機関は、富を得るために、自己資本に対する負債の比率を高める、つ

の抑制策として金融規制が有効であるとされた。実際これまでの危機を経て、世界の金融市場では規制が重要視され導入されている。具体的には自己資本比率規制、レバレッジ規制、流動性規制などである。金融機関が原因で危機が引き起こされたとする金融機関叩きのような世論が広まってしまったため、その問題の解決方法として規制の強化が望まれたのは仕方のないことである。そこには、個別の金融機関のインセンティブを重視し金融システムの安定を目指した従来のプルーデンス政策に危機の責任を負わせ、それにはマクロ的な視点が足りなかったとしマクロ的な視点から金融システムを規制することを重視するマクロプルーデンスが広まったことも大きく関係している。また規制を導入しなければ、危機発生後に救済されることを前提に金融機関が過剰なリスクテイクを行うモラルハザードが助長されてしまうことも規制が進んだ理由である。

しかし規制の強化が進んでも依然として危機は発生している。バーゼルⅠ施行後の日本のバブル崩壊や、バーゼルⅡ施行後のリーマンショックがその例である。規制を強化しても危機が起こった原因は、その規制が市場のリスクを的確に反映していないことによって実態に合っていないものになってしまったことにある。ここには危機の影響を受け、マクロプルーデンスが広まったことにより市場全体を見ることが重視されミクロな監督がおろそかにされたままで規制が設けられていたのである。その実際の経済状況にそぐわない規制の存在によって、金融機関がより高いリスクテイクをするレギュラトリーアービトラージ<sup>18</sup>や、規制逃れのシャドバンキング<sup>19</sup>が蔓延してしまうのである。つまり規制を設けることがさらなるリスクテイクの増大につながってしまっているのである。第4章第3節において予防策を述べていく。

---

まりレバレッジを高めてROEを押し上げる方法をとる。

<sup>18</sup> 例えば、自己資本比率規制において、現実のリスクより規制が評価するリスクのほうが小さいことを利用し、その低いリスクに偏った投資を行うこと。結果的に自己資本比率を満たしながらもハイリスク・ハイリターンの投資となる。

<sup>19</sup> 銀行規制に従うことのない金融仲介ネットワーク

## 第4章 危機の発生抑制と新興国の成長を目指す方策

第3章まで、危機とその問題について考察してきた。本章では、考察によって明らかになった問題点を踏まえ危機への予防策を提案する。ここでもう一度我々が考える通貨危機の問題点を述べる。我々は過去の通貨危機には①投機目的の投資家による通貨アタック②短期資本の過剰流動性③危機の伝播性の3つの問題点が共通していたと考える。そのため、本章ではこの3つの問題について予防策を提案する。さらに、3章でも考慮したシステミックリスクの問題と規制のあり方に関する政策についても言及する。我々の提案する予防策の実施により、新興国の経済成長を妨げることなく危機の予防することを目指す。第1節では、通貨危機の予防策を考えるにあたって第2章の考察から導き出された教訓について述べる。第2節では、投機目的の投資家による通貨アタックと短期資本の過剰流動性を抑制するための予防策として金融取引税の導入を取り上げる。第3節では、適切な規制の導入について述べ、第4節では、決済システムの整備について述べる。第5節では、外的要因に耐性をつける方策を提案する。

### 第1節 通貨危機の教訓

通貨危機後、新興国は危機の経験から外貨準備の積み増しや国内金融規制の強化を行ってきた。この取り組みによって危機発生の可能性は低くなっている。アジア地域においては、将来危機が起きてしまった場合、より効果的に対処できるような地域メカニズムを構築した。その代表格がチェンマイ・イニシアティブである。詳しくは第5章で述べる。

しかし、第2章における通貨危機の考察から、投機目的の投資家、短期資本の過剰流動性、危機の伝播性の問題が露呈した。これらの問題を解決しなければ、危機の再発を防ぐことはできない。第2節から第5節でこの問題の予防策を提示していく。

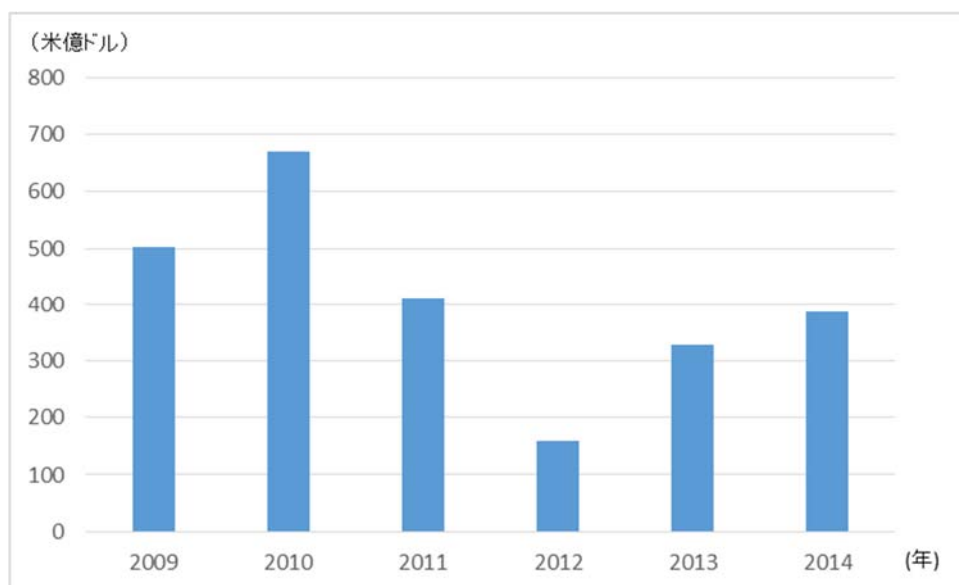
### 第2節 金融取引税の導入

第3章でも述べたように、証券投資による短期の資本取引が増加すると金融市場が不安定化し危機に陥りやすくなる。証券投資による過度な資本流入を抑

制するために、我々は金融取引税を導入することを提案する。

金融取引税導入によって証券投資による資本流入の抑制に成功した例として  
5 ブラジルを取り上げる。ブラジルでは資本流入の拡大に伴い急激なレアル高が  
進行した。そのため、政府は 2009 年に金融取引税を導入し、その後も対象と  
なる金融商品の拡大や税率を上げるなど規制を強化した。図表 4-1 からわかる  
ように 2010 年をピークに証券投資による資本流入は減少している。

図表 4-1 ブラジルの証券投資による資本流入額の推移



10

出所：The World Bank より作成

レアル相場の下落基調が強まったことから 2011 年 12 月以降、規制が緩和され  
証券投資の増加がみられる。しかし 2010 年からの証券投資の減少は金融取  
引税の効果の現れであり、税制導入が有効に働いたといえる。

15

また、欧州では金融市場の効率性を高めない取引の抑制を目的としてドイツ  
やフランスなどを含む EU10 カ国で共通の金融取引税導入が提案された。しか  
し、金融取引税導入が一部の国々に限定されたものである場合、投資家が租税  
を回避し金融取引が他地域へ移転する恐れがあることが問題となっている。金  
融取引の他地域への移転を回避するために我々は全世界共通で金融取引税を  
20 導入する必要があると考える。全世界共通の金融取引税導入のためにまず、G20  
などの主要国から導入を始めるべきである。IMF レポート(2010)は、「金融取

引税の一般的特徴は、幅広い取引に適用されることにありと指摘している。例えば、提唱者によると、株式、債券及びデリバティブ取引に対してグローバルに 0.01%の税を課せば、年間 2000 億ドルの税収が見込まれるとされている。」

(Financial Sector Taxation The IMF's Report to G-20 and Background

5 Material[2010]p.17 より引用)

よって外国為替、株式、債券およびデリバティブといった幅広い短期の取引に対して 0.01%前後の課税をすることが望ましいと我々は考えた。

金融取引税の問題点として、市場の自由な取引が制限され国際的な取引額が減少し新興国の経済成長を妨げることが挙げられる。しかし、我々は新興国へ  
10 短期の資本流入が増加し続け金融市場が不安定化し危機に陥ることを防止しなければ、安定した経済成長は見込めないと考える。そのため、新興国の安定した経済成長のためには短期取引の抑制が不可欠である。

以上を踏まえ、我々は金融取引税の導入は金融市場が不安定化することで引き起こされる危機を予防するための有効な方策であると考えた。

15

### 第 3 節 適切な規制の導入

過剰なリスクテイクを抑制しつつ経済成長を目指すには、金融規制、市場の監督、市場規律を組み合わせた 3 本柱のアプローチが有効である。

第 3 章で述べた通り、規制が適切なものでなければレギュラトリーアービトラージやシャドバンキングが蔓延し、金融市場の不安定化が助長されてしまう恐れがある。さらに金融革新や規制を逃れようとする動きが発生する以上、  
20 同じ規制がいつまでも効果を発揮するとは限らない。よって、完全な規制は存在しないとされる。規制と規制逃れの連続によって、さらなる規制が行われると金融市場の活気は失われてしまい経済成長は望めない。しかし金融機関のモラルハザードを防ぐためには、やはり規制は必要である。よって我々は金融機  
25 関に対し市場の状態を反映した自己資本比率規制を設けることを提案する。現在の国際的な自己資本比率規制における適切な自己資本比率は 8 % 以上とされている。自己資本をリスクアセットの総額で割った値が自己資本比率となる。リスクアセットとは貸倒れリスクを持つ資産であり、資産の種類ごとにリスク  
30 ウェイトが乗じられる。つまりリスクウェイト次第で規制の度合が決まってい

くのである。リスクウェイトは市場の状態を反映する。市場の状態を監視するには市場の監督能力を強化することが有効であり、それがリスクウェイトを適切なものにすると考えた。市場の監督者は各金融機関に介入するだけでなく市場のリスクの現状を把握できるからである。

- 5 現在ヨーロッパの監督当局として欧州システミックリスク理事会（ESRB）、欧州金融監督者制度（ESFS）が存在する。ESFS がシステミックリスクの監視などマクロの視点から、ESRB が個別金融機関の健全性を監視するミクロの視点から、連携して監督している。さらに 2011 年にできた欧州銀行監督機構（EBA）、欧州証券市場監督機構（ESMA）、欧州保険年金監督機構（EIOPA）
- 10 の 3 機関を合わせた欧州監督機構（ESA s）が始動し、ESRB との間で情報交換の強化が制度化されている。また各国の監督当局とも連携をとることでよりよい金融市場の監視体制が強化されることになる。

- さらにアジアでは 2016 年 2 月に ASEAN+3<sup>20</sup> マクロ経済調査事務局（AMRO）が域内の経済、金融を監視、分析するため正式に開所した。この機関は第 5 章
- 15 で対応策として述べる通貨スワップ協定の実施支援も想定している。

このように世界で金融監督の強化が進んでいるため、適正な規制の導入は達成できるものと我々は考える。

- そして最後の市場規律は規制、市場の監督を補助する役割を持つ。市場規律とは、市場が金融機関の行動を規律付けるということである。この規律付けは、
- 20 金融機関が市場の信用を獲得するために自身の情報を誠実に公開することによって実現される。市場規律は危機の対応当局にコストがかからず、市場の環境変化に強いという利点がある。

- 以上で述べた 3 つの方向性を組み合わせることによって、ただ規制を強めることによる金融市場の活気の喪失を伴わず、経済成長を目指すことができる。
- 25 この方策はバーゼル II と同じ方向性を持つが、監督機能と市場規律を過信したことによってバーゼル II 導入後にも金融危機は起こってしまった。問題は、監督機能が軽視されていたこと、市場規律による効果は市場インフラ<sup>21</sup>が発達し

---

<sup>20</sup> ASEAN+日中韓

<sup>21</sup> IT システムやルール、決済システムなど



5 ていることが前提であったことである。しかし後述する第4章第4節と第5節の我々の提案の過程でインフラは整えられる見込みがあり、今後その問題は解決するといえる。市場のインフラを整備することは市場の機能を高め透明性の高まりにつながる。そして市場規律に任せておける範囲を監督当局が見極めやすくなるのである。他の提案と組み合わせることによってこの3本柱アプローチは正常に機能し、世界経済の成長と危機の発生を抑制できる最善の方策となる。

10 また、監督能力の強化にはリビング・ウィルの導入も有効であり同時に導入されることが望まれる。金融機関はその公共性の高さから、破綻した際に経済に与える悪影響が大きいとされ、公的資本の注入による救済の対象となることが多い。そのため、金融機関が公的な救済を前提に過剰なリスクテイクなどの不適切な行動をとることがモラルハザード発生の一因として挙げられる。それを予防する目的で金融機関が破綻した際の組織や契約の処理の計画を事前に準備しておくよう義務付けるのがリビング・ウィルである。一般的にはリビング・  
15 ウィルの導入はモラルハザードを抑制し危機の発生を抑えるという効果が知られているが、我々はこのリビング・ウィルの導入が監督能力の強化にも活かされるということに注目した。その理由はリビング・ウィルの策定により監督当局が金融機関の状態を詳しく把握できるようになるからである。リビング・ウィルが監督能力の向上につながれば自己資本比率規制がより適切なものとなり、  
20 それ自体が持つ本来の効果と相まって、危機の発生をより抑制することができる。

#### 第4節 決済システムの整備

25 リーマンショックによってシステムックリスクが顕在化し、決済リスク<sup>22</sup>とカウンターパーティ・リスク<sup>23</sup>が全世界で認識されることとなった。

我々は新興国が今後も安定した経済成長を実現させるためには金融システム、特に決済システムの強化が必要であると考え。決済システムは、商取引

---

<sup>22</sup> 決済にかかわるリスクのことで「決済金額×決済期間」であらわされる

<sup>23</sup> デリバティブ取引などの金融取引において取引の相手方（カウンターパーティ）が破綻するなどして契約が履行されずに損失を被るリスク

や金融取引を円滑に行う上で不可欠なインフラであり、金融システムの根幹を支える重要な基盤のひとつである。そのため金融インフラが強化されることは新興国にとって安定した成長を促進する要素のひとつであり、投資家にとっても新興国が安定した経済成長を遂げることで、投資先としての新興国がより魅力的なものとなる。この結果、両者にとって互いによりよい効果をもたらすのである。

10 決済システムのリスクを削減するための取り組みとして決済システムの高度化・標準化があげられる。決済システムの高度化・標準化は金融取引の利便性や効率性を向上させ、安全性を高めることにもつながり、安定した金融システムの構築が望まれる。現在、決済システムのリスク削減に対する取り組み(高度化・標準化)は先進国が中心であるが、よりよいシステムの構築のため新興国にも活発化が求められている。我々は開発銀行から資本を調達し、新興国において以下の決済に関するシステムの導入を提案する。ここからは、望ましい決済システムの在り方について具体的に述べていく。

15

#### (1)即時グロス決済の導入

RTGS は時点ネット決済と並ぶ中央銀行における金融機関間の口座振替の手法の一つである。第3章第4節で述べたが、時点ネット決済では、金融機関が中央銀行に持ち込んだ振替指図が一定時点まで蓄えられ、各金融機関の受払差額が決済される。一方、RTGS では、振替の指図が中央銀行に持ち込まれ次第、一つ一つ直ちに決済が実行される。RTGS のもとでは、時点ネット決済とは異なり、ある金融機関の不払いがどの金融機関への不払いであるかが必ず特定され、その他の金融機関の決済を直ちに停止させることはない。このように、時点ネット決済と比較すると、システムリスクの大幅な削減が期待できる点で、RTGS は優れた仕組みである。1980年代以降、各国の中央銀行において、決済システムのRTGS化を進める動きがみられており、RTGSはいわば「国際標準」となっている。この背景には、金融取引の増大に伴い、決済取引量および決済リスクが増加しているほか、国際的な決済の増大に伴い、システムリスクが容易に国境を越えて伝播するようになったことが挙げられる。

20

25

30

5 決済の RTGS 化は為替取引等の資金決済においては世界的に進んでいる。しかし、近年の先進国の金融業界では、自国株式市場の決済リスク削減や国債競争力強化などの観点から、図表 4-2 からわかるように株式等の証券市場の決済期間を短縮化していく動きが進んでいる。このことから、新興国においても証券市場の即時化など RTGS の対象範囲を広めていく必要があるといえる。

図表 4-2 先進国の証券市場の決済期間短縮計画

		アメリカ	イギリス	日本
株式等	現状	T+3	T+2	T+3
	短縮化の動き	2017年第三四半期を目標にT+2化を実施予定	2014年10月にT+2化を実施	2019年中のなるべく早い時期を目標にT+2化を実施予定
国債	現状	T+1	T+1	T+2
	短縮化の動き			2018年度上期を目標にT+1化を実施予定

10 出所：「日本銀行 決済システムレポート」より作成

## (2) CLS 銀行

第 2 章、第 3 章の考察より、過去の金融危機の経験から危機の伝播性との問題が露呈した。外国為替決済リスクではヘルシュタットリスク<sup>24</sup>が存在する。このリスクの削減を目的として、外国為替決済に特化した CLS 銀行が 2002 年に稼働した。CLS 銀行では多通貨間の同時受け渡し決済システムである PVP (Payment Versus Payment) 決済が行われている。CLS 銀行に関する口座関係は①決済メンバーが CLS 銀行に保有するメンバー口座と②CLS 銀行が各国中央銀行に保有する CLS 口座である。CLS 銀行は決済の際に当事者のいずれかに十分な資金がない場合には同時振替決済が行われない。この仕組みによりヘルシュタットリスクを回避することが可能になった。

<sup>24</sup> 国際的な通貨決済において発生する時差によるリスク

実際に CLS は金融危機時の市場安定に大きく貢献している。リーマンショックの発生時に、CLS 銀行ではリーマン・ブラザーズの行っていた膨大な額の外国為替取引を PVP 決済によってすべて安全に解決した。また、CLS 銀行を通じた安全な決済があったため、危機の真ただ中にあっても金融機関では

5 安心して外国為替取引を続けることが出来た。この結果 CLS 危機の拡大防止に極めて大きな役割を果たした。危機の経験を通じて CLS 銀行の有用性が明らかとなり、CLS 銀行を選考・選別するような動きが広がった。<sup>25</sup>

CLS 銀行の課題としては取り扱い通貨の拡大と利用者の拡大がある。取り扱い通貨の拡大については図表 4-3 に示した通り稼働当時から増えており、現

10 在も人民元等の導入が検討されている。

図表 4-3 CLS 銀行の取り扱い通貨拡大の動き

導入時期	通貨の数	対象通貨
第1次通貨 (2002年9月)	7通貨	米ドル、カナダドル、英ポンド、ユーロ、スイス・フラン、日本円、豪ドル
第2次通貨 (2003年9月)	4通貨	デンマーク・クローネ、ノルウェー・クローネ、スウェーデン・クローナ、シンガポール・ドル
第3次通貨 (2004年12月)	4通貨	香港ドル、ニュージーランド・ドル、韓国ウォン、南アフリカ・ランド
第4次通貨 (2008年5月)	2通貨	イスラエル・シケル、メキシコ・ペソ
第5次通貨 (2015年11月)	1通貨	ハンガリー・フォリント
合計	18通貨	

出所「外為決済と CLS 銀行」より作成

15

また利用者の拡大においては、リーマンショックにおいて各国の中央銀行や BIS によって CLS 銀行の有用性が報告されており、利用拡大を推奨している。以上の点から CLS 銀行における課題には改善の余地が十分に見込まれる。

<sup>25</sup> 現在、世界の外国為替のインターバンク取引の 8 割以上の決済は CLS 銀行を通じて行われている

CLS 銀行は決済に特化した「決済専門銀行」であり、企業への融資や有価証券投資などの他の業務は一切行わない。CLS 銀行は、銀行という組織形態をとってはいるものの、本質的には外国為替取引にかかる多通貨決済を行うための市場インフラであるとみることが出来る。

- 5 よって、CLS 銀行での PVP 決済を行うことでヘルシュタットリスクを削減することが可能である。また取引相手に十分な資金がない場合は決済が行われないという仕組みから元本の損失が避けられる。よって、取引相手方の金融機関が破綻した際にも、すべての決済が安全に処理される。以上の点から、CLS 銀行への参入は危機の伝播の抑制に繋がると考えられる。

10

#### 第 5 節 外的要因に耐性をつける方策

本節では、新興国が先進国の影響を受けやすくなっているという問題を解決する方策を提案する。そこで、第 3 章でアメリカの利上げの影響を受けやすい脆弱な通貨を持つ国として提示したブラジル、ロシア、アルゼンチン、南アフリカを例にとる。

15

アメリカが利上げをした際に新興国から資本が流出するのは、投資をする際に新興国に対するリスクが、アメリカに対するリスクより高く後者のほうが投資先として魅力的であるからだ。よって新興国が持つリスクを小さくし新興国への投資の魅力を高めることができれば、資本流出は抑えられるということになる。

20

新興国が持つリスクは経済成長の先行き不安とされている。経済成長のためにはまず国内のインフラが整っていくことが重要である。よって我々は新興国のインフラ開発と新興国向けのインフラ投資を増加させる方策を提案する。インフラ開発を進めるためには前節でも述べた開発銀行の設立が望まれる。開発銀行のひとつに、脆弱な通貨を持つ国とした 4 か国のうちブラジル、ロシア、南アフリカの 3 か国が加盟している BRICS 開発銀行がある。BRICS 開発銀行は 2015 年にアメリカ主導の国際金融秩序に対抗した独自の開発金融機関として設立された。主な役割は加盟国同士で通貨スワップ協定のように緊急時に外貨を融通し合うことやインフラ開発を支援することである。また周辺国への融資も想定しているためアルゼンチンのインフラの開発も望める。さらに、もし

25

30

アルゼンチンが加盟すればより高いレベルでのインフラ開発や危機の対応の協力が可能になる。BRICS 開発銀行ではインフラ開発や緊急時の外貨の融通の能力を高めるために、加盟国が増やすことが重要であり、加盟のメリットは大きい。そのためアルゼンチンの BRICS 開発銀行への加盟は実現可能と考えられる。

- 5 インフラ開発のために有効なもうひとつの方策に余剰外貨準備の活用がある。我々は外貨準備高の適正水準を急激な資本流出に対応するために、短期対外債務残高の1年分としたため、外貨準備高からそれを差し引いた額が余剰外貨準備高である。第3章の図表3-2からわかるとおり各国の外貨準備は十分に積み上がっている。アルゼンチンだけが適正水準に達していないが、1000億ドル規模の外貨準備プールの創設を目指す BRICS 開発銀行に加盟すれば他の加盟国から融資を受けやすい状態になり問題はない。また図表4-4でわかるように先進諸国でも外貨準備高は積みあがっている。そもそも世界的に外貨準備は米国債という形で保有されることが多いため、ポートフォリオを組み米国債一辺倒のリスク<sup>26</sup>を回避する意味でも外貨準備のこれまでとは違う活用が望まれている。ゆえに先進国にも外貨準備を活用するインセンティブは存在し、先進国が外貨準備を利用した投資を増やすことは現実的である。
- 10
- 15

さらにその過程で新興国へ投資を促進するために先進国が開発銀行に加盟したり、新興国と新しい共同体を作り出したりすればより危機に強いシステムが構築される。それが実現できたのがアジアインフラ投資銀行である。アジアインフラ投資銀行は2015年に中国が主導し発足した機関である。現在イギリスなど多くの先進国が加盟し、世界中でインフラ開発のための協調が進みつつある。

20

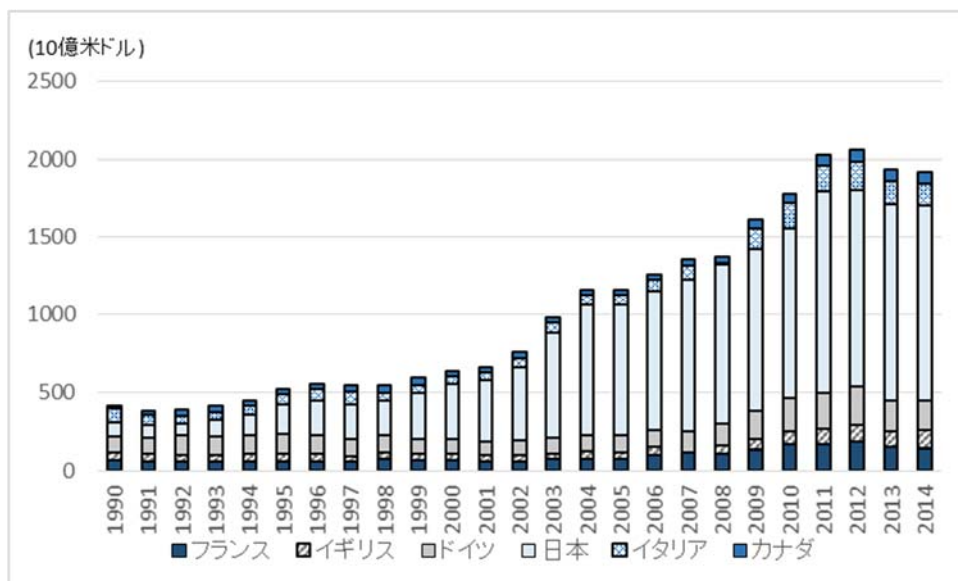
以上のように新興国のインフラが開発されていけば、新興国経済は安定し、懸念されているアメリカの金利引き上げに伴う資本流出が抑えられる。さらにインフラの開発は経常収支などのファンダメンタルズを改善させるとともに新興国の潜在成長率を高め、新しい投資を呼び込むことでさらなる経済成長が見込める。

25

---

<sup>26</sup> 金利変動によるリスクやアメリカに重大な脅威が生じた場合アメリカが国債の破棄や無効化するかもしれないというリスクもある

図表 4-4 先進国の外貨準備高の推移



出所：The World Bank より作成

## 5 第5章 通貨危機発生時の対応策

危機が引き起こす問題は金融機関などが連鎖的に破綻することだけではない。政府が危機に対応することでモラルハザードが起きるという問題も存在する。政府に対する期待から、経営者は甘い経営を行うなど不適切な行動をとるモラルハザードが起きてしまう。それによって危機からの脱出がより難しいものになってしまう。

よって危機への対応策の方針としては、金融機関の破綻による悪影響を小さくすることと、モラルハザードをできるだけ引き起こさないようにすることである。また第4章で述べた危機発生の予防策と連続して行われることと想定する。

危機発生時に問題となる金融機関の連鎖的な破綻は自国通貨の暴落による外貨建て債務の負担増大とそれによる決済の連鎖的な停止によるものである。よって通貨暴落に対し為替介入を行うことと、決済用の資金の準備が必要となる。そこで我々は多国間での通貨スワップ協定が有効であると考え、通貨スワップ協定とは危機に備え各国政府や中央銀行が市場の安定に必要な資金を融通し合う仕組みで、あらかじめ決められた限度枠の範囲内で、相手国の要請に応じて通貨を交換するという取り決めである。通貨スワップ協定はその存在による

安心感から危機発生前にモラルハザードを引き起こすという問題を持つ。しかし第4章第3節で我々が提案した適切な規制とリビング・ウィルの導入によりモラルハザードを抑える効果が発揮されるので、通貨スワップ協定の問題は解決する。

- 5      また通貨スワップ協定を結ぶにあたって必要となる資金については第4章第1節で述べた金融取引税による税収も使うことを提案する。そうすることで金融危機の対応にかかるコストを、投機的取引を行う投資家に負担させることができる。税収は広範囲に世界の危機に対応できるIMFがプールしておくことで資金としての税収を効率的に不公平なく分配できる。
- 10     現在導入されている通貨スワップ協定として、チェンマイ・イニシアティブが存在する。チェンマイ・イニシアティブはアジア通貨危機後に結ばれた。2010年3月には2国間取引のネットワークを一本の多国間協定に束ね、外貨準備プール方式とするCMIマルチ化契約が発効され、支援の迅速化・円滑化が図られた。我々はこのような国際協調が東アジアのみならず世界全体で行われることにより危機が起こった後の危機の拡大・伝播を抑えることができると考える。

15     以上第4章、第5章で述べてきた予防策、対応策を我々の提案とし、新興国が危機に直面することなく経済成長を実現するための政策とする。



## 終章

本論文では、金融のグローバル化による新興国への影響を考察することで論を進めてきた。第1章で述べたように新興国の急成長は金融のグローバル化がもたらしたことは明らかである。また一方で数々の危機を引き起こすなどの  
5 デメリットも存在していた。そこで金融のグローバル化のデメリットを抑えるにはグローバル化自体を抑えればよいという考えに結び付きやすいがそれは短絡的である。そこで国際的な取引が前提として世界で用いられている今、金融のグローバル化は不可逆的なものであるためそれをどう活かすか、悪影響を小さくできるかが問題であると考えた。さらに第2章、第3章で問題を分析、  
10 考察したことで我々の提案は、危機の発生を抑制しつつ経済成長を目指せるものとなった。

改めて我々の提案は、予防策として投機的な投資を抑える金融取引税の導入、銀行の過剰なリスクテイクを防ぐ自己資本比率規制と市場の監督能力の強化と市場規律の3本柱のアプローチ、決済の連鎖的な停止を予防するための  
15 決済システムの整備、外的要因の影響を受けにくくするための余剰外貨準備を活用したインフラ開発、対応策として外貨を融通する通貨スワップ協定である。我々の提案は金融市場の活気を損なう恐れのある規制だけに頼らず、新興国の金融や生活環境インフラの発展によって危機を防ぎ成長を目指すという方向性を合わせたものである。この提案では金融のグローバル化による資金余剰  
20 の主体から資金不足の主体への資金の融通が可能な範囲の拡大というメリットを活かすことができ、さらにその機能をより安全なものにすることができる。

世界経済の成長に向けて、先進国の成長率が軒並み鈍化している今、新興国の成長は重要であり、過去新興国に成長をもたらした金融のグローバル化の中での各経済主体の動きは一段と重要となっている。我々の提案が世界経済の成  
25 長に寄与することを期待して本論文の結びとする。

## 参考文献・資料

- アジア経済研究所 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」
- 天野俊彦[2013] 「ユーロ圏の財政金融危機と欧州中央銀行の対応」
- 5 池尾和人 池尾信夫[2009] 「なぜ世界は不況に陥ったのか」
- 伊藤正直[2012] 「金融危機は再びやってくる」
- 岩井克人、瀬古美喜、翁百合編[2011] 「金融危機とマクロ経済－資産市場の変動と金融政策・規制」
- 岩本武和[2012] 「国際金融論」
- 10 大田英明[2015] 「先進国金融政策の新興国への影響－国際資本移動に伴うリスクと規制の課題」
- 小川英治[2013] 「グローバル・インバランスと国際通貨体制」
- 翁百合[2010] 「金融危機とプルーデンス政策－金融システム・企業の再生に向けて」
- 15 翁百合[2014] 「不安定化する国際金融システム」
- 上川孝夫[2011] 「国際通貨体制と世界金融危機 地域アプローチによる検証」
- 河合正弘 [2011] 「成長するアジアの金融システム」 Business & Economic Review4月号 p.2-21
- 20 国宗浩三[2000] 「アジア通貨危機 その要因と対応の問題点」
- 国宗浩三 久保公二[2004] 「金融グローバル化と途上国」
- 国宗浩三[2013] 「IMF改革と通貨危機の理念」
- 国宗浩三[2013] 「グローバル金融危機と途上国経済の政策対応」
- 倉都康行[2014] 「12大事件でよむ現代金融入門」
- 25 公共財団法人 金融情報システムセンター編 [2016] 「金融情報システム白書」
- 小立敬、井上武 [2013] 「欧州の金融取引税の導入に向けた進展」『野村資本市場クォーターリー』春号 p.137-150
- 篠原令子[2013] 「ブラジルの金融政策とリアル相場をどうみるか」『経済情報』三菱東京UFJ銀行,4月12日,NO.2013-7
- 30

- 証券経済研究 「大きくてつぶせない (TBTF) 問題に対する政策の実効性」  
第 88 号 p.65-82
- 高木信二[2013] 「新しい国際通貨体制に向けて」
- 高田創[2005] 「これだけは知っておきたい国際金融」
- 5 高田太久吉[2015] 「金融資本主義をどう分析するか マルクス経済学と金融化論」
- 滝川好夫[2010] 「サブプライム危機－市場と政府はなぜ誤ったのか－」
- 谷川喜美江[2013] 「国際金融取引に係る新たな課税制度の導入をめぐって」  
嘉悦大学,p.37-52
- 10 中島真志[2016] 「外為決済と CLS 銀行」
- 西島章次[2003] 「ラテンアメリカ諸国の通貨危機－メキシコ、ブラジル、アルゼンチンのケース－」
- 日本銀行[2007] 「金融グローバル化と金融市場の課題」11月号
- 日本銀行[2016] 「決済システムレポート」3月号
- 15 野村敦子[2010] 「決済システムの高度化と国際標準をめぐる動向」Business & Economic Review 9月号 p.94-127
- マーティン・ウルフ 遠藤真美訳[2015] 「シフト&ショック 次なる金融危機を以下に防ぐか」
- みずほ総合研究所[2016] 「中国から新興国へ、連鎖不況の恐怖」
- 20 みずほレポート[2009] 「金融危機の再発防止に向けた金融機関のモラルハザードへの対応」
- 三谷明彦[2013] 「欧州における金融取引税の導入」みずほ総合研究所
- 三菱東京 UFJ 銀行経済調査室[2016] 「BTMU Thailand monthly 2016年8月号」
- 25 宮内敦至[2015] 「金融危機とバーゼル規制の経済学：リスク管理から見る金融システム」
- 吉川久治[2014] 「国際通貨・金融危機と発展途上国」
- 吉村政穂[2016] 「金融取引税をめぐる EU の議論状況と法的課題」
- 吉本佳生[2012] 「世界金融危機のからくり」

ルチル・シャルマ 鈴木立哉訳[2013] 「ブレイクアウトネーションズ 大停  
滞を打ち破る新興国」

渡辺敏 Pedro-Pablo Kuczynski[1990] 「中南米債務」

渡邊宏美[2014] 「金融取引税の予備的考察」『福岡大学商学論叢』第 58 卷 4  
5 号 p.497-520

IMF[2014] 「IMF 中間報告書 金融取引への課税－実務上の実現可能性の評  
価－」

大和総研 HP <http://www.dir.co.jp/> 2016 年 10 月 14 日アクセス

10 金融庁 HP <http://www.fsa.go.jp/> 2016 年 9 月 23 日アクセス

内閣府 HP <http://www.cao.go.jp/> 2016 年 9 月 26 日アクセス

日本銀行 HP <http://www.boj.or.jp/> 2016 年 10 月 27 日アクセス

日本経済新聞電子版 <http://www.nikkei.com/> 2016 年 10 月 22 日アクセス

みずほ総研 HP <http://www.mizuho-ri.co.jp/index.html> 2016 年 10 月 25 日ア

15 クセス