

平成 28 年度 証券ゼミナール大会

5

第 2 テーマ C ブロック

「金融グローバル化のなかで新興国が直面する問題
- 通貨危機の発生可能性と政策対応 - 」

10



15

立教大学 渡辺ゼミナール

真山班

20

《目次》

	序章	p.3
5	第1章 金融グローバル化とは	p.4
	第1節 金融グローバル化の定義	p.4
	第2節 金融グローバル化の進展	p.4
	第3節 金融グローバル化による新興国への影響	p.7
10	第2章 主要な歴史的経済危機	p.12
	第1節 アジア通貨危機	p.13
	第2節 グローバル金融危機	p.18
15	第3章 新興国経済の問題点と IMF の課題点	p.25
	第1節 危機に陥りやすい新興国の特徴と問題点	p.25
	第2節 中国の現状と問題点	p.30
	第3節 危機対応における IMF の課題点	p.38
20	第4章 提案	p.40
	第1節 関税の引き上げ	p.40
	第2節 中国における固定資産税の拡大	p.41
	第3節 CMIM の IMF からの独立	p.44
25	終章	p.46
	参考文献	p.47

序章

世界経済は現在、金融グローバル化の渦中にある。金融グローバル化は、ブレトンウッズ体制の崩壊と変動相場制への移行によって始まり、世界の金融市場をひとつにしながらかその規模を拡大してきた。この金融グローバル化の進展
5 を通して、先進国だけではなく、新興国も世界市場において重要な役割を果たすようになった。また、新興国は、金融グローバル化の恩恵を享受すると共に弊害も受けてきた。

その恩恵と弊害の例として「東アジアの奇跡」と称賛された東アジア諸国の著しい経済成長と、その後の 1997 年のアジア通貨危機がある。金融グローバ
10 ル化によって資本が流入することで、アジア諸国の成長に繋がった反面、資本の過剰な流出入から通貨危機を招き、各国に伝播していったのである。また、2007 年のグローバル金融危機も、世界を揺るがす経済危機であった。サブプライムローン問題によるリーマン・ショックから始まった危機は、欧米だけでなく新興国をも巻き込む世界的な事件となった。

15 今日、成長段階である新興国では、様々なリスクが潜んでいると共に、他国での危機の影響を受けやすいという弱点がある。また、現在、経済成長が目覚ましい新興国として中国が挙げられる。しかし、中国は、シャドーバンキングや不動産バブルという問題を抱えており、危機発生リスクをはらんでいる。世界経済の中で存在感の強い中国で危機が起きた際、世界に及ぼす影響が甚大
20 なものになることは想像に難くない。

今後金融グローバル化が止まることはないだろう。その中で、我々は金融グローバル化の恩恵を享受しつつも、その弊害を最小限に抑えていく必要がある。そのため、金融グローバル化及び新興国の現状を踏まえた上で、新興国が危機に直面することなく経済発展することを可能とする策を考える。

25 本稿では、まず第 1 章で金融グローバル化を定義し、進展した背景を見た上で、その新興国への影響を考える。第 2 章では、世界経済を大きく揺るがしたアジア通貨危機とグローバル金融危機を取り上げ考察する。第 3 章では、新興国が抱える問題点と IMF の課題点を述べる。最後に第 4 章では、新興国全体、及び中国での経済危機の防止策、そして危機が起こった際、他の新興国や先進
30 国がとるべき対応策を提案する。

第1章 金融グローバル化とは

本章では、金融グローバル化を定義した後、金融グローバル化がどのように進展していったかを歴史的背景と制度を踏まえて述べる。そして最後に金融グローバル化による恩恵と弊害について、主に新興国に焦点を当てて考察する。

5

第1節 金融グローバル化の定義

我々は金融グローバル化を「国境を越えた資本移動の活発化によって、各国の金融市場が一体化し、地球規模でひとつの金融市場が形成されていくこと」と定義する。ここで留意しておきたいのは、金融の国際化という言葉も存在するが、国際化はグローバル化とは同義ではないということである。国際化は、国の枠組みを前提とした上で、国同士の資本取引の発達や、対外依存が高まる状態を指す。一方、グローバル化は、国家間の壁が存在せずに各国の市場が一体となり、ひとつの市場を形成していく状態を指す。我々は金融グローバル化を、国同士での資本取引が活発化している状態である金融の国際化が、一段と進んだ状態であると考ええる。

10

15

第2節 金融グローバル化の進展

国境を越えた資本移動が活発化した背景として、変動相場制¹への移行が挙げられる。1971年8月のニクソン声明で「ドルと金の兌換を停止する」と宣言され、固定相場制が崩壊した。いわゆるニクソンショックである。それは1944年以降続いてきたブレトンウッズ体制²の終焉でもあった。その原因は、第二次世界大戦後、朝鮮戦争やベトナム戦争による軍事支出の増大や、その後の経常収支の赤字の増加でアメリカ経済が低迷し、ドル相場が下落したことにある。これによってドルが国外へと流出し、金兌換によってアメリカから金が流出していく事態となった。アメリカの金保有高は、ドル発行高に比べて極めて小さな量になり、ブレトンウッズ体制ならびに固定相場制の維持は困難になっていたのである。その後、1971年12月のスミソニアン協定で、

20

25

¹ 為替相場を人為的に固定せず、市場の需要と供給の関係に任せる制度。

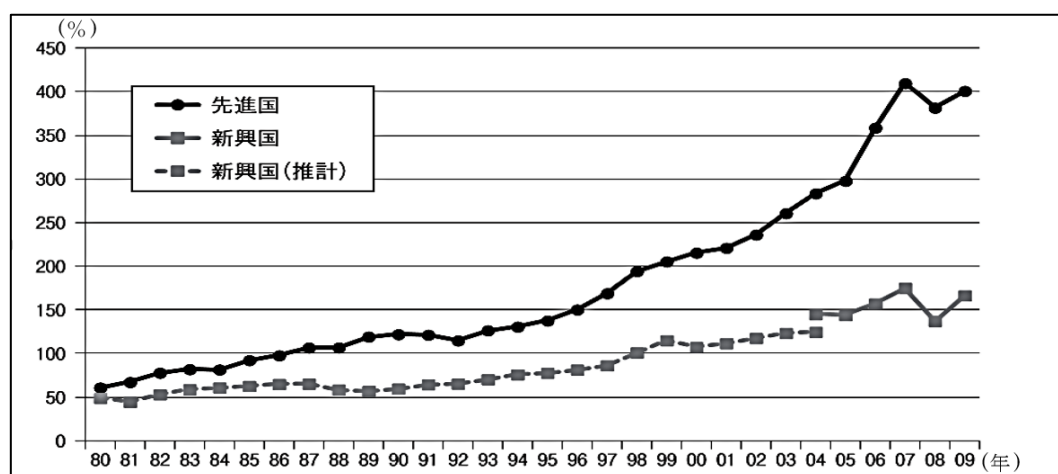
² 米ドルを基軸通貨とした固定相場制の確立と、IMF（国際通貨基金）の創設を中心とする国際通貨体制。

一度は新たな水準での固定相場制への復帰を試みたものの、結局、1年半足らずでその体制は幕を閉じ、1973年には主要国の多くが変動相場制へと移行した。そして、国際金融のトリレンマ³のうち、「固定相場制」を放棄したことで「独自の金融政策」、そして「自由な資本移動」が可能となり、これが金融グローバル化の始まりとなった。

また、自由な資本移動の活発化を後押ししたのは金融取引規制の緩和や金融業のサービス産業化、そして情報通信コストの大幅な減少や世界貿易の拡大である。これらによって国境を越えた自由な資本移動が活発化し、世界でひとつの金融市場となっていくことで、金融グローバル化は拡大していった。

1980年代以降、金融グローバル化は急速に進展していった。国境を越えた資本取引の活発化は、GDP比で見た対外資産、負債の大幅な拡大によって確認することができる。先進国では、1980年から2009年までの間に6.6倍も拡大している。また新興国も、先進国に及ばないとはいえ、対外資産・負債の対GDP比は30年間で3.4倍に拡大しており、このことから金融グローバル化の進展をうかがえる（図表1）。

図表1 対外資産・負債の対GDP比



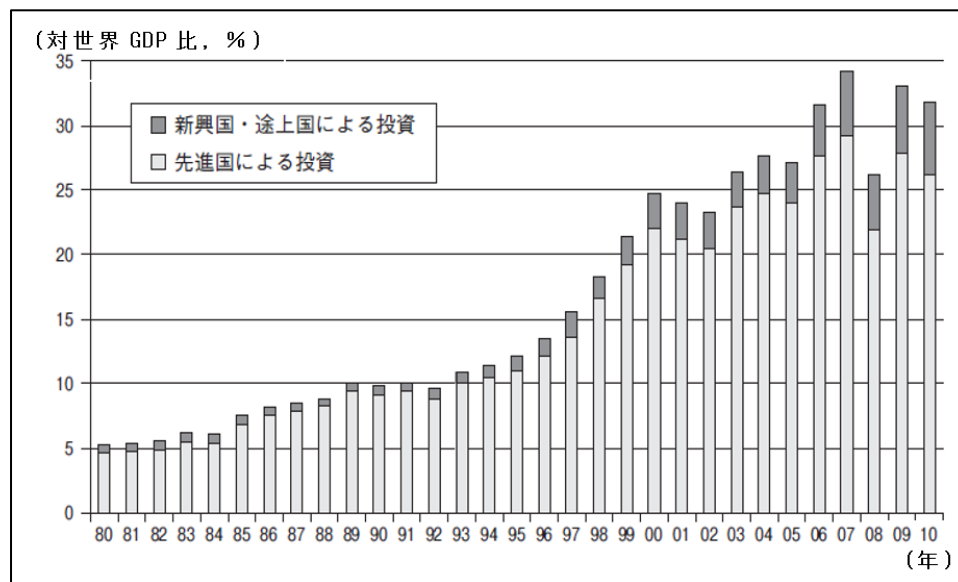
（出典）『金融の国際化』（谷中満、2012年、p.271）

³ 国際金融政策において、「固定相場制」・「自由な資本移動」・「独自の金融政策」の3つの政策全てを達成することは出来ないというもの。しかし、そのうちの1つを放棄すれば2つは実現可能である。

時代は遡り、パクスブリタニカ⁴の時代にも国境を越えた資本移動が活発化していた時代があった。当時は、各国の枠組みがある上で自由な資本移動が活発化する、金融の国際化が進んでいた時代と言えよう。また、その時代はヨーロッパの主要国が大幅な経常収支黒字、新興国が経常収支赤字をそれぞれ計上していた。主な要因は、ヨーロッパ主要国が鉄道など開発案件をファイナンスしようとしたために、新興国に資本を投資していたことにある。当時の主要国は対外資産を拡大する半面、新興国は対外負債を拡大し、金融市場において新興国は受動的な存在であったのだ。

一方、その時代と比較して 1980 年以降より今日に続く、金融グローバル化には大きな相違点がある。それは、先進国だけではなく、新興国も世界市場の中で、大きな役割を果たすようになったという点である。近年、中国を始めとする新興国が大きな成長を遂げており、先進国や他の新興国・途上国への直接投資（図表 2）や証券投資を徐々に拡大している。

図表 2 対外直接投資のストック



（出典）『金融の国際化』（谷内満、2012 年、p.278）

⁴ イギリスが産業革命による経済力と軍事力を背景に、自由貿易や植民地化を進め、覇権国家として栄えた時代。

また、2000年代には、ほとんどの先進国で資本移動の規制緩和が実施されており、新興国においても約40%の国が、規制緩和によって、資本取引を自由化している⁵。近年では、中国でも資本の自由化が進められており、この流れはさらに拡大していくだろう。先進国と共に金融グローバル化が進展している新興国は、今や受動的な存在ではなく、世界経済に影響を与える重要な存在となっているのだ。

このように、変動相場制への移行から始まった金融グローバル化は、外部要因に後押しされ進展し、ひとつの金融市場としてその規模を拡大させながら、先進国と新興国のあり方を変容させている。

第3節 金融グローバル化による新興国への影響

新興国は金融グローバル化による恩恵を受けながら、同時に弊害も受けることになった。本節では、恩恵と弊害の2つの観点から、金融グローバル化の新興国への影響を見ていく。

第1項 金融グローバル化の恩恵

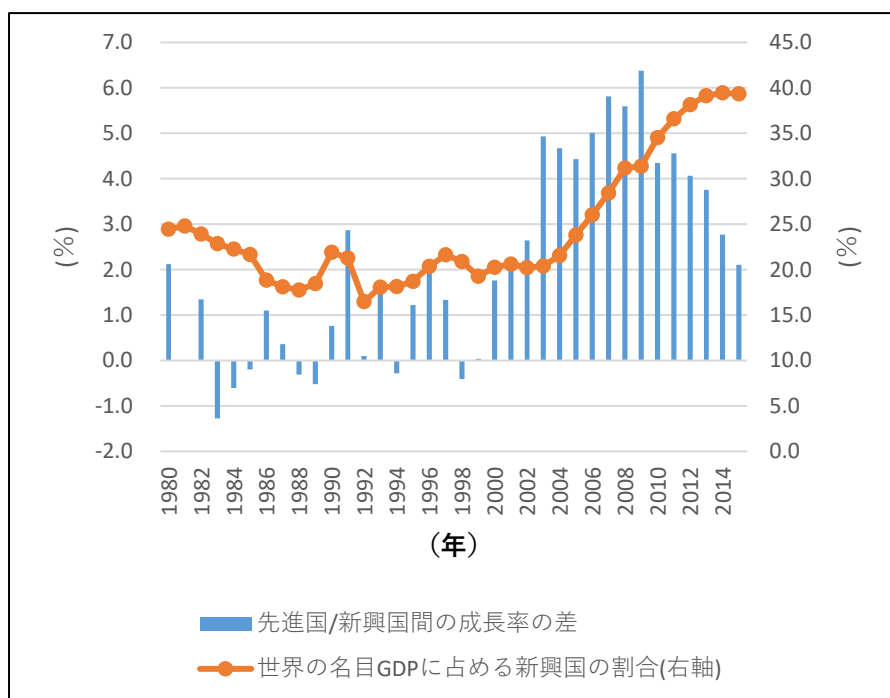
金融グローバル化は、新興国の経済成長を促すという恩恵をもたらした。その原動力は、活発な貿易や投資を通じた先進国との経済的なつながりにあった。資本移動の自由化とそれに伴う資本取引の活発化によって、資本の多い先進国から資本の少ない新興国への資本の流れを形成し、その成長を後押ししたのだ。この恩恵を受けた例として東アジア諸国が挙げられる。詳細は第2章で述べるが、アジア諸国は1965年から1990年にかけて急速な経済成長を遂げ、「東アジアの奇跡」と称賛されていた。当時、東アジア諸国は、先進国からの直接投資の拡大によって、設備や技術、ノウハウを取得し生産性を向上させた。これに伴い、産業の高度化が進み、所得水準が向上し消費行動の多様化がもたらされた。その経済成長が注目され、直接投資がさらなる拡大を遂げて輸出拡大につながり、これによって経済成長率が上昇していく、という好循環が生み出されたのだ。

⁵ 「金融の国際化—その特徴と成長との関係—」 谷内満、2012年

またアジア諸国は、ドルペッグ制⁶を採ることで自国通貨とドルの為替レートが変動することを防ぎ、為替リスクを抑制しながら、国外から国内金利の低いドルを借り入れることで、国内成長を支えていた。このように金融グローバル化を通じた資本取引や貿易の活発化によって、アジア諸国は経済発展を遂げたのである。

また、その傾向は近年においても著しい。金融グローバル化による投資の拡大で工業化に成功した新興国は、当初は軽工業を中心とした輸出を拡大していた。そして今日では、重工業、さらに電気・電子機器や自動車等に加え、半導体などのハイテク分野でも、世界市場における存在感を増している。また、その成長ぶりは先進国と比べて早いペースとなっており、2014年時点で新興国の世界の名目 GDP に占める割合は、39.3%と拡大している（図表 3）。

図表 3 新興国の成長率及び世界経済に占める割合



（出典）経済産業省 HP より筆者作成（2016年10月28日アクセス）

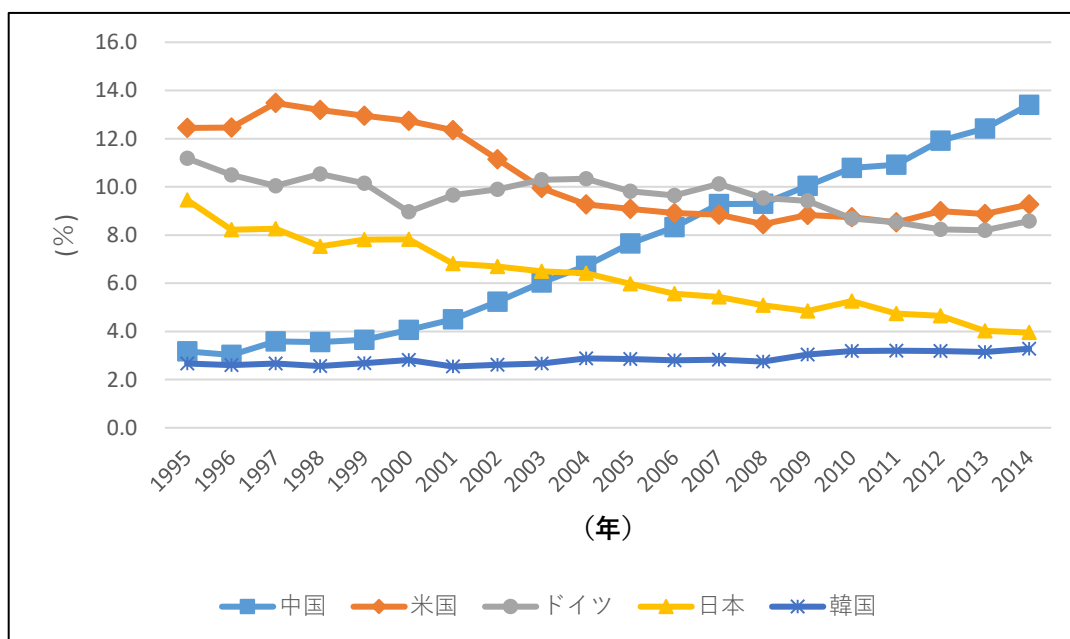
その中でも台頭が著しいのが中国である。冷戦終結後、対外開放を通し

⁶ 米ドルとの連動を図る固定相場制。

て周辺諸国や地域との交流を復活させて、対内直接投資を拡大させたことで、その恩恵を享受してきた⁷。輸出においては、日本、米国、ドイツが世界シェアを縮小させる中で、中国は「世界の工場」としてそのシェアを 2000 年の 4.1%から 2014 年には 13.4%まで拡大させている（図表 4）。また品目

5

図表 4 世界の輸出に占める主要国のシェア



（出典）経済産業省 HP より筆者作成（2016 年 10 月 28 日アクセス）

10

このように中国は、世界経済に大きな影響力を与える新興国となった。また、中国のみならず他の新興国も、金融グローバル化を通じた投資の拡大に伴う技術革新と輸出拡大によって、成長を遂げており、その恩恵を享受してきたのだ。

15

⁷ 「新興国をめぐる成長パラダイムの転換」大橋英夫

第2項 金融グローバル化の弊害

金融グローバル化はこのような恩恵と共に弊害ももたらした。資本移動が自由になり、その流出入が活発になったために、経済危機が発生する可能性も高まったのだ。特に新興国は、先進国に比べ経済が未だ成長段階であるため、経済ファンダメンタルズ⁸が安定していない。また、資本移動もより多く行われていることから、経済危機が起こりやすい状況にあると言える。経済危機は金融グローバル化による極めて大きな弊害であり、詳細は第2章で述べることにする。

さらに金融グローバル化は、各国の経済市場のつながりの深化によって、経済危機が伝播する範囲を拡大させ、そのスピードを加速させた。例えば、後述するアジア通貨危機やグローバル金融危機においても、その危機が一瞬にして世界中に伝播したのは、金融グローバル化が原因である。

アジア通貨危機では、ロシア危機やブラジル危機といった新たな危機をもたらした。ロシア危機は、アジア通貨危機による輸出製品の価格低下の影響を受け、ロシア経済が停滞したために発生した。また、ブラジル危機はロシア危機を受けてのものであり、市場が大幅な経常赤字や財政赤字を抱えるブラジルに対して不安を覚え、ブラジルから資本を引き揚げたのだった。東アジアとロシアは地理的に比較的近いが、ロシアとブラジルは地球のほぼ裏側であることから分かるように、金融グローバル化によって、危機の影響が物理的な距離に関係なく伝播するという状況になったのである。

また、グローバル金融危機では、アメリカ一国でのサブプライムローン問題が、欧米さらには新興国まで世界を巻き込む事態となった。これは、金融グローバル化が進展したことにより金融商品が複雑化し、さらにその商品が世界中の人々の手に渡っていたためである。このように、金融グローバル化によって、経済危機の影響が拡大するという弊害ももたらしたのだ。

以上のように、金融グローバル化は、新興国に恩恵を与えながらも、経済危

⁸ 一国の財政収支、インフレ率、経済成長率、失業率など経済状況を表す指標。

機発生リスクを高め、さらにその危機の影響を伝播させるという弊害をもたらした。今後、金融グローバル化はさらに進んでいくであろう。そのため、先進国及び新興国は、金融グローバル化による恩恵を受けつつ、弊害である経済危機及びその伝播を最小限に抑えていく必要がある。続く第2章では、金融グローバル化の弊害である経済危機のうち、アジア通貨危機とグローバル金融危機を取り上げ、提案のための考察を行う。

第 2 章 主要な歴史的経済危機

現在までに、世界中で多くの経済危機が発生している。経済危機と一口に言っても、各々の危機が全く同じ性質ということではなく、危機の発生原因や過程によって主に以下の 3 つに分類される。

- 5 1 つ目は銀行危機である。銀行危機は、金融機関（主に銀行）の経営破綻・倒産による連鎖破綻や信用収縮によって引き起こされる。大手の金融機関が破綻すれば、当該機関と取引関係を持つ他の金融機関や企業も連鎖破綻する。このような形で一気に危機が波及していく。2008 年、米国大手投資銀行リーマン・ブラザーズの破綻によるリーマン・ショックがその典型例である。リーマン・ショックについては、本章第 2 節で詳しく述べる。

- 10 2 つ目は債務危機（財政危機）である。債務危機は、文字通り政府の財政赤字が、税収を大幅に上回り累積することで引き起こされる。過剰な財政赤字は、先進国であっても市場に不安をもたらし、その不安から国債価格は暴落し、長期金利が上昇する。政府はその債務を返済するために、民間金融機関への国債
15 の売り付けや、紙幣の増刷などで資金不足を補おうとする。これが金融機関の経営悪化やインフレの加速につながる。政府の信用不安は深刻な不況を呼ぶのである。

- 20 3 つ目は通貨危機である。通貨危機は、通貨の急激な下落によって引き起こされる経済危機である。通貨や株式が急激に下落した際には、自国通貨が売られるため、外貨は流出してしまう。そうすると、外貨準備が不足する状況になり、金融機関や企業、国家において外貨建ての負債を大量に保有していた場合、それらが返済できなくなってしまう。通貨危機については、本章第 1 節のアジア通貨危機で説明する。

- 25 以上のような経済危機が発端となり、その規模がさらに拡大することで、経済システム全体に負荷がかかるような大規模な経済危機になることを金融危機と呼ぶ。

- 30 本章では数ある経済危機の中でも、アジア通貨危機とグローバル金融危機について考察する。アジア通貨危機は、本稿の目的である通貨危機への対策提言に際し、通貨危機の発生メカニズムと原因を探るために取り上げる。グローバル金融危機は、実体を伴わない過剰な投資が引き起こすバブルの、発生から崩

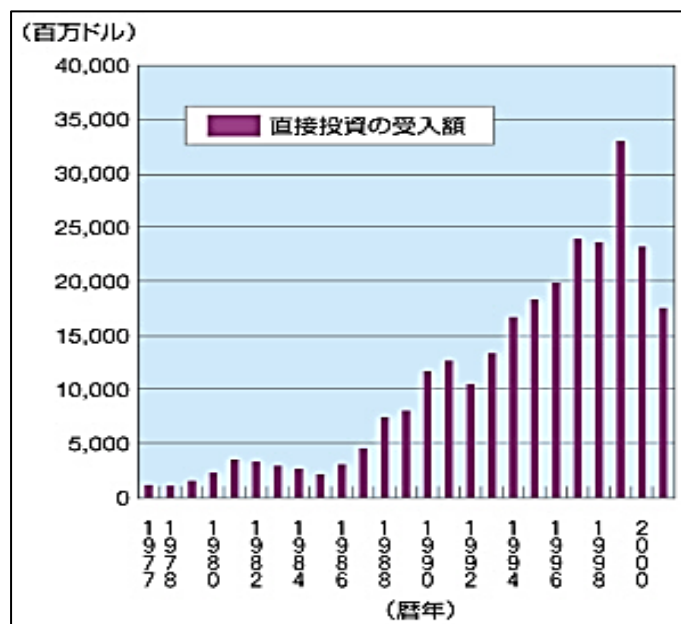
壊までのメカニズムを重点的に説明するために取り上げる。また、一国の経済危機が他国へ伝播する事例として考察する。

第1節 アジア通貨危機

- 5 アジア通貨危機は、それまで「東アジアの奇跡」⁹や「世界の成長センター」と呼ばれたアジアの新興国の急速な経済成長が一瞬にして崩壊し、アジア各国に連鎖した大規模な通貨危機が発生するという、世界に強い衝撃を与えた経済危機である。
- 10 「奇跡」と呼ばれたアジア地域の経済成長は、1985年のプラザ合意によってドル安に、また日米において低金利となったことで、国際過剰資本が一斉に東アジアに向けられたことから始まった。対外直接投資を受けて工業化が進み、その結果生産された工業製品は自国外へ輸出された。この工業化による輸出強化から、外貨を獲得し、さらに高い経済成長を達成した。このような外貨導入とそれに伴う輸出志向型が、当時のアジアの経済成長モデルである。
- 15 東アジアの驚異的な経済成長と、それに対応する海外からの巨額の投資は止まることがなかった（図表5）。当該諸国は、直接投資の積極的受け入れと同時に、金融の自由化も進めており、このことが資本流入を助長していた。また、当時東アジア諸国は自国の為替レートを安定させるために、ドルペッグ制を採用した。この固定相場制を維持するために自国の経済政策を行うことができなかった。また、為替レートが固定されることへの安心感も相まって、東アジア諸国は景気の過熱に手は打たなかった。
- 20

⁹ 1993年に発表された世界銀行のレポートで評された。

図表 5 東アジアの資本流入の推移（直接投資の受入額）



（出典）『ODA 白書 2004 年版』（外務省政府開発援助 ODA、2004 年、第 I 部第 2 節）

5

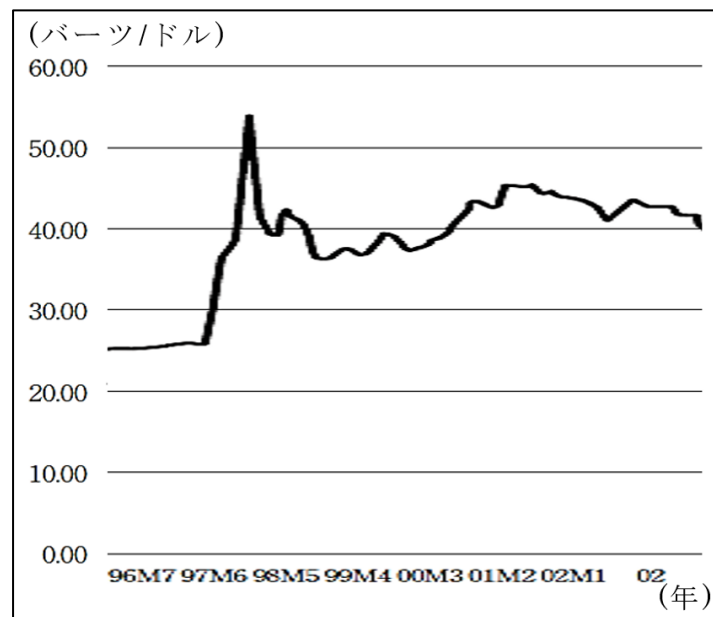
上記のような状況の中で、東アジアの経済成長がこのまま順調に持続することはないと考えていたのが、ジョージ・ソロス率いるヘッジ・ファンドであった。彼らは投機のタイミングを計っており、アメリカの金融引き締め政策によって割高感が顕著になっていたタイの通貨であるバーツをターゲットとした。タイは成長率も 1996 年頃から低下傾向にあり、貿易収支も赤字に転じていたのである。タイ・バーツは 1996 年に周期的に投機を受けていたが、1997 年に上記のヘッジ・ファンドの突然のバーツ売りで、為替レートに深刻な下落圧力が掛かったのだ（図表 6）。こうして、アジア通貨危機は始まった。

10

15

この事態に際し、タイの中央銀行は巨額のドル売り介入で対応したが、外貨準備は枯渇した。そして同年 7 月 2 日、タイの政府はバーツの変動相場制への移行を発表し、バーツは大幅切り下げを余儀なくされた。

図表 6 対米ドルのタイ・バーツ為替レートの推移



(出典)『バブル/デフレ期の日本経済と経済政策 第2巻 日本経済の記録
—金融危機、デフレと回復過程—』(内閣府経済社会総合研究所、2011年、
5 p.45) より筆者一部編集

タイでの危機は東アジア諸国へ飛び火した。東アジア地域の新興国はどの
国も同じような経済構造であり、同じようなメカニズムで経済成長を維持し
ていたため、一国が危機に陥れば、当然同地域の他国にも同じ事態が発生す
10 るのではないかと疑われたのである。このようにして、タイからマレーシア、
そしてインドネシア、その次にはフィリピン、シンガポール、香港、中国、
韓国にまで危機は伝播した。

IMFによる内政干渉を拒否したマレーシア¹⁰以外は、IMFによる融資を受
けて、事態は一応の収束を見せた。IMFから支援を受けた大多数の国では、
15 危機の脱出はしたものの、IMFの要求するコンディショナリティー¹¹の厳し
さによって景気の悪化などを残した。

¹⁰ マレーシアはIMFによる支援を受けずに、固定相場制の採用や為替取引規制といった独自の政策で対応したが、回復の要因はその政策効果ではなく、他の周辺国の経済回復などの外部要因が大きいとされている。

¹¹ IMFが融資など支援をする代わりに要求する政策など。経常黒字、財政黒字、金融機関健全化、緊縮財政、規制緩和などが要求された。

危機に陥った東アジアの新興国の大きな特徴は、①固定相場制（ドルペッグ制）を採用していたこと¹²と、②通貨と期間におけるダブル・ミスマッチが存在していたことの2点である。

5 ①の固定相場制は為替レート of 安定をもたらすため、世界経済において相対的に自国通貨が弱い場合や、自国経済が不安定な場合には効果的な通貨制度である。実際に東アジアの新興国は、このドルペッグ制によって自国通貨を安定化させることで、多額の資本流入を可能にし、奇跡的な経済成長を支えていたのである。しかし先述のように、固定相場制を維持するためには、金利政策を始めとする自国独自の経済・財政政策が限定されるため、危機発生などの事態に十分な対応ができなくなる。また、固定相場制の下では、通貨の流入が貨幣供給の増大を通してバブルやインフレを起こすメカニズムが見え難くなるため、政策実行者の判断を混乱させることもある。

10 ②のダブル・ミスマッチとは、ドル建ての短期資本を、現地（自国）通貨の長期投資に充てていた点で、「通貨」と「期間」の2つが一致していないことである。この構造では、必要な時に必要な通貨が手元にない場合には債務不履行が発生し、通貨下落時には対外債務の負担が増加するリスクがある。東アジアの新興国が受けた膨大な直接投資は短期資本で構成されていた。今回の経済成長は、まさにこのダブル・ミスマッチの構造で作りに上げられていたのである。

20 この他にも、アジア通貨危機の原因については今日までに数多くの研究がなされ、様々な見解が存在しているが、自国の金融市場の整備が不十分な状態で、不安定な外国資本に頼り過ぎたことが主因であると言える。

25 このアジア通貨危機の反省から、2000年にタイのチェンマイにおいてチェンマイ・イニシアチブ（以下、CMI）が立ち上げられた。ASEAN+3（日中韓）における多国籍機関、相互金融支援制度である。CMIの設立当初の目的は2つある。1つ目は、域内経済と金融情勢のサーベイランス（相互監視）制度を発足させ、通貨投機 of リスクを抑制することであり、2つ目は、危機

¹² ドルペッグの固定相場制を採っていたのは、タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン、香港。事実上ドルにリンクする為替制度となっていたのは、シンガポール。中国は管理通貨制度であったが、変動幅の小さいもので、ドルに頼る形となっていたことには変わりない。

発生時の備えとして、2 国間ベースの政府と中央銀行間スワップ¹³網（以下、BSA）を域内全域で構築することである。

この CMI に基づいて構築された BSA の規模は、2009 年に 800 億ドルに達した。CMI から融資を受ける際には、同時に IMF とも融資プログラムを締結しなければならないが、BSA 枠の 20%は無条件に融資を受けることが可能とされた（IMF とのデリンク枠）。また、2010 年には CMI 支援の一層の迅速化と効率化を目指して、CMI のマルチ化（以下、CMIM）が構築された。それまで BSA を締結するには相手国と 1 対 1 で交渉を行っていたが、CMIM においては、1 つの契約の下で取り決めるを行うことができるようになった。さらに、2014 年には CMIM の強化が行われ、資金規模は 2,400 億ドルに拡大した。また、BSA 枠の IMF とのデリンク部分は、20%から 30%に引き上げられた。CMIM は「アジア版の IMF」と言われることもあり、地域規模での経済協力として注目されていたが、実際に使われた実績はなく、その有効性は確立されていない。

また、2003 年には、ASEAN+3 の会議において、アジア債券市場イニシアチブ（以下、ABMI）が合意された。ABMI は、アジアの貯蓄をアジアの投資に回すために、効率的で流動性の高い債券市場の育成を目指すことを目的として構築された。そして ABMI によって、アジアの債券市場が、2003 年から 2014 年にかけて 1.3 兆ドルから 8.2 兆ドルに拡大した。中でも社債市場は、同じ期間内で 4,651 億ドルから 3.3 兆ドルにまで拡大した。世界の債券市場と比較しても、東アジアの債券市場の拡大スピードはより速いと言える¹⁴。また、次節で詳しく述べるリーマン・ショック後に、景気刺激策として必要な国債を円滑に発行することに成功した。以上のような実績から、有効的な地域間経済協力だと言えるだろう。

¹³ 自国通貨と必要とする通貨との、一時的な貸借。外貨準備を使って短期的な外貨資金を融通し合う。

¹⁴ 「アジア債券市場の整備状況」 国際通貨研究所 2015 年 3 月

第 2 節 グローバル金融危機

5 グローバル金融危機は、2007 年のサブプライムローン問題を発端とする米国での金融危機から始まった。まずは、サブプライムローン問題を引き起こした米国の住宅バブルがどのように発生したのか、その背景から時系列に沿って説明していく。その後、1 国の経済危機がどのような経路を辿って他国に影響を与えるかを述べる。

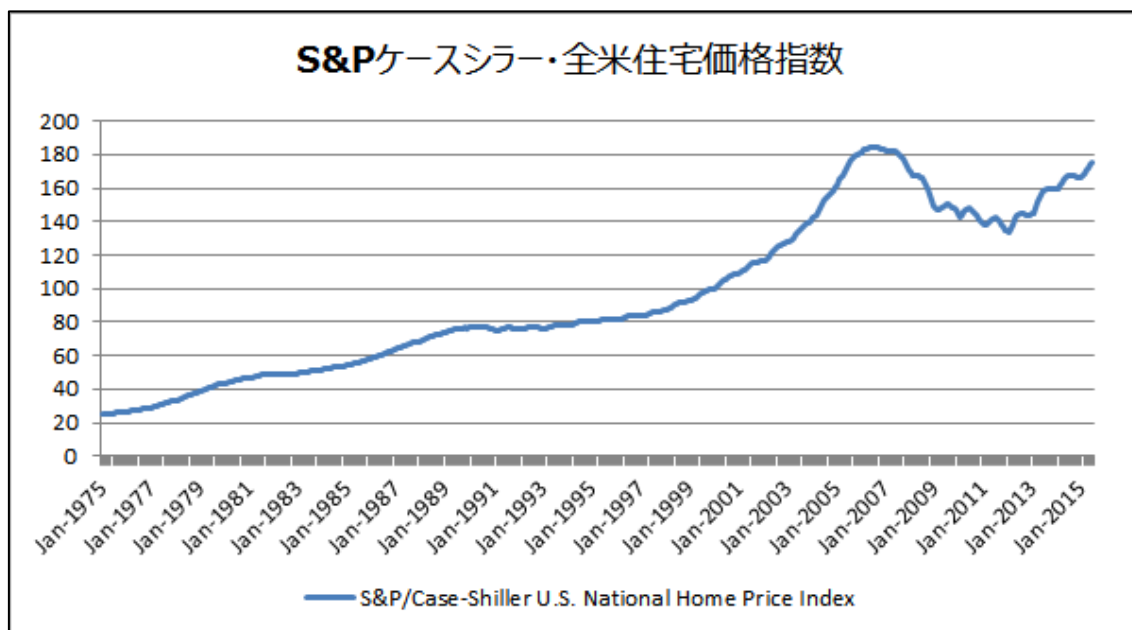
米国の住宅バブルを作り上げた発端は、IT バブル崩壊によって行き場を失くした資本の次の狙い目が、米国の住宅市場となったことである。

10 1990 年代末期に、急速に発展したインターネットビジネスへの過剰な期待から、米国を中心として IT バブルが起こった。しかし、IT バブルは「根拠なき熱狂」と評されるように、IT 市場への、実体をともなわない過剰な期待が過剰な投資を生んでいたため、過剰な債務が作り上げられ、その後崩壊した。こうして流出した資本が、次に集中したのが米国の住宅市場であった。

15 米国では、クリントンからブッシュに政権が移り、IT バブル崩壊による景気後退への対応策が講じられていた。個人消費や住宅投資を積極化させることで、経済回復を目指していたのである。その中で人種差別を受けていたマイノリティへの持ち家奨励策が行われた。持ち家率には所得や人種による格差が存在していたため、手数料補助や公的保証の要件緩和などによって、マイノリティ層の住宅購入を促したのである。持ち家奨励策を始めとする政策
20 によって、米国では住宅ブームが訪れていたため、IT の次の投資先として注目されたのである。図表 7 は、米国の不動産価格の推移を表す、最も標準的な指標¹⁵である。

¹⁵ 全米の一戸建て住宅価格の再販価格の変化を測った指数。

図表 7 米国の住宅価格の推移



(出典) 海外投資データバンク HP より (2016 年 10 月 28 日アクセス)

- 5 この住宅ブームを背景に、サブプライムローン問題が発生した。サブプライムローンとは、優良客であるプライム層以下の、返済能力の低い客であるサブプライム層へ貸し付けられるローンのことである。また、プライムローンよりはるかに高金利であるサブプライムローンの金利は、主に、最初の 2
- 10 年間のみ低めに設定され、その後引き上げられていく。ローン貸付けの条件や審査が緩いため購入は簡単だが、その分返済時の金利が高くなっていたのである。本来ならばローンの返済を見込めないため、ローンを組むことができず、住宅の購入ができないような人々にも、サブプライムローンによって住宅の購入が可能となっていた。また、このサブプライムローン問題は、このサブプライムローンそのものに加えて、サブプライムローンを元に証券化
- 15 (モーゲージ証券) し、さらにそれを他の金融商品に組み合わせて住宅ローン担保証券として再証券化された複雑な金融商品の問題もはらんでいた。繰り返して証券化されることでリスクの所在が曖昧となり、加えて、返済不可能の恐れがある債務の実際の残高も分からなくなっていた。このように、リスクが極めて高くなっていたのである。さらに、サブプライムローンに関連付けられた金融商品は、世界各国の人の手に渡っており、サブプライムローン
- 20

そのものよりも大規模な問題となった。

急激な不動産価格の高騰に対して、FRB¹⁶は 2004～2006 年まで、段階的な金融引き締め政策を行った。これによって、2006 年の中頃には不動産価格は減少し、ついにバブルは崩壊した。欧米の中央銀行はこれに対して、大量の短期資金を注入することで市場の安定化を図った。この策は効果的だと思われた。しかし、米国の大手投資銀行であるリーマン・ブラザーズが破綻し、グローバル金融危機に発展してしまったのである。リーマン・ブラザーズはモーゲージ担保債権を商品化する事業においてトップであり、2006 年時点で総額 500 億ドルの CDO¹⁷を保有していた。米国政府は、ベア・スターンズを合併によって救済支援し、また政府支援金融機関であるファニー・メイやフレディ・マックを国有化によって救済していた。しかし、リーマン・ブラザーズに対しては同じように救済することは出来ず、リーマン・ブラザーズはそのまま破綻した。このようにして、深刻な金融危機に陥っていったのである。

このリーマン・ブラザーズの破綻を発端とするリーマン・ショックに対して、米国政府は様々な策を講じた。しかし、元来存在する米国の世界経済への影響力に加えて、サブプライムローンに関連付けられた金融商品は既に世界各国へと広がっており、欧米以外にも影響が及ぶことは避けられなかった。アジアの新興国は、アジア通貨危機の反省から経済ファンダメンタルズを強化していたこと、さらに、当時デカップリング論¹⁸がもてはやされていたことから、ダメージは少ないだろうと考えられていた。しかし、規模の大小はあるが、グローバル金融危機は新興国に確実にダメージを与えていた。

このような一国の経済危機は、①国際資本フローと、②国際貿易取引の 2 つの面で新興国に影響を与える。①の国際資本フローでは、一国の経済危機によって不安を煽られた市場が安定性や流動性を求める。それらが比較的低いとされる新興国からは、一気に資本が引き揚げられる。このリスク回避行動によって、資本を引き揚げられた国の通貨や株価は一気に下落してしまう

¹⁶ 連邦準備銀行。米国の中央銀行。

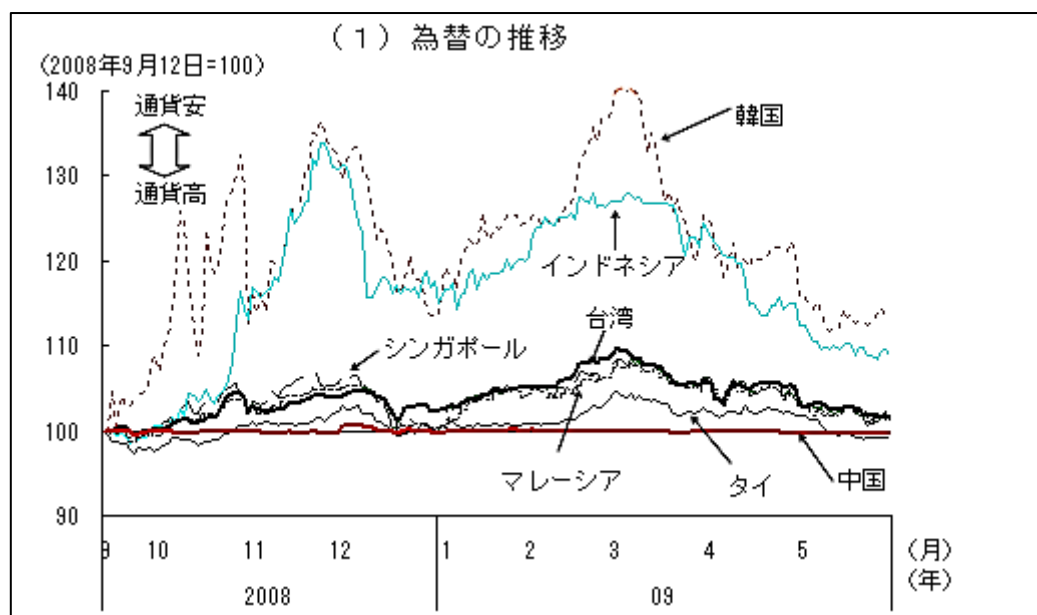
¹⁷ 債券担保商品。

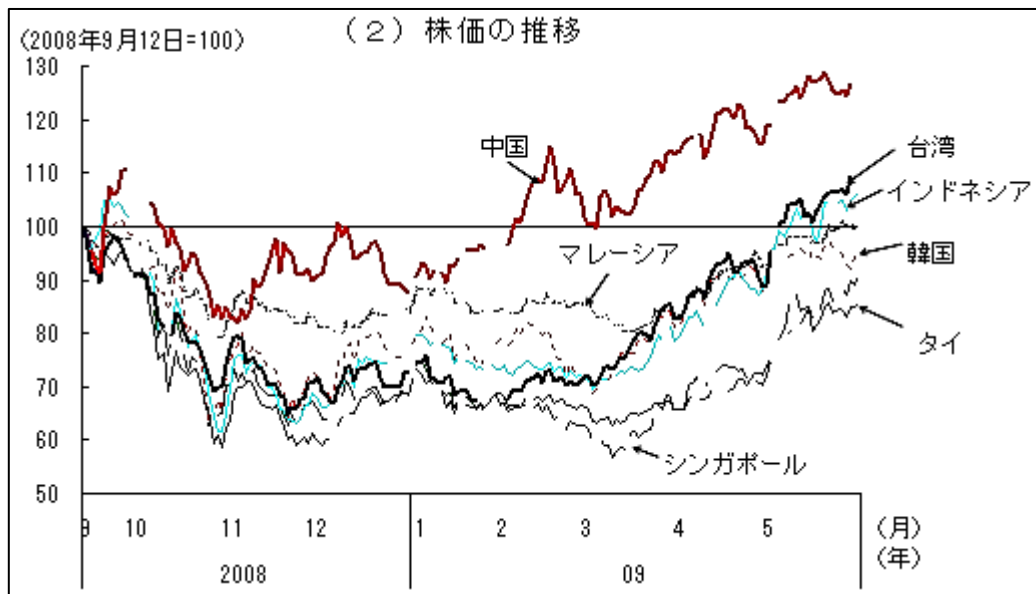
¹⁸ アメリカ経済が縮小しても、世界経済の拡大は減速しないという説。

のである。②の国際貿易取引では、ある一国が、経済危機や景気の悪化によって輸出入を縮小させることで、その国と貿易取引関係を持つ国は自動的に損失を被る。

アジアの新興国では、金融面への直接的な損失は小さかった。当時のアジアの新興国は、アジア通貨危機によって民間金融機関への信用が低下したために、政府部門への与信や国債発行が増大し、これによって金融面は安定した成長を見せていた。そのため、リーマン・ショックから新たな経済危機に発展することはなかった。しかし、米国の住宅バブル崩壊による欧米金融機関のリスク回避行動から資本が流出し、中には通貨価値や株価の大きな下落を経験することになった国も存在した（図表 8）。

図表 8 金融危機以降の為替と株価の動向





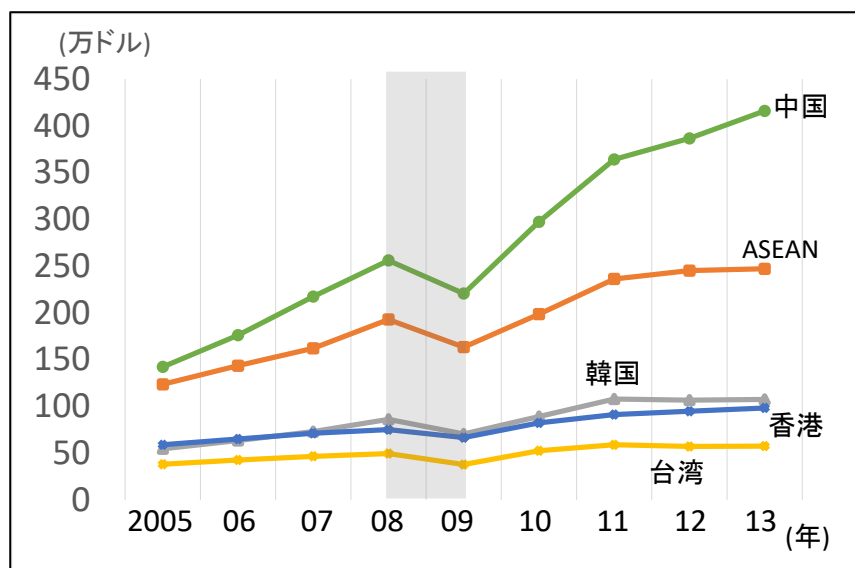
(出典)『世界金融・経済危機の現況 ―世界経済の潮流 2009年 I―』(内閣府政策統括官室、2009年)

5 結果的には、通貨や株価の下落は一時的なものに止まった(図表8)。これは先に述べた通り、アジア通貨危機の反省によって各国経済の基盤が安定していたことが主な理由だと言える。それに加えて、各国の政策対応も効果的であったと考えられる。

10 一方、金融面と対照的に、貿易面での被害は大きなものであった。また、アジアの新興国ではアジア通貨危機によって減少した投資に代わって、貿易によって経済成長を支えていた。つまり、貿易に頼る構図となり、この危機から受ける影響も比例して大きくなったのである。図表9の通り、グローバル金融危機による2008年から2009年にかけての輸出入総額の落ち込みは過去最低水準のものであった。しかし2009年の早い時期から既に回復していた。

15

図表 9 アジア諸国輸出入総額の推移



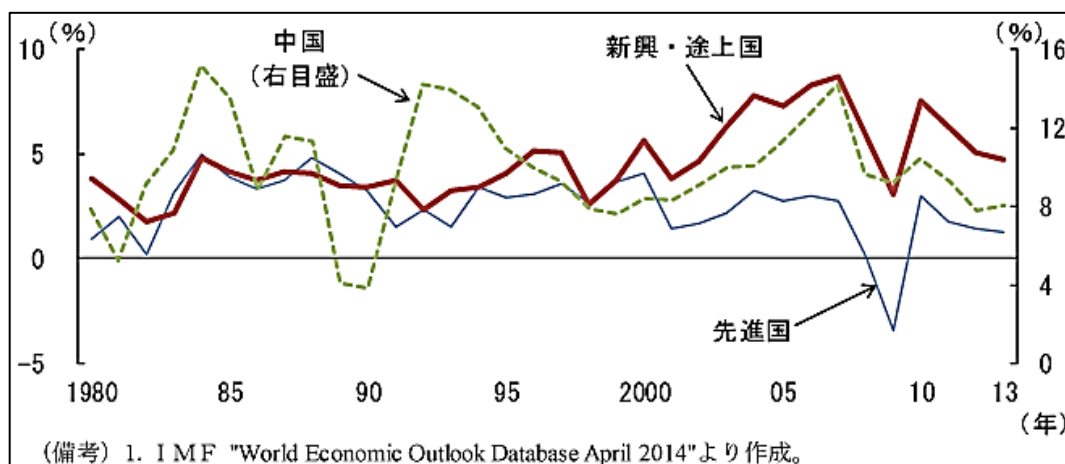
(出典) 日本貿易振興機構 (JETRO) HP より筆者作成 (2016 年 10 月 28 日アクセス)

5

アジアの新興国は、主に経済安定化策と金融抑圧によってグローバル金融危機へ対応した。その具体的な内容や回復スピードは様々であるが、新たな経済危機発生を回避したという点で、功を奏したと言える。図表 10 の経済成長率を見ても、グローバル金融危機後は V 字回復を見せている。

10

図表 10 世界の実質経済成長率



(出典)『世界経済の潮流 2014 I「新興国経済のリスクと可能性」』(内閣府、2015 年)

- 対応策は一時的に効果を発揮したが、副作用ももたらした。例として、新興国の中でもトップクラスの影響力を持つ中国を取り上げる。中国政府は、危機に際して迅速な対応を行った。財政・金融政策、産業支援策、消費支援策、資産市場対策などの危機対応政策を総動員したのである。本来、中国政府が採るべき対応は、中国国内の所得・資産格差などの国内不均衡の解消によって、対外不均衡是正を目指すものであった。しかし、実際に採られた政策は経済成長の維持を最優先するものであり、国内不均衡を助長してしまったのである¹⁹。
- 第 1 節のアジア通貨危機からは、「東アジアの奇跡」からどのようにアジア通貨危機に転じたのかを読み取ることができた。第 2 節のグローバル金融危機からは、主にサブプライムローン問題で、バブルの発生と崩壊について、また、一国の危機が他国へどのように伝播したのか考察することができた。これをもとに、第 4 章で通貨危機対策の提言を行うが、その前に新興国の現在の問題点と IMF の課題点を第 3 章で説明する。

¹⁹ 「グローバル金融危機と途上国経済の政策対応」国宗浩三 アジア経済研究所 2013 年 1 月

第 3 章 新興国経済の問題点と IMF の課題点

金融グローバル化の進展や過去に経験した経済危機の影響によって、絶えず進化してきた新興国経済も、先進国と比較すれば未だに問題点は存在する。また、経済危機発生時に新興国に対応を行ってきた機関である IMF にもその対応の仕方について課題がある。本章では、第 1 節で危機に陥りやすい新興国の一般的な特徴と問題点を取り上げる。そして第 2 節では、新興国の中でも、先進国に引けを取らない経済大国となった国として、中国の現状とその問題点を考察していく。また第 3 節では、IMF の危機対応時の役割について述べる。

10 第 1 節 危機に陥りやすい新興国の特徴と問題点

第 1 章で述べた通り、新興国は、先進国に対して受動的な立場であった。近年では着実な経済成長を見せてきており、その構図も変化しているものの、先進国と比較すれば、依然として、盤石な経済体制を築けているとは言えないだろう。もちろんすべての新興国に合致するわけではないが、経済危機に陥りやすい一般的な新興国の経済ファンダメンタルズの特徴として、高い経済成長率、高いインフレ率、激しい資本の流出、経常収支赤字の 4 つが挙げられる。

第 1 項 高い経済成長率

20 新興国の特徴として頻繁に取り上げられるのが、その凄まじい経済成長である。第 2 章で述べた「東アジアの奇跡」を始め、過去には新興国の驚異的な経済成長が数多く存在する。高い経済成長を維持していた国こそ、経済危機に陥る傾向にあったのである。近年では世界経済全体の落ち込みから、そのスピードは減速傾向にある。しかし、先進国をはるかに上回る経済成長を維持している（図表 10）。

25 経済成長率の高さはその国の経済の魅力となり、先進国を始めとする他国からの注目を集める。そして貿易や投資の対象として選ばれることで好況を生むが、同時にインフレなどを引き起こす場合もある。また、魅力的な投資先となることは、資本が流入することを意味する。あまりにも膨大な資本が流入すれば、何らかのきっかけで資本が引き揚げられた場合に深

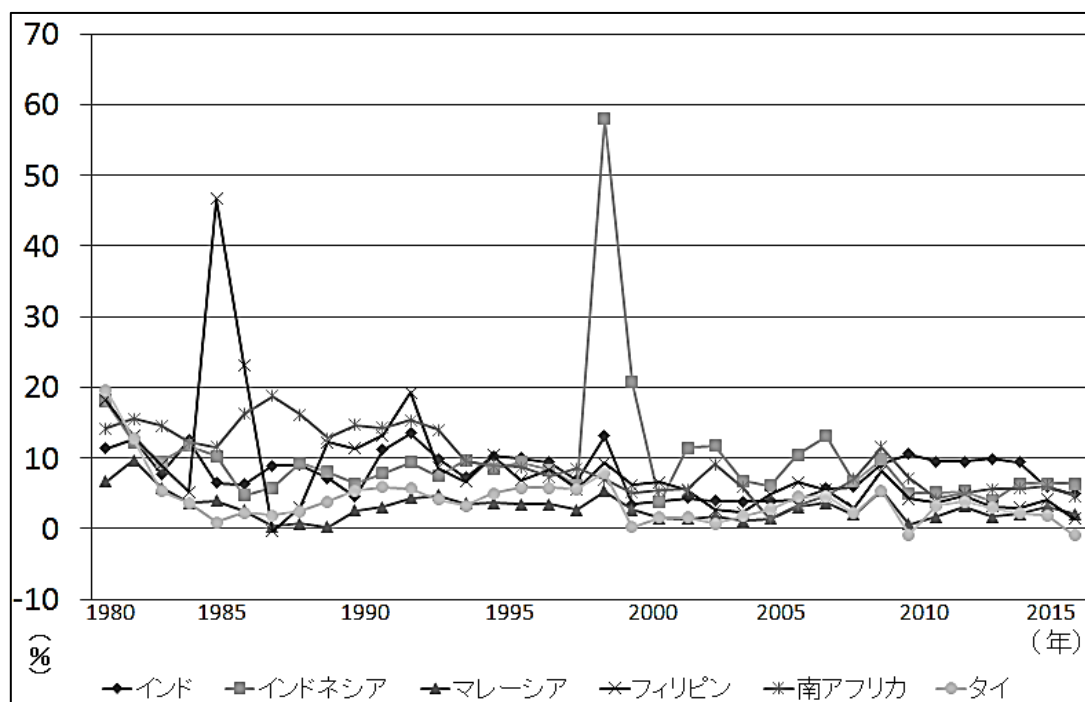
刻な経済危機に陥る可能性が高くなる。このように、経済成長率が高いこと自体は問題ではないが、それによる影響が問題視されるのである。また、急激な経済成長ほどその終わりを感ぜさせるため、市場の不安を煽りやすい。実際に、第2章で述べた東アジア新興国は見事な経済成長をみせていたが、一転して危機に陥ってしまった。

第2項 高いインフレ率

経済危機に陥りやすい新興国の大きな特徴として、インフレ率が高いことが挙げられる。

行き過ぎたインフレは、本来の通貨価値との乖離を意味し、その国の通貨が不安定な状態にある。そのため、金融引き締めなどによって抑制しなければならない。インフレは好況などの積極的なイメージを持たれるが、過度な場合、自国の通貨価値の下落や、国内経済の混乱をもたらすなどのマイナス面も持つ。

図表 11 主な新興国のインフレ率

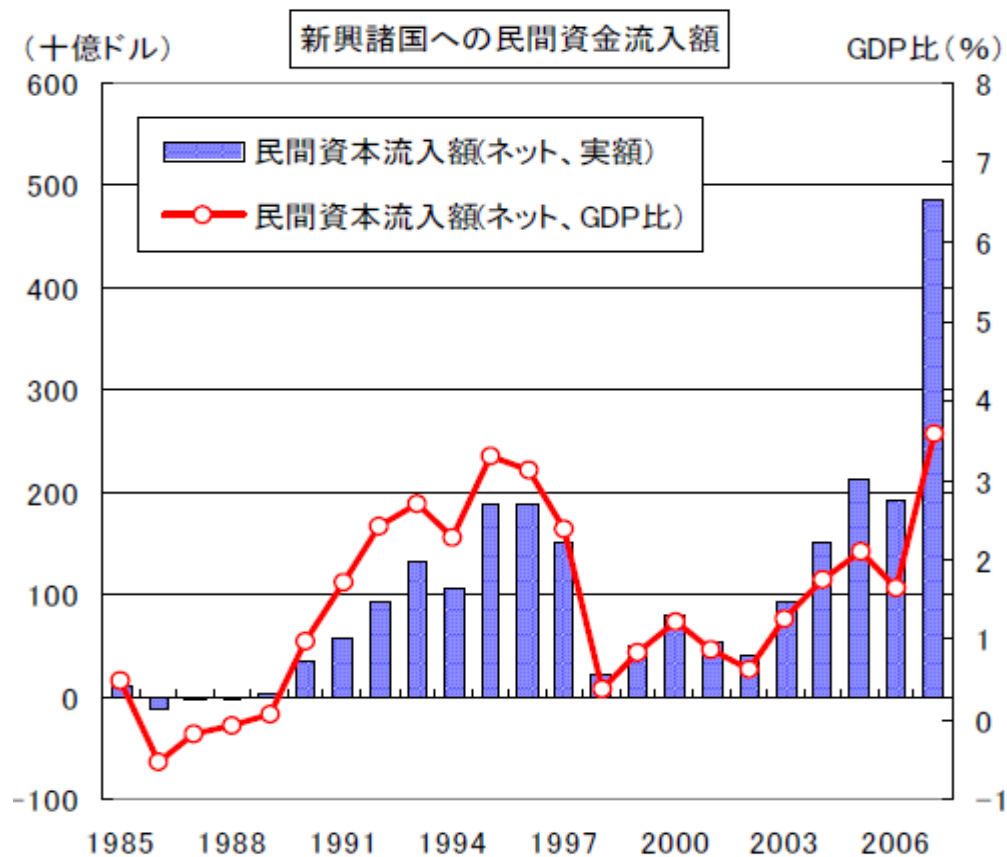


(出典) IMF より筆者作成 (2016 年 10 月 28 日アクセス)

第3項 激しい資本の流出入

先進国と比較して、新興国の資本の流出入は激しい傾向にある。経済の不安定さから、資本移動が頻繁に行われてしまう。また新興国は、上記のようにその経済成長などから投資先としてみなされることが多い。そのため、期待されれば膨大な資本が流入するが、投機活動や先行き不安などをきっかけとして資本の引き揚げが起これば、流入した分の資本が一気に流出する。この動きの影響で経済危機に陥る可能性は十分にある。第2章で説明したアジア通貨危機は、まさにこの状態であった。「東アジアの奇跡」として注目されたアジア諸国に流れた莫大な資本が、ヘッジ・ファンドの投機をきっかけとして、一気に引き揚げられたことで通貨危機を引き起こしたのである。

図表 12 新興諸国への資金流入



(出典)『ストラテジストの眼 2007年11月号 「IMFの示唆する新興国経済のリスク」』(三菱UFJ信託銀行、2007年、p.2)

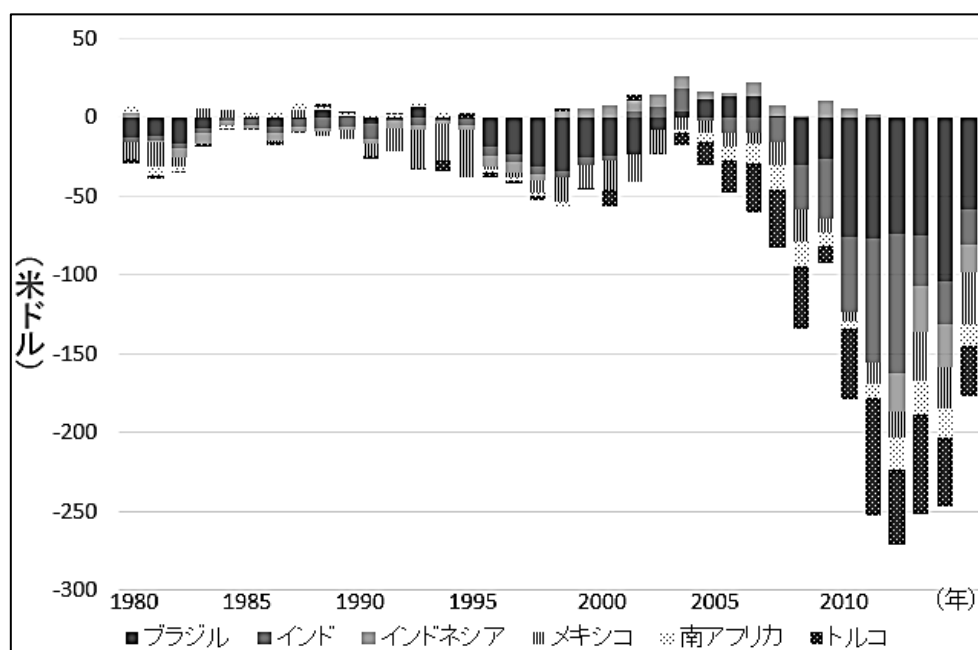
第4項 経常収支赤字

経常収支は、主に輸入額が輸出額を上回ることによって赤字になる。輸入が輸出を上回っている場合、他国に支払う外貨が獲得できる外貨を上回ること

を意味するため、経常収支の赤字化は外貨準備の不足につながる。外貨準備は、貿易の際の決済や市場介入などの様々な場面で使われる。外貨準備の不足により為替介入の実施や対外債務の返済が困難となることが要因とな

って、経済危機に陥ることもある。特に外貨準備が不足し為替介入を行うことが不可能である場合、その国の通貨が投機の標的となり、通貨下落が発生する可能性が高くなる。つまり、経常収支の赤字による外貨準備不足を防ぐ必要があるのだ。経常収支の赤字は、それを解消するだけの資本収支の黒字があれば問題はない。しかし、資本の流出入が比較的激しい新興国では、十分な安定した資本の流入は期待できない。そのため、財政からの支出などによって賄おうとするが、これによって対外債務を増加させてしまう。経常収支の赤字化は、他の分野への悪影響をもたらす上に、経済危機に陥るリスクを高めるのである。

図表 13 主な新興国の経常収支の推移



(出典) IMF より筆者作成 (2016 年 10 月 28 日アクセス)

以上のような特徴は、それぞれ経済危機につながるリスクをはらんでおり、この特徴自体が問題点でもある。そして、この特徴以外にも、ドルペッグ制を採用していなくても米国の影響を受けやすいことや、市場自体が小さく操作しやすいことから、ヘッジ・ファンドに狙われやすいなどの問題点も存在する。ヘッジ・ファンドに対しては、グローバル金融危機後に制定されたドット・フランク法を始めとして、規制が行われてきた。しかしそれは間接的なもので、今日までに、ヘッジ・ファンドの行動自体を規制する直接的な法律などは存在しない。ヘッジ・ファンドの規模は以前よりも拡大しており、経済危機を引き起こすきっかけとならないように、現状よりも規制を強化する必要がある。

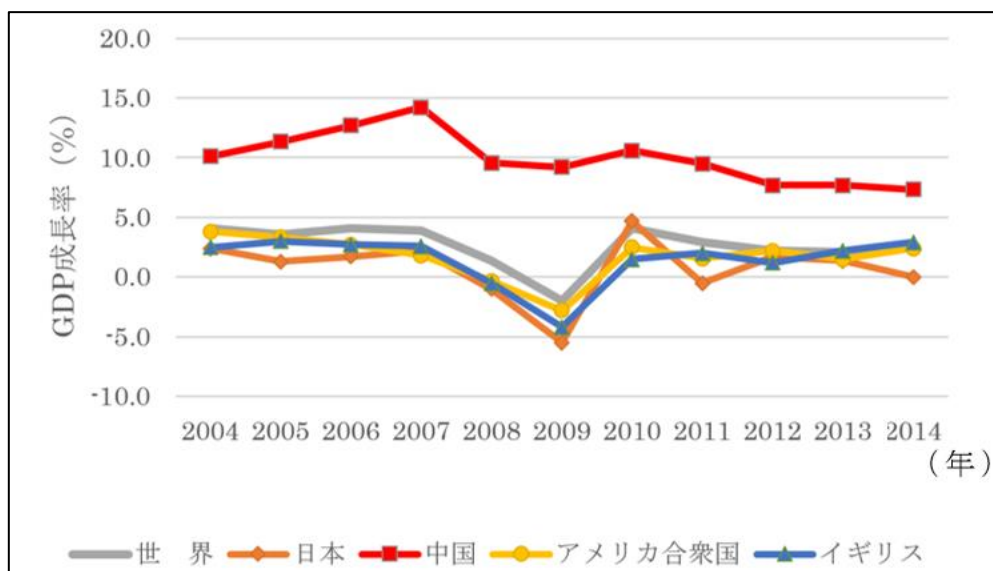
以上のように、一般的な新興国は、以前よりも経済基盤は安定してきているものの、未だにこのような問題点を抱えているのが現状である。

第 2 節 中国の現状と問題点

新興国の中には、前節で述べたような特徴を持つ国の他にも様々な国が存在する。とりわけ中国は今日の世界経済における存在感が非常に大きい。中国は 1970 年代の改革政策路線への移行以降、急速な経済成長を遂げている。

- 5 図表 14 のように、2008 年のグローバル金融危機以降の世界的な不況の中でも 10% 近い成長を続けている。

図表 14 各国の GDP 成長率

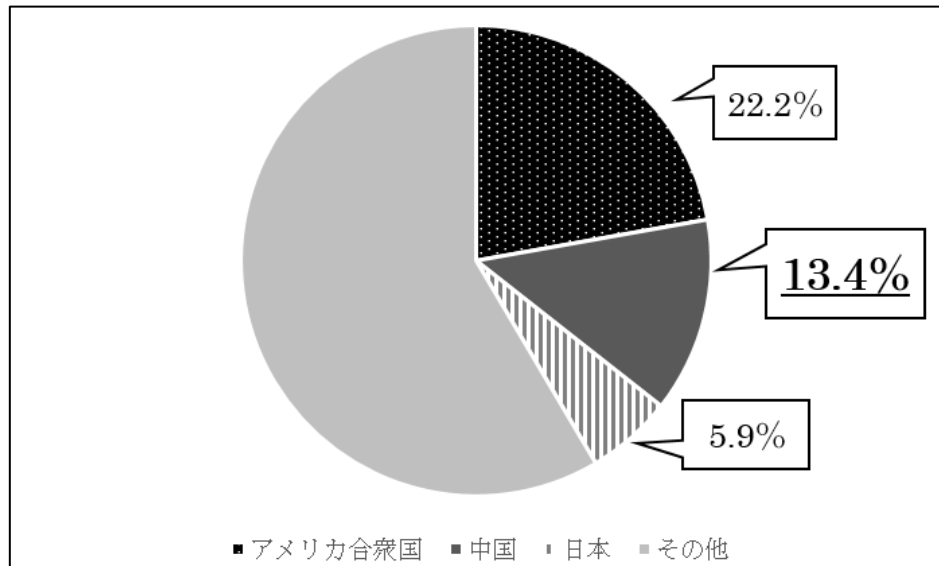


- 10 (出典) 総務省 HP より筆者作成 (2016 年 10 月 28 日アクセス)

また、2010 年には名目 GDP で日本を抜いて世界第 2 位の経済規模になり話題となったことは記憶に新しい。そして世界全体の名目 GDP のうち中国の占める割合は 13.4% となっており、3 位以下の国を大きく引き離すほどの

- 15 経済規模であることがわかる(図表 15)。

図表 15 世界の名目 GDP 構成比(2014 年)



(出典) 総務省 HP より筆者作成 (2016 年 10 月 28 日アクセス)

5

また中国は、アジア域内の他の新興国とのつながりも密接である。図表 16 を見ると、アジア新興国から中国への輸出の割合が高い。また中国から他のアジアへの輸出の割合も高い。このことから、中国経済の状況によって他の新興国の経済状況も大きく左右されるということがわかる。

10

図表 16 アジア新興国の輸出先シェア

	中国	アジア(除く中国)	米国	E U	日本
中国		34.4	16.9	16.2	6.6
韓国	25	23.7	12	9.4	5.7
台湾	26.2	37.4	11.1	9.2	6.3
インドネシア	10	41	9.3	9.6	13.1
マレーシア	11.9	43.5	8.3	9.4	10.8
フィリピン	13.3	31.5	14.1	11	22.9
タイ	11.3	32.2	10.4	10	9.5
ベトナム	12	21.7	19.4	18.5	9.8
インド	4.1	15.7	13.3	16.2	1.9

(出典) 三菱東京 UFJ 銀行経済調査室 HP より筆者作成 (2016 年 10 月 28 日アクセス)

15

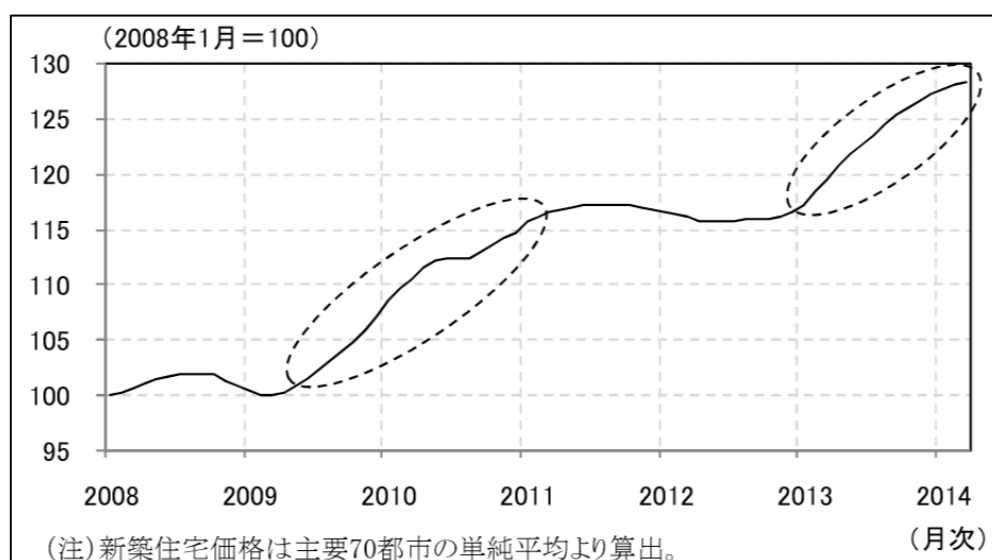
このように、アジア経済のみならず世界経済のエンジンとしての役割を担

っている中国だが、その急激な成長と共に、経済を大きな混乱に陥れる問題も生み出した。本節では、中国が抱える問題とそれらが原因となって発生し得る事態について述べる。

現在、中国で発生している問題として、不動産価格の高騰が挙げられる。

- 5 図表 17 で見て取れるように、不動産価格は上昇傾向を見せており、この不動産価格の急激な上昇から、中国において不動産バブルが発生していると言える。

図表 17 中国主要 70 都市の新築住宅価格

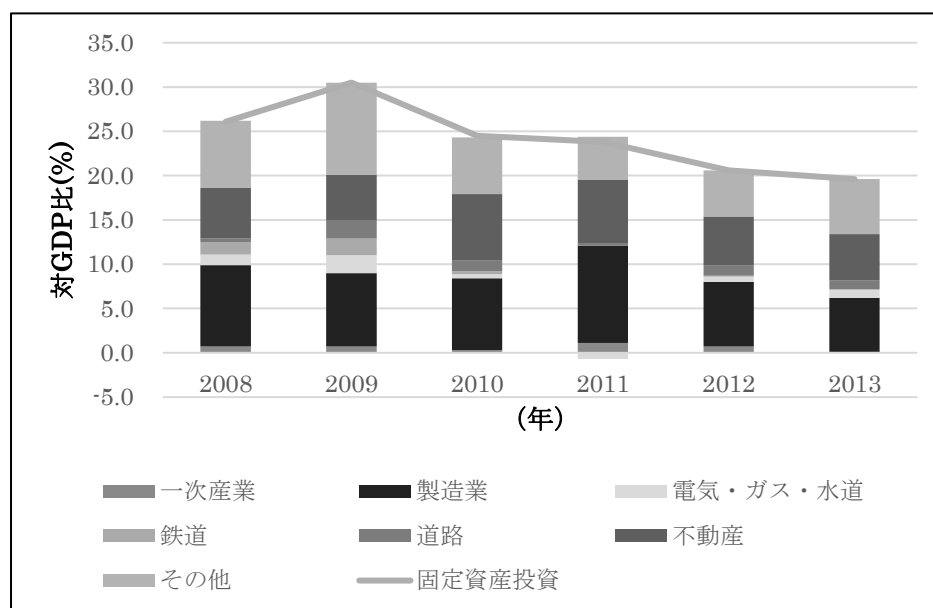


10

(出典)『家計所得・債務からみた中国住宅価格』(三井住友信託銀行、2014年、p.1)

- 15 中国は、GDP のうち 20~25%を固定資産への投資で支えている。さらに固定資産への投資のうち 3 分の 1 ほどが不動産への投資である (図表 18)。これらのことから不動産バブルが崩壊した場合、不良債権問題が多発するだけでなく、中国経済の大きな後退が予想できる。

図表 18 中国の固定資産投資の構成比



(出典)『通商白書 2014』より筆者作成

5 中国の不動産バブルは、2008 年のグローバル金融危機に伴う不況に対する中国政府の政策によって形成された。中国政府は成長鈍化の対応策として 4 兆元規模の景気刺激策と金融緩和、銀行貸出の緩和を行った。また、政府は 2007 年頃から低迷していた不動産市場に対しても、住宅ローンの金利引き下
10 の政策は、低迷していた不動産取引を急増させ、不動産市場の活況へつながった。

不動産市場の活況に伴い、不動産価格も同時に上昇していった。中国政府はこの不動産価格の高騰に対して、「新国 8 条」²⁰や購入制限令²¹を発動するなど、不動産価格の抑制を試みた。また、不動産バブルを始めとした景気の
15 過熱を抑制するために金利の引き上げや貸出総量規制といった金融引き締めを行った。

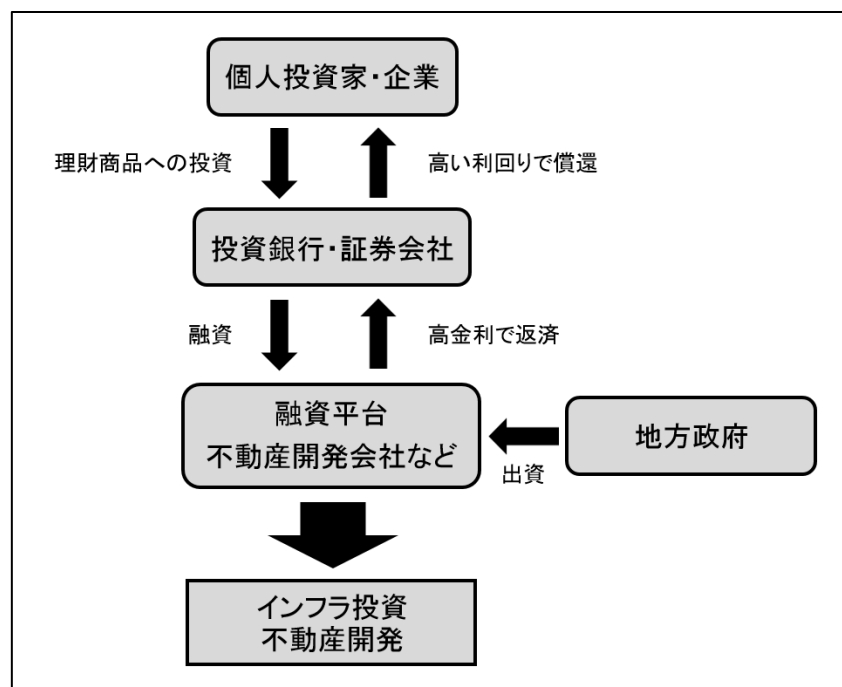
以上のような金融引き締めにより、銀行から融資を受けるのが難しい状況が発生した。つまり、正規ルートでの資金の確保が難しくなったのである。

²⁰ 2 軒目の住宅購入の場合には、住宅購入時の頭金を引き上げるとした通知。

²¹ 北京など大都市で発動された。3 軒目の住宅購入は不可能であるとされた。

ここで登場したのがシャドーバンキングである。これは銀行を経由しない不透明な投融資のことである。シャドーバンキングによる資金調達の流れは以下のようにになっている（図表 19）。投資銀行や証券会社が理財商品²²という人民元建ての商品を個人資本家に販売し、資金を調達する。そこで集まった多額の資金を地方政府傘下の融資平台²³や不動産関連会社、中小企業へと融資する。その後、融資を受けた企業が高金利で投資銀行や証券会社に返済する。そして最後に個人投資家に償還されるのである。

図表 19 シャドーバンキングの仕組み



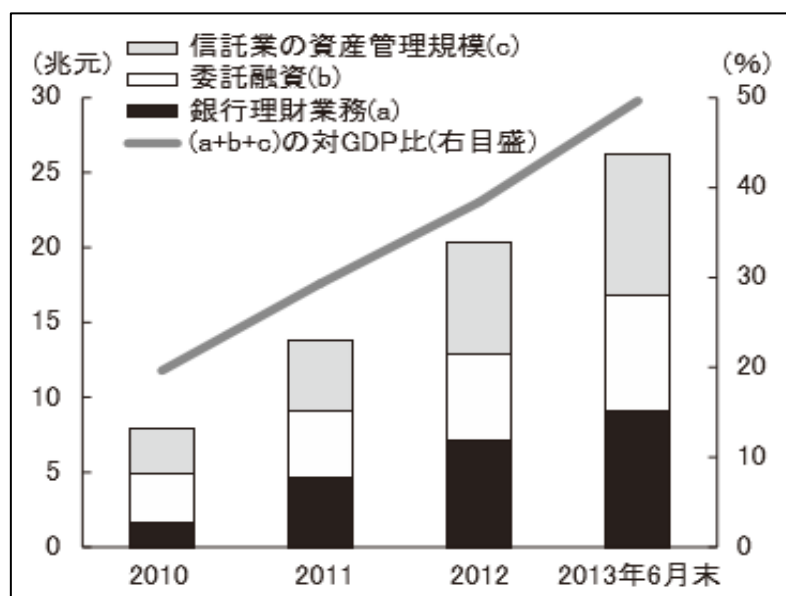
（出典）朝日新聞デジタル（2013年8月2日）より筆者作成

シャドーバンキングの規模は2010年から拡大し、2013年6月末時点で25.4兆元規模となっている。その中でも理财商品の増加率は大きく、9.1兆元ものの規模になっている（図表 20）。

²² シャドーバンキングでは理财商品の他に、委託商品、信託商品がある。理财商品の利回りは平均8%。

²³ 地方政府が公共事業実施を目的として財政資金や土地などを出資して設立した法人。

図表 20 シャドーバンキングの規模



(出典)『中国のシャドーバンキング～そのリスクと政府対応力をどうみるか～』(湯本健治・関辰一、日本総研、2014年、p.15)

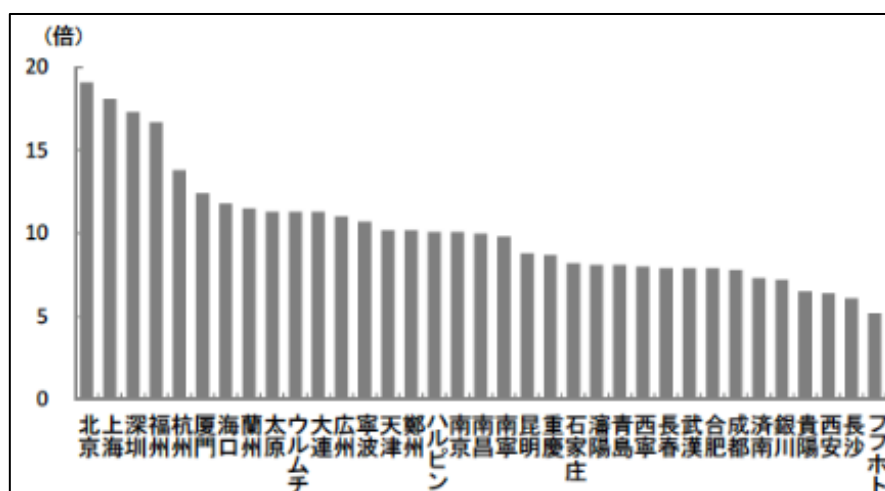
5

このようにシャドーバンキングは不動産投融资の資金調達の1つの手段として選ばれ、その規模を着実に大きくしている。そのため、シャドーバンキングや理財商品が不動産価格に大きな影響を及ぼしているといっても過言ではないだろう。2010年の融資規制や購入制限といった対応により、不動産価格は減少傾向にあったが、その後の規制緩和や理財商品の影響によって2013年には再び増加傾向へと転じた。不動産価格を世帯所得と比較したところ、不動産価格が实体经济と大きくかけ離れていることがわかる(図表21)。都市部だけでなく、地方においても5倍程の差が生まれていることから、中国全土で不動産バブルが発生していると言える。

10

15

図表 21 中国の主要都市における住宅価格／世帯所得比（2013 年）



（出典）独立行政法人経済産業研究所 HP より（2016 年 10 月 28 日アクセス）

5

このまま不動産価格の高騰が続き、不動産バブルが崩壊した場合、2 つの事態が想定される。1 つ目は、中国経済全体への打撃である。不動産バブルの崩壊により、不動産価格は大幅に下落する。これにより、シャドーバンキングを通じて資金を高金利で調達していた融資平台や不動産関連会社は、返済できなくなることが予想される。そのため、シャドーバンキングに資金が返済されず、個人投資家たちに資金が償還されない事態も想定できる。このような事態に陥った場合、個人投資家の間で、理財商品を始めとする金融商品は売りが強くなる。中国の金融市場において圧倒的な存在感を誇る個人投資家²⁴が投資を引き揚げた場合、20～25%を投資が占める中国の GDP に大きな損害をもたらすだろう。このような事態が生じた場合、中国からの資本流出が発生する可能性がある。図表 22 を見ると、2015 年の第 3 四半期に証券投資が流出に転じていることがわかる。これは同年 6 月と 8 月に上海市場が大きく下落したことが要因であると考えられる。

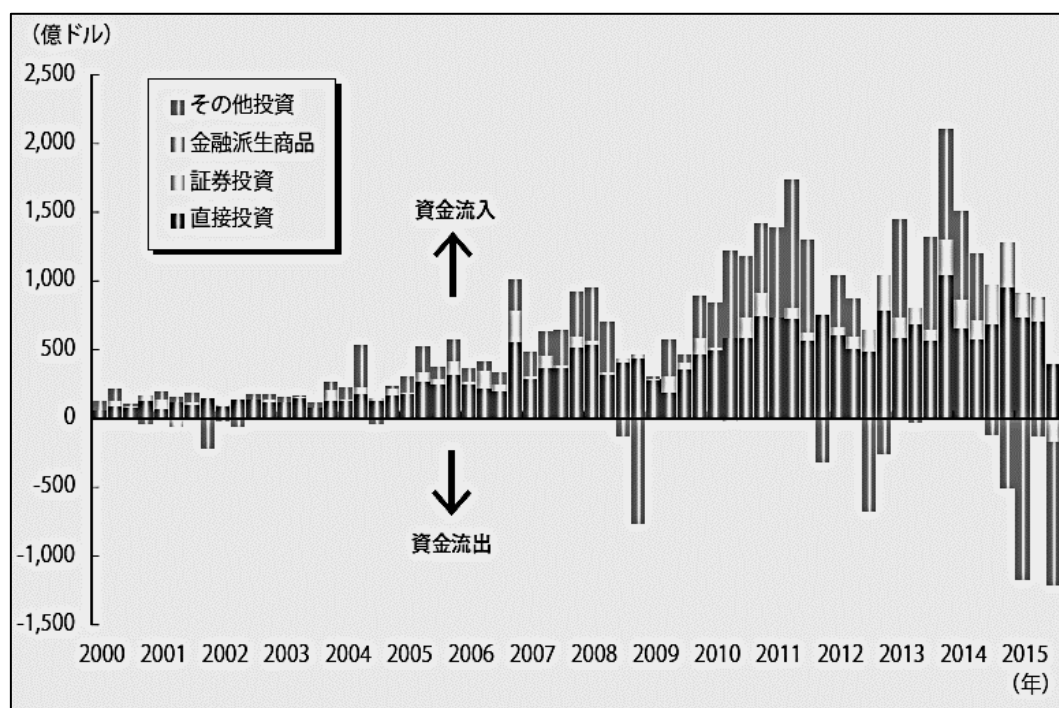
10

15

20

²⁴ A 株(人民元建て株式)口座の開設数の個人投資家の割合は全体の 98.11%（「中国証券当局による個人投資家離れ対策」、資本市場研究会、2012、p.35）

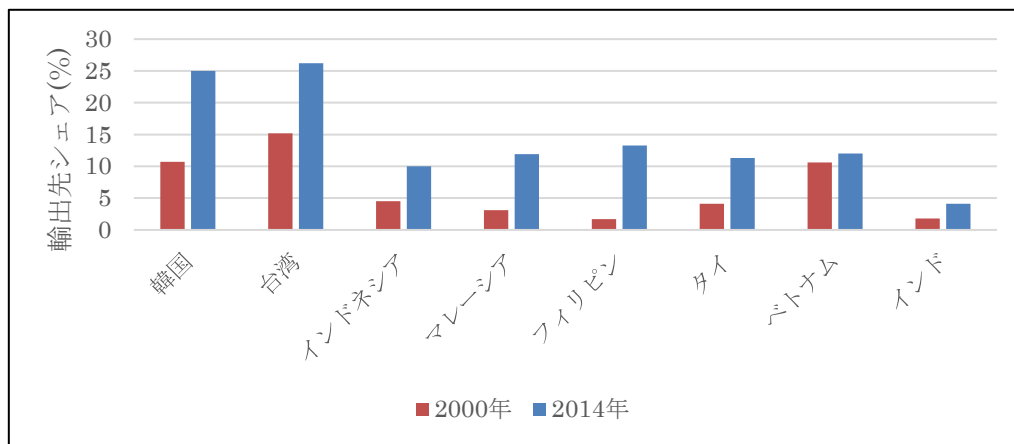
図表 22 中国における海外資本流出入



(出典)『新興国における資金流出入の現状』(大和総研、2016 年、p.4)

- 5 これを踏まえると不動産バブル崩壊によって 2015 年以上の資本流出が発生する可能性があると言える。大規模な資本流出が発生した場合、中国経済の混乱はより一層拡大するだろう。
- 2 つ目は、中国における不動産バブル崩壊に伴う景気後退による、近隣の新興国への悪影響である。先述したように、中国とアジア新興国では貿易で
- 10 のつながりが非常に大きい。そのため、中国経済が混乱に陥った場合、アジア新興国の貿易収支に大きく負の影響を及ぼすことが予想される。2008 年のグローバル金融危機に伴う世界的な不況の際にも、アジア新興国の輸出は減少し、経済成長率の伸び率も減少した。中国経済が混乱に陥った場合には、
- 15 アジア新興国経済が受ける打撃は 2008 年以上のものとなるだろう。なぜなら、図表 23 にあるようにアジア新興国が中国への輸出依存を高めているからである。

図表 23 アジア新興国の対中国の輸出シェアの推移



(出典) 三菱東京 UFJ 銀行経済調査室 HP より筆者作成 (2016 年 10 月 28 日アクセス)

5

中国経済が混乱に陥り、アジア新興国経済が後退した場合、資本の引き揚げが発生する懸念もある。そのため、中国経済の安定がアジア新興国の貿易と資本移動の面から重要であると言える。

10 以上のように、中国の不動産バブル崩壊は、中国における経済混乱と近隣アジア新興国への甚大な被害を生むことが想定される。

第 3 節 危機対応における IMF の課題点

IMF は、経済危機に陥った国に対して、主に融資を行って支援をする。IMF が融資を行う代わりに、融資を受ける国は IMF からコンディショナリティーを要求される。IMF は、融資を返済させることができるように、その国の経済を立て直さなければならない。融資とは本来無償で行われるものではなく、IMF の場合においてもそれは同じである。しかし、このコンディショナリティーが適切なものなのかが疑問視され、IMF は批判を受けるようになった。批判を受け始めたのは、アジア通貨危機発生後のことである。第 2 章で述べたように、マレーシア以外の国は IMF の支援によって経済を立て直した。しかし、その時に要求されたコンディショナリティーは厳しいものであり、一時的に危機は収束したが、その後の経済は悪化してしまった。そのコンディショナリティーには、財政と金融の引き締め、そして為替レート政策による

マクロ経済政策の他に、構造改革が含まれていた。構造改革には、金融機関の整理や強化を始めとする金融セクターの抜本的改革の他に、公的セクターの効率化や民営化、行政改革までもが挙げられた。韓国に対しては、貿易自由化や資本取引自由化、企業構造・ガバナンス改善、労働市場改革など網羅的な項目も含まれていた。緊縮政策と金融セクター改革を同時に追求したのである。

以上のような急速な緊縮政策によって、景気の悪化や市場の混乱が引き起こされた。また、構造改革に至っては内政に関わるものであり、IMFが手を出すべき領域ではないとの意見もあった。このような結果になってしまったために、IMFに対して、特にコンディショナリティーについて多くの批判がされるようになった。

IMFの望ましい対応は、危機への適切な対応のための専門的な助言と、必要最低限の金融支援であり、その国の経済構造の改革にまで踏み込むべきではないだろう。アジア通貨危機の対応時には、その国の経済を立て直すためとはいえ、政策が性急なものとなっていた。そのため、狙っていた効果を得ることができず、逆に悪影響を与えてしまったと考えられる。また、経済構造の改革は、本来政治など一国の内部で進めることが望ましく、そうすることで、よりその国に合った改革が実現できるだろう。IMFは定期的なサーベイランスを始めとして、世界経済の安定化のための様々な業務を行っているが、危機発生の予防と対応の双方において、適切な範囲の中で、適当な手段によって各国への支援をする必要がある。

また、IMFの議決権は各国の出資比率の大きさに比例するため、先進国の発言力が強い。そのため、IMF内での新興国の立場は弱いと言える。このように、IMFは経済危機の発生しやすい新興国よりも先進国の利害に重きが置かれやすい。そのため、新興国にとってより利用しやすく中立的な機関が必要だろう。

第 4 章 提案

本章では、前章の問題点に対して、通貨危機発生の予防策と対応策を提案する。ここでは、問題点を考察した第 3 章のように、新興国全般に対しての提言と、新興国の中でもとりわけ影響力の大きい国である中国に対して、そして

5 CMIM への提言をそれぞれ行う。

第 1 節 関税の引き上げ

第 3 章で取り上げた新興国の経常収支赤字を改善するために、関税の引き上げを提案する。関税の引き上げを行うことで、輸入額を減少させ、経常収支を健全化することが期待できる。

まず、関税を引き上げる品目と増税率は新興国自身が設定する。ただし、税率については 20~30% 程度²⁵となるように引き上げる。これを WTO に申請し、WTO がその妥当性を審査して適用させる。危機国に対して、経常収支の悪化時、つまり関税の引き上げのタイミングは WTO が決定することになる。また、この関税引き上げの効果によって、経常収支の改善が見られた場合には関税を元の水準まで引き下げる。この引き下げのタイミングも、WTO が決定する。この提案は、経済危機に陥る可能性のある危機国に対して、その危機を回避するための一時的な関税の引き上げとする。また、この関税の引き上げ、引き下げの決定時に、IMF からデータの提供をとした協力を仰ぐ。これによって IMF のサーベイランスによる、国や地域の経済状況の情報や分析が活用されるため、より適切な判断を下すことが出来る。

関税の設定はその一国だけの問題ではなく、他の国にも大きな影響を及ぼす。例としては産油国など、国によっては世界経済全体を混乱させることも考えられる。そのため、WTO に関税引き上げのタイミングやその内容等の最終的な決定権を持たせることで、関税引き上げを望む国だけに有利に働くことを避け、客観的な判断が可能となる。また、一国の判断ではなく、WTO によって決定されるため、他国からの批判を抑えて協力を得られることが期待できる。ただし、最終決定は WTO によるが、関税引き上げの申請はそれぞれの国に任されているため、本来は危機的状況ではないにも関わらず、自

²⁵ 一般的に、輸入制限と同等の効果が得られると言われている。

国の利益のために申請をする国が出てくることは大いに考えられる。そのため、経常収支の対 GDP 比が－3%²⁶を慢性的に割っている場合、危機国と見なして申請を受け付けるなど、申請の基準も設ける。これによって、申請の乱発を防ぐことができる。

- 5 現在、EU などの経済協定や、FTA を始めとする貿易協定などの加盟によって、自国だけの判断で関税を操作することができない新興国が多くなっている。しかし、経済危機の発生頻度とその伝播のスピードは年々増しており、経済協定や貿易協定の規制によって身動きが取れなくなっていれば、それだけリスクも高まる。また、同じ協定の加盟国にとっても、経済危機に陥る危機のある国がそれを避けられることは望ましいだろう。以上のような理由から、この提案は、危機国が加盟している協定の規制に関係なく、WTO の決定によって発動されるものとする。経常収支の健全化に対する策として、関税の引き上げは直接的な効果があるため、以前から利用されてきた。そのため、導入への抵抗は少ないと考えられるが、関税を引き上げた国への批判はある程度存在するだろう。しかし、危機に陥らないための予防策として、あくまでも一時的なものであるため、一般的な関税の引き上げ時よりは多くの協力を得ることができると予想される。
- 10
- 15

第 2 節 中国における固定資産税の拡大

- 20 本節では中国における固定資産税を拡大する提案を行う。第 3 章で述べた通り、中国では不動産バブルが発生しており、深刻な問題となっている。世界経済への影響が大きい中国で通貨危機が起きる事態を回避する必要がある。そこで固定資産税の拡大によって不動産バブルを緩やかに収束させていき、そこから発生しうる危機の予防となる提案を行う。
- 25 まずは今現在における中国の不動産税制を見ていく。現在では契税や営業税の部分的緩和や、増値税の課税対象拡大などの変更点があるものの、概ね以下のようになっている（図表 24）。複雑で種類が多く、所有、取得、譲渡な

²⁶ 「新興国不安の現実化リスク」（みずほ総合研究所、2015 年 12 月 2 日）の中で、経常収支赤字の対 GDP 比が 3%を超えた場合を、リスクのある状態であるとしている。

どほぼ全ての段階で税がかけられていることが分かる。

図表 24 中国不動産税制

税制	税名	税率	納付回数、方法など
所有税制	家屋税(房産税)	家屋:1.2% 賃貸収入:12%	年2回
	都市土地使用税	面積当たりに差別定額税率 6~30元/m ²	年度分割
取得税制	土地譲渡金	競売の後公示	一回払い
	費用徴収	土地徴用管理費、引っ越し費等	地域別
	耕地占用税	定額税率5~50元/m ²	一回課税
譲渡税制	土地増値税	付加価値額に 30~60%の超過累進税率	期限内
	企業所得税	基本税率25% 小規模企業税率20%	年度分割
	個人所得税	譲渡取得に20%	毎月
	営業税	営業額に5%	営業税の納税法に準じる
	印紙税	譲渡金額に0.05% 賃貸金額に0.1%	指定書類に貼付、消印
	契税	取引価格の3~5%	期限内
	都市維持建設税	都市区分により差別税率 (7%、5%、3%、1%)	増値税または消費税、営業税と同時
	教育費附加	増値税、消費税、営業税を 課税ベースとして3%	増値税または消費税、営業税と同時
	公共維持修理基金	購入価額に2%	市国土資源局の指定口座に振込

5

※2012年1月現在

(出典)『中国におけるバブル抑制のための不動産税制改革について』(島根県立大学、楊華・張忠任、2012年)より筆者作成

10

これらの税制の中で固定資産税に当たるのが房産税である。房産税は建物の保有を対象とする税であり、建物の課税標準残価または建物の賃料収入に応じて、所有者に対して課税される。房産税は企業や個人の営業用不動産には課税されていたが、個人所有の非営業用不動産については免税の扱いを受けている。事業用の税率は納税額=取得価格の80%×1.2%または賃貸収入の12%となっており、中国全土で導入されている。しかし近年では個人の

15

導入されている。現在の税率は上海市の場合、納税額=住宅の面積×購入単価×適用税率（原則 0.6%）×70%となっている。

5 これらを踏まえ、我々は、個人所有の非営業用不動産へ房産税を拡大することを提案する。具体的には、課税主体は地方政府とし、地方税として課税する。固定資産税はその税収が安定的であるため、欧米や日本を始めとする多くの国で地方税としての役割が大きい。地方税とすることで地方政府の財政改善に寄与するだろう。また、課税対象は土地と家屋の両方とする。現在では建物のみに課税されているが、土地にも課税することで過剰な投資を抑制する効果は増大する。税率は、中央政府が 0.2～1.0%と範囲を制限し、地方
10 政府が実際の税率を決定する。地方政府に決定させることによりそれぞれの地方の状況に柔軟に対応することが可能となる。地方政府が税率を決める際には、地価、財政状況、不動産取引額、不動産取引件数などの項目を考慮する。課税方式は従価税²⁷とし、不動産評価額の算出方法は市場価格ベースを用いる。つまり、市場の取引価格に応じてその都度税額が変わってくる
15 こととなる。現在では先述の通り面積や購入単価で決められているが、市場価格をベースとすることで、より経済の実体に見合った課税が可能となる。

バブルの過熱は様々な弊害を引き起こすが、一度に崩壊させてしまうと深刻な経済危機に陥る恐れがある。そこでこの提案によって、緩やかにバブルを収束させることを期待できる。リスクを抑えながら、バブル崩壊による通
20 貨危機の発生を食い止められるという点で、この提案は効果的だと言えるだろう。

図表 20 にあるように、現在の中国不動産税制は種類が多く複雑である。今回我々が提案した固定資産税の拡大を機に、現不動産税制の整理や統廃合も進めていくことが望ましい。

25 以上のように固定資産税を拡大することで、不動産バブルを抑制することが期待できる。また、それによって通貨危機発生リスクを軽減することができるのだ。

²⁷ 不動産の価格を課税標準として、この価格に対して一定の税率で課税させる課税方式。対義語に、不動産の面積や容積を課税標準として課税される従量税がある。従量税は従価税と比べて、土地の等級の違い等で不公平が生じやすい。

第 3 節 CMIM の IMF からの独立

最後に、我々は CMIM の IMF からの独立及び、アジアにおける中立的な国際機関を目指すことを提案する。これによって、迅速で効果的な融資が可能となるのだ。今後、経済危機発生リスクをはらむ中国ならびに新興国、また先進国においても危機発生時の対応策として、融資を受けやすく、また行いやすい環境であることは重要であると考ええる。

アジア通貨危機後の反省から設立された CMI は、20% の IMF とのデリンク枠が存在した。IMF との繋がりがあことは、IMF 融資を受けることを不名誉であると感じる国にとって障害であった。実際に、2008 年のグローバル金融危機の際に韓国やインドネシアは IMF だけでなく、CMI の支援すら利用しなかった。第 3 章で述べたように、アジア通貨危機後に IMF から融資を受ける際、厳しいコンディショナリティーを課せられていた両国にとって、IMF とリンクした CMI を利用することは、政治的に不可能だったからである。マルチ化後の CMIM においても、デリンク部分は 30% と拡大されたものの、やはり IMF とのリンクは継続する形であった。

そこで我々は、中国を始めとする新興国で危機に陥った際、各国は IMF のコンディショナリティーへの抵抗感から、自国の政治や経済的利益を優先して、IMF とリンクした CMIM を有効的に活用できないのではないかと考えた。さらに、IMF との繋がりがあことで、危機発生時、迅速な対応ができないことも懸念される。そこで、CMIM を段階的に IMF から独立させることを提案する。

具体的には、まず IMF とのリンク無しに発動できる融資額の割合を 3 年～5 年の間隔を空け、10% ずつ引き上げていく。引き上げる時期は、CMIM 全参加国の外貨準備が短期対外債務の 1.5 年以上を有する場合とする。これは、IMF が安定的な経済を維持するためには、短期対外債務の 1 年以上の外貨準備が必要であると設定していることを参考とした。そして、最終的には IMF から独立し、アジアにおいて中立的な国際機関として有効的に活用されることを目指すのである。

しかし、IMF から切り離していくことで、IMF サーベイランスやコンディ

ショナリティーが無くなることによるモラルハザードが懸念されるだろう。確かに、参加国はこれらの障害が無くなり、融資に制限がなく救済されると分かると、マクロ経済政策と金融規制の管理の面で無責任になる可能性が考えられる。また、これまで CMIM 参加国の日本と中国の仲裁の役割を果たしてきた IMF との繋がりが無くなることによる政治的問題もあるだろう。

しかし、その問題に対しては、ASEAN+3 マクロ経済リサーチオフィス(以下、AMRO)の強化によって解決する。AMRO は、CMIM の合意の際に設立されたサーベイランスを主な役割とするモニタリング機関である。2016 年 2 月に国際機関化され、現在も CMIM の運営の体制整備²⁸や組織強化²⁹などの改善が見られる。しかし未だ人手不足等の問題が存在し、十分に機能出来ていない。そのため、今後 AMRO に関しても組織や人材等に関して更なる強化を施し、より効果的な CMIM へのサーベイランスや支援を行うべきである。

このように、AMRO の監視の下、CMIM を IMF から独立した国際機関とすることで、より効果的に融資を活用することができるのである。これは危機の際、中国のみならず、先進国である日本にとっても効果的なものとなると考える。また、IMF から自立したアジア独自の機関が存在することは、危機のリスクが多く潜むアジアにおいて、今後大きな意味を持つだろう。

²⁸ CMIM テストランの実施、CMIM ガイドラインの精緻化、CMIM 危機予防機能の適格性指標の発展。

²⁹ 所長に加えて、チーフエコノミストポスト及び予算・人事等管理担当次長、戦略・CMIM 支援担当次長ポストを新設。

終章

金融グローバル化は止められるものではなく、現在も進展し続けている。これには、経済危機が発生するなどの弊害が存在するが、経済発展を始め、得られる恩恵もまた大きい。加速する金融グローバル化に対して、その弊害を最小限に抑えながら最大限の恩恵を受けることが、世界経済における課題である。そこで本稿では、弊害の 1 つである通貨危機発生の予防策と対応策を提案した。

まず、新興国全般に対して関税の引き上げを提案した。通貨危機に陥った多くの新興国の共通点として経常収支赤字が挙げられる。そのため我々は、関税の引き上げを行うことで輸入量を抑えることが可能となり、経常収支赤字を改善し経済危機に陥ることを防ぐことが出来ると考える。

次に中国に対して中国全土への固定資産税の拡大を提案した。中国の現行の固定資産税は営業用の不動産のみに課税されるもので、非営業用の不動産に対しては課税されない。現在、中国では個人向けの固定資産税は試験的な一部地域の導入に止まっている。我々が提案する中国全土の固定資産税の拡大は、土地や建物の投機的利用の抑制につながり、バブルが一気に崩壊するリスクを抑制する効果を期待できる。これを通貨危機の予防策として提案する。

最後に、CMIM の IMF からの独立を提案した。現状、CMIM で融資を受けるときには IMF の制限がはたらくため、十分に効果が発揮できていない。そこで、IMF とのデリンク部分拡大により、迅速で有効的な CMIM の融資が可能となる。これを通貨危機の対応策として提案する。また、最終的には IMF と切り離し、一多国籍機関として CMIM を独立させ、より効果的な機関にすることを期待する。

以上の提案により、新興国の通貨危機の予防と対応を行うことができると考える。今回の提言によって、金融グローバル化の弊害を抑えつつ、最大限の恩恵を享受できるようになり、それが世界経済のさらなる発展へとつながるだろう。

参考文献

本

- ・ 今井譲『アジアの通貨危機と金融市場』御茶の水書房 2003 年 10 月
- ・ カーメン・M・ラインハート、ケネス・S・ロゴフ『国家は破綻する——金融
- 5 危機の 800 年』日経 BP 社 2011 年 3 月
- ・ 国宗浩三『グローバル金融危機と途上国経済の政策対応』アジア経済研究所
2013 年 2 月
- ・ 佐藤隆文・平川均『通貨危機後のアジア経済と改革への展望——タイ・イン
ドネシア・韓国を中心に』日本図書センター 2003 年 8 月
- 10 ・ 高木信二『新しい国際通貨制度に向けて』N T T 出版 2013 年 3 月
- ・ 滝井光夫、福島光丘『アジア通貨危機——東アジアの動向と展望』日本貿易振
興会（ジェトロ） 1998 年 2 月
- ・ 鳥谷一生、松浦一悦『グローバル金融資本主義のゆくえ——現代社会を理解
する経済学入門——』ミネルヴァ書房 2013 年 4 月
- 15 ・ パトリック・ロビンソン、ローレンス・マクドナルド『金融大狂乱 リーマ
ン・ブラザーズはなぜ暴走したのか』徳間書店 2009 年 9 月
- ・ 藤田勉『グローバル金融規制入門——厳格化する世界のルールとその影響』
中央経済社 2015 年 3 月
- ・ 山口義行『バブル・リレー 21 世紀型世界恐慌をもたらしたもの』岩波書店
- 20 2011 年 12 月

論文・レポート

- ・「金融の国際化—その特徴と成長との関係—」 谷内満、早稲田大学、2012 年
- ・「国際通貨基金とは」 IMF、2007 年
- ・「新興国をめぐる成長パラダイムの転換—国際経済システムへのインパクト—」
5 大橋英夫、日本国際問題研究所、2011 年
- ・「グローバル化と国際化」 宮脇淳、PHP 政策研究レポート、2001 年
- ・「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—」 大田英明、立命館大学、2015 年
- ・「中国の国債市場について」 神宮健、野村財団、2008 年
- 10 ・「エマージング債券市場における調査研究」 年金シニアプラン総合研究所、2012 年
- ・「新興国に対する資本フローの拡大とアジアの対応」 清水聡、日本総研、2014 年
- ・「外国人投資家による中国銀行間債券市場への段階的な投資拡大に向けた提言」
15 陳道富、野村財団、2012 年
- ・「中国地方政府の債券発行枠組みが固まる」 佐野敦也、日本総研、2015 年
- ・「資本取引の自由化に向かう中国の課題」 清水聡、日本総研、2003 年
- ・「中国 WTO 加盟の意味」 津上俊哉、経済産業研究所、2002 年
- ・「拡大を続ける中国の対外直接投資—統計データが示す特徴と政府の取り組み—」 佐野淳也、環太平洋ビジネス情報、2013 年
- 20 ・「アジアインサイト—ドル化した国の外貨準備」 服部亮三、大和総研グループ、2013 年
- ・「原油安により高まる中南米債務危機の可能性、飛び火は欧州へ」 佐々木貴彦、みずほ銀行、2016 年
- 25 ・「中南米通貨安とデフォルトリスク」 西川珠子、みずほ総合研究所、2016 年
- ・「アルゼンチン、「デフォルト危機」の顛末」 ケネス・ロゴフ、東洋経済 online、2014 年
- ・「ブラジルの累積債務問題—ブラジル・モデル経済開発およびポプリズモとの関連—」 小林利郎、東銀リサーチ、2015 年
- 30 ・「1-1. アジア通貨危機による経済ダメージ」 高龍秀、甲南大学

- ・「新興国における資金流出入の現状」大和総研、2016 年
 - ・「中国の社債市場の現状と展望」国債通貨研究所、2014 年
 - ・「中国における不動産バブルの形成メカニズムー見える手によるバブル化ー」
宋涛、金沢星稜大学、2010 年
- 5 ・「中国におけるバブル抑制のための不動産税制改革について」楊華・張忠任、
2012 年
- ・「中国の不動産税制（入門編）」近藤公認会計士事務所、2014 年
 - ・「中国は地方財政の健全性を高められるか」佐野淳也、JRI、2015 年
 - ・「中国のシャドーバンキング～そのリスクと政府対応力をどう見るか」湯本健
- 10 治・関辰一、日本総研、2014 年
- ・「ストラテジストの眼 2007 年 11 月号 「IMF の示唆する新興国経済のリスク」」三菱 UFJ 信託銀行、2007 年