

平成 28 年度 証券ゼミナール大会

5

第 2 テーマ

「金融グローバル化のなかで
新興国が直面する問題」

10

C ブロック

立教大学 池田ゼミナール

15

目次

	はじめに	p 3
	第 1 章 金融グローバル化とはなにか	p 3
5	1-1 金融グローバル化の定義と特徴	
	1-2 金融グローバル化の影響	
	第 2 章 通貨危機をめぐる問題	p 9
	2-1 通貨危機の定義	
	2-2 通貨危機発生メカニズム	
10	2-3 通貨危機の教訓	
	第 3 章 現代の新興国における問題	p 16
	1、ブラジル	
	2、ロシア	
	3、インド	
15	4、中国	
	5、メキシコ	
	6、アルゼンチン	
	7、アフリカ	
	第 4 章 通貨危機に対する予防策・対応策	p 31
20	4-1 金融取引税の導入	
	4-2 短期資本規制	
	4-3 新興国の債券市場活性化	
	4-4 新興国における為替相場制度の在り方	
	4-5 中国の変動相場制への移行	
25	4-6 新興国における域内金融協力体制の利用	
	4-7 IMF のあり方と各機関の危機発生後の対応策	
	おわりに	p 45
	参考文献	p 46

はじめに

戦後、安定的な国際通貨体制として機能してきたブレトン・ウッズ体制（金・ドル本位制）は、アメリカの慢性的な貿易赤字（経常赤字）によるドルの対外流出や、アメリカの通貨当局の規制を逃れたユーロ・ダラー市場の発生等により、徐々にその基盤を侵食され、1970年代のニクソンショックによって終わりを告げた。それ以来、いわゆる金融グローバル化は多くが注目するところとなったが、とりわけそれに焦点が当てられるきっかけとなるのは、通貨危機の発生であり、本稿が主題とするものである。

もちろん、金融グローバル化の進展によって、多くの資本の移動が国際的に行われ、その利益は先進国だけではなく途上国や新興国にももたらされている。しかし、金融グローバル化によって利益を得る反面、金融危機や通貨危機などの損失も発生する。特に新興国は世界経済の成長のエンジンとも言われているが通貨危機が発生しやすい要因も兼ね備えている。

本稿では金融グローバル化をおさえつつ新興国の現状の問題を把握して通貨危機に対する予防策や対応策について論じていく。

まず第1章では金融グローバル化の定義と特徴をとらえ、第2章では通貨危機の定義を確認し、それが発生するメカニズムや教訓を考察する。第3章ではBRICsを中心に新興国の現状の問題について明らかにしていき、第4章では全体をふまえて通貨危機の予防策・対応策を提案していく。

20

第1章 金融グローバル化とは何か

1-1 金融グローバル化の定義と特徴

金融のグローバル化とは、一言でいえば、国境をまたいだ資金のやり取りが活発になることである。以下でも論じるように、金融のグローバル化とともに、国際金融市場は大きく拡大し、外国為替市場や資本市場での取引量は大きく増大した。さらに情報通信技術の発達や、各国の資本市場の自由化が金融グローバル化を促進させる要因でもある。金融のみならず、一般的にグローバル化は世界システムを標準化、平準化しやがては統合化するための下地を準備する。それは宗教や思想をも超えてしまう可能性がある。いわゆるグローバル化は1980年代頃から顕著な現象になり、人、モノ、カネ、情報等が移動することで

30

ある。ちなみに国際化とグローバル化は異なる意味を持つ。国際化は国境を前提に国家間の相互間が緊密になることを言うのに対して、これに対してグローバル化は地球全体が一体化し一つの市場が形成されることを指す。

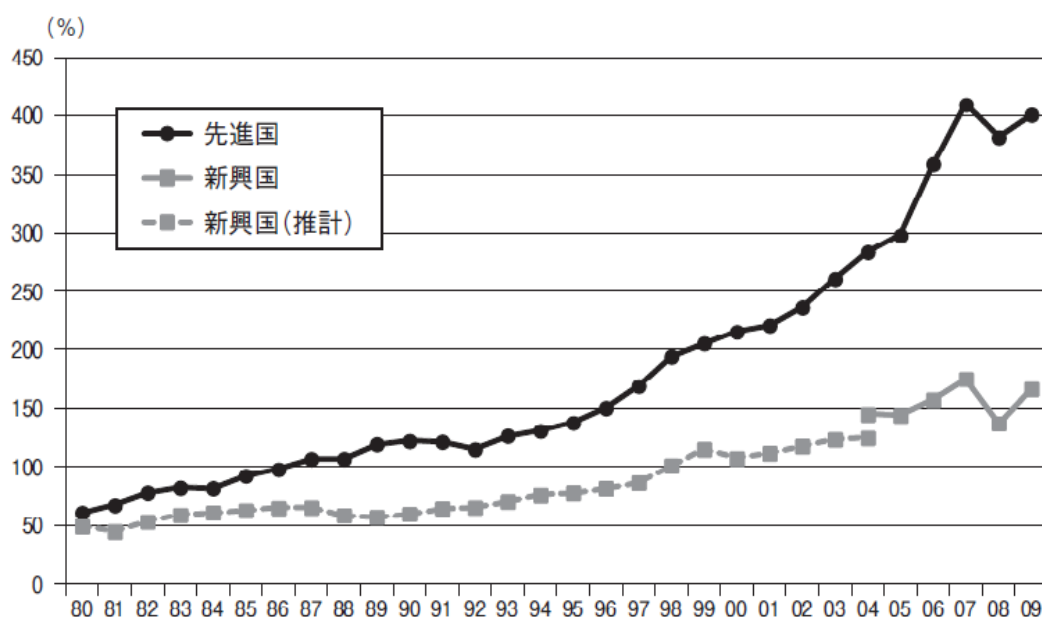
5 金融市場の歴史として、アメリカでは 1830 年までフィラデルフィア、その後現在に至るまで約 2 世紀弱にわたりニューヨークが金融の中心地としての役割を果たしている。しかし、欧州の金融市場ではその中心が一箇所に留まっていることはほとんどない。13 世紀のイタリアに初めて登場した金融市場は、15・16 世紀にポルトガルとスペイン、そして 17 世紀にフランスのパリとオランダのアムステルダムへと転々と移動している。さらに 18 世紀になると産業
10 革命に伴う自国経済の発展による国内金融の需要拡大と、外国人に対する土地所有認可に伴う外国資本の流入という 2 つの要素を考慮し、欧州の金融の中心地はロンドンへと移動していく。この様に欧州では約 1-2 世紀毎に金融市場の中心地が移動していることがわかる。アジアでは 1940 年頃まで上海に金融市場の中心地があったが、中国の共産主義化、日本の戦後復興が絡んで、ア
15 ジアの中心金融市場が東京に確立されるようになった。この結果、ニューヨーク、ロンドン、東京が世界の三大金融市場として確立していった。

国際通貨体制については 1944 年ブレトン・ウッズ会議が行われ、この会議では 45 か国の国々が参加し、第二次世界大戦後の国際通貨体制について意見を述べ合い、この会議でブレトン・ウッズ体制が決定された。ブレトン・ウ
20 ヅ体制とは戦後から約 30 年を支えてきた国際通貨体制である。金との交換が保証された米ドルを基軸とし、各国の通貨の価値を決める固定相場制度である。2 年後に IMF と世界銀行が発足し、ブレトン・ウッズ体制がスタートした。その後 1960 年代にアメリカが輸入超過などで国際収支に大幅な貿易赤字を抱えることになり、米ドルが大量に流出した。ドルの貨幣価値が下がり、ドルから
25 金への交換が急増しアメリカの金保有準備高が減少した。そのため 1971 年アメリカ大統領、リチャード・ニクソンがドルと金との交換を停止した。これがニクソンショックである。このニクソンショックにより、固定為替相場制とブレトン・ウッズ体制は崩壊した。これが国際通貨体制の歴史である。

次に金融グローバル化の特徴である。金融グローバル化の第一の特徴は国境
30 をまたいだ資金フロー量の極めて急速な拡大である。図表 1-1 にあるように

1980年代の資本取引の自由化になってから先進国と新興国の対外資産・負債のGDP比の推移は国境を越えた資本取引が活発に行われており、金融の国際化が進展しているのが分かる。先進国のGDP比は1990年代半ばから数字が飛躍的に伸びていて1980年から2009年までの30年間では6.6倍にまで拡大している。新興国も先進国ほどの伸び率ではないが30年間の間で3.4倍も伸びている。

図 1-1 対外資産・負債の GDP



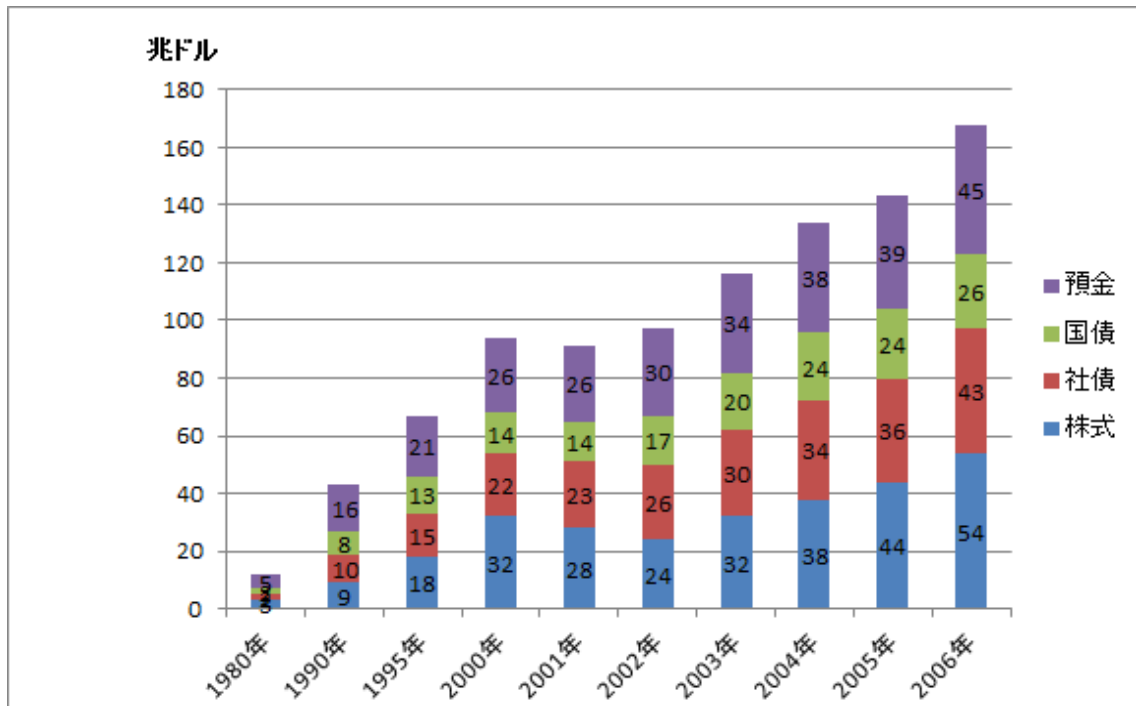
10 (出所) 谷内(2012)

第二の特徴はプレーヤーの多様化である。従来からの多国籍企業や金融機関の投資活動に加え、90年代にはヘッジファンドが登場した。ヘッジファンドとは代替投資の一つであり、通常は私募によって投資家や富裕層などから私的に大規模な資金を集め金融派生商品などを活用した様々な手法で運用するファンドのことである。さらに最近では国境を超えた未公開企業へ投資を行い、成長・発展を支援するプライベート・エクイティファンドなどが顕著に表れている。

第三の特徴は資金フローの対象や手段の多様化である。先進工業国から発展途上国への資金の流れに加え、BRICsをはじめとした新興国や産油国から先進工業国へ豊富な資金が流入することなどが起こっている。

こうした金融グローバル化を示す指標としては1つ目にグローバルに取引される資金規模の増大があげられる。図表 1-2 は世界の金融資産規模を表している。1980年と2006年を比べると資産規模がおよそ16倍増加している。この発展の背景には金融や資本市場の発達や金融資産規模の拡大、金融技術・情報通信技術の進歩によるものだと考えられる。

図 1-2 世界の金融資産規模



(出所) 経済産業省「国際金融・資本市場の発展と世界経済」より作成

10

さらに新たな金融商品の開発や金融取引のイノベーションによっては格段に規模が大きくなった。アメリカ、ヨーロッパ、日本といった先進国に加え、新興国や発展途上国も含めて資金が世界中を駆け回るようになった。

二つ目に金融機関のグローバル活動があげられる。銀行、証券会社、投資銀行業、機関投資家等の活動が各国市場をグローバルに見据えて展開されるようになった。特に世界の銀行の総資金額は上位10行を合計した額で約8兆ドルに上る。この額は国内資産も入っているがヘッジファンドの総資金額の約1兆円と比べると大きい数字である。資金調達や運用がより優位になるように世界

中の市場を念頭に置いた金融取引が進み、これにより金融機関の取引通貨や資産負債の通貨構成が多様化していった。さらにこのような取引を効率的に行うため海外に拠点を置いたため金融機関のグローバル化、多国籍金融機関化が進んだ。

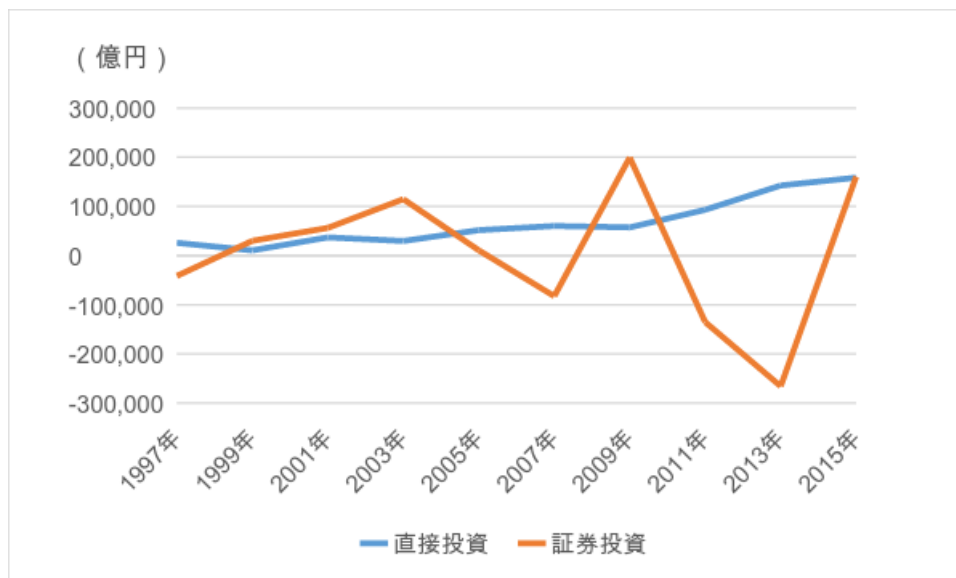
- 5 三つ目に規制緩和による金融自由化の推進と規制の統一化があげられる。規制緩和はグローバル化を進めるための推進役であり、規制緩和はグローバル化にとってなくてはならないものである。もともとイギリスのロンドンにアメリカの通貨当局の規制から逃れたドルを自由に取引するユーロ・ダラー市場が発生し、アメリカやヨーロッパなどの大手金融機関は規制を逃れるためにこのユーロ・ダラー市場を介して金融取引を推進し、これらが当時の国際金融取引の大部分を占めていた。1980年代後半から様々な規制が緩和、撤廃されこれにより資金は各国市場を自由に移動することが可能になり、金融グローバル化が推進していった。

- 15 一方でこうした規制緩和による金融取引のグローバルな増加は、リスクのグローバル化の拡大をもたらした。1990年代に入って頻発した国際金融危機は金融グローバル化と不可分である。欧州通貨危機やアジア通貨危機などに限らず様々な市場や金融機関にグローバル化の影響は広がった。近年のサブプライムローン問題から発生した世界金融危機や欧州債務危機はその危機の大きさや広がりや未曾有のものとなりリスクのグローバル化への対応という大きな課題を
20 共にしている。

1-2 金融グローバル化の影響

- 今日、世界で拡大している金融グローバル化は様々な影響をもたらしているが、以下ではそれらの影響を企業活動の観点から、および個人ないし労働者の
25 観点から論じる。まず初めに金融グローバル化の影響を考える材料として、国際収支の推移を見ると、現地国への直接投資が増加していること、および海外での証券投資が増加していることがわかる。以下の図 1-3 からは、年ごとに異なる部分はあるが、1996年と2015年のデータを比較すると倍以上に直接投資、証券投資が増えているといえる。

図 1-3 金融収支の推移



(出所) 財務省国際収支推移を基に作成

- 5 現地国への直接投資の増加とは、言い換えれば、企業活動の重きを海外に置くことである。これによって起こる影響は、国内産業の空洞化、それから生じる国内生産の低下、雇用の減少、所得格差の拡大が考えられる。さらに国内の競争だけでなく、全世界の企業との競合になるためより過酷な状況になると考えられる。そのためその現地の商習慣、社会制度、労働法、他文化の顧客の対応など今までとは違う分野に対応しなければならない。

- 10 一方で証券投資の増加は、大部分は機関投資家、すなわち、銀行、信託銀行、生命保険等を通じて、企業や個人に広く還元されていると言えよう。またインターネットの普及によって個人投資家も直接、海外の金融資産に投資することが容易になり、海外の金利の高い金融商品に投資をすることによって利益を得ることが可能になった。

- 15 ただし、労働者にとっては金融グローバル化の悪影響はたびたび指摘される。上述した企業活動の国際化による労働者の交渉力の低下、ITなどによる産業資本や技術の集約化によって引き起こされる労働者の賃金の低下である。さらに外国人株主の保有比率が高いほど株主重視、従業員軽視の傾向が生じる、といった点である。また労働者も全世界の労働者との競合関係になるため、これが格差拡大問題に通じる可能性も指摘できる。さらに能力の違いによって賃金が

変化するためにおこる、格差拡大問題も起こる可能性がある。

第2章 通貨危機をめぐる問題

5 2-1 通貨危機の定義

まず、通貨危機とは、当局が定める為替相場に関する何らかの制度が、短期の資本流出や投機アタックを通じて維持困難(平価の大幅な変更、変動幅拡大、固定制自体の放棄)となるプロセスと考えることができる。通貨危機発生国は、為替市場の介入による外貨準備の急減や、資本流出を阻止するための国内短期金利の急騰などに直面することになる。20世紀前半以降通貨危機は繰り返し世界各国を襲った。しかし、そうした通貨危機の頻度や規模は、世界の主要な為替相場制度の変遷とともに変化してきた。近年の金融グローバル化は、通貨危機の頻度と規模を増大させ、世界の金融不安定化をもたらしてきた。1992~93年の欧州通貨危機、94年のメキシコ通貨危機、97年のアジア通貨危機、98年のロシア通貨危機、99年のブラジル通貨危機、そして2001年のアルゼンチン通貨危機など、諸国の経済運営に大きなダメージを与える大規模な通貨危機が、先進諸国でなく、90年代に金融グローバル化の流れに加わった多くの途上国・新興市場諸国において広範に発生している。

通貨危機の発生要因は突き詰めると三つある。1つは通貨のファンダメンタルズとのギャップ、二つ目に、その危機を膨らませるグローバルマネーの増大、三つ目にエネルギーを貯めさせることで危機を暴発させる固定的な通貨制度である。

まず、通貨危機は通貨のファンダメンタルズと比較し、現在の為替レートが過大評価されているときに発生する。為替レートは基本的にはそのギャップを埋めにいく。それが主な要因である。逆にギャップがないところには通貨危機は発生しないと考えられる。例えば、発展途上国の場合その国の国債市場などの金融市場が未発達であるため、中央銀行がそのまま国債を購入することが多い。中央銀行はその赤字国債を買った見返りに、大量の通貨を発行する。そのため通貨価値を引き下げ、結果としてインフレを引き起こす。つまり通貨発行の乱用によってマネーサプライが急激に増加し、通貨価値が大幅に下がって発

生するという通貨危機である。

二つ目はグローバルマネーの増大である。グローバルマネーの増大の要因として三つあげられる。

5 第一にユーロ・ダラーの発生である。ユーロ・ダラーはアメリカとソ連の冷戦が激化するとともに、冷戦中のアメリカの銀行に資金を預けてしまうと非常にリスクが高まり、より安全なヨーロッパにお金を預けることを選んだため発生した。その後、従来のルートのニューヨークでドルを運用するのではなく、より収益の上がる市場を開拓したため資金が逃避し、グローバルマネーが増大したと考えられる。

10 第二にオイルショックを契機とするオイルマネーの増大である。オイルショックは第四次中東戦争が起こった時に発生した。1959年にメジャーが産油国の断りもなしに原油公示価格の引き下げを発表したことで OPEC が設立された。OPEC と石油会社が集まった会議で OPEC 側は原油価格の引き上げを要求したが、石油会社側がその要求を断った。しかし、OPEC 側は石油会社の同意を得ずに原油価格の引き上げを行った。これにより世界での原油価格が上昇し、15 オイルショックが起こった。この原油価格高騰により石油輸出国には多額のドルが流入したが、国内での資本投資、インフラ整備や財政支出等で使われなくなった余剰資金は、国際短期金融市場に突如、流入することになり、これがオイルマネーと呼ばれることになった。

20 第三に固定的な通貨制度である。アジア通貨危機の影響を受けたアジアのほとんどの国では米ドルとの固定的な通貨制度を採用していた。当時、東アジア諸国は輸出を伸ばし、高金利でドルなどの外国資本を流入させ、経済成長を促進するというモデルを採用していた。一方で、投資側からも、固定的な通貨制度の下で為替リスクを負わない投資先として東アジア諸国が注目され、大量の25 グローバルマネーが流入し、その規模は中南米型の時期と比べ格段に増加していた。しかし中国が 90 年代以降、経済の改革・開放路線を推し進めると、そこで豊富で安価な労働力が注目され、欧州諸国は徐々にアジア諸国から中国に生産拠点をシフトしていった。さらにアメリカでクリントン政権がドル高政策を採用したためドルに固定しているアジア通貨の為替レートが上昇した。このため30 アジア諸国の輸出が伸び悩み以前のような経済成長が期待できなくなった。

これに見切りをつけた大量のグローバルマネーは一転して流出し始め、そのため通貨危機が発生してしまった。

2-2 通貨危機発生メカニズム

- 5 通貨危機が発生する原因は金融グローバル化に伴い従来のモデルである経常収支による危機から資本収支による危機へと変化している。そのため通貨の発生メカニズムをアメリカの経済学者であるクルーグマンやオブストフェルドの3つの世代に分けて説明していく。

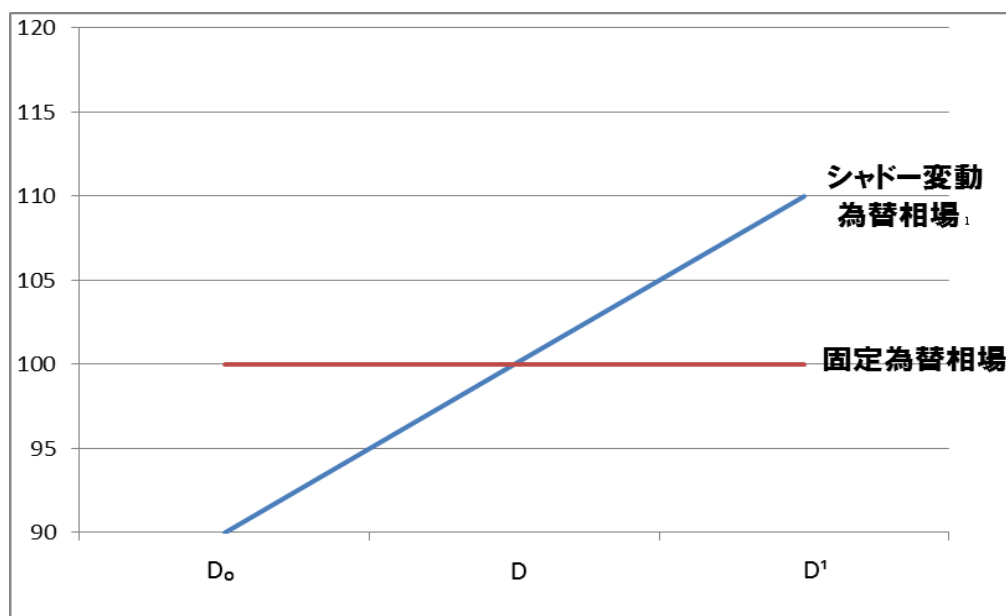
第1世代モデル 経常収支危機

- 10 通貨危機の第1世代モデルでは1960年代から70年代にかけて中南米で発生した通貨危機が代表的なモデルである。政府の財政赤字などによるマクロ・ファンタメンタルズの悪化が問題で引き起こされるためファンタメンタルズモデルとも呼ばれる。図表2-1の縦軸では為替相場での通貨レート（例のため仮想の国の通貨レートとする）、横軸には国内信用で $D_0 < D < D_1$ とする。危機の
- 15 第一世代モデルが発生するメカニズムは政府の財政赤字の資金調達のために通貨当局が紙幣を発行し続け、国内信用が増加し続けると仮定して貨幣供給の増加によるインフレが当該国内で起こる。そこに経常赤字を通じて為替市場では、通常の変動為替相場制の通貨当局の介入なしの市場原理で価格が決まるシャド
- 20 ー為替変動相場は図表2-1のように D^1 に向けるにつれて自国通貨の相対的価値が落ちてしまう。しかし当該国が固定相場制を採用している場合、通貨当局は自国の通貨買い・外貨売りの市場介入を行うため外貨準備が減少する。市場介入やファンタメンタルズの悪化がさらに進行することを投資家が予見して売り圧力が生じる。一国の外貨準備は有限であるため、いずれ外貨準備が枯渇して固定相場制の維持が困難になり平価切下げや固定相場制の崩壊に繋がる。

25

30

図 2-1 第 1 世代通貨危機モデル



(出所) 上川、藤川 (2012) より作成

5 第 2 世代モデル 自己実現的投機

1992 年に欧州で発生した ERM 危機が代表的な事例のモデルである。当時通貨危機に直面したスウェーデンでは失業率が高かったものの財政収支は黒字であった。第 2 世代モデルには通貨危機が発生する均衡と発生しない均衡の 2 種類が存在していた。どちらの均衡になるかはファンタメンタルズの良好さと投機家の期待によって変わる。無数の均衡点が存在するため同じファンタメンタルズの中でも投機家の期待によって異なる均衡が選ばれる。

この複数均衡が一義性の均衡である第 1 世代と異なる。第 2 世代モデルでは同一の予想により群衆行動が起きた場合当局が保有する外貨準備を超え当該国のファンタメンタルズに問題がなくとも投機的アタックを仕掛け利益を獲得することが可能である。そのため金融グローバル化のもとで固定相場制を維持する困難性も表している。本稿の第 3 章で詳しく述べるがメキシコ通貨危機のカントリーリスクによる投機家の行動も群衆行動として第 2 世代モデルとして捉えていく。

第 3 世代モデル 資本収支危機

1997 年のアジア通貨危機が代表的な事例のモデルである。アジア通貨危機は

上記の第1世代、第2世代では十分に説明しきれない。なぜなら通貨危機の前には国内政策運営の財政赤字や中央銀行引き受けなど第1世代の特徴は見られなかった。また第2世代モデルの投機アタックを仕掛けるインフレ率の上昇や高失業率も存在しなかった。

- 5 第3世代モデルでは1990年代に国内の収益率や金利が高い欧州の周縁国やアジアなどの新興国で頻発した資本収支危機が発生の一因になっている。これらの国々は対ドル（欧州は対マルク）で固定相場制を採用していたため直接投資のみならず証券投資や短期銀行貸し付けなどで大量に資本が流入した。この大量の資本流入により新興国は経常赤字であっても放置することが可能であった。
- 10 経常収支を通じた実物面での調整メカニズムが機能不全に陥り民間資本流入に変化が生じた場合、経常収支の赤字と同時に資本収支赤字が加わり為替市場の為替需給は自国通貨売りが多くなる。そして直接投資以外にも短期の銀行借り入れや国際投資であると資本流出が一気に生じて固定相場制の崩壊に繋がる。資本収支危機には貿易・投資面で密接な関係の近隣諸国から資本の引揚げ
- 15 が生じ通貨危機の伝染も生じる。

- 第3世代モデルでは通貨危機と国内の金融危機の相互依存関係も特徴的なモデルである。流入した資本が短期の国際銀行借り入れの形態とともにドル建てであったため短期資金の引揚げに伴い固定相場制の崩壊で借り入れ側の銀行や企業のバランスシートは満期のミスマッチと通貨のミスマッチになった。この
- 20 ことで国内金融危機の助長とさらなる資本引揚げが生じ通貨危機を深刻化させる悪循環に陥った。

2-3 通貨危機の教訓

- 世紀前半以降、通貨危機は繰り返し世界各国で発生した。その中でも中南米
- 25 通貨危機、欧州通貨危機、アジア通貨危機3つの通貨危機の教訓について述べていきたいと思う。

- まず中南米通貨危機から述べていきたいと思う。中南米通貨危機はメキシコが代表的な例として挙げられる。1994年末から1995年初頭にかけて発生したメキシコの通貨、ペソの暴落のことを言う。1年以内に返済すべき短期資本流
- 30 入に依存したエマージングマーケットの脆弱さを露呈する典型的なケースであ

る。詳細については第 3 章で再述するが、原因としてメキシコ国内での政情不安から急激な資本流入低下からドル連動の短期国債へシフトが生じ、その間通貨の過大評価と貿易収支赤字の増大に対し、為替レートの切り下げは実施されず、資金流入を促すために国債金利が引き上げられたに過ぎなかった。この状況下で米国の公定歩合が 0、75%引き上げられたことを契機に、カントリーリスクが高まりつつあるメキシコから、安全で利回りの高くなった米国の債券へと資金が還流し始め、メキシコの外貨準備が激減する事態となった。その後完全変動相場制移行のもと、市場の切り下げ圧力により、約 1 か月後には 65%のペソの急落となった。その対策としては財出削減、経常赤字削減、最低賃金引下げ抑制などが実施されあり、さらに、アメリカや IMF から総額 500 億ドル以上の緊急融資を受けメキシコの通貨危機は一段落したが中南米やアジアの新興市場、欧州にも波及した。次に欧州通貨危機である。欧州通貨危機はデンマークの国民投票でマーストリヒト条約の批准が否決されて以降、EMU¹の先行きに強い不透明感が生まれていた。その後ドイツが公定歩合を引き上げていた。ドイツ統一に伴うインフレ圧力が強かったことに対応したもので、この結果、高金利のドイツマルク買いが活性化し、他の欧州通貨は下落基調が鮮明になった。ドイツの引き上げにリンクし、北欧諸国も利上げを強いられた。しかし EC 諸国は景気が低迷し、さらに北欧諸国は金融不安も発生している状況であったため、追従利上げは経済ファンダメンタルズと金融政策の乖離を際立たせることとなった。政策の持続が困難なのは誰の目にも明らかになり、投機筋もこれに着目し、弱い通貨に売りを仕掛けた。この後イギリスは欧州通貨制度を離脱し、変動相場制に移行するという選択をした。そのあとにも経済停滞が深刻化する中、ドイツが利下げを拒否する一方フランスはフランの切り下げを拒否するなど、ドイツ・フランス間の軋轢が強まった。そこで EC 諸国は緊急財務相・中央銀行総裁会議を開催し、マルクとオランダギルダーを除くその他通貨の変動幅を縮小し、単一通貨ユーロに移行するというマーストリヒト条約でのユーロ導入に向けたスケジュールからは逆行するものだった。しかし変動幅の拡大によって、為替相場は変動相場制に近い状態になり、投機筋もポジションの手

¹ Economic and Monetary Union 経済通貨同盟

仕舞いをし、EMS²は徐々に安定を取り戻した。これが欧州通貨危機の概要である。

最後にアジア通貨危機である。アジア通貨危機は 1997 年代タイから波及してインドネシア、韓国アジア諸国に波及していきました。1980～90 年代に東南アジアは成長著しい地域として世界から注目されており、特にタイは投資先として注目されていました。メキシコなど中南米で通貨危機がおこると、より安全な新興国として東南アジアへの資金流入が加速しました。しかし、アメリカの経済が回復し始め、クリントン政権の下で「強いドル政策」が進められ、ドル高基調になると、固定相場制を採るタイの通貨パーツも連動して価値が上がり、これによってタイ製品の国際競争力が低下した。同時に海外からタイへの資金流入により、国内経済はバブル化、賃金も上昇しました。また海外から資金流入によりタイ国内経済は既にバブル化しており、そのため賃金も上昇し、これもタイ製品の国際競争力を低下させ、輸出の伸び悩みの原因となった。さらに開放路線を進める中国の低賃金を求めて先進諸国の企業がタイを去り始めると、従来のような経済成長はもはや期待はできなくなった。こうした状況によって対外資金は一転して流出し始め、そのため通貨危機が発生し、最終的にはあえなく変動相場制に移行した。

以上の 3 つの通貨危機から得られる教訓として我々が考えるのは次の 3 つである。1 つ目は資本規制の遅れである。もちろん、グローバル化がますます進展する現在、安易に海外との関係を断ち切ることは、国内的にも国際的にも多大なデメリットを生じさせるであろう。しかしながら、グローバル化のメリットとは無関係な、短期的・投機的な通貨の取引は抑制されるべきであり、そうした、通貨の取引量を減らす通貨取引規制をするべきだと考える。

2 つ目は外貨準備の枯渇に対する準備の必要である。一国での準備増強のみならず、他国から借りられる多国間の関係構築が必要である。最後に経済を発展させるための資金、経済開発資金を外国の資金、特に短期の資金に依存する危険性を回避すべきである。当然ながら発展の初期においては多くの国で資金が不足し、必要となるため、その際、外国からの資金を有効に利用すること

² European Monetary system 欧州通貨制度

自体には、何の問題もない。しかしながら、そうした資金は、まさに経済発展という長期的な目的で整合的である必要があり、短期的な資金を利用することには大きな問題がある。したがって、域内資金を長期的に利用できる仕組みの構築が必要である。

- 5 第4章では、こうした点を踏まえて、通貨危機の予防策、対応策を考えていくがその前に次の章では現在の新興国における諸問題を考察する。

第3章 現代の新興国における問題

- 10 この章では、現代の新興国として、まずはいわゆる BRICs と呼ばれる、ブラジル、ロシア、インド、中国の4つを取り上げる。さらに、ブラジルと同じく中南米で過去に通貨危機を起こしたメキシコ、アルゼンチンを取り上げる。これらの国々は、90年代に金融グローバル化の流れに加わった新興国の代表的な国である。さらに

- 15 また、新興国の定義をすると新興国とは経済水準がいまだ低い、成長余地が大きい国々のことで、絶対的な基準があるわけではない。新興国の特徴としては人口大国であり、多くが資源国であるということである。

1、ブラジル

- 20 ブラジルは、たびたび通貨危機を経験している通貨危機の「常連」国であり、通貨危機を象徴する代表的な国である。ここでは、過去にブラジルが直面した危機を振り返り、現在のブラジルが抱える経済問題と脆弱性を考察する。

- 1982年に起こった、ブラジルの危機は、いわゆる債務危機であり、第2章の第一世代のモデルの特徴を有するものであるが、その引き金となったのは、米
25 国金利の引き上げである。具体的には以下のとおりである。ブラジルは1970年代には将来の期待がかかる国とされ、工業化やインフラ投資拡大などに支えられ、また世界からも投資機会を求める先進国の資金が大量に流入してくることで、目覚ましい経済成長を遂げ、経済成長率は一時14%ほどまでに達した。新興国としての将来性が高く評価されていたブラジルだったが、当時アメリカの
30 FRB 議長であったボルカー氏が米国内のスタグフレーションにおけるインフ

レを是正するために大胆な金融引き締めを行ったことで金利が上昇し、それが発端となりブラジルは危機に陥ることとなる。ドル建てかつ低い金利で巨額の資金を受け入れてきたブラジルは対外債務返済不能に陥った。これがいわゆるデフォルトと呼ばれるものであり、貸し手側であった欧米の金融機関に巨大な損失をもたらし、世界的に影響を及ぼした。

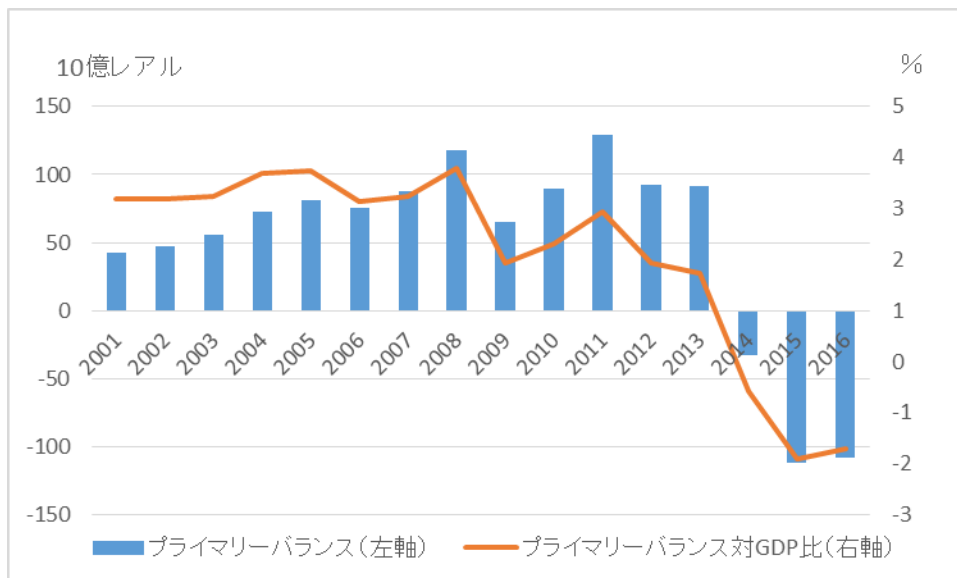
5 また、1998-1999年にかけて発生したブラジル通貨危機では1997年のアジア通貨危機と1998年のロシア危機によってブラジルは断続的な通貨アタックを受け、経常赤字と財政赤字を抱えるブラジルから海外資本の急激な流出が発生した。これにより、約250億ドルの資金が流出した。通貨危機を懸念したブラジル政府は金利の引き上げや財政緊縮などの大規模な財政安定化計画などを実施し、国際通貨基金（IMF）と米国は対策として総額415億ドルの緊急融資を行い、市場の不安を取り除こうと努めた。しかしながら、ブラジルへの信頼は十分に回復しなかった。さらには、1999年1月にはミナスジョライス州知事が財源不足を理由に90日間の対連邦債務の返済停止を通告したことで、財政緊縮に対する市場の不安はますます拡大し、資金の流出が激しくなった。最終的に政府はそれを食い止めることはできず、中央銀行も為替介入を放棄することになり、ブラジルは変動相場制に移行せざるをえなくなった。

15 以上の通貨危機を見ていくと、ブラジルに危機をもたらした原因としては、米金利の変動による対外債務の増大、そしてブラジル財政や国際収支に対しての懸念から資金流出したことが、危機が起きた決定要因だと考えられる。

20 こうした観点から、現在のブラジルが抱える脆弱性を考えると、まず、ブラジルの国際的信用を判断する基準となる財政収支については、労働党政権によるバラマキ政策³の影響で歳出が増加して悪化傾向にあり、プライマリーバランスも2013年時点において対GDP比で2.0%あったプライマリーバランスは25 2014年で対GDP比0.6%の赤字にまで転落し、今後も赤字が拡大するとみられる。

³ 政権が与党への支持を高めたりする為に財政規律を全く無視する形で国民にお金を直接的、間接的に配ったり全国規模で公共事業を積極的に行うような政策のこと。

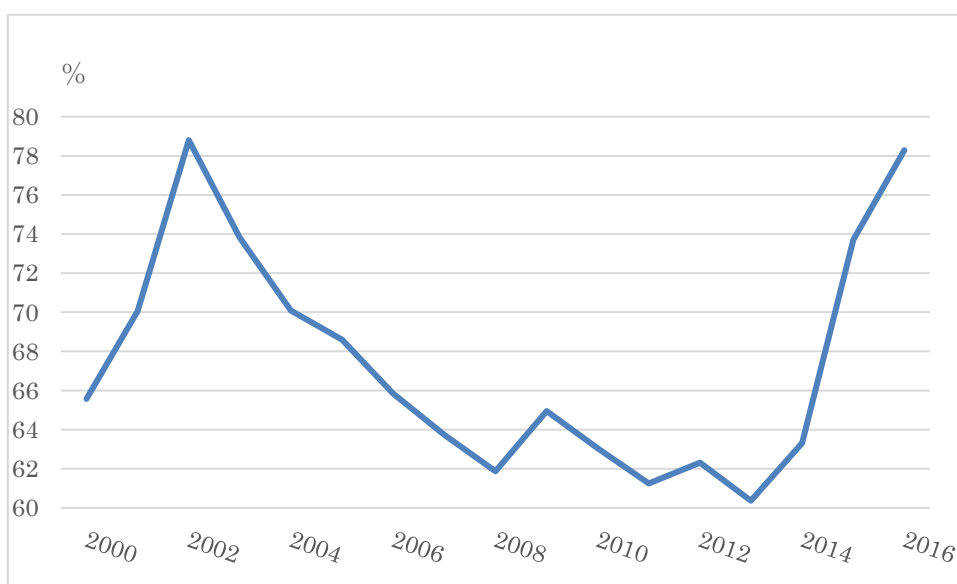
図 3-1 ブラジルのプライマリーバランス（基礎的財政収支）



(出所) 野村アセットマネジメントより作成

- 5 加えて、財政収支の悪化に伴い政府債務残高の増大に対する懸念も広がっている。ブラジル政府の債務残高は 2015 年 7 月時点に対 GDP 比 64.6% 相当であり、多くのエコノミストは投資適格の格付けを維持するために、60% を越えてはならないとしているが、ブラジルはこの上限を上回っている。

10 図 3-2 ブラジルの政府債務残高（対 GDP）の推移



(出所) IMF より作成

実際に、2015年9月に格付け会社のS&Pはブラジルの長期外債建てソブリン債の格付けを「BB+」に引き下げたことで、リスクのあるジャンク債扱いとなっている。

5 このような財政収支の悪化や政府債務残高の増加は、当然ながら、ブラジルに対する国際的な信頼性の低下へとつながるものであり、ひいてはかつてのような資金流出の遠因ともなりうる状況である。

次に国際収支の状況を見てみる。ブラジル最大の輸出品目は鉄鉱石であるのだが、ブラジル最大の貿易相手国である中国の景気減速のため輸出の伸びが低下し、経常収支赤字は拡大傾向にある。ただ、その経常収支赤字は金融収支黒字によりオフバランス化がなされているため、外債準備減少の不安は大きくはない。また、金融収支黒字の中身としては、証券投資が減少し、直接投資が増加しているという点でも安定的であり、安全性も高いといえる。しかし、現在のブラジルでは政権不安などの政治的リスクも起こり得る。なかなか政権が安定しないブラジルで、不安が拡大すれば再び大きな資金流出の可能性も考えら
10
15 れる。

2、ロシア

次にロシアについては、ロシア経済が抱える問題と、それにより通貨危機に発展する危険性について考察していきたい。そのためにまず、過去20年間で
20 ロシアが経験してきた経済危機を振り返りその直接的な要因を示すことで、現在のロシアにも当てはまる構造的な脆弱性について述べることにしたい。

1998年に起こったロシア危機は、1997年に起きたアジア通貨危機により世界の景気が大きく後退したことでロシアの主要な輸出品目である原油の価格が暴落したことに端を発している。その結果、貿易が急減し、ロシアの工場の生産は急落、物の不足によって消費者物価が急騰して海外への資本逃避も加速した。そのためロシア政府は仕方なくルーブル切り下げを容認したうえで民間対
25 外債務を90日間支払い猶予することを宣言したため株価暴落が生じることになった、その後原油価格の上昇とともに順調な回復を見せた。また2008年の世界同時不況時には、ロシア政府は、通貨安定化基金を取り崩して膨大な資金
30 投入を行うことで金融機関の崩壊を防いで通貨を防衛しようと努めたが、それ

以上に米国をはじめとする世界各国の金融緩和により原油価格が上昇したことで、原油依存の体質を維持しながら比較的早く回復することができた。

2014年に起こったロシア危機ではクリミア編入を批判する欧米からの経済制裁と、急激に進んだ原油安の影響でルーブルが暴落した。これに対応するためロシア中央銀行は政策金利を上げ、ルーブル安は少し抑えられた。しかし世界的に原油安の傾向は今後も続くと予想されることや、仮に原油の価格が上昇したとしても欧米の経済制裁を受けている状態ではまた急激な原油安に見舞われた際に西側の支援に頼ることができず、独力で通過を回避しなくてはならないという困難を抱えている。

10 このような先行きの見えない状況のため、2000年くらいから順調に拡大し今までロシア経済の牽引役となっていた個人消費は、特に2014年の危機以来減少している。このような状態で、さらなる企業や家計の購買力の低下を防ぐためには、ロシア政府は政府支出を減らすわけにはいかない。しかしながら同国の景気調整基金は2015年の1年間で900億ドルから500億ドルにまで急減している。また同時に、海外からの直接投資に関しても2013年初期の400億ドルから2015年の第二四半期には300億ドルにまで減少しており、今回の西側諸国からの経済制裁の影響は深刻なものとなっている。そのため現在のロシア経済はかなり失速しているといえる。

20 上述の2つの危機の背景には、ロシア経済が不安定な原因として「原油や天然ガスなどの鉱物エネルギー資源に過度に依存している体質」がある。実際、輸出総額に占める原油、石油製品、および天然ガスの割合は7割近くに上り、それらの採掘、輸送にかかわる企業からの税金や原油輸出税、原油採掘税などが国庫収入の重要な柱となっている。政府は2016年の予算では平均原油価格を1バレル=50ドルと想定しており、今年度の政府財政はGDP比3%の赤字になるとしているが、仮に原油価格が5ドル下落すると財政赤字はGDP比1%
25 ずつ膨らむ計算になるという。ロシアの政府関係者もエネルギーに依存した成功モデルはもはや機能しないことは認識しており、産業や輸出品目の多様化を意識した取り組みをしようと試みているが、今まで権力を国家に集中させることに注力してきたため、大企業から新興資本家に至るまで政府への依存体質が
30 強く、社会は活力を失っており、経済構造の偏りによる官民の癒着や汚職の間

題も続いている。

5 実際 2016 年の 4 月にプーチン政権は原油の価格下落により減った税収を補填するために「国営部門の改革の一環」と評して大手国営企業の株式売却による民営化に動き出しているものの、外資の参加は厳しく制限し、取引も政府を支持する国内の新興財閥だけにとどめ、経営権も実質政府が握り続ける方針をとっているため経済の活性化や産業の多角化はなかなか難しいと考えられる。さらにロシアでは工業において高い労働コストと低い生産性のために国際競争力がなく、投資も低迷している。これらの改革を実行するためにまずは、今後の輸出先としても重要な欧米との間の経済制裁解除に向けた関係改善に力を入れ、資金や技術を流入させる取り組みをすることが必要となる。

10 さらに 2014 年のロシア危機の 1 年前には約 1 万 5000 ドルであった国民一人あたり GDP は 2016 年には 8000 ドルにまで減少するといわれている。2015 年には貧困者にあたる層は 200 万人以上になり、これは危機の前と比べると、22%から 39%にまで上昇している。また危機によりルーブルが暴落したため、外貨建てローン組んだ市民の負担が増え、住宅ローン返済が困難になる人が続出しており、家を失う可能性のある世帯が約 1 万 7500 世帯に達しているなど、現在のロシアが抱える問題は大きいといえる。

3、インド

20 次にインドについてであるが、まず、インドの問題点の 1 つとして挙げられることは、経常収支が BRICs 諸国の中で唯一の赤字国であり、また、大幅な財政赤字も続いているといった「双子の赤字」を抱えているということである。

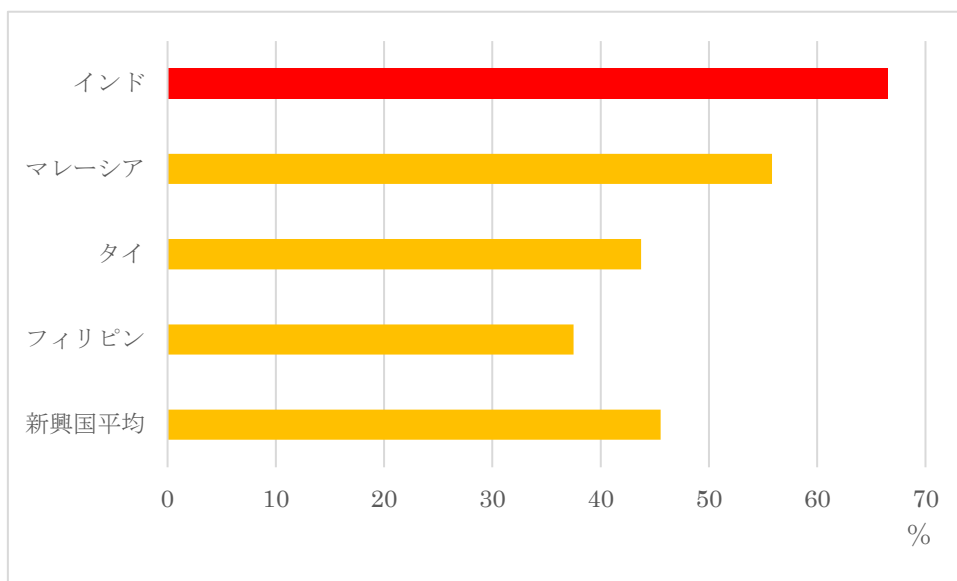
25 経常赤字の原因としては国内消費の増加や対外直接投資に伴う輸入の増加、輸入原油価格の上昇によって、貿易赤字が拡大したことによる。しかし、インドの資本収支はその経常赤字をカバーできる規模であるので、現状は資本収支黒字によって経常赤字のオフバランス化がなされている。このため、外貨準備が継続的に減少するような状況ではないが、資本収支の中身を見れば、対外直接投資よりも流動性の高い証券投資やその他投資の割合が高く、仮にインドに対する信認が低下した場合、資金の引き上げリスクが高まる可能性がある。この点に関しては、国際収支リスクを防ぐために、安定的な資金である直接投資

の流入を確保することが重要になってくるだろう。

また、GDP に占める政府債務残高が約 70%と新興国の平均値を大きく上回っている点は大きな懸念事項であり、またそうした政府債務残高をもたらした財政赤字は長期にわたり続いており、そのことはインフレ圧力を高める要因と

5 なりうるであろう。

図 3-3 各国政府債務残高の対 GDP 比率



(出所) 三菱 UFJ リサーチ&コンサルティングより作成

10

また、財政赤字は長期化かつ慢性化しており、インフラ整備が進まず、外資系企業のインド進出も阻害する要因となっているのが現状である。さらに、経常赤字拡大といったインド経済の成長を妨げる原因ともなっている。財政赤字はインド経済の成長にとって大きなマイナス要因となっているといえるだろう。

15

さらに、財政赤字における政府の資金調達も国営金融機関などが国債を購入する国債発行に依存しているため、民間投資の減少が発生している。

20

さらに、インドは米国金利の影響を受けやすくなっている。2013 年 5 月、FRB 議長のバーナンキはアメリカの量的金融緩和の縮小を近い将来開始する可能性を示唆した。その後、投資家のリスク回避の姿勢が高まり、経常赤字が一因となってインドのルピーが売られ、大量のドル買いが起これ、インドルピーが通貨安に陥った。米国金融政策の影響で通貨安となった新興国の特徴とし

ては経常収支、財政収支がともに赤字である国での通貨安が進んだ。こうした国から資本流出が本格化すれば、ファンダメンタルズや自国経済にさらなる悪影響を及ぼしかねない。インドは経常赤字や財政赤字の改善が今後の課題となってくる。

- 5 また、インドは資源価格の影響も受けやすい。インドは原油消費量の約8割を輸入に依存しており、それがインド国内に与える影響は大きい。2015年に起きた原油安も資源国輸出国にとっては国内の財政は圧迫されたが、資源輸入国であるインドは政策金利を8.0%から7.75%に引き下げ、貿易収支や経常収支の改善、インフレ率の低下などインドに好影響を与えている。しかし一方で、
- 10 上述のように、為替相場においては投資家の国際金融市場における金融不安によるリスク回避姿勢の強まりを受け、ルピーは下落した。まだまだ、ルピーは不安定な新興国通貨として見られているといえる。

4、中国

- 15 よく知られているように中国は、90年代以降、経済の改革・開放路線を推し進め、豊富で安価な労働力を背景に「世界の工場」として躍進し、高い経済成長率を達成してきた。2010年には、ドル換算GDPで日本を抜き去り、一国の経済規模としては世界第2位にまで駆け上がり、世界経済において大きな存在感を示すまでになった。

- 20 もっとも市場経済をベースとする他国とは異なり、中国の経済システムは基本的には国家の管理の下にあり、通貨についても当局の厳重な管理下に置かれている。しかしながら、経済の開放路線による経済発展とともに、通貨についても、以下のように、漸進的に自由化・開放化を進めているのが現状である。中国では、1990年代中頃には、貿易決済等の為替制限を撤廃するなど、いわゆる
- 25 経常取引における自由化を進めていたが、一方で、上述したアジア通貨危機では、東南アジア諸国での急激な資本流出、自国通貨の大幅な切り下げ、深刻な景気後退といった問題を直視し、資本取引の自由化には慎重であった。

- この間に、中国は大幅な経常黒字を持続するとともに、通貨危機への備えという意味でも、米国債を中心に外貨準備を積み上げてきた。こうした中、2008
- 30 年のリーマンブラザーズの破綻に端を発した国際金融危機に伴い、米ドル等の

主要国通貨の為替相場が大きく下落したことを受けて、中国では、外貨準備や貿易決済における為替リスクを問題視する声が高まった。これを契機に、中国では、人民元国際化を巡る議論や取り組みが本格化した。

5 近年中国は「人民元の国際化」を掲げ、段階的に内外の資金移動の自由化を行っており、2000年代に入ってから徐々に海外投資家の証券投資を中心に自由化を進めたことで資本流出入が大きく拡大した。加えて、第4章でも取り上げるように、IMFのSDR入りを控えて、人民元の国際化は急速に進められている。

10 ただ、IMFはSDR入りを審議する際、「財・サービスの輸出規模」と通貨としての「自由な利用可能性」の2点に重点を置いている。輸出、外貨準備、外国為替取引、国際的な銀行取引、国際的な債券発行取引の5つの尺度から中国を見てみると、輸出の面では中国の世界の貿易に占める割合はとても大きい。しかし、他の金融面においては規制が厳しくなっているので、今後の金融取引・資本取引の自由化が課題となる。

15

5、メキシコ

この節では、90年代に金融グローバル化の流れに加わった新興国として、メキシコについて述べていく。メキシコも、ブラジルと同様、1980年代に債務危機に陥った国であり、第2章の第一世代モデルの背景となった国である。また、
20 債務危機の引き金になったのが米国金利の急上昇という点も、ブラジルと同様である。以下、簡単にメキシコの過去の通貨危機を振り返ってみる。

まず、1980年代の債務危機に至る過程においてブラジルとの大きな違いは、メキシコは中南米最大の産油国であり、1970年代の石油価格高騰を受け、それによるメキシコの良い経常収支が注目された点である。いわば、資源国型の
25 新興国として先進国の投資先として注目されたのである。実際、当時、米国の金利がメキシコより低かったため、アメリカで資金を調達してメキシコに投資をすれば、大きな利益を得ることができた。このため、メキシコの対外債務は急増していったが、この対外債務がのちの債務危機へとつながったわけである。

一方、1994年のメキシコ通貨危機においては、1994年1月チアパス州での
30 サパティスタ国民解放軍が先住民の権利保護を要求して武力蜂起、3月には大

統領候補ルイス・ドナルド・コロシオが暗殺されるなどのカントリーリスクが高まり、また FRB（米国連邦準備制度理事会）が景気拡大によるインフレ懸念から 1994 年 11 月に公定歩合を 0.75% 引き上げたことや金融引き締め策としてフェデラルファンドレートを 3% から 6% 引き上げたのを契機に海外資本が

5 国外に逃避し、メキシコは資金不足となり通貨危機となったのである。その後、ペソの切り下げ圧力が高まる中、メキシコはそれまで固定相場制を採用していたが、変動相場制に移行した。約 292 億ドルあった外貨準備は、わずか 35 億ドルにまで減少したこととペソが急激に下落し、それが中南米全体に波及してテキーラショックを引き起こした。

10 現在のメキシコを考える際に留意すべき点は、アメリカ経済への依存度や関係性が大きく増大している点である。

1994 年にアメリカ、カナダ、メキシコの 3 か国による貿易自由化を目指す協定である北米自由貿易協定（NAFTA）を発行し、これを背景としてメキシコの対米輸出が拡大した。メキシコの輸出の約 90% は対米輸出であり、また GDP

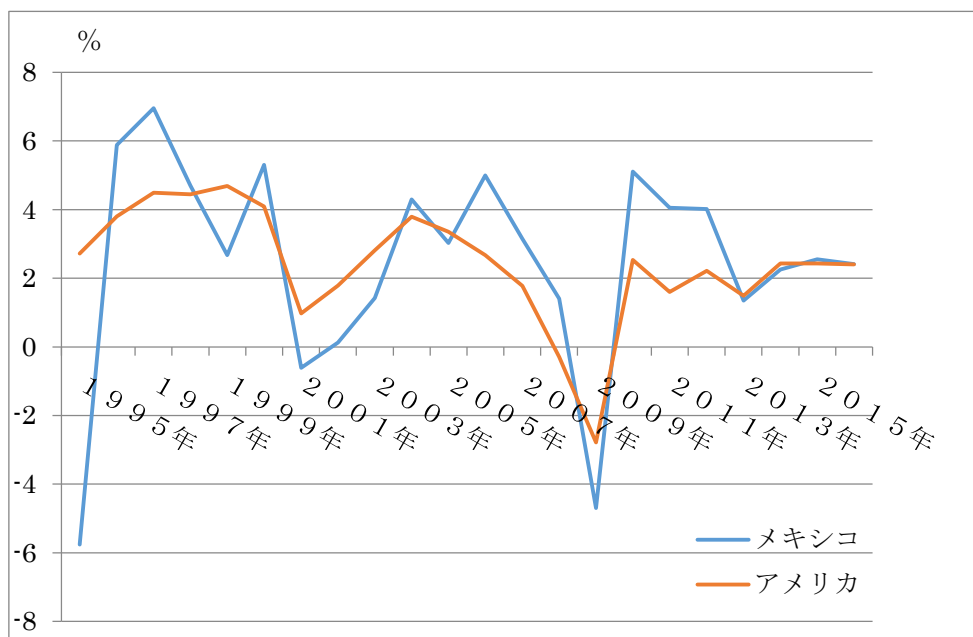
15 に占める貿易のシェアも急速に高まり、アメリカの景気変動に左右されやすくなった。実際に、2008 年のリーマンショック発生後には、対米輸出が大幅に減少し、経済成長率も 7.1% 減と大幅な景気後退に陥ったが、米国経済が持ち直したことから、2010 年の成長率は回復し、2011 年の成長率も 4.2% と米国の景気変動とほぼ同じになっている。

20

25

30

図 3-4 メキシコとアメリカの経済成長の推移



(出所) 三菱 UFJ リサーチ&コンサルティングより作成

- 5 現在のメキシコを考える際に留意すべきもう一つの点は、先にも指摘したように、原油輸出依存の部分が大きく、例えば、メキシコ財政の歳入の3割以上が石油収入となっている。このため、原油安により貿易、経常収支の面で悪影響が出る可能性がある。

10 図 3-5 2014 年におけるメキシコの国家歳入構造



(出所) メキシコ・エネルギー改革概要 在メキシコ日本国大使館より作成

原油に関する現状としては、メキシコの原油生産の6割を占めるユカタン半島沖油田の産出量が減少しており、また、原油安が起こった原因として、2013年頃アメリカでシェールガス革命が起こり、従来は採掘が困難であった質の悪いシェールガスを安価に採掘する技術が開発され、原油安を引き起こし、また

5 アメリカ自体が14年にはロシアとサウジアラビアを抜き米国が世界最大の産油国となり、原油輸入依存度も低下してきている。

こうしたことを背景として、もともと赤字傾向であった経常収支にもさらに悪影響が出る可能性がある。一方で、これらの経常収支赤字を今後も安定的に資本収支黒字でカバーできるかどうかは難しくなっている面もある。例えば、

10 FRBが量的緩和政策を行ったころは、米金利が低下し、原油が注目され、巨額の投資資金がメキシコに流入した。しかし、米国の景気が回復基調になり、利上げが視野に入ってくると、金融商品としての原油の魅力が後退し、メキシコから資金が流出し始めた。

ちなみに、こうしたメキシコからの資金の流出入を表す資本収支の大半は、

15 外国人投資家によるメキシコ国債の購入からくるものである。メキシコ国債が人気の理由の一つとしては、メキシコの金融商品の流通性が高いことである。外国為替取引の規模における、メキシコ・ペソはエマージングマーケット通貨の中で韓国に次いで2番目に大きく、BRICsの通貨をはるかに上回っている。

20 6、アルゼンチン

次にメキシコと同様、90年代に金融グローバル化の流れに加わった新興国として、アルゼンチンについて述べていく。ここでは、アルゼンチンが抱えている問題や脆弱性を、過去に発生したアルゼンチン危機を通じて考察する。

アルゼンチンは1982年のフォークランド紛争後、国内情勢が悪化し、一時

25 は5000%近くのハイパーインフレとなった。そのハイパーインフレーションを封じ込めるため、1991年にドルとペソの交換レートを1ドル=1ペソとする固定為替相場制度を採用し、ペソの供給量を外貨準備高以下に抑える通貨制度であるカレンシーボード制を導入した。これにより為替相場の安定化が図られ、ハイパーインフレーションは沈静化された。

30 しかし、1997~1998年にかけて発生したアジア通貨危機の影響がロシアを通

じてブラジルに波及し、ブラジルが変動相場制に移行したことに伴いレアルの切り下げが行われた。ブラジルの通貨切り下げがペソ高に影響し、それがアルゼンチンの国際競争力を大きく低下させ、景気がさらに悪化した。このことが国内外からのアルゼンチンに対する信用を低下させ、2001年ペソ切り下げの懸念の高まりを受けて資本逃避が加速し、外貨準備も大きく減少した。そして、2001年政府は1320億ドルに上る対外債務の支払い停止（デフォルト）を宣言し、2002年には変動相場制に移行したことによりペソの相場は急落した。

この通貨危機が発生した要因を簡単に述べると、カレンシーボード制の下で金融政策の独立性が放棄されていることにより、経済政策が効果を発揮できず景気後退が長引いたこと、そしてファンダメンタルズの脆弱による海外投資家のアルゼンチン政府への信用が低下したことが挙げられる。

アルゼンチン経済の現状を見ていくと、ファンダメンタルズの良し悪しを大きく左右するものが穀物価格である。アルゼンチンは中南米の中でも上位に入るほどの農業大国で、大豆油や大豆の搾りかすの輸出額は世界第一位であり、大豆関連の輸出は4分の1を占めている。（三菱UFJリサーチ&コンサルティング）しかし、その穀物価格が2014~2015年にかけて下落しており、こうしたコモディティの値下がりがアルゼンチンのGDPにマイナス影響を与えられ、大豆輸出に対して輸出課徴金⁴を課していることから、穀物価格が下落することにより輸出課徴金が減収することで政府歳入が減少し、財政収支が悪化することも考えられる。また、経常収支赤字もそれほど大きくはないがアルゼンチンは国際金融市場からほとんど孤立したままで、外貨準備高も減少傾向であることを考慮すると、資本収支の黒字によって経常赤字を埋めることは難しいだろう。

また、アルゼンチンも含め中南米諸国は資源価格が下落し、貿易・財政面での資源依存度が高い中南米への懸念により通貨安傾向にあり、これがインフレ圧力を高めている。アルゼンチンの場合、それに加えてバラマキ型^[2]の政策がとられていることで、それが財政赤字やインフレとして反映されてしまっている。これ以上高いインフレ率が見込まれれば、競争力の低下を招き、ペソの下

⁴ 輸出抑制のために輸出品に課される付加税のことを輸出課徴金という。財政収入の確保、貿易収支バランスを得る目的で税金が課される。

落が予想されることによって、通貨に対する信認が低下しペソ売りの動きが強まる可能性がある。このペソ売り圧力が加速し、通貨暴落が発生すれば大量の資本逃避がなされ、アルゼンチンは危機に陥る可能性がある。

さらにアルゼンチン通貨は米国の金利変動の影響も受けやすい。2014年1月、アルゼンチン通貨は急落した。その背景にあるのは、2013年5月に米国のFRB議長が量的緩和第3弾(QE3)縮小を示唆して以降、新興国からの資金流出を懸念し、ドル買いペソ売りが続いたこと。また、12月にはQE3縮小が決定され、それと同時にアルゼンチンの中央銀行が自国通貨の下落を防ぐ目的で実施してきたドル売りペソ買いの為替介入を見送ることを発表したことで投資家の不安心理が拡大したことが、アルゼンチン通貨急落の結果に至った。

これを契機として金融市場が不安定化し、他の新興国にも波及したが、新興国の利上げの実施、米国景気回復の期待が高まったことでひとまず状況は落ち着いた。このように米国の金利変動が新興国の資金流出を招く場合もある。

15 7、アフリカ

最後に金融グローバル化の中で天然・鉱物資源に恵まれ、最後の「フロンティア」、最後の未開拓地として先進国から注目を集めるアフリカについて述べていく。

アフリカはこれまで貧困国が多い地域として世界経済の中では遅れを取っていた。また、内戦や部族間の抗争、エボラ出血熱、エイズなど、どちらかといえば援助の対象国として見られていた。しかし、近年、アフリカ全域では成長率の向上が見られ、アフリカ経済への今後の将来性に先進国からの関心が集まりつつある。アフリカは以前より世界と密接につながるようになり、海外から影響を受けるだけでなく、アフリカから海外へも影響を及ぼしている。また、アフリカでは今年8月にケニアのナイロビで第6回アフリカ開発会議(TICADVI)が開かれたり、日本や中国の企業が進出したりと先進国からの投資も厚い。ここではアフリカ経済について述べていくこととする。

ヨーロッパの支配から独立したアフリカは1次産品の交易条件が好調であったことを背景として、1970年代半ばまでは順調に経済成長を遂げていた。しかしその後はオイルショックや先進国での不況や高金利などを背景とした金融危

機が起きたため、カントリーリスクが懸念され、アフリカから投資資金が引き揚げられた。また、先進国での鉱物資源の需要が省資源技術や代替資源の採用により減少し、1990年代までアフリカ諸国の経済は不安定であった。長期にわたり経済が停滞していたアフリカであったが、2000年代以降には資源価格の高騰により輸出収益が増加したため先進国からの直接投資も増加した。

しかし、資源価格の高騰によって成長したとはいえそれを持続していかなければいけない。アフリカ経済が成長していくため、金融の側面から見ていくと、資本を海外から安定的に流入させる、直接投資を増やすことが求められる。短期資本では金融危機に陥った場合、突然の資本逃避が起こるリスクがある。安定した直接投資を増やすことも必要であるが、資本流出に耐えうる金融システムを構築することも必要である。そこで、アフリカの為替相場の現状を見ていくと、現在アフリカの多くの国では固定相場制が取られている。国際金融システムが未発達なアフリカの場合、自国通貨への信認が低下し資本逃避が起きた場合、金融政策で売りオペを実施しようとしても市場で債券の引き受け手を見つけるのは難しい。だからこそ為替変動リスクを回避し、為替を安定させるために固定相場制をとっているのである。

ただし、このことはアフリカで経済が発展するにつれ、通貨危機のリスクが大きくなることを意味している。これからアフリカが長期的に発展するためには、自国の金融市場を整備し、変動相場制への移行の準備をしていかななくてはならない。

そんな市場の金融システムを活発にさせようとアフリカでは地域経済共同体をベースにした取引所連携の動きがある。流出した投資マネーを域内に引き戻して、効率的に循環させる狙いで、相互上場やシステム共通化などの連携を強化させる方針である。現在、アフリカにはいくつかの証券取引所があり、西部、南部と地域経済共同体での広域証券取引所構想が打ち出されている。実現すれば、経済統合やインフラ整備の後押しとなり、資源依存の脱却への持続的な発展を強める効果が期待されている。

これまでに挙げた新興国の危機を振り返ると、第1章の教訓でも述べたが、問題の1つとしていえることは、流動性の高い短期的・投機的な資本取引の規制が遅れていることである。2つめは外貨準備の不足によってデフォルトや通

貨危機に発展したこと。3 つめは経済開発資金として、短期資本に依存することで、大量資本逃避が起こった時の危機に耐えられなくなることである。そして、4 つめは固定相場制にすることでインフレの変動を抑えたり、通貨の安定を図ったりしているが、国際金融のトリレンマの視点から考えると金融政策の効果が得られない、または自由な資本移動が効かない場合があることである。5
そして、最後に米国の金利政策に影響されやすいということである。現在もFRBが利上げを行った場合の新興国からの資本流出に警戒感が増している。

これらの新興国の問題をふまえたうえで、次の第4章では通貨危機の予防策、対応策について述べていく。

10

第4章 通貨危機における予防策、対応策

第3章における現代の新興国の過去の通貨危機と現状の問題を分析していくと米国の金利政策の影響や当該国のカントリーリスク、経常赤字による一斉の資本流出の問題が懸念された。そのため第4章ではまず、新興国が通貨危機に15
直面しないための資本の一斉流出、短期資本の流出入を防ぐ対策を提案していく。また、新興国では過去にアジア通貨危機で起きたような、マーケットにおける巨大な投機による危機の発生を防ぐ必要がある。さらに3章でとりあげたように、多くの新興国がアメリカの金融政策の影響を受けやすいという問題を20
抱えている。これらを解決するためには国内の金融市場の活性化、あるいは脆弱性を補う政策を行うべきで、具体的に我々が有効であると考えられる政策について述べていく。最後に、IMFをはじめとする国際機関のあり方について述べていくが、これらの提案にはほとんど予防策と対応策の両方が含まれているためあえて両者を分けないことにする。

25

4-1 金融取引税の導入

資本移動の自由化に伴い短期的な投機的取引の増加を防ぐために金融取引税を提案する。金融取引税とは米国経済学者ジェームズ・トービンが考案したトービン税とも呼ばれているもので株式、債券、外国為替、デリバティブの金融30
取引に対して低い税率をかけることによって投機的な国際資本移動を抑える目

10 がある。EUではさらに金融取引税の目的を「グローバル金融に要したコストをカバーするために一般税収に対する金融業界の『公正かつ相当な貢献』（fair and substantial contribution）を求めること」⁵として株式や債券に対する取引には税率を最低0.1%、デリバティブ取引に関しては最低0.01%に設定して導入に向けて進めている。金融取引税は一般的に税を実施すると実施していない方に取引が流れてしまうため一斉に導入しなければ金融取引税は効果がないといわれているが実際にフランスが先行して金融取引税を導入している例もあるため効果がないと言い切ることはできないはずである。導入した影響では機関投資家の取引の割合の高い銘柄では株式の現物取引から税の割合の低いデリバティブなどに取引が流出した。

15 そこで全ての金融取引を最低0.1%にすることを提案して税率による取引の偏りを修正する。金融取引税では税の徴収と脱税をどうするかという問題もある。金融のグローバル化において、電子決済技術の発展と決済の取引には実際の紙幣を使うわけではなく非物質化された債券の移動である。そこで、すべての金融機関、とりわけ銀行が利用する各国の電子支払いシステムを通して、為替契約の決済地で税を徴収することが可能となっている⁶。決済時に使われるシステムは主にメッセージングシステム（SWIFT）、クリアリングハウス（決算・決済機関）、即時グロス決済（RTGS）の3つである。SWIFTとは外国為替や貿易、送金に必要なメッセージをインフラとして決済システムに非常に重要な役割を果たしている。SWIFTでは大量の情報を送るだけでなく取引の記録をする役割もある。SWIFTによれば、為替取引の特定とその課税に必要なすべての要素は技術的に捕捉可能であるという⁷。クリアリングハウスでは取引の相殺決済（差額）だけを取り扱っている。この時にもSWIFTのメッセージを利用しており相殺決済を行うためにそのメッセージを記録する。税の徴収方法では2つの方法がある。1つ目はもしあるコルレス銀行がクリアリングハウスに向けて振替の取引操作をする場合、メッセージを集中するクリアリ

⁵ 小岩 井上（2013）

⁶ ジェームス・トービン（2003）『トービン金融論』 東洋新報社

⁷ 取引の性質、金額、それが現金化される際の通貨や適用される為替レートなど

ングハウスがそのコピーを中央銀行に送付して税を徴収できる。2 つ目はコルレス銀行が直接即時グロス決済を行った場合にコルレス銀行がそのまま中央銀行にメッセージのコピーを送付する。徴収する場所においてはクリアリングハウスや即時グロス決済のアクセスについて統御しているのは中央銀行であるため税を徴収するのに適している。徴収する場合、欧州委員会の課税方式では金融取引で仲介されるごとに課税されるがカスケード効果が流動性を阻んでしまうため1つの取引で国が徴収できる税は1回とする。脱税に関しては電子取引である上に SWIFT やクリアリングハウスでの記録もあるため難しいと思われる。

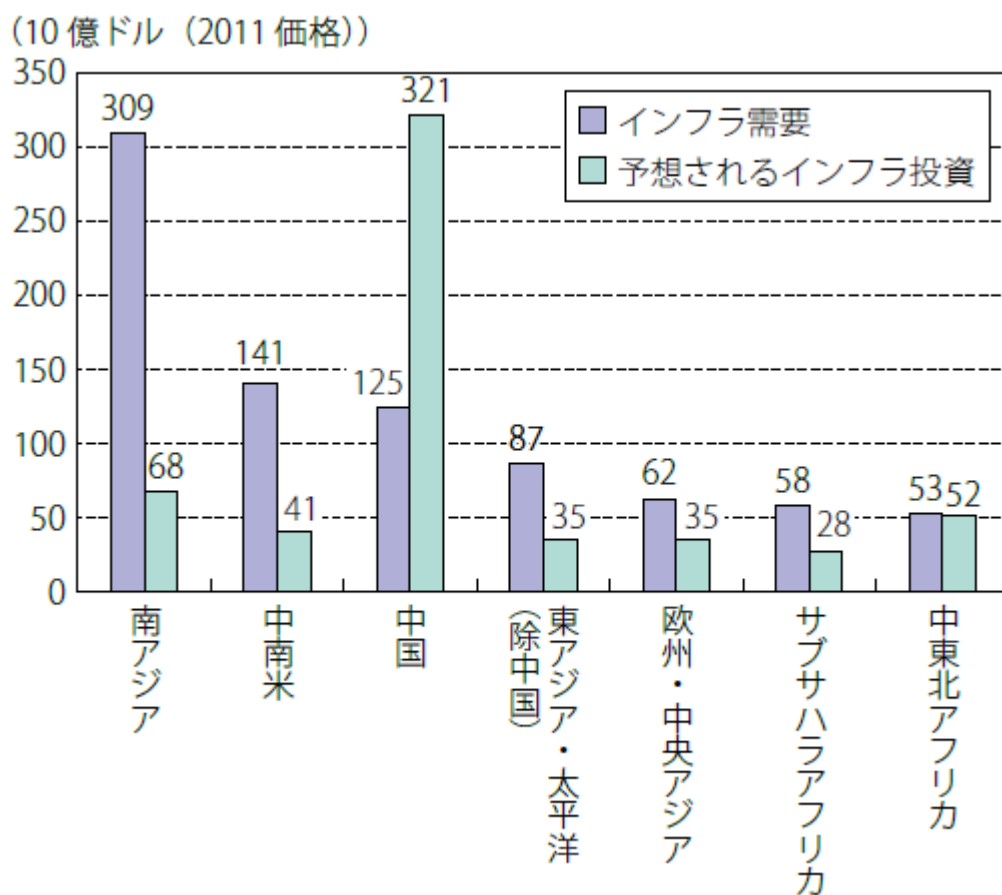
10 徴収した税の用途に関しては直接投資の促進や新興国の経済発展が持続的かつ長期的に続くように法人税の引き下げやインフラ整備の政府支出に使用する。内外資本の投資が促進されると労働需要が増え雇用増加につながり購買力も増加し市場拡大が見込めるだろう。図 4-1 で地域別にインフラ需要と将来のインフラ投資の予想を比較した場合でも、中南米では 1000 億ドル、南アジア地域では 2410 億ドルもの需要と投資の差があり、中国を除いた新興国のインフラ整備は 2020 年までのインフラ需要に対しインフラ投資の不足が予測されている。

20

25

30

図 4-1 新興国・途上国におけるインフラ需要・投資の将来予測(2014-2020)



(出所) 経済産業省 (2016) 『通商白書第 1 部第 3 節 世界的なインフラ需要の拡大』

5

「海外の企業インフラ投資を必要とする多くの途上国において、公共投資の前提となる財政基盤は脆弱であり、政府予算による公共投資は十分とは言えない状況にある。」⁸しかしインフラ未整備の状態である新興国では企業が損失を計上しているため新興国の経済発展にインフラ整備は重要である。

10

4-2 短期資本規制

新興国では銀行借り入れや債券の短期的資金が大量に流入されやすい。第 3

⁸経済産業省 (2016) 『通商白書第 1 部第 3 節 世界的なインフラ需要の拡大』 http://www.meti.go.jp/report/tshuku2016/pdf/2016_01-03-03.pdf (2016 年 8 月 12 日アクセス)

章で述べたように新興国ではカントリーリスクや米国の金融政策、資源価格の変動などの不安定要素があり短期的資金が大量に流出することが起こりやすく長期の資本と短期の負債の満期ミスマッチや自国通貨建て資産とドル建て負債のミスマッチが起こってしまう。そのため短期的資本流入の防止と通貨危機が発生した後の一斉に資本が流出することを避けるために流入してきた資本の一定の割合を一定の期間の間、当該国に預ける短期資本規制を提案する。短期資本規制の事例ではチリのエンカヘ制度が成功例と言えるだろう。エンカヘ制度とは 1991 年から様々な目的で流入してくる外国資本を一定期間に一定の割合で中央銀行に無利子で強制預託する制度である。初めのエンカヘ制度は対象が貿易金融を除いた外国資本で預託期間が融資期間に対し 90 日間から 1 年間、預託率は 20% に設定していた。92 年には預託率を 30% に引き上げ預託期間は一律で 1 年間とした。さらに 95 年の短期資本規制は対象を投機性のあるすべての取引に設定した。エンカヘ制度による短期資本流入の効果は図表の対外債務残高を見て分析していく。最初に制度を導入した 91 年では 90 年に比べると短期比率が 4.4% 減少している。総額は減ったものの 99 年までの全体を見るとチリ以外の国への資本逃避ではなく総額も増加傾向にあり短期資本から中長期資本へと資本が移動している。同じ時期における他の新興国との短期資本比率と比較する。90 年代にエンカヘを導入してから、総債務における短期債務の割合をブラジルと比較すると、94 年にブラジル、チリがそれぞれ、20%、25% であったのに対して、98 年には 60%、15% となった。また、資本規制を導入しなかったタイと比較すると 89 年には同水準(約 25%) だったのに対し、95 年には資本比率における短期の割合はタイに比べて、チリはほぼ半分に抑制した⁹。このようにチリのエンカヘ制度は短期資本流入に効果的であったと言えるだろう。チリでは短期資本比率が低くなっただけではなく経済自体も安定している。チリ経済の特筆すべき点として、南米随一ともいえる財政金融面の健全性があげられる¹⁰。さらに 91 年以降のチリでは外貨準備高や為替相場も安定してい

⁹ 「チリ経済の現状と今後の展望～南米らしくない健全性・安定性を示すチリ経済～」

三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング堀江正人(2014)

¹⁰ 「徴税なき挑戦—エンカヘに見る国家の力」グローバル経済セッション一同(2011)

る。短期資本規制によって根本的に新興国の実体経済を良的、安定的にさせ通貨危機に直面せず経済成長ができるような可能性がある。

図 4-2 チリの対外債務残高

年	総額	中長期	短期	短期比率(%)	対IMF債務
1990	17,425	13,131	4,294	24.6	1,151
1991	16,364	13,062	3,302	20.2	955
1992	18,242	13,582	4,660	25.5	722
1995	21,736	16,563	5,173	23.8	290
1996	22,979	18,527	4,452	19.4	0
1999	34,167	30,222	3,945	11.5	0

5

(出所) グローバル経済セクション (2011) から筆者作成

短期資本規制の対象、割合、預託率の数値は国々によって経済状況や効果の出る数値が変わってくる可能性が高いため独自に決めてよいものとする。

10

4-3 新興国の債券市場活性化

また、新興国においてマクロ経済を安定させて危機を防ぐためには、国内や地域内で長期的な資本流入が見込める現地通貨建ての証券市場を整備し、できる限り経常赤字や財政赤字を対外からの借り入れで賄わなくてもよい構造を構築することが大切だ。そうすることで、ロンドン市場をはじめとする様々な国際市場で、債券を売ることによって得た外貨と、自国通貨との為替変動により返済時に金利負担分が増加するリスクを防ぐことができる。

15

そこで私たちは新興国の危機の予防策として自国の債権市場を活性化させるために ABMI のような取り組みをアジア以外の新興国においても実施することを提案する。これは BRICS だけでなく、NEXT11¹¹などと呼ばれる新興国においても世界の中での経済規模は拡大してきており、今後、各新興国の長期資金の供給源を確保するためにも流動的な現地通貨建ての債券市場を育成することが欠かせないと考えるからだ。

20

¹¹ 急成長が期待されると指定した 11 カ国で、具体的には、メキシコ、ナイジェリア、韓国、ベトナム、インドネシア、バングラディッシュ、パキスタン、フィリピン、トルコ、イラン、エジプトが挙げられている。

ABMI とはアジアにおいて効率的で流動性の高い債券市場を育成することにより、アジアにおける貯蓄をアジアに対する投資へと活用できるようにすることを目的として、2003 年第 6 回 ASEAN+3 財務大臣会議で各財務大臣に合意された現地通貨建て域内債券市場育成のための取り組みである。これは金融に

5 おける通貨・期間のダブルミスマッチ軽減による通貨危機のリスク低減や、アジア域内の豊富な貯蓄を域内の投資に結びつけるための金融仲介機能の発展・深化を目標とする取り組みだが、このような取り組みをほかの新興国においてもすでにその国と関係性のある先進国を主導に始めるべきである。

具体的にはアフリカ諸国の債券市場の整備を、かつてアフリカを植民地として

10 いたフランスをはじめとする EU などの先進国や、アフリカ開発銀行などが支援することなどが考えられる。アフリカには大きな証券市場としては主に、南アフリカのヨハネスブルク証券取引所、エジプトのカイロ・アレキサンドリア証券取引所、ナイジェリアのナイジェリア証券取引所などがあるが、下の図の時価総額合計からも分かるようにヨハネスブルク証券取引所が突出した上場

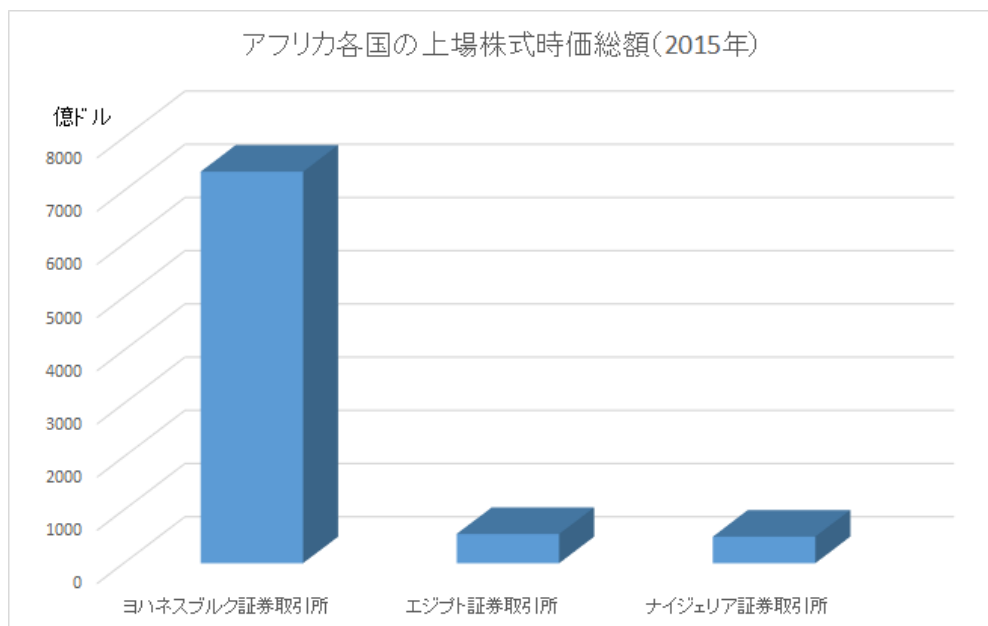
15 企業数と取引量を誇っている。それらの取引所で扱われている債券に保証を与えることで、域内・域外の投資家が安心して購入しやすくなる。例としてはフランスなどの先進国が主導で、共同保証機構を創設し、様々な発行体の審査を行い、共同の格付けをすることなどが考えられる。

20

25

30

図 4-3 アフリカ各国の上場株式時価総額（2015 年）



（出所）日本経済新聞記事（2016/9/03）データから筆者作成

- 5 また、そのほかにもアフリカでは複数の証券取引所が存在し、最近では新たに広域証券取引所構想が展開されている。一国内では市場の規模や調達できる資金が限られていたり、機関投資家が未成熟であったりするため、発達した国内債券市場を持つのは容易ではない。そのためこの構想は複数の取引所を統合することで債券市場を活性化させようとするものだ。当該地域の時間帯でその
- 10 地域の投資家が主導となって価格を決められるという条件のもと、域内の資本余剰国から不足国に長期資本を還流させるという目的を果たすことができる。これにはすでに先例があり、1996年には西部アフリカのフランス語圏 8 か国により広域証券取引所が設立されている。またアフリカには各地域に経済共同体が存在するため、南部・東部はもちろん、西部においても西アフリカ広域証券取引所を除く英語圏での取引所の活性化が考えられる。こうすることで、ア
- 15 メリカが金利を引き上げた場合にも新興国内における投資資金の流出を減少させることができるため、域内での債券市場の活性化は有効だと考えられる。

4-4 新興国における為替相場制度の在り方

- 20 また現在全世界の通貨の 60%以上を米ドルが占めているため、米ドルの力が

非常に強く、特に国内通貨の信用が十分でない新興国では米国の金融政策の変化による経済への悪影響が大きいという問題がある。新興国の通貨が信用されるためには将来的には新興国においても変動相場制に近づけることが望ましく、各国が自由な資本移動、独立した金融政策を行える環境を整えることが必要とされる。これは国際金融政策において自由な資本移動、固定相場制、独立した金融政策を同時に実現することはできないという国際金融のトリレンマの法則からも導ける結論である。

そこで初めに現状において主な新興国ではどのような固定相場制度がとられているのかについてみていきたい。世界の新興国で採用されている固定相場制度の種類を完璧に分類することは難しいが、大きくわけて以下の3つほどある。まずカレンシーボード制とは、自国通貨を米ドルやユーロなどの基軸通貨に固定することで信認を高めようとするもので、自国内の通貨供給量を外貨準備高以下に抑えることで、両通貨の相互交換を完全にすることで、典型的な固定相場制であるといえる。そのため国内の為替相場を安定化させ、インフレーションに強いとされているが、自由に金融政策ができないことからアルゼンチン経済危機が発生するなどしたため、現在使用している国はサウジアラビア、クエート、カンボジア、ミャンマー、香港、オマーンにとどまっている。

次に管理フロート制とは自国の通貨の変動幅を固定し、許容している変動幅を超えそうになると、随時政府や中央銀行が介入を実施することで為替相場をコントロールする制度で、IMFの定義では「通貨当局が、特定の為替レート目標を持たずに、必要に応じて裁量的に為替レートに影響を及ぼそうとする為替制度」であるとしており、中国、ベトナム、ラオスなどが採用しているとされている。特に中国に関しては市場供給に基づき、一部通貨バスケット制を参考にした管理フロート制度を採用していると主張しているが、人民元の対米ドルの相場の変動幅が小幅なものであることから、IMFにおいて中国は実際には固定相場制を採用しているものと認識されている。

最後に通貨バスケット制とは複数の通貨に対して為替相場を固定する為替相場制度のことで、シンガポールやマレーシア、ジンバブエなどが採用している。このように複数の外国通貨を加重平均して合成した通貨単位に対して自国通貨が固定されるため、特定の通貨が大幅に増価・減価しても、その影響を受けに

くいというメリットがある。

このように現在世界各国では為替相場を市場原理に任せる「変動為替相場制」と、自国通貨と特定基軸通貨との交換レートを一定に決める「固定為替相場制」があるが、実際には上に述べた管理フロート制や通貨バスケット制のように、
5 この中間に位置し、相場の変動を人為的に一定の目標範囲内に抑える制度が数多くあり、IMFは各国の外国為替相場制度を8種類に分類している。

固定相場制を採用すれば、国内の金利を他国の金利と同一に保つ必要があり、本来であれば国内の物価の安定性や景気対策として行うことのできる金融政策を放棄するという一方で、自国の経済の混乱を收拾できない状況に陥る恐れがある。
10 管理フロート制においても金利調整策であれ為替介入策であれ、本来市場原理に基づいて動く為替相場を操って固定相場制を図る行為は、国際的な為替市場や国内の政策に大きな歪みを生み出すことになるため長期的に見れば決して好ましい政策ではない。

このような固定相場制から変動相場制に移行することは、各国において経済
15 実勢を反映した相場を実現し、金融政策を有効にする。特にロシアや中東など資産価格の影響を受けやすい国では変動相場制に移行することで原油安のもとでの財政悪化や対外不均衡是正を促す。また、自国通貨買などの為替介入の機会が減ることで、危機の要因となる急激な外貨準備の減少に歯止めをかけることができると考えられる。例えばサウジアラビアでは現在、1ドル=3.75
20 レアルでドルにペッグさせているが、このように為替を高値で固定したままでは石油以外の輸出競争力を高めることは難しいだろう。そのため、完全な固定相場制を採用している中東などの新興国においても管理フロート制や通貨バスケット制を介して、徐々に変動相場制へと移行させることは必要だと考えられる。

それを実現するためには、IMFや世界銀行などが各国の証券市場を整備した
25 うえで、信用力を付与した債券を発行するなども考えられるが、IMFや世界銀行においても固定相場制度を採用するすべての国が発行する債権のリスクを保証するには多額の費用がかかり、必然的に新興国への事前のコンディショナリティが高まることが予想される。

そこで、私たちはまずは新興の中でも特に経済大国である中国の変動相場制
30 への移行を安定的に促すこと、また先に述べたような域内での債券市場活性化

の取り組みをしたり、それぞれの地域での金融協力を最大限に利用したりすることが有効だと考える。これにより IMF などのグローバルな機関で行うよりも危機に迅速に対応できるうえに、各新興国が納得しやすい措置をとることができると思う。

5

4-5 中国の変動相場制への移行

私たちが特に中国を変動相場制にすべきだと考える理由は主に二つある。第一に中国のように自国通貨において通貨バスケットの構成比率を米ドルの比率をかなり高くしたうえで、為替相場の変動幅を小さく設定する管理フロート制を採用している国では、相場変動を一定範囲内に収めるために金融政策が用いられるので、金融政策の自由度は限られてしまうからだ。それでいて中国は政治的に米国と対立することが多く、経済における安全保障の観点からドルに依存しづらいという問題を抱えているため、今後も人民元と米ドルを高い比率で維持することは難しいだろう。

第二に中国の人民元は今年の10月からSDRの構成通貨のひとつとして採用されることが決まったため、これからその構成比率のシェアを維持するためにも「国際的に自由な取引が可能である」ということと、「発行国の輸出規模が大きいこと」などの条件を満たす必要があり、今後一層、「国際資本移動の自由化」を目指すと考えられるからだ。そもそもSDRとはIMFが加盟国に対し、出資比率に応じて配る国際通貨の一種で、通貨危機になどで外貨不足に陥った加盟国はSDRを他国に渡せば米ドルなどと交換できるもので、金利と為替の両方の変動リスクを軽減するために通貨バスケット制がとられており、ドル、ユーロ、ポンド、円の4通貨に10月からは新たに人民元が加わって構成された。国際資本移動の自由化とは具体的に、民間企業の資金調達手段の多様化や国内投資家や家計の投資先の多様化、投資リスクの分散、国内企業の海外資金調達の円滑化、貿易信用取引の自由化や貿易促進などが行われることで、これを実現したうえで独自の金融政策を行おうとすれば国際金融のトリレンマの法則からも必然的に固定相場制をあきらめ、変動相場制に移行することとなる。

30

4-6 新興国における域内金融協力体制の利用

また同じく予防策として、新興国がいずれかの金融協力に属し、外貨準備を融通し合える仕組みを持つことが有効だと考えられる。アジアの国々では対外支払いに支障がある場合にその国の通貨と引き換えに他国からドルを借り入れるチェンマイイニシアティブという制度があるが、それ以外の新興国においても地域金融協力体制の仕組みを構築することが大切だ。これは EU のような人、モノ、カネのすべての移動を保障する強い経済統合とは異なるため、地域で特定の通貨に統一する必要がないので、各国の経済状況に合わせた金融政策が制限される恐れはない。

5 CMI などの地域金融協力が参加国にもたらすメリットとして注目できるのは、意思決定が IMF に比べて早いということがあげられる。IMF は為替を安定させながら、国際貿易の均衡のとれた増大を図ることで加盟国の雇用・実質所得の増大を促進することを目的として設立された。しかし地域で発生した危機に対し、グローバルなレベルで取り組もうとするため意思決定に時間がかか

10 ってしまう。実際、アジア危機でタイや韓国、インドネシアからの支援要請を IMF が受理した際には、調査ミッションの派遣や融資条件の交渉などに時間がかかり、融資プログラムの理事会の承認までに 2 から 3 週間ほどかかってしまった。

一方で「2009 年にマルチ化されたチェンマイイニシアティブは、多数のメンバー国が単一の通貨スワップ取極に合意することで、通貨スワップ発動に必要な手続きが共通化され、メンバー国が保有する外貨準備を危機時に多国間で迅速・円滑に融通し合うことが可能になった¹²」といえる。

チェンマイイニシアティブは、域内のある国が対外支払いに支障をきたすような流動性の困難に直面した際に、外貨資金を短期的に融通し合う仕組みだが、

25 集団的な金融支援体制として、為替相場の急激な変動を抑制し、為替・金融市場の安定を確保するのに役立っている。

このような取り組みをその他の新興国で広めていく際に、地域的な金融協力が空白となっている地域同士においても協力し合うことが考えられる。例えば、

¹²日本銀行 H P

<https://www.boj.or.jp/announcements/education/oshiete/intl/g11.htm/>

米国との経済関係の深いコロンビアやチリをはじめとする南米諸国と、サウジアラビアなどの自国通貨をドルに固定させている中東産油国などで金融協力を
行い、通貨危機の予防を高めたり、危機発生時の対応を円滑にしたりすることが
考えられる。このように、異なる経済状況に置かれやすい地域同士が手を組
むメリットとしては、外貨準備を必要とするタイミングが分散されることが考
えられる。これらの国同士の協力は政治的な問題も絡んでくるため、あくまで
一例であるが、こうして域内で他の加盟国から短期的にドルの融通を受けられ
るようにすることは危機の予防として有効である。また、コンディショナリテ
ィなどに関しても IMF などの大きな機関から融資を受ける場合に比べて、自
国の意見が反映されやすいことから納得のいく形になりやすいといえる。

4-7 IMF のあり方と各機関の危機発生後の対応策

また欧州債務危機のように一カ国の債務問題が明らかになった場合でも、周
辺国に危機が飛び火しないように、世界銀行やアジア開発銀行など、IMF 以外
の国際機関も第一線の融資支援機関として意思決定を早い段階で行い、協調融
資することでさらなる債務危機に発展しないように努める必要がある。世界銀
行は第二次世界大戦後の欧州の復興と途上国の開発を目的として設立され、「特
定部門の長期間に渡る構造調整」や、「危機により生じる社会へのマイナスイン
パクトの軽減」に力を注いでいるため、一時的な国際収支赤字による短期通貨
不足の問題解決を図る IMF とは異なり、「政策の改革」を目的とした融資とな
っている。またアジア開発銀行においても、独立した法的な監視機構の確立、
市場機構への信頼向上を通じて金融部門に存在する構造的問題の解決などに
焦点を当てているため、単純に一時的に融資額を増やすことにおいてはこの二
つの機関を合わせても IMF の支援額ほどにはならないかもしれない。しかし
早い段階でこれらの機関が、危機発生国に対して長期にわたって構造的な問題
の支援を行うということを表明することは先進国などからの第二線融資を促進
させることにつながる。

IMF と世銀との役割分担は難しく、アジア危機に対する IMF の支援策をめ
ぐって、世銀のウォルフエルソン総裁は IMF の役割は政策監視、為替問題、国
際収支、成長重視の安定化施策であるとし、世銀の役割は構造政策やセクター

別政策を含めた適正な開発プログラムの作成と優先順位の決定であり、開発のための健全な基盤を築くことにより危機を防止する責任を負っていると述べた。

(2001 毛利)

5 IMF 参加国にはあらかじめ、インフレ率や経常赤字の拡大状況、国内の財政状況、資産運用状況などを含めたポートフォリオの監視や、海外への投資や外貨建て借り入れを行う国内の企業や金融機関のバランスシートの規制の基準を細かく設定し直すことで国内のマクロ経済の状況からおこる通貨危機を未然に防ぐことができると考えられる。

10 これにより借り入れ国で経済状況が悪化した場合にも IMF などにより救済されるだろうという考えのもとで当該国の政策が甘くなり、融資者の資産がリスクにさらされるといった状況や、国内の金融機関などがリスクのある投資を行うことでかえって危機が発生しやすくなるといった IMF による貸し手機能としてのモラルハザードを抑制できる。また IMF は常に参加国のマクロ経済の状況を把握、制限することで、危機が発生した際に加盟国が融資を受けること
15 を躊躇することがないようにすること、細かな内容の交渉により緊急救済の時期を逃さないようにすることも大切だろう。

20

25

30

おわりに

1970年代のニクソンショックからブレトン・ウッズ体制（金・ドル本位制）の終わりを告げてから金融グローバル化の進展も進んできた。一方で通貨危機の発生の頻度と規模も進展した。1章の通貨危機の教訓、3章の現代の新興国
5 おける問題で述べたように通貨危機の原因には短期的、投機的資本の急激な流入や流出や外貨準備の不足、米国の金融政策の影響などが挙げられる。そこで第4章では通貨危機の予防・対応策として様々な提案をしてきた。

金融取引税や短期取引資本の導入や債券市場活性化では投機的投資や満期ミスマッチの解消、長期資本の流入など長い期間で新興国が経済成長の発展を期
10 待できる。新興国の為替相場の在り方では固定相場制より長期的には変動相場制に移行するべきと主張し、CMIを参考に各地域、もしくは地域間の地域金融協力体制やIMFの対応強化によって変動相場制に移行できる体制を提案した。

通貨危機に対する予防・対応策に関しては国ごとの情勢や経常収支の特徴が異なるため1つの提案で全てを網羅することはできない。そのため本稿では複
15 数の提案で通貨危機に対する問題を予防・対応できるよう論じてきた。先進国はもちろん、今後新興国においても通貨危機に直面することなく、経済成長を実現させるためには、様々な国際機関や国同士が協力し合いながら、危機を防ぐ仕組みを作り上げるような政策に取り組んでいくことが必要である。

20

25

30

参考文献

- 秋葉弘哉（2010）『外国為替通貨論』成文堂。
- 『アフリカ証券取引所の広域統合構想 域外資金の回帰促す』、「日本経済新聞」、電子版、2016年9月3日。
- 石川嘉英(2004) 『通貨金融危機と国際マクロ経済学』日本評論社。
- 伊藤たかとし（2007）『1997年アジア通貨－危機原因と深刻化の理由－』
file:///C:/Users/User/AppData/Local/Microsoft/Windows/INetCache/IE/L2/L5HSLM/200707_KokusaiMondai.pdf
- 10 ● William W. GRIMES ポストン大学教授『アジア域内金融協力の持続可能性』独立行政法人経済産業研究所
http://www.rieti.go.jp/jp/special/p_a_w/042.html（2016年8月10日アクセス）。
- 上川孝夫・藤田誠一(2012) 『現代国際金融論』 有斐閣ブックス。
- 15 ● 上島央(2010)『資源開発が進むロシアの現状と見直し』（三井住友銀行）
http://www.smbc.co.jp/hojin/report/monthlyreviewtopics/resources/pdf/200_CRSDMR1011.pdf（2016年6月20日アクセス）。
- 大野 太郎・布袋 正樹・佐藤栄一郎・梅崎 知恵(2014)
『法人税における税収変動の要因分解～法人税パラドックスの考察を踏まえて～』 財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』平成26年第4号（通巻第120号）
https://www.mof.go.jp/pri/research/discussion_paper/ron224.pdf（2016年6月21日アクセス）。
- 20 ● 小立・井上（2013） 『欧州の金融取引税の導入に向けた進展』
<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2013/2013spr10.pdf>（2016年7月8日アクセス）。
- 25 ● 小野有人（2005）『通貨バスケット制』みずほ総合研究所
<file:///C:/Users/User/AppData/Local/Microsoft/Windows/INetCache/IE/7J2DEVQ8/r051001keyword.pdf>（2016年8月10日アクセス）。
- 30 ● 表晃靖(2013) 『企業成長を加速させる新興国への展開』

- <http://www.shinnihon.or.jp/shinnihon-library/publications/issue/info-sensor/pdf/> (2016年7月8日アクセス)。
- 神尾篤志 (2012) 大和証券
<file:///C:/Users/User/AppData/Local/Microsoft/Windows/INetCache/IE/7J2DEVQ8/12101201capital-mkt.pdf> (2016年10月16日アクセス)。
- 5
- 北川勝彦・高橋基樹 (2014) 『現代アフリカ経済論』 ミネルヴァ書房。
 - 北島啓治 (2002) 『通貨危機再発防止に挑戦するメキシコの金融政策』
http://d-arch.ide.go.jp/idedp/KSS/KSS053500_010.pdf (2016年6月7日アクセス)。
- 10
- 北野、藤田、松林 (2014) 『グローバル・マネーフローの実証分析 金融危機後の新たな課題』 ミネルヴァ書房。
 - 岐部秀光 (2016) 「アフリカ諸国、証取統合構想、アデシナ開銀総裁、南アやモロッコ、作業着手」、『日本経済新聞』、朝刊、2016年8月25日、7面。
 - 国際通貨基金 IMF サーベイランス、ファクトシート (2016年10月28日
- 15
- アクセス)。
- <https://www.imf.org/external/np/exr/facts/jpn/conditioj.htm>
- 国際通貨基金 IMF コンディショナリティ、ファクトシート (2016年10月28日アクセス)。
- <https://www.imf.org/external/np/exr/facts/jpn/conditioj.htm>
- 20
- 国宗浩三 (2013) 『IMF改革と通貨危機の理論 アジア通貨危機の宿題』 勁草書房。
 - グローバル経済セクション一同 (2011) 『徴税なき挑戦—エンカへに見る国家の力』
[http://judai-official.info/wp/wp-content/uploads/2015/12/39期-グローバル経](http://judai-official.info/wp/wp-content/uploads/2015/12/39期-グローバル経済セクション.pdf)
- 25
- 済セクション.pdf (2016年8月17日アクセス)。
- 経済産業省 (2016) 『通商白書第1部第3節 世界的なインフラ需要の拡大』 http://www.meti.go.jp/report/tshuhaku2016/pdf/2016_01-03-03.pdf (2016年8月12日アクセス)。
 - 宿輪純一(2010) 『通貨経済学入門』 日本経済出版社。
- 30
- ジェフリー・ベル (1974) 『ユーロダラーの将来』 日本経済新聞社。

- ジェームス・トービン(2003) 『トービン金融論』 東洋新報社。
- 高田創 (2015) 『ロシアの長い冬、ロシア経済の悪化は続く』(みずほ総合研究所)
<http://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/today/rt150529.pdf>
 5 (2016年6月20日アクセス)。
- 多田忠義 (2013) 『最近の新興国通貨下落とインド経済』
<http://www.nochuri.co.jp/report/pdf/f1308ar1.pdf> (2016年6月21日アクセス)。
- 千葉進 (2010) 『今月の焦点 小康を保つブラジル経済—金融システムを中心に—』農林中金総合研究所
 10 <https://www.nochuri.co.jp/report/pdf/f9904fo1.pdf>(2016年7月27日アクセス)。
- 張勇祥 (2016) 「中国、人民元売り監視強化」、『日本経済新聞』、朝刊、2016年08月03日、7面。
- 常峰健司 (2014) 『新興国通貨不安と堅調さを維持するアフリカ通貨』丸紅経済研究所
 15 <file:///C:/Users/User/AppData/Local/Microsoft/Windows/INetCache/IE/8DN/DYNS8/Diamond140417KT.pdf> (2016年10月26日アクセス)。
- 内閣府経済社会総合研究所 (2002) 『経済分析第165号 国際資本移動と通貨危機：アジア危機の再評価』
 20 <http://www.esri.go.jp/jp/archive/bun/bun165/bun165b.pdf> (2016年7月12日アクセス)。
- 西川珠子 (2013) 『内憂外患のブラジル経済 - みずほ総合研究所』
[https://www.mizuho-](https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/insight/us130805a.pdf)
 25 [ri.co.jp/publication/research/pdf/insight/us130805a.pdf](https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/insight/us130805a.pdf)
 (2016年7月27日アクセス)。
- 西川珠子 (2015) 『アルゼンチン新政権の経済改革 - みずほ総合研究所』
<http://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/insight/us151221.pdf>
 (2016年7月27日アクセス)。
- 西川珠子 (2015) 『原油安・米利上げとメキシコ経済』みずほ総合研究所
 30

- <http://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/insight/us150619.pdf>
(2016年6月7日アクセス)。
- 西島章次・細野昭雄(2003) 『ラテンアメリカにおける政策改革の研究』
<http://www.rieb.kobe-u.ac.jp/users/nishijima/ERCh9.pdf> (2016年8月17日アクセス)。
 - 日本銀行公式HP 「対外説明・広報、教えて！にちぎん、『チェンマイニシアティブとは何ですか？』より」
<https://www.boj.or.jp/announcements/education/oshiete/intl/g11.htm/>
(2016年10月20日アクセス)
- 10 ● 糠谷英輝 (2015) 『脆弱5か国の経済状況比較』
<http://www.camri.or.jp/annai/shoseki/gekkan/2015/pdf/201505-6.pdf>
(2016年6月21日アクセス)。
- ノヴォセーリツェワ・エカテリーナ (2015) 『ロシアの4度目の経済危機』
(三井物産戦略研究所)
- 15 http://mitsui.mgssi.com/issues/report/r150410e_novoseltseva.pdf (2016年6月17日アクセス)。
- 林宏美 (2010) 『アフリカにおける広域証券取引所構想とその課題』野村資本市場研究所
<file:///C:/Users/User/AppData/Local/Microsoft/Windows/INetCache/IE/L2L5HSLM/2010aut08.pdf> (2016年10月15日アクセス)。
 - 原田逸策 (2016) 「人民元、国際通貨お墨付き」、『日本経済新聞』、朝刊、2016年10月01日、3面。
 - 藤井 日本総研調査部 『中長期的持続が見込まれる新興国の経済成長～人口動態の変化が成長を牽引～』
- 25 <https://www.jri.co.jp/file/report/research/pdf/4986.pdf> (2016年7月12日アクセス)。
- 堀江正人 (2012) 『アルゼンチン経済の現状と今後の展望 ～ 南米随一の高成長に死角はないのか？』
http://www.murc.jp/thinktank/economy/analysis/research/er_120316.pdf
(2016年7月29日アクセス)。
- 30

- 堀江正人（2012）『メキシコ経済の現状と今後の展望 三菱 UFJ リサーチ & コンサルティング』
http://www.murc.jp/thinktank/economy/analysis/research/report_121227.pdf (2016年6月7日アクセス)。
- 5 ● 堀江正人（2013）『インド経済の現状と今後の展望 三菱 UFJ リサーチ & コンサルティング』
http://www.murc.jp/thinktank/economy/analysis/research/report_130611.pdf (2016年6月21日アクセス)。
- 10 ● 堀江正人(2014) 『チリ経済の現状と今後の展望～南米らしくない健全性・安定性を示すチリ経済～』（三菱 UFJ リサーチ & コンサルティング）
http://www.murc.jp/thinktank/economy/analysis/research/report_140801.pdf (2016年8月17日アクセス)。
- 15 ● 堀江正人（2014）『ブラジル経済の現状と今後の展望～ W杯&五輪の追い風があっても高成長できない理由は？ ～』（三菱 UFJ リサーチ & コンサルティング）
http://www.murc.jp/thinktank/economy/analysis/research/report_140620.pdf (2016年7月27日アクセス)。
- 20 ● 益田安良（2000） 『グローバルマネー 誰がどう制御するのか』日本評論社。
- 松井 謙一郎（2010）『アルゼンチン危機（2001～02年）の経験～ギリシャ危機への教訓を語る～国際通貨研究所』
http://www.iima.or.jp/Docs/newsletter/2010/NLNo_19_j.pdf (2016年7月27日アクセス)。
- 25 ● 毛利良一（2001）『グローバリゼーションと IMF・世界銀行』大月書店。