

平成 28 年度 「証券ゼミナール大会」

第 2 テーマ A 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—」

関西学院大学 証券研究会

＜目次＞

	序章	・・・p.3
	第Ⅰ章 金融グローバル化の進展	・・・p.4
5	第1節 先進国と新興国	
	第2節 金融グローバル化とは	
	第3節 国際金融の変遷	
	第4節 為替制度の種類と概要	
	第5節 国際金融のトリレンマ	
	第Ⅱ章 通貨危機と支援策	・・・p.9
10	第1節 通貨危機とは	
	第2節 過去の通貨危機	
	第3節 通貨危機時の支援策	
	第Ⅲ章 通貨危機の教訓と今後の発生可能性	・・・p.29
15	第1節 期間と通貨のダブル・ミスマッチ	
	第2節 国内金融システムの脆弱性	
	第3節 資源価格下落によるデフォルトリスク	
	第4節 為替レートの過大評価	
	第5節 短期資本の流出入	
	第Ⅳ章 通貨危機の予防策	・・・p.36
20	第1節 アジア債券市場の育成	
	第2節 金融システムの整備	
	第3節 域内通貨バスケット制の導入	
	第4節 資本流入規制の導入	
	第Ⅴ章 通貨危機発生時の対応策	・・・p.41
25	第1節 金融機関の健全化策	
	第2節 政府系ファンドによる財政の健全化	
	第3節 資本流出規制の導入	
	終章	・・・p.45
30		

序章

本稿は「金融グローバル化のなかで新興国が直面する問題」、とりわけ「通貨危機の発生可能性と政策対応」について明らかにするものである。

5 金融のグローバル化は、1945年以降のブレトンウッズ体制下において、資本移動規制を通して抑制されていた。しかしながら、1970年代にニクソン・ショックが起り、資本移動規制の撤廃や1990年代の通信・情報技術の劇的な進展に伴って、大幅に進展した。金融が自由化され金融グローバル化が進むなかで、国境に阻まれることなく証券投資や融資活動を行えるようになったことは、世界的な金融ニーズの高度化・多様化に伴い、先進国から新興国への大量の資本流入を引き起こした。

10 資本流入は新興国の成長の源泉として、1990年代アジアにおける「東アジアの奇跡」に代表されるような多大な恩恵を新興国にもたらしたものの、過剰な資本流入は、1997・1998年の「アジア通貨危機」のような通貨危機をはじめとする諸問題を形成し、新興国を問題に直面させる原因となった。このような危機は、流入資金の急激な流出を引き起こし、金利の上昇や国内投資の抑制、消費の低迷などを原因とする、大幅な経済成長率の低下を招く。

15 新興国は脆弱な金融システムや、先進国の金融政策に左右されやすいなどの問題点から、今後危機に直面することはないと断言できない現状にある。本稿では今後新興国において通貨危機が起こりうる要素があるのか、起こりうる場合どのように予防し対処すべきなのかを明確にすることを目的とする。したがって以下の構成で、「通貨危機の発生可能性と政策対応」について論じていく。

20 第Ⅰ章では、金融のグローバル化を中心に、本テーマを理解していくのに必要な用語を整理し記述する。第Ⅱ章においては過去の通貨危機とその支援策について明らかにし、通貨危機の発生メカニズムや、通貨危機をめぐる問題、加えて過去の通貨危機における予防策と対応策を記述している。

30 そして、第Ⅲ章では第Ⅱ章で明らかになった通貨危機の教訓をふまえ、新興国は今後過去の危機のような問題に直面し経済を低迷させうるのかについて、現状における発生可能性や問題点を明らかにすることを試みている。第Ⅳ章では第Ⅲ章で明らかにした今後起こりうる通貨危機の予防策を、第Ⅴ章では通貨危機発生時の対応策を、それぞれ検討していく。

第1章 金融グローバル化の進展

本章においては、まず第1節にて本稿における先進国と新興国の位置づけを明確にし、第2節、第3節において金融のグローバル化とその変遷を確認する。そして、第4節で為替制度、第5節で国際金融のトリレンマについて言及する。

5

第1節 先進国と新興国

新興国という用語はその歴史が浅いこともあり、明確な定義がなく、先進国以外はすべて新興国であるかのように用いられる場面もある¹。国際通貨基金(IMF: International Monetary Fund)では、オーストラリア、フランス、ドイツ、香港、日本、韓国、シンガポール、台湾、英国、アメリカ等の36カ国を先進国とし、先進国以外の国々を「新興・途上国(emerging market and developing economies)」として表している²。

一般的な新興国の解釈としては、「日欧米などの先進国に対し、現在の経済水準はまだ低いけれど、高い成長性を秘めた国々のこと³」(SMBC日興証券HP)と表すことができ、特に注目されている新興国として、BRICs、VISTA、ネクスト11といったグループがあげられる⁴。

本稿では、上記の国々を中心に新興国を捉え、通貨危機の発生可能性について考えていく。

2000年以降、新興国の成長率は先進国の成長率を大幅に上回り始め、いわゆる新興国ブームが起きた。また、2013年には世界のGDPに占める先進国のシェアが初めて50%を下回った。こうした新興国の経済成長の背景にはグローバル化の進展があり、貿易や投資の拡大による国際競争の激化が産業構造の変化や生産性の向上を促したことが成長の要因の一つと考えられる⁵。

2007年、米国のサブプライム・ローン問題に端を発した世界金融危機を契機に欧米先進国の不況が顕著となり、これまでとは違って市場としての新興国の位置づけが注目を浴びるようになった。2008年のリーマン・ショック後も、経済成長率がさほど停滞しなかった中国やインドなどを引き合いに出し、「世界経済を救うのは新興国である」という論調の記事も増えてきた。また政治の世界でも、2008年からはG20首脳会合が開催されるようになり、新興国の位置づけはさらに強まってきている⁶。

第2節 金融のグローバル化とは

本稿のテーマである「金融グローバル化のなかで新興国が直面する問題」のうち、まず本節で金融グローバル化とは何かについて検討する。

金融グローバル化とは「金融の自由化・国際化が地球規模で拡大し、先進国大手金融機関が途上国や移行経済諸国に対し証券投資や融資活動を国境によって阻まれることなく自由に展開できるようになった事態」と定義できる⁷。これにより国内金融市場と国際金融市場は統合され、為替レートの変動が国内金融商品の変動に転化するようになった。より具体的な金融グローバル化の側面として、日本銀行は主に三つの特徴をあげている⁸。第一に、国境をまたいだ資金フローの量の急速な拡大である。IMFの調査によると対外直接投資や他国の債券・株式の購入といった国際資本移動の額は、2000年台前半には20年前の10倍近くまで膨らんだ。第二に、プレイヤーの多様化である。通貨危機発生の引き金とも言われるヘッジファンドが登場したのも金融グローバル化の特徴である。第三に、先進工業国から発展途上国への投資資金の流れに代表されるような資金フローの対象や手段の多様化である。債券や株といった従来の金融商品に加え、先物やオプションなどの金融派生商品なども金融グローバル化に伴って登場するようになった。

第3節 国際金融の変遷

第1章第2節で述べた金融グローバル化は、どのように進んだのだろうか。第二次世界大戦後には、金本位制に代わる新たな国際通貨制度として1945年にブレトンウッズ体制が構築され、資本移動規制と固定相場制・金ドル交換の枠組みによって、金融のグローバル化は封じ込められていた。この体制では大戦を経て疲弊・混乱していた世界経済を安定化させるため、通貨価値を安定させ貿易振興と開発途上国援助を行おうと、固定相場制を採用した上、景気の安定化・経済成長を図るために、マクロ経済政策が積極的に使用され資本移動規制がなされた。後述する政策トリレンマを用いて説明すると固定相場制と自律的な金融政策が追求されていたため⁹、自由な資本移動が抑制されていたと考えられる。

しかし、ブレトンウッズ体制の中心であった米国は1970年までの財政赤字

により国際収支が赤字化し、十分な金の準備額を保つことが困難になった。これが原因で固定相場制の維持ができなくなり、ブレトンウッズ体制が崩壊したことを示すのがニクソン・ショックである。その内容は、ニクソン米大統領がドルと金との交換の停止、輸入課徴金賦課、対外援助の10%の削減などを経済政策に盛り込んだものである。

ニクソン・ショックから固定相場制を保つ必要がなくなったため資本移動規制の自由化が起こり、金融のグローバル化は進展した。これに派生した事項として、以下の4点を記述しておく。第一に、ドルの大幅減価が第1次石油危機を引き起こし、石油輸入国は国際収支赤字やスタグフレーション、財政赤字の増大により対外援助余力を殺ぐなどし、途上国は対外債務が増大した。

第二に、輸出入業者は以前より大きな為替変動リスクにさらされたため、為替銀行が短期国際資本移動により日々の決済の帳尻を合わせたことで、いっそうの為替取引や資本移動の自由化が進められた。第三に米国では通貨の先物取引が開始されたうえ、金融商品の価格変動が激しく、金融機関や企業が価値変動リスクをヘッジする必要に迫られたことで金融革命が始まった。第四に銀行業の国際化に伴う危機もあらわれた。1974年にヘルシュタット銀行が外国為替投機失敗により破綻した際、欧米間の時差のために決済不履行が発生し国際的な金融システムのシステムック・リスクが顕在化した¹⁰。金融グローバル化の進展を観測する指標の一つとして、先進国の資本取引自由化率(資本取引を完全自由化している国の比率)は、70年代中頃の20%台から2000年代初頭にはほぼすべてにおいて自由化されるまでに高まり、新興国でも2000年初頭に40%まで高まった。

また、通信情報技術の劇的な発展と世界的な金融ニーズの高度化・多様化、世界的低成長移行にともなう国内外市場での収益によって、金融のグローバル化は加速していった。情報処理や情報伝達のコストが急激に減少し、国境を超えた経済・金融情報の入手と分析が容易に行われるようになり、また国境を越える金融取引のコストも低下したのである¹¹。

経済成長が見込める新興国は、海外から巨額な資金が短期間に流入するため金融グローバル化による資本流入の影響を大きく受ける。特に1990年代には米国を中心として直接投資や融資による新興市場への投資ブームが起こってお

り、ASEAN 諸国を中心として、80 年代末から 90 年代を通して資本流入は急激に増大した¹²。このような短期間での資本流入の増大が、国際収支管理上の問題を引き起こしたと考えることができる。

5 第 4 節 為替制度の種類と概要

為替レート制度は、大きく 3 つに分類することができる。ハード・ペッグ制と呼ばれる厳格な固定為替レート制、自由変動為替レート制、固定為替レート制と変動為替レート制の両方の性質を合わせ持つ中間的制度である。ここでは、それぞれの為替レート制について説明していく。

10 ハード・ペッグ制には、通貨同盟、ドル化、カレンシー・ボード制が存在する。通貨同盟とは、通貨同盟の加盟国が単一通貨を導入し、中央銀行並びに金融政策を一元化する制度である。ドル化とは、米国ドルなど他国の通貨を唯一の法定通貨として流通させる制度である。そして、カレンシー・ボード制とは、他国の通貨と自国の通貨を固定レートで交換することを法的に担保し、外貨準備の裏付けの範囲内での自国通貨の発行を行う制度である。

15 中間的制度には、アジャスタブル・ペッグ制またはペッグ制、クローリング・ペッグ制、バンド制またはターゲット・ゾーン制、クローリング・バンド制、管理変動為替レート制が存在する。アジャスタブル・ペッグ制またはペッグ制とは、他国の通貨または複数通貨バスケットに対して、自国通貨を一定の為替
20 レートで固定させるが、その変更が可能な制度である。クローリング・ペッグ制は、為替レートが一定の割合で小幅に調整される、あるいは貿易相手国とのインフレ率格差などの数量的指標の変化に応じて小幅に調整される制度である。バンド制またはターゲット・ゾーン性は、一定の幅を持ったバンド内で為替レ
25 ートが変動することを許容する制度であり、通貨当局は、市場介入などによって為替レートをバンド内に維持する。また、バンドの中心レートの変更が可能である。クローリング・バンド制は、基本的にはバンド制であるが、中心レ
30 ートまたは上限と下限が、クローリング・ペッグ制と同様の方法で小幅に調整される制度である。管理変動為替レート制は、通貨当局が、為替レートの水準などに関して特定の目標は設定しないが、必要に応じて市場介入などによって為
替レートに影響を及ぼす制度である。

最後に、自由変動為替レートがある。これは、為替レートが市場で決定される制度である¹³。

第5節 国際金融のトリレンマ

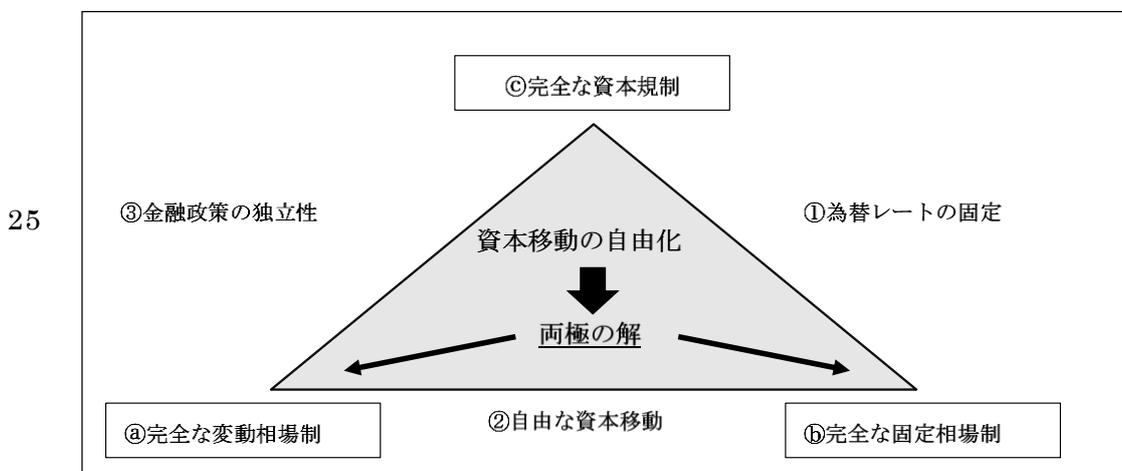
5 国際金融において、貿易や投資を安定させ促進させるためには、為替レートを固定し為替リスクがない状態が望ましい。また、資源配分の効率性を達成し、リスク分散を促進するためには自由な資本移動が出来ることが望ましい。そして、国内の景気循環を調整するため、中央銀行がマネーサプライを独立して決定できることが望ましく、独立した金融政策が求められる。つまり、①為替レートの固定②自由な資本移動③独立した金融政策(金融政策の自立性)が求めら

10 れる。しかし、この全てを達成することは困難である。

国際金融のトリレンマとは、この3つの政策目標のうち、2つの政策目標を採用した場合、1つは放棄せざるを得ないという命題である。【図表1】はこのトリレンマの命題を示したものである。三角形の3辺(①-③)はそれぞれ政策目標を示し、3つの頂点(㉑-㉓)は1つの政策目標を放棄したときに達成される国際通貨制度が示されている。金融のグローバル化、すなわち資本移動の自由化が進展していくと為替レート制度は㉑の「完全な変動相場制」または㉓の「完全な固定相場制」の2つのコーナー解のいずれかに行きつく。しかし、実際は中間的な為替レート制度が存在する¹⁴。

20

【図表1】 国際金融のトリレンマ



30 出所)『国際経済学 国際金融編』・岩本武和・2012年・p.79より作成

第Ⅱ章 通貨危機と支援策

本章では第1節で通貨危機の定義とそのモデルを確認し、第2節では過去に起こった債務危機、通貨危機について国ごとに検証を行う。第3節においては通貨危機が発生した際の支援機関や支援策について言及する。

5

第1節 通貨危機とは

経済危機には主に3つの危機が存在しており、金融危機と債務危機と通貨危機がある¹⁵。

10 金融危機とは、景気の悪化などから金融不安が増大し、金融機関の経営悪化や倒産による企業の連鎖倒産や取り付け騒ぎといった危機的な状況になることである。また、債務危機とは発展途上国の政府・公的部門が海外から借入れた債務が累積して不履行になることによって国内での経済不況や国際的な金融不安に陥る経済現象である。最後に本テーマの課題となっている通貨危機とは、ある国で資本流出が大量に起こり、その国の通貨が短期間のうちに大幅に減価
15 するという経済現象である¹⁶。この通貨危機を簡単に分類することはできないが、説明する理論として3つのモデルが考えられている。それは、第一世代モデルと第二世代モデル、第三世代モデルである。

第一世代モデルとは、マクロ経済の状況(ファンダメンタルズ)の悪化が原因となり通貨危機が発生するという考え方である。たとえば、財政赤字の続い
20 ている国において、政府がマネーサプライや通貨切り替え(貨幣発行)によってファイナンスを行っている場合、通貨危機に陥りやすい。また、第一世代モデルのケースとしては1994年のメキシコ通貨危機や1998年のロシア通貨危機あげられるが、これら個別の事例については第Ⅱ章第二節で各自扱っていく。

次に第二世代モデルであるが、これは投資家の市場動向や資産価格に対する
25 期待(予想)に基づく行動が、危機を実際に引き起こしてしまうケースである。このケースでは、マクロ経済状況を必ずしも反映させず、投機を仕掛けた際に通貨当局が防衛可能だと投機家が判断した場合は投機を行わないため通貨危機が起こらない。それに対し、通貨当局が防衛は難しいと投機家が判断した場合には巨額の投機が同時期に行われ、通貨当局は巨額の外貨準備を失い通貨危機
30 が起こる可能性が出てくる。この際に投機家が実際に投機を仕掛けるかどうか

は、他の投機家の行動に依存する。

最後に第三世代モデルであるが、これは通貨危機と金融危機の相互作用の説明を試みたモデルである¹⁷。この通貨危機と金融危機の同時併発については、金融危機が引き金となって通貨危機を起こす場合と通貨危機が金融危機を引き起こす場合の二つの因果関係が考えられる。まず、金融危機から通貨危機を起こす場合であるが外貨建て債務の多い銀行や企業のバランスシートの悪化が金融システムの不安材料となり、この不信感から資本逃避や為替下落を誘発させることによって通貨危機を発生させると考えられる。逆に通貨危機から金融危機を引き起こす場合においては、外貨建て債務の多い企業や銀行において、何らかのきっかけにより為替下落が生じ、バランスシートが悪化する。この為替下落によって金融システム不安を煽り、更なる資本逃避と為替下落を招くことで通貨危機、金融危機へと波及していくと考えられる。

以上が各経済危機の定義と通貨危機の発生モデルであるが、あくまでも理論であるためこれまで起こった通貨危機の個別事例については前述したとおり第II章第2節でとりあげていく。

通貨危機が各国の経済にもたらす悪影響をGDPで見ると、【図表2】のようになり、この理由をマクロ経済的に説明すると以下のようなになる¹⁸。第一に海外資本逃避が起き、国内資金供給が減って起きる金利上昇と自国通貨の急落が組み合わさることで、国内投資を抑制されること。第二に、自国通貨の下落に対して中央銀行が外国為替市場で介入すれば、マネーサプライの減少から国内金利が上昇すること。第三に通貨介入を実施するため、外貨準備を確保せねばならず、財政支出削減やマネーサプライ減少を通じた輸入抑制が必要となること。最後に、経済・政治的混乱による消費の低迷があげられる。以上の理由を通し、通貨危機後には経済が低迷していることが、過去の通貨危機から読み取れる。

したがって新興国において持続的な経済成長を保つためには、金融システムの安定化に代表されるような仕組みを構築し、通貨危機を起こさないことや発生後の適切な対応などが必要とされている。

【図表 2】 アジア諸国の実質経済成長率(1995~2001 年)

(単位：%)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
インドネシア	8.2	7.8	4.7	▲13.1	0.8	4.9	3.3
韓国	8.9	6.8	5.0	▲6.7	10.9	9.3	3.0
マレーシア	9.8	10.0	7.3	▲7.4	6.1	8.3	0.4
フィリピン	4.7	5.8	5.2	▲0.6	3.4	4.4	3.2
タイ	9.2	5.9	▲1.4	▲10.5	4.4	4.6	1.8

5

出所)『通貨危機後のアジア経済 IMF 政策勧告の再評価』・永田雅啓・2003年・p.149 より作成

第 2 節 過去の通貨危機

10 (1)メキシコ債務危機

中南米債務危機が起こった背景には、供給側に 1973 年の石油ショックによるオイルマネーを主な要因とした、資金量の急速な拡大がある。しかし、供給側である先進国はインフレ抑制のために成長率が抑えられ、資金需要が低かった。それに反して、需要側の中南米諸国には高い経済成長率の維持、新たな開発を行う必要性から旺盛な資金需要が存在し、資源を有していることとそれまでの経済成長によって信頼を高めたことから資金が流入した。非産油国は石油危機によって生じた貿易収支の赤字による、経常収支赤字を借款によって補う必要性があった。また、産油国は 1974 年の石油価格の高騰により、大幅な貿易収支の黒字であった。しかし、石油収入による輸出額の増加にもかかわらず、それを輸入が大幅に上回っており、経常収支の赤字となり、対外債務が増加したのである¹⁹⁾。

中南米諸国の債務危機の背景を踏まえたうえで、ここからはメキシコに特化して債務危機をみていくこととする。1979 年頃から供給側の銀行が中南米諸国の借り手全体、特に石油輸入国の借り手の金融的信用度を憂慮しはじめた。この信用不安と当時の世界的インフレ下の流動性増加のはざまに、銀行側の利益追求を行う手段は短期債務にあったのである。この銀行側の短期貸出増加をメキシコは積極的に受け入れた結果、1979 年から 1981 年の対外債務の増加分である 260 億ドルのうち、170 億ドルが短期債務であった。そして、この同時期に第二次石油危機の影響により、メキシコの輸出石油の平均価格は 1 バレル当たり 13 ドルから 36 ドルへ、約 3 倍も急騰した。この対外債務の増加と石油か

30

らの巨額の税収により、公共支出は増大した。むしろ、輸出増加による税収があるにもかかわらず、公共支出の急増をまかなうために海外からの短期借入を行い続けたのである。また、1981年における国際的な石油需給の急速な緩和の一方で、国際的な金利の上昇によって対外バランスの悪化が避けられなくなり、

5 これに対しても短期債務の増加で対応した。本来、短期借入は適正な短期の目的に使われている限り、問題はないがその目的が実は長期のものであって、そのため短期借款が更新できないことにより、借り手が現金窮迫状態に陥る場合に問題が生じる²⁰。実際にメキシコでは、自国経済をかく乱させずに利子を支払うためには、1年ほどの短期間に海外からの債務をさらに三分の二も増やす

10 必要に迫られ、これが不可能となったとき、対外債務の支払い停止という、債務危機が起きたのである²¹。メキシコへの救済はまず、基本的支払い、特に利子の支払いを継続できるように外貨準備高を強化するため、公的資金源からの緊急融資パッケージによって行われた。具体的には、米国の石油備蓄用としてメキシコからの石油輸入代金前払いに10億ドル、メキシコによる米国産必需

15 食糧の買い付けに対する、米農務省の商品信用公庫の信用供与として10億ドル、欧州主要諸国と日本の中央銀行、連邦準備制度からのパッケージ融資として18億5000万ドルの融資を行った。2つ目の救済策は外国銀行の貸し手との交渉を手助けすることであった。当時、メキシコの正確な銀行数は把握されておらず、メキシコ政府の手形が米国の小さな地方銀行にまで広く拡散していた。

20 そこで連邦準備制度が返済期限延長計画の努力を調節する銀行委員会を創設した。3つ目はIMF主導の緊縮財政である。この計画の目的は公共部門の予算赤字の大削減であり、それに伴う財政赤字の改善である。これにより、メキシコに債権残高を持つ全ての銀行からの新規融資借款の礎石となった²²。

25 中南米債務危機は「資源有限時代」の認識、経済成長の維持という2点から、石油という資源をきっかけとした危機であり、国内金融システムの確立が不十分であったために債務が累積した。

(2)中南米通貨危機

(i)メキシコ通貨危機

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、ネオリベラリズムに基づく経済改革の「優等生」とみなされていた。この間、1993年にAPEC加盟、1994年にはNAFTA（北米自由貿易協定）への加盟、さらには同年にOECDに加盟するなど、エマージング・マーケットとして先進国から大きな注目を集めていた。輸出が急成長するとともに、海外からの多額の資本が流入し、高い経済成長率を実現してきた。資本流入は、テソボノス（ドル連動の短期国債）、セテス（短期ペソ建て国債）、アフスタボノス（インフレ調整付き国債）などの政府債と、株式市場への投資があり、1993年にはネットで143億ドルに達する証券投資があった²³。

資本流入の拡大に対応して、メキシコ中央銀行はインフレ抑制のために、1991年11月よりクローリング・バンド制度を導入したものの、内外インフレ率の差を下回る為替変動の切下げ率が設定された。その結果、ペソは実質増価となり、経常収支が悪化するともにペソの切下げ予想が高まった。また、財政政策については、93年には景気減速の影響で財政黒字が縮小し始め、94年の大統領選挙に向けて、景気浮揚のための特別減税措置や公共投資の前倒し実施など拡張的財政政策が採られた。これにより、インフレ懸念が高まり、ペソの切下げ予想が一層高まった²⁴。

そして、1994年には、年初からチアパス州での武装蜂起、3月の大統領候補コロシオ氏の暗殺などの政治不安が続き、第2四半期から急激に資本流入が低下し、またセテスからテソボノスへの急激なシフトが生じた。この間、外貨準備は2月から6月までに130億ドルが失われたが、過大評価と貿易収支赤字の増大に対して為替レートの切下げなどの対策は実施されず、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い。こうした状況下で、1994年11月に米国の公定歩合が0.75%引き上げられたことを契機として、カントリー・リスクが高まりつつあるメキシコより、安全で利回りの高くなった米国の債券へと資金が環流し始め、外貨準備が激減する事態となった。このためメキシコ政府は、1994年12月20日に14%の為替レートの切下げを発表したが、ペソの切り下げ圧力は止まることを知らず、22日には完全変動相場制に移行すること

になった。変動相場制のもと、市場の切り下げ圧力によって、約 1 ヶ月後には 65% のペソの急落となった。外貨準備は、1993 年末の 263 億ドルから、1994 年末には 64 億ドル、1995 年 1 月末には 35 億ドルにまで低下することになった。

このような状況で最も危惧されたのが、テソボノスの償還の問題であった。

- 5 外国人投資家によって保有されていたテソボノスは 170 億ドルに達していたのに対し、外貨準備は 35 億ドルに過ぎず、メキシコの債務不履行が米国の金融界にもたらす影響は計り知れないと言われていた。そのため、米国政府、IMF、日米欧の民間銀行から総計で 500 億ドルを超える緊急支援がなされることとなった。国際的な金融支援を受けるにあたり、通貨危機後のメキシコ経済は厳しい財政・金融政策を強いられることとなった。このため、1995 年の実質経済成長率は -6.2% となった。また、ペソ暴落のためのインフレ率は、1994 年の 7.1% から 1995 年の 52% にまで上昇した²⁵。

- メキシコ通貨危機は、メキシコの経済や政治状況による要因のみでなく、同時期に行われたアメリカの利上げが大きく影響していることが分かる。今後も、15 新興国は先進国の金融政策に注意する必要がある。

(2) 中南米通貨危機

(ii) ブラジル通貨危機

- ブラジルでは慢性インフレや財政赤字によるマネタイゼーションなどにより 20 長年高いインフレを招いてきた。このような経済環境の改善策として、1993 年 12 月に価格安定政策「リアル・プラン」が発表され、1994 年 7 月に 1 ドル = 1 レアルを下限としてフロートが認められた米ドル固定の新通貨「リアル」が導入された。これにより、4 桁のインフレ率を 1 桁まで引き下げることになった。しかし、過大評価を続ける為替レートに反して財政収支は再び悪化を進め、財政の不均衡が価格安定化の成果を毀損しかねない状況となっていた²⁶。

- そのような状況の中、1997 年のアジア通貨危機、1998 年のロシア通貨危機の影響で 1998 年にエマージング市場からの資本逃避が起こり、ブラジルでも 1998 年 7 月頃から資本流出が徐々に激しくなった。ブラジル政府、中央銀行は、大幅な利上げと財政の引き締めによりこれに対応した。しかし、為替レートの 30 減価圧力は止まらず、外貨準備は半減した。1998 年 11 月、IMF はブラジル経

済の規模から、周囲への重大な影響を及ぼす懸念より総額 415 億ドルに上るブラジル支援パッケージを決定した。しかし、レアル下落は止められず、1999 年 1 月 15 日、ブラジルは固定相場制を放棄し、変動相場制へと移行した²⁷。

その後、為替レートが大幅減価したことで、貿易収支赤字が均衡に向かい、
5 2000 年にはほぼバランスするようになった。中央銀行は、1999 年 7 月にはインフレ・ターゲット制に移行し金融政策を実施することとなった。この政策は受動的に採用された側面が強かったが、1999 年、2000 年に設定されたターゲットを 2 年連続で達成し、金融政策に対する信認を回復することが出来た²⁸。

ブラジルの通貨危機の影響が軽微かつ短期間で回復を見せた大きな要因は 2
10 つあげられる。1 つはブラジルのファンダメンタルズがアジアほど脆弱ではなかったことである。具体的には①経常収支赤字は GDP 比 4.4%前後であり、その中でも直接投資が 75%を占めていたこと②通貨は課題評価の基調にあったが徐々に是正されていたこと③外貨準備が枯渇する前に変動相場制に移行したこと等があげられる。2 つ目は、ブラジルの金融・銀行システムの健全性が相
15 対的に高かったことである。ブラジルでは、1995 年から銀行システムの再編が進み厳格なプルーデンス規制の導入により、銀行システムはかなり健全化していた。これらの要因により、ブラジルは通貨危機から早期に回復することが出来たのである²⁹。

20 (2)中南米通貨危機

(iii)アルゼンチン通貨危機

アルゼンチンは 1990 年には年率で 1344%に達したハイパーインフレの抑制に向けて、1991 年にカレンシー・ボードに基づく 1 ドル=1 ペソのドル・ペッグを実施した。このことと経済自由化の政策によって、1990 年代は当初目的と
25 されていたハイパーインフレの抑制と高い成長率を実現させた。そもそも、このカレンシー・ボード制は理論的には通貨アタックに抵抗力があるとされている。具体的には、資本流出が発生した際に外貨準備の減少により本国通貨の流通量も減少する。このことによって国内の金利が上昇し、本国通貨の価値が上昇することによって再び資本流入が行われるというメカニズムをはらんでいる
30 からである。このカレンシー・ボード制によって、1997 年に起こったアジア通

貨危機以降、ブラジルではドル・ペッグを維持できなかったのに対し、アルゼンチンではドル・ペッグの維持を可能にしたと考えられている³⁰。

しかし、このカレンシー・ボードは完全なものではなかった。それは、外貨準備の 3 分の 1 を上限とした外貨建て国債の保有を認めていた点、カレンシー・ボードを機能させるために必要な金融システムが万全でなかった点などがある。更に、アルゼンチン政府の財政赤字の悪化やその後の大統領の度重なる交代劇によって政府自体の信頼も薄れていった。また、この通貨危機を迎える以前より IMF から緊急融資の合意をこぎつけていたが、アジア通貨危機などの余波も相まってアルゼンチンへの資本流入が先細りしたことによる経済悪化と大幅な税収減が災いし、IMF の財政赤字のミッションから大きく超過したことでアルゼンチン政府は融資を拒否されることとなった。これらのことによって 2002 年 1 月にアルゼンチン政府はイタリア・リラ建ての国債の支払いを停止させ、正式にデフォルト状態になり国際金融市場から締め出されると同時に通貨危機へと陥っていった。

その後アルゼンチン政府はインフレに伴う公共料金の引き上げ凍結といったポピュリスト的政策を打ち出すようになり、債権者に大きく皺寄せする形での債務再編を強行していった。このような一連の政策によってアルゼンチンは国際金融業界からの孤立を深めていくこととなった。しかし同時に、通貨危機後の通貨の大幅な切り下げによってアルゼンチンの国際競争力は回復ができ、輸出・外貨準備高はともに上昇し、2003 年以降も年 7～9% の高い経済成長率を維持していくこととなった。

このアルゼンチンの通貨危機以前から政府の信用不安やアジア通貨危機の余波は存在していたが、理論的にはカレンシー・ボード制は持続可能であったことからこの通貨危機の問題には繰り返し述べている不完全であったカレンシー・ボード制が寄与していると考えられる。

(3) アジア通貨危機

(i) タイ通貨危機

アジア通貨危機の発端となったタイでは、1980 年代初めごろから経済成長の加速が見られ、10 年間で年平均 9.5% という非常に高い成長を実現していた。

1990年代には、タイ政府は外国資本を活用して成長促進を図る目的で、長期資本の流入のみならず、短期資本の流入についても規制緩和を進めた。タイ経済の高成長と資本取引の自由化を背景に、外国資本、特に外国からの短期資本がタイに活発に流入するようになった³¹。

- 5 タイ通貨のバーツは、公式には管理フロート制を採用していたが、実際にはドルの比率が非常に大きく90%以上を占めていた。午前10時30分に前日の平均値をもとにした公定レートが発表されるが、中央銀行がレートを非常に狭いレンジで維持していたため、対ドルでは極めて安定しており、為替リスクを心配する海外投資家にとっては安心材料でもあった。また、1994年には、
- 10 BIBF(Bangkok International Banking Facility)というオフショア・マーケットが設立され、海外からBIBF経由で国内に資金が流入するようになっていった³²。

- しかし、1990年代半ば頃からタイ経済は変調の兆しが見られるようになった。一つ目の要因として、国内金融機関の経営不安の懸念があげられる。タイの銀行は外国銀行から1年以内の短い満期で大量の融資を受け、その資金をもとに国内への融資を拡大していた。しかし、銀行やノンバンクは、融資の審査能力が不十分であったため、金融機関の不良債権が増大し、1996年には一部の金融機関の経営破たんが表面化した。二つ目の要因としては、経常収支赤字の大幅化があげられる。タイの経常収支赤字の対GDP比は、1980年代は年平均4%
- 15 程度であったが、1990年代になると次第に拡大し、1995~96年には対GDP比
- 20 8%台の高い水準となった。

- このように、タイ経済に変調の兆しが見られるようになると、外国の投資家の心理が急速に変化し、タイからの資金回収が行われるようになった。その結果、タイの為替市場でバーツ売り・ドル買いが急増した。それに対し、政府はドル
- 25 売り介入によって、バーツ安を防ぎ固定レートを維持しようとしたが、資本の逆流の流れは止まらず、ドル売り介入による外貨準備減少が続いた。投資家はバーツ安になる前にバーツをドルに換えようとバーツ売りをさらに加速した。また、バーツ安を予測して、投機的なバーツ売りも行われた。そして、1997
- 30 年7月にはタイの外貨準備は底をつき、ドル売り介入は不可能となり、バーツは変動レート制に移行した³³。それまで1ドル=25バーツ程度であった為替レ

ートが、一気に1ドル=29バーツ台にまで下がり、7月末には1ドル=32.07バーツまで急落した。

この通貨危機を乗り切るため、1997年8月にIMFへ支援の要請をし、IMFから40億米ドル、世界銀行から15億米ドル、アジア開発銀行から12億米ドル、日本から40億米ドル、その他の国々から65億米ドル、計172億米ドルの資金援助が決定した。IMFの支援条件として、①経常収支を黒字にする②財政収支を黒字にする③インフレ率を一定率にするべく金融政策を行う④外貨準備を積み増す⑤金融改革を行うなどがタイに課された。しかし、信用を失ったバーツの下落は止まらず、半年後の1998年1月には1ドル=53.81バーツまで落ち込んだ。また、タイ証券取引所の時価総額指数であるSET指数は1997年の最高値である858.97から1998年には207.31にまで下落した。それまで対外資金によってファイナンスされていた不動産バブルの崩壊に加え、IMFが融資条件として課した政府支出の削減と利子率の引き上げが景気後退期における総需要をさらに減少させた。このため、それまで好景気であったタイ経済は崩壊し、タイ国内では企業の倒産やリストラが相次ぎ、失業者が増加した³⁴。

このように、タイの通貨危機は、経常収支赤字を海外資金でファイナンスしていたという点が問題となった。また、経済に変調が現れるとともに、資金流入から資金流出へと流れが変わった点は、興味深い点である。

20 (3)アジア通貨危機

(ii)インドネシア通貨危機

インドネシア通貨危機はタイ通貨危機を契機としており、1997年8月に通貨危機前2400ルピアだったルピア/ドルは、ルピアの買支え断念や変動相場制への移行などを経て、1998年末には10000ルピアまでルピア安が加速した³⁵。

インドネシアが通貨危機に陥った背景には対外債務利払いによる経常収支の圧迫、民間債務返済期限の集中と非ヘッジ対外債務、高度経済成長志向と輸出の伸び悩み、不動産・インフラ投資の行き過ぎ、などが理由としてあげられる。最も強く影響を受けたのは巨額の対外債務であり、当初輸入を上回っていた輸出により貿易収支は黒字であったが、貿易外収支は赤字であり、経常収支も赤字が続いていた。通貨危機直前では貿易収支黒字は輸入の増加と輸出の低下に

より減少傾向にあったのに加え、対外債務を多く抱えていたため、利払いが経常収支赤字の主因となり、新たな債務が蓄積される状況であった³⁶。

5 対応策として輸出振興のための規制緩和や輸入抑制のための販売税引き上げ、政府歳出の削減および政府開発プロジェクトの実施見直し、民間への不急事業の延期要請などを行ったが、ルピア売りの圧力はおさまらなかった³⁷。10月にはIMFに対し金融支援を要請し、11月に73億米ドルの融資がなされ、うち22億ドルがただちに融資された。これに加え世界銀行から45億ドル、アジア開発銀行から35億ドルが融資され、国際機関による支援は180億ドルに上った。二国間支援として日本から50億ドル、シンガポールから50億ドル、米国から30億ドルなどの支援が実施された³⁸。

15 インドネシア政府は10月にIMFから融資を受ける代わりに、IMFのマクロ経済プログラムに合意した。政府が実施した構造改革は金融システム改革、財政支出の見直し、地方分権化、税制、公共料金制度の改革など多岐に渡っている。この際再建庁(IBRA : Indonesian Bank Restructuring Agency)が1998年1月に設立され再建可能な銀行については流動性支援や経営改善を推進したが、危機は沈静化しなかった。10月に法的な拘束力が与えられたことを契機に、銀行の資産に自由に介入できるようになり、自己資本比率に基づく支援が行われた。4%以上の72行は介入なし、-25%から4%の銀行は事業計画の提出と増資スキームの作成のち、資本増強または閉鎖、国有化、-25%以下の17行は閉鎖あるいは合併の措置がとられ、2004年2月によりやくIBRAは解散し、銀行セクターは平常に戻った³⁹。また、対外債務の半分を占めていたとも言われている民間債務を抱える企業に対する外部投資家からのモニタリングを強めるための独立監査役の設置や、地方分権化、政府による市場介入の廃止、貧困対策プログラムなどが行われたことによりルピア相場は一時の安定を獲得した⁴⁰。しかしながらこれを受け、1996年には7.8%であった経済成長率は1997年4.7%、25 1998年-13.1%と大きく低下している。インドネシアは、1997年度時点で推定1200億ドルの対外債務を負っているにもかかわらず、1997年度には100億ドル近い経常収支赤字が必至な7%台後半の高度成長を目指していた⁴¹ことが大きな問題であったと考えられる。

(3)アジア通貨危機

(iii)韓国通貨危機

韓国では、1990年代入り後、財閥が、過剰な業容拡大と投資を加速させたため、企業債務が急増した。また、経常収支も赤字に転じたため、海外から資金を調達することも必要となった。厳しい資本規制の下で、経常赤字のファイナンスを、国内金融機関による外国銀行からの短期借入に大きく依存したため、不安定な対外短期債務が累積した。こうした状況下、1997年入り後、景気過熱に対応した金融引き締め政策や円安や半導体市場の悪化による輸出鈍化などから景気が減速すると、中堅財閥が相次いで破綻し、金融機関の不良債権が急増した⁴²。韓国金融機関の国際的信用度が低下し、短期資金調達において金利の上乗せと貸し渋りが始まり、企業の資金繰りはますます悪化した。

一方、一連の通貨危機で神経質になっていた外国人投資家は急速に韓国から資金の引き上げを始めた。ウォンの外為市場は、90年3月以来変動幅を上下とも2.25%に制限した変動相場制を採っているが、9月5日には1ドル905.60ウォンと同制度へ変更以来の最低レートになった。為替レートは低下し、10月30日には変動幅が、設定した限度額に達し取引停止となった。後に、金大統領は、金融安定化政策を発表し、1日当りの為替変動幅を2.25%から10%に拡大するという変更が示された。株価指数も10月16日に最安値579.25を記録した。ウォンは、11月17日に1ドル1,008.60ウォンまで下落し、取引が中断された。外貨決済不可能な銀行も現れた。他方、国際決済銀行(BIS: Bank for International Settlements)の97年12月5日発表のデータによると、韓国の対外債務は1,197億ドル(9月末)あり、総債務の54.8%が短期債務で占められていた。97年8月末時点で311億ドルと発表された韓国の外貨準備高に対する短期の負債の割合は215%に達し、支払い能力を大きく超えていた⁴³。

1997年12月3日に、IMFと韓国政府が金融支援パッケージに合意し、4日にIMF理事会がそれを承認した。IMFからの融資は211億ドルであり、これに世界銀行・アジア開発銀行からの融資142億ドルが加わり、さらに各国政府からの「第二線準備」としての融資コミットメント231億ドルが加わった。コンディショナリティにしたがって経済再建のプログラムを実施していく期間は、3年間とされた。

マクロ経済政策の目標としては、最終的に 1998 年の財政収支を GDP 比で 4% の赤字とし、経常収支を 330～350 億ドルの黒字とすることが IMF との間で合意された。通貨危機後の韓国では、IMF のコンディショナリティ(財政支援・救済計画)を受けながら、金大中政権による公共部門・金融・企業・労働市場の
5 四大改革が進められた⁴⁴。

このように、1990 年代入り後、財閥が過剰な業容拡大と投資を加速させ、企業債務が急増するとともに、経常収支が赤字に転じた。そして、その経常赤字のファイナンスのための外国銀行からの対外短期債務が累積した。こうした状況下、中堅財閥が相次いで破綻し、外国銀行が一斉に資金返済を迫ったため、
10 外貨流動性危機に陥った。ゆえに、韓国の通貨危機は、金融機関への不信が発端で起こったといえる。

(3)アジア通貨危機

(iv)その他の通貨危機

15 ここでは、マレーシアとフィリピンについて述べる。

通貨危機が生じる前のマレーシアでは管理フロート制の下で 1989 年に外資の流入が始まり、タイ同様、外国短期資本が多く流入していた。不動産、株式、メガプロジェクトへの投資の行き過ぎが対外的には経常収支赤字の拡大と短期資本依存を招き、国内では不動産供給過剰、資産価値の下落と連続倒産、銀行
20 部門の不良債権の増加をもたらすことを懸念し、投機的なリングイ売りが進んだ。さらに、マハティール首相のメガプロジェクト続行と投資家批判の発言、政府の市場規制措置がマレーシアの経済運営、金融政策に対する市場の不信感を増幅し、外国短期資金の流出を加速させた⁴⁵。

そのため、1997 年 7 月にタイバーツに続き、マレーシアの通貨リングイットも
25 ヘッジファンドによる空売りの攻撃を受けた。マレーシアはリングイットを防衛することはできず、8 月 17 日、管理された変動相場制(事実上の固定相場制)から変動相場制へ移行した。この間、1997 年初に 1 米ドル=2.5 リングイット程度だったレートが年末には 1 米ドル=3.89 リングイット程度とおおよそ 50% 減価した。そして、このリングイットの減価を受け、スタンダード・アンド・プアーズによる
30 マレーシアの国債格付けが下がった。さらに 1 週間後には、マレーシア最大

のメイバンクの格付けも下げられたため、クアラルンプール証券取引所は 1993 年以来の最大の 856 ポイントもの落ち込みを記録した。一旦、減価は止まったものの、10 月 2 日には再びリングットが下落したため、マハティール首相は資産のコントロールを発表した。1997 年には経済立て直しのため道路・鉄道開発、

5 パイプライン計画を発表したが、年末には再三のリングット値下がりが起きた。翌 1998 年 9 月、リングットはドル・ペッグ制へ移行し、1 米ドル=3.8 リングットとなった。その際、マハティール首相指導の下、IMF や米国政府からの非難を浴びながらも、海外資本の流通規制に踏み切った。非居住者の現地通貨預金口座への規制強化、および非居住者による株式、債券等の投資に係る売却代

10 金について、海外送金を 12 ヶ月凍結するなどの措置がとられた。また、金融機関の資産の劣化が金融仲介機能の低下という形で景気回復の足かせとなることを防止するために、不良資産買取機関(ダナハルタ)、資本注入機関(ダナモダル)、企業債務再編委員会を設立して再生を図ることになった⁴⁶。

これらの再生計画にもかかわらず、1998 年度は経済が落ち込み、GDP は

15 6.5%に下がった⁴⁷。マレーシアには、タイと類似の問題があり、高度経済成長・総投資上昇の背後で、経常収支赤字の拡大と短期資本への依存増大、不動産・株式等への投資の行き過ぎが進行していたことが通貨危機を起こした原因であった⁴⁸。

一方、フィリピンにおいても、不動産投資の急増、それを可能にした金融自由化による外国資本の急激な流入、割高なペソ相場等、タイとの類似性から、投資筋によるフィリピン・ペソ売りが集中し、ペソが急落した。中央銀行はドル売り市場介入や短期金利引き上げの防衛策に出た。しかし、これが外貨準備高の減少、金利高、株価急落を招き、3 か月後の 10 月 1 日には 1 ドルが 34.295

20 ペソ、一時的には 35.610 ペソと史上初の 35 ペソ台にまで切り下がった。しかし、IMF など国際金融機関の支援体制が確約されたことで、フィリピン経済への信頼が回復し、7 月末には 28 ペソ台に戻った⁴⁹。

アジア危機の波及に対し、IMF による拡大信用供与の期間延長と、総額 13.7 億ドルのスタンドバイ・クレジットの信用枠を確保した。さらに、銀行の不動産向け融資上限の引き下げ、銀行の外貨ポジションの規制など、迅速な対応が

30 採られたことが奏功し、危機の影響を軽微なものにとどめていることも大きい。

また、不良債権の定義の厳格化、金融機関の貸出総額の2%相当の貸倒引当金の積み増しなど、金融セクター強化策についても迅速に打ち出されており、金融システムに対する不安が台頭する状況には至っていない⁵⁰。

5 フィリピンの景気の落ち込みが比較的軽微である背景には、輸出が景気を下
支えしていること、80年代の経験から金融機関の監督体制の整備を進めたこと、
これらが、金融機関の投機的な融資姿勢を抑制しバブル発生の余地が限られて
いたこと、短期外国資本の流出入が比較的小規模であったことなどがある。ラ
モス政権の経済政策も、フィリピンの通貨危機の深刻度を軽微なものにとどめ
10 た要因となっている。92年に成立したラモス政権は、金融システムの改革を進
め、また関税や外国銀行参入自由化などによる投資環境の改善、通信分野など
大胆な規制緩和と自由化等、経済の透明性を高めることに努めた。IMFの経済
管理下に置かれ、流動性や財政赤字の削減などで比較的厳格な金融・財政政策
が実施されてきたこともあり、アジア通貨危機においてその影響は ASEAN+4
の中で最小であった⁵¹。

15

(4)ロシア通貨危機

ロシアでは1998年、以前からの財政の逼迫と、アジア通貨危機の影響を受け
て財政危機・通貨危機が発生した。輸出の80%を天然資源に依存していたた
めに、アジア通貨危機後の景気後退から大打撃を受けたのである。

20 米国は98年7月13日に226億ドルの緊急支援を承認したが、ロシアの財政
事情は好転しなかった。債務利払いが同じ月の歳入を上回ることが明らかであ
ったからである⁵²。1998年8月にロシアは、対外債務の90日間の支払停止や
ルーブル建て短期国債の債務不履行を行うと同時に債務を整理しルーブルの引
き下げを行って沈静化を図ろうとしたが、ロシア国民がルーブルを米ドルに代
25 えようとしたため下落を続けた。結果として米国債売・ロシア国債買という
裁定取引が破綻し、LTMCなど大手ヘッジファンドが経営危機となった。

産業構造そのものが破壊されたわけではなかったため、石油価格が通貨危機
後の1バレル=13ドルから2000年には32ドルまで急速に回復したことが、
財政の健全化を支えた。

30

第3節 通貨危機時の支援策

(1)国際金融機関による支援

(i)IMF

5 現在、加盟国は182カ国である。その機能を大まかにまとめると、①IMFの支援する国際収支調整及び経済構造プログラムに基づく融資などの金融支援、
②国際収支危機を未然に防ぐための加盟国の財政金融政策等を対象にした政策
監視、③経済統計作成や財政金融制度の整備などに関連した技術援助の3つと
なる。なお、IMFの融資等の資金は、加盟国の出資金で賄われており、この出
10 資金は、各加盟国の議決権を決定する基準にもなっている。以上をふまえた上
でIMFの支援策としては①の金融支援と②③の政策支援の2つに大別できると
考えられる。

まず、金融政策としてあげられるのが融資である。国際収支困難に陥った
IMF加盟国はIMFに借入要請を行うことができる。しかし、IMFの融資を利用
15 する際には、経済成長率、インフレ率、外貨準備等の目標値に基づいた財政
金融政策あるいは構造改革等に関する条件(コンディショナリティ)がつけられ
る⁵³。要請が行われると、IMFは要請国との間で実施すべき政策を盛り込んだ
借入れ国の経済調整プログラム(IMFプログラム)の内容について協議を開始
する。このIMFプログラムが政策支援である。このプログラムの最終目標は貿易
20 や対外経済に対する規制措置に訴えずに、経済成長と物価の安定を図りなが
ら、健全な国際収支を回復することにある。また、このIMFプログラムの内容
がコンディショナリティを構成する。IMFプログラムには広範な経済政策が含
まれるが、大きく2つに分けられる。一つは短期的に需要面の調整によってマ
クロ経済上の不均衡の是正を図る経済安定化政策である。これは、インフレを
25 抑制し、国際収支の一層の悪化を防ぎ、とりあえずの安定を図るものである。
もう一方は、中長期的に経済の構造を改革するもので、構造調整政策と呼ばれ
る。構造調整政策とは中長期的にしか効果を期待しえない生産と需要のパター
ンの変革を目指した政策であるといえる。

IMFの機能においても一つ重要とされているのが、サーベイランスである。
IMFは資金支援対象国だけではなく、すべての加盟国に対して、原則として年
30 に1回、経済調査ミッションを派遣し、その国の経済状況について調査・分析

を行うとともに、マクロ経済運営や金融セクター等について協議を行い、さまざまな政策提言を行っている⁵⁴。IMFのサーベイランス活動は、危機発生予防のためのIMFの中核的な機能とされている⁵⁵。

また、IMFの問題点としてクォータ制度がしばしばあげられる。IMFの融資
5 財源は、加盟国が振り込むクォータ(出資割当額)が中心となっており、各加盟
国には総じてそれぞれの世界経済での相対的な地位を基にクォータが割り当て
られる制度のことをクォータ制度という。各国のクォータがIMFへの各国の
資金上のコミットメントの上限及びその議決権を定めるとともに、IMF融資へ
10 のアクセスに影響する。制度上、新興国のクォータのシェアが低いために危機
時に十分な資金が提供できないなどの問題点がしばしばあげられるのである⁵⁶。
この問題に関しては2010年末に改善されている。クォータのシェア移転、ク
ォータの倍増、新興国・途上国の代表性を強化することを目的としたプロセス
の継続、欧州先進国理事を2つ減らすことによる理事会における新興国・途上
15 国の代表性拡大、全理事の選任への移行などが改善された⁵⁷。この改革後、新
興国において大きな通貨危機が起こっていないため、現在の改革が十分な通貨
危機への対応策であるかの判断は難しい。

(1)国際金融機関による支援

(ii) 主要支援機関

20 ① 世界銀行

世界銀行グループは、国際復興開発銀行、国際金融公社、国際開発協会、多
数国間投資保証機関、国際投資紛争解決センターの5つの機関から構成される。
世界銀行グループでは、単に「世界銀行」といった場合は5機関のうちの2つ
25 の機関、すなわち国際復興開発銀行と国際開発協会を意味する。すべての機関
に共通する目標は、貧しい国々の経済を強化することによって世界の貧困を削
減し、かつ経済成長と開発を促進することによって人々の生活水準を改善する
ことである。世界銀行の加盟国は185カ国で、総務会を構成する。一般の運営
はより小さなグループ、世界銀行総裁が議長を務める理事会に委託される。

深刻な国際収支の赤字による短期通貨不足の問題解決に重点を置くIMFの
30 金融支援と違って、世界銀行は特定部門の長期間にわたる構造調整や、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支援の重点を置いている。また、IMFは政策のみに焦点を当てているのに対して、世界銀行は政策の改革を目的とした貸付及びプロジェクト融資を行っている。世界銀行の金融融資支援はIMFのような厳しいコンディショナリティを課していない。しかし、融資は

5 世界銀行の政策に合致しなければならず、しかも融資ごとの目標があげられている。実際の資金の実施状況について監視・点検を行う。また、世界銀行が公約した支援融資額は一括式ではなく、必要に応じて数回に分けて対象セクター、規模、時期、融資の条件等を被支援国の要請により世界銀行理事会が承認する運びとなっている。

10 アジア通貨危機においては、97年8月11日に東京で開催されたタイ支援国会合で公約したタイへの15億ドルの緊急金融支援を始め、10月31日にインドネシアへの45億ドルの金融支援を公約した。この額は通常世界銀行の年間貸出額に等しい。97年12月に支払った韓国への30億ドルの融資はこれまでに世界銀行が行った一回の融資額として最大規模を記録した⁵⁸。

15

② アジア開発銀行

アジア開発銀行（ADB：Asian Development Bank）は1966年の創設以来、アジア・太平洋地域を対象とする国際開発金融機関として、同地域の生活向上のための様々な支援を実施してきた。いわゆる開発金融機関には世界の発展途

20 上国に融資等を行う世界銀行に対して、特定地域の発展途上国のみを対象とする地域開発金融機関があり、ADBはアジア及び太平洋地域の貧困削減を図る地域開発金融機関として創設された⁵⁹。

ADBの主な機能は、①開発途上加盟国に対する融資等、②開発プロジェクト・開発プログラムの準備・執行のための技術援助及び助言、③開発目的のため

25 への公的・民間支援の促進、④開発途上加盟国の開発政策の調整のための支援等である。

また、ASEAN+3との連携による債券市場育成支援など、地域的枠組みの推進に貢献している⁶⁰。

アジア通貨危機においては、タイ経済安定化計画への12億ドルの支援やインドネシア支援パッケージを補強するための融資を行ったり、銀行融資政策の

30

下で韓国の金融部門における政策及び制度的な改革を支援する目的で、三年間(1997-1999年)で総額40億ドルの支援を用意したりした。特にADBは、経済安定のための金融部門改革、改革努力が持続されるための社会コスト調整への取り組み、国際競争力強化のための産業部門リストラに支援の重点を置いている。

- 5 ADBの支援計画は、通貨危機の解消を支援するだけでなく独立した法的な監視機構の確率と、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な問題に取り掛かる⁶¹。

③ BRICSにおける外貨準備の共同積立基金

- 10 新興国5カ国(ブラジル、ロシア、インド、中国、南アフリカ)がつくるBRICSによって金融危機の際に資金を融通し合う外貨準備の共同積立基金を1千ドル(約9兆4千億円)規模で創設することに正式に合意した⁶²。国別の拠出額は公表されていないが、中国が410億ドル、南アフリカが50億ドル、残り3カ国はそれぞれ180億ドルを出すと報じられた⁶³。アジア通貨危機の再発を防ぐため
- 15 に作られた「チェンマイ・イニシアティブ」、「欧州安定メカニズム(ESM)」と同様の仕組みだが、新興国が主導している点が従来と大きく異なる⁶⁴。また、2015年には新興国のインフラ整備を支援する目的で「新開発銀行」(BRICS開発銀行)を創設した。本部は中国・上海にあり、アジアやアフリカ、中南米の途上国のインフラ事業に融資する⁶⁵。

20

(2)二国間支援

- 通貨危機時IMF等の国際機関の融資だけでは不足する場合、各国の支援が非常に重要になる。実際、アジア通貨危機時には、日本は全体の融資額の23.26%にあたる40億ドルをタイに融資している⁶⁶。通貨危機以降、各国の二国間協定の強化が進められた。ASEAN主要5カ国の間では通貨危機前からASEAN通貨スワップ協定が結ばれていたが、チェンマイ・イニシアティブにより対象国が拡大され(次項で述べる)、金額も2億ドルから10億ドルに増額された。また、ASEAN各国、日本、韓国、および中国の間では二国間通貨スワップ協定が個々に締結されることとなった⁶⁷。通貨スワップ協定は、相手国が通貨危機
- 25
- 30 に陥った時、予め決められた範囲内で自国の外貨準備(ドル)と同額の相手国の

通貨を交換(スワップ)するという協定である。これは、迅速にドルの短期融資を受けるのと同じ効果を持ち、深刻な事態(危機)に陥るのを防ぐ役割がある。

(3)チェンマイ・イニシアティブ

5 アジア通貨危機終息後、東アジアでは ASEAN+3 が形成され、再発防止への地域通貨金融協力の取組みが最も進められてきた。1997 年の AMF 構想、1998 年の新宮沢構想などを経て 2000 年 5 月に ASEAN+3 蔵相会議においてチェンマイ・イニシアティブ (CMI : Chiang Mai Initiative) が合意された⁶⁸。参加国は、日本、中国、韓国、シンガポール、タイ、マレーシア、インドネシア、

10 フィリピンである。CMI は、参加する国々の間で 2 国間の通貨スワップを構築しておき、参加国の資本流出時に、通貨スワップを発動させて事前に合意した上限額まで他国から融資を受ける資金協力の仕組みである。例えば、タイが危機に陥り日本と中国が資金協力する場合、日本の保有するドルとタイバーツ、

15 ップ発動条件は、基本的に IMF の条件に基づくが、支援金額上限の 2 割(IMF デリンク)については、複数の二国間スワップ協定に基づき各国政府がそれぞれ支援の可否を判断する仕組みであるため、手続きが煩雑で時間がかかることが問題とされていた。

CMI による二国間通貨スワップ取極総額は、2004 年 375 億ドル、2006 年

20 750 億ドル、2009 年 900 億ドルへと増加した。また、2008 年の韓国通貨危機を背景として、2 国間取極から他国間取極への移行が検討され、2010 年にチェンマイ・イニシアティブマルチ化契約 (CMIM : Chiang Mai Initiative Multilateralisation) が発行された⁷⁰。一本の多国間通貨スワップ協定を結ぶことで、当局間の意思決定の手続きを共通化し、また今まで CMI に参加していな

25 かった ASEAN 新規加盟国(ブルネイ、カンボジア、ラオス、ミャンマー、ベトナム)を迎え、全ての ASEAN 加盟国が参加することとなった。これにより多数のメンバー国の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。また、ASEAN+3 財務大臣・中央銀行総裁会議では 2011 年に独立したモ

30 ニタリング機関である「ASEAN+3 マクロ経済リサーチオフィス(AMRO)」を

設置しサーベイランス体制を整えている。そして、2014年7月のCMIM改定契約の発行により、資金規模が1200億ドルから2400億ドルに倍増され、新たに危機予防機能が導入された。これにより、CMIM独自で支援できる金額(IMFデリンク)の上限が2割から3割に引き上げられた⁷¹。

- 5 CMIMの取組みは先進的な通貨金融協力であり、これまで規模拡大や改良を繰り返してきており、その有用性は高くなってきている。しかしながら、IMFの補完機能にとどまる点や日中韓の対抗など課題が残されている。

第Ⅲ章 通貨危機の教訓と今後の発生可能性

- 10 本章では、これまでの通貨危機の教訓と今後の通貨危機の発生可能性について言及する。

第1節 期間と通貨のダブル・ミスマッチ

- 15 1997年のタイ・バーツ危機に端を発したアジア通貨危機は、瞬く間にアジア全域に広がり、アジア諸国の金融経済は、大きな痛手を被った。アジア通貨危機の原因の一つに、「期間と通貨のダブル・ミスマッチ」がある。①アジア諸国の企業が設備投資のような長期プロジェクトに必要な資金を短期借入によって賄うことに伴い流動性リスクを負うという、満期上のミスマッチと、②国内通貨建てのプロジェクトのための資金を外貨借入によって行うことに伴い為替リスクを負うという、通貨上のミスマッチの2つの問題である⁷²。満期の長さと同通貨建ての違いに伴うギャップによって東アジアの借入れる側は必要以上のコストとリスクを負うことになった⁷³。例えばタイの場合、外貨建て(主にドル建て)でBIBFというオフショア市場から大量の短期資金が銀行経由で流入して、それが国内不動産部門などにバーツ建てで長期資金として貸出されていた。そのため、銀行及び企業のバランスシートにおいて通貨と満期のミスマッチ問題が生じたのである⁷⁴。アジアでは、企業の資金調達をもともと銀行借入れに大きく依存していたため、通貨危機で銀行部門が大きなダメージを被ると、企業金融が混乱し、それが銀行部門のバランスシート悪化に拍車を掛けるという悪循環が生じた⁷⁵。

- 30 この教訓を活かすためには、平時の際、外貨建ての短期資金の流入に依存し

ない投資資金の安定的な供給スキームを、いかに確立するかが重要である⁷⁶。

第2節 国内金融システムの脆弱性

過去の通貨危機における問題点の一つとして、国内金融システムの脆弱性が
5 あげられる。1980年代から90年代にかけて、アジアの新興国は金融の自由化
を進めてきた。それによって、多くの新興国が経常収支赤字以上に資本流入
を受け入れることができたのである。しかし、一方で金融機関の経営体制、審査
能力、人的資源、当局による規制や監視の枠組み、市場インフラが自由化のス
10 ピードに追いついておらず、国内の金融システムは脆弱であった。各金融機関
は経済成長の中で、政治・行政の干渉による融資や縁故融資、ハイリスク・ハ
イリターンの融資を行っており、潜在的に不健全な融資を拡大していた。これ
によって、通貨危機発生前に、銀行システムの中に巨額の不良債権の芽が生ま
れていたのである。また、通貨危機発生前の資本流入の大部分は海外からの短
15 期性民間資金であったが、この短期資本はその用途が必ずしも生産的な用途に
は向けられず、製造業の過大な設備投資に向けられ、また少なからぬ部分が株
式や不動産に対するバブル的な投機に向けられた。これらの諸国においては金
融機関に対する規制・監督体制が十分ではなく、また、金融機関も不十分なリ
スク評価に基づく融資の拡大を行ったことから、このような非生産的な投資が
20 助長され、さらなる経常収支赤字の拡大と短期資本流入を招いたとされる。⁷⁷
また、現在の中国でも通貨危機の発生可能性が議論されている。中国は、実
質経済成長率が2020年に5.9%、21年に5.8%に落ち込むと予測され、膨れ上
がった企業債務や過剰設備が成長の足かせとなり景気の減速は止まらないと分
析されているため、「急激な減速や金融危機の恐れもある」とIMFに警告され
25 ている⁷⁸。特に、中国の民間債務対GDP比は210%と日本のバブル形成時で
ある1990年代に匹敵しており、勢いがこのまま維持されれば、日本が1995年
末に記録したピークである221%を超える公算である⁷⁹。2015年1~9月にお
ける外貨準備を除いた金融収支は-3,047億ドルの流出超であり、海外資金が中
国国内の銀行から急速に引き上げられた場合、銀行がこれまで貸出しをしてい
30 った企業に対しロールオーバーを拒否する事例が増加する可能性がある。中国国
内の企業は資金調達における貸出への依存度が高いため、企業の資金繰り悪化

が経営の悪化を招き実体経済に負の影響を与える恐れもある⁸⁰。こうした中
2016年1月には新規融資が急増したにも関わらず生産や小売売上高が伸び悩
んでおり、生産者物価指数はマイナスの伸びが続き、2月の製造業購買担当者
5 指数は48と1月を下回るなど、市場の落ち込みが深化している。中国の2015
年における資本流出額は約1兆ドルであり、このうち外貨準備の取り崩し分は
5126億6000万ドルであった。「中国での外貨準備にどの程度流動性があるの
かは誰にもわからないが、このペースの資本流出にさらに1年は耐えられない
だろう」とする意見もある⁸¹。現状のところ、中国の銀行業監督管理委員会に
よると不良債権比率は1.75%と健全であるようにも見えるが、IMFが公表した
10 国際金融安定性報告では、事業収益が支払利息を下回るような潜在的に貸し倒
れリスクを抱える債権が非金融企業向け債権のうち15.5%と推計され、多いと
指摘されている⁸²。また、中国におけるシャドーバンキング問題も懸念点の一
つと言え、少なくとも2012年の名目GDPの48%分に相当する合計金額のシャ
ドーバンキングが推計されており、この潜在的リスクは高く、ずさんなインフ
15 ラ開発投資や景気の底割れなどが不安視されている⁸³。以上のように中国はあ
らゆる金融不安を抱えており、金融システム上の問題を含め、通貨危機の発生
要素を幾つか抱えているといえる。

しかしながら2015年12月に、IMFが通貨危機に備えて加盟国に配る特別引
出権(SDR: Special Drawing Rights)に元を2016年10月から加えると決定し、
20 元はSDRの構成比で円を抜いてドル、ユーロに次ぐ3位となる⁸⁴。SDRの採
用には「貿易量」と「通貨取引の自由度」の2つの条件を満たす必要があるが、
IMFはこれを「中国当局は数年にわたって通貨・金融制度を改革してきた」と
前向きに評価し採用した。IMF加盟国はSDRとの交換に備えて構成通貨を積
み増す傾向があり、世界の外貨準備に占める元の割合は現在の約1%から約1
25 割に増えるとの見方もある⁸⁵。資本流出を懸念する中国は、元の完全変動相場
制への移行期を未定とし、また自由化していた貸出と預金の金利規制を事実上
復活させた上、直接投資や証券投資は海外への流出超過が続いている⁸⁶など不
安は残るものの、元の国際化に向け信用力の向上が見受けられた。

第3節 資源価格下落によるデフォルトリスク

現在、中国を中心とする新興国経済の減速が続き、ブラジル、ロシア、ベネズエラ等の新興国への資金流入額が減少し始めており、通貨危機によって資金回収不能となるリスクが徐々に意識され始めている可能性がある。新興国のうち外貨準備が手薄な国としては、ベネズエラ、アルゼンチン、トルコ、南アフリカ共和国、マレーシア等があげられるが⁸⁷、特に資源輸出国は輸出と財政が資源関連収入に大きく依存しており、資源の価格変動に敏感であり、同時に外貨準備を増減させる。これらの資源輸出国を苦しめた理由の一つがシェール革命である。2015年のシェール革命によって、米国は原油・ガスの産出を急拡大し、各国に輸出した。これにより供給過剰に陥り石油価格が急速に下落したため、製造コストの高いロシアやベネズエラなどは苦しい経済環境を迫られた⁸⁸。資源輸出に経済や財政を依存すると、このように不安定な経済環境に陥ってしまう。そのため、各国は資源輸出以外の産業セクターを強化する必要がある。実際、メキシコやコロンビアでは、資源セクター以外の産業を強化することで資源依存を脱却し、新たな成長基盤を築こうとしている⁸⁹。

しかし、新たな産業セクターを強化しても十分な外貨準備を蓄えなければ、資源価格の下落時に通貨の下落を止めることは難しい。【図表3】は新興国各国のリスクを評価したものである。資源輸出国であるベネズエラ、アルゼンチン、ブラジル、ロシアなど資源輸出国は総合評価が低くとどまっている。中でもベネズエラはほとんどの項目で低い評価であり、外貨準備率の評価も最低評価のDとなっている。ベネズエラは、輸出金額に占める原油の比率が95%以上である資源輸出国である。近年は低所得者向けの社会保障費の拡大などから財政赤字が増加している現状にある。ベネズエラは、中央銀行の外貨準備以外にも外貨や売却可能な資産を保有していると言われていたが、外貨の規模の詳細は公表されておらず、実態はわからない点が多い⁹⁰。ベネズエラでは原油価格の変動が直接的に同国の外貨獲得能力を左右するため、2014年後半以降の原油価格の急激な減速による2015年の原油輸出金額減少分をファイナンスするには外貨準備が十分ではなく、輸入代金や元利払いに必要な外貨の流動性に欠けると指摘されており、デフォルト懸念が高まっている現状にある⁹¹。

一方、ロシアでは1998年のロシア債務危機で当時の財政収入の約半分が原

油輸出によるものであったため、原油価格下落に連動して財政が悪化、外貨が枯渇し輸入に制限がかかり、政府と中央銀行は対外債務の支払いを 90 日間停止するというデフォルト状態に陥った教訓を生かし、債務危機後 210 億ドル⁹²だった外貨準備を 4,000 億ドル弱(2016 年 7 月時点)⁹³までに積み増している。

- 5 そのため、外貨準備の評価は B となっている。このように、資源輸出国の中でも外貨準備に対する意識の違いが見受けられる。しかし、これ以上の原油価格の急速で大幅な下落が起これば、たちまち財政赤字を拡大してしまい、通貨危機に陥る可能性が高まると考えられ、未然に防ぐ対策を立てる必要がある。

10 【図表 3】新興国リスクの総合評価

	総合評価	景気判断	インフレ率	経常収支	政治・国内情勢	外貨準備	債務負担	中国減速の影響
ベネズエラ	D	D	D	C	D	D	-	-
アルゼンチン	D	D	D	B	C	D	-	D
ブラジル	D	D	D	D	C	B	C	C
インドネシア	C	C	C	C	C	C	B	D
ロシア	C	D	D	A	B	B	C	D
15 南アフリカ	C	D	A	F	B	D	A	C
マレーシア	C	C	A	A	C	D	B	D
メキシコ	B	B	A	C	B	B	B	D
タイ	B	C	B	A	C	B	B	D
中国	B	C	B	A	B	B	C	-
韓国	B	C	B	A	B	A	B	C
フィリピン	B	B	B	A	B	B	-	C

出所)「新興国不安の現実化リスク『懸念 4 カ国』に要警戒」・みずほ総合研究

- 20 所・2015 年・p.9 より作成

第 4 節 為替レートの過大評価

- 中南米・アジア通貨危機の教訓として、实体经济ファンダメンタルズからかけ離れた為替レートの過大評価は通貨危機を起こす要因になることがあげられる。メキシコ通貨危機当時のメキシコでは、為替下限を 1 ドル=3.05 メキシコドルに固定しながら、上限をあらかじめ決められた比率で変更していく、一種の固定相場制を採っていた⁹⁴。一方で、政治不安や貿易収支赤字の増大により实体经济は悪化していた。このような為替レートの過大評価は、急激な資本流出の一因となった。タイの通貨危機では、管理フロートのドル比率を 90%にす
- 30 ることで為替を高く保ちながら、BIBF を設立し規制緩和を進めることで、実

体経済以上の資金流入を認めた。しかし、1995年半ばから97年末にかけて米ドルが円に対し約50%引き上げられた結果、輸出競争力と輸出シェアが大きく失われるなど実体経済の傾きを不安材料として投機的パーツ売りに見舞われた⁹⁵。これら2つの危機で共通する問題点は、ドルに依存した為替制度を採用することで、自国の経済ファンダメンタルズからかけ離れた為替になってしまったことが言える。アメリカとの貿易関係が圧倒的であれば別だが、ある程度貿易相手国が分散していて、しかも金融自由化を進める新興国において、ドル・ペッグ制を維持することは、アメリカの金融政策を採用することに等しい。そのため経済ファンダメンタルズとの乖離が生じ、為替レートの過大評価につながったと言える⁹⁶。現在、メキシコ・ブラジル・アルゼンチンの中南米諸国は変動相場制を導入している。長年固定相場制を保っていた中国も2005年に通貨バスケットを参照にした変動相場制へ移行し、2015年8月以降はこれまで90%以上であった対ドルへの連動度合いが72.6%に低下している⁹⁷。しかし、ASEANをはじめとする東アジア諸国では、管理方法が統一されていない現状にある。

第5節 短期資本の流出入

アジア通貨危機の教訓の一つとして、短期資本の流出入があげられる。1990年代に入り、規制緩和とIT革命の進展の結果、巨額の資金が瞬時に国境を越えて移動するようになった。アジア通貨の金利とドル建て金利の差が6~7%もあり、ドル・ペッグ制の下で為替リスクはほとんどないと考えられていたため、膨大な資金が先進国から流れ込んできた。アジア諸国も、IMFや世界銀行の要請を受け入れて、国内金融市場の規制緩和や対外資本取引の自由化を進めることによって、先進国の資金を導入しようとした。経済危機に陥ったインドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、タイの五カ国全体への民間資金の純資本流入額は、1995~96年の2年間で1300億ドルに上った。そのうち49%は銀行貸付け等の短期資金であり、35%は証券投資であった。こうして導入された短期資金の多くは耐久消費財の購入ローン、株式・不動産などの非生産部門への投資に回され、バブル経済を作り出した。バブルの崩壊や金融機関の不良債権の増加により、そうした金融機関へ貸出しをしてきた先進国の銀行は、自らの

融資をいち早く引き上げようとした。そして、長期融資をしているアジア諸国の金融機関は流動性危機に陥った。96年から97年にかけて、危機に陥った五カ国への民間資金の流れは、約800億ドルの純流出となった。こうした大量の短期資本の流出は、その国の通貨の価値を下落させたのである⁹⁸。

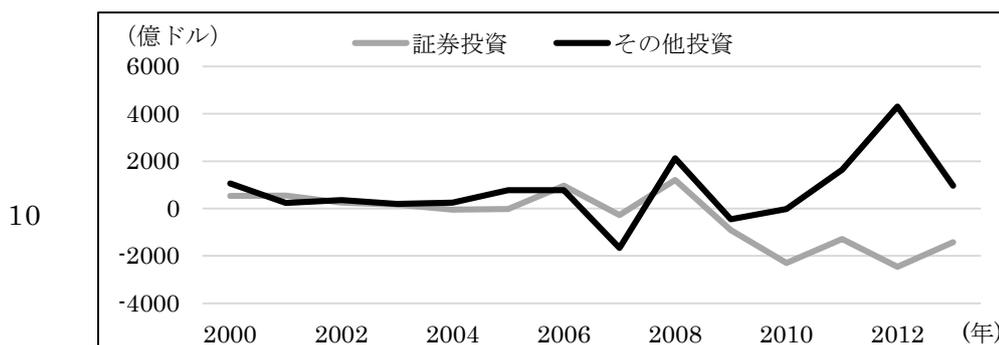
- 5 新興国での短期資本の流出は、現在も起こっている。2008年に世界金融危機が発生し、2009年後半より世界的に景気は回復したものの、多くの先進国で財政支出拡大のみならず金融緩和が本格化した。特に、米国の金融緩和や欧州での金融緩和によりグローバル市場において過剰流動性が生じ、国際資本移動が一層拡大した。世界的な過剰流動性の高まりに加え、先進国市場の金利低下
- 10 に伴い金融資産運用の多様化を求めて新興国市場や国際商品市場に急速に資本注入が拡大した。世界金融危機後の回復局面(2009~10年)では、【図表4】が示すように、新興国への資本流入は直接投資よりむしろ証券投資や対外借入などが中心であった。このため、新興国や資源保有国では資本流入に伴う為替上昇のみならず、国内市場での流動性の拡大がインフレ圧力の上昇をもたらした⁹⁹。
- 15 しかし、2015年になると11年ぶりの米国利上げを控え、新興国市場からの資金流出傾向が強まった。新興国向け資金フロー(債券、株式)は、15年春以降、流入ペースの減速傾向が強まり、8月には新興国株式市場から資金が流出し、債券を含めた総額でも流出超過に転じた。新興国市場への資金流入が全体として細ってきた基本的な背景として、米連邦準備制度の量的緩和政策
- 20 (QE3)終了と今後の利上げに向けた市場の警戒がある。なかでも、①資源への依存度が高い国や、②政治問題を抱える国において、通貨安が顕著となっている。まず、ロシア、ブラジル、マレーシア、インドネシアなどの資源輸出国では、中国需要減速と資源価格下落の両方の要因から輸出金額が減少。景気減速・後退懸念が強まり、14年以降、各国で通貨安傾向が続いている。とくに、
- 25 マレーシアやロシアでは、通貨安に加え資金流出の強まりから、外貨準備高が大幅に減少している。次に、いくつかの新興国では政治的なリスクの高まりから、通貨安圧力がかかりやすい状況が続いている。マレーシアでは現首相への汚職疑惑などが浮上しているほか、タイでも14年から軍事政権が続いており、民政復帰に向けた総選挙実施が16年以降に先送りされている。ブラジルでは
- 30 国営石油公社の汚職事件などをを受けて現政権の支持率が急落、トルコでも15

年 6 月の総選挙以降、連立政権樹立に向けた交渉が難航し、政治的な空白が続いている¹⁰⁰。

このような国々では、今後も短期資金の流出入が続くと、通貨危機が発生する可能性があると考えられる。

5

【図表 4】新興・途上国の資本流入(ネット)



出所)『World Economic Outlook Database』・IMFHP より作成

15 第IV章 通貨危機の予防策

本章では第III章において言及した新興国の問題点と通貨危機の発生可能性に対する予防策の提言を行う。

第1節 アジア債券市場の育成

20 我々は、期間と通貨のダブル・ミスマッチに対する予防策として、アジア債券市場育成イニシアティブ(ABMI: Asian Bond Markets Initiative)の推進、及び流動性向上への取組み強化を提案する。

アジア通貨危機における、期間と通貨のダブル・ミスマッチの教訓を踏まえ、アジア諸国では長期の現地通貨建て資金需要に対して、長期の現地通貨建て債券で資金調達することの重要性が認識された。アジア域内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を目的として、ABMIが2002年12月に日本政府により提案され、2003年8月に合意された。ABMIの取組みを通じて、発行体・商品の多様化や信用保証・投資ファシリティ(CGIF: Credit Guarantee and Investment Facility)の創設・業務開始といった成果が上げられたことに加えて、アジア域内での債券共通発行フレームワークの導入に関する議論も進

30

められてきた。ABMI の取組みが市場インフラ・制度整備において重要な役割を果たしてきたと言われており、日本を除くアジア諸国における現地通貨建て債券発行残高は、2014年6月末時点で7兆9430億ドルであり、ABMI発足前の2002年末と比較して6.8倍に拡大した¹⁰¹。このように、ABMIの取組みは、

5 アジア債券市場の発展に大きく貢献しており、今後も推進していくことが重要である。特に近年「ASEAN+3 多通貨債発行フレームワーク」に基づくクロスボーダー債の発行やCGIFの保証業務が日本企業のノウハウを用いて行われているが、債券市場に関する詳細をまとめた「ASEAN+3 Bond Market Guide」等や税制に改善点が見受けられるため¹⁰²、これらをはじめとする取組みの強化

10 が必要である。

しかし、ABMIの取組みによって、発行市場のインフラ・制度整備が行われてきたものの、アジア債券市場における流通市場の発展は取組みが十分ではない。アジア諸国の各国債券市場における売買回転率は、【図表5】が示すように、社債の流動性が相対的に低い。このことから、アジア債券市場のさらなる発

15 展のためには、流通市場の改善が必要である。2013年にアジア開発銀行によって行われたアンケートによると、流動性向上に向け、「投資家の多様化」が最も重要であることが判明した。国内・域内投資家の裾野拡大に向けた施策の一つとして、個人を含めた投資家の需要拡大に資する投資商品の開発が必要である。今後

20 市場に接しており、投資家のニーズを把握している民間セクターの金融機関とABMIといった、官民連携を強化することが重要である¹⁰³。

25

30

【図表 5】 アジア現地通貨建て債券市場における売買回転率の推移 (単位/回)

	(年末)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
中国	国債	0.2	0.3	0.3	0.4	0.8	0.6	1.0	0.6	0.8	0.2
	社債	0.0	0.7	0.8	0.8	0.9	1.1	1.2	1.2	1.0	0.2
韓国	国債	1.1	0.7	0.6	0.5	0.6	0.9	1.2	1.1	1.0	0.8
	社債	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
香港	国債	8.6	15.4	16.1	22.1	21.8	38.4	49.6	19.0	1.4	1.1
	社債	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
マレーシア	国債	0.3	0.3	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.4
	社債	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
タイ	国債	0.4	0.4	0.5	0.8	1.0	0.7	0.9	0.6	0.7	0.6
	社債	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
シンガポール	国債	n/a	0.6	0.6	0.6	1.0	0.5	0.8	0.6	0.4	0.5
	社債	n/a									
インドネシア	国債	n/a	0.1	0.2	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
	社債	n/a	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
フィリピン	国債	n/a	0.3	0.3	0.4	0.2	0.3	0.7	0.5	0.7	0.5
	社債	n/a									

出所)『発展するアジア現地通貨建て債券市場と課題』・北野陽平・2014年・p.11
より作成

第2節 金融システムの整備

通貨危機の発生要因のひとつとして、国内金融システムの脆弱性があげられると第Ⅲ章で述べたが、金融システムを整備し、強靱かつ頑健であれば、急激な資本の流出・流入が起こったとしても、それが直ちに金融機関の貸出の膨張・収縮に連動して金融システム不安につながることはない。あるいはつながったとしても回復は速いはずである。

海外から大量の資本流入を受け入れ、金融システムが国際資本市場に事実上統合されている新興市場経済諸国においては、金融機関に対する健全性規制は厳格でなくてはならない。自己資本比率規制において、BISの薦める8%という水準は各種のショックに曝されやすい新興市場経済諸国の金融機関にとっては低すぎる水準であり、予防策として、より高い自己資本比率規制が必要である。また、常に国際金融市場にアクセスできるとは限らない新興市場経済諸国の金融機関に対しては、十分な国際流動性確保のため厳格な流動性規制が課されることも重要である¹⁰⁴。

また、マクロ・プルーデンス政策においては資本流入規制も必要である。資

本流入規制については第4節で詳しく述べているが、通貨危機において、そもそも過剰な資本流入がさらなる資本流入を招いたことが大きな原因であり、その資本流入規制を行い、調整を行うことで過剰な資本流入を防ぐことが需要である¹⁰⁵。

- 5 第IV章第1節で述べているように、新興国のよりよい金融・資本市場の発展を実現させるためには、先進国との連携も必要とされる。例えば、経済圏としての結びつきが強まっているアジアにおいて、先進国である日本がアジアの一員として中心的な役割を果たし、アジアの監督当局間で望ましい規制・監督のあり方を共有すること期待される¹⁰⁶。

10

第3節 域内通貨バスケットの導入

為替レートの過大評価に対する予防策として、我々は貿易関係が密接な共通の通貨を組み込む通貨バスケット制を提案する。許容変動幅のせまい固定相場制を採用するほど、資本流出入は激しさを増す。一方、新興国において完全な

15 変動相場制(フロート制)は、資本流出入により為替レートが乱高下する可能性があり、リスクが大きい。そこで、変動相場制の導入が難しい新興国にとって、ある程度の伸縮性を持ち、ある程度の安定性を持つ通貨体制を選択する必要がある。それは新興国が、対ドルレート(名目二国間レート)ではなく、実質実効為替レートを安定化させることで達成できると我々は考える。

- 20 通貨バスケットには貿易関係が密接な通貨をバスケットに入れることにより、対競争相手の通貨との連動性を高めるべきである。東アジア諸国にとって、対世界貿易の50%近くは、同じアジアの中の国々との貿易である。東アジア域内の貿易・投資・資本移動の安定のためには、域内レートの変動幅を抑えることが望ましい。ただし、各国が異なるバスケットを採用すると、混乱を招く可能性
- 25 がある。したがって、主要貿易相手国の通貨を入れたバスケットに従って中心レートが変化する一方、広めの許容変動幅を持って為替レートの変化を許すBBC制を採用すれば、東アジア地域の各国は実質実効為替レートを安定した状態に保ちつつ、短期的にはある程度の変動を許すことが出来ると考える。

- 30 東アジアでは、CMIによる資金協力やABMIによる債券市場の育成の面で具体的な進展が見られる一方、2007年に発表される予定であったアジア通貨単位

が見送られるなど域内の為替安定に対する動きは進んでいない。まずは東アジア諸国が BBC を採用することができれば、東アジア地域の為替制度の安定につながると考える¹⁰⁷。

5 第4節 資本流入規制の導入

第Ⅲ章第5節では、2008年の世界金融危機以降、先進国の金融政策の影響を受け、新興国に短期資本が流入したと述べた。

そこで、これらの問題に対して資本流入規制を提案したい。実際にチリではこの資本流入規制を1991年から1998年まで実施されており、具体的には短期の投機的資本流入を回避する目的で海外からの借款の一部が中央銀行に預託されることとなった。この預託制度を中央銀行強制預託制度(URR: Unenumerated Reserve Requirement)と呼ぶ。URRとは、流入資本の一定割合を無利子で中央銀行に預託させ、一定期間が過ぎるまで引き出すことはできない制度である。預託期間の長さに比例し、中央銀行預託する割合が高いほど金利水準が高くなり、それだけ外国から当該国に資金を流入させるコスト負担が高まるため、資金流入が制限される。チリで最初に導入されたときの中央銀行強制預託制度によって潜在的に課された税の割合は、6カ月で5.2%、1年で3.6%と推定されている。こうしたURRは外国人投資家や貸し手にとっては一種の課税であるため、国内資産への選好を進める働きが期待される¹⁰⁸。

このような取り組みの結果、1998年のチリの対外債務の総額は中長期債務が97.3%であり、短期的債務は2.7%であった。これはラテンアメリカ全体の対外債務のうち、短期的債務の割合が17.8%であるのに対し、チリの水準はラテンアメリカの水準よりもかなり低くなっていることがわかる。このことからチリの資本流入規制は効果的であったといえる。しかし、この資本流入の抑制策についてはいくつかの批判が行われており、その中でも最も有力な説として、強制預託の規制に関して各種の抜け道が用意され、この抜け道を用いて資金が流入することにより効果を発揮できないという意見がある¹⁰⁹。この点についてはチリ政府が抜け道を閉ざす策を幾つか打ちだした点、それでも更なる抜け道があったとしても投資家にとってコストが多くかかるという点がある。このことから、大きな効果がでないという批判は起きにくいと考えられる。

第V章 通貨危機発生時の対応策

本章では、実際に通貨危機が発生した場合の対応策について提言を行う。

第1節 金融機関の健全化策

5 金融システムの問題の根本的な原因は、企業へ海外から資金が過剰に流入し、不良債権化してしまうことである。この問題を、貸出を行う金融機関の側から解決することを試みる対応策を、以下で述べていく。

金融機関への対応策として、発生前には、自己資本比率の安定等、金融機関の健全経営が必要である。これらについては第IV章の第2節で述べたため、以下に発生後に必要な対応策を、「財務省委嘱 我が国のアジア通貨危機支援の政策評価」-財団法人国際通貨研究所を参考に、主にタイにおける例を用いて述べていく。

まず第一にあげられるのは経営状態の悪い金融機関への対応策である。通貨危機後は、不良債権を抱え流動性不足に陥っている金融機関が多く存在する場
15 合があるためである。タイでは、金融機関発展基金(FIDF：Financial Institutions Development Fund)を通じて巨額の流動性支援を実施した一方で、97年6月に16社、8月に42社のファイナンシャルカンパニーに対して業務停止を命じた。また、FIDFにより金融機関に対するすべての預金と再建の一括保証がなされ、業務停止中の機関の更生計画の評価や、清算プロセスの監督の
20 ための金融再建庁の設置が97年10月になされた。

第二に、包括的な金融再編計画が必要である。その主な内容は、前倒しの必要な貸倒引当金の計上や、融資先企業の債務リストラ、資本注入及び金融機関の再編の促進である。ただし資本注入においては、金融機関が実行しなければならないリストラ計画などへの承認などの適用条件を設けることとする。タイ
25 での金融機関の再編では、通貨危機前15行あった商業銀行のうち4行がタイ中央銀行に接収された一方、閉鎖される銀行の優良資産を引き継いだ銀行が2行設立され、13行となった。

第三に不良債権処理問題への対応をあげる。法定外で私的に債務再構築を促進させることや、金融機関のバランスシートから不良債権を切り離すこと、公
30 的資金を用いて金融機関に資本注入することなどがその内容である。特にタイ

では、中央銀行が仲介役として商工会議所や銀行協会などと共同で、企業債務再構築委員会を設立し、企業再建の可能性を高めようとしている。ただし、適切に仲介役が果たされ債権者、債務者双方の合意形成に至っているかは疑わしく、再構築された不良債権のうち約 3 割が不良債権化してしまっているため改善が必要である。

以上のような対応策はインドネシアをはじめとする、アジア通貨危機の当国に概ね共通する対応策であるが、通貨危機発生時の対応策として、その国の金融システムの状況に合わせた柔軟な施策が必要であると考えられる。

10 第 2 節 政府系ファンドによる財政の健全化

第 III 章では、資源輸出国における問題点として、資源の価格変動に連動し、財政収支が悪化し、デフォルト状態及び通貨危機に陥る危険性を述べた。我々はこの問題の解決策として政府系ファンドの設立を提案する。

ベネズエラでは、石油価格と石油収入の変動が財政、金融、為替レートに及ぼす影響を緩和することを目的として、1998 年 11 月にマクロ経済安定化基金 (FIEM : Fondo de Inversión para la Estabilización Macroeconómica) が設立された。石油価格が予算を上回ると石油収入の一部を積み立て、下回ると取り崩される¹¹⁰。しかし、石油価格の低迷から、1999 年 5 月に運用規定改定され、これにより大統領の裁量で取り崩しが可能になるなど¹¹¹し、その上原油価格の下落時のための基金であるにもかかわらず、学校や病院新設などの使途で取り崩してしまったこともあった¹¹²など、FIEM に対して懸念が抱かれている。

そこで、我々は政府系ファンド (SWF : Sovereign Wealth Funds) の設立を提案する。また、既に SWF が存在している国に関してはベネズエラのような失敗が起きないように運用規則の整備を提案する。SWF の運用目的は通常いくつかあるが我々が提案するのは、資源価格の高騰時の資源収入を下落時の備えとして積み立て、資源価格の変動から一国経済を防衛することを目的とするファンドである「安定化ファンド」にあてはまる。これはアラブ首長国連邦のアブダビ投資庁、クウェートのクウェート投資庁など、実際に資源国でも設立され、運用されている。クウェートでは、①毎年予算策定時に、歳入予想額の 10% を自動的に組み入れる「将来世代準備金」、②年度が終わった決算時に、財政黒字

であればその一部をさらに将来世代準備金に組み入れた上で、残りを組み入れるもう一つの「国家一般準備金」の2つがある¹¹³。また、ロシアでも、債務危機を経験し、安定化基金が設立された。①石油・ガス価格下落時の連邦財政赤字への備えである「予備基金」、②次世代のために再生不能な天然資源収入を維持・収入を維持・増加させるための「国民福祉基金」がある。後者が SWF であり、企業の株式や社債、投資ファンドへの投資を可能とするため予備基金よりもアクティブな運用方針が示されている¹¹⁴。この安定化基金については、08年1月末時点で1574億ドルとなり、07年の名目GDPの11.7%に相当するものであり、金融危機発生により財政状況が極度に悪化した98年の連邦財政赤字(同年GDP比5.6%)の二倍以上、同年の連邦財政収入(同12.4%)にも匹敵する残高規模にまで積み増された。これについてみずほ総合研究所は、「将来的な財政安定化という、安定化基金の設立目的を十分に達成したとみなされよう¹¹⁵。」と見解を示している。

以上のように、クウェート・ロシアは二段構えの基金を設け、財政の健全化を図っている。したがって、我々は資源輸出国において資源価格の下落に対応していくために SWF を設立することで、外貨準備資金を十分に持つことが重要であると考えます。

第3節 資本流出規制の導入

我々は、短期資本の流出入に関する対応策として、アジア通貨危機時にマレーシアが採用した、資本流出規制の導入を提案する。

マレーシアは1990年代前半に金融・資本自由化に着手し、1990年にラブアンにオフショア・センターを開設するなど、従来に比べて積極的な自由化が進められた。その結果、90年代半ばまでに資本流入は急速に拡大していき、特に90年代前半には外国資本の取引拡大に伴い、「その他投資」のネットの流出が急速に拡大した。しかし、アジア通貨危機の発生により、マレーシアにも危機が伝播し、資本引き上げの動きが加速した。これに対処するため、当局は当初、金利引き上げなどの自由主義的(典型的IMF)処方箋で抑制しようとしたが、資本流出に歯止めがかからなかった。このため、マレーシア当局は事前の準備を整えたうえで危機発生1年後の1998年9月に短期資本のリングットの外貨へ

の交換を抑制する政策措置を導入した。これは、投機的な目的による資本の短期流出を抑制するためであった。具体的には、外国人株式投資について取得後 1 年未満は売却代金の両替・外国送金を禁止する資本流出規制を導入した。同時にリングギットをそれまでの 1 ドル=2.49 リンギットに比べ大幅に割安な、1
5 ドル=3.8 リンギットに設定し、米ドル・ペッグ制を導入した。

その後、経済は急速に回復し、短期資本流出規制は 1999 年以降、2000 年までに段階的に廃止され、2001 年 5 月に証券投資収益の海外送金課税(10%)の撤廃により資本流出規制は完全に廃止された¹¹⁶。

マレーシアでは、規制導入後に、短期的に格付け会社によるレーティングの
10 引き下げに伴うスプレッドの拡大が見られた。また、規制の対象として海外直接投資を除外したにもかかわらず、海外直接投資流入も一時的に減少した。こうした短期的なデメリットはあったものの、マレーシアはアジア通貨危機時に深刻な影響を受けながらも、IMF 支援を要請せず政策の自由度を確保し、早期に経済回復と安定化を実現することができた。1990 年代以降、資本流出規制を
15 秩序立てて実施し、成果を上げた国としてマレーシアはほとんど唯一の国であり、時限的な措置はおおむね有効であったとして評価されている。

そのため、我々は通貨危機発生時の対応策として、時限的に資本流出規制を導入することを提案する。

20

25

30

終章

金融グローバル化は、1970年代のニクソン・ショックからの変動相場制への移行や資本移動規制の撤廃、金融自由化の流れによって進展した。次第に経済成長が見込める新興国にも資本が集中するようになり、中南米やアジア等の新興国は経済成長を実現する一方、過剰な資本流入により、通貨危機を経験することとなった。

そのような背景を踏まえ、我々は論文において、過去の通貨危機を踏まえ、現在の新興国における通貨危機の可能性及び発生の予防策と発生時における対応策を考察した。第Ⅰ章では、金融グローバル化の進展を中心として、新興国の定義や為替制度、国際金融のトリレンマについて取り上げ、第Ⅱ章では、通貨危機の種類を分析するとともに過去の通貨危機を紐解き、当時の状況や対応について分析し、そこから分かる教訓を踏まえ、第Ⅲ章では通貨危機に発展しかねない新興国の問題点をとりあげ、第Ⅳ章・第Ⅴ章では、施していくべき通貨危機に対する施策を予防策と対応策に分けて提言した。

新興国の経済発展にとって、海外からの資金は必要不可欠であり、海外からの資本流入を止めることは出来ない。そのため新興国は今後も通貨危機が発生する可能性がある。しかし、通貨危機は未然に防ぎ、被害を最小限に抑える必要がある。過去の通貨危機を振り返ると、一国で起こった通貨危機を契機として周辺諸国へ影響し、世界経済市場に深刻な被害を引き起こしていることが分かる。世界経済安定のためには、大規模な通貨危機の発生は阻止しなければならない。

アジア通貨危機後、IMFをはじめ様々な機関や国などで通貨危機の予防策や対応策が強化されてきている。その一方で、中国における資本流出をはじめとした解決すべき問題が山積している現状にある。金融グローバル化が進む現代において、通貨危機の予防・対応は、新興国だけでなく先進国も考えていかななくてはならない問題となっている。中南米通貨危機やアジア通貨危機などの悲劇を二度と繰り返さないように、各国が一丸となって取組んでいくべきである。我々の提案する予防策・対応策が大規模な通貨危機防止の一助となることを期待する。

〈注釈〉

- 1 森(2013)p.58 を参照。
- 2 内閣府 HP を参照。
- 3 SMBC 日興証券 HP より引用。
- 4 SMBC 日興証券 HP を参照。
- 5 内閣府 HP を参照。
- 6 森(2013)pp.59-60 を参照。
- 7 川波・上川(2004)pp.290-291 を参照。
- 8 日本銀行 HP を参照。
- 9 財務省(2012)p.7 を参照。
- 10 川波・上川(2004)pp.288-289 を参照
- 11 谷内(2012)pp.286-287 を参照。
- 12 福島・滝井(1997)p.2 を参照。
- 13 金京(2011)pp.24-25 を参照。
- 14 岩本(2012)pp.77-80 を参照。
- 15 日本経済研究センターHP を参照。
- 16 谷内(2015)p.206 を参照。
- 17 橋本(2006b)pp.55-56 を参照。
- 18 永田(2003)pp.149-155 を参照。
- 19 細野・恒川(1989)pp.38-41 を参照。
- 20 Pedro-Pablo Kuczynski(1990)pp.137-140 参照。
- 21 細野・恒川(1989)pp.99-100 を参照。
- 22 Pedro-Pablo Kuczynski(1990)pp.151-155 を参照。
- 23 西島(2003b)pp.9-10 を参照。
- 24 内閣府 HP を参照。
- 25 西島(2003b)pp.10-12 を参照。
- 26 中谷(2006)pp.62-64 を参照。
- 27 岡村(2009)p.71 を参照。
- 28 中谷(2006)pp.64-65 を参照。
- 29 神戸大学経済経営研究所 HP を参照。
- 30 西島(2002)p.1 を参照。
- 31 谷内(2015)p.216 を参照。
- 32 橋本(2006a)p.3 を参照。
- 33 谷内(2015)pp.217-219 を参照。
- 34 小峰(2011)pp.45-46 を参照。
- 35 本台(2005)p.2 を参照。
- 36 福島・滝井(1997)pp.53-61 を参照。
- 37 本台(2005)p.2 を参照。
- 38 黒岩(2002)p.6-7 を参照。
- 39 本台(2005)p.5 を参照。
- 40 本台(2005)pp.2-10 を参照。
- 41 福島・滝井(1997)pp.62-63 を参照。
- 42 赤間・野呂・多田(2003)p.3 を参照。
- 43 滝井・福島(1998)pp.177,179-183 を参照。
- 44 山本(1999)p.41 を参照。
- 45 滝井・福島(1998)pp.98-108 を参照。
- 46 大西(1999)pp.33-36 を参照。
- 47 小峰(2011)p.48 を参照。
- 48 滝井・福島(1998)pp.3-4 を参照。
- 49 滝井・福島(1998)pp.111-114 を参照。
- 50 三菱東京 UFJ 銀行(1998)p.1 を参照。
- 51 滝井・福島(1998)pp.124-125 を参照。
- 52 小峰(2011)p.57 を参照。

-
- 53 国際通貨基金 HP を参照。
 - 54 武藤・梅村(2010)p.106 を参照。
 - 55 武藤・梅村(2010)p.9 を参照。
 - 56 国際通貨基金 HP を参照。
 - 57 財務省国際局(2011)p.11 を参照。
 - 58 金(1998)pp.7-8 を参照。
 - 59 アジア資本市場研究会(2015)p.46 を参照。
 - 60 財務省 HP を参照。
 - 61 金(1998)pp.8-9 を参照。
 - 62 『日本経済新聞』(2013/03/28)夕刊、1面を参照。
 - 63 『日本経済新聞』(2014/07/16)夕刊、1面を参照。
 - 64 『日本経済新聞』(2014/07/13)朝刊、5面を参照。
 - 65 『日本経済新聞』(2014/07/17)朝刊、7面を参照。
 - 66 金(1998)p.11 を参照。
 - 67 日本総合研究所 HP を参照。
 - 68 橋本(2006a)p.74 を参照。
 - 69 谷内(2015)pp.228-229 を参照。
 - 70 矢後(2013)p.129 を参照。
 - 71 財務省 HP を参照。
 - 72 横山(2004)p.1 を参照。
 - 73 日本国際問題研究所(2010)p.93 を参照。
 - 74 スカンヤ(2007)p.1 を参照。
 - 75 日本銀行 HP を参照。
 - 76 岩本(2004)p.2 を参照。
 - 77 内閣府 HP を参照。
 - 78 産経ニュース HP を参照。
 - 79 村上(2016)p.4 を参照。
 - 80 中田(2016)p.1 を参照。
 - 81 The Wall Street Journal HP を参照。
 - 82 三尾(2016)p.1 を参照。
 - 83 湯元・関(2014)pp.14-15 を参照。
 - 84 『日本経済新聞』(2015/12/02)朝刊、3面を参照。
 - 85 日本経済新聞社 HP を参照。
 - 86 『日本経済新聞』(2016/10/01)朝刊、3面を参照。
 - 87 みずほ総合研究所(2015)pp.1-6 を参照。
 - 88 DIAMOND online HP を参照。
 - 89 川上(2015)p.15 を参照。
 - 90 『日本経済新聞』(2016/02/12)朝刊、4面を参照。
 - 91 井上(2015)pp.6-7 を参照。
 - 92 Daily News Online HP を参照。
 - 93 Bloomberg HP を参照。
 - 94 片岡(2003)p.15 を参照。
 - 95 吉川(2014)pp.154-155 を参照。
 - 96 伊藤・小川・清水(2007)p.2 を参照。
 - 97 梶谷(2016)pp.34-35 を参照。
 - 98 西澤・北原(2009)pp.27-28 を参照。
 - 99 大田(2012a)pp.7-8 を参照。
 - 100 三菱総合研究所(2015)pp.1-2 を参照。
 - 101 北野(2014)pp.1~15 を参照。
 - 102 秋山(2016)pp.1~3 を参照。
 - 103 北野(2014)pp.1~15 を参照。

-
- 104 河合(2001)p.22 を参照。
105 小立(2011)p.11 を参照。
106 金融調査研究会(2013)pp.6-7 を参照。
107 伊藤・小川・清水(2007)pp.2-5 を参照。
108 大田(2012a)pp.239-240 を参照。
109 西島・細野(2003)pp.253-254 を参照。
110 みずほ総合研究所(2003)p.8 を参照。
111 桑原(2001)p.38 を参照。
112 日本経済新聞』(2000/10/07)夕刊、4面を参照。
113 畑中(2008)p.85 を参照。
114 みずほ総合研究所(2008)pp.140-141 を参照。
115 みずほ総合研究所(2008)p.135 を引用。
116 大田(2012a)pp.128-129 を参照。

<参考文献>

- Pedro-Pablo Kuczynski(1990)『中南米債務』、サイマル出版会。
アジア資本市場研究会(2015)『ASEAN 金融資本市場と国際金融センター』、公益社団法人日本証券経済研究所。
荒牧健二(1999)『アジア通貨危機と IMF—グローバル化の光と影—』、日本経済評論社。
伊藤隆敏・小川英治・清水順子(2007)『東アジア通貨バスケットの経済分析』、東洋経済新報社。
岩本武和(2012)『国際経済学 国際金融編』、ミネルヴァ書房。
大田英明(2008)『「新」国際金融システムの課題—迫られる IMF の「構造改革」—』、有限会社東京経済情報出版。
大田英明(2012a)『資本規制の経済学』、株式会社 日本評論社。
大西義久(1999)『アジア通貨危機 香港からの報告』、日本経済新聞社。
岡村健司(2009)『国際金融危機と IMF』、財団法人 大蔵財務協会。
梶谷懐(2016)「急速な国際化は政策の足かせに金融緩和による脱デフレが急務」『エコノミスト』94巻37号、毎日新聞出版。
片岡尹(2003)「輸出促進型工業化とメキシコ通貨危機」『エマージングマーケットと通貨危機—東アジア通貨危機と中南米債務危機の比較検討—』、甲南大学総合研究所。
川波洋一・上川孝夫編(2004)『現代金融論』、有斐閣ブックス。
金京拓司(2011)『為替レート制度選択の経済分析』、東洋経済新報社。
金融調査研究会(2013)『国際通貨制度の諸課題—アジアへのインプリケーション—』、金融調査研究会事務局。
黒岩郁雄(2002)『アジア通貨危機と援助政策—インドネシアの課題と展望—』、アジア経済研究所。
小峰隆夫(2011)『バブル／デフレ期の日本経済と経済政策(歴史編)2 日本経済の記録 金融危機、デフレと回復過程(1997年~2006年)』、内閣府経済社会総合研究所。
高木信二・横川和男・澁谷浩・宮尾龍蔵・澤田康幸・浦沢聡士・木下義徳・橋川健祥・田中英俊・真栄田均(2002)「国際資本移動と通貨危機:アジア危機の再評価」、内閣府経済社会総合研究所。
滝井光夫・福島光丘(1998)『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)。
谷内満(2015)『国際金融と経済—国際マクロ経済学入門—』、株式会社成文堂。
成田康郎(2015)『ASEAN 金融資本市場と国際金融センター』、公益財団法人日本証券経済研究所。
西澤信善・北原淳(2009)『東アジア経済の変容—通貨危機後 10年の回顧—』、株式会社晃洋書房。

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』、神戸大学経済経営研究所。
 橋本優子(2006a)『アジア通貨危機を超えて—危機の背景と影響、協力体制への模索—』、財団法人三菱経済研究所。
 _____(2006b)『通貨危機のモデルおよび IMF 支援のインプリケーション』、JICA 研究所。
 畑中美樹(2008)『オイルマネー』、株式会社講談社。
 福島光丘・滝井光夫(1997)『97年アジア通貨危機—東アジア9ヶ国・地域における背景と影響を分析する』、アジア経済研究所。
 細野昭雄・恒川恵市(1989)『ラテンアメリカ危機の構図』、有斐閣。
 みずほ総合研究所(2008)『迷走するグローバルマネーと SWF』、東洋経済新報社。
 武藤功哉・梅村元史(2010)『国際金融危機と IMF』、大阪財務協会。
 森健(2013)「知的資産創造」『新興国とは何か』2013年1月号、野村総合研究所。
 矢後和彦(2013)『システム危機の歴史的位相—ユーロとドルの危機が問いかけるもの—』、蒼天社出版。
 山本栄治(1999)『アジア経済再生—通貨危機後の新たなシステム構築に向けて』、日本貿易振興会(ジェトロ)。
 吉川久治(2014)『国際通貨・金融危機と発展途上国』、新日本出版社。

< 参考資料 >

Bloomberg HP	https://www.bloomberg.co.jp/
Daily News Online HP	http://dailynewsonline.jp/
DIAMOND online HP	http://diamond.jp/
SMBC 日興証券 HP	http://www.smbcnikko.co.jp/
THE WALL STREET JOURNAL HP	http://jp.wsj.com/home-page
神戸大学経済経営研究所 HP	http://www.rieb.kobe-u.ac.jp/
国際通貨基金 HP	http://www.imf.org/external/Japanese/index.htm
財務省 HP	http://www.mof.go.jp/
産経ニュース HP	http://www.sankei.com/
内閣府 HP	http://www.cao.go.jp/
内閣府経済社会総合研究所 HP	http://www.esri.go.jp/
日本銀行 HP	https://www.boj.or.jp/
日本経済研究センター HP	http://www.jcer.or.jp/
日本経済新聞社 HP	http://www.nikkei.com/
日本総合研究所 HP	https://www.jri.co.jp/

赤間弘・野呂国央・多田博子(2003)「韓国の金融・企業改革について」、日本銀行(PDF)
 秋山文子(2016)「アジア債券市場育成イニシアチブ(ABMI)の動向アップデート」、公益財団法人国際通貨研究所(PDF)
 井上裕介(2015)「デフォルトが懸念されるベネズエラ経済」、公益財団法人国際通貨研究所(PDF)
 岩本武和(2004)「アジア債券市場の可能性と諸問題」、京都大学大学院経済学研究科(PDF)
 大田英明(2012b)「ラテンアメリカの資本自由化と規制—アルゼンチンとチリの経験—」(PDF)
 河合正弘(2001)「新興市場経済と国際金融システム改革」、財務省財務総合政策研究所(PDF)
 川上隼人(2015)「コモディティスーパーサイクル終えんに伴う資源国経済の変容」、株式会社日立総合計画研究所(PDF)
 金堅敏(1998)「アジア通貨危機における IMF 等の緊急支援とその評価」、富士

通総研経済研究所(PDF)

北野陽平(2014)「発展するアジア現地通貨建て債券市場と課題」、野村資本市場研究所(PDF)

桑原小百合(2001)「財政安定化メカニズムとしての一次産品安定化基金:チリ、ベネズエラ、メキシコの事例」、ラテンアメリカ政経学会(PDF)

小立敬(2011)「マクロ・プルーデンス体制の構築に向けた取組み」、金融庁金融研究センター(PDF)

財団法人国際通貨研究所(2002)「財務省委嘱 我が国のアジア通貨危機支援の政策評価」、財務省 (PDF)

財務省(2012)「平成 24 年第 1 回インドワークショップ議事要旨」(PDF)

財務省国際局(2011)「国際金融関係資料」(PDF)

志波和幸(2016)「ロシア経済の現状と課題～原油価格は一服するも経済制裁により慢性的な疲弊状態が続く～」、公益財団法人国際通貨研究所(PDF)

多田忠義(2012)「為替制度(2):カレンシー・ボード制の特徴と理論」、農林中金総合研究所(PDF)

谷内満(2012)「早稲田商学第 431 号、金融の国際化—その特徴と成長の関係—」、早稲田商学同攻会(PDF)

中田理恵(2016)「中国からの資金流出の現状と潜在リスク規模 貸出、現預金を中心に海外への資金流出が進行」、大和総研(PDF)

中谷恵一(2006)「ブラジル:レアル・プラン以降の経済安定化 政策の評価と課題」、JICA 研究所 (PDF)

永田雅啓(2003)「通貨危機後のアジア経済 IMF 政策勧告の再評価」、国際貿易投資研究所(PDF)

西島章次(2002)「アルゼンチンの通貨危機と今後の課題」、神戸大学経済経営研究所(PDF)

————(2003a)「アルゼンチンのカレンシーボード制と通貨危機」、神戸大学経済経営研究所(PDF)

————(2003b)「ラテンアメリカ諸国の通貨危機—メキシコ、ブラジル、アルゼンチンの経験—」、神戸大学経済経営研究所(PDF)

日本国際問題研究所(2010)「アジア太平洋地域における各種統合の長期的な展望と日本の外交」(PDF)

本台進(2005)「インドネシアにおける通貨危機後の経済改革と貧困対策」、財団法人国際東アジア研究センター(PDF)

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探る～」、国際通貨研究所(PDF)

三尾幸吉郎(2016)「図表でみる中国経済 (不良債権編)」、ニッセイ基礎研究所(PDF)

みずほ総合研究所(2003)「みずほ欧米リサーチ」(PDF)

————(2015)「新興国不安の現実化リスク「懸念 4 カ国」に要警戒」(PDF)

三菱東京 UFJ 銀行(1998)「アジア危機下のフィリピン経済」、(PDF)

三菱総合研究所(2015)「資金流出に直面する新興国経済—高まる成長下振れリスク—」、三菱総合研究所(PDF)

村上和也(2016)「中国を中心に高まる新興国民間債務リスク」、三井住友信託銀行 調査月報 2016 年 8 月号(PDF)

湯元健治・関辰一(2014)「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～」、日本総合研究所(PDF)

横山史生(2004)「アジア債券市場構想の現状と課題」、日本国際経済学会(PDF)

ワッタナワリン・スカンヤ(2007)「通貨危機後のタイ債券市場の発展—アジア債券市場育成イニシアティブとの関連で—」、日本国際経済学会(PDF)