平成２８年度　証券ゼミナール大会

第二テーマ

金融グローバル化の中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～

Ｃブロック
中央大学　井村ゼミ

目次

はじめに……3
第一章金融グローバル化とドル体制の変遷……4
　第一節　ドル体制の成り立ち
　第二節　アメリカの資金フローとドル体制
　第三節　金融グローバル化がもたらしたインバランス

第二章　通貨危機の発生可能性と新興国の政策対応……12
　第一節　通貨とは
　第二節　過去の通貨危機モデルの歴史的背景と対応策
　第三節　新興国の現状と新興国の金融システムの行く末

第三照　国際金融システム改革とその方向性……31
　第一節　リーマンショック以降の金融システム改革とその方向性
　第二節　抜本的な国際金融システム改革とは
　第三節　中長期的な成長をめざす政策提言
　第四節　ケインズのバンコール案

結びにかえて……40

参考文献……41

はじめに

本論文では金融グローバル化の中で新興国が直面する問題について、主に通貨危機を対象として分析することにする。またこれから起こりうる危機発生可能性について検討し、それを踏まえ、新興国が通貨危機に直面することなく安定した経済成長を実現するための政策対応を明らかにすることを目的とする。そこで本論文では第一章で金融グローバル化を定義するとともにそこに大きく関連している国際通貨体制、ドル体制の変遷について検討し、現体制の問題点を明らかにする。そして金融グローバル化がもたらしてきた新興国経済へのインパクトについて検討していく。第二章では通貨危機について考察していく。また通貨危機の予防策と対応策を明らかにするために、通貨について考察するとともに通貨危機発生メカニズムを考察していく。そして過去の通貨危機から得られた教訓について考察し、現在の政策の限界を明らかにするとともに現在の新興国経済の問題、つまり通貨危機の発生可能性について明らかにする。第一章と第二章を踏まえ、第三章ではこれから起こりうる通貨危機の予防策と発生時の対応策、そして世界経済が安定的に成長していくための政策対応について提言することにしたい。それを通じて金融グローバル化の中で新興国が直面する問題を解決していくために、先進国と新興国が取り組まなければならない政策対応について提起をおこなうことにする。

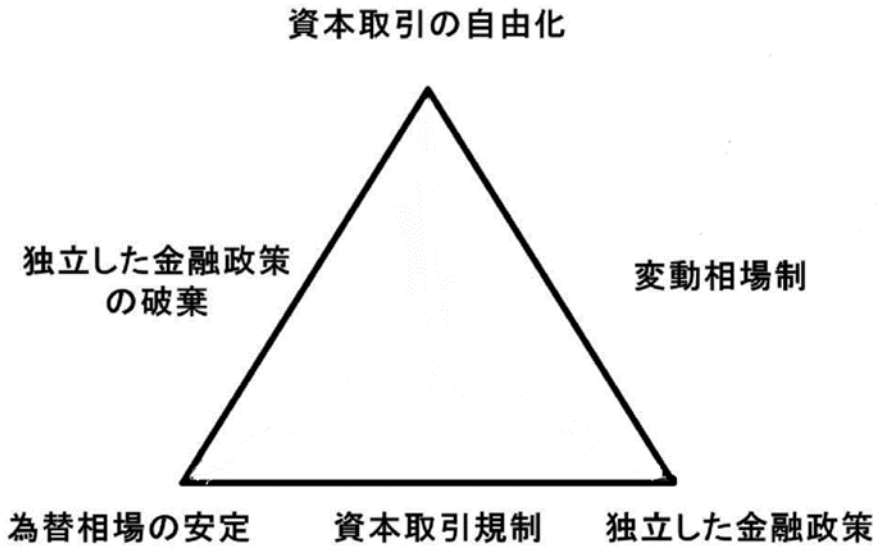
第一章金融グローバル化とドル体制の変遷

この章では金融グローバル化を定義するとともに、そこに密接にかかわってきた国際通貨体制であるドル体制の変遷について見ていくことにする。また金融グローバル化の成り立ちとその進展について見ていく。そこでまず第１節ではドル体制の成り立ちとその変遷について見ていくことにする。

第一節　ドル体制の成り立ち

ドル体制は第二次世界大戦から現在に至るまで､大きく変貌を遂げてきたが、まずはその成立過程から見ていくことにする。ドル体制が成立したのは戦時中であった１９４４年７月、連合国の代表がアメリカのニューハンプシャー州にあるブレトンウッズに集まり、一つの協定が結ばれた。それが、ブレトンウッズ協定である。この協定で成立したのがブレトンウッズ体制と呼ばれる新たな国際通貨システムであった。大きな機関は二つあり、ＩＭＦ（国際通貨基金）とＩＢＲＤ（世界銀行）である。注目したいのは、ここで成立したＩＭＦ協定である。この協定には三つの原則が規定されている。一つ目は固定相場制による為替レートの安定である。これは、各国が金との交換が可能なドルとの交換比率を定めその上下１％以内の上下幅に固定するものである。二つ目は通貨の交換、つまり為替の自由化である。しかし為替の自由化を規定しているのは経常取引(貿易などの取引)のみであって、資本取引(投資などの取引)は原則的には規制されている。なぜなら国際的な資本の移動が第二次世界大戦の原因の一つであったからである。三つ目はＩＭＦによる短期資金の供与である。加盟国が固定相場の維持や､為替管理の撤廃という義務を履行するということである。これは一時的に生じる国際収支の赤字を加盟国の出資額に応じてＩＭＦから短期的に資金が融資される｡ただし､この資金の供与を大規模に受ける場合は様々な緊縮策を行う義務が生じることになる。またアジア通貨危機後の当該国の政策規制、国際金融のトリレンマなどに留意する必要がある。

図１　国際金融のトリレンマ



筆者作成

ＩＭＦは短期資金を融資する機関であり、一方、世界銀行は長期資金を融資する機関であるが、世界銀行は発展途上国の開発のために長期資金を融資する機関へと変わっている。これは、もともと西洋諸国への融資であったが資金不足のためマーシャルプランによりこの役割はＯＥＣＤに任されることになったからである。ＩＭＦ体制において、ドルは基軸通貨として国際的な取引に使用される。ドルは金とともに外貨準備として保有されていた。そして、当時のドルは金との交換が可能であることによって価値が担保される金ドル本位制であった。そして、他国がドルを基軸通貨として受け入れたのもアメリカが巨大な経済力を有し、世界の金の大半を保有していたからである。この金ドル本位制の中では、国際取引が拡大するためには金、もしくはドルが供給され続ける必要がある。つまり、アメリカの経常収支が赤字であり続けるということはドルが世界に供給され続けるということを意味している。そして、ドルを得た各国は金との交換を要求すればアメリカの金は減少し、金交換が保証されなくなりドルへの信認が低下する。こうしたジレンマを流動性のジレンマという。そして、経常収支が赤字である中でドルと金との交換が難しくなったアメリカは金とドルの交換を停止しせざるを得なくなった。これがいわゆるニクソン・ショックである。その後、スミソニアン合意によって固定相場の変更と相場の変動幅の

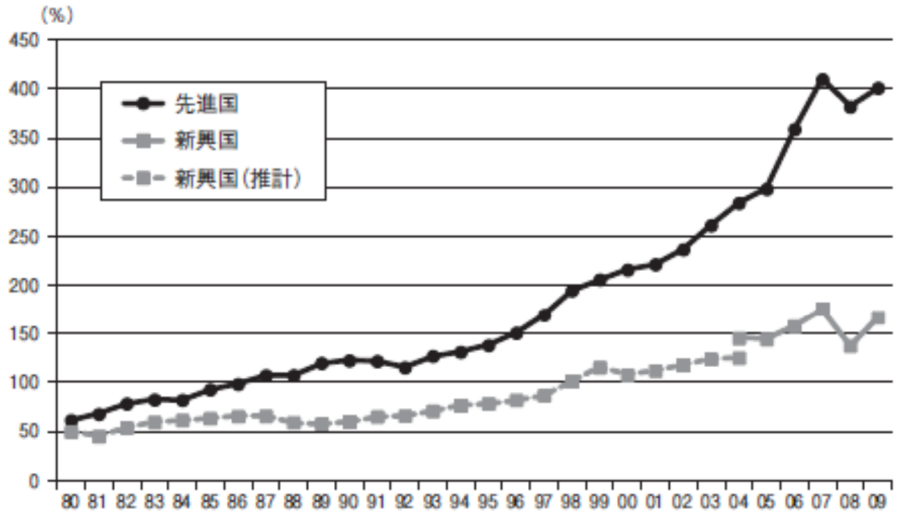
拡大が行われた。しかし、その後もドル不安は続いたため 、各国は変動相場制へと移行していった。そして、その後はサミットなどで相場をある程度決定する政策協調の時代に移行していったのである。結論、ドル体制成立当初の世界経済は固定為替相場制を採用しており、国際資本取引が規制されていたため、金融グローバル化は封じ込まれていたと考えられる。

第二節　金融グローバル化の変遷と変動為替相場制

前節では、金融のグローバル化とドル体制の成り立ちを見てきたが、この節ではその後先進国が固定為替相場制を放棄し、変動為替相場制へと移行した世界経済について見ていくことにする。ドル体制の変遷と金融グローバル化の進展がどのような相互関係を持っているのかについて考察していく。

１９８０年代以降、金融グローバル化は大きく進展したと我々は考える。なぜなら対外資産と対外負債の GDP 比（対外資産残高と対外負債残高の合計額を名目 GDP で割ったもの）が大きく拡大しているからである。

図２　対外資産と負債の GDP 比



（出所） IFS, および Lane, Milesi-Ferretti, and Maria (2006) の推計値
（注） 先進国・新興国の分類は本文の注１参照。新興国（推計）の新興国分類は Lane, Milesi-Ferretti, and Maria (2006) による。

引用文献　「金融の国際化-その特徴と成長との関係-」谷内満ｐ.3

「国境を越えた資本取引が活発に行われれば，各国の対外資産および対外負債が積み上がるので，対外資産・負債の GDP 比の推移を見ることによって，金融の国際化の進展度合いを測ることができる。GDP 比をとるのは，各国の経済規

模の拡大テンポ以上に対外資産・負債が拡大しているかどうかを見るためである。」図２の通り、１９８０年代以降、国境を越えた資本の取引は拡大していることが分かる。つまり、金融グローバル化は大きく進展していったと考えられる。そこでその背景について詳しく見ていくことにする。

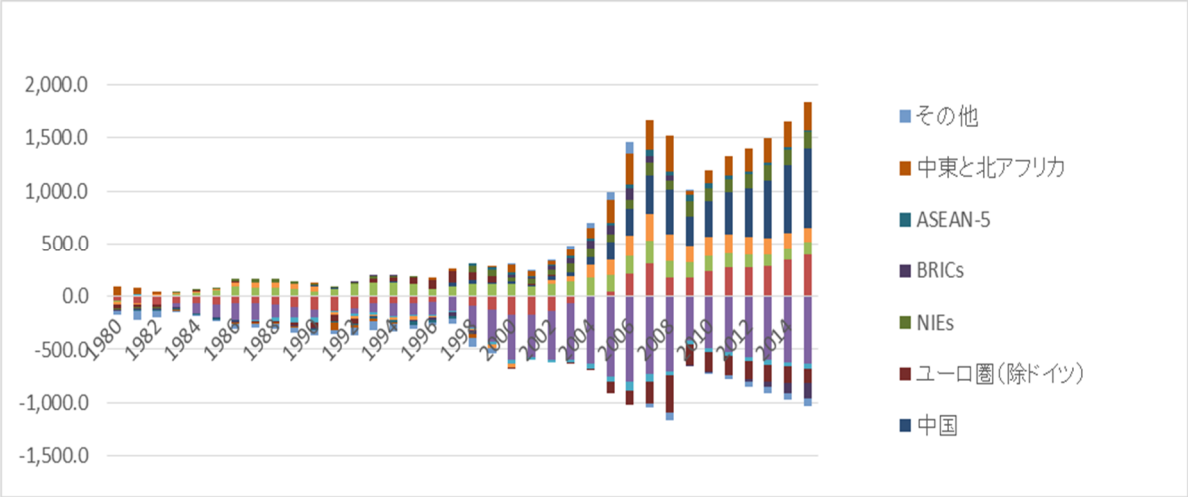
世界経済は、オイルマネーとニクソン・ショックを起点として大きく変貌してきた。ニクソン・ショックとは、前節でも述べた通り、１９７１年８月１５日にアメリカは金ドル交換停止を宣言したことにより、変動為替相場制へと移行したことである。これにより各国の国際収支の不均衡は為替レートによって調整され、各国は国際収支のよる制約のない自律的な経済政策を可能にすることを期待された。しかし現実には、為替レートは短期的に大きく乱高下してしまい、長期的にも経済の基礎的諸条件からは乖離していった。こうした変動相場制の欠点を是正するために、各国では、他国と協調して経済政策を行うことの重要性が認識され始めたのである。具体的には、１９８５年のＧ５による「プラザ合意」以降、国際収支の不均衡の是正、為替レートの安定を目指す政策の協調が定着された。プラザ合意の最大の目的とは、１９８０年代前半の「レーガノミックス」によって拡大した財政収支の赤字と貿易収支の赤字という「双子の赤字」のうち、貿易収支の赤字を縮小するために、各国が為替市場に積極的に介入してドル高を是正することであった。レーガノミックスが生み出した「高金利・ドル高」は、多額の対外債務を負っている発展途上国にも深刻な影響を与えることになった。金融グローバル化の進展は，経済成長が促進するとともに一方で、金融のグローバル化が急速に進展した１９９０年代には，メキシコ金融危機やアジア金融危機などを起こしてしまった。このことから金融グローバル化は国際的な金融危機を惹き起こし、経済成長を攪乱する危険な要素を持っているという考え方も広く見られる。

第三節　金融グローバル化とグローバル・インバランス

この節では、金融グローバル化の進展とともに世界経済に広まったグローバル・インバランスの問題について考察していく。主にアメリカのドル体制と新興国における国内金融システムの非対称性について検討し、第３章で記述する国際通貨体制、世界経済の方向性を検討する一つの材料にしていく。また金融グローバル化とドル体制、そしてグローバル・インバランスについて考察し、金融グローバル化を定義するとともにこの章を締める。

前節で述べたように金融グローバル化は、国際通貨システムに影響する形で進展してきたが、この金融グローバル化によってある弊害が生じてきているのである。これまでは先進国を中心に影響を受けてきたが、１９９０年代にはＩＣＴの普及により加速し、金融グローバル化の余波は新興国や発展途上国にまで及んでいる。その弊害とは世界経済の中で先進国と新興国の間にグローバル・インバランスが生じているということである。グローバル・インバランスとは、「国際収支上の貿易・サービス収支、所得収支、経常移転収支の合計からなる経常収支が、ある国・地域において大幅な黒字、別の国・地域では大幅な赤字として累積している状況を指す。」というものである。具体的には、２０００年代以降、アメリカにおける経常収支赤字の大幅な拡大と、日本、中国をはじめとする東アジア諸国や、石油等の資源輸出国における経常収支黒字の大幅な拡大からなる世界的な経常収支不均衡の状態である。

図３　主要国・地域の経常収支不均衡の推移（単位１０億ドル）



IMFdatabase より筆者作成

図３を見てもらっても分かる通り、アメリカは巨額の経常収支赤字国であるが、なぜアメリカは経常収支が赤字であるのか、そしてなぜドル危機というものは起こりづらいのかということについても記述していくことにしよう。まずはなぜアメリカはここまで経常収支赤字を重ねてきてしまったのかというところである。１９８０年代におけるアメリカの経常収支赤字の要因は主に政府部門における財政赤字が原因である。具体的にはレーガノ・ミックスによると呼ばれる政策によって大規模減税と軍事支出拡大が行われていたため財政赤字を生み出していた。この急速な財政支出の拡大は所得の拡大を通して輸入の拡大を引き起こすと同時に累積債務の増大を引き起こした。このことにより、金融引き締め政策と合わせて金利の上昇をもたらしたのである。金利の相対的上昇により、ドルは増価し、輸出はさらに低迷し、ドル高により輸入はさらに拡大するという悪循環をもたらしていった。そしてアメリカの経常収支赤字は拡大していったのである。これは前節でも述べた「双子の赤字」とも呼ばれている理由でもある。これが１９８０年代におけるアメリカの経常収支赤字を生み出した要因である。ではなぜ、これほどまでの経常収支赤字を積み上げてきたのに、ドル危機は起きなかったのであろうか。結論から言うと、それはアメリカに経常収支赤字に見合う資本の流入があったからといえよう。言い換えると資

本収支が黒字であったからである。アメリカに資本が流入してきた理由は様々あるが、主にドルには基軸通貨特有の性質があったことが大きな要因であったと我々は考える。アメリカはドル安、低金利でもある程度資本は流入するのである。なぜなら、アメリカは他の国より金利が低くなりにくく、常にアメリカのほうが高金利のため対米投資を生み出しているのである。またドルには金利差や途上国を中心としたドル買い介入もおこなわれている。途上国は先進国に比べ、通貨アタックを受けやすいため外貨準備としてのドルを保有しておく必要がある。そのため途上国による外貨準備の増加という形での対米投資としても資本が流入してくるのである。これは新興諸国の経済構造が輸出依存型であり、とりわけ対米輸出が大きい国にとっては輸出競争力を維持したいから為替を安定させたいという思惑がある。特に中国は人民元の急激な増価を嫌ってドル買い・人民元売りという独自の為替介入をしていたため、巨額のドル準備を保有してきた。以上のことから、アメリカには資本が流入しやすい傾向があると分析できる。つまり、ドルは公的国際通貨(基軸通貨・介入通貨・準備通貨)としてのドルの機能によるアメリカへの資金流入があり、そのことによってグローバル・インバランスをもたらしてきたといえるのである。では、グローバル・インバランスによって新興国に与えている影響について次の章で記述していくことにする。結論、金融のグローバル化とは、ブレトンウッズ体制の成立後、変動為替相場制移行を経て、ＩＣＴ（情報通信技術）の発展により加速され、新興国をも巻き込んで進展し、地球規模での金融の自由化、金融の国際化によって成立した米ドル中心の国際通貨金融システム、つまりグローバル金融資本主義の波及であると定義づけられる。しかしそこには、グローバル・インバランスという先進国、特にアメリカと新興国との間で経常収支不均衡という状態を引き起こしてしまっている。世界経済にこの弊害を生んでしまったことに留意しておく必要がある。以上でこの章を締める。

第二章　通貨危機の発生可能性と新興国の政策対応

第一節　通貨とは

〈国際通貨と通貨の違い〉

国際通貨とは、民間では「貿易や資本の国際取引の際に、国内通貨が国内取引を果たすのと同じ機能（役割）を果たす通過」で、公的機関では「各国通貨当局によって外貨準備として保有される通貨」とされている。民間部門と通貨当局における国際通貨の役割は異なっている。

＜民間部門における国際通貨の役割＞

① 国際的な取引・商品の交換価値の単位（価値基準）としての「価値尺度」。異なる商品の価値を比較しやすくして、経済計算を早くし、競争を促進させる。

② 国際的な取引の「決算手段」。つまり取引通貨としての活用で、これが最も重要な機能ともいわれている。貨幣のない世界ではバーター貿易(物々交換)となる。

③ 国際的な「価値貯蔵」、つまり資産価値としての役割。この機能は交換手段と密接に関係する。とくに資産としての役割は、富の一形態であり、これは現在の購買力を将来に移転する手段となる。

＜通貨当局（外貨準備）における国際通貨の役割＞

外貨準備は国際通貨でなければならない。

① とくに発展途上国では、外貨準備としての貿易などの対外決済資金。外貨準備高の適正水準については、一般的には輸入額の 3 ヶ月以上、近年ではさらに短期債務残高の 1 年分相当ともされている。

② 為替レートのコントロール手段として外国為替市場に介入するときの元手、つまり介入通貨。

③ 国際的な価値の貯蓄手段、つまり外貨準備としての価値基準通貨。

引用文献　　『通貨経済学入門第 2 版』宿輪純一 p.39~

第二節　過去の通貨危機モデルの歴史的背景と対応策

過去に起きた通貨危機は、経常収支危機である中南米の通貨危機と資本収支危機であるアジア通貨危機とに大きく分類することができる。ここでは、それぞれのモデルの通貨危機の歴史的背景と対応策について述べていく。

〈金融危機とは〉

金融危機とは、金融に端を発する経済危機のことを言い、「銀行危機」、「通貨危機」、「債務危機」の 3 つをまとめた総称である。「銀行危機」は、アジア通貨危機時のタイで起こった銀行危機があげられ、「債務危機」は、欧州債務危機が具体例として挙げられる。金融危機とは信用収縮により起こるものであり、以上の 3 つをまとめた危機であることから広域な危機であるといえる。

〈通貨危機とは〉

先進国において採用されている変動相場制の下では、為替レート(為替相場)は変動し自動安定化装置として経済に影響を与え、自動的に安定化させる働きを持つとされている。通貨危機とは、通貨（為替レート）が暴落することで当該国の経済自体に悪影響を及ぼす現象である。このような現象が起きる要因として、　①通貨ファンダメンタルズのギャップ、②グローバルマネーの増大、③固定的な通貨制度が挙げられる。これらの要因に伴い、伝統的な通貨危機は 3 つの世代に分けられ、それぞれ第一・第二・第三世代モデルと呼ばれる。これらの理論モデルは、実際に発生した通貨危機に触発され、その通貨危機の特定の側面を説明する。

〈通貨危機モデル〉

第一世代モデル

マクロ経済の状況の悪化が原因で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、通貨危機になりやすい。（通貨大量発行のマネーサプライの増加による通貨価値大幅下落。）

「Krugman（1979）、Flood and Garber（1984）」

－例として、1994年のメキシコ危機や1998年のロシア通貨危機が挙げられる。

このケースでは発展途上国の場合が多く、金融市場が未発達である。中央銀行が国債を購入し通貨を大量に発行するため、通貨価値を引き下げ、インフレを起こす。要因として、通貨そのもののファンダメンタルズに問題があり、通貨当局主導型である。

第二世代モデル

投資家の市場動向や資産価格に対する期待（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。

「Obstfeld （1994, 1996）」

－例として、1992年に欧州で発生したERM危機が挙げられる。

第三世代モデル

脆弱な金融システムをモデルに取り入れ、外貨建て借入れを行う企業や金融機関のバランスシートが悪化すると、資本流入の減少をもたらすと同時に為替切下げが発生し、海外からの資本流入が止まる、資本の流出・逃避が起こる。

「Krugman（1999）」

－例として、1997年に東アジアで発生した通貨危機が挙げられる。

このモデルに代表されるアジア通貨危機では通貨が大幅に下落するという特徴がある。当時のアジアのほとんどの国は、米ドルと固定的な通貨制度（ドルペッグ制）をとっていた。また、東アジア諸国は輸出を拡大させ、高い金利で外国資本を流出させ、経済成長を促進するモデルをとっていた。

東南アジアの成長モデルが限界にきたのは、欧米系企業が東南アジアからコストの安い中国へ生産をシフトしたためである。また、米国はドル高政策を採用していたため、ドルペッグ制を採用している東アジア通貨も為替レートが上昇した。また、ドルペッグ制を採用し金利が高かったためにグローバルマネー

が大量に流入した。そこにヘッジファンドが通貨に売りを仕掛けた。

アジア通貨危機

アジア通貨危機は、1997 年に投機的なバーツ売りの圧力に屈したタイが固定相場制を辞め、これによってインドネシアや韓国などアジア諸国へ危機が飛び火し急激な資本流失と通貨暴落が発生した危機をいいます。以下ではアジア通貨危機の原因と特に被害を被ったタイ、インドネシア、韓国の被害の大きさを見るとともに、アジア新興国の通貨危機対応策について述べていきたいと思う。

〈アジア通貨危機の原因〉

アジア通貨危機の原因として挙げられるのは、①実質ドルペッグ政策と性急な資本取引の自由化によって、短期資本が過剰に流入し不安定な外貨依存状態にあったこと。②「通貨と期間のダブルミスマッチ」問題を抱えていたことが挙げられる。

まず①について、アジア各国は当時ドルベック制(自国の為替相場をアメリカドルと連動させる固定相場制)を採用していた。これは、アメリカはアジア新興国にとって最大の輸出先であることから、ドルに対してペッグすることにより自国通貨を安定させることで貿易取引の安定が得られ輸出が拡大されるからである。通貨危機前には、巨額の外国資本が流入していたことがわかる。これは、当時のアジア諸国は金利を高めに設定して(例えばドルとタイ・バーツの間であると 6～7%バーツ金利が割高)外国資本を呼び込み、輸出需要で成長するというシステムを採用していたためである。実際に世界各国の投機家・投資家はこれに目をつけ(ドルペッグ制のため為替リスクを考えなくてよい)頻繁にバーツ買いを行った。しかし、各国の通貨が上昇するにつれ各国の輸出が伸び悩んだため、アジア新興国の今後の成長に疑問符を持った投機家・投資家が今度は、買ったアジア通貨に対し空売りを始め、空売りで利益を得るためにバーツの売り浴びせを行ったことでバーツが大暴落し通貨危機と発展した。

このようにアジア新興国は、ドルペッグ制を採用していたこと、投資家・投

機

家からの短期資本に依存していたことが通貨危機の原因といえる。

図４

通貨危機時における、タイ、インドネシア、韓国の資本収支動向						
		1993年	1994年	1995年	1996年	1997年
タイ	直接投資	1,571	873	1,182	1,405	2,497
	証券投資	5,455	2,481	4,081	3,544	3,856
	その他	3,474	8,812	16,645	14,537	−21,794
インドネシア	直接投資	1,648	1,500	3,743	5,594	4,499
	証券投資	1,805	3,877	4,100	5,005	−2,632
	その他	2,179	−1,538	2,416	248	−2,470
韓国	直接投資	−752	−1,652	−1,776	−2,345	−1,605
	証券投資	10,015	6,121	11,501	15,185	14,295
	その他	−6,047	6,263	7,459	11,084	−21,885
3カ国計	直接投資	2,467	658	3,149	4,654	5,391
	証券投資	17,275	12,479	19,682	23,734	15,519
	その他	−394	13,537	26,520	25,871	−46,149
	合計	19,348	26,679	49,351	54,249	−25,239
(出所)IMFより作成						

次に、②「通貨と期間のダブルミスマッチ」問題について、これはすなわち短期制の外貨を調達して自国通貨に変換し、これを長期性の投資・運用に使うという資金繰り構造が残存していることである。

まず「外貨借り・現地通貨運用」という通貨のミスマッチである。アジア新興国の銀行などの金融機関は、海外から借り入れたドルを国内通貨に変換して企業に大量貸出を行っていた。これは、不意の資本流出(アジア通貨の空売り、売り浴びせ)があった場合、国外の債権者への債務返済のため、ドル需要が急増し、為替切り下げ圧力が高まり危機につながる可能性があった。

次に、「短期借り・長期貸し」　という期間のミスマッチである。アジア新興国は、海外から短期で外貨を借り入れ、それを銀行は企業の設備投資資金などとして長期で貸し付けをしていた。これは、海外からの短期資本がなくなった場合に、国内企業への長期貸し出しを容易には回収することができず、銀行は、流動性不足に陥り経営破たんする可能性を内包していた。

つまり「通貨と期間のダブルミスマッチ」が残存する中で、グローバルマネーの流出に見舞われると、短期性の外貨借り換えが難航して資金繰りに窮したり、自国通貨の下落によって外貨建て債務が増大したり、それによって銀行危

機と信用収縮が引き起こされ景気が悪化するということである。

このように、「通貨と期間のダブルミスマッチ」問題が、通貨危機が金融危機を併発し、アジア通貨危機の事態の深刻化を招いたといえます。逆に言えば、自国通貨建ての長期資金の調達ができていれば、通貨危機の混乱具合は、より軽微になっていた可能性があったといえます。

タイ

タイ国内におけるインフレ対策および外資の導入政策としてドルリンクの通貨バスケット制また、通貨バスケット制によるバーツの高値維持が行われた。しかしながら、この政策によってタイ国内に多く流れ込んできたのは短期資本である。

アメリカ経済が回復し始め、ドル高基調からドルペッグ制を採用するタイの通貨バーツも連動して価値が上がる。バーツ高によって、タイ製品の国際競争力が低下し始め、同時に海外からの資本流入により国内経済はバブル化、賃金も上昇し低賃金を求め工場を構えていた先進諸国企業が撤退するなど、貿易収支が悪化していった。

貿易収支赤字の拡大によるタイ経済の信頼の低下は、米ドル上昇に伴ったバーツの割高感や、同時に発生した金融市場の混乱、タイ中央銀行が調達した外貨貸出規制が引き金となって短期資本が流出した。ヘッジファンドが為替市場で大量のバーツ売りを仕掛け、タイの中央銀行はドルペッグを維持するためにドル売り・バーツ買いの為替介入をすることとなる。手持ちのドルがなくなったことでバーツの買い支えを断念し変動相場制へと為替制度移行をした。また、海外から調達した借金と自国の不良資産がのこり、通貨危機がアジアに波及した。

インドネシア

インドネシアもタイと同様に外国資本を積極的に受け入れており、1990 年に流入が始まっていたが、通貨危機が発生した 1997 年以前には 200 ドル以上の外貨準備があり、貿易面でも 90 億ドル以上の貿易赤字を計上していた。さらにインドネシアはタイと異なり、緩やかなインフレーションをたどっていた。

タイがバーツを変動相場制へ移行し、8月14日にルピアは変動相場制に移行した。これに伴い、ドル建ての負債を抱えた民間企業によるドル買い需要などからルピアが急落した。10月31日にIMF、世界銀行、ADBによる緊急融資が決定したが、融資の条件として、経営状態の悪い民間の16銀行の清算処分を課された。また、通貨危機とIMFの支援条件であった燃料価格引き上げによって、インドネシアに急激なインフレーションを起こし、ルピアの下落幅の拡大、暴動にまで発展する。

韓国

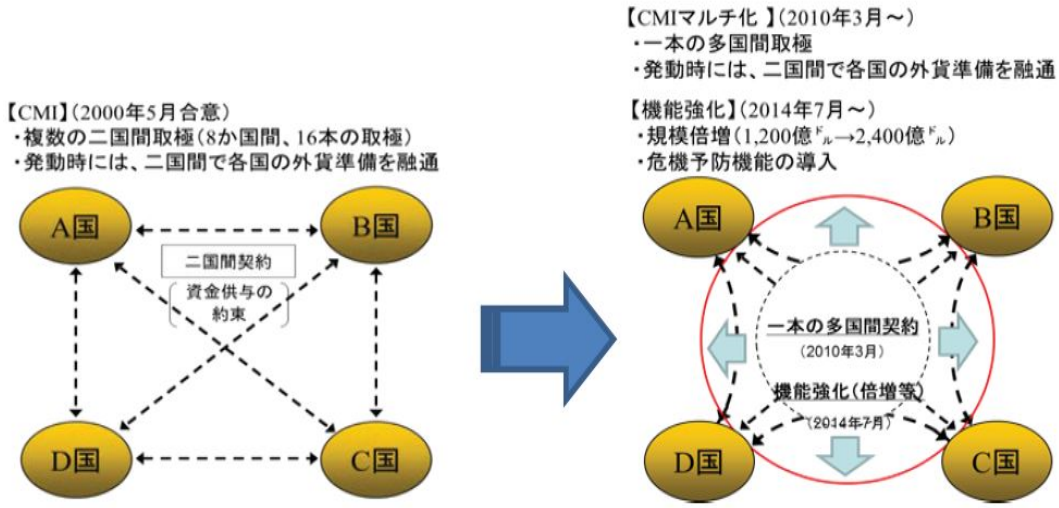
1997年から多くの企業が倒産に追い込まれるなど、韓国経済は悪化をたどっていた。そんななかムーディーズは韓国の格付けをA 1からBaa2まで落としたことで、証券取引市場を冷え込ませ経済をさらに悪化させた。

こうして、韓国はIMFの援助を要請した。財政収支を改善するために支出の削減のほか税率の引き上げ、投資の削減などが課された。また、インフレ率は5%程度に収めることが要求され引き締めが行われた。これらの条件を呑んでいったため、経済が縮小していった。

〈アジア通貨危機の教訓〉

アジア通貨危機のような通貨危機を再発させないよう、アジア新興国が行った政策は以下がある。まず、「経済サーベイランス」について見ていきたいと思う。これは、投機家からの投機アタックに付け入るスキを与えないための地域的通貨・金融協力として、ASEAN＋3(日本、中国、韓国)の財務大臣会議や財務大臣・中央銀行総裁代理会議で、相互に経済運営を監視し合い、各国に助言をしたり協力を試みるものである。次の政策として、「チェンマイ・イニシアティブ」が挙げられる。これは、ある国が外貨資金の支払いに窮した場合には、域内各国(日本、中国、韓国、インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ)が外貨資金を融通し合い、為替・金融市場の安定を図ることを目的に構築されたものであります。以後マルチ化し、規模倍増等により機能が強化された。

図５　チェンマイ・イニシアティブのマルチ化



(出所)財務省ホームページ

次の政策として「アジア債券市場育成イニシアティブ(ABMI)」が挙げられる。これは、ASEAN＋3 財務大臣プロセスにおけるアジア域内の債券市場を育成させるための包括的な取り組み。具体的には、域内において多様な通貨・期間の債券をできる限り大量に発行して市場に厚みを持たせ、債券の発行体・投資家双方にとって使いやすい、流動性の高い債券市場を育成する等である。

〈アジア通貨危機後のアジア新興国〉

アジア新興国は、アジア通貨危機のようなグローバルマネーに翻弄されないよう、通貨危機以降経済サーベイランス等によって域内各国で金融市場の安定に努めてきた。しかし 2013 年にアメリカの FRB がそれまで大規模に行ってきた量的緩和政策の縮小方針(テーパリング)を示唆することにより、アジア新興国通貨は、対ドルレートで大幅に減少した。アジア新興国は、政策金利引き上げに動いたことなどから、通貨下落に歯止めはかかったが、アジア新興国は、いまだにグローバルマネーに翻弄されやすい脆弱性を内包していることが分かった。また、アジア新興国によるアジア新興国向け運用残高

が 760 億ドル(2006 年)→939 億ドル(2009 年)→1601 億ドルとアジアの余剰マネーがアジアの投資・運用に直接回るような資本市場になっては来ているが、また、アジア新興国域内調達比率は、13%(2012 年)、アジア新興国域内運用比率 9,5%(2012 年)と、2012 年における EU の域内調達比率(65,4%)、域内運用比率(63,1%)の数値と比べると、度合いは低く海外からの調達に依存している。このことからもグローバルマネーに翻弄されやすい脆弱性を内包しているといえる。

次に「通貨と期間のダブルミスマッチ」はどのようになっているかを見ていきたい。震源地となったタイを見てみると自国通貨建ての債務比率は、1990 年代の 10%台から、2000 年代後半には 50%前後と大幅に高まっていること。また外貨建て債務残高における返済期間をみると、1 年以内の短期債務は 90 年代半ばには過半を占めていたが、2010 年では 2 年超えの割合が高まっている。このことから、アジア新興国の国外からの債務は外貨建てが減って自国通貨建てが増え、返済期間の短いものが減って長めのものが増えるという具合に「通貨と期間のダブルミスマッチ」は着実に改善しつつあるといえる。これは、アジア通貨危機後の政策対応である「「アジア債券市場育成イニシアティブ(ABMI)」が十分に機能しているということである。

これに加えて次の図のように、自国通貨急落時において自国通貨を買い支える原資となる外貨準備の備えも厚くなっている。

第三節　新興国の現状と新興国の金融システムの行く末

世界金融危機の新興国への影響

21 世紀初頭の世界的な金融緩和と低金利のなかで、投資家保護のための証券規制のほとんどを免除されているプライベート・ファンドが利益を急速に伸ばし、世界への投資や企業買収に大きな役割を果たすようになった。

2007 年に引き起こされたサブプライム・ローン問題は、信用力の低い個人に融資した住宅ローン会社やローン会社に融資した銀行は借手からのキャッシュフローを証券化し、その資産担保証券を基礎に再証券化を行い、格付け会社はそうしたリスクの大きな商品に高い格付けをしたため、証券は世界中の投資家に向かって売られた。供給過剰から住宅価格上昇が止まるとローンの焦げ付きが増大し、07 年 6 月以降ヘッジファンドの破綻・清算などから、金融市場に危機感が高まった。そして住宅ローン債権の市場売却が不可能となり、破綻に至った、これがサブプライム・ローン問題の歴史的背景である。

〈世界金融危機がアジアに及ぼした影響〉

日本をはじめとする東アジア諸国の金融機関は、米国や欧州諸国の金融機関と違って、サブプライムローン関連の証券化商品をそれほど保有していなかったことから、世界金融危機からの直接的な影響を受けることはなかったが、世界金融危機による世界同時不況は、アジア新興国からの米国や欧州向け輸出を大幅に減少させた。さらに、世界金融危機が深刻化するにつれ、それまで東アジアに流れてきた投機的な資金が突然止まったり、逆流したりといったことが起こった。これによって、アジア諸国の通貨は世界金融危機による間接的な影響を受けたのである。この資金の逆流の原因は、世界金融危機が発生する直前までに、米国や欧州の金融機関は円キャリートレード(金利の安い通貨と金利の高い通貨の取引)を活発に行っていた。これは日本が当時、超低金利政策をしていたためである。米国や欧州の金融機関は、低い金利の円資金を調達して、相対的に高い金利の韓国ウォンなどの東アジア新興市場国・地域の通貨に投資して運用し利鞘を稼いでいたのである。このような行為により、域内における資

本の流出入が起き為替相場が安定しないという影響を及ぼした。

新興国の現状

2016 年の新興国市場は、人民元安ショックが再来し、英国の EU 脱退による金融市場の混乱と資本流出がみられた。一方で、新興国景気回復や資源価格の持ち直し、米国の利上げ期待の後退などから、新興国へと資金が回帰した。しかし、新興国への資本流入は回復しているが、格差がみられる。2016 年に新興国のなかで最も資本流入が回復したのはブラジルである。ブラジルでは、経済政策転換への期待から資金流入が強まった。ロシアルーブルについても、下落分を全て回復させた。しかし、中国人民元とメキシコペソについて下落が続いている。今後も新興国への資金流入は堅調に推移するだろう。米国の金利政策は慎重な運営が続くとみられ、新興国への資本流入は継続し、高金利国の通貨を中心に上昇するとみている。2017 年を展望すると、米国の利上げに伴い、資金流出圧力がかかるだろう。

近年、中国では人民元の切り下げや SDR の構成通貨になるなど国際金融における影響力は大きい。金融グローバル化のなかで、今後中国における通貨危機発生の可能性、シャドーバンキング、人民元の国際化から、世界経済にどのような影響をもたらすのか見ていきたい。

中国で通貨危機は発生しうるのか

チャイナ・ショックと人民元危機

昨年のチャイナ・ショック時に、通貨アタックや資本逃避が懸念されたが、人民元は最大でも 6%下落にとどまり人民元危機は起きていない。

（通貨下落率：メキシコ危機 53%、タイ通貨危機 54%、インドネシア 86%）

オフショアでは通貨アタックが発生したが、クロスボーダーの人民元の移動が規制され、人民元の流通量が制限されていたため、オフショア介入により通貨アタックは解消し、人民元の防衛に成功したといえる。

資本規制のため海外資金が大きく流入しておらず居住者の資本移動も制限して

いたため資本逃避は発生したが、人民元の暴落は起きなかった。

人民元への通貨アタックは可能か？

人民元への規制はオンショア（国内）・オフショア（国外）で異なるため、2つに分けて考える必要がある。

オンショアとオフショア

外貨取引には実需原則が適用される。為替フォードについても、経常取引および一定の資本取引のヘッジ目的のものが可能たされており、実需に基づかない投機目的でのフォワードは規制されている。一方でオフショアでは規制がされていない。

このため、オンショアでは人民元の部落を引き起こすような投機目的での大規模な通貨アタックは起きにくいと考えられるが､オフショアでは起こりうる。

中国当局による通貨アタック規制策

① フォワードに係る外貨リスク準備金（20%）の導入
ドルの流通量を制限し、元安圧力を減少

② オフショア金融機関への預金準備率適用
通貨アタックの際の人民元の売却を制限し、オフショア人民元安圧力を減少

③ オフショア介入
オフショアでの通貨アタックは解消、人民元防衛に一定の成功

アジア通貨危機との比較

タイの場合、オフショアでの大規模な通貨アタックが発生し、外貨準備が枯渇しドルペッグの維持が困難になり変動相場制に移行。

オフショアでの大規模な通貨アタックを阻止できなかったのは、海外投資家は国内銀行からバーツの借り入れが可能であること、オンショア・オフショア間の資本移動の自由度が高かったためである。

一方で、中国でのオンショア・オフショア間での人民元の移動に厳しい制限

が課せれている。

図 6

タイと中国の比較		
	タイ（97～98年）	中国（15～16年）
通貨下落率	55%	6%
外準減少率	75%	20%
資本移動の自由度 （自国通貨の海外流出）	・自由度高 タイ当局は流出制限を行ったが、流出止まらず → オン・オフの分断は厳格ではない	・ 貿易決済の実需がある場合のみ可能。エビデンスの確認も必要。 →オン・オフは厳格に分断。
オフショアでの 通貨アタック	一時は流出制限、介入等により阻止できたが、アタックは終わらず外準枯渇。 →変 動相場制に移行。	介入により阻止。

参考文献　『チャイナ・ショック時に「人民元危機」が発生しなかった理由』久山淳爾　p. 33

メキシコ通貨危機

メキシコでは 90 年代初め以降、海外からの資本金が主に株式や債券への投資という形で流入したいたが、政治不安により資金が一気に流出に転じ、ペソが暴落した。

一方、中国では、海外への証券投資は適格国内機関投資家制度により規制のもと、一定の運用枠が設定されている。また、海外送金についても資本規制があり、海外への資金移動が制限されていたことが大規模流出にいたらなかった要因と考えられる。

図 7

メキシコ通貨危機　海外資金の流入と外準の比較				
	1992	1993	1994	1995
対内証券投資（株・債券）	94%	114%	127%	−57%
対内その他投資（貸付等）	−5%	16%	36%	−17%
合計	89%	130%	163%	−74%
通貨下落率				53%
外準減少率				75%

久山 淳爾　「チャイナ・ショック時に「人民元危機」が発生しなかった理由」

をもとに筆者作成　p.36

図８

中国　海外資金の流入と外準の比較				
	2012	2013	2014	2015
対内証券投資（株・債券）	2%	2%	2%	0%
対内その他投資（貸付等）	−1%	6%	1%	−9%
合計	1%	8%	4%	−9%
通貨下落率				6%
外準減少率				20%

久山 淳爾　「チャイナ・ショック時に「人民元危機」が発生しなかった理由」をもとに筆者作成 p.37

中国の金融収支赤字の拡大

2015 年は貿易・サービス等の経常収支は黒字が拡大しているが、金融収支が大きな赤字となっている。

金融収支の赤字の最大の要因は対内その他投資(非居住者)に係る赤字である。その内訳は、貸付金の減少、すなわち中国企業の借入金の返済、及び預金の減少が多くを占めている。

なお、四半期ごとの動向を見ると、４～６、７～９、１０～１２月にかけての金融収支の赤字が大きくなっており、8 月の金融・為替市場の混乱以降に資本流出が激化している。特に非居住者の預金は 7～12 月ごろにかけてマイナスに転じており、この時期に海外投資家は資金を流出させていたことが分かる。

図９

中国の国際収支（年ベース、億ドル）				
	2012	2013	2014	2015
経常収支（貿易、サービス等）	2,154	1,482	*2,774*	*3,306*
金融収支（直投、証券、その他投資	−360	3,430	*−514*	*−4,856*
証券投資（株、債券）	478	529	824	−665
対外証券投資（居住者）	−64	−54	−108	−732
対外証券投資（非居住者）	542	582	932	67
その他投資（預金、貸付、借入等）	−2,601	722	−2,788	−4,791
対外その他投資（居住者）	−2,317	−1,420	−3,289	−1,276
対内その他投資（非居住者）	−284	2,142	502	*−3,515*

久山 淳爾　「チャイナ・ショック時に「人民元危機」が発生しなかった理由」をもとに筆者作成 p.34

図１０

対内その他投資の動向（非居住者の中国への預金、貸付等。億ドル）				
	2012	2013	2014	2015
対内その他投資（非居住者）	−284	2,142	502	−3,515
うち預金	−594	758	814	−1,226
貸付金	−168	934	−343	*−1,667*

久山 淳爾　「チャイナ・ショック時に「人民元危機」が発生しなかった理由」をもとに筆者作成 p.35

図１１

2015年の四半期ベースの国際収支（億ドル）				
	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月
金融収支	−1,127	−444	*−1,626*	*−1,659*
その他投資	−1.398	−533	−1,373	−1,487
対外その他投資（居住者）	−227	−405	−337	−307
対内その他投資（非居住者）	−1,171	−128	−1,036	−1,181
うち預金	−342	168	−509	−542
借入金	−580	−179	−375	−533
証券投資	−81	−160	−172	−252
対外証券投資（居住者）	−252	−321	−1	−159
対内証券投資（非居住者）	170	161	*−171*	*−93*

久山 淳爾　「チャイナ・ショック時に「人民元危機」が発生しなかった理由」をもとに筆者作成 p.35

現在のところ外貨準備高を大きく減少させたが、通貨危機を引き起こすほどの、通貨アタック・資本逃避は起きていない。一方で、成長率の低下やシャドーバンキングといった不良債権といった問題がある。次に中国におけるシャドーバンキングの実態についてみていきたい。

中国におけるシャドーバンキング拡大の背景

中国におけるシャドーバンキングの急拡大は、資金の調達側、運用側、そして仲介側の次のようなニーズに応えようとする金融イノベーションの結果とし

てとらえることができる。

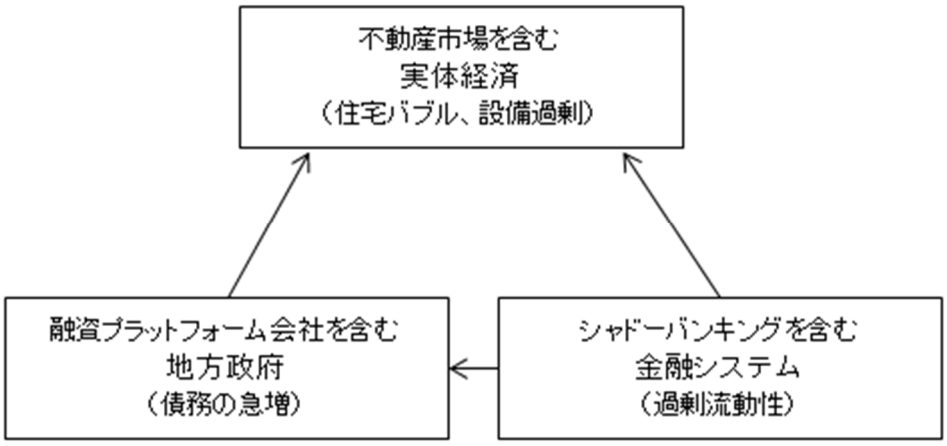
まず、資金の調達側から見ると、2010 年頃から当局が金融引き締め政策に転換したため、実体経済は資金不足に陥ってしまった。中でも、マクロ調整の重点となった不動産業、地方政府融資プラットフォーム会社及び中小民間企業の深刻な資金不足が、シャドーバンキングの急成長を促した。

また、資金の運用側から見ると、シャドーバンキングは銀行預金、株式、不動産、為替など以外に、新たな投資商品を提供している。銀行の預金金利の上限を上回る収益率を提供するこれらの新商品は、投資家にとって魅力的である。

さらに、資金の仲介側である金融機関にとって、シャドーバンキングは、金融イノベーションを通じて監督管理の規制を回避する手段である。当局は不動産バブル抑制のために、金利規制と高めの預金準備率（2013 年 7 月現在、大手銀行の場合 20.0%）を設けており、また預貸比率（同 75%）と窓口規制などを通じて銀行の貸出を制限している。市場競争が激しさを増す中で、銀行は規制を回避するために、従来の貸出に代わる融資の手法として、シャドーバンキングを活用するようになったのである。

一方で、シャドーバンキングの懸念も少なくない。融資の拡大により、1 つの金融機関が支払い不能になることで、ほかの金融機関の支払いが連鎖的に停止し金融システム全体に混乱が波及してしまう。特にこれらの資金の一部は、不動産市場に流れ､住宅価格の高騰に拍車をかける｡一例として LTCM の破綻(1994 年）が挙げられる。

図１２　懸念される「中国リスク」の構図



（注）　→は資金の流れ

（出所）　野村資本市場研究所

5　中国のシャドーバンキングと米国のサブプライム問題

金融危機の回避および金融システムの安定・維持の観点から商業銀行に対して様々な規制がなされている。規制を回避することを目的として組織された金融仲介機関が、シャドーバンキングである。そもそも、シャドーバンキングは、2008年のリーマンショック以降、欧米諸国で急拡大し、米国サブプライム問題の元凶といわれる。中国のシャドーバンキングは、サブプライム問題とどのような点で類似しているのか、サブプライム問題の基本的な特徴と比較していく。

第1の特徴は、銀行のオフバランス取引、または、銀行以外のノンバンクによる信用仲介機能である。商業銀行のオフバランスによる理財商品の販売は、銀行が販売することが一般的である。理財商品以外にも委託融資、信託融資などの銀行外のルートで資金が融資されており、銀行以外の主体が信用仲介業務を行っているといえる。オフバランスの取引の狙いは厳しい自己資本比率の回避にあった。

第2の特徴は、サブプライム商品の流動性変換、満期変換機能である。きわめて短期の資金を調達し、長期に運用することで、長短金利差の利ザヤを得るミスマッチ取引を目的とした。欧米諸国の場合住宅バブルの破裂で支障が生じた場合、短期資金の調達が困難になり、破綻する。銀行のような預金保険機構や中央銀行の最後の貸し手機能がない中で破綻を免れるために、資金ショート回避のための現金化により、資産の投げ売り（デレバレッジ）が生じ、金融資本市場が大混乱に陥った。中国の場合、運用サイドはより長期的になっており、地方の不動産デベロッパーや信用力の低い中小企業にも回っており、ハイリスク・ハイリターン型の運用となる。

第3の特徴は、投資家に対するリスクの情報の提供や説明責任の不足から、リスクの所在が投資家にとって不透明という点である。

第4の特徴は、欧米の場合、デリバティブを駆使して高いレバレッジをかけることで、実体経済を金融が上回って膨張した結果、問題が深刻化した。中国

の場合は、理財商品などにデリバティブ商品への運用比率は極めて低く、高いレバレッジはかけられていないとされているが、銀行融資残高は 200%を超えるまで拡大した。また、社会融資総額の拡大スピードが問題視されている。

第 5 の特徴は、幅広い投資主体への信用リスクの移転である。欧米では海外投資家にサブプライム商品を販売した結果、金融システムの不安が世界に波及した。中国では、膨大な地方債務や不良債権のリスクが個人や企業に移転された

このように、シャドーバンキングは、欧米では、資産証券化の技術を駆使して形成されたものであるのに対して、中国では金融政策の引き締めや金利規制などによって低下した銀行の信用仲介機能を補うものである。また、第 5 の特徴で述べたように、サブプライム問題とは異なり、サブプライム商品の販売対象が個人や企業であり、膨大な地方債務や地方の不良債権が焦げ付いた場合、そのリスクが個人や企業に移転された場合、中国経済が大きく景気後退し、世界経済の新たな火種になる可能性がある。

中国人民元の国際化

中国ではリーマンショック以降中国人民元の国際化を国策として行ってきた。他の先進国でも行われてきた金利自由化・貿易や国際的な金融取引に関する規制緩和・市場インフラの整備だけではなく、通貨スワップと人民元建て経済援助を通じた海外への人民元の供給、政治・経済面での総力をあげた対応を実施している。こうした取り組みもあって、人民元国際化は着実に進展しており、中国の経済規模や政治的意図等を踏まえると、人民元国際化は進展していく可能性が高いとみられる。2016 年 10 月、人民元は SDR の構成通貨入りが決定された。ただし、中国の資本規制や発展途上国にある金融資本市場の状況に鑑みると、人民元が主要な国際通貨となるには相応の時間がかかると考えられる。人民元国際化を一段と進めていくためには、市場メカニズムが機能する金融資本市場の育成・発達、金融経済の安定を維持する中での資本取引の自由化の一層の推進を通じて、人民元の価値貯蔵手段としての機能を向上させることが必要である。こうした中で、中国が、過剰生産性の解消や国有企業改革の推進、投資主導成長から消費主導型成長への転換など構造調整を円滑に進め、中国経

済が持続的成長を続けていくことは、世界経済の安定成長の実現に資するだけではなく、中国が国策として掲げている人民元国際化の一層の推進にもつながると考えられる。以上でこの章を締める

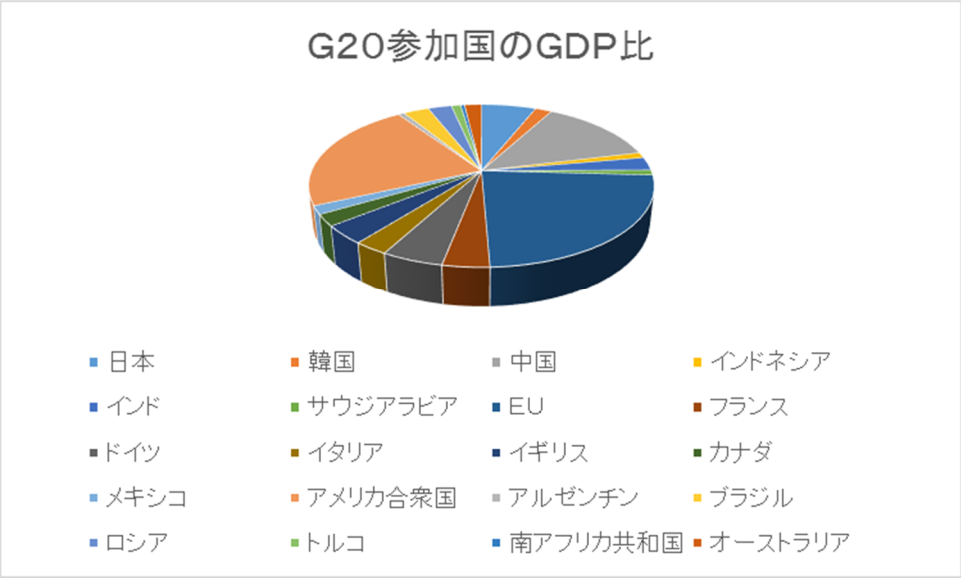
第三章　国際金融システム改革とその方向性

第一節 リーマンショック以降の金融システム改革とその方向性

リーマンショックという世界金融危機を経験したが、そのことによる歴史的意義が大きいと我々は考える。その意義とは、グローバル・インバランスという国際的な経常収支不均衡の状態を維持することが難しくなったということを明らかにした点である。グローバル・インバランスの維持が難しくなったとも言えるだろう。ではこのドル体制を、つまり、国際金融システムを改革していくためには、何が求められているのか。それは金融規制と監督体制の強化が必要であることは言うまでもない。なぜなら、世界金融危機によって多くの銀行が破綻に追い込まれたからである。リーマンショック当初の銀行における自己資本比率の規制に問題点があったのは事実であり、そのことによって世界的な金融危機を引き起こしてしまったのである。この教訓を生かすべく近年では国際金融システムの見直しが図られているのである。リーマンショック以降、G20などの国際的な場で、金融機関の健全性向上が議論され、各国政府は、銀行に対する自己資本比率規制や流動性規制の強化等、プルーデンス規制の強化を図っている。

そこで、まず共通認識として世界経済の進むべき方向性について理解しておく必要がある。我々が考える世界経済が進むべき方向性は、先進国と新興国が共に共存し、新興国が通貨危機に直面することなく経済成長することのできる安定した世界経済を構築することである。ではそのために先進国と新興国がそれぞれ取り組むべき政策とは何なのであろうか。現在取り組まれている政策について見ていくことにする。世界経済はG7からG20へと国際協力体制の枠組みを広げている。これはＧＤＰ上で見ても新興国が世界経済の成長エンジンとして期待されており、なくてはならない存在にまでなってきている。

図１３　Ｇ20 参加国のＧＤＰのグラフ



IMFdetabase より筆者作成

また世界金融危機の深刻化が懸念されており、各国が政策協調を強化する方向になっている。その政策協調の一例としてバーゼル合意があげられる。バーゼル合意とは、バーゼル銀行監督委員会が公表している国際的に活動する銀行の自己資本比率や流動性比率等に関する国際統一基準のことであり、日本を含む多くの国における銀行規制として採用されている。バーゼル合意は、１９８８年に最初に策定され（バーゼル I)、２００４年に改定された。(バーゼル II)。その後、２００７年夏以降の世界的な金融危機を契機として、再度見直しに向けた検討が進められ、２０１０年に新しい規制の枠組み（バーゼル III）について合意が成立した。ではまず、バーゼルＩから見ていくことにする。バーゼルＩは、国際的な銀行システムの健全性の強化と、国際業務に携わる銀行間の競争上の不平等の軽減を目的として策定された。これにより、銀行の自己資本比率の測定方法や、達成すべき最低水準（8%以上）が定められた。バーゼル II は、最低所要自己資本比率規制（リスク計測の精緻化)、銀行自身による経営上必要な自己資本額の検討と当局によるその妥当性の検証、情報開示の充実を通じた市場規律の実効性向上、を 3 つの柱として策定された。バーゼル II で

は、達成すべき最低水準（8%以上）はバーゼルⅠと変わらないものの、銀行が抱えるリスク計測（自己資本比率を算出する際の分母）の精緻化が行われた。バーゼルIIIは、金融危機の再発を防ぎ、国際金融システムのリスク耐性を高める観点から、国際的な金融規制の見直しに向けた検討が行われた結果、合意が成立した。具体的には、金融危機の経験を踏まえ、自己資本比率規制が厳格化されることとなったほか、定量的な流動性規制や、過大なリスクテイクを抑制するためのレバレッジ比率が新たに導入される予定であり、バーゼルIIIは、世界各国において２０１３年から段階的に実施され、最終的には、２０１９年初から完全に実施される予定になっている。引用「財務省HP」

今後は行き過ぎた国際市場での投機の防止とグローバル課税にも取り組むべき段階にきていると言える。また、国際投機的な金融取引のために株価や為替を含め大幅に変動するボラティリティの高まりが、各国の安定した経済成長や市場の安定に大きなリスク要因になっているのも事実である。

そこで金融取引税によって市場のボラティリティを低下させる動きも出ているが、我々は、金融取引税による規制は、国内外取引全てにわたる金融取引に対する課税を実施しなければならないため徴税回避をされる可能性があり現実的ではないと考えている。また近年では、このように行き過ぎた資本移動を規制する枠組みは拡大してきている。しかし、ビットコインなどの仮想通貨でのインターネット経由の取引や合法的であるタックスヘイブンのような非公式ルートでの資本移動も拡大しているのが現実である。こうした実態は公式統計をとることが難しいが適切な監視管理体制を整備することは急務であると言わざるを得ない。

第二節　短期的な国際金融システム改革とは

この節では、安定した世界経済の成長を実現するための政策対応について検討していく。そのためにまず、現在の国際金融システム、すなわちＩＭＦ体制の問題点を明らかにしていく必要がある。ＩＭＦ管理プログラムでは金融危機を一時的に抑え込むことはできても、ＩＭＦ管理下に入った融資対象国(近年ではウクライナやギリシャなど)の経済状況は改善していないのが現状であり、新興国が危機に直面することなく経済成長を実現するための政策対応ができていないのが現在の国際金融システムの問題点であると我々は考える。つまり、抜本的な国際金融システムの改革、または再構築が必要である。ではどのように金融システムを改革していかなければならないのかについて考察していくことにする。我々は、現在のＩＭＦ管理プログラムを改革すれば、安定した世界経済、なおかつ経済成長を実現することができるのではないかという仮説をたてることにする。ではどのように改革していくのかを検討する。そこでまず、現在のＩＭＦ融資プログラムの問題点を明らかにしていく必要がある。現在のＩＭＦ融資プログラムは半世紀以上も前に構築されたものであり、もっと言うと、資本の自由化を前提としていないプログラムのため、現在のような金融グローバル化が発展してきた現状とマッチしていないという問題点が挙げられる。従来のＩＭＦの融資政策は、米国政府の意向を反映した「ワシントン・コンセンサス」に基づいており、ほぼ一貫した政策を採用している。これはＩＭＦへの最大出資国であり、理事会で唯一の拒否権を持つ米国政府の意向に反する政策をとることができないためである。ＩＭＦプログラムは財閥の銀行借り入れ依存体制を改善し、企業の海外借入規制を廃止することを目的としている。それは財閥の解体が資本の効率化を促進するためである。しかしこれらの政策は米国などの多国籍企業が同国でビジネスを行う環境を有利するものであるとも言える。ではＩＭＦ融資プログラムの問題点を具体的に見ていくことにする。

まずＩＭＦの融資プログラムは融資対象国の発展段階や個別の事情を十分に考慮せず適用する傾向が強い。また経済政策は主に財政緊縮政策と金利引き上

げを中心としている。これはＩＭＦ側が融資を返済してもらうためにその国の財政を改善していく必要があるからである。そして緊縮政策によって国際収支の均衡、特に経常収支赤字の縮小により、外貨準備の積み増しを促進する。しかしこれは短期的に行うため輸入の急速な減少が必要不可欠である。アジア危機でこの失敗を経験しているにもかかわらず、２０１５年のウクライナプログラムでも緊縮政策を融資条件にしている。つまり、ＩＭＦのコンディショナリティの適用はいまだに残っているのである。また過去のＩＭＦプログラムに対する根強い不信感があり、積極的にＩＭＦ融資を受け入れる国々は減少している。それは、ＩＭＦの財政・金融指標の目標値に向かって努力しても一定の目標値に達していないと融資を延期してしまいかえって危機を深刻化させてしまうからである。つまり、世界各国によるＩＭＦプログラム離れが起き始めているのである。

ではなぜＩＭＦプログラム離れが起きてしまったのだろうか。それは、ＩＭＦは融資を実施する一方で、融資対象国の債務を増加させ、ＩＭＦ融資方針の背後にある米国金融業界と財務省を中心とした利害を反映させてきた。そして、ＩＭＦは民営化によって得た資金を返済に回すように仕向けているという意見もある。(Michel Hudson 2015)

特に注目したいのは途上国や新興国でのＩＭＦプログラム離れである。近年では、アジアやラテンアメリカ主要国への融資プログラムは事実上停止している。これはＩＭＦ管理下での厳しい緊縮政策や短期の構造改革を求めるコンディショナリティを受け入れることができないという反ＩＭＦ体制の動きの現れであると我々は考える。ＩＭＦの融資案件が減少したということはＩＭＦ自体の収益源である主に金利収入が減少したということでもある。つまり累積赤字額が拡大しており、ＩＭＦ自体の収支バランスも危機的状況である。

こうした背景をもとに近年ではプログラムの改革が進んできていることもまた事実である。しかしこれらの改革は表面的なものに過ぎないと我々は考えている。なぜなら短期的な財政緊縮政策を強要するプログラム自体が変わっていないからである。つまり、我々は、新興国における資本収支危機に際して、その国々の経済状況が悪化するような財政支出削減を含む中長期的な構造改革をするべきではないと我々は考える。また資本の自由化、そして金融グローバル

化が行われた現在における資本収支危機の対応策としての金利引き上げによる通貨防衛政策は不適切であると言える。

こうした各国のＩＭＦ離れは、ＩＭＦの最後の貸し手機能の低下を意味していると我々は考える。近年では、先進国と新興国との間で通貨スワップにより、外貨準備の供給体制を構築している。通貨スワップによって外貨準備の確保を行い、新興国の一部の流動性不安に対処することも有益である。

以上のことから我々の考える短期的な国際金融システム改革とは、ＩＭＦの融資プログラムの緊縮政策を中心としたコンディショナリティの改善と、ＩＭＦの最後の貸し手機能の改善または、先進国と新興国との間で通貨スワップ協定の強化が急務であると提言する。

次節で短期的ではなく、中長期的な成長を目指す政策導入について記述していくことにする。

第三節　中長期的な成長をめざす政策提言

この節では中長期的な成長をめざす政策について考察していく。我々が考えている中長期的な成長をめざす政策提言とは、安定した国際通貨体制、国際金融システムの再構築である。ここでいう安定した国際通貨体制とは、一時的に通貨危機を発生させる個人投機家やヘッジファンドなどの通貨アタックによるある一国の為替暴落を防ぐことのでき、なおかつグローバル・インバランスを是正していくことのできる体制のことをいう。前節でも述べたように、現在の国際通貨体制は最終決済のない通貨体制であるため先進国と新興国との間にグローバル・インバランスが生じている。このグローバル・インバランスを是正することができれば、通貨危機を防ぐことができるとともに新興国が経済成長できるのではないかと我々は考えている。新興国にむけての通貨アタックを防ぎ、為替変動リスクをなくすことができれば、通貨危機を予防できるのではないかと仮説をたてることにする。では、我々の考えている安定した国際通貨体制とはどのような体制であるのかをこれから記述していくことにする。

まず対照的で最終決済可能な国際決済制度であり、かつドル（特定の国民通貨）に拠らない新たな国際通貨準備資産を創出する必要がある。そこで、世界単位での対処法であるイギリスのジョン・メイナード・ケインズが提唱したバンコール案の導入を提案する。そもそもバンコールとは何かということを説明する前にケインズのバンコール案が考案された時代背景について説明していく。ケインズが新たな不換紙幣を国際準備金として世界経済に提供することを提案したのは、１９４４年ブレトンウッズ会議の中であった。第二次世界大戦後の世界経済体制を決めるこの会議で、ケインズを中心としたイギリス代表団は、「国際清算同盟案（幻の世界銀行案)」を提示したのである。この内容は、各国の中央銀行を束ねる信用創造機能を有する国際中央銀行の創設と政府間通貨＝基軸通貨としての「バンコール」の発行の提案であった。しかしこの提案は、ホワイトの提唱したアメリカのドルを基軸通貨とするホワイト案と激しく対立して採用されることはなかったのである。この会議で創設されたのは、アメリカが主導する短期資金を融通する組織、ＩＭＦ（国際通貨基金）であった。

第四節　ケインズのバンコール案

この節では前節同様ケインズのバンコール案について記述していく。ではケインズ案について説明していこう。ケインズが新たに考案したのは世界貿易のルールを全面的に作り替える構想であった。具体的に言うと、国際貿易機関（ＩＴＯ）の創設である。それを支える国際中央銀行として国際清算同盟（ＩＣＵ）を設立し、そこで国際貿易の決済通貨となる「バンコール」を発行する。ではＩＣＵの仕組みについて説明していこう。ＩＣＵの仕組みとは、ある国の保有するバンコールは、輸出によって増え、輸入によって減る。会計年度末に、その国のＩＣＵ勘定が黒字でも赤字でもなく「清算」された状態、つまりプラスマイナスがゼロに近い状態になることが目標とされる。各国通貨とバンコールの為替レートは固定されるが、調整は可能とするというものである。このケインズ案は、バンコール残高が黒字の国もまた赤字の国と同様に世界経済システムの動揺を引き起こす、言い換えれば、債権国が債務国と同じように安定と繁栄を脅かすという認識にある。では、各国の勘定残高を限りなくゼロに近づけ、その状態を維持させるにはどうしたらよいのか。ＩＣＵは新通貨バンコールを発行する中央銀行として、各国に当座貸越枠を設定する。これは市中銀行と個人顧客との関係と全く同じである。当座貸越の限度額は、過去５年間の貿易額平均の２分の１と定められている。限度額を超えた場合、超えた分に対して利子を支払うという仕組みだ。

このように、債務国は赤字分に対してペナルティーを科せられるが、ここで実に革新的なのは、債権国、つまり国際収支勘定が黒字の国も、超過分に対して利子を支払うということだ。赤字額または黒字額が大きくなるほど利子は高くなるのである。貿易赤字国には、世界中央銀行（ＩＣＵ）がお金＝バンコールを貸してあげ、それが、当座貸越。そして、貸付額の限度を５年間貿易平均の１／２までとする。貿易赤字国は、限度額を超えるとＩＣＵからお金を貸してもらえない。バンコールが無いので、他の国は輸出してくれない。だから、必死で、赤字を減らそうとするというメカニズムだ。黒字国も利子を支払う。利子により、黒字を強制的に減らされるので、黒字国は、他の国から輸入を増

やそうとする。更に、赤字国は、輸出を伸ばすために平価を切り下げ、輸出品の価格を下げることを義務づけられる。黒字国は、その逆で、輸出を抑えるために平価を切り上げ、輸出品の価格を上げる。平価切下げとは、自国通貨の世界通貨バンコールに対する比率を安くすることだ。平価切下げを行うと、輸出品の価格が下がり、輸出が増加する。輸入品の価格は上がり、輸入が抑制される。

逆に、平価切り上げの場合は、輸出抑制、輸入増加となるのだ。黒字国が輸出超過を改めない場合は、当座貸越の限度額を超えた分をＩＣＵが没収し、準備金に組み込む。ケインズは、この資金を国際警察部隊や災害時の救助活動など、全加盟国にとって有益な活動に用いることを考えた。実によくできた仕組みである。利子を支払ったり、更には利益を没収されたりするのを避けるために、黒字国は、こぞって赤字国からの輸入を増やすだろう。赤字国の側では輸出が増え、貿易収支が改善に向かう。このことによりグローバル・インバランスは是正されると考えられる。以上のことから我々は、これからの先進国と新興国が危機に直面することなく中長期的な経済成長を実現するための政策対応の一つにケインズのバンコール案の導入を提言する。このケインズ案は精微化が必要であるが、ケインズ案のグローバル・インバランスを是正する原則を尊重することは今後の世界経済にとって有益なのではないかと考える。

結びにかえて

我々が「はじめに」で述べた金融グローバル化の中で新興国が危機に直面することなく安定して経済成長していくための政策対応は、短期的には、ＩＭＦの融資プログラムのコンディショナリティを改善し適切に融資する体制を整えるという通貨危機発生時の対応策と、各国の外貨準備供給体制の強化、先進国と新興国の通貨スワップ協定の拡充と金融規制、監督規制強化するという通貨危機の予防策である。

そして中長期的な国際金融システム改革としてケインズのバンコール案を導入することを提言する。バンコール案の導入することによりグローバル・インバランスはリ・バランスの方向に向かうだろう。ただ、このケインズのバンコール案の導入が実体経済へ影響することは間違いなく、しっかりとした精微化をしていく必要があることに留意しておきたい。また国際金融システム改革は、金融取引税の強化や過度の資本取引移動の規制、SDR の再活用とバスケット通貨による基軸通貨制度などが挙げられているが、いずれも金融グローバル化が進展し、現在の米ドル中心の基軸通貨体制の見直しが必要となってきていると言える。

現在のグローバリゼーションは、ワシントン・コンセンサスに基づく新自由主義的なグローバリゼーションであり、資源ナショナリズムに翻弄されてきた。そして、リーマンショックを経験し、アメリカ発のグローバル金融資本主義は変革を求められている。通貨スワップ協定やチェンマイ・イニシアティブ、欧州金融安定メカニズムなどはこれに対抗する動きであり、世界経済の金融、市場のグローバル化は変革期を迎えている。

また金融グローバル化によって必ずしも市場が効率的になるとは限らない。むしろ、相互依存関係が強まり、複雑で非効率な統合に向かっていくだろう。

世界経済は、こうした状況を見ながら慎重に何十年、何百年と時間をかけて議論を進めなければならない。先進国と新興国が歩み寄ってこの問題に取り組み、安定した持続可能性のある世界経済を再構築していく必要があることに留意するとともに本論文を締めることにしたい。

参考文献

鳥谷一生・松浦一悦　『グローバル金融資本主義のゆくえ-現代社会を理解する経済学入門』　ミネルヴァ書房(2013 年)

中條誠一　『現代の国際金融を学ぶ　理論・実務・現実問題』　勁草書房(2015 年)

バリー・アイケングリーン　『とてつもない特権　君臨する基軸通貨ドルの不安』　勁草書房(2012 年)

貝塚啓明　『国際的マネーフローの研究　世界金融危機をもたらした構造的課題』　中央経済社(2012 年)

佐久間浩司　『国際金融の世界』　日経文庫(2015 年)

小川英治　『激流アジアマネー　新興金融市場の発展と課題』　日本経済新聞出版社(2015 年)

英「エコノミスト」編集部　『通貨の未来　円・ドル・元』　文芸春秋(2016 年)

松村文武　『債務国アメリカの構造』　同文館(1988 年)

小川英治・岡野衛士　『国際金融』　東洋経済新報社(2016 年)

中條誠一　『アジアの通貨・金融協力と通貨統合』　文眞堂(2011 年)

小川英治 『グローバル･インバランスと国際通貨体制』 東洋経済新報社(2013 年)

中條誠一　『人民元は覇権を握るか　アジアの連帯か中国の暴走か』　中公新書(2013 年)

木村秀史　『発展途上国の通貨統合』　蒼天社出版(2016 年)

ベン・ステイル　『ブレトンウッズの闘い　ケインズ、ホワイトと新世界秩序の創造』　日本経済新聞出版社(2014 年)

前田淳　『アメリカ国際資金フローの新潮流』　蒼天社出版(2015 年)

谷内満　『金融の国際化-その特徴と成長との関係-』(2003 年)

みずほ総合研究所　『みずほ新興国クォータリー』　(2016 年 9 月号)

大田英明　『ＩＭＦと新国際金融体制』　日本経済評論社(2016 年)

宿輪純一　『通貨経済学入門』　日本経済出版社(2015 年)
田中素香　岩田健治　『現代国際金融』　有斐閣(2008 年)
奥田宏司　神澤正典　『現代国際金融　構図と解明』　法律文化社(2010 年)
久山淳爾　『チャイナ・ショック時に「人民元危機」が発生しなかった理由』
日本銀行国際当局　『人民元国際化についてーこれまでの取り組みと評価を中心にー』　2016 年 5 月
みずほ政策インサイト　『グローバル・インバランスと BRICs』(2005 年 12 月 9 日)
湯浅　由一　『シャドー・バンキング・システムの現状』
久山敦　『チャイナ・ショック時に（人民元危機）が発生しなかった理由』
高田　創　みずほ総合研究所　『94 年人民元切り下げ・アジア危機のトラウマにおびえるアジア　（2016 年 2 月 25 日）