

日本大学経済学部経済科学研究所研究会

【第201回】

2017年11月14日

平成29年度講演会

**「東アジアの金融危機対応における
地域主義とグローバリズム」**

〈講師〉

亜細亜大学都市創造学部教授

赤 羽

裕

「東アジアの金融危機対応における 地域主義とグローバリズム」

亜細亜大学都市創造学部教授 赤羽 裕

ただいまご紹介いただきました亜細亜大学都市創造学部の赤羽と申します。きょうはこういう機会をいただきまして、ありがとうございます。

私、以前銀行に勤めていて、当時大学院に通っていたときに三井先生にご指導いただいたこともありまして、そのご縁で今回お声をかけていただきました。9年ぐらい前、2008年ごろに一度、こういうかたちの研究会にお邪魔して当時の研究テーマについてお話しさせていただいて以来、久しぶりにおうかがいすることになりました。

まず、自己紹介をさせていただきますが、一昨年まで約29年間、みずほ銀行に勤めておりまして、最初は国内支店で融資や外国為替取引などを中心に法人営業をやっていました。

1997年秋、国内支店4ヶ所をしたあとと突然、マレーシアに異動になりまして、3年半ほど勤務いたしました。そのときはこれからお話しするアジア通貨危機が勃発した直後で、初めての海外勤務でその真ただ中に放り込まれたわけです。当時、日本の銀行も厳しい状況で、野村証券、大和証券等と並び称される四大証券の一つであった山一証券が自己破産して破綻してしまったのも同じ年で、日本の金融機関全体もかなり傷んでいた時期です。

そういう状況の中で3年半勤務した後、東京の本部に戻って、シンジケートローン関係のセクションにいました。大口の企業とか国ベースの話に対して複数の金融機関が集まって同一条件で融資するのをシンジケートローンと言いますが、それをアレンジするセクションにいた後、マーケットセクションに移りました。マーケットセクションにもいろいろ種類がありますが、円を売ったりドルを買ったりする外国為替部門の管理や外国証券投資部門の管理等をやりました。その後、カスタディ業務セクションに移りました。これは極めてマニアックな業務で、私もその部署に異動するまで銀行にこんな業務があることはよく知らなかったのです。少し説明すると、日本の企業の株式とか国債を外国の投資家も保有します。いまは

株も国債もペーパーレスで金融機関に登録されているだけで、基本的に日本の金融機関に預けられていまして、それを保管・管理する業務です。そして最後は国際営業部という企業の海外進出をお手伝いするセクションで管理業務をやらせていただきました。

(資料3頁) こちらは、シンジケートローンのアレンジ業務をやったところの新聞記事で、案件が二つ出ています。右がマレーシア政府相手の案件で13億5,000万ドル、左がマレーシア国营通信電話会社の案件で3億5,000万ドル、いずれも大きな案件だったので新聞にも載せてもらえました。20年近く前ですが、仕事が記事になるのはうれしかったなという記憶がいまもあります。皆さんも卒業されてどんなお仕事をされるのかわかりませんが、どんなところで満足度が得られるのかなということを考えながらお仕事を選ばれるといいと思います。

30年近く銀行員をやっていて、いきなり大学の教員なのかと思われるかもしれませんが、2006年に大学院に通い始めて、その後、博士論文も「東アジアにおけるバスケット通貨の展望と課題」というテーマで書きあげました。

バスケット通貨とは単純に言うと、日本円、ユーロ、米ドル、人民元など、いろいろな通貨がありますね。その複数通貨を加重平均した疑似通貨みたいなものです。この場合は東アジアですから、ドルとかユーロとかを除いて、円、元、ASEANの通貨などをバスケット通貨として疑似でつくって、それを使うようにすることができないかというテーマを論文としてまとめたものです。

「企業財務の視点も加えて」としたのは、ずっと銀行員をやっていた関係もあって、国ベースの話というよりは、実際にバスケット通貨ができたときに企業が本当に使うことができるのか、使うときの条件はどうなのか、メリット・デメリットはどうなのか、そういったことに焦点を当てて、通貨と金融協力の将来像に主眼を置いて、将来的なものを考えてみたいということからでした。

私の研究分野は「国際金融・アジア経済」ですが、基本的にはアジアにおける通貨・為替制度のあり方が主なテーマで、企業財務の点で言うと為替リスク管理などにも非常に関心があります。

銀行員をやりながら大学院生をやり、大学院終了後は学会等にも出入りしながら二足の草鞋で10年ぐらい過ごした後、昨年4月からいまの亜細亜大学都市創造学部に参加しています。「都市創造学部」というのは多分日本でここにしかない、理系のイメージの名前ですが、「ひとを幸せにするまちをつくることのできる人材を育てたい」という、あくまで文系の学部です。

私自身は、そこで1期生がまだ2年生なので、来年度3年になってから「都市と金融」という科目を教える予定です。自分の研究分野の通貨・為替だけではなくて、電気・水道、ダム、鉄道など交通機関等のインフラにともなうファイナンスなどを学生に教えたいと思っています。

銀行員から大学の教員になった先生はたくさんいらっしゃいますが、本部のリサーチ部門を経験された方が多いと思います。私自身は、本部セクションも含めて、現場ベースでずーっと仕事をやってきました。いま大学に移っても研究対象は、現場ベースで役に立つようなもの、過去よりも現在・未来につながるようなことをやっていきたい。こういう人間がお話をするという前提で本日は聞いていただきたいと思います。

(資料5頁) きょうのテーマの「地域主義とグローバリズム」というと、国際政治だとか外交とか、そういったものに主な視点がある言葉かなという気がします。一方で、国際経済とか国際金融でも、こういった分野はかかわってきます。自分の分かりやすい貿易とか国際金融の分野で地域主義とかグローバリズムの概念がどういったところに出てきて、どのように使われるか整理したのがこの表になります。

地域主義とグローバリズムは、二国間主義と多国間主義と表現されることもあります。まず貿易については、FTAとあって、日本とオーストラリア、日本とマレーシアとか、二国間で関税をなくしましょうみたいな二国間ベースの地域主義の話もあります。それに対してWTO(世界貿易機関)はグローバルに世界全体で自由貿易を進めていこうとしています。

FTAで最近話題になっているものとしては、このあいだ、日本を含めた11カ国でTPP大枠合意というニュースがありました。もともとはアメリカも入って12カ国でやりましょうということだった

のが、ことしの初め、トランプさんが大統領になって、「アメリカはそこから離脱して、二国間ベースの自由貿易交渉をしていきます」となりました。このトランプ大統領のスタンスは明らかに二国間主義ですが、FTAには二国間とTPPのように太平洋を囲む11カ国というグローバリズムに近いようなものがある、使い方は難しいですね。

国際金融の面でグローバリズムといえば、IMF(国際通貨基金)や世界銀行は戦後の世界の金融体制を支えるものとして設立されたものです。一方、地域主義としては、ヨーロッパにユーロという通貨がありますが、ユーロを使っているところをユーロ圏と言います。もう少し範囲の広いEUや、ASEAN各国と日本、中国、韓国を合わせたASEAN+3も地域主義として国際金融を支えるものです。

地域主義とグローバリズム、地域機関と国際機関、この関係は対立するものなのか、どちらかがどちらかを否定するものなのかというと、多分そんなことはないだろうと考えています。これをとくにアジアにおける金融危機対応から考えてみたいと思います。

(資料6頁)「アジア通貨危機から20年を迎えて」と書きましたが、これは、授業で習った方もいると思います。97年7月、タイから東アジア域内に広く伝播した金融危機のことで、各国の通貨が暴落しました。タイ・バーツの価値はひどいときには半分ぐらいになってしまいました。

これを契機に各国が認識したことは、まず米ドル依存の問題です。当時、アジア各国の通貨は米ドルに対して固定相場制をとっていましたが、米ドルに頼りきりではいけないことをこの地域の国々が初めて認識したわけです。同時に、何か困ったことが起きたときに東アジア域内で協力していく必要があるというので、域内通貨・金融協力の機運が出てきたのもこのアジア通貨危機がきっかけになっています。

当時の問題点は、一つは各国の通貨は米ドルに対して実質的な固定相場制をとっており、このドルペッグ制が続くものと思っていたことです。しかし、いきなり通貨が急落したことから、自国の為替相場制度を考え直さなければいけないと考えたわけです。もう一つは、苦しんだ国の幾つかはIMFから支援を受けたのですが、その支援の仕

方、指導の仕方に対してスティグマ（悪感情、抵抗感）を持ったことがあげられます。

そこで日本はAMF（Asia Monetary Fund）というIMFのアジア版を日本主導でつくろうとしますが、うまくいきませんでした。しかしその後、チェンマイ・イニシアティブ（通貨スワップ協定）が成立して、地域主義につながる動きが出てきます。

IMFへの抵抗感というのは分かりにくいと思いますが、この写真を見たことのある方いますか。左の腕組みしている人が当時のIMF専務理事カムドシュ氏、右はインドネシア大統領スハルト氏で、支援を受けるための契約書にサインしているところですが、おそらくインドネシアの国民から見ればIMFに対して不快な印象を持ったのではないのでしょうか。これも先ほど言ったスティグマの一因になったと思いますし、実際の政策にも問題があったと考えてよいと思います。

（資料7頁）皆さんの年齢からすると、アジア通貨危機というのはほとんど世界史の問題ですが、改めてアジア通貨危機について説明します。1997年7月、タイ・バーツの暴落から始まって、マレーシア、インドネシア、フィリピン、韓国、香港と、域内各国通貨に伝播しました。韓国、香港と行くと、次は中国だろうという気がすると思いますが、当時中国は人民元を国外で使わせていなかったために影響は少なく済んだわけです。

先ほども触れましたが、この危機が起きた要因は主に二つあって、一つは各国の通貨が実質的な米ドルペッグ制（固定相場制）だったこと、もう一つは通貨と期間のダブルミスマッチです。

それによる影響は、まず通貨暴落でそれまで実質固定相場制だったものが維持できなくなりました。それによって、ドル建てなどで借りている外貨建て負債の現地通貨建て残高が急増し、企業によっては債務超過になるケースもあったのです。

現地通貨建て残高が急増することというイメージを簡単に説明しますと、バランスシートには、資産、負債、資本があります。たとえば総資産が1億円、負債が7,500万円、自己資本が2,500万円、自己資本比率25%という企業があったとします。この7,500万円のうち、2,500万円はドル建ての借入で、借り入れたときの相場が1ドル=100円だった場合、25万ドル借りたことになります。

通貨が暴落して1ドル=200円になると、25万ドルで2,500万円だったものが、借り換えも何もしないのに円建ての借入としては5,000万円になってしまいます。総資産は変わっていないのに5,000万円の負債になったので、増えた2,500万を返済するために自己資本を丸々潰してしまうことになります。さらに円安になれば総資産を超えてしまって債務超過になることもあります。通貨が暴落することは、国ベースでも企業ベースでも負担が大きいことがお分かりいただけたと思います。

ダブルミスマッチのうちの通貨のミスマッチについてですが、当時のアジア諸国はまだこれから経済成長していく中で国内インフラを整備するなど、必要な資金は自国通貨が主でした。ところが、借り入れたローンがドル建てだったり円建てだったり自国通貨以外のものが多かったので、そこで通貨のミスマッチが起きてしまいました。

期間のミスマッチのほうは、使い道がインフラなどのためであれば運用は長期ですが、調達には海外から短期でしか借りられません。本当は3年ぐらいで借りようと思っていても、たとえば6カ月後に期日が来て、海外の金融機関からさっさと返してくださいと言われ、各国とも非常に苦しむということになるわけです。

（資料8頁）それではどのぐらい通貨が暴落したかというのがこの表で、三菱東京UFJ銀行が作成された資料です。一番上がシンガポール・ドル（SGD）、緑がタイ・バーツ（THB）、次がマレーシア・リンギット（MYR）、マレーシア・リンギットと重なっているように見える赤がフィリピン・ペソ（PHP）、その下のブルーでないほうがベトナム・ドン（VND）、その下のブルーでほぼ重なっているのがインド・ルピー（INR）、そして下のグラフはインドネシア・ルピア（IDR）です。

為替相場で1ドル=200円と1ドル=100円だと200円のほうが円安ですが、このグラフは1994年1月1日を100として指数化したもので、上に行くと自国通貨高、下に行くと自国通貨安という見方になります。

97年から98年にかけてブルーの楕円で囲っているあたりが通貨危機の直後ですが、タイ・バーツとかマレーシア・リンギットは約5割、半分ぐらいに価値が下がりました。インドネシア・ルピア

に至っては2割程度にまで落ちてしまいました。

ここまで通貨が暴落すると、経済危機・金融危機が起これ、その対応としてタイ、インドネシア、韓国はIMF支援を受けました。私がこの当時いたマレーシアは、独自の為替・資本規制を導入しました。具体的には、一度暴落して変動相場に移ったものを1ドル=3.8リングットの固定相場にすると宣言して、そのまま海外の投資家に持たれると売られてしまうので「マレーシア・リングットは海外では使えません」という規制を入れて、海外の投資家による影響を受けないような体制をつくったのです。そのうえで、金利を引き下げ、景気を刺激するという政策をとりました。

IMFの支援を受けた国々は緊縮政策で、金利は引き上げ気味とか、対称的な経済政策をとりました。とにかく何年かしてアジアの国々は復活していききましたが、当時のIMFの思い出はあまり好ましいものではなかったと思われます。

(資料9頁) 先ほど言いましたように、通貨危機の直後、日本としてはAMFをつくってアジア域内協力をしようという話になったわけですが、そもそもそんな発想が出てきたのは、IMFの支援の妥当性に対する疑問があり、危機の再発防止と周辺国への伝播防止のニーズもあって、地域的な仕組みの必要性がアジア域内ではある程度コンセンサスを得たからです。しかし、アメリカあたりに反対されて挫折してしまいました。

その代わりに、チェンマイ・イニシアティブという通貨スワップ協定を実現しました。スワップは交換という意味ですから、アジア通貨危機以降、各国の通貨が再度暴落したときには、ほかの国々がドルとタイ・バーツ、ドルとマレーシア・リングットかいうかたちで、持っているドルを供給して、支援を受けた国はそのドルで自国の通貨を買い支えます。そのために通貨スワップ協定をつくったわけです。

(資料10頁) その後、マニラ・フレームワークとか第2回ASEAN+3財務大臣会合でも合意されて、さらにマルチ化され、金額が倍増しています。もともとはASEAN+3ですから13カ国ですが、ここではABCDの4カ国で表しています。当初はABCDがそれぞれ二国間契約で資金供与の約束をしています。マルチ化というのは、右の図のように、1本の多国間契約にするものです。併せて

2014年の機能強化によって、それまで総額で1,200億ドルだったものを2,400億ドルに倍増しました。IMFとの非リンク割合も20%から30%に増やしました。

IMFとの非リンク割合というのは、通貨危機になったときにはIMFの支援を受ける必要がありますが、チェンマイ・イニシアティブは域内での協力体制ですから、IMFの支援の条件なしで使える部分をもともと20%確保していました。そのIMF融資を条件としない割合、つまり地域独自部分を2014年に2割から3割に増加したということです。

(資料11頁) 地域独自部分を広げていく中で、ASEAN+3 Macroeconomics Research Office (AMRO) が設立されました。まず2009年3月、サーベイランス組織創設で合意して、シンガポールで設立したシンガポールの法人であったものを、2014年10月には国際機関として設立しました。

メンバーはASEAN+3の財務省・中央銀行と香港金融管理局で、機能はASEANと東アジアの地域経済の監視・分析(サーベイランス)で、リスクの早期発見、速やかな改善措置の実施、チェンマイ・イニシアティブの意思決定に効果的に貢献するなどです。東アジアの地域独自で地域経済のことがちゃんと分かることによって、チェンマイ・イニシアティブを発動したり、IMFにリンクされない、IMFの条件づけなしでもやっていける能力を証明し、位置づけるための機関としてつくったわけです。

(資料12頁) ダブルミスマッチ対応ではアジア債券市場育成イニシアティブ(ABMI)という取り組みがなされています。アジア通貨危機が起きた当時、アジアには貯蓄がかなりあったのですが、それはアジアに投資されずに、アメリカやヨーロッパにおカネが流れ、欧米の投資家が再度アジアに投資するという資金の流れになっていました。欧米に逃げていたアジア域内にあるおカネを直接アジア域内に投資してもらい、そのための債券市場をつくりましょうというのがABMIです。

そのために2003年ASEAN+3会議で合意したのは、現地通貨建て債券発行の促進、現地通貨建て債券の需要の促進、規制枠組みの改善、債券市場関連インフラの改善、技術支援チームの強化などです。

(資料13頁) アジア通貨危機についてはここまでにして、もう少し幅広く、金融危機の歴史とアジアへの影響についての話をしていきます。

これはみずほ総合研究所の資料で、「金融危機の歴史」です。古くは1980年代にアメリカのS & L(貯蓄貸付組合)の危機があったり、中南米の累積債務問題があったり、経済危機、通貨危機、金融危機と呼ばれるものは多く起きています。1987年のブラックマンデー、1997年のアジア通貨危機、2007年のサブプライム問題(パリバ・ショック)は翌年のリーマン・ショックにつながっていききました。

こういう大型危機は10年周期で起きると言われていて、2017年も大型危機の起きそうな年だねと年初から言われています。トランプ大統領がどんな政策をとるか、ヨーロッパでも選挙が多い年です。し、イギリスのブリグジット、先月終わった中国の共産党大会、北朝鮮の問題など、年初から意識されていますが、いまのところ経済危機という事態にまでは至っていません。

先日までトランプ大統領がアジアを歴訪していました。経済というより安全保障の話ですが、北朝鮮の問題が大きなテーマでした。また、地域主義で最近話題になったのはスペインのカタルーニャ州の独立問題ですね。中国の経済は共産党大会が終わったあとどうなっていくかなど、注目すべき問題がまだあります。なんとかあと1.5カ月、危機なんて問題が起きずに、よい年を迎えたいなと思います。

(資料14頁) 金融危機の歴史でアジアへの影響が一番大きかったのはアジア通貨危機であり、世界的に見ると世界経済危機が大きかったわけです。この二つをアジアの視点で比較してみようと思います。

アジア通貨危機は震源地がアジアで、各国の国内金融システムも崩壊し、マレーシアでもインドネシアでも銀行業界の再編が起きました。それに伴って国内の消費や投資も大幅に下落し、GDPも大きく下落しました。

一方、リーマン・ショック以降の世界経済危機は震源地は欧米で、欧米の金融システムには大きなショックがあり、それに伴って欧米での消費・生産も下落しました。アジアは中国も日本もASEANも輸出先市場としてはアメリカ、ヨー

ロッパに大きく依存しており、その意味で危機の影響は大きかったわけです。

ただし、金融チャネルの影響は少なかったのです。その理由は、リーマン・ショックで主に影響が出たのは証券化商品と言われるものですが、アジア各国は証券化商品への投資が少なかったのです。アジア通貨危機のときに足りなかった外貨準備がかなり積み増されていきました。ドルペッグ(米ドルの固定相場制)からは離脱した国が多かったために、通貨の暴落リスクは低減されていたということです。

(資料15頁) ちなみに外貨準備は本当に増えていたのか、アジア諸国の外貨準備の変化という表をつくってみました。アジア通貨危機の前年の96年と97年、そして2015年、16年を見ると、中国は30倍近い27.7倍、通貨危機の影響を受けたインドネシアで6倍、マレーシアが3.4倍、タイでも4.4倍と、各国ともかなり積み増してきていることが数字的にも表れています。

ただし、各国とも経済成長しているのです。この倍率だけで安心できないかなという一言付け加えておきます。IMFが各国の経済情勢を踏まえて適正な外貨準備というものを算出していますが、直近ではマレーシアは不足気味という評価になっています。

(資料16頁) ここで世界金融危機をちょっと振り返りますと、これも地域主義とグローバリズムに絡んでくる話です。10年前の話なので、危機の概要は皆さんも聞いたことがあるかもしれませんが、2007年8月、BNPパリバといフランス系の金融機関傘下の投資ファンドが償還凍結を発表します。投資していたファンドを解約したいという場合、資金を投資家に戻すというルールが多いのですが、おカネが払えないから凍結すると発表したのです。そうすると、このファンドだけじゃなくてほかのファンドも大丈夫かというので、市場には危機意識が増えてきました。その流れの中で、翌年、リーマン・ブラザーズという名門の投資銀行が破綻しました。これが日本ではリーマン・ショックと呼ばれて、ここから金融危機が本格到来し、ヨーロッパや新興国にも影響して、实体经济にも波及します。さらに翌年2009年にはヨーロッパでギリシャ危機が発生したのです。

パリバ・ショック、リーマン・ショックはどう

いうものだったのか簡単に説明すると、原因と影響の波及経路としては、まずサブプライムローン問題と関連証券化商品の下落です。つまり、サブプライムローンというのは収入の少ない人、いままで返済が順調にできなかった信用力の低い人にも貸し出されていた住宅ローンです。それを担保にして証券を発行して投資家を集めていたのが関連証券化商品ですが、やはりサブプライムローンはなかなか返済されないんじゃないかという懸念から証券化商品が下落したわけです。

それに加えてCDS (Credit Default Swap) のスプレッドが拡大しました。CDSというのは、いろいろな会社に株式とか債券を投資している投資家がありますが、その投資先企業が倒産したときに救ってくれるような契約で、保険料を払って保険に契約しているような感じです。その発行体の信用力が怪しいとなると、スプレッド拡大といって保証料が高くなってきます。

この発行体あるいは金融機関大丈夫かということから発生してくるのがC/Pリスクの顕在化です。Counter Party Riskを簡単に説明します。金融機関同士の市場をインターバンク市場と言いますが、オーバーナイトだったり1か月なりでおカネを貸し借ります。そのときに「この金融機関大丈夫かな」と不安になってくると、そこには貸出資金が出せません。これがカウンター・パーティー・リスクで、おカネが回らなくなって、流動性の著しい低下が起きるといった経路を辿ります。

(資料17頁) これに対して各国は金融安定化のために緊急的な政策措置を講じました。公的資本注入など金融機関のバランスシート改善のための措置、金融市場の流動性回復のための措置、預金者等の保護のための措置などです。

本日のテーマの観点から注目されるのは、一つは米欧日の中央銀行が行っている世界的な「異次元の金融緩和」で、アメリカはいま、いち早く出口に向かっていきます。二つ目はアメリカの中央銀行であるFRBによる、ユーロ圏の中央銀行であるECBや日銀をはじめ各国の中央銀行へのドル資金の供与です。そして三つ目はヨーロッパではギリシャ緊急対応としてESM (European Stability Mechanism = 欧州安定メカニズム) が創設されました。

特にFRBによる各国中銀へのドル資金供与はグローバルな対応ですが、IMFによるものではありません。また、ESMの前身はEFSF (European Financial Stability Facility) で、2010年にすでに設立されていたのですが、時限的な機関だったので、恒久的な後継機関として2012年に創設されました。これはいわばIMFの欧州版で、日本がやろうとしたアジア版はできなかったけれども、ヨーロッパはギリシャ危機のために地域独自対応としてESM創設に成功したわけです。これもきょうのテーマに直結してくると思います。

(資料18頁) FRBによるドル資金供給の概要ですが、2007年12月以降、通貨スワップ協定によって各国中央銀行に供給されました。対象はECB (欧州中央銀行)、BOE (イギリス中央銀行)、スイス、日本、韓国、シンガポール、メキシコ等の新興国など、グローバルなかたちで対応しています。さっき申し上げたカウンター・パーティー・リスクや信用リスクが高まったために、ユーロ圏及びその周辺の銀行間市場のドル資金が不足したため、その不足への対応をしたわけです。

ここでの論点として三つ挙げています。資金供給者のFRBは1国 (アメリカ) の中央銀行でした。国際機関IMFが対応できなかったのは、その資金基盤が先進国対応には不十分だったからです。そして今回の中央銀行間の対応は、一つひとつのスワップ協定は二国間対応ですが、それを各国とやっているということは「グローバルな協調体制」だったということです。なお、なぜFRBがやったのか、なぜ米ドルが必要とされたのかといえば、やはり米ドルが世界で中心的に使われる基軸通貨だからです。

これは、信用リスクについて説明するために、「銀行間レートの対TB (Treasury Bill)、FB (Financing Bill) スプレッド」を示したもので、赤が円、グレーがドル、青がユーロです。LIBOR (London Interbank Offered Rate) というのはロンドンの市場における銀行間貸出の基準レートで、もう一方は国債3か月物の金利が基準になっています。グラフで出ているのはその差で、このへんがはね上がっています。

国債3か月物というのは国におカネを貸しているという状態です。それに対してLIBORは銀行間の貸出ですから民間に対する貸出です。銀行は本

来、信用力があるものとされていましたが、信用リスクが高まってくると民間の銀行は心配だということで、こんなにはね上がっているわけです。一方、国に出している国債のほうは大丈夫だろうということで、国向けと民間向けでこれだけの差が出たのです。これを信用リスクの高まりと言っています。

(資料19頁) さっきのFRBとIMFの関係で、「最後の貸し手」という話をします。日本銀行のホームページによると、「最後の貸し手としての機能とは、一時的な資金不足に陥った金融機関に対して、他の資金供給を行なう主体がない場合に、中央銀行が文字通り最後の貸し手として一時的な資金の貸付等を行なうことを言います」となっています。

国内の「最後の貸し手」は各国の中央銀行ですが、世界の「最後の貸し手」は誰でしょうか。IMFがそれに当たるのかといえば、さっき資金基盤が不足と申し上げましたが、通貨の発行権がないのです。日本銀行はおカネを刷れるので円は発行できるのですが、IMFはそのような権限も機能も持っていないわけです。世界金融危機に対応したFRBもアメリカの中央銀行です。IMFで発行しているSDR (Special Drawing Rights) という、冒頭で話したバスケット通貨みたいなものがあります。円、ドル、ユーロ、ポンドに、去年から人民元が加わって、5通貨を加重平均した疑似通貨ですが、通貨の扱いではなく国際的な準備資産で、IMFがそのおカネを新たに刷ることはできません。結局世界のグローバル対応の最後の貸し手はないことが分かります。

(資料20頁) では金融危機が起きたとき、どういう対応をするか、私はこの図のような多層的な対応を考えています。最上位にあるのはIMFで、次にRFAs (Regional Financial Arrangements)、つまり地域対応で、アジアではチェンマイ・イニシアティブ、欧州ではESMです。それから二国間の通貨スワップ、さらに自国で対応する外貨準備、こういう仕組みになるのかなと考えています。

もちろんIMFだけとか外貨準備だけとかで危機対応はできないので、各層での相互補完が重要です。アジアについては、チェンマイ・イニシアティブはIMFとのリンクの部分があってまだ使わ

れたことがないのですが、この実運用体制整備が課題になってきます。世界経済危機時にFRBが行った通貨スワップはこの図の二国間対応に当たるわけですが、危機対応については「地域主義」と「グローバリズム」の相互補完が可能なのではないか。これが私がきょう申し上げたい結論的な話になります。

(資料21頁) 最後にアジアの最近の動きを見ますと、従来は貿易などの域内取引でも米ドルを中心に取引していました。それは日系企業も同様です。中国でつくり、最終製品はアメリカに輸出するとか、そういう割合が高かったの、米ドルを使用しても問題はなかったのです。

最近中国もASEANも市場として大きくなってきて、域内通貨建て取引増加を各国とも志向しています。アジア通貨危機のときは人民元は海外で使えなかったと言いましたが、2009年以降、中国は人民元の国際化を志向しています。貿易などの対外取引で元の利用を増やそうとしているわけです。ASEANでは一昨年末にASEAN経済共同体をつくり、域内通貨の利用促進を展望しています。日本は1980年代から「円の国際化」を推進してきていますが、円・ドルを中心に為替変動が大きかったためか、日本の期待ほどには広がっていないと言われています。

アジア域内各国がこのように取り組んでいる狙いは、米ドル依存からの脱却、危機予防などがあげられます。その意味でも基軸通貨は将来も米ドルのままなのか、今後見ていきたいところです。

(スライド) 円・ドルレートは戦後、1ドル＝360円の固定相場から始まり、変動相場制に移って、一時期80円を割った時期もあります。ドルの価値が3分の1、4分の1まで落ちている、それだけ円が上がってきたということが、このグラフを見れば分かっていただけたと思います。

(資料22頁) 最後に国際通貨体制の展望を少しだけしたいと思います。まず国際通貨の機能には交換手段、計算単位、価値貯蔵の三つがあります。いまのところ、国際経済取引における利用のシェアは米ドルが高く、基軸通貨で、「ガリバー型国際通貨制度」と表現する方もいます。

その契機は、1944年からのブレトンウッズ体制開始であり、金・ドル本位制による固定相場制を

とってきました。つまり、金1オンスはドルで幾らとして、1ドルに対して円は360円、ドイツ・マルクは幾らという固定相場制でずっと動いてきたわけですね。

ところが、アメリカの経済が少し怪しいようになってくると、ドルから金に換えて、ドルが売られて金がアメリカからどんどん出ていくことになりました。そこで1971年、当時のニクソン大統領が金・ドル交換の停止を発表しました。それまでのドルは金の価値の裏付けがあったのですが、金の価値の裏付けがなくなり、アメリカの中央銀行が刷る紙幣がドルだということになりました。それで固定相場制でいいのかという論議に耐えられなくなって、1973年以降変動相場制に移行したのです。

それ以降は、どの通貨が基軸通貨になってもよかったです。米ドルの地位は揺らがなかったのです。それは民間経済主体にとっては基軸通貨の使い勝手が重要で、国際通貨の機能のうちの

「交換手段」が重視されて、それまで使い慣れていた米ドルが選ばれたということです。

将来の可能性としては、当面、米ドルの地位は続くでしょうと言われてます。一方、ユーロやアジアなどの地域通貨のシェアも上がっていく可能性があります。あるいは2009年、周小川中国人民銀行総裁が「IMFの特別引き出し権と言われるSDRを国際取引において使うことを考えられるのではないか」という論文を書いています。それはまだ現実的ではないと言われてますが、将来的にどうなるか、私は興味を持って見ていきたいと思っています。

皆さんは私より30年から35年長生きされると思うので、いま将来と言っている世界がこれから現実に動いていく、それを見ていてもらいたいですし、そういうものを動かす立場になってもらうのもいいなという気がしています。

以上でお話を終わります。どうもありがとうございました。

<本日の講演内容>

平成29年度研究会統一テーマ
『地域主義とグローバリズム』

「東アジアの金融危機対応における 地域主義とグローバリズム」

(2017年11月14日)

於: 日本大学経済学部経済科学研究会

赤羽 裕
(亜細亜大学 都市創造学部)

1. 自己紹介と本日のテーマ概要
2. アジア通貨危機とその後の通貨・金融協力
3. 金融危機の歴史とアジアへの影響
4. 危機対応における地域主義とグローバリズム

1. 自己紹介と本日のテーマ概要

(1) 業務経歴

- みずほ銀行(当初、富士銀行) 約29年勤務
- ・国内支店4ヶ店(池袋・北九州・小舟町・吉祥寺)
(融資・外為を中心に、法人営業を担当)
- ・海外～マレーシア 1997年秋より3年半
⇒「アジア通貨危機真只中！」
- ・本部: シンジケートローン組成
マージョ部門(為替持高管理・外国証券等)
カストディ業務(外国投資家対日証券投資管理)
国際営業部～企業の海外進出支援(管理)

1. 自己紹介と本日のテーマ概要

(2) 研究分野

研究分野: 国際金融・アジア経済

<博士論文テーマ>

「東アジアにおけるバスケット通貨の展望と課題

～企業財務の視点も加えて」

～通貨・金融協力の将来像に主眼

☆銀行員と大学院生(→研究者)の

二足の草鞋で10年

・2016年4月より亜細亜大学都市創造学部に参加

～「アジアのインフラ・ファイナンス」の研究も志向

<研究対象> 過去よりも、現在 & 未来

アジアにおける
通貨・為替制度の
あり方が主関心

為替リスク管理など！

1. 自己紹介と本日のテーマ概要

(3) テーマと研究分野の関係

- ・国際経済・国際金融の分野における「地域主義とグローバルリズム」の事例

| | | | | |
|------|---|---------------|---|-------------------|
| | ⇄ | 地域主義 二国間主義 | ⇄ | グローバルリズム 多国間主義 |
| 貿易 | ⇄ | FTA | ⇄ | WTO |
| 国際金融 | ⇄ | ユーロ圏、ASEAN+3 | ⇄ | IMF、世界銀行 |

⇒「対立するものか？」

あるいは「どちらかがどちらかを否定するものか？」
⇒おそらくNO！

⇒「アジアにおける金融危機対応」から考える

2. アジア通貨危機とその後の通貨・金融協力

(1) 通貨危機の概要

○1997年7月 タイバーツの暴落・域内各国へ伝播

→マレーシア、インドネシア、フィリピン、韓国、香港

①要因 A. 実質的な米ドルペッグ制(固定相場制)

B. ダブル(通貨と期間)ミスマッチ

②影響

A. 自国通貨暴落(固定相場維持不能)

→外貨建て負債の現地通貨建て残高急増

→企業：債務超過のケースも！

B. a. 通貨のミスマッチの影響：上記A

b. 期間のミスマッチの影響

＜調達＞短期
＜運用＞長期
即、返済要！

1. 自己紹介と本日のテーマ概要

(4) アジア通貨危機から20年を迎えて

1997年7月タイから東アジア域内に広く伝播した金融危機

⇒①米ドル依存の問題点を認識
& ②域内通貨・金融協力の気運

⇒ポイント

①米ドルペッグ(対米ドルの実質的な固定相場制)

②IMFへのステイグマ(悪感情/抵抗感)

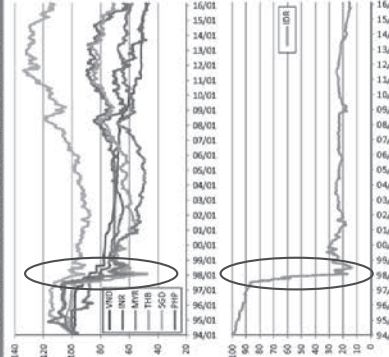
⇒AMF創設へのトライ(日本主導)も挫折

⇒チェンマイ・イニシアティブ(通貨スワップ協定)へ

地域主義！

2. アジア通貨危機とその後の通貨・金融協力

1994年以降のASEAN通貨の推移(1994年1月を100と指数化)



↑ 自国通貨高

<概観>
THB, MYR 約5割へ
IDR 約2割へ

↓ 自国通貨安

<対応>
タイ、インドネシア、
韓国⇒IMF支援
マレーシア
⇒独自の
為替・資本規制導入

出所：三菱東京UFJ銀行2016年3月2日財務省外国為替等分科会資料

2. アジア通貨危機とその後の通貨・金融協力

(2) 通貨・金融協力の概要

- AMF構想・挫折からチェンマイ・イニシアティブ(CMIM)へ
- ①Asian Monetary Fund(アジア通貨基金)構想
IMF支援の妥当性？
→危機の再発防止と周辺国への伝播防止のニーズ
→「地域的な仕組」の必要性
→アメリカは反対し、挫折(1997年)
- ②チェンマイ・イニシアティブ(通貨スワップ協定)実現
危機の拡大、地域協力の必要性認識！
→マニラ・フレームワーク(1999年11月)
→第2回ASEAN+3財務大臣会合(2000年)で合意
→マルチ化(2010) → 金額倍増(2400億ドルへ)(2014年)

2. アジア通貨危機とその後の通貨・金融協力

- ASEAN+3 Macroeconomics Research Office設立
2009年3月 サーベイランス組織創設で合意
2010年5月 AMRO主要項目に合意
2011年4月 シンガポールに設立
2014年10月 国際機関化の設立協定署名
・メンバー ~ASEAN+3の財務省・中央銀行と
香港金融管理局

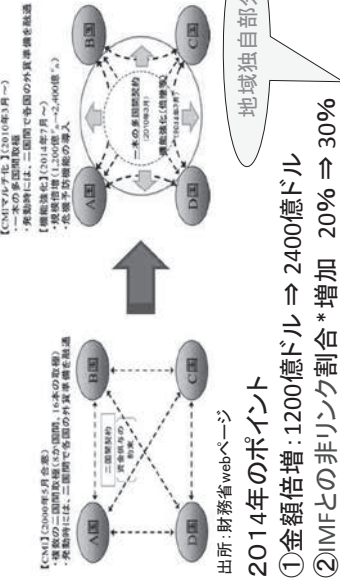
・機能 地域経済の監視・分析(サーベイランス)

- ①リスクの早期発見
- ②改善措置実施を速やかに、
- ③CMIMの意思決定を効果的に、貢献

地域独自対応
~CMIM、IMF非リンク
拡大に必要な能力

2. アジア通貨危機とその後の通貨・金融協力

<CMIMマルチ化(2010年)とは？>



2. アジア通貨危機とその後の通貨・金融協力

○アジア債券市場育成イニシアティブ(ABMI)

「ダブルミスマッチ」解消を目的

⇒「域内通貨」が、「域内通貨」で「域内通貨建て債券」への投資を可能に！(外貨(主に米ドル)変換不要)

- ・2003年ASEAN+3会議で合意
 - ①現地通貨建て債券発行の促進(タスク・フォース1)
 - ②現地通貨建て債券の需要の促進(タスク・フォース2)
 - ③規制枠組みの改善(タスク・フォース3)
 - ④債券市場関連インフラの改善(タスク・フォース4)
 - ⑤技術支援チーム(TACT*) * Technical Assistance Coordination Team
- 共同議長:①タイ・中国、②シンガポール・日本、③マレーシア・日本、
④フィリピン・韓国、⑤ブルネイ・ラオス・ベトナム

3. 金融危機の歴史とアジアへの影響

(1) 金融危機の歴史

| | |
|----------|---------------------------------|
| 1980年代 | S&L(貯蓄貸付組合)危機 (81~82年、87~88年頃) |
| 1990年代 | 中南米の累積債務問題 (82年、メキシコ債務危機) |
| 1997 | ブラッドマネー |
| 1990 | 日本のバブル崩壊(株価が69年株をピークに下落) |
| 1994 | メキシコ通貨危機 |
| 1997 | アジア通貨危機 (98年、ロシア財政危機+ITC破綻) |
| 2000~01 | ITバブル崩壊(00~01年)、9.11後の株価急落(01年) |
| 2007 | サブプライム問題 (ハリハリショック) |
| 2008 | リーマン・ショック |
| 2010~12 | 欧州債務危機(09年、ギリシャ財政赤字の粉飾発表) |
| 2013 | バーナンキ・ショックに増えた新興国不安 |
| 2015, 16 | 人民元ショック (2015年8月、2016年1月) |

出所:みずほ総合研究所「リサーチ TODAY」2016年12月14日

大型危機の
10年周期説
↓
2017年 残り
1.5ヶ月!

13

3. 金融危機の歴史とアジアへの影響

＜アジア諸国の外貨準備の変化＞

| 国名 | 1996 | 1997 | 2015 | 2016 | (単位:ドル) | 2016年10月末債権 |
|----------|-----------------|-----------------|-------------------|-------------------|---------|-------------|
| アルゼンチン | N/A | N/A | 3,365,322,452 | 3,487,052,926 | | N/A |
| 中国 | 111,726,906,872 | 146,446,005,966 | 3,405,253,357,702 | 3,097,656,396,172 | | 277 |
| 香港 | 63,832,139,750 | 92,823,444,401 | 358,772,789,796 | 386,240,485,084 | | 61 |
| インドネシア | 19,396,150,431 | 17,466,793,311 | 105,826,645,967 | 116,369,398,497 | | 60 |
| 日本 | 229,393,999,842 | 226,679,961,206 | 1,233,091,778,805 | 1,216,518,740,593 | | 54 |
| 韓国 | 265,780,132 | 296,634,401 | 7,306,761,212 | 8,851,924,787 | | 383 |
| 韓国 | 34,157,843,423 | 20,465,115,218 | 366,707,255,996 | 370,154,198,303 | | 108 |
| オーストラリア | 174,627,981 | 117,154,318 | 1,043,071,090 | N/A | | 59 |
| ニュージーランド | 314,633,169 | 316,965,699 | 4,053,664,666 | N/A | | 129 |
| マレーシア | 27,891,911,666 | 21,470,183,843 | 95,282,341,204 | 84,481,264,616 | | 34 |
| フィリピン | 11,774,611,292 | 8,744,896,306 | 80,640,410,819 | 80,666,621,089 | | 63 |
| シンガポール | 76,963,972,699 | 713,90,075,302 | 251,627,581,739 | 251,056,289,046 | | 33 |
| タイ | 38,644,719,063 | 26,887,415,024 | 156,453,955,559 | 171,172,071,857 | | 44 |
| ベトナム | 1,736,887,815 | 1,980,854,198 | 28,250,254,805 | 36,527,290,973 | | 210 |

資料:世界銀行データより作成
(注)アルゼンチンのデータは1996年より存在。オーストラリアの2016年は未統計と推定される。
そのため、両国は2015年/1996年の債権(*)を表示。

☆20年で各国とも大きく経済成長しており、上記の倍率のみで安心は禁物

15

3. 金融危機の歴史とアジアへの影響

(2) アジアへの影響

- ①アジア通貨危機(1997年)
震源地がアジア、国内金融システム崩壊、国内消費・投資の大幅下落、GDPも大きな下落
- ②世界経済危機(2007年~)
震源地は欧米、欧米の金融システムに大きなショック、欧米の消費・生産の下落が貿易チャネルで危機伝播(金融チャネルの影響は軽微)
→軽微で済んだ理由は???
A. 証券化商品への投資が少なかった
B. 外貨準備積み増し
C. ドルペッグから離脱した国が多い(通貨暴落リスク低減)

14

3. 金融危機の歴史とアジアへの影響

(3) 世界金融危機の振り返り

○危機の概要

2007年8月のハリハリショック*

*BNPパリバ傘下の投資ファンドが償還凍結を発表

→2008年9月リーマンショック(リーマン・ブラザーズ破綻)
→金融危機本格到来 → 欧州・新興国にも影響
→実体経済にも波及 (⇒2009年にはギリシャ危機発生)

①原因と影響の拡大経路

サブプライムローン問題および関連証券化商品の下落
→CDS(クレジット・デフォルト・スワップ)スプレッド拡大
→C/Pリスクの顕在化
→流動性の著しい低下

16

3. 金融危機の歴史とアジアへの影響

②各国の対策

- A. 各国で金融安定化のため、緊急的な政策措置
- A. 公的資本注入など金融機関のB/S改善ための措置
- B. 金融市場の流動性回復のための措置
- C. 預金者等の保護のための措置

⇒本日のテーマの観点からの注目点

- A. 世界的な「異次元の金融緩和」開始
- B. FRBによるECB、日銀をはじめ各国中央銀行へのドル資金供与
- C. (ギリシャや危機対応)ESM創設(2012)

地域独自対応

～前身のEFSF(2010年設立)の後継機関(恒久的)

グローバルな対応だが、IMFではない！

17

4. 危機対応における地域主義とグローバルイズム

(1)最後の貸し手とは？
 <定義> 日本銀行HPより

最後の貸し手としての機能とは、一時的な資金不足に陥った金融機関に対して、他に資金供給を行う主体がない場合に、中央銀行が文字どおり最後の貸し手(Lender of Last Resort. 略して「LLR」と言われます)として一時的な資金の貸付け等を行うことを言います。

☆通貨発行権の存在

国内の「最後の貸し手」:各国中央銀行
 世界の「最後の貸し手」:???

～IMFは通貨*発行権なし、FRBはアメリカの中央銀行

* SDRは、通貨ではない(国際的な準備資産)

19

3. 金融危機の歴史とアジアへの影響

○FRBによるドル資金供給の考察

①概要

- ・2007年12月～通貨スワップ協定により各国中央銀行へ供給
- 2008年10月通貨スワップ協定の限度額撤廃

(対象)ECB、BOE、スイス国立銀行、日本銀行

- 韓国、シンガポール、メキシコ等新興国にも拡大
- ・主な狙いはユーロ圏およびその周辺国の銀行間市場のドル資金不足への対応(：信用リスクの高まり)

②論点

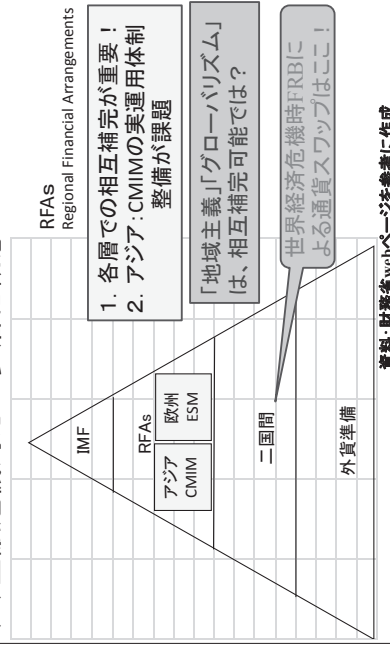
- ・資金供給者のFRBは、1国(アメリカ)の中央銀行
- ・国際機関IMFの資金基盤は先進国対応には不十分
- ・今回の中央銀行間の対応は「グローバルな協調体制」

ただし、米ドルが世界の基軸通貨！

18

4. 危機対応における地域主義とグローバルイズム

(2)金融危機対応の多層化概念



20

4. 危機対応における地域主義とグローバリズム

(3) アジアの最近の動き

(従来)貿易など域内取引:米ドルを中心に利用
(日系企業も同様)

(最近)域内通貨建て取引増加を志向

・中国 2009年より、人民元の国際化を志向

⇒貿易など対外取引の元利用増加

・ASEAN 2015年末ASEAN経済共同対体設立

⇒ASEAN域内通貨利用の促進を展望

・日本 1980年代より「円の国際化」を推進

⇒為替変動もあり、日本の期待ほど広がらず

<狙い>

・米ドル依存からの脱却、危機予防etc.

⇒基軸通貨は、将来も米ドルのままか？

21

4. 危機対応における地域主義とグローバリズム

(4) 国際通貨体制の展望

○国際通貨の機能

①交換手段、②計算単位、③価値貯蔵

☆米ドル:国際経済取引の利用におけるシェアが高い

⇒「基軸通貨」現状は、「ガリバー型国際通貨制度」

～契機:1944年から ブレトンウッズ体制

=金・ドル本位制(固定相場制)

→1971年 金ドル交換停止(ニクソンショック)

→1973年 変動相場制に移行 →米ドル地位揺らぐ

∴「民間経済主体」が、「①交換手段」を重視

○将来の可能性 →「技術革新(FinTech)と未来」

①米ドルの地位継続、②エーロほか地域通貨のシェア増、

③SDRの国際通貨化?(2009年 周小川)

22