

# 金融グローバル化という波の乗り方

伊藤宏之

米国ポートランド州立大学経済学教授

RIETI客員研究員



ハイライトセミナー  
経済産業研究所  
2018年12月10日

# 不安定な金融市場

- 不安定なNYダウ市場
- スピルオーバー
- 政治的・地政学的リスク
  - 米中貿易戦争
  - 英EU離脱問題(ブリグジット)
  - イタリア財政不安、ユーロ不安再来？



# 不安定な金融市場

- 経済的リスク
  - イールドカーブ平坦化
  - 米経済失速(?)
    - 米経済のみ過熱気味
    - 2015年末以来金融引き締め
    - FFR(米政策金利) 2.00-2.25%



10年前のようなアメリカ発の世界金融  
危機は起こるのであるだろうか？



金融不安が起こるとしても、

米国や他の先進国から起こるのではなく、  
新興市場経済を始めとする発展途上国か  
ら起こる可能性が高い



# 金融不安があるとする、...

- 多くの新興市場国家がドル建ての債務を抱えている
- 米国の金利上昇により、新興市場国家の（自国通貨での）債務負担が上昇する
- 今や発展途上国は世界GDPの約6割を担う
- 多くの発展途上国が国際金融によって米国やEUをはじめとする主要経済とつながっている



# 金融自由化と発展途上国



# 金融自由化と切っても切れない関係

- 1973年に金ドル本位体制であるブレトン・ウッズ体制が崩壊後、それまで閉じられていた金融市場が徐々に開放される
- いくつかの主要発展途上国が金融自由化を行い、ソブリン債を発行し財政補填した
- 1980年代初頭、**米国の金利が上昇**、1982年以降、ラテンアメリカの多くの国が通貨危機、債務危機に陥る
- 国際通貨基金(IMF)から緊急融資を受ける





# 金融自由化と切っても切れない関係

- 1990年代前半、東アジア諸国が自由化を行い、ドル建て短期融資を受け、自国建ての長期投資を行う。
- バブルが発生し、経常収支悪化
- **ドルが上昇する**とともに投機的攻撃が起こる
- 多くの国(韓国、インドネシア、タイ、マレーシア等)が通貨危機に陥る
- 国際通貨基金(IMF)から緊急融資を受ける



金融自由化

1970年代後半 ラテン・アメリカ  
1990年代前半 東アジア

資本流入・投資ブーム・バブル

経常収支悪化

米金利上昇  
ドル高

自国通貨の投機的な売り

固定相場制破棄・通貨危機



# 金融自由化から分かったこと

- 金融自由化を行うことにより、マネーの流入が容易になる。自国が低貯蓄であったり、金融市場が整備されていない場合は金融自由化により海外から投融資を受けることができる
- しかし、流入が容易であるということは、流出も容易である。経済指標が悪化するとマネーが流出しやすい
- その際に、固定相場制を保つなど、経済システムを保つためにドルなどのハード・カーレンシー(国際決済通貨)が必要になる。
- つまり、ドルなどの外貨準備を保有することが金融不安の際の保険になる

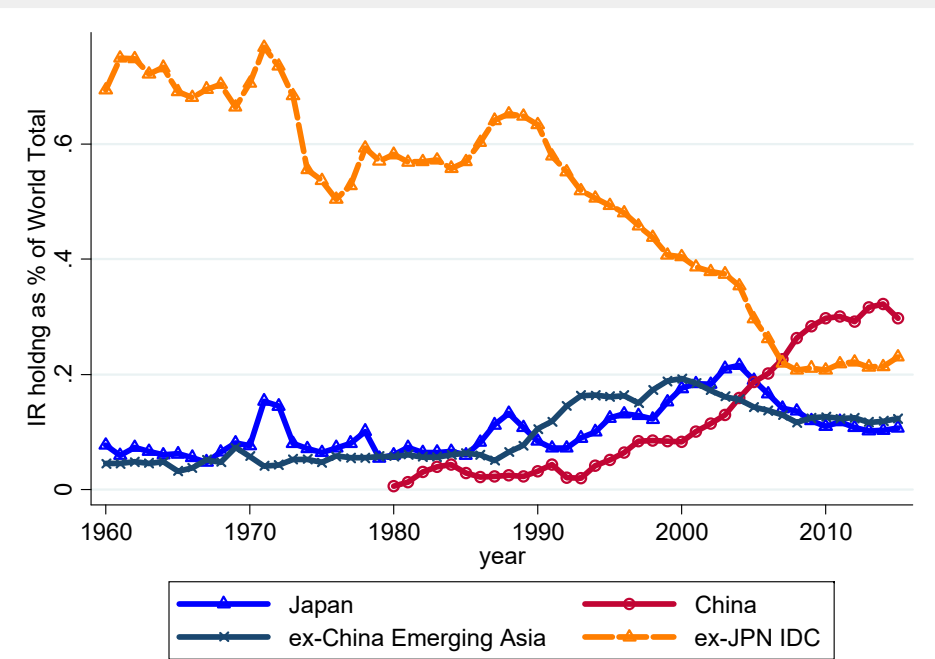
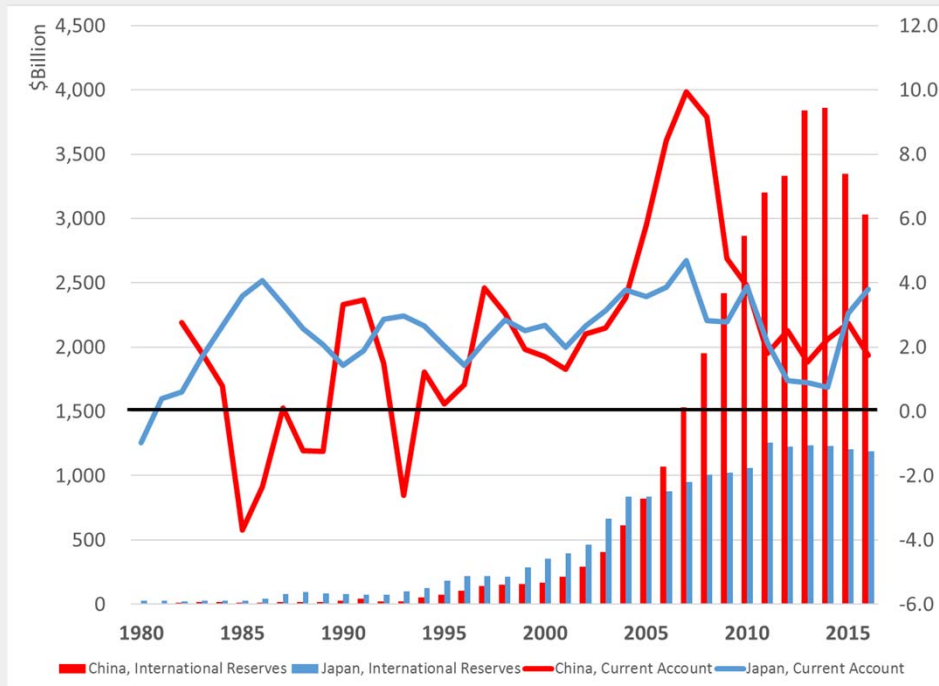


# 外貨準備と切っても切れない関係

- 厳しいIMFの緊急融資条件(コンディショナリティー)
- IMF緊急融資を受けると、アメリカの要求を受けるという汚名、敗北感
- IMFに頼らず、常日頃から外貨準備をためておくことで「自前の保険」を用意できないか？
- 経常収支が黒字に誘導することで、外貨準備高が増え、為替を比較的安いレベルで安定させることも可能
- 輸出主導の経済発展と兼ね合わせることができる



# 中国の膨大な(3兆ドル)外貨準備高



# 膨大な外貨準備が意味するのは？

- 外貨準備は中央銀行の資産であるので、外貨準備が増大すれば、その分貨幣の発行量が増える
- 世界経済の中のマネーの量が増える
- 膨大な量のマネーが世界を駆け巡り、グローバル・ファイナンス・サイクルを作り、そのグローバル・ファイナンス・サイクルが個々の経済の影響を与える (Rey, 2013)



# 多額の外貨準備保有のもつ**矛盾**

- グローバルな規模で流通するマネーが増える
- グローバル規模で流れるマネーは時に金融不安を起こす
- 多くの国で金融の自由化が行われ金融のグローバル化が続く限り、それが引き起こしうる金融不安に対して、それぞれに国は保険的バッファーを求め続ける
- しかし、その保険を求めることこそがさらなる金融不安の種をまく



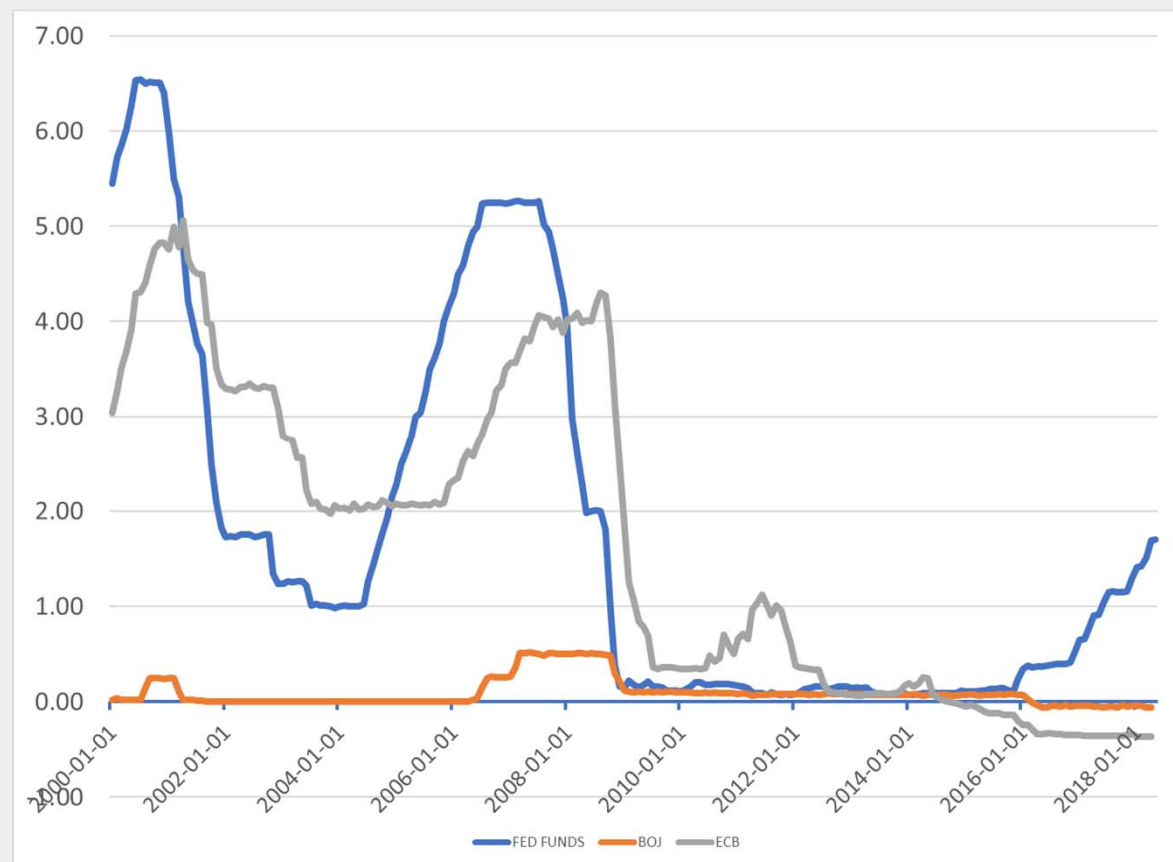
## 実際に、

- 2005－07年にかけて、膨大な量のマネーが米国やヨーロッパの資産市場、特に住宅市場に流れる
- 2008年にリーマンショックが起こる
- 今まで先進国に流れていたマネーが新興市場経済へと流れる、軒並み通貨高を経験
- 自国通貨高を利用し、ドル建てで資金調達を行う
- よって、資本流入とともに好景気を経験
- さらに、2013 - 14年にかけての資源や商品作物の価格向上が景気過熱に拍車をかける





# 米国(青)、ユーロ圏(グレイ)、日本(オレンジ)の短期政策金利

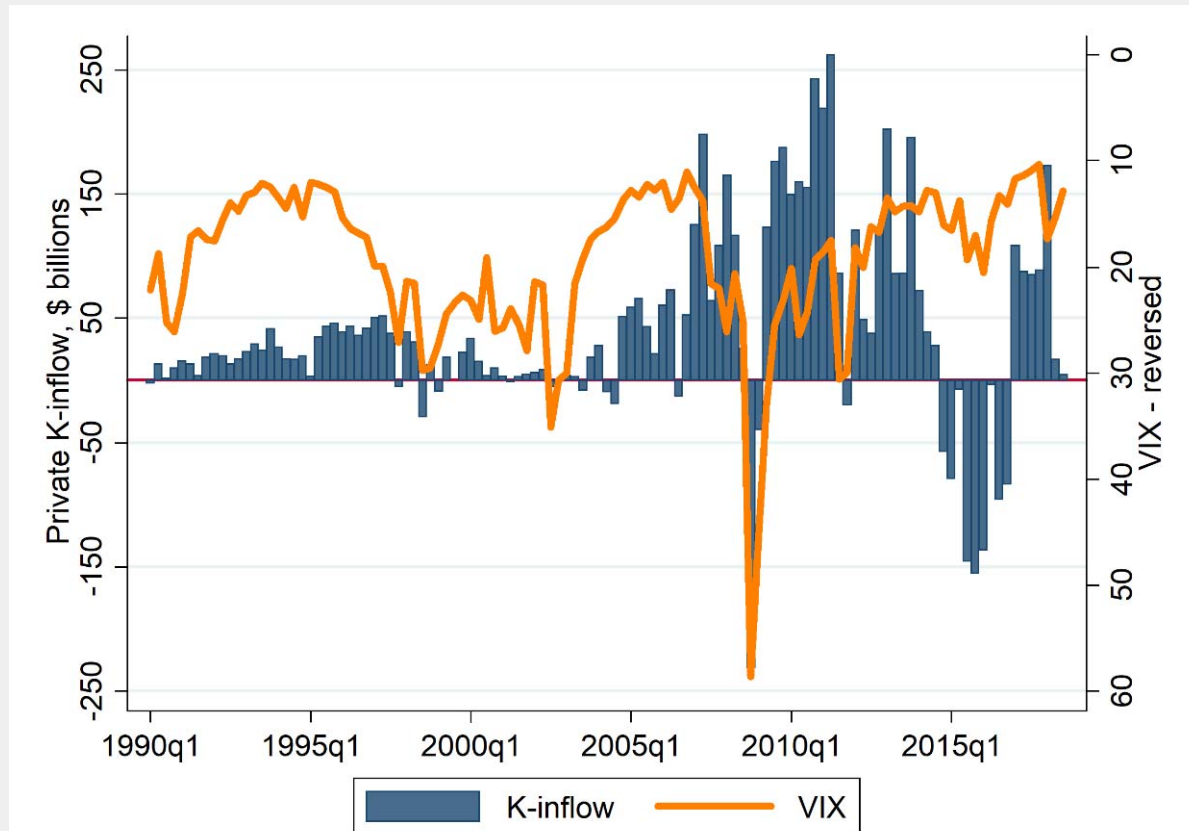


# Rey (2015)による新説

- センター経済(主要国家経済)、特に米国の金融政策が、資本流出入、与信の伸び、レバレッジなどをおして他の諸国の金融政策に直接影響を及ぼす
- よって、「独立した金融政策」と「自由な資本の流動」二つのジレンマに基づく
- したがって、海外資本の流出入からの影響を受けたくなければ資本規制を行うしかない



# Global Financial Cycle



そして今



# そして、今

- トランプ減税
- FRBによる金融引き締め(2019年まで?)
- 財政赤字増大
- 米国金利上昇圧力
- ドル高基調
- 実体経済好調、経常収支悪化
- ➔ ドル高による米国へのマネーの還流
- ➔ 新興市場からのマネー逃避



## よって、リスクは新興国家に

- 多くの新興国家が米国が金融引き締めを行う前にドル建てで借り入れ、積極的に投資をした
- 現在のドル高、自国通貨安基調は、債務負担を増大させる
- 原油などの資源や商品作物の価格も比較的低迷
- 金融システムにストレスがかかる、新興市場通貨安に拍車がかかる、さらに債務負担が増大する、悪循環
- ハード・カーレンシー建ての比率が高いと、通貨発行国の経済政策の影響をもろに受けやすい



# アメリカ発の大不況・金融不安のリスクは低いと思われる

- 2008年以前のようなサブプライムの問題は起こらないであろう
  - 金融危機以降の金融行政引き締め。厳しいローンチェック
  - 住宅ローンをベースにしたデリバティブなどの不良資産が起こるような状況にはないと考えられる。
- 米経済は強い
  - 2018年11月の失業率も3.7%（1969年以来の水準）。賃金の上昇もまだ高いレベル
  - ユーロ圏や日本経済などに比べても強い



## では、どうすべきか？

- リスクを正しく理解する
- ポピュリスト指導者に気を付ける
- 経済危機を経験すると政治的混乱が生じる
- 政治的混乱期には、過激な主張が受けいられやすい
- 保護主義、自国至上主義はかえって状況を悪化させる





# どうすべきか？ 長期的には？

- ドルー通貨支配の構造を変化させる
- アメリカ一国の経済・金融状況が世界経済に影響を与えすぎる
- アメリカの財政状況に対するチェックが入らない
- ユーロの信認度はいまだ高くない(ユーロ危機の影響)
- 元の国際通貨としての地位の向上させる必要があり、そのためには金融の自由化が必要
- さらに、円の国際通貨としての地位を向上させる
- 多通貨制度になると、お互いチェック・アンド・バランスが機能し、リスクも分散される



ご清聴いただき、ありがとうございました

