

世界経済における金融化とデリバティブの役割： 資本自由化以降の韓国経済が経験した二つの外貨流動性危機の比較分析

著者	李 素軒
学位授与年月日	2017-03-23
URL	http://doi.org/10.15083/00075511

審査の結果の要旨

論文題目 世界経済における金融化とデリバティブの役割

:資本自由化以降の韓国経済が経験した二つの外貨流動性危機の比較分析

氏名 李 素軒

1. 概要

本論文は、現代資本主義を特徴づける「金融化(Financialization)」とそれに伴う金融システムの変容の中で、デリバティブはどのような役割を果たしているのかを明らかにすることを課題としている。とりわけ、先進国で発明された制度としての金融デリバティブが新興国にどのように普及し、どのような影響を与えているのかについて、韓国の事例を通じて検討を行った論考である。本論文は、次の目次のごとく、序章と4つの章、そして結論から構成されている。

第1章 序論

第2章 重層的信用ネットワークとしてのグローバル金融システム

第3章 グローバル金融システムにおけるデリバティブの役割：新興国の通貨ミスマッチ問題と為替デリバティブに焦点を当てて

第4章 韓国の事例①：デリバティブ市場の成長とグローバル金融危機の波及

第5章 韓国の事例②：97年と08年の二つの外貨流動性危機の比較

第6章 結論

序章に続く第2章は、本稿における分析の枠組みを導き出すための理論的考察を行なっている。議論の出発点として、金融部門の量的成長及び影響力増大を指す金融化という概念に基づいた諸論考を批判的に検討し、金融化がもたらす銀行・企業・個人という経済主体間の関係変化と、グローバル金融フローの増大によって作られる収斂の中でも多様性と異質性が生じる複合的な構造に着目する必要性を強調する。そして、国民経済という枠に収まらない金融フローの全体像を捉える分析フレームワークを模索するため、経済活動のグローバルな広がりに着目し、それを捉える理論的枠組みとして使われるチェーンとネットワーク・アプローチに対して、金融市場分析への適用可能性という観点から検討を加えている。各アプローチからの示唆を踏まえ、貨幣を媒介として結ばれる信用ネットワークとしての貨幣ネットワ

ークという分析単位に着目し、収斂と多様性というグローバル金融システムの複合的性格を反映する概念的枠組みとしての可能性を探っている。

貨幣の使用には取引ネットワークに対する信頼を含める諸制度的基盤が必要である点を強調する Dodd(1994)や、貨幣の使用に基づく取引ネットワークの圏域と貨幣に対する通貨主権に基づく政治地理的な圏域を区分し、国際金融市場における通貨間競争やヒエラルキー関係を反映し、経済的・政治的側面を統合した通貨の影響力を空間的に表象する覇権圏域という概念を提示した Cohen(1998)からの示唆を踏まえ、グローバル金融システムの異質性の分析単位としての貨幣・通貨別信用ネットワークが結論として導出される。

諸通貨ネットワークはそれぞれの通貨発行国の特殊性やその通貨の国際的位置付け等の面で互いに区分される異質性を持つ。しかし、グローバル金融化の下で、諸通貨ネットワークは同質的制度基盤を形成しながら広がり、互いに繋がりあい、重なりあいながら、重層的信用ネットワークとしての金融システムを構成する。このようなグローバル金融システム像から、分析の焦点となるのは各ネットワーク間の繋がりはどのように行われ、どのような特性を持ち、それによってどのような影響をもたらすかという点である。この点を第3章以下で検討している。

第3章は、通貨ネットワーク間を繋ぐデリバティブの役割と、それが新興国の通貨ミスマッチ問題に与える影響について考察している。章の前半ではデリバティブに対する従来の議論を検討し、一種の金融商品としてのデリバティブ取引の合理性を問う問題設定の代わりに、リスク認識やリスク管理という慣行、ヘッジ手段としての金融商品の制度化までを含む制度としてのデリバティブという観点を打ち出している。この観点から、異なる通貨建て資産間の金融的相互連関を作り出す直接的経路であると同時に、グローバルな金融フローを支える制度的基盤となり、通貨別信用ネットワーク間の結びつきを増大させている制度としてのデリバティブの役割を取り上げている。

章の後半では、グローバル金融化の下で信用ネットワーク間の繋がりを支えるデリバティブの役割に着目して、新興国の通貨ミスマッチ問題にデリバティブがどのような影響を与えるのかという問題を立て、新興国の現状を踏まえ検討している。2000年代以降、新興国におけるデリバティブ取引の急速な成長と共に、オフショア信用取引を通じた外貨資金調達が増え、90年代の新興国金融危機以降改善していた通貨ミスマッチの度合いが再び大きくなっており、デリバティブと通貨ミスマッチの関係に関する理論的分析の必要性が指摘される。そして、この関係についての3つの従来説（原罪論、債務不耐性論、通貨ミスマッチ論）が、為替リスクのヘッジを可能にするデリバティブを通貨ミスマッチに対処するツールとして積極的に評価している点を紹介し、次のように批判する。

制度としてのデリバティブの役割に着目すると、為替デリバティブが通貨ミスマッチの問題を深化させる要因にもなる。通貨ミスマッチの度合いに直接的な影響を与える経路としては、①外貨建て資金調達に伴う為替リスクが対処可能になることによって外貨資金依存度が高まる効果、②デリバティブ取引に伴うリスク・エクスポージャーの正確な把握の困難によつ

て管理・規制が難しくなる効果、が考えられる。なお、従来説ではデリバティブを使ったヘッジ取引を通じて通貨ミスマッチから生じた問題を緩和できる効果が強調されているが、そのような順機能も以下の点を考慮すると限界がある。①個別主体レベルではヘッジ取引を通じて為替リスクに対処したとしても、それが国レベルでの通貨ミスマッチ問題の緩和に必ず繋がるとは言えない。②為替リスクをヘッジするため、為替スワップ等の短期デリバティブ取引に依存すると、満期ミスマッチ問題に繋がりがやすい点で新たな脆弱性をもたらす。③デリバティブ取引に限らない問題であるが、通貨ネットワークの繋がりによって外貨建て信用への依存度が増大すると、危機時の政策当局による流動性供給に限界がある。以上の点から、為替デリバティブは従来説の観点のように通貨ミスマッチ問題への対処策にもなるが、同時に不安定性を加重させる要因でもあると論じている。

第4章は、デリバティブによる通貨ネットワーク間の繋がりにおける不安定性を確認する事例として、08年グローバル金融危機時の韓国が経験した流動性危機について考察している。韓国は97年通貨危機をきっかけとする金融制度改革を通じて、市場型金融を積極的に導入しており、他の新興国や経済規模に比べて大きい規模のデリバティブ市場が形成されている。韓国デリバティブ市場の特徴の一つは、韓国経済の貿易依存度が高く為替レート変動の影響が大きいので、その影響を緩和するため、為替デリバティブ取引の比重が高いという点にある。しかし為替デリバティブ取引は08年グローバル金融危機時に危機が波及する経路となった。輸出企業や海外証券投資をしていた資産運用会社が為替リスクをヘッジするために売った先渡取引から派生した一連の資金フローの集積によって、マクロ経済レベルでは短期対外負債が急増し、バランスシート上の脆弱性が作られた点が指摘されている。そのような状況でグローバル金融危機が拡散し、ドル資金市場のクレジッド・クラッチが広がると、急速なドル資金の引き揚げが生じてドル流動性不足が発生した。為替デリバティブ取引に関わっていた、輸出企業、国内銀行、外国系銀行支店等は、個別主体としてはデリバティブ取引を通じて為替リスクをヘッジしていたが、そのヘッジ取引が短期外貨資金の借入や短期物の為替スワップに依存していたため、満期ミスマッチ問題が深化していたことが、危機の直接的原因として指摘されている。通貨ミスマッチ問題に対処するツールとして使われる為替デリバティブ取引が、同時に別の形のバランスシート上の脆弱性を作り出す要因となっていたことが解明されている。

第5章は、97年と08年の2つの外貨流動性危機の比較分析を行っている。2008年に発生した短期外貨資金の急激な逆流による外貨流動性枯渇および対外的通貨価値の暴落というパターンは、1997年通貨危機と類似していた。しかし、2つの危機の直接的な原因であった脆弱な対外ポジションが作られた過程における主体と動機は異なっており、危機の波及構造、政府当局の政策的対応の様相においても相違点が多く見られる。97年においては、資本自由化や金融市場改革の過度期に生じた規制の非対称性から、第二金融圏を中心に短期対外債務が急増していた点が、脆弱な対外ポジションが抱えるリスクを顕在化させた重要な要因となった。第二金融圏の金融会社は規制から相対的に自由だったので、国内に比べて調達費用の

安い外貨資金を短期で借入れ、外貨リース等の収益率の高い国内の長期資産に運用していた。国内の主要資金需要者であった企業部門の収益性低下と設備投資の動きは資金調達の需要を増大させ、企業部門の借入依存度の増大と共に、短期の無担保 CP 発行という不安定性の高い資金調達の増加につながった。結局、資金繰りの悪化によって大企業の連続的倒産が始まり、金融会社の資金回収と企業の倒産という悪循環が続く中、東南アジア通貨危機の伝染によって激しくなった外国資金の引揚げがドル流動性枯渇という事態に引き起こす一撃になったと論じる。

国内金融システムの不健全性が危機に至る過程で大きな役割を果たした 97 年に対比して、08 年は企業の財務健全性や規制・監督体制の拡充という側面で国内金融システムは健全であったと論じる。輸出も好調であり、実体経済の面でも異常の兆候はなかった。しかし、輸出代金のヘッジ需要からドル先渡取引が急増し、その相手となった銀行部門の為替リスク・ポジション調整過程で短期外貨資金の流入が起こっていたことが指摘される。08 年の特徴は、外貨資金調達と国内資金供給という役割を国内銀行や非銀行金融機関が独占していた 97 年と対比して、08 年には外国系銀行の国内支店がドル資金の主要供給源になっていた点にあると論じる。97 年危機以降行われた金融市場の全面的開放を契機に国内金融市場に参入した外国系金融機関の国内支店は、国内金融機関には適用される外貨流動性規制から自由であったため、短期外貨負債を増やすことが可能であったのである。このように、主に外国系銀行支店を通じて入ってきた短期対外資金が国内為替市場やスワップ市場に流れていた状況の下で、グローバル金融危機の影響で外貨資金の回収が始まり、ウォン/ドル為替レートの急騰やスワップレートの暴落等、国内金融市場における資金循環にも影響が波及したことが分析されている。

97 年以降の韓国金融システムの変容によって政府の危機への対応が変化したことも論じられている。為替レートの防衛や金融機関の対外債務への支払保証に外貨準備のほとんどを使い尽くした 97 年とは異なり、08 年には為替レートには介入せず、競争入札方式での外貨流動性供給等、外貨流動性支援における効率性向上が図られた。なお、スワップ市場を通じた外貨流動性供給、「銀行資本拡充ファンド」等の助成による資産流動化制度を用いた国内資本市場への流動性供給等、金融市場を通じた流動性供給が積極的に行われた点が指摘されている。

97 年と 08 年危機の比較から見られる危機波及経路や政府対応の変化は、グローバル金融化の下で新興国に普及した市場型金融によって信用ネットワーク間の繋がり構造が変容したことを示していると論じている。銀行中心の金融システムでは金融機関への取り付け騒ぎの形で展開された外貨流動性危機は、市場型金融制度が普及し、資本市場が成長した 10 年後には、為替市場やデリバティブ市場、資本市場間の結びつきを通じて波及する様相に変化したと論じる。国内金融機関・外国系金融機関といった諸主体間の市場を通じた資金フローの集積によって、通貨ミスマッチに対するヘッジ取引が満期ミスマッチをもたらした 08 年の事例は、資本市場型金融システムにおけるデリバティブによる信用ネットワーク間の繋がりによって潜在する不安定性を顕在化したと結論付けている。

結論では、本論文の内容が次のように総括されている。各通貨ネットワーク間の繋がりの増大を通じて一つのシステムを成しているグローバル金融システムの構造は、その繋がり故のリスクという新たな次元の金融不安定性の要素を生み出している。グローバル金融危機以降、韓国を含めて世界的に浮上しているマクロ健全性政策からは外貨信用ネットワークとの繋がりによって生じる不安定性を規制しようとする動きが見られる。韓国の事例が示唆するように、金融システムの変容やマクロ経済の状況によって外貨信用ネットワークとの繋がりの構造も変容し、脆弱性を作り出す要因や主体も変わる。通貨ネットワーク間の異質性という根本的な問題に対する考察と共に、変容するネットワーク間の接合面の様相を明らかにすることは、効率的なマクロ健全性政策の樹立や国際金融の安全網作りの前提である、というように本論文の意義と残された課題が最後に述べられている。

2. 評価

本論文の積極的意義は以下の点にある。

第1に、韓国における08年外貨流動性危機においては、グローバルな通貨・信用ネットワークの中でデリバティブを通じた為替変動リスクのヘッジ取引が満期ミスマッチ問題を生み出していたことが、説得的に論じられている。サブプライム金融危機に起因するドル流動性危機が通貨・信用ネットワークを通じて韓国に波及したメカニズムの解明は高く評価できる。

第2に、韓国における97年と08年の外貨流動性危機の共通点と相違点が立体的に論じられている点は重要な貢献である。97年危機については、危機の原因が実体経済にあること、金融会社の短期対外ドル債務急増と対内債権急増が対応していたこと、危機の勃発の契機はアジア経済危機の影響が香港経由で韓国に波及したこと、などが説得的に論じられている。このため、97年危機の際には通貨ミスマッチと満期ミスマッチのダブルミスマッチ問題が発生したのであるが、08年危機の場合にはドルの満期ミスマッチ問題が発生したのである。

第3に、2つの危機の相違の背景には、金融市場の全面的開放と規制緩和、国際通貨・信用ネットワークの変質、国内金融制度構造の変化、実体経済の相違、などの要因が働いていたことが説得的に論じられている。韓国語・日本語・英語の文献と統計資料を効率的に活用している点も評価できる。

このような成果の反面、本論文には、疑問とすべき論点や、さらに解明すべき未解決の問題も残されている。

第1の問題は、前半における理論の検討が後半の実証分析に活かされているかどうかという論点である。第2章で検討されたネットワーク理論や、第3章で述べられた「制度としてのデリバティブ」論が、第4章、第5章でどう活かされているのか必ずしも明確ではない。第2章で検討されているアクターネットワーク理論（ANT）では、非人間主体の役割が強調され、著者は貨幣が非人間主体であると論じているが、なぜそうなのか説得力のある説明が

求められる。たとえば、ブラックショールズ式が非人間主体ならばデリバティブの計算方法も非人間主体になるのではないか。また、複数の通貨をつなぐデリバティブ自体が貨幣といえるならば通貨ネットワークにおけるウォンやドルといった貨幣との関係はどう考えられるのか、といった問題を検討し後半の分析に活かしていく必要がある。

第2の問題は、08年危機に関する論点である。第3章では、「個別主体レベルではヘッジ取引を通じて為替リスクに対処しても、それが国レベルでの通貨ミスマッチ問題の緩和には必ずしも繋がらない」と述べているが、どうしてそう言えるのか。国レベルの集計量でも個別主体レベルでも「ドルの満期ミスマッチ問題」が生じていただけではないか。外国系銀行韓国支店が在米店からドル短期資金を調達できなくなったためドル流動性危機が発生した可能性が高いのではないか。こうした問題について、更なる検討が望まれる。

しかし、このような問題点があるとはいえ、本論文に示された韓国外貨流動性危機に関する優れた研究成果は、著者が自立した研究者として研究を継続し、その成果を通じて学界に貢献しうる能力を持っていることを明らかにしている。したがって、審査委員会は全員一致で、本論文の著者が博士（経済学）の学位を授与されるに値するとの結論を得た。

2017年1月28日

審査委員 柴田徳太郎（主査）
荒巻健二
大森拓磨
岩田佳久
野原慎司