

博士論文（要約）

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

李 素軒

本稿の目的は、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にある。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。

本論の第2章では、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た。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の多様性の構造に着目する必要性を提起した。国民経済という枠に収まらない金融フローの全体図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した。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試みた。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き出される。通貨ネットワークはその発行国の特殊性や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、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。

したがって第3章で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た。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た。そのような観点から、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た。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、後半では新興国の通貨ミスマッチ問題にデリバティブはどのような

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た。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いる推移がみられ、両者の関係に対する理論的分析が求められている。通貨ミスマッチ問題をめぐる従来説として参照した三つの議論（原罪論、債務不耐性論、通貨ミスマッチ論）では、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評価している。

しかし、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ことが明らかになる。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に対処可能にすることによって外貨資金依存度を高める効果、②デリバティブ取引によって正確なリスク・エクスポージャーを把握することが難しくなり、管理・規制が難しくなる効果が指摘できる。尚、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。第一に、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。第二に、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。最後に、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、危機が起こった際に政策当局による流動性供給に限界がある点でも、ネットワーク間の繋がりを支え促すデリバティブ取引は不安定性の潜在的要因となる。以上のような点から、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言える。

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、第4章では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検討した。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、貿易依存度が高く、為替レート変動の影響が大きい経済構造の特性から、為替デリバティブ取引の比重が高いという点である。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社が為替リスクをヘッジするため売った先渡取引から派生され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。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・クランチが広がると、急速なドル資金の引き揚げが生じてドル流動性不足に直面したのであった。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、外国銀行支店等の個別主体として

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のが、危機の直接的原因であった。事例から確認できるように、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は、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もなった。

第5章で示されるように、短期外貨資金の急激な逆流による外貨流動性枯渇及び通貨価値の暴落というパターンは1997年通貨危機時と類似していた。しかし、二つの危機の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を作り出した主要因であった。当時、規制から相対的に自由であった第二金融圏の金融会社が、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で、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き上げはドル流動性枯渇という事態に至らせる一撃となった。

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ていた97年に比べると、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になっていた。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の先渡取引の急増は、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をもたらした。08年の特徴は、外貨資金調達と国内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年に対して、外国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である。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、国内の外貨資金需要に応じて短期外貨負債を増やすことが可能であった。このように外国銀行支店を通じて主に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、為替レートやスワップレートの急騰・暴落する等、国内金融市場における資金循環にも影響が波及したのである。

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も変わっていた。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年とは異なっており、08年は為替レートには介入せず、競争入札方式で外貨流動性供給を行う等、外貨流動

性支援における効率性を向上しようとしていた。尚、スワップ市場を外貨流動性供給の通路として使ったり、「銀行資本拡充ファンド」等を助成し資産流動化制度を使って国内資本市場に流動性を供給する等、金融市場を通じた流動性供給が積極的に行われた。

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も変容している点を示す。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で現れた。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構造に潜在する不安定性を示した。

各通貨ネットワーク間の繋がり構造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先決課題であろう。