

コロナ不況とドル流動性危機*

柴田徳太郎

要旨：新型コロナウイルス感染症の世界的な蔓延に伴い、2020年3月に世界経済は不況に陥った。このコロナ不況は「ドル危機」ではなく、「ドル流動性危機」を引き起こした。なぜ、「ドル暴落の危機」ではなく、「ドル流動性危機」が起こったのか。「ドル体制」に関する4つの説の検討を踏まえて、今後の「ドル体制」の問題点を解明する。

[キーワード：コロナ不況、ドル流動性危機、国際的な最後の貸し手、ドル体制、EMEs]

1 はじめに

新型コロナウイルス感染症の世界的な蔓延に伴い、2020年3月に世界経済は不況に陥った。このコロナ不況は「ドル暴落の危機」ではなく、「ドル流動性危機」を引き起こした。なぜ、「ドル暴落の危機」ではなく、「ドル流動性危機」が起こったのか。

本稿ではコロナ不況とドル体制との関連を検討する。その前提として2節では、ドル体制に関する4つの主要な説を検討する。3節では、グローバル金融危機(2007-9年：GFC)の経験を踏まえて、これらの諸説を評価する。

4節では、21世紀のドル体制において問題となっているのは「ドル暴落」のリスクではなく、「ドル流動性危機」のリスクであることが論じられる。4節1では、GFCの際に発生した「ドル流動性危機」発生のメカニズムと、FRBを中心とする「最後の貸し手機能のグローバル化」について論じる。4節2では、GFC後のドル資金調達構造の変化について論じる。

5節では、コロナ不況とドル体制の関連について論じる。5節1では、コロナ・パンデミック発生による「ドル流動性危機」の再燃について論じる。5節2では、パンデミック発生によるEMEs(新興市場経済)のドル金融逼迫について論じる。5節3では、「ドル流動性危機」の再燃に対する政策対応について論じる。

6節では、ドル体制の脆弱性について論じる。

6節1ではGFC後のドル債務累積問題が論じられ、6節2では、最大のドル債務累積国である中国の抱える問題が論じられる。

7節では、結論として、現代のドル体制の脆弱性である「金融不安定性」について総括する。

2 ドル体制に関する諸説の検討

2.1 グローバル・インバランス (GI) 論 (Eichengreen, 2007)

最初に、国際通貨体制の歴史に関する業績の多いアイケングリーンの説を見てみよう。この議論は次の4つの要素に分解できる。

①世界の銀行であるアメリカは、巨大な経常収支赤字を抱えている。

②アジアは、輸出志向型発展戦略から脱却するかもしれない。したがって、アメリカの経常収支赤字の持続可能性は脆弱だ。

③グローバル・インバランスは、持続可能ではない。ドルは下落する可能性がある。

④赤字国は貯蓄不足を修正し、黒字国は過剰貯蓄縮小に努める必要がある。

多少、解説しておこう。①はかつてのポンド体制(国際金本位制)と対比している。当時、世界の銀行であるイギリスは、経常収支が黒字であった。このため、安定的な対外投資(資本収支赤字)が可能であった。それに比べて、現在のアメリカ

は経常収支が赤字で、外国からの資本流入（資本収支黒字）に依存しているため、ドル体制は脆弱であるということになる。この説は、ポンド体制（金本位制・固定相場制）との対比という視点から主張されている点に特徴がある。1920年代の（イギリス経常収支黒字幅縮小による）ポンド体制の脆弱性という議論、あるいはIMF・ドル体制におけるドル危機の議論とも共通点が認められる。

2.2 グローバルな貯蓄過剰 (GSG) 論 (Bernanke, 2005)

次に、GI論の変形であるバーナンキのGSG論を見てみよう。彼は急増するアメリカ経常収支赤字の原因を「グローバルな貯蓄の過剰」に求める。その要因は次の4つである。

①途上国は金融危機の経験を踏まえて外為準備を蓄積している。（韓国、タイ、ラテン・アメリカ諸国など）

②中国などの対米経常収支黒字国は、輸出主導の成長のため外為市場に介入している。これは、政府が国内貯蓄を金融仲介し、国際市場で運用していることを意味する。

③石油価格が上昇している。

④先進国で高齢化が進行している。

この説についても解説しておこう。①途上国の外為準備蓄積を途上国の貯蓄過剰と解釈している。②中国などの外為準備蓄積を、「国内貯蓄を金融仲介して国際市場で運用している」と解釈している。③石油価格の上昇は産油国の経常収支黒字（貯蓄過剰）を増やすと見ている。④先進諸国の高齢化は、貯蓄率の低下により先進諸国の貯蓄不足の原因となる、と考えている。

そして、グローバル貯蓄過剰⇒実質金利低下⇒アメリカの住宅建築ブーム、という因果関係が考えられている。こうした状況は長期的にはマイナスである。その理由は次の3つである。①住宅建築は非生産的である。②輸出産業が成長しない。③外国資本への依存は金融市場混乱のリスクがある。

この議論を補完するのがカバレロの次のような議論である。途上国には優れた貯蓄の運用先が

ない。それゆえ、途上国の資本市場へのアクセスを促進することが必要となる、という議論である (Caballero, 2010)。

2.3 「再生ブレトン・ウッズ体制 (BWII)」論 (Dooley and Garber, 2005, pp. 147-158)

次に、第3の説として「再生ブレトン・ウッズ体制 (BWII)」論を検討する。彼らはこの体制を次のように特徴付ける。①輸出主導型成長を支えるために対ドルで自国通貨を管理する経済グループが出現している。②基軸通貨国としてのアメリカは諸外国とくにアジア諸国の貯蓄に金融仲介サービスを提供し、大幅な経常収支不均衡を甘受している。③貧しい経済グループは輸出主導型発展政策を実行し、アメリカへ大量の資本を輸出している。④浮動するグローバルな貯蓄過剰の結果、短期・長期の実質金利は異常に低く低下しつつある。⑤変動相場制の下、工業化するエマージング経済グループ通貨は絶え間のない上昇圧力にさらされている。以上の特徴付けを踏まえて、彼らは金融危機後に次のように主張した (Dooley, Folkerts-Landau, and Garber, 2009)。

①BWIIは安定的で持続可能なシステムである。なぜならば、②輸出主導型成長戦略を採用する経済グループ（その代表は中国）は、国内の信用システムが貧弱なためアメリカの金融仲介サービスに依存せざるを得ないからである。アメリカ金融仲介サービス利用の担保が、経常収支黒字と累積する公的ドル準備なのである。③サブプライム金融危機はBWIIの脆弱性から起こったのではない。なぜならば、貯蓄のアメリカからの流出、アメリカでの金利の急騰・資産価格下落は起こらなかったからである。そして、危機からの回復過程で中国は準備を増やしており、BWIIはむしろ強化されている。

2.4 3つのドル体制論の共通点

以上3つのドル体制論には共通点がある。それは次のような構図である。①経常収支黒字国（その代表格は中国）の過剰貯蓄が、経常収支赤字国であるアメリカに資本輸出され、アメリカの貯蓄不足をファイナンスしている。②経常収支黒字国の過剰貯蓄は、国内の金融市場が未成熟なため、

アメリカの金融仲介に依存している。

この構図にはいくつかの特徴がある。①IS（投資・貯蓄）バランスと金融を結びつけて考えている。過剰貯蓄国はその過剰貯蓄を貯蓄不足国に貸し付けていると考えている。②その際、過剰貯蓄国はその貯蓄を国内の金融機関に貸し付けるか、アメリカの金融機関に貸し付けるか選択していると考えている。（金融仲介先の選択論）③その場合、過剰貯蓄（準備金）は金のような現物貨幣、あるいは単式簿記的にイメージしている。

したがって、同じ構図の下で、GI論者とGSG論者はこの構図を持続可能ではないと主張し、BWII論者はこの構図を安定的であると主張していることになる。

2.5 金融インバランス（FI）論（Borio and Disyatat, 2011）

こうした構図自体を批判するのが、ボリオなどBIS（国際決済銀行）エコノミストたちのFI論である。彼らはGSG論を次のように批判する。①物々交換に適した実物経済分析の手法（ISバランス論）を、信用創造が行われる貨幣経済の領域に適用する誤りがある。②ネットの資本移動に基づいて国際的なファイナンスの議論をしている。③市場利子率を貯蓄・投資の枠組みから説明している。その内容を敷衍しておこう。

①GSG説はファイナンスの問題を貯蓄の問題から説明しようとしている。貯蓄は実物タームの事象であり、貯蓄の移転によって資産価格が上昇するということはない。②ボリオらはネットの額をはるかに上回るグロスの債権債務関係の大きな変動を強調する。たとえば米欧間でネットの資本移動（＝経常収支）はバランスしていたが、グロスで見ると欧州金融機関の保有するドル債権の流動性は低く、他方で債務の側は満期の短いドル債務を負っており、金融危機の際には支払不能の危機が生じた。③経済活動は何らかの利子率を前提に行われ、その結果として国民経済計算における「事後の」貯蓄と投資が決まる。この意味で、貯蓄と投資は定義的に同じものなので、「事後の」貯蓄投資がその前提である利子率を決めることはあり得ない。

以上がFI論者のGSG説批判の概要であるが、

この批判はGI論とBWII論にも適用可能であろう。この批判を踏まえて彼らは次のような代替説を主張する。

①規制緩和と金融緩和政策の結果、市場利子率が自然利子率を下回るようになる。その結果、②過剰な信用創造が行われ、住宅の過剰投資が行われる。その結果が、③アメリカの経常収支赤字（貯蓄不足）拡大と途上国の経常収支黒字（過剰貯蓄）拡大であった。途上国の過剰貯蓄はバブルの原因ではなく結果だったのである¹⁾。

3 論争の評価

3.1 ドル流動性危機

この論争をどのように評価したら良いであろうか。まず、2007-09年の世界金融危機で何が起こったのかを確認してみよう。

①まず第1に言えることは、次のことである。GI論が懸念していたドル暴落は起こらなかった。逆にドル流動性危機が発生し、ドル為替は08年秋-09年冬の時期に急上昇した²⁾（柴田, 2011, p. 6）。したがって、GI論は2007-9年の金融危機には妥当しなかったと言える。

②GSG論に対するFI論の批判は正鵠を射ている。ドル建ての金融仲介、信用創造の拡大は、経常収支黒字とは関係ない。ドル建ての資金調達と資金運用はヨーロッパ金融機関が活発に行っていた。国際収支上では、アメリカの対欧資本流出がグロスで1兆ドル規模に拡大していた（柴田, 2011, p. 3）。欧からのグロスの資本流出が住宅金融バブルの重要な要因であった、と考えられる。

3.2 理論的検討

ISバランスと金融は区別して考える必要があるという論点を敷衍してみよう。中国の対米経常収支黒字によるドル準備累積の問題を考えてみよう。中国の輸出業者が輸出代金をドルで受け取る。受け取ったドルを外為市場で売り代わりに人民元を買う。中国の対米経常収支が黒字であれば、外為市場で<ドル売り人民元買い>が<ドル買い人民元売り>を上回り、人民元の対ドル為替相場は上昇する。中国人民銀行は輸出が不利にな

ることを恐れて外為市場に介入し、＜ドル買い人民元買い＞を行う。その結果、中国人民銀行のバランスシートでは、資産側でドル準備が増加し、負債側で人民元預金が増加する。一方でドル準備がアメリカ国債に投資され、他方で中国国内ではベースマネー増加により市中銀行の貸し出し増加が可能となる。

GI論、GSG論、BWII論はすべてISバランスと金融の問題を結びつけて考えている。過剰貯蓄をアメリカで運用するのか、国内で運用するのかという選択問題を問うている。しかし、国際金融を複式簿記で考えると、このような選択問題は発生しない。中国のドル準備累積は（不胎化しなければ）国内のベースマネー増加要因となるからである。

3.3 ドル体制論の評価

GI論、GSG論、BWII論はすべてISバランスと金融の問題を結びつけて考えている点に問題がある。ドル暴落が起こるか否かを問うという構図に問題があるのである。

では、現代のドル体制はどのような構図の下で考察すれば良いのだろうか。

4 ドル流動性危機

21世紀のドル体制において問題となっているのは、ドル暴落のリスクではなく、ドル流動性危機のリスクである。ドル流動資金の調達に困難となり、ドルの為替相場が急騰するリスクである。

4.1 グローバル金融危機（GFC）（柴田，2011）

2007-9年に何が起きていたのか。欧系銀行がドル・ドル取引を拡大し、ドル建てBS（バランスシート）を拡大し、アメリカ住宅金融バブルをUS系銀行と並んで牽引していた。負債側には金利の低い流動性債務が積み上がり、資産側には利回りの高い流動性の低い住宅抵当債権の証券化商品が積み上がっていた。住宅価格の上昇している間は、欧系銀行もUS系銀行も多額の利ざや収入を獲得できていたのである。

しかし、住宅価格が低下し始めるとこの構図は崩壊し始める。資産側の証券化商品の不良債権化

が進行し始めると、負債側の流動債務（ABCPなど）の借り換え困難に陥る。欧系銀行のドル流動債務の決済が困難に直面する事態が発生したのである。US系銀行であればFRBの最後の貸し手機能に依存できるが、欧系銀行にはそれができない。その結果、ドル為替相場は上昇し、欧系銀行が債権を取り崩すので、アメリカ市場からだけでなく途上国からも資金引上げが起こる。このように、ドル流動性危機がアメリカから世界に波及することになった。このドル流動性危機の波及を防ぐために、FRBを中心とするスワップ協定を通じたドルの流動性供給のグローバルな仕組が整備されていくことになる。

構図をまとめると次のようになる。①欧系銀行がドル建てBSの拡大によりアメリカ住宅金融商品に投資を拡大し、アメリカ住宅金融バブルを刺激した。その原動力は経常収支の黒字（過剰貯蓄）ではなく、欧系銀行の信用創造・金融仲介の拡大によるドル建てBSの拡大であった。②住宅金融バブルが崩壊すると、欧系銀行はドル建て流動債務の借り換え困難に直面する。ドル流動性危機の発生である。③ドル流動性危機はアメリカからヨーロッパを経てEMEs（新興市場経済）にも波及する。④ドル流動性危機を緩和するためにFRBを中心とする「最後の貸し手機能のグローバル化」が組織化されていく。

4.2 グローバル金融危機（GFC）後の変化（BIS, 2020c）

GFC以来、ドル資金調達の構造には大きな変化があった。ヨーロッパではドル資金調達の活動が減少したが、EMEsを含む他の地域ではその活動が増えている。銀行による仲介は少なくなり、市場ベースの金融が増加している³⁾。ノンバンクは、ドル資金調達のより重要なプロバイダーとユーザーになった。これらの傾向は、新しい規制改革、脆弱な銀行の回復と資本増強、および多くの管轄区域における金融仲介のビジネスモデルの転換など、さまざまな要因の影響を受けている。

ドル資金調達と米国以外の銀行の貸付活動に起因する世界的な金融システムに対する脆弱性は減少した。銀行はより多くの資本を保有し、より大きな流動性バッファを持ち、リスクをより

慎重に管理し、二国間信用エクスポージャーを削減したため、ショックに対する耐性が高まった。さらに、担保ベースでより多くの借入が行われ、より多くの取引が中央取引先を通じて清算されるようになった。また、FRBと他の中央銀行との間の二国間流動性スワップラインは、慎重な流動性バックストップ（最後の供給手段）を提供するようになった。その結果、主要な市場や金融機関はショックに耐えられるようになった。しかし、これはCovid-19危機によって示されたように、ショックが起これないこと、高ボラティリティが過去のものになったことを意味しない。

実際、GFC以降の改善の一部は、ノンバンクのドル取引の高まりによって少なくとも部分的には相殺された可能性がある。一方で、年金基金や保険会社などの機関は銀行よりも安定した定期的な資金源を持ち、レバレッジが少ない傾向にある。ただし、これらの機関がドル市場でより大きな役割を果たす一方で、ドル資金源である中央銀行に頼る機会が少ないため、特定の脆弱性が発生する可能性がある。

一部の市場におけるノンバンク金融機関の大規模な足跡は、彼らが苦痛を経験した場合、これが市場のボラティリティを増幅する可能性のある投げ売りを引き起こす可能性があることも示唆している。最後に、ヘッジされていないドルの借り手は、為替リスク、金利リスクおよび借り換えリスクの同時の不利な実現に直面する可能性がある。これらノンバンクによる活動の可視性が限られているため、これらの進展のシステミックリスクの影響を評価することは難しい。

GFC後の国際的なドル取引の動向を整理しておこう。①銀行仲介が減少した。②欧系銀行はドル取引を減らし、日本、カナダの銀行はドル取引を拡大した。非US居住者とくにEMEs、とりわけ中国は債券市場での借手でもあり、ドル資金の供給者でもある。③市場型金融が増加している。ノンバンク、例えば、保険会社、年金基金などがドル金融の供給者、仲介者として重要になっている。④核となる活動は、より弾力的であるが、不安定である。

こうした新しい動向の背後には次のような諸要因があったと考えられる。①規制と管理が強化

された。②ビジネスモデルがシフトし、欧系銀行はドル取引を削減した。③成長率と金利の多様性が存在した。

5 コロナ不況（BIS, 2020a, BIS, 2020b）

ドル流動性危機は2020年3月にも再燃した。どのようなことが起こったのか、確認してみよう。新型コロナウイルス感染症の感染拡大の影響で、アメリカの実質GDPは2020年Q1（第I四半期）に5.1%、Q2（第II四半期）に31.2%のマイナス成長を記録した（対前期比、年率、図2）。その主要因は、サービス支出の減退と輸出の減少であった。このコロナ不況勃発に伴い、3月にドル流動性危機が発生する。その過程を検討してみよう。

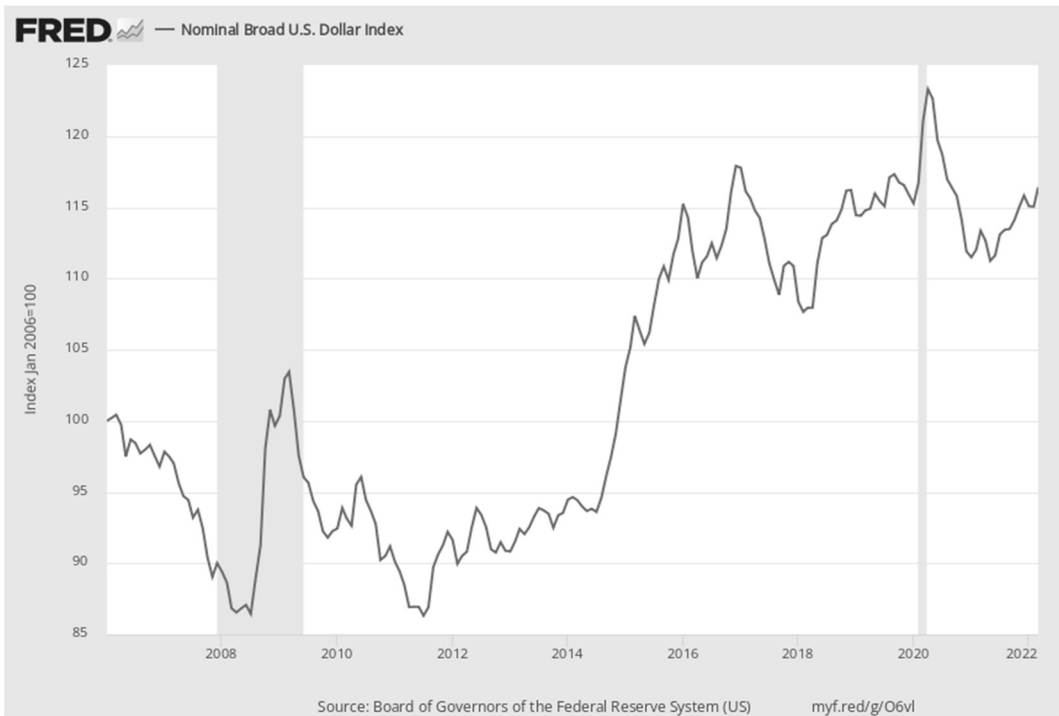
5.1 ドル流動性危機の再燃

コロナ・パンデミックの発生により、グローバルな資金調達市場が逼迫した。グローバルな経済不況への予想がリスク回避と流動性の退蔵を生み出し、グローバルな流動性ショックを引き起こした。とくに、ドル流動性市場の逼迫が顕著であった。2020年3月にドル流動資金調達が困難となったのである。ドルCP市場、ドルLibor市場、FXスワップ市場（とくにアジア：ウォン、円）は逼迫し、ドル為替相場は急上昇した⁴⁾（図1）。

ドル流動性危機の要因を整理しておこう。①ドル流動性への需要が増加した。パンデミックの発生により企業収入減退の予想が広がり、多くの企業は流動資金借入（とりわけドル資金借入）を追求するようになった。NBFIs（ノンバンク金融機関）の活動もドル流動性需要拡大の重要な要因である。近年、非US保険会社、年金基金はドル資産ヘッジのため短期ドル借りをを行っている。ドル為替が上昇すると、特定の地域のNBFIsに追加証拠金支払の必要が生じ、ドル流動性需要を高めることになった。

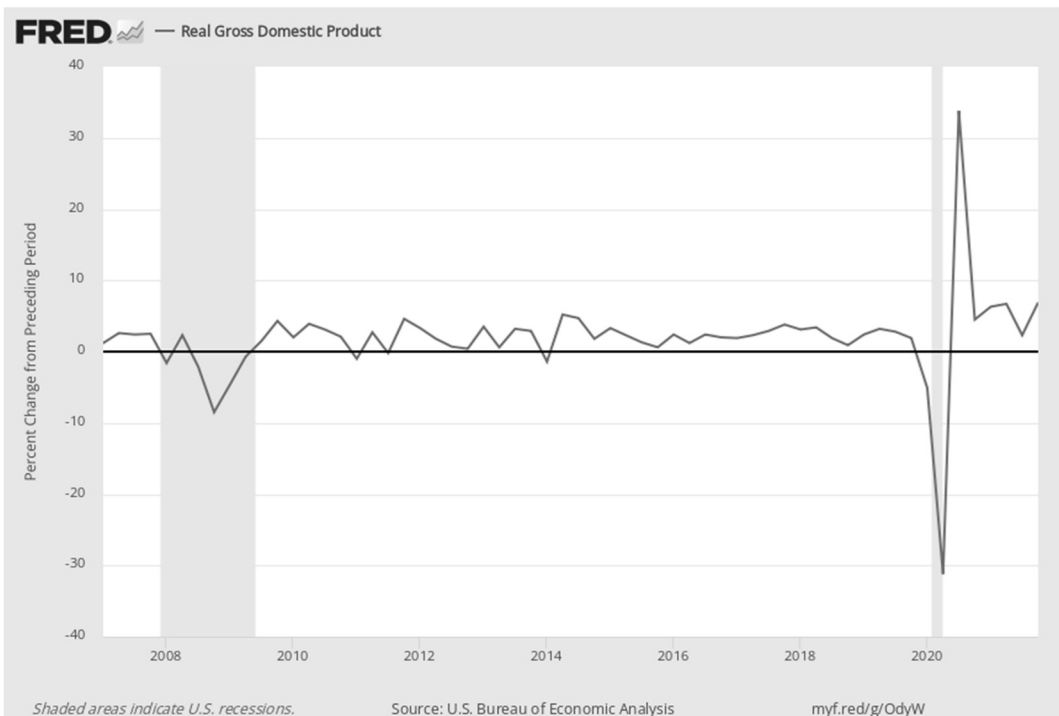
②グローバルなドル金融市場での資金調達に困難が生じた。3月半ばに短期ドル市場は混乱した。投資家は安全でない資産（USプライムMMFs）から安全な資産（国債で運用するMMFs等）に資金をシフトさせた。その結果、CDs市場とCP市場が逼迫し、銀行の資金調達コストが上

図1 実効ドル為替レート指数 (2006年1月=100, 月平均値, 季節調整なし)



出所：FRED, ECONOMIC DATA, FRB ST. LOUIS. 原資料は、連邦準備理事会。

図2 アメリカの実質GDP成長率 (対前期比, 季節調整済, 年率)



出所：FRED, ECONOMIC DATA, FRB ST. LOUIS. 原資料は、商務省経済分析局。

昇することになった。③銀行とディーラーのBSが拡大した。プライムMMFsからの資金流出は、US内外の銀行とディーラーのBSを圧迫した。法人企業は収入減を補うため、銀行のクレジットラインを使用して銀行借入を増やした。その結果、銀行のBSは拡大した。ディーラーもプライムMMFsの資産売却の引き取り手となったためBSが拡大した。BSが拡大した銀行とディーラーは、借手のデフォルト・リスクと保有資産価値下落のリスクに直面した。このため、ディーラーの中にはFXスワップ市場や資本市場でのドル建て貸付を削減するものが出てきて、これら市場の機能が脆弱化することになった。

この混乱はグローバルな波紋を呼ぶことになった。非US銀行はMMFsからの資金調達手段を失い、満期までの期間がより短い借入を余儀なくされることになった。プライムMMFsからの資金流出は、フランス、日本などからが多かった。MMFsの資産保有の短期化は日本、フランス向けなどが多かった。

5.2 EMEsのドル金融逼迫 (BIS, 2020c, p. 51)

この10年間、EMEs (新興市場経済) の法人企業、銀行、政府は大量のドル建て債務証券を発行してきた。パンデミックの発生によりFM (ファンドマネージャー: 資金運用責任者) はEMEsのドル建て債券から逃避した。これと同時に、輸出減などで収益が減退した多くのEMEs政府、企業の資金需要は拡大した。その結果、EMEsの政府、

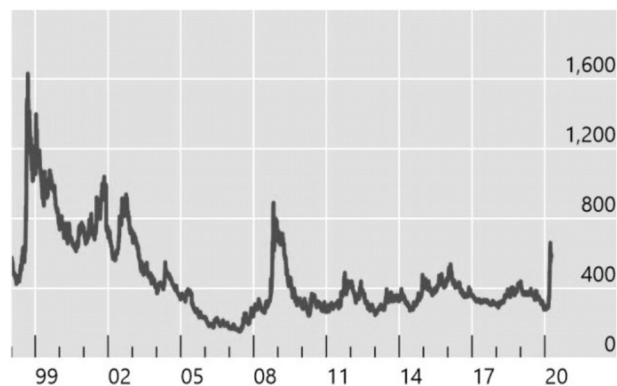
企業のドル建て債券の利回りは急上昇した。(図3) 対ドル為替相場下落により、EMEsの(ヘッジをしていない)ドルの借り手は債務負担増加に直面した。EMEsと石油輸出国の投資家はドル国債を売却し、彼らの国の為替を買い支えることになった⁵⁾。

5.3 政策対応 (BIS, 2020c, pp. 51-52)

2020年3月15日、アメリカの中央銀行であるFRBは、5つの主要中央銀行(カナダ、ユーロ地域、日本、スイス、UKの中銀)とのスワップラインの流動性コスト(金利)を引き下げた。さらに、FRBは9つのEMEsを含む中央銀行(オーストラリア、ブラジル、デンマーク、韓国、メキシコ、ノルウェー、ニュージーランド、シンガポール、スウェーデンの中銀)との(2008年に存在した)一時的スワップラインも締結した。これらスワップラインの使用実績は4月には4000億ドル強に達した。これは、GFC(08-09年)の時の3分の2の規模であった(BIS, 2020c, p. 52, Graph 24)。GFCの時と比較して、ECBを通じた欧系銀行の使用が減少し、日銀を通じた日本の銀行の使用が拡大した点がコロナ危機の際の特徴である。

IMFは、新しい短期流動性ラインを設立し、緊急資金調達ファシリティへのアクセスの上限額を一時的に2倍を増やすことによって、セーフティネットを拡充した。G20諸国は、最貧国に対して二国間債務返済の停止で合意した。

図3 EMEsにおけるドル建て国債の利回りスプレッド



出所：EMEsドル建て国債とUS国債の利回りスプレッド(単位：ベースポイント)。
出所：BIS, 2020c, p. 50.

6 ドル体制の脆弱性

この節では、現在のドル体制が抱えている脆弱性について検討する。

6.1 将来の脆弱性 (BIS, 2020c, pp. 52-53)

ドル金融は高度に分散化し、相互に結びついている。このため、逼迫は容易に波及する。GFC後の改革の結果、銀行はこのような逼迫により柔軟に対応できるようになったが、ノンバンクとEMEsに関して脆弱性はより大きくなり、セーフティネットは不十分である。

インフレ率の上昇に伴い、アメリカでゼロ金利・量的緩和政策が終了し、利子率が上昇し始めれば、EMEsからドル資金が流出する可能性が高まる。ドル資金流入に伴う金融バブルが崩壊すれば、ドル資金は流出に転じ、ドル流動性危機が発生するであろう。ドル流動性危機には中央銀行間スワップラインで対応可能だが、ドル金融バブルの崩壊による不良債権累積問題は国際的な最後の貸し手では対応できない。

最後に、最大のドル資金借入国である中国の現状を見ておこう。

6.2 最大のドル資金借入国：中国 (BIS, 2020c, pp. 74-75)

EMEsにおけるドル建て債務急増の最大の担い手は中国である。中国の非金融企業によるオフショア市場でのドル建て債券発行残高は2010年代に急増した。その結果、中国企業のドル建て債券発行残高は5900億ドル（2020年）、EMEs全体の36%、その大半はオフショア市場で発行されたものである。これは中国のGDPの4%、外貨準備の19%に相当する。債務者は不動産開発業者とLGFVs（Local Government Financial Vehicles：地方政府の資金調達事業体）に集中し、債券発行の40%を占めている。不動産開発業者の代表格が恒大集団である。LGFVsを通じた借入は、地方政府の「影の借入」で、地方政府の投資プロジェクトに資金を提供する。

彼ら債務者にはドル収入がないので、ドル建て債務はヘッジされていない。このような、ヘッジされていないドル・キャリートレード（低金利の

ドル資金を借りて高利回りのEMEsの資産で運用する取引）は、ドル為替レート上昇のリスクに脆弱である (Bruno and Shin, 2018)。実際に、2015-6年には、アメリカの量的金融緩和政策の終了に伴い、ドル・キャリートレードの巻き戻しが生じ、中国から資本流出が起こっている (IMF, 2016)。2017年と18年早期にアメリカは金融引き締めを実施した。ドルの為替レートは上昇し、ドル建てと人民元建て両方で借入コストが急上昇した。その結果、2018年には小規模ながら、社債のデフォルトが増加したが、国有企業のデフォルトは政策の支えにより、低水準に抑えられた。

2020年代前半の5年間に、中国では4880億ドルのドル建て社債が償還を迎える。不動産開発業者は2021年末までに、800億ドルの債務が満期を迎える。満期を迎える人民元建て債務は1650億ドルである。再金融の困難、健全性リスクが中国企業で発生し、グローバルな規模で、銀行やノンバンク金融機関、投資家が損失を被る可能性がある。実際に、2020年9月末-10月に中国人民銀行は、不動産市況のバブル抑制と不動産会社の財務改善を念頭に置いて、資産に対する負債の比率が高い企業に対する融資を制限する動きに出た。これを受けて、恒大集団など不動産開発業者は債務不履行の危機に直面するようになった (日本経済新聞, 2020)。

恒大集団の負債総額は21年6月末時点で1兆9665億元（約33.4兆円）で中国GDPの2%に相当し、この内、海外投資家向けに発行されたドル建て債券は195億ドル（約2兆円）に達する。21年6月以降、恒大集団の債務不履行リスクが高まり、恒大集団のドル建債の利回りは急騰し、格付けの引き下げが続いた⁶⁾。

中国政府が救済に乗り出すかは不明である。

7 結論

21世紀のドル危機は「ドル暴落の危機」ではなく、「ドル流動性」調達困難の「危機」である。その要因は次の通りである。

①現代は金本位制（固定相場制）ではなく、ドル為替本位制（変動相場制）である。アメリカ経常収支赤字拡大によってドル為替が金現送点を

割り、対外金流出が起きて金準備が枯渇するという仕組みは働かない。アメリカ經常収支赤字拡大がドル為替の下落を導く場合、黒字国は輸出競争力の低下を恐れてドル為替の買い支えを行う。アメリカは經常収支の赤字を自国通貨ドルで決済することができる。アメリカは基軸通貨特権を持っているのである。

②アメリカの純投資ポジションはマイナスが拡大しているが、所得収支の赤字化は生じていない。アメリカの対外金融資産の利回りが、外国人・外国機関の対米金融資産の利回りを上回っているからであろう。經常収支赤字の拡大⇒資本収支の黒字拡大⇒所得収支の赤字拡大⇒經常収支の赤字拡大、という悪循環は生じていない。

③途上国の過剰貯蓄は、アメリカの住宅金融バブルの原因ではなく結果であった。

④21世紀のドル体制は、「ドル流動性危機」という脆弱性を抱えている。その第1段階がGFCであった⁷⁾。金融緩和と規制緩和の下で、欧系銀行はオフショア市場でドル流動資金を調達し住宅金融商品に投資し、アメリカ住宅金融バブルを

促進した。住宅金融バブルが崩壊すると、欧系銀行はドル建て流動債務の借り換え困難に直面し、ドル流動性危機が発生する。

⑤GFC以降はアメリカの非伝統的金融緩和と政策の採用の下で、ドル・キャリートレードが拡大し、2010年以降にオフショア市場でドル債務が増加に転じた。今回の主役は銀行ではなくノンバンク金融機関であり、EMEsへの国際証券投資が拡大した。しかし、インフレ率の上昇に伴い、アメリカでゼロ金利・量的緩和政策が終了し、利率が上昇し始めれば、ドル・キャリートレードの巻き戻しが起こり、EMEsからドル資金が流出する可能性が高まる。コロナ危機のような実物ショックも「ドル流動性危機」のきっかけとなりうる。「ドル流動性危機」には中央銀行間スワップラインで対応可能だが、ドル金融バブルの崩壊による不良債権累積問題は国際的な最後の貸し手では対応できない。

現代のドル体制は、以上のような「金融不安定性」という脆弱性を抱えている。

(東京大学名誉教授)

図4 EMEsに対するドル為替レート指数 (2006年1月=100, 月平均値)



出所：FRED, ECONOMIC DATA, FRB ST. LOUIS. 原資料は、連邦準備理事会。

注

*) 本稿は、比較経済体制学会全国大会 (2021年 6月 5日、於創価大学) 報告の改訂版である。大会においてコメント、ご質問頂いた方々には感謝したい。

1) ポリオたちの BIS View に関しては、(岩田, 2016) を参照せよ。

2) 実効ドル為替レート指数は、86.45 (08年 7月) から103.44 (09年 3月) へと 8ヶ月で19.65%も上昇している (図 1)。

3) ドル建てクロスボーダー銀行貸出のグローバル GDP比は18%強 (2008年) から12%強 (2019年) に低下したが、ドル建て国際債務証券発行残高のグローバル GDP比は逆に 9% (2008年) から13%強 (2019年) に上昇している。国際債務証券とは、借手が居住する国の国内市場外で発行される証券のことを指す (BIS, 2020c, p. 23)。

4) 実効ドル為替レート指数は、115.3 (2020年 1月) から123.3 (20年 4月) へと 3ヶ月で6.96%上昇した。ドルの対ウォン為替レートは、1167ウォン (20年 1月) から1228ウォン (20年 5月) へと5.2%上昇した (FRED, ECONOMIC DATA, FRB ST. LOUIS. 原資料は、連邦準備理事会)。

5) EMEs に対するドル為替指数は、08年 7月-09年 3月に19.49%上昇し、20年 1月-4月に10.45%上昇した (図 4)。

6) リソナアセットマネジメント (2021) .ブルームバーグが2021年10月25日時点で集計したデータによれば、中国の不動産開発会社のドル建て債残高は2070億ドル (23兆5800億円) と、中国全体の約 4分の1 を占める。恒大は192億ドルと債務残高が最大である (Bloomberg QuickTake, 2021)。

7) FI 論者の一人である Shin は2003-2008年を「グローバル流動性」の第1段階と呼び、2010年以降を第2段階と呼ぶ。この2つの時期に、「グローバルな流動性」が拡張しているという意味である (Shin, 2013; 岩田 2016, p. 224)。

参考文献

岩田佳久 (2016) 「グローバル『金融化』の時代の金融バブルをめぐる BIS view と Fed view」(柴田徳太郎編著『世界経済危機とその後の世界』日本経済評論社, 第 5 章).

日本経済新聞 (2020) 「不動産の恒大、募る財務不安、人民銀の基準抵触か」10月 2日.

柴田徳太郎 (2011) 「世界金融危機とドル体制の行方」『比較経済研究』第48巻第 1号.

柴田徳太郎 (2012) 「ドル流動性危機と基軸通貨の交替」経済理論学会編『季刊 経済理論』第49巻, 第 1号.

りそなアセットマネジメント (2021) 「中国恒大集団の経営問題が世界市場に与える影響について」ステラテジーレポート, 9月21日.

Bernanke B.S. (2005) The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit, Speech at the Sandridge Lecture, March 10.

BIS (2020a) US dollar funding markets during the Covid-19 crisis - the money market fund turmoil, BIS Bulletin, No. 14, May.

BIS (2020b) US dollar funding markets during the Covid-19 crisis - the international dimension, BIS Bulletin, No. 15, May.

BIS (2020c) US dollar funding: an international perspective, CGFS Papers, No. 65, June.

BIS (2021) Dollar funding of non-US banks through Covid-19, Quarterly Review, March.

Bloomberg QuickTake (2021) Why China's Developers Have So Much Dollar Debt, Oct. 26.

Borio, C. and P. Disyatat (2011) Global imbalances and the financial crisis: Link or no link? BIS Working Papers, No. 346.

Bruno, V. and H. S. Shin (2018) Currency depreciation and emerging market corporate distress, BIS Working Papers, No. 753.

Caballero, R. J. (2010) The "Other" Imbalance and the Financial Crisis, NBER Working Paper, 15636.

Dooley, Michael, David Folkerts-Landau, and Peter Garber (2009) Bretton Woods II Still Defines the International Monetary System, Pacific Economic Review, Vol. 14, No. 3.

Dooley, Michael, and Peter Garber (2005) Is It 1958 or 1968? Three Notes on the Longevity of the Revived Bretton Woods System, Brookings Papers on Economic Activity, No. 1.

Eichengreen, B. (2007) Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods, Cambridge, Mass.: MIT Press (アイケングリーン『グローバル・インバランス: 歴史からの教訓』(畑瀬真理子・松林洋一訳) 東京経済新報社, 2010年) .

FRED, ECONOMIC DATA, FRB ST. LOUIS.

International Monetary Fund (IMF) (2016) Global Financial Stability Report, April.

Shin H. S. (2013) The second phase of global liquidity and its impact on emerging economies, Proceedings, issue Nov. 1-10.