

# 金融研究の視点

## ——マクロからミクロ、そしてデジタルへ——

濱田美紀

### ●希少な資本

50年前、資本は希少であった。多くの国は貧しく、経済成長のための投資資金を国内でまかなうことは難しかったため、国際機関や外国援助に頼っていた。21世紀になっても資本が重要であることに変わりはないが、いまや希少ではなくなっている。世界の金融を取り巻く環境は大きく変わった。

グローバル化が進み、国際貿易も急速に拡大してきたが、金融取引の拡大はその比ではない。1983年の主要国の1日の外国為替取引高は約1100億ドル、世界の国際貿易額（輸出入の合計、365日で計算）は120億ドル（世界銀行データ）であったが、2016年には世界でそれぞれ5兆ドル、1125億ドルへと増加している。金余りの兆候は、世界金融危機後の米国をはじめとする世界各国の低金利政策によって拡大し、余った資本は投資先を求めて世界中をさまよっている。1970年の世界の直接投資の流入額は102億ドルであったが、2016年は2兆3000億ドルに拡大した。図1は、対外直接投資の流入額および債務残高の推移（高所得国除く）を示している。2008年の世界金融危機以降、アジア、ラテンアメリカを中心に大量の資本が流入している様子がわかる。

### ●金融抑圧と金融自由化

1970年代まで、国内資本が希少な途上国では、政府が優先的な分野へ資金を配分するために人為的低金利政策が採用されていた。人為的に金利を低くすることで実質金利は負となるため、貯蓄は進まない状況を生んだ。さらに低収益な優先事業が政策によって支えられ存続するという非効率な状態が生じた。McKinnon-Shaw（参考文献①、②）はこの状態を金融抑圧と呼んで、金利政策の撤廃など金融自由化の必要性を説いた。

### ●債務危機と通貨危機

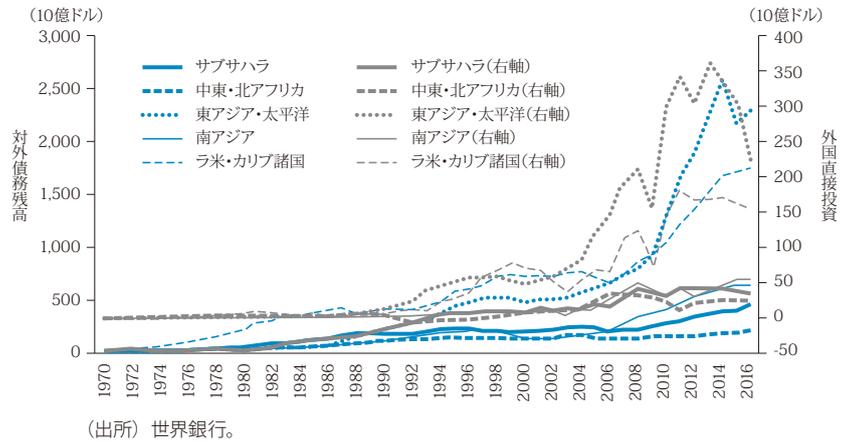
1970年代のオイルショックによって世界中にあふれたオイルマネーは、資金の貸手を公的機関から民間金融機関へとシフトさせた。開発資金を外国の民間金融機関からドル建てで借り増していった国々は、1980年代に入ってからドル高と米国の金利高によって債務が膨張し返済に窮するようになった。1982年のメキシコ債務危機をはじめとするラテンアメリカの累積債務問題は債務危機の典型であった。債務危機の処理をきっかけに、1980年代から、多くの途上国でIMF・世界銀行による構造調整政策が採用され、マクロ経済を安定させることを目的に、金融自由化や規制緩和など、市場機能の整備がすすめられた。東アジアではそうした自由化を経て海外直接投資が急増し、経済成長をもたらした。

しかし、1990年代以降は通貨危機が頻発し、1994年のメキシコ・ペソ危機、1997年のアジア通貨危機、1998年のルーブル危機、2001年のトルコ・リラ危機と震源地の周辺国へ波のように伝い、時間をおいて別の地域へと伝播していった。危機を経験した多くの国の為替制度は固定相場制度から変動相場制度へと変更を余儀なくされ、研究もまた通貨危機の原因と影響、その処方箋への批判、検証へと移っていった。金融自由化の進め方についても、1990年代以降の移行経済プロセスにおける自由化を一気に進めるビッグバンか、段階を踏んで進めるグラデュアリズムかという議論に基づき、改めて金融自由化の在り方が検証された。

### ●マイクロファイナンスの発展

経済の発展を考える上で、貧困削減は重要な課題であり、2000年に採択されたミレニアム開発目標によりその重要性はさらに高まっている。貧困削減を目指した金融活動としてマイクロファイナンスがあげられる。

図1 外国直接投資 (FDI) 流入額および対外債務残高推移



折しも開発金融の関心も、マクロ経済の安定などの政策の視点から、組織、企業や家計などの経済主体に焦点があてられ、ミクロレベルでの研究へと移っていた。最も顕著なものが、マイクロファイナンス研究の進化といえる。マイクロファイナンスは古くから、貧困削減の手段として多くの国で採用されていたが、その評価は成功した逸話を紹介することにとどまっていたため、正しい評価がされずにいた。そこに政策の効果を正確に測る計量経済学の技術の向上によって、実践が先行していたマイクロファイナンスに学術研究が追い付き、行動経済学や実験経済学の登場によりマイクロファイナンスは実践と学術研究が手を携えながら拡大していったといえる（参考文献③）。

### ●金融包摂とフィンテック

そして今、金融そのものに大きな変化が生じている。2017年、代表的な仮想通貨ビットコインは疑心暗鬼に包まれつつ価格は急騰し、その後も乱高下している。日本では2017年4月の改正資金決済法で仮想通貨が法的に明確にされ、世界では先物市場への上場や大手銀行の参入検討により、一部利用者の特異な世界から、通常の金融へと取り込まれつつある。日本ではもっぱら投機の対象として話題をさらっているが、仮想通貨は、通貨とは信用とは何かという根源的な問題を問いかけ、パラダイムシフトをもたらす。英国のイングランド銀行をはじめとして各国の中央銀行でも自らが発行するデジタル通貨の研究が進んでいる。たとえば、アラブ首長国連邦(UAE)とサウジアラビアは、ブロックチェーンの技術を用いて試験的にデジタル通貨を発行し、両国間の決済や送金に利用すると発表するなどデジタル通貨の可能性は世界中で模索されている。

一方、発展途上国でフィンテックは福音となるのだろうか。今、世界は金融包摂 (financial inclusion) という言葉のもとで、あらゆる人の金融アクセス向上を目指している。貧困撲滅を目指して世界中に広がっているマイクロファイナンスが解決しきれずにいる「本当に貧しく必要な人に資金が届いていない」というアウトリーチの問題が、フィンテックの登場によって解決されるかもしれないと期待が寄せられている。

すでに、スマホや携帯を使った金融サービスは、こ

れまでの距離やコストといった物理的な障害を軽々と乗り越え、unbankedといわれていた人たちに金融サービスをいきわたらせている。さらに、2000年代に入って世界で拡大しているイスラム金融は、フィンテックと相性がいいようだ。インターネット上に事業やプロジェクトの企画や情報を掲載し不特定多数の人から資金を集めるクラウドファンディングをイスラム金融方式で実施する起業家が中東や東南アジアで増えている。

グラミン銀行はマイクロファイナンスの代名詞ともいえるが、ケニアのM-PESA (エムペサ) は、金融包摂をフィンテック (モバイル送金サービス) で実践する代表例といえる (参考文献④)。2007年に始まったM-PESAのサービスは瞬く間にケニアに広がり、人々の生活に浸透している。さらに2011年にはインドのICIC銀行が参入し、インドでサービスが始まり、その他の国にも広がっている。今後はマイクロファイナンス研究の延長に、金融包摂とデジタル金融サービスの双方に焦点を当てた研究が積み重なり、さらに異なる分野とも融合しながら進化していくことであろう。(はまだ みき/アジア経済研究所 開発研究センター)

### 《参考文献》

- ① McKinnon, R. I., *Money and Capital in Economic Development*, Brookings Institution, 1973.
- ② Shaw, E., *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press, 1973.
- ③ Armendáriz de Aghion, B. and J. Morduch, *The Economics of Microfinance*, MIT Press, 2005.
- ④ Ndung'u, N., "The M-Pesa Technological Revolution for Financial Services in Kenya: A Platform for Financial Inclusion," in *Handbook of Blockchain, Digital Finance, and Inclusion*, Vol.1, 2017, pp.37-56.