

第4章

激動する国際金融情勢と東アジアの地域金融協力

国宗 浩三

要約：

本稿では、リーマン・ショック、そして2011年後半よりの欧州債務危機の深刻化という激動する国際金融情勢を踏まえて、アジア地域の金融協力の意味について、あらためて考える。

二つの先進国発の金融危機の推移と、その中で先進国・IMFのダブル・スタンダードが露わになった。その背景にはIMFのガバナンス構造がある。そこで、欧米の影響力の大きさを投票権配分から分析し、東アジア諸国の課題を示す。また、リーマン・ショック後の政策対応を通じて、世界各国が一斉に通貨安政策を目指すという「通貨戦争」の様相を呈する中で、国際的なマクロ政策協調が必要であると主張する。最後に、欧州系銀行が世界的に資金引き揚げを加速することのリスクを指摘するが、これはアジア諸国にとってはチャンスでもあることを指摘する。

キーワード：

リーマン・ショック 欧州債務危機 東アジア 地域金融協力

はじめに

一口に地域金融協力といっても、その内容は様々である。その主目的で分類するならば、(1) マクロ政策協調から為替協調、そして通貨統合を目指すもの、(2) 通貨危機などへの対応のための枠組み、(3) その他、に分けられる。例えば、欧州における地域金融協力の主眼は(1)であった。これに対して、東アジアにおける金融協力の機運は1997年のアジア通貨危機を機に盛り上がり、その主要な目的は(2)である(国宗[2009])。もっとも、いずれの場合も主目的が枠組み形成の動因を形成しているとは言え、他の要素が全くないという訳ではない。

ユーロ圏に関して言えば、欧州債務危機の深刻化に対応するために欧州版 IMF (European Stability Mechanism: ESM) の設立が予定されており、これは(2)に相当する。東アジアにおいては、その他の要素(3)として、域内資本市場の育成についても着実に取り組みが進められてきた。また、進展はほとんどないものの、アジア共通通貨などについての提唱も一部にはある。

本章では、リーマン・ショック、そして2011年後半からの欧州債務危機の深刻化という激動する国際金融情勢を踏まえ、アジア地域の金融協力の意味について、改めて考える。第1節では、先進国発の金融危機の推移と、その中で露わになった先進国・IMFのダブル・スタンダードについて見る。これを受け、第2節ではIMFのガバナンス構造の分析を通じて、IMFが東アジア諸国にとって疎遠である一つの理由を示す。第3節では、リーマン・ショック後の政策対応を通じて、世界各国が一斉に通貨安政策を目指すという「通貨戦争」の様相を呈する中で、国際的なマクロ政策協調が必要であると主張する。第4節では、欧州危機の今後の見通しと、アジア諸国を含む新興国への影響を見る。その中で欧州系銀行が世界的な資金引き揚げを加速させるリスクを指摘するが、第5節では、これがアジア諸国にとってのチャンスでもあることを指摘し、まとめに代える。

1. 先進国発の危機とダブル・スタンダード

最初に、2008年9月のリーマン・ブラザーズ破綻に端を発する世界的な景気後退、そして2011年の夏頃から深刻さを増した欧州債務危機という、二つの世界的な金融危機の背景を簡単に振り返っておきたい。また、これらの危機に際して顕現した先進国・IMFなどの態度に見られるダブル・スタンダードについても触れる。

二つの先進国発の危機は、いずれも陳腐なバブル経済とその崩壊としてとらえることが可能だ。すなわち、なんらかの理由で金融市場において過剰流動性が発生し、これが

バブルの原因となる。そして、成長したバブルが崩壊することにより金融危機が起こる。

こうした大枠の説明は、これまでの歴史上で発生した金融危機の多くについても共通で当てはまる。異なるのは、過剰流動性が発生した要因などの個別事情である。ただし、今回の二つの危機は、その影響が国際的にも広く波及したことなどの点で特別であった。

その理由は、バブルの原因と結果の両方の側面で国際的なリンクが存在したことにある。まず、リーマン・ショック後の金融危機であるが、その原因には、過剰流動性の背景として（開発途上国を含む）世界中からの米国への資金流入があった¹。そして、結果においては、米国がグローバル化する世界経済の中でかなめの役割を果たしていたことから、貿易と国際金融の両面で深刻な影響を与えた。

欧州債務危機では、ユーロという共通通貨の創設により、南欧諸国などに向かって経済の実力相応以上の資金流入が起こり、これが過剰流動性を発生させたことが原因である。一方、結果においては、ユーロ圏内で経済ファンダメンタルズが似ていると見なされた諸国への伝染（contagion）によって危機が拡大するなど、国際的なリンクの存在が顕著である。

また、後述するように世界の主要国・地域である欧米がそれぞれ金融に問題を抱え、これに対抗するために一斉に大規模な金融緩和策を採用したことが、世界全体の金融・為替政策に与えた影響も無視できない。

この点は後に詳しく見るが、その前に今回の危機に際して露わになった先進国・IMFの施策に見られるダブル・スタンダードについて触れて置きたい。

次の表1は、リーマン・ショック後に先進国がこぞって採用した対応策に見るダブル・スタンダードをまとめたものである。過去において多くの開発途上国が通貨・金融危機に見舞われた際に、先進国が途上国に対して勧めた政策と180度異なることが分かる。

表1 リーマン・ショック後の対応に見るダブル・スタンダード

	従来 of IMF プログラム	リーマン・ショックへの対応
財政政策	緊縮（財政の黒字化）	拡張的（財政赤字の拡大）
金融政策	引き締め（高金利政策）	緩和（非伝統的手法も）
銀行・金融機関	不良銀行の閉鎖等	救済

（出所）筆者作成。

欧州債務危機に際しては、もう一つのダブル・スタンダードが顕現化した。それは、IMFの位置づけである。

これまで、典型的なIMF支援プログラムにおいては、支援要請国に対して派遣され

¹ 国宗 [2010a]、国宗 [2010b] も参照。

た IMF スタッフと当該国政府との間で厳しい交渉が行われてきた。また、IMF 支援プログラムの策定が何よりも優先されており、それ以外の主体(他の国や地域、国際機関)による支援が先行することはないとされてきた。少し前までは、IMF と機能が重なるような地域の金融協力枠組みの形成さえも許されなかった。例えば、アジア通貨危機に際して日本政府が主導して提唱したアジア通貨基金 (AMF) 構想は、IMF の機能を弱めるという理由で反対され、実現しなかった。

ところが、欧州債務危機への対応においては、こうした従来の IMF の位置づけは全く無視されている。第 1 に、危機対処の主導権は明らかに EU (さらにそれを主導する独仏) にある。EU が支援方針を定め、IMF がそれに対し異を唱えたという話は聞かない。第 2 に、欧州金融安定化基金 (European Financial Stability Facility: EFSF) や EMS など、IMF の機能と重複するような地域金融協力の進展について、異論も全く出なかった。それどころか、IMF の資金は、これら基金等からの融資を補完するものとして扱われている。

一言でまとめると、欧州債務危機が明らかにした事実は、IMF は EU の言いなりであり、「EU のお財布」と見なされているということだ (後の 3. において、IMF ガバナンス構造についてさらに少し分析する)。

2. IMF のガバナンス構造と東アジア諸国の関与のあり方

前節では、IMF と米国、そして IMF と欧州諸国の関係が非常に緊密であることを述べた。それに比べると、IMF とアジア諸国ははるかに疎遠である。本節では、その理由を IMF のガバナンス構造との関連で論じる。

一つの重要な要因は、重要事項に関わる決定をブロックできるだけの投票権 (実質的な拒否権) を持っているかどうかである。次の表 2 を見ると、米国のみが 1 か国でこの要件を満たしている。しかし、欧州も英独仏伊の 4 か国で要件を満たしており、EU 加盟国全体では 30% 程度の投票権を保有している。

これに対して東アジアでは、ASEAN10 か国に日中韓を加えて、ようやくこの要件を満たす。2010 年の増資案実施後の投票権割合で見ても、状況は大きくは変わらない。増資実施後は、韓国を除く ASEAN10 か国+日中で要件を満たすことができるが、日本や中国を除いた場合や、日中 2 か国の投票権を合算した場合も要件を満たせない。

また、日中は緊密な関係にあるとは言い難く、近い将来に大きく改善するとも考えにくい。当面は東アジア諸国が IMF のガバナンスに対して強い影響力を行使するのは難しい。IMF はアジア諸国にとって、まだ「使える」枠組みにはならないだろう。

表2 IMF投票権 (voting shares, %)

	現在	2010年増資案の実施後
米国	16.727	16.479
EU4	17.529	16.372
日本	6.225	6.138
中国	3.806	6.071
韓国	1.364	1.731
ASEAN	3.781	4.195
ASEAN+3	15.176	18.135

(出所) IMFウェブサイトより作成。

3. 通貨戦争と国際政策協調の必要性

リーマン・ショック後の景気後退から抜け出すために、世界各国が競って自国通貨安につながる政策を行った。この様相を「通貨戦争」と呼ぶ。これは、ブラジルのマンテガ財務相が使用したのをきっかけに注目されるようになったキーワードである。

一般論としては、常に通貨安がいいとも、通貨高がいいとも判断できない。各国の状況次第で良くも悪くもなるが、景気後退という状況下では、為替安による輸出拡大は魅力的になる。輸出の拡大により需要を創出できれば、景気対策となるからだ。

この文脈では、米中間の緊張関係がとくに注目された。世界第1位と第2位のGDP規模を持つ両国が、直接的あるいは間接的かの違いはあるが、ともに通貨安政策を採用した。そして、お互いに相手の政策を批判し合ったからだ。

最初に、中国側の問題を見てみよう。

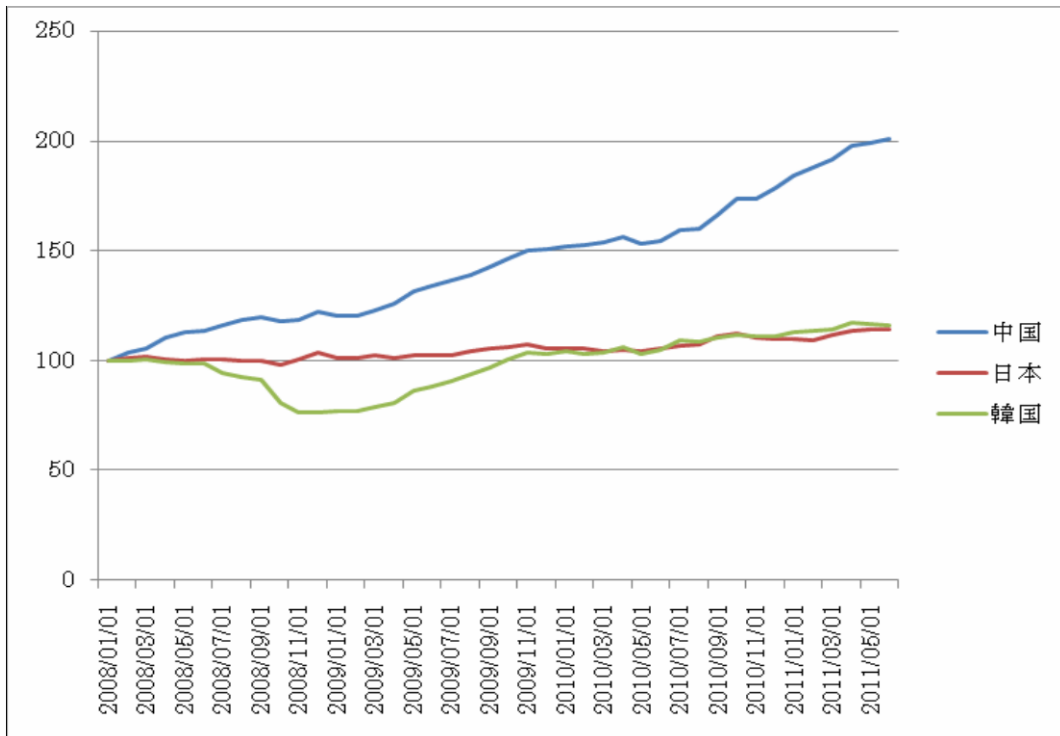
中国は、直接的に為替介入を行っている。元高を阻止する介入の結果、膨大な外貨準備をさらに増大させた。次の図1を見ると、外貨準備が増える勢いは日本や韓国の比ではないことが分かる。

次に、米国側の問題である。

米国では、既に二度にわたる量的緩和政策（金融緩和）を行った。直近では2010年11月3日に、米国の中銀（FRB）は二度目の量的緩和（QE2）で6,000億ドルの資産購入を開始した。中国はこうした政策に対して、（政策の結果として発生した過剰流動性が）新興国への過度な資金流入を招くと批判した。

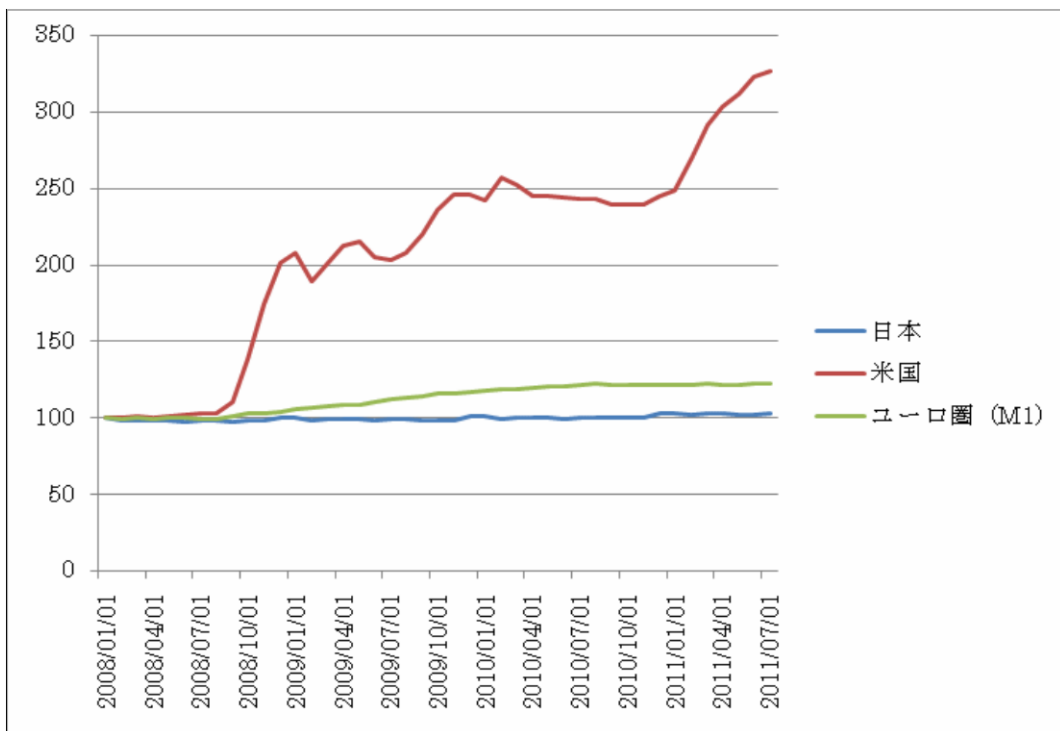
次の図2を見ると、米国のマネタリーベースの拡大が顕著であることが分かる。

図1 日中韓の外貨準備保有高の推移



(出所) Datastream.

図2 日米欧のマネーサプライの推移



(出所) 図1に同じ。

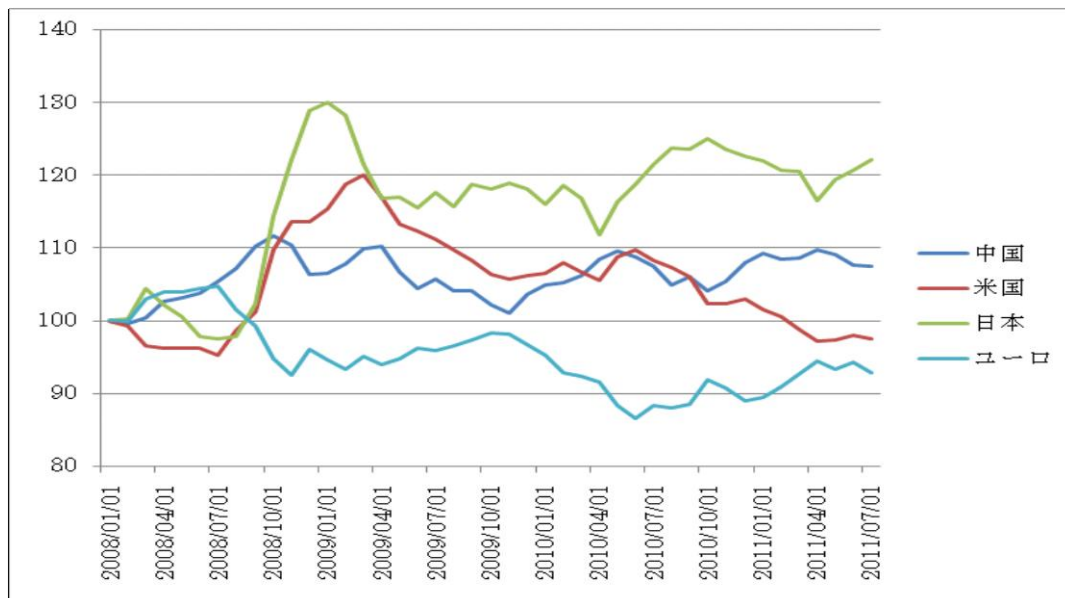
もちろん、米国の量的緩和政策の直接の目的は景気の二番底を避けることであり、国内の景気対策である。しかし、過剰なドル供給は米ドル安を招く。つまり、量的緩和政策は、間接的なドル安政策となっている（この点において、中国の指摘は正しい）²。

このように、中国は直接的に、米国は間接的にではあるが共に通貨安政策を採用した。この「通貨戦争」の勝者はどちらであったろうか。実のところ、米中ともに互いを非難しながらも自国の政策を貫徹したし、いずれも実質実効為替レートは減価ないしは横ばいであった。つまり、両者ともに自分の主張を通したと言えるだろう。

それでは、「通貨戦争」に敗者はいなかったかという点、そうではない。名目 GDP 世界 1 位と 2 位が競って通貨安政策を採用したので、その影響は全世界に及んだ。つまり、世界の米中以外の部分に敗者がいる。

このような状況では、なにも対抗策を講じないこと自体が通貨高政策を意味する。ただし、ユーロ圏に関してはソブリン債務危機の深刻化に伴い期せずして通貨安となっている。そこで、通貨戦争の敗者の筆頭格としては日本を挙げざるを得ない。2011 年の前半にはスイスも同様に通貨高に苦しんでいたが、スイスフラン高に対しての無制限介入を宣言し実行することにより、効果を上げている。同じ頃、新興国ではブラジルが通貨高に苦しんでいたが、インフレ基調が続いていたにも関わらず、予想を裏切る金利引き下げ政策を採用して通貨安に転じた（ただし、タイミングがユーロ危機の深刻化と重なったために、急速すぎる通貨安に驚くことになった。図 3 参照）。

図 3 日米欧中の実質為替レート



(出所) 図 1 に同じ。

² 過剰流動性の一部は新興国の株式市場などへ流入した。また、商品先物市場等への流入は一次産品価格の高騰を招いた。

そもそも、すべての国が通貨安を実現することは不可能である。それでも無理を通そうとするならば、無制限の通貨切り下げ競争という無益な争いとなるか、より直接的な貿易制限政策（保護貿易主義政策）にエスカレートするしか選択肢はなくなる。

このような状況下において、望ましいのは国際的なマクロ政策協調である。

マクロ政策協調とは、要するに貸し借りの関係である。最も通貨安を必要としている国に通貨安政策を容認し「貸し」をつくる代わりに、それ以外の国は、将来において自国が経済困難に陥った場合に同様の支援を期待する。

こうした国際的なマクロ政策協調の枠組みとしては、これまで G7 が有効に機能してきた。最近では、リーマン・ショック直前までの 2000 年代に日本の円安が黙認されてきた事例を挙げるができる。

しかし、今後の政策協調には、急速に存在感を増す新興国（とくに中国）の参加が不可欠であり、そのような枠組みとして期待されているのが G20 である。しかし、これが有効に機能するにはまだ時間が必要である。例えば、従来の 7 か国から急速に 20 か国に増やしたことによる機能不全は免れないだろう。G7 と G20 のメンバーを一覧すると（表 3）、G20 の場合では、単純な経済規模よりも国際政治の観点からのバランスが優先された疑いが拭えない。

このように、世界的なマクロ政策協調の枠組みがいまだに不安定である中、アジアにおける政策協調は必要か、また、望ましいかという疑問にも答える必要が出てきている。

表 3 G7 と G20 のメンバー

G7	米国、日本、ドイツ、フランス、イタリア、英国、カナダ、EU
G20	G7、BRICS（ブラジル、ロシア、インド、中国、南アフリカ）、韓国、オーストラリア、トルコ、メキシコ（以上 4 カ国は OECD 加盟国）、インドネシア、アルゼンチン、サウジアラビア

（出所）筆者作成。

4. 欧州債務危機の行く末

第 1 節で既に述べた通り、欧州危機もその発生のパターンはそれほど特異ではない。発展度合いの異なる国々が共通通貨圏に統合されることにより、相対的に遅れた諸国へ資本が流入し過剰流動性を発生させた。それがバブル経済を生み、リーマン・ショックを機にバブルが崩壊して問題を引き起こした。

欧州において特異な点があるとすれば、それは対応策が制限されていることである。第 1 に、ユーロ圏においては為替調整が不可能であるため、域内における国際競争力の

違いを調整するには、賃金や物価の引き下げという痛みが大きく実施が困難な方策を採用するしかない。第2に、EU 諸国においては財政政策にも制限があるため、景気刺激策として可能な政策が見あたらない。それどころか、財政政策に関しては、これをさらに厳しく制限するという方向で議論が進んでおり、財政緊縮による景気の落ち込みに加えて税収の減少による財政悪化という、「悪しき循環」に繋がる可能性が非常に高い。

こうして見ると、欧州債務危機は根深い構造的な問題を抱えており、簡単には解決できないと考えられる（表4参照）。

表4 ユーロ危機の進展

2009年10月	ギリシャの財政赤字粉飾が発覚
2010年5月	欧州金融安定化基金（EFSF）設立表明
2010年6月	第1次ギリシャ支援
2010年11月	アイルランド支援
2011年5月	ポルトガル支援
2011年10月	第2次ギリシャ支援

（出所）筆者作成。

現時点で、欧州危機の行く末には、いくつかの可能性がある。一つの可能性は、ユーロの解体である。解体にまで至らずとも、例えばギリシャの離脱等による縮小は十分に視野に入ってきている。

もう一つは、正反対の方向性になるが、完全な経済統合へ向かう可能性である。財政移転も含む経済政府の樹立により、弱い加盟国を救済する代わりに政策にも口を出すという方向性である。

最後に、実現可能性は低いだが、大枠は現状のまま、危機国（ギリシャなど）が物価・賃金の押し下げなどの痛みの大きい政策によって国際競争力を回復するという選択肢がある。例えば、ユーロ加盟国ではなかったラトビアでは、リーマン・ショック後の対応に際して為替レート調整を拒み、代わりに賃金を1割以上低下させる「インターナル・デバリュエーション」と呼ばれる政策を採用した。これは、ユーロ加盟を悲願としていた小国であったからこそ、国民のコンセンサスが得られた政策である。このような対応は、払う犠牲が非常に大きい効果があった。しかし、ユーロに既に加盟しているギリシャなどでは、同様のコンセンサスを得ることは難しいだろう。

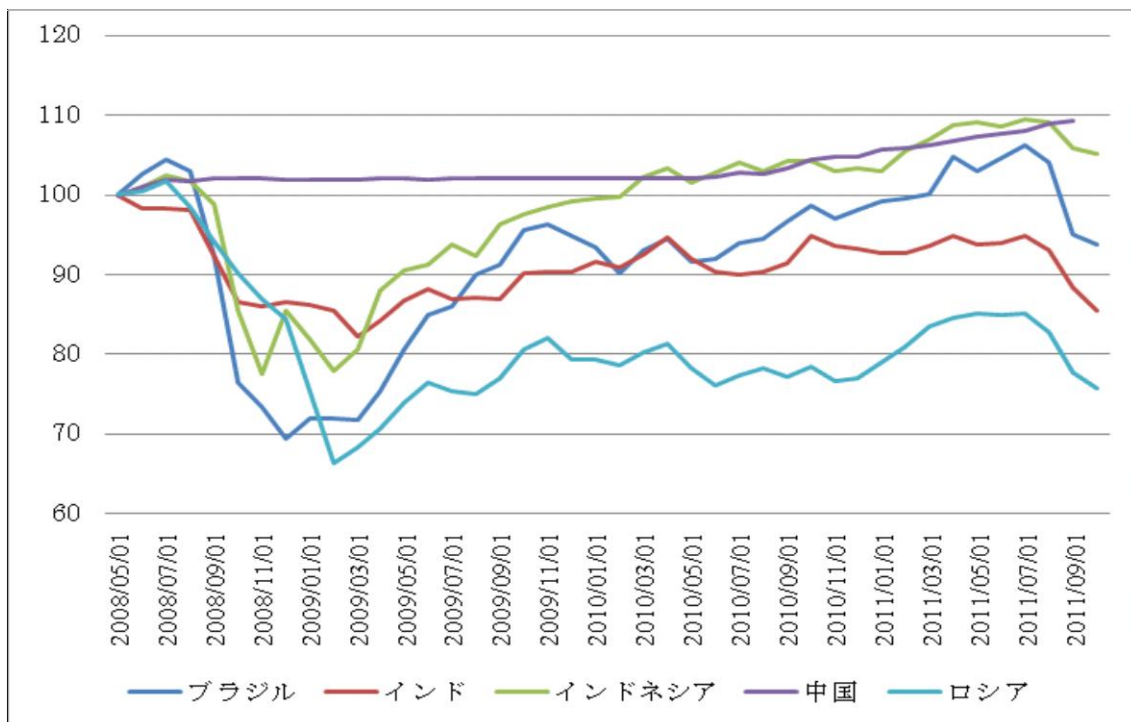
さて、ユーロ危機の深刻化は新興国経済に次の二つの経路で悪影響を与える。

第1に、外需の減少（に対する懸念）である。リーマン・ショック後も、貿易の急減による影響が非常に大きかった。その再現が懸念されている。

第2に、為替レートの不安定化である。リーマン・ショックからの回復過程では、比

較的好調な新興国と低調な先進国というシナリオを前提として新興国への資金流入が続いていたが、これが反転することにより急激な為替安が起こった。しかし、欧州危機がさらに長期化すると、事態が変化するたびに、その状況に応じて資金流出入の両方もが起こり得る。従って、為替レートが不安定化するだろう（図4）。

図4 急激な為替レート減価



(出所) 図1に同じ。

貿易を経由する影響は分かり易いが、資金流出入の影響も軽視できない。これまで欧州系銀行は世界中で積極的に貸出を行ってきたが、今後はとくに、これが引き上げられる可能性が高まっていることに注意が必要である。

BISのデータによれば、国際銀行（BIS報告銀行 [reporting banks] 24行）の対外債権に占める欧州系銀行のシェアは非常に高い。次の図5と図6に示したように、全体では欧州系銀行は7割と圧倒的なシェアを持つ。比較的低いアジアであっても、過半を超えていることがわかる。

図5 欧州銀の圧倒的な存在感

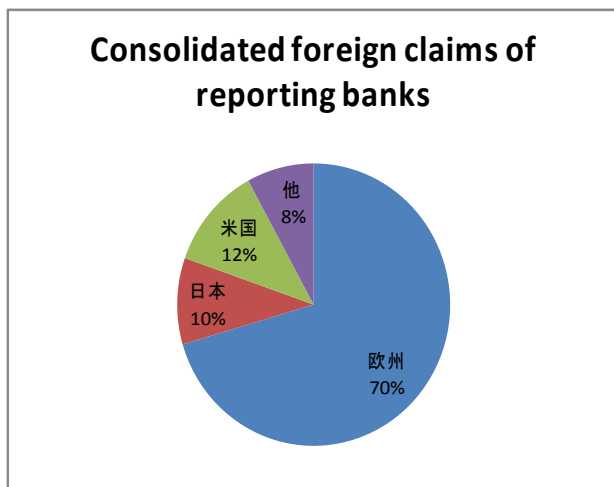
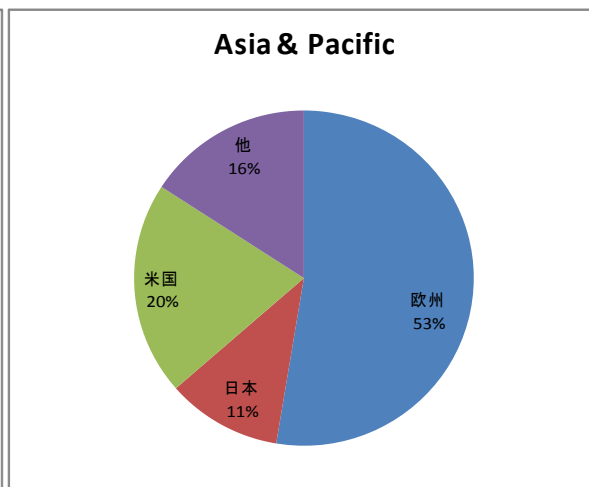


図6 対アジアでも過半を占める



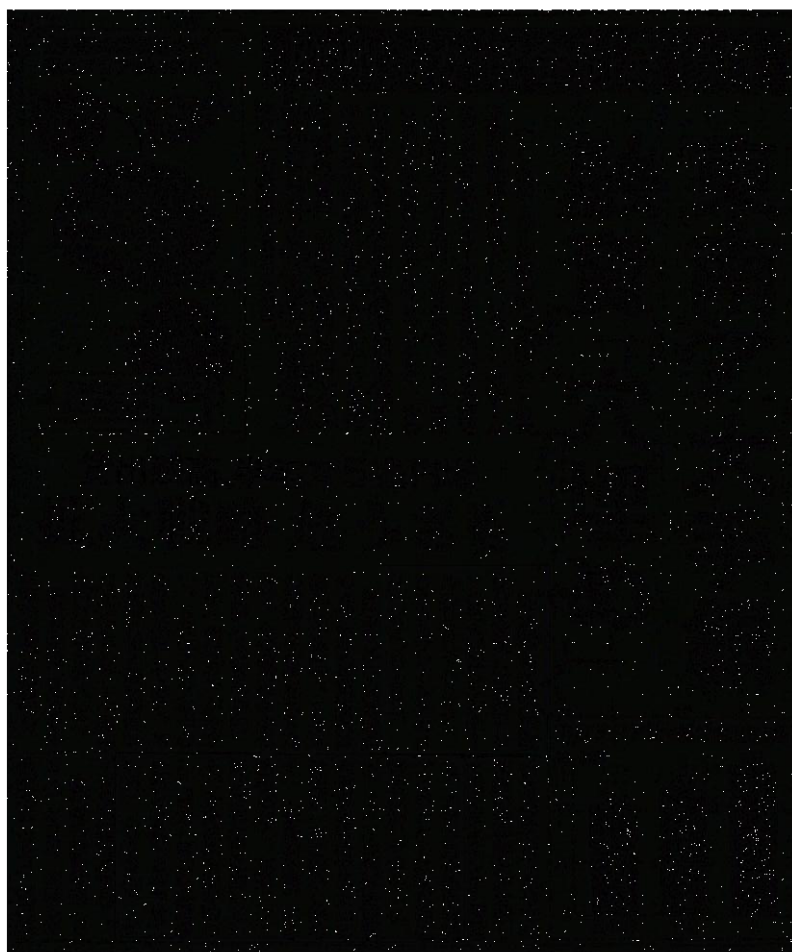
(出所) BIS [2011] Table 9D, p. 88-99 より作成。

5. むすびに代えて：ピンチかチャンスか？

前節で述べたように、これまでの欧州系銀行のオーバー・プレゼンスにより、欧州債務危機の悪影響は金融面でも大きいものとなっている。これは、憂慮すべき事態である。一方で、東アジアの金融機関の中には事業拡大のチャンスととらえ、欧州系銀行が抜けた穴を積極的に埋めようとする動きもある（記事資料参照）。

東アジアの地域金融協力においても、その真価が問われるときが近づいているのかも知れない。各国の資本市場・金融市場や域内資本市場の育成を通じて、自前の資金調達能力を上げることは、地味で時間のかかる方策ではあるが、中長期の経済成長を支える重要なインフラとなるだろう。同時に、他地域における金融危機からの悪影響を減じる方策ともなることが期待される。

記事資料



(出所) 日本経済新聞、2011年12月11日。

[参考文献]

<日本語文献>

国宗浩三 [2009] 「地域金融協力の必要性和 IMF との連携のあり方」、国宗（編）『岐路に立つ IMF – 改革の課題、地域金融協力との関係』研究双書 No. 576 アジア経済研究所。

—— [2010a] 「国際資金移動と東アジア新興国の経済構造変化」、国宗（編）『国際資金移動と東アジア新興国の経済構造変化』研究双書 No. 591、アジア経済研究所。

—— [2010b] 「金融グローバル化と外貨準備」、国宗（編）『国際資金移動と東アジア新興国の経済構造変化』、研究双書 No. 591、アジア経済研究所。

日本経済新聞（2011年12月11日）。

<外国語文献>

Bank of International Settlement (BIS) [2011] *BIS Quarterly Review (Detailed Tables)*, December 2011, Monetary and Economic Department, Basel: BIS.

(http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa1112.pdf)

このページは空白です