

国際的な金融危機への対応 — 将来の危機は防げるか

中尾 武彦

みずほリサーチ&テクノロジーズ 理事長・元財務官

アジア通貨危機時の国際的な支援

前回、変動相場制の下で、国境をまたぐ大規模な危機がより頻繁に起きるようになっていたことを述べた。それに対して、国際社会はIMFを中心に支援を行ってきた。アジア危機の場合、最初に危機に陥ったタイが事実上の固定相場制を放棄して変動相場制に移行し、パーツが急落して危機が明確になったのは1997年7月最初であったが、時を経ずして8月11日には日本の大蔵省（財務省）の呼びかけにより東京でタイ支援会合が開催された。日本自体が金融危機のふちにあったが、アジア諸国の経済の安定を取り戻すためにリーダーシップを発揮する責任を強く認識していた。結局、タイに対しては、IMFが40億ドル、財政支援型の緊急融資が世界銀行から15億ドル、ADBから12億ドル、二国間支援は日本の40億ドルを中心に105億ドルであった（米国は参加せず）。

1997年秋以降、インドネシアには国際機関が180億ドル、さらに必要な場合の第2線準備として162億がコミットされたが、そのうち日本が50億ドル、米国が30億ドルを準備した。韓国の場合、経済規模を反映して支援の規模はさらに大きく、IMFだけで210億ドル、世界銀行が100億ドル、ADBが40億ドル、第2線準備230億ドルのうち日本が100億ドル、米国が50億ドルであった。各国に貸し付けを行う民間銀行の貸し付け更新などの協力も重要であった。韓国の場合、ADBの借り入れ国から卒業していたが、それまでの最大額となる緊急融資（金融セクター改革プログラム）を供与された。

このような大規模な国際支援は、比較的短期間で危機に陥った国々の経済正常化を助けた。しかし、支援パッケージの中心となったIMFの融資条件が過度の財政引き締め措置を伴っていたことなどが批判されたことは前回述べた。そもそも危機に先立つ各国への大量の資金流入は、アジアの新興国がIMFのアドバイスもあって資本勘定の自由化を進め、その際に自国産業に影響のある長期の直接投資の受け入れよりも、外国からの短期資金（銀行の借り入れや対内証券投資）の自由化を先行させたという問題があった。

筆者は、アジア通貨危機発生前の1994年夏から1997年夏までIMFの政策企画審査局にスタッフとして勤務していたが、アジア新興国の過熱（overheating）という問題が議論されていたことを思い出す。しかし、その要因の1つに、IMFによる資本取引自由化の促進があったことがどの程度認識されていたかは不明だ。当時、IMF内では、IMF協定を改正して、経常取引だけではなく、資本取引の自由化までも加盟国の義務とするという、今となっては無理筋の案が検討されていた。資本は、最もリターンの高いところに自由に移動することが、資源配分の効率性を高め、成長につながるという、新古典派的な考え方が強かった。

1997年7月に帰国したときには、既にタイで危機が始まっており、筆者自身が大臣官房企画官や国際機構課長としてアジア通貨基金の創設の試みやIMF改革、G20や金融安定化フォーラム（FSF）の創設の議論に関与することになった。

IMFの政策の変化とアジア通貨基金構想

アジア通貨危機の経験は、IMF、あるいは国際社会の政策対応、危機対応、予防に変化をもたら

した。すなわち、下記のような考え方が取り入れられた。①資本取引の自由化は金融セクターの状況など一定の条件を踏まえて、順序よく行っていく。②日ごろから各国の経済や金融の状況をより緊密にモニターし、そのために各国の経済データの正確性と透明性を向上させる。③事実上のドルペッグがアジア通貨危機の原因の1つになったという反省から、為替レートは柔軟に動くようにする。④大規模な資本移動を主要因とする国際収支危機は、規律のない財政・金融政策から来る従来の国際収支危機とは異なるので、財政赤字縮減の処方箋を適用するのではなく、むしろ財政の拡大も支援する。⑤金融政策は、インフレの抑制に加え、資産価格や海外との資金の流出入にも注意を高め、必要があれば「マクロ・プルデンシャル」（外貨借り入れへの準備率引き上げや住宅ローンの不動産価格に対する貸付額の限度の引き下げなど）の政策をとる、⑥危機はしばしば金融セクターの過剰なリスクテイクやレバレッジから生じることから、金融セクターの健全性を重視し、資本の充実などを図る。これらの点は、危機時にIMFとともにアジア諸国に大きな支援を行った日本の財務省が強く主張した点でもあった。

国際的な危機予防、対応の枠組みも強化された。G20の枠組みが作られたのは、アジア通貨危機後の1999年9月に開かれた財務大臣・中央銀行総裁会議が最初であった。それまで国際金融上の問題で主導権を持ってきたG7諸国は、アジア通貨危機の経験を経て、新興国を関与させずに世界経済の問題を効果的に協議することは不可能であると考えた。アジア太平洋地域からのメンバーの選定には、日本も深くかかわった。オーストラリア、インド、中国、韓国は当然として、インドネシアは、ASEANのなかで人口や経済規模、影響力などの観点から自然な選択であった⁽¹⁾。

金融安定化理事会（FSB）の前身となる金融安定化フォーラム（FSF）が創設され、最初の会議が開催されたのは1999年4月であった。かつての国際収支危機は、各国の財政政策や金融政策が拡張的になりすぎることから来ることが多かった。固定相場のブレトンウッズ・システムのもとでは特にそうであり、IMFを各国で代表したのは健全なマクロ政策に責任を持つ財務省と中央銀行であった。しかし、上記の⑥にも述べたように、金融セクターの活動が危機の大きな要因となり、金融規制が重要性を増し、各国で金融セクターの規制監督を行う政府機関が財務省や中央銀行から独立性を高め、あるいは別に作られるようになる状況のもとで、国際的にも、財務省、中央銀行に金融規制当局を加えたフォーラムの必要性が認識された。G7以外に重要な国際金融センターを持つ新興国も参加することになった。

アジア通貨危機は、アジアの政策決定者たちにIMFの支援を補完するような地域的な枠組みの検討を促すことにもなった。1997年夏という早い段階で、日本は当時の榊原英資財務官、黒田東彦国際金融局長のもとで「アジア通貨基金」（Asian Monetary Fund）の創設を提案した。しかしこうした地域独自の制度はIMFの役割を損ない、モラルハザードを生み出す危険があるという米国（サマーズ財務副長官）の強い反対で実現しなかった。

ただ、ADF構想にあった、①IMFを補う外貨の相互融通、②経済状況と政策の共同監視、③健全な政策運営のための技術支援、④事務局の設立、のうち最初の3つについては、1997年11月のマニラでの次官級会議でいわゆるマニラ・フレームワークが合意され、具体策はともかく考え方が引き継がれた⁽²⁾。この通称マニラ・フレームワークには、米国、オーストラリア、ニュージーランド、カナダ、香港も入っており、半年ごとに集まってアジアの経済・金融情勢を議論した。

マニラ・フレームワークの会合は定期的には開催されたが、ASEAN+3（日中韓）による二国間スワップ協定のネットワークであるチェンマイ・イニシアティブが2000年のチェンマイでの財務大臣会合で合意され、2003年に発足したこともあって、2004年にその役割を終えた。マニラ・フレームワークは地域金融協力の枠組みの必要性を明らかにする役割を果たしたと思う。

世界金融危機と国際的な対応

世界金融危機では、世界の金融市場と銀行システムが極度のストレスにさらされた。この世界的ショックの端緒となったのは、2007年のサブプライム住宅ローン危機であった。世界最大の投資銀行の1つであったリーマン・ブラザーズ（Lehman Brothers）が2008年9月に破たんした後、

危機は急速に膨らんだ。筆者は2007年7月に在米大使館公使の2年間の任務から帰国し（その2年間は驚くほど平穏な時期であった）、財務省国際局次長、局長、そして財務官として、世界金融危機と2012年をピークとする欧州の国債危機への対応に追われることになった⁽³⁾。

世界金融危機には、マクロ経済上とミクロ経済上の原因の両方が存在した。マクロ経済の面では、米連邦準備制度理事会が「大いなる安定（Great Moderation）」（1980年代半ばから2007年の夏ごろまで）と名付けた低インフレ、安定的な成長の期間に、国外からの資金流入が米国の経常収支の赤字を支え、ドルは強くなり、物価は安定していたが、その裏で資産価格の上昇と国際収支の不均衡の拡大が生じていた。

マクロ面と表裏一体だが、ミクロ面では、1990年代の規制改革で銀行と証券の垣根が低くなり、安定的な金融環境のなかで、サブプライムローン（信用力の低い家計の住宅ローン）の証券化などを通じて、金融機関は過度のリスクテイク、レバレッジ、貸し付けを行っていた。民間の金融セクターによるリスク管理に過大な信頼が置かれ、規制や監督は不十分であった。そこには、1990年代に危機を起こした日本やアジア諸国のような問題は米国では起こりえないという過信があった。

世界金融危機の深刻さを受けて、G7の発意で2008年11月にワシントンDCで初のG20サミットが行われた。G20を中心とする国際社会の対応は、当面の危機対応に焦点を絞ったもの、将来的な危機の予防に焦点を当てたものなど多岐にわたっていたが、下記の5点にまとめることができる。

1点目が、グローバルな金融システムを安定させる緊急性であった。リーマン・ブラザーズの破たんによって危機が起こった直後の2008年10月、ワシントンDCで開かれた会議で、G7財務大臣・中央銀行総裁会合は緊急行動計画を採択した。この計画の下での政府の行動には、中央銀行による巨額の流動性の供給、預金保険の拡大、銀行債務保証、公的資金による資本注入、バランスシートからの不良資産の分離、危機に陥った金融機関の政府による管理が含まれていた。筆者も米国財務省の別室にG7の財務大臣の代理の代理（DD）達と控えていたが、緊迫した空気を思い出す。

2点目として、世界的な需要の下落に対し、国際社会はマクロ経済政策により協調して対応した。2009年2月にローマでG7財務大臣・中央銀行総裁会合が開かれた頃には、特に先進国において実体経済の劇的悪化が明らかとなっていた。国際貿易は落ち込み、生産は急減し、失業率は急増していた。各国政府は、大規模量の緩和など「非伝統的な」金融政策、景気拡大を目的とする拡張的な財政政策に合意した。同時かつ協調的な行動がより高い相乗効果を生み、各国が単独で行動するよりも効果的となることが期待された。

3点目として、世界金融危機の影響を受ける可能性のある開発途上国を支援する必要があった。多くの開発途上国は、危機以前には健全なマクロ経済政策も基礎とし、世界中からの資本流入を活用して高成長を維持していた。2009年4月にロンドンで開かれた第2回G20サミットでは、IMF、世界銀行、ADBなどの国際金融機関からの資金に加え、先進国からの二国間援助を動員して開発途上国の貿易、インフラ開発、景気刺激策を支援することが合意された。開発途上国を支援することで、国際貿易の減少を緩和し、先進国の回復を助けることもできる。

4点目として、危機対応から危機の予防へと議論が移っていく中で、金融セクターに対する規制と監督の強化を目的とした政策が採用された。それらには、自己資本比率、流動性、レバレッジに関する規制、「システム上重要な」金融機関に対するより厳格な規制、クロスボーダーでの銀行破たん処理、信用格付け機関の審査、店頭デリバティブの中央清算の仕組みなどが含まれる。上記の第2回G20サミットのコミュニケの協議は、金融規制の強化など技術的な分野が多く含まれ、徹夜の作業となった。筆者も含めたDD達が参加していたが、これまでの国際会議で最も疲労困憊する会議であった。

5点目は、将来の危機を予防するための国際金融機関の改革であり、(i) IMF および世界銀行、ADBなどの国際開発金融機関の貸し付け能力の増大、(ii) これら機関のガバナンスの向上、(iii) 国際経済協力の主要なフォーラムとしてのG20の活用、(iv) 金融安定化フォーラム（FSF）を強化して金融安定理事会（FSB）に格上げすることが合意された。

地域的な金融セーフティネットの強化も、重要な要素となった。アジアでは、チェンマイ・イニシアティブが2010年にチェンマイ・イニシアティブのマルチ化（多国間化）に発展し、メンバー

国が二国間の協定の束ではなく、1本の多国間通貨スワップ協定に基づき相互の外貨融通をコミットすることになった。当初1200億ドルだった相互融通の規模は、私が財務官だった2011年秋の仙台における代理会合などの議論を経て、2012年に2400億ドルに拡大された。チェンマイ・イニシアティブのマルチ化は、マクロ経済の相互監視（サーベイランス）を目的として2011年にシンガポールに設立されたASEAN+3マクロ経済リサーチオフィス（AMRO：ASEAN+3 Macroeconomic Research Office）によって補完されることになった。AMROは当初シンガポール法人として設立されたが、2016年にはAMRO設立条約に基づく国際機関となった。前述のAMF構想の4つの要素のうち、4番目の事務局の設立も達成されたと理解することができる。

将来の金融危機の可能性は減ったのか

以上述べてきたように、国際社会は、ブレトンウッズ体制の崩壊以降、変動相場制度と活発な金融セクターの活動、各国間の大規模な資金移動という条件のなかで、いくつかの深刻な国際金融危機を経験しながらも、それらへの一致した対応、今後の危機の予防と備えという努力を行ってきた。実際、金融規制監督の精緻化、新興国のマクロ経済の強靱化や金融セクターの強化など、国際的な危機を起こしにくくする、あるいはその被害を少なくするような具体的な取り組みがとられてきている。

一方で、国際的な経済・金融の大きな調整につながるような、いくつかのリスクが直近の問題も含めすでに顕在化してきているように思う。思いつくままに項目だけ挙げる。

- ①ロシアのウクライナ侵攻が誘発するサプライチェーンの変調やエネルギー・食料価格の高騰
- ②中国と西側諸国の対立の高まりから来るグローバル化の巻き戻しや地政学的リスク
- ③パンデミックで拡張した各国の財政・金融政策の正常化、インフレ対応に伴う金融市場の調整
- ④パンデミックで打撃を受け、中国からの借り入れ増の返済に直面する途上国の債務問題
- ⑤中国の景気を支えてきた不動産やインフラへの過剰投資に伴う債務の増加と返済問題
- ⑥米国社会における分断と党派対立による適時の政策実施の困難さの高まり
- ⑦ユーロ圏の国債金利の格差再拡大（2012年はECBの全体的な金融緩和のなかで対応、今回は引き締めのみでの対応となるので南欧支援は説明がより難しい）
- ⑧日本をはじめ先進各国における政府、企業、家計の債務のGDP比上昇と持続性への懸念
- ⑨仮想通貨、非公開会社、シャドバンキングなど規制が不十分な分野における問題の出現

アジア通貨危機、あるいはリーマン後の世界金融危機のような事態が再来しないことを切に望むものだが、楽観的にはなれない。国際社会は、今後も常に危機の予防に努め、危機の芽を早期に見いだして対策をとり、またいったん危機が起ってしまったら、その時の状況に応じて、果敢に、実践的に、協調して対応策をとっていくことが求められる。

《注》

- (1) G20には、このほか、アルゼンチン、ブラジル、メキシコ、ロシア、サウジアラビア、南アフリカ、トルコおよびEUが含まれる。
- (2) AMF構想を断念することになった1997年11月のマニラの次官級会議では、筆者自身、深夜に行われた共同声明の起草のための会議にアジアのいくつかの国の財務省や中央銀行の代表、それに当時は米財務省の国際金融担当の次官補でのちに長官になったティム・ガイトナーとともに参加した。文言について筆者がこだわったのは、共同声明をただ何日の次官級会合の声明とするのではなく、アジアの新たな金融協調の枠組みに何らかの名前を付けて、それを声明のタイトルにし、ファンドではなくとも、将来の枠組み強化の第一歩とすることであった。何かよい言葉はないかと探して合意ができたのが、「金融の安定化を促進するアジアの地域協力強化のための新しいフレームワーク」であった。
- (3) 2011年8月から2013年3月の財務官時代には、世界的な危機モードを背景とする一時1ドル75円台まで行った激しい円高とそれに対抗する2011年8月と秋の大規模ドル買い介入（合計13兆6045億円を投入し1722億ドルを購入）、危機モードの緩和と政権交代に伴う2012年秋以降の急速な円安の進展とその国際社会への説明も大きな課題だった。