

# 国際金融の諸課題と我が国の対応

2012年3月15日 国際通貨研究所シンポジウム講演資料  
中尾武彦 財務省財務官

1. 世界経済とアジア経済
2. ユーロ債務危機への視点
3. IMFの資金基盤強化と日本の立場
4. 最適通貨圏と政府（財政当局）・中央銀行・銀行セクターの相互作用
5. アジア地域における金融セーフティネットの強化
6. アジア域内通貨の使用拡大と日中金融協力合意
7. 金融規制改革とマクロの視点
8. 日本の財政と先進国共通の課題
9. 為替市場の安定と為替レートの柔軟性

## はじめに

このたび国際通貨研究所のシンポジウムに、各国からのパネリストとともに参加する機会を頂いたことは誠に光栄であり、行天豊雄理事長、渡辺喜宏専務理事はじめ関係の皆様にご心からお礼を申し上げます。

思えば一昨年3月18日のシンポジウムにも参加し、基軸通貨としてのドルの役割や人民元の国際化の可能性などについてお話をさせて頂いた<sup>1</sup>。昨年のシンポジウムは、残念ながら震災により中止になった。昨年3月11日に発生した大地震と津波、原子力発電所事故の被害と、それらが日本経済にもたらしたダメージは決して忘れることはできない。これまでの2年間には、世界経済にも大きな動きがあった。

本日は、最近の世界経済、国際金融を巡る9つのテーマ（①世界経済とアジア経済の現状、②ユーロ債務危機、③IMFの資金基盤強化、④最適通貨圏の意味、⑤アジア地域における金融セーフティネットの強化、⑥アジア域内通貨の使用拡大と日中金融協力合意、⑦金融規制改革、⑧日本の財政と先進国共通の課題、⑨為替市場の安定と為替レートの柔軟性）について、特に我が国の対応ということに留意しつつお話をしたい<sup>2</sup>。

---

<sup>1</sup> 筆者による2010年3月18日の講演資料「国際通貨システム改革を巡る諸問題についての考え方」は、国際通貨研究所のホームページに掲載されている。

<sup>2</sup> 以下の本稿の本体部分は、基本的に、筆者が3月13日北京大学で行った講演の内容を再掲したものであることをご断りしておきたい。

## 1. 世界経済とアジア経済

現在、世界経済は、総じて見れば 2008 年のリーマン危機から回復しつつあると言えるだろう。この回復の過程では、G20 の金融サミットや財務大臣・中央銀行総裁会合などで合意された政策の協調がうまく機能したと思われる。すなわち、①各国当局による金融セクターへの支援、②拡張的な財政・金融政策、③IMF や国際開発金融機関を通じた各国支援、などが、危機の進展を食い止め、経済回復を支えてきた。

日本経済について見れば、リーマン危機後のマイナス成長からの回復過程において昨年 3 月 11 日に起きた東日本大震災のダメージは大きかった。しかし、今やサプライ・チェーンの遮断、電力の不足、消費者のコンフィデンス低下などの問題も回復し、新たな成長の基盤を固めつつある。累次の補正予算と 2012 年度（12 年 4 月～13 年 3 月）予算に盛り込まれた約 18 兆円、GDP の 4%程度に相当する復興予算の支えもあって、2012 年度はプラス 2.2%の成長が期待される。

しかしながら、世界は、依然として欧州ソブリン危機やそれからのスピルオーバー、原油価格の上昇など様々なリスクを抱えており、引き続き注意深い経済政策運営が求められる。実際、最新（2012 年 1 月）の IMF の「世界経済見通しアップデート」は、2012 年の各国の経済成長予測を昨年 9 月時点から下方修正している。すなわち、先進国全体について 1.9%から 1.2%に、そのうちユーロ圏は 1.1%からマイナス 0.5%への大幅な修正、日本は 2.3%から 1.7%への修正となっている（米国は 1.8%で変わらず）。一方、途上国・新興国経済の見通しは全体として 6.1%から 5.4%、そのうち中国は 9.0%から 8.2%への下方修正である。

欧州ソブリン危機の他地域への影響については、①クレジット・チャネル、②貿易チャネル、③心理面からのコンフィデンス・チャネル、の 3 つが考えられる。既にアジアのいくつかの国において、欧州銀行のデレバレッジ（貸出の縮小）によるクレジット・チャネルを通じた影響が出始めている。貿易チャネルについても、中国をはじめとする各国から欧州向けの輸出の鈍化などの影響が見られる。

しかし、ここでは、アジア各国の経済は、リーマン危機後もこれまで比較的強い成長を維持してきているということを強調しておきたい。リーマン危機の際には、アジア経済は果たして縮小する欧米経済からのデカップリング（切り離し）が可能かどうかという議論があった。グローバル化による経済統合が進んだ今日、アジア経済であろうとどこの経済であろうと、世界の他の地域の経済状況から完全にデカップリングするということはありえない。だが、アジアでは、旺盛な内需に加え、アジア通貨危機以降の健全なマクロ経済政策や金融システムの強化もあって、経済の健全性、成長は維持され、結果として相当程度のデカップリングがあったと言わざるをえない。実際、先進国経済が全体として 2009 年にはマイナス 3.7%の縮小を記録する中で、中国、インドネシア、ベトナムなどは高い成長を維持し、アジア途上国の全体としての成長率は 2008 年の 7.7%から 2009 年の 7.2%へ低下、落ち込みは 0.5%にとどまった。

欧米のエコノミストの中には、東アジアの域内貿易は活発だが、最終的には米国と欧州の消費需要を目的にしており、これらがアジアの成長を支えているような言い方をする人がいるが、単純な見方である。日本のアジア諸国からの輸入自体も大きな貢献をしている（2010 年の ASEAN 諸国の輸出に占めるシェアは EU が 11%、米国が 10%、日本が 9%、同年の中国の輸出に占めるシェアは EU が 20%、米国が 18%、日本が 8%）。何よりも、アジア各国の内需自体が益々重要な意味を持つようになっている。例えば、昨

年の米国における自動車販売台数が 1356 万台だったのに対し、中国では 1850 万台だった。中国では、経常収支黒字の対 GDP 比は 2007 年の 10.1%から 2011 年には 2.7%まで縮小しており、このことから内需が成長により大きな貢献をするようになっていくことが明らかだ。

私自身、昨年 8 月に財務官に着任し、すぐにアジア各国を回ったが、例えば、インドネシア、ベトナムで日本資本による新しいオートバイ工場や化粧品、飲料などの消費財工場が次々と建設されているなど、内需に焦点を置いた直接投資が活発だ。日本の 1950 年代以降の高度成長期の経験からも、ひとたび国民が、冷蔵庫、エアコン、洗練された日常消費財の便利さに馴染み、より高度な消費を求めると、その勢いをとめることはできない。アジアには既に、一方にこのように旺盛な消費需要、そして民間設備やインフラ整備を含めた投資需要、他方に質の高い、若い労働力に支えられた生産力の拡大がある。アジア域内での活発な貿易が示すように、各国の産業拠点 (industrial cluster) を結ぶ生産ネットワークも重要な役割を果たしている。それらが、今後もアジアの内生的な成長を牽引していくと考えられる。

## 2. ユーロ債務危機への視点

欧州は、世界経済に対するリスクという観点から、現在、最も注目されている地域である。もちろん、アジア経済の先行きにとっても重要な意味を持つ。

まず、ユーロ圏の危機の原因を整理しておきたい。原因の 1 つは、公的債務問題であり、特に周辺各国が巨額の公的債務を抱えている。ユーロ発足後の楽観的なムード (euphoria) の中で、いくつかの政府は不用意に支出を拡大させていった。まさしく、政府にモラルハザードが生じていたと言えるだろう。同時に、ギリシャのような国が、なぜあれほどの低金利で財政赤字をファイナンスし続けることができたのか、という問題も考えなければならない。債務問題が顕在化する 2009 年秋まで、ギリシャ国債の対ドイツ国債スプレッドは 1%程度と、民間投資家によるギリシャ国債への投資意欲に支えられて非常に低く抑えられていた。ユーロ圏の投資家にとっては、ユーロ圏内はどこでもユーロが使われているため為替リスクが存在せず、安定成長協定によってどの国のガバナンスも同じように安定していると見なされ、国ごとの競争力や財政の健全性の格差に十分な注意が払われていなかった。モラルハザードは、民間投資家の側にもあったと言わざるを得ない。

今回のユーロ危機の原因は、政府の放漫な政策に基づく財政赤字だけではなく、競争力の格差にもあった。例えば、IMF の支援を仰ぐことになったギリシャでは、2000 年から 2009 年にかけて、ユニット・レーバー・コスト (unit labor cost) は 40%近くも上昇した。実力以上の賃金上昇のため競争力は低下し、ギリシャ、ポルトガルなどは結果として大きな経常収支赤字を抱えることとなった。その経常収支赤字は、域内の他国からの資本流入によりファイナンスされてきたが、ひとたび危機感が高まると資本は逆流し、輸入のための資金調達も困難になる。

一方、アイルランドで起きた危機は、財政や競争力の問題というよりは、銀行セクターの肥大化に原因を求めることができる。アイルランドの銀行の資産は、2002 年には GDP 比 400%だったが、2009 年には GDP 比 640%に増加した。比較のために他の国を見ると、この比率は 2009 年時点で、日本では 220%、アメリカでは 100%であった。因み

に、アメリカの銀行資産の比率が思ったより低いのは、アメリカでは、金融仲介において銀行よりも証券市場への依存が高いからだと考えられる。アイルランドの銀行は金融立国の掛け声の下、外国からの預金や借入で資金調達を拡大させながら、持続可能ではないような貸出を増やしていった。

それでは、欧州の当面の課題はどうであろうか。第1は、財政の健全性回復と、競争力を向上させるための構造改革である。周縁国をはじめ、各国が必要とされる財政再建や労働市場などの構造政策を着実に実施できるのかがまず焦点となる。また、EUのうち英国・チェコ以外の25ヶ国が参加する新しい財政協定によって、これまでより拘束力の強い財政ガバナンスが導入されることになっているが、これを実際にどこまで遵守できるか、という課題もある。

第2に、ユーロ圏において今後生じうるソブリンの問題に対し、どこまで強力なファイアウォールを構築することができるか、という課題がある。現在ユーロ圏には、各国の保証により債券を発行して資金を調達し、4400億ユーロ規模の融資能力を持つ欧州金融安定ファシリティ（EFSF：European Financial Stability Facility）がある。そのうち既に約2000億ユーロはアイルランドやポルトガル、そして今後のギリシャへの第2次支援にも使われることになっており、残りの貸出余力は約2500億ユーロである。更に、EFSFに替わる、より恒久的なメカニズムとして、各国の払込み資本金と請求払い資本金でやはり債券を発行して資金を調達し、5000億ユーロ規模の融資能力を持つ欧州安定メカニズム（ESM：European Stability Mechanism）を創設することになっている。

危機の進行に対応し、昨年12月のユーロ首脳会合では、ESMをもともと予定された2013年半ばから2012年7月に1年間前倒しして発足させることが決まっている。EFSFと単純に合計すると9400億ユーロ、既にコミットされている2000億ユーロ程度を除いても今後の危機のために7500億ユーロ程度の資金が用意されることになる。しかし、ESMはEFSFの後継と考えられており、融資額の上限が現在のところ合わせて5000億ユーロに設定されているために、両方を動員できるわけではない。この5000億ユーロの上限については、3月末までに見直しが行われることになっている。

第3に、銀行セクターの問題がある。欧州の銀行は、欧州周縁国に対する貸付を行い、また、これらの国の国債を保有しているために、周縁国の先行きに懸念が生じると、欧州の銀行の資金調達や株価にも市場から強い圧力がかかる。昨年10月のEU首脳会合で合意された銀行の資本増強の試算において、欧州周縁国の国債については価格下落の影響も勘案し、（満期保有目的の国債価格を国際会計基準に従って簿価で評価するのではなく）昨年9月30日の市場価格で評価することとされている。その前提でCore Tier 1の自己資本比率を本年6月末までに9%以上にすることが求められているために、欧州の銀行には相当の資本不足が生じることが予想される。

当然、自己資本の増強が必要となるが、まず、銀行の自己努力として、配当やボーナスの削減によって利益を増加させること、資本市場から資本調達を行うことが求められ、それでも更に必要があれば、公的資金による資本注入が考慮されることになっている。しかし、現在のような株価の下では新株発行による資本増強は難しい。国による資本注入も、国自身が国債の格下げを懸念している中、財政赤字拡大につながるのでは簡単ではない。分子の資本増強が難しければ、結局は分母の資産サイドの減額、すなわちデレバレッジによって自己資本比率を引き上げるほかはない。このような形でデレバレッジが進み、そのマクロ的な影響が世界に及ぶことが懸念されている。

第4の課題は、ECBがソブリン（国債）の問題や銀行セクターの問題にどのような積極的な対応をできるかである。まず、ソブリンの問題については、ECBはもともと個別

国の国債を銀行への貸付の際の担保には使っても、それ自体を市場で購入する形での資金供給は、特定の国の財政に対する間接的支援につながるとの問題もあって行っていなかった。しかし、危機の進行の中で 2010 年 5 月には、周縁国の国債購入を行う SMP（証券市場プログラム）を開始している。

更に、トリシェ総裁からドラギ総裁に変わった昨年秋に ECB が開始した 3 年物資金供給オペ（LTRO）は、銀行セクターの資金調達の困難に対応するものであった。12 月の第 1 回には約 4900 億ユーロ弱の貸付が行われ、2 月末の第 2 回には約 5300 億ユーロが約 800 の銀行に対して貸し付けられた。3 年物オペは銀行の資金繰りの問題には役立つとしても、周縁国の国債投資に回り、スプレッドを縮小させる効果があるのかどうかという点には議論があった。しかし、銀行にとっては、ECB から低い金利で調達した資金で国債を買えば大きな利鞘が稼げることに加え、購入した国債は ECB からの新たな借入を含めた様々な金融取引の担保にできるというメリットもある。結果的には、ECB によるこの大規模なオペレーションは、イタリアやスペインなどの国債のスプレッド低下、金融市場の安定に大きな貢献をすることになった。

第 5 に、2 月 20 日のユーロ圏財務大臣会合で枠組みが決まったギリシャの第 2 次支援策の実施がある。この支援策には、ユーロ圏と IMF による救済額を小さくし、また、ギリシャの将来の国債償還の負担を削減する観点から、民間投資家の保有する国債にネット現在価値で 70 数%の債務削減を求める、いわゆる Private Sector Involvement (PSI) が含まれた。これに関連する論点として、ECB が保有するギリシャ国債についてどう取り扱うのか、PSI に応じないフリーライダーを避けるために遡及的に集団行動条項（Collective Action Clauses: CACs）が適用されることが決定されたが、これをどう考えるのか、ギリシャ国債に関する Credit Default Swap (CDS) もトリガーされることになったが、そのことは他の国債市場にどのようなスピルオーバーを生む可能性があるのかなど、様々な論点があるが、ここでは詳細に触れない。

### 3. IMF の資金基盤強化と日本の立場

それでは、欧州の安定のために、国際社会としてどのように協力していけばよいのであろうか。具体的には、IMF の資金基盤を強化しておくことにより、欧州問題へのバックアップを提供し、安定につなげることが考えられている。そのために最も可能性が高いのは、2 月 25-26 日のメキシコにおける G20 財務大臣・中央銀行総裁会合の声明にあるように、IMF のメンバー各国が IMF に必要な貸付を行うことである。ただし、同声明が明らかにしているように、IMF の資金基盤強化は、欧州自身による更なる努力が前提である。その前提が満たされることを待って、4 月下旬のワシントンにおける G20 大臣・総裁会合や IMFC（国際通貨金融委員会）で IMF の資金基盤強化の議論が進展することが期待されている。

ユーロ圏諸国は、確かに、これまでも安定に向けて多くの努力を行ってきた。実際、多くの国がユーロ圏外の他の先進国にはできないような果敢な財政健全化と構造改革を実行しつつある。しかし、持続的な解決策に到達するためには、更なる努力が必要である。日本を含めた多くの非ユーロ各国は、これまでも長年にわたり IMF を支援してきており、国際的な努力の中で役割を果たす準備がある。ただし、決定的に重要なことは、IMF の資金はユーロを維持するためのユーロ圏自身による信頼に足る措置を代替しえな

いということだ。

ユーロ圏は、所得の高い、巨大な経済圏であり、自分達の通貨を持ち、本来は ECB 自身が周縁国を含めたユーロ加盟国をサポートできるはずである。所得が高く、域内での資本移動が活発な分だけ、危機になると救済に必要な資金の規模も巨大なものになる。ブレトンウッズ体制が崩壊した 1970 年代以降、IMF による支援の対象は新興市場国や途上国であり、IMF が欧州のような先進経済地域を支援の対象にすることは想定されてこなかった。いわば、IMF は現在、これまでの IMF の資金基盤や融資制度のデザインを超える事態に直面していると言えるだろう。だからこそ、まずはユーロ圏自らが、EFSF や ESM などのファイアウォールの規模を拡大しなければならない。

繰り返しになるが、日本としても IMF を通じた協力を行う用意はある。実際、日本はリーマン危機直後の 2008 年秋に IMF の資金基盤強化のために 1000 億ドルに上る貸付を行う旨を発表し、その後の各国による同様の IMF への協力、更にはそれを発展させた NAB (New Arrangements to Borrow : 先進国・新興市場国によるボランタリーな IMF への貸付の枠組み) の大幅な拡大への道をリードしている。また、日本は、EFSF 債の購入を通じてこれまでも欧州への支援を継続してきているという点を付言しておきたい。EFSF 債は、これまで 9 回発行されているが、日本は毎回発行額の 5~22%、合計で約 40 億ユーロ、総発行額の 14% に上る EFSF 債を購入している。日本は決して協力を拒んでいるわけではない。現在の欧州債務問題はグローバルな問題となっており、国際社会、IMF の関与は不可欠ではある。しかし、まずはユーロ圏自身がこの問題の解決に向け更に努力すべきである。

#### 4. 最適通貨圏と政府 (財政当局)・中央銀行・銀行セクターの相互作用

ユーロ圏の問題は、経済理論の面でも様々なインプリケーションを有している。ここでは、2つの点に触れたい。

第 1 は、「最適通貨圏」における危機の態様についてである。1999 年にユーロが発足した際、経済は相当統合 (integrate) されているものの、労働の移動や財政の移転が限られているという意味において、果たしてユーロ圏は「最適通貨圏」と言えるのかという議論があった。ここで財政移転とは、本来、後で返済が必要になる貸付ではなく、税制や失業手当などを通じた恒久的な移転を意味する。通常の主権国家内ではそのような機能が働いているが、ユーロ圏では財政移転が規定されていなかったどころか、むしろ条約により明確に否定されている。

ユーロ発足時、私自身は、景気の状態が各国で異なる場合に、為替による調整はできず、安定成長協定で各国の財政政策には制約があり、国境をまたいだ財政の移転はできず、金融政策は一つに統一されて国別の対応が出来ないユーロ圏では、一つの金融政策が不況の国にとっては緊縮的にすぎる一方、好況の国にとっては緩和的にすぎるといった問題がいずれ顕在化するのではないかと懸念していた。

しかし、ユーロ圏で実際に生じた問題は、むしろ国債市場での各国間のスプレッドの急拡大であった。いわば為替市場でのアタックができなくなった代わりに、国債市場で財政や経常収支に問題のある国の国債がアタックされ、価格が下がり金利が急上昇するという事態が生じたと言えるだろう。このような形で危機の顕在化を予想していた人は少なかったのではないだろうか。生産性の違い、あるいはその上昇率に差がある場合

に、財政移転はやはりかなりの程度必要になるという議論も改めてなされている。

第2に、今回のユーロ危機からは、財政当局を含む政府、中央銀行、銀行セクターの相互作用、協力関係の重要性も明らかになったと考えられる。

まず、政府（財政当局）と中央銀行の関係について、中央銀行の政府からの独立性、それに裏付けられた信頼できる金融政策は、政治的要因に左右されず物価安定を図るという観点から今やどの国でも不可欠とされているが、同時に、政府と中央銀行は相互に補完する関係でもある。中央銀行は通貨発行益（seigniorage）を政府に納付するが、危機のオペレーションで損失を被ったときには、政府が支援を行う場合もある。日本銀行法で危機対応の際に財務大臣の要請ができると規定されているのも、政府の責任を明確にするためだ。一方、国債市場の流動性が下がったような状況では、中央銀行は国債を購入することで市場の安定を図ることがある。多くの国で中央銀行による財政赤字のファイナンス（monetization）は法律上も禁止されているが、流通市場での国債購入は可能であり、実際 FRB や日本銀行、そして現在は ECB を含めた多くの中央銀行が長期国債をバランスシートに保有するようになっている。

政府と銀行セクターの関係も、もちろん重要だ。銀行セクターは国債を重要な投資対象とし、また金融取引の担保として活用している。先進国の国債は金融市場における信用のベースであり、国の信用リスクが認識されている現在のような状態は極めて異例だ。一方、政府は銀行セクターの規制・監督に責任を持つとともに、必要があれば預金保険を活用して破綻処理を行ったり、公的資金注入で資本を強化することができる。

中央銀行と銀行セクターの関係については、中央銀行が公開市場や直接貸付による銀行との取引で貨幣供給を調節し、また、危機時には最後の貸し手（lender of last resort）の機能を果たすべきことは言うまでもない。

このように、一つの主権国家における財政あるいはより一般的に政府、中央銀行、銀行セクターの関係はいわば不即不離であり、一定の距離（arm's length）を保ちながらも、相互に補完し合っていると言える。特に危機時には相互の安定した関係が不可欠である。3者の中でも、政府は、いざとなったときに納税者から集めた財政資金を動員できるという点、刑罰を課してでも規制を実施（enforce）できるという点で特別な役割を持っている。そして政府が特別な役割を持つことができるのは、民主的なプロセスを踏んで国民の意思を反映しているという正当性（legitimacy）が存在するからである。実際、予算や徴税権は、歴史的にも議会制や民主主義の出発点であり、主権国家とは不可分だ。

そうして見ると、ユーロ圏の場合は、中央銀行は ECB の下に統合されている一方、財政は 17 の主権国家に分かれており、その後ろにはそれぞれの議会、国民が存在する。国債市場は同じユーロ建てではあってもそれぞれ別の商品を扱っており、また、銀行セクターの規制も EU レベルで調和が図られてはいるが、権限は各国ごとの規制当局に残る。危機への対応に時間がかかり、また、ECB の危機対応への行動が制約されているのは、1つの主権国家ではないそのようなユーロ圏の特殊性による。

以上、ユーロ圏において国債市場に起因する危機が生じやすいこと、危機において通常の主権国家より大きなチャレンジに直面すること、を述べてきた。しかし、ユーロ圏が仮に自然な意味での最適通貨圏ではないとしても、また、本格的な財政統合に向かうことは当面見通せないにしても、その制約の中で、ユーロ圏では財政の規律についてのガバナンスは強化されつつあり、危機時のバックアップのためのファイアウォールが拡充されつつあり、また、銀行規制を EU 全体として見ていく欧州銀行監督機構（EBA）が整備されつつある。評論家ではなく、ユーロ域外の当局者として言えることは、ユーロ圏が安定のために困難な努力を続けているということであり、それに応じて国際社会

としてもその努力をサポートしていかなければならないということである。

## 5. アジア地域における金融セーフティネットの強化

先に述べたように、アジア地域の経済成長は堅調であり、今後も高い成長が続くと期待される。しかし、アジア地域でも、ユーロ圏の危機を受けた欧州系金融機関のデレバレッジによる影響は出てきている。このような状況に対応するには、地域の金融協力を強化し、アジア域内での相互の外貨支援によるセーフティネットを強化することが有効である。日本は、二国間の枠組みでも、地域としての枠組みでも、そのようなセーフティネットの強化に取り組んでいる。

デレバレッジを数字で見ると、BISの統計で昨年6月末から9月末の間に、欧州系銀行のASEAN諸国及び韓国向け貸出は8%減少しており、英国を除く欧州系銀行では12%減少している。フランスの銀行だけで見ると25%もの減少である。一方、シェアで約15%を占める日本の銀行は同期間にこれらの国々への貸出を5%増加させており、欧州系銀行からの貸出減少を日本の銀行がある程度埋める形になっている。しかし、米国系銀行も貸出を2%減少させており、結局、BIS報告銀行のASEAN諸国及び韓国への貸出は、この期間に全体として3%の減少となっている。

国によっても影響は異なり、例えば韓国ではデレバレッジの影響が大きく、昨年6月末から9月末にかけて同国への貸出は9%も減っている。この結果、韓国では9月末にかけて銀行のドル資金不足への懸念が高まり、ウォンの為替レートや株価は低下し、外貨準備も減少した。このような状況下、昨年10月には、韓国政府からの働きかけもあって、日韓両国間で二国間の通貨スワップの総額を従来の130億ドルから700億ドルへの拡充することが合意された。

従来から日本の財務省と韓国銀行（中央銀行）の間には、マルチ化されたチェンマイ・イニシアティブによる支援の枠組みとは別に、二国間の枠組みでいわゆる「危機対応型」の米ドル・ウォン（及び米ドル・円）のスワップが100億ドル分あった。今回の拡充では、これに加え、日本銀行と韓国銀行の間のいわゆる「平時型」円・ウォンのスワップについて、限度額を従来の30億ドル相当から300億ドル相当に増額することとした。さらに、この「平時型」の円・ウォンのスワップを補完するものとして、危機的状況にない中で金融市場の安定を目的とした、いわゆる「為替安定型」の米ドル・ウォン（及び米ドル・円）のスワップを300億ドルの限度額で新たに締結した。この新たな300億ドルの通貨スワップは、従来からあった100億ドルの危機対応型のスワップや同様に危機対応型であるチェンマイ・イニシアティブの枠組みにおけるスワップとは異なり、IMFの支援プログラムを前提としない形で、必要に応じてより機動的に外貨支援を受けることができる点に特徴がある。

日本側の立場に立った場合、日韓の今回の通貨スワップ拡充の背景には、韓国経済や金融の安定性が日本やアジア地域の成長にとって重要であるという一般論に加え、韓国ウォンの下落が日本円の上昇と相俟って日本の産業の競争力を更に損なうような事態を避けるという意義もある。結局、日韓の通貨スワップは、実際の資金の引出まで行かずにウォン・レートの安定につなげるという効果があった。なお、日本は、インドとの間でも、昨年12月に通貨スワップ拡充に合意している。

アジア域内の金融セーフティネットである、ASEAN+3（日中韓）のチェンマイ・イ



ニシアティブ自体の見直しも課題となっている。現行 1200 億ドルの引出可能総額の倍増までの可能性を含めた拡大、現行で各国ごとの引出限度額の 20%となっている IMF 融資プログラムとのデリンク比率の引上げ、を検討中だ。また、IMF では、自国が適切な政策を講じているにもかかわらず他国の危機からの悪影響を受けることに備えるための予防的融資メカニズムとして、Flexible Credit Line (FCL) 及び Precautionary and Liquidity Line (PLL) がリーマンショック後に創設されており、実際、メキシコ、コロンビア、ポーランドが FCL による支援を受けている。チェンマイ・イニシアティブにおいても、このような予防的メカニズムを導入することを検討している。

チェンマイ・イニシアティブの予防的メカニズムは、IMF のものと同様、実際の危機に直面しなくとも引出を行うことができることが想定されている。本当の危機が来れば IMF の支援を仰がざるをえなくなるのが普通であり、その場合は IMF とのデリンク部分も IMF の融資より先に出るかどうかのタイミングの問題にすぎない。しかし、危機に直面しなくともチェンマイ・イニシアティブによる予防的メカニズムのデリンク部分が使用できることになると、IMF と全く関係なく引出を求める国が出てくる可能性がある。安易な引出のモラルハザードを防ぐため、予防的メカニズムについては、適切な政策を行っている国に利用を限るための適格要件 (eligibility) やアレンジメントの契約を結んだ後に遵守すべきコンディショナリティーを慎重にデザインする必要がある。

なお、IMF とのデリンク部分を拡充したとしても、チェンマイ・イニシアティブのマクロ経済調査機関として昨年 4 月に発足した AMRO (ASEAN+3 Macroeconomic Research Office) と IMF との間で、経済政策のサーベイランスをはじめ、日ごろからの緊密な連携が必要であることは言うまでもない。

## 6. アジア域内通貨の使用拡大と日中金融協力合意

アジア地域における金融セーフティネットと関連するが、地域内の通貨を貿易や投資にもっと活用するという視点も必要である。実際、日本円の国際化の試みは 1980 年代から始まっている。円の運用や調達に対する規制や税制上の障害はなくなり、現在、円は日本の輸出の 40%程度、輸入の 25%程度に使われる通貨にはなっている。ただし、米国の深く流動的な金融市場、強力な金融セクター、米国経済への信認に支えられたドルは、そのネットワーク外部性 (他人が使うことにより更にその利便性が増すこと) や慣性もあって、アジア域内の貿易や投資でも圧倒的なウェイトを占めてきた。

しかし、リーマン危機、あるいは今回のユーロ危機の際には、金融機関相互の資金融通が目詰まりを起こし、急速にドルの流動性が不足する事態が起こることが明らかになった。ドルの流動性が手に入りにくいという理由だけで、アジアでの貿易や投資の円滑なファイナンスが進まず、实体经济にも悪影響を及ぼすようなことは避けなければならない。今後は、日本円であれ、経常取引から徐々に国際的な使用を拡大している人民元であれ、あるいは韓国ウォンであれ、アジア域内の通貨の活用を改めて図っていく必要がある。

昨年 12 月 25 日には、北京での日本の野田首相と中国の温首相の首脳会談で、日中両国の金融市場の発展に向けた相互協力が合意された。その中では、①両国間のクロスボーダー取引における円・人民元の利用促進、②円・人民元間の直接交換市場の発展支援、③円建て・人民元建ての債券市場の健全な発展支援、④海外市場での円建て・人民元建

ての金融商品・サービスの民間部門による発展の徳憑、⑤これらの分野における相互協力を促進するための「日中金融市場の発展のための合同作業部会」の設置、が謳われている。

この合意内容は、本年2月19日の安住財務大臣と王岐山副総理の会談で改めて重要性が確認され、合同作業部会も翌日の2月20日に第1回が開催されている。この幅広い内容を含むイニシアティブは市場主導の動きを両国政府が協力して後押しするものであるが、将来的に東京が人民元の重要なオフショア市場になることなども目標に含まれる。人民元の国際的な使用の拡大については、中国自身が經常取引に続いて資本取引における人民元取引の段階的な自由化を進めつつあるが、人民元レートの柔軟性拡大や中国国内の金利や金融商品などの自由化とも関連するので、そう簡単な話ではない。しかし、両国が協力しつつそのプロセスの促進を図っていくことは、中国自身の利益になると考える。人民元の使用拡大は、日本円の使用拡大と背馳するものではなく、むしろ日中二国間やアジアでの人民元の使用拡大が円の使用も誘発し、また、日中の民間金融セクターのビジネスチャンスにもつながる、相互補完的なものと考えべきである。

なお、上記の日中首脳合意の一環として、日本の外貨準備による中国の人民元建て国債への投資の手続きも開始され、迅速な中国当局の対応により既に約100億ドル（650億人民元）の枠が承認されている。中国が日本の国債への投資を既に相当行っていることから、国債投資の双方向性を確保し、両国外貨準備当局による情報交換の促進を含めた協力拡大を図るものである。日本の外貨準備による中国国債への投資は承認された枠の中でも当面限られた金額から開始する予定であり、日中両国において外貨準備の太宗を占める米国ドルへの信認に問題があるということでは決してない。日本の外貨準備のポートフォリオの多様性拡大を図る意図でもない。実際、IMF当局によれば、人民元は交換可能性（convertibility）がないため、自由利用通貨（freely usable currency）ではないと解釈されていることから、中国国債への投資は現時点では外貨準備として計上されず、外国為替特別会計が保有する「その他外貨資産」の扱いになる。

## 7. 金融規制改革とマクロの視点

金融規制は、リーマン危機以来、G20の首脳による金融サミットや大臣・総裁会合でも取り上げられる重要なテーマとなってきた。リーマン危機や欧州債務危機は、長く続いた緩和的なマクロ経済政策にも原因があるが、行き過ぎた金融活動や不十分な金融規制も一因と考えられている。銀行の放漫な貸出や、過大なレバレッジ、過剰なリスクテイクは、民間金融機関自身のリスク審査から漏れていただけではなく、規制によっても適切にチェックされていなかった。

銀行の役員や株主は、銀行経営がうまく行っているブームの時には非常に高い報酬や配当を得る一方、銀行に問題が発生した場合には税金の投入によって救済されることが明らかになった。これは納税者の立場から公平ではないだけでなく、資源配分の観点から深刻なモラルハザードを招く。すなわち、過大なレバレッジや過剰なリスクテイクにより高い利益を上げようとする行動は、規制されなければ繰り返され、そのことは再び危機、そして公的なコストを招く可能性がある。したがって、金融規制を強化することには理屈がある。

一方、金融規制強化によるマクロ経済へのインプリケーションにも留意する必要がある。

るだろう。今回の危機から得られた教訓のひとつは、規制が個々の金融機関にとっては適切でも、経済全体にとってはバブルの発生とそれに続く危機を回避するうえで不十分なことがあるという、マクロプルーデンスの視点の重要性であった。それを今適用するならば、むしろ個々の規制が全体としてマクロ経済を縮小させる可能性があることに注意を向ける必要がある。もちろん、バーゼル銀行監督委員会や金融安定化理事会（FSB）で決まった国際的な合意は、着実に実施していく必要がある。しかし、実施に当たっては、想定されている時間的猶予、段階的実施のメリットを十分生かすべきである。例えば、バーゼル III の資本規制の実施は、資本バッファ一部分を含め、2013 年から 2019 年までの間に行うことになっている。市場は完全な、前倒しの達成を求めがちだが、実施を予定より急ぎすぎることは、銀行の資産の圧縮（デレバレッジ）を加速させ、経済に悪影響を及ぼしうる。

規制の意図せざる悪影響にも注意しなければならない。例えば、日本、英国、カナダをはじめとする各国政府は、米国で 2010 年 7 月に成立したドッド・フランク法における「ボルカー・ルール」と呼ばれる、銀行の自己勘定取引の制限を狙いとした規制に懸念を表明している。このルール自体は、自己勘定を使った銀行の過度の利益追求が金融危機の一因になったことを踏まえたものである。しかし、国債売買や為替スワップをはじめとする金融取引の取引流動性を維持するうえでは、銀行自身のバランスシートを使った、顧客のためにするマーケットメークの機能が不可欠であり、これを銀行が自分のために行う純粹の自己勘定取引と区別することは実際には難しい。

米国当局は実施に向けた規制案を発表してコメントを求めているが、米国債の取引についてはボルカー・ルールの例外規定がある一方、その他の政府の国債は例外となっていない。これにより米国債以外の国債市場の流動性が減少し、国債発行のコストが上がるのが懸念される。また、ボルカー・ルールは、外国の銀行が米国の銀行との間で為替スワップのような重要な金融取引を行うことを困難にする。行き過ぎた金融活動には害があるが、円滑な金融市場の機能は、世界経済の順調な回復と成長にとって不可欠であり、各国とも米国当局と議論を行っているところである。

## 8. 日本の財政と先進国共通の課題

ユーロ諸国の困難を見れば、先進国においても健全な財政を維持することがいかに大事であるかが明らかだ。確かに、金融危機後の経済状況は懸念の材料であり、財政再建よりも足元の景気刺激を優先させるべきだという議論も一部にはある。しかし、今、財政再建の問題に取り組まなければ、各国とも将来、突然の国債金利の高騰、為替の急落など、深刻な状況に直面する可能性がある。日本の国債の金利は 10 年物で 1%弱と現在は低いが、一旦金利が上がり始めれば、それ自体が財政赤字の拡大要因になるので、財政への信認は更に悪化し、金利はいわばスパイラル的に上昇していくおそれがある。

昨年地震と津波及び原発事故は、日本経済に多大な困難をもたらしたが、日本政府は短期間のうちに GDP の約 4%に上る大規模な復興予算を組み、その財源は赤字国債の発行に頼らずに所得税と法人税の時限的な税制措置や歳出の節約等で調達することとしている。同時に、急速に高齢化する社会における長期的な財政問題に対応するため、消費税（付加価値税）を現行の 5%から 2015 年までに 2 段階で 10%へ引き上げることを含む、社会保障・税一体改革を推進していくこととしている。

日本の財政赤字（一般政府）は IMF の統計で GDP 比 10%（2011 年）、一般政府債務は GDP 比約 230%と、ギリシャよりもはるかに大きい。経常収支は依然黒字（2011 年の GDP 比は 2.1%）であり、経常収支が黒字であるかぎり、政府の債務が大きくてもギリシャなどとは状況が違うので問題はないとの議論もある。確かに、経常収支黒字は、国全体では貯蓄超過であることを意味する。日本の場合、政府は大幅な赤字（投資超過）だが、民間部門（家計と企業）が大幅な貯蓄超過であり、政府の赤字を賄ってなお余りがある。実際、国債の外国人保有は 7%にすぎない。しかし、永久に政府債務の GDP 比率が増大し、発散していく姿は考えられず、現在のように国債市場が安定しているうちに、財政健全化に具体的に取り組む必要があると考えるのが自然だ。

経常収支自体に関しても、2011 年の貿易収支（通関ベース）は 31 年ぶりに赤字に転じ、所得収支の黒字で経常収支の黒字を維持している状況だ。昨年の貿易赤字は、大地震やタイの洪水によるサプライ・チェーンの問題を受けた輸出減少、原子力に代わる発電のための天然ガスの輸入急増と価格の上昇など、一時的な要因も反映している。しかし、今後の推移には注意が必要である。

そもそも、日本の財政赤字がこれほど大きくなった理由は何か。1990 年のバブルの崩壊以降、低成長とデフレ的な状況が続き、また、1990 年代後半の景気刺激のために減税政策がとられたこともあって、税収が大きく減少していることに大きな原因がある。実際、一般会計の税収はバブルがピークに達した 1990 年度の 60.1 兆円から 2010 年度には 41.5 兆円まで 31%縮小している。その 20 年間に、日本の GDP は低迷しているとは言え、実質で 12.6%、名目で 6.0%拡大しているので、それに比べても大きな減少だ。

同様に重要なのは、社会保障関係の歳出が高齢化の進行に伴い、大きく増加していることだ。社会保障関係の支出（一般政府）は 1990 年には対 GDP 比 12%であったものが、2009 年には 23%に倍増している。一方、税・社会保障負担の対 GDP 比は、同じ期間にむしろ 30%から 28%に減っている。公共事業や教育などにも政府部門は支出をしなければならないので、当然政府には大きな赤字が生じる。

多くの国で、年金や医療などの社会保障制度は、経済成長率が高く、人口構成が若く、寿命もそれほど長くなかった時期に設計された。日本の場合、65 歳以上の高齢人口の比率は 1965 年には全人口 9826 万人の 6.3%であり、高齢者 1 人を 20 歳以上 64 歳以下の者 9.1 人で支えていた。これに対し、2012 年には 1 億 2750 万人の人口の 24.2%が高齢者であり、高齢者 1 人を 20 歳以上 64 歳以下の者 2.4 人で支えなければならない。今後も高齢者の比率は更に上がっていく。

長寿化について見ると、日本で国民皆年金、皆保険（医療）が実施された 1961 年の男性の平均寿命は 66 歳、女性は 71 歳であったものが、2010 年にはそれぞれ 80 歳と 86 歳に延びている。65 歳時点での平均余命も、同じ期間に、男性は 12 年から 19 年、女性は 14 年から 24 年まで延びている。65 歳の女性が 89 歳まで平均的に生きることができる長寿社会は、もちろんすばらしい。しかし、このことは、人口に占める、非常に高齢な人口の増加を意味する。非常に高齢になれば、誰でも健康上の問題を抱える。医療技術の進歩と高度医療の普及もあいまって、医療費の増加は著しい。

日本の現状は、拡大する社会保障の経費に見合うだけの負担を、国民に求めきれずに、大量の国債発行で賄っている状態と言うこともできる。実際、現在、多くの先進国が同様の問題に直面している。もちろん、イノベーションの促進やビジネス環境の整備など成長のための戦略も欠かせないが、財政の健全化は避けて通れない。消費税増税の問題を政府と国民の間の対立のように考える人がいるが、むしろ今日の高齢者と未来の高齢者の間の分配の問題、世代間の公平に関する問題と考えるべきだ。また、財政だけでは

なく、国民経済全体の健全性の回復を図るものと考えらるべきである。社会保障制度も税制も一度制度ができると、その改正は政治的に非常に難しいものになる。民主主義の下ではなおさらである。これから社会保障の一層の整備を図っていかうとしている新興市場国は、是非先進国から多くの教訓を学んでほしい。

## 9. 為替市場の安定と為替レートの柔軟性

ここで簡単に、為替の問題に触れたい。最近の円ドル為替相場は、日本銀行が2月14日に発表した金融緩和の強化（「中期的な物価安定の目途」の発表を含む）やギリシャ向けの第2次支援に向けた進展などを背景に円売りが優勢になり、円は2月初めの1ドル76円強から3月13日の終値では83円近辺になっている。日本政府としては、昨年夏以来の一方的な円高の動きについて、従来から強い懸念を有してきた。したがって、足元の為替市場の動きについて違和感はない。

貿易ウエイトで各国通貨との関係を計り、各国との物価上昇の違いも調整した実質実効為替レートを見るかぎり、円は長期的な趨勢の範囲にあるという議論がよくなされる。しかし、円の実質実効為替レートは、2007年7月と昨年12月を比べると30%もの円高になっており、この間、日本経済が2008年秋のリーマンショックから予想を超える大きな影響を受け、更には昨年3月に未曾有の大地震に見舞われ、そこからの苦しい回復過程にあることを考えると、このような円高への動きは、真の意味で経済のファンダメンタルズを反映しているとは考えにくい。最近の為替変動の大きさに関しては、本年1月に発表されたIMFの「世界経済見通しアップデート」も、「新興市場国通貨の下落、日本円の上昇を含め、為替市場の変動は大きい（volatile）」と述べている。

そもそも、いわば各国間の物価全体の相対価格である為替レートは、あらゆる価格の中でも極めて重要なものであり、その変動は経済活動に大きな影響を及ぼす。これまでのG7やG20の声明でも、為替レートは基本的に市場で決定されるべきであるとする一方で、「為替レートの過度な変動や無秩序な動きが経済及び金融の安定に悪影響を及ぼす」ことを確認しており、国際的なコンセンサスになっている。昨年9月9日のG7声明に「我々は為替市場における行動に関して緊密に協議し、適切に協力する」とあるように、必要な場合には協調介入がありうることもG7で合意されている。

日本は、2004年3月以来為替市場への介入を行っていなかったが、2010年9月、昨年3月、昨年8月、そして昨年10月末から11月初にかけて、ドル買い円売り介入を行っている。そのうち昨年3月の地震直後の介入はG7による協調介入であったが、それ以外は単独介入であった。ただし、関係通貨当局とは常日頃から緊密な連絡を取り合っている。足元ではやや円売りが優勢となっているが、円高が進行すれば日本経済の下振れリスクになる状況に変わりなく、市場の思惑により再び一方的な円高の動きが生じる可能性にも十分留意する必要がある。引き続き、緊張感をもって市場の動向を注視し、適切に対応していくという考え方に変わりはない。

中国などの新興市場国の通貨に関し、為替レートの柔軟性の向上が目標であることも、G20の声明がたびたび取り上げているとおり、国際的なコンセンサスになっている。生産性の向上が大きく、経済成長率が高い新興市場国の場合に、為替レートが市場の需給を反映して切り上がっていくことは、購買力の上昇、物価の安定、内需の促進、経常収支不均衡の是正などの観点から、その国自身にとっても利益が大きい。

逆に、中国が為替レートの柔軟性拡大に慎重でなければならないという教訓の一つとして、1985年のプラザ合意後の急激な円高が1990年以降の日本の低成長やデフレを招いたとの議論がなされることがある。しかし、まず、当時の日本は変動相場制を採用して為替レートも柔軟に動く先進国であり、現在の中国とは状況が異なる。より重要なことは、実際にはプラザ合意後1990年にかけて、日本では、デフレではなく資産バブルとブームが起こったということである。その原因は、①急激な円高に対応するための拡張的な財政政策や金融政策、②購買力の上昇とブームの中での内需の更なる拡大、③金融自由化を背景にした金融活動の行き過ぎ、などに求めることができる。一方、バブル崩壊後の現在に到る経済状況は、①バブル崩壊の影響が深刻であったこととその対応のあり方に加え、②経済・技術の成熟化、③社会の高齢化、④新興国との競争激化などの構造的な要因からも生じていると考えるべきである。教訓は、バブルの生成とその崩壊を何としても避けるべきということではなければならない。

## おわりに

ソ連が崩壊し、冷戦が終わった直後の1992年に、米国の政治学者フランシス・フクシマは「歴史の終わり」という本を書いた。しかし、その後、世界各地で民族主義や宗教的原理主義の高まりを受けて紛争が頻発していることを見れば、民主主義、市場経済への収斂で歴史が終わったと考えることが楽観的なことは明らかだ。同様に、経済問題についても、既にサブプライム・ローン問題の深刻さが明らかになりつつあった2007年の10月、IMFは「世界経済見通し」の第5章で、米国を中心に安定した成長が続いた「大いなる緩和（great moderation）」をテーマに取り上げ、IT技術の発展や中央銀行の政策の質の向上、各国における政治的な安定、労働市場の柔軟性などから、景気変動は構造的に小さくなっている可能性があるとして分析した。

今となっては、景気変動の程度や経済危機に陥る頻度は、国際的な資本移動の拡大や金融活動の行き過ぎなどを受けて、むしろ増大していると言えなくもない。また、高齢化に伴う構造的な財政赤字と債務累積は、多くの先進各国に大きな課題を投げかけている。多くの課題がある一方で、世界全体としては、多くの人々がかつてより安全で、自由で、豊かになり、気候変動対策や貧困削減への取り組みも進みつつある。新興市場国の高成長や技術の革新を含め、発展の機会（opportunity）もたくさんある。

民主主義は、人口が若く、経済も成長し、社会保障の充実などの形で国民により多くの果実を配分できるときはよいが、現在の先進各国のように、国民により多くの負担を求めなければならないときには効果的に機能しにくいとの議論がなされることがある。しかし、民主主義に代わる、より優れた政治システムが考えられるわけではない。社会の様々な分野でのリーダーや専門家があるべき役割を果たし、国民の力と知恵を結集して、さまざまな課題に立ち向かい、新たな機会をつかんでいくほかはない。同時に、国際的な課題については、本日のシンポジウムがまさに示しているように、各国の経験の共有と対話、協調が不可欠であることを改めて強調して、この講演を終えたい。

（以上）