

国際金融危機への対応と世界経済の現状、政策課題

ハーバード大学・国際文化会館共催シンポジウムでの基調講演原稿

2010年10月23日：箱根

中尾武彦¹

1. 国際金融危機への対応

前回、ここにいるメンバーが箱根に集まったのは、2008年10月末のことであった。その時点で同年9月のリーマンショック以降の経済・金融上の問題の深刻さは明らかになりつつあった。それからちょうど2年経ったが、私自身、この間のG7やG20など国際的な議論の場の多くに事務方として参加してきた。本稿では、そのような私自身の経験を踏まえつつ、今回の国際金融危機に対し国際社会がとってきた対応を振り返り、その上で、世界経済の現状と今後の政策運営の課題についていくつかの論点を示してみたい。

まず、国際社会は今回のグローバルな金融危機の背景をどのように総括しているのか。基本的にはマクロとミクロの2つの背景があると考えられている。1つはマクロ経済上の問題であり、2007年の夏にかけてのいわゆる「偉大な緩和」の時期に、資産価格の上昇や経常収支の不均衡などの歪みが蓄積していったことである。この間、米国やいくつかの欧州諸国において、低いインフレ率・低い金利・安定した高めの成長が持続し、金融機関はリスクテイクを拡大し、レバレッジを高め、信用量を増やし続けていった。

2007年夏のサブプライム問題に端を発する金融危機のもう一つの背景は、金融システムや金融規制・監督の問題に求めることができる。2008年11月にワシントンで開催されたG20諸国による第1回の金融サミットにおいても、「いくつかの先進国において政策立案者・規制当局等が金融市場に積み上がっていくリスクを適切に評価・対処せず、また金融の技術革新の速度についていけず、あるいは国内の金融措置がシステムにもたらす結果について考慮しなかった」として、率直に規制・監督上の問題を認めている。

それではこのような問題の認識を踏まえて、国際社会の対応はどうであったのか。5つの分野について簡単に整理してみたい。

第1に、最も喫緊の課題となったのは、金融システムの安定の確保であった。すなわち金融機関が預金の取り付けにより、あるいは市場での資金調達の借換えが不可能になることにより、連鎖的に破綻することを回避することが目指された。リーマン危機直後の10月10日の緊迫した状況で行われたワシントンのG7では緊急のアクション・プランがまとめられたが、これに応じて各国がとった措置の中には、中央銀行による大量の流動性供給、預金保険の拡充、銀行の債務の保証、公的資金による資本増強、不良資産の切り離し、金融機関の公的管理などが含まれる。

第2に、マクロ経済政策による対応である。2009年2月のローマでのG7のころには、先進国を中心に、貿易や生産の縮小、失業の増加など実体経済の急激な悪化が明白になってきた。これらを受けて、各国は協調して、拡張的な財政政策や非伝統的と言われるものを含めた緩和的な金融政策をとることになった。各国が別々に拡張的な政策をとるよ

¹ 財務省国際局長。本稿の意見にわたる部分は執筆者自身のものであり、必ずしもその所属する財務省あるいは日本政府の見解ではないことをお断りしておきたい。

り、同時に協調して実施するほうが、相乗効果が大きく、また、他国の政策へのフリー・ライダーを防ぐ観点からも、望ましいということが議論された。

第 3 に、途上国支援も重要な課題となった。危機までの時期、多くの途上国は自身の適切なマクロ経済政策や世界的な資金フロー拡大の恩恵もあって、高い成長を維持してきた。しかし、危機の中で資金フローの反転が起こり、貿易の縮小、コンフィデンスの低下にも見舞われて、成長の基盤が脅かされることになった。2009 年 4 月のロンドンにおける第 2 回金融サミットでは、途上国の貿易、インフラ整備、景気刺激策などを支援するために IMF、世界銀行、アジア開発銀行などの国際金融機関や先進各国のバイ機関の資金を動員すること、そのためにもこれらの機関の資金基盤を強化すること、が合意された。これらは途上国の支援であると同時に、世界貿易・経済の縮小を抑制し、先進国の回復も助けることにもつながるものである。

以上は金融危機への直接的な対応であるが、深刻な国際金融危機の再発を抑止する政策も議論された。その1つが金融セクターの規制監督の見直しである。それらの中には、資本規制、流動性規制、レバレッジ規制、システム上重要な金融機関についての規制監督、クロスボーダーの破綻処理制度、格付け機関のあり方、OTC 派生商品の集中決済、そして各国における監督体制の見直しなどが含まれる。今回のシンポジウムの議題であるマクロ・プルーデンスも重要なテーマとなっている。金融安定理事会(FSB)、バーゼル銀行監督委員会などでの合意のほか、米国の金融規制改革法に代表される各国独自の対応も含め、具体的な対応がとられつつある。

最後に、今後の危機の抑止ということでは、国際金融機関の改革もテーマである。IMF や世銀その他の国際開発金融機関の資金基盤を強化すること、これらの機関のガバナンスを強化すること、新興国を関与させた G20 を主たる国際的な議論の場としていくこと、各国の財務省・金融規制当局・中央銀行が参加する金融安定理事会(FSB)を強化していくこと、などが合意され、実施されつつある。

2. 世界経済の現状

結論から言えば、国際社会は総じて連携して行動し、世界経済の回復を助け、保護主義を回避してきたということが出来る。もちろんすべての政策に常に一致があったわけではない。しかし、今回の対応は、大恐慌後に各国がそれぞれ独自に保護主義的な政策を推し進め、結局は世界の貿易と生産の縮小・失業と保護主義の悪循環を導いて、第 2 次大戦の経済的背景を作ってしまったという歴史とは大きなコントラストをなすものである。最近、「競争的通貨切下げ」、あるいは「通貨戦争」といったことが喧伝されている。もちろん各国の政策の方向性には各国の状況を踏まえて違いがありうるが、各国は歴史の教訓に学び、世界経済への影響を考慮しながら、自制した行動をとってきていると考える。

こうした国際社会の連携した対応もあって、世界経済の現状も 2 年前よりは落ち着いたものになっている。IMF の見方によって現状を整理すると、世界経済は多くの人の予想を上回るスピードで回復している。ただし、回復のペースは多くの先進国で緩慢である一方、新興国・途上国では強固であるという差が出てきている。金融市場も回復しつつあるが、特に先進国では銀行のバランスシート再建が引き続き必要であり、銀行貸出しが伸び悩む面が見られる。今後のリスクとしては、本年春のギリシャ、ユーロ圏での問題が顕在化

させたように、先進国での公的債務の急増も重要な課題である。

ここで一言、欧州の問題に触れておきたい。ユーロ諸国のソブリン・リスクが高まる中で、ユーロは、労働の移動、財政の移転が限られているという意味で果たして「最適通貨圏」と言えるのか、政治的な統合を伴わない金融政策、通貨の統合は持続可能なのか、といった議論も行われた。しかし、ユーロ諸国はギリシャへの果敢な支援、新たな加盟国支援のファシリティ(European Financial Stability Facility)の創設が象徴するように、ユーロ・システムの維持に対して多くの識者の予想を超えた結束を示したといえることができる。現在も財政規律や各国の競争力のモニターの強化などを含め、ユーロ・システムの強靱性を高めるための努力が行われている。国際社会も、IMF による資金面、政策アドバイス面の支援を含めて、このような欧州の努力を支持している。

日本経済についても一言触れたい。日本経済は、金融セクターの問題が少なかったにもかかわらず、2009 年の成長率がマイナス 5.2%となるなど、今回の危機から大きな打撃を受けた。日本経済の外需依存を主要因とする説があるが、それほど単純ではない。日本の GDP に占める輸出の比率は最近一番高かった 2007 年でも 17%台半ばであり、中国の 35%程度、ドイツの 40%程度と比べてかなり低い。しかし、IMF のペーパー²が分析するように、日本の生産構造、輸出構造は機械などの資本財や自動車などの耐久消費財をはじめとする高度な製造業製品(Advanced Manufacturing Products)に集中しており、これらへの需要は景気循環の影響を強く受ける構造を持っている。世界経済が急速に悪化する中で、これらの財への投資や消費の先延ばしが起こり、それに国内外での在庫調整による需要の減少も加わって、日本が比較優位を有する財への需要が大きく落ち込んだ。日本経済が良くも悪しくも、いわば世界経済の連鎖にハイエンドの部分で深く統合されている結果と言ふことができる。ちなみに、直近の IMF の予想では、2010 年については日本は米国(2.6%)やユーロ圏(1.7%)を上回る 2.8%の成長が見込まれている。

3. いくつかの政策課題

当面の各国における政策運営の課題について、いくつかの点を論じてみたい。中央銀行の政策も大きな論点となっているが、ここでは触れない。

第 1 に、経常収支の不均衡の是正、別の言い方をすると世界の需要、生産のリバランシングは国際的に大きな課題となっている。この問題は本年 6 月の G20 トロント・サミットでも主要テーマとなつたし、本で行われた韓国・慶州での G20 蔵相・中央銀行総裁会合でも引き続き焦点の一つとなっている。事実から言えば、危機の前には米国の経常収支赤字は GDP 比 6%を超えていたが 2010 年には 3%程度まで縮小の見込みであり、中国の黒字も中国の内需の強さを反映して GDP 比 10%程度から 5%程度まで縮小すると見込まれている。したがって、危機後現在までのところ調整は進んでいるが、今後世界経済が先進国を含めて更に回復する際に再び不均衡が拡大し、世界経済のバランスのとれた持続的な成長のリスクとなる可能性があると考えられている。

これまで合意されているように、新興国を含めた黒字国での外需から内需へのシフト、

² Sommer, Martin (2009) “Why Has Japan Been Hit So Hard by the Global Recession?” , *IMF Staff Position Note*

赤字国での過剰消費の是正や財政の健全化は推進されていくべきである。また、新興国を含めて各国の為替レートが経済のファンダメンタルズを反映するように決まることが重要である。ただし、為替レートの調整は経常収支の不均衡是正に貢献しうるとしても、それだけで持続的な是正につながるとは言えず、黒字国、赤字国の双方において消費や貯蓄のパターンの変化を促すような構造的政策が必要であることを改めて強調しておきたい。例えば、新興黒字国においては、これまで議論されてきているように、安心して消費ができるソーシャル・セーフティ・ネットの整備、まだ不十分な社会インフラへの投資、国内での仲介を促進する金融セクターの発展などが求められる。

為替レートに関しては、その過度な変動や無秩序な動きが経済及び金融の安定に対して悪影響を与えること、主要国は為替市場をよく注視し、適切に協力することはこれまでG7等で繰り返し確認されている。また、通貨切下げ競争を行ってはならないという認識がG20サミットなどで共有されてきたことも先に述べたとおりである。

関連する最近の問題として、先進国の金融緩和と新興国の回復の強さを反映して、新興国への資本流入が急激に増えており、一部の新興国では資産価格の上昇や為替の急激な動きに対する懸念も見られるようになってきている。IMFのストロスカーン専務理事は、先週上海で行われた会議で、巨額の資金流入に対しては資本流入規制も一つのオプションとなりうることを、これまで以上に明確に述べて注目された。金融セクターのプルデンシャル規制の延長としての資本流入規制は、その効果や悪影響もよく見極める必要はあるものの、カテゴリカルに排除する必要がないことは当然である。

第2に、特に先進国の財政政策について、景気刺激的な政策をいつまで続けるのか、健全化への舵はいつ切るのか、どのような規模とスピードで健全化を図るのが議論となっている。国際的なコンセンサスは、2010年中は刺激策を続けるべき、中期的に政府債務の対GDP比での引下げを図る明確な、信頼のできるプランを作るべき、ということである。その範囲内ではあるが、一般に欧州諸国は、安定成長協定に表れているように、財政規律を重視する立場が米国などに比べて強い。8月末のジャクソンホールでの講演でトリシェECB総裁は、政府であろうと民間であろうと過剰債務(debt overhang)は長期的な成長に大きな悪影響をもたらすことを指摘し、財政の健全化を強く求めた。

日本政府は、本年度は引き続き必要な財政刺激策を継続する考えに立っているが、同時に中期的に「強い財政」、「強い経済」、「強い社会保障」を一体的に実現するとの観点から、本年6月にはアジアとの一層の連携強化や医療分野、科学・技術の促進などからなる「新成長戦略」を発表するのとあわせ、具体的な目標を示す「中期財政フレーム」、また、Pay as You Go原則を含む「財政運営戦略」を定めたところである。

第3に、今回のシンポジウムのテーマでもある、金融規制・監督の問題をどう具体的に進めていくのかという課題がある。先に述べたように、これまでの議論を通じて、多くの改革が実施されつつあることは大きな成果である。

金融セクターは本来市場機能を最大限生かすべき分野であることは言うまでもないが、同時に、金融は情報の非対称性や公共財的な性格から適切な規制や監督がもともと必要な分野でもある。報酬体系などによりインセンティブが歪んでいる部分への対応も重要である。今回の危機の経験から、金融は基本的に市場に任せておけばうまく資金やリスクの移転、配分を行ってくれるはずという考え方に反省が生まれ、適切な規制・監督の必要性が改めて認識された。危機によって一般国民の普通の生活や一般企業の経営が直接・間接に脅かされ、国民の税金が危機への対応に動員される事態になったことも改革

を後押ししている。

改革は進みつつあるが、規制の効果、影響は、今後の細部の詰め、実施の運用に多くを依存しているのも事実である。必要な規制改革が業界の個別利害のために行われなくなることは許されず、着実に実施する必要がある。しかし同時に、新たな規制の実施のスピードが速すぎたり、様々な改革を進めることの全体的な効果に十分注意が払われなかったりすることにより、金融市場の安定や金融仲介機能、そしてマクロ経済に思わぬ悪影響を招くことは避けなければならない。また、規制の強化が、規制の対象となっていないような新たな領域でのリスクを生む可能性についても細心の注意が必要である。

第 4 に、規制との関係で、今回の危機では、いわゆる「マクロ・プルーデンス」の重要性も明らかになった。すなわち個別の金融機関の健全性だけを見ていれば問題とならないような状況でも、金融システム全体としては過大なレバレッジが積み上がり、リスクが高まっていることがある。マクロ・プルーデンス強化のためには、米国での金融安定監督評議会の創設、EU での欧州システミック・リスク理事会の創設などの動きが見られる。日本でも金融審議会基本問題懇談会が昨年 12 月に公表した報告書において、マクロ・プルーデンスの観点からの規制・監督の充実に関して、金融庁と「日本銀行、財務省等との適切な連携の推進」が提言されている。日本では、危機時に総理の議長の下に、官房長官、金融担当大臣、金融庁長官、財務大臣、日銀総裁が集まる金融危機対応会議も預金保険法に規定されている。

マクロ・プルーデンスという言葉はいろいろな意味で使われうるが、中央銀行の金融政策が、資産価格やレバレッジの状況なども含めてファンダメンタルズをよく考慮し、長期的に価格の安定とともに金融システムの安定を図っていくのも、マクロ・プルーデンスの 1 つの重要な一側面であると思われる。

なお、マクロ・プルデンシャルに関しては、IMF と FSB が協調し、国際的な早期警戒システム(early warning system)についての検討を進めている。もっとも、どのような指標を使うのかといった技術的な論点に加え、最終的に預金保険や最後の貸し手機能を有する各国当局との関係や、警告を発することにより危機を引き起こしたくないという躊躇などから、効果的な早期警戒システムの実施には課題も多い。

4. 今後の国際金融システムについて

今回の危機からは、国際金融の分野でもいくつかの教訓が得られるであろう。国境を越える資本の移動を抑制しながら為替の安定性と各国の政策の独立性を図っていたブレトンウッズ体制(固定相場制)が 1970 年代前半に崩壊した後、資本の自由な移動はむしろ積極的に促進されるようになった。各国における金融の規制緩和もそれに続いた。国境を越えた自由な資本移動も、各国における金融セクターのできるだけ自由で革新的な金融活動も、それ自体が資金の効率的な配分をもたらす「善」であり、促進すべきという考え方が、今回の危機の遠因になっていると考えることもできる。

国境を越えて資金が大規模かつ瞬時に移動するような世界では、より頻繁に起こる金融危機を覚悟しておかなければならないという議論がある。1980 年代後半の日本のバブルとその後の崩壊、1997 年に始まったアジア通貨危機、2007 年からのサブプライム・ロー

ン問題に端を発した国際金融危機、最近のギリシャやユーロの問題を並べてみると、一定の共通性があることに気がつく。それは、①事前に重要な制度的変更があったこと、②為替が強めに推移し物価が安定して金融環境も緩和される中で、金融セクターの活動が活発になったこと、③よい状況が永遠に続くという楽観論(euphoria)が生まれたこと、④そのためにリスクの軽視が見られたこと、⑤危機の直前には資産価格の過度の上昇、経常収支の赤字などのマクロ的な不均衡が拡大していたこと、である。

危機の遠因となる制度的な変更という意味では、日本については金融の規制緩和により企業の債券による資金調達が容易になり、銀行が新しい貸付先として不動産融資に傾斜していったということがあった。アジアでは、実質的なドル・ペッグが維持される中で資本勘定の自由化が進み、外国からの借入れで国内の不動産投資などを行うことについて為替リスクや期間リスクの軽視(短期のドル建借入れへの依存)が見られた。米国発の金融危機の背景にも、1999年の銀行と証券の分離の廃止(グラム・リーチ法)以降の金融革新の加速化と、オフバランス取引などを使って残された規制の隙を利用する規制裁定(regulatory arbitrage)があった。ギリシャなどユーロ各国の問題の遠因となる最も重要な制度変更は共通通貨ユーロの導入であり、これが為替リスクの軽視と各国経済の安定への過信を生んで、後になって考えれば持続不可能な資金の流入を招いてしまった。

一方で、金融革新や国境を越えた自由な資金の移動は、資金の需要者と供給者、企業活動や家計にとって効率的な資金配分の恩典をもたらし、各国のより高い成長を助けることも事実である。ベンチャー企業や新興市場国の高い成長が代表例である。いずれにせよ、再び為替の固定、資本移動の抑制、1970年代までのような金融活動の規制、に戻ることは現実的ではなく、適切でもない。今回の危機の教訓を最大限活かしつつ、健全なマクロ経済政策の追求、適切な金融規制・監督に一層努めるとともに、常に新たな危機の芽への監視を怠らない、仮に危機が起こってしまったときのために、国際的な連携を強化しておく、といった対応こそが重要である。

今後の国際通貨体制についての議論も盛んになっている。具体的には、米国の国内政策に依存するドルが基軸通貨となっていることの問題の指摘や、IMFによる人工的な準備資産であるSDRの活用を図る提案などが、改めてなされている。その背景には、今回の危機が基軸通貨国である米国を起点として発生し、一時的にせよ米国の政策への信頼が低下したことがあると思われる。しかし、これまでドルと並ぶ基軸通貨の地位に最も近いと考えられてきたユーロにも、国債市場が国ごとに分立していることを含め、いろいろな制約があることが改めて認識されている。SDRも活用の仕方を更に検討していく余地はあるが、SDRの本質は通貨というよりは当局間で外貨準備を相互に融通する、コンディショナリティのないクレジット・ラインの性格にとどまっているとも言える。ドルには、他の参加者も使うことでメリットが生じる「ネットワーク外部性」や「慣性」の強さも指摘されている。ユーロ、円、人民元などが周辺国を中心により多く利用されるようになる可能性はあるとしても、予見しうる将来に基軸通貨としてドルに並ぶような役割を果たす通貨が現れることは想定しがたい。

5. おわりに

今回の危機の教訓の一つは、实体经济の悪化を下支えするマクロ経済政策や金融セ

クターへの支援も含め、経済・金融の安定の最後の支え(backstop)として、主権国家の政府の役割が決定的に大きいことが改めて認識されたことである。政府は、民主主義的なプロセスを経て納税者の資金を動員できるし、法律を定めて金融規制などのルールを遵守させる(enforce)ことができる。政府の失敗(マクロ経済政策のミス、過剰規制、様々な非効率)があるように、市場にも「市場の失敗」や市場の行き過ぎがある。

どのように政府と民間セクターがそれぞれの役割を適切に果たしていけるようになるのか、そのためには民間の実態や知恵をどのようなチャンネルで政策に反映させていくのか、が重要な課題である。同時に、瞬時に様々な情報があふれる各国の民主主義体制において、どのように官民の専門家の知見も尊重しながら民意を十分に汲み取って、真に正しい政策に結実させていくのか、反対も多い難しい政治的な判断を迫られる、自分たちの選んだ政治的リーダーを社会としてどのようにサポートしていくのかは、いずれの国にとっても大きなチャレンジであると思われる。