



Munich Personal RePEc Archive

Global Financial Crisis and Economic Policy Over G20 Financial Summit

Shirai, Sayuri

Keio University

June 2009

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/15714/>
MPRA Paper No. 15714, posted 14 Jun 2009 23:32 UTC

世界金融危機とG20金融サミットをめぐる経済外交¹

-Global Financial Crisis and

Economic Policy Over G20 Financial Summit-

慶応義塾大学・総合政策学部教授

白井さゆり（白井早由里）

sshirai@sfc.keio.ac.jp

<http://www.paw.hi-ho.ne.jp/~sshirai/>

概要

本稿は、2009年4月2日に世界金融危機を打開するために世界の20ヵ国・地域が集まって開催された金融サミット（G20金融サミット）をめぐる経済外交に焦点を当てる。G20金融サミットは2008年11月に第1回会議を開き、今回で第2回目となる。この一連の会議により、G20の存在感はG8を超える勢いで高まっている。本稿では、2009年4月にロンドンで開催されたG20金融サミットを中心にして、世界金融危機の克服にあたり、どのような改革や対策が議論され、かつ実施されているのかを検討する。また、サミットの勝利者および主役がだれであったのかという視点から、IMFなどの国際機関の動向、欧州情勢、中国の動き、日本の危機対応政策などを展望しながら、経済外交力について論じる。

キーワード：世界金融危機、欧州新興国、IMF改革、IMF貸出能力

JEL Classification: F02, F33, F36

¹ 本稿は、2009年1月の国際経済学会（テーマは米国サブプライム・ローン危機と日本）、1月の拓殖大学海外事情研究所でのセミナー、3月にベトナムで開催されたERIA主催セミナー（テーマは東アジアにおける効率的な投資に向けて）、3月にインドネシアで開催されたアジア・エコノミック・パネル国際会議（テーマは世界金融危機のアジアへの影響）、5月のアジア政経学会（テーマは世界金融危機が東アジアの資本・金融市場に及ぼした影響について）、6月の国際開発学会（テーマはIMF融資制度と世界経済危機）において筆者が行った発表および質疑応答をもとに執筆されている。

目次

1. はじめに.....	3
2. G20 金融サミットは IMF の勝利.....	4
2.1. IMF の貸出能力と特別引き出し権 (SDR) の拡大.....	4
2.2. 最近の IMF の改革.....	6
2.3. その他の国際機関の動き.....	15
3. G20 金融サミットの影の勝利者は欧州.....	16
3.1. 世界金融危機の打撃は欧州新興国がもっとも深刻.....	16
3.2. 欧州新興国はどのようにして世界金融危機の波及を受けたのか.....	18
3.3. IMF 貸出能力の拡大の恩恵は欧州に集中.....	22
4. 圧倒的な存在感をみせた中国の経済外交力.....	32
4.1. G20 金融サミットの主役は中国.....	32
4.2. 米国政府のスタンスの変化.....	34
4.3. 人民元の国際化を目指す中国.....	35
5. 世界金融危機と日本の役割.....	36
5.1. アジアの盟主としての存在感をアピールする日本.....	36
5.2. 日本に期待される役割.....	38
参考文献.....	43

1. はじめに

本稿は、2009年4月2日に世界金融危機を打開するために世界の20カ国・地域が集まってロンドンで開催された金融サミット（G20金融サミット）をめぐる経済外交に焦点をあてる。

G20金融サミットは2008年11月に第1回会議をワシントンで開き、今回は第2回目の開催となった。この一連の会議により、G20の存在感はG8を超える勢いで高まっている。すでに世界の主要国首脳が集まる重要な国際会議でG8のほかにより多くの国を迎えようとする動きは、2007年から萌芽がみられていた。2007年のG8サミットでは議長国ドイツがブラジル、インド、中国、南アフリカ、メキシコなどを招待している。フランスのサルコジ大統領は2007年に大統領に就任して間もなく、G8のほかにも、中国、インド、ブラジル、メキシコ、南アメリカを正式メンバーとして加えたG13にすべきだと発言してきた。2008年1月には英国のブラウン首相も中国とインドを正式のメンバーとするべきだと発言している。新興国のなかでも中国については、2008年の国内総生産（GDP）が米国、日本に次ぐ第3位の経済大国となっており、中国を正式メンバーとして加えずに世界経済問題を協議しても意味をなさないことは明らかである。インドについては、巨大な人口を抱え、エネルギー消費量も大きく、軍事・安全保障においても重要な国となっている。

だが、G8拡大論に対して、アジア最大の経済大国であり唯一のアジアからの参加国である日本は、これまで消極的な立場をとってきた。2008年6月に福田首相（当時）はイタリアのローマでサルコジ大統領と初めて首脳会談を行ったが、このときサルコジ大統領の提唱するサミット正式メンバー拡大論について、「G8は少人数の首脳による率直な意見交換の場である。新興国との対話も重要であるが、今年（2008年）のサミットでも（新興国などを招待しての）拡大対話を開く」と述べ、拡大論に難色を示している。米国は日本の立場に同調し、G8サミット開催直前の2008年7月7日にG8拡大論について支持しないと表明している。2008年7月8日に日本は議長国として北海道洞爺湖でG8サミットを開催したが、当然のことながら拡大論が浮上した。しかし、日米の他に大半の諸国が拡大について「参加国の数が増えると議論がしにくくなる」といった否定的な見解を示し、日本も議長国として正式議題として取り上げなかったことから、拡大論は阻止されている。

ところが、2008年9月15日にリーマン・ブラザーズが破たんしたことを契機に世界金融危機が発生すると、拡大論の動きに拍車がかかった。その動きは交渉が難しいG8の正式メンバーの数を拡大する方向ではなく、それ以前から財務相・中央銀行総裁レベルで開催してきたG20会議の重要性を高める方向で進み、一気に2008年の第1回首脳会議へとこぎつけたのである。

本稿では、2009年4月のG20金融サミットを中心にして、世界金融危機の克服にあたりどのような改革や対策が議論あるいは実施されているのか、サミットの勝利者および主役がだれであったのかという視点から経済外交について論じることとする。

2. G20 金融サミットは IMF の勝利

2.1. IMF の貸出能力と特別引き出し権 (SDR) の拡大

2009 年 4 月 2 日に、日本を含む G20 金融サミットがロンドンで開催された。G20 は 1999 年に設立され、メンバーは G7 諸国、BRICs (ブラジル、ロシア、インド、中国) のほか、韓国、アルゼンチン、豪州、インドネシア、メキシコ、南アフリカ、トルコ、サウジアラビア、欧州連合 (EU) から構成されている。² G20 だけで、世界人口の 3 分の 2、GDP の約 9 割を占めている。ここでの最大の成果は、国際通貨基金 (IMF) の資金力を大幅に拡充して経済危機への対応能力を高めることで合意に至ったことである。

第一に、IMF 融資の資金基盤を現在の 2500 億ドルから 7500 億ドルへと 3 倍もの拡充で合意した点は画期的である。この追加資金のうちの 2500 億ドル分は G20 諸国からの二国間ベースの借入れで調達する。日本はすでに 2009 年 2 月に IMF に対して 1000 億ドル規模の融資を表明しており、今回の合意を主導する役割を果たしている。その後、EU は 1000 億ドル、カナダは 100 億ドル、スイスは 100 億ドル、ノルウェーは 45 億ドルの融資を公約している。日本を含むこれらの総額は 4 月末現在 2500 億ドルに近くになり、ほぼ公約を達している。

中期的には、IMF が「クォータ (出資金)」以外の資金調達手段である「新規借入れ取極 (New Agreements to Borrow [NAB])」(26 カ国から合計 340 億 SDR、約 510 億ドルの借入れが可能な制度) の借入枠について参加国および枠を増やすことで 5000 億ドルへ増額し、より恒常的に多額の資金確保を可能にする取り決めが行われた。この 5000 億ドルのなかには前述の新たな二国間ベースの借入額も含めている。G20 諸国のうち、NAB に参加していないのはアルゼンチン、ブラジル、中国、インド、インドネシア、メキシコ、ロシア、南アフリカ、トルコの 9 カ国である。今後は、こうした国も資金提供国として NAB に参加することが期待されている。IMF は 2009 年 6 月 4 日に NAB について 5000 億ドルの調達を目指して 6 月末までに各国に拠出を求めると表明している。

第二に、IMF の「特別引出権 (SDR)」の配分額を 2500 億ドル (現在の 214 億 SDR ドルから約 1670 億 SDR へ) の拡大で合意した。SDR は 1969 年にブレトン・ウッズ体制下で固定相場制を維持するのに必要な外貨資産を金・ドル以外で増やすために、IMF が創設したものである。³ SDR は加盟国のクォータに比例して無条件に配分されている。加盟国はこの SDR を

²メンバーの選定に明確な基準は設定されていないが、地理的なバランス、人口規模、GDP などをもとに、国際金融システムの安定において重要な国・地域を選定している。

³ 1971 年 8 月に米国は金を 1 オンス=35 ドルの固定相場で維持するのを放棄すると発表 (ニクソン・ショック) し、それを受けて日本や欧州の主要国は自国通貨をドルに固定させる制度を放棄し、変動相場制への移行を余儀なくされた。1971 年 12 月には先進 10 カ国の財務相会議が米国ワシントンのスミソニアン博物館で開催され、この「スミソニアン協定」のもとで金価格を 1 オンス=38 ドルまで引き上げ (ドルの切り下げ)、為替変動幅は上下 1% から上下 2.25% へと拡大させることでブレトン・ウッズ体制を立て直す試みがなされた。しかし、米国の国際収支の改善はみられず、ドルの投機売りを抑制するには至らず、1973 年にこの体制は完全に崩壊するに至った。こうして 1973 年に各国が変動相場制に移行したことで外貨準備資産を多く保有する必要がなくなり、SDR の役割は低下している。

使って、他の加盟国から外貨を入手し、国際的な支払いに使うことができる。SDR は実際に流通する通貨でもなく、IMF の負債でもない。SDR は「自由に利用可能な通貨」（これは IMF によって定められており、ドル、ユーロ、円、ポンドなどのハード・カレンシーを指している）に対する「引き出し権」である。SDR を使う場合には、加盟国は（金融支援と引き換えに実行義務のある）「IMF 支援プログラム」（コンディショナリティから構成、白井「2009a」を参照）を実施する必要はない。SDR 配分の増加は、（IMF の貸出能力を高めるものではないが）加盟国の外貨準備を増やすことになる。ただし、自国に配分されている SDR 以上に SDR を使って利用可能な通貨を入手した場合には、その差額にたいして SDR 金利を支払うことが義務づけられている。この場合、他の加盟国のいずれかの国が自国に配分されている以上の SDR を保有する結果となり、こうした国はその超過分について IMF を通じて SDR 金利を受け取ることになる。

ただし、SDR 配分額は全体として規模が小さい。配分額は、クォータがもともと少ない新興・発展途上諸国にとってきわめて少額である。SDR は 1971～72 年に総額 93 億 SDR が加盟国に配分されている。第二回目は、1979 年～81 年に配分され、第一回目と合わせた総額は 214 億ドルとなっている。1981 年以降に IMF に加盟した東欧諸国などは配分を受けていない。そこで今回の決定は、全加盟国への SDR 配分の実施と同時に、新興・発展途上諸国に対して（先進諸国よりも）相対的に多く傾斜して配分（2500 億ドルの追加額のうちの 1000 億ドル）する内容である。IMF は 2009 年 6 月 4 日に、SDR の新規割り当てについて、6 月中に具体的協議を始めて早期の実現を目指す方針を表明している。10 月までに作業計画を公表するとしている。

SDR は、現在は、主として IMF における計算単位として使われているに過ぎない。SDR の値は、ドル、ユーロ、円、ポンドの四通貨から構成される通貨バスケットで表され、日々各通貨の市場レートをもとに計算されている。SDR 金利はドル、ユーロ、円、ポンドの加重平均金利で、IMF の通常の融資制度で適用される金利計算のベースとして活用されている。

第三に、IMF クォータ見直しについて、2 年前倒しして 2011 年末までに実施すると合意された。IMF の重要な議決はクォータに比例した投票比率で決まる。IMF は 2008 年 4 月にクォータ改革を実施したが⁴、欧州のクォータ比率と理事席数がアジアよりもはるかに多い

⁴ 最大出資国は米国で、クォータ比率は全体の 17%（投票比率 16.8%）であり、唯一の拒否権をもつ（議決は多数決で 85%以上必要なため、15%以上の投票比率を保有する米国は必然的に拒否権を有する）。2位の日本は 6.13%（6.02%）、3位のドイツは 5.99%（5.88%）、4位はフランスとイギリスで 4.9%（4.86%）、6位が中国で 3.7%（3.66%）である。加盟国のクォータ比率は、GDP、外貨準備残高、経常収支の収入・支払の合計、経常収支収入の変動規模を含む方程式で算出している。近年のクォータ見直しは 2006 年 9 月にシンガポールで開催された IMF 総会で合意されている。第一段階として、方程式から算出されるクォータ比率と比べて、実際のクォータ比率が大幅に下回る中国、韓国、トルコ、メキシコの比率を引き上げている。この結果、現在は、中国 3.7%、韓国 1.3%、トルコ 0.5%、メキシコ 1.5%となっている。第二段階として、2008 年 4 月に新方程式の採用、多数の国への増資、全加盟国に配分される基本票の拡大、アフリカに対して理事代理ポストを新規に 2

といった不平等な配分状況は変わっていない。日本は以前からアジア地域のクォータ比率の大幅な拡大を提唱してきたが、抜本的な改革を促すことができなかった。今回は、中国など新興諸国の声が高まることで、より大きな改革が可能になりそうな気配である。クォータの拡大は中国、韓国、インド、ブラジル、メキシコなどの新興国で増えると予想されている（したがってこれらの国の発言力も高まることになる）。

第四に、IMFの余剰金のほかに、IMFが保有する金資産の一部をつかって低所得諸国対象の譲許的融資を60億ドル増やすことが決められた。IMFは3217トンの金を保有し、世界第3位の保有者である。このうちの403.3トンを2～3年かけて売却することは2008年5月に決定されているため、今回はこれを実施し発展途上国の支援拡充が明確にされている。

以上から明らかなことは、サミットの勝利者はIMFを中心とする国際機関である。危機発生以前には、世界的金余りのなかで新興諸国の資金調達が容易な状況が続き、IMFの役割が低下していた。IMF職員数の縮小が行われ、融資先の数の激減によりIMFの金利収入が減少し、財務状況は悪化していた。IMF役割縮小論は勢いを増すばかりであった。しかし、世界経済危機の発生で支援先が急増すると、IMF不要論は姿を消し去っている。

2.2. 最近のIMFの改革

2009年3月13～14日にロンドンで開催されたG20財務相・中央銀行総裁会議（および4月のG20金融サミット）では前述のIMFの貸出能力を高め、加盟国のSDRを増やす決定がなされたが、IMFの改革についても協議が行われた。その結果、2009年3月24日にIMFはつぎのような改革を打ち出している。

新しい融資制度の創設

IMF融資制度として、2009年3月に画期的な新しい制度「フレキシブル・クレジット・ライン」が創設されている。（図1を参照）。

これに先立ち、IMFは新しい融資制度として、2008年10月に「短期流動性支援(Short-Term Liquidity Facility)」を創設した。⁵ この融資制度の下では、これまでのIMF融資が一定

席確保などの抜本的な改革を実行した。

⁵一般的な融資制度は、スタンバイ融資制度(Stand-By Arrangement)」と「EFF(Extended Fund Facility)」である。スタンバイ融資制度は、1952年に創設されたもっとも古く、中所得国で頻繁に活用される融資制度である。短期的に国際収支の赤字に陥っている国を対象とするため、プログラムの期間は通常12～24ヵ月が中心である。IMFへの融資返済は2年3ヵ月から4年以内を実施される（一年延長可能）。EFFは、時間がかかる構造的問題にもとりくむ必要がある国を対象とする。このためプログラム実施期間はスタンバイ融資制度よりも長期となり、3年間が一般的である。プログラムには税改革・金融セクター改革・国営企業の民営化・労働市場の柔軟性を高める改革などがより多く含まれる。IMFへの返済は4年半から7年以内を実施される（3年間の延長が可能）。スタンバイもEFFも金利は、レート・オブ・チャージにサーチャージを加えたものが適用される。サーチャージは、IMF融資額の引出額がクォータの200%以上～300%以下ならば100ベース・ポイント、クォータの300%を超える場合には200ベース・ポイントが適用される。一般的なIMF融資は、(1)借入れ上限（アクセス・リミット）が設定されていること、(2)融資

期間ごとに（コンディショナリティの下で）設定される経済指標の達成度合いをみながら「分割払い（phased-in disbursement）」で融資を提供してきたのと対照的に、多額の融資を「前倒し（upfront disbursement）」して提供することができる。急激な資本流出に直面している国は外貨が早急に必要のため、IMF と融資契約を締結したら一度により多くの融資を受けられるほうが望ましい。

この新制度では、IMF からの「借入れ上限（アクセス・リミット）」は、クォータ（出資金）の 500%までと定められている。12 ヶ月の間に 3 回まで引き出しが可能である。しかも、IMF のコンディショナリティを伴わずに融資を受けることができる。このためどの加盟国でも同制度を活用できるわけではない。適用を受けられる国は、これまでの年次協議（コンサルテーション）において、極めて健全な経済政策を実施しており経済ファンダメンタルズが良好であると評価されていること、今後もそのような健全な政策を持続する決意が政府側にあることなどの条件を充たさなければならない。こうした状況にあれば、コンディショナリティがなくても短期的な外貨不足問題を克服できると予想されるからである。さらに、もうひとつの条件として、IMF による政府の国内・対外債務の持続可能性分析を実施した結果、いずれの債務も持続可能である状態が続く可能性が高いと判断されなければならない。返済は最初の引出しから 3 ヶ月以内に一括してなされなければならない。これまでの融資制度のなかで最も短期の融資制度である。金利は、通常の融資制度に適用されるレート・オブ・チャージとサーチャージが適用される。⁶

短期流動性支援の特徴は、コンディショナリティを付与しないことにある。これは正式には「アウトライトの引出し（Outright Purchase）」と呼ばれるもので、1960 年代末まで IMF が活用していた支援方法である（これ以降はスタンドバイ融資制度などのもとでコンディショナリティを伴うのが一般的である）。ここでは、資金が必要な加盟国の現在および将来の政策が国際収支問題を解決するのに十分であると評価された場合に、IMF からの借入れ（引出し）が IMF 理事会によって承認される。こうした事前評価にもとづき、IMF は融資した資金がきちんと返済されることを確保してきたため、IMF による融資対象国の政策をモニターし、融資期間中にコンディショナリティを付与することはなされなかった。

ところが、期待に反して、この短期流動性支援を申請する国は皆無であった。償還期限が短いこと、通常の融資制度よりもより多くの借入れができるとしても借入れ上限（アクセス・リミット）があること、さらに今は融資が必要ないが非常時に備えたクレジット・コミットメント枠（つまりプリコーショナリー融資制度）として使うことができないことなどが、その原因と考えられる。

は分割払い(phased-in disbursement)であること、(3)融資にはコンディショナリティが伴うことなどの特徴がある。

⁶ レート・オブ・チャージは（1）SDR 金利（SDR バスケットを構成するドル、ユーロ、円、ポンドの短期マネー・マーケット金利の加重平均で毎週算出）と（2）そのほか（IMF の利益マージンの確保など）からなる。サーチャージは、IMF 融資からの引出額や引出期間に応じて適用され、融資制度により手数料が異なる。

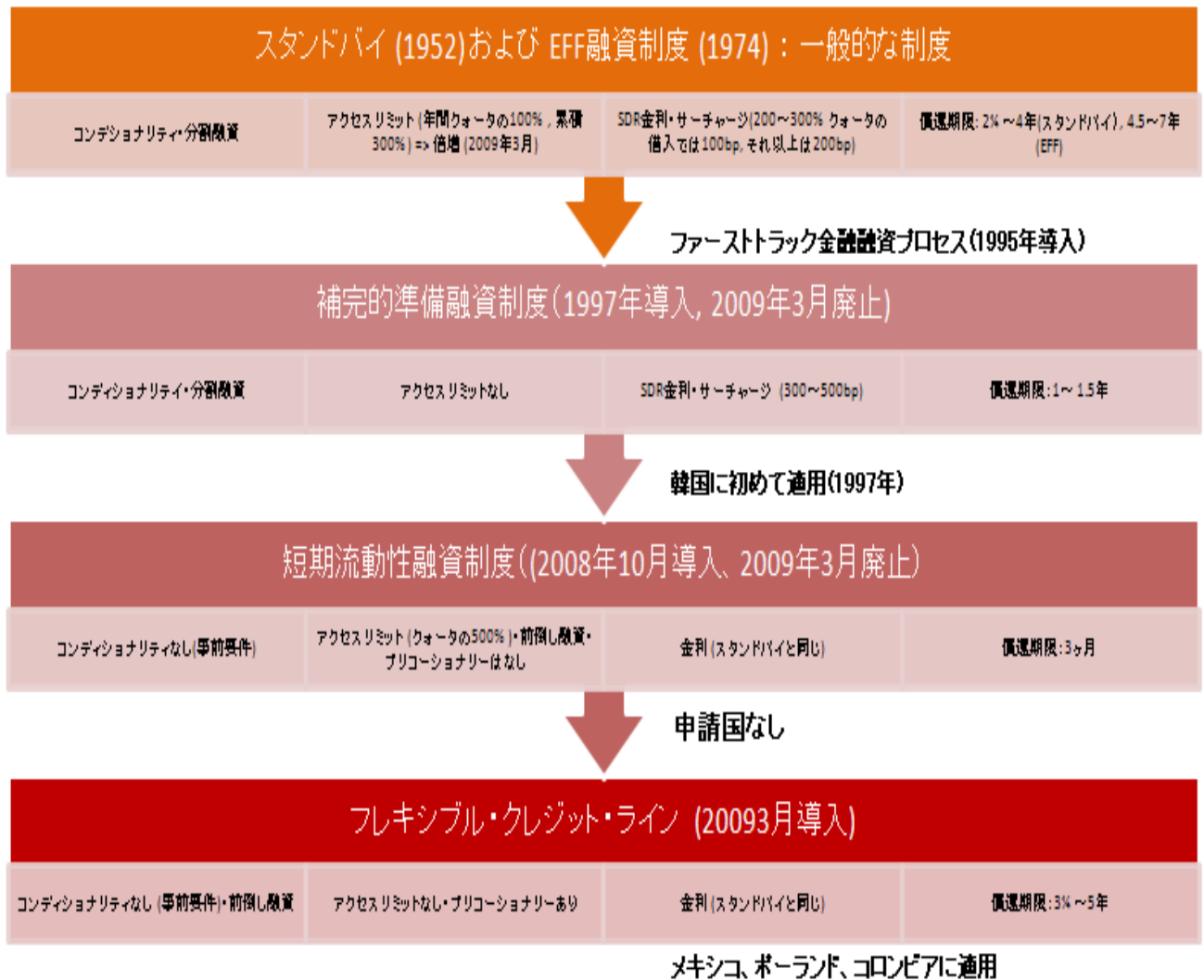
そこで、2008年3月にこうした問題点を改善したフレキシブル・クレジット・ラインが創設されたのである。フレキシブル・クレジット・ラインでは、短期流動性支援と同様に、コンディショナリティが適用されず、あらかじめ設定する要件を充たしていれば申請が可能である。前倒しの融資も受けられる。この制度の適用期間は6か月また1年間である。それに加えて、償還期限が3年3ヵ月～5年とかなり長い。

しかも、プリコーショナリーな融資制度としても、経済危機に直面しており実際に融資を受けられる制度としても活用できる利点がある。1997年の東アジアで始まった危機から最近の新興市場諸国の危機までを概観すると、海外投資家のセンチメントや信認の変化によって資本流出が促されて危機が発生することが多い。新興国は他の新興国で発生した危機の波及を受けることが多く、危機防止策としてプリコーショナリー制度の下であらかじめ融資のコミットメント枠を設定しておくことができれば、投資家の信認を維持することができ、有効な危機防止策となりうる。第1号としてメキシコが2009年4月に申請し、同月にIMF理事会によって承認されている。ついで、ポーランドとコロンビアが4月に申請し、それぞれ5月に承認されている。いずれもプリコーショナリー融資制度として活用している。

フレキシブル・クレジット・ラインは事前要件として経済ファンダメンタルズが良好で健全な政策を実施している国だけに適用される。⁷そのため、この要件にみたない国は、IMFと融資コミットメント枠をあらかじめ設定しておくことができない。そこでこうした国にも同じような「保険」を提供するために、IMFは2009年3月24日に「ハイ・アクセス・プリコーショナリー・スタンバイ融資制度（High Access Precautionary Stand-By Arrangement）」を創設している。これはIMFの一般的な融資制度であるスタンバイ融資制度（脚注5を参照）に対して適用され、あらかじめ融資枠を設定したプリコーショナリー融資制度として用いることができる。実際に危機が発生しIMFから融資を受ける必要が生じた場合には、（通常のコンディショナリティを伴いながら）前倒し融資を受けることができる。

⁷ 具体的には、(1) 持続可能な対外債務状況であること、(2) 民間資金が中心の資本流入であること、(3) 政府がこれまで一貫して国際資本市場で有利な条件で債券発行をしてきた実績があること、(4) フレキシブル・クレジット・ラインをプリコーショナリー制度として申請する際に比較的妥当(comfortable)な水準の外貨準備を保有していること、(5) 公的債務を含めて健全な財政状態にあること、(6) 低く安定的なインフレ水準にあること、(7) 銀行セクターが直ちにシステミックな銀行危機を引き起こすようなソルバンシー問題がないこと、(8) 有効な金融セクターのプルーデンシャル規制があること、(9) データの透明性や信頼性が高いことなどが、明記されている。

図 1. IMF の中所得国向けの融資制度の変遷



注 1: Fast -Track Emergency Financing Procedures は 1995 年に導入された新たな IMF の審査手続きで、例外的な状況にある国を対象に通常より迅速な審査で IMF 支援プログラム (融資の開始) を承認するプロセスを指す。

注 2: 「補完的準備融資制度 (Supplementary Reserve Facility)」は 1997 年東アジア危機を契機に創設。市場の突如の信認喪失で多額の資本流出に直面する国を対象にして、多額の融資を受けられる制度。借入れ上限がないが、金利が高く、短期返済が必要。適用金利は最初の 1 年間は (レート・オブ・チャージに加え) サーチャージとして 300bp 上乗せ、1 年終了時期にさらに 50bp 上乗せ、その後、半年ごとに 50bp、最高 500bp の上限を設定。返済は 1 ~ 1 年半で実施。韓国で最初に適用。

アクセス・リミットの倍増

2009 年 3 月の G20 財務相・中央銀行総裁会議をうけて、IMF は加盟国の借入れ上限 (ア

アクセス・リミット)の倍増を決めている。これまで通常の融資制度であるスタンドバイ融資制度または EFF 融資制度(脚注5と図1を参照)では、借入れ上限は年間でクォータの100%、累計では年間300%と定められていたが、これを2009年3月にそれぞれ200%と600%へ倍増している。

ただし、これまでの一般的な IMF 融資制度のもとでも、アクセス・リミットを超えて融資を受けることは可能である。クォータの上限を超えて融資を受ける場合は、これまでは1983年に設定された「例外的な状況条項(Exceptional Circumstances Clause)」が適用されてきたが、メキシコで1995年に経済危機が発生するまでは滅多に使われることはなかった(メキシコではスタンドバイ融資制度のもとで、クォータの688%までの借入れが認められている)。しかし、「資本収支危機」に直面する国が増えるにつれ(資本収支危機については白井[2002a]を参照)、2002年には「例外的アクセス・フレームワーク(Exceptional Access Framework)」を創設している。2008年秋以降、資本収支危機に直面しているほとんどの国(たとえば、アイスランド、ウクライナ、ハンガリー、ラトビアなど)でこのフレームワークが適用されている。アイスランドはクォータの1190%、ウクライナは802%、ハンガリーは1015%、ラトビアは1200%の融資を受けている。

この例外的アクセス・フレームワークは、資本収支危機のような経済危機に陥った国を対象に、IMFが多額の支援を供与することで民間投資家の信託を回復し、新規の資金流入を促すために導入されたものである。適用されるには、つぎの四つの条件を満たす必要がある。第一に、当該国の資本収支が例外的な圧力(つまり多額の資本流出)に直面しており、通常の IMF 融資額の上限ではとても対処できない状態にあることである。第二に、IMF職員による厳密でシステマティックな分析の結果、債務が持続可能な状態になる可能性が高いことが示される場合である。第三に、IMF融資が橋渡しとなることで、当該国が民間の金融市場へのアクセスを再び得られる(つまり民間資金の新たな借入れができる)可能性が高いことである。第四に、当該国の IMF 支援プログラムが成功する(予定どおりに実施される)可能性がかなり高いことである。アイスランド、ウクライナ、ハンガリー、ラトビアについて IMF 理事会に提出された文書には、これらの条件を充たしていると説明されている。

したがって、2009年3月のクォータ倍増は、こうした例外的アクセス・フレームワークの適用で必要な要件を充たしていなくても、加盟国がこれまでより多くの融資を受けられることを意味している。また、低所得を対象とする譲許的融資制度に対してもアクセス・リミットを倍増している。

コンディショナリティの簡素化

IMFから金融支援を受ける場合、当該国は、国際収支問題を解決(つまり国際収支を赤字から黒字に転換し、外貨準備を蓄積)するために、および IMF から受けた一時的融資の返済を確保するために、適切な政策を実行することが義務づけられている。この政策の内容は、当該国政府が選択・デザインし、実行する一義的責任を負うものとされている(実際

には、IMF 職員が主導し、政府との交渉で策定されている)。通常、IMF 支援プログラムの中に含まれる政策は、早急に対外不均衡問題の解決をめざす短期的なマクロ経済政策を多く含んでいる。しかし、状況によっては長期的な経済安定や経済成長に不可欠と判断される場合には、それ以外の政策（構造改革）を含むこともある（たとえばインフレ抑制のための所得政策、公的債務削減、金融セクターの強化策など）。こうした一連の政策が「支援プログラム (Policy Program)」(いわゆる「IMF 支援プログラム」と呼ばれている。IMF 支援プログラムには、具体的な数値目標や構造改革などの政策目標が明記されており、これらを総称して「コンディショナリティ」と呼んでいる(詳細は白井[1999][2009a]を参照)。

IMF が 1997～98 年の東アジア危機の際に東アジア諸国に適用したコンディショナリティについては、多くの批判が寄せられてきた。批判の多くは、金融・財政引き締め政策が東アジア諸国の景気後退をいっそう悪化させたこと、きわめて広範囲で危機の本質と無関係な構造改革が多く含まれていたことなどに集中している。

タイ、インドネシア、韓国いずれの国の IMF 支援プログラムにおいても、当初は金融政策が引き締められた。金融引き締め政策についての批判的見解に対して、IMF の副専務理事を務めた Fisher (1998) は、経済危機に陥っている国で金利を引き上げなければすでに大幅に減価している通貨はいっそう減価することになる結果、景気回復をもたらすために必要な経済調整のコストはさらに高まってしまうと主張している。つまり、金利引き上げによってまず為替レートの安定化を目指すことが危機対応策としては重要であり、それなくして金融緩和政策を行えば、むしろ流動性が増加することでさらに通貨が減価する可能性があるという論点である。IMF は、経済危機下における金融引き締めの重要性については、今日まで一貫して主張し続けている。IMF が 2000 年に発表した文書“Recovery from the Asian Crisis and the Role of the IMF”では、金融政策は厳格に適用すれば、為替レートの減価または切り下げ圧力を和らげ、(通貨の減価がインフレをもたらし、それがさらに減価圧力をもたらす)インフレ悪循環を回避することができると、Fischer と同じ論点を主張している(図 2 を参照)。

財政政策については、東アジア 3 カ国ともに当初は厳しい引き締め政策が採用された。財政政策を引き締めて、経常収支を改善するためである。しかし財政引き締め政策については、金融引き締め政策以上に厳しい批判が寄せられている。その理由は、第一に、東アジア諸国では経済危機が発生する前は、財政黒字かバランスに近い状態にあって健全な財政政策を実施しており、不適切な財政政策が危機の原因ではなかったからである。第二に、銀行危機が発生しているために銀行救済費用が多額であり、しかも景気後退による財政出動が必要とされているため、財政引き締め政策は当該国の経済状況をさらに悪化させる可能性があるというものである。IMF の反応としては、当初、東アジア諸国の経済成長率に関する予想が楽観的であったために、結果として財政政策が引き締めすぎたことを認めている。実際に、1998 年には東アジア 3 カ国とも財政政策は大幅に緩和されプログラムの修正が行われている(白井[2009a]を参照)。

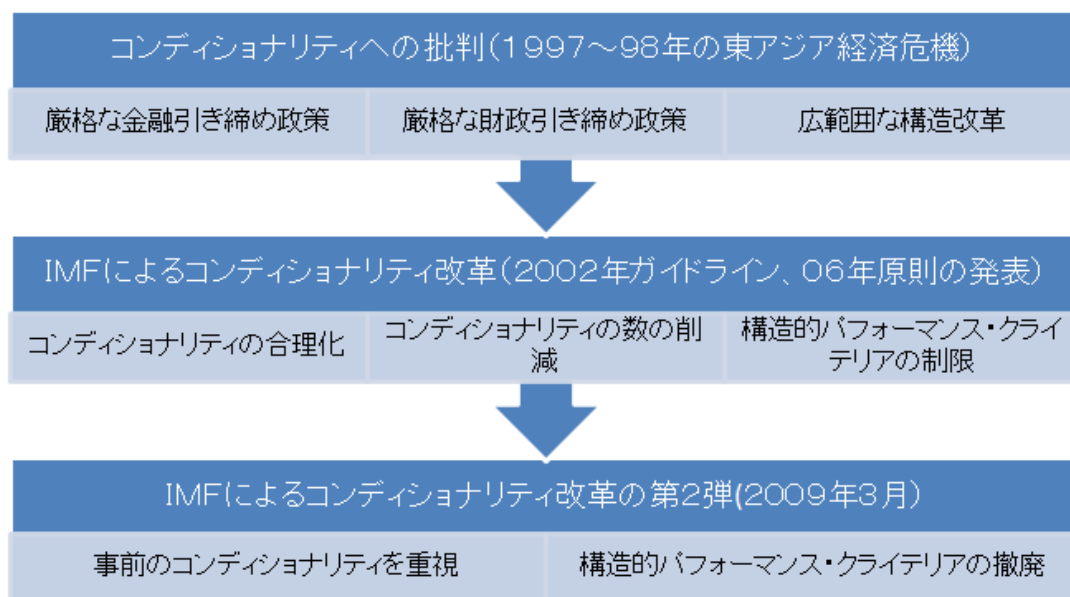
構造改革については、最も厳しい批判が寄せられた。第一に、内容が多岐にわたり、数も多く、なかには IMF 支援プログラムの目標に深い関連性がないものが含まれているというものである。第二に、構造改革の内容が IMF 職員の専門性とかい離しており、かならずしも適切な内容ではないというものである。第三に、必要以上に多数の項目を含めたために、当該国政府の行政上の負担を高め、しかも交渉にかかる時間などの資源を無駄に消耗させる結果となったというものである。東アジア 3 カ国のプログラムでは、貿易の自由化、非独占化、民営化などの政策も多く含まれていた。その多くが必ずしも（不履行となった場合に IMF 支援が中断する可能性がある）「構造的パフォーマンス・クライテリア」として含まれたわけではないが、実施予定日の明記もなされ、実施すべき政策として重視されていた（パフォーマンス・クライテリアの詳細については白井[2009a]を参照）。こうした批判に対して、IMF は、構造改革は危機の根本原因を立て直すことで市場の信託を回復するのに重要であると主張する一方で、金融セクターや企業の債務問題に十分焦点をあてた対象を絞った構造改革をしなかったこと、構造改革の実施速度や順序づけが十分に検討されていなかった点を認めている。と同時に、プログラムの期間中のなかでこうした点が明らかになり、さまざまな構造改革と危機の因果関係が明確になるにつれ、構造改革の内容についてしだいに焦点は絞られるようになったと説明している。また、いくつかの本質的に重要でないと分かった構造改革については、実施期間中のプログラムのなかで撤回したと説明している。

こうした説明がなされたにもかかわらず、IMF のコンディショナリティへの批判は根強く続いている。そこで、IMF は段階的な改革に着手するようになった。まず始めに、2000 年に IMF 支援プログラムの効果を高めるためにコンディショナリティの包括的な見直しを行っている。とくに構造改革の内容を中心に検討を行っている。その結果、IMF 支援プログラムを成功に導くためには、当該国が自らプログラムをつくりあげたという「所有意識 (Strong Country Ownership)」が必要で、それにはこれまで以上に IMF 融資に付随する政策プログラムの内容に焦点をあて、政策の根拠を明確にしていく必要があるとの認識に至っている。こうした見直しのための調査の結果は、2002 年に IMF 理事会が採択した「コンディショナリティ・ガイドライン」に反映されている (図 2 を参照)。

2005 年の IMF 理事会では、このガイドラインをもとにして新たなガイドラインを作成し、IMF 職員がこのガイドラインに沿って IMF 支援プログラムを当該国政府とともに策定していくように促している。それを受けて、2006 年には、「コンディショナリティのガイドラインについての原則」と題する文書が、IMF 職員によって作成され、公表されている。そこでは、つぎの五つの原則が掲げられている。それらは、「National Ownership」(コンディショナリティは当該国の Ownership を補完するものであり、代替するものではない、「Parsimony」(コンディショナリティは IMF 支援プログラムの達成に必要なものだけに限定)、「Tailoring」(国際収支問題の発生原因が国によって異なるため IMF 支援プログラムの達成において強調すべき政策や実施時期などがそれらの特殊事情に応じて異なっているこ

と)、「Coordination」(世界銀行を始めとするほかの国際機関との連携の強化)そして「Clarity」(コンディショナリティは IMF 支援プログラムのなかの他の政策とは異なることを明確にすること)である。

図2. IMF のコンディショナリティ改革の変遷



2007年にはIMFの「独立評価局 (Independent Evaluation Office)」がIMF支援プログラムの構造的コンディショナリティを査定し、コンディショナリティはもっと絞り込み (Focused)、経済危機に関連のあるものを選定すべきだと結論づけている。独立評価局の調査は、構造的コンディショナリティの数は減る傾向にはなく、いくつかのコンディショナリティはプログラムで掲げる目標達成にとってそれほど重要でないものが含まれている、と指摘している。こうした調査結果にもとづき、IMF理事会はIMF職員に対し、コンディショナリティの選定において重要度に焦点を当て、十分に正当化できる根拠があるかどうかという点にこれまで以上に注意を払うようにと呼び掛けた。

こうしたIMF理事会の意向に応え、IMFの経営陣は実行計画を用意している。その内容は2008年5月の理事会で議論されている。実行計画では、2002年に策定されたコンディショナリティ・ガイドラインに沿ってコンディショナリティに含める指標を選定すること、それぞれの指標の重要度についてこれまで以上に正当化できるかどうかを十分に検討することを義務づけている。また、IMF支援プログラムの目標・戦略・コンディショナリティの間に明確な関連性をうちたてること、当該国向けのIMF支援プログラムの関連文書でそうした点を明確にすること、といった内容が含まれている。さらに、コンディショナリティの数は必要最小限に抑えること、「構造的パフォーマンス・クライテリア」については、客観

的にモニターが可能でしかもプログラムで掲げる目標を達成するために非常に重要な政策である場合にのみ適用すること、各政策を達成するためのスケジュール（工程表）が現実的でありながらも適度に野心的な設定であることなどが、明記されている。⁸ 同時に、コンディショナリティに関する情報のデータベースを改善することで、プログラム達成度に関するモニターのやり方をいっそう改善し、このデータベースを一般公開することも示されている。

2009年3月のG20財務相・中央銀行総裁会議（および4月金融サミット）を受けて、IMFは同年3月24日にコンディショナリティのなかでも、とくにその不履行がIMFからの融資の中断を伴う「パフォーマンス・クライテリア」については、当該国の政策へのコミットメントの強固さや経済ファンダメンタルズの違いに応じてより適切な内容のものになるよう工夫すると表明している（IMFはこれをコンディショナリティの「現代化（modernization）」と呼んでいる）。この現代化にあたり、従来のような「事後的（危機が発生した当該国がIMFに融資を申請した後に決定され、支援期間中に遂行すべき政策から構成される）なコンディショナリティ」よりも、「事前の（危機が起きる前に健全な政策を遂行していればそれを評価する）コンディショナリティ」をより重視していくとしている。この変化は、前述の新融資制度であるフレキシブル・クレジット・ラインに反映されている。

さらに、構造改革については、今後は、IMF支援プログラムのレビューのなかでそれが適切に遂行されているかをモニターしていくものの、「構造的パフォーマンス・クライテリア」としてモニターしていくことはやめると表明している。この決定は、低所得国向けの譲許的融資制度を含むあらゆるIMF融資制度で適用されることになる。これを受けて、IMFは2009年5月1日に構造的パフォーマンス・クライテリアをIMF融資のコンディショナリティとして適用することを停止している。構造改革はそれを実践することが当該国の経済復興に重要であると判断された場合にのみIMF支援プログラムの一部としてのみ含まれることになった。しかも、構造改革をプログラムに含めたとしても、これまでのように構造改革の進展度をモニターし、一定期間ごとの達成状況を充たす必要はなくなった。この結果、構造改革が未達成となってもIMFからの借入れが途中で中断したり、あるいは中断を回避するための「免除（Waiver）」の申請をしなくても済むことになった。こうした動きは、複雑で数が多いとされるコンディショナリティの簡素化につながり、前向きに評価することができる。

⁸ パフォーマンス・クライテリアには、マクロ経済指標を中心とする「数量的パフォーマンス・クライテリア」と構造改革を中心とする「構造的パフォーマンス・クライテリア」がある。前者は、財政、国内信用、外貨準備、対外債務などのマクロ経済指標を対象とする。後者は、銀行セクターの改革、民営化、予算案の成立、労働市場の柔軟化などの構造改革に関する基準を含めることが多い。これらの目標を期日に達成できないと、IMF支援が中断する可能性が高い。コンディショナリティのなかで最も重要な指標である（詳細は白井[2009a]を参照）。

コンディショナリティの改革については、低所得国を対象とする譲許的融資でも実施されている。世界経済危機の発生を考慮して、2008年と2009年のIMF支援プログラムではこれまでよりも大きい財政赤字や政府の歳出増を認めている。インフレ目標についても、食糧・燃料価格の高騰などを反映してより柔軟に設定するようになっている。その他のコンディショナリティについても厳選し、とくに構造改革に対するコンディショナリティの数を減らしている。

2.3. その他の国際機関の動き

G20金融サミットでは、世界銀行やアジア開発銀行などによる1000億ドルの融資増加を可能にすべく支援を行うと公約している。これらの機関はインフラ支援など中・長期的支援を行っており、世界経済危機が新興・発展途上諸国へ及ぼす打撃を緩和する役割が期待される。

世界銀行グループの国際復興開発銀行（IBRD）は、すでに2008年に、2009年度（2008年7月から2009年6月）の発展途上国向けの融資額を前年度の135億ドルから約3倍に増やして350億ドル以上にすると発表している。しかも、2009年度から3年間の合計で最大1000億ドルの新規融資が可能であるとしている。すでに2008年12月に経済危機に直面しているウクライナに5億ドル相当の「構造改革融資（Development Policy Loan）」を承認している。インドの投資拡大のためにも30ドル支援に合意している。2009年3月にはインドネシアに向けて20億ドルの「スタンドバイ」融資（IMFのプリコーショナリー融資制度のように金融危機が悪化した場合に備えた融資のコミットメント枠で、正式には「Public Expenditure Support Facility with a Deferred Drawdown Option」と呼ばれている）を承認している。この融資制度は、現在は危機に直面していないが影響を受けている国に危機防止策として適用される。インドネシアへの支援は、オーストラリアと日本も参加する合計55億ドルの予備的融資制度の一部を構成している。同年4月にはコスタリカに対して5億ドルの「コンティンジェント・クレジット・ライン」（経済環境が予想以上に悪化して資金調達が困難になった場合に備えた資金枠で、正式には「Development Policy Loan (DPL) with a Deferred Drawdown Option」と呼ばれている）を承認している。返済期間が30年で、資金が必要になった場合には一括支払いを受けられる。

さらに、同グループの国際金融公社（IFC）は、今後3年間に「世界貿易金融プログラム（Global Trade Finance Program）」（2005年に創設）の資金額を倍増して30億ドルにすることで、貿易金融支援を拡充している（日本はこのプログラムに10億ドル拠出している）。さらに2009年5月には国際機関・政府・民間が参加する、新しい「世界貿易流動性プログラム（Global Trade Liquidity Program）」も創設し、今後3年間に500億ドル融資で500億ドル相当の貿易取引を支援する計画である（IFCは10億ドル、英国は3億ポンド、カナダは2億ドル、オランダは5000億ドルの拠出を公約しているほか、スタンダード・チャータード銀行や南アフリカのスタンダード銀行も参加している）。このほか、IFCは、2009年

2月に、発展途上国の銀行の増資を支援するために30億ドルの「グローバル・エクイティ・ファンド」も創設し、今後3年間に10億ドルを活用する計画である（IFCは10億ドル、日本は20億ドル拠出している）。

一方、アジア開発銀行については3倍の増資を実施し、支援総額を2007～08年の2年間で220億ドルであったのを、100億ドル増加して320億ドルへ拡充することを発表している。さらに、今後2年間にわたって世界の貿易金融を拡充すると宣言している。2009年4月30日に資本金を現在の550億ドルから3倍の1650億ドルへ引き上げる案が理事会により承認されている。このほか、2009年5月に発展途上国に対する支援として「景気循環相殺政策支援ファシリティ」（Countercyclical Support Facility [CSF]）を創設している。30億ドル相当のファンドである。発展途上国が世界経済危機を克服し、長期にわたって持続的成長をとげていく上で必要な財政支出に対する緊急支援を目的としている。既存の短期融資として「特別プログラム融資（Special Program Loan [SPL]）ファシリティ」があるが、CSFはSPLよりも低い借入費用で、迅速に実施される利点がある。対象国は、ADBが中所得国を中心に市場金利で融資する「通常資本財源（Ordinary Capital Resources）」からの借入れ資格を有する加盟国である。このほかの危機対応策として、プロジェクト投資のほか、政策連動型融資の迅速な実施、保証なども行っている。

3. G20金融サミットの影の勝利者は欧州

3.1. 世界金融危機の打撃は欧州新興国がもっとも深刻

すでにみてきたように、G20金融サミットの勝利者は存在感を高めたIMFである。とはいえ、サミットの真の勝利者は、実は欧州であろう。米国発のサブプライム・ローン危機が及ぼした打撃がもっとも深刻なのは、欧州だからである。

表1は、現在、深刻な経済危機に直面している欧州新興国の経済状態の推移を示している。経済危機の打撃は、実質GDP成長率の低下幅と経常収支の対GDP比の改善幅の2つの指標で判断することができる。経常収支は、生産額とアブソープション（国内の財・サービスの総支出の合計または民間消費・投資・政府支出の合計）の差に等しい。危機発生前は、これらの国のアブソープションは生産額を大きく上回っており（経常収支がいちじるしい赤字状態にあり）、このギャップは海外からの資本流入でファイナンスされていた。危機が発生すると、資本流入は一気に枯渇し、アブソープションの縮小（総支出の削減）が余儀なくされ、経常収支の赤字が縮小（経常収支が改善）している。このため、経常収支の改善幅をみることは、当該国の総支出の削減の大きさを判断できることになり、危機の打撃を示す指標として適切である。

表1で示すウクライナからルーマニアまでの8カ国は、2008年10月以降に世界金融危機が発生したことで深刻な経済危機に直面し、IMFから実際に金融支援を受けている諸国である（アイスランドは先進国に属するが、最初に深刻な世界経済危機に直面した欧州国のひ

とつとして含めている)。ポーランドは2009年4月に新しい融資制度（フレキシブル・クレジット・ライン）の適用を受けており、IMF支援のコミットメント枠を確保している。危機が発生した場合に迅速な引き出しが可能であるが、現時点ではそのような状態にないため実際の資金供与は受けていない（プリコーショナリーな融資制度の適用状態にある）。エストニアとリトアニアはIMFから金融支援を受けていないものの、きわめて深刻な経済危機に直面している。これら11カ国の実質GDP成長率の平均は危機前の2007年には8%であったが、危機が10月から発生した2008年には3%に低下し、2009年はさらにマイナス6%まで落ち込む見込みである。危機前の2007年（8%）と2009年（マイナス6%）の実質GDP成長率の差は14%ポイントとなり、きわめて大きい。

この大きさを、1997～98年に深刻な経済危機を経験した東アジアの3カ国（タイ、インドネシア、韓国）と比較してみることにする。3カ国の実質GDP成長率の平均は、危機前の1996年は7%に達していたが、1997年には3%に低下し、1998年にはさらにマイナス10%まで落ち込んでいる。危機前の1996年（7%）と1998年（マイナス10%）の実質GDP成長率の差はマイナス17%ポイントとなる。この大きさは、現在の欧州新興国を上回っている。1997～98年の東アジア危機がいかに深刻な打撃をもたらしたかが浮き彫りになる。ただし、欧州新興国のなかには、ウクライナ（マイナス14%ポイント）、アイスランド（マイナス16%ポイント）、ラトビア（マイナス22%ポイント）、アルメニア（マイナス21%ポイント）、エストニア（マイナス16%ポイント）、リトアニア（マイナス19%ポイント）と東アジア危機に匹敵する景気後退を経験している国も多くみられる。つぎに、欧州新興国の現状を、現在の東アジア3カ国と比べてみることにする。東アジアの実質GDP成長率の平均は2007年には5%であったが、2008年には4%へと若干低下し、2009年にはさらにマイナス1%に達する見込みである。2008年第4四半期から2009年第1四半期にかけて急速な生産量の激減を経験しているものの、比較的早く深刻な景気後退から脱するとみられている。これは、東アジア諸国が1997～98年の経済危機時と比較して、この10年間の間に対外借入れを減らしていること、経常収支が赤字から黒字に転換したことで多額の外貨準備資産を抱えるようになったことから、危機に対してより柔軟に対処できる能力が備わっているからである。また、各国の金融・財政政策を緩和する政策も効果をあげている。

二つ目の指標として、経常収支の対GDP比の変化をみていくことにする。欧州新興国の経常収支の対GDP比率の平均は2007年にはマイナス12%、2008年にはマイナス13%と大幅な赤字を維持していたが、2009年にはマイナス6%へと大幅な改善が見込まれている。つまり2007年（マイナス12%）と2009年（マイナス6%）の経常収支の差（改善幅）は6%ポイントに達する。1997～98年の経済危機を経験した東アジア3カ国の経常収支は、1996年はマイナス5%、1997年はマイナス2%であったが、1998年には9%へと大きく改善している。この結果、1996年（マイナス5%）と1998年（9%）の差（改善幅）は14%ポイントと大きく、東アジアではアブソープションの縮小が非常に大きく、深刻な景気後退をもたらしていたことが推察できる。この改善幅（14%ポイント）は欧州新興国（6%ポイント）

を大きく上回る。しかし、欧州新興国のなかには、アイスランド（16%ポイント）、ラトビア（16%ポイント）、エストニア（12%ポイント）、リトアニア（11%ポイント）と東アジア諸国並みの改善幅を経験している国も多いことに留意すべきである。最後に、最近の東アジアの3カ国に注目すると、2007年の経常収支は3%の黒字であり、2009年は世界重要の低迷により貿易黒字幅が減って1%の黒字に低下する見込みである。経常収支の黒字はアブソープションを上回る生産量があることを意味することから、経常収支の黒字幅が減ってもアブソープションの水準が欧州新興国ほどの縮小を余儀なくされるわけではない。このことから、欧州新興国が受けた経済危機の打撃は国によって差はあるものの、1997～98年の東アジア危機に匹敵する規模にある一方で、現在の東アジア諸国が受けている経済危機の打撃の大きさは相対的にマイルドであるといえる。

表1. 経済危機の打撃の大きさ：欧州新興国と東アジアの比較

	2007	2008	2009	2009/07	2007	2008	2009	2009/07
	実質GDP成長率				経常収支の対GDP比			
ウクライナ	8	2	-8	-16	-4	-7	1	4
ハンガリー	1	1	-3	-4	-6	-8	-4	3
アイスランド	6	0	-11	-16	-15	-35	1	16
ラトビア	10	-5	-12	-22	-23	-13	-7	16
ベラルーシ	9	10	-4	-13	-7	-8	-8	-1
セルビア	7	5	-2	-9	-15	-17	-12	3
アルメニア	23	12	3	-21	-6	-13	-12	-5
ルーマニア	6	7	-4	-10	-14	-13	-8	6
ポーランド	7	5	-1	-7	-5	-6	-5	0
エストニア	6	-4	-10	-16	-18	-9	-7	12
リトアニア	9	3	-10	-19	-15	-12	-4	11
欧州平均	8	3	-6	-14	-12	-13	-6	6
タイ	5	3	-3	-8	6	0	1	-5
インドネシア	6	6	2	-4	2	0	0	-3
韓国	5	2	-4	-9	1	0	3	2
東アジア平均	5	4	-1	-7	3	0	1	-2
	1996	1997	1998	1998/96	1996	1997	1998	1998/96
	実質GDP成長率				経常収支の対GDP比			
タイ	6	-1	-11	-16	-8	-2	13	21
インドネシア	8	5	-13	-21	-3	-2	4	7
韓国	7	5	-7	-14	-4	-2	11	15
東アジア平均	7	3	-10	-17	-5	-2	9	14

出所：IMF、World Economic Outlook をもとに筆者作成。

3.2. 欧州新興国はどのようにして世界金融危機の波及を受けたのか

西欧諸国の投資家や金融機関は米国の証券化商品などに多額の投資をしたため、米国サブプライム・ローン危機の発生により多大の損失を受けている。しかも、これらの国の多くが国内で不動産バブルが崩壊し、景気後退が進行している。そのうえ、西欧諸国の金融

機関は邦銀や米国の銀行と比べて、積極的に（東欧・中欧の）新興諸国に直接投資により進出し融資を行ってきた（表2を参照）。

とりわけ、この動きは欧州新興諸国がEUに加盟することで加速した。2004年にEUに加盟したラトビアとハンガリーは、加盟により域内の資本移動に関する規制は撤廃されている。このため、域内の西欧諸国からの直接投資は活発に行われやすい環境が形成されていた。ラトビアでは、外資系銀行の子会社が国内銀行の資産全体の6割近くを占めるまでになっている。ハンガリーも同じような状況で、外資系銀行の子会社が国内銀行の資産全体の8割を超えている。ほかの欧州新興諸国でも同じ傾向がみられ、銀行資産に占める外資系銀行のシェアがきわめて大きい（図3を参照）。EU加盟国であるバルト三国（ラトビア、エストニア、リトアニア）へのエクスポージャーが大きい国はスウェーデンで、圧倒的なシェアを占めている。ハンガリー、ウクライナ、ルーマニアへのエクスポージャーが大きい国はオーストリア、ドイツ、フランス、イタリアなどである。ウクライナでも欧米の外資系銀行の進出が進み、外資系銀行のシェアは3割以上を超えている。

表2. 主要先進地域の銀行の対新興・途上国向け資産
（各先進地域のGDPに占める割合、%）

	日本・豪州	北米	西欧
2000	0.8	1.1	4.6
2001	0.7	1.4	4.4
2002	0.5	1.1	4.4
2003	0.5	1.0	4.7
2004	0.5	1.1	5.1
2005	0.6	1.2	5.9
2006	0.7	1.4	7.3
2007	0.9	1.6	9.6

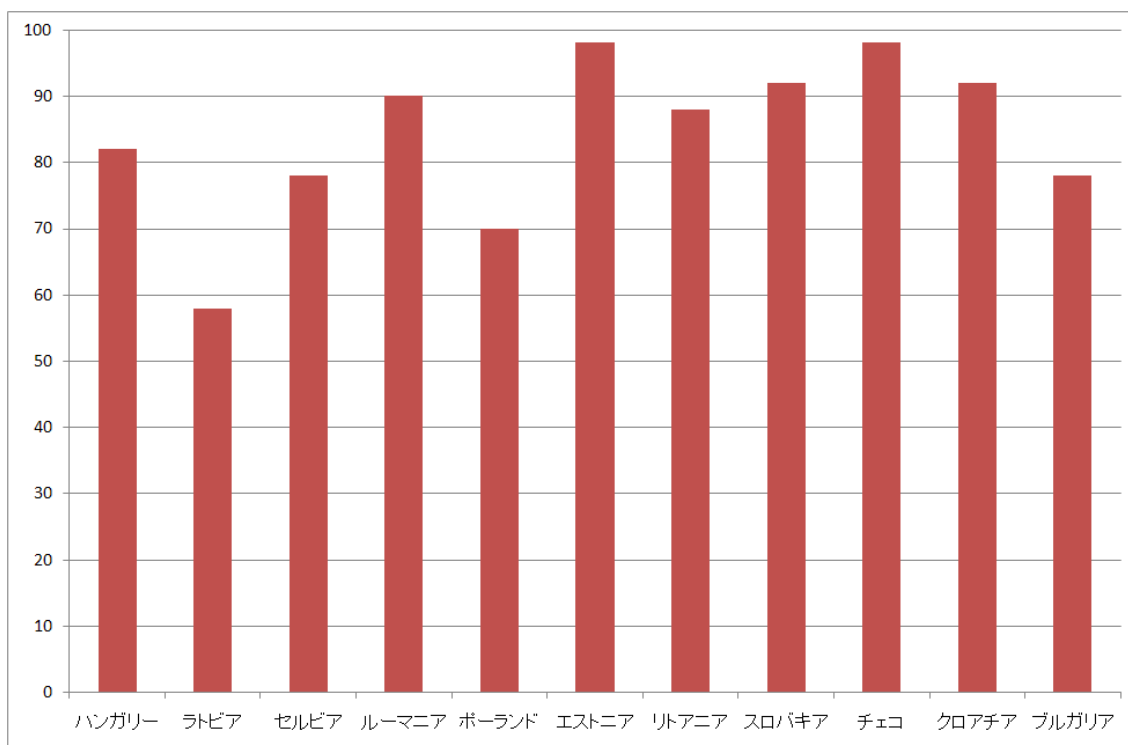
出所：IMF、World Economic Outlook, April 2009をもとに筆者作成。

一方、アイスランドは「欧州自由貿易連合（アイスランド、リヒテンシュタイン、ノルウェー、スイスの4カ国で構成する自由貿易・経済統合を目指すグループ[EFTA]）に加盟しており、EFTAは1994年にEUとの間で「欧州経済圏（European Economic Area）」を形成している（ただし、スイスはこの経済圏に参加せず、EUと2カ国レベルの協定を締結している）。欧州経済圏では域内のモノ・サービス・ヒト・資本の自由化を実施し、研究開発・教育・社会政策・環境・消費者保護・観光などの政策でも協調している。このため、アイスランドはEUに加盟していないが、EUの単一市場に参加しEUとの経済統合はかなり進展している。

アイスランドでは、経済統合の進展によって他の西欧諸国から国内への直接投資が進ん

だというよりも、三大地場銀行である **Kaupthing**、**Glithir**、**Landsbanki** が 2004 年から積極的に欧州に向けて海外進出を促進している。2004 年には **Kaupthing** がデンマークの銀行を買収し、2005 年には **Glithir** がノルウェーの銀行を買収、同年に **Kaupthing** が英国の金融機関を買収している。2007 年には **Landsbanki** が英国の銀行を買収している。これにより、アイスランドの三大地場銀行の資産は膨張したのである（総資産は全体の 88%、GDP の 7 倍にも達しており、3 行の株式時価総額は全体の 50% を占める）。同時に非居住者の預金および海外からの銀行ローンによる資金調達も拡大した。これらの銀行は海外で積極的に債券も発行し、高金利でアイスランド・クローナも増価傾向にあったため投資家需要は高かった（日本市場でも円建てのサムライ債を発行し、円キャリー・トレードが起きていた）。**Kaupthing** の資産の 6 割以上、**Glitnir** の資産の 36% が海外資産となり、**Kaupthing** と **Landsbanki** は海外活動からの収入が全収入の半分以上を占めるに至っている。**Kaupthing** の融資の 7 割以上が海外向けである。このため、欧州の他の国で銀行危機が発生すると、海外資産の不良債権化および海外からの資金調達が困難となり、直ちに国内経済が打撃を受けやすい構造となっていた。

図 3. 全銀行資産に占める外国所有銀行のシェア（2006 年、%）



出所：RGE モニターをもとに筆者作成。

2008 年秋からリーマン・ブラザーズの破たんまで世界金融危機が発生すると、西欧諸国の金融機関は欧州新興諸国への投資や融資を急速に撤退させている。欧州の親銀行は米国の

サブプライム問題により資産の損失が拡大し、しかも国際インターバンク・マーケットでの資金調達が困難な状態に陥った。しかも、英国、アイルランド、スペイン、ポルトガルなどでは国内で不動産バブルが崩壊し、銀行セクターの損失が拡大した。

この結果、これらの銀行が欧州新興諸国で営業展開する子会社への融資が滞り始めた。それにより、ラトビア、ハンガリー、ウクライナをはじめとする多くの新興国では国内の銀行仲介機能が停滞し、実態経済に打撃を及ぼす状況に陥った。急速な資金流入の縮小は、欧州新興諸国に深刻な景気後退を引き起こしている。これらの銀行による東欧・中欧諸国に対する債務残高は約 1 兆 5 千億ドルに達するため、危機が深刻化すると西欧諸国の損失が大きくなり、EU およびユーロの信認が揺らぎかねない状況にある。

しかも、バルト三国は EU の「為替レートメカニズム II (Exchange Rate Mechanism II)」のもとで自国通貨をそれぞれユーロに対して一定の変動幅（自国通貨の対ユーロ変動幅は中央値の上下 15%と定められている）で維持している。できるだけ早くユーロ圏へ加盟するという目標を掲げており、非常にきびしい経済状況下にあいながらも為替相場を切り下げずに経済調整を行っている。バルト三国のなかでもっとも深刻な経済危機を受けたのがラトビアである。2009 年の実質 GDP 成長率についてラトビア政府はマイナス 18%と予測しており、表 1 のマイナス 12%という IMF 推計よりも下落率が高い。IMF から 2008 年末より融資を受けている。ラトビアは 2012 年にユーロ導入を目指しており、変動幅もかねてより上下 15%ではなく上下 1%を維持している。しかも、15 年以上にわたって固定相場制のなかでもっとも厳格なカレンシー・ボード制を採用している（カレンシー・ボード制については白井[2000]を参照）。

固定相場制を維持することは、為替レートの調整（たとえば切り下げまたは減価）により経済ショックを吸収することができず、しかも金融政策も（自国通貨を固定しているユーロ圏のインフレ率に合わせる必要があるため）独立した政策をとるのが難しい（ただし、危機がピークに達していたときはリスク・プレミアムが急上昇し、金利は大幅な上昇を余儀なくされたが）。このため、IMF 支援プログラムでは、より厳しい財政引き締め政策と（賃金伸び率の抑制などの）所得政策によって価格を引き下げ、国際価格競争力を回復させる内容となっている。

しかし、きわめて深刻な景気後退のなかで、市場はラトビアが現行の為替制度を維持できないのではないかと疑い始めている。ラトビアがかりに自国通貨ラトの対ユーロ・ペッグ制を放棄して通貨が大幅に暴落すると、海外から外貨建てで融資をうけている銀行、あるいは外貨建てで国内銀行から借り入れている家計・企業は返済がいつそう困難になる。そうすると、主要な債権者であるスウェーデンの銀行は不良債権が拡大し、窮地に陥ることになる。スウェーデン国立銀行（中央銀行）は 2009 年 5 月末に 1000 億スウェーデン・クローナを借入れて外貨準備資産を拡大した。市場では、この行為を、ラトビアを始めとするバルト三国が固定相場制を放棄した場合に備えてスウェーデンの銀行を救済するための措置と受け止めている（3 カ国へのスウェーデンの融資額は 750 億ドルに相当）。ラトビ

アの国内でも輸出産業支援のための通貨の切り下げ発言などが聞こえ始めており、固定相場制を堅持するといった国民意識に綻びがみえはじめている。2009年6月3日にはラトビア政府が実施した政府短期証券の入札で応札がなかったこともこうした懸念を高めている。こうした状況下で、ラトビア通貨の切り下げによるスウェーデン（ラトビア向け融資の半分程度を供与）の銀行問題の深刻化への懸念を反映して、2009年6月初旬にはスウェーデン・クローナが減価圧力およびスウェーデンの銀行株が売り圧力にさらされた。

3.3. IMF 貸出能力の拡大の恩恵は欧州に集中

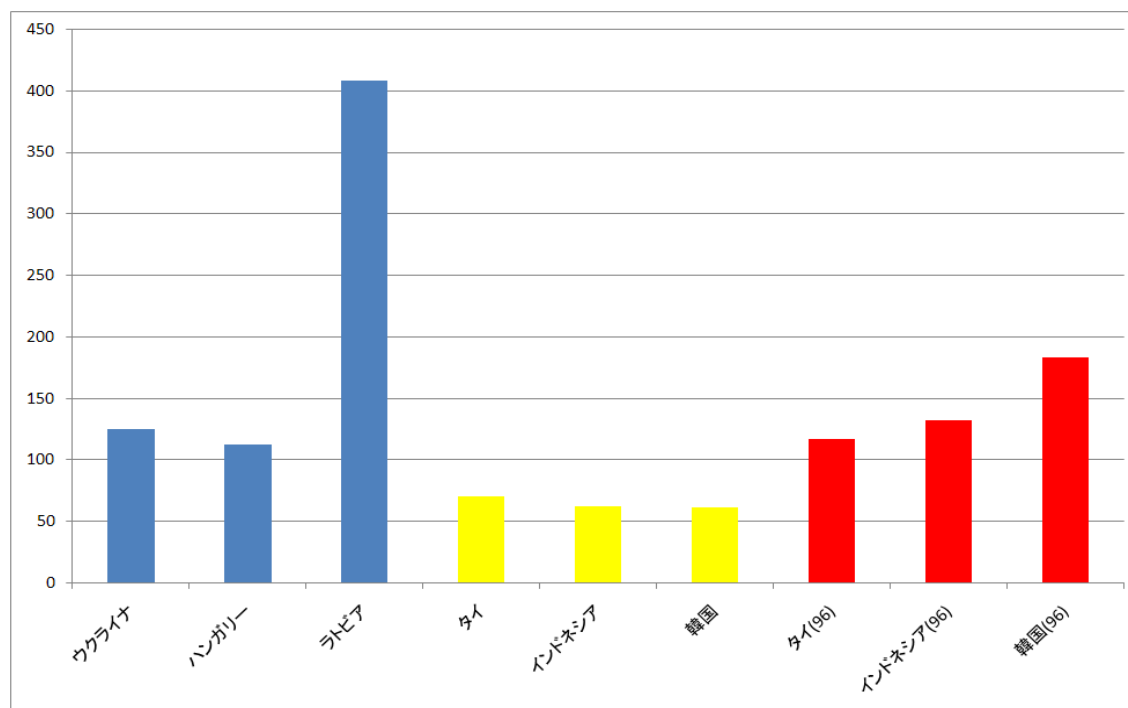
欧州新興諸国が直面している経済危機は、表 1 で示されているように経済成長率の減価幅や経常収支の改善幅については 1997～98 年の東アジア経済危機に匹敵する大きさである。しかし、いくつかの点で、欧州新興諸国が現在直面している経済危機は、東アジア危機よりも深刻である。

対外債務の膨張

第一に、欧州新興諸国と西欧諸国の経済統合が急速に進展したことで、欧州新興国の対外債務がはるかに大きく膨らんだ点である。2008 年秋に最初に世界経済危機の打撃を受けたラトビア、ハンガリー、アイスランド、ウクライナの対外債務状況をみてみよう。これらの諸国では危機前の 2006 年の対外債務の対 GDP 比は、ラトビア（115%）、ハンガリー（96%）、アイスランド（455%）、ウクライナ（50%）であった。これを 1997～98 年の東アジア危機に直面したタイ、インドネシア、韓国の危機直前の 1996 年と比較してみると、1996 年の対外債務の対 GDP 比は、タイ（60%）、インドネシア（48%）、韓国（32%）であった。経済規模と比べた対外債務残高は、ウクライナを除く欧州諸国の方がはるかに大きかったことがわかる。

つぎに、短期対外債務の対外貨準備比をみていくことにする。この指標が 100%を上回ると急激な資本流出が生じた場合、深刻な外貨不足に陥るリスクがあると判断される。まず 2006 年の欧州諸国は、ラトビア（408%）、ハンガリー（113%）、アイスランド（数千%の推計）、ウクライナ（126%）である。これに対して、1996 年の東アジア諸国では、タイ（117%）、インドネシア（132%）、韓国（183%）である（図 4 を参照）。ラトビア（およびラトビア、リトアニア）およびアイスランドについては、1996 年危機直前の東アジア諸国よりも深刻な外貨不足に陥るリスクが高い状態にあったことがうかがえる。

図 4. 欧州と東アジアの短期対外債務が外貨準備資産に占める割合 (%)



出所：IMF の国別報告書をもとに筆者作成。

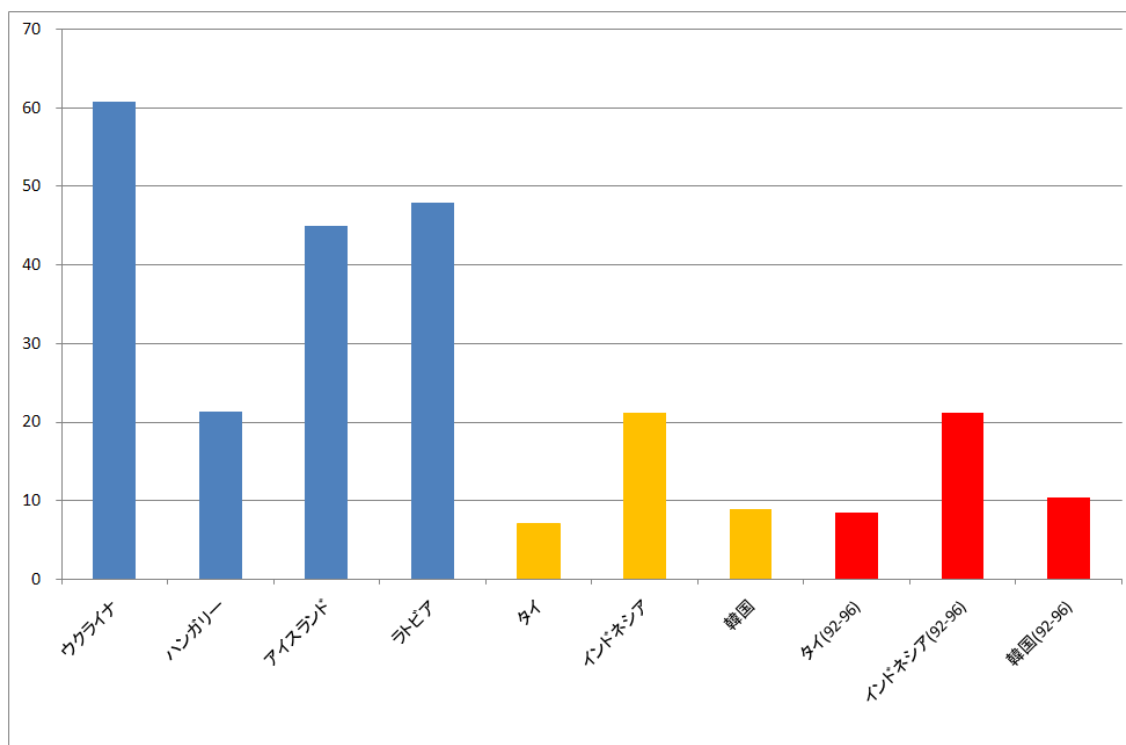
過剰な信用ブーム

第二に、欧州新興諸国の危機が発生する前の 5 年間（2003～07）平均の信用の伸び率は、東アジア経済危機に直面した 3 カ国の危機前の 5 年間（1992～96）平均の信用伸び率をはるかに上回っていたことである。信用伸び率はウクライナ 61%、アイスランド 45%、ラトビア 45%ときわめて高く、ハンガリーでも 21%に達している。これに対して、1992～96 年の東アジア 3 カ国の信用伸び率は、インドネシアが 21%とハンガリーと同じ伸び率であったものの、タイは 9%そして韓国は 10%と相対的にマイルドであった。欧州新興諸国の信用伸び率は、2003～07 年の東アジア 3 カ国と比べても非常に高い（図 5 を参照）。

著しい信用ブームの発生により、ウクライナは高い（消費者物価ベースの）インフレ率を維持し、2008 年半ばには 30%を超えていた。住宅価格は上昇し、家計の債務は拡大した。アイスランドではインフレーション・ターゲティングを採用していたが、（三大地場銀行を中心とするクロスボーダーな活動を通じて）大量の資本流入が生じ、しかも主力産業のアルミニウム価格の高騰もあって、実際のインフレ率はつねにインフレ目標を上回っていた。インフレ率は 2006 年に 6.8%、2007 年に 5%であったが、「需給ギャップ（実際の GDP と設備・労働力を平均的に活用して生み出す潜在 GDP との差、マイナスの場合には需要不足を示す）」は 2005 年が 3%、2006 年が 3%、2007 年は 4.8%となっており、大幅な需要超過となっていた。国内では株価が過去 3 年間に 4 倍となり、実質住宅価格は過去 4 年間

に2倍となるなどはげしい資産バブルもみられていた。ラトビアでは、インフレ率は2006年に12%、2007年に10%に達している。不動産価格は05～06年に60%以上も上昇し、賃金の上昇率も激しく、景気過熱状態にあった。ハンガリーではインフレ率は2007年には約8%に達していたが、ウクライナ、アイスランド、ラトビアのような著しい住宅バブルは発生していなかった。

図5. 欧州と東アジアの信用の伸び率 (%)



出所：IMFのWorld Economic Outlook データをもとに筆者作成。

これに対して、東アジアの3カ国では不動産・株式バブルは生じていたものの、インフレ率は総じてマイルドであった。1994～96年のインフレ率はインドネシアが8.7%とやや高めであったが、タイは5.8%、韓国は4.7%に過ぎなかった。このことから、危機の発生後に余儀なくされる信用収縮は、欧州新興諸国の方がきわめて深刻な状態にあり、その大きさは1997～98年の東アジア3カ国よりもかなり大きいと推測される。

欧州新興諸国が、国内で過剰な信用拡大および景気過熱状態が起きているときに、もっと早期に金融政策をすべきだったとの意見があろう。しかし、政府が景気引き締め策によって信用の伸びを抑制するのはきわめて難しい状況にあったことを理解することは、今回の危機の本質を理解するうえで重要である。とくに、ラトビア、エストニア、リトアニアのようにカレンシー・ボード制を採用している場合、国際資本移動が自由化しているなか

で独立した金融政策を実施するのは不可能にちかい（この現象は「インポジブル・トリニティ（不可能な三位一体）」と呼ばれている）。⁹ しかも、EU 加盟により域内の資本移動規制が撤廃されているため、資本流入のスピードはあっというまになる。カレンシー・ボード制は 1991 年にソ連から独立した 3 カ国にとって、資本主義体制への移行過程のなかで健全なマクロ経済政策へのコミットメントとみなされており、有効に機能してきた。しかし、ひとたび移行が成功し、EU との経済統合も進展すると、厳格な固定相場制であるカレンシー・ボード制であるがゆえに同為替制度の維持への信認がさらに高まって、多額の資本流入をもたらした。しかも労働者不足で賃金も高騰し、インフレ圧力が高まっていた。このような状態で、各中央銀行は預金準備率の引き上げや住宅ローン融資の抑制に努めたが、効果を上げることができなかったのである。

ラトビアでは財政は黒字で 2007 年は GDP の 0.7%、公的債務残高の対 GDP 比もわずか 8% に過ぎず、財政政策は健全であった。エストニアでも財政黒字（GDP の 1.9%）で公定債務残高も GDP の 5% に過ぎなかった。リトアニアではわずかな財政赤字（GDP のマイナス 1.9%）を維持していたが、公的債務残高は GDP の 17% とかなり低い水準にあった。すなわち、バルト三国の財政は赤字ではなく、過剰な財政緩和政策が行われていたわけではない。ただし、ラトビアの場合は住宅取得にキャピタル・ゲイン税が課税されておらず、早期に導入すべきであったといえるかもしれない。3 カ国とも財政をもっと引き締めるべきであったともいえよう。しかし、こうした政策を実施したからといって信用ブームを大幅に抑制できたかについては疑問が残る。

事実上のドル・ペッグを採用していたウクライナでも、似たような状況が起きていた。しかも、ウクライナでは、主力輸出商品の鉄鋼価格の上昇が交易条件の改善をもたらした所得引き上げ効果となって国内需要をさらに拡大させていた。とはいえ、ウクライナは EU に加盟しておらず、将来的にユーロを採用するといった構想もみられないことから、より柔軟な変動相場制を採用する余地はあったであろう。ウクライナも財政赤字は GDP の 1.4%、政府債務の対 GDP 比も 16% 程度に過ぎなかったが、もっと引き締めることはできたかもしれない。IMF も 2008 年 7 月の年次協議において、為替制度を柔軟にし、インフレーション・ターゲティングを採用するよう提言をしていた。これに対して、政府は、自国通貨価値は（ファンダメンタルズを反映する）適正レートと一致していると主張し、受け入れてこな

⁹ インポジブル・トリニティとは、為替レートの安定化（たとえば固定相場制）、国際資本移動（資本収支）の自由化、独立した金融政策という三つの目標を同時に実現することは困難である状態を指している。たとえば、ある国で固定相場制を導入し、同時に国際資本の自由化を実施している場合を想定する。ここで、政府が金融引き締め政策を実施しており、そのために国内金利が海外の金利を上回っていれば、資本流入が発生する。とりわけ為替変動リスクが存在しないため、多額の資本流入が生じやすい。資本流入の発生により、通貨当局（カレンシー・ボード）が外国為替市場に介入し、外貨準備を蓄積する結果、市中において自国通貨の流動性が高まることになる。この結果、国内金利は低下し、外国との金利差は縮小する。つまり、政府は金利を引き上げて金融引き締めを実施することができなくなってしまうのである。

かったのである。

一方、アイスランドでは変動相場制とインフレーション・ターゲティングを採用していたが、財政収支は黒字を維持していた。実際のインフレ率はつねにインフレ目標を上回る状態が続いていたが、政府はこうした状況に対して金利を引き上げて抑制につとめたが、金利引き上げはさらに資本流入を招く状態を引き起こしていた。アイスランドの経験から、たとえ変動相場制を採用しても信用ブームや景気過熱を抑制できる保証はないことがわかる。しかも国内需要が拡大することで経常収支が赤字になっている場合、外貨準備を大幅に蓄積するのは難しい。こうしたいわゆる小国で有効な危機防止策をとるのが難しいという点が、現在の危機が示している新たな課題である。

対外的要因が引き金になった経済危機

第三に、欧州新興諸国が経済危機に直面した直接的な原因は、国内的要因よりも対外的要因が大きかった。1997～98年の東アジア経済危機の場合、直接的原因は国内にあったと広く受け止められている。東アジアでは、多額の資本流入の多くは、(とくに、タイと韓国では)国内金融機関が海外の銀行から短期資金を外貨建てで借入れることで発生していた。しかし、東アジア諸国の銀行セクターは、国内の金融セクターの自由化と国際資本移動の規制緩和に合わせて生じる新しいリスクに対処すべく十分なリスク管理能力を高めていなかった。監督当局についても、国内の銀行セクターに対して適切なプルーデンスル規制・監督を実施していなかった。多額の借入れは、銀行セクターによる急速な信用貸出を拡大させ、不動産・株価のバブルおよび製造業における過剰設備投資が発生していた。不動産は金融機関の融資担保としても活用されたため、さらに信用拡大を助長した。しかも、(とくに、インドネシアとタイでは)金融機関と企業の間で、主に株式所有構造にもとづく不透明な融資関係(コネクテッド・レンディング)が存在し、信用リスクを顧みない過剰な融資が行われていた。これらの問題は、国内銀行セクターのバランスシート上で「ダブル・ミスマッチ」(通貨上のミスマッチと満期上のミスマッチ)を拡大させる結果となっていたが、各国の監督当局はこの実態を十分に把握していなかった。危機を契機に、各国は銀行の健全性を高めるべくプルーデンスル規制・監督を大幅に強化している。

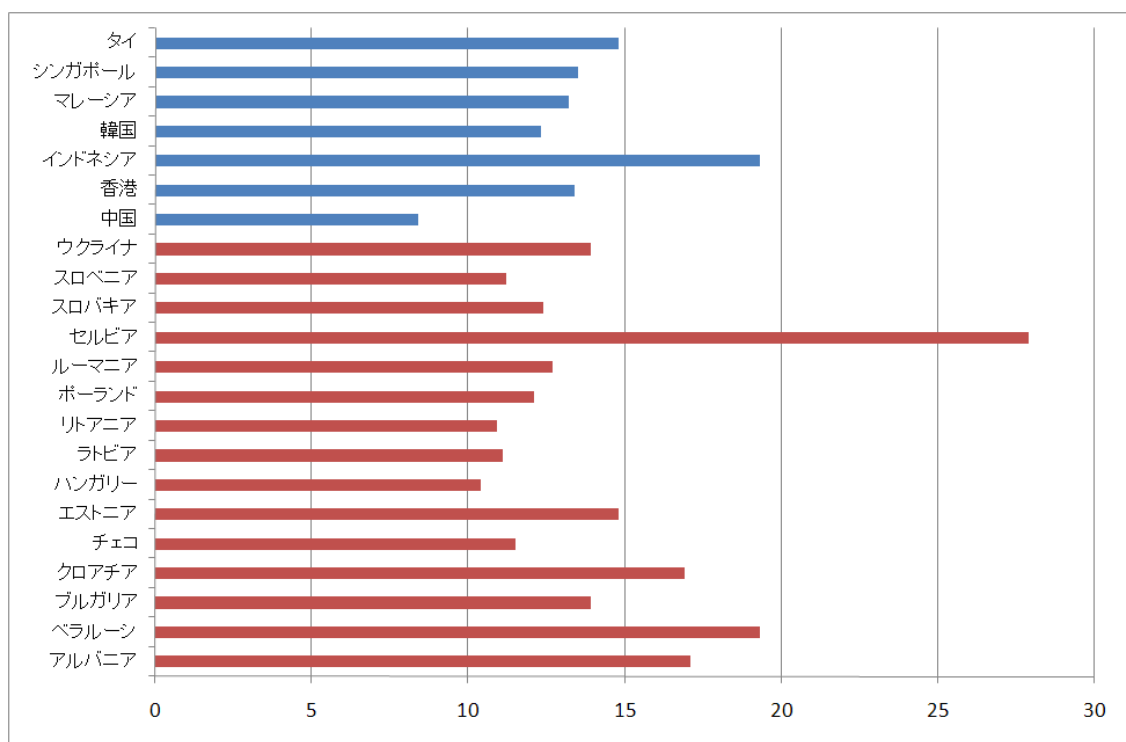
これに対して、欧州新興国の銀行セクターの健全性は、相対的にきわめて高い。図6は2007年の東アジア7カ国と欧州の15カ国の自己資本比率を示している。欧州新興諸国の銀行セクターの自己資本比率が、現在の東アジアと大きく変わらない状況にあることがわかる。なかには、セルビア(28%)のように突出して高い自己資本比率を達成している国もある。1998年の東アジア諸国の自己資本比率は、タイが5.9%、インドネシアがマイナス12.9%、韓国2.8%、中国5.2%であった(IMFデータ)。1998年中旬に危機が発生した打撃があるとはいえ、現在の欧州新興諸国の自己資本比率の方が当時の東アジア諸国より高く、不良資産への備えがより潤沢にあったといえよう。ROA(資産利益率)やROE(自己資本利益率)などの利益率も欧州新興諸国は非常に高い水準にある。欧州15カ国の2007年

の平均 ROA は 1.7% と、東アジア 7 カ国の 2007 年の 1.4% を上回っている。ROE についても欧州 15 カ国が 17.6% と、東アジア 7 カ国の 16.7% を上回っている。不良債権比率も低く、アイスランドでは 2.8%、ハンガリーでは 2.4%、ラトビアではわずか 0.4% であった（ウクライナは 17% とやや高めであったが）。全体として、1997～98 年の東アジア経済危機の教訓から、東アジアだけでなく、欧州でも銀行の健全性を高めてきたことがわかる。

さらに、欧州新興諸国の銀行のバランスシート問題は、ダブル・ミスマッチというよりも、満期上のミスマッチが中心であった。国内の銀行は外貨建てで家計や企業に融資することが多かったため、銀行の通貨上のミスマッチはそれほど大きくはなかったからである。これは、各銀行が健全性対策の一環として、外貨のオープン・ポジションを小さくする対策をとっているからである。すなわち、銀行のバランスシートは、比較的、健全な状態にあるようにみえたのである。無論、ひとたび危機が発生し自国通貨が暴落すれば、家計・企業の債務返済が困難となり、信用リスクが拡大する結果となったのだが。

こうしてバランスシート上は健全にみえる欧州新興諸国で深刻な危機が発生しているのは、これらの諸国の銀行セクターの対外借入れ（とくにインターバンク・マーケットやホールセール・マーケットからの資金調達）が大きいこと、西欧の銀行親会社から子会社へ向けた融資の伸びが大きかったこと、世界全体の景気後退により世界レベルで信用収縮と外需の激減が生じたことなどを指摘できる。

図 6. 東アジアと欧州の新興諸国の自己資本比率（2007 年）



出所：IMF データをもとに筆者作成。

このほか、EU を中心に経済統合が進みながらも、西欧の銀行の域内新興諸国への進出について十分なクロスボーダーのプルーデンシャル規制を適用することなく放置されたことなどが指摘できる。たとえば、北欧の銀行はバルト三国の成長見通しを過剰に楽観視し、同地域への投資リスクを過小評価していた。3 カ国の GDP は小さいため、同地域への融資残高が北欧の銀行に占めるシェアが小さいことも、過信につながった。北欧銀行間の競争が激しいこともあり、3 カ国への融資に適用する名目金利を自国の金利に近い（低い）水準に置いていた。バルト三国のインフレ率は景気過熱状態で高かったため、実質金利はマイナスとなっていた。この結果、バルト三国の家計や企業により外貨建て借入れは助長されたのである。バルト三国の銀行監督当局が、国内で展開する北欧銀行の子会社に厳しい規制を課すのは容易ではなかった。北欧諸国とバルト三国の間では監督当局間の連携に関する二国間覚書が締結されていたが、十分に機能していたとは言い難い。このことから、バルト三国で発生した信用ブームの一因は、北欧側の監督体制にもあるといえよう。同じような問題は、西欧の銀行と東欧新興諸国との間でも生じていた。経済統合が進み、銀行のクロスボーダーの活動が活発になるなかで、EU が域内でいかにしてプルーデンシャル規制を強化していくかという課題が、今後、重要になってくるであろう。

政策の選択肢が限られる欧州新興諸国

以上から明白なのは、現在の欧州新興諸国が採用できる経済政策の選択肢はきわめて限られているということである（表 3 を参照）。

第一に、固定相場制を放棄して変動相場制に移行し、自国通貨が大幅に減価する場合のジレンマが大きい。大幅な減価は輸出産業の支援につながる一方で、欧州新興諸国のように外貨建ての対外借入れが（経済規模と比べて）非常に大きい場合、（自国通貨建てに換算した）対外債務額は膨張してしまう。ラトビアでは対外債務の 9 割以上が外貨建てであった。このため、変動相場制は欧州新興諸国では有効な選択肢とはいえない。しかも、欧州新興諸国では家計や企業が直接外貨建て借入れをするケースが多かったため、大幅な減価が家計・企業を直撃することになる。これにより、国内の消費および投資・生産活動をいっそう冷え込ませるリスクが高い。

第二に、金融引き締め政策をして多額の資本流出を抑制しようとしても、効果が弱いということである。世界金融危機で欧米の銀行セクターや投資家によるデ・レバレッジと信用収縮が発生している場合、欧州新興諸国が金利を引き上げたところで、新規の資本流入が増えるわけではないからである。この場合、西欧経済の立ち直りを待つしか手立てがないともいえよう。

そこで残る選択肢としては、第三の IMF に金融支援をもとめ、他の先進国政府からも借入れを行うことが最も重要になっている。この選択肢は、ほかの国が過去の経済危機で経験した時よりも重要になっている。とくに、EU に加盟しているハンガリーとラトビアの場合、EU からの支援がはたす役割が大きい。EU からの構造基金を通じた資金供与により投資活動を持続させることができるため、危機の打撃を緩和することに寄与すると考えられる。

EU は、IMF と協調して支援プログラムをつくり、ハンガリーとラトビアに対して金融支援を行っている。ラトビアの場合、IMF 支援パッケージの一環として、IMF の 24 億ドル支援のほかに、EU から 43 億ドル、北欧諸国から合計 105 億ドルの支援を受けている。IMF は 2009 年 5 月の第 1 回プログラムレビューの際に、セルビアに対する融資総額を当初（2009 年 1 月に締結）の 3.5 億 SDR から 26.2 億 SDR (40 億ドル相当) に増額し、融資期間も 1 年延長し 2011 年 4 月中旬までとしている。これにより、セルビアが IMF から受けられる資金総額はクォータの 560%、GDP の 10% 近くに達することになる。IMF は増額の理由として、世界金融危機がセルビアに及ぼした打撃が、貿易・生産・内需の激減と資本流入の急減をもたらしており、予想を上回る深刻な状況に陥ったことをあげている。

表 3. 欧州新興諸国の政策選択肢

実行可能な政策選択肢は限定

- (1) 自国通貨の減価による利益は限定的(輸出の促進か、または外貨建て債務の拡大か)
- (2) 金利引き上げによる利益は限定的(資本流出の抑制か、または世界的デリバレッジで効果は無効か)
- (3) 国際機関・他国政府の支援
- (4) 資本流出規制(債務返済交渉が順調に進展しない場合)

マクロ経済政策(対外的要因にもとづく資本収支危機)

- (A) 金融政策の緩和(投資家の信認が著しく喪失されている状況は除く)
 - (B) 財政政策の緩和(景気後退からの脱却か、または長期財政持続性の確保か)
-

出所：IMF (2009) をもとに筆者作成。

アイスランドの場合は、IMF 支援パッケージの一環として、国内地場銀行の海外進出先である北欧諸国（ノルウェー、スウェーデン、フィンランド、デンマークの合計で 25 億ドル）のほかに、アイスランド系ネット銀行を通じて非居住者預金を多く集めた英国・オランダ・ドイツからアイスランドの「預金保証庁（Deposit Guarantee Agency）」に向けた融資が 63 億ドル含まれている（この資金をつかってアイスランド銀行が英国やオランダなどに開設している非居住者の預金に対して適用していた凍結措置を解除し、非居住者による預金引出しを可能にさせている）。また、2008 年 10 月にはアイスランドの中央銀行がスウェーデン、ノルウェーなどの北欧の中央銀行とスワップ協定を締結し、ユーロの供給を受けている。

第四の選択肢として、西欧の銀行親会社と子会社の間で融資の継続を約束する公約が重要であるが、世界金融危機が発生しているなかで公約を確保するのは非常に難しい。

1997～98 年の東アジア経済危機では、（とくに韓国とタイの場合）債権者側の外国銀行と

債務者側の国内銀行の債務交渉がきわめて重要であった。韓国では、米国政府の強い後押しもあり、米国や日本などの主要な銀行債権者が債務者側の韓国の銀行と 1997 年 12 月末には債務のロールオーバーなどについての交渉で合意に至っている。このことが、V 字回復を可能にした要因のひとつである。IMF 支援自体の発表だけでは市場のコンフィデンスを回復するに至らず、債権者側と債務者側の交渉で、韓国国内から資金を引き上げないという確約をとりつけたことが、コンフィデンスを回復するのに大きく寄与したのである。タイでも、日本政府の後押しもあり、邦銀を中心に融資を持続するなどの合意が得られたことが、投資家の信認の回復において大きい役割を果たしている。一方、インドネシアでは（銀行ではなく）企業による対外債務が多く、その企業による対外債務の不履行が大きな問題となった。しかも、米国や日本のように積極的に債務交渉に関与する主要国がほとんど存在していなかったために、交渉には韓国やタイよりも多くの時間がかかっていた（詳細は白井[2000b]）。それに加え、政情不安もあり、経済危機からの回復にもっとも時間がかかる結果となっている。

欧州新興諸国の経済危機でも債権者側と債務者側の債務交渉は重要な要素である。親会社がこれらの諸国で営業している子会社への融資を継続することについて確約を得ていることが重要で、復興の鍵を握っている。このため、IMF 支援プログラムではそうしたコミットメントの締結が、必要な政策として明記されている。しかし、こうした公約をとりつけるのは親会社自体のバランスシートが傷んでいる場合、非常に難しい。

そこで、最終手段として、アイスランドとウクライナは一時的な資本規制の導入を余儀なくされたのである。アイスランドでは国内地場銀行の資産が急激に悪化しており、大規模な銀行危機に直面している。海外投資家の著しい信用喪失による資本流出を防ぐために、2008 年 10 月に地場銀行が破たんして以来、資本取引規制を導入している。金利引き上げだけでは資本流出をとめるのがきわめて難しい異例な状況にあるため、IMF も一時的な措置として容認している。ウクライナでも、資本流出を抑えるために、一時的に為替取引規制を導入している。その内容は多岐にわたり、外貨建て定期預金の居住者と非居住者による早期引き出し制限、銀行による外貨建て借入れの早期支払いの禁止、銀行による外貨購入制限（オープン・ポジションの上限まで）、ウクライナの国内に入らない輸入の先払い抑制、自国通貨建て利益・収入・資産売却益の外貨転換日を 6 日間遅延、外貨を国外へ電送する一日当たり総額に上限の設定、特定通貨に限定する外貨取引の制限、銀行の外貨オープン・ポジションを通貨ごとに算定の義務付け、銀行のハード・カレンシー外貨建て預金の保有はハード・カレンシーの発行国に拠点のある銀行に限定、非居住銀行による自国通貨取引制限（貿易業務除く）などが明記されている。

IMF は、金融・財政引き締め政策についても、経済環境が許す限りにおいて、緩和する方向に力点を移している。金融引き締め政策は当初は急激な資本流出に直面するなかで、多くの欧州新興諸国では大幅な引き上げが余儀なくされたが、金融市場の混乱が収まるにつれ、引き下げが可能になっている。アイスランドは 2008 年秋に政策金利を一気に 6%引き

あげて18%に設定した。しかし、2009年に入り金融市場の混乱が収まるにつれ、政策金利を下げており、2009年6月4日にはさらに1%下げて12%とし、ようやく危機前の水準にもどっている。

財政引き締め政策については、IMFはこれまでのプログラムと比べて比較的大きな財政措置を認めてきたとしているが、経済見通しがいっそう悪化するなかでさらなる修正に応じている。前述のセルビアに対しては、2009年5月の第1回レビューの際に、3月末に達成すべき財政の「パフォーマンス・クライテリア」を充たせなかった件について、Waiver(免除)を承認している。2009~10年の財政目標も赤字の拡大を承認している。

ウクライナについては、2009年5月のIMFによる第2回融資の支払に先立ち、プログラムのレビューを行い、2009年に財政を均衡させるという当初の目標を修正し、財政赤字をGDPの4%へ緩和することを承認している。これは経済成長の見通しが当初の予測よりも悪化したことによる修正だと説明している。本来2009年4月に融資の支払いを実施する予定であったが、コンディショナリティを充たさなかったために数週間の延期となっていた。国内における大統領と首相の政治的対立も経済調整プログラムの遂行を難しくしていた。その後、政府が2009年の財政赤字目標と銀行の増資支援策を修正したことから、5月に第2回融資の支払いを決定している。しかも19億ドルの支援額を28億ドルへ増加している。

ただし、ラトビアのようにできるだけ早くユーロを採用する目標を掲げる国では、マーストリヒト収斂基準で設定される財政健全化を充たすために、かなりの財政引き締めが必要である(白井「2009c」を参照)。しかも、これについての国民の支持は大きいことに留意する必要がある。IMFのラトビアへの第2回目の融資の支払いは予定どおりになされず、2009年4月2日に停止している。この理由として、IMFは前政権が退陣し、3月に連立政権が成立したばかりであったからと説明している。5月6日に、EU代表は「EUが予定する第2回目の10ユーロ相当の融資を支払う前に、財政と構造改革でもっと進展をみたい」と財政強化を求める発言をしている。5月末からIMFは第2回目の融資の支払を決めるにあたり、プログラムのレビューを実施している。当初のプログラムでは2009年の財政赤字はGDPの5%ほどとしていたが、ラトビア政府は9%へと赤字目標を引き上げている。財政目標の修正がどの程度容認されるかについては推移を見守る必要があるが、財政引き締めが必要な点では国民も支持を表明している。

リトアニアについては、2009年5月17日の選挙で選任された女性大統領ダリア・グリバウスカйте氏(Dalia Grybauskaitė)は、前政権の厳粛政策(財政引き締め、国家公務員の給与削減)を指示しており、ユーロ・ペッグ制の維持を主張して選挙に勝利している。

固定相場制を採用しているわけではないが、ハンガリーでも財政引き締め政策への国民による支持は高い。2009年4月に首相に就任したバイナイ・ゴルトン(Bajnai Gordon)氏は民間出身者である。経済的混乱の責任をとって辞意を表明したジュルチャーニ首相が後継者として同氏に首相就任を打診した際に、財政再建について党が反対しないことを条件として受諾している。議会では4月にバイナイ氏を首相に選出している。バイナイ計画

では、20%の付加価値税を5%引き上げ、年金支給1か月分減額、育児支援凍結、公務員給与引上げ見送り・賞与廃止、農業補助金削減など厳しい財政引き締め政策が並ぶが、国民は支持している。本人自身も首相としての給与をわずか1フォリントとして、任期もわずか1年間としており、財政再建をめざす決意を国民に示している。

IMFの貸出能力の拡大は欧州を救う

以上より、欧州新興諸国の経済がきわめて深刻な状態であることがわかる。そこで IMF の貸出能力を高めることができれば、多くの欧州新興国が IMF から金融支援を受けられることになる。IMF の資金基盤増強の一部を他地域が負担する分だけ、EU や各国政府が東欧・中欧諸国に直接支援すべき負担額を減らすことができる。

すでに2008年11月より、多くの欧州新興諸国が IMF から金融支援を受けている。表4は2008年秋以降に新興諸国に対して IMF が融資を締結した国をリストしている。17カ国中、10カ国が欧州新興諸国に集中していることがわかる。現時点においても、欧州新興諸国の多くが深刻な景気後退にあえいでいる。このことから、ドイツとフランスが連携して強く G20 金融サミットで働きかけを行った経済外交は、成功を収めたといえる。

表4. IMFによる金融支援状況（2009年5月末現在）

	金額(億ドル)	理事会承認日	融資制度
ウクライナ	165	2008年11月5日	スタンドバイ
ハンガリー	155	11月6日	スタンドバイ
セイシェル	0.26	11月14日	スタンドバイ
アイスランド	20	11月19日	スタンドバイ
パキスタン	75	11月24日	スタンドバイ
ラトビア	25	12月23日	スタンドバイ
ベラルーシ	25	2009年1月12日	スタンドバイ
セルビア	40	1月16日	スタンドバイ
エルサルバドル	10	1月16日	スタンドバイ(プリコーショナリー)
アルメニア	5.4	3月6日	スタンドバイ
モンゴル	2.2	4月1日	スタンドバイ
コスタリカ	7.4	4月11日	スタンドバイ(プリコーショナリー)
メキシコ	470	4月17日	FCL(プリコーショナリー)
ルーマニア	171	5月4日	スタンドバイ
ポーランド	203	5月6日	FCL(プリコーショナリー)
コロンビア	104	2009年5月11日	FCL(プリコーショナリー)
ボスニア・ヘルツェゴビナ	15.2	5月5日 職員レベルで合意	スタンドバイ

注1:セルビアは2009年5月15日に支援総額が5.3億ドルから40億ドルに引き上げられている。

4. 圧倒的な存在感をみせた中国の経済外交力

4.1. G20 金融サミットの主役は中国

G20 金融サミットはイギリスのブラウン首相が議長として議事を進行したが、影の主役は

外交力を見せつけた中国である。その理由は二つある。ひとつは、前述した IMF クォータ制度の見直し時期の前倒しと引き換えに、IMF への資金支援に応じる姿勢を表明したことにある。中国は 2009 年 3 月に、(日本のように二国間ベースの借入れ支援をするのではなく) IMF が新たな財源調達手段として債券を市場で発行する場合には、およそ 400 億ドル購入する意欲があると述べている。これを受けて、IMF のストラスカーン専務理事は 2009 年 5 月 27 日に史上初の IMF 債券を発行する方針を表明している。ロシアは、5 月末に 100 億ドル分の IMF 債券を購入する意思を表明している。中国は同年 6 月 5 日に IMF 債券を 500 億ドル購入すると正式に表明している。

中国は約 2 兆ドルという世界最大の外貨準備資産保有国であり、約 7400 億ドルの米国財務省証券を含め全体の 7 割を米ドル建て資産で保有している。このため、(米国連法準備理事会[FRB]が銀行救済目的で米ドル供給を内外で急増させたことで、将来的に米ドル余りが生じて) 米ドルが暴落する事態に陥ると、大幅な評価損を抱える事態に陥る。そこでリスク・フリーの IMF 債券がたとえば SDR 建てで発行されれば、中国の外貨準備資産の多様化と為替損益の安定化につながる可能性がある。こうした動きに呼応して、2009 年 5 月 27 日に IMF のストラスカーン専務理事は史上初の IMF 債券を早期に発行する方針を表面している(インドやブラジルも前向きに検討をしている)。詳細はまだ定まっていないが、ドルではなく SDR 建てで発行される可能性が複数のメディアによって報道されている。

もうひとつの理由は、前述の SDR 改革は、中国による提案を抜きにしては実現しなかったことにある。現在、米ドルが貿易決済・為替取引・計算単位・外貨準備通貨として世界で最も重要な基軸通貨である。しかし米国が世界経済危機の震源地となって欧米金融機関によるドル資金の引き揚げが起きたことで、米ドル建て取引・決済が中心の世界経済で米ドル不足が発生した。そこで、FRB が 2007 年 12 月から 2008 年 10 月にかけて欧州中央銀行(ECB) や日本銀行など 15 行の中央銀行へ米ドル資金を供給するスワップ協定を締結し、過度なドル不足による世界的な金融混乱を收拾する異例の事態となった。こうしたドル中心体制の危険性から、中国・温家宝首相は 2009 年 3 月に米国政府に対し中国が保有する米国資産の安全性を確保するよう促したのである。

中国人民銀行の周小川総裁は、2009 年 3 月 23 日に、米ドルに代わって SDR を「超国家準備通貨」へ発展させるべきであると提案した。具体的には、第一に、バスケット通貨である SDR 建てで貿易・金融取引などを行い、SDR 通貨を決済通貨とする。貿易・商品取引・投資・企業の簿記でも SDR の活用を促進する。米ドルの価値が下落してもユーロや円などの他の通貨価値が上昇し相殺しあうので、SDR 建て資産価値の大幅な評価損は回避できるという長所がある。第二に、SDR 建て IMF 証券発行について IMF が研究を開始すべきであるとしている。第三に、既存の SDR の構成通貨を 4 通貨(ドル、ユーロ、円、ポンド)バスケット体制から全ての主要通貨を含める。各通貨のウェイトは現行基準(財・サービス輸出額と世界外貨準備資産に占める各通貨の割合)のほかに、GDP なども含めるべきであるとしている(これは人民元の組み入れを示唆していると思われる)。第四に、外貨準備資産として

の SDR 保有を拡大する。SDR 資産を IMF が集中的に管理すれば、各国が個別に外貨準備を管理する現状に比べて、より有効に投機攻撃回避や金融システム安定化を進めることができると主張する。IMF がオープン・エンドの SDR 建てファンドを創設し、投資家が購入・売却をできるようにすることで、SDR 建て資産の普及を促し、流動性も高められる。こうした状況が進展すれば IMF 加盟国への SDR 配分を増やし、既存のドル建て外貨準備資産に代替することが可能になるという提案である。

この提案は世界に衝撃を与えた。とくに同提案が実現すれば米国財務証券など米ドル資産の売却につながりかねない米国の受けた衝撃は大きく、オバマ大統領は同日に「米ドルに代わる新たな国際通貨の創設は必要ない」と一蹴した。翌日にはガイトナー米財務長官が「米ドルは依然として世界の基軸通貨だ。長期間にわたり、そうあり続けると思う」と反論している。ただし、同長官は SDR の役割拡大の検討は排除しないと中国への配慮をみせたのだが。結果として、中国の提案の多くは通らなかったものの、SDR 配分の増額と新興・途上諸国への傾斜配分および IMF 債券発行の決定で合意に至ったことなどは、中国の経済外交の成功を示している。

4.2. 米国政府のスタンスの変化

米国のガイトナー財務長官は就任後の初めてのアジア地域の訪問先として中国を選んだ。これは現在の中国が米国にとってきわめて重要な経済パートナーであることを物語っている。2009年6月1～2日に同長官は中国を訪問したが、その際に中国が保有する金融資産の安全性への懸念（ドル暴落により評価損に陥るリスクへの懸念）が中国国内で高まっていることに配慮し、「経済が景気回復局面に移行すればただちに財政赤字を GDP の 3%程度まで引き下げ、政府債務の対 GDP 比が低下していくことを可能にする」というオバマ大統領の公約を繰り返している。そして、米国が将来的に財政赤字削減にとりくむ代わりに、二国間の経済協力の柱として、(ソシアル・セイフティネットや教育支出の拡充、より市場メカニズムに根差した産業構造への転換のほか) 中国の為替制度をより柔軟にするよう促している。

財務長官に就任する前の 2009 年 1 月にガイトナー氏は、中国の為替制度について「オバマ大統領は中国の為替操作 (manipulate) を信じている」と発言したが、最近では中国の為替制度に対する批判のトーンはかなり和らいでいる。この背景には、中国が同発言に対して迅速かつ強く反発したこと、ならびに中国が外国投資家のなかで 2008 年 9 月から（日本を超えて）世界最大の米国国債保有国になったことを指摘できる。このほかに、2008 年 10 月から 2009 年 3 月まで（世界がドル不足に陥ってほとんどの通貨に対してドルが増価したこと、ならびに中国が対ドル相場を緩やかに増価させる政策を 2008 年 7 月からほぼ一定に固定させる政策に転換したこと）人民元が複数の通貨バスケットに対して平均して増価したこと、人民元の過大評価の大きさが縮小したことも影響したと思われる。

2009 年 5 月 20 日の米上院銀行住宅都市部会の公聴会で、外国為替報告書で中国を「為替

操作国」に該当しないと評価した理由として、ガイトナー氏は中国が人民元相場の「大幅な増価を容認し、外国為替市場への介入を大きく減らした」と発言している。2009年6月1日の北京大学での講演では、ガイトナー氏は「より柔軟な為替相場が、低インフレのもとでの持続的な経済成長を支えることになる」と述べている。人民元が増価すれば輸入価格が低下し、インフレ圧力を抑制できると同時に内需主導の経済成長を実現できると強調し、より柔軟な為替制度に移行する利点を示唆している。中国の為替制度の柔軟化を求める姿勢に変わりはないものの、米国の対中経済外交において変更を強く迫るこれまでの姿勢はかなりトーンダウンしている。

4.3. 人民元の国際化を目指す中国

さらに、中国は（米ドルに対抗して）人民元の普及・国際化をはかるべく着々と手を打ち始めている。第一に、2007年に中国は国内金融機関が香港で人民元建て債券を発行するのを許可している。これを受けて、中国国家開発銀行が香港で50億人民元の債券を発行している。その後、中国交通銀行、中国輸出入銀行、中国建設銀行も相次いで香港で人民元建て債券を発行しており、投資家によるこれらの債券需要はきわめて高い。人民元建て債券の発行は香港資本系銀行にも認められ、これを受けて香港上海銀行（HSBC）と香港東亜銀行は2009年5月19日に、初めての中国本土資本系以外の銀行として、香港で人民元建て債券を発行する許可を得たと発表している。世界金融センターとしての地位を確保したい香港は、こうした規制緩和を活用して、香港で人民元建て金融商品を増やして金融・資本市場を活発化し、取引通貨として香港ドルだけでなく人民元を流通させて取引高を増やすことで、「中国本土への入口」としての利点をさらに高めていこうと努めている。

第二に、2008年末には広東省・長江デルタ地域と香港・マカオ間、広西チワン族自治区・雲南省と東南アジア諸国連合（ASEAN）間で、人民元による貿易決済を試験的に認める方針を示している。2009年4月には上海市、珠海市、東莞市など5都市でも試験的に開始する方針を固めている。

第三に、同年4月末には海外企業が上海で人民元建て債券や株式を発行できるようにすると発表している。これを受けて、6月4日に英国のスタンダード・チャータード銀行の中国法人（上海市）が人民元建て債券を上海で35億人民元（490億円）発行すると発表している。外資系企業の発行第1号となる。銀行間市場を通じて流通させるとしている。また、外資系企業に対して、上海にある中国本土法人を通じて上海証券取引所へ上場することも認める方針を示している。金融関連企業への優遇税制措置も検討していると表明している。これらの規制緩和により、外資系企業にとっては中国国内での資金調達が容易になり、中国の投資家にとっても資産の多様化につながる。中国は、上海市について2020年をめどにロンドンやニューヨークに匹敵する国際金融センターを育てる目標を掲げている。今回の動きは、そうした構想の一環である。

このほか、世界金融危機が発生して以来、中国人民銀行は、韓国銀行（2008年12月1800

億人民元)、香港金融管理局(2009年1月2000億元)、マレーシア国民銀行(同年2月800億元)、ベラルーシ国立中央銀行(同年3月200億元)、インドネシア中央銀行(同年3月1000億元)、アルゼンチン中央銀行(同年3月700億元)との間で、総額6500億元にのぼる通貨スワップ協定に調印している。相手国の自国通貨と交換に、ドルや円などの国際通貨ではなく、あえて人民元をスワップ対象の通貨とする協定を推進することで、相手国の貿易決済での人民元の地位を強化し、人民元の国際化を進める狙いがある。2009年5月にはブラジルのルラ大統領が訪中した際に、両国間の貿易取引で(ドルに代わって)双方の通貨を使う方向で検討していくことで合意している。中国がブラジルからの輸入する場合に人民元で支払い、ブラジルが中国から輸入する場合はレアルを支払う状況を想定している。ドルの優位性を引き下げたいという強い意欲をもつブラジルは、すでに08年9月にアルゼンチンとの間で同様な取り決めを行っている(両国の貿易業者は希望する場合はドルの利用を続けるものの、ペソとレアルも使用することで両国政府は合意している)。

とはいえ、人民元の国際化には時間がかかりそうである(白井[2004]を参照)。中国は現在でも国際資本移動に制限を加えており、人民元は完全な兌換性をもっていないからである。国際資本移動を自由化すれば、中国から資金が流出する可能性もある。とりわけ中国の銀行セクターや資本市場の健全性がもっと高まらなければ、こうしたリスクは高い(白井[2004]参照)。金利の完全な自由化も必要である。中国の金融政策も信認を確立しなければならぬ。

5. 世界金融危機と日本の役割

5.1. アジアの盟主としての存在感をアピールする日本

中国の外交力に世界の注目が集まるなか、日本政府も世界経済危機に対する国際貢献を打ち出している。第一に、前述したように2009年2月にIMFへ最大1000億ドルの融資契約を率先して締結し、IMF資金基盤強化の合意に大きく貢献した。第二に、2009年4月に通常の年間900億ドル相当の貿易金融支援に加え、2年間で総額220億ドル規模の追加的な支援(日本貿易保険に160億ドル枠確保、JBIC[国際協力銀行]に60億ドル増額)を打ち出している。さらに同月、アジアのインフラ整備に向けた民間投資促進のため、日本貿易保険に新たに200億ドルの貿易保険枠を設定している。第三に、2009年3月にアジアの環境投資を支援するためJBICによる2年間で50億ドルの支援を確保している。

第四に、2009年2月にJBICは国際金融公社(IFC)と共同で、発展途上国に対する「銀行資本増強ファンド(IFC Recapitalization Fund、前述)」の設立で合意し、日本は20億ドル、IFCは10億ドル出資している。発展途上国の銀行資本を強化し、信用収縮を緩和し経済発展につなげる狙いがある。IFCと共同で、貿易金融支援も実施している。第五に、2009年1月のダボス会議において1兆5千億円のODA供与を表明したが、4月の東アジアサミット(主催国のタイで暴動が発生して中止になったが)に向けて2兆円規模への拡大(この

うち 3000 億円を金融財政円借款支援として活用) を表明している。

こうした一連の国際貢献が歓迎される一方で、世界が期待しているのは、消費の大幅な回復が望めない欧米地域に代わって、世界経済をけん引していく国が現れることである。この意味で、中国が 2008 年 10 月に発表した 2 年間で 4 兆元 (約 75 兆円) という大規模な財政刺激策は世界の注目を集めたのである。政策の効果はすでに現れ、2009 年 1~4 月の都市部固定資産投資は前年同期比 30.5% 増え、日本の対中輸出も回復の兆しがみられる。

日本政府は、2008 年度第 1 次・第 2 次補正予算、2009 年度予算を通じて、約 12 兆円の財政措置を含む景気対策 (事業規模で約 75 兆円) を実施しているが、規模が小さく国際的に高い評価は得られなかった。しかし、2009 年 4 月に、20 兆円以上に達する「GDP 需給ギャップ (実際の GDP と設備・労働力を平均的に活用して生み出す潜在 GDP との差、マイナスの場合には需要不足を示す)」を埋めるべく、15.4 兆円の過去最大規模の追加対策 (09 年度補正予算案) が発表されると、世界的な関心を集めた。このうち、1.9 兆円が失業対策、3 兆円が企業への信用供給拡充、1.6 兆円を低炭素技術・低燃費車・住宅の省エネ化の促進、2 兆円を医療・子育て対策、2.6 兆円をインフラ整備、2.4 兆円を地方公共団体支援、贈与税・研究開発税制等 0.1 兆円などに配分される予定である。この補正予算案は、2009 年 5 月 29 日にようやく成立している。

G20 金融サミットでは、2010 年末までに各国の追加財政支出の合計 5 兆ドルを実現することで、世界成長率を (IMF 推計で 2% 見込みを) 4% へ引き上げると宣言しており、この財政措置が日本・世界の景気浮揚につながることを期待される。ただし、2009 年の日本の GDP 需給ギャップが年 40 兆円に拡大するとの IMF 試算があり、これらの追加対策では不十分だとの見方もある。内閣府も 2009 年 6 月 1 日に 2009 年 1~3 月の需給ギャップはマイナス 8.5%、年 45 兆円 (08 年 10~12 月はマイナス 5.2%) に達するとの推計を発表しており、IMF の試算と整合的である。

とはいうものの、2008 年年夏から始まった一連の景気対策は、徐々に効果を見せ始めているようである。政府は 2009 年 5 月の月例経済報告で景気の基調判断を、それまでの「景気は急速な悪化が続き厳しい状況」としていたのを、「きびしい情勢にあるものの、悪化のテンポは緩やかになっている」へと上方修正をしている。これは、3 月の個人消費 (総合消費指数) の 0.4% 上昇、3 月の鉱工業生産指数の 1.6% 上昇、3 月の輸出数量指数の 3.1% 上昇、4 月の公共工事請負額の 20.5% 増加などが反映されている。6 月の月例報告でも上方修正する予想である。4 月の鉱工業生産指数が 5.2% 上昇、5 月の公共工事請負額が 2.5% 上昇しているからである。ただし、4 月の失業率が 5% に達し、有効求人倍率が 0.46 倍へと低下している労働市場では明るい兆しがみえないことには注意を要する。小売業販売額および家計の消費支出も減少を続けている。

ただしその一方で、1000 兆円超の巨額の借金を抱える日本については、一連の追加対策が財政の持続可能性を悪化させるとの懸念が海外で高まっている。一般政府の財政赤字 (対 GDP 比) は 2008 年の 5.6% から 2009 年には約 10% へと悪化する見込みである (IMF 推計)。

財政再建で将来の増税や歳出削減を予想する国民が増えれば、それだけ追加景気対策の効果は限定されてしまう。かといって財政再建をしなければ国民の中長期的な負担は一層高まってしまい、それによる中長期的な（潜在的）経済成長へのマイナスの影響は大きい。適切な時期にきちんとした財政再建計画を示していくことは重要である。2009年5月下旬に与謝野財務相は小泉前政権下で始めた「2011年度に国・地方を合わせたプライマリーバランスをバランス化する」という目標（歳出歳入一体改革）について「到達できない」と発言している。6月3日に財政制度等審議会が与謝野財務大臣に提出した建議では、日本の財政が「きわめて危機的な状況にある」としたうえで、（将来の増税負担を極力小さくするためにも）「歳出歳入一体改革の重要性はいっそう高まっている。（黒字化に向けた）道筋を示しつつ早期実現をはかることが必要である」との見解を示している。

5.2. 日本に期待される役割

世界的景気後退からの底がまだ見えないなかで、日本の果たすべき役割は大きい。とくに、以下に指摘する点は世界経済危機の深刻化を回避し、同じような経済危機の再発を回避するうえで重要である。

世界に蔓延する保護主義の回避

第一に、保護主義を回避し、貿易の自由化を推進すべきである。世界銀行は2009年3月2日に2008年11月以降のG20の貿易制限措置について調査結果を発表した。2008年11月のG20金融サミットで各国首脳が貿易制限措置を回避すると公約したにもかかわらず、17カ国・地域が合計47措置を導入したと指摘している。日本に対する言及はないが、アジアでは中国（基準強化によるアイルランド製豚肉、自国自動車産業への補助金等）、インドネシア（衣類・履物・食品・電気製品の輸入が5か所の港湾と空港でのみ許可）、インド（中国製玩具の輸入禁止、鉄鋼製品に対する反ダンピング手段活用）などが明記されている。

米国議会が2009年2月13日に可決した「景気対策法」に含まれている（同法にもとづいて資金が供給される公共事業で使われる鉄・鉄鋼・一般工業品は米国製のみ容認されるとする）「バイ・アメリカン条項」も懸念されるところである。公共事業で供給する鉄鋼や工業製品などが米国製であることを保証できなければ企業な入札に参加できなくなる。このため、これらの製品の一部でも海外で生産されている企業にとっては打撃が大きい。オバマ大統領は議会を説得して、バイ・アメリカン条項について、米政府が世界貿易機関のルールの履行などの国際義務を果たすことを約束するといった項目を追加させている。しかし、2009年4月に米国行政管理予算局が発表した暫定指針には国際義務の順守といった指針は盛り込まれていない。2009年6月3日付のNYタイムズ紙は、多くの地方自治体や州議会の一部が、全米鉄鋼労働組合が展開するバイ・アメリカン決議に署名しており、下院は米国製原材料の使用を義務づける条項を水質改善法案と新学校施設法案に盛り込んだと報道している。さらに、2009年2月に公的資金が投入された金融機関を対象に「米国人労働者雇用法」が成立し、米国人労働者の優先雇用を促している。これを受けて、バンク・

オブ・アメリカなどは外国人学生の新規採用の取り消しを実施している。こうした状況が発生していることから、オバマ大統領の反保護主義に向けた姿勢には疑問が大きく残る。

貿易が縮小する状況だからこそ、貿易自由化対策が重要となる。日本は現在 10 カ国および ASEAN と締結・署名済みで、インド、韓国、豪州、湾岸協力会議 (GCC) と交渉中である。さらに、2006 年に ASEAN プラス 6 カ国 (日本、中国、韓国、豪州、ニュージーランド、インド) で構成される自由貿易協定 (FTA) 構想を提案して大筋で合意が得たものの、実現に向けた動きはみられず、各国・地域が個別に FTA を締結する状況が続いている。この背景には、モノの貿易だけでなく、サービス、知的財産権、ビジネス環境整備、競争政策など広範囲な経済連携協定 (EPA) を推進したい日本と、モノの貿易自由化を優先したい中国との間の戦略のずれがある。日本による介護士・看護師など大量な人材の受入れを期待する ASEAN と、素材・部品の関税撤廃や投資協定・知的財産権の確保を重視する日本との間でも立場のずれが大きい。農産物の関税・非関税自由化を望む豪州と、国内農業を保護したい日本との間でも隔たりが大きい。

そこで、日本は国内農業改革を進め、より市場歪曲度の低い保護措置に転換 (たとえば、コメに傾斜した保護措置から品目横断的な補助金の拡充、高関税措置から農家への直接払いへの転換、農地改革による生産効率化など) し、食糧安保を確保しながら農業貿易自由化を促す農業政策に政策の軸足を移していく必要がある。さらに、投資協定や知的財産権の順守など発展途上国による厳格な実行が困難な項目については、より充実した技術協力を推進しながら、自由化の順序づけ明確にして合意を促す役割を果たすべきである。

チェンマイ・イニシアティブの早急な見直し

第二に、ASEAN プラス 3 (日本、中国、韓国) は 1997~98 年の東アジア経済危機の再発を防止すべく 2000 年に二国間通貨スワップ取極ネットワークを創設し、2009 年 5 月の財務大臣会議では年内マルチ化で合意されたが、同制度をさらに進化させるべきである。2009 年 2 月の財務大臣会議では、スワップ総額を現在の 800 億ドルから 1200 億ドルへ増額を決定している。日本・中国・韓国は全体の 8 割 (日中が各 384 億ドル、韓国が 192 億ドル)、残りの 2 割を ASEAN が分担 (インドネシア・マレーシア・タイ・シンガポールが各 47.7 億ドル、フィリピンが 36.8 億ドル、ベトナムが 10 億ドル、カンボジアが 1.2 億ドル、ミャンマーが 0.6 億ドル、ブルネイとラオスが各 0.3 億ドル) する。しかし、この枠組みで設定されている外貨枠の 2 割以上を得るためには、当該国は IMF 支援を受けることが条件となっている。ところが、インドネシア、タイ、韓国など 1997 年に IMF から支援を受けた国では、IMF 支援をスティグマととらえる感情が根強く、外貨が必要な状況に陥っても同支援を回避しアジア域内ネットワークが活用されない可能性が高い。そこで前述の会議では、独立した (各国のマクロ経済、通貨・金融の監督体制を監視する) 「地域サーベイランス・ユニット」(ジャカルタに設立決定) を設立して域内モニタリング機能を高め、起動に乗れば「IMF デリンク割合」を 2 割以上に徐々に引き上げていく可能性に言及している。

しかし、世界金融危機が発生して以来、FRB、ECB などが通貨スワップ協定を締結して新

興諸国の外貨不足を支援しているが、IMF 金融支援は条件となっていない。アイスランドは 2008 年 5 月にスウェーデン、ノルウェー、デンマークの中央銀行から自国通貨クローナと交換にユーロを各 5 億ユーロ確保できる通貨スワップ協定を締結（同年 11 月に 2009 年末まで延長）しているが、この協定の締結時期はアイスランドが IMF から金融支援を受ける 2008 年 11 月以前に遡る。新興諸国では、2008 年 10 月に韓国、シンガポール、メキシコ、ブラジルが FRB と各 300 億ドルの通貨スワップ協定を締結しているが、これらの国は IMF に金融支援を申請していない（メキシコは 09 年 4 月にプリコーショナリーな新規融資制度を活用しているに過ぎない）。このことから、日本は東アジア域内の通貨スワップ協定の IMF デリンク割合について迅速な見直しを主導すべきである。具体的には、既存の域内スワップ協定を再構築し、中央銀行向けの短期的通貨スワップ協定の他に、新たに政府向けの中期的（1 年以上）金融支援制度を創設する。前者については IMF 支援条件をつけずに中央銀行間の数ヶ月程度（数回更新可能）の短期的通貨スワップ協定とし、後者について IMF 支援を条件とする二段階体制に発展させていくべきである。

東アジア域内で資金循環を形成

第三に、貯蓄率が高く、多額の外貨資産を蓄積している東アジア域内で資金を円滑に流通させる仕組みを作る必要がある。世界金融危機が発生する前の東アジアは外貨資産の多くを米国の財務省証券や政府系証券などの安全資産へ投資する一方で、米国のリスクマネーの一部が東アジアの株式市場や金融市場に投資され、アジア市場の活性化に寄与していた。こうした構図は、米国を迂回した東アジアから東アジアへの資金循環を示しており、効率的ではない（Shirai[2009b]を参照）。しかも、経済危機で欧米による資金の引き揚げが発生すると、多くの国で株価暴落と貿易金融の枯渇に直面したのである。この経験より、東アジアでは成熟した多様な国際金融センターを育成し、域内で資金が循環することで民間企業やインフラ事業の発展を促し、持続的な経済成長を実現していくべきである（詳細は Shirai[2009a]を参照）。

日本は世界最大の対外債権国であるが、この外貨資産の多くが米国の財務省証券を中心に投資されている（表 5 を参照）。ASEAN プラス 3 ではアジア債券の供給・インフラの拡充を目指す「アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）」が進展している。中央銀行間では、アジア債券投資を活性化する「アジア債券ファンド（ABF）」が存在する。この一環で、アジア開発銀行（ADB）は、2009 年 5 月に、信用力が低く自国通貨建てで債券が発行できない国の債券を、信用力が高い国の通貨建てで発行するのを支援すると発表している。その第一弾として、ラオスが水力発電の運転資金調達のために発行する 7 年物の債券をタイ輸入銀行の保証を付けてパーツ建てで発行する（ADB は関連法の制定や法改正についての情報を提供することで支援する）。また、2009 年 5 月の ASEAN プラス 3 財務大臣会議では、アジア通貨建て債券発行を促進すべく、「信用保証・投資メカニズム」（ADB の信託基金、資金規模 5 億ドル）を 1 年以内に創設することで正式に合意している。このほか、債券市場の活性化のために、域内の各証券取引所で上場する債券を国境を越えて他国の取引所でも自動

的に上場できるようにして、相互に売買できる仕組みを検討していくことでも合意に達している（すでに 2009 年 2 月に ASEAN 5 カ国の証券取引所が電子取引網を構築して互いの債券を売買できるようにすることで合意している）。

日本政府は、2009 年 5 月の ASEAN プラス 3 の財務相会議において、アジア諸国による資金調達を容易にするために、日本市場で円建て債券（サムライ債）を発行する場合に支援を打ち出している。JBIC による最大 5000 億円の信用保証をつける制度を導入している。国際金融市場の不安定化により資金調達が困難になっているアジア諸国を支援すると同時に、日本の債券市場の活性化とともに円の国際化をめざす狙いもある（中国による人民元の国際化によって円の地位が低下しかねない危機感による対抗措置とみる向きもある）。¹⁰ 2009 年 2 月にはインドネシア政府に対して、2 年間で 15 億ドル相当のサムライ債に保証をつけた支援を発表している。

表 5. 日本の対外金融資産、対外金融債務、純対外資産（単位 10 億米ドル）

	2006	2007		2006	2007		2006	2007
対外金融資産	4,692	5,355	対外金融債務	2,884	3,160	対外純資産	1,808	2,195
直接投資	450	543	直接投資	108	133	直接投資	342	410
ポートフォリオ投資	2,343	2,524	ポートフォリオ投資	1,763	1,943	ポートフォリオ投資	581	581
株式	510	573	株式	1,255	1,246	株式	-745	-672
債券	1,833	1,950	債券	417	528	債券	1,416	1,422
マネーマーケット商品	21	25	マネーマーケット商品	91	169	マネーマーケット商品	-70	-144
デリバティブ	23	39	デリバティブ	30	44	デリバティブ	-7	-5
その他	981	1,283	その他	983	1,041	その他	-2	242
貿易金融	52	57	貿易金融	20	23	貿易金融	32	33
貸付	699	853	貸付	718	745	貸付	-18	108
預金・現金	103	222	預金・現金	84	92	預金・現金	19	130
外貨準備	895	967				外貨準備	895	967

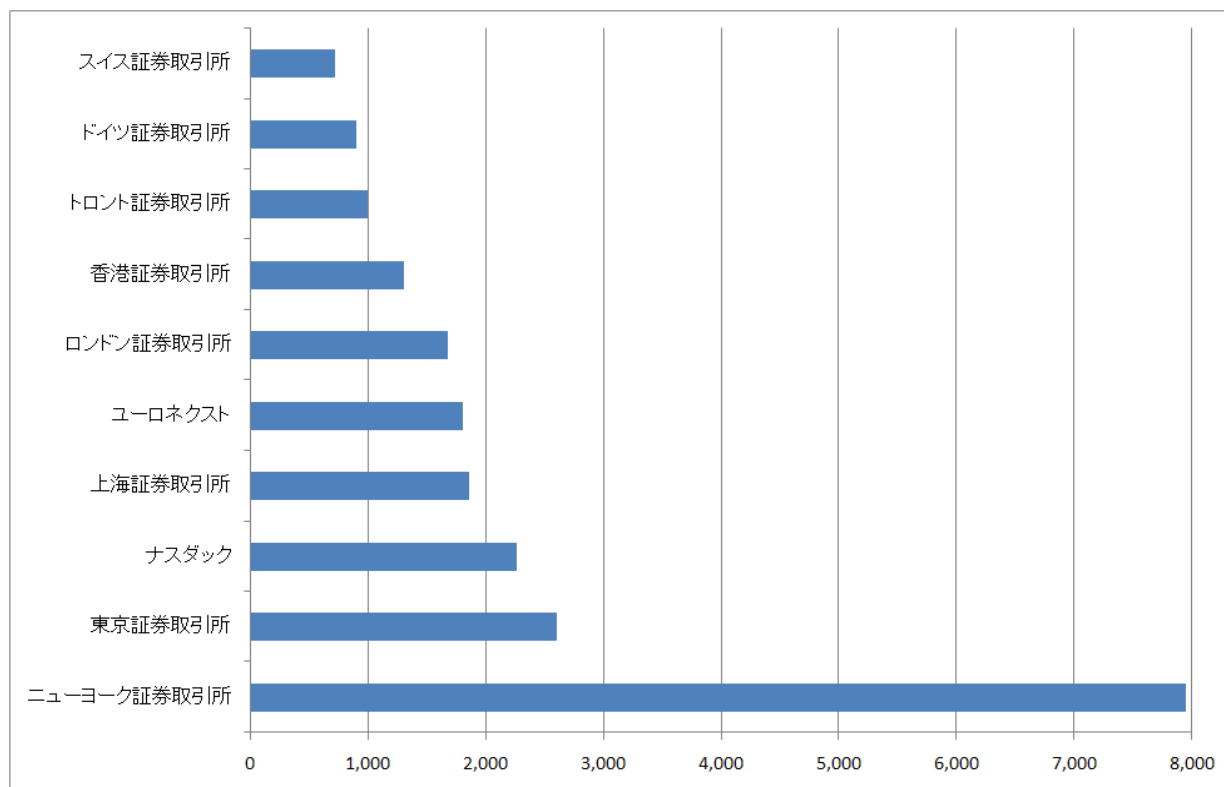
出所：IMF データベースをもとに筆者作成。

そうした債券市場の育成は重要であるものの、新興諸国では、リスクは高いがキャピタル・ゲインが無制限に拡大する可能性のある株式市場の方が、債券市場よりも発達しやすい傾向がある (Yoshitomi and Shirai[2000]を参照)。このことから、健全な規制をとまな

¹⁰ このほか、2009 年 5 月にアジア諸国が金融危機に陥った場合に、最大 6 兆円規模の円資金を供給するスワップ協定の仕組みも導入している。チェンマイ・イニシアティブでは、当該国の通貨と交換にドル資金を供給する仕組みであり、今回の取り組みは円資金の供給であるという違いがある。円資金は外国為替資金特別会計から融通する予定である。

いながら域内で株式市場を発展させて相互に投資・発行する機会を高めていくのが重要である。日本はアジア最大の株式市場を持ち（図7を参照）、約1500兆円の家計金融資産を含めアジア最大の資金力を有する。機関投資家も多く、発行主体として有力な企業も多い。しかも円はドル、ユーロにつぐ国際通貨である。日本が主導的に域内協力（たとえば、証券取引所の連携強化、会計基準・格付けの標準化、決済システムの強化等）を進めることで、アジア全体の発展に寄与することができる。

図7. 世界証券取引所トップ10位の時価総額(2009年3月現在、単位10億ドル)



出所：World Federation of Exchanges のデータベースをもとに筆者作成。

注：2006年にNY証券取引所（NYSE）がユーロネクストを買収（合併）しNYSE Euronextとして発足。

円と日本国債の国際化

第四に、東アジアの外貨準備資産の半分以上が財務省証券を中心とするドル建て資産に投資されている。過度なドル資産の保有はドル下落により多大な評価損を受ける可能性がある。中国が提案したSDR建て資産の創設は実現に時間がかかるため、東アジア通貨建て債券の発行を積極的に推し進めていくべきである。また、日本国債は米国につぐ規模の市場をもっており、流動性も比較的高い。明確な将来の財政再建計画を提示し日本国債への信用を確保しつつ、日本国債の外貨準備資産としての国際化も真剣に検討していくべき

である。日本政府は 2009 年 5 月に（前述のチェンマイ・イニシアティブ拡充とは別に）6 兆円規模の円建ての緊急資金供給枠と（前述の）サムライ債（円建て外債）発行に最大 5 千億円の信用保証を適用する制度を創設している。日本国債の国際化、アジアにおけるユーロ円債券市場の育成、日本の金融・資本市場の改革に焦点をあてた抜本的な政策を打ち出すべきである。

日本企業の海外進出支援

第五に、世界経済危機は、日本企業が将来性のある分野へと資源をシフトし、高い付加価値や技術をもつ海外企業の合併・買収戦略（M&A）を展開する絶好の機会である。日本には、円高、企業の内部留保と低い債務水準、世界的な地価低下、欧米の M&A 資金の縮小、資金不足の優良な外国企業の存在といった対外進出にむけた好条件が揃っている。世界進出で欧米に出遅れている日本企業が、海外ネットワークを構築・増強するまたとない機会である。こうした動きを支援するためにも、日本政府による新規企業の海外進出をいっそう支援する仕組みの拡充が検討されるべきである。

参考文献

（書籍リスト）

白井早由里, 1999, 『検証 IMF 経済政策—東アジア危機を超えて』東洋経済新報社。

白井早由里, 2000, 『カレンシーボードの経済学—香港にみる米ドル連動制の再考』日本評論社。

白井早由里, 2002a, 『入門現代国際金融』東洋経済新報社。

白井早由里, 2002b, 『メガバンク危機と IMF 経済政策』角川書店。

白井早由里, 2004, 『人民元と中国経済』日本経済新聞社。

Sayuri Shirai et. al, 2009, “COMPETITION AMONG FINANCIAL CENTERS IN THE ASIA-PACIFIC: PROSPECTS, BENEFITS, RISKS and POLICY CHALLENGES,” co-edited by Soongil Young, Dosoung Choi, Jesus Seade, and Sayuri Shirai, published by ISAS (Institute of Southeast Asian Studies) Publishing, Singapore.

（論文リスト）

白井さゆり（白井早由里）, 2009a, 「IMF の融資制度—アイスランド、ウクライナ、ハンガリー、ラトビアのケースをもとにして」リサーチメモ、慶応義塾大学出版会。

白井さゆり（白井早由里）, 2009b, 「世界経済危機と経済外交：日本の機会と課題」、海外事情、6月号。

白井さゆり（白井早由里）, 2009c, 「EUの通貨統合と金融・財政規律」（香川・市川編『グローバル・ガバナンスとEUの深化』第8章（SFC Discussion Paper Series）

Ficher, Stanley, 1998, “Reforming World Finance: Lessons from a Crisis,” *Economist*, October 3.

IMF, 2000, “Recovery from the Asian Crisis and the Role of IMF,” 00/05.

IMF, 2009, “Coping with the Crisis: Policy Options for Emerging Market Countries,” IMF Staff Position Note, April 2009, SPN/09/08.

Shirai, Sayuri, 2009a, “Evaluation the Present State of Japan as an International Financial Center,” a paper presented at the 4th APEC International Finance Conference to Commemorate the 13th Summit Meeting in Busan, Korea in November 2008 (to be published in 2009 as a chapter of a book issued by Pusan University, Korea).

Shirai, Sayuri, 2009b, “The Impact of the US Subprime Mortgage Crisis on the World and East Asia: Through Analyses of Cross-Border Capital Movements,” in *Global Financial Crisis and its Impacts on Asian Economies*, published by Nankai University Press, May 2009 (ERIA Discussion Paper Series).

Yoshitomi, Masaru and Sayuri Shirai, 2001, “Designing a Financial Market Structure in Post-Crisis Asia: How to Develop Corporate Bond Markets,” Asian Development Bank Institute, Working Paper No. 15, April.