

アジアにおける金融協力の有効性と課題

はじめに

欧州は通貨統一に至る域内金融及び決済システムを実現した。しかしアジアの将来像・先行事例を欧州に求めることが出来るであろうか。通貨統一後 10 年を待たずして深刻化した欧州の金融危機の状況は、アジアの金融協力の将来展望に教訓を提供している。

さらに今日、アジア危機当時以上に金融市場におけるデリバティブ取引の関わりが増大している。アジアの金融協力もこうした変化を考慮して進められなければならない。本稿の課題は、これまでの諸金融危機の経験と国際金融市場における変化を踏まえ、アジアの金融連携と協力のあり方を検討することである。

第 1 節 アジアの金融連携の経緯と構造

(1) 危機への「備え」、チェンマイ・イニシアティブ=CMI の成立

97 年危機はアジアに予防措置構築のための金融協力・連携の必要性を強く意識させた。その最初の成果はチェンマイ・イニシアティブによるセーフティネットの形成である。

金融協力構想としては危機直後、日本からアジア通貨基金の設立が提案されたが、米国と IMF からの強い反対のため具体的化しなかった。結局、同年 12 月 APEC 会議で再確認されたのは、IMF 中心の支援枠組みの維持（マニラ・フレームワーク）であった。しかし 99 年 11 月マニラでの ASEAN 諸国と日本、中国、韓国（ASEAN+3）の会議の「東アジアにおける協力に関する共同声明」で、地域の金融連携・協力強化が提案され、さらに、00 年 5 月のチェンマイでの ASEAN+3 蔵相会議では既存の国際的枠組み維持を前提として「緊急的外貨流動性不足に対処」するための CMI が合意された。その中心が 2 国間通貨スワップ協定である。その後 2 国間のみ個別取り決め、IMF の枠組みの前提、地域性の欠如などにおいて改善が必要とされた。

(2) チェンマイ・イニシアティブ強化＝マルチ化

05 年 5 月と翌年 5 月の財務大臣会議声明では、CMI マルチ化が打ち出された(1)。同時に、危機対応性と地域連携の強化のため、既存・新規の取り決めとも大幅な資金規模拡大、IMF プログラムなしでの発動枠拡大、早期警戒システムとして域内サーベイランス強化が提言された(2)。

アジア金融協力の特徴は、「危機への対応」を中心に位置付けていることである。その理由は、元来金融協力の契機が金融危機であり、それは経済成長過程で発生したという経緯がある。もう 1 つ、アジア諸国は金融協力を旨とせずとも比較的順調に経済成長を遂げているという認識がある。

この点、欧州と対照的である。欧州統合は元来政治的対立の回避とある程度自立的な域内資本蓄積の展開を目的とする。通貨統一は最終的な政治的同調とグローバル化から相対的自立性をもった域内経済の促進を実現するためであった。欧州危機深刻化の原因には金融協力における金融危機準備措置不足もある。

(3) アジア債券市場育成イニシアティブ=ABMI

03年マニラの財務大臣会議で合意された域内債券市場拡大の取組では、「アジアの豊富な貯蓄を域内の生産的な投資に効率的に配分する」という経済成長促進に資する面も有する。ただし「資金調達における通貨及び期間のミスマッチを緩和する」ための措置も謳われている。アジア危機ではドル資金が一挙に流出し金融危機が深刻化したことを踏まえ、やはり危機予防的措置の面も有している。

03年6月発表のアジア債券基金創設はこれを進化させる取組であり、アジア諸国の外貨準備を域内に呼び戻すことが意図されている。これもアジア金融危機で流出した資金の多くがドルであったことから、流動性リスクの予防措置側面をもつ。

第2節 金融・債務危機の性格認識と対応措置

(1) 金融危機の性格認識における共通点

97年危機の直接的現象は急激な資本流出であった。危機に陥った国々は共通し、経常収支赤字の資本収支黒字ファイナンスという国際収支構造もつ。一方でアジア諸国への資本流入と資本黒字、他方で成長による国内需要拡大と経常赤字という収支構造である。債務累積危機は97年前後も途上諸国が経験してきた。82年メキシコのモラトリアム宣言と同様の収支構造をもつ中南米、アジアやアフリカ諸国への波及、94年メキシコ危機、98年ロシア危機、99年ブラジル危機、01年アルゼンチン危機など。

これら危機には共通点がある。対外債務累積を伴う資本蓄積、危機時の急激な資本流出、流動性供給という処方箋の3点である。3つ目について「流動性供与」の処方箋は単純・直接的だが、「流動性不足」という危機認識に基づく。アジアでは危機直後のIMF融資および危機後の通貨スワップ協定や債券市場整備、欧州では国債買い入れ資金供与や国際機関による資金援助などである。しかしこの危機の原因認識と処方箋に問題はないだろうか。

(2) 中南米諸国債務危機の2つの視点

82年メキシコ危機ではIMFや先進国銀行など債権側は危機原因を「流動性不足」として、処方箋もその原因認識から「流動性供給」が示された(3)。しかし当時債務国側には「支払=返済不能」という認識があった(4)。85年「ベーカー・プラン」、89年「ブレイディ・プラン」

では両面含んだ処理が示された。一方で債権国から債務国への新規資本流入と逃避資本還流、債務国の貯蓄増強努力という「流動性不足」への措置、他方では、国際機関融資と民間銀行融資の一部返済の棒引きと利子減免、債務の株式化等、「返済不能」処理の諸形態である。しかし民間銀行は元本削減 41%、利子減免 47%、新規融資 12%という大半後者の考え方に基づく処理を採用した。その後、中南米諸国を始め 18 カ国の債務国でも同様の措置が採用された。

なお、債務危機で発生する為替下落は、その国の資本価値の下落という修正現象である。資本流出はその国に投資していた海外銀行や投資家による過大評価資本の修正行為である。これは円滑な資本還流が困難であるという債権側判断と行動の結果であり、危機前の資本価値では、「返済不能」として市場が動いた帰結である。

(3) 債務リスクと資本蓄積構造の転換

「返済不能」処理の帰結は、危機前の対外資本関係、国内資本蓄積構造、金融構造の転換である。これに対し「流動性不足」への措置は既存構造の持続である。仮に流動性不足が完全に補填されたなら、対外債務国への海外資本流入による経常赤字ファイナンスと過大評価の債務国通貨価値も維持される。その結果生じるのは一層の対外債務累積である。これは債務国に痛みを伴わない代わりに、危機前の対外資本関係と国内蓄積構造を拡大する。債権側には供給された流動性が自己の資本蓄積増強に回ってくる。

今日の債務処理は上記 2 つの歪んだ姿になっている。一般的措置としての IMF コンディショナリティは、一方で債権国側の資本蓄積を維持する「流動性供給」、他方で「返済不能」の債務国側に痛みを伴う経済構造の転換要求として「快樂と苦痛の分担」を強制する。

第 3 節 欧州危機の構造と対応措置

(1) 欧州危機の原因・構造分析の意義

欧州危機の検討は 3 点で重要である。第一に統一通貨という独自要因が債務危機とその措置に含まれる。これはアジア金融協力のあり方に貴重な検討材料を提供する。第二に金融協力の目的、内容、経緯等アジアと対照的な部分が多い。危機対応の違いと有効性について比較検討の必要がある。第三にアジア危機から 10 年以上経過した欧州危機では、金融グローバル化、国際間金融関係に展開があり、新たな対応が求められている。これはアジアでも同様である。

(2) ギリシャ危機のマクロ構造

最も深刻なギリシャ危機では国債価格の暴落と引受側の負担等が強調され、処理の行方が注目されている。しかし政府債務累積は、実は日本より相対的に小さい（図 1）。にもかかわらず日本では債務危機が発生せず、むしろ円過剰需要と円高が進行した。これは危機の本質が対

外債務危機にあることを示している（図2）。

その構造を国民所得の恒等式で示す。国際収支赤字国は、 $X-M < 0$ 、 $(C+S+T) - (C+I+G) < 0$ である。黒字の場合は逆。財政赤字は $T-G < 0$ である。

日本は対外黒字 $X-M > 0$ であるから、 $(C+S+T) - (C+I+G) > 0$ である。ここで財政赤字 $T-G < 0$ は、投資 I に対して貯蓄 S が著しく過剰な状態、 $S-I \gg 0$ であること、民間の貯蓄過剰部分が政府債務の補填に回ることを示す。不況下、過剰資金が民間投資でなく国債購入に向かっている状況、それでも余剰な状況である。日本の過剰貯蓄は財政赤字を自国内で補填（10年9月末国内保有比率は93.5%）して、なお過剰である。

他方、ギリシャの対外赤字 $X-M < 0$ は、 $(C+S+T) - (C+I+G) < 0$ を意味し、 $T-G < 0$ でも自国余剰資金が国債に回る保証はない。これは日本と全く異なる。11年5月現在、国債の7割が海外保有という現実はこの反映である（10年末国内保有比率は29%）。ギリシャが対外黒字国であれば、債務問題は深刻化しなかったのである。

しかも、ギリシャはユーロ参加によって対外赤字修正のための関税や輸入規制、為替規制といった調整手段を喪失した。また欧州危機によるユーロ安は、輸出大国ドイツには貿易黒字、赤字国すなわち輸入過剰国ギリシャには貿易赤字を増大させた（5）。

(3) 中央銀行信用拡大と財政赤字

次に財政統合を欠いたままで行われた通貨統合という点について。一般に中央銀行ベースマネー供給の一部は、国債や架空資本への運用や海外投資等に向けられる銀行信用の拡大を後押しする。また一部は停滞する資本蓄積に対する「支え」として、拡大した財政支出を迂回的国債購入によって補填する。ただし対外黒字国と対外赤字国では異なる。対外黒字国では、国債を購入する国内資本の運用を支え、かつ直接・間接に自ら国債の買入に向かう。財政に流れたマネーも最終的に国内への償還となる。対外赤字国の国債購入の多くは海外資本であり、ベースマネー供給も最終的には海外債務の支払に向けられる。

さて、欧州ではECBによる国債購入が赤字国と黒字国の両方へのマネー供給となる。しかし中央銀行信用によって政府債務が解消されない点に違いはない（6）。そもそも金融危機は政府債務ではなく対外債務を根本的前提として発生しているのである。

(4) 欧州債務危機対策

欧州危機に対するその他の処置の意義について。

まず10年5月第1次金融支援策として、①IMFとユーロ諸国から1100億ユーロの支援、②4400億ユーロの欧州各国からの資金によって欧州金融安定基金EFSFの設立がなされた。次に11年10月第2次金融支援として、①民間保有ギリシャ国債の超長期国債への借換えによる

50%の民間損失負担、②債務保証と特別目的会社設立のための民間等外部資金等を利用したレバレッジ手法による EFSF の債務国国債買入資金の拡大、③中核的自己資本（普通株と内部留保）の自己資本比率引上による欧州銀行の資本増強という対策が打ち出された。

①はリスク資産の価値下落という部分的「返済不能」を意味し、銀行の実質的損失である。この措置自体、ギリシャ債務危機が「流動性供給」という措置では全てを解決できない、との判断を示している。

②は集められた資金の信用媒介（信用創造ではなく）を通じた「流動性供給」である。ただし、資金拠出に積極ではないドイツ政府の姿勢もあり、資金呼び込みが計画通りに実現するとは限らない。

③は最終的に対外債務国がデフォルト＝「返済不能」となる可能性を否定できないということの意味している。つまり、「流動性供給」では対応できない可能性がさらに高まったことを示している (7)。

(5) クレジット・デフォルト・スワップ CDS による銀行の損失補償

欧州危機の根本原因は政府債務ではなく対外赤字の累積である。ただしユーロ圏の銀行が高リスクの国債を購入する動機、つまり過剰資本を抱える先進諸国の金融機関が利潤率と利子率の高い途上国に資本投下がなければ、こうした構造は形成されない。さらに、欧州危機ではデリバティブ導入による新たな促進要因が存在している (8)。

今日の金融市場は CDS で密接に結びついている。CDS は一種の損害「保険」であり、デフォルト時、他金融機関からの既購入プロテクトが損失スワップ「保険」となる。そのため銀行は極めて高リスクの債券大規模購入が可能となる。つまり一国の債務危機はプロテクトの売り手銀行の危機となり、プロテクト網を通じ直ちに世界中に伝わる。アジアの銀行も例外ではない (9)。CDS は損失保証によって金融機関同士をがんじがらめに結びつけ「一蓮托生」構造をつくり出す。

つまり欧州の銀行は共倒れの危険性の高い金融構造、ゆえに債務国を支え続けざるを得ない構造に組み込まれている。CDS を考慮すれば、皮肉にも民間銀行は他国の国債損失であっても容認せざるを得ない。11 年末における国際スワップ・デリバティブズ協会の CDS 発動のデフォルト条項に当たらないとの判断は、CDS 料率上昇にも関わらず CDS が機能しないこと、そのため国債価格下落による国債大量売却の可能性を意味している。これは国債保有機関における価格下落による部分的な損失＝「返済不能」を意味する (10)。

(6) 欧州金融危機への対応措置の影響

国債購入という「流動性供給」による「解決策」は既存債務構造温存という側面をもつ。欧

州危機を3点に整理しておく。

第1にギリシャがユーロ圏内に留まるなら、対外債務削減の有効な手段を喪失している状態が続く。そして「流動性供給」と引き替えに需要縮小の強制政策がとられる。また、ユーロ安はドイツのような黒字国とギリシャ等の赤字国の格差を拡大する。第2に上述「快樂と苦痛の分担」は、欧州ではさらに異形態となる。債務国に供給される流動性とそれで維持される債権側の資本蓄積が同じユーロであるため、欧州の銀行は「返済不能」措置をある程度受け入れざるを得ない。さらに、CDS 連関は、「返済不能」の部分的損失を金融機関に受容させる。欧州では、「大きな苦痛と小さな苦痛の分担」となる(11)。第3に政府債務危機発生は対外債務累積を本質としているが、統一通貨に参加には政府債務と対外債務、とりわけ前者解消の必要性が示された。

第4節 欧州危機からの教訓

欧州では通貨統一が実現した。アジアでは共通通貨構想はほとんど進展していない。しかし欧州では、通貨・金融統合が却って危機を深刻化させた。統一通貨は為替相場の調整手段を喪失させ、金融機関による債務国への資金運用と CDS 連関は債務国危機を EU 全体の危機にした。つまり金融システム統一が危機の形成と波及を促進させた。現在アジア諸国では各国独自の金融政策が可能である。

欧州は危機への対応も後手に回った。対応は危機深刻化後に EFSF 創設や IMF 資金援助を示す等対処療法的である。EFSF 拡充資金拠出方法は、民間資金や資金豊富な国々の政府ファンド利用、レバレッジ手法導入である。アジアでは出発点から危機対応型であり、流動性供給の中核は外貨準備スワップの公的資金である。債券市場整備でも危機への予防面が強調された。

むすびにかえて

アジア金融協力は欧州と異なる過程を辿っているが、危機対応の基本は「流動性不足」への「流動性供給」である。確かに急激な相場変動回避、安定的対外取引維持には通貨スワップの意義は大きい。しかし流動性不足が深刻化するのには、対外債務が累積し投下資本に対する信用リスクが増大し、急激かつ大規模な資本流出が発生した場合である。危機に際し流動性供給によって現状復帰を目指し、歪みを拡大するのは適切な処置とはいえない。もちろん「快樂と苦痛の分担」や「大きな苦痛と小さな苦痛の分担」も。必要なのは経常赤字を過剰な資本流入によってファイナンスするような収支構造の回避、財政赤字累積による景気維持策への抑制であり、投機的な海外資本を過度に呼び込まないための自制的な経済発展である。債券市場整備も

野放図な拡大ではなく、域内経済発展の規模と速度を踏まえた自制的な展開が求められる。

もう一つの懸念は今日金融機関による信用リスク・流動性リスクに備えた CDS「保険」、流動性リスクの切断と信用リスク管理である。これは危機時も債権債務関係が維持され、対外債務構造転換が進まない可能性を意味している。金融デリバティブはアジアへの資本流入にも行われており、その実態把握できる体制作りも急務であろう。

(1) 主要目的は「①ASEAN+3 域内国の国際収支や短期資金の流動性の困難への対応および②既存の国際的枠組みの補完」である（2009年12月28日財務省国際局報道）。

(2) 「資金貢献額に買入常数を乗じた金額を上限とした米ドル資金を、現地通貨とのスワップにより買い入れる」（2010年3月24日財務省国際局報道「チェンマイ・イニシアティブのマルチ化契約の発効について」）。

(3) Cline, William R., *International Debt*, IIE, 1984, pp. 34, 67. (越智昭二監訳『国際金融危機—銀行はいかに対応すべきか』金融財政事情研究会、1985年、60、120頁)

(4) CEPAL, *Crisis y desarrollo en America Latina e el Caribe*, 1985 (小坂允雄・細野昭夫・加賀美充洋訳『中南米経済の危機』アジア経済研究所、1986年、84頁)

(5) 西村陽造は「『ユーロ安』はある意味では最も現実的で有効な対策である」とする（『幻想の東アジア通貨連合』日本経済新聞出版社、2011年1月197頁）。私見では不均衡拡大を伴うと考える。

(6) 西村陽造は「自国の通貨発行権を使うことで、市場に流通している自国通貨建て国債を自国通貨に換え、自国通貨価値の下落を覚悟の上で、自国通貨建て国債の財政危機を回避できる可能性を示している」（西村陽造、前掲書190頁）。楊枝嗣朗も「LOLRの役割は、金融安定性維持のメカニズムにとって決定的に重要な機能」（楊枝嗣朗「欧州通貨ユーロの桎梏」岡本恵也・楊枝嗣朗編著『なぜドル体制は終わらないのか』191頁）として中央銀行信用を重視する。私見では根本解決ではないと考える。

(7) ギリシャ向け与信は、10年末、仏569、独238、英147、米87、オランダ52、ベルギー20、日本13、スペイン11（単位億ドル）（国際決済銀行データ・内閣府資料）。

(8) Stefan Avdjiev 'Exploring the relationship between "guarantees extended" and CDS sold,' BIS Quarterly Review, Sep. 2011.

(9) Ilhyock Shin and Haibin Zhu 'The impact of CDS trading on the bond market: evidence from Asia,' BIS Working Paper, No 332, Nov. 2010.

(10) 「レバレッジの高い金融機関のネットワークを通じて拡大され、危機国の銀行部門との銀

行間信用も含むと、さらに5割り増しとなる」‘Global Financial Stability Report,’ IMF World Economic and Financial Survey, Sep. 2011.

(11) 中條誠一は「グローバル金融資本主義の下での金融の暴走あるいは狂宴と破綻であり、1国での対応が難しいため、アジアでも地域をあげての通貨金融協力が、不可欠である」(中條誠一「通貨危機と世界金融危機を踏まえたアジアの通貨・金融協力」塩見英治・中條誠一・田中素香編著『東アジアの地域協力と経済・通貨統合』(中央大学出版部、2011年3月)所収、第1章、40頁)とする。この点は理解できる。だがそれが「アジアでは当面必要とされる通貨システムの改革を急ぎ、それを最終的に通貨統合へとつなげていくことが希求されている」(中條誠一『アジアの通貨・金融協力と通貨統合』、172頁)という結論になるのかは、検討すべき余地がある。

図1 一般政府債務残高と財政収支対GDP比(%)

	一般政府債務						財政収支
	2001	2004	2007	2008	2009	2010	2010
フランス	64.3	73.9	72.3	77.8	89.2	94.1	-7.0
ドイツ	59.8	68.8	65.3	69.3	76.4	87.0	-3.3
ギリシャ	118.1	114.8	112.9	116.1	131.6	147.3	-10.4
アイルランド	36.9	32.8	28.8	49.6	71.6	102.4	-32.4
イタリア	120.8	117.3	112.8	115.2	127.8	126.8	-4.5
ポルトガル	61.7	69.3	75.4	80.6	93.1	103.1	-9.2
スペイン	61.9	53.4	42.1	47.4	62.3	66.1	-0.1
イギリス	40.4	43.8	47.2	57.0	72.4	82.4	-10.3
アメリカ	54.4	61.2	62.0	71.0	84.3	93.6	-10.6
日本	143.7	165.5	167.0	174.1	194.1	200.0	-7.3

出所 OECD “Economic Outlook 89 database” 2011.5.

備考 2011年についてはOECD見通し。

図2 欧州の経常収支、累積経常収支の対GDP比(%)

経常収支	累積経常収支
------	--------

	2001	2004	2007	2008	2009	2010	2010
フランス	1.8	0.5	-1.0	-1.9	-2.1	-2.2	0.7
ドイツ	0.0	4.6	7.5	6.3	5.6	5.6	42.9
ギリシャ	-7.2	-5.8	-14.4	-14.7	-11.0	-10.4	-104.2
アイルランド	-0.6	-0.6	-5.3	-5.6	-3.0	-0.7	
イタリア	-0.1	-0.9	-2.4	-2.9	-2.1	-3.5	-18
ポルトガル	-10.3	-8.4	-10.1	-12.6	-10.2	-9.7	
スペイン	-3.9	-5.3	-10.0	-9.6	-5.2	-4.5	-64.8
イギリス	-2.1	-2.1	-2.6	-1.6	-1.7	-2.5	-35.3
アメリカ	-3.7	-5.3	-5.1	-4.7	-2.7	-3.2	-56.5
日本	2.1	3.7	4.8	3.3	2.8	3.6	56.5

出所 IMF “Balance of Payment yearbook 2010” , OECD “Economic Outlook 89 database”

備考 経常収支、対外債務は ドルベース、GDP は名目 GDP。