

2012年11月 中国アジア研究会

設備投資研究所

講師：一橋大学大学院商学研究科 小川英治教授

演題：世界金融・財政危機と東アジアにおける地域通貨協力

日時：2012年11月6日（火）14：00～16：00

要旨

本報告は、世界金融・財政危機を教訓として、東アジアにおける地域通貨協力の在り方を検討するものである。本報告の前半では、世界金融危機の背景、危機の経過及び対応、そして欧州財政危機への波及を振り返ったうえで、財政危機を解決するために必要となる、危機対策の3点セットを提案している。本研究の後半では、世界金融・財政危機のアジア通貨への影響を分析し、危機予防と危機管理の観点から、東アジアへの教訓を導いている。最後に、東アジアにおける地域通貨協力の強化の方向性と地域通貨協力における日中韓の役割について考察している。

世界金融危機の背景として、グローバル・インバランス（世界的な経常収支不均衡）の存在が挙げられる。1990年代後半から2000年代半ばにかけて、アメリカの経常収支赤字が際立つ一方、アジアと石油輸出国において経常収支黒字が急増した。特に、石油輸出国オイルマネーは、欧州金融機関の金融仲介によって、アメリカの住宅投資（サブプライム・ローンの証券化商品）に向けられた。

世界金融危機は欧州財政危機の原因となった。アメリカの住宅バブルが崩壊すると、サブプライム・ローン証券化商品を保有していた欧州金融機関のバランスシートが毀損すると共に、イギリス、アイルランド、スペインの住宅バブルも崩壊した。さらに、サブプライム・ローン証券化商品に関する信用リスクの所在が不明であったことから、カウンターパーティー・リスクが高まった。欧州金融機関のドル流動性調達は困難となり、基軸通貨ドル体制下でのユーロの無力が露呈した。EUは、FRBからECBへ通貨スワップ取極めを通じたドル流動性供給、そしてECBから金融機関へのドル流動性供給により対応することとなった。

以上のように、欧州金融機関は、サブプライム問題の影響を直接受けたにもかかわらず、ECBとFRBの金融政策のスタンスを反映して、ユーロドル金利差は2006年後半から2008年9月まで拡大した。2008年夏までのユーロ高は過大評価であったため、調整局面に入るのは必至だったといえる。

世界金融危機の結果、金融機関のバランスシートの毀損に対して資本注入がなされると共に、世界同時不況に対してG20における財政刺激の国際協調が図られたため、世界各国で財政赤字が増大した。ギリシャでは、政権交代により財政上の統計処理の不備が発覚し、財政当局の信認が失墜したことをきっかけとして、財政危機が発生した。ユーロ圏の財政

主権は統合されていないため、対応を巡りユーロ圏諸国の足並みの乱れが露呈した。また、リスボン条約で規定された「財政移転禁止」も制約となって、ギリシャの財政危機が他のユーロ圏諸国に波及することとなった。欧州財政危機への対応としては、EU、ECB、IMF（トロイカ）による金融支援に加えて、FRB から ECB へドル流動性供給が実施された。

欧州財政危機を解決するためには、以下の 3 点セットの危機対策が必要となる。第一に、財政危機国の財政再建を実施し、財政規律確保とモラルハザード防止を通じてソブリン・リスクを縮小させることである。第二に、深刻な財政危機国の債務を削減し、債務負担を削減することによってソブリン・リスクを縮小させることである。第三に、欧州金融安定ファシリティ EFSF/ESM と ECB による国債買上げ、そして各国政府による資本注入を通じて、金融機関にセーフティネットを提供し、金融危機への発展を抑制することである。

アジアでは、生産ネットワークが確立している中で、域内為替相場のボラティリティとミスアライメントが重要となっている。アジア通貨（ASEAN+3）の加重平均値（AMU）の乖離指標を観察すると、世界金融・財政危機のアジア各国通貨に対する影響が非対称的であることがわかる。世界金融・財政危機の影響を最小限とするためには、チェンマイ・イニシアティブ（CMI）による通貨金融協力の強化と弾力化を図ること、短期的には財政刺激、長期的には内需依存型経済への転換によって、アジアが世界経済のエンジンとなること、そして、長期的には、域内において「ドル基軸通貨体制」から脱却することが重要である。本報告では、域内取引の決済通貨がドルに依存しているアジアにおいて、欧州と同じことが起こっていたら、欧州・ユーロ以上に深刻化しただろうと推察している。

本報告は、以上を踏まえて、危機予防と危機管理の観点から、ユーロ危機の東アジアへの教訓を導いている。危機予防の観点からは、マクロ経済状況や金融部門の健全性と共に、為替相場や財政状況に対するサーベイランスを行うこと、そして、資本流出のみならず、急激な資本流入も監視することが重要となる。サーベイランス機関として 2011 年に設立された ASEAN+3 マクロ経済リサーチオフィス（AMRO）の役割が大きいといえる。また、危機管理の観点からは、域内政府が迅速に危機対応策を意思決定し、即座に対応することが必須である。チェンマイ・イニシアティブマルチ化（CMIM）の下、予備的クレジットラインや IMF リンクと関係しない通貨スワップ協定の割合（IMF デリンク割合）を増やすことによって弾力性を高めるべきであるといえる。

最後に、本報告では、東アジア圏において経済規模のおよそ 8 割を占める日中韓の協調的主導の下で地域通貨協力が強化されるべきであると述べている。とりわけ、(1) 独立した地域サーベイランス機関としての AMRO の役割の強化、(2) AMU・AMU 乖離指標を使った域内為替相場に対する監視、(3) 危機への迅速な対応を可能とするために、IMF デリンク割合の拡大や CMIM 予防ライン等の弾力的な金融支援体制の確立が重要であると結論づけている。

以上