

世界金融・財政危機と 東アジアにおける地域通貨協力

2012/11/6

一橋大学
小川英治

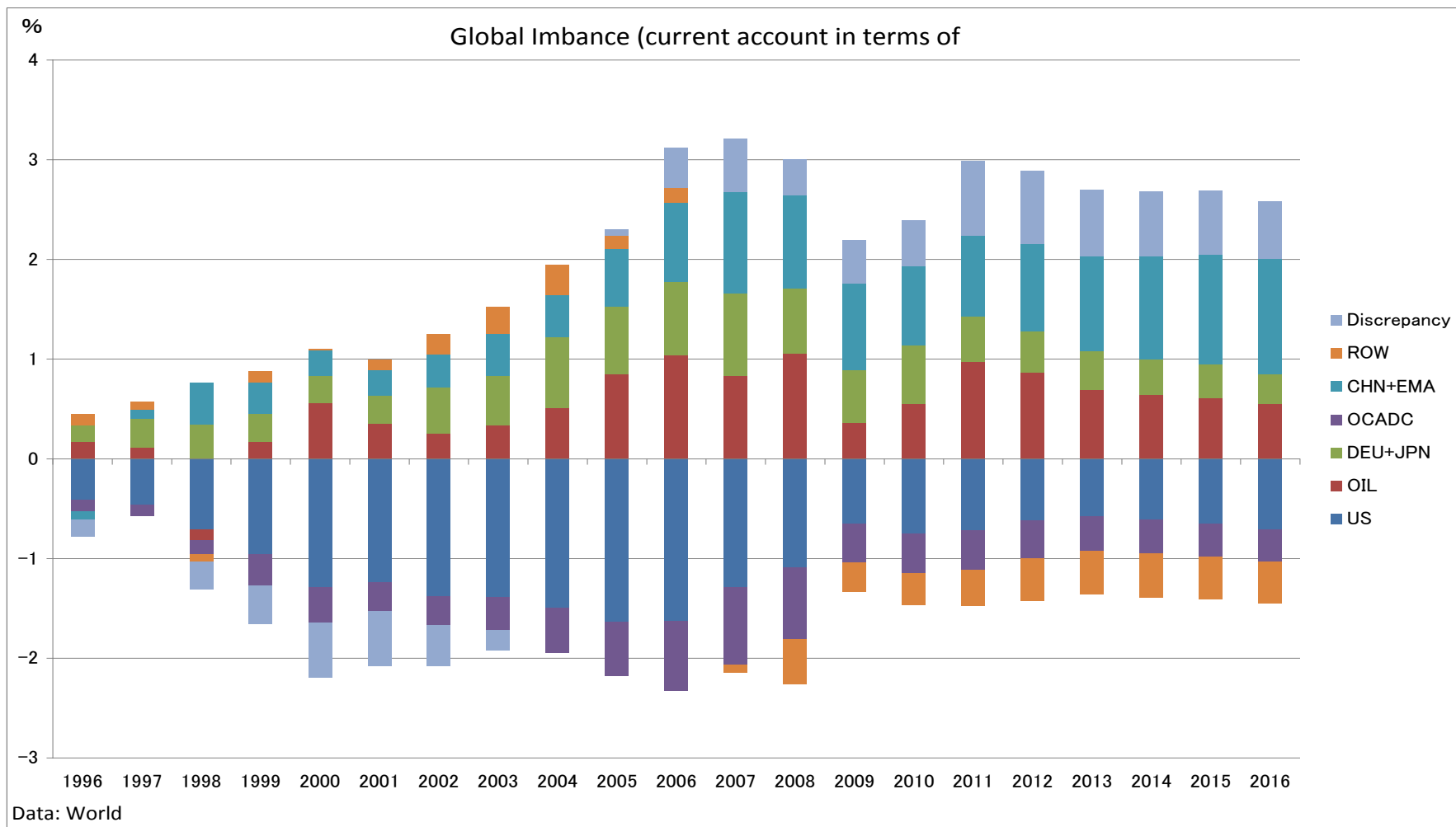
目次

- グローバル・インバランスから世界金融危機へ
- 世界金融危機から欧州財政危機へ
- 世界金融・財政危機のアジア通貨への影響と教訓
- 東アジアにおける地域通貨協力
- 地域通貨協力における日中韓の役割
- 結論

グローバル・インバランスから 世界金融危機へ

- グローバル・インバランス＝世界的な経常収支不均衡
 - アメリカ
 - ①1990年代後半：ITブームによる民間設備投資増
 - ②2001年～2003年：財政赤字
 - ③2000年代半ば：住宅投資増
 - アジア：貯蓄過剰⇒アメリカ国債購入
 - 石油輸出国オイルマネー⇒欧州金融機関⇒アメリカの住宅投資（サブプライムローンの証券化商品）
- ⇒アメリカの住宅バブル崩壊が①欧州金融機関のB/Sを毀損し、②英・アイルランド・スペインの住宅バブル崩壊

図1: グローバル・インバランス



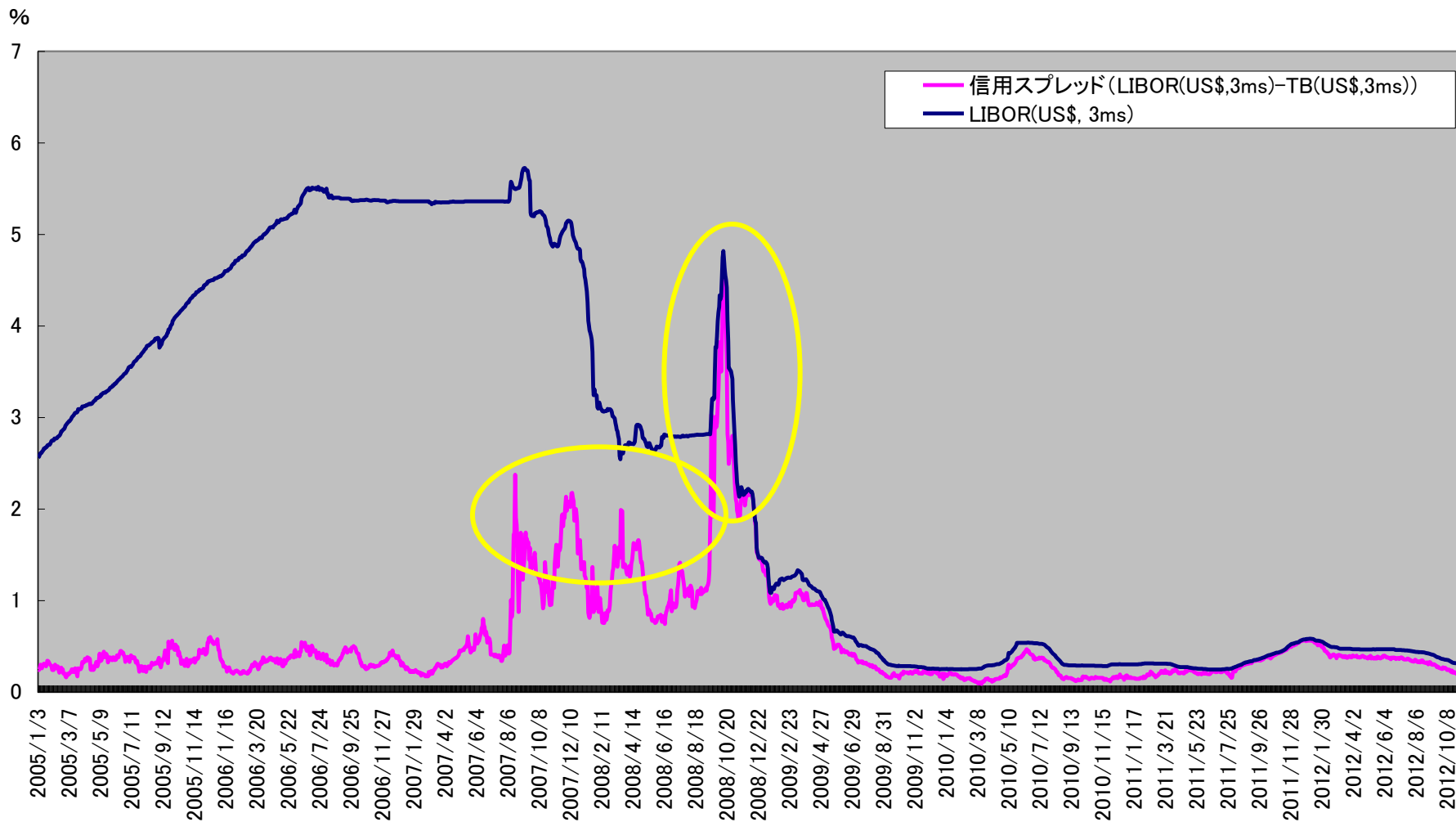
(データ)IMF, World Economic Outlook

EUにおけるインターバンク市場取引

- 世界金融危機時（2008年8月～2008年10月）
 - ⇒サブプライムローン証券化商品の焦げ付き（信用リスクの所在が不明）。
 - ⇒カウンターパーティ・リスク（信用スプレッドが4.5%へ）が欧州金融機関のドル流動性調達を困難に。
- 【基軸通貨ドル体制下でのユーロの無力が露呈】**
- ⇒対応：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

図2: 信用スプレッド^①(LIBOR(US\$)-US TB, 3mos)

LIBOR (US\$, 3ms)と信用スプレッド(LIBOR-TB, US\$, 3ms)



Data: Datastream

ユーロ・バブル

- 2006年後半から2008年9月までユーロ・ドル金利差が拡大。

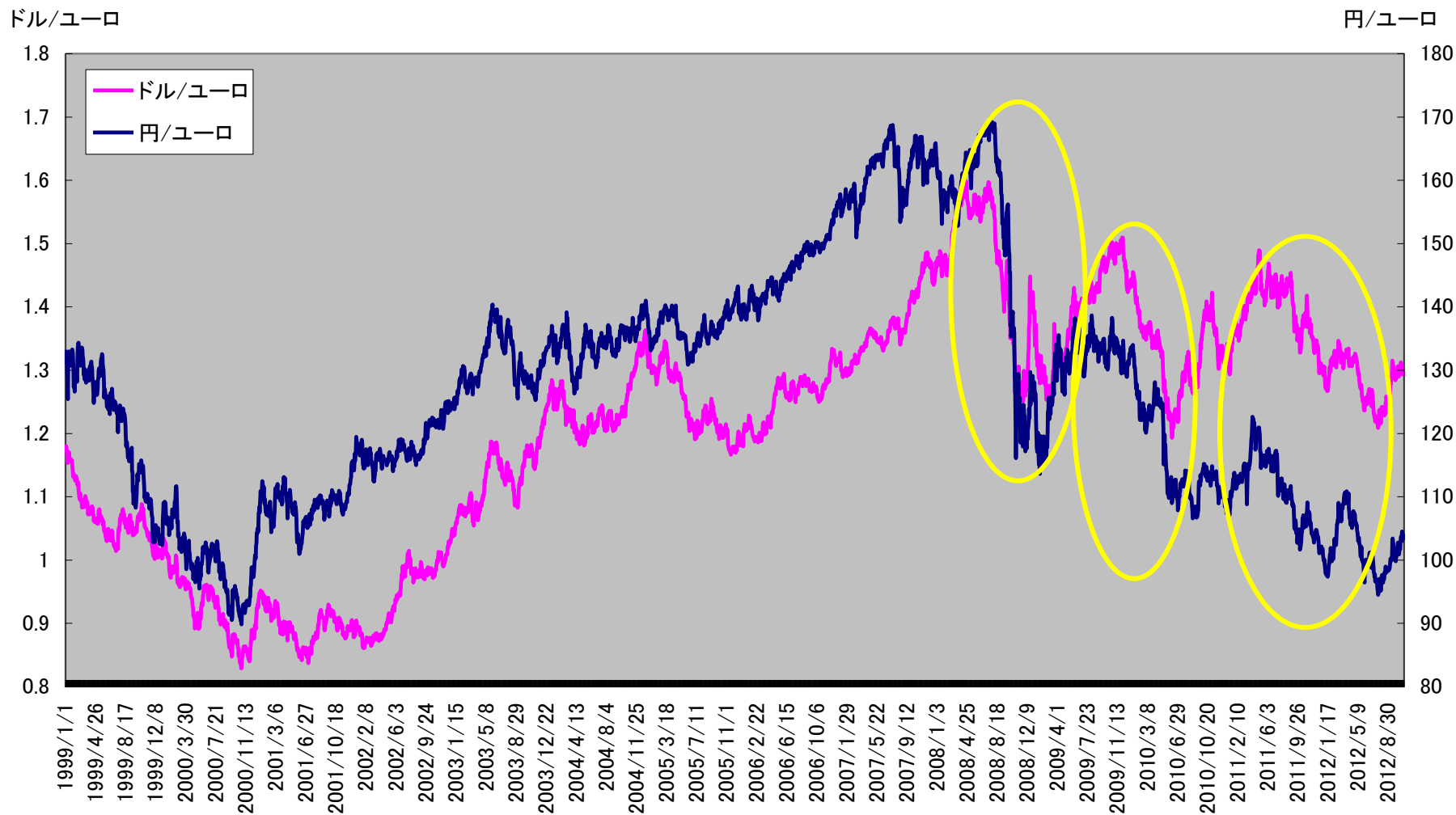
(背景) ECBのインフレ目標＋政策転換の遅れ vs. FRBのサブプライム問題対応の迅速な金利引下げ

⇒2008年夏までのユーロ高は過大評価(あるいはファンダメンタルズから乖離したバブル)。

⇒ユーロの過大評価の調整局面に入るのは必至だった。

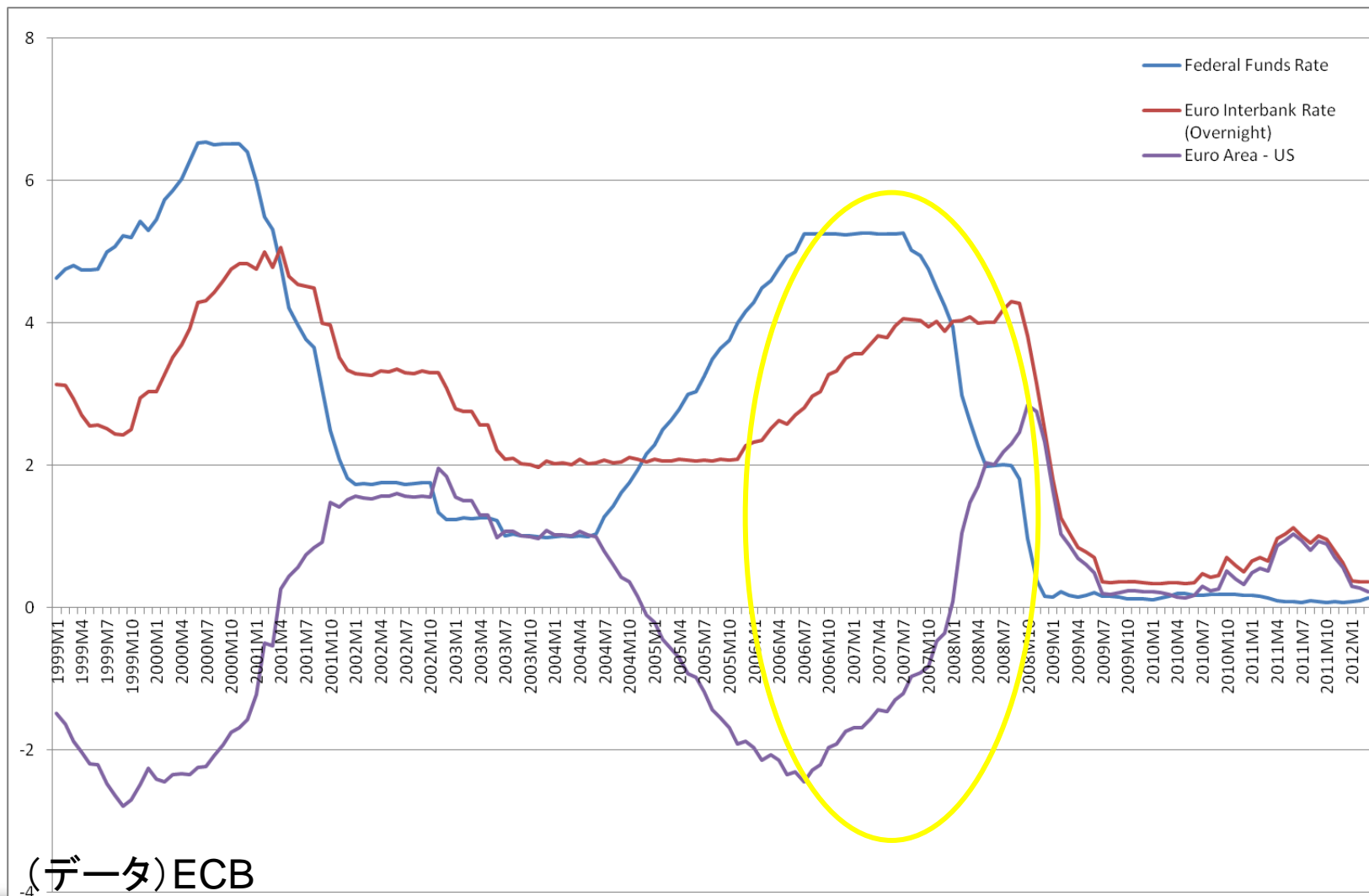
図3: ユーロ為替相場の動向

ドル/ユーロ相場と円/ユーロ相場



Data: Datastream

図4: ユーロ圏と米国との金利差



(データ) ECB

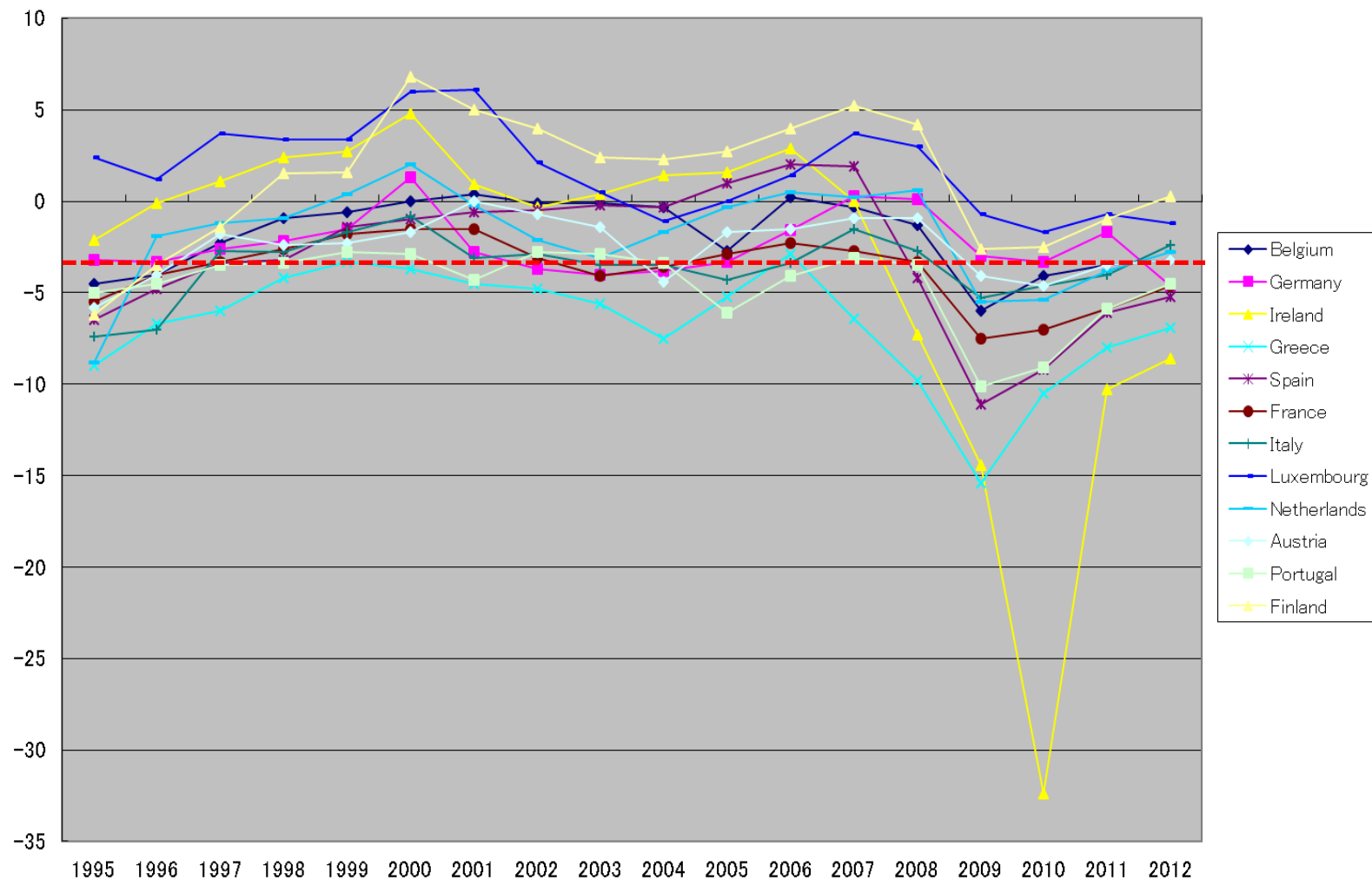
ユーロ・バブルの崩壊

- 世界金融危機時（2008年8月～2008年10月）
 - ①サブプライムローン証券化商品の焦げ付き（信用リスクの所在が不明）。
 - ②カウンターパーティ・リスク（信用スプレッドが4.5%へ）が欧州金融機関のドル流動性調達を困難に。
- ⇒対応：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。

先進諸国の財政収支悪化

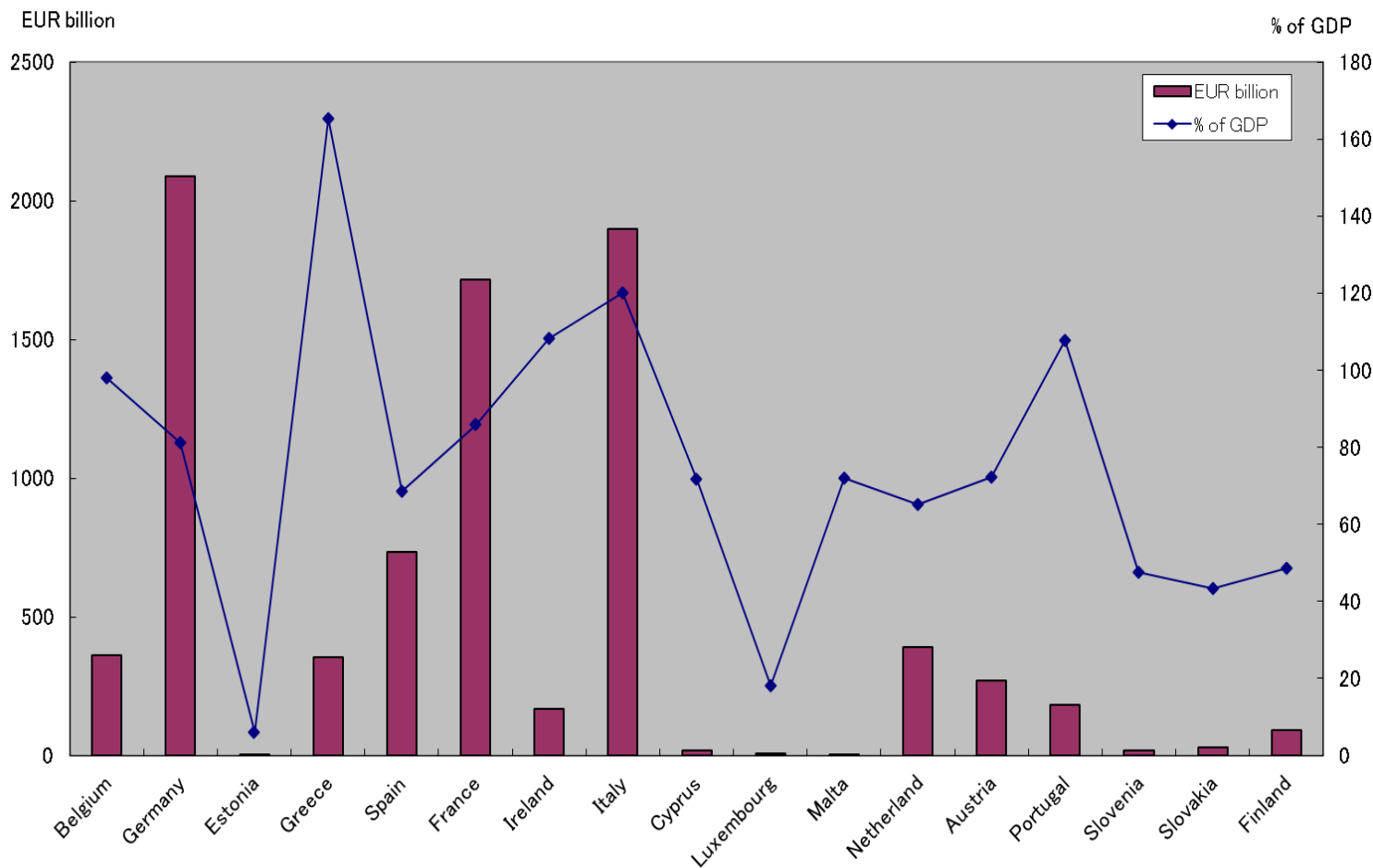
- 世界金融危機
 - ⇒①金融機関のB/Sの毀損⇒資本注入
 - ②世界同時不況⇒G20における財政刺激の国際協調
- 世界各国で財政赤字増大。
- きっかけは、ギリシャ政権交代による財政上の統計処理の不備(実際の財政赤字拡大)⇒財政当局の信認の失墜⇒財政危機
- ソブリン・リスクが他のユーロ圏へ波及

図5: ユーロ圏諸国の財政赤字(対GDP比)



(データ) Eurostat

図6: ユーロ圏諸国の一般政府債務残高 (2011年末)



(データ) Eurostat

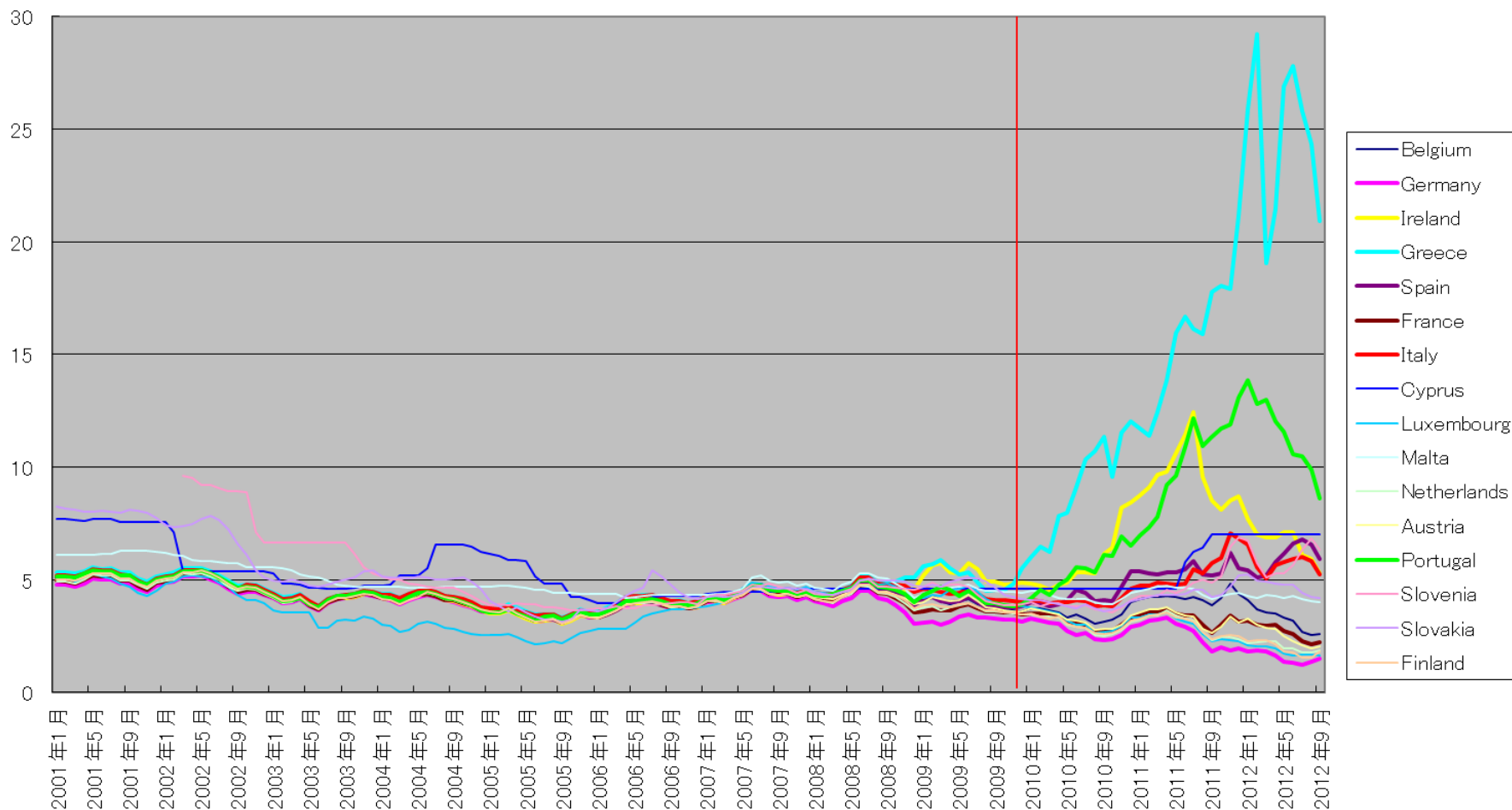
ギリシャの財政危機

- 世界金融危機によって2008年にEU各国の財政赤字が拡大。
ギリシャ: 銀行への資本注入50億ユーロ、新規融資への政府保証150億ユーロ、銀行への流動性供給80億ユーロ⇒総計280億ユーロ(GDPの12%)の財政負担。EU27カ国で最悪。
- 2009年10月の政権交代(新民主主義党のカラマンリス政権⇒全ギリシャ社会主義運動のパパンドレウ政権)をきっかけに財政に関する統計処理の不備が発覚
財政赤字GDP比(2008年:5% →7.7%、2009年見通し:3.7% → 12.7% → 13.6%)
公的債務GDP比(2009 年末:99.6% → 115.1%)
⇒財政赤字の数字そのものだけではなく、財政当局の信認を失墜。

図7: 長期金利(10年物国債利回り)

長期金利(10年物国債利回り)

2009年12月ギリシャ財政危機



Data: ECB

財政危機の波及

- 欧州財政危機

ギリシャ(ユーロ圏GDPの2.7%)の財政危機がIIPS (GIIPS:ユーロ圏GDPの35%)への波及の現実化。

- 背景

①ユーロ圏の財政主権が統合されていないことに起因するユーロ圏諸国の足並みの乱れが露呈。

②リスボン条約に規定された「財政移転禁止」が制約。

ドイツ憲法裁判所の合憲性審理によって、2012年7月に予定していた欧州安定メカニズムESMの設立が遅れている。

- 対応

EUとECBとIMF(トロイカ)による金融支援(+ FRBからECBへドル流動性供給)。

欧州財政危機対策の3点セット

①財政危機国の財政再建

⇒財政規律確立とモラルハザード防止によるソブリン・リスク縮小

②深刻な財政危機国（ギリシャのみ）の債務削減

⇒債務負担削減によるソブリン・リスク縮小

③欧州金融安定ファシリティEFSF/ESMとECBによる国債買上げ＋各国政府による資本注入

⇒金融機関へのセイフティネット＋金融危機への発展を抑制

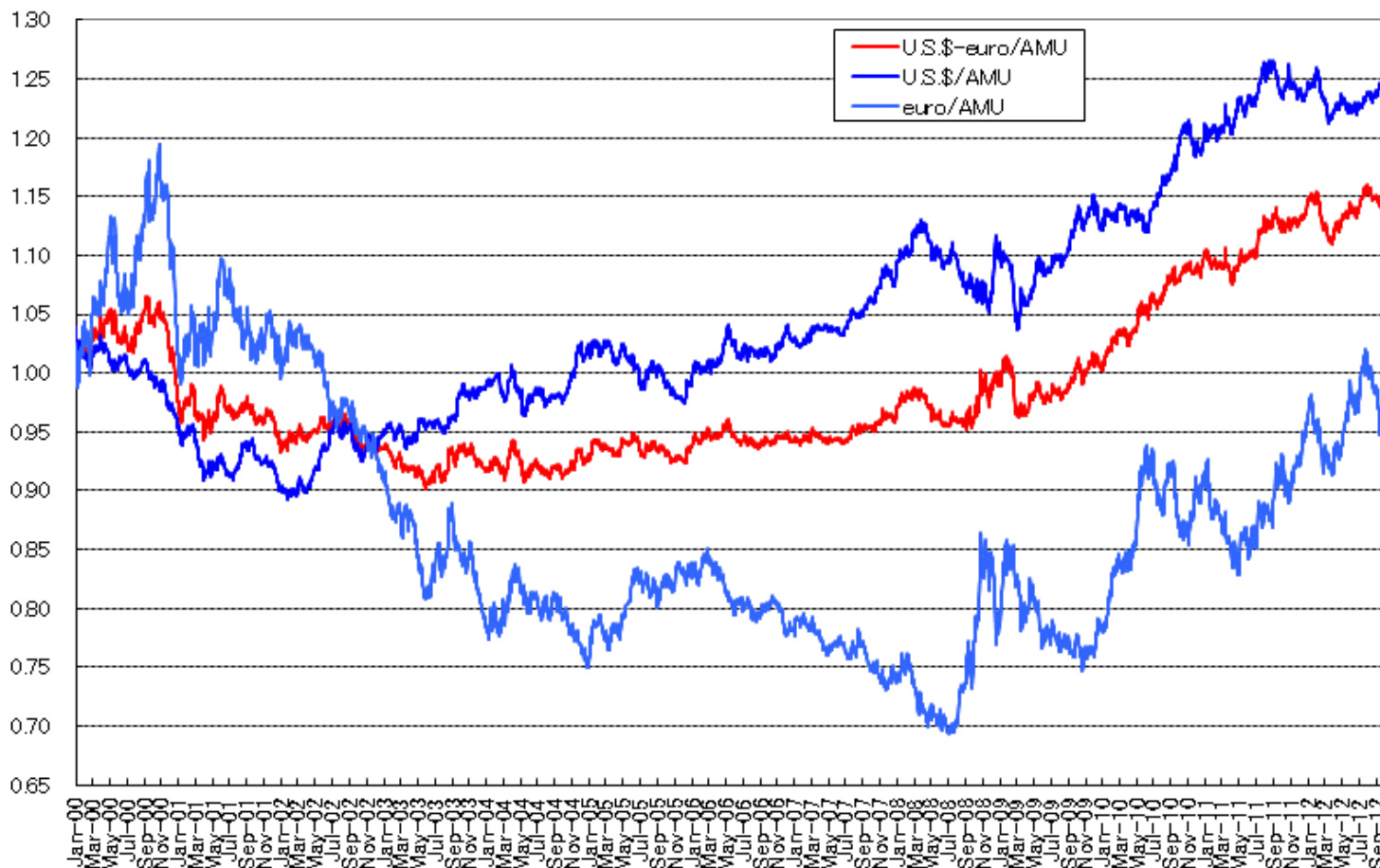
アジア通貨への影響

- アジアにおける生産ネットワークの確立のなかで、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。
- 一橋大学グローバルCOEと経済産業研究所との共同プロジェクト：AMUとAMU乖離指標 (<http://www.rieti.go.jp/users/amu/index.html>)
 - (1) AMU (Asian Monetary Unit) : アジア通貨 (ASEAN+3 (日中韓)) の加重平均値
 - (2) AMU乖離指標 : 基準時 (2000-2001年) に比較した各国通貨のアジア通貨における地位

図8: AMUの対ドル・ユーロの動向

Figure 1. AMU-CMI in terms of the US\$-euro
(benchmark year=2000/2001, basket weight=2010)

US\$-euro/AMU



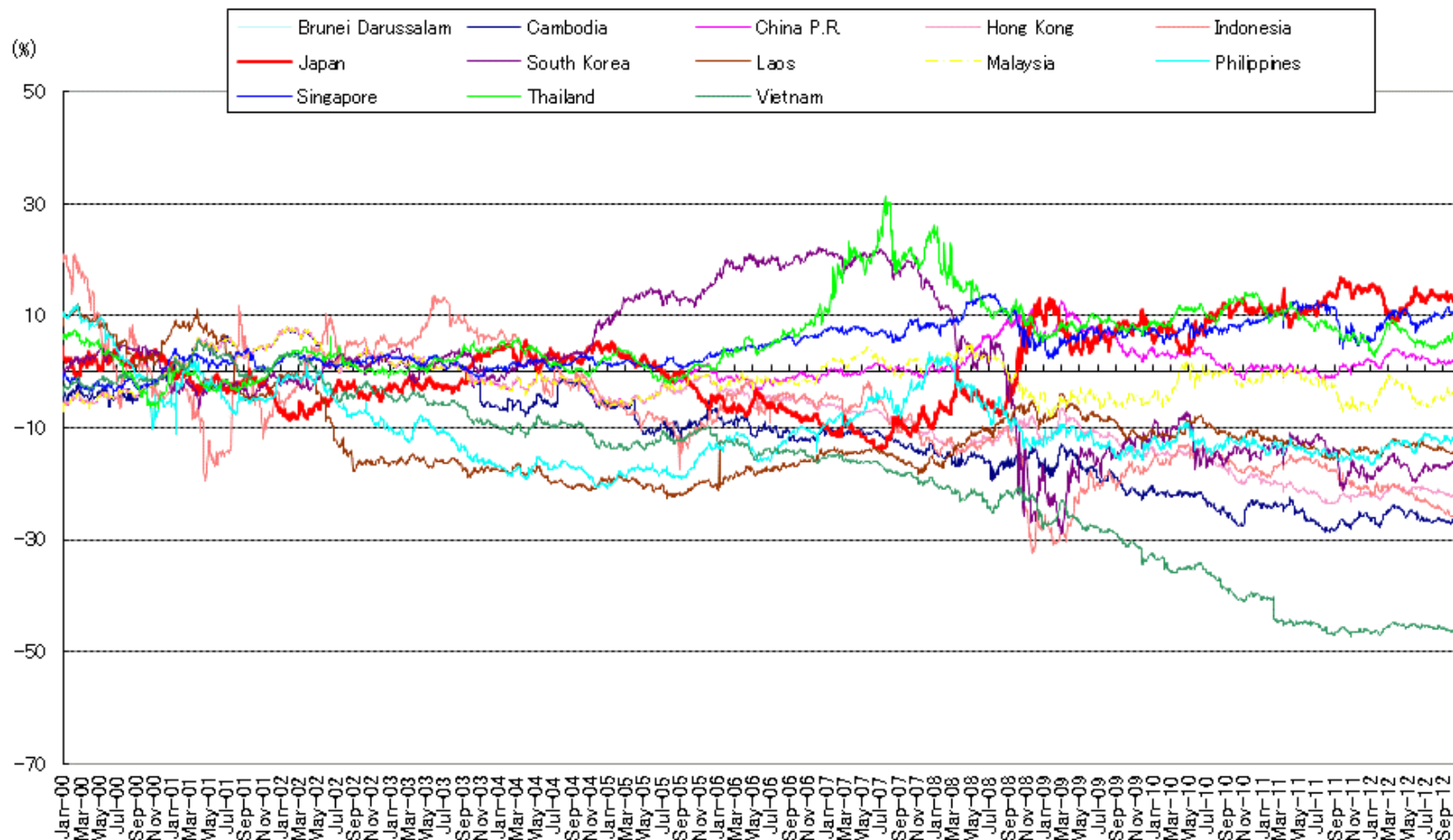
<http://www.rieti.go.jp/users/amu/index.html#figures>

アジア各国通貨の非対称的反応

- アジア各国通貨のAMU乖離指標が非対称的反応を示している。
- 韓国ウォン:2007年10月末の20%の過大評価から2008年10月末の27%の過小評価へ。この1年間にアジア通貨の中で、47%ポイントの減価。
- ASEAN5通貨も減価。
- 円:2007年8月より乱高下しながら増価傾向。
- 人民元:2008年3月より増価。
- 2007年8月:多少の減価←サブプライム危機(円キャリートレード)
- 2008年9月:大きな減価←リーマン・ショック

図9：名目AMU乖離指標

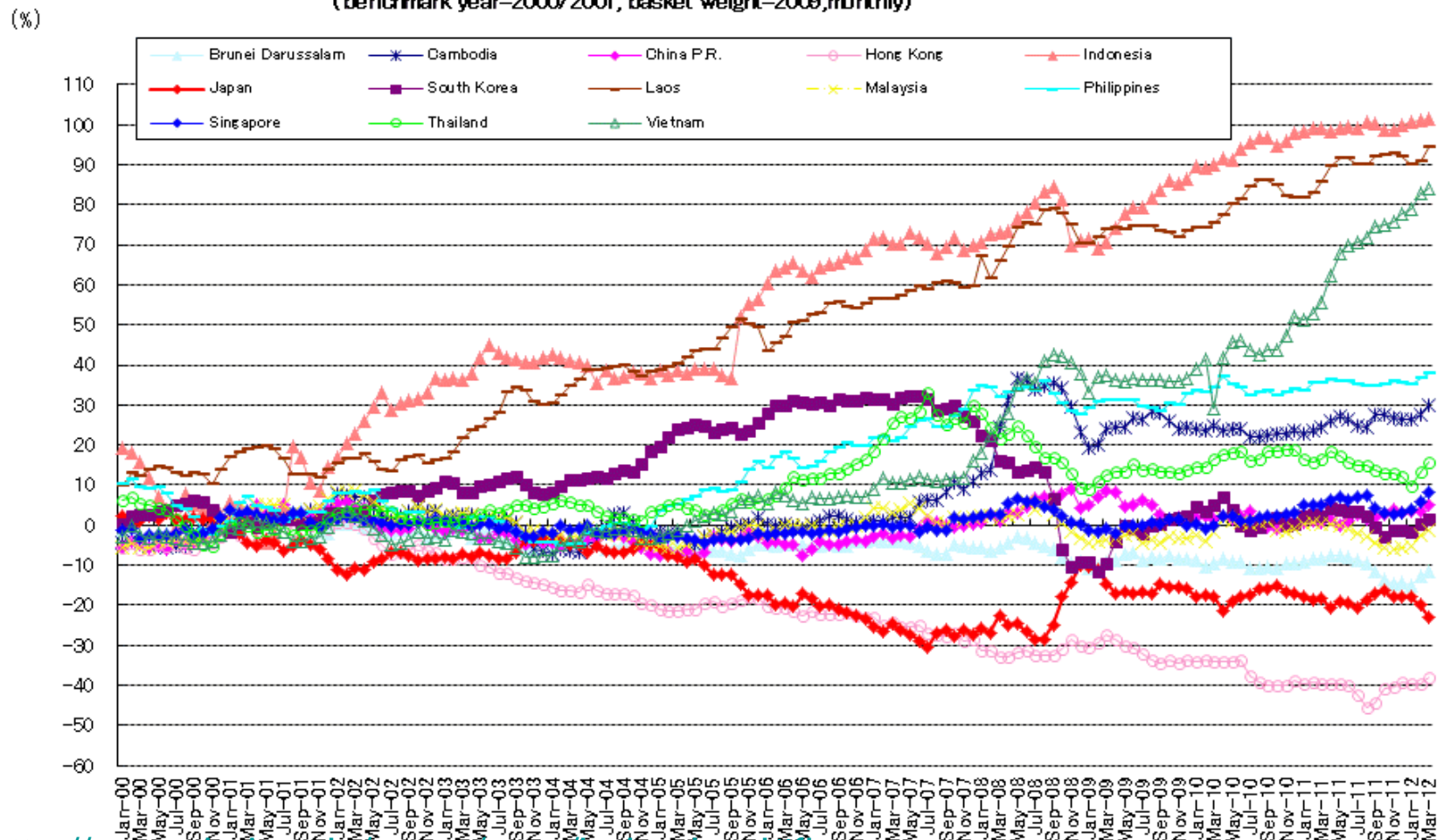
Figure 2. Nominal AMU-CMI Deviation Indicators
(benchmark year=2000/2001, basket weight=2010,daily)



<http://www.rieti.go.jp/users/amu/index.html#figures>

図10: 実質AMU乖離指標

Figure 4. Real AMU-CMI Deviation Indicators
(benchmark year=2000/2001, basket weight=2009, monthly)



<http://www.rieti.go.jp/users/amu/index.html#figures>

世界金融・財政危機のアジア経済への影響を最小限とするために

- アジア通貨危機後、2000年に設立されたASEAN+3の地域通貨協力、チェンマイ・イニシアティブ(CMI)のマルチ化(CMIM)による通貨金融協力の強化と弾力化。
- アジアが世界経済のエンジンに。短期的には、財政刺激。長期的には、外需依存経済から内需依存経済へ。
- 長期的には、(域内において)「ドル基軸通貨体制」からの脱却。域内取引の決済通貨がユーロである欧州においても深刻な影響。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であろう。

東アジアにおける地域通貨協力

- 2000年にASEAN+3(日中韓)財務大臣会議がチェンマイ・イニシアティブ(CMI)を設立。
 - ①危機管理のために二国間通貨スワップ協定のネットワークを創設。
 - ②危機予防のためにASEAN+3財務大臣代理会合の「経済レビューと政策対話(ERPD)」においてマクロ経済変数に対するサーベイランスを実施。
- 2010年にCMIマルチ化(CMIM)
 - ①通貨スワップ協定の実施における多国間意思決定により機動性を増す
 - ②外貨準備のイヤーマーク化、プーリングに向けて。
 - ③ASEAN+3マクロ経済リサーチオフィス(AMRO)がサーベイランス機関として2011年に設立。

ユーロ危機の東アジアへの教訓

- 危機予防:

マクロ経済状況や金融部門の健全性ととともに為替相場や財政状況に対するサーベイランスが必要。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。

⇒AMROの役割が大。

- 危機管理:

域内の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。危機に対する初期対応が重要。

⇒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）を増すことによって弾力性を増すべきである。

東アジアの地域通貨協力の強化(1)

- 2012年3月のManila ASEAN+3財務大臣・中央銀行総裁会議で、以下が合意された。

1.危機対応メカニズム(CRM)の強化:「CMIM 安定ファシリティ(CMIM-SF)」

- (1) 資金規模について、現行の1200億ドルから2400億ドルへ倍増.
- (2) IMFデリンク割合を2012年に30%へ引き上げ、一定の条件のレビューを前提として、2014年に40%へ引き上げ.
- (3) 満期について、IMFリンク部分:現行の90日から1年へ延長、更新を2回まで可能とし、最大支援期間について、現行の2年から3年へ延長。IMFデリンク部分:現行の90日から6ヶ月に延長、更新を3回まで可能とし、最大支援期間について、現行の1年から2年へ延長。半年毎にモニタリングを実施

東アジアの地域通貨協力の強化(2)

2.危機予防機能(CPF)の導入:「CMIM 予防ライン(CMIM-PL)」

- ELDMB(財務大臣・中央銀行総裁代理レベルによる執行レベル会合)において、要請国が作成した経済報告書及びAMRO/ADB/IMFによる分析に基づき、事前の適格要件と事後のコンディショナリティとして、次の5つの適格分野を柔軟に適
- 5つの適格分野
 - (i) 対外ポジション及び市場へのアクセス
 - (ii) 財政政策
 - (iii) 金融政策
 - (iv) 金融セクターの健全性及びその監督
 - (v) 統計データの妥当性

地域通貨協力における日中韓の役割(1)

- CMIM(通貨スワップ協定の実施及びサーベイランス(急激な資本流出入に対する監視))を実施するための常設の機関としてのAMROの運営において、日本と中国と韓国が協調的主導を取ることが望まれる。常設の機関としてAMROが、域内為替相場の動向や急激な資本移動を観察・分析するためのキャパシティを構築・強化することが必要である。

地域金融協力における日中韓の役割(2)

- 日中韓の2国間通貨スワップ協定は、2008年の世界金融危機時における韓国ウォンの暴落に対して実施されなかったものの、相互に外貨準備高のある程度水準を維持することを保証することを意味することから、投機家による通貨攻撃を抑制する効果を持つ。
- そのため、通貨スワップ協定を引き続き、維持・強化する必要がある。その強化には、相互のマクロ経済と銀行部門の健全性に対する日常的なサーベイランスのほか、急激な資本流出入を監視することも為替相場の急激な変化を監視するためには必要である。

結論

- ユーロ危機からの教訓：
 - (1) 危機予防のためにサーベイランス(財政状況も重要)が必要。
 - (2) 危機を管理するためには迅速な対応が必要。危機対応が遅れると、危機の影響は深刻化。特に、EUでは、金融支援体制が欠如していたために、初期対応に遅れがあり、財政危機の影響を深刻化した。
- 東アジアにおける地域通貨協力が強化されるべき。その際に、日中韓の協調的主導が重要。
 - (1) 独立した地域サーベイランス機関としてのAMROの役割を強化。
 - (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予防ラインなどの弾力的な金融支援体制の確立。