

金融安定化に向けて

—ユーロ圏の債務危機からの教訓とマクロ経済および金融の安定—

財務総合政策研究所 主任研究官

豊田 英里

財務総合政策研究所 財政経済計量分析室長

上田 淳二



2012年3月14日、財務省財務総合政策研究所（財総研）は、アジア開発銀行研究所（ADB I）と共同で国際コンファレンス「金融安定化に向けて—ユーロ圏の債務危機からの教訓とマクロ経済および金融の安定—」（Conference on Achieving Financial Stability - Lessons from the Eurozone Crisis for Macroeconomic and Financial Stability -）を開催した。

過去20年間に、日本は3回の国際的な金融危機を経験した。アジア通貨危機、世界金融危機、そして今般のユーロ圏の政府債務危機である。このうち、ユーロ圏の危機は、これまで広く認識されていなかった先進国の政府債務に関するリスクが問題の根源にあり、経済および金融の安定化を実現する上で、危機対応や金融規制だけではなく、財政政策のあり方が問題となっており、危機を予防、緩和するためのマクロ経済政策のあり方が、改めて問われていると言える。また、アジアの新興国においては、当面、先進国で生じた金融市場の変動によるマクロ経済への影響を最小限に抑え、危機を予防するとともに経済成長を阻害しないように、どのような経済運営を行うべきかが重要な課題とされている。

こうした問題意識のもとで、本コンファレンスでは、経済および金融の安定化に向けて、近年の経験を踏まえ、(1) 金融安定化における中央銀行の役割、(2) 資本移動の適切なマネジメント、(3) 地域およびグローバルな流動性供給の仕組みの構築、(4) ソブリンリスクと金融安定化の関係、の4つのテーマを掲げ、それぞれについてどのような課題が浮かび上がっているの

か、また、今後の政策のあり方を考える際には、どのような論点を考慮する必要があるのかを幅広く共有することを目的としている。

コンファレンスには、BIS、IMFなど関係当局や中央銀行の実務家や、第一線で活躍する研究者等が参加し、4つのテーマの各セッション毎に、一般的な学会のスタイルにしたがって、発表者2名の研究論文に基づく発表の後に、指定討論者による討論が行われた。その後、フロアの一般参加者も交えた活発な質疑応答が行われた。なお、会議の成果は、論文集（財総研発行『Public Policy Review』（英語））にまとめられ、財総研HPにも後日公表される予定である。また、当日のアジェンダは本稿の最後に掲載している。

まず、コンファレンスの冒頭で、財務総合政策研究所の稲垣所長及びアジア開発銀行研究所の河合所長が挨拶を行い、開催の趣旨を述べた後、財務省の木下国際局長から基調講演が行われた。基調講演では、財政危機と金融危機が同時に発生し、その影響がグローバルに波及していることに加え、共通の通貨を持つが財政等の権限が各国に留保されているユーロ圏において発生したことが欧州危機の特徴であることを踏まえ、通貨や政府の役割、IMFなどの国際機関の役割などについて、より本質的な課題に目を向けた議論が必要とされているとの問題提起がなされた。

以下では、各セッションにおける発表の内容を概観する。

1. セッション A：金融安定化 における中央銀行の役割

セッション A では、世界金融危機と欧州の政府債務危機において、中央銀行である FRB 及び ECB が、危機からの脱却と安定化に向けてどのような役割を果たしてきたのかを振り返るとともに、今後、安定的な金融市場の実現のために、中央銀行がどのような役割を果たすことが求められるのかとの観点から、2つの発表が行われた。

発表① 河合正弘 (アジア開発銀行研究所 所長)、Morgan, Peter J (Asian Development bank Institute)

「物価の安定」を定義することは比較的容易だが、「金融の安定」(financial stability) がいかなる状態を指すのかを厳密に定義することは難しい。また、金融の不安定は、物価が安定している環境下においても生じるため、中央銀行にとって、金融の不安定を避けるために、「マクロブルーデンス」の観点から監視や規制を行おうとする場合に、短期的には、物価の安定と金融の安定という二つの目標に対して、とるべき施策が一致しないという事態もあり得る。したがって、中央銀行が、物価の安定という役割に加えて、金融の安定という役割をどこまで果たすべきかについては、様々な議論が行われている。

しかし、金融の安定が、中央銀行にとっての重要な使命であることは間違いない。中央銀行は、銀行を中心とした一国の金融活動や決済の動向を幅広く監視しており、基本的な金融政策のツールである金利政策は、危機の予防のために重要であり、最後の貸し手 (lender of last resort) の機能は危機管理上重要な役割を果たすためである。

実際には、国によって、中央銀行に与えられている権限は異なっている。例えば、アジアの新興国では、多くの国で、中央銀行に銀行監督や国際的な資本移動に影響を与える政策の実施権限などが与えられている。

また、今般の金融危機においては、アナウンスメント効果を狙った政策や、信用緩和・量的緩和

などの非伝統的な政策がとられている。アジア諸国においては、韓国の中央銀行が信用供与先の条件緩和、銀行の資本注入のためのファンドへの資金供給や貿易金融のサポートを行い、インドの中央銀行が特別な資金供給スキームを設けている。また、時間を通じて景気変動を増幅させないように、カウンターシクリカルな引当てや、貸出比率 (loan to value ratios) を調節する措置などのマクロブルーデンス的な視点からの規制措置も、多くのアジア諸国で採用されている。

システミックな危機を避け、金融の安定を実現するためには、関係する権限を有する金融規制当局や財政当局、預金保険機構などの機関と中央銀行の連携が重要である。それぞれの機関の役割についても、各国で異なっているが、それぞれの機関の目標が明確に定められ、十分な対応力が与えられ、必要な情報が適切に流れることが重要である。

発表② Wall, Larry (Federal Reserve Bank of Atlanta, US)

中央銀行は、伝統的に、危機の際に、債務超過ではなく良質な担保を保有する銀行に対して、市中金利よりも高い金利で流動性を供給する「最後の貸し手」としての役割を担うこととされてきた。しかし、今般の世界金融危機と欧州の政府債務危機においては、米国の FRB も EU の ECB も、危機が急速に深刻化する中で、金融規制当局による金融安定化のための施策の実施に時間を要するために、①金融機関の破綻によってシステミックな問題が生じ、経済に甚大な影響が与えられることと、②健全ではないように見える金融機関に対して流動性を供給すること（それは短期的な資源の非効率な配分や長期的なモラルハザードを伴う）のディレンマに直面した。その結果、健全とはいえない金融機関の救済など、伝統的な最後の貸し手機能の範囲を超えた、財政政策に近い施策 (quasi-fiscal actions) を実施することとなった。特に、欧州では、通貨が統合されていることに加え、金融サービスに関する統合が進められたこと

によって、多くの国で活動を行う金融機関が多数存在する一方、規制の実施主体は各国政府に委ねられてきたことが、危機への対応を難しくした。

米国と EU の経験から言える重要な教訓は、危機が起こる前の対策の重要性である。危機が生じてから、新たなスキームを構築して実施することには無理があり、また、中央銀行が、伝統的な最後の貸し手の立場を貫くことは、システム的な危機の場合には難しい。理想的には、将来の危機を避けるため、個別金融機関の健全性を確保するミクロプルーデンス規制や、主要な金融市場における動向を注意深く監視し、危機の発生原因の蓄積を防ぐマクロプルーデンスの観点からの政策を実施できる体制を構築することが望ましいことは言うまでもない。しかし、現実にあらゆる危機が将来生じないようにすることは難しいため、危機が生じた場合の対応策として、システム上重要な金融機関が危機に陥った場合の処理の方策をあらかじめ決定しておくことなどが重要である。また、異なる目的を有する規制機関の間で必要な情報がシェアされることは、簡単に見えるが実際には難しい。

金融安定化のために、ミクロやマクロの規制に関する権限を、中央銀行がどこまでの範囲で有すべきかについては、様々な考え方があり得る。人的資源などが限られる小国では、中央銀行に権限を集中させるということも考えられる。しかし、中央銀行には、物価の安定など、すでに様々な政策目的が与えられているが、こうした目的と政策手段との関係は、かならずしも常に明確なものではないこと、平常時においても政治的なプレッシャーに直面することが多いことを考えると、金融安定化のための権限を中央銀行に集中させることは、かえって中央銀行の独立性を低下させることになってしまうと考えられる。

2. セッション B：資本移動の適切なマネジメント

セッション B では、金融危機によって生じる先進国と新興国の間の資本移動の急激な変動に対し

て、新興国において採用される対応策（為替介入や資本移動規制）に着目し、グローバルな視点に立った帰結や効果と、ASEAN の経済共同体における資本移動規制のあり方の 2 つの観点から発表が行われた。

発表① McCauley, Robert (BIS)

グローバルなリスクに対する選好の変化に応じて、先進国から新興国への資金フローは大きな影響を受ける。とりわけ、投資家がリスクに対して強気である局面では、新興国の高い経済成長率への期待に基づき、先進国から新興国株式への投資が拡大する傾向が見られる。実際に、ボラティリティ・インデックス (VIX) 指数と、新興国への資金フローの増加の動きを見ると、両者の関係は明確である。

新興国においては、こうした資金フローの流入によって生じる自国通貨の増価圧力を押しとどめようとするため、為替市場への介入を行い、得た外貨を先進国（米国）の長期債への投資に振り向けるという行動がとられてきた。こうした新興国の通貨当局の行動は、先進国における長期金利の低下をもたらすことになるため、それによって、さらに先進国の投資家が、リスクに対して強気なスタンスをとるという効果が生じてきた。こうした行動の積み重ねによって、それぞれの投資家が意図しない形でレバレッジが上昇し、逆にリスクに対する見方が変化した時に、新興国から先進国への資金フローの動きが急激に生じる要因となっていると考えられる。

こうした動きによって、投資家のリスクに対する態度の変化による経済活動及び資金フローへの影響が増幅されていることが、近年の国際的な資金フローの大きな特徴である。

発表② 高木信二 (大阪大学経済学研究科教授)

ASEAN 諸国は、現在、2015 年に経済共同体 (AEC) を構築し、財・サービス、投資、高度人材の自由な移動を実現するとともに、資本の移動

について、現在よりも自由に移動することを可能とすることを目指している。一方で、近年、資本の移動については、順循環的（プロシクリカル）な傾向があり、マクロ経済への過度な悪影響を避けるためには、新興国においては適切なコントロールが必要とされる局面もあるという見方が一般的になりつつある。このため、ASEAN 諸国において、どの程度まで自由な資本移動を実現すべきか、またどのような規制を用いることが望ましいと言えるのかが問題となる。

現在、ASEAN 諸国は、資本移動に関して、国外への流出に関してより厳しい規制を有している。また、ミャンマーを除いて IMF の 8 条国となっているが、多くの国で經常取引に関する規制を有している。資本の流入に関する多くの規制については、撤廃をしたとしても、特段のリスクを増すことにはならないと考えられる。

伝統的な考え方では、国外への資本流出に対する規制の自由化は、最も遅く実施すべきとされている。しかし、多くの ASEAN 諸国は、資本の純輸出国であり、国内の民間資本による対外投資を促すことは、為替レートの増価圧力を緩和する観点から望ましい。慎重さは求められるが、地域統合の観点から、資本の流出に関する規制についても自由化を進めることが考えられる。実際には、現時点で、資本移動に関しては様々なコントロールの仕組みが設けられているため、全く新たな手段を設ける必要はない。

また、AEC の考え方に基づけば、理想的には、資本移動に関する規制は、居住地ベース（residency-based）で課されるのではなく、居住地に関係なくそれぞれの市場取引において課されることが望ましい。

3. セッション C：地域およびグローバルな流動性供給の仕組みの構築

セッション C では、金融危機が生じた場合に、危機に直面した国における財務的に健全な経済主体が、必要な流動性を確保できないことによって

窮地に陥る事態を避けるために、グローバルな枠組みや、特定の地域内での枠組みに基づき、必要な流動性を供給する仕組みについての議論が行われた。Lombardi 氏は、今般の金融危機の経験を踏まえた IMF の役割について、Azis 氏はアジアにおける地域内でのセーフティネットの現状と今後期待される方向性について、それぞれのペーパーに基づき発表を行った。

発表① Lombardi, Domenico (Brookings Institution, US)

現在のユーロ圏における政府債務危機の状況を鑑みると、ユーロ圏の金融機関の状況と、問題を有している各国の政策に対する市場の信頼度が低いため、ユーロ圏諸国のみの努力によって危機を乗り越えることは、困難と考えられる。IMF の加盟国が納得できるような受入れ状況が整うことが前提となるが、IMF がユーロ圏の債務危機において、より大きな役割を担うことが期待される。現状において、ヨーロッパ金融安定化基金の資金力は非常に小さく、機能が限られているが、IMF は巨大な資金力と危機管理のスキルと監督機能を有しているためである。

発表② Azis, Iwan (ADB)

国際機関である IMF の活動には、一定の制約があることから、アジア域内において発生した危機に迅速に対応し、伝染（contagion）を防止するためには、域内のセーフティネットとしての地域



金融協力 (regional financial agreement) を進展させることが重要である。これは、自国及び IMF を補完する役割を担うものであり、域内において危機を予防し、また危機が生じた場合にもその影響を小規模なものにとどめる効果を持つと考えられる。

アジア域内においては、経済活動の相互依存関係が強まっており、域内の金融取引も拡大している。こうした傾向は、域内の貯蓄を域内で活用するための取り組みである ABMI (Asian Bond Markets Initiative) や CGIF (Credit Guarantee and Investment Facility) の推進の効果でもある。しかし、多国間のセーフティネットの枠組みは、CMIM (Chiang Mai Initiative Multilateralization) などが端緒となるが、現時点で、必ずしも十分なものではない。今後、CMIM の資金枠拡大や、AMRO による効果的なサーベイランスが可能となるような情報共有等の取り組みを進めていく必要がある。

4. セッション D: ソブリンリスクと金融安定化の関係

今般の欧州における政府債務危機は、共通通貨であるユーロに加盟した国において、自国の中央銀行によって独自の金融政策を行うことができず、通貨価値も変動しない状況にあるにも関わらず、各国のソブリンリスクが適切に評価されてこなかったために生じたものであると言える。セッション D では、こうした状況の下で、通貨統合を実施した欧州諸国においては、財政政策の規律や経済構造の調整及び収斂が、安定的な金融市場を維持する上で不可欠であるとの視点に立って、今後のマクロ経済政策のあり方を中心に議論が行われた。

発表① 嘉治佐保子

(慶應義塾大学経済学部教授)

今回のユーロ圏の危機は、必ずしもユーロを導入したために起こったものではなく、統合プロセスの一環として、何らかの形で生じざるを得な

かったものではないか。ユーロ圏の危機が生じてから、通貨同盟に懐疑的な風潮が広がっているが、全ての通貨体制はコストとベネフィットを併せ持っている。単一通貨を手放すことによって、経済の安定が実現するわけではない。ユーロ導入は、域内の合理化・構造改革を促進し、持続的な経済成長を実現するという観点から合理的であるという考え方の下に実施されてきたものであり、加盟国は、共通通貨域内の非対称性を減少させることを目指してきた。

2000 年のリスボン戦略に始まり、加盟国の当事者意識を高めることによって、ユーロ圏における合理化・構造改革の促進が試みられてきた。しかし、加盟国の当事者意識を高めても、有権者の当事者意識を増加させないと、痛みを伴う改革は実現しない。結果的に、過去 10 年間、各国の経済状況の非対称性は解消されていない。ドイツでは生産性・競争力が向上する一方、ギリシャ、ポルトガル、イタリアは生産性・競争力が低いままなど、経済状況は収斂していない。

欧州が持続的な成長を実現するためには、いずれにしても、域内経済の非対称性を解消していく必要がある。今後、各国の財政政策に対する内政干渉的な関与や、市場取引を阻害する規制の見直しなど、経済活動に関する様々な諸制度の全体的な改革 (governance overhaul) に取り組み、改革を推進していくべきである。

ユーロ圏の政府債務危機から、アジア諸国が学ぶべきことは、経済活動の統合を進める上で、どの程度まで相互に内政干渉することを受け入れられるか、あるいは超国家組織による governance がどの程度まで可能かを、十分に吟味することが重要であるということである。単一通貨や、固定為替レート制度を選択する場合には、それに見合った政治的な統合が必要であり、そこまでの統合を行わない場合には、経済連携協定などを進めていくという選択肢が考えられる。

現時点で、アジア諸国においては経済成長率が高い国が多いため、改革の必要性は目立たないが、改革の必要性が高まったとき、自国だけでは

実現できない改革を、外国との取り決めを梃子にして実現することが必要とされることも考えられる。その際、どの程度強力な経済統合に参加すれば必要な改革が実行できるのか、地域・国・超国家組織のそれぞれのレベルで、どのような governance が必要および実現可能かどうかを検討すべきである。

発表② Das, Udaibir (IMF)

従来であれば、政府債務のリスクや維持可能性を考える場合には、政府の歳出と税収、経済成長率と政府債務に係る金利、政府債務の水準を考えれば良かったが、金融機関の経営上、国債の保有が重要な位置を占めるようになってきている。そのため、近年、政府債務のリスクと金融機関の経営状況及び金融資本市場の状況との相互作用を否応なしに考えざるを得なくなっている。

さらに、一国における政府債務が、他の国の金融機関によっても保有されるため、政府債務のリスクが他国に波及する効果も大きくなっている。その結果、ある国において政府債務の返済可能性に不安が生じた場合に、自国及び他国の金融市場が不安定化し、それが経済成長にも影響を与え、さらに政府債務の維持可能性の問題解決を難しくするという増幅作用が生じる。

実際に、ユーロ圏では、2009年にギリシャにおいて隠蔽された財政赤字の問題が明らかになり、ソブリンリスクが高まった後、アイルランド、ポルトガル、イタリア、スペイン、ベルギー、フランスなど、多くの国々において CDS のスプレッドが急速に拡大した。これらの国々の格付けは低下し、ユーロ圏のみならず、新興国も含めた世界経済の成長率の見通しも鈍化した。

ソブリンリスクに対応する政策は、一つの施策をとればそれで十分ということではない。政府と銀行に対する流動性の供給、債務の持続可能性と銀行の支払可能性の確保、スピルオーバーを防ぐためのファイアーウォールの強化など、複数の施策を組み合わせる必要がある。

5. 最後に

本コンファレンスでは、欧州危機を踏まえた金融安定化をテーマに、中央銀行の役割、資本移動、セーフティネット、ソブリンリスクという4つの柱に沿った発表が行われ、指定討論者やフロア参加者を交えて活発な質疑が行われた。危機から得られる教訓として、危機を予防するためのブルードレンス規制のあり方の見直しなどが必要であることについて、参加者の認識はほぼ共通していたが、中央銀行の果たすべき役割や、地域内でのセーフティネットの重要性、具体的な政策のあり方については、様々な角度から多様な議論が展開された。また、ソブリンリスクの評価を難しくする様々な要素など、今後、検討されるべき点が多いことも浮き彫りとなったように思われる。

欧州の危機は、経済統合を進めるプロセスの中で、不十分な財政規律の下で行われた通貨統合による矛盾によって発生した。今回のコンファレンスの発表内容及び議論は、今後、日本を含むアジア諸国において経済活動の相互依存関係が深まっていく中、金融活動の統合や資本移動などを視野に入れ、将来における危機を回避しながら、経済的な統合をどのように進めていくことが望ましいのかを考える際にも、有益な視点を提供するものと考えられる。

(注) 本稿において紹介した各発表者の発表内容等は、筆者による概括であり、その内容について、本人の了解を得たものではない。また、本文中の意見等は、筆者の個人的な見解に基づくものであり、財務省および財務総合政策研究所の公式見解を示すものではない。

国際コンファレンス
「金融安定化に向けて—ユーロ圏の債務危機からの教訓とマクロ経済および金融の安定—」
財務総合政策研究所・アジア開発銀行研究所共催

2012年3月14日（水） 於：アジア開発銀行研究所

- 9:30-9:35 開会の辞
稲垣光隆（財務省財務総合政策研究所所長）
河合正弘（アジア開発銀行研究所所長）
- 9:35-9:45 基調講演
木下康司（財務省国際局長）
- 9:45-11:15 セッションA：金融安定化における中央銀行の役割
議長：Medalla, Felipe（Bangko Sentral Ng Pilipinas, Philippines）
報告者
1. 河合正弘（アジア開発銀行研究所所長）
2. Wall, Larry（Federal Reserve Bank of Atlanta, US）
討論者
1. Kim, Jae-Chun（Bank of Korea, South Korea）
2. 祝迫得夫（一橋大学経済研究所教授）
- 11:15-11:30 休憩
- 11:30-13:00 セッションB：資本移動の適切なマネジメント
議長：福田慎一（東京大学大学院経済学研究科教授）
報告者
1. McCauley, Robert（BIS）
2. 高木信二（大阪大学経済学研究科教授）
討論者
1. 大山剛（有限責任監査法人トーマツ金融インダストリーグループパートナー）
2. Chow, Hwee Kwan（Singapore Management University, Singapore）
- 13:00-14:45 昼食
- 14:45-16:15 セッションC：地域およびグローバルな流動性供給の仕組みの構築
議長：Morgan, Peter（アジア開発銀行研究所シニアリサーチコンサルタント）
報告者
1. Lombardi, Domenico（Brookings Institution, US）
2. Azis, Iwan（ADB）
討論者
1. 伊藤隆敏（東京大学経済学研究科教授）
2. Gao, Haihong（Chinese Academy of Social Sciences, PRC）
- 16:15-16:30 休憩
- 16:30-18:00 セッションD：ソブリンリスクと金融安定化の関係
議長：前原康弘（一橋大学経済研究所教授）
報告者
1. 嘉治佐保子（慶應義塾大学経済学部教授）
2. Das, Udaibir（IMF）
討論者
1. Medalla, Felipe（Bangko Sentral Ng Pilipinas, Philippines）
2. 有吉章（一橋大学国際・公共政策大学院教授）
- 18:00-18:15 閉会の辞
河合正弘（アジア開発銀行研究所所長）