

第2章 グローバル金融・財政危機と東アジアの地域通貨協力

小 川 英 治

1. はじめに

2007年から2008年にかけてアメリカが震源地となって発生したサブプライムローン危機は、サブプライムローンの証券化を背景としてアメリカのみならずヨーロッパの金融機関のバランスシートまでも毀損した。このようにしてアメリカのみにとどまらず、ヨーロッパにまで発展したグローバル金融危機によって、アメリカやヨーロッパ諸国の政府は金融機関などへの資本注入を余儀なくされて、財政支出を増大させることとなった。同時に、2008年12月のG20によって財政刺激の国際政策協調が成立すると、それに従って各国政府が財政刺激を行い、一層の財政支出の増大とそれに伴って財政赤字が拡大することとなった。その結果として、アメリカやヨーロッパ諸国を中心に世界的に財政赤字が拡大し、とりわけユーロ圏諸国の中でも財政赤字の対GDP比や一般政府債務残高の対GDP比が最も高かったギリシャにおいて財政危機が起こった。このギリシャの財政危機をきっかけにユーロ圏諸国の一部に財政危機が波及することとなり、EUにおける対応の遅れが相俟って、ユーロ圏危機が発生した。

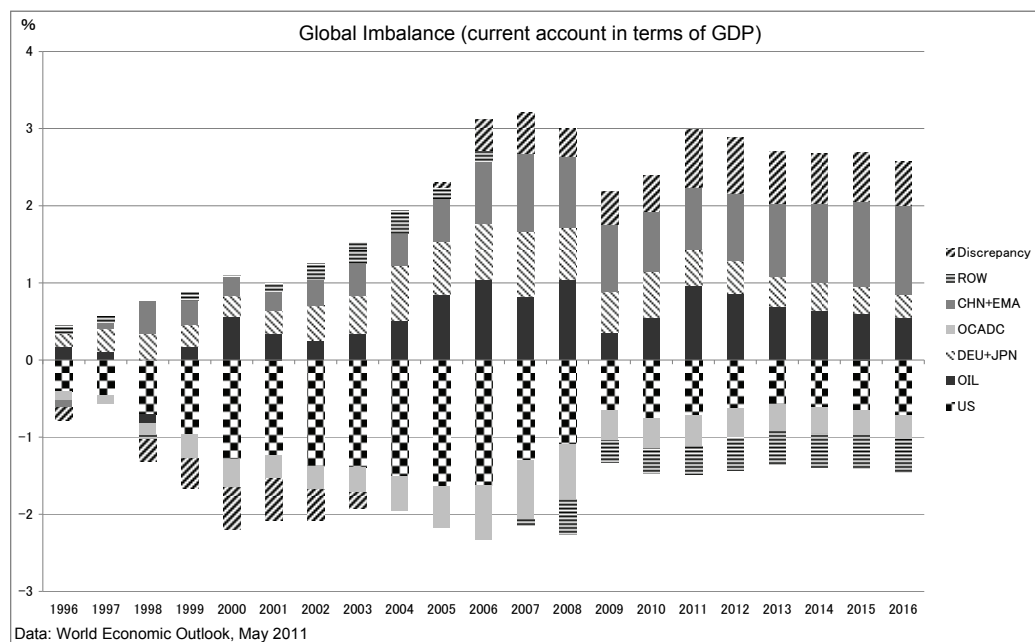
このようなグローバル金融・財政危機は、米ドルやヨーロッパ諸通貨のみならず、東アジア諸通貨にも影響を及ぼした。グローバル金融危機において特徴的だったことは、グローバル金融危機の震源地がアメリカだったにもかかわらず、アメリカの通貨の米ドルは暴落するどころから、むしろユーロや英ポンドなどのヨーロッパ諸通貨に対して増価することとなった。東アジア諸通貨においては、グローバル金融危機が発生する前の数年間にわたって円安・韓国ウォン高が発生していたところ、グローバル金融危機が発生するとともに、円高・韓国ウォン安に転じて、円と韓国ウォンの為替相場は大きく変動した。

本稿においては、このようなアメリカとヨーロッパを中心としたグローバル金融危機・財政危機のなかにあって、東アジア諸通貨がミスアライメント（中長期的な不均衡）を引き起こしたことを踏まえて、グローバル金融・財政危機の東アジア諸通貨への教訓及び東アジアにおける地域通貨協力について考察することを目的としている。この目的のために、グローバル・インバランスを背景として、グローバル金融危機及び欧州財政危機に目を向けつつ、東アジア諸通貨への教訓を考察することとしたい。

2. グローバル・インバランスからグローバル金融危機へ

経常収支不均衡問題は、かつては、例えば、1980年代においては、主としてアメリカと日本との間の二国間の経済問題であった。しかし、現在においては、金融のグローバル化及び経済のグローバル化の進展に伴って、経常収支不均衡問題はある国とある国の二国間の経済問題に限定されず、地球規模であらゆる国々が関係してきている。図1に示されるように、経常収支赤字国の代表は一貫してアメリカであるのに対して、経常収支黒字国は、従来からの経常収支黒字国である日本とドイツの他に、中国を含む東アジアの新興市場諸国及び石油輸出諸国も加わっている。そして、2000年代においては、アメリカの経常収支赤字の増大に対応して、中国を含む東アジアの新興市場諸国及び石油輸出諸国の経常収支黒字が拡大している。このように、グローバル・インバランスは、特に、経常収支黒字を計上する諸国が様々な諸国となってきたというバラエティに富んできている。しかしながら、経常収支赤字の大半は、一貫してアメリカであることも、グローバル・インバランスの特徴である。

図1：グローバル・インバランス



データ：IMF, *World Economic Outlook*

一方で、アメリカの経常収支赤字の原因は、1990年代後半以降に限定しても、変遷をたどっている。1990年代後半においては、アメリカ国内のITブームさらにはITバブルによってIT関連の民間設備投資が増大したことが、元より貯蓄率の低いアメリカにおいて経常収支赤字の

原因となった。2000年代に入って、ITバブルが崩壊すると、そのITバブル崩壊を補完するように、あるいはそれを補って余りあるように、金融緩和政策とともに採られた積極的財政政策が財政赤字を拡大して、経常収支赤字を一層増大させた。それは、2001年から2003年にかけてである。その後、サブプライムローンの商品開発とその証券化によって、住宅ブームに火が付くと、住宅投資が急増し、2006年まで経常収支赤字はさらに増大した。この住宅投資の急増は、住宅ブームを超えて住宅バブルとなり、2007年にサブプライムローン問題となって、またしてもその住宅バブルは崩壊することとなった。これを受けて、2008年9月15日にはリーマン・ブラザーズが経営破綻をきたすこととなった。これがグローバル金融危機に発展することとなる。

経常収支赤字を急増させたアメリカにおいてどのようにしてこの住宅投資のための資金を海外から調達したのかと言えば、グローバル・インバランスのなかで経常収支黒字諸国から資金を調達せざるを得なかった。東アジアにおいては、Bernanke (2005) が指摘するように過剰な貯蓄 (Saving Glut) が存在していた。東アジアの資金を見ると、深刻な金融危機を経験した日本の金融機関は、リスクを志向せず、安全資産であるアメリカ国債への運用に傾注していた。また、中国などの東アジアの新興市場諸国の通貨当局は、1997年のアジア通貨危機の経験及びその教訓から、外貨準備を積み増すことに専念し、経常収支黒字を生み出すことによって得た外貨準備は、通貨危機管理のために流動性の高いアメリカ国債で運用する傾向にあった。

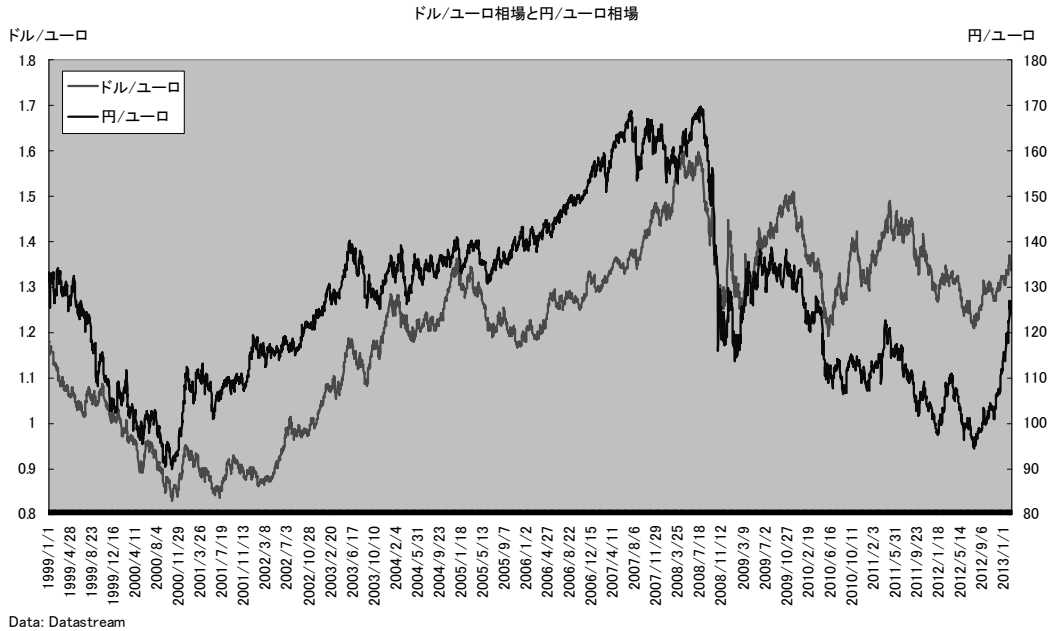
一方、原油価格高騰によって多額の石油輸出収入を得た中近東諸国やロシアは、直接にアメリカへ投融資せずに、ヨーロッパの金融機関による国際金融仲介によって、その資金を運用していた。すなわち、経常収支黒字となった石油輸出国のオイルマネーは、ヨーロッパの金融機関に預けられ、そして、ヨーロッパの金融機関は、アメリカの住宅投資に向かうサブプライムローンの証券化商品へ投資し、その結果として、アメリカの住宅投資に資金が向かうこととなった。このような国際金融仲介の役割を果たしたのがヨーロッパの金融機関であったために、いったん住宅バブルが崩壊し、サブプライムローンの返済が滞り始めると、その影響は、サブプライムローンの証券化商品を保有していたヨーロッパの金融機関のバランスシートまで毀損することとなったのである (小川 (2013))。

3. グローバル金融危機時におけるユーロ暴落

このような状況のなかにおいて、グローバル金融危機の影響を受けていたアメリカとヨーロッパにおいて、とりわけ為替相場に対して非対称的な影響が及んでいた。図2から明らかなように、リーマン・ブラザーズの経営破綻 (いわゆる、リーマン・ショック) が起きた前後、2008年半ばから、ユーロが円に対してだけでなく、ドルに対しても急激に大きく下落した。ユー

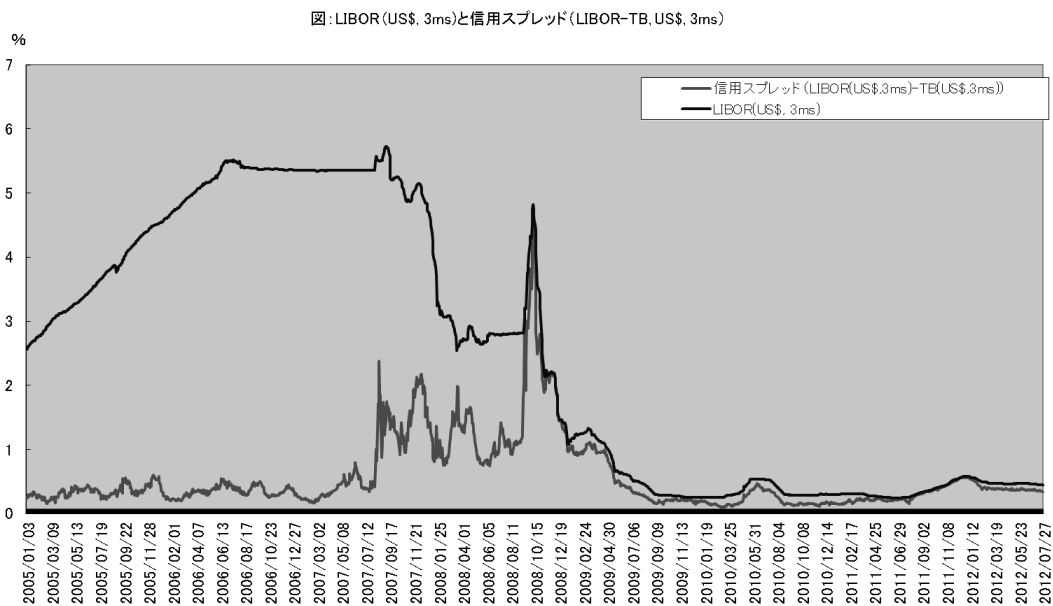
口の対ドル相場の減価は、その後のユーロ圏危機における減価の大きさに比較しても、それを超えるほどのものであったことがわかる。

図2：ユーロの対米ドル相場と対円相場の推移



その背景には、グローバル金融危機に直面して、アメリカのみならずヨーロッパの金融機関も保有していたサブプライムローンの証券化商品が不良債権化し、証券化故にこれらの金融機関のバランスシートの毀損状況を正確に把握することを困難とした。このような状況のなかで、取引相手に関するカウンターパーティ・リスクが、とりわけヨーロッパのドル建てのインターバンク市場において高まった。図3に示されるように、ロンドン銀行間取引金利 (LIBOR) 米ドル建て3か月物金利とアメリカ財務省証券 (TB) 米ドル建て3か月物金利との差を表す信用スプレッドがリーマン・ショック時に4.5%にまで跳ね上がった。これは、ロンドンなどのヨーロッパのインターバンク市場において、米ドル建ての流動性を供給する金融機関が消失し、米ドル建ての流動性を需要する金融機関だけになったことを意味する。そのため、信用スプレッドのみならず、ユーロが米ドルに対しても大きく減価することとなった。

図3：ロンドン・インターバンク市場における信用スプレッド



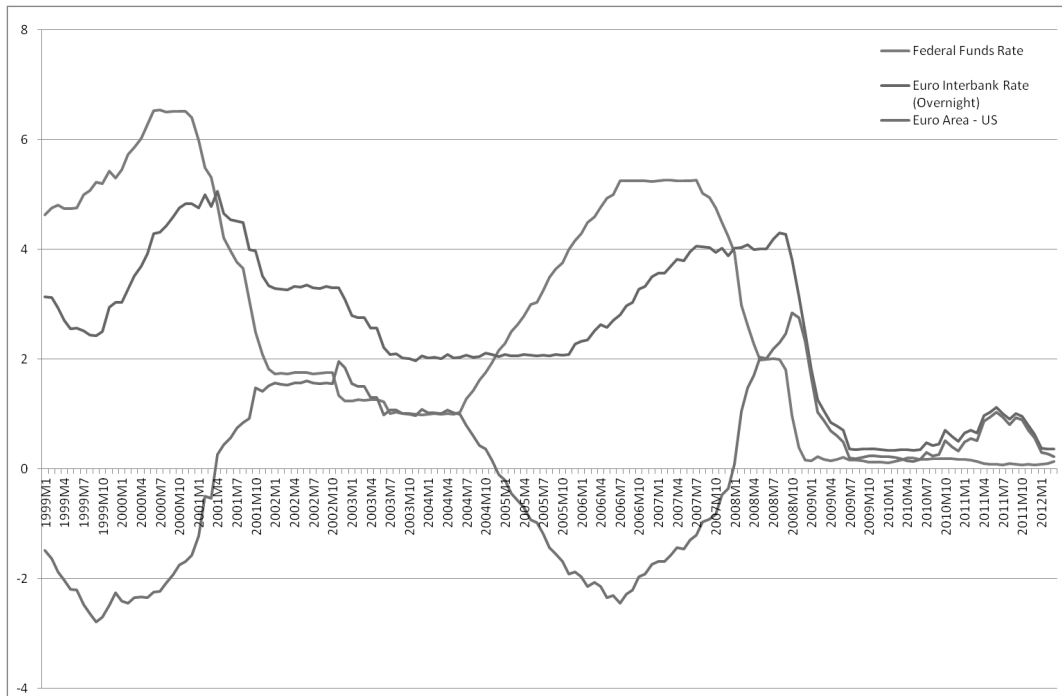
データ：Datastream

一方、リーマン・ショックの直後から、アメリカの連邦準備制度が、欧州中央銀行やイングランド銀行などと締結した通貨スワップ協定の下で米ドル建て流動性を欧州中央銀行やイングランド銀行に供給し、これらのヨーロッパの中央銀行がヨーロッパの金融機関へ担保さえあれば、無限に供給する体制を整えたことにより、急速に信用スプレッドが縮小した。ただし、依然として資金の出し手は中央銀行に限られ、金融機関は資金を調達する側に回っていた。

グローバル金融危機時にユーロが大きく減価した理由のもう一つに、グローバル金融危機発生直前においてユーロ・バブルが発生し、グローバル金融危機をきっかけにユーロ・バブルが崩壊したことがあると指摘することができる。図2に示されるように、グローバル金融危機のなかでユーロが大きく減価する直前、2006年から2008年にかけてユーロがドルや円に対して急速に増価した様子が見て取れる。このようなユーロが減価する直前に急速に増価した原因として、同じグローバル金融危機に直面するなかで、アメリカの連邦準備制度と欧州中央銀行が異なる金融政策スタンスを取ったことを指摘することができる。グローバル金融危機が深刻化する状況において、アメリカの連邦準備制度はいち早く金融緩和政策に転じて、金利を引き下げ始めた。それに対して、欧州中央銀行は、インフレーションに注意を払い過ぎて、金融緩和政策に転じるタイミングが遅れてしまったのである。そのため、図4に示されるように、ドル建て金利とユーロ建て金利との間の金利差が発生し、資金がユーロ圏に集まり、ユーロがドル

に対して増値し続けることとなった。このようにユーロ圏に資金が流入して、ユーロ・バブルが発生したのちに、そのバブルが崩壊して、ユーロがドルに対して大きく減値することとなったのである。一般的に危機の前にはバブルが発生していたと指摘されることが多いが、この場合はそれに相当するであろう。

図4：ユーロ圏とアメリカの金利と金利差の推移



データ：European Central Bank (<http://www.ecb.int/stats/html/index.en.html>)

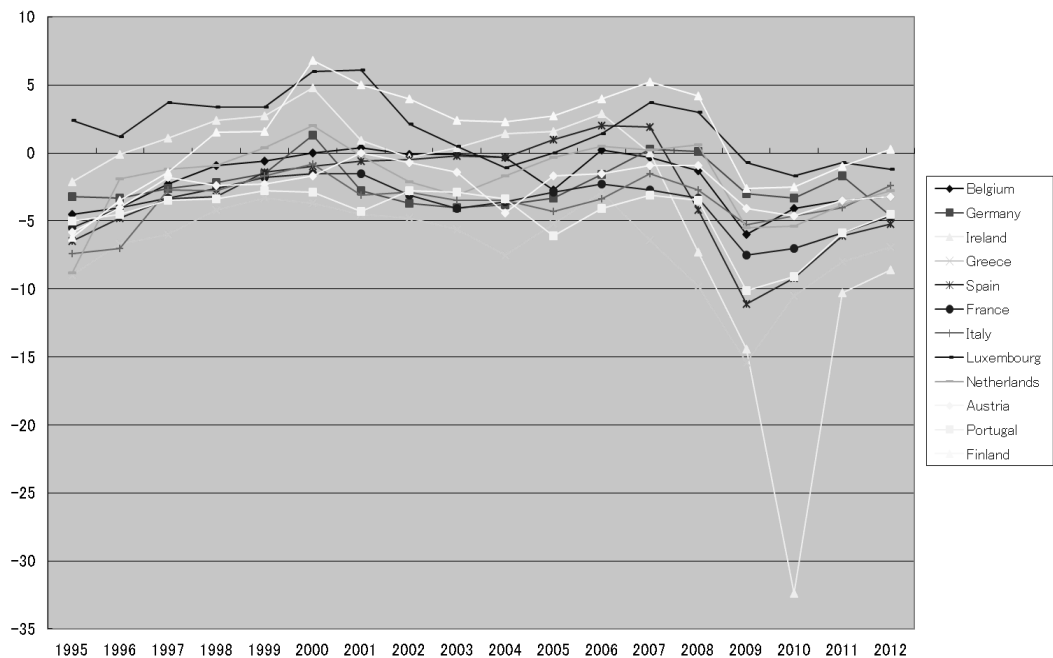
4. ユーロ圏における財政危機

グローバル金融危機によって、アメリカのみならずヨーロッパにおける各国政府は、バランスシートを毀損した金融機関へ資本注入を行わざるを得なくなり、それらの財政支出を増大させることとなった。例えば、ユーロ圏における財政危機のトリガーを引くこととなったギリシャにおいては、銀行への資本注入が50億ユーロ、新規融資への政府保証が150億ユーロ、銀行への流動性供給が80億ユーロ、総計で280億ユーロにのぼった。これは、GDPの12%の財政負担となった（IMF（2009）の試算（2009年5月時点））。

同時に、世界同時不況の影響を受けて、その対策として2008年12月のG20によって財政刺激の国際政策協調が成立すると、それに従って各国政府が財政刺激を行い、一層の財政支出の増大とそれに伴って財政赤字が拡大することとなった。その結果として、先進諸国の政府は財

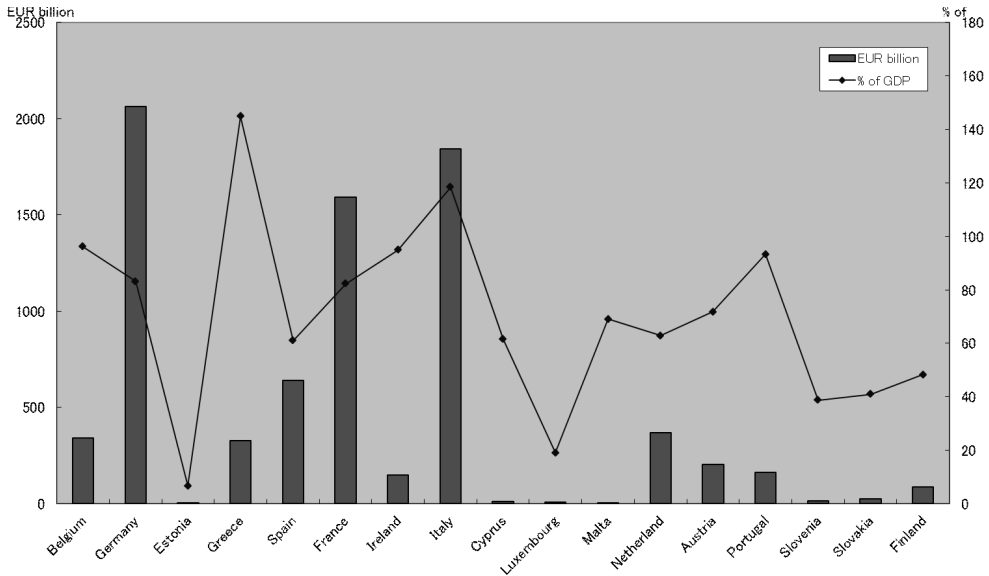
政赤字を拡大することとなった。図5には、ユーロ圏諸国の財政赤字の推移が示されている。ほとんどのユーロ圏諸国において2008年から2009年にかけて、一部の国では2010年にかけて財政赤字が大きく悪化した。2010年を除くと、これらのユーロ圏諸国の中で最も財政赤字が一貫して大きかったのは、ギリシャであった。また、図6に示されているユーロ圏諸国の一般政府債務残高（2010年末）を見ても、ギリシャの対GDP比率が最も高いことがわかる。しかし、イタリアやポルトガルやアイルランドやベルギーなども高い比率にある。また、金額ベースで見れば、イタリアの一般政府債務残高の金額が大きい。

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財務残高（2010年末）



データ：Eurostat

このような先進諸国を中心としたグローバルな財政悪化状況のなかにおいて、ギリシャで2009年10月に新民主主義党のカラマンリス政権から全ギリシャ社会主義運動のパパンドレウ政権に交代した際に、パパンドレウ政権がカラマンリス政権時代の財政に関する統計処理の不備を指摘した。それは、財政赤字の規模を2009年見通しで、対GDP比で3.7%から12.7%（後に13.6%への再修正）へ、2009年末の公的債務残高を対GDP比で99.6%から115.1%へ上方に修正するものであった（European Commission（2010））。このような統計処理の不備は、ギリシャの財政赤字の数字そのもの信頼性を損なうだけではなく、財政当局に対する信認をも失墜させることになった。

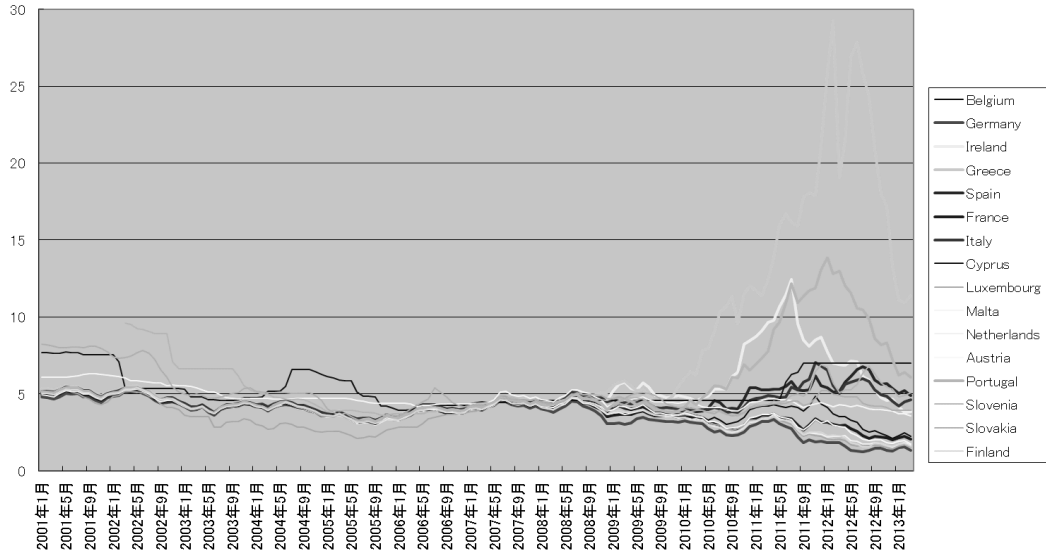
図7は、ユーロ圏諸国の10年物国債利回りの推移を示している。各国間の国債利回りの差は、リスク・プレミアムとしてソブリン（政府信用）・リスクを表している。ギリシャ国債利回りの推移をみると、ギリシャの政権交代による財政上の統計の不備の公表によってソブリン・リスクが急上昇したことがわかる。一方、図5に示されているように、ユーロ導入時から、マーストリヒト条約の経済収斂条件¹の一つである財政赤字の対GDPがその基準である3%をほぼ一貫

1 EUの経済・通貨同盟を規定したマーストリヒト条約の下でユーロ導入のための収斂条件が決められている。その収斂条件として、①インフレ率（過去1年間、消費者物価上昇率が最も低い3か国の平均値+1.5%以内であること）、②為替相場（少なくとも2年間、為替相場が為替相場メカニズム（ERM）の許容変動幅内にあって、切り下げがないこと）、③金利（過去1年間、インフレ率が最も低い3か国の長期金利の平均値+2%以内であること）のほか、④財政赤字と政府債務（国内総生産（GDP）に対して財政赤字が3%以内であり、GDPに対して政府債務が60%以内であること）である。

して超えていたにもかかわらず、ギリシャのソブリン・リスクはさほど高まっていなかった。むしろギリシャの国債は、ドイツの国債と同等の利回り水準にあった。すなわち、2009年10月にギリシャで政権交代による財政上の統計の不備が公表されたことによって、財政当局の信認が失墜し、ソブリン・リスクが突然に高まった。

図7：ユーロ圏諸国の10年物国債利回りの推移

長期金利(10年物国債利回り)



Data: ECB

データ：ECB

ギリシャの財政赤字は問題ないと思いつけていた市場参加者が、財政上の統計の不備の公表をきっかけにその思惑が萎えてしまい、ギリシャ国債への運用に慎重になってしまった。財政赤字が大きいかかわりなくギリシャ国債にリスクがないと考えることはいわゆるバブルという現象であり、そのギリシャ国債のバブルが、財政上の統計の不備の公表をきっかけに崩壊し、財政危機に発展したのである。このようにバブルという均衡状態からバブル崩壊という均衡状態へ複数均衡間で経済が財政当局の信認の失墜によってシフトしたと考えられる (Reinhart and Rogoff (2009)、小川 (2012a))。

ユーロ圏諸国全体の2.7%ほどの経済規模 (GDP) しか有しないギリシャの財政危機がユーロ圏を暴落させたのは、ギリシャの財政危機そのもの問題よりも、ギリシャから他のユーロ圏諸国への財政危機が波及することが懸念されたからである。例えば、ギリシャと同様の財政赤字を抱えているといわれているポルトガル、アイルランド、スペイン、イタリアを加えた経済規

模（GDP）はユーロ圏諸国16か国の35%にも達する。ユーロ圏諸国16か国全体で、2008年の財政赤字（GDP比）2%から2009年には6.3%へ3倍強に増大した。2009年には、ギリシャの13.5%と並んで、アイルランドの14.3%、スペインの11.2%、ポルトガルの9.4%と高くなった。このようにギリシャの財政赤字だけが突出しているわけではなく、他のユーロ圏諸国においても財政赤字が拡大していた状況は、ギリシャの財政危機が他のユーロ圏諸国へ波及する可能性を示していた。

さらに、EUにおける対応の遅れが相俟って、ギリシャから他のユーロ圏諸国へ財政危機が波及することとなってしまった。ユーロ圏諸国は、EUの経済・通貨同盟に所属して、通貨主権は欧州中央銀行に統一されているものの、財政主権は、各国政府に残されたままで、統一されていない。そのために、ギリシャのように財政収支を恒常的に悪化させることになっても、「安定成長協定（Stability and Growth Pact）」の下で財政赤字をGDP比で3%を3年間続けて超えるとペナルティを課するという罰則規定があったにもかかわらず、それが裁量的に決定されたために、欧州委員会がギリシャへ財政赤字改善を強制することができなかった。さらに、リスボン条約に規定されていた財政移転禁止条項が制約となって、ギリシャへの金融支援の決定及び債務削減の影響を軽減するための金融機関へのセーフティネットの設立が遅れてしまった。

5. ユーロ圏危機への対応

ユーロ圏諸国の政府債務危機を解決するためには、以下の3点セットが必要となる（小川（2012b））。その3点セットの核となるのは、ギリシャ政府債務危機の発生及び一部のユーロ圏諸国への波及において重要な役割を果たした失墜した財政規律を回復させることである。財政規律を回復し、強化することが喫緊の課題となる。そのためには、政府債務危機国の財政再建が重要であり、可視化された財政再建計画の策定と着実な実施が必要となる。それと同時に、財政規律確立とモラルハザード防止によって政府債務危機の可能性やソブリン・リスクを縮小することが必要となる。

政府債務危機解決のための3点セットの第二は、危機管理を現実的に推し進めるために、民間部門の関与を通じて巨額の政府債務をある程度の規模に削減することである。政府債務危機が深刻な国（ギリシャ）の債務削減が行われることによって、財政再建による政府債務危機国経済へ及ぶ負担の軽減を施すことが必要である。そして、このような債務削減は、財政再建のために財政緊縮を遂行する危機国政府のインセンティブを与えることになる。一方で、債務危機における貸し手としての民間金融機関の役割の重要性を踏まえて、借り手とともに貸し手にも負担の一部をシェアし、モラルハザードの防止につながるとも言われている。

同時に、3点セットの第三として債務削減に応じる民間金融機関に対するセーフティネットの提供が必要となる。債務削減による民間金融機関への政府債務危機の影響を最小化し、他のユーロ圏諸国への波及を抑制するために、セーフティネットとして欧州金融安定化ファシリティ (European Financial Stabilization Facility : EFSF) や欧州安定メカニズム (European Stability Mechanism : ESM) の設立とそれらの資本増強が進んでいる。セーフティネットとしてEFSFやESMによる政府債務危機に直面した国債の買上げが期待されている。EFSFが資金調達のために発行したEFSF債券を日本政府は購入する形で欧州の政府債務危機の鎮静化と世界経済への影響を抑えることに貢献しようとしている。さらに、EFSFやESMで資金が十分ではないことから、これらと協調してECBによる国債買上げも行われる必要があり、実際に国債買上げが行われている。

EUにおいては、財政当局の信認を回復するために財政規律の確立・強化が検討されている。2011年12月に開催されたEU首脳会議において、ユーロ圏諸国が中心となって、経済同盟の強化、とりわけ、「財政安定同盟 (Fiscal Stability Union)」に向けた動きに基本合意がなされた。但し、この基本合意に他のEU諸国も賛同する形を取ったが、イギリスとチェコは、財政主権の維持にこだわり、この基本合意には賛成しなかった。

その内容は、財政規律を強化するために新しい財政ルールを含む財政協定 (Fiscal Compact) に作ることに基本合意したことである。財政ルールは、一般政府予算を均衡させなければならないというものである。但し、マーストリヒト条約で規定されている経済収斂条件の1つである財政赤字の対GDP比を3%以内とするというものではなく、景気悪化のために税収の減少や失業手当の増大によって悪化する財政収支を考慮に入れるために、景気変動に影響を受ける循環的赤字を除いた、構造的赤字についてGDPの0.5%を超えてはいけないとしている。また、この財政ルールを、各国の憲法あるいはそれに相当する法律で規定することも盛り込まれている。

すでに安定成長協定によって、財政規律の遵守を求めて、過剰財政赤字手続きの実質的な適用を図ることになっていた。実際にはギリシャを含めていくつかの国がその適用の対象となったが、一度も発動されることがなかった。裁量の余地があったことから一度もその発動がなされなかったという反省から、新しい財政ルールでは、欧州委員会によってある国の財政赤字の上限超過を認められたならば即時に、ユーロ圏諸国の反対がないかぎり、自動的に過剰財政赤字手続きが適用されるよう、自動修正メカニズムを導入することにもなっている。このようにして実質的な財政規律の強化を図ろうとしている。

6. 東アジア通貨への影響と教訓

グローバル金融危機とユーロ圏の財政危機は、日本を含めて東アジアの金融機関がヨーロッパの金融機関とは違って、サブプライムローンの証券化商品や財政危機に陥ったギリシャなどの国債をそれほど保有していなかったことから、直接的に影響を受けることはなかった。しかし、世界同時不況による東アジア諸国からの輸出の縮小や欧米の金融機関による東アジアへの資本流入の突然の停止などによって、間接的に東アジア諸国通貨間の域内為替相場に影響を及ぼした (Ogawa (2013))。

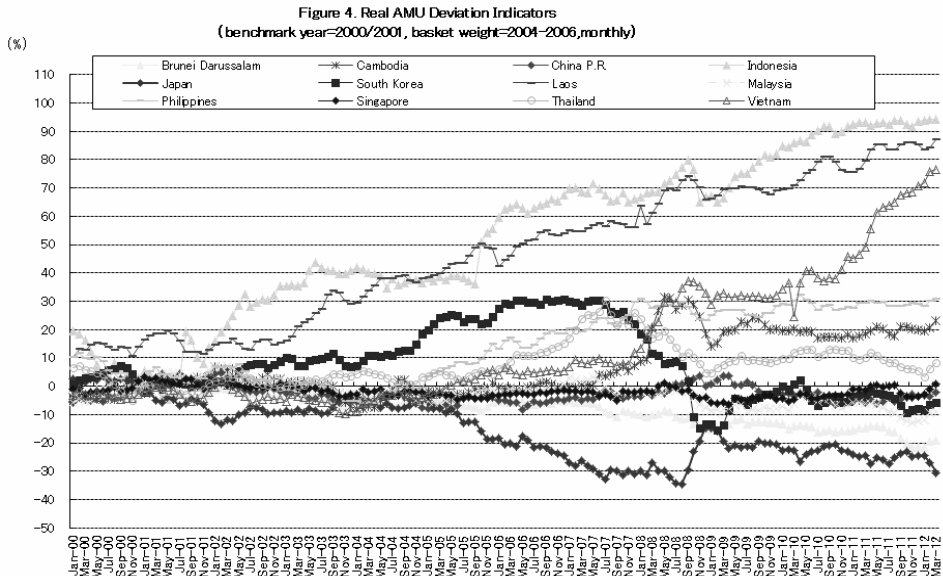
具体的には、グローバル金融危機が発生する直前までは、欧米の金融機関によるキャリートレードが盛んに行われていた。低金利の円資金を調達して、相対的に高金利の韓国ウォンなどの東アジア新興市場国通貨に運用して、利鞘を稼ぐというキャリートレードを行うことによって、資金が円から韓国ウォンなどに移動して、円が韓国ウォンなどに対して減価していた。しかし、グローバル金融危機が発生すると、欧米の金融機関はこれらのキャリートレードを回収し始め、資金が韓国ウォンなどから円に逆流した。そのために、グローバル金融危機発生中からその後にかけて円が韓国ウォンに対して増価した。

このような域内為替相場の変動は、2005年から最近まで続き、大きなミスアライメント (中長期的な均衡為替相場からの乖離) を引き起こしていた。東アジア諸国通貨間のミスアライメントは、東アジアにおいて生産ネットワークが確立している状況において、相対価格を中長期的に歪めることによって貿易のみならず対外直接投資においても資源のミスアロケーション (誤配分) を引き起こす可能性がある。

図8に東アジア通貨のAMU乖離指標の推移が示されている。AMUとは、東アジア通貨単位を意味し、ASEAN10か国の日本、中国、韓国の13か国の通貨の加重平均値である。その際のウェイトは、域内貿易量とPPPで測ったGDPを基準としている。図には、各国の通貨をAMUに対して表示した為替相場について、2000-2001年の平均値をベンチマークとして、すなわちゼロとして、それに比較してAMUに対して増価すればプラスに、減価すればマイナスに表示されている。この図を見ると、グローバル金融危機以前においては、韓国ウォンなどが割高となっているのに対して、円が割安となっていたことがわかる。さらに、グローバル金融危機時において円が増価したのに対して、韓国ウォンなどが減価したことがわかる。

グローバル金融・財政危機の東アジア通貨への影響を最小限とするためには、1997年に発生したアジア通貨危機後、2000年に設立されたASEANと日本、中国、韓国、いわゆるASEAN+3における地域通貨協力、チェンマイ・イニシアティブ (CMI) を強化するとともに弾力化することが必要である。その強化の一つとして、CMIの下での通貨スワップ協定の規模を徐々に拡大しつつある。現時点で通貨スワップ協定の総額は1,200億ドルに達している。

図8：東アジア通貨の実質AMU乖離指標の推移



データ：経済産業研究所

他の一面として、CMIをマルチ化（CMIM）することとなった。CMIをマルチ化する以前においては、CMIは、二国間通貨スワップ協定のネットワークとASEANスワップ協定から構成されていた。財務省²によれば、二国間通貨スワップ協定のネットワークは、「（スワップの発動方法や条件を規定する）基本原則」に基づく通貨スワップ取極をASEAN+3各国が二国間ベースで多数締結するもので、締結相手の選択は各国の判断に任されていた。スワップの発動条件は、基本的にIMF融資とリンクしていた。但し、締結されたスワップ総額の20%まではIMF融資とのリンク無しに発動することができた。2010年3月にCMIマルチ化契約が発効した。一本の契約の下で、通貨スワップ発動のための当局間の意思決定の手続きを共通化し、支援の迅速化・円滑化を図るものである。スワップの発動条件は、基本的にIMF融資とリンクしているが、締結されたスワップ総額の20%まではIMF融資とのリンク無しに発動することができることとなった。

一方、長期的には、東アジア域内において決済通貨面における「ドル基軸通貨体制」からの脱却をめざすことが望まれる。域内取引の決済通貨がユーロである欧州においてもグローバル金融危機においてドル建て流動性の不足に直面する深刻な事態となった。域内取引の決済通貨がドルに依存している東アジアにおいて、欧州と同じことが起こっていたら、欧州・ユーロ以

2 財務省ウェブサイト

(http://www.mof.go.jp/international_policy/financial_cooperation_in_asia/cmi/) 参照。

上に深刻化しただろう。このような理由から、決済通貨の地域通貨への必要性が再認識されている。中国との貿易におけるクロスボーダー取引において人民元を利用することができるように、人民元の部分的な国際化が進められている。

ユーロ圏危機の経験より、東アジアへの教訓として、危機予防と危機管理を事前に準備しておくことの重要性が指摘される。ユーロ圏においては、リスボン条約の「財政移転禁止」条項が金融機関のセーフティネットの設立を遅らせた。東アジアにおいては、アジア通貨危機を経験して、通貨危機の危機予防と危機管理のスキームが構築されつつあるが、事前に万全たる準備を行うことが重要である。

危機予防としては、マクロ経済や金融部門の健全性の他、為替相場や財政状況に対するサーベイランスが行われる必要がある。同時に、グローバル金融危機時において東アジア諸通貨も経験したミスアライメントを防止するために、事後的に資本流出を監視するのみならず、事前的に資本流出の前に起こる急激な資本流入も監視することが重要である。この役割を果たすと期待されるのが、2011年4月にシンガポールにサーベイランス機関として設立されたASEAN+3マクロ経済リサーチ・オフィス(ASEAN+3 Macroeconomic Research Office: AMRO)である。

危機管理としては、いったん東アジア域内で通貨危機が発生した際には、東アジア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である。危機に対する初期対応が重要である。そのために、CMIMの予備的クレジットラインやIMFデリンク割合の増加によって通貨スワップ協定の実行において弾力性を増すことになったことは、その実効性を高めることになると評価することができよう。

最後に、地域金融協力における日中韓の役割は大きい。CMIMの下で通貨スワップ協定の実行そして域内為替相場のミスアライメントに対するサーベイランスさらには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の役割が大きい。AMROが、域内為替相場の動向や急激な資本移動を観察・分析するために、そのキャパシティ構築・強化が必要となっている。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。

7. 結論

本稿は、グローバル金融危機およびユーロ圏における財政危機の背景と影響、とりわけ東アジア通貨への影響に焦点を当てて、これらの経験から東アジア諸通貨の域内為替相場の安定のための方策を考察した。グローバル金融危機は、基軸通貨ドル体制の下で、アメリカの金融危機がヨーロッパにも波及したことから、ドルが減価するよりもむしろユーロや英ポンドなどがドルに対して減価した。グローバル金融危機は東アジア経済へ直接的な影響がなかったものの、

円や韓国ウォンなどの域内為替相場が大きな変動を起こして、ミスアライメントを引き起こした。一方、ユーロ圏における財政危機においては、事前の危機予防や危機管理の対応が乏しく、そのスキームの構築が遅れたことが、財政危機の波及など危機を深刻化させた。このような教訓を踏まえると、生産ネットワークを構築した東アジアにおいては、域内為替相場の安定性が重要であることから、事前に通貨危機の危機予防や危機管理の体制を整備し、強化することが必要である。それらの体制は、すでに構築されている通貨スワップ協定を含むCMIM及びサーベイランス機関としてのAMROに一層の実効性を持たせて、活用することが望まれる。このように、東アジアにおける通貨危機の危機予防と危機管理を事前に整備・強化するための域内通貨協力の必要性が一層増している。

(2013年4月脱稿)

【参考文献】

- Bernanke, B. S. (2005) “The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit,” Remarks at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, March 10, 2005.
- European Commission (2010) *Report on Greek Government Deficit and Debt Statistics*.
- International Monetary Fund (2009) *Fiscal Implications of the Global Economic and Financial Crisis*, Occasional Paper, No. 269.
- みずほ総合研究所編 (2010) 『ソブリン・クライシス—欧州発金融危機を読む』日本経済新聞社.
- 小川英治 (2012a) 「複数均衡としての欧州ソブリン危機とその解決策」『世界経済評論』vol.56, no.2, 19-23.
- 小川英治 (2012b) 「欧州政府債務危機の全貌：原因と進行」『国際問題』No.611, 6-16.
- 小川英治編著 (2013) 『グローバル・インバランスと国際通貨体制』東洋経済新報社.
- Ogawa, Eiji (2013) “Regional Monetary Cooperation in Asia,” in Sahoko Kaji and Eiji Ogawa eds., *Who Will Provide the Next Financial Model? Asia’s Financial Muscle and Europe’s Financial Maturity*, Springer, 221-237.
- Reinhart, Carmen M. and Kenneth S. Rogoff (2009) *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton (村井章子訳『国家は破綻する—金融危機の800年』日経BP) .