
世界金融危機と国際通貨体制

金融アーキテクチャーは変わったか？

伊藤 隆敏

Ito Takatoshi

イントロダクション

2007年に表面化したアメリカのサブプライム(優良ではない借り手への住宅ローン)危機は、2008年には多くのアメリカや欧州の大手金融機関・ファンドの破綻や救済に発展した。2008年9月に証券大手リーマン・ブラザーズが破綻(連邦破産法申請)すると、投資家のリスク商品回避の行動が一気に高まり、金融機関同士の取引も激減した。多くの金融資本市場で価格がつかないような状況が発生した。多くの借り入れをしていた金融機関や新興市場国は、借り換えを拒否されるなどで、流動性の危機に陥った。旧東欧諸国を中心に、いくつかの新興市場国の通貨に対して大きな切り下げ圧力が生じて、国際通貨基金(IMF)による救済が始まる。先行きの不安から実体経済も急速に悪化、各国で消費、投資が激減した。その結果、貿易量も急減、サブプライム危機には直接関係のなかった日本やアジアにも、2008年第4四半期以降、大きな影響が及んできた。ここから、主に欧米の金融機関の危機であったものが、国際金融危機へ、そして、世界同時不況へと発展した。2009年は、戦後初めて主要先進国と多くの新興市場国、そして、世界経済全体もマイナス成長に陥ることが予想されている。1930年代の大恐慌以来の危機、100年に一度の危機、と言われるゆえんである。

このような危機がなぜ起きたのか、このような危機が起きないようにするためには、国際通貨体制はどのような変化を求められているのか、を中心に論考を進めたい。

本論に入る前に、ある講演の一節を引用する。これは、米財務長官の講演の冒頭部分である。

「本日は、金融危機後の国際金融システムの議論をしたい。これらの出来事から世界の金融市場の機会とリスクについて何を学ぶのか、そして、21世紀の世界経済の潜在力を実現するために国際金融システムのアーキテクチャーをどのように強化できるのか。」

危機の深刻さと国際金融システムの新しいアーキテクチャー(枠組み、基本構造)の構築への強い意志が読み取れる。

では、この講演はいつ行なわれたのか？ 昨年来の世界金融危機についての財務長官の発言かと思った人がいるかもしれないが、答えは、1998年4月14日、ルービン財務長官(当時)の講演である。つまり、この引用で言う金融危機は、アジア金融危機のことである⁽¹⁾。

これからわかるように、危機が起きるたびに、国際金融アーキテクチャーの議論が巻き起こる。しかし、そのアーキテクチャーは既得権もあり、なかなか変わらない。1年も経つと危機国の経済も回復、喉もと過ぎれば……ということで、改革は微調整で終わる。そして10年経つとまた危機が襲ってくる。そのような気がしてくる。どれくらい10年前のアジアの教訓が生かされたのか？

本論文では、つぎのような観点から危機とアーキテクチャーの関係について考察する。まず、10年前と今回の金融危機の違いについて指摘する。それから国際金融アーキテクチャーの代表であるIMFはアジア通貨危機に際して誤った処方箋を書いたと言われている。その後の改革で、アーキテクチャーは変化した、と言えるのかどうか？ そして今回の危機は国際通貨体制に大きな疑問を投げかけている。

1 サブプライム危機

100年に一度、と言われる危機に至る過程を詳細に検討すると、アメリカの金融資本市場、欧米の金融機関、そして欧州の欧州連合（EU）周辺の新興市場国が、さまざまな問題を抱えていたことがわかる。この問題点を明らかにすることで、何が欠けていたのか、今後何を変えていかなければいけないのかという教訓を学ぶことができる。すでにいろいろなところでサブプライム問題の解明が行なわれているので、ここではごく簡単に解説する。

アメリカにおいてサブプライム住宅ローンが2004年から06年にかけて盛んになった背景には、ブッシュ政権による持ち家政策の推進、住宅価格上昇予想（バブル）による将来の楽観的な見通し、住宅ローンの証券化・売却を視野に入れた金融機関の無責任な住宅ローン組成がある。証券化して売却すれば滞納されても損失がないので、滞納確率を正確には計算せずに住宅ローンを組成していた。これを「モラル・ハザード」と呼ぶ。

つぎに、ローン証券のプール化と優先証券の組成があった。投資銀行は、住宅ローン証券を何百枚、何千枚と集めて、投資プールにしたうえで、このプールへの支払い全体に優先順位をつける。つまり、プールへの最初の3分の1を受け取る権利、つぎの3分の1を受け取る権利、最後の3分の1を受け取る権利、のように切り分ける。そうすると、全国のあらゆる住宅ローン利用者が同時に滞納する、という想定外の状況が起きない限り、最初の3分の1の支払いはほぼ確実である、と考えて、最初の3分の1の受け取り権利（シニア証券）は、トリプルAの格付けを得ることになる。ところが、このようなトリプルAの格付けを与えるにあたって、格付け会社は本当に客観的にリスク評価していたのだろうか。格付け会社は、格付けする商品にどのような安全証券を混ぜ込んで優先証券をつくるかについて、相談に預かりながら格付けを進めていた、ということが明らかにされると、格付け会社の「利益相反」が批判された。

証券化を主導した投資銀行は、それを最終投資家に販売するにあたり、海外に販売子会社（SIV）を設立、そこが借り入れを行ないながら主に欧米の投資家に販売する方式をとっていた。SIVが販売する資産は、投資銀行本体の資産負債には連結されていなかった。販売に対して流動性支援の契約を本体の銀行と結んでいたにもかかわらず、この流動性支援の

リスクについて、資本が積まれていなかったのである。この点は、のちに、「不明朗会計」として批判されることになる。

SIVは再証券化商品を仕入れては、それを最終投資家（欧米のヘッジファンド、地方銀行、投資信託運営金融機関、年金基金、など）に販売していた。ところが、サブプライム証券の滞納は、2006年から急増する。その結果、サブプライムローンを組み込んだ証券化商品への配当も滞り、結局トリプルAと信じて購入していた最終投資家は新規購入をやめたばかりではなく、これまで購入したものについても、買い戻しを請求し始めていた。さらに評判に傷がつくのを恐れた金融機関が買い戻し請求に応じるようになったことから、SIVへの証券の在庫が滞留するようになった。そして、投資銀行が一斉に流動性確保、資本増強に奔走することになる。

2 欧米金融危機、2008 09年

サブプライム証券の滞納率上昇の問題は、資産担保證券商品全体の市場に大きな影響を与えた。証券化商品の価格が全面的に下落、買い手不在のなか値がつかない市場も広がっていった。このような証券を組み込んでいた投資信託、在庫をもっている投資銀行が、大きな評価損を被るようになっていった。

投資銀行のバランス・シートが毀損するなか、流動性の不足、資本不足が目立つようになった。2008年3月16日には、流動性不足が顕在化した証券大手ベアー・スターンズ社が、JPモルガン・チェース銀行に救済合併されることになった。

7月から8月にかけては、政府系の住宅ローン保証会社であるファニーメイ、フレディマックという2つの「住宅公社」の資本不足が問題になった。7月11日には、両社の株価が暴落、7月30日には、アメリカ議会が、住宅公社の支援法を成立させたが、それでも経営不安は収まらなかった。9月7日には、アメリカ政府が住宅公社2社を管理下におき、債務保証を行なうと発表した。

9月に入ると、再び投資銀行や商業銀行の経営不安がささやかれるようになった。とくに、リーマン・ブラザーズ、メリルリンチ、モルガン・スタンレーについて資本注入や救済合併が必要ではないか、という議論が多くなってきた。救済側の金融機関としては、韓国開発銀行、バンク・オブ・アメリカ、バークレーズ、野村證券、三菱UFJフィナンシャル・グループ（MUFG）などが噂された。

さまざまな交渉を経たあと、MUFGがモルガン・スタンレーに20%の出資をすることが決まり、バンク・オブ・アメリカがメリルリンチを救済合併することになり、リーマン・ブラザーズは破綻（連邦破産法適用）することになった。とくに、リーマン・ブラザーズが9月10日に赤字決算を公表すると、一気に株価が下落した。

さまざまな報道では、連邦準備制度理事会（FRB）と財務省が中心となって、リーマン・ブラザーズの処理を検討していた2008年9月15 16日の週末には、主にバークレーズが救済機関として想定されていたが、バークレーズは、3月に破綻したベアー・スターンズ並みの損失保証を要求し、財務省がそれを断った。そのため、結局引き取り手のないまま破綻

に至った、と言われている。

しかしリーマン・ブラザーズを破綻させたのは、間違いだった。ベアー・スターンズを救済したことで、市場にはベア・スターンズよりも大きな金融機関は破綻させない、という“Too big to fail”の予想（期待）が生まれていた。バークレーズが最後まで財務省からの損失保証を求めている背景もこの期待であっただろう。市場の期待を裏切ることで、大きな反応が起きた。大手金融機関はつぶれないという期待から一気に、どの金融機関がつぶれてもおかしくない、というように意識が変わり、さまざまなスプレッドが急上昇した。世界の金融市場は大混乱に陥り、金融危機は一気に世界経済危機へと変容していく。このような金融危機の深刻化にともない、アメリカ政府は再度方針を転換して、金融機関の救済に動く。保険会社であるアメリカン・インターナショナル・グループ（AIG）への資本注入、シティグループやバンク・オブ・アメリカなど大規模銀行への資本注入など、いわば“Too big to fail”の救済を連発するようになる。この金融市場混乱を受けての救済よりは、リーマンを救済して大混乱を防いであらうがよかったに違いない。

リーマン・ブラザーズの破綻は、ただちに金融資本市場にいくつかの大きな影響を与えた。第一に、リーマンの破綻の翌日（9月16日）には、AIGに対して、FRBから850億ドルもの資金貸し付けが行なわれ、実質国有化された。AIGは、会社が破綻した場合に支払われる保険のような契約（CDS: Credit Default Swap）を大量に供給（販売）していた。しかし世界金融危機になると、AIGに巨額の支払い義務が発生するのではないかと、ということが懸念されるようになり、さらにそれを材料に、AIGの格下げが検討され始めた。CDSの契約では、CDSの供給金融機関がトリプルAのうち、CDS契約の買い手が売り手に保険料を支払うだけだが、売り手の格付けが悪くなると、CDS契約の売り手が供託金を積まなくてはならない、という義務が発生する。このため、世界最大の保険会社、AIGは実質的に国有化された。

第二に、金融機関同士が疑心暗鬼になったことである。たとえ小さな確率でも、取引相手がいつ倒産するかもしれない、と考えるようになると、中長期の取引はもちろん、1週間の（スワップ）取引でも躊躇するようになる。3ヵ月ものの資金貸借市場は枯渇して、中期短期の金利スプレッドが跳ね上がった。

第三に、その影響で銀行は与信に対してきわめて慎重になり、キャッシュ・ポジションを厚くするようになった。したがって、企業からみると信用収縮（クレジット・クランチ）で手元資金が枯渇することになった。

9月18日に、ポールソン財務長官（当時）とバーナンキFRB議長は議会に対して金融市場の安定化のための公的資金の準備を要請した。その結果、9月20日には、不良債権を金融機関から買い取るための総額7000億ドルのファンド、不良資産救済プログラム（TARP: Troubled Asset Relief Program）を準備するという計画が表明された。この時点でのTARPの役割は、銀行が切り離す（売却するであろう）不良債権を買い取るための資金であった。銀行が不良債権を持ち続けることはこれからも損失がどんどん膨らんでいくことを意味しているので、これを買い取ることでとりあえず「止血」はできる。その後、この公的資金投入の

ための緊急経済安定化法案はいったん下院で否決されるという予想外の展開もあったが、修正のうえ、10月1日に上院で可決、10月3日には、下院で可決された。

リーマンの破綻から緊急経済安定化法が可決されるまでの3週間は、銀行をめぐるさまざまな動きがあった。破綻したリーマンのオペレーションは、バークレーズ（北米部門）と野村證券（アジア、インド、欧州部門）が買収、三菱UFJは、モルガン・スタンレーへの出資を決めた。また、ゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーは、投資銀行持ち株会社から、銀行持ち株会社へ移行した。監督当局が証券取引委員会（SEC）からFRBに変更になり、より厳格な検査を受けるものの、流動性支援はより受けやすくなるメリットがあると考えられた。不良債権が大きい割合を占めるワコピア銀行は、最初、シティグループが買収に名乗りを挙げるものの、その後ウェルズ・ファーゴが買収することになった。ワシントン・ミューチュアルは、破綻したあと、JPモルガンが、銀行業務を19億ドルで買収した。

3 世界金融危機への発展

サブプライム危機が顕著に市場関係者や政策担当者に明らかになった2007年夏から、しだいに欧米系の投資銀行を中心に、投資ポジションを売却、債務（多くの場合、短期借入れ）を返済するという行動が続いていた。2008年の春までには、借入れにより資本へのリターンを高めるレバレッジの反対語で、デレバレッジ（deleverage）ということが盛んに言われるようになってきた。

9月になると、前節で説明したように、ヘッジ・ファンド、プライベート・エクイティ（PE）や銀行、投資銀行など金融機関の業績が顕著に悪化するなかで、アメリカの金融機関は、キャッシュ・ポジションを厚くするため、世界中で売れるだけの資産を投げ売りして、アメリカの本社への送金を始めた。このためもあり、リーマン・ショックのあった9月中旬から10月にかけて、多くの新興市場国や先進国の株価が下落、ドル価値が上昇した。金融危機の発生国の通貨が増価するというのは、きわめて異例で、多くの金融取引・金融商品がドル建てであることや、安全資産（Safe haven）とみなされていることもさることながら、アメリカのヘッジ・ファンド、PE、金融機関の資産売却と本国送金（ドル買い）の流れが非常に強かったことが大きく影響している。

こうして、アメリカの金融危機の世界への波及が急激に起きていった。たとえば、日本の株価（日経225）は、リーマン・ショック前は、1万2000円前後で推移していたものが、1ヵ月後には50%の価値を失い、8000円前後にまで低下した。9月から年末にかけて、韓国、インド、ブラジルなどの新興市場国でも軒並み株価と通貨が下落した。

通貨に関して、ドルがユーロ、ポンド、スイス・フランや新興市場国通貨に対して、全面高となった。一方、円だけは例外で、ドルに対しても増価した。日本の株価下落の要因は、円高にもある。

円高の原因は、ヘッジ・ファンド、PE、金融機関が、低金利の円で借りてハイリスク商品に投資を行っていた部分を返却した（デレバレッジ）効果が大きかったと言われている。いわゆるキャリー・トレード（金利の安い通貨で借りて、金利の高い通貨の債券に投資する）

は、一気に縮小した。

金融危機の波及という面では、欧州への影響が一番大きかった。これには3つの理由がある。第一に、欧州の巨大金融機関も、一部は米国のサブプライム関連の証券化商品をつくり販売していたが、危機になり在庫が溜まるなどして、資金繰りに窮するところが出てきたこと。さらに、中小の金融機関のなかには、最終投資家として関連証券化商品を保有していたところもあった。第二に、ヨーロッパのなかにも、住宅価格が大きく上昇した国があり、アメリカと同じようなバブル崩壊が起きていた。したがって、金融機関のなかにはバブル崩壊により損失を被るところが出てきた。第三に、ヨーロッパの金融機関といえども、証券化の資金がドル建てであったことから、大量のドルへの需要が高まることとなった。ヨーロッパの金融機関もドル流動性の確保が困難になった。ヨーロッパでもドルの流動性が欠如したことに対しては、9月18日、日米欧の主要中央銀行6行が、1800億ドルのドル供給を行なった。

このようななかで、リーマンの破綻のあと、欧州の金融機関も破綻が急増した。9月18日には、イギリスの住宅融資の最大手のHBOSが破綻、これをロイズTSBが救済した。9月28日には、オランダ、ベルギー、ルクセンブルクの3ヵ国政府が、巨大金融機関フォルティスを分割して、公的管理下におくことを決定。また9月29日、イギリスの住宅金融大手のブラッドフォード・アンド・ビングレーの一部国有化を決定した。9月30日には、デクシアに、ベルギー、フランス政府などが公的資本を注入した。

ユーロ圏の先進国やイギリスでは、銀行危機で、かつ通貨も下落はしたものの、国として通貨危機に陥ったということはない。しかし、ユーロ圏の周辺の新興国では、通貨危機に陥る国が出てきた。アイスランドは、多くの投資家から高金利を求める預金が殺到していて、銀行預金は国内総生産（GDP）の10倍以上に達していた。この資本流入が何らかのきっかけで資本流出になると、銀行の資金繰りは急速に悪化した。9月29日には、アイスランドがグリトニル銀行を国有化した。また、10月6日には、預金の全額保護も打ち出さざるをえなかった。同様に、通貨危機はハンガリー、ウクライナなどにも拡大していった。これについては詳しく後の節で述べる。

4 G20 サミットの発足

リーマン・ショックのあとの金融混乱は、瞬く間に世界に広がった。各国の金融当局が、資金不足に陥る金融機関の救済（資本注入）、国有化、という処理に追われるなかで、主にフランスのサルコジ大統領とイギリスのブラウン首相の呼びかけで、金融危機に関するサミットを行なうことになった。新興市場国（とくに中国、インド、ブラジル）の重みが増してきたこともあり、これまでのG8（米・日・独・英・仏・加・伊・ロ）だけでは、世界規模の危機の解決策をつくることができない、との認識から、G8よりも大きな枠組みが模索された。その結果、それまでは財務大臣・中央銀行総裁会議として存在していたが首脳会議はなかったG20を、首脳レベルで開催することが提案された。サルコジ大統領もブラウン首相も財務大臣を経験しているので、首脳に格上げすることで、自分たちの出番をつくらうと

した、という政治的な理由も見え隠れする。

基本的には、なぜこのような世界規模の金融危機になったのか、という反省から、第1回G20首脳会議（金融サミット）は、11月14日、15日に行なわれた。第1回では具体的な成果はなかったものの、第2回までの時間を区切った「行動計画」を作成した。

第2回は、2009年4月1日、2日にロンドンで行なわれた。ここでは、つぎのような課題について合意が得られている。

第一に、成長と雇用の回復ということで、世界の需要回復のために共同歩調をとって、財政・金融の景気刺激を続けること。

第二に、金融監督および規制の強化である。金融セクターおよび金融規制・監督における失敗が危機の原因と認定して、その改革の必要性を訴えている。

第三に、国際金融機関、とくに国際通貨基金（IMF）の強化である。まずIMFが利用可能な財政基盤の強化で、IMFが主要国からの借入れができる仕組み（NAB）の拡大と、IMFクォータ（メンバーの出資額と比率）の拡大である。ロンドン・サミットの直前にIMFが発表した、融資条件のない弾力的クレジットライン（FCL）を歓迎している。さらに、世界経済に流動性を与える特別引き出し権（SDR）の配分を支持している。

そのガバナンス（統治）について、新興国・途上国は、最貧国を含め、より大きな発言権と代表を有するような改革と、トップの選出にあたっては、開かれた実力本位の選任プロセスで選ばなければならない、としている。

第四に、保護主義にならないように、さらに世界的貿易と投資を促進する、ということも強調している。

このG20サミットの発足は、これまでG8には参加していなかった新興国の存在感を増すことになった。とくに、中国、インド、ブラジルが途上国の立場から、いろいろと注文をつけて、国際金融機関における新興国・途上国の役割の向上に結びつけたようだ。G20サミットにおける新興国・途上国の地位向上は、日本には複雑な影響を及ぼす。G8のなかでは、日本は唯一の非欧米国として、アジアを代表する主張がなかなか通らないという苦勞を強いられる一方、アジアを代表する国として、アジアのなかでは一定のリーダーシップを發揮できる立場にいた。しかし、G20になれば、中国も韓国もインドネシアも、日本と対等のメンバーということになる。日本がとくにアジアの代表ということもない。G20では、多くの国が参加するなかでいかに自国の主張をアピールするか、さらにほかの国と連携するか、ということが重要になるが、それをこなせるか、という問題が日本には突きつけられている。

5 人民元の国際基軸通貨化はあるか

4月のG20の会議の直前に、中国の周小川人民銀行行長が、3本の論文を発表した。テーマは、国際通貨システム、貯蓄率、景気循環の振幅増幅の可能性に関するものである⁽²⁾。このうち、最初の国際通貨システムに関する論文が大きな反響を呼んだ。これは4月2日の金融・経済に関する首脳会合（G20）を意識して書かれたものと考えられる。概略を紹介する。

まず今回の危機の発生原因について、ドルが国際基軸通貨であることが国際通貨システムの欠陥であるとしている（論文ではドルは名指しせず、一般論として論じているが、アメリカとドルを指していることは明らか）。国際基軸通貨であるためには、秩序だった供給が保証され、総供給量は需要の変化に応じて柔軟に調整されるべき、この調整は一国の利益を超越して行なわれなくてはならない。そのために、基軸通貨は一国の通貨ではなく、国家主権を超越した通貨でなくてはならない。一国の通貨はその国の金融政策目標にそって供給されるので、国際基軸通貨になることには無理がある。自国の目標と世界への流動性の目標の間に乖離があるからだ。

したがって、主権国家と無関係の国際基軸通貨を構築することが必要だ、として、ブレトン・ウッズ会議におけるケインズ提案である、バンコール（Bancor）に言及している。また、IMFが1969年に創設した特別引き出し権（SDR）にも言及して、「超主権的基軸通貨（super-sovereign reserve currency）」の潜在力があるとして、分配の増加、利用の拡大と、構成通貨の変更を訴えている。SDR（ドル、ユーロ、円、ポンドのバスケット価値）は現在、IMFの会計の表示通貨ではあるが、世界に流動性を供給するという役割は限られている。さらに、「改革は大きなヴィジョンに導かれ、しかし特定の実行可能なものから始めなくてはならない。Win-Winな結果をもたらすゆっくりとしたプロセスでなくてはならない」として、新たな国際基軸通貨の構築は長期的な目標であるものの、短期的には、IMFが現在のシステムをモニター・評価して、早期警戒を行なうことを勧めている。SDRによる決済を可能にする、またSDR建ての資産創設を求め、その一環として、IMFがSDR建ての債券を発行することも積極的に評価している。SDRの価値決定方式については具体的な提案もしている。「SDR価値決定のバスケットに入る通貨を主要経済大国すべての通貨に拡大すべきであり、ウェイト決定にはGDPを要因のひとつとしてもよい。このほか、SDRの価値に対する市場の信認をさらに高めるため、SDRの配分を純粋に計算価値から、各国の外貨準備をプールしたものなど、実物資産に裏付けられた方式に転換することもできる」。

この論文をどう評価するかについては意見が分かれている。第一の解釈は、「中国がくせ玉を投げた」というものだ。巨額のドル資産を抱える中国は資産を多様化したいのが本音であり、アメリカからここ数年人民元を増価させるよう圧力がかけられ続けていることに対する応答である。中国が通貨を人為的に安くして輸出攻勢をかけているとして、アメリカは通貨を増価させるように圧力をかけてきたが、この論文では、ドルに代わる基軸通貨、ドル資産に代わるSDR資産の可能性を示唆することで、圧力をはね返すカードを手にしようとした、という見方である。基軸通貨の議論を持ち出すことは、とくに金融危機によりアメリカ経済や金融システムに対して不安が増し、アメリカの長期国債の発行額が急増するなかで長期金利の上昇を抑え、ドルの安定には、中国の協力が欠かせない、ということを印象付ける。つまり、通貨摩擦のなかで、圧力をはね返す戦術的なカードをちらつかせた、という解釈である。また、実際にIMFがSDR債を発行すれば、中国は喜んで購入するであろう。アメリカを刺激することなく外貨準備の通貨リスク分散化ができるからである。

第二の見方は、より長期的な戦略として、中国が人民元を国際通貨の一角に押し上げる

ことを狙っていることの証左、と読むことである。SDRの構成を見直すべきだ、GDPをウェイトづけで参照すべきだ、と論じている点に、中国の長期的な戦略がみえてくる。すなわち人民元をバスケットの構成通貨に入れ、基軸通貨としての第一歩を記したいのではないか。

中国は昨年未から、韓国、マレーシア、アルゼンチンなど6カ国・地域と計6500億元（約950億ドル）の通貨スワップを締結した。国際決済通貨でもない人民元をもらってどう使うのか、ということ、少なくとも中国からの輸入や、中国への直接投資の流動性には使えるでしょう、ということである。東南アジア諸国連合（ASEAN）との間では自由貿易協定（FTA）が深化している。決済通貨としての利用促進は、すでに中国が最大の輸出相手国になっているASEANのいくつかの国にとって、人民元の通貨圏に組み入れられることにメリットがあることを見せ付けることになるかもしれない。

国際通貨になるためには、資本勘定の自由化が最後のステップとなる。「国際通貨としての人民元」という議論のなかでは必ず、資本勘定が自由化されていないという批判が出るが、20年はかかるかもしれないが、段階的に資本自由化を進める決意を固めたのかもしれない。20年後には、GDPではアメリカを抜いて世界一の大国になることも視野に入ってくる。このような長期展望をもって、SDRの構成国通貨に立候補していると考えれば、この論文の価値がよくわかる。周行長の提案は、20年単位の構想をちらりとみせてくれたようだ。

この周論文についての感想を求められたガイトナー財務長官が、「検討に値する提案だ」と述べたのと同時に、ドルは1%以上下落するというエピソードもついた。さらに多くの国際機関や政府関係者のなかにも、基軸通貨問題を正面から取り上げた重要な問題提起である、というコメントが寄せられた。あまりにも大きな反響に、中国政府は逆に、「長期的な話であり、短期的にドルの基軸体制に変わりはない」というコメントを出して、火消しに回ったほどである。

6 IMFは変わったか？

今回の国際金融危機のさなか、国際的に活躍する金融機関やヘッジファンドによるデレバレッジにより、先進国の株価や債券市場のみならず、新興国の株価や金融資本市場にも大きな影響が出た。これまで先進国から資本流入が起きていた国、とくに短期の資本流入で銀行セクターが急拡大していた国では、リーマン・ショック以降、資本流入の突然の停止、あるいは巨額の資本流出を経験することになった。とくに、経済がこれまでブームにより信用が拡大していた国ほど、また国内経済過熱の結果、経常収支が赤字になっていた国ほど、資本の逆流が厳しかった。9月から10月にかけて、アイスランド、ウクライナ、ハンガリーなどが急速な資本流出のため通貨の減価、アイスランドでは銀行の取り付け騒ぎに見舞われることになった。これは、かつて1994年のメキシコ、1997年のアジアが経験したような資本の急激な流出に伴う通貨切り下げ圧力と同じものである。

これに対して、IMFは、クォータ比でみた通常の貸し出し上限（アクセス・リミット）を超

えた巨額の資金をこれらの国に貸し付けることとした。11月には、上記3カ国とパキスタンに融資プログラムが組まれた。

さらに12月には、ラトビアに対して、IMFが支援プログラムを組んだが、このプログラムでは、ラトビアがメンバーであるEUが側面の援助を行なうことも合意されている。経常収支赤字を解消するためには、通常のプログラムでは、通貨の切り下げを条件とするはずである。ところが、EUメンバーで、かつ対ユーロのペッグを実施しており、早い時期のユーロ加盟を目指すラトビアは、通貨切り下げの提案を拒否、通貨はユーロ・ペッグ維持を求めたという。その結果、IMFとEUは、ラトビアがユーロ・ペッグのまま、支援プログラムのパッケージをつくった。経常収支黒字を回復して外貨準備を積み戻すために、国内経済をデフレに導き、輸出競争力を回復する道を選択したと言ってもよい。しかし、国内経済がデフレになる、ということは、金融資本市場に大きな負荷がかかり、生産やGDPの大きな落ち込みを覚悟しなくてはならないであろう。

IMFは、アジア通貨危機の教訓から、支援国の自発的な政策パッケージづくりを重視する方向に切り替えた。主体的な (ownership) プログラムづくりと呼んでいる。IMFは、すでに1998年には方針を転換し、ロシア (1998年)、ブラジル (1999年)、アルゼンチン (2001年) でも、固定為替 (ドル・ペッグ) を維持することを前提にした経済政策パッケージで合意、支援している。とくにブラジルのときには、多くの経済学者がドル・ペッグの維持は不可能だし、望ましくもない、としていたのに、ownership が大切だとして、固定為替を望むブラジルの要望を受け入れている。しかし、これら3カ国はいずれも、数ヵ月後にドル・ペッグを放棄せざるをえなくなっている。事後的にみると、たんに固定為替の延命の時間稼ぎにIMFプログラムが使われてしまった。その間に外国人投資家が損をせずに撤退、大胆な居住者は資本逃避をすることができた。

今回のラトビア支援が、ロシア、ブラジル、アルゼンチンの轍を踏むことにならないだろうか。

1月に入ると、ベラルーシ、セルビア、エルサルバドル、がIMFプログラムを受け入れたが、これらは金額でも、クォータ比でも、比較的小さな規模のプログラムである。さらに、3月から4月上旬にかけて、アルメニア、モンゴル、コスタリカに対してIMFプログラムが組まれたが、これらも、比較的小さなプログラムである。

以上の国と、さらに5月11日までにIMFの支援を受けることになった国のリストを第1表としてまとめている。

IMFによる資本収支危機国への支援について、特筆すべき変化が、3月24日にあった⁽³⁾。第一に、これまで批判が多かった経済構造改革を融資条件 (構造コンディショナリティー [structural conditionality]) として、それをプログラム実行の進捗指標 (performance criteria) とすることをやめる。第二に、あらたなファシリティー (支援枠組み) として、フレキシブル・クレジット・ライン (FCL: Flexible Credit Line) を創設する。第三に、通常の貸し出しの枠組みであるスタンド・バイ取極 (SBA: Stand-by Arrangement) の運用を弾力的にする。第四に、アクセス・リミットを倍増する。第五に、IMFからの借り入れにかかるコストの合理化を行なう。

第1表 今般の危機発生後のIMFによる加盟国支援

国名	金額(億ドル)	クォータ比(%)	理事会承認日
ウクライナ	165	802	11月5日
ハンガリー	155	1,015	11月6日
アイスランド	20	1,190	11月19日
パキスタン	75	500	11月24日
ラトビア	25	1,200	12月23日
ベラルーシ	25	420	1月12日
セルビア	5	75	1月16日
エルサルバドル	10	300	1月16日
アルメニア	5	400	3月6日
モンゴル	2	300	4月1日
コスタリカ	7	300	4月10日
メキシコ(FCL)	470	1,000	4月17日
グアテマラ	10	300	4月22日
ルーマニア	170	1,111	5月4日
ポーランド(FCL)	205	1,000	5月6日
コロンビア(FCL)	105	900	5月11日
合計	1,454	(2008年11月1日 2009年5月11日)	

(注) 国名の横の(FCL)は、3月24日にIMFが創設した、FCLの適用を示す。
(出所) 財務省、IMF。

第五に、あまり使われていないファシリティー（補完的準備融資制度〔SRF〕と輸出変動補償融資制度〔CFF〕）を廃止する。

このような改革のなかで、とくに第一の経済構造改革を融資の進捗指標としない、ということと、第二に、FCLを創設することは、これまでと比して非常に大きな転換である。第一の点は、構造コンディショナリティーが、アジア通貨危機の際に、IMFと支援対象国との間の摩擦につながったことを考えると、大きな転換であると言える。ただし、逆に、この決定が、資本収支危機ではない従来型の危機であっても適用されるということは、経済構造の改革もまた本当に必要とされている場合に、IMFからは改革圧力がかからない、という恐れもある。

FCLの創設は、アジア通貨危機以来、IMFが模索してきた、流動性の危機にある対象国に対して、迅速かつ巨額の支援を可能とする枠組みづくりについての問題提起に対する、新たな解答ということになる。経済ファンダメンタルズは良好であるのに、ほかの国の危機の影響で、資本流入が突然止まってしまったような場合について迅速な貸し出しができるように、平時から新興国をモニターしておく必要がある。そこで、IMFは予防的信用枠（CCL: Contingent Credit Lines）というファシリティーを1999年に創設した。この枠組みのもとでは、経済ファンダメンタルズが良好である国が、CCLの審査を事前に（平時に）申請、申請が認められると、その後、万が一支援が必要な状態に陥ったときには、直ちに融資が実現する、という仕組みであった。しかし、CCLの申請自体が危機に近いというシグナルとして受け取られ

第2表 フレキシブル・クレジット・ライン(FCL)の概要

設置：2009年3月24日
内容：経済状況が良好な加盟国に対して、引き出しに際しての条件を課すことなく一度に多額の資金支援を可能とする制度で、危機予防、危機克服のいずれにも利用可能
適格性：経済的ファンダメンタルズや政策フレームワークが強固で、優れた経済運営実績を維持しており、将来にわたり同様の政策を維持することにコミットしていること
アクセス額：上限なし(ケースバイケースで決定)
引き出し：1回または複数回の引き出しを借り入れ国が選択可能(承認された金額まで期間中随時引き出し可能)
期間：6ヵ月または1年(1年の場合、6ヵ月目に適格性を再確認)
金利：通常融資金利 + 超過金利 (注)通常融資金利：SDR金利 + 100bp(ベース・ポイント：100分の1%)
超過金利：クォータ比300%超の部分に対し3年間は + 200bp、4年目以降は + 300bp
メキシコ(2009年4月17日)、ポーランド(5月6日)、コロンビア(5月11日)：理事会承認

スタンド・バイ取極(SBA)の概要

設置：1952年
内容：短期的な国際収支困難に直面する加盟国を支援する融資制度であり、危機予防、危機克服のいずれにも利用可能(コンディショナリティーの達成が引き出しのたびにチェックされる)
適格性：特になし(IMFの加盟国であれば利用可能)
アクセス額：クォータ比600%まで(年間では200%まで)
引き出し：プログラム期間中、原則四半期ごとの引き出し
期間：通常1年間(最長3年間)
金利：通常融資金利 + 超過金利

(出所) 財務省。

るのではないかという懸念、CCLのクレジット・ラインを維持するだけで、コミットメントフィーをIMFに支払う必要があること、せっかく事前承認(pre-qualification)を受けていても、いざ融資というときにもう一度審査があるかもしれない、などの懸念から、CCLの利用はゼロで、2003年には廃止されてしまった。

今回の金融危機でも、FCLの創設の前に、短期流動性融資制度(SLF: Short-term Liquidity Facility)を創設(2008年10月)していたが、その利用が始まる前に、より大胆なFCLができてしまった。

では、FCLのどこがCCLや通常の支援枠組みであるSBAなどと違うかというと、つぎのとおりである。FCLは、事前承認の申請は不要で、利用可能な国は、ファンダメンタルズが強い国、としか書いていない。つまり実際にFCLにより借り入れ枠を設定したい国は、クレジット・ライン(信用枠)を設定するときにIMFと交渉すればよい、ということで、IMFがファンダメンタルズは強いと判断すれば、そこでFCLによるクレジット・ラインが設定される。アクセス・リミットはない。クレジット・ラインは、事前予防的(precautionary)であり、必ずしも実際にその資金を借りる必要はない。したがって、6ヵ月目に適格性が変わっていないかどうかの審査がある。

このように、借り入れ国側に非常に緩やかな条件で巨額の支援を可能にしている点で、画期的なファシリティである。

このような支援の枠組みの拡大は、IMFの貸し出し可能な資金を短期のうちに枯渇させる恐れがある。したがって利用可能な資金の拡大がなくては実現しない。そのため、IMFは主

第3表 2008年4月IMF総務会決議の特別増資による投票権の変化

増資前(2006年9月 現在)		増資後		
国名	シェア(%)	国名	シェア(%)	
1	アメリカ	16.73	アメリカ	16.73
2	日本	6.00	日本	6.23
3	ドイツ	5.87	ドイツ	5.81
4	フランス	4.84	フランス	4.29
5	イギリス	4.84	イギリス	4.29
6	中国	3.65	中国	3.81
7	イタリア	3.19	イタリア	3.16
8	サウジアラビア	3.16	サウジアラビア	2.80
9	カナダ	2.88	カナダ	2.56
10	ロシア	2.69	ロシア	2.39
11	オランダ	2.33	インド	2.34
12	ベルギー	2.08	オランダ	2.08
13	インド	1.88	ベルギー	1.86
14	スイス	1.57	ブラジル	1.72
15	オーストラリア	1.47	スペイン	1.63
16	メキシコ	1.43	メキシコ	1.47
17	スペイン	1.38	スイス	1.40
18	ブラジル	1.38	韓国	1.36
19	韓国	1.33	オーストラリア	1.31
20	ベネズエラ	1.21	ベネズエラ	1.08
21	スウェーデン	1.09	スウェーデン	0.98
22	アルゼンチン	0.96	アルゼンチン	0.87
23	インドネシア	0.95	オーストリア	0.87
24	オーストリア	0.85	インドネシア	0.85
25	南アフリカ	0.85	デンマーク	0.78
26	ナイジェリア	0.80	ノルウェー	0.78
27	ノルウェー	0.76	南アフリカ	0.77
28	デンマーク	0.75	マレーシア	0.73
29	イラン	0.69	ナイジェリア	0.72
30	マレーシア	0.68	ポーランド	0.70
31	クウェート	0.63	イラン	0.62
32	ウクライナ	0.63	トルコ	0.61
33	ポーランド	0.63	タイ	0.60
34	フィンランド	0.58	シンガポール	0.59
35	アルジェリア	0.58	クウェート	0.58
計	先進国	59.5	先進国	57.9
	新興市場国および途上国	40.5	新興市場国および途上国	42.1

(注) 網掛け(クリーム色)は増資対象国、矢印はシェアの順位上昇国を示す。
 (出所) 財務省(www.mof.go.jp/singikai/kanzegaita/siryuu/gai210515/02.pdf)。

要国からの借り入れに合意、その第1号が日本からの1000億ドルの借り入れ枠となった（日本の提案は2008年秋に行なわれて、調印も済んでいた）。日本に続いてEUもオファーを行ない、当面は借り入れ枠の拡大で、資金不足は解消するめどが立った。

しかし、長期的には、IMFの資本にあたるクォータ（各国の投票権の基礎となる出資額）の増額を行なわなくては、磐石とは言えない。しかし、クォータ改革は、投票権と密接にリンクしているため、クォータ比率が減ることになる国は強く反対してきた。しかし、今回は、クォータ改革を促進することが決められ、第3表（前ページ）のような改革が実現、さらに2011年までにさらなるクォータ改革を行なうことになった。

このようなFCLがメキシコ通貨危機以前からあったとすると、メキシコはFCLを使うことができたのか、アジア通貨危機では、インドネシアや韓国はFCLを利用できたのか？ そしてメキシコやアジアは、あれほど深刻な危機にはならず済んだのか？ これらは、事実には反する仮定（counterfactual）のもとでの「歴史（経済経路の）シミュレーション」としておもしろい研究課題である。

- (1) “Secretary Robert E. Rubin, Brookings Institutions, Strengthening the Architecture of the International Financial System,” April 14, 1998 (RR-2366)(<http://www.treas.gov/press/releases/rr2366.htm>)
- (2) 論文は中国人民銀行のホームページからみることができる。英語版は、それぞれ、
<http://www.pbc.gov.cn/english/detail.asp?col=6500&id=178>
<http://www.pbc.gov.cn/english/detail.asp?col=6500&id=179>
<http://www.pbc.gov.cn/english/detail.asp?col=6500&id=182>
- (3) <http://www.imf.org/external/np/pdr/fac/2009/032409.htm>