



日経・CSISバーチャル・シンクタンク
CSIS-NIKKEI VIRTUAL THINKTANK

「世界経済・金融の安定に向けた
日本の対応に関する提言」

2012年5月22日

岩田一政 第2部会座長

国際金融危機対策タスクフォース

この提言は、国際金融危機対策タスクフォースに属するフェロー5名が中心となって進めた議論をもとに、第2部会座長の岩田一政が監修してまとめた。

エグゼクティブ・サマリー

日本経済は復興需要にも支えられ、緩やかな景気回復を続けることが期待されるが、世界経済や国際金融市場の動向から受ける影響は小さくない。ユーロ圏諸国の政策努力もあって今年に入って金融市場が落ち着いた時期もあったが、欧州債務危機の根本原因の解消には時間を要するため、今後も世界経済は不安定な状況が続くと見込まれる。したがって、日本は自身のためにも、世界経済の短期的な不確実性への対応、中長期的な安定的成長への貢献を積極的に行うべきである。ここでは具体的に三点の提案を行う。

まず、IMFの資金力の強化に貢献すべきである。これは短期的には、IMFの資金基盤の強化を意味する。4月下旬のG20等で4,300億ドル以上の追加資金貢献が集まり一定の進展を見たが、当初の目標額である5,000億ドルには満たなかった。日本が世界経済の安定的成長から最も受益する国の一つであることはリーマン・ショック後の経験から明かであり、また、日本は豊富な外貨準備を保有している。ファイアーウォールは大きいほど予防効果が高いのであり、日本は600億ドルではなく、前回並みの1,000億ドルの貢献を行ってもよかったのではないかと見られる。加えて中長期的には、IMFが市場から資金調達する仕組みを構築すべきである。今回の例が示すようにIMFの資金基盤強化には時間を要するが、危機は一瞬にして世界中に伝播する。また、危機時には豊富な流動性に比して安全資産が少ないことや、SDR建の資産には一定程度の需要があると見込まれることを考えれば、危機時にIMFが債券を発行することにより資金を調達することは、引き受け手も見込める合理的な仕組みであろう。

次に、金融危機の再発を防止すべく、「マクロ・プルーデンス世界会議」を設立すべきである。リーマン・ショックにより金融システム全体のリスク把握の重要性が明らかになったが、この教訓を活かし、各国当局はマクロ・プルーデンスの視点を踏まえた政策運営を行い、また、IMF等の国際機関は金融リスクの分析手法やリスクへの対応方法についての研究を深めるべきである。さらに、世界の金融システムが複雑に一体化していることを考えれば、各国当局及び国際機関が世界の金融システム全体のリスク及びそれへの政策対応について分析、議論するためフォーラムが必要であろう。

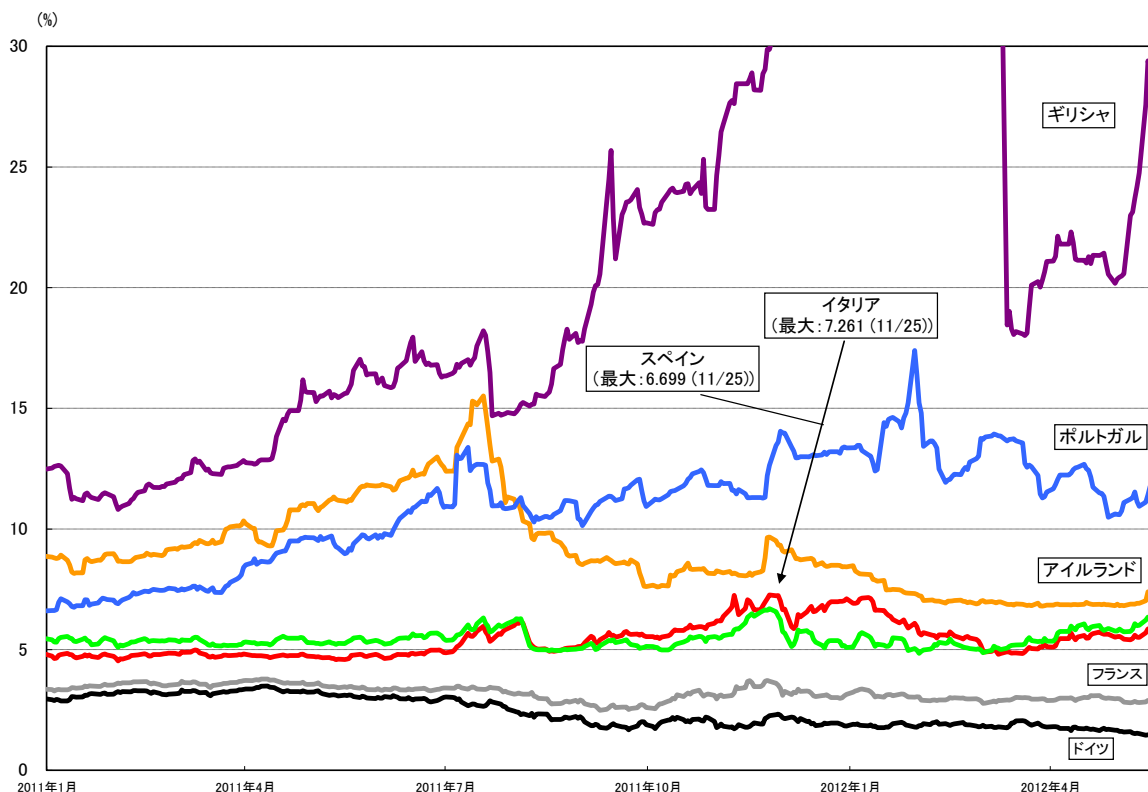
最後に、日本にとって重要な地域であるアジアに対する金融支援を強化すべきである。チェンマイ・イニシアティブや二国間のスワップ取極といった公的な枠組みは強化されてきたが、民間資金を活用する手法にも着目すべきである。具体的には、サムライ債市場の利用促進を提案したい。これは日本の豊富な金融資産を活用することになり、海外の借り手にとっても日本の投資家にとってもメリットが大きい上、東京市場のプレゼンスの向上にもつながる。利用促進のための方策としては、国際協力銀行（JBIC）によるサムライ債発行に対する保証スキーム（GATE）の対象及び保証枠の拡大、日本貿易保険（NEXI）の海外事業資金貸付保険の保険料率引下げが挙げられる。

I. 提案の背景等

1. 足元の国際金融情勢

2011 年は、ポルトガルが資金支援要請に追い込まれ、ギリシャの債務不履行が不可避となるなど、欧州債務危機に翻弄された一年であった。G20 の一年の活動の締め括りとして 11 月 3、4 日に開催されたカンヌ・サミットも、市場を説得できる成果を生み出せなかった。例えばイタリアが IMF の監視を受け入れることが合意されたが、サミット後の 1 週間で国債金利は急上昇し、10 年物の金利は持続可能な水準の目安とされる 7% を超える場面も見られた。その後スペインの金利も 7% に迫り、国際金融情勢は再び不安定化した。市場のプレッシャーに押される形で、ギリシャ、イタリア、スペインと相次いで政権が交代したが、それだけで政策遂行能力についての市場の疑念が払拭されるわけではなかった。12 月 8、9 日に開催された欧州首脳会合では、財政規律の強化や欧州安定メカニズム (ESM: European Stability Mechanism) 発足の前倒しといった中長期の対応には一定の成果が見られたが、足元の市場の緊張を解消するには至らなかった。

図表 1 10 年債の金利の推移 (5 月 18 日時点)



2012 年も欧州金融市場は不安定なままであり、欧州債務問題を中心に、世界経済の下方リスクは引き続き大きいと考えられる。ユーロ圏における財政健全化の進展、ECB による長期資金の供給 (LTRO: Long Term Refinancing Operation)、第二次ギリシャ支援パッケージの策定等を受け、市場は一時小康状態にあったが、イタリア、スペイン、ポルトガルの国債金利は高止まりあるいは再び上昇の兆候を示している。ギリシャでは 5 月 6 日に国政選挙が実施されたが、連立協議が不調に終わって 6 月 17 日に再選挙が行われることとなり、結局市場の不確実性を増幅しただけだった。

一時市場が落ち着いたことで必要な改革の実施が緩まることが心配されたが、こうした最近の動きは、危機の再来を回避するためには改革を着実に進展させるほかないことを示している。例えば ECB の LTRO は流動性に関する懸念の払拭には役立つものの、それ自体が金融セクターのバランス・シートの健全性を改善するわけではない。また、ギリシャについては、紆余曲折の末無秩序な債務不履行が回避され、ようやく第二次支援パッケージが策定されたが、債務の持続可能性は引き続き疑問視されており、新政権は、ユーロ圏に残ろうが残るまいが、必要な財政健全化・構造改革を着実に実施する必要がある。ユーロ圏に留まり、引き続き国際的な支援を受け続けたいのであれば、トロイカ (EC・ECB・IMF) の要求に誠実に対応する必要がある。さらに、フランスのオランド新大統領による政策変更も市場に波乱をもたらす可能性があり、改革後退と受け止められないよう注意が必要である。

欧州の危機を根源から沈静化させるためには、①資金支援能力強化 (ファイアーウォールの構築)、②銀行の自己資本の強化、③経済・財政ガバナンスの強化、④競争力の強化・域内格差の是正といった課題について、改革の道筋を具体的に示して実行に移し、市場や国民の信認を回復する必要がある。信認の回復は、緊縮財政が将来の成長期待を引き下げる結果、財政再建目標が達成されず、追加的な緊縮措置が必要となり更に成長期待が下がるという財政と経済の負のサイクルを断ち切るためにも、必要不可欠である。しかし、現状は、③については一定の進展が見られるものの、①については 3 月 30 日に合意した資金規模の拡大は期待外れだという評価が多い¹。また②については、市場調達が困難な一方公的セクターの介入を忌避すると見られており、デレバレッジによる信用収縮が懸念されている。④についても、為替による調整が不可能であることから、物価・賃金の低下という痛みを伴う長期的なプロセスが必要であり、一朝一夕に解決できるものではない。

また、欧州債務危機においてトロイカの一角として補完的役割を果たしてきた IMF は、下方リスクの発現に備え自身の資金基盤の拡充を目指していたが、加盟国の多くがユーロ圏の更なる努力を求めていたことから、迅速に行動できなかつた。

では、このような状況を踏まえ、日本はどのような対応をすべきか。世界経済・金融の一体化が深まっており、欧州における市場の混乱は金融面 (円高)、実体面 (輸

¹ 欧州金融安定ファシリティ (EFSF: European Financial Stability Facility) ・ ESM の融資可能合計額には 5,000 億ユーロの上限が設定されていたが、3 月 30 日のユーロ圏財相会合で、現在のコミット額約 2,000 億ユーロに加えて新たに 5,000 億ユーロの融資が行えることとされた。

出の落込み)を通じて日本に大きな影響を与え得るため、その收拾に貢献することは、日本の安定的成長、為替の安定にとって極めて重要である。成長エンジンである新興国の減速は世界経済に大きな影響を与えかねず、特にアジアへの波及は日本にとって重大な関心である。日本がリーマン・ショック後に経験した GDP・貿易の落込みは主要国中最大だったことを思い出す必要がある。また、日本は豊富な外貨準備を有するアジア・世界の経済大国であり、危機対応に積極的に貢献することが期待され、またその能力もある。こうした認識の下、日本は、欧州及び欧州外の主要国、IMF等の国際機関と緊密に協力して、欧州発の危機の拡大防止に貢献すべきである。

さらに、世界経済・金融の一体化は急速かつ不可逆的な動きであり、これに応じて国際通貨システムを強化することも世界共通の課題である。足元での対応に加え、こうした中長期的課題について積極的に貢献することも、日本が国際社会で存在感を高めるために重要である。特に今年には IMF・世銀総会を東京で開催するというまたとない機会があり、その際に、安定的な為替制度の構築や変動の大きい資本フローへの対応など国際通貨システムの抱える課題について、日本がイニシアティブをとって、対応策を検討すべきである。本稿の提案のうち中長期の課題に対応する部分は、その一角を担うものになり得る。

また、欧州債務危機は、イタリア・スペインという先進国の大国ですら金利の急激かつ大幅な上昇に見舞われることを示した。これらの国々よりも財政指標の悪い日本も、低位安定する金利の現状に甘んじず、財政健全化をより迅速かつ野心的に進めねばならない。日本が財政健全化を加速すべきことや、日本の財政の信頼が失われることが世界の金融市場に負の影響をあたえ得ることは、IMF等から繰り返し指摘されている²。

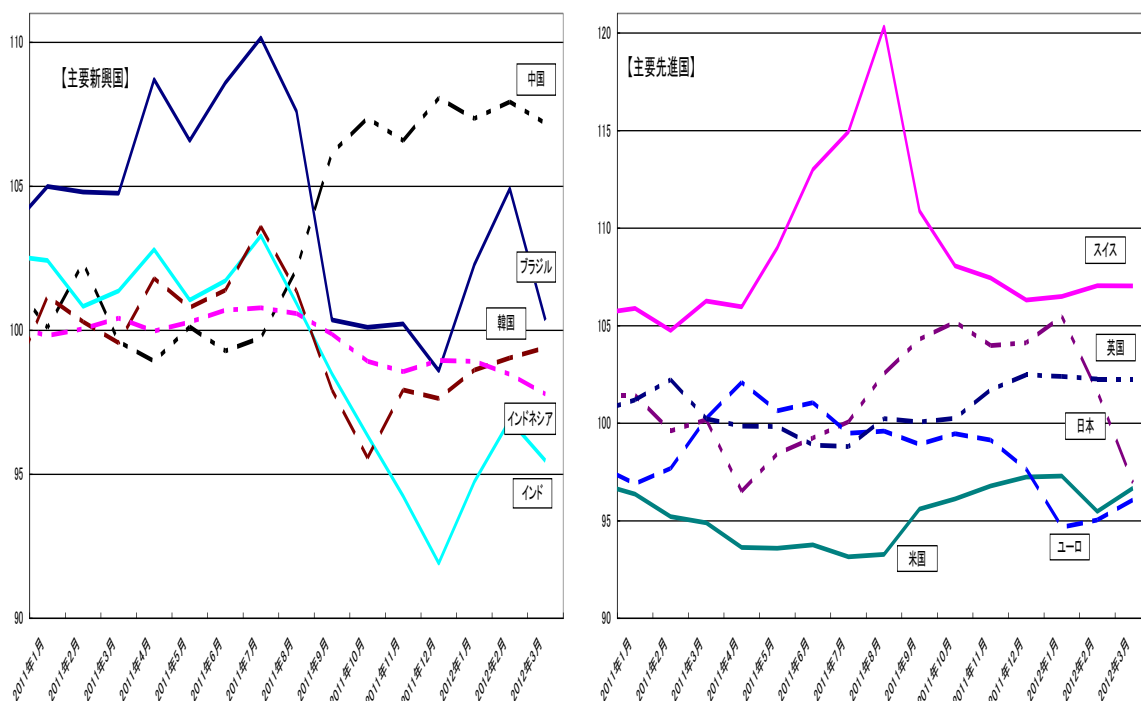
2. 欧州の努力を慫慂・支援：G7等国際フォーラムの活用、EFSF債の購入継続

欧州危機の行方が日本の国益に影響するとはいえ、欧州に対する巨額の支援が直ちに正当化されるわけではない。欧州市場の混乱、新興国における資本流出・為替減価(除中国)や円・ドル・スイスフラン等セーフ・ヘイブン通貨の増価といった国際金融動向は主にユーロ圏のマクロ経済政策運営に左右されている。また、欧州は豊かな地域(世界GDPに占める割合はEU27カ国で26%、ユーロ圏17カ国で19%。一人当たりGDPは、それぞれ、33,000ドル、37,000ドル)であり、全体としてみれば、外貨不足に陥っているわけではなく、経常収支はほぼ均衡しており、財政状況も日米に比して良好である。したがって、まずは欧州の自助努力を促し、それを支援することが重要である。日本は、G7・G20・IMF等国際フォーラムの主要メンバーであり、国際会議の機会をとらえ、また、必要であればその開催を呼び掛け、米国等と連携して欧州の努力を促し、また、欧州による改革推進を後押しするため、共同声明におい

² 例えば、対日スピルオーバー・レポート(2011年7月19日)や、ワールド・エコノミック・アウトック(2012年4月)。

て欧州の取組みを要請・評価するなどのサポートを提供すべきである³。

図表 2 主要通貨の実質実効為替レートの推移 (2010年=100) (出所: BIS)



ユーロ圏は、上述の通り、債務危機の過程で露呈した構造的な脆弱性を克服するための具体的な道筋を市場に対して説得的に示し、実行に移す必要がある。欧州の救済は国際公共財であり、この観点から域外国や国際機関による欧州支援は正当化され得るが、これが欧州の自助努力のインセンティブを損なうものとならないような配慮が必要である。

欧州の自助努力を懲遷・支援することを超えて、日本ができる支援としては、まず、**EFSF** が発行する債券の購入がある。これまで **EFSF** 債はアイルランド、ポルトガル支援のために発行されてきたが、ギリシャの第二次支援パッケージの実施や金融機関への資本注入のために発行額の増加が予想される。日本が **EFSF** 債の購入を継続することは、欧州を含む金融市場に安心感を与えるとともに、日本も高格付けの債券を相応の利率で入手することができることから、**win-win** であると考えられる。また、日本の外貨準備の通貨構成や資産構成を多様化する契機にもなり得るものである。さらに、**EFSF** 債購入のためのユーロを、調達した円を両替することで確保すれば、為替相場の安定にも資する上、**EFSF** 債の一定割合を継続的に購入することにより、日本の為替介入を欧州に容認させやすくなるという効果も期待できるのではないかと。

³ 例えば第 25 回 IMFC (2012 年 4 月 21 日) の日本国ステートメントでは、IMF への資金協力を表明しつつ、「ユーロ圏諸国に対しては、ファイアーウォールの強化、財政規律の強化、構造改革などについて、継続的な努力を行っていくことを懲遷します」とされている。

次節以下では、日本及び国際社会に対する具体的な提案として、IMFの資金力強化、金融危機再発防止のための「マクロ・プルーデンス世界会議」の設立、アジア金融支援のためのサムライ債市場の利用促進について検討を行う。

II. IMFの資金力強化：足元の資金基盤強化、債券発行による資金調達への制度化

1. 短期的対応：足元の資金基盤強化

IMFは加盟国が外貨流動性不足に陥った場合に「最後の貸し手」となることが期待されており、欧州債務危機においても、これまで、ギリシャ、アイルランド、ポルトガル等に対して欧州とともに資金支援を行ってきた。ただし、IMFは自ら通貨を発行することはできず、加盟国から資金調達せざるを得ない。また、欧州における危機対応メカニズムであるEFSF・ESMも資金力に制約があり、現在のIMF・欧州の資金力ではイタリア・スペイン等の大国に十分な資金支援を行うことはできない。実際に、IMFは現在4,000億ドル程度の融資可能資金を有しているとされるが、危機が深刻化した場合に資金が不足する可能性を認めており、最大5,000億ドルの融資能力の強化を目指すことを表明していた⁴。しかし、IMFの資金増強について合意を目指した4月下旬のG20の直前になり、IMFはこの目標を引き下げることが示唆された。その理由として、欧州自身が危機を封じ込める金融安全網の規模を拡大する努力は不十分だとの不満が新興国を中心に高まり、各国が拠出金を出し渋っていることがあるという報道もあった⁵。結果として、G20では、4,300億ドル以上の調達に合意したものの、当初の目標額には到達しなかった。

当面の危機拡大を効果的に予防するためには、IMFやEFSF・ESMのような国際的枠組みが圧倒的資金量（「バズーカ」）を確保することが重要である。2011年11月のG20カンヌ・サミットで日本の提案も踏まえて強化したIMF融資制度や、7月の欧州首脳会議で強化されたEFSF（予防的活用、金融機関の資本増強への活用）といった「武器」を十分に使えるようにするためにも、十分な「弾薬」を用意しておく必要がある。また、それにより実際に使用する資金量を減らすことができる可能性もある。実際、リーマン・ショック後の危機への対応を見てみると、日本がIMFとの間で2009年2月に設定した1,000億ドルの融資枠もそのごく一部しか使用されておらず、また、2009年8月にIMF加盟国に追加的に配分された合計2,500億ドルのSDRも多くは使用されていない。

こうした観点からは、ユーロ圏の支援能力の資金規模拡大が不十分だからといってIMFの資金規模の拡大を抑制することは、市場に対してマイナスのメッセージを発する縮小均衡であり、避けるべきと考えられる。IMFは、加盟国の潜在的資金ニーズに基づいて、当初の目標通りの資金手当を行った上で、ユーロ圏の支援能力が不足していると判断するのであれば、例えばユーロ圏の支援能力の向上を新たなユーロ圏諸国

⁴ 例えば2012年1月19日付ブルームバーグ“IMF Seeks to Raise Lending Power by Up to \$500 Billion Amid Europe Crisis”

⁵ 例えば2012年4月15日付日本経済新聞「IMF、目標額未達も G20、足並みそろわず」

への支援の前提とするなど、ユーロ圏の更なる行動を促せばよかったのではないか。

そうすることで、IMFの資金力を市場を安心させる水準に強化しつつ、ユーロ圏の自助努力を損わないようにすることができる。また、IMFがユーロ圏諸国の支援についてこれまで同様の負担割合（ユーロ圏による資金の半分）を維持すれば、IMFがユーロ圏諸国の支援に提供できる資金は自ずと制約される。

では日本はどのように対応すべきか。リーマン・ショック後、2008年11月にG20ワシントン・サミットで日本が表明したIMFに対する最大1,000億ドル相当の融資枠の設定は、その後の各国の貢献表明、IMFの資金基盤の大幅増強につながり、国際的に高い評価を得た。今回も、日本は、世界経済・金融の安定から大きな利益を得ることができるのであり、また豊富な外貨準備を有していることから、相応の貢献をすべきである。また、そのタイミングとしては、日本が先頭に立ち議論をリードすることがIMFの資金拡充の実現可能性を高め、また日本の存在感を高めることにつながると考えられることから、前回同様早期に行うことが適当である。日本の相対的経済力が低下傾向にあることを踏まえれば、IMFや国際社会における発言力を確保するためにも、必要な支援を躊躇すべきではない。

4月下旬のG20での正式な貢献の表明に向けた日本の行動は、こうした考え方に沿ったものであり、IMFによる4,300億ドル以上の追加資金の調達に役立ったとして評価に値する。ただし、600億ドルという貢献額については、根拠が不明確である。ドイツの貢献表明額は約400億ユーロ（約550億ドル）だが、仮にこれを日独のクォータ（出資額）比（6.5：5.6）で増加させると、約650億ドルとなる。また、今回米国が貢献に参加できないことや、日本が豊富な外貨準備を有すること（円の防衛のために外貨準備を必要とする事態が早期に訪れることは考えにくい）を踏まえれば、これを超える貢献をすること、例えば前回同様の1,000億ドルを貢献することを検討してもよかったのではないか。今回のIMFの資金基盤強化の引き金が欧州債務危機であることから日本の貢献額を前回よりも小さなものとすべきという主張もあり得るが、前回も米国発の危機であったのであり、また、日本が1,000億ドルの貢献を行えば5,000億ドルという当初の目標額に大きく近づくことができることに鑑みれば、より大きな貢献を行うことも正当化され得たのではないか。

日本が多額の貢献（融資枠の設定）を行ったとしても、強化されたユーロ圏・IMFのファイアーウォールの下、ユーロ圏が着実に改革を実施することにより市場に安心感を与えることに成功すれば、多くは使われずに済む可能性が高い。イタリア、そしてペースが落ちたとは言えスペインは、急ピッチで財政健全化を進めており、この両大国への資金支援が回避されれば、IMF及びユーロ圏の資金力は現状でも十分と考えることができる。また、仮に日本の資金が実際に使用されたとしても、クレジット・リスクを負うのは一義的にIMFであり、元利の返済が滞る事態は想定しにくい。いずれにせよ、こうした資金増強が欧州・世界の経済・金融を安定させることを通じて日本の経済や為替を含む市場の安定に資することに鑑みれば、IMFへの追加資金貢献は国民の納得を得られるのではないか。円高や、世界経済の落込みによる輸出の減少

は、震災復興に取り組む日本にとって最大のリスクの一つである。市場を安心させることは、日本の最大の貿易相手であるアジア諸国への危機の波及を未然に防ぐことにもつながる。

図表 3 IMF に対する主なバイの資金貢献（リーマン・ショック後と今回）

	前回（リーマン・ショック後）		今回
	（億ドル）	契約締結日	（億ドル）
日本	1,000	2009年2月13日	600
カナダ	100	2009年7月8日	—
イギリス	155	2009年9月1日	150
中国	500	2009年9月2日	？
フランス	158	2009年9月4日	420
ドイツ	220	2009年9月22日	550
ブラジル	100	2010年1月22日	？
インド	100	2010年3月12日	？

（出所）IMF

2. 中期的対応：債券発行による資金調達の制度化

このように、欧州債務危機の拡大及びその世界経済への波及を防止するため、国際的な危機対応メカニズムに大量の資金を動員する必要がある、IMF がその一角を担うのは当然だが、こうした事態に対応できる仕組みを事前に構築しておくことが望ましい。それが、リーマン・ショック後の危機及び現在の危機に対し、市場のプレッシャーを受けて対症療法的な対応を続けていることから得られる教訓ではないか。

国際的に通用する通貨を発行できない国（ユーロ圏諸国も含む）は、危機に備えてある程度の外貨を準備しておくべきかもしれないが、各国がそれぞれバラバラに、tail risk に備えて外貨を蓄積することは非効率であり、国際通貨システムを不安定にする要因にもなりかねない。そこに、世界全体をカバーする国際機関である IMF が加盟国の外貨準備を補完する役割を果たす意義が認められる。IMF の役割を拡大することに対しては、加盟国政府及び市場にモラル・ハザードを引き起こすため不適當であるという主張が常にあるが、平時には強化されたサーベイランス（政策分析・助言）機能の活用により加盟国に適切なマクロ経済運営を促し、危機時には借り手国に対して適切なコンディショナリティ（融資条件）を賦課することにより、この懸念は相当程度緩和可能であると考えられる。

全加盟国からの出資を基本的な融資原資とし、そのバックアップとして資金力のある加盟国と融資契約を締結しておくという IMF の現在の仕組みは合理的なものと考えられる。今回 G20 で合意した IMF の資金基盤強化は加盟国からの借入れという形で行われることから、融資が出資を更に大きく上回る状況となるため、この借入れは一時的なものとし、出資が中心となるような形に時間をかけて是正していくべきであ

る。したがって、2010 年に出資の倍増に合意した時のように、資金量全体は世界的資金ニーズの推計に基づいて決定しつつ、借入れを縮減して出資を増加させるような改革が今一度必要である。出資割合は各国の発言力等と結びつくものであるため、厳しい交渉が予想されるが、日本は、これまでこうした IMF への融資を含め、出資以外でも IMF に対する資金貢献を積極的に行ってきたことをしっかりと主張し、発言力への反映を目指すべきである。

また、IMF が必要とする資金量は平時と危機時で大きく異なることから、加盟国による出資又は融資以外の資金調達方法を模索することも検討に値する。加盟国にとって、平時にも IMF に対する大きな出融資枠を維持し続けることはコストである一方、危機の度に加盟国から資金確保することも迅速性に欠ける。また、今回の米国のように、大国が IMF への資金貢献に後ろ向きな態度を示す場合、IMF が必要額を集められない可能性すらある。そこで、危機時に機動的に資金を調達するため、加盟国から出融資を募るだけでなく、市場調達できる仕組みを準備してはどうか。IMF による融資は被支援国の早期回復に向けたコンディショナリティを伴うため、IMF が発行する債券はリスクが低いと考えられる。特に現在は、大量の流動性に比して安全資産が過小な状況であり、安全性が高い仕組みを構築できれば、「IMF 債」は一定の需要を得ることができると考えられるが、これは危機時に共通の状況と言えよう。また、取引通貨は自由利用可能通貨（米ドル・ユーロ・円・英ポンド）のいずれかであるにせよ、建値を SDR にした債券を発行することも、市場から一定の需要を得ることに資すると考えられる。世界銀行は市場調達を行っており、具体的な制度設計の際にはそれが参考となろう（世銀の発行債券には AAA 格が付与されている。2011 会計年度に 290 億ドル発行。残高は 1,350 億ドル）。

IMF は加盟国から出資を募り、それを救済に繰り返し活用する「信用組合」のような組織であり、資金の市場調達はこうした IMF の根本的な性質と相容れないという主張があるかもしれない。しかし、IMF 設立時とは、IMF が対応すべき危機の性質が全く変わってしまったことを認識すべきである。すなわち、世界経済・金融が複雑に一体化した現在において、tail risk が発現した場合に危機は急速に全世界に拡大し、その対応に大量の資金が必要となり得る。こうした資金をいかに動員するか、旧来の発想に留まらずに検討すべきである。加盟国の信用力を梃子に資金を市場から調達することは、IMF の未来の姿として相応しいように思われる。

Ⅲ. 金融危機再発防止のための「マクロ・プルーデンス世界会議」の設立

2008 年のリーマン・ショックに端を発する国際金融危機と、その回復過程における欧州債務問題が相次ぐ中で、政策当局にとって「金融システム全体のリスクの状況を分析・評価し、システミック・リスクの顕在化防止に向けた施策を講じる」（日本銀行[2011]）というマクロ・プルーデンスの考え方が、極めて重要になっている。こ

のマクロ・プルーデンスの考え方は、いわゆる個々の金融機関の健全性を確保するミクロ・プルーデンスと対を成すものである。世界的な金融危機を経て、これが重視されるようになった背景は、個々の金融機関にとって限定的なリスクであっても、多くの金融機関が同一方向でのリスクテイクやその解消を行えば、想定をはるかに上回る大規模な資産価格変動や信用の拡大・収縮が引き起こされ、金融システム全体を不安定化させる可能性が深く認識されたことである。具体的に先の世界的金融危機に先立つ局面を振り返ると、米国サブプライム住宅ローンやこれを裏付けとする証券化商品の購入を通じた、金融機関や機関投資家による積極的なリスクテイクを起点として、不動産市場や証券化商品市場をはじめ資産価格バブルが発生していた。ところが、2007年には、証券化商品の格下げの動きを引き金に、金融機関や機関投資家の行動が一斉に反転したため、資産価格が急落し、金融機関に当初想定を大きく上回る損失が発生することとなった。これは金融機関による急激な資産圧縮を招き、実体経済の悪化にもつながり、金融システムを更に不安定化させることとなった。このような状況に、ミクロ・プルーデンスだけで対応することは困難であり、金融システムを構成する金融機関や金融資本市場等とそれらの相互連関、実体経済と金融システムの連関がもたらす影響に目を向けた情勢判断と政策対応、すなわち、マクロ・プルーデンス政策が必要となる。そうした観点から、システムック・リスクの抑制を目的とした政策手段として、バーゼル銀行監督委員会を中心にバーゼルⅢの枠組みの検討が進められている。この取組みは極めて重要であるが、先の危機において一国における何らかの金融不均衡の蓄積が、他国の金融経済情勢にも影響を与え、世界的な危機の源泉に繋がってきた事実を踏まえると、金融危機の再発を防止するためには、規制面だけではなくマクロ経済政策も包括的に含んだ世界的な枠組みを構築してマクロ・プルーデンスの取組みを強化していく必要がある。具体的には以下の3点に要約できる。

第一に、各国の政策当局は、マクロ・プルーデンスの視点を踏まえた政策運営を遂行すべきである。まず、従来、ミクロ・プルーデンスの観点から議論されることが多かった監督当局・中央銀行による検査・考査やモニタリングについては、マクロ・プルーデンスの切り口からこれらを活用していくべきである。すなわち、金融不均衡の状況や金融システム全体にわたるリスクに留意しつつ、これらの手段を通じて個別金融機関に働きかけを行うことは、システムック・リスクの蓄積・顕在化を防止する上で非常に有効であると考えられる。また、マクロ経済政策運営にあたっては、マクロ・プルーデンスの視点を踏まえることが適切である。財政政策や金融政策は、もとより金融システムの安定を目的とした政策ではない。しかしながら、例えば、今回の欧州における債務問題において、財政の維持可能性に対する懸念が直接の引き鉄となった他、金融政策も、これまでのバブルの生成と崩壊の歴史の中で、資産価格や金融システムの動向に大きな影響を及ぼしてきた。こうした経験を踏まえると、財政・金融政策運営にあたって、金融システムに対する帰結を考慮することは、中長期的に経済が持続的成長を遂げるというマクロ経済政策の本来の目的に適っている。こうした

問題意識は、世界的な広がりを見せてきてはいるものの、実際の政策運営の枠組みにこうした考え方が組み込まれている事例は、なお限られている。

例えば日本では、民間部門の資金需要の低迷や長期金利の低位安定を背景として、金融機関による国債保有額が累増してきており、これにより、長期金利上昇（国債価格下落）が金融システムの安定に悪影響を及ぼすリスクも上昇している⁶。もとより日本の金融機関は、調達・運用の期間ミスマッチによる市場性リスクのコントロールには相応の注意を払っており、現状、長期金利の上昇が直ちに金融システムに決定的な打撃を与えるとまで判断する必要はない。また、仮に長期金利上昇が金融システムに対して重大な影響を及ぼし得るとしても、これに対して財政・金融当局がとるべき態度は一義には明らかでない（例えば、金融機関による国債保有を直接抑制しようとすることはそれ自体が長期金利の上昇につながりかねず、長期金利の上昇を抑えようと中央銀行が国債買入れを増やすことは、財政の信認を損なう事態を招きかねない）。マクロ・プルーデンスの視点と、財政・金融政策の本来の目的との間には、緊張関係ないし相反関係が成り立つ場合もあり、マクロ・プルーデンスの視点を踏まえた政策運営の実現には課題も多いが、いずれにせよ、政策運営の金融システムへの帰結について、従来以上に丁寧な分析と評価が求められるのは確かであろう。

第二に、国際機関は、このような各国の取組みを踏まえ、金融不均衡の蓄積やそれが世界的に拡散することを未然に防ぐ能力を向上させていくべきである。特に、IMFはサーベイランスというツールを有している。その機能を強化し、国際的な金融規制の設計を担う BIS や FSB などの関連機関と共同で、世界全体のマクロ・プルーデンスを担うことが適当である。この点、IMFは、既に G20 のイニシアチブに基づき、世界的な流動性の動向や資本フローの動きを統計的に捕捉し、世界レベルで不均衡が蓄積することを監視する取組みに着手している。今後は、こうした不均衡の蓄積と、各国の経済政策や金融規制との関連をより明らかにして、政策助言に活用できるレベルにまで高める努力を続ける必要がある。また、国際的に合意した枠組みの下で G-SIFI（国際的に活動する金融機関）を規制・監督することは、世界的にミクロ・プルーデンスを実施することと同様であり、危機予防能力の強化につながるため、着実に実施していく必要がある。

第三に、国際金融危機防止に向けて認識を一致させるため、各国と国際機関は、「マクロ・プルーデンス世界会議」を立ち上げ、その内容を広く公表すべきである。先の金融危機において、先進各国の中央銀行が協調してスワップ協定を結び、国際金融資本市場の安定に寄与した事例からもわかるように、政策当局が一致団結して実行した政策は、政策規模以上の大きな効果を持ちうる。マクロ・プルーデンスに関しても、国際金融危機防止に向けて、各国の取組みに関して情報を共有するとともに、国際機

⁶ 日本銀行によると、国内の金融機関が保有する全ての国内債券の金利が一律 1% 上昇した場合、債券価格の下落に伴う損失が、大手銀行で 3.5 兆円、地方銀行で 2.8 兆円にのぼる（2 月 23 日衆議院予算委員会における白川総裁答弁）。

関による評価に関する認識をすり合わせ、世界全体として危機を予防しようとする努力が必要である。とりわけ、日本の場合、1990年代のバブル崩壊以降の金融危機を乗り越えた経験を持ち、また、一連の今回の欧州債務危機においても先進国の中でも金融機関の傷が相対的に小さい。会議開催のイニシアティブをとり、こうした経験を、国際金融危機の予防に活かすことも日本の国際貢献の一つの在り方であろう。なお、既に、ブルッキングス研究所(2011)において、同様の観点から中央銀行の政策担当者から構成される「国際金融政策会議」の開催が提案されている。しかし、各国におけるマクロ・プルーデンス政策の担い手は、制度により多少相違はあるものの、中央銀行の政策担当者のみならず規制当局、財政当局が含まれる。こうした様々な政策の効果を総合的に判断することにこそ意義が大きいと考えられる。

IV. アジア金融支援のためのサムライ債市場の利用促進

1. アジア金融支援の必要性

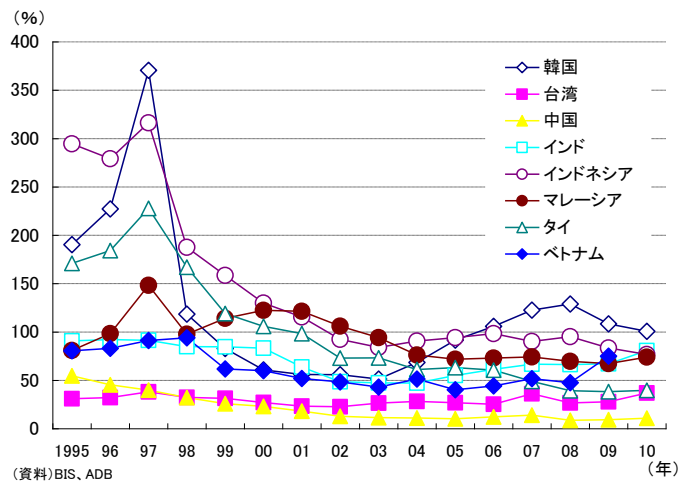
(1) 欧州債務危機のアジアへの影響

欧州債務問題によるリスクが依然高い中、そのアジア経済に与える悪影響が懸念されている。欧州の問題がアジア経済に与える経路としては、①貿易面を通じた影響、②金融市場の急変動を通じた影響、③欧州金融機関のデレバレッジ（資産圧縮）、の3つが想定でき、互いに連関する側面を持っている⁷。このように波及経路は必ずしも独立しているわけではないものの、目下懸念されているのが、金融市場の混乱や欧州金融機関のデレバレッジに伴いアジアから大規模な資金流出が起きるという、90年代後半のアジア通貨危機の再来であろう。

ただし、アジアの金融構造を90年代と現在とで比較すると、大きな違いとして、アジア各国の輸出主導型経済成長の成功に伴い、多くの国で、対外借入に対して外貨準備が潤沢になっていることが指摘できる。外貨準備に対する海外銀行からの借入の比率（対外借入/外貨準備）を見ると、90年代後半は、韓国では一時400%近く（対外借入額が外貨準備の4倍）に達していたのをはじめ多くの国で100%を上回っていたものの、現在では概ね100%以下の水準に収まっている（図表4）。

⁷ 白川方明・日本銀行総裁講演、「アジアにおける金融：バンキング・ビジネスと資本市場」、2012年2月9日

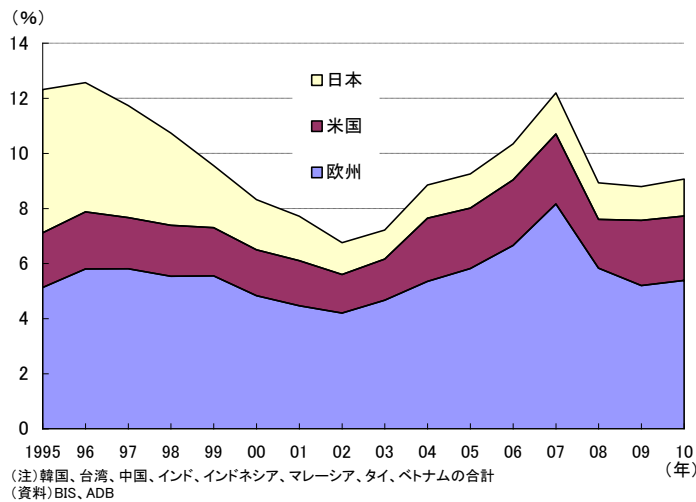
図表 4 対外借入/外貨準備



(2) 今なおアジア金融支援が必要な理由

とはいえ、アジア諸国の金融構造は依然として脆弱性を抱えている。先で見たように外貨準備こそ潤沢になっているものの、例えば、国内の総与信額（貸出）に占める日米欧の銀行による貸出のシェアを見ると、2007年を直近ピークにその後低下したとはいえ、それでも最近でも10%近くを占めている（図表5）。さらには、欧州銀行のシェアは、日本や米国の銀行のシェアを大きく上回るなど、「欧州」への依存度が最も高くなっている。実際、2011年9月には、欧米市場の混乱に伴いインターバンク金利が上昇するなか、韓国の銀行のドル調達がひっ迫したとされている⁸。足元で欧州金融市場の不透明さが再び高まる中で、セーフティネットとしてのアジア金融支援策が求められる。

図表 5 アジアの国内総与信額に占める日米欧銀行のシェア



⁸ 「韓国経済は強いのか（1）繰り返す通貨危機——資金出入り激しく」、日本経済新聞、2011年12月13日

2. アジア支援への具体的な提言：サムライ債市場の利用促進

日本によるアジア各国政府・企業の資金調達支援策としては、日本政府とアジア各国政府の間の取極めにより公的資金を直接活用する施策と、民間資金の活用を促進する施策に分けられる。

前者については、既に日本政府による対応が進行している。まず、政府はアジアの金融為替市場の安定を図る観点から、2011年10月に日韓通貨スワップ協定の枠を従来の130億ドルから700億ドルへ、年末には日印通貨スワップ協定の枠を30億ドルから150億ドルへそれぞれ拡げている。さらに、1997年のアジア通貨危機を教訓にASEAN+3の国々が外貨準備を融通し合う仕組みとして2000年に合意したチェンマイ・イニシアティブ（以下、CMI）についても、2010年3月の「マルチ化」¹⁰に続き、2012年5月のASEAN+3（日中韓）財務相・中央銀行総裁会議において、全会一致で強化策に合意した。具体的には、①現在の融資枠1,200億ドルを倍の2,400億ドルに増額する、②危機の発生前にCMIを発動し外貨を融通する危機予防機能を導入する、③IMFが支援を実施しない場合でも利用可能な融資枠を全体の20%から2014年に40%まで引き上げるなどである。これらの動きは、危機予防のための適切な行動として評価できる。特に、IMFのコンディショナリティがCMIの活用を阻害してきた面もあるため、アジア地域の流動性供給の枠組みとして単独でCMIを活用できる余地を融資枠の40%まで引き上げることの意義は大きいだろう。

一方、公的な資金供給には規模の限度やモラル・ハザードの懸念があることから、資金繰りが厳しい企業等に対してより迅速な対応が可能である、後者の民間資金の活用を促進する視点も重要である。民間資金活用を促進する政策手段としては、政府機関による債務保証・保険や官民の協調融資等が考えられるが、ここでは政府機関による債務保証・保険を使ったアジア各国政府・企業による日本のサムライ債¹¹市場の利用促進策を提言したい。なぜなら、サムライ債市場の活用は、アジア各国の発行体、日本の投資家、そして日本政府の全てに裨益するものだからである。

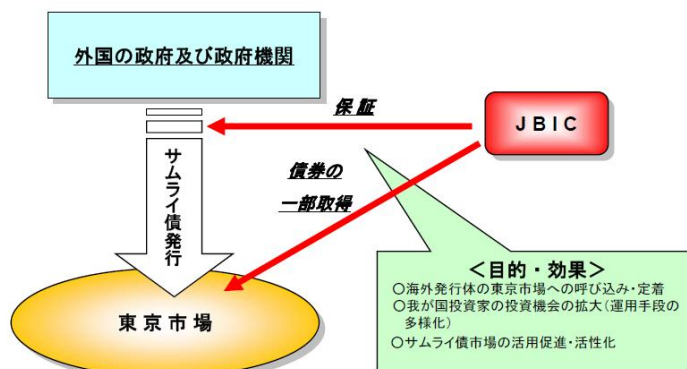
まず、アジア等の発行体にとっては、サムライ債市場が代替的な資金調達市場として機能し、数千億円程度までの資金を調達することが可能な点が最大のメリットである。アジアの発行体について過去の起債実績を見ると、2011年度は例えば韓国の政府系金融機関である韓国輸出入銀行と韓国産業銀行がそれぞれ800億円、537億円を調達している。また、日本政府によりサムライ債市場活性化のための施策が講じられており、外国の政府及び政府機関についてはサムライ債が発行しやすくなっていることもメリットである。具体的には、2008年のリーマン・ショックに端を発する金融経済危機による国際債券発行縮小を受け、日本政府は国際協力銀行（JBIC）によるアジア各国政府のサムライ債発行に対する保証供与（MASF：Market Access Support Facility）のプログラムを構築した（最大5,000億円規模）。さらに、2010年4月に同保証プログラムを拡大し、サムライ債に対する部分保証に加えて、債券の一部取得

¹⁰ CMIのマルチ化契約は、多国間の通貨スワップに関する契約で、従来のCMI二国間取極のネットワークを一本の契約にまとめたもの。

¹¹ 外国政府や企業等の非居住者が日本国内で発行する円建ての債券

も行うファシリティ（GATE：Guarantee and Acquisition toward Tokyo market Enhancement）を設定した（図表 6）。同施策を活用して、これまでにインドネシア政府やインド輸出銀行などがサムライ債を発行している（図表 7）。

図表 6 GATE のスキーム



（出所）国際協力銀行

図表 7 JBIC の保証スキーム（MASF, GATE）を活用したサムライ債発行の実績（2011 年度末現在）

年月	発行体	発行額 (億円)
2009.7	インドネシア政府	350
2009.11	コロンビア政府	450
2009.12	メキシコ政府	1500
2010.2	フィリピン政府	1000
2010.10	メキシコ政府	1,500
2010.11	インドネシア政府	600
2011.1	パナマ政府	415
2011.3	インド輸出銀行	200
2011.3	トルコ政府	1,800
2011.6	ウルグアイ政府	400
2012.3	トルコ政府	900
	合計	9,115

（出所）国際協力銀行資料より作成

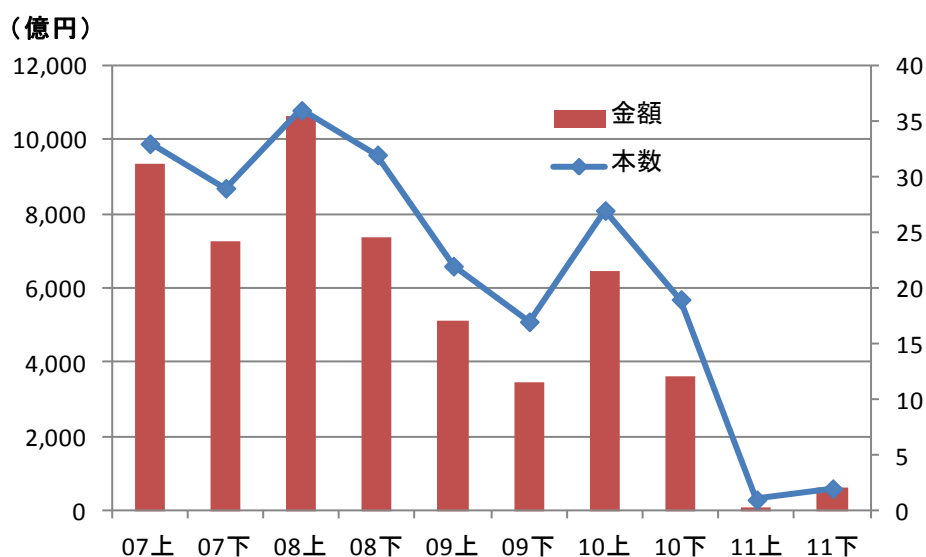
加えて、独立行政法人日本貿易保険（NEXI）は、外国政府や企業が事業に必要な長期資金を調達するために発行した債券の購入による損失をカバーする「海外事業資金貸付保険」の引受けを行っている。同保険は、外国政府等によって発行されるサムライ債も対象になっており、実際、2008 年にはメキシコ国営石油公社が発行した総額 640 億円のサムライ私募債の元本及び利息の一部に対して保険を引き受けた。

次に、日本の投資家にとってのサムライ債市場活性化のメリットは、為替リスクを

取らずに海外発行体の債券投資ができ、且つ、比較的利回りの高い投資オプションとなる点である。また、福島第1原発事故以降、それまで定常的に起債されてきた電力債の発行が非常に少なくなっており（図表8）、サムライ債が補完的な役割を果たすことも期待できる。

そして、日本政府にとってサムライ債市場の活性化は、資金調達に苦慮しているアジア新興国の発行体に新たな資金調達の手段を提供することでアジアへの欧州危機の波及を緩和し、アジア太平洋地域における国際貢献のアピールとなる点が重要である。同時に、サムライ債市場の発展は、円の国際化やアジア太平洋地域における金融センターを目指す東京市場のプレゼンスの向上にもつながる。

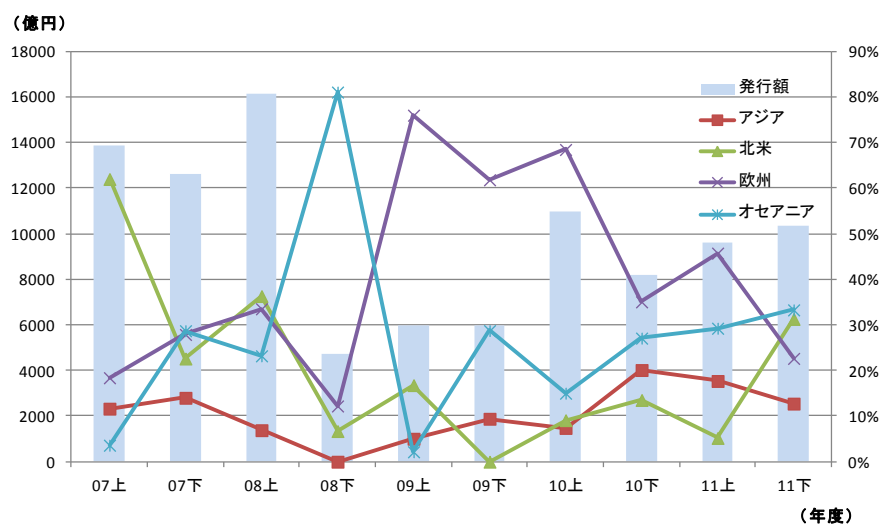
図表 8 電力債の発行推移



(出所) 日本証券業協会資料より作成

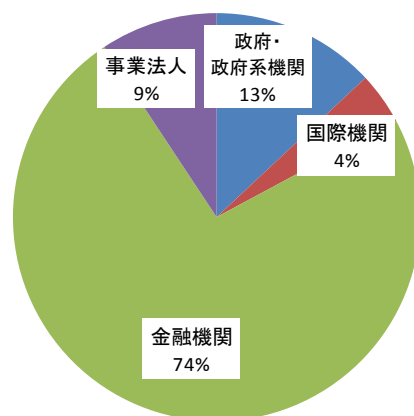
一方で、足元のサムライ債市場の動向を見ると、リーマン・ショックに端を発する金融市場の混乱を境に2008年度下期以降、発行額は2007年度や2008年度上期の水準には戻っていない（図表9）。また、発行体の地域別シェアでアジアの比率が一時20%近くまで高まったが、内訳を見ると韓国の政府系機関と金融機関が大宗を占める。さらに、発行体の属性別シェア（2007-2011年度の集計）を見ると、金融機関が7割以上を占め、事業法人への発行体の裾野拡大は道半ばである（図表10）。

図表 9 サムライ債の発行推移と地域別シェア



(出所) 日本証券業協会資料より作成

図表 10 サムライ債の発行体属性別シェア (2007-2011 年度の集計)



(出所) 日本証券業協会資料より作成

そこで、サムライ債をアジア新興国の発行体にとってより活用しやすくし、かつ、事業法人の資金調達手段としても更なる利用を促すための施策として、JBICによるGATEの対象及び保証枠の拡大が考えられる。現行のGATEの枠組みでは、サムライ債発行の支援対象となるのは外国政府及び政府機関に限られているが、これを民間の金融機関、事業法人、公共プロジェクトの実施主体（いわゆるプロジェクト・ボンド）等にまで拡大し、且つ、追加で数兆円の保証枠を確保することを提言したい。また、NEXIの海外事業資金貸付保険についても、サムライ債に係る保険引受けが増えるよう、保険料率の引下げ等の制度活用促進策を欧州債務危機の影響が収まるまでの時限で実施することを提言する。これらの施策によって、例えば、アジアの民間金融機関がサムライ債を発行して資金調達を行い、欧州系金融機関の撤退で生じた国内企業の資金

需要に応えることにより、アジア企業及びアジア経済の失速防止につながるだろう。さらに、同施策を通じてサムライ債の新たな発行体が増えることにより、サムライ債市場の多様化・拡大と東京市場のプレゼンス向上が期待できる。

アジア各国の発行体による債券発行を通じた資金調達を容易にする施策としては、他にも、2011年、プロ向け債券市場として立ち上げられた TOKYO PRO-BOND Market や、現在業務開始に向け準備を進めている ASEAN+3 域内でアジア企業による現地通貨建て債券発行を促進する信用保証・投資ファシリティ（CGIF: Credit Guarantee and Investment Facility）等の活用が挙げられる。TOKYO PRO-BOND Market では、必要な開示資料が大幅に簡素化され、さらに英語による開示が可能であるなど、外国の発行体にはメリットがある。また、CGIF は債務保証により、債券発行による資金調達が難しいアジア企業の信用力を高め、債券発行の道を拓くものであり、日本も JBIC を通じて総額 7 億ドルのうち 2 億ドルを出資している。これらの試みはまだ緒に就いたばかりだが、今後の積極的な活用が期待される。

(以上)