

太陽 ASG

エグゼクティブ・ニュース

テーマ：金融危機と国際政策協調

執筆者：一橋大学国際・公共政策大学院 教授 武田真彦氏

要 旨 （以下の要旨は 1 分 40 秒でお読みいただけます）

今年 7 月、イタリアで開催された G8 主要国首脳会議（サミット）では、会議直前に新興国の代表である胡錦濤・中国国家主席が国内暴動問題対処のために、急遽帰国されました。このため、サミットの焦点の一つであった地球温暖化対策について、新興国を含めた新たな国際間の協調合意が出来なかった、とされています。

他方、先月（8 月）末に行われたわが国の衆議院選挙では、これまでの自民党を中心とする政治・経済体制から野党・民主党への体制選択が争点となりました。このように、国内問題であれば国民の意思でその時々適切な政治・経済体制を決定することが可能ですが、国際社会の場合には上記サミットの例のように統一的な意思決定主体がないため、国際間に跨る政治・経済問題が発生してもその解決が困難な場合があります。

今月は、8 月号に引き続き一橋大学国際・公共政策大学院教授で、IMF（国際通貨基金）等国際機関での勤務経験も豊富な武田真彦氏に、最近の金融危機とそれに対する国際金融協調について、歴史的な推移も踏まえながら解説していただきます。



同氏によれば、グローバルな国際金融危機に対し、昨年秋以降、先進国及び新興国（世界 20 カ国＜G20＞）を中心に国際政策協調の動きが目立つようになりました。国際政策協調はこれまで伝統的に、①マクロ経済政策の協調、②国際ルール・規制の共通化、③国際金融制度に関する合意、の 3 分野で行われてきましたが、今回の未曾有の金融危機に際しては、この 3 分野全てに亘る国際的な政策協調が進められたのが特徴です。

G20 諸国では、2008 年秋の初会合（G20 サミット）以降この問題を協議してきました。その結果、①マクロ経済政策では思い切った金融緩和・財政拡張策を、②国際ルール・規制では、1929 年の株価暴落の教訓も踏まえ、先進国での効果的な規制の策定を、との宣言がなされました。

しかし、これに加えて、③国際金融制度の機能を時代に応じて改善する必要があります。今回の金融危機は、先進国と発展途上国の中間にある「エマージング・マーケット諸国」にも広く影響が及んでいるため、IMF の支援融資の役割が再認識されると共に、資金力の強化が合意されました。こうした現状を踏まえて筆者は、今後は IMF などが超国家的な立場で各国の経済政策を監視する地道な活動が必要である、と結んでいます。

「太陽 ASG エグゼクティブ・ニュース」バックナンバーはこちらから⇒<http://www.gtjapan.com/library/newsletter/>
本ニュースレターに関するご意見・ご要望をお待ちしております。Tel: 03-5770-8916 e-mail: t-asgMC@gtjapan.com
太陽 ASG グループ マーケティングコミュニケーションズ 担当 藤澤清江

金融危機と国際政策協調

一橋大学国際・公共政策大学院教授
武田真彦

国際政策協調の動き

グローバルな金融危機が深刻化するとともに、国際政策協調の動きが目立っています。昨年（2008 年）11 月、G20（注 1）ベースでは初めての首脳会談（サミット）がワシントンで開かれ、政策協調の行動計画が立案されました。これに続いて本年（2009 年）4 月、2 回目の G20 サミットがロンドンで開かれ、行動計画の進み具合についてのレビューが行われるとともに、本年末にかけて更にどのような政策の実現を目指すべきかについての指針が示されました。また本年 7 月、イタリアのラクイラで行われた G8 サミットでは、ワシントン、ロンドンにおける G20 首脳の政策方針を強く支持するとの宣言がなされました。

こうした国際政策協調は、金融危機の影響を軽減するため、あるいはその再発を防ぐために、どのような役割を果たすのでしょうか。本稿ではこの点について、考えてみたいと思います（注 2）。

（注 1）G20 メンバー国は、G8 諸国に加え、アルゼンチン、オーストラリア、ブラジル、中国、インド、インドネシア、韓国、メキシコ、サウジ・アラビア、南アフリカ、トルコ、および欧州連合。

（注 2）以下、カッコで括られた文言は、全て 2008 年 11 月または 2009 年 4 月の G20 サミット宣言からの引用。

1. どのような分野で国際政策協調が行われてきたか

過去二十年ほどについて国際政策協調の歴史を振り返ると、概ね次の 3 つの分野で協調が行われてきたことが分かります。

まず第一に、マクロ経済政策の協調。すなわち、多くの国が共通の経済問題に直面したとき、お互いの金融・財政・為替政策等を調整し、問題のスムーズな解決を目指すものです。この分野で最も良く知られた例は、1980 年代後半のプラザ合意・ルーブル合意でしょう。

第二に、国際的なルールや規制の共通化。企業や金融機関が国境を越えて活動を行うに当たって、商取引のルールや規制が国毎に異なると、徒に混乱を生んだり取引の妨げとなる怖れがあります。これを避けるため、関係国が集まってルール・規制を共通化すると、お互いの利益に資することになります。この面で最も成功した例は、銀行監督に関するバーゼル合意（1988 年）およびバーゼル II（2004 年）でしょう。また、世界貿易機関（WTO）を通じた貿易に関するルールの調整も、この分野に含めることができます。

第三に、国際金融制度に関する合意形成。IMF・世銀を始めとした国際金融機関は、国際金融経済情勢の変遷とともに、その機能や仕組みを改善していかなければなりません。このためにはメンバー国が集まって話し合い、あるべき改革について合意する必要があります。こうした改革の動きは、例えば 1997-8 年に生じたアジア危機のあと、危機再発を防ぐ観点から高まりを見せました。

これら国際政策協調の 3 つの分野を念頭に最近の G20 サミットの合意事項を点検すると、後述する通り全ての分野が網羅されていることに気が付きます。このことは、現下の金融危機の深刻さ、幅広い政策対応の必要性、そして「危機解決のためにあらゆる政策手段を取る」という関係国当局の決意を示すものと見ることができるでしょう。



2. G20 サミット宣言

それでは、G20 サミット宣言の内容を、分野毎に見ていくことにしましょう。

(1) マクロ経済政策の協調

まずマクロ経済政策面では、当面の経済活動の落ち込みを抑えるため、金融・財政政策の緩和を行うこととされています。すなわち、「数百万の職を守り、または創出するため」、「前例のない、しかも協調された財政拡張」を実施し、また金融政策面でも、「非伝統的な政策手段」を含む「例外的な緩和策」が取られている、と述べられています。

この内まず、①金融政策については、政策金利の引下げ、潤沢な流動性の供給、機能低下した個別金融市場の活性化を目的としたオペ手段の導入などが、メンバー国中央銀行によって行われています。こうした政策が、FRB（米連邦準備理事会）、ECB（欧州中央銀行）、日銀を含む主要国中央銀行によって取られたということは、大きな成果のように見えます。しかし実は、現在の状況下で、金融政策は国際協調を必要としていません。景気の後退に直面し、同時にインフレの懸念にさらされていなければ、これといった協調の枠組みがなくとも個別国の中央銀行は緩和政策を取るはずで、それによって失われるものではありません。

これに対して、②財政政策はどうでしょうか。財政拡張策が金融緩和策と異なるのは、金利・為替に対する影響の方向が反対であるという点です。つまり、財政拡張は金利の上昇、為替の増価（上昇）につながり、この内特に為替への影響は、財政政策が持つ総需要拡大効果が海外に漏れ出すことを意味します。このため、一国で行われる財政拡張策には多くを期待できず、主要国が歩調を合わせて拡張策を取ることに重要な意味が生じます。この意味で、G20 サミットは、財政政策面での協調に関する合意により大きな意義があったと評価することが可能です。

この他にも、財政を動かすには政治的な決断と複雑な実務的手続きがいること、そしてわが国を筆頭に財政余力に乏しい国が少なくないことから、財政面のアクションを起こすのは金融政策より難しい面があります。こうした中、サミットを通じて作られたモメンタム（勢い）が各国の財政政策対応を促したという点も、肯定的に評価できるでしょう。

ただしこのことは、G20 諸国が一律に財政拡張を行うべきだということではありません。米国はロンドン G20 において、各国が GDP 比一律 2% の財政拡張を行うとの案を強く主張したと報じられています。こうした数値目標の押付けは、各国のファンダメンタルズの相違を無視した拙劣な政策提言です。この案が受け入れられなかったのは幸いでした。

(2) 国際的なルールや規制の共通化—金融セクター規制・監督の改善、強化



今般の危機の経緯を踏まえると、金融市場・商品・機関に対するルール、規制・監督に手を加えない訳にはいきません。従って、G20 サミット宣言の大部分は、この分野の政策指針に充てられています。具体的な改善・強化策は極めて多岐に亘るため、詳細は後に添付した「表」をご覧くださいこととし、ここではその背景や評価についてコメントします。

(i) 金融規制・監督強化に関する先進国間の論争

まず第一に、金融規制・監督をどの程度強化すべきかについて、先進国間で論争があったと伝えられています。すなわち、思い切った強化が必要だとする仏・独と、規制の行き過ぎが自国金融セクターの繁栄を妨げることを怖れる米・英の確執です。昨年 11 月の第 1 回サミット宣言を見ると、金融規制・監督を改善する必要性は指摘されているも

の、行き過ぎを戒める文言も要所に配置されています。また、規制・監督については「高める、向上させる」ことを意味する enhance という言葉が使われており、他の部分で頻用されている strengthen や reinforce といった「強化」を意味する言葉は使われていません。

しかし、第 2 回サミットまでの 5 ヶ月間に、米国において重要な変化が生じました。まず共和党から民主党への政権交代が起こり、市場重視のニュアンスが弱まりました。また AIG のボーナス問題(注 1)に象徴されるように、公金投入を受けた金融機関に対する世論の反発が一段と強まったことから、金融セクターへの介入を強める方向に政治の流れがシフトしました。こうしたことを受けて、第 2 回サミット宣言では「金融規制・監督の強化」という表現が明示的に使われており、曖昧さが解消されました。



(ii) 金融規制・監督強化への基本的な考え方（歴史的な教訓を踏まえて）

では一体、どのような規制・監督を、どの程度強化すればよいのでしょうか。この点について詳述する紙幅はありませんが、基本的な考え方として、以下の点を押さえておく必要があると思います。

今般の金融危機は、米国を震源地とし、西欧に波及しました。米国の進んだ金融市場が、一見したところ魅力的な金融資産を潤沢に創出し、これに米欧の金融機関や投資家が資金を注ぎ込みました。しかし、いったん米国住宅市場のバブルが破裂するとこれら金融資産の市場価値が急落し、国際金融のメイン・プレーヤー達が巨額の損失を被り、この結果として世界規模での信用収縮が巻き起こされました。バブルの生成・破裂は歴史上数多く例がありますが、世界規模の経済困難につながったのは、今回および今回とよく似た性格を持つ 1929 年の株価暴落以外に見当たりません。

このことから学ぶべきは、①米国における金融・経済活動の行き過ぎを抑える、②こうした行き過ぎに自国金融機関・投資家が深入りする事態に十分な注意を払う、という 2 点ではないでしょうか。この内②は、危機の過程で自国金融機関の救済に奔走することとなった西欧の金融当局が、最も切実に感じていることでしょう。米国向け債権といえども、また高格付けを与えられていてもその安全は保証されておらず、特定の国・市場へのエクスポージャー（注 2）の集中には警戒すべきです。

一方①は、まずもって米国当局が取り組むべき課題ですが、今後の規制・監督の枠組みを国際協調を通じて改善・強化する際にも、重要な視点を提供します。つまり、新たな規制・監督は米国（のような金融先進国）で十分な効果を持つかを重視して構築し、またこれを実施する際には、国内金融経済問題が国際的に波及するリスク（いわゆるシステミック・リスク<注 3>）が大きい米国のような国において、逸早くかつ最も厳格に導入されねばならないということです。各国の金融監督当局による今後の話し合いが、こうした方向に進むことを望みたいと思います。

（注 1）AIG (American International Group) は、米保険大手グループ。サブ・プライムローン問題の煽りから経営破綻に直面し、昨年 (2008 年) 秋に米政府の管理下入り。しかし、公的資金援助の一部を破綻当時の経営陣のボーナス支給に充てたことが問題とされた。

（注 2）エクスポージャーとは、金融資産の内、価格変動リスクや信用リスクに晒されている資産の割合のこと。

（注 3）システミック・リスクとは、個別金融機関の支払不能等のリスクが他の金融機関や金融市場全体に波及するリスクのこと。ここでは、それが国際的な広がりを持つケースを想定している。

（３）国際金融制度の合意形成—国際金融機関の強化

国際金融危機の影響は、先進国のみならず、それぞれに脆弱性を抱えたエマージング・マーケット諸国(注)にも及んでいます。昨年末以降、ハンガリー、ラトビア、アイスランド、ウクライナ、パキスタンといった国々が、信用収縮に伴う資本の流出や自国金融機関の行き詰まりなどを原因として、国際通貨基金（IMF）から大型の支援融資を受けるに至っています。

危機に先立つ数年間、世界経済は高成長を謳歌し、その好影響はエマージング・マーケットにも波及していました。このため IMF は支援対象を失い、存在意義を問われる事態に直面していました。これはある意味で素晴らしいことだったのですが、宴の終わりと共に、IMF の役割と必要性が再認識されることになった訳です。

IMF が大口支援策を次々と打ち出すと共に、その資金力を増強し、国際金融の安定に万全を期すべきとの声が強まりました。わが国政府は昨年 11 月、1,000 億ドルにのぼる資金支援を IMF に対して行うことを表明しました。その時点の IMF の融資余力は約 2,500 億ドルだったので、その 40%に達する額の支援を申し出た訳です。本年 4 月の G20 サミットでは、IMF の融資余力を 5,000 億ドルまで引き上げ、更に必要に応じて市場からの借入を許すことが合意されました。

（注）「エマージン・マーケット諸国とは、経済発展段階に関して先進国と発展途上国の中間に位置し、貿易、投資面で国際的な重要性を高めつつある国々。BRICs（ブラジル、ロシア、インド、中国）、中東欧諸国、東南アジア諸国などがこれに含まれる。

3. 国際政策協調を如何に国内政策に反映させるか

G20 サミット宣言は政策の方向性を幅広く指し示しています。個々の政策の立案、執行の主体はあくまで個別国の政策当局です。国際的合意は各国の国内政策に具体化されねばならず、その際に様々な落とし穴があります。



（１）財政拡張策の意義の違い

例えば、「財政拡張策を採る」ということで合意がなされたとしても、各国の財政刺激策は大きければ大きいほど良いという訳ではありません。野放図で非効率な財政拡張は当該国財政の持続可能性（サステナビリティ）を脅かし、国際金融の安定を損なうことにもなりかねません。この問題は、システミック・リスクの大きい米国や、既に財政の持続可能性に大きなリスクを抱えるわが国について、特に重要だといえるでしょう。また同じ財政拡張策でも、目先の需要拡大だけを狙った一時凌ぎの政策と、内需中心の経済構造への中長期的な移行に資する政策とでは、その意義に大きな違いがあります。

（２）超国家的な監視の必要性和効果

こうした点に鑑み、国際政策協調の当事国は、各国がそれぞれの制約条件の下で最良の国内政策を採っているかどうかを常にチェックし、必要に応じて他国に注文を付ける必要があります。この作業は、超国家的な立場で各国の経済政策の監視（サーベイランス）を行う IMF に課せられた、重要な任務でもあります。国際政策協調の成果は、こうした地道な作業を通じて初めて実現されるという点を、見逃してはならないと思います。



以 上

執筆者紹介

武田 真彦（たけだ まさひこ）一橋大学国際・公共政策大学院アジア公共政策プログラム 教授
1957 年 大阪府生まれ

<学歴>

1981 年 3 月：東京大学経済学部卒業

1985-88 年：マサチューセッツ工科大学経済学部留学（博士号取得）

<職歴>

1981 年 4 月：日本銀行入行（営業局、鹿児島支店、金融研究所）

1989-92 年：国際決済銀行（BIS）出向

1994 年：日本銀行国際局調査役

1998 年：国際通貨基金（IMF）日本代表理事代理

2000 年：同 欧州第 1 局 局長補

2003 年：同 アジア太平洋局 上級審議役

2007 年：同 アジア太平洋局 次長

2008 年～：一橋大学国際・公共政策大学院 教授

(表) G20 サミット宣言 (2008 年 11 月) に添付された「行動計画」の概要

テーマ	当面 (2009 年 3 月末日まで) の行動計画	中期的な行動計画
1. 透明性とアカウンタビリティの強化	* 証券や複雑な金融商品の評価に関する会計基準の改善。 * オフバラ特別目的会社の会計・ディスクロージャー上の取り扱いに関する検討の前進。 * 複雑な金融商品のディスクロージャーの強化。 * 会計基準設定主体のガバナンスの改善。 * 資本のプールやヘッジファンドの取扱に関する民間のベスト・プラクティスを集めて、蔵相が審査。	* 単一、高品質でグローバルな会計基準の設定。 * 各国の規制・監督機関と会計基準設定主体は、互いに協力して、高品質の会計基準の整合的な適用を目指す。 * 金融機関によるディスクロージャーの改善。 * 規制・監督機関は、金融機関の財務諸表が、オフバラを含む当該金融機関の活動を正確かつタイムリーに反映するよう努める。
2. 健全な規制の拡大 2- (1) 規制レジーム	* IMF、FSF (金融安定化フォーラム) 等が協力し、規制の pro-cyclicality (景気循環増幅性) を緩和するための方策を提案する。	* 各国の規制システムのレビュー。全ての国が IMF による金融セクター審査 (FSAP) を受ける。 * 銀行、証券、保険という 3 セクター間の規制の相違についてレビュー。また、現行の金融規制に漏れがないか、全てのシステムに重要な金融機関が適切な監督下に置かれているかどうかについてもレビュー。 * 金融機関の清算・倒産制度のレビュー。 * 資本の定義の統一化。
2- (2) Prudential Oversight (健全性に関する監督)	* 格付け機関の改善。 * IOSCO (証券監督者国際機構) による格付け機関のレビューと監視。 * 資本規制の強化と実施。 * CDS (クレジット・デフォルト・スワップ) やその他の OTC (店頭取引) 派生商品から生ずるシステム・リスクの軽減、これら商品に関する透明性の向上等。	* 格付け機関の登録制導入。 * 国際的な銀行に対する流動性規制、およびこれらの銀行に対する中銀による流動性供給オペに関し、整合的なアプローチを策定。
2- (3) リスク管理	* 銀行によるリスク管理 (流動性リスクを含む) の強化。 * 商品・地域に関するリスクの集中度合いを、タイムリーに測定するメカニズムを金融機関に導入させる。 * 金融機関自身による、リスク管理モデルの再検討。 * 新たなストレス・テストモデルの開発の必要性に関する検討。 * 経営者にハイリスク・ハイリターンを指向させる報酬体系の排除。 * Structured products (証券化商品) や証券化商品に対する銀行による効果的なリスク管理の実施。	* 各国の規制当局が金融市場・商品の進歩に対応できるように、国際的な基準設定主体が尽力。 * 政策当局は、資産価格の大きな変化や、そのマクロ経済や金融システムへのインプリケーションをモニター。

テーマ	当面（2009 年 3 月末日まで）の行動計画	中期的な行動計画
3. 金融市場の健全性の向上	* 規制・監督当局の国際・地域間協力の向上。 * 市場の安定を脅かす要因に関する情報交換。そうした脅威に対処するための、国内・地域の法制度整備。 * 市場・投資家保護のためのビジネス・ルールのレビュー。	* 非協力的・不透明な国・地域から国際金融市場を守るための方策を実施。 * 資金洗浄等への対策を継続。 * 税に関する国際的な情報交換の強化。
4. 国際協力の強化	* 全ての大手国際金融機関を対象に、Supervisory colleges（監視グループ）を設立。 * クロス・ボーダーの危機に対処するための体制を強化。	* 規制慣行の収斂状況を調べ、その推進を図る。 * 目先の市場安定化のために導入された手段の副作用を抑え、これを適切に unwind（巻き戻し）していく。
5. IFIs（国際金融機関）の改革	* FSF のメンバー拡大。 * IMF、FSF の協力を強化し、危機の早期警報を出す作業を実施。 * IMF を中心に、危機の教訓を抽出する作業を行う。 * IMF、世銀グループ、および地域開発銀行の資金量をレビューし、必要に応じて増額する。IFIs は、現下の危機に対応すべく、その貸出手段のレビューと改善を図る。 * エマージング・マーケット諸国、開発途上国の市場資金へのアクセスを確保。 * 景気循環を均すための財政政策出動を助けるため、地域開発銀行は資金面のサポートを行う。	* エマージング・マーケット諸国、開発途上国の発言権を強める形で、ブレトン・ウッズ機関の改革を行う。 * IMF は全ての国に対して、強力で公平なサーベイランスを行うべき（金融セクターを重視し、FSAP を活用）。 * エマージング・マーケット諸国、開発途上国が新たな規制を実施するのを助けるため、先進国、IMF 等が技術支援を実施。

- (注) (a) 「テーマ」に付した番号は原文にはなく、筆者によるもの。
(b) 表に記載したのは筆者による要点の意識であり、原文の全訳や論点の漏れのない記載を企図したものではない。

