

# グローバル金融・財政危機と国際通貨体制<sup>1</sup>

小川英治<sup>2</sup>

## 1. 序

アメリカの経常収支赤字を中心として 1990 年代後半から拡大してきたグローバル・インバランス（世界的な経常収支不均衡）のなかで、2000 年代半ばになってアメリカの住宅投資への国際的な金融仲介のルートが、その後のグローバル金融危機と財政危機の主な背景となった。2000 年代半ばのアメリカにおける住宅バブルが崩壊すると、その影響はアメリカの金融機関にとどまらず、欧州の金融機関にまで影響が及び、グローバル金融危機に発展した。このグローバル金融危機に伴い、欧米を中心として総需要が縮小し、欧米を輸出対象国としていた諸国をも含めて、世界経済が同時不況に陥った。そのため、G20 で各国政府が協調的に財政刺激を行うことを決めるとともに、欧米では、バランスシートを毀損した金融機関への政府による資本注入が行われ、先進諸国の各国の財政赤字が増大した。

このようにして各国政府の財政赤字が増大するなかで、ギリシャ財政危機が発生し、ユーロ圏の一部の国へ財政危機が波及した。2009 年 10 月にギリシャの政権交代によって財政上の統計の不備が明らかにされたことをきっかけにして、財政当局は信認を失墜し、国債の借換えが困難となる財政危機に直面した。そして、ギリシャと同様の巨額の財政赤字や政府債務残高を抱えている南欧諸国などへも財政危機が波及した。実際にアイルランドとポルトガルが、欧州連合（EU）と欧州中央銀行（ECB）と国際通貨基金（IMF）のいわゆるトロイカ体制から金融支援を受けるに至った。その財政危機が他の南欧諸国に波及することが懸念され、ユーロが暴落するとともに、EU の通貨同盟及びユーロそのものに対する欠陥、具体的には財政主権の統合がなさないまま通貨主権が統合されている問題点があったため指摘された。

このようにグローバル・インバランスからグローバル金融危機そして欧州財政危機への一連の動きのなかで、米ドルはもとよりユーロなどの欧州の諸通貨や日本円などのアジアの諸通貨に対しても大きな変動をもたらした。とりわけ、グローバル金融危機時において、グローバル金融危機の震源地であるアメリカの通貨、米ドルが暴落するどころか、ユーロやポンドなど欧州通貨が米ドルに対して大きく減価したことは、国際通貨体制を考察する際に極めて示唆的な現象であった。一方、アジア諸国の金融機関はグローバル金融危機の直接的な影響を受けなかったものの、日本円や韓国ウォンなどのアジアの諸通貨の間のミスマッチが拡大したことも特徴的であった。

本稿では、グローバル・インバランスからグローバル金融危機そして欧州財政危機の発

---

<sup>1</sup> 本稿は、日本国際経済学会第 72 回全国大会共通論題（2013 年 10 月 12 日@横浜国立大学）において報告する論文である。小川（2013a, b）に基づいて、加筆したものである。

<sup>2</sup> 一橋大学大学院商学研究科・教授。e-mail: [ejji.ogawa@r.hit-u.a.cjp](mailto:ejji.ogawa@r.hit-u.a.cjp).

生プロセスのメカニズムを考察するとともに、これらのプロセスがドル基軸通貨体制の下で起こってきたを説明する。そして、ドル基軸通貨体制の下でこれらのプロセスのなかグローバル金融危機や欧州財政危機が米ドルとともにユーロや日本円などのアジアの諸通貨に及ぼした影響について観察する。最後に、ドル基軸通貨体制の諸問題について論じる。

## 2. グローバル・インバランスのなかでのグローバル金融危機

2000年代に入って、世界経済は、図1に示されるように、アメリカの経常収支赤字を中心とするグローバル・インバランスに直面した。そのなかで、Mann (2002)が指摘するように、アメリカの経常収支赤字の持続可能性 (sustainability) が疑問視されながらも、米ドルを基軸通貨とする国際通貨体制の下でアメリカは経常収支赤字を拡大してきた。一方、2000年代半ばのアメリカの経常収支赤字は、国内貯蓄不足の中での過剰な住宅投資を原因としていた。アジアの過剰な貯蓄がアメリカの財政赤字をファイナンスしたという指摘 (Bernanke(2005)) がある一方、アメリカの住宅投資の資金は、石油輸出国から欧州の金融機関を通じて調達され、アメリカの住宅投資を下支えしていた。さらには、アメリカはもとより一部の欧州においても住宅バブルが発生していた。

アメリカにおいて、住宅バブルのなか住宅価格上昇期待に基づいて、本来、信用リスクが極めて高いために住宅貸出の対象となり難い低所得者層向けにサブプライム・ローンという形で住宅貸出が行われた。その信用リスクを他に移転することを目的としてサブプライム・ローンを担保とした証券化商品 (住宅ローン担保証券 (RMBS) など)、さらには、その証券化商品を担保とした証券化商品 (クレジット・デフォルト・スワップ (CDS)) がアメリカの金融機関から欧州の金融機関に売り渡された。これは同時に、アメリカ国内で不足する貯蓄を補うための資金調達手段としての役割を果たした。その資金源は、中近東諸国やロシアなどの石油輸出国の経常収支黒字を欧州の金融機関によって国際的に金融仲介する形でアメリカへと流れて行った。その意味では、欧州の金融機関は、石油輸出国の経常収支黒字とアメリカの経常収支赤字との間の国際金融仲介を担った。さらに、これらの国際金融取引を通じて、欧州自体にもこれらの経常収支黒字国から資金が流入し、その資金が欧州における土地等の購入などに向けられ、土地バブルの様相を呈した。

しかし、アメリカで住宅バブルの崩壊によって住宅価格が下落し始めると、住宅価格上昇期待に隠されていたサブプライム・ローンの高い信用リスクが顕在化した。住宅バブルの崩壊とともに、サブプライム・ローンが不良債権化し、さらには、サブプライム・ローン証券化商品が回収不能となった。これらのサブプライム・ローン証券化商品を多く保有していた欧州の金融機関もアメリカの金融機関と同様の影響を受けた。

2007年9月には、英国で、サブプライム・ローン証券化商品を有していたわけではないノーザン・ロック銀行が銀行取付に遭い、そして、住宅金融大手のブラッドフォード・アンド・ビングレーが経営破綻となり、国有化された。また、アイスランドでも金融機関の経営が破綻し、国有化されることとなった。さらに、ドイツやフランスなどでは、サブプ

ライム・ローン証券化商品に有していた大手の金融機関が経営破綻に直面した（小川(2012b)）。

### 3. グローバル金融危機から財政危機へ

グローバル金融危機によって多くの国で、景気回復を目的とした財政刺激政策の国際協調及びグローバル金融危機の影響を受けた金融機関への資本注入によって、財政赤字が増大した。特に欧米では、グローバル金融危機の影響を受けて、経営破綻した金融機関、あるいは、バランスシートを痛めた金融機関を救済するために支出される金融部門支援のための財政支出が増大した。例えば、2010年に財政危機に陥り、ユーロ圏危機の発端となったギリシャでは、IMF(2009)の試算(2009年5月時点)によると、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として80億ユーロ、総計280億ユーロが財政負担として政府にのしかかっている。2391億ユーロ(2008年)のギリシャのGDPと比較すると、GDPの約12%に相当する財政負担が金融部門支援のために支出された。

このような全般的な財政悪化の状況に加えて、2009年10月におけるギリシャの政権交代によって、新しい政権(全ギリシャ社会主義運動のパパンドレウ政権)が前政権(新民主主義党のカラマンリス政権)による財政に関する統計処理の不備を指摘し、財政赤字の規模を上方に修正した。財政赤字の規模が、2009年見通しで3.7%から12.7%(後に13.6%への再修正)へ上方に修正された(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た。このような財政当局の信認の失墜が財政危機として現われたと言える。

このように、日欧米など世界の先進諸国において総じて財政赤字が拡大するなか、ギリシャにおいて財政危機が始まったトリガーが財政当局の信認を失墜させたことであったことは、複数均衡のなかで一方の均衡(国債バブル)から他方の均衡(国債バブルの崩壊及びその後の金融危機)へシフトさせる典型的な事例である(Reinhart and Rogoff(2009)、小川(2012a))。

ユーロ圏諸国全体のGDPの2.7%ほどの経済規模しか有しないギリシャにおいて起こった財政危機がユーロを暴落させたのは、ギリシャの財政危機そのものの問題よりも、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ポルトガル、イタリア、アイルランド、スペインと合わせると、それらの経済規模(GDP)はユーロ圏諸国の35%にも達する。グローバル金融危機とその後の世界同時不況の影響を受けて、ギリシャと同様に他のユーロ圏諸国も2008年から2009年にかけて財政赤字を増大させることとなった。ユーロ圏諸国全体で、2008年の財政赤字(GDP比)2%から2009年には6.3%へ三倍強に増大した。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、他のユーロ圏諸国でも財政赤字が拡大している。このような状況は、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。

ギリシャの財政危機が他のユーロ圏諸国に波及するメカニズムとして、以下の経路を通じて波及すると考えられる。

第一に、ギリシャと同様に財政赤字の大きい他のユーロ圏諸国がギリシャと同様に政府債務危機に陥り、それらの国債価格が暴落すると投機家が予想することによって、それらの国債の空売りによる投機を通じて実際に国債価格が暴落する。これは、投機家の予想が彼らの投機によって実際に実現することから、自己実現的投機と呼ばれるものである。

第二に、ギリシャ国債の価格が暴落すると、国際分散投資を行っている投資家のポートフォリオに占めるギリシャ国債のシェアが相対的に低下する一方、他のユーロ圏諸国の国債のシェアが相対的に上昇する。国際分散投資の最適なポートフォリオ比率を維持するために、投資家はポートフォリオに占めるシェアが上昇した、ユーロ圏諸国の国債を売却して、ポートフォリオ調整を行おうとする。この場合に、売却の対象となった国債価格が下落することになる。

第三に、もしギリシャ国債が債務不履行となったり、債務削減などの債務リストラが行われる事態となった場合に、ギリシャ国債を保有する欧州金融機関が損失に直面し、その貸借対照表が悪化する。自己資本比率などを維持するために、ソブリン・リスクの高いユーロ圏諸国の国債を始めとして、資産を売却しなければならなくなる。その場合に、他のユーロ圏諸国の国債価格が下落する。

このように国債の空売りという投機のみならず、欧州の金融機関が国際ポートフォリオの中でギリシャ国債を保有していることから、ギリシャ危機によってギリシャ国債の売却が他のユーロ圏諸国の国債に波及する可能性があった（嘉治（2010））。とりわけ、財政赤字や一般政府債務残高が高いユーロ圏諸国が政府債務危機の波及が懸念された。

図2には、2010年末におけるユーロ圏諸国の一般政府債務残高が金額ベースと対GDP比で示されている。確かにギリシャの政府債務残高の対GDP比はユーロ圏諸国の中で最も高い。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、イタリアの政府債務残高の金額が大きいことから、いったんイタリアで財政危機が発生すると、その影響度が大きいことが懸念された。

財政危機がギリシャから波及がすることが懸念される状況は、ソブリン・リスクのリスク・プレミアムとしてその国債利回りに反映された。図3には、ユーロ圏諸国の国債利回り（10年物）の推移が示されている。ユーロ圏における財政危機が発生する以前においては、ギリシャの国債利回りも含めて、最も安全な国債として評価されているドイツの国債利回りとそれほどの違いはなかった。すなわち、ギリシャの国債利回りにそれほど大きなリスク・プレミアムが乗せられていなかったことは、ギリシャの国債のリスク、いわゆるソブリン・リスクがドイツのそれとほぼ同じ程度に低いと評価されていたことを意味する。

しかし、ギリシャの国債利回りは、ギリシャの政権交代により財政収支の統計処理に問題があったことが発覚した 2009 年 11 月以降、上昇傾向にある。安全資産とみなされたドイツの国債利回りが低下傾向にあったのに対して、ギリシャで財政危機が発生した以降、ソブリン・リスクが高まったとみなされたために、アイルランド、ポルトガル、スペイン、イタリアなどのユーロ圏諸国の国債利回りがギリシャ国債利回りを追いかけるように急速に上昇した。これらに対して、ソブリン・リスクに問題がないとみなされているドイツの国債利回りはむしろ低下する傾向にある。ドイツとともに、オランダ、フィンランド、オーストリア、ルクセンブルグの国債利回りも低下し、2012 年末には 1% 台に低下している。

実際に、ギリシャで財政危機が発生した後に、アイルランドとポルトガルにおける財政危機が深刻化した。アイルランドの場合は、ユーロ導入後からグローバル金融危機前まで好景気さらに景気過熱からアイルランド国内の不動産バブルが発生していた。グローバル金融危機のきっかけとなったアメリカの住宅バブル崩壊に連動して、アイルランド国内でも不動産バブルが崩壊し、アイルランド国内の金融機関が不良債権を抱えることとなり、さらに経営破綻した金融機関へ政府から資本が注入し、財政収支が悪化した。一方、ポルトガルは、ギリシャと同様に、ユーロ導入後も経済収斂条件の 1 つである財政赤字の対 GDP 比 3% の基準を順守することができない年が続いていた。そのようななかで、グローバル金融危機の直接的影響と世界同時不況によって、財政危機が発生した。このようにして財政危機が深刻化したために、EU と ECB と IMF とのトロイカ体制がギリシャに引き続いて、2010 年 12 月にアイルランドが、2011 年 5 月にポルトガルに対して金融支援を行うこととなった。

#### 4. ユーロ圏における財政危機に対する対応

ユーロ圏諸国の財政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。その 3 点セットの核となるのは、ギリシャにおける財政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、財政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財政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。

財政危機解決のための 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。財政危機が深刻な国（ギリシャ）の債務削減が行われることによって、財政再建による財政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鑑みて、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財政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ファシリティ（EFSF）や欧州安定メカニズム（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による財政危機に直面した国債の買上げが期待されている。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。

次に、ギリシャの財政危機に対する対応に焦点を当ててみよう。ギリシャの財政危機に対処する第1次金融支援が2010年5月にユーロ圏諸国とIMFによる金融支援プログラム（総額1,100億ユーロ、内訳はユーロ圏諸国が800億ユーロ、IMFが300億ユーロ）が決定した。金融支援に際しては、IMFのコンディショナリティが課されるとともに、EUが当該国の財政状況に対するサーベイランスが実施されることとなった。

金融支援プログラムでは、(i) 財政の持続可能性を回復すること、(ii) 対外競争力を高めること、そして、(iii) 金融部門の安定性のためにセーフガードを講ずることをコンディショナリティとしてギリシャ政府に課している。(i) 財政の持続可能性の回復については、2013年までに具体的な方策によって財政健全化を図ることになっている。それによって、財政当局に対する信認を強めて、市場アクセスを回復し、公的債務残高の対GDP比を2013年以降、低下経路へ導くとしている。(ii) 対外競争力の回復については、これまでリスボン戦略の下でギリシャでは十分に進められてこなかった名目賃金引下げと費用削減と価格競争力向上のための構造改革を行い、投資・輸出主導の成長モデルにギリシャ経済を移行させるとしている。また、経済における政府の透明性を改善し、その役割を小さくする。(iii) 金融部門の安定性のためのセーフガードについては、デフレに備えて、銀行の支払い能力問題に対処するセーフティネットを拡大するために、金融安定化基金を設立する。ソブリン・リスクの高まりから発生する流動性問題を緩和するために、既存の政府の銀行流動性支援ファシリティを拡大する。

一方、民間部門関与によるギリシャ国債に対する債務削減については、第1次金融支援においては、まだEFSFのセーフティネットが構築されていなかったために、対応されなかった。そのために、ただギリシャ政府に対して大きな負担を強いるだけとなっていたことから、ギリシャの財政危機への実際の解決が進展しなかった。そのため、2011年になって、民間部門関与による債務削減が検討された。当初は、21%の債務削減が民間金融機関との間で合意が一時はなされたが、その債務削減比率が再検討され、21%（2011年7月）から53.5%（2012年3月）へ引き上げられた。この合意によって、一方的な債務不履行である「無秩序な債務不履行」を回避し、(必ずしもすべての民間投資家の合意が取り付けられたわけではないが) 合意の下で民間部門関与による、いわゆる「秩序だった債務不履行」が実現された。

一方、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 8・9 日に開催された 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) につく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、一度も発動されたことがなかった。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。

このように、「財政安定同盟」は、ユーロ圏諸国は、財政規律を強化し、財政再建を進めるための政策協調としての基本合意に留まっていることに注意する必要がある。言い換えると、財政主権の統合を意味するような「財政同盟 (Fiscal Union)」にまでは至っていない。Balassa (1961)が言う、経済統合の最終段階の「完全な経済統合」の一部にしか達していない。

##### 5. グローバル金融・財政危機時におけるドルと欧州通貨の反応

このようにして、欧州の金融機関は、アメリカのサブプライム問題の影響を直接に受け、また、自らの土地バブルの崩壊の影響を受け、バランスシートを毀損させた。さらに、証券化商品一般のなかに、サブプライム・ローン証券化商品がどれほど含まれているかが不明であることから、欧州の金融機関はカウンターパーティ・リスクに直面した(小川(2009a))。

欧州の金融機関間のカウンターパーティ・リスクがロンドン銀行間取引金利 (LIBOR) に如実に現れた。図 4 に示されている、LIBOR マイナス財務省証券 (TB) レート (米ドル建て 3 か月物) は、安全資産である TB に対して金融機関の信用リスクがリスクプレミアム (信用スプレッド) としてどれほど上乗せされているかを示す。この信用スプレッドの推移に基づいて、主に欧州の金融機関が取引を行うロンドン金融市場で、これらの金融機関のリスク・プレミアムを観察される。

図4に示されるように、サブプライム・ローン問題が顕在化した2007年夏以前には、信用スプレッドは0.5%以下であった。しかし、2007年夏には、米ドル建てLIBORの信用スプレッドは2%にまで跳ね上がった。さらに、2008年9月15日のリーマン・ブラザーズ・ショックによって、その信用スプレッドはさらに4.5%にまで跳ね上がることになる。

このように米ドル建てLIBORの信用スプレッドが大きく跳ね上がったことは、欧州の金融機関がロンドンの銀行間金融市場でドル資金を調達しようとするときに、極めて高いリスク・プレミアムを課されていたことを示す。注意しなければならないのは、このリスク・プレミアムは、バランスシートが大きく毀損していない金融機関に課されたものである。バランスシートが毀損している可能性が高いと判断される金融機関は、銀行間金融市場でドル資金を調達できなかった。ここに、カウンターパーティ・リスクの高まりから、欧州の金融機関がドル資金調達を困難とし、流動性不足に陥っている姿を垣間見られる。

欧州の金融機関がドル資金の調達困難となったことから、図5aに示されるように、ユーロや英ポンドが米ドルに対して暴落する事態となった。また、日本円に対してもユーロは暴落した(図5b)。2007年夏にサブプライム・ローン問題が顕在化した当初は、アメリカ発の金融危機は米ドルの信認を失墜させ、米ドルの暴落が懸念された。しかし、実際には、米ドルは暴落せず、ユーロが暴落した。さらに、ユーロ圏周辺諸国の通貨も大暴落した。

ユーロは、ユーロ圏はもとよりその周辺国との間の経済取引における決済通貨として第二の基軸通貨として米ドルに肩を並べつつあった。しかし、域内及びその周辺国との間の経済取引における決済通貨として利用されているユーロであっても、域外との経済取引における決済通貨としてユーロはいまだ十分に使われていない。欧州域内における基軸通貨とはなっていない、世界経済における基軸通貨とは未だなっていなかったことが、グローバル金融危機で改めて明らかとなった(小川(2010))。

## 6. アジア通貨の非対称的な反応

東アジア通貨に目を転じよう。東アジア通貨の中には、欧州通貨と同様に大きな減価をした通貨が見出される。東アジア通貨(ASEAN10+3(日本、中国、韓国))の加重平均値であるアジア通貨単位(Asian Monetary Unit (AMU))<sup>3</sup>に基づいて東アジアの各国通貨のAMU乖離指標を見て、東アジア通貨の反応を見てみよう。AMU乖離指標は、AMUに基づいて、東アジア諸国の貿易不均衡が比較的小さかった2000-2001年のベンチマーク期間に比較して東アジア通貨がどれだけ乖離しているかを測定するものである。すなわち、AMU乖離指標は、2000-2001年のベンチマーク期間をゼロにして、プラスになると過大評価である一方、マイナスになると過小評価である。

<sup>3</sup> AMUとAMU乖離指標は、経済産業研究所のウェブサイト

(<http://www.rieti.go.jp/users/amu/en/index.html>)において利用可能である。AMUの計算におけるウェイト付けは、域内貿易額(輸出額と輸入額の合計)のシェアと購買力平価(PPP)で測ったGDPのシェアの単純平均に基づいている。



図6に、AMUの名目為替相場の動きが、対米ドルと対ユーロと、そして、米ドルとユーロの通貨バスケット（アメリカとユーロ圏に対する東アジアの貿易のシェアに基づいて、米ドル：ユーロ＝65%：35%）に対して、図示されている。AMUは、2004年以降、米ドルとユーロの通貨バスケットに対して徐々に増価していることが示されている。2008年10月以降、2000－2001年のベンチマークとほぼ同じ水準にある。一方、AMUは米ドルに対して2008年4月から2009年2月にかけて若干減価したが、直近では増価している。それに対して、米ドルに対してユーロが大きく減価したことを反映して、AMUはユーロに対して2008年7月から10月にかけて大きく増価したが、その後、AMUはユーロに対して減価傾向にある。

図7aは、AMUに基づいた、2000－2001年のベンチマークと比較した東アジア通貨の名目AMU乖離指標（名目為替相場ベース）の動きが図示されている。いくつかの東アジア通貨は2007年夏から2008年にかけて発生したグローバル金融危機をはさんで大きな変動を示した。韓国ウォンは、2007年夏以前にはベンチマーク年に比較して20%以上の過大評価となっていた。また、タイ・バーツは2005年末から2007夏まで急速に増価して、ベンチマーク期間に比較しておよそ20%以上の過大評価となっていた。一方、日本円は、2007年夏以前にはベンチマーク期間に比較しておよそ10%の過小評価となった。しかしながら、2007年夏以降、韓国ウォンとタイ・バーツは減価する一方、日本円は、増価した。日本円は、欧州財政危機の影響を受けて、2011年にさらに増価傾向を強めている。人民元もまた2008年3月以降、増価したものの、2009年4月以降、減価傾向にある。

図7bは、AMUに基づいた、2000－2001年のベンチマークと比較した東アジア通貨の実質AMU乖離指標（実質為替相場ベース）の動きが図示されている。実質為替相場ベースとは、当該国間のインフレ率の相違を、すなわち、当該国間の通貨の購買力の相違を考慮に入れて、相対価格あるいは交易条件をとらえようというものである。そのため、名目為替相場ベースに比較すると、国際貿易などの実物経済に影響を及ぼす為替相場とみなすことができる。相対的にインフレ率が高い国の通貨においては、国際的な相対価格が上昇するために、実質為替相場で見ると通貨高と同じ効果をもたらす。一方、相対的にインフレ率が低い国の通貨においては、国際的な相対価格が低下するために、実質為替相場で見ると通貨安と同じ効果をもたらす。これらの効果があるために、インフレ率の高い国の通貨、例えば、インドネシア・ルピアやラオス・キップやベトナム・ドンは、名目AMU乖離指標においては過小評価となっているものの、実質AMU乖離指標においては過大評価となっている。これらとは対称的に日本経済はデフレ傾向にあるために、日本円は、名目AMU乖離指標に比較して実質AMU乖離指標が過小評価の傾向にある。

このように、東アジア諸国通貨は、2007年から2008年にかけてのグローバル金融危機の影響を受けて、非対称的な反応を示している。それは、金利の安い日本円と金利の高い韓国ウォンやタイ・バーツを対象とした円キャリー・トレードのように、域内における資本の流出入が域内為替相場の変動に影響を及ぼしたとも言われている。一方、東アジア通

貨の乖離が近年、拡大していることも明らかとなっている。このことは、Ogawa and Yoshimi (2010)によって行われた、AMU 乖離指標の $\beta$ 収斂（各国通貨のAMU 乖離指標がAMU 乖離指標ゼロに向かって収斂しようとしているのか）及び $\sigma$ 収斂（クロス・セクションのAMU 乖離指標の標準偏差が収斂しようとしているのか）の実証分析においても、収斂するよりはむしろ発散する傾向にあるという分析結果が得られている。このような状況は、域内の資本移動のみならず、東アジア諸国の通貨当局が様々な為替相場制度や為替相場政策を採用しているという事実も反映している。換言すれば、通貨当局間の為替相場制度選択における協調の失敗が、東アジア通貨間の域内為替相場のボラティリティやミスアライメントを深刻化している。また、Ogawa and Wang (2012, 2013)では、Balassa-Samuelson 効果を考慮に入れた PPP をベンチマークとした AMU 乖離指標のデータを利用して、同様の $\beta$ 収斂と $\sigma$ 収斂の分析を行ったが、同様の結果が得られている。

#### 7. 危機時の為替相場の不安定性

前節において観察されたように、今回のグローバル金融危機においては東アジア諸国通貨が非対称的な反応を示している。2007年夏から1年半の間に、韓国ウォンはAMUに対して50%ポイントほど減価する一方、日本円は20%ポイントほど増価した。すなわち、円/ウォン為替相場がAMUを基準にして70%ポイント円高ウォン安となったことに代表されるように、アジア域内の為替相場がミスアライメントを起こしながら、乱高下していたのである。

この原因には、サブプライム・ローン問題が発生するまで、欧米のインベストメント・バンクによって盛んに行われていた円キャリー・トレードが2005年から2007年半ばまで円安ウォン高に向けていたものの、グローバル金融危機が深刻化するにつれて欧米のインベストメント・バンクがレバレッジ比率を低下させるとともに円キャリー・トレードを引き揚げたためであると言われている。この原因が主たる原因かどうかを証明する証拠を見出すことが難しいが、間接的な証拠として国際収支表の中のその他投資の項目を日本と韓国で比較すると、グローバル金融危機の直前には日本でその他投資において資本が流出する一方、韓国でその他投資において資本が流入した。グローバル金融危機が発生すると、資本移動は逆転し、日本でその他投資において資本が流入する一方、韓国でその他投資において資本が流出した（Ogawa and Wang (2013)）。

しかしながら、欧米のインベストメント・バンクによって円キャリー・トレードが閉じられ、資金が引き揚げられたことだけが原因で韓国ウォンが減価したのであれば、韓国ウォンは、過大評価され始めた2004年10月以前の水準にまで戻って、それ以上の減価、すなわち、30%ほどの過小評価にまで減価することはなかったであろう。このときに韓国ウォンに関して発生したことは、グローバル金融危機に直面してユーロや英ポンドで発生したと類似のことであったと推察される。

欧州では、アメリカ発の金融危機がサブプライム・ローンを担保とした証券化商品に資

金運用していた欧州の金融機関が、サブプライム・ローン問題の影響を受けた。サブプライム・ローン問題の影響を受けて、欧州の金融機関のバランスシートが毀損してしまったり、あるいは、そのバランスシートが毀損しているのではないかという疑念が金融機関間で高まった。そのため、バランスシートが毀損している可能性が高いと判断される金融機関は、銀行間金融市場でドル資金を調達することができなくなり、カウンターパーティ・リスクの高まりから、欧州金融機関によるドル資金の調達が困難となった。とりわけ、リーマン・ショック、すなわち、リーマン・ブラザーズのような大手のアメリカのインベストメント・バンクでも経営破綻となる可能性が高まった後は、欧州金融機関によるドル資金調達の困難度は深刻化した。そのため、リーマン・ショック発生の前後からユーロや英ポンドが米ドルに対して急速に減価し、通貨暴落の様相を示した。さらに、他のユーロ圏周辺諸国（アイスランドなど）の通貨が、ユーロに輪をかけて、大暴落した。特に、それまで、国際金融取引を積極的に行い、外国から資金を引き寄せていたユーロ圏周辺諸国では、金融危機が伝染し、極めて深刻な事態となった。そのため、一部の国々では、IMFに金融支援を要請せざるを得なくなった。

ユーロは、ユーロ圏はもとよりその周辺国との間の経済取引における決済通貨として第二の基軸通貨として米ドルに肩を並べつつあった。しかし、域内及びその周辺国との間の経済取引における決済通貨として利用されているユーロであっても、域外との経済取引における決済通貨としてユーロはいまだ十分に使われていない。欧州域内における基軸通貨とはなっていない、世界経済における基軸通貨とは未だなっていなかったことが、今回のグローバル金融危機において改めて明らかとなった。

韓国においては、欧州の金融機関のようにサブプライム・ローンの問題が直接的には影響していなかったと言われている。しかしながら、欧米のインベストメント・バンクが韓国から資金を引き上げる過程において、韓国国内において外貨の流動性不足となり、欧州の金融機関で発生したと類似の外貨流動性不足が発生したのであろう。そのために、韓国ウォンが大きく減価することとなったと考えられる。企業レベルにおいては、ウォン建ての資金でさえ資金調達が難しい状態にある。2008年後半において、韓国では、社債利回りが急上昇した。特に、2008年後半に社債利回りと国債利回りとの金利差が急速に拡大していることを考慮に入れると、社債に対するリスク・プレミアムが高まって、企業の資金調達に支障を来していることが推察される。

このように今回のグローバル金融危機における世界的な通貨の混乱の原因は、外貨建ての流動性、特に、基軸通貨である米ドル建ての流動性が不足した国においてその国の為替相場が大きく減価した。このような外貨建ての流動性、特に、米ドル建ての流動性が不足している状況の中で、通貨減価を止めるために資本規制や外国為替管理を厳しくしても、一層の流動性不足に陥らせるだけであって、なんら効果をもたらさない。むしろこれらの流動性不足に対応すべく、米ドル建ての流動性を中心に外貨建ての流動性を調達したり、他の国の政府などが融通してもらうことが実効的である。

実際に、韓国経済が米ドル建ての流動性不足に陥るなか、2008年10月28日に韓国銀行はアメリカの連邦準備制度と通貨スワップ取極めを締結し、通貨スワップを実行した。さらに、2008年12月13日の日中韓首脳会議において韓国銀行は日本銀行と日本円と韓国ウォンの通貨スワップ取極めを、中国人民銀行と人民元と韓国ウォンの通貨スワップ取極めを締結することを決めた。そして、日本銀行と韓国銀行は、同年12月18日に通貨スワップ取極めを締結した。その後、この通貨スワップ取極めの期間延長を行っていない。

## 8. ドル基軸通貨体制

世界最大の対外純債務国であるアメリカが経常収支赤字を支障なく対外的に資金調達を行うことができることには、国際的な経済取引における決済通貨として米ドルが支配的に利用されているという意味で、ドル基軸通貨体制の下でアメリカが支配的な基軸通貨発行国であるという背景がある。ドル基軸通貨体制の下では、たとえアメリカの対外純債務残高が大きくて、アメリカの経常収支赤字が持続不可能だとしても、国際的な経済取引（経常取引及び資本取引）における決済通貨として米ドルに対する需要が持続的に存在する。このようなドル基軸通貨体制が、アメリカに経常収支赤字の拡大や対外純債務の累積が可能とする。

国際的な経済取引における決済通貨として基軸通貨ドルに対する需要がグローバル金融危機でもそれほど影響を受けていないことは、基軸通貨における慣性の法則が作用している（小川（2009b））。ネットワーク外部性が働く貨幣経済では、貨幣の交換手段に規模の経済が作用することを意味する。いったんある国の通貨が基軸通貨として国際経済取引のなかで一般受容性を高めると、その一般受容性が高いことから世界中でその通貨が基軸通貨として保有され、そして、利用されて、その通貨が基軸通貨として世界の国際経済取引で支配的なシェアを占めることになる。このように、その基軸通貨が世界の国際経済取引で支配的なシェアを占めることによって、世界中の多くの経済主体がその基軸通貨を保有し、利用することになる。そして、そのこと自体がますますその基軸通貨の一般受容性を高めることになる（Dowed and Greenaway (1993)）。

複数基軸通貨制度のなかで選択肢として複数の基軸通貨が存在しているからといって、基軸通貨間で有効な競争状態にあるとは必ずしも言えない。ネットワーク外部性が存在する場合には、国際経済取引で支配的に大きなシェアを持つ基軸通貨の交換手段としての機能は、シェアの小さい他の国の通貨の交換手段としての機能よりも優れている。さらに、国際経済取引でその基軸通貨のシェアが上昇する一方、その他の国の通貨のシェアが低下すると、基軸通貨と他の国の通貨との間の交換手段としての機能における差はますます拡大することになる。

したがって、支配的に大きなシェアを持つ基軸通貨を発行する通貨当局は、極めて高い率のインフレーションを引き起こして、その基軸通貨を十分に大きく減価させないかぎりには、世界経済の国際経済取引におけるその基軸通貨のシェアを維持することができる。い

ったんある国の通貨が支配的に大きなシェアを持つ基軸通貨となると、その国の通貨は基軸通貨としての地位を維持することになる。このように、基軸通貨となったという歴史的事実によって、その通貨は基軸通貨としての地位を維持することになる。このようにして、基軸通貨には慣性が作用する。

アメリカ以外の各国の通貨当局が自国通貨を米ドルに固定させなければならなかったブレトンウッズ体制が1971年8月15日のニクソン・ショックによって崩壊した。ブレトンウッズ体制が崩壊してからは、米ドルを基軸通貨として是認することはだれにも強制されているわけではない。望めば、米ドル以外の国の通貨を基軸通貨として自由に利用することが可能であった。このような状況で、ルールに依らなくとも、米ドルの基軸通貨としての地位に慣性が働いていたことは何らかの自然の経済的要因が作用していたと考えられる。政府の力に依らなくとも、自然独占となる産業と同じようなメカニズムが国際通貨システムでも作用していたと言えよう。

ネットワーク外部性が存在するために、世界経済の経済主体によって利用される基軸通貨の供給量が増大すれば増大するほど、その基軸通貨の交換手段としての機能が高まるという意味で、国内通貨にしても国際通貨にしても、一般的に通貨においては規模の経済性が作用する。また、その基軸通貨としての交換手段としての機能が高まることそれ自体によって、交換手段としての機能面における基軸通貨の質が改善されることになる。

このように、基軸通貨の供給量あるいはシェアに応じて基軸通貨の機能面における質が改善するので、シェアの高い基軸通貨とシェアの低い基軸通貨との間では交換手段としての機能の面で異質性が存在することになる。そのため、これらの基軸通貨は不完全代替となる。いったん世界経済で高いシェアを持って利用されるようになった基軸通貨は、交換手段としての機能の面でその質が改善されて、シェアの低い国際通貨との差別化の程度が増していくこととなる。したがって、米ドルのように国際経済取引の決済手段でシェアの高い国際通貨が存在する国際通貨システムは、米ドルだけが巨人で他の国の通貨が小人のようであることから、ガリバー型国際通貨システムと呼ぶ(小川(1998))。

米ドルと競争的な基軸通貨が他に存在すれば、米ドルが独占的に基軸通貨の利益、すなわち通貨発行利益を無制限に享受することができない。アメリカの通貨当局に対するガバナンスも働きうる。しかし、ガリバー型国際通貨システムでは、基軸通貨が独占的に存在することから、基軸通貨国の通貨当局は通貨発行利益を最大限に追求するために、基軸通貨を大量に供給し、基軸通貨の価値を低下する傾向にある。アメリカの通貨当局に対するガバナンスが存在しない状態にある。そのため、米ドルを基軸通貨として利用している世界経済の経済主体は、悪影響を受けることになる。

もし他に有効に競争関係にある複数の基軸通貨が存在するならば、ある基軸通貨発行国の通貨当局が通貨発行利益を追求するあまりに通貨の価値を低下させると、世界経済における経済主体はその基軸通貨を利用すること及び保有することを止めて、国際経済取引における決済通貨をその基軸通貨から他の基軸通貨に変更することになる。そのために、そ

の通貨当局が実際に獲得することができる通貨発行利益は小さくなる。したがって、有効な競争関係にある基軸通貨が存在する場合には、基軸通貨国は、むやみやたらと通貨成長率を上昇させて、通貨の価値を低下させることが得策ではないことになる。

このようにして、基軸通貨ドルと有効に競争関係になる通貨を登場させることによって、基軸通貨ドルの価値が低下することを抑制することができる。ガリバー型国際通貨システムでは、基軸通貨ドルと他の通貨と間に異質性が高いために、通貨間で有効な競争が行われにくくなっている。通貨間の有効な競争が行われるためには、他の国の通貨が米ドルに匹敵するほどの国際経済取引における決済通貨としてのシェアを確保する必要がある。

## 9. 結論

本稿では、グローバル・インバランスからグローバル金融危機そして欧州財政危機への一連の因果関係を含む発生プロセスを説明した。そのプロセスのなかで、ドル基軸通貨体制が重要な背景として存在していることを指摘した。2000年代に入ってからからのグローバル・インバランスは、アメリカ国内の貯蓄不足のなかでアメリカの住宅投資に対して資金調達を行うために、石油輸出国のオイルマネーを欧州の金融機関を通じて国際金融仲介が行われてきたことが、その後、住宅バブル崩壊及びサブプライム問題から欧州の金融機関のバランスシートの毀損につながるグローバル金融危機に発展した。グローバル金融危機は、バランスシートの毀損した金融機関への政府による資本注入とともに、G20による財政刺激の国際協調を要請することによって、日本も含めて欧米諸国の財政赤字が急激に拡大した。そのような状況のなかで、米ドルの暴落よりもむしろ、欧州金融市場における米ドル建て流動性の不足から米ドルに対してユーロが暴落するとともに、欧州財政危機時において安全資産としてみなされた日本円が増価した。このような通貨のミスアライメントなど通貨の混乱が発生した。

基軸通貨ドルに慣性が働いている現在の状況では、米ドルの価値の低下という要因によって、自然に現在のガリバー型基軸通貨体制から通貨競争のより有効な複数基軸通貨体制に変化していくことは難しい。しかしながら、基軸通貨ドルの価値の低下を抑制するために、基軸通貨ドルに対抗することができるほどの競争的な基軸通貨が出現することが必要となる。また、世界経済がこの10数年間に、アメリカのITバブルとその崩壊、住宅バブルとその崩壊といったバブルとその崩壊の繰り返し、そして、アメリカの経常収支赤字を主たる原因とするグローバル・インバランス、さらにアメリカ発のグローバル金融危機と世界同時不況を経験して、基軸通貨ドルに対抗する通貨競争によって健全な国際通貨システムを構築する必要性の認識が増していることは確かであろう。

## 参考文献

Balassa, B. (1961) *The Theory of Economic Integration*, Irwin, Homewood (中島正信訳『経済統合の理論』ダイヤモンド社、1963)

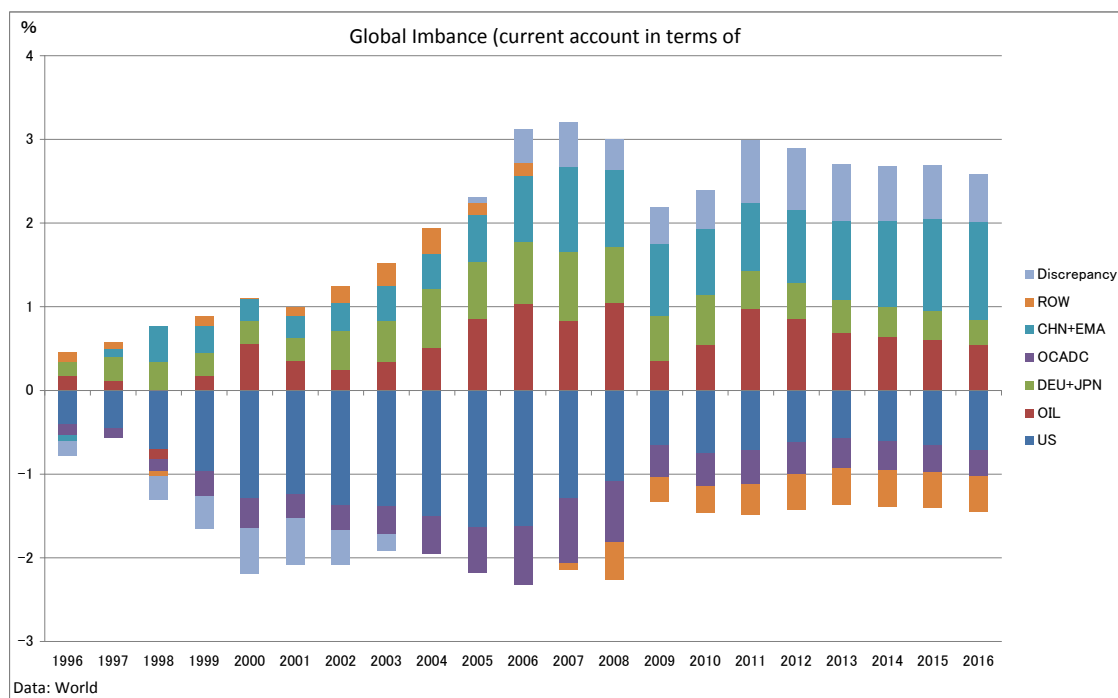
- Bernanke, B. S. (2005) “The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit,” Remarks at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, March 10, 2005.
- Dowed, K. and D. Greenaway (1993) “Currency competition, network externalities and switching costs: Towards an alternative view of optimum currency areas,” *Economic Journal*, vol. 103, 1180-1189.
- European Commission (2010) *Report on Greek Government Deficit and Debt Statistics*.
- European Council (2011) *Statement by the Euro Area Heads of State or Government*, Brussels, 9 December 2011.
- International Monetary Fund (2009) *Fiscal Implications of the Global Economic and Financial Crisis*, Occasional Paper, No. 269.
- 嘉治佐保子 (2010) 「欧州の動向」『変化する世界経済と日本経済・財政の課題に関する研究会・報告書』財務省財務総合政策研究所.
- Mann, C. L. (2002) “Perspectives on the U.S. Current Account Deficit and Sustainability,” *Journal of Economic Perspectives*, 16, 131-152.
- 小川英治 (1998) 『国際通貨システムの安定性』東洋経済新報社.
- 小川英治 (2009a) 「米国金融危機は EU にどう波及したか」『経済セミナー』第 646 号、25-29.
- 小川英治 (2009b) 「国際通貨の今後の構造変動」『世界経済評論』
- 小川英治 (2010) 「欧州ソブリンリスクとユーロ暴落」『世界経済評論』第 54 巻第 5 号、28-35.
- 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』第 56 巻第 2 号、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, 2012 年 5 月.
- 小川英治 (2013a) 『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.
- 小川英治 (2013b) 「ユーロ圏における財政危機とその対応」日本経済研究所『日経研月報』2013 年 7 月号、6-16.
- Ogawa, E. and J. Shimizu (2006) “AMU Deviation Indicators for Coordinated Exchange Rate Policies in East Asia and their Relationships with Effective Exchange Rates,” *The World Economy*, vol.29, Issue 12, 1691-1708.
- Ogawa, E. and T. Yoshimi (2010) “Analysis on  $\beta$  and  $\sigma$  Convergences of East Asian Currencies,” *International Journal of Intelligent Technologies and Applied Statistics*, vol. 3, no. 5, 237-263.
- Ogawa, E. and Z. Wang (2012) “The AMU Deviation Indicators Based on the Purchasing Power Parity and Adjusted by the Balassa-Samuelson Effect,” *RIETI Discussion Paper Series*, 12-E-078.

Ogawa, E. and Z. Wang (2013) “How Did the Global Financial Crisis Misalign East Asian Currencies?” mimeo.

Reinhart, C. M. and K. 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).

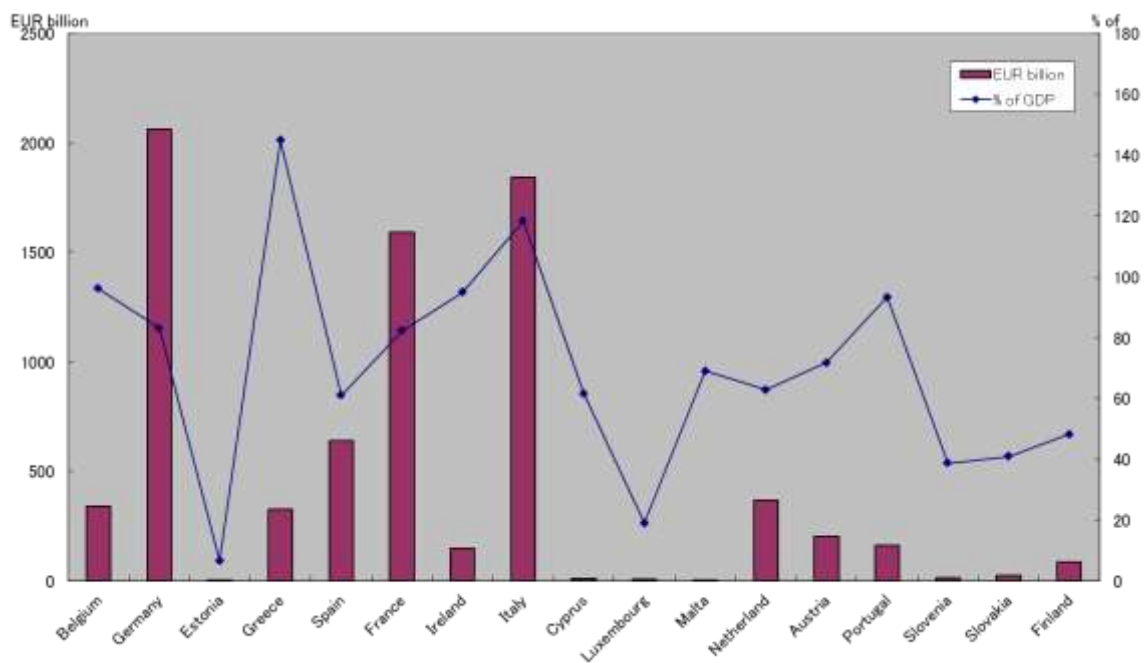


図 1：グローバル・インバランス（経常収支の対 GDP 比）



データ：IMF, *World Economic Outlook*

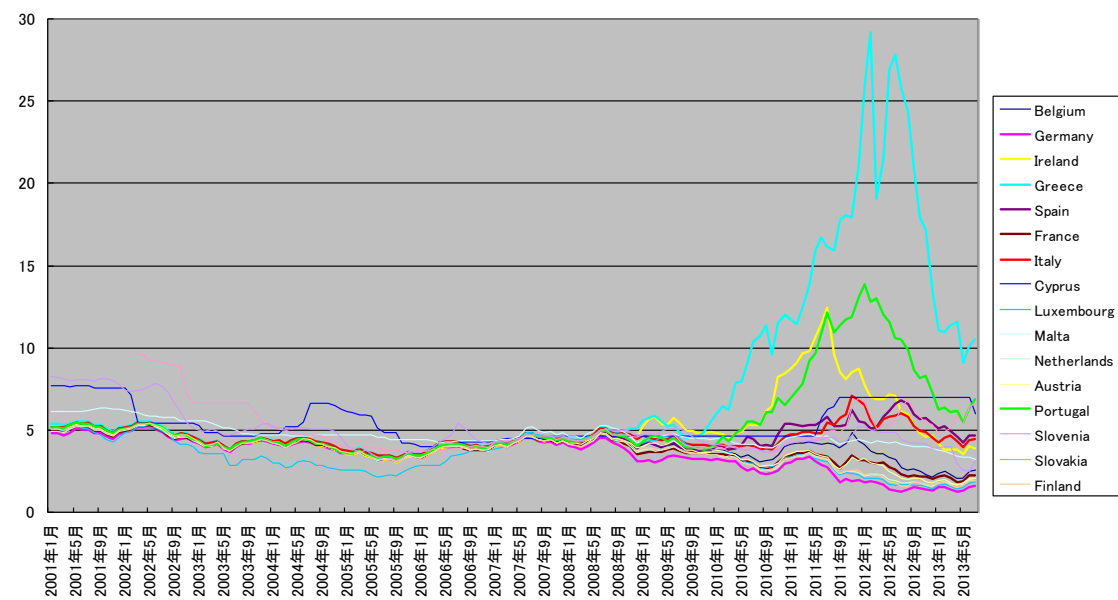
図 2 : ユーロ圏諸国の一般政府債務残高 (2010 年末)



データ : Eurostat

図3：ユーロ圏諸国の長期金利（10年物国債利回り）

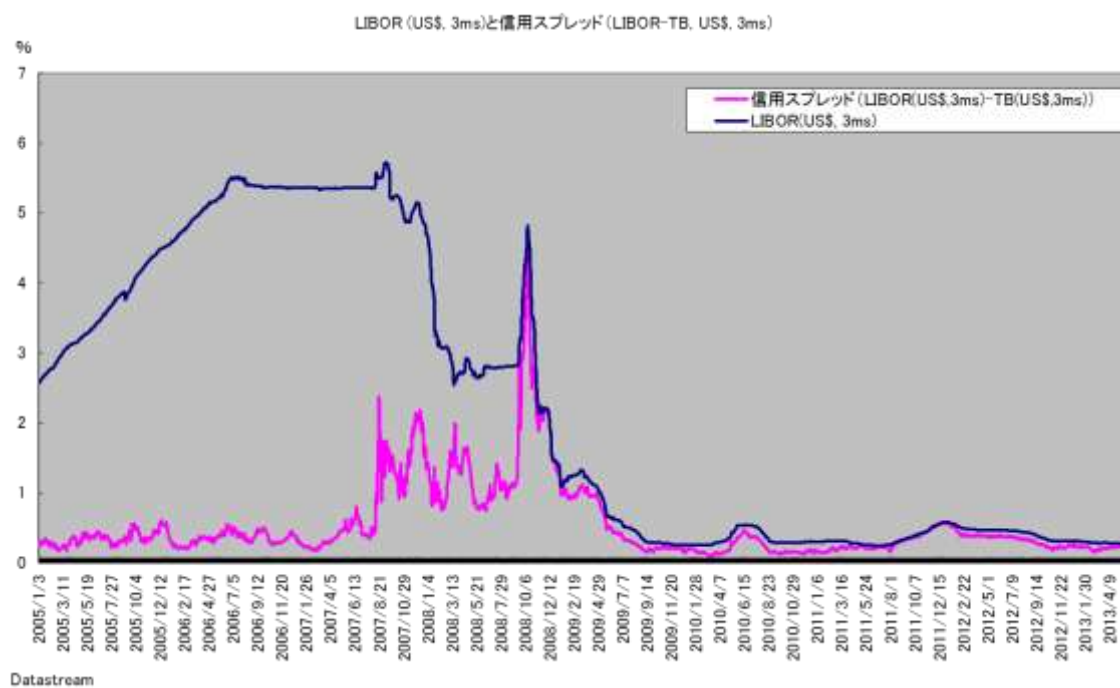
長期金利(10年物国債利回り)



Data: ECB

データ：ECB

図4 : LIBOR (US\$, 3 か月物) と信用スプレッド (LIBOR-TB, US\$, 3ms)



データ : Datastream

図5a：ドル/ユーロ相場とポンド/ドル相場

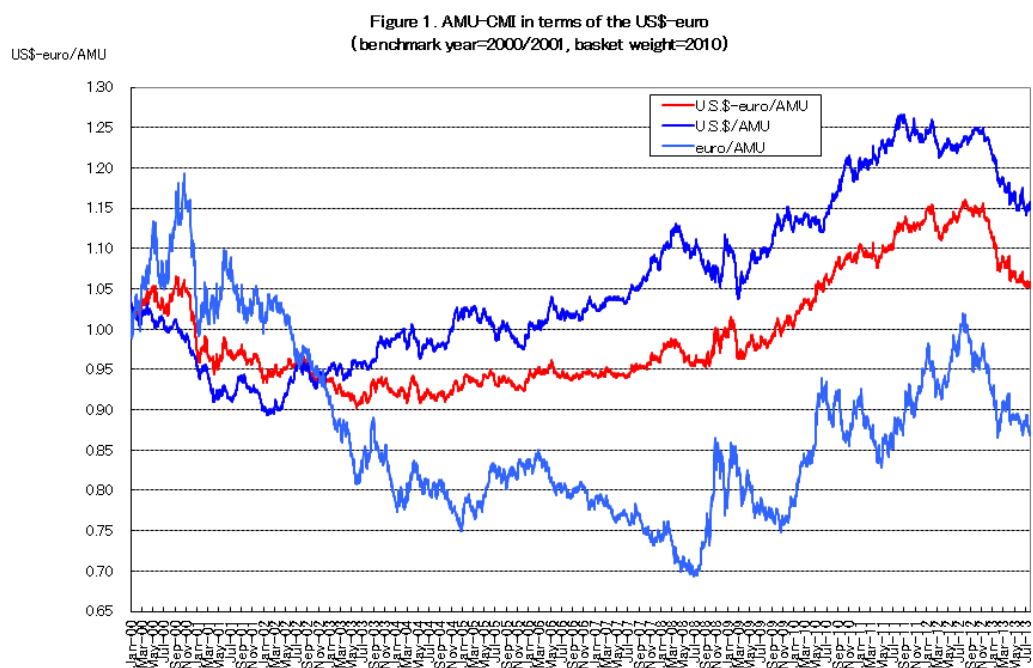


図5b：ドル/ユーロ相場と円/ユーロ相場



データ：Datastream

図6：AMUの対ドル・ユーロ相場の動向



出典：RIETI (<http://www.rieti.go.jp/users/amu/index.html#figures>)

図 7 a : 名目 AMU 乖離指標の動向

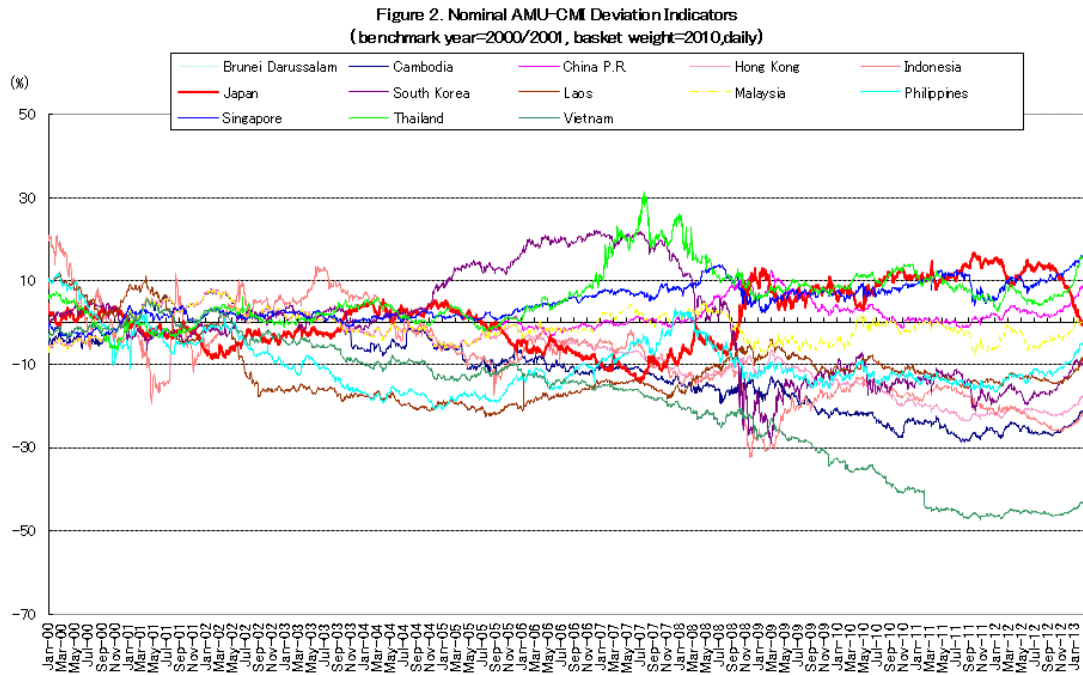
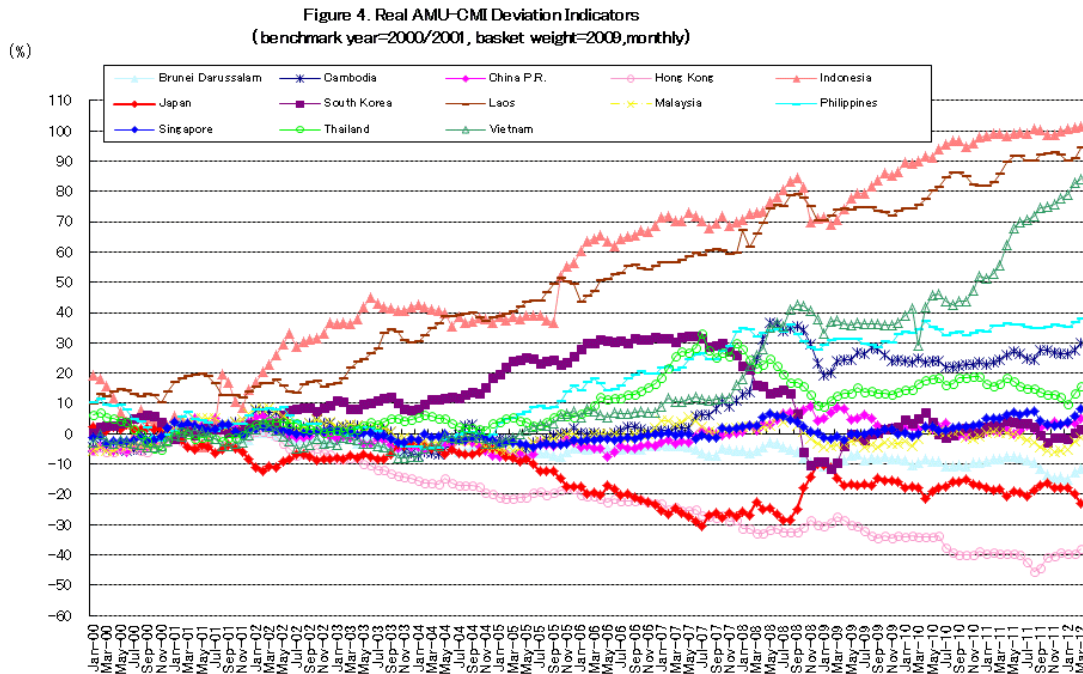


図 7 b : 実質 AMU 乖離指標の動向



出典：RIETI (<http://www.rieti.go.jp/users/amu/index.html#figures>)