



RIETI Discussion Paper Series 19-J-056

21世紀日本を巡る国際金融環境の変化 ——為替政策と国際金融協調——

井戸 清人
国際経済研究所



Research Institute of Economy, Trade & Industry, IAA

独立行政法人経済産業研究所

<https://www.rieti.go.jp/jp/>

21世紀日本を巡る国際金融環境の変化 ——為替政策と国際金融協調——*

井戸 清人（国際経済研究所）

要 旨

日本にとって1990年からの20年間は経済・金融システムの大きな転換点となった。この転換を引き起こしたのは3つの大きなショックであった。第1にプラザ合意による円高に対する対策がもたらしたバブルとその崩壊、第2に金融自由化とバブル崩壊後の金融危機、第3にアジア通貨危機である。

本稿では、特に日本を巡る国際金融環境の変化に注目し、その結果日本に求められた構造変化と国際的責務の高まりについて歴史的に回顧し論じる。第2節では、プラザ合意以降の為替政策の変遷と最近の論点について、第3節では、アジア通貨危機克服に向けた日本の役割と東アジア諸国の連携について、第4節では、東アジアにおける地域金融協調、さらにはG7からG20と拡大された国際金融協調体制について述べている。最後に今日の現状と課題についての考察も加えた。

21世紀の入口は国際金融環境にとっても大きな転換点であった。1999年にはユーロが導入され、また新興国経済の発展により世界経済のリーダーシップはG7からG20へと拡大した。そしてアジア通貨危機によりアジア諸国は生産分業体制と国際金融システムのパートナーとなり、日本経済も大きく変化することとなった。当初国際金融危機や為替政策のために始まったG20も、現在では世界経済の持続的成長や高齢化などの構造変化など幅広いテーマについて議論が行われており、日本が果たすべき役割は益々大きなものとなっている。

キーワード：為替政策、アジア通貨危機、国際金融協調

JEL classification: E52、E58、E61、E66、F420

RIETI ディスカッション・ペーパーは、専門論文の形式でまとめられた研究成果を公開し、活発な議論を喚起することを目的としています。論文に述べられている見解は執筆者個人の責任で発表するものであり、所属する組織及び（独）経済産業研究所としての見解を示すものではありません。

*本稿は、独立行政法人経済産業研究所（RIETI）におけるプロジェクト「産業再生と金融の役割に関する政策史研究」の成果の一部である。本稿の原案に対して、経済産業研究所ディスカッション・ペーパー検討会の方々から多くの有益なコメントを頂いた。ここに記して、感謝の意を表したい。

21 世紀日本を巡る国際金融環境の変化

～為替政策と国際金融協調～

1. はじめに
2. 為替政策の変遷
3. アジア通貨危機
4. 国際・地域金融協調体制の発展
5. おわりに

1. はじめに

戦後の高度成長を続けてきた日本にとって、1990年からの20年間は経済・金融システムの大きな転換点となった。この転換を引き起こしたのは3つの大きなショックであったと言える。第1に85年のプラザ合意による円高に対する対策がもたらしたバブルとその崩壊、第2に金融自由化とバブル崩壊後の不況が原因で増加した不良債権がもたらした金融危機、第3に日本を取り巻く国際環境では、1997年にタイから始まったアジア通貨危機である。こうしたショックで日本の経済金融システムも大きな構造的改革をせまられることとなったが、別の見方をすれば、高度経済成長システムから成熟した経済へと移行する必然的な転換点だったとも考えられる。

以下この三つのショックの概要とそれが日本経済に与えた構造変化を俯瞰してみたい。¹

「バブルとその崩壊」

1980年代の米国は「双子の赤字」を抱えていたために、ドル高の是正が必要となっていた。そこで1985年にG5(日米英独仏)の財務大臣は、ニューヨークでの「プラザ合意」により、協調してドル高是正を図ることとなった。この結果円は急激に円高となり、日本は輸出競争力を失い不況となった。そこで財政拡大と金融緩和政策が取られた。

さらに1987年には、G5に加えて伊を加えたG7によって、ドルを安定化するために貿易黒字国の協調利下げと米国の利上げを内容とする「ルーブル合意」が決定された。この結果、日本経済に対する不安もあり、日本の公定歩合は過去最低水準となったが、この低金利のために余剰資金は株式や土地へと向かいバブルを引き起こすこととなった。

しかしその後バブル対策として不動産融資規制が導入され、またインフレ懸念から公定歩合が引き上げられたことから、1990年には株価が、翌年には地価が下落し、バブルが崩壊した。その後1995年までは円高となり、さらに1997年にはアジア通貨危機を受けた金融不安が生じるなど、長く不況が続くこととなった。また物価も90年代後半からデフレーションとなり、現在に至っている。この1990年代はその後「失われた10年」と呼ばれることになる。

一方でプラザ以後の円高は産業面でも変化をもたらした。一つには企業が円高対策として、生産拠点を東アジアに移し、現地生産を増加させたので、日本と

¹ 本稿の執筆にあたっては、伊藤元重(2009)、岩田一政・内閣府総合研究所編(2011)などを参照した。

東アジアの間で中間財・資本財の貿易が増加し、いわばサプライ・チェーンが形成された。また、こうした企業の国際化を支援するために、金融機関も国際化が進むこととなった。また経済のサービス化へのシフトも進んだので、サービス部門の競争力、生産性の向上が必要となった。²

「金融自由化と金融危機」

日本は戦後、いわゆる護送船団方式によって競争力の低い金融機関を保護し、全金融機関の経営安定を維持してきた。しかしバブル崩壊や経済の成熟化が起きる中で、金融市場を規制緩和により活性化し、東京をニューヨーク、ロンドンと並ぶ国際金融市場にしようと、1996年に金融自由化政策が発表された。これがいわゆる日本型金融ビッグバンで、フリー、フェア、グローバルを標榜して、銀行業、証券業、保険業など幅広く規制緩和と国際化を進めようとした。

しかし、一方ではバブルの崩壊によって巨額の不良債権が発生しており、北海道拓殖銀行、山一証券など大手の金融機関も破綻するなど、不良債権問題解決と金融機関の経営安定化が喫緊の課題となっていた。

こうした状況から、規制緩和により持株会社の下で銀行業、証券業など幅広い業務を行うことが認められたこともあり、統合・再編によって3大メガバンクが誕生した。また金融政策についても1998年には日銀法改正により、日銀の政府からの独立性が強化された。さらに大蔵省から金融監督機能が分離されて金融監督庁が設立されたが、その後2000年には金融制度の企画立案機能も含めた金融庁となった。

「アジア通貨危機」

東アジア地域は80年代から90年代にかけて製造業と製品輸出を主たるドライバーとして高成長を遂げてきたが、これは1993年に世界銀行が発表した「EAST ASIAN MIRACLE」レポートによって広く知られることとなった。また、ASEANを中心に産業面では国際協力も進んできていた。さらに円高による日本の製造業の工場進出や、日本や中国の開発援助などから、ASEANと日中韓の協力関係も緊密になってきていた。

しかし金融面では、東アジア地域の通貨はドルにリンクしたものが多く、また債券市場が未発達であるなど、国際金融市場の水準からは遠かった。通貨・金融政策当局も、ドル固定レートとインフレ抑制のための高金利政策の下で、資本取引の自由化を進めたので、いわゆる「国際金融のトリレンマ」に悩んでいた。そうした状況下で、1997年にタイで始まった通貨危機は、瞬く間にインドネシア、

² Jun, Saito (2017)ほかを参照した。

マレーシア、韓国などに拡散していった。

危機の連鎖によりこうした国々は、経済が低迷したばかりでなく、構造的にも改革が必要であった。そして日中韓と ASEAN 諸国の協力によって危機を克服することに成功したことから、その後いわゆる「ASEAN+3」という枠組で制度面での協力を進めてきた。2008年のリーマンショックの際に、アジア諸国が大きなダメージを回避できたのもこうした協力体制によるものと言える。

こうした ASEAN+3 の協力体制は貿易面でも成果をあげてきている。以前は東アジア地域の FTA は「ASEAN Free Trade Area (AFTA)」だけであったが、2000 年以降 ASEAN 各国と日中韓との間で FTA が次々と合意された。日本も多くの東アジア諸国とバイの FTA を結んでいる。そして現在では、東アジア地域以外の国も参加して「Regional Comprehensive Economic Partnership (RCEP)」の協議が行われている。

以上のように、1990 年代から 2000 年代に日本は大きな転換点に直面した。「東アジアの奇跡」と称された経済成長を行った東アジア諸国は、日本企業にとって大きな市場になるとともに、円高による生産拠点の海外移転先として有力な候補となった。こうしたアジア域内の貿易ネットワーク発展や、サプライチェーン構築のためには、域内での為替相場の安定、統一された資金調達市場や決済システムが必要不可欠となる。そして 1990 年代末のアジア通貨危機が、こうした金融システムの整備と地域金融協力体制を進める契機となったと言える。そこで本章では特に日本を巡る国際金融環境の変化に注目して、為替政策の変遷、アジア通貨危機、国際金融協力体制の変化について述べたい。

2. 為替政策の変遷

「概観」

日本は第二次大戦後長期にわたり 1 ドル 360 円の固定相場制をとっていた。しかし 1971 年のニクソンショック以降、巨額の短期資金流入を抑えることができず急激な円高となり、1973 年には変動相場制に移行した。一方で、1964 年には IMF8 条国へ移行し為替制限を撤廃したが、その後 1980 年の外国為替取引・資本取引の原則自由化、1998 年の対外取引・外国為替業務の自由化と、為替取引の全面自由化までにはさらに 30 年以上を必要とした。

1981 年に就任したレーガン米大統領は、円の取引を自由化すれば円安も是正されると考え、1983 年には「日米円ドル委員会」が設置され、翌年 5 月に報告書が発表された。一方、1983 年以降 2002 年に至るまで、外国為替等審議会などから累次にわたり「円の国際化」が提言された。また東京をニューヨー

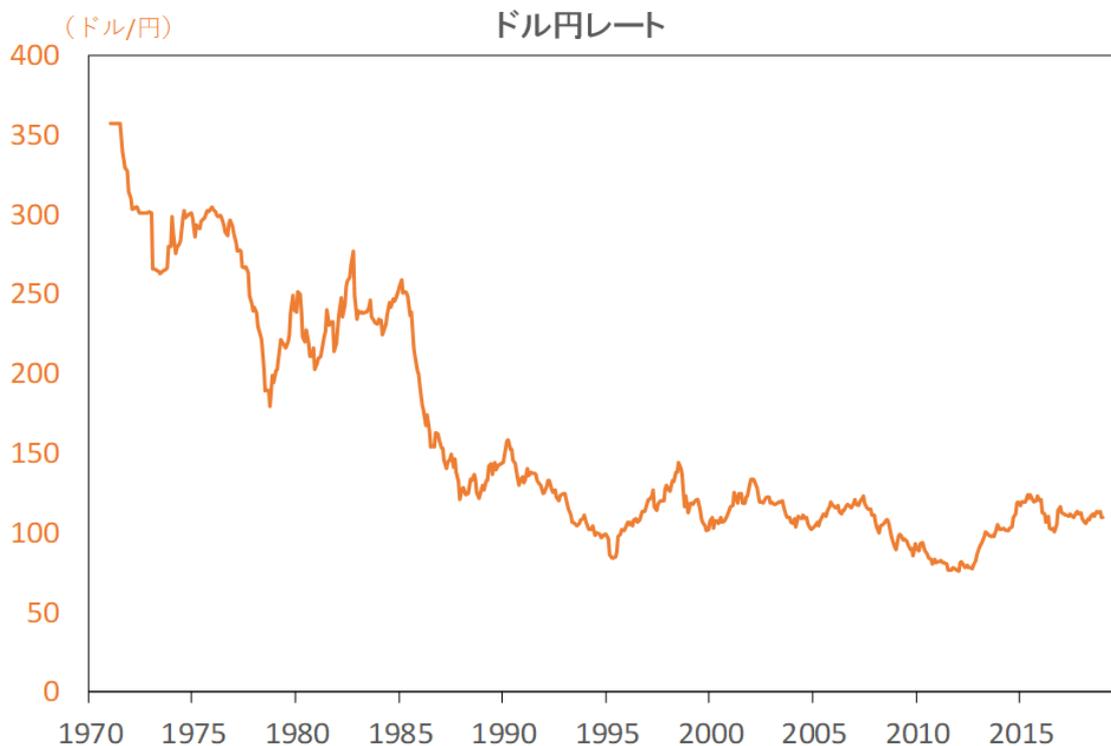
ク・ロンドンと並ぶ国際金融市場とすることを目指し、1998年に外為法が改正され、為替制度が廃止されたほか、居住者の海外との外貨取引も自由化された。ここから **Free,Fair,Global** を目標とした日本版金融ビッグバンが始まることとなった。

こうした動きを受けて、金利の自由化、外国金融機関の対日アクセスの向上、業務・業際規制の緩和・撤廃、短期金融市場の整備、ユーロ円市場の自由化などが行われ、さらには東京オフショア市場や東京金融先物市場が創設された。しかし円の国際化は、輸出入などの経常取引、資本取引の両面においてなかなか進まなかった。その背景としては、例えば①アジア諸国の通貨はドル・リンクしている通貨が多く、経理・会計面からも国際的な資金・貿易取引はドルの方が便利であったこと、②経常取引で使われるためには、保有した円の運用面での利便性が必要となるが、当時円の運用手段は質量共に十分ではなく、商品の多様性・流動性、税制面などにおいてメリットが少なかったこと、③原油等国际商品はすべてドル建てで取引されていたこと、などからドル依存からの転換は進まなかったと考えられる。

このように日本の対外取引・為替取引は段階的に自由化されてきたが、日本の為替政策は、変動相場制に移行して以降一貫して、円相場が経済のファンダメンタルズを反映して安定的に推移することであり、思惑などによる為替レート不安定な動きを避けることであった。これはまた企業の経済活動の予測可能性を高め、ビジネスへの影響を抑えることにもなった。

ここではまずドル円レートの長期的な動きを見た上で、為替介入、金融政策との関係、実質実効為替レート、国際収支などの観点から為替政策を見てみたい。

「ドル円レートの長期的動き」



出所) Thomson Reuter Datastream

最初に変動相場制移行後の為替の動きを見てみたい。³1977年から78年には経常収支の大幅な黒字が発生したが、民間資本移動は為替管理によって抑制されていた。しかし1980年に新外為法が施行されて民間資本移動が自由となった。一方、米国では1980年代レーガン大統領によるいわゆるレーガノミクスで減税と財政支出増大の財政政策がとられ、既にインフレ対策として取られていた高金利をさらに押し上げることとなった。この結果、日本の機関投資家による米国債投資などが増加し、ドル高が進んだ。

1985年9月にニューヨークのプラザホテルで、G5の財務大臣はドルが過大評価されているとの認識で一致、ドル高是正のためプラザ合意が行われた。これにより円高誘導政策がとられ円は240円から215円程度になった。しかし、さらにその後も円高が急速に進んだこともあり、1987年にはパリのルーブルで、G7の財務大臣により為替安定化のためのルーブル合意が決まった。ルーブル合意が行われたにもかかわらず、その後もしばらく円高が進んだが、米国がバブル経済によるインフレ対策として政策金利を連続して引上げたことから、円安へと転じた。

³ 黒田東彦①及び②（2005）などを参照した。

しかし 1990 年に入ると米国景気は後退局面となり、1991 年以降米国は連続して政策金利を引き下げた。一方、日銀は 1990 年に入っても原油価格急騰と円安による輸入インフレを懸念して 3 回にわたり公定歩合を上げた。1991 年の夏以降日銀も政策金利引き下げに転じたが、米国の方が急速に引き下げたため、日米金利差は縮小し、一時は日米の政策金利が逆転した。この結果ドル円レートは再び円高に転じ、1993 年以降連続して介入を行ったにもかかわらず、1995 年には 1 ドル 79 円台の円高となった。

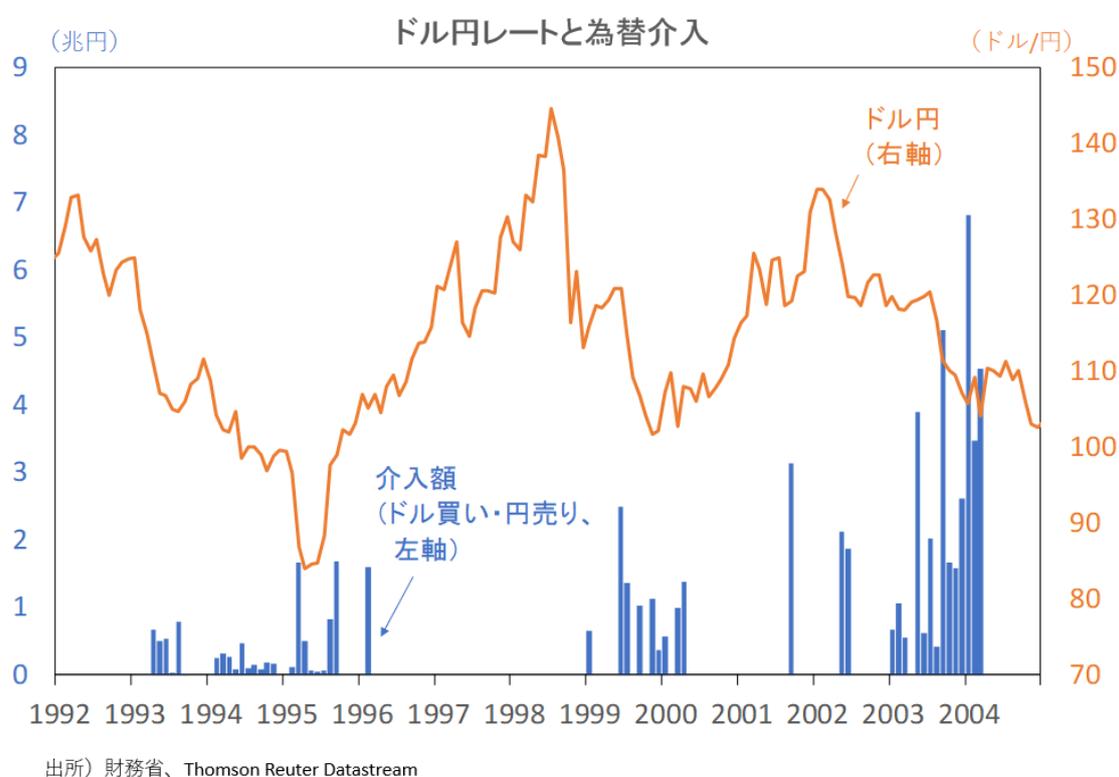
1995 年 1 月に米国財務長官に Rubin が就任すると、貿易取引よりも資本取引を重視し、「強いドル政策」を提唱した。その結果、ドル円レートは 120 円台まで円安に向かった。さらに 1997 年 7 月にはタイからアジア通貨危機が始まり、また同年末からは北海道拓殖銀行、山一証券の破綻など日本の金融市場も危機を迎えたことから、1998 年夏には 150 円近くまで急激に円安となった。しかしその後アジア通貨危機などの影響でロシア通貨危機がおき、LTCM が破綻したことなどから、低金利通貨で調達した資金を高金利通貨で運用する、いわゆるキャリー・トレードが解消された。これは、例えば金利の低い円で調達した資金を、欧米通貨、特にオーストラリアやニュージーランドなどの通貨建ての高金利債券で運用して金利差を得ようとするものである。この結果、調達資金とされていた円が買い戻されたことから一気に円高となり、1999 年夏には 100 円程度になった。

その後 2004 年から 2007 年ごろまでは再び円キャリー・トレードが人気となった。この結果、経常収支の黒字で円高が進む中で、資本流出が増加し、一定の円安効果もあったとみられる。但しこうした資金運用は長期的には巻き戻しの効果が出てくることに留意する必要がある。2008 年のリーマン危機以降、米国の量的緩和政策もあり、日本円はいわゆる「safe haven currency」となり再び円高になった。さらにその後のギリシアの債務問題に端を発する欧州債務危機などもあり、2011 年 10 月には 1 ドル 75 円と史上最高値となった。またこの間、2011 年 3 月の東日本大震災の際には、災害により被害が出ていたにもかかわらず、保険会社が保険金支払いのために海外資産を売って円資金を調達するのではないかとの思惑から円高へと動いたこともあった。

2012 年以降には安倍総理によるアベノミクスの下で、黒田新日銀総裁は長期にわたるデフレからの脱却を目標に、量的質的金融緩和政策（QQE）を取り、結果として円は 1 ドル 120 円程度に下落した。

「為替市場介入」

既に述べたように、日本の為替政策は、円相場が経済のファンダメンタルズを反映して安定的に推移することであるが、変動相場制の下では、金融・経済環境の急変による為替相場のオーバーシュートや心理的な要因により、経済のファンダメンタルズから乖離したり、相場が不安定化したりすることがある。こうした場合には、相場安定化のために市場介入が行われた。日本は変動相場制に移行してから、長期的には円が上昇してきたので、市場介入は基本的には円売りドル買いが中心であった。特に2003年から2004年春にかけては、大量の市場介入が行われた。



市場介入は、外国為替資金証券（「為券」と呼ばれる）を発行して調達した円資金を使って、財務大臣の指示により日本銀行が市場で円とドルの売買を行うことになる。なお市場介入には、各国が単独で行う介入と、例えば日米、G7諸国などが協調して行う「協調介入」がある。ただ単独介入の場合であっても、介入により相手国の通貨価値に影響がでることから、基本的には介入の前に相手国の当局と緊密に連絡を取ることが原則である。

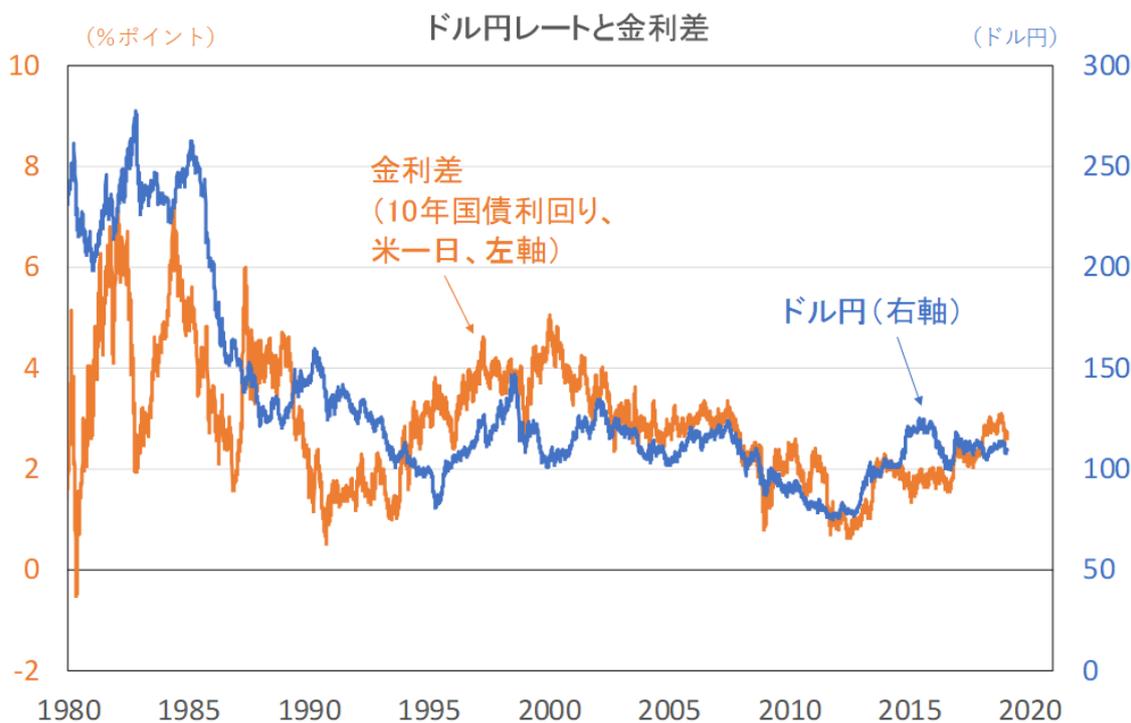
為替市場介入の方法としては、通貨間の売買以外にも、為替取引を伴う資本取引の規制、あるいは通貨当局幹部の発言による市場の心理的誘導、いわゆる「口先介入」なども考えられる。ただ日本については、90年代の外為自由化に

より、資本取引規制により為替相場を動かすことはできなくなっている。また口先介入については効果について予測することが難しい。さらに最近では、売買による市場介入についても、日々の為替市場取引の増加に伴い効果が低下していると思われる。介入の手法としては、一時的に大規模な投入を行い、当局の強い意志を市場に伝える方法と、当局の存在を見えにくくして小規模な介入を連続的に行い（いわゆる「ステルス介入」）、市場参加者にマーケットセンチメントの変化と思わせる方法がある。どちらの方法がより効果があるかは議論が分かれるが、その時の市場の状況によるところが大きいと思われる。

こうした市場介入の結果に加え、日本は長らく経常収支の黒字が続いたことから、1兆ドルに達する巨額の外貨準備を有している。こうした外貨準備の必要性については議論もある。しかしこれまで世界的な金融危機などの際に、日本の企業・金融機関がジャパン・プレミアムなどで外貨の調達に困難を来した場合でも、JBICなどを通じて支援を行ってきた。またアジア通貨危機などの際には、ソブリン・スワップにより危機国の支援を行うことができた。こうした点からもある程度の規模の外貨準備を維持していくことは意義があると思われる。

「金融政策と為替レート」

また金融政策も為替レートと密接にリンクしている。日米の金融政策の変化により日米金利差が変化するとドル円レートに影響がある。これまで一般的に米国金利は円金利よりも高いので、例えば米国の金融引締め、日本の金融緩和時には日米金利差が拡大することになり、ドル高円安方向に作用した。



出所) Thomson Reuter Datastream

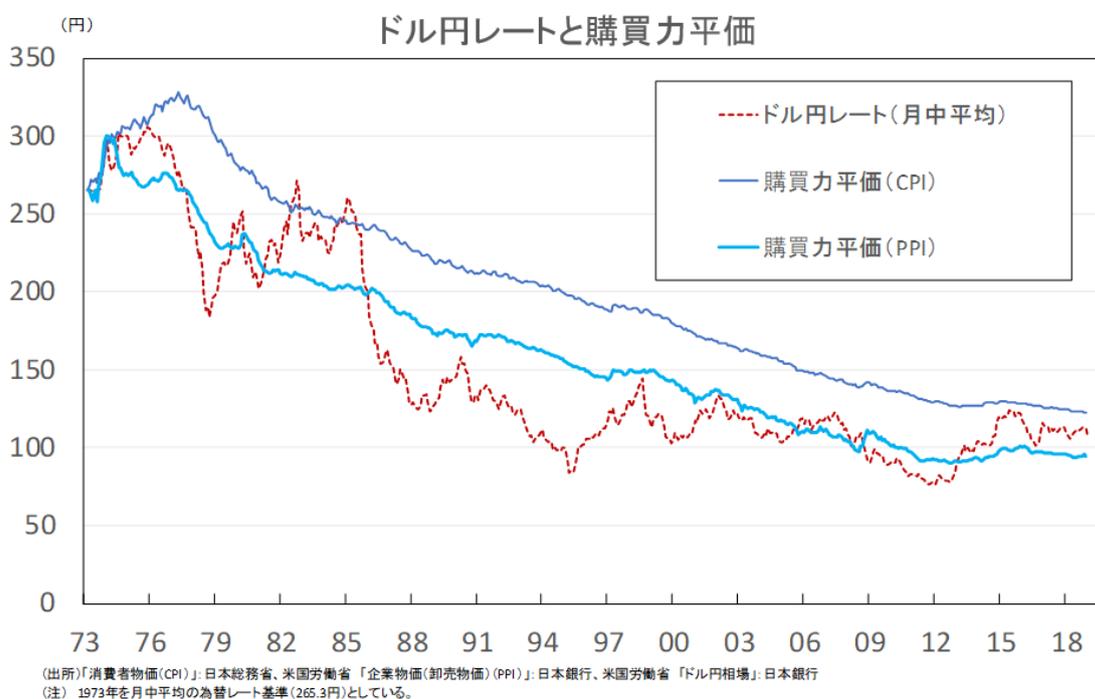
近年、世界的に量的緩和政策が一般化してきたことなどを背景にして、金融緩和政策が自国通貨安を目的として行われているのではないかとの議論が行われてきた。しかしこの点についてはこれまで何回も G7や G20 の財務大臣中央銀行総裁会議において、貿易取引や競争力のために為替レートを用いるべきではないが、国内経済政策として必要な金融緩和政策をとることは当然認められることが確認されている。

このように金融政策も為替レートと密接な関係があるほか、為替介入によるマネーサプライへの影響という観点からも、財務省、金融庁、日本銀行の間で緊密に協調していく必要がある。最近では定期的な会合に加えて、金融市場に大きな変動があった時には臨機応変に協議が行われるようになっている。

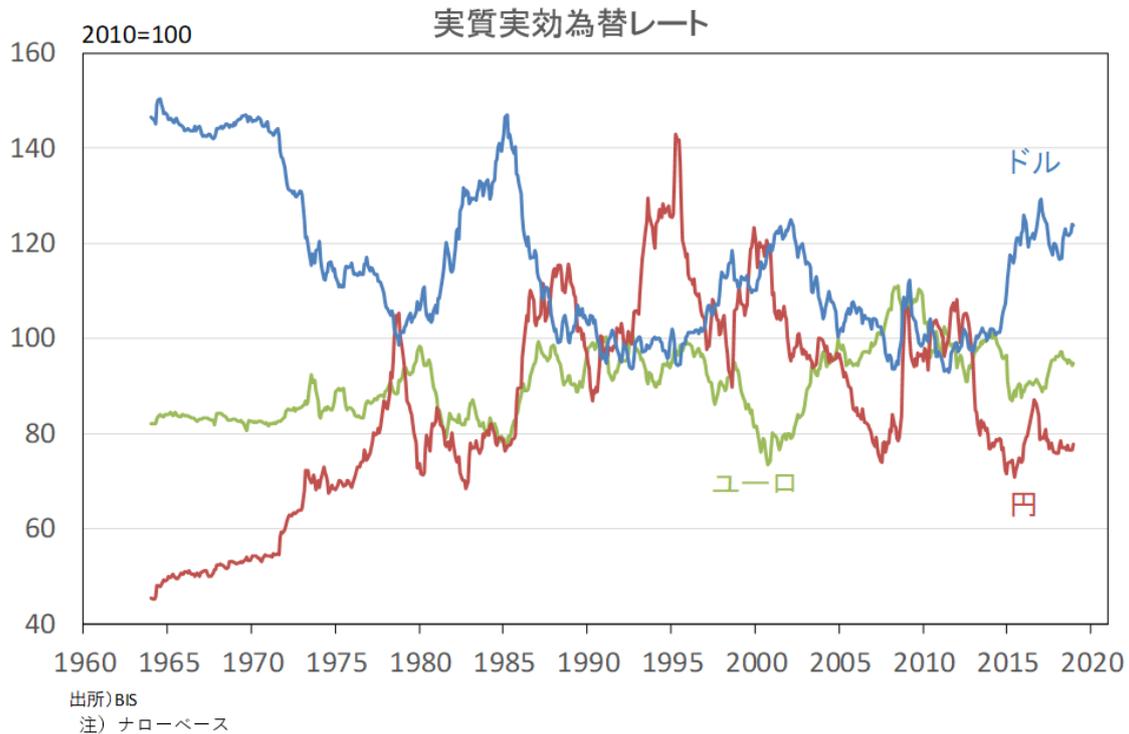
「実質実効為替レート」

通貨価値は、長期的にみると物価の変動によっても左右される。そこで購買力に注目して、物価上昇率により実質化された為替レートが実質レートである。

変動相場制に移行した1973年以降の円ドルレートを日米の物価変動の差で実質化すると、米国のインフレ率は日本のインフレ率より高かったことから、趨勢として相対的な円高要因となってきた。消費者物価指数（CPI）と生産者物価指数（PPI）によって若干の差はあるが、実質化された購買力平価でみると名目レートの動きと概ね一致している。



さらに各国通貨との実質為替レートを貿易ウェイトで加重平均した為替レートが実質実効為替レートである。

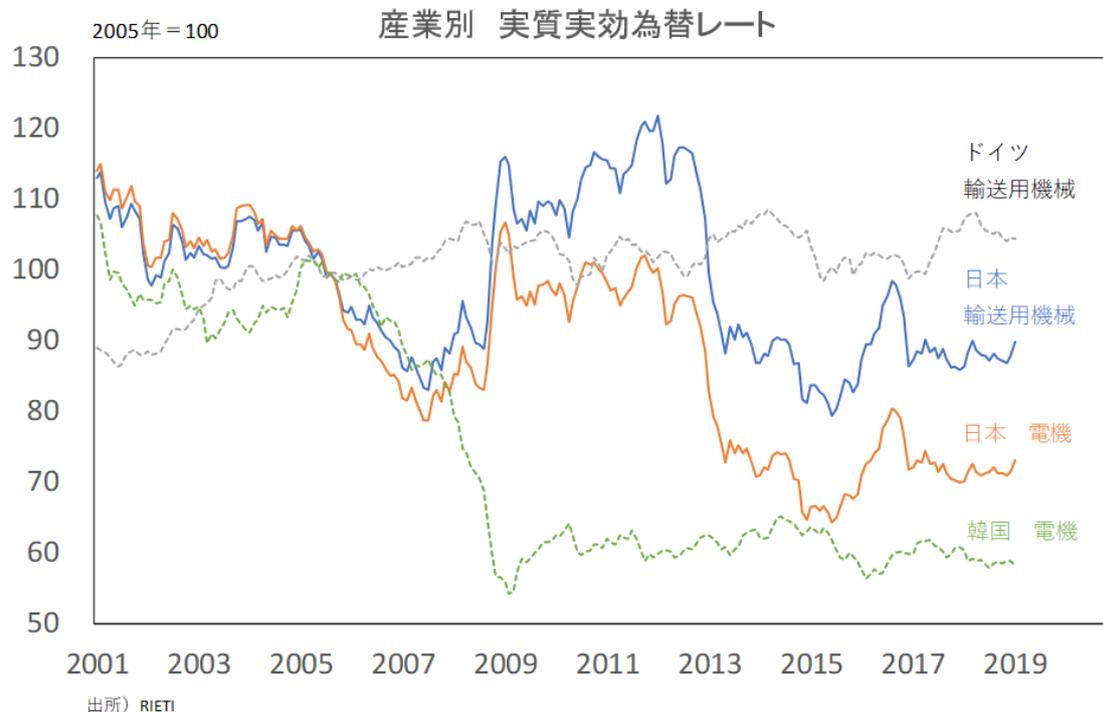


実質実効為替レートでみると、円は1973年の変動相場制移行以後、一時的に円安になることはあったが、全体としては円高方向で推移してきた。特に1985年のプラザ合意以降1988年までは急上昇している。しかしアジア通貨危機の時期には円安となり、その後も緩やかな円安傾向は続いていたが、リーマン危機で再び円高となった。そして2013年に黒田日銀総裁が量的質的金融緩和政策を採用して以降は、基本的には円安方向への動きが見られている。

実質為替レートを使って産業の輸出競争力について議論されることもあるが、その際注意すべきことは、実質化に物価全体の指数が使われていることである。本来、産業ごとに実質化が必要であり、RIETIのHPには産業別の実質実効レート(iREER)が掲載されている。⁴

⁴ RIETI 『世界25カ国の産業別名目・実質為替レート』

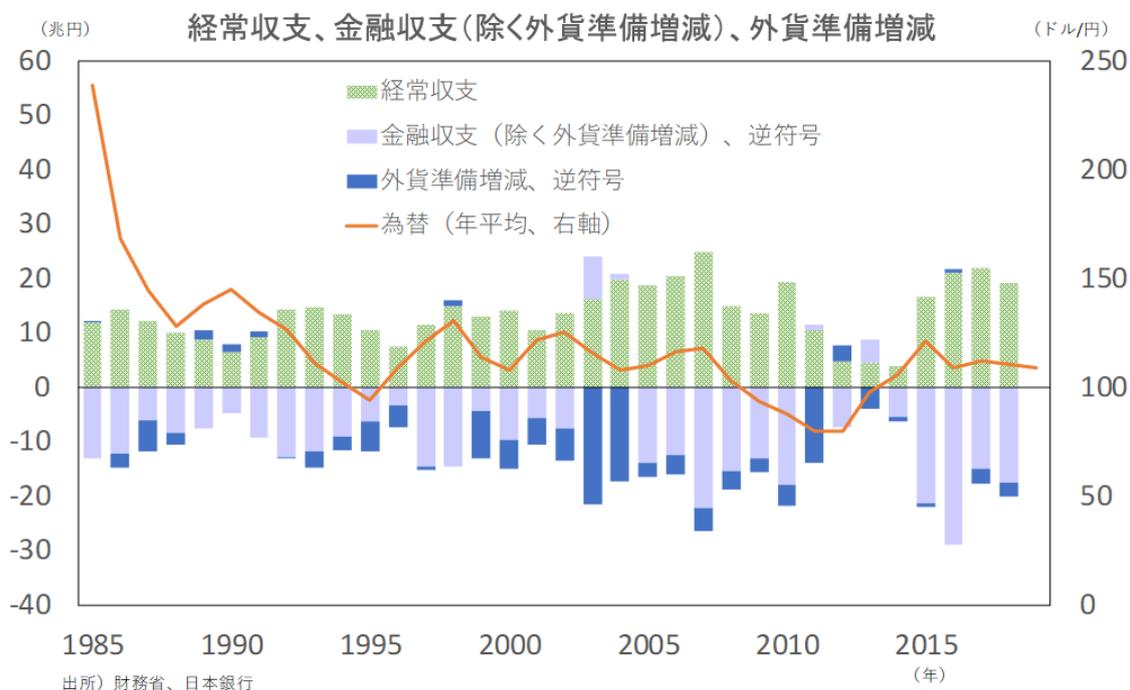
<https://www.rieti.go.jp/users/eeri/>



本図は電気機械産業について日韓、また輸送用機械について日独の実質実効為替レートを比較したものである。日本の電気機械産業のレートは2005年に比べ現在では3割低くなっているが、韓国はさらに低くなっており日本より優位になっていると言える。他方で、日本の輸送用機械産業のレートは1割程度低くなっているが、独はむしろ高くなっており、日本が優位に立っていることができる。但し、iREERを使って2国間で比較を行う場合には、輸出品が競合するものであること、輸出先国も競合することなどの条件が必要となるなど注意が必要である。

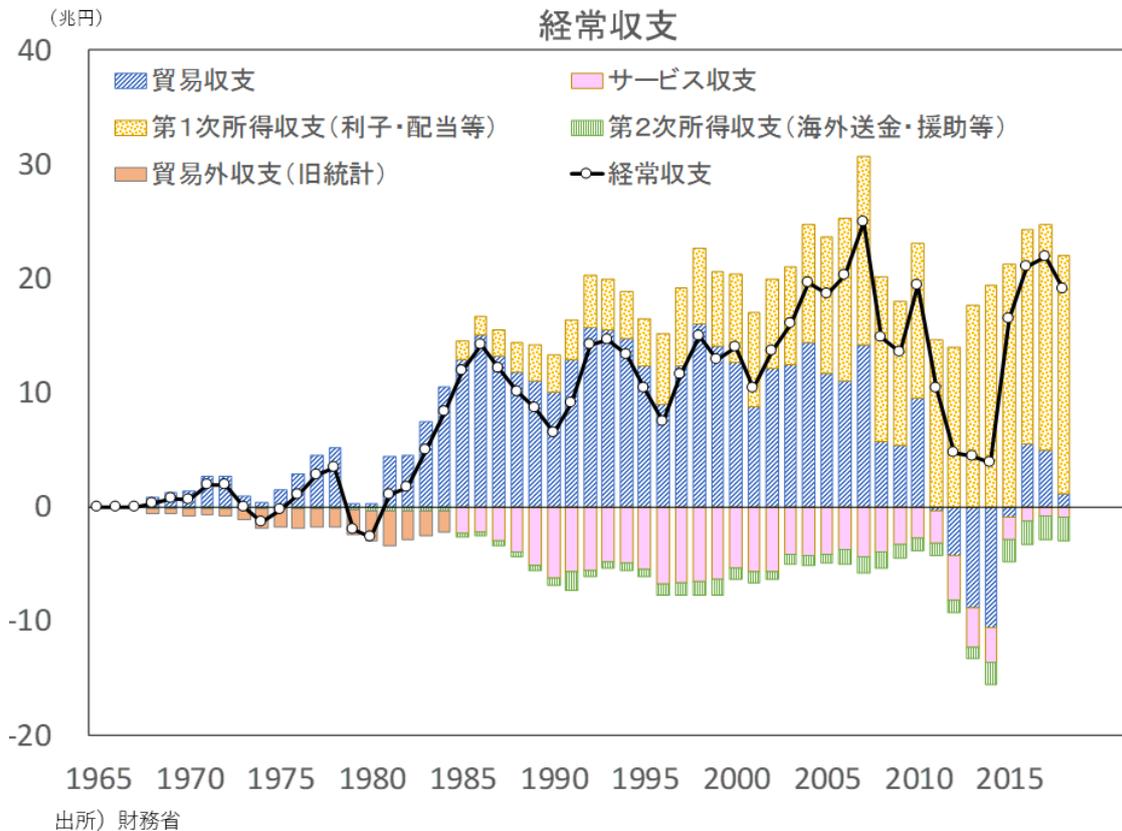
「国際収支の動向」

最後に為替と国際収支の関係について見ておきたい。



日本は長期に亘り経常収支の黒字を金融収支の赤字でバランスする、即ち輸出などで得た外貨を海外に投資してきたわけである。例外的に海外から資金が流入して金融収支も黒字となった2003年、2004年、2011年は大規模な為替介入を行ったので、外貨準備も大幅な黒字となっている。

このうち経常収支については、貿易収支は黒字だが、サービス貿易が赤字の時期が長く続いてきた。しかし2000年に入ってから経常収支の構造が変化してきている。



第一にリーマンショック以降、貿易収支の黒字が大きく減少していることである。特に2012年のアベノミクスで大きく円安になったにも拘わらず貿易収支は以前の水準に戻っていない。この背景としては、日本企業の生産拠点の海外移転が進み、部品などの現地調達率も上昇していることがあげられる。また日本からの輸出品は自動車を含め高品質な財にシフトしており、為替動向に応じて販売価格を変えない方がブランド価値を維持する上で重要となっていることなどが影響している一因と考えられる。

第二にサービス収支の赤字が減少していることであるが、これは観光推進政策などによりインバウンド需要が増加したことによる。そして第三に第1次所得収支の急激な増加である。これまでの海外への事業投資や金融資産投資からの利子・配当などが増加している。これは日本経済の海外からの所得の源泉として、輸出より投資の果実の方が大きくなったことを意味し、日本経済の成熟を示すものでもある。今後の為替動向を見ていく上でこうした変化にも十分留意する必要がある。

3. アジア通貨危機

「概観」

1990年代の東アジア新興国は、7~8%の高い経済成長を続けていたが、そのための資金は国内の貯蓄だけでは足りず、外資を導入していた。一方でドル・ペッグ制により自国通貨をドルに対して固定しており、これを維持するために介入を行っていた。また急速な経済成長の下でインフレを抑えるために高金利政策が取られていた。

こうした状況は、海外の投資家にとり為替リスクがなく高金利での運用ができることから、短期のドル資金が大量に流入した。こうした資金の流入を抑えるためには、為替レートの緩やかな切下げが必要であったが、一旦為替レートの切下げを始めると、相場が急落するとの恐れから、なかなか思い切った切下げを行えなかった。

しかし1990年代後半には、米国は景気回復により経常収支が大幅に赤字になったことから、「強いドル政策」へと転換した。東アジア新興国は、このドル高とドル・ペッグのために自国通貨も高くなり、輸出競争力を失ったことから、海外投資家の間には、東アジア新興国経済全般に対する不安が広がった。その結果資金が急速に流出し、介入による通貨価値維持もできなくなり、一気に通貨安となった。ヘッジファンドを主とした機関投資家による通貨の空売りもこうした動きに拍車をかけた。

1997年にタイから始まったアジア通貨危機は、近隣の諸国にも伝播し、インドネシア、韓国へと広がった。さらにマレーシア、フィリピンなどにも影響が広がった。その後新興国全体の通貨不安を引き起こし、1998年のロシア危機、1999年のブラジル通貨危機へとつながった。

このようにアジア通貨危機は、海外からの外貨建て短期資金によって国内で自国通貨建ての中長期投資をファイナンスしていたことによる、ダブル・ミスマッチが原因であったといえる。またドル・ペッグで対ドル固定レートの為替政策と国内のインフレ対策で高金利政策を取らざるを得ない中で、自由な為替取引が行われており、いわば国際金融のトリレンマの状況にあったわけである。

「アジア通貨危機の経緯」

タイでは90年代に税制面や、為替管理面で外資優遇策を取っていたので、海外から巨額の短期資金が流入し、9%程度の成長をしていた。しかし米国の「強いドル政策」によりパーツが上昇し、輸出が鈍化したことから、1996年に経済成長が鈍化し、初めて貿易赤字になった。ここで海外投資家はタイの経済成長に不安を持つようになり、1997年に入るとタイ・パーツの切下げ圧力が高まった。

タイ中央銀行は介入により買い支えを行ったが維持できず、7月にタイ・バーツは変動相場制に移行をすることとなった。

そこでタイは IMF に支援を要請したが、IMF は財政収支と経常収支の黒字化、インフレ抑制、金融改革などの構造改革プログラムを支援の条件とした。しかし既に不況に陥っていたタイ経済は、こうした緊縮政策によりますます悪化した。

一方、タイ政府の支援要請を受けて、日本政府は 8 月に東京でタイ支援国会合 (Friends of Thailand Meeting) を開催した。この会議には、東アジアの主要国や世界銀行、アジア開発銀行も参加し、予想を上まわる 170 億ドル以上の支援が決定された。その後、日本とタイの財務省の間で IMF プログラムを含めたタイ支援のための協議を行った。タイとしては、過去の歴史において植民地化されたことがない数少ないアジアの国であったこともあり、IMF のプログラムにより経済をコントロールされることに対して抵抗があった。しかしタノン財務大臣と私は全体会合と並行して別途テ・タ・テで協議を重ね、日本からの支援を含めた具体策について合意することができた。

タイで起きた通貨危機は、同じように高成長を続けていたインドネシアにも広がった。同国は十分な外貨準備があり、貿易収支も問題がなく、またインフレも緩やかであった。一方、インドネシア当局も以前から海外からのドル資金流入には警戒していたが、急激な資金流出に転じることを恐れて金利の引下げには慎重であった。しかしタイの通貨危機の後、当局はルピアの変動幅を拡大したことから、切下げ圧力が高まり、変動相場制へと移行せざるを得なかった。さらに民間企業の外貨建て債務残高が多かったことから、ルピアは急落したが、当時は当局が民間企業の債務を正確に把握していなかったことも、必要以上に市場を混乱させることになったと言える。当局から当方に報告される債務額も日を追って、急激に増加していった。

インドネシアは 1997 年 10 月に IMF への支援を要請したが、IMF が要件としたプログラムは、タイと同様にインドネシア経済をさらに悪化させた。当時の IMF は、インドネシア企業の債務の期間構成と為替のダブル・ミスマッチについての認識が乏しく、また多くの金融機関を清算させたことで金融市場に必要な以上の混乱を招いたとする見方もある。この結果インドネシア政府と IMF の関係は悪化するとともに、インドネシアに政治的混乱を引き起こす一因ともなった。

韓国は他の東アジア諸国に比べ、経済のファンダメンタルズは悪くなかったが、金融機関や民間企業が海外から多額の外貨建て資金を借入れており、一部には事実上政府が保証しているものもあった。そのために通貨危機が韓国にも波及し、私達も韓国当局との間で自由に使用可能な外貨準備を毎日確認するよう

な状況であった。最後は IMF に支援を要請したが、他国の場合と同様に、IMF は財政赤字の削減と金融引き締めを求め、さらには多くの民間銀行が国の管理とされた。この結果、経済が必要以上に悪化することとなり、街には耐乏生活への反発から「IMF ランチ」などの弁当も出るなど、IMF に対する批判の声が高まった。

ベトナムは幸いアジア通貨危機の直接の影響はそれほど受けていなかったが、ベトナム政府からの支援要請を受けて、私達が当時のフック計画投資省副大臣とベトナムの経済構造改革に対する支援について協議を行った。当時は党や政府の中にも経済自由化に慎重な意見が根強くあったが、現地の世界銀行の事務所の協力も得て粘り強く交渉し、最終的には輸入自由化、国営企業の国際水準の監査、中小企業育成などで合意をすることができた。

「新宮澤構想」

日本は既に変動相場制になっており通貨危機の影響を直接受けることはなかったが、アジアに進出している企業や金融機関への影響は大きかった。80年代後半以降の円高によって、競争力確保のために日本企業はアジアへ工場を移し始めたが、アジア諸国の資本自由化もこうした投資を容易にした。そして金融機関も、こうした企業のアジア進出を支援するとともに、アジアにおけるプレゼンスを高めていった。

このようにアジア諸国と日本は緊密な経済関係になっていたことから、日本は当時深刻な国内金融危機に直面していたにもかかわらず、当時の宮澤蔵相は、「we are on the same boat.」として、アジアの通貨危機国に対する支援を決定した。そして危機国の経済困難の克服と国際金融資本市場安定のために総額300億ドルの資金支援スキームを、1998年10月に発表した。この「新宮澤構想」は、実体経済回復のための輸銀ローン・円借款による中長期資金150億ドルと、外貨準備による短期支援150億ドルから構成されていた。この短期支援は、通貨価値維持のための介入資金として、日本の外貨準備を通貨スワップにより危機国に貸し付けるものであった。

その後、私達は、IMF、世界銀行、アジア開発銀行とも連携しつつ、中長期資金貸付による支援をすると共に、タイ・インドネシア・マレーシア・韓国・ベトナムの当局による経済改革プランの策定に協力した。こうした経済改革プランにより、こうした危機国も急速に経済回復するとともに経済構造改革にも成果をあげることとなった。⁵

⁵ 1988年に対外債務危機に陥ったメキシコを救済するために、当時の宮澤蔵相がトロントサミットで提案した中所得債務国向けの救済スキームが、最初の宮澤構想と呼ばれた。そこで10年

「東アジア地域の経済・金融協力への取組」

危機の当初は、こうした東アジア諸国の危機は外資や輸出に依存した各国の経済構造と政府の対外債務によるものであり、従来と同様に IMF の経済プログラムで解決できると考えられていた。しかしその後アジア諸国や新興国に危機が広がるとともに、経済成長に必要な投資を行うために、民間金融機関と民間企業がともに海外から借入れた巨額な短期的資金の債務が危機の原因であり、それまでの中南米諸国などの財政赤字や貿易赤字を原因とする危機とは違うことが明らかとなってきた。また事実上のドル固定相場制のもとで、各国の状況に応じた金融政策と国の内外で自由な資本取引を認めたことから、いわゆる国際金融のトリレンマの状況に陥った。つまり今回の危機は、新しいタイプの「21 世紀型の危機」であることが徐々に明らかになり、危機国の信頼回復のために、これまでよりも迅速かつ多額の緊急融資支援が必要になったばかりでなく、短期資本移動の監視、民間金融機関との協調などの必要性が認識された。

しかし IMF はアジア諸国の問題を十分に認識できないまま、従来と同様の財政緊縮政策と金融引締め政策で対応しようとしたことから、却って経済状況を悪化させたとの批判も大きくなった。また短期の対外債務の借換えを円滑に行うためには、多額の金融支援措置が必要であったが、当時の IMF にはそうした機能がなかった。こうしたことがその後の IMF 改革にもつながり、1997 年には限度額がない補完的準備融資制度が新設された。また IMF はアジア経済について十分な理解がなかったことなどから、危機国には IMF に対する不信感も強く、結果として日本がアジア諸国と IMF の間に立つ局面も多かった。

この危機を経験した諸国は、これを契機として、その後為替レートの柔軟化（ドル・ペッグ制の廃止）、金融監督の強化、外貨準備の増加などの政策を取ることとなった。また、先に述べた 1997 年 8 月のタイ支援国会合で予想以上の支援が表明されたことが、アジアの連帯感を示すものとして、次章で述べるその後の東アジア地域における地域金融支援フレームワークが創設される契機になったと思う。

後のアジア通貨危機への支援スキームが新宮澤構想と呼ばれている。

4. 国際・地域金融協調体制の発展

「概観」

第2次大戦後、GATT/IMF体制がグローバルな国際貿易と国際金融の議論をリードしてきた。しかしながら21世紀に入り、こうしたグローバリズムと並んで、リージョナリズムの動きが現れてきた。例えば、1997年のアジア通貨危機において、IMFだけでは対応できず、ASEANと日本、中国、韓国のASEAN+3による通貨・金融協力の枠組みができた。また貿易の分野においても、1999年のシアトルWTO閣僚会議では新ラウンドの立ち上げに合意できず、ようやく2001年に開始されたドーハラウンドも2008年には頓挫したことから、2国間・地域間でのEPA/FTA交渉が増加したのである。

しかしながら2008年のリーマンショックを契機とした世界金融危機では、改めてG20、G7やIMFなどのグローバルな枠組みが貢献することになった。世界的な規模で、大量な資金を必要とする事態には、こうした枠組みが必要となる。一方、その後生じたギリシアに端を発したユーロ危機では、IMFもそれなりの役割を果たしたが、EUとECBが対応をリードした。結局、今後は状況に応じて、国際的枠組みと地域的な枠組みが、時には協力して対応していくことが必要になると思われる。

ここでは、まず第2次大戦後、ブレトン・ウッズで開催された会議で創設が決定されたIMFについて、さらにはアジア通貨危機を踏まえて進められた東アジア地域における金融協力の動きをみてみたい。その後でG7からG20への国際協力体制の変化について述べたい。

「International Monetary Fund (IMF)」

International Monetary Fundは、1945年12月に設立された国際連合の専門機関である。第2次大戦後の経済復興のために、米国のブレトン・ウッズで開かれた連合国内閣金融会議で決定されたので、同時に設立が決定された世界銀行とともにブレトン・ウッズ体制と呼ばれる。

1980年代になると、債務危機に陥った中南米やアフリカを救済するために、IMFが貸付をおこなった。IMFは貸付に当たって、こうした危機の原因は一時的な流動性の不足にあるとして、いわゆる構造調整政策の実施を条件とした。即ち、緊縮政策による財政収支の改善、通貨切下げによる経常収支の改善、経済自由化などの構造改善を求めたのである。

1997年のアジア通貨危機においても、IMFはタイ、インドネシア、韓国に対して支援を行ったが、この時のIMFの支援策についてその後様々な議論が行われ、その後のIMF支援策見直しの契機となった。

第一に、IMFは従来型の財政赤字・国際収支赤字危機と同様に財政緊縮・金融引締めで対応しようとしたが、この結果信用収縮はさらに悪化し、却って各国の経済状況を悪化させることになった。

第二に、アジア通貨危機は従来の債務危機と異なり、経済ファンダメンタルズの問題というよりも、民間債務まで含めた信用危機であり、急速な資本流出が問題であった。このため国際市場における信頼回復のためには迅速な支援実行が必要であったが、IMFのプログラム策定には時間がかかった。

第三に、危機は急速に近隣諸国に連鎖したため、必要となる資金も巨額となったが、従来のIMFの支援制度では不十分であった。

この時日本が発表した150億ドルの外貨準備による短期支援は実行されなかったが、支援の意図表明が市場の信頼回復に貢献し、効果があったと言える。またその後こうした議論を踏まえて、IMFの支援の条件とされるコンディショナリティも見直されることとなり、早期に多額の支援も可能となっている。

「東アジアの地域金融協力」

一方、東アジア諸国の間では、アジア通貨危機を契機として地域金融協力を進める動きが出てきた。1997年11月にマニラで開かれた国際会議で、「金融・通貨の安定に向けたアジア地域協力の強化のためのフレームワーク」、通称「マニラ・フレームワーク」が合意され、その後様々な分野で協力のプログラムが検討されることとなった。

また1998年11月のAPECサミットでは、小渕総理とクリントン大統領により「アジアの成長と経済回復のためのイニシアティブ（Asian Growth and Recovery Initiative—AGRI）」が発表された。これは日米が中心となって、国際金融機関、支援各国とともに、通貨危機の影響を受けた国々の経済安定化と成長回復を支援するものである。翌1999年4月には、ガイトナー米財務次官と大蔵省審議官であった私の共同議長によりフォローアップ会合が開催された。アジア開発銀行、IMF、世界銀行に加え、民間セクターの代表者も参加し、経済成長の再生支援に向けたマルチとバイの金融イニシアティブについて議論が行われている。

さらに1999年11月にはASEAN+3が「東アジアにおける自助・支援メカニズムの強化」で合意した。これが翌2000年5月に後に述べるチェンマイ・イニシアティブとして具体化されることとなった。

「アジア通貨基金構想」

アジア通貨危機への対応のなかで、タイ支援国会合で当初想定したよりも多くの国からタイへの支援が表明されたことから、日本の大蔵省は「アジア通貨基

金 (Asian Monetary Fund)」構想を提案しようとした。これは、アジア通貨危機の際に、IMF の資金だけでは不十分だったことと、IMF の対応にアジア諸国が不満だったことから、IMF を補完するアジア地域の地域金融機関が必要と判断したからである。この機関は IMF と同様に、アジア地域の経済・金融安定のために各国の経済状況をサーベイランスし、危機の際には支援資金を提供することを可能にするものであった。

この構想に、アセアン諸国や韓国など多くの国は賛成したが、中国などは消極的だった。さらに IMF を通じてプレゼンスを維持したい米国が、IMF との重複、モラルハザードなどの点から強く反対したために、この構想は実現されなかった。⁶

「アジア地域共通通貨単位構想」

またアジア通貨危機以降、東アジアの通貨政策協調も当然議論となった。第一に各国通貨間の為替レートの安定化であるが、これはサーベイランスを通じて各国経済の状況について緊密な議論を行い、必要な場合には政策協調を行うことが、乱高下を防ぐために効果があると考えられる。この議論が後に AMRO という形で実現した。

第二に通貨バスケット、または地域共通通貨の導入である。アジア地域共通通貨単位 (Asian Currency Unit) 構想については、2006年から3年間、ASEAN+3 財務大臣会議は研究グループを作って議論を行った。これはユーロ通貨圏と同様の仕組みを東アジア地域に導入しようというものであったが、東アジア諸国間の経済格差、地域システムの差異が大きいこと、また東アジア内外の国の中には慎重な見方があったことから、議論は進まなかった。歴史的にも経済的にも同質性が高い欧州ですら、共通通貨の導入には50年を要したわけであり、東アジア地域でこうした構想が実現するにしてもかなり先の将来になると思われる。通貨バスケットについても、本来自由に交換可能な通貨のみを構成通貨にする必要があるが、アジアにおいては自由交換可能な通貨は円以外に少なかったこともあり、すぐに実現することは難しかった。

「チェンマイ・イニシアティブ」

1980年代以降、国際収支危機に陥った国の支援のために、二国間のスワップによりドルなどの国際通貨を貸し付けることによって、通貨危機を鎮静化することが一般的であった。こうしたスワップ・スキームを地域のフレームワークとしていつでも発動できるようにしたスキームが、2000年にタイのチェンマイで

⁶ アジア資本市場研究会編 (2018) ほかを参照した。

開催された ASEAN+3 財務大臣会議において合意されたチェンマイ・イニシアティブである。

これは当初、各国間で結ばれた外貨準備を使った 2 国間通貨スワップを束ねた形のネットワークであったが、2010 年にはマルチ化され、スワップ当局間の意思決定にかかる手続きの共通化が合意されたので、迅速に発動することが可能となった。現在ではイニシアティブの資金規模は 2,400 億ドルまで拡大している。

また返済の確実性を確保する観点からスワップの実行は IMF とのプログラムが合意されることが基本とされていたが、IMF との合意には時間がかかった。そこで支援の機動性を確保する観点から、支援額の 10% はプログラムが合意される前でも実行可能とされていた。しかし効率的な支援のために、この割合を増やすべきだとの声が強かったので、後述の AMRO によるサーベイランス機能の拡充に伴い、現在では 30% に引き上げられている。

「アジア債券市場イニシアティブ」

アジア通貨危機では、民間企業が経済成長に必要な投資資金を海外の外貨資金に頼っていたことが大きな原因の一つであった。アジア諸国の金融機関が外貨で調達した短期資金を、現地通貨での長期投資資金として融資を行ったことによる、いわば通貨と満期のダブル・ミスマッチによって引き起こされた金融危機であった。

そこで域内の貯蓄を域内の投資に円滑に活用できるように、間接金融ばかりでなく、債券市場を通じた直接金融での調達手段を整備することが必要とされたのである。また各国の市場だけでは規模が小さいことから、地域全体を一つの市場として、効率的で流動性の高いアジア域内の債券市場の育成を目的にして、「アジア債券市場イニシアティブ (ABMI)」が 2003 年の ASEAN+3 財務大臣会議で合意された。そして国際機関や多国籍企業による現地通貨建て債券発行、格付け制度の整備、決済システム、情報発信などのワーキンググループが作られた。具体的には、①債券市場に関する情報発信のためにアジア・ボンド・オンラインの創設、②域内を統一された市場とするために市場慣行の標準化や規制の調和を図るためのフォーラムの設置、③現地通貨建て債券発行を支援するための信用保証・投資ファシリティの設立、などが進められてきた。特に当初 7 億ドルの出資でアジア開発銀行の中に創設された「信用保証・投資ファシリティ (CGIF)」は、2013 年の第一号案件以降順調に実績を伸ばしており、2017 年末には 12 億ドルに増資されている。

「Asean+3 Macroeconomic Research Office (AMRO)」

ASEAN+3 プロセスは、アジア通貨危機の際に、東アジアでの地域協力を協議するために、1997年のASEAN首脳会議に日中韓3か国の首脳も参加することで始まった。その後ASEAN+3財務大臣会議は、2000年にはチェンマイ・イニシアティブ、2011年にはAMRO創設など、東アジア地域の経済・金融協力を重要な役割を果たしてきた。

AMROはASEAN+3地域経済のサーベイランス・分析を行うとともに、チェンマイ・イニシアティブの実施を支援する機関として、2011年4月にシンガポールに設立された。その後、2016年には国際機関となった。設立以降、2代目のディレクターとなった根本洋一氏を始めとして、日本人が幹部に入っている。

チェンマイ・イニシアティブは、通貨危機が起きた時の支援のためのスキームであり、当初は通貨危機を防止する機能はもっていなかった。そこで通貨危機防止のためのサーベイランスのために、これまでの「ASEAN+3経済レビューと政策対話」がチェンマイ・イニシアティブと統合され、チェンマイ・イニシアティブによる予防的対応も可能となった。これにより通貨危機防止と通貨危機管理を一体として行うことが可能となったわけである。

具体的には、AMROはASEAN+3地域経済のリスクを早期に発見し、改善措置をアドバイスすることを主な任務としている。これはアジア通貨危機の際に、インドネシア、韓国などの民間企業は海外での資金調達により巨額の債務負担を負っていた。しかし危機が発生するまで当局が把握しておらず、危機対応が困難になったことの反省もあり、マクロ経済や国際的な資本取引について常時ウォッチすることにしたのである。

こうした機能が整備されることによって、チェンマイ・イニシアティブによるスワップ支援についても返済がより確実なものとなるので、IMFプログラムの合意前でも実行されるスワップ額（いわゆるデリンク部分）の引上げも可能になったと言える。

このようにAMROによるマクロ経済のサーベイランスとチェンマイ・イニシアティブによる金融支援のフレームワークにより、IMFの主要な機能と同様のツールは整備されてきた。しかしこのサーベイランスを金融支援のフレームワークに有機的に組み込むところまでは至っていない。今後一層の発展を期待したい。

「G7」

石油危機に直面した1970年代に、フランス大統領の提案により、第一回サミットが1975年にランブイエで開催された。カナダ以外の6カ国が参加したが、翌年にカナダが参加し7カ国になり「主要先進7か国首脳会議（G7）」が毎年開

催されるようになった。さらに冷戦が終結した 1991 年以降は、徐々にロシアも参加するようになり、1998 年からは G8 となったが、2014 年のクリミア危機以降は再び G7 に戻っている。

G7 は元々通貨政策の政策協調について、財務大臣のプロセスとして始まったが、当初の参加国は日、米、英、独、仏 5 カ国による G5 であった。そこで G7 となってからも、通貨政策については G7 の直前に G5 で議論されていたこともあった。国際的な通貨政策を議論することから、国際通貨を発行している 5 カ国で議論が行われたのである。国際通貨としては IMF の特別引出権 (SDR) を構成している通貨 (当初は円、ドル、ポンド、マルク、フラン) とするのが適当であり、その点からも G5 の構成は適切であったと考えられる。しかし 1996 年からはユーロがマルク、フランに代わって SDR の構成通貨となったほか、2016 年からは (未だ完全自由交換可能ではないが) 人民元も SDR の構成通貨となっている。

「G7 から G20 へ」

アジア通貨危機などにより、国際金融システムの議論を行うには、G7 に加えて、国際資本市場へのアクセスを有する新興市場国の参加も必要という認識が高まった。そこで 1999 年に、20 カ国の財務大臣・中央銀行総裁の会議として G20 が始まった。さらに 2008 年のリーマンショック後に G20 の首脳レベルのサミットも始まり、従来の G7/G8 体制に加えて、G20 体制が国際的な経済・国際金融協調の主導的役割を果たすこととなった。⁷

それまでは 1975 年に始まった G7 が世界経済の議論をリードしていたが、BRICs 諸国などの経済力が大きくなり、新興国も参加した枠組みが必要となったのである。ただ、G20 が始まる前も、G7 サミットの際に中国、インドなどの新興国も参加して開かれる G7 拡大会合の方が大きく注目されるようになっていた。

世界経済の議論を行う場としては、G7 から G20 への拡大は当然であった。しかし、経済状況の異なる 20 カ国もの国が参加するので、具体的な政策合意を行うという点では G7 に比べ難しい場面も多い。G7 の時代にはコミュニケも多くて数ページだったものが、数十ページにわたるようになった。また例えば G20 財務大臣中央銀行総裁会議の場合には、各国から大臣と総裁の 2 人に加え、国際金融機関のトップも出席するので、発言者も 50 人以上になる。1 日半の会議としても、十分議論を行うには時間が足りない点は否めない。そうした点では改めて為替問題や経済危機対応の分野では G7 の役割が再認識されてい

⁷ 浅川雅嗣 (2015) などを参照した。

るが、他方でサイバー・セキュリティ、環境など G20 の枠組が適切な分野も多い。今後は G7 と G20 の間で緊密な協力がますます必要になってくると考えられる。

5. おわりに

バブル崩壊による日本の金融危機やアジア通貨危機から 20 年近い時が経過し、為替政策、アジアの金融制度、国際協調体制もその後大きく変化してきている。最後に今日の現状と課題について考えることとしたい。

「為替政策と貿易の関係と東京国際金融市場」

ここ数年、為替については金融政策との関係と透明性の向上が、G20 や G7 で議論されてきた。先進国の間では、グローバルに金融緩和政策が長期にわたり継続され、為替市場に対する影響が大きくなっているためである。また G7 メンバー国の間ではこれまで外貨準備や介入についてのデータが公表されてきたが、G20 メンバー国の中でも新興国は、現在でもデータの公表が不十分な国が多い。

これまでの G20 での議論で、金融政策は為替相場を目的とせずにあくまでも国内経済上の必要性により行われることが合意されている。日本は 2012 年にアベノミクスの下で黒田氏が日銀総裁に就任すると、国内のデフレ脱却のために大規模な量的金融緩和策を実施してきた。その結果為替も大きく円安になった。しかし、リーマンショック以降大きく減少していた貿易収支の黒字は、円安になったにもかかわらず以前の水準に戻っていない。この背景としては、海外での現地生産の拡大が主たる要因であるが、日本からの主力輸出品である自動車などは、市場の信頼性維持の点から、販売価格を為替動向に応じて頻繁に変えないことも一因と考えられる。

また最近では、米国は FTA などの貿易協定に為替条項を導入することを強く主張しており、米墨加貿易協定 (USMCA) に為替条項が入れられている。また最終的に米国は参加しなかった TPP においても、為替についてサイドレターで合意が行われている。例えば介入実績の公表などもこうした為替条項に含まれている。いずれの場合においても、G20 財務大臣中央銀行総裁会議でこれまで議論されてきた内容とほぼ同じ内容ではあるが、本来通貨政策は財務大臣中央銀行総裁会議で議論されるべきであり、貿易協定の一部とすることは適切ではないと考えられる。

また最近では、東京金融市場の国際化についても新たな動きがでてきている。これは日本企業もグローバル化を進めており、生産拠点の海外展開など海外投資も増加しており、こうした企業を金融面から支援することが必要となっているこ

とも一因として考えられる。また既に述べたように近年は貿易収支黒字よりも所得収支黒字の方が大きくなっており、「成熟した債権国」としての国家戦略を考えて行くことも必要になっている。これまでも東京の国家戦略特区構想において、東京国際金融センターの市場整備が柱の一つとなっていたが、2017年11月には東京都から『「国際金融都市・東京」構想』が提言されている。また国際金融センターとしては能力と経験を持った金融機関と人材が必要不可欠であるが、アベノミクスにより欧米の金融機関や人材を積極的に活用できるようになることが期待される。こうして東京市場が国際金融センターとして発展すれば、これまでなかなか進んで来なかった円の国際化についても、今後は進展が期待される。

「アジア金融制度の進化」

アジア通貨危機から20年間、アジア新興国は危機に対する **resilience** を高める政策を取ってきた。経常収支が黒字化するとともに、外貨準備もほぼ輸入の10か月分へと大きく増加している。またアジア債券市場イニシアティブによる自国通貨建て債券の発行も、ゆっくりではあるが着実に増加している。為替政策についても固定相場制が、外貨建て資金の急激な流入を招いたことから、ドル・ペッグからフロート制への変更が行われた。ただ新興国に影響が大きい中国の通貨が実質的にドルの影響下にあることなど、依然としてドル為替レートの影響がある。

一方で金融市場の発達や金融のグローバル化によって新たな問題も生じている。まず米国の金融緩和によるドル金利の低下から、新興国の企業による米ドル建て社債の発行が増加している。また、地域債券市場整備や資本取引の自由化により、海外からの証券投資が増加しており、各国の国債に占める外国人保有比率も増加している。さらにフロート為替制度の下では、為替安定のためには、為替介入と国内の金融調節を適切に組み合わせることが必要になる。例えば、海外からの資本流入の増加に対して中央銀行が自国通貨の売り介入を行うと、マネーサプライが増加する。そこで買いオペレーションによって不胎化することになるが、この不胎化を行わないと為替に影響を与えることになる。このように資本フローの変化に対しても **resilience** を高めるためには、短期金融市場の整備を進めるとともに、為替政策と金融政策の緊密な協調体制を強化していくことが望まれる。

こうした各国の市場整備に加え、二国間の政府レベルでの協力も進んでいる。例えば、日本と中国の当局間では、人民元クリアリングバンクの設置や円元通貨スワップ協定などが進んでいるほか、日印間でも通貨スワップ協定の強化が進んでいる。

このようにアジア新興国はアジア通貨危機後、既に述べた ASEAN+3（日中韓）の枠組みによる地域協力に加え、各国や二国間での制度整備が進んでいることもあり、リーマンショックの際にも大きな混乱はなかった。そしてこうした政策協調による為替相場の安定、地域債券市場と地域決済システムの発展が、域内の貿易ネットワークや生産ネットワークの構築に大きく貢献してきたことは明らかであり、今後もこうした努力を続けていくことが必要である。

「最近の国際協調体制の動き」

第二次世界大戦後、グローバルな国際金融協調は、ドル基軸通貨体制と IMF/世界銀行によるブレトン・ウッズ体制がリードしてきた。しかし例えば開発援助については、既に 1960 年代に中南米地域の米州開発銀行、アフリカ開発銀行、アジア開発銀行など地域開発のための国際金融機関が設立されている。また貿易面でも WTO をベースにした多国間貿易交渉の行き詰まりから、1990 年代以降多くの FTA や地域自由貿易協定が結ばれている。さらに既に述べたようにアジア通貨危機を契機として東アジア地域における地域金融協力体制も整備されてきた。また欧州では、1999 年のユーロ導入により欧州中央銀行が設立された。このように今後も地域をベースにした協調体制は益々多くなっていくと思われるが、他方でグローバルな国際協調体制も、世界的な危機対応やグローバルなシステム進歩のためには必要であり、国際協調体制と地域協調体制の間の緊密かつ効率的な協調関係を作ることが重要になってくると思われる。

また、今年 6 月には日本で G20 サミットが開かれる予定である。当初は、国際金融危機や為替政策のために G20 が始まったが、現在では金融問題ばかりでなく、世界経済の持続可能で包摂的な成長の実現のための幅広い議論が行われるようになってきている。例えば今年の財務大臣プロセスでは、世界経済のリスクと課題、成長力強化、技術革新・グローバル化がもたらす経済社会の構造変化が大きな柱となっている。世界経済のリスクと課題では、日本が各国に先駆けて直面している高齢化もテーマとされている。また成長力強化では、質の高いインフラ投資や低所得国における債務トラップの問題も議論される予定である。日本はこれまで多額の経済援助と高度な技術支援によって、東アジアの経済発展に貢献してきており、今後も強いリーダーシップが期待されている。さらに技術革新・グローバル化による構造変化では、デジタル課税などの国際課税や暗号資産、即ち仮想通貨の問題が取り上げられる予定である。既に述べた通り、G20 には効率性などの問題はあるものの、こうした課題についてグローバルに議論を行う場は現在 G20 だけと言っても良く、大きな成果を期待したい。

(了)

(参考文献)

Saito, Jun “Japan’s Economy and Policy in a Global Context: Postwar Experience and Prospects for the Twenty-First Century” in *Postwar Japan, CSIS, 2017*

浅川雅嗣 『国家財政破綻への対応』

「フィナンシャル・レビュー」 2011年1月号

『頭を柔らかくすること』 「ファイナンス」 2015年9月号

アジア資本市場研究会編 『環南シナ海・地域の金融・資本市場』

日本証券経済研究所 2018

伊藤元重 『バブル／デフレ期の日本経済と経済政策3

国際環境の変化と日本経済』 慶應義塾大学出版会 2009

岩田一政 『バブル／デフレ期の日本経済と経済政策～我々は何を学んだのか～』 内閣府経済社会総合研究所 2011

黒田東彦① 『財政金融政策の成功と失敗』 日本評論社 2005

② 『通貨の興亡』 中央公論新社 2005