世界の幸せをカタチにする。
Creating Peace & Happiness for the World
Musashino University
武蔵野大学 学術機関リポジトリ
Musashino University Academic Institutional Repository

東アジアにおける金融セーフティー・ネット：金融危機防止に向けた最近の進展と課題

メタデータ	言語: Japanese
	出版者:
	公開日: 2022-03-22
	キーワード (Ja):
	キーワード (En):
	作成者: 渡邉, 賢一郎
	メールアドレス:
	所属:
URL	https://mu.repo.nii.ac.jp/records/1714

〔研究論文〕

東アジアにおける金融セーフティー・ネット

―金融危機防止に向けた最近の進展と課題―

The Financial Safety Net in East Asia: Recent Developments and Challenges for Preventing Financial Crises

渡 邉 賢 一 郎

キーワード：金融セーフティー・ネット、外貨流動性、通貨スワップ協定、国際通貨基金

1. はじめに

東アジア地域[1)]では、1990 年代後半、タイの通貨価値急落を発端に、インドネシア、韓国等で連鎖的な金融危機（アジア金融危機、Asian financial crisis）が発生し、通貨・金融市場の混乱や経済成長の大幅な低下を招来した。こうした経験を踏まえ、同地域の中央銀行・通貨当局は、金融危機の再発防止に向けて、マクロ経済パフォーマンスの改善や頑健な金融資本市場の整備を図ると同時に、金融危機発生時の緊急的な外貨流動性確保を目的とする「金融セーフティー・ネット」（financial safety net）の構築に注力してきた。

東アジアにおける金融危機時の外貨流動性ファイナンスに関しては、アジア金融危機以前は、主として国際通貨基金（IMF, International Monetary Fund）に依存してきた。しかし、金融危機時に、IMF が融資実行の条件として各国政府に課した財政赤字削減や金融引締め等を柱とする経済安定化政策は、経済成長率の大幅低下や失業率の急増を招くなど、大きな痛みを伴うものであった。このため、融資を利用した国や金融危機の影響を受けた国を中心に、反 IMF・反グローバリズム的な政治圧力が強まり、その後、IMF 融資に利用に対する忌避（スティグマ）が生じるに至った。また、一国で発生した金融危機が、貿易や国際的な銀行活動・資本移動等の経路を通じて近隣国に波及する傾向が強まる中で、地域内の中央銀行・通貨当局の間では、危機の波及を阻止するために協調行動を取ることの重要性が、より強く認識されるようになった。このような状況の下で、東アジア各国の中央銀行・通貨当局は、自国内での外貨流動性（公的外貨準備）の蓄積に加えて、二国間レベルでの通貨スワップ協定の締結、多国間レベルでの金融協力体制の構築を通じて、より重層的な金融セーフティー・ネットの整備に取り組んでいる。

こうした政策イニシアティブは、良好なマクロ経済環境とも相まって、基本的には、東アジア地域の金融危機に対する耐性強化に貢献してきたものと考えられる。実際に、2020 年初以降の Covid-19 感染拡大局面でも、東アジア地域では株価下落や一部の資金調達市場における流動性低下が観察されたが、大規模な金融市場の混乱や資本流出は回避された。もっとも、同地域

においては、近年、国境を超える銀行活動や国際資金フローの量が大きく拡大するとともに、金融危機が発生するメカニズムも複雑化しており、現在の金融セーフティー・ネットが金融危機防止や金融危機発生時の対応手段として機能するか否かについては、未だ十分に検証されているとは言えない。本稿では、そうした現状も踏まえつつ、東アジア地域における金融セーフティー・ネット整備の進展と問題点を概観し、金融危機防止・対応に向けた課題について考察を加える。

2. 研究方法

各国中央銀行・通貨当局や、国際通貨基金（IMF）、国際決済銀行（BIS）等の国際金融機関の公表データ・情報に基づき、東アジアの金融セーフティー・ネットの現状について整理し、先行研究の成果を踏まえて、将来的な政策課題について考察を加える。

3. 金融セーフティー・ネットの目的と基本構造

新興市場国の金融危機に関する先行研究 [2)]では、中長期的に見れば対外債務の返済能力に問題がない国が、自己実現的な期待形成に起因する投機によって外貨流動性危機に陥るケースや、経済ファンダメンタルズが比較的良好な国においても、当該国と貿易・金融面で関係の深い近隣国等からの伝染（contagion）によって金融危機が発生することが理論的・実証的に支持されている。こうした研究結果は、公的制度による外貨流動性供給が、市場参加者の期待形成や国境を超える危機の伝染に影響を与えることができれば、金融危機発生確率を低下させる効果や、危機の範囲・深度を抑制する効果を持ちうることを示唆している。逆に、金融危機発生時に円滑な流動性供給を行う仕組みが欠如している場合、市場参加者は流動性の低い資産を本来の価値より低い価格で処分せざるをえなくなり、そうした資産処分が更なる資産価格の低下を招くなどの形で、危機を深化させるメカニズムが働く可能性がある。

金融危機時に公的に外貨流動性を供給する仕組みを「金融セーフティー・ネット」と呼ぶが、これは通常、公的外貨準備、IMF 融資、二国間通貨スワップ協定、多国間地域金融協力の 4 層から構成されている [3)]。以下では、それぞれの仕組みの特徴について整理する。

3.1 公的外貨準備

各国の中央銀行・通貨当局が保有する公的外貨準備（official foreign exchange reserves）は、自国の裁量で即座に利用できる金融資源であることから、一般的には、流動性危機発生時の第一防衛線（first line of defense）と認識されている [4)]。公的外貨準備は、通常、基軸国際通貨である米ドルを中心に、ユーロ、日本円、英ポンド等、国際市場で自由な交換が保証されている通貨（convertible currencies）で保有されているが、近年、中国の世界経済に占める重要性の高まりを反映して、中国人民元の占める比率も徐々に高まっている [5)]。公的外貨準備は、急激な資本流出等によって自国通貨価値の変動が大きくなった場合に、中央銀行・通貨当局が行う為替市場介入の原資として使われるほか、中央銀行が自国の金融機関に対する「最後の貸し手」（lender of last resort）として外貨流動性を供給する際や、公的債務返済の原資としても利用される。

3.2 IMF 融資

国際通貨基金（IMF）は、グローバル・ベースの国際金融機関として、金融セーフティー・ネットの中心的な地位を占めている。アジア金融危機以前の IMF 融資は、主として短期的あるいは中長期的な国際収支不均衡に陥った発展途上国・新興市場国のファイナンス・ギャップを埋めることを目的としていた。したがって、融資実行の際には、財政赤字削減・金融引締めによる総需要の抑制や、市場メカニズムの強化等による生産性・国際競争力の改善策を柱とする政策プログラム実行に対する政府コミットメントを融資条件（conditionality）としていた。しかし、アジア金融危機以降は、市場の自己実現的な期待形成や銀行・金融市場に対する取り付け（bank run and market run）が金融危機を引き起こすメカニズム、さらには、経済ファンダメンタルズが比較的良好な国でも、他国からの伝染（contagion）によって金融危機が発生するメカニズムが、次第に明らかになってきた。このため、IMF においても、従来型の危機対応融資のみならず、危機防止に重点を置いた融資枠（経済ファンダメンタルズが比較的良好と認められる国に対して、危機発生に備えて予め設定する融資枠）を導入するなど、新たな融資の枠組みを整備している。

3.3 二国間通貨スワップ協定

二国間通貨スワップ協定は、通常、中央銀行・通貨当局が、相手国の通貨を担保に取ることによって、米ドル等の国際通貨建て短期融資（流動性供与）を行う仕組みである [6)]。これは、金融危機に直面した国の側から見ると、自国通貨を担保に供することにより、相手国から米ドル等の国際通貨を一時的に調達できることを意味する。二国間通貨スワップ協定は、特に国際金融危機が発生した 2008 年以降、多くの国の間で締結されているが、米国の中央銀行である米国連邦準備制度（Federal Reserve System）が、その協定ネットワークの中心的地位を占めている。米国連邦準備制度は、国際金融取引通貨として圧倒的なシェアを占める米ドルを理論上無制限に発行できる唯一の機関であることから、金融危機時の外貨流動性供給の担い手としては、もっとも信用力の高い主体と言える。これに対して、米国以外の中央銀行・通貨当局が、通貨スワップを通じて米ドルを他国に供給する場合には、通常、当該国の中央銀行・通貨当局が保有する公的外貨準備を原資とすることから、その供給量には上限が存在する [7)]。なお多くの場合、二国間通貨スワップ協定の締結主体は中央銀行であることから [8)]、その役割は、一時的な外貨流動性不足に対応することであり、原則として、貸し倒れリスクを伴う構造的な国際収支危機や債務危機への対応には利用されない。

3.4 多国間地域金融協力

多国間地域金融協力は、同じ地域に所在する中央銀行・通貨当局が、金融危機時に相互に外貨流動性を融通し合う仕組みである。具体的には、予め各国の公的外貨準備を共同でプールしておく方式や、多国間で通貨スワップ協定を締結しておく方式、融資発動が必要になった際に市場から外貨を調達する方式などが取られている。多国間地域金融協力は、1970 年代から見られ始めており、1976 年にはアラブ通貨基金（Arab Monetary Fund, AMF）が、また、1978 年にはラテンアメリカ準備基金（Latin American Reserve Fund, FLAR）が設立されたが、これらは資金

量十億米ドル単位の小規模ファンドであった。しかし、1990 年代後半に発生したアジア金融危機の教訓を踏まえて日本・中国（香港特別行政区を含む）・韓国の 3 か国と ASEAN 加盟 10 か国が共同で設立したチェンマイ・イニシアティブ・マルチ化協定（Chiang Mai Initiative Multilateralization, CMIM）は 2,400 億ドル、2000 年代後半に発生した国際金融危機・欧州ソブリン危機に対応して欧州諸国が設立した欧州金融安定メカニズム（European Stability Mechanism, ESM）は、5,000 億ドルの融資資金を有する大規模ファンドであり、金融セーフティー・ネットにおける多国間地域金融協力の存在感が大きく高まっている。

4. 東アジアの金融セーフティー・ネットを巡る論点

以上のように、金融危機防止・対応を目的とした金融セーフティー・ネットは、重層的な構造を有しており、また、その態様も、アジア金融危機や国際金融危機を経て変貌を遂げてきている。東アジア地域における金融セーフティー・ネットが、金融危機の防止や対応のツールとして有効に機能する条件としては、その資金量規模が十分であることが不可欠であるが、同時に、金融セーフティー・ネットにプールされた資金が、金融危機発生時に融資等の形で確実かつタイムリーに危機国に対して供与されることも重要である。

金融セーフティー・ネットのうち、公的外貨準備は当該国政府や中央銀行の裁量で必要に応じ使用できる資源であるが、IMF や、二国間通貨スワップ・多国間地域金融協力を通じて行われる融資等は自動的に実行されるものではなく、それぞれの協約等で定められた申請・承認等の手続きを経て実行されるものである。したがって、これらの金融セーフティー・ネットの存在が、金融危機時のバックストップとして有効に機能するか否かは、資金借手国の融資申請に対するインセンティブや、資金供給の信頼性・即時性等を担保する意思決定プロセスやガバナンス構造、さらには、複数のセーフティー・ネット間の役割分担や協調体制などの諸要因に依存すると考えられる。また、金融セーフティー・ネットは、公的外貨準備を除き、必然的に他国の金融資源を利用するという性格を持つことから、融資発動の可否は政治的な要因にも左右されうる。仮に、資金の借手国サイド、あるいは資金の貸手国サイドのいずれかに、融資実行の障害となるようなインセンティブが内在すれば、金融セーフティー・ネットが市場の信任を得ることが難しくなり、金融危機防止・対応の効果も減殺される可能性がある。以上の観点も踏まえ、本章では、東アジア地域の金融セーフティー・ネットについて、(1) 資金量規模、(2) 借手国のインセンティブ、(3) 意思決定構造、(4) 複数の金融セーフティー・ネット間の協調体制、の視座から主要な論点を整理したい。

4.1 資金量規模

本節では、まず、東アジア地域を巡る最近のマクロ的な金融環境を概観した後に、それを踏まえて、金融セーフティー・ネットの資金量の十分性について検討する。

4.1.1 マクロ金融環境

世界全体の金融セーフティー・ネットの資金規模は、近年着実に拡大している。Ball（2020）

の推計によれば、公的外貨準備、IMF 融資、二国間通貨スワップ協定、多国間地域金融協力を通じて利用可能な資金量は、2020 年時点で約 18 兆ドル（世界の GDP の 2 割相当）に達している。

この間、東アジア地域でも、1990 年代後半に発生したアジア金融危機の教訓を踏まえて、各国の中央銀行・通貨当局が公的外貨準備を蓄積してきた。また、2000 年に多国間地域金融協力の一環として、チェンマイ・イニシアティブ（CMI）が発足し、その後 2010 年には、チェンマイ・イニシアティブ・マルチ化協定（CMIM）に改組・拡充された。さらに、2008 年の国際金融危機以降は、米国の中央銀行である米国連邦準備制度や地域内で豊富な公的外貨準備を有する日本財務省、中国人民銀行等が、地域内の複数の国と二国間通貨スワップ協定締結を進めるなど、金融セーフティー・ネット拡大の動きが続いている。

ただし一方で、東アジア地域では、大手金融機関の国境を越えた資金調達・運用が増加し、国際資本市場を通じた資金流出入も拡大していることから、金融危機が発生した場合の資産価格や経済成長等に与える潜在的なインパクトも相応に大きくなっていると考えられる。このため、金融危機の防止や対応に必要な金融セーフティー・ネットの資金量を考える上では、こうした東アジア地域を巡るマクロ金融環境の変化を念頭に置く必要がある。

この点を、国際決済銀行（Bank for International Settlements, BIS）が公表している国際与信統計で確認すると、「外国所在銀行（BIS 報告対象銀行）が供与しているクロスボーダー与信残高」のうち、「アジア大洋州地域の発展途上国向け」は、2000 年以降の 20 年間で約 7 倍増となっており、また、このうち 5 割以上がドル建ての与信となっている（図 1）。このように、東アジア地域において、海外の銀行からドル建ての資金調達が著増していることは、グローバルな金融市場に何らかのショックが発生し、米国系金融機関などドル資金の出し手の与信姿勢が急速に慎重化した場合に、ドル建て債務のロールオーバー困難化や、それに伴うドル建て資産の投げ売り等を通じて、東アジアの金融機関・金融市場にも強いストレスがかかり得ることを示唆している。なお直近では、Covid-19 パンデミックが広がりを見せた 2020 年央にかけて、為替スワップ市場におけるドル調達プレミアムが急上昇したが、2008 年の国際金融危機時のような金融市場の大きな混乱には至らなかった[9)]。

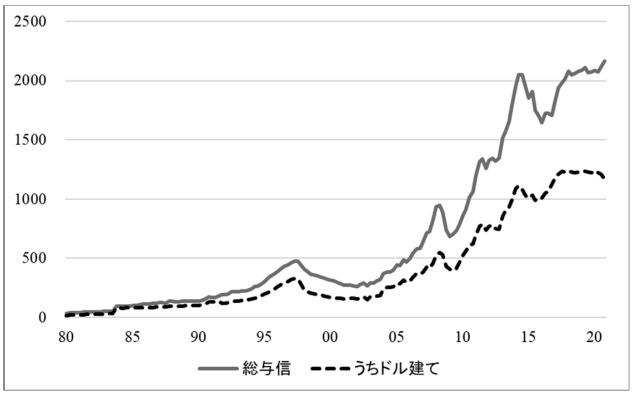

図１　BIS 報告銀行からアジア大洋州途上国へのクロスボーダー与信額（単位：10 億ドル）

4.1.2 資金量の十分性

本項では、東アジア各国が金融危機時に利用できる金融セーフティー・ネットの規模が、それぞれの国の対外民間債務をどの程度カバーしているかを算出して、資金量の十分性について検討する。

まず、東アジア地域内でも経済や金融市場の規模が比較的大きく、域内金融安定の観点から重要性の高い新興市場国 6 か国（韓国、シンガポール、タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン）について、各国が金融セーフティー・ネット経由で利用可能な資金規模を比較してみる（表 1）。

表 1　東アジア主要新興市場国の金融セーフティー・ネット利用可能資金規模

（単位：10 億ドル）

	韓国	シンガポール	タイ	マレーシア	インドネシア	フィリピン
公的外貨準備保有額	437	362	249	105	131	99
IMF 一般勘定通常融資上限額	30	14	11	13	16	7
二国間通貨スワップ融資上限額	142	110	14	35	54	12
CMIM 融資上限額	38	23	23	23	23	23
金融セーフティー・ネット合計額<A>	647	508	297	176	224	140
外国所在銀行のクロスボーダー与信残高<B>	274	724	79	89	121	32
金融セーフティー・ネットのカバー率<A>/<B> %	236%	70%	377%	197%	185%	435%

（注釈）公的外貨準備保有額は 2020 年末、外国所在銀行のクロスボーダー与信残高は 2021 年 3 月末、その他は、2021 年 6 月末時点。データ制約のため、二国間通貨スワップ融資上限額は ASEAN 加盟国相互間の融資枠を除く。

（資料）各国政府・中央銀行、IMF、ASEAN+3 Macroeconomic Research Office の公表資料、および BIS locational banking statistics。

利用可能な資金規模については、様々な定義がありうるが、ここでは、(1) 公的外貨準備保有額（2）IMF 一般勘定（General Resource Account）の通常融資上限額（2021 年 6 月末時点で各国出資割当額の 245%）[10]、(3) 二国間通貨スワップの融資上限額（ASEAN 加盟国間の二国間通貨スワップ協定を除く）、(4) チェンマイ・イニシアティブ・マルチ化協定（CMIM）の融資

上限額、を合計した金額とする。

金融セーフティー・ネットにおける利用可能資金の総額について国別に見ると、6 か国中最大の韓国で 647 億ドル、最小のフィリピンで 140 億ドルとなっている。その内訳を見ると、全ての国で自国の公的外貨準備保有額が最大のシェアを占めている[11)]。また、公的外貨準備以外の内訳（IMF、二国間通貨スワップ、CMIM）で比較すると、韓国、シンガポールの両国は、米国連邦準備制度と通貨スワップ協定を締結していることから、二国間通貨スワップのウェイトが高くなっている。一方、米国連邦準備制度と通貨スワップ協定を締結していない他の 4 か国は、IMF と CMIM を合わせた多国間ベースの金融セーフティー・ネットへの依存が比較的高いのが特徴である。

次に、金融セーフティー・ネットの資金規模を対外民間債務規模との関係で基準化するため、前項でも使用した「外国所在銀行（BIS 報告対象銀行）が供与しているクロスボーダー与信残高」（東アジア各国から見れば、外国所在銀行に対するクロスボーダー債務残高）に対する金融セーフティー・ネット資金のカバー率を国別に算出する。各国のカバー率を見ると、海外銀行との取引規模が大きい国際金融都市シンガポールを除き、概ね 200%～400%を示している。このことから、東アジアの主要新興市場国が利用可能な金融セーフティー・ネットの資金規模については、海外銀行の大規模な資金引揚げが生じた場合のバックストップとして、一定の頑健性を備えていると言える[12)]。

4.2 借手国のインセンティブ

金融危機に直面した国は、金融セーフティー・ネットによって供与される資金を利用するインセンティブを常に持つわけではなく、むしろ制度利用に対する忌避（スティグマ）が強い場合もある。

東アジアにおける金融危機時の外貨流動性ファイナンスに関しては、アジア金融危機以前は、主として国際通貨基金（IMF）に依存してきた。しかし、金融危機時に IMF が融資実行の条件として各国政府に課した、財政赤字削減や金融引締め等を柱とする経済安定化政策は、経済成長率の大幅低下や失業率の急増を招くなど、大きな痛みを伴うものであった。このため、融資を利用した国や金融危機の影響を受けた国を中心に、反 IMF・反グローバリズム的な政治圧力が強まり、その後、IMF 融資を利用することに対するスティグマにつながっていった。さらに、こうしたスティグマの存在は、その後の東アジア地域における金融の地域主義（regionalism）の流れを創り出し、地域内における多国間あるいは二国間金融協力の推進力ともなっている。

IMF（2017a）は、IMF 融資に対するスティグマについて、(1) IMF への融資申請が自国経済の脆弱さや資本流出の兆候と見られる可能性があること（経済的スティグマ）、(2) IMF の融資条件受け入れが自国の政策の自律性侵害と見做される可能性があること（融資条件スティグマ）、(3) IMF につきまとう世論の否定的なイメージが政策決定者に IMF 融資の申請を躊躇させること（政治的スティグマ）の 3 パタンに分類している。IMF も、スティグマの緩和を企図して、経済ファンダメンタルズの良好な国に対して予め融資枠を設定し、危機時には付帯条件なしで速やかに融資を利用できる新制度を導入している。しかし、東アジア地域の国々は、未だ新融資制度を利用しておらず、IMF 融資に対するスティグマが完全に払しょくされたとは言い難い

[13]。また後述するように、東アジアの多国間地域金融協力の要となっているチェンマイ・イニシアティブ・マルチ化協定（CMIM）も、その融資の発動条件を、一部 IMF 融資の承認にリンクさせているため、IMF 融資に対するスティグマは、地域金融協力にも間接的に影響を及ぼす可能性を内包している。

4.3 意思決定構造

金融セーフティー・ネットの融資実行等にかかる意思決定構造は、それぞれの協約等によって異なっているが、その重要な要素は、参加国間の投票権配分である。それは、大きく 2 つのタイプに分けられる。第一は、金融セーフティー・ネットに対する資金拠出比率（出資比率）が投票権比率とリンクしているタイプ（タイプ I）であり、IMF やチェンマイ・イニシアティブ・マルチ化協定（CMIM）が該当する。第二は、金融セーフティー・ネットの参加国が平等の投票権を持つタイプ（タイプ II）であり、ラテンアメリカ準備基金（FLAR）が該当する。金融セーフティー・ネットがタイプ I の場合には、投票権配分の大きい国が、金融危機時に資金の貸し手となるか借り手となるかが、金融セーフティー・ネットの融資等にかかる意思決定に重要な含意を持ちうる。

金融セーフティー・ネットは参加国間の相互扶助（保険）システムであり、基本的には、すべての参加国が資金の貸し手にも借り手にもなりうる。もっとも、過去の金融セーフティー・ネットの発動実績に鑑みると、経済規模が大きく、米ドル、ユーロ、円、英ポンド等の国際通貨を発行する主要先進国は、セーフティー・ネットに対する資金拠出額が大きく、かつ、金融危機時には資金の貸し手の立場に立つケースが多い。他方、経済規模が小さく、国際金融市場において資金調達力の弱い新興市場国・発展途上国は、セーフティー・ネットに対する資金拠出額が小さく、かつ、金融危機時に資金の借り手の立場に立つケースが多い [14]。

タイプ I の金融セーフティー・ネットにおける投票権配分を具体的に見ると、IMF では、最大出資国である米国が出資額シェア・投票権シェアで圧倒的な地位を確立しており、重要議案に対する実質的な拒否権も有している [15]。また、日中韓と ASEAN 加盟 10 か国が締結した CMIM においても、潜在的に資金の貸し手となる蓋然性の高い日中韓 3 か国合計の出資比率・投票権比率が、潜在的に借り手となる蓋然性の高い ASEAN 加盟 10 か国の出資比率・投票権比率を大幅に上回っている [16]。

なお、二国間通貨スワップ協定については、協定の詳細がすべて公表されているわけではないが、例えば、米国連邦準備制度が 14 か国の中央銀行と締結している通貨スワップ協定（2021 年 6 月現在）では、資金の貸し手と想定される米国連邦準備制度が、相手国中央銀行からドル引出し（借入）の申請があった場合、その承認または拒絶の権利を留保している [17]。

一般的には、金融セーフティー・ネットの融資等にかかる意思決定に関して、潜在的な貸手国が強い影響力を持つ場合には、融資の実行には慎重バイアスがかかると考えられる。逆に潜在的な借手国が強い影響力を持つ場合には、融資の実行に積極バイアスがかかり、同時に融資条件の緩和等に伴う借手国のモラルハザードを引き起こすリスクも増大すると考えられる。金融セーフティー・ネットには、金融危機防止や金融危機がもたらす経済的ダメージの軽減といった便益があるが、その便益はコストを伴っている。IMF 融資であれ、二国間通貨スワップで

あれ、多国間地域金融協力であれ、仮に資金の借手国が一時的な外貨流動性危機ではなく、長期的に債務返済が困難な事態に陥った場合、最終的な貸し倒れコストは、貸手国（すなわち多くの場合、金融セーフティー・ネットへの資金拠出額が大きい国）の納税者の大きな負担となるからである。

Muhlich and Flitz（2021）は、1978 年から 2017 年における地域金融協力の発動（融資利用）回数を分析し、ラテンアメリカ準備基金（FLAR）が頻繁に利用されている（分析期間中 52 回）一方、CMIM が全く利用されていない点に注目し、両者の意思決定構造の相違（CMIM は上記タイプ I、FLAR は上記タイプ II に属する）が部分的に影響を及ぼしている可能性を指摘している。

また、金融危機は、危機が発生した国と貿易・金融面で関係の深い近隣国等へ伝染する傾向が見られる。このため、貸手国の立場からみれば、他国で発生した危機が自国に波及する可能性が高い場合（例えば近隣国であるメキシコで危機が発生した場合の米国の立場）の方が、自国への影響が限定的と予想される場合（例えばベトナムで危機が発生した場合の米国の立場）よりも、セーフティー・ネットの融資実行を承認する強い政治的・経済的インセンティブが働く構造が存在している。

金融セーフティー・ネットの意思決定プロセスやガバナンス構造について、最適解を提示することは容易ではないが、例えば、Henning（2020）は、融資対象国の経済状況評価や融資条件策定などの専門的作業については、政治圧力からは独立した事務局やスタッフが自律性を持って行うべきであるが、融資の承認にかかる最終的な意思決定は、政治的な責任を有する政府の代表メンバーで構成される理事会等に委ねられるべき、との議論を展開しており、こうした基本原則は幅広い支持を得ている。

4.4 金融セーフティー・ネット相互間の協調体制

東アジア地域の金融セーフティー・ネットは重層的な構造を形成していることから、これが全体として有効に機能するためには、各金融セーフティー・ネット間の役割分担や協調体制といった視点も重要となる。複数の金融セーフティー・ネットが存在する場合、ある 1 つのセーフティー・ネットが何らかの事情によって機能しない場合に、他のセーフティー・ネットが補完できるメリットがある。しかし、複数の金融セーフティー・ネットが、相互に整合性のない政策プログラムを融資条件として設定するような状況が起こると、金融危機対応の有効性が全体として大きく毀損するリスクも懸念される。

一般的に、IMF に代表されるグローバル・ベースの金融セーフティー・ネットと、CMIM に代表される地域ベースの金融セーフティー・ネットには、それぞれの比較優位が存在する。すなわち、グローバル・ベースの金融セーフティー・ネットの比較優位としては、(1) 出資、借入等の形で世界各国から大規模な資金調達が可能であること、(2) 特定地域で金融危機が発生した場合にリスク分散が可能であること（これに対して、地域ベースの金融セーフティー・ネットでは、参加する全ての近隣国に危機が波及し、危機対応のリソースが枯渇するリスクがある）、(3) グローバルな視点での経済金融分析や、資金提供の条件となるマクロ経済政策プログラム策定に関して知見が蓄積されていること、といった点が指摘できる。一方、地域ベースの

金融セーフティー・ネットの比較優位としては、(1) 金融危機が近隣国に波及する傾向があることから、地域内で危機感が共有され、融資実行等に関して参加国間の迅速な合意が得られやすいこと（但し、反面、融資条件が緩和的となり、資金の借手国のモラルハザードを助長するリスクがある)、(2) 地域特有の経済社会構造や市場慣行等に関する知見を活かした政策プログラムの策定が可能であること、といった点が指摘できる。この間、米国連邦準備制度や国際通貨を発行する主要中央銀行・通貨当局をカウンターパートとする二国間通貨スワップは、外部資金に依存することなく、ドルやその他国際通貨の流動性を迅速に創出できる点で、大きな比較優位を有している。

こうした各金融セーフティー・ネットの特徴を最大限に生かす観点から、セーフティー・ネット相互間の協調について様々な提案がなされている。例えば、IMF（2017b）は、IMF と地域ベースの金融セーフティー・ネット間の協調について厳格なルールを設けるのは生産的でないとの考えを示しつつも、融資条件の設定等については、各分野で比較優位を持つ機関が主導的な役割を果たしながら、一貫性のある政策プログラムを策定していくことが重要と指摘している。また、Henning（2020）や Weder di Mauro（2017）は、IMF の有する高度なマクロ経済分析や政策立案能力を有効に活用する必要性を強調し、IMF の危機予防融資枠への適合性審査結果を、多国間地域金融協力や二国間通貨スワップ協定の融資判断にも適用することを提案している。また、Truman（2021）は、IMF と中央銀行双方の比較優位を生かす形で、主要中央銀行が IMF に短期資金を供給し、IMF がそれを原資として金融危機に直面している国に融資を行う仕組みの導入を提言している。一方で、Mühlich and Flitz（2021）は、CMIM による融資が設立以来一度も利用されていない要因の 1 つとして、CMIM 融資の一定割合の実行が IMF 融資の承認を条件としている点がある可能性を指摘している。アラブ通貨基金（AMF）やラテンアメリカ準備基金（FLAR）など、その融資実行が制度的には IMF 融資から独立して行われている金融セーフティー・ネットの利用頻度が高いことと合わせて考えると、IMF 融資と地域金融セーフティー・ネットの連携を強めることによって、地域金融セーフティー・ネット利用に対するスティグマが生じる可能性がある点には、留意する必要がある。

5. 結びにかえて―中長期的課題

東アジア地域では、1990 年代後半に発生したアジア金融危機や、2000 年代後半に発生した国際金融危機を経て、金融セーフティー・ネットの整備が進みつつある。同時に東アジア地域を取り巻く金融経済環境は常に変化しており、金融危機の潜在的リスクや、危機が発生するメカニズムも複雑性を増しつつある。以下では、そうした変化も踏まえつつ、今後、学術的・実務的な知見の蓄積が一層重要となる中長期的な課題を整理することによって、本稿の結びに代えることとしたい。

第 1 の課題は、金融市場の構造変化や技術革新への対応である。1990 年代以前の金融危機の主流は、財政赤字や経常収支赤字の累積によるソブリン債務危機であったが、それ以降は、金融市場の拡大やグローバル化が進行するにつれて、銀行や投資銀行（証券会社）を始めとする金融の主要なプレーヤーの破綻等に起因するショックが、金融市場間のリンケージを通じて連

鎖・増幅されるケースの重要度を増している。さらに、近年は、いわゆる GAFA 等に代表されるテック企業が金融仲介業務や決済業務分野に参入し、大きな存在感を持つようになっていることから、金融危機発生のメカニズムもさらに多様化する可能性がある。そもそも、金融セーフティー・ネットの発動は、危機発生国（あるいは発生するリスクが大きい国）が金融セーフティー・ネットを通じて外貨流動性を調達する第一段階と、調達した外貨流動性を使用する第二段階に分かれるが、金融市場の構造変化や技術革新は、第二段階の政策のデザインに大きな影響を与える。すなわち、銀行が中核的な役割を果たしていた伝統的な金融システム下では、危機発生国の中央銀行・通貨当局は、通常、金融調節や「最後の貸し手」機能を通じて、調達した外貨流動性を銀行間市場（インターバンク市場）や個別銀行等に供給する。しかし、ノンバンクを含む多様なプレーヤーが、金融市場間の複雑なリンケージを形成するシステム下における危機対応については、実務的な経験や知見が十分蓄積されているとは言えない。今後、危機の性質や局面に応じて、外貨流動性をどのような手法・経路で投入することが最も有効なのかについて、精緻な検証が必要となろう。

第 2 の課題は、米中間の政治経済的な摩擦の影響である。金融セーフティー・ネットも、それを資金的に支え、その意思決定に影響を及ぼすのは、究極的には主権国家であり、主権国家間の利害対立や摩擦は、金融セーフティー・ネットの危機対応ツールとしての有効性を大きく左右しうる。近時中国は、IMF を始めとする国際金融機関において、その経済規模に見合う出資比率や投票権を得られないことへの対抗手段として、自らの主導する余地が大きい二国間や地域内金融協力に資源を振り向けつつある。グローバル、地域多国間、二国間のそれぞれの枠組みが協調体制を維持しつつ、適度な競争関係にあることは望ましいと言えるが、米中の覇権争い激化を背景に、これらが過度な対立・緊張関係に陥れば、システム全体として危機対応への頑健性が大きく損なわれることになりかねない。こうした対立を回避するためにも、金融セーフティー・ネットにおけるガバナンス（資金拠出や投票権の各国間配分等）について、各国の経済・貿易・国際金融取引の規模等に基づく客観的かつ透明性のある基準が整備され、その基準に基づいて定期的な見直しが行われる仕組みを確立することが重要である。また、こうした制度改革を促していくためにも、金融セーフティー・ネットを巡る議論については、経済学やファイナンス的な視点からのアプローチのみならず、政治経済学（political economy）の視点からのアプローチも一層重要となろう。

第 3 の課題は、金融セーフティー・ネットから相対的に取り残された地域への対応である。本稿で見てきたように、東アジア地域では、自国の公的外貨準備に加えて、IMF、二国間通貨スワップ、多国間地域金融協力など重層的な金融セーフティー・ネットの整備が進んでおり、少なくとも資金量的には、金融危機に対する一定の抵抗力を備えつつある。一方、南米、アフリカ、中近東、中央・南アジアなどの地域は、地域内でリスク・シェアリングを行えるだけの十分な金融資源を保有していない。また、そうした地域内では、米国、ユーロ圏、日本のように、危機時に十分な国際流動性を供給できる中央銀行・通貨当局が存在しないことから、金融危機への備えは相対的に脆弱である。今後、主要国が IMF を中心としたグローバルな金融セーフティー・ネットよりも各地域内の金融セーフティー・ネットへの資金拠出を重視する姿勢を強めた場合、グローバルな金融セーフティー・ネットへの依存度が高い地域の危機耐性が一段

と弱まるリスクがある。世界経済は、貿易、国境を越えた銀行活動、国際資金フローを通じて相互依存性を強めており、他地域で発生した金融危機であっても、東アジア地域に波及することが十分に考えられる。こうした観点からは、世界的に均衡の取れた金融セーフティー・ネットの整備に向けた議論の進展が求められる。

注

1）本稿では、「東アジア地域」は、特に断りのない限り、日本、韓国、中国、香港特別行政区、台湾、東南アジア諸国連合（ASEAN）加盟国を包含する国・地域を指す。

2）代表的な文献としては、Obstfeld（1996）、Kaminsky and Reinhart（1999）、Goldstein and Pauzner（2004）等がある。

3）ここで掲げた 4 層に加えて、世界銀行やアジア開発銀行等の開発金融機関が融資等の形で供給する外貨流動性も、実質的には金融危機時の外貨ファイナンス制約を緩和する効果を持つ。但し、これらは多くの場合、一時的な流動性供給ではなく、特定のプロジェクトや経済構造改善のための特定の政策目的を支援する性格が強いことから、本稿で分析対象とする金融セーフティー・ネットには含めないこととする。

4）金融危機に際して公的外貨準備が果たす機能や、公的外貨準備保有に伴うコストについては、大谷・渡邉（2004）を参照。

5）IMF が公表している統計（International Financial Statistics）によれば、中国人民元が世界の公的外貨準備に占める比率は、2016 年末には 1.08%であったが、2021 年 3 月末には 2.45%まで上昇している。

6）中央銀行間の通貨スワップ協定に類似する仕組みとして、中央銀行間のクロスボーダー担保協定がある。通貨スワップ協定においては、資金供給側の中央銀行が、相手国の中央銀行から相手国通貨を担保に取ることによって相手国中央銀行にドル資金等を供給するのに対して、クロスボーダー担保協定においては、資金供給側の中央銀行は、相手国市中金融機関から国債など信用力の高い債券を担保に取ることにより、相手国の市中金融機関に直接自国通貨建て資金を供給する仕組みである。クロスボーダー担保協定は、日本銀行がシンガポールなど東アジア地域の複数の中央銀行と締結しているが、現状、金融セーフティー・ネットとしての役割は限定的であるため、本稿の検討対象からは除外している。

7）資金供給側が、米ドルではなく自国通貨を供給する協定も存在する。例えば、日本政府（財務省）がシンガポール、タイ、インドネシア、フィリピンと締結している通貨スワップ協定では、日本は相手国通貨を担保に米ドルまたは円を供給する仕組みを採用している。また、中国の中央銀行である中国人民銀行が、アジアを含む複数の中央銀行と締結している通貨スワップ協定では、中国は相手国通貨を担保に人民元を供給する仕組みを採用している。人民元は、国際的に自由に取引できる通貨（convertible currency）ではないため、人民元通貨スワップは、現時点では、金融危機時のセーフティー・ネットというより、中国が人民元建ての国際貿易・投資を促進するための政策ツールとしての性格が強い。なお、人民元通貨スワップ拡大の背景については、Eichengreen and Kwai（2014）等を参照。

8）日本では、政府（財務省）管理下の外国為替資金特別会計が公的外貨準備の大半を保有しているため、通常、二国間通貨スワップ協定の締結主体は、日本銀行ではなく政府となっている。

9）パンデミック時の為替スワップ市場動向については、Avdjiev（2020）等を参照。

10）IMF の一般勘定融資へのアクセスについては、通常融資枠（normal access）と例外的融資枠（exceptional access）を合わせると上限（hard limit）はないが、例外的融資枠の条件は厳しく設定されているため、本稿では、通常融資枠（2021 年 6 月時点で各国出資割当額の 245%）を利用可能な資金量と想定している。

11）東アジア地域の主要国については、公的外貨準備単独でも対外債務額をカバーしているケースがあるが、これは、必ずしも IMF 融資など他の金融セーフティー・ネットが不要であることを意味するわけではない。公的外貨準備は緊急性のある輸入ファイナンスや為替市場への介入資金として常に一定額を確保しておく必要があり、全額を費消ことは想定し難いからである。Aizenman（2010）は、1998 年の韓国で、豊富な外貨準備の存在にもかかわらず、通貨投機や資本流出に見舞われた経緯について詳述している。また、Scheubel et al.（2019）は、金融危機対応として IMF 融資を利用した場合の方が、公的外貨準備の取り崩しによって対応した場合よりも、中期的に経済成長率低下を回避する効果があることを実証している。こうした実証結果は、国際支援の発動が、危機当事国の経済見通しや政策に対する市場の信認を高める効果を有する可能性を示唆している。

12）金融セーフティー・ネットの規模の十分性を評価する基準としては、当面の対外支払い能力を重視する観点から、1 年以内に満期が到来する対外短期債務残高に対するカバー率を参照する手法もあるが、本稿では、金融危機が 1 年以上にわたって継続する可能性も考慮して、中長期も含む外国所在銀行のクロスボーダー与信額を使用した。なお、株式市場からの資金流出経路を重視する観点からは、非居住者の国内株式保有額に対するカバー率を、また、居住者のキャピタル・フライト経路を重視する観点からは、国内マネー・サプライに対するカバー率を参照する手法も有用である。

13）事前審査に基づいて金融危機時の融資枠を設定する制度としては、Flexible Credit Line（FCL）および Precautionary and Liquidity Line（PLL）がある。2021 年 6 月末現在、FCL の融資枠が設定されているのは、チリ、コロンビア、メキシコ、ペルーの 4 か国で、東アジア諸国は含まれていない。

14）但し、2010 年に発生した欧州ソブリン危機では、ギリシャ、アイルランドなど国際通貨ユーロを自国通貨とする先進国が、金融危機対応のため、IMF から融資を受けている。

15）IMF における出資比率・投票権比率は、米国（17.40%）、日本（6.46%）、中国（6.39%）の順となっている。IMF 協定上、重要な議案決定には、85%以上の同意を必要としているため、米国は事実上の拒否権を有する場合がある。

16）CMIM における出資比率は、日中韓３か国合計で 80.0%、投票権比率では、同じく 71.59%を占めている。

17）詳細については、Federal Reserve Board（2021）を参照。

参考文献

Aizenman, J. (2010) *International Reserves and Swap Lines in times of financial distress: Overview and Interpretations. ADBI Working Paper No. 192*

AMRO. (2016a) *Agreement Establishing ASEAN+3 Macroeconomic Research Office.*

_____. (2016b) *Key Points of the CMI Multilateralization Agreement.*

_____. (2016c) *AMRO's Support Function for CMIM.*

Asian Development Bank (2019) *Strengthening Asia's Financial Safety Net.*

Avdjiev, S. et al. (2020) *Dollar Funding Costs during the Covid-19 Crisis through the Lens of the FX Swap Markets. BIS Bulletin No 1.*

Ball, M. et al. (2020) *The Global Financial Safety Net and Australia. Reserve Bank of Australia Bulletin, September 2020*, 100-112.

Bank for International Settlements. (2021) *Locational Banking Statistics*.

Eichengreen, B and M. Kawai (2014) *Issues for Renminbi Internationalization: An Overview. ADBI Working Paper No. 454.*

Federal Reserve Board (2021) *Federal Reserve Announces the Extension of Its Temporary U.S. Dollar Liquidity Swap Lines with Nine Central Banks Through December 31, 2021. Press Release, July 16*.

G20 EPG. (2018) *Making Global Financial System Work for All. Report of the G20 Eminent Persons Group on Global Financial Governance.*

G20 finance Ministers and Central Bank Governors (2011) *G20 Principles for Cooperation Between the IMF and Regional Financial Arrangements*, October 15.

Goldstein, I., and A. Pauzner, (2004) *Contagion of Self-Fulfilling Financial Crises Due to Diversification of Investment Portfolios. Journal of Economic Theory, 119 (1),* 151-183.

Henning, R.C. (2015) *The Global Liquidity Safety Net. CIGI New Thinking and the New G20 Series. Paper No. 5.*

_____. (2020) *Regional Financial Arrangements and the International Monetary Fund – Sustaining Coherence in Global Financial Governance. Center for International Governance Innovation.*

International Monetary Fund (2017a) *Adequacy of the Global Financial Safety Net – Considerations for Fund Toolkit Reform. IMF Policy Paper.*

_____. (2017b) *Collaboration Between Regional Financial Arrangements and the IMF. IMF Policy Paper.*

_____. (2017c) *Adequacy of the Global Financial Safety Net – Review of the FCL and PLL and Proposals for Toolkit Reform – Revised Proposals. IMF Policy Paper*.

_____. (2020) *IMF Executive Board Approves a Temporary Increase in Annual Access Limits to Financial Support. Press Release No. 20/267*.

Kaminsky, G and C. Reinhart (1999) *The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems. American Economic Review, Vol. 89, No. 3*.

Kawai, M. (2015) *From the Chiang Mai Initiative to an Asian Monetary Fund. ADBI Working Paper No. 527.*

Kawai. M. and D. Lombardi (2012) *Financial Regionalism. IMF Finance and Development, Vol.49, No. 9.*

Mühlich, L and B. Fritz (2016) Safety for Whom? – The Scattered Global Financial Safety Net and the Role of Regional Financial Arrangements. KFG Working Paper No. 75

_____. (2021) *Borrowing Patterns in the Global Financial safety Net: Does Governance Play a role? Global Policy, Volume 12 Issue 54.*

Obstfeld, M. (1996) *Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features, European Economic Review Papers and Proceedings,* 1037-1047.

Sheubel, B. L. Stracca and C. Tille (2019) *Taming the Global Financial Cycle: What Role for the Global Financial Safety Net? Journal of International Money and Finance 94*, 160-182.

Truman, E. (2018) *IMF Quota and Governance Reform Once Again. Peterson Institute for International Economic*

Policy Brief No. 18-9.

_____. (2021) *Central Banks and the Global Financial Safety Net. Building back a Better Global Financial Safety Net,* Chapter 3.

Weder di Mauro, B and J. Zettlemeyer (2017) *The New Global Financial Safety Net. Center for International Governance Innovation. Essays on International Finance, Volume 4.*

Xiong, A. and H. Gao (2021) *Regional Financial Arrangements and IMF Coordination: An Asian Perspectives. Building Back a Better Global Financial Safety Net,* Chapter 6.

大谷聡・渡邉賢一郎（2004）「東アジア新興市場国の外貨準備保有高について」『金融研究』23-4, 187-216.

財務省国際局（2021）「アジア地域金融協力について」関税・外国為替審議会　外国為替等分科会配布資料, 資料 4.

Chabchitrchaidol, A.・仲川聡・根本洋一（2018）「東アジアにおける通貨金融面での安定に向けた取り組み―独立したサーベイランス・ユニット AMRO の設立と残された課題」『ファイナンシャルレビュー』133 号,170-201.

武蔵野大学グローバル学部グローバルビジネス学科 教授