

ギリシャ危機で浮上した欧州通貨基金(EMF)構想とアジア通貨基金(AMF)について

開発経済調査部長 伊達 信夫

ギリシャ危機の対応策として、欧州通貨基金(European Monetary Fund、以下 EMF)の設立が提案され、一時検討されたことがある。ユーロ圏における財政・金融危機に対応するため、金融支援プログラムの発動、域内サーベイランス(経済・政策相互監視)の実施、加盟国のデフォルト処理を担当する新機関を設立しようというアイデアである。国際通貨基金(International Monetary Fund、以下 IMF)等ユーロ圏外部の力を借りることなく、自力で問題に対処できるという意味で有力な選択肢ではあったが、大掛かりな新機関の設立を交渉する時間的余裕がなく(急を要したのは金融支援プログラム部分のみ)、実質的な権限縮小を懸念する欧州中央銀行(ECB)の強い反対にも遭って今回は実現しなかった。

EMF 設立による隠されたメリットは「秩序あるデフォルト」を可能にすることであろう。ソブリンのデフォルトには予め決まった処理の仕組みがないため、市場参加者にとっての不透明感が非常に強い。処理の仕組みが整備されていない中で、ギリシャに安易なデフォルトを容認すれば、自己実現的なパニックの連鎖が発生し、スペインやポルトガルなど周辺の問題諸国もデフォルトに追い込まれる可能性がある。一方、市場参加者にとって予めデフォルト処理のイメージが湧く状態になっていれば、国債市場は最後まで価格発見機能を維持し、合理的かつスムーズなデフォルト処理を可能にするだろう。デフォルトの可能性をオープンにすることにより、市場規律を維持し、万が一デフォルトが発生してしまった場合に秩序ある債務再編を可能にしておくことは、モラルハザードを抑止する上で最も効果的である。現時点ではデフォルトの可能性を議論すること自体がタブー視されているが、ギリシャの債務再編が現実味を帯び始める場合、EMF 構想は有力な処方箋として再浮上するだろう。欧州金融安定化ファシリティ(EFSF)を始めとする一連の金融支援策で時間を稼いでいるうちに、ユーロ圏諸国から十分厚い資本と人的リソース、及び必要な権限を集め、既存の財政支援策の統一窓口として EMF を設立しておくのが賢明なように思われる。

あくまで仮の話であるが、例えば2年後、ギリシャが精一杯の努力を続けてきたにも拘わらず、ユーロ圏経済全体の低迷による悪影響もあって財政再建の目処が立たず、債権者にも負担を求める債務再編が必要になったとしよう。この債務再編過程とその後の義務履行を、信用ある専門独立機関としての EMF が担ってくれるのであれば、債権者としては大変心強いだろう。EMF はギリシャ国債の元本・金利減免と引き換えに、自

らが発行する高格付けの EMF リストラ債を債権者に割り当てる。EMF は債務再編にあたって債権者が要求した義務の履行をギリシャに迫る一方、債権者に対しては条件変更後の元利金償還を着実に履行する。この EMF リストラ債は相応の発行量になるため、市場流動性が高く保たれるだけでなく、信頼できる発行体によるものであるため、高い価値を維持するであろう。デフォルトの危険が迫ってから慌てて対応を始めるようでは、「秩序あるデフォルト」の実現は覚束ない。多くの関係国との交渉及び調整は簡単には決着しないだろうし、各国議会の承認を得てから動き出すようなスキームでは手遅れになりかねない。市場が最も嫌うのは「何が起こるのか予想もできない」という混乱状態であり、そこで発生するリスクプレミアムはコストを徒に大きくするだけである。特にソブリンのデフォルトの場合には、市場流動性が枯渇し、このリスクプレミアムが大きくなりやすいので、せめて受け皿機関やプロセスがある程度イメージできる状態が望ましいと考える。

昔、欧州にはドイツ連銀(Deutsche Bundesbank)の信認を借用して、単独では得られない低いリスクプレミアムを享受できる状態を説明する「信認輸入」(imported credibility)という言葉があった。もし EMF を設立するのであれば、ユーロ圏財政統合へ向けた第一歩として EMF をユーロ圏国債の統一発行体として活用するのも一案である。ドイツの健全財政の「信認を輸入」する効果に加え、EMF の資本を十分厚くし、トリプル A の格付けを取得・維持しながら共同のファンディングを実施すれば、調達コストは現在のユーロ圏国債の加重平均より相当低く抑えられよう。今回のギリシャ危機では、市場の厳しい評価による国債発行コスト(金利)上昇がギリシャの財政や経済を一段と圧迫することにより、自己実現的にデフォルトリスクを高めているという部分がある。ギリシャ国債ではなく EMF 債で必要な資金を手当てすることによる調達コストの抑制は、即効性の高い処方箋となるだろう。

この EMF 債は投資家にとっても非常に魅力的な商品となる可能性が高い。国毎に分断され、流動性に限界のある現行のユーロ国債市場は、通貨としてのユーロの魅力を削いでしまっている。ギリシャやスペイン等の懸念国国債に関しては、信認低下を恐れる ECB や既に大きなエクスポージャーを抱えている域内金融機関ではなく、投信等銀行以外の域内投資家や中国やソブリン・ウェルス・ファンド(SWF)等の域外投資家に買ってもらえるようにする必要がある。流動性が高く懐が深いユーロ圏統一国債である EMF 債ならば、中国のように巨大な外準を動かす国にとっても、米国債に比肩する高い流動性を提供でき、通貨ユーロの信認にとっても大きなプラスになるものと思われる。

危機というものは、起こってしまってから対応するのではなく、できれば予防したいものである。ギリシャ危機のひとつの教訓は、サーベイランス強化による危機予防の重要性であろう。ユーロ圏におけるサーベイランスにおいては、特に「債務持続性」がポイントとなる。財政再建は景気回復の阻害要因になる可能性が高く、財政規律と経済成長のバランスの見極めは非常に難しい。その場合、現地事情や文化、国民性等にも精通した地元専門家による地域密着型の評価、判定の方が、正しい結論を導出できる可能性が高いように思われる。また、サーベイランスによって導き出された処方箋については、

例えそれが当該国にとってどんなに苦い薬であっても、一定の強制力をもってその処方箋の実行が担保されるような仕組みでなければならない。EMF には、より深い実情把握と必要な強制力を備えたサーベイランスを実施できるポテンシャルがある。

アジアにおいても、アジア通貨危機直後にアジア通貨基金(Asian Monetary Fund、以下 AMF)設立構想が浮上したことがある。当時は IMF との競合やモラルハザード懸念等を理由に、米国や IMF からの強い反対があつてこの構想は実現しなかった。しかし危機予防におけるサーベイランスの重要性を鑑みると、今こそ AMF 設立のチャンスなのではないかと思われる。シンガポールに設立予定の ASEAN+3 サーベイランス・ユニットと、チェンマイ・イニシアティブのマルチ化を機関として発展させ、地域通貨協力強化のプラットフォームとしての AMF を設立するのである。AMF においては EMF の場合と異なり、秩序あるデフォルト処理まで念頭に置く必要はないので、サーベイランスを通じた求心力強化をメインの目的として良い。またサーベイランスにおいては、EMF の場合は債務持続性の確保と競争力格差是正に重点を置くべきと考えるが、財政ポジションが相対的に良好なアジア諸国を参加メンバーとする AMF の場合は、域内為替レート安定やアジア通貨高圧力の公平な負担配分等、域内通貨協力をフォーカスすべきだろう(表 1)。

(表 1) IMF、EMF、AMF の機能比較イメージ

	IMF	EMF	AMF
本来の存在／設立意義	グローバル通貨体制の秩序維持・回復	ユーロ諸国の財政ファイナンス支援(「安定・成長協定」が機能していれば本来不要)	アジア通貨危機対応・抑止
事実上の効用	(主に途上国における)外貨資金不足発生時の金融支援	メンバー国財政の流動性支援 デフォルトの秩序ある処理	域内経済協力深化・求心力強化
参加国	IMF 加盟国	ユーロ圏加盟国	ASEAN+3 または 6
金融支援の仕組	確立された枠組みあり (FCL、SBA 等)	一連の金融支援策を機関化	チェンマイ・イニシアティブ・マルチ化を機関化
デフォルト処理	特段決められた手順なし	デフォルト国の国債と EMF リストラ債の交換	現段階では必ずしも必要なし
サーベイランス	相応に確立された手法あり (但し拘束力が弱い等、十分機能していないとの批判あり)	より深い実情把握が可能 債務持続性と競争力格差がポイント	より深い実情把握が可能 域内通貨協力を焦点
主な問題点	融資条件が厳し過ぎるため、できるだけ使いたくないと考える国が多い(所謂「stigma 問題」)	「救済禁止条項」の扱い モラルハザード	モラルハザード 通貨統合まで展望しづらい中、設立インセンティブ不在 (CMIM 強化で十分との意見も根強い)
その他	ガバナンス改革進行中 (途上国の意思がより反映される方向性)	EU 予算配分、議決権等と関連づけることで強制力向上も	地域通貨バスケットをサーベイランスに活用

(資料：筆者作成)

ギリシャ危機をきっかけに、構造的矛盾を抱える共通通貨プロジェクトの維持が非常に大変であることが判明した。もともと経済ファンダメンタルズの収斂が不十分かつ政治的求心力も弱いアジアにとっては、共通通貨など検討することすらナンセンスだという極端な議論も聞かれるようになった。しかし、共通通貨を実現する上でのステッ

プの中にもアジアにとって非常に有益なツールが多数存在する。最終的にアジア共通通貨を導入するかしないかにかかわらず、地域通貨バスケットをサーベイランスにおけるベンチマークとして、また地域通貨協力の議論のベースとして活用することは有意義と思われる。そして何より、AMF の設立にはアジアにおける域内経済協力深化の象徴的なステップとして求心力を高める効果が期待できる。強い権限をもつ AMF のような機関をいきなり設立するのが難しければ、例えばその前身として AMF 研究所のようなものからスタートするというのも一つのアイデアであろう。

そもそも「通貨基金」なるものは、通貨・金融協力を制度化したものであり、通常、政策協調、サーベイランス、融資制度の3要素から構成される。従って普通であれば「通貨統合」という最終段階より前のフェーズで必要とされるべきものである。ちょっと乱暴かも知れないが、発展段階によって「通貨基金」の位置を整理すると、表2の通りとなる。欧州においては1970年代のスネーク、1980年代の欧州通貨制度(EMS)が確かに「通貨基金」の機能を包含していた。その後ユーロ圏においては、一段と拘束力が強く高度に精緻化された制度である欧州通貨統合(EMU)が実現しており、本来今更 EMF など必要ないはずであった、と言えないこともない。

(表2) 発展段階イメージ

	第一段階	第二段階	第三段階
グローバル	ブレトンウッズ以前の世界	IMF	世界中央銀行??
欧州	スネーク以前の世界	スネーク、欧州通貨制度(EMS) <本来の EMF の居場所>	欧州通貨統合(EMU)
アジア	ASEAN+3 の枠組み	AMF	アジア通貨統合(AMU)??

(資料：筆者作成)

IMF が既に存在する中で、EMF や AMF といった一見類似の機関を地域毎に設立すること自体に異論があるかも知れない。しかし地域毎に異なる重要な課題があり、その解決に IMF が必ずしも最適でないのであれば、「通貨基金」と呼ぶかどうかは別として、課題解決のための処方箋として有益な機関の設立は検討すべきであろう。また、ソブリンリスクのグローバルな飛び火を抑止するためには、ソブリンのデフォルトリスクを封じ込める仕組みが何重にあってもいいはずだ。

EMF と AMF は現時点で実在しないので、あくまで上述のようなコンセプトで設立されるとすれば、という仮定の話であるが、このように整理してみると、IMF、EMF、AMF はいずれも「通貨基金」という名称こそ共有するものの、「似て非なるもの」であると言える。IMF はグローバル通貨体制の安定性確保のため、引き続き危機時の金融支援やサーベイランスに注力することに加え、将来 SDR 活用等による国際通貨体制再構築が必要になった場合にはその実現に向けて中心的役割を果たすことが期待される。一方、EMF はすでに共通通貨および中央銀行をもつ経済圏における財政面での支援実施機関、及び財政統合深化の出発点として位置づけるべきだろう。AMF については、共通通貨をもたない地域内での為替相場安定を実現するため、既存の枠組みを機関化することにより求心力を強化する手段という風に割り切って良い。我々がアジアにおける通貨協力

について欧州の教訓から学ぼうとする時は、特にこの EMF と AMF の違いを常に意識しておく必要がある。

以 上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2010 Institute for International Monetary Affairs(財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-Chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話：03-3245-6934(代)ファックス：03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>