

国際金融協力

が根を張るように



現在の危機によって国際金融アーキテクチャ強化の 緊急性が浮き彫りになっている。 バリー・アイケングリーン

新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）は世界経済にとって究極のストレステストとなっており、新興市場国や発展途上国についてもこの点が当てはまる。当初、空路による世界との結びつきが弱い低所得国にはウイルスが波及しないのではという希望があった。また、サブサハラアフリカのように、過去に感染症の流行が見られた国ではウイルスの封じ込めが可能ではないかとの希望もあった。こうした希望は打ち砕かれることになった。今となっては、私たちは新型コロナウイルスが世界のあらゆる場所で脅威となっていることを知っている。しかも、本格的な保健危機を回避できた国においても、金融への影響は深刻なものとなっている。

そうした金融への影響は、新型コロナウイルスが発展途上国に実際に到達する前から発生していた。新興市場国・フロンティア市場国では、2月から4月にかけて、1,000億ドルを超える資本流出が起きた。これは、世界金融危機の当初3か月に見られた資本流出の5倍に上る。さらに、世界銀行は2020年に送金も1,000億ドル減少すると予測しており、これは世界金融危機時の4倍に相当する。世界貿易も2009年を上回るペースで縮小すると予測されている。世界的な景気後退を受けて一次産品価格は急落し、また、新興市場国と発展途上国の通貨はドルに対して下落している。

こうして、ショックは過去に例を見ない規模となった。各国政府は、家計や企業を支援するための緊急支出パッケージによってこれに対応した。新興市場国の中央銀行は政策金利を引き下げ、中には有価証券の買い入れを実施するケースも見られた。その結果、各国経済と金融システムへのマイナス影響は当初予想を若干下回ることになった。

新興市場国にとっては、こうした政策対応には先例がなく、過去の危機において講じざるをえなかった措置とは対極に位置するものであった。これまでとは対応が対照的となったことは、財政余地の創出とインフレ抑制に係る信頼性の構築に関して前進があったことを示している。それは例えば、新興市場国の中央銀行が信頼性強化の手段としてインフレ・ターゲットの枠組みを公式に導入したことに表れている。そうした中央銀行は、2020年の最初の5か月間で、インフレ・ターゲットを採用していない中央銀行と比べて40～50ベーシスポイント上回る金利引き下げが可能となった。

このことは、金融ストレスの存在を否定するものではない。しかし、一部で予想されたような債務不

履行や通貨暴落、金融システム崩壊の高波は押し寄せていない。少なくとも今のところは。

ドルの優越

最悪の事態は回避できたとはいえ、新興市場国や発展途上国が困難な状況を避けられたわけではない。新型コロナウイルスの金融への影響は、国際金融アーキテクチャに残存する欠陥を浮き彫りにし、その修正の必要性を強調している。

まず、今回のパンデミックは世界経済、特に新興市場国が国際流動性としてのドルにいかにか依存しているかを思い出させることになった。銀行が相互に貸し借りをを行う国際銀行間市場は、ドルに大きく依存して成り立っている。世界全体で、外国為替取引の85%にドルが関係している。ドルは、貿易のインボイス・決済にとって群を抜いて最も重要な通貨となっている。外国人投資家向けに販売される債券は、ドル建てが大多数を占めている。

各国は、ドル準備を保有することにより、銀行融資が途絶えた場合に突然の流動性不足から身を守ることが可能となる。この数十年で、中央銀行と政府はこうした方向へと大きく舵を切った。このことは、パンデミックに伴うドル不足が深刻化せず、一層の金融ストレスが発生しなかったことの理由のひとつである。

しかし、ドル不足による混乱が生じなかったより重要な理由は、米連邦準備制度（Fed）がとった異例の行動に求められる。Fedは、ドル・スワップや米国債を担保とするレポ取引によって、海外の中央銀行に救いの手を差し伸べた。Fedはまた、広範囲の確定利付資産の買い入れを行うことで、金融市場に潤沢な流動性を供給し、信用スプレッドを危機前の水準に戻した。より高利回りの投資を模索する投資家は、新興市場国に目を向けざるをえなくなった。というのも、新興市場国の債券はFedが購入しなかった数少ない確定利付資産のひとつだったからだ。新興市場国で当初資本が流出した後に再流入が見られたことは、このことによって大方説明がつく。

Fedの力強い行動によって国際金融市場の機能停止が回避された一方で、同時に国際金融の欠点も明らかになった。Fedは一部の国のみを対象にスワップを提供したが、その選定基準は透明ではなかった。また、将来の危機においても米連邦準備制度理事会が同じように先見性を発揮し、同様の措置を講じるかも明らかではなかった。

このことは、Fedが、そしておそらく他の先進国の中央銀行も同様に、スワップ拡大の決定を国際通貨基金（IMF）のような公平な裁定者に委ねるべき点を示

峻している。中央銀行はIMFの構成員ではないため、その決定は各国政府が行うことになると考えられるが、その点が問題となる。主要国際通貨発行国の政府を中心として、各国政府は自国の中央銀行のバランスシート管理を国際社会に引き渡すことには積極的ではないからだ。

IMFと世界銀行の役割

IMFといえば、新興市場国と発展途上国にとっての別のドル供給源が思い浮かぶ。IMFの融資制度だ。IMFはパンデミックを受けて迅速に対応し、短期流動性枠 (SLL) を新設した。これは、プログラムが完全でなくても融資を可能にするなど、既存制度へのアクセスを強化しつつ流動性支援を実行するための新しい制度である。2020年上半期に、IMFには100を超える緊急融資の要請が寄せられた。

IMFの融資能力は、全体で1兆ドルにとどまっている。この額は、パンデミックがもたらす影響のすべてと、今後発生するあらゆる事態に対処するには十分でないかもしれない。新規借入取極 (NAB) を含むIMFの多国間・二国間借入取極の再交渉によって、IMF財源の減少は回避されている。しかしながら、IMFクォータの増額を通じたIMF財源増強の取り組みは成果を生んでいない。さらに、当局関係者や研究者らによる広範な要請があるにもかかわらず、特別引出権 (SDR) の新配分に必要な大多数の加盟国による合意も得られていない。クォーター一般見直しの下でIMFのガバナンスを改革し、SDRの国際的役割を強化することは、積年の課題となっている。新型コロナ危機によって、こうした取り組みが不完全であること、そしてその不完全さが国際金融セーフティネットを弱体化していることが浮き彫りになっている。

IMFの姉妹機関である世界銀行による危機対応への貢献としては、パンデミック債が挙げられるかもしれない。世界銀行は2017年に、西アフリカで発生したエボラ出血熱流行を受けて、先進ドナー諸国による資金支援を得つつ、民間投資家向けに債券を発行した。パンデミックが発生した際には、それにより調達した資金を感染発生国への支払いに充てることになっていた。当初、この金融商品は貧困国に保健関連ショックに対する保険を提供する上でうってつけだと思われた。

ところが、そうはならなかった。今から見ると、パンデミック債の設計は過度に入り組んでいた。関連書類は非常に複雑で、投資家も政府も自らが何を求められるのか理解できていなかった。支

払い発動条件も厳しく、それが満たされたのは流行発生から132日を経過し、世界全体で200万人を超える感染者が確認されてからであった。支払いの発動に関する変数のひとつは、各国ごとの感染報告数であったが、貧困国の場合、感染者を確認・報告するのはどこよりも困難であった。大災害債 (CATボンド) は一国または少数の国に被害をもたらすハリケーンや地震を受けて支払いが行われるのに対して、新型コロナウイルスのパンデミックは地球規模であったために、パンデミック債の場合、同時に多くの支払いが発動されることになった。そのため、パンデミック債の投資家は元本をすべて失うことになった。

発展途上国や投資家の間にはこうした仕組みを嫌う傾向が見られるようになり、世界銀行は本年予定されていたパンデミック債の新規発行計画を断念した。パンデミックに対して何らかの形で資金調達の保険をかけるという考え方は概念上では根拠のあるものだが、満足のいく仕組みはまだ見つかっていない。

債務問題への対応

最後に、一次産品が下落し世界貿易が縮小する中で、債務返済が問題となっている。こうした現実を踏まえ、IMFは2020年4月に過去に融資を行った29の低所得国に対して当面6か月間の債務救済を提供した。さらに、ゲオルギエバIMF専務理事は、低所得国に対して二国間融資を行う国の政府と民間部門の債権者に対して、債務返済を猶予するよう求めた。G20は、財務大臣・中央銀行総裁会議の後で「G20行動計画」と題する宣言を発出し、こうした考え方への支持を表明した。

しかし、これらのイニシアティブは集合行為問題に突き当たっている。公的二国間債権者にとっては、他国政府が歩調を合わせない場合、債務返済を猶予する意味はほとんどない。その場合、債務国は限られた債務救済しか受けられない可能性があり、最終的には救済に同意した政府が費用を負担することになりかねない。

1950年代以降、各国の政府・公的機関はパリクラブを通じて債務問題に対処してきた。パリクラブとは当初G7諸国政府で構成された債権国の集まりであり、フランス財務省の高官が議長を務めている。中国は、G20イニシアティブの対象となる貧困国の公的二国間債務のうち、一国でその他諸国をすべて合計した以上の債務の債権国となっているが、残念なことにパリクラブのメンバーではない。中国はパリクラブの債務救済

条件に合わせることに同意しているものの、その約束が国有銀行や国有企業の債権にも適用されるのかは定かではない。また、貧困国の政府が中国の公的部門全体からどのくらいの借り入れを行っているかも不明瞭である。こうしたことはどれも、中国がパリクラブの正規メンバーであれば解決が容易になるが、そうはなっていない。これもまた、国際金融アーキテクチャが21世紀の現実に応じた更新を行えていない点である。

民間債務については、条件の提示と交渉のとりまとめが機関投資家の団体である国際金融協会 (IIF) に委託された。こうした対応は、キツネに鶏小屋の番をさせるようなものだ。IIFは新興市場国に対して、債務再編を模索すれば市場アクセスが危うくなりかねないと釘を刺した。また、機関投資家は顧客に対して責任を負っているのであり、政府や国際社会に対してではないとも警告した。アルゼンチンの公的債務再編交渉においては、当初、債券のコベナントに関する共通の基準がなかったために、債券間で相反する契約条件をめぐる交渉が難航した。債務再編を拒否するホルドアウト債権者が障害となって、進捗は遅れた。

既存のアドホックな仕組みでは、膨大な数のケースを処理できるはずもなかった。債務再編の波に対処するための国際的な制度や、あるいは標準手続きすらも明らかに欠如していた。

課題

それでは、私たちは金融アーキテクチャについて新型コロナ危機から何を学んだのだろうか。強靭性は、まず国内における制度・資源の構築から始まるということに私たちは気付かされた。財政余地を有する政府は、それを活用することができた。インフレ期待のアンカリングが十分安定しているところでは、中央銀行は金融市場と経済を下支えすることができた。過去の危機を基準とすれば、驚くべき数の新興市場国において景気下支え政策の実施が可能となっている。こうした能力の背景には、より強固な通貨・財政・金融制度の構築に成功したことがある。

これに比べると、国際面での取り組みは心許ない。国際金融取引は依然としてドルを基本としている。やがてはそれが変わると考える理由はあるものの、近いうちに変わると考える理由はほとんどない。ドルの需要は世界的である一方で、その供給は米連邦準備制度の政策に依存しており、引き続き一国が握っている。潜在的には、それに代わるドルの供給源がある。

特にIMFは、財源が拡充されれば、既存のプログラムや融資制度を通じてドルへのより大きなアクセスを提供できるだろう。SDRの新規配分もひとつの可能性である。残念ながら、その進め方についてはまだコンセンサスが得られていない。

パンデミック債の成果は期待に沿うものではなかったが、パンデミックのようリスクへの保険として金融商品や金融市場を活用するという考え方は理にかなっている。そうした商品の設計を簡素化し、ドナーが提供する補助金的要

まず国内における 制度・資源の構築から 強靭性は始まるということに 私たちは気付かされた。

素を増やすことにより、政府と投資家の双方にとって商品をより魅力的なものとするができるだろう。問題は、果たしてそれで十分だろうかという点だ。

最後に、債務問題に対処するための仕組みを強化する必要がある。パリクラブの構造を21世紀の現実に合わせて更新しなければならない。民間債務再編の交渉においては、公的機関がより大きな役割を果たすべきである。公的機関はそうした交渉の基準を設定できる。また、規制機関に対して、機関投資家による基準順守を強制することを奨励しうる。政府と規制当局は、債務契約の中にパンデミック等の世界的危機に見舞われた際に迅速な債務再編を促すような条項（いわゆる「一肢方式集約条項 (single-limb aggregation clauses)」）を義務付けることが可能である。そして、そのような条項を欠く債券の取引を禁止しうる。こうした戦略は、うまくいくかもしれない。そうでない場合には、ソブリン債を対象とする何らかの種類の国際破産裁判所など、より強権的なアプローチを求める声が再び上がるだろう。 

バリー・アイケングリーンはカリフォルニア大学バークレー校の経済学・政治学教授。