

### 目 次

はじめに
為替問題に関する事前の報道
日系企業の来期想定為替レート
Economist 誌掲載の通貨戦争とビッグ・マック指数
G20 財務相・中央銀行総裁会議(2010/10/22&23)
実効円レート他
G20 財務相・中央銀行総裁会議共同声明のポイントと要旨
通貨を巡る国際協調の歴史
EU 首脳会議議長総括原案の骨子
G20 サミット直前の調整状況
世界の主要株式指数危機前比の騰落率
G20 ソウル首脳会議(11月11日&12日)関連
* 経常収支の指針を巡る動き
* G20 会議のポイント
* G20 首脳の主な発言
* G20 サミット首脳宣言の要旨
* G20 ソウルサミット文書
* 銀行の自己資本規制
* 国際的な重要金融機関の資本上乗せ規制とスケジュール
むすびにかえて

### はじめに

今月は重要な国際会議が G20 サミット(ソウル)、APEC(横浜)と続いた。ここではその内、G20 サミットを取り上げレビューすることにした。世界経済の展望に不透明感が漂い、国・地域間に政策対応の格差が色濃く出始め、それらの調整と持続可能な世界経済成長のためのシナリオ作成が、昨今強く求められていた。2008年11月ワシントンで始まった G20 サミット(正式には金融世界経済に関する首脳会合=Summit on Financial Markets and the World Economy)は、今回で5回目。この機会に改めて世界が直面する諸問題を、会議での議論を通して理解し、その対応を個人ベースでも検討する意味があると考え、資料・データを中心にレポートすることにした。参考になれば幸いである。

最初に国際金融の分野で昨今話題の多い為替問題の現状を取り上げ、ついでサミットの前座を務めた G20 財務相・中央銀行総裁会議関連の動きをチェック、概括することで、G20 サミットへの理解がスムーズに運ぶよう全体の構成を整えた。

今回韓国が G7 以外の国として、またアジアで初めての G20 サミット会議のホスト国にな

ったことは注目に値しよう。李明博大統領は、こうした背景もあって、大変意欲的に先進国と新興国間のみならず、先進国間等の調整にも気を配りながら大役を見事に果たしていたように思われる。また同時に行われた世界各国からの企業経営者の会合(サミット)も盛況だった、とメディアは報じていた。

首脳会議の内容も当初マスコミ等が報道していたより広範囲にわたり、「ソウル・アクションプラン」が示されたことは評価してよかろう。更に補完文書とし G20 メンバー国による政策コミットメントが提示されたことで適度な緊張感も生まれた。

これらのアクションプランの実施には各国で時間差も生じ、今後問題も出ることが容易に推測される。国益のぶつかり合うこの種国際会議では、メディアの情報だけでは必ずしも真相や実態は把握できないことも考慮しながら、盛り沢山の指針・政策・プランを組み込んだ G20 の今後の動きを慎重に見守る必要がある。

今回は取り上げていないが、日本の政策コミットメントがどうなるか気になるところだ。

### 1. 為替問題に関する事前の報道：通貨戦争

\*資金流入、ブラジル課税再強化；10月18日、ブラジルは、海外からの債券投資にかかる「金融取引税」を現行の4%から6%に引き上げると発表。今月4日に2から4%に引き上げたばかり。米国の追加金融緩和策を受けて超低金利のドルを売り、成長期待の高い新興国の債券や株式を買う動きが活発化。

\*タイは9月下旬から外為規制を緩和、外国人の債券売却益課税を段階的に実施。

\*インドは先週(10月11日から始まる週)今年初めてのルピー売りドル買いの為替介入を実施したと言われる。

\*ガイトナー財務長官、18日ドル安政策を否定する一方、人民元を「著しく割安」と批判。

\*ユーロ圏財務相会合議長のエンケル・ルクセンブルグ首相は「為替相場は経済の基礎的条件を反映することが重要だ。過度の変動や無秩序な動きはグローバル金融・経済の安定に悪影響を与える」と強調。

#### \*通貨政策を巡る立場

##### 先進国：

米国	ドル安政策を否定するが、事実上容認。人民元を割安と批判
日本	円売り、ドル買いの単独介入。人民元上昇へ「着実な進展を期待」
欧州	「経済の基礎的条件、反映を」。ドル安、人民元安を批判

##### 新興国：

ブラジル	金融取引税を再引き上げ
中国	人民元を弾力化。上昇は小幅
タイ	外国人の債券売却益へ課税
韓国	ウォン売り介入を随時実施
インド	ルピー売り介入の報道
IMF/世銀	新興国への過度の資金流入を懸念。個別対応より政策協調を

注；世界銀行は18日、先進国からアジア地域への資金流入が今年に入り急増し、通貨高や資産バブルを通じ持続的な成長の障害になる可能性があるとして、報告書にまとめた。ただ為替介入については、各国が協調しなければ成果が上がらず、過度な資本規制も成長の阻害要因になりかねないとした。

出所：日経 2010/10/19 夕刊

## 2. 日系企業の来季想定為替レート

企業名	従来 of 想定	見直し後
ホンダ	85	80 円程度
ソニー	90	80 円台前半
コマツ	89	80 円台前半
商船三井	87	80 円台前半
JFE	90	85*
三菱ケミ HD	90	85 円程度

注；\*実勢次第で更に円高方向への見直しも

出所：日経 2010/10/19

## 3. Economist 誌 (2010/10/16) の通貨戦争の要旨

\*10月8～10日ワシントンで開催されたIMF/WB年次総会について；主催者は屡退屈になりがちな総会を活気づけようと意気込んでいた。大げさな公式スピーチも余りなく、多くの気のきいたセミナーや、季節外れの陽気の中、来訪した要人たちが打ち解けてしゃべる屋外カフェが設営された。しかし残念なことに会議は何処も、世界的な通貨戦争に絡む暗い話題に圧倒され、憂鬱なものだった。

\*政策立案者達は、どの国の行動が世界経済を最も阻害しているか辛辣にやり合った。富裕国、特に米国は、中国が元の上昇を頑なに拒否している問題に焦点を当て、米財務長官ジム・ガイトナーは会合の始まる直前、厳しい警告を発した。中国の姿勢が、新興国が”競って通貨上昇を回避する”と言う”大変危険な原動力”となり、その結果、過剰な外貨準備が世界経済に深刻な混乱を引き起こしている、と付け加えた。

\*これに周小川中国人民銀行総裁は真っ向から反発、混乱の最大要因は、富裕国の超ルーズな政策に起因するものであり、特に Fed が早晩”量的緩和”(政府証券購入のため紙幣を印刷)を活性化すると期待があるからだ、と米国を批判した。更にこうした過剰流動性の創造こそが新興国経済を資本流入の混乱で身動きの取れない状態にしている、と糾弾している。

\*他の新興国も又富裕国の政策選択の結果に苛立ちを示している。ある国は、ルーズな財政政策は、金融緩和政策より負の連鎖反応が少ないとして、急速な財政緊縮に反対している。

\*よりアカデミックな人達は、世界的不均衡が再び拡大し、外貨準備の累積速度が加速する国際金融制度の異常を非難した。

- \* 中国の外貨準備；9月末現在で2兆6000億ドル、2011年末に3兆ドル、そして新興国全体では凡そ6兆8000億ドルとなり、金融危機発生前より50%以上増加する、とIMFは予測している。
  - \* 悲観論者は、貿易戦争と資本規制の将来を暗く見ている。特に韓国の政府筋は暗い顔をしながら、現行の通貨問題の口論が11月11日開催のG20ソウル・サミットに暗い影を落とすことになる、と心配している。
  - \* しかしよく見ると、今日の陰鬱さの多くは、軍事上の暗喩と同様既に誇張されすぎている。世界は今、公然の衝突からほど遠いところにある。反中政治が最も有害である米国でさえ、貿易上の報復はまだ少し先だ。現在までのところ、新興国への資本流入の規模とそれを阻止すべく取られた対抗措置はいずれも、正常域を外れたものではない。
  - \* 通貨戦争に関する熱狂的騒ぎが、他の幾つかの問題を複雑化させた。一つは、世界経済が求める再均衡の規模とその過程に於ける為替レートの役割である。第2が富裕国間と、富裕国と新興国間で政策の選択から溢れ出てしまう事態への配慮である。第3の問題は、新興国経済、特に小さな、解放された国が如何にして、資本流入の恒常的増加と、一時的急増を峻別し、これら諸国が、この急増に如何に対処すべきかだ。  
通貨の緊張を何とかするには、こうした問題でより多くの協調が求められることになる。幸い、大げさな棘のある言葉の全てに、何がしかの進歩の兆しが見える。週末の会合でのちょっとしたコメントで、中国人民銀行の易綱副総裁兼外貨準備局長官は、中国は經常収支の黒字を3乃至5年以内にGDPの4%以下にすることを狙っていると発言した。
  - \* 通貨問題から対話を変えることを期待して、韓国の政府筋はG20のリーダー達がソウル・サミットで經常収支の黒字、赤字対策に取り組むよう尽力している。明確な經常収支の目標には、問題がある。特に政策策定者達は間接的にしか影響を及ぼすことが出来ないからだ。中国より大きな黒字を抱えるドイツはこれに猛反対。しかし今求められる世界の均衡回復の程度に関する大筋での合意は効果的であろう。それと同時に為替レート調整のよりシステマティックな分析が、各国の採択する政策間から溢れ出る問題をどうするのかと同様、均衡達成には必要となろう。例えば量的緩和はそれだけでは必ずしも効果が出ない、専ら為替レートを通して行っても同じだ。Fed(連邦準備制度)が行った最初の金融緩和の初期段階ではドルは上昇した。IMFの研究者たちはそうした分析を提供する責務があった。このような革新的対策は戦を鼓舞する太鼓の響きの中では、小口径小銃に響くかもしれない。しかしこれらは緊張の多面的取り組みへの道を開くことになる。その過程は単純には行かないだろう。ソウルで開催されるG20サミットは、1985年のプラザ合意の路線に沿った包括的世界合意を生み出すことにはならないだろう。しかし、もし関係者が冷静になれば、平和を築くと言う暗喩が、今日の好戦的な姿勢と同様これから徐々に浸透する可能性がある。
- 同号掲載の「ビッグ・マック指数」の要旨；消化(調整)不良問題、何故中国はより高価なバーガーが必要なのか？

- \*通貨安は輸出業者や政治家にはアピールするが、決してタダではない。しかし安いものは提供できる。例えば中国、マクドナルドのビッグマックは北京や深圳の平均価格は僅か 14.5 元、市場為替レートで換算すると 2.18 ドル。これに対して、米国では同じものが平均で 3.71 ドルである。
- \*その結果、今週改定されたばかりの通貨調整不良を示す、わが社の極めて簡単な指標、「ビッグ・マック指数」は、各国通貨の比較表の中で、人民元を最も安い通貨の一つにしている。この指標は、購買力平価の考えに基づくもので、通貨価格はそれが購入できるモノやサービスの量を反映する、と言うものである。14.5 元で、3.71 ドルと同量のバーガーが買えるので、1 元は外国為替市場で 0.26 ドルに値すべきである。ところが実際には、丁度 0.15 ドル、従って元は約 40%過小評価されていることを示している。
- \*こうした通貨調整不良に起因した緊張が、ブラジルの財務大臣マンデガを掻き立て、ブラジルは”通貨戦争”の潜在的被害者である、と先月不満をぶちまけることになった。ブラジルではビッグ・マックは 5.26 ドルに相当する、つまりその通貨レアルは現在 42%過大評価されている。指標は同様に、ユーロが約 29%過大評価されていることを示している。殆どの戦争を回避しているスイスは、今回はその真っ只中にいる。スイスフランは我々のリストの中で、最も高価な通貨だ。日本はこれまで、円を安くするため市場に直接介入した唯一の富裕国である。しかし、バーガー経済学によれば、円は僅か 5%の過大評価であり、紛争の元になるほど大きな調整不良ではない。
- \*もし通貨戦争が起きれば、米国議会は益々防備を固める決意でいるようだ。先月下院を通った法案は過小評価されている通貨を違法な輸出補助金として扱い、米国企業が相殺関税を課すことを認めることになる。この種関税の規模は過小評価額を反映するものとなる。
- \*法案はこの調整不良をどのように計算するつもりなのか？それはビッグ・マック方式に基づくのではなく、IMF の好む余り分類し易くない方式だ。基金は三つの関連した取り組み方式を使う。第一がそれぞれの国の経常収支(貿易収支プラスその他に相当)を、国の成長、一人当たり所得、人口動態、そして財政収支に基づいた”標準”に安定的に沿わせるような実質為替レートを計算する。二つ目の取り組みは、経常収支を無視、代わって実質為替レートとその国の交易条件の様なもの(輸入と比較した輸出価格)、生産性、そして海外資産・債務の間の直接的な統計上の関連を計算する。例えばブラジルの通貨の力は一部大豆の様な輸出品の高価格を反映させる。三番目は、国の海外資産・負債を合理的な水準で安定させるような外国為替レートを IMF が計算する。例えば、ある国が、大きな貿易黒字を出し、その結果海外資産を急速に積み上げるとした場合、そこには多分、過小評価された為替レートがあると読む。
- \*IMF は一般的に加盟国の政策を一度に一カ国精査してきた。しかし IMF 専務理事のシュトラス・カーン氏は、主要加盟国の全てを、それらの国のマクロ経済戦略が互いに誤解して作動しないことを担保するため、一斉に精査することを提案している。彼はある国

の為替政策を含む諸政策が隣国に流出する仕組みを特定することに大変関心がある。これらの流出問題は調整不良のケースと同じ程度に、経済規模によって決まる。しかし、最大規模の経済を持つ国家は又そこに干渉することが最も困難である。中国経済に関するIMFの直近の年次報告書は7月、基金の行った全ての批判に対する中国政府の反論を掲載した。礼をつくした妥協として、基金(IMF)は、人民元が”相当程度”過小評価されている、と結論付けたが、問題の規模を数値化することを差し控えた。

\*基金を満足させるような大きな再評価やビッグ・マックの価格と同一化することは期待できそうもない。ビッグ・マック指数に関する西オーストラリア大学のクレメンツ、ラン、シアー・チームの最近の研究は、調整不良が極めて持続性のあることを示している。その結果、未加工の指数は為替レートの予測で成果を上げなかった：つまり過小評価された通貨は引き続き安すぎ、過大評価された通貨は依然高すぎる状態が継続する。しかし、この偏りは系統だっているため、特定が可能で、取り除くことが出来る。その作業が行われると、これら3人のエコノミスト達は、再構成された指数が、1年或いはそれよりも更に長い期間に渡り実際の為替レートを予測する上で、有効であることを示している。エコノミスト誌は新聞スタンドで丁度6.99ドル(ハンバーガー2個分より僅かに安い)なので、この指標は通貨の投機筋にその報酬として、然るべき価値を還元している、と著者たちは結論付けている。ビッグ・マック指数はそれ自体が過小評価されているのかも知れない。

#### 4. G20 財務相・中央銀行総裁会議(10/22&23、韓国慶州)

A)参加国は自国通貨を安値に誘導する通貨安競争の回避策を協議する。具体的には「フレームワーク」と呼ばれる政策協調の枠組み整備を検討。G7 が実施してきた経済政策の相互監視の網を新興国に広げ、通貨安競争の回避を目指す。

▽中国人民銀行は19日、金融機関の貸出と預金の基準金利(期間1年)を20日から0.25%引き上げると発表。引上げは07年12月以来、2年10カ月ぶり。明確な金融引き締めで国内のインフレ懸念を警戒する。引上げはまた、22日から始まるG20財務相・中央銀行総裁会議に於ける人民元安批判に対応するためと見られている。

▽G20財務相・中央銀行総裁会議の主な議題

世界経済安定に向けた国際協調

- 世界的な不均衡是正のための国際協調の枠組み作り
- 新興国への資金流入、相次ぐ新興国の資本規制への対応策
- 人民元など新興国通貨の切り上げを巡る先進国と新興国の意見の隔たりを埋める対策

IMF改革

- 新興国の出資比率・発言権の拡大で具体的な合意至るかが焦点
- 理事会メンバーに占める新興国の比率見直しなどを協議

出所：日経2010/10/20

B)国際機関の考え方

- \*EU の基本姿勢；「為替相場は経済の基礎的条件を反映すべきだ」(EU の財務相理事会が 19 日の会合で確認)。G20 では為替安定を通じて「持続可能な回復と雇用創出に向け、再び世界経済の成長バランスを取る必要がある」と訴える。日本や後進国など追加的な為替介入を牽制する(日経 2010/10.20)。
- \*WTO ミラー事務局長；19 日全加盟国・地域が参加する貿易交渉委員会で「為替相場によって競争条件を有利にする行為は貿易の安定を損なう」と述べ、ドル安を機に始まった通貨安競争に懸念を示した。「目先の利益を追い求めることは、経済・金融危機から脱却するための協力を無にする」と批判。「通貨安競争への対応は IMF の仕事だが、この問題を加盟国・地域と共有したい」と訴え、WTO としても関与する方針を示した(日経 2010/10/20)。
- \*IMF 筆頭副専務理事ジョン・リップスキー氏；「不均衡是正の手段として為替だけに焦点を当てるのは狭く部分的だ」とし、中国の利上げについて「適切」だと評価した。更に人民元の切り上げ問題に関しては「現状では大幅な調整は難しいかも知れないが、漸進的ではあれ、はっきりした通貨調整が必要」と指摘した。新興国への資金流入に対しては、バブルと言うより経済の実態に裏付けられた動きと、積極的な見方を示した(日経 2010/10/21)。

#### 円実効レート of 解説；

イ) 円の総合的な「実力」を示す実効為替レート「日経通貨インデックス」は 20 日、過去最高水準を記録した。日経通貨インデックス(2005 年=100)で見ると、20 日時点の円レートは 125.762 をつけた。09 年 1 月 26 日の 125.226 を上回り、現行の基準で遡れる 1995 年以降の愛高水準を更新した。

ロ) 日銀の物価の影響を調整した通貨の実力を示す「実質実効為替レート」：直近 9 月時点の水準(103.95)は円が最高値つけた 1995 年 4 月(151.11)より 3 割以上低い。

#### C) 新たな情報

▽G20 財務相・中央銀行総裁会議の主要議題(10 月 22 日の日経、上記と若干の差異)

- ▽不均衡是正に向けた相互監視の枠組み検討
- ▽通貨安競争阻止に向けた為替安定のあり方
- ▽急激な資本流入に対する規制を巡る協調
- ▽経常収支の黒字・赤字の GDP 比を設ける案を協議
- ▽金融危機に見舞われた国家向けの新たな IMF 融資枠創設
- ▽新興国の議決権問題など IMF 改革
- ▽バーゼル 3 を巡る新たな金融規制強化

▽アジアの実質成長率：(%、前年比、IMF 見通し)

	2010 年	2011 年
アジア	8.0	6.8
日本	2.8	1.5
中国	10.5	9.6

インド	9.7	8.4
韓国	6.1	4.5

D) 主な国の経常収支の対 GDP 比(%) : 注 IMF 世界経済見通しより作成、-は赤字。

出所 ; 日経 2010/10/23

	2010 年	2015 年
日本	3.1	1.9
米国	-3.2	-3.3
中国	4.7	7.8
ドイツ	6.1	3.9

#### E) G20 財務相・中央銀行総裁会議共同声明

20 カ国・地域財務相・中央銀行総裁会議は 23 日、輸出競争力を高めるために自国通貨を安くする「通貨安戦争」の回避を明記した共同声明を採択して閉幕した。

##### 共同声明のポイント

- 経済のファンダメンタルを反映し、市場で決定される通貨制度に移行し、通貨の競争的な切下げを回避
- 先進国は為替レートの変動や無秩序な動きを監視
- 協調的でない対応はすべての国に悪い結果を齎す。
- 過度な不均衡を削減、経常収支を持続可能な水準で維持するためあらゆる政策を追求
- 11 月のソウル・サミットに持続可能な成長のための包括的な行動計画を提出
- 銀行の新たな自己資本規制の期限内の完全実施を約束
- IMF は新興・途上国の発言権を強化するため、出資比率を見直して、6%以上の議決権を先進国から移す

注記事項 :

- ① 経常収支の不均衡是正の具体的措置として、米国が求めていたその黒字・赤字の GDP 比に、特定の数値基準を設ける案は見送られた。
- ② 中国の人民元を念頭に「市場で決定される通貨制度への移行」を一段と進めると強調、事実上の切り上げを促した。
- ③ バーゼル 3 の期限内完全実施が確認された。その影響が注目される。

出所 ; 日経 2010/10/24

#### ○上記共同声明の要旨

##### 『経済成長』

世界経済は脆弱で一様ではないものの回復が続いている。新興国の多くは成長が続いているが、先進国はペースが緩やかなままだ。下方リスクは残っており状況は国や地域で異なる。各国の相互依存の高さを踏まえると協調的でない対立はすべての国にとってより悪い結果をもたらす。協調は必要不可欠だ。強固で持続可能な均衡のある成長のために具体的には、雇用の創出を促進し潜在成長率を高める構造改革を追求する。先進国は

経済成長に配慮した中期的な財政健全化計画を策定・実施する。物価を安定させ回復に貢献する適切な金融政策を継続する。

### 『通貨制度』

根底にある経済の基礎的条件を反映し、より市場で決定される為替レートシステムに移行し、通貨の競争的な切下げを回避する。さらに準備通貨を持つ国々を含む先進国は、為替レートの過度な変動や無秩序な動きを監視する。これらの行動は、新興国が直面している資本移動の過度な変動のリスクを軽減させる助けになる。

安定的な国際通貨制度を促進するため、IMF が体系的な経済政策による波及効果を評価することを歓迎する。あらゆる保護主義的な措置に対抗し貿易障壁のさらなる削減を続ける。

多角的な協調を強化し、過度な不均衡を削減して経常収支を持可能な水準で維持するために、あらゆる政策を追求する。今後合意される参考となるガイドラインに照らして評価される。継続した大規模な不均衡は、大規模な 1 次産品生産者を含む、各国の状況を考慮する必要性を認識しつつ、相互評価プロセスの 1 部として、その性質や調整するための障害となっている原因を評価する。評価は IMF が提供するよう求める。

### 『国際基準の強化』

強固で持続可能な均衡ある成長のための枠組み(フレーム・ワーク)は、国際協調のための強固な基盤になっている。世界経済が直面する困難な課題に対応した包括的な行動計画を、2010 年 11 月のソウル・サミットに提出する。2008 年 11 月のワシントン・サミットでの行動計画の採択以降、金融安定理事会(FSB)の支援を得て大きく前進した。公平な競争条件を確保し各国当局が整合的に国際基準を適用するよう基準を引き上げる行動をとる。より強固な国際金融システムを構築するため、ソウル・サミットで以下の議題を優先することで合意した。

銀行の自己資本・流動性の新たな枠組みを歓迎し、合意した期限内に完全に実施する。金融機関が「大き過ぎて潰ぶせない」という問題に対処するため、FSB が提示した政策の枠組みや作業の過程、期限を承認する。過度の資本移動による影響を軽減する方策を含んだマクロ的な政策を進めることで、金融規制改革に新興国の視点を反映させる。非協力的な国・地域に対処する作業を断固として進める。

### 『IMF 改革』

IMF の出資割り当てやガバナンス改革などいくつかの改革提案について合意した。新興国・途上国への 6%以上の出資割当の移転については、2012 年の年次総会までに完了するように作業する。自己資本を倍増する。新興国・途上国の経済的地位をより反映させるために、2013 年 1 月までに出資割当の計算式を見直し、2014 年 1 月までに次回の出資割り当ての見直しを完了する。

欧州の先進国の理事席を 2 つ減らし、理事会に於ける新興国・途上国の団表権を拡大する。全理事の選任制移行と理事会のメンバー数を 24 で維持する。理事会の構成を 8 年毎

に見直す。グローバル・フィナンシャ・セーフティ・ネット(国際的な金融安全網)の強化に向けての最近の IMF 融資制度の改革を歓迎する。

### 『資源の有効活用』

非効率な化石燃料補助金の合理化および段階的な廃止、エネルギー市場の透明性と安全性の促進について、ソウル・サミットに向けて確認し評価することで合意した。2011 年の議長国としてフランスを歓迎する。

出所；日経 2010/10/24

## F) 通貨を巡る国際協調の歴史

1985 年 9 月	プラザ合意：不均衡是正へ日米独仏英の G5 がドル以外の通貨の切り上げで強調
86 年 6 月	東京サミット：伊、カナダを含む G7 を創設。通貨協調の枠組み強化
87 年 2 月	ルーブル合意：ドル不安受け、為替安定化へ密接な協力で合意
10 月	ブラックマンデー：NY 市場の株式大暴落が世界的な市場不安に波及。G7 が声明。
95 年 4 月	円が 79 円 75 銭の最高値更新。市場安定へ日米独が円売りの協調介入実施
97 年 7 月	アジア通貨危機：タイ通貨バツが暴落。アジア域内に通貨危機が波及
99 年 1 月	欧州通貨ユーロ導入：欧州中央銀行に各国中銀の金融政策を一本化
2003 年～04 年	円高とデフレの深刻化：政府・日銀が総額 35 兆円に上る円売れ実施
08 年 9 月	リーマン・ショック；世界的な金融危機を受け各国中銀が一斉にドル供給
10 年 4 月	ギリシャ危機；ユーロ防衛のため日米欧などが協調し欧州の新基金創などで合意

出所：日経 2010/10/24

## G) EU 首脳会議議長総括原案の骨子：EU の基本方針、10 月 28・29 日の首脳会議で採択予定

<p>▽G20 首脳会議の対処方針</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○為替介入の回避、保護主義への反対。財政健全化、金融規制改革を具体化</li> </ul> <p>▽ギリシャ危機再発防止</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○ファンロンパイ大統領の作業部会の最終報告を了承、出来るだけ早く関連法を制定</li> <li>○欧州版 IMF 創設へ作業継続</li> </ul> <p>▽国連の温暖化ガス削減交渉</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○条件付きで京都議定書延長容認。来年以降に「2020 年までに 90 年比 20%削減」との EU の目標引上げの選択肢を検討</li> </ul> <p>▽米国との首脳会議への対処方針(11 月)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○閣僚級対話「大西洋経済評議会」の再開、環境分野での協力</li> </ul> <p>▽ロシアとの首脳会議への対処方針(12 月)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○世界貿易機構(WTO)加盟交渉を前進</li> </ul>
---

**解説：**欧州版の国際通貨基金(IMF)

欧州連合(EU)の単一通貨であるユーロを導入した国が国際金融市場で資金を調達できなくなった場合、緊急時の融資などで資金繰りを支援する制度。「欧州通貨基金(EMF)「危機対応メカニズム」などと呼ばれる。ギリシャの金融危機を受け EU は総額 7500 億ユーロの緊急融資制度を創設したが、あくまで 3 年の時限措置は 2013 年以降の恒久的な仕組みとなる。

出所：日経 2010/10/25

**コメント：**11 月のソウル・サミットでその是非に付き激しい議論が展開されよう。特に日本は為替問題で政策や対応手段の決め手を欠いており、窮地に立たされており、更なる追い打ちの危険性も孕む。ユーロ圏には基本的に深刻な対外関係での為替問題はなく、日本とは立場が全く違う。さらに新興国・途上国の台頭する中、包括的な金融制度、為替政策などでコンセンサスを得るのは至難の業。そこで今後ますます EU 或いはユーロ圏が世界経済の中でブロック化する危険があり注意が必要。

**G20 サミット直前の調整状況**

**日経紙の伝える経済分野の主な議題**

- 不均衡是正へ経常収支の数値基準を設定
- 新興国への急速な資本流入の抑制
- 世界経済の持続的成長への行動計画
- 通貨の競争的切り下げの回避
- 新たな自己資本規制など金融システム強化
- IMF 改革で新興国の影響力拡大

**注記：**上記行動計画について、週明けから議長国と各国首脳(シエルパ)らが同計画案などの詰めに入る。経常収支の黒字と赤字を GDP の 4%以下に抑制する案は、先月下旬の財務相・中央銀行総裁会議で米国が提案したもの。同案では達成時期を 2015 年までにとしていた。ただ財務相会議では、経常黒字の GDP 比が 4.7%に上る中国と、同 6.1%のドイツが反発して合意を断念。継続協議扱いとなっていた。

出所：日経 2010/11/6

**世界の主要株価指数危機前比の騰落率(単位%)**

アルゼンチン	102.7
中国	50.5
インド	49.2
ブラジル	39.3
台湾	33.9
韓国	31.2
香港	28.5
シンガポール	26
ロシア	19.4

南アフリカ	16.4
英国	8.2
ドイツ	8
カナダ	0.9
米国	0.1
オーストラリア	-1.7
スペイン	-7.1
スイス	-8.6
フランス	-9.6
日本	-21.2
イタリア	-24.3

注：アジア・豪州は 5 日、欧米・アフリカ・シンガポール・インドは 4 日の、ロシアは 3 日の終値をリーマン前(08 年 9 月 12 日)と比較

出所：日経 2010/11/6

### G20 ソウル首脳会議(11 月 11 日・12 日)関連

#### 経常収支の指針を巡る動き

10 月	
8 日	英国が G7 財務相・中央銀行総裁会議で「目標」の設定を提案
22 日～ 23 日	<G20 財務相・中央銀行総裁会議> ○米国が赤字や黒字を GDP 比 4%以内に抑える案を提示 ○ドイツや中国が反発し、野田佳彦財務相も「厳格な数値目標はいかがか」と疑問 ○「数値目標」ではなく「参考指針」を策定する方針を表明
11 月	
6 日	ガイトナー米財務長官が G20 サミットでの数値目標は「我々の狙いではない」と指摘
9 日	韓国の李明博大統領が「G20 サミットで基準をどう作るか。原則に合意できれば成功だ」と発言
11 日	○メルケル独首相が数値目標は「経済的に正当化できないし、政治的に適切でない」と強調 ○李大統領が「どんな基準で、いつまでに細部をつくるのかと言った原則はおそらく合意に至る」と言明

出所：日経 2010/11/12

#### G20 会議のポイント

○通貨の競争的な切下げを回避

- 準備通貨国を含む先進国は為替レートの過度な変動や無秩序な動きを監視
- 不均衡是正のための参考指針を 2011 年前半に財務省・中央銀行総裁会議で議論
- 11 年中に参考指針に基づいて大規模な不均衡を判定し、評価
- 新興国への急激な資本流入を抑制するための規制を容認
- あらゆる形態の保護主義に対抗
- 新たな金融規制の枠組みを承認

出所：日経 2010/11/13

## G20 首脳の主な発言

- 菅直人首相：日本の経常収支黒字の大部分は所得収支。不均衡を議論する際には除外されるべきだ
- オバマ大統領：中国は通貨を過小評価させた状態にとどめるため、市場介入に巨額な資金を費やしている。人民元の上昇を注視している
- 胡錦濤中国国家主席：12 日午前の G20 サミットで演説、ドルを基軸とする国際通貨システムについて「改善すべきだ」と訴えた。米国の追加金融緩和で世界的に過剰流動性が膨らむ恐れが強まっていることを念頭に「(通貨供給の)総量規制を調節可能なシステムを築く必要がある」との見解を示した。
- メトベージェフ・ロ大統領：「BRICs」に入りたいという申し入れが南アなどからある。我々はこうした申し入れを肯定的に受け止めている
- キャメロン英首相：中国は非常に緩やかなペースながらも内需拡大を進めている。首脳会議は壮大なものにはならないが、着実に進展している。
- 李明博・韓国大統領：新興国から資本が急激に流出すれば、経済に致命的な影響を与える。健全性維持のために資本流入を規制することができる

## G20 サミット首脳宣言要旨

我々は回復と新たな成長基盤を構築し、世界経済の劇的な下降を打開するため、前例のない協力に取り組みを続け、強固な持続可能な均衡ある成長を生み出すために協働する。まだリスクは残っている。いくつかの国・地域は力強い成長を経験している一方で、他の国・地域は高水準の失業と遅々とした回復に直面している。一様でない成長と不均衡の拡大は世界的な解決策から非協調的な行動に流れてしまう誘惑を高めている。しかし非協調的な政策を取ることは、我々全員にさらに悪い結果を導くだけだ。

我々は危機を超え、新たな課題への対応と強固で持続可能な均衡ある成長への道程について、共通の見解を策定することに合意する。共通の目的により近づくための包括的、協力的かつ国・地域ごとの政策行動からなる「ソウル・アクションプラン」を策定した。

### 【為替市場】

進行中の回復および持続可能な成長を確保し、金融市場の安定を向上させるため、必要な場合には財政健全化を含むマクロ経済政策を実施する。特に根底にある経済のファンダメンタルズを反映させるため、より市場で決定される為替相場システムに移行し、為替相場

の柔軟性を向上させると共に、通貨の競争的な切下げを回避する。準備通貨を持つ国々を含む先進国は為替相場の過度な変動や無秩序な動きを監視する。これらの行動は、いくつかの新興国が直面する資本移動の過度な変動リスクを軽減する助けになる。

#### 【不均衡是正】

世界的な需要を引き上げ、維持し、雇用創出を助け、潜在成長を増大させる一連の構造改革を実施する。我々は対外的な持続可能性を促進するため、相互評価プロセスを強化する。多角的協調を強化し、過度の不均衡を削減し、経常収支を持続可能な水準で維持することに資するあらゆる政策を追求する。

今後、財務相および中央銀行総裁によって合意される参考ガイドライン(指針)に照らして判断される継続的で大規模な不均衡は、大規模な 1 次産品生産者を含む各国・地域の状況を踏まえる必要性を認識しつつ、相互評価プロセスの一部として、その性質や調整の障害になっている原因を評価する。

一連の項目で構成される参考指針は、予防や是正に向けた行動を必要とするような大規模な不均衡を適時に判断することを助けるメカニズムの役割を果たす。コミットメントを達成に向けた努力を支援するため、G20 フレームワークの作業部会に対し、IMF とその他の国際機関から技術的な支援を受け、参考指針を用意するように求める。その進展は 2011 年前半に財務相と中央銀行総裁によって議論される。参考指針に基づく最初の評価は、フランスの下で然るべき時期に開始され、実施される。

#### 【IMF 改革】

包括的なクォータ(出資割当額)改革は世界的な金融安定および成長促進のため、IMF を一層強力な機関にしつつ、IMF の正統性や信頼性、有効性を強化する。

#### 【資本フロー】

各国・地域が国際資本フローの突然の逆流に対処することを助ける実践的なツールを提供し、グローバルな資金安全網を強化する。

#### 【金融規制】

より実効的な監督・監視で補完された銀行の自己資本・流動性の基準、システム上の重要金融機関をより良く規制し、実効的に破綻処理するための措置を含む新たな金融規制の枠組みは、金融セクターの行き過ぎを抑制し、より強靱な金融システムを確保する。

#### 【保護主義】

多角的通商交渉(ドーハラウンド)を成功裡にバランスの取れた妥結へと迅速に導くための横断的な交渉に関与するように交渉担当者に指示する。11 年は極めて重要な機会の窓であり、最終局面の交渉を完了させる必要がある。あらゆる形態の保護主義に対処することを約束する。

#### 【その他】

我々はマクロ健全性政策の枠組みについての作業、金融規制改革における新興市場国の視

点の反映、シャドー・バンキング(影の銀行)に関する規制と監督の強化、商品デリバティブ市場の規制と監督の作業、グローバルな資金安全網の強化を含む、より安定的で強靱な国際金融システムの構築に合意した。今後、合意される参考指針に基づいた相互評価プロセスを拡大させる。

我々は非効率な化石燃料への補助金を中期的に合理化し、段階的に廃止すると共に、化石燃料の過度の価格変動を緩和する。地球海洋環境を保護することに加え、世界的な気象変動に関する課題と闘うための取り組みも継続する。

出所：日経 2010/11/13

### **G20 を 5 分類、国別に行動計画**

12 日、持続可能な経済成長のために各国が取り組む政策メニューが国別にまとめられ、「政策コミットメント」として公表された。以下は其の概況。

**先進黒字国**：日本、韓国。日本は財政再建に向けて、国・地方の基礎的財政収支の対 GDP 比を 2015 年までに半減させるという、政府の財政運営戦略の内容を明記した。

**先進赤字国**：米国、英国

**新興黒字国**：中国。中国は経常黒字を圧縮させるため、緩やかに人民元改革を継続することを盛り込んだ。

**新興赤字国**：

**原油輸出国**：

**G20 ソウル・サミット文書**：首脳宣言と合わせ合意されたもの

首脳宣言の前文にある「ソウル・アクション・プラン」が立ち上げられたが、各国固有のコミットメントの詳細と共に、以下の 5 政策分野の行動がコミットされている。

\* 金融政策と為替政策：

\* 貿易と開発政策：

\* 財政政策：

\* 金融改革：

\* 構造改革：

日経は 2010 年 11 月 13 日の紙面で、「・・・大きく追加されたのが、米国の追加金融緩和措置によるドル下落で、急激な資本流入に直面する新興国への配慮だ。・・・インフレ懸念などへの政策対応として、「マクロ健全性措置を含む」と指摘。具体的には為替市場介入や資本流入規制を認める内容。これまで自由な市場経済を念頭に置いてきた国際協調の場では、極めて異例の合意」としている。

### **銀行の自己資本規制**

G20 ソウルサミットで金融システムに大きな影響を及ぼす大手金融機関を 2 分類し、通常の規制を上回る自己資本の積み増しを求める枠組みを作る方向で基本合意する。自己資本の上乗せ規制では主要国の金融当局で構成する金融安定理事会 (FSB) で今後、具体的な定義や導入時期など本格的な議論を始める。日米欧の金融当局が 9 月に合意した大手銀行への新

たな自己資本規制(バーゼル3)の必要性を確認。その上で「国際的に重要な金融機関」への規制のあり方について、主要銀行を2つのグループに分類して規制する案の具体的な議論を始める。

### 「国際的な重要金融機関」(SIFIs)の資本上乗せ規制

G20 サミットが新たな金融規制の枠組みを承認したことを受けて、主要国などの金融監督当局で作る金融安定理事会(FSB)は12日、金融システムに大きな影響を及ぼす「国際的な重要金融機関(SIFIs)に対する上乗せ規制づくりの作業日程を発表した。どのような金融機関を国際的な SIFIs と認定するか基準を来年初めに決めたいと、来年半ばまでに金融機関を特定。資本の上乗せ幅など具体的な規制の手法は来年末までに決める。

国際的な SIFIs になるかどうかの基準は、総資産や他の金融機関との取引規模、破綻した場合に他の金融機関が代替できるかといった定量的、定性的な指標に基づいて設定。これに従って各国当局が特定する。その上で、来年末までに、国際的な SIFIs に求める上乗せ規制の具体策を決める。

最大の焦点は「より高い損失吸収力」として、自己資本の上乗せ幅をどの程度にするか、上乗せ分をどのような資本で求めるかという点だ。欧米の金融機関に比べ相対的な自己資本比率が低い邦銀にとっては、どちらも今後の資本政策に大きく影響する内容だ。

コメント；ただ今回の対象はあくまで国際的な SIFIs に限定している。三菱 UFJ、みずほ、三井住友の3大メガバンク該当するかどうかは「国際的」の範囲がどこまでになるかの議論次第になる。

出所：日経2010/11/13

### 国際的な SIFIs への規制づくりのスケジュール

2011年初め	国際的な SIFIs を決めるための基準を設定
↓	
11年半ば	基準に沿って各国当局が具体的に国際的な SIFIs を特定
↓	
11年末	自己資本の上乗せ幅など具体的な規制の中身を決定
↓	
?	摘要

出所：日経2010/11/13

注記；SIFIs=Systemically important financial institutions

### むすびにかえて

首脳会議の動向から見えてくるものを以下に要約し、むすびにかえることにした。

#### 日本：

国内政治が混迷を深める中、外交面(対中、対米、対ロなど)で受け身に回った日本は、残念ながら G20 サミットでリーダーシップを発揮できるような環境になかったのではないかという印象が強い。経常収支の黒字或いは赤字の対 GDP 比をどうするかと言う、米国、中

国、ドイツなどにとって極めて重大なテーマに関しても、首相の発言は他人事のように響く。貿易・投資・成長産業の選択と育成などの広い意味での国家の基本政策について政府内に合意形成が出来ているのか不透明だ。為替レートについても基本的なビジョンや対策、議論が欠落していて、主要国へ向けて、理論、データなどをベースにした説得、或いは意見調整などが出来るのか、大いに疑問。相変わらず「為替のことは市場に任せておけ」的ムードが感じられる。

今後は、更に各国のコミットメントの進捗状況がチェックされることになるが、我が国最大の難題が財政再建にあり、この課題を先送りすることは出来ない。政治家・政府関係者などに問題解決に先ず必要な緊張感も見当たらなければ、十分な理解も無いようだ。

金融改革は国内問題であると同時に国際問題である。既に米国やEUなどでは、独自に新金融規制が始まり、今後は各国の利害調整をどのように行うかについて、引き続き金融安定理事会を中心に活発な議論が展開され、明年中にはその具体的成果が出て、以降新ルールの実施が数年以内に完了する予定だ。これに向け我が国でも、今後金融制度、金融機関、産業界、消費者などの役割や関係が見直され、新たな金融規制改革と信頼のおける相互関係樹立が進むものと見られる。世界的金融バブル崩壊の直接的影響は比較的軽微に止まったと言われるが、我が国金融機関の世界市場に於ける地盤沈下は明白であり、国内でも、中小企業、消費者等の銀行に対する目は依然厳しい。新たな成長産業の育成、健全な家計資産の運用等の面でも国内外をリードする強靱で信頼性の高い金融機関の存在は不可欠だ。G20 サミットでは各国が、この分野でも国益を掛けた外交を、会議の開催中活発に展開した。残念ながらわが国には特記すべき程のものはなかった。

#### **米国：**

懸案の中国問題(人民元の切り上げ、経常収支の不均衡改善など)の解決を、2 国間或いは全体会議で執拗に迫ったが満足すべき進展は見られなかった。直近に行われた追加金融緩和措置の実施で、新興国に流入する資金急増の影響に対する新興国の批判が高まり、米国は窮地に立たされている。それでも直前に行われた G20 財務相・中央銀行総裁会議では合意に至らなかった、米国が強く要請していた経常収支の黒字・赤字幅の対 GDP 比限度枠に関連して、参考指針の設定を首脳宣言に入れたことで、米国は最低限の責務を果すことが出来た。そして明年フランスで開かれる G20 で継続審議されることになった。

中国など新興国が躍進する中、米国のリーダーシップは益々薄れていく印象が強かった。また先進国の中でも、米国と EU、特にドイツとは、世界的不均衡是正の面で意見や立場の相違が鮮明となった。基軸通貨としてのドル並びに米国の為替政策に対する各国の不信は強く、IMF 改革と並んで、米ドルに代わる国際基軸通貨創設の動きは今後活発になることが予想される。米国を除けば、どの国も現行通貨システムには満足していないことは明らか。すでに改革のためのアドバルーンは欧州(含むブレトンウッズ 2)、世銀 IMF(前述の 3. エコノミスト誌の記事参照)などから上がっている。新固定相場制やバスケット方式による新通貨単位制などだ。

これに対し、米国には現状(危機的状況)認識と理解が驚くほど薄く、相変わらず米国主導の世界金融制度の持続を主張して止まない政治家や専門家も相当数いる。最悪のリスクは保護主義の台頭だ。

#### **欧州：**

新金融規制改革等について、欧州は独自の道を模索中。EU 内やユーロ圏での議論は今後も継続されることになっている。その上で、前述の金融安定理事会(FSB)との整合を行いながら、独自により厳しい規制の導入も視野に入れて行くと思われる。具体的には金融危機再発防止のため、収益性を或る程度犠牲にしても、金融機関自体の健全性強化を図る意向。今後この面での公的資金によるこれら金融機関の救済は行わない方向だ。但し、EU やユーロ圏加盟国の経済・金融情勢には相当程度の格差があり、今後はたして何処までルール制定に歩み寄れるかが課題。国際的な重要機関(SIFIs)についても、合意形成は容易ではなからう。

#### **中国：**

存在感は高まるばかり。米国によるあの手この手の人民元切り上げ要請には、大変慎重な姿勢だ。これは、かつて日本が米国の圧力に屈し円を恒常的に切り上げ、その結果急増した過剰流動性が意図した内需拡大に向かわず、資産バブルを誘発・加速させた好ましからざる事実を彼らなりに十二分に検証・学習しているからであろう。

しかしながら、急増する外貨準備、投機資金の流入加速、貿易収支(特に対米)の異常な不均衡、そこから派生する資産バブル、インフレ懸念等は、中国にとっても放置出来ない難問だ。現行の国際金融システムを問題視する中国が今後どのような戦略を打ち出してくるか注目される。

#### **その他：**

今回の首脳会談に合わせ、主要国による 2 カ国首脳会談も活発に行われた。会議に直接関連する事項ばかりでなく、懸案事項が多岐にわたり討議された模様だが、ここでも我が国の存在感は残念ながら極めて薄いものとなってしまった。

これに引き換え、韓国は李明博大統領をはじめとする関係各閣僚・中銀総裁、それに呉世勳ソウル市長らの積極的な活動が今回の首脳会議を盛り上げることに貢献したことは注目してよからう。

完