

論説

金融グローバリゼーションは終焉を迎えるか？

有吉 章

国際大学特任教授

一般社団法人ジャパンリスクフォーラム代表理事

本稿では「カネ」の面でのグローバリゼーションの潮流を簡単に振り返り、今後の行方を占うこととしたい。題名は大風呂敷だが、金融面のグローバリゼーションが大きな転換を迎える可能性があるというのが、多分に speculative な本論の趣旨である。

金融グローバリゼーションの展開

金融のグローバリゼーションは先進国の金融自由化と資本規制の緩和・撤廃を受け、特に 20 世紀の終わり頃から急速に進展した。先進国間の金融資本市場の統合が進むだけでなく、企業の生産拠点や販売網のグローバル化に伴う直接投資の増加に加え、新興市場国、フロンティア市場国といった言葉が生まれ、途上国の金融資産が一般的な投資対象として認知され、大量の資金が途上国に流れ込んだ。

しかし、グローバリゼーション全般の絶頂期であった 2000 年代に比べ、2008 年の国際金融危機以降は、金融面でのグローバリゼーションへの逆風が吹き始めた。

第一に、途上国との関係で言えば、資本移動が常に望ましいものであるという考えが見直され始めてきた。よく知られているように、1997 年に香港で開催された IMF 総会の事前の大きなテーマは資本移動の自由化促進のための権限を IMF に与えることであった。おりしも勃発したアジア通貨危機によってこの案は頓挫したが、資本移動は基本的に便益が大きく、受け入れ国が適切な政策をとり、経済状況や政策に関する透明性を高めれば危機は未然に防げるという考え方が引き続き主流であった。

国際通貨危機時のドル不足や、2013 年に起きた米国の金融政策の転換をきっかけとした新興国からの大量資金流出¹などの経験から、この見方は幾分修正されることとなった。それは、国際資本移動を決定する要因としては受け入れ国側の状況といういわゆる pull factor だけでなく、国際資本市場の動向、なかでも投資家のリスク選好という push factor が大きく関係しており、特にポートフォリオ投資に関しては途上国側の状況と無関係に大量の資本流出が起こりうるということが認識され始めたことにもよる。これに伴い、IMF の資本規制に関する考え方も変化し、資本移動をマネージする施策も場合によっては是認されるとの立

¹ 2013 年 5 月の FRB 議長による量的緩和縮小発言をきっかけとして、米長期金利の急騰し、一部新興国から資金が流出し為替レートも急落するなどの市場の混乱が起こった（いわゆる taper tantrum）。

場を取り始めた²。ただ、これも金融のグローバリゼーション自体を否定するものではなく、グローバリゼーションをいかにうまくマネージするかという視点からの動きと言える。

第二に、必ずしも意図されたわけではないが、グローバリゼーションの障害となる動きが金融規制面から出ている。バーゼル規制を始めとした国際金融規制の標準化の動きは、グローバリゼーションを前提に、いかにシステムの安定と競争条件の均衡を保障するかという観点から構築されてきた。しかし、金融危機の発生を避けなかったばかりか、一部のルールがむしろリスクの拡大を助長したことから、ルールの厳格化と追加的なルールの導入が行われている。金融システム支援のための財政支出が結果的に他国の預金者等を救うために使われることを防ぐための監督強化なども相俟って、規制強化は国際的な銀行業務の遂行コストを高めており、裁定取引が縮小し³、各国市場の分断化につながっている。

金融規制面でより大きなインパクトを持ちつつあるのが、マネーロンダリング、テロ資金対策（AML-CTF）の強化と米国による金融制裁の多用である。AML-CTF は銀行のコンプライアンスコストの増大を招くとともに、違反に対し巨額の罰則が適用される例が頻発している。米国による金融制裁は単に米国の金融機関に適用されるだけでなく米国の決済システムを経由する取引も網に掛けることから、ドルが基軸通貨であるだけに、その運用次第では国際的な通貨金融サービスの提供に大きな影響を与えうる。そのため、先進国の銀行では収益性が低くリスクの高い国の銀行との取引を見直しており、途上国の貿易金融や対外送金へのアクセスを縮小させることが懸念されている⁴。

金融グローバリゼーションの今後

国際金融システムの今後を見通すとき、今回のコロナ危機が一つの転機となる可能性がある。変化をもたらす要因として、コロナ禍に対応した先進国での超緩和的な財政金融政策と、同時期に進んだ米中対立の激化に絞って考えてみたい。これらはたとえコロナ禍が収束しても、レガシーとして残るものである。

まず、財政金融面で見ると、今回の危機において、先進国では未曾有の対応がとられた。感染拡大を抑えるため経済活動に大きな制限が加えられた結果、コロナ感染の第一波のピ

² IMF の資本移動に関する見解と政策勧告への反映については、例えば、IMF, *G-20 Background Note, The IMF's Institutional View on Capital Flows in Practice*, July 30 に詳しい。

³ 具体例としては、為替レートの直先スプレッドが金利差に一致するという、covered interest parity が近年成立しなくなっていることがあげられる。

⁴ 二国間の資金決済や貿易信用状（L/C）の授受等の外国為替業務の遂行のためには、他国の銀行との口座開設を含むコルレス契約（Correspondent Agreement）が必要だが、先進国の銀行が途上国とのコルレス契約に消極的になっていることが Michaela Erbenová, et.al., *The Withdrawal of Correspondent Banking Relationships: A Case for Policy Action*, IMF Staff Discussion Note SDN/16/06, June 2016 で指摘されている。

一の 2020 年第 2 四半期には先進各国の GDP は大きく落ち込んだ。この中で雇用と所得を維持し、企業の廃業を防ぐための大規模な財政支出等が行われた。2020 年 10 月の IMF の見通しでは財政赤字の対 GDP 比は先進国平均で 10 ポイント以上悪化し、債務残高の対 GDP 比も 125%と、第二次世界大終了直後の 1946 年に記録した水準を上回る見通しである⁵。なお、IMF の推計は 9 月時点で公表されている施策をベースに行われており、感染再拡大に伴う歳出増や政府保証などの偶発債務を考えれば、債務残高はさらに拡大する公算が大きい。

また、金融面でもゼロ金利の下で主要中銀は資産規模を大幅に拡大させ、流動性を潤沢に供給することで経済を支えようとしている。この結果、国債の大量発行にもかかわらず長期金利はむしろ低下し、10 年もの国債の利回りが主要国で軒並み 1%未満となり、マイナスの国も多くある。実際、IMF の試算では日米欧の中銀による 2 月以降の国債の市中買入額は同時期の国債発行額の 57~75%に達しており、実態として国債発行の過半を中央銀行が引き受けている。中銀による流動性の供給は苦境に立った企業への与信の維持拡大も支えており、民間部門の債務も拡大の一途をたどっている。

こうした対応はコロナ危機という非常時にあって積極的に是認されるようになった。従来は健全財政の権化とも見做されていた IMF までも、むしろ積極財政と金融緩和の維持を主張し、時期尚早な政策転換を戒めている。しかも、従来なら短期的な拡大策と長期的な財政健全化戦略をセットで提唱していたものが、今回は後者についてはほとんど触れることはなく、むしろ公共投資の増額とグリーン経済への転換促進、コロナ下でさらに悪化した不平等の是正等、中期的にも財政拡大要因になり得る政策を推奨している。

では、こうした高水準の債務は持続可能なのだろうか、また持続可能でないとすればどのような調整過程が起こるのであるだろうか。政府債務残高の対 GDP 比を削減させるには基礎的財政収支（金利支払いを除いた財政収支）を黒字化するか、（名目）成長率が金利を上回るか（いわゆる g マイナス i 効果）、あるいはその両者が必要となる。第二次大戦後、戦時経済で膨張した債務残高の対 GDP 比を先進国が 10 年で半減出来たのも両効果が寄与している。しかしながら、同じような形で債務比率を削減できるかと言えば、難しいと言わざるを得ない。

ドイツなどの一部例外を除けば、コロナ危機前の「平時」でも先進国の基礎的財政収支は赤字であり、今後の高齢化に基づく歳出圧力などがある中で大幅な財政収支の黒字化は経済の収縮をもたらし、困難であろう。そうすると、 g マイナス i 効果に頼らざるを得ない。金利を大幅にマイナスにするのは困難で実質成長率の急上昇も見込みにくいとすれば、結局はインフレを通じて債務の減価を図っていくしかないこととなる。

⁵ 本稿での IMF による推計、見通し等は 2020 年 10 月公表の *World Economic Outlook* 及び *Fiscal Monitor* に依っている。

しかし、インフレ目標を掲げる中央銀行の下ではインフレの上昇に対応して金利を引き上げる政策がとられる。金利の引き上げは政府部門にあっては利払い負担の上昇により財政赤字を拡大させ、債務状況の改善を阻害する。さらに、過大な債務を抱える民間部門でも金利負担に耐えられなくなり、倒産が続発することになりかねない。結局、金融危機を避けるとすれば中央銀行は金利を低位にとどめ、インフレを容認せざるを得なくなる。これは中央銀行がインフレをコントロールし、財政は持続可能性を維持する運営を行うというここ半世紀ほどの先進国のパラダイムの転換を意味し、かつて途上国についてよく指摘された **fiscal dominance**（財政従属）が常態になることを意味する。

国際金融システムへのインプリケーションは、先進国のこうした状態が、グローバリゼーションを支えた金融と資本移動の自由化と両立しないことである。インフレ下で低金利を維持しつつ、減価する国債等の国内債権の投げ売りを防ごうとすれば、海外への資本流出を規制し、国内市場金利を低位にとどめる **financial repression**（金融抑圧）の状況を作る必要がある。これは政府債務の縮減を可能とした戦後の状態を再現することでもある。

こうした転換は容易には受け入れられない可能性も大きく、例えば、ドイツが主導する欧州では EU 協定に明記されている従来の財政金融システムの枠組みを維持しようとするであろう。その場合でも、他の国がインフレを容認すれば為替レートの急騰と変動拡大にさらされるため、何らかの資本規制を検討せざる得なくなるであろう。いずれにせよ、これまでのようなグローバルで自由な資本移動は制限され、公的な関与が強まるであろう。

こうしたシナリオは憶測に過ぎないし、将来インフレが再燃することを前提にしている。中央銀行の各種の努力にもかかわらずデフレ懸念から脱却出来ない中では、そのような心配は杞憂かもしれない。しかし、国民所得に対する負債の規模は大きく、たとえ国債が国内で保有されていても、いずれ国債保有者が（中央銀行が保有者の場合もそれを間接的に保有している銀行預金及び紙幣の保有者が）資産を取り崩して消費に向ける可能性は否定できない。また、後述のように、先進国と中国の経済的な分断が進めば、先進国の物価上昇を抑えてきた中国からの低廉な輸入が途絶え、先進国の国内需要圧力で物価が上昇に転じやすくなるであろう。巨額の財政赤字を中央銀行がファイナンスし、しかも不確実性の高い状況であるにもかかわらず物価、為替が安定し、資産価格も高止まりするという一見不思議な均衡がいつまでも続くと考えるのは楽観的すぎるであろう⁶。

上記は一つのシナリオに過ぎず、実際起こるとしても何年も先となる可能性が高いのに反し、中国の影響力拡大は国際金融に既に大きな影響を与えつつある。その背景にあるのは、

⁶ 本稿ではインフレの昂進をきっかけとしたシナリオを考えているが、政府債務や金融システムに対する信認の崩壊による資本流出がおき、それが類似する経済状況の国に伝播するというギリシャ＝ユーロ危機のようなシナリオも考えられる。ただ、ユーロ危機時のようにユーロ圏内の他国が防波堤となることは期待できず、先進各国でドミノ倒しのようない危機が広がる可能性がある。こうした信認の喪失はインフレの再燃以上に予見し難く、起きた場合の混乱も大きい。

米国によるハイテク製品・技術の対中輸出入規制などにより、中国が自前の技術を開発・普及させようとしていることなども契機に、米国と中国のそれぞれを中心とした貿易・政治ブロックの形成が進んでいることである。

開発金融の分野では、中国は資源確保及び一帯一路のスローガンの下での経済圏の拡大、並びに国内の余剰生産能力のはけ口を求め、途上国へのインフラ輸出と資金提供を拡大させている。その結果、一部の途上国では最大の債権国に躍り出ている。これは地政学的な覇権争いをもたらすだけでなく、国際金融での従来慣行や、重債務国の債務リストラの実施にも影響を与えている。前者で言えば、中国が OECD の輸出信用アレンジメントに未参加でその枠外で融資が行われているために競争上優位な立場を得ている、政治的動機による金融が行われるためプロジェクトの採算性に関する十分な検証がなされず途上国が過剰な債務を負うこととなる、環境対策などが不十分なプロジェクトが推進される、プロジェクトにかかる債務不履行が起こった場合に当該施設等が中国の所有となる（いわゆる債務の罾）、などが問題となっている。さらに、AIIB の設立を主導するなど、豊富な対外資産をバックに従来の国際開発金融機関に代替しうる国際的な秩序の構築にまで踏み込んでいる。また、コロナ禍による景気後退により必要となった途上国債務のリストラ交渉の過程でも、中国は自国の国有銀行による融資は民間融資であると主張して公的債務の再編に参加せず、他の民間、公的債権者の債務救済での合意形成を妨げていると報道されている。2020年11月には、G20は途上国の債務救済のための「共通のアプローチ」に関する合意を公表したものの、これがどう具体化されるかは現時点で不透明である。

金融面でのもうひとつの展開は、中国が人民元の国際化を進めていることである。日本も何度も円の国際化を企図してきたが、世界の通貨金融システムの枠内で円の利用の拡大を目指した日本と違い、中国はドルを中心とした既存のシステムとは別立ての人民元システムを作ろうとしているように見られる。2008年以降中国人民銀行は各国中央銀行と人民元のスワップ協定を締結し、その目的も当初は危機時の流動性供給であったが、次第に貿易・投資面での恒久的な元の利用を促進するための制度整備の一環となった。さらに、国際資金決済においてほぼ独占的な地位を占める決済情報通信システムである SWIFT に代替しうる人民元用の銀行間決済システム（CIPS）を2015年に創設し、その利用の拡大を目指している。

これらの人民元国際化の動きはもともと米ドルへの依存を低下させることを目的としていたが、米中対立の激化と政治目的の金融制裁を多用し始めている米国への警戒感から加速していると思われる。さらに、中国は中銀デジタル通貨の開発を進めており、国際的な決済にもこの利用を認めれば、米国を迂回する低コストの国際決済手段を提供することが出来るようになる。潤沢な開発金融の提供と、国内政治体制のあり方に寛容な中国政府の姿勢とも相俟って、一部の途上国等にとって既存の国際金融システムに代替する魅力的なシステムと映るかもしれない。

むすびに代えて

かつての金本位制の下で進んだ第一次金融グローバリゼーションが第一次世界大戦後の金本位制からの各国の無秩序な離脱を通じ終焉を迎え、第二次世界大戦への一つのきっかけを作った。心配なのは、グローバリゼーションそのものに対する疑念の増大が、金融資本に対する反感の強いナポピュリズムやナショナリズムの台頭とも結びついており、国際協力を通じて問題解決を図る政治的土壌が痩せてきたことである。グローバリゼーションの巻き戻しが世界の分断と対立につながらないことが肝要で、理想は第二次ブレトンウッズのような形での世界的な合意形成である。バイデン大統領の登場によって米国の対中戦略は多少変更されるかもしれないが、米国では民主党、共和党を問わず対中警戒感が強い一方で、中国においても大国としての地位確立の欲求は強く、抜本的なシステムの再構築への合意は難しいかもしれない。反面、希望があるとすれば、戦前と違い IMF や BIS など、世界のすべての国が参加する国際通貨金融面での協力のためのフォーラムが制度化されていることである。これらのフォーラムを活用し、グローバリゼーションの縮小がうまくマネージ出来ることを期待したい。