

Fukino Project
Discussion Paper Series

No.021

「国際金融危機下で進展する東アジアにおける金融協力体制」

Yili ZHANG

School of Finance and Statistics, East China Normal University

October 2010



Hitotsubashi University Research Project of Policies for East Asia

Hitotsubashi University

2-1 Naka, Kunitachi, Tokyo, 186-8601 Japan

国際金融危機下で進展する東アジアにおける金融協力体制

華東師範大学 張 伊麗

『要約』東アジアにおける域内金融協力の進展は、通貨危機の再発防止や高い経済成長の実現に資するとともに、アジア地域の資本フローにも大きな影響を及ぼすものであり、その推進はきわめて重要な課題である。サブプライム住宅ローン問題を契機とした金融混乱が世界的な金融危機へと発展していく過程で、アジア域内の金融協力などの地域協力を強化する動きが活発になっている。本稿では、2008年国際金融危機下で、1990年代後半のアジア通貨危機の際に提案されたアジア通貨基金(AMF)構想などについて、最近の合意事項を踏まえた上で、再び東アジア域内の金融協力の強化および今後の課題を論ずる。

キーワード: 国際金融危機、東アジア、金融協力、通貨協力、

97~98年のアジア通貨危機以降、日本を中心として、「アジア通貨基金(AMF)構想」は提案された。それは通貨危機の再発防止や高い経済成長の実現に資するために、参加国が資金を拠出しプールする基金を創設することで、外貨準備不足に陥った国を支援するものだ。アジア通貨危機後においては地域金融協力が必要であるという重要な教訓を得ることにより、この10年間に東アジアの地域金融協力がASEAN(アセアン)+3によって進められてきた。

サブプライムローン問題を契機とした金融混乱が世界的な金融危機へと発展していく過程で、アジア域内の金融協力などの地域協力を強化する動きが活発になっている。世界的な金融危機の深刻化に伴い、2009年、東南アジア諸国連合(ASEAN)と日中韓の首脳会議、さらにインド、オーストラリア、ニュージーランドなどを加えた16カ国による東アジア首脳サミットなど一連の国際会議が開かれ、域内の金融協力についての議論がなされた。これは、国際金融危機後、金融危機が地域内で伝染しやすい傾向があることから、地域金融協力の推進に好意的な見解をとる論者が多くなった。

1、東アジアにおける金融協力の経緯と現状

1997年以降、アジア通貨危機を契機として、東アジアの域内金融協力が進展している。その目的は、域内の金融システムを強固なものとし、通貨危機の再発を防止するとともに高い経済成長を実現することにある。その内容としては①各国および域内の金融システムの強化、②緊急時の流動性支援体制の整備、③為替制度の見直しおよび域内政策協調に向けての検討、d. 政策対話と相互監視の強化などがある。

金融協力を強化することを契機として、アジア通貨基金(AMF)構想は提案された。AMF設立のメリットとしては、①融資限度額があるためにIMFだけの資金では新興国の通貨危機に対処できないこと、②あらかじめ資金をプールしておくことで投機に対して抑止的効

力をもつという期待、③もし危機が発生したときには迅速に融資を実行できることなどが考えられていた。アメリカの反対などのために、AMF 構想は実現に至らなかったが、地域金融協力の必要性について、東アジア諸国におけるコンセンサスづくりには有効であり、これを契機に、様々な議論が行われるようになった。

1-1、チェンマイ・イニシアティブから外貨準備のプールまで

20 世紀 90 年代後半の後、各国の合意まで至ったもので現在も形として残っているものとして、2000 年 5 月、タイ・チェンマイにおける ASEAN+3（日中韓）財務相会議において、危機時に短期流動性を供与することが合意されて、チェンマイ・イニシアティブ (CMI) が出された。2006 年 5 月の第 9 回 ASEAN+3 財務相会議では、CMI の強化のための見直し作業を完了するとともに、地域における流動性支援のための、より発展した枠組み（「CMI のマルチ化」もしくは「ポスト CMI」）に向けて、可能な選択肢を検討する観点から、新たな検討部会（タスク・フォース）を設置することに合意した。同部会での検討を受け、2007 年 5 月の日本における第 10 回 ASEAN+3 財務相会議では、CMI のマルチ化について、段階的なアプローチを踏みながら、一本の契約の下で、各国が運用を自ら行う形で外貨準備をプールすることで原則的に合意した。外貨準備のプールは、通貨スワップ取り決めに実体をあたえるという意味で、より進んだ地域金融協力である。

2008 年の米国発の金融危機後、長期的なアジア諸国共通の利益を考慮するために、金融危機への協調体制、東アジアにおける協力の推進に関する一連の首脳会議が開催された。2008 年 10 月、ASEAN+3（日中韓）財務相会議において、東アジア諸国が構築中の外貨準備プールに 800 億ドルを出資することになっている。2009 年には ASEAN+3 財務相会議により、構築中の同プールの規模が 50%引き上げられて 1200 億ドルに拡大されて、同プールへの出資比率は、中日韓 3 カ国が 80%、ASEAN10 カ国が 20%で、香港を含む中国は 32%、日本は 32%、韓国は 16%を出資することになっている。さらに、CMI のマルチ化 (CMIM) が 2009 年末までに機能させることで合意されたことにより、今後 CMI における独自の経済サーベイランスの実現が不可欠となり、アジア域内の金融協力の強化（1997 年のアジア通貨基金 (AMF) 構想の精神にかなうもの）が進むことが予想される。

1-2、アジア債券市場とアジア・ボンド・ファンド

アジア通貨危機のような事態の再発を防止するためには、アジアにおいて債券市場を育成することにより、アジアの高い貯蓄率を域内の経済発展に必要な長期の投資に結びつけることも、また重要である。2002 年 12 月の ASEAN+3 非公式セッションにおいて、日本は、「アジア債券市場育成イニシアティブ」を提案し、2003 年 8 月の第 6 回 ASEAN+3 財務相会議で各国財務大臣の合意を得て、これまでに数多くの検討課題に精力的に取り組んできた。アジアの債券市場育成に向けた中央銀行間協力の一環として、2003 年 6 月の東アジ

ア・オセアニア中央銀行役員会議（EMEAP）において、メンバー各国・地域中央銀行による「アジア・ボンド・ファンド」の創設が発表された。具体的には、メンバーである中央銀行が、外貨資産の一部を、東アジア 8 ヶ国・地域（中国、香港、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ）のドル建て国債及び政府系企業債で構成されるファンドで合同運用するものである。発足時点での規模は約 10 億米ドルである。2004 年 4 月の EMEAP プレス・ステートメントによれば、今後は第 2 段階（ABF2）として（a）アジア債券インデックス・ファンド（PAIF）と、（b）ファンド・オブ・ファンズ（FoBF）の 2 つの枠組みによる各国の現地通貨建て債権の購入について、検討を進めている。

これまでの取組みにより、日韓両国政府の協力の下での国際的な債券担保証券（CB0）の発行、タイ、マレーシア、インドネシアにおける日本の国際協力銀行（JBIC）や日本貿易保険（NEXI）による信用補完を通じた日系現地合弁企業による起債、マレーシアやタイ、中国、フィリピンにおける、JBIC や世界銀行、アジア開発銀行（ADB）、国際金融公社（IFC）による現地通貨建て債券の発行、アジア・ボンド・オンライン（ABO）による債券市場や、ABMI の進展に係る情報発信など、具体的な成果が現れてきている。また、2007 年 5 月の第 10 回 ASEAN+3 財務相会議では、インフラ整備資金の調達に資する新たな債券の開発、貸付債権等の証券化の一層の促進に関する新たな検討を行なうことが承認された。

中長期の資本調達を行いうる域内の債券市場を積極的に育成することによって、効率的な長期資金供給メカニズムを整備することは、アジア域内の資本取引における米ドルへの過度の依存を減らすという意味があり、やはり ASEAN+3 における 1 つの大きな政策課題となっている。今後の東アジアにおける望ましい通貨制度を検討する場合、あくまでドル基軸体制を前提にするのか、ドルとはある程度距離を置いたスキームを構築しようとするのかは、明確に区別して考える必要がある。CMI は、基本的には介入通貨たる米ドルの相互融通メカニズムであるという意味で、あくまでもドル基軸制を前提とした政策措置である。しかしながら、今後東アジアの域内貿易における取引通貨として域内通貨のシェアが増大し、その結果米ドルとではなくアジア通貨間の変動幅を縮小することへの政策的な必要性が高まっていけば、CMI がそのための介入通貨の相互融通メカニズムに発展する可能性は否定し得ない。通貨制度としての共通通貨バスケット制と、それを支えるマクロ政策協調のためのサーベイランスメカニズム、そして CMI という 3 つの要素がそろえば、東アジアにおける金融、通貨協力を今以上に深化する政策的環境が整うことになるといえよう。

2、東アジアにおける金融協力への遠い道のり

今回の世界的な金融危機のなかで、アジアの金融機関の直接の損失は比較的軽微にとどまった。しかし、金融危機による資産価格の変動、实体经济の収縮は、一部の金融機関に損失を与えた。また、欧米の金融機関や投資家の動きが発端となった資本移動により、アジア域内の通貨も大きく変動した。国際金融危機の発生以降、先進国経済が低迷を続ける

一方で中国やインドなどを中心とした途上国が高成長を回復して、経済成長を維持するために、東アジア諸国が各国の関係を緊密にする必要があるという認識が高まり、地域経済協力とともに、域内金融協力の意義も高まってきた。

リーマンショックが起こった2008年9月以降、東アジア通貨の二極分化が鮮明となっている。強い通貨のグループ（日本円、中国元、タイバーツ、シンガポールドル）と弱い通貨のグループ（その他東アジア通貨）の乖離は依然として縮まっていない。このようなアジア通貨間での為替変動が实体经济に与える影響は少なくない。たとえば、アジア通貨間のなかでも最も変動の激しい日本円対韓国ウォン相場は、2007年半ばにはAMU乖離指標の差で見ると30%以上ウォン高であったのが2008年以降急落し、2009年8月時点でもほぼ20%円高で推移している。この結果、韓国の主要な電気・電子産業は2009年4-6月期には国際金融危機以前の水準まで業績が回復しており、依然として業績不振が続く日本メーカーに圧倒的な差をつけている。

したがって、まず、東アジア諸国では、域内貿易比率が高まるにつれて、為替政策等を協調する意義が高まっている。その実現に向けては、現在、チェンマイ・イニシアティブのマルチ化という形で進められている緊急時の流動性支援体制の整備が不可欠であるとともに、今後予想される中国の為替制度の変更が影響を与えることとなろう。現在のドル・ペッグ制は、人民元の国際化を望む中国にとって永久に継続できるものではない。制度変更の際には、根強い切り上げ期待への対処も大きな課題となる。

次に、域内の金融システム整備も重要である。各国の国際収支不均衡を是正する方法としては、為替政策以外にも、金融・資本市場を整備して国内の貯蓄を投資に向かわせる、機関投資家を育成して対外投資を増やす、などの方法が考えられる。特に、内需拡大の方策の一つとして域内のインフラ整備が注目されており、その資金調達手段を整備することが求められている。ASEAN経済共同体の構築に向けた動きの一環として、2009年4月にASEAN資本市場統合実施計画が正式決定された。これは、ASEAN諸国の証券取引所における域内クロスボーダー取引を増やすべく、市場インフラの調和を図ることを目的としたものである。一方、ASEAN+3諸国の債券市場に関しては、アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）が継続されている。また、域内における清算・決済システムの統合、国際債券市場（プロ向け私募債市場）の設立、MTN（MediumTermNote）の発行拡大などに関しても、実現を目指す議論がかなり進んでいる。

東アジア域内の債券・株式市場の整備は、経済統合と広域インフラ整備の推進によって域内の貿易・投資を活性化する上で、不可欠である。債券市場の育成については、これまでもASEAN+3財務相会合によるアジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）、東アジア・オセアニア中央銀行役員会議（EMEAP）によるアジア・ボンド・ファンド、アジア太平洋経済協力（APEC）による取り組み等で進められてきたが、域内の民間企業の資金調達のニーズに応えるにはまだ十分ではない。また、株式市場においても、先の金融危機後に、株

式時価総額、株式売買高、新規の株式公開が急減するなどの脆弱性がみられたところである。

そこで、域内の長期資金需要に対して、資金調達を米ドル等外貨建ての短期借りに依存する現状を解消し、域内企業が直接、現地通貨建てで長期資金を調達するなどの幅広い財務手段を提供できる、多様な機能を備えたバランスある債券・株式市場の実現が必要となっている。さらに、域内の物流関連をはじめとする広域インフラ整備や大型プロジェクトを進めていく上で、パブリック・プライベート・パートナーシップ（PPP）等を通じた官民資金の効果的な連携も必要である。その一環として、域内債券市場の整備が重ねて求められている。また、アジア各国の貯蓄を活用するための、官民連携によるインフラ・ファンドの創設や、政府機関による現地通貨建ての投融资等が必要である。今後は、協力のモメンタムを維持するとともに、各国市場・制度の構築を推進することなどが求められよう。

3、今後東アジア金融協力体制に向けての課題

アジア通貨危機後においては地域金融協力が必要であるという重要な教訓を得ることにより、この 10 年間に東アジアの地域金融協力が ASEAN+3 によって進められてきた。アジア通貨基金（AMF）構想が考案された当時、IMF との機能・組織重複が各国で混乱を招くため、AMF は必要ないとされてきた。しかし、現状では、IMF はグローバル化の進展の中で、全世界を均等に管理することは不可能となってきた。そこで、国際的な危機管理に関しては IMF が主導権を持って対応し、AMF は状況に応じてサポートに付き、アジア域内の危機管理に関しては AMF が主導権を握って対応し、AMF が対応に苦しむ場合や失敗した場合は IMF がそのサポートにまわるのである。このように、国際的な対応をする IMF とアジアに拠点を置く AMF とで代替的役割と補完的役割をバランスよく組み合わせることで、今後の危機に対して強力な新体制を築くことができるのである。

アジア域内の金融協力が有効に機能するためには、CMI における IMF リンクなど運用面での改善を図るとともに、CMI 拡充の際に具体的な資金負担の問題など各国間の利害対立をいかに調整できるかがポイントとなろう。いずれの国も、自国の資金負担をできるだけ抑えつつ、有事の際に引き出せる支援額は大きく、等々、自国に有利な条件で議論を誘導したいという思惑があり、調整の難航が予想される。他方、域内協力における主導権を巡る駆け引きが活発化するなか、中国と日本はいかにして協力しつつ、重要な役割を演じるかが一つの重要な問題である。

アジア域内金融協力のもう一つの課題は、域内の貿易・投資を活性化する上で前提となる域内通貨の安定である。そのためには、チェンマイ・イニシアティブの充実が重要である。同時に、通貨安定のために市場がヘッジ手段を提供する必要がある、両者は密接不可分であることに留意しなければならない。

東アジア金融協力の最終段階は、経済の高度な統合、緊密な政策連携、政治的合意を土

台とする、東アジア通貨同盟あるいは東アジア通貨圏を設立されるということである。しかし、当面の協力の形からみれば、東アジア諸国が最終段階に到達までの道のりは非常に遠いである。チェンマイ・イニシアチブの発足により、東アジアの金融協力がよいスタートを切ったのは確かであり、アジア通貨基金の提案は、東アジア金融協力を進める上で、より確かな市場の基礎となる。しかし、歴史や文化、宗教、政治体制、経済体制の違いなど、一連の阻害要因が依然として存在する。これらの要素は、今後協力の度合いが深まるにつれ、より鮮明になるだろう。

また、根本的な障害として、東アジア地域には現在、リーダーシップを取る国がない上に、政治的利益が共有されていない。東アジア地域には、米州における米国のようなリーダーシップや、欧州における独仏のような対等協力型の国家同盟が存在してしない。このほか、共通の政治的合意や妥協を行えるかどうか、東アジアにおいて金融協力に関する長期目標が実現するかどうかのカギとなる。欧州統合の真の推進力は、共通の政治的利益であった。実際、欧州における経済統合のきっかけは、政治的統合のニーズであったと言える。一方、東アジア地域の状況は異なり、協力の動機は、主として金融危機のショックから生まれており、危機の伝播の防止や対応という共通の経済的利益がその発端となっている。東アジア諸国において、金融協力、通貨協力が進展していった段階では、シニョレージの所在等の新たな課題に直面した場合でも、共有のコンセンサスを持てるかどうかが決定的な要素となる。このため、東アジア諸国が実際に政治的合意に達するかどうか、東アジア金融協力の更なる発展を左右するカギとなるだろう。

参考文献

- 1、Ogawa, Eiji and Junko Shimizu (2005) "A Deviation Measurement for Coordinated Exchange Rate Policies in East Asia," RIETI Discussion Paper Series, 05-E-017.
- 2、平川均、石川幸一、小原篤次、小林尚朗、『東アジアのグローバル化と地域統合』ミネルヴァ書房 2007年
- 3、大西義久著 『アジア共通通貨—実現への道しるべ』 蒼蒼社 2005年
- 4、田中素香・金明浩（2003）「東アジアにおける通貨バスケットによる為替レートの安定性」研究年報『経済学』（東北大学）第 65 巻 第 1 号
- 5、何慧剛：东亚区域货币合作的模式和路径选择[J]. 经济与管理研究, 2007(7).
- 6、洪林：东亚货币合作—基于最优货币区理论的分析[J]. 世界经济研究, 2007(4).