



HITOTSUBASHI UNIVERSITY

サブテーマ3 「21世紀東アジアの国際経済ガ ヴァナンスー経済統合と市場秩序」

小川英治(商学研究科)
奥田英信(経済学研究科)

サブテーマ3の主要課題

- 東アジアにおける経済統合・金融統合及び（将来に向けての）通貨統合を考察の対象として、民間部門ベースで進んできているものと政府間レベルで進んでいるものとの間でどのように協調しながら進めていくべきかを考察する。

サブテーマ3の主要問題

- これらの問題に関連して、東アジアにとっての2つの大きな問題に焦点を当てる。
 - (1) 経済統合と通貨統合:

自由貿易協定FTAで代表される経済統合及びチェンマイ・イニシアティブCMIに代表される地域通貨協力の今後の進展がその考察の対象となる。将来のアジアにおける通貨統合をにらんだアジア通貨単位の導入の可能性を検討する。
 - (2) アジア債券市場の整備と金融市場:

グローバル化を背景として、東アジア諸国の金融環境は大きく変化してきた。今後重要性を増すと見られている債券市場について、本邦金融機関が果たせる役割を念頭に置きつつ、理論的・実証的な検討を行う。



(1) 経済統合と通貨統合

- 経済統合：政府間レベルでは、関税撤廃を目的とした自由貿易協定FTAが展開。一方、企業レベルでは、対外直接投資FDIによって、生産ネットワークが確立。
⇒FTAのスパゲティ・ボウル状態から脱出の必要性。FTAから域内貿易協定RTA、関税同盟、単一市場へ。
- 通貨統合：政府間レベルでは、CMIの下での通貨危機管理のための通貨スワップ協定と通貨危機予防のためのサーベイランス（相互監視）が構築。一方、企業レベルでは、域内生産ネットワークの確立により、域内通貨間の為替相場の安定性が重要。
⇒域内為替相場の不安定性の除去の必要性。アジア共通通貨単位及びアジア通貨単位からの乖離指標を創造し、それを利用した域内為替相場の安定化。アジア共通通貨単位からアジア共通通貨への段階的アプローチの検討。

アジア共通通貨単位としてのAMU

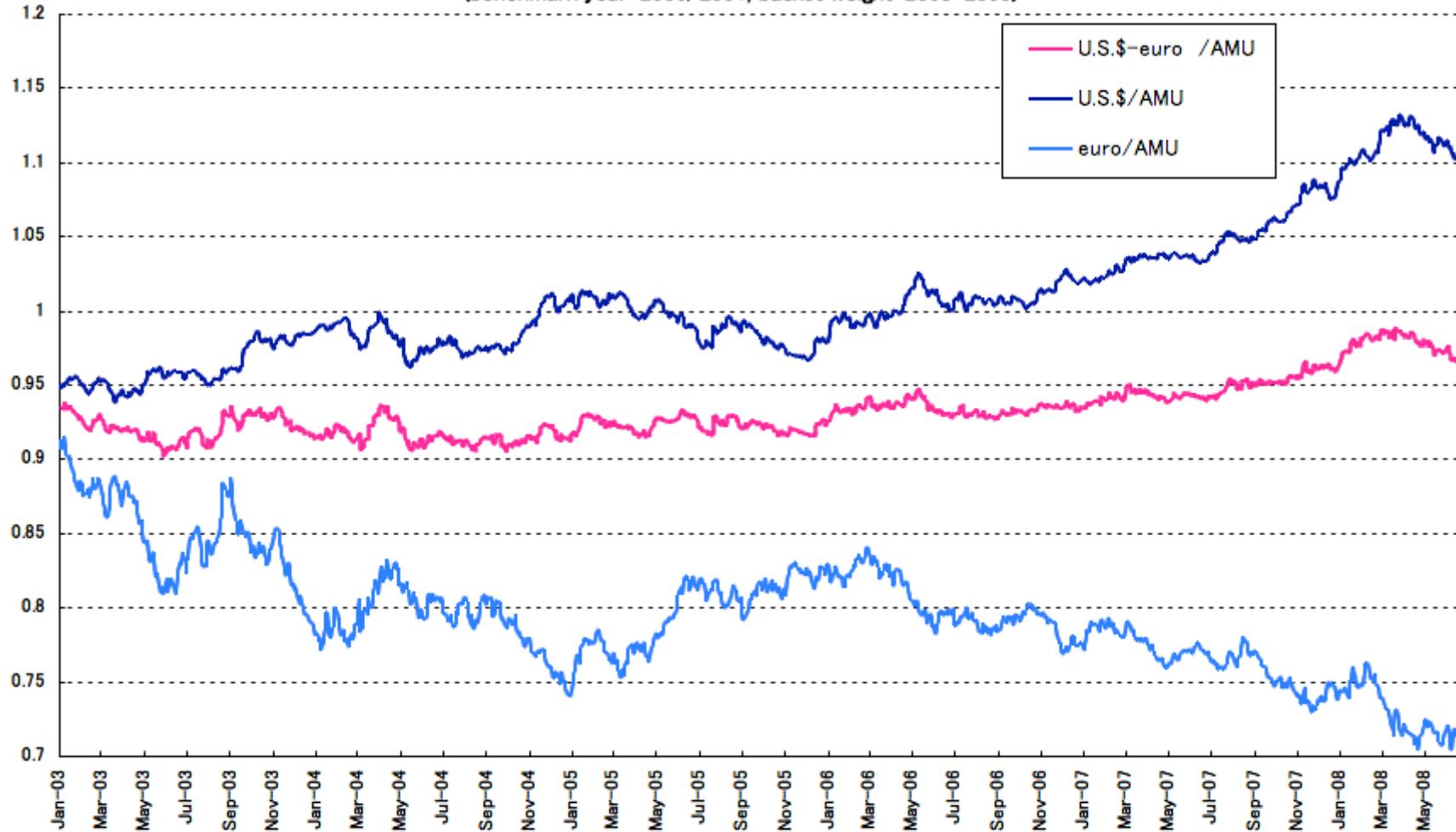
- アジア共通通貨単位Asian Monetary Unit (AMU)の創造(一橋大学COE(小川担当)・RIETIとの共同プロジェクト)
<http://www.rieti.go.jp/users/amu/index.html>
- アジア共通通貨単位: アジア通貨の加重平均⇒各国通貨のウェイトが問題(AMUにおいては、PPPベースのGDPと貿易のシェアの単純平均)
- 乖離指標: 基準時からの各国通貨の過大評価・過小評価⇒基準時の決定が問題(AMUにおいては、貿易収支不均衡が最小だった2000-2001年)



域外通貨に対するAMUの価値変動

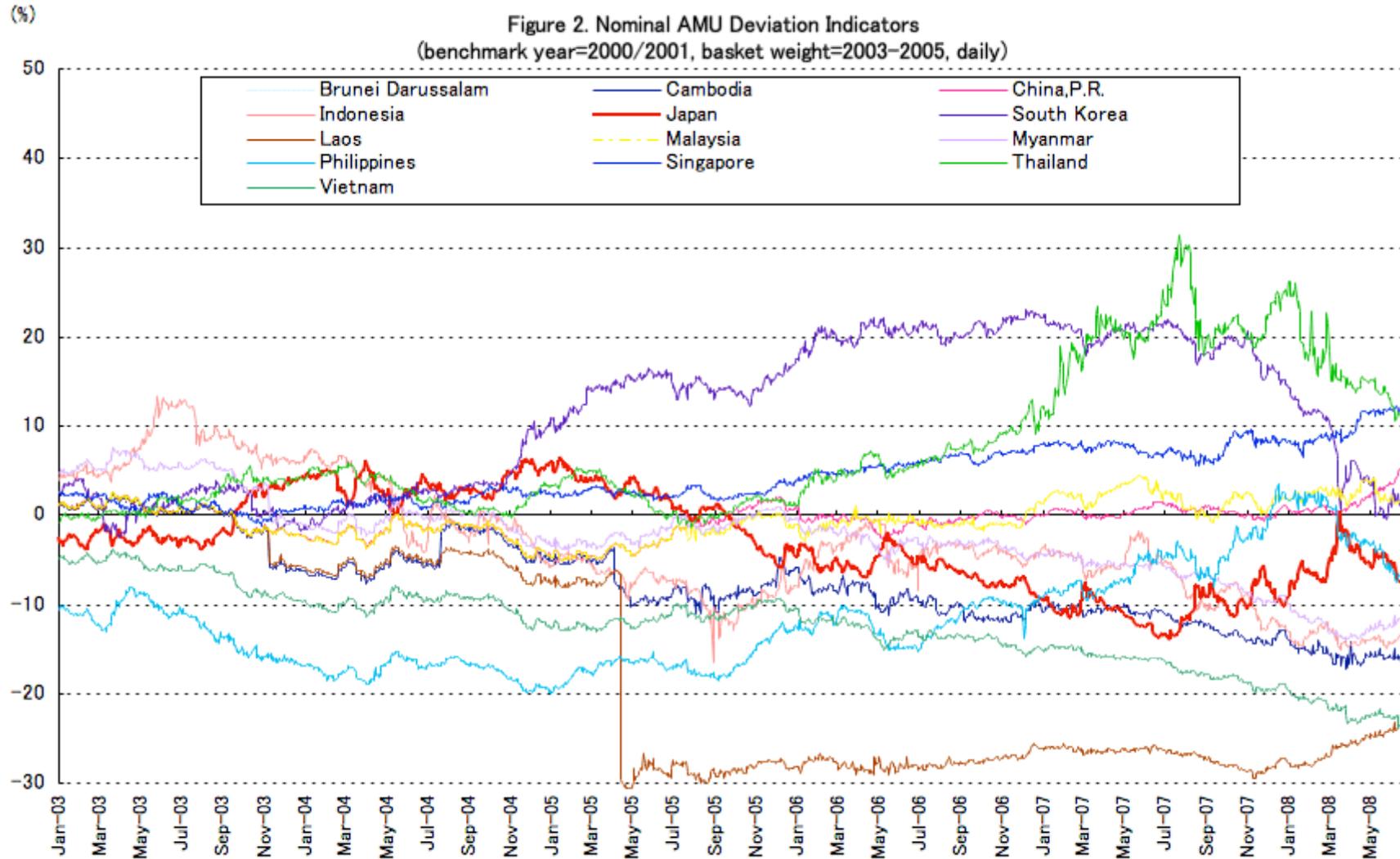
US\$-euro/AMU

Figure 1. AMU in terms of the US\$-euro
(benchmark year=2000/2001, basket weight=2003-2005)





AMU乖離指標による域内通貨の変動



AMU・AMU乖離指標とサーベイランス

- 通貨危機管理のための通貨スワップ協定の強化(二国間協定から多国間協定へ)が進んでいる。一方、通貨危機予防のためのサーベイランスの強化は足踏み状態。⇒為替相場に対するサーベイランス
- 為替相場サーベイランスのために、AMU・AMU乖離指標を創造し、利用すべき。
- それを実現するための研究を進める。

アジア共通通貨単位からアジア共通通貨へ

- 段階的アプローチ
 - ①アジア通貨共通単位によるサーベイランス
 - ②アジア共通通貨単位による許容変動幅の設定と協調介入
 - ③アジア共通通貨単位の公的利用（公的決済通貨）
 - ④アジア共通通貨単位の民間利用（民間決済通貨）
 - ⑤アジア共通通貨の導入（EUでは、ECUからeuroまで20年）

(2)アジア債券市場の整備と金融市場

➤ アジア危機の背景

短期の海外借入(銀行借入)に依存

資金仲介チャンネルが銀行に偏重

銀行のリスク管理能力の低さ

➤ 証券市場の整備・育成

長期資金を、**国内(域内)**から、**銀行以外**のチャンネルで、調達する手段として証券市場の育成が重視されるようになった。



債券市場・証券市場の拡大

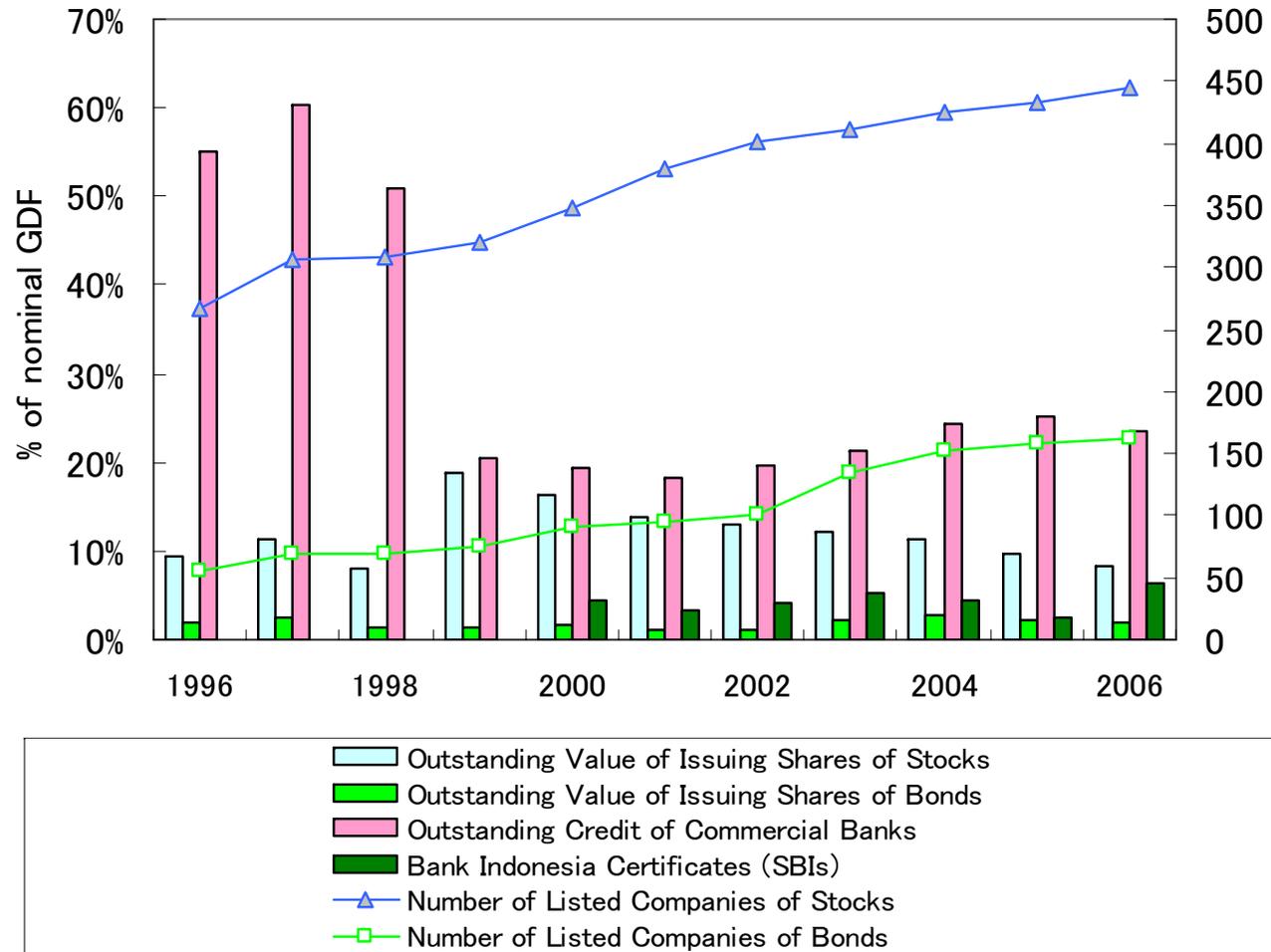
- **国公債の急増**で、アジア危機後に債券市場の規模は拡大。民間企業も銀行借入の代替手段として、社債発行を増加。
- 国際的な債券市場育成策として、①アジア債券市場育成イニシアティブ (**ABMI**)、②アジア債券ファンド (**ABF**) プロジェクト、が実施中

(as of the end of 1996 and 2006: % of GDP)

	Bank Credits	Government Bonds	Corporate Bonds	Financial Insts. Bonds	Total
インドネシア	54.1 ⇒ 50.5	1.1 ⇒ 21.9	1.1 ⇒ 1.5	1.3 ⇒ 1.1	3.5 ⇒ 24.6
フィリピン	67.7 ⇒ 47.3	33.3 ⇒ 40.6	0.1 ⇒ 0.1	0.0 ⇒ 0.2	33.4 ⇒ 40.9
マレーシア	111.0 ⇒ 134.5	29.9 ⇒ 42.4	23.3 ⇒ 39.3	19.3 ⇒ 22.1	72.6 ⇒ 103.8
タイ	99.6 ⇒ 117.1	0.4 ⇒ 25.0	8.8 ⇒ 16.7	1.0 ⇒ 12.5	10.3 ⇒ 54.1

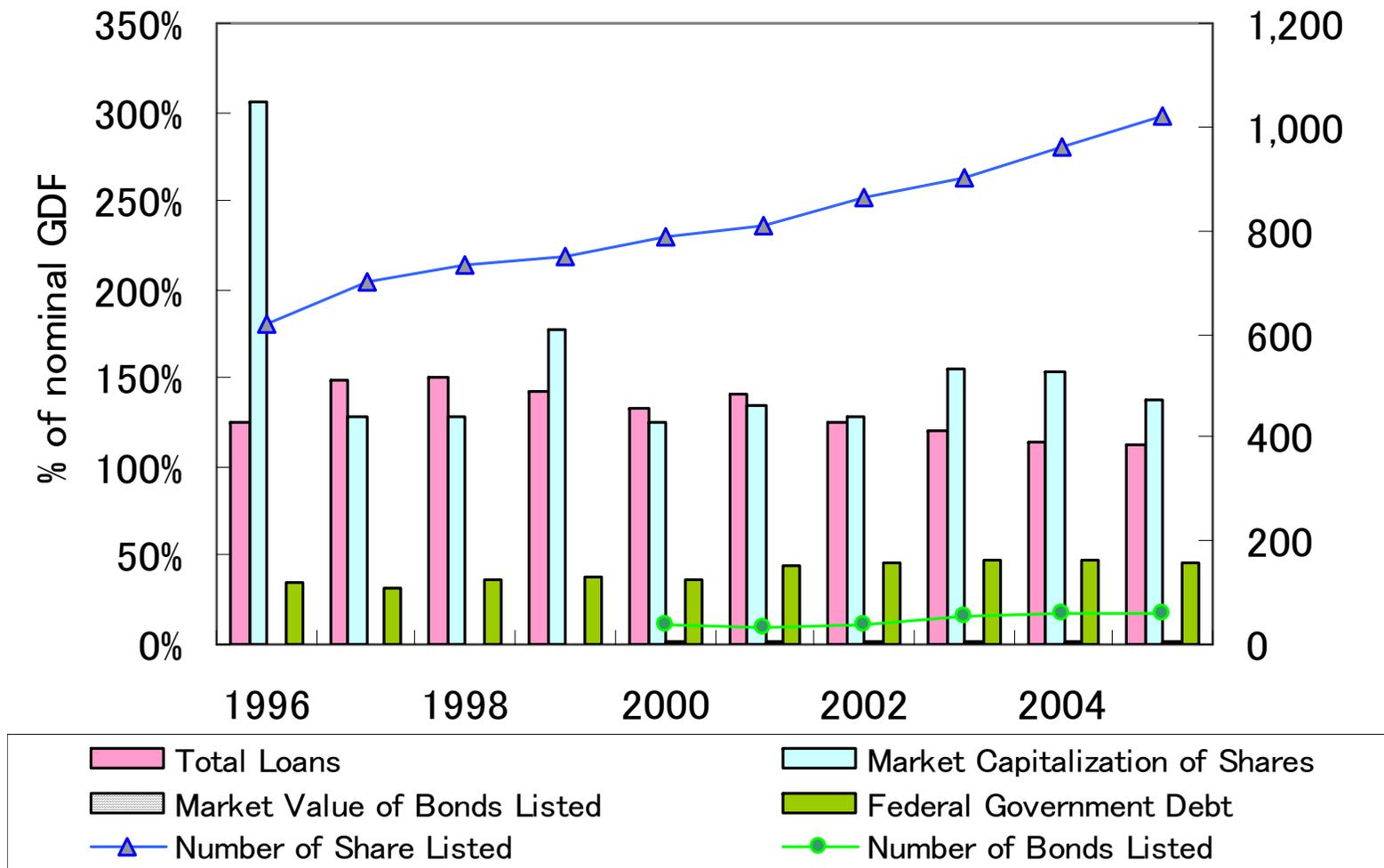


インドネシア：資本市場規模と商業銀行与信残高



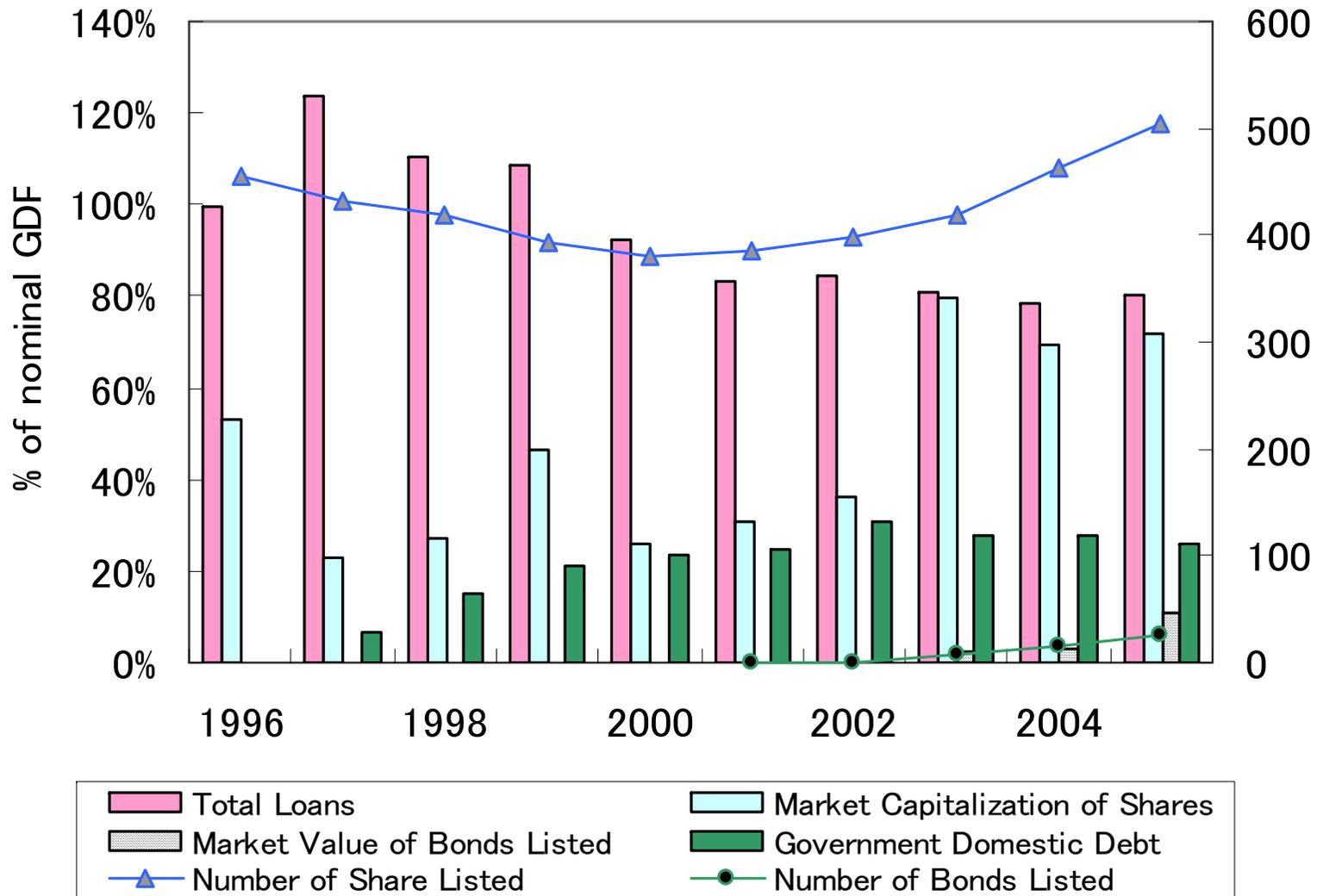


マレーシア：資本市場規模と商業銀行融資残高





タイ：資本市場規模と商業銀行融資残高





債券市場・証券市場の現状

- 依然として小規模。その大半は、国公債市場。**社債市場**は発展が遅れている。
- 社債（長期性＋債務性＋市場性）に対する**発行体の需要**は必ずしも大きくない。
- 途上国**民間企業**の債券発行は、為替リスク処理、カントリーリスクの評価、格付制度の信頼性など、問題山積（ABMI・ABF）。
- 海外（国際標準）と比較して、**地場の証券会社・機関投資家・格付機関**は、見劣りする。



債券市場の発展要因

- 現地通貨建資金を必要とする外資系企業に、現地での**社債発行ニーズ**が発生。
- 銀行にとって証券市場のリスク負担が期待される（**バーゼルIIの導入**）。
- 所得水準の上昇に伴い、保険会社など**機関投資家**が成長期に入る。
- 銀行の情報生産能力を活用した「**市場型間接金融**」。銀行保証の利用、銀行貸出債権の証券化など。



本邦金融機関とアジア債券市場

- 日本経済の少子高齢化・成熟化により、**海外の市場・資産運用**が重要に。
- 日系企業が生産ネットワークを張り巡らした**東南アジアでの優位性**。
- 現地経済の向上と経済制度の国際標準化により、**金融サービスの市場が拡大**。
- その他、イスラム金融の動向、欧米金融機関との提携など。



アジア債券市場へのアプローチ

➤ 研究領域

企業、証券会社・銀行の行動特性を分析
⇒ 問題点の発見・政策提言。

➤ 企業の資金調達行動

外資系(日系)・地場・BG系・等の特性

➤ 証券会社・銀行・格付機関の行動

地場・外資系(日系)会社・機関の特性