

# 金融危機からみたアジアの経済<sup>1</sup>

---

## アジア通貨危機再発防止に向けて

慶應義塾大学商学部

渡部和孝研究会 国際金融 A

2007年12月

赤井哲平 亀井翼 塚田伸明 藤田絢文 田中允丈

谷脇達也 河原木翔太 永田守 島崎僚 岩月弘樹

---

<sup>1</sup>本稿は、2007年12月1日、2日に開催される、ISFJ日本政策学生会議「政策フォーラム2007」のために作成したものである。本稿の作成にあたっては、渡部教授（慶應義塾大学）をはじめ、多くの方々から有益且つ熱心なコメントを頂戴した。ここに記して感謝の意を表したい。しかしながら、本稿にあり得る誤り、主張の一切の責任はいうまでもなく筆者たち個人に帰するものである。

## 要約

90年代後半に発生したタイ通貨危機は東アジア全域の経済に深刻な悪影響を与えた。タイ通貨危機の発生に関係がある要因としては、ファンダメンタルズの状態、投機に参加する投資家の数、政府の投機攻撃への対応、投機家の期待というものが挙げられる。タイ通貨危機が発生した経緯としては、まず、市場のパーツの切り下げ期待を一致させる金融機関の倒産や輸出成長率の減速などのネガティブなニュースが発生し、将来的なファンダメンタルズの悪化予測が投機家の間で決定的となり、投機攻撃が通貨切り下げを実現するがごとく発生した。投機攻撃の発生は、タイ経済の不安定さをさらに市場に知らしめることとなり、更なる投機攻撃を呼び込んだ。また、投機攻撃に対する高金利政策により経済の悪化も予想され、さらにパーツの切り下げ期待が高まり、また投機攻撃が発生するというスパイラルに陥った。つまるところ、タイの通貨危機は、投機攻撃 防衛 ファンダメンタルズの悪化予想 切り下げ期待 投機攻撃というスパイラルに加え、タイ国内においてのドル確保のためのパーツ売り圧力も加わり、巨額の資本が流出して自己実現的に発生したといえる。そして後にこの通貨危機はマレーシアやインドネシアなどの東アジア全域へと伝播し、アジアのみならず世界中をも大混乱に陥れた。

現在の日本は一通りの不良債権処理を終えて莫大な外貨準備高を持っているため、今後の日本で通貨危機が起こることは考えられないだろう。しかし、アジアで再び通貨危機が起こりうるのかを想定してみると旧社会主義国や金融システムがしっかりしていない国では移動外貨の流出から通貨危機の再発が考えられる。一方、アジア通貨危機の教訓からチェンマイイニシアティブやアジア債券ファンドという金融管理の案が考案され、東アジアの地域金融協力を軸に再発防止に向けての対策が進められてきた。

ではアジアで通貨危機が発生した時に日本にはどういった影響があるのかを考えてみる。日本は地域別でみると最もアジア地域と貿易をおこなっており、多くの企業がアジア地域に進出し、現地日系子会社を設立し生産活動をおこなっている。また、日本の銀行(邦銀)もアジアで事業活動を展開しており、今後拡大傾向にある。アジアで通貨危機が発生した時に日本に与える影響としては、貿易面では輸出の減少、輸入の増加により貿易収支が悪化することが考えられる。これは通貨危機によってアジア諸国の通貨切り下げが行われるので相対的に円高となるためである。また、現地日系企業では現地やアジア域内での販売率が高いことから業績悪化する可能性が高い。現地日系企業の収益悪化は日本本社企業の直接投資収益の減少、現地日系企業支援のための直接投資により、日本本社企業の国内の資金が低迷することが考えられる。邦銀はアジア向け債権で不良債権が増加し、国内では貸し渋りが増加するかもしれない。

以上のことからわかるように、日本とアジアの関係は今でも非常に深く、今後アジア経済の更なる発展によりますますその深度を深めていくものと思われるので、アジア通貨危機によって日本に波及する影響は非常に大きいものであると考えられる。よって日本にとっても通貨危機発生防止策を考えていくことは重要な課題である。

そこで我々は現状分析として、アジア通貨危機の発生モデル(クルーグマン 1997)を用いた。このモデルでは、アジアでは企業の銀行依存度が高いうえ、銀行の外貨建て借入比率が高いことに注目している。何らかの理由で資本流出が起こると、為替下落が起こる。外貨建て債務の多い銀行はBSが悪化するため金融システムへの不安が広がる。そして資本

流出が加速され、さらに為替下落を招く。これらが繰り返して発生することにより通貨危機が発生するというものである。

更に我々は欧州機構の誕生から共通通貨(ユーロ)導入において検証した。欧州では 1920 年代からおよそ 80 年以上かけて欧州機構を作り上げて、1999 年に共通通貨(ユーロ)を施行した。単一通貨にすることによって、域内諸国の金融・資本市場が統合され、金融商品の供給が増加し資本調達コストや為替リスクを消滅させ、共通通貨圏内の貿易と投資を活性化させる。一方で金融政策や為替政策が共通化されたことによって、各国での経済の調整ができなくなるので経済ショックに対応できなくなるというデメリットが生じる。そのデメリットを解決するために最適通貨圏の理論が考えられる。

そこで、欧州と東アジアを比べてみると、共通点もあるが相違点の方が多く見受けられる事がわかった。欧州に比べ東アジアは、全体的に GDP が低い国が多い上、各国による経済格差が大きい。また、各国の政治状況は大きく異なり民主化が遅れている国が多く、国際関係も戦中の出来事により複雑、かつ共同体意識も乏しい。一方で、欧州が EU として統合を目指し始めた時と同じように現在の東アジアでは、世界的な流れに遅れることなく域内貿易を活性化させることが求められている点は欧州と類似しているといえる。

アジア域内に目を向けてみると、全体的にこの数年は好調に経済成長が続いている。実質 GDP の成長率に着目すると、特に、BRICs のひとつとして数えられる中国やインドの躍進がある。アジア域内全体的なこの成長は、国際貿易の活発化によるところが大きい。特にアジア域内での取引が増えている。アジア域内での取引活発化に伴い、ETA や FTA と言った、国と国との間の経済連携への動きが目立っている。また、通貨危機を教訓に、チェンマイ・イニシアティブの合意などによる、東アジアでの通貨危機再発を防止する取り極めもなされてきている。さらに通貨危機再発を防ぐ目的からアジア債券市場育成の動きが本格化している。アジア通貨危機の原因の一つに、アジア諸国の企業が設備投資のような長期間に亘る支出を行う際、資金調達の面で海外の金融機関が貸出す外貨建ての短期資金に傾斜していた点が指摘されたからである。アジア諸国の政府と中央銀行が規制緩和やインフラ整備に取り組んだ結果、アジア債券市場は 2003 年から 2005 年の 2 年間で大きく成長したがまだ課題も多い。債券市場育成の最大の意義はアジア域内の豊富な貯蓄を活用することであり、アジア債券市場の育成は長期的な課題と考えることができた。

これらの現状分析を踏まえ、我々はアジア共通通貨をつくるべきであるという政策を提言する。それが実現することによって日本は加工貿易が主要な国であることから、単一通貨になることによって今以上に経済が活性化するメリットが考えられるだろう。しかし、生産要素の移動性、経済格差という課題も存在する。そのようなデメリットについて1つずつ解決案を考えてみた。

# 目次

---

## はじめに アジア通貨危機の振り返りとその後の展望

### 第1章 アジア通貨危機のメカニズム

- 第1節(1.1) タイ通貨危機の発生
- 第2節(1.2) タイ通貨危機のメカニズム
- 第3節(1.3) 通貨危機の伝播 アジア通貨危機へ

### 第2章 アジア通貨危機の再発の可能性

- 第1節(1.1) アジア通貨危機の再発の可能性
- 第2節(1.2) アジア通貨危機の教訓と現在の再発防止案

### 第3章 通貨危機が起こることによる日本のデメリット

- 第1節(1.1) 貿易、現地日系企業、銀行(邦銀)とアジアの現状
- 第2節(1.2) 貿易
- 第3節(1.3) 現地日系企業
- 第4節(1.4) 銀行
- 第5節(1.5) まとめ

### 第4章 現状分析

- 第1節(1.1) アジア通貨危機の状況
- 第2節(1.2) 欧州機構
- 第3節(1.3) 欧州とアジアの相違点

第4節(1.4) 現在のアジアの経済状況

第5章 政策提言

参考文献・データ出典

## はじめに アジア通貨危機の振り返りとその後の展望

---

1997年7月2日、タイが急激な自国通貨バツ売りの流れから、タイ政府は変動相場制への移行を余儀なくされ、結果激しいバツの下落が始まった。奇しくも、その前日は香港が中国に帰還された日であり、当時「奇跡」と呼ばれた毎年10%近い経済成長を誇っていたアジア諸国の更なる発展に大きな期待が寄せられていた。しかし、このバツ切り下げを発端に、マレーシア・インドネシア・韓国・フィリピンでも通貨が次々と売り攻勢にさらされ、変動為替相場の採用と通貨の大幅な下落に至るといふ「伝染」が起こり、東アジア全域の経済に深刻な悪影響を与えた。

さらに、危機は翌年にはロシアやラテンアメリカにも「伝染」し世界中を大混乱に陥れるが、もっとも、99年になると東アジアは再び高成長に転じ、一応の終息をむかえることとなる。その後は、再び日本を含めたアジア諸国は経済停滞に陥り、通貨危機前とは明らかに異なった局面を迎えており、新しい課題に直面している。

本章では、アジア通貨危機の発生の概要を捉えなおし、その通貨危機発生要因を巡る大きく2つの解釈、すなわち、東アジア地域の内的要因と、国際的投機筋等による短期資本流出の外的要因にふれる。そして、危機後のそれに伴う短期資本の取引規制への圧力や、さらには東アジア地域協力への展開に視点を置き、東アジアの現状整理と将来の展望を大まかに捉えていく。そして後の章で、発生のメカニズム、EUROなどの通貨基金のモデル、国際通貨基金(IMF)を取り上げ、それらを参考に新たな政策提言を論じていくという順次になる。

# 第 1 章 アジア通貨危機のメカニズム

---

## 第 1 節 ( 1.1 ) タイ通貨危機の発生

1996 年後半から 97 年前半にかけて、タイ経済の悪化がする様々な出来事が発生した。バブル崩壊にともなう金融業界の弱体化のなか、バンコク商業銀行が破綻に追い込まれ、またノンバンク金融業者の経営悪化も表面化してきたのに加えて、96 年度の輸出の伸びが大幅な減少となり、タイ経済のファンダメンタルズを疑問視する動きが生まれた。投機家はパーツの切り下げを期待し、先物市場で大量のパーツの空売りを行う投機筋の攻撃を受けるようになった。パーツの切り下げで利益を得る空売りポジションを持つことは、当時の状況としてはリスクの低い合理的判断に基づくものであったといえるのではないだろうか。その根拠としては、パーツのドルペッグ制により投機が失敗した場合でも損は調達資金の金利負担だけであること。そして、タイ経済は悪化傾向にあり、変動相場移行後に値上がりする可能性が極めて少ないこと。また、タイの金融市場の自由化により投機目的のパーツの売買が容易であったこと。それから、投機攻撃に対する高金利政策はバブル崩壊後のタイ経済では持続不可能なものである、などの理由が挙げられる。

パーツの固定相場維持のためにタイ金融当局は、ドル売りパーツ買いの市場介入や投機筋へのパーツ売りを禁じる資本規制を導入するなど手段を講じた。またオフショア市場の短期金利を引き上げ、投機家の動きを封じようとしたが、最終的には先物市場でのドル売りパーツ買いにより外貨準備金が枯渇し、97 年 7 月 2 日にパーツは管理フロート制に移行した。その後大幅に下落することとなり、いよいよ通貨危機へと発展していったのである。

## 第 2 節 ( 1.2 ) タイ通貨危機のメカニズム

通貨危機の発生に関係がある要因としては、ファンダメンタルズの状態、投機に参加する投資家の数、政府の投機攻撃への対応、投機家の期待というものが挙げられるが、以上のポイントからタイ通貨危機を考えてみることにする。

通貨危機発生前、タイ経済のファンダメンタルズは、通貨危機が必ず発生するというほどには悪化していなかったと判断できる。例えば財政的にはバランスがとれていたし、外貨準備高も十分であり、またインフレ率も一桁台であった。しかし、バブル崩壊以降に露呈した金融セクターの不健全な経営や実効為替レートの上昇や日本の景気後退などによる輸出の減速、対 GNP 比 8% を超える経常赤字、非生産的分野への過剰投資など将来的な経済悪化の要素を抱え、ファンダメンタルズは決して通貨危機が発生しないと言い切れるほど良好なものではなかったといえる。つまり、当時の経済状態は、通貨危機が発生可能な複数均衡が存在する状態であったといえる。さらに BIBF の開設により投機筋の参入が容易であり、市場の期待の一致により均衡が一気にシフトする状況であった。政府はこのような状況のなかで、変動相場制に移行したときに起こりうる事態と固定相場維持の姿勢を継続していたが、次第に悪化しつつあるファンダメンタルズと固定相場の間の乖離が大きくなっていった。そこに市場のパーツ切り下げ期待を一致させる金融機関の倒産や輸出成

長率の減速などのネガティブなニュースが発生し、将来的なファンダメンタルズの悪化予測が投機家の間で決定的となり、通貨切り下げを実現するがごとく投機攻撃が発生した。投機攻撃の発生は、タイ経済の不安定さをさらに市場に知らしめることとなり、更なる投機攻撃を呼び込んだ。また投機攻撃に対する高金利政策により経済の悪化も予想され、さらにパーツの切り下げ期待が高まり、また投機攻撃が発生するというスパイラルに陥った。

投機攻撃 防衛 ファンダメンタルズの悪化予想 切り下げ期待 投機攻撃というスパイラルに加え、タイ国内においてのドル確保のためのパーツ売り圧力も加わり、巨額の資本が流出し通貨危機が自己実現的に発生したといえるだろう。

### 第3節 (1.3) 通貨危機の伝播 アジア通貨危機へ

タイでの通貨危機がマレーシア、インドネシアへと伝播してアジア通貨危機となったわけだが、その伝播の原因についても考えてみる。第一の原因は、貿易のリンクによる競争的通貨切り下げ、すなわち、ある国の通貨切り下げは、その貿易競争相手国の競争力低下を招くために、相手国通貨に対して投機的な攻撃が発生し、通貨危機に至ったということである。第二の原因としては、通貨危機が発生した国と似ているファンダメンタルズを持つ同地域の国の通貨が投機攻撃を受けるリスクが高くなるということである。第三の原因は、ある国の通貨危機発生により信用収縮が起こり、投資家がパニック的に資本を引き上げるために、ファンダメンタルズとは関係なく、特に同地域を中心に通貨危機が伝播するためである。以上の3つが主な原因として挙げられる。タイの通貨危機がファンダメンタルズの悪化を予想した投機家の合理的判断に基づくのに対し、通貨危機の他国への伝播は、通貨危機が発生した国とのファンダメンタルズの類似性という点だけで確定的な要因とはいえないとともに市場心理のパニック的な要素も加わるため、非合理的な市場の行動によって起こるという側面もあるといえるだろう。



## 第 2 章 アジア通貨危機の再発の可能性

### 第 1 節 ( 1.1 ) アジア通貨危機の再発の可能性

今後日本では通貨危機は起こらないと考えられる。なぜなら日本は不良債権処理が終わり、2007年5月末で9321億5700万ドル(約108兆円)の<sup>2</sup>莫大な外貨準備高を持っているからだ。

しかし日本ではアジア通貨危機の可能性はないにしてもタイや旧社会主義国のような不完全な金融システムを持っている国は欧米系ファンドからの資金(投機資金)の移動外貨資金の流出入などということで通貨危機再発の可能性はありうるだろう。

### 第 2 節 ( 1.2 ) アジア通貨危機の教訓と現在の再発防止案

アジア通貨危機の経験から 国内金融機関のバランスシート上に通貨と満期における 2 重のミスマッチ ドル・ペッグ為替相場政策の採用 アジア通貨危機前に通貨危機防止及び通貨危機管理のための地域通貨協力がアジアに存在しなかったことが原因であった。

そういった再発が起こらないためにも、まず、1997年に日本とASEANが地域金融協力のための具体案とし、アジア通貨基金(AMF)構想を提唱した。しかしAMFがIMFと重複すること。そして、AMFが緩やかな金融支援条件を課すことでモラル・ハザードが誘発されることを理由に、IMFから批判を受けて実現はしなかった。

その後、相互監視(サーバイランス)の強化や東アジア諸国、特に、ASEAN+3の通貨当局が2000年に設立したチェンマイ・イニシアティブにより地域間で通貨危機に直面した際には外貨準備高を融通しあう通貨スワップ取極が結ばれた。

アジア通貨危機後、世界的な通貨危機によってIMFの金融支援条件と矛盾しない限り、IMFは、このような東アジアの地域金融協力を評価するようになった。地域金融協力は、地域に密着したサーバイランスを行ったり、両者に圧力をかけることが可能になるとともに、各国の経済や政治等の事情をよく理解した金融支援条件の策定が可能となるから、地域金融協力はIMFを質的にも補完できると考えられる。

また、上記だけでなく、アジアにおいて債券市場を育成することによって、アジアの高い貯蓄率と域内の経済発展に必要な長期の投資を結びつけることも重要であるので、2002年にわが国は、「アジア債券市場育成イニシアティブ」を提案し、2003年8月に各国の合意を得て、精力的に取り組んできた。アジア債券市場育成イニシアティブは、債券発行主体の拡大・アジア通貨建ての債券の発行を促進することによって、市場に厚みをもたせる一方、債券市場育成のための環境整備を行っていくことを柱にしている。

<sup>2</sup> 2007年5月末 第1位中国 8564億SDR (特別引き出し権、1SDR=1.51286ドル)  
 第2位 日本 5924億SDR  
 第3位 ロシア 2614億SDR  
 第4位 台湾 1761億SDR  
 第5位 韓国 1657億SDR

しかし問題点として、少しずつは拡大していつつも資本流動性の規模は未熟であること。二国間取極のため、危機に際し即座に対応することができないこと。また、サーベイランスシステムが不十分であることなどの欠点がある。

## 第3章 通貨危機が日本にあたえる影響

アジアで通貨危機が発生したとき日本にはどういった影響があるだろうか。本章では通貨危機が日本にあたえる影響を貿易、現地日系企業、銀行の観点から考える。

### 第1節 (1.1) 貿易、現地日系企業、銀行（邦銀）とアジアの現状

今日においてもアジアと日本との結びつきは深い。日本は地域別で見るともっともアジア地域と貿易をしている。2006年のアジア地域への輸出は全体の47%、輸入は全体の44%であり、北アメリカ地域より多い。(図1, 2)

また、多くの企業がアジア地域に進出し、現地日系子会社を設立し生産活動をおこなっている。これは製造業において80年代後半に円高による日本製品の価格競争力低下に対応し低廉な労働力の確保など生産コスト低下を目的とした進出があいついだこと、90年代からは現地の市場にも着目した現地販売を目的とした進出が活発になったことなどが要因である。いまやアジア地区の現地日系企業は北米地区の現地日系企業に並ぶほどの売上高を計上するにいたっている。(図3)

日本の銀行（邦銀）もアジアで事業活動を展開している。戦後、日本企業のアジア進出に軌を一にして邦銀もアジア拠点を拡充し進出した日本企業を金融面から支援した。個人向け銀行業務（リテール・バンキング）には消極的で主に企業向け銀行業務（ホールセール・バンキング）を行っている。90年代にはいと日系企業だけではなく地場企業やインフラ・プロジェクトなどへの貸し出しを伸ばしたが、1997年のアジア通貨危機を契機として縮小した。近年はアジアの中長期的な発展を見据え、再び拡大傾向にある。(図4)

図 1

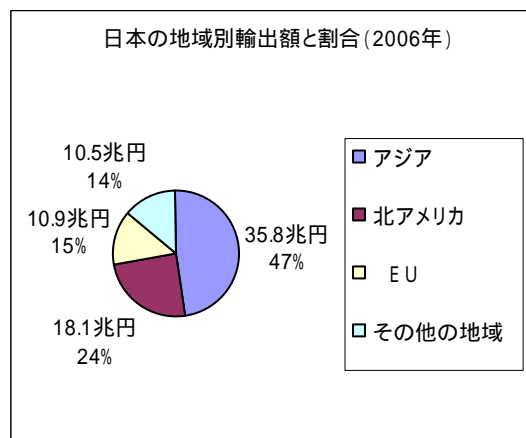
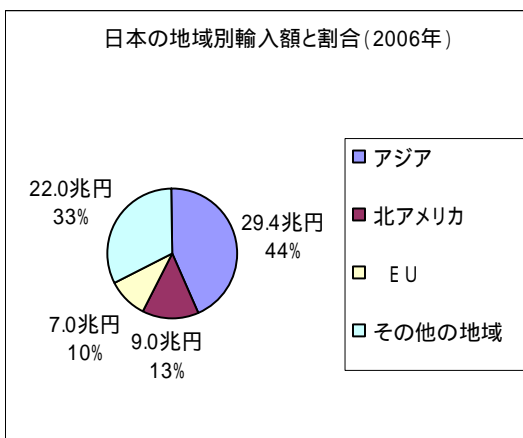


図 2



経済産業省「貿易動向データベース」より作成

図 3

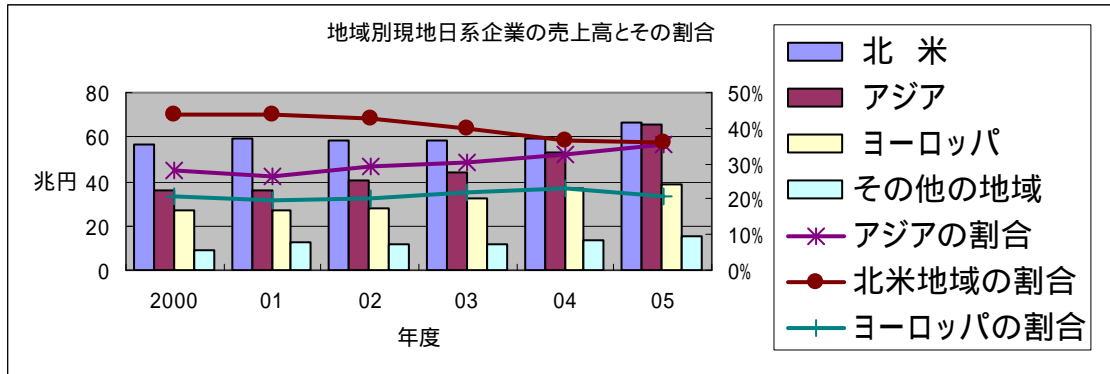
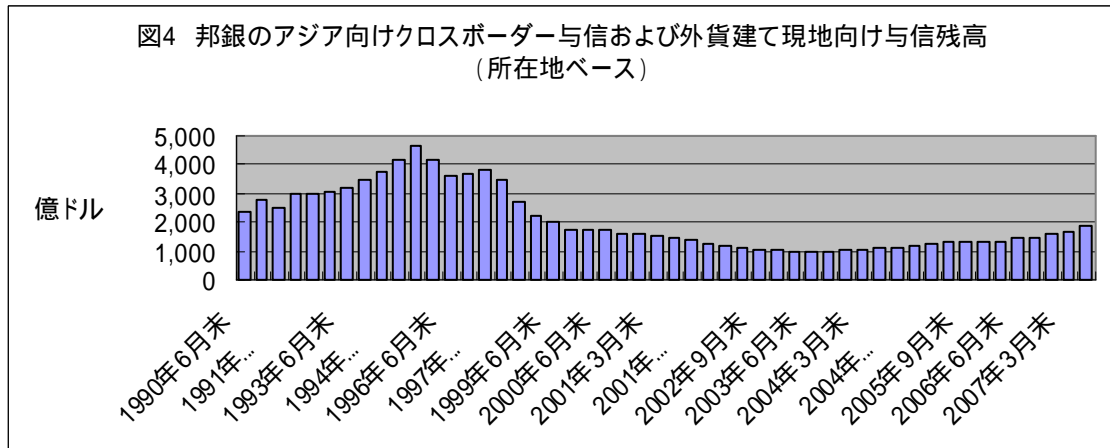


図 4



## 第2節 (1.2) 貿易

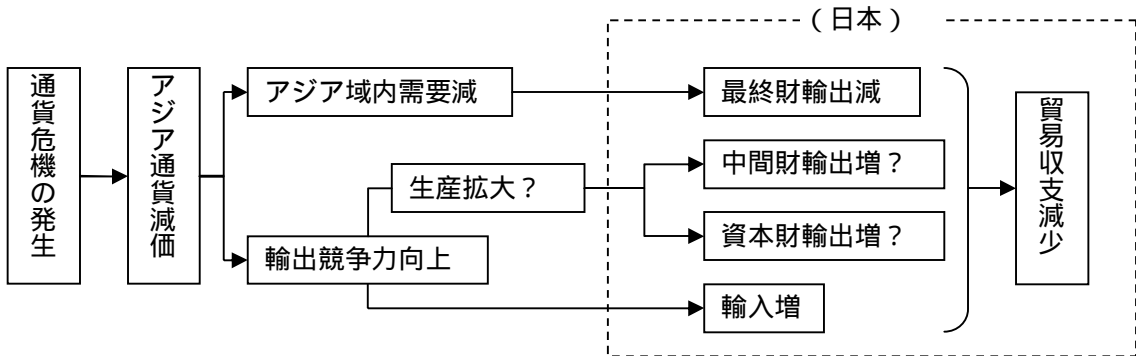
アジア通貨危機が起きたとき日本にどのような影響をあたえるか考えていく。アジア向けの消費財などの最終財の輸出に関しては、通貨危機発生によりアジア諸国の通貨切り下げがおこなわれ相対的に円高となり、アジア諸国の通貨建てで表示したときの価格が上昇するため輸出は減少すると考えられる。また、アジア諸国は通貨防衛や輸入インフレの対応のため金利を引き上げたり、緊縮的な財政政策を採用したりして需要の低迷が考えられ、最終財輸出の減少にさらなる拍車をかけるかもしれない。部品等の中間財や現地工場設備等の資本財に輸出に関してはやや話が複雑になる。現地通貨の減価によりアジア諸国の輸出品に価格競争力が増し、生産が拡大することで日本から部品等の中間財輸出、現地工場設備等の資本財輸出が増加する可能性がある。他方、通貨危機後の経済の混乱はアジア諸国の生産そのものを落ち込ませる恐れがありそうなれば中間財、資本財の輸出は減少することが考えられる。実際に1997年のアジア通貨危機では中間財、資本財ともに輸出は減少した。このことから通貨危機後の経済混乱により中間財、資本財の輸出は減少する可能性が高いのではないかとと思われる。

アジアから日本への輸出に関しては、相対的に円高となり円で表示したときの価格が低下するためアジアからの輸入は増加すると考えられる。ただし、アジア諸国にとって自国通貨

価値の下落は原材料等の輸入価格の上昇を意味しており、製品価格に転嫁することによって自国通貨安による製品輸出時のメリットを享受できない可能性がある。また、通貨危機に伴い金融危機が発生したなら金融機能の低下により企業の生産が滞る可能性があり、これもアジア諸国にとって輸出抑制要因になることが考えられる。

これまでみてきたことから、中間財、資本財輸出の情勢いかんによるが、貿易収支は減少することが考えられる。輸出の減少は国内における生産の減少を意味し、設備投資、雇用の面から日本経済に影響をおよぼす。

図 5

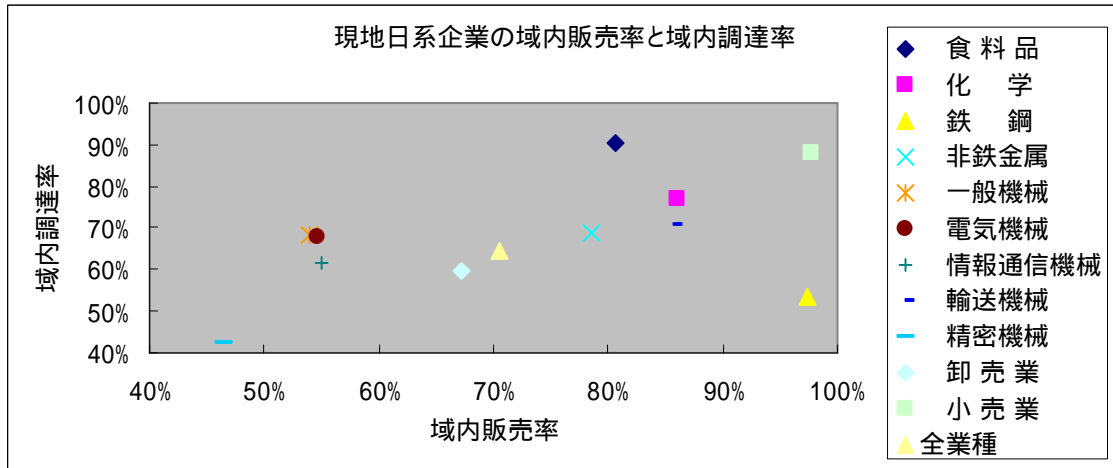


### 第3節（1.3）現地日系企業

図5は業種別の域内販売率(現地と日本を除いたアジア地域での販売率)と域内調達率(現地と日本を除いたアジア地域からの調達率)を示したものである。鉄鋼、化学、輸送機械といった業種はアジア域内の販売率が高く「現地販売型」であるのに対し、精密機械、電気機械、一般機械といった業種はアジア域内で販売しつつも多くを日本などのアジア域外へと輸出している「輸出型」である。通貨危機では域内の需要が減少することが予想され、日系企業は域内販売率の違いにより異なる影響を受ける。「現地販売型」の業種では業績が悪化し、一方「輸出型」の業種は「現地販売型」に比べて業績が悪化しない可能性が高い。現地日系企業をトータルで考えた場合、域内販売率は約7割、域内調達率は約6割である<sup>1</sup>。近年域内調達率は上昇しており、現地通貨が切り下がった際の輸入コスト上昇を以前より緩和することができるようになった。しかし、販売面では販売先がアジア地域に偏っていることから通貨危機発生による域内における需要減退の影響をもろに受けてしまう。よって、現地通貨が減価することで日本や米国や欧州向けの輸出が増加するより現地や域内の需要が減退することのデメリットのほうが大きい。そのため現地日系企業は通貨危機により収益の悪化が予想される。現地日系企業の収益悪化は日本本社企業の直接投資収益の減少、現地日系企業支援のための直接投資(現地日系企業への資本増強)により、日本本社企業の国内の資金が低迷することが考えられる。結果、日本国内での投資がおろそかとなり、日本経済へ影響がおよぶ。

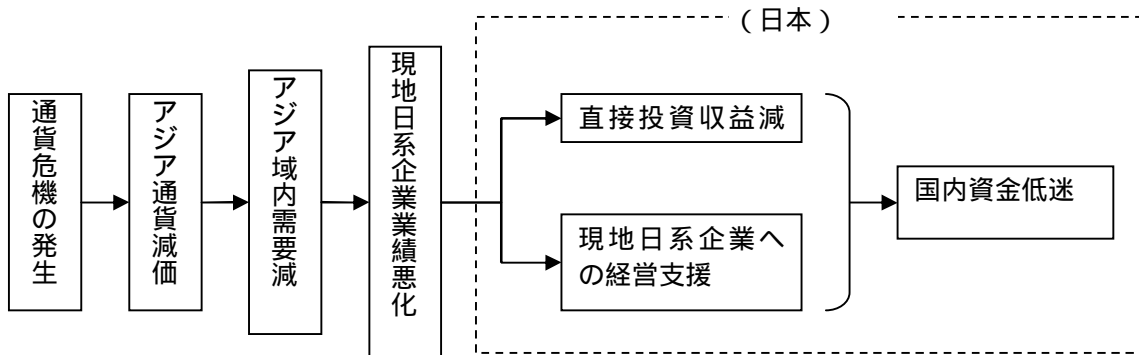
<sup>1</sup> 域内販売率 62.1%(1994年度) 70.5%(2005年度)、域内調達率 49.9%(1994年度) 64.5%(2005年度) 経済産業省「海外事業活動基本調査」より

図 6



経済産業省 「海外事業活動基本調査」より作成

図 7



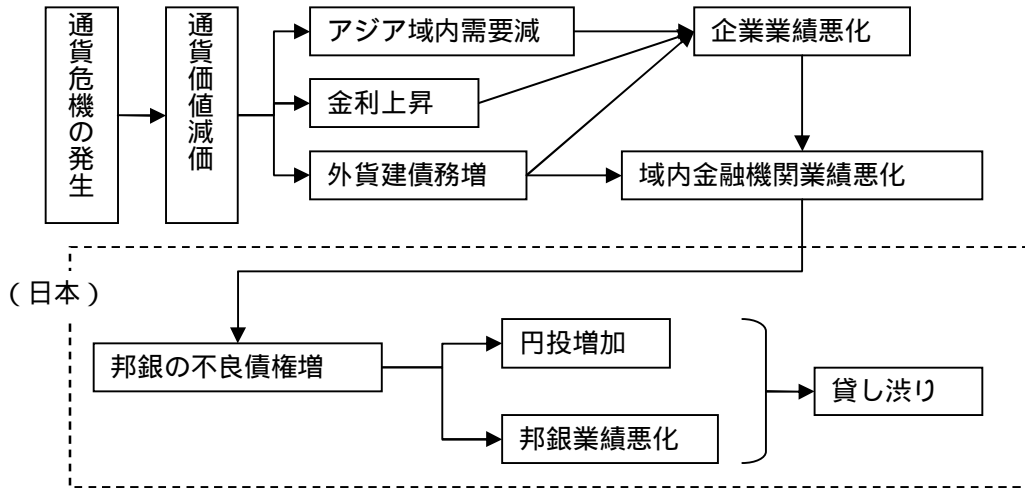
### 第 4 節 ( 1.4 ) 銀行

邦銀はアジア地域で金融機関や企業に対して貸出しをおこなっており、<sup>1</sup>通貨危機によりアジア地域の金融機関や企業の業績が悪化し邦銀は不良債権を抱え込み貸倒引当金を積み増すことで収益の悪化が予想される。また、邦銀の海外向け貸出しは円建て比率が低く外貨での貸出が多い<sup>2</sup>。そのためアジア地域の不良債権が増えることで邦銀の信用力が低下し外貨をインターバンクでの調達が困難となれば邦銀は本店から海外支店へ円投によって外貨不足をしのがざるを得ない。これは国内資金が海外へと流出であり日本国内での貸出し抑制要因になる。以上のことより国内での貸し渋りをまねき、日本経済へ影響がおよぶ。

<sup>1</sup> 2007 年 6 月末現在日本のアジア向けクロスボーダー与信および現地向け与信残高は 1352 億ドル (最終リスクベース)。日本銀行「国際与信統計 (日本分集計結果)」より。

<sup>2</sup> 2007 年 6 月末日本のアジア向け、米国向け、欧州向け債権のうち円建て比率はそれぞれ 40.8%、9.8%、4.3%。日本銀行「国際資金取引統計 (日本分集計結果)」より。

図 8



### 第5節(1.5)まとめ

今日の日本とアジアの関係は深く、今後アジア経済の更なる発展によりますますその深度を深めていくものと思われる。それはアジア経済の日本経済へ与える影響が今後更に強くなることでもある。本章ではひとたび通貨危機が発生したら複数のルートを通じて日本へあたえる影響をみてきたが、次に発生する通貨危機は1997年のアジア通貨危機より日本へのインパクトは大きいかもしれない。日本にとっても通貨危機発生防止を考えていくことは重要である。

## 第4章 現状分析

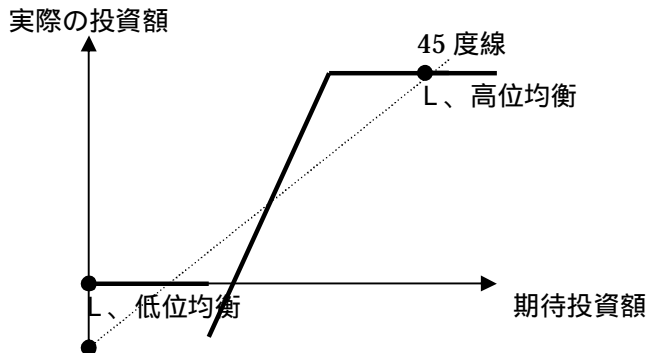
### 第1節(1.1) アジア通貨危機の状況

#### 1) アジア通貨危機の発生モデル (クルーグマン 1997)

通貨危機の原因を企業のバランスシートの悪化と考えた。アジアでは企業の銀行依存度が高いうえ、銀行の外貨建て借入比率が高いことに着目した。何らかの理由で資本流出が起こると、為替下落が起こる。外貨建て債務の多い銀行はBSが悪化するため金融システムへの不安が広がる。そして資本流出が加速され、さらに為替下落を招く。これらが繰り返して発生することにより通貨危機が発生すると言われている。

簡単な例で説明する。国内企業と海外の投資家がいるとする。企業は資産額に比例した借入を海外投資家から行い、それを投資にまわして生産活動を行う。投資の収益をあげて資産を増やして、さらに借入額を増やし投資拡大を行うのである。企業の資産には国内通貨建て債権と海外通貨建て債権が含まれる。海外の投資家は企業の資産内容をみて融資の判断を行う。国内投資の担い手はこの企業のほかにはいない。

図 9



投資額が一定以上になると、企業はそれ以上の金額の融資を受けるメリットがなくなるため投資額は一定になる。逆に一定以下の業績の悪い企業は誰も融資しないため投資は行えなくなる。

以上のことを踏まえ、企業家の投資期待額上と実際の投資額を関係にしたのが上のグラフである。このグラフに高位均衡Hと低位均衡Lの二つが存在する。高位均衡Hでは、企業の資産は豊富で投資量も多く、海外からも多額の融資を受けられる。他方低位均衡Lでは、借り入れがまったく行えず企業は破産する。

モデル3の特徴は、ファンダメンタルズの良否に関らずいったん何らかの理由で融資が受けられなくなった場合、高位均衡Hから低位均衡Lに投資額が移る可能性があることである。アジア通貨危機の際には、為替減価期待が企業のバランスシートの悪化を予想させ、それが資本流入減や資本逃避につながり、さらなる為替減価圧力を生み出した。この府のスパイラルが通貨危機を自己実現化させた。



## 2) ヘッジファンド

それではアジアの金融危機はなぜ起こったのか。マレーシアのマハティール元首相が「国際投機筋による通貨攻撃」によるものであると主張するのと同様、その原因にはヘッジファンドが大きく関わっている。本章では、アジア諸国の急速な経済発展によるさまざまな「歪み」を衝いて多額の金を儲けたヘッジファンドに焦点を当て、アジア通貨危機を捉え直していきたい。

### ヘッジファンドについて

機関投資家や富裕層等から私的に大規模な資金を集め、金融派生商品等を活用した様々な手法で運用するファンドである。

代表的な例として、ジョージ・ソロス「タイガー・ファンド」、ルイス・ベークン「ムーア・キャピタル・マネジメント」が挙げられる。また、ヘッジファンドが育つ温床となったのは資本主義のグローバル化とデリバティブ商品の誕生であり、資本主義のグローバル化は冷戦終結前後の、サッチャリズムやレーガニズムといった英米の金融自由化、規制撤廃政策がもたらしたものであり、デリバティブ商品の誕生は為替や金利の変動による損失を回避する目的の下、アメリカで開発されたものであった。

### デリバティブという「ババ抜き」ゲーム

デリバティブとは1980年代以降、為替や株式市場の予期せざる変動のリスクを回避するという主な目的で、通貨、株式、金利の売買・交換方法を複雑に組み合わせた新商品の総称であり、日本語では「金融派生商品」と訳されている。

ところが、デリバティブで扱う商品やリスクが多様化すればするほど、その商品やリスクにどのような値段を付けるかのプロセスはますますブラックボックス化する傾向にある。そしてそのマネーゲームは製造業への資本投下を蔑ろにする結果を生んでいる。さらには、新たに登場したヘッジファンドからの資金流入もあり、そこに参加する銀行や証券会社、ファンドの総資産を大きく上回るデリバティブ取引金額の大きさのギャップは深刻な問題だ。この膨れ上がった取引の最後の買い手が次の売り手を見つけられずに「ババ」を引いてしまった恰好となってしまった場合、連鎖反動的に倒産の嵐が吹き荒れる可能性が常にあり、それが現実のものとなりつつある。

そのような状況に置いて、日本の銀行は情報公開がきちんとなされず日本の金融機関の危険な実態は明らかにされないままで、わが国の金融機関への信頼回復はなされようもない。また、現在の国際金融システムの根本的欠陥といえるデリバティブ取引の行きつく先は国家経済の破綻であり、その危険性を認識しきちんと対処したうえで公的資金の投入をして、日本経済の再生、そして世界経済再生のシナリオは生まれてこないのだ。

### アジア通貨危機でのヘッジファンドの動向

最初にターゲットとなったタイでは、ドル・ペッグ制導入によってタイ製品の国際競争力の上昇や、ベトナム戦争の特需、ジャパンマネーの流入などで、1980年代に「奇跡の経済発展」を遂げていた。しかし、急激な経済成長で人材の育成が間に合わず腐敗が進み、ワイロ事件などでタイの短期国債格付けは格下げされてしまう。さらにエレクトロニクス産業の不振、給与水準の急上昇で繊維産業の競争力が低下で貿易収支の悪化が進み、96年には対外債務が800億ドルに膨張してアジアで最も海外資本への依存度が高くなってしまいが、こうした実力に比べてパーツは高く評価されたままだった。その矛盾を衝いたのがヘッジファンドであり、彼らは互いに連携を取り合って2度の時間差の投機攻撃をタイにしかけ、タイの低い外貨保有率や政争もあって、タイは自国通貨のドルとのペッグ制放棄を余儀なくされタイが崩壊するに至った。

その後、この投機売りはまたたく間にマレーシア、フィリピン、インドネシア、香港、韓国などの国々に波及し、アジア諸国は前代未聞の通貨危機に直面する事になった。マレーシアでは政権内部の抗争にまで発展し、韓国政府のロシア債券の大量の売りでヘッジファンドには予想外だったロシア危機にまで飛び火した。

そのころ日本では、日本は系列企業の株式持ち合いの構造をアキレス腱と指摘するソロス氏のレポートをもとに行われた、ヘッジファンドや外国金融機関による日本の特定銘柄の空売り攻勢で日経株価は2000ポイント下落し、北海道拓殖銀行や山一証券などの大手金融機関が相次いで破綻に追い込まれた。結果、ヘッジファンド集団は多額の利益を得た。

今回の一連の通貨危機を経てアジア市場からは一兆ドルが闇に消えたといわれる。しかし、アジアを荒らしまわったヘッジファンドの狙いはこうした金儲けだけではなかった。ヘッジファンドは、アジアを舞台に「ドル」に対抗する「ドル支配に対する勢力」としてアジアにおけるドルの一人勝ちを阻止し、「ユーロ」をカウンターパワーにしようとする戦略的動きをヨーロッパ金融機関の支援の下に行ったのである。

## ヨーロッパとヘッジファンド

アジア通貨危機の背景にはヨーロッパ諸国が大きく関わっているのではないだろうか。

97年初頭、ヨーロッパ諸国は好調なアジア諸国経済のため輸出が伸び悩み、EMUの統合計画が困難な状況に陥っていた。しかし、アジア通貨危機後1年間でヨーロッパ経済は奇跡的な好転をむかえ、統合に前進する。

さらに、ヘッジファンドはヨーロッパの大手銀行から大量の資金をファンド契約を通じて調達し動かすことが出来るという強みを持つ。

例として、ジョージ・ソロス氏を取り上げてみよう。ハンガリーからイギリスに逃れてきたユダヤの少年ソロス氏は、ロスチャイルド・ファミリーに将来を見込まれて、名門のロンドン・スクール・オブ・エコノミクスで経済の基礎を教えられそこで「開かれた社会」の思想を学び、卒業後ロンドンの銀行で実務を教え込まれた。ニューヨークのウォール街に移ると自ら考案した「反射理論」を駆使し資産運用の実績を挙げ、1969年には後にロス・チャイルド家の支援で設立された「クオンタム・ファンド」に統合されることになる「ダブルイーグル・ファンド」と称するヘッジファンドを設立するに到った。そして「逆張り」で大口の投資家から預かった資金をもとに荒稼ぎをした。こうした背景で、ソロス氏はロス・チャイルド家などを通じて狙った相手の内部情報をつかみ行動に移していき、ポンド危機やアジア危機を引き起こすまでになった。そして、アジア危機の際にはこうした投機行動を巡ってマハティール・ソロス論争が起こり、ASEAN諸国とアメリカが対立するという前代未聞の事態が生まれたのである。

以上から、ヘッジファンドの裏に見え隠れするヨーロッパ諸国が「影の主演」といえるだろう。

## 今後の対策

ヘッジファンドは大雑把に(1)政治、経済戦略型、(2)国際投資分散型、(3)ショート・ロングの短期決戦型の3種類に分ける事が出来る。アジア通貨危機の反動によるホットマネーの動きを規制しようとの国際的な監視が強化されることになり、(2)や(3)は自然消滅の道をたどるだろう。

しかし(1)タイプのヘッジファンドには、市場の先にある欲望の根源を見極めそれを巧みに利用しようとする大胆な姿勢があり、オフショアを活動拠点とするため監視や強制的手段の行使は難しい。また、日本の政府や金融機関もまだまだヘッジファンド集団をコントロールできるだけの知恵も力も足りていない。

そこで、日本と中国が金融戦略の面でパートナーシップを構築し、「ドル」と「ユーロ」のバランスをとることのできるアジアの通貨を目指す必要がある。わが国の規制や税制の改善に取り組むと同時に、そうした自国通貨の未来をしっかりと描いた着実な努力を続け、日本の強みであるモノ作りに社会や世界に役立てるため今一度投資していくという発送の健全化をすべきなのだ。そうした、実体経済の復活に邁進するという意味においても、ヘッジファンドという妖怪の実像を今後とも白日の下に明かし続ける作業が必要なのだ

## 第2節(1.2) 欧州機構

本節では欧州機構の誕生から共通通貨(ユーロ)導入でなにかヒントはないか検証してみた。

### 1) 欧州統合の歴史

欧州統合の歴史は1922年にオーストリアのクーデンホーフ・カレルギー伯が「汎ヨーロッパ運動」を提唱したことから始まる。その後、第二次世界大戦後ヨーロッパは資本主義国と社旗主義国の二分化された。そのとき1947年のマーシャルプランにより欧州の戦後復興に対し援助を行うと提案され、それを受け入れるために「ヨーロッパ経済協力機構」(OEEC)が設立されるようになった。

その後1950年には石炭、鉄鋼という部分的共同体からヨーロッパ石炭鉄鋼共同体(ECSC)が設立。これがのちのEUになるものだった。ECSCの石炭と鉄鋼の経済の一部統合から、欧州共同体(EEC)を設立する条約および欧州原子共同体(EAEC)を設立する条約がローマで調印(ローマ条約)され、1958年1月に<sup>2</sup>EECが発足された。

EECの活動内容の目標を達成させるために、まず共通通貨および共通通商政策の実施のために4年ごとに3段階に分けられる12年の過渡期を設定し関税同盟を成立させていった。一方、イギリスは、統合についての考え方の違いや英連邦との関係、農業政策の違いなどからECSC、EECに参加せず1960年に欧州自由貿易連合(EFTA)を形成し、対抗しようとした。

その後1965年にブリュッセル融合条約により、67年7月にEEC、ECSC、Euratomの3つの機関が統一されてECが誕生した。

1970年代に入ると、ニクソンショックとそれに影響した国際通貨危機、2度のオイルショック、アジア諸国のEU進出などによって、EUの競争力が低下していった。それを防ぐために72年10月のパリで行われたEU首脳会議では、欧州連合(EU)を完全な通貨統合、経済通貨同盟(EMU)の完成とあわせて1980年完成を目指すのが経済不調の影響で先延ばしになる。80年代に入るとフランスのジャック・ドロールが1989年に発表された「経済通貨同盟に関

<sup>1</sup>カレルギーは、世界をアメリカブロック、英国ブロック、ソ連ブロック、アジアブロック、ヨーロッパブロックの5つに分けて、その中で欧州が衰退した理由として、他のブロックがどんどん力をつけているのに対して、欧州は第一次大戦の影響から脱することができないことが大きいと分析した。これを克服するために、小国に分かれて覇権を競う欧州の状況を打開し、アメリカのような欧州合衆国の設立を目指すべきだと呼びかけた。

<sup>2</sup> EECの活動内容として、  
 域内関税および輸出入制限等の撤廃  
 対外共通関税および共通通商政策の設定  
 人、サービス、資本の自由移動  
 共通農業政策、運輸共通政策の樹立  
 競争歪曲防止の法律の制定  
 経済政策の調整と国際収支不均衡是正のための手続きの実施  
 各国の国際法の接近  
 欧州社会基金、欧州投資銀行の設立  
 海外諸国および諸領域との連合  
 が提示された。

する報告書」(ドロール報告書)が了承し、三段階統合計画によってすすめられた。三段階統合計画とは第一段階に域内資本移動の完全自由化し、全加盟国の欧州通貨制度(EMS)の為替相場メカニズム(ERM)への加入の実現すること。第二段階として域内の経済、金融政策の協調を全身的に進めるために欧州中央銀行(ECB)を設立すること。第三段階として ECB により単一通貨 ECU を発行するものだった。同年の 12 月にストラスブール欧州理事会で第二、三段階を定めるために IGC を発足させ 90 年末までに結論を出すことに合意された。ここで欧州理事会は IGC に対し、「民主的合法性、共同の外交政策と安全保障政策、欧州市民権、共同体活動の拡大と強化」の 4 点に注意を払うように要請。これが今後の 1990 年代の「欧州連合(EU)に関する条約」(マーストリヒト条約)につながるのである。

90 年代に入ると 1991 年 12 月、マーストリヒト理事欧州会は、通貨統合や政治統合などを目指す「欧州連合」(EU)の創設に合意し大きな一歩を踏み出した。そして 1993 年に欧州連合が正式に誕生した。

## 2) 共通通貨(ユーロ)誕生

1979 年に、独仏首脳のイニシアチブに基づき、欧州通貨制度(EMS)が発足した。この制度の下、1981 年には、ECU(欧州通貨単位)と呼ばれるものが設けられ、各国通貨と ECU の変動幅は、原則上下 2.25% に収まるようにしなければならないと定められた(為替相場メカニズム(ERM))。ギリシャはこの制度に参加していない。他方、イギリス、スペイン、ポルトガルの 3 国は、6%以内の変動幅で参加しているが、1992~1993 年の通貨危機の際、イギリスとイタリアは ERM より脱退した。後に、変動幅自体も修正されている。1995 年 12 月半ば、EU 理事会は、第 3 段階の開始時期を 1999 年 1 月 1 日とし、3 年の移行期間の後、2002 年 1 月 1 日より、単一通貨を市中に流通させることを決定した(EC 条約第 121 条第 3 項参照)。また、新通貨の名称をユーロ(Euro)に決定した(マドリード欧州理事会決定)。そしてユーロを導入する基準として(EC 条約第 121 条、マーストリヒト条約第 6 議定書参照)、<sup>1</sup>4 つの収斂基準(物価上昇率、財政赤字と政府債務残高、長期金利、為替安定実績)を満たした国に採用された。

---

<sup>1</sup> (参考) 経済収斂基準

- 1、過去 1 年、消費者物価上昇率が、消費者物価上昇率の最も低い 3 か国の平均値を 1.5% より多く上回らないこと。
- 2、過剰財政赤字状態でないこと。(財政赤字 GDP 比 3% 以下、債務残高 GDP 比 60% 以下)
- 3、2 年間、独自に切り下げを行わずに、深刻な緊張状態を与えずに欧州通貨制度の為替相場メカニズムの通常の変動幅を尊重すること。
- 4、過去 1 年、長期金利が消費者物価上昇率の最低 3 か国の平均値を 2% より多く上回らないこと。

図 10 経済収斂状況(1997 年)

国名	( : 財政黒字)							
	-1		-2		-3			-4
	インフレ率	長期金利	財政赤字 / GDP	政府債務 / GDP	為替用件			
	2.70%	基準値	7.80%	基準値	3.00%	基準値	60.00%	基準値
フランス	1.20%		5.50%		3.00%		3.00%	
ドイツ	1.40%		5.60%		2.70%		61.30%	
オランダ	1.80%		5.50%		1.40%		72.10%	
ベルギー	1.40%		5.70%		2.10%		122.20%	
ルクセンブルク	1.40%		5.60%		1.7%		6.70%	
イタリア	1.80%		6.70%		2.70%		121.60%	
スペイン	1.80%		6.30%		2.60%		68.80%	
ポルトガル	1.80%		6.20%		2.50%		62.00%	
デンマーク	1.90%		6.20%		0.7%		65.10%	
イギリス	1.80%		7.00%		1.90%		53.40%	-
アイルランド	1.20%		6.20%		0.9%		66.30%	
ギリシャ	5.20%		9.80%		4.00%		108.70%	
オーストリア	1.10%		5.60%		2.50%		66.10%	
スウェーデン	1.90%		6.50%		0.80%		76.60%	-
フィンランド	1.30%		5.90%		0.90%		55.80%	

表中の「○」は、各数値が基準を満たしていることを示す

そして、1999 年 1 月 1 日、EU 加盟国 15 カ国のうち<sup>1</sup>11 カ国（2007 年では 13 か国）で、銀行間取引、企業決済にのみを使用するとういかたちで単一通貨（EURO）が誕生。2002 年 1 月 1 日より、ユーロ紙幣、硬貨の流通が開始し、半年後各国の通貨は法的効力を失い、全ての取引をユーロで行うようになる。当初は導入基準を満たしていなかったため、導入しえなかったギリシャは、2001 年 6 月より、ユーロ圏に加わっている。さらに、2004 年 5 月に EU に加盟した 10 ケ国の中で、スロベニアが先陣をきって単一通貨を導入している（2007 年元旦）。2007 年元旦現在、ユーロ導入国は 13 国になった。

<sup>1</sup> ユーロ参加状況（2007 年）

ユーロ参加国 フランス、ドイツ、イタリア、オランダ、ベルギー、ルクセンブルク、アイルランド、スペイン、ポルトガル、オーストリア、フィンランド（以上 1999 年参加）、ギリシャ（2001 年参加）、スロベニア（2007 年参加）

ユーロ不参加国 イギリス、デンマーク、スウェーデン、2004 年以降の新規加盟国（スロベニアを除く 11 ッ国）

図 11 新加盟国のユーロの見通し (2006 年 7 月)

国名	ユーロ導入目標年(政府方針)
キプロス	2008 年 1 月
マルタ	2008 年 1 月
スロバキア	2009 年 1 月
ラトビア	未定(2010 年以降)
リトアニア	未定(2010 年以降)
エストニア	未定
チェコ	未定
ハンガリー	未定
ポーランド	未定

### 3) 共通通貨ユーロの評価

今後ユーロという単一通貨を利用することで経済的便益がある。なぜなら、域内諸国の金融・資本市場が統合され、市場の厚みと深みが増せば金融商品の供給が増加し資本調達コストや為替リスクを消滅させ、共通通貨圏内の貿易と投資を活性化させる。ユーロの場合、通貨統合を達成するために、各国政府がインフレ抑制や財政健全化に努力したことも、長期金利の低下を通じて、経済成長に寄与していった。今後ユーロが市場に流通し始めると、アメリカのドルに匹敵する巨大市場が誕生する。そうなればアメリカをいくつかの部門で抜いて、ユーロは、ドルに代わる国際基軸通貨とも考えられている。

一方で通貨統合は、金融政策や域内に対する為替政策が共通化され、各国の経済状況のアンバランスを為替レートによって調整できなくなる。すまわち、各国は、金融・財政・為替といった経済政策の根幹を制限し、共有化することになる。その結果なんらかの経済ショックに対して、各国別の対応はできなくなり、経済運営上のコストが生じ得ない。

### 4) ユーロの問題点

#### ユーロ導入前

ユーロを導入するにあたり、1997 年当初、通貨統合は不可能なものと考えられていた。なぜなら通貨統合には物価安定、財政赤字、為替などの経済収斂基準を満たさなければならぬ。この時期、EU 各国の経済状況は減速傾向にあったため、各国政府は国内経済建て直しと失業対策に最優先に取り組まなければならない、財政赤字、累積債務の増大は避けられないものと考えられていた。従って、1999 年 1 月からの EMU 最終段階にすら懐疑的な見方がみられた。

#### ユーロ導入後

ユーロ導入によって、金融・財政・為替の主な経済政策が放棄または制限されることが各国の経済運営を困難にする。

### 5) 解決案

通貨統合のデメリットを踏まえたうえで最適通貨圏の理論があげられている。この理論によれば、通貨範囲が広いほど、取引コストや為替コストの負担を回避できるため、共通通貨

のメリットが大きくなる一方で各国別の経済状況の差異や産業構造の相違も大きくなるので、各国での経済運営を制限されるデメリットも大きくなる。経済ショックに対応するため、金融政策や為替変動の調節のかわり、最適通貨圏形成の条件から、(A)労働の自由な移動、(B)賃金・物価の弾力性、(C)経済開放性の高さ、等である。

欧州においては、域内の経済開放性は高い。問題は労働力の移動や財政移転が不十分な面もあり懐疑的に思われた。ユーロ参加国は(A)、(B)を必ずしも満たしていないものの様々な<sup>1</sup>厳しい基準を満たすことで、既に8年が経過している。

## 6) 欧州の各機関の役割

欧州機構では共通通貨を作っただけでなく経済通貨同盟(EMU)としては欧州議会、欧州理事会、EU理事会、ユーログループ、欧州中央銀行(ECB)、欧州委員会の6つの機関を設けた。

欧州議会は経済通貨同盟(EMU)に関する法律の制定に加わり、ECBに責任ある行動をとらせるための主要な役割を果たす。そして、経済・財政状況を定期的に設ける場所を提供している。

欧州理事会は加盟国の経済政策に関する幅広い方針などを決定します。

EU理事会は加盟国の経済政策を調整し安定成長協定が守られているかを監視し、為替ルート政策の方向づけを決定する機関である。また、欧州委員会が提案し、欧州議会が審議した、EMUを機能させるために必要なすべての法律を採択する機関である。

欧州中央銀行(ECB)は1998年に設立された最も新しい機関で、参加国の中央銀行とともに、物価の安定を第一目標とする<sup>2</sup>欧州銀行制度(ESCB)に属している。ECBの機関としては役員会、運営理事会・一般理事会と3つの機関がある。

欧州委員会は法律の立案者および条約の守護者という第一義の役割を含め、EMUの運営に対して幅広い責任を負っている。主要任務として、経済政策の広義のガイドラインの提案、加盟各国の経済発展と、それが広義のガイドラインに沿ったものかどうかの報告を理事会に提出し、経済政策の調整と多国間監視を支える。そして、加盟国のユーロ圏参加資格に関する報告書を理事会に提出し、参加を認めるかどうかを勧告する機関である。

以上のようにしっかりとした管理システムのもとで欧州連合が成り立っているのだ。

## 7) 欧州通貨同盟における欧州中央銀行制度

欧州中央銀行において、各国の中央銀行が欧州中央銀行(ECB)のもとで一元的な金融政策を行っている。欧州中央銀行は1998年に設立された最も新しい機関で、通貨同盟に参加している各国の中央銀行を統合する機関として位置づけられている。欧州中央銀行とEU加盟国の各国中央銀行から構成される組織を欧州中央銀行制度(ESCB)と呼ぶ。これらの物価の安定を第一目標とし、関係としては、欧州中央銀行の行政決定に従って、各国の中央銀行が遂行するというものである。なお、欧州中央銀行の金融政策による最高意思決定機関である理事会には、各国中央銀行総裁も構成員として参加する。また、ユーロ未加盟国の中央銀行は欧州中央銀行のメンバーであっても、共通通貨の金融政策の意思決定及び運営には参加することができない。

欧州中央銀行は、政策目標を物価安定の維持としている。また、物価安定の維持の政策目標を達成するために、マネーサプライ成長率を重視し、マネーサプライ成長率の参照値を公

<sup>1</sup> 判断基準として、物価上昇率、財政赤字、政府債務残高、長期金利、為替の安定など

<sup>2</sup> ESCBの基本任務はユーロ圏の金融政策の策定と実施、加盟国の外国為替オペレーションおよび外貨準備の保有管理がある。また決済システムの円滑な運営を推進し、金融機関と金融システムの安定を監督する各国当局の業務を支援する役割がある。

表する。他の金融経済指標についても、マネーサプライ動向とともに、観察することになっている。

欧州中央銀行は、金融政策を遂行するための金融政策手段として、常設ファシリティと公開市場操作を有している。常設ファシリティは、翌日返済の資金を供給、吸収すること、金融政策スタンスに関するシグナル発出、翌日返済市場金利の上限および下限を画することを目的としている。一方、公開市場操作は、金利水準の誘導、市場における流動性の調整、金融政策スタンスに関するシグナルの発出を目的としている。

### 第3節 (1.3) 欧州とアジアの相違点と共通点

#### 1) 欧州と東アジアの相違点

欧州とアジアの相違点として、大きな経済格差、大きな政治状況の違い、共同体意識の欠如の3点があげられている。

大きな経済格差では、欧州、東アジアの経済状況を比べてみると、いち早く産業革命を迎え、植民地争奪を繰り返した歴史を持つ欧州に比べ東アジア諸国の方が総じて経済的に低い立場にあるのは言うまでもないが、東アジアは欧州に比べ国による経済格差が大きい。

EU加盟国で2005年、1人当たりGDPが最大の国は、ルクセンブルクであるが同国は人口が少ないため、人口も多く1人当たりGDPの高いドイツを比較対象と用いる。ドイツの1人当たりGDPは、3万5075USドル。1人当たりGDPが最小の国は、ブルガリアで3347USドル。両国間の一人当たりのGDPは、約10倍の開きが存在する。一方、東アジアに含まれる国の中で2005年、1人当たりGDPで最大の国は日本で、3万7566USドル、最小の国はカンボジアで、1317USドル。両国間の一人当たりのGDPは、約119倍の格差が存在する。このように、東アジアは欧州に比べ総じてGDPが低い上、大きな経済格差が存在している。

次に大きな政治状況の違いでは、東アジアは、欧州に比べ大きく政治状況の違いが存在する。政治状況の観察は様々な視点から行うことが出来るが、民主化の程度という視点から東アジアと欧州を比べてみる。下図は、Freedom House(2004)の2003年データより作成した東アジア・欧州における民主国・準民主国・非民主国の割合を示したものである。

図 12

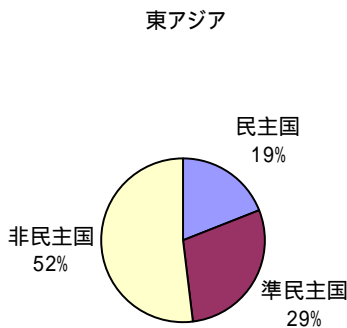
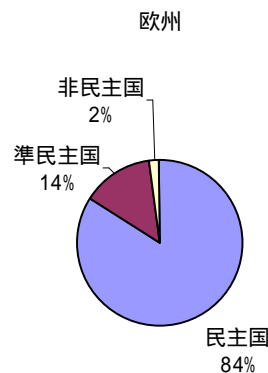


図 13



1 IMF の Report for Selected Countries and Subjects (2005年) を元に計算



欧州では、8割以上の国が民主国に分類され、非民主国に分類される国は2%しか存在しない。一方東アジアは、半数以上の国が非民主国に分類され、民主国に分類される国も2割弱、準民主国に分類される国も3割弱存在する。よって、東アジアは欧州に比べ非民主的な国が多い上に、各国の政治状況も大きく異なるということが出来る。

最後に共同体意識の欠如では、欧州は、2度の世界大戦の戦場となったため戦勝国においても敗戦国においてもその経済的そして人的な被害はとて大きなものであった。その為、このような大きな被害をもたらす戦争を防止したいという意識が欧州において国家レベルでも国民レベルでも大きく存在していた。また、第一次世界大戦後アメリカに世界経済の覇権を奪われ、第二次世界大戦後は日本の急速な経済成長により、世界における欧州諸国の経済的地位が徐々に低下する中で、欧州の各国が個別に競うのではなく、連携してアメリカや日本に対抗できる経済圏を確立しようという共同体意識が強く顕在化した。

一方東アジアはというと、2度の世界大戦において日本が中国や朝鮮をはじめ各国を支配していた。その当時の支配・被支配関係などが、今の日本と中国や韓国、北朝鮮との関係や台湾と中国との関係に大きな影響を及ぼしており、複雑な国際関係が形成された。また、東アジアは欧州に比べて、文化宗教的にも多様性がある。欧州では、イギリスがカトリックを信仰しており、他のEU加盟国はプロテスタントを信仰しているという宗派の違いはあるものの、同じキリスト教を信仰しているという点で共同体意識が芽生えやすいが、東アジアの諸国には多様な宗教が存在する。日本や中国をどの宗教に分類するかは難しいが、タイやベトナム、ミャンマーでは仏教が信仰されており、マレーシアやインドネシアではイスラム教が、フィリピンではキリスト教が信仰されている。また山岳民族などの少数民族固有の宗教もあり、東アジアは文化宗教的にも多様であり、そのことが共同体意識の形成・浸透を妨げている。

## 2) 欧州と東アジアの共通点

一方で、欧州と東アジアの共通点としては経済成長の為の貿易活性化の必要性が考えられている。EU 成立へ欧州諸国が連携を取り始めた動機のひとつとして、アメリカや日本に対抗できる経済圏を確立し各国の経済成長を促進することをあげることができる。域内における貿易を増やし、労働・資本の移動を自由化させることによって経済成長を目指すのだ。現在では、欧州はEUとして域内貿易を活性化させ、アメリカでは、1994年アメリカ、カナダ、メキシコによる「北米自由貿易協定 (NAFTA)」が締結され、さらにはキューバを除くアメリカ大陸全域34カ国が参加する「米州自由貿易圏 (FTAA)」を設立すべく交渉が進められている。

このような中で、東アジア諸国において域内貿易を活性化させないことは、域内貿易を活性化させている国に比べて経済成長の競争条件が不利となり、東アジア全体の経済的地位の低下につながりかねない。そのため、他の地域と同様に東アジアでの域内貿易の活性化を促す圧力が増している

## 第4節 (1.4) 現在のアジアの経済状況

### 1) 開発途上国の著しい成長

アジア地域全体を見て、石油価格の高騰・世界的不均衡・金利の上昇傾向など、潜在的なリスクとして挙げられるものはあったものの、昨年も総じて各国の経済は好調であり、今後もこの好調は維持されるものと考えられている。

2002年以降の、アジア各国の実質GDP(国内総生産)の伸び率は、以下の表に示す通りである。

東アジア・東南アジア・南アジアの3地域の開発途上国を見ると、ここ数年は、実質 GDP の伸びは平均して6、7パーセント台を保っており、好調である。国際貿易、特にアジア域内どうしでの取引が活発に行われるようになってきており、それがこの成長の牽引役になっていると考えられている。また、この好調の背景には特に、中国とインドによる経済成長がある。

図 14 Asian Development Outlook 2007 (単位:%)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>東アジア</b>	<b>7.5</b>	<b>7.3</b>	<b>8.4</b>	<b>8.3</b>	<b>8.7</b>	<b>8.0</b>	<b>8.0</b>
中国	9.1	10.0	10.1	10.4	10.7	10.0	9.8
香港	1.8	3.2	8.6	7.5	6.8	5.4	5.2
韓国	7.0	3.1	4.7	4.0	5.0	4.5	4.8
モンゴル	4.0	6.5	10.8	6.6	8.4	7.0	7.0
台北	4.2	3.4	6.1	4.0	4.6	4.3	4.5
<b>南アジア</b>	<b>3.7</b>	<b>7.8</b>	<b>7.4</b>	<b>8.7</b>	<b>8.7</b>	<b>7.7</b>	<b>8.0</b>
アフガニスタン	28.6	15.7	8.0	14.0	8.0	10.0	10.0
バングラデシュ	4.4	5.3	6.3	6.0	6.7	6.5	7.0
ブータン	10	7.6	6.8	6.5	9.0	18.0	10.0
インド	3.8	8.5	7.5	9.0	9.2	8.0	8.3
モルディブ	6.5	8.5	9.5	-4.5	18.2	12.1	8.0
ネパール	-0.4	3.0	3.5	2.3	2.3	2.8	2.8
パキスタン	3.1	4.7	7.5	8.6	6.6	6.8	6.5
スリランカ	4.0	6.0	5.4	6.0	7.2	6.1	6.0
<b>東南アジア</b>	<b>4.8</b>	<b>5.3</b>	<b>6.5</b>	<b>5.6</b>	<b>6.0</b>	<b>5.6</b>	<b>5.9</b>
カンボジア	6.2	8.6	10.0	13.4	10.4	9.5	9.0
インドネシア	4.5	4.8	5.0	5.7	5.5	6.0	6.3
ラオス	5.9	6.1	6.4	7.0	7.3	6.8	6.5
マレーシア	4.4	5.5	7.2	5.2	5.9	5.4	5.7
ミャンマー	12.0	13.8	13.6	13.2	-	-	-
フィリピン	4.4	4.9	6.2	5.0	5.4	5.4	5.7
シンガポール	4.2	3.1	8.8	6.6	7.9	6.0	5.5
タイ	5.3	7.1	6.3	4.5	5.0	4.0	5.0
ベトナム	7.1	7.3	7.8	8.4	8.2	8.3	8.5
<b>平均</b>	<b>6.4</b>	<b>6.7</b>	<b>7.6</b>	<b>6.8</b>	<b>7.5</b>	<b>7.3</b>	<b>6.8</b>

(アジア開発銀行ウェブサイトより)

## 2) 各国間での経済連携

次に、アジア域内での、経済連携協定(ETA)および自由貿易協定(FTA)締結の状況について見てみる。

日本とのETAを締結あるいは署名済みの相手国には、アジア域内ではタイ・マレーシア・シンガポール・ブルネイ・フィリピン・インドネシアがある。また、交渉中の国に、ベトナム・韓国・インドがある。ASEAN全体との経済連携(日・ASEAN包括的経済連携構想)については、物品貿易自由化の方法について、大筋合意がなされている状況である。

中国がFTAを締結している国(地域)には、ASEAN・香港・マカオがある。中国は急速な経済発展に伴い、近隣諸国との経済関係の拡大や、政治面での関係を重視する姿勢がある。

貿易依存度が70パーセントを超える韓国は、シンガポール・タイを除くASEAN(基本協定、商品貿易協定など)とFTAを発効しており、日本やインド、ASEAN(サービス及び投資協定)とは交渉中である。

ASEANが締結したFTAには、中国・韓国(前述の通り、一部)とのものがあり、日本やインドとは交渉中である。

現状では、各々の国がそれぞれ協定を結んでいる。アジア域内での資本移動や貿易が活発になっているが、アジア全域を包括するような協定は現時点では存在していない。

### 1、チェンマイ・イニシアティブ

1997年のアジア通貨危機の発生後は、東アジアでの金融協力について、度々議論がなされてきた。1999年11月にマニラ(フィリピン)で開かれた、第3回ASEAN-plus-3(日本・中国・韓国)首脳会議においては、東アジアにおける自助・支援メカニズムの強化の必要性が言及された。

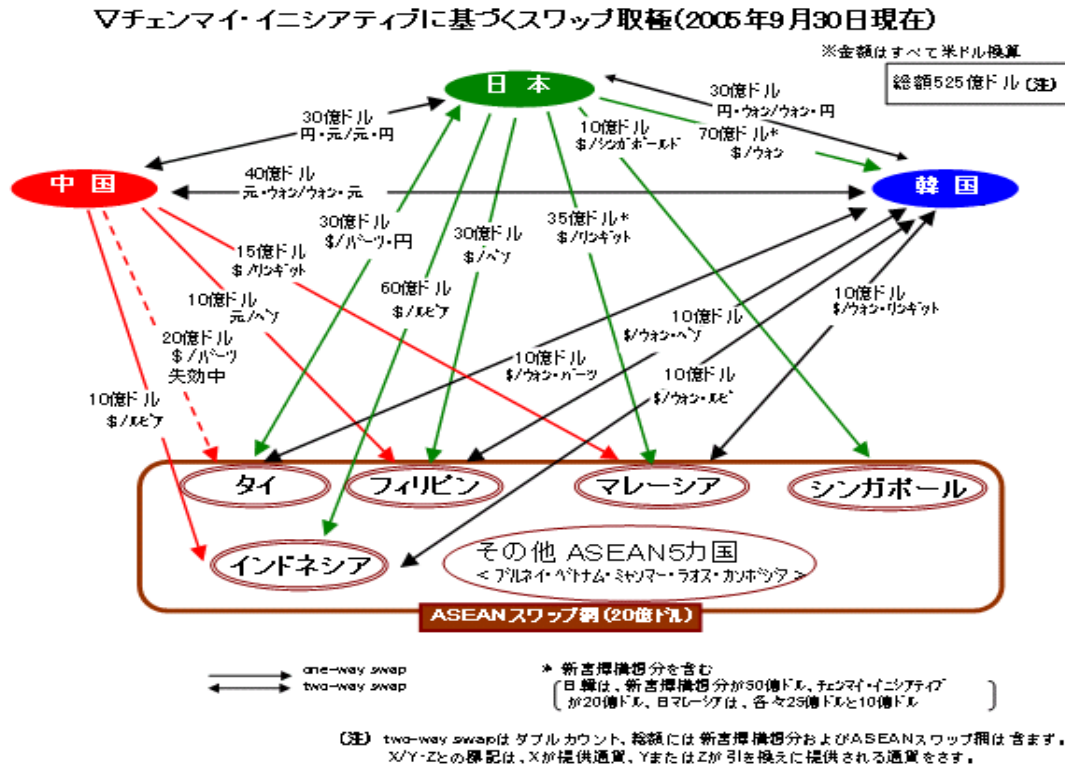
そしてそれを受けて、2000年5月にタイのチェンマイで開かれた、第2回ASEAN-plus-3財務大臣会議において、チェンマイ・イニシアティブ(Chiang Mai Initiative: CMI)が合意された。

CMIは、通貨危機の再発を防ぐ目的でなされた合意であり、二国間の通貨スワップの取り極め(Bilateral Swap Agreement: BSA)のネットワークを確立すること、ASEANスワップ協定(ASEAN Swap Arrangement: ASA)を内容としたものである。短期の流動性問題への対処、既存の国際的枠組みを補完することが目的である。二国間で通貨の交換を行い、短期的に資金を融通し合うことが可能になる。これにより、各国の通貨管理当局が為替相場へ介入することが容易になり、東アジア域内での為替相場の安定を図ることができる。

現在、BSAの締結が順次なされている。日本は、韓国・タイ・マレーシア・フィリピン・中国・インドネシア・シンガポールと締結している。現在、8カ国間で16件のBSAが成立しており、これらの取り極めの規模は830億ドル程度である(2007年7月時点)。

今までに、このCMIに関して、集団的意思決定手続きの導入や、域内経済サーベランス能力を強化する目的での早期警戒システムに関する作業部会の設置など、様々な見直し作業が進められてきた。

図 15



2、アジア債券市場

金融危機以降に本格化したアジア債券市場育成の動きは主に通貨危機再発を目指すものだった。

アジア通貨危機の原因の一つに、アジア諸国の企業が設備投資のような長期間に亘る支出を行う際、資金調達面で海外の金融機関が貸出す外貨建ての短期資金に傾斜していた点が指摘されている(期間と通貨のダブル・ミスマッチ)。アジアでは企業の資金調達は、もともと銀行借入に大きく依存していたため、通貨危機で銀行部門が大きなダメージを被ると、企業金融が混乱し、それが銀行部門のバランスシート悪化に拍車を掛けるという悪循環が生じた。ここで、もしこれらの企業が、直接金融を通じて、自国通貨建ての長期資金を調達出来ていたならば、混乱の度合いはより軽微なものに止まっていた可能性がある。つまり自国通貨での債券市場が発達すれば、企業にとって資金調達手段の選択肢が広がることとなり、前述の「ダブル・ミスマッチ」の解消にも繋がると期待される。

債券市場が重要であるのはそればかりでなく、国債市場はそこで形成される金利が、社債を含めた幅広い金融資産の価格形成の基礎(ベンチマーク)としての役割を果たし、そして民間の市場参加者にとっては、資金の運用や金利リスクのヘッジ手段を提供するほか、中央銀行にとっても金融調節を円滑に実行する場として、また、先行きの経済・金融情勢に関する市場参加者の判断が映し出される場として重要な市場である。

このような問題意識から、アジア諸国の政府及び中央銀行はアジア通貨危機以降、とりわけ自国通貨建て債券市場の育成に向けて、規制緩和や市場インフラの改善といった一連の改革に積極的に取り組んでいる。

日本銀行を始めとするアジアの中央銀行の集まりであるEMEAP(東アジア・オセアニア中央銀行役員会議)では、こうした問題意識に基づいてアジアの債券市場育成を目的とした「アジア・ボンド・ファンド」(ABF)プロジェクトを2003年から開始した。同プロジェクトは、アジア諸国の国債(ソブリン債)及び政府系機関債(準ソブリン債)を運用対象とする投資

信託商品を開発し、それを EMEAP に加盟する中央銀行が共同で購入するというもので、ABF1 (2003 年 6 月に創設を発表) 及び ABF2 (2004 年 12 月に創設を発表) という二つの枠組みが用意されている。

図 16 ABF1 と ABF2

	ABF1	ABF2
運用開始時期	2003 年 7 月	2005 年春
運用対象	アジアの政府及び政府系機関が発行する米ドル建て債券	アジアの政府及び政府系機関が発行する現地通貨建て債券
投資家	EMEAP 中銀のみ	第 1 フェーズ: EMEAP 中銀のみ 第 2 フェーズ: 民間投資家にも開放
ベンチマークとするインデックス	非公開	公開 (International Index Company) が提供する i-Boxx ABF インデックス
ファンド・マネージャー	国際決済銀行 (BIS)	民間ファンドマネージャー (ファンド毎に 1 社)

ABF1、ABF2 はともに、予め定めたインデックスに沿って運用する債券投資信託(「パッシブ運用型債券投資信託」と呼ばれる)で、その投資対象は、EMEAP 加盟 11 カ国・地域のうちのアジア・エマージング 8 カ国の国債及び政府系機関債である。既に発達した国債市場を有する日本、オーストラリア、ニュージーランドの債券は含まれない。

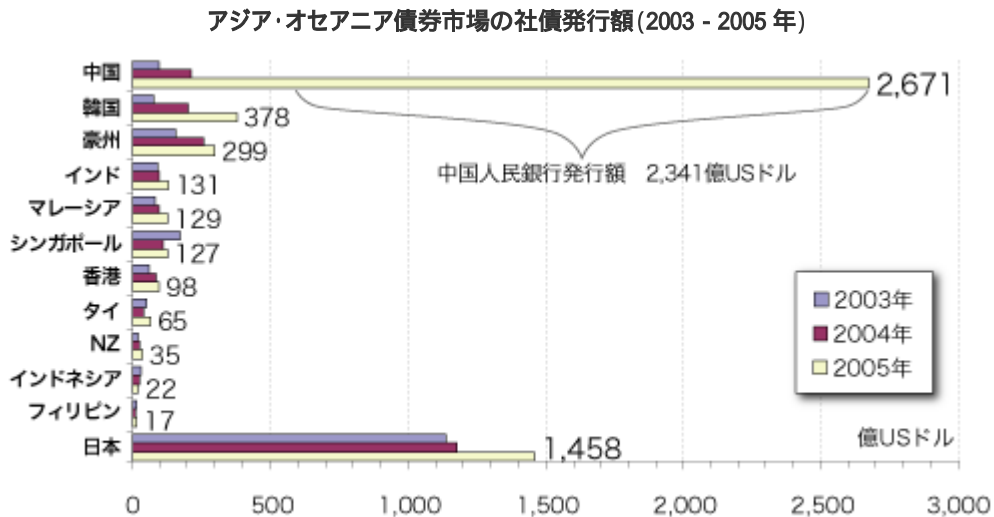
一方、両者の大きな相違点としては、ABF1 の対象となる債券が米ドル建てであるのに対し、ABF2 は現地通貨建てであること、ABF1 は投資家を EMEAP 中銀に限定しているのに対し、ABF2 はその最終段階において一般の投資家にも開放すること、などが挙げられる。

ABF プロジェクトの育成策としてマレーシアは 2004 年 9 月にリンギット建て債券の利子に係る源泉徴収課税について非居住者への適用除外を決定し、2005 年 4 月からは外貨・資本規制を大幅に緩和している。タイでも 2005 年 1 月より非居住者に対し、パーツ建て国債、政府系機関債の利子に対する源泉徴収税を撤廃した。このほか、中国、香港、マレーシア、シンガポール、タイでは、それぞれの国において初となる債券 ETF (Exchange Traded Fund <上場投資信託>) の導入を実現するために、関係法令やシステム・インフラの整備が行なわれた。

2005 年のアジア・オセアニア地域の社債市場は、ABMI (アジア債券市場育成イニシアティブ) 及び ABF による育成策も追い風となり、日本を除く 11 カ国・地域での発行額が 3,972 億 US ドル、前年比 240.8% (2004 年前期比 36.2%) の拡大を記録した。2005 年に市場拡大が顕著であった国は中国 (2,670.5 億 US ドル、前年比 1,160.2%)、韓国 (377.7 億 US ドル、

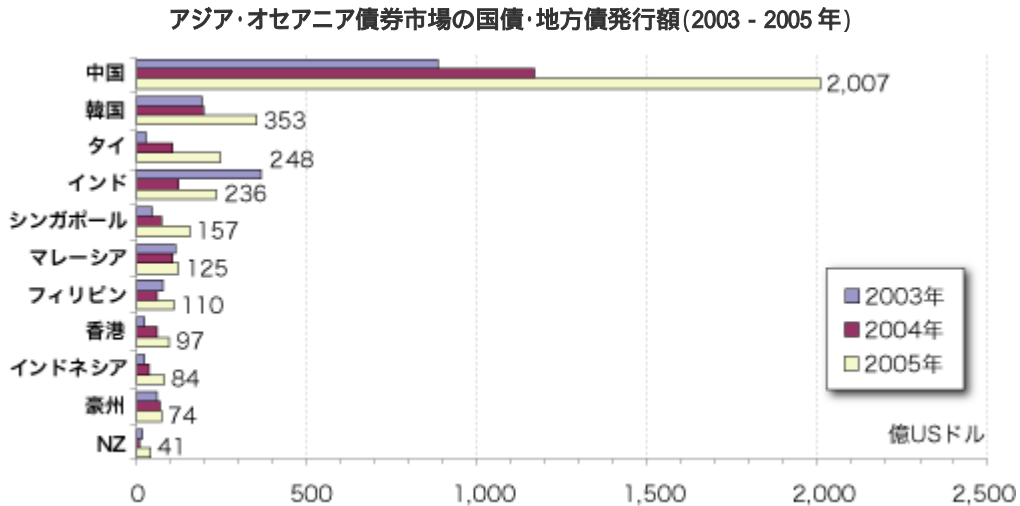
前年比 87.5%)、タイ (65.0 億 US ドル、同 57.1%) である。特に韓国の社債発行市場は豪州を抜き、日本、中国に次いで 3 位の規模となった。一方で依然として市場の発展が遅れる国がインドネシア (22.4 億 US ドル)、フィリピン (16.9 億 US ドル) である。2005 年は中国においてアジア開発銀行、国際金融公社がパンダ債発行の発表、実施を行った他、中国人民銀行が 2,341 億 US ドルの債券発行を行うなど、特に中国において育成策の進展と市場規模の拡大が顕著であった。ただし、人民銀行の債券発行額を除いたとしてもアジア・オセアニア地域の社債発行規模は 1,651 億 US ドル (前年比 41.6%) となる。

図 17



資料: 三菱総合研究所集計

図 18



地域債券市場を創設する最大の意義は、域内の豊富な貯蓄を活用することにより、規模の経済や発行コストの低下を実現することにあるといえる。しかし、そのためには課題も多く、特に債券発行通貨の選択は難しい問題となる。各国の政策当局との連携を従来以上に強化すること、債券市場の現状と政策の効果を十分にチェックすること、間接的なインフラの整備をより重視することなどが求められ、地域債券市場の育成は長期的な課題としてとらえられている。

## 第5章 政策提言

---

以上のことを踏まえて、今回我々は政策提言としてアジア共通通貨をつくることである。日本は輸入を中心としている国であるため、域内貿易での関税の障壁がなくなることでよりモノの流通化が増えていくというメリットがある。一方で、様々な問題も存在する。最適通貨圏理論を決定する要素から考えてみると「生産要素の移動性」「金融市場の統合性」「経済の開放性」「経済構造の類似性」の4つの要素が存在する。現在その中でも「生産要素の移動性」「経済構造の類似性」の2つがアジア共通通貨創設に課題となるだろう。そこでこれらを検証し、解決する案を考えてみた。

「生産要素の移動性」では生産要素の主となる労働と資本の移動の自由を検証してみる。労働移動の自由性では東アジア地域の失業率や賃金が平準化していないことから労働の移動性は確保されていないといえるだろう。一方、資本の移動性では短期資本の流入がアジア通貨危機を引き起こしたことも分かるとおり、資本の移動性は高いといえる。つまり、現在アジアでは特に労働移動に制限がある。通貨危機後このような制限が強まったと考えられる。FTAをすすめ、さらなる市場統合を図り、労働力の移動の制限をなくすことがこの問題の解決案であるだろう。

「経済構造の類似性」では東アジア諸国は先進国から開発途上国まで様々な国々が集まっている。日本やシンガポールなどの先進国は第三次産業を主とするのに対し、ミャンマーやラオスのような開発途上国は第一次産業を主とする経済が行われており経済構造は類似していないと考えられる。一方で、1997年の通貨危機の際に各国に伝染するという現象が見られた。このことから各国の経済構造が類似しているとも考えられる。この意見についての解決案として経済統合を図ることが一番の解決案ではないかと考えられる。

また上記以外にもアジアはヨーロッパに比べて政治的統合は容易ではないが、アジアにおいて経済統合の流れから共通通貨アジア共通通貨の可能性は十分に考えられる。



**主要参考文献（5冊）：**

- ・ 砂村賢『国際金融危機の政治経済学』日本経済新聞社、H12年
- ・ 高木 信二、宮尾 龍蔵、沢田 康幸、渋谷 浩『通貨危機と資本逃避 アジア通貨危機の再検討』（単行本 - 2003/2）
- ・ 高橋琢磨、佐野鉄司、関志雄『アジア金融危機』 - H10年7月
- ・ 今井謙『アジアの通貨危機と金融市場』（単行本 H15年10月
- ・ 平川均，佐藤隆文『通貨危機後のアジア経済と改革への展望 タイ・インドネシア・韓国を中心に』
- ・ 国宗浩三『アジア通貨危機と金融危機から学ぶ』
- ・ 橋元優子『アジア通貨危機を超えて』
- ・ 浜田和幸『ヘッジファンド 世紀末の妖怪』

**引用文献：**

- ・ 田中友義『EUの経済統合』中央経済社，H.13年、p.116
- ・ 前多康男、鹿野嘉昭、酒井良清『金融論をつかむ』有斐閣、H18 12月

**データ出典：**

- ・ 外務省 [http://www.mofa.go.jp/mofaj/area/eu/euro\\_gaiyou.html](http://www.mofa.go.jp/mofaj/area/eu/euro_gaiyou.html)
- ・ 欧州委員会「Convergence Report 1998」
- ・ 三菱総合研究所 プレスリリース(2006.2.14)「2005年のアジア債券市場と市場育成への提言」 [http://www.mri.co.jp/PRESS/2006/pr060214\\_pec01.html](http://www.mri.co.jp/PRESS/2006/pr060214_pec01.html)
- ・ 日本銀行国際局(2005.10)「アジア債券市場育成とアジア・ボンド・ファンド」  
<http://www.boj.or.jp/type/exp/seisaku/expabf.htm>