

## 序文

東京大学公共政策大学院 特任教授／環日本海経済研究所 代表理事・所長 河合 正弘

アジアの金融市場は着実に発展・深化するとともに、世界の金融市場との統合の程度を高めてきた。金融市場の発展・深化は、国内の貯蓄を動員し、それを国内投資に結び付けることで経済発展に貢献してきた。また経済発展そのものが、企業や家計による多様な金融サービスへのニーズを生み出し、金融市場をさらに発展・深化させる効果を生んできた。金融市場が発展・深化するに伴い、その対外開放も進み、海外市場との統合が強化され金融のグローバル化が進展してきた。

金融のグローバル化は、近年、最も意見が対立し、激しい議論がなされてきたテーマである。これは、金融市場の対外開放を進めることが「諸刃の剣」だからである。つまり、金融のグローバル化は、消費や投資を円滑化し拡大することでGDPの成長を高め、かつリスク分担や多様化を通じて経済を安定化させる効果をもつ一方で、各国を不安定な国際資本移動に曝して金融システムや経済活動を不安定なものにする危険性がある。実際、1997-98年のアジア通貨危機は、大量の短期性資金が流入したあと、資金移動が逆転し対外流出したことで起きた。その後も世界的な金融不安定化のリスクは、2007-09年の世界金融危機や2010年の欧州ソブリン危機において見られたように、引き続き無視できないものとなっている。

新興アジア地域においては、金融市場の発展・深化と対外開放がさらに進むなかで、金融市場の安定化が重要な政策課題になっている。日本の金融機関がアジア地域に進出して日本と新興アジア地域を金融的に結び付けるようになっている。中国の人民元の国際化は2015-17年と足踏みしたものの、今後もさらに進み、中

国と新興アジア諸国との金融的な関係を緊密化する効果をもとう。ASEAN地域においては、ASEAN経済共同体（AEC）構築の一環として域内金融統合が進んでいる。アジア地域におけるインフラ投資の円滑なファイナンスのためには地域金融統合が欠かせず、アジア債券市場の発展はそうした金融統合を促す効果をもってきた。アジア通貨危機以降進展してきたチェンマイ・イニシャチブやASEAN+3マクロ経済リサーチオフィス（AMRO）はアジア域内における金融安定のための役割を果たすことが期待されている。

本特集号の目的は、日本をはじめとするアジア地域における金融グローバル化の現状を把握し、その課題を多面的な観点から取り上げ、評価することにある。アジア域内の金融統合の障害や課題をどう乗り越えていくか、アジア域内の膨大な貯蓄をいかに長期投資（とりわけインフラ投資）に振り向けるか、金融統合・グローバル化と金融安定をいかに両立させるか、金融安定のための東アジア協力をどう進めるべきか、などの問題を検討する。

以下、本特集号の各章を簡単に概観しておこう。

第一章「金融市場の量的・質的な発展：指標化とマクロ経済的な意義」（伊藤宏之・河合正弘）は全体の導入部にあたるもので、アジアの金融市場の発展と統合の現状を俯瞰するとともに、数量的な分析を通じて、金融市場の発展と統合に関して新たな知見を得ることをめざしている。具体的には、アジアをはじめとする新興国における金融市場の発展と国際金融市場との統合の程度が定量化され、それらがマクロ経済変数（経済成長や成長の上下変動の大きさ）と

どのような関係をもつかが明らかにされる。その際、各国の金融市場の「量」的な発展だけでなく「質」的な発展を定量化して、「質」が金融統合やマクロ経済変数に有意な影響を与えるかどうかを考察される。

金融市場の発展の程度は、通常、民間信用残高や金融資産総額の対GDP比率など、金融活動の規模・深化度によって測定される場合が多い。こうした伝統的な指標は金融発展の量的な側面に焦点を合わせたものである。本章では、量および質の両面から金融市場の発展の程度を測る指標が提示される。量的な指標としては、銀行、株式、債券、保険市場の規模や深化度を捉える多変数を用いた複合指数が構築される。質的な指標としては、金融市場の多様性、流動性、効率性、制度的環境の水準を反映する新たな複合指数が作成される。ここで制度的環境とは、法律・制度、人的資本、情報通信インフラの発展状況を捉えるものとされる。

こうした指標を用いることで、以下の結論が得られる。先進諸国およびアジアの新興諸国においては量的指標と質的指標の間に高いプラスの相関が存在する一方で、その他の諸国についてはこうしたプラスの相関傾向が見られない。質的指標を各サブ指標に分解して考察すると、質の面での先進諸国と新興・発展途上諸国との差異は法制度の発展度の差に起因することがうかがえる。先進諸国に比べ、新興・発展途上諸国では市場の多様性、流動性、効率性が低い傾向にある。単純な回帰分析によれば、質の高い金融発展を遂げている新興・発展途上諸国に標本を限定した場合、金融市場の質的発展は、一人当たりGDP成長率に対してプラスの効果をもち、成長率の不安定性およびインフレ率に対してマイナスの効果をもつことが示される。また、金融発展とりわけ質の面での金融発展は金融統合（対外開放の進展、金融グローバル化）につながる傾向があることが示される。最後に、金融統合・グローバル化は、金融発展の質が低い新興・発展途上諸国にとってはマクロ経済的にマイナスの影響を与えるが、その一方、

金融発展の質が高い新興・発展途上諸国にとってはそうしたマイナスの影響が緩和される傾向にある。

以上の分析が示すことは、新興・発展途上諸国にとって、金融市場の質の面での発展が重要であり、質が低いまま対外金融開放（金融のグローバル化）を進めるとマクロ経済的にマイナスの影響を受ける可能性があることを示している。すなわち、そうした諸国は金融的な対外ショックに曝されやすくなることで、成長率の不安定性が高まったり、成長率が低下したりするリスクに面すると考えられるのである。

第二章「日本とアジアの金融市場統合－邦銀の進出に伴うアジアの金融の深化について－」（矢口満・山口綾子・佐久間浩司）は日本とアジアの金融市場の統合の現状を、マクロ的な観点からではなく、民間金融機関の活動というミクロ的な観点から分析し展望する。

日本は、民間銀行による長期・短期融資、機関投資家などによる証券投資（株式・債券投資）、多国籍企業による直接投資など民間部門を通じて、新興アジア諸国との間で金融的な関係を作り上げてきた。とりわけ過去10年ほどの間に、日本の民間金融機関によるアジアビジネスは大きく進展し、それがアジア金融市場との相互的な発展につながってきた。本章では、民間金融機関の観点から注目すべきこととして、日本の銀行（邦銀）のアジア進出が加速するなかで、邦銀のもつ相対的に発達した金融技術が地場銀行に伝播し、それがアジアの金融市場の深化に貢献している可能性があることが指摘される。

1980年代以降の邦銀のアジアにおける活動を振り返ると、特に2007-09年の世界金融危機以来、ユーロ圏の銀行の活動が消極化する一方で新興アジア諸国での金融ニーズが高度化するなか、邦銀による与信業務などが着実に拡大している。とりわけASEAN（東南アジア諸国連合）において、邦銀はその高度化・多様化するニーズを取り込むべく、2012年頃より地場銀行の買収や地場銀行との資本提携・業務提携を

積極的に進めてきた。その結果として、リテール・企業向け金融サービスでは、邦銀から買収先・提携先の地場銀行に向けて金融技術の波及がみられる。特にリテールでは、邦銀に買収・提携された地場銀行の国際ネットワークの中で、「金融の発達している国」から「遅れている国」へ技術の伝播が生じているとされる。

さらに、国際金融規制や各国制度に対応した広義の経営管理のノウハウに関しては、買収により地場銀行が子会社化された場合、その銀行の経営管理レベルが一気に邦銀並みにまで引き上げられる。そして、それが進出先におけるベストプラクティスとなり、現地の金融監督当局を通じて進出先国内でそれが波及する可能性があることも指摘されている。

このように、邦銀のアジア進出はアジア現地の金融市場の発展・深化に貢献し、進出先の金融的な安定に貢献する可能性があることが示されている。これは、個別の金融機関のレベルにおいて、日本とアジアの金融市場統合が安定的なカタチで進みつつあることを意味しよう。

第三章「人民元の国際化に向けての課題—中国・地域・グローバルという視点に基づく考察—」（関志雄）は中国の人民元の国際化に関わる課題を、「資本取引の自由化」（または「資本移動の自由化」という中国自身の視点、「通貨圏」というアジア地域の視点、「国際通貨体制」というグローバルの視点から、それぞれ明らかにすることを試みている。

中国は近年、経済規模の拡大に伴い、貿易と対内直接投資だけでなく対外直接投資を拡大させているが、それに加えて政策的な後押しもあって、貿易・直接投資など国際取引における人民元の使用が周辺諸国を中心に増加している。人民元は2016年10月に国際通貨基金（IMF）のSDRの構成通貨として採用されたことで、正式にIMFの準備通貨としての地位を得た。人民元が今後どの程度本格的な国際通貨として機能するか、世界の基軸通貨になりうるかについて、関心が高まっている。

中国の国内的な視点から見ると、国際資本取

引の規制が人民元の国際化を妨げる最大の要因となっており、これを取り除くべく、政府は資本取引の自由化を目指している。資本自由化のためには、金融市場が十分発展・深化し金融監督の枠組みが整備された上で、居住者・非居住者が自由にかつ差別なく国際資本取引に関わることが保証される必要がある。そしてそれに伴う金融政策の有効性の低下を防ぐために「人民元の変動相場制への移行」や「金利の自由化」にも同時に取り組んでいる。しかし、資本取引の自由化を達成するには、まだ時間がかかりそうである。

アジア地域という視点から見ると、人民元の国際化は、少なくとも初期の段階において、中国経済との緊密化が進んでいるアジアNIEsとASEAN諸国や、中国の主導で進められている「一帯一路」沿線諸国を中心に進むものと考えられる。これらの諸国が人民元を信認できる国際通貨とみなし、それに対して安定的な為替レート政策を採用し、それを準備通貨として保有することが、人民元が広く使われる「元圏」形成の前提条件となろう。

世界的（グローバル）な視点からすると、中国を中心にアジアに「元圏」が形成されれば、国際通貨体制はドル、ユーロ、人民元からなる「三極通貨体制」に向かうことになると思われる。中国を中心とする「元圏」の経済規模が米国を中心とするドル圏とEUを中心とするユーロ圏に匹敵するようになるからである。その結果起こる通貨間の競争が国際通貨体制の安定化に寄与する可能性がある。しかし本章によれば、現段階では、国際通貨としての人民元の地位は依然として低く、「元圏」ひいては「三極通貨体制」の形成はまだ構想の段階にとどまっている。

第四章「ASEANの金融統合の可能性、そのリスク、および課題」（Aladdin D. Rillo）は、ASEAN地域における金融統合の政策イニシアチブ、現状、可能性、リスク、課題について検討する。

ASEAN諸国は2000年代初めから、金融市場

の域内統合を進めてきた。まず2003年にASEAN財務大臣会合の承認を得て、ASEANの通貨・金融統合のためのロードマップが策定された。それは金融市場の域内統合を通じて、2015年までの目標であるASEAN経済共同体(AEC)の構築を支援するためのものだった。このロードマップに基づき、ASEAN金融市場の統合を促進するために、金融サービスの自由化、資本市場の発展、資本勘定自由化に向けた活動が進められた。ASEAN中央銀行総裁会合は、2011年に、AECの下での自由化と統合の取組を促すために、ASEAN金融統合フレームワーク(AFIF)を採択した。AFIFは、2020年までにASEAN地域における準統合金融市場(完全ではないが相当程度統合された地域金融市場)の創設を目指しており、金融サービスの自由化、銀行部門の統合、資本市場の発展、資本勘定自由化、決済システムに関する取組を定めた。これに基づき、ASEAN諸国は、2015年末までに、金融部門におけるサービスの自由な流れと資本のより自由な流れを実現するために、AECブループリントの措置の87%を完了させた。さらに、2015年11月のASEANサミットにおいて、新たなAEC2025ブループリントが採択され、金融市場の統合に加えて金融の安定性や金融包摂なども追及されることになった。

本章は、こうした政策イニシャチブが域内金融市場の深化と統合の進展に寄与してきた一方、ASEAN諸国は、数量ベースと価格ベースの両方の統合指標から示唆されるように、域内諸国よりもむしろ世界の金融市場と統合されている程度が強いことを指摘している。これは、域内におけるリスク分散の機会が限定的であること、流動性が不十分であること、適切な金融インフラ面での連携が不足していること、国家間の規制や基準に質的差異が存在することなどが原因だとされる。ASEANの金融市場は、世界の金融市場と密接に統合されることで、グローバルな金融ショックの影響を受けやすくなっている。

こうしたことから、本章ではASEANにおけ

る金融統合をさらに深めるためには、以下の点が重要だとされる。第一に、各国で国内金融市場の発展を促進する政策に重点を置き続けることが挙げられる。例えば、機関投資家の創出や地域全体のポートフォリオ投資を促進すること、取引ルールやプラットフォームを強化すること、支払いや決済を改善すること、会計基準や規制を調和させることが挙げられる。第二に、ASEANは各国レベルでのプログラム実施を強化して、2025年までにより深い金融統合を実現させることである。ASEAN加盟各国は、地域のコミットメントが、適切な国内プロセスを通じて、国のコミットメントに置き換えられるよう促されている。政策担当者がコミットメントを遵守できるようにするには、統合の道筋を具体的な経済情勢および制約と一致させることが不可欠である。第三に、域内金融統合を妨げる障害を特定できるよう、域内監視を強化することが挙げられる。域内の政策担当者がより深い金融統合に対する障害に継続的に対処していくためには、より体系的な監視が不可欠である。ASEAN事務局内にASEAN統合監視室を設置することは正しい方向ではあるが、国レベルで十分に発達した監視の枠組みをつくることで補完されなければならない。第四に、域内金融統合はそれ自体が目的ではなく、開発目標を達成するための政策手段であるため、より大きなマクロ経済面および政策面の協調を進めることである。たとえば、地域サーベイランス、ピア・レビュー、政策討議、市場協議などを通じてマクロ経済政策目標の収斂を促進する必要がある。あるいは、貿易・投資のより深い域内統合をめざすためには金融市場の域内統合が望ましいことから、貿易・投資政策と金融統合政策の調整が必要になろう。

第五章「アジアのインフラ投資ファイナンス」(西沢利郎)は、アジアにおけるインフラ投資がどのようなかたちでファイナンスされてきたか、とくに国内資金と海外資金(さらには域内資金)の役割、公的資金と民間資金の役割や官民連携(PPP)について分析し、インフラ

投資ファイナンス拡充のための政策的含意と域内金融市場の発展・統合の政策的な意義について考察する。

アジアのインフラ投資ファイナンスは、国、時期、分野によって異なる特徴を示しているが、その大部分は公的資金である。海外資金のアベイラビリティがインフラ投資を左右する程度は区々であるが、所得水準が比較的低い発展途上国にとってはドナー国からの政府開発援助（ODA）の役割が大きい。その一方、近年、公的資金の制約のもとで膨大なインフラ投資ニーズに応えるため、PPPの活用が試みられている。

本章によればPPPの成功が期待できる国や分野は限られており、インフラ投資のごく一部を占めるにすぎないとされる。PPPは、制度条件や実施能力が備わっていないまま導入されると、結果として公的資金による支援・救済に頼る事態を招きかねない。PPPは、投資・運営コストを受益者たる利用者か納税者が負担するものであり、フリーランチを可能にするわけではない。アジアの新興・発展途上国でのPPPの実績は必ずしも芳しくない。リスクを加味したうえで民間が受け入れ可能な収益性を備えたバンカブルな事業を組成できる能力の開発や制度環境の整備がPPP推進の前提条件だとされる。

本章はさらに、インフラ投資の特性に照らすと、海外資金は国内貯蓄を補完する役割にとどめるのが安全だとしている。というのは、海外資金によるインフラ投資ファイナンスは期間と通貨のダブル・ミスマッチが当てはまる最も典型的な分野だからである。そのため、インフラ投資ファイナンスの拡充には、ダブル・ミスマッチを避けつつ海外資金を導入したり、国内貯蓄を長期投資に結びつけたりすることが課題となる。

現実には、十分な国内貯蓄を動員できる国がある一方、そもそも国内貯蓄が乏しく、投資を海外資金に頼らざるを得ない国もある。また、国内貯蓄が投資ニーズに比して潜在的に潤沢であっても、それを長期的な投資へ向けて仲介す

る金融市場の整備が遅れている国は往々にして海外資金に依存せざるをえない。さらに、国内貯蓄動員のための資本市場育成を志向しても、市場規模の制約や効率性の観点から、その実効性に疑問なしとしない場合もある。このように国毎に条件は大きく異なるため、インフラ投資ファイナンスのあり方についても、異なる条件を考慮した国別アプローチをとるべきであろう。

アジアにおける金融市場統合の一つの役割は、域内諸国の間で貯蓄を融通し、長期投資（とりわけインフラ投資）に振り向けることであり、アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）などの域内金融市場統合への取り組みは、自国通建てで長期資金を動員できるという観点からインフラ投資ファイナンスの強化に貢献するものと考えられる。たとえ資金が海外からこようとダブル・ミスマッチの問題は避けられるからである。したがって、インフラ投資ファイナンスの拡充には国内貯蓄を長期投資に結びつける各国の資本市場整備と歩調を合わせることが望ましく、インフラ投資ファイナンスと域内金融市場統合はこうした文脈で理解すべきであろう。

第六章「アジア債券市場の発展と課題－市場を拡大させるためのポイント－」（清水聡）は、アジア通貨危機以降の新興アジア諸国の債券市場の発展を振り返り、現状を評価し、将来展望を示すことにある。とりわけ、一部の国を除き社債市場の発展が遅れている理由は何か、社債市場が拡大した国（韓国・マレーシア・中国など）における潜在的な課題は何か、域内において投資家の多様性は確保されつつあるのか、などの問題について考察する。

1997-98年のアジア通貨危機の一つの教訓は、アジアの現地通貨建ての債券市場を発展させることで、金融システムの両輪を整備することにあった。実際、ASEAN+3財務大臣プロセスによる「アジア債券市場イニシアチブ」や中央銀行グループによる「アジア債券ファンド」構想が進められたこともあり、アジア債券市場は大幅に拡大し、質的にも成熟度を増した。しか

し、社債市場の発展度は国ごとの格差が大きく、バランスの取れた金融システムの形成は途上にある。社債市場が相対的に発展した韓国やマレーシアでは、通貨危機以前から市場整備が進められ法規制や市場インフラが整備されており、発行体や投資家も多く存在している。これに対し、市場の発展が相対的に遅れたフィリピンやインドネシア等では、社債の発行が本格的に開始されたのは2000年代半ばであり、市場整備に向けた政策が必ずしも十分でなく、発行体や投資家も限られている。また、これらの国では金融システム自体に構造的な問題があり、銀行中心の状況を変えることが難しいという状況にあり、市場整備に一層注力するとともに、社債市場の役割に関する議論を積み重ねることが求められよう。一方、社債市場が発展した国に関しても、発行体の業種の偏りや投資家の投資技術の未成熟さなど改善すべき点が多い。

本章は、今後の債券市場の方向として、インフラ・ファイナンスへの債券市場の活用や債券取引の決済システムの機能の向上や域内統合などの課題を挙げている。まずインフラ・ファイナンスにおける債券市場の利用方法としては、①プロジェクト・ボンドやイスラム債の発行、②インフラ関連企業による社債発行、③インフラ整備に関連した国債発行、④銀行やその他の金融機関による社債発行、があるとしている。

債券取引の決済システムについては、クロスボーダーの資金決済（各国通貨間の直接決済）を可能にするため、これまでアジア域内の国際的証券保管振替機関（アジア版ユーロクリア）の設立やCSDリンク（各国の証券保管振替機関CSDを接続し、資金決済は商業銀行マネーで実施する）の構築が提案されてきた。しかし本章では、CSD-RTGSリンク（各国のCSDと中央銀行の資金決済システムであるRTGSを相互に接続するモデル）が域内決済インフラの有力モデルであるとされる。CSD-RTGSリンクは、①NCSDを利用するためコストが相対的に安い、②中央銀行のシステムを用いるため安全である、③各国が自国の発展段階を考慮して

任意のタイミングで統合に参加できる、などの利点を有する。コスト面、安全性、資本取引規制の制約等を考慮すれば、CSD-RTGSリンクが最も現実的であり、2国間での接続を図りつつ、ルールや規制の標準化・調和を図ることができるとされる。

最後に、社債市場の発展条件がまとめられ、①当局の積極的な市場育成策（法規制や市場インフラの構築）、②社債の発行を促す金融システムの存在、③経済発展に伴う発行企業の増加、④多様な投資家（特に機関投資家）の拡大、が必要だとされる。

第七章「東アジアにおける通貨金融面での安定に向けた取り組み－独立したサーベイランス・ユニットAMROの設立と残された課題－」（Akkharaphol Chabchittrachaidol・仲川聡・根本洋一）は、東アジア地域の金融安定のための地域協力メカニズムとして、ASEAN+3マクロ経済リサーチオフィス（AMRO）に焦点を当て、当初民間法人として設立されたAMROによるサーベイランスの特徴、国際機関化された後のAMROの役割、東アジアの通貨金融安定に向けてAMROに残された課題について検討する。

1997-98年のアジア通貨危機以来、東アジア地域の金融安定は重要な政策的な課題である。東アジアの通貨金融当局は、自国における経済政策や金融監督の枠組みの強化を図ると共に、域内のマクロ経済当局者間での金融協力を開始した。まず、2000年5月にIMFを補完する地域の金融取極めであるチェンマイ・イニシャティブ（CMI）の創設が合意された。次いで、2002年5月に、財務大臣及び中央銀行総裁の代理が経済・政策問題を議論するための域内サーベイランスを開始した。2005年5月には、域内経済サーベイランスである「経済レビュー・政策対話（ERPD）」のCMIの枠組みへの統合と強化や、CMIの規模の大幅な拡大が合意された。2008年のリーマンショックを経て、東アジアの地域金融協力は、チェンマイ・イニシャティブのマルチ化（CMIM）やAMROの設立など、制度面での整備が大きく進んだ。

当初民間法人として設立されたAMROによるサーベイランスは、以下の特徴を有していた：①サーベイランスレポートは、特にASEAN+3財務大臣中央銀行総裁の代理達の間における相互サーベイランスやCMIMに関する議論の促進や、世界及び地域の経済金融情勢を頻繁にアップデートするという、ASEAN+3通貨金融当局のニーズを充足することを目的とし、非公表形式で作成された、②短期的な流動性、特に国際的な民間証券投資フローや銀行貸出の動きに焦点が当てられ、それらが潜在的にもたらすリスクを把握し、ショックの域内伝播経路を理解するためにASEAN+3経済相互間の関係が分析された。

本章によれば、AMROは、2016年2月に国際機関になることによって、民間法人の際に直面した人的資源や加盟国のデータアクセスに関する制約を克服したとされる。それに加えて、新たに、①地域の金融取極めであるCMIMの運用に関してASEAN+3当局を支援すること、②AMROの目的や任務を達成するために、予め定められた規則に基づきサーベイランスレ

ポートを作成・公表すること、の役割が付与された。

本章は、東アジアにおける通貨金融安定を強化させるために、残された課題として4点指摘している。第一の課題は、AMROのサーベイランスと政策提言機能をさらに強化すべく、AMROが危機や市場の混乱に関する知見をより蓄積し、CMIMの資金の出し手と受け手との間で客観的な立場を取り、サーベイランスレポートの公表に際しては、市場の状況を見つづ、内容とタイミングを慎重に検討すること。第二は、CMIMの効果を高めるために、CMIMの発動におけるAMROの役割を強化すること。第三は、二国間、地域、世界の金融支援ファシリティの間の調整の枠組みについて、平時から議論を進めること。第四は、各国の統計に関して、その範囲、頻度、正確性ならびに国際比較可能性を、不斷に高めていくこと。透明性の向上は、AMROのサーベイランスの質を高めうるのみならず、市場の信認を高めることにも資するとされる。