

東アジアの通貨・金融協力の最適な緊密度を探る —ユーロ危機の教訓を踏まえて—

西村 陽造

Optimum “Closeness” of Monetary and Financial Cooperation in East Asia: Lessons from Europe

Yozo NISHIMURA

Abstract

Asian currency and financial crisis during 1997-98 was the starting point of the subsequent monetary and financial cooperation in East Asia, which created the regional short-term liquidity support (Cheng Mai Initiative Multilateralization: CMIM) in 2000's and the regional economic surveillance unit (ASEAN+3 Macroeconomic Research Office: AMRO) in 2011, in order to prevent and manage currency crises. Conversely, the Eurozone achieved in 1999 an extremely tight regional monetary and financial cooperation, namely the monetary union with single currency Euro, which suffered a sovereign debt crisis mainly during 2009-12 partly due to the incompleteness attributed to monetary union without fiscal union. This study attempts to find an optimum tightness or closeness of the monetary and financial cooperation in East Asia, by analyzing the experiences in the Eurozone and exploring the similarities and differences between the two regions. It concludes that the cautious attitude toward close and tight cooperation would be desirable for the Japanese authority.

1. はじめに

1996～97年のアジア通貨危機をきっかけに始まった東アジア域内の通貨・金融協力は、ASEAN + 3（日中韓）の各国間に短期外貨資金を融通し合う2国間取極のネットワークであるチェンマイ・イニシアティブ（CMI）、それを共通化し一本の契約にまとめたCMIのマルチ化（CMIM）、域内サーベイランス・ユニットであるASEAN + 3マクロ経済リサーチ・オフィス（AMRO）の設立、などの成果を取ってきた。仮に、こうした協力をさらに緊密化させるとした場合、域内為替相場の安定化、サーベイランスの強化、金融監督の協力、などが考えられる。

一方、欧州における近年のユーロ危機は、域内協力の

枠組みが緊密化するほど域内の決定プロセスにおける大国の影響力が強まる場合があること、域内為替相場安定を過度に重視すべきでないこと、域内協力が自己目的化することのないように費用対効果を見極めることが重要であること、などを教訓として示している。

東アジアにおいては、中国が圧倒的な大国になりうること、振り返ってみると域内協力の出発点であったアジア通貨危機は短期的なショックであったこと、政策よりも市場メカニズムによって進んでいる統合において金融統合は経済統合に遅れていること、国際金融のトリレンマからみて各国が重視する要素が異なること、などが特徴として指摘できる。加えて、近年では、実物経済だけでなく金融・資本市場における日本の存在感の低下が重要な要素である。

以上を踏まえると、日本の東アジア域内における通貨・金融協力に対するスタンスとしては、協力の費用対効果を見極めたうえで、IMFを中心としたグローバルな多国間の枠組みを重視すること、東アジアでの通貨・金融協力は不可欠であるものの一層の緊密化は慎重に検討すべきであること、2国間の枠組みにおいて円を活用するなど日本の特性を協力を活かすこと、などに留意すべきであろう。

本稿では、以上の主張を検討すべく、まず、東アジアの通貨・金融協力の歩みを振り返り、域内協力の意義と役割を整理したうえで、ユーロ危機が示した域内協力に関する教訓と、中国の台頭などの東アジアの現状を踏まえて、東アジアの通貨・金融協力に対する日本のあるべき戦略を考えてみたい。

2. 東アジアの通貨・金融協力

1996～97年のアジア通貨危機以降、東アジアでの金融面での協力は、主にASEAN+3（日中韓）の枠組みの下で、通貨危機対応のための協力が進展し、2000年代に入ってチェンマイ・イニシアティブ（CMI/CMIM）、ASEAN+3マクロ経済リサーチオフィス（AMRO）の設立、などの成果を収めてきた。しかし、近年、協力の動きは停滞している印象が否めない。

その背景には、①アジア各国がアジア通貨危機の教訓も反映して外貨準備高の積み増しに留意した政策を採ったこと、②2008～09年の世界金融危機において発生した外貨流動性の不足に対して、米国FRBと各国中銀とのスワップ協定の発動などによって各国はドル資金を調達し、東アジアではCMI/CMIMは活用されなかったこと、③2009年に始まった欧州政府債務危機は2012年に沈静化するもののユーロ危機とも呼ばれ緊密な域内協力の抱える問題点が浮き彫りになったこと、などが考えられる。

また、長期的視野に立つと、東アジアの域内協力の出発点となった1996～97年のアジア通貨危機の直後に経済成長率は大きく落ち込んだものの、その後急速に回復した後は高成長が続き、今になってみると短期的ショックであったと評価できる。このため、東アジアの通貨・金融協力の必要性を当時ほど感じにくくなってきていることも考えられる。

日本経済新聞2018年5月4日の報道では、「チェンマ

イ・イニシアティブは枠組みの大部分はIMFによる支援と一体的に発動することが想定されているが、会議ではIMFと支援期間をそろえたり情報共有したりすることで、より円滑に発動できるようにすることで合意した」「イニシアティブを巡っては、支援枠の中でIMFと関係なく参加国の独自判断で使える割合を30%から40%に引き上げることも議論してきた。ただこれには各国の考えに温度差があり、今会合でも足並みがそろわなかった」とある。この報道から、協力が一層の緊密化に向かうモーメンタムを読み取ることは難しく、各国の間に温度差があることは事実である。

そこでまず、東アジアの通貨・金融協力の出発点となったアジア通貨危機を、現代用語の基礎知識での拙著の箇所を参照しつつ、概観しておきたい。

1997年7月に通貨の急落、すなわち通貨危機がまずタイで始まった。97年8月に東京でタイの危機を封じ込めるための支援国会議が開催され、IMF、日本、アジア域内諸国などから総額172億ドルの資金援助が合意された。しかし、危機は東アジアの周辺国に広がり、特にインドネシアと韓国が深刻な事態に陥り、10月にインドネシアに対して総額390億ドル、11月に韓国に対して総額570億ドルの資金支援が合意された。

98年に入ると、香港ドルへの波及は政策対応が奏功したことなどから封じ込められた。マレーシア当局は資本規制を導入することで危機の波及を食い止めた。当時のIMFの政策が依拠していた新古典派経済学に基づくワシントン・コンセンサスに反することから、資本規制に対しては反対論や懐疑的な見方が根強かったなかで、危機封じ込めに成功したことは画期的であった。アジア全体としてみても、危機は、同年半ばにはほぼ鎮静化し、資本規制の厳しい中国には危機は波及しなかった。

様々な文献が指摘する通り、この危機は、慢性的な対外赤字に起因する経常収支危機ではなく、力強い経済成長を続けるなかで、実物・金融資産への投資の原資を海外からの短期外貨資金に過度に依存した状態で、その外貨資金が海外に急激に引き上げられたことに起因する資本収支危機であった。また、IMFが支援した国々に融資の条件として課した政策が、経常収支危機を想定したもので、資本収支危機に対しては不適切であったとの批判もある。このため「アジア諸国で緊密に協力していたら、危機の被害はもっと小さくできたはずだ」との意識が芽生え、その後のアジアの通貨・金融協力の出発点

になった。

その通貨・金融協力の歩みをみると、まず、1997年夏のタイの通貨危機への対応を関係国、関係機関が協議する中、同年秋にかけて、日本が主導する形で、協力を制度化するためのアジア通貨基金（AMF：Asian Monetary Fund）設立構想が議論された。アジア諸国を中心におよそ1000億ドルの基金を用意し、IMFの融資制度を補完する形で危機にみまわれた域内諸国を支援する体制を確立しようというものである。しかし実現には至らなかった。アメリカや同国の意向をくんだIMFが反対し、中国も賛成しなかったためと伝えられる。

97年11月にマニラで日本、米国とASEAN諸国など14カ国・地域の蔵相・中央銀行総裁代理会合が開かれ、アジア通貨基金構想を断念する代わりにタイ支援のような2国間支援を束ねる協調支援体制の枠組みを恒久化することなどが合意された（マニラ・フレームワーク）が、この枠組みでの会議は2004年を最後に開かれなくなる。

一方、ASEAN+3（日中韓）の枠組みが、97年12月の非公式首脳会談によって始まり、00年5月の蔵相会議で危機が起きた場合に外貨資金を融通しあう2国間通貨スワップ取決めを通じた協力強化が合意され、これはチェンマイ・イニシアティブ（CMI）と呼ばれた。10年3月には2国間のスワップ取決めが総額1200億米ドルの一本の契約にまとめられた。これは、チェンマイ・イニシアティブのマルチ化（CMIM）と呼ばれ、メンバー国は自国通貨を提供する代わりに相当額のドル資金を調達することができる。12年5月には、総額2400億ドルへの倍増、IMF融資とのリンクなしで発動できる割合の20%から30%への引き上げ、危機予防機能の導入が合意され、14年7月に発効した。

こうした動きと並行して、11年4月に、シンガポール法人として、ASEAN+3マクロ経済リサーチオフィス（AMRO：ASEAN+3 Macroeconomic Research Office）が設立された。サーベイランス・ユニットとして、地域経済の監視・分析を行い、①リスクを早期に発見し、②改善措置の速やかな実施に関する提言を行い、③CMIMの効果的な意思決定に貢献し、その運用を支援することを目的としている。AMROは2016年にシンガポール法人から国際機関になった。

詳述しないが、アジア債券市場育成イニシアチブ

（ABMI）も進められている。

このように東アジアの通貨・金融協力は、通貨危機対応という観点から歩んできた。これで協力体制の整備は一段落したという考え方もありうる。一方で、協力体制をさらに充実させるという方向性もありうる。具体的には、CMIMやAMROを中心としたサーベイランスの一層の充実や、域内為替相場安定や金融監督の協力などのための枠組み整備などがある。

どのような方向性が望ましいのかについて、以下で検討したい。

3. 通貨・金融協力の評価基準

3.1. 通貨・金融協力の便益と費用

本稿では、通貨・金融協力を、参加国間での為替相場安定、そのための金融政策の協調、短期外貨資金の融通、その他金融面での協力、以上の協力を支えるための域内サーベイランス、などを含んだ幅広い概念として定義し、敢えて厳密に定義しない。

そのうえで、東アジアの通貨・金融協力の望ましい方向性を考えるうえで、通貨・金融協力の評価基準について、便益、費用、純便益の側面から考えてみたい。

通貨・金融協力のこうした便益は、例えば、囚人のジレンマ（協調の失敗）の状態を参加国間の協力によって解決することができる場合である。

例えば、各国とも長期の金融緩和によるバブル生成の恐れを懸念して利上げを実施したい状況にあった場合、自国だけ利上げをすると、自国通貨高になり景気を押し下げる懸念から利上げに踏み切れないが、参加国各国とも協調利上げをすれば、こうした懸念がなくなるので、利上げに踏み切ることができる。これが協力や協調がもたらす便益である。

このことをゲームの理論の利得表で表現すると第1表のようになる。両国とも現状維持を選択する状態がナッシュ均衡である。自国だけ利上げをして、相手国が現状維持を選択すると、自国通貨高になることから利上げの景気押し下げ効果が大きくでるために、利得がナッシュ均衡の1から0に減少する。このため、利上げに踏み切れないのである。しかし、両国とも利上げ、すなわち協調利上げをした場合は、両国ともバブルの生成を抑制できると同時に、自国通貨高を回避することができるため、両国とも利得がナッシュ均衡の1から3に増加する。

これを協力解と呼ぶことにすれば、協力解の利得がナッシュ均衡の利得を上回った場合、その差が協力の便益である。

(第1表) 協調利上げの利得表

		第2国	
		利上げ	現状維持
第1国	利上げ	(3, 3)	(0, 4)
	現状維持	(4, 0)	(1, 1)

(注) 表中のカッコ内は、(第1国の利得、第2国の利得)を示す

こうした金融政策の協調だけでなく、より幅広い概念である通貨・金融協力についても、協力解の利得がナッシュ均衡の利得を上回るとすれば、それは協力の便益として定義することができる。

こうした便益とひきかえに、費用（コスト）も存在する。

通貨・金融協りに参加した国は、金融政策、為替相場政策、プルーデンス政策などが制約され、政策の独立性・自律性が制約される。また、協定発動に必要な短期外貨資金を確保しておくことにも資金コストがかかる。さらに、通貨・金融協力のメカニズムにおいて、参加国で設立した機関が一定の役割を果たすことになると、参加国政府とこの機関との関係は、プリンシパルとエージェントの関係になるので、エージェンシー・コストが発生する。それぞれの参加国からみて、通貨・金融協力のメカニズムが、その国の利害と整合的な動きをすることは限らないからである。このことは、EUメンバー国と欧州委員会との関係からも容易に類推できる。

以上に示した便益が費用を上回れば、その国にとって通貨・金融協りに参加することが合理的となる。

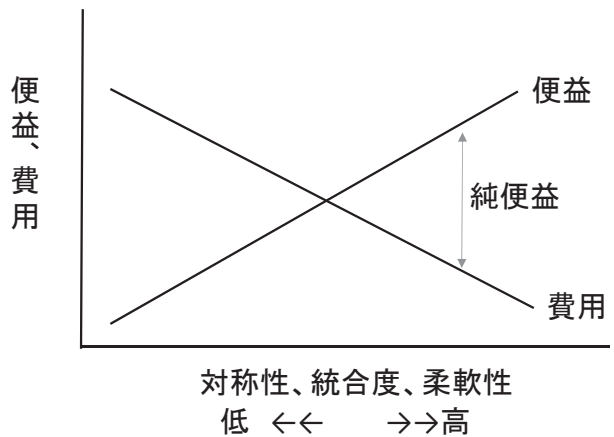
3.2. 最適な通貨・金融協力の緊密度

ここでは通貨・金融協力を幅広い概念として定義しているので、様々な形態のものが考えられる。介入資金を融通するスワップ協定、為替市場への協調介入、金融政策の協調、域内サーベイランス（情報交換、ピア・プレッシャー／ピア・レビュー、融資審査などのレベルがある）などを例としてあげることができるが、協力の緊密度を強くしたものの究極は、通貨統合であろう。

Grauwe (2016) が示すようにその国にとって、対称性 (Symmetry: 通貨統合に参加する他の国とショック

に対する反応や経済構造が類似していること)、統合度¹ (Integration: 通貨統合に参加する他の国との経済や金融の相互依存度の緊密度)、柔軟性 (Flexibility: その国の物価・賃金の伸縮性)が高まるほど、通貨統合の便益は増加し、費用は逆に減少する。便益は、通貨交換や為替相場変動リスクへの対応の必要がなくなることによる金融取引の効率化から生じる。費用は、独立した金融政策、為替相場政策、及び最後の貸し手機能の喪失から生じる。便益が費用を上回ると、その国にとって通貨統合は合理的な選択となる (第1図)。

通貨統合よりも協力の緊密度の弱い通貨・金融協力についても、対称性、統合度、柔軟性が高まるほど、通貨・金融協力の便益は増加し、費用は減少し、純便益は増加すると考えることは自然かもしれない。そうだとすれば、便益が費用を上回ると、協力への参加が合理的となる。

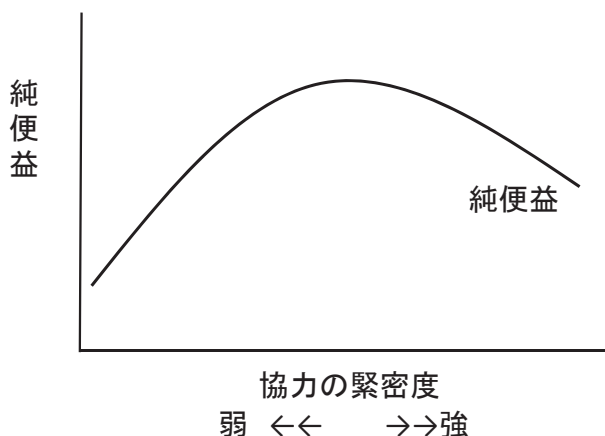


(第1図) 通貨統合や通貨・金融協力の便益、費用、純便益

以上を踏まえて、対称性、統合度、柔軟性が一定と仮定した場合、直感的には、協力の緊密度が高まるほど費用は上昇すると考えるのが自然であろう。その国の政策が協力によって制約される度合いが高まるからである。一方で、便益は、協力の緊密度が高まるにしたがって、どのように変化するか、すなわち、上昇、低下のいずれであるかについては、自明ではない。緊密度が高まることで、便益が上昇する場合もあれば、低下する場合もある。その結果、純便益が上昇するのか低下するのかについても自明ではない。

協力の緊密度を変数として扱うことができ、純便益は協力の緊密度の関数と考えることができるとすれば、そ

の関数は非線形で、純便益を最大化させる協力の緊密度が存在するのかもしれない（第2図）。



（第2図）協力の純便益を最大させる緊密度

もしも、この考え方が妥当するとすれば、東アジアの通貨・金融協力についても、日本にとっての最適な協力の緊密度が存在するはずである。協力を深化させればさせるほど良いというものではない。協力のための協力ではなく、費用対効果で考えた最適な協力の緊密度を探す必要がある。

このように協力によって生じる便益と費用は、概念として論じることは容易であるが、数値として計測することは難しい。そこで以下では、ユーロ危機の教訓と東アジアの特徴について考察することで、日本にとっての最適な協力の緊密度について考える手がかりを探ってみたい。

4. ユーロ危機の教訓

欧州統合のこれまでの歩み、なかでも通貨・金融協力の緊密度を強めた究極の姿である通貨統合の1999年の実現と2009年10月以降の欧州政府債務危機、ユーロ危機の経験は、東アジアの通貨・金融協力を考えるうえでの教訓を提供している。

4.1. 域内協力が緊密化するほど決定プロセスにおける大国の影響力が強まる

1940年代に政治学者デイヴィット・ミトラニーは、連合体が緊密になればなるほど、強力な加盟国による連合の支配が避けられなくなるとして、欧州大陸における

様々な連合の計画に反対した²。

これを裏付けるように、通貨統合の後、政府債務危機に見舞われた欧州の経験は、域内協力が緊密化するほど大国の影響力が強まる可能性を示している。すなわち、欧州通貨統合によって欧州統合の中心国であるドイツの力を封じ込めようとしたフランスの意図に反して、不完全な通貨統合に起因する問題によって発生した欧州政府債務危機の結果として、ドイツの欧州での影響力は逆に強まってしまった。

この経緯の概要は以下の通りである。

通貨統合は、参加国間の恒久的な固定相場制の採用であるので、通貨交換や為替相場変動がなくなることによって生じる金融面の効率性向上という便益と、経済安定化のための金融政策・為替相場政策を失うという費用が生じる。加えて、通貨統合には、恒久的な固定相場制という側面の他に、独立した通貨発行権を失うという側面がある。参加国は通貨発行権によって可能となる中央銀行の最後の貸し手機能（最後の手段として中央銀行が融資する機能）を、独自の判断で自国政府のために発動することができなくなるという費用を伴う。

2009年10月に不正会計によって隠されていた深刻な財政状況が明るみになったことを引き金に発生したギリシャの国債価格暴落による政府債務危機の混乱を抑えられなかったこと、その後、危機のアイルランド、ポルトガル、スペイン（銀行部門）、キプロスへの伝染を抑えられなかったことの主因は、独立した最後の貸し手機能の喪失にある。価格下落する自国の国債を、その国の当局が無制限に買い支えることができなくなってしまったことから、すなわち、中央銀行が自国政府に対して最後の貸し手機能を果たせなくなったことから、国債が投機筋の売り投機の標的になりやすくなったためである。国債価格下落が国債の大口の買い手である金融機関の経営を悪化させ、そのことが当局による金融機関救済資金調達に必要な国債発行額を拡大させることで国債の売り圧力を高めることによって、さらに国債価格の下落を招くという悪循環も、その原因は最後の貸し手機能の喪失に帰着する。

12年7月のドラギECB総裁の「ECBはユーロを守るためにやれることは何でもする」との発言と、財政再建の実施を条件に金額無制限で中央銀行がその国の国債を買い入れるプログラムであるOMT（Outright Monetary Transaction）が同年9月に導入されたことで、OMT

自体の発動はないもののその導入の発表によって、危機が沈静化したことは、通貨統合参加国が独立した通貨発行権を失ったこと、すなわち、各国中央銀行が最後の貸し手機能を失ったことが危機の主因であったことの証左に他ならない。ユーロ圏全体でみると、政府債務残高の対 GDP 比は日本や米国を大きく下回っていた事実も、そのことを裏付けている。

再発防止策は、財政統合である。統合されたユーロ圏全体の財政収支の持続可能性は問題にされても、各国の財政収支は問題にされなくなるためである。しかし、財政統合は各国の主権の最重要部分であるために容易ではないので、財政運営を律する安定成長協定の強化や、銀行の監督・整理・預金保険の一元化を目指す銀行同盟が進められてきた。

通貨統合が財政統合を欠いていることによって生じた欧州政府債務危機（ユーロ危機）に対して、その危機収拾のプロセスにおいても、危機再発防止への取り組みにおいても、ドイツの影響力、存在感が増していると言われている。何事もドイツの合意なしには先に進まないことが明らかになったのである。

欧州の域内協力において、1993 年の市場統合の頃までは、ドイツの存在感を指摘する声は現在ほど強くなかった。しかし、99 年の通貨統合が加わることで、域内協力の緊密度が強まるなかで、ドイツの影響力が増しただけでなく、ユーロ危機に関する危機収拾や危機再発防止策への取り組みのプロセスにおいてドイツの存在感がさらに増した。危機再発防止策としての銀行同盟が 2014 年 11 月から加わって³、協力の緊密度がさらに増すなかで、ドイツの存在感は一層強まる構図になっている。

以上の展開は、「域内協力が緊密化するほど決定プロセスにおける大国の影響力が強まる」可能性を示している。一般的な法則としていえるかについては、理論的な枠組みと実証が必要であるが、それは今後の課題としたい。

4.2. 域内為替相場安定を過度に重視すべきでない

域内の財・サービス取引を促進するために、域内の為替相場安定を図ることは有効である。しかし、その効果の大きさについては、それほど大きくないとの指摘もある。

Grauwe (2016) は、Rose (2000) とそれに続くいく

つかの研究から、欧州通貨統合への参加は貿易フローを 2 倍にする効果があったとしているが、その後の研究を踏まえると、所謂 Rose 効果は過大推計されており、貿易拡大効果は 5% から 20% であろうと指摘している。

同一品目でも建値となる通貨が異なるため、各国間で価格にバラツキがでるが、欧州通貨統合によって価格の透明性が増すので、バラツキが収斂する効果が期待できる。しかし、Wolszczak-Derlacz (2006) が、ユーロ圏内の価格のバラツキを 173 品目の標準偏差の平均値を時系列で計測したところ、収斂は通貨統合前の 1990 年代初め (1993 年の市場統合と関係しているのかもしれない) に収斂が進んでおり、通貨統合後はバラツキの度合いに大きな変化はみられていない。

欧州だけでなく世界全体を対象とした為替相場変動と貿易フローに関する包括的な研究である IMF (2004) の結論は、「貿易促進の観点からは為替相場の変動性 (ボラティリティ) は、おそらく主要な政策上の関心事項ではない。ただし、このことは為替相場の変動性が大きくなった場合、それが貿易以外の経路を通じて経済に影響を及ぼす可能性を必ずしも排除するものではない。」であった。

そもそも、第二次大戦後、現在まで世界の貿易額は GDP 成長率を大幅に上回るペースで拡大してきた。1970 年代以降、先進国間では固定相場制から変動相場制に移行し、発展・新興国も固定相場制からより柔軟な為替相場制度に移行する潮流のなかで、このように財・サービスの国際取引が急速に拡大した事実、為替相場安定の貿易促進効果はそれほど大きくないことを示唆している。世界金融危機以降、貿易量の伸びが大きく鈍化してスロー・トレードと言われてきたが、ここにきて貿易量は回復の途上にあることから、こうした見方を大きく変更する必要はないと考えられる。

また、米国とカナダの間の国境を超えた財・サービス取引量は、カナダだけでなく米国にとっても大きな比重を占めているが、米ドルとカナダ・ドルの間の為替相場は変動相場制であり、両国間で通貨統合が現実味を持って真剣に検討されたことは未だかつてなかったことも示唆的である。

固定相場制は金融政策や為替相場政策を制約する。通貨統合では、金融政策や為替相場政策を失うだけでなく、独立した通貨発行権も失う。これらから生じる費用は大きく、為替相場安定から生じる便益を上回る可能性

には留意する必要がある。

また、基本的なことであるが、実体経済においては、各国間の名目為替相場の変動よりも実質為替相場の変動の方が重要である。実質為替相場は、各国間の相対物価の変動に他ならない。名目為替相場の変動を固定化しても、各国の物価が変動するため、実質為替相場の変動、すなわち、各国間の相対物価の変動を固定化することはできないことにも留意すべきである。

4.3. 規制緩和型は共同統治型より域内協力の費用が小さい

Majone (2014) によると、地域統合を進めていく場合、関税、数量割当、及び他の形での経済的差別を禁止する規制撤廃型統合 (negative integration) と超国家的機関 (supranational institutions) を設立して政策の調和あるいは統一をすすめる共同統治型統合 (positive integration) とに分類できる。

ベラ・バラッサの5段階の地域経済統合の自由貿易地域、関税同盟、共同市場、経済同盟、完全な経済統合のなかで、最初の3段階は規制撤廃型統合、最後の2段階は共同統治型経済統合といえるが、超国家機関によって規制撤廃を進めることもあるので、現実の統合はこの2つの何れかに分類できるとは限らず、両方の特徴をもつものもある。欧州の1993年の市場統合、すなわち共同市場は、規制撤廃型統合であるが、同時に欧州経済共同体 (EEC) によってルールの調和・統一を進めてきた共同統治型市場統合でもある。

欧州通貨統合は共同統治型統合である。共同統治型統合では、参加国と超国家的機関の間には、プリンシパルである超国家的機関とエージェントである参加国との間に、プリンシパル・エージェント関係が存在し、エージェント・コストが発生する。このプリンシパル・エージェント関係は、金融政策や為替相場政策だけでなく通貨発行権を含む重要な国家の主権を超国家的機関に委譲する関係である。この場合、超国家的機関とはECBや欧州委員会などEUの機関になる。

欧州政府債務危機は、このプリンシパル・エージェント関係がうまく機能せずに、プリンシパルである参加国が委譲した通貨主権をエージェントであるECBが有効に行使できなかったために、エージェント・コストが非常に高いものになった結果であると解釈することもできる。

第二次大戦後から現在までの欧州統合全体の流れをみても、段階的に進められてきた統合について、統合の効果よりも、統合を進めることに自体に重点が置かれ、欧州委員会が主導する統合が自己目的化し、範囲においても深さにおいても、各国や各国の国民が望まないところにまで進んでしまったことを、Majone (2014) は指摘している。これはプリンシパル・エージェント関係におけるインセンティブ設計がうまくいかなかったことを示唆している。

オーストラリア・ニュージーランド経済関係緊密化協定 (ANZCERTA: Australia New Zealand Closer Economic Relations Trade Agreement) は、超国家的機関に頼らずに、国内ルールの調和・統一を含めて国境を超える取引の自由化を進めた規制緩和型統合の例といわれている。

域内協力は、規制撤廃型統合が共同統治型統合よりも統合の費用が小さい可能性に留意し、便益と費用を比較したうえで進めるべきであり、協力、ないし統合が自己目的化しないように留意すべきである。

5. 東アジアの特徴

欧州の経験を踏まえて、東アジアの通貨・金融協力を考える場合、留意すべき東アジアの特徴について考えてみたい。

5.1. 中国が圧倒的な大国に

中国の経済規模はすでに日本の2倍を上回り (購買力平価ではなく実勢為替相場で換算したベース)、その差は今後、ますます広がる。東アジアの通貨・金融協力の必要性が意識されるきっかけとなったアジア通貨・金融危機の時点では、アジアにおいて、日本の経済規模が圧倒的な首位であった。しかし、現在はその地位を中国がとって代わっており、経済規模において日本の3倍、4倍、5倍となり、東アジアのなかで圧倒的な存在となる可能性が高い (第2表)。

1978年の改革開放以来、約30年間にわたって、平均して約10%の経済成長率を達成してきたが、ここ数年は6%台へと経済成長率は下方シフトしている。確かに、統計の信頼性に疑問が呈されており、GDP統計の過大推計を指摘する向きもある。それでも、例えば仮に6.5%成長が11年続くと経済規模は倍になる。

(第2表) アジア・太平洋の人口、GNI (国民総所得)、一人当たり GNI

2015年		GNI			
		実勢相場換算		購買力平価換算	
		全体 (10億 ドル)	1人 当たり (ドル)	全体 (10億 ドル)	1人 当たり (ドル)
日本	127.0	4,931.1	38,840	5,371.1	42,310
中国	1,371.2	10,838.1	7,900	19,630.6	14,320
香港	7.3	299.5	41,000	422.7	57,860
韓国	50.6	1,389.5	27,450	1,761.9	34,810
インドネシア	257.6	886.2	3,440	2,752.7	10,690
タイ	68.0	388.5	5,720	1,054.7	15,520
マレーシア	30.3	320.6	10,570	794.5	26,190
シンガポール	5.5	288.3	52,090	450.3	81,360
フィリピン	100.7	357.6	3,550	899.8	8,940
ベトナム	91.7	182.6	1,990	525.0	5,720
カンボジア	15.8	16.7	1,070	51.4	3,300
ミャンマー	53.9	62.4	1,160	265.8	4,930
ブルネイ	0.4	16.1	38,010	34.8	82,140
ラオス	6.8	11.8	1,740	36.7	5,400
インド	1,311.1	2,088.5	1,590	7,909.9	6,030
オーストラリア	23.8	1,428.5	60,050	1,078.2	45,320
ニュージーランド	4.6	183.9	40,020	166.1	36,150

(出所) World Bank Atlas

欧州では、ドイツ、英国、フランス、イタリア、スペインなどが大国であり、経済規模においてドイツがスペインのほぼ2倍であり、圧倒的な首位の国が存在しない。しかも、東アジアと異なり、各国間の経済の相対規模が今後、大きく変化する状況ではない。そのため、地域協力において利害が異なる場合、ドイツの力が相対的に強いとはいえ、圧倒的な影響力を行使できる国は存在せず、大国間の駆け引きによって、各国とも自国の利益を確保することが可能である。

フォーマルな強制力が存在しないなかで秩序を維持する「力の配分」には、バランス・オブ・パワー (balance of power) とヘゲモニック・スタビリティ (hegemonic stability) がある。EU においてはバランス・オブ・パワーであるが、東アジアでは現状のバランス・オブ・パワーから、将来は中国を中心としたヘゲモニック・スタビリティに近づいていく可能性も否めない。しかも、この中心的な存在となる中国は、国家資本主義 (state

capitalism) の色彩が強いといわれている点にも留意すべきである。

5.2. アジア通貨危機は短期的ショックであった

アジア通貨危機の反省から、ASEAN + 3 の枠組みの下で、域内協力の取り組みが始まり、CMI/CMIM のような東アジアの通貨・金融協力が進められていった。しかし、東アジアの域内協力の枠組みが、東アジアの経済成長にどの程度貢献したかについては疑問である。

確かに、東アジアの経済統合が経済成長に貢献していることは事実である。実際、東アジアでのグローバル・バリュー・チェーンの構築が、競争力を向上させ、経済成長の原動力になってきた。ただし、この経済統合は市場メカニズムに動機づけられた市場牽引型であり、EU のような域内統合を進めるための政策や制度に動機付けられた制度牽引型ではない。

2008年のリーマンショックに象徴される世界金融危機の東アジアへの影響が小さかったのは、アジア通貨危機後、為替相場制度の柔軟化、金融規制・監督の強化、金融部門の再構築、外貨準備の積み増しなどの各国の対応が奏功したためとみられるが、域内協力の貢献度が高かったためと主張することは難しいという見方が多いと思われる。例えば、世界金融危機によってドル資金需要が逼迫した際は、域内協力である CMI/CMIM は発動されず、米国の連邦準備と各国中銀間のスワップ協定の発動が活用された。

アジア通貨危機を出発点に始まった域内協力がアジアの高成長を持続させたのではなく、70～80年代から始まったアジアの高成長の趨勢が、アジア通貨危機によって変わることはなく、その後も続いたと考える方が自然である。例えば、大野 (2017) は「アジア通貨危機は長い開発過程での短期的ショックにすぎなかったと結論付けてよい。この危機で東アジア型開発モデルの破綻が露呈したという論調は的外れだった」と指摘している。

5.3. 経済統合は進んでいるが、金融統合は遅れている。

アジアでは経済統合も金融統合も進んでいる。しかし、統合度においては、経済統合が強いのに対して、金融統合は依然として弱い。例えば、ADB (2017) によると、2016年について、経済統合を示す域内貿易比率は57.3%で、対内直接投資 (フロー) の域内比率は

55%であるのに対して、金融統合を示す債券投資、株式投資、銀行貸出の域内比率は、総じて2割前後である（第3表）。

（第3表）アジアの域内比率

(年)	2011	2016
貿易	55.7	57.3
対内直接投資（フロー）	51	55
対外債券投資（残高）	13.6	15.3
対内債券投資（残高）	26.4	27.4
対外株式投資（残高）	22.7	19.0
対内株式投資（残高）	17.5	17.2
国際銀行債権（残高）	17.8	21.4
国際銀行債務（残高）	18.8	25.7

（出所）ADB, Asian Economic Integration Report 2017

アジアでは、クロスボーダーの金融取引については、取引の相手方は、アジア諸国よりも欧米先進国が圧倒的に多いという事実は変わっていない。アジアが先進国に比べて相対的に、金融・資本市場が依然として未成熟であること、資本規制が強いことなどが背景として考えられる。

財貨・サービスの取引には、輸送コストが制約となるため、地域バイアスが表れやすい。各国間の貿易量を各国間の距離、各国の所得から説明するグラビティ・モデルが説明力を持つことは、その証左に他ならない。これに対して、金融取引は距離の制約を受けにくい。金融と情報技術の融合であるフィンテックが発展すれば、この傾向はさらに強まるかもしれない。

地域バイアスが強いほど域内協力の意義は高まるとすると、アジアで金融統合の度合いが依然として弱いことと、金融取引は実体経済取引に比べて距離の制約を受けにくく、その傾向が今後強まっていくことを考えると、東アジアでの通貨・金融協力の意義は実体経済面での域内協力に比べると、それほど高くないかもしれない。

5.4. トリレンマからみた志向の違い

東アジアでは、国際金融論のトリレンマからみた各国の違いが、通貨・金融協力の障害になる可能性がある。

国際金融の教科書にあるマネタリー・トリレンマ（Monetary Trilemma）は以下の3条件のうち、全てを

満たすことは難しく、2条件を満たそうとすると、1条件が満たされなくなるというものである。

- ① 自由な資本移動（Freedom of international capital movements）
- ② 国内目標志向の金融政策（Monetary policy oriented toward domestic goals）
- ③ 為替相場の安定（Exchange rate stability）

自由な資本移動を確保すれば、国内目標志向の金融政策、もしくは為替相場の安定性が犠牲になる。

このトリレンマにならって、世界金融危機などを踏まえて、Schoenmaker（2013）が提唱しているものが、ファイナンシャル・トリレンマ（Financial Trilemma）である。

- ① 金融市場の統合（Freedom of international capital movements）
- ② 国家単位の金融監督政策（National control over financial safeguard policy）
- ③ 金融システムの安定（Financial stability）

自国の金融市場と国際金融市場の統合が進んだ場合には、金融システムの安定性を維持するためには、国家単位での金融監督を放棄しなければならない。

マネタリー・トリレンマとファイナンシャル・トリレンマをより一般化すると、以下のようなトリレンマに整理できるかもしれない。

- ① 経済・金融統合
- ② 主権国家
- ③ 国内経済・金融の安定

上記のトリレンマ全てにいえることであるが、大国になるほど、①、②を重視しても、③が犠牲になる度合いは低下する。また、3条件うち2条件を100%満たし、1条件を100%犠牲にするケースはまれで、現実には、犠牲にする度合いを1条件のみにではなく、2条件、ないし3条件に配分することが多い。

例えば、変動相場制を採用している日本でも、自由な資本移動の下で、国内目標志向の金融政策を重視して為替相場の安定を犠牲にする場合が多いが、為替相場の安定性を重視して、他の先進国との金融政策の協調を重視する場合もある。

マネタリー・トリレンマにおいては、どちらかというと、日本の場合は、①、②を重視し③を犠牲にする傾向が、中国の場合は、②、③を重視し、①を犠牲にする傾向がある。ファイナンシャル・トリレンマにおいては、

日本よりも中国の方が①を犠牲にする傾向が強いかもしれない。実際、2015～16年の資本流出、外貨準備減少に対して、主に資本規制強化によって対応していた。

このようにトリレンマからみた政策の志向の違いは、東アジアにおいて通貨・金融協力を進めるうえにおいても障害となりうる。

5.5. 日本の存在感の低下

日本はGDPをはじめとした実体経済面だけでなく、金融・資本市場の側面においても、存在感を低下させてきた。

例えば、世界の外国為替取引高では、BISの調査によると、日本円のシェアは2割程度を維持しており、米ドル、ユーロに次いで3位の地位を続けている。その一方で、日本（そのほとんどは東京市場）のシェアは、趨勢的に低下が続いている。英国（ロンドン）、米国（ニューヨーク）について日本（東京）は3位の地位を占めていたが、2013年にシンガポールに抜かれ、2016年に香港にも抜かれ、6位に低下した（第4表）。株式市場、債券市場、デリバティブズでも、存在感は後退している。さらに、世界の外国為替取引に占める人民元のシェアが、04年0.1%、10年0.9%、13年2.2%、16年4.0%と着実に上昇しているという事実も、日本の存在感を直実に後退させていくことになろう。

これらは世界や東アジアにおける日本経済の相対的

(第4表) 世界の外国為替取引高 (国別・通貨別シェア)
(%)

	2001	2004	2007	2010	2013	2016
英国	31.8	32.0	34.6	36.7	40.8	36.9
米国	16.0	19.1	17.4	17.9	18.9	19.5
シンガポール	6.1	5.1	5.6	5.3	5.7	7.9
香港	4.0	4.1	4.2	4.7	4.1	6.7
日本	9.0	8.0	5.8	6.2	5.6	6.1
米ドル	89.9	88.0	85.6	84.9	87.0	87.6
ユーロ	37.9	37.4	37.0	39.0	33.4	31.4
日本円	23.5	20.8	17.2	19.0	23.0	21.6
英ポンド	13.0	16.5	14.9	12.9	11.8	12.8
オーストラリア・ドル	4.3	6.0	6.6	7.6	8.6	6.9
カナダ・ドル	4.5	4.2	4.3	5.3	4.6	5.1
スイス・フラン	6.0	6.0	6.8	6.3	5.2	4.8
人民元	0.0	0.1	0.5	0.9	2.2	4.0

(注) 通貨別シェアは表にない通貨も含めて全通貨を合計すると200%。
外国為替取引は2通貨間の取引であるため。

(出所) BIS, Triennial Central Bank Survey

規模の縮小だけでなく、各国金融機関の戦略の巧拙、各国の政策を反映したものである。存在感が後退する日本の金融・資本市場の活性化とならんで、拡大するアジアの金融・資本市場で日本の金融機関・企業がプレーヤーとして存在感を高めるための戦略が重要になる。

ただし、アジアの通貨・金融協力の緊密化は、日本の実体経済や金融・資本市場のアジアでのプレゼンス向上に直接的に貢献するわけではない。このことは、こうした協力の枠外にいる欧米金融機関が、アジアの金融・資本市場においても存在感を示していることから明らかである。

6. 日本の東アジア通貨・金融協力に対するスタンス

以上を踏まえて、東アジアの通貨・金融協力に対する日本の採るべき姿勢について考えてみたい。

6.1. 域内協力は費用対効果を考えるべき

東アジアの通貨・金融協力は、アジア通貨危機の再発防止という明確な目的意識から出発した1997年当時は、日本が経済規模においても一人当たり所得においても圧倒的な首位であったが現在は違う。実勢が替相場換算の一人当たり所得では、日本はシンガポール、香港を下回っており、経済規模においては中国の半分以下である（第2表）。もはや、東アジアの協力について、日本から新興アジア諸国に対する援助のような位置づけをすることは難しい。

経済面からみてアジアの単独のリーダーではなくなった日本の域内協力に対するスタンスは、協力から得られる便益と費用を差し引いた純便益に基づくべきである。何のための協力であるのかについて明確に意識する必要がある、欧州にみられたように、協調・協力が自己目的化するようなことは回避すべきである。

純便益を数量的に推計することはできないが、以上に示した考察を踏まえると、2国間、地域（リージョナル、ここでは東アジア）、多国間（グローバル）のそれぞれレベルで、以下に示すようないくつかの提案ができる。

6.2. IMFを中心としたグローバルな多国間の枠組みを重視

サーバイランスや融資制度を国際機関に委ねるタイ

プの協力においては、IMF を中心としたグローバルな多国間の枠組みを重視することが望ましいのではなからうか。

なぜなら、東アジアの枠組みでは、中国が圧倒的な大国になるなかで、日本の利益を十分に確保することが難しくなるかもしれないからである。また、東アジアにおける CMIM や AMRO の機能や能力が、IMF のそれにとってかわるような状況は当面考えにくいからである。

確かに、アジア通貨危機において、IMF 融資に付されるコンディショナリティには問題が少なからずあった。このため、例えば韓国では、IMF に救済を求めることは政治的に選択肢として考えられないといわれている。

しかし、こうした問題の多くは改善してきている。実際、高木（2013）は、1997 年当時と異なり、2008 年の IMF 融資のコンディショナリティにおいては、①オーナーシップの強調、②ステークホルダー間の協調主義、③手続き、仮定、論理に関する透明性、④柔軟性、という 4 原則で特徴づけられており、これらの原則はアジア危機当時の IMF 融資の問題点に対する反省から来ていると指摘している。

6.3. 東アジアでの通貨・金融協力における緊密化には慎重

東アジアでの通貨・金融協力については、現状では緊密度はそれほど強くないので問題はないが、将来において、ある一定レベル以上に緊密化することについて、慎重であるべきであろう。

現状では、AMRO を中心とした地域サーベイランスは、参加国間の情報交換において大きな役割を果たしており有用な存在である。関係者の間でも一定の評価を得ている。しかし、既述の通り、通貨統合に至る欧州統合の経験が示すように、協力が緊密化するほど決定プロセスにおける大国の影響力が強くなる。大国である中国の影響力が益々強まるなかで、日本の利益確保には十分に留意する必要がある。

その意味では、情報交換のレベルにある地域サーベイランスが、ピア・レビュー／ピア・プレッシャー、もしくは融資審査のレベルになり、参加国に対して罰則を伴う拘束力を持つような枠組みに発展するような場合には、その便益、費用を十分に検討する必要がある。

IMF 融資から独立して発動できる CMIM のスワップ

協定の比率は現在 30% であるが、その引き上げについては、自ずとサーベイランスが融資審査の性格を帯びることを意味するので、慎重に対処すべきである。この比率は高ければ高いほど良いというような単純な話ではない。

6.4. 2 国間の枠組みにおいて円を活用

2017 年 10 月 6 日現在で、日本はシンガポール、インドネシア、タイ、フィリピンの中で、2 国間通貨スワップ取極を締結している。これらの協定のほとんどはドルとのスワップで、フィリピンとの協定においてのみドル、もしくは円とのスワップとなっている。

円はドルと比べて国際金融市場において取引コストや信用力で劣るものの、アジアのなかで大きな経済規模を背景にした自由交換可能な国際通貨は、事実上、円だけであるという事実を協力に活かすことができれば理想的である。協力の費用である資金調達コストにおいて、日本の政府や金融機関にとって、日本が発行権を持つ円は、外貨の米ドルを大幅に下回るからである。

Olson（1965）は、「集団内の個人が多ければ多いほど、集合財の最適供給には達しないであろう。」と結論付けている。個人を国家、集合財を通貨・金融協力におきかえて言い換えると、「参加国が多ければ多いほど、通貨・金融協力という集合財は最適供給量には達しない」というものである。その意味で、参加国が最も少ない二国間の枠組みで、双方のニーズに適合した通貨・金融協力を構築することの意義は大きい。2 国間通貨スワップ取極を基盤として、2 国間通貨・金融協力の可能性を探っていくべきであろう。

7. 結語

東アジアの通貨・金融協力については、「如何にして協力を推進するか」といった問題意識から、協力推進のためのメニューや方策が議論されることが多かった印象がある。

こうしたなかで、欧州政府債務危機がユーロ危機の様相を呈し、その主因が財政統合を伴わない不完全な通貨統合にあり、通貨統合の便益と費用において、費用、なかでも通貨発行権の喪失から生じる費用を過小評価していたことが明らかになった。この出来事は、究極の通貨・金融協力が通貨統合であることから、東アジアの通

貨・金融協力においても、その便益と費用を慎重に見極める必要性を痛感させる出来事であったと筆者は考える。

東アジアの通貨・金融協力を通貨・金融危機対応・再発防止のための協力に限っても、便益と費用のバランスの重要性は明らかである。すなわち、単に再発リスクを可能な限りゼロに抑えることが望ましいとはいえないのである。協力がもたらす再発リスク削減の便益と、そのための様々な措置が各国政府の政策の自律性を損なったり、民間部門のリスク・テイク行動を制約したりすることから生じる費用とのバランスから評価されるべきである。感染症予防のために予防接種はしても、常に無菌室で過ごすようなことはしないことと同じ筋合いである。

協力することは良いことだ、リスク削減は良いことだ、といった側面のみに焦点を当てるのではなく、便益と費用のバランスから考えるべきである。Wolf (2018) は、通貨統合の問題が独自通貨の導入で解消されることを、良い垣根があれば良い隣人同士でいられる (Good fences make good neighbours.) と喩えた。この言葉は、行き過ぎた隣国との協力は逆効果であることの比喩としても使える。垣根を取り払えば隣人とうまくいくようになるわけではないことを強く認識すべきである。

本稿では、こうした考え方にに基づき、東アジアの通貨・金融協力の一層の緊密化には慎重であるべきであり、IMF を中心としたグローバルな枠組みを重視することが、日本にとっては重要ではなかろうかとの結論に至った。

結論に至る道筋において、通貨・金融協力の評価基準、ユーロ危機の教訓、東アジアの特徴などを検討した。しかし、理論的な裏付けが弱い部分もあり、協力の枠組みを公共財とみたてた公共財の理論や、参加国間の駆け引きを分析することに有用なゲームの理論などを応用するなどして議論を補強する必要があるが、これらは今後の課題としたい。

注

¹ Grauwe (2016) は、統合度が高まるほど産業内貿易が促進され対称性が高まる欧州委員会ビューと、統合度が高まるほど産業間貿易が促進されて特化が進むために対称性が低下するクルーグマン・ビューを踏まえ、欧州については前者を支持する実証研究が多いことを指摘している。

² Majone (2014) pp.17.

³ 銀行監督メカニズム、銀行破綻処理メカニズム、預金保険制度から構成される。銀行監督メカニズムは 2014 年 11 月より実施され、重要性の高い銀行については ECB が直接監督するようになり、その後、銀行破綻処理メカニズムも実施された。ただし、預金保険については議論が続いている。

参考文献

- 太田康夫 (2018) 『没落の東京マーケット』日本経済新聞出版社。
- 大野健一 (2017) 「経済教室 通貨危機 20 年迎えたアジア」『日本経済新聞』7 月 5 日。
- 翁邦雄 (2013) 『金融政策のフロンティア』日本評論社。
- 神田真人 (編著) (2015) 『図説国際金融 (2015-2016 年版)』財経詳報社。
- 庄司克宏 (2016) 『欧州の危機』東洋経済新報社。
- 白石隆 (2016) 『海洋アジア VS. 大陸アジア』ミネルヴァ書房。
- 高木信二 (2013) 『新しい国際通貨制度に向けて』NTT 出版。
- 西村陽造 (2011) 『幻想の東アジア通貨統合』日本経済新聞出版社。
- 三重野文晴・深川由起子 (編著) (2017) 『現代アジア経済論』ミネルヴァ書房。
- Asian Development Bank (2017), *Asian Economic Integration Report 2017*.
- Bootle, Roger (2014), *The Trouble with Europe*, Nicholas Brealey Publishing. ロジャー・ブートル (著), 町田敦夫 (訳) 『欧州解体 ドイツ一極支配の恐怖』(東洋経済新報社, 2015 年)
- Grauwe, Paul De and Ji, Y. (2013), "Self-fulfilling Crises in the Eurozone: An Empirical Test," *Journal of International Money and Finance*, 34, April.
- Grauwe, Paul De (2016), *Economics of Monetary Union (11th Edition)*, Oxford University Press.
- IMF (Prepared by Peter Clark, Natalia Tamirisa, and Shang-Jin Wei, with Azim Sadikov, and Li Zeng. Approved by Raghuram Rajan) (2004), Exchange Rate Volatility and Trade Flows – Some New Evidence, May.
- Kawai, Masahiro (2015), "From the Chiang Mai Initiative to an Asian Monetary Fund," ADBI Working Paper Series (Asian Development Bank Institute), No. 527, May.
- Kawai, Masahiro, Yung Chul Park, and Charles Wyplosz, (ed.), *Monetary and Financial Cooperation in East Asia*, Oxford University Press.
- Krugman, Paul R., Maurice Obstfeld, and Marc J. Melitz, *International Economics* (Tenth Edition), Pearson Education Limited.
- Majone, Giandomenico (2014), *Rethinking the Union of Europe Post-Crisis*, Cambridge University Press. G. マヨーネ (著), 庄司克宏 (監訳) 『欧州統合は行きすぎたのか』(岩波書店, 2017 年)
- Olson, Mancur (1965), *The Logic of Collective Action*, Harvard University Press. マルサー・オルソン (著), 依田博 / 森脇俊雅 (訳) 『集合行為論』(ミネルヴァ書房, 1983 年)
- Rose, A. K. (2000) "One money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies of Trade," *Economic Policy*, 30, 9-45.
- Sahay, Ratna, Jerald Schiff, Cheng Hoon Lim, Chikahisa Sumi, and James P. Walsh (ed.) (2015), *The Future of Asian Finance*, International Monetary Fund.
- Schoenmaker, Dirk (2013), *Governance of International Banking*, Oxford University Press.
- Wolf, Martin (2018), The Italian challenge to the Eurozone, *Financial Times*, June 20th.
- Wolszczak-Derlacz, J. (2006) "One Europe, One Product, Two Prices: The Price Disparity in the EU," Discussion Paper, 06.14, Center for Economic Studies, Catholic University of Leuven, August.

