

国際シンポジウム「アジアにおける金融協力」

2012年11月2日（金）

大東文化会館大ホール

〈第1セッション〉

司会 それでは早速プログラムの第1セッションに入ります。進行は大東文化大学経済学部の高安雄一座長に引き継がさせていただきます。高安先生お願いいたします。

座長（高安） 皆さん、こんにちは。開会式が終わったところでシンポジウムを始めたいと思います。本日座長を務めさせていただきます、大東文化大学の高安でございます。

本日は韓国、タイから国際金融などの分野の実務や研究に携わる4人の方に報告していただくため、来日いただきました。ちなみに、これから話す国名はアルファベット順にしております。まずは、遠路はるばる訪日いただいたことを感謝申し上げます。さらに報告に対して討論いただくため、日本で主にアジアに関する金融分野を研究している3名の研究者にお越しいただきました。また、大東文化大学からも1名が討論に参加しております。

シンポジウムの主役は報告者、討論者の皆様ですので、座長である私は交通整理に徹しますが、最初にシンポジウムの目指すところと進行について説明したいと思います。

まず、このシンポジウムのテーマは「アジアにおける金融協力」です。アジアにおける金融協力のきっかけは言うまでもなく、1997年にアジアが直面した通貨危機です。これを教訓に、1999年にチェンマイ・イニシアチブが提唱され、アジア諸国間における通貨スワップのネットワーク構築につき話し合い、また合意がなされました。

しかし通貨危機以降、2008年にはアメリカのサブプライムローン問題を端に発し、リーマンショックで深刻化した世界金融危機により、再びアジアは影響を受けました。そして韓国などでは急激な資金の流失により、ウォンが暴落しました。韓国のケースは国内の経済構造に問題がないにもかかわらず、欧米の金融危機の影響を一方的に受けたと考えられます。

近年は、欧米の金融市場が好調な場合は資金がアジアに流入するのですが、ひとたび調子が悪くなると急激に流失する傾向にあります。そして、これによって特に資本流出規制が緩い国の通貨や経済は大きな影響を受けています。この状況を国際金融市場の遊び場になっていると表現した人がいますが、まさにアジアが置かれている現状を表していると思います。

本日はこのようななか、資本流出の現状はどのようなになっているか、資本流出の緩和のためにどのような対策を取っているのか、またその有効性、さらに各国が講じる資本流出対策を補完するための金融協力の位置付けなどについて韓国、タイからいらした方々からご報告いただきたいと思います。

現在も欧州財政危機が解決しておらず、再び世界金融危機が発生する可能性が否定できな

い状況です。そして現状を鑑みると、アジアが欧州発の資本流出入に影響される状況は続くと考えられます。よって、アジア各国は資金流出入にどのように対処していくのか、どのような協力ができるのか、認識を共有することは大切だと考えます。これが本シンポジウムの主旨とっております。

さて、これから第1セッションを始めたいと思います。なお、第1セッションは資本流入の現状と対策、第2セッションは金融協力に重点を置くことにはなっておりますが、このへんは厳密な区分けをするのではなく、報告者の皆様方からは総合的にお話しただけだと考えております。

まず、第1セッションは韓国の政府系シンクタンクの最高峰ともいえる、対外経済政策研究院のDeok Ryong Yoon博士、また、タイの最高峰の非営利・非政府系のシンクタンクであるタイ開発研究所のChaiyasit Anucitwoawong博士から報告をいただきます。まず、始めに対外経済政策研究院のYoon博士です。タイ開発研究所のChaiyasit博士です。次に討論者です。京都大学東南アジア研究所の三重野文晴准教授です。大東文化大学経済学部の葛目知秀専任講師です。

ここでセッションの時間配分を簡単に説明いたします。まず、報告者から30分ずつ報告をいただきまして、討論者からその後10分ずつ、コメントをいただきます。そして、コメントに対応する回答を各報告者から10分ずついただきます。そして最後にフロアからの質疑応答も10分ほど時間を取っております。ではスライドの用意ができましたので、Yoon博士、お願いいたします。

Yoon 座長、どうもありがとうございます。皆様こんにちは。今日はこのような形で機会をいただきまして、プレゼンテーションさせていただきますことを非常に光栄に思っております。

私の方からは、世界の金融危機に対して韓国はどのような政策対応や将来戦略を取っていくのかということですが、その前にまず、経済学部の皆様方に50周年のお祝いを申し上げたいと思います。また、このような機会をいただきましたことに関して、また温かくおもてなしいただいたことに関して、感謝申し上げたいと思います。

さて私のプレゼンテーションですが、最初に世界金融危機に関してお話しします。それから、世界金融危機が韓国経済にどのような影響を与えたのか説明いたします。さらに、主な危機に対して韓国政府が講じている政策対応についてお話をしていきたいと思います。

皆さんもご存じかもしれませんが、韓国経済には2回の経済危機が襲いました。まず1回目が1997年です。そして2008年が2回目です。ただ、韓国は、他の国に比べてより危機対応力が強かったと言えます。後ほどスライドで紹介したいと思います。まず2008年の金融危機の際には、マクロ経済が非常に健全であったとともに、危機に対する対応力を示すことができました。

では、実際に世界危機が韓国経済にどのような影響を与えたのか、そして韓国政府は影響に対応するためにどのような政策を取ったのか見ていきましょう。韓国では1997年の危

機時にV字型の回復を成し遂げました。もちろん、韓国の場合は他の国に比べて谷がより深かったわけですが、ここからの回復も早いペースでした。では2008年の危機時はどうでしょう。他の国に比べて、韓国の経済が受けた痛手は比較的小さなものでした。アジア通貨危機以降、韓国は努力し、経済危機に対する対応力を高めました。そしてマクロ経済の健全性も高め、さらには企業の財務構造の改善を図りました。そして、マクロ経済の健全性を高めるために市場メカニズムがより発揮できる環境を整えました。例えば金融市場の自由化を図り、為替市場でも一日の変動幅を撤廃しました。

こういった政策の結果、より多くの外資が韓国市場に入ってくるようになりました。そして最近では外資が株式市場全体の4割以上を占めています。そして韓国の銀行の健全性も高まりました。さらに企業に関しても、ファンダメンタルズが改善しました。この結果、韓国経済全体の状況が改善し、経済の安定性がより高まりました。

さて、アメリカの不動産危機によって危機が起りましたが、それによって2つの大きなショックが新興国の経済にもたらされました。まず1点目に、資本が急に他国に流れてこなくなりました。これはグローバルでのレバレッジ解消という動きがあったわけですが、その結果、国内での引き締めが随分と起こりました。そしてまた、為替の変動率も高くなりました。

2つ目のショックとしては、輸出需要が崩壊したことが挙げられます。これは世界の景気後退から需要が減退したということです。2008年には1,145億ありましたが、それが1,190億ドルということで、外貨準備よりも少ない水準となりました。そして株価は40.7%下がりました。また、預貸比率やその他の金融指標などを見ましても、急速に悪化しました。

このような結果、急速な貸し渋りが起こりました。為替レートも韓国で急変しました。韓国のウォンは50%以上もウォン安になりました。これは2008年第4四半期の輸出が11.9%も落ちたからです。また、製造業部門の需要も12%低下しました。さらに、実質GDPは2008年の第4四半期に、5.6%のマイナス成長となりました。

国際収支から、より詳しくこのショックを見ていきたいと思います。資本収支と経常収支の両方を見ますと、2008年には、前者が64億2000万ドルの流出、後者が509億3300万ドルの赤字を記録しました。また韓国は2008年には債務国になりました。そして2009年9月には対外債務が1,896億ドルになりました。これは、外貨準備を少し下回る水準です。

さて2008年ですが、韓国から資本が大規模に、特に株式市場から流出していきました。具体的には412億ドルの流出です。そして、2008年には為替レートも変化し、1ドルから1,301ウォンにまで下落しました。CDSに関しましても、100ベースから600ベースを上回る水準まで急に高まりました。

ここで政策オプションに関して見ていきたいと思います。このような状況のなかで、韓国政府はどのような政策判断を行ったのでしょうか。こういったショックに対応するために適切な政策パッケージとしては、これから挙げる4つが考えられます。それを通して経済回

復を目指していくわけです。

一つ目が積極的な金融緩和です。例えば政策金利を引き下げるなど、積極的な金融緩和措置を取ることによって貸し渋りを緩和することです。二つ目が、財政を拡大することです。つまり減税ないしは政府の支出を拡大して経済を押し上げます。三つ目が、公的な資金提供を拡大して為替レートや他の資産価格の下方圧力を緩和していくことです。そして四つ目が、リストラや破産手続きの強化を図っていくことです。

もちろん、いわゆる万能薬というものはありません。ですから、適切な政策ミックスは、それぞれの国の状況によって異なるはずですが、国の政策ミックスというのは、一つのカテゴリにまとまるものではありません。韓国の政策に関しましては、政策目標を考えたうえで構わない必要がありました。

まず金融緩和ですが、韓国の中央銀行である韓国銀行は、6ヶ月間のうちに政策金利を5.25%から2.5%まで一気に引き下げました。そして韓国銀行は国債を買いました。さらに政府は、銀行セクターの資本増強を図るために、銀行資本増強基金をつくりました。そして韓国資産管理公社（KAMCO）は、銀行の資産内容の改善のため基金を提供しました。さらに中小企業支援も行いました。その結果、韓国は金融緩和を通じて銀行の健全化を図ることができました。

さらに外国為替市場を安定させるため、韓国政府は流動性を直接企業に注入していきました。具体的には、550億ドル提供しました。そして、政府は為替安定化基金をつくり、その額を30億ドルに拡大しました。通貨スワップについても、最初にアメリカ、次に中国、日本というようにどんどん拡大しました。もちろん韓国は、他国を通じた資金安定化の措置が必要なわけです。通貨スワップを結んだうえに、さらにチェンマイ・イニシアチブの枠組みを使って、1,700億ドルの追加的な準備金のプールを創設しました。ただしこれは使っておりません。

次に政策によって経済はどのように改善したかです。短期債務が相当な額に達していましたが、これが随分と減少しました。そして企業に関しても、財務構造を改善することができました。さらに経済成長率も回復しました。また韓国企業は、危機をむしろチャンスとして、市場の開拓を行いました。M&Aも行いましたし、新しいセクターに対する投資も行いました。

経済危機に際して、政府は拡張的な財政政策を講じました。まず2008年から2009年の間、韓国は景気刺激のため49.6兆ウォンの財政投入を行いました。その多くが公共支出であり、減税は16.4兆ウォンでした。財政投入の規模はGDPの4.5%前後に達しました。また2010年の財政投入は20.9兆ウォンでした。つまり2008年から2010年の間に、景気刺激のために行った財政投入の総額は70.5兆ウォンになりました。これはGDPのおよそ6.9%に相当します。しかし、それでも韓国は、OECD諸国のなかで政府負債の比率が最も低い国の一つです。

次は通貨ミスマッチと満期ミスマッチについて説明したいと思います。韓国は危機への対

応ができたのですが、対外負債と対外資産で測定される通貨ミスマッチの動向は部門によって違います。つまり、このミスマッチというのは、負債と資産が合わない場合に生じるわけです。

このスライドでは、通貨ミスマッチと満期ミスマッチの、それぞれを示しています。これは対外負債÷外国資産で計算しています。経済全体だけではなく、銀行セクターと企業部門などで見えています。通貨ミスマッチというのは、負債と資産は同じ通貨であれば説明できますが、しかし別々の通貨でやった場合に、このミスマッチは満期ミスマッチのものになるかもしれません。

ここでは、1999年の第1四半期から2010年の第1四半期までのデータを見ていただいています。ここにはアジア通貨危機の時期は入っていません。韓国の経済は全体としては通貨ミスマッチが減りましたが、しかし2005年からまたミスマッチが増えました。銀行部門はアジア通貨危機から通貨ミスマッチが増えて、しかし2008年からミスマッチが少なくなってきました。企業部門では2005年から増えて、その後減りました。それぞれのトレンドが違います。各セクターの通貨ミスマッチの度合いが、それぞれ違うことを示しているわけです。

この短期・長期ミスマッチを考慮しますと、経済全体が一番低い状況です。一番低い通貨ミスマッチとなっています。これは中央銀行の準備高が入っているからです。企業の通貨ミスマッチはおよそ100を下回っています。つまり、外国資産が対外負債より多いことを示しているわけです。銀行セクターでは、通貨ミスマッチは100を超えています。同じ期間中にはずっと高いミスマッチでした。金利裁定のために、銀行部門はずっと高いミスマッチ指数となっています。

ご覧の通り、負債と資産のミスマッチを示しています。ここで、負債と通貨のミスマッチにはプラスの相関関係があると示しています。外国資産と通貨ミスマッチの相関関係を示しています。外国資産の変化は、企業部門を除けば通貨ミスマッチとはっきりした関係が見られません。企業部門だけは外国資産と通貨ミスマッチには強い関係がありそうです。

先ほどお見せした2つのスライドですが、通貨ミスマッチと負債には大きな相関関係がありそうです。しかし、景気後退になりますと資産の価値が下がりますが、それを表しているのではないかと思います。このデータから、いろいろな政策について考えられると思います。このミスマッチは、対外負債と関係がありそうです。ですから、短期的な負債を抑えるための規制が必要ではないかと思います。外国資産の変化が、企業部門を除けば通貨ミスマッチとはっきりした関係がありません。

どうやって資産の流動性を上げられるのかがポイントです。そして、それぞれの経済的プレイヤー、それぞれの部門が違う通貨ミスマッチや満期ミスマッチの問題を抱えています。韓国は十分な外貨準備高があつたにもかかわらずミスマッチが起きたわけです。政府の資産に十分に流動性があるかどうか、マーケットがわからなかった、不安になったわけです。つまり、政府が流動性を上げるような政策を取るべきです。外国的な流動性をタイムリーなか

たちで、それぞれのセクターに必要な応じて流動性を分配できるシステムをつくらなければなりません。

最後ですが、株式市場への突然の引上げが大きな不安定を引き起こす可能性があります。ですから、この短期的な資本移動をコントロールしなければなりません。韓国は短期的な資本の移動を規制しなければなりません。それか、何らかのセーフティネットを取らなければならないと思います、十分な流動性を確保するためです。この問題は、G20サミットでも議論されたものです。

次は、韓国政府が将来に向けてどのような対策を取ってきたのか説明したいと思います。まず、韓国政府は外国通貨への需要を減らそうとしています。具体的には3つの政策を取りました。最初は銀行の先物為替持ち高の上限を20%引き下げました。銀行の短期的な借入につながるからです。そして、もう1つはマクロプルテンシャル賦課金です。これは、外貨預金ではない負債に対して賦課金を課します。銀行が余分な借入をしないことが目的です。最後ですが、韓国政府は外債投資に対する収益税を再開しました。短期的な負債を減らすために収益税を一時的にはストップしましたが、これを再開しました。そして、貿易決済のために自国通貨を使えばいいと思います。いまは韓国も中国も自国通貨を決済のために使えるのではないかと検討しているところです。

中国は韓国の貿易の20%以上を占めているわけで、中国が韓国の最大貿易国です。そしていま、3年間の通貨スワップの協定を結んでいます。これを1つの手段として流動性を高めることができるかと思います。また、韓国政府はその供給能力を高めようとしています。いままでは韓国政府が需要を減らすために何をしてきたのかを説明しましたが、次は、外貨の供給を増やすために何をしたのか説明したいと思います。

今年9月、韓国が外貨準備高を増やしました。いまは3,200億ドル規模のものとなっています。そして日本との通貨スワップを拡大しました。170億ドルを1年間だけ拡大しました。先月に終了しましたが、1年限りで拡大してきました。また、中国との為替スワップを3年間拡大しました。そしてG20でもこの問題について議論すべきだと韓国が提案しました。

この指標が示している通り、韓国の経済がグローバル危機を成功裏に乗り越えました。このグローバル危機は、韓国の経済にはもうあまり影響を与えていません。物価指数、為替レート、CDSプレミアム、それぞれのデータを見ますと、この全てが改善されてきました。スライドでは、CDSプレミアム、ドルの為替レートが示されていますが、危機の前の状況まで戻ってきたことがわかります。

格付け会社3社大手も、韓国の国債格付けを引き上げました。韓国の歴史のなかで最も高い格付けとなっています。政府が、危機が二度と起こらないように対策を取ったので高く国債が格付けられているのではないかと思います。

次に、長期的な対策について話したいと思います。危機対応だけではなく将来のことも考えなければならないので、地域協力が必要です。例えばパートナー、ボリューム、条件に

ついて精査してうえで、スワップ協定を拡大すべきです。そうすると将来的にはいろいろなメリットも享受できると思います。経済の規模、そしてその協力関係があれば効果が出ます。よって中国、日本、韓国が、この地域でぜひリードを取ってほしいのです。

地域通貨単位の可能な役割については説明したいのですが、時間の問題で少し飛ばします。最後に結論です。説明したとおり、次の理由で韓国がグローバル危機への対応に成功しました。まず、韓国はより良い状況から危機に直面しました。1997年のアジア危機の後の改革を経たからです。そして韓国は危機対応の経験や十分なインフラを持っているわけです。韓国政府が先を見据えて、危機がより大きくなるように対策を取ろうとしました。韓国は不良債権処理なども経験したし、企業部門などをサポートしてきました。そしてマクロ経済的な国際協力ネットワークを持っていました。いろいろな保守的な対策と刺激策を取ってきて、G20のメンバーとしていろいろな対策も取って、アメリカ、中国、日本との通貨スワップなどができて、韓国は経済危機を乗り越えることができました。

韓国はグローバル危機への対応ができたのですが、為替市場は長く危機的と言ってよい状態になったのです。アメリカからのサポートを受けるまで、為替相場は危機的な状況に直面していました。韓国は外国からのサポートが必要でした。韓国は外貨の供給能力を改善しようとして、いろいろな国内問題に取り組もうとしてきました。引き続き、韓国は経済協力を促進しなければならないと思います。

それは韓国にとっても中国にとっても日本にとってもメリットがあると思いますし、マクロ経済の安定性にもつながると思います。そして中国、韓国、日本にとって重要だと思います。ぜひ、中国、日本、韓国が地域的な経済協力に関してリードを取ってほしい。そして、他のアジア諸国も同じように経済協力していただければと思います。ご清聴ありがとうございます。(拍手)

議長（高安）では次に、Chaiyasitさんからご報告をいただきます。

Chaiyasit アジアの金融危機からの課題と世界金融危機についてお伝えします。

スライド上には、今日のプレゼンの概略が示されていますので、ご確認ください。

まず過去を振り返ってみます。1970年代から今日までを振り返りますと、危機はしばしば起こってきたと思います。危機が起これ、このアジア地域の経済に非常に大きな影響を与えたわけです。しかし、そういった金融危機への影響は国によって異なっていました。それはさまざまな結びつきがありましたので、国同士でかなり大きな影響がありました。それが過去15年間の状況です。

では、1997年の通貨危機について申し上げます。危機はタイを皮切りに、マレーシア、インドネシア、フィリピン、韓国へと広がって行きました。最初にタイを襲ったのですが、危機の余波効果で、国によっては非常に苦しんだ国もありました。

2008年、サブプライムローン危機がありました。それによって、ほとんどの先進国が影響を受けました。この影響については、アメリカのサブプライム危機、EU 諸国の債務危機が、ほとんどの先進国やその他多くの国で深刻な経済悪化をもたらしました。そして世界経

済や金融安定性の下方リスクを露わにしたのです。

危機はさまざまな国の経済資本が互いに絡まり合っている様子を示しました。危機に比較的弱い国は、どれほど貿易上の結び付きがあるかによって変わってきましたが、国際的な貿易関係で、アジア諸国は結び付きがありましたので、そういった国はかなり大きな影響を受けたのです。1997年にアジア金融危機がありましたが、今回は影響の規模が異なります。そこで、タイの経済についての影響を申し上げたいと思います。

GDPを見ると、タイは4年前にすでに危機前のレベルに戻りました。1997年の通貨危機では、タイは先進国への輸出にかなり依存していましたので、こうした市場での需要の減少は、タイの輸出に影響しました。経済の悪化は、アジアの国によって異なっていました。これは、これから示す2つのスライドでご覧いただけたと思います。

タイの経済、そしてその他のアジア諸国の経済は、互いに密接に絡まっておりまして、タイと先進国とのつながりは深いです。2008年から2009年に起こった世界経済危機では、危機に見舞われた国はアメリカやヨーロッパでありました。タイはそういった国々にかなり輸出をしていました。ほとんどの東アジア諸国は、1997年のアジア経済危機で深刻な影響を受け、タイの経済も短期から中期において影響を受けました。その理由として、タイのような国、インドネシア、マレーシアは同じような経済構造ですが、輸出依存がかかなり強いということです。

1997年の通貨危機では、アジアの成長においてバランスを取り直す必要があるということがかなり注目されました。そして成長を促すように呼びかけるようになりました。私たちが呼びかけているのは国際的な協力の強化です。東アジア地域においても、世界全体でも同じです。

2008年の危機で得た教訓について申し上げたいと思います。1997年の金融危機で得た教訓、またEUの債務危機など最近の危機において得た教訓があります。なぜ私たちが緊密で深い協力をしなくてはならないのか、そしてアジアの金融協力、統合をなぜ図らなければいけないかという問題が持ち上がってきました。

2008年の金融危機では、タイでも影響を受けました。しかし、すでにタイでは1997年の通貨危機を経験していましたので、2008年の危機時には、それほど影響はありませんでした。1997年の前は、タイは外国準備高においても投機的な動きがありました。国内で債務不履行が発生し、為替準備高においても影響を受けました。また、流動性の不足があり、それによって突然大量に外国資金が流出しました。

当時から私たちは、それほど政策オプションを持っていませんでした。私たちはIMFの支援プログラムにそれほど依存していませんが、IMFの支援プログラムを受けると、それなりの条件をのまなければなりません。IMFの条件にはガチガチに厳しい条件がありますので、かなり過重な負担を経済にかけます。

その1997年の危機から学んだ教訓は、タイは金融危機の影響を直接には受けず、間接的な影響だけを受けたということです。間接的な影響は貿易から受け、金融チャンネルから受

けませんでした。私たちは輸出市場にかなり依存しているのです。タイは金融チャンネルというより、貿易を通じた間接的影響を受けました。なぜかという、危機に見舞われた国に対する輸出に経済が依存していたからです。タイの金融制度は、ファンダメンタルが強固で、危機時にもうまく機能したのです。そして1997年に改革が行われ、資本流出入にそれほど影響を受けなくなりました。金融チャンネルは、かなり限定されたものとなりました。危機はそれほど影響を受けませんでした。

1997年以前は資本の流出入がかなりありました。株式市場でも投資が行われ、プレミアム金融資産においても投資がありました。それにもかかわらず、タイは世界金融危機から大きな影響を受けませんでした。これは政府が講じた金融政策のおかげです。世界金融危機の間、タイ中央銀行はさまざまな金融政策を行いました。

金融危機の間、ユーロゾーンの危機の間、貿易活動によって影響を受けました。よって地域経済協力は非常に必要です。現在においては、地域金融経済協力が強く求められています。しかし非常に重要なことは、タイも危機を経験しましたが、また同じような危機があり、そのときと同じ状況になるとは、誰にもわからないことです。それを肝に銘じていなくてはなりません。

そう意味では、二度と間違いを起こしてはなりません。しかし私たちは、将来の金融危機が同じようなものにあるかどうかは予測できないのです。アジア諸国は互いに関連があります。しかし、過去と同じような危機が起こるとは限らないので、さまざまな方法を取っていかなくてはならないと思います。先ほども申し上げましたように、この地域における危機の問題は、地域の問題です。1つの国では対処できないのです。個々の国では対処が難しいと思います。そこで協力が大切です。メカニズムにシステムティックに対応する必要があります。

数字と事実について述べますと、東アジア諸国は経済の相互依存性が非常に高いです。地域の貿易量は、アジア内でどんどん増えています。スライドではASEAN地域内の貿易量を見ることができます。これは1996年から2008年までの貿易量で、貿易が急激に増加していることがわかります。また、域内の貿易量が高まると同時に、金融面での相互依存性も高まっています。さまざまな金融活動などが、より依存するようになり、相互で行われるようになっていきます。このスライドでお示ししているものが自由化の程度です。特に金融サービス、それからサブセクターという意味で、金融はアジアの国々でどこまで自由化が進んでいるのかをお示ししています。

そして最後になりますが、3つ目のポイントといたしまして、地域の協力がますます重要になってきております。これはマクロ経済の相互依存性が強まっているからです。たとえばタイをひとつの例として考えますと、かなり強い正の相関関係が、実質経済の活動において見られます。例えばタイとその他のアジアの国々の間でさらに相互関係を強めていることが、GDPの伸び率が連動していることから見てとれます。特に貿易が非常に密であるということが重要です。それから非常に近接している地域にあるということで、景気サイクルも

似通っているということが言えます。

では、アジアの国々は1997年以降、実際に何を行ってきたのでしょうか。もちろん、さまざまな金融協力が東アジア地域でなされてきました。例えば、チェンマイ・イニシアチブのマルチ化、いわゆるCMIMです。例えば今年に関しましても、CMIMの規模はもともと1,200億ドルであったものが、2,400億ドルへと拡大されています。もちろん、これで十分というわけではありません。それからまた、IMFのデリンク割合が、今年2012年には30%に上がりました。

それからもう1つ、ASEAN債券市場イニシアチブ（ABMI）というものがあります。それから、ASEAN+3 マクロ経済リサーチオフィス、これはAMROと呼んでいます。これも開設されました。こちらのオフィスでは地域全体の監視を行っています。監視を通して効果的な監視・分析を地域経済に対して行っていく、リスクの早期の検知を図っております。そして迅速な是正措置も取るようにもしています。それによって、CMIMの効果的な意思決定に寄与します。ただAMROは、まだまだ新しい若いものなので、果たしてこのAMROという組織が効果的に金融危機に対応し得るものであるのかは、これから見ていかななくてはなりません。それから、RG（ASEAN+3 リサーチグループ）というものがあります。

さて、ここで2つだけですが、イニシアチブに関して見ていきたいと思います。CMIMとそれからABMIです。この2つのイニシアチブを見まして、潜在的にどういった役割をこういったイニシアチブが果たし得るのか。そして、危機に対応していくなかでどういった役割を果たし得るのかということを見ていきたいと思います。

このスライドでお示ししているのが、Eichengreenが2010年に行った評価です。このペーパーで彼は5つの属性というものを洗い出しています。地域準備金プーリングシステムが効果的に機能するための5つの属性ということですが、まず1点目に適切な資金です。これは最後の手段としての貸し出しを行うことです。2つ目が経済金融サーベイランスです。つまり監視を行う能力です。3つ目が意思決定のスピードです。どれだけのスピードを持って、それぞれのスキームで意思決定をしていくことができるのかが重要です。4つ目がその正当性を一般に認識してもらえるか否かです。そして5つ目が他国間の協力です。彼のペーパーを見ていきますと、4つの協力枠、すなわち、アジアのCMIM、中東のAMF、中南米準備基金のFLAR、そして欧州のMTFAを比較しています。

例えば資金源ですが、CMIMの場合には加盟国の外貨準備です。また中東や中南米などでは、ほとんどの資金に関してはそれぞれの加盟国の拠出金やその他の資金源があります。ただ、ヨーロッパの場合は、MTFAの資金源となっているのは、欧州委員会の発行する債券です。資金源の持続性という意味で、CMIMというのはFLARとMTFAのちょうど中間にあると言ってもよろしいかと思えます。

それから監視メカニズムは、ちょうどAMROが昨年立ち上がったばかりで、そしてまだまだこれは黎明期という段階ですので、AMROに関してはまだ批判をする、あるいは検証するのは時期尚早かと思えます。

意思決定は、AMROは早いですが、一方でIMFのリンク部分がまだ問題になるかもしれません。これによって意思決定のプロセスが長期化してしまうかもしれません。先ほども申し上げましたが、CMIMには、まだIMFとの協力ないしはプログラムの連携というのがあります。新しく今年発表されたイニシアチブの効果ですが、これはメンバー諸国間でいろいろ約束しましたが、資金はまだない状況です。そして、IMFではリンク部分が引き上げられましたが、その額は流動性危機に対応するためにはまだ不十分です。金融救済、あるいは支援の額としてはまだ十分ではないかもしれません。

それから、IMFの監視コンディショナリティに取って代わるような制度、あるいは仕組みがまだ構築されていません。また、一部ガイドラインはありますが、いかにして問題の拡散ないしは緊急事態に確実に対応していくことができるのか。やはりこれを担保していくためには、迅速な対応手続きと仕組みが必要になってきます。

ABMIの役割、特に起債の意思決定に関する役割ですが、もちろん国債市場が発達してきているということはあります。また、タイに関しましては国債市場に関してももちろん進捗というものが見られますが、一方で社債のほうになると、なかなかまだ資金調達源として十分に市場が成熟していないようです。

ABMIがこの対策を講じていますが、現地企業に対して社債を発行する十分なインセンティブづくりという意味では、まだ効果を上げていないようです。また、Mizen and Tsoukasが2010年にペーパーを出しています。このペーパーによると、起債を東アジアの企業がする場合、ABMIということよりも、むしろ他の要素を会社は重要視しているということです。例えば企業固有の要素、あるいは市場規模、または流動性がもととなって、会社としては起債するか否かという決定をしているようです。実際にABMIが会社の起債判断にどこまで影響を与えているのかという十分な証拠はまだ出ていないのが現状です。

さて、ASEANと東アジアの強化のための課題を2つに分けてお話ししたいと思います。ASEANと東アジアをより強くしていくための課題として、4つほどあると思います。まず1点目に、短期的な脆弱性管理のためにタイムリーかつ適切な積極財政、また金融政策を取っていくということです。いままでのところ、いろいろな非従来型の政策措置を多くの国が取っております。それに関してはもちろん異論反論がありますので、その両方を考えていかななくてはなりません。

2点目として、成長リバランスの戦略を東アジアとASEAN諸国の間でもう1度考えていき、世界の不均衡な問題に対応していかななくてはなりません。何回か申し上げましたが、東アジアというのはかなり輸出依存型の経済であります。この域外の経済に依存しています。そういったなかで、どのように新しい成長戦略というものを持ってリバランスを取っていくのが重要です。

そして、東アジア、ASEAN、南アジアもおそらく入るでしょうが、この地域の中での経済統合の深化を考えていかななくてはなりません。ここ10年から15年ほど、いわゆる世界生産ネットワークというもの東アジア内に台頭してきました。こういったものをアジアの開

発途上国にもさらに拡大していくことは可能だと思いますし、また効果的だと思います。そして最後に、金融も伴った貿易協力を拡大していくために、クロスボーダーの経済活動の歪曲、また障壁を削減していくことを考えていかななくてはなりません。

また2つ目の課題ということで、より緊密な域内金融協力に向けて考えていかななくてはならない課題として、まず経済収斂があります。つまり、加盟諸国ないしは域内の国の中での経済の収斂をいかにしていくかが重要です。これは2カ国ないしは3カ国もあり得るかもしれません。例えば日中韓の間での連携も考えていかななくてはなりません。また、域内の金融協力のための十分なインセンティブの提供と、実施・取り締まりのための仕組みも考えていかななくてはなりません。CMIMに関しては、加盟国はこのスワップ枠に関して、またIMFのデリンク割合に関して考えていかななくてはなりません。おそらく次のセッションでSwatchai先生のほうから、もう少し詳しいお話があると思います。

最後であります、AMROの役割を強化し、メンバー諸国間の協力を加速していく。そのためには、技術的なサポートを提供し、強靱な監視の仕組みを提供し、また早期警告システム指標を策定して、この域内の経済の進捗を図っていく必要があると思います。私のプレゼンテーションは以上です。ありがとうございました。(拍手)

議長(高安)ありがとうございました。では次に、三重野先生よりコメントをお願いしたいと思います。

三重野 京都大学の三重野でございます。今日は50周年という非常に記念すべき機会、それから非常に興味深いテーマの議論にお招きいただきまして、誠にありがとうございます。私自身はタイを中心に東南アジアの金融の問題について研究をしておりますので、後半のChaiyasit先生の報告は、ある意味では違和感なく全く私も思っている通りのことで、よく理解できました。

一方で韓国経済についてはこれを機会に少し勉強させてもらおうと思ひまして、レジュメを読んだり、少し補足的な資料・情報を私なりに集めて、これにどうコメントしたものかということを考えて、非常に韓国のYoon先生の報告は私にとって勉強になりました。

どういうスタイルでコメントを差し上げようかと少し考えたのですが、2つの国の状況を見ていて、特にリーマンショックとグローバル金融危機の問題を考えたときに、実は共通してかなりの影響を受けているし、でも内容はかなり違うという意味で、非常に対照して比較するのが面白い国だということに気がきました。

私の情報はなかなか限られていて、いま示している絵はASEAN4に関するものですが、実のところリーマンショックで、四半期ベースで見て一時的にマイナスの成長率になった国というのは、東アジアでも必ずしも多くありません。ここにExceptionと書いてありますが、例外であったという言い方は少し強すぎるのですが、例えばタイや韓国は四半期ベースで見て、2009年台にかなり深刻な影響を受けたということでは、東アジアという枠で見たときには共通している。

Yoon先生の報告はOECD諸国の中での比較だったので比較的浅いという認識ですが、

韓国は最悪のところでもマイナス3%ぐらいになりましたから、タイやマレーシアよりは浅かったけれど、例えばインドネシアなどのように全く影響を受けていない国もあります。また、中国などもマイナス成長ではなかった。

細かいことを言っていると時間がなくなってしまうのですが、勉強になったことは、実は台湾がものすごく影響を受けていたことをここで知りました。いずれにせよ、共通してかなり深刻な影響を受けた2つの例であり、それが、内容的に面白い比較対象になり得るという観点から見てみたいと思います。

基本的な私の関心は、個別の報告に対して細かな質問やコメントを差し上げるのではなくて、一歩引いたところから2つのディスカッションを提起したいと思います。1つは、いま申し上げた通り世界金融危機の影響の受け方がどのように違うのかという観点。もう1つは、いずれにせよ両方のケースについてアジア金融危機以降進められてきたアジアの金融協力のスキームが、リーマンショックのときにワークしたのか、しなかったのかという問題を考えてみたいと思います。

お二人の報告を伺っていると、報告内容には実は共通した議論もありますが、一方で対照的な面もあるように思います。韓国について言いますと、韓国の報告は、やはりファイナンシャル・チャンネルです。金融チャンネルからリーマンショックではかなり影響を受けた、あるいは受ける直前まで行った。非常に危なかったということが基本的な認識であって、これを克服したのは初期条件の良さ、企業に備わった政策的なインフラストラクチャー、枠組みと、それから国際的な協力が非常にうまく機能したので危機が深刻化するのを防いだのではないかという認識です。

今後の問題としては、外貨 (foreign currency)。これは外準や対外負債などいろいろな意味を含むと思いますが、こういったものへの依存を少し弱めていくことが大事だろう。それから、もっと国際的な協力の枠組みを深めていこうという議論でした。

一方でタイのChaiyasitさんの報告は、実はリーマンショックのときに金融チャンネルの話はあまり出てこない。むしろ貿易のチャンネルを通じた間接的な影響がタイでは大きかったということでした。これは、その通りだろうと思います。この点で非常に韓国と対照的です。タイはどのようにそれを克服したかという点、域内、あるいは中国との関係での貿易関係、あるいは生産ネットワークを強化して、そこで特に先進国の輸出の需要の落ち込みに対して対処したということがあります。

結論はいろいろなことを指摘されていますが、1つ言えることは、AMROなどを中心にしたマクロ経済の安定性をどのようにこれから実現していくのか、維持していくのかということが肝要なのだとすることを、金融協力のなかで位置付けているというように理解しました。

繰り返しになりますが、どう対照的なのかということ、もう1度私なりの理解を申し上げますと、韓国の場合は明らかに金融チャンネルでインパクトが始まっていた。かなり外貨危機のようなものも起こりかけていたということです。その理由は、1つには外資への依存の大きさがおそらく関係しているのだろうということ。それはアジア金融危機以降の

コーポレート・ガバナンス改革なども関係してできあがった2000年代の韓国経済の構造だと思うのですが、そういうことだろうと思います。

もう1つ感じたのは、金融セクターが、halfwayという表現をしましたが中途半端に洗練されたようなものを導入されたということだと思います。これは証券化などへの対応が、例えば日本よりもはるかに素早かったということがあったかと思います。しかし、結局そのクライシスは起こったのかというと、そうではなくて、比較的短期に乗り切って、特に流動性のクライシスなどは起こりませんでした。

一方で、貿易とでも言うべき実物経済の問題を見た場合には、むしろ、ウォンが一気に減価して、割安になって輸出が拡大することにたぶんプラスの影響があったのだらうと思います。このへんは正しいのかどうか私は自信がないので、違えば後で教えていただきたければと思います。

一方でタイの場合は、私自身も研究に参加していますし、いろいろところで話を聞きますが、実は金融チャンネルで影響を受けたという話を聞きません。世界金融危機で金融の問題で議論しろと言われて、たぶんいつもタイの人やタイの研究者は困るところがあるのではないかと思うのですが、実は金融の問題ではなくて、世界的な需要の減退が輸出依存型の経済にとって非常に深刻だったという観点になります。

この理由は、1つにはアジア金融危機以降、銀行業が再編を繰り返すわけですが、非常に経営が保守的になっていた、あるいは不活発になっていたということがあります。タイについては貿易面では一時的だけれど非常に深刻な影響を受けたということです。

私はこの問題を理解するにはどうすればいいかと思って、ごく普通にキャピタルフローの動きを確認してみました。タイについては、私自身はもともと見ていますので、この図はIMFのバランスオブペイメントからつくりました。韓国は知らなかったのですが、実はYoon先生が9ページのスライドに示していただいた数字から、昨日の夜急遽つくりました。

見方は、InboundとOutboundを分けていて、上は海外からその国への投資、資金流入。下はその国の居住者が海外に対して行っている投資です。時間がありませんのでかいつまんで申し上げますと、東アジア全体がアジア金融危機以降に構造を変えて、実物の金融も構造を変えてくるなかで、やはり似通っているところがあります。

例えば下のOutbound、外向きのところを見ていただきますと、2000年代半ばあたりから海外への投資が両方の国とも増えているという構造があります。経常収支が黒字化して外準も貯まり、貯蓄率が高いなかで投資がそれほど高くないので、海外投資、海外対外資産が増えていくという流れに対応したものです。

一方で海外からの資金の流入は上の2つの例ですが、これを見ても一時期2000年代に下がったものが2005年ごろから再流入をしているという一定の共通した構造があります。

これは上の絵と下の絵でインフローとアウトフローが別でして、これで説明ができますでしょうか。上の絵がインフロー、下がアウトフロー。流入、流出です。上の絵は、上が出ていくもの、下が入ってくるものという見方をしています。非常に違うのは、タイが直接投資

中心での資金の受入れという構造があるのに対して、韓国はもちろん発展の度合いや水準が違いますから当然と言えば当然ですが、銀行信用とポートフォリオ中心のものであったということです。

つくってみて非常に面白いとかびっくりしたのは、ポートフォリオが中心ですがデリバティブが動いている余地が韓国の場合は非常に大きい。タイの場合は直接投資ですからそれほど動かないわけですが、このあたりが先ほど申し上げた中途半端に洗練された金融システムが外資のもとで機能していたということかと思います。

危機のときに何が起こったかという、タイでは確かに資金流出が起きました。起こりましたが、実は逆に、貯蓄を貯め込んで対外資産を持っていた銀行信用が同時に戻ってくるのです。ネットで見ただけの場合には、ほとんど流出が起きなかったという構造になっている。

それに対して韓国の場合は、まず国内の資金がグッと逃げるのですが、デリバティブの数量を把握するのはなかなか難しいとは思いますが何らかのかたちでデリバティブのかたちに化けて逃げていくわけです。おそらく韓国の投資家たちも一気に海外のものを引き上げるのですが、規模で見ただけにはかなりボラタイルなものが動いていて、資金ネットの流出が起きてしまったのかと思います。

いろいろな見方ができるのですが、1つはアジア金融危機との観点で考えた場合、アジア金融危機のときにももちろん深刻な資金流出があったわけです。タイでもあったし、韓国でもあった。ただスケールを見てみますと、タイの場合はアジア金融危機のときの動きに戻っているという感じですが、韓国の場合は明らかにアジア金融危機のときの動きよりはるかに大きい。もちろん経済規模が大きくなったということもあります。

したがって経済の大きさに対して、という言い方がいいかどうかはわかりませんが、ボラティリティが非常に大きくなっている現実があったということで、やはり金融チャンネルとしてのインパクトが大きかったのだろうという感じがします。

私の普段見ている東南アジアでは資金があまり動いていません。海外からのアウトフロー、インフローがあまり動いていないという印象があって、その結果、そもそも十分な自己資金のバッファがあるので危機が起らなかったという認識ですが、韓国は明らかに違って、海外との資金取引が非常に大きい投資関係があったということだと思います。

これはむしろ東アジアのなかでは例外なのではないか。例えば、新興国と比較していいのかわかりませんが、もはや韓国の経済水準はそういうものではないかもしれませんが、例えば、東欧あるいはラ米の諸国では銀行資金の引上げによってものすごく影響を受けたわけですが、そういうものに似ている。それは東アジアのなかでは少しユニークなのではないかと見えています。これが1つ目。

2つ目。早めに終わるようにしますが2つ目の議論は、韓国やタイが経験したこと、結果としてそれほど危機が深刻化しなかったという問題は、アジア金融協力の枠組みのなかでうまくワークしたと考えるべきなのかどうかということです。これは1つ重要な点だと思います。

つまり、アジア金融協力は2002年ごろから大体動きだして、アジア金融危機のような危機が再現しないようにということでスキームを設計していったわけですが、今回はそれが働いたと見るべきなのかどうか。特に通貨協力の観点で言うと、私は韓国の事例を見てわかったような、わからないような気になったのですが、通貨スワップの話は結局使わなかったわけですね。むしろその枠組みだけでは不安だからということで、IMF、アメリカ、日本と枠を広げて、それほど大きな危機が起きなかったとすれば、予防的な意味があったという考え方ができるかもしれないし、しかしそもそもアジア多国間通貨スワップは十分なかたちには整備されていなかったという見方ができるかもしれない。

タイに関して言いますと、タイでは実態としての対外資産を十分に持っている構造に対してほとんど問題が大きかったということ言えば、いまのところこの問題はなかった、実態経済と通貨協力の枠組みは全く関係がない状態にあると捉えることができるのではないかと。むしろプライベートセクターの対外資産、あるいは外貨準備がバッファとしてよく働くようなレベルだったのだと思います。

アジア金融協力のもう1つの側面は債券市場の問題です。これは特にChaiyasitさんが指摘されていましたが、社債で見た場合にはほとんど機能していない国が多い。これは韓国+ASEAN4でまとめたものですが、横軸がパーキャピタル（1人当たり）のGDPです。縦軸がGDPに対する債券残高の比率です。上が全体のボンド、つまり国債を含めたもので、下が社債だけです。

下に注目していただくと、債券市場があれば危機が起きて銀行が資金を引き上げたときに、いわば予備的にツインエンジン、もう1つのエンジンとして機能するのではないかと。この見方がありました。これは機能したのか。そもそも問題になりそうなボリュームを持っている経済は韓国とマレーシアぐらいですが、どうも危機のときにはその点が機能したように確かに見受けられます。

ただ、驚くべきことにリーマンショックが起こるころ、これは2002年と2007年を取っています。2007年のリーマンショックの直前のころまで、これだけ債券市場に取り組んでいるながら実はGDPの水準は落ち込んでいた。全く成長が見られなかったという実態があります。

これは韓国とマレーシアで共通した問題です。結局、韓国の事例を見ると、ポートフォリオの資金がものすごく動いたという意味で言えば債券市場の発展は功罪半ばするところがあって、一面でボラティリティを高めたという可能性はあるかと思っています。タイを見ていただきますと非常に水準が小さくて、まだまだ銀行信用の代わりになるようなものでない。これはChaiyasit先生のご指摘の通りだと思います。

そもそももう少し調べていきますと、債券による資金調達というよりは銀行信用そのものがかなりまだ小さいし後退しているという構造にありますので、企業の資金調達はまだまだセルフファイナンスが中心だという問題があると私は理解しています。

2枚目の表に戻ります。そのように見ていきますと、ここがコメントの結論になります

が、韓国において今回のリーマンショックの問題をどう考えるかということ、おそらく資本のボラティリティが非常に大きかったということで、それへの規制というご意見は全くその通りかと思います。しかし、国際的な協力の枠組みが重要だということですが、どうもこれまでの枠組みと東アジアの2000年代の金融発展というものが必ずしもうまく対応していなくて、方式を考え直さなくてはいけないのではないかということが1つ思うことです。

もう1つは、この2番目の点は初期条件の良さや政策の枠組みを備えてきたといっていますが、これが機能したと考えるべきなのかどうか。まだあまりはっきりしないのではないかと感じています。

タイに関して言えば大体報告された通り私も納得したのですが、ほとんど金融問題が扱われていなくて、金融の協力関係の具体的な問題の焦点がなかなか出てこないのが実態だと思います。その結果、AMROのようなマクロ経済のウォッチを大事にするというような論調でしたが、タイの現状を見ていると私も本当にそういうことなのだろうと思います。

一方で最後に感じるのは、明らかに韓国の成長率がこの10年間高かった。タイも十分高かったのですが、例えば投資率は非常に停滞しているわけです。つまりタイについて言えば、金融のシステムがまだ回っていない状況です。回ってなくて投資率が低いという状況があるので、これから国際的な協力を強めるという議論のなかには、韓国の場合にはある意味で資本の取引などをし過ぎたという面がありますが、タイあるいは東南アジア全体で見ただけの場合には、どうすれば活性化できるのかということをもう少し考えていくことになるかと思っています。以上です。

議長（高安） ありがとうございます。では、次に葛目先生お願いいたします。若干短めをお願いします。

葛目 大東文化大学の葛目でございます。よろしく申し上げます。Yoon先生、Chaiyasit先生、大変貴重なご報告ありがとうございます。それでは若干短めにお話ししたいと思います。アジアの金融や金融全般を専門とされない先生方や学生さんもいらっしゃるということで、基本的なところから少しお話をします。それで私の問題意識、それから質問という流れにしたいと思っております。

最近の金融危機は、ご存じの通り1997年のアジア通貨危機、それから2008年のサブプライムローンの危機、最近では2010年に顕在化したEUの債務危機があります。それにアジア域内の経済環境の変化というものが加わりまして、最近のアジアの金融協力の枠組み、さまざまな取組みが実施されているということです。

そのアジアの金融協力のもともとのきっかけとなったのは、やはりアジア通貨危機です。先ほどもChaiyasit先生からいくつか具体的な取組みがご紹介されましたが、まず2000年にチェンマイ・イニシアチブが発動され、それが2010年にマルチ化したということです。それから、アジアの債券市場イニシアチブが2003年に出来上がりました。アジア債券ファンド、それからASEAN+3のリサーチグループ、最近では去年AMROというサーベイランスシステムが出来上がりました。

アジア域内の経済環境の変化ということで3つご紹介させていただきます。1つが、アジア域内の国際貿易のボリュームが増大している。これは対外直接投資と中間財の貿易の増大によって明らかになっています。2つ目は、アジア域内の金融の連関性が深化しているという点。3つ目が、マクロ経済の連関性も強まっている。似たような景気循環を記録しているということが挙げられます。

そもそもアジアの金融協力のメインの目的は、危機に対応するための予防措置、または準備というものとして考えられますが、本来あるべき目的というものは、流動性不足に対して十分な流動性を供給していくことがもともとスタンスだと私は考えています。

流動性の不足というものがどういう状況で発生するかと言いますと、やはり一番重要なのは対外的な債務の増大というものが挙げられます。それに対して海外の投資家は信用リスクの増大によってその国に対する信用が低下して、突然または大量のキャピタル・アウトフローを起こし、その結果流動性の不足という事態に巻き込まれますので、その点の視点もぜひ大事にしていかないといけないと考えています。

そのために本来必要な事前の予防措置は、さまざまな金融協力ももちろん大事ですが、流動性不足に対する措置を第一義的に考えなければいけないと考えています。それは経常収支赤字です。過度のキャピタルインフロー、資本流入をファイナンスする経常収支赤字を回避することがまず1点。それから、政府の財政赤字の増大を伴って過度な景気刺激策を実行しないこと。それがアジア各国の個別の政策にとって非常に重要なのではないかと考えています。

1つ目の質問ですが、ABMIの目的、または実行可能性について少しご質問をさせていただきます。ABMIの本来の目的は、アジア域内の貯蓄をアジア域内の投資に振り向けるというのがそもそもの目的でした。果たしてそれが実行可能なのか、有効なのかというところを、ぜひ先生方のご意見を賜りたいと思います。

債券市場の発展のためには持続可能なマクロ経済の成長、多くの市場参加者、直接的または間接的な市場の環境整備、インフラストラクチャーが必要になってくると思いますが、果たしてこれが有効なのかということ、ぜひご意見を賜ればと考えております。

なぜならばアジアの貯蓄というものは非常に高く、例えばいまここに日本と韓国とタイのそれぞれのGDPに占める国民貯蓄の割合を示しています。非常に高い貯蓄率を保持していますが、それが果たして貯蓄から投資に向けられるような、例えば国民性などを含めて債券市場の発展につながっていくのかどうなのかということ、ぜひお伺いしたいと思っています。

2つ目は外貨準備です。チェンマイ・イニシアチブのマルチ化というものは、もともとあった2国間の通貨スワップを多国的に、一本の多国間契約を結んで外貨準備を融通し合うというようなシステムのことを言います。今年2012年の5月に2400億ドルまで拡充されました。その外貨準備というものに対して、最近私は個人的に外貨準備の適正水準というものについて研究をしているのですが、外貨準備の目的は各国にとって、例えば外国為替市場

への介入や緊急輸入のための支払い手段、対外的な経済取引のためのバッファストック（緩衝在庫）としての役割を果たすのではないかと。

それから、通貨危機や金融危機に対する自己保険機能が外貨準備に備わっているのではないかと考えていまして、現在の韓国またはタイの外貨準備高は適正水準なのか、それとも過小なのか、過剰なのかというところを、ぜひご意見を賜りたいと考えております。その理由も、ぜひ教えていただきたいと考えております。

ちなみに外貨準備保有高の推移は、韓国は拡大しています。2008年には減少していますが、増加の一途を辿っています。タイもこのようになっています。ちなみに日本はこうなっています。急ぎ足ですみませんでした。短めですみません。

議長（高安） どうもありがとうございます。非常に密度の濃いコメント、あるいはご質問です。これに対してお二方からリプライ、回答をいただきたいと思います。まずYoon博士からよりお願いいたします。

Yoon 座長、どうもありがとうございます。また、非常に良いコメントもいただきましてどうもありがとうございました。私からは手短かにお話ししていきたいと思っております。

最初に三重野先生のコメントですが、三重野先生から2つの基本的な質問があったと思います。まず、なぜ韓国はタイと違うのか、韓国はなぜここまで危機に対して対応が取れているのか、そしてどういったインフラがその下支えになっているのかです。2つ目が、アジア金融協力が本当に機能するのかどうなのかということです。

まず1点目のご質問に関しまして、その当時私は、主任アドバイザーとして財務大臣に付いておりました。政府の役人として他の同僚とともに仕事をしていたのですが、最初の危機、これは1997年の危機ですが、私たちは本当に制度面のインフラを整える必要があることを学びました。そして組織を拡大しましたし、例えばKAMCO、これは韓国資産管理公社ですが、こういった新しいものの創設しました。そしてこの組織で不良債権を扱いました。この公社は不良債権を回収して、不良債権の負担から会社を解放しようとしたわけです。また預金保険も拡大いたしました。インフラの構築をより強化していったということがあります。

それから、幸運にも政府の役人が最初の1997年の危機を経験して、政府が何をすべきなのか、いつどのようにしていくべきなのかを体験していました。つまり、自分たちは知識と経験を持っていました。私たちは予防的な措置も取ることもできるわけです。実際に危機がもっと大きくなる前に、真の意味での危機というものが勃発する前に、予防措置を取ることもできるということもわかっていました。それが非常に有用な政府の示唆の1つだったと思います。

金融セクターから政府には警戒のメッセージも来ていました。しかしわからなかったこともあります。私たちの準備金をどの程度、そしてどのように私たちを守ってくれるように使っていくのか、どこまで準備金がバッファとして機能してくれるのかといったことです。それらは経験がなかったのでまだわかりませんでした。私たちは、果たして本当にまた危機

になるのかどうなのかもわかりませんでした。

最初の危機の後、IMFが強制的に私どもの金融市場の開放を迫りました。私どもはOECDに加盟していますから、資本市場を自由化しなくてはならなかったわけです。その結果、外資が過度に流入してくる状況になりました。そこまで外資は必要なかったのです。まさに外資が私どもの資本市場を席卷してしまったという状況で、その結果モラルハザードが起これ、それが銀行セクターを襲ったわけです。

銀行セクターは、積極的に短期的な負債を国外から受け、それをどんどんと貸し付けるようになりました。長期的な資産として、あるいは資金として企業に対して貸し出していたわけです。銀行としては、そこで期間ギャップを取ることによって利益を上げたかったのです。銀行セクターにおけるモラルハザードが起きてしまいました。ただ、それに対してこういった短期的な負債を削減するための規制も導入しました。

さて、このアジアの金融協力スキームに関してですが、私どもは特にCMIへのスワップの取り決めは使っておりません。CMIということになりますと、CMIのスティグマ効果で何らかの汚点が付いてしまうのではないかということをおそれているからです。いわゆるIMFのコンディショナリティというものがあります。CMIというのは、全体の資金のうちの、あるいは潜在的キャパシティのうちの20%しか分配することができません。そして、IMFの監視サーベイランスが必要要件として、それを満たして初めてCMIのスワップを使えるようになるわけです。CMIからは120億ドルぐらいは使えるかもしれませんが、韓国の経済規模を考えると、これはあまりにも微々たる数字だと言わざるを得ません。

モニタリングとサーベイランスに関しても時間がかかります。ですから多くの面においてCMIは、私どもにとっては使い勝手の良いセグメントではありません。私どもは、例えばアメリカや日本、中国などの友好国があつて、そういった国に行けばもっと多額の資金を拠出してくれます。使わなかったとしても、それが1つの保護措置になるわけです。これだけの供給能力を示すことができれば、それが十分な保護措置として働きます。

そのような状況にありますので、CMIないしCMIMは、ASEAN諸国に対しては有効だと思います。規模的に非常に限定的ですのでASEAN諸国に対しては有効だと思いますが、韓国、中国、日本にとっては、CMIは実際に使える手段ではないと思います。これを手段として潜在的な金融危機から身を守ることはできないだろうと思います。

それから韓国は通貨がかなり下がったので、そのメリットがあつたのではないかという話がありました。もちろんそれは非常に大きかったと思いますが、かなりウォンは急落しました。それはもちろん1つのプラス要素でした。かなりのウォン安という状況がありましたので輸出が随分と拡大して、その結果貿易量が増えた。そして経済が恩恵を受けたことはもちろん確かであります。

葛目先生がおっしゃいましたが、ABMIについてです。これはアジアの諸国がアジアの資本を使ってアジア地域における投資を盛り立てていくために作ったものです。ただ、この進捗としては非常に遅々としていまして、おそらくその理由としては信頼度が低いのだろうと

思います。規模も限られていますし、アジアの地域ではそれほど金融が発展していないということもあろうかと思えます。例えば金融コモディティが金融セクターにございますが、それほど多様ではありません。

それからアジアの通貨は、日本以外は互換性があまりありません。ただ、その日本円が非常に為替の大きな変動で苦しんでいます。アジアの国から日本に対しての資本の流入がなかなかありません。一方で他のアジアの国はどうかというと、通貨の互換性というものがあります。そこがおそらく問題で、なかなかABMIも大きく発展していかないのではないかと思います。

韓国の外貨準備が果たして多すぎるのかどうかということですが、私は韓国のソブリン・ファンド、KIC（韓国投資公社）の運営委員会のメンバーに入っています。500億ドルございまして、これだけの資金を海外に投資していますが、まだ小さすぎると思います。中国のソブリン・ファンド、CICを見てまいりますと、韓国のソブリン・ファンドよりもずっと規模が大きいです。

2008年の頭あるいは2007年の末、一部の韓国の教授や研究者が、韓国はあまりにも外貨準備を積み上げすぎる、そしてそのコストがあまりにも大きな負担としてのしかかってしまっていると、批判をしていました。その一方で、半年後には、韓国政府はあまりにも外貨準備が乏しすぎるといった批判に変わりました。本当に状況によって変わるのだと思いました。ですから、これは本当に過剰なのか、過小なのか。これはまさに資本市場の構成によると思います。そういったなかで、韓国はもう少し現状の水準よりも積み上げていこうと考えています。私からは以上です。ありがとうございました。

議長（高安） ありがとうございます。では次にChaiyasit博士より発言をお願いします。

Chaiyasit コメント、ご意見をありがとうございます。手短かに申し上げますが、まず2点について話したいと思います。1つは三重野先生のコメントと、もう1つは葛目先生のコメントに対して回答させていただきたいと思います。

まず葛目先生のコメントですが、外貨準備高が多すぎるのか少なすぎるのか、タイにとって十分な水準なのかどうかというご指摘がありました。答えは簡単ではないと思いますが、いまの東アジアを見ますと基本的な負債があるわけです。それぞれのアジア諸国の外貨準備高の水準は、少なくとも対外債務と同じ水準でなければなりません。

でも多くの外貨準備高は、それぞれの国において貨準備高を積むにはコストがかかります。例えばタイもそうですが、それを積むにはお金がかかります。多くの資本の流入があれば、タイの中央銀行が何らかの対応を取らなければなりません。何かの市場の介入を外為市場に介入しなければならないことになってしまうわけです。

先ほどの外貨準備高のグラフですが、外貨準備高の水準は地域のなかでそれぞれ違うかと思えます。まず当局が外為市場の介入をしなければならないという介入のコストと、不胎化のコストも高くなるということも考慮しなければなりません。それによって中央銀行のバランスシートにも影響があるでしょう。なかなか答えられない質問ですが、それしか申し上げ

られません。少しトレードオフが必要です。メリットとデメリットのトレードオフが生じますので、バランス良く対応しなければならないということです。

もう1つのご質問は債券市場のイニシアチブについての共通課題ですが、ご質問として、ASEANの預金整備のため、アジア市場のために使えないのではないかというご指摘もあったかと思います。

そして債券市場の開発について三重野先生が話されました。危機中にはタイにとってあまり関係がなかったかもしれませんが、しかしこれは先を見通さなければならないと思います。ASEAN+3の金融協力は危機を防止するためだけのものではありません。こういうファシリティがあつて、さらに経済が発展するために、域内の経済ギャップを減らすためにも活用すべきではないかと思いました。ASEAN+3は、域内のインフラを構築する議論もしなければならぬと思います。これも大変重要な方向性だと思います。

例えばタイですが、ラオス、ベトナム、ミャンマーもそうですが、まずインフラが不十分です。域内の金融的な協力関係は、各国にとってメリットがあると思いますし、ぜひタイもそれに入れていただきたいと考えます。インフラの強化をするためには、そういう地域協力が必要かと思ひます。危機防止のためだけでなく、将来のためにも地域的な協力が必要かと思ひます。

危機がいつ起こるかかわからないので、金融的な措置、金融的なファシリティ、各国が危機になった場合に対応できるように枠組みが必要かと思ひます。域内の基金を使えるように、ファイナンスや借入など、域内の措置が必要かと思ひます。域内の経済の貢献にもなりますし、グローバルのインバランスにも役立つのではないかと思ひます。以上です。

議長（高安） どうもありがとうございました。それではこれより議論をお願いしたいと思います。質問あるいは発言がある方は挙手をお願いします。時間の関係上、最大2名ほどに限定させていただきます。最初に質問、コメントをしていただいて、それに一括して答えていただくことにしたいと思います。質問、コメントある方は挙手をお願いします。その際には所属とお名前をお願いできればと思ひます。どなたかコメント、ご質問はございますか。

古屋教授 Yoonさんに確認したいと思ひます。三重野博士が質問していました金融協力について、「チェンマイ・イニシアチブはおそらく助けにはならなかった」という回答であつたと思ひます。危機のときにチェンマイ・イニシアチブは役に立たなかつたとおっしゃつたかと思ひます。それでよろしいですか。では、他の対策として、金融協力で助けになつたものは何かあるのでしょうか。例えばお金を出すとか、外国人投資家から助けを求めるとか、名目上の助けはあつたのでしょうか。実際に助けになつた対策などがあればお願いいたします。

議長（高安） 他にございますか。どうしてもという方がいれば、ぜひとも挙手をお願いします。ないようでしたら、いまの質問に対してYoon博士から回答をお願いします。

Yoon 質問ありがとうございます。先ほど申し上げましたように、CMI（チェンマイ・イニシアチブ）は、韓国、日本、中国にとっては有益ではありませんでした。規模が限られていました。そして当時はIMFの貸し出し条件がありました。そういうわけで、タイミングを逸し

たということがあります。経済を守ることができませんでした。

IMFは監督していますが、次のステージでIMFが政策を出しました。政策、そして規則などを改善しました。そういうわけで3カ国にそれほど影響はなかったのです。そしてASEAN諸国に関しては非常に金融市場の規模が限られていますので、ASEAN諸国に対してはその方法は効果がありました。Chaiyasit博士がおっしゃっていましたが、非常に重要な部分となった金融インフラ構築、アジアにおける金融協力をするうえで非常に重要でした。

おそらくアジア諸国は、ユーロのような地域通貨を創設することができるのではないかと思います。いまは地域ごとに異なる通貨を使っています。その代わりに統一通貨、あるいは2つの通貨を使うのも可能ではないでしょうか。そうすると、アジア全ての諸国に大きな利益があるのではないかと思います。私どもの協力を上昇させることができます。さらに良いものにすることができますでしょう。

保護策だけでなく、私たちは何らかの共通した債券市場をつくれるのではないとも思います。他の会議で参加したのですが、例えば、アジアバスケットマネーや債券などをつくるのが良いのではないのでしょうか。

また、Chaiyasit博士がおっしゃっていましたが、アジア諸国は貿易において互いに密接なつながりがあるので、地域内の貿易市場で為替、通貨を安定化させるような方法を取るべきです。そういった方法を、CMIMはインフラストラクチャーのうえで非常に重要な部分を担うと思っています。

議長（高安）Chaiyasit博士、何か関連してありますか。大丈夫ですか。ではこれで第1セッションを終了したいと思います。報告者、コメンテーターの方に拍手をお願いしたいと思います。（拍手）

〈第2セッション〉

司会 これより第2セッションを始めたいと思います。第2セッションは韓国の民間シンクタンクの最高峰ともいえるサムスン経済研究所のLee Kap-soo首席研究員、またタイ中央銀行でありますタイ銀行のChaikhor Suwatchai課長より報告をいただきます。

まず報告者と討論者の紹介をいたします。サムスン経済研究所のLee Kap-soo首席研究員です。（拍手）タイ銀行のSuwatchai課長です。（拍手）次に討論者です。アジア経済研究所金融財政研究グループ長の柏原千英チーム長です。（拍手）駿河台大学経済学部の野崎謙二教授です。（拍手）

第2セッションの時間配分は第1セッションと同じですが、若干短めにお願いできればと思います。ではまずLee Kap-soo先生、お願いいたします。

Lee こんにちは。私は韓国のサムスン経済研究所からまいりましたLeeと申します。これから英語で話します。皆さん、こんにちは。お招きいただき光栄です。50周年おめでとうございます。そしてお招きいただきありがとうございます。本日、私の意見について申し上げ

げたいと思います。近年の金融危機と韓国の景気について私の意見を申し上げたいと思います。

私の経験を申し上げます。私はおよそ2年間日本に滞在しました。一橋大学で勉強しまして、その後、タイ・プーケットに行きまして、ハネムーンのためタイに行きました。ですから、私はこのタイ、日本と韓国には自分自身もつながりを感じています。

本日は4つの点について話したいと思います。本日のアジェンダですが、リーマンショック後の韓国経済について、次に、進行中である経済の回復プロセスについてです。そして、経済のファンダメンタルズの改善についてです。最後にまとめとその影響について話したいと思います。

リーマンショックは2008年9月に発生しましたが、その後に韓国のウォンがドルに対して10年ぶりの安値をつけました。ご覧のとおり、重要な数字ですが、2008年8月29日、ウォンはドルに対して1,089ウォンでした。しかし6カ月後、暴落しました。1,570ウォンになってしまったのです。およそ40%ウォン安が進んでしまいました。そして、株式市場も同じような状況になりました。KOSPIも暴落しました。

スライドでは、為替レートとCDSプレミアムが示されています。ご覧のとおり、そのボラティリティが非常に大きくて大変でした。これは日本円に対する為替レートです。リーマンショックの後ですが、一番安くなったのはウォンでした。

リーマンショックからおよそ2カ月がたち、アメリカとの通貨スワップが報道され、それが2008年10月30日でした。結局、300億ドルまでの通貨スワップで、状況が一変しました。韓国のウォンとKOSPIが急騰しました。私が思うに、マーケットからの信頼があったから急騰したと思います。

韓国の今までの通貨スワップについてです。アメリカと韓国は、300億ドル規模の通貨スワップ協定を、2008年から2010年までの期限付きで締結しました。日本ですが、ご存知だと思いますが、両国は取引規模を700億ドルまで拡大しました。それは去年2011年でしたが、数週間前に130億ドルに戻りました。さらに中国との通貨スワップですが、その規模が560億ドル相当に拡大されました。そしてチェンマイイニシャティブのマルチ化の結果はスライドのとおりです。

なおリーマンショックの後、ユーロゾーンの債務危機が世界の金融市場を襲いました。韓国の金融市場もそれ影響から免れたわけではありませんでした。欧州危機を背景にアメリカ国債の格下げが発表されました。S&Pは「悲観的に投資」という格付けに変更しました。つまりアメリカ国債が、短期間のうちにトップランクに戻る可能性が非常に低くなりました。そしてアメリカの国債格下げのショックが韓国にも波及しました。

経済回復プロセスについて説明します。IMF主導の時代には、韓国はアジア金融危機を通じて、様々な教訓を得ました。つまり外国投資家による外国通貨の突然の逃避、引き上げの可能性です。それは金融市場に混乱をもたらすだけでなく経済全体にも混乱をもたらすものとなります。したがって多くの韓国人は、国内のインパクトを減らすためには、十分に対策

を用意する必要があると思っています。主要な対策は以下のとおりです。まず主要国、例えばアメリカ、日本、中国等との通貨スワップ協定を結ぶことが必要です。そして、IMFに対する拠出金の高めることも必要です。

2国間の通貨スワップについて説明します。日本は、韓国と通貨スワップ協定を結んだ最初の国です。これは2001年7月のことでした。先ほど述べたように、昨年には通貨スワップの枠が大幅に拡大されました。そして去る10月に、「足元では両国の金融市場が安定しマクロ経済の状況も健全である」との認識の下、日韓両国は日韓通貨スワップの増額部分の延長は必要ないとの結論に至りました。同時に日韓両国は日韓および世界経済の状況を今後、注意深くモニターし、必要が生じた場合には適切に協力することにも合意しました。

次に経済的なファンダメンタルズの改善について話します。まず簡単に要約したいと思います。回復力、外為市場の健全性、また国内経済の健全性です。韓国の回復力ですが、外国為替市場の回復力が強くなっています。スライドで示されているのは、この金融危機前後の韓国ウォンの動向です。2008年8月29日には、1ドルが1,089ウォンでしたが、2009年3月2日が1,570ウォンと大変深刻な状況に陥りました。しかしその後、急速にウォンは値を戻し、今週は1ドル1,095ウォンです。

次に外国為替市場の健全性です。2012年10月末の外貨準備高は3,220億ドルで、2008年末より急増しました。外貨準備高の対GDP比率は、2008年に21.6%だったのですが、2011年には27.5%になりました。なお短期債務を外貨準備高で割った比率は、このスライドで示したように、比較対象とした7か国の、いずれの国よりも低くなっています。

さらに国家経済の信頼性です。ソブリン信用リスクの低下があり、金利が急落しました。政府の10年物国債は低水準となりました。リーマンショック直後には6.0%以上でしたが、2012年10月には2.9%と記録的な低さとなりました。また、韓国のCDSプレミアムも激減しました。2008年12月31日に316ベースポイントだったものが、2012年9月14日には69ベースポイントになりました。Yoon博士が先ほどおっしゃったように、韓国のソブリン格付けは、他の先進国の中では非常に高くなりました。これは最近のことです。

最後にまとめたいと思います。近年、2国間通貨スワップが重要になっているのはなぜでしょうか。通貨スワップの拡大が合意されると、それは経済協力をするためのシグナルとなります。2番目に、心理的に金融市場に影響を与えるという点で重要です。特に日本との通貨スワップ協定は重要です。日本は韓国の第2の貿易相手国です。そして韓国は日本の第3の貿易相手国です。非常に緊密な関係が2国間にはあります。2国間の通貨スワップ拡大が解消された影響は、非常に限定的であると思います。というのは、韓国の経済状況は4年前とはかなり異なるからです。韓国のソブリン格付けは劇的に改善しました。韓国は金融市場に流動性が十分にあります。ただシグナルとしての日本との通貨スワップ協定には大きな意味があります。

一部の経済学者や経済機関は、韓国の外貨準備高が経済規模に比べて大きすぎると主張しています。しかし、基本的にIMF時代の経験、またリーマンショック時の経験から言えるこ

とですが、対外信頼度が資本流出を抑えることを忘れてはなりません。ある程度の外貨準備高は、対外信頼度を高めるために必要不可欠で、今の水準は適正と言えます。

究極のゴールは、経済安定化を追求すると同時に持続可能な成長を求めることです。そして、対外リスクに備え、きちんと外国資本の動きを見ることです。金融市場にどのような外国資本が入ってくるかを見ていくことが大切です。「経済危機はもはや驚きではない、単なる現象である」と言う人もいます。韓国経済は、成長のエンジンである輸出に高い信頼性がありますが、対外ショックに直面する際に、その回復力には限界があります。しかし、外貨準備高は適切なレベルであり、十分な流動性を確保しています。そして、主要経済国との通貨スワップなど、さまざまな方法を通して、他の流動性も確保しています。

韓国における2012年第1四半期の経済成長率は2.8%、第2四半期は2.3%、第3四半期は1.6%でした。なぜこのようなことを申し上げるかという、強調したいことがあるからです。絶え間ない危機より危険なことは、世界経済の長引く景気低迷を背景に、成長のエンジンが損なわれることです。IMF時代を除いて、韓国は対外リスクや危機に上手に対処してきました。私どもの経済のゴールは、経済を再び始動させることです。これで私のプレゼンを終わりにしたいと思います。日本と韓国はお互いに利益を追求しながら、様々な協力制度でより強力な経済を保持しつつ、互いの利益を追求していかなければならないと思っています。今日はご清聴ありがとうございました。(拍手)

司会 どうもありがとうございました。次にSuwatchai課長、よろしく願いいたします。

Suwatchai 皆様、こんにちは。最後のプレゼンターの方のところは、既に皆さんに言っていただいたので、それほど言うことが残っていないことです。ただ一番難しいのは、どのようにすればさらに皆さんに飽きさせることなく聞いていただけるかということです。

今日、私がお話しすることは、既にいろいろとされていることの繰り返しになってしまうかと思いますが、それを私からできるだけわかりやすくお話ししていきたいと思っています。そして前回の危機がどのような状況だったのかを振り返った上で、規制当局に求められる役割をこれから考えていきたいと思っています。

私は中央銀行に勤めておりました。また、おかげさまでCMIMの議論にも携わっておりました。多くの意思決定のプロセスにも入っておりました。その意味では私の経験を皆様にお話しして、それを材料に、今後の議論の糧としていただければ幸いです。

今日の私のプレゼンテーションは、まずタイがここ15年間で影響を受けた危機に関して振り返っていきます。まず1997年の通貨危機です。それから最近の世界金融危機に関してお話しします。また2006年には資本流入が急増しました。こちらに関しては、まだ他の方々がお話ししていないところだと思っていますので、2006年に資本がどのように急増していったのかをお話しします。さらに、長期的な正策についてお話した後、地域内の協力を、どのような形で行うべきなのか述べます。

まず、1997年の金融危機です。1997年以前の状況を述べると、タイは非常に明るい経済の成長の見通しを持っておりました。というのも、かなりの外国直接投資が入っていたから

で、主に日本の投資家からの資金でした。またかなり強い経済成長の兆しもあり、特に輸出セクターにおいて顕著でした。ただ、問題としては、タイの場合、輸出先がかなり集中していたことです。私どもは、アメリカ、ヨーロッパ、日本といったG3の国に輸出を集中していました。そして世界経済、特にこのG3の景気が鈍化してきました。そうしますと、タイの経済はただちに痛む構造でした。その当時、タイには非常に高い目標があり、この地域の金融センターになろうとしていました。いわゆるインターナショナル・バンキング・ファシリティ、あるいはIBF市場と呼ばれておりますが、この市場を開設しました。

このIBF市場では、海外との資金のやり取りを簡単にすることができます。たとえば原取引や、あるいは海外の市場にエクスポージャーを持たなくても、銀行に行つて海外からの資金を得ることができます。特に外貨建てでの資金を調達することができました。銀行も喜んで融資してくれました。そして銀行の資金源は、海外での投資家であり、外国で借入れ、そして国内で融資をするIBF市場、オフショア市場でした。

そして、資産価値のバブルが起きました。このバブルによって、まず資産価格が非常に高騰しました。ファンダメンタルでは説明のつかないような急騰が起きました。不動産市場が過熱しましたし、資本市場では、主に株式市場が過熱しました。このような状況が様々なところで見受けられました。

最後、一番下のところですが、経済を痛めてしまったもう1つの要素は、中央銀行が選択した政策オプションです。1997年の危機以前、タイ中央銀行は通貨バスケット制度を採用しました。貿易相手国の通貨をまとめまして、タイバーツの為替レートを貿易相手国の通貨に対して決めていたわけです。いわゆる2層のガイドラインがありました。1つ目のガイドラインとしては、まずは貿易相手先のガイドラインを踏襲することです。もう1つとしては、あくまでも変動率は前日比で±0.2%以内に収めるということです。なぜこれが危険なのかということは、後にお話ししたいと思います。

1997年に危機が起き、なぜそうした状況になったのでしょうか。そしてまた根本的な原因が何だったのでしょうか。まずは恒常的に経常赤字という状況がありました。スライドでお示ししているのが経常赤字の対GDP比率です。1986年から1996年にかけて、経常赤字という状況がずっと続き、10年以上こういった状況にありました。こういった状況からヘッジファンドなどが懐疑心を持つようになりました。中央銀行ないしは規制当局が、何らかの措置を取って経常赤字の解消に動き始めるかもしれないという思惑が出始めました。その結果として投機筋の攻撃がヘッジファンドから起こったわけです。

2つ目の問題です。これは金融、資本勘定の自由化です。いろいろな措置ないしは規制によっていろいろな資本が自由に動くようになりました。そうすると今度は、モラルハザードが生み出されてしまいました。スライドの左側の図でお示ししているのが、対外債務の全体のうちの短期ものの比率です。ご覧のとおり、短期での借入れが長期よりも多くなり、短期の比率が5割を超えています。一方で右側の図では、民間と公共の対外負債を示しています。緑色が公共、青色が民間を意味します。ここから80%以上が民間であったことがわ

かります。これはかなり稀な状況です。現在の経済を見ていくと、これは非常に稀です。というのも、非常に大きな短期的な負債がある、そしてそれがほとんど民間の企業に属しているという状況だからです。

そういうことで、投機筋によってタイの金融市場が攻撃を受け、これが原因となって危機が起こったのだという批判を受けましたが、私はそうではないと思っています。むしろ危機の原因はタイ経済のファンダメンタルズにあったと思います。つまり投機筋が原因ではないと思います。中央銀行が為替レートの自由化を決めた時、それはマーケットから非常に悲観視されました。そして金融システムが脆弱化してしまいました。この理由としては、ガバナンスが十分ではないことが挙げられます。ビジネスプランに関しても十分に慎重ではありませんでした。そして担保も十分ではありませんでした。それから大きなマチュリティと通貨のミスマッチがありました。既にYoon先生からマチュリティと通貨のミスマッチについてお話がありましたので、ここでは割愛いたします。

もう1つ、銀行がうまく機能していなかったことがあります。当時、監督当局に問題がありました。監督当局として、問題を抱えている銀行になかなか足を踏み入れませんでした。ドミノ効果を恐れていたのです。もしかすると、1つの銀行に足を踏み入れると、次々にそういった銀行が見つかってしまうかもしれないと思ったわけです。このように監督が不十分な状況であったがために、最終的には金融制度がガダガタになってしまいました。そして当時の中央銀行は、データを全く持っていなかったということで、ほとんど何も見えない状態でした。資本の流出があったことはわかっていたのですが、どれだけ実際に外に出ているのか、あるいは対外債務がどの程度に膨らんでいるのか、まったくわかっていなかったのです。この結果、どんどん意思決定のプロセスが遅くなってしまいました。

そして最後は為替レートです。先ほど申し上げましたが、あくまでも小さな狭いバンドの中で動いていました。そして今日、明日、動くとしても、あくまでもそれは現在に比べて±0.2%以内でした。つまりこのバンドから外れることはなく、大きくても±0.2%以内にしか変動しません。これがまた投資家にとっても、また一般の人にとっても保証を与えていたわけです。このような状況があったからこそ、特にヘッジファンドのような投機筋がこれを非常に魅力的と感じました。そしてバンドの存在により、明日は、どの程度の為替レートになるの、自分たちがどれだけのお金を投入すれば、どの程度動くのかということが計算できました。そういったことから、最終的にはタイは通貨危機に陥ることになりました。

ではこれに対してどういった対策を取ったのでしょうか。1997年の危機以前、手段は非常に限られていました。まず中央銀行が講じ得る手段としては預金準備率の変更がありましたし、与信計画、また窓口指導もありました。そして、1997年の危機の間、さらに政策を拡大して、たとえば外為市場への介入も始めましたし、市場をオンショアとオフショアの二重構造に変えていきました。為替相場体制も刷新しました。ただ、それだけでは十分ではありませんでした。

たとえば外貨準備がかなり減少してしまいました。スライドでお示ししているものが、短

期負債に対する外貨準備高の比率です。外貨準備高が100%を切ってしまうと、短期負債をカバーするのに十分な準備がないということになります。1994年以降、そのような状況でした。そして1997年にはこれが60%にまで落ちています。

そのようななか、短期負債を借り換えられない事態が発生し、IMFから融資を受ける他にはもう手段がないということで救済を求めました。IMF等からは172億ドルの支援を受けました。そのうちの40億ドルがIMFの支援、132億ドルは二国ないしは多国間の支援、日本をはじめとする国からの支援でした。このIMFの資金については、いわゆるコンディショナリティというものがあります。受け入れなければならなかったコンディショナリティとして、金融引締め政策がありました。それから、緊縮財政政策も取らなければなりません。これによって金利が急騰しました。インターバンク市場の金利が30%と、1997年の危機の間に信じられない水準に急騰しました。それから財政支出に関してもかなり削減されました。そして「財政赤字を1%にせよ」という勧告がIMFから出されました。そしてタイは、銀行セクターのリストラを行いました。さらに国営企業の民営化も迫られました。これらが、いわゆるIMFパッケージに入っていたわけです。これらは生存のためのルールでした。あくまでも強い者だけが生き残ることができる、弱い者は去らざるを得ないということで、多くの金融機関、また企業も破産あるいは破綻という状況になりました。1997年の危機の時には、いわゆるこのサバイバル・ルールによって追いやられました。

では、実際に1997年の危機からの教訓と、また、どのような対策を取ってきたのか説明します。為替制度を変動相場制に切り替え、タイ中央銀行は介入を少なくすることができました。むしろマーケットによって為替レートを形成していくようにしました。このスライドでは、輸出と輸入のそれぞれのヘッジを示しています。1997年の危機以前は、あまり為替ヘッジは行われていませんでした。非常に安定的であったため、誰一人として輸出をするなかで、エクスポージャーに対してリスクヘッジを行おうとしなかったわけです。あくまでも外貨で収入を得て、海外から借り入れるということに、まったく不安がありませんでした。それが1997年の危機から教訓を得た結果、皆が警戒心を高めるようになりました。そして認識度を高めました。新しい政策に対する理解が深まっていきました。そうすると、為替のヘッジ比率はどんどん上がっていくようになりました。

また、新しい政策としてインフレターゲットを導入しました。いわゆる為替レートからインフレ目標へと政策の舵切りをしてきました。つまり、中央銀行はインフレ率を狭いバンドの中で管理するようになってきました。中央銀行は政策金利を見るようになりました。そして、2000年以来、インフレ率はこのターゲットよりも狭いバンドの中で動くようになってきています。

さて、外貨建ての負債ですが、これも下がってきています。特に民間の負債にその傾向が見られます。スライドでもおわかりのように、1997年よりも下がってきて、2005年には低い水準になりました。金融セクターでもリストラが行われました。これはいわゆるサバイバル・ルールのためです。残っていた金融機関は、果たして生き残ることができるのか、十分

なブルーデンスを持っているのか、そしてこれからも継続的に営業していくことができるのかを試されました。不良債権比率も下がってきました。なぜかという、不良債権をAMCあるいは資産管理公社に移したからです。これがまず1997年の危機に関しての概要でした。

もう一度、2006年に危機が起こります。これは特にタイに非常に大きな影響をもたらしました。スライドでお示ししているのが、タイに流入してきた1993年から2011年までの外国資本の量です。グレーの網掛けの部分は、非居住者の資本です。ピンクが居住者の資本の流入で、線でお示ししている部分が資本勘定の残高です。

時期を3つに分けます。まず1997年の通貨危機の時です。一番左のところが危機前のところ、真ん中が危機後です。そして一番右が2005年以降、過去7年間の時期になります。こちらで強調したいのは2005～2006年の間に、タイに大きな資本の流入があった点です。これは非居住者の資本の大きな流入です。なぜタイに、これだけの資本が流れ込んだかという、これはグローバルインバランスのためです。

当時のアメリカの経常赤字をスライドの左側に示しています。ここからわかるように、アメリカの赤字幅がどんどんと広がってきていました。また東アジアの見通しはどんどん明るくなっていました。ということで、自然の流れとして、この地域にどんどん資本が入ってきたわけです。とりわけタイには資金が流入しました。ファンダメンタルズを見ると、タイの経済成長は他の国とは違いませんでした。スライドの左側は、GDPの伸び率です。2006年第3四半期の成長率を見ると、タイは4.7%でした。これはちょうど他のアジア諸国の平均値に近いところです。ただ、スライドの右側から読み取れるとおり、タイバーツがかなり急に高騰しました。経済のファンダメンタルズと比べても異常な状況でした。バーツ高は輸出業にとって大きな懸念でした。バーツ高になるということは、競争力が下がってしまうからです。タイの製品が世界にとっては高くなってしまうことになります。

この状況に対しては、どのような対策を取ったのでしょうか。まず2006年の半ばくらいに対策を講じ、外資の流入規制を行いました。非居住者に株等をあまり売らないように促しました。12月になると、売り買いの取引を禁止しました。非居住者は少なくとも3カ月間、タイバーツ建ての証券を保有しなければならないようにしました。そして、実需に基づく取引ではない、借入期間が6カ月以内の取引を禁止しました。ただし、このような対策を取ってきましたが、不十分でした。

したがって、2006年12月18日に、URRという無保証の預託義務を導入しました。タイに入ってくるお金すべてに対して30%くらいを取るといった規制にしました。その30%を返すまで少なくとも1年間、預託金をタイの銀行が持つわけです。それを金融機関に義務付けました。そこで何が起きたかという、まずマーケットの心理が冷え込みました。債権市場への外国人投資が消えてしまいました。それによってインターバンクにもさまざまな影響を与えてしまいました。そこで中央銀行は義務を撤廃しました。つまり30%の預託金を取らなくてもいいような例外措置を講じました。これが正しい措置だったのでしょうか。こうなるとは我々は予測できませんでした。外国資本が大量に入ってきたため、何か手を打たなければならないと思ったわけです。2006年のURRの導入は、事実上の資本流入規制により、

マーケットが混乱するとの教訓を残しました。URRは、国際社会でも国内でも、かなり話題を呼んだ対策だったと思います。

URRの効果を述べますと、まずタイバーツが勢いを失いました。また資本流入の急増を抑えました。民間セクターがタイバーツの急上昇に対応できるように、時間を与えることができました。ここまではメリットですが、その反面デメリットもありました。マーケットの反応が大きすぎてパニック状態気味になりました。

次はグローバル金融危機、EUの債務危機についてです。タイの影響がそれほど大きくなかった理由の一つとして、かつてURR措置を取ったことが挙げられます。2006年に取ったのですが、それによって投資家はまた2008年や2010年にも、タイ当局が同じような措置を取るのではないかと心配するわけです。ですから、投資家が慎重になりました。タイ市場になかなか外資が入らなくなりました。ですから、経済的なつながりからあまり影響を受けませんでした。

我々がどのような対策を取ってきたのか整理します。まず流動性を拡大しました。十分な流動性を得られるよう対策を取りました。そして外貨建ての借入れをサポートしました。さらにインターバンクの借入れ、貸し出しをサポートしました。1997年の危機で、タイ当局はIMFに対して、いくつかの政策を提案しました。その中には、拒否されたものもありました。結局は、IMFソリューションを策定しました。しかし、2008年の危機の時、IMFは1999年にタイが提案したものとまったく同じ政策を実施しようとしていました。1997年の危機に、さまざまな提案を、IMFがいろいろな対策を取ろうとしましたが、そのなかには、危機の原因と直接関係ないものがありました。

しかし、2008年の危機では、根本原因と関連のある対策のみを講じました。たとえば1997年には、我々は銀行のサービスを制限するように提案しました。しかし2008年、IMFから、どの銀行を閉鎖するべきか、具体的にどのような対策を取ればよいのか指摘を受けました。そして、政府の支出を減らすように指摘されました。さらに増税するとも言われました。国有企業を売却したいと我々は提案しましたが、IMFが提案した財政政策は厳しすぎるものでした。実際の予算はそれほど抑制されませんでした。1997年の危機時には、かなり高い金利にしましたが、2008年には金利は20%未満にとどまりました。IMFは資本規制を導入すべきではないと言いますが、2008年の危機時には、IMFが部分的な資本規制を導入しました。コンテンツや詳細が違うかもしれないのですが、このように政策が変わってきたことが言えると思います。

我々が講じてきた対策は3つに整理できます。まず需要を安定するための措置です。また全てのセクターに対して十分な流動性を供給しました。そして、金融制度をより健全なものにしました。需要を安定させるためにFTAを締結しようと考えました。地域内のFTAを考えています。まずASEAN諸国との協定です。ASEAN+3のように、中国、韓国、日本も関わるものもあります。そしてASEAN+6もあります。オーストラリア、ニュージーランド、インドが加わります。こうしたメカニズムがあれば、危機が発生しても需要が安定しま

す。アメリカとヨーロッパは、もはや主要な輸出先ではなくなります。これからはより域内の消費に依存しなければなりません。それを実現するために、域内の輸出入をサポートしなければなりません。アメリカ向け輸出の対GDPの比率は10%前後、ヨーロッパは19%前後です。しかしASEAN域内の貿易、具体的にはASEAN+6向け輸出の対GDP比は27%であり、アメリカとヨーロッパを超えています。ですから、域内でFTAを締結した場合、需要をより安定したものにできるのではないかと思います。

これがASEANにおける経済共同体の青写真です。十分な流動性を確保するためにCMIMをやろう、チェンマイ・イニシアティブのマルチ化をやろうとしています。

先ほどのご質問に触れます。CMIMが十分かどうかというご質問がありました。私は実は十分ではないと申し上げます。まず、我々との協力関係があることを示すために、このCMIMには意義があると思います。マーケットの心理に対して、投資家の信頼を取り戻すためには、我々が域内ではこのような対策を取ろうとしているといったメッセージが重要です。タイはCMIMからおおよそ200億ドルしか借りられません。数字的に見ると、このCMIMが不十分です。しかし、市場の心理のためにこれが必要だと思います。

もう1つのご質問に対する回答です。中国、日本、韓国が、CMIMからメリットを享受できるのかについてです。多分、CMIMでは不十分だと思います。ではなぜ韓国、中国、日本がCMIMに参加するのでしょうか。お金のためにやるわけではないのです。中国、韓国、日本は1つの貢献国として参加していただくわけです。ASEANにネガティブな影響があった場合に、ASEAN+3にも影響があるからです。ですから、中国、日本、韓国のCMIMにおける役割というのは、自国の経済の安定化のために参加するのではなく、イメージのために、重要なメッセージを伝えるために、これら3国の参加が必要です。

市場強調のために債券市場のイニシアティブを取ってきました。CBCA、BSA、ASA等の協定を通じて、流動性をサポートしてきました。バーゼルIIからバーゼルIIIに移行しました。また以前は、金融政策か財政政策のいずれかを選択してきましたが、最近は包括的な政策を取るようになっています。そしてマクロプルーデンシャル政策も導入されるようになりました。1997年から2008年にこのような変化がありました。危機管理と問題解決の枠組については、IMF加盟国が何かの措置を取ろうとしたら事前に通知するという、実際に措置を取る前に加盟国に知らせる仕組みがあります。以上です。ありがとうございます。(拍手)

司会 どうもありがとうございます。ではこれより今の報告に対してコメントをいただきたいと思います。まず柏原様からコメントをいただきたいと思います。

柏原 アジア経済研究所の柏原と申します。大東文化大学の皆様には経済学部発足50周年おめでとうございます。また本日のワークショップにお呼びいただきありがとうございます。

私が主に研究対象にしているのはフィリピンですので、お四方のプレゼンテーションを拝見し、タイや韓国とは経済規模も経済発展度も全く異なるので、市場規模、あるいはASEAN域外との貿易なり、資本取引規模が拡大してくると問題も深刻で、フィリピンとは違うと思いました。

アジア危機にしるリーマン・ショックにしる、ちょっと遡ったアメリカ発の金融危機にしる、影響を受けることは受けるのですが、それが間接的なものであるという意味では、タイや韓国などの国との温度差があります。フィリピンはASEANの原加盟国の1つでもありますから、ASEAN4とかASEAN5とかという言い方をする時、必ずその一端に入るわけですが、かなり状況は違うということは再認識いたしました。

何を質問しようかと考えた時に、実は第1セッションで非常に立派なコメントをされてしまいましたので、タイと韓国でアジア危機と呼ばれるものを経て、今回のリーマン・ショックの影響について、特に資本取引に関してmentionしていらっしゃいますが、プレゼンテーションのアプローチから見て、どこが一番重要か、深刻な問題だと考えているか、そこに両国の性質の違いがあるのではないかと、それを私のコメントとします。なおかつ非常に素晴らしい前半のディスカッションでしたので、私は視点を変えて、お二方なり、あるいは前半でプレゼンテーションされたお二人にもし知見があればご回答いただきたいということで、2つ質問をしたいと思います。

まず、プレゼンテーションに対するコメントです。アジア危機を経て21世紀になって、先進国発の、それも世界最大の金融セクターなり金融マーケットを持っているアメリカと、それに対抗し得る経済圏であるヨーロッパでも金融危機や財政危機という状況に今、あるわけでは、そうした環境の下にあって、資本流入や流出、あるいは為替のボラティリティなどが非常に大きくなることに対して、何をその状況下で一番問題にしているのか、韓国とタイのケースでは違うのではないかと印象を持ちました。

韓国では、特に経済の成長の持続性、あるいはそれを実現する産業が持つドライビング・フォースを失うような原因になるような、たとえば為替相場での変動に対してのカウンターメジャーを取る。それに関して取り上げられているのが、CMIMであるといった、何らかの危機に直面した時のonsetでの対処に非常に重点が置かれている点の特徴だと考えられます。

一方、タイではどちらかというと市場がボラティルになる、たとえば為替のマーケットだろうが、ポートフォリオを中心とする証券だろうが……プレゼンテーションでは、どちらがより主役なのかという点は、今回の危機に関してはよくわからない部分ではあるのですが、市場の安定が損なわれることを非常に重視していると言えます。それが外資のコントロール、急激な流入に対しての対処につながっています。それが為替であれ、純粋なspeculative取引によるポートフォリオ市場での乱高下が、二次的に、たとえば実需をバックグラウンドにした取引に与える影響を危惧されているのではないかとこの見方もできるのではないかと思います。また、それぞれの国に対して、そのような観点を取り入れた分析が必要なかもしれないと考えさせられました。

2つの質問ですが、1つは、それが為替であれ、あるいはポートフォリオ資金の出入りであれ、そうした市場への外部資金の影響は、ASEAN5、4、10、あるいは+3と枠組みで考えても、国によって非常に異なるなかで、なぜタイなのか、なぜ韓国なのかということで

す。それには今までいろいろな説明がされています。たとえばアセンブリの集積が明らかに、たとえばインドネシアとかフィリピンと比べると大きいから、あるいはOECDに加盟するほどの経済発展を既に実現していて、マーケットの規模が、たとえばASEAN加盟国と比べても非常に違うという説明もできるかと思います。

たとえば、Chaikhorさんのプレゼンテーションでは、スライドの19番の為替のグラフ、あるいはLeeさんのプレゼンテーションだとスライドの4番目です。これも為替のグラフでした。こうやってより影響が大きく出るというのは、たとえばタイの場合であれば東南アジアの近隣諸国、韓国の場合であれば+3のメンバーと比べて、何か具体的に違う要素があるのか。あるいは2006年のタイで急激に資本が外から流入した状態や、2008年のリーマン・ショックが発生した時に韓国ウォンがどの通貨よりも下落幅が大きかったことは、何かadditionalな要素が、特に近隣の諸国と比べてあるのかどうか。それはやはりよくわからない、あるいはこういう分析を試みているといったヒントをいただけるとありがたいと思います。

この質問の背景には、地域金融協力の枠組みの1つの中に、マクロの経済サーベイランスが上がってきていて、その運営方法が問われている点があります。何をどのようにウォッチするのかというのは、少なくともメンバーの中で共有されるべきで、少なくとも新興国や途上国や、先進国もadditionalなメンバーとして入っている環境で、そうした取り組みをしている地域は他にありません。したがって、域外から見た、マーケット・ウォッチャーや研究者、あるいは域外国の監督官庁からも、何をサーベイランスしているのか、その基準は何か妥当なものなのか、という諸点が将来的には試されることになると思います。

もう1つは、四方のプレゼンテーションを聞いていて、現在、域外で起きている金融危機や財政危機がすぐに解消される状況にはないなかで、確かに危機対処やその有効性、さまざまな改革による経済や金融の市場、システムなどのresiliencyの増強に関して、研究や知見を蓄積していくことが引き続き重要なことである一方、アジア域内の金融協力自体も変容する必要があるのかどうか、という点です。

現在の金融協力枠組みは、アジア危機が発生した時にいろいろと考えられて作られたもので、発足から15年近く経ています。しかし、この間の域外状況の変化は、将来にわたってアジアの金融協力という枠組みを進めていく中で、考慮すべき要素なのかもしれないと実は思い始めました。

先ほどのプレゼンテーションで、バーゼル2から3への移行の際、サーベイランスやモニタリングの焦点がだんだん変わってきたというお話が出てきました。少なくとも欧米では、シャドーバンキングや対投資銀行監督のあり方について、金融法制的練り直しが行われるでしょうが、東・東南アジアでは依然として、多国籍企業の生産ネットワークとともに、域外資金は、企業金融や金融協力枠組みの中で実施されている市場活性化、あるいは拡大に関しても、必要なものだという面は否定できません。

このように域外の状況が、少なくとも金融システムが部分的にも変わる、あるいは変わら

なければならない状況になっている時に、アジアの金融協力枠組みの中に何か新しい要素が入ってくるのかどうか。これは抽象的な質問ですので、今のところわからないという可能性もあるとは思いますが、この2点を伺いたいと思います。

司会 どうもありがとうございました。では野崎先生、お願いします。

野崎 駿河台大学の野崎です。よろしく申し上げます。Suwatchai先生、Lee先生、お二方とも非常に、15年前からスタートして、当時のアジア危機の原因を分析し、金融システムの強化をどのように協力してきたかということも含めてご説明いただきまして、本当にありがとうございました。

私は、実は97年から2000年の間にバンコクの日本大使館に勤めておりました。そういうことで、まさにアジア通貨危機の出発点であったタイの様子をずっと観察し、2000年5月にチェンマイ・イニシアティブということで、先ほどからも何度かお話がありましたが、そのチェンマイでのASEAN+3の会合で、私は何もやっていないのですが、当時の宮沢大蔵大臣と一緒にお昼ご飯を食べたことなど、非常に印象深く記憶しております。

コメントとか質問に関して、だいぶ出尽くしてしまったので、2点、無理やり考えたものを発言させていただきます。

1つは、IMFの政策についてお伺いしたいと思います。Suwatchai先生のスライドで、アジア通貨危機のバックグラウンドとして、経常収支の赤字と金融資本勘定の自由化を並列するような形で挙げられていたかと思えます。考えてみると経常収支の赤字というのは、資本取引をある程度制限していれば、釈迦に説法かもしれませんが、第二次世界大戦後の日本経済のように「国際収支の天井」により国際収支制約で景気が減速して、経常収支が自然に調整されるということで、ある程度バランスが取れるのではないかと。それに対して、タイではバンコクの国際金融ファシリティ、BIBFが93年に開設されてどんどん自由化していく。外国からも資本を引き出そうということをやってきたことが、経常収支赤字が継続することを可能にしてしまったという面もあるのではないかという気がします。

IMFとの関係というのは、よくわからないのですが、研究者の方によっては、こうした自由化をIMFが強く主導したというところもあるのではないかという話があります。また悪く言うと、危機の原因の1つはIMFが作ったという見方もできるのではないかと思います。また、先ほどもSuwatchai先生のほうからお話があったように、IMFが非常に厳しいコンディショナリティを課したということが非常に印象的でした。

非常に大変だったというご説明だったのですが、当時の様子をもう少し細かく解説すると、タイ政府、タイ中央銀行が一所懸命政策努力をやった結果、一所懸命やっているのに経済がちっともよくなるらないということで、徐々にコンディショナリティの緩和が実現されていきます。ですから、IMF自身はその時点で、ある程度、自分の政策の失敗に気が付いていたのではないかという気がします。

そこでお聞きしたいのは、一方で今回のヨーロッパの、特にギリシャなどで起きていることについて、IMFがアジア通貨危機の時には厳しかったものが、かなり今回のヨーロッパの

危機については融通がきいていると言われていると思います。それはタイなり韓国、インドネシアのアジアの経験を学習した結果、IMFの政策が柔軟になったと、タイや韓国の研究者の人は感じているのか。それとも、アジアとヨーロッパではダブルスタンダードではないかという印象をお持ちになるのか。そのへんの感覚みたいなものをお聞きできればと思います。それが1点です。

もう1点は、実はチェンマイ・イニシアティブについてもうちよっと聞きたかったのですが、質問が出たばかりか既にお答えもいただいていますので、非常に日本語でいうと「重箱の隅をつつく」ような質問になってしまい恐縮ですがお聞きします。

2010年のチェンマイ・イニシアティブのマルチ化というのは、先ほど来、たとえば資金規模が1200億ドルから2400億ドルに増えたとかということで、その額が十分なのか十分でないのかという議論がなされております。議論が出た中で残っているところというのは、マルチ化の1つの特徴として、それまで8カ国の対象だったものが、ASEAN10+3ということで、ASEANの後発国という言い方をしてよいのかどうか分かりませんが、先ほどから少し出ているようなミャンマーとかラオスとかカンボジアとか、そういった後発のASEANの国にも適用されるようになった。そうなった時に、多分、タイとか韓国などはかなり経済のファンダメンタルが強くなって、チェンマイ・イニシアティブに依存しなくてもよい足腰ができつつあるのかもしれないのですが、ミャンマーにしろ、たとえばラオスのような国にしろ、まだ非常に弱い。

もちろん、チェンマイ・イニシアティブのマルチ化の資料を見ると、「借入乗数」と財務省の資料に書いてあるのですが、purchasing multiplierというのですか、それによって、係数を掛けて自分が出資している、これだと「貢献額」と書いてありますが、コントリビューションに対する比率というのがある。日本は384億ドル出しているけれども、借入れ可能なのはその半分の192億ドルだということで、実は韓国と同じになります。韓国はその係数が1、タイだと2.5ということです。もちろん、ですから、後発のASEANとブルネイは、その買入乗数が5ということで、貢献額に比べて大規模な借入れは可能にはなっていますが、額で言うと、たとえばミャンマーはたかだか3億ドルですし、ラオスだと1.5億ドルということで、彼らの経済規模、もちろんタイや韓国と比べると小さいですが、それを考慮しても必ずしも十分ではないのではないかと。

質問したいことは、チェンマイ・イニシアティブがマルチ化したということで、この中では先発国と言うのでしょうか、やや進んだ国としてタイや韓国の当局の人、あるいは研究者として、ASEANの遅れた国と一緒にやっていく意気込みのようなものを、どのように考えておられるのかお聞きできればと思います。以上です。

司会 ありがとうございます。では第1セッションと同様、これから議論をフロアにオープンにしたいと思います。質問あるいは発言のある方は挙手をお願いします。では質問等ある方、よろしくお願いします。どなたかいらっしゃいませんか。

古屋教授 すみません。私だけマイクを独占しているようですが。遠くからわざわざ日本にお越

いただきましたので、ご意見をお伺いしたいのですが、日本の経済はどうすべきだと思いますか。日本のCMIに対しての貢献額は非常に重要だとは思いますが。現在の足元の日本の景気の低迷、停滞に関して何か処方薬はありますか。外からご覧になっていて、何か提案ですとか、何かございますか。コメントでも結構です。現状の日本経済に関して何かございますか。

司会 ではもう一方ほどいらっしゃいますか。どなたかもう一方ほど。では三重野先生。

三重野 すみません。1つ私から提起したいポイントとして、金融協力という面に関する議論、それから資金の、資本の流入、流出という議論に関して、それぞれの国における金融セクターに関して、十分に議論されなかった点があるように思います。つまり銀行です。銀行セクターというのはおそらく市場あるいは証券市場よりも重要だと思います。資本の流れを見ていきますと、おそらくそこが重要になってくると思うのですが、お伺いしたいのは、国内の金融システム、特に銀行に関してそれぞれのお国でどのようにお考えですか。特に将来の安定的な国際的な金融システムを考えていくと、それが破綻要因にここ10年はなってきたわけですが、国際的な金融システムを考える中で、国内の銀行セクターはどうお考えでしょうか。

司会 では今のお二方の質問について、またご回答をお願いしたいと思います。ではLee Kap-sooさん。

Lee 最初のご質問は日本経済がどのようにこれからしたらよいのかというご質問でしたよね。

古屋教授 日本としてできることがあるのかということです。

Lee それは全体的な日本経済の立場からの質問でしょうか。それと金融に絞ったものでしょうか。

古屋教授 どちらでも大丈夫です。

Lee 日本の経済人と会って話す機会がありますが、よく聞くこととしてリーダーシップを挙げることができます。政治の部門は除いて、経済の部門でのリーダーシップが失われているのではないかというご意見とか悩みとかを聞きます。私もそういった悩みについては同感です。日本経済の潜在力はまだまだ強いと思うのですが、それを活かすためのリーダーシップが欠けていると思います。難しいのですが、リーダーシップを回復させることが重要であると思います。

そして2つ目の質問ですが、韓国であれタイであれ、国内の金融市場の未来の安定性をどのように考えているのかというご質問だと思います。先ほども申し上げたように、経済基盤もどんどん強くなっています。しかし輸出への依存度はまだまだ高くて、それをコントロールできない国の経済のシステムですから、どのようにそれを、そういった外部からのショックを緩和することができるのかということは、韓国人にとっても非常に大きな悩みです。

短期的には、金融監督の機能を先進国のレベルに早めに高めることが、一番効果的な方法ではないかと思います。ただ国内の消費、内需を増やす方法について、いろいろな人々が悩

んでいますが、韓国の市場の規模が小さいことは解決しようがない問題です。日本のように人口が1億を超えている市場ではありません。韓国の人口は5,000万人くらいです。この制約はどうしようもありませんから、この人口の下で、どうすれば国内の内需市場を活性化できるのかということに焦点を当てて、これから考えてみたいと思います。それが韓国の金融市場の安定性につながるのではないかと、私は個人的に思っています。ありがとうございます。

司会 ありがとうございます。次にSuwatchaiさん、お願いします。

Suwatchai 日本経済に対してどのような処方薬があるのかというご質問ですが、まず自分の理解を申し上げたいと思います。まず構造的な問題について話します。日本は今高齢化社会となっています。そして高齢者の方々は、いろいろな生活水準があると思います。そして消費習慣もあるかと思えます。そして多く貯蓄するわけです。そういう癖があるわけです。高齢化社会になっても、消費パターンや支出パターンが変わるわけでもないでしょうから、これが問題を生み出していると考えます。これに対して、新しいパターンを作らなければならないと思います。今までの社会的な行動を変えて、新しいパターンを作るには、それを刺激するには、少なくとも10年か20年くらいかかるでしょう。

そしてもう1つ、日本の海外に対する投資です。日本人は大変保守的であると思えます。あまりリスクを取りたくないのではないのでしょうか。例えばミャンマーの例を見ましょう。ミャンマーは最近外国人に対して開放されたのですが、中国人の投資家や韓国からの投資が多いです。日本の同僚たちに、ミャンマーをどう思っているのか聞いてみました。ミャンマーには政治的なリスクがあると日本人は考えています。もう1つは、ミャンマー内のインフラが遅れている、20年くらい遅れていると考えています。そこで日本人に「どうして中国と韓国は、ミャンマーに多く投資するのでしょうか」と質問しました。これに対する回答は、「彼らの投資のやり方は違う」でした。日本の場合、投資する前に全て整ってほしいようです。全てインフラができてほしいのです。電力が十分ある、また水道もできている、水がきれいである、そういう状態が整わないと投資しません。それが日本人スタイルだと言われました。こういう新しいチャンスが、新興国に訪れていると思います。そういう安定した状況を待つと、他の国に遅れてしまいます。そして大きなビジネスチャンスを失ってしまうのではないかと思います。

2つ目のご質問、タイの改革についてです。これについて2時間話しても議論を尽くせないでしょう。中央銀行のタスクフォースですが、バンキングのマスタープラン、青写真を作ることに私は関わってきましたので、銀行セクターの対策についてちょっと経験があります。

銀行セクターは金融マーケットを支配しています。金融システムの中で、銀行の役割をどうやって減らせるのか、そして企業が資本市場でのホールセールができるようにどうすればよいか考えてきました。しかし現在は大きなギャップがあります。大きく銀行に依存しています。銀行はお互いに資金コストを減らして、金利を減らして、企業に融資を、借入れし

てくださいと企業に頼みます。でも資本市場に行くインセンティブはありません。これは銀行から低い金利で借入れられるからです。これが資本市場の大きなギャップになっており、大きな問題だと認識しております。

2つ目ですが、金融アクセスについてです。特に多くの人たちは金融市場へのアクセスがありません。特に低所得者にこの傾向が顕著です。現在は1,000万の口座があるのですが、我々の人口は6,000万人です。よって、まだまだ大きなギャップがあります。実際、金融アクセスのある人とない人にはまだまだ大きな格差があります。その格差を縮めようと考えています。持てる者と持たざる者の間の格差です。

そしてもう1つですが、多くの方は、金利いくらなのか、金利コストはいくらなのか、貯蓄や借入れに対する金利のコストは何なのか、理解できません。金融教育が必要です。これから資本市場をもっと発展させるべきです。債券市場は多くは国債が占めています。社債は全体の10%を占めるに過ぎません。銀行は、より多くのサービスを提供しなければならないと思います。たとえば携帯電話とか他のデバイスを使っていろいろな金融サービスを提供すべきです。ホールセールサービスも、どちらかというと、企業が自分のトランザクションを管理できるように、さらに銀行に頼らずに自分が管理できるように、企業に対するサポートが必要かと思います。以上です。

司会 どうもありがとうございました。ではこれで第2セッションを終わります。報告者、また討論者の方に拍手をお願いします。(拍手)

本日は長時間のシンポジウムになりましたが、どうもありがとうございました。報告者および討論者の皆様のおかげで概ね時間通り、10分ほど押しましたが、概ね時間通りの進行ができました。韓国やタイ、ともに実物経済、金融のグローバル化の進展のなか、世界経済、とりわけ欧州経済、米国経済との関係が深くなりました。これは決して悪いことではないのですが、時としてアジアの経済、金融市場に深刻な影響を与えることも明らかになりました。そして韓国、タイともさまざまな政策オプションを使って影響の緩和に努めておりますが、通貨スワップなど国際金融協力が重要な役割を果たすことが示されました。今後アジアの経済統合も深化、深くなっていくと考えられますが、その前哨戦として、金融協力関係を深める必要があることを再認識いたしました。参加した皆さんの受け止め方にはさまざまあると思いますが、危機に対抗するためのアジアにおける協力関係の重要性という面では認識を共有できたのではないかと思います。

本日のシンポジウムでは、遠路はるばる来日していただいた4名の方々、また討論者の皆様、さらにフロアの皆様のおかげで有意義な議論ができました。最後に遠路はるばる韓国およびタイから来ていただいた報告者の皆様、また討論者の皆様に改めて感謝を申し上げます。ありがとうございます。(拍手)