

## 金融面からみた東アジア共同体構想

浦出 隆行

### 要 約

1. 2005年12月にクアラルンプールで開催された東アジアサミットを機に、東アジア共同体（EAC）創設に向けた気運が高まりを見せている。2006年5月には、共通通貨にむけた研究の開始も合意された。
2. 域内の平和的関係構築という政治的意思のもと、鉄鋼・石炭といった戦争資源の共同生産の制度化からスタートした欧州の統合とは対照的に、アジアにおいて模索されている共同体は、既成事実化した経済面での相互依存に制度的な道筋をつけるという、「経済共同体」としての色彩が強い。
3. その背景のひとつともいえるのが、1997年のアジア通貨危機を契機とした「カネの流れ」の見直しである。わが国製造業を中心に構築されてきた生産ネットワークによって加速した「モノの流れ」の拡大に比べると、「カネの流れ」の拡大はまだまだ遅れており、その克服が域内経済協力の主要課題のひとつとなっている。
4. EAC 構想自体はまだ漠としているが、こうした課題への具体的な取組みを通じて、東アジアの「経済圏」としてのプレゼンスは、より確固たるものとなっていこう。

### I. はじめに

2005年12月、クアラルンプールで開催された東アジアサミットでは、今後同サミットが東アジア共同体創設に向けた議論の場となることが確認された。さらに2006年5月にインドのハイデラバードで開催された日中韓財務大臣会談では、共通通貨にむけた研究の開始が合意された。

本稿では、共同体構想が急展開を見せるに至った背景を簡単に紹介した上で、共同体構想の重要な部分をなすことになるとされる金融分野について言及したい。

### II. 「東アジア共同体（EAC）」とは？

東アジア域内協力の動きが大きな展開を見せ始めたのは、アジア通貨危機後の1999年11月、ASEAN10カ国に日本、中国、韓国を加えたいわゆる「ASEAN+3」の首脳会談において、「東アジアにおける自助・支援メカニズム強化」の必要性が認識されて以降であろう。そしてこれが東アジア共同体（East Asian Community、以下 EAC）の実現に向けた動きにまで発展してきた背景としては、経済面で東アジア域内の相互依存が強まってきていることに加え、環境問題、感染症、テロ対策等々、域内で協調して解決してゆかなければ

ればならない問題が増えてきていることが挙げられる。

「共同体」という場合、恐らく真っ先にイメージされるのは、欧州が過去半世紀の間に辿ってきた道のりであろう。すなわち、二度と戦争をしないという意思のもと、戦争資源であった石炭・鉄鋼の共同生産の制度化を出発点として、その後の EEC における関税同盟、EMS 導入などを経て、共通通貨ユーロの導入に至った一連の流れである。

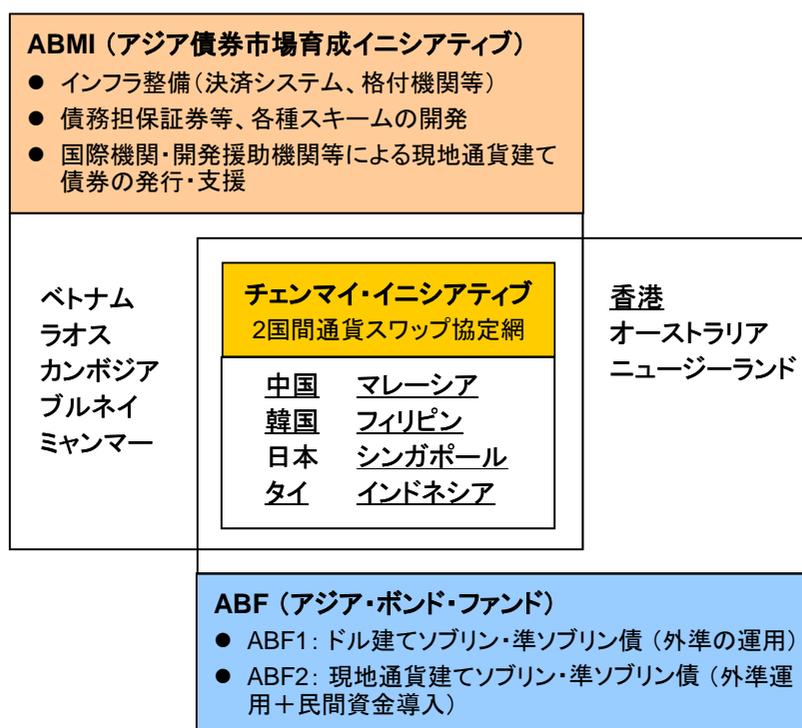
しかしながらアジアの場合、これまでそうした政治的意思に裏打ちされた青写真が示されてきたとは言い難い。東アジアサミットで合意されたのも、同サミットが「今後共同体の創設に向けた議論の場となる」ということだけであり、その性格や要件といったものが本格的に議論されるのはこれからの話である。一般に「共同体」の要件といえば、EU における「自由と民主主義」、「基本的人権の尊

重」、「法の支配」に見られるような「価値観の共有」が挙げられる。さらに 1)経済、2)安全保障、3)社会・文化という 3つの側面における相互負担を特徴とする<sup>1</sup>。EU にしても、2003年10月に ASEAN 首脳会議で構想が発表された ASEAN 共同体にしても、この3つを備えたものとなっている。

これに照らして考えるならば、EAC を巡るこれまでの議論は、1)の経済共同体としての色彩が極めて強く、2)の政治共同体や 3)の社会・文化共同体としての必然性はあまり議論されてきていないように思われる。そして EAC 構想がこのように経済主導で進められてきた背景としては、2つの点が挙げられる。

ひとつは、1997年のアジア通貨危機を契機とした「カネの流れ」の見直しである。危機前のアジアでは、域内貯蓄が地場銀行から欧米金融機関を経由して、回りまわってアジアの不動産プロジェクトなどに投資されてい

図表1 アジア域内金融協力における各種イニシアティブ



(注) 下線は ABF への組入れ国  
(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

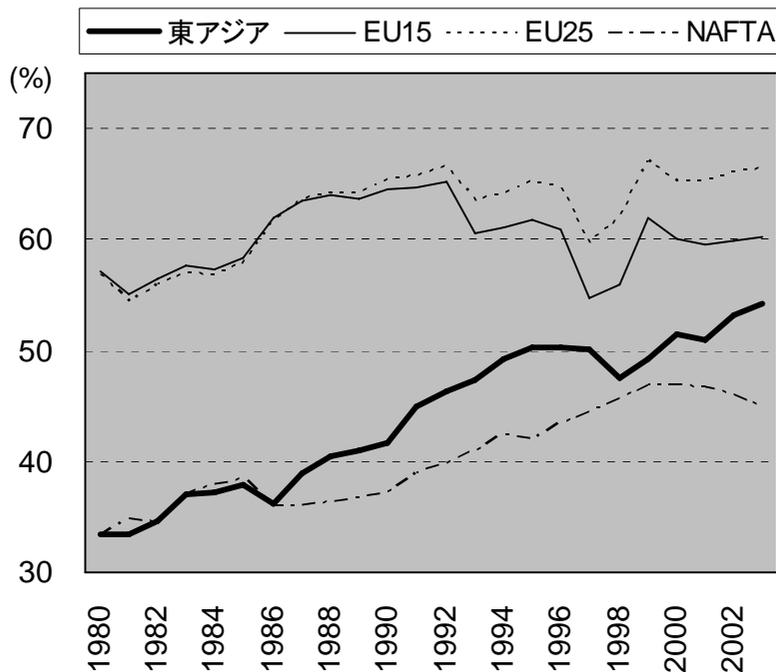
た、という構造的な問題があった。つまり、アジア各国の金融仲介機能が不十分であったため、アジアの貯蓄が欧米金融機関の手でアジアに投資されていたわけである。こうした資金が、アジア経済の先行きや構造的な問題に対する疑念から急激に引き上げてしまったことが、危機の引き金となった。これに通貨と期間のいわゆる「ダブル・ミスマッチ」が絡んで、危機が深刻化したわけである。こうした事態の再発に備える危機対応の仕組みとして、2000年以降整備されてきたのが、「チェンマイ・イニシアティブ」と呼ばれるアジア域内の通貨スワップ協定網や、域内貯蓄を域内の長期投資に向かわせるチャンネルとしての債券市場である。（各種イニシアティブへの参加国等については図表1参照）。アジアにおける債券市場育成の重要性は、それまでも世銀などが指摘していたが<sup>2</sup>、各国当局のコミットメントが急速に強まったのは、まさにアジア通貨危機以降のことである。

ふたつ目の背景は、アジア通貨危機以前からすでに始まっていた「モノの流れ」の変化である。アジアにおける域内貿易依存度を見てもみると、2003年時点で54%に達しており、NAFTAの45%を大きく上回り、EUの60%にも迫る勢いとなっている（図表2）。

これは、1980年代から、わが国の製造業を中心とした域内の生産ネットワークが着々と形成されてきた結果とも言えよう。そして、それをさらに後押ししつつ、「モノ」だけでなく「ヒト」や「サービス」の流れをも包含する形で、域内でのFTA/EPAが次々と検討・締結されてきている。（締結・検討状況については図表3参照。）

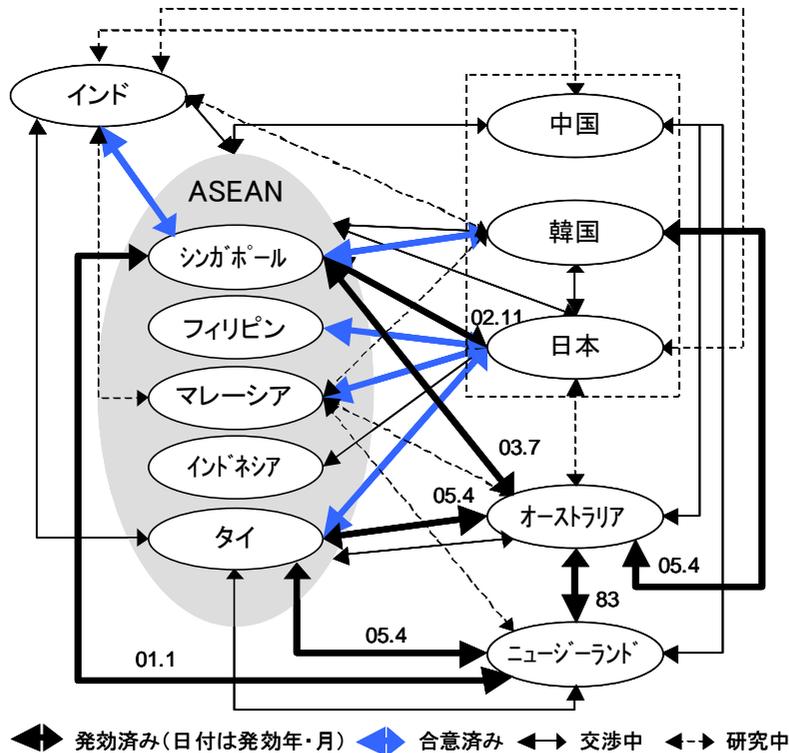
つまり、欧州の統合が、域内の平和的關係構築のため、共同生産の制度化から始まったのに対し、東アジアにおける統合ニーズは、むしろそうした政治的意図とは離れたところで醸成されてきたということである。既成事

図表2. 各地域の域内貿易比率推移



(出所) 経済産業省、2005年度版通商白書

図表3 アジア域内FTA/EPAの交渉・締結状況（2005年8月時点）



(出所) 経済産業省資料より野村資本市場研究所作成

度的な道筋をつける、という動きと見ることもできるだろう。

また「政治共同体」としての機能を持たせようとする際の足枷になるといわれるのが、アジアにおける「価値の多様性」である。EU に関してよく言われるのは、「政治主導の統合であり、比較的近い価値観を持った各国の政治的なコミットメントがあったからこそ、統合が実現できた」ということである。それに比べるとアジアの場合、宗教や民族の多様性もさることながら、政治体制においても資本主義、社会主義、一党独裁、軍事政権等が混在している。

そう考えると、やはり当面は「自由貿易」や「市場経済」といった経済的な価値観を優先させた経済共同体を志向し、各国が社会的に成熟するのを待って政治共同体、社会共同体としての性格を付加していく、という手法が現実的なのかも知れない。

### Ⅲ. 共同体構想における金融的側面

#### 1. 域内資金フローの構造的問題

このように共同体構想が沸き起こってきた経緯を考えると、各国間の利害を乗り越え、域内の求心力を高めるにあたり、「金融」が極めて重要な要素となっていることがわかる。

つまり「アジア通貨危機のような事態を二度と引き起こさない」という共通の利害が、各国のコミットを一気に加速させたわけである。「モノの流れ」に関する域内の相互依存が、わが国を中心とした製造業に牽引される形で強まってきたのに対して、「カネの流れ」の拡大が遅れたことによって生じた歪みへの危機感の表れと見ることもできよう。

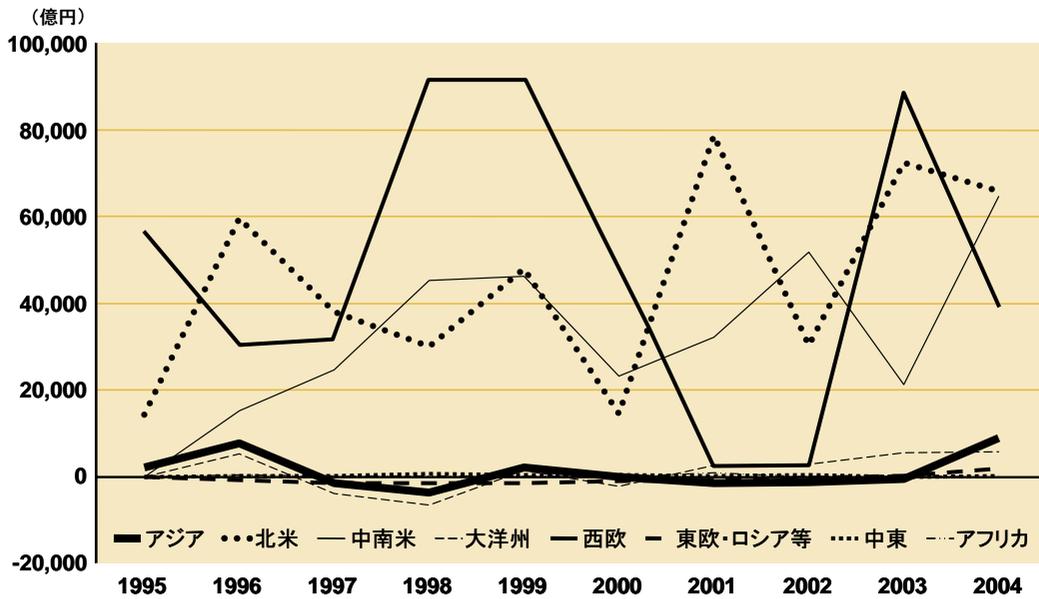
とりわけ世界一の対外純資産を持つわが国と、世界で最も力強い成長を遂げつつあるその他アジアとの関係を見ると、それが浮彫り

になる。図表 4 は、過去 10 年間のわが国から海外への証券投資の推移を相手先別に示したものであるが、多くは北米と西欧に向かっていたことがわかる<sup>3</sup>。その一方でアジア諸国向けの証券投資は、極めて限定的なものとなっている。

また、わが国の対外証券投資残高を、対外

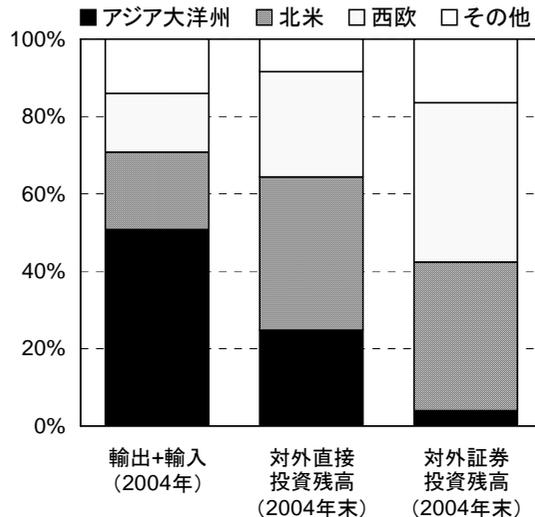
貿易額や対外直接投資残高と比べてみても、対アジアでのカネの流れが、モノの流れに比べて細いことがわかる（図表 5）。輸出入額に占めるアジアの割合は 2004 年で 46%であったのに対し、日本からの対外投資残高に占めるアジアの割合は、直接投資で 21%、証券投資にいたっては 2%に過ぎない。ここ

図表 4 日本の対外証券投資（取得－処分）



(出所) 財務省

図表 5 外国投資家による米国証券保有残高に占めるアジア投資家のシェア



(出所) 財務省

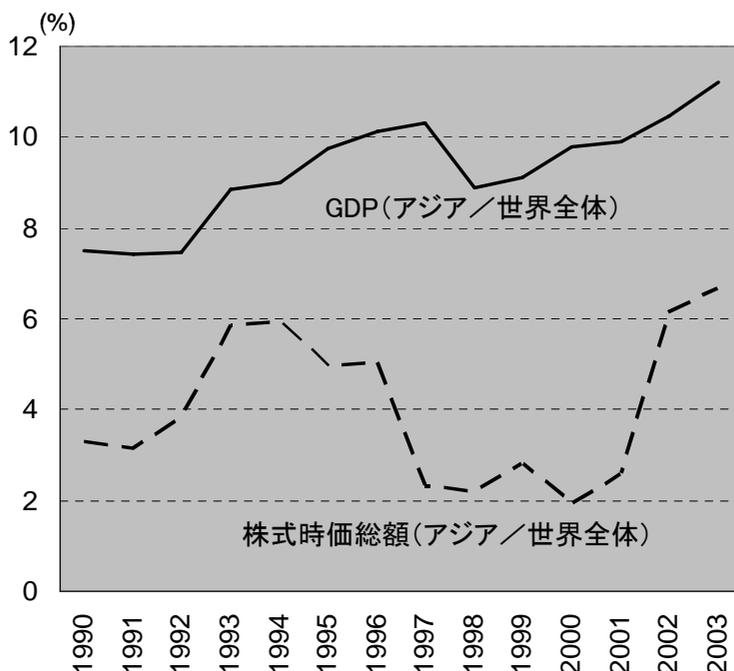
に銀行与信は含まれていないが、証券市場を見る限り、世界一の債権国と世界随一の成長地域がここまで隣接していながら、前者の豊かな金融資産が後者の成長をファイナンスするのに十分活用されていないことがわかる。

こうした状況の背景にあると考えられるのが、ひとつには「カネの受け手」であるアジア諸国側の問題として、（国にもよるが）一般に資本市場整備が遅れているという点であろう。日本、シンガポール、香港のように金融が主要産業の一つになっている地域を除くと、アジアの GDP が世界に占めるシェアが11%を超えているのに対し、株式時価総額のシェアは6%に過ぎない（図表6）。さらに株式時価総額の対GDP比（＝経済規模に対する株式市場の相対的サイズ）と、1人当たりGDP（＝経済発展の度合い）との相関を見ても、アジアの多くの国はまだ資本市場の発展余地を残していることがわかる（図表7）。つまり国内市場が、現状の経済規模お

よび今後の成長を支えていくには必ずしも十分ではないということである。

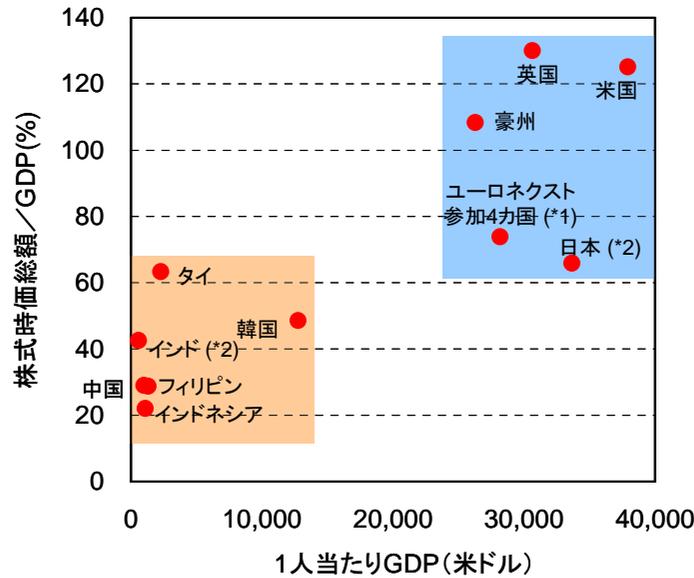
さらに、米国証券の投資家に占めるアジアの割合が、低下するどころかむしろ高まってきた（図表8）ことも、アジア域内での投資機会が乏しいことの証左といえよう。輸出主導で成長するアジアの多くの国は経常黒字基調にあり、また中国などに見られるように為替介入による外貨準備の増加もあって、対米証券投資が積み上がってきている。国際収支の観点からすると、過剰消費で経常赤字を抱える米国の資金繰りをアジアが支えるという構図は、依然として解消されていないことになる。アジアの貯蓄が域内の成長機会ではなく、より低利の米国債投資等に向かうことによる機会損失も、小さくないはずである。

図表6 世界に占めるアジア経済とアジア株式市場のシェア



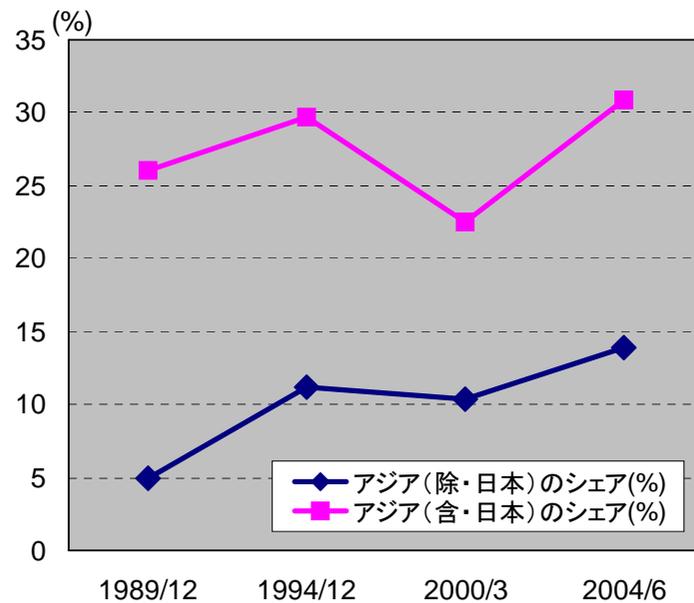
(出所) IMF、WFE のデータより野村資本市場研究所作成

図表7 経済発展と株式市場規模 (2002-2004年の平均)



(\*1) フランス、ベルギー、オランダ、ポルトガル  
 (\*2) 重複上場の度合い等を勘案し、日本は東証、インドはBSEのみとした。  
 (出所) BIS、WFE、世界銀行統計より野村資本市場研究所作成

図表8 外国投資家による米国証券保有残高に占めるアジア投資家のシェア



(出所) 米国財務省

## 2. ソリューションとしての「域内協力」

こうした歪みの原因となっている構造的な問題を政策主導で克服し、域内におけるカネの流れを太く安定的なものにしていこうとい

うのが、上述の域内金融協力の取組みということになる。

債券市場育成といったテーマになると、各国における市場インフラ整備、関連業者や地

場機関投資家の育成など、息の長い地道な作業も多く、一朝一夕に市場が拡大するという形で成果が表れるわけではない。ただ、各国当局間の連携や市場関係者の協力などにより、徐々にではあるが個別の成果も上がりはじめており、これまでに債券投資に係る源泉税撤廃（タイ、マレーシア）、海外発行体による現地通貨債発行（中国、タイ、マレーシア）、クロスボーダーでの証券化商品（韓国）などが実現されてきている<sup>4</sup>。

また、同じく域内協調のもと整備が進められてきたチェンマイ・イニシアティブのスワップ協定網についても、2005年後半にインドネシア・ルピアが不安定な動きを示した際、その存在自体が一定のバックストップとして機能したとの評価を得ている。さらに2006年5月下旬にアジア株が軒並み不安定な動きを見せた際に、市場の反応が比較的冷静であったことも、こうした危機対応メカニズムの存在と無縁ではないだろう。

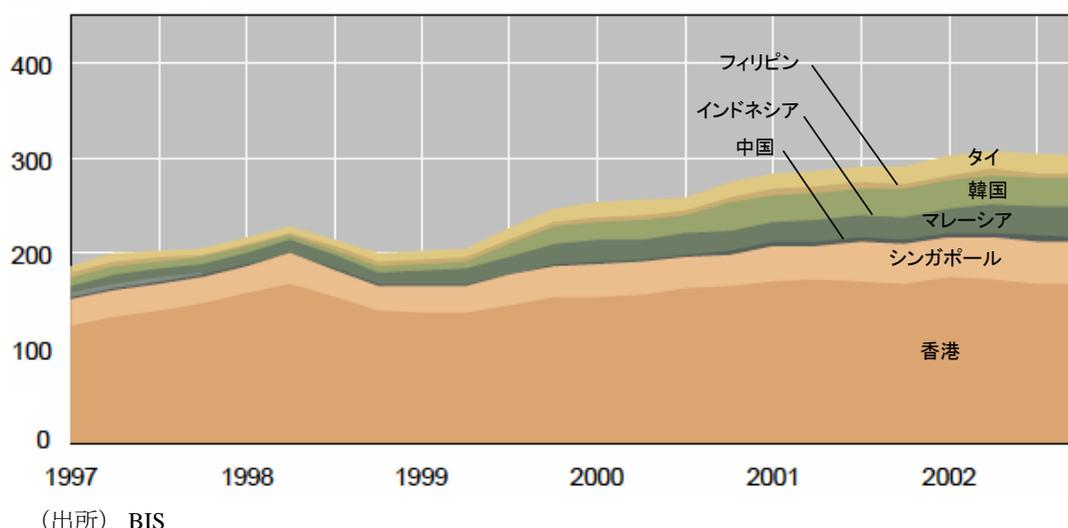
さらに、このような官主導のイニシアティブの枠外でも、市場原理が働きうる部分では、民間主導で市場が効率化されてきた部分もある。例えば、アジア通貨危機では外銀によるドル建て与信が問題とされたが、危機以降、

現地の借入ニーズを取り込む形で、外銀による現地通貨建て与信が増加してきている（図表9）。危機当時は乏しかった各国市場のヘッジ手段も徐々に多様化してきているし、為替規制の存在する国の通貨については、ノン・デリバラブル・フォワード（NDF）によってある程度リスクヘッジも可能となってきた。これらは、いずれも収益をドライバーとする市場参加者が、ローカル市場でのエクスポージャーを拡大しながら市場を形成してきた好例である。

こうしてみると、域内金融フローの適正化・効率化に向けた流れそのものが大きく揺り戻す可能性は、それほど高くないように思われる。むしろ注目すべきは、今後それがどのような速度で進んでいくかという点である。それを考えるにあたっては、上述のような政策面での取組みと市場の力が、両輪としてどの程度かみ合っていくかが鍵になるのではないだろうか。

このように、金融面における問題意識や危機感が、域内協力に向けたモメンタムの醸成に果たしてきた役割は大きい。さらに長期的課題として、各国証券取引所間の連携、決済インフラの標準化や共有、さらには冒頭で紹介

図表9 外銀による現地通貨建て与信残高推移  
(単位：十億米ドル)



介したように域内共通通貨までもが研究の対象に入ってくるなど、域内金融協力も多様な展開を見せ始めている。

#### IV. おわりに

EAC 構想自体は、現状、漠たるものがあるが、以上のような個別具体的な取組が、共同体というスローガンを打ち出すことで、よりベクトルの揃う形で順調に進展していけば、将来的にアジア域内の相互依存関係がより強化され、「共同体」と呼べる実体を伴うかどうかは別として、少なくとも「経済圏」としてのプレゼンスについては、今後、確固たるものになっていくことは想定して良いのではないかと思われる。

---

<sup>1</sup> 島山襄「東アジア共同体 展望と課題（中）：域内 FTA を目指せ」2005 年 11 月 25 日付日本経済新聞

<sup>2</sup> World Bank, “Emerging Asian Bond Market,” 1996 等。

<sup>3</sup> 中南米向けも多いが、この多くはケイマン諸島などを經由して先進国に流れているものと思われる。

<sup>4</sup> 詳細は、浦出隆行「アジア債券市場育成を巡るこれまでの経緯および近時の動向について」『資本市場クォーターリー』2005 年夏号を参照。