

## 議 題

新興国市場の動向とインプリケーションについて

## 開催日時

2014年4月2日&lt;17時00分~19時00分&gt;

## 出席者

内田和人 (三菱東京UFJ銀行 執行役員 円貨資金証券部長)  
 江川由紀雄 (新生証券 調査部長 チーフストラテジスト)  
 大島 周 (みずほ銀行常務執行役員 市場ユニット副担当)  
 翁 百合 (日本総合研究所 理事) <欠席>  
 加藤 出 (東短リサーチ 代表取締役社長 チーフエコノミスト)  
 北村行伸 (一橋大学 経済研究所 教授)  
 神津多可思 (リコー経済社会研究所 主席研究員)  
 須田美矢子 (キヤノングローバル戦略研究所 特別顧問)  
 高田 創 (みずほ総合研究所 常務執行役員 チーフエコノミスト) <欠席>  
 徳島勝幸 (ニッセイ基礎研究所 上席研究員)  
 根本直子 (スタンダード・アンド・プアーズ マネジング・ディレクター) <欠席>  
 福田慎一 (東京大学 大学院経済学研究科 教授) <欠席>  
 細野 薫 (学習院大学 経済学部 教授)  
 柳川範之 (東京大学 大学院経済学研究科 教授) <欠席>  
 渡部敏明 (一橋大学 経済研究所 教授)  
 井上哲也 (野村総合研究所 金融 IT イノベーション研究部長<オーガナイザー>)  
 嶋村武史 (野村総合研究所 金融 IT イノベーション研究部 主任研究員)  
 竹端克利 (野村総合研究所 金融 IT イノベーション研究部 主任研究員)

## 主要論点

1. アジア新興国の現状と課題
2. 日本政府の対応と「円の国際化」
3. アジア諸国のショック耐性と危機防止の枠組み
4. 終わりに

## 出席者による発言要旨

## 1. アジア新興国の現状と課題

## 井上&lt;オーガナイザー&gt;

・今回の会合では、昨年秋のコンファレンスのフォローアップという意味合いも含め、新興国市場の動向とそのインプリケーション特に米国の「QE3」の縮小が進行することとの関係や、各新興国における構造改革の成果など一について議論したい。もちろん、新興国といっても多種多様であるので、今回は、日本経済に関係の深いアジアの新興国として、インドネシア、タイ、インドの3カ国に着目することとした。

## 嶋村&lt;事務局&gt;:

・インドネシアの実質 GDP 成長率は、近年は5~6%で安定している。民間消費を中心とする内需型経済であり、世界金融危機の影響も相対的に軽微であったため、この間に海外からの評価もむしろ高まった。長期的には中間所得層の拡大が鍵となる。現在の一人当たり所得は年間3,000米ドル程度であるが、この成長とともに、例えば自動車の普及率が高まることが予想される。

・もともと、経常収支は2012年から赤字化しており、証券投資がそのファイナンスをしている。経常収支悪化の背後には貿易黒字の減少があり、背景として、内需拡大に伴う資本財輸入だけでなく、外需の停滞やエネルギー関連の輸出余力の低下などが指摘されている。この間、証券投資収支に関しては、海外投資家による国債保有が3割程度で安定している一方、株式を中心とする民間部門向け投資は2013年に減少した。

・インドネシアでは、他の東南アジア諸国に比べて民間信用の対GDP比が低い。この点については、アジア危機の後遺症で企業の自己資本に依存する傾向が高い点や、華僑系コングロマリットが必ずしもインドネシアで借入を行わないことなどが原因として指摘されている。金融機関総資産の約75%を銀行部門が占めており、銀行中心の金融システムである。

・銀行部門では、国営3行の貸出シェアが4割程度と大きく寡占的である一方、邦銀を含む外国銀行の合計シェアは1割強に止まる。銀行貸出の中では、商業・ホテル等のサービス産業向けや個人向

けが大きい。銀行の健全性については、主要行の自己資本比率は高く、不良資産比率も一分母の成長が早いといった要素もあるが一低下傾向にある。もっとも、年率 20~30%程度で増加する貸出に預金の伸びが追いつかず、預貸比率は上昇傾向にある。

・昨年 5 月以降に新興国市場が総じて不安定化した際には、インドネシア銀行が利上げによる為替市場の安定化と資金供給による流動性の安定化を打ち出したほか、住宅ローンに対する LTV 規制の強化に加え、預貸率規制の選択的な強化を実施した。政府も、燃料補助金の削減による財政負担の軽減や、長期的な競争力の強化を目指した未加工鉱石輸出の原則禁止等を実施している。

#### 竹端<事務局>:

・インドの実質 GDP 成長率は、2003 年以降 8%超で推移した後、固定資産投資の減少により 2012~13 年度に急減速した。もっとも、一人あたり名目 GDP は増加を続け、直近では 1,400ドル前後になっている。過去 30 年間に農業のシェアが低下する一方、不動産、流通、宿泊、通信といった第 3 次産業のシェアが拡大するという経済構造の変化を経験してきた。

・2007 年以降の部門別 IS バランスをみると、家計が貯蓄超、民間企業及び公的部門が投資超となっており、一国全体ではマイナスで推移している。この不均衡を経常収支からみると、経常移転収支とサービス収支は黒字だが、貿易収支がそれらを大きく超える赤字となっている。その主因は、石油・石油製品等の鉱物資源の輸入が大きいことにある。直接投資と証券投資は、2000 年以降は概ね流入超で推移してきたが、昨年 5 月頃からは総じてプラス幅が縮小した。なかでも証券投資は、2013 年度上期に流出超に転じたが、これは非居住者による投資が流出超となったことが大きい。

・インドの金融構造については、株式時価総額が GDP 比で 100%に達するなど、株式市場のプレゼンスがインドネシアやタイと比較して相対的に大きいことが特徴である。一方、債券発行の大半は公共債が占めており、金融債を中心とした民間部門の発行は多くない。民間金融資産のシェアは、銀行が 63%、保険会社が 19%、ノンバンクが 8%となっており、東南アジア諸国と同じく銀行のプレゼンスの大きさが目立つ。なかでも資産規模や店舗数等の面で国営銀行のシェアが圧倒的に大きい。

・企業向け貸出において高いシェアを占めるのは製造業向けであるが、増加率では不動産やノンバンク、流通業向けの伸び率が高い。また、個人向けの住宅ローンも年率 10%程度で増加しており、主要都市を中心とした住宅価格の上昇や、極めて低位な実質金利が寄与していると思われる。なお、銀行全体でみた預貸率は 70~80%の間で安定的に推移しており、不良債権比率も総じて 2%以下と低位になっている。

・IMF などの国際機関は、インドの経済政策について、「インフレの抑制」、「外的ショックへの耐性強化」、「財政再建」といった課題を指摘している。実際、インフレ率は年率 10%前後に達しており、イ

ンド準銀は利上げや流動性の抑制—Liquidity Adjustment Facility への上限定額などの政策対応を進めてきた。政府も、昨年 6 月以降は、資本流入の促進と資本流出の抑制を目指す政策を導入している。もっとも、GDP 比で 8%近くに達した財政赤字(一般政府ベース)については、IMF 等の国際機関は、政府による財政再建計画がなお不十分との指摘を受けている。

#### 井上<オーガナイザー>:

・タイの 2013 年の実質 GDP 成長率は、日本の大震災や現地の洪水による影響から立ち直った 2012 年から再び減速し、かつ年末にかけて停滞感を強めた。もっとも、これは米国の金融政策の影響よりも、ご覧の通りの国内政治の不安定化による面が大きい。実際、公共投資の執行率は 4 割程度まで低下し、企業や消費のセンチメントも悪化している。

・タイ経済は、インドネシアのような内需型経済と異なり、依然として加工貿易的な特徴が強い。このため、貿易収支も工業製品の収支は概ねバランスしており、ただ、天然資源に恵まれず、輸入依存度が高いことが貿易収支を脆弱にしている。この間、証券投資は昨年第 2 四半期から流出超に転じ、かつ相手先もシンガポールや英国、ルクセンブルグといった金融センターであることを考えると、この面では「QE3」の tapering を巡る議論の影響も示唆される。

・金融構造は、多くの東南アジア諸国と同じく銀行中心であり、国民の所得や貯蓄が比較的高い割には債券を含む資本市場の成長が緩やかなものに止まっている。銀行貸出では、先に述べた経済構造を反映して製造業向けも相応のシェアを有しているほか、一人当たり所得の相対的な高さやモータリゼーションの進行を映じて、個人向けが急速に伸びていることが特徴的である。寡占的な銀行構造を背景に利鞘は非常に厚く、自己資本比率などの健全性指標も概ね良好である。もっとも、不良債権比率については、インドネシアの場合と同じく、比率自体は低下しているが分母の増加による影響なども指摘されている。

・タイの政策課題としては、先に述べた国際収支の脆弱さに加えて、恒常的な財政赤字がある。なお、昨年 5 月以降の政策対応は、インドネシアやインドのように景気や金融システムの安定を図るというよりは、度重なる利下げのような景気刺激が中心である。

#### 渡部氏:

・効率市場仮説が妥当する下では、株価のリターンは自己相関をもたないはずである。しかし、20 年程前にアジア各国の株価を分析した際、インドネシアの株価には自己相関が高いという特徴があったが、現状はどうなっているか。

#### 井上<オーガナイザー>:

・新興国の株価をいわゆる「great moderation」が始まった 2003 年以降の推移でみると、インドネシアの上昇率は約 12 倍と突出しており、かつ年率でみた上昇率が安定している期間が長い点では、ご指摘のような特徴が維持されている面もあるように思う。

**加藤氏:**

・インドネシアについては、華僑の資産選択行動が銀行システムの安定に影響する面があるように思うが、こうした脆弱性は克服されているか。

**嶋村<事務局>:**

・現地の金融機関に話を聞いた限りでは、ご指摘の通り、華僑の行動が与える影響は引き続き小さくないようだ。ただ、民間信用の GDP 比がアジア危機後は低下したままであることを考えると、経済全体に与える影響はそこまで大きくないように思える。

**須田氏:**

・株式保有を通じた影響についてはどうか。例えば、今回取上げているインドの場合は、個人による株式保有が多いという構造的特徴が維持されているようだが、インドネシアについても、投資家別の株式保有に何らかの特徴があるか確認しておくべきであろう。

**大島氏:**

・海外投資家からみた場合、為替のボラティリティが安定していればインドネシア株は購入し易いはずである。

**井上<オーガナイザー>**

・今回の資料には、直接に為替のボラティリティをカバーする図表は盛り込んでいないが、現地通貨建てでみた場合と米ドル建てでみた場合の株価の長期リターンを比較する図表が参考になるかもしれない。ブラジルのように両者が大きく乖離するケースがある一方で、インドネシアの場合は両者のパターンが大きく変わらず、つまり USD/IDR の相場が海外投資家にとって総じて中立的であったことが示唆される。

**内田氏:**

・Japan-ASEAN Dialogue の代表団にかつて参加した経験や、ADB の Asia Bond Initiative をサポートした経験をもとにコメントすると、新興国の金融市場を議論する際は、各国の金融の発展段階を考慮することが重要である。ASEAN 全体に共通して、二輪車や自動車向けのローンや、零細企業向けの金融はある程度普及しているが、電力や交通システムといったインフラの整備に対する資金が圧倒的に不足している。同様に、こうした新興国では中小企業の育成が遅れている。つまり、先進国の企業は直接投資によって設立した子会社で生産させ、その収益を本国にキャッシュバックさせているため、国内の中小企業を巻き込むサプライチェーンとこれに対するファイナンスも未発達である。

・これに対し、例えば弊行が買収したタイのアユタヤ銀行は、消費者向けのファイナンスから、次の段階としてのサプライチェーン・ファイナンスへの展開を意識している。また、インフラ整備のためのファイナンスについては日本政府も深く関与している。例えば、JBIC は単独で融資を行うだけでなく、民間では取り難い 10 年超のファイナンスリスクあるいはプロジェクトリスクを保証する形で、民間金融機関をサポートするファイナンスを、いわゆる成長戦略の一

環として取り組んでいる。その対象先も、ベトナムやマレーシアといった国までがスコープに入っている。

**井上<オーガナイザー>:**

・昨年から 2 回に亘って東南アジア諸国での面談調査を行ったが、いずれのケースでも空港から市街地までの距離が短いのに移動に長時間を要するなど、インフラ整備のニーズが高いことを実際に体感した。その一方で、各国では長期投資家が発展途上であるなど、民間による長期資金供給にも制約がある。従って、内田さんが指摘されたように、海外を含む公的な補完も活用しつつ、資本市場を育成することで、商業銀行に長期のリスクが集中しないようにすることが重要であろう。もっとも、実際には、インフラ投資の負担は民間でなく、各国の財政に集中しているようにみえる。

**須田氏:**

・事務局が問題提起した「今回のアジアの金融経済の問題は果たして循環的か構造的か」という論点については、何とも言えないように思う。リーマンショック後には、先進国がアジアの成長に依存することになった。その結果、新興国が過信に陥り、財政赤字のような債務が蓄積したり、供給にボトルネックが生じたりしていることを「構造的問題」と考えるか、「循環的問題」と考えるかは難しい。結果として高成長が生じているのであれば、マクロ政策で調整するという意味で「循環的」だが、潜在成長率が低下しているのであれば、調整が長引くという意味で「構造的」となろう。

**大島氏:**

・アジア新興国の問題には、循環と構造の両方の側面があるように思う。つまり、新興国も米国を中心とする先進国を含むグローバルな循環の枠組みに入っている。新興国はある程度は意図的に過度な資金流入を許容しつつも、通貨安に誘導することでそのメリットを享受しようとしてきた。しかし、結果として蓄積された不均衡を是正するため、資産価格や労働生産性の調整が必要になるのであれば、構造的な問題ということになる。

**北村氏:**

・今回取り上げた 3 ケ国は全てインフレ目標を導入しているが、構造的な問題が大きい国ほど、中央銀行はインフレ率のコントロールに苦勞しているように見える。例えば、タイは政策金利とインフレが落ち着いているが、インドは Rajan 氏が中央銀行総裁になり、利上げを繰り返しているにも拘わらず、インフレが収まらない。

**大島氏:**

・投資家の立場から申し上げると、政策に対する透明性や予見可能性を高めるのがインフレ目標の意義であると思う。インフレ目標の導入によって、海外投資家はいわば腰を据えて資金を投下できるようになるし、過度にレバレッジが拡大してバブルが発生するのを未然に防ぐ意味もあったと思う。

**須田氏:**

・しかし、リーマンショック前はインフレターゲットを採用した殆どの

国でインフレ率が目標レンジよりも高かったことを踏まえると、実際にアンカーとして機能したと言えるのだろうか。

**加藤氏:**

・特に新興国では、実際のインフレ率が目標から外れることが多いように思うが、現在のインドネシアのターゲットはどの程度か。

**嶋村<事務局>:**

・4~6%程度のレンジを目標としていたが、最近の実績は9~10%と徐々に目標からの乖離が大きくなっている。

**竹端<事務局>:**

・インドの場合、WPI インフレ率について短期で4~4.25%、長期で3%前後のターゲットを設定しているが、過去の実績は総じてターゲットを上回っている。

**神津氏:**

・インドネシアでは4月に議会選挙があり、さらに夏には大統領選挙が予定されている。インドも同様に総選挙が予定され、タイでは政治の混乱が足許における経済停滞のかなりの部分を説明できる。つまり、これらアジア諸国の最近の情勢は、FRBによるtaperingに端を発したとしても、各国の政治的安定性を巡る問題にも影響を受けている。

**井上<オーガナイザー>:**

・事務局として「構造的」という語を用いて表現したかったのは、新興国が以前から抱えていたいわば「慢性病」が、FRBのtaperingのようなイベントを契機に表面化したに過ぎないのかどうか、という問いである。その意味では、神津さんが指摘された政治の問題も構造的なのだと思う。例えばタイでは、公共投資の執行が計画の3~4割に留まっていることを政府が認めており、来年度予算の検討も事実上停止している。このような状況では、2015年に予定されるASEAN経済統合の中でタイがリーダーシップをとることも厳しいのではないかという指摘も聞かれる。

## 2. 日本政府の対応と「円の国際化」

**内田氏:**

・アジアの金融市場を如何に構築していくかという観点が必要である。特に資本市場を育成する上では決済システムの構築も重要である。これらをアジアで整備する上で、日本はどのように関与していくかがポイントとなる。例えば、現在日銀が検討している新日銀ネットの稼働延長も、まさにアジアの時間帯をより広くカバーすることで、アジアにおける資金決済をハードカレンシーとしての円によって取り込むという展望との関係で位置づけるべきものであろう。

**須田氏:**

・アジアの決済システムの構築と日本の関与については、金融庁も重要なテーマとして取り組もうとしている。日本企業は、今は国内で低コストでの資金調達が可能であるが、将来に亘って保証されている訳ではないだけに、アジアでの起債が円滑に進むようにす

るにはどうしたら良いかという観点からの議論でもあるようだ。

**内田氏:**

・グローバルに展開する大企業は、既にアジア市場でも円滑に起債することができる。課題は、アジア諸国の金融システムを銀行貸出中心から、居住者向けの債券市場を含むものへと転換していくことである。ただし、そこまで行くには相当な時間を要するだけに、まずは地場銀行が抱える貸出債権を裏付けに証券化し、シンガポールや東京で投資家に販売するというステップを踏みつつ、徐々に資本市場を拡大させていくのが現実的であろう。こうした貸出債権の証券化は、リーマンショック前にADBで活発に議論され、かつ数件の発行実績もあったし、ビジネスチャンスとして意識している日本や米欧の金融機関のサポートを得ることが期待される。

**江川氏:**

・タイには1998年に設立されたSMC (Secondary Mortgage Corporation)があり、住宅ローンを買ってMBSを発行している。日本の住宅金融支援機構は、本年2月に、情報や人材の交流を中心とする協力関係強化の覚書を締結した。また、インドネシアにはSMF (Sarana Muligritya Finansial)、インドにはNHB (National Housing Bank)という政策金融機関があり、各々同様な業務を行っている。アジア諸国の証券化に関する人材交流やノウハウの供与については、韓国住宅金融公社も同様に注力しており、日本と韓国が競合関係にある。

・東南アジアの証券化市場における日本の貢献を考える上では、日本と欧米の住宅市場の違いに留意する必要がある。第一に、住宅ローンの審査において、日本では年収に占める返済額(DTI: Debt service to Income)が重視されるのに対し、欧米では住宅価格に占める借入額の割合(LTV: Loan to Value)が重視される。つまり、日本では、DTIを30%といった範囲に抑える一方、LTVは100%でも貸し出すケースがある。これに対し、欧米では、LTVが80%といった程度であれば、DRIは40%でも貸し出すケースがある。欧米の場合、住宅価格が右肩上がりであれば、借り手が返済できなくても、貸し手が住宅を売却すれば貸出を回収できる。しかし、住宅価格が下がり始めると、借り手が返済不能になった場合に貸し手が回収不能になるリスクが高まる。第二に、日本の住宅市場は新築物件が中心であり、住宅はいわば30年の使い捨てとされている。だからこそ、日本の住宅着工件数は、はるかに国土の広い米国に匹敵する年間100万戸もの水準に達するほか、日本で新築住宅を購入直後に売却すると価格が3割も下落するという「新築プレミアム」も存在する。これに対し、欧米では住宅は100年、200年と使うものなので、市場では中古物件の取引が中心である。また、住宅を購入直後に売却してもキャピタルゲインが発生するケースもまれではない。

・東南アジアの住宅市場は、不足しているところに新築住宅を大量に供給している段階にあるという意味で、日本に比較的近い構造を有しているように見える。このため、LTVを抑えて貸し出したとして

も、担保割れに陥るリスクは大きいだけに、本来は日本のように DTI に見られるような借り手の支払能力に応じた貸出を行うべきであろう。しかし、現実には、例えば住宅価格の上昇が続くタイのように、借り手の収入には殆ど着目せずに LTV を基準に貸し出しを行うケースもみられる。バブル崩壊前後にリスクの高い住宅ローンが存在したことの教訓も含めて、日本が住宅ローンのリスク管理についてどこまでノウハウを伝授できるかがポイントとなろう。

#### 井上<オーガナイザー>:

・証券化市場を定着させるための前提としては、担保の設定や企業倒産といった法制度の整備も重要である。

#### 内田氏:

・法制度が当然に重要であることに加え、ファンディングをどの通貨で行うかという点も重要である。アジアと日本の経済的な結びつきが強まっているにも拘わらず、活用されている通貨は米ドルである。例えば、日本の銀行もアジアの銀行も、最終的な余剰資金は米ドルに替えて流通させているのが現状である。金融庁が取り組んでいるアジアの資本市場の活性化や、日銀が取り組んでいる新日銀ネットの時間延長、クロスカレンシーレポのためのファシリティ整備などのように、円の使いやすさを高めるための政策的な取組みがなされているが、最終的には、円が海外で余剰資金として流通するようにならない限りは、円による日本とアジアの金融のリンクは生じないと思う。この点を克服する上では、インフラの資金を円で貸し出すとか、JBIC によるサムライ債保証の拡大や経産省による円建て貿易金融の拡大といった努力を積み重ねることが必要である。

#### 細野氏:

・証券化市場を整備する上では、オリジネーターからの倒産隔離を可能とするような法制度の整備がやはり重要だと思う。また、江川さんの指摘を聞くと、タイを含むアジア諸国はアジア危機の際にバブル崩壊を経験しているはずなのに、その教訓が十分に活かされていないのではないかという印象を持った。

#### 須田氏:

・証券化は原資産が適切にプライシングされていることが前提であるだけに、それが満たされないのであれば問題は大きい。

#### 江川氏:

・ご指摘のように、例えば米国では 2003 年から 2006 年までの時期には、問題の多い住宅ローンを正常であると思せかけた上で証券化し、結果として大きな危機を招いた訳である。

#### 須田氏:

・アジアでも、住宅ローンの適切な評価がなされていないとすれば、それを証券化しても最終的に問題を起こすことになる。

#### 井上<オーガナイザー>:

・仮に、日本の大企業のようなメーカーがアジア諸国先に拠点を分散配置した場合、その相互の決済のための通貨としては、やはり米ドルが選択されると考えるのが自然なのであろうか。

#### 内田氏:

・その通りである。各企業のサプライチェーンの中では、円建ての取引も存在するが、そうした取引から生じた余剰資金は、配当として日本に還流する以外、多くは米ドルに換金される。米ドルの使用は、日本企業同士の取引や、日本からファイナンスされるインフラ投資であっても同様である。これを円建てに転換するには様々なハードルが存在する。例えば、円資金が現状のようにコルレス銀行を通じた bilateral な決済から、アジアで一元的なシステムによる決済へと移行し、さらに担保として JGB が活用されるようになれば、円建ての現地取引が拡大することとなろう。

・サプライチェーンを展開する企業に対し、金融機関はプーリングというサービスを提供するようになってきている。これは企業グループの各拠点で生じた余剰資金を一元管理することで、超短期の運用手段を提供したり、外部の取引相手との債権債務をネットングすることで、無駄な資金調達を抑制させたりするものである。これまで、米ドルをベースとしたプーリングを提供するケースは存在したが、先に述べたような一元的な決済システムができれば、円をベースとしたプーリングシステムも提供しうようになる。

#### 井上<オーガナイザー>:

・中国がアジアとの関係では大消費地となり、アジア諸国からの輸出が集中するのであれば、現在は中国当局による外貨規制が残されているとしても、長期的には人民元がアジアにおける決済通貨としての優位性を持つのではないかと。

#### 神津氏:

・中国は、人民元の国際化を周辺化・地域化・グローバル化の 3 段階で進めると表明しているが、自国の金融経済システムをオープンにするのではなく、アジアにおける自国経済シェアを拡大させることで、そのテリトリー内での人民元使用を推進していくというニュアンスが強い。

#### 須田氏:

・日本政府は、「円の国際化」に長年に亘って取り組んできたが、上手くない。日本のアジアからの輸入が拡大し、同時に円建て輸入が増えるのであれば、多少は状況も好転するかもしれないし、為替リスクを回避したい企業や、円ベースのビジネスを拡大したい金融機関のニーズは存在するのであろう。しかし、中長期的には、日本経済の相対的な規模を考えると、円の魅力は 10 年前と比較してかなり低下しており、ニーズと現実とのギャップはむしろ拡大しているように思う。

#### 内田氏:

・中国は、日本の金融自由化と似たようなプロセスで人民元改革を進めており、相対的な経済規模を考えると、このままではアジアのハードカレンシーのベースとして、決済システムの中心は人民元になる可能性が高い。その場合、日本円の大幅な地盤沈下は避けられず、東京の国際金融市場としての存在感は大きく低下する。先程来述べてきた日銀の様々な取組も、こうした危機感の中で始まっ

たものと理解している。

・最近では多くの国で外貨準備のリバランスが進められている。もちろん、米ドルが依然として基軸ではあるものの、円のウェイトも高まっており、その影響で短期国債の市場には相当の勢いでアジアを中心とする外貨準備の資金が流入している。この点では、足許に限って言えば、「円の国際化」に順風が吹いているとも言える。

**須田氏:**

・運用資産として円が持たれている限りは、投資対象としての魅力が重要になる。これまでの円高基調では問題なかったが、そもそも金利が低いうえに、このように円安が進行する下では、外国人にとって円資産を持ちにくい面があろう。私は、円が取引通貨として持たれるようになれば、「円の国際化」にとって望ましいと思うが、現状はそうっていない。

**神津氏:**

・経常収支の赤字が定着するならば、なおさら外国人に円を持ってもらわなければならない。今から円の魅力を高めておくことが必要ではないか。

**須田氏:**

・私が外国為替審議会の委員であった当時は、旧大蔵省は現在よりも「円の国際化」に熱心であったが、そのような時代ですら、日本での起債を望んでいた海外企業が結局は断念したという話を聞いたことがある。神津さんが指摘されたように、経常赤字が定着した時になって、必死になって規制緩和などによって円の魅力を高めようとするのではなく、今から関係者の間で当時以上に強い危機感が共有されないと、「円の国際化」の進展は望めない。

**井上くオーガナイザー>:**

・これだけ日本企業が海外に進出するようになり、しかも日本の銀行も海外向けの与信を拡大している状況では、円が幅広く使われることへのニーズ自体はむしろ大きくなってきているように思う。

**神津氏:**

・米ドルを介することなく、例えば円と人民元を直接に交換できる仕組みも重要だろう。

**加藤氏:**

・人民元と円の直接決済は一昨年からは開始された訳であるが、円の魅力を高めるためのインフラという意味で極めて重要である。しかし、金利ゼロの円を受取るよりも、米ドルを間に挟んだほうが得ではないかと考える中国企業も多いように聞いている。実際には強いニーズが存在する訳ではない中で、金融機関や企業が人民元と日本円との直接決済の灯を絶やさないようにしたいという意識の下で取引を行っている面も否定できない。

**須田氏:**

・日本の事業会社の方々は、円で取引できれば望ましいと思っているし、そのための努力は絶やしてはならない。ただ、通貨の国際化

の条件を考えると、円がその条件を満たしているわけではなく、将来の道のりが厳しいことも事実であろう。

**江川氏:**

・短期国債に限定すれば、日本円に限らず米ドルやユーロも実質的にゼロ金利である。しかし、日本円と米ドルでは、短期国債以外の運用手段の数が決定的に異なる。つまり、日本円を持ってしまうと10bpsに満たない金利しか付かない短期国債での運用以外に安全な運用手段はない。しかし、米ドルの場合は様々な運用手段の選択肢がある。円の魅力を高めるには、非居住者が保有したがる円建ての運用手段を増やすことも必要である。

### 3. アジア諸国のショック耐性と危機防止の枠組み

#### 井上くオーガナイザー>

・アジアに限らず新興国全体を念頭においた場合、危機としていくつかのパターンが考えられる。第一に国際収支危機であり、例えば、過度な拡張的政策や国内貯蓄の不足、あるいは主要資源の対外依存といった理由による経常赤字の蓄積が原因となるパターンである。ここには、キャピタルフライトによって、財政赤字を支えられなくなるといった事態が絡むこともある。第二に、国内の過剰なクレジットが崩壊して、实体经济にも波及する危機であり、もちろんこれは先進国でも生じうる。これらの危機が近隣国に波及するというシステミックな展開も考えられる。その波及経路としては、米国発の金融危機のような共通のエクスポージャーよりも、相互の資本フローや銀行与信、あるいは貿易取引のような直接的なものが相対的に重要となることが考えられる。

**内田氏:**

・アジア危機が起きた最大の原因は、各国がドル・ペッグ政策を採用していたことにある。このため安価な資本が流入してバブルが発生した訳であるが、現在は多くの国が変動相場制を採用しているので、アジア危機のようなメカニズムによるバブルが発生することはあり得ない。また、金融機関のガバナンスに関しても、Basel 規制が前提とするような内部管理モデルとはレベルが異なるとしても、現地当局がしっかりと対応している。特に、インドネシアでは、ある面では日本より厳しい面があると言えるほど、銀行のリスク管理に対して厳しい規制を運営している。

・むしろ、これらの国々における問題は、事務局説明にもあったように、マクロ政策によって資本の流入を適切にコントロールできないことではないか。例えば、インドネシアのケースでも、流入する資本を抑制する上では、非居住者による短期国債の保有を制限するといった手段に限られている。このようにマクロ政策が不安定であるために、海外投資家による投機のターゲットになりやすいように思う。

**神津氏:**

・AMRO に期待されるアジアの金融経済に対するサーベイランスの機能と、チェンマイ・イニシアティブに期待される資金供給機能を

結びつけることで、いわば「アジア版 IMF」としていく構想は、伝統的な対外収支危機への対応を想定したものである。これに対し、金融危機が生じた場合にアジア全体として対応する枠組みは整備されていない。国際流動性の不足といった事態に対しては、チェンマイ・イニシアティブを拡大するとともに、米国の関与を仰ぐことで抑止力になる面もあろう。しかし、地域全体として金融ないし銀行の安定を維持するためには、欧州のように SSM(single supervisory mechanism)が必要であろうし、金融機関の破綻処理や預金保険も統一しなければならない。しかし、アジアでその段階まで行くには相当な時間を要する、ないし最終的に到達するとは思えないというのが率直な印象である。

#### 井上<オーガナイザー>:

・アジアの金融経済に対するサーベイランスや危機対応に関連する主体を参考資料に整理したが、改めて眺めると、過去に生じたような流動性危機には対応する体制になっている一方で、域内の主要国における金融システム安定のような今後重要となるテーマについて、例えば ASEAN Economic Community などがどのような役割を果たすべきかといったポイントはあるように思う。

・北村さんが先に指摘したように、新興国の多くがインフレ目標を採用したことは、IMF などの国際機関が、新興国のショック耐性が向上したと主張する際に有力な論拠として取り上げることが多いように思う。つまり、インフレ目標を採用することで、海外投資家を含む第三者にとって政策運営の予見性が高まること、また、資本流出が生じた際にもパニック的な利上げを通じて国内経済を破壊するという悪循環に陥らないよう、金融政策にとって一貫した判断軸をもたらすこと、といったメリットが生ずるといった議論である。

#### 細野氏:

・アジアの金融システム安定を考える上では、中国のシャドーバンキングの問題も考慮に入れる必要はあるのではないかと。中国では商業銀行の監督態勢の整備は相当進んだと言われているが、依然として不十分な面もあると思われる。また、中国でショックが生じた場合、国際金融取引を通じたリンクではなく、輸出入や直接投資といった実体経済のリンクを通じて波及することが考えられる。

#### 井上<オーガナイザー>:

・米国発の金融危機と比較した場合、中国の主要な金融機関による国際金融市場での Inter-connectedness は大きくないとの見方が多い。従って、細野さんが指摘されたように、国際金融市場を通じて中国国内のショックが海外に直接に波及する可能性は低いことになる。ただ、統計の問題や資本規制を回避する取引の存在等のため、中国に対してエクスポージャーを持つ金融機関や投資家がどの程度存在するかが正確には分からないことも事実であるので、その意味で金融的なショックの伝播にも不透明性が残る。

#### 細野氏:

・リーマンショックの場合も、最終的には日本などは貿易の急速な収縮といったリアルなリンクを通じた影響を受けた訳であり、中国

のショックもこうしたリンクを通じた波及のリスクがある。

#### 内田氏:

・リーマンショックの際には、少なくとも当初は、米国に対して債権を保有していた欧州の金融機関が破綻するなど、国際金融システムを介して危機が伝播した。中国の場合は、資本規制が存在することを考えると、海外投資家がシャドーバンキングに対する債権を直接保有している可能性はかなり小さいように思う。一方、近年における世界の GDP 増加の 2 割は中国経済の貢献によるものであり、特に IT デバイスや電子機器の生産拠点の 8 割は中国に集中している。従って、シャドーバンキングの問題によって中国経済が減速すると、世界経済にもブレーキがかかる。これが、世界中の投資家、特に株式投資家が最も懸念している事態ではないか。

・Stephen Roach 氏は、最近、“Co-Dependency”というキーワードを提唱している。かつては、米国が利上げすると新興国に必ず影響を及ぼすといった意味で“coupling”が指摘され、その後、米国で IT バブルの崩壊やサブプライム危機が生じて、新興国の成長は衰えなかったことで“decoupling”が指摘された。しかし、足許では、中国経済が減速すると米国や欧州の経済も減速するし、逆に米欧の経済が減速すると中国、さらには ASEAN も減速するというように、世界経済の相互依存が強くなっている。この点は、本日の議論において重要な視点であると思う。

#### 神津氏:

・OECD の景気先行指標や PMI をみると、足許では先進国と新興国で明確な方向性の違いが見られる一方、内田さんが指摘された相互依存の強まりを考えると、世界経済がこの先どう推移するかを見極めるのが大変難しい。例えば、米国の金融政策が tapering に続いて「正常化」に向かうとか、欧州経済が底打ちしたとすれば、世界経済への影響がないはずはない。また、中国の理財商品は国内で保有されているので、仮に問題が深刻化しても国際金融市場を通じて直接の影響はないと思うが、経済成長が著しく鈍化した場合に他国にどのような影響を与えるか把握することは難しい。

#### 大島氏:

・仮に中国政府が 7%程度の経済成長に留める一方で、資本市場改革や人民元改革を着実に進めるのであれば、世界経済に与える影響は限定的であろうし、海外からはむしろビジネスチャンスが広がるが見えるであろう。そうでなく、アクセルを踏んで無理に 7.5%成長を維持しようとした場合は様々な問題が表面化するであろう。

・これまで資本移動や国際流動性の面で相互依存する面が強かった世界経済において、主要国の不均衡が調整される結果として相互依存の度合いが弱まり、経済圏の分断が始まっている可能性がある。例えば、シェール革命などを背景に国際収支の改善が始まっている米国では、その裏返しとして、海外投資家にこれまでのように米国債を買ってもらわなくても、財政赤字を維持しようようになるかもしれない。そうすると、新興国の中で局部的に資本フローや国際流動性に関するショックが生ずることも考えられる。このような

想定の下では、先に内田さんが指摘されたように、日銀が取り組んでいる日本国債を担保とするクロスカレンシー・ファシリティのようなもので、現地通貨や米ドルを長期に安定して調達しうる枠組みを整備することの意味は大きいと思う。

**神津氏:**

・そこまで行けば、「Co-dependency」を超えて、「Re-independency」ということにもなる。

**北村氏:**

・アジア域内の経済面の統合は、中国をアジアの中心としたものであるというより、中国は米欧への輸出を主体とする一方、その他のアジア諸国は中国の下請けというよりも、いわば分業による相互補完的關係にあるように見える。そうであれば、中国が「風邪をひく」とタイが「肺炎になる」とか、インドは「入院する」という構造ではないように思う。先程、中国の国際金融システムに対する統合は進んでいないが、実体経済を通じたショックの伝播は考えうるという指摘があったが、実際はどうか。

**井上<オーガナイザー>:**

・現地で専門家と面談した際の印象では、中国と東南アジア諸国とのサプライチェーンを通じたリンケージはかなり発達してきた印象を受けた。実際、日本企業の中にも、ADB が各国政府と共同で整備している基幹ハイウエーに沿って、各国に製造工程別の工場を分散させているケースも珍しくないようだ。このような分散化が可能となったのは、ハイウエー自体の整備に加え、域内各国の協力により、税関や検閲での手続きの簡素化が進んだことが影響しているとの指摘があった。

**内田氏:**

・ASEAN では AFTA の締結が大きな意味を持っている。以前は、国によって製造規格が異なったり、通関時の手続きに膨大な時間がかかったりしていたが、AFTA によってこれらの問題が大幅に緩和された。その結果、メーカーが製造拠点の統括をタイ、部品生産工場をベトナム、販売網をインドネシア、金融統括会社をシンガポールに置くなど、分散化を進める例が出てきている。ASEAN で現在進行していることは、各国の貿易取引が活発化してグローバル化しているのではなく、国籍のないグローバル企業が国を跨いだサプライチェーンを構築する動きである。日本の主要な企業も、自動車のみならず多くの業種が同様の戦略を採っていくのであろう。

・中国とASEANの関係を考える上で重要なのは、中国が巨大な消費市場であり、ASEAN から大量の消費財が輸出されている点である。加えて、先に指摘されたように中国は欧州との関係では生産拠点でもあり、欧州の景気動向の影響が輸出に直接的に反映する面がある。

**須田氏:**

・10 数年前、ある IT 企業の方から「国から国へ工場を移すのに3カ月もあれば十分」という話を聞いたことがあるが、今はさらに短期

化しているのか。

**内田氏:**

・今はより短期間で工場を移設しようと思う。

**須田氏:**

・そうであれば、企業にとっては、ある国で問題が起こったとしても他国への生産移管によって柔軟に対応するということか。

**神津氏:**

・全ての企業がスムーズに生産拠点を移せるという訳ではない。例えば、弊社の場合、日本から中国へ生産拠点を移す際は、日本の生産ラインを移設し、日本の従業員が中国でラインを立ち上げた。しかし、仮に中国のラインを他国に移転させる場合、中国の従業員を他国に移転させることは必ずしも容易ではないであろう。ただ、全体としては、人件費がより安い国にサプライチェーンの重心が移転する流れは続くと思われるので、企業にとっては短期間で供給能力をシフトできることが競争力の源泉になるのであろう。

**加藤氏:**

・中国では、政権が変わった際に前政権の「膿出し」をすることが多く、その意味では、昨年はシャドーバンキングや地方の融資プラットフォームの問題などを解決の方向に前進させるチャンスであった。昨年6月のインターバンク金利の高騰も、人民銀行による警鐘の意味合いが強かったとみられるが、当局の意図に反して上海株が下落するなど、銀行システム全体へと影響が波及しかけた。さらに、FRB による Tapering と新興国市場の動揺も重なったため、当局の対応はむしろ慎重になり、中国国内の改革に対するモメンタムは低下した。

・つまり、先進国の金融政策の正常化も、タイミング次第では中国の改革を躊躇させるという副作用があることが浮き彫りになった。その意味では、今年の年初からデフォルトのケースが出始めていることはむしろ歓迎すべき面もある。

**須田氏:**

・ガバナンスの問題や政治的な対立もあって、最近の中国では改革のモメンタムが著しく低下し、自由貿易試験区などの交渉は全く進展していないようだ。シャドーバンキングに関しては、金融の問題を適切にマネジメントしうる人材が不足しているとも聞いている。やはり、潜在的なリスクは大きいように感じる。

**加藤氏:**

・須田さんが示唆したように、中国当局としては、当面は問題を先送りしようとするかもしれない。

**須田氏:**

・決済システムに影響が出ないよう選択的にデフォルトさせているうちは良いが、どこかで決済システム全体に波及するデフォルトが起こった場合、中国は急激な資本流出に直面することになる。

**井上<オーガナイザー>:**

・昨年の「日中金融円卓会合」における議論でも、資本流出に関する



る中国側の問題意識は非常に高かった。

・最後に事務局として問題提起したい件がある。つまり、本日の席上配布資料から分かる通り、アジアの主要国では金融・経済データが比較的充実しており、先進国と質量ともそう変わらない情報を収集することはできる。しかし、cross-border の金融取引に関するデータ、例えばシンガポールの銀行がインドネシアにどのような与信を供与しているかを明らかにするデータは available ではない。先程来議論されているように、アジアではまだ金融面の統合度合いが高くないとしても、金融危機の防止に向けた surveillance を実行する上で決定的に重要になるとと思われる。

**北村氏:**

・データが存在しないというのは、当局が情報を収集していないということなのか、それとも収集はしているが公表はしていないということなのか。

**井上<オーガナイザー>:**

・最近では BIS の CGFS が新興国の銀行システムに関するスタディ・グループを運営し、その調査報告が公表されていたが、本報告の焦点である域内大手行による近隣諸国へのエクスポージャーの全体像は必ずしも明白ではない。今後は、日本の大手銀行も、例えばシンガポールをベースとしつつ、域内各国向けのエクスポージャーを拡大させていくとすれば、域内大手行のビジネスと同様なものとなるだけに cross-border の資金の流れを把握することの重要性は高い。

**須田氏:**

・国際機関は cross-border の金融取引に関するデータを収集し、公表していないのか。

**井上<オーガナイザー>:**

・ご承知のように、BIS は国際与信統計を公表しており、これはコンソリ・ベースの統計なので、例えば日本の銀行が全体としてタイやインドネシア向けに有するエクスポージャーは把握できる。しかし、域内のオフショアセンターにベースを置く銀行のエクスポージャーを相手国別に把握することはできない。金融庁が進めているアジア金融のインフラ整備には、こうした金融経済統計の整備も含まれるべきかもしれない。

**神津氏:**

・BCBS の下に SIG(Supervision and Implementation Group)が設置されており、メンバー国に対してバーゼルⅢが適切に実施されているかチェックする機能を担っている。BCBS が G20 のメンバー国に拡大された結果、アジアではオーストラリアやシンガポール、香港もメンバーとなり、これらに対しては SIG が直接にチェックする訳である。一方で、ASEAN の主要国であるマレーシアやタイ、フィリピンといった国々に対して規制の実施状況をチェックすることで、地域全体として金融機関経営の level playing field を如何に確保するかが今後の課題である。また、EMEAP の Working Group on

Banking Supervision にはインドが入っておらず、ASEAN 等を中心に様々な連携が進められる中で、インドだけ残しておいていいのかという問題もある。

#### 4. 終わりに

**井上<オーガナイザー>:**

・長時間に亘り活発なご議論をいただき深く御礼を申し上げたい。アジア新興国の金融経済情勢や日本政府によるこの地域での政策対応は、これから様々な展開を見ることが予想されるので、今後も機会を見て取り上げてゆきたい。

\*\*\*