

第13章 世界経済の中でのアジア地域金融協力

財務省国際局長 井戸 清人氏

「貯蓄率の低下・ISバランスの変化と日本経済」について、アジアにおける不均衡の問題等を踏まえて、アジアの地域金融協力を中心に説明します。資料に沿って簡潔に進めます。

1. 世界的不均衡の現状

(1) 7ヵ国財務大臣・中央銀行総裁会議声明（2006年4月21日のポイント）

2006年4月21日に開催されたG7会議では、世界的不均衡問題がポイントの一つとして議論されましたが、**図表1**に示すように「世界的な調整は各国が分担すべき責任である」ことを強調しています。つまり、単に為替レート等を調整するだけでなく、構造改革を進める必要があります。例えば、米国については国民貯蓄の拡大、欧州は構造改革、日本は財政健全化を含む構造改革等があげられますが、新たに今回、アジアとりわけ中国については為替の柔軟化あるいは内需拡大の議論が生じました。

図表2に世界の経常赤字上位5ヵ国と世界の経常黒字上位10ヵ国を図示しました。経常赤字は、米国が2005年に8,050億米ドルの赤字を計上し、突出しています。一方、経常黒字では2005年は日本がトップであり、中国、ドイツが続いています。ただし、中国の経常黒字は大半が貿易黒字ですが、日本は最近状況が変化しており、2005年度は初めて所得収支の黒字が貿易黒字を上回っています。つまり、海外に直接投資や証券投資をした成果の所得の黒字が貿易黒字を上回っており、かつての英国のようにかなり成熟した経済になっています。

ちなみに、**図表3**に記載しましたように、2005年の米国経常赤字8,050億米ドルに対し、ASEAN十日中韓3ヵ国の経常黒字は合計3,973億米ドル、約4千億米ドルに達しており、米国の経常赤字の半分ぐらいが東アジアの経常黒字となっています。

図表4に米国の経常収支および貿易収支の推移を示しました。濃い棒グラフが対中貿易赤字、白抜きの棒グラフが対日貿易赤字を表しています。日本の対米貿易黒字は殆ど増加していませんが、中国の対米貿易黒字は最近急激に拡大しており、2005年には米国の貿易赤字の4分の1程度を占めるようになっています。

このような状況の中で、米国議会の中では2006年に中間選挙があるという背景もあり、**図表5**に示すように人民元の切上げや対中貿易制裁の議論や法案も提出されていますが、米国政府は冷静に対応しており、米国財務省為替報告書においても中国を為替操作国と認定していま

せん。

2. 中国経済の経済構造と課題

図表6に中国の経済成長の指標を示しました。実質GDPは約10%で成長を続けており、2006年目標値は2006年3月の全人代で8%程度に減速することが決められましたが、2006年第1四半期の実績は引き続き10%程度を維持しており、なかなか減速することは難しい状況です。2006年第1四半期の固定資産投資伸び率が27.7%、輸出伸び率が26.6%という数値を示しており、外需と投資に大きく依存している経済であると考えられます。

図表7には中国の貿易収支の推移のグラフを示しましたが、明らかに対米貿易黒字が急激に拡大しています。一方、対日貿易は若干の赤字ですが、この数年大きな変化はありません。このように中国は貿易黒字を積み上げていますが、中国では民間が外貨を自由に保有できないため、中国国内に流入した外貨は海外に投資しない限り人民銀行が吸収します。その結果、図表8に示すように外貨準備高は毎年大きく拡大し、2006年第1四半期には8,751億米ドルと日本を越え世界最大になりました。ただし、このような外貨準備高の拡大は国内流動性の膨張をもたらし、中国のマクロ経済運営にも影響を及ぼす可能性があります。日本が数年前に大量介入した際にも不胎化介入の議論がありましたが、デフレであったことから金融政策との整合性は保たれました。中国の場合は過剰流動性を十分吸収し切れていないため、インフレあるいは金融政策の効果が削減されている懸念があります。

このようなことから図表9に示すように、中国は為替制度の柔軟化により経済運営の自由度が増大し、過熱する経済のソフトランディングが可能になるという議論が出ています。ただし、その影響については日米で若干異なります。米国の場合は、1985年のプラザ合意の結果を考えると、為替レートが調整されても直ぐに経常収支に効果が現われるわけではないでしょうし、中国からの輸入が減少しても米国内商品で代替されるわけではなく、例えば他のASEAN諸国からの輸入品で代替されて米国内の雇用が必ずしも増加するとは限らないでしょう。このような理解は米国政府内にも相当あるため、米国政府は比較的冷静に対応しようとしています。一方、日本の場合は対中貿易収支はほぼバランスしており、2005年夏に中国が為替制度を変更した際も、日本の民間セクターの意見を見る限り企業への影響は様々でした。つまり、大企業を中心に生産拠点を中国ないし東アジアに設置していますので、人民元切上げの影響は明確でなく、また人民元の為替相場が上昇すれば円高になるという議論も必ずしも必然性がないと考えられています。

図表10「新しい中国の為替制度のポイント」にまとめましたように、2005年7月21日に中国人民銀行は人民元について、より柔軟な為替制度への移行を発表しました。すなわち、まず

人民元の対米ドル為替レートを従来の1米ドル＝約8.28元から8.11元に約2%切り上げ、さらに「通貨バスケットを参照する新たな管理変動相場制」に移行することを発表しました。具体的には、人民元の日々の取引レートは毎日公表される「中心レート」から一定の範囲で変動します。つまり、対米ドルでは中心レートから±0.3%の幅で変動し、対非米ドルでは中心レートから±3%の幅で変動します。例えば、7月21日に1米ドル＝8.11元に切り上げましたので、21日中はこの値から±0.3%の幅まで、翌日の22日は21日の終値からさらに±0.3%の幅まで動けることになります。その他、中国当局は先物取引・通貨スワップ取引等の市場インフラ整備、銀行に対する手数料規制の緩和、マーケットメーカー制の導入、銀行間の相対取引の開始など周辺制度の整備では色々努力をしてきました。

上記の発表の結果、市場参加者は人民元が対米ドルで日々0.3%切り上がり、5営業日で1.5%、1ヵ月で約6%、3ヵ月では約20%切り上がることを期待しました。ところが実際の為替レートの動きは、**図表11**の制度変更後の人民元の対ドルレートの推移グラフに示すように7月21日に1米ドル＝8.11元で始まりましたが、翌日の22日は1米ドル＝8.1111元と結局0.014%しか動かず、その後約1年間をかけても6月14日で1米ドル＝8.0005元と1.35%程度しか切り上がっていません。このような状況に米国などではかなりいらいらしている模様です。

図表12に「中国経済の特徴」として中国、米国および日本のGDP構成比比較（2004年）のグラフを示しました。中国は民間消費の比率が約40%に過ぎず、他方では総固定資本形成が約40%を占めます。日本も1985年のプラザ合意の前は設備投資が大きく消費が小さいものですが、それでも民間消費の比率が55%近くあり、米国ほど民間消費比率が大きいわけではありませんが消費主導の構成です。このような意味で中国には経済の構造自体に歪みがあると考えられます。また、投資を支える貯蓄は、**図表13**の中国の貯蓄率の推移のグラフに示すように非常に高い水準で推移しています。2004年で約50%近い水準であり、個人消費が拡大していないことが大きな問題ではないかと思えます。中国でもこうした認識は有しており、**図表14**に示した通り、2006年4月20日の米中首脳会談後に胡錦濤国家主席は「国家の経済成長を、今後は主として内需の拡大により実現しようとしている。過度の貿易黒字を追求しない。」と発言しており、2006年3月に纏まった第11次5ヵ年計画でも「輸出入をほぼ均衡させる政策を採る」ことを明確にしています。そこで**図表15**に中国が中長期的に経済成長方式を転換するための課題をまとめました。まずは、投資と輸出が牽引する経済成長から消費と投資がバランスをとって牽引する経済成長へ転換する必要があります。そのためには債券市場などの資本市場を発展させ資金の市場流入ルートを広げると共に、市場メカニズムの導入を通じて資金の効率的な活用を促進していく必要があります。現在その一環として中国を含めたアジア債券市場等の整備を進めようとしています。

3. 中国以外の東アジア諸国の経済構造と課題

次に、中国以外の東アジア諸国の状況を説明します。図表16に東アジア諸国の投資（対GDP比）の推移のグラフを示しました。中国以外の東アジア諸国は1997～98年のアジア通貨危機以降、投資率が約30%以下に低下しており、中国だけが45%近い投資率になっています。ただし、図表17の東アジア諸国の貯蓄率と投資率のグラフでは、中国も含めて東アジア諸国の貯蓄率は総じて高く約40%前後あります。つまり中国以外の東アジア諸国は貯蓄率が高いのに投資が抑制されているため余剰資金の投資先が課題であり、アジア債券市場の議論につながっています。一方では図表18の「東アジア諸国のGDP構成比比較（2004年）」のグラフに示すように、中国以外の東アジア諸国においては民間消費の比率は低くありませんが、成長率が高い割には投資比率が低く投資拡大余地があると考えられます。これもアジア債券市場創設の一つの理由になります。つまり、余剰資金を同じアジアの中の投資に回せないかという発想です。また、図表19のアジア各国の経常収支の推移を見ますと、石油価格高騰の影響で短期的には経常収支が悪化していると考えられます。その結果、図表20に「東アジア諸国の課題」としてまとめましたように、短期的には石油価格高騰が経常収支を悪化させる恐れがある一方、中長期的にはインフラ整備・経済成長促進のためにアジア域内の貯蓄をいかに有効に活用するかということを検討する必要があります。その中で期待される日本の役割は、図表21にまとめましたように国内で財政健全化を含むさらなる構造改革を進めるだけでなく、それに加えてアジア通貨危機の再発を防止すると共に、域内の資金の効率的な活用を可能にする環境の整備を支援するべく東アジアにおける地域金融協力を積極的に推進しようとしています。

4. 東アジアの課題に対する一つの対応策

～東アジアにおける地域金融協力～

図表22に示すように、東アジアにおける地域金融協力の柱は主に3つあります。1つはチェンマイ・イニシアティブ（CMI）であり、もう1つがアジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）、さらに最近「地域通貨単位」の議論があります。

(1) 地域金融協力の背景

東アジアにおける地域金融協力の背景としては、1997年7月にタイ・バートの暴落で始まったアジア通貨危機があります。当時タイ経済は明らかにバブル状態である一方、ファイナンス資金を欧米の市場に依存する等1997年以前の段階でも危機の萌芽は顕れていました。また、アジア各国はドルペッグの固定為替制度を採用していたので為替リスクを免れていましたが、

高い成長率を継続していたためにインフレ抑制策として高金利政策をとっていました。欧米の投資家からはドルペッグで為替リスクを免れる上、高金利なので格好の投資対象でしたが、経済の高成長がいつまでも続くわけがなく1997年7月にタイ・バーツが暴落しました。タイ支援国会合が8月に東京で開催され、参加したアジアの多くの国が救援資金を拠出する意思を表明したことから、アジア諸国の連帯とアジア通貨基金（AMF）構想等が議論されましたが、結果的に次のような原因から実現には至りませんでした。1つは、中国が当時は自信がなく慎重でした。もう1つは、シンガポールが当時は消極的でした。さらに、タイで始まった通貨危機が半年ぐらいの間にマレーシア、フィリピン、インドネシア等に広がり、結果的に日本しか資金を拠出できる国が残りませんでした。ただ、この会合を契機としてアジアの中で協力を進める議論が様々な機会に行われるようになり、2000年5月にASEAN十日中韓3カ国の財務大臣会議がタイのチェンマイで開催され、緊急時に短期流動性を供与するチェンマイ・イニシアティブ（CMI）が合意されました。さらに、2003年8月にはASEAN＋3財務大臣会議においてアジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）が合意されました（**図表 23**）。

図表 24 にアジア通貨危機からの教訓（1997～98年）をまとめました。当時、アジアにおけるファイナンシャル・ギャップが大幅に拡大しました。アジア通貨危機が発生するまでアジアで多額の資金が必要になるとはIMF等で認識されていませんでしたが、発生してみると欧米の民間金融機関や投資ファンド等から大量の資金が流入していることが判明しました。さらに韓国等一部の国では政府保証をつけていたため、外貨準備資金の相当量が政府保証の実行により費消される等、救済に要する資金額の規模がなかなか明確になりませんでした。2番目は、地域金融協力が効果的であることに関心が高まりました。3番目は、脆弱な金融システムが危機を悪化させました。つまり、域内に適切な金融機関がなく海外からの短期資金が流入し、結果的に通貨危機を惹起しました。最後は、通貨と期間のダブル・ミスマッチが危機の主要な要因と指摘されました。このような教訓から、**図表 25** のように地域金融協力イニシアティブが始まりました。その1つがチェンマイ・イニシアティブ（CMI）であり、もう1つがアジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）です。チェンマイ・イニシアティブは通貨危機が生じた際に短期流動性を供与するシステムであり、アジア債券市場育成イニシアティブは域内貯蓄の域内債券市場を通じた利用を考えています。

（2）チェンマイ・イニシアティブ（CMI）

これは基本的には二国間の通貨スワップ取極のネットワークです。**図表 26** に示すように、例えば日本とタイでスワップ取極を結んでいるとすれば、タイは外貨が必要になった場合に支援要請を日本に出し、日本から米ドルを受取ると共に米ドル見合いのタイ・バーツを日本に渡します。チェンマイ・イニシアティブは2000年に開始されましたが、**図表 27** に示すように、その後5年間に16本の通貨スワップ取極が締結され総額で750億ドル規模になっています。ま

た、チェンマイ・イニシアティブを通じてASEAN＋3で行っている政策対話（サーベイランス）も重要です（図表29）。年に3回程度、IMFやADBも参加し、大臣ないし次官クラスで域内の経済情勢と各国の経済政策に関してフラクな対話を実施しています。最初は異なる事情を抱えた様々な国々が参加を継続できるか心配でしたが、ASEAN＋3の13ヵ国すべてが熱心に参加していますので今後非常に期待できると考えています。また、通貨危機に備える観点では通貨スワップの他に外貨準備の問題があります。図表30に東アジア諸国（ASEAN5と韓国）の外貨準備高の推移を示しています。「ASEAN5と韓国」とは、インドネシア、マレーシア、タイ、フィリピンおよびシンガポールの5ヵ国ならびに韓国であり、シンガポール以外はアジア通貨危機の対象となりました。各国の外貨準備高が増加しているため、チェンマイ・イニシアティブは不要ではないかという議論があります。実際に各国の外貨準備高は1997～98年にいったん減少した後、大幅に増加しています。韓国は当時の10倍位に増加し、ASEAN5と韓国の外貨準備合計額は約5千億米ドルを超えています。ASEAN5カ国と韓国のIMFスタンダード・バイ取極利用限度額の合計が359.1億ドル、チェンマイ・イニシアティブに基づく二国間通貨スワップ取極額総額が750億ドルであることを考えれば約5千億米ドルの外貨準備合計額があれば十分ではないかという議論もありますが、外貨準備はコストがかかります。例えば、日本では政府短期証券を発行し円を調達してドルを買います。日本の場合は低金利のため円の調達コストは低いわけですが、発展途上国の場合は必ずしも低くはありません。従って、各国が独自に外貨準備を有するよりチェンマイ・イニシアティブのように万一の際は相互支援できるシステムを構築すべきではないかと考えています。図表31に「チェンマイ・イニシアティブ（CMI）の進展」として今後の姿を示しました。すなわち、2000年5月の第2回ASEAN＋3財務大臣会議（タイ・チェンマイ）におけるCMIの創設に始まり、2006年5月にインド・ハイデラバードでCMIを見直しました。つまり実際に迅速に発動するために16本の二国間通貨スワップ取極の一本化を図れないか、あるいは片務的スワップからイコール・パートナーシップの相互的システムにしてASEAN諸国の貢献・規律を高められないか、あるいはスワップ取極というだけではなく国内的な説明責任が強化できるシステムはないか、というような点について2006年秋以降にポストCMI、CMIのマルチ化を検討する予定です。具体的には16本の二国間通貨スワップ取極を国際協定に一本化することが考えられていますが、事務局設置の要否、インドやオーストラリア、ニュージーランド等参加国の拡大等今後の検討事項もあります。

(3) アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）

アジア諸国の貯蓄率は高いのですが、域内の債券市場が未発達なため必ずしも有効に利用されていません。結果として資金調達手段が限定的になり、アジアにおける投資は外資により供与される短期銀行融資に依存していました。図表33にその状況を図示しています。この図表

のようにアジアの余剰貯蓄は海外の国際金融センターにいったん流出した後、米ドル建ての短期資金になりアジアに還流しています。この資金で現地通貨建ての中長期資金という地場企業のファイナンス・ニーズを充足しようとするので、為替リスクと期間リスクが地場企業に生じています。アジアに有力な債券市場を創設できれば、このような為替や期間のリスクのない資金の運用と調達機会が拡大できます。このためのABMIの主な課題としてはまず、**図表 34**に示すように、債券発行主体の多様化があります。すなわちJBICなどの政府機関、IBM、トヨタなどの国際的企業あるいは世銀、ADBなどの国際金融機関等優良な発行体がアジア各国の市場で債券を発行することが重要でしょう。次に、債券市場のインフラを強化する必要があります（**図表 35**）。例えば、既存機関の保証活用や地域格付機関の創設です。アジアの発行体から見ればMoody'sやS&Pが常に適切な格付けをしているわけではありませんので、地域格付機関を設立する、あるいは情報発信のメカニズムを作る必要があるのではないのでしょうか。また、決済インフラや証券法等の法制整備のような環境整備も必要でしょう。具体的には**図表 36**に示すように6つのワーキング・グループを作り3年間近く活動した結果、**図表 37**のように成果もあがっています。1つはタイ（2004年6月）及びマレーシア（2006年1月）における日系企業による現地通貨建て社債発行に対する国際協力銀行（JBIC）による限定的な保証付与です。さらに国際協力銀行（JBIC）と韓国中小企業銀行の保証を付与された韓国債券担保証券（汎アジア・ボンド）の発行（2004年12月）があります。これは韓国の中小企業の社債をまとめ証券化したものを担保として日本の投資家に販売しました。また、域内債券市場に関する情報発信のための「アジア・ボンド・ウェブサイト（ABW）」を立ち上げ（2004年5月）、アジア各国の規制や主な発行体の情報を入手できるようにしました。**図表 38**にABMI各起債の概要を表示しましたが、このような努力の結果、域内の債券市場の規模は2005年末時点で1997年の通貨危機当時と比べ実額で4.5倍以上、対GDP比で約3倍に拡大しました。東アジアの現地通貨建て債券市場の規模の拡大のグラフ（**図表 39**）を見ると特に中国、韓国で伸張したことがわかります。

（4）地域通貨単位

Asian Currency Unit（ACU）構想等が「地域共通通貨」として報道されていますが、これが地域金融協力の究極的な目標と考えられます（**図表 40**）。実現すれば域内の為替レート変動による経済成長への悪影響は払拭され、地域経済の活性化、地域経済の国際的地位の向上にも貢献することになるでしょうが、他方では様々な難しい問題もあるため、地域通貨単位が提案されています。地域共通通貨は、どのような姿があり得るのか**図表 41**に示しました。現実的な為替制度としては完全な自由変動相場制または厳格な固定相場制しかないという「両極の為替制度」の議論に対して、中間的な為替制度（通貨バスケット制等）が長い間議論されてきましたが、東アジアでは通貨バスケットが現実的であるため通貨バスケットを地域共通通貨の礎

にすることが最近考えられています。図表42に地域共通通貨の導入に至る、考え得る道筋を図示しました。最初は地域通貨単位の研究、通貨バスケットの概念の普及から始めます。例えば、デュアルカレンシーボンドやトリプルカレンシーボンドが考えられます。このようなバスケットを普及させてから、アジア通貨バスケット建て債券を発行します。この場合は7～8ヵ国程度のある程度まとまった通貨が入ることが前提になるでしょう。次は各国ごとの個別の通貨バスケット、各国ごとの経済構造、貿易構造等に応じた通貨バスケットが考えられます。ちなみに、シンガポールや香港は通貨バスケット制を既に導入しており、中国が新たに導入した為替制度も通貨バスケットを参照しながら為替政策を決定する仕組みです。そして、次に東アジア諸国内での共通通貨バスケットを作り、最後に地域共通通貨を創設することになります。ただし、地域共通通貨と通貨バスケットの間には大きな断絶があります。欧州の事例でも、ECUの長い歴史にもかかわらず共通通貨ユーロになるまでには時間を要しました。地域共通通貨のためには各国は金融政策や通貨主権を放棄する必要があります。EU域内の各国に中央銀行はありますが、各国の金融機関の監督以上のことは事実上できていません。欧州でも地域共通通貨の導入には約50年を要しており、歴史、文化、宗教、産業構造等々が多様なアジアでは100年位かけないと導入は難しいでしょう。今般インドのハイデラバードで開催されたASEAN+3財務大臣会議で、リサーチ・グループが「地域通貨単位」を研究することで合意し、俄に注目を浴びましたが、実はASEAN+3の中ではこの1年間ぐらい地域通貨単位の実務的研究を開始していました。まずは欧州通貨単位（ECU）の経験のアジアへの応用可能性を研究し、さらにアジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）の作業部会ではアジア通貨バスケット建て債券の研究を始めています。そして今般ASEAN+3ではリサーチ・グループで「地域通貨単位」を本格的に研究することに合意しています。今後いまだ道筋は長いですが、このような共通の努力目標は励みになるでしょう。ただ通貨バスケットや地域通貨単位が実現する上では民間金融機関の力に拠るところが大きく、日本だけでなくアジアの中で様々なビジネスを展開している金融機関、事業者の意見を踏まえて、さらに研究を続けて参りたいと考えています。

（2006年6月20日開催 第9回山本委員会ご講演）

図表 1 7 国財務大臣・中央銀行総裁会議声明（2006 年 4 月 21 日）のポイント

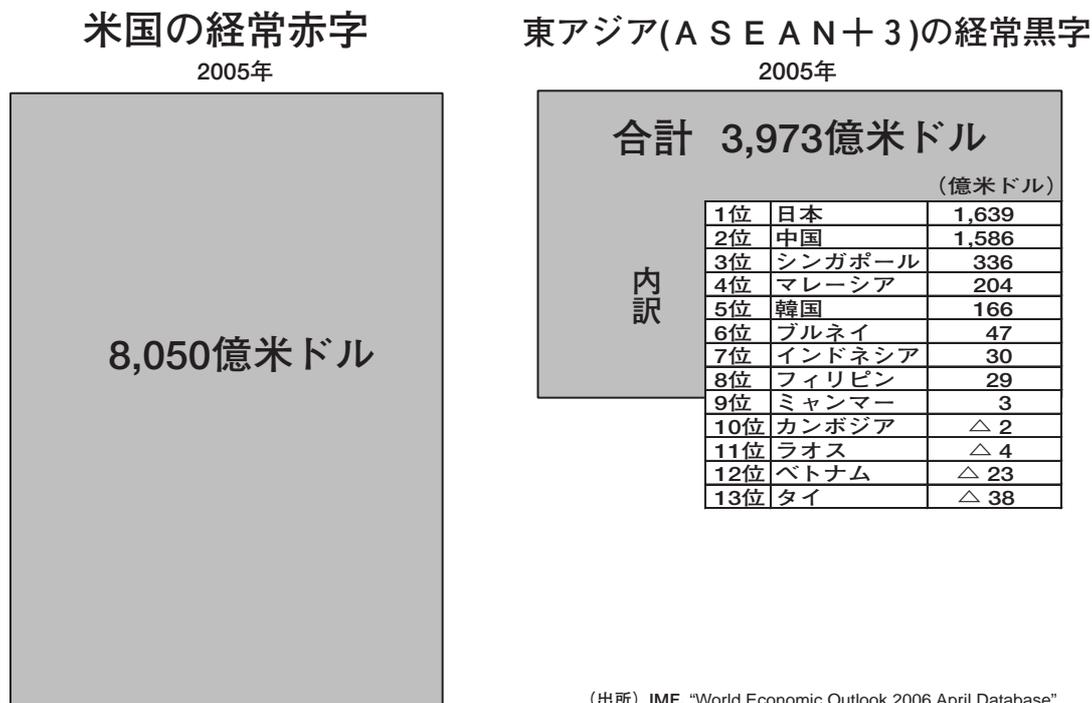
- 世界経済の強固な拡大は続いており、見通しは依然として良好。
- しかし、世界的不均衡等によりリスクは残存。
- 「世界的な調整は各国が分担すべき責任である」ことを強調。
(“global economic adjustment is a shared responsibility.”)

図表 2 2005 年の米国の経常赤字は、世界の経常黒字上位 10 か国の黒字に相当

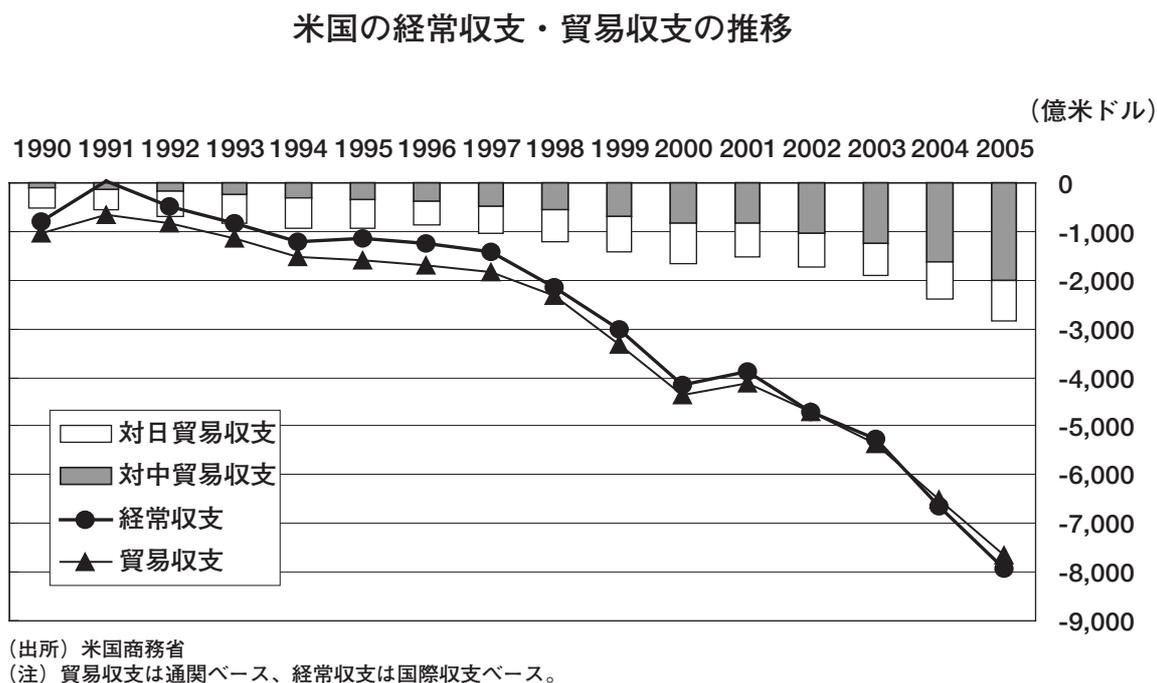
世界の経常赤字上位 5 か国			世界の経常黒字上位 10 か国			
(億米ドル)			(億米ドル)			
計 △10,188	1位	米国	△ 8,050	1位	日本	1,639
	2位	スペイン	△ 859	2位	中国	1,586
	3位	英国	△ 581	3位	ドイツ	1,148
	4位	オーストラリア	△ 422	4位	サウジ・アラビア	872
	5位	フランス	△ 276	5位	ロシア	866
			6位	スイス	507	
			7位	ノルウェー	497	
			8位	オランダ	400	
			9位	シンガポール	336	
			10位	クウェート	323	
			計 8,174			

(出所) IMF, “World Economic Outlook 2006 April Database”

図表3 2005年の米国の経常赤字は、ASEAN+3の経常黒字の約2倍



図表4 米国の貿易赤字の約4分の1が対中貿易赤字



図表 5 米国の中国に対する対応

● <米国議会>

米国の対中貿易赤字の増大を背景に、人民元の切上げ要求などを含む、様々な対中制裁法案の提出

- ・ シューマー法案、グラスリー法案など

● <米国政府>

米国財務省為替報告書において、中国を為替操作国と認定していない。

● 米中首脳会談後のブッシュ大統領発言（2006.4.20）

「昨年7月、中国は為替政策について大きな判断を行った。その後、人民元はいくらか増価してきている。我々は、人民元のより一段の切り上げがあればと望んでいる。」

図表 6 中国の高成長は、外需及び投資に大きく依存

	2003	2004	2005	2005.1Q	2005.2Q	2005.3Q	2005.4Q	2006.1Q	2006目標 (注5)
実質GDP成長率	10.0	10.1	9.9	9.9	10.1	9.8	9.9	10.3	8.0 前後
消費者物価上昇率(注1)	1.2	3.9	1.8	2.8	1.7	1.3	1.4	1.2	3.0
固定資産投資伸び率(注2)	27.7	26.6	25.7	22.8	25.4	26.1	25.7	27.7	18
輸出伸び率(注3)	34.6	35.4	28.4	34.8	30.9	29.1	21.7	26.6	(注5)
輸入伸び率(注3)	39.8	36.0	17.6	12.2	15.5	19.6	22.1	24.8	
貿易収支(億ドル)(注3)	255	320	1,019	165	231	288	335	233	—
対内直接投資伸び率(注4)	1.4	13.3	41.0	(9.5)	(▲12.2)	(0.0)	(3.8)	6.4	—

(注1) 消費者物価指数の各四半期毎の数値は各月毎数値の単純平均値。

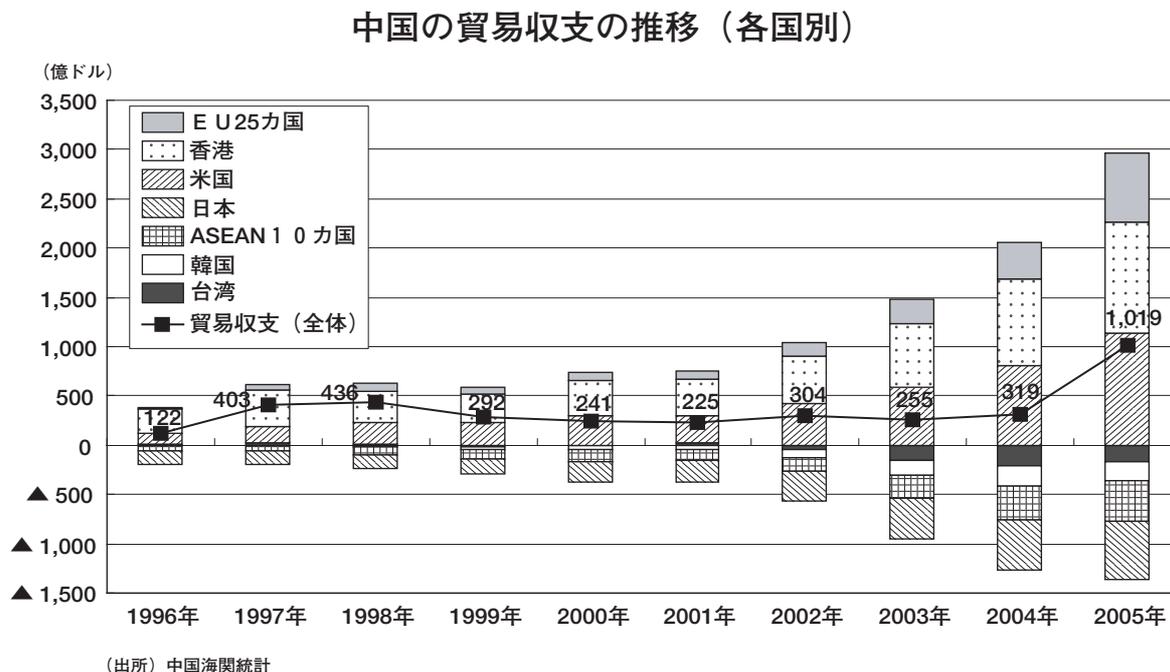
(注2) 固定資産投資伸び率は1月から各期末までの投資累計額の前年同期比。

(注3) 輸出入伸び率と貿易収支は通関ベースの数値。

(注4) 06年4月、国家外資管理局は05年の対内直接投資額を855.1億ドルと発表。なお、各四半期毎の対内直接投資伸び率は商務部が発表した数値(05年各四半期毎の対内直接投資伸び率は、05年に入り政府が発表した04年対内直接投資額の修正値を元に計算)。

(注5) 2006目標欄は06年3月の全人代で設定された数値。なお、06年対外貿易の輸出入総額の伸び率を15%に設定(輸出、輸入それぞれの目標値は設定されていない)。

図表7 中国の対米貿易黒字は着実に拡大

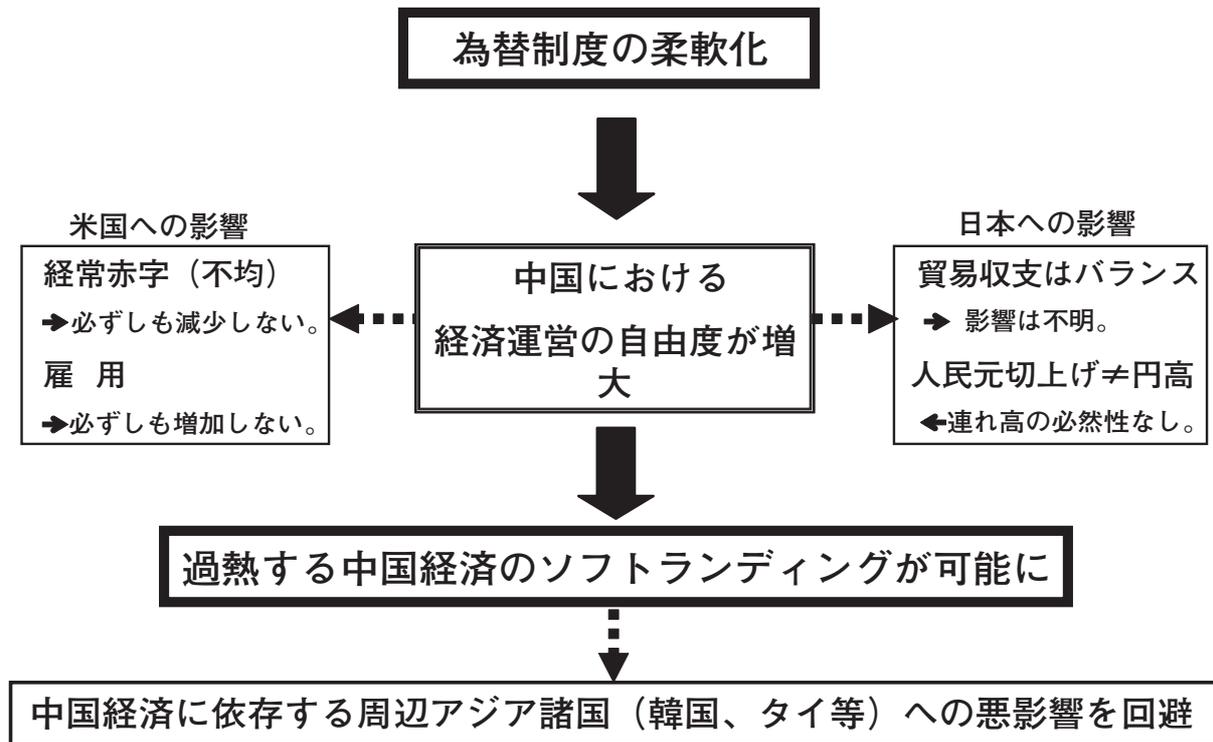


図表8 人民元改革の必要性

- 人民元改革が遅れる中で、米中貿易摩擦の輸出への影響懸念。
 - 人民元切り上げ期待からの投機資金流入を背景とする外貨準備の大幅増加。
- ⇒ 政府のマクロ経済運営の自由度に影響を与える可能性。



図表 9



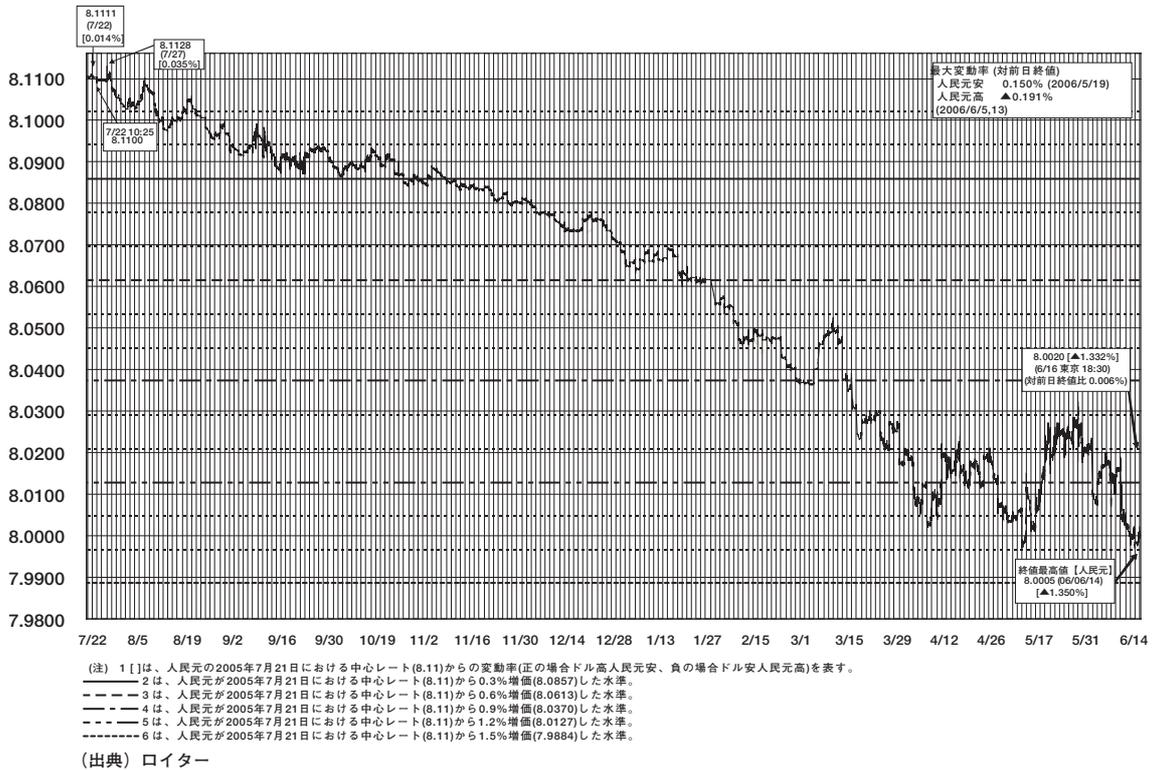
図表 10 新しい中国の為替制度のポイント

- 2005年7月21日（木）、中国人民銀行は、人民元について、より柔軟な為替制度への移行を発表。
 - ・ 人民元の対米ドルレートを、従来の1ドル＝約8.28元から8.11元に調整（約2%切上げ）
 - ・ 「通貨バスケットを参照する新たな管理変動相場制」に移行
- 人民元の日々の取引レートは、毎日公表される「中心レート」から一定の範囲で変動。
 - ・ 対米ドル：中心レートから±0.3%の幅で変動
 - ・ 対非米ドル：中心レートから±3%の幅で変動（2005年9月に拡大後）

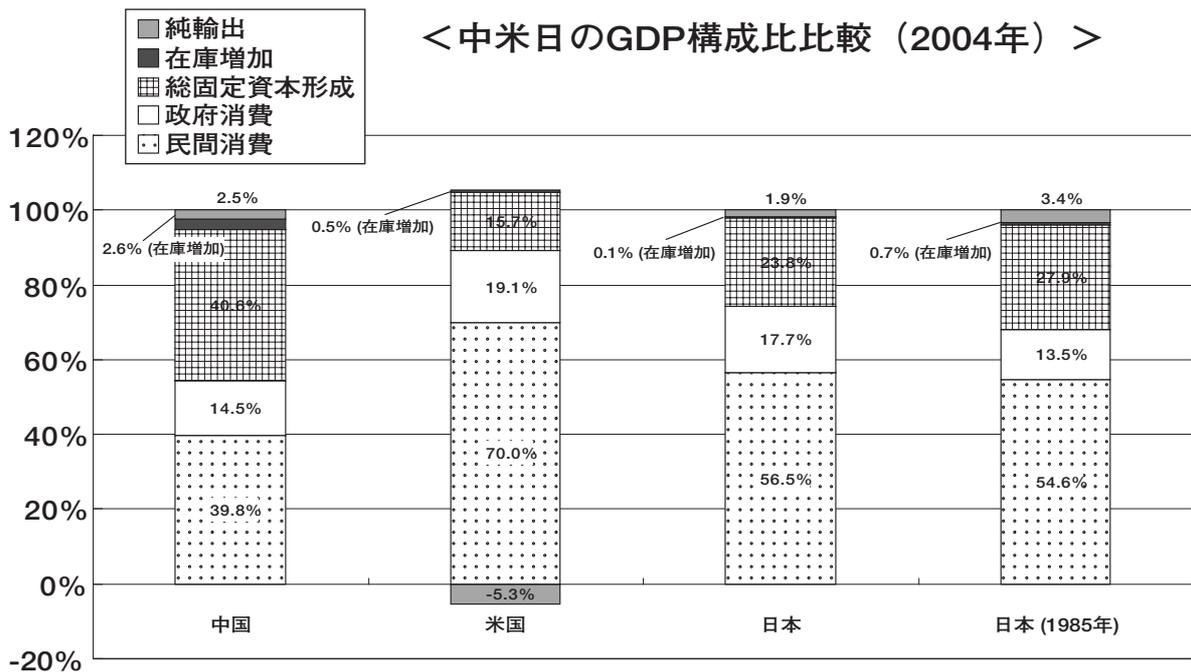
（注）中心レートについて、当初は、人民銀行が人民元の米ドル・円・ユーロ・香港ドルに対するレートの終値を公表、次営業日の人民元取引の中心レートとして設定していた。

2006年1月より「マーケットメーカー制」が導入され、中心レートは、毎営業日の朝、中国外為取引センター（CFETS）がマーケットメーカーより聴取したレートを加重平均し、当該営業日における中心レートを設定・公表。
- その他、中国当局は、先物取引・通貨スワップ取引等の市場インフラ整備、銀行が顧客に請求する手数料の規制緩和、マーケットメーカー制の導入、銀行間の相対（OTC）取引の開始など、周辺制度の整備を順次推進。

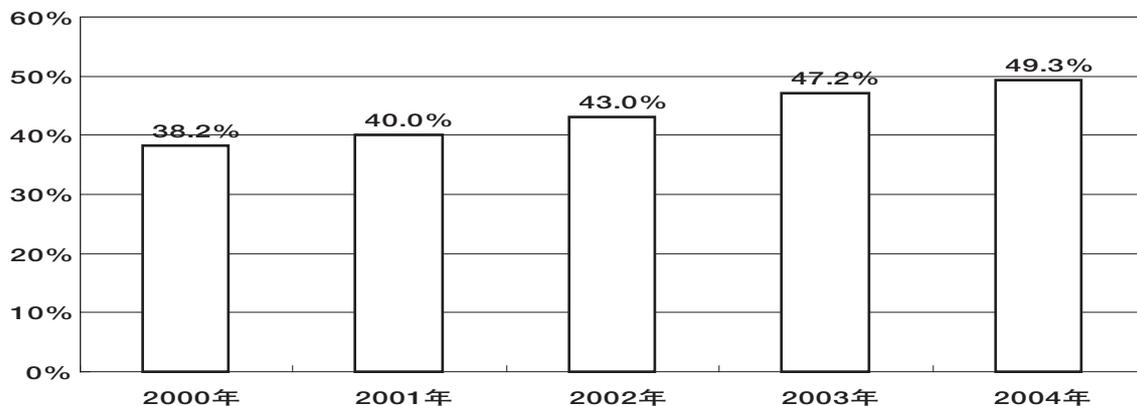
図表 11 制度変更後の人民元の対ドルレートの推移



図表 12 中国経済の特徴：外需と投資に依存。少ない消費。



図表 13 中国の貯蓄率（GDP 比）は高水準で推移



図表 14 中国の対応

- 米中首脳会談後の胡錦涛国家主席発言（2006.4.20）
 - 米国の貿易不均衡等に対する懸念を理解。
 - 我々は、問題を適切に解決するための歩みを続ける。
 - 中国は内需拡大策を実施しており、国家の経済成長を、今後主として内需の拡大により実現しようとしている。
 - 我々は、過度の貿易黒字を追求しない。

- <第11次5カ年計画のポイント>
 - 輸出入をほぼ均衡させる政策を採り、我が国の経済発展における輸入の役割を發揮させる。

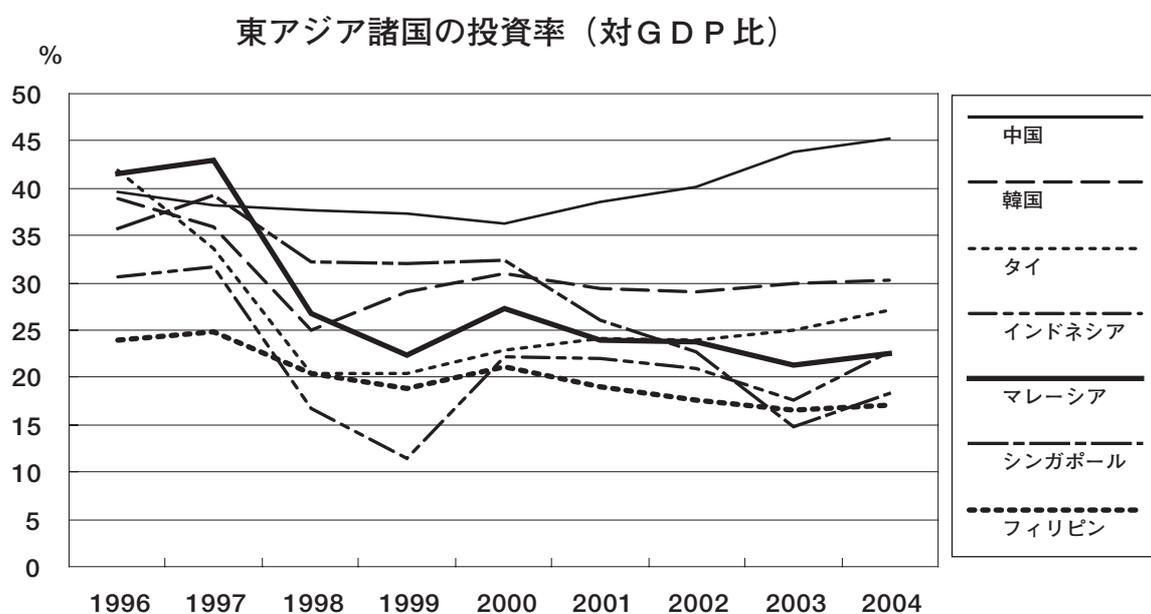
図表 15 中国の中長期的課題

＜経済成長方式の転換＞

投資と輸出が牽引する経済成長から、消費と投資がバランスをとって牽引する経済成長へ

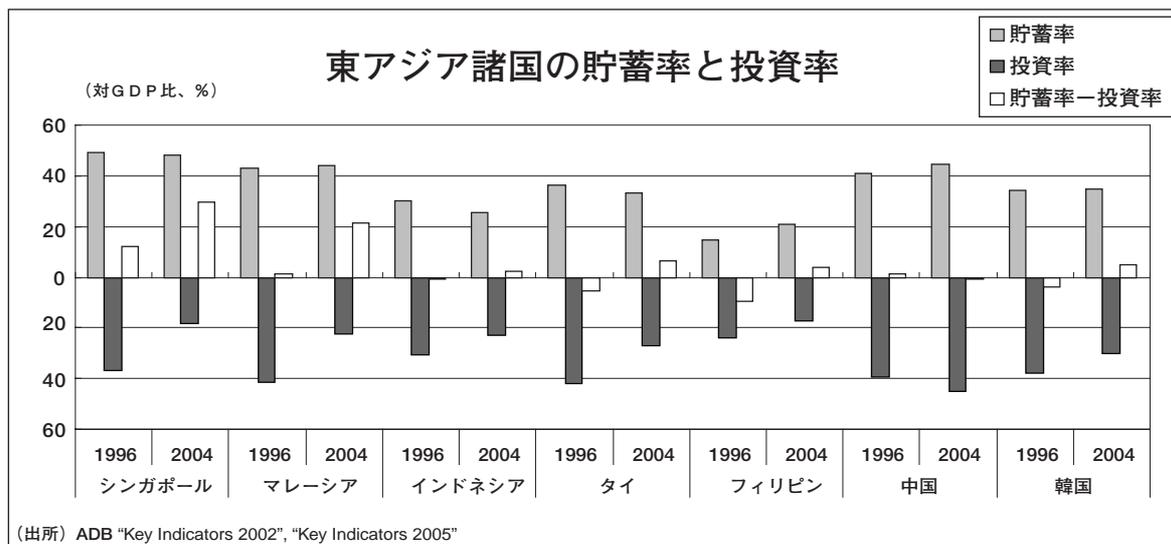
- 新しい経済成長方式と調和の取れた持続可能な社会主義市場経済体制を整備する必要
- 債券市場などの資本市場を発展させ、資金の市場流入ルートを広げるとともに、市場メカニズムの導入を通じて、資金の効率的な活用を促進していく必要
- アジア債券市場等の整備

図表 16 アジア通貨危機以降、中国以外の東アジア諸国は投資を抑制

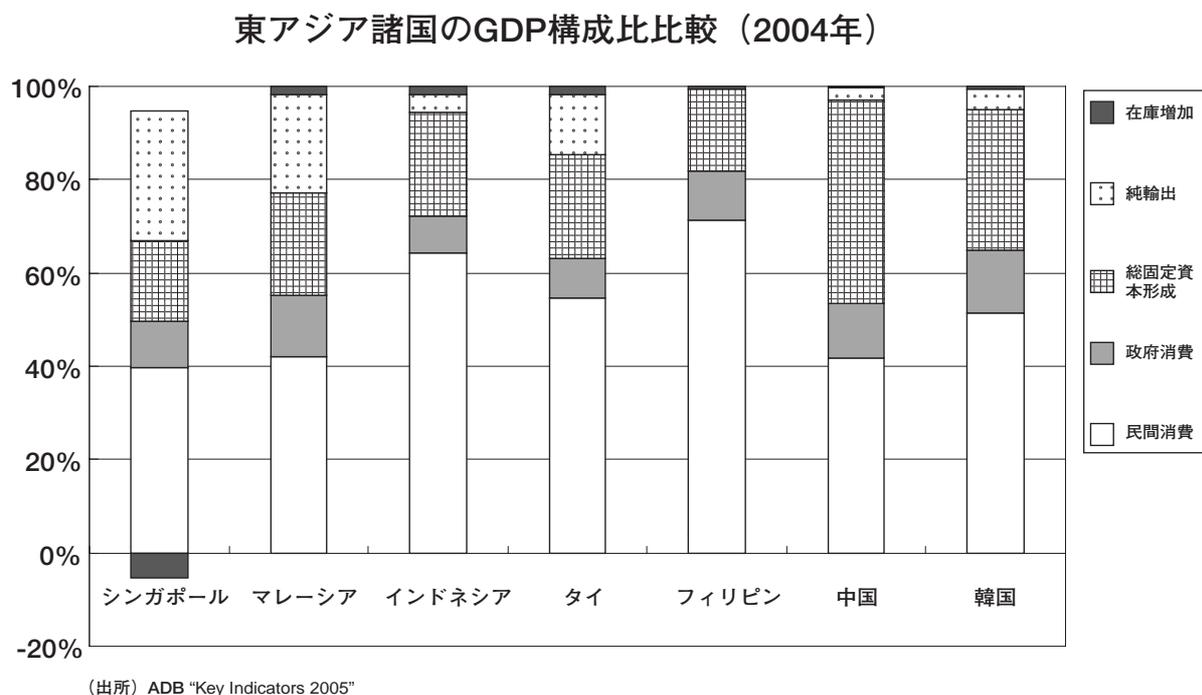


(出所) ADB "Key Indicators 2005"

図表 17 アジア通貨危機以降、高い貯蓄率と抑制された投資の結果、IS バランスはプラスに



図表 18 中国以外の東アジア諸国は、投資拡大余地が大きい。



図表 19 石油価格高騰の影響で、短期的には経常収支が悪化？

アジア各国の経常収支
(対GDP比、%)

	2005	2006	2007
東アジア	5.8	5.5	4.8
中国	7.0	6.7	5.7
香港	11.1	11.0	10.0
韓国	2.1	1.0	1.1
モンゴル	△8.0	△8.5	△8.5
台湾	4.7	5.1	4.8
東南アジア	6.1	5.6	5.2
カンボジア	△10.2	△11.8	△12.5
インドネシア	1.1	1.0	0.9
ラオス	△8.1	△10.0	△10.0
マレーシア	15.7	13.0	11.2
ミャンマー	-	-	-
フィリピン	2.4	1.9	1.8
シンガポール	28.5	28.6	28.2
タイ	△2.1	△2.5	△2.5
ベトナム	△3.6	△2.7	△2.8

(出所) Asian Development Bank, Asian Development Outlook 2006

図表 20 東アジア諸国の課題

- **短期的課題：**
石油価格高騰が経常収支を悪化させるおそれ。
- **中長期的課題：**
インフラ整備・経済成長促進のための貯蓄の有効活用
 - 貯蓄の効率的活用を可能にする環境整備が必要
 - アジア債券市場等の整備

図表 21 期待される日本の役割

- 国内で、財政健全化を含む更なる構造改革
- 対外的に、アジア諸国の構造改革を支援
 - アジア通貨危機の再発を防止するとともに、域内の資金の効率的な活用を可能にする環境の整備を支援
 - 東アジアにおける地域金融協力の積極的な推進

図表 22 東アジアの課題に対する一つの対応策 ～東アジアにおける地域金融協力～

- (1) 地域金融協力の背景
- (2) チェンマイ・イニシアティブ (CMI)
- (3) アジア債券市場育成イニシアティブ
(ABMI : Asian Bond Markets Initiative)
- (4) 「地域通貨単位」

図表 23 東アジアにおける地域金融協力の進展

- 1997.7 アジア通貨危機の始まり：タイバーツ暴落
- 1997.8 タイ支援国会合（東京）
⇒ 総額172億ドルの資金支援
- 1997.9 IMF・世銀総会（香港）
- 1997.11 マニラ・フレームワーク会合
- 2000.5 ASEAN+3 財務大臣会議（タイ・チェンマイ）
⇒ チェンマイ・イニシアティブ（CMI）に合意
- 2003.8 ASEAN+3 財務大臣会議（フィリピン・マニラ）
⇒ アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）に合意
- 2005.5 ASEAN+3 財務大臣会議（トルコ・イスタンブール）
⇒ CMIの強化策、及び、ABMIの将来像を示した「ロードマップ」に合意
- 2006.5 ASEAN+3 財務大臣会議（インド・ハイデラバード）
⇒ 2004年以来のCMIの強化のための見直し作業は成功裏に完了

図表 24 アジア通貨危機からの教訓（1997-98）

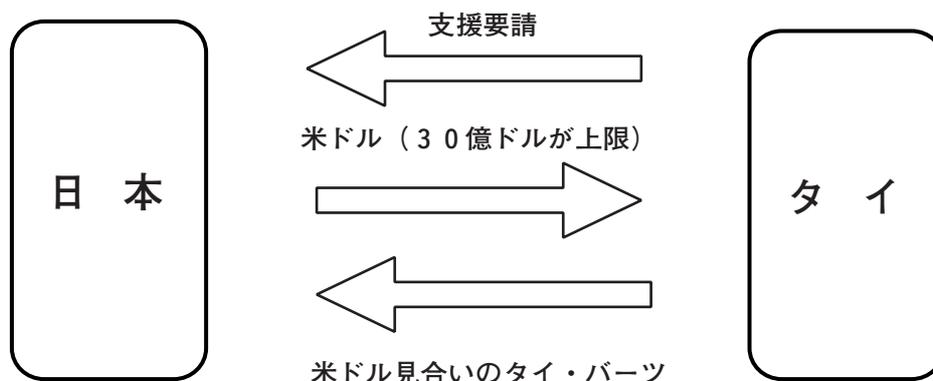
1. ファイナンシャル・ギャップが大幅に拡大。
2. 地域金融協力が効果的であり、必要である。
3. 脆弱な金融システムが危機を悪化させた。
4. 通貨と期間のダブル・ミスマッチが危機の主要な要因であった。

図表 25 地域金融協力イニシアティブ

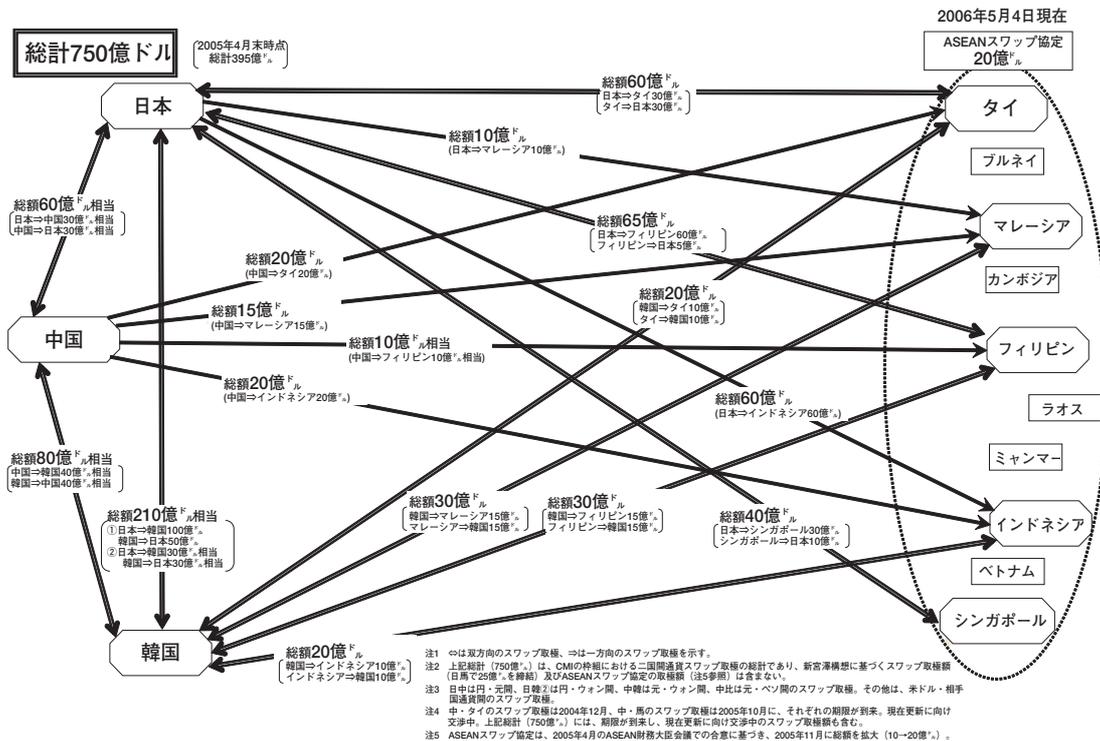
1. チェンマイ・イニシアティブ
(CMI : Chiang Mai Initiative)
 - 短期流動性問題への対処
 - 既存の国際的枠組みの補完
2. アジア債券市場育成イニシアティブ
(ABMI: Asian Bond Markets Initiative)
 - 域内の貯蓄を域内債券市場を通じて利用
 - 資金調達・投資の際の通貨と期間のミスマッチ緩和

図表 26 チェンマイ・イニシアティブとは、二国間の通貨スワップ取極のネットワーク

二国間の通貨スワップ取極の具体例



図表 27 チェンマイ・イニシアティブ (CMI) の枠組みにおける通貨スワップ取極の現状



図表 28 ご参考

第9回ASEAN+3 (日中韓) 財務大臣会議共同声明 (ポイント)
 (2006年5月4日 インド・ハイデラバード)
 =CMI部分抜粋=

➤ チェンマイ・イニシアティブ(CMI)については、大幅な前進が継続。特に、2004年のASEAN+3財務大臣会議以来のCMIの強化のための見直し作業は成功裏に完了。CMIの中核的目である、①短期流動性問題への対処、②既存の国際的枠組みの補完、の堅持を再確認。

1. 集団的意思決定手続の導入：緊急時に複数の二国間通貨スワップ取極(BSA)を迅速かつ同時に発動できるよう集団的意思決定手続を確立。
2. 域内経済サーベイランス能力強化：地域経済について経済・市場専門家などによるGroup of Expertsを設立。早期警戒システムに関するワーキンググループを設置。
3. スワップの規模は昨年比約2倍の総額750億ドルへ拡大：二国間通貨スワップ取極はこの1年間に9本改定され、昨年イスタンブールで合意したCMIの有効性の強化策を反映。

将来を展望し、地域における流動性支援の仕組みとしてより前進した枠組み (「CMIのマルチ化」、あるいは、「ポストCMI」) に向けて、可能な選択肢を検討するため「タスク・フォース」を新たに設けることを、財務大臣代理に指示。

図表 29 現在、ASEAN + 3で行っている政策対話（サーベイランス）

目的

域内の経済情勢と各国の経済政策に関する対話を実施
 ⇒ アジア危機のような事態の予防と緊急時の適切な対処を容易に

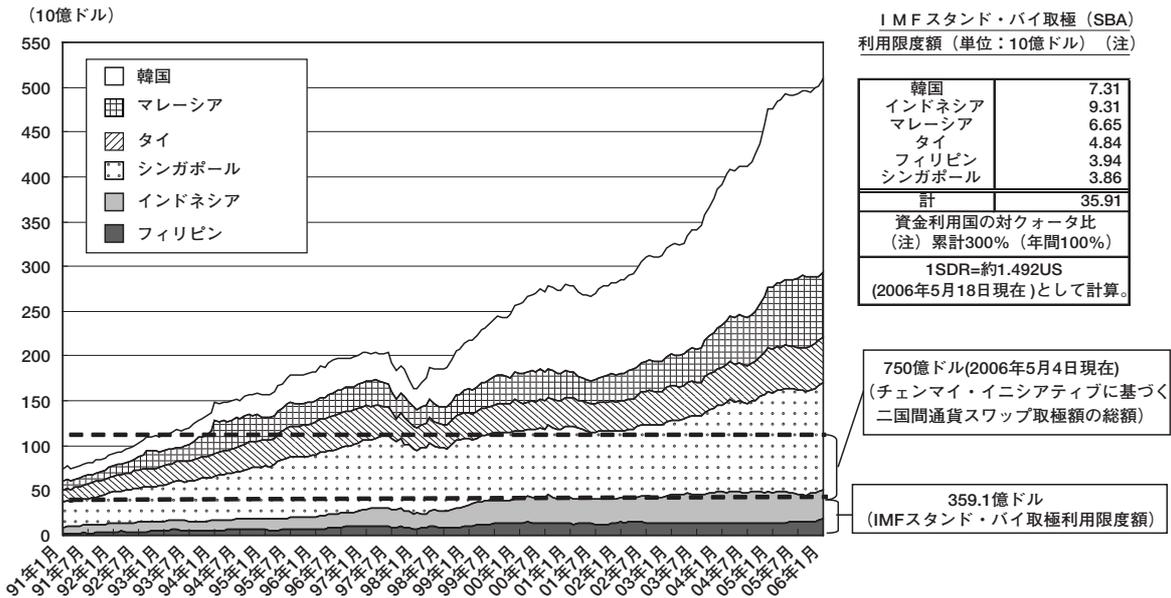
概要

- 年 1 回 ASEAN + 3 財務大臣会議時に財務大臣レベルで開催
- 年 2 回 財務大臣・中央銀行総裁の代理レベルで開催

議題

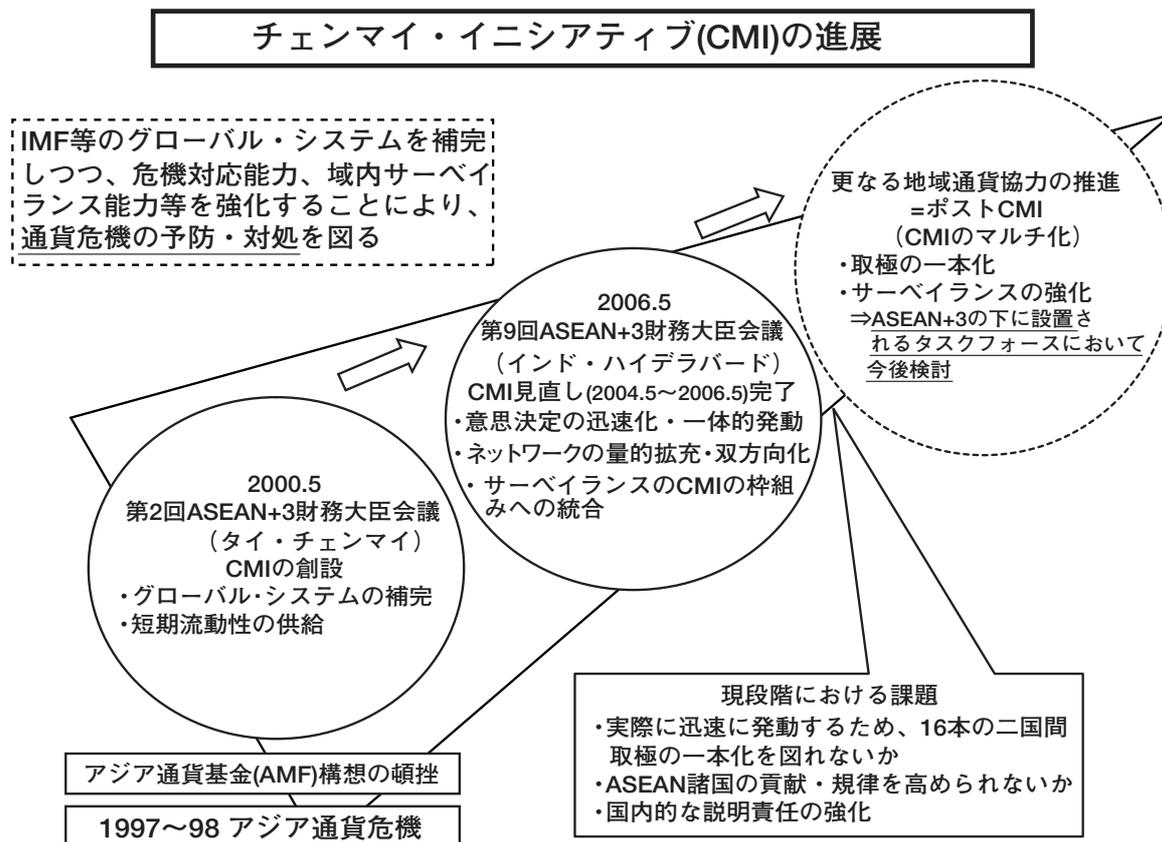
- 域内経済情勢
 - ・ アジア経済を取り巻く環境と見通し（IMF（国際通貨基金）・ADB（アジア開発銀行）が部分参加し、世界・地域経済について説明・討議）
- 域内各国の共通課題（公共料金価格、社会保障など）
- 各国経済
 - ・ 各国が作成する経済レポートを基に討議

図表 30 東アジア諸国の外貨準備高 — ASEAN 5 と韓国 —



(Source) IMF International Financial Statistics

図表 31



図表 32 ABMIの背景と目的

■ 背景

- アジア諸国では貯蓄率が高いが、それが有効利用されていない。
- 域内の債券市場が未発達。
- 資金調達手段が限定的：外資によって供与される短期銀行融資に依存。

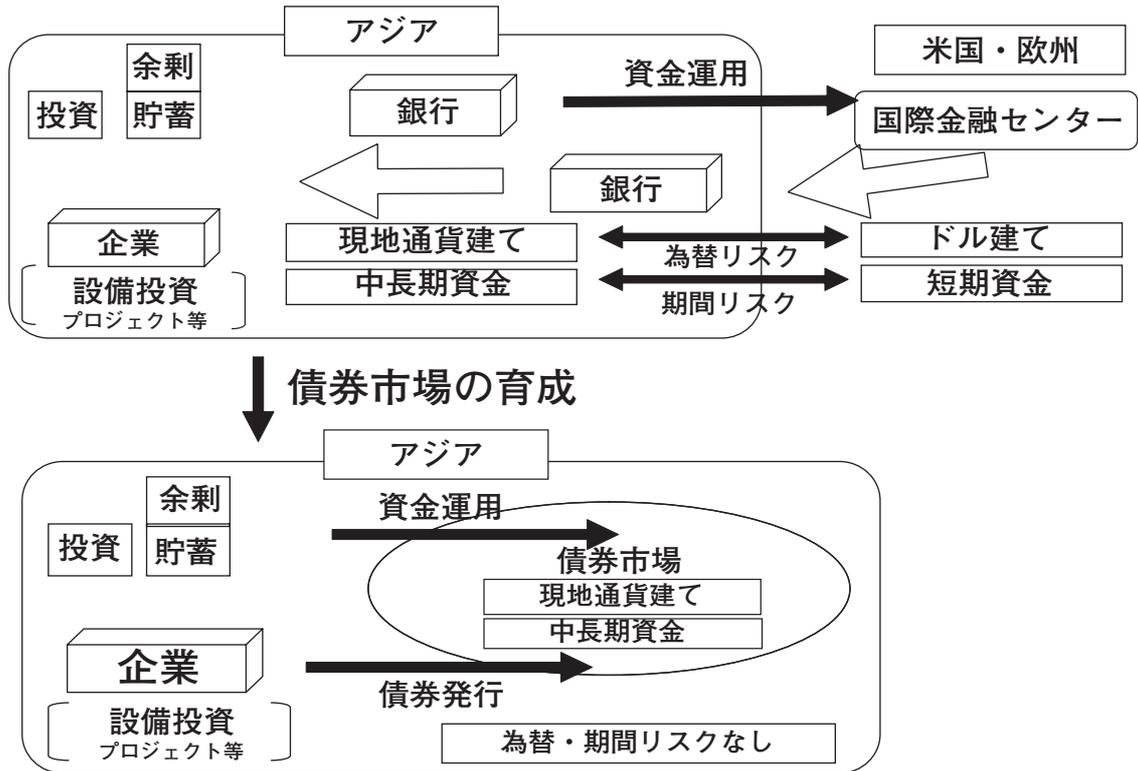
域内の地場銀行に預金された貯蓄は国際金融センターに流出し、再度、ドル建て短期資本として域内に還流し、現地通貨建て長期投資に利用された。

⇒ 期間と通貨のミスマッチ(“二重のミスマッチ”)

■ 目的

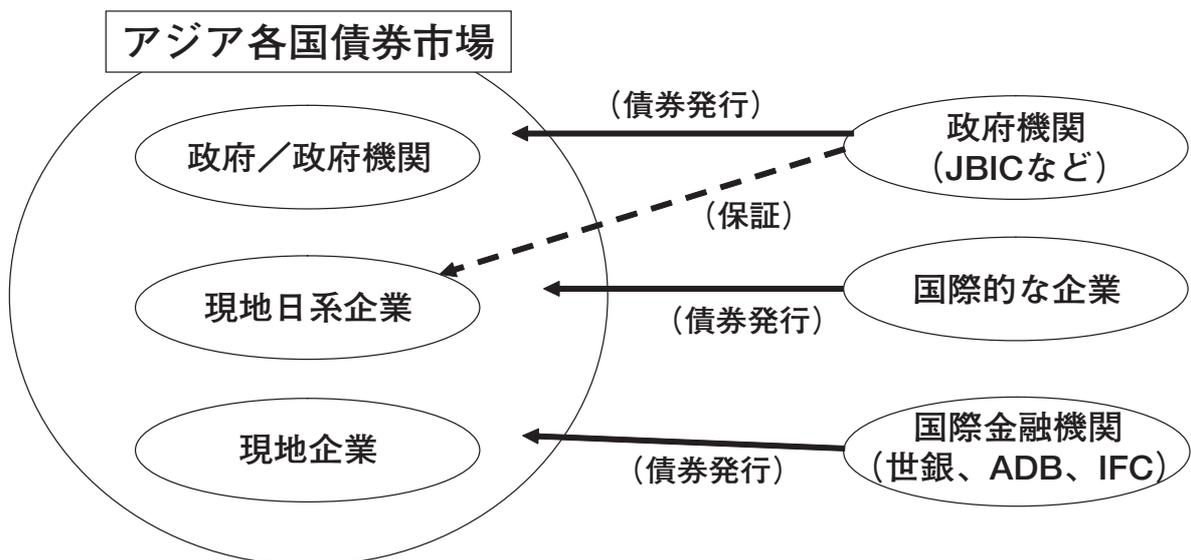
- アジアの民間セクターが、期間と通貨のミスマッチの影響を受けずに、長期にわたる資金調達及び投資をできること。

図表 33 アジア債券市場育成の意義



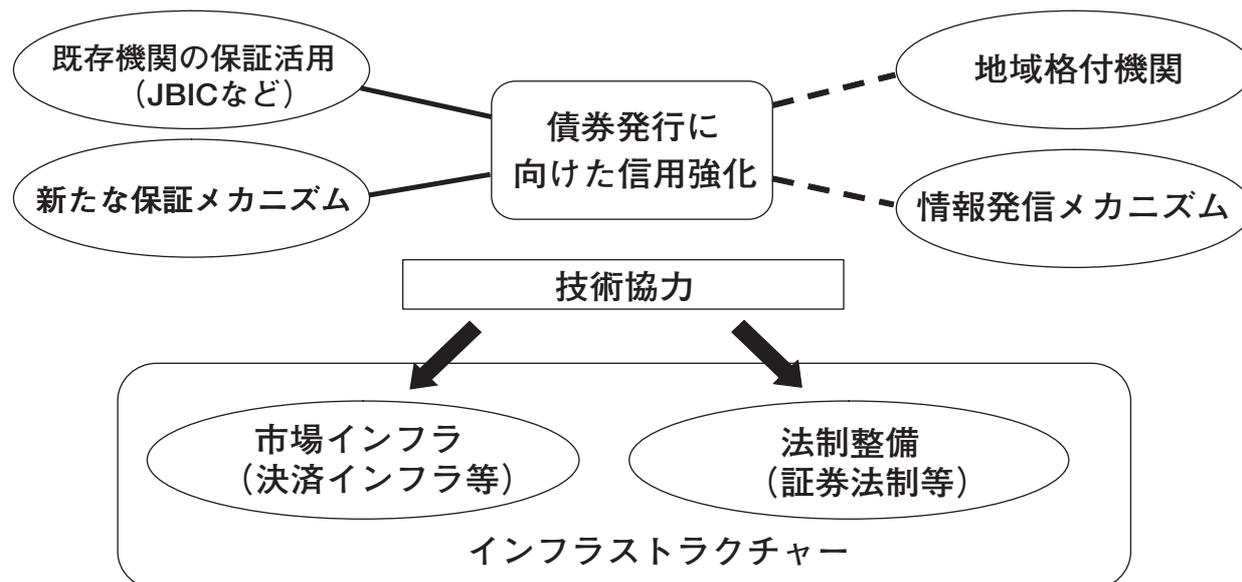
図表 34 ABMI の主な課題

1. 債券発行主体の多様化



図表 35 ABMIの主な課題（続）

2.債券市場のインフラ強化



図表 36 ABMI：包括的かつ多面的なアプローチ

1. 新しい債務担保証券の開発
2. 信用保証および投資メカニズム
3. 外為取引および決済システム
4. 開発金融機関、外国政府系機関、アジアの多国籍企業による現地通貨建て債券の発行
5. 格付機関および情報発信
6. 技術支援

⇒ 多くの具体的成果が生まれている

図表 37 ABMI の主な進展

- タイ（2004年6月）及びマレーシア（2006年1月）における、日系企業による現地通貨建て社債発行に対する、国際協力銀行（JBIC）による限定的な保証付与
- 国際協力銀行（JBIC）と韓国中小企業銀行の保証を付与された、韓国債券担保証券（“汎アジア・ボンド”）の発行（2004年12月）
- 世界銀行による、マレーシア・リングgit建て債券の発行（2005年4月）
- 国際協力銀行（JBIC）によるパーツ建て債券発行（2005年9月）
- 国際金融公社（IFC）は、マレーシア（2005年12月）、中国（2005年10月）において現地通貨建て債券を発行（マレーシア・リングgit建て債券はイスラム債券）
- アジア開発銀行（ADB）は、タイ（2005年9月）、中国、フィリピン（いずれも2005年10月）およびマレーシア（2006年4月）において現地通貨建て債券を発行
- 域内債券市場に関する情報発信のための「アジア・ボンド・ウェブサイト（ABW）」の立上げ（2004年5月）（URL:<http://asianbondsonline.adb.org>）

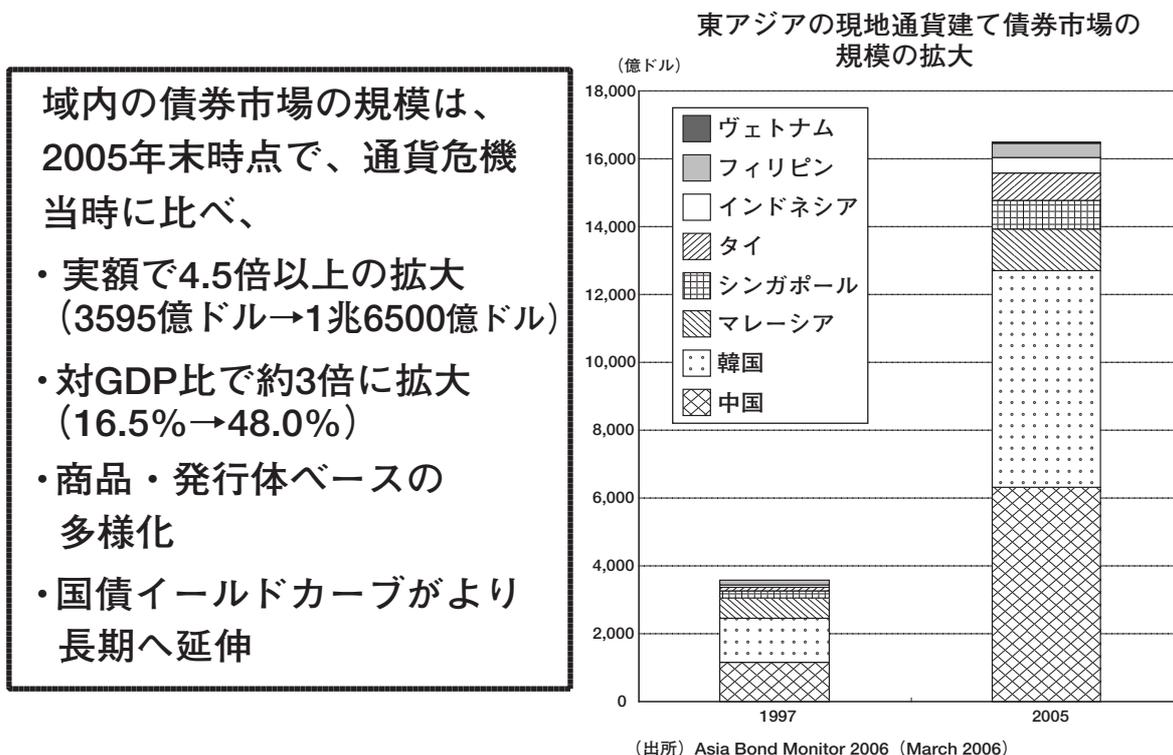
（注1）下線部は我が国の主な貢献。

（注2）ABMIの進展は、アジア・ボンド・ウェブサイト上で閲覧可能な「プログレス・レポート」にまとめられている。

図表 38 ABMI 各起債の概要

発行機関	発行時期	通貨	総額	期間	金利	格付	備考
いすゞタイランド	2004年4月	パーツ	10億パーツ (約30億円)	3年	3.30%	N.A. (私募)	みずほコーポレート銀行保証付与 NEXI(日本貿易保険) 保険付与
トリベチいすゞ	2004年6月	パーツ	35億パーツ (約100億円)	4年	3.35%	AAA (タイFitch)	三菱商事主保証付与 JBIC副保証付与
ADB	2004年11月	リングgit	4億リングgit (約124億円)	5年	3.94%	トリプルA (Fitch, Moody's, S&P)	
汎アジア・ボンド (韓国債券担保証券)	2004年12月	円	77億円	3年	3ヶ月円 LIBOR+20bp	Aaa (Moody's) AA-(S&P)	シンガポール証券取引所に上場。日本を 始めとするアジアの機関投資家に販売
IFC	2004年12月	リングgit	5億リングgit (約155億円)	3年	2.88%	トリプルA (Fitch, Moody's, S&P)	イスラム債券
世銀	2005年4月	リングgit	7.6億リングgit (約235億円)	5年	3.58%	トリプルA (Fitch, Moody's, S&P)	イスラム債券
ADB	2005年5月	パーツ	40億パーツ (約111億円)	5年	3.87%	トリプルA (Fitch, Moody's, S&P)	調達資金はドル転
JBIC	2005年9月	パーツ	30億パーツ (約80億円)	5年	4.78%	Aaa (Moody's) AA-(S&P)	
IFC	2005年10月	人民元	11.3億元 (約158億円)	10年	3.40%	トリプルA (Fitch, Moody's, S&P)	
ADB	2005年10月	人民元	10億元 (約140億円)	10年	3.34%	トリプルA (Fitch, Moody's, S&P)	
ADB	2005年10月	ペソ	25億ペソ (約52億円)	5年	8.70%	トリプルA (Fitch, Moody's, S&P)	
Mitsubishi Motors (Thailand) Co., Ltd.	2005年12月	パーツ	50億パーツ (約145億円)	3年	6.62%	AA+ (Fitch)	東京三菱銀行保証付与 NEXI(日本貿易保険) 保険付与
ORIX Leasing Malaysia Berhad	2006年1月	リングgit	1億5千万リングgit (約45億円)	3年	4.052%	AAA (Rating Agency Malaysia)	オリックス(株)が元本・利子を主保証 予定。JBIC(元本)・三菱東京UFJ銀 行(利子)が副保証予定。
Mitsubishi Motors (Thailand) Co., Ltd.	2006年2月	パーツ	20億パーツ (約60億円)	3年	5.65%	AA+ (Fitch)	三菱東京UFJ銀行保証付与 NEXI(日本貿易保険) 保険付与
P.T. SUMMIT OTO FINANCE	2006年3月	ルピア	1兆ルピア (約120億円)	2~3年 (複数年限の 3トランシェ形式)	各トランシェごとに異なる (国債金利に0.55~ 0.65%上乗せ)	AAA (PEFINDO)	三菱東京UFJ銀行が元本・利子を全 額保証。JBICが元本全額を副保証。
ADB	2006年4月	リングgit	5億リングgit (約155億円)	5年	4.265%	トリプルA (Moody's)	

図表 39



図表 40 「地域共通通貨」(注)

地域金融協力の、考え得る究極的な目標

<目的>

- 1) 域内為替レートの変動による経済成長に対する悪影響の除去
- 2) 通貨の“壁”をなくすことによる地域経済の活性化
- 3) 共通通貨圏の経済規模の拡大による地域経済の国際的地位及び発言力の向上

(注) 「地域共通通貨」は、「地域通貨単位」とは異なる概念である。

図表 41 地域共通通貨の導入に向けた適切な為替制度

両極の為替制度: (two corner solutions)	自由変動相場制 又は 厳格な固定相場制
------------------------------------	---------------------------

対

中間的な為替制度 (通貨バスケット制等)

⇒ 通貨バスケットが東アジアには現実的

⇒ 通貨バスケットは地域共通通貨への礎に

図表 42 地域共通通貨の導入に到る、考え得る長い道筋

