

令和 元年 7 月 1 日現在

機関番号：12601

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2016～2018

課題番号：16K03733

研究課題名(和文) アジアの金融的発展・統合、長期投資の決定、為替レート制度の選択、および日本の役割

研究課題名(英文) Financial development and integration in Asia, long-term investment, choice of exchange rate regimes, and Japan's role

研究代表者

河合 正弘 (Kawai, Masahiro)

東京大学・大学院公共政策学連携研究部・教育部・特任教授

研究者番号：30186051

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,400,000円

研究成果の概要(和文)：研究代表者は、アジア各国の金融市場の発展と国際統合の程度が時間とともにどう変化してきたのかを検討し、それぞれのマクロ経済的な意義を分析した。金融市場の質的な発展が低いまま金融市場の国際統合(対外開放)を行うと、マクロ経済パフォーマンスが低下する可能性が高いという興味深い結果を得た。研究分担者は、アジアの金融市場の発展や国際統合とインフラ投資の関係を検討した。インフラ投資ファイナンスの拡充には、国内貯蓄を長期投資に結びつくよう国内資本市場の整備が必要で、海外資金は国内貯蓄を補充する役割にとどめることが望ましいという結果を得た。中国の「一帯一路」やAIIBの意義・機能・課題についても分析した。

研究成果の学術的意義や社会的意義

研究成果の学術的、社会的意義は極めて大きい。まず研究代表者による研究成果からは、新興諸国が金融市場の対外開放を行ってマクロ経済パフォーマンスを高めるためには、国内金融市場の量的な発展だけでなく質的な発展を達成することが必要であることが示された。研究分担者による研究成果からは、インフラ投資を活性化させるためには、国内の金融資本市場を整備して、貯蓄を投資に結びつける条件を整えることが欠かせないこと、そうした条件なしに海外資金に依存すると金融的な不安定性が高まる可能性があることが示された。中国の「一帯一路」は、経済合理性、開放性、透明性、債務の維持可能性、多国間運営の方向に改善すべきことが示された。

研究成果の概要(英文)：The main investigator examined how the degrees of financial market development and its global integration in Asia has evolved over time and analyzed their macroeconomic implications. He obtained an interesting result that if a country pursues global financial integration (i.e., financial market opening) with a low degree of the quality of financial market development, its macroeconomic performance tends to be low. The collaborating investigator examined the implications of financial market development and integration in Asia for infrastructure investment. He obtained the result that the expansion of infrastructure investment financing would require the establishment of domestic financial markets which intermediate domestic savings for investment, while limiting the role of foreign financing to supplementing domestic savings. The study also examined the role, function, and challenges of China's Belt and Road Initiative and the Asian Infrastructure Investment Bank (AIIB).

研究分野：国際金融 アジアの金融市場

キーワード：国際金融 アジアの金融発展 国際資本移動 金融市場の対外開放 アジア債券市場 インフラ投資とPPP プロジェクトファイナンス 一帯一路とAIIB

1. 研究開始当初の背景

本研究の開始当初は、アジアにおける金融市場の発展・統合、長期投資（インフラ投資など）の決定、および為替レート制度の選択の問題を分析し、これらの点での日本の役割を検討することを目的とした。とくに、金融市場の発展・国際統合の程度と観察される為替レート制度を定量化して、その間の相互依存関係を分析することもめざした。まず、金融市場の発展・国際統合とマクロ経済指標の間の関係を明らかにすることをめざした。次いで「国際金融のトリレンマ」の観点から、金融市場の国際統合の程度と為替レート制度の選択を相互に独立したものとしてとらえるのではなく、金融政策の自由度とともに、同時に決定されることを実証的に示すことをねらった。

本研究のもう一つの意義は、金融的な発展と国際統合の問題を長期資本投資の問題と関連付けてとらえることである。一国の長期投資を促進するためには、国内外の貯蓄を動員する必要があるが、インフラ投資や企業投資など長期投資の決定因を探ることで、アジアの低貯蓄国における長期投資の促進のための具体的な政策含意を明らかにしようとした。

2. 研究の目的

本研究の目的は、アジアにおける金融市場の発展・統合、インフラ投資などの長期投資、為替レート制度について分析し、これらの点での日本の役割を検討することである。

より具体的には、第一に、新興アジア諸国における金融市場の発展と国際統合（国際資本移動の自由化）の程度を定量化し、各国ごとの時系列的な変化やマクロ経済的な含意を分析する。第二に、アジアの新興国を中心としたインフラ投資など長期投資の動向の変化の要因を探るにあたり、官民協調 PPP などにおける金融的発展・国際統合の役割を分析する。第三に、各国の為替レート制度の時系列的変化を定量化し、その決定要因を「国際金融のトリレンマ」の視点から総合的に分析する。第四に、アジアにおけるインフラ・ファイナンスの重要性が認識されるなかで、アジアの金融市場の発展・国際統合と長期投資を安定的に促進するための政策的な含意を得て、日本の役割を明らかにする。

これらの目的の大半は達成された。しかし、十分に達成されなかった部分もみられた。研究代表者（河合正弘）に関わる部分では、「国際金融のトリレンマ」の制約の下で、国際金融統合度（国際資本移動の自由度）、為替レートの安定度、金融政策の自由度の三者が同時に選択されるという仮説を十分検証することができず、これは今後の課題として残された。研究分担者（西澤利郎）に関わる部分では、インフラ投資の決定因に関する数量分析が不十分なまま残された。これも今後の研究課題として残された。

その代わりに、当初の研究計画に明示的に盛り込まれなかった研究課題を追求することができた。それは、中国の「一帯一路」構想やアジアインフラ投資銀行（AIIB）の設立が多くの上国への関心を集めるなかで、アジアのインフラ投資を安定的に促進するという観点から、「一帯一路」や AIIB の批判的な分析を行うことを通じて、日本の役割を明らかにすることである。

3. 研究の方法

研究の方法は数量分析と政策分析を組み合わせたものである。研究活動は、大きくまとめて、①データベースの構築、②金融市場の発展と統合の程度を数量化して把握する、③金融市場の発展と統合の程度とマクロ経済指標との間の関係を数量・計量的に分析し、その分析結果を解釈する、④長期投資の動向やインフラ・ファイナンスの現状を分析し、金融市場の発展・統合との関連を検討する、⑤中国の「一帯一路」構想と AIIB の意義・機能・課題を明らかにし、以上の分析の政策的含意を求める、⑥学術論文の作成、平易なかたちでの結果の普及、の各作業に分けることができる。

平成 28 年度（一年目）はこのうち主に①と②に、平成 29 年度（二年目）には主に③、④、⑤に、平成 30 年度（三年目）は主に⑤と⑥にそれぞれ集中して取り組んだ。

4. 研究成果

研究代表者は、アジア各国の金融市場の発展・国際統合の程度が時系列的にどのように変化して

きたのかについて検討した。まず量的な発展と質的な発展の両者を数量的にとらえ、次いで各国の金融市場の量的・質的な発展と国際金融統合度（国際資本移動の自由度）の間の相関関係を数量的に分析し、さらに、金融市場の国際的な統合度とマクロ経済パフォーマンスとの関係について、金融市場の質的な発展を考慮に入れた上で、数量的に分析した。その結果、金融市場の質的な発展が低いまま金融市場の国際的な統合（対外開放）を行うと、マクロ経済パフォーマンスが低下する可能性が高いという極めて興味深い結果を得た。この点について、論文としてまとめ、発表した。

研究分担者は、アジアの金融市場の発展や国際統合がインフラ投資にどのような意義をもつのかを検討した。アジアのインフラ投資ファイナンスの拡充には、国内貯蓄を長期投資に結びつけるべく国内資本市場の整備が必要で、海外資金は国内貯蓄を補完する役割にとどめることが望ましい、また官民協調PPP方式によるインフラ投資には大きな課題があるとの結果を得た。この点についても、論文としてまとめ、発表した。

これらに関連する研究として、中国の「一帯一路」構想とAIIBの意義・機能・課題について、データをもとに分析を行い、いくつかの成果を上げた。「一帯一路」構想は、AIIBとは異なり、経済的な合理性、開放性、透明性、借り入れ国の債務の維持可能性が必ずしも十分考慮されておらず、多国間での運営もなされていないという問題を抱えていることが示されている。それらは論文として公表され、以下にもリストアップされている。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕（計 9 件）

ITO, Hiroyuki and Masahiro KAWAI, "Quantity and Quality Measures of Financial Development: Implications for Macroeconomic Performance." *Public Policy Review*, 14:5 (September 2018), pp. 803-834.

NISHIZAWA, Toshiro. "Infrastructure Investment and Finance in Asia." *Public Policy Review*, 14:5 (September 2018), pp. 925-953.

KAWAI Masahiro. "Comment on 'China's New Role in the International Financial Architecture'." *Asian Economic Policy Review*, Vol. 12, Issue 2, July 2017, pp. 280-281.

KAWAI, Masahiro and Kanda Naknoi, "ASEAN's Trade and Foreign Direct Investment: Long-term Challenges for Economic Integration." *Singapore Economic Review*, 62:3 (2017), pp. 643-680.

KAWAI, Masahiro and Victor Pontines. "Is There Really a Renminbi Bloc in Asia?: A Modified Frankel-Wei Approach." *Journal of International Money and Finance*, 62 (2016), pp. 72-97.

ITO, Hiro and Masahiro Kawai. "Trade Invoicing in Major Currencies in the 1970s-1990s: Lessons for Renminbi Internationalization." *Journal of the Japanese and International Economies*, 42 (2016), pp. 123-145.

河合正弘「『一帯一路』構想とAIIBの役割（2016-2018年）」、『運輸と経済』、第78巻、第12号（2018年12月）、49-57頁。

伊藤宏之・河合正弘「金融市場の量的・質的な発展：指標化とマクロ経済的な意義」、『フィナンシャル・レビュー』133、2018年3月、8-35頁。

西澤利郎「アジアのインフラ投資ファイナンス」、『フィナンシャル・レビュー』133、2018年3月、109-132頁。

〔学会等発表〕（計 41 件）

KAWAI, Masahiro. "Connecting Europe's and Japan's Connectivity Agendas: Prosperity and Security in the Indo-Pacific." Presentation made at the Roundtable and Policy Dialogue, "Connecting Europe's and Japan's Connectivity Agendas: Prosperity and Security in the Indo-Pacific," organized by the European Policy Centre, Brussels, 28-29 March, 2019.

KAWAI, Masahiro. "Japan's Relations with China and the US in the midst of China-US Trade Conflict." Presentation made at the 5th PKU-UTokyo Forum, "Co-creating the Future: Challenges, Opportunities and Power Dynamics in the 21st Century," organized by the University of Tokyo and Peking University, Tokyo, 23 February 2019.

KAWAI, Masahiro. "Financial Stability in Emerging Asia: Capital Flows and Debt Sustainability." Presented at the Meiji University – CASS Academic Symposium, "Regional Cooperation and Financial Stability: Risks and Opportunities," organized by Meiji University, Tokyo, 17 December 2018.

河合正弘「『一帯一路』構想、AIIB、『インド太平洋戦略』」、PECC 第 55 回日本委員会 (JANPEC) 総会での報告、日本国際問題研究所、東京、2018 年 12 月 7 日。

KAWAI, Masahiro. "World Economic Development: Opportunities and Challenges." Presentation made at the Annual Conference of China International Finance Society, "World Economy and China 2019 : The Future of the Global Economic and Financial System, hosted by Bank of China, Beijing, 13 November 2018.

KAWAI, Masahiro. "The Trump Administration and US-China Trade War." Presentation made at the 8th Asia-Pacific Forum on Economy and Finance, "Ten Years after 2008: New Challenges to Global Financial Stability," organized by Central University of Finance and Economics, Beijing, 12 November 2018.

KAWAI, Masahiro. "Japan's Approach to Regional Economic Integration and Cooperation." Presentation made at the "2018 JIIA-IIR Dialogue," organized by the Japan Institute of International Relations (JIIA) and the Institute of International Relations (IIR) of National Chengchi University, Tokyo, 30 October 2018.

KAWAI, Masahiro. "Lessons Drawn from the Past and Challenges Ahead: A Japanese Perspective." Presentation made at the International Conference, "Ten Years after the Global Financial Crisis: Lessons and Challenges," organized by the Institute of World Economic and Politics (IWEP), Chinese Academy of Social Sciences (CASS), Beijing, 15 October 2018.

KAWAI, Masahiro. "Addressing Economic and Financial Challenges through International Policy Cooperation: Lessons from the Past and Prospects for the Future." Presentation at the BSP 7th International Research Conference, "Expanding the Boundaries of Central Banking in an Environment of Globalized Finance," organized by Bangko Sentral ng Pilipinas, Manila, 24-25 September 2018.

KAWAI, Masahiro. "Northeast Asia Financial Development, Integration and Cooperation." Presentation made at the ERINA International Workshop, "Toward Northeast Asian Economic Integration," organized by the Economic Research Institute for Northeast Asia, Tokyo, 6 September 2018.

KAWAI, Masahiro. "A Decade after the Global Financial Crisis: Promoting Financial Stability in Asia." Presentation made at the conference, "G20 Global Financial Stability Conference 2018," organized by the Ministry of Strategy and Finance and the Korea Development Institute, Seoul, 14 June 2018.

KAWAI, Masahiro. "Central Banking and Financial Stability." Presentation at the conference, "Ten Years after the Global Financial Crisis: Retrospects and Prospects," organized by the Korea Institute of Finance, Seoul, 7 June 2018.

KAWAI, Masahiro. "Regional Financing Arrangement for Financial Stability: An Asian Perspective." Presentation made at the "2nd Joint RFA Research Seminar," organized by ASEAN+3 Macroeconomic Research Office (AMRO), European Stability Mechanism (ESM) and Latin American Reserve Fund (FLAR), held in Cartagena de Indias (Colombia), 17-18 May 2018.

KAWAI, Masahiro. "Japan's Growth Challenges." Presentation made at the conference, "Brookings—V20 Workshop on Social Cohesion," organized by Brookings Institution and University of British Columbia, held in Washington, DC, on 18 April 2018.

KAWAI, Masahiro. "Role of CMIM and AMRO: Promoting Regional Financial Stability." Presentation made at the 2017 ASEAN+3 Financial Forum, "Adapting to a Changing World," AMRO, Asahikawa, 11 December 2017.

KAWAI, Masahiro. "Capital Flows and Exchange Rates: An Asian Perspective." Presentation made at the Eminent Persons Group "Programme of the Symposium on Global Financial Governance," Frankfurt, 4-5 December 2017.

河合正弘、「中国の『一帯一路』構想」、国際アジア共同体学会『日中 45 周年「一帯一路」』、東京、2017 年 11 月 30 日。

KAWAI Masahiro. "The Role of Mega Regional FTAs in the Age of Uncertainty." Presentation made at the Second Ministerial Conference on Regional Economic Cooperation and Integration, UNESCAP and ADB, Bangkok, 21-23 November 2017.

KAWAI Masahiro. "CJK Financial Cooperation: Implications for East Asia and Beyond." Presentation made in the international workshop on "Economic and Financial Cooperation in East Asia: A China-Japan Dialogue," IIMA, IEFI-MOF, and ADBI, Tokyo, 2 November 2017.

KAWAI Masahiro. "International Trade and the New World Order: A View from Japan." Presentation made at the 14th Asia-Europe Economic Forum, "Prospects for Asia-Europe Economic Cooperation in a New World Order," Seoul, 20-21 September 2017.

KAWAI Masahiro. "RMB Internationalization and the Belt and Road Initiative." Presentation made in the international conference, "Global Economic Governance in the Wake of Globalization and Anti-globalization," China Foreign Affairs University, Beijing, 16 June 2017.

KAWAI Masahiro. "RMB Internationalization." Presentation made in the Central Bank Roundtable, "Change of the International Monetary System and Its Impact on Sino-European Economic and Trade Development," Shanghai Forum, Fudan University, Shanghai, 27 May 2017.

KAWAI Masahiro. "Infrastructure Connectivity in Northeast Asia." Presentation made in the UNESCAP, High-Level Dialogue on Regional Economic Cooperation for Enhancing Sustainable Development in Asia and the Pacific, Bangkok, 21-22 April 2017.

〔図書〕 (計 17 件)

KAWAI, Masahiro. "Asian Bond Market Development." In Tomoo Kikuchi and Masaya Sakuragawa, eds., *Financial Cooperation in East Asia*, RSIS Monograph No. 35 (March 2019), S. Rajaratnam School of International Studies, Nanyang Technological University, pp. 11-26.

KAWAI, Masahiro. "Will the 21st Century Be an Asian Century?: A Global Perspective." In Tomoo Kikuchi and Masaya Sakuragawa, eds., *China and Japan in the Global Economy*. Oxon and New York: Routledge, 2018, pp. 4-45.

KAWAI, Masahiro. "Japan's G20 Presidency for 2019: Potential Agendas and Issues." *Pensamiento Propio*, 48 (Julio-Diciembre 2018): El G20 en tiempos inciertos: Reflexiones en torno a la presidencia argentina, pp. 185-203.

KAWAI, Masahiro. "Asia's Financial Stability as a Regional and Global Public Good." In Antoni Estevadeordal and Louis W. Goodman, eds., *21st Century Cooperation: Regional Public Goods, Global Governance, and Sustainable Development* (London and New York: Routledge, 2017), pp. 312-335.

KAWAI, Masahiro. "International Spillovers of Monetary Policy: The U.S. Federal Reserve's QE and the Bank of Japan's QQE." In Tamim Bayoumi, Stephen Pickford, and Paola Subacchi, eds., *Managing Complexity: Economic Policy Cooperation After the Crisis* (Washington, D.C.: Brookings Institution Press, 2016), pp. 139-176.

BASU DAS, Sanchita and Masahiro Kawai, eds. *Trade Regionalism in the Asia-Pacific: Developments and Future Challenges*. Singapore: ISEAS-Yusof Ishak Institute, 2016.

BASU DAS, Sanchita and Masahiro Kawai. "Introductory Overview—Trade Regionalism in the Asia-Pacific: Developments and Future Challenges." In Sanchita Basu Das and Masahiro Kawai, eds., *Trade Regionalism in the Asia-Pacific: Developments and Future Challenges* (Singapore: ISEAS-Yusof Ishak Institute, 2016), pp. 1-25.

KAWAI, Masahiro. "Challenges for the ASEAN Economic Community and ASEAN-Japan Relations." In Masahiro Kawai, Moe Thuzar, and Bill Hayton, *Research Paper, Asia Programme: ASEAN's Regional Role and Relations with Japan: The Challenges for Deeper Integration* (London: Chatham House, February 2016), pp. 6-15.

河合正弘「『一帯一路』構想と『インド太平洋』構想」、日本国際問題研究所「反グローバリズム再考：国際経済秩序を揺るがす危機要因の研究『世界経済研究会』報告書」（平成 31 年 3 月）、83-116 頁、平成 30 年度外務省外交・安全保障調査研究事業。

河合正弘「AIIB は中国にとってどのような意味をもつか?」、羽場久美子編『21 世紀、大転換期の国際社会：いま何が起きているのか?』（法律文化社、2019 年 1 月）、78-96 頁。

河合正弘「『地経学』から見る 21 世紀の世界」、日本国際フォーラム JFIR World Review, Vol. 2 (2018 年 12 月)、特集「地経学」とは何か、6-28 頁。

河合正弘編著『北東アジアの経済成長 構造改革と域内協力』、日本評論社、ERINA 北東アジア研究叢書 7、2018 年 7 月。

河合正弘「序章 北東アジアにおける経済成長の課題と域内経済協力」、河合正弘編著『北東アジア

の経済成長 構造改革と域内協力』、日本評論社、ERINA 北東アジア研究叢書 7、2018 年 7 月、1-49 頁。

河合正弘「第 1 章 日本経済の成長と北東アジア」、河合正弘編著『北東アジアの経済成長 構造改革と域内協力』、日本評論社、ERINA 北東アジア研究叢書 7、2018 年 7 月、51-110 頁。

新井洋史・エンクバヤルシャクダル・河合正弘・中島朋義・南川高範「第 7 章 北東アジアの経済相互依存と経済協力」、河合正弘編著『北東アジアの経済成長 構造改革と域内協力』、日本評論社、ERINA 北東アジア研究叢書 7、2018 年 7 月、271-317 頁。

河合正弘「終章 北東アジア地域の経済展望」河合正弘編著『北東アジアの経済成長 構造改革と域内協力』、日本評論社、ERINA 北東アジア研究叢書 7、2018 年 7 月、319-323 頁。

河合正弘「『一帯一路』からユーラシア新秩序へ」、進藤榮一・周瑋生・一帯一路日本研究センター編『一帯一路からユーラシア新世紀の道』（日本評論社、2018 年）、10-19 頁。

〔産業財産権〕

○出願状況（計 件）

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
出願年：
国内外の別：

○取得状況（計 件）

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
取得年：
国内外の別：

〔その他〕

ホームページ等

6. 研究組織

(1) 研究分担者

研究分担者氏名：西澤利郎

ローマ字氏名：NISHIZAWA, Toshiro

所属研究機関名：東京大学

部局名：大学院公共政策学連携研究部・教育部

職名：特任教授

研究者番号（8 桁）：70727768

(2) 研究協力者

研究協力者氏名：

ローマ字氏名：

※科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属されます。