

令和 6 年 6 月 10 日現在

機関番号：12613

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2019～2023

課題番号：19K01621

研究課題名(和文) 東アジア地域通貨取極め(CMIM)と国際的な資金フローの関係

研究課題名(英文) Regional Financial Arrangements in East Asia (CMIM) and international financial flows

研究代表者

根本 洋一(NEMOTO, Yoichi)

一橋大学・大学院経済学研究科・特任教授

研究者番号：00823410

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 2,800,000円

研究成果の概要(和文)：1997年のアジア通貨危機を契機に開始された東アジアの地域通貨取極めとサーベイランスは、2008年の世界金融危機後チェンマイイニシアティブのマルチ化(CMIM)やアセアン+3マクロ経済調査オフィスの設立とその後の国際機関化など、制度的な進展を見せた。本研究は、法的根拠、経済サーベイランスの組織、経済レポートの公表、ガバナンスについて、他地域の地域通貨取極めと比較することで課題を明らかにしようとするものである。本問題を考えるにあたり、具体的な東アジアの資金フローとの関係を調査するようにした。

以上の研究結果を、内外の大学で発表または講義するとともに、政策当局者参加の会議などで発表した。

研究成果の学術的意義や社会的意義

世界金融危機後制度的進展を見せた東アジアの地域通貨取極めは、他地域の地域通貨取極めと比較して、意思決定についても全会一致方式を回避し、明確な多数決方式を採用、経済サーベイランスの組織としてAMROを設立、AMROの国際機関移行後には文書の公開の方式を策定、などの点において遜色がないが、国際条約に法的根拠を持つのはAMROだけな点に課題がある。

2010年代を通じ、資金フローの流入は続いたが地域全体として大きな問題に至ることは回避したものの、新型コロナ発生時に再度資本流出が見られた。

研究成果の概要(英文)：The East Asia's regional financial arrangements (RFA), which started from the experiences of the Asian Financial Crisis of 1997-98, showed an institutional advancement such as multilateralization of Chiang Mai Initiative (CMIM) and establishment of ASEAN+3 Macroeconomic Research Office (AMRO) and its transformation into an international organization (AMRO/IO) after the Global Financial Crisis of 2008-09.

This study aims to consider the East Asian RFA's challenges by comparing it with RFAs of the other regions. Special attention is paid to (1) legal base, (2) economic surveillance office, (3) publication of their economic reports and (4) governance. While considering issues, capital flow into and out of those regions are also examined.

The research results have been presented to researchers and students of the Universities both inside and outside Japan and to policy-makers and international organizations at the policy-related meetings in East Asia.

研究分野：国際金融

キーワード：地域通貨取極め アセアン+3マクロ経済調査オフィス(AMRO) チェンマイ・イニシアティブのマルチ化(CMIM) 経済サーベイランス 新興市場国への資金フロー アジア通貨危機 世界金融危機 国際機関設立

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、研究者個人に帰属します。

様式 C - 19、F - 19 - 1 (共通)

1. 研究開始当初の背景

1997年～98年のアジア通貨危機の経験を基に、2000年にアセアン10か国と日中韓により通貨危機対処のメカニズムとして創設されたチェンマイ・イニシアティブ(CMI)は、2008年～09年の世界金融危機を契機として、制度面の前進があった。具体的には、2010年のCMIのCMIMへの移行(チェンマイ・イニシアティブのマルチ化)と2011年のアセアン+3(日中韓)マクロ経済調査オフィス(AMRO)の創設とその後の国際機関化(以下、前者のシンガポール法人をAMRO/COMPANY、国際機関をAMRO/IOと表記)などが達成されている。

世界金融危機後、ほぼ同時期に、東アジア以外でもユーロ圏をはじめとして通貨危機対処メカニズムが新設されてきており、これらを地域通貨取極め(Regional Financial Arrangements: RFA)と称されるようになってきており、東アジアとそれ以外の地域のメカニズムと比較することが可能となった。

2. 研究の目的

- (1) 本研究は、地域通貨取極め(RFA)として他地域に先行するCMIMについて、その課題を明らかにしようとした。具体的には、その法的根拠、経済サーベイランスの組織、経済レポートの公表、ガバナンス(特に発動に当たっての意思決定方式)について他の枠組みとの共通点、相違点を明らかにしようとした。
- (2) 加えて本研究においては、通貨危機の予防・対処の枠組みを考察するに当たり、具体的な資金フローとの関係を踏まえるようにした。

3. 研究の方法

- (1) 地域通貨取極めに関係する枠組みについて、その設立協定や発表文書を分析することで基礎情報を収集した上で、そのうちのいくつかの機関(AMRO、EFSF/ESM、IMFなど)については、その本部または東京事務所において担当者からヒアリングを行った。
- (2) 資本フローについては、所属する一橋大学からBloomberg経由のデータを入手するとともに、AMROからも同機関が加工した資本フローデータの提供を受けた。
- (3) アジア開発銀行(ADB)とAMRO主催によるアジア通貨危機以降の地域金融協力を研究するプロジェクトや、G20大阪首脳会議への政策提言をおこなうT20(Thinktank 20)に参加し、政策担当者との意見交換をするようにした。

4. 研究成果

- (1) 地域通貨取極め(RFA)に関係する枠組み
表1に研究成果を要約している。

表1：世界通貨危機後に設立された地域通貨枠組みとそのサーベイランス機関

International Organizations/ Institution	Year of Establishment	Region	Legal Bases	Whether Arrangements and Institutions are Described by the Single Legal Source	Governance Decision-Making	Economic Research Report Publication
European Financial Stability Facility (EFSF) (Company set up under Luxembourg law)	2010	Euro members (19 countries)	Contract ("Framework Agreement")	Same	Special majority	No
European Stability Mechanism (ESM) (Public international organization)	2012	Euro members (19 countries)	International Treaty	Same	Special majority	Yes
ASEAN+3 Macroeconomic Research Office (AMRO) (Company established under Singapore law (2011- 2016), public international organization (2016))	2011	ASEAN, China, Japan, and Korea	Contract ("Articles of Agreement") (2011-2016) International Treaty (2016)	Separate	Consensus (special majority in case consensus is not reached)	Limited (2011-2017) Yes (2017-)
Eurasian Fund for Stabilization and Development (EFSD) (Not a legal entity, Eurasian Development Bank manages resources)	2009 (name changed in 2015)	Former CIS countries (6 countries)	International Treaty	No provisions for institutions (financial arrangements only)	Special majority	Yes (they appear on both EFSD's and the Eurasian Development Bank's homepage)
(Cf.) Latin America Reserve Fund (FLAR) (Public international organization)	1978 (name changed in 1991)	8 countries in Central and South America	International Treaty	Same	Special majority (one country, one vote)	Yes
(Cf.) Arab Monetary Fund (AMF) (Public international organization)	1976	22 countries in MENA region	International Treaty	Same	Special majority	Yes
(Cf.) BRICS Contingent Reserve Arrangement (CRA) (Not a legal entity)	2014	Brazil, Russia, India, China, and South Africa	International Treaty	No provisions for institutions (financial arrangements only)	Consensus and special majority (depending on items)	No
(Cf.) International Monetary Fund (IMF) (Public international organization)	1946	All regions	International Treaty	Same	Majority and special majority (depending on items)	Yes

ASEAN = Association of Southeast Asian Nations, CIS = Commonwealth of Independent States, GFC = global financial crisis, MENA = Middle East and North Africa, RFA = regional financing arrangement.
Source: Based on Grabel (2017), Kring et al. (2019), Tominaga (2020), and the organizations' homepages.

(注) Nemoto and Pang (2022)から。なお、EFSFとESMの発足時の加盟国数は17か国でその後19か国になった。

以下の点を指摘することができる（内容は、Nemoto and Pang (2022)の中で纏めている、またこの間の枠組みの進展については表2参照）。

AMF と FLAR は、世界金融危機に先行して設立されていた（1976年と1978年）がその規模は小さかったのに対し、世界金融危機後に大規模な枠組みが各地域に設立された（EFSF（2010年）、ESM（2012年）、CMIM/AMRO（2010年と2011年）、EFSD（2009年）、BRICS（2014年）など¹²）。世界金融危機発生後 IMF の資金規模の倍増が決定された（2010年12月）が、その実施が2016年1月まで遅延したことが背景にあると指摘されている。

法的根拠としては、EFSF と AMRO/COMPANY が公的な契約に基づくのに対して、ESM、EFSD、FLAR、AMF、CRA、AMRO/IO は IMF と同じく、国際協定に基づいている。国際協定を根拠とすることは各国議会による承認を受けたことを意味し、法的安定性が確保されていることを意味する。この点に関連して、CMIM は中央銀行間の公的契約として発効（2010年3月）し、国際協定に基づく AMRO/IO とは法的根拠が異なっている。

経済サーベイランスの組織については、EFSF、ESM、FLAR、AMF が IMF と同様に、資金提供の枠組みの組織と同じ組織内に設置しているのに対し、CMIM/AMRO は別の組織としている。なお、EFSD と CRA については経済サーベイランスに関する根拠規定がなく、経済サーベイランス自体が開始されていないものと推測される。

経済レポートの公表については、ESM、FLAR、AMF が IMF と同じく公表しているのに対し、EFSF、EFSD、CRA には公表実績がない。AMRO については、民間法人であった間（2011年～16年）は公表レポートが限定的だったのに対し、国際機関移行（2016年）後は他機関と同様に公表されている。これは、国際機関設立協定の中で公表手順を規定した結果と説明されている。

ガバナンス（意思決定の方式）については、すべての枠組みにおいて特別多数決によることとされている（IMF と同じ）。なお、AMRO と CRA については、まずコンセンサス形成を求めるが、コンセンサスが得られない場合、特別多数決によると規定されている。

以上の他の地域の通貨取極め組織および IMF との比較から考えて、法的根拠、経済サーベイランスの組織、ガバナンス（意思決定の方式）、経済レポートの公表のいずれにおいても、CMIM/AMRO は他機関に遜色ない規定が整備されたことが確認された。ただ、述べたように、設立面での経緯から、CMIM の法的根拠が中央銀行間の公的契約に留まっている点には留意が必要である。

表2 東アジアにおける地域通貨取極めとサーベイランスの進展

Year	Developments	Modality	"IMF delinked portion"	Surveillance
1997	Asian Financial Crisis started.			
2001	Chiang Mai Initiative (CMI) announced (2001/05).	Network	10%	None
2002	ERPD (Economic Review and Policy Dialogue) started.			By the authorities.
2005	ERPD is integrated into CMI system.		20%	
2008	Global Financial Crisis started.			
2009	CMIM and AMRO announced by Finance Ministers (2009/02).			
2010	CMIM becomes effective (2010/03).	Single agreement (CMIM)		
2011	AMRO (Company) started (2011/04).			by AMRO (Company)
2012	Central bank governors joins finance ministers' meetings.			
2012	CMIM's crisis prevention facility announced.		30%	
2016	AMRO is transformed into an international organization (IO).			by AMRO (IO)
2020	Covid-19 spread.			
2020	CMIM agreement amended (local currency contribution institutionalized).		40%	
2022	Russian Invasion to Ukraine			
2023	Start to study the pros and cons of paid-in capital structure and local currency usage in CMIM.			

Source: ASEAN+3 statements. Note: Bold indicates non-ASEAN+3 events.

（注）Katada and Nemoto(2021)に基づき、筆者作成。

¹ 各枠組みの規模については IMF(2023)参照。

² 南アジアに通貨危機時対応の枠組み（SAARC）が設立され、スリランカへ発動されているが、HP などが未整備で必要な情報を集めることができなかった。

(2) 地域通貨取極めに関するサーベイランスのあり方について

地域通貨取極めに関するサーベイランスのあり方についてのボストン大学のプロジェクトに参加し、AMRO の設立時及び国際機関移行時のサーベイランス上の改題について担当した（内容は、Nemoto (2023)として公表）。

(3) アジア通貨危機前後の日本当局の対応

アジア通貨危機を契機に東アジアの地域金融協力が開始されたとされるが、それを主導した日本当局の対応について整理した（内容は、Katada and Nemoto (2021)として公表）。

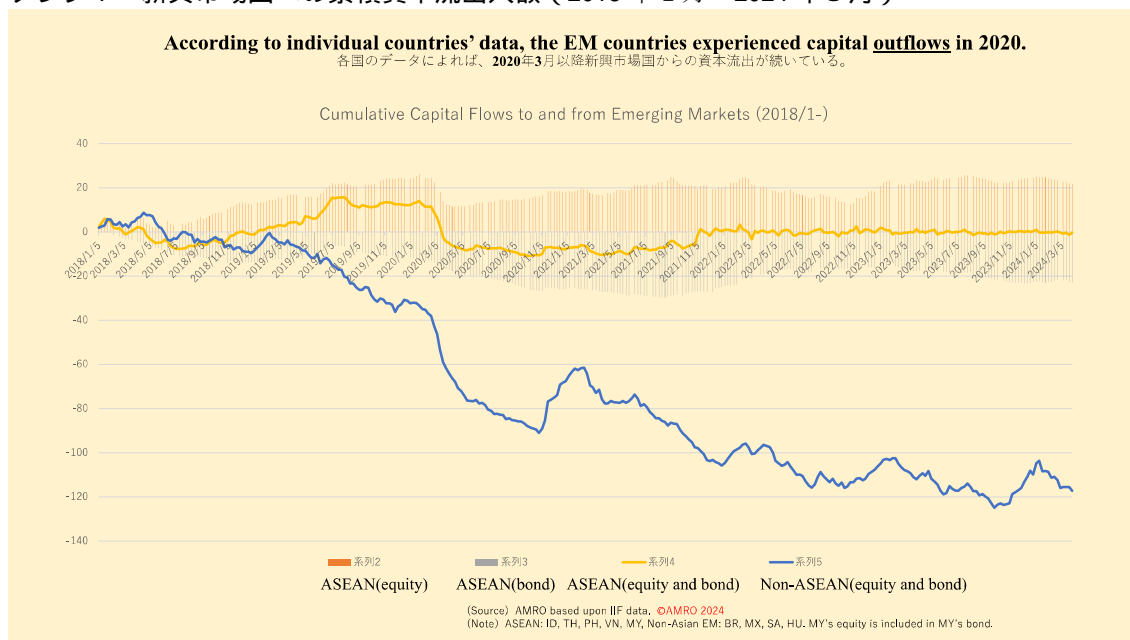
(4) 資金フローの動向と外貨準備の推移

上の研究を進めるにあたり、アセアン諸国への資金フローの動向について、Bloomberg からのデータ及び AMRO から提供を受けたデータで、研究が金融市場の動きと乖離したものとならないようにした。G20 プロセスに対する提言活動（T20 プロセス）やアセアン+3 財務大臣・中央銀行代理会議への政策提言活動（現在の ASEAN+3 Economic Cooperation and Financial Stability Forum）をはじめとする政策当局者向け発信の場で活用した。

一例として、グラフ 1 は、アセアン諸国と非アセアン諸国への累積的資金フローの推移を示したものであるが、2020 年 3 月の新型コロナウイルス流行拡大時には両地域の新興市場国から資金が流出したこと、2022 年 2 月末の露によるウクライナ侵攻時には非アセアン諸国からは資金流出が見られたのに対し、アセアン諸国からは顕著な流出が見られなかったこと、が分かる。

アセアン諸国への累積的資金フローを債券によるもの（オレンジの棒グラフ）と株式によるもの（紺色の棒グラフ）に分けてみると、前者による流入が後者の流出を埋め合わせる結果となっている。2003 年以降のアジア債券市場イニシアティブ（ABMI）による現地通貨建て債券発行の増加による影響であるかは、今後の研究対象足りうと考えている。

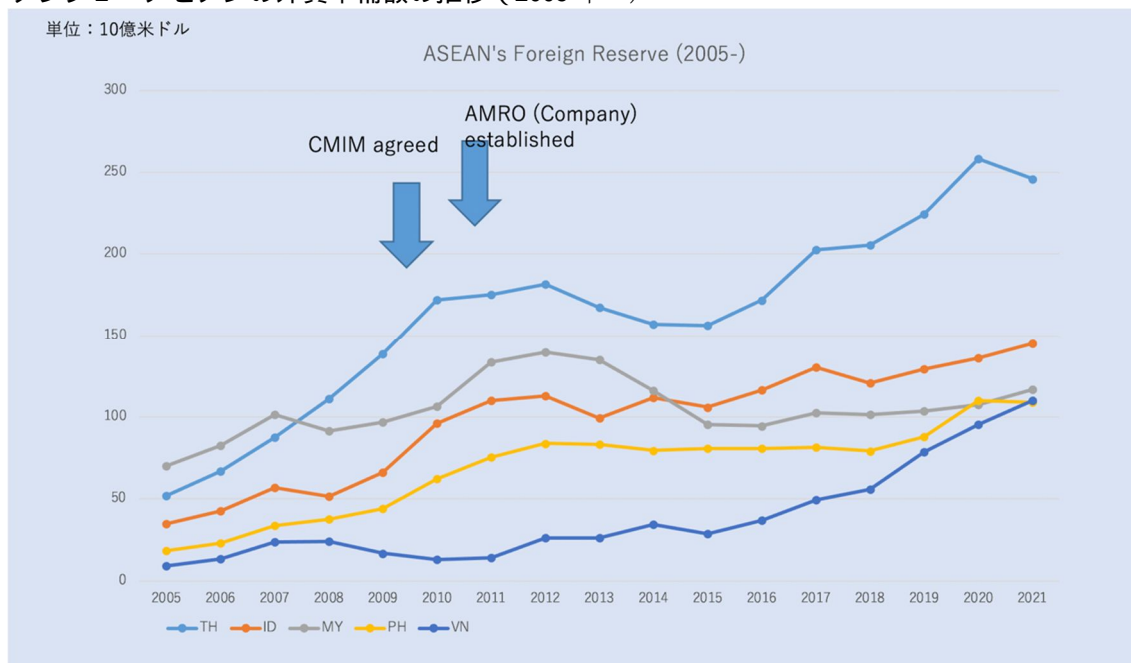
グラフ 1 新興市場国への累積資本流出入額（2018 年 1 月～2024 年 3 月）



(注) AMRO データに基づき筆者作成。

この期間のアセアン諸国の外貨準備の推移を見ると、世界金融危機後の地域的枠組みの整備により、2000年代と比して、落ち着いた動きを見せており、新興市場国への資金の流入が続く中で、外貨準備の積み増しだけに頼らなくなっていると解釈できる（世界的な通貨セーフティネット（Global Financial Safety Nets）の推移については、IMF(2016)及びIMF(2023)参照）。

グラフ2 アセアンの外貨準備額の推移（2005年～）



（注）IMF データから筆者作成。

このように資金フローの動向を確認することにより、制度的、政策的研究に当たっても、経済的現実に即したものとすることが可能となった。なお、応募にあたり活用を提案した国際金融協会（IIF）による資金フローのデータは非会員への提供が認められず、直接の活用ができなかったが、同様の方法で加工した AMRO のデータの提供を受けて研究を進めることができた。

< 引用文献 >

International Monetary Fund (2016), “Adequacy of the Global Financial Safety Net”.

IMF (2023), *External Sector Report, External Rebalancing in Turbulent Times*.

Katada, S and Y. Nemoto (2021), “Finance and Japan.” In *The Oxford Handbook of Japanese Politics*, edited by Robert J. Pekkanen and Saadia M. Pekkanen. New York: Oxford University Press.

Nemoto, Y and F. Pang (2022), “Institutionalizing ASEAN+3 Regional Financial Cooperation and the Birth of AMRO.” In *Trauma to Triumph, Rising from the Ashes of the Asian Financial Crisis*, edited by Hoe Es Khor, Diwa C. Guinigundo and Masahiro Kawai. Singapore: World Scientific Publishing and ASEAN+3 Macroeconomic Research Office (AMRO).

Nemoto, Y (2023), “Lessons from Setting up a Surveillance Unit for a RFA.” In *Leading by Design, Asian Lessons for Monitoring Global Financial Stability*, edited by the Task Force on Regional Economic Surveillance. Boston: Global Development Center, Boston University.

（以上）

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計0件

〔学会発表〕 計0件

〔図書〕 計3件

1. 著者名 Diana Barrowclough, Haihong Gao, William W. Grimes, William N. Kring, Yoichi NEMOTO, Motoshi Suzuki and others	4. 発行年 2023年
2. 出版社 Boston University	5. 総ページ数 84
3. 書名 Leading by Design: Asian Lessons for Monitoring Global Financial Stability	

1. 著者名 Khor, Hoe Ee, Diwa C. Guinigundo, Masahiro Kawai, Yoichi Nemoto and others	4. 発行年 2022年
2. 出版社 World Science Publishing and ASEAN+3 Macroeconomic Research Office (AMRO)	5. 総ページ数 925
3. 書名 Trauma to Triumph: Rising from the Ashes of the Asian Financial Crisis	

1. 著者名 Pekkanen, Robert J., Saadia M. Pekkanen, Yoichi Nemoto and others	4. 発行年 2021年
2. 出版社 Oxford University Press	5. 総ページ数 1016
3. 書名 The Oxford Handbook of Japanese Politics: Part VI Finance and Japan (Saori N. Katada and Yoichi Nemoto)	

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
---------------------------	-----------------------	----

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8 . 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関			
その他の国・地域	ASEAN+3 Macroeconomic Research Office)	Asian Development Bank		
米国	Boston University	UNCTAD	Chinese Academy of Social Sciences	他6機関
その他の国・地域	Thinktank 20 (T20)			
英国	London University	Bank Negara Malaysia		
米国	University of Southern California			
その他の国・地域	ASEAN+3 Macroeconomic Research Office	Korean Ministry of Economy and Finance	Brunei Ministry of Finance	他25機関