

機関番号：14501

研究種目：研究活動スタート支援

研究期間：2009～2010

課題番号：21830069

研究課題名（和文） 東アジア新興国の金融制度改革とグローバル・インバランス

研究課題名（英文） East Asian Financial Reforms and Global Imbalances

研究代表者

金京拓司（KINKYO TAKUJI）

神戸大学・大学院経済学研究科・教授

研究者番号：50527637

研究成果の概要（和文）：本研究は、1997-98年の危機後の東アジアの金融改革の進展について分析を行った。為替レートの柔軟性と金融システムの健全性が高まったことで、対外的ショックに対するアジア経済の脆弱性が低下したこと、対照的に中国の為替レート制度は依然硬直的であり、グローバル・インバランス解消に必要なマクロ経済調整を妨げていることを明らかにした。さらに域内のマクロ経済調整や金融安定の観点から、東アジア金融協力の意義と限界を論じた。

研究成果の概要（英文）：This study has examined the progress of financial reforms in East Asia after the crisis of 1997-98. It has shown that more flexible exchange rates and prudent financial systems have made Asian economies less vulnerable to external shocks. It has also shown that China's exchange rate system remains rigid, preventing macroeconomic adjustments necessary for the resolution of global imbalances. In addition, the study has discussed the significance and limitation of East Asian financial cooperation from the perspectives of macroeconomic adjustments and financial stability in the region.

交付決定額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
2009年度	570,000	171,000	741,000
2010年度	450,000	135,000	585,000
年度			
年度			
年度			
総計	1020,000	306,000	1,326,000

研究分野：国際金融、アジア経済

科研費の分科・細目：経済学、応用経済学

キーワード：為替レート制度、コーポレート・ガバナンス、地域金融協力、アジア通貨危機、世界金融危機

1. 研究開始当初の背景

2007-09年の世界金融危機やグローバル・インバランス（世界的な経常収支不均衡）を背景に、中国を中心とした東アジア新興国の

過剰貯蓄に対する批判が高まっており、これらの国における通貨金融・企業システムのあり方について活発な議論が行われている。また、アジア通貨危機後に進展した東アジアに

における金融協力の意義と限界についても、同様の観点からの議論が行われている。

2. 研究の目的

研究目的は、大きく2つである。第1に、アジア通貨危機に見舞われた東アジア新興国と中国を対比させつつ、危機後の通貨金融・企業改革の進展を評価し、マクロ経済バランスや金融安定に及ぼした影響について明らかにすることである。第2に、アジア通貨危機後の域内金融協力の進展を評価し、今後の課題を明らかにするとともに、今後の展望を示すことである。

3. 研究の方法

主な研究方法は、①文献整理と現地調査による情報収集、②計量経済分析による実証研究の2種類である。現地調査に関しては、韓国、マレーシア、フィリピン、中国を訪問し、資料集を行うとともに、現地の政府・中央銀行・金融機関・シンクタンクなどの関係者と面談し、意見交換を行った。それらの成果を踏まえ、計量経済分析を行った。

4. 研究成果

(1)「アジア通貨危機後の為替レート制度改革」

本研究では、東アジア新興国の為替レート制度が、アジア通貨危機を経てどのように変わったかについて明らかにするため、実証分析を行った。

近年、公式分類上の為替レート制度と実態との間に乖離があるとの認識を背景に、実際のデータから、為替レート制の特徴を明らかにする研究が盛んに行われている。そうした研究には大きくわけて2つのアプローチがある。

ひとつは、為替レートや外貨準備の変動の大きさなどによって、為替レート制度の相対的な柔軟性を測り、いくつかのカテゴリーに分類するアプローチである。そうすることによって、公式分類上のものとは異なる事実上の為替レート制度を判別する。もうひとつは、Frankel and Wei (1994) によるアプローチで、アンカー・カレンシーの特定や通貨価値の連動の強さを定量的に把握することで、為替レート制度の特徴を明らかにする。

本研究では、これら2つのアプローチについて先行研究の概観を行い、各々の問題点と限界を論じた。また、アジア通貨危機後のタイ、韓国、インドネシア及び中国の為替レート制度の特徴について、Frankel and Wei (1994) のアプローチを用いて分析を行った。

従来の研究では、主にバスケット・ペッグ制を対象に OLS による推定を行っているが、本研究では、多変量 GARCH モデルを用いて、

これら4ヶ国の通貨と主要通貨（米ドル、日本円、ユーロ）との間の通貨価値の変動に関する条件付き相関係数を推定した。これによって、アンカー・カレンシーを特定するとともに、通貨価値の連動の強さを定量的に把握し、さらにその時間的な変化を明示的にとらえることで、為替レート制度の柔軟性にどのような変化が生じたかを分析した。

推定結果から、次のことが明らかになった。すなわち、アジア通貨危機以後、タイ、韓国及びインドネシアの為替レート制度は、柔軟性がかなり高まっている。ペッグについては、ドルとの比較的強い連動を維持したが、それでも危機前に比べるとかなり緩やかなものとなった。さらに、世界金融危機の混乱を経て、3通貨ともドルとの連動が一層弱まっており、為替レート制度に関して変動為替レート制としての性格が強まっている。対照的に、人民元はサンプル期間を通じてドルとの連動が密接である。公式には、2005年7月に管理変動為替レート制へ移行しているが、その後もドルとの連動は密接であり、ドル・ペッグ制（アジャスタブル・ペッグ制）としての性格に大きな変化はないとみられる。

(2)「アジア通貨危機後のコーポレート・ガバナンス改革」

本研究では、アジア通貨危機後の東アジア新興国におけるコーポレート・ガバナンス改革の進展について検証を行った。

アジア通貨危機の原因については、投資家のパニックや危機の伝播などにみられる国際金融市場の不安定性を重視する見方と、国内の金融・企業システムの脆弱性などアジア経済の構造的問題を重視する見方の二つに大きく分けられる。

後者においては、特に政府・銀行・企業の癒着構造によって特徴づけられる縁故資本主義 (crony capitalism) に根本的な原因があるとされ、その解体と競争原理の貫徹する市場経済への変革のために、金融規制・監督の強化とともにコーポレート・ガバナンスの確立が必要と論じられた。IMF 主導の構造改革は基本的にこの考え方に沿って進められ、コーポレート・ガバナンス改革がその大きな柱の一つに据えられた。

分析の対象としたのは、IMF 支援を受け入れたタイ及び韓国と支援を受け入れずに独自の改革に取り組んだマレーシアの3ヶ国である。これら3ヶ国に共通することは、表面上のコーポレート・ガバナンスの改善と実態の間に大きな乖離がみられることである。いずれの国も英米型のコーポレート・ガバナンスの確立を志向し、国際基準に沿った諸原則や指針を設定して、企業に遵守を求めた。しかし、その実施を担保する法整備に関しては国の間で開きがあり、企業の遵守にもバラ

ツキがみられる。

コーポレート・ガバナンス改革が実質的にあまり進展しなかった要因として、各国政府のコーポレート・ガバナンス改革へのコミットメントが、投資家の信頼を回復するためのレトリックとしての色彩が強く、経済状況の改善とともに改革のモメンタムが低下したことが考えられる。

また、タイやマレーシアの家族所有型企業にとって、コーポレート・ガバナンス改革はファミリー支配を脅かす以外の何ものでもなく、一方で資金調達を多くを内部留保や銀行借入で賄っているため、改革のメリットをあまり感じていなかった可能性がある。

さらに、マレーシア政府は資本市場育成やコーポレート・ガバナンス改革に積極的であったが、もともとプンプトラ政策の一環として推進してきたものであり、政治的利害がコーポレート・ガバナンス改革に優先した側面もある。

このように、東アジア新興国におけるコーポレート・ガバナンス改革の遅れは、その政治経済システムに潜む強い慣性と継続性のあらわれと考えることができる。コーポレート・ガバナンスの問題にどう向き合うかは、個々の企業が置かれている政治的・制度的状況やその経営戦略に依存すると考えられる。今後、東アジア新興国におけるコーポレート・ガバナンス改革がどのような進展をみせるかは、そうした個々の企業の選択にも大きく左右されると考えられる。

(3) 「東アジアの金融協力の進展と課題」

本研究では、アジア通貨危機後に大きく進展した東アジアの金融協力の中で、チェンマイ・イニシアティブに焦点をあてて、これまでの取組みと今後の課題について明らかにした。

アジア通貨危機の直接的な引き金となったのは、海外から流入していた資本の突発的な逆流である。こうした資本流出が、投資家の群衆行動やパニックによって増幅されないよう、迅速かつ十分な外貨資金の支援によって投資家心理の安定を図ることが重要である。また、アジアのように域内の経済的結びつきが強い地域においては、通貨・金融市場の混乱が波及しやすいため、地域全体での協調した対応が必要となる。

こうした認識を背景として、IMF を補完する地域支援の枠組みが必要であると考えられるようになり、2000年のASEAN+3財務大臣会議でのCMI合意へと結びついた。域内の通貨スワップ取極めの締結が着実に進み、2009年4月時点で、8ヶ国間で合計16本の取極めが締結され、資金規模は900億ドルに達した。

さらに、2010年3月には、従来の二国間ベ

ースの通貨スワップ取極めを一本化するマルチ化契約が発効した。これによって、スワップ発動手続きの透明性が高まり、多数決による意思決定が行われるなど、円滑で迅速な資金供給が可能となる。また、このマルチ化したCMIには、全てのASEAN+3メンバーが参加し、資金規模も1,200億ドルに拡大した。

今後の課題は、流動性危機への効果的な対応を可能とするCMIの機能拡充と危機予防に資する経済サーベイランスの強化である。前者に関しては、IMFのFCL(Flexible Credit Line)に類似した新たな信用枠の設定が検討されている。運用にあたって両者の間の整合性を如何に確保するかがポイントとなろう。IMFリンクに関して、これを撤廃し、CMIがIMFから独立して資金支援を行えるようにすべきとの考え方もあるが、政策調整を効果的に促すための代替手段がないこと、域内の危機伝播のリスクに対してCMI単独では対応できないケースもあり得ることなどを考慮して、維持するべきだと考える。

後者の経済サーベイランスの強化に関しては、常設のサーベイランス・ユニットを設置するなど体制面での進展がある。今後、サーベイランスの内容のさらなる充実を図っていく必要があるが、国際収支・通貨危機リスクの監視を基本としつつも国内金融セクターの脆弱性にも注意を向けること、リスク分析のための客観的な指標として為替レートのみスライメントを重視すること、政策提言を行うにあたって域内の整合性に配慮することなどが、特に重要であると考えられる。

(4) 「世界金融危機の東アジアへの影響」

本研究では、世界金融危機が東アジア新興国経済に及ぼした影響について分析を行った。特に、アジア通貨危機後の通貨金融改革によって、対外的な金融ショックに対する脆弱性が高まったかどうかに関心をあてた。

米国の住宅バブルの崩壊によって表面化したサブプライム・ローン問題は、欧米の金融市場に未曾有の混乱を引き起こし、世界的な金融危機へと発展した。また、金融危機の影響は实体经济にも波及し、世界経済は深刻な不況に陥った。

東アジア新興国は、サブプライム・ローン関連の証券化商品への投資が少なかったこともあり、金融危機の渦中に巻き込まれることはなかった。それにもかかわらず、東アジア新興国は、貿易や金融取引の減少を通じて、間接的な打撃を受け、实体经济の悪化がみられた。しかし、深刻な経済危機に陥ったバルト3国・中東欧諸国に比べて、成長率の落込みは小さかった。また、1997~98年のアジア通貨危機と比べても、深刻の度合いは低かったと言える。

その要因としては、金融危機に先立って中東欧諸国のような資本流入ブームが発生していなかったこと、外貨準備の蓄積によって、突発的な資本逆流による外貨流動性危機のリスクが低下していたこと、金融機関の再編や制度改革の進展によって、国内金融システムの健全性が高まっていたこと、アジア通貨危機後の地域金融協力の進展が域内の金融安定に寄与したこと、より柔軟な為替レート制度への移行によって、金融政策の自由度が高まり、金融安定と景気刺激の両面で積極的な政策対応が行われたことなどがあげられる。

また、タイと韓国を対象にベクトル自己回帰 (VAR) を用いて、GDP の各需要項目への構造ショックを推定し、実質 GDP の減少にどの需要項目が大きく寄与したかを分析した。その結果によれば、金融危機における両国の GDP の大幅な下落は、輸出とこれに連動した在庫投資の落ち込みが主導したとみられる。これは、アジア通貨危機における GDP の減少が、固定資本形成や民間消費といった国内需要の落ち込みによって主導されたことと対照的である。

(5) 「人民元改革の必要性」

本研究では、硬直的な中国の為替レート制度の問題について明らかにした。(1) の研究で明らかにしたように、アジア通貨危機に見舞われた国を中心に、より柔軟な為替レート制度への移行が進んでいる。その一方で、中国は米ドルとの連動を重視した硬直的な為替レート制度を維持しており、そのことによって中国の人民元の過小評価が引き起こされていると考えられる。

本研究では、人民元について均衡レートを推定し、人民元がどの程度過小評価となっており、その原因が何であるかについて分析を行った。人民元の均衡レートの推定とそこからの乖離で測られるミスアライメントの分析を通じて、次の点を明らかにした。第 1 に、人民元は事実上のドル・ペッグ制の下で、実質実効為替レートが米ドルに密接に連動しているため、米ドルの上昇局面では人民元の過小評価幅が拡大し、逆に下落局面ではそれが拡大する傾向がみられる。2005 年 7 月の管理変動為替レート制後も、米ドルに対する切り上げは緩やかなペースに止まった結果、貿易黒字の拡大に伴って対外純資産残高が増加すると均衡レートが上昇し、過小評価幅はむしろ拡大した。第 2 に、リーマン・ショック後の輸出の急減で過小評価幅は一時的に縮小したものの、その後の輸出回復と大幅な貿易黒字の持続を反映して、人民元の過小評価幅は再び拡大した。

分析結果から明らかのように、人民元の過小評価を引き起こす根本的な原因は、硬直的

な為替レート制度にある。事実上のドル・ペッグを維持したまま、漸進的な切り上げを行うこれまでの方法では、実効レートが米ドルの変動に左右され、ミスアライメントが繰返し発生する。抜本的な解決には、為替レートの変動幅を十分に拡大し、最終的には管理変動為替レート制に移行し、市場の需給に原則として為替レートの決定を委ねる必要がある。そうすることによって、中長期的に為替レートはファンダメンタルズを反映した水準に収斂し、大幅かつ持続的なミスアライメントの発生を防げると考えられる。

また本研究では、人民元の過小評価を解消し、より柔軟な為替レート制度に移行することが、中国経済のよりバランスのとれた成長と安定にとって必要であることを論じた。まず、中国における個人消費の対 GDP 比率が、人口構造の相違や成長加速の要因などを考慮しても、諸外国の成長パターンからみて際立って低水準であることをパネル分析で示した。こうした中国の過少消費の背景には、所得格差の拡大、国有企業への所得の集中、社会的セーフティ・ネットの未整備などがあると考えられる。

次に、投資と輸出に過度に依存した中国の経済成長には、以下の問題があることを明らかにした。第 1 に、投資効率の低下により、中国の主力産業において生産設備の過剰が生じている。第 2 に、相対的に低い消費の伸びによって、国民が高成長の恩恵を享受していない可能性がある。第 3 に、資本集約的な重化学工業に偏った投資が成長の牽引役となっているため、高成長に見合った雇用創出が行われていない。第 4 に、大幅な貿易黒字は米国などの赤字国との間に貿易摩擦を引き起こし、これらの国の市場への中国製品のアクセスを阻害している。また、輸出に過度に依存した成長によって、国内経済が国際環境の変化に大きく左右されやすくなっている。さらに、最近の労働コストの急上昇によって、これまでの低廉な労働力を武器にした成長モデルに限界がみえつつある。

以上のことから、人民元の過小評価の解消を含め、あらゆる政策を動員して、よりバランスのとれた成長パターンへの転換を促していくことが、中国経済の持続的かつ安定的な成長の実現にとって必要であると考えられる。また、硬直的な為替レート制度が、対内的な金融抑制と対外的な資本移動規制によって支えられ、これらが相まって過剰流動性の発生、消費の抑制、投機資金の流入の助長などの弊害を引き起こしている。したがって、為替レート制度の改革は、マクロ経済の安定性確保の観点からも優先度の高い政策課題であると言える。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

(2)研究分担者
該当者なし

[雑誌論文] (計5件)

- ① Takuji Kinkyō, “The Impact of the Global Financial Crisis on Asia and Policy Challenges for the Chiang Mai Initiative,” in Rosefielde, Kuboniwa, and Mizobata (eds), *Two Asias: The Emerging Postcrisis Divide*, World Scientific Pub Co Inc (forthcoming).
- ② 金京拓司「東アジアの金融協力：チェンマイ・イニシアティブの現状と課題」『世界経済評論』2011年3/4月号、43-50頁
- ③ 金京拓司「均衡為替レート概念と推定法」『神戸大学経済学研究年報』第57号、2011年、19-38頁
- ④ 金京拓司「世界金融危機の東アジア新興国への影響」『国民経済雑誌』第202巻第5号、2010年、61-79頁
- ⑤ 金京拓司「東アジアのコーポレート・ガバナンス改革：タイ、韓国、マレーシアの事例を中心に」『神戸大学経済学研究年報』第56号、2010年、59-76頁

(3)連携研究者
該当者なし

[学会発表] (計2件)

- ① 金京拓司「アジア通貨危機後の為替レート制度」日本金融学会2010年秋季大会、2010年9月25日、神戸大学
- ② 金京拓司「The Impact of the Global Financial Crisis on East Asia and its Implication for Regional Cooperation」、2010年9月24日、京都大学経済研究所主催国際シンポジウム「Global Shock Wave: Rethinking Asia's Future in Light of The Worldwide Financial Crisis and Depression 2008-10」2010年9月24日、京都大学

[図書] (計1件)

- ① 金京拓司『為替レート制度選択の経済分析：東アジアの持続的成長の条件』東洋経済新報社、2011年9月刊行予定

[その他]

ホームページ等

6. 研究組織

(1)研究代表者

金京 拓司 (KINKYO TAKUJI)
神戸大学・大学院経済学研究科・教授
研究者番号：50527637