

日本の金融資産のホーム・バイアスの変化

—— アジア通貨統合の視点 ——

小原 篤次

1. はじめに
2. IMF 統計による対外資産動向投資家の金融資産選択
3. アジア投資家は域内に投資しているのか
4. 日本の対外証券投資の動向
5. おわりに

キーワード：金融資産、ホーム・バイアス、
通貨統合、東アジア共同体

1. はじめに

米国発の世界金融危機で、アジア通貨危機や日本の不良債権問題などが再び注目を集めている。

アジア通貨危機が起きた1997年は、日本では、山一証券、北海道拓殖銀行の破たん金融不安の極にあった。日本の不良債権処理の教訓は対応にかけた時間の長さで低成長・デフレで不良債権が拡大したことである。1997年から2007年までの10年間で、日本の名目 GDP は0.1%も増加していない。隣国の中国が世界

最高水準の成長率を記録する一方、日本は世界最低水準の成長率を甘受している。世界、アジアにおける日本経済のウエイトは確実に低下した。

低成長は低金利につながる⁽¹⁾。1990年代半ば以降の日本の金利水準は、世界史的に見ても低金利である。2000年代に入り、日本の民間資金や年金積立金が、より高い金利の通貨・債券や、期待投資収益率が高い株式市場などへ資金がフローし始めている。円キャリートレードと呼ばれ、中央銀行の日本銀行もその存在に言及している⁽²⁾。

低金利下、日本の対外証券投資残高は10年間で140%増加し、団塊世代の退職などで増加した個人金融資産の伸びさえ、大きく上回っている。情報の非対称性からホーム・バイアスと見なされてきた日本の資産動向に明らかに変化の兆しがある。

仮に日本の個人金融資産1500兆円が年間1%の利回り向上すれば、消費税の歳入⁽³⁾を超える金額になる。国民全体で見れば、それだけ資金が余剰に存在することを意味している。

(1) 現地通貨建ての10年国債の利回り（2008年2月末現在）は、インドネシア10.00%、インド7.55%、韓国5.23%、マレーシア3.68%、香港2.88%、シンガポール2.38%、日本1.36%。

(2) 日本銀行「金融政策決定会合議事要旨」（2006年4月10、11日開催分）、2006年などでも言及されている。野村証券、ドイツ証券、クレディスイスファーストボストン証券を経て日本銀行政策委員会審議委員に任命された水野温氏は2007年2月28日の講演会で、通

貨先物を狭義のキャリートレードとし、広義には個人投資家の外貨建て債券・投資信託への投資も含めるとしている。通貨先物については、外為証拠金取引で、個人まで拡大したことにも言及している。

<http://www.boj.or.jp/type/press/koen07/ko0702d.htm#0301>（2009年1月7日）

(3) 1%で15兆円。平成19年度の消費税の収納済歳入額は10兆2718億円。

企業サイドから説明すれば、銀行融資、資本市場における企業の資金需要が国内で低下し、国内の余剰資金が海外にシフトしている。

通貨・金融危機は、金融機関の破たん、金融業界の従業員の失業にとどまらない。非金融企業の倒産、雇用の悪化にも結びつき、その波及は早い。世界やアジアにおける日本市場のウエイトが低下、つまり日本の成長シナリオがない中、日本の製造業が母国市場を優先する経営方針を維持することを困難にしている。為替変動リスクに晒されながら、輸出や直接投資を継続する以外に、経営を維持する方法を見出せていない。

一方、アジア通貨危機は、国際通貨基金（IMF）の支援やその条件が必ずしも適切ではなかったため、域内協力の重要性が教訓となった。アジア通貨危機の直後、日本政府は、アジア通貨基金（AMF）構想を打ち出し、アジアの中央銀行間でスワップ協定（チェンマイ・イニシアティブ CMI）を結ぶことに尽力した^{（4）}。世界金融危機後は、アジアとの円スワップ協定（600億ドル）を結び、国際協力銀行を通じてアジアのサムライ債発行（最大5000億円）を支援している。しかし日本政府の支援は、アジアだけではない。IMF に対する1000億ドルの融資取極を締結した。政府レベルは、アジアへの直接支援と、IMF を通じた新興国支援と両建てになっている^{（5）}。

アジア通貨危機と世界金融危機の約10年の間の変化は、世界、アジア域内で、通貨・金融

分野でも、中国の役割が増大したことだ。中国の為替制度の変更は、マレーシアと同じ2005年7月21日に実施された。外貨準備高では日本を抜いて世界一になり、世界金融危機後には、国際金融の交渉はG8から中国も参加するG20に拡大した。さらに中国人民銀行は2009年4月のG20前に、SDR を準備通貨にすることを提案し、IMF 増資・投票権の拡大を求めるなど、国際金融、通貨の制度設計の議論をリードし始めている。

一方、低金利に満足しない日本の投資家が、対外投資を拡大促進させていくことで、域内の株式や債券投資を活性化させる可能性もある。また海外進出した日本企業がアジアの株式や債券市場で資金調達することも増加していく。そうなれば、欧米に劣後してきた日本の民間金融機関も、アジアでの証券発行・仲介を本格化する可能性も残されている^{（6）}。民間金融機関は今後、欧米より成長性が期待できるアジア域内の証券、金融市場のビジネス分野を強化することで、政府が将来、アジアへ政策の比重を移し、通貨統合へ向かう際には、既存の為替収益を守るため、通貨統合に対する抵抗勢力ではなく、触媒となることさえ期待できる。

金融資産の対外投資動向は、頻発する金融危機や通貨危機でその重要性が高まっているにもかかわらず、途上国だけではなく先進国においても、統計が整備途上である。このため、統計分析が限られる分野だ。例えば、新興国で主たる対外投資は、外貨準備や政府系ファンド^{（7）}

（4）財務省で国際金融に従事した浅川氏（麻生政権の首相秘書官）は、「チェンマイ・イニシアティブは、平時における域内の政策対話を充実させ、危機の予防を図りながら、実際にある国の通貨が投機筋によって攻撃を受ける際に、各国が豊富に有する外貨準備を活用してお互いに短期流動性を融通しあうことにより通貨危機を乗り切るための、非 ODA の新しいタイプの協力形態である」と位置づけている〔浅川 2007〕。

（5）浅川氏は、「アジア通貨危機を契機として、いわゆる ASEAN + 3（日中韓）の枠組みの中で、IMF とい

うグローバルスキームを保全し、将来の通貨危機に備えるための地域的な協力関係が進展している」としている〔浅川 2007〕。

（6）欧米投資銀行がアジア域内の株式による資金調達で果たす役割は、拙稿「公開企業の資金調達と投資銀行—アジア株式市場 2001～2005 年」『東アジア研究』2006 年が詳しい。

（7）政府系ファンドについては、拙著『政府系ファンド』日本経済新聞出版社 2009 年、みずほ総合研究所『迷走するグローバルマネーと SWF』東洋経済新報社

になっている。しかしながら、外貨準備の地域別統計さえ、公表されていない。このため、国際機関や統計が整備された一部主要国の統計を使用することになる。

本稿は、日本を中心にアジアの対外証券投資を考察の対象とする。金融資産の対外投資の状況を踏まえておくことは、通貨制度、通貨統合の議論の前提として有益となる。

第二節では、主に IMF の International Financial Statistics を用いて、対外資産残高 (International Investment Position)⁽⁸⁾ の状況を整理する。主に 2007 年時点で、対外資産に占める外貨準備、対外資産の GDP 比を用いて、ASEAN + 6⁽⁹⁾ とその他地域が比較できるようにした。対外資産残高で、中国 + 香港が日本に次ぐ存在となっていることが確認できた。

第三節では、証券投資残高共同調査 (Coordinated Portfolio Investment Survey、CPIS) を用いた。アジア債券の外国人投資家の保有状況を示し、タイ、韓国、インドネシア、マレーシア、香港の債券投資を詳述する。

最後には、日本の個人金融資産の対外投資を投資信託と外貨準備を中心に説明する。資金源は個人の金融資産ではあるが、投資信託の運用会社は、公的年金や企業年金の運用も担う機関投資家である。

2. IMF 統計による対外資産動向

IMF の IFS2008 年 12 月号によると、日本の対外資産残高は 5 兆 3552 億ドルで、世界 5 位の資産である。過去 10 年で顕著なのは、フランス、ドイツの対外資産残高が、日本を上回ったことである。

主要国の 10 年の増加率は、フランスが 366.2%、ドイツが 312.9%、英国が 300.2%、米国が 234.2% に対して、日本は 95.6% にとどまっている。アジア⁽¹⁰⁾ では、香港 730.7%、豪州 349.3%、タイ (318.0%) となっており、日本の成長率を大きく上回った。

欧州の経済統合で、対外投資が拡大したほか、ユーロ高、リスク・リターン (対外資産に占める株式割合) の違いなどが影響している⁽¹¹⁾。リーマン・ショック前の世界の株価は概ね 2007 年第 4 四半期がピークだった。

アジアに目を転じると、中国がすでに日本の半分近い 2 兆 2880 億ドルの対外資産を保有している。日本の時系列統計と比較すると、1994 年の水準に相当する (表 1)。香港と合わせると、5 兆 181 億ドルにのぼる。中国政府が第十次五カ年計画 (2001-2005 年) 以降、対外投資拡大政策を打ち出したばかりである。外貨準備高は 2006 年 2 月に日本を抜き、世界一となった。2009 年 6 月末時点で前年同期比 17.8% 増の 2 兆 1316 億ドルに達し、日本の 2 倍に拡大している。中国・香港の対外資産残高が数年以内に、日本を上回り、アジア最大となる可能性が高い。

中国は資本規制があるため、アジアの共通通

↘ 2008 年などの著書がある。

(8) 対外資産は、直接投資、証券投資、その他投資、外貨準備で構成される。

(9) 日中韓 ASEAN にインド、オーストラリア、ニュージーランドを加えた 16 カ国。日本経済団体連合会は、ASEAN + 6 を中核とするアジア経済共同体の形成を提唱している。日本経済団体連合会「対外経済戦略の構築と推進を求めるーアジアとともに歩む貿易・投資立国を目指して」2007 年 10 月 16 日。

<http://www.keidanren.or.jp/japanese/policy/2007/081/>

honbun.html#part2-1 (2009 年 1 月 10 日)。東アジアの枠組みについては、経済産業省「東アジアにおける主要な枠組み」が整理されている。

http://www.meti.go.jp/policy/trade_policy/asean/html/asia_framework.html (2009 年 1 月 10 日)。

(10) 香港、豪州、タイ以外は 1997 年のデータがない。

(11) 金利や運用利回りが年平均 6% の場合で 12 年、9.5% の場合、8 年で資産が倍増する。

表1 アジア・G7などの対外資産残高

単位：10 億ドル

	資産残高	証券投資	うち債券	外貨準備	外貨準備／資産	GDP 比	債券／証券投資
日本	5,355.23	2,523.57	1,950.10	967.39	18.1%	122.2%	77.3%
香港	2,730.10	782.27	263.52	152.62	5.6%	1317.8%	33.7%
中国	2,288.08	239.46	220.57	1,534.90	67.1%	69.8%	92.1%
中国＋香港	5,018.17	1,021.73	484.09	1,687.52	33.6%	143.9%	47.4%
シンガポール	879.86	196.67	76.03	162.74	18.5%	545.3%	38.7%
台湾	849.96	236.79	—	275.03	32.4%	221.7%	—
豪州	779.66	315.55	105.32	26.91	3.5%	85.8%	33.4%
インド	331.43	0.73	0.16	275.28	83.1%	30.1%	21.8%
マレーシア	224.59	15.34	2.80	101.49	45.2%	120.3%	18.3%
タイ	146.33	14.69	11.46	87.46	59.8%	59.6%	78.0%
インドネシア	69.41	3.67	3.31	42.59	61.4%	16.0%	90.3%
フィリピン	67.10	6.61	6.42	33.75	50.3%	46.6%	97.0%
カンボジア	6.06	0.33	0.03	1.74	28.7%	69.8%	10.0%
ミャンマー	2.06	—	—	2.06	100.0%	15.3%	—
日中香を除く合計	3,356.45	790.37	205.53	1,009.04	30.1%	93.6%	26.0%
米国	17,639.95	7,048.45	1,877.85	277.21	1.6%	127.8%	26.6%
英国	12,995.02	3,654.40	2,069.70	53.46	0.4%	463.4%	56.6%
フランス	7,757.95	3,013.30	2,155.40	115.72	1.5%	299.1%	71.5%
ドイツ	7,230.10	2,583.87	1,498.08	136.23	1.9%	217.7%	58.0%
イタリア	2,828.52	1,243.66	667.21	94.33	3.3%	134.4%	53.6%
カナダ	1,198.64	358.54	145.95	41.08	3.4%	83.5%	40.7%
ロシア	1,098.62	26.79	22.71	477.89	43.5%	85.2%	84.8%
ブラジル	369.86	15.34	10.17	180.33	48.8%	28.2%	66.3%
メキシコ	218.51	12.49	12.49	78.79	36.1%	21.4%	100.0%
アルゼンチン	205.06	0.20	0.14	46.17	22.5%	78.8%	70.3%
トルコ	169.10	2.20	1.93	76.44	45.2%	25.6%	87.6%
ポーランド	154.49	21.84	9.90	65.75	42.6%	36.6%	45.3%
チリ	166.38	84.35	19.29	16.95	10.2%	101.5%	22.9%

注：インドネシアは2006年末、ミャンマーは2007年3月末、その他は2007年末。ASEAN＋6のうち、韓国、ニュージーランド、ブルネイ、ベトナム、ラオスは、IFSで対外資産残高（International Investment Position）の公表がない。湾岸協力会議（GCC）では、バーレーン、クウェート以外の公表がない。

出所：IMF, International Financial Statistics (IFS), Dec. 2008.、台湾中央銀行

貨に参加するのは遠い将来と考えられがちだった。香港の国際金融センターとしての機能を生かして、人民元を地域通貨にするとの意見もある⁽¹²⁾。そして中国政府も、人民元の貿易決

済を認める方針を打ち出す⁽¹³⁾など、人民元の国際化に向け段階的に規制を緩和し始めている。

中国は製造拠点、貿易面から、アジア域内の

(12) 張燕生、張岸元、姚淑梅「膨大な外貨準備をいかに運用するか」『季刊中国資本市場研究』2008年春号

(13) 温家宝首相が主宰した2008年12月24日の国务院（政府）常務会議で決まった。まず(1)香港、マカオと、上海を含む長江デルタ地帯、広東省の間(2)ASE

ANと雲南省、広西チワン族自治区の間——の貿易取引について元決済を試験的に認める。状況をみて対象地域を拡大する可能性がある。日本経済新聞2009年1月9日。

通貨、金融にとっても、日本とともに重要性が高まる。

ASEAN + 6 のうち、中国に続いて、シンガポール (8798 億ドル)、台湾 (8499 億ドル)、豪州 (7796 億ドル) が続いている。資産残高の規模を相対化するため、名目 GDP 比用いると、金融都市の香港が 1317.8%、シンガポールが 545.3%と突出した存在となっている。台湾 221.7%、中国+香港で 143.9%、日本 122.2%、マレーシア 120.3%が続いている。

これらアジアの資産残高の GDP 比は、主要国のフランス (299.1%)、ドイツ (217.7%)、イタリア (134.4%)、米国 (127.8%) と比べても遜色がない。

違いがあるのは、外貨準備高が資産残高に占める割合だ。日本の外貨準備高の割合は 18.1%と、G7 のなかでは、例外的な高さである。カナダとイタリアが 3%台、その他は 2%未満である。円高阻止のドル買い介入で、外貨準備が膨張した影響がある。

一方、日本以外では、インド (83.1%)、中国 (67.1%)、インドネシア (61.4%) など、世界的に見ても、外貨準備が対外資産に占める割合が高い傾向が見られる。アジア通貨危機以降の外貨準備増加を反映している⁽¹⁴⁾。

対外資産に外貨準備の占める割合が高い。このことは、通貨統合を進める際には、政府にとって有利に作用するものと考えている。介入通貨を融通するほか、将来的には域内共通基金や中央銀行の原資の一部とすることも可能だろう。

(14) マレーシアの一人当たり GDP は 2007 年で 6956 ドルである。1 万ドル未満 6000 ドル以上の国のうち、ロシア、ブラジル、トルコはマレーシア同様、40%台だった。

(15) 1997 年の後、2001 年から毎年公表されている。中国は参加していない。金融取引の秘密保持を考慮して、国別の投資状況が公表されないことがあるなど制約もある。この傾向はアジアの債券投資の統計でも見られた。

3. アジア投資家は域内に投資しているのか

(1) IMF の証券投資残高共同調査

国際金融市場の安定性には、クロスボーダーの証券投資状況を、把握することも不可欠である。IMF は各国中央銀行などと協力して、1997 年⁽¹⁵⁾ から対外証券投資残高を公表している。第 2 節で示した IMF の IFS で対外資産残高を公表しない国や、各国の地域別の証券保有状況を明らかにするものと期待される。

この統計を用いて、アジア各国の債券の外国人投資家の保有状況を確認できる⁽¹⁶⁾。

外国人投資家の保有状況の高い順番で、シンガポール (44.4%)、香港 (31.8%)、インドネシア (18.4%)、マレーシア (17.1%) となる (表 2)。

一方、日本 (4.2%)、インド (4.5%)、タイ (2.8%) は外国人投資家の割合が低く、国内の投資家によって大部分が保有されている。日本は海外 IR などの努力もみられるものの、大量の国債発行で、国内の銀行、郵便局、保険など金融機関や公的年金中心に保有されている⁽¹⁷⁾。

IMF の証券投資残高共同調査で 2007 年末の外国人投資家の内訳とアジア投資家の割合の推移を確認する (表 3)。

タイでは、1 位がシンガポール (27.8%)、2 位が米国 (20.2%)、3 位が香港 (11.1%)、4 位が英国 (8.9%)、5 位が日本 (7.8%) となっている。

(16) アジア株式の外国人保有状況については、拙稿「公開企業の資金調達と投資銀行ーアジア株式市場 2001 ~ 2005 年」『東アジア研究』第 46 号、2006 年や拙稿「金融市場と資金調達のグローバル化」平川均・石川幸一・小原篤次・小林尚朗『東アジアのグローバル化と地域統合ー新・東アジア経済論 III』ミネルヴァ書房 2007 年を参照。

(17) 財務省理財局「平成 20 年度の債務管理政策」2008 年 25 ページ。

表2 アジア債券の発行残高と外国人保有

単位：10 億ドル

	国内債残高	国際債残高	外国人保有高	外国人保有比
日本	8,855.7	163.5	381.5	4.2%
韓国	1,076.6	100.2	92.6	7.9%
豪州	694.4	438.6	387.7	34.2%
インド	458.4	29.2	21.8	4.5%
マレーシア	178.6	24.9	34.9	17.1%
タイ	138.2	9.3	4.2	2.8%
シンガポール	97.2	—	43.2	44.4%
インドネシア	85.6	10.2	17.6	18.4%
香港	51.4	—	16.3	31.8%

注：インドネシアの外国人保有高は 1996 年末、それ以外は 1997 年末。

外国人保有高は CPIS Data の Table 5.2 - Derived Portfolio Investment Liabilities by Country of Nonresident Holder: Total Debt Securities. 外国人保有比は外国人保有高／（国内債残高＋国際債残高）。国内債は BIS(2008), Table 16A: Domestic debt securities、国際債は BIS(2008), Table 14A: International money market instruments - all issuers.

出所：BIS Quarterly Review, Dec. 2008、IMF, Portfolio Investment: CPIS Data.

表3 外国人投資家に占めるアジア投資家の割合

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	平均
タイ	57.6%	56.8%	59.5%	51.3%	42.0%	30.8%	50.8%	49.8%
韓国	46.2%	50.9%	64.1%	47.3%	44.1%	42.5%	43.0%	48.3%
インドネシア	34.5%	36.1%	34.7%	43.0%	52.5%	48.5%	47.6%	42.4%
マレーシア	42.7%	39.9%	41.5%	41.7%	35.4%	30.0%	45.1%	39.5%
香港	28.1%	49.0%	49.1%	26.4%	28.8%	41.5%	47.1%	38.6%
シンガポール	22.2%	44.6%	39.3%	35.6%	33.3%	35.1%	25.7%	33.7%
豪州	40.3%	42.0%	34.7%	29.8%	29.2%	27.3%	28.3%	33.1%
日本	4.8%	1.0%	0.9%	2.4%	2.8%	2.6%	2.6%	2.4%

注：年末値。アジアは ASEAN + 6、CPIS Data の Table 5.2 - Derived Portfolio Investment Liabilities by Country of Nonresident Holder: Total Debt Securities を使用。

出所：IMF, Portfolio Investment: CPIS Data.

アジア投資家の比率は、2005 年末、2006 年末を除いて、50%を超えている。

韓国では、1 位が香港（17.9%）、2 位がフランス（17.5%）、3 位がシンガポール（14.9%）、4 位が米国（11.2%）、5 位が日本（8.8%）となっている。アジア投資家の比率は、2002 年末（50.9%）、2003 年末（64.1%）と高まったが、他

の期間は 40%台で推移している。

インドネシアでは、1 位がシンガポール（42.0%）、2 位が米国（18.6%）、3 位がルクセンブルグ⁽¹⁸⁾（11.0%）、4 位がモーリシャス（7.7%）、5 位が日本（3.6%）となっている。アジア投資家の比率は、2005 年末の 52.5%を最高に 2004 年末以降、40%以上となっている。

(18) ルクセンブルグはファンドに対して非課税措置があるため、資金の管理拠点として活用される。海外のファンド税制については、田邊昇「投資信託の税制」『フィナンシャル・レビュー』1995年11月号が詳しい。

モーリシャスはタックスヘブンのひとつで、形式的にモーリシャス経由で、インドや東南アジアなど投資で活用される。モーリシャスに投資を決断するファンドマネジャーが在籍するわけではない。

マレーシアでは、1位がシンガポール (39.3%)、2位が米国 (17.0%)、3位が香港 (8.8%)、4位がルクセンブルグ (7.7%)、5位がフランス (6.4%) となっている。日本は4.7%にとどまっている。アジア投資家の比率は、2007年末の45.1%を最高に30%以上となっている。

香港では、1位がシンガポール (21.3%)、2位がモリシャス (18.9%)、3位が米国 (10.7%)、4位が韓国 (10.7%)、5位がマカオ (5.8%) となっている。日本は5.7%にとどまっている。アジア投資家の比率にばらつきが大きい。2002年末の49.0%が最高で、最低は2004年末の26.4%となっている。

シンガポールが、タイ、インドネシア、マレーシア、香港に対する債券投資では1位で、アジアの債券投資の拠点となっていることがわかる。

債券投資の発展と通貨統合の関係は明確ではない。欧州では、通貨統合に参加しなかった英国のロンドンが国際金融センターの地位にとどまっている。また、そもそもアジアの債券市場は、株式に比べて相対的に小規模だ。国際証券取引所連合の2007年末統計では、表2の国・地域のうち、日本を除いて株式時価総額が国内債発行残高を上回っている。

(2) 日本の課題、政策の課題

タイ、韓国、インドネシア、マレーシア、香港をみると、シンガポール、そして香港、欧米投資家の割合が高い。域内で最も金融資産、対外資産残高を有する日本が3位以内に入ることとはなかった。日本の資金のアジア域内の資

金動向を補足したい。

柴田拓美⁽¹⁹⁾は金融庁が主催する審議会「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ会合」で、東京市場は日本の国内顧客を相手とする地域金融センターと位置づけている⁽²⁰⁾。

日本の投資家ウエイトの低さは、こうした実務家の指摘とも整合的である。ただ、アジア域内保有残高は居住者統計である。日本に出出している外資系資産運用会社も日本株式や日本債券の運用以外はグループ会社に運用を委託するほか、日本の資産運用会社も同様に、日本以外の運用をロンドン、香港やシンガポールなどに移転させる傾向が顕著である。このため、日本の個人や機関投資家の資金が、香港やシンガポールなど海外に送金された後、間接的にアジア債券を保有している可能性はある。日本がアジア域内で機能する金融センターではないため、日本の実際の保有が統計上は、過小評価される傾向がある。

東アジア・オセアニア中央銀行役員会議 (EMEAP) は外貨準備の一部を活用して、中国、香港、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイの8カ国の債券を発行した。2003年7月の第1号 (10億ドル) は米ドル建てで中央銀行が保有した。2005年春の第2号 (20億ドル) は、現地通貨建てで民間投資家も債券ファンドとして投資が可能となった。

こうした中央銀行を主たる投資家とする官製ファンドが、「域内の国債市場の活性化につながる動き」⁽²¹⁾と評価するような効果が本当にあったのかどうか、検証も必要になるだろう。

(19) 当時、野村アセットマネジメント執行役社長。その後、野村ホールディングス業務執行責任者となり、リーマン・ブラザーズ買収の立役者とされている。

(20) 柴田拓美「日本の金融・資本市場の国際化について」2007年3月31日、2ページ。
http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/s_group/

siryou/20070313/01.pdf (2008年1月9日)

(21) 白井早由里「東アジアの通貨・金融協力? 東アジア共同体とヒューマンセキュリティの発展に向けて」21世紀COEプログラム「日本・アジアにおける総合政策学先導拠点」2006年6月、19ページ。
<http://coe21-policy.sfc.keio.ac.jp/ja/wp/WP101.pdf> (2008)

また、アジア債券が豪州国債やドイツ国債と比べると、米国債との相関が低いことから、投資家にとっては投資のリスク分散効果が期待できることを指摘している⁽²²⁾。

外国人投資家比率が低く、官製ファンドなどで市場を育成している段階のアジア債券の現状を考えれば、投資家にとっては、アジア債券は市場規模、売買金額が低く流動性が低い、自由な投資ができる豪州国債やドイツ国債より米国債との相関関係が低いのは当然の結果である。アジア債券市場の規模が拡大し、外国人投資家比率が高まる過程で、世界の金融市場との連動性は高まるものと予想される。

米国市場との連動性の低さがアジア債券の魅力というのは、過渡期的な現象に過ぎない。資金移動の自由、域内で異なる現行の通貨制度を維持する中で、アジア債券の育成だけを進めていけば、世界の金融市場の浮動性がアジア債券市場にも波及する。

「自国通貨建ての資本市場を育成することができれば、ダブル・ミスマッチを減らして危機の再発を防ぐことができる」⁽²³⁾ という目的は、通貨制度や資本移動の監視とセットで議論されるべきものだろう。

4. 日本の対外証券投資の動向

(1) 日本の金融資産

1997年と2007年の間で、日本の名目GDPは0.07%しか増えていない。経済規模としては、明らかに停滞期に入っている。これに

して、資金余剰主体である個人金融資産は、日本銀行の資金循環統計によると、1997年末の1285兆1274億円から2007年末で1544兆円へ20.1%増加している。日本は人口減少社会に移行しており、団塊世代の退職で、日本の個人金融資産がピーク期を迎えた。

対外資産残高のうち対外証券投資残高は1997年末の117兆8207億円から2007年末で287億6866円に144.2%増加した。企業の対外活動である直接投資残高の増加率75.1%を大きく上回っている⁽²⁴⁾。

日本人は、国内の預貯金を中心に資産を管理し、リスクをとらないため、為替リスクのある対外投資などには慎重と考えられてきた。学識者、実務者を集めた財務省の「我が国金融・資本市場の国際化のための研究会」（座長吉野直行・慶應義塾大学経済学部教授）でも、日本はホーム・バイアスの度合いが著しいとされてきた⁽²⁵⁾。

対外証券投資残高の増加率は、個人金融資産の7倍に相当する。この間の海外株式市場の上昇、内外金利格差、為替動向を考慮しても、対外投資の拡大速度が金融資産の増加を大きく上回っている。日本のホーム・バイアスは変化しつつあると言える。

(2) 対外債券の投資動向

日本銀行が公表する対外・対内証券投資⁽²⁶⁾によると、対外債券の投資残高の合計は、確実に増加している⁽²⁷⁾。2000年末には100兆円を超え、2005年末には200兆円を超えている。

、 年1月9日)

(22) Jiang, Guorong and Robert McCauley, “Diversifying with Asian Local Currency Bonds, BIS Quarterly Review, September 2004、竹内淳「アジアの債券市場育成とアジアボンドファンド」日本銀行国際局、2005年10月

(23) 白井 (2006) 17 ページ。

(24) 1997 年末は 35 兆 3340 億円、2007 年末は 61 兆 8584 億円。

(25) ホーム・バイアスについては、邦語論文では白塚重典、中村恒 (1998)「国際分散投資におけるホーム・バイアス・パズルを巡る諸論点」『金融研究』1998 年 5 月が詳しい。

(26) 日本銀行は、発行体の所在地で、内外を分けている。社団法人投資信託協会は、通貨で証券を区分している。サムライ債など円貨建ての外国証券で、取り扱いが異なってくる。

(27) 外国債券には、為替差損がある。円表示の場合、

表4 アジアの外貨建て長期国債の格付けの推移

	1997年6月末	2000年末	2002年末	2004年末	2006年末	2008年末
シンガポール	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
豪州	AA	AA+	AA+	AAA	AAA	AAA
香港	A+	A	A+	A+	AA	AA+
日本	AAA	AAA	AA-	AA-	AA-	AA
台湾	AA+	AA+	AA-	AA-	AA-	AA-
中国	BBB+	BBB	BBB	BBB+	A	A+
韓国	AA-	BBB	A-	A-	A	A
マレーシア	A+	BBB	BBB+	A-	A-	A-
タイ	A	BBB-	BBB-	BBB+	BBB+	BBB+
インド	BB+	BB	BB	BB	BB+	BBB-
フィリピン	BB+	BB+	BB+	BB	BB-	BB-
インドネシア	BBB	B-	CCC+	B+	BB-	BB-

注：国・地域は2008年末の格付けの高い国・地域の順番で並べている。

出所：Standard & Poor's

2007年末で株式も含めると、287兆円（うち債券222兆円）もの対外証券投資をしている。アジア通貨危機が起きる前年の1996年と2007年末では、対外債券の投資残高の合計は2.4倍に増加している。地域別で残高が唯一、減少したのは、アジアである。同じ期間で、3兆311億円から2兆2472億円に減少している。

1996年末の対アジア投資残高では、韓国（1兆4242億円）、中国（6290億円）、香港（3063億円）、2007年末では、韓国（9285億円）、中国（522億円）、香港（969億円）と大幅に減少している。他方、増加したのは、シンガポールで1996年末の562億円から2007年末には、9.8倍の5537億円に大幅に増加している。シンガポールは域内で唯一、最高の債券格付けAAAを維持していることから、市場の混乱の中でも、選好されたと考えられる。近年では、インドネシア、マレーシア、韓国の債券への投資も増加している。債券格付けの格上げとも符合する（表4）。ただし、世界金融危機の中で、信用リスクに敏感になるため、タイ、インド、

フィリピン、インドネシアなどの低格付けの債券は、売却される可能性もある。

しかし、債券投資残高全体からみれば、対アジア債券投資の割合は、わずか数%に過ぎない。2001年以降では、アジアの合計が豪州一カ国を下回っている。

中国の残高減少率が大きい。地方政府の設立した国際信託投資会社のサムライ債（円建て外債）のデフォルトが影響している。このことは現在でも、日本の債券の投資家、発行・販売業務の担当者に負のイメージとして深く刻まれている。中央政府レベルでは支払い余力がある中国で、利払いが停滞したことは、日本の金融業界で、中国の信用を低下させた⁽²⁸⁾。民間部門で、アジア債券市場育成の協力や、対中国の資本市場の業務拡大の壁となってきた。このため、対中国の協力分野は、株式市場を含めた資本市場全体で取り組めば、円滑になることが期待される。

／ 円高傾向で減少、円安傾向で増加要因となる。
(28) 朱江（2002）「ソブリン格付けの基本的な考え方と

その手法」『R&I レーティング情報』2002年4月、69ページ。

（３）対外株式の投資動向

同じく日本銀行が公表する対外・対内証券投資によると、対外株式の投資残高の合計は、急速に増加している。1997 年末には 20 兆円を超え、2007 年末には 63 兆円を超えている。とくに 2004 年から 2006 年まで、3 年連続で 20% 台の成長となった。1996 年と 2007 年末では、対外株式の投資残高の合計は 3.6 倍に膨張し、対外債券の投資残高の伸びを上回った。これに対して、アジアの投資残高は 2.6 倍で、全体の伸びには届いていない。ただ、対外株式投資に占めるアジアの割合は、アジア通貨危機以降、一時低下していたが、株価と新規投資などから、回復基調で 2007 年末 10.1% と、1996 年末 (14.1%) 以来の 10% 台を回復した。

1996 年末の対アジア投資残高では、香港 (1 兆 2962 億円)、マレーシア (5231 億円)、シンガポール (3063 億円)、タイ (1490 億円) など上位に並んでいた。これに対して 2007 年末では、香港 (1 兆 9952 億円)、中国 (1 兆 7149 億円)、シンガポール (7361 億円)、韓国 (6405 億円) が上位となった。

最も増加が顕著なのは、中国への投資である。この統計は資金調達主体（発行体）による分類である [日本銀行, 2008:18]。香港市場に上場する中国国有企業への投資の拡大が寄与したものとみられる。

なお、国別の残高を株式と債券と比べると、韓国、マレーシア、フィリピンは、債券の残高が株式を上回った。アジア通貨危機後の債券格付け上昇で、投資対象に戻ったことや、第二節で触れた世界的な債券指数にも組み入れられ、債券指数を目標や参照して運用する機関投資家の影響もある。

（４）投資信託の保有状況

(29) 1998 年 12 月、銀行での販売が開始、社団法人投資信託協会によると、契約型公募・私募投資信託のうち、

投資信託は身近な金融商品となり、個人が間接的に対外投資に寄与している⁽²⁹⁾。社団法人投資信託協会によると、契約型公募投資信託の資産総額（現預金も含む）は 1996 年末の 48 兆 6680 億円から 2007 年末で、1.6 倍の 79 兆 7605 億円に拡大し、さらに対外資産の割合も上昇基調にある。1998 年に外貨建て資産の割合が 12.2% と 7 年ぶりに 10% 台に乗っている。その後、アジア、ロシアの金融危機で、海外市場の価格低下と解約の増加などから、その割合が低下したが、2002 年末で再び 10% 台に乗り、2007 年末で 46.2% と半数近くまで上昇した。リーマン・ショック後の 2008 年 10 月末でも、40% 台を維持している。個人投資家の投資信託を通じた外貨資産へのシフトは、日本のホーム・バイアスが修正されている明白な事例である。

株、債券別では、2007 年末で資産総額に占める外貨建て株式の割合が 12.9%、同に占める外貨建て債券の割合が 25.3% となっている。さらに資産別で、株式資産に占める外貨建て株式の割合では 2007 年末で 43.5% に高まり、2008 年 10 月末でも 34.0% と高い水準にある。さらに、債券資産に占める外貨建て債券の割合は 2006 年の 56.9% で初めて 50% を超えた後、2007 年末では 68.7%、2008 年 10 月でも 62.9% の高さを有している。

日本銀行が公表した対外証券投資と比べると 2007 年末で、投資信託による債券投資は 9.1% に相当する 20 兆 2076 億円、投資信託による外貨建て株式投資は、16.1% に相当する 10 兆 2880 億円だ。

通貨別では、外貨建て債券に占める米ドル建ての割合が低下傾向にある。ドル離れだ。2001 年末で 61.9% だったが、その後 50% を割り込み、2007 年末では 30.3% だ。豪ドル、カ

2008 年 11 月末現在、銀行の販売シェアは 51.6%。かつて販売を独占していた証券会社は 46.5%。

表5 シュローダー・アジア公社債マザーファンドの通貨別配分の割合

単位：％

	2007/6/1	2007/9/1	2007/12/1	2008/3/1	2008/6/1	2008/9/1	2008/12/1
米ドル	64.4	53.2	58.0	56.2	61.9	96.9	74.3
ユーロ	12.2	11.2	10.3	9.0	5.3	0.5	1.5
日本円	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.4	3.7
アジア通貨計	23.5	35.6	31.7	34.8	32.8	0.2	20.6
シンガポール	1.1	4.8	11.8	10.0	6.3	0.5	9.5
インド	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	4.5
マレーシア	9.7	19.7	6.4	10.0	0.9	0.1	4.1
韓国	0.0	2.4	3.1	0.0	5.2	0.0	2.4
フィリピン	1.5	1.5	10.5	6.9	6.5	0.1	0.1
インドネシア	9.1	7.2	0.0	0.0	2.5	- 0.5	0.0
台湾	0.0	0.0	0.0	8.0	11.4	0.0	0.0
タイ	2.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

出所：シュローダー証券投信投資顧問「シュローダー・アジア公社債ファンド：商品説明資料（週次）」2008年12月24日、運用報告書（各期）、販売用資料2008年10月3日

ナダドル、英債券など主要国で相対的に高い金利の債券を選ぶ傾向のほか、ドル安も影響した。アジア通貨建て債券⁽³⁰⁾の割合は外貨建て債券の1%にも満たない。ただし絶対額は増加している。2006年末の252億円から、2007年末では567億円、2008年10月末では、1181億円に急増した。日本の金融資産とアジア債券市場育成の果実が結びつつあると言える。

ただし、債券に投資する投資信託も実際には機動的に運用がなされる。2006年6月30日に設定されたシュローダー・アジア公社債ファンドは、同マザーファンドを通じて、日本を除くアジア諸国の国債、政府機関債、社債、転換社債等（変動・固定金利債および米ドル建債券、アジア現地通貨建債券、ユーロ建債券等を含む）を主要投資対象としている⁽³¹⁾。このファンドによるアジア通貨建て債券の割合は2007年9月からリーマン・ショック前は30%台であったが、その後、2008年9月末で0.2%、

2008年12月で20.6%と大きく変動している（表5）。アジア現地通貨建て債券で、継続して資産に組み入れられたのは、シンガポール、マレーシア、フィリピンのみである。基準価額も設定時、1万円でスタートし、2007年5月18日には高値1万1303円を記録したが、2008年10月28日には6419円まで下落した。債券価格の低下のほか、円高基調が影響している。

なお、投資信託の外貨建て株式資産に占めるアジア通貨建て資産割合は1996年末には、57.5%と過半数を超えた。アジア通貨危機と米国のITバブルなどから、2000年には15.9%まで低下していた。その後、アジア通貨建て資産の香港上場中国企業やインド企業への投資拡大などから、2006年末では35.0%までに回復した。1996年末から2007年末の間⁽³²⁾では、アジア通貨資産がユーロ建て資産を常に上回り、1996年末と2007年末においては米ドル建て資産を上回った。

(30) 統計で対象としたのは、香港、シンガポール、マレーシア、タイ、フィリピン、インドネシア、韓国、台湾。

(31) 日本法人のシュローダー証券投信投資顧問がこの

ファンドの資金を国内で募集し、運用はシュローダーグループのシンガポール法人に委託している。

(32) 各年の年末統計の比較。

投資家の通貨分散、ドル離れがアジア域内通貨建て資産の分散投資につながれば、通貨統合の政策的な必要性も高まるだろう。

(5) 日本の公的年金運用の対外資産

年金積立金管理運用独立行政法人は、日本の公的年金の資金を運用する。その運用規模は、世界的に巨大な機関投資家である。日本銀行や投資信託協会と比較上、2007 年末時点の運用状況を見てみる。市場運用資産は 92 兆 8070 億円だ。公募投資信託の運用総額を 13 兆円上回る。全米最大の年金基金や中国の政府系ファンド中国投資有限責任会社の運用資産規模の 4 倍以上である。

市場運用資産のうち外国債券が 10.6% の 9 兆 8652 億円、外国株式が 13.9% の 12 兆 9269 億円にのぼる。市場運用資産に占める外国証券の割合は 24.6% で、投資信託の 46.2% を下回っている。国民の投資信託を通じた外国証券投資の高まりは、公的資金運用の資産配分にも影響を与えていくのだろう。

また、日本の公的資金運用には、中国に次ぐ世界 2 位の外貨準備高、約 1 兆ドルもある。外貨準備は、財務省の下、外国為替資金特別会計として管理されている。この特別会計は、1951 年 4 月 1 日施行の外国為替資金特別会計法によって規定されている。金ドル本位制のブレトン・ウッズ体制の時代に制定された古い法律だ。

日本の場合、円高を抑制するドル買い介入で、外貨準備が増加した。財務省は、政府短期証券 (FB) を発行し、市場や日本銀行から低利で円を調達し、米ドル建て資産を保有している。

米国債中心に投資されてきたが、為替リスク、収益性の向上から、株式なども含めた積極

運用を求める議論や提案も出始めている⁽³³⁾。中国、香港、サウジアラビアなどでは、外貨準備で株式投資も行っている。

日本のように、外貨準備で米国債に拘っているのは例外的存在になりつつある。

アジア債券市場構想の実現には、民間金融機関の積極的な関与、民間資金の導入が必要となる。外貨準備の 1 割程度を積極運用の資金として財務省管理の外国為替資金特別会計から分離し、外貨準備全体では流動性は確保される。日本を拠点とする積極運用の資金が増加すれば、日本の資産運用会社がアジア債券やアジア株式へ投資するノウハウの蓄積にもつながり、さらに民間の投資を促進することも期待される。

政府短期証券で資金調達していることから、外貨準備は国の資産とは言えないという意見が財務省の主流だ。米ドル建て債券で調達し、借り換えを実施すれば、為替リスクはなくなる。そのうえで、政府から独立した機関で運用し、将来の通貨統合や、通貨バスケットを参照とする為替制度の変更に備えることができる。財務省が、円とドルに拘っていても、アジア域内の金融や通貨協力は深化しない。

なお、公的年金と外貨準備運用で合計約 200 兆円の資金運用が 1% 向上すれば、1 兆円の歳入に当たる。年間のタバコ税の半額近くに相当する規模に相当する。

5. おわりに

本稿の統計分析からは、中国の対外資産が拡大し、日本に迫ろうとしていること、アジア域内の債券投資が徐々に拡大し始めていること、さらに投資信託などを通じて日本の対外資産のドル離れやホーム・バイアスの修正が進んでい

(33) 伊藤隆敏 (2007) 「外貨準備を考える 上: 経済教

室」日本経済新聞、2008 年 10 月 4 日。

ることが確認できた。投資信託の株式資産では、アジア通貨資産がユーロを上回り、米国ドル建てに比肩している。

アジアにおいては、債券投資より規模が大きい株式投資と総合的に考えれば、アジア域内の金融・資本市場整備が促進され、アジアの各国政府がめざす域内の資金還流も活発化することが期待される。アジア域内の株式業務では、欧米投資銀行が主たる金融機関である。アジアの金融機関が少なくとも域内において、欧米と競争的な金融機関に成長すれば、政府の通貨統合の議論の促進要因となる。

アジア通貨危機後の域内の大きな変化は、中国経済の台頭である。2005年7月21日、人民元を固定制から通貨バスケットを参照とする管理変動相場制に移行させた。マレーシアと同じ日に制度変更するなど、両国は高次元の政策協調を実現した。中国の外貨準備高は日本を上回り、香港も含めると、日本の対外資産残高に迫っている。

中国の台頭は、日米関係のフレームワークで、通貨・金融制度を考えがちな日本にも影響を与えようとしている。リーマン・ショック後、韓国とのスワップ協定の増額で、日中が競合したのも一例だ。当初、増額に消極的だった日本政府が、中国政府と韓国支援の先陣争いに参加した⁽³⁵⁾。

今後も、中国政府の行動力に、日本政府が刺激される局面もあるだろう。中国政府が資本取引の段階的自由化を進め、香港を活用してい

ていけば、香港も含めた中国は、アジアの金融センターとしての優位性を高まる。香港は東京より簡素で低率な税制、英語で実務を行えるなど、クロスボーダーの業務の優位性、集積性がある。

これまで地域統合で、金融分野はトップランナーではなかった。欧州や湾岸協力会議(GCC)⁽³⁶⁾の統合プロセスで、通貨や金融政策の統合は、最終段階に位置づけられた。だが、米国発の金融危機が日本の企業業績や雇用情勢に深刻な影響を与えていることからわかるように、安定した通貨制度を含む金融システムの制度設計はかつてないほど、重要度を高めている。アジア通貨危機以降、政府や研究者らは、アジアの地域統合の必要性を唱えてきた⁽³⁷⁾。今後も政府や政策形成にかかわる学識者のミッションとパッションに負う部分が大きい。

課題は山積している。例えば、アジア通貨危機後、アジア域内協力の最も成功事例とされるスワップ協定でさえ、スワップ上限の80%はIMF支援プログラムの合意なくしては使えない仕組みになっている。当初は90%がIMF支援プログラムに拘束されていた⁽³⁸⁾。既存の国際金融システムに政策が縛られている。

各国政府は、東アジア共同体づくりの最終目標であることを常に意識し、経済、金融政策から法制度、金融税制、決済システム⁽³⁹⁾に至るまで、総合的に立案し、統合の障害を取り除く必要がある。大胆な構想・決断と緻密な進捗管理である。金融法制や国債発行の改革など

(34) 拙稿「公開企業の資金調達と投資銀行 -- アジア株式市場 2001 ~ 2005 年」『東アジア研究』2006 年を参照

(35) 中央日報日本語サイト 2008 年 12 月 15 日 <http://japanese.joins.com/article/article.php?aid=108744&servcode=A00§code=A10> (2009 年 1 月 9 日)

(36) バーレーン、クウェート、オマーン、カタール、サウジアラビア、アラブ首長国連邦(UAE)の六カ国。2010 年の通貨統合を目指している。

(37) 欧州では、1979 年 1 月の欧州通貨制度(EMS)の

導入からユーロ導入まで 20 年を要した。

(38) 財務省、日本銀行、フィリピン中央銀行「チェンマイ・イニシアティブ(CMI)・セカンドステージに基づく日本=フィリピン間での第2次二国間通貨スワップ取極締結」2006 年 5 月 4 日。

http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/180504press_release.pdf (2009 年 1 月 9 日)

(39) 資金や証券の決済システムは実務上の要である。決済システムについては、[国際通貨研究所, 2003]、[宿輪, 2006]、[犬飼, 2007]が言及している。

の調査段階で、G7 との比較だけではなく、東アジア諸国との比較も必須となる⁽⁴⁰⁾。

日本の財務省によると、アジア債券市場イニシアティブの最終目標は、アジアの貯蓄をアジアの民間事業者が長期の資本形成・投資に動員できるよう、アジア域内通貨建ての債券の発行を可能とするようなアジア債券市場の整備を目指すことである。東アジアの金融・資本市場の地域協力の萌芽として、金融・通貨当局者が、定期的に接触することが極めて重要だ。国益の衝突の基層に信頼関係なくしては、地域統合の深化はないだろう。しかし、債券は、通貨と期間のミスマッチ⁽⁴¹⁾を解消する「特効薬」ではない。債券で資金調達できる企業は、信用力の高い一部大企業に限られる。

資本取引が自由であれば、投資家（域内の貯蓄）は、より安全（高格付け）な債券か、低格付けならより高金利な債券に資金がフローする。東アジア域内より高金利通貨建て債券があれば、資金は他地域の通貨建て債券を選択する可能性が高まる。第4節で見たように、投資信託のファンドマネジャーも機動的に債券を入れ替えている。日本の金融資産のホーム・バイアスがさらに変化し、対外証券投資が拡大すれば、債券であれ株式であれ、域内の資金循環や、仲介業者の収益に寄与する。アジアにおける日本の金融機関の収益基盤が確立されれば、アジアの戦略的展開を加速させることで、域内の通貨や金融統合を触媒していくことが期待される。

ただ、通貨や金融政策の統合や収斂目標がない（政治的コミットの欠落）段階では、発行体と投資家の市場原理に委ねるため、債券市場育成程度の緩やかな政策で、どの程度、域内の資金循環を活発なものにできるのか、疑問も残る⁽⁴²⁾。

アジア域内通貨建て社債ではなく、国債の発行促進を最終目標にすれば、民間主体の社債につながる。国債は銀行が大量保有するだけに、民間金融機関の資金・為替管理にも大きく影響を与えるだろう⁽⁴³⁾。

参考文献

- 浅川雅嗣（2007）「東アジアにおける金融協力の現状と今後」日本金融学会 2007 年度秋季大会
<http://www.soc.nii.ac.jp/jsme/kinyu/pdf/07f/07f203-asakawa.pdf>（2008 年 12 月 1 日）
- 犬飼重仁（2007）『アジア域内国際債市場創設構想—アジアボンド市場へのロードマップ』レクシスネクシスジャパン。
- 翁邦雄、白川方明、白塚重典（1999）「金融市場のグローバル化：現状と将来展望」『金融研究』1999 年 8 月。
- 小原篤次（2006）「アジア債券市場における日本の機関投資家の課題」『国際開発研究』
- （2009）「日本版「政府系ファンド」の提案①：反対論の整理、リアル BRICs：新興市場の政治経済学 33」『投資信託事情』

(40) 財務省や金融庁の審議会報告に目を通すと、決済システムの議論で、中国、韓国など東アジアとの比較がなされている。

(41) 吉富勝『アジア経済の真実—奇蹟、危機、制度の進化』東洋経済新報社、2003 年が詳しい。

(42) 財務省の浅川氏はアジア域内の金融、通貨協力について「今後東アジアの域内貿易における取引通貨として域内通貨のシェアが増大し、その結果米ドルとではなくアジア通貨間の変動幅を縮小することへの政策的な必要性が高まっていけば、CMI がそのための介

入通貨の相互融通メカニズムに発展する可能性は否定し得ない。通貨制度としての共通通貨バスケット制と、それを支えるマクロ政策協調のためのサーベイランスメカニズム、そして CMI という 3 つの要素がそろえば、東アジアにおける金融、通貨協力を今以上に深化する政策的環境が整う」としている [浅川, 2007]。

(43) 1988 年 6 月、経済・通貨同盟の検討委員会（ドロール委員会）が設置されたほか、英国やフランス政府は巨額の ECU 債を発行した [岩田, 1996:296-299]。

- 2009 年 1 月号。
- 北坂真一 (2006)『経済政策を担う人々』日本評論社。
- 田中素香 (1996)『EMS:欧州通貨制度』有斐閣。
- 中條誠一 (2008)「アジアにおける通貨システム改革の道筋」『経済学論纂』第 48 巻第 1・2 合併号。
- 日本銀行金融市場局 (2004)「証券化市場フォーラム・報告書」2004 年 4 月 22 日
<http://www.boj.or.jp/type/release/zuiji/kako03/mpo0404c.pdf> (2008 年 12 月 21 日)
- 村瀬哲司『アジア安定通貨圏：ユーロに学ぶ円の役割』勁草書房、2000 年。
- 山上秀文 (2008)『東アジアの新しい金融・資本市場の構築』日本評論社。
- 渡辺真吾，小倉將信 (2006)「アジア通貨単位から通貨同盟までは遠い道か」『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』No.06-J-21, 2006 年 11 月。
- García-Herrero, Alicia, Wooldridge, Philip (2007) ,” Global and regional financial integration progress in emerging markets,” *BIS Quarterly Review*, Sep.2007.
- Grant, Charles, Delors—Inside the House that Jacques Built, London, Nicholas Brealey Publishing (友野文夫訳『EU を創った男ドロール時代 10 年の秘録』日本放送出版協会、1995 年) .
- IMF (2008) ,” The GCC Monetary Union?—Choice of Exchange Rate Regime,”
<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/082808a.pdf> (2008 年 12 月 21 日)
- Takeuchi, Atsushi (2005) ,” Study of Impediments to Cross-border Bond Investment and Issuance in Asian Countries,” December 2005
http://asianbondsonline.adb.org/documents/ABMI_WG_FETS_Impediments_to_CrossBorder_Bond_Investment_Issuance.pdf
(2008 年 12 月 28 日)