

特集「東アジアの持続的発展を巡る諸論点」
**通貨危機深化の防止に向けた東アジア各国および
地域的な取り組みの効果・意義に関する考察**

[要旨]

1. 1997年に通貨危機に陥った東アジア諸国・地域の経済は、危機後の停滞期を経て2000年代半ば以降、安定的に成長してきた。しかし、2007年末以降、資源価格の高騰を主因としてインフレの高進や対外バランスの悪化（経常収支の赤字化あるいは赤字幅の拡大）といった変調が生じ、通貨、株価が急落するなど海外投資家のアジアに対するコンフィデンスは低下している。こうした変調は、韓国およびASEAN諸国において顕著である。ベトナムでは他国を大幅に上回る経常収支赤字とインフレ率の上昇がみられる。また、韓国においては、経常収支の赤字化、インフレ率の上昇に加え、前回通貨危機の一因であったと目される短期対外債務の急速な積み上がりが過去数年再び見受けられる。
2. アジア通貨危機後に展開された危機発生の原因・メカニズムに関する諸議論や実証分析を通じて、通貨危機を起こしうるファンダメンタルズ上の重大な構造的問題（insolvency）が認められない場合でも、ファンダメンタルズの悪化自体が投資家のコンフィデンスを急激に低下させ危機発生の確率を高めうるとの指摘がなされた。こうした指摘を踏まえ、東アジア経済の現況に目を向けると、構造的な債務支払い能力の不足は認められないものの、コンフィデンスの低下につながるようなファンダメンタルズの悪化がみられることには注意を要する。
3. 危機が発生した際に、その深化を防止するための国際的な通貨危機管理においては、IMFが中心的な役割を担ってきたが、97年の東アジア通貨危機の際には、タイ、インドネシア、韓国に対しIMFを軸とする国際支援体制が構築されたにもかかわらず、危機の深化を防止できなかった。このため、通貨危機の原因・メカニズムに関する議論と併せ、国際金融アーキテクチャーの強化が模索されるようになった。一方、実際に危機を経験した東アジア諸国・地域では、危機再発のリスクを想定し、危機深化の防止に向け、各国および地域全体による重層的な備えが講じられている。
4. 97年の通貨危機で大規模な資本流出に遭遇し、外貨準備を急激に減少させた東アジア各国は、以後外貨準備を大幅に積み上げてきた。東アジア諸国は、信用力の高い先進国と比較して国際金融市場での外貨資金の調達が困難となるリスクが高いため、大規模な資本流出が再発する事態に対する自己防衛として外貨準備を積み増すインセンティブが働き易いためと考えられる。危機再発のリスクへの対応として外貨準備をできる限り多く保有しておくことは望ましいといえるが、一方で外貨準備の保有には、米国債等での運用と国内投資の収益率の差等の機会費用や為替差損といったコストが伴う。

5. 東アジア各国による自主対応に加え、通貨危機再発リスクに対する懸念が域内で共有されたことで、2000年のタイ・チェンマイにおける ASEAN+3（日中韓）財務相会合での合意に基づき通貨危機管理のための地域金融協力の枠組み（チェンマイイニシアティブ、CMI）の整備も進められた。CMIは、外貨不足に陥った国に対して取極相手国が外貨をスワップで融通する二国間通貨スワップ協定（BSA）を柱とする。これまでに日本、中国、韓国、インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイの8カ国間で総計840億ドルのBSA網が形成されている。さらに、CMIの一層の機能強化に向けて、①東アジア諸国間による経済情勢のモニタリング、政策対話等の域内経済サーベイランスの強化、②個別要請と個別意思決定に基づく二国間取極から集団意思決定に基づく多国間取極への集約(マルチ化)が推進されている。
6. CMIのマルチ化が実現した場合、現状の二国間通貨スワップ協定と比べて緊急時の流動性供給の厚みを増すことができ、加盟国全体の通貨システムに対する投資家の信認を高める効果が期待できる。また、現状、二国間通貨スワップ協定を締結していない CLMV 諸国（カンボジア、ラオス、ミャンマー、ベトナム）に対する流動性支援も可能となる。また、CMIに域内経済サーベイランスを組み込むことにより、通貨スワップ協定による危機深化防止の効果に加え、危機の未然防止の効果も持たせることができる。ただし、CMIの域内経済サーベイランス・プロセスは、加盟国間で日常的に経済指標等の情報共有を行い、問題があれば早期に是正を促す朋友の圧力（peer pressure）に基づくものであるが、互いの国内問題に干渉しないという ASEAN の「相互不干渉主義」をサーベイランスの実効性の障害要因としないような仕組みの工夫が求められる。
7. CMIを中心とする地域的取り組みは国際公共財的な役割を持つが、その維持のためのコストの負担は、域内随一の経済大国であり、かつ東アジア諸国と緊密な経済関係を有していることから流動性供給における最大の資金出し手となっている日本が率先して負い、東アジア域内の金融安定に貢献すべきであろう。

アジア調査部 主席研究員 鈴木和憲

上席主任研究員 平塚宏和*

主任研究員 荻込俊二

Tel* : 03-3591-1369

E-Mail : kazunori.suzuki@mizuho-ri.co.jp

E-Mail : hirokazu.hiratsuka@mizuho-ri.co.jp

E-Mail : shunji.karikomi@mizuho-ri.co.jp

[目次]

1. はじめに	5
2. 通貨危機後の東アジア経済と最近の変調	10
(1) 通貨危機後の東アジア経済の回顧	10
(2) 現下の東アジア経済の変調と投資家のコンフィデンスの低下	11
(3) 危機後の東アジア諸国の国際収支	18
3. 東アジア諸国における外貨準備の積み上げ	22
(1) 東アジア諸国の外貨準備の現況	22
(2) 東アジア諸国による外貨準備積み増し行動の意味合い	24
4. 危機深化の防止に向けた地域的枠組みの進展	25
(1) 東アジアの地域金融協力の枠組みの整備（チェンマイ・イニシアチブ）	25
(2) CMI のさらなる強化に向けた動き	28
5. CMI に対する評価とマルチ化推進の意義	30
(1) CMI に対する現状評価	30
(2) サーベイランス機能強化の必要性	31
6. おわりに	32

1. はじめに

米国サブプライム・ローン問題や欧米金融機関の経営破たんを背景に国際金融市場における信用不安が著しく高まっているなか、インフレ高進、対外バランスの悪化など最近の東アジア¹経済の変調もあり、東アジアの金融・資本市場は不安定化している。こうしたなか、市場ではアジア通貨危機再発の可能性もある程度現実感をもって議論されるようになってきた。

1997年に発生したアジア通貨危機を振り返ると、断続的な通貨バートの切り下げ圧力に接し市場介入を続けていたタイが外貨準備の枯渇により通貨防衛を放棄し、7月2日変動相場制に移行、国際通貨基金（International Monetary Fund、以下IMF）の支援を受けたことを契機にアジア通貨が連鎖的に急落した。タイに続いて10月にインドネシア、11月に韓国がIMFの支援受入を決定した。他の東アジア諸国はIMFの支援を必要とする事態には至らなかったものの、海外投資家の資金引き揚げに直面し通貨、株価の大幅な下落を余儀なくされた。アジア通貨危機の特徴は、通貨、株価の急落、東アジア諸国の経済の縮小、金融システムの混乱といった危機の深度の大きさに加えて、危機が限られた国にとどまらず、大幅な経常収支赤字・財政収支赤字などファンダメンタルズ上の決定的な問題がなかったと認識されていた国々にも連鎖的に伝播（contagion）したことにある。

アジア通貨危機の発生を受け、上記のような特性を持った危機発生の原因、メカニズムを巡る議論が行われてきた。服部（2001）は、こうした議論が「ファンダメンタルズの悪化を主因とする考え方（第1世代モデル）」と「投資家の期待形成のあり方を主因とする考え方（第2世代モデル）」を対立軸として進められた結果、危機における投資家の期待形成とファンダメンタルズに関する理論が形成されるに至ったとしている。すなわち、各投資家がファンダメンタルズに関する完全情報を共有しておらず、投資家間で情報に差異があるという現実的な仮定の下では、個々の投資家は、観察されたファンダメンタルズの変化と、それに対し予想される他の投資家の行動の双方を考慮して自身の行動を決定しており、その結果、ファンダメンタルズのわずかな悪化によっても投資家の期待形成が大きく変化し、通貨の売却が促される可能性があるということである。

さらに、通貨危機発生メカニズムをファンダメンタルズの側面から説明する理論と投資家の期待形成の側面から説明する理論のいずれが高い説明力を有するかという点についての実証分析も試みられてきた。Corsetti, Pesenti and Roubini（1999）は、過去の中南米、中東欧、東アジアにおける通貨危機について、①銀行システムの健全度（不良債権比率・銀行の対民間貸出増加率）、②対外バランス（経常収支赤字の対GDP比率・実質為替レート上昇率）、③金融システム再生に係る潜在的コスト（不良債権の対GDP比）、④外貨準備の水準（対マネーサプライ比率・対短期対外債務比率）等のファンダメンタルズ関連計数が危機の深度に対しどの程度の説明力を有するかを検証し、経常収支赤字の対GDP

¹ 本稿における東アジア諸国は、NIEs諸国・地域、ASEAN諸国、中国を指す。

比率、銀行不良債権比率のいずれかが極めて高いという条件を満たす国では、上記の各計数が危機の深度に強い影響を及ぼすとの結論を得ている。

また、危機に陥る前の韓国、タイ、インドネシアがいずれも外貨準備を大きく上回る短期対外債務を抱えていた事実に着目し、Bussière and Mulder (1999) は、途上国における短期対外債務の対外貨準備比率と危機時における通貨の減価・外貨準備減少の深度の関係を検証した。それによると、短期対外債務の対外貨準備比率が 100%を超えてくると、危機の深度が高まるという関係が認められている。実際、韓国、タイ、インドネシアにおける 96 年末の短期対外債務の対外貨準備比率は、韓国が 228.3%、タイが 123.3%、インドネシアが 167.2%といずれも 100%を上回っていた。IMF (2000) も、①外貨準備の輸入額に対する比率、②外貨準備のマナーサプライに対する比率、③外貨準備の短期対外債務に対する比率の各計数について通貨危機の発生確率・危機の深度との関係を検証した上で、唯一関係性が認められる指標は③であり、危機防止という観点からはまず第 1 に外貨準備の総額を短期対外債務以上の水準に保つことが重要との政策的インプリケーションを得ている。

このほか、危機に陥った諸国間の貿易関係、金融面のつながり（共通の貸し手の存在等）、同一地域性などが contagion の経路になりうるかという点についての分析も行われ、De Gregorio and Valdes (2001) は、同一地域性が最も高い説明力を有するとしている。

服部 (2001) は、これらの議論・分析を整理し、①危機の発生確率や深度に関し、ファンダメンタルズ関連計数は説明力を持つが、これらの計数のみで十分説明することはできない、②特定の計数の変化が投資家の期待形成を急激に変化させ、危機の発生確率・深度を高めるわけではない、③短期対外債務の対外貨準備比率が低い国では、危機の発生確率・深度は小さく、同比率が 100%を超えると危機の発生確率・深度が高まる、④同一地域に属する国々や共通の貸し手を持つ国々の間で危機が伝播し易いとしている。

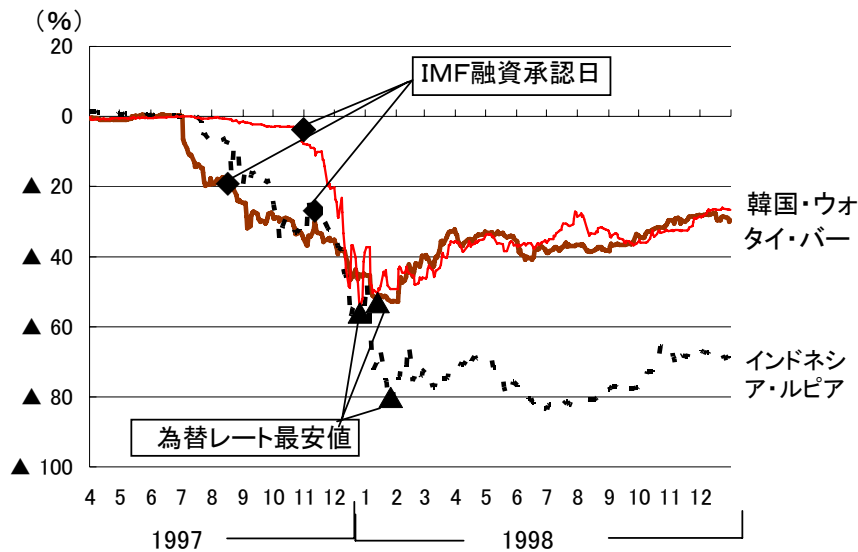
一方、IMF の金融支援によってもアジア通貨危機の深化を止められなかった経緯から、国際的な通貨危機管理機能の低下が指摘されるようになった。

国際通貨・金融体制の秩序と安定を維持する観点から、国際収支の著しい悪化に直面し危機的状況に陥った国に対しては、IMF が資金を供給し、その是正を図る。97 年のアジア通貨危機の際にも IMF を中心とする国際支援体制が構築され、危機に陥った 3 カ国（タイ、インドネシア、韓国）に対する融資が実施された。

従来、通貨危機が生じた場合、IMF が金融支援に乗り出せば、支援受入国の外貨流動性不足が補填され、受入国と IMF が協議して決定したコンディショナリティー（融資実行条件）が付与されることによって支援受入国の対外信用力を向上させ、他の公的機関や民間資金流入を促進したり、パリ・クラブ等の債権国会議による債務救済を進展させると考えられてきた。しかし、アジア通貨危機では IMF の融資決定後も支援受入国に対する海外投資家の信認は回復しなかった。危機 3 カ国について 97 年 6 月末からの為替レートの下落率を時系列で見ると、IMF の融資承認後も通貨はさらに 3~5 割減価していることがわかる（

図表 1)。通貨が安定を取り戻したのは、概ね 98 年半ば以後である。

図表 1：IMF 融資とアジア危機国通貨の為替下落率



(注) 97年6月末時点を基準とした為替下落率。

(資料) Datastream

IMF 支援が従来期待されていた実効を上げられなかった理由として、金融支援が量的にも機動性の面でも不十分であった点が指摘できる。

IMFは加盟国の共同出資で運営されており、利用可能な資金が加盟国の出資額の範囲内にとどまるという資金制約の問題を抱えている²。従ってIMFの融資制度における限度額は、各加盟国の出資割当額（クォータ）に一定比率を乗じたものとなる。代表的なスタンド・バイ取極（Stand-By arrangement）³の場合、融資限度額はクォータの3倍までである。もっとも、タイの支援では、供与額は例外的にクォータの5倍まで拡大された。これに日本など東アジア諸国からの支援も加えると総額172億ドルの規模であった（図表2）。しかしながら、同時期にタイ中央銀行が負っているドル売りポジションが234億ドルあることが判明すると、この支援額だけでは不十分であることが露呈した⁴。

また、韓国の場合、供与額はクォータの19倍にのぼった。これは、新設の補完的準備融資制度（Supplement Reserve Facility）⁵を利用することにより可能となった措置であるが、こうした異例の規模で支援パッケージが組まれたにもかかわらず、外国銀行による資金引

² 小野（2004）が言うように、発券銀行であるが故に資金制約のない一国の中央銀行と異なり、IMFはいわば共同出資で成立している「信用組合」であり、その利用可能な資金は加盟国からの出資額および借入額に限定される。

³ 短期的な対外不均衡に起因し、外貨不足に直面した加盟国に対する支援融資。利用限度額は年間で各国の拠出額（クォータ）。

⁴ 97年7月末時点でタイの外貨準備高は公表ベースで300億ドル（輸入の約6カ月分）であった。しかし、1年以内に決済期限を迎える中央銀行の先物ドル売りポジションは234億ドル（8月19日時点）、このうち決済期限の延長が困難と見られるオフショア取引分が148億ドルあった。

⁵ 巨額かつ短期的な支援を必要とする国を対象とする融資で限度額が設定されない。

き揚げが続き、ロールオーバーされた割合は2～3割にとどまった。こうした状況下、結局、IMFと先進国が介入する形で外国銀行の韓国に対するクレジットラインが維持され、かろうじて国家のデフォルトを避けることができた⁶。このように、アジア通貨危機では危機国に対し限度額以上の融資がコミット、実行されたが、それだけでは市場の信認を回復することはできなかった。

図表 2：通貨危機国に対する支援額

(単位：億ドル)

	タイ	インドネシア	韓国
IMF	40	100	210
世界銀行	15	45	100
アジア開発銀行	12	35	40
二国間支援	105	-	-
日本	40	-	-
中国	10	-	-
オーストラリア	10	-	-
香港	10	-	-
マレーシア	10	-	-
シンガポール	10	-	-
韓国	5	-	-
インドネシア	5	-	-
ブルネイ	5	-	-
インドネシア政府緊急準備金	-	50	-
小計	172	230	350
第二線準備	-	182	230
日本	-	50	100
米国	-	30	50
シンガポール	-	50	-
その他	-	52	84
合計	172	412	584

(資料) 国際金融情報センター資料に基づきみずほ総合研究所作成

アジア通貨危機では、巨額の短期対外債務を抱えていた東アジア諸国が、経済ファンダメンタルズに決定的な問題がなかったにもかかわらず、投資家の期待形成の急激な変化によって市場からの信認が失われ、大規模な資本流出に直面した (solvent but illiquid)。かかる危機に直面した東アジア諸国が市場からの信認を得るためには、短期間に相当な規模の支援を確保することが必要となる。資金制約があり、先進国に出資面の多くを仰いでいることから保守性が要求される IMF の融資制度では、こうした巨額の資金ニーズに機敏に対応することは困難である。実際、アジア通貨危機において多額の融資を行った後、ロシア、ブラジルなどで危機が続発すると、IMF の資金不足は現実のものとなった。

また、アジア通貨危機の場合、危機国の支援要請から決定までの期間は、タイが 14 日間

⁶ 韓国やインドネシアの場合、IMF以外の国の融資コミットメントは「第二線準備」と位置づけられたため、規模のかさ上げに過ぎない点が評価されず、市場からの信認の回復にはつながらなかった。

(97年7月29日→8月11日)、韓国が14日間(11月21日→12月4日)、インドネシアは実に1カ月(10月8日→11月7日)もかかった。そもそも、通貨危機に見舞われた国は厳しい融資条件(コンディショナリティ)⁷が付くIMF支援を避けようと、ぎりぎりまで自力で危機を克服しようと試みる。このため、IMF支援の要請に踏み切った時点ではかなりの緊急性を要しているだろう。にもかかわらず、支援のための作業が長引くことは流動性危機をいっそう深刻化させるものといえる。

国際金融システムの中心に位置するIMFの機能低下を受けて国際金融アーキテクチャーの強化が模索される一方、通貨危機を経験した東アジア諸国・地域においては、危機発生の防止あるいは他国からの危機波及に対する防衛の観点から、各国による自主的な対応および通貨危機再発を想定した「チェンマイイニシアティブ(Chiang Mai Initiative: 以下、CMI)」等の地域金融協力の枠組みの整備が進められてきた。アジア通貨危機再発の可能性が意識されるなか、通貨危機の予防と危機深化の防止の観点に立って東アジア各国及び地域協調的な取り組みを評価する必要性が高まっている。

本稿では、東アジアの経済変動と金融・資本市場の不安定化により通貨危機再発のリスクが意識され始めている現状を踏まえ、東アジア各国の外貨準備積み上げおよび地域金融協力の枠組み(CMI)の整備を中心とする危機深化とcontagionの防止に向けた東アジア域内の対応の意義と課題を検討する。

第2節では、97年の通貨危機後の東アジア経済の変遷を、危機の影響を強く受けた韓国およびタイ、インドネシア等のASEAN諸国を中心に概観した後、2007年末以降、幾つかのファンダメンタルズ関連指標が悪化が生じていることをみていく。その上で、現段階で通貨危機を起こしうる重大な構造的問題(insolvency)の存在は認められないことを確認するが、本章でレビューした通貨危機の原因・メカニズムに関する諸議論にもある通り、ファンダメンタルズの悪化自体が投資家のコンフィデンスを急激に低下させ危機発生の確率を高める可能性があることを指摘する。

第3節、第4節では、97年の通貨危機の経験とIMFを軸とする国際的な通貨危機管理機能の低下に関する議論を踏まえ、通貨危機再発リスクに対し東アジア各国および地域がいかなる対応をとっているかをみていく。まず第3章では、前回の危機以後、東アジア諸国が外貨準備を大幅に積み増してきたことを概観するとともに、そうした東アジア各国の行動の意味合いについて考察する。それと併せて続く第4章では、事後的な通貨危機管理を目的とした地域金融協力の枠組みであるCMIに基づく二国間通貨スワップ協定の整備について、実現に至った経緯と制度の概要を整理し、さらに2005年以降のCMIの機能強化に向けた取り組みについても概観する。

第5節では、通貨危機の予防と危機深化の防止という観点に立って、東アジア諸国による外貨準備の積み上げ、CMIによる二国間通貨スワップ網の構築、CMIのマルチ化および

⁷ コンディショナリティとは、IMF支援プログラムに付随する条件であり、国際収支上の困難のためIMFから支援融資を受ける国は、経済成長に資するような適切な政策を採ることを条件付けられる。

サーベイランス機能の拡充といった重層的な取り組みの意義について検討する。

第6節では、以上の考察を総括し、今後の研究課題にも触れて結びとする。

2. 通貨危機後の東アジア経済と最近の変調

(1) 通貨危機後の東アジア経済の回顧

東アジア経済は、第2次石油危機の影響による不振期を脱した80年代半ばから90年代半ばの約10年間にわたり急速な拡大を遂げ、世界経済におけるプレゼンスを着実に高めてきた。しかし、97年のアジア通貨危機の後、中国は危機の影響を軽微にとどめ、拡大基調を持続したが、NIEs、ASEANは危機の影響を強く受けた韓国やタイ、インドネシア等を中心に、金利上昇や急激な信用収縮の影響により設備投資や耐久財消費などの内需を主体として経済が縮小した。

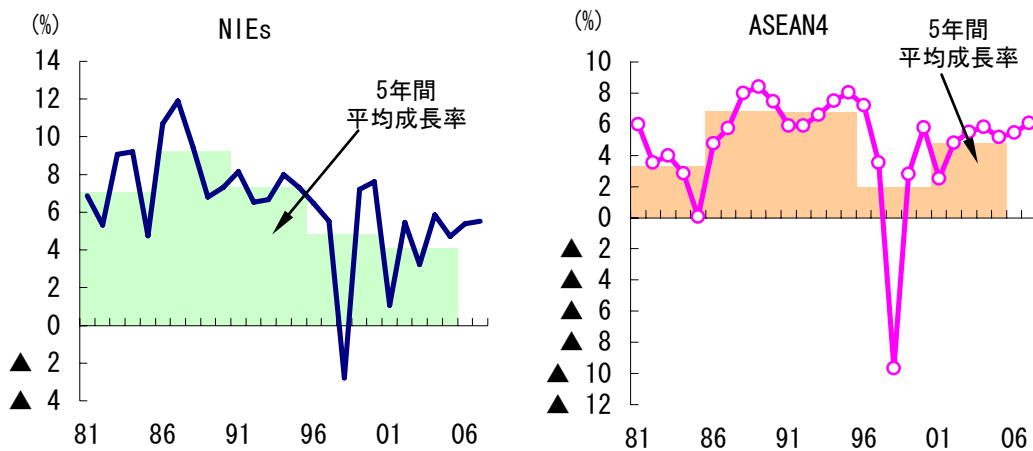
過去10年間におけるNIEs、ASEAN4カ国⁸の経済成長の推移を回顧すると(図表3)、アジア通貨危機を挟んだ5年間(96~2000年)の年平均成長率⁹は、NIEsで+4.8%、ASEAN4で+1.9%となり、直前5年間(91~95年、NIEs+7.3%、ASEAN4+6.8%)と比較して大幅に低下した。その後、2001年にはいわゆるITバブル破裂後の調整によりNIEs、ASEAN4とも低成長に陥った。2001~05年の年平均成長率は、半導体等電子部品・デバイスの供給地となっている韓国、台湾を含むNIEsが+4.1%と更に低下し、ASEAN4は+4.8%に上昇したものの、80年代後半~90年代前半の高成長期と比較すれば低い成長率にとどまった。

他方、過去3年間(2005~07年)の成長率は、NIEsで+5.2%、ASEAN4で+5.6%に高まった。通貨危機前の高成長期との対比では依然として低率であるものの、安定的に成長率が上昇している。世界経済を牽引してきた米国が減速するなかで東アジア経済の成長ペースが加速したことを受けて、いわゆる「デカップリング論(米国経済との切り離し)」が勢いづくことにもなった。

⁸ タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン。

⁹ 本稿におけるNIEs、ASEAN4の成長率は、対象国の実質GDP成長率を2007年名目GDP(購買力平価ベース)シェアを用いて加重平均したものを用いている。

図表 3 : NIEs、ASEAN4 の実質 GDP 成長率推移



(注) IMFによる2005年GDPシェア（購買力平価ベース）により計算。
 (資料) 各国統計、IMF

(2) 現下の東アジア経済の変調と投資家のコンフィデンスの低下

a. NIEs、ASEAN の経済変調

東アジア経済は、過去数年、安定的に成長してきたと受け止められてきたが、2007 年末頃から徐々に変調が生じ始めた。通貨危機後、韓国、ASEAN 諸国の経常収支は均衡化し、黒字を維持してきたが、韓国の経常収支は 2007 年 12 月に赤字に転じた後、赤字基調が続いている。ASEAN4 でも経常収支黒字が縮小してきており、2008 年 4～6 月期にはタイ、インドネシアで小幅の赤字となった。前回の危機を免れたベトナムでも、後述する通り、大幅な対外バランスの悪化が生じている。また、2007 年まで東アジア諸国のインフレ率は概ね低率にとどまってきたが、2008 年春以降、東アジア全域でインフレが加速し始めた。

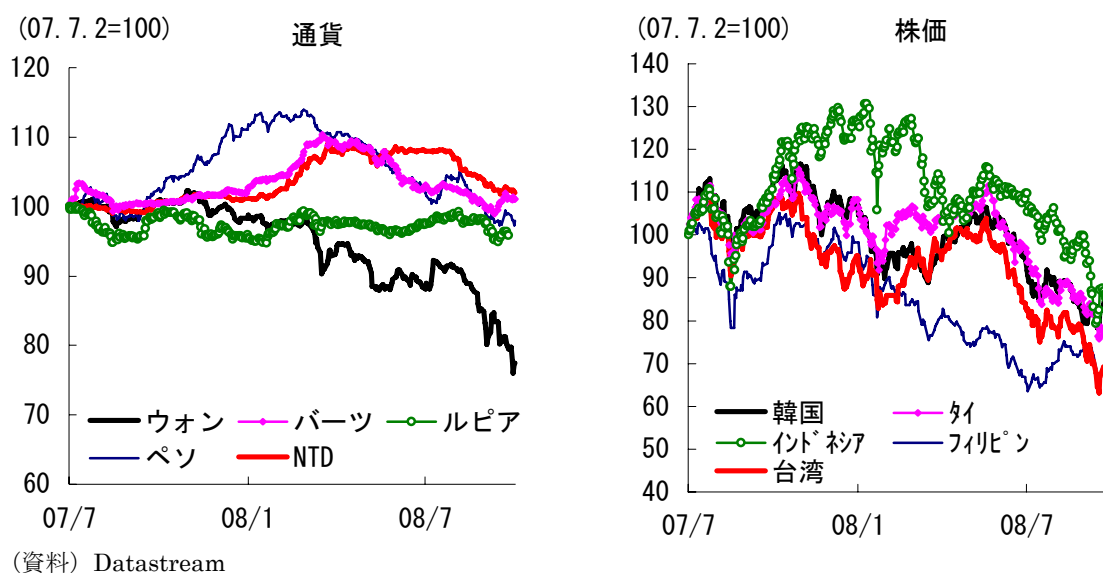
東アジア諸国のインフレ高進や一部の国における国際収支悪化の背景にあるのは、資源価格の高騰である。東アジア諸国は、①多くの国が非資源国であること、②エネルギー効率が低いエネルギー多消費型の体質であること、③食料・エネルギーが消費支出に占める割合が高いことから、資源価格の上昇に脆弱である。2004 年以降の原油価格上昇局面では、多くの東アジア諸国がエネルギー関連企業への補助金の供与により価格転嫁を抑えてきたため、物価への影響は限定的であった。また、資源価格の上昇に伴い資源国へ所得が移転した一方、資源国向け輸出数量の拡大を通じて所得が還流してきたため、国際収支の顕著な悪化はみられなかった。しかし、2007 年後半以降、資源高が原油、鉱物に加え、農産品を含む一次産品全体に広がったことで東アジア経済への影響は強まった。

まず原油価格の上昇が長期に及んだため、補助金の財政負担が高まり、石油製品の統制価格を引き上げざるをえない国が出てきた。また、農産品価格の上昇を受けて、生鮮食品だけでなく、加工食品・外食品の価格も引き上げられるなど、価格転嫁の動きが広がり、消費者物価が押し上げられた。食料・燃料価格の大幅な上昇は、幾つかの国で市民の抗議

行動や労働争議を引き起こし、政治・社会問題にも発展している。

東アジアの金融・資本市場も不安定化している（**図表 4**）。東アジア各国の株価は、2007年秋口頃まで総じて堅調に推移してきたが、その後下落に転じた。東アジア通貨も 2008年春頃から軟調に推移し、7月以降、軒並み下落ペースを速めている。米国サブプライムローン問題に端を発する国際的な信用不安の高まりを受けて質への逃避が加速するなか、国際収支悪化、インフレ高進、政治・社会不安等の問題がみられる東アジアの金融・資本市場からも海外投資家が一部資金を引き揚げている。また、国際金融市場で信用不安が急激に高まったことで東アジアの金融機関の外貨調達コストが急増するなど、資金調達環境も悪化している。

図表 4：東アジア主要国の通貨、株価



b. ベトナム経済の変調

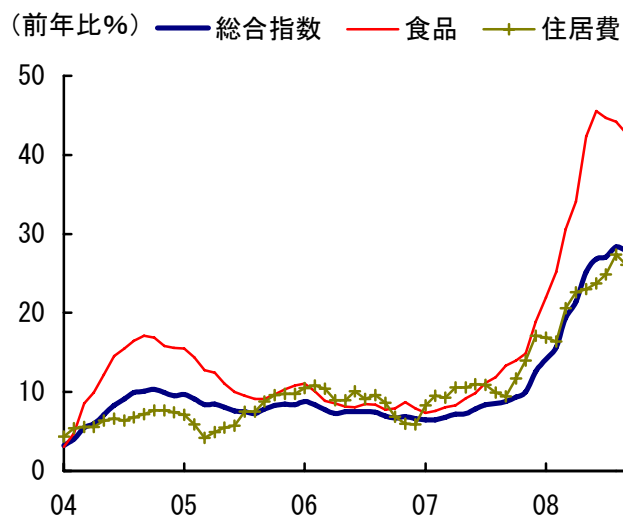
東アジア諸国における最近の経済変調は、資源高への脆弱性に起因するところが大きい。原油、石炭、農産物を輸出する資源国であるベトナムでも顕著な経済変調が生じた。まず他国を上回る勢いでインフレが高進した（**図表 5**）。消費者物価上昇率は 2007 年春から徐々に高まり、10月に前年比+10.0%と 2 桁に達した後も上昇を続け、2008 年 4 月以降は+20%を超える高率となった。次に貿易収支赤字が大幅に拡大した（**図表 6**）。2006 年までベトナムの貿易収支は年間で 50 億ドル前後の赤字であったが、2007 年の赤字額は 124 億ドル（対GDP比 18%）に達した。2008 年に入った後も貿易収支赤字は拡大し、6 月までの累計で 142 億ドル（対GDP比 37%）と既に前年の水準に並び、7 月以降も赤字が続いている。

ベトナムにおけるインフレの高進は、他国と同様に食料・エネルギー価格上昇の影響を受けたコスト・プッシュ・インフレの面があるが、過剰流動性に起因するディマンド・プル・インフレの側面も否定できない。ベトナムでは、対内直接投資、越僑による国内送金、

対内株式投資といった経路を通じて海外からの資金流入が拡大してきた。海外からの資金流入の拡大は自国通貨高圧力を生むが、2007年に外貨準備が85億ドル増加しており、為替レートの上昇を抑えるために当局が市場介入を行ったとみられる。その結果、過剰流動性が生じたと考えられる。中央銀行のベトナム国家銀行が利上げに踏み切ったのは、インフレが加速し始めてから1年近く経過した2008年2月であった。

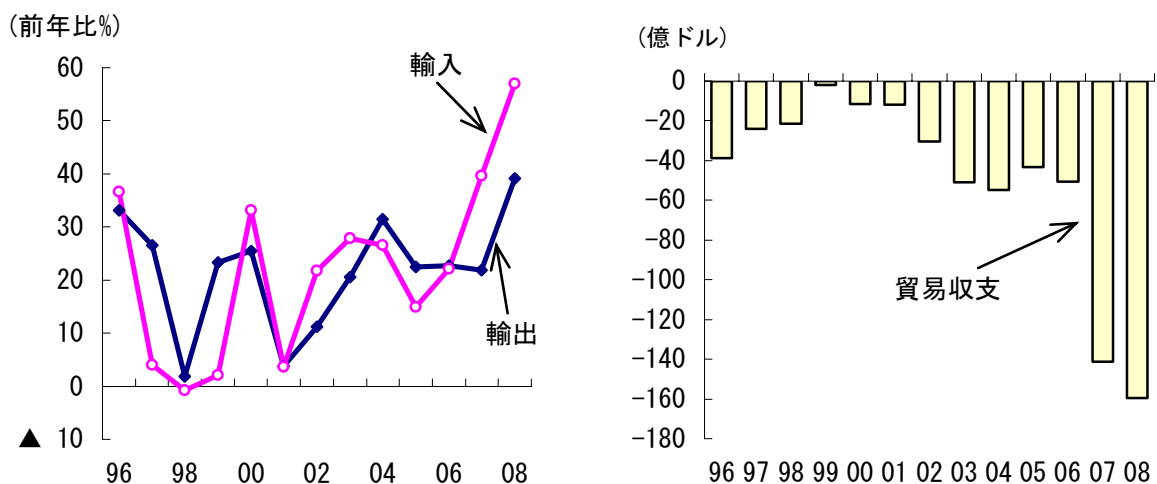
貿易収支の悪化については、米国を始めとする海外需要の減退に伴い輸出の増勢が鈍化したことに加え、ベトナム国内の投資拡大傾向を反映した原燃料・素材、資本財などの輸入増加傾向が資源価格の高騰により加速したことが背景にある。

図表 5：ベトナムの消費者物価上昇率



(資料) ベトナム統計局

図表 6：ベトナムの輸出・入、貿易収支



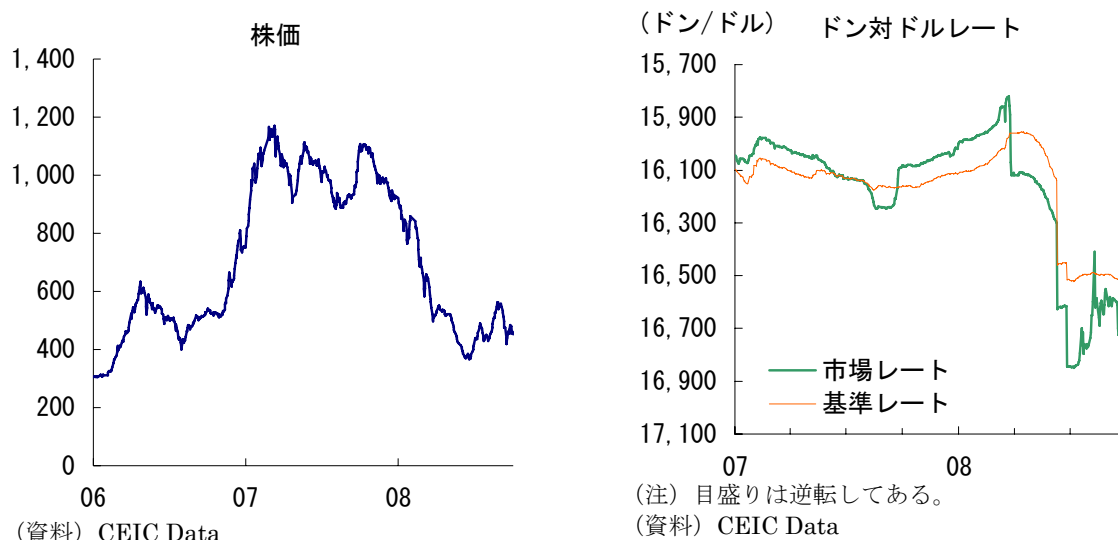
(注) 08年は8月までの累計。

(資料) ベトナム統計局

こうした経済指標の悪化を受けて、金融・資本市場は著しく不安定化した（図表 7）。まず株価は、2006 年後半から 2007 年序盤にかけて急上昇し、その後は一進一退となっていたが、2007 年末頃から急落し、2008 年 6 月には最高値の 3 分の 1 以下まで落ち込んだ。次に、2008 年春頃までドン高圧力が強かった為替相場は、その後ドン安方向に転換した。

ドンの対ドル為替レートは、当局の厳格な管理下に置かれており、前日の取引値を参考にして定められた対ドル基準レートから一定範囲内での変動を許容する相場運営となっている。3 月末以降、対ドル為替レートは変動幅の下限に張り付いた状況となり、当局は、ドン安圧力の強まりを受けて 6 月 27 日にドンの対ドル為替レートの変動幅を±1%から±2%に拡大した¹⁰。

図表 7：ベトナムの株価、通貨



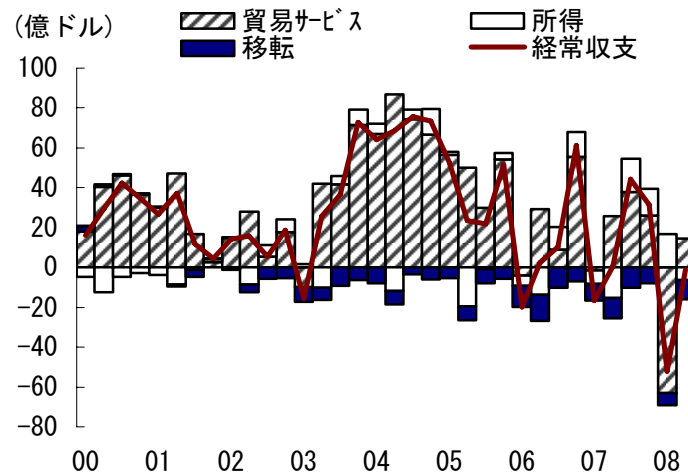
経済変調と市場の不安定化に対し、ベトナム政府は、経済安定化のための政策を実施した。具体的には、①利上げ、預金準備率の引き上げ、外貨建借入規制等の金融引き締め、②中央・地方政府の経費削減および不要不急あるいは非効率な公共投資プロジェクトの延期・縮小・中止などの歳出抑制、③金輸入の一時凍結や奢侈品等の関税引き上げといった輸入制限策、④石油製品、公共サービス等の価格の一定期間凍結などである。これらの政策が実行された結果、2008 年 4～6 月期の実質 GDP 成長率は前年比+5.8%と 1～3 月期の同+7.5%から大幅に減速したが、輸入の伸びが輸出の伸び以上に大幅に低下したため、貿易収支赤字の拡大傾向には歯止めがかかった。2008 年に入って急落した株価も、6 月下旬には一旦下げ止まった。消費者物価上昇率も 8 月に前年比+28.3%に達した後、9 月は同+27.9%に低下しており、インフレの加速ペースは落ち着きをみせた。豊作によりコメの価格が安定したことが最大の要因とみられる。

¹⁰その後、ドンへの下落圧力は弱まり、7 月 8 日以後、政府は基準レートを切り上げ始めた。ドンの対ドルレートが変動幅の下限に張り付いた状況も解消された。

c. 韓国経済の変調

韓国経済も 2007 年末以降不安定化している。第 1 に、経常収支が赤字に転じた(図表 8)。2007 年通年の経常収支は 60 億ドルの黒字であったが、月次で見ると 12 月に 8 億ドルの赤字となり、2008 年は 8 月までの累計で 126 億ドルの赤字となっている。資源高に伴う輸入の急増(1~8 月累計で前年比+33.2%)により貿易サービス収支が赤字化したことによるものである¹¹。

図表 8：韓国の経常収支



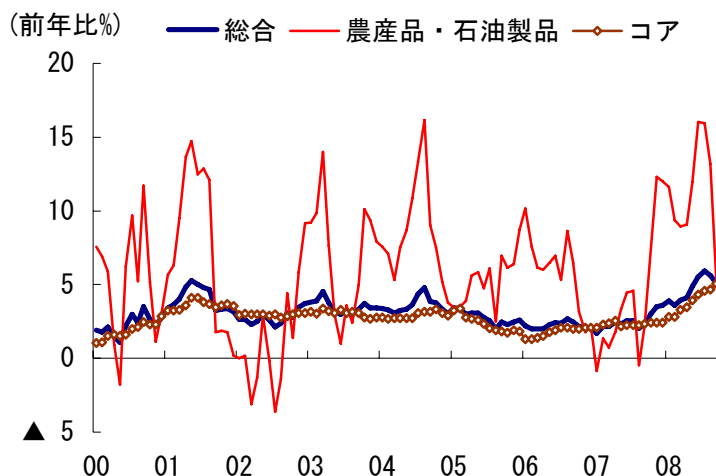
(資料) 韓国銀行

第 2 に、他の東アジア諸国と同様にインフレが加速した(図表 9)。消費者物価上昇率は、2007 年 9 月まで前年比+2%台で低位安定していたが、10 月以降+3%を超えた。中央銀行の韓国銀行はインフレターゲットを採用しており、消費者物価上昇率を 2007~2009 年の 3 年間の平均で+2.5~3.5%とするインフレ目標を設定している。消費者物価は 2007 年 11 月に前年比+3.6%と目標レンジの上限を超え、その後も上昇しており、2008 年 6 月以降は+5%台で推移している。総合消費者物価上昇率だけでなく、農産品・石油製品を除くコアインフレ率も 6 月以降前年比+4%を超えている。インフレ加速の主因は、資源価格高騰による食品・エネルギー物価の上昇だが、通貨ウォンが減価したことによる輸入インフレも生じている。

インフレ加速に伴い実質購買力が低下したことにより、個人消費は 2008 年 1~3 月期前期比年率+1.8%、4~6 月期同▲0.6%と失速し、実質 GDP 成長率も 1~3 月期前期比年率+3.3%、4~6 月期同+3.4%となり、+4.8%程度と目される潜在成長率を大きく下回って推移している。韓国経済は、インフレと景気停滞が並存するスタグフレーションの様相を呈している。

¹¹ 韓国の貿易サービス収支は、2007 年までサービス収支の赤字を貿易収支の黒字でカバーし、全体として黒字を維持してきた。2008 年は、サービス収支赤字の顕著な拡大はみられないものの、貿易収支黒字が大幅に縮小し(2008 年 1~8 月前年比▲90.0%)、サービス収支赤字をカバーできなくなった。

図表 9：韓国の消費者物価上昇率

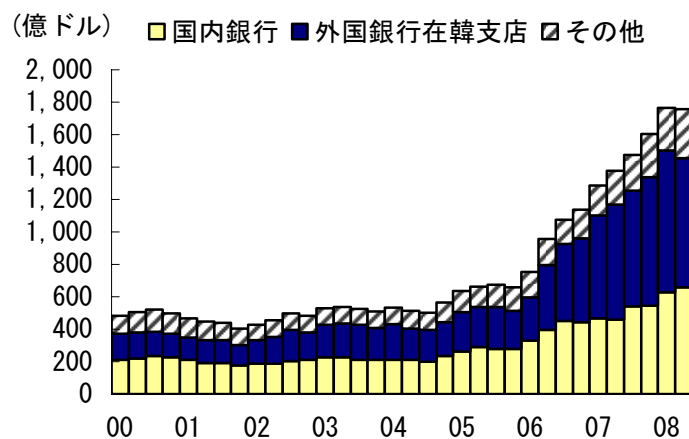


(注) コアは農産品、石油製品を除く。

(資料) 韓国銀行

第 3 に、過去数年、対外債務が短期を中心に増加している点も不安視されている。短期対外債務は 2006 年半ばまで 1000 億ドルを下回っていたが、2006 年後半に 1000 億ドルを超えた後、急速に拡大し、2007 年末には 1600 億ドル台に到達した。2008 年に入った後も短期対外債務の増加が続き、1700 億ドルを上回っている。短期対外債務の対GDP比は 18.1% (2008 年 6 月末) と通貨危機前の 97 年 6 月末の 15.4%を超えている。短期対外債務を借入主体別に分けてみると、金融機関、とりわけ外国銀行の在韓支店による借入が大きく増加している (図表 10)。

図表 10：韓国の短期対外債務 (借入主体別内訳)



(資料) 韓国銀行

97 年の通貨危機の際には、海外投資家のリスク回避行動により短期対外債務のロールオーバーが不能となったことから大規模な資本流出が発生した。その経緯を踏まえ、最近の短期対外債務の積み上がりを受けて、韓国に対する投資家のコンフィデンスは低下してい

る。

短期対外債務が拡大した背景には、主として①造船業など輸出企業による先物為替予約の増加、②先物相場と現物相場の裁定取引の2点がある。①については、従来為替予約をしていなかった造船業などの輸出企業が、2004年末以降の趨勢的なウォン高に対応して先物予約を行うようになった。通常、通貨が国際化されている場合、顧客の先物予約を受け付けた銀行は、為替先物市場でカバーする。しかし、非居住者にアクセス制限のある韓国ウォンの場合には、ウォンと外貨の金利裁定原理による先物為替相場形成が不完全であることから、顧客の先物予約を受け付けた銀行は、ドル資金を借り入れウォンに転換する資金取引により為替変動リスクをヘッジするケースが多い。この結果、国内への資金流入が増加した。

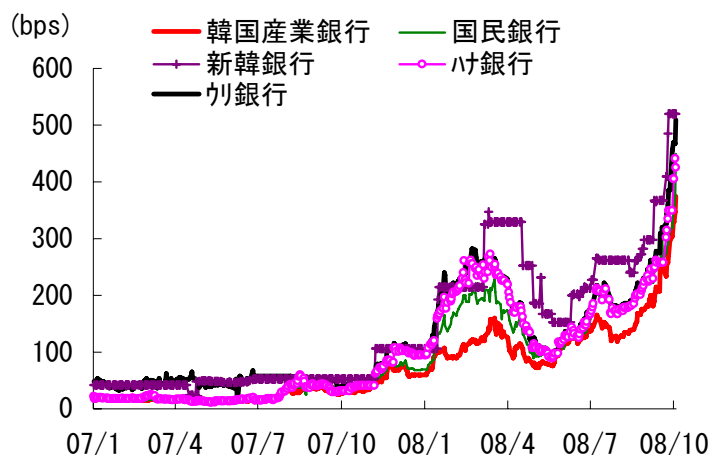
②については、上述の金利裁定原理による先物為替相場形成の不完全性により、輸出企業のドル売り需要が強いなかで先物相場は理論値よりもドルディスカウントの状態が続いた。この歪みを狙って、外国銀行による現物ドル売り（ウォン買）、先物ドル買い（ウォン売）の裁定取引が行われた。具体的には、通貨スワップにより為替リスクをヘッジした上で、調達したウォン資金を流動性の高い韓国国債に投資する外国銀行が多数存在した。これは、ドル流動性逼迫の影響によりクーポンスワップレート（CRSレート）が低下し韓国国債のイールドを恒常的に下回る状態になったことから、裁定取引により為替変動リスクを負わずに利鞘を確保できる機会が生じたためである¹²。この裁定取引を行うためにドル資金の借入が増加した。

経済ファンダメンタルズの悪化を受けて、通貨、株価も下落している（前掲図表4）。2007年11月頃まで上昇傾向をたどってきた韓国ウォンの対ドルレートは、経常収支が赤字に転じた年末から下落し始め、2008年春以降は急落している。3月には約2年2カ月ぶりに1ドル=1000ウォンの大台を突破し、10月に入って1200ウォン台に乗せている（10月2日現在）。通貨安に伴うインフレ加速への懸念から韓国政府はドル売り・ウォン買いの市場介入を実施した¹³。この結果、外貨準備は7月～9月の3カ月間で184億ドル減少した。株式市場も大幅に下落しており、韓国取引所総合指数の2008年騰落率は▲25.2%となった（10月2日時点）。また、韓国金融機関のCDS（credit default swap）プレミアムの顕著な上昇が示唆するように、国際金融市場での資金調達環境も悪化している（図表11）。特に米大手投資銀行の経営破たんを契機に国際金融市場が極度に緊張感を高めた9月下旬以降、外貨資金調達難に拍車がかかっている。

¹² 海外投資家は国際金融市場からLIBORでドル資金を調達し、韓国内の通貨スワップ市場でLIBORを受け取り、CRSレートを支払ってウォン資金に交換した後、韓国債に投資する。サブプライム問題に端を発する国際的な信用不安の影響で韓国を含む新興国金融機関のドル調達コストにプレミアムがついた結果、CRSレートは低下した。

¹³ 7月7日には政府と韓国銀行が「外為市場に行過ぎた不均衡が認められる時は、強力かつ断固たる措置をとる」とする共同声明を発表するなど、ウォン安阻止の姿勢を明確にした。

図表 11：韓国金融機関の CDS プレミアム



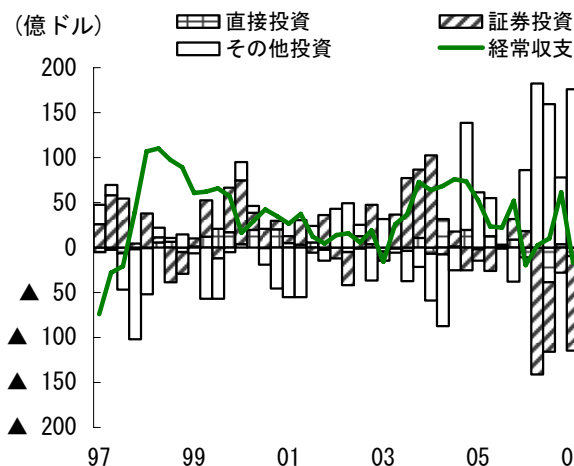
(注) 1.韓国主要金融機関向け債権を対象とする5年物CDSのプレミアム。
2.債権不履行リスクのヘッジ手段であるCDSのプレミアムは、信用リスクの対価としての意味合いを持つ。

(資料) Datastream

(3) 危機後の東アジア諸国の国際収支

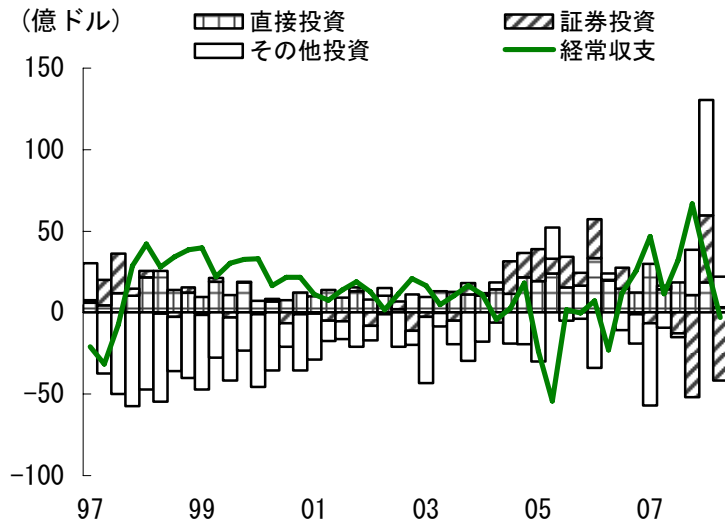
通貨危機前の韓国、ASEAN諸国の国際収支は、経常収支赤字・資本収支黒字という構造となっており、韓国、タイ、インドネシアでは資本収支黒字の太宗が「その他投資」収支の黒字（主として民間銀行部門を通じた短期資金の流入）であった。危機後、経常収支は黒字、資本収支は赤字に転じ、その後、各国の経済ファンダメンタルズ改善を受けて投資家のコンフィデンスが回復したことで、直接投資・証券投資を通じた資本の流入は徐々に持ち直した。他方、危機前の大幅な資本流入経路となった「その他投資」は、韓国では近年大幅な入超が認められるが、ASEAN諸国では出超が続いており、通貨危機前と同様の短期資金の流入はみられない（図表 12、図表 13、図表 14）。韓国以外のNIEs諸国・地域については、高水準の経常収支黒字が維持される一方、資本収支は赤字という資本輸出国の構造となっており、通貨危機の発生が危惧される状況にない（図表 15）

図表 12：韓国の国際収支



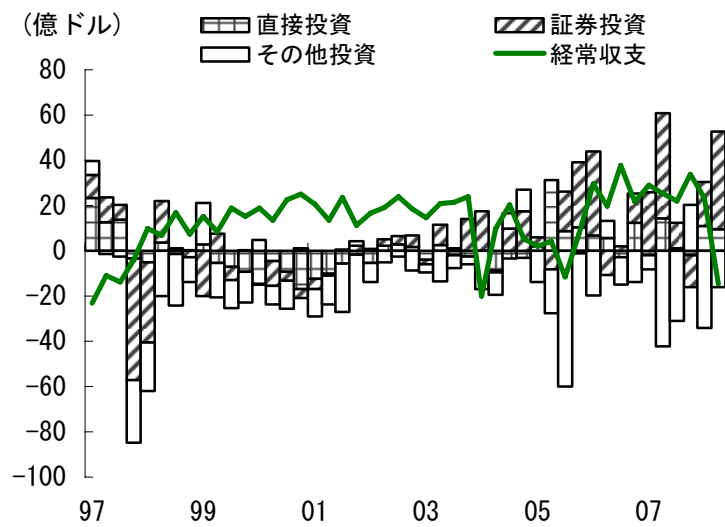
(資料) 韓国銀行

図表 13：タイの国際収支



(資料) Bank of Thailand

図表 14：インドネシアの国際収支



(資料) Bank of Indonesia

図表 15：台湾、香港、シンガポールの国際収支

	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年
台湾								
経常収支 (億ドル)	89	189	264	305	197	176	263	330
対GDP比 (%)	3.2	6.3	8.2	10.5	6.6	5.7	7.9	9.3
資本収支 (億ドル)	-83	-5	86	75	71	22	-197	-388
対GDP比 (%)	▲ 3.0	▲ 0.2	2.7	2.6	2.4	0.7	▲ 6.0	▲ 10.9
香港								
経常収支 (億ドル)	70	98	124	164	157	202	229	281
対GDP比 (%)	4.2	6.0	7.3	9.9	9.6	12.7	13.8	15.8
資本収支 (億ドル)	-75	-125	-194	-230	-237	-234	-270	-322
対GDP比 (%)	▲ 4.5	▲ 7.7	▲ 11.5	▲ 13.8	▲ 14.5	▲ 14.8	▲ 16.2	▲ 18.1
シンガポール								
経常収支 (億ドル)	110	113	115	210	173	213	280	355
対GDP比 (%)	13.3	13.7	12.5	24.7	19.5	22.8	25.6	29.6
資本収支 (億ドル)	-60	-125	-108	-175	-83	-123	-134	-170
対GDP比 (%)	▲ 7.3	▲ 15.2	▲ 11.7	▲ 20.6	▲ 9.4	▲ 13.2	▲ 12.3	▲ 14.2

(資料) 各国統計

韓国に関しては、前述した短期対外債務残高の急増からも覗えることだが、短期性の「その他投資」資金の流入が 2006 年頃から急増している。急増の主因は前述の通り、①造船業など輸出企業による先物為替予約の増加、②先物相場と現物相場の裁定取引だが、これらの経路による対外債務の積み上がりは、為替先物決済時における反対売買の裏付けを伴ったもので、前回の通貨危機時と同様の資本流出につながる性格のものとはいえない。IMF は、9 月 11 日に発表した対韓 4 条協議報告書の中で、短期対外債務のうち約 5 割が①の要因により生じたもの（太宗が前掲図表 10 の外国銀行の在韓支店による調達）であり、「注意深いモニタリングが必要ではあるものの、流動性不安説は誇張」との見解を示している (IMF(2008))。また、韓国政府も 2008 年 10 月 6 日に 6 月末時点の対外債務の内訳に関するデータを公表しており、長短を合計した総対外債務 4198 億ドルのうち外貨償還負担のない債務¹⁴が 1518 億ドル以上 (36%) を占めているとしている。ただし、国際的に信用不安が著しく高まり「質への逃避」傾向が強まるなか、経常収支の赤字が持続し、当局の市場介入等により外貨準備が減り続けている状況が韓国に対する投資家のコンフィデンスを急激に悪化させる可能性には注意が必要であろう。

ベトナムでは経常収支赤字が続いてきたが、資本収支は直接投資や ODA 等の長期資金の流入が太宗を占めているため、通貨危機発生のリスクは限定的と考えられてきた。ただし、ベトナムの国際収支統計の公表頻度は年 1 回で、2007 年の資本収支は未公表であるため、公式統計からは最近の状況を確認することはできない。2007 年は高水準の経常収支赤字となったにもかかわらず、年後半にかけてドン買い・ドル売り圧力が高まっており、この時期に短期資金の流入が拡大した可能性は否定できない。この点について、世界銀行がベトナム国家銀行を出所とする 2007 年資本収支のデータを発表している。それによると、2007

¹⁴ 為替先物予約に関連した外貨借入 938 億ドル、郵船輸出前受け金 509 億ドル、直接投資に関連する関係会社間の資金貸借 71 億ドルの合計。

年の経常収支赤字 69.9 億ドルに対し、直接投資と中長期借入を合計した中長期性資金の流入額は 86 億ドルである（図表 16）。証券投資資金、短期借入、現預金を合わせた流入額も 89.4 億ドルと大きい。経常収支赤字を中長期性資金でファイナンスしている構造自体が崩れたわけではないとみられる。後でみるように、外貨準備が 2007 年末時点で対外債務全体を上回る水準を維持していることから、通貨危機につながるほどの対外ポジション悪化が起きているとまでは言い切れない。

図表 16：ベトナムの国際収支

	1990年	1995年	2000年	2005年	2006年	2007年
経常収支 億ドル	▲ 2.6	▲ 26.5	11.1	▲ 5.6	▲ 1.6	▲ 69.9
(対GDP比) (%)	▲ 4.0	▲ 12.8	3.5	▲ 1.1	▲ 0.3	▲ 9.8
直接投資 億ドル	0.0	0.1	6.0	5.2	6.4	65.5
中長期借入 億ドル	▲ 0.5	▲ 2.5	7.3	13.6	11.4	20.5
短期資本 億ドル	0.5	3.1	▲ 17.6	▲ 10.3	2.8	37.0
誤差脱漏 億ドル	▲ 0.0	2.8	0.0	0.0	0.0	▲ 3.5

(資料) ベトナム国家銀行。2007年の資本収支、誤差脱漏は世界銀行

東アジア諸国の金融セクターの健全性を概観すると（図表 17）、通貨危機後、韓国、ASEAN諸国では各国銀行セクターの不良債権比率が異常値ともいえる高い数値を記録したが、公的資本を用いた金融システム再建策（不良債権処理、金融機関への資本注入、金融機関の整理統合など）が奏効したことで大幅に低下し、銀行自己資本比率の上昇が示す通り過小資本の問題も解消した。韓国以外のNIEs諸国・地域の銀行不良債権比率も台湾 2.35%（2008年7月末）、香港 0.9%（6月末）のほか、シンガポールでも3大商業銀行¹⁵ベースで 1.4~1.5%（6月末）といずれも低率である。また韓国では、90年代に財閥が過剰な投資を行ったことで企業の負債比率が 400%程度の高率に達したが、危機後の構造調整の中で負債の削減が進められ、負債比率は 2007 年末現在 97.8%にとどまっている。

図表 17：銀行セクター健全性指標

(単位：%)

	不良債権比率		自己資本比率	
	危機後最悪値	直近値	危機後最悪値	直近値
韓国	21.8	0.7 (2008.6)	7.0	11.4 (2008.6)
タイ	46.5	6.4 (2008.6)	9.2	15.1 (2008.7)
インドネシア	58.7	4.0 (2008.7)	-15.7	17.6 (2008.6)
マレーシア	14.9	2.5 (2008.7)	10.6	13.2 (2008.7)

(注) 1.韓国、タイ、インドネシアは商業銀行。マレーシアは商業銀行、マーチャントバンクファイナンスカンパニーの平均。

2.インドネシアの銀行自己資本比率の危機後最悪値は、急増した不良債権を償却したことにより毀損し、マイナス値となったもの。

(資料) 韓国金融監督委員会、各国中央銀行

¹⁵DBS、OCBC、UOBの3行。

NIEs、ASEAN 諸国の対外ポジションや銀行セクターの健全性等の指標から判断すると、現段階で通貨危機再発の差し迫ったリスクの存在を示唆するような重大なファンダメンタルズの悪化はみられない。ただし、複数のファンダメンタルズ指標が悪化方向にあり、かつ国際的な信用不安の影響で投資家が極度にリスク回避的になっているなか、投資家の期待形成が急激に変化し、東アジアから資金が流出する可能性は意識しておく必要がある。

この点を踏まえ、次章では、前回の通貨危機以後、危機再発のリスクに備えた東アジア各国・地域の対応としての外貨準備積み上げ、第 4 節では地域的な金融協力の枠組みとしての CMI について概観する。

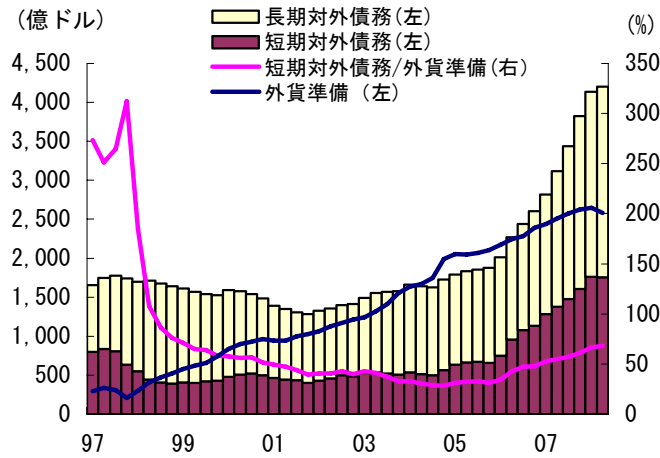
3. 東アジア諸国における外貨準備の積み上げ

(1) 東アジア諸国の外貨準備の現況

東アジア各国の外貨準備は、前回の危機以後、大幅に積み上がっている。東アジア諸国の外貨準備高合計額は、95 年末 2216 億ドルから 2007 年末 1 兆 1750 億ドルとなり、5.3 倍に拡大した。世界全体の外貨準備高は 95 年末 1 兆 5211 億ドル、2007 年末 6 兆 4950 億ドルであり、同期間に東アジアのシェアは 14.6%から 18.1%に上昇した。個別国でみても、東アジアの中では、2007 年末時点で世界第 1 位の中国を始め、台湾（5 位）、韓国（6 位）、シンガポール（8 位）、香港（9 位）、マレーシア（10 位）の 6 カ国・地域が外貨準備高の世界上位 10 カ国にランクされている。

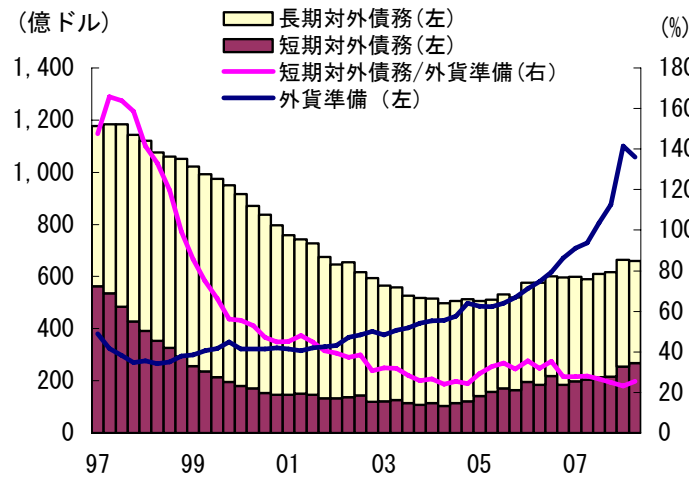
通貨危機前は韓国、タイ、インドネシアのいずれにおいても短期対外債務の対外貨準備比率は 100%を大幅に超えていたが、危機後現在に至るまで 100%を下回る状態が維持されている（**図表 18、図表 19、図表 20**）。韓国の外貨準備は 2008 年 9 月末現在 2397 億ドル（通貨危機前の 7.2 倍）であり、短期対外債務の対外貨準備比率（6 月末）は 68.1%と依然として 100%を下回っている。韓国では通貨危機を引き起こすほど経済ファンダメンタルズが決定的に悪化している訳ではないが、経常収支の赤字化やインフレ率の上昇などの変調がみられる。こうした状況変化が韓国に対するコンフィデンスを急激に悪化させる可能性は否定できないが、仮にすべての短期対外債務が流出しても現状ではそれを上回るだけの外貨準備を保有していることになる。そもそも、前掲の IMF や韓国政府の指摘にある通り、韓国の対外債務の中には償還負担のないものが多く含まれていることから、すべての対外債務が流出するとの仮定自体が現実的でない。タイの外貨準備は 1012 億ドル（8 月末）、短期対外債務（6 月末）の対外貨準備比率は 26.5%、インドネシアの外貨準備は 583 億ドル（8 月末）、短期対外債務（3 月末）の対外貨準備比率は 34.9%である。

図表 18 : 韓国の外貨準備・短期対外債務



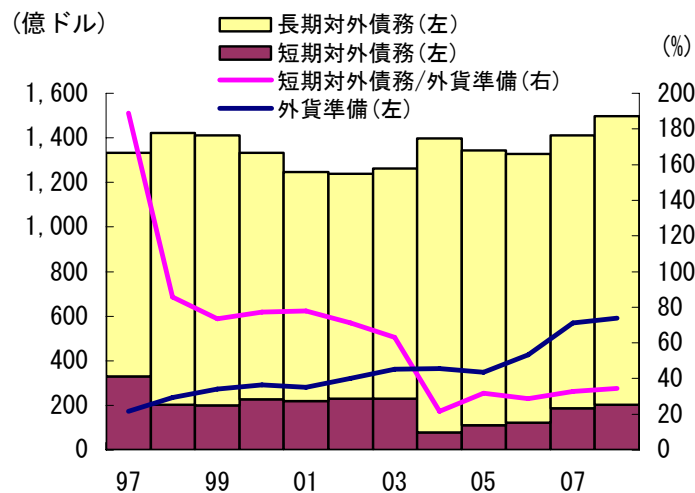
(資料) 韓国銀行

図表 19 : タイの外貨準備・短期対外債務



(資料) Bank of Thailand

図表 20 : インドネシアの外貨準備・短期対外債務



(注) 2008年は3月末。

(資料) Bank of Indonesia

韓国、タイ、インドネシア以外のNIEs、ASEAN諸国の外貨準備の状況をみると、**図表 21**の通り、香港、シンガポールを除き短期対外債務を大幅に上回る水準にある。香港、シンガポールの場合は国際金融センターであるため対外債務のグロス残高の絶対額は大きいですが、両国・地域とも多額の対外純資産を有している¹⁶。ベトナムの外貨準備は239億ドル(2007年末)と東アジア諸国の中では低額である。これに対して対外債務は、長・短の内訳が示されていないものの、2007年末時点で総額は193億ドルであり、長期債務を含めても外貨準備を下回る水準にとどまっている。

図表 21：台湾、香港、マレーシア、フィリピン、ベトナムの外貨準備、対外債務

		台湾	香港	シンガポール	マレーシア	フィリピン	ベトナム
外貨準備高	億ドル	2,821 (2008.8)	1,581 (2008.8)	1,701 (2008.8)	1,176 (2008.8)	367 (2008.8)	239 (2007)
短期対外債務残高	億ドル	855 (2008.3)	5,086 (2008.6)	3,178 (2008.3)	284 (2008.6)	88 (2008.6)	193 (2007)
短期対外債務残高/ 外貨準備高	(%)	29.8	322.7	174.1	23.5	23.9	80.6

(注) 短期対外債務残高/外貨準備高は、短期対外債務残高と同時点の外貨準備高との比率。
(資料) 各国中央銀行統計

(2) 東アジア諸国による外貨準備積み増し行動の意味合い

以上のように通貨危機後、東アジア各国が外貨準備を大幅に積み増してきたのは、97年に通貨危機に遭遇し外貨準備を急激に減少させた経験を踏まえ、危機再発の可能性に対する備えとして外貨準備を厚くするインセンティブが働いたことによると考えられる。特に、東アジアを含む新興市場諸国は、信用力の高い先進国と比較して国際金融市場での資金調達に困難となるリスクが大きいことから、外貨準備を積み増すインセンティブが働き易いといえるだろう。

通貨危機再発の可能性への対応としては、外貨準備を多く保有しておくことが望ましいといえるが、一方で過剰な外貨準備を保有することには機会費用(米国債での外貨準備の運用と国内投資の収益率の差等)や外貨準備保有にかかわる為替差損といったコストを伴うことを考慮する必要がある。端的な例を挙げれば、韓国銀行は、外国為替平衡基金債発行による市場介入資金の調達コストと米国債による外貨準備運用益の逆鞘により2004年以降、4年続けて経常損失(赤字)を計上している。

通貨危機に対する備えとしてどの程度の外貨準備を保有するのが望ましいかという適正水準については、今後1年以内に返済期限を迎える短期対外債務以上の外貨準備(対外債務の対外貨準備高比率100%以下)を保有すべきという考え方を基本に、通貨投機や居住者による資本逃避(capital flight)のリスクへの対応も考慮する必要がある、様々な見解が示されてきた。既にみたように東アジア諸国は短期対外債務を上回る外貨準備を保有し

¹⁶ 香港の2007年末対外資産は2兆7301億ドル、対外純資産は5218億ドル、シンガポールの2007年末対外資産は8799億ドル、対外純資産は1547億ドルである。

ているが、例えばAizenman and Marion (2003) によるバッファ・ストック・モデル¹⁷を用いた実証分析やDe Beaufort Wijnholds and Kapteyn (2001) による短期対外債務残高と資本逃避（可能）額の合計に基づく試算のいずれを用いた場合も、東アジア諸国が保有する外貨準備高は適正水準を上回っているとの結果が出されている。これに関して、大谷・渡辺（2004）は、通貨危機の影響の大きさを再認識した通貨当局の行動変化等を反映して、東アジア新興市場国にとっての望ましい外貨準備保有高の水準が上昇しているとの解釈を示している。

4. 危機深化の防止に向けた地域的枠組みの進展

(1) 東アジアの地域金融協力の枠組みの整備（チェンマイ・イニシアチブ）

東アジア域内の相互依存関係が一層高まるなか、危機伝播リスクに対する共通の懸念の高まりから、危機防止のために域内金融協力を推進しようとの機運が高まった。特に、危機拡大防止に向けた十分な流動性供給をはかる取組みが具体化されている¹⁸。

ASEAN諸国と日本、中国、韓国（以下、ASEAN+3）の通貨当局は、東アジア域内の経済や金融に関する情報を交換、地域的協力を検討する場としてASEAN+3財務大臣会合を定例化した（**図表 22**）。2000年の第2回会合（タイ・チェンマイ）では、「アジアにおける通貨・金融面での自助・支援メカニズムの強化」をはかるCMIに合意した¹⁹。

¹⁷ 中央銀行は、外貨準備保有の機会費用と外貨準備枯渇に伴うマクロ経済調整コストを一致させる水準の外貨準備を保有すべきという理論に基づくモデル。

¹⁸ IMF自身も、有事の際に支援国の割合額（クォータ）に縛られず流動性供給を実施できるよう制度の見直しを行った。また、資金不足への対応として加盟国による45%増資の実施、大規模な融資要請を受けた際に融資実行に不足する資金を借り入れるための制度、IMF新規借り入れ取極（New Arrangement to Borrow: NAB）を創設した。

¹⁹ 財務大臣会合は地域金融協力を具体化する最も重要な地域機構となっているが、CMIのほかに、サーベイランスと政策対話（ERPD）、アジア債券市場イニシアティブ（ABMI）、各種研究・研修プログラムなどが具体化されている。

図表 22：「ASEAN+3 財務大臣会議共同声明」での通貨・金融協力をめぐる動き

時期	場所	主な動き
第2回 2000年 5月	タイ チェンマイ	・域内の自助・支援メカニズムを強化を目的とする「チェンマイ・イニシアティブ(CMI)」に合意 ・資本フローのモニタリングにASEAN+3の枠組み利用を合意 ・域内サーベイランス促進のためのネットワーク作りに合意 ・研究・研修機関ネット作り合意
第4回 2001年 5月	米国 ホノルル	・3年以内にCMIの2国間スワップ取り極め(BSA)の基本原則に合意 ・2国間資本フローに関する自発的情報交換に合意 ・経済レビュー・政策対話に関する検討部会設置に合意 ・早期警戒システム(EWS)取り組み合意
第5回 2002年 5月	中国 上海	・CMI具体化の大きな進展(BSA計6件、総額170億ドル)を歓迎 ・経済レビュー・政策対話(ERPD)検討部会を2回開催。財務相・中銀総裁代理会合実施に合意 ・2国間資本フロー監視に7カ国合意 ・域内EWS開発のためアジア開発銀行(ADB)技術支援
第6回 2003年 8月	フィリピン マカティ	・CMI具体化の大きな進展(BSA計12件、総額315億ドル)を歓迎 ・ASEAN+3の政策対話強化に合意 ・経済レビュー・政策対話のための金融協力基金設立に合意 ・域内債券市場育成(ABMI)強化に合意
第7回 2004年 5月	韓国 済州島	・CMIの当初目的のネットワークを達成(BSA計16件、総額365億ドル)。有効性強化のため見直しに合意 ・ABMIに6作業グループ(WG)とWG調整のためのフォーカルグループ設立。 ・ADBが「信用保証と決済メカニズムに関する調査」実施を支援 ・情報発信のためアジア・ホスト・ウェブサイト(ABW)立上げ ・第1回研究グループ会合(04年3月)に続き4つのテーマに合意
第8回 2005年 5月	トルコ イスタンブール	・CMI: 経済サーベイランスとの統合、集团的意思決定メカニズム、規模拡大など強化策4項目に合意 ・CMIのさらなる強化に向け、マルチ化の検討を開始 ・ABMI: バスケット通貨建て債券の研究などに合意 ・経済の実勢や相対的な地位を適切に反映するIMF・クォータ・レビューを強く要請
第9回 2006年 5月	インド ハイデラバード	・CMI: BSAの迅速な発動のための集团的意思決定手続きを確立、経済サーベイランス機能強化 ・CMIのマルチ化に向け、可能な選択肢を検討するためのタスクフォース設置 ・ABMI: 現地通貨建て債券発行など多様化と規模の拡大を歓迎(債券市場規模は97年と比べ4.5倍)。 ・IMFへの過少出資国の増資の必要性を強調。
第10回 2007年 5月	日本 京都	・CMI具体化の進展を歓迎(BSA計16件、総額800億ドル) ・CMIのマルチ化に向けた具体案: 一本の契約のもとで外貨準備をプールする形態が適当と認識。 ・検討課題として、サーベイランス、外貨準備としての適格性、資金コミット規模、借入限度額など ・ABMI推進の検討課題として、インフラ資金調達に資する新たな債券の開発、貸付債券の証券化など
第11回 2008年 5月	スペイン マドリード	・CMIマルチ化の総額は少なくとも800億ドル。ASEANと日中韓の拠出割合は20:80 ・CMIのマルチ化にむけて、経済サーベイランス、借入限度額、発動メカニズム、意思決定ルールなどの主要ルールに厳格な規律適用の必要性を認識 ・ABMI: 更なる発展のための新ロードマップを承認。(1)現地通貨建て基金発行の促進、(2)現地通貨建て債券の需要促進、(3)規制枠組みの改善、(4)債券市場関連インフラの改善など ・ABMIロードマップ促進を目的に、上記4つの活動をモニター、調整するステアリング・グループを創設

(注) 第1回会合は99年フィリピン・マニラ、第3回会合はチェコ・プラハで開催されている。

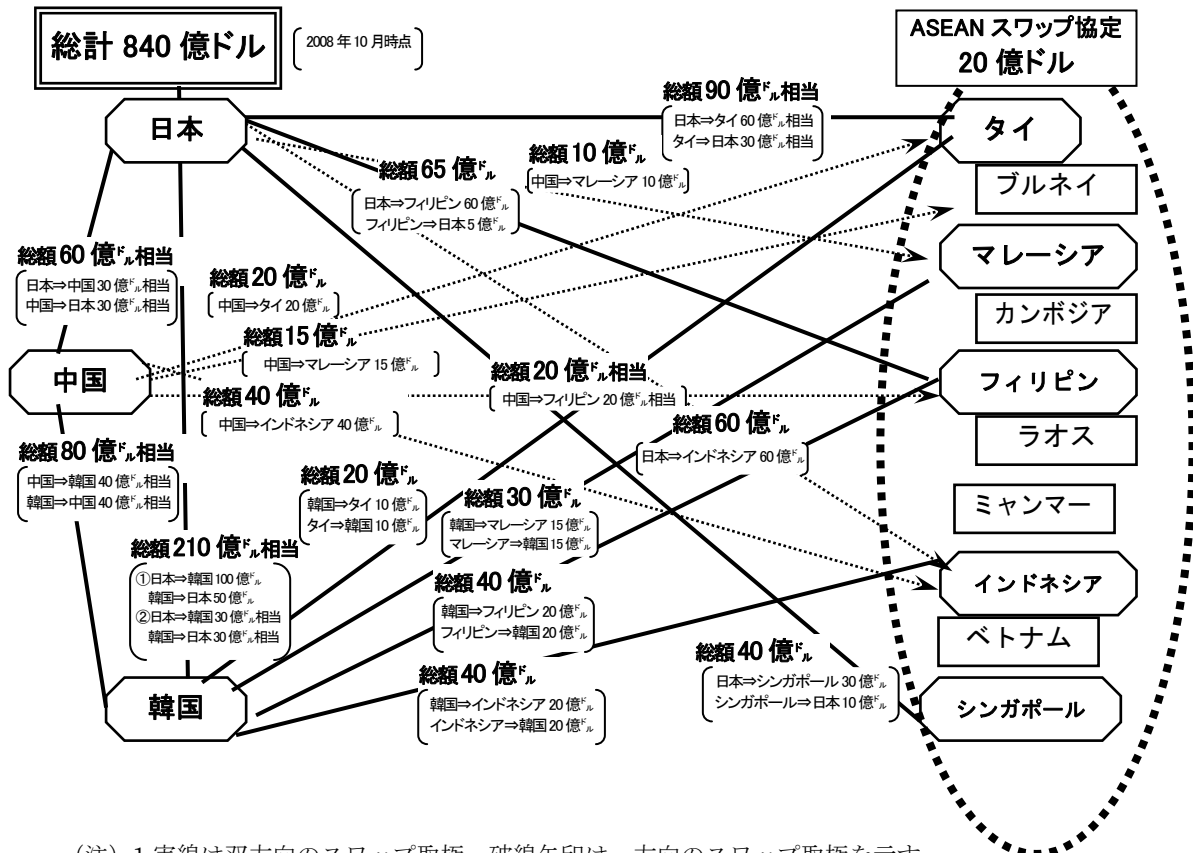
(資料) 財務省資料などに基づきみずほ総合研究所作成

CMIの具体的な動きとして、二国間通貨スワップ取極(Bilateral Swap Agreement: 以下、BSA)がある。BSAとは通貨危機により外貨不足に陥った国に対して、取極相手国が外貨をスワップ形式で融通するものである²⁰。BSAの締結相手、諸条件はASEAN+3各国の判断に任されているものの、おおむね域内で取り極められた基本原則(スワップの発動

²⁰1997年5月、シンガポール、マレーシア、香港の金融当局がバート防衛のために協調介入するなど地域的な金融協力機運はあった。また、通貨危機以前からASEANにはスワップ協定が締結されていた。もっとも、総枠が2億ドルと規模の小さいものであった。

や条件を規定したもの)に沿った形で締結されているようだ。基本原則の詳細は公表されていないが、一部公表されているものもある。まず、外貨の融通期間は90日間であり、この間の金利は市場金利(LIBOR)に適切なプレミアムを上乗せしたものである。また、最長2年を限度にロールオーバーが可能である。ただし、ロールオーバーする際、従前よりも金利は上乗せされる。これは、ペナルティとしての金利を引き上げることで、市場への早期復帰を促す意味合いを持っている。

図表 23 : CMIにおける二国間通貨スワップ取極の現状



- (注) 1.実線は双方向のスワップ取極、破線矢印は一方のスワップ取極を示す。
 2.上記総計(840億ドル)は、CMIの枠組みにおける二国間通貨スワップ取極の総計であり、新宮澤構想に基づくスワップ取極額(別途、日マで25億ドルを締結)及びASEANスワップ協定の取極額を含まない。
 3.日中は円・元間、日韓②は円・ウォン間、中韓は元・ウォン間、中比は元・ペソ間のスワップ取極。その他は米ドル・相手国通貨間のスワップ取極。
 (資料) 財務省資料を基にみずほ総合研究所作成

これまでのところ、BSAが発動された実績はないが、現行のBSAは二国間取極であるため、スワップ発動を要請する国(以下、要請国)は基本的に各締結国それぞれに要請することとなる²¹。また、CMIに基づくBSAはあくまでIMF機能を補完するものと位置付け

²¹ 実際には、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团的意思決定手続が確立されている(2006年、ASEAN+3財務大臣会議(インド・ハイデラバード))。

られている。このため、BSAはIMF融資にリンクするものであり、BSA発動に伴う付帯条件とは基本的にIMFのコンディショナリティとなる。ただし、機動性の観点から、締結額の20%まではIMF融資とのリンクなしに即時の発動が可能である。なお、支援を要請された国には、外貨融通を拒否する権利も認められている（オプト・アウト権）。2008年10月現在、16件、840億ドル相当のBSAが締結されており、BSA域内に蜘蛛の巣のように張り巡らされている（**図表 23**）。

(2) CMIのさらなる強化に向けた動き

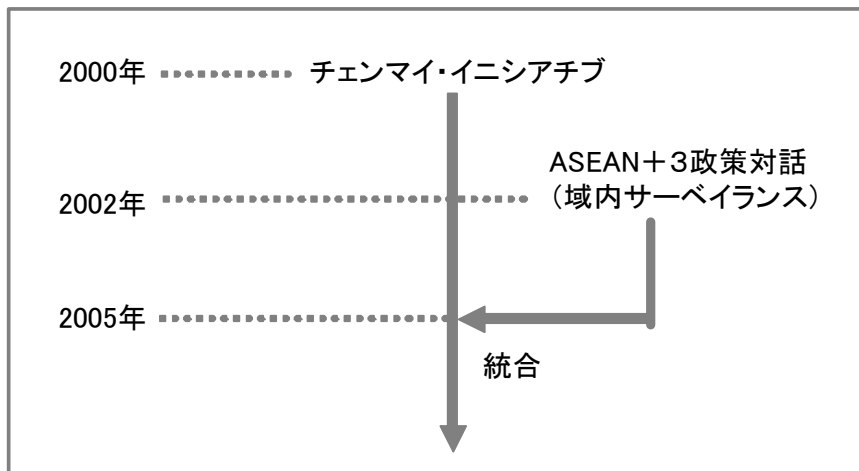
CMIのもとで、2003年末までに、日本、中国、韓国、インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイの計8カ国の間でBSAのネットワークが構築され、当初想定していたネットワークは完成した。そこで、2005年5月のイスタンブール会合では、①域内の短期流動性問題への対応、②既存の国際的枠組みの補完、というCMIの中核的な目的は維持しつつ、CMIを効果的かつより規律ある枠組みとすることが合意された。このCMIの第二ステージとも呼べる段階では、主として①域内経済サーベイランス（surveillance）をCMIの枠組みに統合・強化、②通貨スワップ協定のマルチ化に向けた取り組みが進められている。

a. 域内経済サーベイランス機能の強化

アジア通貨危機において、域内のある国の通貨・金融市場の混乱が域内全体に伝播したことを鑑みれば、今後起こり得る通貨危機を未然に防止するうえで、域内経済情勢のモニタリングや政策対話の促進が重要である。こうした活動はサーベイランスと呼ばれるが、サーベイランス機能強化の観点から、東アジア各国の政策担当者が経済情勢や政策課題について率直な意見交換を行う場として「域内経済情勢に関する政策対話（Economic Review and Policy Dialogue：ERPD）」が2002年から実施されている。

域内におけるサーベイランス機能には、問題があれば政策協議などを通じて早期に是正を図るという危機発生時の未然防止が期待されているが、仮に危機が発生した場合にも各国の事情に即した支援策の実行を可能とさせるものである。こうした観点から、2005年のイスタンブール会合で、ASEAN+3政策対話プロセスをCMIの枠組みに統合し、サーベイランス機能を強化することとなった（**図表 24**）。2008年のマドリード会合では、政策対話の頻度を現在の年2回から4回に増やす、また、各国が提出する情報・データのテンプレート化を進めることが合意された。

図表 24 : CMI の枠組みへの域内経済サーベイランスの統合



(資料) みずほ総合研究所作成

b. 通貨スワップ協定マルチ化の推進

また、現行の二国間の取極を多国間取極とする、いわゆるマルチ化が志向されている。CMIに基づく通貨スワップ取極は、これまでは二国間での個別の要請と個別の意思決定によってきた。しかし、危機発生時、より迅速かつ効率的に機能させるためには、各々の通貨スワップ取極における適用条件、発動メカニズムの共通化・調和を図っていく必要がある。こうした観点からは、一本の多国間取極のもとで各国の外貨準備をプールする、いわゆるマルチ化の形態が望ましい。2008 年のマドリード会合では、マルチ化の具体化として、各国の外貨準備を第三者の「勘定」に預託する²²ことが適当との認識で一致した。

マルチ化が実現すれば、今後は一つの要請と集団的意思決定メカニズムによって通貨スワップが発動されることになる。また、外貨準備のプーリングによって、二カ国間の通貨スワップ協定以上の流動性の供給が期待できる。ここで、集団的意思決定メカニズムの導入はマルチ化への進展プロセスとして重要な意味を持つ。ただし、集団的意思決定メカニズムが全員一致に拠るなど硬直的なものであれば、場合によっては個別の意思決定よりも機動性を阻害する可能性もある。コンセンサスの決定方法（全会一致か、多数決か）、支援要請への拒否権の取り扱いなど集団的意思決定プロセスの具体化は容易ではなく、より具体的な内容については今後の検討課題とされている。

マルチ化するにあたり、取極規模の拡大も謳われている。2008 年マドリード会合では、プーリングの総額は少なくとも 800 億ドルとされ、この場合、ASEAN と日中韓 3 カ国の拠出割合は 20 対 80 とすることで合意した。さらに、金利、融通期間等貸付条件は現行 CMI の条件と同じにすることとなったが、借入を行うことが可能となる具体的条件や財務特約（借入契約で特定される担保差し入れ）などより詳細な内容について具体化を目指すこと

²² もっとも、運用権限は各国に残り、資金の引き出し要請がない限り各国の裁量で運用される。

となった。

5. CMI に対する評価とマルチ化推進の意義

CMI は、通貨危機など「有事」において、IMF だけで危機の收拾を図ることが困難との認識のもとで、それを補完する枠組みとして整備が進められてきた。既にみた通り、通貨危機再発のリスクに対しては、東アジア各国が外貨準備を厚く積み増すことで防衛線を敷いている。そうした東アジア各国の自主的な対応に地域金融協力の枠組みが加わることで、どのような効果が期待できるのだろうか。

(1) CMI に対する現状評価

通貨危機後、IMF は各国の拠出額に縛られず流動性供給を可能とするスキームを創設するなど、自身が機能強化に努めている。また、東アジア各国が前回の危機後、外貨準備を積み増すことで通貨危機再発に対する備えを厚くしている。前述の通り、現状、いずれの国も短期対外債務の対外貨準備比率といった指標で見れば、通貨危機を引き起こす可能性が高まる水準（同比率 100%）を下回っている。また、危機発生に伴って生じる通貨投機や居住者による資本逃避などのリスクも考慮した適正外貨準備水準についても、3 章で見た通り先行研究からは東アジア諸国が保有する外貨準備は適正水準を上回っていることが示されている。こうしたなか、CMI の下で現在、8 カ国で 16 本の取極からなる通貨スワップ協定の総額は実質ベース²³で 580 億ドル相当である。これは、アジア通貨危機時の危機 3 カ国に対して支援額（517 億ドル）を上回る規模である。

以上からすれば、東アジア全体の通貨危機に対する備えは前回の危機よりも格段に厚くなっている。加盟国は、通貨スワップ協定に基づき、「有事」に際して域内の流動性（他国の外貨準備）を活用できる。また、マルチ化により各国の外貨準備をプーリングする枠組みの構築により、二カ国間の通貨スワップ協定以上の流動性供給が期待できる²⁴。さらに、二国間取極を一本の多国間取極に集約することに伴い、これまでは日本、中国、韓国が二国間スワップ協定を締結していないため支援が困難であった CLMV（カンボジア、ラオス、ミャンマー、ベトナム）諸国への支援も可能となる。CMI のマルチ化を進める意義は大きい。

ただし、現状、ASEAN+3 のうち韓国および ASEAN 諸国の大半が対外収支の悪化、通貨の不安定化に直面し、他国に外貨を供給する余力を失っている点に留意する必要がある。かかる状況下では、CMI の枠組みにおける実質的な資金の出し手として機能しうるのは日本と中国のみである。2008 年マドリード会合では、CMI のマルチ化にあたり資金規模を現

²³ 二国間取極の双方向を合算すると名目上 840 億ドルとなるが、実際には片方向を合算する必要がありその合計が 580 億ドルである（双方向のうち額の大きい方を選択）。

²⁴ CMI の効果として、大谷・渡辺（2004）が指摘するように、通貨スワップ協定により、緊急時に協定で定められた額だけ他国の外貨準備を使用することが可能となるため、通貨スワップ協定は当局が想定している望ましい外貨準備保有高の水準を低下させ、ひいては現在の政策レジームを維持するコスト（外貨準備保有のコスト）を低下させることも考えられる。

状より拡大し少なくとも 800 億ドルとすることが謳われたが、マルチ化の効果を高める観点から両国主導による CMI のさらなる増額が検討課題となってくる可能性はあろう。

図表 25：通貨危機への備えとしての外貨準備、BSA の規模

	短期対外債務 (A) (億ドル)	外貨準備高 (B) (億ドル)	BSA に基づく利 用可能額(C) (億ドル)	短期対外債務/ 外貨準備高 (A/B) (%)	BSA を加味した 通貨危機への 備え A/(B+C) (%)
日本 (2008 年 6 月)	6,575	9,787	155	67.2	66.1
中国 (2008 年 3 月)	2,367	16,822	70	14.1	14.0
韓国 (2008 年 6 月)	1,757	2,581	235	68.1	62.4
タイ (2008 年 3 月)	268	1,057	110	25.4	23.0
マレーシア (2008 年 6 月)	284	1,207	60	23.5	22.4
フィリピン (2008 年 3 月)	67	366	120	18.3	13.8
インドネシア (2008 年 3 月)	204	590	140	34.5	27.9
シンガポール (2008 年 3 月)	3,178	1,775	50	179.0	174.1

(資料) 各国統計、財務省資料をもとにみずほ総合研究所作成

なお、通貨危機時、IMF の支援実施に時間がかかり、事態をより深刻化させてしまったが、これに対し、CMI では、緊急の流動性危機が生じた場合、供与枠の 2 割までは IMF とのリンクなしに可能である。しかも、CMI のマルチ化は集団的意思決定プロセスのもとでより迅速かつ効率的な資金供給を可能とするものである。

(2) サーベイランス機能強化の必要性

これまでみた通り、CMI に基づく通貨スワップ取極には、通貨危機のような「有事」が生じた際に加盟国間で外貨流動性を供給し合うことによる通貨危機管理の機能が期待される。しかし、大幅な財政赤字など構造的な債務支払能力の不足 (insolvency) を抱えている国の場合、流動性供給によって一時的に事態を収束できても根本的な原因が除去されない限り再び危機に陥る可能性がある。従って、CMI に基づく流動性供給にあたっては、加盟国が健全なマクロ経済運営を通じて債務返済能力を維持し、危機防止に努めていることを的確に評価できることが前提となる。

また、緊急時の流動性供給の枠組み構築が加盟国のモラルハザードをもたらす可能性にも留意する必要がある。つまり、緊急時に流動性が供給されるという期待が、加盟国の債

務管理や外貨準備に対するインセンティブを低下させて、危機発生リスクを高めてしまう可能性である²⁵。この場合、モラルハザードを抑止する何らかの仕組みがCMIの枠組みの中に組み込まれる必要がある。具体的には、流動性供給を受けることに伴うペナルティ（市場金利を上回る借入金利を設定）や加盟国間で日常的に経済指標等の情報共有を行い問題があれば早期に是正を促す、いわゆる朋友の圧力（peer pressure）などである。

以上のように、CMIに基づく流動性供給の枠組みは、域内サーベイランス機能と組み合わせられることで、通貨危機管理に加え、通貨危機の未然防止にも資することが期待される。2005年、ASEAN+3は域内政策対話をCMIの枠組みに統合し、2008年には域内の経済情勢に関する政策対話の頻度を増やすとともに、必要な情報・データについてフォーマット化するなどサーベイランス機能強化が図られている。サーベイランス機能の実効性を高めるために今後、さらなる進展が期待されるが、現実的には障害も多い。

通貨危機発生の危険度を図るうえで重要な外貨準備、対外債務などの詳細は各国にとって機密性が極めて高いデータであり、これらについて各国が加盟国間であってもつまびらかにすることは考えづらい²⁶。また、ASEAN+3政策対話プロセスはpeer pressureに基づくサーベイランス・プロセスであるが、ASEANには互いの国内問題に対して干渉しない「相互不干渉の原則」があり、これはサーベイランスの実効性に対する障害となる可能性がある。Peer pressureの有効性を高めるためには、サーベイランス・プロセスの独立性・中立性が確保されることが望ましく、小川・川崎（2005）はサーベイランス・プロセスを実施する独立・中立機関の常設を提案している。その場合、サーベイランス機関によるモニタリング、勧告および対象国による是正状況についてASEAN+3各国政府に報告がなされ、チェックを受ける体制とすることが必要であろう。

幸いなことに、CMIは着実な進展をみており、域内における協力機運は低下していない。困難は予想されるが、今後とも、域内でサーベイランス機能の強化に努める姿勢が重要である。加盟国間での日常的なモニタリングを通じて、市場の不規則な動きを早期に発見し、政策面での是正措置を速やかに講じることが危機防止に有益である。また、相互のpeer pressureが各国のマクロ経済政策の健全性維持に資する。こうした認識を加盟国間で醸成し、サーベイランス機能の実効性を高めていく仕組みの工夫が求められよう。

6. おわりに

アジア通貨危機後、東アジアでは各国レベルで外貨準備が積み増され危機発生リスクを低減させるとともに、地域レベルでは緊急時の流動性供給を目的にCMIを推進するなど、危機再発に対する重層的な「備え」が講じられている。その結果、通貨危機に対する地域

²⁵ 投資家サイドで見れば、緊急時に流動性供給が実施されることを前提に過度に投資を実行する可能性もある。

²⁶ 例えば、シンガポールの政府系外貨準備運用機関である政府投資公社（GIC）は運用資産の詳細を公表していないが、同国リーシェンロン首相は、「公表すれば通貨投機が容易になるため（Reuters May 6, 2008）」としている。

としての耐性は前回の危機よりも強まったと評価してよかろう。しかしながら、その反面通貨危機再発に対して過度ともいえる「備え」を有することに伴うコストの問題も無視しえないことから、国レベルで危機再発にセンシティブになるあまり過剰な外貨準備を保有することは必ずしも望ましいことといえない。こうした観点から、CMIの枠組みを推進・強化することは「有事」の際の地域としての耐性強化となるとともに、各国が想定する望ましい外貨準備レベルの低減を促すものとなるだろう。

CMIといった地域的取り組みはいわば国際公共財的な役割を持つが、それを維持する上での負担は、域内随一の経済大国であり、かつ東アジア諸国と緊密な経済関係を有する日本が担うべきことは論を待たないだろう。流動性供給における「資金の出し手」として、またサーベイランス・プロセスの強化などCMIをより実効的なものとするために積極的な関与が求められよう。

通貨危機に陥った国に対する支援において、その中心的役割をIMFが担っていくことは、現在の国際通貨体制のもとでは当然といえる。しかし、アジア通貨危機の教訓の一つは、一時に大量の資本移動を伴って危機が拡大、深化していく形の危機にもはやIMFだけで対処することは困難ということである。その反省から、危機後、IMF自身が機能強化を図るとともに、東アジアでは域内協力が進展した。では、①IMF自身が取り組んだ機能強化は危機に対して実効性あるものといえるか、また②東アジアが進める地域的取り組み強化の方向はIMF機能とどう関係付けられるのか（補完するものなのか、機能重複を通じて競合するものとならないか）といった疑問が生じる。本稿ではこれら論点に触れていないが、通貨危機防止に向けた枠組み整備の実効性を評価する上でも、これら論点の検討は非常に意義深いものであり、今後の大きな研究課題である。

[参考文献]

- 稲垣博史 (2008a) 「ベトナム経済の変調について～景気減速は一時的か～」 (みずほ総合研究所『みずほアジア・オセアニアインサイト』6月3日号)
- (2008b) 「ベトナム経済は安定に向かっているか～今後のCPIが最大の焦点～」 (みずほ総合研究所『みずほアジア・オセアニアインサイト』8月7日号)
- 打込茂子 (2003) 『変革期の国際金融システム 金融グローバル化の影響と政策対応』日本評論社
- 大谷聡・渡辺賢一郎 (2004) 「東アジア新興市場諸国の外貨準備保有高について」 (日本銀行金融研究所『金融研究』12月号)
- 小川英治・川崎健太郎 (2005) 「東アジアにおける通貨政策の国際協調」 (日本計画行政学会『計画行政』,第28巻第2号)
- 小野有人 (2004) 「アジア域内における「最後の貸し手」の意義と課題 国際金融機関による政策競争の観点から」 (みずほ総合研究所『みずほ総研論集』I号)
- 服部正純 (2001) 「通貨危機に関する最近の理論および実証研究のサーベイ —通貨危機への対応策としての流動性供給の意義—」 (日本銀行『International Department Working Paper Series』01-J-2)
- (2002) 「通貨危機への対応策としての流動性供給の意義について —最近の理論および実証研究からのインプリケーション—」 (日本銀行金融研究所『金融研究』6月号)
- 平田潤編 (1999) 『21世紀型金融危機とIMF』東洋経済新報社
- 村瀬哲司 (2007) 『東アジアの通貨・金融協力欧州の経験を未来に活かす』勁草書房
- みずほ総合研究所 (2008) 『みずほアジア・オセアニア経済情報』2008年10月
- Aizenman, J. and N., Marion (2003), “the High Demand for International Reserves in the Far East: What’s Going on?” *Journal of the Japanese and International Economics*, 17, pp.370-400
- Bussière, M. and C. Mulder, (1999), “External Vulnerability in Emerging Market Economies: How High Liquidity Can Offset Weak Fundamentals and the Effects of Contagion,” *IMF Working Paper* WP/99/88
- Corsetti, G., P. Pesenti, and N., Roubini (1999), “Fundamental Determinants of the Asian Crisis: the Role of Financial Fragility and External Imbalances,” Paper presented at the 10th NBER East Asian Economic Seminar on Economics June 9-12
- De Beaufort Wijnholds, J., Onno, and A., Kapteyn (2001), “Reserve Adequacy in Emerging Market Economies,” *IMF Working Paper* WP/01/143
- De Gregorio, J., and R. O., Valdes (2001), “Crisis Transmission: Evidence from the Debt,

- Tequila, and Asian Flu Crisis,” *World Bank Economic Review* Vol.15, Issue 2
- IMF (2000), “Debt and Reserve-Related Indicators of External Vulnerability” *Public Information Notice*, May 19
- IMF (2008), “Republic of Korea: 2008 Article IV Consultation – Staff Report; Staff Supplement; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for the Republic of Korea,” *IMF Country Report* No. 8/292, September
- Ito, Takatoshi (2007), “Asian Currency Crisis and the International Monetary Fund, 10 Years Later: Overview,” *Asian Economic Policy Review* Vol.2, No.1, June
- Rajan, Ramkishan R., R. Siregar, and G. Bird (2003), “Examining the Case for Reserve Pooling in East Asia: Empirical Analysis,” Centre for International Economic Studies, University of Adelaide, *Discussion Paper* No.0323