

経済統合における金融市場の重要性

— ヨーロッパの経験と東アジアの現状から —

土 井 康 裕

Today, multi-countries Economic-Coordination and -Integration are one of the most important economic issues in the globalizing economy. The European Union is the world leading region in respect to this field. The process of the European Economic Integration has been reached on the last stage of this process, with establishing the Monetary Union “Euro”. It is also considered to establish such an economic partnership in many other regions. East Asian countries are one of them, but they just started to seek the way to achieve “East Asian Economic Community”.

In this paper it is discussed about a coverall international economic coordination in East Asia, especially the playing roll of the financial market in the Economic Integration Process. In the classic theory of Economic Integration Process by Balassa (1961) the goods market plays a most important roll and the financial market has only limited effects. In the reality, we learned from European Experiences, the financial market affects a large area of the Economic Integration and also can be the most carefully treated market in the Process.

I. はじめに

世界経済のグローバル化にともなって、日本を含めた東アジアの国々においても、国境を超えた経済的なネットワーク作りが重要視されている。ヨーロッパの欧州共同体（EU）を先進として、北米大陸で1994年から取り組まれてきた北米自由貿易協定（NAFTA）や南米大陸で進められている南米南部共同市場（Mercosur）とアンデス共同体（CAN）の自由貿易構想、さらには中東の主要6産油国で作る湾岸協力会議（GCC）の単一通貨構想など、世界各地で複数国による自由貿易構想や経済共同体という経済統合のプロセスが進められている。東アジアの国々では、東南アジア諸国連合（ASEAN）内での経済共同体構想や日本と韓国、中国と香港などの二国

間自由貿易協定が進んでいる。同時に、東アジアの国々を1つにまとめた経済的な国家連携についても議論が進められており、将来的には東アジア経済共同体、または東アジアにおける市場の統合を目指した動きが活発化している。2007年11月のASEAN+3首脳会議では、ASEANと中国、日本、韓国を含めた13カ国で包括的な経済連携を進めるとともに経済統合も視野に入れた「東アジア共同体」の形成に向けた長期目標に合意がされ、具体的な作業計画のもと協調体制の基盤作りが始まっている。

本稿では、経済学で定義された経済統合プロセスとヨーロッパにおける経済統合の経験を踏まえて、これから東アジアで進む経済連携や経済統合プロセスにおいて最も重要な役割を果たすと考えられる金融市場に着目する。

*平成20年6月25日に名古屋大学大学院経済学研究科で開催された二国間（日韓）交流事業協同研究最終研究会「東アジアにおける経済連携の推進と日韓の役割」での報告論文である。

特に、経済統合において金融市場がどのような役割を果たすのかを理論・実証の両面から明示することを目的とする。

本稿の構成は、第二節で経済統合プロセスにおける金融市場、特に海外直接投資（Foreign Direct Investment: FDI）の重要性について先行研究の経済理論を踏まえながら考察する。第三節では、ヨーロッパの経験に基づいて金融市場の統合プロセスと、それにとまなう域内 FDI の増加と金融市場への効果について統計データを使って考察する。さらに第四節では、東アジアの国々における金融市場と FDI の現状を明示し、ヨーロッパの数値と比較することでこれからの可能性と問題点を浮き彫りにする。第五節では現在東アジアで進んでいる金融市場の連携に向けた制度整備などの取り組みを紹介する。最終章では、本稿の結論として東アジアの金融市場が内包する問題点を明示し、さらに東アジアの経済統合に関する可能性について考察する。そして最後に、本研究分野におけるこれからの課題についても言及する。

II. 経済統合と金融市場

経済統合とは、Balassa（1961）によると、「各国に属する経済単位間における差別待遇を除去しようとする諸方策全体にわたること」と定義される。つまり、これまで国家間で存在していた他国への経済的な障壁を除去することによって、経済統合域内の全ての経済主体に経済活動の自由を提供することを意味している。これは、市場を拡大することによる「規模の経済」が働くのと同時に、これまで国の枠組みによって規制・管理されてきた交易が「市場のメカニズム」を通して最適化さ

れることを暗示している。

さらに Balassa は、この経済統合を 1 つの過程であると考え、以下の 5 つの段階に分類した。経済統合の第一段階は「自由貿易」と呼ばれ、これによって域内における財市場は開放される。第二段階の「関税同盟」と第三段階の「共同市場」の完成によって、域内での財と生産要素の市場が統合され、域外との交易関係も関税率の一本化などを通して調整されていく。第四段階の「経済同盟」と最終段階の「完全なる経済統合」では、政策的な協調を進めるとともに超国家機関による経済政策の運営を行うことによって、域内市場の完全な統合が完成される。

この Balassa の経済統合プロセスは、財市場の統合を中心に考えられており、それを補足する形で生産要素市場の統合、経済政策の協調、さらには超国家機関による経済政策の管理・監督を順次進めていくことが必要であると考えられている。ここで注目すべきは、Balassa のアイデアの基本に「財市場」があり、「金融市場」の重要性についてはあまり言及されていないことである。

1990 年以降、Grossman and Helpman（1991）や Romer（1993）などの経済成長における技術移転と FDI の関係についての研究が進むにつれて、国際経済の分野においても金融市場の統合や FDI の役割について注目が集まるようになった。特に経済統合による金融市場の自由化が FDI を促進させ、これが域内経済の成長に大きな影響を持っていることが明らかになるにつれて、経済統合における金融市場の役割が注目されることとなってきた。Markusen et al.（1996）では、財市場が統合されても、輸送費用などの貿易費用が多くかかる場合、企業は財の移動ではな

く FDI によって市場の開拓を行うことを示唆している。さらに Andersen et al. (2000) では、この FDI の増加が賃金への強い効果を持つことを示唆し、労働市場への効果・影響について言及した。また、Barrell and Pain (1997a) によると、金融市場の自由化は大企業（多国籍企業）の FDI によって域内の他国へ資本移動を容易にするだけでなく、後進国への技術移転や効率的な資本配分にも繋がり、後進国の強い経済成長を導くとともに、域内各国の経済レベルが収斂傾向になることを示した。Balassa (1961) でも経済統合によって域内経済レベルの収斂について触れられているが、そのメカニズムの中心的役割を果たしていたのが財市場の貿易であった。つまり、経済統合によって発生する収斂メカニズムが金融市場の FDI と深く関わり合っているという考え方は、注目に値する。

それでは、Barrell and Pain (1997a) を基に、FDI の経済成長に与える効果についてまとめてみる。伝統的な生産関数の概念から、資本移動自由化による FDI の経済成長に与える効果は3つあると考えられる。まず1つ目は、生産要素としての資本の増加である。一国の生産量が生産要素の賦存量によって決定されると考えるのであれば、FDI の流入によって生産要素の一つである資本が増加することを意味しており、これは生産量の増加、つまり経済成長へと繋がる。2つ目は、効率的な資本の分配である。二国モデルを想定した時に、経済格差のある資本集約型の国（先進国）と労働集約的な国（途上国）の間で金融市場の自由化が起これば、資本は最も効率的な状態で分配されることになる。このとき注意すべきは、経済の統合が労働市場の自由化をともなっただとしても、労働は言葉や文化

の壁、さらには移動費用や情報の不完全性により資本の移動ほど簡単には資源配分が効率的に行われないことである。3つ目は、多国籍企業による後進国への FDI が高度な技術移転を導くということである。つまり、多国籍企業が資本を投入するということは、先進国の優良企業による後進国への技術移転を内包している。これら3つの条件により、域内金融市場の自由化が、FDI の流動性を高め、結果として域内各国、特に後進国の経済成長を促し、域内の生産性レベルは収斂傾向を示すこととなる。

これに対して、一部の発展途上国においては自国企業の買収や合併を恐れて海外からの投資に制限を掛ける動きもある。たとえ FDI などの外国資本によって国内産業の構造が変化しようとも、FDI 流入による外国資本企業の技術レベル向上は国内企業の技術レベルを上げ、一国経済の成長を促す効果もあると考えられる。Barrell and Pain (1997b) によると、イギリスの製造業に関する1994年の調査では、アメリカ資本の企業は自国（イギリス）資本の企業よりも労働生産性において平均して約30%高い数値を示した。もちろん、これで FDI が労働生産性や経済成長を加速させる唯一の要素であると断定することはできないが、一つの重要な要素であることは Barrell and Pain (1997a) や Eltis (1997) などの実証分析からも明らかとされている。

Ⅲ. ヨーロッパの経験

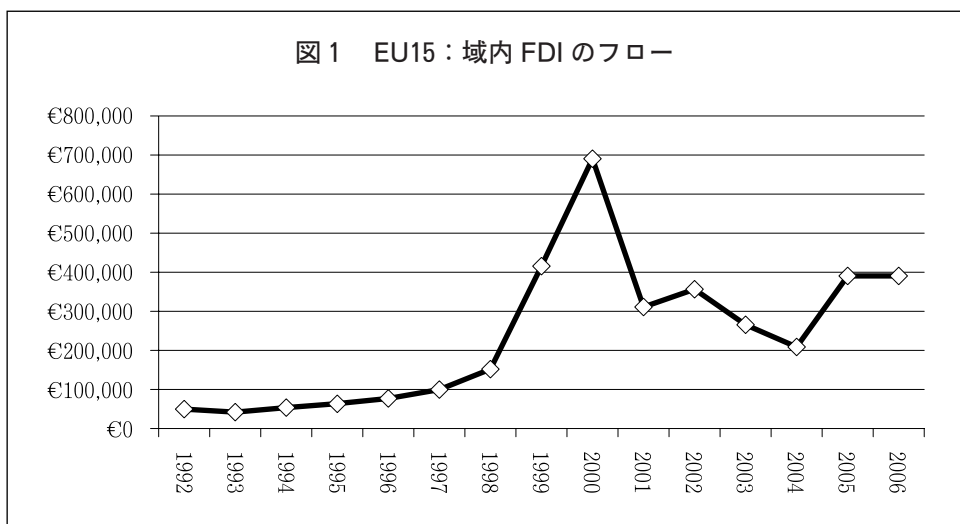
ヨーロッパの経済統合の歴史は、1952年の欧州石炭鉄鋼共同体 (European Coal and Steel Community: ECSC) に開始され、包括的な経済統合のための条約である1993年発

行のマーストリヒト条約までは部分的に経済統合プロセスが進められていた。金融市場の統合に関しては、1960年に第一段階として域内の実体経済活動に直結する資本取引の完全自由化を義務付けるローマ条約が締結されているが、ヨーロッパ各国は金融政策の自律性と資本取引の自由化の間で明確な結論を導き出すことができないまま、試行錯誤が繰り返された。1986年、単一欧州議定書により本格的な経済統合の枠組み作りに参加各国が合意し、ヨーロッパの経済統合は包括的な経済統合プロセスの導入へと加速していった。1993年のマーストリヒト条約の3年前、つまり具体的な包括的な経済統合プロセスの開始を目前に控えた1990年7月に欧州共同体（European Community: EC）は域内の資本取引を全面的に自由化した。これは、ヨーロッパの経済統合を進める上で、財市場における単一市場の形成が1993年であることから、金融市場統合の重要性が理解できる。なぜなら、欧州連合（European Union: EU）の経済統合に際して、まず金融市場の統合を実現しなく

ては包括的な経済統合プロセスの開始はあり得ないと考えていたからである。これは金融市場を通じた各国経済に与える影響を考慮したものであり、ヨーロッパの経済統合プロセスが「通貨の統合」を中心に設計されていたことにも依拠する。

それでは、金融市場の統合プロセス¹⁾について見ていこう。1988年に EC は、金融市場の統合に際して、参加各国の問題点として、1) 各国金融システムの適応の必要性、2) 金融政策の制約と為替相場の不安定化、3) 脱税のリスク、4) 金融分野での規制の調和の必要性、の4点を指摘している。さらに1990年には、金融市場統合に際する第三国との関係をも考慮し、1) 域内での完全資本自由化、2) 域外に対しては広範囲な資本自由化、3) 中期金融援助枠の強化、の3点を考慮し、資本取引の全面的な自由化を提案・実行することとなった。これにより、1990年から EU の金融市場は統合され、域内での資本移動が自由化されたこととなった。

次に、前節で注目した金融市場の統合によっ



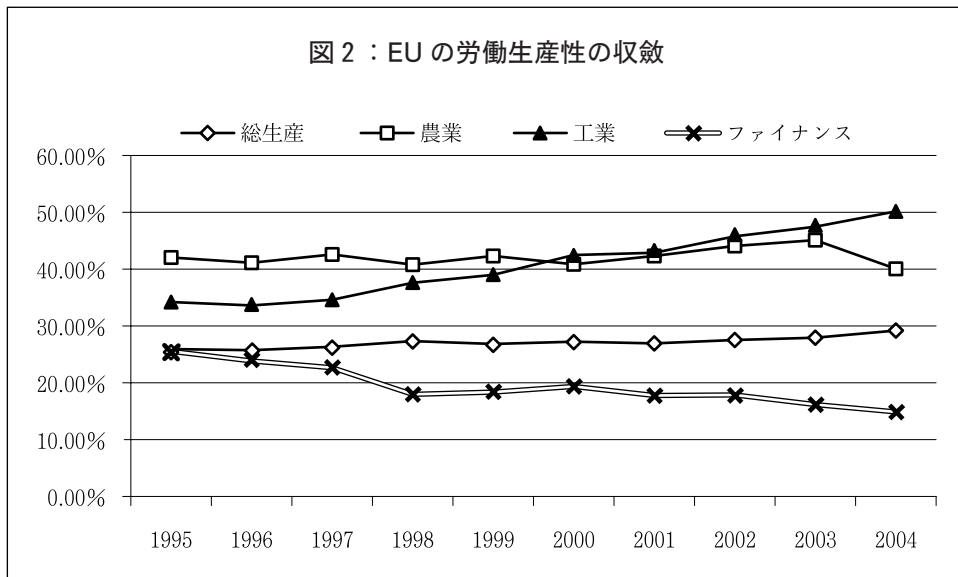
Source: Eurostat, Financial Account (Flows Foreign Direct Investment)

て最も大きな効果・影響を持つと考えられる FDI について見ていこう。既にも書いたように、FDI の上昇は後進国の経済成長や賃金レベルに強い効果があると考えられている。図 1 の「EU15：域内 FDI のフロー」では、経済統合プロセスの進む EU 加盟国同士での FDI が急激に増加していることがわかる。1999 年の統一通貨導入時や 2004 年の東欧諸国の EU 正式加盟時に大きな上下動を見せてはいるものの、1992 年と 2006 年を比較すると 10 倍近く増加していることがわかる。Barrell and Pain (1997a) の研究によると、1985 年以降世界中で FDI は増加傾向にあるが、EU の FDI はその他の OECD 諸国に比べて大きく上昇したことを明らかにしている。ヨーロッパの経済統合が進むにともなって急激に上昇した域内 FDI は、前節で解説したように域内各国の経済に大きな効果・影響を与えることは明らかである。ただし、分野によっては労働生産性などにその効果が顕著に出ていないものもあるが、中・長期的にこの FDI の

増加が EU 各国の経済成長に大きく貢献することは間違いないと考えられる。

さらに、1990 年に金融市場が統合された結果、金融市場にどのような効果があったのかを見ていこう。土井 (2008) を参考にし、「労働生産性の収斂仮説」に着目し、金融市場とその他の分野の違いについて見ていく。図 2 「EU の労働生産性の収斂」には EU に加盟している国²⁾の総生産と 3 つの特徴的な産業における労働生産性についてその変動係数 (CV) を計算し、時系列でグラフにしたものである。ここで扱う変動係数は、その数値が小さくなればなるほど分析対象の偏差が小さいことを意味している。これを時系列で見ると、変動係数が小さくなっていくということは分析の対象が収斂傾向にあることを意味しており、また大きくなる場合は分析の対象が発散傾向にあることがわかる。

図 2 のグラフを見ると、1995 年から 2004 年の 10 年間に於いて、EU 加盟国の総生産における労働生産性の変動係数は、微増しており、



Source: Eurostat (National Accounts, Labour Force Survey) より変動係数を計算。

経済統合によって労働生産性が収斂傾向をみせるというこれまでの経済学的な理解 [Balassa (1961), Kim (1998)] が見られない。さらに分野別に見ていくと、農業の労働生産性は多少の上下動がありながらも一定の水準を維持しており、収斂傾向は確認できない。工業分野に至っては、経済統合プロセスが進むにともなって域内労働生産性の格差が拡大するような発散傾向が見られる。これらに対して唯一ははっきりとした収斂傾向を表しているのが金融業（ファイナンス）である。グラフを見ると、元来他の分野よりも収斂度が高いのに加えて、分析期間内で変動係数が大きく減少していることがわかる。経済統合プロセスが進むにともなって、金融市場の統合が深化し、さらには統一通貨の誕生などが金融市場における労働者 1 人あたりの生産能力を均衡に向かわせたことがわかる。これは、金融市場において扱われる財、つまり金融商品と言われるものに輸送費がかからないことや、多国籍企業が後進の国に進出する費用も限られており、他の分野よりも急速に市場統合の効果が表れたと考えられる。この分析から、市場の統合、または経済統合によって最も大きく、迅速な効果・影響を受けるのが金融市場であり、経済統合プロセスを進めるにあたって重要な役割を果たすことが理解できる。

ただし、金融市場の統合と FDI の増加にともなって問題も発生している。EU への加盟を急いだ東欧諸国は、市場の制度整備不足などが指摘されており、経済統合による影響が大きな経済問題になってきている。2008 年 5 月 24 日付の日本経済新聞の記事「ユーロ圏東方拡大 物価急上昇で停滞公算」によると、EU の経済統合に新たに参加し、統一通貨

(Euro) への参加準備を進めていたポーランド、チェコなどの東欧諸国は、国内物価の上昇によって Euro への参加基準を満たすことができず、東欧への投資計画を進めていた日本企業などにも影響が及ぶ可能性があるとして述べている。これは、物価安定性や統一通貨導入といった課題の裏に、多国籍企業の FDI 流入など金融市場の急激な展開とそれに対応するだけの能力を有さない各国金融市場の制度構造が存在していることも指摘されている。つまり、市場の統合を行う際には、金融市場における慎重な制度的調整作業と急激な資本流入による経済へのインパクトを考慮した基準作りが必要であることを示している。

IV. ヨーロッパと東アジアの比較

本節では、統計データを使ってヨーロッパと東アジアの金融市場についての比較を行う。特に、経済統合にともなって市場の規模が収斂していくヨーロッパの金融市場に注目し、東アジアの現状と比較することで問題点を明示することを目的とする。

それではまず、これまで着目してきた FDI について東アジア諸国の現状を見てみよう。表 1「東アジア諸国の FDI 流入」は国連貿易開発会議 (UNCTAD) の “World Investment Report 2007” から東アジア諸国の FDI 流入についてまとめたものである。表 1 を見ると、東南アジア並びに東アジアの総計においては FDI の流入が拡大傾向にあることがわかり、特に 90 年代の年率平均値と 2006 年を比較すると、どちらの分類でも倍以上に拡大している。この意味を理解するために各国別の数値を見ると、東南アジアのシンガポール、タイ、ベトナムは安定した拡大傾向にあることがわか

表 1：東アジア諸国の FDI 流入 (Millions of dollars)

	South-East Asia	East Asia	Cambodia	China	Indonesia	Japan
1990-2000 (Annual Average)	22161	48832	155	30104	1547	3149
2003	24491	72666	84	53505	-597	6324
2004	35245	106314	131	60630	1896	7816
2005	41071	116253	381	72406	8337	2775
2006	51483	125774	483	69468	5556	-6506
	Korea	Malaysia	Philippines	Singapore	Thailand	Vietnam
1990-2000 (Annual Average)	3060	4722	1289	9204	3198	1322
2003	4384	2473	491	11664	5235	1450
2004	8980	4624	688	19828	5862	1610
2005	7050	3965	1854	15004	8957	2021
2006	4950	6060	2345	24207	9751	2315

Source: UNCTAD, World Investment Report 2007, Inward FDI Flow

る。また、カンボジア、マレーシア、フィリピンなどは、アジア通貨危機の影響か、一時減少が見られるものの、拡大傾向にあることがわかる。インドネシアは内政不安からか、上下動が激しく、一定の傾向が見えない。また、中国は90年代以降の上昇傾向が停滞気味であることがわかる。そして経済発展の進んでいる日本と韓国は2004年を頂点に減少傾向にあり、両国がFDI流出国であることを反映している。このデータを総合的にみると、経済統合域内にFDIの提供国と受入国があることを意味しており、金融市場の統合が域内でのFDIを上昇させる可能性を暗示している。

次に、経済統合について議論を始めている東アジアの金融市場の状態について、ヨーロッパ市場と比較することで現状を理解して行こう。東アジアの金融市場統合について議論する場合、元となる各国金融市場の成熟度に大きな差があり、特に資本市場は比較的浅薄で、国家間に重大な障壁が存在すると考えられる。

Sheng and Teng (2007) では、東アジアの資本市場の統合が遅れている理由を以下のように表した。

- ・多くの国で制度や法整備が不十分であり、市場が未成熟であること
- ・トランザクションコストが高いこと
- ・金融市場の海外投資家に対する開放の遅れ
- ・国内市場の保護と市場の開放との葛藤
- ・公的部門と私的部門の対立・非協調性
- ・アジア金融市場を協調・統合するためのイニシアティブの欠如

これらの指摘は、現在進んでいる東アジアでの資本市場における国家間協定・連携において大きな役割を果たしている。

具体的に東アジアの現状を理解するために、世界銀行の“Financial Structure Dataset 2007”から金融市場の特徴を表す3つの指標

表 2 : 銀行預金率 Bank Deposits / GDP

EU15					Asia				
	1990	1995	2000	2005		1990	1995	2000	2005
Austria	0.77	0.82	0.79	0.83	Brunei				0.83
Belgium	0.40	0.71	0.83	0.98	China				
Germany		0.58	0.90	0.98	Hong Kong		1.54	2.10	2.42
Denmark	0.52	0.52	0.48	0.54	Indonesia	0.30	0.39	0.45	0.35
Spain	0.59	0.62	0.74	0.93	India	0.31	0.33	0.43	0.52
Finland	0.50	0.52	0.46	0.48	Japan	1.77	1.97	2.30	1.93
France	0.58	0.60	0.62	0.68	Korea, Rep.	0.33	0.33	0.61	0.67
UK	0.88	0.63	1.01	1.21	Cambodia		0.00	0.00	0.13
Greece	0.59	0.53	0.54	0.83	Lao PDR	0.04	0.10	0.14	0.15
Ireland	0.36	0.54	0.74	0.84	Myanmar	0.08	0.09	0.15	0.08
Italy	0.56	0.54	0.49	0.53	Malaysia	0.81	0.95	1.12	1.16
Luxembourg	2.98	2.88	2.90	3.34	Philippines	0.25	0.39	0.50	0.46
Netherlands	0.72	1.59	0.88	1.06	Singapore	0.74	0.74	1.01	1.02
Portugal	0.74	0.89	0.90	0.88	Thailand	0.63	0.73	1.03	0.97
Sweden	0.41	0.37	0.37	0.45	Vietnam			0.17	0.39
AV	0.76	0.82	0.84	0.97	AV	0.53	0.63	0.77	0.79
STDV	0.66	0.64	0.60	0.69	STDV	0.51	0.60	0.73	0.68
CV	0.87	0.77	0.71	0.71	CV	0.97	0.96	0.95	0.87

Source: World Bank, Financial Structure Dataset, 2007

表 3 : 株式市場の株式資本率 Stock Market Capitalization / GDP

EU15					Asia				
	1990	1995	2000	2005		1990	1995	2000	2005
Austria	0.10	0.13	0.16	0.35	Brunei				
Belgium	0.35	0.33	0.80	1.50	China		0.06	0.38	0.32
Germany	0.21	0.21	0.72	0.43	Hong Kong	1.05	2.00	3.67	5.28
Denmark	0.29	0.31	0.67	0.64	Indonesia	0.04	0.28	0.28	0.27
Spain	0.23	0.30	0.81	0.85	India	0.10	0.36	0.36	0.59
Finland	0.20	0.32	2.69	1.02	Japan	1.23	0.71	0.84	0.93
France	0.28	0.31	1.11	0.84	Korea, Rep.	0.48	0.36	0.56	0.73
UK	0.85	1.16	1.92	1.34	Cambodia				
Greece	0.12	0.13	1.39	0.60	Lao PDR				
Ireland			0.79	0.57	Myanmar				
Italy	0.14	0.17	0.69	0.45	Malaysia	1.01	2.38	1.46	1.43
Luxembourg	0.83	1.43	1.74	1.40	Philippines	0.21	0.78	0.45	0.35
Netherlands	0.46	0.74	1.74	1.09	Singapore	0.96	1.68	1.91	1.64
Portugal	0.13	0.15	0.57	0.39	Thailand	0.29	0.82	0.36	0.68
Sweden	0.45	0.62	1.46	1.10	Vietnam				
AV	0.33	0.45	1.15	0.84	AV	0.60	0.94	1.03	1.22
STDV	0.24	0.40	0.66	0.39	STDV	0.46	0.80	1.08	1.50
CV	0.73	0.89	0.58	0.46	CV	0.77	0.84	1.05	1.23

Source: World Bank, Financial Structure Dataset, 2007

経済統合における金融市場の重要性

を使って EU と東アジア諸国の比較をしてみよう。ここでは、「銀行預金 (Bank Deposit)」、
「株式市場の株式資本 (Stock Market Capitalization)」, 並びに「債券市場の資本 (Bond Market Capitalization)」の各国における総生産に対する比率について、EU15 と東アジアにおける傾向を比較してみよう。ここでも、時系列を使って分析対象国の変動係数 (CV) の動きを見る。

表 2 「銀行預金率」を見ると、平均値 (AV) 並びに変動係数は EU15 と東アジア諸国の間で多少の差はあるものの、東アジアの潜在能力はヨーロッパのそれに近づいている傾向が理解できる。それに対して、表 3 「株式市場の株式資本率」並びに表 4 「債券市場の資本率」の数値を見ると、EU15 と東アジアの間には大きな違いがあることがわかる。

特に変動係数に着目すると、ヨーロッパの数値が減少傾向にあるのに対して、東アジアでは「株式市場の株式資本率」に関しては急激な上昇を示しており、「債券市場の資本率」に関しては不安定に高い率を示している。この 2 つの表から、東アジアの金融市場が不安定な状態にあることが理解できる。

上記の統計データからもわかるように、経済統合に際してしっかりとした準備をした EU15 の金融市場が経済統合プロセスの深化とともに収斂傾向にあるのに対して、東アジアの各国の金融市場に関する数値は、対 GDP 比に大きなばらつきがあり、傾向としても収斂に向かっていないものもあった。これは、東アジアにおいて政治的に金融市場の統合や経済統合を進めたとしても、市場の成熟度が十分でない場合は東欧で起こったような急激

表 4：債券市場の資本率 Bond Market Capitalization / GDP

eu15					Asia				
	1990	1995	2000	2005		1990	1995	2000	2005
Austria	0.49	0.55	0.73	0.71	Brunei				
Belgium	1.43	1.48	1.44	1.21	China	0.06	0.05	0.15	0.34
Germany	0.50	0.72	0.93	0.76	Hong Kong	0.01	0.14	0.26	0.28
Denmark	1.40	1.52	1.58	1.75	Indonesia		0.01	0.31	0.20
Spain	0.39	0.57	0.66	0.81	India	0.20	0.19	0.24	0.33
Finland	0.39	0.58	0.61	0.60	Japan	0.86	0.88	1.27	1.92
France	0.66	0.81	0.85	0.94	Korea, Rep.	0.44	0.49	0.73	1.02
UK	0.37	0.47	0.51	0.47	Cambodia				
Greece	0.45	0.67	0.77	0.98	Lao PDR				
Ireland	0.51	0.40	0.33	0.47	Myanmar				
Italy	0.97	1.30	1.25	1.29	Malaysia	0.70	0.66	0.78	0.91
Luxembourg					Philippines	0.26	0.35	0.29	0.39
Netherlands	0.56	0.70	0.91	1.11	Singapore	0.28	0.25	0.42	0.58
Portugal	0.43	0.48	0.57	0.83	Thailand	0.10	0.08	0.25	0.41
Sweden	0.74	1.00	0.91	0.84	Vietnam				
AV	0.66	0.80	0.86	0.91	AV	0.32	0.31	0.47	0.64
STDV	0.36	0.37	0.36	0.35	STDV	0.29	0.28	0.35	0.52
CV	0.54	0.47	0.41	0.38	CV	0.90	0.91	0.74	0.82

Source: World Bank, Financial Structure Dataset, 2007

なインフレなどが発生する可能性があり、まずは Sheng and Teng（2007）が示したような問題点を 1 つ 1 つ解決していく必要があると考えられる。以上のように、東アジアで経済共同体を進めるためには、各国の金融市場を成熟させる必要がある。次節では、それぞれの視点から東アジアで進められている取り組みを紹介し、どのような問題が存在しているのか具体的に見ていこう。

V. 東アジアの取り組み

前節の金融市場における発散傾向を表す統計データからもわかるように、東アジアの金融市場を一括りに表すことは容易ではない。なぜなら、日本を筆頭に、香港、シンガポールのように先進国並みに整備された金融市場を持つ国とともに、急速な成長を見せる中国やタイ、発展途上の段階にあるインドネシアやフィリピンなど、成熟度の異なる市場が混在するからである。これらの市場を統合するためには、現状を把握しながら異なる市場の競争的環境を確保・促進する必要がある、統一的な金融法制の整備や国際的な協力・支援体制の構築などを行うことが急務とされる。なぜなら、域内後進国の金融市場の成熟度を増加させること、またはその潜在能力を高めることが域内金融市場を統合するために重要となってくるからである。

東南アジアを中心とした急成長の発展途上国において、1990年代に進展した金融市場の拡大に対し、金融規制などの法的枠組みが市場の急速な展開に対応できなかったことが1997年のアジア通貨危機の原因とされている。国際的な金融市場の自由化に対して、今泉（2007）は「一般に競争的環境を確保するた

めには、市場機構が機能するための諸規制を緩和・撤廃し、均一な競争条件を確保する一方で、市場の失敗を是正し、あるいは市場機能を補完するための広い意味でのセーフティネットを整備していくことが必要である」としている。この概念から、金融庁は日本貿易振興機構アジア経済研究所などと連携して東南アジアを中心とした各国の金融市場の法整備についての研究を進めており、このような研究を通して日本政府は各国金融市場の支援体制構築を行っている。

また、アジア通貨危機以降、国際通貨基金（International Monetary Fund: IMF）や世界銀行の支援の下、金融市場の制度改革は進められており、通貨危機の影響を直接受けなかったアジア諸国においても同様の改革が波及している。2001年の「チェンマイ・イニシアティブ（Chiang Mai Initiative）」では、東アジア諸国における金融市場の国際的な補完などを目的とした自助・支援メカニズムの構築が進められることとなり、結果として東アジアにおける金融市場統合のための基盤作りにも繋がっている。

他方では、アジア通貨危機以降の1998年頃からは、アジア開発銀行（Asian Development Bank: ADB）や ASEAN などによってアジア債券市場の育成が進められている。具体例としては、EMEAP³⁾を通じた中央銀行間協力の一環として2003年に「アジア・ボンド・ファンド（Asia Bond Fund: ABF）」が創設され、2005年には対象を拡大した「ABF2」も誕生し、民間のためにアジア債券市場の環境を整え、市場の活性化を促進している⁴⁾。この ABF は需要者側の支援を目的としており、越境投資を促進させる税制改革や規制緩和に繋がり、域内債券市場の拡大が期待され

ている。また、2002年には ASEAN+3の財務省と中央銀行の連携で債券市場の供給者側を対象とした「アジア債券市場イニシアティブ (Asian Bond Market Initiative: ABMI)」が創設され、債券市場の育成を目的に包括的な検討を行っている。このように、債券市場における需要と供給の国際化を図る試みが進んでおり、金融先進国である日本がけん引役を果たしている。以上のように、東アジア諸国の中央銀行の協調・連携によって東アジアにおける国際債券市場の管理・育成が進められており、東アジア金融市場の統合において大きな役割を果たすことが期待されている。しかし、東アジアの多くの国における金融市場はいまだ先進国からかなり遅れていることは明白であり、同時に、現地金融機関の欧米金融機関への依存度はアジア通貨危機からの回復後再び拡大傾向⁵⁾にある。これは、域内資本の増加を意味するが、同時に域内イニシアティブの低下にも繋がり、東アジア経済共同体構想の妨げになる可能性がある。また、東アジア諸国の通貨は、アジア通貨危機以降ドル・ペッグ制から独立ないし管理変動相場制へと移行したが、当該諸国の高い貿易依存度を考慮すれば為替相場の不安定性を内包しており、東アジア金融市場の国際的な安定性に直結しているとは考えにくい。元来、東アジアの発展途上国においてドル・ペッグ制が導入されていた理由が為替の安定性確保であるとするならば、複数国による通貨の統合は大きな意味を持つ。なぜなら、ヨーロッパの統一通貨 (Euro) の例からわかるように、規模の経済を利用した複数国による通貨統合は国際市場における当該通貨の比率を大きくし、これは通貨価値を安定させる効果が予測されるからである。将来的には、金融市場の

安定のためにも、統一通貨を導入する効果は大きいと考えられ、通貨統合に対する積極的な取り組みが期待される。しかし、現状では統一通貨を管理する超国家機関の設置などに対して政治的な問題もあり、経済的にもその実現性は難しく、通貨統合の将来性は見えていない。

VI. 結論

本稿では、東アジアで進む経済連携・協調を含んだ経済統合プロセスに関して、金融市場の重要性について議論を進めた。東アジアの ASEAN+3で経済統合を行うことを前提とし、東アジア経済共同体を実現するためには、金融市場の統合が重要であることを先行研究に沿って検証し、ヨーロッパの経験を基に東アジア金融市場の現状を統計データを使って検証した。そして、現在進んでいる東アジアの金融市場に関する連携・協調の取り組みを紹介し、潜在的な問題点についても言及した。これまでの経済理論における経済統合プロセスでは金融市場統合の役割は大きなものではなかった。本稿では、域内における資本移動の自由化、つまり金融市場の統合が経済統合プロセスにおいて大きな役割を果たすことを明らかにした。なぜなら、金融市場の統合によって FDI の域内流動性が増加し、結果として域内各国の経済成長や賃金などに大きな影響を与えることを先行研究から明らかにした。また、ヨーロッパの統計データから、経済統合プロセスが進むにともなって域内の FDI が急増したことを示し、これが市場のメカニズムによって各国経済に影響を与えることを示唆した。さらに、金融商品の流動性の高さや金融産業における固定費用の小ささが、

金融市場の統合を含んだ経済統合プロセスの深化によって域内各国の金融市場における労働生産性を迅速に収斂させるメカニズムが存在することを明示した。この労働生産性の収斂メカニズムは、工業や農業などの分野では見られず、総生産の分野でも見られないことから、経済統合の効果が金融市場でのみ迅速に働いたことを示した。これにより、経済統合プロセスにおける金融市場の特異性が明らかになった。

また、東アジアの金融市場の現状を、ヨーロッパの経験を基に金融市場の指数を使って検証した。ここでは、潜在能力として東アジア金融市場の自由化が域内 FDI の増加を誘発する可能性は考えられるが、各国金融市場の成熟度からすると東アジアにおける金融市場の統合にはまだ多くの問題が含まれていることがわかった。

これを踏まえて、金融市場における法制度の整備に関する取り組みや中央銀行の協力によって進められている東アジアでの国際的な債券市場育成・管理について紹介した。将来的に通貨の統合などを考慮した場合、金融市場の統合が現在の東アジア経済共同体構想の第一義の課題であり、金融市場の不安定材料を解消しない限り東アジアにおける経済連携・統合構想に大きな成果を期待することは難しいという結論に達した。

そのため、東アジアでの経済統合プロセスを想定するのであれば、経済連携の第一歩として金融市場の整備と透明化を進め、東アジア共同体への参加希望国は金融市場における一定の基準を超えた所で初めて FTA や EPA などの具体的かつ包括的な経済統合の取り組みを進めるべきである。

本稿では、先行研究のサーベイを中心に統

計データを使って、経済統合プロセスにおける金融市場の重要性について議論した。これからの研究課題としては、金融市場の統合による各国の経済成長への効果、財市場・労働市場への効果、または金融市場とそれ以外の市場統合との比較研究など、具体的な結論を導き出すために回帰分析など統計的手法を用いた分析を行っていく必要がある。また、東アジア諸国における金融市場の法整備が進む中で、FDI の増加と各国経済成長との関係や制度的な分析なども加えながら分析していく必要があると考えられる。

注

- 1) 村瀬（2007）第三章第三節「資本取引の完全な自由化とそのリスク」を参照。
- 2) EU15カ国の内、アイルランド、フランスはデータ不足によりこの分析対象とはなっておらず、ルクセンブルクは国の規模が非常に小さく、産業構造においても特殊な性質を持っていることから削除した。
- 3) EMEAP（The Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks）は、1991年に日本銀行の主導によって創設された各国中央銀行の役員クラスによる非公式会議である。ただし、アジア通貨危機以降はその重要性を増し、現在では参加11カ国の中央銀行・通貨当局の協力組織として使われる言葉となっている。
加盟国：オーストラリア、中国、香港、インドネシア、日本、韓国、マレーシア、ニュージーランド、フィリピン、シンガポール、タイ
- 4) ABFとその機能・目的に関しては、宿輪（2006）を参照。
- 5) 金融庁（2007）「アジアの金融資本市場と我が国市場の発展に関する共同研究」を参照。

参考文献

- 今泉慎也 (2007) 「アジアの金融法制 —金融自由化の新たな局面—」, 『アジア金融セクターの規制緩和に関する法制度研究』, 日本貿易振興機構アジア経済研究所.
- 金融庁 (2005) 「アジアの金融資本市場と我が国市場の発展に関する共同研究」『金融庁の一年・平成17事務年度版』, 金融庁 HP より.
<http://www.fsa.go.jp/common/paper/17/siryou/26.pdf>
- 宿輪純一 (2006) 「アジア金融システムの経済学」, 日本経済新聞社.
- 土井康裕 (2008) 「経済統合による労働生産性への影響 —ヨーロッパの産業別パネルデータ分析—」, 『経済政策ジャーナル』, 第5巻第2号, 3-17項.
- 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.
- Andersen, Torben M., Haldrup, Niels and Sorensen, Jan Rose (2000), "Labour Market Implications of EU Product Market Integration," *Economic Policy*, Vol.15, No.30, pp.107-133.
- Balassa, Bela (1961), "The Theory of Economic Integration," *Richard D. Irwin, Inc.*
- Barrel, Ray and PAIN, Nigel (1997a), "Foreign Direct Investment, Technological Change, and Economic Growth within Europe," *The Economic Journal*, Vol.107, No.445, pp.1770-1786.
- Barrel, Ray and PAIN, Nigel (1997b), "The Growth of FDI in Europe," *National Institute Economic Review*, No.160, pp.63-75.
- Commission of the European Communities/ Directorate General for Economic and Financial Affairs (1988), "European Economy-Creation of a European financial area," No.36, pp.9-11.
- Grossman, Gene M. and Helpman, Elhanan (1990), "Innovation and Growth in the Global Economy," *Cambridge, MA:MIT Press.*
- ELtis, Walter (1996), "How Low Profitability and Weak Innovativeness Undermines UK Industrial Growth," *Economic Journal*, Vol.106, pp.184-95.
- Kim, Sukkoo (1998), "Economic Integration and Convergence: U.S.Regions, 1840-1987," *The Journal of Economic History*, Vol.58, No.3, pp.659-683.
- Markusen, James R., Venables, Anthony J., Konan, Denis Eby, and Zhang, Kevin H. (1996), "A United Treatment of Horizontal Direct Investment, Vertical Direct Investment, And The Pattern of Trade In Goods And Services," *NBER Working Paper*, No. 5696.
- Romer, Paul (1991), "Idea Gaps and Object Gap in Economic Development," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 32, pp. 543-73.
- Sheng, Andrew and Teng, Kwek Kian (2007), "East Asian Capital Markets Integration: Steps Beyond ABMI," *EABER Working Paper*, No.11.
- UNCTAD (2007), "World Investment Report 2007," *UNCTAD HP*,
<http://www.unctad.org/Templates/webflyer.asp?docid=9001&intItemID=4361&lang=1&mode=downloads>
- World Bank (2007), "Financial Structure Dataset, 2007," *World Bank HP*,
<http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTRESEARCH/0,,contentMDK:20696167~pagePK:64214825~piPK:64214943~theSitePK:469382,00.html>

(名古屋大学大学院経済学研究科)