

●審査委員長賞●

# Win-Win-Win の経済安定を もたらす世界先導的關係へ

いずみ りゅういちろう  
泉 隆 一 朗

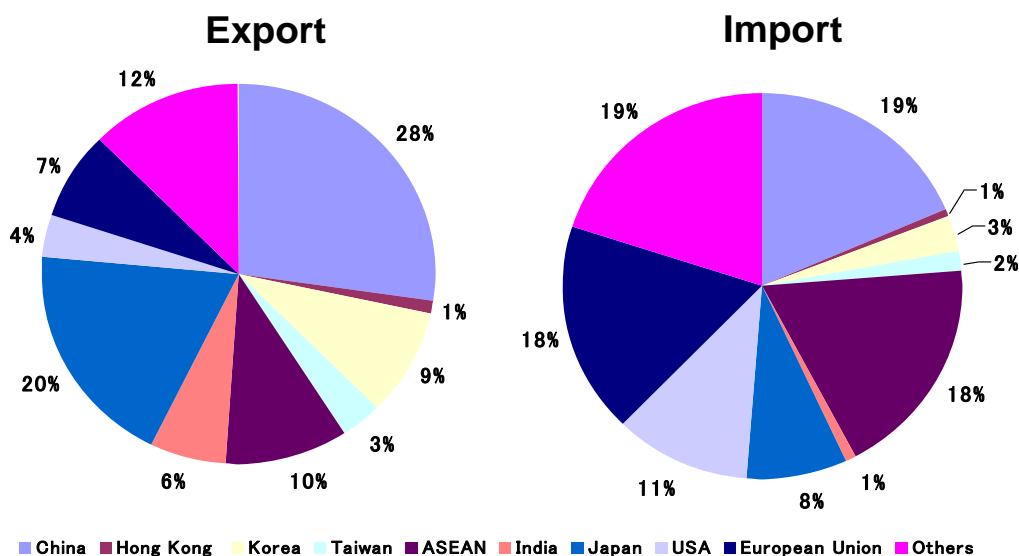
## 【論文要旨】

日豪にとって最大の貿易相手はアジアであり、日豪の経済安定のためにはアジアの経済安定が必要である。しかし、アジア経済は未発達な債券市場という脆弱性をはらんでおり、このためにアジア経済と密接な関係を持つ日豪は世界金融危機でより大きな影響を受けた。日豪のさらなる経済安定のためにはアジア経済の脆弱性を取り除く必要がある。日豪はアジア諸国よりも債権市場が発展しており、その要因は早くから大規模な公債発行と金融規制緩和を行ったことである。そこで、日豪がアジアの脆弱性を解決するために果たすべき役割は 2 つある。1 つめは公債発行を助けるために債券を購入すること、2 つめは公債発行と金融規制緩和を効率的に行うためのノウハウの供与である。また、日豪はこの課題に協力して取り組む必要がある。その理由は 3 つある。1 つめは両国が課題を共有していること、2 つめは日豪がそれぞれ別個に課題に取り組むよりも協力して行う方が効率的であること、3 つめは、日豪が債券市場の発展についてそれぞれ異なるタイプの”先進国”であることである。したがって、日豪はこの課題に取り組むにあたってのベストパートナーであり、財政とのバランスのとれたアジアの債券市場の発展を促す。アジアの債券市場が発展することは、日豪それぞれの経済に 2 つのメリットがある。それは、(1)経済をより安定させること、(2)経済を活性化させることである。また、アジアの債券市場育成に日豪が共同して取り組むことは日豪関係にとっても 2 つのメリットがある。それは、(1)日豪の相互補完関係を促進させること、(2)日豪関係を深化させることである。さらに、この取り組みを経て、日豪はアジアに経済安定をも導く。つまり、日豪関係は第 3 者も含めた 3 者がメリットを得る、Win-Win-Win の理想的な二国間関係となる。この理想的な二国間関係のモデルケースは世界を先導する。

## 第 1 章 日豪とアジア関係

2007年4月から始まった日豪経済連携協定（EPA：Economic Partnership Agreement）交渉は2012年5月時点で15回の会合を経た<sup>1</sup>。貿易は日豪関係において最も発展した分野の1つであり、相互に重要な貿易パートナーである。また、日豪両国にとって最大の貿易相手地域はアジアであり、アジアは両国の経済にとって重要な役割を担っている。図1によると、オーストラリアにとって対アジア輸出は全体の57%を占め、アジアからの輸入では全体の44%を占める<sup>2</sup>。一方で、図2によると、日本にとって対アジア輸出は全体の55%であり、アジアからの輸入では全体の45%になる。したがって、両国の経済安定のためにはアジアの経済安定が必要不可欠となる。また、両国とアジアの貿易関係は、アジアの経済成長に伴って拡大を続けている。図3ではアジアの国々が2001年以来、主要先進国（G7）よりも高い水準で成長を続けていることがわかる。さらに、図4-5によると、2001年以来、アジアの高成長に合わせてアジア向けの輸出入が日豪両国で増加している。図3のとおり、アジアの国々は今後も高成長を続けることが予測されており、貿易相手としてアジアの占める割合は日豪においてますます増えることが予想される。それと同時に、日豪の経済安定のためにアジアの経済安定がより重要になる。つまり、日豪両国は自国の経済安定のために、アジアの経済安定という課題を共有している。本稿では世界金融危機がアジアを介して日豪両国に与えた影響を分析して、アジア経済における脆弱性を指摘する。そのうえで、日豪がアジアの脆弱性克服に果たすべき役割とその役割を通じた日豪関係の未来を検討する。従って、本稿の目的は、日豪が経済安定のための共通の課題に対して協力して取り組むことによって、日豪関係が更なる発展を遂げることを示すことである。構成は、次なる第2章において、世界金融危機が日豪に与えた影響とその波及経路、その中でも特にアジアを介した波及経路について分析する。第3章では、第2章で明らかになるアジア経済の問題点をアジア経済の脆弱性として指摘のうえ、整理する。第4章では、日豪がアジアの脆弱性という問題に取り組むべき理由とメリットを示す。第5章では、日豪関係がこの取り組みを通していかに変容していくかを検討する。

図1 オーストラリアの貿易相手国（2011年）<sup>3</sup>



<sup>1</sup> 外務省、日・オーストラリア経済連携協定、[http://www.mofa.go.jp/mofaj/gaiko/fta/j\\_australia/index.html](http://www.mofa.go.jp/mofaj/gaiko/fta/j_australia/index.html)、2012年5月27日アクセス

<sup>2</sup> ここでの「アジア」の数値は、中国、香港、韓国、台湾、ASEAN、インドの合計である。その他の国については数値が小さく、データの対象に含めても結果は変わらないため捨象した。

<sup>3</sup> Australian Bureau of Statistics、<http://www.abs.gov.au/AUSSTATS/abs@.nsf/mf/5368.0>、2012年5月10日アクセス。

図 2 日本の貿易相手国 (2011 年) <sup>4</sup>

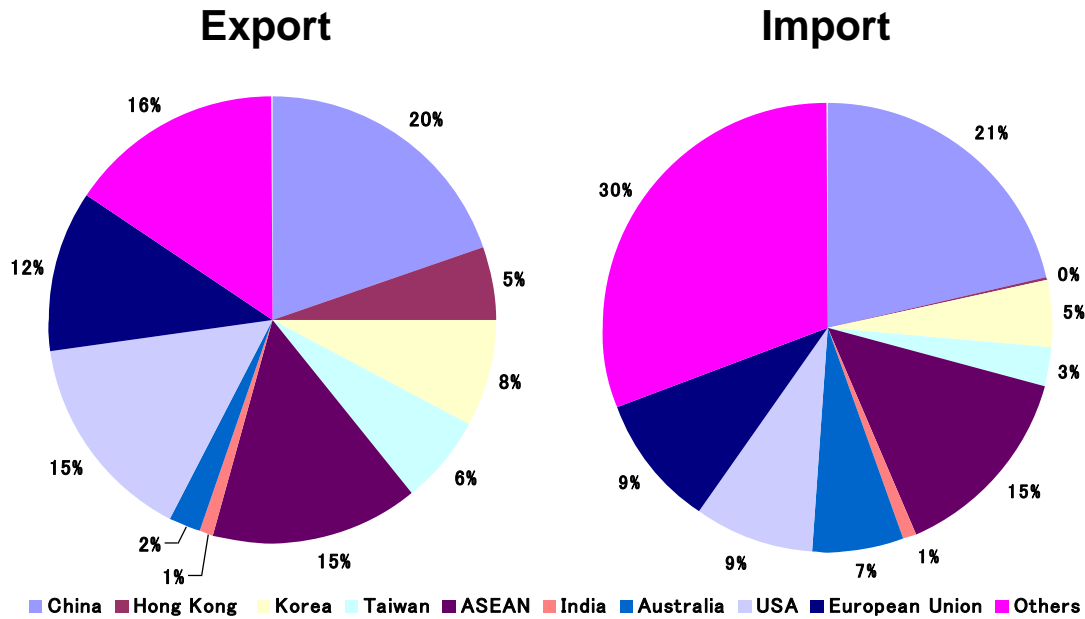
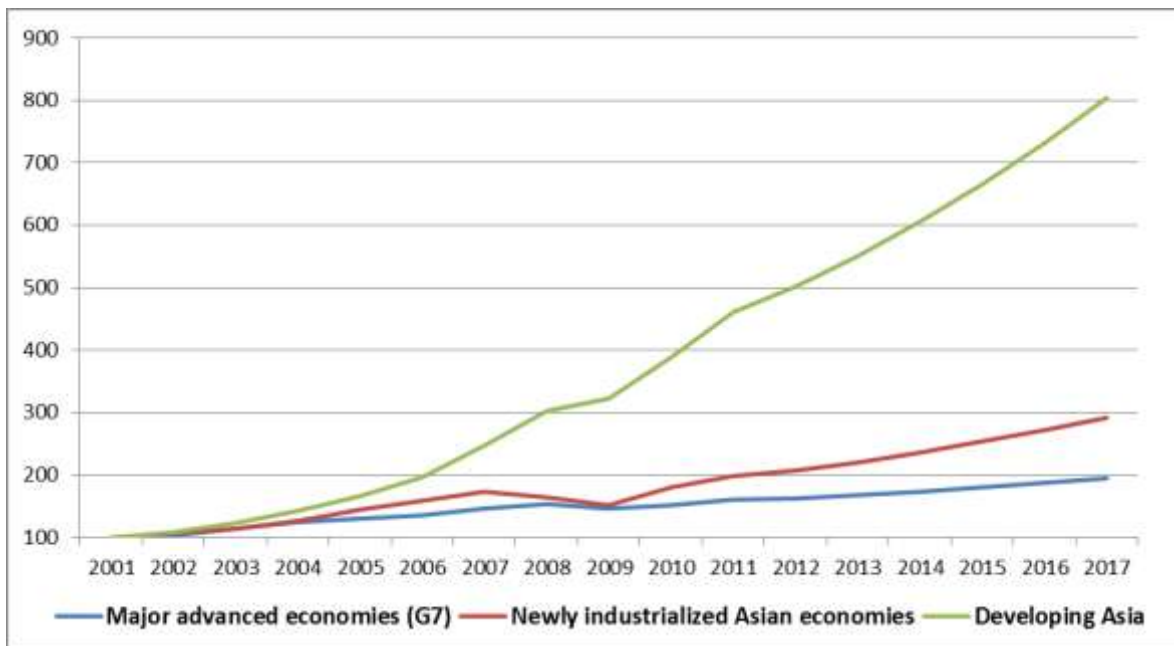


図 3 名目 GDP 成長率 (2011 年以降は予測値、2001 年=100) <sup>5</sup>



<sup>4</sup> 独立行政法人日本貿易振興機構、<http://www.jetro.go.jp/world/japan/stats/trade/>、2012 年 5 月 10 日アクセス。

<sup>5</sup> International Monetary Fund、World Economic Outlook Database, April 2012、<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/01/weodata/index.aspx>、2012 年 5 月 12 日アクセス。なお、Newly industrialized Asian economies とは香港、韓国、シンガポール、台湾から構成される。また、Developing Asia はアフガニスタン、バングラディッシュ、ブータン、ブルネイ、カンボジア、中国、フィジー、インド、インドネシア、キリバス、ラオス、マレーシア、モルディブ、ミャンマー、ネパール、パキスタン、パプアニューギニア、フィリピン、サモア、ソロモン諸島、スリランカ、タイ、トンガ、ツバル、バヌアツ、ベトナムの 27 カ国から構成される。

図 4 オーストラリアの相手国別貿易の推移 (2001 年=100) <sup>6</sup>

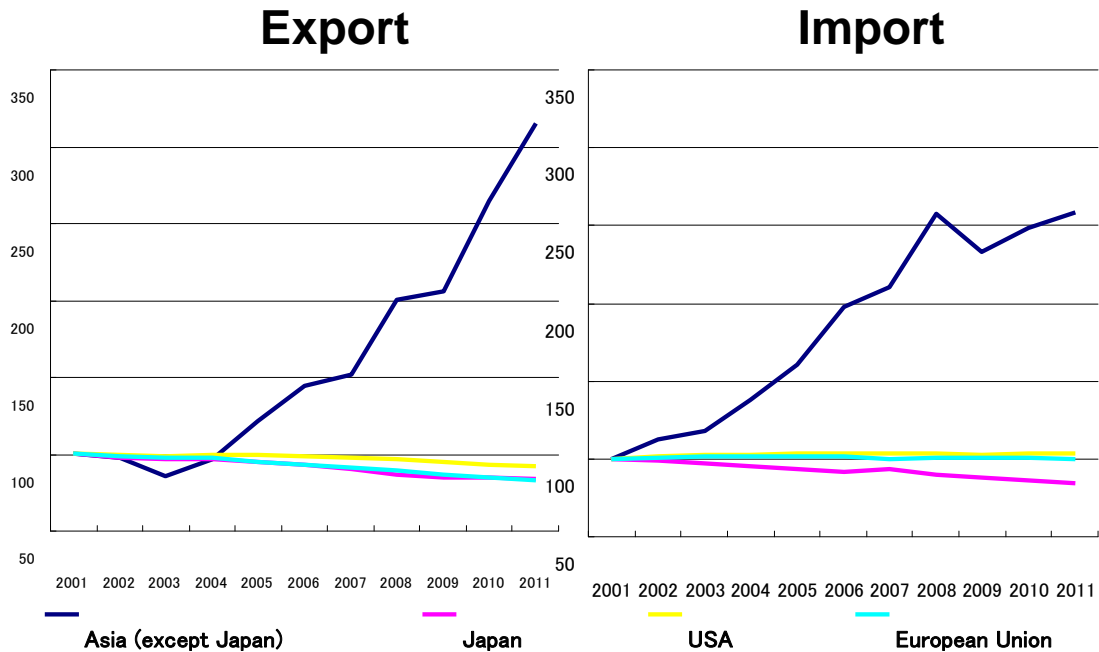
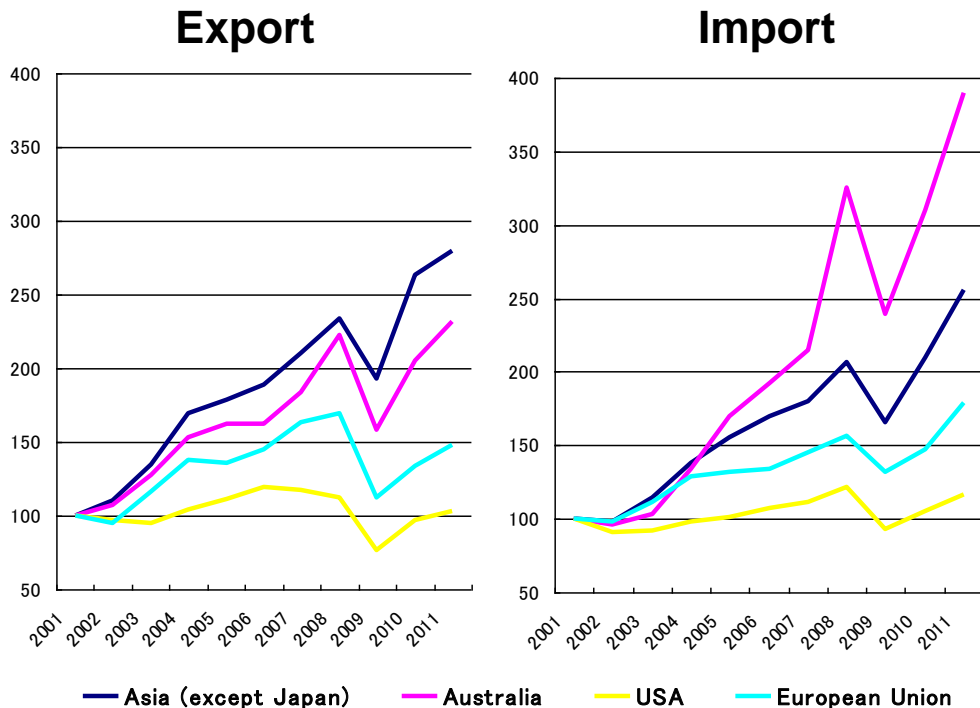


図 5 日本の相手国別貿易の推移 (2001 年=100) <sup>7</sup>



## 第 2 章 世界金融危機の波及経路

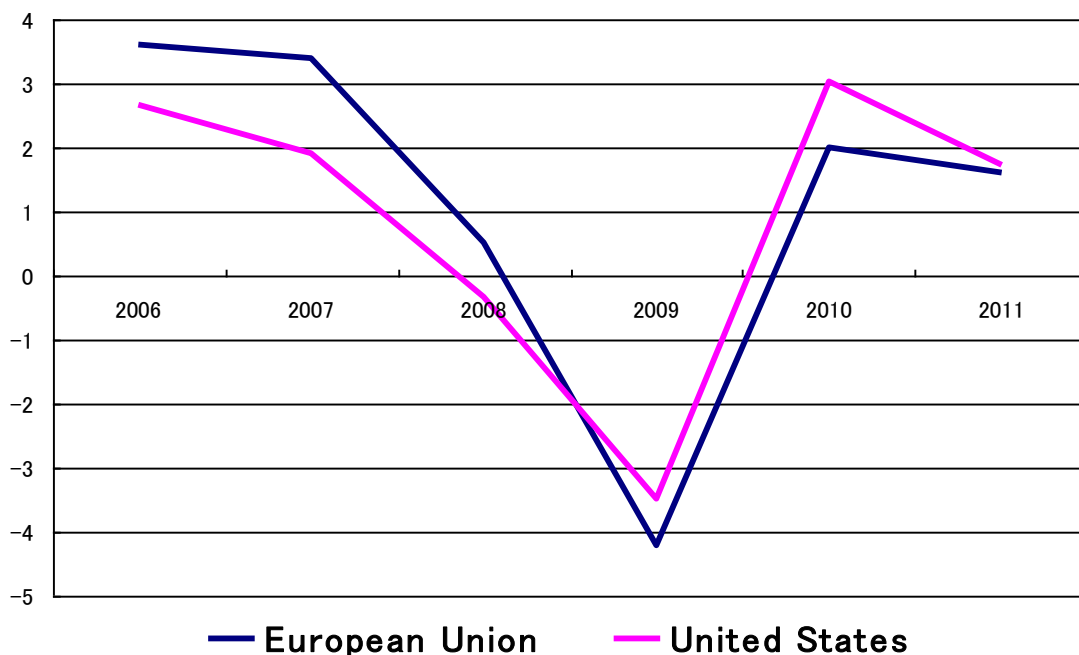
2008 年のリーマンショックに象徴される欧米発の世界金融危機は、図 6 で欧米の実質成長率が 2007 年から急激に減少しているように、欧米経済に深刻なダメージを与えた。その震央は欧

<sup>6</sup> Australian Bureau of Statistics、(<http://www.abs.gov.au/AUSSTATS/abs@.nsf/mf/5368.0>)、2012 年 5 月 10 日アクセス。

<sup>7</sup> 独立行政法人日本貿易振興機構、(<http://www.jetro.go.jp/world/japan/stats/trade/>)、2012 年 5 月 10 日アクセス。

米であったが、図 7 で日豪の実質 GDP 成長率も 2008 年から急激に減少していることから、危機の影響は日豪経済にも及んだことがわかる。ここで、世界金融危機が日豪に与えた影響の波及経路について検討する。危機が日豪の実体経済を縮小させた波及経路は輸出の縮小を介しており、図 8 は日豪の輸出の伸び率であり、日豪両国ともに危機発生後の輸出が減少していることを示している。詳細に危機から両国の輸出が縮小した波及経路を分析すると、(1) 欧米の需要縮小、(2) 自国通貨の増価、(3) アジアの需要縮小、という 3 つの経路が挙げられる<sup>8</sup>。ここで、これらの経路について説明を加えると、まず、(1) 欧米の需要縮小については、図 9 - 10 に示すとおり、金融危機に伴う欧米の成長率の低下によって欧米の需要が縮小して、日豪の欧米向け輸出が減少した。次に、(2) 自国通貨の増価については、金融危機によって安全資産を求めた投資家が日豪の資産へ投資して資本を移動させたことで両国の通貨は増価した。図 11 は豪ドルと日本円が金融危機後に大幅に増価したことを示している。これにより、輸出における価格の国際競争力が弱まり、両国の輸出は減少した。最後に、(3) アジアの需要縮小については、図 12 に示すように、金融危機によるアジアの成長率低下と、それに伴う需要減少によって、日豪の対アジア輸出が減少した。

図 6 EU と米国の実質 GDP 成長率<sup>9</sup>



<sup>8</sup> Kaji (2006) II 6、III 6-8 では、ケインズ派の開放体系において、貿易収支 (TB) を輸出 (EX) と輸入 (IM) の差として、EX は第 2 国の GDP ( $Y^*$ )、実質為替レート ( $eP/P^*$ ;  $e$  は第 1 国の通貨建て名目為替レート、 $P$  は第 1 国の物価水準、 $P^*$  は第 2 国の物価水準) によって定まり、IM は第 1 国の GDP ( $Y$ ) と実質為替レート ( $eP/P^*$ ;  $e$  は名目為替レート、 $P$  は第 1 国の物価水準、 $P^*$  は第 2 国の物価水準) によって定まるとしている。なお、第 2 国の GDP の増加と実質為替レートの減価は共に輸出を増加させる ( $dEX/dY^* > 0$ ,  $dEX/d(eP^*/P) > 0$ )。一方で、第 1 国の GDP の増加は輸入を増加させ、実質為替レートの減価は輸入を減少させる ( $dIM/dY > 0$ ,  $dIM/d(eP^*/P) < 0$ )。これより、輸出減少の要因は第 1 国を日本またはオーストラリア、第 2 国を欧米またはアジアとすると、第 2 国における GDP の減少、つまり、需要の減少と、実質為替レートの増価であると考えられる。さらに、ケインズ派の経済学では物価の硬直性を仮定することから、 $P$  と  $P^*$  は一定であるとする、輸出減少の要因は第 2 国における需要の減少と名目為替レートの増価にあるといえる。文中では、こうしたマクロ経済学の理論から危機の波及経路を推測したうえで、実際の統計をグラフとして示すことで実証している。

<sup>9</sup> International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2012, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/01/weodata/index.aspx>, 2012 年 5 月 12 日アクセス。

図 7 日豪の実質 GDP 成長率<sup>10</sup>

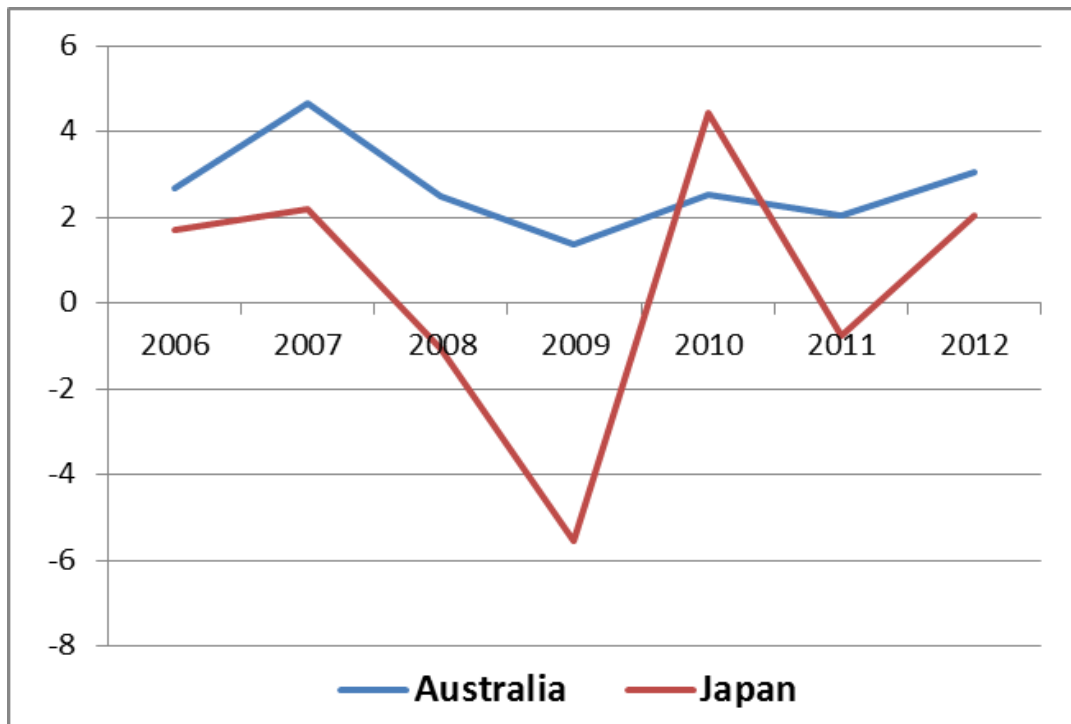
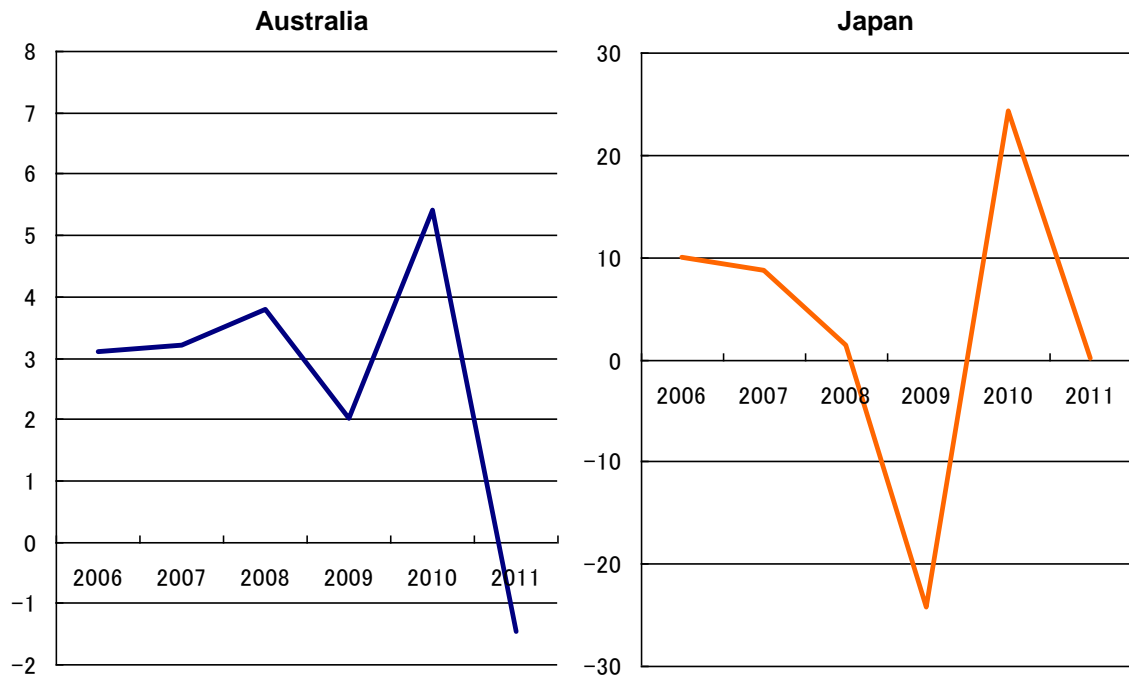


図 8 日豪における輸出の伸び率<sup>11</sup>



<sup>10</sup> International Monetary Fund、World Economic Outlook Database, April 2012、  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/01/weodata/index.aspx>、2012年5月12日アクセス。

<sup>11</sup> International Monetary Fund、World Economic Outlook Database, April 2012、  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/01/weodata/index.aspx>、2012年5月14日アクセス。

図 9 欧米の実質 GDP 成長率の推移とオーストラリアの対欧米輸出の推移<sup>12</sup>

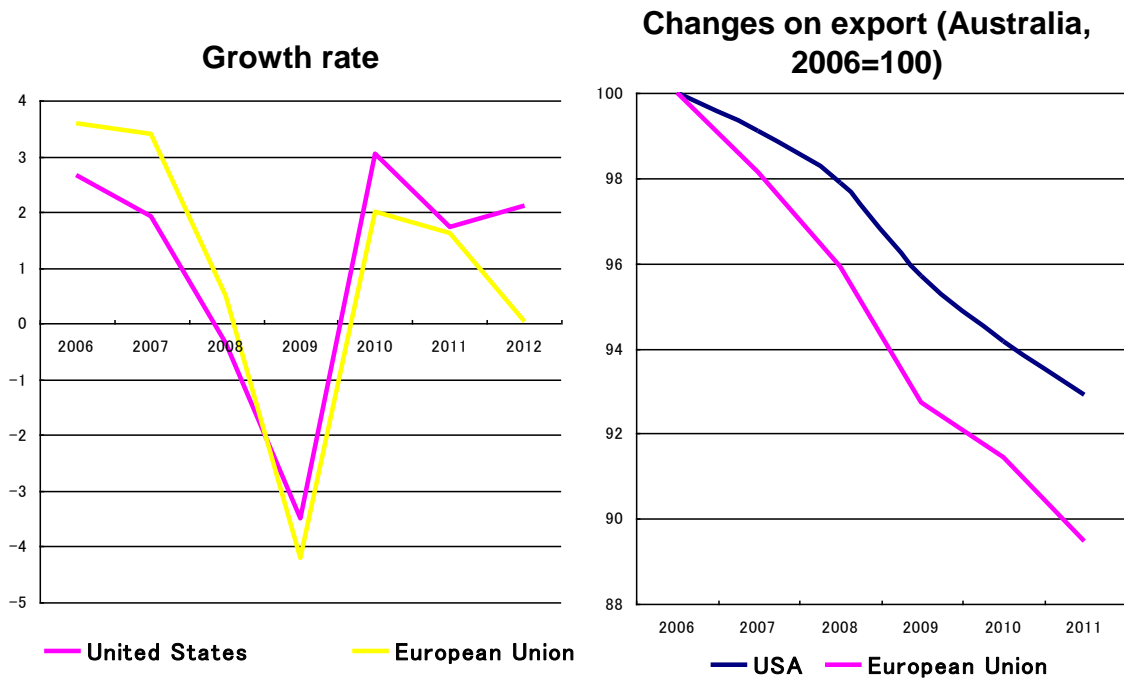
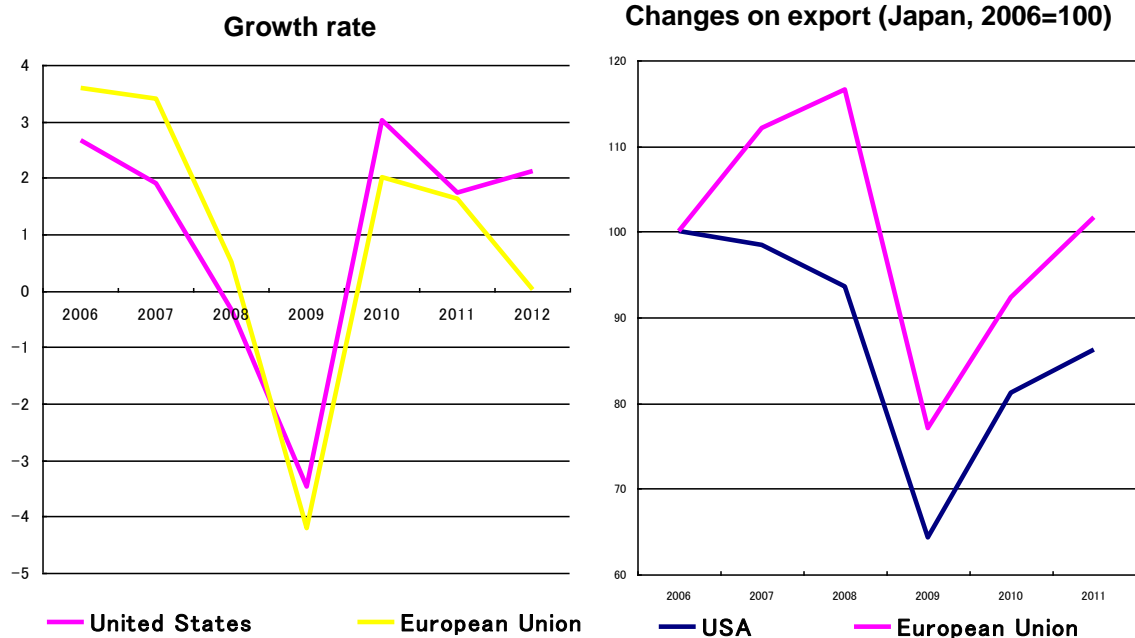


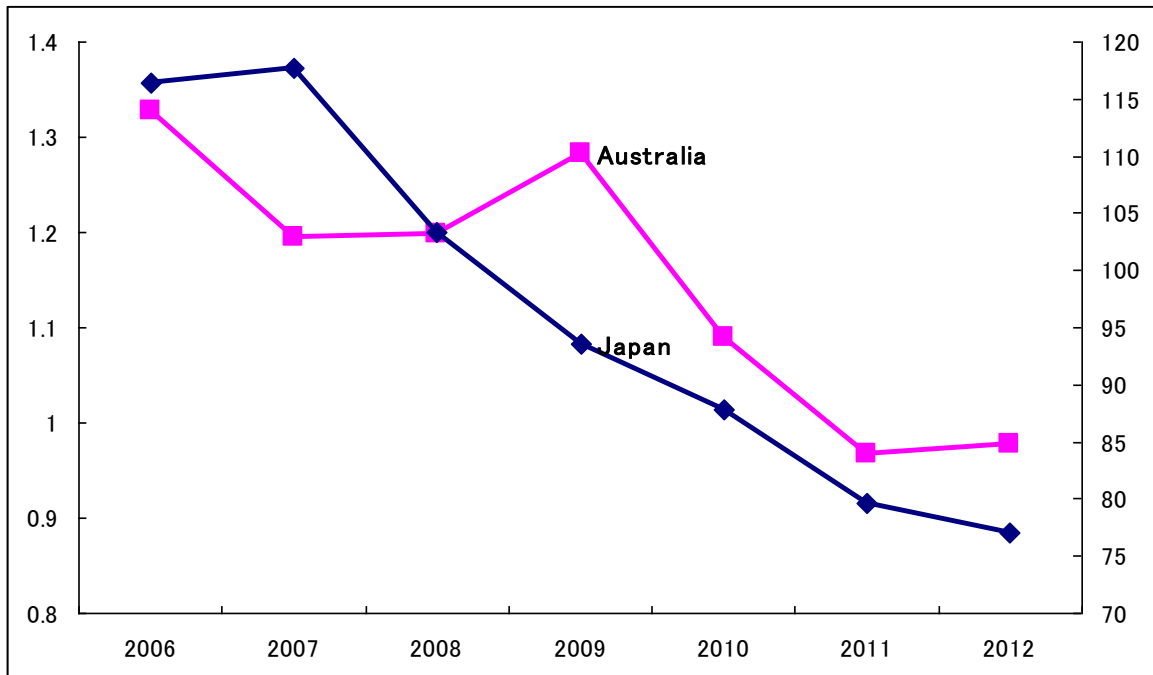
図 10 欧米の実質 GDP 成長率の推移と日本の対欧米輸出の推移<sup>13</sup>



<sup>12</sup> International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2012, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/01/weodata/index.aspx>, 2012 年 5 月 14 日アクセス。

<sup>13</sup> International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2012, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/01/weodata/index.aspx>, 2012 年 5 月 14 日アクセス。

図 11 豪ドルと日本円の対ドル名目為替レートの推移<sup>14</sup>



ここで、世界金融危機がその震央ではないアジア経済に影響を与えた要因を分析する。金融危機がアジアの成長率を低下させた要因は2つある。1つめには、金融危機による欧米の成長率低下とそれに伴う需要減少によって、対欧米輸出が減少した。図12は欧米の成長率の低下と、それに対応してアジアの輸出が減少していることを示している。2つめには、欧米からアジアへの投資が大幅に減少するとともに、それまで欧米からアジアへ流入していた資本が引き揚げられ、アジアの経済活動を抑制した。図13は欧米の資本収支における負債を表しており、2008年は負債額が激減していることから欧米からの資本移動が大幅に減少したことが分かる。西村(2012)によると、アジア諸国は投資のための資本を欧米からの資本流入に頼っているため、欧米からの資本流入の減少や資本の引き揚げによって資本獲得が難しくなり、政府・民間部門の資金調達コストは増加した<sup>15</sup>。また、図14は世界金融危機発生後にアジア諸国の5年物国債の信用リスクが高まったことを示している。信用リスクの増加もまた金融活動を縮小させることから、投資の縮小を通してアジアの成長率を低下させた。

<sup>14</sup> OECD、Economic Outlook No 90 - December 2011 - OECD Annual Projections、  
<http://stats.oecd.org/Index.aspx?QueryId=32413>、2012年5月14日アクセス。

<sup>15</sup> 西村(2012) pp.2



図 12 欧米の成長率とアジアの輸出の推移<sup>16</sup>

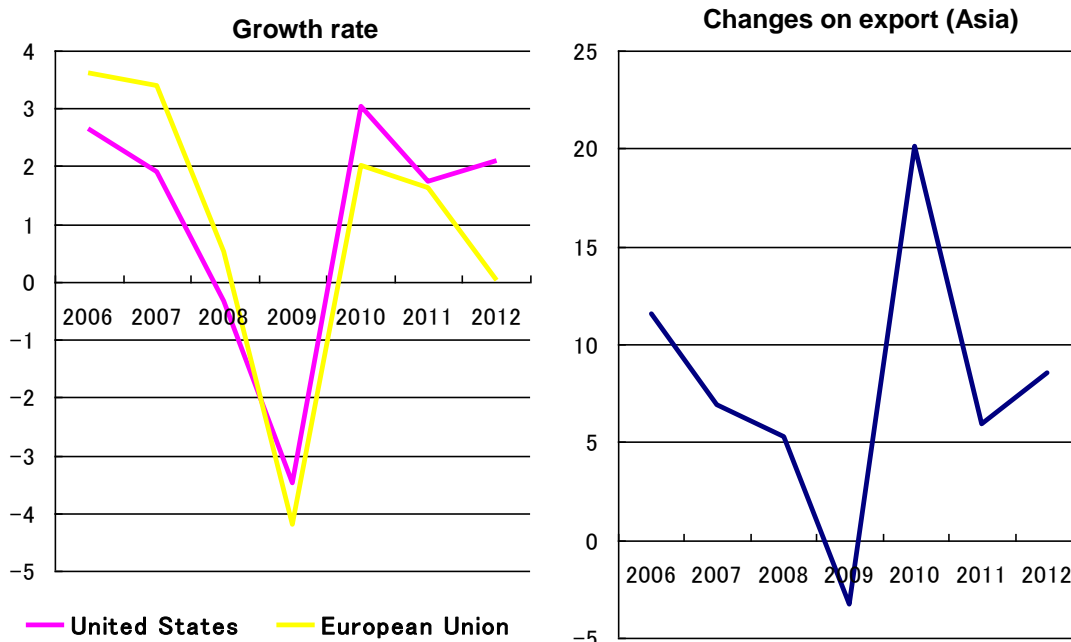
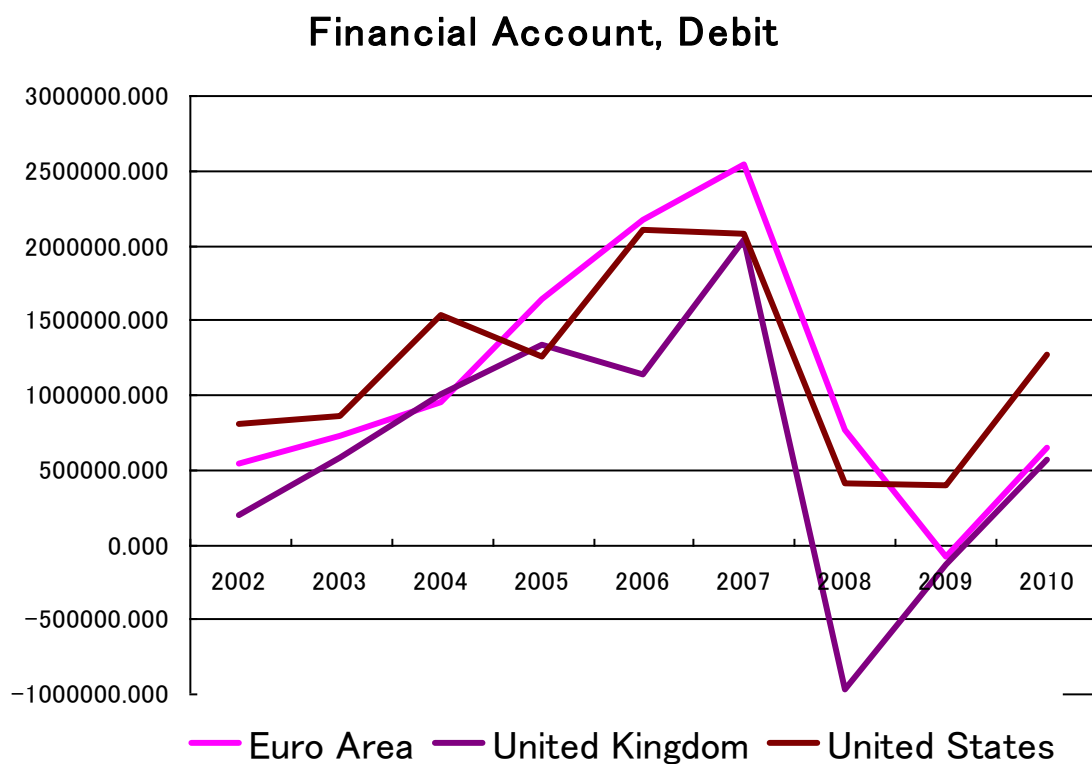


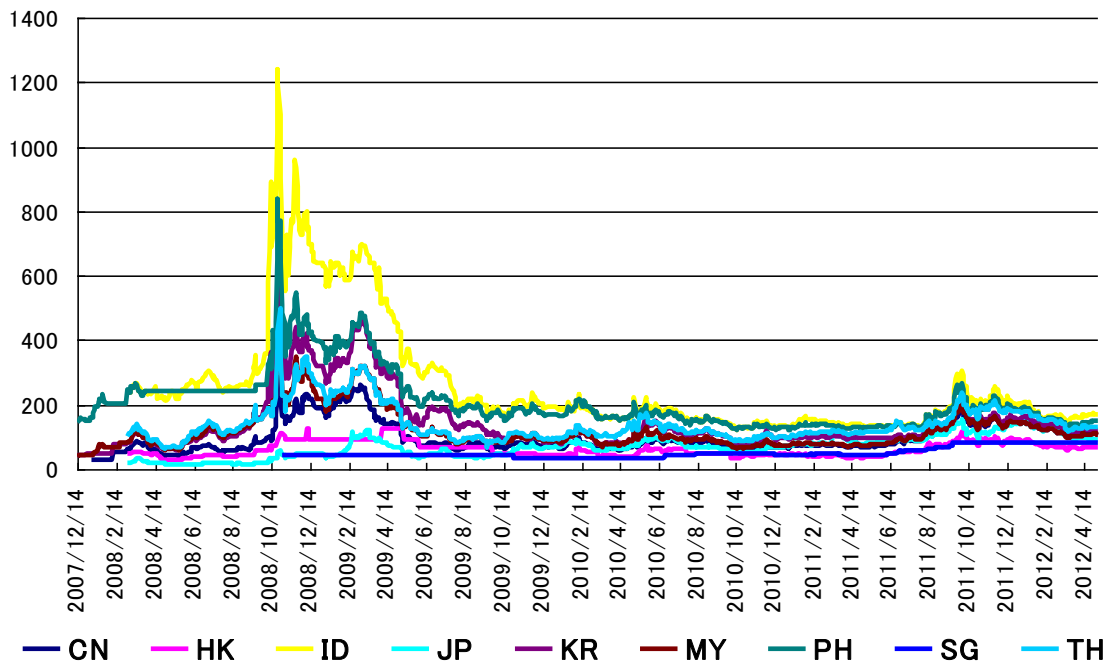
図 13 欧米の資本収支動向 (100 万ドル) <sup>17</sup>



<sup>16</sup> International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2012,  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/01/weodata/index.aspx>, 2012 年 5 月 14 日アクセス。

<sup>17</sup> International Monetary Fund, Balance of Payments Statistics (BOPS),  
<http://elibrary-data.imf.org/FindDataReports.aspx?d=33061&e=170784>, 2012 年 5 月 29 日アクセス。

図 14 アジア諸国における 5 年物国債の CDS<sup>18</sup>



また、欧米の金融危機とアジアの金融収縮によって投資家はリスクを回避しようとして、安全資産への投資を進めた。欧米から日豪への波及経路の（2）に挙げた、日豪の自国通貨の増価の要因はこうした投資家のリスクオフの選好にある。

これまで見てきたように、世界金融危機が日豪へ影響を与えた波及経路は3つあり、そのうちの2つはアジアを介している。その2つとは日本円と豪ドルの増価とアジアの需要縮小のことであり、これらに共通していることは、アジアが投資のための資本を欧米からの資本流入に強く依存していたことである。

### 第3章アジア経済の脆弱性

前章では、世界金融恐慌がアジアを介して日豪に波及した経路として、欧米からの資本流入の減少と資本の引き上げによるアジアの金融収縮を指摘した。これはつまり、アジアの金融収縮が日豪の自国通貨の増価とアジアの需要低下を招き、日豪の輸出減少によって日豪の実体経済に影響を及ぼした、ということである。しかし、アジアの金融収縮は防ぐことができた問題であった。そして、アジアの金融収縮を介した経路が存在した分だけ、世界金融危機の欧米からアジアへの波及は増加したことになる。そして、その増加した分だけ、日豪にも世界金融危機の波及が増加した。前章で述べた通り、欧米での金融危機に際してアジアで金融収縮が発生した原因は、アジアが投資のための資本を欧米に依存していたことである。その背景にはアジアで債券市場が未発達なために、資金がアジアで還流していないという実態がある。債権市場が十分に発達していたならばアジアの金融収縮は発生しなかったという点で、アジアの金融収縮は防げた問題であった。それは同時に、日豪への世界金融危機の影響をより少なくできたことを意味する。本章では、未発達な債券市場を指してアジアの脆弱性として、アジアの債券市場の現状とアジア通貨危機以降のアジアの債権市場につ

<sup>18</sup> Asian Bonds Online、<http://asianbondsonline.adb.org/>、2012年5月15日アクセス。なお、これ以降、CNは中国、HKは香港、IDはインドネシア、JPは日本、KRは韓国、MYはミャンマー、PHはフィリピン、SGはシンガポール、THはタイを指す。

いての取り組みを説明する。

図 15 はアジア各国の各国通貨建て債権市場の規模を GDP 比率で示したグラフである。また、図 16 は各国の債権市場の取引量を 10 億ドル単位で比較したグラフである。いずれにおいても数値が高ければ高いほど、債権市場の規模が大きいといえる。両図より、日本を除くアジアの国々では債権市場の規模が小さいことが分かる。このようにアジアでは債券市場が未発達なため、貯蓄から投資へ資金が十分に回っていない。経常収支という点から見ると図 17 の示すとおり、アジアは経常黒字であるが、これは貯蓄が過大で投資が過少であることの証である<sup>19</sup>。中條（2011）によると、アジアでは資金の還流が不十分なため、欧米から外貨資金を調達して投資を行っている<sup>20</sup>。従って、欧米から外貨資金を調達できなければ、また、調達した外貨資金が引き揚げられた場合、流動性の確保が難しくなって金融活動を収縮させる。つまり、アジアは欧米の金融活動に影響を受けやすい状態となっている。このように、未発達な債券市場というアジア経済の脆弱性は結果として欧米の危機がアジアに波及しやすい構造を作り出している。

図 15 各国通貨建て債券市場の規模（GDP 比、2011 年 12 月時点）<sup>21</sup>

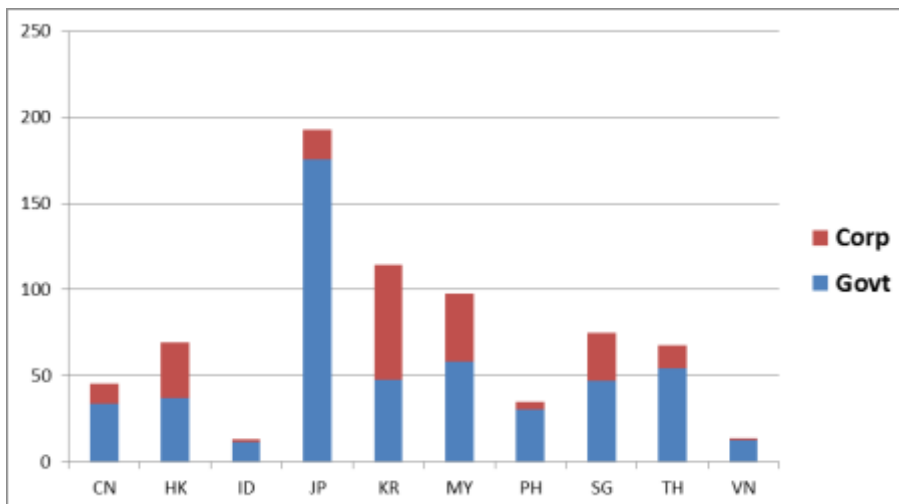
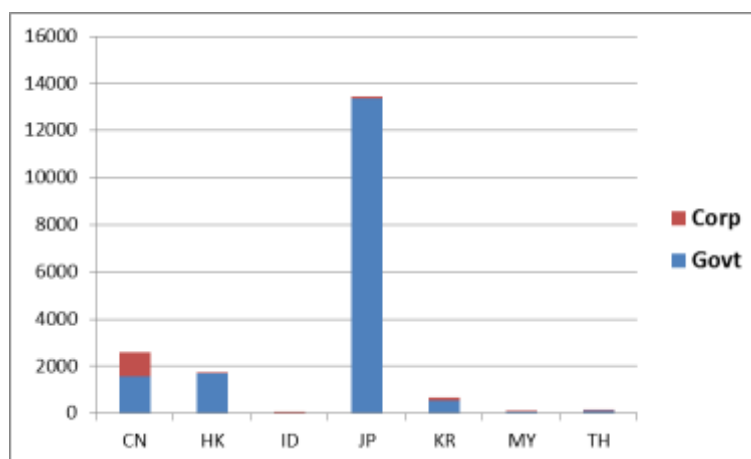


図 16 債券市場の取引量（単位：10 億ドル、2011 年 12 月時点）<sup>22</sup>



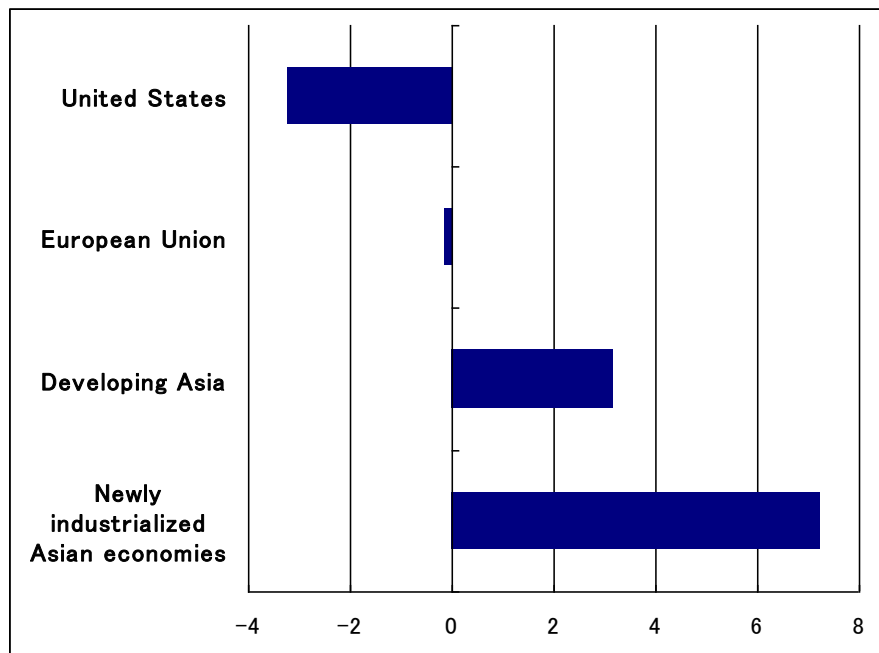
<sup>19</sup> Kaji (2006) II 4-14 によると、基本的なケインズ派の開放体系では経常収支(CA)は貯蓄(S)と投資(I)の差と定義される。CA=S-I は財市場の均衡条件を示しており、両辺は同時決定である。従って、経常収支が黒字であるとき、貯蓄は投資を上回っている。

<sup>20</sup> 中條 (2011) pp.94-129

<sup>21</sup> Asian Bonds Online、<http://asianbondsonline.adb.org/>、2012 年 5 月 15 日アクセス。

<sup>22</sup> Asian Bonds Online、<http://asianbondsonline.adb.org/>、2012 年 5 月 15 日アクセス。

図 17 欧米とアジアの経常収支 (GDP 比) <sup>23</sup>



西村 (2012) によると、こうしたアジア経済の脆弱性は1997年のアジア通貨危機で既に明らかになっていた<sup>24</sup>。アジア通貨危機は通貨と満期のダブルミスマッチが原因となって発生した危機だった<sup>25</sup>。このとき、アジアの国々は欧米から短期の外貨資金を調達して、本国通貨で国内へ投資をしていたため、欧米からの資本流入の減少や資本の引き揚げは流動性危機を招いた。これこそがアジア通貨危機である。中條 (2010) によると、この危機の反省点として挙げられたのが、アジアの国々が投資のための資本を短期の外貨資金に依存していたこと (ダブルミスマッチ) と、緊急時に外貨を融通するセーフティネットの欠如であった<sup>26</sup>。したがって、危機後には、外貨資金への依存から脱却するために債権市場の育成とセーフティネットの構築が進められることとなった。

アジア通貨危機後に危機の再発防止のためにとられた対応策には3通りのアプローチがある。1つ目はアジア債券市場育成イニシアチブ (ABMI: Asian Bond Markets Initiative) である。これは、ASEAN+3の国々によって構成されており、債権市場のインフラ整備や、規制の調和化、本国通貨建て債権の発行を支援することで債権市場を発達させることが目的である<sup>27</sup>。2つ目はアジア・ボンド・ファンド (ABF: Asian Bond Fund) である。ABFは東アジア・オセアニア中央銀行役員会議 (EMEAP: Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks) が母体となっており、EMEAPは東アジアとオセアニアの中央銀行によって構成されている。ABFはEMEAPの構成各国の外貨準備を基にして創設され、アジアの債券を購入することを通して債権

<sup>23</sup> International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2012, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/01/weodata/index.aspx>, 2012年5月14日アクセス。

<sup>24</sup> 西村 (2012) pp.2

<sup>25</sup> 通貨と満期のダブルミスマッチとは、ドルで短期資金を借りて本国通貨で長期資金を貸し出していた状態を指す。つまり、ドルと本国通貨というミスマッチと、短期の借入と長期の貸出というミスマッチが同時に起こっている状態のことをいう。

<sup>26</sup> 中條 (2011) pp.36-59

<sup>27</sup> 財務省、アジア債券市場育成イニシアチブ、[http://www.mof.go.jp/international\\_policy/financial\\_cooperation\\_in\\_asia/abmi/index.html](http://www.mof.go.jp/international_policy/financial_cooperation_in_asia/abmi/index.html)、2012年5月27日アクセス。

市場を発達させることを目的としている<sup>28</sup>。3つ目はチェンマイ・イニシアチブ（CMI : Chiang Mai Initiative）である。これはASEAN+3の国々によって構成されており、流動性不足に陥った国に対して通貨スワップによる流動性供給を行うことを目的としている<sup>29</sup>。2010年までは二国間の取決めであったが、2010年にマルチ化（CMI M : Chiang Mai Initiative Multilateralization）が行われて、多国間の取決めとなった。CMIは危機のセーフティネットという役割を担っていることから、マクロ経済に対するサーベイランスも行っており、そのための機関として2011年にAMRO（AMRO : ASEAN+3 Macroeconomic and Research Office）が設置された<sup>30</sup>。なお、日本はこれら3つのアプローチ全てに関わっており、オーストラリアは2つ目のABFのみに関わっている。

これによってアジアの国々はアジア通貨危機後から様々なアプローチによってアジア経済の安定化のために努力をしてきたことがわかる。しかし、中條（2011）によると、アジア経済の脆弱性は未だ解決されていない<sup>31</sup>。つまり、アジアの債券市場は未だに十分な発達をしていない。これは前章で指摘したように、世界金融危機の後にアジアの金融縮小が起きたことから明らかである。

#### 第4章 日豪の共働と役割

これまでの分析から、アジア経済は脆弱性をはらんでおり、アジア経済と密接な関係を持つ日豪はアジアの脆弱性のために、世界金融危機でより大きな影響を受けたことが明らかになった。よって、世界金融危機からの教訓は、日豪のさらなる経済安定のためにアジアの経済安定が必要であり、アジアの経済安定のためにアジア経済の脆弱性を取り除く必要があるということである。つまり、日豪は自国の経済安定のためにアジア経済の脆弱性を取り除かなければならないという課題を共有している。本章では日豪とアジアの金融市場を比較することで、日豪が果たすべき役割と、日豪が共同してこの課題に取り組むべき理由を示す。

図18は自国通貨建て債券の発行残高を示しており、発行残高が大きいほど債権市場の規模が大きく発達しているといえる。これより日豪の債権市場はアジア諸国の債権市場と比べて発達していることがわかる。吉野・浅野・川北（1990）によると債権市場の発達には債券の発行増加だけではなく金融規制とも密接に関係しており、金融規制が少ないほど市場は発達する<sup>32</sup>。そこで、日豪とアジアにおける債権市場の発展を債券発行と金融規制緩和という視点から分析する。

<sup>28</sup> 西村（2012）pp.3

<sup>29</sup> 中條（2011）pp.65-75、なお、CMIについてはAMROを除いて、全て中條（2011）pp.65-75より参照している。

<sup>30</sup> AMRO、<http://www.amro-asia.org/>、2012年5月27日アクセス。

<sup>31</sup> 中條（2011）pp.94-129

<sup>32</sup> 吉野・浅野・川北（1990）pp.2-9

図 18 主要国とアジアの自国通貨建て債権発行残高<sup>33</sup>

Economy	September 2011		1996	
	LCY Bonds Outstanding	% of World Total	LCY Bonds Outstanding	% of World Total
United States	26,176	38.7	10,926	42.9
Japan	12,626	18.7	4,456	17.5
France	3,384	5.0	1,261	4.9
Germany	2,648	3.9	1,888	7.4
United Kingdom	1,745	2.6	678	2.7
Emerging East Asia	5,479	8.1	528	2.1
of which: PRC	3,247	4.8	62	0.2
Emerging East Asia excl. PRC	2,232	3.3	466	1.8
of which: Korea, Rep. of	1,179	1.7	283	1.1
of which: ASEAN-5	883	1.3	149	0.6
Indonesia	111	0.2	7	0.03
Malaysia	263	0.4	71	0.3
Philippines	75	0.1	28	0.1
Singapore	188	0.3	25	0.1
Thailand	229	0.3	18	0.1
Viet Nam	17	0.03	-	-
Memo Items:				
Australia	1,012	1.5	248	1.0
Brazil	1,368	2.0	299	1.2
PRC (excl. policy bank bonds)	2,216	3.3	-	-
India	649	1.0	81	0.3
Russian Federation	88	0.1	43	0.2
South Africa	179	0.3	82	0.3

- = not available, ASEAN = Association of Southeast Asian Nations, LCY = local currency, PRC = People's Republic of China.

Source: Bank for International Settlements and AsianBondsOnline.

債権市場が発達している日豪において共通していることは、石油危機以降の公債発行が債権市場を拡大させたことである。公債の発行は債券の流通量を増加させて直接的に債権市場を拡大させるだけではなく、金融規制緩和を促して間接的にも債権市場の拡大に寄与する<sup>34</sup>。社債ではなく公債が債券市場の発展を先導する理由は、発行主体が国家である公債は発行主体が民間企業の社債に比べて信用されやすいからである<sup>35</sup>。

日本については斎藤（2003）によって、石油危機後から公債の発行が大幅に増加したことが直接的（発行量の増加）かつ間接的（金融規制緩和）に公社債市場の拡大に寄与したと指摘されている<sup>36</sup>。また、吉野・浅野・川北（1990）は公債だけではなく金融債も石油危機後の公社債市場の拡大に寄与したとしており<sup>37</sup>、これは日本に独特である。金融債の発行主体は民間の金融機関

<sup>33</sup> アジア開発銀行、Asia Bond Monitor - April 2012、

[http://asianbondsonline.adb.org/documents/abm\\_apr\\_2012.pdf?src=spotlight](http://asianbondsonline.adb.org/documents/abm_apr_2012.pdf?src=spotlight)、2012年5月25日アクセス。

<sup>34</sup> 国家は財政赤字を補うために公債を発行する。公債発行によって資金調達を行うコストは公債の金利であり、買い手が多ければ多いほど金利は低くなり、買い手が少なければ少ないほど金利は高くなる。したがって、国家が出来るだけコストを抑えて公債発行による資金調達を行うためには、市場に多くの買い手がいる（市場の規模が大きい）ことが必要である。市場規模を大きくするためには、預貯金と代替可能であるほどに債券購入・保有に規制が少ないことが求められる。そのため、国家は公債発行による資金調達のコストを下げるために金融規制緩和を行うインセンティブを持つ。

<sup>35</sup> 国家や民間企業が資金調達の手段として債券の発行をしようと思っても、買い手がつかなければ債券は流通しない。ここで、債券に買い手がつくかどうかは、その発行主体に対する信用に基づいている。発行主体が信用できないとはつまり、債務が履行されるか信用できないということであり、債務の履行が信用できなければできないほど債券に買い手がつくことは難しくなる。

<sup>36</sup> 斎藤（2003）pp.54-75

<sup>37</sup> 吉野・浅野・川北（1990）pp.2-9

であるが、日本では護送船団方式によって金融機関に対する信用が高かったため、公債同様に債券市場の発展に寄与した。図 19 は日本における公債発行額と発行残高を示しており、図 20 は金融債の発行額を示している。両図からも、石油危機以降に公債と金融債の発行が増加したことがわかる。また、1997年から当時の橋本龍太郎首相の下で行われた金融規制改革は金融ビッグバンと呼ばれ、金融規制を大幅に緩和することになった。図 19 においても、1998年から2000年代前半にかけて発行額と発行残高が増加していることがわかる。したがって、日本では石油危機以降に公債・金融債の発行が増加したことと、1990年代末から始まった金融ビッグバンによって公社債市場が発達した。

図 19 日本の公債発行額と発行残高（単位：1兆円）<sup>38</sup>

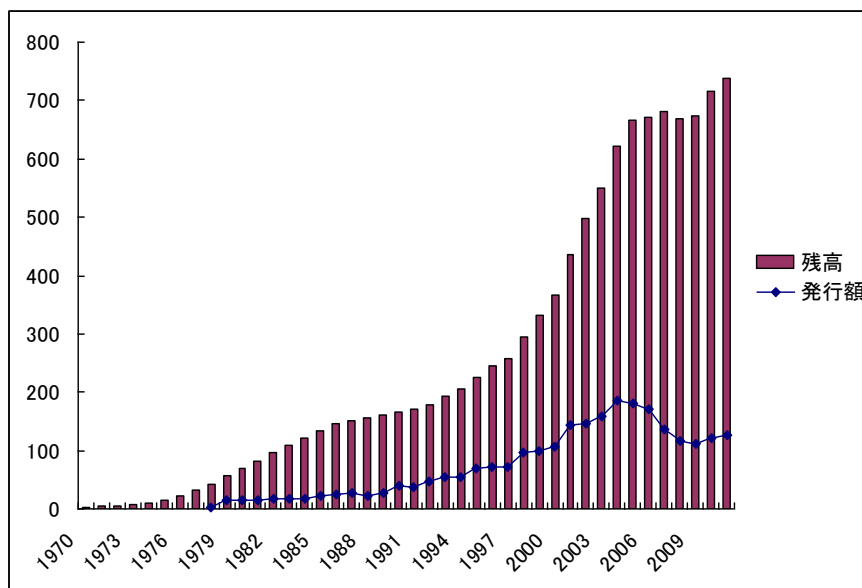
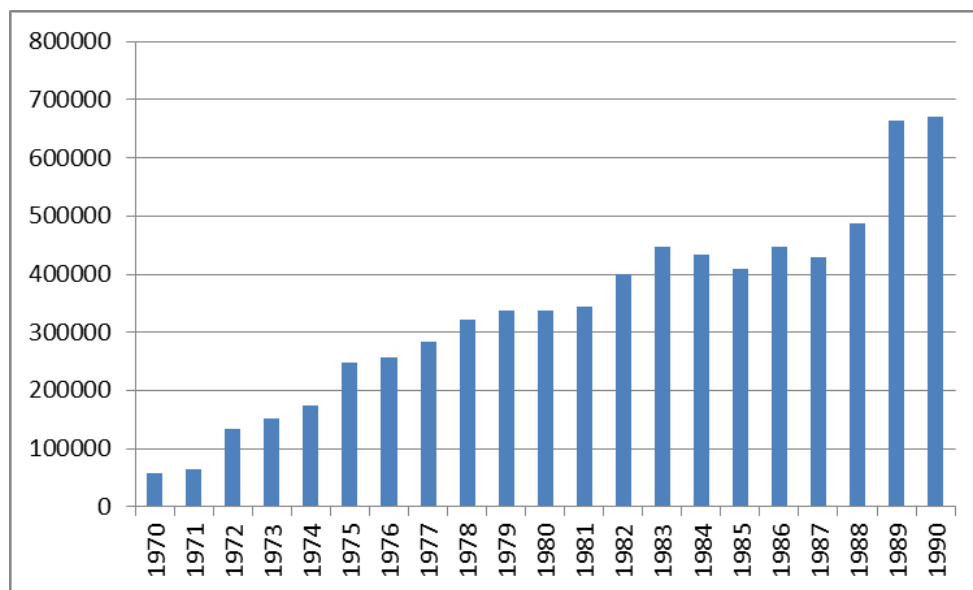


図 20 日本の金融債発行額（単位：百万円）<sup>39</sup>

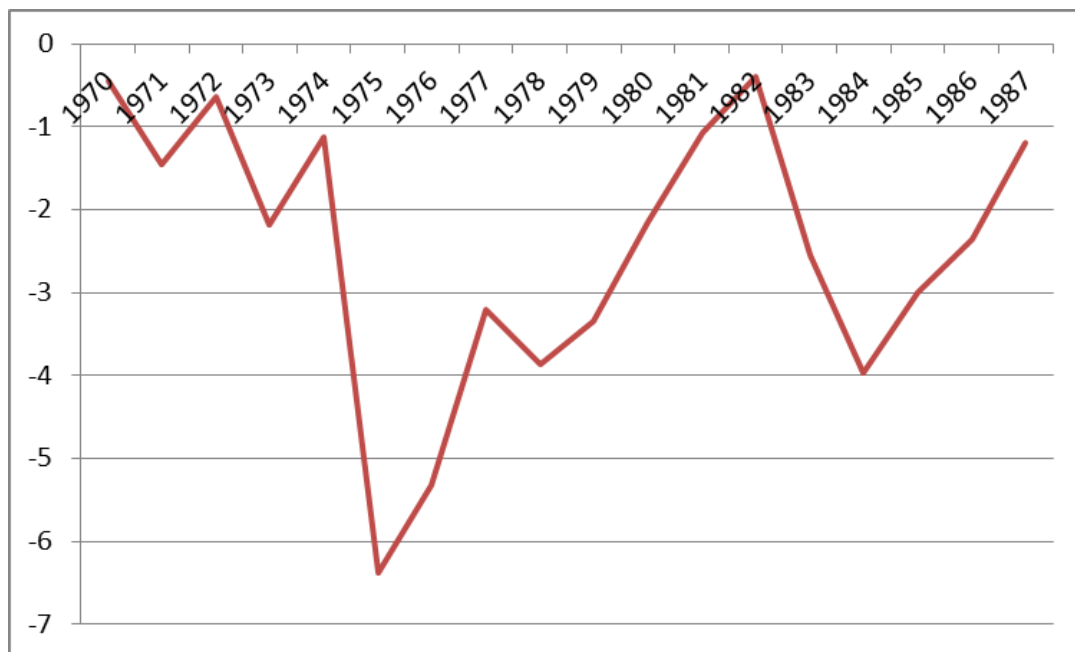


<sup>38</sup> 日本銀行、時系列統計データ検索サイト、<http://www.stat-search.boj.or.jp/index.html>、2012年5月27日アクセス。

<sup>39</sup> 東京証券取引所編、証券統計年報、v.H9-H9:(1997-1997)、pp.102

オーストラリアについても、石田（2005）によって、石油危機後から公債の大量発行が行われ、金融規制緩和を促したことが指摘されており<sup>40</sup>、これにより直接的・間接的に債券市場が育成されたことがわかる。特に1979年に金融市場の規制改革のためにキャンベル委員会が設置され、1981年にはキャンベル委員会勧告が公表されると、急速に金融規制改革が推し進められた<sup>41</sup>。図21はオーストラリアにおける財政赤字を示しており、1970年代に財政が大幅に悪化したことが見て取れる。したがって、オーストラリアでは石油危機以降に公債の発行が増加したこと、それに伴って、キャンベル委員会勧告に象徴される急速な金融規制改革が進展したことで公社債市場が発達した。

図21 オーストラリアの財政収支<sup>42</sup>



一方のアジアでは公債発行の拡大と金融規制緩和への取り組みが遅かったため、図18で見たように公社債市場は規模が小さく発達していない。図22はアジアの公債発行額を示しており、アジアの国々において公債発行が増加したのは2000年代に入ってからであることが確認できる。金融規制緩和については高阪（1993）によって、アジア諸国が1980年代から1990年代にかけて金融規制改革を始めたことが明らかにされている<sup>43</sup>。図23は債権市場の発行残高について推移を示しており、徐々にアジアの債券市場の規模が大きくなっていることがわかる。したがって、アジアは公債発行と金融規制緩和のいずれにおいても日豪に遅れていることが日豪よりも相対的に債権市場が未発達であることの理由であり、公債発行の拡大と金融規制緩和の歴史が浅いことが、絶対的に債券市場が未発達であることの理由である。

<sup>40</sup> 石田（2005） pp.373-375

<sup>41</sup> 石田（2005） pp.356, 368-375

<sup>42</sup> International Monetary Fund、International financial statistics、v.31no.11-12:(1978) pp.70-71、v.36no.11-12:(1983) pp.72-73、v.42no.9-10:(1989) pp.100-101

<sup>43</sup> 高阪（1993） pp.6-19



図 22 アジアの自国通貨建て公債発行額（ドル表示）<sup>44</sup>

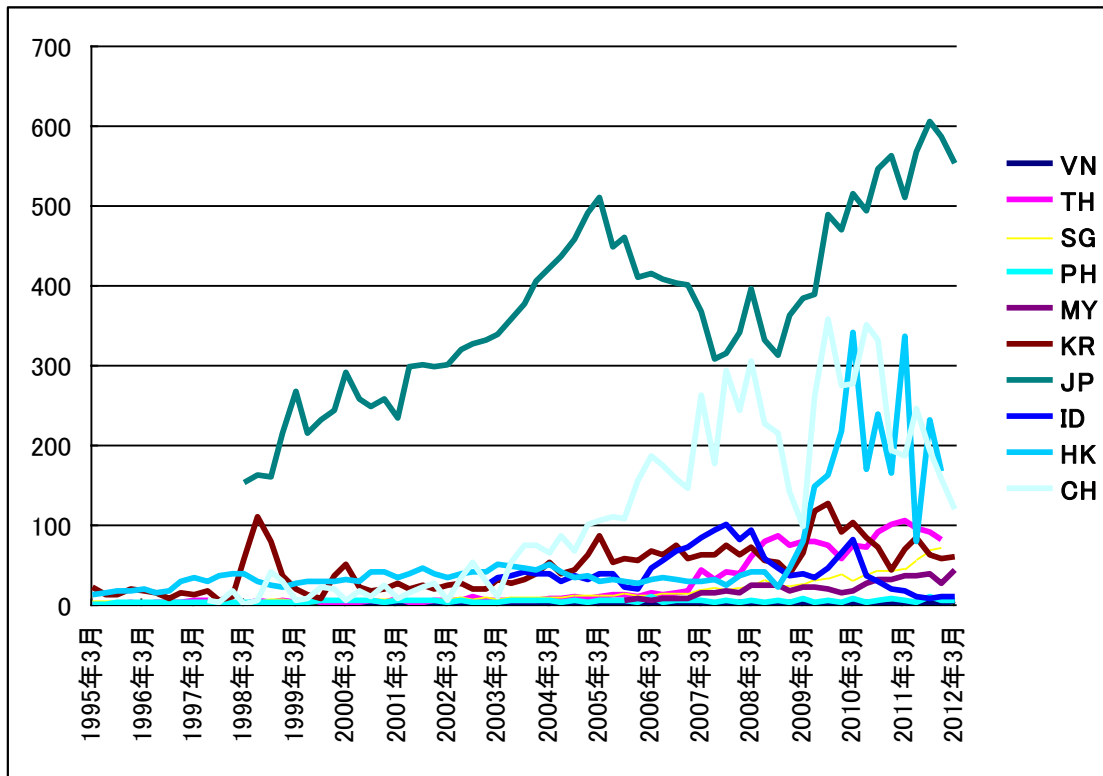
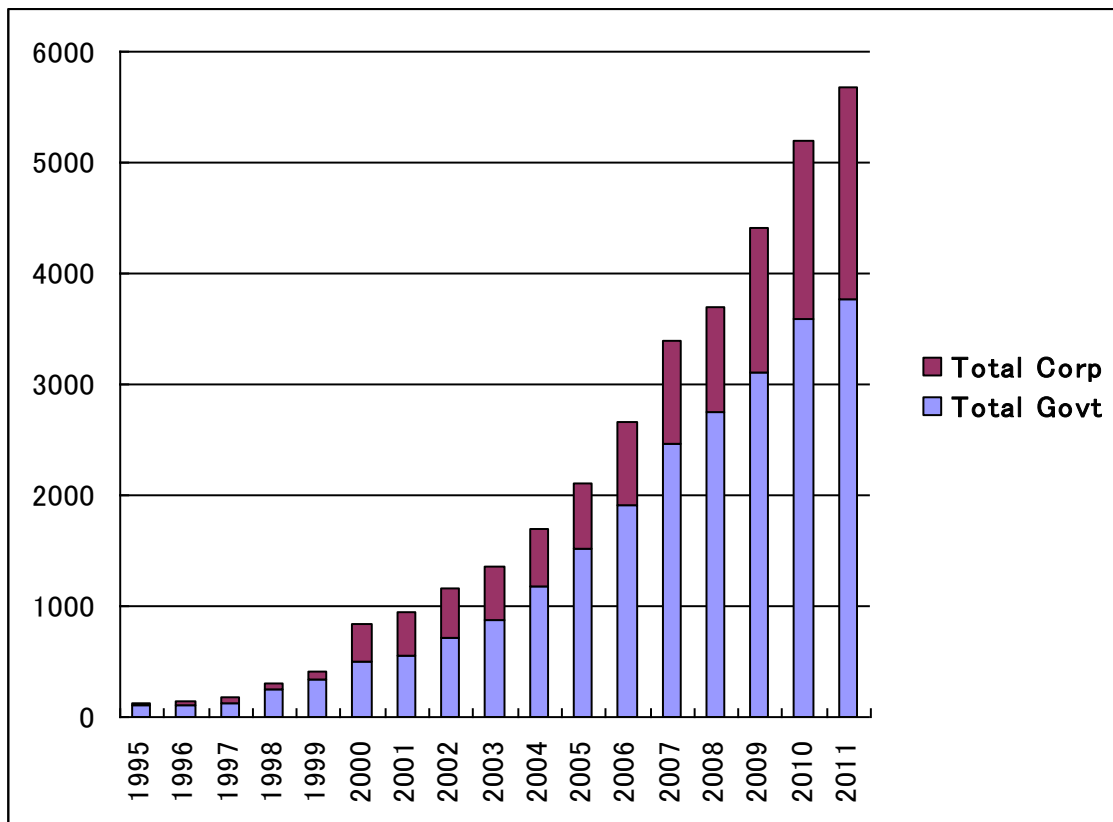


図 23 アジアの債権市場の発行残高<sup>45</sup>



<sup>44</sup> Asian Bonds Online、<http://asianbondsonline.adb.org/>、2012年5月25日アクセス。

<sup>45</sup> Asian Bonds Online、<http://asianbondsonline.adb.org/>、2012年5月27日アクセス。

これまで見てきたとおり、債券市場の発展には公債発行と金融規制緩和が十分条件である。したがって、アジア諸国がこれから債権市場を発展させていくためには公債発行と金融規制緩和を今後も行っていくことが必要である。第3章で取り上げたABFは債券を購入することで発行を支援しており、ABMIは起債を支援するとともに、債権市場のインフラ整備や規制の調和化で金融規制緩和を支援していることから、現在の取り組みはここでの分析に整合的である。しかし、第3章で指摘した通り、未だに市場の発展は十分ではないため、さらなる取り組みが求められる。特に、日豪にとってはアジアの未発達な市場を育成することは喫緊の課題である。

アジア諸国が公債発行と金融規制緩和を行うにあたり、日豪が果たすべき役割は2つある。1つめは公債発行を助けるために債券を購入することである。第3章で述べたとおり、両国はすでにEMEAPの枠組みのなかでABFに出資している。今後はABFに対する出資を増額することや直接的にアジア諸国の債権を購入していくことが必要である。2つめは公債発行と金融規制緩和を効率的に行うためのノウハウの供与である。現在はABMIがこの役割を担っているが、構成国はASEAN+3であり、オーストラリアは参加していない。日豪は公債発行と金融規制緩和を通して債券市場を発展させてきた”先進国”であり、ASEAN+3とオーストラリアのなかで自らの経験からノウハウを供与できるのは日豪だけである。今後はオーストラリアがABMIに加わるか、またはABMIの外部で日豪が共同してノウハウの供与を行うことが必要である。したがって、日豪がアジアの債権市場を発展させるために必要な日豪の役割は、債券を購入して発行を支援することと、自らの経験からのノウハウを供与することである。

こうしたアジア経済の脆弱性を克服するための取り組みについて、日豪は協力して取り組む必要がある。その理由は3つある。1つめは、両国が課題を共有しているからである。共通の目的に対して協力することは自然である。2つめは、日豪がそれぞれ別個に課題に取り組むよりも協力して行う方が効率的だからである。日豪が同じ支援をするのではなく役割を分担することで、アジア諸国に対してより円滑で無駄のない支援ができる。3つめは、日豪が債券市場の発展について、それぞれ異なるタイプの”先進国”だからである。日豪ともに公債発行と金融規制緩和で債券市場を発展させてきたが、現在の財政状況は大きく異なる。図24は日豪の財政収支のグラフであり、図25は日豪の累積債務残高のグラフである。両図から、オーストラリア財政は健全な財政運営を行っており、累積債務も少ないことと、日本財政が非常に困窮しており、過大な累積債務があることが分かる。ただし一方で、図18は日本の債権市場がオーストラリアの債権市場よりも規模が大きく発展していることを示している。従って、より健全な財政とより小さな債権市場のオーストラリアと、より不健全な財政とより大きな債権市場の日本は、同じ債権市場の”先進国”でありながら、そのタイプが異なっている。日豪がそれぞれの経験から協力してノウハウをアジア諸国に供与することは、アジア諸国において財政とのバランスのとれた債券市場の発展を促すこととなる。日豪はアジアの債権市場を育成することが共通の課題であり、その共通の課題に取り組むにあたってのベストパートナーであるといえる。

図 24 日豪の財政収支<sup>46</sup>

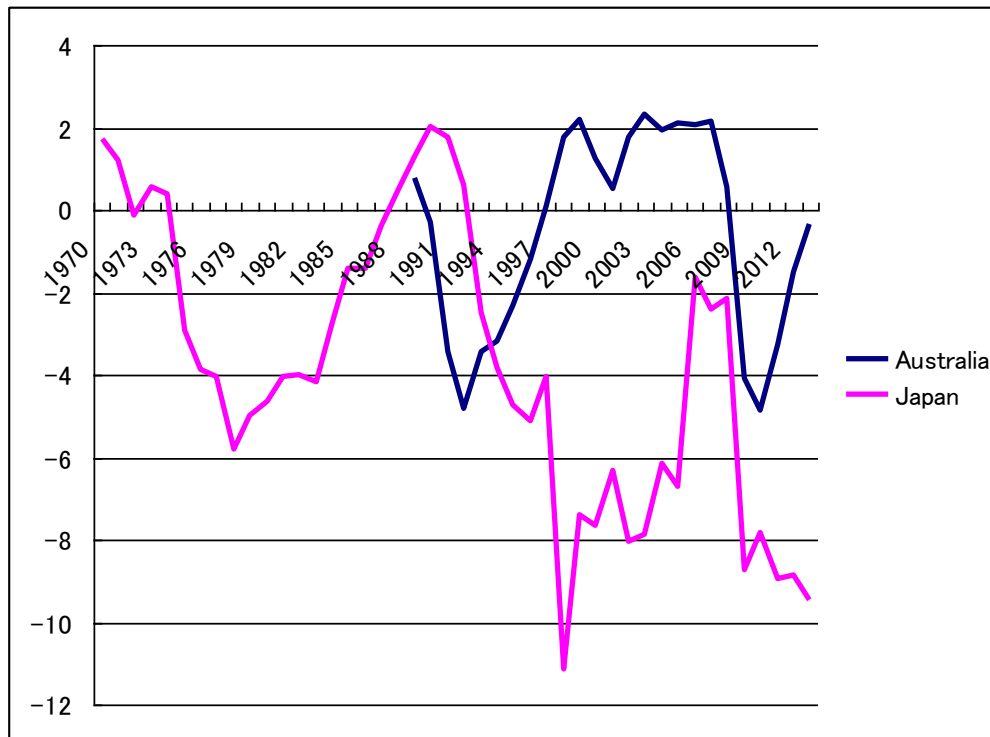
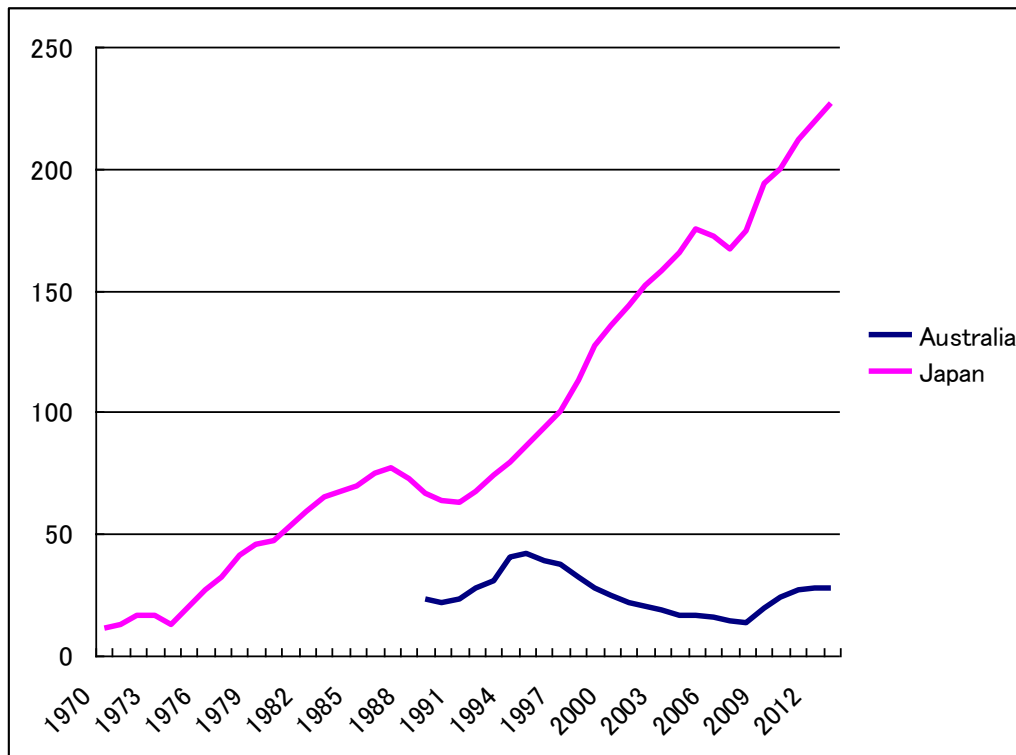


図 25 日豪の累積債務残高<sup>47</sup>



<sup>46</sup> OECD、Economic Outlook No 90 - December 2011 - OECD Annual Projections、  
<http://stats.oecd.org/Index.aspx?QueryId=32413>、2012年5月27日アクセス。

<sup>47</sup> OECD、Economic Outlook No 90 - December 2011 - OECD Annual Projections、  
<http://stats.oecd.org/Index.aspx?QueryId=32413>、2012年5月27日アクセス。

## 第5章 日豪関係の未来

ここまで日豪が自国の経済安定のためには密接な関係のあるアジア経済の脆弱性を解決しなければならないこと、そのためには、日豪が協力して資金とノウハウを供与しなければならないことを述べた。本章では日豪がアジア経済の脆弱性を解決することで得るメリットを日豪の経済と日豪関係という視点からそれぞれ検討すると共に、こうした日豪関係の意義を考察する。

アジアの債券市場が発展することは、日豪それぞれの経済に2つのメリットがある。それは、(1) 経済をより安定させること、(2) 経済を活性化させることである。(1) 経済をより安定させることについては、次の2つの理由が挙げられる。1つめは、欧米発の金融危機が日豪に与える影響を小さくできる点である。アジア経済が欧米への依存を弱めることは、欧米からアジアへの金融危機の波及を小さくする。このとき、アジアを介して日豪に押し寄せる欧米発の金融危機の波及も小さくなるため、その分だけ、欧米発の危機が日豪に与える影響は小さくなるといえる。2つめは、アジアの金融危機の原因となりうる脆弱性を取り除ける点である。未発達な債券市場という脆弱性はアジア通貨危機で危機の原因となっており、この脆弱性が存在する限りにおいて、同様の危機が発生する可能性は残る。アジア債券市場の発展とはつまり、この脆弱性の克服であるから、アジア通貨危機のような危機が発生する可能性はなくなる。第1章で指摘したとおり、アジアは日豪と密接な関係にあり、アジアで金融危機が発生することは日豪の経済にも影響を与えることから、アジアの金融危機を防ぐことは日豪の経済安定にとっても必要である。(2) 経済を活性化させることについては、アジアの需要増加によって対アジア輸出が増加して、景気を刺激することが理由である。債券市場の発展はアジアでの資金還流を増加させて、資金の調達コストを低下させるため、投資がより活発になることが予想される。したがって、アジア経済は刺激され、需要が増加する。

一方で、アジアの債券市場育成に日豪が共同して取り組むことは、日豪関係にとっても2つのメリットがある。それは、(1) 日豪の相互補完関係を促進させること、(2) 日豪関係を深化させることである。(1) 日豪の相互補完関係の促進は特に金融・サービス分野において期待される。金融規制改革について両国のノウハウをアジアに供与する過程で、日豪は相互の債券市場を始めとする金融市場の経験や状況を知ることになる。この相互理解は日豪の相互補完関係を構築することに寄与する。2006年6月26日に東京で行われた日豪シンポジウムにおいて Warwick Smith 氏は日豪EPAの議論の際に、日豪の相互補完関係が長く続いていること、日豪関係が今後、資源、食糧安保のみならず、金融・サービス分野にも相互補完関係をすすめることができることを指摘した<sup>48</sup>。つまり、金融・サービス分野は日豪がまだ相互補完関係を強められる分野であり、アジアの債券市場育成に日豪が共同して取り組むことで相互補完関係を促進できる分野である。(2) 日豪関係の深化は次の2つの点で実現される。1つめは、経験の共有と相互理解の促進によって日豪関係がより頑強になる点である。共通の課題に対して共同して取り組むことは、両者が経験を共有するだけでなく、接点を増やすことで両国のコミュニケーションを密にして相互理解を促進させる。2つめは、日豪がアジアの経済安定という課題に共同して取り組むという、新たな戦略的なパートナーシップ関係が構築される点である。新たな関係構築によって日豪の関係はより多面的になる。

ここまで検討したように、日豪が共通の課題であるアジア経済の脆弱性に共同して取り組むことは、それぞれの経済にとってだけでなく日豪関係にとってもメリットがある。さらに、この取り組みを経て、日豪がアジアの脆弱性を解決して経済安定を主導するという点でアジアのリーダーとなる。つまり、日豪関係は自らの国と両国の関係にとってメリットのある関係だけではなく、他国

<sup>48</sup> 日豪シンポジウム「日豪経済連携強化と東アジアの経済統合」(2006年6月26日) 概要報告、日豪経済委員会、<http://www.tokyo-cci.or.jp/about/international/file/06jpausympo.pdf>, pp.3、2012年5月27日アクセス

や地域にとってもメリットをもたらす関係となる。両国と第3国の3者がメリットを得る、Win-Win-Win の関係は敗者が存在しないという点で理想的な二国間関係となる。世界は急速に変容し続けている一方で欧米がユーロ危機の対応に追われる現状は、日豪が理想的な二国間関係のモデルケースを構築して世界に示すことで、世界を日豪が先導するチャンスでもある。したがって、アジア経済の脆弱性に共同して取り組むことで、これからの日豪関係は Win-Win-Win の先進的な二国間関係となる。

## 参考文献

1. 石田高生 (2006) "オーストラリアの金融・経済の発展"、日本経済評論社
2. 外務省、日・オーストラリア経済連携協定、  
[http://www.mofa.go.jp/mofaj/gaiko/fta/j\\_australia/index.html](http://www.mofa.go.jp/mofaj/gaiko/fta/j_australia/index.html)、2012年5月27日アクセス
3. 高阪章 (1993) "アジア諸国の金融改革"、大蔵省財政金融研究所「フィナンシャル・レビュー」  
March-1993、[http://www.mof.go.jp/pri/publication/financial\\_review/fr\\_list2/r27/r\\_27\\_077\\_096.pdf](http://www.mof.go.jp/pri/publication/financial_review/fr_list2/r27/r_27_077_096.pdf)、  
2012年5月27日アクセス
4. 斎藤精一郎 (2003) "ゼミナール現代金融入門"、日本経済評論社
5. 財務省、アジア債券市場育成イニシアチブ、  
[http://www.mof.go.jp/international\\_policy/financial\\_cooperation\\_in\\_asia/abmi/index.html](http://www.mof.go.jp/international_policy/financial_cooperation_in_asia/abmi/index.html)、2012年5月27日アクセス
6. 中條誠一 (2011) "アジアの通貨・金融協力と通貨統合"、文眞堂
7. 西村清彦 (2012) "岐路に立つアジア市場"、日本銀行、  
[http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen\\_2012/data/ko120208a1.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2012/data/ko120208a1.pdf)、2012年5月27日アクセス
8. 日豪シンポジウム「日豪経済連携強化と東アジアの経済統合」(2006年6月26日) 概要報告、日豪経済委員会、  
<http://www.tokyo-cci.or.jp/about/international/file/06jpausympo.pdf>、2012年5月27日アクセス
9. 吉野直行、川北英隆、浅野幸弘編 (1999) "日本型金融制度改革—ポスト・ビッグバンの金融システム"、有斐閣選書
10. AMRO、<http://www.amro-asia.org/>、2012年5月27日アクセス
11. Sahoko KAJI (2006) "Open economy macroeconomics lecture note"、Keio Open Course Ware、  
[http://koara-a.lib.keio.ac.jp/ocw/j/economics/02A-008\\_j/list.html](http://koara-a.lib.keio.ac.jp/ocw/j/economics/02A-008_j/list.html)、2012年5月27日アクセス

## 統計資料

1. Asian Bonds Online、<http://asianbondsonline.adb.org/>、2012年5月15、25、27日アクセス。
2. Australian Bureau of Statistics、(<http://www.abs.gov.au/AUSSTATS/abs@.nsf/mf/5368.0>)、2012年5月10日アクセス。
3. International Monetary Fund、World Economic Outlook Database, April 2012、  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/01/weodata/index.aspx>、2012年5月12、14日アクセス。
4. International Monetary Fund、Balance of Payments Statistics (BOPS)、  
<http://elibrary-data.imf.org/FindDataReports.aspx?d=33061&e=170784>、2012年5月29日アクセス。
5. International Monetary Fund、International financial statistics、v.31no.11-12:(1978)、

v.36no.11-12:(1983)、v.42no.9-10:(1989)

6. OECD、Economic Outlook No 90 - December 2011 - OECD Annual Projections、

<http://stats.oecd.org/Index.aspx?QueryId=32413>、2012 年 5 月 14、27 日アクセス。

7. アジア開発銀行、Asia Bond Monitor - April 2012、

[http://asianbondsonline.adb.org/documents/abm\\_apr\\_2012.pdf?src=spotlight](http://asianbondsonline.adb.org/documents/abm_apr_2012.pdf?src=spotlight)、2012 年 5 月 25 日アクセス。

8. 独立行政法人日本貿易振興機構、<http://www.jetro.go.jp/world/japan/stats/trade/>、2012 年 5 月 10 日アクセス。

9. 東京証券取引所編、証券統計年報

10. 日本銀行、時系列統計データ検索サイト、<http://www.stat-search.boj.or.jp/index.html>、2012 年 5 月 27 日アクセス。

11. 日本証券業協会資料室、<http://www.jsda.or.jp/shiryo/toukei/hakkou/index.html>、2012 年 5 月 24 日アクセス。