

## 第1章 グローバル金融危機と開発途上国 経済への影響と政策対応

著者	国宗 浩三
権利	Copyrights 日本貿易振興機構（ジェトロ）アジア経済研究所 / Institute of Developing Economies, Japan External Trade Organization (IDE-JETRO) <a href="http://www.ide.go.jp">http://www.ide.go.jp</a>
シリーズタイトル	研究双書
シリーズ番号	603
雑誌名	グローバル金融危機と途上国経済の政策対応
ページ	3-28
発行年	2013
出版者	日本貿易振興機構アジア経済研究所
URL	<a href="http://hdl.handle.net/2344/00011315">http://hdl.handle.net/2344/00011315</a>

## グローバル金融危機と途上国経済の政策対応



## 第1章

# グローバル金融危機と開発途上国

——経済への影響と政策対応——

国宗 浩三

### 第1節 はじめに

本書は2008年のリーマン・ショックに始まり2011年後半より深刻化したユーロ危機へと連なるグローバル金融危機が途上国経済に与えた影響と、これに対する政策対応について分析する<sup>(1)</sup>。

政策対応分析の主軸は二つある。第1に、マクロ金融政策である（なお、財政政策についても必要に応じて言及する）。第2に、国内の金融システムにかかわる政策である。その理由は、以下のとおりである。

先進国で始まった金融グローバル化が進行するに従って、開発途上国を取り巻く資本移動も規模と変動幅を増大させてきた。国境を越える資本移動は、人間でたとえれば「動脈」や「静脈」に相当し、それぞれの国内の金融システムは「毛細血管」にたとえることができるだろう。つまり、動脈や静脈によってそれぞれの部位に届けられた血流は、毛細血管によって末端の組織へと行き渡る。同様に、国際資本移動によって流れ込んだ資金は、国内金融システムを通じて企業など資金を必要としている主体へと届けられる（金融仲介）<sup>(2)</sup>。

グローバル金融危機は、国際資本移動に大きな影響を与え、巨視的なレベルにおいては、先進国・途上国を問わず財政・金融政策というマクロ経済政

策による機動的な対応を必要とした。しかし、一方でこうした激動が国内金融システムという「毛細血管」を通じることで、経済の末端に対してミクロのレベルで、どのような影響を与えるのか、また与えないのかをみることも大切である<sup>(3)</sup>。

さて、本書は10名を超える執筆者が2年間にわたり延べ20回弱にわたる共同研究会を実施し、報告と討論を積み重ねた共同作業の成果として結実したものである。共同研究会を通じて問題意識の収束と現状認識の共有に努め、おおむね成功したとの自負はあるが、各執筆者のもつ研究者としてのこだわりや個別性を尊重することも大切なことだと考える。問題意識の収束と研究者の個別性の尊重をうまく両立させるために施した方策について、断っておきたいことがいくつかある。

第1に、用語法等の若干の「ゆれ」を許していることである。たとえば、1997年7月のタイバーツの変動相場制への移行に始まる東アジア地域における通貨・金融危機を「アジア通貨危機」と呼ぶか「アジア経済危機」と呼ぶか、または単に「アジア危機」と呼ぶか。研究者としてのそれぞれの見方があり簡単に統一できないことも多い。本書でも、呼称についての統一は行っていない。

第2に、時期区分についても若干の「ゆれ」を残している。おおまかには、2008年9月のリーマン・ショックを起点として最初の世界的な金融危機（グローバル金融危機）が発生した、とあってよいだろう。そして、一定の回復期を経たのち、ユーロ加盟国における危機対応をめぐる不協和音が拡大するに従って、2011年夏頃からグローバル金融危機の第2幕が上がったと考えられる。

しかし、たとえば2007年頃より米国のサブプライムローン問題が深刻化し、欧州など一部地域にはリーマン・ショックに先行して悪影響を与え始めていたとみる向きもある。従って、グローバル金融危機の起点をサブプライムローン問題とし2007年からとすることも排除しがたい。本書では、こうした時期区分について、若干の「ゆれ」を許容する。

第3に、後述の本書の概要の作成にあたっては、私（研究会主査）の大局観に従った説明や表現によって補足を行った。その理由は以下のとおりである。

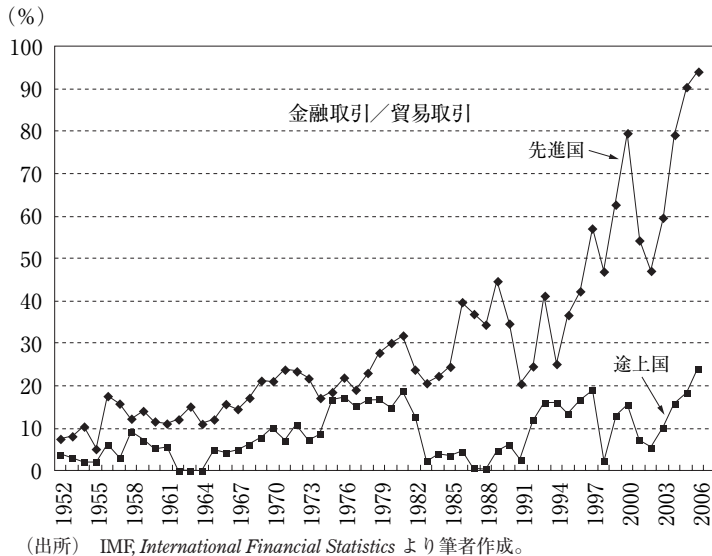
本書の個々の章においては、各執筆者の研究者としてのこだわりに従って、重要であると考えられる事象に集中した分析を行ってもらった。個々の研究者の集中こそが質の高い分析のためには不可欠だと考えるからである。一方で、本書全体のテーマに沿った大きな流れを見失うこともできない。つまり、上述した概要の作成は、各章における深い分析と本書全体としての調和の二つを両立させるための方策だと理解して頂けると幸いである。ただし、本書の概要における記述は、事前に該当箇所を各執筆者にみてもらっている。私の説明や表現の補足が入っても、内容的に各章執筆者の意図と大きく食い違ったものとならないよう心がけたつもりである<sup>(4)</sup>。

以下、第2節では、グローバル金融危機の背景として、1990年頃から始まったと考えられる金融グローバル化の進展と、それに対する開発途上国の反応について概観する。第3節では、リーマン・ショックとユーロ危機の深刻化というグローバル金融危機の進展について概観する。最後に、第4節で本書の概要を提示する。

## 第2節 金融グローバル化の進行と開発途上国

国境を越えた人、物、金の動きが盛んになることをグローバル化と呼ぶが、金の面でのグローバル化、すなわち金融グローバル化は、1990年を境に激しい起伏をとまないながらも急速に進展してきた。図1は金融取引総額を貿易取引総額で除した値を金融グローバル化の指標とした場合の推移を示したものであるが、先進国においては、確かに、1990年前後を境として、国境を越えた金融取引（の相対的な大きさ）が増大していることがわかる。（金融取引

図1 金融グローバル化の進展：先進国 vs. 途上国



は国際収支の資本収支の貸方と借方の絶対値の和、貿易取引は輸出と輸入の和)。

しかし、あくまで先進国を中心とした動向であり、途上国ではまったく異なる状況であることもわかる。途上国では、金融グローバル化は前進と後退を交互に繰り返している。

## 1. 相次ぐ通貨・金融危機

金融グローバル化の進展ともなって頻発するようになったありがたくないう事象がある。通貨・金融危機である。表1におもなものを挙げた。先進国も無縁ではないが、1990年代後半からとくに途上国・地域において大規模な通貨危機が発生するようになった。

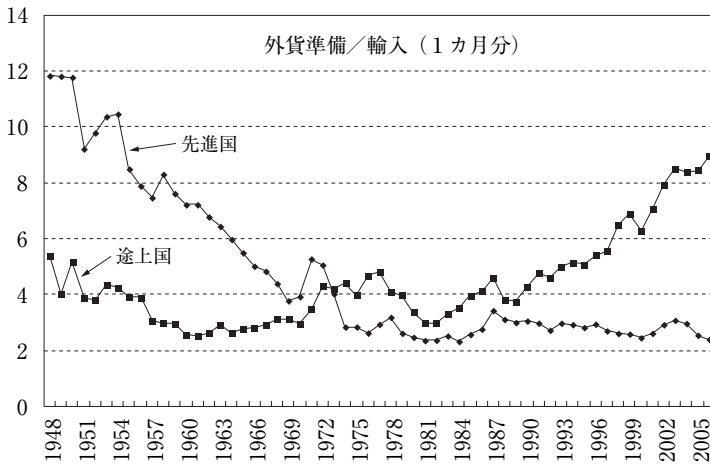
そして、本格的な金融グローバル化が進展し始めた1990年代以降の危機発生頻度が非常に高いことがわかる。数年に1回は発生している計算になる。

表1 おもな通貨・金融危機

1982	ラテンアメリカの債務危機
1992-93	ERM（欧州為替相場メカニズム）危機
1994	メキシコ危機
1997-98	アジア通貨危機
1998	ロシア危機
1998-99	ブラジル危機
2000-01	トルコ危機
2001-02	アルゼンチン危機
2008	リーマン・ショック
2010-	ユーロ危機

(出所) 筆者作成

図2 外貨準備蓄積の推移：先進国 vs. 途上国



(出所) IMF, *International Financial Statistics* より筆者作成

## 2. 開発途上国の外貨準備蓄積

金融グローバル化の進展と危機の頻発は、先進国と途上国のきわめて非対称的な対応を引き起こした。とくに興味深いのは外貨準備の保有についての



対応の差である。

図2は、先進国、途上国のそれぞれについて、保有する外貨準備が輸入の何ヶ月に相当するかを示したものである。顕著にみられるのは、外貨準備蓄積が1990年を境に途上国では一貫して増大しているのに対して、先進国では緩やかに減少し、最近では輸入の2カ月分を少し超える程度まで減っている点である。

### 3. グローバル・インバランス

前述のとおり、金融グローバル化の進展は1990年頃から先進国を中心に始まり、金融グローバル化の進展にともなって大規模な通貨・金融危機が頻発するようになった。途上国は、通貨・金融危機への警戒感を強め、外貨準備蓄積による自己防衛に走った、と考えられる<sup>(5)</sup>。逆に先進国の企業は、金融グローバル化の進展にともないさまざまな金融手段を通じて外貨を調達し、また為替リスクをコントロールすることができるようになったため、先進国の政府は外貨準備の量を（相対的に）減少させることができた。

先進国と途上国の非対称的な政策スタンスの結果、グローバル・インバランスと呼ばれる世界的な不均衡が発生し、先進国（おもに米国）の国際収支赤字を途上国がファイナンスするという、従来はみられなかった世界の資金循環の偏りが生じた。成長途上の途上国における投資収益率は成熟した経済の先進国における投資収益率よりも高い。従って、先進国から途上国へ資金が流れるのが自然であるにもかかわらず、主客転倒していることが問題である。

投資収益率において先進国が途上国を上回るようになった訳ではない<sup>(6)</sup>。グローバル・インバランスを生み出しているのは投資収益率に反応する企業活動ではなく、先進国・途上国ともに政府の行動である。先進国（おもに米国）では政府の財政赤字が背景になっており、途上国では政府の外貨準備蓄積が背景になっている。いずれも市場における企業や家計の意志決定とは関

係がない。

また、上にみた不均衡は先進国、途上国のそれぞれにおいて問題を引き起こしている。先進国では過剰流動性の原因となり、不動産価格上昇などのバブルの背景となった。一方、途上国では投資収益率の高い国内への投資に資金が向かわず投資収益率のきわめて低い先進国の安全資産（典型的には米国財務省証券）に資金を投じるという無駄が生じている<sup>(7)</sup>。

#### 4. グローバル・インバランスの背景としての投資不足

前述の通り、グローバル・インバランスの要因として、最大のものは先進国側では貯蓄不足、途上国側では過剰な外貨準備蓄積があげられる<sup>(8)</sup>。先進国の貯蓄不足の最たるものは米国のそれであるが、日本および欧州においても人口高齢化の進行にともなう貯蓄不足が進行中である。

一方の途上国側の外貨準備蓄積には、すでに述べたような金融・通貨危機への備えという思惑に加え、輸出競争力の維持を目的とした自国通貨を割安に保つための為替介入の結果という側面もある。さらに、新興国の一部にしか当てはまらないが投資不足に起因する貯蓄超過という要因もある。とくにアジア通貨危機によって深刻な影響を受けた東南アジアの主要国について顕著であるが、危機後の長期間に渡ってGDPに占める投資の比率が1割程度低下した状態が続いている。貯蓄率はほとんど変化していないので、投資減退の分だけ貯蓄超過が発生している勘定になる。なぜ、このようなことが起こっているかは、まだ十分に解明されていない。国宗〔2011〕は、交易条件の悪化や実質為替レートの減価と投資率の低下が相関していることを指摘している。とくに東南アジア主要国においては、投資財はほとんどを輸入に頼る必要があり、交易条件の悪化等が投資コストを引き上げ、投資率低下を招いている可能性がある（これに関連して、本書の第4章では、資本財価格指数と資本装備率についての分析が示される）。

また、アジア通貨危機にともなう金融危機により、東南アジア主要国の金

融システムの金融仲介機能が減退し、投資率低減を招いている可能性も指摘できるだろう。本書のケーススタディの多くでも東南アジア主要国における金融仲介機能に問題があることが示唆されている。また、本書の第3章では東南アジア主要国の金融システムを横断的に検証した分析が示される。

### 第3節 リーマン・ショックとユーロ危機の深刻化

#### 1. 先進国発の二つの危機：陳腐なバブル経済とその崩壊

金融グローバル化のなかで蓄積された歪（グローバル・インバランス）も背景の一つとして、リーマン・ショックとユーロ危機という二つの先進国発の金融危機が発生した。

この二つの危機は、1990年代初頭のERM危機以来、久方ぶりの先進国における大規模な金融危機ではあるが、本質的にはある意味、陳腐で見慣れたものである。一言でまとめると、「バブル経済とその崩壊」と表現できる。過剰な流動性がバブル経済を作りだし、何らかの理由でバブルが崩壊するというサイクルで説明できるのである。

リーマン・ショックの場合は、前項でみたグローバル・インバランスもその一因となった米国金融市場における過剰流動性が根本の問題であった。これが引き起こした不動産価格の高騰などのバブル経済が、サブプライムローン問題の表面化を契機として崩壊し、クライマックスに達したところでリーマン・ブラザーズの破綻が起これ、その後の処理をめぐる米国政府の失敗によって一気に世界的な危機へと進展した<sup>(9)</sup>。

ユーロ危機の場合は統一通貨ユーロの形成により域内の金利が収束したことに端を発し、本来であれば高い金利が妥当であった南欧諸国などにおいて過剰流動性を引き起こしバブル経済につながった。そして、リーマン・ショックの欧州への波及などをきっかけに、バブル経済が崩壊して現在の混乱を

招くに至った。

## 2. 国際的なリンクの存在が世界的な危機にした

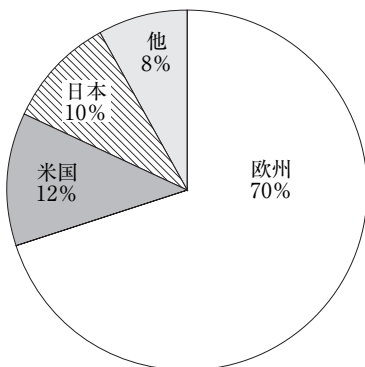
バブルとその崩壊という意味では、危機発生メカニズムはわれわれのよく見知っているパターンである。ただし、二つの危機が他の金融危機と異なるのは、原因と結果の両方の側面で国際的なリンクがあったことである。この違いが、危機の規模や影響をきわめて大きなものになっている。

リーマン・ショックの発端となった米国金融市場における過剰流動性は新興国のみならず、他の先進国から米国への資本流入も寄与していることにもみられるように、原因の部分で国際的なリンクがある。また、危機は貿易と国際金融市場を通じて世界中に影響を与え、結果の側面でも国際的なリンクを持った。

ユーロ危機の原因となった過剰流動性は、実力不相応の低い資金調達コストが可能となった南欧諸国への他のユーロ諸国を中心とした外国からの資金流入が引き金となっているように原因の部分での国際的なリンクがあった。結果の国際的なリンクの影響が完全に現れるのは、まだまだ先のことである。しかし、すでに欧州の景気減退懸念が欧州向け輸出の減少を招きつつある。また、欧州銀行が自己資本比率規制を達成するために世界中で資産売却を行い、世界的な資金循環の混乱や通貨価値の変動を引き起こしつつあり、今後さらに加速することが懸念される（2012年2月現在）。

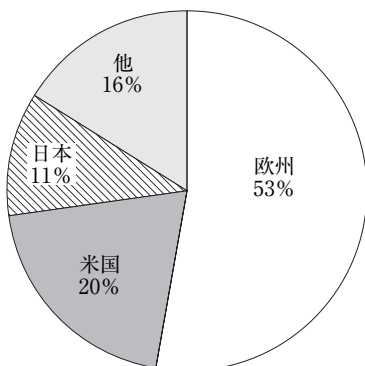
図3と図4は2011年6月末時点におけるBIS報告銀行の本店所在地別の融資残高シェアを示したものである。欧州銀行のシェアは対全世界で7割であり、日米それぞれの約1割と比べて圧倒的である（図3）。もちろん地域ごとにばらつきはあり、欧州銀行のシェアは、対欧州新興国向けの場合が最も大きく9割を超えている。対全世界に比べれば低いとはいえ、アジア地域においても欧州勢のシェアが最大で5割を超えている（図4）。世界各地域で圧倒的なシェアをもつ欧州系銀行が自己資本比率の向上を目的として資産

図3 融資残高シェア：対全世界



(出所) BIS ウェブページ, 2011年12月  
末データ, 筆者作成。

図4 アジア太平洋地域における融資残高シェア



(出所) BIS ウェブページ, 2011年12月  
末データ, 筆者作成。

圧縮を進めるならば、それは各地域からの資本流出を招くことになりかねず  
混乱が憂慮されている。

### 3. 難しい政策対応

危機への政策対応はリーマン・ショック後の方がある意味、単純であり分かりやすかった。リーマン・ショック後は、先進国、途上国を問わず、等しく、1) 財政拡大、2) 金融緩和の組み合わせで景気対策を行うという対応で迷いがなかった。

ユーロ危機の深刻化への対応では、(実行する意思があるかどうかを問わなければユーロ圏以外の) 先進国では相変わらず単純で、金融・財政の緩和策が求められた。一方で、多くの途上国・新興国では2010年頃からインフレが問題となり、ユーロ危機が深刻化する直前の2011年前半には金融引き締めが必要とされていた。そのため、ユーロ危機に対応するための金融緩和への転換のタイミングを計るという難しい課題を抱えることになった。しかも、ユーロ危機の深刻化にともなって安全志向を強めた投資家が途上国・新興国から米国や日本へ資金を移したことにより、通貨高が問題であった新興国通貨の急激な減価を招き、為替の急激な変動への対処も政策運営の大きな課題となっている。

また、途上国におけるマクロ経済政策実施をとりまく環境整備は十分とはいえ、危機への対応に際してもいろいろな問題・副作用を引き起こすことにもなる。とくにマクロ金融政策実施の基盤となる国内金融システムの成熟度は、金融政策の方法や効果を規定する要因となる。したがって、国内金融システムにかかわる政策などの進展状況も、グローバル金融危機に対する政策対応として無視することができない。

## 第4節 本書の概要

本書は四つのパートで構成される。

第I部「金融、貿易を通じた危機の伝播と危機対応」では、おもに東アジア地域を念頭において①グローバル化が進行するなかでの国際金融と国内金融システムのリンケージについての分析、②金融仲介機能の現状とグローバル金融危機との関連についての分析、③国際貿易とグローバル金融危機の関連についての分析が行われる。

第2章「東アジア新興市場のマクロ金融リンケージと金融深化」では、国境を越える資本移動と国内金融システムとの相互関係を「マクロ金融リンケージ」と名付け、これを一体のものとして現状と問題点を探る。分析の主眼は（東南アジアを含む）東アジア新興国であるが、それとの対比として、欧州新興国、ラテンアメリカ新興国などの他地域についても適宜言及されている。

東アジア諸国への資本流入では、（アジア通貨危機以降はとくに）海外直接投資（FDI）が中心的存在となっている。また、他地域と比べても域内からの資本流入の比重が大きいたことが特徴である（域内新興国から別の新興国への）。

一方、東アジアの国内金融システムは他地域と比べ金融深化<sup>100</sup>が進んでおり、高い貯蓄率の水準を維持している。

こうしてみると、他地域との比較においては東アジアのマクロ金融リンケージは、いくつかの好ましい特徴を有している。第1に、資本流入の構成は金融・通貨危機等に際しても比較的安定的と言われるFDIが中心であること、第2に、国内金融部門では高い域内貯蓄と深い金融深化を達成していることである。

しかし、アジア通貨危機以降の変化をより子細にみると、問題点も明らかとなる。それは、民間部門への金融仲介が傾向として低下していることだ。一見すると、東アジアでは銀行の資産規模や債券残高の順調な成長が続いており、問題はないように思える。しかし、その主因は政府部門への与信増加や国債発行の増大であり、民間部門への資金提供は低調である<sup>101</sup>。

以上の観察を引き継いで、第3章「2000年代ASEAN4カ国の金融環境とグローバル金融危機」では金融システムの金融仲介機能という観点を軸に分

析が示される。

東南アジア主要国の金融システムは、アジア通貨危機後に変容した。第1に、民間信用の比重が低下した。第2に株式市場は拡大したが、株式市場を資金調達場として利用しているのは大企業の一部のみだというのが実態である。第3に、債券市場も拡大したが、それは公債の発行に大きく依存しており、民間企業の社債発行は非常に小さい。

また、商業銀行の貸し出し先として、製造業のシェアは低下し、代わって金融部門・消費部門あるいは不動産部門のシェアが上昇している。したがって、株式市場や債券市場（あわせて資本市場）が、低下する民間信用を代替する形で機能しているとは言い難い状況である。

このように製造業部門への金融仲介機能が後退するなかで、アジア通貨危機以前のような投資主導の経済成長は期待できなかった。それに代わって、2000年代に入っただけの世界全体の好調な貿易の伸びや、東南アジア主要国通貨の減価などを背景とした輸出主導の経済成長が起こった。その結果、金融仲介機能の後退にもかかわらず、各国の産業構造においては製造業の比重は上昇した。

リーマン・ショック以降のグローバル金融危機により東南アジア主要国経済も打撃を受けたが、その主要な要因は貿易の急激な落ち込みであった。輸出が成長のメインエンジンとなっていたことが、貿易の急減による悪影響をとくに大きくしたと考えられる。対照的に金融面での悪影響は小さかった。それは、金融仲介機能の後退に加え、アジア通貨危機後の金融システムの混乱と再編過程で、民間商業銀行の融資姿勢が保守的、消極的になっていたからである<sup>12)</sup>。

国際貿易の落ち込みによる影響については、次の第4章「グローバル金融危機と貿易」で実証分析が示される。

リーマン・ショック後の世界貿易の落ち込みは大きかったが、回復も早かった。とくにGDPの減少に比べ貿易額の減少率が非常に大きかったことが特徴的であった。



その理由として耐久財輸出のシェアが大きかったことを指摘する。すなわち、今回の貿易減少の内訳をみると耐久財とエネルギー関連財の落ち込みが大きかった。耐久消費財の所得効果は大きいため、これがGDP減少に比べて貿易の減少率を大きくしたと考えられる。

次の論点として、供給側要因についての考察が示される。リーマン・ショック後の世界貿易の落ち込みは、第一義的には輸入需要の減少によるものだが、これに加えて供給側（輸出する側）の要因もあった。

第1に、実質実効為替レートの変動などにより資本財（資本財は統計上、耐久消費財の一部としてカウントされている）の価格が割高になったような場合には、これが当該国の貿易財生産にも悪影響を与えた可能性がある（その結果、輸出の減少の一要因となる）。現在では生産の国際分業が進んでいるため、生産工程の一部において、こうした資本財価格の悪要因が存在すると、最終財の生産にも影響を与えるかもしれない。

第2に、金融面の混乱が間接的に輸出を減少させた可能性がある。金融危機が銀行貸出を減らし（クレジットクランチ）、とくに貿易金融が減少することで供給減（輸出減）を招いた可能性がある。

第Ⅱ部「グローバル金融危機と経済構造改革」では、中国、ベトナム、インドのケーススタディを通じて、これらの国における経済構造改革政策の遅れによる国内経済構造の歪みとグローバル金融危機の相互関係に焦点が当てられる。これらの国では、グローバル金融危機に対するマクロ対応はおおむね成功するが、それは副作用をともなった。大胆なマクロ経済政策が国内経済に存在する歪みを拡大する効果をもったからである。また、危機の到来により懸案の経済構造改革政策が先送り・棚上げされる例が多くみられた。

第5章「グローバル金融危機と中国の政策対応——過剰貯蓄の解消に向けた課題——」では、中国の政策対応と課題についての分析が示される。

中国の第11次5カ年計画（2006～2010年）では、i) 投資・輸出主導の経済発展方式から消費主導の発展方式への転換、ii) 輸出構造の高度化・低付加

価値品の輸出を制限、iii) 効率の向上、環境・省エネ、などの目標が唱えられた。これらの目標は、いずれも中国経済の経済効率性を向上させるだけでなく、マクロ経済バランスを改善するために必要な方策であり、きわめて時宜を得たものであったと評価できる。残念なことに、こうした目標が十分に達成できないまま、グローバル金融危機を迎えることになった。

中国経済の最大のマクロ不均衡要因は過剰貯蓄の問題である。部門ごとに見ると<sup>13)</sup>、政府部門は、順調な経済成長により財政収入が増大し、貯蓄超過傾向を強めている。家計部門は、社会福祉制度の未整備、所得の不平等などを背景に高貯蓄を維持している。企業部門は、国有部門と民間部門に分かれる。まず、国有企業部門は政府による優遇により有り余る手元資金を得、貯蓄超過傾向を強めている。一方、民間企業部門は、国有企業部門への優遇のしわ寄せにより不遇である。その結果、銀行融資等が得られず、企業活動の維持のため自己資金の蓄積に頼ることとなり、これも貯蓄超過の要因となっている<sup>14)</sup>。

過剰貯蓄問題を是正するために必要な政策は、第1に、国有企業優遇を改めることである。とくに金融改革を通じて民間企業にも十分に資金供給がなされるようにすることが重要だ。第2に、政府は社会福祉制度の整備や所得の平準化のためにもっと支出するべきである。これは、民間消費を拡大し(家計部門の過剰貯蓄を減らす)、政府貯蓄を減らす一石二鳥の政策である。

さて、リーマン・ショックに対する対応は、素早く、財政・金融面での対策も十分に大きな規模であった。そのため、経済回復も早かった。しかし、国有企業を優遇する構造を残したまま景気対策を行ったため、もともとあった官民の間の歪みがさらに拡大し、企業部門の過剰貯蓄問題の解消を阻害した。

また、巨額の財政支出は地方政府の土地売却を促進する効果があったが、その収入はおもに不動産開発などにまわり土地収用の対象とされた住民・農民への補償は十分とはいえなかった。このため、家計部門の所得増大を通じた民間消費刺激の効果も限定的となった。

以上のような構造問題を抱えた状態でのグローバル金融危機への政策対応は経済の歪みを拡大し、経済構造改革を遅らせる効果をもった。

ベトナムと中国はともに移行経済で、政治的には共産党の一党独裁支配を残しながらも急速な市場経済化を通じて高い経済成長を達成してきた。このように、非常に似ている経済であるが、第6章「グローバル金融危機の影響——ベトナムの場合——」では、グローバル金融危機への対応において、ベトナムはより難しい問題に直面したことが示される。

その理由は、タイミングの違いである。ベトナムにとって運が悪かったのは、リーマン・ショックの直前にインフレ抑制に失敗し、対策を余儀なくされていたことである。しかし、世界的な景気後退に対抗するために、マクロ経済政策は一転して大幅な緩和策へと転じることを迫られた。

そして、同じようなことはユーロ危機の深刻化に際しても繰り返される。リーマン・ショックの影響を乗り切ると、再びインフレの高騰を招いたため、2010年後半から2011年前半にかけて、金融・財政の引き締め政策が必要となった。そうしたさなか、2011年後半のユーロ危機の深刻化を迎える。

リーマン・ショックとユーロ危機の深刻化という二つの外生的な危機をばきんで、ベトナムのマクロ経済政策は強い緊縮政策に続いて大幅な緩和策がとられるという振幅を、あわせて二往復もすることになった<sup>15)</sup>。

しかも、リーマン・ショック後の緩和策は、必要とされた改革<sup>16)</sup>を遅らせ経済の効率性を損ない、金融機関の抱える不良債権問題を深刻化させるなどの禍根を残した。最近になって、こうした構造的な問題に対して、ようやく政府は重い腰を上げ対策に乗り出したが、その効果を評価するには、いまだ時期尚早である。

第7章「インドにおけるグローバル金融危機への政策対応と金融システム——金融国際化の進展と構造的な問題による歪みの深刻化——」の分析によれば、インドでは、リーマン・ショックへの政策対応は、当初は良好な結果を得た。しかし、もともとよいとはいえなかった財政状況の悪化に加え、景気回復が進むに従い再燃したインフレへの対処が大きな問題となっている。

インドも2000年代に入って、世界的な金融グローバル化の流れのなかで海外からの資金を拡大してきたが、リーマン・ショックは、これを一時的には中断させることになった。しかし、危機への対応を通じて、よりいっそうの金融グローバル化の進展をみることになる。第1に、資金流入の促進のために対外商業借入（ECB）にかかわる規制緩和などが行われた。これは、早期の景気回復と相まって資本流入の増大に寄与した。第2に、資本流出にかかわる規制緩和も行われた。これは、インドの企業・銀行の対外投資を促進し、金融グローバル化を推し進める一助となった。流入一辺倒ではなく、流出と流入の双方向の資本の流れがあることにより危機時の資本流出入の急激な変動を押さえる効果が期待できる。同様の政策は東南アジア諸国においてもみられた（第3章、また本章注12を参照）。

このようにインドの政策対応は、マクロ経済面ではおおむねうまくいっている。しかし、その裏ではさまざまな問題や矛盾への対応が積み残されている。第1に、以前より続く典型的な金融抑圧政策の問題である。インドの金融抑圧の二大要素は優先部門貸出と高い準備率規制（国債の強制保有）である。これらの政策は、国内金融部門とくに銀行部門における高コストと非効率な体質を生み出す原因となっている。第2に、中長期の成長促進策という観点の欠如である。たとえば、財政拡大は景気刺激効果を発揮したが、従来からあった財政支出の内容・構成が抱える問題はそのままに支出を拡大している。すなわち、ポピュリスト的なバラマキ政策が中心で、中長期的な企業・産業の成長促進策が手薄である。

つまり、構造的な問題を残したまま、積極的なマクロ政策を実施したために、ミクロ経済面での（もともと抱えていた）歪みを拡大した。その一例が大企業と中小企業の格差拡大である。インフレ対策による高金利は、ただでさえ高い国内の資金コストを高めることになったが、金融グローバル化の進展のなかで海外資金へのアクセスが容易な大企業と、それができない中小企業の間の収益力格差をいっそう拡大する結果となっている。

以上の分析から、インドの抱える政策課題を指摘するならば、第1に、金

融抑圧政策を解消し、国内貯蓄の効率的な利用を図ることである。さらに、銀行部門の競争を促進し資金仲介の効率向上をめざすべきである。第2に、政府財政の改革である。単に財政赤字を削減するだけでなく、財政支出の内容・構成の改革も必要である。

第Ⅲ部「消費主導の経済とグローバル金融危機」では、もともと内需の比重が大きく、グローバル金融危機の発生にもかかわらず比較的好調な経済を維持することのできた2カ国、インドネシア、フィリピンのケーススタディを通じて、これら諸国の抱える金融政策、金融システムの問題点を指摘する。

第8章「グローバル金融危機とインドネシア——後退する金融仲介と金融政策の課題——」ではインドネシアのケーススタディが示される。

インドネシアは東南アジア随一の人口大国であり、内需主導型の経済である。この特徴が今回のグローバル金融危機においては有利に働いてきた。他の域内諸国が輸出の急激な減少によりマイナス成長に陥るなか、フィリピンとともにプラス成長を維持し、その後の景気回復も順調であった。しかし、マクロ経済にはいくつかの気になる兆候がみられる。

アジア通貨危機以降、インドネシアでは国民所得上の投資の動向と金融部門の動向に乖離がみられる。アジア通貨危機以後、かなり長期にわたり低迷していた投資率は最近になって回復している。しかし、銀行の金融仲介機能は低迷がつづいており、アジア通貨危機による銀行の機能不全状態から、十分な回復を遂げていない。その背景には、金融仲介の高コスト体質、製造業への融資の低迷、過剰準備の蓄積などがある。とくに、インドネシア経済が中長期にわたって順調な経済発展を果たすためには、アジア通貨危機以来、機能不全に陥っている銀行部門の金融仲介機能を回復する必要があるだろう。

インドネシアへの資本流入は復調している。しかし、直接投資以外では、国際的なホットマネーの流入が大きな要因となっている（公的部門へのポートフォリオ投資で、国債や中央銀行債への投資が増大している）。こうしたなか、為替レートの増価を防ぐための介入も行われ、外貨準備は増大している。

リーマン・ショック後の新興国（インドネシアも含む）と先進国との間に景気回復局面でスピードの差が生じた。先行して景気回復を果たした新興国では2010年頃よりインフレ率の抑制が重要な政策課題として浮上する。これにともない、新興国では利上げによる金融引き締め政策が採用される。ところが、2011年後半に入ってからユーロ危機の深刻化により、新興国では非常に難しい金融政策の舵取りが迫られている。インフレの動向を気にしながら、景気動向の悪化に対応した金融緩和のタイミングと度合を計る必要があるからである。

しかし、新興国では、金融政策を実施する土台となる金融市場の成熟度や、金融政策の制度的枠組みに課題を抱えていることも多いのが実情である。インドネシアではアジア通貨危機を克服する過程で、インフレターゲットの政策枠組みが導入されたが、この政策枠組みが有効に機能するための環境が十分に整っているとは言い難い状況が続いている。

第1に、インドネシアでは金利を通じた金融政策の伝達経路はあまり効果を発揮していない（金融仲介機能の低下と関係あると疑われる）。第2に、準備率の変更による金融政策も膨大な過剰準備が存在する状況ではあまり効果がない。第3に、為替レートを通じた金融政策の効果も期待できない。インドネシアでは為替介入が能動的に行われており、そのような環境下では金融政策の為替レートに与える影響は判然としないからである。

このように、インフレターゲット政策の有効性を阻害するような要因が多く残っているため、金融システムの構造改革はマクロ経済政策遂行のための環境整備という意味でも重要性を増している。

第9章「フィリピンにおける政策対応と金融システムにおける課題」では東南アジア地域においてインドネシアと並ぶ内需主導型経済を持つフィリピンのケーススタディが示される。

1986年の民主化以降、フィリピンの成長戦略の基本は、海外直接投資（FDI）受入の促進と輸出産業主導の工業化の推進であった。また、1997年のアジア通貨危機以後は、金融部門改革も重要な課題となり、金融機関の抱え

る不良債権処理の推進、財務改善や合併促進、中小金融機関の体力強化、証券化商品による直接金融市場の活性化などが目標とされた。

しかし、こうした政策のこれまでの成果は決して満足できるものではなかった。輸出の要である電子・電気機器部門とその関連産業の一定の成長には成功したものの、おもに経済特区を中心とした飛び地としての生産拠点が形成されたにすぎない。また、金融面では外資・内資を問わず金融機関はマニラ首都圏に集中し、収益性が低いとみなされた地方は放置された。また、外資と内資は業務別の棲み分けを行い、当初期待された外資との競争による金融の効率化は起こらなかった。

リーマン・ショック以降のグローバル金融危機の影響はフィリピンにもおよび、アロヨ政権（当時）は2009年1月、「経済回復プラン」（Economic Resiliency Plan, 以下ERP）をうちだし政策対応を行った。これは、財政支出の規模・内容やそのスピードにおいて一定の評価を与えられるものであった。

また、2008年から2009年にかけては、10年以上前に企図され、法案提出と議会会期終了、新会期開始にともなう再提出が繰り返されていた金融関連諸法が、次々と成立・施行された。これも、近年にない成果だと考えられる。ただし、従来からフィリピン金融システムが抱えてきた弱い金融仲介機能という問題を解消し、主要輸出産業である製造業への資金仲介を積極的に後押しするには、いまだ至っていない。

2010年から政権についたアキノ大統領は、インフラ投資に民間資本を導入するPPPスキームの拡大を掲げた。こうした政策が奏功するならば中長期的にはフィリピン金融システムの金融仲介機能にも好ましい影響を与えることが期待される。2011年後半からのユーロ危機の深刻化がフィリピン経済にどのような影響を与え、それに対してどう対処するかは今後の課題であるが、フィリピン経済が個人消費に著しく依存する消費主導型経済であることは、こうした外からの危機の悪影響を限定するだろう。

第Ⅳ部「中東欧諸国とグローバル金融危機」では、今回のグローバル金融危機によって最も悪影響を受けた地域である欧州新興国について分析する。

この地域では、資本流入に支えられたバブル経済とその崩壊が引き起こした国際収支危機に見舞われた。これは、アジア通貨危機などでみられたもので、今や典型的とさえいえる症状である。ただし、この地域の多くの国はEU加盟を果たし、またユーロ導入を予定しているなど、地域統合の過程にある。この点が、細かな部分で、この地域の現状や抱える課題に特殊性を与えている。

第10章「中・東欧諸国の危機と政策対応」では、主要な中・東欧諸国の現状と課題を概観する。

中・東欧の銀行部門は経済体制移行の過程で発生した金融危機を契機として、外資系銀行が主体の偏った構成となっていた<sup>17)</sup>。ただし、外資系といってもEU圏の銀行が圧倒的なシェアを持っている。

EU加盟やユーロ加盟の機運が盛り上がるなかで、外資系銀行を經由して巨額の資本流入が起こった。一部の例外はあるものの、この資本流入が引き起こした過剰流動性が不動産バブルをあおり、巨額の経常収支赤字の原因となった。

リーマン・ショック以後の世界的景気後退と欧州銀行の資産劣化により、それまで流入を続けていた資本が一転して流出し始めると、中・東欧諸国は景気の急速な悪化や国際収支危機に見舞われる。また、外貨借入を元に自国資産へ投資を行うことによる「通貨のミスマッチ」が危機をいっそう深刻化させる要因ともなった（これに、短期借りで住宅ローンなどの長期貸出を行ったことによる「期間のミスマッチ」もあった。これらはあわせて「ダブル・ミスマッチ」と呼ばれる。）最も悪影響を受けたハンガリー、ラトビア、ルーマニアはIMF融資プログラムを要請した。また、ポーランドはIMFから予備的融資枠の設定を受ける。

マクロ経済からみたかぎりにおいては、今回の中・東欧の危機はアジア通貨危機に酷似している。資本流入に煽られたバブル経済、流入した資本が一転して流出することによる国際収支危機、「通貨のミスマッチ」による危機の増幅、などの点はうり二つと言ってもよい。



しかし、外資系とはいえ同じ欧州域内の銀行を通じた資本流入が中心であったことは、危機への対応において微妙な違いをもたらしている（さらに中・東欧諸国がEUメンバーであり、ユーロ加盟をめざしていることも）。

それは、第1に、為替調整という手段を使わない危機対応を選択した国が多かったことである。そのため、経済調整のためには賃金の引き下げなど非常に痛みの大きい方策が必要となったが、これをやり遂げた。第2に、危機への対応で非常に重要なターニングポイントとなったのは、関連する政府当局と外資系銀行などを一同に集めて開催されたウィーン・イニシアチブであったことである。この場で、外資系銀行の融資残高維持のコミットメントが得られたことが危機収束に大きく寄与した。第3に、国境を越えた銀行監督体制の整備が政策課題として浮かび上がってきたことである。これは、関連する外資系銀行のほとんどがEU域内の銀行であることで、はじめて現実的な政策課題として語る事が可能となるものである。

第11章「グローバル金融とラトビア経済——国際資本フローの影響と政策課題——」はラトビアのケーススタディを通じて、他の欧州新興国と大枠では共通するものの一定の独自性も持つバルト諸国の現状と課題をみる<sup>18)</sup>。

ラトビアでは、EU加盟（2004）後の急激な資本流入（外国銀行経由）が好景気・バブルを生んだ。そして、リーマン・ショックを機に、バブル崩壊後の経済調整が深刻化したラトビアはIMF支援を要請する。

ここで、一つの論点は、通貨減価により競争力を回復し国際収支危機に対応するかどうかであった。ラトビアの選択した道はユーロとの固定為替レートを死守することであった。早期のユーロ加盟<sup>19)</sup>をめざしていたラトビアにとっては、どうしても譲れない一線であった。

ユーロにすでに加盟した諸国との大きな違いは、ここで自発的に身を切る政策を受け入れたことである<sup>20)</sup>。それは、「インターナル・デバリュエーション」（内的減価）と呼ばれる賃金政策である。通貨価値の切り下げが「デバリュエーション」であり、一般に国際競争力を回復させる効果が期待できる。しかし、通貨価値切り下げという選択肢をないものとしたとき、それで

も国際競争力を回復させるための政策として賃金の引き下げがある。こうした目的で行われる賃金水準の引き下げを、自国内（インターナル）でなんとかするという意味で「インターナル・デバリュエーション」と呼んでいるのだと思われる。ラトビアでは、この政策が奏功して2010年にかけて経常収支の改善傾向と景気の底打ちに成功した。

ラトビア（そして多かれ少なかれ他の二国を含むバルト諸国）においては銀行部門が2000年以降の景気変動に重要な役割をもっていた。そのなかでも外資系銀行（ラトビアの場合はスウェーデン）の存在が大きかった。外資系銀行の親銀行（または本店）から子銀行（または支店）への資金の流れが資本流入の大きな部分を構成し、これら諸国の景気変動を拡大し、そのことが危機の主因となった。

その一方で、外資系銀行が危機からの立ち直りに寄与する部分もあったことは留意が必要である。第1に、スウェーデン政府の肝いりで「ストックホルム・ミーティング」と呼ばれる外国銀行を交えた会合がもたれ、ここで外国銀行のラトビアに対するコミットメントが再確認された（融資の維持など）。これは、ラトビアへの信任を回復させ危機からの立ち直りに寄与した。第2に、非常に興味深いのは、経常収支黒字化の主因として所得収支の改善があった点である。これは、外資系銀行の親銀行（または本店）が巨額の貸倒れ引当てを行ったことを反映している（一種の所得移転とみなすことができる）。このような現象は、これまでは聞いたことがなく非常に特殊であるが、危機からの回復に寄与したことは確かである<sup>21</sup>。

今後の課題は、第1に危機がもたらした不良債権の処理を進める体制作りを進めることである。第2に、外国銀行に対するクロスボーダーの銀行監督体制の整備が必要である。

このように、危機の細かな様相および、今後の課題においても、地域統合が進む中東欧諸国には他の地域にない特殊性がある。その背景として、最も重要だと思われる点を、最後に指摘しておきたい。それは、この地域ではEUによる地域統合の進行を前提とし、統合によってもたらされた現実（外

資系銀行の非常に高いプレゼンスなどを含む)を受け入れたうえで、政策対応を行い、また、必要であれば新たな枠組み作りを行うことも辞さないにとらえていることである。これをポジティブに評価すべきか、ネガティブに評価すべきかはユーロ危機の今後の推移にもよるので、いまだ断定することはできない。

〔注〕

- (1) ただし、ユーロ危機の深刻化については進行中であり(2012年2月現在)、その影響についての本書の分析は暫定的なものであることを注記しておきたい。なお、本書のケーススタディで対象とする地域はおもに東アジアと欧州新興国である。
- (2) ただし、人体においては動脈や静脈は大切な器官でその必要性に疑念はないが、国際金融において自由な資本移動が、どの程度望ましいかについては、1990年代後半からの大規模な通貨・金融危機の発生を経て、経済学者の間でも意見が分かれている。
- (3) 本書において、ミクロレベルで特に焦点を当てるのは、国内金融システムが果たすべきだと期待される「金融仲介機能」である。
- (4) それでも残る過誤等については、すべて主査の責に帰す。
- (5) 国宗浩三 [2010a, 2010b] 参照。
- (6) IMF [2005] によれば1994年～2003年の10年間のG7諸国における平均資本収益率は7.8%であるのに対し、新興国の平均資本収益率は13.3%と5%以上も高い。
- (7) Dooley, Folkerts-Landau, and Garber [2004, 2009] は米国を中心とする現在の世界の為替・金融システムを「ブレトンウッズ体制Ⅱ」と称している。そこでは、米国が世界の銀行として金融仲介サービスを周辺国に対して提供しているとされる。また、Gourinchas and Rey [2005] は米国を「世界のベンチャーキャピタル」と形容している。さらに、Bibow [2010] は低利で米国に流入する資金を用いて高い利回りの対外投資を行うことを「dollar leveraging」と呼んでいる。そして、米国がこのような利回り差の優位を得ている源泉を二つに大別し、「composition effect」(対外負債と対外資産の構成の違いによる効果)と「valuation gains」(趨勢的なドル安によるキャピタルゲイン)であるとしている。
- (8) 投資不足の結果として貯蓄超過が生じる。マクロ経済の恒等的関係により、貯蓄超過の大きさは、経常収支の黒字と等しいことが知られている。
- (9) Reinhart and Rogoff (2009) 参照。
- (10) 銀行部門の対民間部門信用のGDP比によって計られる。高いほど金融深化が進んでいるとみなされる。
- (11) こうした観察を踏まえると、今後の政策課題は、第1に、単一の指標ごとに対応するのではなくマクロ金融リネージュ全体を見渡したうえでの伸縮的で高度に裁量的なマクロ金融政策レジームの再構築が必要である。第2に、常に変容する投資リスクへの対応能力を高める方向での金融システムの再構築が必要である。これに関連して、第2章では、東アジアにおけるFDI中心の資本流入は、域内外の多国籍企業の内部金

融による資金調達为背景にあると指摘したうえで、こうした動きを肯定的にとらえ金融システム再構築において生かすべきだとしている。

- (12) また、2000年代には貿易収支の黒字基調が定着し、結果として積み上がった対外資産を背景として、東南アジア主要国から外に向かう（outbound）資本の流れがみられるようになっていた。これは、グローバル金融危機の際には一種のバッファーとして機能し、急激な資本収支の変動を和らげる効果をもった。

危機にともなう投資家のリスク回避行動では、自国に向かう資本の引き上げ行動がみられるのが常である。今回のグローバル金融危機では、東南アジア主要国の居住者が危機に先立って積み上げていた対外資産を引き揚げる動きがあり、これが非居住者の資本を引き揚げる動きを相殺した。これまでの危機ではみられなかった新しい現象である。

- (13) すべての部門で過剰貯蓄傾向が存在するが、2000年代以降は、政府部門（地方政府を含む）と企業部門でのバランス悪化傾向が顕著となっている。
- (14) なお、政府介入による要素価格のゆがみ（賃金、土地、資本コストなど）は企業の過剰貯蓄を可能にしており、また、労働分配率を異常に低下させ、消費の低迷の一因ともなっている。
- (15) ベトナム経済はWTO加盟後の投資熱（2007年～）により過熱する。ここで、資本流入に対して十分に対抗する政策がとれなかったことでインフレが高進する。これに対抗するための、強力な金融/財政の引き締め策をとっている最中にリーマン・ショックが起こった。

そこで、インフレ沈静化に十分成功しないまま、緩和策へ転じたため、国際収支の赤字傾向は継続してしまう（実質金利マイナスとなり、貯蓄が伸びなかったため貯蓄不足は解消されなかった）。これに加えて、景気回復後の引き締め策への転換が遅れたために、インフレの再燃を許してしまう。

このように、常に一呼吸遅れたマクロ経済変化への対応が問題を難しくしている。

- (16) たとえば、金融部門ではオーババンキングを解消し銀行監督体制を強化することなどがあげられる。
- (17) 図式化すると「体制転換→モノバンク解体→銀行民営化+新規商業銀行の乱立→銀行取付・混乱→戦略的投資家（外資）による買収」という流れで外資中心の金融システムとなった。最初に、十分な規制がないまま、銀行が多数設立されたこと自体がその後の混乱と外資買収の背景になった。
- (18) たとえば、この章の分析によると、バルト諸国と他の中・東欧5カ国（チェコ、ハンガリー、ポーランド、スロバキア、スロベニア）では危機前後の国際収支の動きに違いがある。バルト諸国では、アジア通貨危機で典型的にみられた資本収支と経常収支が危機前後で逆転する（図では両者がクロスする）動きがみられたが、他の中東欧5カ国ではみられない。
- (19) 為替レートの安定は、ユーロ加盟の重要な前提条件の一つであった。
- (20) すでにユーロ加盟を果たした後に深刻な危機に見舞われたギリシャでは、最低賃金引き下げなどの「痛みを伴う」対策への過激な抗議行動が激化している（2012年2月現在）。このようなことはラトビアでも、他のバルト諸国でも起こらなかった。政治家も国民も厳しい緊縮策と賃金の低下を受け入れた。

- (2) 本書第11章の分析では、この要因は一時的なものであり、やがて消えるとしている。一時的であったとしても、危機直後の国際収支を改善する重要な役割を果たした。

### 〔参考文献〕

#### <日本語文献>

- 国宗浩三 [2010a] 「国際資金移動と東アジア新興国の経済構造変化」(国宗浩三編『国際資金移動と東アジア新興国の経済構造変化』研究双書 No. 591 アジア経済研究所 3-29ページ)。
- [2010b] 「金融グローバル化と外貨準備——パネルデータ分析——」(国宗浩三編『国際資金移動と東アジア新興国の経済構造変化』研究双書 No. 591 アジア経済研究所 71-101ページ)。
- [2011] 「世界的景気後退と開発途上国の政策対応：総論」(国宗浩三編『世界的景気後退と開発途上国の政策対応』調査研究報告書 アジア経済研究所 1-24ページ)。(http://www.ide.go.jp/Japanese/Publisj/Download/Report/2010/pdf/2010\_421\_01.pdf)

#### <外国語文献>

- Bibow, Jorg [2010] *The Global Crisis and the Future of the Dollar: Toward Bretton Woods III?*, Working Paper No. 584, New York: Levy Economics Institute.
- Dooley, Michael P, David Folkerts-Landau, and Peter M. Garber [2004] “The Revived Bretton Woods System,” *International Journal of Finance and Economics*, Vol. 9, No. 4, Oct. pp. 307-313.
- [2009] “Bretton Woods II Still Defines the International Monetary System,” *NBER Working Paper*, No. 14731, Feb.
- Gourinchas, Pierre-Olivier, and Hélène Rey [2005] “From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and the Exorbitant Privilege,” *NBER Working Paper* No. 11563, Aug.
- International Monetary Fund (IMF) [2005] *World Economic Outlook*, September.
- Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff [2009] *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton: Princeton University Press (村井章子訳『国家は破綻する——金融危機の800年——』日経 BP 社 2011年)。