

## 第 I 部

金融，貿易を通じた危機の伝播と危機対応



## 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

高 阪 章

### 第1節 はじめに

本章<sup>(1)</sup>では、1997年のアジア経済危機（以下、アジア危機と略称）以降、今回のグローバル金融危機にかけて、東アジア新興市場のマクロ金融リンケージ<sup>(2)</sup>構造がどのように適応と変容を遂げてきたのかを分析し、それに基づいて、増大する資本市場リスクに対する今後の同地域のマクロ経済経営のあり方を考察する。2007年以降のグローバル金融危機は、上記の考察を進めるうえできわめて重要な役割を果たしている。とりわけ、同危機の10年前に起きたのがアジア経済危機であることを思えば、単なる偶然ではない二つの危機の間の進展を上記課題に即して考察することは、東アジアだけではなく、国際資本市場の動向や他の新興市場各国の金融システム発展の方向を考えるためにも大きな意味をもっていると思われる。

東アジアを含む新興市場は、途上国のなかでもとくに国際資本市場との金融リンケージを緊密化している国々である。それがゆえに、今般のグローバル金融危機が新興市場に大きな負のインパクトを与える可能性があることは容易に推測される。とりわけ、今回の危機の発端は欧米の銀行システム危機であることから、銀行ローンを通じたリンケージの強い新興市場ほど大きなダメージを受けることが予想される（IMF [2009]）。

新興市場と国際資本市場とのリンケージの観点から、2000年代に入って目

立つのは、途上国に典型的な経常収支赤字パターンを示す欧州新興市場と非典型的な黒字国の東アジア新興市場のコントラストである<sup>(3)</sup>。グローバル金融危機以前の支配的な議論では、欧州新興市場に比べて東アジアの黒字国化は（政治体制も含めた）市場自由化が不十分なためだとされていた。けれども、欧州の大幅な継続的経常赤字の持続可能性は疑問であり、資本流入が停止した場合、固定レートや資本勘定自由化が維持できるのかは疑問であった。

他方、アジア危機以前には東アジアの金融深化に向けての最重要課題は「貯蓄動員」であった。実際、東アジアの貯蓄率は例外的に高かったにもかかわらず、旺盛な国内投資需要は国内貯蓄を超える資金を海外貯蓄に求めた。そのプロセスで資金配分効率が低下し、リスクが拡大し、通貨危機につながったことから、危機後の課題は「配分効率」と「リスク分散・管理」にシフトしたとされた。たとえば、Gill and Kharas [2007] は、東アジアの金融構造の変容を分析し、同地域の持続的な貿易・投資成長を支えるためにはリスク価格付けに優位をもつ証券市場を育成し、そこに海外貯蓄を呼び込むべきであると主張している。しかしながら、グローバル金融危機は、証券市場のリスク評価能力に大きな疑問符を投げかけているのも現実だ。

そこで本章では、次のような問いに答えてゆきたい。まず、国際資本フローでみた東アジア新興市場のマクロ金融リンケージにはどのような特徴があり、それは今度のグローバル金融危機の同地域への影響とどのようにかわっているのか。つぎに、これらの国際資本フローは同地域の国内資金循環にとってどの程度の重要性をもっており、また、国内金融システムの発展はそれとどのような関係にあるのか。さらに、グローバル金融危機は東アジア新興市場における国際資本フローや国内金融システムの発展にどのような影響を与えるのか。そしてまた、アジア危機後の景気回復プロセスとグローバル金融危機の経験は今後のこの地域のマクロ経済運営や金融システムの発展に対してどのようなインプリケーションをもつのか。

これらの問いに対する本章の答えを、あらかじめ要約しておくと、つぎのとおりである。

1. 外国資本流入の構成はアジア危機前後で大きく変容し、資本形態では比較的安定的なFDIが中心的存在となる一方で、地理的にはFDI・証券投資とも域内投資が大きな役割を果たすようになっている。

2. 国内金融システムは、他の新興市場地域と大きく異なり、外資依存度が低く、金融深化の程度が高い。とはいえ、民間投資ファイナンスに関するかぎり、同システムの規模はアジア危機前の水準を回復しておらず、V字型回復を遂げた実物経済成長と対照的である。

3. 今般のグローバル金融危機がアジア危機のように地域規模での負の影響をもたらす可能性は小さい。しかし、それは上記の金融リネージの変容によるものであり、国内金融システムの発展やアジア危機後の地域金融協力の枠組みによるものではない。

4. 今後のマクロ金融政策課題は、短期的には拡大する資本市場リスクに対応できる伸縮的なマクロ金融政策レジーム、中期的には変容する投資リスクに見合った国内金融システムをそれぞれ再構築することである。ここで、後者のめざす方向は国内システムの「証券化」ではなく、多国籍企業によるグローバル企業金融が今後の発展の軸になって行く可能性がある。

以下、次節（第2節）では、新興市場と国際資本市場の金融リネージの観点から、東アジア新興市場について、1997年のアジア危機前から国際資本フローの展開と変容を詳しく分析する。国際資本フローを資本形態ごとにみると、その構成は危機の前後で大きく変容しており、それは新興市場と国際資本市場の関係に関する地域差の背景要因であることがわかる。第3節では、まず、他地域との比較において、新興市場における国際資本市場とのリネージと国内金融システムの発展の関係を論じ、外国資本への依存、金融深化の度合いにおいて、東アジア新興市場は他地域とどのように異なるかが示される。さらに、アジア危機以後の回復期における東アジア新興市場の国内金融システム発展の特徴を論じ、危機後の国内金融システム回復は実物経済の高度成長とは対照的であることが示される。第4節では、以上の観察と分析が、同地域のマクロ経済政策と国内金融システムの発展に対してもつ政策含

意を論じる。まず、国内政策と地域協力政策の両方のレジームの問題点が指摘され、さらには、東アジア新興市場における国内金融システムの発展は、従来の「証券化」に代わる、多国籍企業によるグローバル企業金融を軸にした、一種の「内部金融化」となる可能性を示唆するものであると論じる。最後に第5節では、残された今後の政策課題に触れて全体を結ぶ。

## 第2節 新興市場のグローバル・マクロ金融リンケージ

2007年の米国住宅市場バブル崩壊から始まったグローバル金融危機は米国のみならず、関連証券化商品を大量に保有していた欧州金融機関を通じて欧州に甚大な影響を与え、世界不況へと発展して、新興市場にも多大な負のインパクトをもたらした。過去において、1980年代のラテンアメリカ金融危機、1997年のアジア金融危機では、いずれも危機前の大量の外国資本流入が突然途絶え、逆に流出に転じたことで、産出水準は大幅に下落し、危機前の成長トレンドから相当期間にわたって下方に乖離した<sup>(4)</sup>。突然の資本流入停止・逆転は後に「sudden stop」とよばれる現象であり、継続的な産出水準低下の経験はラテンアメリカでは「失われた10年」と呼ばれることとなった。

もっとも、危機後の回復過程は、ラテンアメリカと東アジア新興市場で違いは大きく、前者では危機前のトレンドへの回帰がおぼつかない状況であったのに対して、後者は「V字型回復」を果たした後、約10年間で元の軌道を回復している。一つの関心事項は、今回のグローバル金融危機が新興市場への資本フローに与える影響である。今回の危機は先進国発であり、その意味で1980年代のラテンアメリカ危機や1990年代のアジア危機とは異なり、国際資本市場自体が収縮するなかで新興市場への資本フローがどのような推移をたどるのかは興味深い課題である。

## 1. 国際資本フローの地理的配分は多様

IMF [2009] は、今回の危機直前までの新興市場への資本フローのうち、先進国から新興市場への債務フローである銀行ローンと証券投資の残高（対GDP比率）の推移を地域別に検討している（IMF [2009: Figure 4.9]）。それによれば、まず、銀行ローンについていえば、1997年のアジア危機までは最大の受入地域はアジアで、ラテンアメリカがそれに次ぎ、欧州新興市場は無視できるほどの規模であったが、危機後、2000年代半ばまでアジアとラテンアメリカ両地域へのローンは減少傾向にあり、対照的に欧州新興市場のみが増加傾向を示している。他方、証券投資については、アジア新興市場への流入が着実に増大しているが、それに次ぐラテンアメリカ向けは停滞している。対欧州新興市場投資は、当初の残高は小さいが、一定の増加傾向を示している。このように、銀行ローンと証券投資という資本フローの形態ごとに受入地域間で流入のパターンは大きく異なる。

また、同じ資本フローの地域別パターンを投資国側から、日本・オーストラリア、北米（米国・カナダ）と欧州（西欧）の先進国3地域から新興市場への投資残高（対投資国GDP比率）の推移をみると（IMF [2009: Figure 4.10]）、銀行ローンでは、北米の投資残高はもともと相対的に小さく、その後も大きな変化をみせていないが、かつて相当規模あった日本・オーストラリアの同残高はアジア危機以後、無視できる規模にまで縮小し、対照的に欧州の銀行ローンは同危機以後も増加を続け、とりわけ2000年代半ばから急増していることがわかる。他方、証券投資では、もともと北米の投資規模が大きく、欧州がそれに次ぎ、日豪のプレゼンスは小さかったが、北米と欧州の投資は2000年以降、着実に増加傾向を示した。

これらの投資国別の投資行動パターンの違いは、投資地域別に加えて受入地域別にみるとさらに対照性が鮮明になる。欧州先進国の銀行ローンは、欧州新興市場で圧倒的なシェアを占めているが、欧州だけではなく、すべての

地域の新興市場において受入国 GDP 比率でみて圧倒的なプレゼンスを示していることがわかる。これに対して証券投資についてみると、ラテンアメリカ・中東北アフリカ新興市場では北米の投資が最大であり、アジア・CIS ロシア・アフリカ新興市場では北米・欧州の投資が拮抗、欧州先進国は欧州新興市場でのみ最大投資国となっている。すなわち、投資国と受入国の関係は資本形態ごとに異なり、リスクや情報非対称性など多数の投資要因からなる複雑な意志決定の所産であり、そうであるからこそ、地域別にみただけでも多様な投資パターンを見いだすことができることがわかる。

## 2. 国際資本フローの変容

もっとも、新興市場への外国資本フローのうち、銀行ローンと証券投資は実はその一部でしかない。図1は東アジアへの形態別外国資本フローを示したものである。1982年のラテンアメリカ通貨危機以来、銀行ローンはシェアを下げ、代わりに資本流入の主役となったのはFDI（直接投資）であった。

図1 対内資本フロー：東アジア新興市場（GDP 比率，％）

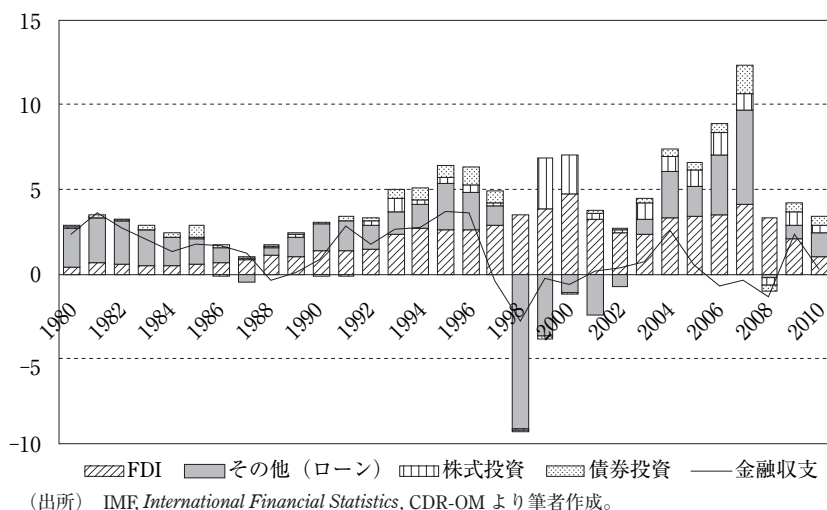
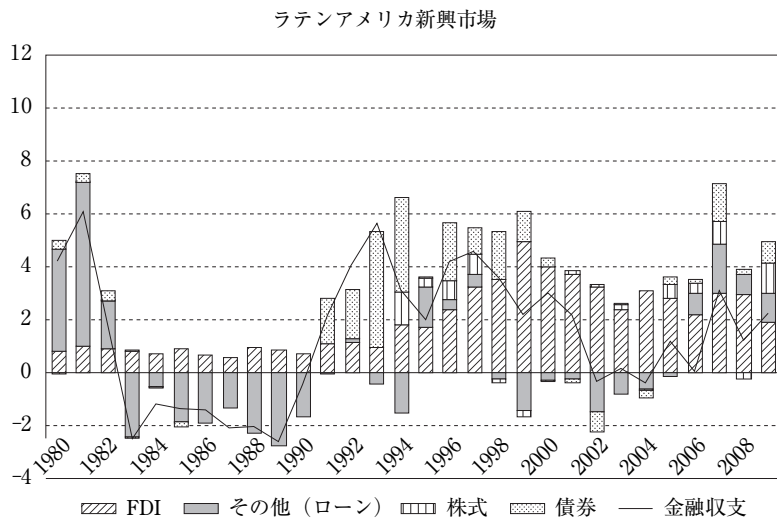
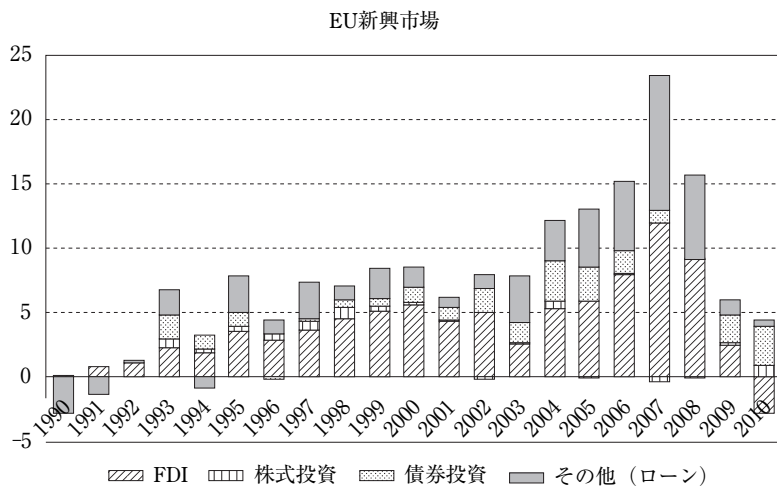




図2 対内資本フロー：EU新興市場およびラテンアメリカ（GDP 比率，％）



(出所) IMF, *International Financial Statistics*, CD-ROM より筆者作成。

1990年代半ばからは、債券（portfolio bond）・株式（portfolio equity）などの証券投資がこれに加わるが、FDIは継続して圧倒的シェアを占める。しかも、銀行ローン・証券投資は、1997～1998年、2000～2001年、2007～2009年など内外の金融ストレスが高まると sudden stop その他のボラタイルな動きを示すのに対し、FDIは継続的・安定的である。図1はこれらの特徴を明瞭に示している。

ラテンアメリカ・欧州新興市場について同じく形態別外国資本フローの推移を示したものが図2である。ラテンアメリカについては、形態ごとの特徴が、より鮮明に現れている。メキシコ危機まで主役であった銀行ローンの sudden stop が「失われた10年」（1980年代）の主因の一つであり、東アジアと違ってFDIの役割が相対的に小さかったこと、1990年代の資本フロー回復に果たした証券投資の役割が相対的に大きかったこと、加えて、GDP比率でみた外資の量的重要性が国内貯蓄に比べて相対的に大きいこと、などがラテンアメリカの特徴である。最後の点については第3節で議論する。

欧州新興市場の場合、外資流入が本格化したのは1990年代初めの市場経済移行以後であり、外資は当初、公的資金とFDIを主役に流入を開始し、その後、国有企業民営化にともなってFDI、さらに証券投資が拡大、銀行ローンは1990年代半ば以降増加を始め、2000年代に入って金融部門の開放とともに急増することとなった。詳述はしないが、この動きは欧州新興市場の国内金融システムが東アジアやラテンアメリカとは異なって外資依存型の発展パターンであることに由来する<sup>(5)</sup>。外資への依存度（GDP比率）は8～12%と、ラテンアメリカ以上であることも、この地域の金融発展を論じる際には無視できないポイントである。

### 3. 台頭する域内投資：東アジア

以上、東アジア新興市場では、外国資本フローの主役はFDIであり、証券投資は銀行ローンに代わって、FDIに次ぐ重要な資本形態となったことを

確認した。また、FDIが継続的・安定的であるのに対して、証券投資（および銀行ローン）は金融ストレスに敏感であり、FDIが量的に最大のカテゴリーであるのに対して、証券投資はボラティリティ（変動性）の主役であり、資本フロー全体の動向を左右する存在であることもわかった。さらに、投資国である先進国を地域別にみると、投資先ごとに一定の「地域バイアス」が存在することも興味深い。

「地域バイアス」は、いわゆる投資の「ホームバイアス」の一種であると考えられる。ホームバイアスは、現実の投資がCAPMなど投資理論から考えられる最適投資ポートフォリオから離れ、国内投資商品にバイアスしていることをいうが、これは投資行動が限定合理的であるというよりは、資本市場が不完全であること反映していると考えられる。この「不完全性」には規制その他による取引費用の内外格差、それに加えて投資機会に関する情報の内外格差が含まれる。

情報の不完全性・非対称性は、しばしば、地理的・時間的距離に依存する。実際、東アジア新興市場における投資の「地域バイアス」は証券投資にあって顕著である。表1は、2009年末における国・地域間の国際証券投資（株式）残高を示したものであるが、これによれば、東アジア新興市場への国際株式投資残高は約1兆2000万ドルで、そのうち、米国が37%、欧州（EU15カ国）が30%を占めるが、東アジア新興市場自体の投資額が19%を占めるに至っており、欧州に次ぐ主要な投資地域となってきたことが注目される。むしろ、投資先としての同地域は、国際株式投資残高の世界総額13兆ドルからみれば、10%足らずを占めるのに過ぎないが、途上国地域のなかでは傑出した投資先であること（ラテンアメリカ新興市場の約3倍）を考えれば、域内投資循環がダイナミックに拡大していることは今後の同地域の成長ファイナンスを考えるうえで見過ごせない新しい動きであるといつてよい<sup>(6)</sup>。

実は、域内投資循環の高まりは証券投資だけではない。それどころか、東アジア新興市場への資本フローの太宗を占めるFDIにおいてこそ、域内投資シェアが着実に高まっている。表2は2009年末におけるFDI残高のグロ

表1 株式投資残高の地理的配分（2009年末）

投資受入国・地域	投資総額 (百万ドル)	投資国・地域別シェア (%)						
		東アジア 新興市場	EU 新興市場	ラテンアメリカ 新興市場	EU15	日本	米国	全世界
東アジア新興市場	1,211,671	18.8	0.0	0.1	29.6	0.3	37.1	100.0
EU 新興市場	48,715	0.9	4.9	0.0	49.2	3.9	30.4	100.0
ラテンアメリカ新興市場	436,625	1.1	0.0	1.5	28.2	0.1	59.4	100.0
EU15	5,868,468	2.0	0.4	0.7	55.0	0.6	26.0	100.0
日本	702,276	3.4	0.0	0.0	32.3	—	52.8	100.0
米国	2,013,655	3.4	0.2	1.8	51.8	11.4	—	100.0
全世界総額	13,671,585	5.5	0.3	0.7	43.3	4.3	29.2	100.0

(出所) IMF, *Coordinated Portfolio Investment Survey*, last updated, July 2011, Table 8.1 (<http://www.imf.org/external/np/sta/pi/detarsl.htm>) より筆者作成。

(注) 東アジア新興市場：中国、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、台湾、タイ。

EU 新興市場：ブルガリア、チェコ、エストニア、ハンガリー、ラトビア、リトアニア、ポーランド、ルーマニア、スロバキア、スロベニア。

ラテンアメリカ新興市場：アルゼンチン、ブラジル、チリ、コロンビア、メキシコ、ペルー、ベネズエラ。

EU15：オーストリア、ベルギー、デンマーク、フィンランド、フランス、ドイツ、ギリシャ、アイルランド、イタリア、ルクセンブルグ、オランダ、ポルトガル、スペイン、スウェーデン、英国。

一バルな地域配分を示している。EU は全体として世界最大の FDI 投資主体であり、その結果、ほとんどの地域で最大の投資主体となっているが、例外は東アジアである。域内投資の対 EU 投資全体に占めるシェアは同表の対角線上の欄で示され、EU における域内投資は全体の 7 割をしめ、地域統合効果を反映しているが、東アジアにおける域内投資は 39% と北米におけるそれ (21%) をはるかに上回り、EU に次ぐ規模に達していることがわかる。主役は日本の他、香港・韓国・シンガポール・台湾からの投資である。これに比べると、ラテンアメリカおよび欧州新興市場における域内投資はミニマルである。言い換えると、東アジア新興市場については、国際資本市場とのリンケージをみる場合、先進国・地域との関係のみをみただけでは不十分であり、投資主体として域内新興市場の役割に注目する必要があるということだ。

最後に、東アジア新興市場の国際資本市場とのリンケージを考える場合、

表2 対外直接投資の地域別配分 (2009年末)

受入地域	投資地域 (%シェア)											合計 (百万ドル)	
	EU	その他 欧州	北アフリカ	サブサハラ・ アフリカ	北米	中米	南米	ベルシヤ 湾岸	その他 中東	中央・ 南アジア	東アジア		オセアニア
EU	73.3	5.6	0.0	0.2	17.9	0.0	0.0	0.0	0.3	0.1	1.9	0.7	10,475,322.9
その他欧州	73.7	3.6	0.0	0.4	20.9	0.0	0.0	0.1	0.6	0.2	0.5	0.0	1,139,186.0
北アフリカ	70.6	5.8	0.0	0.0	21.4	0.0	0.0	0.7	0.0	0.7	0.7	0.0	74,811.2
サブサハラ・アフリカ	66.5	3.6	0.0	8.8	13.7	0.0	0.0	0.1	0.1	2.7	4.4	0.2	182,747.7
北米	59.8	6.6	0.0	0.2	21.1	0.0	0.0	0.0	0.5	0.1	8.8	3.0	3,083,587.0
中米	26.3	3.8	0.0	0.0	37.9	0.0	0.0	0.0	0.1	0.8	30.9	0.1	1,400,345.3
南米	58.1	3.4	0.0	0.1	33.6	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	4.6	0.0	525,818.2
ベルシヤ湾岸	56.5	10.6	0.0	3.5	15.0	0.0	0.0	7.7	0.1	1.0	5.7	0.0	88,871.6
その他中東	35.2	18.8	0.0	0.0	34.7	0.0	0.0	2.7	7.8	0.7	0.1	0.0	32,521.2
中央・南アジア	41.4	4.3	0.0	0.0	25.4	0.0	0.0	0.1	0.6	6.3	19.8	2.0	632,673.9
東アジア	31.3	2.3	0.0	1.3	24.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.6	39.1	1.2	1,100,531.5
オセアニア	32.8	4.7	0.0	0.8	34.8	0.0	0.0	0.0	0.0	1.4	12.5	13.0	361,287.2
その他	69.4	12.7	0.0	0.0	4.3	0.0	0.0	0.0	0.0	2.5	3.1	7.9	1,068,821.0
全世界合計	63.1	5.6	0.0	0.4	20.5	0.0	0.0	0.1	0.3	0.5	7.8	1.6	20,166,526.1

出所：IMF, *Coordinated Direct Investment Survey* (CDIS), Table 7-o, <http://cdsis.imf.org/> より，筆者作成。

外国資本フローに加えて注目しておかなければならないのは、公的外貨準備の動きである。1997年のアジア危機以降、東アジアを含む新興市場が巨額の公的外貨準備を積み増している事実に対してさまざまな論評が行われてきた<sup>7)</sup>。各地域とも、外貨準備増は、以前に比べて顕著であるが、なかでも東アジアはその規模と開始時期、増加速度において傑出している。加えて同地域では外貨スワップ協定がさまざまな国間の組合せで結ばれており、外貨流動性に関する手当は各国の外貨準備以上に手厚い。

以上、アジア危機以後の、東アジア新興市場と国際資本市場のリンケージの変容は、次のようにまとめることができる：

1. 外国からの資本フローについては、非債務フローである外国直接投資FDIが主役となったが、それは安定的かつ持続的であり、またその投資主体として新たに域内投資主体が重要な地位を占めることとなった。各国の資本開放政策や域内経済の持続的な産業化成長がその背景にあるものと思われる。

2. 銀行ローン・証券投資などの債務資本フローは資本市場の動向に敏感であり、しばしば景気循環を増幅するボラタイルな動きを示す。資本市場固有の不完全性がその背景にあるものと思われるが、そのなかで、あるいはそれゆえに域内投資のプレゼンスが高まっていることが注目される。

3. 危機以後の公的外貨準備の累積は、とくに東アジア新興市場が顕著であり、これらは資本市場ストレスに対する一定の防波堤の役割を果たしていると思われる。ただし、それが過剰であるのかどうかについては議論の余地がある<sup>8)</sup>。

これらの資本市場リンケージの変容は、グローバル金融危機の東アジア新興市場へのインパクトを次のように予想させる：

1. 外国資本フローの sudden stop など、第2のアジア危機が同地域を襲う可能性は小さい。いまや同地域の対外債務フローへの依存度は小さく、外貨準備は豊富である。ただし、欧州新興市場についてはそのかぎりでない。

2. 貿易におけると同様、資本フローについても、域内依存度の高まりが顕著であり、FDIについても証券投資についても韓国・台湾などの「旧新興

市場」が中国・ASEAN4などの「新新興市場」への投資主体として重要性を増している。これは情報コスト面で資本市場の不完全性を補う合理的な行動であり、「旧先進国」からの投資フローのボラティリティを緩和する要因となる可能性すらあるものと思われ、従来のように「北」＝「旧先進国」から「南」＝新興市場を含む発展途上国への資本フローだけをみてはとらえられない新たな現実の進展を意味している。

ここで湧く疑問の一つは、このような外国資本と国内金融の関係である。より具体的には、外資によるファイナンスが国内金融システムの機能とどのようにリンクしているのかであり、この点を次節以降でみてゆきたい。

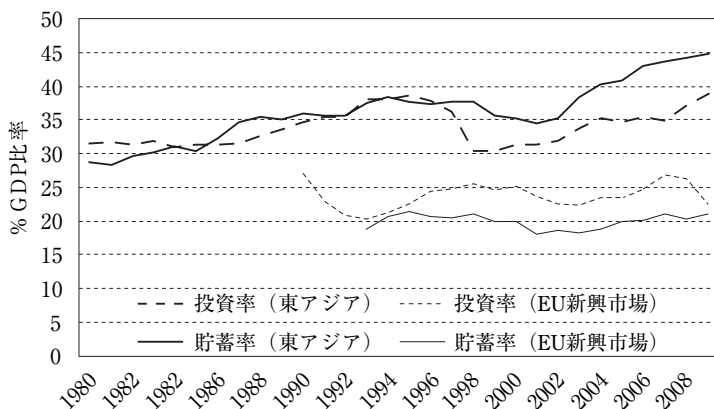
### 第3節 新興市場の金融発展

#### 1. 外資への依存度

まず最初に、経済成長に必要な要素蓄積のうち、ここでは資本形成を資金調達面で支えるうえで、外資がどの程度の重要性をもっているかをみる。そのために、投資と貯蓄のバランスの推移を観察しておこう。図3は、東アジアと欧州の新興市場の投資と貯蓄の対GDP比率の推移を示したものである。これによれば、東アジアでは、投資率・貯蓄率とも1980年代から1990年代にかけて上昇トレンドを示したが、1997年のアジア危機に直面して投資率が急落し、その後の回復も遅いことから、貯蓄率が投資率を有意に上回る状況が続いており、とくに2000年代半ばからはその差がむしろ拡大傾向にあることがわかる。もっとも貯蓄率・投資率ともにGDP比率で（地域平均）35～40%に達する水準の高さであり、加えて貯蓄率の上昇は著しく、ネットベースでみるかぎり、国内投資は外資＝海外貯蓄に頼らずとも国内貯蓄で十分まかなえる状況にある。

一方、欧州新興市場は東アジアとは対照的である。まず、投資率は貯蓄率

図3 貯蓄・投資バランス：新興市場地域別



(出所) World Bank, *World Development Indicators*, CD-ROM, 2011より筆者作成。

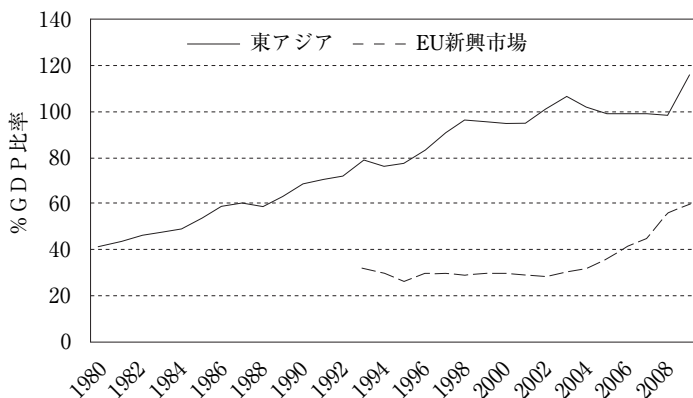
を継続して上回っており、この地域の投資率を維持するためにはネットベースで外資流入が不可欠である<sup>(9)</sup>。また、そもそも国内貯蓄率の水準自体がGDP比率で25%と、40%を超える東アジアのそれを欧州新興市場は大きく下回っている。もっとも、新興市場全体では欧州が例外なのではなく、逆に東アジアが例外的存在であるといえる。実際、ラテンアメリカ新興市場も貯蓄率は欧州と同程度であり、現行の投資率はネットで外資流入があることでかろうじて支えられている。

## 2. 国内金融システムの「深さ」

つぎに、これらの国内貯蓄がどのようにどの程度国内投資ファイナンスに用いられているのかをみてみよう。投資は、内部留保など自己資金による「内部金融」(internal finance)と借入・債券株式発行などによる「外部金融」(external finance)によってファイナンスされるが、通常、新興市場を含めて途上国の場合、外部金融では、証券市場に比べて、銀行など金融仲介機関の役割が最も重要である(次節で詳述する)。そこで図4は、金融仲介規模の指



図4 金融深化：民間部門信用



(出所) World Bank, *World Development Indicators*, CD-ROM, 2011より筆者作成。

標として銀行部門の対民間部門信用の GDP 比率の推移をみたものである。同図によれば、東アジアの金融仲介規模は1980年以降、強い増加トレンドを維持しており、アジア危機以降若干の停滞がみられるものの、その残高は地域平均で GDP に匹敵する規模となっている。これに対して、欧州新興市場の同指標は、2000年代半ば以降の急増によっても高々60%程度となっている。金融仲介規模、すなわち「金融深化」(financial deepening)の程度においても、東アジアは新興市場のなかでは例外的な存在であることがわかる。

以上から、国際資本市場とのリネージからみた、東アジアとその他の新興市場の対照的差異は次のように整理できる：

1. 東アジア新興市場の場合、外国資本フローへの依存度は他地域に比べてはるかに小さい。
2. 他方、国内金融システムの金融仲介機能についても、東アジア新興市場の金融仲介規模は他地域よりはるかに大きく、しかも持続的に拡大していて、「金融深化」が進んでいる。

これらの事実から、東アジアの国内金融システムは、アジア金融危機という逆風にもかかわらず、順調に発展してきているといえるのだろうか？ つ

ぎに、この問題を考えよう。

### 3. 東アジアの国内金融システム

外部金融による投資ファイナンスには次の三つの経路がある。すなわち、(1)銀行部門、(2)株式市場、(3)債券市場、である。Gill and Kharas [2007] は、東アジア各国について、1997年と2005年における、これらの経路の規模を残高(米ドル表示)と各国のGDP比率で表したもので比較し、この期間に各経路が比較的順調に金融仲介規模を拡大していると報告している<sup>(40)</sup>。ただし、問題なのは、これらの尺度が外部金融の規模、とりわけ民間部門への資源移転の規模を直接は表していないことだ。たとえば、銀行資産のなかには国債が含まれており、国債の大量保有は民間信用をクラウドアウトするだろう。同じことは債券残高についてもあてはまる。国債・公共債や中央銀行債は国内貯蓄を民間部門への移転プロセスから脱落させる。

そこで、表3は、危機前後から最近までの期間の東アジア7カ国(中国、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、台湾、タイ)および日本・米国について、民間部門への資金仲介の規模を直接測る尺度として、銀行については民間信用、債券については民間債券残高に注目し、公的債券残高は別掲したものである(各対GDP比率)。同表からいくつかの事実がわかる。

まず、2007年時点で1997年以上の民間信用水準(対GDP比率)を回復したのは中国・韓国だけである。他の5カ国の民間信用水準は危機後停滞しており、なかでも、インドネシア、フィリピン、タイの民間信用水準は1997年の半分程度に留まっている。つぎに、民間債券残高については、中国・韓国・マレーシアが比較的顕著に増加をみているが、それは民間信用の減少を相殺するにはほど遠く、インドネシア・フィリピンについては成長の兆しすらみえない。これに対して、公的債券残高は危機後、マレーシア・フィリピンを除く各国とも顕著に増大しており、これが民間信用のクラウドアウトの主因であることをうかがわせる<sup>(41)</sup>。

表3 民間部門への金融仲介：東アジア新興市場（GDP 比率）

国	年	民間信用	民間債券	公的債券	株式総額
中国	1992	0.83	0.03	0.03	0.02
	1997	0.94	0.03	0.04	0.17
	2002	1.19	0.08	0.12	0.34
	2007	1.07	0.15	0.29	1.32
	2009	1.27	0.19	0.36	
インドネシア	1992	0.44	0		0.07
	1997	0.54	0.02	0.01	0.28
	2002	0.18	0.01	0.26	0.14
	2007	0.23	0.02	0.17	0.41
	2009	0.23	0.02	0.19	0.74
日本	1992	1.74	0.4	0.43	0.74
	1997	1.85	0.46	0.55	0.63
	2002	1.1	0.47	1.05	0.56
	2007	0.97	0.39	1.6	1.06
	2009	0.93	0.37	1.72	0.98
韓国	1992	0.5	0.34	0.14	0.31
	1997	0.54	0.33	0.1	0.18
	2002	0.84	0.63	0.27	0.43
	2007	1.01	0.59	0.48	1.02
	2009	1.16	0.69	0.48	1.39
マレーシア	1992	0.87	0.18	0.45	1.29
	1997	1.39	0.4	0.25	2.02
	2002	1.2	0.53	0.35	1.29
	2007	1.01	0.55	0.36	1.56
	2009	0.93	0.61	0.36	2.11
フィリピン	1992	0.19		0.31	0.25
	1997	0.49	0	0.27	0.69
	2002	0.33	0	0.33	0.53
	2007	0.23	0.01	0.34	0.6
	2009	0.21	0.01	0.29	0.99
台湾	1992	1.22	0.14	0.07	0.52
	1997	1.38	0.22	0.11	0.94
	2002	1.19	0.24	0.21	0.94
	2007	1.32	0.24	0.28	1.81
	2009	1.37	0.21	0.29	2.3
タイ	1992	0.89	0.06	0.03	0.42
	1997	1.54	0.08	0.01	0.41
	2002	0.97	0.12	0.21	0.33
	2007	0.83	0.16	0.35	0.69
	2009	0.73	0.18	0.45	0.79
米国	1992	0.47	0.73	0.58	0.68
	1997	0.47	0.87	0.54	1.2
	2002	0.52	1.08	0.42	1.21
	2007	0.6	1.25	0.47	1.44
	2009	0.66	1.35	0.47	1.52

（出所） World Bank, *Financial Development and Structure Database* (<http://econ.Worldbank.org/WEBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTRESEARCH/>)  
より筆者作成。

要するに、Gill and Kharas [2007] の示す、銀行資産規模、債券残高の順調な成長は、銀行が民間信用を国債保有に代替し、公共部門が金融機関救済や財政赤字ファイナンスのために公共債を発行したことの結果にすぎず、銀行が順調に民間部門への金融仲介機能を回復し、同時に証券市場が民間部門の債券発行による資金調達という代替経路を提供した結果ではなかったということなのである。

とはいえ、国内金融システムの脆弱性にメスが入れたことも事実のようだ。実際、銀行の合併統合による最適規模の実現や公的資本注入や不良債権処理による銀行資本基盤の強化は一定程度実現され、また、非金融企業の「過剰債務」解消も一定の成果をあげている<sup>12)</sup>。社債市場の制度改革については必ずしもめざましい進展はないようであるが。

さらに、もう一つ注目すべき事実として、最近の企業貯蓄率の上昇が挙げられる。先進国・新興市場に共通して2000年前後から企業貯蓄率が上昇トレンドを示している<sup>13)</sup>。東アジアにおいても同じ現象が指摘できる。以前に比べ、企業部門は全体として配当として分配することなく、内部金融のために留保利潤を蓄積している。

以上より、アジア危機後の東アジア新興市場の国内金融システムを暫定的に評価すると次のようになる：

1. アジア危機後の国内金融システムの回復はいまだ十全とは言い難く、実物経済の回復および発展に比べると危機前の水準すら回復していないように思われる。
2. とりわけ、目立つのは信用市場の収縮と民間債券市場の発展の遅れである。
3. その結果、実物経済成長は、以前に比べ、金融システムによる外部金融ではなく、企業内・企業間取引である FDI（海外貯蓄）と内部金融（国内の企業貯蓄）によって支えられているといつてよい<sup>14)</sup>。

## 第4節 資本市場リスクとマクロ経済運営

本節では、アジア危機以降のマクロ金融リネージと金融深化プロセスに関する以上の観察をふまえて、グローバル金融危機で拡大した資本市場リスクに対する、東アジア新興市場のマクロ経済運営について考察する。

### 1. 政策課題

東アジア新興市場のマクロ経済政策当局にとっての政策懸念材料は、短期・中期・長期の三つの側面にかかわる。第1に、短期の為替レートと資本流入の動向だ。グローバル金融危機による資本市場リスクの拡大とその結果としての市場収縮は、国際資本フローをきわめて不安定なものにしている。「質への逃避」(flight to quality)をするにも行き場を失った国際資本フローは、いまや唯一の成長軸となった感のある東アジアなど新興市場を格好の行き場とする可能性が大きい。とはいえ、全般的にリスク回避度が高まっているために、わずかなニュースに振り回される状況が続いている。したがって、当面は sudden stop や資本流出どころか、資本流入による為替レートの上昇が実物経済を揺るがすおそれが大きい。

第2に、景気循環面では、国際景気循環の動向が懸念材料だ。先進国の景気回復のスピードはどの程度なのか、米国が金融緩和から脱するとき資本の流れは大きく変わるのか、中国や東アジア新興市場がインフレやそれに対する金融引き締めを余儀なくされる可能性はどうか、その場合、国際資本フローは循環を増幅する方向に働く可能性は大きいのか、などがポイントだ。

第3に、金融システムについては、アジア危機後の国内金融システムの課題、すなわち金融非仲介(financial disintermediation)と高い国内貯蓄率、そして停滞的な国内投資と消費が懸念材料だ。「グローバル・インバランス」に対して東アジア新興市場は国内需要へのリバランスを余儀なくされている

が、貿易・産業構造は最終需要を欧米向け輸出に依存しており、欧米先進国市場の停滞が長引くようであれば、リバランスの実現も危うい。というのも、ここまでの高成長が今後も継続してこそ、国内需要へのリバランスが可能になるからである<sup>15)</sup>。

以上、予想されるボラティルな為替レートと国際資本フローに対処するためには、国内政策だけではなく、地域協力の枠組みについても中期的な政策枠組みの見直しが求められる。

## 2. 政策枠組：金融政策レジーム

まず、国内政策、なかでも金融政策レジームの立場からは、「マクロ・ブルーデンシャル政策」(macroprudential policy)<sup>16)</sup>と外貨準備および対外債務管理政策を検討する必要がある。前者は、マクロ政策、とりわけ金融政策と金融システム健全性を同時に配慮するものであるが、その際一つの新しい課題は名目アンカーとして為替レート、(生産物価格)インフレ、資産価格インフレのいずれに、どの程度のウェイトをおくかである<sup>17)</sup>。これまでは、生産物価格インフレをコントロールすれば、よしとされてきたが、低インフレが常態となるに及んで、為替や資産価格のボラティリティが景気循環に及ぼす影響が無視できないものになってきている。常套的には、資産価格を名目アンカーの一つにするとところまでは不必要であるとされる(たとえば、IMF [2009: 116])がどうであろうか。実際、金融市況指数 FCI を用いた分析では、資産価格変動が実物経済の景気循環に与える影響はきわめて大きく<sup>18)</sup>、経済安定化という政策目標の原点に立ち戻れば、素朴なインフレ目標型レジームの大幅な見直しが急務であるように思われる。

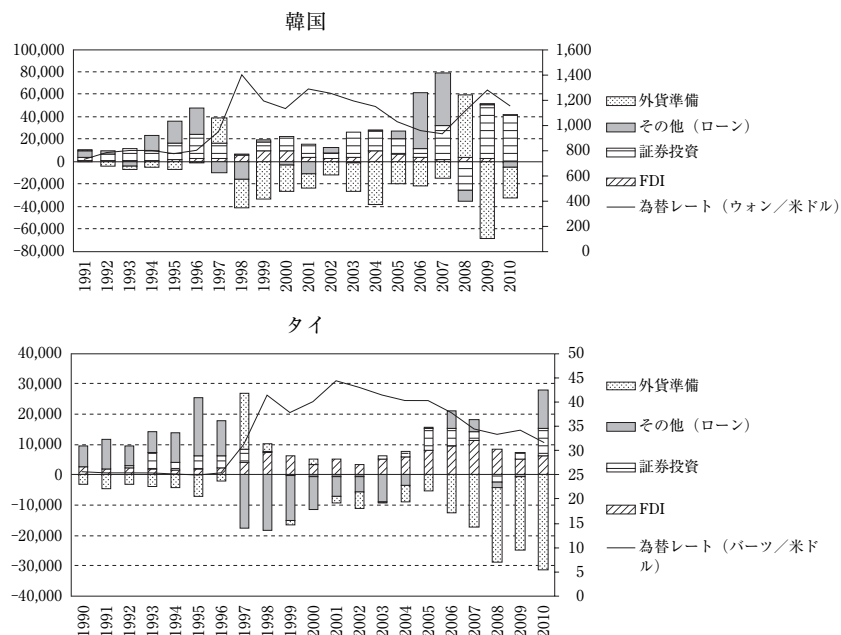
他方で、外貨準備および対外債務管理政策も潜在的に重要な役割を果たす。東アジア新興市場の外貨準備蓄積が過剰かどうかをめぐって多くの議論が戦わされてきたことはすでに述べた。original sin から逃れられない以上、対外債務危機の可能性があるわけであり、為替安定を重視するのであれば、対外

債務管理と万に備えた外貨準備蓄積は欠かせない。この点、図5はリーマン・ショック時の韓国とタイの対照的なマクロ経済状況を示している。

韓国への外資はアジア危機後も FDI 受入が比較的少なく、証券投資が主体で、リーマン・ショック直前には銀行借入が急増していた。同ショックで典型的な sudden stop が生じると、大規模な外為介入にもかかわらず、急激なウォン安に歯止めをかけることができなかった。図5は、以上の展開を鮮やかに示している。他方、アジア危機後、タイへの主たる外資は FDI となった。リーマン・ショック直前には証券投資・銀行借入も増えたが、同ショックでそれらが逆転に転じ、通貨パーツも多少減価したものの、FDI は堅調に推移して通貨危機に陥ることはなかった。

これまで、債務管理政策、あるいは「資本規制」は資本自由化を標榜する

図5 為替レート・外貨準備・資本フロー構成 (左軸：百万ドル, 右軸：対ドル・レート)



(出所) IMF, *International Financial Statistics*, CD-ROM より筆者作成。

国際機関や主流派エコノミストからつねに疑問視されてきた<sup>(19)</sup>。にもかかわらず、アジア危機から始まった1997～1998年の新興市場金融危機の際のチリやマレーシアにおける資本規制政策が一定のマクロ安定化効果をもったことはよく知られている。実際、ボラタイルな資本流出入が国内信用市場リスクを増幅し、その結果、国内金融システムを不安定化する弊害に対して、流入規制が少なくとも対外債務構成に影響を与えることによって新興市場のマクロ金融安定化に寄与することは、今回の韓国とタイの対比からも類推される<sup>(20)</sup>。

### 3. 政策枠組：地域金融協力

つぎに、通貨危機は周辺国にも contagion を引き起こすことから、地域協力の枠組みも必要と考えられている。いわゆるチェンマイ・イニシャティブ(CMI)は、外貨流動性の相互融通・マクロ政策対話・資本流入の監視からなる地域的政策枠組みであるし、他方、アジア債券市場イニシャティブ(ABMI)は域内に域内通貨建て債券市場を育成しようとする地域協力の枠組みである。前者は危機予防と危機管理の両面において地域セーフティネットを作り上げる試みであり、いわば、地域レベルのマクロ・プルーデンシャル政策の枠組みとみなせる。後者は、域内通貨建て債券発行を容易にすることによって、主要国通貨の為替変動の影響を受けない国際資金調達を可能にし、国際資本市場における original sin の問題から免れることと地域協力の枠組みで債券市場の制度整備を促進することの一石二鳥をねらったプログラムである。

もっとも、前者のCMIについては、今回の危機までの経験では、融通スキームはそれ自体、IMFとの協調融資条項や国際資本市場に対してマイナスのシグナル効果を内包するために、必要なときには利用がためらわれるという基本的矛盾があり、「最後の貸し手」機能の有無が疑問視されてきている。実際、今回の危機についてもCMIだけでなく、いくつかの二国間スワ



ップ協定が締結されたものの実効性には疑問符がつけられている<sup>(21)</sup>。また、為替安定目標自体も、主要国通貨間の為替レート変動に対してCMIは無力であり、域外取引における為替安定には寄与が期待できない。

後者のABMIについても、そもそも各国国内市場で金融非仲介が進行しており、それを代替する債券市場の整備・発展のモメンタムも強くないのが現実である。民間企業部門は外部金融よりは内部金融を強化しており、外資系企業は本国との企業内金融のパイプを強化しているのがもう一つの現実である。加えて投資率自体がマクロでは低迷しており、債券発行による投資ファイナンスに対する民間ニーズそのものがABMIを前進させるモメンタムに欠けているのではないと思われる。

#### 4. 政策枠組：国内金融システム

最後に、長期的な金融システム進化の方向について触れる。「証券化」は、銀行部門による金融仲介がベンチャーキャピタルなどリスク投資に対するファイナンスの能力に欠け、それを補完かつ代替するものと強調されてきた（たとえば、Gillis and Kharas [2007: 222-224] 等）。そのため、金融発展の研究文脈においても、大陸欧州や日本といった銀行型（bank based）か英米アングロの市場型 market based かという二分法が、前者が後者よりリスク回避的だとみなされて、よく用いられてきた。しかしながら、資本市場リスクの高まっている現時点ではもちろんのこと、平常時においても資本市場が将来を見通せるという「フィクション」は怪しい。それどころか、市場は短期的には群衆行動をとり、またその予想は、しばしば、将来を過去および現在の延長線上に描く、外挿的（extrapolative）なものである。よい例は資産市場バブルで、自己実現的期待はこれまでも数々のバブル崩壊を引き起こしてきた。

リスク投資機会に関する情報は、もともと実際の投資主体にすらその実現性は不確実なのであり、ましてや第三者がさまざまな間接情報からそのリスクを価格付けすることは投資主体以上に難しい。投資機会情報はそもそも個

別の特種であり、共通化標準化できるのはそのごく一部に限定されると承知しておくべきである。この意味で、無条件な「証券化」の流れが今回のグローバル金融危機で見直されるのは当然である。

しかしここで、さらに興味深いのは、2000年代から始まった企業貯蓄率の上昇、すなわち内部金融への回帰現象である（IMF [2006]）。この現象が一時的なものでないとするならば、それは、FDIや留保利潤率の上昇は投資機会を最もよく知るものが自己資金でファイナンスする傾向を高めていることを示唆している<sup>22)</sup>。また、企業活動の国際化により、FDIが企業金融の一部を担っているだけではなく、ちょうど企業内貿易が国際貿易の相当部分を占めるように、企業内金融が国際金融の相当部分を占めている。多国籍企業は、いまや新興市場の企業活動の相当部分を占めており、その結果、新興市場の企業金融の相当部分を占めている。加えて、有力な新興市場企業自身が多国籍企業化し、あるいは同予備軍化しており、これらの高成長企業は国内金融システムへの依存度を低下させているものと思われる。

## 第5節 おわりに

以上のことから、今後の政策課題は、従来の国内および地域協力枠組みにおけるさまざまな努力を継続的に量的拡大を図るよりは、質的に転換させることではないかと思われる。

マクロ金融政策レジームについていえば、インフレ目標や為替安定といった単一目標による政策運営を見直し、複数の名目アンカーを明示的に考慮しつつ伸縮的なマクロ政策を模索してゆくことが求められている。その場合、資産価格動向を継続的にモニターし、物価、為替も含めた複合名目アンカーを設定しながら、政策波及メカニズム自体の構造変化も視野に入れるといった高度に裁量的な政策をとる必要がある。

対外債務の適切な管理を伴わない、外貨準備蓄積の通貨危機予防あるいは

通貨安定実現に対する実効性は大きい疑問である。今回の危機においても、韓国を筆頭に東アジア新興市場の為替レートはかなりのボラティリティを示しており、それは必ずしもマクロ・ファンダメンタルで説明できるようなものではなかった。このことは、外貨準備蓄積のみの効果は限定的なものであったことを意味する。

地域金融協力の枠組みも再考を迫られている。CMIの「最後の貸し手」機能は不全であったし、ABMIも、国内ですら債券市場育成が市場ニーズにそぐわない状況では「笛吹けど踊らず」状態なのも無理はない。そもそも、域内通貨間だけの為替安定の重要性は限定的なのであり、他方で共通通貨を模索するには各国の対外取引構造やマクロ経済構造は多様に過ぎる<sup>23</sup>。また、情報不完全性はもともと資本市場に内在する本質的な問題であり、ルールの整備に対するニーズが既存金融部門の現状維持志向を突き崩すほど強くないかぎり、国内債券市場の成長すらおぼつかないのである。ましてや、地域レベルの債券市場発展が先行するなどというシナリオは絵空事に近いのではないか。

最後に、「証券化」は新興市場の長期的な金融システム進化の方向とは限らない。銀行部門による金融仲介がリスク投資能力に欠けているとしても、証券化はそれを補完できても、代替できるのだろうか。証券市場における期待形成は基本的に外挿的（extrapolative）なものであり、また、しばしば自己実現的群集心理に支配される。リスク投資機会は本質的に不確実性に満ちているのであり、そもそも個別的・特殊的であり、共通化・標準化の余地は小さい。

むしろ、注目すべきなのは、2000年代から始まった企業部門における内部金融への回帰現象である。FDIや留保利潤率の上昇は投資機会を最もよく知るものが自己資金でファイナンスする傾向を高めていることを示唆している。また、企業活動の国際化により、多国籍企業の企業内金融が国際金融の相当部分を占め、かつ、新興市場の企業金融の相当部分を占めている。加えて、東アジアなどの有力な新興市場企業自身が多国籍企業化しており、これらの

高成長企業は国内金融システムへの依存度を低下させているものと思われる。もしそうだとすれば、見かけ上、あるいは規模でみた金融非仲介や債券市場の停滞は、その流れの一環であり、憂慮すべきこと、解決を図るべきことではなく、新興市場における金融システム発展の今後の方向を指し示す証拠だと理解すべきなのかもしれないのである。

〔注〕

- (1) 本章は、高阪〔2011〕を大幅に加筆・修正したものである。
- (2) 「マクロ金融リンケージ」とは、国際資本移動（対外資産・債務保有）にともなう各国金融資本市場の連関（リンケージ）、すなわち、各国の資産価格（金利、株価、債券価格、為替レートなど）の連動と、その結果としての各国マクロ経済変動（景気循環）の連動を総称している。1980年代以降、とりわけ、1990年代以降の資本移動活発化（対外資産・債務の増大）は、それにかかわる各国の資産価格水準だけでなく、そのボラティリティ（変動性）の連動性も高め、その結果、実物ショックによるものだけでなく、今回のように金融ショック（バブル崩壊）によるマクロ経済の景気変動の同時化（シンクロナイゼーション）をもたらしている。
- (3) 伝統的な新古典派経済学によれば、典型的な発展途上国は資本不足国であり、したがって資本の限界生産性が高いために、資本が豊富で限界生産性の低い先進国から資本を受け入れ、経常収支赤字国になると考えられる。IMF〔2008: Chapter 6〕によれば、両地域の対照性の一部は、まず通常の構造的要因、すなわち、欧州新興市場の場合、大幅な経常赤字は金融部門の自由化とEU加盟がその成長期待を高めた結果であること、アジア新興市場については、金融および資本勘定自由化が不十分なことや政治構造が多様であることが成長期待を小さくしているとする。ただし、アジアの為替安や巨額の外貨準備蓄積と経常黒字の関係はうまく説明できていない。
- (4) IMF（2009, Chapter 4）のFigure 4.3は、これら二つの危機における資本フロー逆転と産出水準の持続的なトレンドからの乖離を典型的に示したものである。80年代のラテンアメリカ危機は、1970年代後半の外資流入の高まりが、第2次石油ショックによる先進国経済の停滞と米国の金融引き締め政策への転換とともに、1982年のメキシコの債務不履行が引き金となって sudden stop が周辺国に飛び火（contagion）したものである。他方、1997年のアジア経済危機では、タイバーツの通貨危機が引き金となって sudden stop が周辺国に飛び火し、対外短期債務水準の高かった国ばかりか、金融システムの健全な香港までもが通貨投機にさらされることとなった。いずれの場合も、急激で大量の資本流出によって実物経済は大きな打撃を受け、産出水準は相当期間にわたって低下を余儀なくされた。
- (5) 金融発展の分野では、一般に外銀参入は先進的な金融ノウハウの外部経済効果を通じて途上国の金融発展に寄与すると論じられてきた。欧州新興市場の場合もその例外ではないが、外銀の活動が受入国とは独立な、その本国の状況に左右される場合、たとえば今回の危機のように本国の金融崩壊によって信用収縮を余儀なくされ、それが

途上国に波及する場合、外銀の存在は負の外部効果をもたらす。

欧州新興市場は旧社会主義中央計画経済であったため、もともと地場金融システムが脆弱であり、外銀の参入がなければ国内金融システムそのものが機能せず、そのため外銀は圧倒的なプレゼンスを示すこととなった (Detragiache et al. [2006])。これとは対照的に、東アジアの一部ではアジア危機後、外銀参入を緩和したが、もともと東アジア新興市場では地場金融システムのプレゼンスが圧倒的であり、その結果、参入規制緩和の後もその状況に基本的な変化はなかった。

- (6) 債券投資についても、規模こそ小さいが、同様の変化を見いだすことができる (高阪 (2011))。
- (7) アジア危機以後の東アジア新興市場の外貨準備蓄積は歴史的にも他国と比べても突出している。従来議論では、外貨準備蓄積の動機は大きく二つあり、一つは通貨危機対策としての予備的動機に基づく自己保険、もう一つは、為替安によって国際競争力を維持しようとする重商主義 mercantilism だ。Aizenman et al. [2011] は、これらに加えて、為替レート安定化がもう一つの動機だとしている。
- (8) Jeanne [2007] は、大幅な外貨準備蓄積は東アジア新興市場に集中しており、その額は予備的動機に基づく理論モデルで説明できる水準を大幅に上回っていると論じている。
- (9) 欧州新興市場の国際資本市場とのマクロ金融リネージに関しては、グローバル金融危機以前には、経常収支赤字が成長を促進し、先進国との所得キャッチアップ (収束) に貢献しているという議論 (Abiad et al. (2007)) もあったが、危機後の文献 (Fabrizio et al. (2009)) はトーンダウンし、金融統合のリスクへの警戒が語られ、国際機関内部で風向きが変わってきていることを垣間見せている。この種の「変節」は今に始まったことではないが。
- (10) 銀行部門については資産規模で測る。それによれば、規模は地域平均で1997年の95%から150%と約50%の増加をみている。株式市場と債券市場は、それぞれ、市場価額と残高で測る。株価総額は地域平均で37%から71%へとほぼ倍増、債券残高は同18%から40%へと倍増を上回る。もちろん、地域平均の動きは個別国の動きとは別であり、銀行資産規模については、中国・フィリピン・タイの伸びは地域平均を下回り、マレーシア・フィリピンの株価総額や債権残高の伸びも地域平均を下回るなど、国ごとの差はかなり大きい。
- (11) ここでは詳述できないが、日本の金融伸縮小は東アジア新興市場以上だ。民間信用水準は半分に収縮し、民間債券も縮小する一方で、公的債券残高は20年足らずでGDP比率で4倍増だ。米国がこの間、住宅市場バブルのもとではあるが、民間信用、民間債券ともに順調に拡大しているのと好対照をなしている。
- (12) Gill and Kharas [2007: 217] によれば、銀行部門は再編・資本強化で健全化し、健全性規制・監督が強化され、企業部門も借入を減らし、バランスシートを改善し、また、銀行は消費者金融本格化など、収益基盤を拡張している、とされる。
- (13) 先進国については、とくにITバブル崩壊後、企業貯蓄率の上昇が共通してみられる。IMF [2006: Chapter 4] は、これは1990年代の過剰な債務および資本形成を調整するための一時的な現象ではなく、構造化の結果である可能性を示唆している。

また、中国など東アジア新興市場についても企業貯蓄率は最近上昇傾向を示してい

る。とくに、中国については、国有企業における配当率の低さ、それを可能にしている企業統治の脆弱性が論じられることが多い。これに対し、Bayoumi et al. [2010] は、中国についても企業貯蓄率が高い原因の一部は先進国などと共通の要因によるグローバルな現象であると論じている。

- (14) もっとも、金融システムの停滞という意味ではラテンアメリカ新興市場も同様な状況にあり、すでに述べたように、後者にあつては、金融システムの規模と水準が東アジアよりはるかに低いといえる。また、グローバル金融危機で sudden stop に直面している欧州新興市場の国内金融システムの現況はアジア・ラテンアメリカどころではなく、今から「失われた10年」に直面する可能性もある。この点は、バルト諸国とハンガリー・ルーマニアが顕著であり、資本流入（銀行ローン）・国内信用ともに大きくマイナスに陥っている。
- (15) Pula and Peltonen [2009] は、生産ネットワークが深化する東アジアの貿易・産業構造からその国際経済連関の程度を国際産業連関表を用いて精査し、東アジアは貿易額が示すほどは海外経済に依存してはいないが、同地域の生産ネットワークの発展は欧米先進国とのリンケージを深化させていることを示している。だとすれば、欧米の不況は確実に東アジアの成長を鈍化させる。他方、家計所得の伸びはGDPほどではないことから、中国を筆頭に地域全般にわたって民間消費は国内需要項目への相対的貢献が縮小気味だ。Prasad [2010] は、中国の消費低迷は家計貯蓄率の上昇と裏腹であり、改革開放後の社会セーフティネットの喪失にもかかわらず、家計の国内金融資本市場へのアクセスが制約されているなど、家計面から国内需要を拡大するためには金融制度改革が必要であると論じている。結局のところ、対外インバランスの調整は国内需要へのリバランスではなく、所得収縮によって実現されることになるだろう。
- (16) 「マクロ・プルーデンス政策」は、金融システムの健全化とそのマクロ経済との関連に注目する政策枠組みの総称であり、1970年代からBISなどで用いられていた用語。ただし、その定義は時期ごとに定まっていたわけではないようだ。
- (17) 先進国の金融政策レジームは金融政策の dynamic inconsistency、中央銀行の独立性、名目アンカーを軸とする理論モデルで議論されてきた。これに対し、新興市場は国際経済では price taker にすぎず、また、original sin から為替レートを名目アンカーとしたが、1990年代の金融危機以後はインフレ目標へのシフトがみられるものの、情報の非対称性、貸倒リスク、モラルハザード、制度の不完全性などから、先進国モデルとは別の枠組みで議論する必要があると思われる。しかしながら、今回のグローバル金融危機は国際資本市場の不完全性を露わにしたことから、Frankel [2010] は、先進国自身も同じモデルで金融政策レジームの構成を考えるべきだと指摘している。
- (18) FCI (Financial Condition Index) は、長短金利・株価・為替レート・信用市場など、複数の資産価格変動が景気変動に与える影響を総合的にとらえる指標であり、多様な資産市場チャネルを通じたマクロ金融リンケージの数量的効果を明らかにすることができる。たとえば、日本の場合、1990年代初頭のバブル崩壊は金融要因による景気後退の例として知られるが、FCIを用いた分析によれば、今回のグローバル金融危機における景気後退に果たした金融チャネルの役割は同程度に大きかったとされる(Shinkai and Kohsaka [2010])。



- (19) いわく、効果を分析する標準的な枠組みが存在しない、実際の規制手段や実行時期が多様であり、同じ土俵で議論しにくい、政策目標との関係が複雑で成果の評価が困難である、実証方法や結果も多様であり、評価が分かれている、などが指摘されてきた。
- (20) 最近ではIMFエコノミスト自身も資本規制のマクロ金融安定化効果をサポートしている (Qureshi et al. [2011])。
- (21) Aizenman et al. [2011] はスワップラインが予備的動機に基づく外貨準備蓄積を代替するかどうかを国横断分析によって推計し、代替効果は外貨準備の規模に依存し、限定的なものにすぎないとしている。また、2カ国間スワップラインの実現性はきわめて限定されており、米国連銀などクレディビリティの高い主体と明確なマクロ安定性をもつ新興市場との組合せで、かつ、ライン供与主体 (例えば米国) と相手国の間に密接な権益 (米銀のプレゼンスなど) が存在しているという条件が整った場合に限られるとしている。ここでもまた、スワップラインが実現するためには、スワップラインが不必要となるような条件が必要であるという基本的矛盾があることがわかる。
- (22) Bates et al. (2009) によれば、米国企業の現金保有比率 (対総資産) は1980年以降、明確な上昇トレンドを示しており、それは金融リスクの高まり、資本支出の低下と研究開発支出の増加に対応する構造的な変化に基づき、新興高成長企業で著しい。各国における企業貯蓄率上昇が同じ構造的要因に基づくものであるとすれば、先進国の多国籍企業のみならず、新興市場の多国籍企業についても同様の変化を想定することは自然な解釈だろう。
- (23) もっとも、現行の金融政策波及メカニズムを前提にテイラールール・タイプの共通金融政策を採用した場合、現実のEUコア経済と仮想的な東アジア新興市場のマクロパフォーマンスに有意な差はないというシミュレーション結果が報告されている (Hsu and Kohsaka [2010])。

## 〔参考文献〕

### <日本語文献>

高阪章 [2011] 「マクロ金融リネージと金融深化——東アジアの視点——」 (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 25-44ページ) ([http://www.ide.go.jp/Japanese/Publisj/Download/Report/2010/pdf/2010\\_421\\_01.pdf](http://www.ide.go.jp/Japanese/Publisj/Download/Report/2010/pdf/2010_421_01.pdf))。

### <外国語文献>

Abiad, Abdul, Daniel Leigh, and Ashoka Mody [2007] "International Finance and Income Convergence: Europe is Different," *IMF Working Paper*, WP/07/64, March.

Aizenman, Joshua, Yothin Jinjarak, and Donghyun Park [2011] "International reserves and swap lines: Substitutes or complements?" *International Review of Economics and Finance*, Vol. 20, Issue 1, Jan. pp. 5-18.

- Bates, Thomas W., Kathleen M. Kahle, and Rene M. Stulz [2009] "Why Do US Firms Hold so Much More Cash Than They Used to?" *Journal of Finance*, Vol. 64 Issue 5, pp. 1985–2021.
- Bayoumi, Tamim Bayoumi, Hui Tong, and Shang-Jin Wei [2010] "The Chinese Corporate Savings Puzzle: A Firm-Level Cross-Country Perspective," *NBER Working Paper* 16432, October.
- Detragiache, Enrica, Thierry Tresselt, and Poonam Gupta [2006] "Foreign Banks in Poor Countries: Theory and Evidence," *IMF Working Paper* WP/06/18, January.
- Fabrizio, Stefania, Daniel Leigh, and Ashoka Mody [2009] "The Second Transition: Eastern Europe in Perspective," *IMF Working Paper*, WP/09/43, March.
- Frankel, Jeffrey A. [2010] "Monetary Policy in Emerging Markets: A Survey," *NBER Working Paper* 16125, June.
- Gill, Indermit, and Homi Kharas [2007] *An East Asian Renaissance: Ideas for Economic Growth*, Washington, D.C.: World Bank.
- Hsu, Hsiufen, and Akira Kohsaka [2010] "Common Monetary Policy in East Asia? Counterfactual Experiments of its Implementation," Paper presented at the JSPS EU-Japan Joint Workshop, Catholic University Leuven, Belgium, January 29–30, 2010.
- IMF [2006] *World Economic Outlook*, April.
- [2008] *World Economic Outlook*, October.
- [2009] *World Economic Outlook*, April.
- Jeanne, Olivier [2007] "International Reserves in Emerging Market Countries: Too Much of a Good Thing?" *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 2007, No. 1, pp. 1–55.
- Prasad, Eswar S. [2009] "Rebalancing Growth in Asia," *NBER Working Paper* 15169, July.
- Pula, Gabor, and Tuomas A. Peltonen [2009] "*Has Emerging Asia Decoupled? an Analysis of Production and Trade Linkages Using the Asian International Input-Output Table*," Working Paper No. 993 Frankfurt am Main: European Central Bank.
- Qureshi, Mahvash S., et al. [2011] "Managing Capital Inflows: the Role of Capital Controls and Prudential Policies," *NBER Working Paper* 17363, August.
- Shinkai, Jun-ichi, and Akira Kohsaka [2010] "*Financial Linkages and Business Cycles of Japan: an Analysis Using Financial Conditions Index*," OSIPP Discussion Paper, DP-2010-E-008, Osaka: Osaka University.