

## 国際資金移動と東アジア新興国の経済構造変化



## 序 章

# 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

### はじめに

本原稿執筆時点において東アジア諸国は、2008年9月のリーマン・ショックに端を発した世界的な景気後退の影響をうまく乗り切ったように見える。当初は、貿易の急激な落ち込みと、海外資金の流入停止（あるいは流出）のダブルパンチにより、経済に深刻な悪影響が発生した。しかし、各国における大胆な景気刺激策などが功を奏し、経済の回復基調が明確となっている。

これは、10年ほど前のアジア通貨危機とは大きな違いである。

この20年程度の間、東アジアの新興市場諸国を取り巻く経済環境は大きく変化してきた。大きな節目となったのは1997～98年のアジア通貨危機である。

アジア通貨危機は、さまざまな面で東アジア諸国の経済と経済政策に影響を与えた。もっともはっきりとしているのは、経常収支赤字を資本収支の黒字（資本の流入）によってファイナンスするという、危機以前のマクロ経済構造の転換である。危機後のマクロ経済構造は、経常収支の黒字と外貨準備の増大という慎重なものに一変した。

また、危機の主要な原因がどうかについては議論が分かれるものの、危機の背景として金融部門をはじめとした経済構造の問題が指摘され、各国各様ながら金融改革や経済構造改革への取り組みが行われた。

本書においては、東アジア諸国を取り巻く国際資金移動の変化という大きな流れとの関連で、各国の経済政策と経済システムの変容を詳細に検証する。ただし、東アジアとひと口にしても、各国における経済状況や政策対応には、かなり大きなばらつきがある。本書では、こうした個別性にも目を向け、個別国に特有の問題や政策課題を提示することにも注意を払った。

ところで、国際資金移動を狭く解釈すると金融取引にかかわるものに限定され、これは国際収支における資本収支に該当する（および、外貨準備増減）。しかし、本書では、これをやや広く捉えており、たとえば第4章では出稼ぎ労働者の送金（経常収支に含まれる）も取り扱う。さらに第3章では、政府開発援助を中心とする公的資金フローを取り上げるが、そのなかには（やはり経常収支に含まれる）無償贈与も入っている。これらの項目に対して国際収支の分類法を杓子定規に適用して、国際資金移動の分析対象から除く必要はないと考えるからだ。このように、本書では「国際資金移動」を、資本移動を含むより広い意味で使用する（同様の意味で「国際資金フロー」という表現を使う場合もある）。

第1節では、各章を理解するうえで押さえておきたい最小限の概念について、簡単に説明しておきたい。これらの概念をよくご存じの方は読み飛ばしていただいて結構である。第2節では、大まかな経済の変容について、いくつかの観点から概観する。具体的には、アジア通貨危機が各国の経済成長に与えた影響、金融グローバル化と開発途上国、外貨準備と開発途上国といったテーマを扱う。第3節では、本書の各章の要旨を紹介する。

## 第1節 いくつかの基本的概念について

### 1. 国際収支

国際収支（balance of payments）は、大きく経常収支、資本収支、外貨準備

増減に分かれる。

便宜上、逆順に説明すると、外貨準備増減は「通貨当局（ほとんどの国では中央銀行）の外貨準備にかかわる取引の収支」である。資本収支は、「外貨準備増減以外の国境を越える金融取引の収支」である。最後に、経常収支は外貨準備増減と資本収支以外のすべての国際取引の収支であるであるが、より手短に「金融取引以外の収支」とすることができる（実際には、これらに加えて誤差脱漏という項目もある）。

いくつか例を挙げると、貿易（輸出、輸入）、配当・利子の支払いと受け取り、旅行者の支払いなどは経常収支に含まれる。直接投資、証券投資（株式、債券）、銀行融資などは資本収支に含まれる。

国際収支には、貸し方と借り方の区別があり、本国からみて支払いを伴う取引は借り方に、受け取りを伴う取引は貸し方に記載される（厳密な説明はもっと複雑）。原則として貸し方にはプラスで、借り方にはマイナスで計上され（資本収支と外貨準備増減においては例外あり）、貸し方と借り方を合算したものが収支となる。これに関連して、次のような点に注意が必要である。

① 輸出はプラスで輸入はマイナス、②対内投資や借入れはプラス、対外投資や貸し付けはマイナス、③外貨準備減はプラス、外貨準備増はマイナス、となる。最初の輸出入の扱いについては異論は少ないと思うが、2番目と3番目の扱いについては混乱しがちなので、もう少し説明しておきたい。

②については、とくに借入れがプラスで貸し付けがマイナスという点が気になるかもしれないが、前述の支払いと受け取りの基準で判断するのが原則である。借入れの際には、本国が資金を受け取る側となるので、これは貸し方に記載されプラスとされることになる（反対に、借入れの元本を返済した場合にはマイナスとなる。これは、本国が支払う側となるからだ。ただし資本収支の場合は、貸し方に置いたままマイナスを計上する。この点は、さらに注意を要する）。

③ ついても、②と同様に考えることができる。外貨準備増の場合には、通貨当局が外貨準備という資産を買い増すと考えれば、本国は支払い側であ

表1 国際収支

	説明	例	注意点
経常収支	金融取引以外の収支	貿易（輸出・輸入）、配当・利子の支払いと受け取りなど	輸出はプラス、輸入はマイナス
資本収支	国境を越えた金融取引の収支（外貨準備増減は除く）	直接投資、証券投資（株式・債券）、銀行融資など	対内投資（借り入れ）はプラス、対外投資（貸し付け）はマイナス
外貨準備増減	通貨当局の外貨準備にかかわる取引の収支	金、IMFの特別引出権（SDR）、外国の国債などの保有（と売却）	外貨準備減はプラス、外貨準備増はマイナス

（出所）筆者作成。

（注）（1）経常収支、資本収支、外貨準備増減の合計はゼロになる（ただし、データ補捉が完全でないため、実際には誤差脱漏という項目を加えてゼロとなる）。

（2）自国側が対価の受け取り主体となるときにプラスで計上し、支払い主体となる場合にマイナスで計上する。

るからマイナスで計上される（貸し方に外国通貨当局の取引、借り方に自国通貨当局の取引）。

ところで、資本収支がプラスの状況を「資本流入」、マイナスの状況を「資本流出」と呼ぶ。単純に考えるために金融取引がすべて貸し借りのみであったとすると、資本流入は国全体として借り入れ超過、資本流出は貸し付け超過の状態と考えることができる。

以上の要点を表1に示したのでご参照いただきたい。

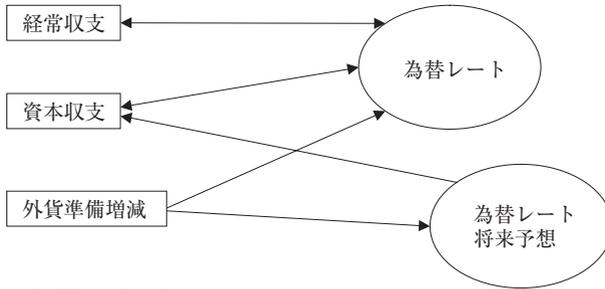
## 2. 国際収支と為替レート

国際取引において、自国側の支払いは自国通貨安に、受け取りは自国通貨高の要因となる。たとえば、輸入（支払い要因）に伴って外貨を調達する必要があるが、これは外貨の価値を高める。

よって、輸出超過（経常収支黒字）、資本流入（資本収支黒字）はいずれも自国通貨高の要因となる。同様に、外貨準備減も自国通貨高の要因である。

ただし、因果関係としては、入り組んでいることにも注意。たとえば、自

図1 国際収支と為替レート



(出所) 筆者作成。

国通貨高は輸出を減らし、輸入を増やす効果がある。よって、輸出超過→自国通貨高という方向とは反対に、自国通貨高→輸入超過という逆向きの関係もある。

資本収支に関連しては、このような双方向の因果関係に加えて、将来予想という要因も絡んでくるので、関係はさらに複雑となる。たとえば、自国通貨高は自国の資産を割高にし、外国資産を割安にするので、資本流入を減らし資本流出を増やす効果を持つ。しかし、将来にわたっての継続的な自国通貨高傾向が予想される場合には、キャピタルゲインを狙った資本流入が起こる可能性がある。

外貨準備増減の場合も、かなり複雑な関係がある。第一義的には、外貨準備増減は政府の為替介入を反映しており、その意味では外貨準備増減→為替レートという因果関係が成立する。ただし、これには留意すべき点がある。第1に、政府の為替政策自体も内生的なものとしてみると、為替レートの水準（および、その他のマクロ変数）が政府の為替政策に影響を与えると考えることも可能だ。第2に、政府の為替政策に対する態度が、人々の将来予想に影響を与える可能性がある。これにより、将来の為替レート予想が変化するならば、それは資本収支に影響を与えるだろう。

以上のような関係をみると、国際収支と為替レートの関係は、実は単純ではない。図1に相互の関係を示したのでご参照いただきたい。矢印の向きが

影響の方向を示している。

したがって、国際収支と為替レートに関しては、特定の事例ごとに注意深くみる必要がある。たとえば、アジア通貨危機や、リーマン・ショック後の韓国における資本流出などにおいては、外国人投資家のパニック的な資本流出が、その後の為替変動に影響を与えた可能性が高い。

### 3. 国民所得計算と国際収支

国内総生産について、次のような関係はよく知られている。

$$\text{国内総生産 (GDP)} = \text{消費} + \text{投資} + \text{純輸出}$$

ここでは、消費には民間消費に加えて政府消費も含む。また、純輸出とは輸出と輸入の差であり、輸入が超過する場合にはマイナスとなる。

ところで、国際金融論では、純輸出を経常収支と同一とみなして、次のような関係を前提とする。

$$\text{国内総生産} \equiv \text{消費} + \text{投資} + \text{経常収支}$$

ここで、貯蓄を国内総生産と消費の差と定義すると、上の関係は、

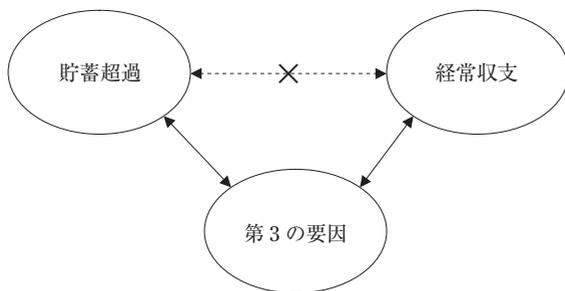
$$\text{貯蓄} - \text{投資} \equiv \text{経常収支}$$

となり、さらに貯蓄と投資の差を貯蓄超過と呼ぶことにすると、

$$\text{貯蓄超過} \equiv \text{経常収支}$$

という関係が成立する。

図2 貯蓄超過と経常収支



(出所) 筆者作成。

なお、左辺の貯蓄超過は、貯蓄・投資バランスないしはISバランスなどと呼称される場合があるが、いずれも意味は同じである。

この関係そのものは、一種の恒等式であり、常に成立する。問題は、ここでも因果関係である。過去に、日米貿易摩擦が大きく取りざたされていたところに、日本側は米国の経常収支赤字は米国の貯蓄不足が原因だと主張した。この主張の背景には、上の関係において因果関係は左辺から右辺へ作用しているという前提があった。しかし、この前提をきちんと説明するのは、じつは大変である。

実際のところ、貯蓄超過が経常収支に直接的に影響を与えたり、その逆に経常収支が貯蓄超過に影響を与えたりする直接的なメカニズムはない。そうではなくて、より間接的なメカニズムを経由して、相互に影響を与えると考えるのが適当である。イメージにすると、図2のようになる。

たとえば、資本取引が自由に行われている場合には、一国の貯蓄超過は海外資産の取得超過、すなわち資本収支の赤字化を招くだろう。これは、自国通貨安の要因である。自国通貨安は経常収支の黒字化を招く。よって、この例では、貯蓄超過は、資本収支の赤字化と自国通貨安を通じて経常収支に影響を与えている。

また、たとえば、経常収支の黒字化により自国通貨高が起こると、国内よ

りも国外での投資が有利となり、その結果、国内の投資が減少し貯蓄超過となる、というメカニズムも考えられる。

これら以外のメカニズムもありうるので、実際の因果関係は複雑なものと考えられる。

なお、標準的な入門レベルのマクロ経済学（ないしは、国際マクロ経済学）のテキストにおいては、長期的には貯蓄超過が経常収支を規定し、短期的にはその逆に、経常収支が貯蓄超過を規定すると説明される。しかし、現実の経済をみるときに長期と短期の区別は教科書のように簡単にはできない。

さて、東アジア諸国に関連しては、アジア通貨危機を境として経常収支が趨勢的な赤字から黒字に転換した点を、どのように説明するかという問題がある。その際に、とくに注目すべきは、多くの国において趨勢的な投資の減少があったという点だ。投資の減少は貯蓄超過を大きくするため、次のような因果関係を使った説明が魅力的となる。

投資の減少 → 貯蓄超過の発生 → 経常収支の黒字化

しかしながら、前述のとおり貯蓄超過と経常収支の間の直接的な影響を説明するメカニズムはないので、これだけでは説明不足である。この場合に、貯蓄超過が経常収支に影響を与える間接的なメカニズムを明らかにする必要がある。図式化すると、次のようになる。

投資の減少 → 貯蓄超過の発生 → なんらかのメカニズム → 経常収支の黒字化

残念ながら、本書では、各国に共通するメカニズムを提示するまでには至らない。しかし、いくつかの可能性について、ここで述べておきたい。

投資の減少については、多くの国で長きにわたって観察されている。本書においても韓国（第5章）、タイ（第6章）、マレーシア（第7章）、インドネシア（第8章）といった、アジア通貨危機の当事国すべてにおいて投資減退

の問題を取り上げている。一 国全体の投資水準をみるにあたっては第9章の図4 (p.314)に主要国の国内資本形成の推移がまとめられており、わかりやすい。本書で扱う主要国のデータを横並びで一覧することができる。

このような投資の減少については、一時的なものではなく、根源的になんらかの変化が起きているものと考えべきだろう。これは、貯蓄超過と経常収支の因果関係において、貯蓄超過側の要因が原因となっているという可能性を示唆する。

そして、投資の減少がなぜ起きているのかという点については、第5章では企業債務改革の影響が示唆され、第7章では経済構造のサービス化と政府の対外投資促進政策などの影響に言及される。また、第6章では製造業への資金供給チャンネルとして国内金融システムが十分な機能を果たしていないことが指摘されるが、これも投資減少の背景となっている可能性がある。

最後に、これらの各国個別の状況だけでは捉えきれない視点として、アジア通貨危機後の諸国に共通するマクロ経済的な要因について指摘しておきたい。

それは、自国通貨安の長期化という要因である。

自国通貨安は当然のことながら経常収支赤字につながる。それと同時に、自国通貨安は賃金と資本財の相対価格にも影響を与えるだろう。たとえば、投資に際して資本財などを輸入する必要がある場合には、自国通貨安は資本財を相対的に高価なものとし、賃金を相対的に安価なものとする効果がある。こうした変化は、投資を減退させると考えられる。

この説明の魅力は、貯蓄超過と経常収支の関係を、自国通貨安という第3の要因を導入することによって、うまく説明していることである。

#### 4. 貿易自由化, 金融自由化, 資本自由化

経済の発展には、市場メカニズムの活用と思慮深い政府の政策の両方が必要である。市場と政府の間のバランスが、どちらかに偏りすぎると問題が発

生する。

東アジア諸国は、どちらかという和政府の介入が多すぎると批判されてきた。しかし実際には、国にもよるが、おおむね市場メカニズムを上手に利用して経済発展を図ってきた。

具体的な経済政策などについては、本書の各章に譲るとして、ここでは、関連した3つのキーワードについて説明しておきたい。

「貿易自由化」は、経済学発祥の時代より重要なテーマであったが、開発途上国が経済発展を図るにあたって、まず、最初に問題となる課題である。分業の利益に基づいた比較優位説などが貿易自由化を擁護する論拠となっている。

貿易自由化をめぐっては、過去には輸出悲観論や幼稚産業保護論などの慎重な見方が有力となった時代もあったものの、現在では好ましい政策との見方が大勢を占めている。

とくに東アジアでは、輸出主導工業化がめざましい成果を上げてきたことなどから、貿易自由化の重要性についての異論は少ない。

ただし、輸出主導工業化が市場メカニズムの活用だけで実現すると考えるのは単純すぎるかもしれない。国により異なるが、政府による誘導も重要な役割を果たした。たとえば、直接投資の奨励により先進国から技術を導入する政策が併用され、効果を発揮した例が多くみられる。

「金融自由化」は1970年代より提唱され、1980年代から1990年代にかけて大いに議論を喚起したテーマであった。金融部門の発展を促進することによる貯蓄の動員や、資金配分の効率化が経済成長を促進するという発想から推奨されてきた。

金融自由化をめぐっては、金融危機の原因となる可能性や、貯蓄率の向上にはつながらないという実証研究が提示されるなど、懐疑的な見方もあったが、現在では好意的な見方が有力になってきている。これには、金融部門の発展が経済成長率にプラスの影響を与えるという実証研究が蓄積されてきたことが大きく寄与している。

表2 3つの自由化

	貿易自由化	金融自由化	資本自由化
時期	経済学の発祥時より	1970年代より	より最近
擁護	分業の利益, 比較優位説	貯蓄の動員, 資金配分の効率化による成長促進	国境を越える資金配分の効率化
批判	輸出悲観論, 幼稚産業保護論	金融危機の原因になる, 貯蓄率の向上はみられない	通貨・金融危機の原因, 先進国金融機関の利益優先
大勢	東アジアの輸出主導工業化の成功などもあり, 反対は少数派となっている	成長率にプラスの影響あるとの実証研究が蓄積され, 異論は少なくなっている	コンセンサスはない状況。実証の裏づけもなし
備考	直接投資の導入などにより, 先進国から技術を導入する政策が併用される	金融機関, とりわけ銀行に対する健全性規制により, 金融危機を防止することが肝要	それでも, 実態として資本自由化の進展した新興国は多い

(出所) 筆者作成。

ただし、金融自由化に関しても、市場メカニズムに任せておけばよいという単純な考え方は後退し、政府の役割も見直されてきた。とりわけ、金融危機を防ぐために金融機関に対し適切な健全性規制を課することが重要視されるようになった。

「資本自由化」は、より最近になって取りざたされるようになった。ちょうどアジア通貨危機が勃発した1997年に、IMFは資本自由化の推進に関連してIMF協定の見直しを進めようとしていたが、危機勃発により達成できなかった。

資本自由化は、国境を越える金融取引をより自由に行うことにより、国際的に資金配分を効率化させることを狙いとする。しかし、通貨・金融危機の原因となる可能性や、実際の動機は先進国金融機関の利益を図るものではないかという批判がなされている。

貿易、金融自由化と比べて、いまだコンセンサスはなく、政策の有効性についての実証研究の裏づけもない。なお、この点については第1章において、詳細なサーベイが示される。

とはいうものの、東アジアにおいても一部の国を除けば、国際的な資本取

引はかなりの程度、自由化されてきている。たとえば、第1章の表1 (p.42) では主要国の株式市場の対外自由化のタイミングがまとめられているが、すべての国が1980年代より自由化を開始していることがわかる。

こうした諸国において、急激な資本流出をひとつの特徴とするアジア通貨危機のような事態が起こったのも、それに先だって資本自由化政策が進んでいたからこそ、ありえたのである。

要点を表2に示したので、ご参照いただきたい。

## 第2節 大きな流れ

本節では、いくつかのデータを使って、この間の東アジア新興国とそれを取り巻く国際環境の変化についての概観を示す。

### 1. V字回復の落とし穴

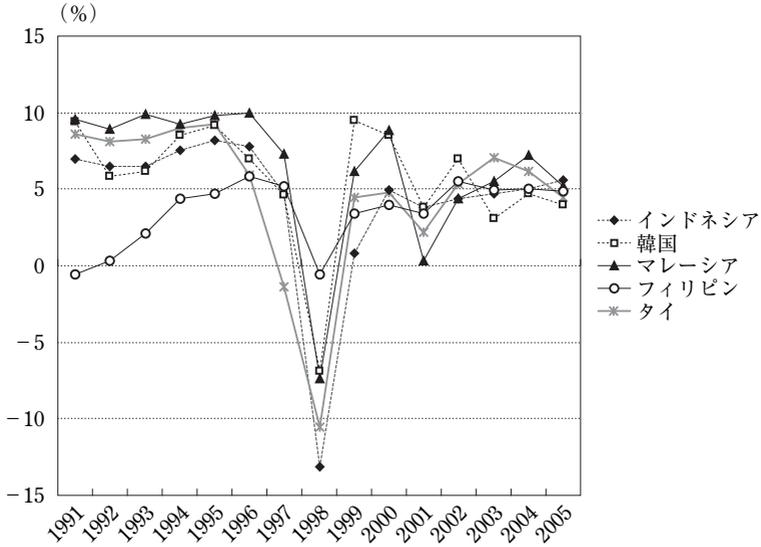
まず、アジア通貨危機のマクロ経済への影響について考えておきたい。経済成長率の推移からは、アジア通貨危機に見舞われた諸国では、当初の悲観的な将来予想とは逆に、2年後には経済はV字回復を達成したともいわれる。こうした認識は正しいのであろうか？

経済成長率という尺度でみる限り、正しい。図3をみると、経済成長率は、確かにV字型の回復を果たしている。

しかし、少し違った方法で各国経済の成長をみると、隠された問題が浮かび上がってくる。図4は1990年から2005年までの実質GDPの推移である。ただし、この図では比較しやすいように、1990年の値を100%としたときの比率で示されている。

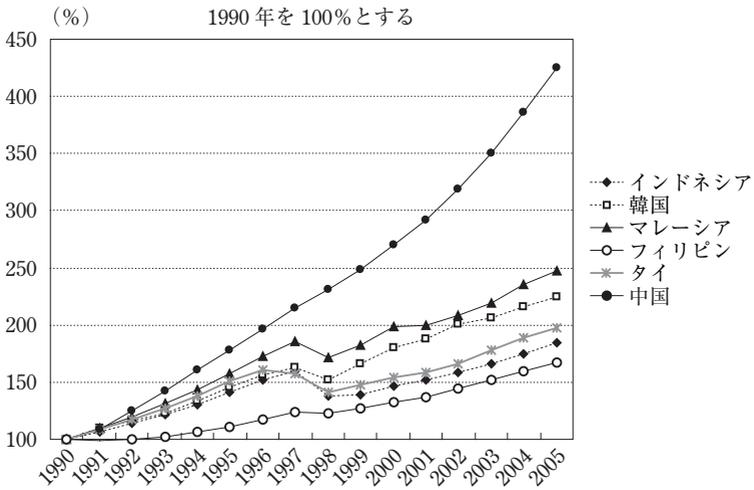
これと、先の図3との違いは、実質GDPの大きさそのものの推移をみるか、その変化率（経済成長率）の推移をみるかという点である。さらに、こ

図3 経済成長率の推移



(出所) IMF, International Financial Statistics

図4 実質 GDP



(出所) 図3に同じ。

表3 危機前後の平均成長率 (%)

	1990～96	1998～2005
インドネシア	7	4
韓国	8	6
マレーシア	10	5
タイ	8	5

(出所) 図3に同じ。

の図では、アジア通貨危機の影響が軽微であった中国も含まれている。

こちらの図では、成長率でみた場合のV字回復とは、ずいぶん異なる印象を受ける。なによりも、「V字回復」というと、アジア通貨危機による所得水準の下落は一時的なものであったと誤解しそうであるが、この図からは、所得水準の回復には何年もかかっていることが明確になる。

この数年間に、危機の影響がなかった国では所得水準が上昇しているの、違いはよりいっそう大きなものとなる。この点は、通貨危機の影響をあまり受けなかった中国の所得水準の推移と比較すると一目瞭然であろう。

実のところ、経済危機による所得の落ち込みを取り返すためにはV字回復では不可能だということが、よく考えればわかるはずだ。なぜなら、V字の意味するところは、所得の落ち込み以前と同じ成長率に戻るといふことにすぎないからだ。一時的な所得の落ち込みを、その後に取り戻すためには、一定期間、以前よりも高い成長率を達成しないと行かない。

東アジア諸国で、このようなことを成し遂げた国は、残念ながらも。それどころか、表3に通貨危機のさなかを除いて、危機の前後数年間の経済成長率の平均を示したが、危機後の平均成長率は、軒並み低下していることがわかる。

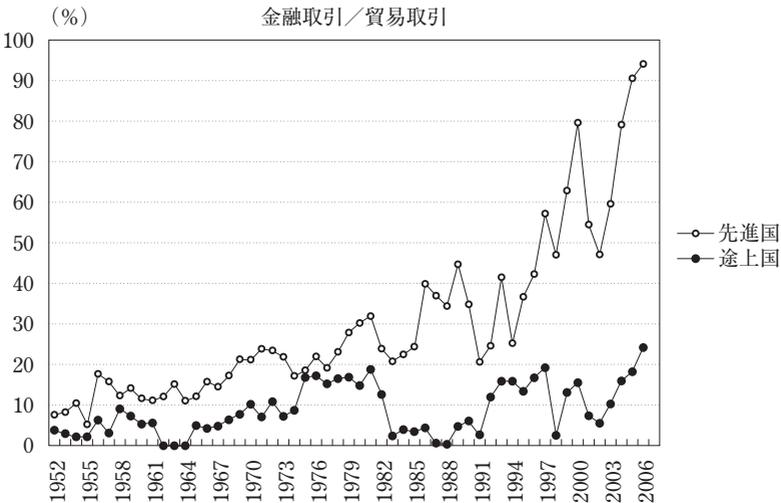
通貨危機後の投資の減退は、こうした成長率の趨勢的な低下とも関係している。投資は、それ自身が、実行された時点のGDPを押し上げる効果を持っているが、さらに、投資による資本形成は、一国の生産力を向上させることによって、将来の経済成長に影響を与えられからだ。

## 2. 金融グローバル化と開発途上国

金融グローバル化の進展を、ここでは、国際的な金融取引の大きさと貿易取引の大きさの比率をもって計る。図5は、金融取引として外国からの資本流入と外国への資本流出を合計したものを取り、それを貿易取引（輸出と輸入の合計）で割った比率を示したグラフである。

この図をみると、1990年代以降、先進国の国際金融取引は振幅を繰り返しながらも傾向的に増大し、貿易取引の約2割程度の水準から貿易取引にほぼ匹敵するほどの規模にまで成長してきた。一方で、開発途上国では、1970年代、1990年代初めから中盤にかけて、2002年以後から最近にかけて、大まかにみて3回の金融グローバル化のブームがあり、それぞれ貿易取引の約2割程度まで金融取引が増大した。しかし、いずれの場合も、長続きはしなかった。1970年代のブームは1982年のラテンアメリカ債務危機勃発によって終焉

図5 金融グローバル化の進展



(出所) 図3に同じ。

し、1990年代のブームは1997年のアジア通貨危機で終焉した。そして、近年の第3のブームはリーマン・ショック以降の世界的な金融混乱をもって終焉した（なお、第3章の第1節においても開発途上国への資金フローの変遷がレビューされており、参照されたい）。

もっとも、最後の点については、途上国だけでなく先進国においても金融取引の減退が起こっており、今回は世界的な金融グローバル化の後退ということができる。

直近の事態を除けば、1990年代以降について、金融グローバル化が進展する先進国と足踏みする途上国という構図がはっきりしている。

なお、この点は第1章でも同様の観察が示される。ただし、ここでの分析では資本フローのデータを基に結論を得ているが、第1章では資本ストックのデータを基に観察し、同様の結論を得ている。

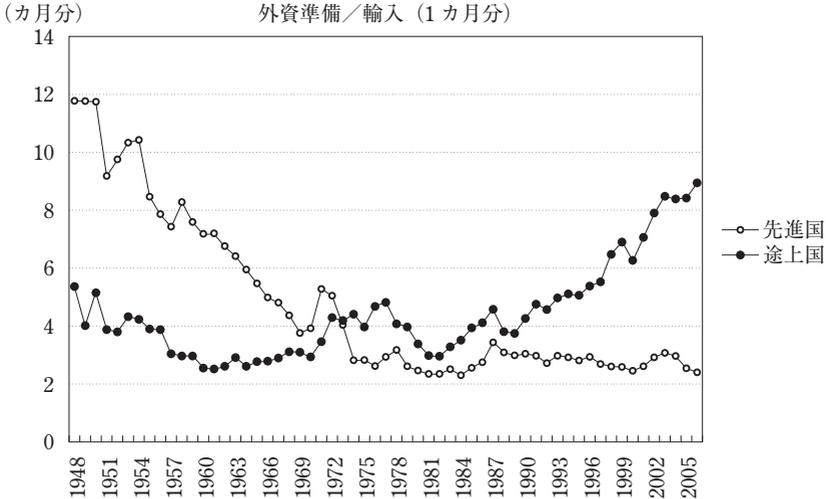
### 3. 外貨準備と開発途上国

図6では、先進国と開発途上国それぞれについて、外貨準備が輸入の何カ月分あるかを示した。これをみると、1990年代に入ってから、先進国は外貨準備を継続的に減らしてきたのに対し、開発途上国は継続的に増やしてきたことがわかる。その結果、2006年末では、先進国の外貨準備は輸入の2カ月分を少し上回るほどしかなく、開発途上国では輸入の9カ月分に相当する大きさとなっている（1980年代には、世界全体の外貨準備保有高のうち、開発途上国はその約4割を保有していたが、2006年には約7割を占める）。

金融グローバル化を先導する先進国では、企業や金融機関といった民間の経済主体が、積極的に国際金融取引に乗り出す一方で、政府は外貨準備を減らしていた。一方、開発途上国においては、金融グローバル化は政府の警戒心を高める効果があったようだ。つまり、万一の事態に備えて外貨準備を積み増したのだと考えられる。

外貨準備は、万一の場合の備えとしての役割が期待されるので、比較的換

図6 外貨準備の推移



(出所) 図3に同じ。

金が容易で安全な資産（具体的にはアメリカの財務省証券など）のかたちで保有される。こうした資産の収益率は低い。外貨準備の対象となる通貨は米ドルをはじめとする先進国通貨なので、開発途上国の政府は、先進国に対して低利での融資を行っているのと同じことになる。

これは、先進国の利用可能な資金量を増やし、資金コストを低下させる。こうして、豊富で安価な資金を手にした先進国の企業や金融機関は、その一部を開発途上国への投資に回した。こちらは、民間ベースの活動なので、当然のことながら高い収益を目指す。その結果としても、高い投資収益を上げてきた。

まとめると、途上国から得た低利の資金で、先進国は高い収益率が期待できる途上国への投資を行った、ということになる。途上国の立場からみると、馬鹿らしい話である。

このようなことが本当に起こったことの傍証としては、アメリカの所得収支（金利・配当などの受け取りと支払いの差）が黒字を維持していることが挙

げられる。アメリカが純債務国（対外債務が対外債権を上回る国）になって久しいので、普通に考えれば、アメリカが外国に支払う金利・配当は、アメリカが受け取る金利・配当を上回るはずだ。ところが、現実には逆のことが起こっている。このようなことが可能なのは、アメリカへの投資が生み出す収益の収益率よりも、アメリカから外に向かう投資の収益率のほうが上回っているからだ。

なお、金融グローバル化と外貨準備の関係については、第2章においてさらに詳細な分析が示される。

### 第3節 各章の概要

最後に、本書の各章について、その要旨を簡単にまとめておきたい。

なお、第1章から第4章までの各章においては、テーマ別の分析が、残りの第5章から第10章までの各章においては、国別の分析が示される。

## 第I部 テーマ別分析

### 第1章 資本自由化のメリットと問題

この章では、資本自由化のメリットと問題点についての包括的なサーベイが示される。

ここではまず、おもに資本取引に関するストックのデータを用いて金融グローバル化の進展度合いを測っている（これに対して、本章の第2節ではフローのデータを用いている）。

フローかストックかの観点の違いにかかわらず、ここでも、1990年代以降の先進国と途上国の金融グローバル化に、大きな断絶があることをみだしている（途上国が大きく立ち遅れている）。

また、東アジア新興国のなかにおいても、対外資本取引の内訳において顕

著な違いがみられることが指摘されている。

そして、金融グローバル化が経済成長や経済の効率性に与える影響についての研究サーベイが示されるが、明確なコンセンサスがないう状況が明らかになる。

まず、マクロの経済データを使った金融グローバル化と経済成長率の関係についての実証研究は、一致した結論が得られていない。一方で、証券市場などミクロのデータを用いた研究が行われ、一定の結果を得ているものの、それだけで経済全体に大きなインパクトがあるとは考えられないとする。

そこで、資本自由化はどちらかという、資本蓄積の促進ではなく、全要素生産性への貢献を通じて、経済成長に影響を与えるのではないかとする見方が優勢となっており、具体的には直接投資が注目されていると指摘する。

また別の論点として、金融グローバル化がリスク分散の機会を増やすかという点についてのサーベイと、逆に資本自由化が通貨危機などの経済の脆弱性を増すかどうかという点についての研究も紹介されている。

最後に、対外資本取引の構成と関連して「pecking order」仮説と関連する研究の紹介がなされている。

## 第2章 金融グローバル化と外貨準備——パネルデータ分析——

ここでは、本章第2節で触れた金融グローバル化と途上国における外貨準備蓄積の関係について、パネルデータを用いた計量分析が示される。

その結果、金融グローバル化の進展（ここでは、国際金融取引の貿易取引に対する相対的大きさで測る）と、途上国の外貨準備蓄積との間には、正の相関があることが示される。ただし、関係があるのは先進国地域の金融グローバル化であり、当該国の金融グローバル化指標ではない。また、先進国地域の金融グローバル化は先進国の外貨準備減少と相関があることもわかった。

最後に、以上の関係はあくまでも「相関」であって、その背景については可能性を指摘するにとどめると断ったうえで、理由・背景および先進国・途上国にとっての意味について考察が示されている。

理由・背景としては、先進国の金融グローバル化が先進国の民間金融機関の能力を高め、活動を活発化させることにより、先進国で政府が為替リスクに備える必要が低下し、途上国では、外国金融機関の活動に対する警戒感を高めた可能性が指摘される。また、先進国の場合は、政府の為替介入の効果が薄れたことも背景となっているかもしれないとされる。一方、途上国では危機に際してのIMF支援の有効性に対する疑念の高まりも背景として挙げられている。

先進国・途上国にとっての意味としては、いわゆる「グローバル・インバランス」との関連については、この問題を考える際のひとつのインプットを提供するものの、直接的な結論を提供するものではないとしている。また、途上国が外貨準備蓄積を通じて先進国に低い金利での資金を提供するかたちとなっている点は、途上国にとって望ましいことではないと指摘する。ただし、通貨危機の防止という意味では、外貨準備蓄積の便益があることも認められている。

### 第3章 公的資本移動とアジア新興ドナー

第1節と第2節では、1970年代にまで遡って、民間資金も含めた途上国への資金フローの推移を概観している。ここでは、地域ごとの特性についてもまとめられている。

全体としては、拡大する民間資金フローに対し、公的資金フローの比重は小さくなっている。また、有償資金協力の比重が低下し、援助の無償化が進む流れとなっている。

地域ごとの違いでは、アジアおよびラテンアメリカ地域においては、民間資金フローの比重の増大がとくに顕著であり、アフリカの重債務国などにおいては、援助の無償化が目立つとしている。

こうしたなか、世界銀行などの国際機関を通じた多国間援助においては、有償資金援助が積極的に行われており、こうした国際機関を経由した資金フローまで含めるならば、有償資金協力の比重低下は、それほど大きくないと

している。

第3節では、アジア新興ドナーによる援助の特徴を韓国、台湾、中国、タイの個別ケースの紹介を通じて、論じている。このグループ内では、援助政策の共通点よりは独自性のほうがより際立っている。

韓国は援助の無償化を進め、台湾はラテンアメリカを中心とした民間部門支援の援助に軸足を置いている。中国は、自国企業の海外進出と天然資源の獲得という目的達成のために援助を利用し、タイは近隣諸国の経済インフラ整備支援を中心としている。

このように独自性が際立つものの、これらアジアの新興ドナーには、日本が行ってきた援助との共通点も多いことが、「おわりに」において論じられている。とくに、インフラ整備への支援という特徴については、その有効性が見直されつつあるという点が指摘されている。

#### 第4章 東アジア新興国における労働者送金

##### ——論点整理とフィリピンの事例——

この章で扱う労働者送金は、分類上は資本収支には含まれない（経常収支）が、冒頭に述べたとおり、本書では広義の国際資金移動のなかに含まれるものとみなす。東アジアにおいても、国によっては労働者送金の規模が大きく、マクロ経済などへの影響も無視できない場合がある。ここでは、さらに金融システムとの関連も含めて労働者送金についての考察が行われている。

前半では、労働者送金をめぐる研究のていねいなサーベイが示される。これを受けて、後半ではフィリピンを題材として労働者送金が経済に与える影響と、労働者送金をフォーマルな金融システムのなかでどのようにうまく活用していくかという政策課題についての論点整理が示される。

労働者送金をめぐるこれまでの研究では、労働者送金が経済成長に与えるプラスの要素とマイナスの要素がそれぞれ指摘されていることが紹介される。そして、いずれの要素が大きいかという点は、まだ実証的に決着がついていないとしている。

労働者送金の取り扱いをフォーマル化することにより、銀行部門を中心とする金融発展につなげていくという観点から、フィリピンの実情を事例研究の対象とした。その結果、フィリピンでの労働者送金のフォーマルな経路への取り込みが進展していることを確認したが、それが金融発展につながっている形跡はないことも指摘している。

## 第Ⅱ部 国別分析

### 第5章 韓国における資本移動と経済構造の変化

#### ——1997年通貨危機以降を中心に——

東アジア諸国のなかでは、韓国は、リーマン・ショック後の世界的な金融混乱の影響をより強く受けた国である。一方で、アジア通貨危機に見舞われた諸国のなかでは、その後の経済回復や経済改革に関しては、韓国は比較的に良好な国と認識されてきた。韓国経済のこうした独自性は、どのように理解したらよいのであろうか。

この章では、前回の危機（アジア通貨危機）と今回の危機（リーマン・ショックの影響）を比較することを通じて、上記の問題に一定の回答を提示する。

実物経済と金融面のそれぞれについて、経済の脆弱性につながる可能性がある要因ごとにていねいな考察が行われる。その結果、前回の危機においては、金融部門と企業部門に脆弱性を抱えていたこと、一方、今回の危機においては、前回の危機よりもはるかに大きな外的ショックにさらされたことが指摘される。

それにもかかわらず、今回は全面的な危機を回避できたのは、金融・企業改革と外貨準備蓄積のおかげであると結論づけている。

アジア通貨危機後の経済改革は、韓国経済の開放性を高めるという意味では外的ショックの影響を大きくする効果があったが、一方で、金融・企業部門の脆弱性を低めるという意味では、外的ショックの結果、全面的な経済危機を招くという事態を防止する効果を持っていた。

なお、アジア通貨危機後の投資減退という傾向は、韓国においてもみられる。この章の考察によれば、これは企業債務改革の影響だと考えられる。

## 第6章 タイ金融システムの変容

### ——国際経済環境の変化、成長戦略との相互関係——

アジア通貨危機のマクロ経済への影響は他の危機国と同様であったが、回復過程においては、他国との共通点とともに違いもみられる。違いの最たるものは、他国に比べてタイにおいては直接投資の呼び込みに成功した点であるとす。一方、共通点は、タイにおいても長期にわたる投資の落ち込みがみられる点である。

また、危機への政策対応という面でも共通点と相違点がある。まず、危機後の金融改革については、当初は不良債権の処理や健全性規制の強化などの他国同様の対応であったが、しだいに独自の政策が前面にでてきた。これには、とくにタクシン政権が掲げた「デュアル・トラック」政策の影響がある。

この章では、デュアル・トラック政策について掘り下げた考察が示される。この政策は、金融改革のみならず経済政策全般にわたるものであり、ここでも金融面に加え、貿易政策、財政改革など広範な範囲にわたって、その特徴と帰結についての分析が提示される。

しかし、証券市場の育成や商業銀行の再編といった金融面での成果は、あまり芳しくなかったと結論づけている。

さらに、製造業企業の資金調達という側面ではタイの金融システムが果たす役割は小さく、とくに外資系企業は国内金融システムからの資金にほとんど依存していないという分析が示される。

## 第7章 マレーシアにおける経済構造の変化

### ——金融部門改革との関係を中心に——

マレーシアにおいても、通貨危機に見舞われた他の諸国と同様に、通貨危機後の投資の顕著な落ち込みがみられる。一方で、貯蓄は大きく変動しなか

ったため、国全体の貯蓄投資バランスは大きく貯蓄超過に振れている。それを反映して、経常収支の黒字傾向が続いている。この点も多くの周辺国と共通する特徴となっている。

一方、マレーシアに独特の点は、ひとつは固定レート制度導入と資本取引規制によって通貨危機後の混乱に対処しようとしたことと、金融システム改革などにみられる、政府主導で長期的なビジョンを提示して、それに向けた産業再編を誘導しようという政策スタイルである。

この章では、こうした政策展開の分析と展望が示されている。そして、近年における高付加価値製造業とサービス業の自由化に向けた政策イニシアチブについても触れる。

このように、独自の政策スタイルを持つマレーシアであるが、これを市場メカニズムの軽視と捉えるのは誤りである。この章でも明らかにされているように、通貨危機後の資本取引規制などの措置は、一時的な緊急避難として採用され、その数年後にはすべて解除されている。この点は、あまり知られておらず、マレーシアの政策スタンスに対する誤解を招いている。また、金融部門改革にかかわるマスタープランも、国際的な競争を意識したうえでの産業政策と理解するべきであろう。

なお、マレーシアにおいても通貨危機後の投資の減退が顕著である。この章では、その背景として、産業構造のサービス化と企業への金融仲介機能の低下の2つが指摘されている。

## 第8章 アジア金融危機後のインドネシア経済の課題

### ——国際資本移動と銀行部門——

インドネシアにおいては、早くから金融自由化や資本自由化が進んでいた。これは、アジア通貨危機に見舞われた他の諸国とも共通する特徴である。危機後に、長期にわたって投資の回復が起こっていない点でも、他の危機国と同様の経緯をたどっている。

この章では、ミクロ、マクロ両面にわたってインドネシア経済の構造変化

と、経済が抱える問題点の検証が行われる。

インドネシアでは、危機後の資本流出の傾向が他国よりも大規模かつ長期にわたって収まらず、これが投資の減退のひとつの背景となっているとしている。さらに、国内の金融システムにも問題があるとみている。とくに、製造業に対する資金供給という機能は低下したままであると指摘する。

こうしたなか、リーマン・ショック後の世界的景気後退への対処のなかで、現行の金融政策の基本的あり方について疑問の声が出つつある。アジア通貨危機後に導入されたインフレターゲット政策に加えて、金融の安定、金融仲介機能の改善などにも政策上の配慮を払うべきであるという認識が、金融当局のなかにも広がりはじめていると指摘している。

## 第9章 国際資本とフィリピン経済

### ——再編なき金融改革と国内市場の構造——

フィリピンは、周辺の東南アジア諸国のなかではアジア通貨危機の影響が比較的軽微であった。しかし、それは危機に先立って海外資金の引き付けに失敗したことの裏返しでもある。

フィリピンは、東南アジア諸国のなかにあっても、もっとも早くから資本自由化に取り組んだ国であるが、それにもかかわらず、海外資金にとっては魅力的な場所とはみなされなかったことになる。なによりも、フィリピンの政治が不安定であったことが外資流入の阻害要因となった。

一方、通貨危機の影響が比較的軽微といえども、危機後の金融機関における不良債権問題などは、フィリピンも等しく経験しており、金融改革も政策課題となった。この点では、危機感の低さの裏返しか、周辺諸国に比べて改革のスピードも遅く、問題解決にもより長い時間を費やしたとしている。

この章では、アジア通貨危機以前から行われてきたフィリピンの金融改革への取り組みをていねいに追うことによって、国際環境の変化と金融システムの変容の過程を明らかにしていく。

このように、周辺国と比べて、何かと至らない点が目立つフィリピンであ

るが、最後に、ようやく近年になって金融改革をめぐる動きが加速する気配があることが紹介される。

## 第10章 中国の対外資本取引開放の現状と課題

中国は、いろいろな意味で他の東アジア諸国にはない独自性を持っている。アジア通貨危機においても、また、リーマン・ショック後の世界的景気後退においても、中国は悪影響をもっとも小さく抑えることに成功した国である。この点の背景と、その意味するところは何かが興味深い論点となる。

この章における分析を踏まえて、この問題に答えるとするならば、中国が2つの危機をうまくやりすごすことができた最大の背景は、他の東アジア新興国と比較して、中国では資本自由化も金融の対外開放・自由化も十分ではなかったためである。

中国は、東アジア諸国のなかでも、特異な経済システムおよび経済政策を採用している。2005年7月以降、為替制度は通貨バスケットを参考とした管理フロート制に移行したが、為替レートは実質的には政府のコントロール下にある。ただし、経済構造の転換、金融システムの改革という方向性については、アジア通貨危機以前から政策課題として認識されており、それらに向けた政策的取り組みも行われていた。つまり、中国においても、市場メカニズムを否定するのではなく、市場メカニズムが機能しうるような経済システム構築の途上にあるのであり、その点では東アジア新興国を特徴づける政策姿勢を読み取ることは可能である。

しかしながら、この章の分析によれば、アジア通貨危機やリーマン・ショック後の金融危機は、いずれも中国における経済構造の転換や資本の自由化に向けた機運を後退させる要因として働いた。政府の為替介入の結果、積み上がった膨大な外貨準備を背景に對外投資は活発化しているが、これも政府管理の色彩が濃く、単純に資本取引自由化への動きと捉えることは難しい。一方で、政府主導の對外投資拡大は、對外的な警戒感や摩擦を生み出す可能性が大きく、この点については今後も注視する必要があるだろう。

## おわりに

本書では、アジアの新興諸国を取り巻く国際資金移動の変遷と、それに対応した各国経済構造の変化を分析対象とした。これらの諸国では、アジア通貨危機をはさんで激動したといっても過言ではない国際資金移動の変容に対して、各国各様の多様な政策対応が行われてきた。比較的うまく対応した国と、そうではなかった国の違いも大きい。

リーマン・ショック後の世界的混乱も一応の終息を迎えつつあるなか、勝ち組も負け組も含めて、これらの多様な経験を生かして、さらなる経済発展を目指した新たな取り組みが望まれる。その際の重要なポイントは、一部の国にみられる長期的な投資率の低下という問題に対して、どのように対応していくかという点だろう。国内金融システムの成熟を図り、産業への資金供給機能を強化するなどの政策が必要だ。

