

マクロ金融リネージュと金融深化 —東アジアの視点—

高阪 章

●はじめに

本稿では、東アジア新興市場を対象に、国際資本市場とのマクロ金融リネージュ、およびその国内金融システム発展との相互関係を考えよう。その際、二〇〇七年以来のグローバル金融危機は重要な役割を果たしている。新興市場は国際資本市場との金融リネージュを緊密化しており、それゆえ、一般的なグローバル金融危機が新興市場に大きな負の影響を与える可能性があることは容易に推測される。今回の危機の発端は欧米の銀行危機であることから、とりわけ銀行ローンを通じたリネージュ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ネージュの観点からは、東アジアと欧州の対外バランスの対照性が注目される。伝統的な経済成長論からいえば、新興市場は後発の高成長国であり、国際資本はより高い資本の限界生産性を求めて先進国から新興市場へと流れ、新興市場は支出が所得（あるいは、投資が貯蓄）を上回って経常収支は赤字となるものと考えられる。ところが、二〇〇〇年代に入ってから目立つのは、伝統的な経常収支赤字パターンを示す欧州新興市場と黒字国の東アジア新興市場の対照である。

IMF [2008]によれば、両地域の対照性の少なくとも一部は構造的要因に基づく。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り、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結果だとする。しかし、過去に例

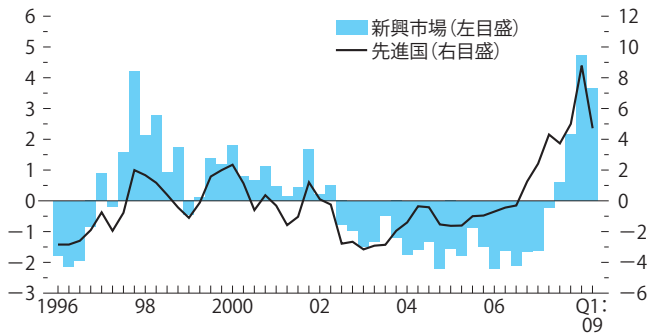
のない欧州の大幅な継続的経常赤字の持続可能性には疑問があり、資本流入が停止した場合、固定レートや資本勘定自由化が維持できるとも疑わしい。

一方、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。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。

一・マクロ金融リネージュと金融危機の波及

二〇〇七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

図1 金融ストレスレベル：先進国と新興市場



(出所) IMF, World Economic Outlook, April, 2009, Chapter 4, Figure 4.6.

パクトをもたらした。図1は先進国と新興市場の二グループの各国金融資本市場における資産価格ボラティリティの指標、「金融ストレス指標 financial stress index」の推移を示したものである。同図によれば、一九九七～九八年の新興市場金融危機、二〇〇〇～〇一年の「ITバブル」危機、そして今回、二〇〇七～〇九年のグローバル危機において両グループの金融ストレスの高まりは連動していることが一見して読みとれる。

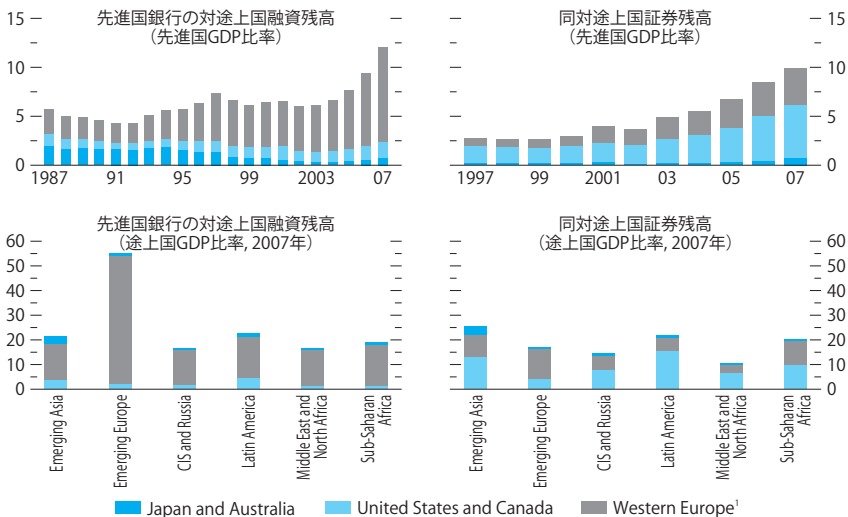
一九八〇年代のラテンアメリカ金融危機、一九九七年のアジア金融危機では、いずれも、危機前の大量の外国資本流入が突然途絶え、逆に流出に転じたことで、産出水準は大幅に下落し、それは相当期間にわたって継続した。突然の資本流入停止・逆転は後に「sudden stop」とよばれる現象であり、継続的な産出水準低下によりラテンアメリカは「失われた一〇年」を経験した。

ここでの関心事項は、今回のグローバル危機が新興市場への資本フローに与える影響である。今回の危機以前の新興市場への資本フローのうち、先進国からの債務フローである銀行ローンと証券投資の残高の動向を受入側から対GDP比率で地域別にみると、まず、銀行ローンは、アジア危機後、二〇〇〇年代半ばまでアジアとラテンアメリカ両地域で減少傾向にあり、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。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。

同じ資本フローの地域別パターンを投資国側からみたものが図2である。図2の上半分から、銀行ローンでは、北米の投資残高はもとと相対的に小さく、その後も大きな変化を見せていないが、対照的に欧州の銀行ローンは同危機以後も増加を続け、とりわけ二〇〇〇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二〇〇〇年以降、着実に増加傾向を示した。

これらの投資国別の投資行動の違いは、投資地域別に加えて受入地域別にみると更に対照性が鮮明になる。図2左下の図から、欧州先進国の銀行ローンは、欧州だけではなく、すべての地域

図2 先進国・新興市場間の金融リンケージ



(出所) IMF, World Economic Outlook, April, 2009, Chapter 4, Figure 4.10.

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では、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、地域別に多様な投資パターンを見いだせることがわかる。

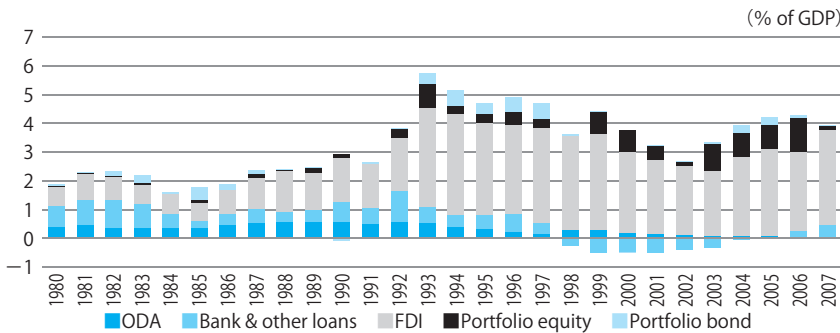
二・東アジアにおける国際資本フローの変容

もともと、銀行ローンと証券投資は外国資本フローの一部ではない。図3は東アジアへの外国資本フローを形態別に対GDP比率で表したものである。一九八二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。九〇年代半ばからは、債券（portfolio bond）・株式（portfolio equity）などの証券投資がこれに加わりますが、FDIは継続して圧倒的シェアを占める。しかも、銀行ローン・証券投資は内外の金融ストレスが高まる「sudden stop」その他のボラティルな動きを示すのに対し、FDIは継続的安定的である。

以上、東アジア新興市場では、いまや外国資本フローの主役はFDIであり、さらに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。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の主役であり、資本フローの動向を左右する存在であることがわかる。さらに、投資国

図3 東アジア新興市場への外国資本フロー



(出所) World Bank, World Development Indicators, CD-ROM, 2010より筆者作成。

である先進国を地域別に見ると、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言うよりは、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」は証券投資でも顕著である。表1は、二〇〇八年末における国際証券投資（株式）の国・地域間残高を示したものであるが、これによれば、東アジアへの国際投資残高は約七億ドルで、その

表1 株式投資の地理的配分 (mil US\$)

Year-End 2008	Investment in:	Investment from				
		Total value of investment	Emerging East Asia	EU15	Japan	United States
	China, P. R.	226,873	107,792	49,161	5,499	53,269
	Hong Kong SAR of China	165,473	22,091	56,900	8,915	61,483
	Japan	626,077	16,713	197,226	-	347,600
	Korea, Republic of	112,278	7,591	39,259	6,799	45,287
	Malaysia	25,278	7,173	7,162	529	6,673
	Philippines	7,574	717	2,055	165	4,279
	Singapore	60,188	4,408	20,430	3,074	24,028
	Taiwan Province of China	79,948	5,546	26,294	1,631	41,195
	Thailand	24,211	3,215	8,477	683	6,670
	United States	1,486,907	54,476	741,220	159,163	-
	Emerging East Asia	701,822	158,533	209,739	27,295	242,884
	Total value of investment	9,848,594	484,995	4,214,632	394,678	2,748,428

(出所) CPIS=Coordinated Portfolio Investment Survey Last Updated: January 2010 <http://www.imf.org/external/np/sta/pi/datars1.htm>より筆者作成。

うち、米国、欧州（EU二五カ国）が各二億ドル強であるのに対し、東アジア自体の投資額が一億六〇〇〇万ドルと、欧州に次ぐ主要な投資国・地域となってきたことが注目される。

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大部分を占めるFDIにおいてこそ、域内投資シェアが着実に高まっている。主役は香港・韓国・シンガポール・台湾からの

投資である。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ネージュを見る場合、「先進国」との関係を見るだけでは不十分であり、域内の投資主体として「旧新興市場」の役割に注目する必要がある。

最後に、公的外貨準備の動きにも注意しておく必要がある。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様々な論評が行われてきた。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様々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。

これらの資本市場リネージュの変容は、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 つぎのように予想させる。

(1) 外国資本フローのsudden stopなど、第二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

いてはその限りでない。

(2) 貿易同様、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「旧新興市場」が「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、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ものと思われる。従来のように「北」から「南」への資本フローだけを見ていては捕らえられない新たな現実の進展を意味している。

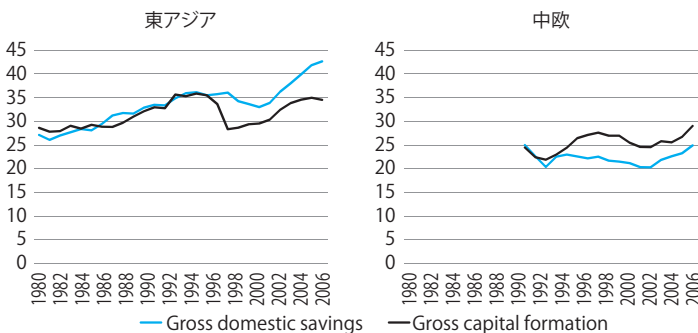
ここで湧く疑問のひとつは、外資によるファイナンスが国内金融システムの機能とどのようにリンクしているのかである。この点を次節以降で見していきたい。

三. 新興市場の金融発展

まず、経済成長のための要素蓄積を支えるうえで、外資がどの程度の重要性を持っているかをみるために、投資と貯蓄のバランスの推移をみておこう。図4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・貯蓄率とも一

九八〇年代から九〇年代にかけて上昇トレンドを示したが、一九九七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、とくに二〇〇〇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。貯蓄率・投資率ともに三五四〇%に達する。とくに貯蓄率の上昇は著しく、国内投資はネットベースでは外資＝海外貯蓄に頼らずとも国内貯蓄で十分まかなえ

図4 貯蓄率と投資率：東アジア・欧州新興市場 (% of GDP)



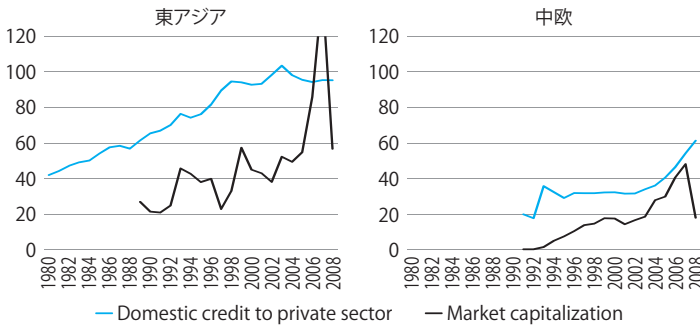
(出所) World Bank, World Development Indicators, CD-ROM, 2010より筆者作成。

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ネットベースで外資流入が不可欠である。また、そもそも国内貯蓄率の水準自体がGDP比率で二五%と、四〇%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。もともと、新興市場全体では欧州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、現行の投資率は外資のネット流入でかろうじて支えられている。

つぎに、これらの国内貯蓄がどの程度の程度国内投資ファイナンスに用いられているのかを見てみよう。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)」によつ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。そこで図5は、金融仲介規模

図5 金融深化：東アジア・欧州新興市場 (% of GDP)



(出所) World Bank, World Development Indicators, CD-ROM, 2010より筆者作成。

の指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一九八〇年以降、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見られるものの、その残高は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、二〇〇〇年代半ば以降の急増によっても高々六〇％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ンクからみた、東アジアとその他の新興市場の対照的差異はつぎ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る。「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？

四. 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つぎ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。世界銀行報告書 (Gill and Kharas [2007]) によれば、一九九七年と二〇〇五年における、これらの経路の規模 (GDP比率) は、(1)

の銀行部門が東アジア地域平均で一九九七年の九五％から一五〇％と約五〇％の増加をみている。(2)の株式市場と(3)の債券市場は、それぞれ、株価総額が地域平均で三七％から七一％へとほぼ倍増、債券残高は同一八％から四〇％へと倍増を上回る。

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。例えば、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当てはまる。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2は、危機前後の一九九二～二〇〇七年の期間の東アジア六カ国について、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 (対GDP比率)。同表からいくつかの事実がわかる。

まず、二〇〇七年時点で一九九七年時点の民間信用水準を回復したのは中国だけである。他の五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・タイは一九九七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・

表2 民間部門への資金仲介：東アジア新興市場 (GDP比率)

	Year	Private Credit	Private Bond	Public Bond	Stock Market Capitalization
中国	1992	0.85	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	1.11	0.15	0.29	1.32
インドネシア	1992	0.44	0.00	0.00	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
韓国	1992	0.97	0.34	0.14	0.31
	1997	1.21	0.33	0.10	0.18
	2002	1.29	0.63	0.27	0.43
	2007	1.01	0.59	0.48	1.02
マレーシア	1992	0.89	0.18	0.45	1.29
	1997	1.39	0.40	0.25	2.02
	2002	1.20	0.53	0.35	1.29
	2007	1.01	0.55	0.36	1.56
フィリピン	1992	0.22	0.00	0.31	0.25
	1997	0.54	0.00	0.27	0.69
	2002	0.37	0.00	0.33	0.53
	2007	0.28	0.01	0.34	0.60
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

(出所) World Bank, Financial Development and Structure Dataset, <http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTRESEARCH>より筆者作成。

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見えない。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、これが民間信用をクラウドアウトしている。

要するに、前記世銀報告書の銀行資産規模、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であって、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である。

とはいえ、国内金融システムの脆弱性にメスが入られたことも事実のようだ。実際、銀行の合併統合による規模拡大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。

さらに、もうひとつ注目すべき

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二〇〇〇年前後から企業貯蓄率が上昇トレンドを示している。東アジアにおいても同じ現象が顕著である。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未だ十全とは言いがたく、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。その結果、(3)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。

●おわりに

以上から、今後の政策課題は、従来の国内および地域協力枠組における様々な努力を質的に転換させることではないかと思われる。

例えば、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。地域金融協力の枠組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。

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、金融仲介がリスク投資に対するファイナンス能力に欠け、それを補完かつ代替するものとしてクローズアップされた。しかしながら、市場の方が将来を見通せるというフィクションは怪しい。実際、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投資主体自身にとっても不確実・不完全なのであり、ましてや第三者が様々な間接情報からそのリスクを価格付けすることは難しい。

この点で興味深いのは、二〇〇〇年代から始まった企業貯蓄率の上昇である。FDIや留保利潤率

の上昇は投資機会を最もよく知るのが内部金融に回帰する傾向を強めていることを示唆している。もしそうだとすれば、金融非仲介や債券市場の停滞は、金融リスク拡大への適応であり、憂慮すべきことではないのかもしれない。

(こうさか あきら／関西学院大学国際学部教授)

《参考文献》

- ① Gill, Indermit, and Homi Kharas [2007] An East Asian Renaissance: Ideas for Economic Growth, World Bank, Chapter 4.
- ② IMF [2008] "Financial Stress and Economic Downturns," World Economic Outlook, Chapter 4, October 2008.
- ③ [2009] "How Linkages Fuel the Fire: The Transmission of Financial Stress from Advanced to Emerging Economies," World Economic Outlook, Chapter 4, April 2009.