

縮むグローバル金融と東アジア新興市場

高阪 章

大不況以来のグローバル金融危機で新興市場経済への資本フロー激減が懸念されている。一九九七年のアジア経済危機が外国資本の大量流出から始まったことは記憶に新しい。今回はアジア発ではなく、欧米発のグローバル危機であるだけに、アジア危機を超える未曾有の事態だ。「アジア危機を超える」と書いたのは、直接的には、資本フローの縮小（逆転）がローカルではなく、グローバルに起こることであり、間接的にはグローバル実物経済の同時縮小がまた金融の一層の収縮を引き起こすという悪循環をもたらすという意味だ。

アジア危機では証券投資・ローンなどの「債務性フロー」が大量に逆転・流出し、投資率が急激に低下した。投資率は危機後も低位に安定したため、もともと高かった貯蓄率の下で経常収支黒字が定着した。その結果、貯蓄・投資水準のバランスだけで考えるのであれば、東アジアの新興市場にとって外資（純流入）は経済成長の必要条件ではなくなったようにも見える。この点はラテンアメリカ・中東欧の新興市場とは基本的に異なる。両地域とも対GDP比で貯蓄率は高々二〇％に過ぎず、先進国へのキャッチアップに必要な投資率を実現するためには外国資本（純流入）が不可欠だ。さらに国内金融システムも東アジアに比べて両地域ともはるかに未発達である。まず、基本となる銀行の（金融仲介）規模が小さい。ラテンアメリカの場合同は長年にわたるマクロ経済不安定が金融深化を妨げてきたし、

移行経済である中東欧の場合、そもそも銀行システムはゼロからのスタートだったからだ（実際、外銀シェアは七〇％に達する）。したがって、これら両地域にとって外国資本フロー収縮は直接、資金面から経済成長を制約することになる。

では、東アジア新興市場への資本フロー収縮の影響は比較的小さいといえるのだろうか。アジア危機では事実上の対ドル固定相場制の下で過剰な対外借入に走った国内金融システムの脆弱性が指摘された。これに対し、その後のミクロ構造改革の結果、国内銀行は統合・資本強化・収益構造見直し等を通じて効率化と健全化を達成しつつある。他方、危機直後の信用クランチと金融部門救済のための国債発行によって、漸く一部の経済で証券市場が銀行システムを補完し始めている。

しかしながら、東アジアは他地域に比べて貿易・直接投資を通じてより広く深くグローバル経済にリンクしており、企業部門がグローバル経済の縮小から受ける負の影響は想像以上に大きい。広範な企業業績の悪化は金融機関の資産不良化に他ならない。また、危機後もアジアの回復を支えてきた非債務性フローの直接投資も今回は収縮を避けられないであろう。つまり、東アジアとその金融システムがグローバル金融危機の間接的ショックをより深く蒙る可能性は否定できないのである。

（こうさか あきら／大阪大学大学院国際公共政策研究科教授）