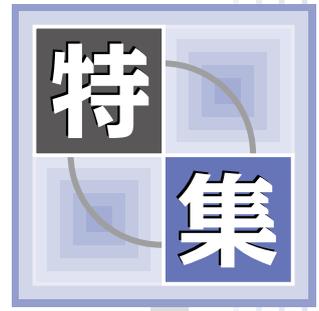


(出所) International Financial Statistics (IMF) のデータより筆者計算。
(計算方法) 国際収支表から資本流入と流出の合計を計算し、それを輸出と輸入の和で除した。

国際資本移動と東アジア諸国



国際資本移動と東アジア諸国

特集にあたって

歪んだ金融グローバル化と開発途上国

国宗浩三

●はじめに

東アジア諸国は一一年前のアジア通貨危機によって、経済に大きな打撃を受けた。しかし、いずれの国も予想よりも早く経済を立て直すと共に、国内の金融システムに対する監視体制を強化するなどの改革も推し進めた。二〇〇〇年代に入ってから、世界経済の順調な成長と貿易の拡大もあって、堅調な経済成長を達成してきた。

しかし、昨年九月のリーマン・ショックに端を発する世界的な金融危機と貿易の急速な縮小は、東アジア諸国にも深刻な影響を与えている。本特集においては、アジア通貨危機以後に改善・強化された東アジア諸国の金融システムについて再確認したうえで、現在の世界的な金融危機が各国にもたらしている影響について概観する。

特集の冒頭を飾る本稿では、全般的な状況として途上国における金融グローバル化がどのように進んできたか、そして、それがどのような問題を抱えているかを見る。とくに、外貨準備を蓄積することを通じて、途上国から先進国に資金が逆流するという

奇妙な事態を「金融グローバル化の歪み」と捉え、その背景や対応策を考察する。

●東アジア地域の受けた打撃

まずは、IMF「二〇〇九」の二〇〇九年実質GDP成長率予測から、主要な東アジア諸国が受けた打撃を大まかに見る。

その前に、ざっとであるが世界全体を見渡すと、先進国（マイナス三・八％）を除けば、CIS諸国（マイナス五・一％）と中東欧（マイナス三・七％）の受けた打撃が最も大きく、これに次ぐのがラテンアメリカ（マイナス一・五％）である。これに対して、比較的軽傷なのはアフリカ（二％）、中東（二・五％）、と続き、アジアは、もっとも傷が浅い（四・八％）。

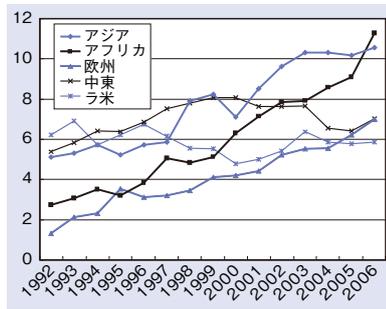
しかし、そのアジアの中でも、無視できないほどのばらつきがある。まず、最も深刻な影響を受けた国々はNIEs諸国である。深刻な順に、シンガポール（マイナス一〇％）、台湾（マイナス七・五％）、香港（マイナス四・五％）、韓国（マイナス四％）となる。ちなみに、日本は、最も深刻な部類に入る（マイナス六・二％）。これに続くの

が、マレーシア（マイナス三・五％）、タイ（マイナス三％）の二カ国である。そして、フィリピンの〇％を境として、比較的軽傷にとどまるのは、インドネシア（二・五％）、ベトナム（三・三％）、インド（四・五％）、中国（六・五％）である。

このように、東アジアの中でも極めて大きなばらつきがある。その理由であるが、一言で言うと、「グローバル化した国ほど悪影響を受けた」と言える。輸出のGDP比が非常に高い国が、最も深刻な影響を受けた。シンガポール、香港は、一八〇％超、一六〇％超と、ひととき高い輸出・GDP比率となっており、マレーシアは約九割、台湾とタイは約六割となっている。つまり、これらの国では貿易面でのグローバル化が進展していたことが仇となった。

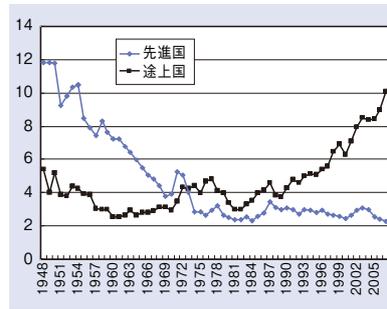
ところで、これら諸国に比べれば、韓国の輸出・GDP比率はやや小さい（約四割）。それにも関わらず、韓国も深刻な影響を受けたグループに属する。それは、韓国の場合は金融面でのグローバル化が進んでいたからである。韓国へは、危機以前の数年に渡って、株式や債券への投資や銀行ローン

図3 外貨準備高 (途上国の地域別に分けた推移)



(出所) International Financial Statistics (IMF) のデータより筆者計算。
(単位) 輸入の何ヶ月分に相当するか

図2 外貨準備高 (先進国と途上国の対比)



(出所) International Financial Statistics (IMF) のデータより筆者計算。
(単位) 輸入の何ヶ月分に相当するか

といった形で、巨額の海外資金が流入していた。これらの資金が逆流したことによって、経済的打撃を受けたと考えられる。つまり、金融グローバル化が進展していたことが仇となったわけだ。

●金融グローバル化と途上国

国境を越えた金融取引が盛んになることを金融グローバル化と捉えるならば、金融グローバル化は一九九〇年代以降、急速に進展した。ただし、これは先進国を中心として見た場合のことである。途上国の金融グローバル化は、これまでのところ「一歩前進二歩後退」とでも言えるような様相を呈してきた。図1に国境を越えた金融取引額の貿易額に対する比率を示した。

この図からは、途上国において金融グローバル化が進展した時期が三度あることが分かる。まず、一九七〇年代にはオイルマネーがラテンアメリカ諸国に流入するという形で、金融グローバル化が進展するかに見えた。しかし、これは一九八〇年代のラテンアメリカ債務危機の発生という形で、劇的な終焉を迎える。つぎに、九〇年代に入って、その前半には、先進国における金融グローバル化と歩調を合わせるように、より広範な途上国に向かって海外資金の流入が始まった。しかし、これも九〇年代後半のアジア通貨危機に始まる新興諸国の通貨危機により終焉する。最後に、二〇〇二年以降に三度目の金融グローバル化の波が

起こったことが見て取れる。しかし、これも今回の世界的な金融危機により終焉した。(IIF「二〇〇九」は、新興市場諸国への民間資本の純流入はピークの二〇〇七年と比べ、二〇〇八年には半減、さらに、二〇〇九年は二〇〇八年の約一／三の水準にまで低下と予想する。これは、前二回の金融グローバル化後退局面を上回る早さと規模である。)

救いは、今回に限って言えば、問題の発生源は途上国側ではなく、先進国側であったことだ。また、経済への打撃は大きいにも関わらず、途上国における通貨危機や国の債務不履行といった劇的な事例が少ないのも際立った特徴である。その理由として、多くの途上国が過去の経験より、外貨準備を蓄積してきたことをあげることができる。

●外貨準備をため込む途上国と外貨準備から解放される先進国

図2は、先進国と途上国が保有する外貨準備(が輸入の何ヶ月分に相当するか)の推移を示したものである。これを見ると、一九九〇年代以降、先進国と途上国では、全く逆の政策がとられていたことが分かる。すなわち、途上国の外貨準備は一貫して増大しており、逆に、先進国の外貨準備は一貫して減少している。なお、この傾向は、一部の国・地域だけではなく、おおむね途上国全般について当てはまる(図3)。

途上国の格差と、この外貨準備に関わる違いは、つぎのように解釈可能である。

まず、先進国は金融グローバル化の流れに乗り、その便益を享受した。便益のひとつが、外貨準備保有の必要性が薄れたことである。民間部門の金融取引が盛んになり、国際金融市場へのアクセスが改善したため、先進国では国が万一時の場合に備えて外貨を蓄える必要性が薄れたと考えられる。

一方、途上国は金融グローバル化の流れに乗りうとしたが、再三の危機による挫折を繰り返した。そのため、より慎重な政策に転じ、外貨準備を積み上げた。

途上国の懸念は、今回の危機によって再確認された。これまでにない大規模な資本の逆流が起こっているにもかかわらず、持ちこたえている途上国が多いのは、積み上げてきた外貨準備のおかげである。

今回の危機が起こる直前には、途上国が抱える外貨準備は多すぎるとの指摘がなされることがあった。また、危機が起こった後には、米国の経常収支赤字と途上国の黒字(そして、その結果でもある外貨準備の増大)が危機の原因であると「グローバル・インバランス」説のように、途上国側にも罪があるとする極論まで現れた。

しかし、事後的に見るならば、途上国の蓄えた外貨準備は過剰ではなかった。もしも、これがなければ、例えばロシアや韓国など、資本流出が特に激しかった国々はとつくの昔に通貨危機や債務不履行に追い

込まれていただろう。

●歪んだ金融グローバル化

ここで、もう一度、全体的な観点から金融グローバル化の歪みについて述べよう。

第一に、途上国では、一九九〇年代以降、金融グローバル化への不安から外貨準備を積み増す政策に転じた。外貨準備のほとんどは米国国債に代表されるような、先進国の安全資産の形で保有される。こうした資産の利回りは低いので、これは、途上国が先進国に低利で融資を行っていると言い換えることができる。

第二に、これを資金の流入先である先進国の側から見ると、資金供給を増やし、一般的な資本コストを低下させる効果があった。こうした資本コストの低下は国内のバブルの一要因ともなったが、同時に、先進国の民間部門の途上国への投資を促した。外貨準備保有と違って、こうした投資は自由な民間経済活動に基づいており、従って、高い収益を目指した。

両方の資本の流れをまとめると、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。

このようなことが、本当に起こったことの傍証としては、米国の所得収支（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あげられる。米国が純債務国（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、米国が外国に支払う金利・配当は、米国が受け取る金利・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。こんなマジックのようなことが可能なのは、米国への投資が生み出す収益の収益率よりも、米国から外に向かう投資の収益率の方が上回っているからだ。

●歪みを正せるか？

残念ながら、今回の危機により、さらに多くの途上国が外貨準備保有を重視するようになるだろう。従って、途上国が外貨準備を積み増す傾向に歯止めをかけることは難しい。ただし、対策が皆無という訳ではない。国際収支危機に対抗する際に必要となる外貨の調達手段が別であれば、個別に巨額の外貨準備を積み立てておく必要性は小さくなるからだ。

本来は、そのような役割を果たす国際金融機関としてIMFが存在しているはずである。しかし、危機に際してIMFの提供する外貨は十分ではない。とくに、一九九四年のメキシコ危機以降の大規模な資本収支危機に際して、IMFは世界銀行などの他の国際金融機関や利害関係を持つ先進国や周辺諸国からの二国間援助を組み合わせる形で、なんとか必要な外貨を提供しているに過ぎない。このことから、IMF単独での資金供与額は不十分である。

これに加えて、IMFの処方箋は、当該

国にとって厳しすぎるという問題がある。今回の金融危機に際して、米国を始めとした先進国が採用した政策は、財政出動、金融緩和、銀行救済の三点セットであった。しかし、過去のIMFプログラムにおいては、まさにこれとは正反対の政策が望ましいとされてきた。すなわち、財政赤字削減、政策金利の引き上げ、不良金融機関の整理、といった政策である。

これらの政策は、比較的短期間に国際収支を改善させるためには有効な政策である。しかし、既に危機的状況にある経済をさらに悪化させることが確実である。従って、IMFに支援を求めることは、経済的にも政治的にも非常に高いコストを伴う。

このように量的にも質的にも問題を抱えるIMFプログラムの実態を改善することができるならば、途上国の外貨準備蓄積に向かう衝動をいくぶんは和らげることができるだろう。

これに加えて、地域レベルでの金融協力の推進も重要である。たとえば、東アジア地域においてはチェンマイ・イニシアチブと呼ばれる枠組みの下で、通貨スワップによる外貨の相互融通協定が蜘蛛の巣状に張り巡らされている。これにより、通貨危機の再発などの緊急事態に備えようというわけだ。ただし、この枠組みも、現状では資金量も十分とは言えず、また、枠組み自体についても限界が指摘されている。改善に向けた方策について合意はなされている



(今年二月には資金規模の拡大と多国間協定への改組、独立した地域監視機関の設立などについて合意済み)が、具体化には、まだ時間が必要だ。

●日本の役割

東アジアにおける金融協力、IMFの改革、このいずれにおいても日本の果たす役割は大きい。

東アジアの金融協力については、日本は一九九七年のアジア通貨危機の最中に、アジア版IMFとでも言うべきアジア通貨基金(AMF)構想を提案している。この構想は、米国の反対や中国の消極的な姿勢もあり、結局、日の目をみなかった。しかし、その後、ASEAN+3の主導の下で始まったチェンマイ・イニシアチブ(二〇〇〇年五月)の源流となっている。最近では、チェンマイ・イニシアチブの資金規模を八〇〇億ドルから五割増の一三〇〇億ドルに増大させるのに伴い、全体の三分の一程度となる約四〇〇億ドルを日本が負担することを表明している。また、これとは別にアジア諸国との間で総額六兆円規模の円スワップ取り決めに締結していくとしている(二〇〇九年五月のASEAN+3会合)。

IMF改革に関しては、昨年の麻生政権の発足以来、日本が積極的に主導してきた。日本政府は、他の先進国に先駆けて、早くも昨年一〇月のG7で、従来のものよりも使い勝手のよいIMFの金融融資制度が必

要だという提案を行った。IMFはこれに応えて、一〇月末には短期流動性融資制度(SLF)という新制度を創設し、さらに、それを改組して今年三月には弾力的クレジットライン(FCI)とした。四月にはメキシコがこの新制度を利用することを表明している。IMFの資金量に関しても、昨年暮れには、日本政府はIMFの出資額倍増を提案し、それが実現するまでの措置として、(外貨準備を活用して)最大一〇〇〇億ドル(一〇兆円)の資金をIMFに貸し付ける用意があることを表明した。そして、今年二月にローマで行われたG7会合の際にはIMFとの間で覚え書きを調印済みである(このとき、日本のメディアは中川財務相の記者会見の様子のみを報じ批判したが、一方で、このような貢献があったことは全く評価されなかった)。こうした日本の姿勢が呼び水となって、その後、EUも日本と同額の資金支援を表明し、今年四月のG20ロンドン会合ではIMFの資金三倍増が、会議の重要な成果のひとつとして大きく報じられた(しかし、ここに至るまでの日本の果たした役割についての背景説明はほとんど報道されなかった)。

こうしてみると、日本の場合、政府よりもメディアの問題が大きいと言わざるを得ない。例えば、前述したローマG7でIMFのストラスカーン専務理事は日本の資金支援を「単一国としての金融的貢献として前例のない大規模なものである」としたう

えで、「世界経済と国際金融の問題に対する多国間取り組みに対する日本の指導力と献身」の表れであると賛辞を送っている^{※2}。しかし、これを知っている日本人が果たしてどれぐらいいるだろうか。なぜなら、日本では、ほとんど報道されなかったからだ。日本が、今後も意味のある国際貢献を通じて、他国に評価される外交を行うためには、何よりもまず、自国のメディアや国民が政策に対して正当な評価を与えることが大切なのである。

(くにむね こうぞう/アジア経済研究所開発研究センター)

※1 一〇兆円という金額は大きいが外貨準備(約一〇〇兆円ある)を活用し、かつ、国際機関を経由する融資であるため、焦げ付きの可能性は低く、(外貨資産を外貨のまま融資するので)円相場に与える影響もない。

※2 二〇〇九年五月一四日現在。
http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2009/pr0932.htm

《参考文献》

- ① IMF, 2009, *World Economic Outlook*, April 2009, IMF: Washington D.C.
- ② IIF, 2009, *Capital Flows to Emerging Market Economies*, January 2009, Institute of International Finance: Washington D.C.