



PACIFIC
ECONOMIC
COOPERATION
COUNCIL

Macro-financial Linkages and Financial
Deepening in the Pacific Region
A Japanese Translation of Overview

太平洋地域におけるマクロ金融リンケージと 東アジアの金融市場発展

(概観)

太平洋経済展望構造問題部門・報告書(抄)

太平洋経済展望構造問題部門
Pacific Economic Outlook Structure Project
国際コーディネーター 高 阪 章
(関西学院大学国際学部 教授)

太平洋経済展望 (PEO) 日本委員会
Japan Committee for Pacific Economic Outlook

一般財団法人 アジア太平洋研究所
Asia Pacific Institute of Research (APIR)

序

本冊子は、PECC（Pacific Economic Cooperation Council, 太平洋経済協力会議）に加盟する11ヶ国／地域の経済専門家による調査研究報告書・*Macro-financial Linkages and Financial Deepening in the Pacific region*の抄訳である。

本冊子の構成は、同報告書の *Overview*（概観）部分の翻訳と、PECC／PEOの概要・執筆者リストなどからなっている。

報告書は、本冊子を含め、以下の通りの三部構成である。

Vol. I : *Macro-financial Linkages and Financial Deepening in the Pacific Region*
(*Executive Summary Reports*, 60頁・英文)

Vol. II : *Macro-financial Linkages and Financial Deepening in the Pacific Region*
(*Background Papers*, 英文)

Vol. III : 太平洋地域におけるマクロ金融リンケージと東アジアの金融市場発展（概観）
(抄訳, 32頁・和文)

太平洋経済展望構造問題部門（Pacific Economic Outlook Structure Project）は、PECCのプロジェクトの一つとして、太平洋地域の経済構造問題について中長期的な観点から調査研究活動を行っている。日本が幹事国として、関西学院大学国際学部教授の高阪章主査の下、活動を展開している。

本報告書に関しては、2010年3月、2010年9月の計2回、大阪で開催された太平洋経済展望（PEO）構造問題部門国際専門家会合における検討結果を踏まえて、各国／地域の経済専門家がそれぞれ自国／地域における経済統合化による対外調整について論文を執筆した。それらを高阪主査が監修した上で *Overview*（概観）部分を執筆、太平洋経済展望（PEO）日本委員会（Japan Committee for Pacific Economic Outlook）が編集・刊行作業を行ったものである。

太平洋経済展望（PEO）日本委員会（事務局：一般財団法人 アジア太平洋研究所）は、関西財界及び外務省等関係機関の財政的支援を受け、国際専門家会合を開催すると共に、PEOプロジェクトの推進に努めている。

2013年6月

太平洋経済展望（PEO）日本委員会
一般財団法人 アジア太平洋研究所

太平洋地域におけるマクロ金融リンケージと東アジアの金融市場発展

（概 観）

Macro-financial Linkages and Financial Deepening in the Pacific Region

発行日	2013年6月
発行所	〒530-0011 大阪市北区大深町3番1号 グランフロント大阪 ナレッジキャピタルタワーC7階 一般財団法人 アジア太平洋研究所内 Asia Pacific Institute of Research (7th Floor, Knowledge Capital Tower C, GRAND FRONT OSAKA, 3-1, Kita-ku, Osaka 530-0011, Japan)

太平洋経済展望（PEO）日本委員会
Japan Committee for Pacific Economic Outlook

電話 (06)6485-7692 FAX (06)6485-7689
Email peo@apir.or.jp

ISBN978-4-87769-353-4

Copyright ©2013 by the Japan Committee for Pacific Economic Outlook All rights reserved.

目 次

マクロ金融リンケージと東アジアの金融市場発展〈概観〉	1
要約・キーワード	1
はじめに	2
1. マクロ金融リンケージと金融危機の波及	4
2. 東アジアにおける国際資本フローの変容	7
3. 新興市場の金融発展	11
4. 東アジアの国内金融システム	13
5. 政策インプリケーション	16
おわりに	18
参考文献	20
PEO 構造問題部門の活動について	22
各国／地域の執筆者・専門家	24
太平洋経済協力会議（PECC）の概要	26
太平洋経済展望（PEO）の概要	29
一般財団法人 アジア太平洋研究所の概要	31

マクロ金融リンケージと東アジアの金融市場発展〈概観〉

太平洋経済展望構造問題部門（PEO/Structure Project）

主査：高阪 章

要約

本報告では、東アジア新興市場を主たる対象地域として、その国際資本市場とのマクロ金融リンケージ、および国内金融システム発展との相互関係を考察した。主な結果は次の通りである：

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、FDI・証券投資とも域内投資が大きな役割を果たしている。
2. 国内金融システムは外資依存度が低く、金融深化の程度が高いが、民間投資ファイナンスに関する限り、同システムのアジア危機後の回復は実物経済成長と対照的な停滞ぶりである。
3. 今般のグローバル金融危機がアジア危機型の負の影響をもたらす可能性は小さいが、それは上記の金融リンケージの変容によるものであり、国内金融システムの発展によるものではなく、また、アジア危機後の国内マクロ政策や地域金融協力の枠組がグローバル危機で果たした役割は限定的である。
4. 今後の政策課題としては、短期的には拡大する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を再構築すること、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模索することである。

キーワード：東アジア新興市場、マクロ金融リンケージ、金融深化、地域金融協力

はじめに

本報告では、東アジア新興市場を主たる対象地域として、その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察する。2007年以来のグローバル金融危機は、上記の考察を進める上で極めて重要な役割を果たしている。また、その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2つの危機の間の期間の進展を、上記課題に即して考察することは大変興味深い。それはまた、東アジア新興市場だけの問題ではなく、他の新興市場にも大きく関わる問題であり、さらには国際資本市場の動向や各国の金融システム発展の方向にも大きく関わる問題を内包していると思われる。

東アジアを含め、新興市場は途上国の中でも国際資本市場との金融リネージュ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における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、水が低きに流れるように、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、2000年代に入って目立つのは、伝統的な経常収支赤字パターンを示す欧州新興市場と非伝統的な黒字国の東アジア新興市場のコントラストである¹。IMF（2008）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準蓄積と経常黒字の関係は美味しく説明できていない。また、欧州の、過去に例のない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も疑問である。

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

1 IMF（2009）の代表的な評価は次の通り：前者は、投資の期待収益が適切に評価されているのであれば、将来の所得で現在の消費をまかなえるはずであるので、持続可能かもしれないが、グローバル金融危機など外的要因によって sudden stop が起こると、現在の成長経路を維持することは困難になる可能性がある。他方、後者は、黒字の結果として豊富な外貨準備をもつので、sudden stop などの危機には対応できるかもしれないが、黒字が為替レートの過小評価や資本規制によるのであれば、資源配分の歪みは大きく、インフレなどの不均衡などによって、そのレジームの持続可能性に疑問が残る。

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。

そこで本報告では、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ネージュにはどのような特徴があり、それは今度のグローバル危機の同地域への影響とどのように関わっているのか。次に、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持っており、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地域協力のレジーム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報告の答えを、予め要約しておく、次の通りである：

1. 東アジア新興市場と国際資本市場とのマクロ金融リネージュを国際資本フローで見ると、資本流入の構成はアジア危機前後で大きく変容し、資本形態では持続的安定的な直接投資 FDI が太宗を占めていること、FDI・証券投資とも欧米日に比べて、旧「新興市場」から新「新興市場」への域内投資フローが次第に大きな役割を果たしていることが特徴である。
2. 東アジア新興市場の国内金融システムについて言えば、他地域の新興市場に比べて、顕著に、外国資本フローへの依存度が低く、金融深化の程度が高いことが確認でき、また、アジア危機後の金融部門・企業部門の構造改革には一定の進展がみられる。しかしながら、民間部門の投資ファイナンスに果たす役割からみれば、アジア危機以後、金融仲介は縮小したままであり、それに代わるべき証券市場の発展も不十分であることから、国内金融システムのアジア危機後の回復は実物経済の成長と不釣り合いなほどの停滞ぶりである。
3. もっとも、今般のグローバル金融危機が東アジア新興市場にアジア危機の場合と同様の負の影響を引き起こす可能性は小さい。ただし、その理由は上記の金融リネージュの変容によるものであり、国内金融システムの発展によるものではない。また、アジア危機後から取り組んできた国内マクロ政策や地域金融協力の枠組がグローバル危機の負のインパクトを防ぐ上で果たした役割は限定的であると思われる。
4. むしろ、今後の政策課題としては、短期的には、拡大する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を再構築すること、そして、中期的には、従来の銀行型・市場型といった単純な二分法を超えた、変容していく投資リスクに見合った国内金融システムを模索することである。

本報告の構成は以下の通り：次節（1 節）では、新興市場と国際資本市場の金融リネージュに関する最近の展開をグローバルにレビューする。ここでは、銀行ローンと証券投資について投資国と受入国の関係には強い地域バイアスがあることが示される。2 節では、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

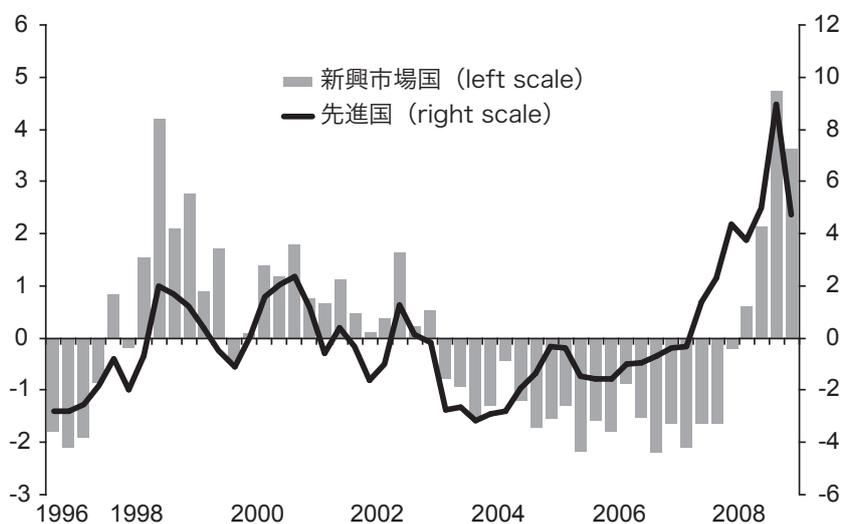
ロー全体を資本形態ごとに見ると、その構成は危機の前後で大きく変容しており、それは新興市場と国際資本市場の関係に関する地域差の背景要因であることがわかる。3節では、他地域との比較において、新興市場における国際資本市場とのリンケージと国内金融システムの発展の関係を論じる。ここでは、外国資本への依存、金融深化の度合いにおいて、東アジア新興市場は他地域とどのように異なるかが示される。4節では、アジア危機以後の回復期における東アジア新興市場の国内金融システム発展の特徴を論じる。危機後の国内金融システム回復は実物経済の高度成長とは対照的であることが示される。5節では、以上の観察と分析が、同地域のマクロ経済政策に対してもつ政策含意を論じる。とくに、そこでは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る。最後に6節では、残された今後の政策課題に触れて全体を結ぶ。

1. マクロ金融リンケージと金融危機の波及

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。とりわけ国際資本市場の統合化が進む中で、各国の金融資本市場の連関は1930年代の世界大恐慌を彷彿させる状況をしめしている。

図1は先進国と新興市場の2グループ²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

図1. 金融ストレス指標：先進国と新興市場国



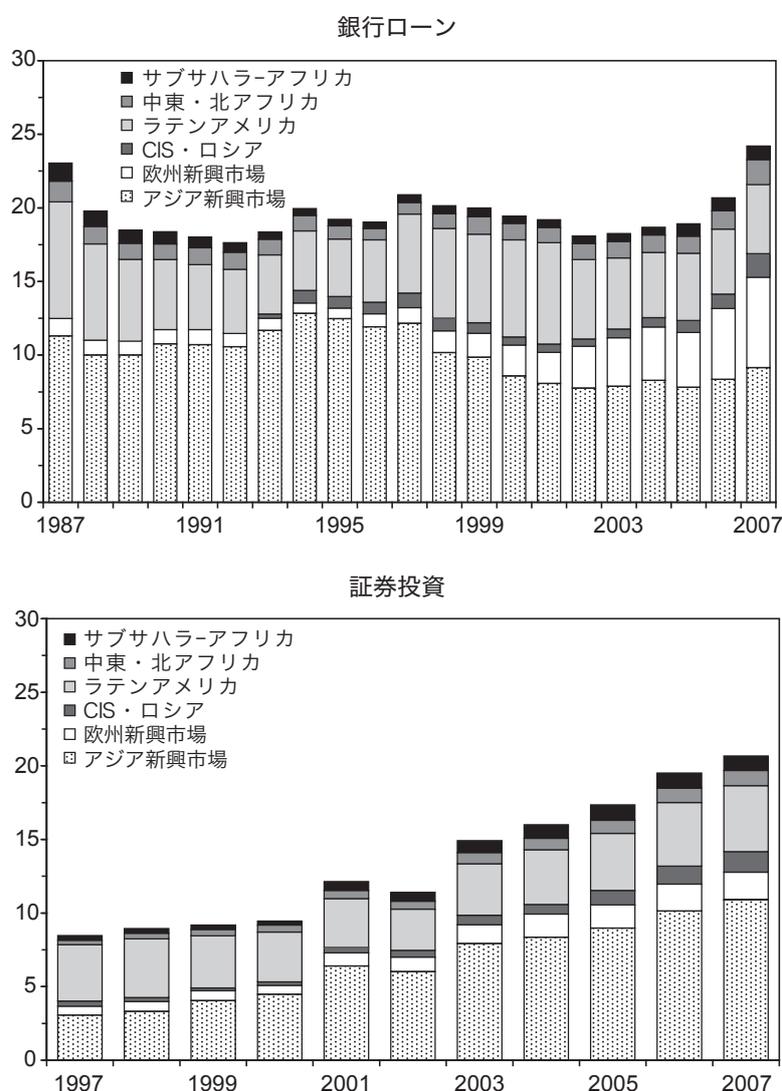
出所：IMF, *World Economic Outlook*, April, 2009, Chapter 4, Figure 4. 6.

2 先進国17カ国（Australia, Austria, Belgium, Canada, Denmark, Finland, France, Germany, Italy, Japan, Netherlands, Norway, Spain, Sweden, Switzerland, United Kingdom, and United States.）および新興市場26カ国（Argentina, Brazil, Chile, China, Colombia, Czech Republic, Egypt, Hungary, India, Indonesia, Israel, Korea, Malaysia, Mexico, Morocco, Pakistan, Peru, Philippines, Poland, Russia, Slovak Republic, Slovenia, South Africa, Sri Lanka, Thailand, and Turkey）。

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³。同図によれば、1997～98年の新興市場金融危機、2000～01年の「ITバブル」危機、そして今回、2007～09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。ただし、1997～98年には新興市場危機がリードし、後者の2つのケース、とくに最近の危機では先進国市場が最初の引き金となっている点が異なり、また、先進国グループの金融ストレスの高まりは今回の危機が圧倒的に大きく、また新興国グループへの波及はかなりの時間差を伴っている。

今回の危機直前までの新興市場への資本フローのうち、先進国からの債務フローである銀行ローンと証券投資の残高を受入国側から対GDP比率で地域別にみたものが図2である。まず、銀

図2. 新興市場国の対先進国債務（新興市場国GDP比率、%）



出所：IMF, *World Economic Outlook*, April, 2009, Chapter 4, Figure 4. 9.

3 「金融ストレス指標」は、長短金融市場・株式市場・債券市場・信用市場・外国為替市場など、複数の金融資本市場における価格ボラティリティの加重平均として推計したもの。詳しくは、IMF (2009), Appendix 4.1を参照。

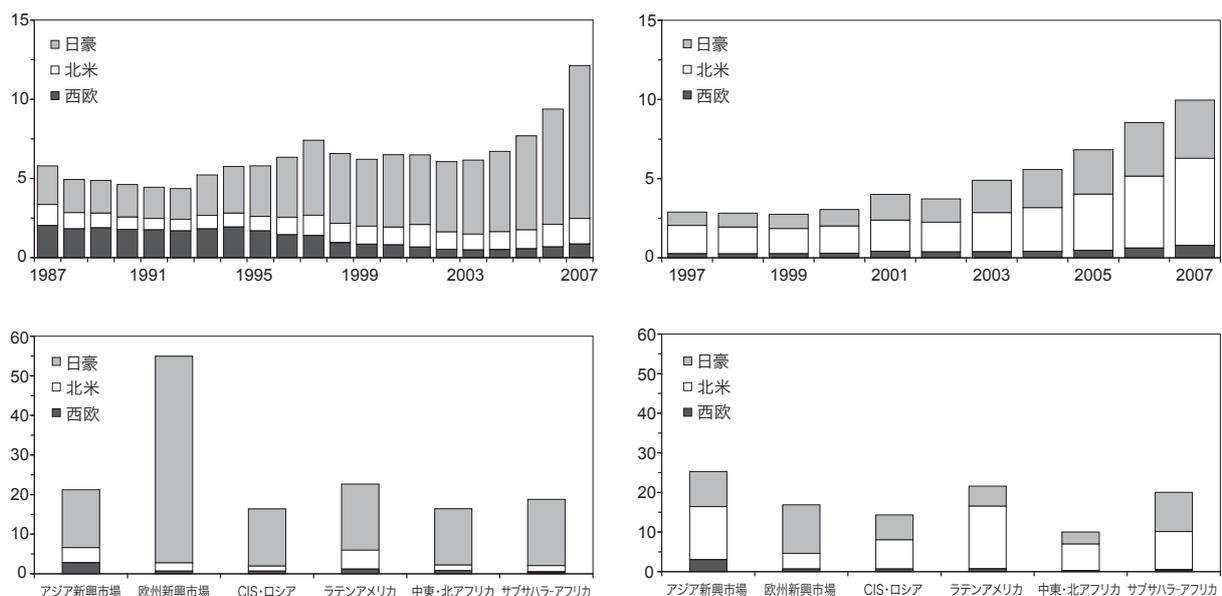
行ローンについて言えば、1997年のアジア危機までは最大の受入地域はアジアで、ラテンアメリカがそれに次ぎ、欧州は無視できるほどの規模であったが、危機後、2000年代半ばまで両地域へのローンは減少傾向にあり、対照的に欧州新興市場のみが増加傾向を示している。他方、証券投資については、アジア新興市場への流入が着実に増大しているが、それに次ぐラテンアメリカ向けは停滞している。対欧州投資は、当初の残高は小さいが、一定の増加傾向を示している。このように、銀行ローンと証券投資という資本フローの形態ごとに受入地域間で流入のパターンは大きく異なる。

これに対して、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3である。図3の上半分は日本・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）の推移を示している。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見せていないが、かつて相当規模あった日本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更に対照性が鮮明になる。図3の左下の図から、欧州先進国の銀行ローンは、欧州新興市場で圧倒的

図3. 先進国・新興市場国間の金融リンケージ

- (上左図：先進国銀行の対新興市場・途上国銀行債権、
- 上右図：先進国の対新興市場・途上国証券投資残高（先進国GDP比率））
- (下左図：先進国銀行の対新興市場国銀行債権、
- 下右図：先進国の対新興市場国証券投資残高（新興市場国GDP比率））



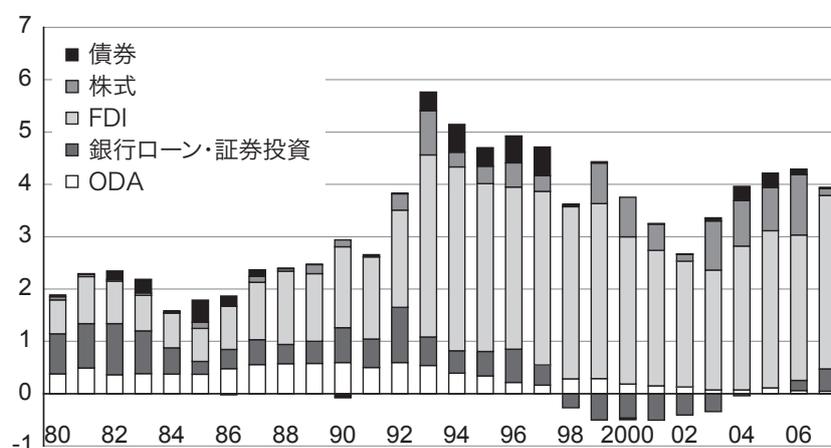
出所：IMF, *World Economic Outlook*, April, 2009, Chapter 4, Figure 4. 10.

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出来ることがわかる。

2. 東アジアにおける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4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。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。90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、1997-98年、2000-01年、2007-09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5はこれらの特徴を明瞭に示している。

図4. 東アジアへの金融フロー（対 GDP 比率）

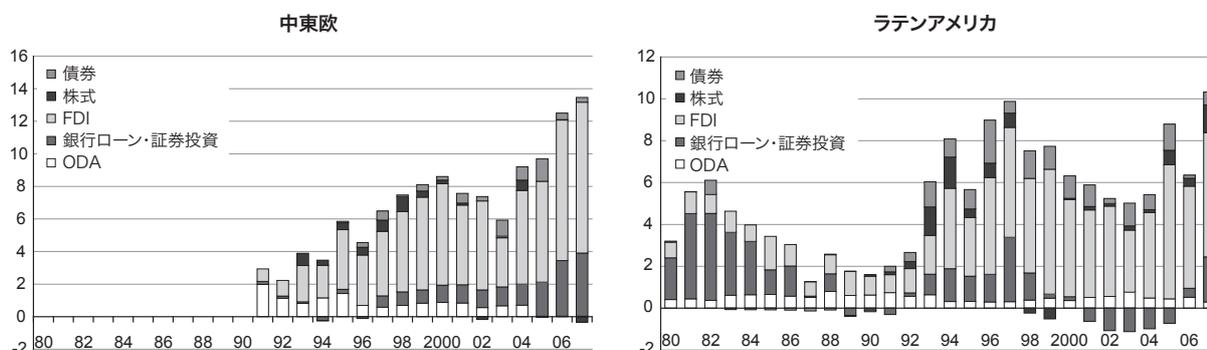


出所：World Bank, *World Development Indicators*, CD-ROM, 2010より算出。

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5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

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、東アジアの資本フローの GDP 比率は高々 4% 程度（域内平均）であるのに対して、ラテンアメリカは 7% 前後であり、国内貯蓄率とは逆になっている。この意味については 3 節で議論する。

図 5. 新興市場国への金融フロー：中東欧とラテンアメリカ（対 GDP 比率）



出所：World Bank, *World Development Indicators*, CD-ROM, 2010 より算出。

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、国有企業民営化に伴って FDI、さらに証券投資が拡大、銀行ローンは 90 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⁴。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。

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もわかった。さらに、投資国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

4 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、例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。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。

「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。

表1. 証券(株式)投資の地理的配分(百万米ドル)

投資国・地域 投資受入国・地域	2008 年末				
	投資総額	東アジア 新興市場国	EU15	日 本	米 国
中国	226,873	107,792	49,161	5,499	53,269
香港	165,473	22,091	56,900	8,915	61,483
日本	626,077	16,713	197,226	—	347,600
韓国	112,278	7,591	39,259	6,799	45,287
マレーシア	25,278	7,173	7,162	529	6,673
フィリピン	7,574	717	2,055	165	4,279
シンガポール	60,188	4,408	20,430	3,074	24,028
台湾	79,948	5,546	26,294	1,631	41,195
タイ	24,211	3,215	8,477	683	6,670
米国	1,486,907	54,476	741,220	159,163	—
東アジア新興市場国	701,822	158,533	209,739	27,295	242,884
投資総額	9,848,594	484,995	4,214,632	394,678	2,748,428

出所：CPIS = Coordinated Portfolio Investment Survey Lasst Updated: January 2010 より算出。

<http://www.imf.org/external/np/sta/pi/datarsl.htm>

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、2008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、東アジア新興市場への国際投資残高は約700 mil\$で、そのうち、米国が240 mil\$、欧州(EU15カ国)が210 mil\$で、日本は27 mil\$であるが、東アジア新興市場自体の投資額が160 mil\$と、東アジア新興市場が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。むしろ、投資先としての同地域は、国際株式投資残高総額9850 mil\$のうちの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上で見過ごせない新しい動きであると言える。

ここには示さないが、同様に国際証券投資のうち債券投資の国・地域間残高を見ると、債券投資については、同地域への投資残高総額200 mil\$のうち、最大の投資主体は同地域自体で70 mil\$

に達し、欧州 60 mil\$, 米国 30 mil\$, 日本 20 mil\$ と続き、債券投資については既に域内投資が最大のシェアを占めている。もっとも、その相対的規模について言えば、国際債券投資に占める同地域の投資先としてのシェアは、株式投資の場合に比べてさらに小さく、総額 21,000 mil\$ の 1% 足らずに過ぎない。

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。主役は香港・韓国・シンガポール・台湾からの投資である。ラテンアメリカについてもこのような域内投資は見られるが、その程度は限定的であり、欧州新興市場においてはミニマルであるといえる。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」（あるいは「新先進国」）の役割に注目する必要がある。

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、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様々な論評が行われてきた⁵。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。

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出来る：

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、その中で、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⁶。

5 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。従来の議論では、外準蓄積の動機は大きく 2 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。

6 Jeanne (2007) は、大幅な外準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。

これらの資本市場リネージュの変容は、国際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：

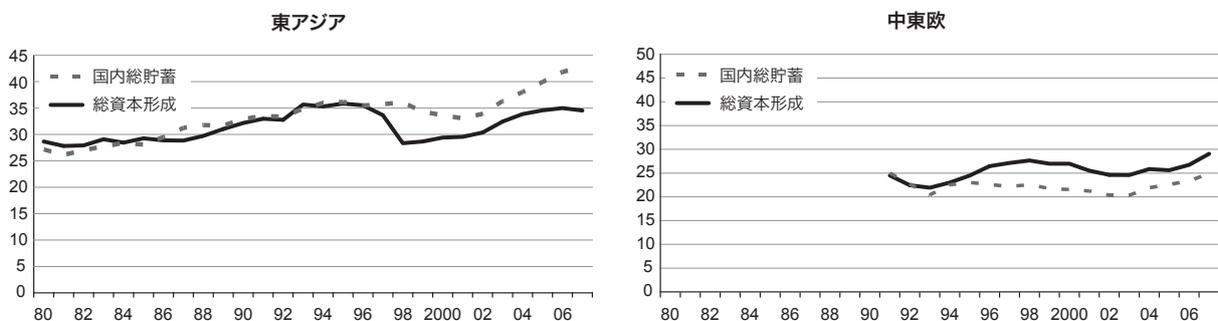
1. 外国資本フローの sudden stop など、第二のアジア危機が同地域を襲う可能性は小さい。いまや同地域の対外債務フローへの依存度は小さく、外貨準備は豊富である。ただし、欧州新興市場についてはその限りでない。
2. 貿易におけると同様、資本フローについても、域内依存度の高まりが顕著であり、FDI についても証券投資についても「旧新興市場」が「新新興市場」への投資主体として重要性を増している。これは情報コスト面で資本市場の不完全性を補う合理的な行動であり、「旧先進国」からの投資フローのボラティリティを緩和する要因となる可能性すらあるものと思われ、従来のように「北」＝「旧先進国」から「南」＝新興市場を含む発展途上国への資本フローだけを見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見てゆきたい。

3. 新興市場の金融発展

まず最初に、経済成長のための要素蓄積を支える上で、外資がどの程度の重要性を持っているかをみる。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6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 90 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。貯蓄率・投資率ともに GDP 比率で（地域平均）35～40%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る状況にある。

図6. 貯蓄率と投資率（対 GDP 比率）

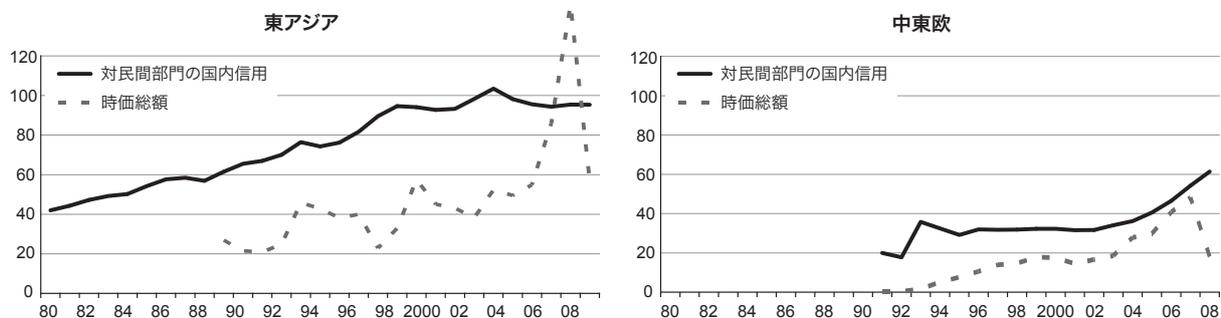


出所：World Bank, *World Development Indicators*, CD-ROM, 2010 より算出。

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はネットベースで外資流入が不可欠である⁷。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。

次に、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7は、金融仲介規模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見られるものの、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中では例外的な存在であることがわかる。

図7. 金融深化（対GDP比率）



出所：World Bank, *World Development Indicators*, CD-ROM, 2010 より算出。

以上から、国際資本市場とのリンケージからみた、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

7 欧州新興市場の国際資本市場とのマクロ金融リンケージに関しては、グローバル危機以前には、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。

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？ 次節でこの問題を考えよう。

4. 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3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。表2は、世界銀行報告書（Gill and Kaharas (2007)）による。同表は、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ある。1)の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。2)の株式市場と3)の債券市場は、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。

表2. 東アジアの国内金融システム

	銀行資産				株式市場				債権市場			
	US\$ billions	% of GDP										
	1997	2005	1997	2005	1997	2005	1997	2005	1997	2005	1997	2005
中国	1,125.7	3,692.2	124.6	163.1	101.4	401.9	11.2	17.8	116.4	552.0	12.9	24.4
インドネシア	74.1	140.0	31.1	49.8	29.1	81.4	12.2	28.9	4.5	55.2	1.9	19.6
韓国	196.4	736.1	37.9	93.5	41.9	718.0	8.1	91.2	130.3	599.8	25.2	76.2
マレーシア	100.9	208.5	100.9	159.4	93.2	180.5	93.2	138.0	57.0	115.1	57.0	88.0
フィリピン	46.5	62.2	56.1	63.2	31.2	39.8	37.7	40.4	18.5	36.1	22.4	36.7
タイ	120.3	183.0	79.7	103.6	22.8	123.9	15.1	70.1	10.7	72.1	7.1	40.8
香港	361.6	790.1	205.1	444.6	413.3	1,055.0	234.5	593.6	45.8	82.9	26.0	46.6
シンガポール	117.0	216.4	122.0	185.4	106.3	257.3	110.8	220.4	23.7	79.8	24.7	68.2
合計	2,142.5	6,028.5	94.6	149.5	839.2	2,857.8	37.0	70.9	406.9	1,593.0	18.0	39.5

出所：Gill and Kharas (2007), Table 4. 5.

むろん、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。

それ以上に問題なのは、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3は、危機前後の1992～2007年の期間の東アジア6カ国（中国・インドネシア・韓国・マレーシア・フィリピン・タイ）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。

表3. 国内金融システムの対民間部門金融仲介（対GDP比）

	年	民間信用	民間債券	公的債券	株価総額
中国	1992	0.00	0.03	0.03	0.02
	1997	0.00	0.03	0.04	0.17
	2002	0.00	0.08	0.12	0.34
	2007	0.00	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 Data Base より算出。
<http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTRESEARCH/>

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。次に、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、これが民間信用のクラウドアウトの主因であることを伺わせる。

要するに、表2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ら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⁸。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⁹。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言ってよい。

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、既に述べたように、後者にあっては、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

8 Gill and Kharas (2007, p.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。

9 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)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、構造変化の結果である可能性を示唆している。とりわけ、その要因として、1) 低金利と減税に基づく利潤の増加、2) 技術進歩による資本財価格の相対価格低下、3) 海外資本形成へのシフト、4) 経営リスクの増大や知識資本の重要性増大などにより、流動資産の最適水準上昇、を指摘している。

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。

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¹⁰。

5. 政策インプリケーション

最後に、マクロ経済運営に関するいくつかの政策インプリケーションについて触れておきたい。

5.1. 政策課題

国内政策当局にとっての短期的な政策懸念材料は3つの側面に関わる。第1に、ごく短期の為替レートと資本流入の動向だ。グローバル危機による資本市場の収縮は、国際資本フローを極めて不安定のものにしている。「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、短期の循環面では、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目指しているが、貿易・産業構造は最終需要を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¹¹。

5.2. 政策枠組

以上、予想されるボラタイ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、地域協力の枠組についても中期的な政策枠組の見直しが求められる。

まず、国内政策の立場からは、「マクロ・プルーデンシャル政策 macroprudential policy」¹²と外

10 この点は、バルト3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。

11 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。また、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。

12 「マクロ・プルーデンシャル政策」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。

貨準備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¹³。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ころまでは不必要であるとされるがどうであろうか。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極めて大きいと指摘されている¹⁴。

他方で、外貨準備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準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既に述べた。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、為替安定を重視するのであれば、債務の監視と万々に備えた外貨準備高蓄積は欠かせない。

次に、通貨危機は周辺国にも contagion を引き起こすことから、地域協力の枠組も必要と考えられている。いわゆるチェンマイ・イニシアティブ 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であるし、他方、アジア債券市場イニシアティブ 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、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躊躇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。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は 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。実際、今回の危機についても CMI だけでなく、いくつか

13 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の市場の不完全性が顕著なところから、先進国モデルとは別の枠組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。

14 FCI (Financial Condition Index) は、長短金利・株価・為替レート・信用市場など金融資本市場の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。例えば、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))。

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¹⁵。

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かと思われる。

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における様々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・プルーデンシャル政策について言えば、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。そもそもルールベースの政策運営は景気循環を繰り返しゲームとみなしてきたきらいがあるが、現実の循環は、とくに新興市場の場合（また、おそらくは先進国市場においても）、単純な循環ではなく、その間の技術進歩や要素蓄積によってマクロ経済システムの構造と反応は継続して変化し続けていると考えるべきだろう。

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いに疑問である。今回の危機においても、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¹⁶。このことは、外準備み増しの効果が期待はずれであったことを意味する。むろん、「にもかかわらず」なのか「なかりせば」なのかは、実験不能なのであるが。

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」状態なもの無理はない。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、

15 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極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。

16 マクロ経済ファンダメンタルが健全であり、外貨準備が潤沢であったにもかかわらず、通貨投機に見舞われた典型的な例は韓国である。韓国は東アジア新興市場のなかでもアジア危機後、もっとも積極的に資本勘定開放に取り組んできたことで知られている。

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¹⁷。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限り、国内債券市場の成長すら覚束ないのである。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。

結局、危機後の地域協力の成果は恒常的な政策対話によって相互理解と相互監視を通じて情報の不完全性・非対称性を減らしたことだけかもしれない。考えてみれば、これは意外に重要な進展かもしれない。民間部門では、多国籍企業による国際事業展開がクロスボーダーで情報非対称性を解消してきているのに対し、政策当局間では地域協力の枠組がないとすると、情報共有・情報交換の機会は限られる。そう考えれば、様々な国際協力・地域協力の枠組で多くの政策当局者が時間と労力を割いているのは、情報面で国際公共財・地域公共財を生産していると達観することも可能かもしれない。

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、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してクローズアップされた¹⁸。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 かという二分法がよく用いられてきた¹⁹。しかしながら、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、将来を過去及び現在の延長線上に描く、外挿的 extrapolative なものである。良い例は、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、ましてや第三者が様々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的特殊的であり、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、「証券化」の流れが今回のグローバル金融危機で

17 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)）。

18 Gillis and Kharas (2007), p.222-224.

19 もっとも、Levine (1997) など最近の議論は銀行型か市場型かという二分法の意義に否定的である。さらに、Demirgüç-Kunt and Levine (2008) では、これまでの実証研究は、1) 発展した金融システムを備えた国は、銀行型であれ市場型であれ、成長率が高い傾向が見られる、2) 金融と成長の間の同時決定性がこの原因ではない、3) 金融システムは企業や産業の外部金融制約を緩和する機能をもつ、などの点を明らかにしてきたと論じている。と同時に、金融発展を支える政策および制度環境について、1) マクロ安定・制度インフラ、2) コンテスタブルな金融部門を育成するための、民営化・参入自由化（ただし、開放化はリスクを伴うので、制度強化とシンクロさせる必要）、3) 政府規制より市場エンパワメントのほうが重要で、情報開示と正しいインセンティブの提供が必要であり、他方、先進国プラクティスを安易に途上国に適用するのは危ない（例：明示的な預金保険、強力な監督官庁）こと、そして、4) 政府の役割として、広範な金融サービスへのアクセスを容易にすること、よい制度を構築し、競争を促進すること。金融インフラを整備すること、などを指摘している。

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。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。もしそうだとすれば、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、ではないのかもしれない。ただ、それは最先端のリスク投資機会をもつ先進国経済については当てはまるかもしれないが、東アジア新興市場についても当てはまると考えられるのかどうかは別問題であろう。

参考文献

Aizenman, Joshua, Yothin Jinjarak and Donghyun Park. 2011, “International reserves and swap lines: Substitutes or complements?” *International Review of Economics and Finance*, 20.

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

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(5).

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 2010.

Demirgüç-Kunt, Asli and Ross Levine, 2008, “Finance, Financial Sector Policies, and Long-Run Growth,” World Bank, March 2008.

Detragiache, Enrica, Thierry Tresselt, and Poonam Gupta, 2006, “Foreign Banks in Poor Countries: Theory and Evidence,” IMF Working Paper 06/18 (Washington: International Monetary Fund).

Fabrizio, Stefania, Daniel Leigh, and Ashoka Mody, 2009, “The Second Transition: Eastern Europe in Perspective,” *IMF Working Paper*, WP/09/43, March 2009.

Frankel, Jeffrey A., 2010, “MONETARY POLICY IN EMERGING MARKETS: A SURVEY,” NBER Working Paper 16125, June 2010.

Gill, Indermit and Homi Kharas, 2007, *An East Asian Renaissance: Ideas for Economic Growth*, World Bank, Chapter 4.

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 on Spillover Effects and Cycle Effects of Regional Integration: East Asia and EU, Catholic University Leuven, Belgium, January 29-30, 2010.

IMF, 2005, “Awash with Cash: Why Are Corporate Savings So High?” *World Economic Outlook*, Chapter IV, p135-159.

IMF, 2008, “Financial Stress and Economic Downturns,” *World Economic Outlook*, Chapter 4, October 2008.

IMF, 2009, “How Linkages Fuel the Fire: The Transmission of Financial Stress from Advanced to Emerging Economies,” *World Economic Outlook*, Chapter 4, April 2009.

Jeanne, Olivier, 2007, “International Reserves in Emerging Market Countries: Too Much of a Good Thing?”

Brookings Papers on Economic Activity: 1, Brookings Institution.

Levine, R., 1997, "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", *Journal of Economic Literature*, 35: 688-726.

Prasad, Eswar S., 2009, "REBALANCING GROWTH IN ASIA," *NBER Working Paper* 15169, July 2009.

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 / European Central Bank, JANUARY 2009.

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, October 14, 2010.

PEO 構造問題部門の活動について

1. PEO 構造問題部門の活動サイクル

PEO 構造問題部門の活動は、下記のとおり通例 2 年毎のサイクルで行われている。

1. 前テーマ第 2 回国際専門家会合開催後すぐの PECC 実行委員会：
加盟各国／地域の専門家により新テーマ案を事前に選定し、委員会に提出の後、承認を受ける。
2. PECC 総会後（翌年）の 3 月：
承認を受けたテーマについて、加盟各国／地域の専門家が、第 1 回国際専門家会合（大阪）に各国／地域の報告を提出、進め方・まとめ方等の検討を行う。
3. その半年後の 9 月：
第 2 回国際専門家会合（大阪）にて、報告書取りまとめについて最終的な検討を行う。
4. 更に半年後：
各国／地域のエコノミストが提出した論文を報告書として刊行、PECC 総会・PECC 各種国際会合などで報告・発表する。

2. 今までの研究テーマ

- 「アジア太平洋地域の民間セクターの出現する役割（民営化と規制緩和）」1991 年
(The Emerging Role of the Private Sector in the Asia Pacific Region)
- 「太平洋地域の海外直接投資が変化するパターン」1992 年
(Changing Patterns of Foreign Direct Investment in the Pacific Region)
以上、主査：大阪大学経済学部教授 安場 保吉氏（当時）
- 「太平洋地域の財・サービス貿易が変化するパターン」1994 年
(Changing Patterns of Trade in Goods and Services in the Pacific Region)
- 「太平洋地域の資本フロー：現状と展望」1995 年
(Capital Flows in the Pacific Region: Past Trends and Future Prospects)
- 「為替レート変動とマクロ経済運営」1997 年
(Exchange Rate Fluctuations and Macroeconomic Management)
- 「太平洋地域における国内貯蓄：傾向と展望」1998 年
(Domestic Savings in the Pacific Region: Trends and Prospects)
- 「太平洋地域の生産性成長と産業構造」2000 年
(Productivity Growth and Industrial Structure in the Pacific Region)
- 「太平洋地域における財政政策の課題」2001 年
(Fiscal Policy Issues in the Pacific Region)
- 「太平洋地域におけるインフラ開発と経済成長」2003 年
(Infrastructure Development in the Pacific Region)
- 「太平洋地域における債務処理下でのマクロ経済運営」2005 年

- (Macroeconomic Management under Debt Workouts in the Pacific Region)
「太平洋地域の高齢化と潜在成長」2007年
- (Aging and Economic Growth Potentials in the Pacific Region)
「太平洋地域における経済統合化で変わる対外調整メカニズム」2009年
- (External Adjustments under Increasing Integration in the Pacific Region)
「太平洋地域におけるマクロ金融リンケージと東アジアの金融市場発展」2010年
- (Macro-financial Linkages and Financial Deepening)
「太平洋地域における金融政策レジーム」2011年～(現在)
- (Monetary Policy Regimes in the Pacific Region)

以上、主査：関西学院大学国際学部教授 高阪 章氏 (現在)

3. 報告書の作成・編集・発表

PEO日本委員会事務局にて各国／地域の報告を収集、それらをまとめた形で主査が概観を執筆する。更に、主査及び事務局で編集作業を行い、印刷刊行を行う。

PECC総会、PECC各種国際会合などで発表、更にAPEC各種国際会合などに資料提供すると共に、関係各機関・関係各位に発送・配布する。また、図書館・大学図書館、各種研究機関、更に希望する研究者などにも配布している。

各国／地域の執筆者・専門家

主 査

高阪 章

大阪大学大学院国際公共政策研究科
教授

オーストラリア

Anthony J. MAKIN

Professor of Economics

Griffith Business School

Griffith University

香港

Helen Chan

Government Economist

Economic Analysis and Business Facilitation
Unit

HKSAR Government

インドネシア

Miranda S. GOELTOM

Professor of Economics, University of
Indonesia

former Senior Deputy Governor of Bank
Indonesia

Deasy Ariyanti

Economist at Directorate of Central Bank
Studies,

Bank Indonesia

日本

白塚 重典

日本銀行金融研究所

経済ファイナンス研究課長

フィリピン

Cayetano W. PADERANGA, Jr.

Secretary of Socioeconomic Planning and
Director General, Institute of Development
and Econometric Analysis

チャイニーズ・タイペイ（中国台北）

Sheng-Cheng Hu

Academician

Academia Sinica and Taiwan Institute of
Economic Research

Chinese Taipei

タイ

Chaiyasit Anuchitworawong

Research Specialist

Thailand Development Research Institute

シンガポール

Lee Yoong Yoong

Research Fellow

Institute for Policy Studies

Lee Kuan Yew School of Public Policy

National University of Singapore

中国

Yang Ping

Division Chief

Investment Research Institute

National Development and Reform

Commission

People's Republic of China

CONTRIBUTOR (FOR CHINA PAPER)

Kumiko Okazaki

Director and Senior Economist,

Institute for Monetary and Economic Studies

Bank of Japan

Tomoyuki Fukumoto

Associate Director-General

International Department

Bank of Japan

太平洋経済展望日本委員会事務局

西山 和弘

事務局次長（～2011年9月）

山田 衛

事務局次長（2011年10月～）

藤田 真知子

事務局主幹

浜藤 豊

事務局主幹（～2012年3月）

中田 千登世

事務局主幹（2012年4月～）

Janis Kea

編集コンサルタント

注) 肩書、所属は、2010年9月の最終の国際会合開催時のもの

太平洋経済協力会議（PECC）の概要

2013年6月現在

（敬称略）

1. PECC とは

PECC（Pacific Economic Cooperation Council）は、太平洋地域における経済的協力関係を推進するための国際組織で、1980年に当時の大平首相やフレーザー首相（豪州）らの呼びかけで発足した。現在24ヵ国／地域がメンバーとして加盟している（準加盟国を含む）。PECCの下には、種々の分野での協力活動を推進するために、小委員会としていくつかのプロジェクトが設けられている。具体的な活動はこれら小委員会により行われ、その成果を2年ごとに開催されるPECC総会に報告する形をとっている。

PECCは産学官の三者で構成される組織で、各界の指導的立場にある人々が個人の資格で参加する。これはPECCの大きな特色で、政府間の協議とは違った柔軟で現実的な議論を可能にしている。また、PECCの研究成果はアジア太平洋経済協力（APEC）閣僚会議にも提供されており、両者の有機的な連携は太平洋協力の一層の進展につながるものである。

2. PECC 発足の経緯

1960年代の日本経済の高度成長や、1970年代におけるNIEsのめざましい発展などを背景に太平洋協力の機運が高まる中、1980年1月に大平首相は、大来外相を伴って豪州を訪問し、フレーザー首相と懇談した。このときの両首相の合意に基づき、1980年9月に豪州のキャンベラにおいて、11ヵ国（日・米・加・豪・ニュージーランド・ASEAN5ヵ国および韓国）と太平洋島嶼諸国の代表を集め「環太平洋共同体セミナー」が開催された。各国からの参加は3名ずつで、官界、産業界、学界からそれぞれ1名ずつという三者構成であった。

キャンベラ・セミナーの当時は「環太平洋共同体」という名称が用いられたが、1年半後にバンコクで開かれた会議で「太平洋経済協力会議（PECC）」という呼称が確立し、同セミナーは第1回PECC総会とよばれるようになる。

その後、ほぼ1年半ごとに太平洋の各地で総会が開催され（第12回以降2年毎）、メンバーの拡大、組織の確立、各種タスクフォースの設置による活動の充実を経て、現在の姿にいたっている。

3. PECC の機構

メンバー委員会

PECCのメンバー*は各々、三者構成の国内委員会を組織している。この国内委員会は、各メンバーを代表する組織であると同時に、PECC活動に関連する国内活動を調整する機能を担っている。

*加盟メンバーは以下の24ヵ国／地域：

豪州・ブルネイ・カナダ・チリ・中国・コロンビア・エクアドル・香港・インドネシア・日本**・韓国・マレーシア・メキシコ・モンゴル・ニュージーランド・太平洋諸島フォーラム・ペルー・フィリピン・シンガポール・チャイニーズタイペイ（台北）・タイ・米国・ベトナム・フランス（南太平洋地域）***

** 太平洋経済協力会議日本委員会 [略称：JANCOPEC]

委員長：野上 義二 ((公財)日本国際問題研究所理事長)

事務局：(公財) 日本国際問題研究所内に設置

〒100-0013 東京都千代田区霞が関 3-8-1 虎の門三井ビルディング 3階

電話 03-3503-7744 FAX03-3503-6707 E-mail:peccjp3503@jiia.or.jp

*** 準加盟国

総 会

2年毎(第11回までは1年半毎)に開催される PECC の主要会議。各メンバー委員会からの代表のほか、その他の諸国や OECD などの国際機関からのオブザーバーも招待される。開催準備は、次期開催国が国際事務局との調整をはかりながら進めている。

1980年9月第1回(キャンベラ)	1997年9月第12回(サンチャゴ)
1982年6月第2回(バンコク)	1999年10月第13回(マニラ)
1983年11月第3回(パリ)	2001年11月第14回(香港)
1985年4～5月第4回(ソウル)	2003年9月第15回(ブルネイ)
1986年11月第5回(バンクーバー)	2005年9月第16回(ソウル)
1988年5月第6回(大阪)	2007年5月第17回(シドニー)
1989年11月第7回(N.Z. オークランド)	2009年5月第18回(ワシントンD.C.)
1991年5月第8回(シンガポール)	2010年11月第19回(東京)
1992年9月第9回(サンフランシスコ)	2011年9月第20回(ワシントンD.C.)
1994年3月第10回(クアラルンプール)	2013年6月第21回(バンクーバー)
1995年9月第11回(北京)	

常任委員会

各メンバー委員会の代表者からなる。

PECC の運営についての実質的な承認機関である。

国際事務局

PECC 活動の円滑な推進のために、1990年、シンガポールに常設の国際事務局が設置された。常任委員会や実行委員会の開催など、PECC の運営に関する日常的な業務にあたっている。

実行委員会

常任委員会の総意により承認された11名のメンバーからなる。常任委員会の要請にしたがい、特別プロジェクトの選定・提案、事業計画の評価・調整、国際事務局の運営指導・業績評価、財源執行の監視・資金調達活動の先導など、PECC の諸活動を推進する。

メンバーおよびプロジェクトのリーダー参加のもと年1回開催される。

特別プロジェクトは PECC の協力活動を具体的に推進するための主要機構で、域内の諸問題を分析し、情報、提案を内外に報告する。メンバー委員会、PECC ネットワーク、実行委員会により提

案。メンバー委員会や関連機関の専門家で構成され、諸関連テーマについて研究を行うことができる。

【Signature Project】

太平洋地域の現況報告 (State of the Region)	(幹事：カナダ)
資源採掘産業における協力と競争	(幹事：豪州)
地域経済統合	(幹事：チャイニーズ・タイペイ)

【International Project】

太平洋経済展望 (PEO) 構造問題部門	(幹事：日本)
太平洋食糧展望 (PFO) (Pacific Food System Outlook)	(幹事：米国)
危機に打たれ強い社会経済基盤構築	(幹事：日本)
太平洋地域の構造的失業問題	(幹事：チャイニーズ・タイペイ)
太平洋地域の海洋資源の持続的管理	(幹事：フランス)

PECC プロジェクトは、「特別プロジェクト」と「国際プロジェクト」に分類され、その活動は調整委員会により検討・承認される。

【ADB and PECC Joint Project】

サービス貿易 (Services Trade)	他
-------------------------	---

太平洋経済展望（PEO）の概要

2013年6月現在

（敬称略）

1. PEOとは

PEO（Pacific Economic Outlook）は1986年11月の第5回PECCバンクーバー総会において日本の提案により経済展望作成のためのタスクフォースとして発足した。1988年5月の第6回PECC大阪総会で最初の報告書を公表以来、PECCの中核的タスクフォースの一つとなっている。PEOは従来、短期予測部門、構造問題部門の2部門で構成されPECC加盟国／地域の専門家、学者による共同作業で活動してきたが、2009年7月、短期予測部門（幹事国：カナダ）の活動を終了、現在は構造問題部門のみ活動を行っている。活動成果はアジア太平洋経済協力（APEC）にも提供している。

○構造問題部門

太平洋地域の経済構造問題の分析を通じて、中長期的な経済展望を明らかにすることを目的としている。これまで、「民営化と規制緩和」、「海外直接投資」、「財・サービス貿易」、「資本フロー」、「為替レート変動とマクロ経済運営」、「国内貯蓄：傾向と展望」、「生産性成長と産業構造」「財政政策」「インフラ開発と経済成長」「債務処理下でのマクロ経済運営」「太平洋地域の高齢化と潜在成長」「太平洋地域における対外調整メカニズム」「マクロ金融リネージュと東アジアの金融市場発展」について研究を実施してきた。現在は「太平洋地域における金融政策レジーム」をテーマとして研究を行っている。日本が幹事国。

国際コーディネーター、日本委員会主査：

関西学院大学国際学部教授 高阪 章氏

2. 太平洋経済展望（PEO）日本委員会（Japan Committee for Pacific Economic Outlook）

(1) 事務局所在地

一般財団法人 アジア太平洋研究所内

〒530-0011 大阪市北区大深町3番1号 グランフロント大阪 ナレッジキャピタルタワーC7階

(2) 設立経緯

PEO活動の一層の充実を図るために、1988年12月PEO日本委員会が関西に設立され、事務局を(社)関西経済連合会内に設置。その後1989年11月(財)関西経済研究センター（2002年4月に(財)関西社会経済研究所へ名称変更、2011年12月に(財)アジア太平洋研究所へ名称変更）内に移管。

(3) 運営・組織

PECC の国際組織や各国・地域の委員会との調整を図りながら、産学官三者構成の組織で、運営している。とくに、PEO 構造部門の研究活動は、高阪章主査（国際コーディネータ）の指導の下、推進されている。組織構成・具体的活動は以下のとおり。

〈構成〉

本委員会（委員名詳細は割愛）

委員長：野上 義二（太平洋経済協力会議（PECC）日本委員会委員長）

委員長代理：森 詳介（公益社団法人 関西経済連合会会長）

小島 誠二（外務省 特命全権大使・関西担当）

委員：高阪 章（関西学院大学国際学部教授）

稲田 義久（前 PEO 日本委員会短期予測部門主査、甲南大学経済学部教授）

ほか

企画運営委員会

座長：人選中

副座長：岩田 一政（公益社団法人 日本経済研究センター理事長）

構造問題小委員会（日本経済を対象にした研究と報告書の取りまとめを推進）

主査：高阪 章（関西学院大学国際学部教授）

事務局（日常の運営業務を担当）

事務局長：岩城 吉信（一般財団法人 アジア太平洋研究所 代表理事）

(4) 関係官庁

外務省：経済局アジア太平洋経済協力室

内閣府：政策統括官（経済財政－運営担当）

(5) 活動財源

関西財界：(財)太平洋人材交流センター、(社)関西経済連合会

外務省