第２章

マクロ金融リンケージと金融深化：東アジアの視点

高阪　章

要約：

本稿では、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。

その結果は次の通り：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

本稿では、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ンケージ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ンケージ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ンケージの観点からは、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

---

[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、インフレなど不均衡を引き起こすことによって、そのレジームの持続可能性に疑問が残る。

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のも現実だ。

そこで本稿では、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ンケージ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稿の答えを、予め要約しておくと、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ンケージ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。

本稿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ンケージに関する最近の展開をグローバルにレビューする。そこでは、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。

第１節　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]。

---

[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)。

[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。

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。

＞図 1

過去において、1980 年代のラテンアメリカ金融危機、1997 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、危機前の成長トレンドから相当期間にわたって下方に乖離した。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の経験はラテンアメリカでは「失われた 10 年」と呼ばれることとなった。

図２は、これら２つの危機における資本フロー逆転と産出水準の持続的なトレンドからの乖離を典型的に示したものである（IMF (2009)）。80 年代のラテンアメリカ危機は、70 年代後半の外資流入の高まりが、第２次石油ショックによる先進国経済の停滞と米国の金融引き締め政策への転換とともに、1982 年のメキシコの債務不履行が引き金となって sudden stop が周辺国に飛び火（contagion）したものである。他方、1997 年のアジア経済危機では、タイバーツの通貨危機が引き金となって sudden stop が周辺国に飛び火し、対外短期債務水準の高かった国ばかりか、金融システムの健全な香港までもが通貨投機にさらされることとなった。いずれの場合も、急激で大量の資本流出によって実物経済は大きな打撃をうけ、産出水準は相当期間にわたって低下を余儀なくされた。

＞図 2

もっとも、危機後の回復過程は、ラテンアメリカと東アジア新興市場で違いは大きく、前者では危機前のトレンドへの回帰が覚束ない状況であったのに対して、後者は「V 字型回復」を果たした後、約１０年間で元の軌道を回復している。一つの関心事項は、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。今回の危機は先進国発であり、その意味で 80 年代のラテンアメリカ危機や 90 年代のアジア危機とは異なり、国際資本市場自体が収縮する中で新興市場への資本フローがどのような推移をたどるのかは興味深い課題である。

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３である。まず、銀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。

＞図 3

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４である。図４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。

＞図 4

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４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。

第 2 節　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５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 5

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６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 6

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%

[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

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「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$と、東アジア新興市場が欧州に次ぐ主要な投資国・地域となってきていることが注目される。むろん、投資先としての同地域は、国際株式投資残高総額 9850 mil$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って良い。

＞表 1

同じく、国際証券投資のうち債券投資の国・地域間残高を表２に示す。これによれば、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。

た。

＞表 2

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（図７）。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。

＞図 7

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

[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。

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]。

これらの資本市場リンケージの変容は、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いては捉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。

第 3 節　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８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 8

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

[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。

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９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 9

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？　次節でこの問題を考えよう。

第 4 節　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

[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。

門、２）株式市場、３）債券市場、である。表３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 3

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４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 4

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３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れ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

---

[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。

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]。

第 5 節　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。

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つある。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なものにしている。「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などに集中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]。

---

[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。

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（原罪：途上国などが自国通貨建てで借り入れることが難しい現状を指す）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、債務の監視と万一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

---

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。

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てきた。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)）。

要と考えられている。いわゆるチェンマイ・イニシャティブ 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ャティブ 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量的に拡大するよりは、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

---

[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。

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、外準積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」状態なのも無理はない。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、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らない限り、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

---

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。

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)）。

に欠けるため、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。

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.

---

[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、および、金融インフラを整備すること、などを指摘している。

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 Tressel, 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.

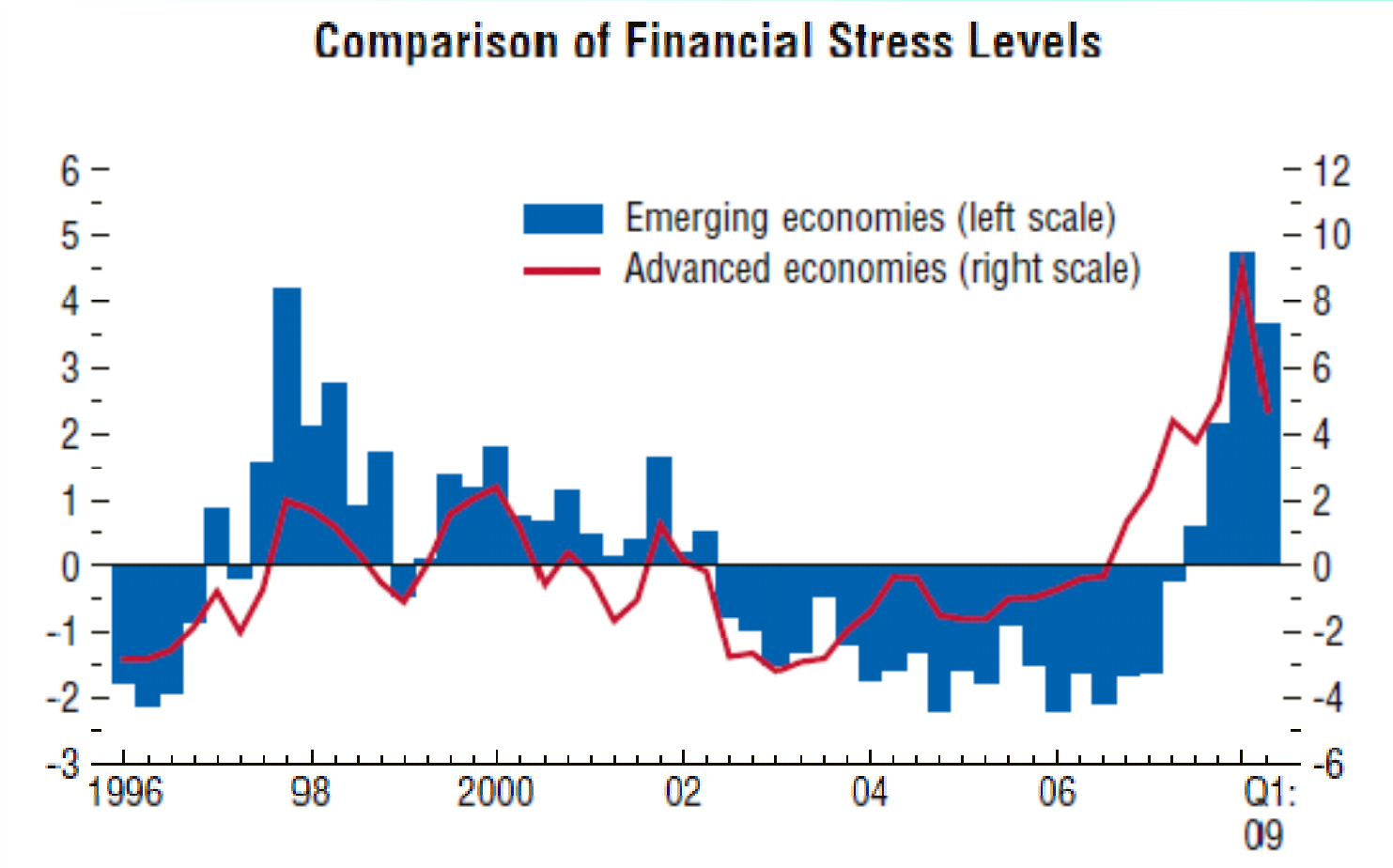
Prasad, Eswar S., 2009, “REBALANCING GROWTH IN ASIA,” ***NBER Working Paper*** 15169, July 2009.

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.

Osaka School of International Public Policy

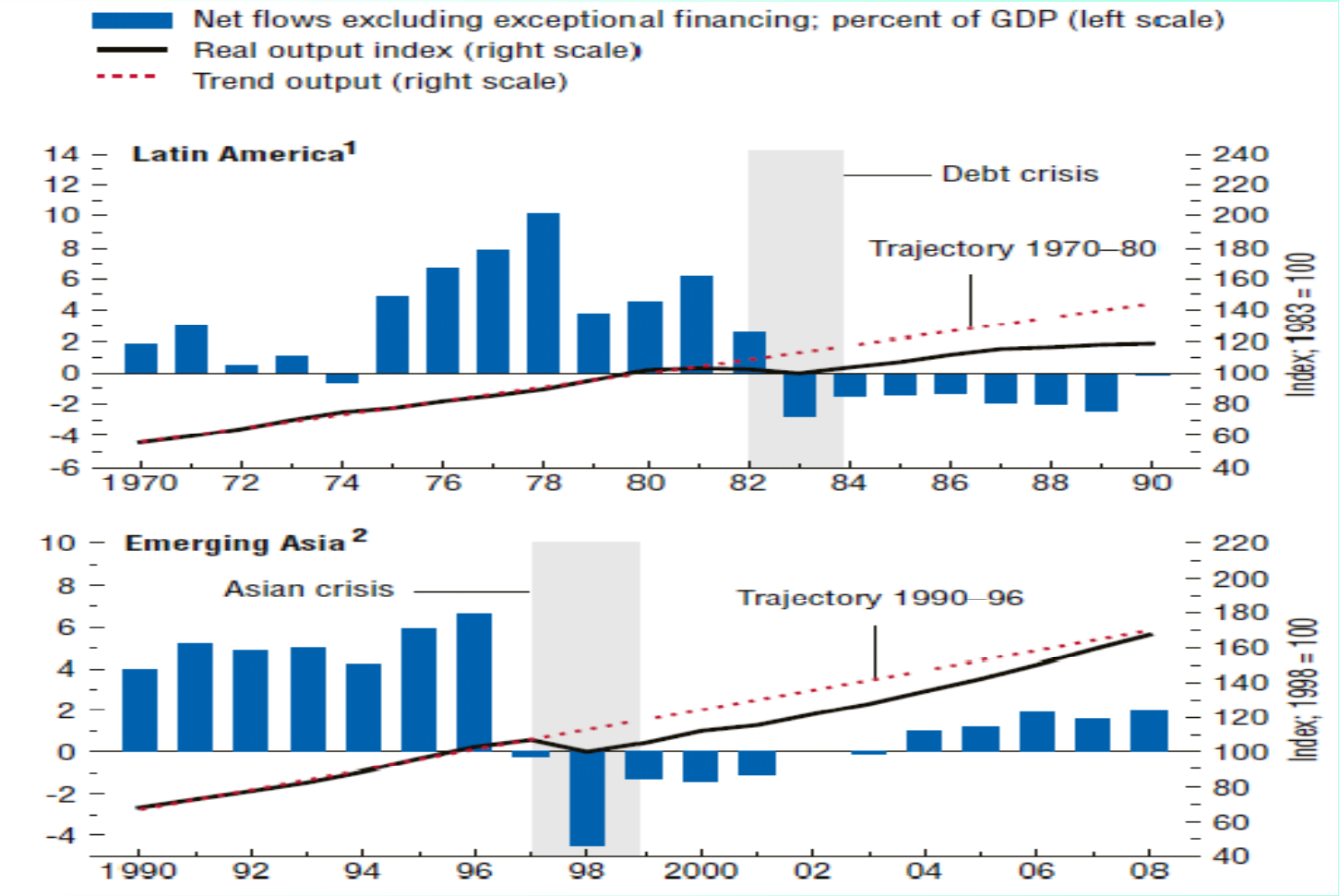
図1. 金融ストレスレベル：先進国と新興市場



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

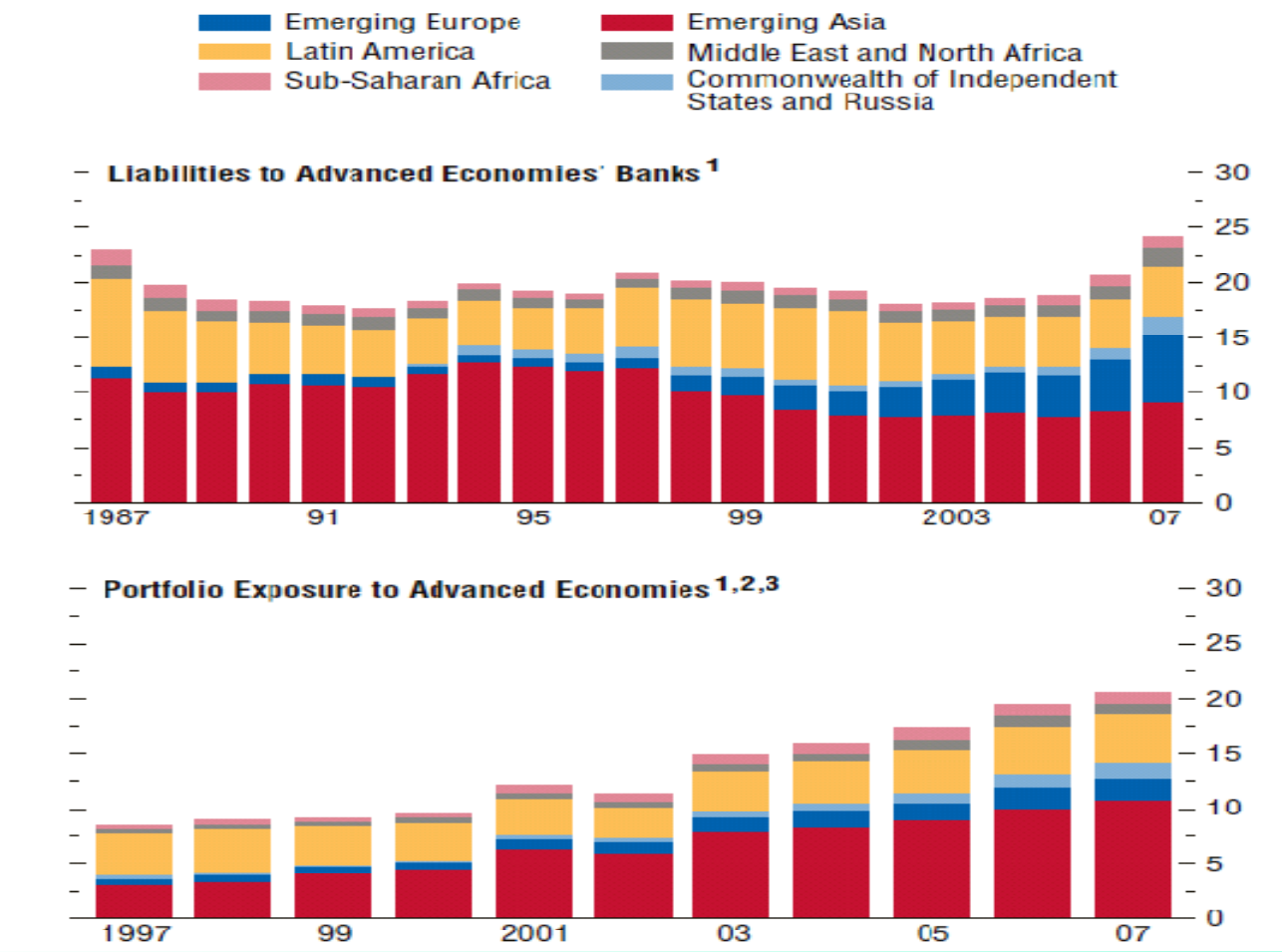
Osaka School of International Public Policy

図2．Sudden stopと産出水準



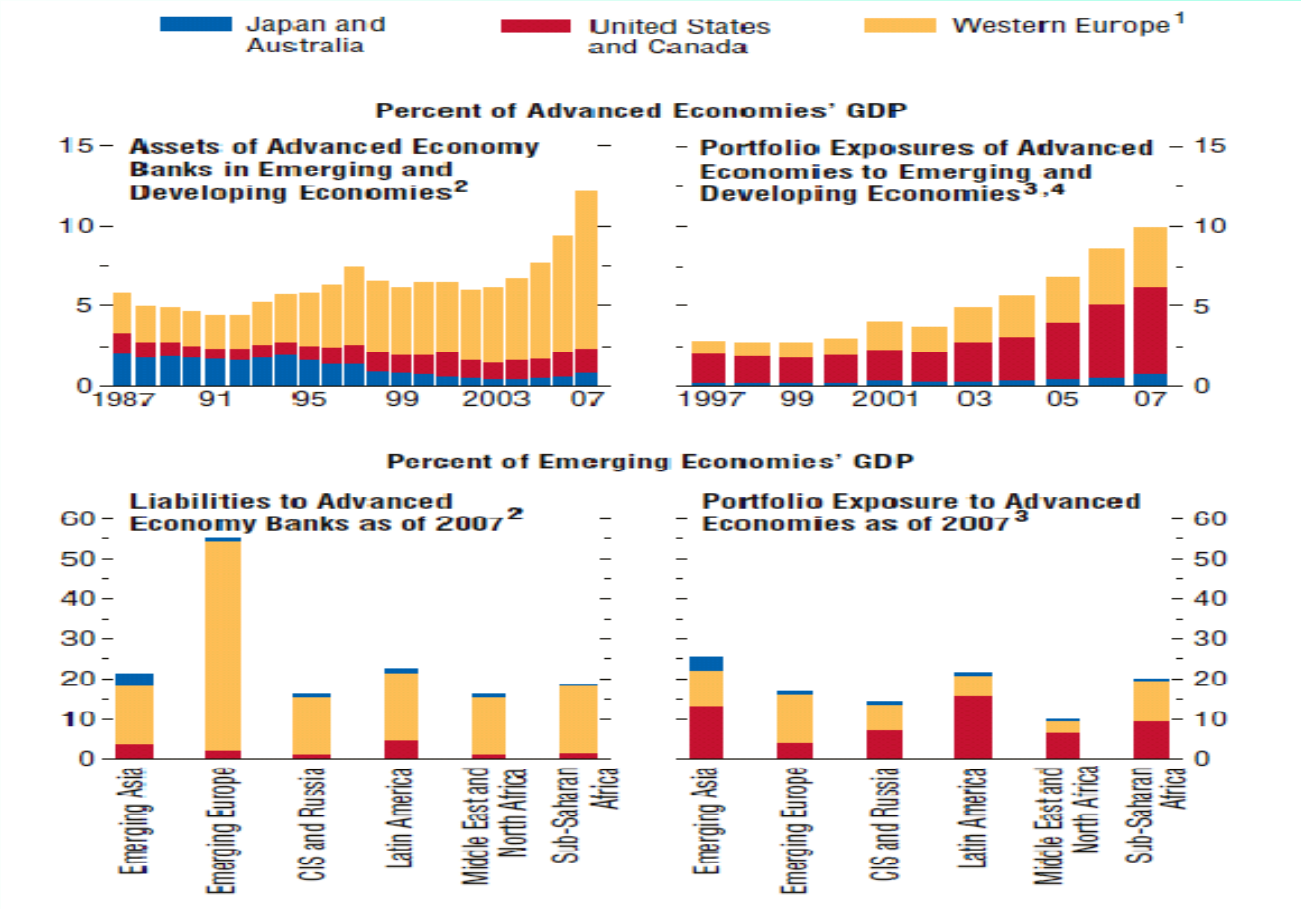
(出所) IMF, ***World Economic Outlook***, April, 2009, Chapter 4, Figure 4.3.

図3．新興市場の対先進国債務



（出所）IMF, ***World Economic Outlook***, April, 2009, Chapter 4, Figure 4.9.

図4．先進国･新興市場間の金融リンケージ

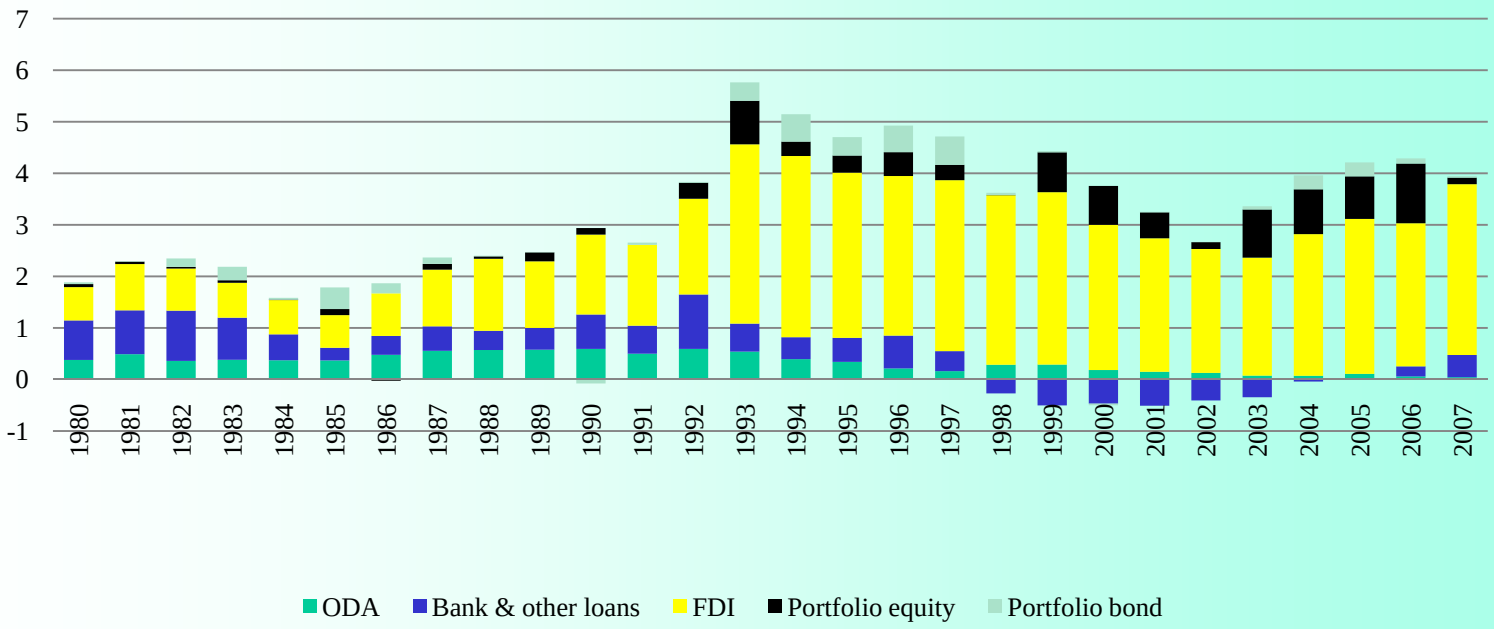


(出所) IMF, ***World Economic Outlook***, April, 2009, Chapter 4, Figure 4.10.

Osaka School of International Public Policy

図5．新興市場への外国資本フロー：東アジア

Financial Inflows to EM:
East Asia (% of GDP)

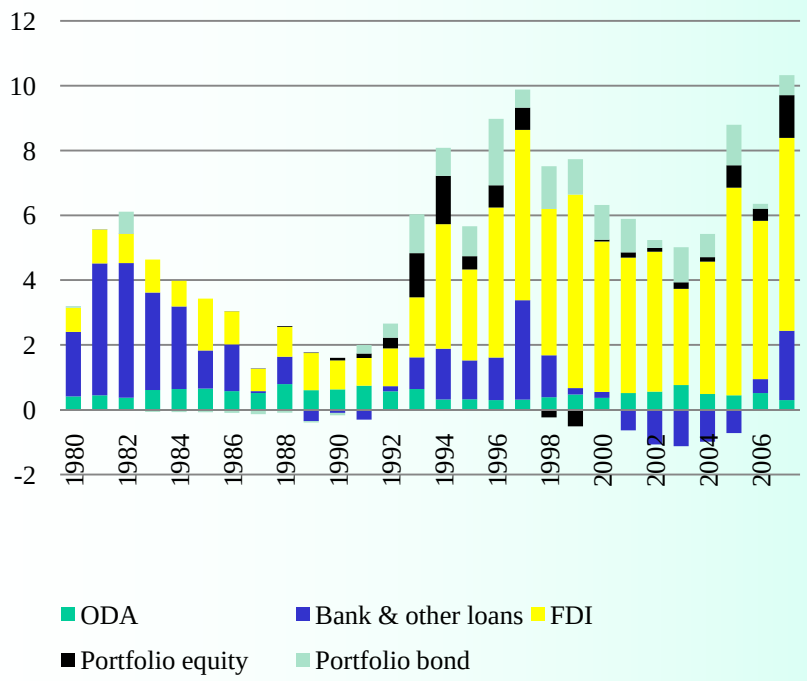


（出所）World Bank, ***World Development Indicators***, CD-ROM, 2010 より筆者作成。

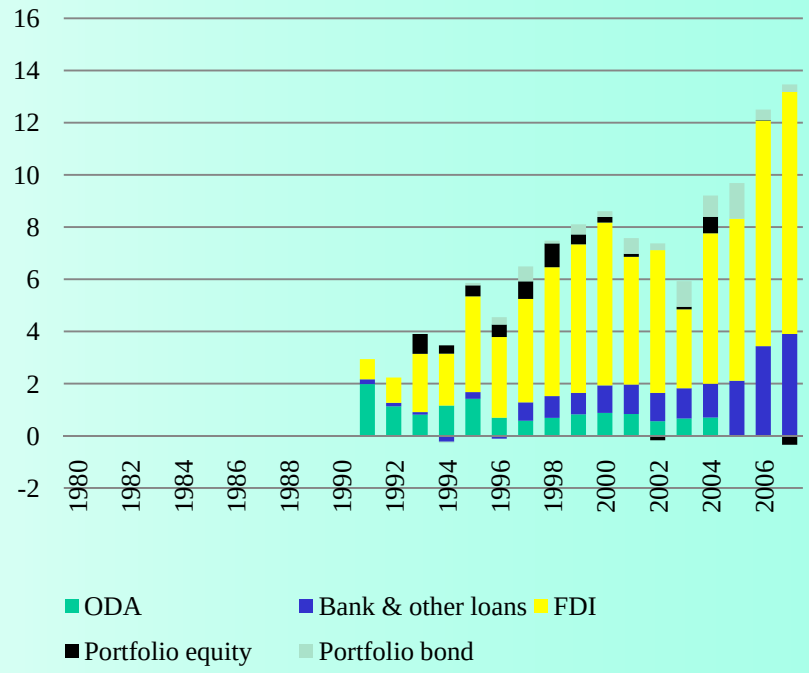
Osaka School of International Public Policy

図6．新興市場への外国資本フロー：ラテンアメリカ・欧州

Financial Inflows to EM: Latin America (% of GDP)

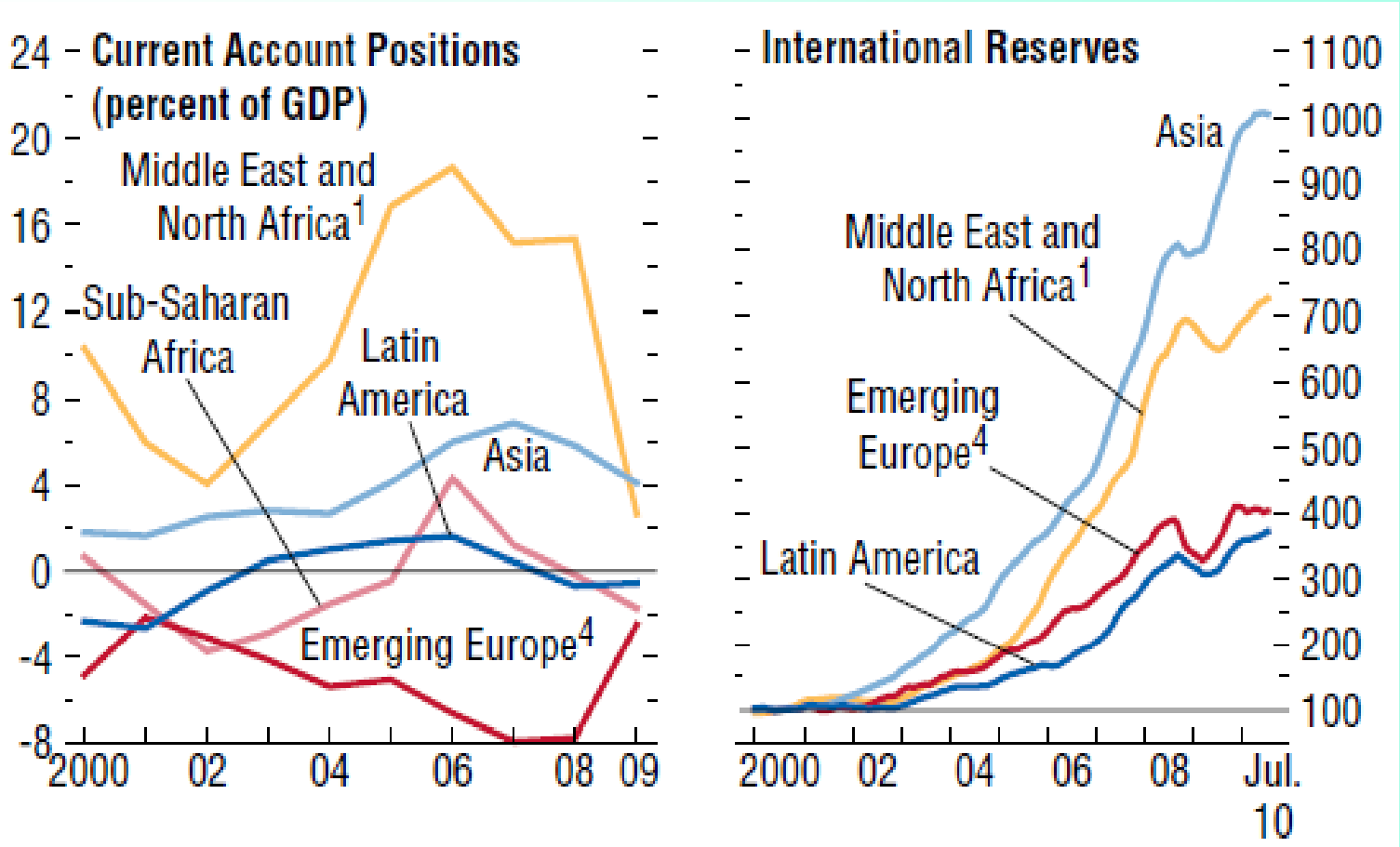


Financial Inflows to EM: Central Europe (% of GDP)



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

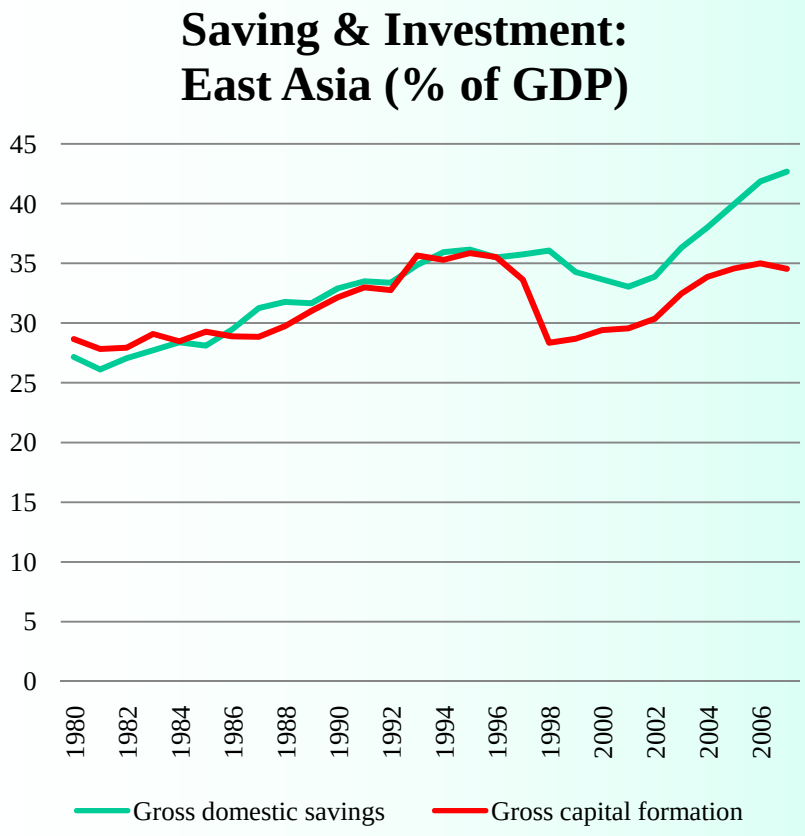
図7．新興市場の経常収支と外貨準備

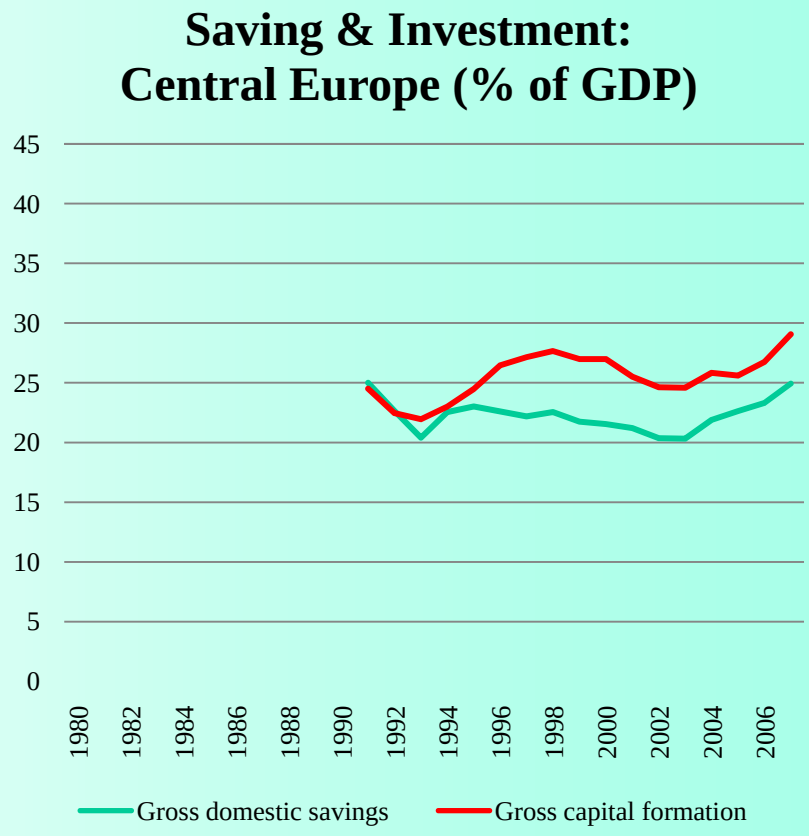


（出所）IMF, ***World Economic Outlook***, October, 2010.

Osaka School of International Public Policy

図8．貯蓄率と投資率：東アジア・欧州

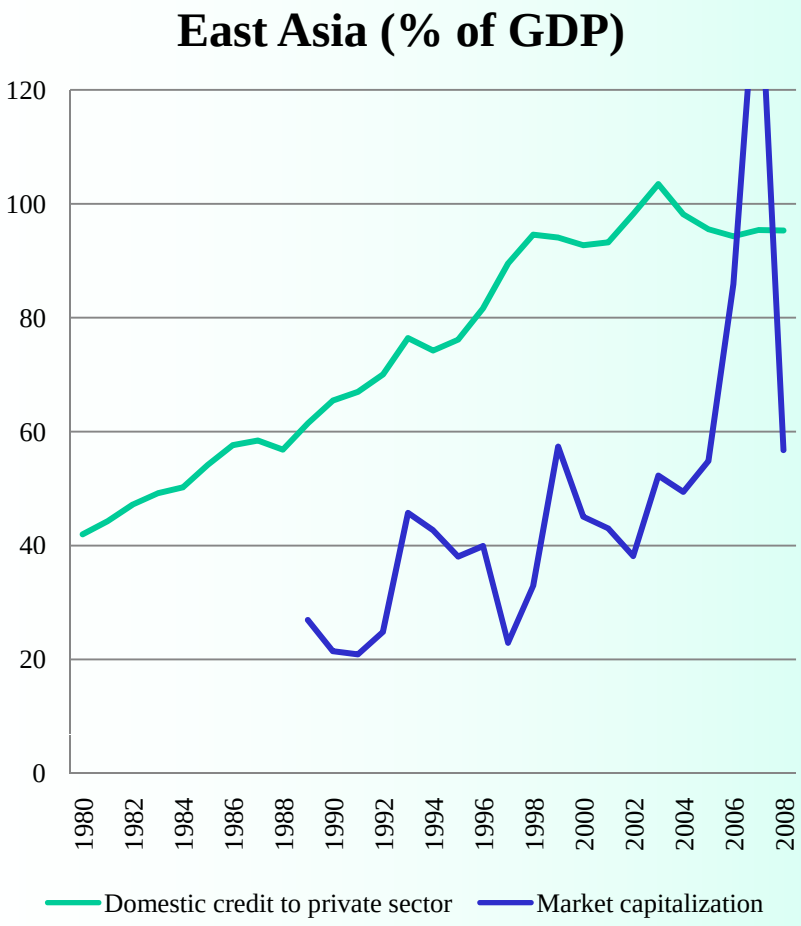


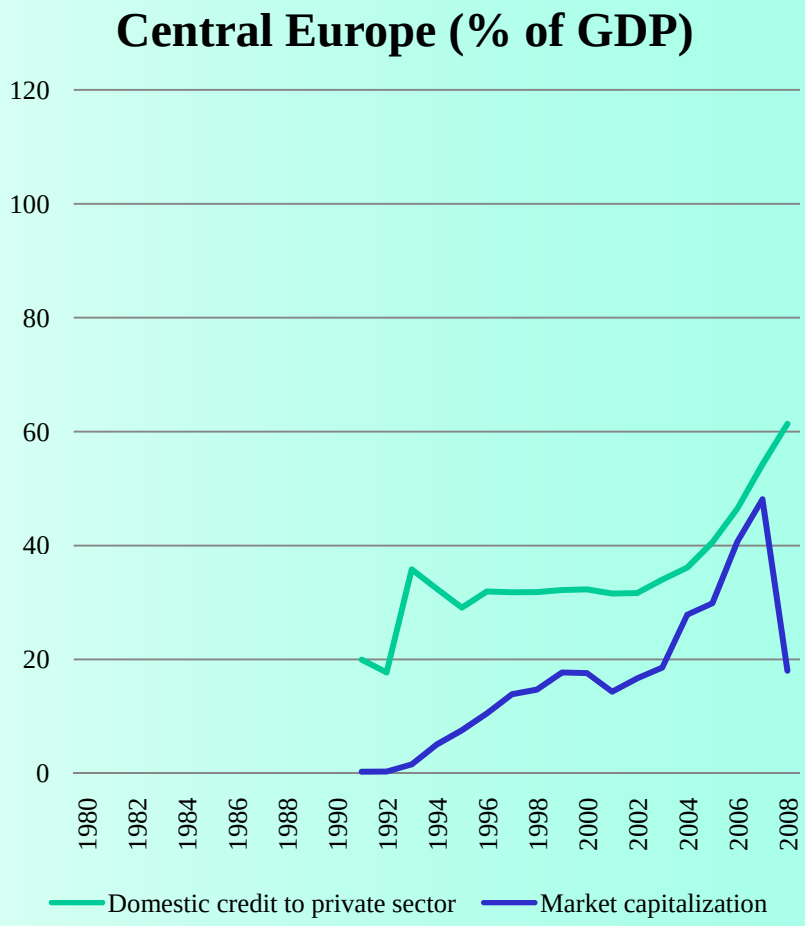


(出所) World Bank, ***World Development Indicators***, CD-ROM, 2010 より筆者作成。

Osaka School of International Public Policy

図9．金融深化：東アジア・欧州





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

Osaka School of International Public Policy

表1. 株式投資の地理的配分 (mil US$)

Investment from:	Year-End 2008				
Investment in:	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 Lasst Updated: January 2010
http://www.imf.org/external/np/sta/pi/datarsl.htm より筆者作成。

Osaka School of International Public Policy

表2. 債券投資の地理的配分 (mil US$)

Investment from: / Investment in:	Year-End, 2008				
	Total value of investment	Emerging East Asia	EU15	Japan	United States
China, P.R.	23,409	14,885	5,441	496	1,633
Hong Kong SAR of China	14,770	4,034	3,685	1,212	3,333
Japan	474,683	28,515	233,389	-	41,472
Korea, Republic of	92,007	34,970	23,998	11,262	10,769
Malaysia	24,579	8,571	7,951	2,171	5,263
Philippines	13,224	1,775	5,974	1,388	2,818
Singapore	26,687	4,851	7,483	3,350	6,453
Taiwan Province of China	4,196	1,904	1,960	11	223
Thailand	4,241	1,209	1,407	474	949
United States	4,866,185	94,156	1,435,027	603,262	-
Emerging East Asia	203,113	72,199	57,898	20,364	31,441
Total value of investment	21,023,968	484,154	10,284,764	1,981,928	1,519,437

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

表3．東アジア新興市場の国内金融システム

TABLE 4.5 **Financial Markets, Especially Securities Markets, Have Surged Since 1997**

	Bank assets				Equity market capitalization				Bonds outstanding			
	US$ billions		% of GDP		US$ billions		% of GDP		US$ billions		% of GDP	
Economy	1997	2005	1997	2005	1997	2005	1997	2005	1997	2005	1997	2005
China	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
Indonesia	74.1	140.0	31.1	49.8	29.1	81.4	12.2	28.9	4.5	55.2	1.9	19.6
Korea, Rep. of	196.4	736.1	37.9	93.5	41.9	718.0	8.1	91.2	130.3	599.8	25.2	76.2
Malaysia	100.9	208.5	100.9	159.4	93.2	180.5	93.2	138.0	57.0	115.1	57.0	88.0
Philippines	46.5	62.2	56.1	63.2	31.2	39.8	37.7	40.4	18.5	36.1	22.4	36.7
Thailand	120.3	183.0	79.7	103.6	22.8	123.9	15.1	70.1	10.7	72.1	7.1	40.8
Hong Kong, China	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
Singapore	117.0	216.4	122.0	185.4	106.3	257.3	110.8	220.4	23.7	79.8	24.7	68.2
Total	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

Sources: International Financial Statistics Database, International Monetary Fund, http://ifs.apdi.net/imf/; World Federation of Exchanges (http://www.world-exchanges.org/WFE/home.Asp); Bank for International Settlements (http://www.bis.org/); Asian Bond Indicators Database, Asian Development Bank, http://asianbondsonline.adb.org/asiabondindicators/; World Development Indicators Database, World Bank, http://www.worldbank.org/data/datapubs/datapubs.html; World Bank staff calculations.

（出所）Gill and Kharas (2007).

Osaka School of International Public Policy

表4．民間部門への資金仲介：東アジア新興市場（GDP比率）

Table. Financial Structure: East Asia (Ratio to GDP)

Country	Year	Private Credit	Private Bond	Public Bond	Stock Market Capitalization
China	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
Indonesia	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
Korea	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
Malaysia	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
Philippines	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
Thailand	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。