

第 1 章

金融グローバル化と増え続ける開発途上国の外貨準備

国宗 浩三

要約：

金融グローバル化の進展に伴って、先進国では政府部門が保有する外貨準備は一貫して減少している。ところが、開発途上国においては、逆に外貨準備は増加し続けている。

本稿では、まず、先進国と途上国の外貨準備保有高の推移を確認し（第 1 節）、続いて、金融グローバル化の進展を概観する（第 2 節）。そして、両者の関係についての簡単な計量分析結果を示す（第 3 節）。

こうした分析の結果、先進国については、金融グローバル化と外貨準備保有の負の相関関係がロバストに確認できたが、途上国については、単純な関係ではなさそうである。よりはっきりとした結果を見いだすためには、途上国グループ内での多様性を考慮にいたした分析が必要であり、この点は次年度の研究会において、さらに詳しく追求する予定である。

キーワード：金融グローバル化 開発途上国 外貨準備

1. 外貨準備の推移

ここでは、International Financial Statistics（以後 IFS と略す：IMF[2008]）より年次データを利用し、先進国と開発途上国の外貨準備保有高の推移を見る。その際に、輸入をニューメレールとして使用し、輸入の何ヶ月分の外貨準備を保有しているかを計算する。具体的には、IFS の world table から S D R 建て表記の外貨準備高をドル建てに変換し、また、同じく world table より輸入（ドル建て）のデータをとり、二つの比率を計算する。念のために注記しておきたいが、各国ごとに外貨準備が輸入の何ヶ月分となるかを計算したデータとしては、世銀の World Development Indicator が有名だが、IFS ベースで計算した数字とは微妙なズレがある¹。IFS ベースの方が、若干高い数値となるようだが、変化の方法はほぼ一致している。

結果を図1に示した。

まず、世界全体としては、第二次大戦後、一貫して減少したが、82年を底（輸入の2.67ヶ月分）として増加に転じている。そして、06年には輸入の約5ヶ月分に達した。

しかし、先進国と開発途上国では、90年代以降、全く異なる動きになっていることが特徴的である。この間、先進国の外貨準備は一貫して減少し、90年に輸入の3.1ヶ月分であったものが、06年には2.4ヶ月へと低下した。一方、開発途上国では一貫して増加し、90年の4.3ヶ月が06年には9.0ヶ月に達している。

この傾向は、途上国を地域別に見ても、概ね共通していることが分かる。図2を見ると、アジア、アフリカ、東欧の三地域については、いずれも90年以降、外貨準備は増大傾向を示している。残りの、中東、ラテンアメリカ（IMF の用語に従って、図では Western Hemisphere と表示している）は、明確なトレンド見られない。とは言っても、この二地域でも先進国のように、はっきりとした減少傾向を示してはおらず、どちらかという横ばいの傾向を示している。

通説では、アジア通貨危機などの90年代後半の資本流出が引き金となった大規模な通貨・金融危機の発生が途上国の外貨準備蓄積を促したとされる。しかし、ここで示したデータからは、すでに90年代の前半から途上国における外貨準備積み増しの傾向は始まっていたことが分かる。ただし、アジア通貨危機の直撃を受けた諸国に限定すれば、通貨危機後に、外貨準備積み増しが起こっているように見える（図3）。この中では唯一、タイにおいてのみ90年代前半から外貨準備増大の傾向が始まっている。

確かに、アジア通貨危機は非常に大きな衝撃をもたらした事件ではあったが、途上国と先進国の外貨準備に対する姿勢の変化は、それ以前から始まっており、これは全般的な金融取引のグローバル化の進展と関係しているようだ。この点は、第3節で詳しく見るが、その前に、次節では金融グローバル化の推移について概観しておきたい。

2. 金融グローバル化と途上国

ここでは、金融グローバル化の進展度合いを、貿易額（輸出＋輸入）に比較して国際的な金融取引の大きさがどの程度であるかという指標を使って調べる。そのために、国際収支のうち金融収支に注目し、受け取りと支払いの両項目の合計（グロスの金融収支）を計算する。これを貿易額で割った値を指標とする（図4）²。

図4を見ると、80年代初頭までは、途上国と先進国との間に大きな差異はない。いずれも、資本取引は貿易の2～3割程度であった。ところが、それ以後の推移は大きく異なる。先進国では、短期的には大きな変動を繰り返しながらも資本取引は増大の傾向を示している。そして、2006年現在では、ほぼ貿易額に匹敵する規模にまで拡大している。

一方、途上国では最初の数年を除き80年代は大きく低迷し、90年代前半に上昇している。ところが、アジア通貨危機を境に再び急減、そして、02年より現在にかけて増大し、2006年現在では、資本取引量は貿易量の2割強の水準となっている。

途上国を襲った大きな事件との関連で、簡単にまとめると、80年代の低迷はラテンアメリカ諸国の債務危機の影響が大きい。70年代にオイルマネーのもたらした世界的なドル流動性の増大は、ラテンアメリカ諸国の政府による外貨建て借入れを容易にし、債務の額を増大させた。それが、一気に反転し、80年代の低迷を招いた。

90年代に入ると、途上国側の金融自由化の進展と、先進国側の民間金融機関等の対外投資意欲の高まりが相まって、途上国も含めた本格的な金融グローバル化が進展し始めたかのように見えた。しかし、これはアジア通貨危機などの大型の資本収支に起因する通貨・金融危機の相次ぐ勃発により後退することになる。

最後に、2002年頃を境に、再び（三度）、途上国への資本流入が増大したが、これもアメリカ発の世界的な金融危機の発生により、後退することは必至の情勢である。

この最後の後退のみは、途上国だけではなく先進国における金融グローバル化をも後退させるものとなっているが、これを除けば、基本的には「金融グローバル化の恩恵を享受する先進国」と「金融グローバル化と通貨・金融危機の循環に翻弄される途上国」という対照的な姿が見て取れる。

このように「金融グローバル化の経験」は先進国と途上国では、相当に異なっている。これが、前節で見た外貨準備蓄積についての先進国と途上国の態度の違いを説明する重要な要因ではないかと思われる。

以上では、資本取引を受け取りと支払いを合算したグロスの数字で見てきた。続いて、図5は途上国の国際的な資本取引を流入（受け取り）と流出（支払い）に分けて、その推移を見る。これを見ると、2000年代以前の資本取引の活発化の時期においては、資本流入が資本流出を凌駕していたのに対し、2002年以降においては、流入と流出がほぼ

均衡していることが分かる。

つまり、途上国にとっての金融グローバル化とは、以前は一方的な資本流入を意味していたのが、近年になって、双方向の資本取引が活発になるという顕著な変化が起こっている。一方的な資本流入は、それに続く、突然の資本流出によって通貨・金融危機を引き起こしてきた。これが、よりバランスのとれた形態へと変化してきたことは、歓迎すべき変化である。

ただし、これには例外があることは指摘しておきたい。2000年代以降の資本の流入がバランスする傾向は、多くの途上国・地域に共通しているのであるが、中・東欧諸国においては当てはまらない。それどころか、これらの地域では流入がかなりの規模で流出を超過してきた。近年のアメリカ発の金融危機の余波を受けてIMF支援要請に追い込まれたのは、現在のところパキスタンを除けば（そして、先進国であるアイスランドも除けば）中・東欧諸国であるのを見ても、やはりバランスのとれない金融グローバル化は危険である。

次に、資本の流入だけに注目して、流入形態についても途上国における特徴を見ておきたい。まず、図6は世界全体で、資本流入の形態別に、その推移を示したものである。これを見ると、70年代には銀行融資等のローン形態による資本の流入が活発化し、続いて80年代半ば以降に証券投資（ポートフォリオ投資）と直接投資が活発化している。その後、世紀の変わり目あたりの時期に、どの形態もいったんピークとなる。そして、02年を底に銀行融資と証券投資は急回復したが、直接投資は遅れて回復している。銀行融資と証券投資は直接投資に比べて変動が大きい、ほとんどの期間において、その規模は直接投資を上回っている。

これに対して、図7は途上国の資本流入の形態別の推移を示している。これを見ると、途上国では、70年代には非常に高い水準の銀行融資形態による流入があったが、80年代には反転している。次に、90年代前半には銀行融資、証券投資が伸びるが、これも、その後、反落する。一方、直接投資は80年代半ば以降、順調に増大し、99にピークをつけている。直近では、02年より、全形態で回復基調に転じた。80年代以降に限ると、規模の面では直接投資、証券投資、銀行融資の順に大きい。

このように、世界全体の傾向と比較すると、途上国への資本流入は、1) 直接投資の比重が大きい、2) 証券投資、銀行融資については変動が激しいというのは世界全体の傾向と同じだが、これらが増大傾向を見せても、一過性のブームで終わることが多く、世界全体の場合のように10年以上にわたる趨勢的な増大は見られない。

ただし、資本流入形態の傾向については、国ごとの違いも大きい。ここでは、東アジアの主要国についてだけ例示する。図8は中国への資本流入について図示したものである。これを見ると、中国は圧倒的に直接投資の比重が大きいことが分かる。ただし、その直接投資も90年代半ばにピークをつけている。中国に近いパターンを持つのがマレーシア(図

9)である。やはり、直接投資の比重が高いが、通貨危機を経験する以前にピークをつけている。

これらとは対照的なのが韓国である(図10)。韓国の場合は銀行融資、証券投資の比重が高い。直接投資は通貨危機後に増加したが、それも数年間のことであった。

タイ(図11)、インドネシア(図12)、フィリピン(図13)では、通貨危機をはさんでの銀行融資と証券投資の反転ぶりが際だっている。ただし、同時期にタイ、フィリピンでは直接投資の水準はあまり変化していないが、インドネシアでは直接投資も大きく落ち込んでいるといった違いはある。そのインドネシアの直接投資も2000年代に入ってから回復してきている。逆に、フィリピンは2000年代に入って低迷している。そして、タイの直接投資は危機時点よりも高い水準となるなど、その後の推移は三者三様となっている。

最後に、資本流出の形態別の推移も簡単に見ておきたい。ここでは、途上国全体の傾向だけみる(図14)。80年代以前に銀行融資、証券投資の大きな変動があるが、これは、主に中東のオイルダラー等の動きを反映しているようだ。地域的には限られた現象であり、途上国全体の傾向とは考えない方がよい。注目すべきは、90年代以降の傾向であるが、これまでにない展開として、途上国からの直接投資が90年代初頭を起点として、着実に増加していることが目を引く。また、これとほぼ軌を一にして銀行融資、証券投資も増大している。図は示さないが、地域別に分解しても、これらの傾向は、かなり共有されている。前述したように、一部地域を例外として2000年代の途上国の金融グローバル化においては、資本の流出入が均衡していることが大きな特徴となっているが、図14からは、資本の流出の形態別の比重についても、かなりバランスのとれたものになっていることが分かる。

3. 金融グローバル化と外貨準備保有

このように見てくると、第1節であつかった外貨準備を巡る先進国と途上国の態度の違いは、第2節で見た金融グローバル化への対応の違いと関係していると推測することができる。そこで、図15、図16では、二つの指標を先進国、途上国のそれぞれについて散布図として図示してみた。

図15を見ると、先進国では金融グローバル化の指標が高くなるほど外貨準備保有を減少させる傾向にあることが分かる。一方、図16からは途上国においては、全く逆に金融グローバル化の指標が高いほど、外貨準備保有を増大させる傾向が見て取れる。

単純なOLSによる推計ではあるが、表1に先進国の、表2に途上国の、それぞれ集計したデータを使った計量分析結果を示した。被説明変数を外貨準備保有高、説明変数には金融自由化の指標を使った。いずれの場合も、有意な係数推定が得られ、先進国は金融グローバル化に伴い外貨準備水準は低下し、途上国では上昇するという相関関係があることが

確認できた。

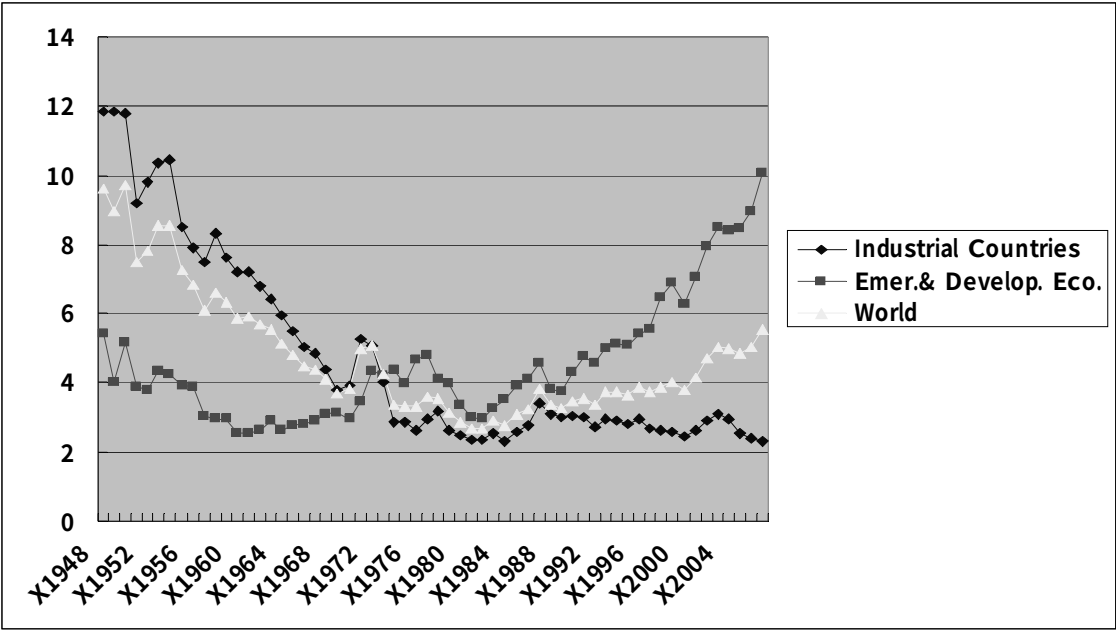
ただし、これはかなり粗い分析である。詳細は、次年度の研究成果とする予定であるが、予備的に行ったパネルデータによる計量結果では、先進国については単純な OLS と同様の有意な係数推定を得ることができたが、途上国については見いだせなかった³。

これらの結果より、先進国については金融グローバル化の結果、政府がわざわざ外貨準備を蓄えるという政策は不要となってきたと言える。一方、途上国については、はっきりとしない。これはひとつには、途上国のグループには、非常に多様な発展段階や状況に置かれた国々が混ざっているためだと疑われる。来年度の研究では、途上国グループをさらに細分化するなどの試みを通じて、よりはっきりとした結果を出すことを課題としたい。

【参考文献】

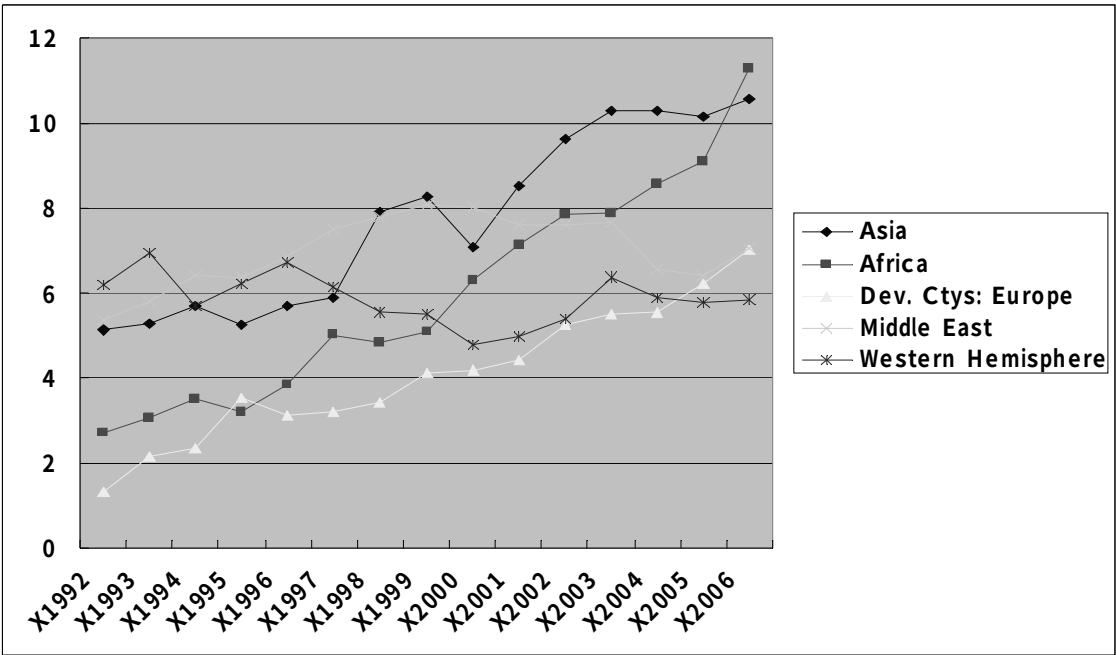
International Monetary Fund [2008], *International Financial Statistics CD-ROM*, June, Washington D.C.: IMF

図1：外貨準備の推移



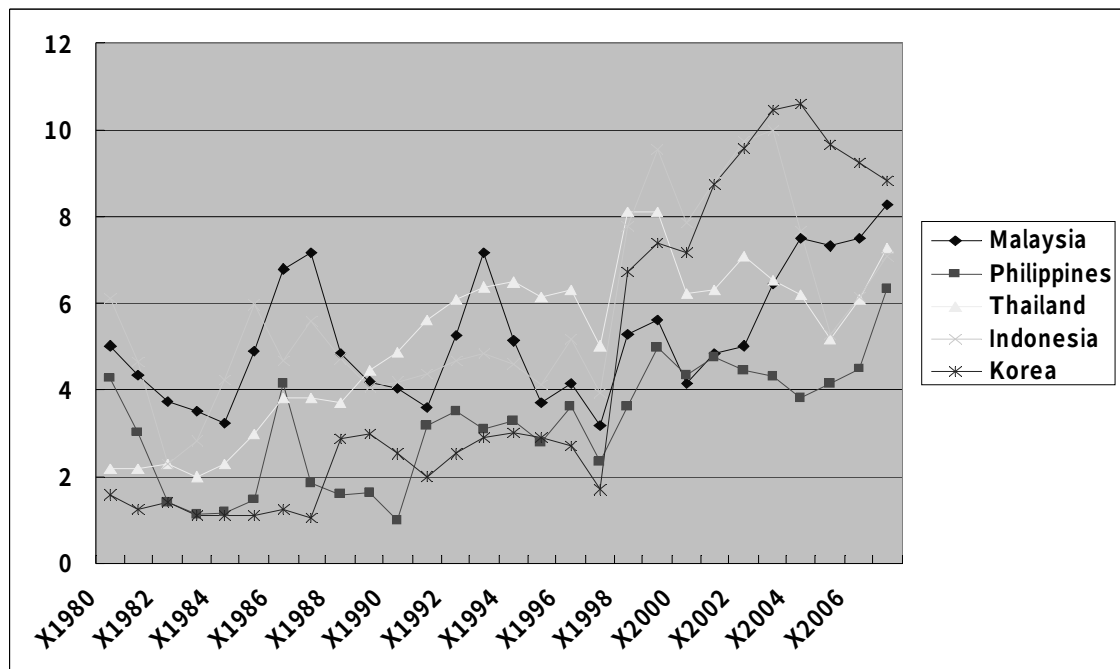
(出所) IMF[2008]より筆者計算

図2：外貨準備：地域別の推移



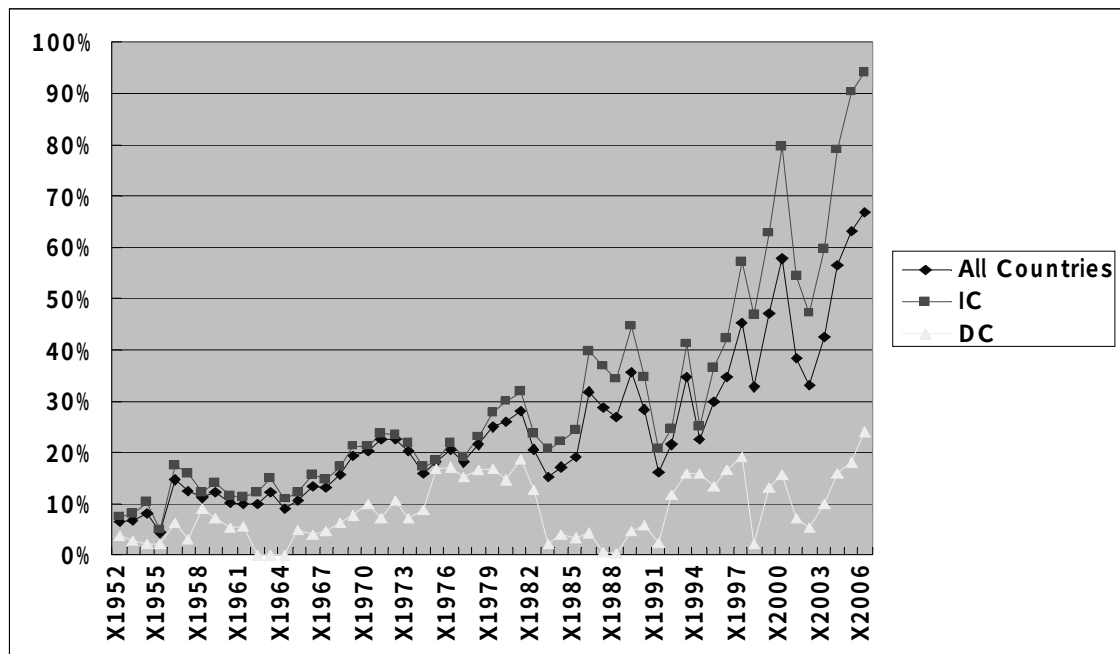
(出所) 図1と同じ

図3：アジア通貨危機と外貨準備の推移



(出所) 図1と同じ

図4：金融グローバル化の推移

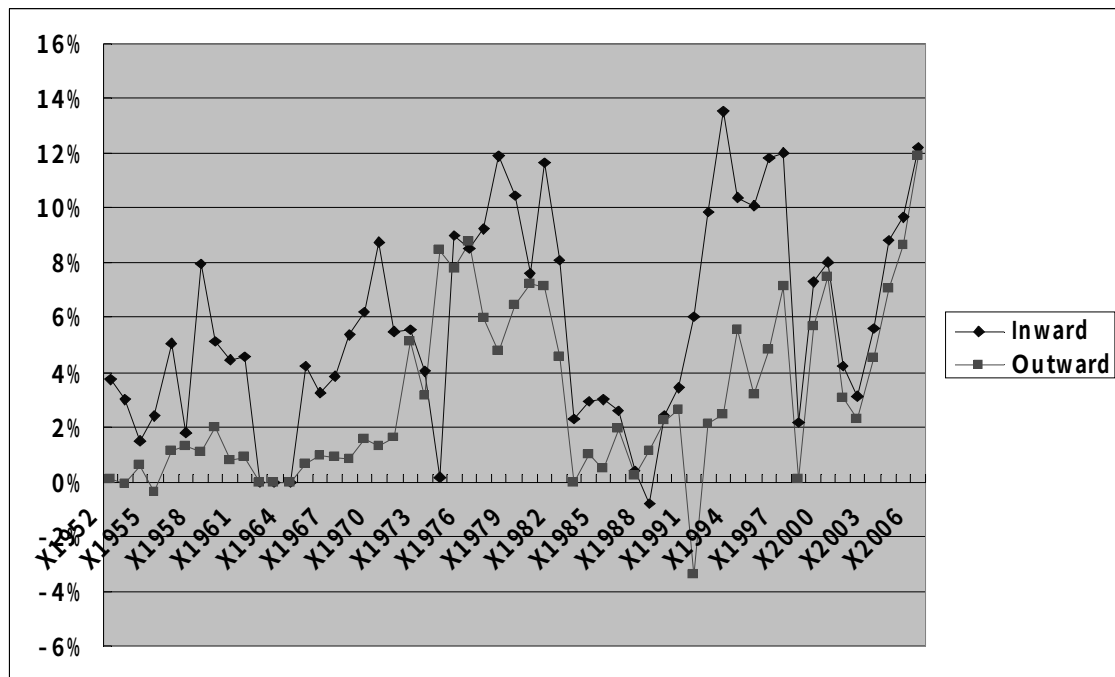


縦軸はグロスの金融収支を貿易額で除したもの(%)

(出所) 図1と同じ

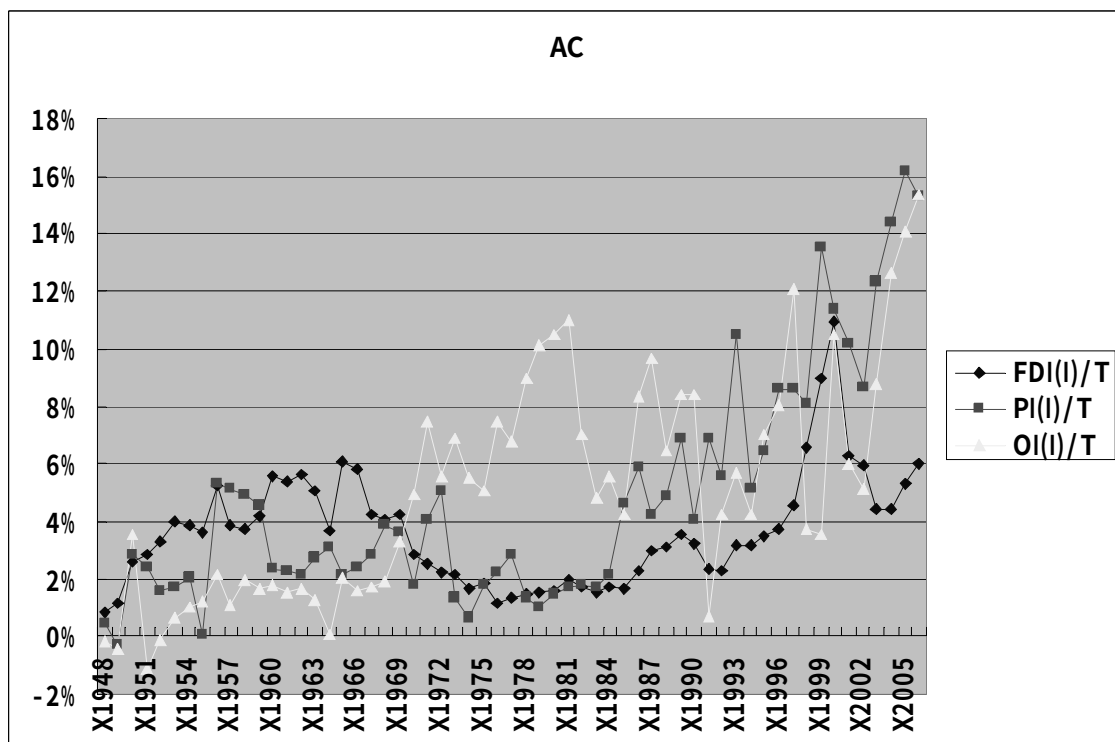
*IC：先進国 DC:開発途上国

図5：資本の流入と流出（途上国）



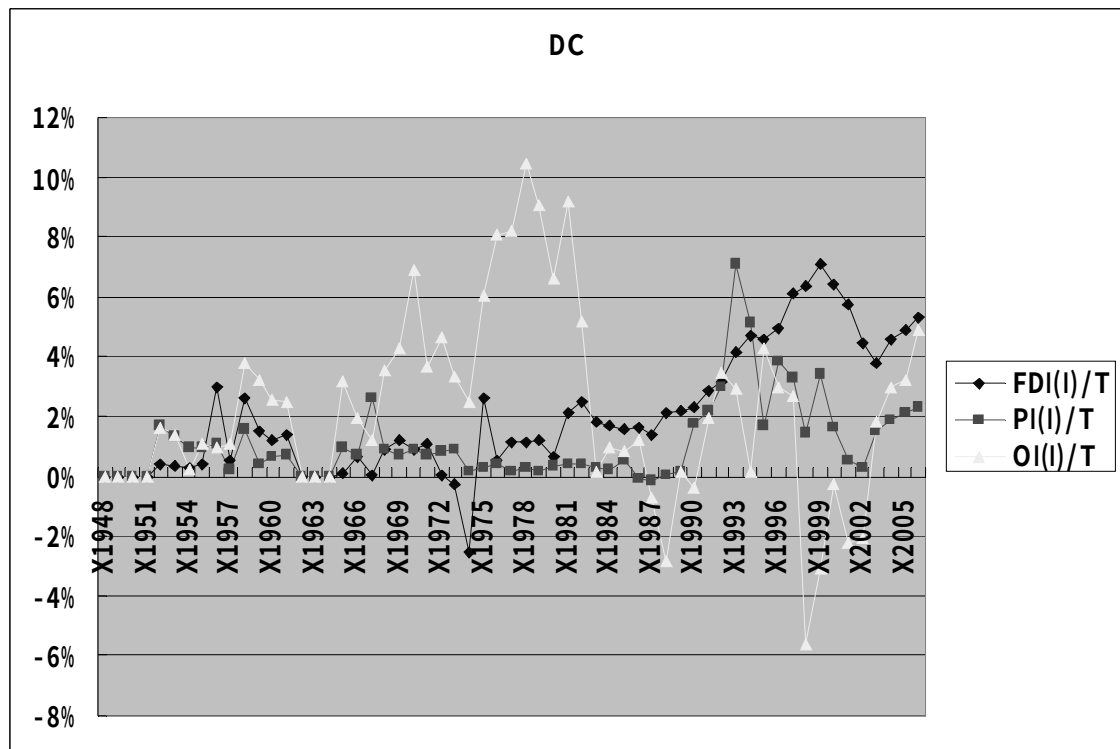
（出所）図1と同じ

図6：資本流入の形態別推移（全世界）



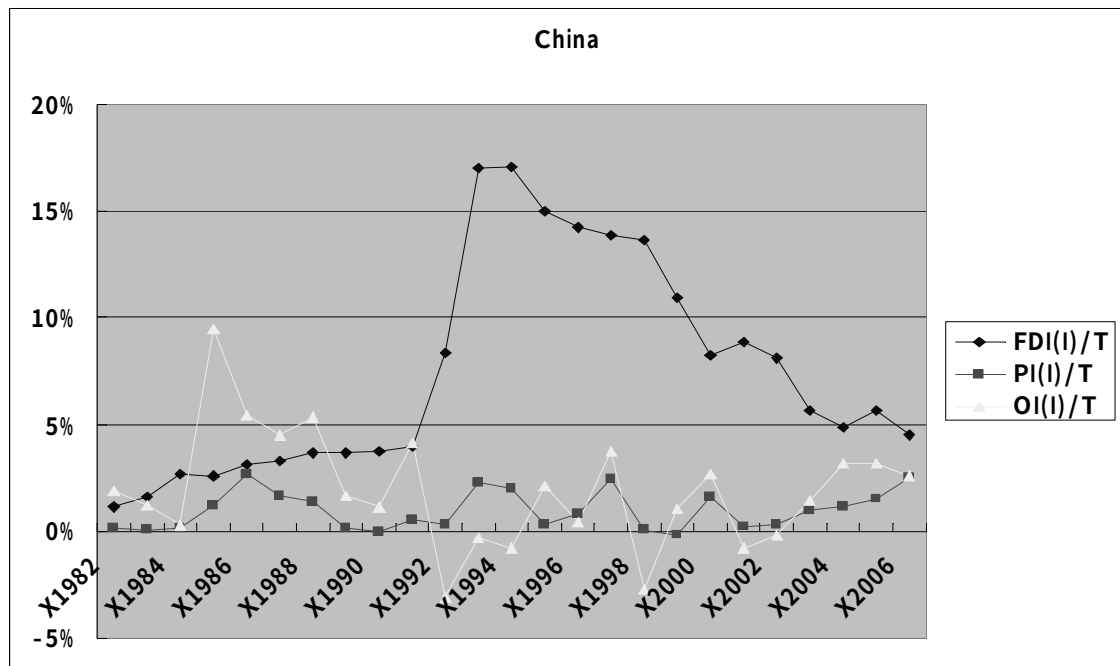
（出所）図1と同じ。 *FDI:直接投資 PI:証券投資 OI:その他投資 I:流入 T:貿易額

図7：資本流入の形態別推移（途上国）



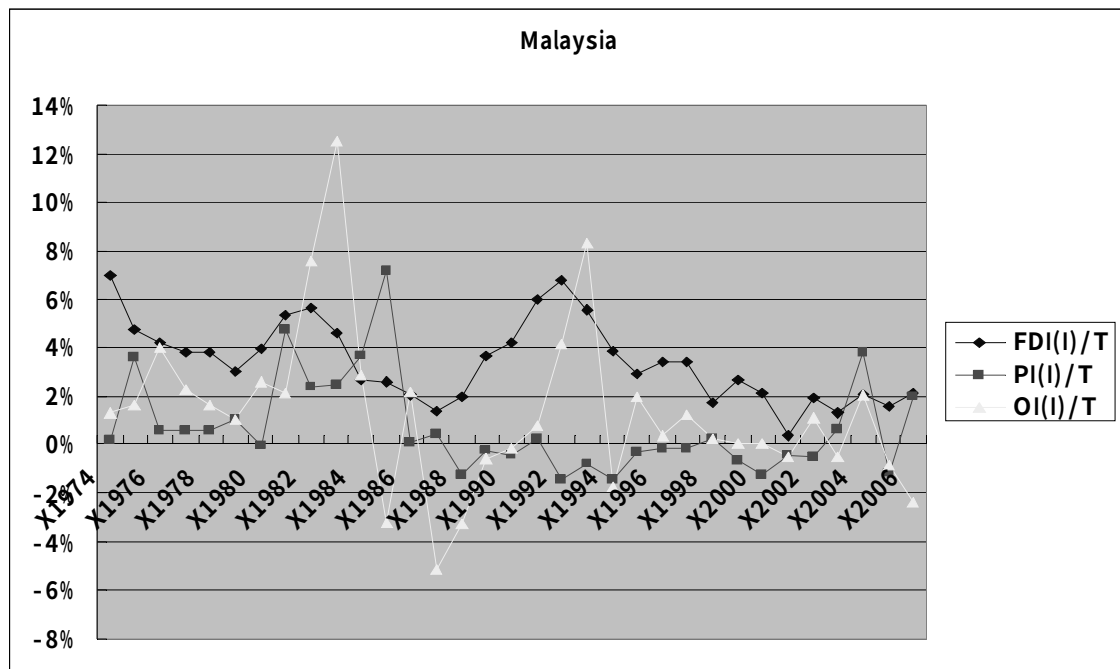
（出所）図1と同じ。 ＊FDI:直接投資 PI:証券投資 OI:その他投資 I:流入 T:貿易額

図8：資本流入の形態別推移（中国）



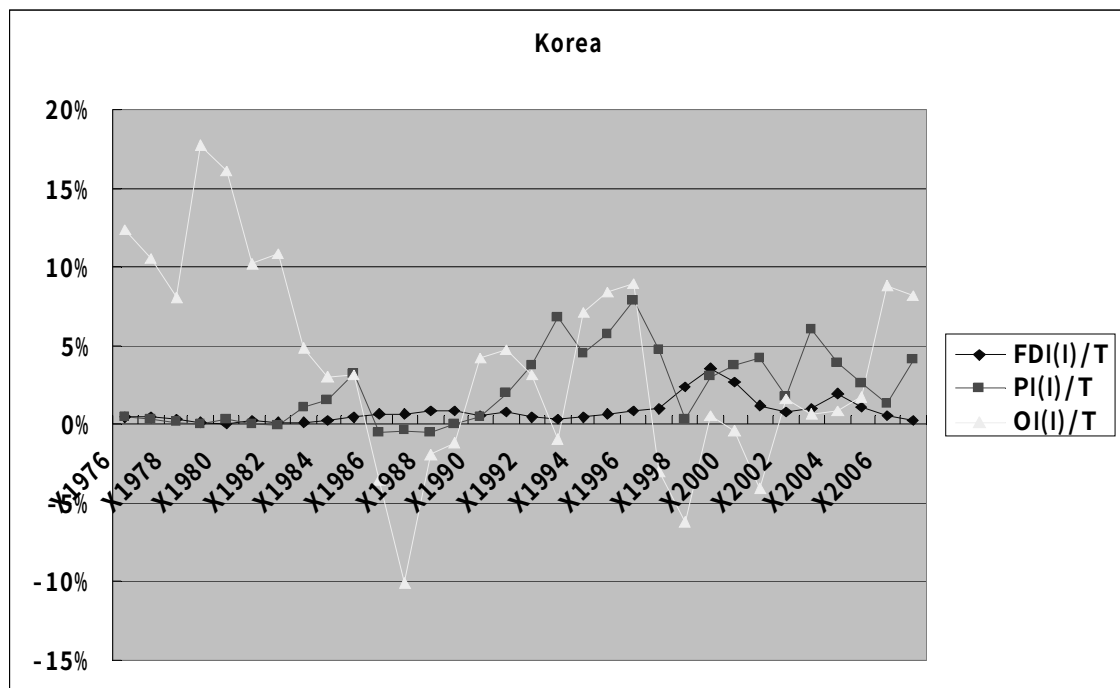
（出所）図1と同じ。 ＊FDI:直接投資 PI:証券投資 OI:その他投資 I:流入 T:貿易額

図9：資本流入の形態別推移（マレーシア）



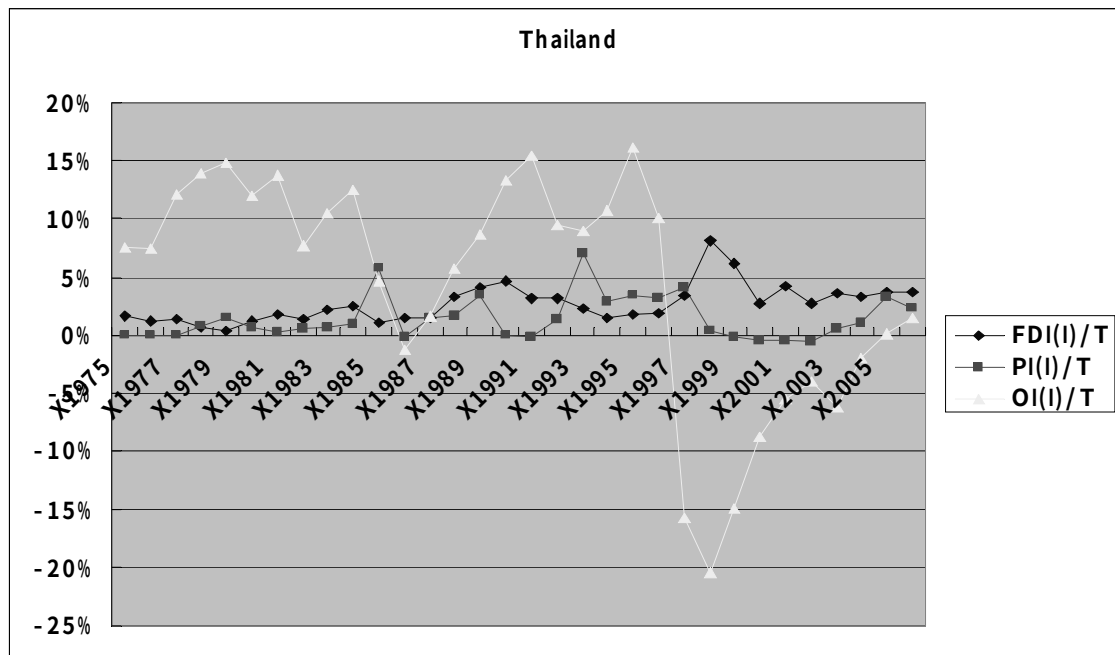
（出所）図1と同じ。 ＊FDI:直接投資 PI:証券投資 OI:その他投資 I:流入 T:貿易額

図10：資本流入の形態別推移（韓国）



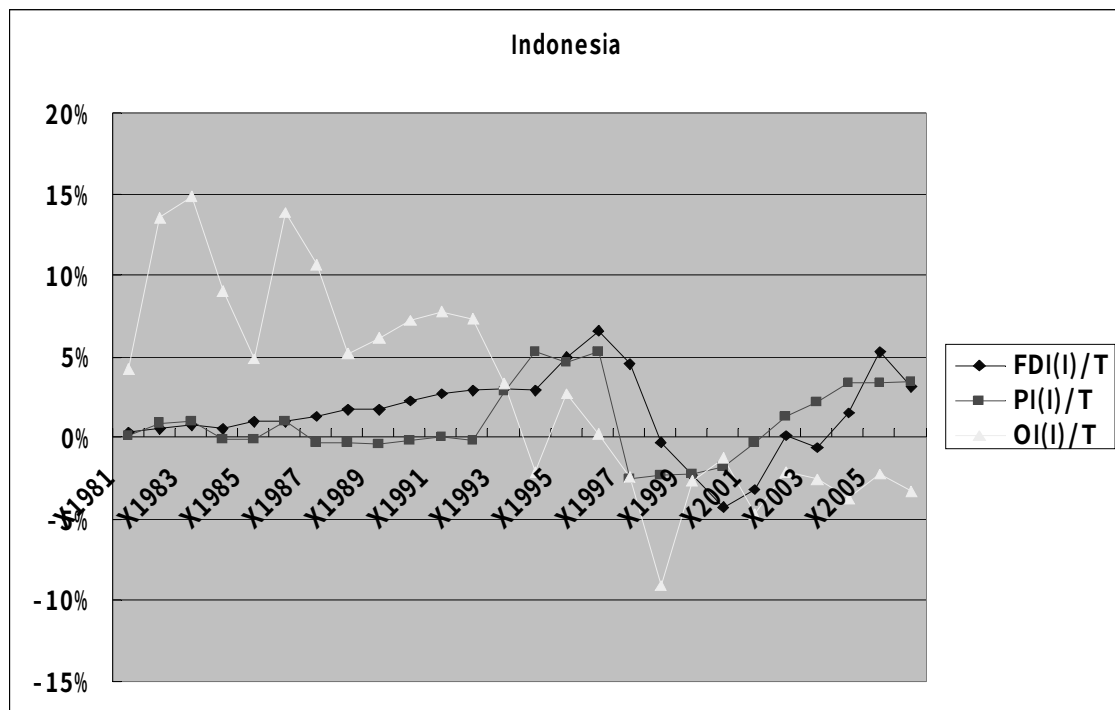
（出所）図1と同じ。 ＊FDI:直接投資 PI:証券投資 OI:その他投資 I:流入 T:貿易額

図11：資本流入の形態別推移（タイ）



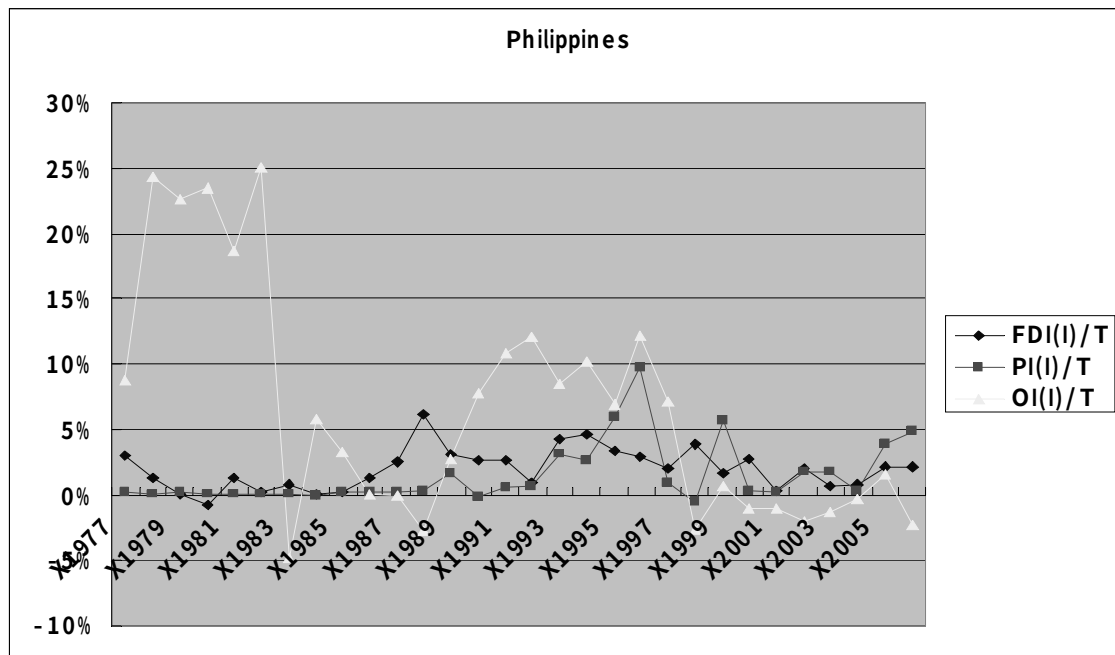
(出所) 図1と同じ。 *FDI:直接投資 PI:証券投資 OI:その他投資 I:流入 T:貿易額

図12：資本流入の形態別推移（インドネシア）



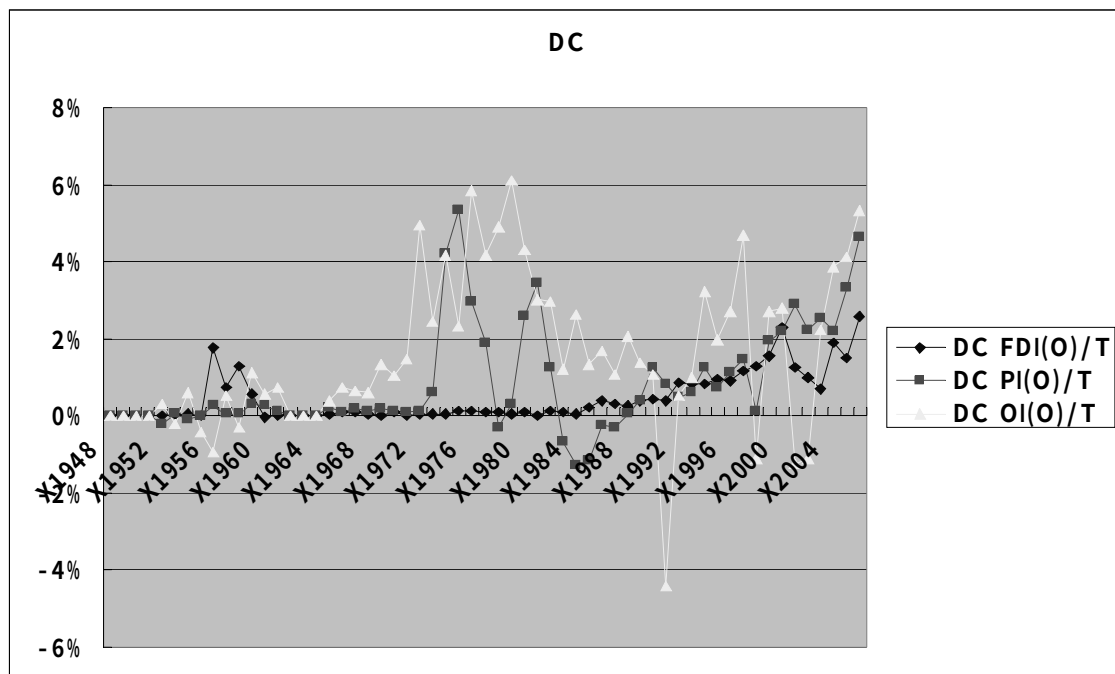
(出所) 図1と同じ。 *FDI:直接投資 PI:証券投資 OI:その他投資 I:流入 T:貿易額

図13：資本流入の形態別推移（フィリピン）



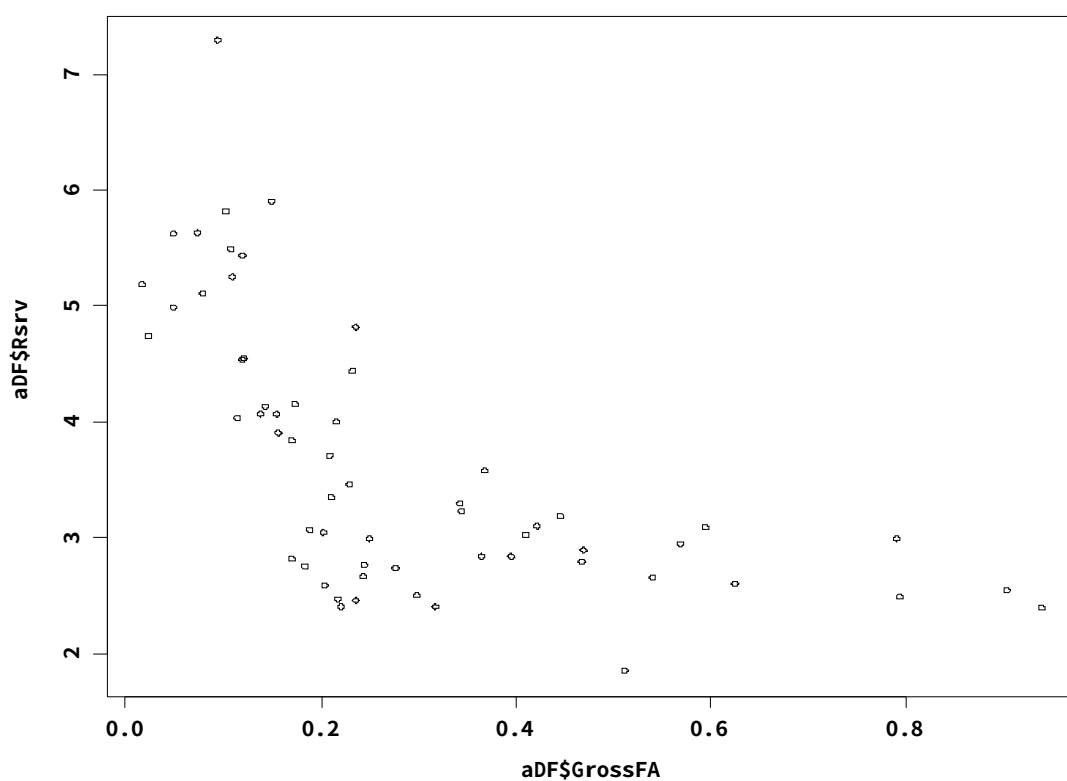
（出所）図1と同じ。 ＊FDI:直接投資 PI:証券投資 OI:その他投資 I:流入 T:貿易額

図14：資本流出の形態別推移（途上国）



（出所）図1と同じ。 ＊FDI:直接投資 PI:証券投資 OI:その他投資 I:流入 T:貿易額

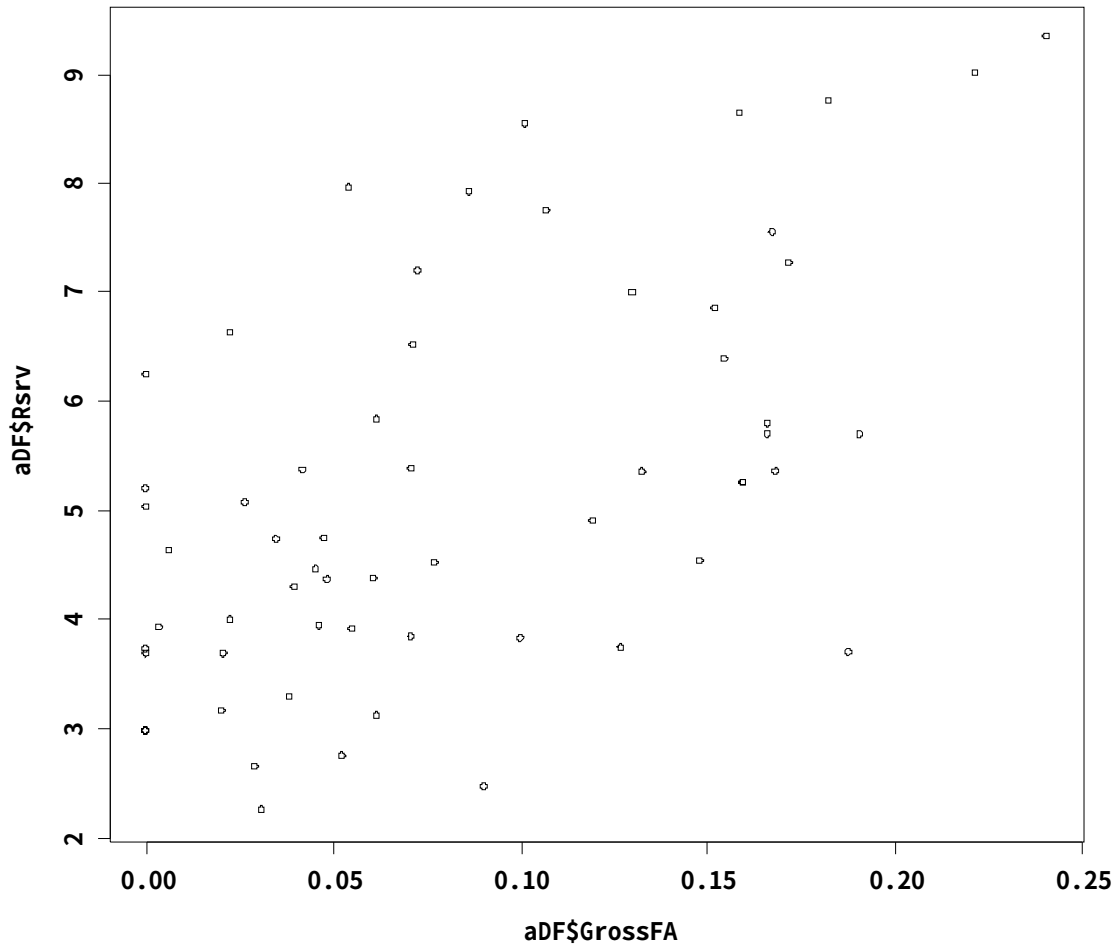
図15：金融グローバル化と外貨準備（先進国）



（出所）図1と同じ

- * 横軸はグロスの資本取引／貿易額
- * 縦軸は外貨準備／輸入額（月）

図16：金融グローバル化と外貨準備（途上国）



（出所）図1と同じ

＊ 横軸はグロスの資本取引／貿易額

＊ 縦軸は外貨準備／輸入額（月）

表1 : OLS 結果 (先進国)

Coefficients:	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t)
(Intercept)	4.6284	0.2007	23.061	2.00E-16
GrossFA	-3.4093	0.5623	-6.063	1.07E-07

Residual standard error: 0.9205 on 58 degrees of freedom

Multiple R-Squared: 0.3879, Adjusted R-squared: 0.3774

F-statistic: 36.76 on 1 and 58 DF, p-value: 1.073e-07

表2 : OLS 結果 (途上国)

Coefficients:	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t)
(Intercept)	3.913	0.3157	12.4	2.00E-16
GrossFA	15.5207	2.9735	5.22	2.52E-06

Residual standard error: 1.503 on 58 degrees of freedom

Multiple R-Squared: 0.3196, Adjusted R-squared: 0.3079

F-statistic: 27.24 on 1 and 58 DF, p-value: 2.523e-06

¹ また、World table の地域別データについては、データの欠損している国について、推計による補完などが行われているようだ。よって、単純に各国のデータを合計した値（または、合計して計算した値）とは異なる数値になる。

² データは IMF[2008]の country table に依拠しているが、地域ごとの推計はないため、各国データを合計している。このため、サンプル数は年により異なる。とくに、70年代中盤よりも前は、かなりサンプル数が少ないことに注意。

³ ただし、先進国に関しても係数の大きさは随分違った。一方、途上国を更に細分化すると、東欧グループでは集計データと同じ傾向を見いだすことができる。また、アジアにおいては Between 推計が有意となるなど、部分的には意味のある結果が得られそうだ。