



Title	Money and Capital : We're Not in Kansas Anymore
Author(s)	高阪, 章
Citation	国際公共政策研究. 2011, 16(1), p. 1-21
Version Type	VoR
URL	https://hdl.handle.net/11094/23034
rights	
Note	

The University of Osaka Institutional Knowledge Archive : OUKA

<https://ir.library.osaka-u.ac.jp/>

The University of Osaka

Money and Capital: We're Not in Kansas Anymore^{*}

高阪 章^{**}

Akira KOHSAKA^{**}

Abstract

This paper overviews the studies on the role of finance in economic development. Their focus has shifted from savings mobilization through *financial liberalization* to risk management through *securitization*. Due to intrinsically imperfect capital markets, however, financial globalization has occasionally witnessed booms and busts in advanced and emerging market economies. Observing interactions between alternative international monetary systems and financial globalization in the history of modern economic growth, this paper argues that the recent financial cycles have driven the shift of policy frameworks from *inflation targeting* to *macro-prudential policy* in macroeconomic stabilization and from *securitization* to possible *financial internalization* in economic growth.

キーワード：金融発展、金融グローバル化、国際資本フロー、国際通貨制度、資本市場の不完全性

Keywords : financial development, financial globalization, international capital flows, international monetary systems, imperfect capital market

JEL Classification Numbers : E5, F3, G1, O1

^{*} 本稿は2011年2月18日に開催された大阪大学退職記念講義をベースにした論考である。本稿の一部は高阪（2011）に依拠している。

^{**} 関西学院大学国際学部教授、大阪大学名誉教授

はじめに

*Money and Capital*は、私のスタンフォード大学におけるアドバイザー、Ronald I. McKinnon教授の著書のタイトルである。同書は1973年に出版されたものであるが、このタイトルは明らかにJohn Hicks, *Value and Capital*を意識してつけたものと思われる。*Value and Capital*は、1939年に出版され、少なくとも1970年代くらいまでは経済学を志すものの必読書であった。同書がミクロ経済学の基礎から資本蓄積を論じ、経済成長を見通した本格的な著作であったのに対して、*Money and Capital*のほうは、一見薄いエッセー風の本であるが、これまでの貨幣と実物経済の二分法に疑問をもつ著者が貨幣と実物経済成長の密接な関係に注目した極めて挑戦的・刺激的な著作である。

実は、私がMcKinnon教授をアドバイザーに希望したのは、この書籍を読んだからなのだが、同書の意義を上のように感得したのはずっと後年のことであったことを白状しなければならない。貨幣と実物経済の相互作用という、経済学のオタクっぽい印象を受けるかもしれないが、なかなかどうして、グローバル金融危機だとか国際金融システムだとか、経済政策の最前線的话题に直接的につながっている話であることをこれから明らかにしてみたい。

なぜMoney and Capitalか

まず、なぜ、貨幣と資本を議論するのか。1970年代くらいまで、経済学では貨幣の役割として価値の尺度、交換手段、価値保蔵手段といった機能をあげ、これらの機能をもつ貨幣を保有するのは、取引費用を小さくするためであり、また不時の出費に備えるためであるとした。ちなみに、ここで貨幣とは、現金、小切手、当座預金・普通預金などの「狭義の貨幣」、または、それに定期預金など貯蓄性預金やCD（譲渡性預金）などを加えた「広義の貨幣」であり、要するに「銀行システムの債務」を指す¹⁾。

このような貨幣が実物経済と関係するのは、国民経済システムの中の貨幣市場における需給均衡条件：

$$M/P = L(Y, r) \quad (M: \text{貨幣量}, P: \text{物価水準}, Y: \text{経済活動水準}, r: \text{実質利子率})$$

を通じてであった²⁾。右辺の貨幣需要(L)が安定的であれば、完全雇用所得水準(Y)と実質利子率(r)が与えられれば、貨幣量と物価水準は1対1に対応することになる。すなわち、貨幣は物価水準と関係するが、完全雇用の達成される中長期においては所得、すなわち実物経済の活動水準には影響を与えない。言い換えると、MはYに影響せず、貨幣は実物経済に対して中立的なのである（「貨

1) ここで、「銀行システム」は、大まかに中央銀行と民間銀行システムを統合したバランスシート（貸借対照表）として考えればよい。現金は中央銀行の債務、その他の「貨幣」は民間銀行システムの債務として、それぞれのバランスシートの負債側に表示される。

2) 通常、基本的マクロ経済モデルでは、証券など貨幣以外の金融資産は「ワルラス法則」によって経済システム全体の均衡（「一般均衡」）を考える場合には無視される。

幣の中立性))。貨幣が実物経済に影響を与えないのだとすれば、なぜ「貨幣と資本」なのか。貨幣は資本や経済成長とは無関係なはずである。

実際、伝統的な新古典派経済成長理論によれば、経済成長は、資本や労働など生産要素の蓄積、あるいは一定の生産要素投入からの産出効率の上昇、すなわち「生産性」の上昇によるものとされた。数式では、

$$Y = F(K, L, A) \quad (Y: \text{所得}, K: \text{資本}, L: \text{労働}, A: \text{生産性})$$

などと表現される。ここでは、貨幣はどこにも現れず、確かに貨幣は経済成長と無関係なように見える。

けれども、資本蓄積（資本増加： ΔK ）＝投資は貯蓄によってファイナンスする必要がある。すなわち、

$$\Delta K = sY \quad (s: \text{貯蓄率})$$

この貯蓄こそ、貨幣の役割のうち、価値貯蔵手段という機能の実現に他ならない。より具体的には、投資は、企業貯蓄など投資主体の「内部金融」か、または銀行・証券市場など金融システムを通じた「外部金融」によってファイナンスされる。後者のうちの、銀行による「金融仲介」では、価値貯蔵手段としての貨幣（銀行預金）が銀行によって企業など投資主体に貸出として仲介され、貯蓄動員による投資ファイナンスの役割を果たしていることがわかる。

実際、先のMcKinnon, *Money and Capital* (1973) の主要な政策インプリケーションは「金融自由化」であり、低金利政策その他の金融規制による金融システム機能の抑圧（「金融抑圧」）が「貯蓄動員」を阻害し、「金融仲介」を阻害することによって資本蓄積を阻害しているということが重要な論点となっている。すなわち、「貨幣と資本」という、伝統的な経済学からすればやや奇妙な取り合わせは、「金融と成長」、すなわち、貨幣の金融機能を生かすことが経済成長を促進する重要なチャネルであることを主張しているのである。

その後、経済成長への貢献を含めて、金融の役割はもっとはるかに広範なものであることが認識されるようになる。金融取引は、実物取引とは決定的に異なり、取引の完了に一定の時間経過を必要とするため、必然的に不確実性を伴う。それゆえ、1990年代以降の教科書では、金融（システム）の役割として、伝統的な役割に加え、リスクの取引・ヘッジ・分散、そしてさらに、経営者の監視・企業コントロールの実行など「コーポレートガバナンス（企業統治）」も金融システムの役割とされることとなった（Demirgüç-Kunt and Levine (2008)、Levine (1997) など）。

他方、金融自由化については、Diaz-Alejandro, “Good-bye Financial Repression, Hello Financial Crash.” (1985) は、貿易など実物市場とは異なり、単純な市場自由化万能論が金融市場ではいかに危険なものであるかを1970年代のチリの事例を基に痛烈に批判した³⁾。同論文では、チリの金融

3) このタイトルは1960年代に一世を風靡し、映画化されたフランソワーズ・サガンの小説「悲しみよ今日はBonjour Tristesse」のパロディである。余談ながら、本稿の副題もDiaz-Alejandroが別の論文で用いていたことで筆者は知った。この種の諧謔・風刺が好きな経済学者のようだ。

自由化が国内銀行による大量の外国借入を誘発し、それが不良債権化すると、外資がこんどは大量に流出し、通貨危機に発展し、その後の長期不況を招いたと指摘している。単純で性急な金融自由化がもたらすコストについては、その後も多くの研究成果がある（高阪（2006））。にも拘わらず、IMFをはじめとする国際機関は、「市場の失敗」より「政府の失敗」のほうが深刻であるという立場から、その後も発展途上国に金融自由化を迫った。類似の経験はその後も繰り返され、1994年のメキシコの債務危機に次いで、1997年には、1980年代に奇跡を実現したといわれた東アジアでも資本逆転による通貨危機が勃発した。東アジアの場合、金融自由化は対外的な資本勘定自由化を中心に進められていたのが危機の「前奏曲」となった。

東アジアの金融再生

アジア危機後の東アジアの経済回復が「V字型回復」といわれるようにめざましいことはよく知られている。実際、アジア危機から10年経過して、めざましい回復ぶりは多くの研究報告で紹介されている。そのひとつは世界銀行による調査報告書*East Asian Renaissance*（2007）である。東アジア新興市場の国内金融システムの回復ぶりを同報告書は表1で示している。

表1. 東アジア新興市場の国内金融システム

Economy	Bank assets 銀行資産				Equity market capitalization 株価総額				Bonds outstanding 債券残高			
	US\$ billions		% of GDP		US\$ billions		% of GDP		US\$ billions		% of GDP	
	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	952.0	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

出所：Gill and Kharas (2007), Table 4.5.

同表によれば、1997年から2005年にかけて、東アジアの銀行資産はGDP比率で95%から150%に増加し、株価総額でも2倍に、債券残高でも2倍強に拡大していることがわかる。ただし、この数字を額面通り受取り、東アジアの金融システムが危機前の規模を急速に回復していると考え、それは大きな間違いだ。

というのも、

銀行資産 = 対民間信用 + 対政府信用

債券 = 民間債券（民間部門の発行した債券）+ 政府債券

株価総額 = 発行株式の時価

であり、経済回復の主体である民間部門のファイナンスは国全体の金融資産総額ではなく、

民間部門ファイナンス = 対民間信用 + 民間債券 + 株式発行

の規模で見なければならない。つまり、同表の数字は、対政府信用・政府債券を含み、それらは民間部門をファイナンスするものではないことに注意する必要がある。実際、民間部門のファイナンスのみを取り出したデータを次に掲げる（表2）。

表2. 民間部門への資金仲介：東アジア新興市場（GDP比率）

Country	Year	Private Credit	Private Bond	Public Bond	Stock Market Capitalization
China	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
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,

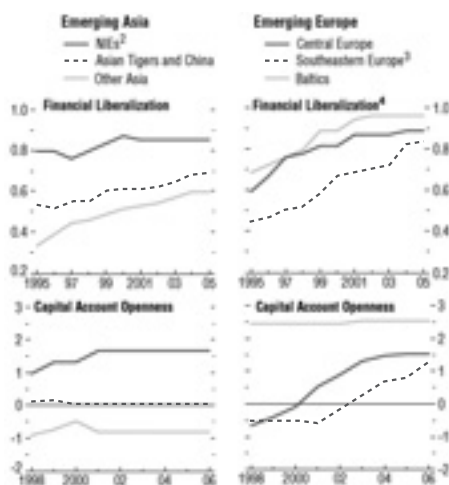
<http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTRESEARCH/>より作成。

同表は、1992年、1997年、2002年、2007年の4時点における、東アジア6カ国の対民間信用・民間債券の各残高のGDP比率であり、同じく、政府債券・株価総額についても同比率を示した。同表によれば、危機のあった1997年末の対民間信用水準を回復したのは中国のみであり、インドネシア・フィリピン・タイに至っては、半分も回復していない。銀行信用と代替的なファイナンス手段である民間債券をみると、中国・韓国・マレーシア・タイで一定の増加がみられるが、それとても銀行信用を十分に代替するにはほど遠い規模にすぎない。インドネシア・フィリピンに至っては民間債券規模はネグリジブルな水準に留まっている。

以上を要するに、少なくとも金融システムに限ってはアジア危機からの回復はとても十全とはいえないと思われる。確かに、先の世銀報告書が論じているように、不良債権比率・統合再編など銀行システムの効率性、企業部門の財務構造には一定の改善がみられることは事実のようだ。また、アジア危機の時期の金融システムはバブルによって「水ぶくれ」しており、量的な規模だけで回復を論じることは厳密とは言えない。しかしながら、実物経済の成長回復を見たとき、それとこの民間投資ファイナンスにみられる状況とのギャップは大きい。これに対して、同世銀報告書は、経済成長を支えるのはリスクのある長期資金ファイナンスであり、それには銀行による金融仲介ではなく、証券市場の育成が望ましいとしている。これは最近の金融市場における「証券化」トレンドに沿ったアプローチでもあるが、果たしてそうだろうか。

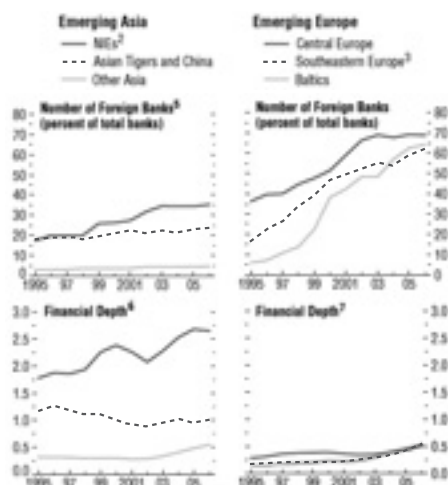
ユニークな東アジアの金融発展

東アジアの金融システムの危機後の回復は実物経済に比べて遅れていると指摘したわけだが、ここで、他の新興市場地域に目を向けると、やや違った見方も可能になる。図1は、東アジア新興市場と欧州新興市場に関し、国内金融市場自由化と対外的な資本勘定自由化の程度を一定の基準で測ったものである。上半分のパネルから、国内金融市場自由化については、アジアNIEsを除いて、欧州新興市場国のほうが自由化度が高いこと、資本勘定自由化についても、NIEsを除いて、グローバル金融危機前には欧州のほうが自由化度が高いことが示されている。尺度そのものの妥当性に議論の余地はあるが、東アジアの金融市場の自由化は比較的進んでいないといつてよいだろう。



出所：IMF, *World Economic Outlook*, October 2008, Chapter 6, Figure 6.8.

図1. 金融発展パターン：自由化と開放度

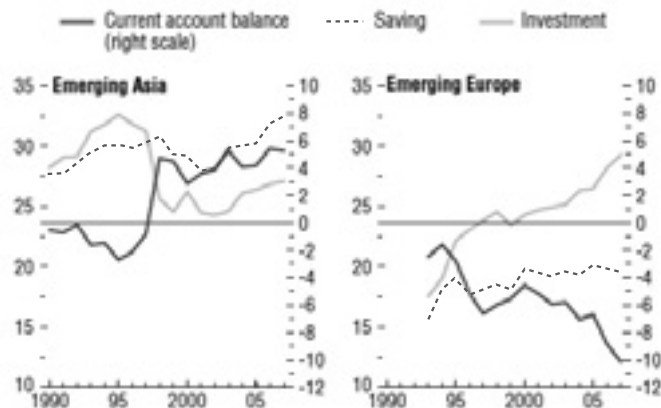


出所：IMF, *World Economic Outlook*, October 2008, Chapter 6, Figure 6.8.

図2. 金融発展パターン：外銀依存と金融深化

図2は同様に2つの地域間で、外国銀行のプレゼンスと「金融深化」度を比べたものである。前者は銀行総数に占める外銀のシェアを示したもので、欧州新興市場における外銀のプレゼンスは東アジアをはるかに上回る。他方、後者は民間信用・債券・株価総額のGDP比率で測った「金融深化」度で、こちらは東アジア新興市場が欧州をはるかに上回っている。すなわち、東アジアは外銀への依存度が低く（国内銀行が中心）、金融システムの規模が大きい。この点は、欧州だけでなく、ラテンアメリカなど、他の新興市場地域との比較でも同様である。

さらに、投資ファイナンスにおける海外貯蓄の重要性についてみておこう。図3は経常収支・貯蓄・投資のGDP比率の推移をみたものである。東アジアの場合、アジア危機後、投資水準が急激かつ大幅に低下し、多少の回復はみられるものの、危機前の水準を回復するに至っていない。ただし、貯蓄水準は30%と高く、その結果、経常収支は黒字化しており、つまり、ネットベースでは海外貯蓄（外資）に依存していない。欧州はこれとは対照的であり、投資率は東アジアを追い越す勢いで伸びている一方で、国内貯蓄率が低迷しているために、経常収支赤字は拡大し、海外貯蓄依存度は益々高くなっている。この点も、欧州だけでなく、他の新興市場地域と比べても東アジアの特徴は際だっている。



出所：IMF, *World Economic Outlook*, October 2008, Chapter 6, Figure 6.3.

図3. 経常収支・貯蓄・投資

以上をまとめると、次のようになろう。危機後の回復は十分でないとしても、それは時系列的比較について言えることであり、他地域との横断的比較をすれば、東アジアは、内外金融自由化政策においては他地域より慎重な立場をとりつつも、その背後には自前の比較的規模の大きい銀行システムとネットベースでは外資を必要としないマクロ経済バランス構造がある（Kohsaka and Enya (2007)）。このように、ある意味で自足的な金融システムを作り上げている東アジアにとってグローバル金融危機はどのような意味を持つのであろうか。というのも、同危機は、先の世銀報告書の基本路線でもあった、「証券化」が引き起こしたものだからである。

グローバル金融危機と新興市場

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。

もっとも、戦後の先進国を振り返ると、株式市場のバブル崩壊が1959年から2002年にかけて19カ国につき52件、住宅市場のバブル崩壊が1970年から2002年にかけて15カ国につき20件あり、それらのいくつかは多数国にわたって国際連関している（IMF（2004））。図4は株式および住宅市場のバブル崩壊国のシェアを示したものであるが、同図から、1973-74年の第1次石油ショック、1982年のメキシコ債務危機、1990-92年の日本・欧州の金融危機の各時期には、先進国の過半数が株式バブル崩壊、住宅バブル崩壊のいずれかまたは両方を同時に経験していることがわかる。



出所：IMF, *World Economic Outlook*, April 2003, Chapter 2, Figure 2.2.

図4. 金融危機の国際連関

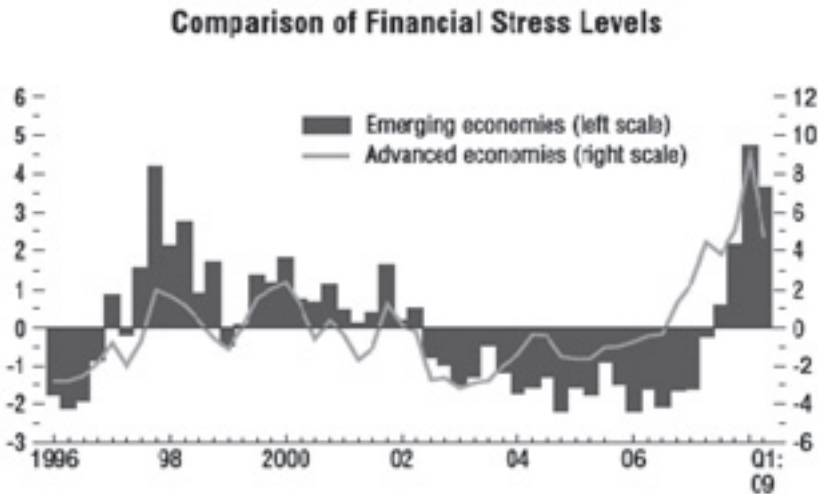
株式市場バブル崩壊：1959-2002年19カ国につき、52件
住宅市場バブル崩壊：1970-2002年15カ国につき、20件

図5は先進国と新興市場の2グループ⁴⁾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⁵⁾。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

4) 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）。

5) 「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。

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。

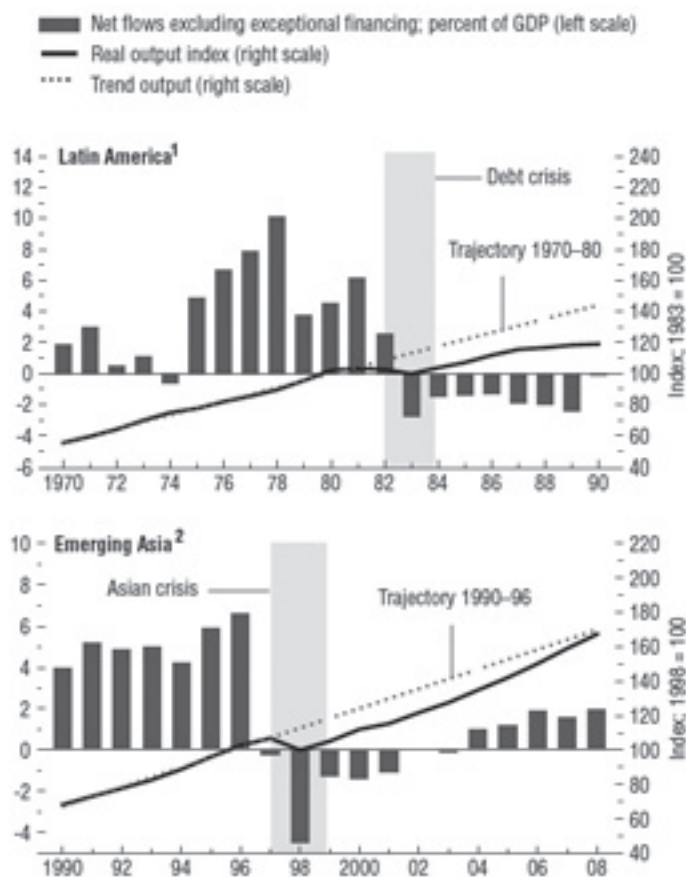


出所：IMF, *World Economic Outlook*, April, 2009, Chapter 4, Figure 4.6.

図5. 金融危機の国際連関：金融ストレス水準

過去において、1980年代初め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「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6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中期的なトレンド（図中のTrajectory）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の後、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が周辺国に伝染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が周辺国に伝染し、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と金融危機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。



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

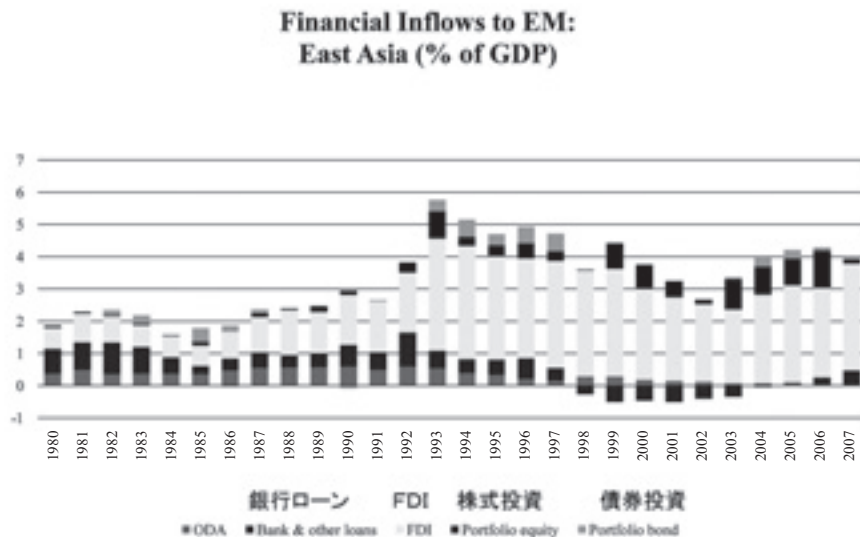
図 6. Sudden Stop

もっとも、危機後の回復過程は、同図が示すように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、先進国も含めた国際資本市場全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。

東アジアにおける国際資本フローの変容

資本フロー全体の動きもさることながら、その構成の変化にも注目する必要がある。実際、1980

年代とアジア危機の前後のそれぞれの期間で資本の構成は大きく変容した⁶⁾。図7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7はこれらの特徴を明瞭に示している。



出所：World Bank, *World Development Indicators*, CD-ROM, 2010 より作成。

図7. 国際資本フローの変容：東アジア

以上、東アジア新興市場では、いまや外国資本フローの主役はFDIであり、証券投資が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。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（地域）および受入国（地域）別に資本フローの分布を見ると、資本形態ごとに一定の「地域バイアス」が存在することも興味深い⁷⁾。

6) 資本フローは供給主体別に公的フローと民間フローから成るが、新興市場にとって重要な民間フローは、直接投資（FDI）、ポートフォリオ投資（株式および債券）、そしてその他投資（ローン）に大きく分けられる。うち、直接投資は多国籍企業内の資金フローなど供給主体が相手先の経営に参画しているものであり、経営に参画しない株式投資は単なるポートフォリオ（株式）投資とみなされる。直接投資、株式投資は資金の出し手と受け手がリスクをシェアし、債務を生まないが、ポートフォリオ投資の債券投資は、ローンとともに、特定時点で一定の返済が義務づけられるという意味で、受け手のみがリスクを負う、債務フローである。

7) 例えば、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

「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、現実の国際投資が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を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3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7,000億ドルで、そのうち、米国が2,400億ドル、欧州（EU15カ国）が2,100億ドルであるが、東アジア新興市場自体の投資額が1,600億ドルと、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。むろん、投資先としての同地域は、世界全体の国際株式投資残高総額9.8兆ドルのうちの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、後述するように、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3. 国際株式投資の地理的配分 (Year-End 2008, mil US\$)

Investment in:	Investment from				
	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 Last Updated: January 2010

<http://www.imf.org/external/np/sta/pi/datarsl.htm>より作成。

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・

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。

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、東アジアに比べると、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」ととの関係を見るだけでは不十分であり、投資主体としての域内の「旧新興市場」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⁸⁾。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、通貨危機時に各国の外貨準備を融通し合うという取り決め＝「外貨スワップ協定」が様々な国の組合せで結ばれており、各国の利用可能な外貨流動性は外貨準備以上に手厚い。

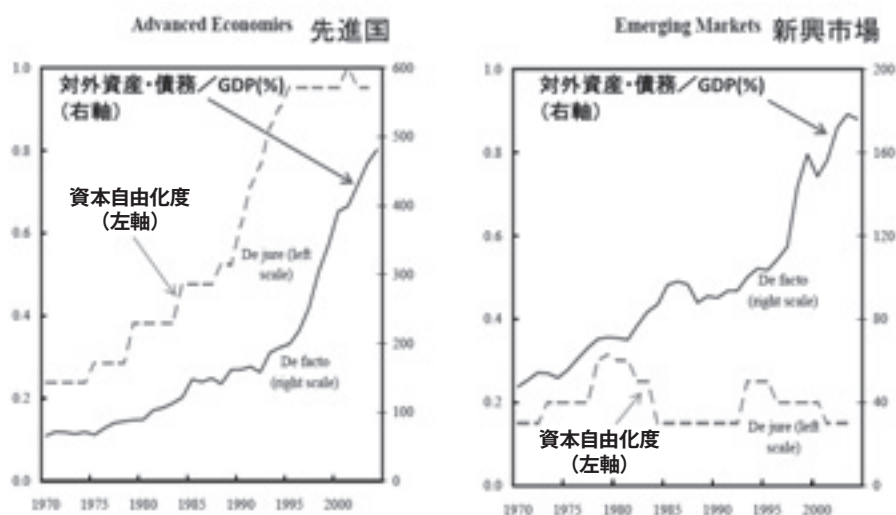
これらの資本市場リンケージの変容は、国際金融危機の東アジア新興市場へのインパクトを次のように予想させる：まず、外国資本フローのsudden stopなど、第二のアジア危機が同地域を襲う可能性は小さい。いまや同地域の対外債務フローへの依存度は小さく、外貨準備は豊富である。ただし、欧州新興市場についてはその限りでない。次に、貿易における同様、資本フローについても、域内依存度の高まりが顕著であり、FDIについても証券投資についても「旧新興市場」が「新新興市場」への投資主体として重要性を増している。これは情報コスト面で資本市場の不完全性を補う合理的な行動であり、先進国からの投資フローのボラティリティを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」＝「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えられない新たな現実の進展を意味している。

金融グローバル化

こうした新たな現実の進展のエンジンは、一言で言えば「金融グローバル化」ということになるうか。実際、東アジアを筆頭に新興市場で懸念されているのは、資本フローのsudden stopなどではなく、逆に過剰流入とそれに伴う通貨高、そしてその結果としての景気後退である。ここで「金融グローバル化」とは、各国経済の「金融統合化」とも言われる現象であり、それは、各国政府による金融規制緩和政策、IT革命による情報・通信分野の技術進歩、そして経済成長に伴う金融資産蓄積が相まって国際資本移動が史上空前の活発化を遂げていることを総称している。

8) 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、外準蓄積の動機については大きく2つの説があり、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」説、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」説だ。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。

図8は国グループごとに「事前的な法的 (de jure)」規制緩和と「事後的な (de facto)」対外金融資産・債務の規模を示すものである。点線で示される事前的な法的規制緩和の程度（資本自由化度、左軸）は、左側パネルの先進国では1980年代まで段階的に規制緩和が進んだが、とくに1990年代に入って加速的に緩和が進み、1990年代後半にはほぼ100%に近づいた。これに対して右側パネルの新興市場では、平均的な規制緩和の程度は1970年代以来、20%程度で推移しており、目立った規制緩和が進んでいないように見える。一方、事後的な対外資産・債務のGDP比率で見ると（右軸）、先進国では法的規制緩和と若干のラグを伴って1990年代半ばから資本移動は爆発的に拡大し、1975年からの20年間でGDP比率で3倍弱の伸びであったのに対して1995年からの10年間で2.5倍拡大してGDPの5倍の規模に達している。



出所：M. Ayhan Kose, Eswar Prasad, Kenneth Rogoff and Shang-Jin Wei, (2006).

図8. 金融グローバル化

他方、新興市場はというと、平均的な規制緩和の程度が停滞的であるのとは対照的に、事後的な対外資産・債務のGDP比率は明確な上昇トレンドを示しており、1995年までの25年間に同比率は2倍強に上昇、さらにその後の10年間で加速的に上昇して170%に達した。すなわち、先進国が急速な金融規制緩和の下に資本移動を飛躍的に拡大させたのに対して、新興市場は名目的な規制緩和にこそ格段の進展はないものの、実際には、先進国の拡大には及ばないものの、やはり1990年代後半から資本移動が明確に活発化していることがわかる。このように、金融グローバル化は、程度の差こそあれ、先進国・新興市場共に1990年代後半から加速化している。

されど「ドル本位制」：The Unloved Dollar Standard

ここで、このような「金融グローバル化」は現在の「国際通貨制度」によって支えられていることを想起したい。なぜなら、今般のグローバル金融危機が彷彿させるという世界大不況もまた当時の国際通貨制度と不可分であり、現在の制度は当時の反省から構築されてきたものに他ならないからである。

ところで、現在の通貨制度を「ドル本位制」とよぶことがあるが、公式には、この呼称は正確ではない。本来、ドル本位制とは、各国通貨の価値がドルとの交換率で定められている固定為替相場制を指し、現在のようにほとんどの通貨の交換率が互いに変動している変動相場制はドル本位制とは呼ばない。では、なぜ「ドル本位制」という表現が不思議ではないのだろうか。

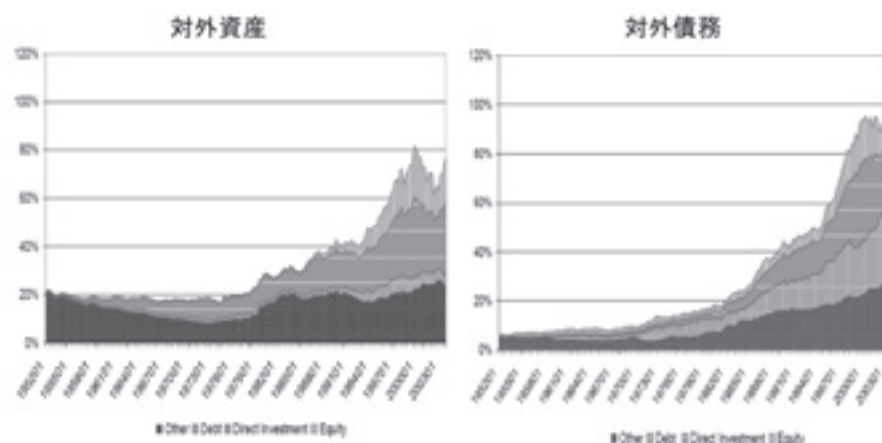
現在の変動相場制の前の国際通貨制度、すなわち第2次世界大戦後、1973年までの通貨制度は「金・ドル本位制」であった。この場合、各国通貨は米ドルとの交換レートを定め、ドルはまた金との交換レートを定めていたので、結局、各国通貨と米ドルおよび金との交換レートは一定であった。金・ドル本位制は、第2次大戦後の枠組が構想された場所の名前から「ブレトンウッズ (BW)」体制とも呼ばれる国際経済システムの一部を成す。ブレトンウッズ体制では米ドルは特別の地位を占めていた。なぜなら、米国だけが為替レートの変更を許されず、米国だけが米ドルという国際通貨の発行権限と国際通貨安定の最終責任を担っていたからである。金・ドル本位制が崩壊した後、米ドルは以前のような特別な地位を失い、単なる主要通貨の一つになった（はずであった）。にもかかわらず、現在の、ポスト・ブレトンウッズ体制がドル本位制と偽称されるのは、米国経済が国際資本市場で占める位置が特別なものだからだ。この点を次に見てみよう。

米国は現在、グロスペースの対外債務が対外債権を上回る「純債務国」であり、その対外純債務は世界最大（日本は逆に世界最大の純債権国）であるが、グロスの対外債権も巨額に上る。しかも興味深いのは、対外債権債務から生じる投資収益に大きな内外格差が存在することだ。Gourinchas and Rey (2005) によれば、国際収支勘定のうち、所得勘定の資産所得を収益とみなして、米国の内外投資収益率を算出してみると次のようになる：

1952-73年：	対外資産	4.04%
	対外債務	3.78%
1973-2004年：	対外資産	6.82%
	対外債務	3.50%

すなわち、ポスト・ブレトンウッズ期に入ってから米国の対外投資収益率は外国の対米投資収益率の約2倍なのである。その原因の一つは、米国の対外資産構造と債務構造の違いにある。図9は米国の対外資産及び債務を資産のカテゴリーごとに示したものである（対GDP比率）。ポスト・ブレトンウッズ期になって対外資産債務は急上昇しているが、とりわけ1990年代半ばからその動きは加速化している。この変化は前述の金融グローバル化と軌を一にしている。ブレトンウッズ期の

対外債務（右パネル）の最大項目は銀行債務Other（預金）であったが、ポスト・ブレトンウッズ期に入って、これに債券Debt、さらに直接投資Direct Investmentが、そして1990年代半ばからは株式投資Equityも大きくなっている。銀行債務に債券を加えた「流動債務」は徐々にシェアを落とし、2004年末では60%程度である。



出所：Gourinchas and Rey (2005).

図9．米国の対外資産・債務（GDP比率）

対外資産（左パネル）では、ブレトンウッズ期には最大項目であった銀行資産OtherのGDP比率は比較的安定しており、これに対して直接投資Direct Investmentが次第に増加して、1990年代半ば頃から最大項目となったほか、1990年代からは株式資産Equityが急増している。言い換えると、ポスト・ブレトンウッズ期に入って、米国は預金・債券といった低利・低リスクの対外流動債務を増加させながら、直接投資・株式投資という収益率の高いリスク資産を増加させてきた。伝統的な商業銀行業務は預金を原資として運用することであるから、その意味で米国は「世界の銀行」としてプラスの預貸金利差を享受してきたわけであるが、さらに、1990年代以降は、流動債務に加えて、債務側でもリスク債務を増加させながら、直接投資・株式投資などのリスク資産に積極的に投資を行い、その結果、内外収益率が大きく非対称になっているものと考えられる。つまり、ポスト・ブレトンウッズ期に入っても、米国経済は国際資本市場において世界の「商業銀行」という特別な地位を維持していたが、さらに最近にいたって、自らリスク資産を発行して投資資金調達をするという意味で、世界の「投資銀行」化し、他に類のない存在となっている。このような役割を果たしている米国の通貨は他に類のない基軸通貨であり、その発行権をもつ米国は特別な地位にある⁹⁾。それがゆえに変動相場制のポスト・ブレトンウッズ期の現在の国際通貨制度を「ドル本位制」と呼ぶ

9) 金・ドル本位制のブレトンウッズ期に当時のフランス大統領シャルル・ドゴールは米国ドルの地位をexorbitant privilege（法外の特権）と非難したといわれる（Gourinchas and Rey (2005)）。また、Ronald I. McKinnonは、現行通貨制度をunloved dollar standard（愛されないドル本位制）と表現している（McKinnon (2010)）。

気持ちわからないではない。

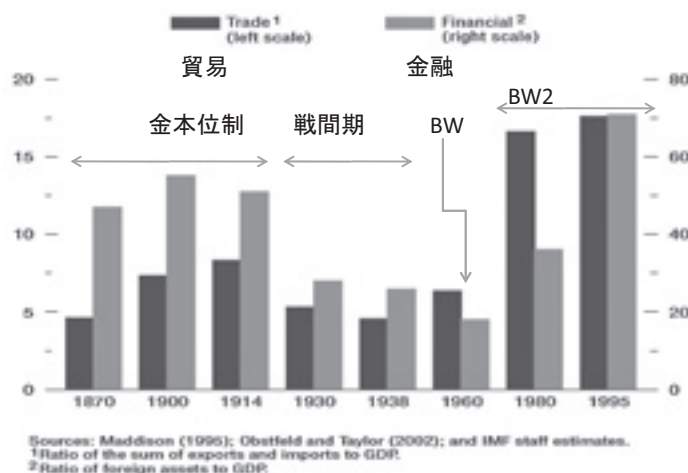
国際通貨制度と経済発展：The Wizard of Oz

ところで、その米国も最初から特権を享受してきたわけではない。本稿の副題に掲げたのは、ミュージカル「オズの魔法使いThe Wizard of Oz」のなかの有名な科白であるが、このミュージカルの原作は1900年に出版された。主役は、虹の彼方に青い鳥がいると夢見る、カンサスの少女ドロシー。ある日、彼女は竜巻にさらわれて見知らぬ土地に降り立ち、「ここはもうカンサスではないのだWe're Not in Kansas Anymore」と気づく。そして、オズに住むという魔法使いが故郷への帰り道を知ると聞き、魔法使いを探して仲間と一緒に旅をする。魔法使いは金ぴかのお城に住んでいて、これは、東部の銀行家を象徴しているとかしないとか。ちなみにオズの命名は、たまたま作者が目にしたファイルキャビネットの引き出しのアルファベットO-Zからとったとか、東部の象徴ニューヨークの頭文字NYのアルファベットを1字ずつずらせたとか、諸説あるらしいが、ここでは、金本位がらみで、金の量目であるオンス（Oz.）から命名したというほうが面白い。

というのも、この原作が書かれた時代背景には米国の通貨制度の歴史が関係しているという説があるからだ。米国は1837年に金銀本位制を採用したが、南北戦争の後、1879年に金本位制を採用する（日本は日清戦争後の1897年）。このときのドルの金平価は金銀本位制時代より高め、すなわちドル高に設定された。その結果、当時、輸入部門であった工業部門は中間財や資本財を安く輸入すること出来るようになったが、輸出部門であった農業部門は国際競争力を失い、経済全体ではデフレが進行した。そこで、カンサスなど農業州では金銀本位復活運動が1890年代に盛んになった。結局、この運動を支持する民主党は大統領選に敗れ、他方で、輸入部門であった工業部門はドル高と保護関税の下で、次第に国際競争力をつけ、米国の輸出工業化が花開くことになる。このように見ると、「オズの魔法使い」は金本位による工業化を推進する東部の銀行資本を象徴しているという説に軍配を上げたくなる。

世界経済が一定の持続的成長、すなわち「近代経済成長」を開始した19世紀以来、国際通貨制度は固定相場制と変動相場制の間を揺れ動いてきた。1870年代から第1次世界大戦にかけての「国際金本位制」は各国通貨と金の交換レートを固定し、国際資本移動は活発化して、グローバル化は大いに進展したといわれる。第1次と第2次大戦の間の「戦間期」には金本位制の復活に失敗した各国が変動相場制を余儀なくされ、保護主義に走って貿易・資本移動とも大きく収縮した。このように戦間期はグローバル化にとってのいわば冬の時代であった。その反省から構築されたブレトンウッズ体制では、固定相場制（金・ドル本位制）の下で資本移動は規制された。その後、ブレトンウッズ体制は実物経済の成長回復が資本移動を必要としたことの結果として崩壊し、国際経済は変動相場制のもとで資本自由化を進め（ポスト・ブレトンウッズ体制）、再びグローバル化が大いに進展する現在につながる。

このような国際通貨制度とグローバル化の変遷は貿易と資本移動の事後的なパフォーマンスが如実に示している。図10は、1870-1995年の期間の9時点について、国際貿易規模を輸出入のGDP比率で、国際資本移動を対外資産債務残高のGDP比率で表したものである。同図から、国際金本位制時代には既に資本移動は高水準であり、貿易も拡大傾向を示していること、戦間期にはともに大幅な収縮と停滞を示していること、戦後のブレトンウッズ体制から、まず貿易が、続いてポスト・ブレトンウッズ期に入って資本移動が急速に拡大していった様子がわかる。



出所：IMF, *World Economic Outlook*, September 2002, Chapter 3.

図10. グローバル化と国際通貨システム

崩れた「証券化」神話：This Time is Different

ここまで見てきたように、貨幣と資本、あるいは金融と経済成長の関係について、経済学と経済政策は一定の進化を遂げてきた。まず、「経済安定化」については、伝統的な経済学における貨幣の(実物経済からの)中立性は少なくとも短期では成立せず、マクロ経済の安定化のためには金融政策が不可欠であると考えられるようになった。ただし、市場を重視する立場からは金融政策当局に大きな裁量権を与えることは望ましくなく、それを制限する必要があると考えられた。「インフレ・ターゲットリング」は、このような金融政策の規律づけのための装置に他ならない。次は「経済成長」である。持続的経済成長のためには果敢にリスクを取る必要があるが、そのためには金融システムのリスク管理機能が重要な役割を果たす。とりわけ、長期のリスク投資を促進するためには、貸し手と借り手の相対取引による銀行システムより、公開市場取引に基づく証券市場が優位性をもっているとの主張が米国を中心に展開されてきた。前述の世界銀行報告で東アジア金融システムの課題として証券市場の育成が強調されているのも同じ文脈であると考えられる。

しかしながら、証券市場のリスク管理・企業統治能力はどれほどのものであったろうか。確かに、1982年のメキシコ債務不履行から始まった新興市場危機では、米国系商業銀行が不良債権を抱えて、その後の融資残高は急減した。融資の代わりになったのが債券であったが、1994年のメキシコ債務不履行では米国系銀行が今度は（メキシコ）国債を大量に抱えていたために、米国経済全体への波及懸念から、外国為替市場ではドルが暴落した。1997年のアジア危機では、危機が避けられないことが明らかになってから、先進各国の短期融資とポートフォリオ投資が競って逆転流出した¹⁰⁾。Standard & Poor's, Moody'sなどの証券格付け会社は、少なくともその格付けを見る限り、カントリーリスクを事前には全く予想できなかったのである（高阪（2004）¹¹⁾）。

今回のグローバル金融危機は「証券化」の一つの結果を示している。危機の引き金となった住宅抵当証券とそれを元にした証券化商品はshadow bankingと呼ばれる投資銀行の資金調達手段として用いられ、投資が投資を生むeuphoriaあるいはexuberance状況は（証券）市場でチェックされるどころか増幅されてきた。グローバル金融危機の重要なプレイヤーは投資銀行であるが、危機の原因は証券市場の機能不全であり、銀行の機能不全は結果にすぎない。その意味で今回の危機は「証券化」神話の崩壊の物語であり、「証券化」は資本市場に固有の不完全性を解消する万能薬などではないことを示している。証券化などの「金融革新」によって「今度は大丈夫This time is different」¹²⁾、過去のような金融危機にはならないという思い込みは完膚無きまでに叩きのめされ、葬り去られたと言って良い。

おわりに：We're Not in Kansas Anymore

グローバル金融危機は、新たな金融システム構築を促している¹³⁾。実際、短期的「経済安定化」については、単純なルールベースのインフレ・ターゲティング政策から離れて、「マクロ・ブルードンシヤル政策」が模索されている。これは、物価のみならず、資産市場の動向、金融システムの安定化にも目配りをする、いわば総合的な裁量政策と考えられる（Kohsaka（2009））。他方、長期の「経済成長」の観点からも、銀行型か市場型かという単純な二分法、あるいは、その変形である、relationship-basedかarm's length typeかという二分法から離れ、第3の金融システムへの模索が始まっているようにも思える。というのも、先進国および新興市場の一部では危機以前から企業

10) 他方で、日系銀行は本国の金融危機によって危機を迎える前から東アジアへの中長期融資残高を縮小しており、アジア危機の引き金が日系銀行の融資縮小であるかのような議論には根拠がない。

11) 更に言えば、アジア危機の一段落した2002年、カレンシーボード制を導入して通貨安定を実現したかに見えたアルゼンチンで債務危機が起こったが、このときもまた、これらの格付け会社はカントリーリスクを予測できなかった。もっとも、94年のメキシコ危機とは異なり、火傷をしたのは米国系銀行ではなく、個人投資家など証券市場の買い手であったため、銀行システムへの影響は小さくて済んだ。

12) Reinhart and Rogoff（2009）は、このような投資家心理をタイトルに用いた。

13) 考えてみれば、実はアジア危機の後でも「新しい国際金融枠組new international financial architecture」が必要だという議論が沸騰した（Kohsaka（2002））。残念ながら当時は先進国の問題ではなく、従って世界全体の問題としての危機感に乏しく、具体化することなくグローバル金融危機を迎えることとなった。

貯蓄率の上昇トレンドが観察されているからである¹⁴⁾。これは、資本フローにおけるFDIのプレゼンスの拡大と相まって、一種の「内部金融」への回帰あるいは「金融の内部化」と解釈できる。いずれの場合も、投資機会を最も知るものが自ら投資ファイナンスをし、relationship-basedにし、arm's lengthにし、不完全情報下にある外部金融あるいは市場への依存を小さくしようとする動きであると考えられるからだ。

考えてみると、新興市場の外貨準備蓄積や同スワップライン拡大も同じ文脈で理解出来るのではないか。すなわち、国際資本市場は不完全情報の下で、根拠のない楽観主義と悲観主義の間を揺れ動くものであり、それは「今度も変わらないThis time is NOT different」のである。だとすれば、自らの成長機会を最も良く知る主体が、ボラタイルな資本フローが為替変動を通じて引き起こす実物経済効果を緩衝し、あるいは、相互依存関係にあり、かつ互いをよく知る域内経済が共同して保険行動をとることは理に適っており、新たな金融システム構築の一部を担うものと考えられるのである。

資本市場は不完全であり、暴走する。この点は今後も変わることはないだろう。しかし、19世紀の米国同様、だからといって国際資本移動をブレトンウッズ期に戻すことなど不可能であるし、得策でもない。確かに、もてはやされた「金融革新」は惨憺たる結果をもたらした。けれども、情報通信技術の発達とこれまでの経済成長による金融資産蓄積は金融技術の発達を促し、今まで以上にリスクのある投資を実現できるし、それによって投資機会を将来にわたって無限に拡大することができる。われわれは市場の暴走を制御しつつ、リスク投資を拡大できるような金融システムの革新に改めて取り組まなければならない。ドロシーは故郷への路をたどったわけだが、われわれは「もう元へは戻れないWe're Not in Kansas Anymore」のである。

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.
- 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, Hui Tong, and Shang-Jin Wei, 2010, "The Chinese Corporate Savings Puzzle: A Firm-Level Cross-Country Perspective," NBER Working Paper 16432, October.
- Demirgüç-Kunt, Asli, and Ross Levine, 2008, "Finance, Financial Sector Policies, and Long-Run Growth," World Bank, March.
- 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).
- Diaz-Alejandro, Carlos, 1985, "Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash," *Journal of Development*

14) Bates et al. (2009)、Bayoumi et al. (2010)、IMF (2005)、など。

