OUKA
Osaka University Knowledge Archive

| | |
|---|---|
| Title | 国際資本フローと東アジア ： 展望 |
| Author(s) | 高阪, 章 |
| Citation | 国際公共政策研究. 1997, 1(1), p. 37-52 |
| Version Type | VoR |
| URL | https://hdl.handle.net/11094/5214 |
| rights | |
| Note | |

*Osaka University Knowledge Archive : OUKA*

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

Osaka University

# 国際資本フローと東アジア：展望

# International Capital Flow and East Asia: An Overview*

高阪　章*

Akira Kohsaka*

The Structure of capital flows in East Asia has witnessed dramatical changes since the late 1980s. This paper examines these changes in volume, composition and direction of these flows, identifies a fundamental mechanism that has led to these changes, and shows the deepening of intra-regional interdependence through capital flows in East Asia. The paper argues that these changes have been steadily produced by the interaction between autonomous development of asset markets and deregulation in policy environments both inside and outside East Asia. The prospect of capital flows in the 1990s is discussed in the final part.

キーワード：資本フロー，東アジア，証券化，エマージング・マーケット，マクロ経済バランス，域内相互依存

Keywords : capital flows, East Asia, securitization, emerging markets, macroeconomic balances, intra-regional interdependence

＊大阪大学大学院国際公共政策研究科　教授

## Ⅰ．はじめに

東アジアは，1970年代，80年代を通じて世界でもっともダイナミックな経済発展を遂げた地域であり，貿易フローを通じた相互依存関係の高まりは注目を集めている．一方，同地域における資本フローを通じての相互依存関係については最近になってようやく研究成果が蓄積されつつある(Frankel[1992], Frankel＝Wei[1994], Glick＝Hutchison[1990], Kohsaka[1993, 1996])．

東アジアの資本フロー構造は，貿易構造と同様，とりわけ1980年代後半からの変化が量的にも質的にも，そしてその方向においても著しい．本稿では，資本フローの構成と地理的分布の変化を検討するとともに，このような構造変化をもたらした基本的メカニズムを明らかにし，東アジアにおける資本フローの域内相互依存の深まりを論じる．これらの相互依存の深化は東アジア各国の国内金融資本市場の発展の深化のプロセスでもある．それは資本蓄積による自律的な市場の発展と規制緩和による政策的な内外の力の相互作用の中で着実に進行している．

以下，第2節では資本フローの構造変化を跡づける．資本フローは高収益と低リスクを求めて地理的に偏在する．ここでは特に東アジアとラテンアメリカが対比される．資本のカテゴリーの違いはまたそのビヘイビアの違いとして現れる．これもまた資本フローの動向を左右する重要な要素である．資本フローの構造変化をもたらすものは資本の供給側と需要側の両方の要因であり，これらは第3節で論じられる．第4節では94年末のメキシコの国際収支危機が意味するものを検討する．機会の拡大はリスクの増大でもある．発展途上国への資本フローの拡大は国際資本市場からみて限界的なものである．第5節では国際市場におけるアジアの位置づけを論じる．最後に第6節では90年代以降の東アジアにおける資本フローの動向を展望して締めくくる．

## Ⅱ．資本フローの拡大と構造変化

### 2.1．80年代からの変化

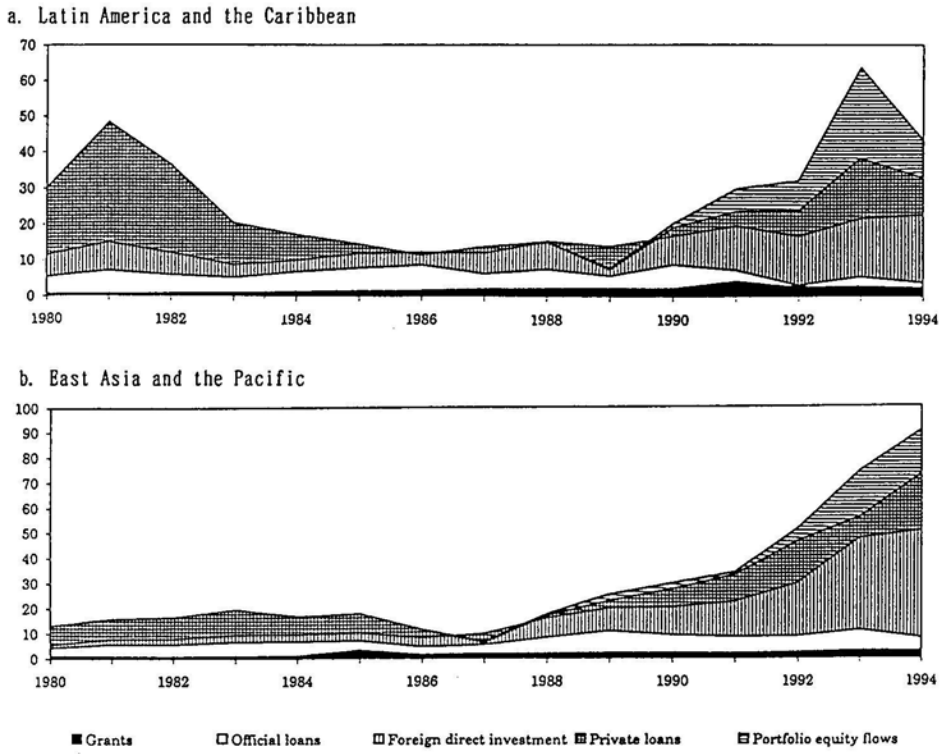
発展途上国における資本フローのパターンは80年代後半から90年代初めにかけて大きく変化した．しかもその変化は地域ごとに一様ではなく，例えば，資本形態別ネット・フローにおける東アジアとラテンアメリカとを比較すると，両者の間には幾つかの決定的な相違がみられる（図表1)．

ラテンアメリカ諸国の資金フローの動向をみると，81年のピーク時にはGNPの10%以上にものぼったが，その後急激に減少し，以後「失われた10年（lost decade)」と呼ばれた80年代を通じて低迷，90年以降再び急激な増加をみて，93年をピークにまた減少した．これに対して，東アジアの場合は，80年代はほぼ高原状態のまま上昇傾向を続け，さらに90年代に入って急激に増加した．

資本フローをカテゴリー別にみると，ラテンアメリカの場合，80年代初めは圧倒的に民間貸出（なかでも商業銀行貸付）が占めており，それがメキシコの債務不履行以来急速に縮小したことが読み取れる．90年以降の資本フローの増加の構成は，株式投資(equity)，民間貸出，および直接投資で，特に株式投資と民間貸出が増加の主役となっている．また，今回の民間貸出は，そのほとんどが，商業銀行貸付でなく債券(bonds）であることも特徴としてあげられる．

他方アジアの場合，80年代前半は民間貸出（ほとんどが商業銀行貸出）が資本フローの主役であった．海外直接投資のウェイトは

**図表1**　資本形態別ネットフロー　(10億ドル)




(注1) Net Resource Flows は、長期資本収支と公的移転(いわゆる贈与)の合計。ここでは本邦資本の増加(資本流出)は除外し、外国資本の増加(資本流入)のみを計上。
(注2) Official Loans は、ODA とその他の公的フロー(Other Official Flows)を含む。
(注3) Private Loans は Commercial Bank Loans, Non-Bank Loans, Bonds を含む。
(注4) East Asia and the Pacific の構成国は以下の通り。中国、フィジー、インドネシア、韓国、ラオス、マレーシア、モンゴル、パプア・ニューギニア、フィリピン、ソロモン諸島、タイ、トンガ、バヌアツ、西サモア。香港及び台湾は含まず。
〔出所〕World Bank, *World Debt Tables*, 1994-1995.

小さく，また債券はほとんどなかった．80年代後半は緩やかな増加基調が続き，90年代に入ると，まず直接投資が民間貸出から主役の座を奪って急激に伸びた．民間貸出も80年代と比べてかなり回復したが，93年以降は債券のウェイトが増加し，同様に株式投資も増加している．総じてアジアの場合，直接投資が資本フローの中で重要な役割を果たしてきている点が特徴である．

図表1をみると，アジアでは87年に一時的に資金フロー全体が落ち込んでいるが，これはマレーシアや韓国等，比較的商業銀行貸付の多かった国が，国際収支が黒字になった時点で，大量に期限前債務返済を行ったためである．同じ商業銀行貸付の流出でも，ラテンアメリカのように新規借り入れが不可能なために非自発的に(involuntary)資本流出してしまうケースと，韓国やマレーシアのように自発的に(voluntary) に資本流出させるケースとで，その意味が全く異なる．こうした背景から，アジアでは銀行貸出は87年に数字の上では落ち込んでいるものの，依然，重要

な役割を果たしていることを読み取る必要がある.

### 2.2. 資本輸出国化するアジア

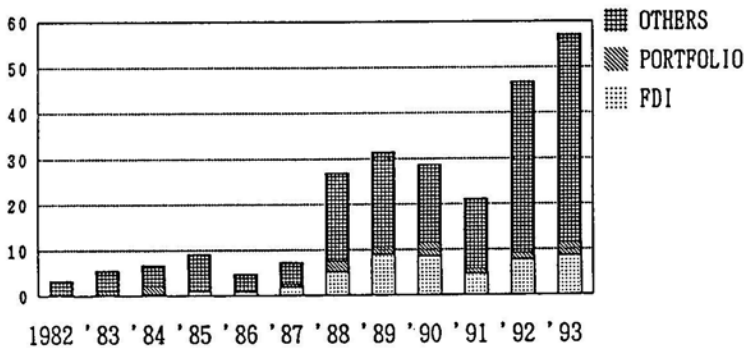
80年代から90年代にかけてのアジアにおける本邦資本の輸出の内訳をみると，アジアが資本輸出国化していることがわかる．図表2をみると，「その他(others)」のウェイトがかなり大きく，「直接投資」がそれに続く．「その他」のウェイトが大きい理由として，オフショア・マーケットを通じたシンガポールの貸付規模が大きいことがあげられる．シンガポール・台湾・香港は，直接投資や証券投資においてもその役割は大きい．例えば，資本輸出国化したシンガポールや台湾などは，80年代後半から，アジア域内だけでなく，米国のTB（大蔵省証券）を購入するなど，域外への投資も活発に行っている．

### 2.3. 海外直接投資における域内相互依存の高まり

図表3は，海外直接投資における投資国別残高の推移をみたものである．メキシコを中心としたラテンアメリカをみると，まずアジアと比較し投資総額が小さい．また投資国構成をみると，日本のウェイトが小さく，ヨーロッパ(EEC)，特に米国のウェイトが大きい．対照的に，アジアの直接投資の総額は，ラテンアメリカと比較しかなり大きく，国別にみても，特定の国に偏っておらず，多角化していることがわかる．特に93年には，アジアNIES 4か国の合計額がEEC，日本，米国のそれを上回るに至っている[1]．

アジアの場合，ASEANを含むその他(ROW)のウェイトが大きく，域内投資の層が厚くなっている．これは，米国一国に依存しているラテンアメリカの状況とは対照的で

図表2 東アジアにおける資本流出 （10億ドル）



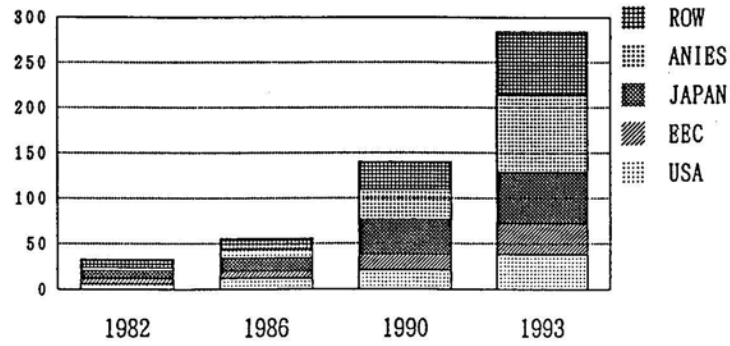

（注）ポートフォリオは、エクイティー(株式)とボンド(債券)。
〔出所〕IMF, *Balance of Payments Statistics.*

1) 香港の海外直接投資規模は，アジアNIES全体の投資規模を押し上げるほど大きいが，投資額と内容に関しては若干の注意が必要である．

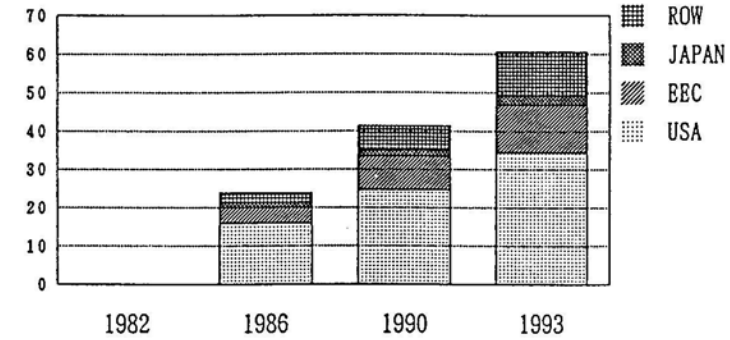
例えば，中国は，対内投資を海外直接投資の形態にすると，税制上の特典が得られることから，一度香港に投資資金を移し，それを（香港から中国へ）再投資するといった形態の資本移動を行っている（round－tripping とよばれる）が，これが香港の対中国投資にカウントされる．また，台湾やシンガポールの対中国投資が，香港経由で行われることがあり，その結果，香港から中国への投資額が異常に膨れ上がることになる．そのため，香港の投資額の把握には注意が必要である．証券投資と同様，直接投資も，取引主体と資本の国籍の対応関係が複雑なため，動きを把握するのは容易ではないが，香港の対中国投資が基調として今後も増加することは間違いないものと思われる．

図表3　投資国別海外直接投資残高　(10億ドル)

a. Asia




b. Latin America




(注1) データは受入国ベースの積み上げ。受入国別に直接投資の定義は異なる。
(注2) ROW＝その他の国々(the Rest of the World)
(注3) Asia＝ANIEs, ASEAN4, 中国
(注4) Latin America＝チリ, コロンビア, メキシコ, ペルー
〔出所〕各国統計より算出

ある．また，メキシコなど，ラテンアメリカの場合，海外直接投資の大半が，民営化 (privatization) や債務・株式スワップ (debt equity swap) 等帳簿上の出入であり，工場の設立など固定資本形成につながるものが少ない[2]．92年にラテンアメリカで債券発行が急増し

2) 直接投資としてとらえられる金額の内，どれだけが投資＝資本形成に用いられるかは必ずしも明らかではない．直接投資は購買力の移転であり，一次的には「投資ではなく，資金調達である」からだ．よい例はメキシコの国営企業民営化に伴う外国投資家による株式購入は直接投資だが，それ自体は資本形成ではない．けれども，むろん工場進出を伴うような直接投資は国内資本形成となる．そもそも，直接投資は国際収支概念であり，(投資のような) 国民所得概念ではないことがしばしば忘れられがちだ．

直接投資のメリットとして，債務負担の小さい資金調達手段であることと，技術・経営ノウハウなど外部効果が期待できることは知られている．先進国企業の国際化は，生産拠点・販売拠点・調達拠点のそれぞれをそれにもっとも有利な生産要素の組み合わせを実現できる場所に配置することによってグローバルな効率化を目指すものである．これは技術進歩という不可逆的な構造変化を大前提にしている．その結果として，国境を越えた取引が双方向に拡大するのは当然であり，したがって直接投資と貿易は見かけ上，代替関係ではなく，補完関係を示す．

ただし，国境を越える双方向の取引の増大は単純に国境の両側での所得＝付加価値＝雇用の増大を意味しないことは注意する必要がある．むろん，グローバルな効率化は，そうでない場合より，グローバルな付加価値を拡大するものであるが，それは必ずしも貿易額の増大が示すような「グローバルに一様な増加」を所得においてももたらすとは限らない．

た背景には，こうした対外債務の国内債務への転換もあることに注意しなければならない．

### 2.4. 依然として重要なアジア地域における銀行貸付

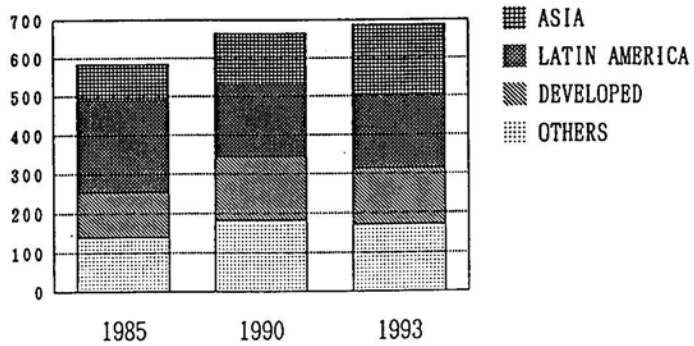
それでは，世界全体の資本フローにおいて，銀行貸付はどのように位置づけられるのであろうか．BIS加盟国銀行の非加盟国に対する貸出残高の地域別配分をみたのが図表4である．

銀行の貸出残高は，図表3の直接投資と比較し規模が大きいが，92年以降は，全体として頭打ちになっている．ただし，93年から94年にかけて，対ラテンアメリカ残高の伸びが鈍っているのと比較し，アジアの残高が伸びており，アジアにおいては依然銀行ローンの果たす役割が大きいことがわかる．

### 2.5. 90年代に始まった「証券化」

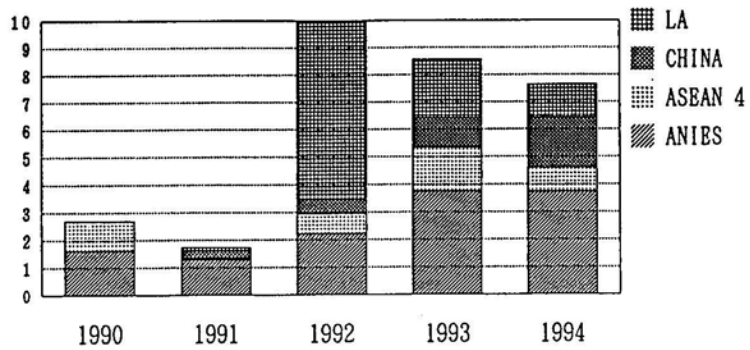
アジアおよびラテンアメリカにおける債券発行額をみると，ラテンアメリカでは92年に，爆発的に債券が発行されたが，その後は

図表4 BIS加盟国銀行による対非加盟国貸付残高 （10億ドル）




（注1）Developed＝BIS非加盟先進国
〔出所〕BIS, *The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending,* 1994.

図表5 国際債券発行 （10億ドル）




（注1）債券は、国際発行と国内発行の両方を含む
（注2）LA＝メキシコ、チリ、ペルー、コロンビア
〔出所〕OECD, *Financial Statistics Monthly.*

縮小している（図表5）．一方，アジア地域（中国，ASEAN4カ国およびアジアNIES）の場合，地域の構成が変化するものの，債券発行による資金調達が93年に大きく伸び，94年も引き続き伸びが続いている．

また，株式発行による資金調達をみると，全体では93年がピークで，94年に若干減少している．ラテンアメリカの場合，91年に大量の株式発行が行われ，それ以降横ばいが続いている（図表6）．一方，アジア地域の場合，92年から株式発行が増加し，特に，94年にASEAN4か国の発行が増加している．

## Ⅲ．資本フロー拡大の背景・要因

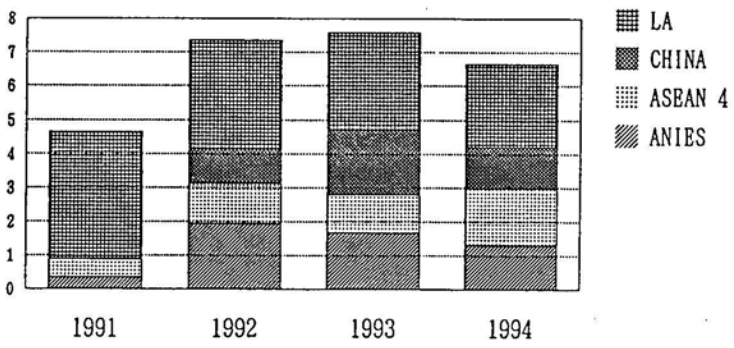
80年代後半に急速に拡大した資本フローはその構成も大きく変化した．まず，公的フローに比べて民間フローが増加した．次に，

民間フローの中でも，特に80年代半ば以降，銀行ローンが頭打ちになる一方，直接投資が持続的に拡大し，90年代に入って，新たに債券や株式発行による資本流入の急速な増大，いわゆる「証券化」が顕著になった．また特に，アジアの場合，台湾，香港，シンガポールを中心に，資本輸出国化している点が注目される．

その結果，例えば直接投資フローの場合，東アジアにおけるアジアNIESの域内直接投資残高が日米を大きく上回るなど，90年代に入って域内依存が高まっている．また，オフショア金融センターである香港・シンガポールを軸とした銀行貸出は，アジアにおいては依然大きな役割を果たしている．証券投資も92～93年にかけて，爆発的な増加をみた．ただし，94年末のメキシコの対外収支危機の影響で，いわゆるエマージング・マーケットの拡大に水をさされたため，その伸びはやや頭打ちになっている．

こうした，近年の資本フローの拡大および構成の変化には，資本の供給側（プッシュ）の国際要因と，需要側（プル）の国内要因が指摘される．供給サイドの国際要因として，90年代初めの先進工業国の景気後退があげられる．国際金利が低下したため，国内投資から投資収益率の高い国際投資への資本のシフトが生じた．同時に，金融資産の蓄積が進んだ資本供給国側の海外投資に対する規制緩和，またプラザ合意以降の円高等にみられる

**図表6**　国際株式発行　（10億ドル）




（注1）LA＝メキシコ、チリ、ペルー、コロンビア
（注2）1994年のデータは、94年前半期の数値を年換算した
〔出所〕IMF, *Private Market Financing for Developing Countries*, March 1995.

主要国通貨間の大幅な為替調整による海外生産拠点のリロケーションなどが，海外投資の拡大に貢献した．

一方，需要サイドの国内要因としては，資本受け入れ国におけるマクロ経済の安定があげられる．例えば，NAFTA成立によるメキシコの経済改革に対する信頼など，投資環境に改善がみられた．また，80年代以降，貿易や投資の自由化が進み，それが海外投資の期待収益率を高め，投資リスクを軽減する役割を果たしたとみられる．

## IV.「メキシコ危機」の意味

1994年末，メキシコで起こった国際収支危機は，途上国への資本流入拡大の抱える潜在的な問題点を浮きぼりにした．それは，流入資本の利用効率，国内マクロ経済安定へのインパクト，そして資本流入の持続性の問題と関わる．

### 4.1. 流入資本の利用効率

図表7は，アジアとラテンアメリカ諸国

図表7 マクロ経済指標：アジアとラテンアメリカ

| | 1973-76 | 1977-82 | 1983-89 | 1990-93 |
|---|---|---|---|---|
| Asia | | | | |
| High inflows(1990-93)[3] | | | | |
| Real GDP[1] | 4.7 | 6.2 | 7.9 | 7.5 |
| Consumer prices | 8.8 | 7.7 | 7.5 | 7.4 |
| Private investment | 27.3 | 27.9 | 31.4 | 33.5 |
| Private Consumption | 73.8 | 73.6 | 69.1 | 66.4 |
| Exports | 12.7 | 15.2 | 16.6 | 21.8 |
| Imports | 13.3 | 16.2 | 18.1 | 22.9 |
| Current account balance | −0.3 | −1.2 | −0.9 | −1.2 |
| Fiscal deficit | −1.1 | −3.0 | −3.1 | −2.2 |
| Debt | 12.1 | 15.8 | 24.1 | 26.8 |
| Debt service | 9.0 | 11.7 | 17.0 | 12.8 |
| Real effective exchange rete[1, 2] | — | 0.7 | −6.3 | −6.8 |
| Total net capital inflow | 1.6 | 2.1 | 1.8 | 3.6 |
| Western Hemisphere | | | | |
| High inflows(1990-93)[3] | | | | |
| Real GDP[1] | 6.2 | 4.3 | 2.4 | 2.1 |
| Consumer prices | 30.0 | 43.6 | 143.7 | 250.3 |
| Private investment | 22.7 | 23.5 | 20.0 | 20.5 |
| Private Consumption | 73.1 | 77.5 | 76.2 | 78.8 |
| Exports | 9.3 | 10.4 | 14.7 | 12.1 |
| Imports | 9.9 | 10.9 | 10.3 | 11.2 |
| Current account balance | −3.0 | −4.6 | −0.6 | −2.0 |
| Fiscal deficit | −2.4 | −4.3 | −5.3 | −0.1 |
| Debt | 19.9 | 31.8 | 50.2 | 35.4 |
| Debt service | 30.5 | 47.9 | 42.5 | 30.9 |
| Real effective exchange rete[1, 2] | — | 3.2 | −2.2 | 2.2 |
| Total net capital inflow | 4.0 | 4.2 | −2.4 | 2.9 |

（注1）1＝年平均伸び率。1973-1976年の数値は、74-76年に相当する。
2＝実質為替レートのデータは、79年以降のみ有効。77-82年のデータは、80-82年のデータ。
3＝High inflows 及び Low inflows の区別は、90-93年の間の年平均資本フローを基に、分類。
（注2）注のない数値は、年平均対GDP比率。ただし、Debt Service のデータは年平均伸び率。
〔出所〕IMF, *World Economic Outlook*, October 1994.

(Western Hemisphere) のうち，90年代のはじめに資本流入の増大した国々を選んで，そのマクロ経済指標を時期別にみたものである．ここでは，1) 第1次石油ショック後の世界規模の経済調整期（1973～76年），2) ラテンアメリカを含めて発展途上国が商業銀行債務を拡大し，メキシコの債務支払い停止による債務危機が表面化するまでの時期（77～82年），3) ラテンアメリカでの債務危機による「失われた10年」期（83～89年），および4) 再び資本流入が拡大した時期（90～93年）の4つの時期が比較されている．

アジアとラテンアメリカを比較すると，実質GNP成長率において，ラテンアメリカが1973～76年の6.2%から90～93年には2.1%と下降しているのとは逆に，アジアは4.7%から7.5%と上昇傾向がみられる．また，インフレ率も1桁のアジアと，2桁から3桁に拡大しつつあるラテンアメリカで顕著な差がみられる．なお，ラテンアメリカの場合，高インフレが先行してしまうために，結果として実質実効為替レート（real effective exchange rate）が上昇したが，アジアの場合，インフレをコントロールしつつ，為替レートを若干切下げ，輸出を拡大してきたとみることができる．このような対照的なマクロ経済パフォーマンスは，むろん，債務危機とその後の調整の結果に他ならない．

資本流入(total net capital inflow)のGDP比率をみると，ラテンアメリカの場合，GDP比4.2%あった資本流入が，「失われた10年」期には逆に，−2.4%の資本流出を余儀なくされ，（輸入と投資削減による）激しいサプライ・ショックを受けたことがわかる．一方，アジアの資本流入は，77～82年から83～89年にかけて縮小したが，既述したように，そのかなりの部分は韓国やマレーシア等が政策的に期限前債務返済を進めたためである．

投資と貯蓄のGDP比率をみると，アジアの民間投資(private investment)は27.3%から33.5%へとすべての時期を通じて堅調に上昇している．これは，外国貯蓄が投資の増加に貢献したか，あるいは，少なくとも外国貯蓄の利用が投資増大のプロセスの中で実現したことを示している[3]．一方，民間貯蓄の裏側にある民間消費(private consumption) をみると，そのGDP比は徐々に減少しており，民間の貯蓄率の高まりを反映している．アジアの特徴として，投資率と貯蓄率がほぼ平行して動いていることがあげられる．

対照的にラテンアメリカの場合，80年代に入って投資は22.7%から20.5%と切り詰めを余儀なくされたのに対し，消費率は逆に高水準が続いている．これは貯蓄率が77年からの期間に急激に減少し，そのまま大きな上昇を経ることなく90年代に入っても依然低調であることを意味している．以上のことから，94年に起きたメキシコの危機は，決して突発的に起きたものではないことが理解で

3) 各形態の民間資本フローはそれぞれの視野に基づいた期待収益率によって投資決定を行っている．証券投資は比較的短期，直接投資は長期的な収益を狙う，など．したがって，国内投資の趨勢と外国投資のそれは本来大きく違うものではない．

違いの一つは国内投資機会および海外市場に関する情報へのアクセスと評価だ．前者では国内投資家が，後者では外国投資家が優位性をもつかもしれない．国内投資率が高いことは国内投資家の期待が大きいことであり，他の条件が同じであれば，これは外国投資を惹きつける要因となろう．メキシコの経済改革とNAFTA加盟が米国投資家を引きつけたことは，あるいは外国投資家の過剰な期待であったかもしれない．実際，メキシコ危機に際していち早く資本逃避を起こしたのは国内投資家であったといわれている（IMF[1995]）．

いずれにせよ，外国資本流入も内生変数である．投資の期待収益率が高いことが国内投資，外国投資を引き寄せるのであり，その逆ではない．外資流入があったから投資率が高まったのではなく，成長期待があったから外資が流入し，国内投資率が高まったと解すべきであろう．

きる．90年代のラテンアメリカは，民間の貯蓄率が増加しないまま，外国資本（外国貯蓄）を流入させ，それをてこにやや投資率が回復したというのが実情であろう．投資率が上昇しない限り成長率の上昇もあり得ず，マクロ・バランスからみて，ラテンアメリカのファンダメンタルは未だ改善されていないとみるべきだ[4]．

### 4.2. 地域別マクロ・バランスと資本フローの安定性

4.1節と同じ4つの時期でみたマクロ・バランスを地域グループ別にみたものが図表8である．アジアNIESの特徴として水準として投資率および貯蓄率が比較的高いことばかりでなく，貯蓄率は82年以降，投資率をすでに上回り，貯蓄投資ギャップは黒字となっている．また，ASEAN4カ国は，4つの時期のいずれにおいても貯蓄投資ギャップはマイナスであるものの，貯蓄が82～85年以降，投資と共に上昇している．一方，ラテンアメリカの場合，アジアNIESやASEAN4カ国と比較し，投資率および貯蓄率の水準自体が低く，しかも70年代後半から90年代にかけて低下傾向にあることがわかる．

経常収支の赤字を上回るほどの資本流入がある場合，為替レート水準を維持すると総合収支が黒字化（外貨準備高増）する．このため，外為市場において通貨の切り上げ圧力が発生し，結果として輸出競争力が弱まる．切り上げを回避するために通貨介入を行うと，マネーサプライが増加し，インフレ圧力が強まる．このマクロ経済政策上のトレード・オフは資本流入がもたらす問題だ．また，証券フローのように変動的(volatile）な資本が流入したときに，一度不安が生じると不安定化的な悪循環が発生する危険性があるのに対して，直接投資など持続性のある資本流入の場合はこのような心配がない．証券を中心にした資本流入の拡大の危険性は，メキシコ危機で得た一つの教訓であろう．

## V．国際資本市場におけるアジアの位置づけ

アジアにおける資本フローは近年拡大が続いているが，第3節でみた変化要因が構造的であることから，幾つかの政策課題はあるものの，今後もこのトレンドは持続するであろう．ただし，資本のグローバルな流れの中での位置づけをみると，アジアは依然として脇役にとどまっていることに注意する必要がある．アジアの経済発展によるマクロ経済の発展がボランタリーな資本流入を促した側面はあるものの，日欧米などが景気後退によって自国内に投資機会がなかったことや，資本受

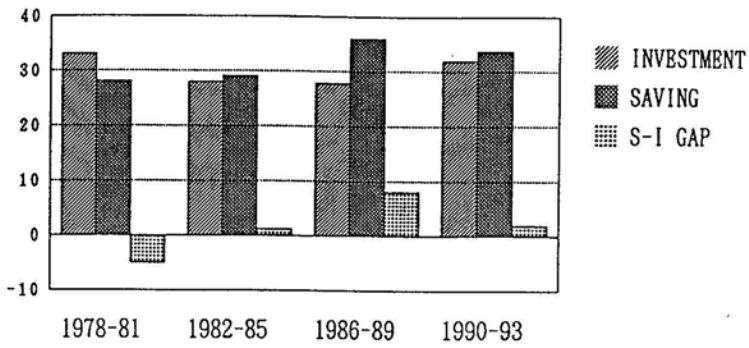
4）最近の実証研究によって，貯蓄率は経済成長の結果として決まるといってよいであろう（World Bank[1993]など）．つまり，因果関係は「成長から貯蓄率へ」となる．したがって，資本流入に成功した国が貯蓄率を向上させたのではなく，成長期待が実現した国の貯蓄率が高まったと考えるのが正しいと思われる．成長期待はしばしば裏切られる．「資本流入は決して常に正しいシグナルであるとは限らない」ことに注意する必要がある．

マクロ経済の安定＝国内均衡（インフレ抑制，完全雇用）＋対外均衡（経常収支赤字の抑制，実質為替レートの維持）は経済成長の必要条件である（十分条件ではない）．なかでもインフレ率の抑制は極めて重要だ（Sarel[1996]）．国内インフレの爆発は価格メカニズムのシグナルの役割を低下させ，不確実性を増し，投資と金融システムの縮小を招いて短期の国内不均衡と長期の経済成長を損ねる．また，インフレは実質為替レートの上昇と変動を引き起こすから，貿易部門を弱体化し，短期の対外不均衡を拡大，さらに海外からの財（とくに資本財），資金，技術の導入を遅らせることによってこれも経済成長を阻害するからだ．

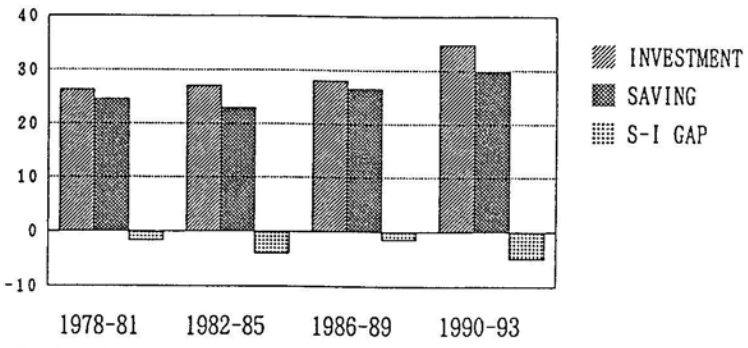
マクロ変数（物価，交易条件，実質為替レートなど）の変動性（volatility）が経済成長とマイナスの相関をすることが最近注目されている(Ramey and Ramey [1995])．変動性は期待収益率を低下させ，国内投資，外資流入を阻害する．これは成長率を低下させるから，当然，貯蓄率を低下させることになる

図表8　地域グループ別にみたマクロ経済バランス（GDP比，%）

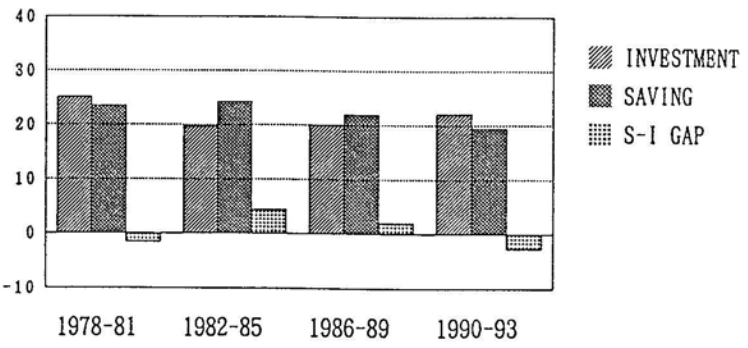
a. ANIES




b. ASEAN 4




c. Latin America




（注1）ANIES＝アジアNIES(香港を除く)
（注2）ASEAN4＝タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン
（注3）Latin America＝メキシコ、チリ、ペルー、コロンビア
〔出所〕IMF *International Financial Statistics* 及び各国統計

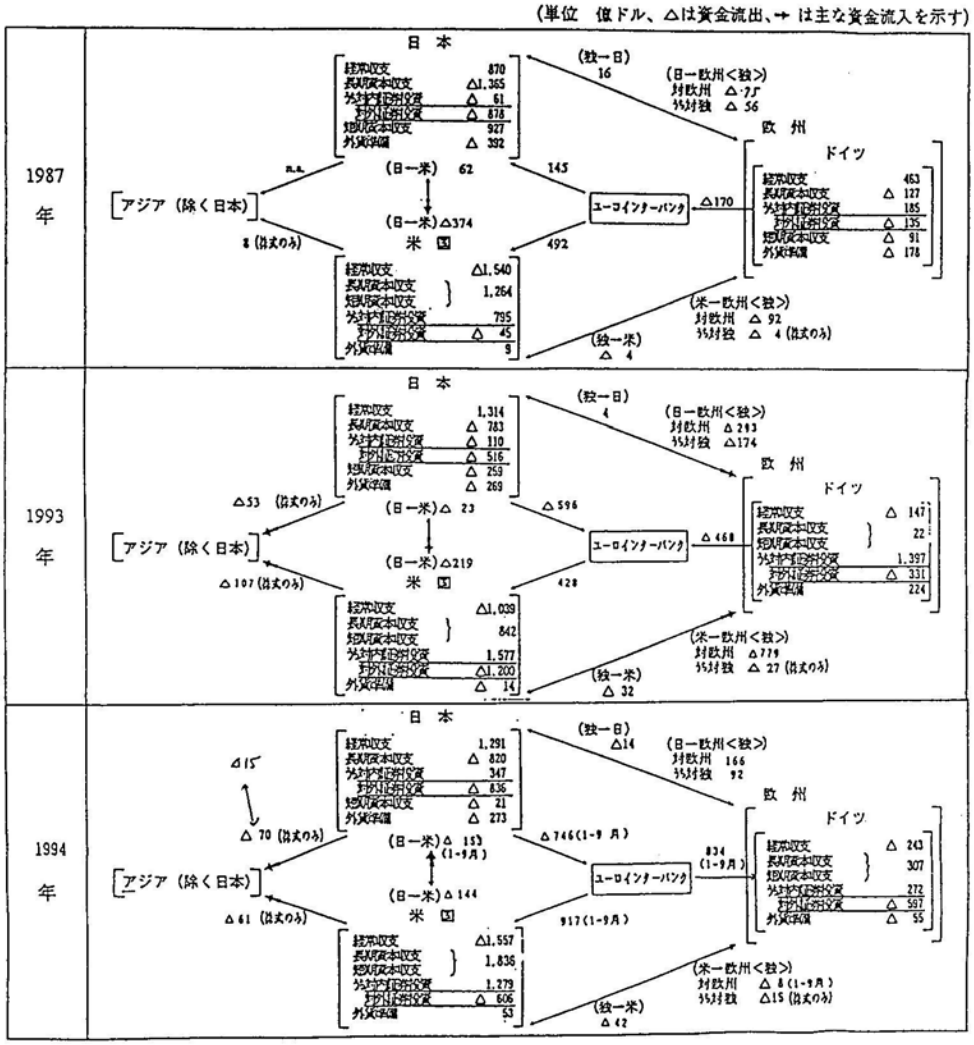
入国側の自由化などの条件も重なったために，一過的に資本が流入しただけという見方も不可能ではない（Dooley et al.[1996]）．

図表9は，グローバルな資金循環を見るために日，米，欧間の証券投資等の動向をみたものである．1987年は，80年代後半の代表

的な資金フロー・パターンのモデル年ともいえ，そこでは日本が「国際金融仲介」役を果たした．93年は米国が日本に取って替わって国際金融仲介を果たした年といえる．ところが，94年には米国は再び国際金融仲介の役割を降りつつある．

1987年の日本をみると，短期資本収支で資金を取り入れ，長期収支で対外証券投資を行うという「国際金融仲介」パターンであった．一方，米国は，もっぱら対外証券投資を受け入れ（795億ドル），対外証券投資額は非常に少なかった（45億ドル）．1993年の資

図表9 日欧米間の証券投資等の動向 （億ドル）




（注）日本の短期資本収支は、公表ベースの「短期資本収支」と「金融勘定」の合計から「外貨準備増減」を差し引いたもの。日本の対欧州の証券投資は、ドイツ、フランス、スイス、オランダの合計。日本のアジアへの投資額は、当局推計（カントリーファンドを通じた投資を含む）。

〔出所〕日本銀行資料

**図表10**　米国投資家の対外株式投資動向

| | 93年 | | | | 94年 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1～3 | 4～6 | 7～9 | 10～12 | 1～3 | 4～6 | 7～9 | 10～12 |
| 日　本 | 17 | 6 | 15 | 24 | 96 | 44 | △ 8 | 13 |
| アジア | 10 | 22 | 37 | 38 | △ 1 | 7 | 31 | 24 |
| 欧　州 | 29 | 76 | 143 | 55 | 40 | 22 | 63 | 33 |
| ドイツ | 2 | 6 | 17 | 2 | 11 | 5 | 3 | △ 4 |
| フランス | 1 | 3 | 11 | 5 | 1 | 8 | 3 | 9 |
| イギリス | 16 | 36 | 19 | 25 | 11 | △ 6 | 30 | 27 |
| カナダ | 13 | 13 | 11 | 14 | 9 | 5 | 11 | △ 2 |
| 南　米 | 9 | 15 | 27 | 46 | 23 | 10 | 16 | 4 |
| | 84 | 132 | 251 | 197 | 178 | 107 | 70 | 89 |

（注）米国証券業協会資料。　は93年以降の所得投資のピークを示す。

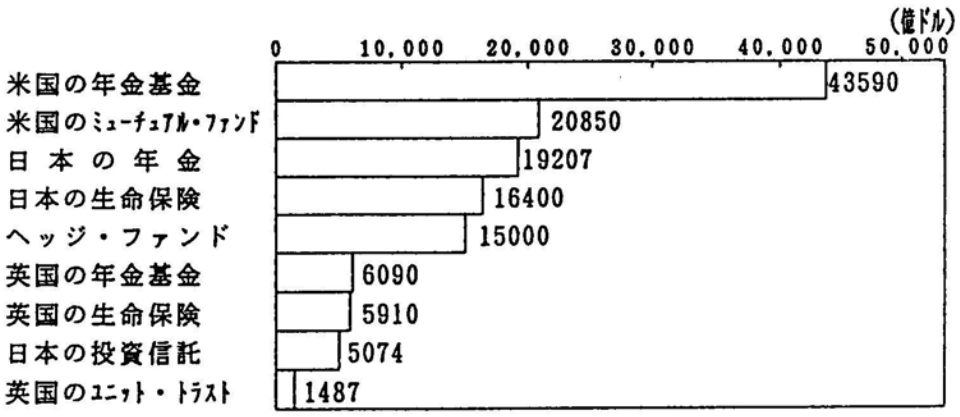
本フローは，80年代とは逆に，日本が証券投資を減少させる一方で，米国が1,577億ドルの対外証券投資を受け入れ，かつ1,200億ドルの対外証券投資を行うパターンとなり，米国市場が証券化のハブの役割を担うようになった．ただし，1994年になると，再び米国が対外証券投資を減少させ，例えば93年から94年にかけて，アジアに対する米国の対外証券投資（株式のみ）は，107億ドルから61億ドルに急激に減少している．このように，米国の対外証券投資フローが大きく変動するため，アジアにおける証券資本フローもこうした米国の影響を受けやすくなっているといえよう．

そこで次に，米国投資家の対外株式投資動向をみてみよう（図表10）．1993年および94年における米国の四半期毎の地域別株式投資額をみると，93年7月に欧州向けの株式投資を143億ドル行い，10～12月には対アジア，対南米投資が93年以降のピークに達し，94年の1～3月には対日投資が最も多く，四半期毎の投資額にばらつきがみられる．合計額でみても，93年7～9月に251億ドルであった投資額が，94年7～9月には，70億ドルと1／3以下まで減少しており，投資額や投資先が大きく変化しやすいことがわかる．

このような米国の資本フローの背景には，近年の米国機関投資家の保有する資産残高の急増がある．90年代前半の低金利下で，銀行預金から年金基金，ミューチュアル・ファンドへの大量の資金シフトが起きた．現在の年金基金やミューチュアル・ファンド保有資産残高は巨額なものとなっている．（図表11）．

残高の増加とともに，米国の年金基金の海外投資比率は80年代と比較して上昇し，93年末には7.2%に達した．もっとも，英国の海外投資比率はさらに高く，28%（93年末）に達するといわれており，それからみれば米国の海外投資比率はまだ上昇の余地が大きい．こうした機関投資家による大規模な資本の蓄積が金利に敏感に反応し，資本の流れを変え，投資受入国に対し大きな影響を与えるのであ

図表 11 国際機関投資家の保有資産残高




(注) データのうち日本の年金は94年3月末、他は93年。ヘッジ・ファンドは米国議会下院銀行委ゴンザレス委員長発書による(1994年4月)。
〔出所〕日本銀行資料

る.

82年のメキシコ危機(累積債務問題)以来,対途上国投資は低迷していたが,機関投資家の急成長に伴い,いわゆる「エマージング・マーケット(新興資本市場)」が急速に拡大し,また,エマージング・マーケット自体が外国資本に対して規制緩和を行う等,積極的に資本の受入を進めてきた.しかし,こうしたエマージングマーケットへの資本の流入は,94年のメキシコ危機のように一度資本フローが滞ると,為替や株価が大きく変動して,経済の不安定要因となる危険性もはらんでいる.

他方,アジア諸国においては銀行ローンは依然として重要であるが,その役割は大きく変化している.いわゆるソブリンローンはほとんど姿を消し,近年では,プロジェクト・ファイナンスのような,個別プロジェクトに密着した貸出が増加している.このため,貸出残高の増加に伴い,特に太平洋地域では,現地情報へのアクセスを高めるための銀行支店網拡大が急速に進んでいる.アジアNIES諸国の銀行も例外ではなく,日本と同様,自国企業の海外進出に伴い,海外進出が増加する傾向にある.

## VI. おわりに:90年代の東アジアにおける資本フロー

### 6.1. 資本流入における自由化と規制

資本の自由化は基本的に望ましいものと考えられるが,自由化の流れの中でも「適切な資本規制」は必要である.例えば,APECでは,2010年に向けて貿易と投資における段階的自由化を目指しているが,各国が自由化を押し進めていく速度については,慎重な態度が望まれる.長期資本流入において直接投資の流入は歓迎すべきであるが,ラテンアメリカの例でみたように,流入形態がポートフォリオ的なボラタイルな資本に対する自由化は急ぐべきでないだろう.

たとえ,国内経済が安定していても,外国からの資本流入,特にポートフォリオ的資本流入があると,通貨の切り上げや過度の資産

価格の上昇等，経済の安定化を乱す要因になり得る．インドネシアやフィリピンなどの国内金融資本市場では，資本規制を行わないために，外国からの資本流入にかなり振り回されている面が大きい．こうしたリスクを避けるためにも，各国の特性に応じた資本「自由化」の中での資本「規制」が重要であり，マクロ経済の安定化には適切な資本の管理が不可欠であるといえよう．

### 6.2. 改革を迫られるマクロ経済運営

通常，途上国は，経常収支赤字の下で外貨準備不足に悩んでいるが，東アジアの場合，経常収支赤字より資本収支黒字の規模の方が大きいために，外貨準備高が増加している．例えば中国は，対外債務の担保として，また，為替レート安定化のために通貨介入を実施するために外準を増加させている．けれども，国内金融市場が未成熟な場合，これは貨幣管理をいっそう難しくする．タイでは，国内金融市場は中国と比較すると整備されているとはいえ，財政が黒字であるため国債が発行されていない．そのため，証券市場が育成されておらず，マネタリー・コントロールを困難にしている．また，インドネシアの場合，高いインフレ率のために，為替リスクを負いながらコントロールを行わなくてはならない．このように，もともと発展パターンの多様なアジア諸国においては，マクロ経済状況の違いによって資本規制緩和の速度に濃淡が生じるのは当然である．その意味で，金融改革と国内金融市場の発展を背景に，各国ともマクロ経済管理の在り方の根本的な見直しが進みつつあることに注目する必要がある．

### 6.3. 資本フローの拡大は続くか？

1993年，94年の資本フローの動きをみると，証券投資は今後やや後退し，アジアやラテンアメリカでも国ごとに異なった動きがでてくることが予想される．その際，改めてマクロ・バランスやマクロ政策運営の健全性が問われるであろう．ただし，直接投資の拡大持続など地域全体としての基調に大きな変化はないと思われる．

アジア地域の資本フローの見通しについて，景気循環要因については複数のシナリオが描けるであろう．特に，国際金利と主要通貨間為替レートの動向がアジア地域の資本フローに与える影響は予断を許さない．ソフト・ランディング・シナリオでは，米国などからの証券投資の後退，中国の景気減速に伴う資本フローの域内シフトが短期的に予想される．

他方，今後の中長期的見通しは，構造要因と政策要因に注目する必要がある．資本供給国，受入国双方における資本規制緩和はトレンドであり，これによる資本移動性の高まりは今後も活発な資本取引を持続させるであろう．また，供給国における資産蓄積・リスク分散傾向と機関投資家の成長，そして受入国における旺盛な有効資金需要と国内金融資本市場の発展もまた不可逆的プロセスであり，85年以降の増加趨勢は，今後も基本的に維持されるであろう．

ただし，受入国の政策要因としては，インフレ抑制と安定的実質為替レート維持を柱とするマクロ安定の持続，投資水準の上昇，その結果としての所得成長による国内貯蓄動員が，投資家からのひとつの担保になっているという点で，安定的な資本流入持続のための鍵を握っていることが再確認された．これらの「グッド・ハウス・キーピング」の要件を充たす諸国については，循環要因による増減はあっても，資本フローのトレンドは今後も持続するだろう．他方，国内貯蓄が持続的に低位である地域，また資本フローが必ずしも生産的投資に利用されてこなかった地域では，

国内貯蓄を基礎とした安定指向で，忍耐強い構造改革が必要となるであろう．

## 参考文献


Bank for International Settlements, *Annual Report*, 1994.

Dooley, Michael, Eduardo Fernandez-Arias, and Kenneth Kletzer, "Is the Debt Crisis History? Recent Private Capital Inflows to Developing Countries," *World Bank Economic Review*, Vol.10, No.1, 1996.

Eaton, Jonathan, and Corrinne Ho, "Trade and Investment in the North-America-Pacific Region: Does NAFTA matter?" in *Asian Economic Dynamism and New Asia-Pacific Economic Order*, Proceedings of Kyushu University International Symposium, 1993.

Frankel, Jeffrey A., "Is Japan Creating a Yen Block in East Asia and the Pacific?" *NBER Working Paper* No.4050, April 1992.

Frankel, Jeffrey A. and Shang-Jin Wei, "Yen Block or Dollar Bloc? Exchange Rate Policies of the East Asian Economies," in Ito and Krueger, eds., *Macroeocnomic Linkage : Savings, Exchange Rates, and Capital Flows*, University of Chicago Press, 1994.

Glick, Reuben and Michael Hutchison, "Financial Liberalization in the Pacific Basin: Implications for Real Interest Rate Linkages,"*Journal of Japanese and International Economies*, Vol.4, 1990.

International Monetary Fund, *Private Market Financing in Developing Countries*, December 1993.

————, *World Economic Outlook*, October 1994.

————, *World Economic Outlook*, October 1995.

————, *Balance of Payments Statistics Yearbook*, 各号.

————, *International Financial Statistics Yearbook*, 各号.

Kohsaka, Akira, "Economic Interdependence in Capital Flows inEast Asia," in Ohno, ed., *Regional Integration and Its Impact on Developing Countries*," Institute of Developing Economies, 1993.

————, "Financial Interdependence through Capital Flows in Pacific Asia and the Role of Japan," in Ito and Krueger, eds., *Financial Deregulation and Integration in East Asia*, University of Chicago Press, 1996.

日本銀行調査統計局，『国際収支統計月報』，各号.

Ramey, Gary and Valerie A. Ramey, "Cross-Country Evidence on the Link between Volatility and Growth," *American Economic Review*, Vol.85, No.5, Decmeber 1995.

Sarel, Michael, "Nonlinear Effects of Inflation on Economic Growth," *IMF Staff Papers*, Vol.43, No.1, March 1996.

World Bank, *World Debt Tables*, 各号.

————, *East Asian Miracle*, 1993.