

東アジアの資金循環と今後の方向

張 南（広島修道大学）

1990年代に入って以来、東アジアへの資金フローは量的に激変したばかりでなく、資金形態の多様化も進展しており、その地域における国際資金循環に、「先進国内還流型」に加えて、「途上国還流型」が形成され、過剰な国際資金循環という特徴は現れている。本研究は、国際共通の資金循環統計や国際収支などの諸統計を使って、広義金融市場という視野から、東アジア経済をアジア NIES、ASEAN 及び、中国などのグループに分け、1990年代以来のこれらの相互間における経常収支と資本取引の資金フローを体系的・統計的に観察し、東アジアにおける金融システムの脆弱性の原因は、「過剰な」資金フローがもたらした「不安定」性だと検証したうえで、安定的資金循環の環境作りを含めて、東アジア経済の行方をマクロ的に明らかにすることを試みている。

東アジアの資金循環の動きが米国を中心とする国際資本移動の不安定性に強く左右されていた。過剰な国際流動性が供給されたルートは2つある。1つは米国の経常収支赤字、もう1つは変動相場下で各国の金融自由化・国際化が国際金融市場（ユーロ市場）へのアクセスを容易にしたことである。90年代後半の米国が景気回復とともに再び経常赤字を拡大させていったにもかかわらず、それを大幅に上回る「過剰な」資本流入を確保したことによって（1995-1998年の対米資本流入は平均すると米国経常赤字の約2.8倍）国際的資金循環の中心的地位を再び獲得し、途上国向け資本輸出が可能となった点にある。また、世界最大のネット債権国である日本は、80年代後半以来常に貯蓄超過の状態にあったし、EUもほぼ貯蓄超過の状態にあった。また、日本とEUは巨額の経常収支黒字をもっており、国内は資金余剰の状態が続いていた。

一方、1997年7月のタイ・バーツ危機に端を発する東アジア通貨・金融危機において、実質的なドルペッグ下での短期資本移動の危険性が示され、同地域の金融システムや企業財務の問題に目を向けると、そこに金融体制の脆弱性や資本移動の非効率性が存在している国ほど危機の程度が深刻であった。同地域の途上国はドルの国際資金循環に組み込まれたことにより膨大な国際資本移動に牽引されるようになった。同地域の資金フローは90年代前半に高金利で先進国から借り入れた資金を、再び米国国債の買付けなどの低い投資収益率で先進国に貸付けるといった形で資金の還流を現れており、この現象を「怪しい循環（The doubtful recycling）」と表現されている。97年夏までの経常赤字を大幅に上回る「過剰な」資本流入から、通貨危機を契機に「過剰な」資本流出へと急変した。このような国際資本移動の不安定性は国際資金循環の弱い環の部分形成する途上国に通貨危機を発生させ、環からの脱落を容儀なくさせることになった。これに対して、世界最大の発展途上国の中国は、1990年代以来、経済の高成長に伴い、中国の対外資金循環のパターンが大きく変化し、海外からの資金フローの増大とともに、国内から海外への資金流出の規模も増大し、資金純流出国となっている。中国のWTO加盟の実現に従い、中国の対外資金循環が国際金融市場に急速に組み込まれることによって、こうしたコントロール不可能な外的要因により不意に大規模の資金フローに直面する可能性が生じている。過剰な大規模な資金フローには経常収支赤字を持った ASEAN 諸国だけでなく、経常収支の黒字基調の中国の資金フローも存在していた。けれども、これは同じように海外から流入した資金が再び海外に流出した経済現象であるが、それを引き起こした要因は異なっていた。

現在の国際資金循環を崩壊させるような不安定要因に以下の2点があると考えられる。一つはマクロ的要因である。つまり、米国の経常赤字拡大と強いドルの両立はやがて維持不可能となっている。もうひとつはミクロ的要因である。つまり、東アジア金融資本市場の構造問題として、オフショア金融センターが仲介する国際資本移動が膨大な規模に達しており、その暴走をコントロールできなくなってきた。安定的資金フローの環境づくりのため、万全なリスク管理体制と健全な金融システムが未完備の現段階では、巨大な国

際資本の荒波から経済成長の安全を守るために資本の自由な移動を規制することもやむを得ないが、長期的には、東アジア地域の金融情報ネットワークの構築、金融法規と金融市場の整備によって、資本市場の段階的開放及び他国との協調という国際視野での見方が必要になってくると考えられる。

主要参考文献：

- Asian Development Bank, 2001, "Asian Development outlook 2001", pp 198-223
IMF, 2001, "World Economic outlook, May 2001", pp.200-231
Joseph E. Stiglitz, 1999, 'Knowledge for Development: Economic Science, Economic Policy, and Economic Advice', "Annual World Bank Conference on Development Economics 1998", pp.9-45.
The World Bank, 2001, "2001 World Development Indicators", pp.340-346
The World Bank, 2001, "Global Development Finance 2001", pp.33-40
山本栄治, 2002, 『国際通貨と国際資金循環』日本経済評論社, pp.33-71

コメント 張南氏：「東アジアの資金循環と今後の方向」

明治大学 北岡孝義

以下では、東アジア諸国の貯蓄投資バランスと経常収支の関係、先進国 ODA と被援助国のモラルハザード、そして中国国際収支統計のマイナスの誤差脱漏の 3 点についてコメントする。

回答：大変ご多忙なところ、貴重なコメントをいただき、どうもありがとうございました。それで、以下のように答えさせていただきます。(張)

(1) 東アジア諸国の貯蓄投資バランスと経常収支の関係

報告論文の Table1 と Table2 から、張氏は、1990 年代の東アジア諸国は、アジア通貨危機を境に投資超過・経常収支赤字から貯蓄超過・経常収支黒字へとシフトしたと指摘している。これは、東アジア諸国の過大な投資・持続不可能な経常収支赤字の拡大が通貨危機の原因の一つであることを示唆するものである。しかし、上記の Table を丹念に見れば、貯蓄投資バランスと経常収支の関係は個々の国によってかなり異なっている。タイは張氏の指摘が当てはまる典型的な国と言えるが、インドネシアの場合は貯蓄投資がほぼ均衡しており投資超過という印象はない。タイは大幅な貿易収支赤字が経常収支赤字の原因だが、インドネシアは対外債務の利払いによる所得収支赤字が経常収支赤字の原因である。インドネシアの貿易収支は一貫して黒字である。通貨危機の原因を考える上で危機以前の東アジアの貯蓄投資バランスと経常収支の動向に注目するのは当然だが、こうした貯蓄投資バランスと経常収支の関係については、国別によるいっそう丁寧な分析が必要である。

回答：ご指摘のとおりです。今度の研究は、分析対象とした国と地域の貯蓄投資、資金循環、国際収支の関連データを使って、同地域の資金循環の構図と展開について更に詳しく検討していきたいと思います。(張)

(2) 先進国 ODA と被援助国のモラルハザード

報告論文の Table3 から、通貨危機以前の東アジアの経常収支赤字は、主として先進国 ODA (主として直接投資) によってファイナンスされたことが見てとれる。ODA は一面において被援助国の経常収支赤字をファイナンスすることが期待されるが、通貨危機以前の東アジアに対する先進国 ODA は、まさしくこの期待に応える結果となっている。しかし、他方でこのような ODA のあり方は、経常収支赤字を拡大させても ODA がそれを補填して

くれるという被援助国のモラルハザードを惹起する。この見方に立てば、1990年代前半の東アジア諸国に対する過大なODAは、東アジア諸国の経常収支赤字を拡大させた一因と考えることもできる。通貨危機の原因を考える上で、ODAと被援助国のモラルハザードの関係を考察することは大変興味深い。

回答なし。

(3) 中国国際収支統計のマイナスの誤差脱漏

報告論文のTable5から、張氏は、アジア通貨危機以降の中国の資金フローの特徴として大幅なネットの資金流出傾向を指摘している。その原因は、海外からの資金流入の激減とマイナスの誤差脱漏（資金流出）である。とくに誤差脱漏の額は大きい。この誤差脱漏はキャピタル・フライトを反映しているとも指摘されている。中国の資金フローを考察する上で、このマイナスの誤差脱漏の解明が不可欠である。（以上）

回答：90年代以来、中国の対外資金循環の特徴としては、直接投資を主にした大規模な資金流入に対して、大規模な資金流出も見られました。ネット・ベースで見た場合、中国の資金純流出となり、中国の外国から調達してきた資金は、再び米国を中心とした先進国とその他地域への「還流」となっていました。資金流出の中に、米国国債の買付けや、対外の直接投資などもあれば、資本逃避もありました。この資本逃避の部分は統計上で把握できないものとして、誤差脱漏に計上されます。中国の資金循環統計によると、中国では、海外への資金流出の総額のうち非金融企業部門を通じて流出した資金が83%を占めていました。資本逃避の主な要因については、中国国内の金融抑圧の環境、企業の内外待遇の格差、銀行の審査能力の欠如に起因する金融制度の立ち遅れ、国内外の金利差の拡大、未熟な会計制度などが取り上げられます。詳細な論述は「中国の対外資金循環と資本流出」（張南、『立命館経済学』、第49巻第4号2000年10月、）に載っていますので、ご参照いただければと思います。（張）

質問者：一橋大学、奥田英信

(質問1)報告中で、I - Sバランスと経常収支の動き方が異なっていることを強調されていたが、事後的には両者は一致するはずなのではないのか。両者の動きが異なっているのは何故か。

回答：ご質問ありがとうございました。確かにおっしゃったとおりで、事後的にS - I=経常収支という恒等式があります。この恒等式を均等式として、経常収支の動向を理解することは可能ですが、そこから正確に経済実態を分析できるわけではないです。例えば、為替相場の変動や、海外経済の変動などが経常収支に直接影響を与えて、更にそれが貯蓄・投資動向に影響を与えることもありうるので、たまには、ある期間内で両者の動きが異なっていることも起こりうると思います。また、この分析部分に使っているデータはAsian Development Bank, "Asian Development Outlook 2001"から取り入れたもので、各国のI-Sと経常収支は同資料からそのまま引用したのです。（張）

(質問2)報告中で用いられたI - Sバランスは、どのような意味で用いられているのか、(例えば、「民間部門のI - Sバランスなのか」、あるいは「政府部門のI - Sバランスなのか」)明確に説明していただけないだろうか。

回答：この分析部分に使用している I - S のデータは Asian Development Bank, “*Asian Development Outlook 2001*”から取り入れたものです。同資料から得られた I - S データは総貯蓄と総投資のバランス関係を示したデータです。(張)