

グローバル経済・市場の根本的变化

——金融危機を超えて——

Fundamental Changes in Global Economies and Markets :
Beyond Financial Crises

大田 英明

<要 旨>

現在、グローバル経済・市場で根本的かつ本質的な変化が起きており、途上国・エマージング（新興）諸国では全体的に以前に比ベ外的ショックに強い resilient な経済体制が構築されつつある。本稿は90年代のアジア危機など本格的なエマージング諸国の危機的状況から今日の状況は根本的に変化し、2008年以降深刻化した金融危機の状況でも今後グローバル規模の資本収支危機が発生する可能性が低下していることを指摘する。これは新たな21世紀のグローバル経済の状況といえる。

2008年9月以降の米国金融危機の波及によりそれまで上昇してきた原油、一次産品価格の上昇に伴う世界的なインフレ圧力の上昇には当面歯止めがかかるものの、先進・途上国とも実体経済を中心とした影響が深刻化している。特に先進国経済は金融危機の発生に伴い後退局面にあるため、アジアなどエマージング（新興）諸国の輸出に影響し、成長率も鈍化する可能性が高い。しかし、BRICsなど主要エマージング諸国の国内経済は着実に拡大しており、今後先進国経済の成長鈍化によってもエマージング諸国で大規模な通貨・金融危機が発生する可能性は相対的に低下している。

はじめに

2007年夏に深刻化した米国のサブプライム問題をきっかけに世界的に金融機関の損失が拡大、米国をはじめ先進国では信用収縮が起きており、2008年9月以降相次ぐ米国金融機関の破綻の影響で世界的に株価や債券など市場への影響も出ている。しかし、90年代当時の途上国・エマージング諸国では資本の流出により為替下落と対外債務の拡大及び外貨準備の著しい減少が起きた状況と比べ大きな相違点がある。

まず、現在ではBRICsをはじめとする主要エマージング諸国では国内需要の拡大とともに経済ファンダメンタルズの著しい改善によって全面的危機が発生する状況には至っていない。むしろ、現在の状況は90年代から2001/2年に比べ先進国経済の悪化がエマージング諸国に波及する程度は縮小しているといえる。特に最近のエマージング経済の規模拡大によって、国内貯蓄率の上昇が世界的な金利上昇圧力を軽減しており、また国家ファンドなどによる豊富な資金によって米国など先進国市場に流入、さらにグローバル規模での市場の拡大に貢献してきた。

さらに、現在ではエマージング諸国、とりわけ東アジア諸国の外貨準備高は記録的な水準に達しており、さらに産油国では原油価格の上昇によって政府系ファンド（SWF）の保有する準備高はおよそ3兆ドルに達している。こうした豊富な資金がグローバル市場に流入し、その恩恵はエマージング諸国に及んできた。また、SWFはヘッジファンドのような短期志向かつ比較的リスクの高い投資より、むしろ一般的に長期安定的な収益を目指す傾向にある。このことは、短期資金の流出入になりがちなヘッジファンドなどに比べて受入国にとっては安定的に作用する。一方、サブプライム問題で巨額な損失を計上した欧米金融機関や機関投資家は、海外投資にはリスク回避の慎重な姿勢をとっており、エマージング市場への投機的短期資金の流出入が減少し、それが極端な経済変動リスクを低下させている。また、ヘッジファンド自体も損失を拡大しているため、今後グローバル市場でのリスク・テイクな資本移動の比重が低下す

ると見られる。

こうした投資サイドの変化に対し、途上国やエマージング諸国では以下のような変化がある。

第一に、1990年代に比べエマージング諸国の経済ファンダメンタルズ（外貨準備高、対外債務指標、財政収支など）はほとんどの項目で改善している。

第二に、制度面ではエマージング主要各国とも資本収支危機の反省から、為替・資本取引管理を強化し、アジア危機のような急激な短期資金の流入による危機の発生を防止することが一般化しているため、通貨・金融危機発生リスクが低下している。また、先進国でも2008年4月のG7及び11月のG20（緊急金融サミット）でも資本監督規制の強化の方向性を打出している。

第三に、実体経済面からみると世界全体に占める途上国・エマージング諸国の経済規模の拡大に伴い世界の経済成長への寄与度は上昇し、以前に比べ相対的に先進国の影響が低下している。

本論文では、こうした最近までのグローバル経済・市場環境の根本的な変化を指摘し、1930年代のようなグローバル経済の破滅的な状況は回避しうることを示す。

1. 最近までのグローバル市場

(1) 市況の変化

2002年までのラテンアメリカを中心にした通貨危機とそれに伴う資本流出に伴う金融市場の不安により大幅にスプレッドが拡大した時期に比べ、スプレッドの拡大幅は比較的小さい（図1-1、1-2）。例えば、2001年以降のITバブル崩壊後の市場でのEMBI（Emerging Market Bond Index）+のスプレッドはピーク時に平均で1,600bp前後、さらにアルゼンチンはデフォルト前後（2001/2）に6000～7000bpに達したが、2008年からのサブプライム関連による金融不安の局面ではそれほどの拡大はない。地域別では対外借入の増加は欧州（中東欧）やラテンアメリカで顕著にみられるが、これは前者がEU諸国の直接投資の拡大

図1-1：ソブリン・スプレッド(EMBI+)(1)

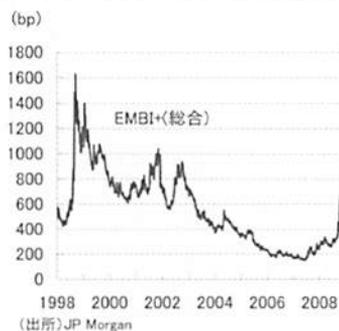
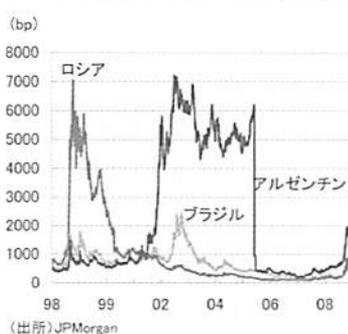


図1-2：ソブリン・スプレッド(EMBI+)(2)



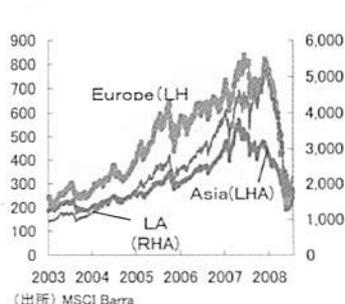
などによる資金ニーズの拡大、後者は経済ファンダメンタルズの改善に伴うものとみられる。

株価もサブプライム問題及び米国金融危機（2008年9月～）局面で大幅に調整しているものの、むしろ過去数年の「バブル」的状況から「適正」水準になったともいえ、2008年12月末にはMSCI指数（Emerging Markets）はほぼ2005年7月の水準に戻っている。すなわち、米国の景気回復が始まり、円キャリートレードが本格化する以前の状況となり、過去5年間のバブルが清算された構図となっている。もちろん、先進国の実体経済の悪化が予想され、それが貿易・投資などを通してエマージング経済に波及する可能性が高いため、グローバル規模で成長は減速しよう。

図2-1：MSCI(Emerging Markets)指数の推移

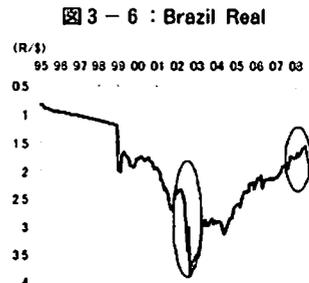
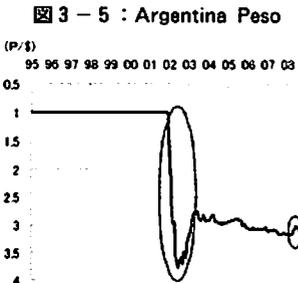
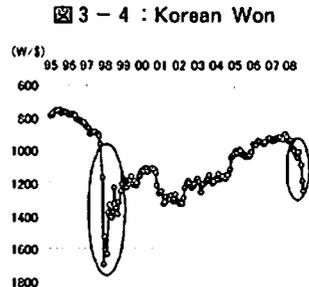
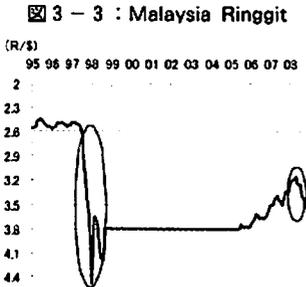
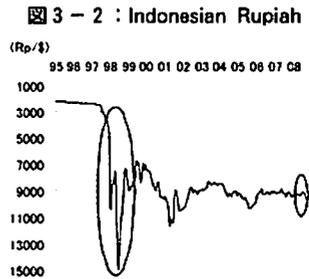
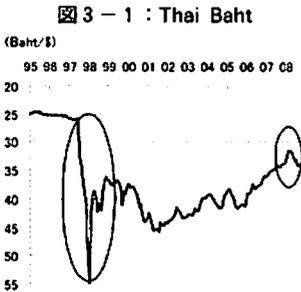


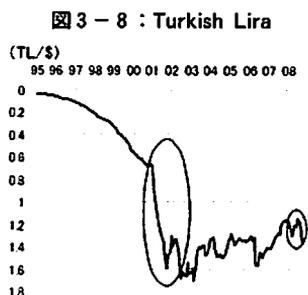
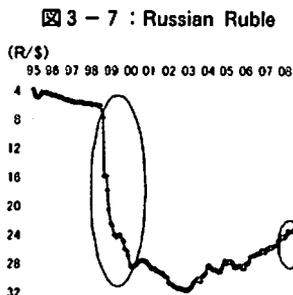
図2-2：新興市場株価(MSCI EM)



(2) 通貨危機の回避

2008年秋以降の世界的金融危機の中でも90年代のアジア危機時のように主要エマージング市場で通貨危機が全面的に波及しておらず、主要危機経験国（タイ、インドネシア、アルゼンチン、ロシア、トルコなど）では2003年以降のIMFプログラムの終了に伴い政策の自由度が増し、資本取引や為替管理を強化していることも背景にある（図3-1～3-8）。





なお、2008年10月以降IMF支援対象となったウクライナやハンガリーなどは為替・資本取引を何ら規制しておらず、急激な資金流出で外貨不足となったことが背景とみられる。

2. 金融市場環境の変化：投資家サイドの要因

(1) 安定的資金：新興・産油国の国家ファンドの役割

2007年まで世界的に拡大してきた流動性は、2000年後半のITバブル崩壊に加え、2001年の米国の9.11テロ以降急速に悪化した米国をはじめとする先進国経済環境の悪化に対処するため、米国の著しい政策金利の引下げ（2001～2004）、日本での量的金融緩和（2001～2006）などグローバル規模の金融緩和の過程で生じたものである。先進国市場が頭打ちする中、BRICsをはじめとする途上国やエマージング（新興）市場諸国¹⁾での実需拡大を背景とした原油や一次産品への資金流入が加速した。特に原油価格の大幅な上昇は産油国に大きな外貨流動性をもたらし、産油国を中心とした政府系ファンド（SWF）のグローバル規模の資産運用は世界の市場に大きな影響を与えている。その外貨準備が世界市場で流動性を維持する規模はおよそ3兆ドルと、ヘッジファンド（約1.7兆

1) 正式にはEmerging Market Economies（エマージング市場経済諸国）であるが、本稿では、エマージング諸国として統一的に用いる、最近、わが国では「新興国」という言い方が一般的になりつつある。

ドル)をしのぐ規模となっており、2012年までに総額12兆ドルに達するとみられる²⁾。

一般的にSWFはや産油国やノルウェーのように産油国であるがもともと国民の年金基金運用など長期的な資産運用・管理を目的としているため、安定的資金を求めて運用を図る傾向がある。原油や一次産品輸出による黒字を国際金融市場に効率的に配分する役割を果たすのみならず、短期資金償還の必要性が低い場合、長期投資を基本として、ヘッジファンドなどに比べむしろ安定的なスタンスをとる場合が多い。このため、高リスク投資を回避する傾向があり、当該国のみならず世界の金融市場に「安定的」に作用する可能性がある。もちろん、シンガポールのTemasek HoldingsやUAEのMubadala Development Company (ムバダラ開発公社) など一部の積極的な運用姿勢を保持するところもあるものの、多くのSWFでは、比較的堅実な投資姿勢をとっている。例えば、サウジアラビアの通貨庁 (SAMA) の場合、投資の約6割は海外証券であり、大半は米国債券とみられる。一方、ノルウェーの政府年金基金 (Government Pension Fund) は分散投資を原則として債券 (6割) と株式 (4割) で海外株式42カ国3500銘柄、債券通貨は31種に及ぶ。こうしたSWFは、中長期的な運用が考慮されるため、短期で売買を繰り返し当該国の金融・資本収支を

表1：主な国家ファンド (Sovereign Wealth Funds, SWF)

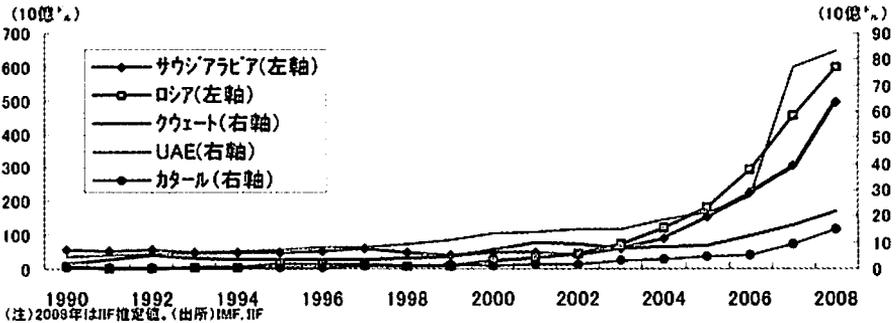
国	機関名	設立年	推定資産規模(億 \cdot)	GDP比 (%)	運用姿勢	財源
UAE	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	1976	8,750	465.3	堅実	原油
	Mubadala Development Company	2002	120	6.4	積極的	原油
	Dubai International Capital (DIC)	2004	60	3.2	積極的	政府出資等
サウジアラビア	Saudi Arabia Monetary Authority (SAMA)	1952	3,000	82.6	堅実	国営石油会社収入余剰資金等
クウェート	Kuwait Investment Authority (KIA)	1953	2,500	229.6	堅実	原油
カタール	Qatar Investment Authority	2005	600	99.6	積極的	天然ガス、原油
ノルウェー	Government Pension Fund-Global	1990	4,211	107.9	堅実	原油関連
ロシア	Stabilization Fund	2004	1,625	12.9	堅実	原油、天然資源
シンガポール	Government of Singapore Investment Corporation (GIC)	1981	3,300	249.7	積極的	外貨準備等
	Temasek Holdings	1974	1,590	120.3	積極的	配当収入、政府系企業上場・売却益
韓国	Korea Investment Corporation (KIC)	2005	300	3.3	-	外貨準備、財政資金
中国	中国投資有限公司	2007	2,000	6.1	-	外貨準備
マレーシア	Khazanah Nasional (KN)	1993	257	13.8	積極的	政府出資

(出所) Sovereign Wealth Fund Institute 等より作成

2) IMF(2007)

不安定化させる要素は比較的限定されよう。SWFがグローバル市場でむしろ安定的な役割を果たしている例として、2007年以降相次いでサブプライム問題で損失を出した米系金融機関への資本投入や買収が行われていることが挙げられる。特に産油国は原油価格上昇に伴う外貨準備の増加を背景として有力な金融機関への出資が相次いでいる。例えば、Citigroupに対しアブダビ投資庁(A DI)やシンガポール(GIC)やクウェート(KIA)の国家ファンドからも資本注入が行われ、Merril Lynchも同様にシンガポール(Temasek)や韓国(KIC)及びクウェート(KIA)から資本注入が行われている。このように、一般的に短期収益を指向するヘッジファンドに比べ、SWFはグローバル市場において安定的な役割を果たしているといえる。

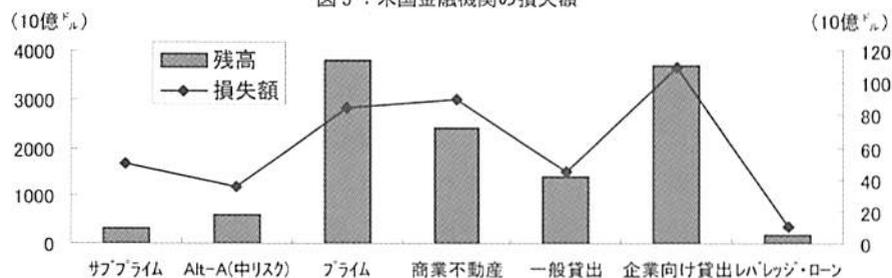
図4：外資準備高の推移(産油国)



(2) 金融機関の損失：リスク回避へ

サブプライム問題関連の金融機関の損失は、IMFの推計(2008年10月)によれば1兆4,050億ドル、主要金融機関の損失は4,250億ドルにも上るとみられ、その後の市況悪化と相次ぐ破綻で一層巨大な損失が見込まれている。また、特に問題となった債務担保証券による評価損は1,700億ドルに達しており、さらに損失額が今後上昇する可能性がある。このため、今後は世界の主な金融機関、機関投資家は当分慎重な投資姿勢を崩さず、堅実な投資方針を維持するとみられる。

図5：米国金融機関の損失額



(出所)IMF Global Financial Stability Report, 2008.10より作成

表2：サブプライム問題による金融機関の損失見込み額

	Outstanding	Estimated Loss
ABS (Asset Backed Securities, 資産担保証券)	1,100	210
ABS CDOs (Collateralized Debt Obligation, 資産担保証券)	400	290
Prime MBS (Mortgage Backed Securities, 不動産担保証券)	3,800	80
CMBS (Commercial MBS, 商業用不動産担保証券)	940	160
Consumer ABS (消費者向けABS)	650	0
High-grade corporate debt(高格付け社債)	3,000	130
High-yield corporate debt (ハイ・イールド社債)	600	80
CLOs (Collateralized Loan Obligation, ローン担保証券)	350	30
合計(証券)	10,840	980
総計 (ローン&証券)	23,210	1,405

(注) 融資損失と関連証券の評価損の合計

(出所) IMF GFSR 2008.10

。本来、途上国・エマージング諸国への証券投資を中心とした資本流入（FDIを除く）は経済変動の動きを拡大し、金融市場の不安定性とともに中長期的な経済成長にはむしろマイナスの影響を与える傾向がある³⁾。ヘッジファンドや機関投資家は、先進国で国際的な監視が強化する方向が打ち出される中、リスクの高い投資を回避し、従来採ってきた高レバレッジによる運用手法は縮小せざるを得ない⁴⁾。また、先進国のサブプライム問題を契機とした金融機関（銀行・証券会社）のバランスシートの悪化によって、ヘッジ・ファンドに資金を供与していた主要金融機関のグローバル市場における直接・間接的な影響力が

3) エマージング諸国における資本自由化に伴う経済の不安定化はOcampo&Stiglitz.(2008)、大田(2006/07)参照。

4) 特に2008年10月以降、欧州諸国を中心に金融機関や国際資本取引に関する全面的な監視体制の強化が主張されている。

縮小し、リスクの高い短期の資本売買の動きが抑制される可能性が高い。さらに、当面サブプライム問題を契機にエマージング市場では投機的な資金流出入が縮小し資本収支変動幅の縮小や為替の安定化に寄与しよう。

もちろん、従来に比べグローバル市場での資本移動全体は減少する可能性は高い。しかし、収益性が高いと見込まれる経済ファンダメンタルズの堅調な国での投資案件（直接投資を含む）は今後とも拡大する余地があろう。

3. エマージング経済の本質的变化：格段に改善した経済ファンダメンタルズ

(1) 各種経済指標の改善

先進国金融市場の混乱にも拘らず、途上国・エマージング諸国が比較的堅調な経済状況にある背景には、経済ファンダメンタルズの改善が挙げられる。投資サイドからの堅実・慎重な運営が一般化する中、途上国・エマージング諸国、特に、危機経験国のアジア諸国（タイ、インドネシアなど）やラテンアメリカ（アルゼンチン、ブラジルなど）では、90年代に比べ格段に経済ファンダメンタルズは改善している。（図6.7、別表参照）。もちろん2008年9月以降悪化した世界的金融危機による世界的な流動性の縮小に伴う金利上昇などから实体经济への影響は避けられず、今後徐々に成長に制約が加わるものと見られる。しかし、90年代までのマクロ指標や対外債務指標に比べ大きな差がある。また、2007年から2008年までの資源価格高騰に伴う世界的なインフレ圧力は、2008年10月以降の調整により従来に比べ軽減されよう。

図6：世界の成長推移

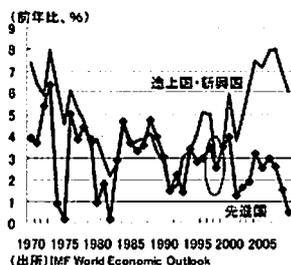
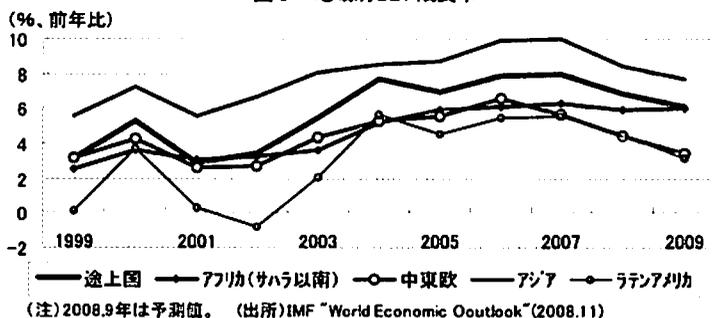


図7：世界のCPI上昇率推移



図8：地域別GDP成長率



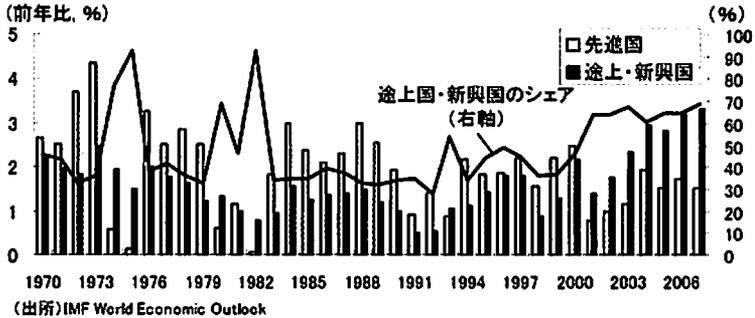
(2) 世界経済に占める比重：自立性強めた途上国・エマージング経済

世界経済全体に占める途上国・エマージング経済の割合が急速に拡大している。このことは、世界的に米国など先進国の影響がエマージング諸国に与える影響が以前に比べ低下していることを示す⁵⁾。最近ではいわゆる主要エマージング諸国であるBRICs（ブラジル、ロシア、インド、中国）経済による世界経済の成長への寄与は70%に達している（2007年）。また、BRICs経済の発展に伴い穀物や一次産品需要が拡大したため、一次産品輸出を担う途上国の輸出が拡大し、全世界の輸出の3分の1、輸出増加の約半分を占める⁶⁾。こうした途上国・エマージング諸国相互の経済の緊密化と世界経済全体に占める割合の上昇により、90年代に比べより「自立」した経済構造を築きつつある。このため、先進国の景気後退が途上国・エマージング諸国の経済に以前ほど深刻な影響を与える可能性は低下している。これは一過性のものではなく、21世紀に入り過去の通貨・金融危機を経てエマージング諸国全般の経済ファンダメンタルズ改善とともに、その比重の大きさから今後の世界経済を支えする可能性がある。

5) 2020年には非OECD諸国のシェアは30%を占めると予想されている。

6) IMF(2008a) Ch.1 p.24

図9：世界GDP成長率への貢献の推移



(3) 外貨準備高の増加

主要な資本収支危機経験国（アルゼンチン、ブラジル、タイ、インドネシア、マレーシアなど）の外貨準備高は、1990年代に比べ大幅に積み増しが進んでおり、輸入カバレッジ（外貨準備の1ヵ月当たり財・サービス輸入比）は改善し、比較的安全とされる3ヵ月分を大幅に上回っている。例えば、2008年10月現在、アルゼンチン、ブラジルは9ヵ月分、ブラジルは12ヵ月分、タイ、インドネシアとも6ヵ月程度を維持している。したがって、急激な資本流出に伴う当該国の外貨準備高減少にもある程度余裕を持つことが可能となっている⁷⁾。

この背景には、過去数年間の世界的な商品価格の上昇や工業製品の輸出拡大などが貢献している。中国やインドなどBRICsの外貨準備は2000年以降急速に増加しており、中国の外貨準備高は1兆8000億ドルを超え、世界一の水準に達している。但し、2008年以降深刻化した先進国の金融危機の影響で今後輸出伸び率は鈍化し、影響を受ける可能性は高い。しかし、90年代後半のような危機的な状況に陥る可能性は低い。

7) ただし、パキスタンのように中小国で資本規制のない国では輸入カバレッジが2ヵ月分程度まで減少している。また2004年以降、IMFの影響力が強化されたウクライナでは急速に外貨準備が減少したため、2008年10月下旬にIMFスタンドバイ融資を受けることとなった。

図10：外貨準備高の推移

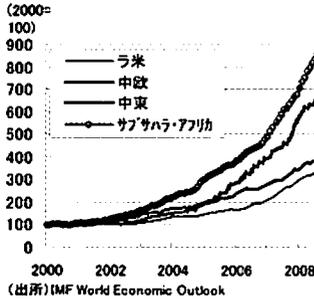


図11：経常収支(地域別)

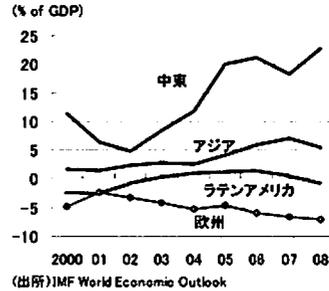


図12-1：輸入カバレッジの推移(アジア)

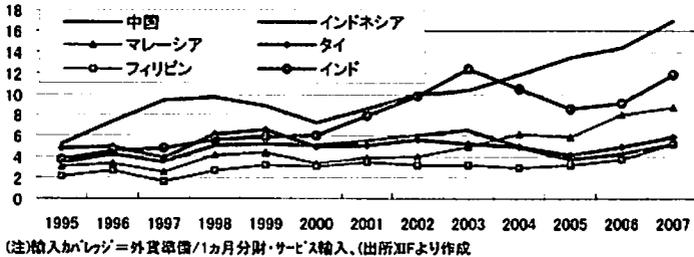
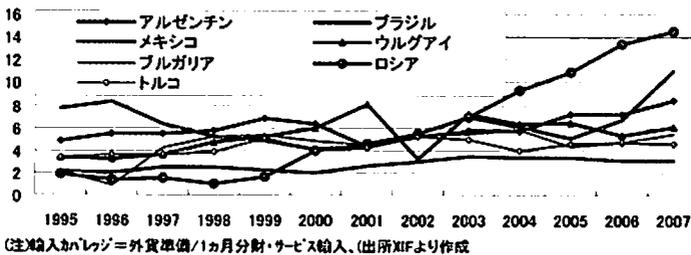


図12-2：輸入カバレッジの推移(ラテンアメリカ・欧州)

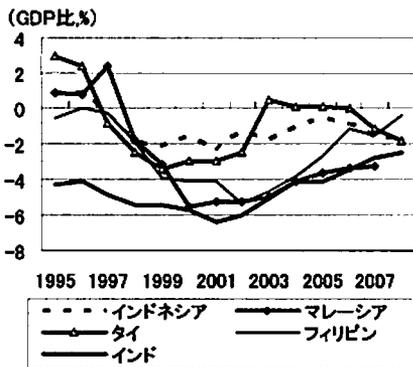


(4) 財政収支の改善

財政収支も97/8年のアジア危機以降急激に悪化したアジア諸国のみならずラテンアメリカの主要エマージング諸国では概ね改善しており、中でも2001/2年の危機時から大幅に回復したアルゼンチンの財政収支は黒字化し、2008年はGDP比1.7%程度の黒字を維持している。

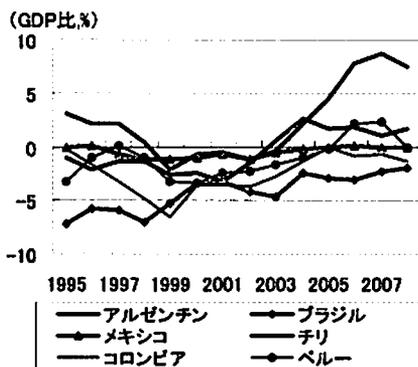
2008年秋以降の米国金融危機の余波で今後エマージング諸国の実体経済が悪化し、それが企業収益の減少に伴う法人税の減少などから各国財政収支に影響を与えよう。しかし、各国とも財政規律は90年代に比べ格段に改善しており、大幅な悪化は回避できるものとみられる。

図13-1：財政収支の推移(アジア)



(出所) IIF, IMF

図13-2：財政収支の推移(ラテンアメリカ)



(出所) IIF, IMF

(5) ソブリン・レーティング・対外債務指標の改善

経済ファンダメンタルズの改善に伴い各国のソブリン・レーティングも1997/8年から2001/2年の危機発生時に比べ各国とも改善傾向にある。例えば、フィリピンBB-(S&P)、インドネシアBB-(同)を除き主要ASEAN諸国はおおむね投資適格であるBBB以上である。2008年秋以降の世界的金融危機発生にもかかわらず、多くのアジア諸国のレーティング引下げは実施されていない。

また、ラテンアメリカ諸国は全体に評価が上がっており、2001年末にデフォルトを経験したアルゼンチンは、その後の経済パフォーマンスの改善にもかかわらず依然B-(S&P)となっている他は、概ねレーティングの大幅な改善が見られる。ブラジルは1996年時点でB+(同)に過ぎなかったが、現在ではBBB-(同)と大幅に評価を上げている。メキシコも同様に1994年危機後低迷し96年にはBBであったが、現在ではBBB+(同)まで評価されている。

図14-1：S&P格付けの推移(ラテンアメリカ)

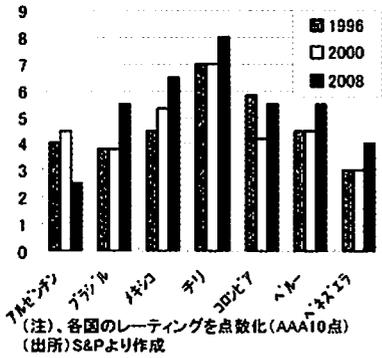


図14-2：Moody's格付けの推移(ラテンアメリカ)

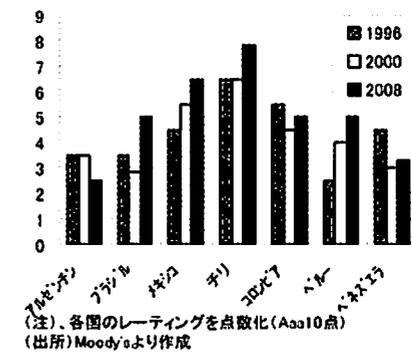


図14-3：S&P格付けの推移(アジア)

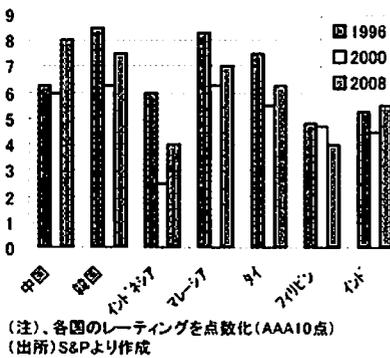


図14-4：Moody's格付けの推移(アジア)

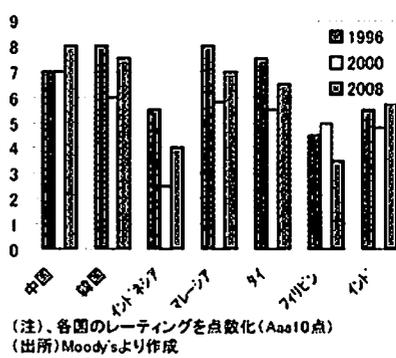


図14-5：S&P格付けの推移(欧州)

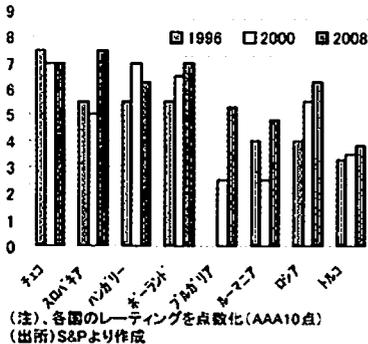
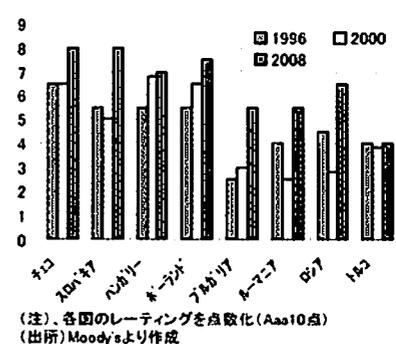


図14-6：Moody's格付けの推移(欧州)



さらに、対外債務のデットサービス比（元利返済総額の財・サービス輸出比）も最近では大幅に低下しており、ほとんど全ての主要国で30%未満の「安全圏」をクリアしている（表3）。特にラテンアメリカ諸国の改善は著しく、アルゼンチン、ブラジルのデットサービス比はそれぞれ12.4%、19.9%(2008年推定)と、90年代後半から2001/2年までに比べ大幅に改善している。

表3：主要エマージング諸国のデット・サービス比

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
アルゼンチン	35.1	47.4	47.3	56.3	68.6	65.3	58.4	66.0	63.0	46.5	25.6	17.6	14.4	12.4
ブラジル	60.9	59.9	65.1	87.5	124.5	101.6	88.7	69.1	70.3	49.6	40.5	31.5	28.7	19.9
メキシコ	26.4	30.4	22.4	21.7	23.8	20.6	17.2	14.0	19.5	20.4	13.0	12.2	10.6	10.6
チリ	24.9	28.3	18.3	18.2	21.1	26.2	26.8	28.4	22.6	22.8	16.3	18.6	12.4	13.2
コロンビア	61.9	53.8	48.0	49.3	46.6	41.6	46.9	59.3	49.9	30.4	30.1	20.5	16.7	15.7
ペネズエラ	29.8	22.4	37.8	51.7	27.2	15.1	19.7	19.0	13.3	9.0	8.1	5.8	6.6	5.6
ウルグアイ	26.1	23.1	27.2	27.0	55.6	26.2	44.4	49.8	53.9	42.4	53.0	45.3	28.0	23.7
エクアドル	41.1	37.1	25.6	37.5	35.8	24.0	37.0	28.9	25.8	21.6	23.1	15.9	17.4	14.1
チェコ	10.6	12.2	16.9	16.8	13.8	13.6	9.9	9.2	7.0	6.8	6.5	5.5	4.7	4.9
スロバキア	10.3	12.7	13.0	13.8	15.5	18.0	14.8	11.2	14.3	10.7	11.3	5.0	4.2	3.6
ハンガリー	39.3	40.7	41.2	31.6	18.4	15.9	15.3	14.1	14.4	14.9	12.2	12.9	11.7	12.8
ポーランド	11.3	16.2	11.4	12.0	13.3	16.7	27.3	18.6	21.4	19.2	17.6	11.4	9.8	10.1
ブルガリア	30.2	19.3	17.7	22.3	17.7	14.1	16.9	11.7	12.6	20.9	40.3	22.8	22.3	18.8
ルーマニア	11.8	14.8	14.8	23.9	29.5	18.8	17.4	18.0	15.5	15.6	13.3	12.8	17.8	16.6
ロシア	10.2	9.2	12.3	30.8	21.8	17.1	16.8	17.9	13.0	21.9	22.5	18.2	11.9	9.4
トルコ	35.6	28.0	28.7	35.4	45.6	45.7	67.2	70.7	52.4	33.2	35.5	37.7	37.4	35.3
中国	9.3	10.2	7.0	8.5	10.2	8.3	7.8	7.4	4.9	3.2	3.0	2.3	2.1	1.7
インドネシア	28.8	34.1	35.6	48.7	53.0	32.0	35.8	35.7	31.6	26.6	20.1	18.1	17.8	13.9
マレーシア	8.2	7.8	8.3	10.6	5.9	6.0	6.3	8.0	8.3	6.5	8.1	7.9	6.1	.
タイ	12.5	13.8	23.7	24.2	19.7	13.0	19.3	17.4	9.6	7.7	5.8	5.4	4.7	3.7
フィリピン	17.2	14.1	12.7	12.7	18.4	18.4	24.8	21.2	20.3	16.5	18.7	17.3	15.3	12.1
インド	32.3	33.0	27.0	24.9	23.6	19.7	18.0	16.3	16.0	9.4	9.3	5.9	6.0	5.4

(注) デット・サービス比は元利払いの財・サービス輸出比 2008年は予測値。

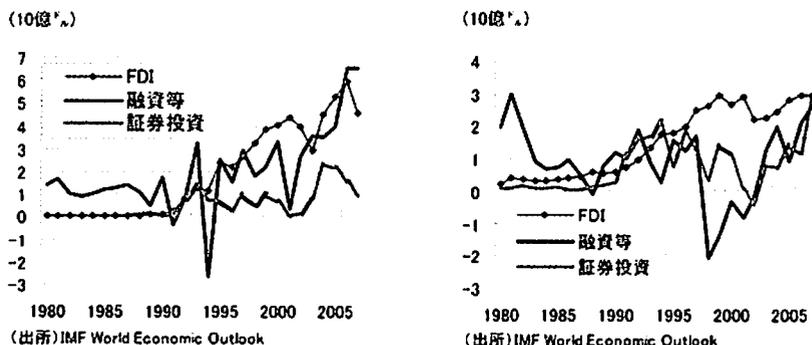
(出所) IIF

(6) 直接投資の拡大

途上国・エマージング諸国への外資流入が急増しているが、特に外国直接投資（FDI）、特に新規投資（greenfield investment）は株式や債券に比べ比較的長期投資として安定的資金と考えられる。FDIは、アジアのみならず中東欧諸国（EU加盟国含む）で大幅に拡大している。この背景にはEU市場向けの欧米企業の生産拠点の移転がある。さらに、最近では農産物や資源価格の上昇に伴いアフリカ向け投資が急速に拡大している。FDIは過去の危機時（例：アジア危機）でも、証券投資や対外借入に比べ比較的安定的に増加しており、受入国にとって比較的長期的な安定資本の流入と考えられる。90年代後半は短期の売買による資本の急激な流出が起りやすい証券投資がエマージング市場の大き

なりリスクになったが、最近の直接投資の拡大は、長期的に途上国・エマージング諸国への経済安定要因となりうる。ただし、近年の国際的な企業合併・買収(M&A)拡大に伴う資本移動は、国際収支統計上はFDIに分類されるため、各国別の取り扱いには注意が必要である⁸⁾。

図15-1：資本流入の推移(1) 欧州(中東欧・旧ソ連) 図15-2：資本流入の推移(2) 途上国(アジア・ラ米等)



(7) 通貨・為替制度の柔軟化に伴うリスク低下

アジア・ロシア危機(1997/8)の根底には各国通貨がドル・ベッグしていたため、国内インフレ率の上昇に伴い各国通貨の実質高、通貨のミスアラインメントが進んだことがある。現在では90年代のアジア諸国では通貨がほぼドルに固定された状況を脱し、ユーロなど他の通貨を入れたバスケットなどを考慮し、より柔軟な通貨・為替制度を採用している。例えば、アジア危機以前のアジア通貨はほとんど米ドルにベッグしていたが、最近では米ドルと有意な(正・負)相関を維持しつつも、ユーロなど他通貨との負の有意性などを徐々に強めていることが各国通貨の主要通貨に関する以下の回帰式に基づく分析で示される⁹⁾。

$$\Delta \log e^{\text{home,SFR}} = a_0 + a_1 \Delta \log e^{\text{US\$,SFR}} + a_2 \Delta \log e^{\text{JPY ,SFR}} + a_3 \log e^{\text{euro,SFR}} + \epsilon_t$$

8) UNCTADでは、国際的なM&Aの流出入統計を公表しているが、IMF統計(IFS)でのFDIはM&A案件も含むものとみられる。

9) Frankel & Wei(1994)及びOgawa & Yoshimi (2007)参照。

($e^{\text{home/SFR}+}$: 自国通貨の対スイスフラン為替レート、 $e^{\text{US\$ /SFR}}$: 米ドルの対スイスフランレート、 $e^{\text{JPY/SFR}+}$: 日本円の対スイスフランレート、 $e^{\text{euro/SF}+}$: ユーロの対スイスフランレート)

最近(2006年以降)のラ米各国通貨回帰式の決定係数(調整済み)の低下にみられるように、ラテンアメリカ諸国は急速にドルとの正の連動性を弱めており、むしろマイナスの係数となっていることが示される(表4)。

一方、中国人民元に関する回帰式の決定係数は著しく低下しており、主要通貨との連動は明らかに弱まっている。また、東・東南アジア諸国では軒並み米ドルとの連動性の有意性が低下している。中でも、インドネシアは決定係数(調整済み)が2003-04年の0.4152から2006-08年は0.1679、同期にタイは0.6248から0.0849、マレーシアも0.9112から0.0559へと大幅に低下している。このことは、アジア各国の通貨は、もはや単純なドル・ベッグは放棄し、独自の通貨政策を模索していることがわかる。

表4: エマージング諸国の通貨と主要通貨の相関

	1999-2000			2003-04			2006-08		
	Dollars	Yen	Euro	Dollars	Yen	Euro	Dollars	Yen	Euro
Argentina (Peso)	0.937 *** (0.0019)	-0.01312 (0.0092)	0.0027 *** (0.0007)	-0.1839 * (0.1028)	2.5917 (2.0374)	0.0003 (0.0004)	-0.0363 *** (0.0067)	-1.7070 (1.3422)	-0.0048 (0.0032)
Adj. R ²	1.0000			0.3503			0.4956		
Brazil (Real)	5.7088 (4.9958)	29.3055 (24.553)	-5.5967 *** (1.9599)	-0.2058 (0.1451)	3.4991 (2.8758)	-0.0001 (0.0006)	-0.0919 *** (0.0301)	-10.7613 * (6.0163)	-0.0219 (0.0143)
Adj. R ²	0.3542			0.2151			0.2225		
Mexico (Peso)	-0.4743 *** (0.0981)	-0.0500 (0.4821)	0.0426 (0.0385)	-0.1083 *** (0.0376)	0.1119 *** (0.7459)	0.0000 (0.0001)	-0.0138 *** (0.0041)	-0.5828 (0.8102)	0.0004 (0.0019)
Adj. R ²	0.6649			0.3546			0.2397		
Chile (Peso)	-0.1219 *** (0.0260)	-0.0753 (0.1279)	0.0156 (0.0102)	-0.0170 (0.0125)	0.4770 * (0.2479)	-0.0001 (0.0000)	-0.0010 (0.0018)	0.5151 (0.3688)	-0.0010 (0.0009)
Adj. R ²	0.5882			0.3395			0.0591		
China (Yuan)	-0.2976 *** (0.0205)	0.2064 * (0.1009)	0.0211 ** (0.0081)	-0.1355 *** (0.0111)	0.1400 (0.2192)	0.0000 (0.0000)	-0.0144 *** (0.0033)	0.0185 * (0.6675)	-0.0016 ** (0.0016)
Adj. R ²	0.9595			0.9238			0.4154		
Indonesia (Rupiah)	-0.0862 (0.0662)	-0.1885 (0.3252)	0.0130 (0.0260)	-0.0188 ** (0.0072)	0.1448 (0.1418)	0.0000 (0.0000)	-0.0032 ** (0.0012)	-0.0983 (0.2407)	-0.0007 (0.0006)
Adj. R ²	0.0415			0.4152			0.1679		
Korea (Won)	-0.0320 (0.0253)	0.2783 ** (0.1241)	-0.0125 (0.0099)	-0.0251 ** (0.0114)	0.0209 (0.2256)	0.0000 (0.0000)	-0.0023 *** (0.0016)	-0.1519 (0.3185)	-0.0004 ** (0.0008)
Adj. R ²	0.5836			0.2933			-0.0118		
Thailand (Baht)	-0.1288 ** (0.0615)	-0.0738 (0.3024)	0.0013 (0.0241)	-0.0398 *** (0.0116)	0.4338 * (0.2302)	0.0000 (0.0000)	-0.0039 (0.0025)	0.2685 (0.5059)	-0.0015 (0.0012)
Adj. R ²	0.2670			0.6248			0.0849		
Malaysia (Ringgit)	-0.5697 *** (0.0461)	0.4790 ** (0.2268)	0.0445 ** (0.0181)	-0.2344 *** (0.0208)	0.2574 (0.4121)	-0.0001 (0.0001)	-0.0143 * (0.0075)	-0.4849 (1.4987)	-0.0033 (0.0036)
Adj. R ²	0.9451			0.9112			0.0559		

(注) 1 括弧内は標準誤差。2008年1月-8月。

2 $\Delta \log e^{\text{home/SFR}+} = a_0 + a_1 \Delta \log e^{\text{US\$ /SFR}} + a_2 \Delta \log e^{\text{JPY/SFR}+} + a_3 \Delta \log e^{\text{euro/SF}+} + \epsilon_t$

(出所) IMF, ECB, BOJ, IIF に基づく筆者による推計値

グローバル経済・市場の根本的变化

以上のように、エマージング各国とも相対的に90年代に経験したようなドル・ペッグに伴う自国通貨の実質高を回避することになり、全体として通貨危機リスクの低下をもたらしているといえる。実際、2008年9月以降の米国金融危機発生後も90年代にみられた全面的な通貨危機は発生していない。2008年9月から10月に通貨が大幅下落し、IMFなどから国際支援を受ける事態に至った先進国アイスランドは人口約30万の小国であり、さらにウクライナやパキスタンのようなエマージング諸国はむしろ国際資本移動規制をほとんど行ってこなかった国々であり、主要エマージング諸国が外貨交換や資本取引について監督や規制強化をしているのと対照的である（下記(9)参照）。

一方、各国の実質実効レートについては、全体的に1996年のアジア危機直前に比べ大幅に上昇している国は少ない（表5）。アルゼンチンではむしろ大幅に下落していることが、同国の最近までの好調な輸出を支えている。2008年10月以降、それまで通貨高傾向にあったロシアでは調整してきたが、同国のように価格弾力性が比較的低い原油・天然ガスや鉱物資源が主要輸出品である国々では、競争力に極端に大きな影響は与えない可能性が高い。

表5：主要エマージング諸国の実質実効レート

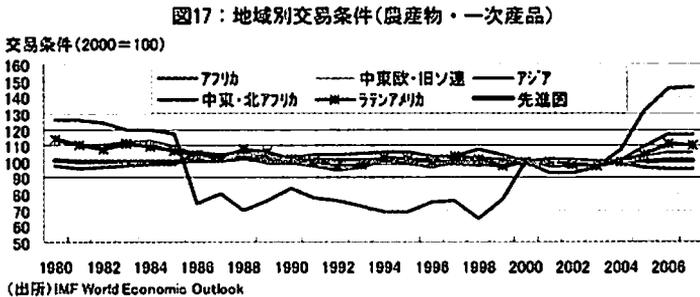
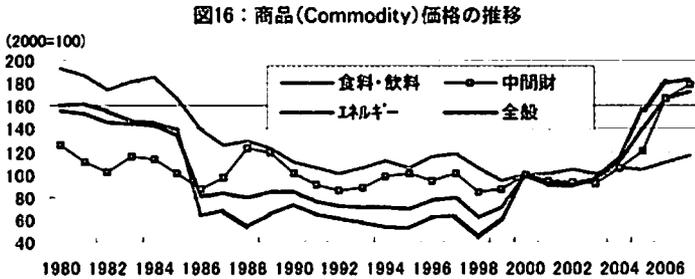
	1996	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	82.9	100.0	105.9	100.0	(2000 - 100)
アルゼンチン	49.0	46.4	45.8	41.9	45.9	43.7	142.5	100.0	81.3	85.5	83.6	87.4	107.9	120.2	
ブラジル	128.6	137.6	74.1	100.0	105.9	106.0	95.7	92.5	95.8	95.9	95.1	97.8	104.8	100.0	
メキシコ	90.8	97.5	92.7	99.1	103.2	107.4	101.7	105.5	116.3	100.0	90.8	97.5	92.7	99.1	
チリ	103.2	107.4	101.7	117.3	55.7	100.0	105.1	82.1	72.7	71.9	70.9	76.1	85.6	110.9	
コロンビア	86.9	100.0	100.3	96.2	73.4	71.9	79.4	79.6	80.7	82.8	146.4	100.0	138.8	156.1	
ペネズエラ	163.2	156.6	149.7	149.7	143.3	146.6	91.1	100.0	106.1	118.2	115.0	115.5	121.8	127.9	
ウルグアイ	129.2	145.7	89.4	100.0	100.3	101.2	114.0	124.5	126.6	133.0	142.1	157.5	89.5	100.0	
エクアドル	107.6	118.2	120.4	127.5	130.2	124.4	137.2	144.3	82.9	100.0	113.0	107.5	94.7	93.6	
チェコ	104.9	107.1	107.1	123.6	69.8	100.0	107.2	111.2	113.6	117.7	117.9	124.6	132.1	141.6	
スロバキア	66.8	100.0	101.7	101.6	97.6	99.5	117.3	126.3	130.6	130.9	144.8	100.0	117.1	119.3	
ハンガリー	121.0	130.0	143.1	158.7	168.8	175.5	72.7	100.0	81.3	88.3	92.3	95.1	106.4	108.8	
ポーランド	108.0	124.6	95.5	100.0	105.3	103.9	98.9	97.2	96.7	98.4	100.1	117.5	159.6	100.0	
ブルガリア	98.4	117.8	127.6	122.5	121.2	141.2	147.4	144.8	108.4	100.0	105.2	106.4	101.6	97.5	
ルーマニア	97.8	101.3	88.3	104.4	130.2	100.0	95.3	99.1	99.1	99.7	102.4	111.8	117.6	117.7	
ロシア	127.4	100.0	95.1	96.2	89.9	87.9	94.7	102.2	100.7	117.0	98.3	100.0	100.4	96.8	
トルコ	99.8	102.5	107.8	106.5	108.8	107.9	67.2	70.7	52.4	33.2	35.5	37.7	37.4	35.3	
中国	9.3	10.2	7.0	8.5	10.2	8.3	7.8	7.4	4.9	3.2	3.0	2.3	2.1	1.7	
インドネシア	28.8	34.1	35.6	48.7	53.6	32.0	35.8	35.7	31.6	26.6	20.1	18.1	17.8	13.8	
マレーシア	8.2	7.8	8.3	10.6	5.9	6.0	6.3	8.0	8.3	6.5	8.1	7.9	6.1	-	
タイ	12.5	13.8	23.7	24.2	19.7	13.0	19.3	17.4	9.6	7.7	5.8	5.4	4.7	3.7	
フィリピン	17.2	14.1	12.7	12.7	16.4	18.4	24.8	21.2	20.3	16.5	18.7	17.3	15.3	12.1	
インド	32.3	33.0	27.0	24.9	23.6	19.7	18.0	16.3	16.0	9.4	9.3	5.9	6.0	5.4	

(注) 2008年は9月

(出所) IIF

(8) 一次産品価格上昇による交易条件改善

2007年から2008年夏まで原油のみならず、全ての一次産品（鉱物資源、農産物）価格の大幅上昇によって、これまで開発から取り残されてきたサブサハラや中東・北アフリカ諸国の交易条件は大幅に改善してきた。これは90年代までの状況と大きな相違である。これらの地域では近年大幅に輸出が増加した結果、外貨準備の積み増しが進んでいる。このことから、途上国全般の経済状況の改善を底上げしており、アフリカやラテンアメリカ諸国の成長も加速している。ただし、2008年10月以降の原油価格下落などに伴い国際商品市況は軟化傾向にあるため、今後の途上国の交易条件は若干悪化する見通しであるが、それでも90年代までの価格低迷と比べ依然水準は高い。



(9) 為替・資本取引規制

2003年にタイがIMFへの返済終了後、為替取引規制を導入したのを皮切りに、

グローバル経済・市場の根本的变化

表6：エマージング主要国の為替・資本取引規制

	内 容
タイ	<p>①5,000米ドル以上の外貨建ての支払い、及び以下は所定の様式により外国為替銀行経由で中銀に届け出</p> <p>a) 海外の不動産取得 b) 海外の証券取得(純投資目的) c) タイ国内の出資者(貸付者)1人当たり、年間5,000万米ドル相当を超える海外の関係会社への出資や貸出</p> <p>②2万米ドル以上の外貨建ての受け取りは、所定の様式により外国為替銀行経由で中銀に届け出義務</p>
インドネシア	<p>①2000年4月より1万ドル以上相当の外貨の国内外での受け取りについては中銀風に報告義務。各銀行の中銀への集計報告が義務付け</p> <p>②2001年2月より、ルピアの外貨取引についてはインドネシア国内銀行が行うこと、非居住者の銀行同士によるルピア送金の禁止を柱とする中銀通達が適用。</p> <p>③税引上の優遇措置を受けている期間中の外国投資元本の本国への送金は許可が必要。</p> <p>④現金1億ルピア以上を国外に持ち出す場合は、事前に中銀の許可が必要。(中銀通達2002年4号)</p> <p>⑤外国人や外国法人などの特定のルピア取引や外貨貸付取引を禁止/規制(2005/7/14へ)</p> <p>禁止される取引：ルピア建ておよび/あるいは外貨建ての融資貸与(シンジケートローン、クレジットカード、消費者ローンなどは除く)、外国法人等によって発行されたルピア建て有価証券の購入、ルピア建て本文期間請求、ルピア建て資本金払い込み、外国間が、および/あるいは外国間と外国間が共同で(joint account)国内の銀行に付する口座へのルピア送金など。</p> <p>⑥銀行が海外にいる非外国へルピア送金することを禁止</p> <p>⑦銀行などとのルピアに対する各種外貨売買デリバティブ取引は、個人取引ごと、各行の各売買デリバティブ取引の残高ポジションごとに額面で最高100万米ドル、あるいはこれ相当に制限</p>
マレーシア	<p>①限度額を超える外貨建て信用供与は、外国為替管理責任者の許可が必要。限度額は、居住者である企業に対しては1億リンギ相当額、非居住者である個人に対しては1,000万リンギ相当額</p> <p>②リンギ建てによる20万リンギを超える支払いは、中央銀行の認可が必要(リンギ建て手形、公認保管業者を通じて取引されるマレーシアに登録された証券、ならびにマレーシアにおけるその他の資産購入のための送金等、特定の例外を除く)。</p> <p>③非居住者からリンギ建ての信用供与を得る居住者は、外国為替管理責任者の事前許可を申請義務</p> <p>④最近株主資本が10万リンギの企業は年間5,000万リンギまで、海外投資を行う個人は10万リンギまでリンギを外国通貨に交換可能。また、全ての居住者は、外貨建ての借入れを使って総計1,000万リンギ相当額まで海外投資可能。</p>
インド	<p>①インド証券為替取引所(SEBI)に登録された外国機関投資家(FII)は、インド国内向け送金により、インド企業の株式購入が可能。ただしFIIが保有できる株式数は、インド企業の全発行株式のうちの10%まで</p> <p>複数のFIIが同一企業の株式を保有する場合、FIIの株式保有分は合計でも24%までが上限</p> <p>②対外借入 2,000万米ドルまで：平均借入期間は3～5年；2,000万米ドル～5億米ドル：平均借入期間は5年以上</p> <p>③対外産業借入(ECB) 資金使途制限(国内での利用目的とする借入額上限を2,000万米ドルに設定)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・産業分野の投資(資本財購入、新規投資、設備投資など)およびインフラ分野への投資 ・生産化プロセスにおける国内企業の政府株購入 ・海外直接投資(合弁企業・小会社の設立、合併、外国企業の株式取得) <p>④ECB：対外産業借入(ECB：External Commercial Borrowing)とは、海外の銀行からの借入、バイヤーズクレジット、サブライヤーズ・クレジット、海外での社債発行などのうち、平均借入期間が3年以上のもの。</p>
中国	<p>①中国国内での外貨流通は禁止されており、外貨決済も不可。</p> <p>②外資企業は国内で人民元の外貨への自由交換不可。外貨必要時は、国家外貨管理局の認可が必要、対外的に外貨支払を行う場合は、輸出取引等により自ら調整することが求められる。</p> <p>③資本取引は原則禁止(伊明認可)。資本取引について収支ともに、厳格な管理</p> <p>*資本取引：国際収支における資本の輸出入によって生じる資産・負債と債務の取引である。直接投資、対外債務、対外債務の返済、証券投資などがある。</p> <p>④1人当たりの年間人民元・外貨の両替限り限度額は5万米ドル相当に制限</p>
アルゼンチン	<p>①輸出外貨は国内金融システムへ入金義務</p> <p>②貿易取引、国外でのカード支払い、金融債務返済等を除く海外への送金禁止。金融システムを通じない1万ドルを超える外貨持ち出しも禁止。(2001年12月)</p> <p>③民間部門の金融借入れの元金返済の場合は、「単一自由為替相場」を通じて外貨取得は以下の条件で可能。(返済期限1年以下；債務額を超えない、もしくは返済額100%を新しいローンの場合)</p> <p>④①以下の場合365日間の90%の外貨保証金を發ける義務：a) 金融取引・金融取引以外の民間部門の借入金；b) 現地の非上場企業の株発行；c) 非居住者による現地通貨に証券投資；d) 非居住者による非上場の証券購入目的の証券投資；外貨保証金の条件は除外；e) 現地の金融企業が居住者に外貨ベース融資の返済外貨購入；f) FDIに伴う外貨移入、現地企業のシェアの外貨配分；g) 非居住者が投資を目的とする現地不動産の購入</p> <p>⑤居住者の外貨資産：上限200万米ドル以下まで外貨購入可能。a) 外国不動産投資、b) 非居住者(外国人)へのローン、c) 居住者による外国での直接投資、d) 法人・個人の外国でのポートフォリオ投資等</p>
ブラジル	<p>①利息、配当、元金、利子の支払いは貿易外取引と同様に融資操作登録ROFの申請必要。</p> <p>②US\$3,000以上の為替取引では、中銀の定めた様式での為替契約に従うこと、および金額に関わらずいかなる為替取引も中央銀行の情報システム、SISBACENを通じて中銀へ通知義務</p> <p>③国内居住者の外貨口座保有禁止。外貨口座は、外国人非居住者もしくは在外ブラジル人、旅行会社、国際クレジットカード会社、保険・再保険会社、エネルギー分野の開発事業を委託された会社、国内または海外に本社を置く輸送業者、為替取引許可を得ている会社、輸出保険会社などに限り保有可能</p> <p>④1万レアル以上の海外口座への送金は、ブラジル国内の取引銀行での小切手振出し、電子送金、または引き出しを通じて、中央銀行に登録申請義務付け</p> <p>⑤自己資金のみ送金可能である。自己資本の送金は禁止</p> <p>送金の制限となるエビデンスの提示必要、その書類をそろわなければ送金不可</p> <p>⑥為替取引に関する期限：a) 銀行間取引・為替裁定取引の場合：720日以内；b) 個人金融家による外貨取引の場合：360日以内；c) 国際為替資本監督局への登録を義務付けられている不確定金利付証券取引の場合：3日以内</p>
南アフリカ	<p>①証券投資は、居住者による外国証券投資は個人で200万ランド、機関投資家の場合、運用資産の25%以内に制限。</p> <p>②対外借入：南アフリカ銀行の認可必要。準備銀行は借入者と貸出者との関係、金額・期間・目的・金利などを検討判断。</p> <p>③75%以上外貨が所有している企業の現地借入れには制限</p>

(出所)JETROなどより作成

主要危機経験国では為替取引・資本取引への監視強化、外為取引に一定の制限を導入した国が増加している。特に、アジア危機時に最も大きな打撃を受けたインドネシアでも、2003年のIMFプログラム終了後、金融当局の為替取引規制が厳格化し、アジア危機時以前のような民間の対外借入が無制限で行われ対外債務が拡大するような事態は避けられるようになり、通貨危機も発生していない(表6)。

また、ラテンアメリカ主要国のアルゼンチン(2001/2年)、ブラジル(1999年)でも金融当局の為替・資本取引は厳格化している。これらは、アルゼンチン、ブラジルはいずれもIMFプログラムを終了、2006年に早期返済したことに伴うものである。

さらに、IMFプログラム融資の返済は、ほぼ主要エマージング諸国において完了していることも逆に各国にプラス材料となっていると考えられる¹⁰⁾。IMFプログラム下では、為替・資本取引自由化が組み込まれ、従来資本規制がとりにくかったが、最近では各国とも為替政策や財政・金融政策の自由度が増している。

4.世界の資本市場監視体制：制度面でのリスク回避

上記のようにエマージング諸国での為替・資本取引の規制強化や監督体制の整備に加え、先進国、とりわけ欧州諸国ではヘッジファンドを含む投機的な資金フローによる弊害を防止するための監視体制を強化する方向にあり、G8やG20など主要エマージング諸国を含む話し合いが今後一層本格化する見通しである。2008年4月のG7で先進諸国での資本監督規制の強化(高リスクのデリバティブ取引の規制)の方針が確認された。具体的には、金融安定化フォーラム(FSF)の報告書にあるように、大手国際金融機関の監督を共同で行う主要国当局者によるチームを指名、各国当局は金融機関の流動性対策の指針を改善す

10) 最近では必ずしも資本自由化が安定的な経済発展に貢献するとは限らないということが学界で既にコンセンサスとなっていることから、資本規制に正面から反対することができにくくなっていることもあろう。大田(2007)、Stiglitz & Ocampo et al.(2008)参照。いわゆる'sequencing'として金融市場の十分な発展が資本自由化の前提となるとの考え方は一般化している。

る他、銀行・証券会社による証券化商品のリスク開示と自己資本比率の引き上げ、格付け会社による証券化商品などの格付け手法の区別と透明性向上、各国中銀による効果的な流動性供給や経営が弱体化した内外金融機関への対策強化などが提言されている。

特にG7各国における金融機関のリスク管理に関する部分では、優先順位の高い勧告について100日以内の実行を求めている。具体的には、金融機関に対し、証券化商品など複雑で流動性のない商品に関する情報開示の充実、ストレステストを含めたリスク管理の強化や自己資本の強化などを要請し、会計基準の設定機関に対して「市場が緊張下にある場合の金融商品の評価について、時価評価会計のガイダンスを向上させるため、迅速に行動を開始すべき」と指摘、市場の流動性が極度に低下した場合でも公正な評価が可能な仕組みづくりを求めた。また、各国の金融監督当局の連携強化のため世界の大手主要行を共同監視する会合を設置するなど監督体制を強化するほか、バーゼル委員会による複雑な仕組み商品やオフバランス関連会社に関する自己資本の引き上げの要求、格付け会社に対する格付け手法改善などを求めている。

さらに、2008年11月の金融サミットでは国際的な市場の透明性の確保や金融機関の監視・監督の強化が提唱されており、2009年4月末のロンドンでのサミットで一層国際金融システムの秩序維持をめざす動きが本格化しよう。このことは、極端なレバレッジを効かしたヘッジファンドなどによる投機的投資は今後ますます困難になりつつあることを示している。

このように、2007年までいわば新自由主義の下でデリバティブ関連商品の資本移動などを含めいわば「野放し」であった国際的な金融機関の活動がより秩序を目指したものに变化しつつある。

5. 今後のグローバル経済・市場のリスク要因と展望

先進国、特に米国経済・金融市場を中心に信用収縮が本格化している。また、先進国経済の景気後退により、途上国・エマージング諸国では輸出が減少し、

成長率が低下している。2008年に一時バレル150ドル程度まで上昇したWTI価格にみられる原油・国際商品の価格高騰によるインフレ圧力は、2008年秋以降原油価格は下落基調にあるため緩和されよう。しかし、先進国景気の低迷の長期化は今後のリスク要因となりうる。

一方、サブサハラ・アフリカなど低所得国では、従来長期にわたり交易条件が改善せず、外貨不足により開発投資が進展しない状況にあったが、近年の世界的な商品価格の上昇により外貨制約や投資不足が徐々に解消されつつあるため、全体的に成長率が上昇し、アフリカ地域の成長率はここ数年過去最高水準（6%程度）に達している。また、途上国・エマージング諸国間の貿易・投資も加速しており、先進国経済の減速の影響が以前に比べ緩和されている。国際金融面から見ても、先進国金融市場の頭打ちから、むしろファンダメンタルズの改善したエマージング諸国向け投資、なかでもBRICsへの投資は中長期的に着実に拡大する可能性があり、世界経済にとってのセーフティネットになっている。

上記のように途上国・エマージング諸国のファンダメンタルズの改善、一定の為替資本取引規制導入、機関投資家やヘッジファンドなどのリスク回避の一般化などから、エマージング市場が不安定化していた1997/8～2001/2年までの状況とは大きく異なり、現在ではSWFをはじめリスク度の比較的低い安定的投資ポジションをとる機関投資家が増加していることを考慮すれば、金融通貨市場に大きな不安定要素となる可能性は以前に比べ相対的に低下し、今後世界規模の恐慌や主要エマージング諸国で本格的な通貨危機が発生する可能性は低下していると考えられる¹¹⁾。

さらに、IMFを含めた国際金融システムの安定化をめざした改革論議が本格化しつつあり、2009年4月のロンドンでの金融サミット以降、具体案が提出されることが期待される¹²⁾。

11) むしろ米ドルの大幅下落など先進国間の通貨調整が主体となる可能性が高い。

12) 中長期的な観点から国際的な「最後の貸し手(lender-of-last resort)」機能をどう強化するかが焦点となるが、現行のIMFをそのまま継続することには異論もある。筆者はIMFの根本的改革は困難なため、ケインズ案に沿った新たな「世界金融」の設立を提案したい。大田(2008)第12章参照。

【参考文献】

- BIS (2008). *Quarterly Review*, database March, September 2008
- Frankel, Jeffery and Shang Jin Wei (1994). "Yen bloc or dollar bloc Exchange rate policies of the East Asian economies," in T.Ito and A.O.Krueger, eds., *Macroeconomic Linkage: Savings, Exchange Rates and Capital Flows*, Chicago University Press, 295-355
- IMF (2007). *Global Financial Stability Report*, September 2007
- IMF (2008a). *World Economic Outlook*, database October, 2008
- IMF (2008b). *Global Financial Stability Report*, April, October 2008
- Institute for International Finance (IIF) data
- JETRO HP <http://www.jetro.go.jp/indexj.html>
- Moody's (2008). Web. Sovereign Rating Table
- Ocampo and J.E. Stiglitz ed.(2008). *Capital Market Liberalization and Development*. New York: Oxford University Press.
- Ogawa, Eiji and Taiyo Yoshimi (2007). "Exchange Rate Regimes in East Asia - Recent Trends", Presentation at the Conference on 'Ten Years After the Crises', ADBI, Tokyo, June 12,
- Ogawa, Eiji and Taiyo Yoshimi (2008). "Widening Deviation among East Asian Currencies," RIETI Discussion Paper 08-E-010, March 18
- Standard and Poor's (2008). Web. Sovereign Rating Table
- 大田英明 (2007)「資本取引・金融自由化と安定的経済発展」、愛媛大学『法文学部論集総合政策学科編No.21[23-91]、2007年3月
- 大田英明 (2008)『「新」国際金融システムの課題—迫られるIMFの「構造改革」』東京経済情報出版、2008年6月

大田英明

【別表】主要経済指標

実質GDP成長率

(前年比、%)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
アルゼンチン	-2.8	5.5	8.1	3.9	3.4	-0.8	-4.4	-10.9	8.8	9.0	9.2	8.5	8.7	6.5	3.6
ブラジル	4.2	2.2	3.4	0.0	-0.3	4.3	1.3	2.7	1.1	5.7	2.9	3.8	5.4	5.2	3.0
メキシコ	-6.2	5.1	8.8	4.9	3.9	6.6	-0.2	0.8	1.4	4.2	2.8	4.9	3.2	1.9	0.9
チリ	10.6	7.4	8.6	3.2	-0.8	4.5	3.4	2.2	3.9	6.0	5.6	4.3	5.1	4.5	3.8
コロンビア	5.2	2.1	3.4	0.6	-4.2	2.9	1.5	1.9	3.9	4.9	4.7	6.8	7.7	4.0	3.5
ペルー	8.6	2.5	6.9	-0.7	0.9	3.0	0.2	5.0	4.0	5.1	6.7	7.7	8.9	9.2	7.0
ベネズエラ	4.0	-0.2	6.4	0.3	-6.0	3.7	3.4	-8.9	-7.7	17.9	9.3	10.3	8.4	6.0	2.0
チェコ	5.9	4.0	-0.7	-0.8	1.3	3.6	2.5	1.9	3.6	4.5	6.4	6.8	6.6	4.0	3.4
スロバキア	5.8	6.9	4.2	4.4	0.0	1.4	3.4	4.8	4.8	5.2	6.6	8.5	10.4	7.4	5.6
ハンガリー	1.5	1.3	4.6	4.9	4.2	5.2	4.1	4.3	4.1	4.9	4.2	3.9	1.3	1.9	2.3
ポーランド	7.0	6.0	6.8	4.8	4.5	4.3	1.2	1.4	3.9	5.3	3.6	6.2	6.6	5.2	3.8
ブルガリア	2.1	-9.4	-5.6	4.0	2.3	5.4	4.1	4.5	5.0	6.6	6.2	6.3	6.2	6.3	4.2
ルーマニア	7.1	3.9	-6.1	-4.8	-1.1	2.1	5.7	5.1	5.2	8.4	4.1	7.9	6.0	8.6	4.8
ロシア	-4.0	-3.6	1.4	-5.3	6.4	10.0	5.1	4.7	7.3	7.2	6.4	7.4	8.1	6.8	3.5
トルコ	-5.4	-8.8	-7.6	-9.8	-24.2	-17.8	-19.0	-17.2	-11.7	-0.2	-0.2	6.9	4.6	3.5	3.0
中国	10.9	10.0	9.3	7.8	7.6	8.4	8.3	9.1	10.0	10.1	10.4	11.6	11.9	9.7	8.5
インドネシア	8.2	7.8	4.9	-13.4	0.9	4.9	3.8	4.4	4.9	4.9	5.7	5.5	6.3	6.1	5.5
マレーシア	3.4	3.5	2.7	5.3	2.8	1.5	1.3	1.7	1.1	1.2	2.8	5.8	6.3	5.7	4.8
タイ	9.2	5.9	-1.4	-10.5	4.4	4.8	2.2	5.3	7.1	6.3	4.5	5.1	4.8	4.7	4.5
フィリピン	4.7	5.8	5.2	-0.6	3.4	6.0	1.8	4.3	5.0	6.4	4.9	5.4	7.2	4.4	3.8
インド	7.3	7.8	4.8	6.5	5.8	4.4	5.8	3.8	8.5	7.5	9.4	9.8	9.3	7.8	6.3
エジプト	5.1	5.9	4.5	6.3	5.1	3.5	3.2	3.2	4.1	4.5	6.8	6.8	7.1	7.2	6.0

GPI上昇率

(前年比、%)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
アルゼンチン	3.8	0.2	0.5	0.9	-1.2	-0.9	-1.1	25.9	13.4	4.4	9.6	10.9	8.8	9.1	9.1
ブラジル	66.0	15.8	6.9	3.2	4.7	7.2	6.8	8.5	14.7	6.6	6.9	4.2	3.6	5.7	5.1
メキシコ	35.0	34.4	20.6	15.9	16.6	9.5	6.4	5.0	4.5	4.7	4.0	3.6	4.0	4.9	4.2
チリ	8.2	7.4	6.1	5.1	3.3	3.8	3.6	2.5	2.8	1.1	3.1	3.4	4.4	8.9	6.5
コロンビア	20.9	20.8	18.5	18.7	10.9	9.2	8.0	6.3	7.1	5.9	5.0	4.3	5.5	7.3	5.5
ペルー	11.1	11.7	8.5	7.3	3.5	3.8	2.0	0.2	2.3	3.7	1.6	2.0	1.8	5.6	4.4
ベネズエラ	59.9	99.9	50.0	35.8	23.6	16.2	12.5	22.4	31.1	21.7	16.0	13.7	18.7	27.2	33.5
チェコ	9.1	8.8	8.5	10.7	2.1	3.9	4.7	1.8	0.1	2.8	1.9	2.5	2.8	6.7	3.4
スロバキア	9.9	5.8	6.1	6.7	10.6	12.0	7.1	3.3	8.6	7.5	2.5	4.3	1.9	3.9	3.6
ハンガリー	28.3	23.5	18.3	14.2	10.0	9.8	9.2	5.3	4.7	6.7	3.6	3.9	7.9	6.3	4.1
ポーランド	27.8	19.9	14.9	11.8	7.3	10.1	5.5	1.9	0.8	3.5	2.1	1.0	2.5	4.0	3.3
ブルガリア	62.1	121.6	105.8	18.7	2.6	10.3	7.4	5.8	2.3	6.1	5.0	7.4	7.6	12.2	7.0
ルーマニア	32.2	38.8	154.8	59.1	45.8	45.7	34.5	22.5	15.3	11.7	8.9	6.6	4.8	7.0	5.1
ロシア	190.1	47.8	14.7	27.7	85.7	20.8	21.5	15.8	13.6	11.0	12.5	9.7	9.0	14.0	12.0
トルコ	88.0	80.4	85.7	84.6	64.9	54.9	54.4	45.0	25.3	10.6	8.2	9.6	8.8	10.5	8.4
中国	16.9	8.3	2.8	-0.8	-1.4	0.3	0.7	-0.8	1.2	3.9	1.8	1.5	4.8	6.4	4.3
インドネシア	9.4	7.2	6.2	58.4	20.5	3.7	11.5	11.9	6.7	6.1	10.5	13.1	6.2	9.8	8.8
マレーシア	3.4	3.5	2.7	5.3	2.8	1.5	1.3	1.7	1.1	1.2	2.8	3.6	2.0	6.0	4.7
タイ	5.8	5.8	5.6	8.1	0.3	1.6	1.6	0.6	1.8	2.8	4.5	4.6	2.2	5.7	3.2
フィリピン	8.0	9.0	5.9	9.7	5.7	4.3	6.7	3.0	3.5	6.0	7.8	6.2	2.8	10.1	7.0
インド	8.0	4.6	4.4	6.0	3.7	6.9	3.4	3.4	5.5	6.5	4.4	6.2	6.4	7.9	6.7
エジプト	10.7	5.9	4.3	3.8	2.8	2.4	2.4	3.2	6.1	8.8	4.2	4.2	11.0	11.7	16.1

経常収支

(GDP比、%)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
アルゼンチン	-2.0	-2.5	-4.2	-4.9	-4.2	-3.1	-1.4	8.6	6.3	2.1	3.0	2.6	1.7	0.8	-0.6
ブラジル	-2.3	-2.8	-3.5	-4.0	-4.3	-3.8	-4.2	-1.5	0.8	1.8	1.6	1.3	0.1	-1.8	-2.0
メキシコ	-0.6	-0.8	-1.9	-3.8	-2.9	-3.2	-2.8	-2.2	-1.3	-1.0	-0.7	-0.2	-0.6	-1.4	-2.2
チリ	-1.9	-4.1	-4.4	-4.8	0.1	-1.2	-1.6	-0.9	-1.1	2.2	1.1	4.7	4.4	-1.1	-0.9
コロンビア	-4.9	-4.8	-5.3	-5.0	0.8	0.9	-1.3	-1.7	-1.2	-0.9	-1.5	-1.8	-2.9	-2.2	-1.9
ペルー	-8.6	-6.5	-5.7	-5.9	-2.8	-2.9	-2.1	-1.9	-1.5	0.0	1.4	3.0	1.4	-2.0	-1.8
ベネズエラ	1.8	12.9	4.3	-4.9	2.2	10.1	1.6	8.2	13.7	12.3	17.8	14.7	18.8	8.5	3.4
チェコ	-2.5	-6.9	-5.6	-2.2	-2.4	-4.8	-5.3	-5.7	-6.3	-5.8	-1.4	-2.6	-1.8	-2.2	-2.5
スロバキア	2.0	9.9	-9.1	-8.9	-4.0	-3.1	-8.0	-7.4	-5.6	-7.5	-8.5	-7.1	-5.4	-5.1	-4.7
ハンガリー	-3.7	-3.7	-4.2	-6.7	-7.8	-7.8	-5.4	-6.8	-8.0	-8.1	-5.9	-6.1	-5.0	-5.5	-6.1
ポーランド	0.6	-2.1	-3.7	-4.0	-7.4	-5.8	-2.8	-2.5	-2.1	-3.5	-0.9	-2.7	-3.8	-4.7	-5.7
ブルガリア	-1.5	1.2	10.1	-0.5	-5.0	-5.4	-5.6	-2.4	-5.6	-5.9	-10.9	-15.6	-21.4	-24.4	-21.5
ルーマニア	-3.9	-6.9	-6.0	-7.1	-4.1	-3.6	-5.3	-3.2	-5.2	-7.6	-7.9	-10.4	-14.0	-13.8	-13.3
ロシア	1.7	2.2	-0.6	-0.8	11.3	17.2	10.3	7.8	7.8	9.8	10.9	9.5	5.9	6.5	3.4
トルコ	-0.7	-1.3	-1.4	1.0	-0.7	-4.9	2.3	-0.8	-4.8	-5.2	-6.3	-6.0	-5.7	-6.5	-6.7
中国	0.2	0.8	3.9	3.1	1.9	1.7	1.3	2.4	2.8	3.6	7.2	9.4	11.3	9.5	9.2
インドネシア	-2.7	-2.1	-1.5	3.8	3.6	4.8	4.2	3.9	3.4	0.6	0.1	3.0	2.5	0.1	-0.1
マレーシア	-8.7	-4.4	-5.9	13.2	15.8	9.3	8.3	7.5	12.9	12.6	12.2	16.1	15.6	14.8	13.2
タイ	-8.1	-8.1	-2.0	12.7	10.2	7.6	4.4	3.7	3.4	1.7	-4.5	1.1	6.4	3.1	2.0
フィリピン	-2.7	-4.8	-5.3	2.4	-3.8	-2.9	-2.4	0.4	0.4	1.9	2.0	4.5	4.4	2.4	2.2
インド	-1.6	-1.2	-1.3	-1.0	-1.0	-0.6	0.7	1.3	2.3	-0.4	-1.2	-1.1	-1.4	-2.8	-3.1
エジプト	-0.3	0.2	-2.9	-1.9	-1.2	0.0	0.7	2.4	4.4	3.3	1.6	0.8	1.5	0.6	-0.9

(注)2008,2009年の予測値はIMFによる。(出所)IMF World Economic Outlook (2008.10.11)