

## 最近の世界金融危機と新興国経済の変化

### —何がアジア危機と異なっているのか—

大田 英明

#### <Abstract>

Many emerging market economies have been affected by the global economic recession, caused by the financial crises in the US and European economies; however, global-scale crises in the emerging economies have yet to be emerged. This paper discusses major differences between the current global crises and the former 'capital account crises', including Asian crises in the 1990s. Although some emerging economies in Central and East Europe are facing severe pressures on currency depreciation, the major emerging economies, especially major crises experienced economies in Asia and Latin America, have become more resilient to the external shocks, thanks to the fundamental changes in the economic and structural conditions, as well as properly introduced capital controls. Therefore, large-scale crises in emerging economies as seen in the 1990s and early 2000s are less likely to be emerged in the current global situation.

#### はじめに<sup>1</sup>

米国のサブプライム問題をきっかけとして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経営危機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、97/8年アジア危機当時の途上国・エマージング（新興）市場諸国では資本の急激な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。それは、最近の危機は先進国の金融機関の破綻などがきっかけとなった点で途上国や新興国の経済ファンダメンタルズへの懸念をきっかけとしたアジア危機当時とは大きな違いがある。

現在の世界的危機は波及経路が、まず米国など先進国の金融機関の破綻が生じ、

それが実体経済に影響、さらにそれが米国向け輸出に依存してきた中国などアジア諸国を中心とした新興国の経済が外需の低迷を契機に波及している。

第二の経路は、先進国の金融危機によって新興市場などにも投資した資金からキャッシュを確保するために処分したため、各国の株式などが大量に売却され、それが通貨下落を加速化した。

先進諸国ではサブプライム関連をはじめとした金融商品の損失により、金融機関のバランスシートが悪化し、それが貸出の縮小を加速化させ、企業金融が低迷する構図が拡がっている。さらに、世界的に先進国で金融危機の発生に伴い需要が低迷し、それが生産低下につながってきた。

そこで、本稿では 2008 年秋より本格化した世界的金融危機のなかで、先進国市場の混乱がどのように途上国・新興国に波及してきたか、また 1997/8 年のアジア危機当時と比較してどの点に共通点・相違点があるかについて明らかにする。また、その背景にある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経済・市場

### (1) 先進国経済・市場の悪化

2008 年 9 月中旬のリーマン・ブラザーズ倒産をきっかけに大手金融機関の経営破綻が続いた。米国最大の保険会社 AIG が CDS (Credit Default Swap) 関連などから多額の損失で事実上破綻し、投資銀行業務を手がける米国大手証券会社のメリルリンチはバンク・オブ・アメリカに吸収され、残るモルガン・スタンレー、J.P. モルガンはそれぞれ銀行持ち株会社に転換した。その結果、米国の大手証券会社は事実上消滅した。さらに銀行最大手のシティグループも米国政府持ち株比率は約 3 分の 1 に達し、国営銀行一歩手前までになっている。

米国の実体経済もますます悪化し、自動車販売や住宅販売の大幅な落ち込みなどにみられるように一層深刻化している。また、米国自動車産業なども経営破綻の危機に迫られている。米国の金融機関の破綻や企業業績悪化と同様、欧州でも、証券化商品の損失により主要金融機関も大きな打撃を受けている。また、日本は外需の急激な落ち込みで急速に実体経済が悪化している。

こうした状況は、10 年以上前のアジア危機など新興市場を中心とした危機では全くみられなかったことである。当時は、むしろ先進国の金融機関は活況を極めており、ヘッジファンドを含む機関投資家の資金は新興国市場に大量に投資され、運営

されていた。しかし、2008年秋の「リーマン・ショック」によって、欧米金融機関への波及はすさまじい勢いで進展している。通常金融危機が発生すれば、実体経済の悪化に波及するのは常であり、あまりに巨大な規模の金融機関の損失のため、回復には相当の時間を要しよう。

先進国全体の経済成長率はIMF(2009年1月)によれば第二次大戦後初めてのマイナス成長(前年比マイナス2%)となる。途上国・新興国の成長はわずか3.3%(同)まで低下するため、世界経済全体の成長率はかろうじて0.5%のプラスを維持する状況まで差し迫っている。2008年第4四半期のGDP成長率は前期比年率日本12.7%減、米国は同6.2%まで落ち込んでいる。このため、日米とも2年連続マイナス成長は不可避の状況となっている。

2009年2月に米国で金融安定化や実体経済の下支えのための巨額な経済対策法案が可決したが、経済見通しは悲観的であり、株価は下落基調にある。米国ダウ平均株価も6594ドル(2009年3月9日現在)と1997年と同水準まで下落している。また、2008年10-12月期の個人消費は前期比年率4.3%、設備投資、住宅投資はそれぞれ同マイナス21.1%、同22.2%と大幅な下落を記録している。

一方、日本の景気も急激に悪化し、株価は2008年秋以降、先進国で最も下落幅が大きく、2008年9月初めの12,834円に比べ44.8%下落し7,086円(3月9日現在)とバブル崩壊後最安値を記録している。日本企業の外需依存を強めてきた成長が実体経済を支える企業業績の悪化を裏付ける結果となっている。実際、2008年第4四半期GDP成長率のマイナス12.7%(前期比年率換算)をはじめ鉱工業生産指数も前期比(季節調整済)マイナス12.0%となるなど、戦後最大級の景気悪化を示している。こうした先進国経済の大幅な景気悪化によって金融面のみならず実体経済での影響が拡大している。

図1-1:世界の成長率推移

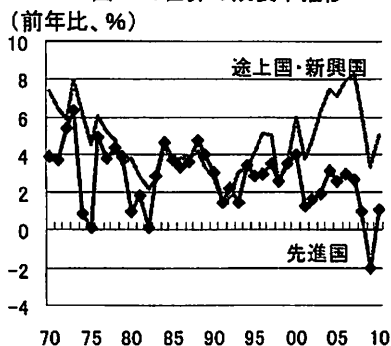
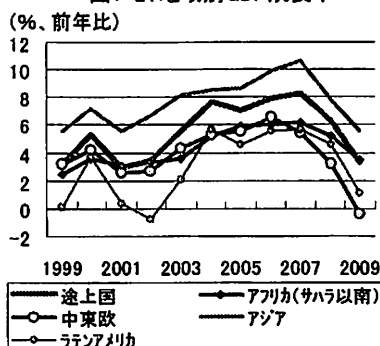


図1-2:地域別GDP成長率



(注) 2009, 10年は予測値 (出所) WEO (IMF)

## (2) 金融危機の途上国・新興国経済・市場への波及

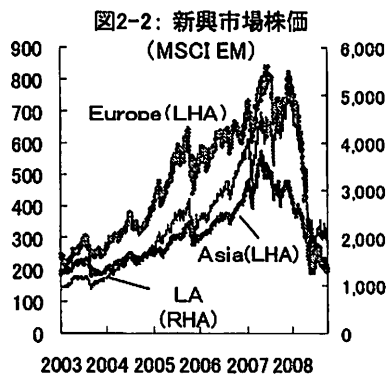
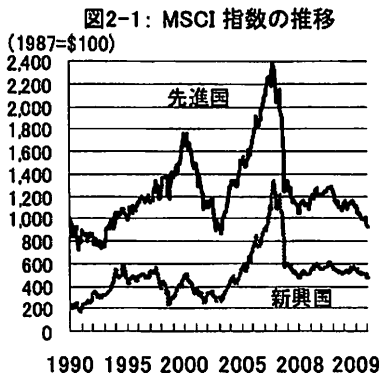
世界的金融危機の拡大に伴い先進国金融機関や市場環境の悪化に伴う影響が途上国・新興国に対し、①資金の引揚げと市場心理の悪化、②先進国市場への輸出環境の悪化等による実体経済への波及、というかたちで及んでいる。

特に米国輸出比率が高い中国やアジア諸国の輸出は前年比で大幅な減少を迫られている。また最近の特徴は、アジアからの欧州向け輸出も急激に減少していることである。これは金融危機の余波で銀行などが大幅な貸出減少とともに、ユーロ圏では為替の大幅下落によりアジアなどからの輸入価格の上昇で減少していることも背景にある。従って、実体経済面では、確かに輸出の減少を通して経常収支悪化などから成長率は鈍化している。

一方、新興国市場では、欧米先進国による資金の引揚げによって大幅に株価の調整やスプレッド拡大、さらに為替下落が起こっている。これは、資本・為替取引が自由化されている国ほど大きく、たとえばNIEsの韓国、EUに加盟しているハンガリーやポーランド、ウクライナのように原則的に資本取引の自由化を実施している国で顕著になっている。

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」水準に戻ったともいえ、2009年3月初めにはMSCI指数(Emerging Markets)はほぼ2004年10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。



(出所) MSCI Barra

### (3) 1997/8年との本質的相違点～経済・構造面の変化と波及の方向性

2008年秋以降の世界的金融・経済危機は、1997/8年のタイのパーツ下落を契機とするアジア危機とそもそもどのような点で共通点と相違点があるのでしょうか。

まず、共通点は、資本の急速な流出により一部の国で為替下落が進んできたことであり、この点で貿易収支を中心とした経常収支赤字拡大による80年代のラテンアメリカでみられた危機と異なり、本質的に「資本収支危機」と捉えられることである。また、いずれも危機直前まで資本が急速に流入し、いわば当該国市場で「バブル」が生じ、それが崩壊した点も共通している。

一方、今次の危機と当時の相違点は以下の通りである。

第一に、危機が起きた方向性の違いである。1997/8年は、タイなど新興市場諸国が発端となったものである。しかし、2008年秋以降は基本には欧米先進国の金融機関の破綻などがある。つまり、危機の発生源が米国を中心とした先進国にあったことである。

第二に、1997/8年の危機の発端は途上国・新興国の経常収支赤字の拡大があった。しかし、2008年には必ずしもそうではなく、アジア・ラテンアメリカではそのような傾向はなく、むしろ中東欧など欧州新興地域での経常赤字拡大が中心である。さらに、先進国の金融機関の損失補てんのために資本を引き揚げたが、その対象となったのが、中小新興国であり、しかも為替・資本取引のない自由化された国（中東

欧、ウクライナ、パキスタンなど)が対象となった。

第三に、主要新興国では、危機の経験から適切な為替取引や資本取引規制・監督を強化していることである。このため、大幅な悪化を免れている点で、90年代から2001/2年までと大きく異なる。最近の世界的金融危機の余波を受けて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、パキスタンなどは為替・資本取引を原則的に規制しておらず、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。

第四に、最近の通貨危機が発生した国は中小国に限定しており、世界規模での途上国・新興国危機につながっていない点である。1997/8年のアジア危機ではタイ、インドネシア、マレーシアなどほとんどの主要ASEANや、韓国のようなNIEsも大きな影響を受けた。さらに、1998年ロシア、1999年のブラジルや2001/2年のアルゼンチン、トルコ危機など新興主要国が相次いで危機に陥った。しかし、こうした主要国は最近の世界的金融危機による影響は受けているものの、危機的状況に陥っていない。

#### 表1: 危機の背景・相違点

##### 1997/8(アジア危機等)

- ① 新興国市場からの投資資金の急激な引き揚げが発端
- ② 途上国・新興国の経常収支赤字拡大・通貨実質高など
- ③ 危機前に資本移動への大幅自由化・規制緩和進展

##### 2008年秋

- ① 先進国の金融危機が発端
- ② 資本の急速な引き揚げは先進国が中心、新興市場に波及
- ③ 主要新興国での資本取引・為替管理強化で、通貨下落規模は限定
- ④ 通貨下落は一部の中小国(資本・為替取引自由化)に限定

(出所)筆者作成

こうした背景には、主要な危機経験国では経済ファンダメンタルズの改善に加え、90年代から2001/2年までの対外債務指標(デットサービス比など)や外貨準備高などが大きく改善していることがある(表2)。

表2: 過去の危機時と最近の主要指標

	Argentina		Brazil		Mexico		Thailand		Indonesia		Malaysia		Korea	
	01	08	99	08	94	08	97	08	97	08	97	08	97	08
経常収支(GDP比,%)	-3.2	0.8	-4.0	-1.8	6.4	-1.4	-7.9	3.1	-2.9	0.1	-4.4	14.8	-4.1	-1.3
外貨準備高 (カ月、輸入カバーレージ)	4.3	6.7	4.8	9.5	0.7	3.2	3.9	5.3	3.5	3.7	2.5	8.3	1.4	4.6
デット・サービス比(%)	58.4	11.8	124.5	19.9	31.4	12.0	23.7	3.7	35.6	12.5	8.3	6.1	6.8	6.1
財政収支(GDP比,%)	-3.3	1.7	-2.5	-2.0	0.2	-1.8	-0.9	-1.8	-0.4	-0.1	2.4	-4.8	-1.4	1.6
実質実効為替相場上 昇率(96)	3.2	-0.2	8.1	2.8	7.5	9.1	0.5	3.9	-0.2	1.5	2.0	0.5	-1.4	3.2

(注) 1. 輸入カバーレージは外貨準備高の財・サービス輸入1カ月に對する比率。

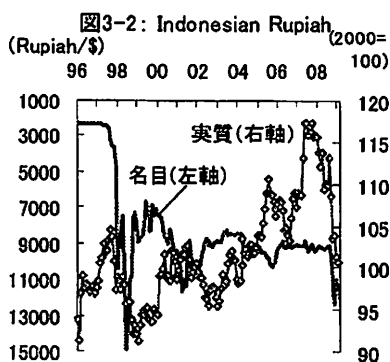
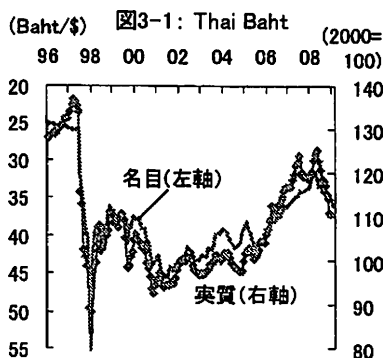
2. デットサービス比は財・サービス輸出に對する対外債務元利払いの比率。

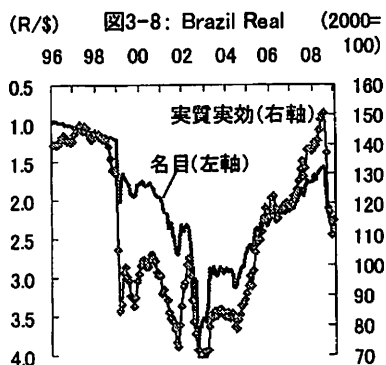
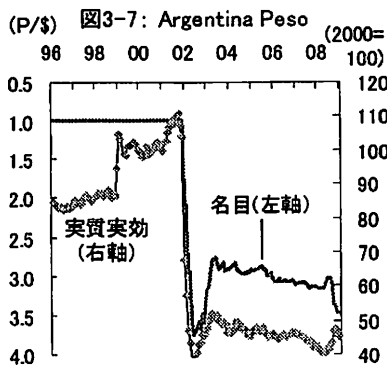
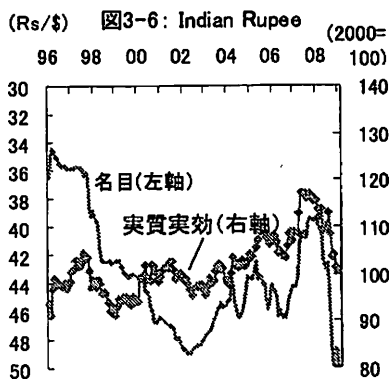
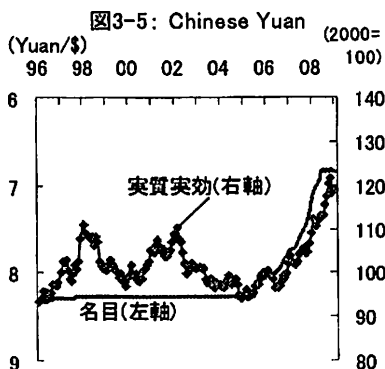
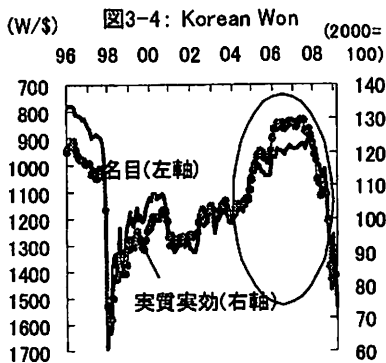
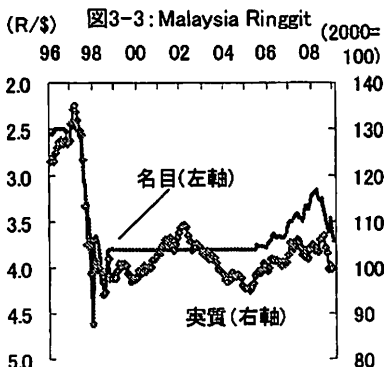
3. 財政収支は中央政府財政収支。マレーシアは一般財政収支。

4. 実質実効為替相場上昇率は危機発生前年まで過去5年の上昇率平均値。2008年はそれまでの5年間平均値。

(出所) IMF, IIF, ADB

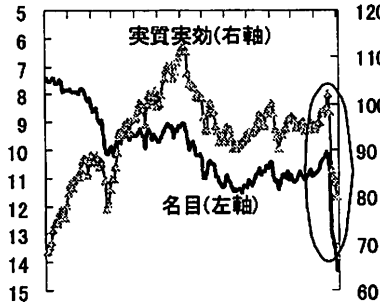
アジア危機など主要な資本収支危機経験国は為替・資本取引に一定の規制を加えていなかった国がほとんどであった。しかし、危機経験国では、2003年以降 IMF プログラムの終了に伴い政策の自由度が増し、資本取引や為替管理を強化する傾向にある。為替・資本取引規制・監督を危機以降強化・維持している国（タイ、マレーシア、中国、インド、アルゼンチン、ブラジル）では、最近のような世界的金融危機の中、為替変動は比較的小幅にとどまっておき実質と名目為替相場の乖離のような通貨のミスアラインメントは、為替・資本自由化を維持している国で顕著にみられる傾向にある。一方、自由な為替取引を維持している国（韓国、メキシコ、ロシア、トルコ、ハンガリー等）では最近の金融危機で通貨の大幅な変動がみられる（図3-1～3-12）。



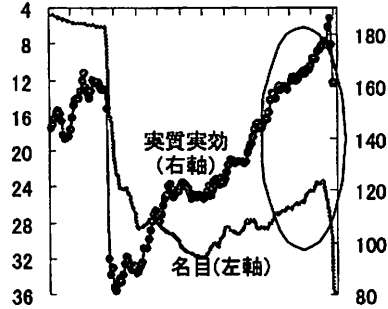




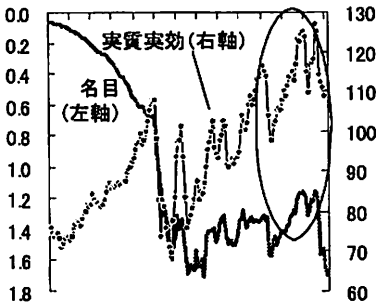
(P/\$) 図3-9: Mexico Peso (2000=96 98 00 02 04 06 08 100)



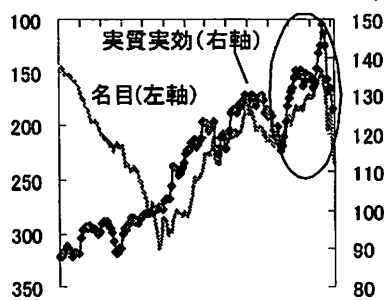
(R/\$) 図3-10: Russian Ruble (2000=96 98 00 02 04 06 08 100)



(TL/\$) 図3-11: Turkish Lira (2000=96 98 00 02 04 06 08 100)



(Forint/\$) 図3-12: Hungarian Forint (2000=96 98 00 02 04 06 08 100)



(出所) IIFより筆者作成

#### (4) 為替・資本取引規制

2003年にIMFへの返済終了後、タイなど主要危機経験国（インドネシア、アルゼンチン、ブラジルなど）では為替・資本取引監視強化、外為取引に一定の制限を導入してきた（表3）。

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3: エマージング主要国の為替・資本取引規制

	内容
34	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 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(買付者)1人当たり、年間5,000米ドル相当を超える海外の関連会社への出資や貸出 (2万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)
インドネシア	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払いについては中銀規則に報告義務。各銀行の中銀への集計報告が義務付け ②2001年2月より、ルピアの外為取引についてはインドネシア国内銀行が行うことが原則。非居住者のルピアによる外貨購入は1件当たり10万ドル迄が原則(配当・利息・サービス支払は例外。(2008年11月)) ③20万ドル以上の対外借入(証券発行などを除く)には中銀報告義務(2008年2月)。ルピアの外貨購入制限(最高1ヵ月10万米ドル) ④税制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。 ⑤取金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。(中銀通連2002年4号) ⑥外国人や外国法人などの特定のルピア取引や外貨と借取引を禁止/規制(2005/7/14~) 禁止される取引: ルピア建て/外貨建ての融資供与(シグナートローン、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、ルピア建て支店開業請求、ルピア建て資本金払い込み、外国割が、外国割と外国割が共同で(joint account)国内の銀行に有する口座へのルピア送金など。 の銀行が海外にいる非外国割へルピア送金することを禁止 ⑦外国人など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範囲で最高100万米ドル、あるいはこれ相当に制限
マレーシア	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、居住者である個人に対しては1,000万リンギ相当額 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で登録された証券、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) 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 ④最低株主資本が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100万リンギまでリンギを外国通貨に変換可能。また、全ての居住者は、外貨建ての借入れを使って設計1,000万リンギ相当額まで海外投資可能。
インド	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(FDI)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FDI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 複数のFDIが同一企業の株式を保有する場合、FDIの株式保有分は合計でも24%までが上限 ②対外借入 2,000万ドルまで: 平均借入期間は3~5年: 2,000万ドル~5億ドル: 平均借入期間は5年以上 ③対外商業借入(ECB+資金使途制限(国内での利用目的とする借入額上限を2,000万ドルに設定)) ・産業分野の投資(資本財輸入、新規投資、設備投資など)およびインフラ分野への投資 ・民営化プロセスにおける固有企業の政府株購入 ・海外直接投資(合併企業・小会社の設立、合併、外国企業の株式取得) *ECB: 対外商業借入(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、サプ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。
中国	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。 ②外資企業は国内で人民元の外貨への自由交換不可。外資必須時は、国家外資管理局の認可が必要。対外的に外資支払を行う場合は、輸出取引等により自ら開設することが求められる。 ③資本取引: 原則禁止(個別認可)。資本取引について取次ととも、厳格な管理 *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・債権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。
74	①1人当たりの年間人民元: 外貨の両替購入限度額は5万米ドル相当に制限
74	①輸出外貨は国内金融システムへ入金義務 ②中銀承認の銀行は、国際機関、協力機関、大使館等の任務を行うために必要とする換金を除き「朝取引」や「朝換金」禁止。 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。(返済期間1年以内: 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) ④以下の場合365日間30%の外貨保証金を設ける義務: a) 金融取引・金融取引以外の民間部門の借入金; b) 現地の非上場会社の株発行; 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く a) 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; b) FDIに伴う外貨移入。現地企業のシェアの利益配分; c) 非居住者が投資を目的とする現地不動産の購入 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) 居住者による外国への直接投資、d) 法人・個人の外国でのポートフォリオ投資等
ブラジル	①利益、配当、元金、剰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 ②US\$3,000以上の為替取引では、中銀の定めた様式の為替的に従うこと、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、SISBAGENを通じて中銀へ通知義務 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 ④1万リ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 ⑤自己資金のみ送金可能であり、他日資本の送金は禁止 送金の根拠となるエビデンスの提示必要、その書類がそろわなければ送金不可 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. 個人金融家の行う取引の場合: 360日以内; c. 国際為替本監務局への登録を義務付けられている不確定利付証券取引の場合: 3日以内

(出所)JETROなどより作成

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、もともと対外資本取引に制限を加えている中国、インドでは景気後退はみられるものの、危機的な状況には陥っていない。最近通貨の大幅下落で 2008年 11月以降 IMF プログラム下にある国（ハンガリー、ウクライナ、パキスタンなど）は、ほとんど為替・資本取引が自由化され、なんら制限を設けていなかった国である。最近通貨が急激に下落している韓国も為替・資本・金融取引は先進国並みに自由化されている。

一般的に IMF プログラム下では、積極的な為替・資本取引規制は原則的に認められないため、独自の金融・財政政策が実施できない。しかし、主要新興国では、現在のところ一部を除き IMF プログラムは実施されておらず、最近では主要新興国（危機経験国）では為替政策や財政・金融政策の自由度が増している<sup>2</sup>。

## 2. 経済・金融市場環境の変化

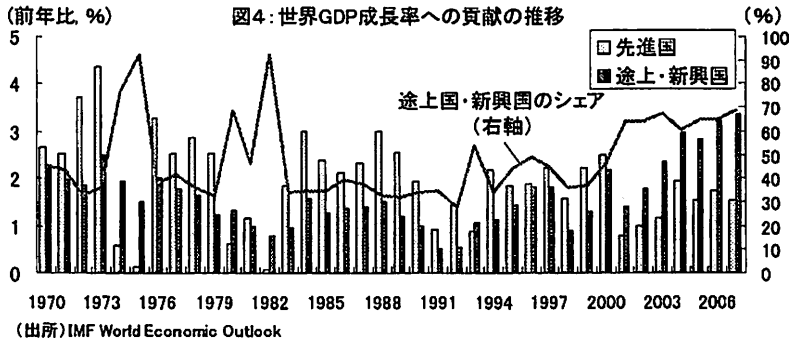
本節では、世界経済の構造変化に伴い、先進国の比重低下と途上国・新興国経済の重要性が増してくる中、後者の中長期的な経済成長と比重の拡大によって、従来に比べより世界経済が先進国経済低迷のいわば「セーフティネット」として働く可能性を示す。

### （1）世界経済における比重の変化—途上国・新興国経済の台頭

世界経済、特に先進国経済の大幅な悪化に伴い、世界全体に占める途上国・新興国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途上国・新興国に与える影響が以前に比べ低下していることを示す<sup>3</sup>。最近ではいわゆる 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<sup>4</sup>。

こうした途上国・新興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年代に比べ途上国・新興国経済は以前に比べより「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・新興国経済に以前ほど深

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、今後ますますその比重を拡大するとみられる途上国・新興国が今後の世界経済を下支えする可能性がある。



## (2) 金融機関の損失：リスク回避志向の高まり

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、機関投資家は当然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。

本来、途上国・新興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<sup>5</sup>。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<sup>6</sup>。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新興国市場では投機的な資金流入が縮小するものの、中長期的には投機的ホットマネーの流入が減少し、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る。

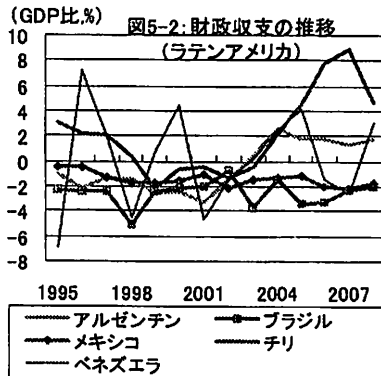
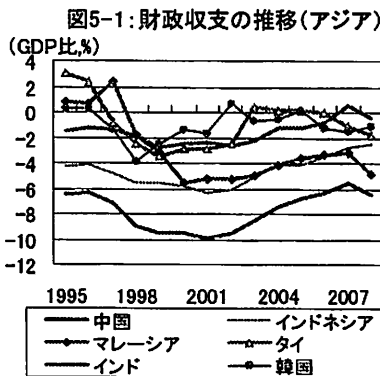
### 3. エマージング経済の本質的变化

#### (1) 経済ファンダメンタルズ比較—90年代 vs. 2000年代

先進国金融市場の混乱は、2008年秋から最近まで途上国・新興国市場に波及しているが、経済ファンダメンタルズは90年代までに比べ改善している国が多い。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、2007年までの成長率ほどではないが、97～2001/2年に比べ最近のGDP成長率、インフレ率、財政収支などの点で着実に改善している。

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新興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（図5-1、5-2）。

2008年秋以降の米国金融危機の余波で今後新興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。

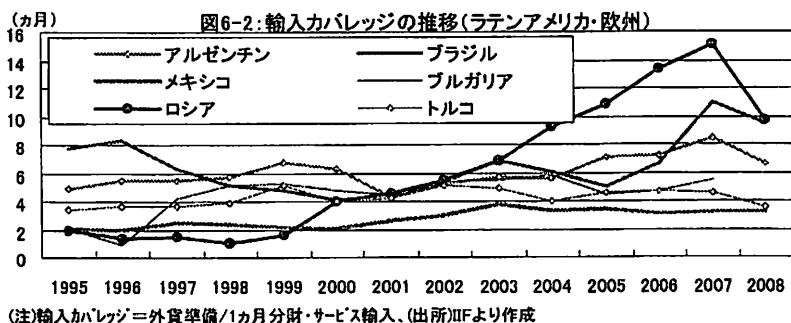
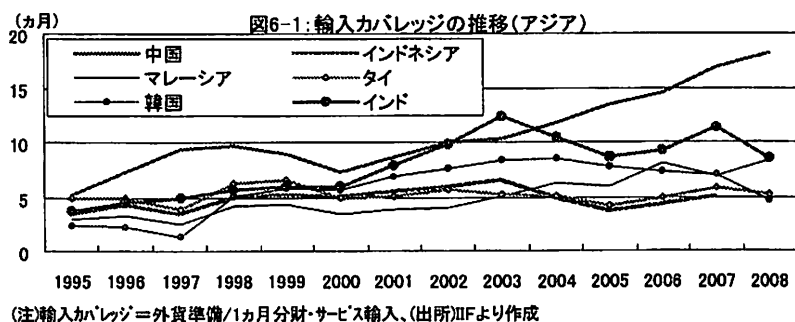


さらに、主要新興国の外貨準備高は減少したとはいえ、2008年以降も比較的高い水準を維持している。

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12月現在、アルゼンチン、ブラジルはそれぞれ6.7、9.5ヵ月分、タイ、マレーシアはそれぞれ5.3、8.4ヵ月程度を維持している(推定値)。従って、急激な資本流出に伴う当該国の外貨準備高減少にも余裕を持つことが可能となっている<sup>7</sup>。

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、特に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。今後 2008 年以降深刻化した先進国の金融危機の影響で輸出伸び率は鈍化し、影響を受ける可能性は高いものの、中長期的に内需の拡大が景気を下支えするものとみられる。



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4)。特にラテンアメリカ諸国の改善は著しく、アルゼンチン、ブラジルの同比率はそれぞれ11.8%、19.9%(2008年)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。アジア諸国はもともと対外債務比率が低いが、危機時に最も大きな打撃を受けたインドネシアは危機発生後99年に53.6%まで上昇したが、2008年には12.5%まで改善した。

最近の金融危機の影響でデットサービス比は今後若干上昇する場合はあるものの、1990年代から2000年代初めまでのような水準まで達する可能性は低いと見られる。例えば、アルゼンチンは2008年の11.8%から2009年には14.9%、メキシコは同12.0%から同13.9%まで上昇すると予測される(IIF予測値)。特にアルゼンチンの場合、2002年の85%に比べればはるかに低水準となる見通しである。

表4: 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	2006	2007	2008
アルゼンチン	35.1	47.4	47.3	58.3	68.8	65.3	58.4	85.0	63.0	17.6	14.4	11.8
ブラジル	60.9	59.9	65.1	87.5	124.5	101.6	88.7	69.1	70.3	31.5	28.7	19.9
メキシコ	26.4	30.4	22.4	24.7	23.8	20.6	17.2	14.4	19.7	11.8	10.1	12.0
チリ	24.9	28.3	18.3	18.2	21.1	26.2	26.8	28.4	22.6	18.6	12.4	14.5
コロンビア	61.9	53.7	47.9	49.0	46.6	41.8	46.9	59.3	49.9	20.5	17.0	15.1
ペネズエラ	29.8	22.4	37.8	51.7	27.2	15.1	19.7	19.0	13.3	5.9	6.4	7.8
チェコ	10.6	12.2	16.9	18.8	13.8	13.8	9.9	9.2	7.0	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	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	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	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	22.8	22.3	18.8
ルーマニア	40.6	36.7	57.0	28.0	0.2	2.3	8.9	10.1	8.7	14.8	28.6	34.0
ロシア	10.2	9.2	12.3	20.8	21.8	17.1	16.8	17.9	13.1	18.2	11.9	10.2
ウクライナ	2.5	6.0	4.3	12.1	20.5	16.8	9.1	13.2	12.7	15.1	16.6	17.8
トルコ	35.6	28.0	28.7	35.4	45.6	45.7	67.2	70.7	52.4	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	2.3	2.2	1.8
インドネシア	28.8	34.1	35.6	48.7	53.6	32.0	35.8	35.7	31.6	18.1	17.4	12.5
マレーシア	8.2	7.8	8.3	10.6	5.9	6.0	6.3	8.0	8.3	7.9	8.1	-
タイ	12.5	13.8	23.7	24.2	19.7	13.0	19.3	17.4	9.6	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	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	5.9	6.0	6.0

(注) デット・サービス比は元利払いの財・サービス輸出比 2008/9年は推定・予測値。

(出所) IIF

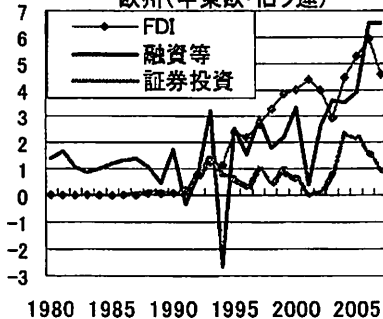
## (2) 直接投資の拡大

資本流入全体が当該国の経済成長にポジティブな影響があるかどうかはいくつかの研究があるが依然明確に示されていない。但し、途上国・新興国向けの外国直接投資(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して成長に貢献する可能性がある<sup>8</sup>。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。FDIは過去の危機時(例:アジア危

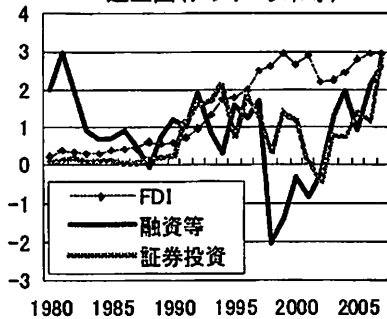
機)でも、証券投資や対外借入に比べ比較的安定的に増加しており、受入国にとって比較的長期的な安定資本の流入と考えられる。

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・新興国の経済安定要因となりうる。もちろん、2008年秋以降の世界的資金フローの変化で影響を受ける可能性があるが、新興国(特に国内市場規模の大きいBRICs)への投資は中長期的に持続すると考えられる。

(10億ドル) 図7-1: 資本流入の推移 (1)  
欧州(中東欧・旧ソ連)



(10億ドル) 図7-2: 資本流入の推移 (2)  
途上国(アジア・ラ米等)



### (3) 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)時には各国通貨がドル・ペッグしていたことが、各国通貨の実質高、通貨のミスアラインメントが拡大し危機の背景となった。現在多くのアジア諸国では90年代のように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ペッグしていたが、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<sup>9)</sup>。

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

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



さらに、各国為替の主要通貨に対する運動性は最近（2007年以降）の各国通貨回帰式の決定係数（調整済み）にみられるように、ラテンアメリカ諸国はチリにみられるように全体的にドルとの正の運動性を弱め円にも有意性を示す傾向もある。アルゼンチンなどはカレンシーボード制を放棄したため、以前に比べ決定係数（同）は低下した（99-2000年の1.0から0.698へ）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5）。これは、ある意味でドル・ペッグによる通貨の一方的なボラティリティに左右されにくい傾向を示す。

表5: エマージング諸国の通貨と主要通貨の相関

	1999-2000			2003-04			2007-08		
	Dollars	Yen	Euro	Dollars	Yen	Euro	Dollars	Yen	Euro
Argentina (Peso)	0.9937 *** (0.0019)	-0.0131 (0.0092)	0.0027 *** (0.0007)	-0.1839 * (0.1028)	2.5917 (2.0374)	0.0003 (0.0004)	-0.0297 *** (0.0055)	-1.7448 *** (0.5802)	0.0380 *** (0.0099)
Adj. R <sup>2</sup>		1.9000			0.3503			0.6982	
Brazil (Real)	5.7088 (4.9958)	29.3055 (24.553)	-5.5987 *** (1.9599)	-0.2058 (0.1451)	3.4991 (2.8758)	-0.0001 (0.0006)	-0.0789 *** (0.0298)	-11.6522 *** (3.1632)	0.0457 (0.0538)
Adj. R <sup>2</sup>		0.3542			0.2151			0.3719	
Mexico (Peso)	-0.4743 *** (0.0981)	-0.0500 (0.4821)	0.0428 (0.0385)	-0.1083 *** (0.0378)	0.1119 (0.7459)	0.0000 (0.0001)	-0.0154 *** (0.0043)	-2.0224 *** (0.4561)	0.0142 * (0.0077)
Adj. R <sup>2</sup>		0.6649			0.3546			0.5217	
Chile (Peso)	-0.1219 *** (0.0260)	-0.0753 (0.1279)	0.0158 (0.0102)	-0.0170 (0.0125)	0.4770 * (0.2479)	-0.0001 (0.0000)	-0.0028 (0.0024)	-0.4878 * (0.2594)	0.0005 (0.0044)
Adj. R <sup>2</sup>		0.5882			0.3385			0.0483	
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)	-0.0102 *** (0.0023)	0.1821 (0.2438)	0.0205 *** (0.0041)
Adj. R <sup>2</sup>		0.9595			0.9238			0.7615	
Indonesia (Rupiah)	-0.0862 (0.0862)	-0.1885 (0.3252)	0.0130 (0.0280)	-0.0188 ** (0.0072)	0.1448 (0.1418)	0.0000 (0.0000)	-0.0041 *** (0.0013)	-0.3099 ** (0.1329)	-0.0041 * (0.0023)
Adj. R <sup>2</sup>		-0.0415			0.4152			0.3594	
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)	-0.0035 (0.0020)	-0.1782 (0.2187)	-0.0083 ** (0.0037)
Adj. R <sup>2</sup>		0.5838			0.2933			0.1767	
Thailand (Baht)	-0.1288 *** (0.0815)	-0.0738 (0.3024)	0.0013 (0.0241)	-0.0398 *** (0.0118)	0.4338 * (0.2302)	0.0000 (0.0000)	-0.0033 (0.0021)	0.0714 (0.2288)	0.0067 * (0.0039)
Adj. R <sup>2</sup>		0.2670			0.6248			0.2201	
Malaysia (Ringgit)	-0.5897 *** (0.0461)	0.4780 ** (0.2288)	0.0445 ** (0.0181)	-0.2344 *** (0.0208)	0.2574 (0.4121)	-0.0001 (0.0001)	-0.0108 (0.0077)	0.1655 (0.8200)	0.0088 (0.0140)
Adj. R <sup>2</sup>		0.9451			0.9112			0.0364	

(注) 1. 括弧内の数値は標準誤差。\*\*\*は1%、\*\*は5%、\*は10%水準、2007年、2008年は2007年1月から2009年1月まで。

2.  $\Delta \log e^{t+1}/e^t = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta \log e^{t-1}/e^{t-1} + \alpha_2 \Delta \log e^{t-2}/e^{t-2} + \alpha_3 \log e^{t-1}/e^{t-1} + \alpha_4 \log e^{t-2}/e^{t-2} + \varepsilon_t$   
(出所)IMF, ECB, BOJ, IF により筆者による算定。

一方、中国人民幣元は99-2000年には事実上米ドル・ペッグであったため、回帰式の決定係数（調整済み）は、0.9595と非常に高かったが、2007-08年には0.7615まで低下している。さらにユーロとの運動性が高まり米ドルとの係数は低下し一層多様な通貨との運動性を示している。また、東・東南アジア諸国では軒並み米ドルとの運動性の有意性が低下している。中でも、同期に韓国の決定係数（同）は0.5836から0.1767、マレーシアも0.9112から0.0364へと大幅に低下している。また、2007-08年には中国人民幣元、インドネシア・ルピア、韓国ウォンもユーロとの有意性も見られるようになってきている。このことは、アジア各国の通貨は、もはや単純な

ドル・ペッグは放棄し、独自の通貨政策を模索し、一層柔軟化していることがわかる<sup>10</sup>。

アジア各国とも相対的に 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、東・東南アジアでは 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<sup>11</sup>。

2008 年 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 11 月に IMF プログラムが合意されたウクライナやパキスタン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、主要新興国（危機経験国）が外貨や資本取引について監督や規制強化しているのと対照的である<sup>12</sup>。

一方、各国の実質実効為替レートについては、全体的に 1996 年のアジア危

表6: 新興国の実質実効為替レート (2000 = 100)

	1996	2000	2004	2005	2006	2007	2008	2009
アルゼンチン	83.2	100.0	47.2	46.5	45.4	44.2	42.9	45.3
ブラジル	142.5	100.0	87.4	107.9	120.2	128.6	136.4	114.6
メキシコ	74.1	100.0	92.5	95.8	95.9	95.4	94.5	80.0
チリ	104.8	100.0	99.1	103.2	107.4	105.0	106.8	95.3
コロンビア	116.3	100.0	99.1	103.2	107.4	117.5	125.3	115.8
ベネズエラ	55.7	100.0	71.9	70.9	76.1	85.6	106.1	127.5
チェコ	91.1	100.0	115.5	121.8	127.9	127.0	144.5	135.3
スロバキア	89.4	100.0	124.5	126.6	133.0	145.1	154.2	-
ハンガリー	89.5	100.0	127.5	130.2	124.4	134.3	138.0	126.2
ポーランド	82.9	100.0	93.6	104.9	107.1	109.3	119.3	101.3
ブルガリア	69.8	100.0	117.7	117.9	124.6	129.8	141.7	145.8
ルーマニア	66.8	100.0	99.5	117.3	126.3	137.2	130.8	118.2
ロシア	144.8	100.0	130.0	143.1	158.7	164.6	175.6	161.7
トルコ	72.7	100.0	95.1	106.4	106.8	115.0	117.9	108.8
中国	95.5	100.0	97.2	96.7	98.4	103.9	114.5	119.2
韓国	119.6	100.0	104.9	118.3	127.4	127.2	103.2	82.9
インドネシア	159.6	100.0	122.5	121.2	141.2	142.1	135.6	124.4
マレーシア	108.4	100.0	97.5	97.8	101.3	104.1	104.0	99.8
タイ	130.2	100.0	99.7	102.4	111.8	119.6	119.6	110.7
フィリピン	127.4	100.0	87.9	94.7	102.2	114.9	119.4	114.2
インド	98.3	100.0	102.5	107.8	106.6	115.6	109.5	100.6

(注) 2009 年は 1 月  
(出所) IF

機直前に比べ大幅に上昇している国は少ない (表 6)。

従って、輸出競争力は依然維持している。一方、ラテンアメリカでも同レートの変動は小幅にとどまっている。特にアルゼンチンではカレンシーボード制崩壊直前

の 2000 年に比べむしろ大幅に実質レートが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。

中東欧諸国では、実質実効為替レートの上昇が見られるが、これは西欧諸国からの大幅な直接投資拡大によって資金流入が活発化している影響と見られる。従って、むしろ欧州諸国（特に中東欧の小国）で通貨の大幅調整がみられ、この点で 90 年代から 2001/2 年までの状況と異なっている。

#### 4. 世界の資本市場監視体制：制度面でのリスク回避

新興市場諸国での為替・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、G20 など主要新興国を含む話し合いが今後一層本格化する見通しである。まず、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 月のロンドンでのサミット以降

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、従来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変化しつつある。

## 5. 今後のグローバル経済・市場展望

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・新興国間の貿易・投資も先進国経済の低迷の影響で低下している。

しかし、最近のインドにみられるように中長期的な内需拡大傾向は変化せず、実物経済への影響は先進国や資本自由化の進展した中小国に比べ成長率への影響は少ない。中長期的には先進国市場よりむしろ市場拡大の可能性のある新興国向け投資、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。実際、中国経済の動向は外需依存の日本経済を大きく左右する要素である。最近では、中国・インドに次いで注目を集めているベトナムで 2008 年前半に一時経済・金融市場が混乱したものの、最近ではインフレ圧力も沈静化しつつあり、再び成長を目指す展開となっている。全体的にアジアでは徐々に市場の混乱も収まりつつある兆しがある。

一方、2009 年 2 月 22 日の ASEAN プラス 3（日中韓）財務相会合は、通貨危機などで一時的に不足する外貨を融通するチェンマイ・イニシアチブ（CMI）で融通枠を従来の 800 億ドルから 1200 億ドルに拡大することで合意、さらに CMI の迅速な発動を可能にするため、域内経済情勢を客観的に監視する独立した常設機関の設立も決定した。こうした動きは少なくともアジア域内では通貨危機・金融危機の再発や危機拡大を防止する機能が強化されることになる<sup>13</sup>。

途上国・新興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、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、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、資本収支危機が発生する可能性は相対的に低下していると考えられる。

ただし、日米など先進国経済悪化の影響は依然途上国・新興国実体経済に大きな

影響を与える可能性は残ろう。今後米国の大幅な財政支出拡大によって同国の国内の貯蓄・投資バランスのギャップは拡大する見通しである。このことは、米国が今後とも従来通り海外から資金を調達する必要があることを示す。すなわち、米国はT-billの海外での購入を積極的な推進（資本・金融収支の改善）すると同時に輸出競争力の強化（経常収支改善）を同時に進める必要に迫られている。前者は、東アジア諸国（日本・中国）などに新たな購入を迫ることになるだろうが、後者については米ドル・円・ユーロ間のこれまで以上の大幅な調整が不可避となる可能性が高い。その場合、途上国・新興国では米国向け輸出はこれまでのように期待できないため、輸出依存から内需（国内投資等）の積極的拡大をはかることが重要であろう。

### 【注】

<sup>1</sup> 本稿は「法文学部論集総合政策学科編」（第26号）の拙稿「グローバル経済・市場の根本的な変化—金融危機を超えて—」をさらにデータを最新のものとして修正の上、執筆したものである。

<sup>2</sup> 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。

<sup>3</sup> 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。

<sup>4</sup> IMF(2008a) Ch.1 p.24

<sup>5</sup> 新興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。

<sup>6</sup> 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。

<sup>7</sup> ただし、パキスタンのような事実上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スタンプバイ融資を受けることとなった。

<sup>8</sup> Stiglitz(2000)は、資本自由化は当該国の成長に貢献せず、むしろ不安定な影響を与えると指摘している。また、Prasad et al. (2006)は、1970-2000年の先進国・途上国の例を検証した結果、資本流入は途上国（非先進国）の経済成長には明白に寄与しているとはいえない

いと、むしろ外国資本に依存しない国の方が長期的に成長する傾向を指摘した。Rodrik et al. (2008)は、証券投資に比べFDIの比較的安定的な役割を指摘している。大田(2007)も、証券投資は成長や国内貯蓄・投資率に何らポジティブな影響を及ぼすことは少ないが、FDIは成長に比較的ポジティブな影響がみられることを示した。

<sup>9</sup>Frankel & Wei (1994)及びOgawa & Yoshimi (2007)参照。

<sup>10</sup>Ogawa & Yoshimi (2008)も最近アジア諸国が様々な為替制度を採用している可能性を示唆している。

<sup>11</sup>韓国のウォンが急激に下落しているものの、経済ファンダメンタルズや外貨準備高など各種指標は10年前に比べ大幅に改善している。

<sup>12</sup>ウクライナの場合、貿易比重の高いユーロではなく米ドルにペッグしていたことが、最近のユーロ安によって通貨(フリブナ)の実質高を生じさせ、競争力を失うことになった。

<sup>13</sup>既にラテンアメリカではベネズエラなどが主導する「南銀行(Banco del Sur)」が設立され、域内の開発案件への融資などその機能の拡大が模索されている。これによりIMFの同地域への影響力低下を狙う意図があるとみられる。

### 【参考文献】

BIS, 2008, Quarterly Review, 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, 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, 2008, "Widening Deviation among East Asian Currencies," *RIETI Discussion Paper* 08-E-010, March 18

Prasad, E, Rajan, R., and Subramanian, A., 2007, "Foreign Capital and Economic Growth", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2007, 1, 153-209

- Rodrik, Dani and A. Subramanian, 2008. "Why Did Financial Globalization Disappoint?", mimeo, March 2008
- Stiglitz, Joseph. E., 2000, "Capital Market Liberalization, Economic Growth and Instability", *World Development* Vol28, No.6, 1075-86.
- 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
- 大田英明, 2009, 「グローバル経済・市場の根本的変化—金融危機を超えて—」, 愛媛大学『法文学部論集総合政策学科編』No. 26, 1-26