

東アジアにおける国際資金循環の構図

張 南（広島修道大学）

90年代の東アジア経済においては、史上未曾有の規模の資金フローが見られた。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、不安定な国際資金循環という特徴は現れている。本研究は、東アジアにおける金融システムの脆弱性の原因は、「大量」の資金フローがもたらした「不安定」性だと検証し、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。

1. 分析のフレームワーク

経済開放体制の下では、国際的資金循環には二つの面がある。第一は国際間の経常収支の流れが、各国実物経済のGDPに結びつき、経常収支戻が投資・貯蓄バランスに接合する場合に生じた資金の動きという面である。第二は国際間の資本取引の流れが、各国の経常収支戻をファイナンスするとともに、各国「広義金融市場」と「国際金融市場」を繋ぐ場合に発生した資金の流れという面である。国内のみの貯蓄によって投資などの資金需要を満たせない資金不足が出た場合、必ず海外からの資金純流入（資金収支黒字）によってファイナンスされ、国内の資金流出・流入は国際収支の資本収支に見合うものになる。このように、国際的資金循環分析は、国内実物経済の投資・貯蓄差額に対応する国際間の経常収支の動きと、国内の資金過不足に対応する国際間の資本収支の変動を総合的に把握しようという狙いである。ここで、金融負債増減を ΔFL 、金融資産増減を ΔFA 、資金流出を FO 、資金流入を FI 、外貨準備増を FER とすれば、国内貯蓄・投資差額、経常収支、資金過不足、金融市場バランス及び、国内資本流出・流入と資本収支の関係は、以下の関係式に示される。

(1) 貯蓄・投資バランスと経常収支

$$\begin{aligned} \text{国内貯蓄投資バランス} &= \text{資金過不足} = \text{対外経常収支} \\ S - I &= \Delta FA - \Delta FL = X - IM \end{aligned}$$

(2) 対外収支バランス

$$\begin{aligned} \text{経常収支} &= (\text{資金流出} - \text{資金流入}) + \text{外貨準備増} \\ X - IM &= (FO - FI) + FER \end{aligned}$$

(3) 金融市場バランス

$$\begin{aligned} \text{国内への資金供給} + \text{海外への資金供給} + \text{外貨準備} \\ &= \text{国内資金の流入} + \text{海外資金の流入} \\ FO_d + FO_o + FER &= FI_d + FI_o \end{aligned}$$

上式を変形し、

$$\begin{aligned} (\text{海外への資金供給} - \text{海外資金の流入}) + \text{外貨準備増} \\ &= \text{国内資金の流入} - \text{国内への資金供給} \\ FO_o - FI_o + FER &= FI_d - FO_d \end{aligned}$$

(4) 海外への資金純供給 + 外貨準備増 = 国内資金の純流入

$$NFO_o + FER = NFI_d$$

以上の式からSIバランスと国際収支と資金過不足の理論的均衡関係、国内外部門の資金収支バランス及び広義金融市場のバランス関係が示され、国際資金循環分析の枠組みが得られる。

2. 東アジアにおける不安定な国際資金循環

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。90年代後半の米国は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、日欧から大幅に上回る大量の資本流入を確保したことによって国際的資金循環の中心的地位を獲得し、強いドルのメリットを利用し、エマージング・マーケットに証券投資や直接投資を積極的に展開した。

一方、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。

非効率な「怪しい循環」の存在は「ドル本位制」に関連される部分がある。東アジア諸国は、米ドルとの依存度が高く、米ドルを中心とする国際資金循環の中で、金融パワーと情報の非対称性で、本国金融市場の不整備や、金融取引経験の不十分などで、不利な立場に置かれ、金融危機において「怪しい循環」が生じたわけである。その特徴としては以下の4点があげられる。

(1) 資金フローの純流入と純流出

東アジアの資金フローについては地域の経常収支赤字をファイナンスする手段になっているとして先にもみたが、純資金流入の動きをみると、1997年を境にして二つの異なるパターンが現れている。すなわち、97年までは東アジア向けの資金流入の逡増になっているのに対して、98年以降は同地域からの資金流入の減少となっている。要するに、東アジアでは、アジア通貨危機を契機に債務性資金(IMF借款を除く)フローのうちで、資金の還流という形で外国債券及び民間債務が逃げ出し、その結果、流動性危機と債務危機が起こったことを示唆している。この資金フローの急激な変化によって、東アジアの経済成長パターンに変化がもたらされた。

(2) 直接投資が比較的安定に動いている

アジア通貨危機が発生した後でも、直接投資が緩やかに伸びており、アジア経済の回復に期待していることを意味する。90年代の東アジアにおける直接投資は、単に日本などの先進諸国からの増加というだけでなく、受入国・地域の側からみてもアジア NIES から ASEAN 4カ国、中国への投資の活発化という変化があった。東アジアの直接投資流入額に占める地域別のシェアの変化をみると、91年以降2000年において ASEAN 4カ国が41%から11%へ、NIESも38%から33%へといずれも低下したのに対して、中国は21%から57%へと増大しているⁱ

(3) 東アジア地域への資金の再還流

純長期債務、直接投資、ポートフォリオ投資などの資金フローは、97年以後に東アジアから離れる動きがみられたが、2000年に入ると再び同地域への還流の兆候が見えて来た。

(4) 純資金流入における資金源の構成の変化

東アジアの資金フローにおいては、民間資金が圧倒的なシェアを占めているが、1997年を境にして公的資金と民間資金の流入規模が急に変わっている。97年までは民間資金流入が逡増の傾向となり、民間の経済主体がより重要な役割を担っていた。ところが、98年以降は公的資金流入の安定的な低下に対して民間資金フローが約40%の激減となっていた。すなわち、98年以降のアジアにおける資金純流出は民間資金の流出によるものと考えられる。しかし、2000年の民間資金純流入は前年比の305億ドルという大幅な増加になっている。アジア危機の影響を超えて、東アジア景気の回復を物語っている。

3. 中国の対外資金循環の特徴

東アジア経済発展の内部的要因をみると、経常収支赤字を持った ASEAN 諸国だけでなく、黒字基調の中国の資金フローにもこの「怪しい循環」が存在していた。けれども、それを引き起こした要因は異なっていた。

中国は国内貯蓄超過となっていたと同時に、直接投資を主とする海外からの資金調達を積極的に行なった。国連貿易開発会議（UNCTAD）は中国の 2002 年の直接投資受入額が約 500 億ドルに達し、大幅に落ち込む米国を抜いて初の世界一になるとの見通しを公表したⁱⁱ。けれども、中国の対外資金循環の面をみると、アジアに存在していた資金フローの「怪しい循環」は 20 世紀 90 年代の中国においても存在していた。統計数字に示されているとおりⁱⁱⁱ、1990 年代に入って、中国の資金流入は 94 年まで急テンポで増加してきた後、95、96 年には大規模な増加となったが、98 年以後基本的にはやや低下基調で推移してきた。10 年間で国際資金流入の総額が 41,631 億元となっていると同時に、最大の発展途上国の中国としては、資金流出も 92 年以降 2000 年まで増加基調で推移し、10 年間の資金流出が 25,494 億元にも達した。ただし、資金流入と資金流出の差額をみると、92 年と 98 年を除いて、殆どは海外部門の資金純流出、つまり、中国への資金純流入となっていた。アジア金融危機後の 1998 年に資金純流入が一時的に -454 億元に下がったが、その後徐々に回復し、2001 年にはアジア危機以前の水準に戻っている。10 年間で、直接投資や銀行信用などの形で中国への資金純流入は 16,036 億元となっていた。

けれども、資金純流入に外貨準備及び誤差脱漏を加えて得られる資金過不足の推移をみると、93 年を除いて海外部門が殆ど資金不足で、言い換えると、最終的に中国の資金純流出となっている。つまり、外貨準備の増加と誤差脱漏（資本逃避を意味）の拡大で、中国は資本輸出型の資金循環パターンとなり、資金の流れは中国から先進国とその他地域への「還流」となっている。そして、その還流額は 97 年以降急増しており、とくにアジア金融危機を境に中国からの資金流出が激増したことがわかる。このように、国内貯蓄超過が増大しつつあると同時に、海外からの資金も大規模で入ってきたが、大規模な資金還流も見られた。このような大規模な資金流入と不安定な資金の純流出は、90 年代中国における対外資金循環の特徴と言えるであろう。

4．危機からの教示と新たな挑戦

前述のように、90 年代以来、東アジアに経常収支赤字の 4 倍以上大量の資本が流れてきた。こうした利益追求の目的で入った不安定な国際資本は、リスクをもつが、安定的投資環境を作り上げた途上国にとっては、経済発展のチャンスにもなるのである。アジア危機を乗り越えた東アジアに対して、企業財務体制の強化、短期資本負債の減少、為替変動相場制への移行および金融構造の整備などを通じて、金融危機に対応する能力がより強くなっている。また、1999 年に入り東アジアの景気は急速な回復に向かい、2000 年に入って以来、国際資本の東アジアへの還流の兆候が見えていた。一方、アメリカの同時多発テロ事件、2002 年春のエンロン、ワールドコム破たんなどで相次ぐ企業不祥事の表面化を受け、米国の株式投資信託資金の流出入が 14 年ぶりに流出超になった。海外から米国への資金流入の減少が止まらなく、欧州を中心にリスクを嫌い自国に資金をとどめる動きが続いているため、世界の対米直接投資は 2002 年に前年の 3 分の 1 以下に落ち込んだ。米国を中心とした国際資金循環の構図が崩れる可能性が出てきている。これに対して、世界の工場といわれる中国の台頭に伴い、資金供給国の日本の役割と地域内の整合で、東アジアは国際資金循環のセンターとして働く構図もそんな遠くない将来に現実的になるであろう。そして、そのためには、東アジア地域の金融情報ネットワークの構築、良好な資本移動の環境作り、資本市場の段階的開放及び多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。

ⁱ アジア開発銀行『*Asian Development outlook 2001.*』p.224。ただし、香港の 1999 年と 2000 年の直接投資について、香港政府統計部に公表された数字を使っている。

ⁱⁱ 『日本経済新聞』2002 年 12 月 18 日

ⁱⁱⁱ 中国人民銀行『資金循環勘定』1992-2001 年