

ジャーナル・オブ・クレジット・セオリー

Journal of Credit Theory

第3号 No. 3

(投稿/査読論文)

➤ (論説) 金融ショックによる東アジア諸国からの資本流出

..... 山口 昌樹 (山形大学) 1

(論説) 金融ショックによる東アジア諸国からの資本流出

山口 昌樹*

Capital Outflows from East Asian Countries and Financial Shocks

Masaki YAMAGUCHI*

* 山形大学教授

要旨 本稿は、金融ショックによる東アジア諸国からの資本流出においてパターン変化が起きているかを究明する。課題に答えるため、世界金融危機、チャイナ・ショック、コロナ・ショックの3つの金融ショックにおける東アジア諸国からの資本流出をショックの程度を考慮しつつ比較する。この分析から、証券投資の流入拡大によって東アジア諸国からの資本流出は証券投資において顕著になっていることを示す。

キーワード : 資本流出、東アジア、世界金融危機、チャイナ・ショック、コロナ・ショック

目次

1. はじめに
2. アジア通貨危機時の資本流出
3. 先行研究
4. アジア通貨危機後の構造変化
5. 3つの金融ショックの概観
6. 資本流出の分析
 - 6.1 分析方法と結果
 - 6.2 議論
7. むすび

1. はじめに

アジア通貨危機から四半世紀近くが経過したものの、この間、通貨金融危機は先進国、新興国問わずに頻発しており国際金融システムの不安定性が垣間見える状況が続いている。グローバルな金融的不安定性が新興国における資本移動ばかりでなく経済運営を翻弄する問題は未だに残存したままである。こうした認識が本研究の動機付けとなっている。

かつて通貨危機に見舞われた東アジア諸国の経済構造、金融構造は四半世紀ほどの間にめざましい変化を遂げた。貯蓄・投資バランスは危機前の投資超過から貯蓄超過へと転換して対外的な資金調達必要性は低下した。急激な資本流出に対する保険となる外貨準備は大幅に積み上げられた。逃げ足の速い海外資本への依存度を低下させるために域内における長期資金の循環を促進する取り組みも着実に進展した。このように海外投資家につける隙を与え、アジア通貨危

機をもたらした金融面の脆弱性は改善されたと考えられる。

東アジア諸国のこうした変化にも拘わらず、金融ショックが発生する度に大幅な為替減価や資本流出が発生したことを報じるニュースを目にする。果たして、東アジア諸国からの資本流出には何ら変化が起きていないのであろうか。この問いに答えるために資本流出の実態、とりわけ資本流出における変化を究明することが本研究の課題となる。そこで、本研究はタイ、インドネシア、韓国、フィリピンといった通貨危機による被害が大きかった国々を対象に分析を行う。具体的には、2008年の世界金融危機、2015年のチャイナ・ショック、2020年春のコロナ・ショックを取り上げて、頻発する外的な金融ショックから対象国の資本移動が受けた影響に分析の焦点を絞る。金融ショックの大きさを考慮しつつ資本流出の規模と構成を金融ショック間で比較することによって違いを特定し、パターンが変化したかという問いに答える。

これ以降の構成は次の通りである。次節においてアジア通貨危機時の資本流出について特徴を析出し、その後の変化を評価する際の基準をまず確認する。3節では新興国における資本移動に係る先行研究を分類しつつ俯瞰しながら、研究領域における本研究の位置づけを明らかにし、先行研究との差違について述べる。4節は通貨危機後のアジア諸国における経済・金融構造の変化を確かめ、資本流出の変化を評価する上での基本情報を提供する。5節において資本流出を測定する対象となる3つの金融ショックについて概説しつつ、金融ストレス指数や為替減価率を用いてショックの大きさを確認する。6節は分析手法と結果を紹介し、

アジア諸国が抱える金融的脆弱性と資本流出を引き起こす要因について議論する。最後に、本研究から得られた知見についてまとめ、今後の研究課題を述べる。

2. アジア通貨危機時の資本流出

まず、アジア通貨危機時の状況について確認しておきたい。危機の震源地となったタイが対ドル固定相場制を放棄したのは1997年7月2日のことであった。1990年代半ばまでタイを含む東南アジア諸国は他地域の新興国とは異なり、高い経済成長を記録し続け、アジアの高い経済成長は「東アジアの奇跡」と呼ばれて賞賛された。経済成長がもたらすであろう高い投資リターンを求めて危機前には海外から大量の資本が流入した。しかし、1990年代半ばには成長の継続に懸念を抱かせる兆候が出始めた。1996年にタイで輸出が急減して経常収支赤字がGDP比で8%近傍に拡大し、ここから資本の流れが逆転し始めた。金融面の脆弱性に目を付けた投機筋が通貨攻撃をしかけタイ中央銀行は防戦するものの、外貨準備が枯渇したため固定相場制の放棄へ追いやられた。

通貨攻撃と資本流出は経済ファンダメンタルズに目立った弱さがなかった近隣諸国へも波及した。ASEANとアジアNIESは経済構造の類似性が高いと投資家に認識されたためである。インドネシアへはタイの固定相場放棄から間をおかずに危機が波及した。同国は変動幅を持つ管理変動相場制を採用していたが、国際金融市場の混乱から7月11日に変動幅を8%か

ドネシアである。タイの危機時に為替相場は1ドル=2,500ルピア程度であったが1998年1月には1ドル=9,700ルピアまで落ち込んで一旦は落ち着くように見えた。しかし、IMF融資をめぐる混乱等によって1998年半ばには1ドル=14,000ルピアと通貨価値は6分の1にまで暴落した。フィリピンでも1997年と比べるとペソは最大で40%以上下落した。

アジアNIESへの通貨危機の波及は10月半ばであった。10月中旬にまず台湾ドルが急落、続いて香港が通貨攻撃に見舞われた。10月下旬には韓国において株価下落と軌を一にして韓国ウォンが大幅に減価し、資本流出のために11月下旬にIMFへ金融支援を要請するまでに追い込まれた。12月4日に210億ドルのIMF融資が承認されたが通貨下落は継続した。これは外貨準備が年末に満期となる短期対外債務に比べて著しく少ないことが判明したためである。1997年12月下旬には韓国ウォンの下落率は約55%に達したが、韓国の商業銀行に対する外貨貸出のロールオーバーが進んだこと、IMFとの合意内容の見直しと支援の前倒しによって事態は改善した。

次に、通貨危機時の資本流出の状況をIMFのBalance of Payments Statistics (BPS)のデータを用いてグロスベースで確認する。BPSにおける金融収支の負債項目は対外的な資金調達、つまり海外投資家の行動を表す。データの見方であるが、プラスの数字は負債の発生を計測しているため資本流入を意味する一方で、マイナスの数字は負債が減少したことを捉えているので資本流出に該当する。

表1. 金融収支（負債）の推移

(単位: %、GDP比)

国名	項目	1997年			1998年			
		Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
タイ	証券投資	3.5	6.8	1.4	1.3	△ 0.2	△ 1.0	1.0
	その他投資	△ 7.6	△ 11.3	△ 15.7	△ 20.5	△ 9.4	△ 8.5	△ 11.4
	中央銀行	△ 0.7	10.1	△ 7.6	4.1	△ 4.9	1.9	12.0
	民間部門	△ 7.1	△ 21.6	△ 10.9	△ 25.9	△ 5.1	△ 11.8	△ 23.2
インドネシア	証券投資	1.8	1.1	△ 12.8	△ 15.8	8.6	0.5	△ 0.9
	その他投資	△ 0.2	△ 0.4	0.6	△ 9.6	△ 4.7	2.9	2.6
	中央銀行	0.0	0.0	7.2	0.0	4.6	13.4	5.9
	民間部門	△ 0.8	△ 0.1	△ 6.8	△ 13.4	△ 15.2	△ 16.9	△ 5.5
フィリピン	証券投資	2.0	△ 1.9	△ 3.0	△ 1.6	1.7	△ 3.2	0.9
	その他投資	9.8	7.1	△ 3.1	△ 0.8	6.4	△ 3.8	△ 6.0
	中央銀行	0.5	2.9	△ 0.3	0.0	1.5	△ 0.0	1.8
	民間部門	10.5	3.3	△ 1.7	△ 1.3	6.4	△ 3.6	△ 7.9
韓国	証券投資	4.2	3.6	△ 1.3	3.7	2.1	△ 3.5	△ 0.6
	その他投資	2.9	△ 1.1	6.9	0.7	1.5	△ 1.3	△ 3.1
	中央銀行	0.0	0.0	8.6	4.9	2.0	1.0	△ 1.7
	その他部門	n.a	n.a.	△ 1.8	△ 4.3	△ 0.5	△ 2.2	△ 1.4

(出所) Balance of Payments Statistics, IMF

ら12%へ拡大し、8月14日には変動相場制への移行へ追い込まれた。最大の通貨暴落を経験したのはイン

表1では四半期ごとに資本流出の状況を追跡する。タイにおいて通貨危機が発生する1997年7月の直前で

ある1997年第2四半期から1998年第4四半期までが観測期間である。銀行の動向を捕捉する「その他投資」の項目には中央銀行に対するIMF等からの支援が数字に含まれるため、民間部門に注目して資本流出を観測する。韓国については民間銀行と政府部門のデータが無かったため、「その他投資」から中央銀行の数字を差し引いて「その他部門」として資本流出を算出した。

タイからの資本流出は規模が大きく持続的であったことが特徴である。固定相場制を放棄する以前の1997年第2四半期にはすでに「その他投資」によって表される銀行貸出の引き揚げが発生した。固定相場制を放棄した後は10%近傍から20%近傍の「その他投資」の形態における資本流出が継続した。IMF等による金融支援によって中央銀行による調達が行われているにも拘わらず「その他投資」の大幅な資本流出が続いた。資本流出の中心は「その他投資」であり、証券投資の流出は相対的に小さい規模であったこともタイの特徴である。

インドネシアでは「その他投資」によって捕捉される資金流出は1997年第2四半期から始まった。同年第4四半期にプラスに転じたのはIMFからの金融支援を受け取っているためである。資本流出が深刻な規模となったのは1998年に入ってからであり、金融支援を除いた数字を観察すると金融支援が実施されたにもかかわらず民間部門での資本流出が継続した。資本流出の規模は民間銀行、民間企業からは四半期当たり20億ドルから30億ドルに達した。数字を細かく見るとタイと同様に「その他投資」の引き上げが資本流出の中心であったと特徴付けられる。なお、危機が最も深刻な時期であった1997年第4四半期と1998年第1四半期に証券投資が大きく流出しており、証券投資の急激な流出が発生した点はタイとは異なっている。

フィリピンでも資本流出は1998年になっても止むことはなかった。資本流出は1997年第4四半期から始まり、1998年第4四半期になっても「その他投資」では大規模な資金流出が確認できる。また、「その他投資」と同規模の証券投資における流出も確認できる。

韓国については通貨危機発生時の資本流出は「その他投資」における小規模なものだった。1997年第4四半期からIMFによる金融支援があったため数字がプ

ラスとなっているが、中央銀行を除く民間部門の資金流出を推計すると1997年第4四半期がGDP比マイナス1.8%、1998年第1四半期はマイナス4.3%と「その他投資」での資本流出が継続している。ただし、流出の規模としてはタイ、インドネシアに比べると小さい。ここに追い打ちをかけるように1998年8月にロシア国債が債務不履行となり、世界的な株価急落と合わせて新興国から先進国への資金シフトをもたらした。ロシア危機に引きずられる格好で「その他投資」のみならず証券投資も流出へ転じた。

いずれの国においても「その他投資」によって捕捉される銀行が仲介した短期資本が流出したというパターンは共通である。また、資本流出の継続性も特筆すべき点である。東アジア諸国からの資本流出のその後の変化を評価するに際して、アジア通貨危機での流出状況を基準として考えていく。

3. 先行研究

新興国の資本移動に関する研究のサーベイとしてGhosh et al. (2017)が研究状況を見通しよく解説している。先行研究は資本移動がもたらす便益と費用のいずれに重きを置くかによって2つのグループに分類できる。便益に注目する第一グループでの主な論点として次のようなものが挙げられる。資本移動の経済成長への寄与、資本移動によるリスクシェアリングと消費平滑化といった便益の有無を論じる分析である。こうした便益を享受するために資本勘定の自由化をどのように進めるかという順序問題も第一のグループに含まれる。

第二グループの分析は資本移動に伴う費用を重視する。自由な資本移動がもたらす経済政策の自律性の喪失は「国際金融のトリレンマ」として定式化されている。新興国への資本移動は急激な資本流入とそれに続く資本流出が金融危機や通貨危機を引き起こす事態が頻繁に観察されるため、資本移動による金融不安定化のリスクは研究者の関心が高いトピックである。こうした金融不安定化に対処する資本移動規制の功罪についての分析も第二グループの研究に分類できる¹。

本研究はアジア通貨危機分析の文脈を引き継ぐものであり、景気過熱や信用ブームをもたらす資本流

¹ この他に資本勘定の開放度指標というトピックもある。とりわけ、法律上 (de jure) の開放度という質的な情報をどのように数値化するかは長年にわたって取り組まれてきた。古くは、居住者による資本取引の支払いに対する制限を二値の指標として用いたAlesina et al. (1993)が挙げられる。近

年において使用頻度が高いものはChinn and Ito (2006)による指標である。これはIMFが公表するAnnual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER)から経常収支と資本収支に対する制限のデータを用いて主成分分析を行うことで指標を作成する。

入、銀行危機や通貨危機を引き起こす資本流出への関心が分析の動機付けになっている。こうしたトピックは金融不安定化のリスクという論点に関わるものであるため、本研究は資本移動の費用に注目する第2グループの分析に位置づけられる。本研究に関係ある先行研究として資本移動に影響する要因を特定する分析に焦点を絞って紹介する。

新興国の資本移動に関する先行研究は膨大であり研究状況を俯瞰すること自体がすでに大変な作業であるが、サーベイ論文である Hannan (2018)や Koepke (2019)が有用である。資本移動に影響を与える要因を特定する分析は、要因をグローバル要因と新興国の国内要因に分別する枠組みが用いられる。グローバル要因は海外からの資金供給を促す要因であることからプッシュ要因とも呼ばれる。グローバル要因として採用されてきた変数として米国の実質金利、S&P500の収益率のボラティリティ、コモディティ価格等が挙げられる。米国の実質金利が低下すると高い利回りを求めて新興国への資本流入は増加すると考えられる。S&P500の収益率のボラティリティはグローバル金融市場のリスクの代理変数であり、ボラティリティが上昇すれば新興国への資本流入は停滞、あるいは資本流出へと転じる。コモディティ価格の上昇は資源を産出する新興国の景況を好転させることから資本流入が増加すると考えられる。いずれの変数も新興国側でコントロールできない外生的なものである。

一方、国内要因はプル要因とも呼ばれ、投資家のリスク・リターン認識に影響を与える変数が要因として採用されている。具体的には国内の実質金利、実質実効為替相場、資本勘定の開放度、法律上の為替相場制度が挙げられる。実質金利が上昇すれば海外資本を引きつけ資本流入は増加すると予想される。実質実効為替相場の減価については資本移動への影響は状況によって異なりうる。資本勘定の開放度は資本流入の増加を招く可能性が高い。また、法律上の為替相場制度については実質的な固定為替相場が維持されている場合に資本流入を促進しうる。

次に、資本移動をどのように測定するかについては以下のような手法が採られている。第一に、資本移動はネットあるいはグロスのいずれかで捕捉する。資本流入が景気過熱、為替相場の増価、信用ブームを引き起こすかを検証する場合にネットの資本移動を用いることが適切である。一方、国際収支の中の金融収支は資産が国内投資家の動きを、負債が海外投資家の動きを表すため、とりわけ金融上のミスマッチや脆弱性を観測するためにグロスで負債の動きを捉える。

資本移動を形態別に観測することも頻繁に行われる。外国直接投資、証券投資、そして銀行の行動を表す「その他投資」について、どの形態の変動幅が大きいのかを観測することによって資本移動の特徴を検出することができる。また、急激な流出入を分析するために閾値を越えるデータに焦点を絞るというやり方もある。例えば、Reinhart and Reinhart (2008)はネットの資本移動の上位20%点を閾値に設定し、Cardarelli et al. (2009)はネットの資本移動についてトレンドから1標準偏差の乖離を閾値とした。

分析結果は研究によってまちまちである。Baek (2006)は1989年から2002年までのデータを用いてアジアとラテンアメリカへの証券投資を説明する要因を検証し、ラテンアメリカよりもアジアにおいてリスク選好といったグローバル要因が重要であることを発見した。アジア通貨危機のデータを含んでいることからアジアへはホットマネーの流入があったことを裏付けている。Forbes and Warnock (2012)は1980年から2009年を分析期間としてグロスの資本移動に影響を与える要因を検証した、その結果、資本流入と資本流出の急激な減少はグローバル要因、とりわけグローバルなリスクから説明でき、国内要因はあまり重要ではないと結論づけた。

一方、国内要因の重要性を指摘する研究もある。De Vita and Kyaw (2008)は1976年から2001年の期間において新興国へのFDIと証券投資の流出入は国内の生産性の影響が大きいことを見いだした。また、グローバル要因と国内要因の両方の説明力を認める研究もある。Ghosh et al. (2014)は56カ国の新興国について分析期間を1980年から2011年として検証を行い、新興国への資本流入のタイミングを決めるのは米国金利、グローバルなリスク回避度といったグローバル要因であり、流入の規模を決めるのは対外調達必要性、資本収支の開放度、為替相場制度といった国内要因だったと確認した。

状況に応じて有力な説明要因が異なりうることを指摘する研究もある。Fratzscher (2012)は世界金融危機時にグローバル要因が資本移動の牽引役であったが、つづく2009年と2010年は国内要因が主要な要因であったとし、危機時と平時で主要な要因が入れ替わることを観測した。また、IMF (2014)は新興国からの資本流出に焦点を絞り、テーパリング発言に続く資本移動を分析した。米国の金融政策というグローバル要因によって多くの新興国が資産価格の下落と資本流出に見舞われたが、その後は新興国の国内的特徴によって資本移動に大きな違いが現れたことを発見した²。

² 国内におけるアジアのマネーフロー研究として、アジア経

済の金融面の脆弱性を分析した小川編 (2015) がある。域内

翻って本研究は資本流出のパターンについて経時的な変化を分析する。先行研究は分析期間のデータをプールして統計解析するため、時間の経過に伴う変化を追跡することができない。これではアジア地域が取り組んできた資本流出への耐性を高めるための取り組みが功を奏しているかは評価できない。そのため、本研究は外的なショックが発生した際に対外負債がどの程度の反応を見せたかをイベント間で比較することによって、資本流出の特徴が変化しているかを検証する。なお、本研究は新興国における資本移動を一般的に説明する要因を特定するものではない。急激な資本流出という特異な状況に分析対象を絞っていることから閾値に注目する分析に近い研究として位置づけられる。

4. アジア通貨危機後の構造変化

分析に入る準備として資本流出に影響すると考えられる要因の変化をここで確認しておく。アジア通貨危機を契機として危機に見舞われた国々のマクロ経済、とりわけ金融構造は大きく変化した。1990年からの30年間のISバランスを

いたものをISバランスとして5年おきに推移を追いかけたのが表2である。

アジア通貨危機以前の1990年と1995年は粗資本形成が粗国内貯蓄を上回っており、4カ国ともに高い貯蓄率と高い投資率が経済成長を牽引したことが分かる。国内貯蓄の不足分は海外からの資本流入によって調達した訳だが、通貨危機以前は海外資金に対する需要があった。通貨危機を境としてインドネシア以外の国ではISバランスはプラス基調が定着した。基調の転換は通貨危機の影響によって投資率が大きく落ち込んだために発生した。

2000年代に入ってからからの推移を観察すると、4カ国とも貯蓄率は30%を超える高い水準が続いている。フィリピンにおける貯蓄率の上昇は顕著であり、インドネシアにおいても貯蓄率は上昇した。投資率についてはタイにおける低下が顕著である。危機前に40%を超えていた投資率が2010年以降は20%台で推移している。インドネシアでは危機後に投資率が20%台へ落ち込んだが、2010年代には数値が上昇したためISバランスはわずかに不足を記録している。フィリピンにおい

表2. ISバランスの推移

(単位: %、GDP比)

国名	項目	1990	1995	2000	2005	2010	2015	2020
タイ	粗国内貯蓄	33.0	35.8	30.8	28.2	29.6	28.0	27.8
	粗資本形成	41.4	42.9	22.3	30.4	25.4	22.4	23.9
	ISバランス	△ 8.3	△ 7.1	8.5	△ 2.2	4.3	5.7	3.9
インドネシア	粗国内貯蓄	22.5	28.1	26.3	24.3	32.7	30.1	29.6
	粗資本形成	32.7	30.4	22.2	25.1	32.9	34.1	32.4
	ISバランス	△ 10.3	△ 2.3	4.0	△ 0.7	△ 0.2	△ 3.9	△ 2.8
フィリピン	粗国内貯蓄	18.6	18.9	33.4	37.8	39.8	35.6	24.9
	粗資本形成	24.2	22.5	15.7	18.6	20.4	21.3	17.4
	ISバランス	△ 5.5	△ 3.6	17.7	19.2	19.3	14.3	7.5
韓国	粗国内貯蓄	39.0	37.7	33.9	33.8	35.0	36.3	36.0
	粗資本形成	39.6	38.9	32.9	32.5	32.6	29.5	31.6
	ISバランス	△ 0.5	△ 1.3	1.0	1.3	2.5	6.8	4.4

(出所) World Development Indicators, 世界銀行より作成

追跡すると海外からの資金調達の必要性がそもそも小さくなったことが分かる。世界銀行のデータを使用し、粗国内貯蓄から粗資本形成を差し引

金融市場が十分に整備されていないために高い経済成長により生み出される豊富な貯蓄が欧米市場を経由して域内の投資へ還流する構造になっていること、この構造はグローバルマネーの変化によって為替相場、金利、株価が大きく変動しやすい脆弱性を依然として抱えていることを問題視し

て資本形成が停滞しており4カ国の中では最も大きな貯蓄余剰を示している。

このようにインドネシアを除けばアジア諸国は国宗編(2013)は2008年に発生した世界金融危機がアジア諸国にいかに関与したかを分析した。貿易、為替相場、銀行部門への影響をアジア地域のレベルと個別国レベルで測定し、経済実態と政策対応を把握した上で途上国が取り組むべき政策課題を明らかにした。

内投資を国内貯蓄でまかなえる状況にある。インドネシアにしても IS バランスのマイナス幅は 1990 年のように大きなものではない。そのため、経済成長に必要な資金を短期かつ不安定な海外資本に依存しなくてもよい状況にある。これはアジアからの資本流出を考える上でまず押さえるべき点である。

それでは対外調達必要性が低くなってから東アジア諸国では資本流入はどのように変化したのだろうか。海外資金の動向を観測するために金融収支の負債面を確認する。観測に際しては便宜的に 5 年ごとに期間を区分し、各期間における 5 年分の数値を足し合わせて資本流入の推移を見ることにする。表 3 から四半世紀の動向を追いかけると資本流入において中心となる形態は FDI と証券投資へ変化したことが分かる。通貨危機以前は短期の銀行借入が主要な資金流入の形態であった。経済成長に必要であった長期資金ではなく逃げ足の速い短期的資本が流入したことによって運用と調達の間が生じた期間のミスマッチが問題

表 3. 金融収支の推移

		1995-1999	2000-2004	2005-2009	2010-2014	2015-2019
タイ	FDI	21,716	22,867	40,740	51,031	41,499
	証券投資	12,634	934	22,160	15,980	△ 6,724
	その他投資	△ 4,031	△ 37,280	7,011	46,507	12,458
インドネシア	FDI	13,111	△ 6,084	34,375	105,460	89,090
	証券投資	2,803	5,375	34,897	71,710	94,075
	その他投資	687	△ 13,752	△ 5,254	26,560	14,512
フィリピン	FDI	8,333	5,100	10,695	15,770	41,456
	証券投資	11,938	3,294	7,333	13,988	5,753
	その他投資	13,761	△ 4,724	△ 3,183	10,604	5,503
韓国	FDI	25,286	43,811	51,841	50,807	56,870
	証券投資	58,125	71,367	75,264	121,096	46,122
	その他投資	39,931	△ 29,280	79,487	△ 5,830	6,166

(出所) Balance of Payments Statistics, IMF より作成

視されたのだった。

2000 年代半ば以降、4 カ国とも安定的な資本流入形態と認識される FDI が増加している。リーマンショックを契機とする世界金融危機以降についても FDI の流入は順調であり、金融ショックへの耐性に貢献すると期待される。FDI についてはアジア域内における相互投資のネットワークが形成されている点も注目値する。IMF の Coordinated Direct Investment Survey から 4 カ国の FDI がどれだけ ASEAN や東アジアに向かっていくかが確認できる。2018 年時点において ASEAN 向け FDI 残高が FDI 総額に占める比率は、タイが 31%、インドネシアが 42%、フィリピンが 26%、韓国が 29% である。東アジア向け FDI については、

タイが 22%、インドネシアが 24%、韓国が 19%、フィリピンが 19% である。4 カ国とも海外から資本を受け入れるだけでなく対外投資に動いており、アジア域内の FDI リンケージが 4 カ国への FDI の流入を後押ししており、このことも金融ショックへの耐性を高める要因だと評価できる。

一方、証券投資を見ると金額が着実に増加しているものの 2015-2019 年の期間に流入額が減少、あるいは流出に転じていることが気になる。年ごとの数字を確認すると 2015 年から 2016 年にかけて大規模な資本流出が起きている。この原因は 2015 年夏のチャイナ・ショックによる金融市場の混乱にあり、証券投資が金融ショックに対して不安定な動きを見せることが分かる。証券投資についても域内における投資のリンケージが形成されているが FDI ほどではない。IMF の Coordinated Portfolio Investment Survey を用いて 4 カ国から ASEAN と東アジアに向かう証券投資が証券投資全体に占める比率を見よう。2018 年における ASEAN 向け証券投資残高の比率は、タイが 15%、インドネシアが 5%、

フィリピンが 19%、韓国が 2% であった。東アジア向けについては、タイが 22%、インドネシアが 9%、フィリピンが 11%、韓国が 10% であった³。

証券投資については ASEAN や東アジアが投資先の上位というわけではない。ルクセンブルク、アイルランドといった租税回避地が投資先として目立つ。また、国際金融都市である香港やシンガポールへの投資額も上位に来る。4 カ国いずれにおいても米国が投資先の上位に入っている。このように金融市場としての厚みを持つ国々へ投資が向かっている。ただし、中国（大陸）への証券投資についてはその背景には FDI において確認したような実物経済のつながりが強いことが大きいと推察される。

このように証券投資は域外への資金流出も大きく、域内における相互投資が主要部分とは言えない。域内に対する投資額が増加しているものの域内の貯蓄は先進国や租税回避地にも向かっている比率は高い。このため金融ショックへの耐性に対する寄与は FDI ほど大きくはないと考えられる。

このように証券投資は域外への資金流出も大きく、域内における相互投資が主要部分とは言えない。域内に対する投資額が増加しているものの域内の貯蓄は先進国や租税回避地にも向かっている比率は高い。このため金融ショックへの耐性に対する寄与は FDI ほど大きくはないと考えられる。

³ ここで東アジアは中国（大陸）、中国（香港）、日本、韓国

とした。

5. 3つの金融ショックの概観

前節における観察から4カ国における資金流入構造はFDIが牽引することによって通貨危機以前より安定性が高まっていると予想できる。ただし、本研究

表4 金融ショックの大きさ

国名	指標	世界金融危機		チャイナショック		コロナショック	
タイ	為替減価	△5%	2009年3月	△5%	2015年9月	△7%	2020年4月
	FSI	5.0	2008年11月	0.7	2015年9月	2.6	2020年4月
インドネシア	為替減価	△23%	2009年3月	△7%	2015年9月	△13%	2020年4月
	FSI	5.2	2008年11月	0.5	2015年9月	1.3	2020年4月
フィリピン	為替減価	△16%	2008年11月	△3%	2015年9月	0%	2020年3月
	FSI	5.9	2008年11月	-0.5	2015年9月	1.2	2020年5月
韓国	為替減価	△28%	2009年3月	△3%	2015年9月	△5%	2020年4月
	FSI	8.8	2008年11月	1.0	2015年8月	1.6	2020年4月

(出所) International Financial Statistics, IMF と Asia Regional Integration Center より作成

は外的な金融ショックという危機時における資本流出の耐性を分析することからも資本流出の特徴がどう変化したかを観測したい。21世紀になって以降も金融ショックが度々発生しているが、ここでは世界金融危機、チャイナ・ショック、コロナ・ショックという3つの金融ショックのエピソードを分析に用いる。まず、以下で3つのショックを概観する。

概観するに際して4カ国が受けた影響を2つの指標から確認する。1つは資本流出との関係が強い為替相場の変化によって測定する。危機直前の対ドル相場の基準として最大でどの程度まで減価したかによって危機の影響を評価する。もう1つは Asia Regional Integration Center が公表する金融ストレス指標 (Financial Stress Index, FSI) である。FSIは貸出市場、株式市場、債券市場、外国為替市場という4つの市場における金融ストレスの程度を測定する合成指数である。FSIは金融ストレスが高いと数値が高くなる。ショック時の最大FSIによって影響の大きさを測定する⁴。

日本ではリーマンショックと呼ばれることの多い世界金融危機は2008年9月に米国の大手投資銀行であるリーマンブラザーズが破綻したことにより世界の金融市場に決定的な打撃を与えた。資金繰りに窮し

た金融機関が株式や債券を投げ売りしたため欧米の金融システムは機能不全に陥り世界的な株価下落に見舞われた。S&P500は世界金融危機前の高値である1565.15を付けたのが2007年10月9日であるが、危機による底値は2009年3月9日の676.53であり下落

率は57%に及んだ。この下落はITバブル崩壊時の下落率49%を上回った。サブプライムローンの証券化商品を大量に保有していた欧州銀行は市場性資金に資金調達を依存していたため流動性の枯渇によって軒並み苦境に陥った。

表4から世界金融危機のアジア諸国への影響を確認できる。為替相場の減価について危機直前の2008年8月の対ドルレートを基準にしてその後の変化を追跡した。

フィリピンは2008年11月、その他の3カ国については減価の底は2009年3月であり、米国において株価が底値を記録した時期と同じである。韓国、インドネシア、フィリピンは危機直後から為替相場が急落した。底では韓国ウォンは28%、インドネシア・ルピアは23%、フィリピンは16%も減価したものの、その後は緩やかに通貨は増価した。タイは大きな減価を経験しなかった。危機直後でもタイ・パーツの反応は小さく、底でも5%の減価にとどまった。

一方、FSIから金融ストレスが最も高まったのは全ての国で2008年11月であったことが分かる。フィリピンを除くと為替相場の減価よりも早い時期にFSIは上昇している。これはFSIが金融ショックの影響を速やかに反映する株式市場や債券市場の動向を含んでいるためと推察される⁵。

第二の金融ショックはチャイナ・ショックである。2015年8月にチャイナ・ショックと呼ばれる世界同時株安が発生し、その影響は9月になっても残った。実は、上海総合指数は6月に年初来高値をつけた後、急ピッチでの上昇に対する警戒から下落傾向が続く不安定な状況にあった。中国の輸出入の減少や製造業購買担当者景気指数の下振れといったニュースが8月

Mercado Jr. (2014)を参照されたい。

⁵ FSIの数値を評価するため2004年1月から2020年3月までについてFSIの中央値を算出したところ、タイがマイナス1、インドネシアがマイナス0.8、フィリピンがマイナス1.2、韓国がマイナス1.1であった。

⁴ FSIは<https://aric.adb.org/database/fsi>から入手できる。FSIを構成するデータは、銀行部門の株式ベータ、株式市場のリターンとボラティリティ、為替市場プレッシャー指数である。為替市場プレッシャー指数は対ドル相場の減価と外貨準備の減少から算出する。FSIの算出の詳細は Park and

に入り報じられたところで人民元が切り下げられた。この切り下げが輸出拡大を目的とするものと受け止められ、中国経済の先行きに対する懸念から株価が急落したのだった。

2015年7月を基準として為替相場の減価を測定すると底はいずれの国も2015年9月であり、減価幅はインドネシアは7%、タイが5%、フィリピンが3%、韓国が3%であった。世界金融危機時と比べると下落幅はインドネシア、フィリピン、韓国において大きく縮小した。一方、FSIも世界金融危機と比べると低下しており、世界金融危機がアジア諸国の金融市場に与えた影響がいかに大きかったかがうかがえる。

第三の金融ショックはコロナ・ショックである。2020年2月から3月にかけて世界の株式市場において株価が暴落した。中国における新型コロナ・ウイルスの大流行をよそ目に2月12日には米国のダウ平均株価は終値で当時の史上最高値である29,551.42ドルを記録した。しかし、2月下旬に新型コロナ・ウイルス感染者数が欧州で増加したことにより、2月初旬までであった楽観ムードが一転し世界的な株安が進行した。2月28

日にはダウ平均株価は週間で12%以上も下落し、これは2008年の世界金融危機以来の大きな下落率であった。3月に入ると10%を超える暴落が複数回発生し、月間では3,492ドルの

下落、1~3月期では6,621ドルの下落を記録し、ともに過去最大の下げ幅となった。

アジア諸国への影響を表4から確認しよう。まず、為替相場の減価幅が最大であったのはインドネシアの13%である。タイは7%、韓国は5%の減価を4月に記録したが、その後は通貨は少しであるが上昇している。フィリピンについてはコロナ・ショックの影響はほとんど見られなかった。次に、FSIから観測できる金融ストレスは4カ国ともチャイナ・ショックより少しだけ高いという程度であった。

ここまで資本流出の影響を評価するために用いる3

つの金融ショックについて概観した。これらの金融ショックに対して資本流出がどのような反応を見せたのかを次節において検証する。

6. 資本流出の分析

6.1 分析方法と結果

世界金融危機、チャイナ・ショック、コロナ・ショックという3つのショックに対してどの程度の資本流出が発生したのかを検証する。分析する資本移動の形態は四半期ごとの証券投資と「その他投資」の2つとし、数値を対GDP比へ変換して最大の資本流出を3つのショックについて比較する。データは金融収支の負債面から取得して対外調達のショックへの反応を測定することによって、資本流出の特徴に変化が見られるのかという課題に答える。

なお、ショックが大きければ流出規模も大きくなると考えられるため3つのショックの間で単純に比較することには問題がある。そこでショックの大きさを客観的に示すことで問題に対応する。先行研究におい

表5 資本流出の規模

	コロナ・ショック		チャイナ・ショック		世界金融危機	
	VIX	2020年3月	28.03	2015年8月	79.13	2008年10月
証券投資(対GDP)						
タイ	5.55%	2020Q1	4.19%	2015Q3	3.52%	2008Q4
インドネシア	2.21%	2020Q1	0.69%	2015Q3	3.13%	2008Q4
フィリピン	1.42%	2020Q1	2.05%	2015Q3	1.72%	2008Q4
韓国	0.67%	2020Q1	3.11%	2015Q3	6.80%	2008Q4
その他投資(対GDP)						
タイ	0.56%	2020Q3	3.60%	2015Q4	5.44%	2009Q1
インドネシア	0.89%	2020Q2	1.10%	2016Q1	1.33%	2009Q2
フィリピン	0.75%	2020Q1	0%	2015Q4	4.46%	2009Q2
韓国	1.99%	2020Q3	2.69%	2015Q4	17.50%	2008Q4

(出所) International Financial Statistics と Balance of Payments Statistics, IMF から作成

て対外ショックを計測する際に多用されている米国株式市場のVIX指数からショックの大きさを示す。比較の際にはVIX指数から各ショックの大きさの違いをまず確認してから、流出規模の違いを評価する。

表5に計測結果をまとめた。まず、VIX指数は各ショックの際に観測された最大値、そして右隣に観測された年月を記載している。同様に資本流出の規模も各ショックの際の最大値と観測された四半期が表5から分かる。VIX指数によって測定したショックの規模を確認すると、コロナ・ショックの規模は世界金融危機には及ばず、世界金融危機がもたらした株式市場の不安定性が未曾有の水準に達していたと分かる。ただ

し、ショックの継続性という点では、世界金融危機による株価下落が底を打つまでに半年余りを要したのに対し、コロナ・ショックでは株価はすぐに回復へ転じた点が異なる。

証券投資について確認すると、タイにおいてコロナ・ショック時の資本流出が世界金融危機時を上回っており、流出規模が縮小する気配は見られない。インドネシア、フィリピンについては、世界金融危機時と比較すればコロナ・ショック時の資本流出の規模は小さくなりはしたが、その減少は顕著なものではない。これら3カ国については金融ショック時の資本流出の耐性が高まったという証拠は見出せない。一方、韓国においてはコロナ・ショック時の資本流出は世界金融危機時から大きく減少した。世界金融危機の際の資本流出規模が他国に比べて大きかったために減少幅が大きいということを考慮しても、コロナ・ショック時の流出規模は他国と比べても小さいことから、韓国にはショック時の資本流出に顕著な減少が認められると判定してよい。

「その他投資」について見ると、タイ、インドネシア、韓国については世界金融危機時と比べるとコロナ・ショック時の流出規模が大きく減少した。インドネシアにおいては世界金融危機時の流出規模が控えめであったことから減少幅は小さくなるものの、コロナ・ショック時に至るまで流出規模は縮小が続いた。こうしたデータから「その他投資」については金融ショックからの影響が弱くなっていると評価できよう。

次に、証券投資と「その他投資」とで比較してみよう。世界金融危機時には、流出規模について証券投資を「その他投資」が上回った国はインドネシアを除く3カ国であった。一方、コロナ・ショックの際には、「その他投資」を証券投資が上回った国は韓国を除く3カ国であった。こうした比較からも、「その他投資」についてはショック時の資本流出は落ち着いてきており、顕著な改善が認められない証券投資に注視する必要があると分かる。

最後に、表1と表5を用いて直近の3つのショックとアジア通貨危機とを比べておこう。3つのショックに対する資本流出はアジア通貨危機のような大規模かつ継続的なものではない。証券投資について、タイではアジア通貨危機の際には大規模な流出は観測されなかったことは3つのショックの際とは大きく異なる。韓国においてもアジア通貨危機ではそれほど大きな資本流出は経験しなかった。世界金融危機時の流出はアジア通貨危機時よりはるかに大規模だったが直近の危機では相対的に落ち着いた様相を示している。一方、インドネシア、フィリピンでは3つのショック

ではアジア通貨危機時と比べると流出規模ははるかに小さい。

「その他投資」を見ると、タイではGDP比で約20%、インドネシアではGDP比で約10%の資本流出に見舞われた。アジア通貨危機のすさまじさを再認識させるデータである。3つのショックの際にはこのような大規模な流出は発生することはなかった。短期借入への過剰な依存が通貨危機を深刻化させたという教訓が活かされたと解釈できよう。しかし、それでも外的な金融ショックによって金融市場が不安定化し(表4)、資本流出に依然として見舞われるというのがアジア諸国の現実である。

6.2 議論

外的な金融ショックに起因する資本流出は依然として発生しているため、ショックに対する脆弱性はどこまで改善しているかを確認したい。まず、財政収支の推移から観測したい。財政収支が構造的な赤字であれば政府部門のISバランスは貯蓄不足となり他の部門からファイナンスする必要に迫られる。国内の民間部門から貯蓄不足を埋め合わせできない場合は海外部門から調達することになる。継続的な財政赤字は対外負債を増加させ、その対外債務が短期調達に偏っている場合はショックに脆弱な金融構造が形成されていると評価される。そのため、財政収支は脆弱性をチェックする項目の1つと考えられている。

IMFのWorld Economic Outlookデータベースを用いて1995年から2019年までの財政収支のGDP比についてその推移を見る。韓国は財政収支の黒字が継続しており、アジア通貨危機以前においても2%台の財政黒字を計上していた。タイはアジア通貨危機後に銀行救済等のため大幅な財政赤字に陥った時期があったものの、小幅な財政赤字と財政黒字を繰り返しており、財政収支はほぼ均衡状態で推移している。フィリピンについても財政赤字と財政黒字の時期が交互に現れ、構造的な財政赤字は見受けられない。インドネシアは上述の国々とは異なり2012年から財政赤字が継続しており、その赤字幅は2%余りとなっている。

第二の確認項目として経常収支の推移を見る。経常収支についてもIMFのWorld Economic Outlookデータベースによって1995年から2019年までの動向を確認する。韓国はアジア通貨危機以降は経常収支黒字が続いており、ここ7年は5%ほどの黒字幅となっている。タイについては2014年から経常収支が黒字で推移しており、黒字幅は5%から10%といった大きさにおよんでいる。フィリピンでは2000年代から経常収支黒字が継続していたが、2010年代後半はわずかなが

ら赤字が続いている。一方、インドネシアは 2012 年から経常収支の赤字が継続し、赤字幅は 2~3%ほどで推移している。このようにインドネシアだけは海外資本によって経常収支赤字をファイナンスしなくてはならない状態にあることが分かる。

第三の確認項目としてアジア通貨危機で明るみに出た対外借入の脆弱性はどうか変化したかを見たい。判定基準の 1 つとしてよく利用されるのが短期対外債務の外貨準備に対する比率であり、この比率では 100%が警戒水準だとされている。世界銀行の World Development Indicators、そして韓国については韓国銀行のデータから脆弱性をチェックする。韓国は 1997 年に 275%という警戒水準を大きく超える数値であったが、その後は徐々に低下していき近年は 20%弱の水準になった。タイも 1997 年の数値は 140%と資本流出に対して脆弱な状態であったが、外貨準備の積み上げもあり近年の数値は 30%ほどに低下し

た。インドネシアについても同様の傾向が確認できる。1997 年に 187%であった数値は 40%弱の水準になり、警戒水準である 100%を大きく回っている。フィリピンでも 1997 年に 134%と短期対外債務の水準は高かったが、近年では 20%ほどの数値に落ち着いている。このように通貨危機から四半世紀ほどを経過した現在では対外借入の脆弱性は改善された⁶。

依然として観察される資本流出の要因は何だろうか。世界金融危機以降に大きな変化が観察できるのは証券投資の流入増大である。海外から流入した証券投資の規模を投資残高の GDP 比によって確認しよう。なお、投資残高は IMF の Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS) からデータを取得した。世界金融危機の前年の 2007 年から 2019 年末までの変化を追跡すると、インドネシアでは 10.8%から 26.8%へ、タイでは 17.3%から 30.3%へ、韓国は 35.5%から 45.1%へと大きく増加した。投資残高が大きくなれば金融ショックによって引き起こされる資本流出の規模が

大きくなることは十分に考えられる。ただし、フィリピンについては証券投資の流入残高は 2007 年の 25.7%から 2019 年には 19.7%へと減少しており、残高以外の要因も考慮する必要があることが分かる。

そこで、増加する証券投資の中身、とりわけ東アジア諸国へどこから証券投資が流入しているかを詳しく検討したい。IMF の CPIS を用いて資本流入の地域別内訳を確認できる。このデータベースは各国の投資残高を資産と負債に区分して半年ごとに公表している。2019 年末における 4 カ国の証券投資の受入残高について上位 5 カ国をまとめたのが表 6 である。

表 6 証券投資受入の内訳

タイ		インドネシア		韓国		フィリピン	
国名	比率	国名	比率	国名	比率	国名	比率
米国	34%	米国	30%	米国	38%	米国	37%
英国	11%	ルクセンブルグ	14%	シンガポール	10%	オーストラリア	9%
ルクセンブルグ	10%	シンガポール	11%	ルクセンブルグ	7%	ルクセンブルグ	8%
シンガポール	7%	アイルランド	6%	英国	6%	日本	7%
アイルランド	6%	日本	5%	香港	4%	英国	6%

(出所) Coordinated Portfolio Investment Survey, IMF より作成

いずれの国においても投資国の筆頭は米国であり、その比率は 3 割から 4 割を占めて 2 位以下を大きく引き離している。さらに、米国からの証券投資の伸びは全体の伸びを上回っている。世界金融危機前の 2007 年から 2019 年にかけてタイでは全体の伸びが 159%であるのに対し、米国からの寄与度は 55%であった。インドネシアについては全体の伸びが 301%に対し米国の寄与度は 91%、韓国については全体の伸びが 64%に対し米国の寄与度が 24%、フィリピンは全体の伸びが 76%に対し米国の寄与度が 29%を占めた。東アジア諸国への証券投資の増加を米国が牽引したことが分かる。本稿は資本流出に焦点を絞っているが、資本流入においても新興国は米国と初めとする先進国に翻弄されている。先進国からの緩和マネーの流入は新興国通貨への増価圧力となるが、輸出を経済成長のエンジンとする新興国は為替安定のため金融政策の緩和に動かざるを得ず、このことは物価上昇や資産価格の高騰をもたらすリスクがある。国内経済の安定のために金融政策を裁量的に用いることができないという

⁶ 対外借入については BIS の Consolidated banking statistics のデータからも対外借入の状況を確認した。このデータから海外銀行からの借入の GDP 比を算出できる。リーマンブラザーズが破綻する前の 2008 年 6 月末と 2019 年末とで比率を比較する。インドネシアについては 2008 年 6 月の 9.6%から 2019 年末の 10.5%へ、タイについては 7.6%から 9.6%へと両国ともに微増であった。フィリピンにおいては 13%

から 9.5%へと減少を確認できる。韓国については 2008 年 6 月の 22.9% から 2019 年末の 11.0%へ半減した。韓国は世界金融危機の前後で急激な資本流入と資本流出を経験したこともあり、対外借入が半減した状態が続いている。このため対外債務が資本移動の不安定性を高める要因とは考えられない。

意味で新興国は先進国に従属するという金融グローバル化の弊害にも直面している

証券投資の形態について 2019 年末時点の内訳を見ると、株式が占める比率はタイで 73%、インドネシアで 42%、韓国が 74%、フィリピンで 58%であった。世界金融危機前の 2007 年に株式の比率はインドネシアで 67%、タイが 91%であるから 10 年余りの間に比率を大きく低下させたことになる。一方、韓国では 2007 年の株式の比率は 72%、フィリピンが 47%であるので目立った変化があったわけではない。いずれにしても全ての国において米国からの株式投資額が最大であることに変わりはない。債券については株式と異なる特徴が見られる。2007 年と 2019 年の両時点において、インドネシアではシンガポールが、韓国では香港とシンガポールが債券投資額の上位 5 カ国に入っており、アジア諸国への債券投資の中継地として重要であることが分かる。

米国以外の投資国の顔ぶれとして目を引くのはルクセンブルク、アイルランドといった租税回避地である。国際金融都市である香港やシンガポールからの資金流入も上位に入っている。また、米国と同様に国際資本移動の中継拠点である英国の名前も見受けられる。このように世界中から投資資金を受け入れている国から東アジア諸国に証券投資が流入しており、アジア域内において資金が循環するといった構造は未だに形成されてはいない。

7. むすび

ここまでの議論を要約しよう。アジア通貨危機から四半世紀近くが経過し、複数の外的な金融ショックがアジア諸国を見舞ったが当時のような継続的な資本流出は再発していない。しかし、直近の 3 つの金融ショックに対する資本流出を観測すると証券投資について流出の規模が縮小したという確固たる証拠は見当たらなかった。四半世紀の間にアジア諸国の資本流出に対する脆弱性は大幅に改善されたものの外的な金融ショックの影響を遮断することはできないことが改めて明らかになった⁷。

金融ショックが資本流出を引き起こすのは金融グローバル化の進展に起因する。通貨危機後にアジア諸国は着実な経済成長を続けて経済規模が拡大したが、それ以上に資本流入の規模は拡大して金融グローバル化が進んだ。国内における脆弱性を克服す

るだけでなく、アジア地域では FDI の域内リンケージの形成、現地通貨建て債券市場の深化といった域内の金融安定化に向けて取り組んできた⁸。しかし、証券投資形態によって資本流入の規模が拡大する状況において東アジア諸国はグローバルな金融市場の変動に翻弄される状況が続いている。

この四半世紀の間に新興国の資本移動に対する認識は大きく揺れ動いた。資本移動の自由化に対する信奉が最高潮を迎えたのは 1997 年のことであった。IMF 暫定委員会は 1997 年に資本取引の自由化の促進を IMF の目的とするよう IMF 協定の改定を IMF 理事会へ要請した。ところがアジア通貨危機の発生によって IMF 協定の改定は頓挫し、資本移動についてのレッセフェールを目指す動きは 1998 年 10 月の IMF 暫定委員会において事実上、撤回された。ただし、その後も新興国が資本移動に対して政策介入することをタブーとする考え方は残存した。急激な資本の流出入に見舞われても資本移動の自由は維持して為替相場の調整によって対処することが望ましいという認識は払拭されなかった。

その後、世界金融危機の発生によって資本規制に対する認識に変化が見られ始めた。金融市場がリスクの価格付けを誤りうることについて理解が深まったためである。認識の変化を示す見解としては、2011 年の G20 カンヌサミット (The Group of 20's Coherent Conclusion for the Management of Capital Flows) における「資本フローの管理はショックから経済を守るための広範なアプローチの一部をなす」という意見が有名である。IMF (2012) も同様の立場を表明したことで大きな議論を呼んだ⁹。

資本移動に翻弄される新興国の立場に対する理解は深まりつつあるものの、資本移動の安定性を高めるよう短期資本移動自体を抑制する国際的な議論は盛り上がっていない。過剰ドルに翻弄されないような防衛策を講じていくことを新興国は継続するしかない。ただし、新興国による資本移動に対する政策介入は国際金融システムの安定性を考察するためには不可欠の論点であるが、政策介入を巡っては意見の対立がまだあるため更なる分析が求められる。

資本移動そのものについての研究はもちろんのこと、急激な資本流入を抑止する、あるいは流入資本の期間構成をより長期的なものにするための為替介入、マクロプルーデンス政策、さらには資本規制が今後の分析対象として挙げられる。新興国の政策担

⁷ インドネシアについては国内要因の脆弱性がまだ見られるため、金融ショックによって大幅に通貨が下落する傾向が続いている。

⁸ 地域協力の進展については赤羽 (2019) が参考になる。

⁹ 資本規制に対する認識の変化については荒巻 (2018) の第 6 章が詳しい。

当者が資本移動に対して実際にどう対処しているのか、政策介入に効果があるのかといった論点について研究を進めていく必要がある。

謝辞

本研究はJSPS 科研費 JP20K01741 (基盤研究(c)、「アジアにおける国際資本移動の構造変化と安定性」、2020年度～2022年度)の助成を受けたものです。

(2022.01.24 投稿、2022.05.20 受理)

(参考文献)

- Alesina, A., Grilli, V., and Milesi-Ferretti, G. M. 1993. The Political Economy of Capital Controls, NBER Working Paper No. 4353
- Baek, In-Mee. 2006. “Portfolio Investment Flows to Asia and Latin America: Pull, Push or Market Sentiment?” *Journal of Asian Economics* 17 (2), 363-373.
- Cardarelli, R., Elekdag, S., and Kose, A. 2009. “Capital Inflows: Macroeconomic Implications and Policy Responses,” IMF Working Paper WP/09/40
- Chinn, M. D., and Ito, H. 2006. “What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions.” *Journal of Development Economics*, 81(1), 163-192
- De Vita, Glauco, and Khine S. Kyaw. 2008. “Determinants of Capital Flows to Developing Countries: a Structural VAR Analysis.” *Journal of Economic Studies* 35 (4), 304-322.
- Forbes, K. J., and F. E. Warnock, 2012. “Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight, and Retrenchment,” *Journal of International Economics*, 88 (2), pp. 235-51.
- Fratzscher, M. 2012. “Capital Flows, Push versus Pull Factors and the Global Financial Crisis,” *Journal of International Economics*, 88 (2), pp. 341-56.
- Ghosh, A. R., M. S. Qureshi, J. Kim, and J. Zalduendo, 2014, “Surges,” *Journal of International Economics*, 92 (2), 266-85.
- Ghosh, A. R., J. D. Ostry, and M. H. Qureshi, 2017, *Taming the Tide of Capital Flows—A Policy Guide*, MIT Press
- Hannan, S. A., 2018. “Revisiting the Determinants of Capital Flows to Emerging Markets – A Survey of the Evolving Literature”, IMF Working Paper, No. 18/214
- IMF, 2012. “The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View.” IMF Policy Papers
- IMF, 2014. “Emerging Market Volatility: Lessons from the Taper Tantrum,” IMF Staff Discussion Note
- Koepke, R. 2019. “What Drives Capital Flows to Emerging Markets? A Survey of the Empirical Literature.” *Journal of Economic Surveys*, 33 (2), 516-40
- Park, C-Y. and Mercado Jr., R.V. 2014. “Determinants of financial stress in emerging market economies,” *Journal of Banking & Finance*, 45, 199-224
- Reinhart, C. M., and Reinhart, V. R. 2008. “Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present.” NBER Working Paper No. 14321
- 赤羽裕 (2019) 「アジア地域通貨協力への展望」、小川英次編『グローバル化と基軸通貨』、東京大学出版会、第8章所収
- 荒巻健二 (2018) 『金融グローバル化のリスク』日本経済新聞出版社
- 小川英治・日本経済研究センター編 (2015) 『激流アジアマネー』日本経済新聞社出版
- 国宗浩三編 (2013) 『グローバル金融危機と途上国経済の政策対応』アジア経済研究所

ジャーナル・オブ・クレジット・セオリー
(Journal of Credit Theory)

2022 年 6 月 1 日 第 3 号 発行

発行・編集：信用理論研究学会
〒802-8577 北九州市小倉南区北方 4 丁目 2-1
北九州市立大学経済学部 前田 淳 研究室内

ISSN 2436-0414

Online in Japan