

アジアの産業成長と海外資金、金融危機 —マクロの観点とミクロの観点の不整合について—

神戸大学 三重野文晴

アジア金融協力の基調は、域内の高い貯蓄を踏まえて、資金供給の経路を、短期性の海外資金に依存するものから、域内の貯蓄によるより長期のものへシフトさせることにあった。当然のことながら、この取り組みは、90年代における銀行借入、ポートフォリオ投資といった海外資金の急激で過度な流入が、域内の経済に大きな攪乱をもたらしたという認識が基礎となっている。実際、90年代半ばに国際金融・マクロ経済面で生じた深刻な不均衡は今となってはあまりに明らかである。

しかし、金融危機を挟むより長期の視点から、アジアの経済成長を支えた肝心の設備投資の資金需要がどのように満たされてきたかに目を向けてみると、意外なことに、アジア地域の企業は外部金融への依存度が極めて低く、また通念とは異なって、危機の直前に、海外資金の流入に対応して企業の負債比率が急上昇したという事実は、韓国を除けば、はっきり見出されてはいない。たとえば、タイでは上場企業の負債比率および銀行借入・総資産比率はそれぞれ55%、23%程度であり、マレーシアではそれより遙かに低い水準に留まっている。そして、こうした外部金融への依存の低さは危機前の90年代初頭から現在までの間ほとんど変化していない。

報告では、マクロ面におけるこの地域の国際金融市場への依存と、ミクロ面におけるこのような外部金融への依存の低さというギャップをどのように理解すべきかについて論じる。タイ、マレーシアを中心に東南アジア諸国を事例として取り上げる。

ここで重要なポイントとなるのは、東南アジア諸国の経済発展が、先進工業国とアジアNIESからの直接投資による技術・資本の導入によって果たされてきたために、海外資金のフォーマルな受け皿となってきた国内の金融システムと、工業化を主導してきた製造業部門の間に資金チャンネルのリンケージが十分に確立されていないという事実である。

端的な例をあげれば、タイにおける非金融部門の主要企業約1200社のうち、証券市場に参加している上場（公開）企業の数はずか全体の22.5%に過ぎない。タイへの海外からのポートフォリオ投資は、近年急拡大しているが、それらはこれらの限られた階層の企業に向かっているに過ぎないことになる。一方で、企業数の77.5%を占める非上場企業のうちの約30%が、外資出資比率が過半を超える直接投資型の外資系企業である（うち15%程度が出資比率95%を超える外国企業の現地法人）。これらの企業は自己金融に資金調達を強く依存し、一部は親子ローンといったインフォーマルな海外資金の取引を活発に行っている。

このようなアジアにおける工業化の資金チャンネルの特殊性が、社債市場の育成や、商業銀行の金融仲介能力といった現在のアジアの金融システムの主要な問題、さらには持続する経常収支黒字、積み上がる外貨準備といった国際収支上の近年の構造とどのように関係しているのか、仮説的な提示を試みたい。