

金融のグローバル化とアジア経済の安定性：  
金融市場の統合と制度の複合的効果

メタデータ	言語: jpn 出版者: 公開日: 2012-10-24 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 遠山, 弘徳 メールアドレス: 所属:
URL	<a href="https://doi.org/10.14945/00006803">https://doi.org/10.14945/00006803</a>

# 金融のグローバル化とアジア経済の安定性

## — 金融市場の統合と制度の複合的効果 —

遠山弘徳

### 1 はじめに

Kose, Prasad, Rogoff and Wei (2009)において、金融のグローバル化が1980年代半ばから急速に進んだこと、また発展途上国の間では、とりわけ新興諸経済と呼ばれる経済グループにおいて際立っていることが確認されている。東アジア経済地域においても、金融のグローバル化が顕著な現象となるのは1980年代半ばからである。図-1のパネル(a)においては、東アジア経済地域の対外総資産（対GDP比）の平均値の推移が描かれている。同様に、パネル(b)においては対外総負債（対GDP比）が示されている。パネル(a) (b)から理解されるように、対外資産と負債（対GDP比）は1980年代半ばより上昇し始め、1997-8年のアジア通貨・金融危機の時期において一時的に低下するものの、その後、2000年代に入り、ふたたび上昇に転じている。

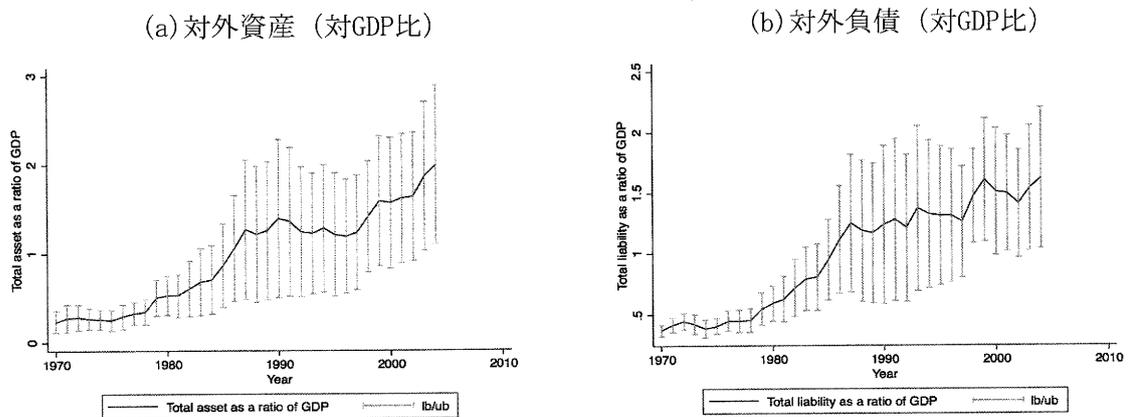


図-1 東アジアにおける対外資産・負債の推移

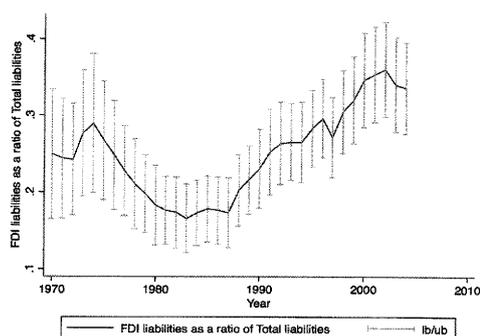
注. データはLane and Milesi-Ferretti (2006)によって作成された対外資産・負債ストックデータである。実線は、台湾、香港、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ、ベトナムおよび中国—10経済地域の平均値。垂直の棒線は信頼区間を示す。

対外資産・負債の量的な拡大は、とりわけ、台湾、香港、シンガポールおよび中国において際立っている。だが、趨勢的には、サンプル経済のいずれにおいても1980年代半ばから資産・負債の上昇が観察される<sup>1</sup>。こうした背景には、東アジア経済地域への先進国から

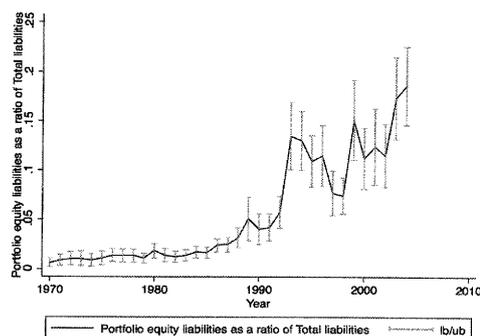
1. 東アジア経済地域以外の先進国と発展途上国における金融市場の自由化の現状についてはKose, Prasad, Rogoff and Wei (2009)が詳しい。

の直接投資(FDI)、くわえて機関投資家によって主導されたエクイティ・ファイナンスの増加がある。じっさい、負債全体に占めるFDIは1980年代中頃より急激に上昇し始め、2000年には30パーセントを超えている。他方、総負債に占めるポートフォリオ・エクイティは80年代には依然として低い水準にあったものの、1990年代に入り、急上昇し、2000年代初頭には負債全体に占める比率はおよそ20パーセントに達している(図-2(a)(b)参照)。対照的に、1970年代において高い水準にあった借入負債は1980年代中頃より低下に転じ、一貫して総負債に占める比率を低下させている。2000年代においては、負債全体に占める借入負債の比率はFDI、ポートフォリオ・エクイティに比べ依然として高水準にあるものの、50パーセントを切る水準にまで低下している(図-2(c))<sup>2</sup>。

(a) FDI負債/総負債



(b) ポートフォリオ・エクイティ負債/総負債



(c) 借入負債/総負債

2. 資本取引の自由化において、借入れ(debt finance) とくに銀行ローンが大きナリスク要因となることは知られている。アジア通貨・金融危機の時期、タイ等において観察されたように、発展途上国向けの短期の銀行貸出は不安定で、プロサイクルであった。

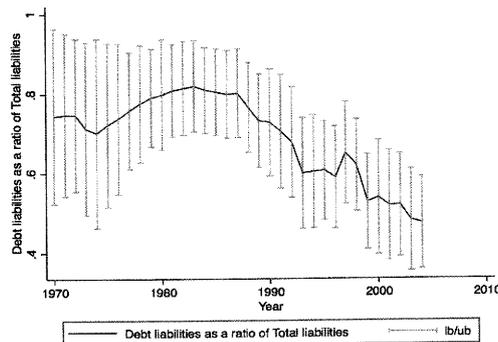


図-2 総負債の構成要素の推移

データの出所: Lane and Milesi-Ferretti (2006).

金融のグローバル化は、理論的には、効率的な、国際的な資本の配分を実現し、国際的なリスク・シェアリングを促進すると理解されている。こうした便益は発展途上国にとってとくに大きいと見られている。発展途上国においては、相対的に、資本が希少であり、労働が豊富である。したがって外国資本へのアクセスは発展途上国において投資を拡大し、成長を促進するのに役立つ<sup>3</sup>。また、発展途上国は、先進国に比べ、経済成長の変動が大きい。このため国際的なリスク・シェアリングから受け取る潜在的な利益は先進経済より大きくなると考えられている。

しかし、発展途上国や新興諸経済に関する実証分析はこうした理論予測と整合的な実証結果を見出していない<sup>4</sup>。より正確には、金融市場の統合・グローバル化が直接的に経済的便益や経済成長の安定性へといたるとい点については確たる結論は得られていない。

こうした理論と実証分析の不整合を検討した上で、Kose, Prasad and Taylor (2009) は金融統合と成長を結びつける間接的経路に注目し、金融統合が経済的便益をもたらす媒介的要因を追求している。同様に、Ko (2007) も間接的経路に注目し、アジア経済10カ国において情報通信技術の発達と金融的統合が産出高ボラティリティに与える複合的效果を検証している。そのさい金融市場の統合の進展度に応じて各国の異質性が考慮されている。また、Campello et al. (2009) はマイクロデータを利用し、金融的制約が企業行動（投資行動）に与える効果を検討しているが、そのさい金融と企業行動を結びつける媒介的要因として

3. Prasad, Rajan, and Subramanian (2006) は、こうした理論（down hill現象）とは反対に、資本が貧困国から富裕な国へと流れる現象（uphill現象）を指摘している。彼らによれば、発展途上国内部では、高い成長国は、より緩慢に成長する国に比べ、国外から受け取るネットの資本はより小さい。発展途上国は国外の貯蓄にさほど依存せずに、より速い成長を達成する。たとえば、貧困国・中国が資本を富裕国・アメリカに資本を輸出することが観察されてきた。急速に成長する途上国においては、利用しうるよりも多くの貯蓄（富裕国の消費にファイナンスされる）が生み出されることが観察されている。

4. 金融市場の統合、自由化と成長の関連に関する理論および実証研究については、Kose, Prasad, Rogoff, and Wei (2006) の展望論文が有益である。

企業の異質性（財務制約に応じた異質性）に焦点をあてている<sup>5</sup>。

こうした近年の研究において特徴的なことは、金融グローバル化と経済的成果の関連を考察するさい、その直接的な結びつきではなく、むしろ、間接的な経路、より正確に言えば、マクロ経済もしくは企業行動に与える金融のグローバル化と他の要因との複合的効果に対する注目である。本稿はこうした一連の研究を踏まえ、東アジア経済地域において、金融のグローバル化と経済成長の不安定性volatilityを結びつける間接的経路——とりわけ、制度——に焦点を当てる。だが、同時に、東アジア経済地域の制度的多様性を考慮し、異なった経済クラスターに固有の、金融グローバル化と経済成長の安定性の関連が見出されるかどうかを検討する。

以下、本稿は次のように構成される。最初に、アジアのサンプル経済における金融のグローバル化と成長の不安定性を概観し、両者の関連を検討する。次いで、サンプル経済の制度的特徴にもとづき、各国を類型化し、アジア経済における複数のクラスターの存在を示す。最後に、ノンパラメトリック回帰を用い、金融のグローバル化と金融深化が成長の安定性に与える複合的効果を検討する。

## 2 金融のグローバル化と成長の安定性

これまでの研究においては金融のグローバル化の尺度としては、法律上の (De Jure) 尺度と事実上の (De Facto) 尺度が利用されている。Lane and Milesi-Ferretti (2006) は、事実上の尺度として、対外資産と負債の合計にくわえ、株式と直接投資の合計を提案している (図1および2を参照)。他方、法律上の尺度としてはIMFの「為替制度と取引規制年報」(Annual Report on Exchange Arrangement and Exchange Restrictions)によって報告されている資本勘定と経常収支の規制情報にもとづいたChinn and Ito (2006) (2007) の指標がある。

しかし、こうした法律上の (de jure) 尺度の推移においては、事実上の尺度において確認された1980年代半ばからの金融市場の統合——資産・負債の上昇——は反映されない。そこで本稿では、金融のグローバル化と成長の安定性の関連を考察するさいには、金融グローバル化尺度として事実上の (De Facto) 尺度を採用する<sup>6</sup>。

### 2-1 東アジア経済の安定性・不安定性

理論的には、金融統合が産出高成長の安定性に与える効果は曖昧である。金融統合によ

---

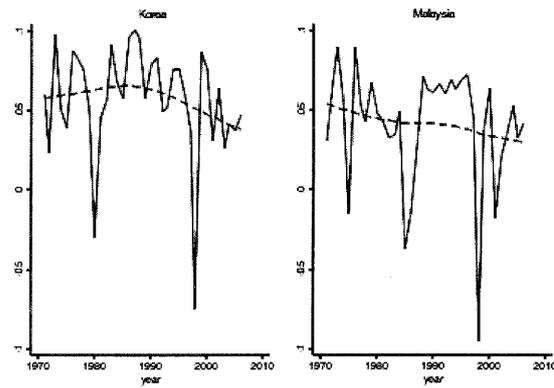
5. Seker (2009) の研究もまた企業の異質性に注目し、企業成長・イノベーションと市場の開放の関連を検討している。

6. だが、法律上の尺度 (De Jure) は各国の資本規制に関する国際比較可能な数量的な情報を得る上では有益なデータベースである。また、アジア各国の資本規制については大田 (2007), 56-58ページが詳しい。

って資本に乏しい国は生産ベースを多様化することができ、それによってマクロ経済的不安定性volatilityを引き下げることができるかもしれない。しかし、さらに経済が発展した場合、貿易と金融統合は産業特化を押し進め、産業に特殊なショックに対して経済はより脆弱となるかもしれない。こうした結果、高い産出高ボラティリティへと至る可能性もある。また、金融統合が借入負債に強く依存する場合、金融統合はそうした経済を、世界の利子率ショックにさらすことになり、したがってより高い産出高ボラティリティを生み出すかもしれない。金融統合と消費ボラティリティの関係に関しては、理論的には、金融統合は各国に特殊なリスクを分散化させるのに役立つと理解されている。消費者は、リスク回避的であるため、所得リスクから守るために金融市場の利用を求めようになり、それによって一時的で特異な変動が消費成長に与える影響をスムーズ化する (Kose, Prasad and Terrones (2004), Kose, Prasad, Rogoff and Wei (2009))

図3は、韓国、マレーシア、中国およびフィリピンの4カ国について1人あたりGDP成長率の実績値とトレンド系列の推移を示したものである。トレンド系列はHodrick-Prescottのフィルターを利用することによって得た。韓国とマレーシアの1人あたりGDPは趨勢的には低下傾向にあるが、中国は長期的に上昇傾向を示している。フィリピンは1980年代半ばまでは低下傾向を示しているが、それ以降は上昇に転じている。こうしたトレンドからの乖離（すなわち循環的変動）を経済的不安定性を表現するものと理解した場合、中国とフィリピン——とりわけ中国——は、韓国とマレーシアに比べ、相対的に安定的な推移を示している。

(a) 韓国とマレーシア



(b) 中国とフィリピン

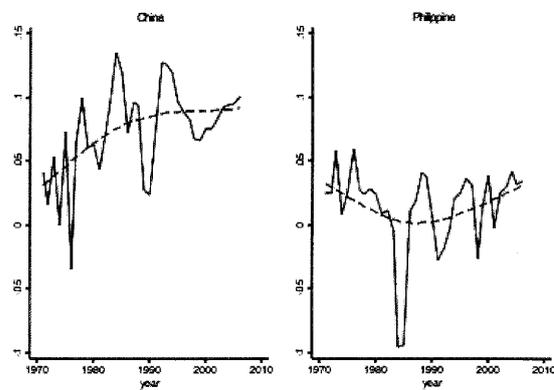


図3 1人あたりGDP成長率の安定性

注. 実線は対前年比1人あたりGDP成長率、破線はHodrick-Prescottのフィルターを利用したトレンド系列である。

本稿では、こうしたトレンドからの現実の値の乖離すなわち循環的変動を成長の安定性の尺度として採用する。循環的変動(=現実の値-トレンドの値)の絶対値について4カ国の標準偏差を計算すると、韓国は0.0243、マレーシアは0.0259356、中国は0.02059、フィリピンは0.0223071であり、マレーシアがもっとも高い変動を示し、これに韓国が続く。中国とフィリピンは両経済に比べ、いくぶん安定的である。

## 2-2 金融市場のグローバル化と経済的安定性

最初に、金融市場のグローバル化と経済的安定性の直接的関係を確認する。すべての経済についてプールしたデータにもとづき、金融市場の統合と経済的安定性の関連を見た場合、両者の間にはほとんど関連はなさそうである。図4においては、横軸に金融市場のグローバル化尺度、縦軸には1人あたりGDP成長の循環的変動がとられている。また、破線は循環的変動をグローバル化尺度に回帰させたときの回帰線である。この図4から理解されるように、金融市場の統合・グローバル化の拡大と経済成長のボラティリティの低下とは結びついてはいない。

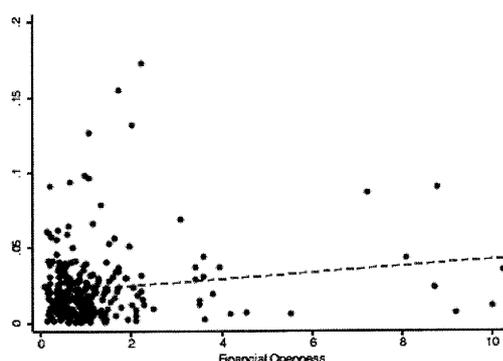


図4 1人あたりGDP成長の不安定性と金融市場の開放

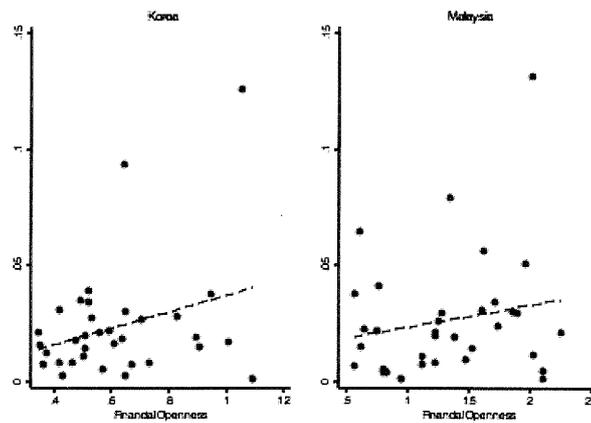
注. 金融市場の開放指標は金融資産と負債の合計（対GDP比）、不安定性は1人あたりGDP成長率の循環的変動の絶対値である。サンプルは、インド、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ、ベトナムおよび中国の9カ国である。

こうした簡単な観察からも、Kose, Prasad, Rogoff and Wei (2009)をはじめとする多くの実証研究が指摘するように、理論において想定されたような金融のグローバル化と経済成長の安定性の間に正の関係を見出すことは難しい (cf. Kose, Prasad and Terrones (2006))。だが、こうした結果は、アジア経済に共通の、同一の関連を見出すことはできないということを示していると解釈することも可能である。図5のパネル(a)には韓国とマレーシア、パネル(b)には中国とフィリピンにおける金融の開放度と1人あたりGDP成長率の変動の関連が描かれている。金融市場のグローバル化と経済の安定性の関連は、韓国とマレーシアにおいては比較的類似した関連が観察される。そこでは金融市場の開放は経済の不安定性の上昇と結びついている。他方、中国とフィリピンにおいては金融のグローバル化と経済的不安定性の関連は弱い（フィリピン）、もしくは負の関係（中国）を示している。

こうした結果は、アジア経済の間に類似した、金融のグローバル化と経済的安定性の関

連を示すクラスターが存在することを示唆する。そこで次に、アジア経済の制度的多様性に注目し、各国を制度的観点から類型化し、複数のクラスターに分類する。その上でそれぞれのクラスターにおいて金融のグローバル化と経済的不安定性を結びつける間接的経路を追求することにしたい。

(a) 韓国とマレーシア



(b) 中国とフィリピン

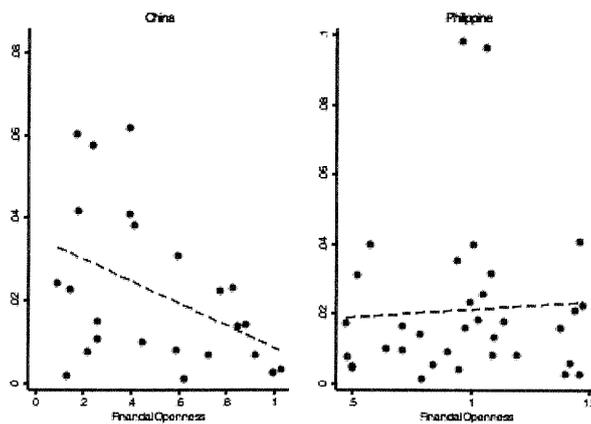


図5 1人あたりGDPの不安定性と金融市場の開放

注. 金融市場の開放指標は金融資産と負債の合計（対GDP比）、不安定性は1人あたりGDP成長率の循環的変動の絶対値である。

### 3 制度的多様性、金融のグローバル化および成長の安定性・不安定性

### 3-1. アジア経済の制度的多様性とマクロ経済実績

Harada and Tohyama (2010) は、アジア経済の制度的特徴に注目し、Multiple factor analysisにもとづき図6のような分類を提示している。分析対象はインド、中国、香港、インドネシア、日本、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、ベトナムおよびタイである。また、採用された期間は1991年～2006年であるが、データの制約のためカバーされる期間は経済ごとでいくぶん異なる<sup>7</sup>。第1主成分は主として金融市場および製品市場の変数と相関し、第2主成分は金融市場の集中化および労働時間の硬直性と相関している。2つの主成分を特徴づける変数を考慮すると、東アジア経済の類型化の基礎となる制度的特徴は表1のようにまとめることができる。

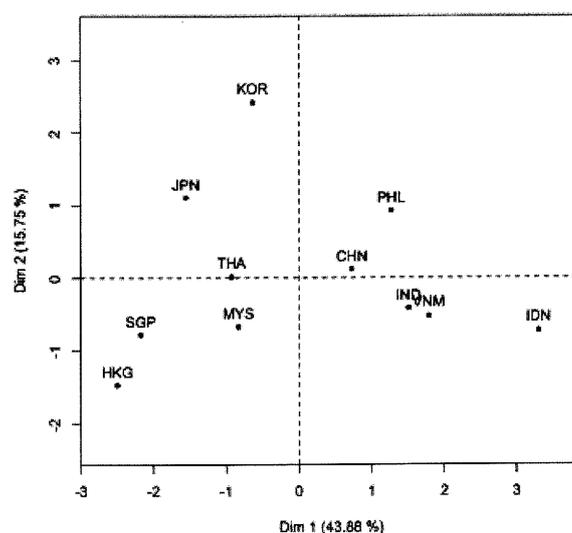


図7 東アジア資本主義の制度的多様性  
出所. Harada and Tohyama (2010).

東アジア経済の中では日本と韓国は発達した金融市場と自由化された製品市場を有する経済クラスターに分類される。さらに、両国は教育水準が高いこと、また正規労働者の労働時間が硬直的であることによっても特徴づけられる。同様に、シンガポール、マレーシア、香港およびタイも発達した金融市場と開放された製品市場によって特徴づけられる。だが、タイをのぞけば、金融市場の集中化も観察される。対照的に、中国、インドネシアおよびフィリピンにおいては、製品市場規制が強く、金融市場の開放度は相対的に低い。こうした分析において明らかになるのは、中国、インドネシア、フィリピン、インドおよびベトナムが、他の経済クラスターと異なり、規制された製品市場と未発達の金融市場という共通の制度的特徴を有する、という点である（表1参照）。

7. 分析方法およびデータの詳細についてはHarada and Tohyama (2010)を参照されたい。

表1 アジア経済の多様性と制度的特徴

クラスター	経済	制度的特徴
A	中国、インド、インドネシア、フィリピン、ベトナム	硬直的な労働市場、規制された製品市場、未発達 の金融市場
B	シンガポール、マレーシア、タイ、香港	発達した金融市場、自由化された製品市場
C	日本、韓国	高等教育の普及、柔軟な労働市場、自由化された 製品市場、発達した金融市場

こうした3つのクラスターとマクロ経済の実績を対比させた場合、次のように特徴が浮かび上がる（表2,3参照）。2000-2008年において、中国、インド等5カ国が属するクラスターAはもっとも高いGDP成長率を示している。これに次ぐのがクラスターBである<sup>8</sup>。クラスターAにおいて際立った特徴はGDP成長に対する投資の高い寄与度である。投資の成長は、とりわけ中国経済において際立っている。対照的に、中国の民間消費のシェアは2008年には35.5パーセントにまで落ち込んでいる。雇用の成長は、力強いGDP成長にもかかわらず、1パーセントに満たない。中国の貯蓄は2008年にはGDPの50パーセントを超え、超過貯蓄の状態にある。これは1990年代半ばより上昇した経常収支黒字によって促進された結果である。高水準の貯蓄は、国有銀行と規制された金融市場に起因する。中国においては、規制された金融市場は安価な資本——低水準の利子率——を企業に提供していた。くわえて土地やエネルギーへの補助金は、そうした企業への巨額の国家補助であり、そのことが投入コストをかなり引き下げる、ということを含意する（Prasad(2009a)）。中国の経済的・金融的構造は企業の収益性を高めると同時に、利潤を家計に分配するよりも投資するように企業を誘発した（Prasad(2009b)）

インドとベトナムにおいても、GDP成長に対する投資の寄与度は相対的に高い水準にある<sup>9</sup>。だが、中国に比べこの2カ国はより優れた平均雇用成長率を示している。これに応じて民間消費のシェアも高水準であり、成長に対する消費の寄与度も高い。

表2 実質GDPの構成比率（パーセント）

8. 成長率の高さはいわゆるキャッチアップ効果も大きいと考えられる。

9. 中国経済との比較においてインドとベトナムの相違の1つは、インドとベトナムが外国資本の純流入をつうじて自国の投資部分をファイナンスしたということである。インドの経常収支赤字はGDPに比べ小さいが、ベトナムのそれはかなり大きい。また、アジア経済における投資の動向についてはPark, Shin and Jongwanich(2009)も参照されたい。

	1995年				2000年				2008年			
	消費		投資	純輸出	消費		投資	純輸出	消費		投資	純輸出
	民間	政府			民間	政府			民間	政府		
中国	44.9	13.3	40.3	1.6	46.4	15.9	35.3	2.4	35.3	13.3	43.5	7.9
インド	66.3	11.1	24.6	-1.5	64.2	12.9	25.9	-1.9	57.2	9.8	36.2	-4.3
インドネシア	.	.	.	.	61.7	6.5	22.2	10.5	57.2	8.1	23.9	9.6
フィリピン	77.2	8.2	23.3	-10.5	77.3	8.2	24.6	-4.6	78.1	6.6	18.1	1.4
ベトナム	73.1	8.2	27.2	-9.1	66.7	6.7	30.5	-3.7	68.1	6.6	44.1	-20.8
マレーシア	.	.	.	.	43.8	10.2	26.9	19.2	52.4	13.7	20.8	13.1
タイ	54.4	7.9	43.5	-5.4	54	9.2	20.7	14.9	51.8	8.9	23.4	15.4
シンガポール	42.3	8.4	33.2	15.6	42.2	10.8	33.3	13.6	39.2	10.5	31.4	20.4
香港	68.4	10.3	27.7	-9.5	66	10.1	25.4	-1.5	59.6	8	20.2	12.2
韓国	57.9	12.7	38.5	-8.8	54	12.1	31	3.2	52.9	14.4	28.6	4.4
日本	56.7	15.5	27.7	0.4	56.2	15.9	25.5	1.5	55.5	17.6	23.2	4.9
台湾	59.8	16.2	22.4	1	60.4	13.9	23.1	2.7	64.4	11.3	17	17.3

データの出所: Prasad (2009b), table. 1.

クラスターBに入る経済は、GDPの構成比において高い純輸出シェアを示している。この期間、香港、マレーシアおよびシンガポールはもっとも大きな貿易黒字額を記録している。クラスターAの経済グループに比べ、純輸出の寄与度も高い。また、インド、ベトナムと同様に、消費の寄与度も高く、雇用実績も相対的に優れている。

表.3 成長の寄与度と雇用の成長 2000-2008年

	GDP成長寄与度(%)						
	GDP成長	消費			投資	純輸出	雇用成長
		全体	民間	政府			
中国	10.2	4.1	2.8	1.3	5.0	1.1	0.9
インド	7.2	4.1	3.5	0.5	3.6	-0.3	1.9
インドネシア	5.2	3.1	2.5	0.6	1.4	0.4	1.6
フィリピン	5.0	3.9	3.8	0.2	0.7	1.0	2.3
ベトナム	7.5	5.3	4.8	0.5	4.3	-2.4	2.3
マレーシア	5.1	4.6	3.5	1.1	0.4	0.1	2.1
タイ	4.8	2.7	2.4	0.4	1.5	0.5	1.6
シンガポール	5.5	2.8	2.1	0.6	1.5	1.5	4.1
香港	5.0	2.3	2.1	0.2	1.3	1.7	1.4
韓国	4.9	2.5	1.9	0.6	1.0	1.4	1.7
日本	1.5	1.0	0.6	0.4	0.2	0.5	-0.1
台湾	3.6	1.5	1.4	0.1	0.0	2.2	1.2

データの出所. Prasad(2009b), table. 2.

### 3.2 経済的安定性に対する金融グローバル化と制度の複合的効果

#### 3.2.1 推定方法

本稿において明示的に取り上げられる制度は金融市場の深化・発展である。だが、3-1で見たように、アジア経済は制度的多様性を示す。そこで3-1の分析にもとづき、それぞれのクラスターの経済を個別に検討することにした。

本稿の目的は金融のグローバル化と金融市場の深化がどのように経済成長の安定性に影響を及ぼすかを明らかにすることにある。したがって、金融グローバル化、金融市場の深化および経済成長の安定性が描く関数関係を見出すことにある。このため分析手法としてはノンパラメトリック回帰を利用する。ノンパラメトリック回帰は回帰関数の形を有限個のパラメータによって特定せずに、回帰関数を推定するための統計手法である。ノンパラメトリック回帰の一般的なモデルはパラメトリック回帰と同じように表現されるが、しかし、関数 $f(\cdot)$ は特定化されていない：

$$y_i = f(x_i^j) + \varepsilon_i \\ = f(x_{i1}, x_{i2}, \dots, x_{ik}) + \varepsilon_i$$

ノンパラメトリック回帰の目的はパラメータを推定することよりも、回帰関数 $f(\cdot)$ を推

定することにある。また、ノンパラメトリック回帰はほとんどの場合 $f(\cdot)$ が滑らかな、連続的な関数であると仮定している。したがってノンパラメトリック回帰によって明らかにされるのは非線形の回帰構造である<sup>10</sup>。

### 3.2.2 推定結果

採用されるモデルは、金融グローバル化と金融市場構造への成長率の不安定性のノンパラメトリック回帰モデルである。こうしたモデルを3つの経済に適用する。上述のように、サンプルのアジア経済は制度的特徴にもとづき3つのクラスターに分類される。そこでそれぞれのクラスターに属する経済を個別に検討することにしたい。クラスターA経済からはインドネシア、クラスターBからはマレーシア、クラスターCからは韓国を取り上げ、各国の成長の安定性と金融のグローバル化・金融市場の深化の関連を考察する。

図7においては、クラスターAに属するインドネシアの推定結果が描かれている。縦軸には1人あたり成長率の循環的変動の絶対値（変数gdp\_volatility）、横軸には金融市場のグローバル化指標（finopen）——対外資産と負債ストックの総計（対GDP比）——および金融市場の深化(domy)——国内における銀行部門の信用供与（対GDP比%）——がとられている。そこにおいて見られるように、金融のグローバル化（finopen）が進展すると、1人あたり経済成長の不安定性（gdp\_volatility）も上昇する。だが、金融市場の深化(domy)は金融グローバル化の不安定促進効果をいくぶん緩和するようである。金融市場のグローバル化が高い水準にあるとき（たとえば、finopenがおよそ2.0）、金融市場の深化が進む（domyが上昇する）につれて成長の不安定性はいくぶん低下する。

こうした結果は、この経済クラスターにおいては、金融グローバル化が経済成長を不安定化させる要因だということを示す。同時に、国内の金融制度が発達している場合、国際的な金融市場に起因した経済成長の不安定性が国内の金融制度によって軽減されるということを含意する。しかし、逆に言えば、国内の金融制度が未発達の場合、金融のグローバル化は経済成長の不安定を促進するだけだということになる。この経済クラスターに属する経済の制度的特徴の1つが金融市場の未発達にあるということに注目すれば、この経済クラスターAの経済にとって、金融のグローバル化は負の効果をもたらす可能性が高い。

---

10. 推定にあたってはRのnpパッケージを利用した。同パッケージについてはHayfield and Racine(2008)を参照されたい。

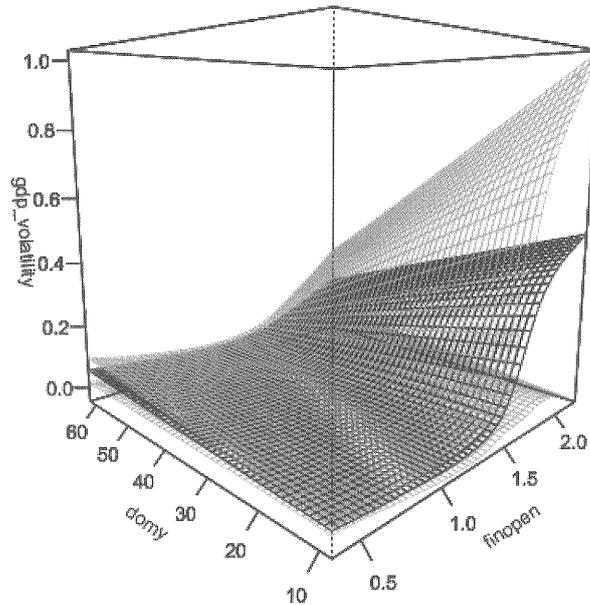


図7 金融グローバル化と金融市場の深化 インドネシア

注. gdp\_volatilityはGDP成長率の循環変動の絶対値、finopenは金融資産と負債の合計（対GDP比）、domyは国内における銀行部門の信用供与（対GDP比%）である。  
 なお、推定された関数をはさむ曲面はerror boundsである。

図8においては、クラスターBに属するタイ経済についての推定結果が描かれている。この経済においては、金融のグローバル化は経済成長の安定性・不安定性にほとんど影響を与えない。クラスターBに入る経済は、マクロ経済実績で見たように、相対的に雇用実績も優れており、成長に対する消費の寄与度も高い。また、このクラスターにおいては柔軟な労働市場という制度的特徴も見られていない。こうした点を考慮すると、この経済クラスターでは、比較的安定的な雇用の成長を基礎に、消費が成長に寄与し、金融のグローバル化に起因する外生的なショックが発生したとしても、比較的安定的な成長を実現できると解釈される。

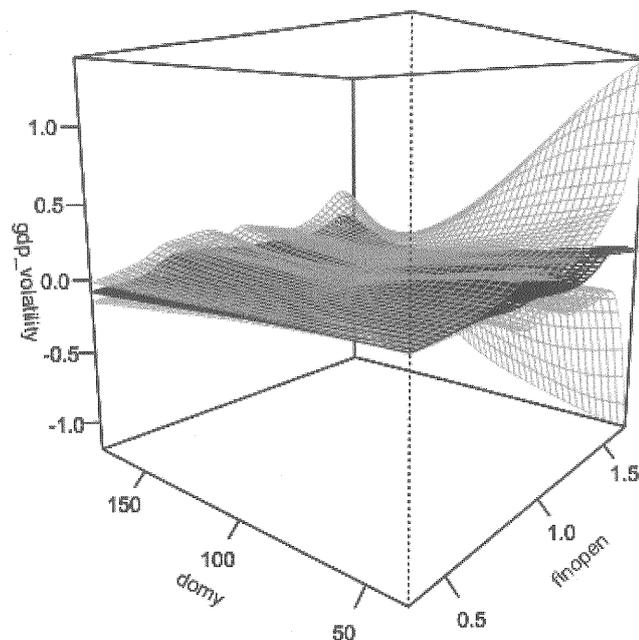


図8 金融グローバル化と金融市場の深化 タイ

注.  $gdp\_volatility$ はGDP成長率の循環変動の絶対値、 $finopen$ は金融資産と負債の合計（対GDP比）、 $domy$ は国内における銀行部門の信用供与（対GDP比%）である。なお、推定された関数をはさむ曲面はerror boundsである。

同様に、図9においては、韓国経済における成長の不安定性と金融のグローバル化の関連が描かれている。金融のグローバル化は経済成長の不安定性を押し上げるようである。だが、国内金融市場の発達はそのような金融グローバル化の負の効果を弱める。しかし、そうした緩和効果も、線形の関係を示していない。金融市場の深化( $domy$ )が上昇すると、当初は、負の効果を緩和させるが、さらに深化が進むと、経済成長の不安定性は増す。金融市場のグローバル化が高い水準にあるとき、経済成長の不安定性と国内の金融市場の発達は逆-U字形の関係を示すようである。この経済クラスターでは、金融市場の発達が不十分である場合、言い換えれば金融市場に対する規制が強い場合、金融のグローバル化は成長を不安定化させることはない。だが、金融市場が自由化されるにつれて、金融のグローバル化は急速に成長を不安定化させるようである。だが、国内金融市場の自由化がさらに進むと、経済成長は安定化する。

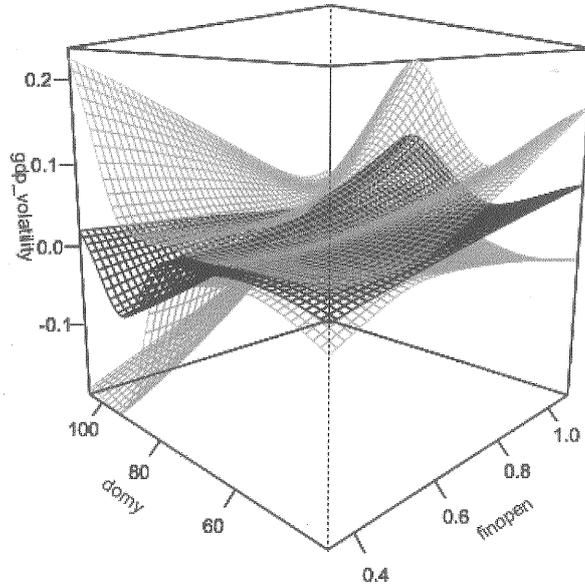


図9 金融グローバル化と金融市場の深化 韓国

注. gdp\_volatilityはGDP成長率の循環変動の絶対値、finopenは金融資産と負債の合計（対GDP比）、domyは国内における銀行部門の信用供与（対GDP比%）である。なお、推定された関数をはさむ曲面はerror boundsである。

以上の分析から引き出される結論は、少なくとも、理論的予測から期待されるような、金融のグローバル化が経済成長の安定性をもたらすという一般的な関係は得られないということである。くわえて、金融のグローバル化と経済成長の安定性の間には直接的な関連は見出されないということである。

クラスターA、Cの経済群においては、金融のグローバル化と経済成長の安定性の直接的な関係は線形的な関係を描き、グローバル化が成長の不安定性を高めるようである。だが、国内の金融市場の構造も同時に考慮された場合、成長の安定性に与える効果は非線形的な関係を示すことになる。言い換えれば、こうした分析結果においては、金融のグローバル化と金融市場の深化が経済成長に与える複合的な効果が確認される。

さらに、本分析結果から引き出される含意は、制度的特徴にもとづくアジア経済の多様性とマクロ経済的実績の間に体系的な相違が観察される可能性がある、ということである。本稿においては、クラスターごとにデータをプールした分析結果を示していないが、ノンパラメトリック回帰の推定結果にもとづく、金融のグローバル化と金融市場の深化が経済成長に与える複合的な効果も制度にもとづくアジア経済の多様性によって異なる可能性が高いことが理解される。

#### 4. 終わりに

東アジア経済地域においても、金融のグローバル化は1980年代半ばから顕著な現象となる。これまでの多くの実証分析は、こうした金融のグローバル化が各国の経済に与える影響について、理論から期待される予測に整合的な結果を得ていなかった。そのため近年の研究では、金融グローバル化と経済的成果の関連を考察するさい、その直接的な結びつきではなく、他の要因との複合的効果が注目されるようになってきている。本稿はこうした研究方向を踏まえ、東アジア経済地域において、金融のグローバル化がどのように経済的不安定性volatilityに影響を与えるかに焦点を置いた。

本稿の分析から引き出された結論は、経済成長の安定性、金融市場の深化および金融のグローバル化の関係が非線形的な回帰構造を描くということであり、しかも、そうした回帰構造が制度的多様性にもとづくクラスターごとに異なるということである。これまでの若干の研究においても、成長の安定性と金融のグローバル化を結びつける媒介項は検討され、媒介要因依存的に成長の安定性と金融のグローバル化が異なった関係を示すことが指摘されてきた。だが、そうした先行研究と異なる本稿の独自性は、そうした媒介的要因じたいも制度にもとづくクラスターに応じて異なることを明らかにした点にある。

最後に、残された課題を示しておきたい。本稿の課題の1つは制度的特徴にもとづきアジア経済の多様性を示すことであった。だが、アジア経済の制度データは限られており、制度的多様性の描写はいくぶん厳密性を欠いている。数量的データと質的データをつき合わせつつ、新たな制度データの開発が不可欠であろう

また、本稿では、経済成長の変動、金融グローバル化および金融市場の深化、この3つの変数が描く関数構造を比較することに焦点が置かれていた。それによって制度的クラスターごとに、金融のグローバル化が経済成長の安定性にどのように影響を与えるかを明らかにした。しかし、そこでは経済成長の安定性に与えると考えられている他の要因はコントロールされていなかった。このため金融のグローバル化が経済成長に与える純効果は捉えられていない。他の要因を組み入れるためには、今後、モデルをセミパラメトリックなモデルへと拡張することが必要となろう。

#### 【データの出所】

GDPおよび銀行信用データ : Fronsois, et al. (2009)

対外債務・資産データ : Lane and Milesi-Ferretti (2006)

#### 【引用文献】

Campello, M., J. R. Graham and C. R. Harvey (2009) The Real Effects of Financial Constraints: Evidence from a Financial Crisis, *mimeo*.

- Chinn, M. D. and H. Ito (2006) What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions, *Journal of Development Economics*, 81(1), pp. 163–192.
- Chinn, M. D. and H. Ito (2007) A New Measure of Financial Openness, <http://www.ssc.wisc.edu/~mchinn/research.html>.
- Park, D., K. Shin, and J. Jongwanich (2009) The Decline of Investment in East Asia since the Asian Financial Crisis: An Overview and Empirical Examination, *ADB Economics Working Paper Series No. 187*.
- Fronsois, J., G. Garita and J. Swart (2009) Financial Openness and Growth in 213 Countries: A Finance and Growth Panel Dataset, *IIDE Technical Report*, 200908–04.
- Harada, Y. and H. Tohyama (2010) The Asian Capitalism: Contrasted Configurations, Boyer, R. and H. Uemura (eds.) *Diversity and transformations of Asian Capitalisms: a de facto and Regional Integration*, forthcoming.
- Hayfield, T., and J. S. Racine (2008) Nonparametric Econometrics: The np Package, *Journal of Statistical Software*, 27(5), 1–32.
- Ko, K. W. (2007) Financial integration, information and communication technology, and macroeconomic volatility: Evidence from ten Asia economies, *Research in International Business and Finance*, 20
- Kose, M. A., E. Prasad and M. E. Terrones (2006) How Do Trade and Financial Integration Affect the Relationship between Growth and Volatility?, *IZA Discussion Papers*, No. 2252.
- Kose, M. A., E. Prasad, E. Rogoff, and K. W. Shang-Jin (2009) Financial Globalization and Economic Policies, *IZA Discussion Paper*, No. 4037.
- Kose, M. A., E. Prasad and A. D. Taylor (2009) Thresholds in the Process of International Financial Integration, *The World Bank, Policy Research Working Paper*, 5149
- Kose, M. A., E. Prasad, K. Rogoff and S. J. Wei (2006) Financial Globalization: A Reappraisal, *IMF Working Paper*, WP/06/189
- Lane, P. R. and G. M. Milesi-Ferretti (2006) The External Wealth of Nations Mark II: Revisited and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004, *IMF Working Paper* 06/69.
- 大田英明 (2007) 「資本・金融自由化と安定的経済発展—新しい成長パラダイム—」愛媛大学『法文学部論集』総合政策学科編、No. 22, 23–91.
- Prasad, E. (2009a) Is the Chinese growth miracle built to last? *China Economic Review*, 20, 103–123.
- Prasad, E. (2009b) Rebalancing Growth in Asia, *IZA Discussion Papers*, 4298
- Prasad, E., R. Rajan, and A. Subramanian (2006) Foreign Capital and Economic Growth, *IMF Research Department*.
- Seker, M. (2009) Importing, Exporting and Innovation in Developing Countries, *Policy Research Working Paper*, 5156