

アジアNIEs・ASEAN諸国の金融的発展と相互依存

河合 正弘*

要 約

アジアNIEs・ASEAN諸国における近年の国際貿易・投資フローの拡大とそれに伴う経済発展・成長にはめざましいものがある。とりわけ、1985年以降、円高とそれに誘発された日本の対アジアNIEs・ASEAN直接投資次いで、韓国・台湾での通貨切上げと賃金上昇に誘発された労働集約産業における対ASEAN直接投資をテコにして、市場メカニズムに沿った国際分業の動態的变化が継起的に発生し、「重層的追跡」といわれるダイナミックな工業化プロセスが進展した。

これらの諸国では、実体経済の成長以上のスピードで、金融・資本市場が拡大・深化してきた。一般的に、一国の経済発展と金融的発展とは並行的に進む傾向にあるが、アジアNIEs・ASEAN諸国においてその点が顕著に現われている。この「金融深化」と呼ばれる現象は、一人当り所得の上昇とそれに伴う金融資産の蓄積によってもたらされるが、それは逆に金融仲介を効率化させることによって貯蓄・投資を拡大させ、資本蓄積と経済成長を進める効果をもつ。

このような金融・資本市場の拡大・深化は、アジアNIEs・ASEAN諸国における一連の金融自由化措置為替・資本取引の自由化、資本市場整備の動きと相まったものである。金融自由化の進捗状況は国・地域によって異なるものの、1970年代末以降まず多数の国・地域で金利の自由化が進められ、その後金融業務の規制緩和が行なわれて、金融取引における競争的な市場環境が整いつつある。為替・資本取引の自由化は、海外直接投資の受入れや資金の国際移動を促し、アジアNIEs・ASEAN諸国間の金融的相互依存を強めてきた。さらに、これら国・地域においては、直接金融の手段として、資本市場の育成策が相次いで打ち出されることになった。その結果、1980年代を通じて企業株式の上場数が増加し、それに伴い株式時価総額も飛躍的に拡大した。

こうした金融自由化、為替・資本取引の自由化、資本市場の育成が行なわれてきた最も基本的な理由は、金融システムを自由化することによって、国内貯蓄を動員し、金融機関・資本市場を通じた効率的な金融仲介と資金配分を行ない、もって資本蓄積を進めていくことが一層の経済発展・成長につながるという点が認識されるようになったことにある。もともとアジアNIEs・ASEAN諸国では、政策金融機関による特定産業部門向け貸出割当や優遇金利の適用、中央銀行による優遇的再割引、商業銀行に対する貸出金利規制・業務規制などを通じて、経済開発・所得分配のうえで重要だとみなされる優先分野に資金配分を傾斜させる政策をとってきたところが多かった。これらの政策が資金配分の効率性を損ね、競争原理を抑えてきたことのマイナス面が強く認識されるようになったのである。また、こうした優先分野重視の資金配分政策は、非優先分野（ことに中小企業、家計部門）

*東京大学社会科学研究所助教授

を結果的に金融市場から排除してきたこともあって、アジアNIEs・ASEAN諸国では非公式金融市場（韓国の「契（キイ）」、台湾の「会仔（ホエア）」、タイの「チット・ファンド」、インドネシアの「アリサン」など）が広範にみられる。金融の自由化とそれによる競争原理の導入は、これらの未組織状態にある各地域、各部門の資金を組織化された金融市場へと吸収・動員することによって（非公式金融市場の組織化）、より効率的な金融仲介と資金配分を実現することができる。さらに、経済発展とともに金融取引が拡大すると、金融資産の多様化・金利選好の高まり、金融サービス・ニーズの増大から、一層の金融自由化が必要とされるようになったという点も指摘できる。

また、アジアNIEs・ASEAN諸国においては、これまで企業の経営と所有の未分離、金融資産蓄積の低さ、実物資産保有への選好などを背景に、資本市場が十分発達してこなかった。しかし、企業経営の近代化と資産蓄積の進展に伴って、資金の調達・運用の両面での多様化のメリットが次第に明らかになり、資本市場の育成が図られることになった。その結果、株式市場は急成長したが、債券市場、とりわけ社債市場はまだ十分発達するに至っていない。

ASEAN諸国では、もともとモノ・サービス・カネの国際移動性が高く、事実上の開放経済体制のもとで経済発展が可能になってきた。特に、1980年代後半における日本、アジアNIEsからの直接投資は、それら諸国の工業化プロセスを増幅させることに寄与した。ただし、それ以前においても、香港・シンガポールを拠点・仲介とする華僑・華人系資金はきわめて国際的、多国籍的な性格をもっており、そのことが各国・地域の経済を資金フローの面で事実上結びつけていた。ASEAN諸国が工業化と経済成長をなし遂げるためには、外国資本、華僑・華人資本の存在が不可欠であり、それらに魅力的な投資の場を提供するためにも各種の自由化政策、開放政策がとられてきたのである。金融・為替・資本の自由化と資本市場の拡大は、国際性の高い資金を受け入れ、引きとめておくための一種の経済的インフラストラクチャーの提供という役割を果たしているといっていよい。そして、そのことはアジアNIEs・ASEAN諸国における金融的相互依存を一層強める効果をもつことになる。

アジアNIEs・ASEAN諸国の間の金融的相互依存が高まるということは、アジア太平洋地域におけるマクロ経済政策の国際波及が一段と顕著になることを意味する。それは、アジア太平洋地域に大きな影響を及ぼす日本、アメリカの間のマクロ政策協調のあり方を規定しうだけでなく、アジアNIEs・ASEAN諸国をも含めたマクロ政策の調整の必要性を高めるであろうことを示唆する。

．はじめに

アジアNIEs・ASEAN諸国は、1970年代、80年代を通じてめざましい経済発展と成長を遂げた。1人当り実質GNPの成長率は70年代の5.8%（アジアNIEs・ASEAN 8ヶ国の単純平

均）から80年代には4.6%へと低下したものの、今後も90年代を通じて世界経済の成長センターとしてダイナミックな発展・成長を続けることが期待されている。同時に、アジア域内におけ

る国際貿易，直接投資も大幅に拡大し，各国経済が市場メカニズムを通じて動態的な比較優位原理に基づく有機的な相互依存関係を強めてきた。厳格な為替管理・資本取引規制を課していたアジア諸国の多くが80年代に入って次々と為替・資本の自由化を行なったことから，それら諸国の間の金融的な相互依存関係も一段と高まることになった。

アジアNIEs・ASEAN諸国における経済発展は，金融部門の急速な成長と拡大を伴うものだった。一般的に，一国の経済的発展と金融的発展とは並行して進む傾向にあるが，アジアNIEs・ASEAN諸国の金融・資本市場は，実体経済の成長以上の速さで拡大したのである。

「金融深化」(financial deepening)と呼ばれるこの現象は，1人当たり所得の上昇とそれに伴う金融資産の蓄積によってもたらされると同時に，それは効率的な金融仲介を通じて貯蓄を動員して生産的な資本形成を促す(「資本深化」capital deepening)効果をもつ。

もともとこれら諸国の多くは，経済開発・所得再分配の観点から，政策的・社会的に重要だと思われる優先分野(priority sectors)を特定し，その分野に資金を重点的に配分する「開発金融政策」を採ってきた。そのために，政府・中央銀行は，直接的な貸出割当，優遇的再割引などの制度を設け，あるいは商業銀行に対して金利規制，貸出しガイドライン，業務規制などを課して信用管理を行なってきた。しかし，これらの政策，規制は商業銀行の自立的な経営と銀行間の競争を制限して資金配分の効率性を損ねる。それは同時にいくつかの国で，規制のより緩やかな非銀行金融機関(Nonbank Financial Institutions；略してNBFIs)や規制の全く存在しない非公式金融部門(informal financial sector)を急速に拡大させて，商業銀行業務を縮小させ(ディスインターミディエーション)，あるいは金融政策の有効性や金融システムの健全性・安定性を減じさせるなどの問題をもたらすことになった。金融の自由化とそれによる商業銀行部門の活性化，金融市場への競争原理の

導入は，より多くの貯蓄を公式の金融市場に取り込み，より効率的なカタチで生産的投資に振り向ける効果をもつことが期待されたのである。それはまた，金利メカニズムに基づく金融政策の有効性を高めると考えられた。自由化に伴う金融システムの潜在的な不安定化は，当局による金融機関への監督・規制の枠組を強化することによって避けることができると考えられた。

アジアNIEs・ASEAN諸国においては，もともと金融市場に比べて資本市場の発達が遅れていた。そのため，金融自由化が進められると同時に，資本市場活性化のための整備・育成策が採られてきた。その結果，企業利益の高成長も反映して，株式上場を行なう企業数が増え，80年代後半，各国の株式市場は著しく拡大することになった。さらに，為替・資本取引の自由化，金融・資本市場の対外開放も進み，各国の金融市場，株式市場は国際的なリンクを強めてきた。香港ASEAN諸国は，もともと華僑系・華人系資本を中心に，資金フローの面である程度の国際的なつながりをもっていたが，それが80年代において一層強化されることになった。それに加えて，アジアNIEs・ASEAN各国と日本，アメリカなど先進諸国との金融的相互依存関係は，直接投資証券投資銀行資金フローを通じて，さらに緊密なものになってきたのである。

本稿では，アジアNIEs・ASEAN諸国における近年の金融的発展のプロセス(金融深化)とその背景・原因について検討し，そのことがアジア太平洋地域における金融的相互依存関係に対してどのようなインプリケーションをもつかを考察する。まず では，アジアNIEs・ASEAN諸国における金融自由化の状況とそれに伴う金融深化の進展について整理する。 では，それら諸国における資本市場の整備・育成とその成長・拡大について概観する。 では為替・資本取引の自由化，および為替レート制度の弾力化(固定為替レート制から管理為替レート制への移行)の背景を説明し，国際的な金融的相互依存の高まりについて述べる。 は本稿の結論である。

・金融システムの自由化と金融的発展

アジアNIEs・ASEAN諸国^(注1)における金融システムは、国際金融センターとして発展してきた香港、シンガポールを別にして、1970年代半ばまで政府・中央銀行による厳格な規制と管理の下に置かれていた。それらの諸国においては、もともと金融政策は経済開発や所得再配分を図るための手段として位置づけられ、その観点から重要だと思われる産業・部門・分野に対し低金利で資金を優先的に配分するという政策が採られていた。このような優先部門への優遇的な資金供給を可能にするために、信用供給総量の管理、中央銀行による優遇的再割引（red-iscounting facility）、商業銀行に対する金利規制、貸出割当ガイドライン、金融業務規制など、金融市場における競争を制限する様々な規制が用いられていたのである。同時に、為替管理・資本取引規制を課して、内外金融市場を分断するという政策も多くで採られてきた。

しかし、金融システムに対して厳しい規制が課されると十分な金融的発展が望めず（Mc Kinnon〔1973〕のいう「金融的抑圧」financial repression）、したがって効率的な金融仲介・期間変換を行なって生産的な資本形成を図ることが困難になる。アジアNIEs・ASEAN諸国における金融的抑圧は、他の発展途上諸国（アフリカ、ラテンアメリカ、他のより発展段階の低いアジア諸国）と比べるとはるかに程度の小さいものだったが、それでも各種の規制を緩和・撤廃して金融仲介の効率性を高める余地は十分あった。金利の自由化や競争原理の導入をはじめとする金融システム改革を行い、資本市場を育成・整備して金融・資本市場の資金仲介機能

を増進させ、さらに為替管理・資本取引規制を緩和して国際的な金融仲介を可能にさせる必要性が認識されるようになったのである。それに加えて、信用総量の管理選別的な資金配分という従来の金融政策手段では70年代の2度のオイル・ショックのような対外的な攪乱に効果的な対応ができないことから、金利調節機能を重視した金融政策手段を導入することの必要性も高まった。さらに、金融システムの自由化は、個別の金融機関の健全性と金融市場における信用秩序を維持するための規制・監督の枠組の強化を要請することになった。

金融自由化のプロセスは、国によって異なるものの、アジアNIEs・ASEAN諸国においては、まず金利の自由化を行い、次いで参入規制や金融業務規制を緩和することによって金融機関の間の競争を促進させるというかたちがとられてきた。資本市場の整備・育成、為替・資本取引の自由化も殆んどの国で行われることになった。

アジアNIEs・ASEAN諸国では、このような一連の金融自由化措置と資本市場の整備・育成が進むとともに、80年代を通じて、金融・資本市場が実体経済以上のスピードで拡大することになった。一般的に、一国の経済発展と金融的発展（金融深化）とは並行して進む傾向にあるが、これら諸国で、金融的発展がより急速に進んだのである。たとえば、1980年代における1人当たり実質GNP成長率とマネーサプライ/GNP比率や株式時価総額/GNP比率の成長率を比較すると（表1）、多くの国でマネーサプライの中のM2（現金通貨＋要求払預金＋定期預金）や株式時価総額の対GNP比率が1人当

（注1）本稿ではアジアNIEs（アジア新興工業経済群）とは、韓国、台湾香港、シンガポールを指し、ASEAN（東南アジア諸国連合）とはマレーシア、タイ、インドネシア、フィリピンの4ヶ国を指すことにする。（ASEANの正式メンバーとしてはこれら4ヶ国の他にシンガポールとブルネイが含まれるが、本稿ではシンガポールをアジアNIEsに分類し、ブルネイは考察の対象にはしない。）

表1 アジアNIEs・ASEAN諸国の金融・資本市場の発展
— 1980年代における年平均成長率 —

(単位：パーセント)

	1人当り実質 GNP成長率	CU/GNP 成長率	M1/GNP 成長率	M2/GNP 成長率	株式時価総額/ GNP成長率
韓 国	6.9	-2.0	-1.1	2.2	21.1
台 湾	6.4	1.7	4.6	7.4	30.0
香 港	5.7	0.2	-0.1	11.1	2.4
シンガポール	6.2	-2.0	-1.3	3.8	5.6
マレーシア	2.7	1.1	1.8	3.9	9.9
タ イ	4.7	-0.8	-1.6	6.6	22.1
インドネシア	4.7	-0.1	1.8	8.2	61.0
フィリピン	-0.5	2.9	0.1	4.7	12.4

注1) 基本的には全て1980～90年の年平均成長率(ただし、データによっては80～89年, 81～90年, 81～89年の成長率を示したものもある)。

注2) CU=現金通貨。

M1=現金通貨+要求払預金。

M2=現金通貨+要求払預金+定期預金。

(資料) IMF, International Financial Statistics;

ADB, Key Indicators of Developing Asian and Pacific Countries, Vol. XX I (July 1990).

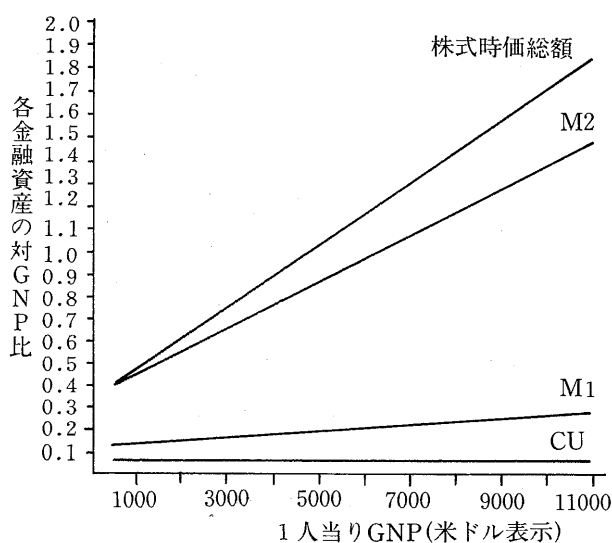
大蔵省財政金融研究所内・アジア太平洋金融資本市場発展研究会『アジアの金融・資本市場』(金融財政事情研究会, 1991年)。

り実質GNPよりも高い成長率で伸びていることがわかる。

あるいは, 1989年のデータを示す表2に整理されているように, 各国の1人当りGNPの水準とM2や株式保有額の対GNP比率との間に強い正の相関関係が存在することがわかる。

図1は, 表2で取上げられたアジアNIEs・ASEAN8ヶ国の1人当りGNP(名目ドル表示)とCU(現金通貨), M1(CU+要求払預金), M2(M1+定期預金), 株式時価総額の対GNP比率のそれぞれについて, 線型の関係を想定して回帰し, そのフィット値をプロットしたものである。支払手段であるCUの対GNP比率や支払・決済手段としての性格をもつM1の対GNP比率については, 1人当り所得の高い国と低い国との間での差は小さいが, 貯蓄手段としての性格が強いM2の対GNP比率や, 投資手段としての株式保有額

図1 アジアNIEs・ASEAN8ヶ国の1人当り所得水準と金融深化, 1989年



(時価総額)の対GNP比率については, 1人当り所得が高くなるほど高いことがわかる。

表2 アジアNIEs・ASEAN諸国の所得水準と金融深化, 1989年

	GNP (10億米ドル)	1人当りGNP (米ドル)	C U GNP	M 1 GNP	M 2 GNP	株式時価総額 GNP	1000人当り 銀行店舗数
韓 国	210.1	4,968	0.043	0.101	0.414	0.673	0.054
台 湾	147.5	7,510	0.088	0.521	1.428	1.556	0.038
香 港	63.0	10,942	0.070	0.193	2.012	1.231	0.252
シンガポール	28.4	10,450	0.117	0.244	0.915	2.468	0.123
マレーシア	37.5	2,160	0.103	0.228	0.718	1.619	0.081
タ イ	65.5	1,180	0.068	0.100	0.689	0.376	0.039
インドネシア	94.0	500	0.050	0.130	0.370	0.029	0.030
フィリピン	44.4	710	0.058	0.089	0.329	0.286	0.009

(資料) International Monetary Fund, International Financial Statistics (August 1991).

Asian Development Bank, Key Indicators of Developing Asian and Pacific Countries, Vol. XXI (July 1990).

大蔵省財政金融研究所内・アジア太平洋金融資本市場発展研究会『アジアの金融・資本市場』（金融財政事情研究会, 1991年）.

以下, 1980年代における金融自由化のプロセスを振り返り, その背景を説明することにした。また, どのようなかたちで金融深化が進展してきたかをより詳しく検討する^(注2)。

2-1 1980年代における金融自由化

1970年代後半になると, アジアNIEs・ASEAN諸国においては, 金融システムに対する過度の規制が経済成長のための金融的な枠組の整備を遅らせ, 金融仲介と資金配分の効率性を損なっているという認識が高まってきた。「金融的抑圧」は貯蓄の動員と生産的な資本形成を阻害して経済成長にマイナスの効果をもたらす。韓国, 台湾, ASEAN諸国では, 硬直的な金融システムを改革して, 国内の民間貯蓄を増強し, これを近代的な金融市場を通じて生産的な国内投資に振り向けることの重要性が認識されるようになってきた。そのために, 金利の自由化, 金融機関の間の競争の促進, 資本市場の整備・育成, 為替・資本取引の自由化が進められることになった。

さらに, 1970年代に経験された2度のオイルショックのような外的攪乱に対して, より柔軟かつ効果的にマクロ政策上の対応を行なう必要があるという認識も金融システムの自由化を促す契機となった。インフレをコントロールし, 高い経済成長と維持可能な対外収支を実現するためには, 従来の伝統的な金融政策手段(規制金利の下での直接的な信用管理)では不十分であり, 金利調節機能と市場メカニズムを活用した近代的な金融政策手段を導入することが要請されるようになったのである。

したがって, アジアNIEs・ASEAN諸国における金融自由化の主要な目的は, まずもって, 市場メカニズムに基づく効率的な資金配分を実現させて経済成長を促すことにおかれた。

金融自由化はいくつかの局面において進められた。それは, 金融システムにおける政府・中央銀行の影響力を減じて, 民間商業銀行の経営の自立性を高めること, 金利の自由化を行なうと同時に, 直接的な信用総量管理や優先部門重視の選別的な資金配分を縮小・撤廃して,

(注2)ここでは, Lee and Jao[1982], Tan and Kapur[1986], Adhikary[1989a, b], Ng[1989], Tseng and Corker[1991], 日本銀行調査統計局[1990], 大蔵省財政金融研究所内・アジア太平洋金融資本市場研究会[1991]を参考にした。

市場メカニズムと金利調節機能に基づく近代的な金融政策を導入すること、参入規制や金融業務規制を縮小・撤廃して金融市場に競争原理を導入し、金融仲介の効率性を増進させること、資本市場を整備・育成して、資金調達・運用の形態を多様化させること、為替・資本取引規制を緩和・撤廃して、国際的資金仲介の機会を活用すること、などのかたちをとった。このような金融自由化を進めると同時に、金融システム・信用秩序の安定性・健全性を確保するための規制・監督機構の枠組を強化する方策も求められることになった。

政府・中央銀行の影響力の縮小

まず第1に、従来、アジアNIEs・ASEAN諸国においては、金融取引に対する政府・中央銀行の介入が強く、商業銀行についても、多くが国営・公営であったり（韓国、台湾インドネシア）、株式が政府によって保有されるなど、政府の強い影響下にあった。たしかに、貯蓄水準・金融資産蓄積が低い経済発展段階においては、公的部門が民間貯蓄を吸収して基幹的産業部門に振り向けて経済発展を図ることのメリットが存在しうることから、民間の金融機関を通じる自立的な金融仲介や資金配分は限られる傾向がある。しかし、政府・中央銀行が金融取引に介入するだけでなく、資金配分の面で支配的な役割を果たすことになると、それだけ民間金融機関による預金動員や与信管理のインセンティブが剥がれ、経営の自立性が奪われることになる。そこで、金融システムにおける政府・中央銀行の役割を縮小させ、民間金融機関による自立的な金融仲介の機会を拡大させることによって、経営の効率化と資金配分の効率化を図ることが求められるようになったのである。

金利の自由化と信用総量管理・優先部門向け資金配分の縮小

第2に、多数のアジアNIEs・ASEAN諸国においては、商業銀行の預金金利、貸出金利に上限規制が課せられ、その結果、金融政策手段と

して信用総量管理と預金準備率操作が用いられていた。また、経済発展と望ましい所得配分を実現するために、特定の優先分野を選別し優遇的な資金配分を行なう政策もとられてきた。しかし、このような政策は、商業銀行を通じる金融仲介のインセンティブを減じて（預金金利規制、高い準備率など）ディスインターミディエーションを引起したり、規制の緩やかな非銀行金融機関や規制の全く存在しない非公式金融部門を拡大させることになった。

アジアNIEs・ASEAN諸国では、もともと金融市場における商業銀行の比重が高く、当局による各種の規制も主として商業銀行を対象とするものだった。しかし、短期性の預金受入れ・貸出しを主たる業務とする商業銀行が供給しうる金融サービスは限られている。ファイナンスカンパニー、マーチャントバンクなどをはじめとするNBFIs（非銀行金融機関）は、商業銀行が行なうことの困難な中・長期企業融資、消費者金融、リース、ファクタリングなど多様な金融サービスを提供しうる金融機関として発展してきた。それはまた、当局による規制がより緩やかであったことから、商業銀行に対する規制を回避する手段として拡大することになった^(注3)。NBFIsは、その拡大が商業銀行業務を縮小させるとともに金融政策の有効性を減じる存在として、あるいはその経営破綻が金融システム全体の健全性・安定性を脅かしかねない存在として捉えられるようになった（Adhikary〔1989b〕）。そこで、金利自由化、信用総量管理の縮小・撤廃、優先部門向け優遇的信用割当の縮小など商業銀行に対する規制が緩和されるとともに、NBFIsに対して健全性維持のための規制・監督の枠組を強化する政策が打ち出されることになった。

商業銀行に対する規制はまた、「非公式の金融部門」を拡大させる効果をもった。「非公式の金融部門」とは、当局による規制の外で発展してきた金融仲介取引の総称であり、それには

（注3）アジア諸国におけるNBFIsの分析については、Adhikary〔1989b〕が詳しい。

回転貯蓄信用組合（rotating savings and credit associations; ROSCAs）^{（注4）}や、金貸業者、地主、質屋などを通じたものまで多様な形態が存在する。これらはいずれも、都市・農村における経済社会の人的関係・取引慣行を背景に形成されてきた金融取引であり、それなりに重要な金融仲介機能を果たしていた。重要な点は、こうした非公式金融部門が、商業銀行に対する規制の結果、拡大・発展することになったということである。預金金利規制は資金を公式金融部門から非公式部門へと流出させ、公式金融市場における優先部門向け優遇信用割当は非優先部門の借り手を締め出して、非公式市場に向かわせたのである。しかし、非公式部門の市場規模は小さく、地域・部門ごとに分断されていることから、十分に効率的な金融仲介・資金配分機能を果たすには限界が存在する。アジアNIEs・ASEAN各国は、債権者保護の観点からこうした非公式金融部門を規制の網の中に取り込もうとしてきたが、そもそもそれが公式部門における規制への反応として拡大してきたという点を踏まえて、商業銀行部門における規制の緩和が一層進められることになったのである。

参入規制、金融業務規制の緩和

第3に、多くのアジアNIEs・ASEAN諸国では、商業銀行の新規参入制限や金融業務内容と範囲に関する規制が課され、金融市場における競争原理を抑制する政策がとられてきた。しかし、参入規制・金融業務規制は金融システムにおける市場構造を硬直化し、競争的・効率的な金融仲介を妨げることから、新規参入・支店設置の認可、外国銀行進出の認可、業務規制の緩和など金融機関間の競争を促進させる政策が次々と打ち出されることになった。

資本市場の整備・育成

第4に、アジアNIEs・ASEAN諸国においては、金融機関を通じた資金調達・運用のウェイトが高く、株式・債券を通じた資金仲介は極め

て限られていた。経済発展が進むにつれて、資金調達・運用手段の多様化へのニーズが高まり、かつ証券形態による外資導入（カンントリーファンドの設定など）のメリットが認識され、株式・債券市場の整備・育成を図る政策が採られるようになったのである。

為替・資本取引の自由化

第5に、多くのアジアNIEs・ASEAN諸国は、厳格な為替管理と資本取引規制を課して内外金融市場を分断した上で、金融政策を実行するという立場をとってきた。金利を規制し、信用総量を管理し、優先部門向け優遇的信用割当を行なって経済開発を進めるためには、民間の内外資本移動を制限するはかなかったといえる。資本移動規制の下では、固定為替レート制を採用したとしても、国内の金融政策の自立性を失うことにはならない。しかし、国際貿易直接投資フローを拡大させ、輸出主導型の経済成長を行なうためには、為替管理を緩和・撤廃して国際資本移動を自由化することが必要だと認識されるようになった。為替・資本の自由化は、国際的金融仲介の利益を増大させると考えられたのである。それに伴い、金融政策の自立性を保持するために、固定為替レート制からより伸縮的な為替レート制へと移行することになった。

規制・監督の枠組みの強化

第6に、金融の自由化と国際化に伴い、金融機関の間の競争が激化する。そこで、金融機関の経営の健全性、預金者の保護という観点から、金融機関に対する規制・監督のあり方を見直す動き（reregulation）が強まった。すなわち、従来の規制・監督の枠組みでは金融機関（商業銀行、NBFIs）の経営状況を的確に把握し、金融システムの不安定化に適切に対処することが困難だということから、自己資本比率規制など新たな規制・監督の枠組みが導入されることになったのである。また、資本市場に関しても市場インフラストラクチャーの整備、投資

（注4）韓国の「契（キイ）」、台湾の「会仔（ホエア）」、タイの「チットファンド」や「ピアホエイ」、インドネシアの「アリサン」、フィリピンの「パルワガン」などがその典型。

表3 アジアNIEs・ASEAN諸国における金利自由化

国名	金利自由化の内容
韓国	84年1月 貸出金利の弾力化（単一金利を廃止し、一定範囲内で自主決定）。 6月 商業銀行（外国銀行支店を除く）によるCD発行認可・上限金利11%（期間91～180日）。 88年12月 貸出金利の原則自由化、長期預金金利（2年以上の定期預金等）自由化、金融商品金利の完全自由化（CD、CP等）。
台湾	84年11月～ 貸出金利の上下限規制を弾力化。 85年3月 商業銀行における貸出標準金利公表制度を施行。 9月 預金最高金利が貸出最低金利を上回ることを禁じた規定の削除。 86年1月 預金上限金利について預金種類別、期間別の規制カテゴリーを12種類から4種類に削減・簡素化。 89年7月 預貸金利の全面自由化。
香港	（預貸金利は完全に自由化：小口預金金利のみ銀行協会がガイドライン策定。）
シンガポール	75年7月 預貸金利自由化。
マレーシア	70年 マーチャントバンクの預貸金利弾力化。 73年8月 商業銀行の預金上限金利（1年以上）の撤廃、ファイナンスカンパニーの預金上限金利の完全撤廃。 74年 ファイナンスカンパニーへの金利規制撤廃。 78年10月 商業銀行の預貸金利自由化（ただし行政指導による管理、優先部門向け貸出金利の上限は存続）。 81年 商業銀行、ファイナンスカンパニーともに貸出プライムレート制から基準貸出レート（BLR）制に移行。 83年11月 商業銀行の貸出金利（優先部門向けを除く）は2大銀行のBLRにリンク。 85年10月 商業銀行、ファイナンスカンパニーの預金金利は2大銀行の預金金利にリンク。 87年2月 預金金利の2大銀行金利へのリンクを廃止。優先部門向け貸出上限金利をBLRに連動。 9月 最高貸出マージンの設定（BLRに対し4%）。 91年2月 商業銀行の金利完全自由化。
タイ	80年 金融機関の貸出上限金利（1929年以降15%に設定）の緩和。 86年3月 優先部門への貸出上限金利は非優先部門への貸出上限金利に上昇。（84年初以来の上限金利差1.5～2%撤廃）。 89年6月 商業銀行の定期預金（1年以上）の上限金利撤廃。 90年3月 定期預金の金利完全自由化（貯蓄預金金利、貸出金利の上限は存続）。
インドネシア	78年 民間銀行、外国銀行の預貸金利自由化（ただし政府による預金保証はない）。 83年6月 国立銀行の預貸金利自由化。
フィリピン	78年1月 定期預金など（2年以上）の上限金利撤廃。 81年7月 貯蓄預金、NOW勘定の預金金利、および長期貸出金利（2年以上）の上限金利撤廃。 82年12月 預金金利の完全自由化。 83年1月 貸出金利の全面自由化。

（資料）Adhikary[1989a]；日本銀行調査統計局[1990]。

家保護などを目的とした監督体制の強化が図られることになった。

2-2 金融自由化のプロセス

次に、アジアNIEs・ASEAN諸国を、香港・シンガポール、韓国・台湾、ASEAN諸国の3つのグループに分け、それぞれについて、金融自由化のプロセスを簡単にまとめることにする。

表4 アジアNIEs, ASEAN諸国における金融機関の間の競争促進政策

項 目	国 名	金 融 機 関 の 間 の 競 争 促 進 政 策 の 内 容
銀行の新設・民営化	韓 国	81～83年 大手市中銀行（政府による株式保有）の株式が民間に放出。 88年～ 政府系3銀行の民営化推進。 89年 都市銀行1行，中小企業専門銀行2行の新設認可。
	台 湾	89年 3大商業銀行（省営）の民営化計画策定。 89年7月 民営銀行の新設認可方針を発表。
	インドネシア	88年10月 民間銀行の新規設立の解禁（30年ぶり）。
	フィリピン	86年～ 政府金融機関の再建，一部民営化を推進。
業務規制の緩和	韓 国	83年 市中銀行による信託業務認可（従来は1行のみ）。 86年2月 個人向け金融サービスに関する規制緩和。 89年 銀行の支店開設認可急増。
	シンガポール	86年2月 地場の大手4商業銀行に対し，子会社を通じての証券業務への参入認可。
	マレーシア	87年 マーチャントバンクの業務拡大。 88年6月 変動金利譲渡性預金（FRNCD）の導入。
	タ イ	86年 商業銀行による企業株式の保有が一定の範囲内で認可。 87年11月 商業銀行による業務範囲の拡大（保有不動産のリース等）。 90年2月 商業銀行2行に対し週7日間の営業認可。
	インドネシア	88年10月 全ての銀行に貯蓄預金の受入れを認可（従来は国立銀行と民間商業銀行のみ）。国営企業からの預金受入れを民間銀行に開放（従来は国立銀行のみ）。銀行の支店開設の認可条件緩和。
	フィリピン	80～83年 各種金融機関の間の機能の差異を平準化，および参入規制の緩和。 ユニバーサルバンキング制度の導入（商業銀行による信託業務，証券業務の兼営）。 88年10月 銀行の支店開設の認可条件を緩和。
外国銀行に対する規制緩和	韓 国	86年8～9月 外国銀行に対するウォン資金調達ルートが多様化（CD等）。
	台 湾	86年10月 高雄市に2店目の外国銀行の支店開設を認可（従来は台北市のみ）。 89年7月 外国銀行に対し，貯蓄預金，信託業務を開放。
	マレーシア	74年以降 外国系商業銀行の支店設立は認められていない。
	タ イ	88年12月 外国銀行の支店の新規設立認可方針を発表。
	インドネシア	88年10月 外国銀行による合弁形態での新規開設認可方針を発表（20年ぶり）。 外国銀行の地方都市への支店開設規制を緩和，ジャカルタ外融資規制の撤廃。

（資料）Adhikary[1989 a]；日本銀行調査統計局 [1990]。

主として金利の自由化と参入規制・金融業務規制の緩和について，述べるが，より詳しくは表3と表4を参照されたい。資本市場の整備・育成策と為替・資本取引の自由化については，いずれも節を改めて論じる。

香港・シンガポール

香港・シンガポールの金融システムは，アジアNIEs・ASEAN諸国の中で最も自由化が進んでおり，金利の形成に関する政府・通貨当局に

よる規制は全く存在せず，金融機関間の競争制限的な規制も極めて少ない。

香港は自然発生的に形成された「内外一体型」の国際金融センターをもち，アジアにおける金融仲継地としての役割を果たしてきた。経済政策全般の基調はレッセフェール(自由放任)であり，政府の役割は安定的なマクロ経済環境の維持や経済インフラストラクチャーの提供などに限られており，当局による規制がきわめて

少ない。金融システムにおいても、金融自由化は先進諸国以上に進んでおり、預金・貸出金利の形成に関する当局の規制は全く存在しない。

1965年にマレーシア連邦から独立したシンガポールは、68年にオフショア金融市場を設立し、75年に国内預金・貸出金利の自由化を、78年に為替管理の自由化をそれぞれ完了し、政府主導の下で自由かつ開放的な金融システムを育成してきた。シンガポールは香港と異なり、オフショア勘定と国内勘定を分離独立させる「内外分離型」の国際金融センターだが、ASEAN地域の金融仲継地としてめざましい発展を遂げてきた。

1980年代における香港、シンガポールの金融改革では自由化の余地が限られており、むしろ、既存の市場・制度的な枠組みを一層整備するとともに、信用秩序の維持と金融システムの安定性を保つための規制・監督の枠組みを強化することに力点が置かれてきた^(注5)。

韓国・台湾

1970年代、80年代を通じてめざましい経済成長を遂げた韓国、台湾において金融の自由化が進められたのは、80年代後半になってからである。この2国は、それまで厳格に金利を規制するとともに、金融機関の新規参入、金融業務に対しても規制を課していた。80年代後半に金融の自由化が進められた背景としては、企業部門の投資超過が縮小するにつれ、開発金融政策の一環として採られてきた低金利政策の必要性がうすれてきたこと、規制の緩やかなNBFIsや非公式金融部門が成長してきたことから商業銀行に対する規制の緩和の必要性が高まったこと、経済成長と金融資産の蓄積に伴う金利選好の高まりと金融サービスニーズの多様化により、市場メカニズムと競争原理に基づく資金配分の必要性が認識されるようになったこと、などが挙げられる。

韓国の当局は、60年代～70年代を通じて、政

府指導の下で、極めて厳格な金利規制を課して輸出産業・重化学工業を重視する資金配分を行なう一方、金融機関の業務内容と業務区分を規定するなど、金融機関間の競争を制限する政策を採っていた。（ただし、外国銀行の進出については、他のアジアNIEs・ASEAN諸国と比べて比較的弾力的な立場をとっていた。）しかし、80年代に入ると除々に各種の規制緩和が進み、とくに80年代後半には大幅な自由化が行われることになった。すなわち、84年に貸出金利が一定の範囲で弾力化され、88年12月には、貸出金利や長期預金金利（期間2年以上）、CD、CP、社債などの金利が原則的に自由化された。その結果、2年以下の預金金利を除いては、制度上、金利自由化が行われたかたちになっている。

韓国の大手市中銀行（商業銀行）は、その株式の大半が政府によって保有されていたが、81～83年にかけて民営化が進められた。89年には市中銀行3行が新たに設立されるなど、金融機関の間の競争が促進されることになった。分業体制の下で発展してきた金融制度にも業態間の競争が除々に導入されてきた。それまで市中銀行1行のみに認められていた信託業務が83年から他行にも認められるようになり、外国銀行に対しても85年から信託業務への参入が認可された。

台湾においても、韓国と同様金利規制と競争制限的な金融市場環境の下で、産業インフラストラクチャーの整備、輸出振興、基幹産業の育成をめざした貸金配分が行われていた。80年代に入って、当局は預金金利（81年）、貸出金利（84年）の弾力化を除々に進め、89年7月の銀行法改正によって預金・貸出金利を制度上自由化することになった。（ただし、民法上の最高金利は20%。）

台湾の商業銀行は、その多くが公営（国営、省営、市営）であり、貯蓄銀行、信託、証券業務の免許を有するユニバーサルバンクであると

（注5）たとえば香港では、1983年から86年にかけて銀行、DTC（預金受入会社）の経営が悪化したことから、これら地場系の金融機関の健全性を維持するための政策が採られることになった。監督・規制の枠組みの強化については、後掲の表8も参照のこと。

いう点で韓国と異なっている。89年7月（銀行法改正）に金利の自由化が決定されるに伴い、

民営銀行の新規設立認可、3大商業銀行（省営）の民営化、外国銀行に対する信託銀行業務、貯蓄銀行業務の認可、など金融市場に競争原理を導入する政策が進められた。

このように、韓国、台湾においては80年代後半以降、制度的な金融自由化が進められてきたが、金融機関に対する政府介入が依然として残され、各種の金利は依然として行政指導の下にあると言われている。韓国ではこの点を踏まえて、1992年以降、実質的な金利自由化の方策が検討されることになっている。

ASEAN諸国

ASEAN諸国では、タイを除いて、1970年代後半～80年代前半という経済発展の比較的早い時期において金利が相次いで自由化され、80年代後半には金融機関の間の競争促進策が打ち出されることになった。タイにおける金融自由化が大きく進展したのは1980年代末になってからである。

自由化以前のASEAN諸国においては、優先分野に対する各種の優遇的資金配分政策が採用されていたが、自由化開始以降も、いくつかの諸国においては、依然として、中央銀行による再割引や低利融資、商業銀行による貸出割当義務や優遇金利の適用などが残され、競争原理の導入が妨げられてきた。しかし、優先部門重視の資金配分は徐々に削減され、次第に多くの金融仲介が市場メカニズムに委ねられるようになりつつある。

ASEAN諸国における金融自由化の背景としては、以下の点が挙げられる。第1は、70年代の2度にわたるオイルショックがインフレの上昇、実質金利の低下を招き、国内貯蓄と資本形成を抑制したことから、金利自由化と市場メカニズムの活用による資金配分の効率化が要請されるようになったことである。第2は、直接投資による進出企業・関連企業が、設備投資資金や運転資金の現地調達ニーズを高めるとともに、本国と同様の金融サービスを享受したいと

いう要求を高めてきたことである。第3に、IMF、世界銀行、アジア開発銀行（ADB）などの国際金融機関がこれら諸国に金融自由化を強く求めたことも、多くの国で自由化のきっかけになった。

マレーシアは1971年に新経済政策（NEP）を発表して以来、マレー系国民の所得を増大させ、その保有する富の比率を上げるという「ブミプトラ政策」（マレー系優先政策）を採用してきた。これは、金融市場を通じて、資金をブミプトラ育成（それ以外に地域開発、中小企業育成など）のために低利で振向けるというものである。そのために、商業銀行、ファイナンスカンパニーに対し、優先部門（ブミプトラ、中小企業、住宅など）向け貸出割当ガイドラインが設けられ、貸出しのうち一定部分をこれらの部門に貸出す義務が課された。しかし、70年代後半以降ブミプトラ政策の枠内で金融自由化が進められることになった。78年10月には、優先部門（ブミプトラ、農業、中小企業）向けの低利の規制金利を除いて、商業銀行の預金・貸出金利が行政指導つきながら自由化された。商業銀行金利が、行政指導によることなく完全に自由化されることになったのは91年2月である。

タイでは70～80年代を通じて厳格な金利規制が維持されるなど、ASEAN諸国の中では金融自由化に対して比較的慎重な態度がとられていた。80年代の始めに預貸金利の法定上限金利の引上げなど、金利が徐々に弾力化されたが、本格的な金利自由化が行われたのは80年代末のことである。すなわち、89年6月に商業銀行の長期定期預金（1年以上）の上限金利が撤廃され、90年3月には短期定期預金（1年以下）の金利が自由化された。その結果、規制が残されているのは、貸出金利（上限規制）と貯蓄預金金利のみになった。参入規制や金融業務規制が緩和されはじめたのも80年代後半のことである。88年12月には10年間停止されていた外国銀行の支店開設認可の方針が打ち出され、89年には国内銀行による地方での支店開設が活発になった。

インドネシアでは、80年代前半まで、金融システムにおいて最も重要な役割を占めていた国立商業銀行の預金・貸出金利が政府によってコントロールされ、その貸出しは主として優先部門に振向けられていた。そして優先部門向け貸出しのための資金は、中央銀行からの低利の再割引信用（liquidity credits）によってまかなわれていた。民間銀行は主として非優先部門に対する短期貸出しに特化していたが、その預貸金利は78年に自由化された。

インドネシアの金融自由化は、1983年6月の金利自由化と88年10月の金融機関間の競争促進策の導入の2段階で行われた。83年の改革では、国立商業銀行の貸出金利、定期預金金利が自由化されるとともに、中央銀行による再割引信用が縮小されることになった。国立商業銀行に対して、自立性を与えることにより、貯蓄の動員と資金配分の効率化を図ることがめざされたのである。88年の金融改革においては、民間銀行の新設認可、外国銀行の進出認可、民間銀行に対する業務規制緩和などが行われ、国立商業銀行のもつ支配的な役割を減じて、銀行間の競争を促進することによる金融市場の効率化がめざされた。

これらの制度革新の結果、インドネシアの金融自由化は急速に進展した。しかし近年では、むしろ自由化が行き過ぎて銀行の倒産などから、金融システムが不安定化するのではないかと懸念されるようになった。そこで91年3月には、銀行経営の健全化と信用秩序の維持を目的とした金融改革が新たに行われることになったのである。

フィリピンにおいては、70年代を通じて金利が低水準に規制されていたことから、しばしば高いインフレ率の下で実質金利がマイナスになっていた。金融機関による貯蓄の吸収と長期資金の供給も十分でなかったことから、80年代初頭に大々的な金融改革が実行され、金融自由化が進められることになった。すなわち、80年の商業銀行法改正によって、まず商業銀行による証券業務兼営が認可され、ユニバーサル・バ

ンキング制度が導入された。ユニバーサル・バンキング制度の導入によって、規模の経済性と範囲の経済性を利用して金融システムの効率化を図るとともに、長期資金の動員がめざされたのである。81～83年にかけて、貯蓄金利、長期貸出金利、預金金利、短期貸出金利と段階的に金利自由化が進められ、83年にはすべての銀行預貸金利が原則的に自由化された。

このような自由化の一方で、政府系金融機関による貸出しの規模が拡大し、あるいは貯蓄預金金利が低水準かつ固定的に推移したことから、金融自由化の効果は必ずしも十分にあらわれなかった。その上、83年（ベニグノ・アキノ暗殺）～85年（マルコス失脚）にかけて政治的・社会的な混乱と累積債務問題とが重なり、マクロ経済状況が全般的に不安定化し、銀行の倒産も増大した。その結果、フィリピンはアジアNIEs・ASEAN諸国の中で最も金融的発展の遅れた国となっている。

2-3 アジアNIEs・ASEAN諸国における金融深化

金融自由化の目的は、金利の自由化と金融機関間の競争を促進することによって金融仲介に競争原理と市場メカニズムを導入し、もって効率的な資金配分を実現させることにある。その期待される効果は、実質金利の上昇、金融仲介量の拡大、ならびに貯蓄と投資の増大である。
実質金利、貯蓄、投資

貯蓄は経済発展の進み方、将来所得の成長、人口学的な変動など多数の要因によって決定されるものであり、実質金利が貯蓄にどのような影響を与えるかは経験的に必ずしも明確ではない。しかし、貯蓄水準を一定にした場合、実質金利の上昇が貯蓄の構成に影響を与えることは経験的にも明らかである。それは実物資産に比べた金融資産の蓄積を増大させて、金融市場を発展させる効果をもつ。とりわけ、公式金融市場における実質金利の上昇は、非公式部門における金融取引を公式部門のそれへとシフトさせて、商業銀行など公式金融機関を通じた資金仲

介を拡大させよう。もともと非公式部門における中・長期資金の動員と期間変換機能には限界があり、その金融仲介規模も小さかったことから、より効率的な公式金融市場の拡大は貯蓄全体を量的に拡大させる効果をもちうる。そして、貯蓄の量的拡大は投資の量的拡大につながることになる。

実質金利の上昇は、他の条件を一定とすると、通常は投資にマイナスの影響をもたらすと考えられるが、他方で、より収益性の高い投資を相対的に拡大させて、資本の生産性を高めるという効果をもつ可能性がある。金融自由化が進むと、商業銀行は、市場均衡金利で預金を受け入れざるをえないことから、より厳格な貸出審査の下で、安全かつ収益性の高いプロジェクト・企業への融資を増やして、効率的な資金運用を図ろうとしよう。その結果、実質金利の上昇は投資を質的に拡大させる効果をもつと考えられるのである^(注6)。

たとえば、IBRD〔1989〕（世界銀行『世界開発年報1989年』）では、発展途上33ヶ国の投資/GDP比率と実質GDP成長率（1974～85年の平均値）との間の相関関係が分析され、実質金利がプラスの国ほど投資の生産性が平均的に高く、実質金利がマイナスの国ほど投資の生産性が平均的に低いことが示されている。その結果は図2に示されているが、アジアNIEs・ASEAN諸国のうち実質金利がプラスだった国（韓国、シンガポール、マレーシア、タイ）のすべてにおいて投資の生産性が高く、実質金利がわずかながらマイナスだった国（インドネシア、フィリピン）では投資の生産性が低い（とくにフィ

リピン）。したがって、実質金利の高い国ほど経済成長率も高くなるという傾向がみられると**いってよい**^(注7)。

金利の自由化と金融深化

すでに見たように、アジアNIEs・ASEAN諸国の金利は、早期に自由化が進められた香港シンガポールを除くと、70年代半ばまで政府・中央銀行によって厳格に規制されていた。70年代後半から80年代前半にかけては、タイを除くASEAN諸国で銀行預貸金利の相当部分が次々と自由化され（マレーシア78年、フィリピン81～83年、インドネシア83年）、80年代後半以降にはその他の国々でも自由化の動きが広がった（韓国88年～、台湾89年、タイ90年）。金利の自由化は、これら諸国の実質金利を市場均衡水準に近づける効果をもってきたものと思われる。

図3は、アジアNIEs・ASEAN各国のインフレ率（消費者物価指数の対前年増加比）と預金金利（12ヶ月定期）、貸出金利（主として商業手形貸出）をプロットしたものである。図から、これら諸国ではフィリピンを除き、80年代に入ってから、預金・貸出金利ともに概ねインフレ率を上回って推移してきたことがわかる。つまり、80年代を通じてプラスの実質金利が維持されてきたわけである。プラスの実質金利は、金利自由化による金利上昇効果を反映するだけでなく、インフレ率の急速な低下にもかかわらず、名目金利が大きく低下しなかったことをも反映するものである（とくに金利自由化が遅れて進められた韓国、台湾、タイのケース）。

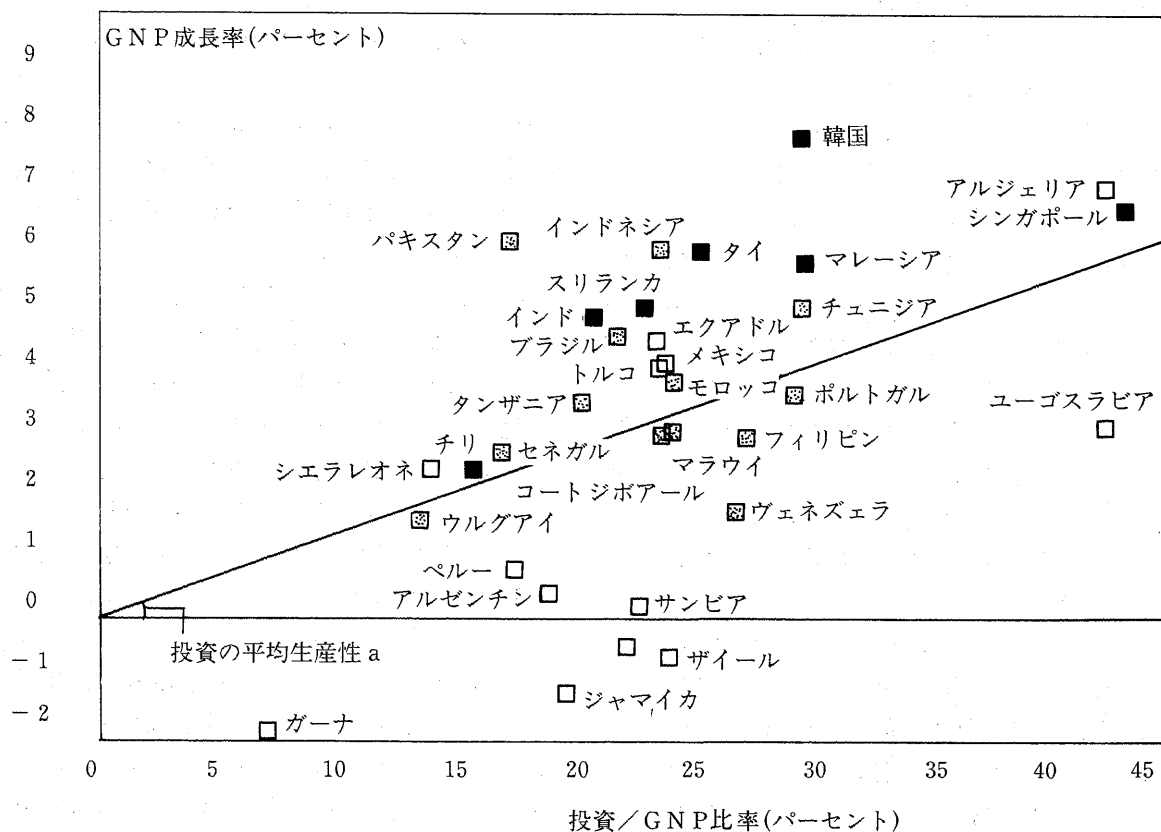
表5は、預金金利、貸出金利（いずれも名目、実質）、インフレ率、M2/GNP比率、貯蓄

（注6）ただし、この議論においては、実質金利の上昇によってモラル・ハザードや逆選択の問題が生じないことが前提にされる。

（注7）IBRD〔1989, P.32〕ではまた、短期預金の実質金利が1%ポイント上昇すると、実質GDPの成長率が0.2%ポイント上昇することが示されている（1965～85年におよぶ33ヶ国のクロス・セクション分析）。その解釈として、実質金利の上昇が金融深化と貯蓄の増大をもたらし、金融深化が投資の生産性の上昇（質的拡大）を、貯蓄の増大が投資の拡大（量的拡大）をもたらしたという説明がなされている。なお、金融深化の経済的効果については、Shaw〔1973〕、McKinnon〔1973, 1991〕、Fry〔1988〕も参照のこと。とくに、McKinnon〔1991, ch.2〕においては、より詳細な統計分析の結果がまとめられている。

図2 発展途上33ヶ国における実質金利、投資、生産性、成長率（1974～85年の年平均値）

- プラスの実質金利
- ▣ わずかにプラスの実質金利（0～-5%）
- 大幅にマイナスの実質金利（-5%以下）

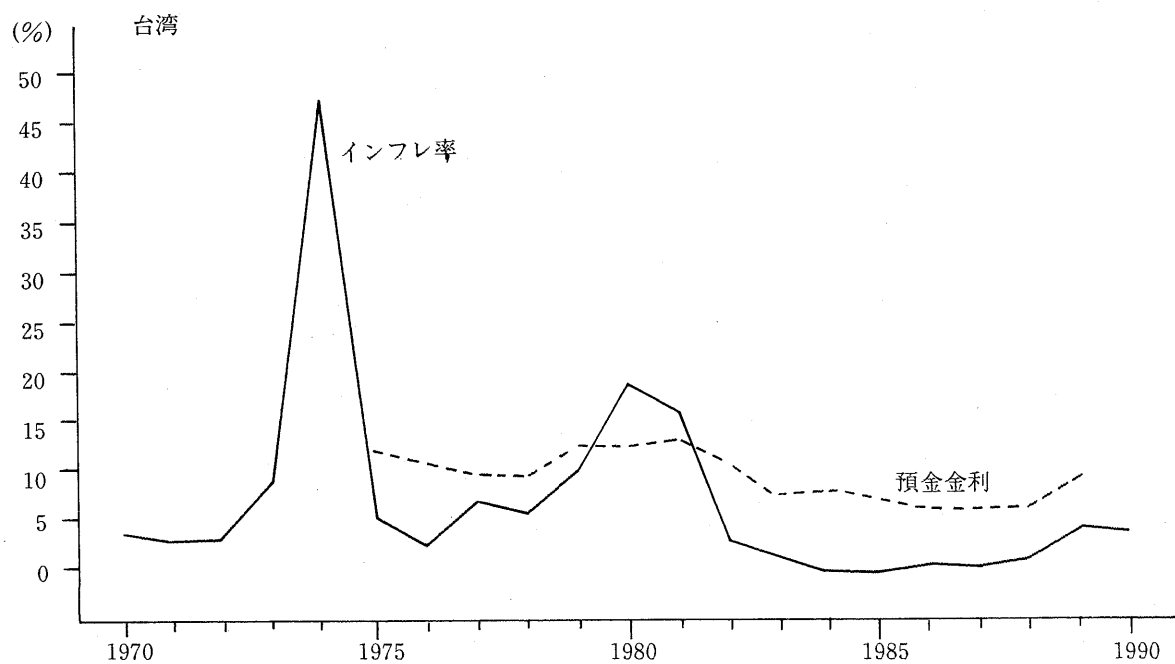
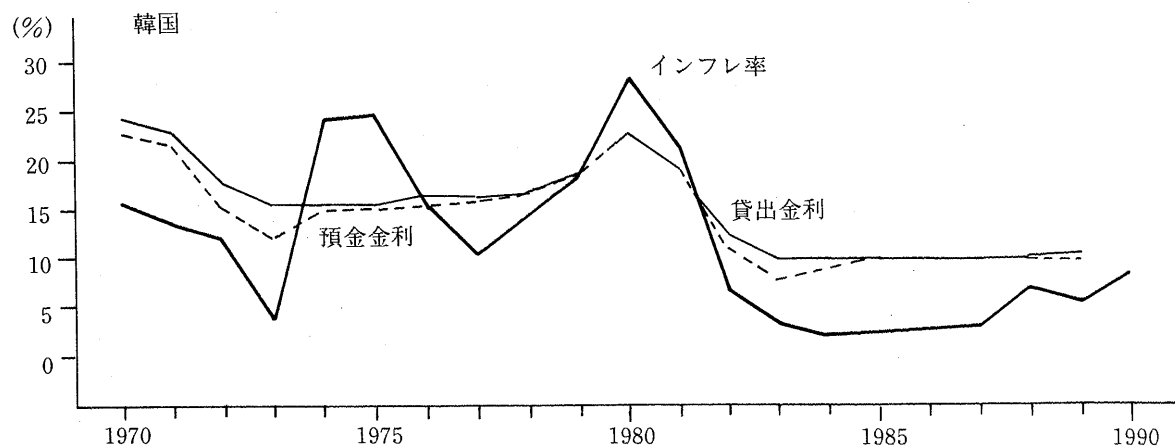


注 a) 「投資の平均生産性」は標本全体の平均

(出所) International Bank for Reconstruction and Development, World Development Report 1989, P.33.

図3 アジアNIEs・ASEAN諸国におけるインフレ率と銀行金利

3 a アジアNIEs



(資料) International Monetary Fund, International Financial Statistics;
 Asian Development Bank, Key Indicators of Developing Asian and Pacific Countries, Vol. XXI (July 1990).

表5 アジアNIEs・ASEAN諸国における金利，インフレ率，金融深化，貯蓄，投資

(単位：パーセント)

			預金金利 名目〔実質〕	貸出金利 名目〔実質〕	インフレ率 (CPI)	M2/ GNP 成長率	貯蓄/ GDP	投資/ GDP	1人当り 実質GNP 成長率
韓 国	1970年代		16.8〔1.6〕	18.0〔2.8〕	15.2	-0.2	21.5	27.3	7.9
	1980年代		12.0〔4.0〕	12.6〔4.1〕	8.4	2.2	34.8	33.7	6.9
台 湾	1970年代		10.9〔0.7〕	8.2〔-1.9〕	10.1	5.3	31.5	29.7	8.0
	1980年代		8.7〔3.6〕	7.9〔2.8〕	5.1	7.4	32.8	23.7	6.4
香 港	1970年代		5.7〔-2.2〕	7.5〔-0.4〕	7.9	-1.2	27.8	26.4	5.4
	1980年代		7.9〔-0.8〕	11.0〔2.3〕	8.8	11.1	30.1	28.8	5.7
シンガポール	1970年代		6.3〔0.4〕	7.8〔1.9〕	5.9	-0.3	28.1	40.0	8.0
	1980年代		6.3〔3.5〕	8.5〔5.7〕	2.9	3.8	41.7	42.9	6.2
マレーシア	1970年代		5.3〔-0.2〕	7.9〔2.3〕	5.5	4.0	29.7	25.5	4.8
	1980年代		6.9〔3.3〕	9.2〔5.6〕	3.6	3.9	33.0	36.7	2.7
タ イ	1970年代		7.6〔-0.4〕	14.6〔6.6〕	8.0	2.7	22.3	25.8	4.7
	1980年代		11.5〔5.1〕	17.3〔10.9〕	6.4	6.6	22.8	25.8	4.7
インドネシア	1970年代		16.2〔-1.0〕	—〔—〕	17.1	6.9	24.4	21.8	4.1
	1980年代		15.4〔5.9〕	21.6〔12.1〕	9.4	8.2	32.4	29.6	4.8
フィリピン	1970年代		10.0〔-4.6〕	12.1〔-2.5〕	14.6	-1.1	27.3	25.6	3.6
	1980年代		14.2〔-0.5〕	18.5〔3.8〕	14.7	4.7	21.2	20.9	-0.5

(資料) International Monetary Fund, International Financial Statistics.

International Bank for Reconstruction and Development, World Tables (1991).

Asian Development Bank, Key Indicators of Developing Asian and Pacific Countries, Vol. XXI (July 1990).

/GDP比率，投資/GDP比率のそれぞれの平均値を，1970年代と80年代とに分けて整理したものである。この表から，いずれの国においても，70年代から80年代へと移るにつれて実質金利が上昇したことがわかる。台湾，香港，ASEAN 4ヶ国の預金ないし貸出の実質金利（平均）は70年代においてマイナスだったが，80年代に入ると香港，フィリピンを除いてプラスになった。シンガポール，マレーシア，タイにおいては，インフレ率の低下と名目金利の上昇が実質金利の上昇をもたらした，韓国，台湾，インドネシアにおいては，名目金利に比べたインフレ率の大幅な低下が実質金利の低下をもたらした。

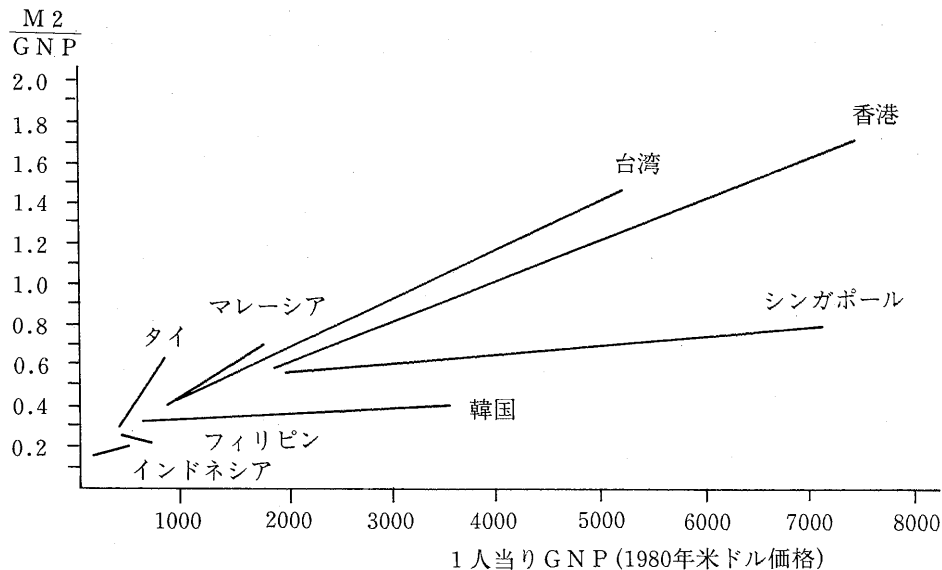
多くの諸国で実質金利が上昇するに伴い，金融深化の指標としてのM2/GNP比率は70年代

から80年代にかけてほぼ全ての国で上昇し（マレーシアではわずかながら低下），貯蓄/GDP比率，投資/GDP比率も上昇することになった（ただしフィリピンでは低下）。とくに，80年代のアジアNIEs，マレーシア，インドネシアの貯蓄/GDP比率は30%以上の高水準に達した（注8）。投資/GDP比率も，韓国，香港，シンガポール，マレーシア，インドネシアにおいて28%以上の水準が維持されており，経済成長に必要な資本形成が行われている。

70年代から80年代において，貯蓄/GDP比率，投資/GDP比率がともに低下した国はフィリピンのみであり，投資/GDP比率だけが低下した国は台湾のみである。（貯蓄/GDP比率だけが低下した国はない。）フィリピンの預金，貸出の実質金利はいずれも80年代に入って上昇

(注8)シンガポール，マレーシアにおいては，それぞれ中央厚生年金基金(Central Provident Fund)，被雇用者年金基金(Employee's Provident Fund)の退職年金基金が存在し，いずれも強制貯蓄制度としての役割を果たしている。この制度による貯蓄が全体の1/3を占めているといわれる。

図4 経済成長と金融的発展のトレンド線, 1970 - 90年.



したものの、預金実質金利は依然マイナスだった。フィリピンにおいては、 $M2/GNP$ 比率の上昇で測った金融深化は進んだものの、貯蓄/GDP比率、投資/GDP比率はともに21%の水準に低下し、1人当り実質GNP成長率（年平均）も-0.5%と、アジアNIEs・ASEAN諸国の中では最悪の経済パフォーマンスを示したのである。

金融深化と経済発展

このように、アジアNIEs・ASEAN諸国における $M2/GNP$ 比率は急速に成長し、金融深化が順調に進んだ。図4は、1970～90年の時期における、1人当りGNP（1980年米ドル価格表示）と $M2/GNP$ 比率との間の関係を、それぞれの国について線型回帰したフィット値を図示したものである。直線の横の長さは、それぞれの国の経済発展（1人当りGNPの成長）がどの程度進んだかを示し、直線の傾きは経済発展に応じて金融深化がどの程度進んだかそのスピードを示す。図から、香港、シンガポール、台湾、韓国における経済発展がめざましく、タイ、マレーシア、台湾、香港の金融深化が急速だったことがわかる。

フィリピンのフィット直線の傾きはマイナスになっているが、それはフィリピンの $M2/GNP$

比率は80年代に入って上昇したにも拘わらず、1人当りGNPが低下したからである。韓国の所得水準は高いにもかかわらず、その $M2/GNP$ 比率の水準は十分高くない。これは、韓国の場合、規制の比較的緩やかな非銀行金融機関（NBFIs）が急速に成長し、その金融債務がある程度通貨（ $M2$ ）の代替物として機能しているからだと考えられ、金融深化が十分でないことを必ずしも意味するものではない。

このように国によって程度の差があるにせよ、アジアNIEs・ASEAN諸国を全体としてみると、1人当りGNPが時間とともに成長するほど $M2/GNP$ 比率も増大する傾向にあることがわかる。

・資本市場の整備・育成と株式市場の発展

3-1 資本市場の未成熟

アジアNIEs・ASEAN諸国の金融システムにおいては、金融機関（とくに商業銀行）を通じた資金仲介（間接金融）のウェイトが高く、株式・債券の発行を通じた資金仲介（直接金融）のウェイトが低い。その結果、資本市場の発展は金融市場と比べてはるかに遅れていた^(注9)。その最大の理由は、各国経済の発展段階が低かったことから、資本市場を通じた資金調達を必要とする優良な民間企業が育っていなかったこと、金融資産の蓄積が不十分で、リスクの高い株式や債券などを需要する投資家が育っていなかったことに求められる。

アジアNIEs・ASEAN諸国の優良大企業の多くは国営・公営企業であったことから、資金調達を公共予算にあおいたり中央銀行による再割引融資を受けることができたため、そもそも株式や債券の発行を必要としなかったのである。たとえ外部資金を必要とする民間企業が存在したとしても、企業と銀行の結びつきが一般的に強く、銀行借入れによる資金調達が容易だったこと、あるいは企業における所有と経営が未分離であることが多く、企業が経営・財務情報の一定の開示を必要とする株式・社債の発行や一般大衆への株式分散による経営の希薄化を嫌う傾向にあった（とりわけ華僑系、華人系の同族経営企業）ことから、資本市場を通じた資金調達が進まなかったといわれる。投資家の観点からすれば、株式・債券を保有する中産層が十分育っておらず、機関投資家も十分な規模に成長していなかったこと、資本市場で資金運用を行なうのに十分な恩典が存在せず、むしろ金融市場における資金運用にメリットがあったこと、資本市場に関する情報や投資家保護が十分行き

届いておらず、株式・社債投資に伴う運用リスクが大きかったこと、などの事情によって資本市場を通じた資金運用が進まなかったのである。

しかし、各国経済が発展・成長するにつれ、民間企業の成長と家計の金融資産蓄積が進み、資本市場を利用する客観的なニーズが高まってきた。民間企業の成長に伴ない、設備投資のための長期・安定的な資金需要が増大し、銀行借入れ以外の調達手段が求められるようになった。華僑系、華人系の経営者の意識も世代交替とともに変化し、株式上場による低コストの資金調達にメリットを見出してきた。経営の規模が拡大し、多国籍化・多業種化してくると、資本市場を利用した資金調達のメリットが高まるのである。

家計における金融資産の蓄積は、金融機関への預金だけでなく、株式・債券を含む多様な資金運用手段（リターン・リスクの組合せ）へのニーズを高める。とりわけ、短期的にキャピタルゲインを実現できる株式投資の魅力が高まってきた。

こうした客観的条件の変化を背景に、アジアNIEs・ASEAN諸国においては、資本市場の整備・育成と強化をめざす政策が採られることになった。それによって、証券形態による外資導入と自国企業の成長を図ることが同時に期待されたのである。

3-2 資本市場の整備・育成と株式市場の拡大

各国における証券市場の整備・育成策の概要については、表6に示されている。多くの諸国においては、資本市場での上場規制の緩和（タイ、インドネシア）、将来性の高い企業の公開促進を図るための2部市場の創設（シンガポ

(注9)ここでは「資本市場」という言葉を株式・債券の発行・流通市場である証券市場を指すものとして用いている。Ng[1989]は、資本市場の中に金融機関を通じる中・長期借入れ・貸出し市場を含めて論じている。

表6 アジアNIEs・ASEAN諸国における証券市場の整備・育成策

国 名	証 券 市 場 育 成 策 の 具 体 的 内 容
韓 国	56年 韓国証券取引所の設立。 81年1月 「資本自由化計画」を発表（1990年代前半までに、4段階にわたって資本市場を外国人に開放する計画）。 87年4月 株式店頭市場の開設。 88年3月 韓国証券取引所の完全民営化。 上場株式取引のコンピュータ化開始。 6月 証券会社に対する規制緩和措置発表（支店設置、配当、増資の自由化）。 12月 「資本市場自由化の段階的拡大推進計画」を発表（1992年までに段階的に資本市場を開放する計画）。
台 湾	62年2月 台湾証券交易所、業務を開始。 85年8月 上場株式取引のコンピュータ化開始（87年から全上場銘柄に拡大）。 88年5月 証券交易法の改正・施行（①証券業は免許制から届出制に移行、②総合証券会社の創設、③外国証券会社の支店設置および外国資本との合併による証券会社の設立認可、④時価発行による公募増資の拡大など）。 89年12月 株式の店頭市場開設。
香 港	86年4月 香港証券取引所開設（既存の4取引所を統合）。 上場株式取引のコンピュータ化開始。 88年6月 「証券市場再検討委員会」の報告書発表（資本市場改革の大枠を提言）。
シンガポール	73年6月 マレーシア・シンガポール証券取引所の2分化により、シンガポール証券取引所設立。 86年2月 パン・エレクトリック事件（1985年12月）を受けて、地場大手4商業銀行が子会社を通じての証券業務への参入認可される。 87年2月 株式の第2部市場開設（SESDAQシステム稼動）。 国内証券会社への外国資本参加（出資比率70%以下）に関するガイドライン策定。 89年3月 コンピュータ売買システム（CLOB）稼動。 90年1月 マレーシア証券取引所との重複上場制度廃止、株式店頭市場（CLOB International）開設。
マレーシア	73年7月 マレーシア・シンガポール証券取引所の2分化により、クアラルンプール証券取引所が設立。 87年7月 国内証券会社への外国資本参加に関する規制緩和（出資比率制限を30%から49%へ引上げ）。 88年11月 株式の第2部市場開設。 89年1月 国債の入札発行開始、プライマリー・ディーラー制導入。 5月 コンピュータ売買システム稼動。 90年1月 マレーシア政府、クアラルンプール証券取引所上場のマレーシア企業に対し、シンガポール証券取引所への重複上場を禁止。社債格付機関の設立。
タ イ	74年 タイ証券取引所の設立（1975年4月業務開始）。 84年9月 タイ証券取引所法の改正（上場企業、オーソライズド企業、またはそれらに認定申請中の企業について、株式・社債の発行を認める）。 87年6月 オーソライズド証券（上場基準の緩和された株式）の取引開始。 9月 非居住者のための株式売買市場（外国人ボード）開設。 88年4月 株式預託機関の設立（株式振替決済システムの段階的導入）。 90年12月 1部銘柄の決済コンピュータ化。

インドネシア	77年 8月	ジャカルタ証券取引所再開（19年ぶり）。
	87年12月	資本市場規制緩和措置を発表（証券市場上場手続きの簡素化，上場基準の緩和，株式店頭市場の創設，外国人投資家による株式取得を認可）。
	88年10月	資本市場育成策として，定期預金金利に15%の源泉税賦課（従来は非課税だったものを，株式配当に対する源泉税と同一の取扱いにする），商業銀行による企業への貸付限度額の引下げ。
	12月	資本市場育成パッケージを発表（民間証券取引所の設立認可，証券業務を民間・外資の合弁企業に開放）。
	89年 6月	国営企業の株式の1部公開。 スラバヤ証券取引所（初の民間取引所）開設。
フィリピン	27年	マニラ証券取引所設立。
	63年	マカティ証券取引所設立。
	86年 2月	国営企業の民営化計画を発表。
	88年 1月	居住者への配当金に対する源泉課税率の段階的引下げ開始（89年 1月ゼロになる）。
	89年10月	コンピュータによる株価情報提供システムの導入（マニラ証券取引所）。

（資料） Ng [1989]；日本銀行調査統計局 [1990]；

大蔵省財政金融研究所内・アジア太平洋金融資本市場發展研究会 [1991]。

ル，マレーシア），店頭市場の創設（韓国，台湾インドネシア，シンガポール），カントリーファンド（国際投資信託）の設定や外国資本による株式取得の認可，国営企業・政府出資企業による株式公開，民営化（シンガポール，マレーシア，韓国タイ，インドネシア），国内証券会社への外国資本参加に関する規制緩和（シンガポール，台湾マレーシア，インドネシア）など一連の政策によって，資本市場の整備・育成が図られている。

このような整備・育成策に加えて，各国經濟の急速な發展・成長と企業収益の好調が80年代を通じて株式市場を急速に拡大させることになった。今後も世界の中で最もダイナミックな經濟成長を続けるという期待を反映して，海外資金がカントリーファンドなどを通じて株式投資に向けられたことも，これら諸国の株式市場の拡大に寄与した。

1980年代を通じて，アジアNIEs・ASEAN諸国の株式時価総額 / GNP比率は年率20%以上（単純平均）の高い成長を遂げた（前掲の表1）。この高成長は，株式市場が成熟した段階に近づいている香港，シンガポールを除いては，いずれも実體經濟の成長（1人当り実質GNPの成長）や金融的發展（M2 / GNP比率の

成長）を大幅に上回るものである。

表7は，1989年におけるアジアNIEs・ASEAN諸国の株式市場の規模を先進諸国のそれと比較したものである。その規模は日本，アメリカ，イギリスの株式市場と比べると依然小さいものの，他のヨーロッパ諸国と肩を並べる大きさにまで成長していることがわかる。台湾韓国の株式市場規模は80年代後半に大きく拡大し，前者はイタリア，スペインの市場規模を上回り，後者はそれに近い大きさになっている。香港，シンガポールの市場はルクセンブルグ，ベルギーなみの市場規模に達し，マレーシアの市場はデンマーク，フィンランドを凌ぎ，タイの市場はノルウェーとほぼ並ぶようになった。

このような株式時価総額の急速な拡大にも拘らず，アジアNIEs・ASEAN諸国の株式市場にはまだ未整備の点が多い。その第1は，市場の絶対規模が依然として小さく，上場企業数が少ないことである。とりわけ，インドネシアやフィリピンでは依然として多くの国営・公営企業が存在し（それらは株式による資金調達を必要としない），民間企業が十二分に育っておらず，しかも上場基準が厳しいことが企業の上場を妨げている。第2は，国内投資家の層がうすく，機関投資家が十分育っていないことである。

表8 アジアNIEs・ASEAN諸国の株式市場の国際比較（1989年末）

〔単位：百万米ドル，パーセント〕

国名	時価総額（名目GNP比％）	売買金額	上場会社数
韓国	140,490(71.5)	142,192	626
台湾	237,013(157.8)	967,334	181
香港	77,564(123.1)	38,361	284
シンガポール	71,312(247.3)	20,074	333
マレーシア	57,836(154.2)	6,843	305
タイ	25,173(44.2)	13,180	175
フィリピン	11,609(27.3)	1,306	144
インドネシア	2,566(3.1)	559	56
日本	4,392,597(155.0)	2,800,695	2,019
米国	3,505,686(67.4)	2,015,544	6,727
英国	826,598(98.5)	320,268	2,015
ドイツ	365,176(26.1)	628,630	628
フランス	364,841(38.1)	107,286	668
イタリア	169,417(19.8)	38,926	217
オランダ	157,789(70.8)	89,848	313
スペイン	122,652(32.6)	38,389	423
スウェーデン	119,285(64.5)	17,420	135
スイス	104,239(55.9)	-	177
ルクセンブルク	79,979(-)	186	493
ベルギー	74,596(48.0)	7,708	184
デンマーク	40,152(44.4)	14,463	257
フィンランド	30,652(-)	7,363	78
ノルウェー	25,285(28.6)	12,489	122
オーストリア	22,261(17.7)	11,706	81
ポルトガル	10,618(-)	1,912	182
ギリシャ	6,376(11.8)	549	119

（注） アジアNIEs・ASEAN 諸国については，外国株式を含む。その他の国は含まない。

（資料） NIEs・ASEAN 諸国については，山一証券資料，その他の国については，IFC, Emerging Stock Markets Factbook 1990.

（出所） 大蔵省財政金融研究所内・アジア太平洋金融資本市場發展研究会〔1991〕。

個人投資家は応々にして短期志向であり，長期・安定的な株主として行動する傾向にないといわれる。機関投資家が活発な資金運用を行いはじめている国においてさえも，その株式投資はまだ限られている。（たとえば，シンガポール，マレーシアにおける最大の機関投資家CPFやEPFは，資産の一定割合しか株式投資に振り向けられず，その大半を国債に投資している。タイの保険会社は株式運用リスクが大きいとして，株式にはあまり投資していない。）安定的な国内投資家層が存在しないことから，マーケットが応々にして一方向に振れる動きを繰り返す傾向をもつこともしばしば指摘される（たとえば79年におけるタイ株式市場の崩壊）。第3は，株式市場における制度的な枠組インフラストラクチャーが十分整っていないことである。たとえば，インサイダー取引規制が緩やかであること，会計基準の厳正さ・公正さに信頼を欠くこと，発行価格の設定が不明確であることなどが挙げられ，そのため，証券市場に対する投資家の信頼性が十分確立されていない国が多いとも言われている。シンガポール，マレーシアでは85年12月のパン・エレクトリック

返す傾向をもつこともしばしば指摘される（たとえば79年におけるタイ株式市場の崩壊）。第3は，株式市場における制度的な枠組インフラストラクチャーが十分整っていないことである。たとえば，インサイダー取引規制が緩やかであること，会計基準の厳正さ・公正さに信頼を欠くこと，発行価格の設定が不明確であることなどが挙げられ，そのため，証券市場に対する投資家の信頼性が十分確立されていない国が多いとも言われている。シンガポール，マレーシアでは85年12月のパン・エレクトリック

表8 アジアNIEs・ASEAN諸国における金融・資本市場の監督・規制等

国名	金融・資本市場の監督・規制策の内容
韓国	72年8月 「経済の安定・成長に関する大統領緊急命令」を発令（私金融の拡大を抑える目的）。 87年12月 自己資本比率規制の見直し（都市銀行は総資本の6%，地方銀行は同7%とする）。
台湾	88年5月 証券交易法改正・施行（インサイダー取引の禁止規定，10%以上保有の大口株主に対し報告義務）。 89年7月 銀行法改正（BIS基準による自己資本比率規制および銀行株式の持株比率規制を導入，信用不安時における財政部の介入権限強化）。
香港	86年9月 新銀行条例により，金融機関に対する規制・監督の強化（銀行・DTC諮問委員会の権限強化，銀行監査の強化，融資ガイドラインの設定，流動性比率の設定）。 88年6月 証券市場再検討委員会，香港証券市場の改革に関する報告書を発表（上場基準の明確化，ディスクロージャーの強化，インサイダー取引の取締りなど）。 9月 自己資本比率規制（最低5%）の導入。 89年5月 証券先物委員会（SFC）条例施行（SFCを新たに設置，証券市場・先物市場の規制・監督権限を一元化）。 8月 自己資本比率規制をBIS国際統一基準の8%へ引上げ。 90年2月 銀行条例改正（公認金融機関の最低払込資本金の引上げ，金融当局の情報収集権限の強化）。
シンガポール	85年11月 パン・エレクトリック事件の発生。 86年2月 地場大手商業銀行によるシンガポール証券取引所の会員証券会社への100%出資を認可。 8月 証券業法および証券業規制の改正施行（証券業に対する監督の強化）。
マレーシア	84年9月 銀行業務に関する中央銀行のガイドライン（貸出先1社当りの貸出残高規制強化，大口の貸出しを制限）。 88年8月 BIS基準による自己資本比率規制導入。 89年10月 銀行金融機関法施行（中央銀行の監督権限強化，銀行，ファイナンスカンパニー等に対する規制の統合，5年以内に既存の外国銀行支店の現地法人化を義務づけ）。
タイ	79年 銀行法，ファイナンスカンパニー法の改正による監督強化。 89年11月 「タイ中央銀行法」，「市中銀行法」，「金融・証券・不動産金融業務法」の金融3法の改正により中央銀行の監督規制を強化。
インドネシア	86年10月 通貨スワップ取引に関する規制の導入。 88年10月 銀行の健全性維持のための規制強化（単一の貸出先に対する貸出し制限）。 91年3月 中央銀行令・通達を発表（金融秩序の維持，銀行経営の健全化，金融・資本市場の整備・発展を目的）。
フィリピン	81年 デウィー・ディー事件，各種監督体制の整備。 83年 中央銀行のCAMELシステムの導入により，金融機関に対する緊急融資体制を整備。 89年 商業銀行に対する監督・規制強化，預金者保護のための改革プログラム。

（資料） Adhikary [1989a]；日本銀行調査統計局 [1990]；

大蔵省財政金融研究所内・アジア太平洋金融資本市場発展研究会 [1991]。

社の倒産，香港では87年10月のブラックマンデー時における市場閉鎖の経験・反省を受け，それぞれ市場への信頼回復，投資家保護を目的に規制・監督体制を充実させる努力が続けられている（表8も参照のこと）。

3-3 債券市場

アジアNIEs・ASEAN諸国の債券市場は，株式市場と比べてその發展が著しく遅れている。金融市場と株式市場が高度に發達している香港，シンガポールにおいてさえも債券市場は十分に發展しているとは言えず，とくに流通市場は機能していないに等しい状況である。

債券市場が十分に發達してこなかった理由としては，3つの点が挙げられる。第1の理由は，アジアNIEs・ASEAN諸国の多くが均衡財政主義（香港・シンガポール）を維持し，あるいは均衡財政を維持しなくとも財政赤字の大半を国内の金融機関や海外からの借入れによって賄ってきたことから，国内における国債発行額が限られ，その結果，国債発行市場，流通市場ともに未發達だったことである。政府は，従来，金融市場を通じ低利で長期資金を調達することができたことから，国債発行による資金調達を行なう必要も，国債市場を發達・拡大させるインセンティブもなかったといえる。第2の理由は，社債を発行して資金調達を行なうことのできる優良な企業が少なかったということである。社債発行を行なうためには，発行企業が信頼性の高い大企業であり，かつ十分な企業収益を得ている必要があるが，多くの企業は国営・公営であるかそれとも社債発行が可能な規模に達していない企業である。国営，公営企業は外部資金の調達を必要としないことから，債券発行の必要もない。社債発行を行える民間優良企業にしても，社債と機能的に類似しかつ調達手続きが簡単な銀行借入れを行ったり，株式発行を行なうことが有利であることから，社債発行のインセンティブは小さい。第3の理由は，債券投資を行なうことのできる長期・安定的な投資家が十分成長していないことである。資本市場を

利用しようとする個人投資家の大半は，短期的に利益を得る可能性のある株式への投資を好み，機関投資家にとっても社債は魅力的な投資対象ではない。利子所得に対する税制優遇措置が存在しないこと（多くの諸国では預金利子所得への税率は低く抑えられているが，債券利子所得は課税対象になる），流通市場が未發達なことから流動性に欠けかつキャピタルゲインを期待しにくいこと，債券の発行者に関する信用情報が十分得られず，とくに社債への信頼が十分確立されていないことなどがその要因である。

債券市場とくに国債市場が未發達だということとは，中央銀行にとっては公開市場操作を行なう余地が極めて限られていることを意味する。公開市場操作を利用した金融政策を効果的に行なうためには，厚み（breadth）と深み（depth）を備えた政府証券市場が十分に發展していることが最低限必要である。政府証券市場が發展するためには，市場金利で政府証券取引が行われる環境が作り出されなくてはならないが，そのことは低利で資金調達を行ないという政府の意図に必ずしも合致するものではなく（政府は規制金利の下で金融市場からの資金調達を行うことができた），その結果，国債市場の自由化と拡大が進んでこなかったのである。そこで，いくつかの諸国では，中央銀行が中銀証券を発行して公開市場操作を行なっているが（韓国，インドネシア，フィリピンなど），その市場規模は限られている。

各国においては，近年，債券市場を整備・育成するための政策が打ち出されている。アジアの中で社債市場が比較的發達している韓国では，転換社債，ワラント債の発行が拡大し，債券売買受託手数料が弾力化されつつある（1988年以降）。香港では，香港ドルの安定という見地から香港ドル建債券の発行が事実上禁止されていたが，80年代以降，世界銀行による香港ドル建債の発行認可（89年），公開市場操作の対象となる政府短期債券の発行（90年）など，政府債券市場の拡大につながる措置が講じられている。シンガポールでは，もともと均衡財政の

下で国債発行が行われなかったが、金融センターとしての魅力を維持するために定期入札による国債発行が導入されている。マレーシアにおいても、国債の満期多様化（86年以降）、短期

金融市場における固定金利の廃止（87年）、国債の入札発行開始（89年）、社債格付機関の設置（91年）などにより、債券市場の拡大策が採られている。

・為替・資本取引の自由化と為替レートの弾力化

アジアNIEs・ASEAN諸国においては、金融の自由化と資本市場の整備・育成が進められるのと並行して、為替取引・資本取引の自由化と為替レート変動の弾力化が進められてきた。その結果、それら諸国で著しい金融深化と資本市場の拡大が見られ、また国際金融市場との結びつきも一層強いものになった。アジア太平洋地域における金融的相互依存が、ますます高まってきたのである。

4-1 為替・資本取引の自由化

アジアNIEs・ASEAN諸国においては、80年代に入って為替・資本取引の自由化が進められた。香港シンガポールにおいては、為替・資本取引の自由化は70年代半ばまでには完了しており、マレーシア、インドネシアでも80年代始めまでに対外金融取引の大半が自由化されていた。80年代後半には、韓国、台湾タイでもIMF 8条国に移行するなど、為替管理の緩和、資本取引の自由化が進められている。ASEAN諸国の中では、フィリピンだけが現在でも比較的厳重な為替制限を維持しているが、それを除く諸国は、金融的にも開放経済体制へと急速に移行しつつある。

このような為替・資本取引の自由化が進められた最大の理由は、輸出指向型の経済発展・成長が持続し国際貿易・直接投資が拡大するなかで、厳格な為替管理と資本取引規制を維持する根拠が次第にうすれてきたことにある。それまでは、為替管理と資本移動規制を課すことによって内外金融市場を分断し、希少な外国為替の配分、国内信用のコントロールを行なう政策

が採られてきたが、国際貿易・資本取引が拡大するにつれ、そのような政策を続けることの意味がうすれ、むしろそれが一層の経済成長の制約だと考えられるようになってきたのである。直接投資の受け入れと輸出指向型の経済発展をめざす諸国において、為替・資本取引の自由化が進んだのは当然のことだったといえる。

たとえば、海外直接投資の受入国では、進出企業・関連企業が本国と同種の為替・資本取引を行なうことを求め、進出している外国系金融機関も金融市場の対外的な開放・自由化を求める。あるいは、厳格な為替管理の下で貿易黒字が拡大してきた諸国（韓国、台湾）においては、外貨準備の急増が国内流動性の増加、株価・不動産価格の急騰、労賃・物価上昇圧力へとつながったことから、内外資本移動に関する規制撤廃（および為替レートの弾力化）の要求が高まってきた。さらには、各国の企業自身がグローバル化するとともに、海外における資金運用・調達ニーズが高まり、それが為替・資本取引の自由化を促す契機にもなった。

以下、各国の為替・資本取引の自由化の状況を簡単に整理しておこう（表9の左側の欄参照のこと）。

韓国・台湾

韓国は88年11月にIMF 8条国に移行し、経常勘定取引を原則的に自由化したが、資本勘定取引の自由化はまだ完了していない。政府は81年に「資本自由化計画」を発表して、90年代前半までに4段階で資本市場を自由化・国際化することを決定した。この計画に基づき、81年には第1段階（国際投資信託を通じた対韓証券投資の

拡大)が開始され、85年には第3段階(非居住者による対韓証券投資の本格的自由化、韓国企業による海外証券発行)のうち韓国企業による海外証券発行が認可された。しかし、当初85年に実施されるはずだった第2段階(非居住者による対韓証券投資の制限的自由化)は先送りされ、後の修正計画でも、92年の実施予定へと延期された^(注10)。88年12月には、81年の自由化計画の修正版である「資本市場の段階的拡大推進計画」が発表された。この修正計画は、92年までに外国人による対韓証券投資、韓国人による対外証券投資をいずれも制限つきながら段階的に自由化しようとするものである。これに基づき、外国人による韓国株式の直接取得が92年1月から実施されることになった。また、91年10月には、それまで「原則禁止、例外可能」だった外国為替管理法を「原則自由、例外規制」に大幅改正し、外為取引を円滑化する方針が打ち出された。

台湾においても、87年7月に外貨管理条例が大幅に改正され(原則自由・有事規制に転換)、対外証券投資に関する制限も緩和されることになった。国際収支黒字の累積によって国内流動性が増大したため、対外証券投資の自由化圧力が高まったのである。

ASEAN諸国

ASEAN諸国における為替・資本取引はマレーシア、インドネシアで相当程度自由化されており、タイでも90年代に入って自由化が進められてきた。フィリピンだけが依然として為替管理を維持している。

マレーシアはすでに1968年にIMF8条国に移行し経常取引を自由化していたが、対外金融取引も大筋において自由化している。

インドネシアにおいては、もともと為替制限は緩く経常取引は原則的に自由だったが(外国為替管理法は存在しなかった)、IMF8条国に移行したのは88年と最近のことである。資本取

引上の規制も少ないといわれる。

タイは80年代に至るまで為替制限を課していたが、90年5月にIMF8条国に移行して経常取引面での外国為替管理を緩和した。その後も、91年4月に為替管理を一層緩和して資本取引面での自由化を進めている。タイ政府は現在、インドシナ半島(ベトナム、カンボジア、ラオス、ミャンマーを含む)における金融・経済センターになるべく、パーツの国際化をめざしているといわれる。

80年代前半に大々的な金融改革を断行したフィリピンは、アジアNIEs・ASEAN諸国の中で唯一、IMF8条国に移行しておらず、外国為替管理・資本取引規制が維持されている。

4-2 為替レート制度

アジアNIEs・ASEAN諸国における為替レート制度は、80年代を通じて、固定レート制からより伸縮的な為替レート制へと転換してきた。ただし、これら諸国の為替レートは完全に自由な変動為替レート制の下にあるわけではなく、通貨当局の介入によって変動幅が抑えられるという管理為替レート制の下にある。為替レート制度の変遷については、表9の右の欄に整理されている。

韓国・台湾

韓国では、70年代を通じて対米ドル固定レート制が維持されていたが、80年に「複数通貨バスケット方式」の下での管理為替レート制へ移行した。この方式は、SDRおよび主要貿易取引国通貨バスケット(米ドル、日本円、独マルク、英ポンド、仏フラン)を考慮したバスケット・レートとインフレ率や為替レート予測等を考慮したベースレートとに基づいて、米ドル集中レートを算出し基準とするものである。90年3月には、前日の実勢レートに基づき当日の中心レートを決定するという「市場平均為替レート方式」を採用して、為替のより大きな変動を

(注10) 韓国市場は外国人投資を受入れるほどの規模に達していないこと、国際収支の黒字で大量の外貨が流入し、マネーサプライの急増、インフレの高進がみられたことから、外貨流入規制の緩和に踏み切ることができなかったのである。

表9．アジアNIEs・ASEAN諸国における為替管理の自由化と為替レート制度

国名	為替管理・資本取引規制の自由化	為替レート決定方式の改革
韓国	81年1月 「資本自由化計画」を発表（1990年代前半までに4段階にわたって内外資本取引の自由化をめざす計画）。 11月 外国人向け投資信託を新設。 84年7月 外資系企業による利潤の国外送金等を自由化。 88年11月 IMF 8 条国へ移行。 12月 「資本市場自由化の段階的拡大推進計画」を発表（居住者による対外証券投資，非居住者による対韓証券投資を92年までに段階的に自由化）。 89年12月 ドルコール市場創設。 91年6月 「株式市場開放推進法案」を発表。	80年2月 米ドルへの固定レート制から「複数通貨バスケット方式」の下での管理為替レート制へ移行。 87年～ アメリカの通貨切上げ圧力高まる。 90年3月 「複数通貨バスケット方式」から「市場平均レート方式」（前日の実勢レートに基づき当日の中心レートを決定）へ移行（変動幅は中心レートの上下0.4%以内）。 91年9月 「市場平均レート方式」の変動幅を0.4%から0.6%に拡大。
台湾	83年2月 外国人向け投資信託を開設。 87年7月 外資管理条例を改正・自由化（外資集中制度の廃止，対外証券投資に関する規制緩和）。 89年6月 外国証券会社の支店開設の認可方針発表（当面3社に限定）。 8月 ドルコール市場創設。 90年11月 円コール市場創設。	79年2月 米ドルへの固定レート制から「外為中心レート制」（前日の実勢レートに基づき当日の中心レートを決定）へ移行。 87年～ アメリカからの通貨切上げ圧力高まる。 89年4月 「中心レート制」を廃止し，変動為替レート制へ移行。
香港	73年1月 外国為替管理規制を撤廃，内外一体型の国際金融センターの自然形成。 82年 非居住者外貨預金利子への源泉徴収課税を撤廃。 83年 非居住者香港ドル預金への源泉課税を撤廃。	74年11月 米ドルへのリンクから離れ変動為替レート制に移行。 84年 米ドルへの擬似固定レート制確立。
シンガポール	68年11月 IMF 8 条国に移行。 オフショア国際金融市場の発足（内外分離型）。 78年6月 外国為替管理の完全撤廃。 83年 SIMEX（シンガポール国際金融取引所）の設立。 87年2月 国内証券会社への外国資本参加（出資比率70%以下）に関するガイドライン	73年6月 米ドルへの固定レート制から離れ，「バスケット方式」の下で為替レートを弾力化（未公開の通貨バスケットを参考にMASが介入してレートを管理する方式）。
マレーシア	68年11月 IMF 8 条国に移行。 86年4月 国内証券会社への外国資本参加（出資比率61%以下）に関するガイドライン。	73年5月 マレーシア政府，マレーシア・シンガポール両国通貨の等価交換制を廃止。 73年6月 金平価の維持を放棄し，為替のフ

			75年 9 月	ロートに移行。 「通貨バスケット式」を採用（当局は主要貿易相手国の通貨バスケット—未公開—に対する為替レートを固定化）。
タイ	90年 5 月 91年 4 月	IMF 8 条国に移行，外国為替管理の緩和。 外国為替管理の一層の自由化（居住者外貨預金の認可，商業銀行による対居住者外貨貸付の認可，商業銀行による対外送金の自由化等）。	78年 5 月 81年 9 月 84年11月	対米ドルペッグから離れ，通貨バスケットにペッグさせる方式に移行。 通貨バスケットへのペッグから対米ドルに対する制限的なフロート制へ移行。 対米ドルへの制限的なフロートを廃止し，「通貨バスケット」へのペッグに移行。
インドネシア	70年 83年 6 月 87年12月 88年 5 月 89年 3 月	煩雑な複数為替レートを簡素化。 外貨預金にかかる諸税を撤廃。 外国人投資家の株式市場への参加を認可。 IMF 8 条国に移行。 金融機関の対外借入規制を撤廃。	78年11月 88年10月 89年10月	対米ドルへの固定為替レート制から「通貨バスケット」にリンクする方式に移行。 スワップ制度の変更・弾力化（スワップ期間を6ヶ月から最長3年に延長，スワップ金利を固定金利から変動金利に変更）。 為替レートの形成をより市場実勢に委ねる方向に移る。
フィリピン	62年	貿易為替管理を撤廃（しかし，經常取引の規制は残存し，資本取引規制についてはより強く制限。まだIMF14条国から8条国に移行していない）。	70年 2 月 84年10月	対米ドルレートの安定化をめざした管理フロート制を採用。 変動為替レート制に移行（しかし中央銀行による介入が大きい）。

（資料） Adhikary [1989a]；日本銀行調査統計局 [1990]；その他各種資料。

許すことになった。

台湾でも70年代末まで対米ドル固定レート制が維持されていたが，79年に「外為中心レート制」（前日の実勢レートに基づき当日の中心レートを決定する方式）に移行した。ただし，対ドル・レートの変動幅規制（中心レートの上下2.25%以内）は維持された。89年には「外為中心レート制」が廃止されるとともに，銀行間における対ドル・レートの変動幅規制が廃止され，変動為替レート制が採用されることになった。

香港，シンガポール

香港ドルは72年に英ポンドへのリンクから米ドルへのリンクと切り替った後，74年に変動為替レート制に移行した。しかし，84年以降，1米ドル＝7.8香港ドルのレートを維持するとい

う実質的な固定為替レート制に復帰している。

シンガポールは，73年に対米ドル固定レート制から離れて，通貨バスケットを参考にしつつMAS（シンガポール通貨方）が介入によって為替レートを決めるという管理為替レート制に移行した。通貨バスケットの構成は未公開だが，対米ドルレートが極めて安定的に推移していることから，米ドルのウェイトは相当大きいものと思われ，事実上の対米ドル固定レート制に近いものになっている。

ASEAN諸国

マレーシア，タイ，インドネシアにおいても，「通貨バスケット方式」の下で，中央銀行が市場介入を行なって為替レートを管理するという方式が採られている。これらの諸国は，いず

れも70年代に対米ドル固定レート制（ないしはマレーシアのように金平価を維持する固定レート制）から離れて「通貨バスケット」の導入を図った。いずれの国でも（とくにタイ）、通貨バスケットに占める米ドルのウェイトは高いものと推測されている。フィリピンでは、80年代前半まで対ドルレートの安定化をめざした管理フロート制が採用されていたが、84年に変動為替レート制に移行した。しかし、依然として中央銀行による介入が大きく、管理為替レート制の色彩が強いと言われる。

このように、アジアNIEs・ASEAN諸国の多くは、従来のように対米ドル固定レート制を維持するのでなく、「通貨バスケット」に対する通貨価値を安定化させるという管理為替レート制を採用している。通貨バスケットの構成は、望ましくない為替投機を防止してレートを安定化させるという観点から、公開されていない。香港シンガポールなどでは対ドル・レートを安定させるといふ政策が採られているが、その場合にも対外ショックが生じたときには対ドルレートの変動を許しうる為替レート制度の下で対外調整を図ろうとしているのである。これは、金融の自由化と為替・資本取引の自由化が進む中で、一定程度の金融政策上の自立性を保持しようとする試みといえよう。

4-3 金融的相互依存の進展

アジアNIEs・ASEAN諸国における金融市場・資本市場の発展・拡大と為替・資本取引の自由化は、それら諸国間あるいはそれら諸国と日・米・欧先進諸国との間の金融的な結びつきを一層強める効果をもってきた。ASEAN諸国の

金融市場は、従来、ロンドン、ニューヨーク金融市場と強いつながりをもっており、域内相互の間の結びつきはシンガポール、マレーシア間を除いてはさほど強くないと言われていた（注11）。しかし、それら諸国の経済がますます開放体系化し、金融市場・資本市場が発展・国際化するに伴い、他のアジアNIEs・ASEAN諸国との間の金融的相互依存も深まってきたのである。

アジア太平洋地域における金融的相互依存の強さを計測するために、各国の金利がカバー付き金利平価式を通じて米ドル金利と連動しているか否かを検定した研究がある。（Goldsbrough and Teja〔1991〕）。それによれば、香港、シンガポール、マレーシアの金融市場と国際金融市場とは十分統合されていることが示される。（他のアジアNIEs・ASEAN諸国に関してはデータ上の制約から統計分析は行なわれていない。（注12）

いくつかのASEAN諸国は、法的には為替管理の下にあったとはいえ、もともと香港、シンガポールを拠点・仲介とする華僑系・華人系ネットワークを通じて相互にモノ・サービス・カネの面で緊密なつながりをもっていた。従来から国際的多国籍的な性格をもっていた華僑系・華人系資本も、近年では、多角化・多業種化の中でより近代的な企業経営体へと成長し、一層グローバル化しつつある。それに加えて、80年代には、日・米・欧さらにはアジアNIEsからの直接投資の流入が拡大し、貿易活動が活発になると同時に、先進諸国からの金融機関業務の拡大、証券投資流入の増大によって、経済実体面、金融面において対外的な相互依存関係が強められてきた。

（注11）Tan and Kapur〔1986〕に収められているSee-Yan論文では、ASEAN諸国が急速に金融的発展を遂げたにもかかわらず、域内の対外決済、域内資金取引、商業銀行の相互進出、株式の共通上場、各国金融指標（利子率、為替レート、インフレ率、マネーサプライ）の間の共変関係などでみた域内の金融的相互依存関係は、シンガポールとマレーシアの間を除いては弱いことが強調されていた。

（注12）また、Goldsbrough and Teja〔1991〕は、アジア太平洋地域における投資と貯蓄の相関度を計測し、実物面での相互依存の強さがどの程度か論じている。（両者の相関度が小さいほど実物的な相互依存の程度は強い。）各国ごとの分析は行なわれていないが、アジア太平洋地域での実物的相互依存は、ヨーロッパ域内のそれに劣るものではないという結論が得られている。

このように、アジアNIEs・ASEAN各国の金融・資本市場が発展するなかで、直接投資フロー、銀行資金フロー、証券投資フローが拡大し、同時に華僑系・華人系資本のグローバル化が進むことによって、アジア太平洋地域における金融的相互依存関係が深まりつつある。そのような金融的相互依存関係の強化をデータの上

で示すことは必ずしも容易ではないが、香港シンガポールが金融センターとして、アジアにおける国際的金融仲介のための仲継地機能を果たしていることがわかる。アジアNIEs・ASEAN諸国は、国際的な金融仲介に携わり、グローバルな規模で資金配分の効率化を図りつつあるといえる。

・結論

アジアNIEs・ASEAN諸国における、近年の経済発展・成長と国際貿易・資本フローの拡大にはめざましいものがある。とりわけ、1985年以降、円高とそれに誘発された日本の対アジアNIEs・ASEAN直接投資、次いで韓国、台湾における通貨切上げと賃金上昇に誘発された対ASEAN直接投資をテコに、ダイナミックな国際分業の動態的变化が継起的に発生し、「重層的追跡」と呼ばれる工業化プロセスが展開されてきた。

これらの諸国では、80年代を通じて、金融・資本市場が実体経済以上のスピードで成長・拡大を遂げるという「金融深化」が進展してきた。金融深化は、各国における一連の金融自由化措置、為替・資本取引の自由化、資本市場整備の動きと相まって進んだものである。金融自由化の進捗状況は国によって異なるものの、70年代末以降すでに自由化が完了していた香港・シンガポールを除くすべてのアジアNIEs・ASEAN諸国において相次いで金利が自由化され、さらに参入規制や金融業務規制に関する緩和が行われて、金融取引における競争的な環境が整ってきた。また、各国経済の高成長と資本市場の整備・育成策を反映して、80年代を通じ企業の株式上場が飛躍的に増大し、資本市場はきわめてダイナミックに発展してきた。為替・資本取引の自由化は、海外直接投資の受け入れや銀行資金、証券投資の国際移動を促し、アジアNIEs・ASEAN諸国間、あるいはそれら諸国と

他のアジア太平洋諸国との間の金融的相互依存関係をより緊密なものにしつつある。

アジアNIEs・ASEAN諸国において、金融自由化、資本市場の整備・育成、為替・資本取引の自由化が行われてきた最も基本的な理由は、一層の経済発展・成長を実現するためには、金融システムを自由化し競争的・開放的なものにすることによって、より効率的な国内金融仲介を促進するだけでなく、国際的な金融仲介をも利用して生産的な資本形成を進めていくことが不可欠だと認識されるようになったことにある。

金融の自由化と金融市場の拡大を図って、金利の需給調節機能を活用した近代的な金融政策の有効性を高めることの必要性が認識されたことも、重要な要因のひとつである。

ASEAN諸国は、地理的条件から見ても、もともと財・サービス・資金の面で開放的であり、80年代には輸出指向型の経済体制の下で経済発展・成長を遂げてきた。それに加えて、香港、シンガポールを拠点・仲介とする華僑系・華人系ネットワークはきわめて国際的・多国籍的な性格をもって活動しており、その活動が各国経済を資金フローの面で結びつける上で重要な役割を果たしていた。80年代後半においては、日本、アジアNIEsからの直接投資が急増し、それに伴い資金の国際移動も一層活発になって、それがアジア太平洋地域における経済発展を金融面から支えるひとつ重要な条件になったのである。

ASEANの各国が工業化と経済成長を成し遂げるためには、日・米・欧などの外国資本や華僑系・華人系資本の投入が不可欠であり、それらに事業活動の場を提供するためにも各種の自由化政策、開放政策がとられてきたと考えることができる。一国で規制や政府介入を強めると資金が敏感に反応して海外に逃避しかねないという状況の下では、金融・為替・資本の自由化と資本市場の活性化とを通じて、自国をより魅力的な投資対象国にする必要が生じる。それは国際性の高い資本・資金を受け入れ、引きとめ

ておくためのひとつの重要なインフラストラクチャーとしての意味をもつのである。

アジア太平洋地域における金融的相互依存が高まるということは、この地域でのマクロ政策の国際波及が一層顕著なものになることを意味する。それは、日米などアジア太平洋地域に大きな影響を及ぼす先進諸国の間のマクロ政策協調がますます重要になることを意味するだけでなく、アジアNIEs・ASEAN諸国をも含めたマクロ政策の調整が今後重要性を増すであろうことを示唆する。

参 考 文 献

- 大蔵省財政金融研究所内・アジア太平洋金融資本市場発展研究会『アジアの金融・資本市場—21世紀へのビジョン—』（金融財政事情研究会，1991年）。
- 日本銀行調査統計局「最近におけるアジア諸国の金融制度改革」『調査月報』平成2年2月号，1—29頁。
- Adhikary, Ganesh P., Deregulation in the Financial System of the SEACEN Countries (Kuala Lumpur The South East Asian Central Banks (SEACEN) Research and Training Centre, 1989a) 。
- Adhikary, Ganesh P., Non-Bank Financial Institutions [NBFIs]: Their Impact on the Effectiveness of Monetary Policy in the SEACEN Countries (Kuala Lumpur The South East Asian Central Banks (SEACEN) Research and Training Centre, 1989b) 。
- Chandavarkar, Anand G., "The Informal Financial Sector in Developing Countries : Analysis, Evidence, and Policy Implications," Occasional Papers, No.2 (August 1987), The South East Asian Central Banks (SEACEN) Research and Training Centre.
- Fry, Maxwell J., Money, Interest and Banking in Economic Development (Baltimore : Johns Hopkins University Press, 1988).
- Goldsbrough, David and Ranjit Teja, "Globalization of Financial Markets and Implications for Pacific Basin Developing Countries," IMF Working Papers, WP / 91 / 34 (March 1991).
- International Bank for Reconstruction and Development, World Development Report 1989 Financial Systems and Development (New York : Oxford University Press) 〔邦訳『世界開発報告1989』〕
- Lee, S. Y. and Y. C. Jao, Financial Structures and Monetary Policies in Southeast Asia (Macmillan Press Ltd., 1982). 〔細井幸夫監訳『アジアの金融市場—金融組織と金融政策—』（東洋経済新報社，1982年）。〕
- McKinnon, Ronald I., Money and Capital in Economic Development (Washington, D.C. The Brookings Institution, 1973) 。
- McKinnon, Ronald I., The Order of Economic Liberalization Financial Control in the Transition to a Market Economy (Baltimore and London : Johns Hopkins University Press, 1991).
- Ng, Beoy Kui, "Some Aspects of the Informal Financial Sector in the SEACEN Countries," SEACEN Centre Staff Papers, No.10 (1985), The SEACEN Research and Training Centre.
- Ng, Beoy Kui, The Development of Capital Markets in the SEACEN Countries (Kuala Lumpur : The South East Asian Central Banks (SEACEN) Research and Training Centre, 1989).
- Shaw, Edward S., Financial Deepening in Economic Development (London Oxford University Press, 1973) 。
- Tan, Augustine H. H. and Basant Kapur, eds., Pacific Growth and Financial Interdependence (Sydney and

London : Allan and Unwin, 1986).

Tseng ,Wanda and Robert Corker, "Financial Liberalization, Money Demand, and Monrtary Policy in Asian Countries," Occasional Paper84 (July1991), International Monetary Fund.