

# アジアの資本移動の変化に関するクラスター分析

## アジア域内の証券投資活性化に向けて

飯島 高雄\*

吉野 直行\*\*

### 概 要

本稿の目的は、1990年代中ごろ以降の日本からアジア各国への資本移動の変化を分析し、その結果を踏まえて、アジア域内での証券投資を促進する方策を提言することである。

クラスター分析を用いて、日本からアジア 10 カ国への資本移動の変化及び特徴を分析した結果、アジア経済危機の影響を最も受けた国々は、1996-97年当時に日本からの資本移動において銀行貸出に依存していたことが示された。また、各国のクラスターの推移を分析すると、銀行貸出のシェアが減少し直接投資のシェアが増加する傾向が、対象国全般に確認できる。ゆえにアジア各国は、近年は相対的に外的ショックに強い構造に移行しつつあるといえる。他方、アジア各国の海外向け証券投資は、そのほとんどがアメリカ・ヨーロッパ市場を経由してアジアに再投資されている一方で、アジア域内の証券投資は活発とはいえない状況にあった。

そこで本稿では、日本からアジアへの証券投資は非常に少ない要因として、「預金と株式以外のミドルリスク・ミドルリターン金融商品の不足」と「法・会計制度の各国差異に関する情報や法の強制力を補完する関係 (relation) に関する情報不足」を指摘した上で、アジア域内の証券投資を活性化する方法を提言する。

アジア域内の証券投資を活性化するためには、アジアの政府機関における継続的な情報交換、各国間の法制度や税制の調整、金融商品の開発が求められる。特に、アジア域内で規制当局のネットワークが構築できれば、各国間の情報交換が促進され、金融取引の域内共通のルール作りも進展するであろう。

---

\* 金融庁金融研究研修センター研究官

\*\* 慶應義塾大学経済学部教授 (金融庁金融研究研修センター長)

本稿の執筆に当たっては、Seoul conference “China and Emerging Asia: Reorganizing the Global Economy?” held by KIEP and Seoul National University (2006年5月11-12日、ソウル)において、コロンビア大学 Hugh Patrick 名誉教授及びソウル大学 Yung-Chul Park 教授から、日本金融学会 (2006年9月9-10日、小樽商科大学)において東京大学福田慎一教授から、East Asian Economic Association 10th International Convention (2006年11月18-19日、北京)において国際東アジア研究センター瀧井貞行主任研究員から、それぞれ有益なコメントをいただいた。ここに記して感謝したい。ただし、有りうべき誤謬は、筆者らにのみ帰するものである。

なお、本稿は、筆者両名の個人的な見解であり、金融庁及び金融研究研修センターの公式見解ではない。

## 1. はじめに

1997年のアジア通貨危機から10年が経ち、その原因に関する分析も蓄積が進んでいる。既存研究から危機の原因をまとめてみると、広く認識されているものとして、以下の3つが挙げられる。まず「通貨と満期のダブル・ミスマッチ」である。つまり、アジア各国（の金融機関）は海外からドル建てかつ短期で借入を行う一方で、国内で自国通貨建てかつ長期で貸出を行っていた。このために、アジア各国は外的ショックによる資金流出に対して脆弱な構造にあった。

次に「アジア各国の貯蓄の域外流出」である。アジア通貨危機が発生した1997年以前のアジア各国の国内総貯蓄（率）は、世界的に見ても高い水準にあり、また多くの国で国内総投資（率）を上回っていた。アジアは全体として高貯蓄であったにも関わらず、それが域内で投資されず、一度欧米市場へ流出した後に投機性の高い資金として還流していたために、急激な資金流出が発生しうる構造にあった。

3番目は「アジア各国の金融システムの脆弱性」である。アジアの経済・金融システムは、「クローニー・キャピタリズム」と指摘されるなど、取引または契約の履行確保が法制度よりもむしろ血縁・地縁などを基盤に行われることがある。そのため、外部（外国）の投資家にとっては、極めて公正性及び透明性の欠如した市場といえる。このことが、上述のように、海外から流入する資金が短期資金で、かつ投機性の高い資金が多かったことの原因となっていた。

これらの原因に対処するためには、以下の方策が必要と考えられる。まず、資本流入の形態を短期の銀行貸出や証券投資から、中長期の証券投資や直接投資へと移行することが挙げられる。次に、欧米市場経由（だけ）でなく、アジア域内で資金が循環する枠組み（市場）を創設することが考えられる。さらに、これらの前提として、アジア各国における金融制度を整備することが指摘できる。

既存研究によって対応策は提示された一方で、現実のアジア域内の経済活動および資本移動は、アジア通貨危機後の10年間で、どのように変化したのであろうか。まず財・サービスの動きから確認すると、アジア域内の貿易は近年非常に活発になっている。その背景には、日本（や韓国等のアジア）企業がアジア各国に工場を設立し、アジア地域に生産ネットワークを構築したことで、企業内貿易が盛んになっていることが挙げられる。このことを背景に、アジア域内の資本移動においては、直接投資が重要な位置を占めるようになっている。さらに、貸出も海外進出した製造業の現地法人・工場向けを中心に、直接投資に追随する形で推移している。その一方で、アジア域内の証券投資（とくに債券投資）はアジア通貨危機の影響を考慮したとしても、依然として小規模にとどまっている。

また、アジア各国のISバランスは貯蓄超過となっていて、マクロの側面で見ると海外投資が行われている。国際的な資金フローを見ると、アジアからの証券投資は約65%がアメリカとヨーロッパに向けられている一方、アジア域内には4.9%しか投資されていない。他方、アジアへの証券投資の投資元はアメリカ・ヨーロッパの両地域で80%を占めており、アジアは8.2%を占めるのみである。すなわち、アジア各国の海外投資はほとんどがアメリカ・ヨーロッパ市場を経由してアジアに再投資されている一方で、アジア域内の証券投資は活発とはいえない状況にある。

そこで、本稿は1990年代中ごろ以降の日本からアジア各国への資本移動の変化を分析し、アジ

ア域内での証券投資を促進する施策を提言することとする<sup>1)</sup>。特にクラスター分析を用いて、日本からアジア各国への、直接投資 (Foreign Direct Investment)、証券投資 (Portfolio Investment)、貸出 (Loan) の特徴を明らかにすることに、分析の重点を置くこととする。

ここで、国際資本移動に関する既存研究をごく簡単に整理すると、注目する国際資本移動の決定要因によって既存研究は大きく2つのグループに分類できる。

1 つ目のグループは、国際資本移動の決定要因として、投資元・投資先両国のファンダメンタルに注目する研究である。国際資本移動の供給 (Push 要因と呼ばれる) は投資元国のマクロ経済環境に依存し、需要 (Pull 要因と呼ばれる) は投資先国のマクロ経済環境に依存する。このアプローチで (国際銀行) 貸出の決定要因を分析した研究としては、Jeanneau and Micu [2002]が挙げられる。また Ferrucci, et al. [2004]は Jeanneau and Micu [2002]を拡張して、貸出とともに証券投資を分析した。

2 つ目のグループは、情報コストに注目する研究である。情報コストの発生要因については、投資元・投資先両国の地理的距離および言語・民族などの文化的背景<sup>2)</sup>などによる情報の非対称性と、法制度の整備状況などの制度的要因に起因する情報の非対称性が指摘されている。このアプローチで、Papaioannou [2005]が貸出を分析し、また Daude and Frantzscher [2006]が直接投資、証券投資、貸出を分析している。

ただし、邦銀の海外向け貸出を鑑みると、海外に進出した日本企業 (製造業) に対して貸し付けられることが多く、必ずしも投資先国との距離に依存しているとはいえない。そこで本稿では、国際資本移動の決定要因として、投資元・投資先両国のファンダメンタルと法制度の整備状況などの制度的要因に起因する情報の非対称性に注目した<sup>3)</sup>。また、(邦銀の海外向け) 貸出や証券投資と日本企業の直接投資との関係を分析するため、対象として直接投資、証券投資、貸出を併せて分析することにした。

本稿の構成と主要な論点は以下の通りである。

2 節では、アジア経済の基本的特徴を簡単に整理して、アジア域内の貿易・直接投資は活発だが、証券投資を通じた資金フローの多くは欧米市場経由で還流し、特にアジア域内の証券投資はごく小規模にとどまっていることを指摘する。

3 節ではクラスター分析を用いて、日本からアジア 10 カ国・地域 (中国、香港、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、台湾、タイ) への資本移動の (ストック・ベースでの) シェアについて、各国・各年の変化及び特徴を分類する。アジア経済危機の影響を最も受けた国々は、1996-97 年当時は銀行貸出に依存しているクラスターに分類された。また、各国のクラスターの推移を分析すると、銀行貸出のシェアが減少し直接投資のシェアが増加する傾向が、対象国全般に確認できる。アジア各国は、近年は相対的に外的ショックに強い構造に移行しつつあるといえる。

4 節では、クラスター分析の結果を踏まえて、日本からアジアへの資本移動の決定要因を考察

---

<sup>1)</sup> ただし、アジア域内の資金循環および市場創設の必要性には、懐疑的な見方もある。すわなち、全体としての資金の流れが重要で、どのようなルートを通じて資金が流れたかは重要でないとする考え方である。あるいは、アジアの金融機関がアジアに投資せず (できず)、欧米の金融機関がアジアに投資できるのはなぜかという疑問も存在する。本稿では、これらの見方も踏まえつつ、情報や制度が経済活動にもたらす影響を考慮して、分析および提言を行っていくこととする。

<sup>2)</sup> 一般に、重力モデル (Gravity Model) と呼ばれている。

<sup>3)</sup> アジア各国の資本自由化は、アジア域内の資本移動活性化の必要条件であることはいうまでもないが、紙幅の都合上本稿では特に言及しない。

する。直接投資、証券投資、貸出をフロー・ベースで比較すると、日本から世界への証券投資は直接投資や貸出よりも金額が多い。そこで、日本からアジアへの証券投資は非常に少ない要因として、「預金と株式以外のミドルリスク・ミドルリターン金融商品の不足」と「法・会計制度の各国差異に関する情報や法の強制力を補完する関係（relation）に関する情報不足」を指摘する。

5節では、上記の状況を踏まえて、アジア域内の証券投資を活性化する方法を提言する。すなわち、情報の非対称性を縮減するために、アジア各国で金融投資関連情報を交換・共有する枠組みを整備すること、不動産、中小企業向け債権の証券化、あるいはレベニュー・ボンド(Revenue Bond)<sup>4)</sup>などの金融商品を開発し、取引市場を整備することを提言する。

6節で全体を総括し、補論である7節では日本からアジアへの資本移動を各国ごとに確認する。

## 2. アジア経済の基本的特徴

近年、アジアの各企業はアジア域内に生産ネットワークを構築しつつあり、各社が生産ネットワークの中で国境を越えて中間財及び最終財を取引することから、アジア域内の貿易は急増している。表1はアジア各国間の貿易マトリックス（2002年）で、表の行には輸出国、列には輸入国が示されている。表中の数字は、一国の世界全体への輸出合計（A）に占める当該国向け輸出（B）のシェア（B/A）を示している。（例えば、インドネシアからマレーシアの輸出は、インドネシアの輸出全体の3.3%を占める。）輸出国ごとに表中の数字を足したものが右から2番目の列「合計」であり、表中9か国の「平均」が一番右側の列に示されている。この表から、アジア各国の輸出の50.4%がアジアに向けられていることが確認される。アジア域内の貿易は、非常に活発であるといえる。

表1 アジア各国間の貿易マトリックス（2002年）

（単位：％）

		輸出先									合計	平均
		ID	MY	PH	SG	TH	CN	HK	JP	KR		
輸出元	ID		3.3	0.4	13.1	3.8	7.8	0.8	14.1	5.3	48.5	50.4
	MY	3.2		3.3	12.0	4.0	7.7	2.9	17.8	5.3	56.2	
	PH	2.2	3.6		6.5	3.0	3.5	4.5	20.4	7.8	51.5	
	SG	0.0	18.2	2.2		4.6	7.6	2.4	12.5	3.7	51.3	
	TH	2.4	5.6	1.7	4.5		7.6	1.4	23.0	3.9	50.1	
	CN	1.5	6.2	1.1	2.4	1.9		4.0	18.1	9.7	44.8	
	HK	0.7	2.5	1.3	4.7	1.8	44.3		11.3	4.7	71.3	
	JP	4.2	3.3	1.9	1.5	3.1	18.3	0.4		4.6	37.4	
	KR	3.1	2.6	1.2	2.3	1.1	11.4	1.1	19.6		42.3	

（注）ID：インドネシア、MY：マレーシア、PH：フィリピン、SG：シンガポール

TH：タイ、CN：中国、HK：香港、JP：日本、KR：韓国

（資料）IMF, Direction of Trade Statistics (DOTS)

<sup>4)</sup> 投資対象となる施設の運営収益で元本、利子を償還する債券。

表2 アジア各国の貯蓄率・投資率

(単位：%)

	国内総貯蓄					国内総投資				
	1990	1995	2000	2003	2004	1990	1995	2000	2003	2004
中国	38.7	42.5	39.0	42.7	44.7	34.7	40.8	36.3	44.4	45.3
香港	35.2	29.1	31.7	31.6	31.6	27.5	34.7	28.1	22.8	23.0
インドネシア	32.3	30.6	25.6	21.5	25.3	30.7	31.9	16.1	16.0	22.8
韓国	37.2	36.5	33.9	32.8	35.0	37.7	37.7	31.0	29.4	30.2
マレーシア	34.4	39.7	47.2	42.9	43.8	32.4	43.6	27.2	21.8	22.5
フィリピン	18.7	14.5	17.3	20.1	20.9	24.2	22.5	21.2	18.7	17.0
シンガポール	43.3	50.2	47.9	46.7	48.0	36.4	34.2	32.0	13.4	18.3
台湾	27.6	25.9	24.4	23.5	23.4	23.1	25.3	22.9	17.2	20.7
タイ	34.3	37.3	33.2	33.1	33.4	41.4	42.1	22.8	25.2	27.1

(資料) Asian Development Bank, Key Indicators

他方、アジアの金融を取り巻く環境については、3つの特徴を挙げることができる。まず、各国ともマクロの貯蓄率が高い(表2参照)。次に、その貯蓄の多くが銀行預金として運用されており、金融セクターは非常に強力な銀行と比較的小さい資産市場によって構成されている。最後に、他国に関する情報の欠如、いわゆる情報の非対称性を主たる理由として、国内投資へのバイアスが存在している。

上記の特徴の結果として、アジアの海外向け証券投資は約65%がアメリカとヨーロッパに向けられており、アジア域内には4.9%しか向けられていない(図1参照)。その一方でアジアに投資される海外証券投資を見ると、80%がアメリカ(42.8%)とヨーロッパ(37.2%)からの資金であり、アジアの資金は8.2%に過ぎない(図2参照)。これらの図表から、貿易の面ではアジア域内の取引が非常に活発化しているものの、域内の証券投資は非常にわずかしか取引されていないことがわかる。その一方で、アジア各国の貯蓄余剰はアメリカ・ヨーロッパの市場を経由して、アジアに再投資されていることも確認できる。他方ヨーロッパでは、海外向け証券投資の60.5%が域内で投資されており、アジアとは対照的な構造であることが確認できる(図3参照)。

図1 アジア各国資金の投資先（2003年）

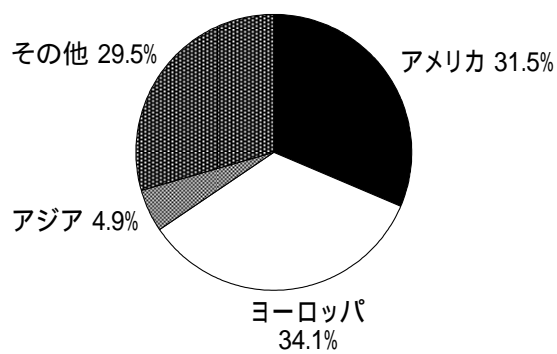


図2 アジア各国への投資元（2003年）

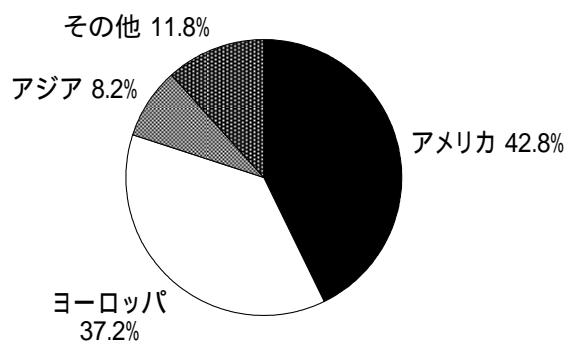
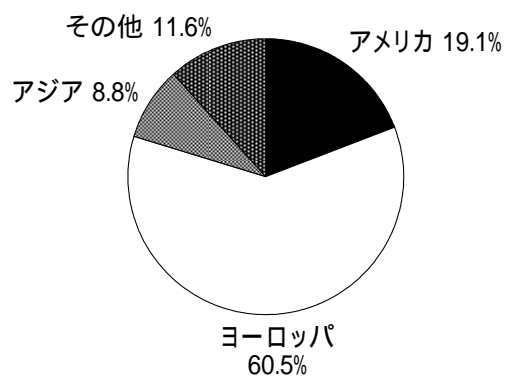


図3 ヨーロッパ域内への投資元（2003年）



（出所） Daiwa Institute of Research [2006]

（資料） IMF, Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS)

### 3. 日本からアジアへの資本移動に関するクラスター分析

前節での事実確認を踏まえて、本節では日本からアジア各国への資本移動の「ストック・ベース」でのシェアについて、各国・各年の変化及び特徴をクラスター分析<sup>5)</sup>で分類する。データには、日本銀行『国際収支統計』の「直接投資・証券投資残高地域別統計」、及び同『BIS 国際与信統計』（各 1996-2005 年）から、日本からアジア 10 カ国・地域（中国、香港、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、台湾、タイ）への直接投資、株式投資、債券投資、銀行貸出の残高（ストック）を採用した<sup>6)</sup>。

クラスター分析は、以下のように行った。

まず、日本からアジアへ資本移動を直接投資、株式投資、債券投資、銀行貸出という形態別のシェア（ストック・ベース）を、国ごと年ごとに算出する。

$$a_{nt} = \frac{A_{nt}}{A_{nt} + B_{nt} + C_{nt} + D_{nt}}$$

A : 直接投資残高	a : 直接投資シェア
B : 株式投資残高	b : 株式投資シェア
C : 債券投資残高	c : 債券投資シェア
D : 銀行貸出残高	d : 銀行貸出シェア
n : 国 (10 カ国・地域)	t : 年 (10 年 : 1996 ~ 2005)

データの記述統計は、表 3 に示されている。平均をみると、日本からアジア各国への資本移動の（ストック・ベースでの）シェアは、直接投資 35%、株式投資 5%、債券投資 9%、銀行貸出 51% となった。

表3 日本からアジアへの資本移動のシェア（1996-2005年）

ストック・ベース	サンプル数	最小値	最大値	平均	標準偏差
直接投資（シェア）	100	0.085	0.666	0.354	0.154
株式投資（シェア）	100	0.002	0.276	0.049	0.056
債券投資（シェア）	100	0.004	0.306	0.088	0.082
銀行貸出（シェア）	100	0.281	0.835	0.510	0.135

次に、直接投資、株式投資、債券投資、銀行貸出のシェアを、国ごと年ごとにくくり、ベクトルを定義する。

$$S_{nt} \equiv (a_{nt}, b_{nt}, c_{nt}, d_{nt})$$

このようにして定義された 100 個（10 カ国×10 年）のベクトルを、ワード法<sup>7)</sup>によって 4 つのクラスターに分類した（図 4 参照）。また、直接投資、株式投資、債券投資、銀行貸出のシェアの各クラスターの平均値は図 5 のとおり得られた。

<sup>5)</sup> クラスター分析とは、各サンプルを類似性の指標をもとにいくつかのグループに分類する解析手法である。

<sup>6)</sup> 国際収支統計には貸出のストック・データが存在しないため、今回便宜的に『BIS 国際与信統計』のデータを採用した。したがって、前節及び第 4 節の「貸出」と、本節及び補論の「銀行貸出（＝国際与信）」とは定義が異なるため、データの解釈には一定の留保が必要であることを、予め了承されたい。

<sup>7)</sup> ウォード法とは、類似性の指標としてサンプル間のユークリッド距離を用い、クラスター間の距離を 2 つのクラスターの統合したときの偏差平方和の和の増分と定義する手法である。

図4 クラスタ分析(ワード法)によるデンドログラム

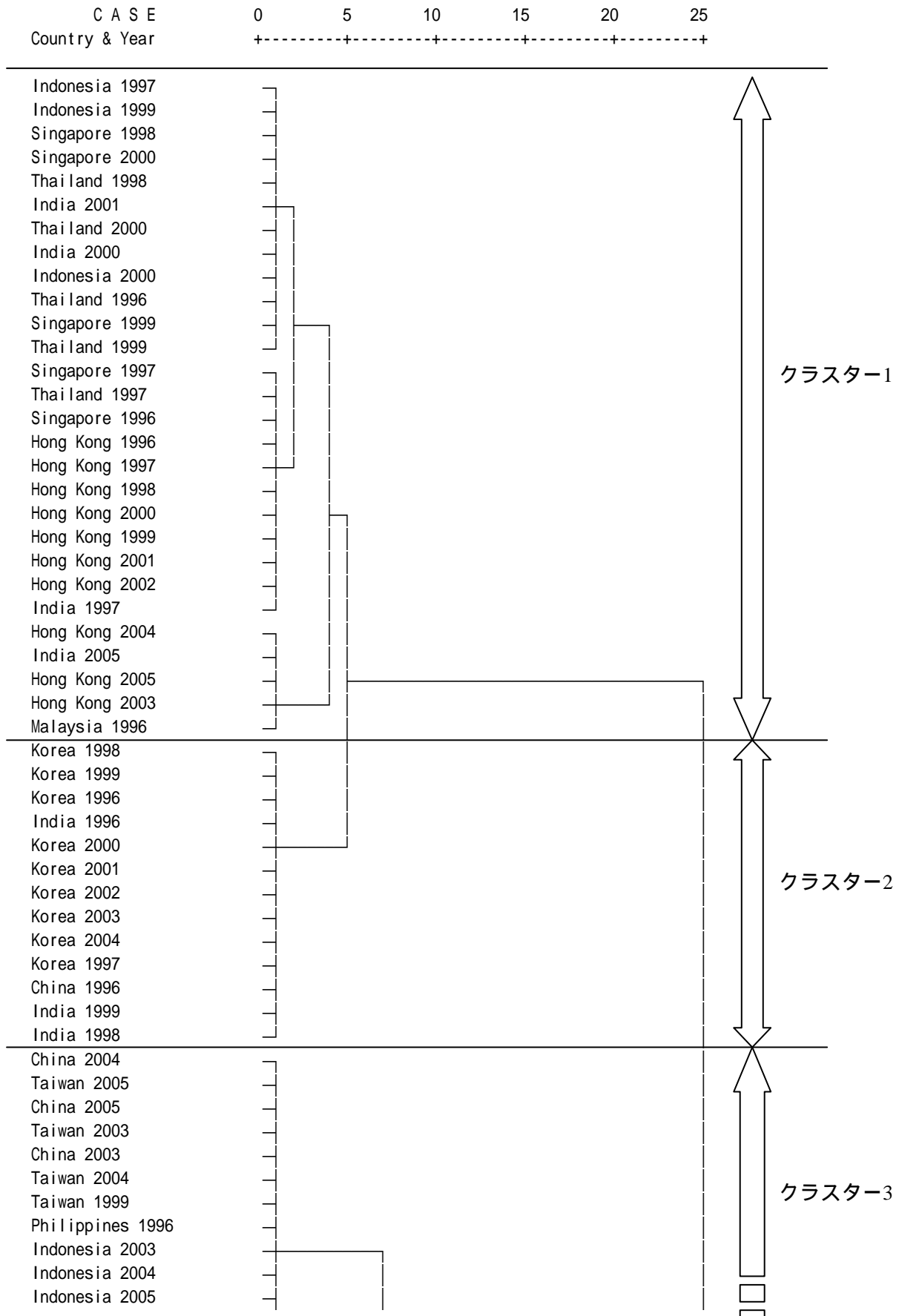
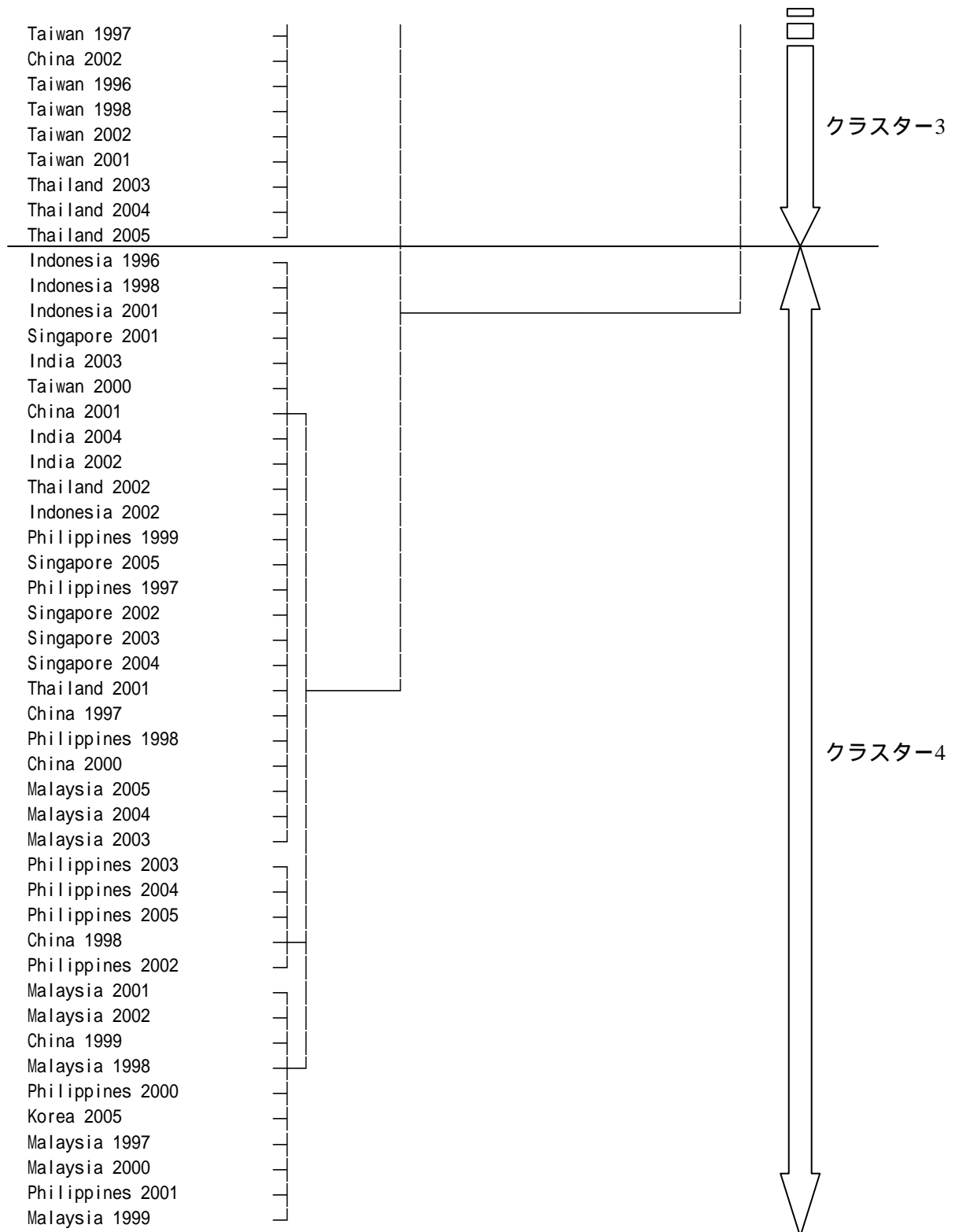




図4 クラスタ分析(ワード法)によるデンドログラム(続き)



(注) 図中のケース名は「国 + 年」で示されている。例えば、一番上の「Indonesia 1997」は、1997年のインドネシアを示す。

各クラスターの特徴は、表5にまとめられている。

図4の上部に分類されたクラスター1およびクラスター2は、銀行貸出のシェアが高い一方で、直接投資のシェアが低いという特徴がある。クラスター1とクラスター2の特徴の差異は、証券投資に見られ、クラスター1は株式投資のシェアが若干高く、クラスター2は債券投資のシェアが高いという特徴が見られる。クラスター1に分類されたのは、主に香港(96-05年)、インドネシア(97,99,00年)、シンガポール(96-00年)、タイ(96-00年)となった。またクラスター2に分類されたのは、韓国(96-04年)となった。アジア経済危機の影響を最も受けたタイ・インドネシア・韓国は、1997年当時、銀行貸出のシェアが高いクラスター1およびクラスター2に属しており、アジアの他国と比較しても外的ショックに脆弱な構造にあったことがわかる。

逆にクラスター3は、直接投資のシェアが低い一方で、銀行貸出のシェアが高いという特徴がある。クラスター3に分類されたのは、主に中国(02-04年)、インドネシア(03-05年)、台湾(96-99,01-05年)、タイ(03-05年)となった。また直接投資及び銀行貸出のシェアが中程度のクラスター4には、中国(97-01年)、インドネシア(96,98,01-02年)、韓国(05年)、マレーシア(97-05年)、フィリピン(97-05年)、シンガポール(01-05年)、タイ(01-02年)が分類された。

各国のクラスターの推移は、表6にまとめられている。アジア経済危機の影響を最も受けた国々に注目すると、タイとインドネシアは(1 4 3)と次第に銀行貸出のシェアが減少し直接投資のシェアが増加したことで、両者のシェアは2002年以降逆転している(図20-b、図26-b参照)。また韓国も、1999年以降直接投資のシェアが増加し始めた(図21-b参照)ことにより、2005年に直接投資及び銀行貸出のシェアが中程度のクラスター No.4に移行した。

銀行貸出のシェアが減少し直接投資のシェアが増加する傾向は、対象国全般に確認できる。表7は各クラスターに属する国数の推移を示したものだが、1996年にクラスター No.1およびクラスター No.2には7カ国が属していたが、2005年には2カ国となっている。

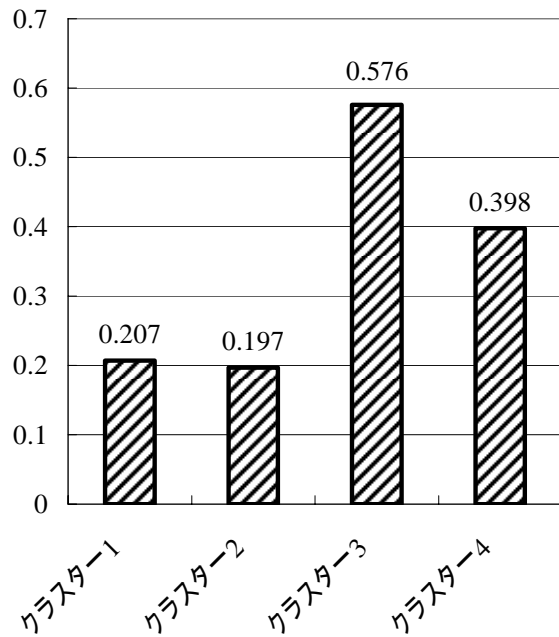
また、図6及び図7はそれぞれ1996年及び2005年の各国における直接投資、証券投資(株式投資+債券投資)、銀行貸出のシェアを正三角形内の一点にプロットしたものである<sup>8)</sup>。アジア危機以前の1996年は全般的に左下の領域にプロットされて、銀行貸出のシェアが高かったことが確認できる。直近の2005年では上方の頂点方向に移動していることから、銀行貸出のシェアが減少し直接投資のシェアが増加していること、また証券投資のシェアには大きな変動はないことが確認できる。図8は、タイにおける経年推移をプロットしたものである。上述の通り、銀行貸出のシェアが減少し直接投資のシェアが増加していること、また証券投資には目立った変化が生じていないことが確認できる。

以上から、アジア各国はアジア危機とその後の対応及び構造改革を経て、相対的に外的ショックに強い構造に移行しつつあるものの、証券投資には大きな変動がないといえる。

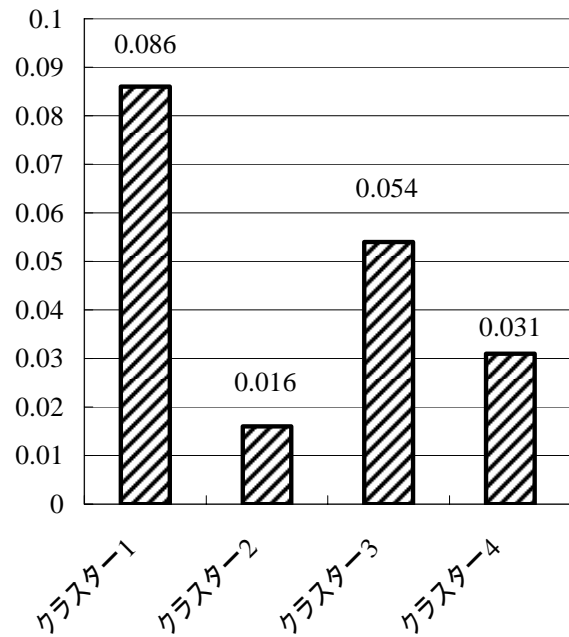
<sup>8)</sup> それぞれ60度の斜行座標で、左下の頂点を原点に上方の頂点方向へ直接投資(FDI)、上方の頂点を原点に右下の頂点方向へ証券投資(=株式投資+債券投資; Portfolio)、右下の頂点を原点に左下の頂点方向へ銀行貸出(Bank Loan)の各シェアを示している。

図5 クラスター別の直接投資・株式投資・債券投資・銀行貸出（シェア）の平均値

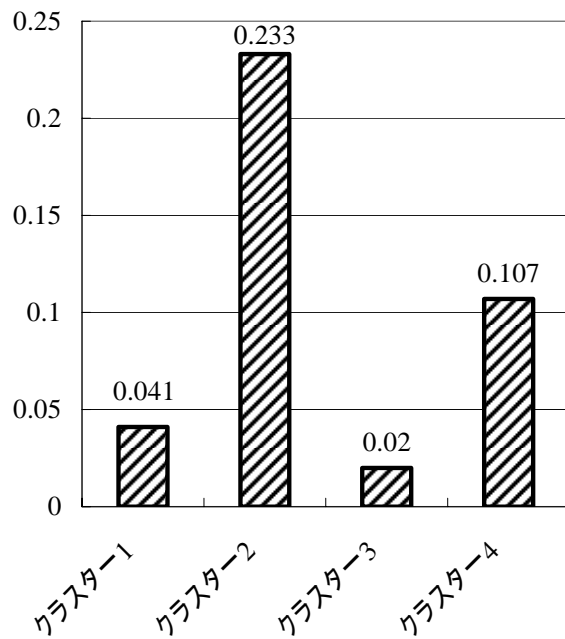
(1) 直接投資（シェア）の平均値



(2) 証券投資（シェア）の平均値



(3) 債券投資（シェア）の平均値



(4) 銀行貸出（シェア）の平均値

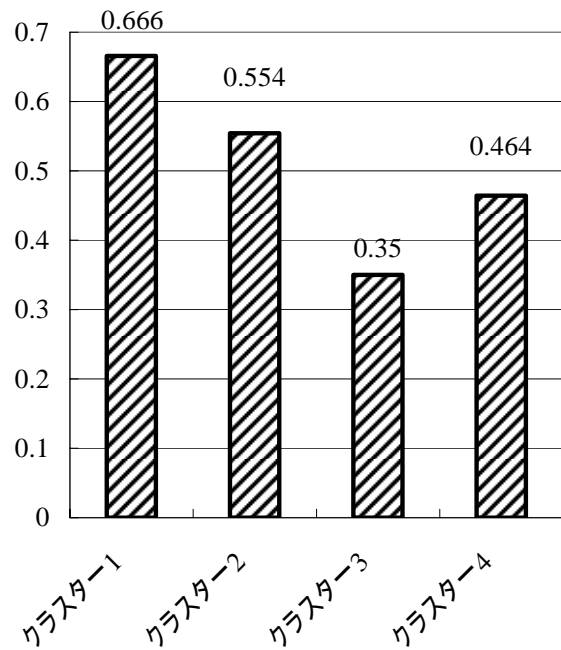


表5 4つのクラスターの特徴

クラスター	直接投資	証券投資	銀行貸出	主なサンプル
1	低	若干高 (株式投資)	高	香港(96-05)、インドネシア(97,99,00)、 シンガポール(96-00)、タイ(96-00)
2		比較的高 (債券投資)		韓国(96-04)
3	高	低	低	中国(02-04)、インドネシア(03-05)、 台湾(96-99,01-05)、タイ(03-05)
4	中	若干高 (債券投資)	中	中国(97-01)、インドネシア (96,98,01-02)、韓国(05)、マレーシ ア(97-05)、フィリピン(97-05)、シ ンガポール(01-05)、タイ(01-02)

表6 各国が属するクラスターの推移

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
CN	2	4	4	4	4	4	3	3	3	3
HK	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
IN	2	1	2	2	1	1	4	4	4	1
ID	4	1	4	1	1	4	4	3	3	3
KR	2	2	2	2	2	2	2	2	2	4
MH	1	4	4	4	4	4	4	4	4	4
PH	3	4	4	4	4	4	4	4	4	4
SG	1	1	1	1	1	4	4	4	4	4
TW	3	3	3	3	4	3	3	3	3	3
TH	1	1	1	1	1	4	4	3	3	3

(注) CN：中国、HK：香港、IN：インド、ID：インドネシア、KR：韓国、MY：マレーシア  
PH：フィリピン、SG：シンガポール、TW：台湾、TH：タイ  
表中の数字は、クラスターの番号である。

表7 各クラスターに属する国数の推移

(単位：カ国)

クラスター	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
1	4	5	3	4	5	2	1	1	1	2
2	3	1	2	2	1	1	1	1	1	0
3	2	1	1	1	0	1	2	4	4	4
4	1	3	4	3	4	6	6	4	4	4

圖 6 各国分布 (1996 年)

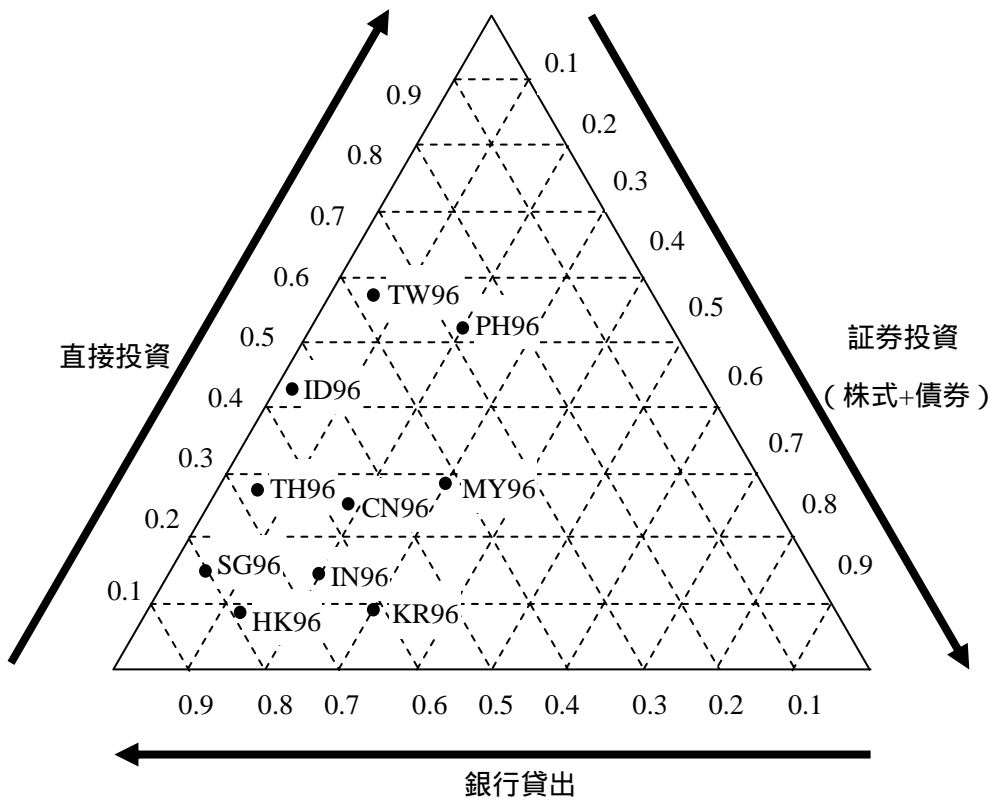


圖 7 各国分布 (2005 年)

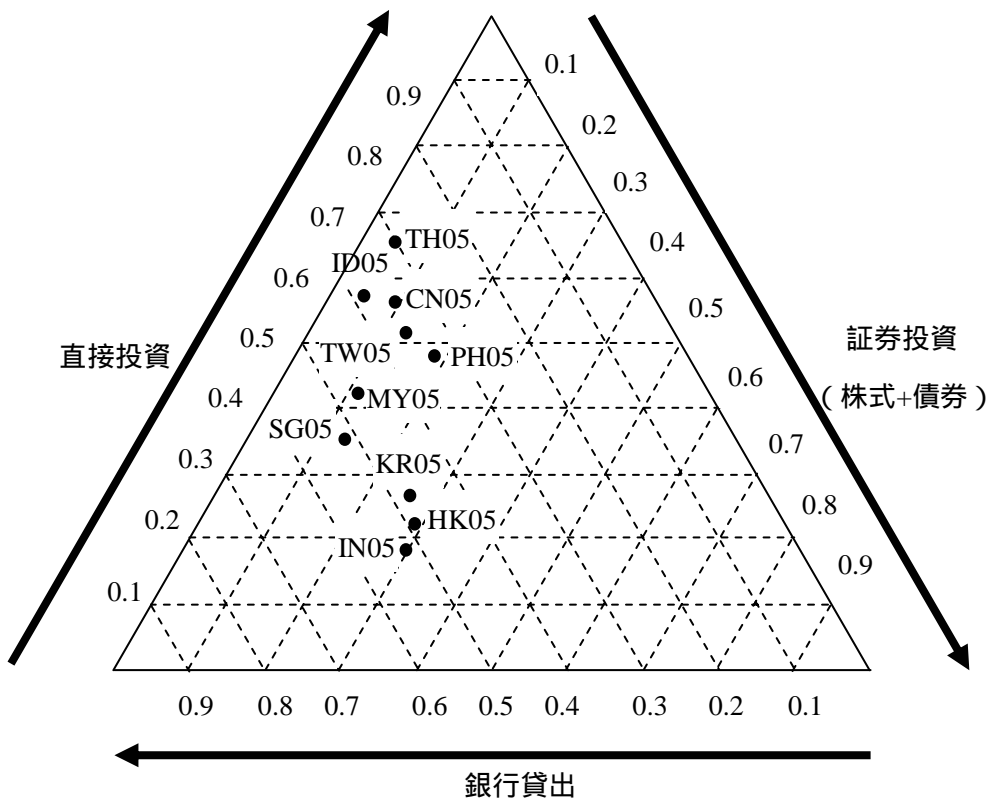
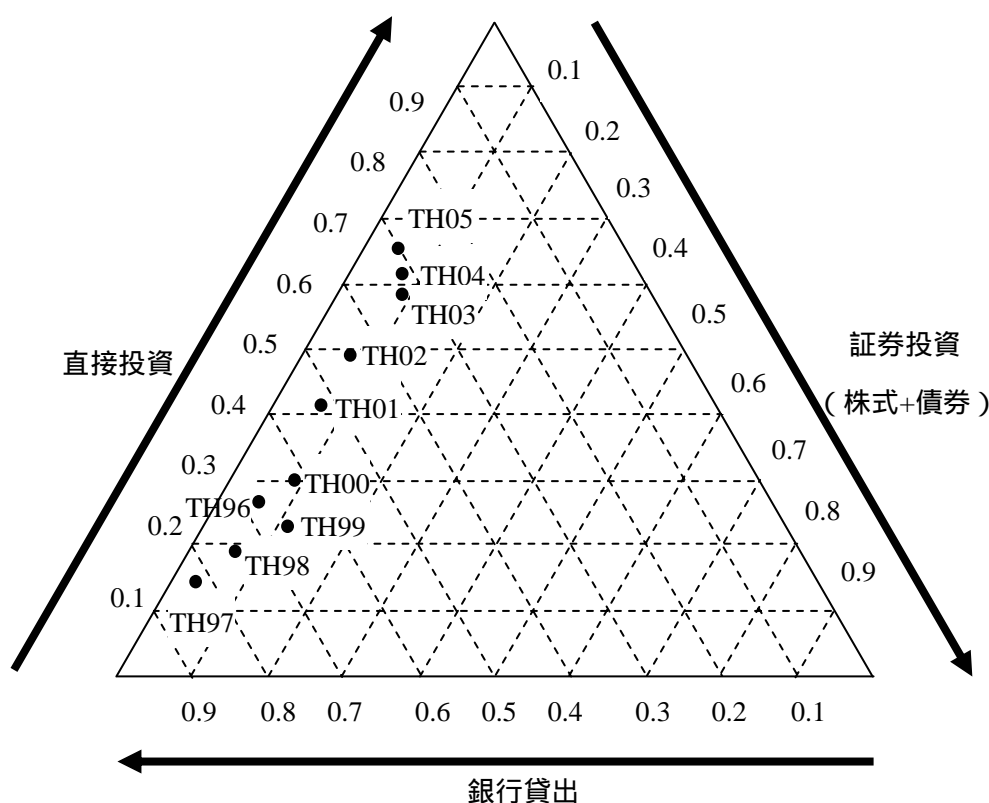


図8 日本からタイへの資本移動の形態別シェア（1996年 - 2005年）



#### 4 . 日本からアジアへの資本移動の要因

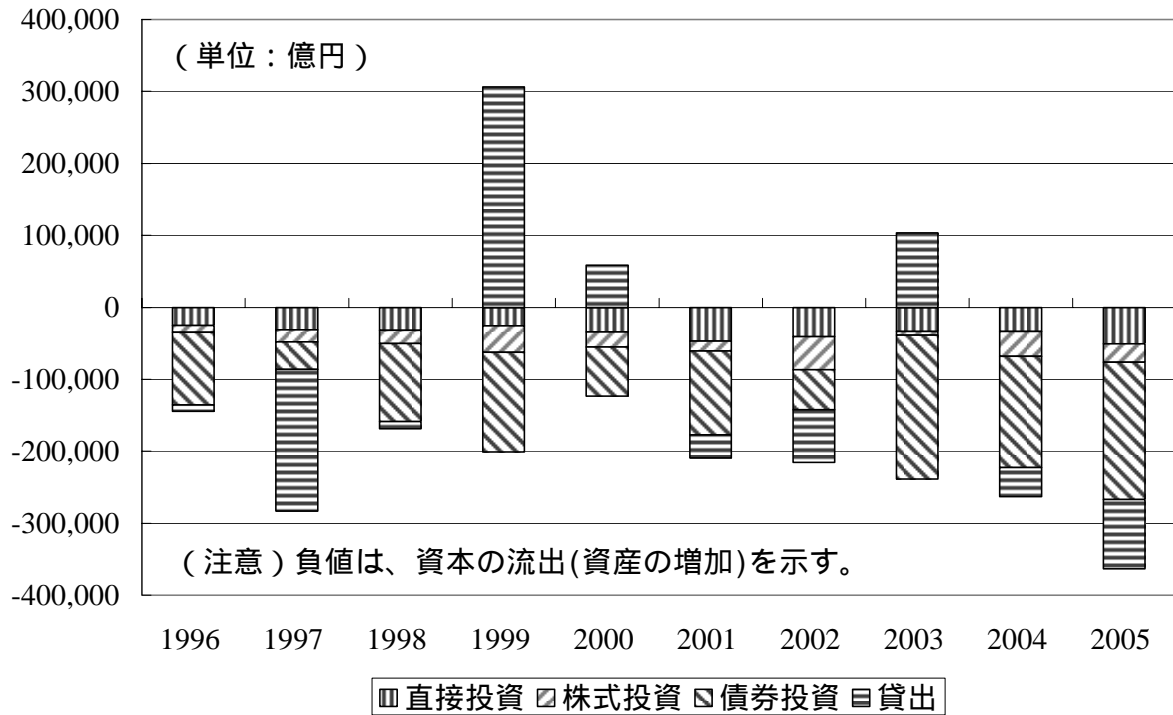
本節ではまず4 . 1節で、日本から世界への資本移動と日本からアジアへの資本移動を比較し、アジアへの資本移動の特徴を確認する。続いて、4 . 2節及び4 . 3節では前節のクラスター分析結果をも踏まえ、日本からアジアへの資本移動の特徴を、アジア各国側の需要（Pull）要因と、日本側の供給（Push）要因に分けて考察する。

##### 4 . 1 日本から世界への資本移動

本節では、日本銀行『国際収支統計』のデータ（1996-2005年）を用いて、日本から海外への直接投資、株式投資、債券投資、貸出のフロー・ベースでの推移を確認する。図9は日本から世界への、図10は日本からアジアへの資本移動をそれぞれ示している。図中の負値は、日本から海外への資本の流出を示すので注意されたい。逆に、正値は海外投資資本（例えば貸出）の回収を示している。

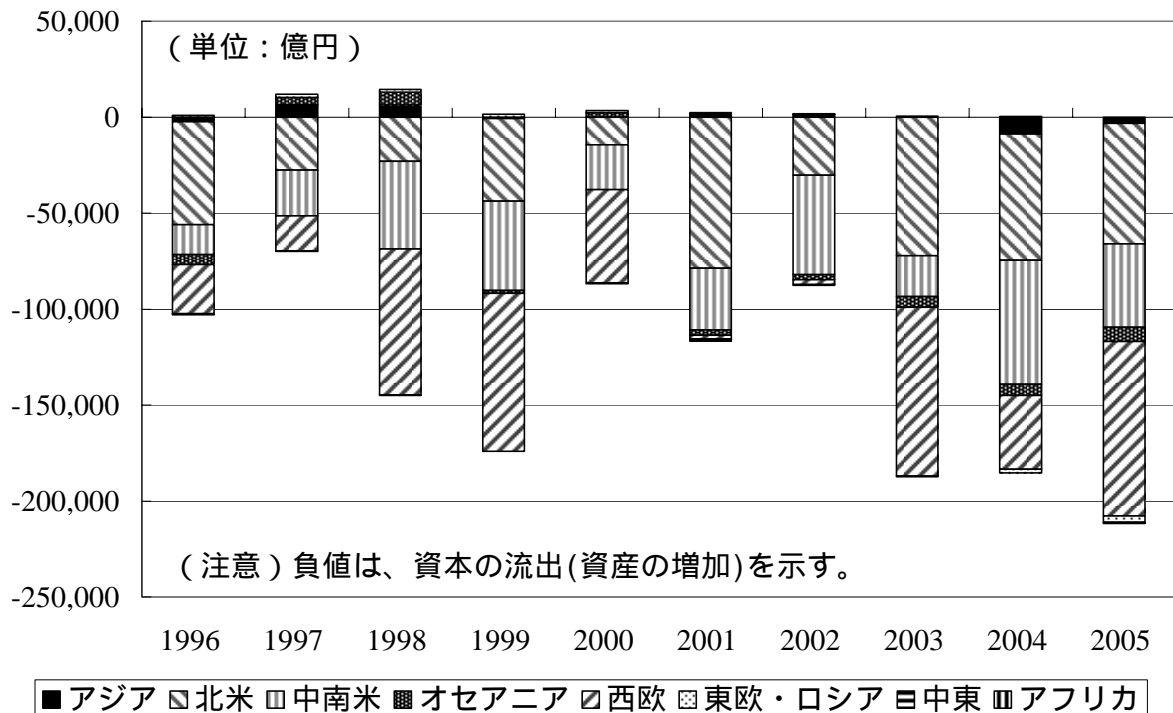
図9を見ると、日本から世界への資本移動では、債券投資が最も主要な投資形態であることが確認できる。その一方で、直接投資はフロー・ベースで見ると相対的に小規模に止まっている。また貸出に注目すると、1997年には日本から世界への貸出は増加し、1999年と2000年に貸出の回収が行われたことがわかる。また図10は、日本の証券投資の投資先を、地域別に示したものである。主要な投資先は、北米、西欧、中南米（ただし、主としてタックス・ヘイブンとして知られるカリブ海諸国）となっている。一方で、アジア向けの証券投資の規模は極めて小さく、1997-98年、2000-2003年には資金回収が行われている。

図9 日本から世界への資本移動



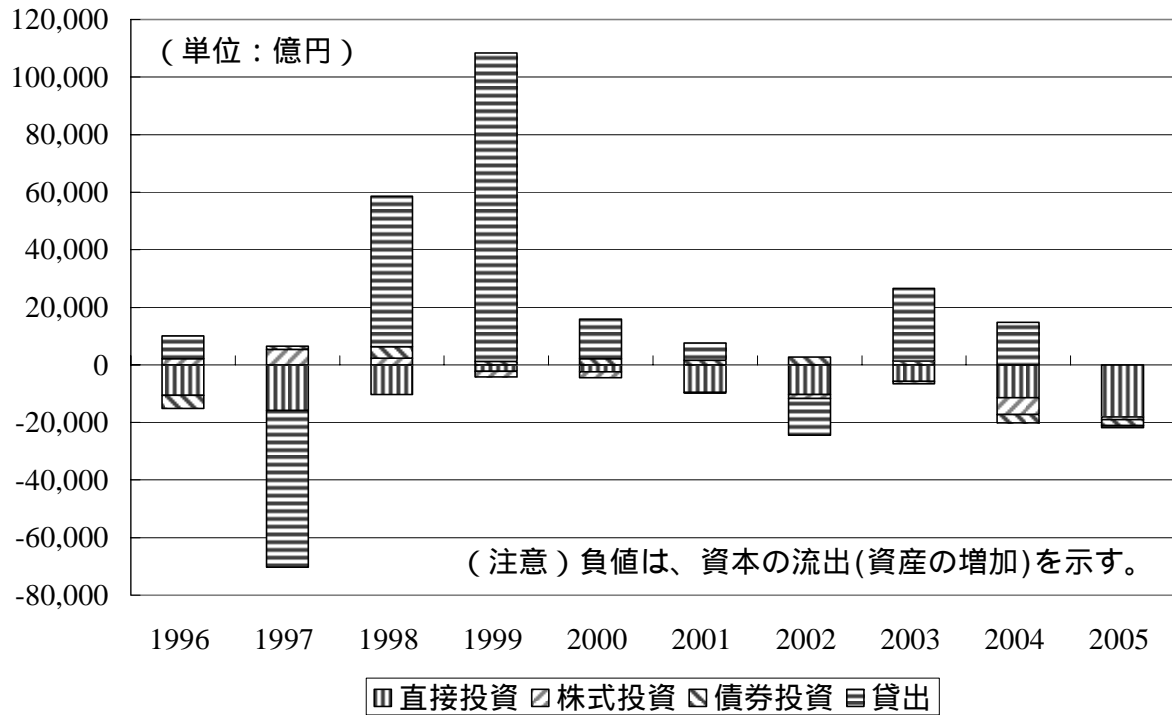
(資料) 日本銀行『国際収支統計』

図10 日本から世界への証券投資(株式投資・債券投資)



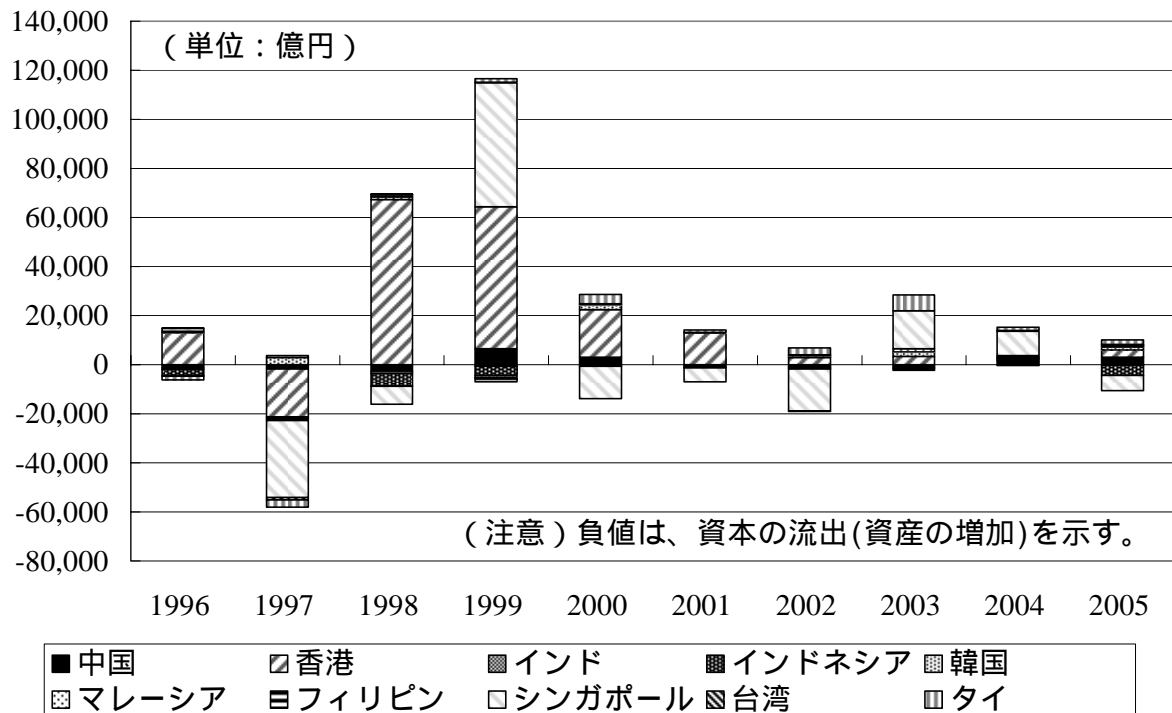
(資料) 日本銀行『国際収支統計』

図 11 日本からアジアへの資本移動



(資料) 日本銀行『国際収支統計』

図 12 日本からアジアへの貸出



(資料) 日本銀行『国際収支統計』



図 11 を見ると、日本からアジアへの資本移動では、貸出が最も主要な投資形態であったが、近年では直接投資のシェアが高まっていることが確認できる。また貸出に目を向けると、アジア経済危機のあった 1997 年には日本からアジアへの貸出は増加し、1998 年以降 2001 年までに貸出の回収が続いていたことがわかる。また、図 12 は、日本からアジアへの貸出を国別に示したものである。日本からアジアへの主要な貸出先は、香港とシンガポールとなっている。したがって、1998 年以降 2001 年までの貸出回収の多くが、アジアの金融センターでアジア危機とは直接関連のない香港とシンガポールから行われていた<sup>9)</sup>。

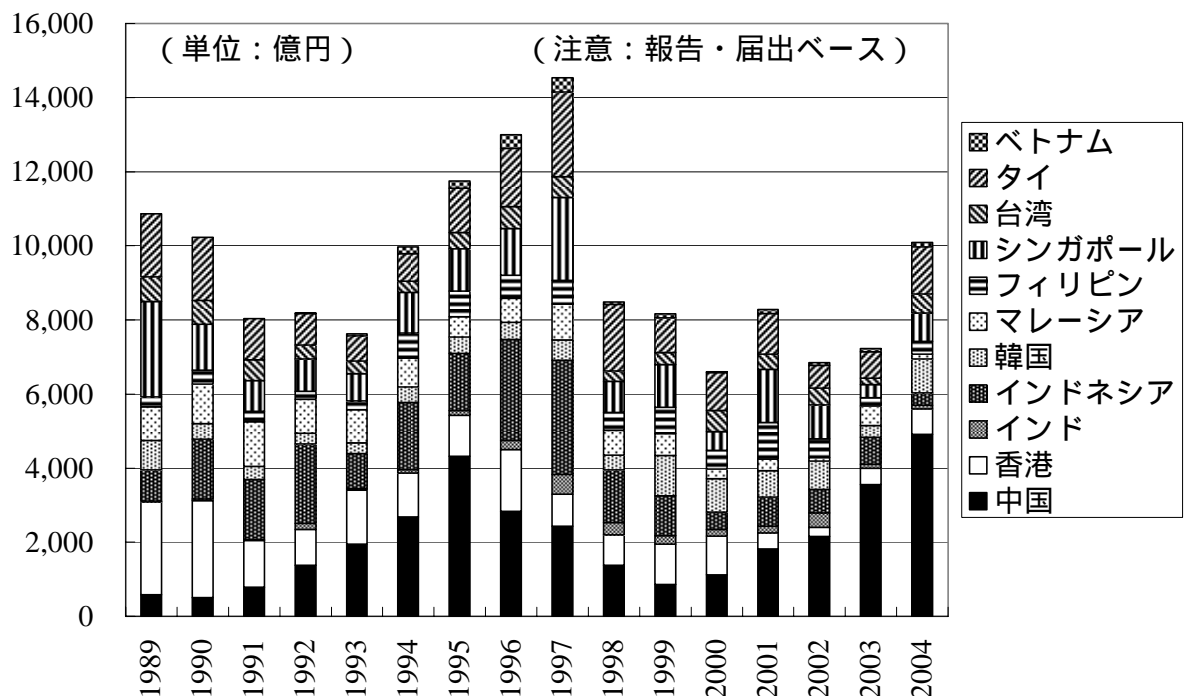
以上から、日本から世界への資本移動とアジアへの資本移動を比較したとき、アジアへの証券投資は非常に小規模にとどまっていること、貸出の回収はアジアに限らず世界から行われていたことが確認できる。

#### 4.2 アジア側の需要 (Pull) 要因

既存研究の展望で見たとおり、国際資本移動の決定要因には需要 (Pull) 側と供給 (Push) 側の両側面を検討する必要がある。そこで本節では、財務省『対外及び対内直接投資の状況』のデータ (1989-2004 年) を用いて、日本からアジアへの直接投資の推移をフロー・ベースで確認することを通じて、アジア側の需要 (Pull) 要因を考察する。

図 13 は、日本からアジアへの直接投資の推移を国別に示したものである。1980 年後半は香港、シンガポール、タイが主要な投資先であったが、1990 年代に入ると NIES の経済成長が顕著とな

図 13 日本からアジアへの直接投資



(資料) 財務省『対外及び対内直接投資の状況』

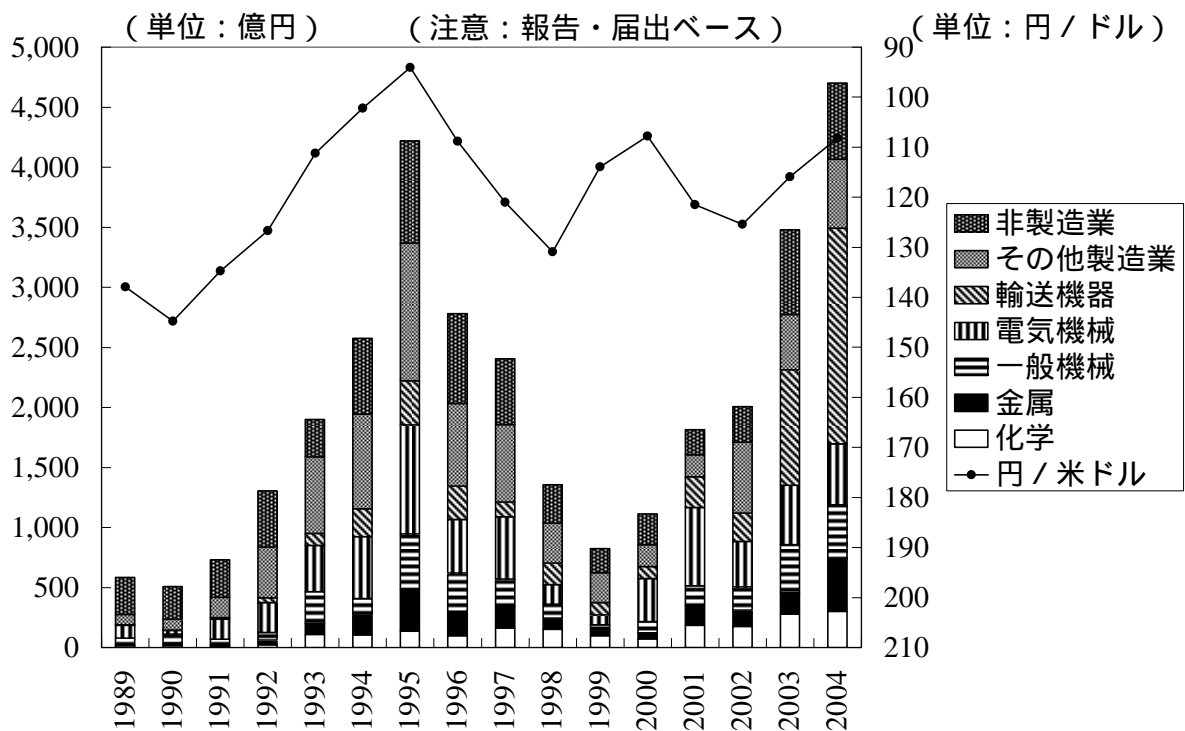
<sup>9)</sup> 香港及びシンガポールの邦銀現地法人及び日系企業を經由して、アジア他国へ投資されていた資金が最終的に回収された可能性もある。このことについては、香港及びシンガポールの統計などの検討が必要である。

り、また円高が進んだこともあり、安価な労働力を求めて進出先はタイ、インドネシア、中国に移行した。1997年のアジア危機によって、タイ、インドネシアに限らず全般的にアジア向け直接投資は減少したが、近年徐々に回復しつつある。その2000年以降の増加分の大半は中国向けとなっており、2004年にはアジア向け直接投資の半分を中国が占めるようになった。

図14の棒グラフ(左軸)は日本から中国への直接投資を産業別に示したもので、折れ線グラフ(右軸)は円・ドルレート(年平均)を示したもので、円高の上方となるように目盛をとってある。円・ドルレートは1990-95年及び2002-04年に円高となっているが、この時期に日本から中国への直接投資が増加している。逆に1996-98年の円安の時期には、日本から中国への直接投資は減少している。例外となるのは1999-2001年の時期で、前節で見たとおり日本の金融危機の時期と一致している。円・ドルレートと日本から中国への直接投資の相関係数は1989-2004年で-0.705となり、1999-2001年の時期を除いた場合は-0.849となった。これは日本企業が円高による輸出競争力の低下を回避するために、生産基地を日本から中国に移したことを示唆している<sup>10)</sup>。

また図14からは、1989年以降の日本から中国への直接投資の産業別の推移も観察できる。1990年代中ごろまでは、電気機械と一般機械が中心であった。しかし、日本の自動車メーカーが中国に相次いで中国進出を決めたことから、日本から中国への直接投資における輸送機器(自動車産業)のシェアは2003-4年に大幅に増加している。

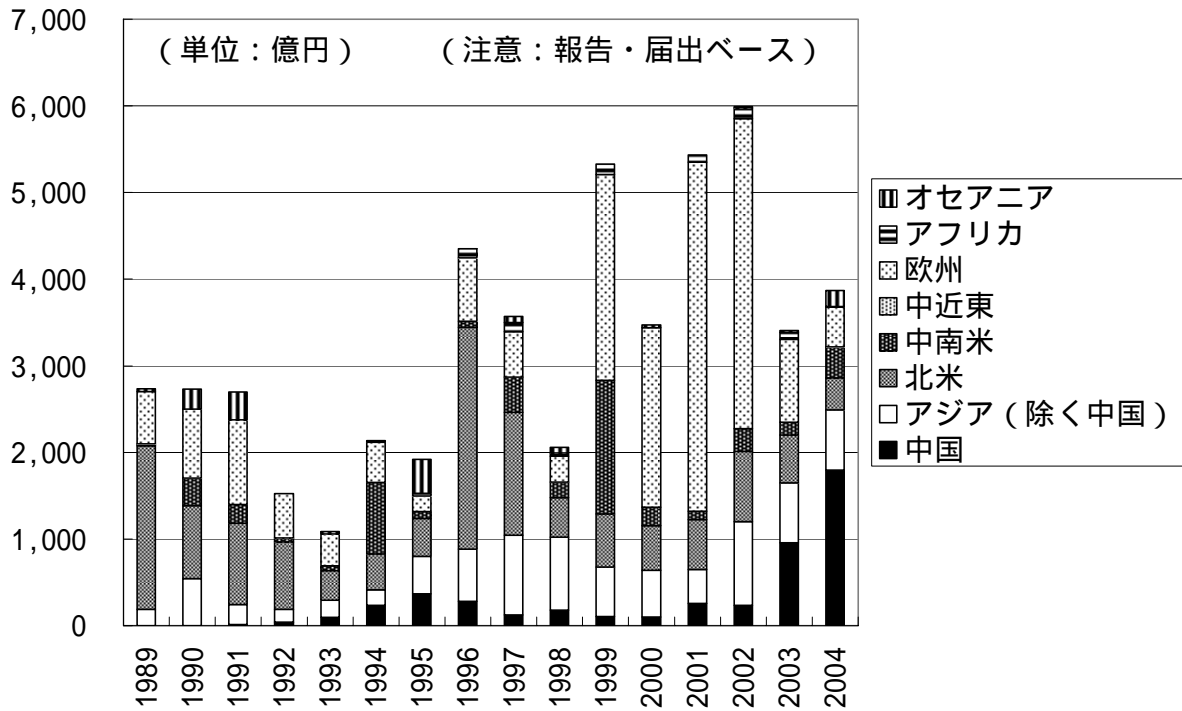
図14 日本から中国への直接投資及び円・ドルレート



(資料) 財務省『対外及び対内直接投資の状況』

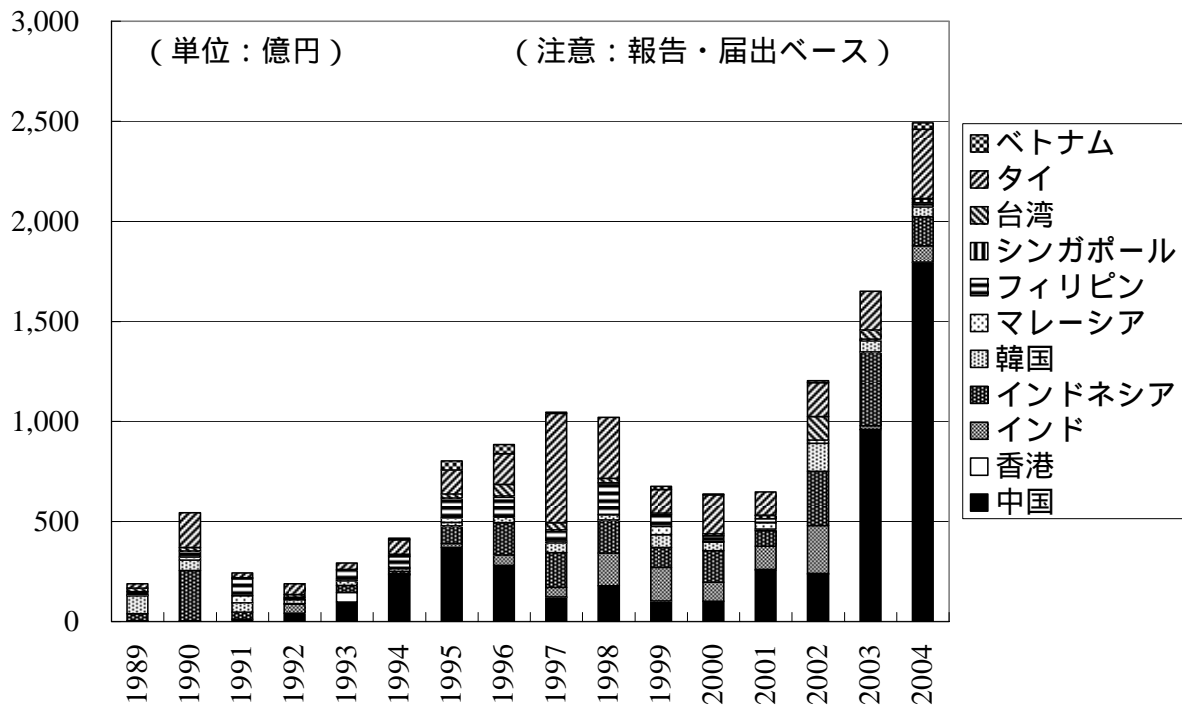
<sup>10)</sup> 円高は日本からの直接投資増加の供給(Push)側の要因に過ぎないため、中国に限らず他のアジア各国に対する直接投資も増加していると考えられる。ただし中国以外の国では、円・ドルレートと直接投資の推移に1-2年のタイムラグが見られるなど、中国ほどの高い相関係数は得られなかった。これは各国の個別事情、すなわち需要(Pull)側の要因に依存しているものと考えられる。

図 15 日本から世界への直接投資（自動車産業）



(資料) 財務省『対外及び対内直接投資の状況』

図 16 日本からアジアへの直接投資（自動車産業）



(資料) 財務省『対外及び対内直接投資の状況』

図 15 は日本から世界への自動車産業の直接投資の推移を示している。自動車産業の直接投資は、1990 年代は北米中心であったが 2000 年前後にヨーロッパへと移動し、2003 年以降は中国が中心となっている。また、日本からアジアへの自動車産業の直接投資の推移を示した図 15 からは、2003 年以降のアジアにおける自動車産業の直接投資のほとんどが中国向けであることが確認できる。以上から、近年日本からアジアへの直接投資が増加している日本の供給（Push）側の要因として円高が指摘できるほか、日本からアジアへの直接投資において中国のシェアが増加しているのは、中国の需要（Pull）側の要因として自動車産業の投資需要の増加が指摘できる。

#### 4.3 日本側の供給（Push）要因

他方、日本がアジアから貸出を大幅に回収した需要（Pull）側の要因としては、アジア危機が考えられる。しかし、アジアからだけでなく世界から回収が行われていたこと、またアジア危機が発生した 1997 年には日本からアジアへの貸出は増加していることから、アジア危機のみを日本の貸出回収の要因として指摘するのは適切でないと考えられる。

そこで本節では供給（Push）側の要因として、日本の金融危機を指摘する。1997 年 11 月の北海道拓殖銀行破綻から、1998 年 10 月の日本長期信用銀行破綻及び同年 12 月の日本債券信用銀行破綻に至ると、金融不安は最高潮に達した。こうした動きに対応して、邦銀は資産圧縮を進めざるを得ず、海外貸出の回収を行うことになった。

表 8 には、日本の銀行破綻件数と方法別処理金額が示されている。1992 年に戦後初の銀行破綻

表 8 銀行破綻件数と援助方式別処理金額（2006 年 9 月末現在）

（単位：億円）

年度	件数	金銭贈与	資産買取	貸付	債務引受
1992	2	200	0	80	0
1993	2	459	0	0	0
1994	2	425	0	0	0
1995	3	6,008	0	0	0
1996	6	13,160	900	0	0
1997	7	1,524	2,391	0	40
1998	30	26,741	26,815	0	0
1999	20	46,374	13,044	0	0
2000	20	51,574	8,501	0	0
2001	37	16,418	4,064	0	0
2002	51	23,187	7,949	0	0
2003	0	0	0	0	0
2004	0	0	0	0	0
2005	0	0	0	0	0
2006	0	0	0	0	0
合計	180	186,070	63,663	80	40

（出所）預金保険機構

があったが、1998年10月に破綻処理の法的枠組みが整備されたことで破綻処理は本格化し、1998年には30件、1999年には20件、2000年には20件、2001年には37件、2002年には51件の破綻処理が行われた。預金保険機構から投入された金額は、金銭贈与で18.6兆円、資産購入で6.4兆円の計25兆円に達した。件数としては2001-2年の破綻が多いものの、金額的には1998-2000年に集中しており、比較的大規模な銀行の破綻処理がこの時期に行われていた。海外貸出に關与している銀行も相対的に規模の大きい銀行と考えられるため、貸出回収の時期と一致しているといえる（図12参照）。

#### 4.4 まとめ

直接投資に關しては、過去10年間（分析対象期間）の日本側の供給（Push）要因は極めて強かった。1990年代の長期不況を背景として、日本の製造業は原価低減のために積極的にアジアに投資した。また円高は、この動きを加速させた。他方、アジア側の需要（Pull）要因も概して良好であった。一部の国にアジア危機の影響は残るが総体的に投資率は回復しており、需要面での制約は少なくなっている。このため、各国で直接投資のシェアが増加した。特に中国は、高度成長によって他国を（相対的に）上回る投資需要が自動車産業を中心に発生したことから、アジアでのシェアを拡大させた。

貸出の推移に關しては、日本側の供給（Push）要因として、邦銀の経営状況に依存するところが大きかった。日本の金融危機で邦銀の海外向け貸出は急激に回収されたが、近年は不良債権問題の終息とともに、邦銀の海外向け貸出も回復傾向にある。

証券投資は、過去10年間を通じて大きな変化はなかった<sup>11)</sup>。既述の通り、アジア各国は総体的に投資率が高く、需要（Pull）要因の制約は低かったことから、証券投資の規模の小ささは需給（Pull / Push）面の要因のほかに、制度及び情報面の要因が関係していたと考えられる。このような状況を踏まえると、制度及び情報面の制約の解消が、アジア域内の証券投資活性化の方策として考えられるようになる。

## 5. アジア域内の証券投資活性化への方策

本節では、アジア域内の証券投資活性化の方策として、アジア各国間における非対称情報の解消と、各種投資商品の開発及び債券市場の整備を提言することにする。

### 5.1 アジア各国間における非対称情報の解消

本稿冒頭で、アジア通貨危機の原因のひとつとして「アジア各国の金融システムの脆弱性」を提示した。この脆弱性は「アジア企業の所有・支配構造」と「法・会計制度」に起因していると考えられる。これらに關連して、La Porta, et al. [1999]およびClaessens, et al. [2000]によって、日本を除くアジア各国の企業は「所有と経営の分離」が進んでいないこと、さらに株式のピラミッド構造やグループ企業間の株式持ち合いを使って、創業者一族による持分所有は少数にとどまるものの支配権を完全に確保して、（他の株主の利益を犠牲にした）非効率な経営を行う可能性が潜在的に存在することが指摘されている。

<sup>11)</sup> 例外として、近年の中国・インド向け株式（投資信託）投資の増加が挙げられる。これについては、補論を参照されたい。

この可能性の顕在化を許した要因として、「法・会計制度」の不備が挙げられる。ただし、La Porta, et al. [1998]はアジア各国の法・会計制度の整備状況はヨーロッパ平均と遜色ない状況であり、問題は形式上の制度整備ではなく法の強制力（enforcement）にあることを指摘した。このことに関連して、Allen, et al. [2005]は名声や地縁・血縁などのつながりが、不完全な法制度や会計制度のもとで、金融システムをうまく機能させる上で重要な役割を果たしてきたことを示している。

したがって、アジア各国間で解消されるべき非対称情報は、ハード情報とソフト情報の2種類があると考えられる<sup>12)</sup>。ここでのハード情報は、各国の法・会計制度といった制度の相違点である。上述の通り、アジア各国の整備はされているものの、各国の制度はその起源（英米法、大陸法など）に起因して相違点が見られるため、相互の理解の弊害になっている。この相違点を整理して投資家全てが一覧できる枠組みを整備することが有効であろう。

具体的には、（金融）情報収集に関する新たな国際（政府間）機関を設立したり、アジア地域向けの金融監督当局や中央銀行を創設したりすることが考えられる。そこでは、各国金融当局が情報を交換する定期的会合を設置するとともに、各国法制度を比較可能な形でまとめた情報マトリックスを作成しインターネットで公表する。例えば、公表するデータや情報は、次の4種類が想定される。

- マクロデータ（成長率、利率等）
- 日次データ（各種金利、為替レート等）
- 制度関連情報（税制・税率、法制度、会計制度）
- 地域・部門関連情報

データがインターネットを通じて入手可能となることで、投資家は関連情報に容易にアクセスでき、また各国間での相互比較ができるようになる。このことによって、各国間の非対称情報は解消され、アジア地域内の証券投資が活発化する前提条件が整うであろう。

この情報交換及び公開をできるだけ有益なものとするためには、アジア各国の金融市場においてルール・規制・税といった制度面で（比較が可能となるように）調整が必要となる。もし各市場のルールが多種多様のまま調整されていなかったら、（比較が容易でないために）他国情報の価値は低下し、他国への投資は極めて困難なものとなる。当然のことながら、市場を通じた資金運用・調達に必要な制度インフラの更なる整備も各国に課せられる義務となる。

これらの改革の国家間の調整には、アジア各国政府のハイレベルの協議が必要となる。そのためにも、アジア地域の金融市場および金融システムの統合にむけて、アジア金融監督委員会（The Asian Committee of Financial Regulators）の創設が望まれる。

そして、解消されるべきもうひとつの情報はソフト情報であり、取引および契約の履行を確保する上で、法の強制力を補う諸要因、すなわち関係（relationship）に関する情報である。図1、図2で確認したとおり、アジア域内の証券投資はアメリカ・ヨーロッパの市場を通して再投資される構造となっている。この背景には、欧米の金融機関がアジア各国に現地法人・支店を通じた情報ネットワークの構築を、近年進めていることが挙げられる。これに対して、日本の金融機関の海外部門は海外に進出した日系企業を主たる顧客としていて、現地企業の情報収集において欧米

---

<sup>12)</sup> ハード情報とは、財務データのような数値化あるいは文書化して伝達可能な情報である。数値化できるため、情報伝達の際に直接両者が立ち会う必要はなく、IT技術の進歩でハード情報の伝達速度と範囲および量は、格段に改善された。他方、ソフト情報とはノウハウや信頼といった数値化・文書化が困難な（または禁止的に費用がかかる）情報で、両者が実際に出会うことで（face to faceで）初めて伝達される。

の金融機関とは格差がある。

アジア域内で証券投資を活性化するためには、アジア各国間における情報の非対称性を解消する「情報ネットワーク」を、アジア各国の金融機関が欧米の金融機関並みに構築することが求められるが、それと同時に（欧米も含めて）各国の金融機関がアジアの企業に関する情報を face to face で交換できる場として、アジアに国際金融センターが必要となるであろう<sup>13)</sup>。

## 5.2 各種投資商品の開発及び債券市場の整備

アジア域内の証券投資が活性化しない要因には、アジアの金融市場に、預金と株式以外のミドルリスク・ミドルリターンの金融商品が不足していることも指摘できる。そこで本節では、日本の経験を踏まえて、各種投資商品の開発及び債券市場の整備を提言する。以下では、中央銀行、民間金融機関、個人投資家といった市場参加者を念頭において、いくつかの方策を考えることにする。

### 5.2.1 国債

多くの国で、中央銀行は外貨準備を積み立てている。かつては、特にアメリカと貿易で密接な関係がある国にとって、外貨準備といえばそれは米ドルであった。しかし近年では、各国中央銀行は外貨準備の多様化を進めており、日本円、ユーロ、英ポンドやアジアの各通貨に分散している。外貨準備は通貨ではなく証券で保有されているので、外貨準備の多様化は中央銀行による多様な外国国債の保有需要の増加を意味することになる。つまり、外貨準備から派生する需要に対応するように、各国が多様な国債を発行し流通させることが、アジア資本市場の活性化に向けた最初の方策となる。

### 5.2.2 中小企業向け債権の証券化

中小企業はかつて資金調達を銀行にのみ依存していた。それは、投資家にとって中小企業のモニタリングは困難であり、投資判断を十分にできないという背景から生じるものである。大企業の場合、ディスクロージャーが進み、また信用格付会社の評価等によって、企業情報が比較的容易に入手可能であることと対照的である。

日本では、「中小企業信用リスク情報データベース（Credit Risk Database）」による中小企業に関する膨大なデータ集積<sup>14)</sup>によって、中小企業向け債権の証券化や信用格付に活用されている。かつて中小企業は情報に「手を加えて」報告するものであったが、データが蓄積されるにしたがってその傾向も把握できるようになってきていて、信頼性が高まっている。

アジア各国でも金融システムが銀行中心となっている一方、資産市場にアクセスできない中小企業の資金調達の円滑化は大きな問題となっている。このようなデータベースの整備が進むことによって、中小企業向け債権の証券化が容易になり、金融機関が証券化の供給者及び需要者となることで金融システムの市場化・高度化も進展することであろう。

### 5.2.3 レベニュー・ボンド

<sup>13)</sup> ハード情報とソフト情報の相対的価値を考慮して、アジアに国際金融センターが必要となる条件を議論した研究については、飯島 [2006]を参照されたい。

<sup>14)</sup> 2000年以降、毎年10,000社のデータが集められている。

公共投資は税金で資金調達されるのが通常で、唯一の例外はイギリスで見られる「民間資金等活用事業（Private Finance Initiative）であった。日本でイギリス方式のPFIが実施されたが、その時はうまく機能しなかった。銀行が破綻したとき、負担は公的部門が引き受けざるを得ず税金が投入され、民間部門との損失負担割合に歪みが生じたことが原因であった。

このような問題に解決する方策として、レベニュー・ボンドが考えられる。例として、有料道路の建設とその後の営業に際して、投資資金の30%が税金で70%がレベニュー・ボンドで調達されるケースを取り上げて、考えてみよう。有料道路に外部効果が存在するならば、税金の投入は正当化される。もし税金が30%投入されるならば、投資家は投資額見合いで $10/7=1.428$ 倍の収益を受け取る権利を得る。上記のように収益の配分を設計<sup>15)</sup>すると、（外部効果の影響が除去されて）投資家に有料道路経営をモニタリングするインセンティブが発生する。もしモニタリングが有効でなければ、得られたであろう収益を逸失することになるし、さらには、損失発生時には納税者でなく投資家が負担することになるからである。

アジアには本質的に必要とされる公共投資需要が存在する一方で、公共投資に係る汚職も存在する。レベニュー・ボンドを通じた資金調達によって、公共投資の透明性が高まることが期待できる。

#### 5.2.4 地域債

最後の方策は、地域債である。地域債は中小企業向け債権の証券化やレベニュー・ボンドと比較すると規模は小さいが、日本ではすでに風力発電事業の資金調達に活用されている。風力発電は環境面でのメリットがある発電であるため、環境に関心のある投資家から注目を集めている。地域や目的を限定した形で、個人投資家の投資ニーズを満たすことができると考えられる。

## 6. おわりに

本稿ではクラスター分析を用いて、日本からアジアへの資本移動（直接投資、証券投資、貸出）の近年の動向を分析し、アジア域内の直接投資は活発だが、特に域内の証券投資はごく小規模にとどまっていることを示し、その背景には制度面・情報面の制約があることを指摘した。後半ではこの結果を踏まえて、アジア域内の証券投資活性化の方策を提言している。

アジア域内の証券投資を活性化するためには、アジアの政府機関における継続的な情報交換、各国間の法制度や税制の調整、金融商品の開発が求められる。特に、アジア域内で規制当局のネットワークが構築できれば、各国間の情報交換が促進され、金融取引の域内共通のルール作りも進展するであろう。

## 7. 補論 日本からアジアへの資本移動

本補論では、日本銀行『国際収支統計』の「直接投資・証券投資残高地域別統計」、及び同『BIS国際与信統計』のデータ（1996-2005年）を用いて、日本からアジア（中国、香港、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、台湾、タイ）への直接投資、株式投

<sup>15)</sup> 税金投入分は劣後債の政府引き受けとなる。



資、債券投資、銀行貸出の推移をストック・ベースで確認する<sup>16)</sup>。図 17 から図 26 までは、日本からアジア各国への資本移動をストック・ベースで示したものである。各図 a には金額が、各図 b にはシェアが示されている。

中国（図 17）はアジア危機の影響が軽微であった国の一つだが、日本からの資本移動（ストック）はそれでも 97 年の 5.9 兆円から 99 年の 2.4 兆円までに一時減少した。2003 年以降は直接投資が金額・シェアともに伸ばしており、全体でも 2005 年の 5.1 兆円にまで回復している。また、中国には厳しい資本規制が存在するものの、近年の中国株・投信ブームの影響で 2005 年の株式投資の残高は 4300 億円にまで増加しており、ストック・ベースで 10%近いシェアを占めるようになっている。

香港（図 18）はアジアの国際金融センターの一つとして、日本からも多数の金融機関が進出していることから、日本からの銀行貸出はアジアのなかでも圧倒的な位置を占めている。そのため、アジア危機の直接の影響は少なかったものの、むしろ日本の金融危機の影響を大きく受けた。銀行貸出残高は 1996 年の 10.1 兆円から 2003 年の 1.4 兆円に大きく減少しており、全体の残高減少のほとんどが銀行残高の減少であった。また香港は他のアジア諸国に比べ株式投資のシェアが高い（2005 年の株式投資の残高は 9600 億円）という特徴があり、近年は株式投資が直接投資のシェアも上回っている。

日本からのインド（図 19）への資本移動は、これまで小規模に止まっていた。ただし、2005 年に新興国（BRICs）株・投信ブームによってインドへの株式投資は急増し、残高は 2004 年の 200 億円から 2005 年には 3400 億円となった。これは日本のアジア向けの株式投資残高として香港・中国に続く規模であり、韓国・シンガポールへの残高を上回っている。

インドネシア（図 20）は、アジア危機の影響を最も受けた国の一つである。銀行貸出残高は 1997 年の 2.9 兆円から 2004 年の 5000 億円まで大きく減少している。ただし、アジア危機の発生した 1997 年に限ると、1996 年の 2.5 兆円から 4000 億円の残高増となっており、邦銀がインドネシアから貸出を回収せずむしろ増加していたことがわかる。また、継続的な銀行貸出の減少と直接投資の増加によって、両者のシェアは 2003 年以降逆転している。ここから、インドネシアの外資受入の構造変化が読み取れる。

韓国（図 21）も、アジア危機の影響を最も受けた国の一つである。ただし銀行貸出残高の減少は、1996 年の 2.8 兆円から 2003 年の 1.2 兆円とアジア危機の影響を受けたタイやインドネシアに比べて大きいとはいえない。韓国はアジアの中でも債券（社債）市場が発達しており、アジア危機の影響も 1996 年の 1.4 兆円から 2003 年の 4900 億円という債券投資残高の減少に表われている。韓国は 1990 年代以降積極的な外資受け入れ政策を採ってきたが、日本企業の直接投資・株式投資は少なかった（債券投資より少ない時期もあった）。2003 年以降は韓国の外資受け入れ政策に日本の経済状況好転が加わり、直接投資・株式投資が金額・シェアともに徐々に増加している。

マレーシア（図 22）もアジア危機の影響を受け、銀行貸出残高は 1997 年の 1.1 兆円から 2004 年の 4600 億円まで減少している。その一方で直接投資残高は 1996 年の 6900 億円から 1999 年の 3700 億円に減少した後、2005 年には 5600 億円まで回復してきておりシェアも増加している。またマレーシアは韓国と並んで債券市場が発達しており、近年まで 10%台のシェアを確保していた。

日本からのフィリピン（図 23）への資本移動は小規模に止まっており、2005 年ではインドより

<sup>16)</sup> 第 3 節のクラスター分析で使用したデータである。

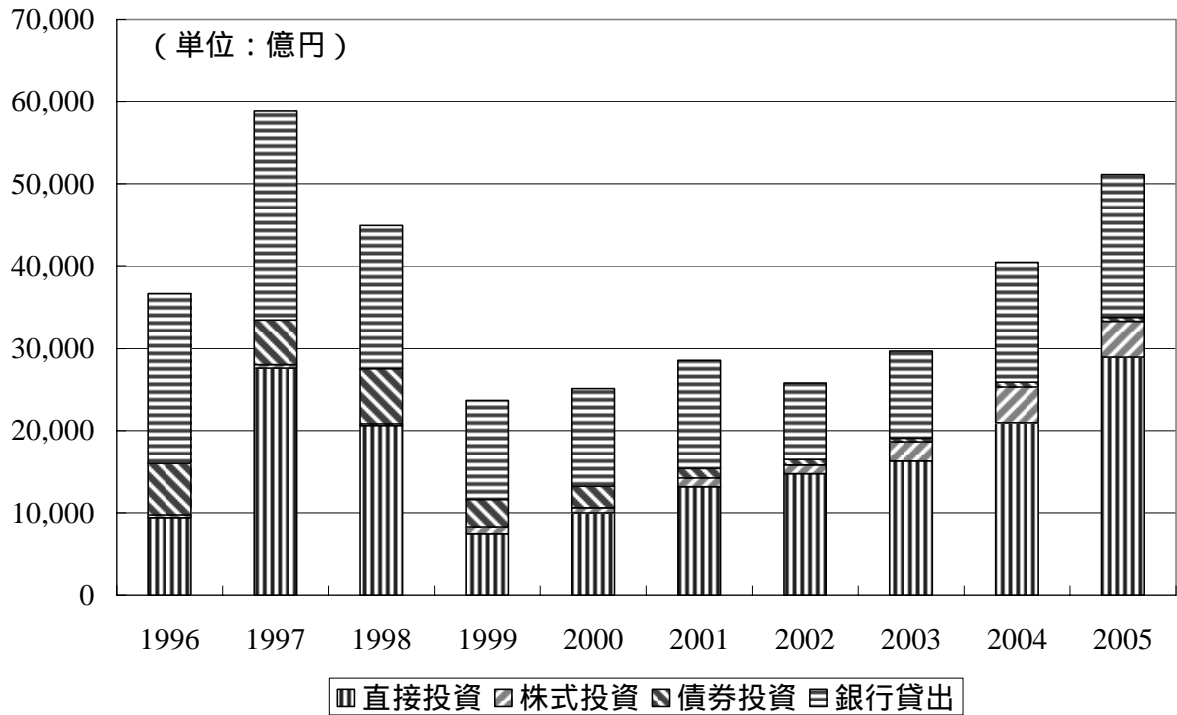
も少なくなっている。その中で、債券投資は1000億円台と金額は小さいもののシェアとして20%弱を占めており、アジアの他国と比較したときの特徴となっている。

シンガポール(図24)も、香港と同様の特徴を持っている。アジア危機よりもむしろ日本の金融危機の影響を大きく受け、銀行貸出残高は1996年の7.6兆円から2003年の1.4兆円に大きく減少した。その一方で直接投資残高は1997年の1.4兆円から1999年の8500億円に減少した後、2005年には1.4兆円まで回復してきておりシェアも増加している。

台湾(図25)は、1996年から2005年まで直接投資残高が銀行貸出残高を上回っており、アジア危機及び日本の金融危機の影響をさほど受けなかった国の一つであった。また株式投資残高が2004年の800億円から2005年の1500億円と急増し、シェアも10%を超えるようになった。

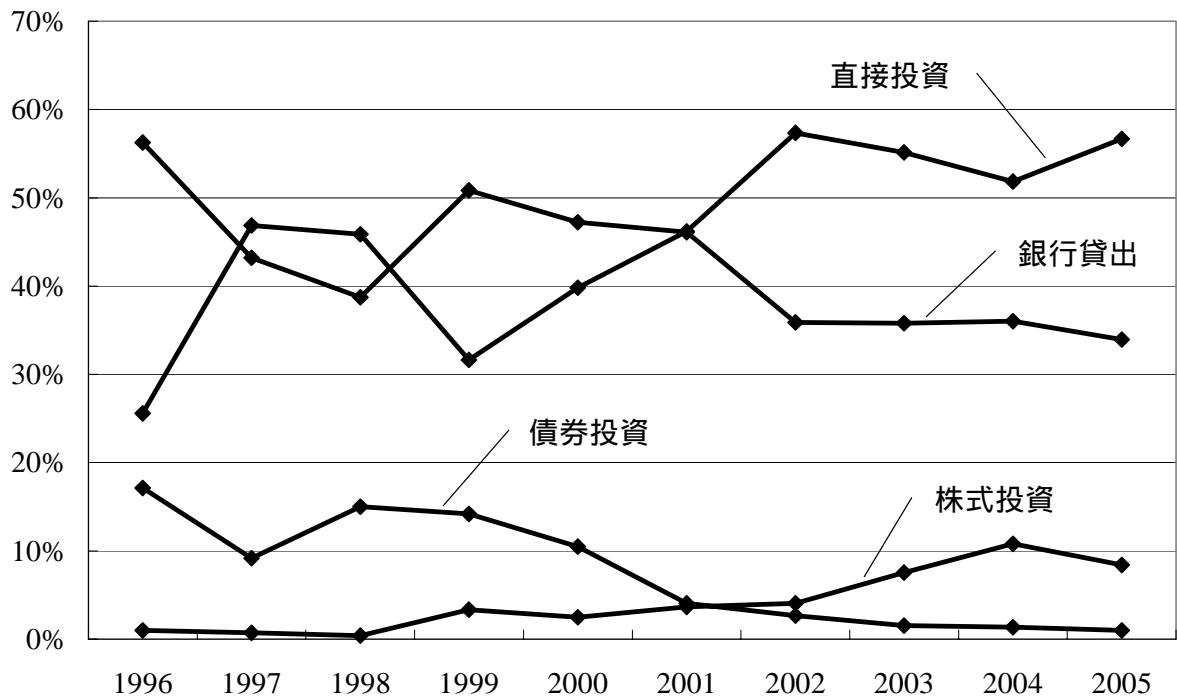
タイ(図26)はアジア危機の影響を最も受けた国の一つで、インドネシアと同様の特徴を持っている。銀行貸出残高は1996年の4.3兆円から2003年の4700億円まで大きく減少している。ただし、アジア危機の発生した1997年(残高4.3兆円)に限ると、1996年から400億円の残高減(率にして1%)となっており、邦銀がタイから貸出を回収したのは1998年(残高2.6兆円)及び1999年(残高1.3兆円)であった。また、継続的な銀行貸出の減少と直接投資の増加によって、両者のシェアは2003年以降逆転している。ここから、タイの外資受入の構造変化が読み取れる。

図 16-a 日本から中国への資本移動（ストック・ベース）



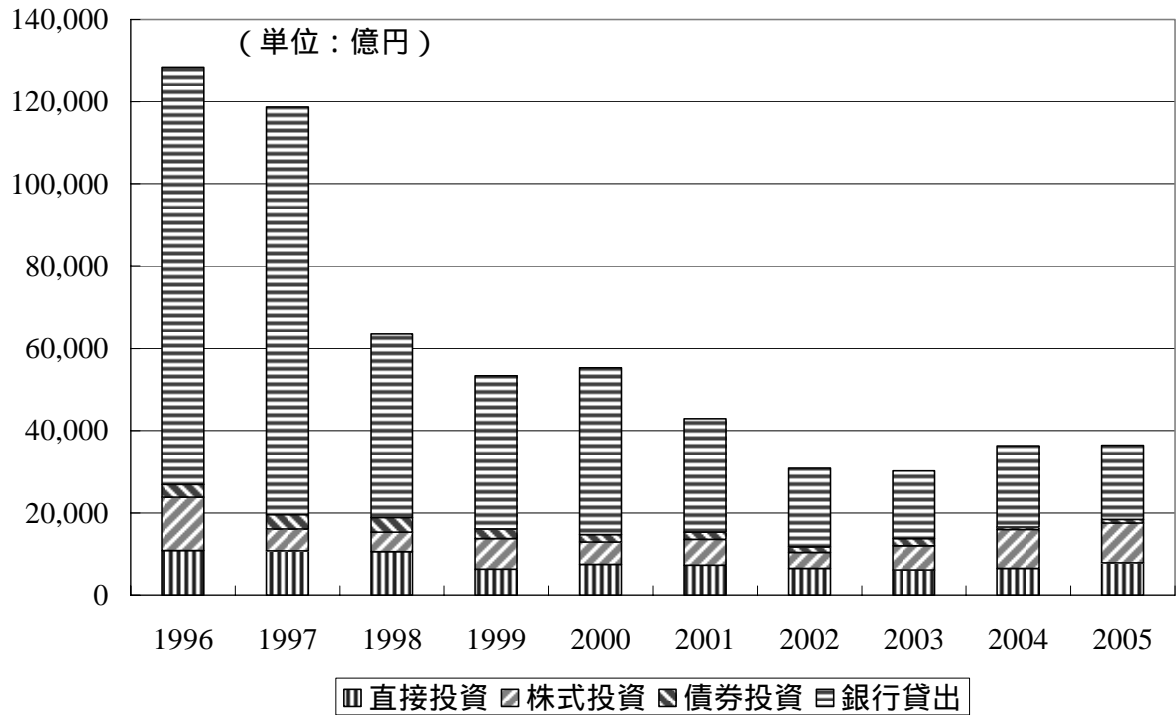
(資料) 日本銀行『国際収支統計』及び同『BIS 国際与信統計』

図 16-b 日本から中国への資本移動（シェア；ストック・ベース）



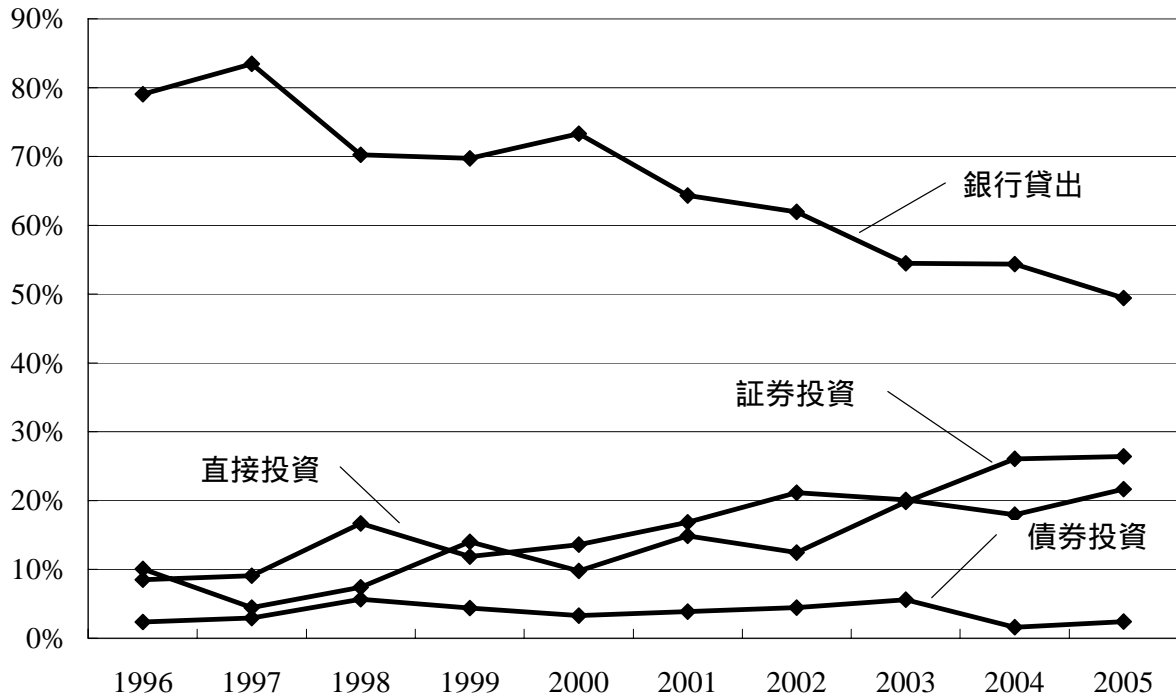
(資料) 日本銀行『国際収支統計』及び同『BIS 国際与信統計』

図 17-a 日本から香港への資本移動（ストック・ベース）



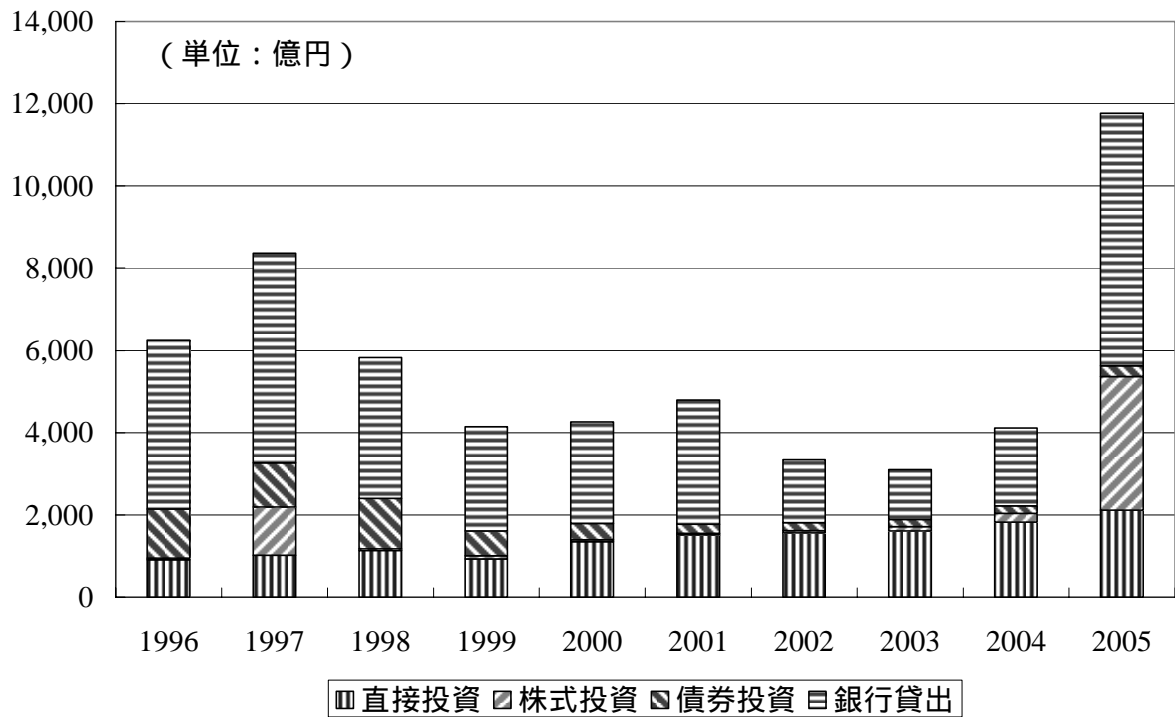
(資料) 日本銀行『国際収支統計』及び同『BIS 国際与信統計』

図 17-b 日本から香港への資本移動（シェア；ストック・ベース）



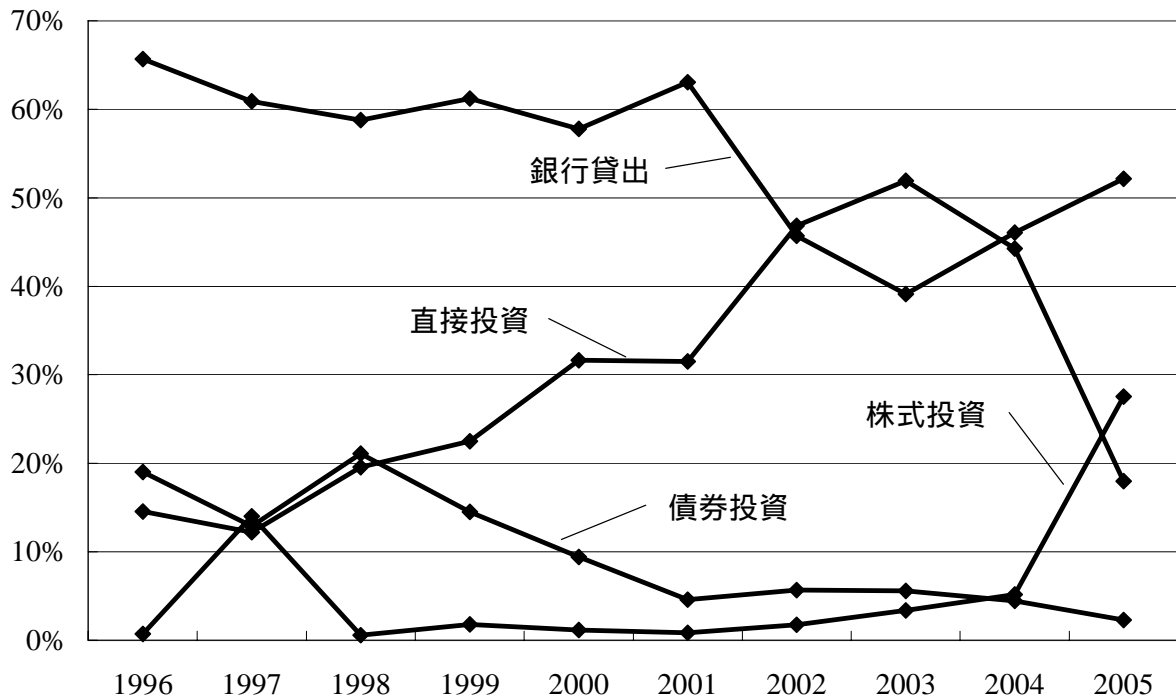
(資料) 日本銀行『国際収支統計』及び同『BIS 国際与信統計』

図 18-a 日本からインドへの資本移動（ストック・ベース）



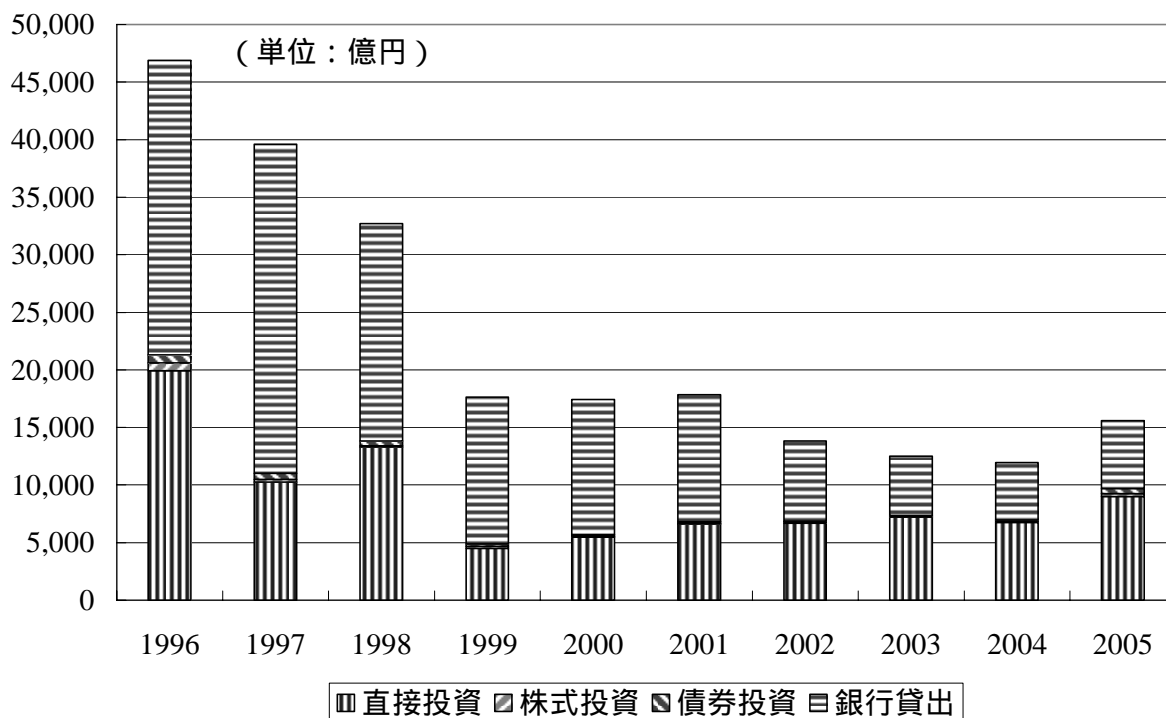
(資料) 日本銀行『国際収支統計』及び同『BIS 国際与信統計』

図 18-b 日本からインドへの資本移動（シェア；ストック・ベース）



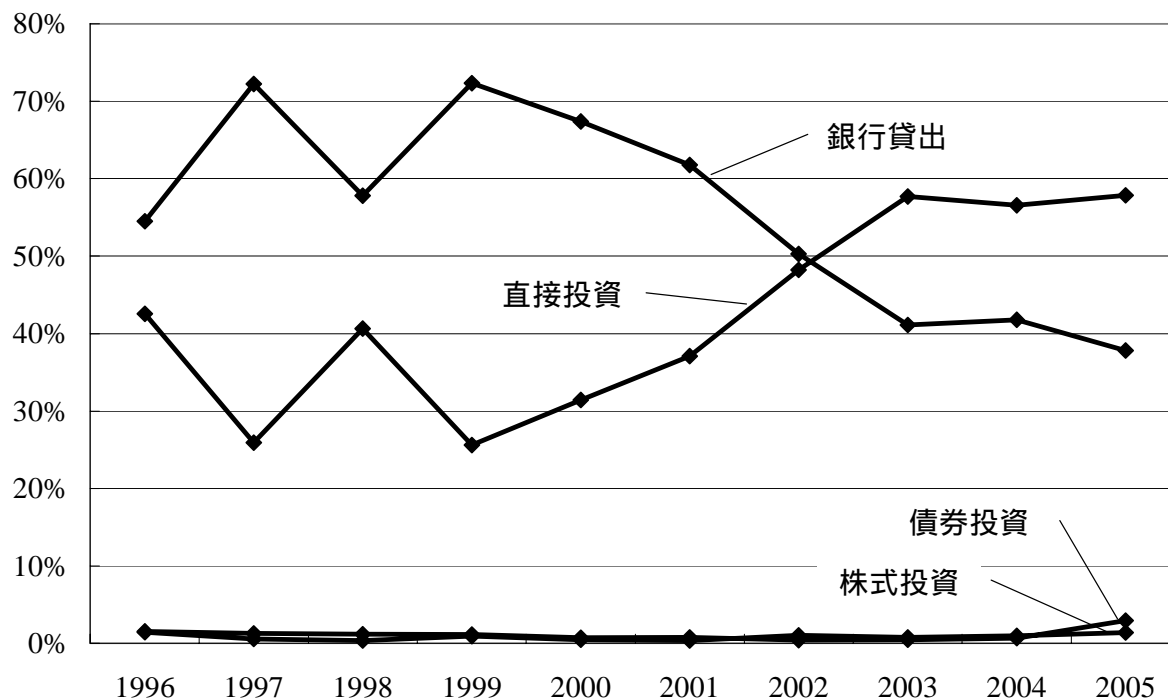
(資料) 日本銀行『国際収支統計』及び同『BIS 国際与信統計』

図 19-a 日本からインドネシアへの資本移動（ストック・ベース）



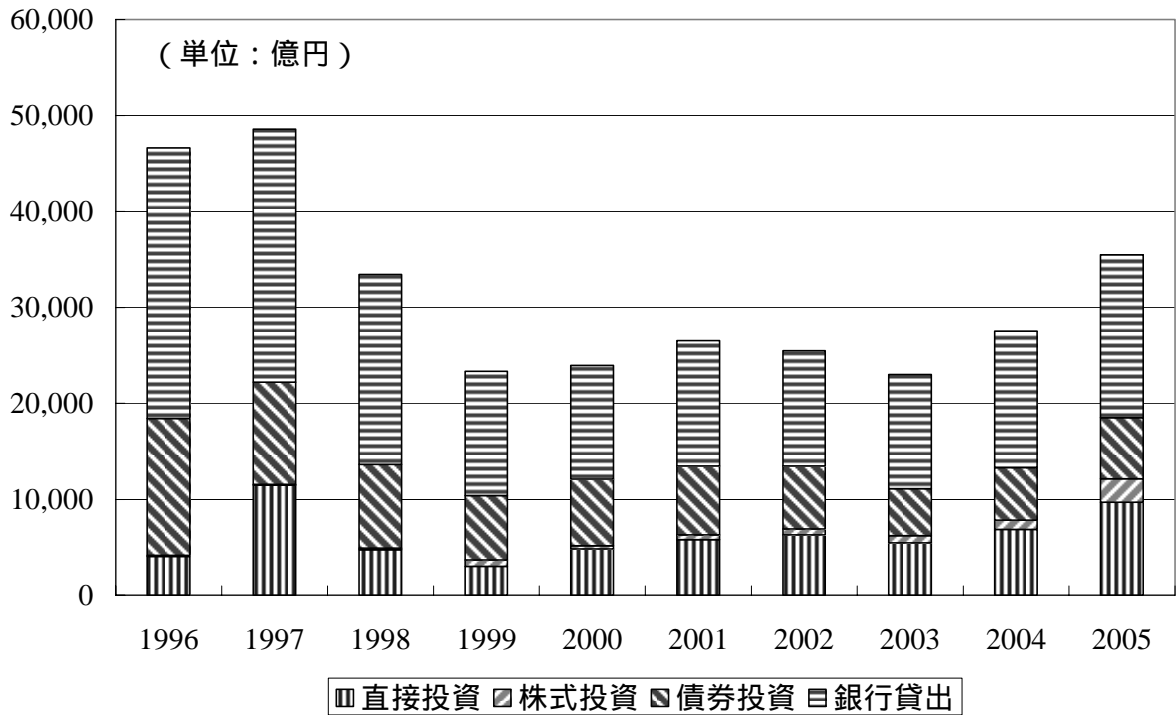
(資料) 日本銀行『国際収支統計』及び同『BIS 国際与信統計』

図 19-b 日本からインドネシアへの資本移動（シェア；ストック・ベース）



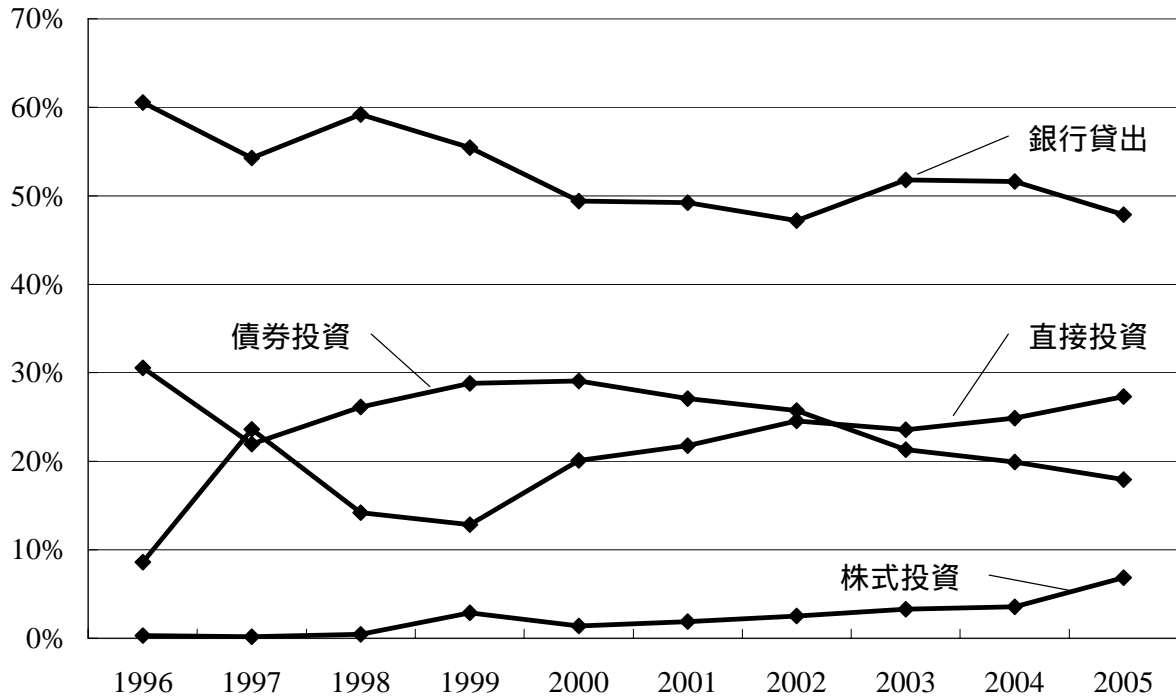
(資料) 日本銀行『国際収支統計』及び同『BIS 国際与信統計』

図 20-a 日本から韓国への資本移動（ストック・ベース）



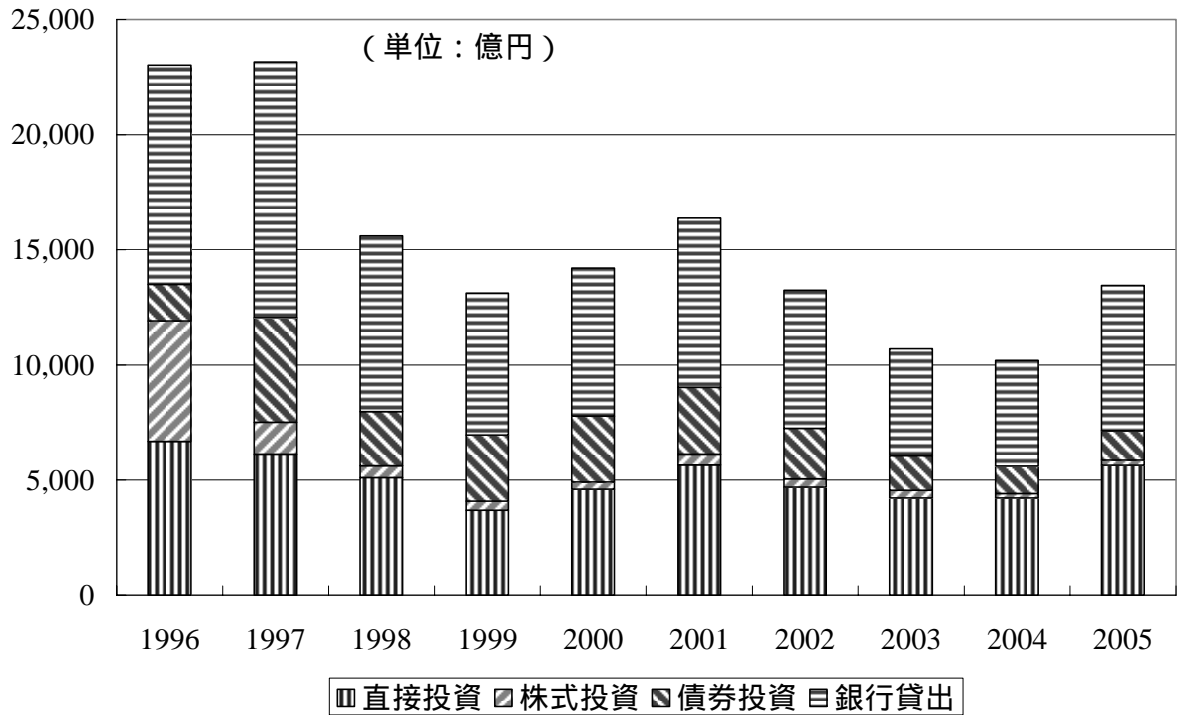
(資料) 日本銀行『国際収支統計』及び同『BIS 国際与信統計』

図 20-b 日本から韓国への資本移動（シェア；ストック・ベース）



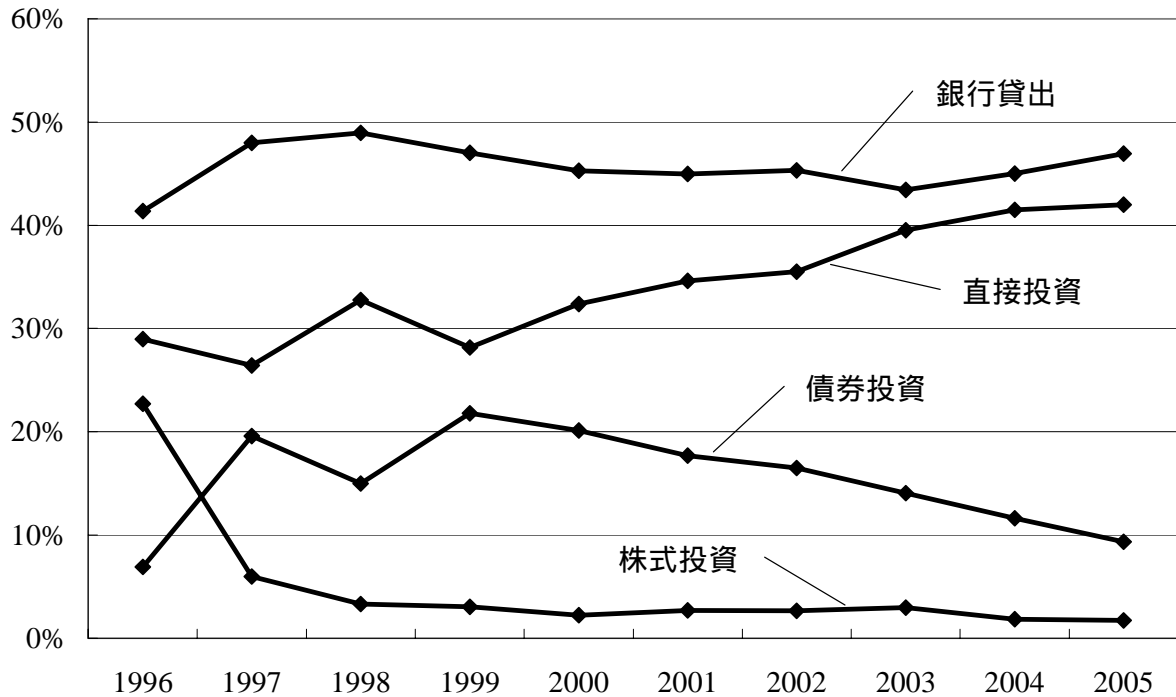
(資料) 日本銀行『国際収支統計』及び同『BIS 国際与信統計』

図 21-a 日本からマレーシアへの資本移動（ストック・ベース）



(資料) 日本銀行『国際収支統計』及び同『BIS 国際与信統計』

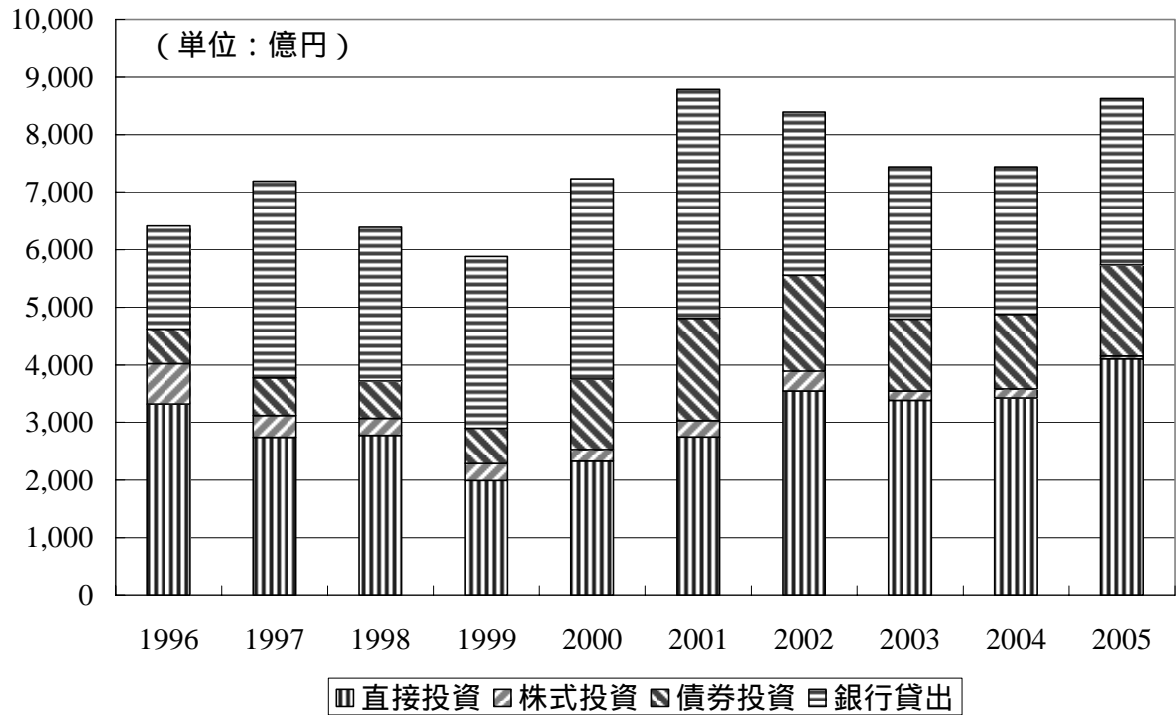
図 21-b 日本からマレーシアへの資本移動（シェア；ストック・ベース）



(資料) 日本銀行『国際収支統計』及び同『BIS 国際与信統計』

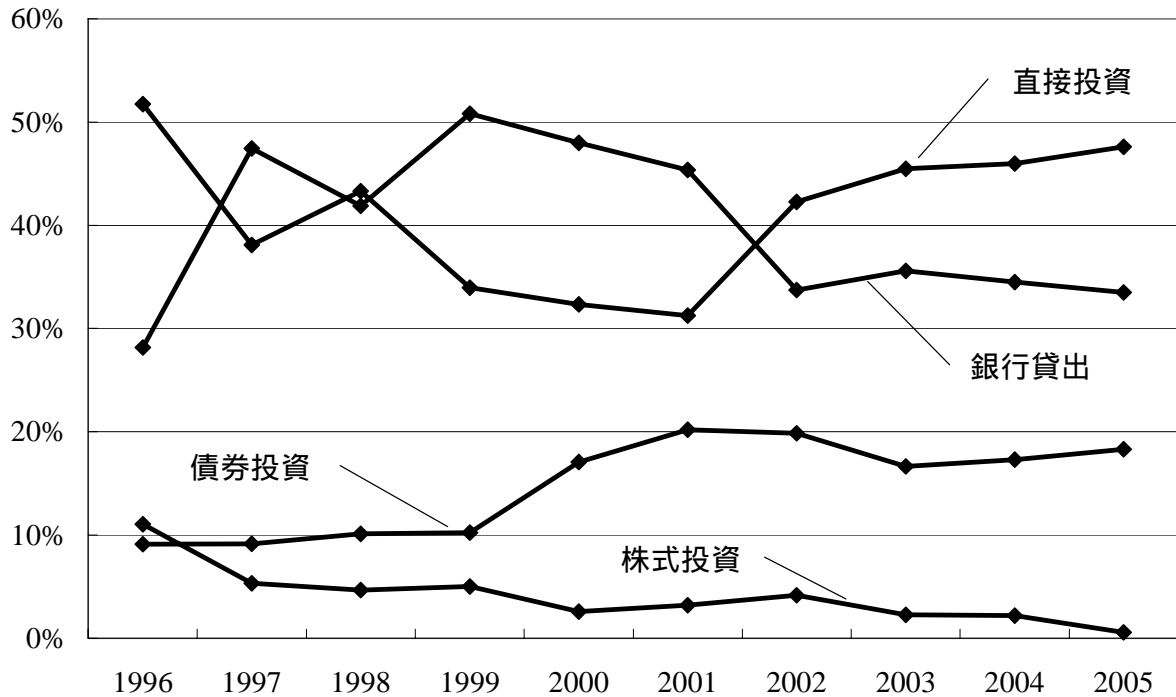


図 22-a 日本からフィリピンへの資本移動（ストック・ベース）



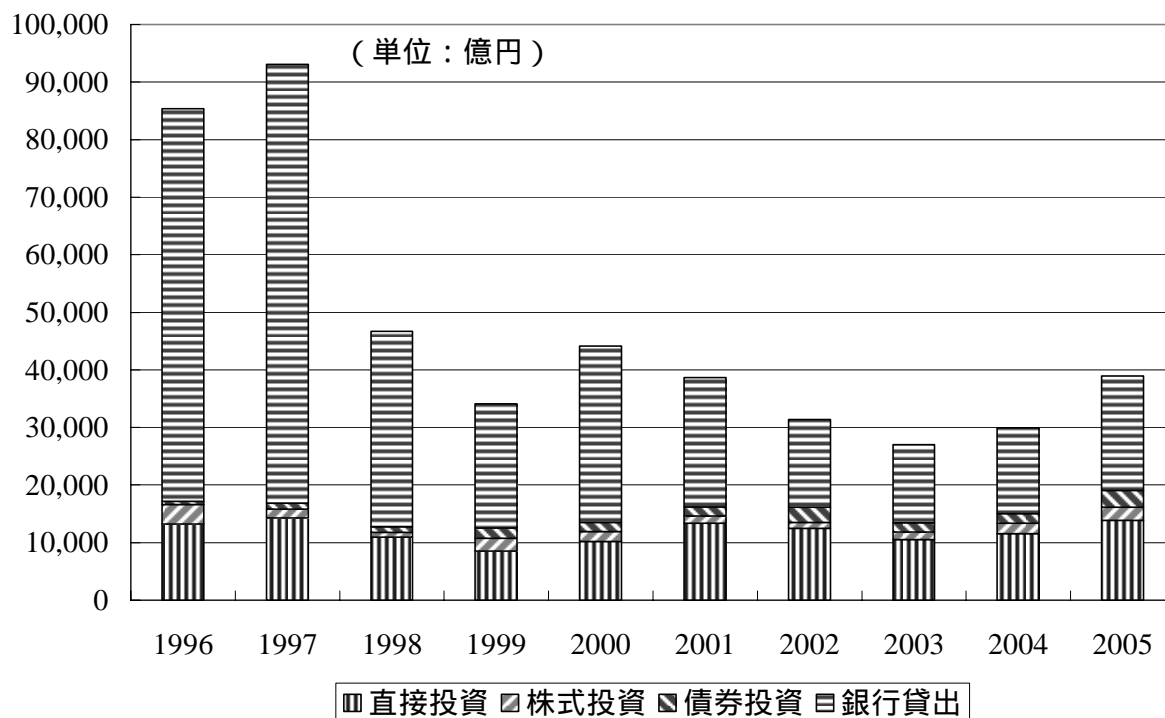
(資料) 日本銀行『国際収支統計』及び同『BIS 国際与信統計』

図 22-b 日本からフィリピンへの資本移動（シェア；ストック・ベース）



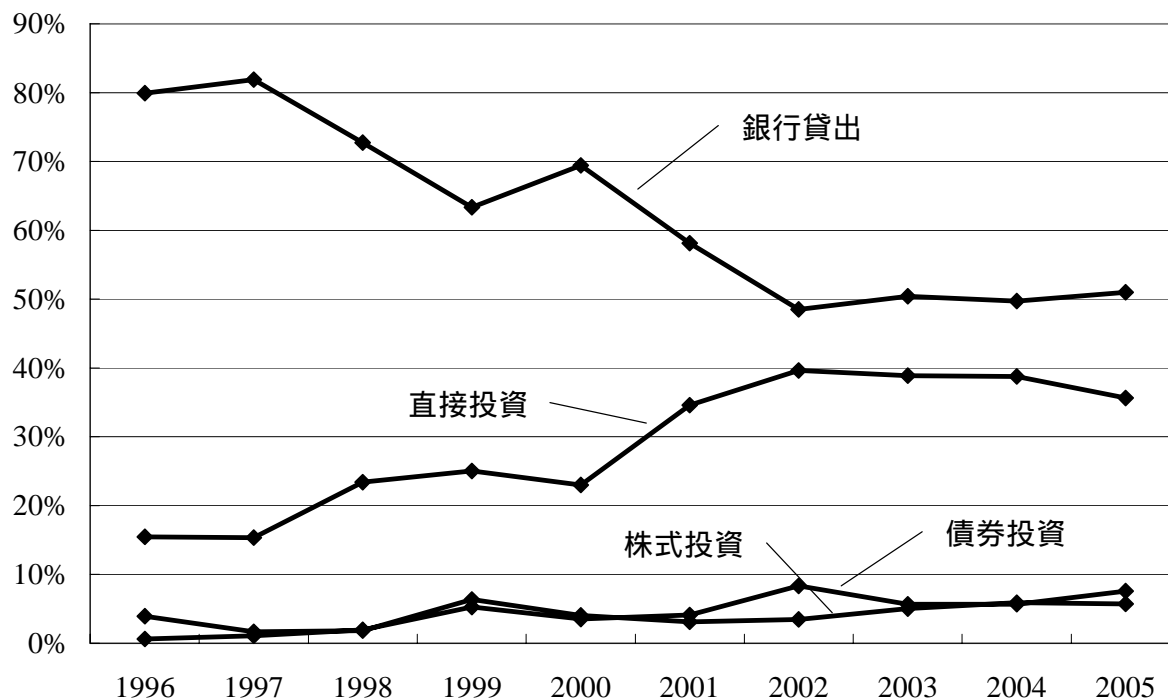
(資料) 日本銀行『国際収支統計』及び同『BIS 国際与信統計』

図 23-a 日本からシンガポールへの資本移動（ストック・ベース）



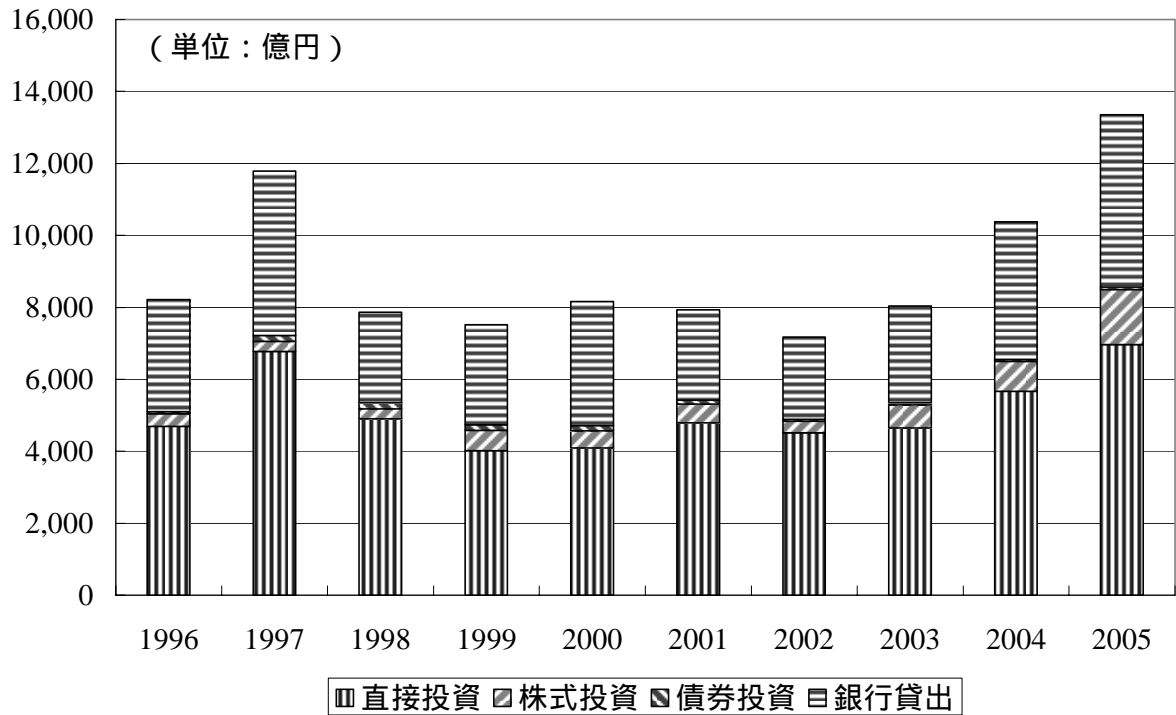
(資料) 日本銀行『国際収支統計』及び同『BIS 国際与信統計』

図 23-b 日本からシンガポールへの資本移動（シェア；ストック・ベース）



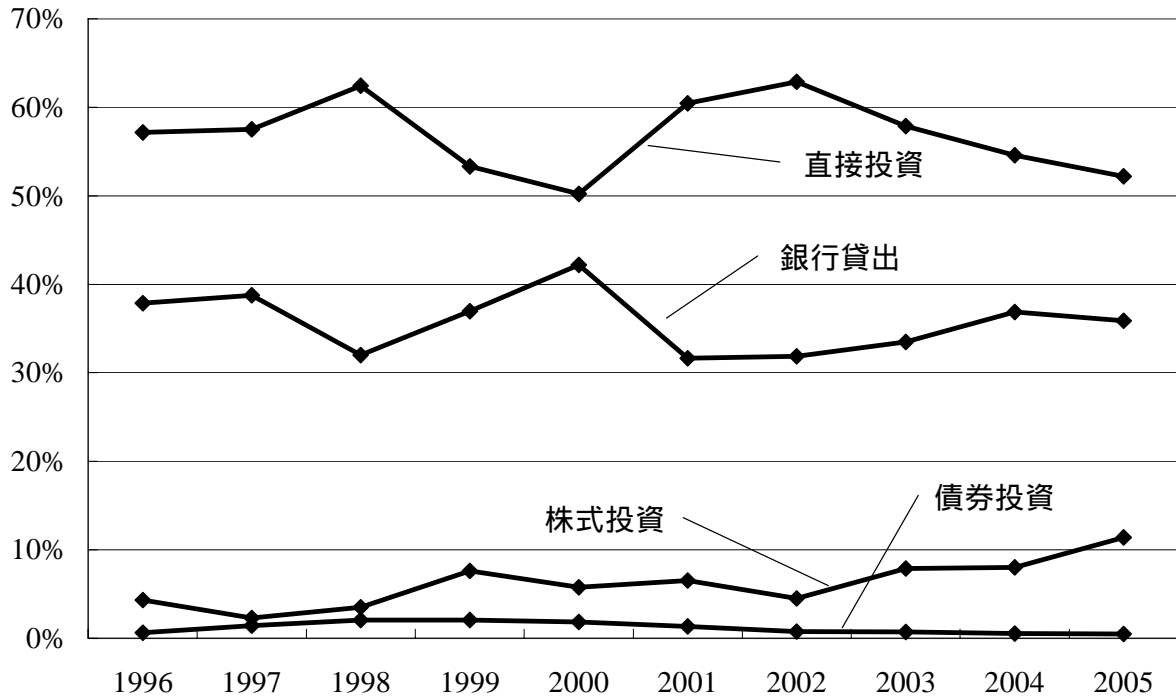
(資料) 日本銀行『国際収支統計』及び同『BIS 国際与信統計』

図 24-a 日本から台湾への資本移動（ストック・ベース）



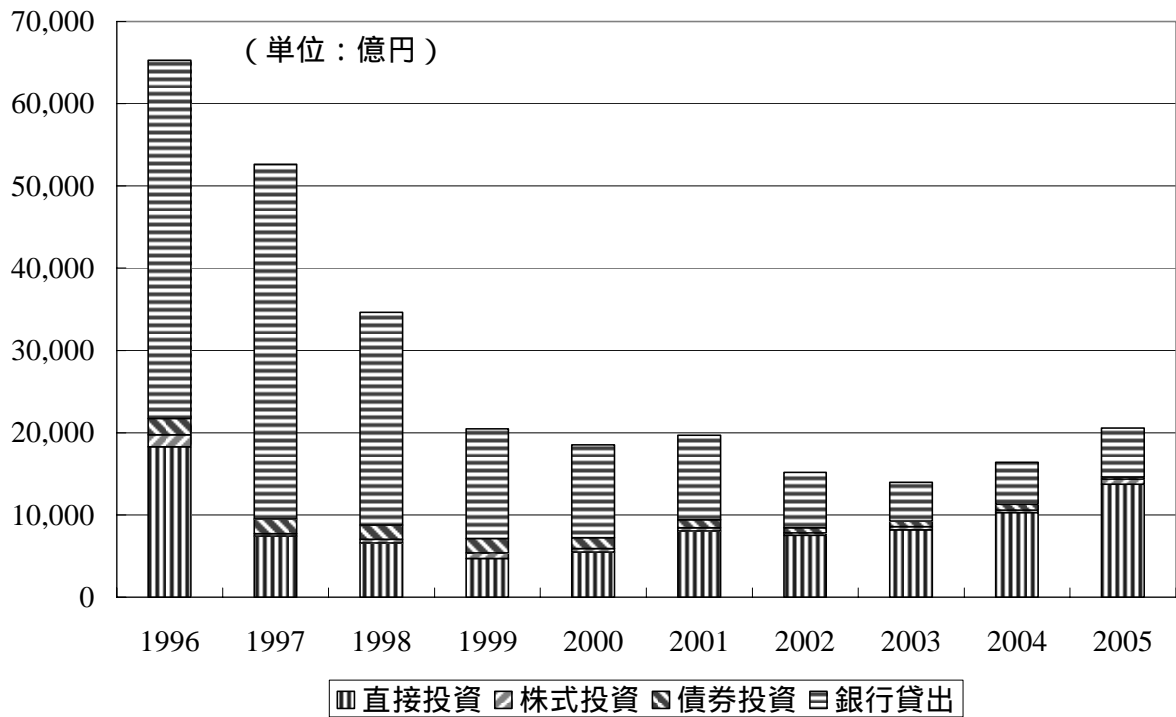
(資料) 日本銀行『国際収支統計』及び同『BIS 国際与信統計』

図 24-b 日本から台湾への資本移動（シェア；ストック・ベース）



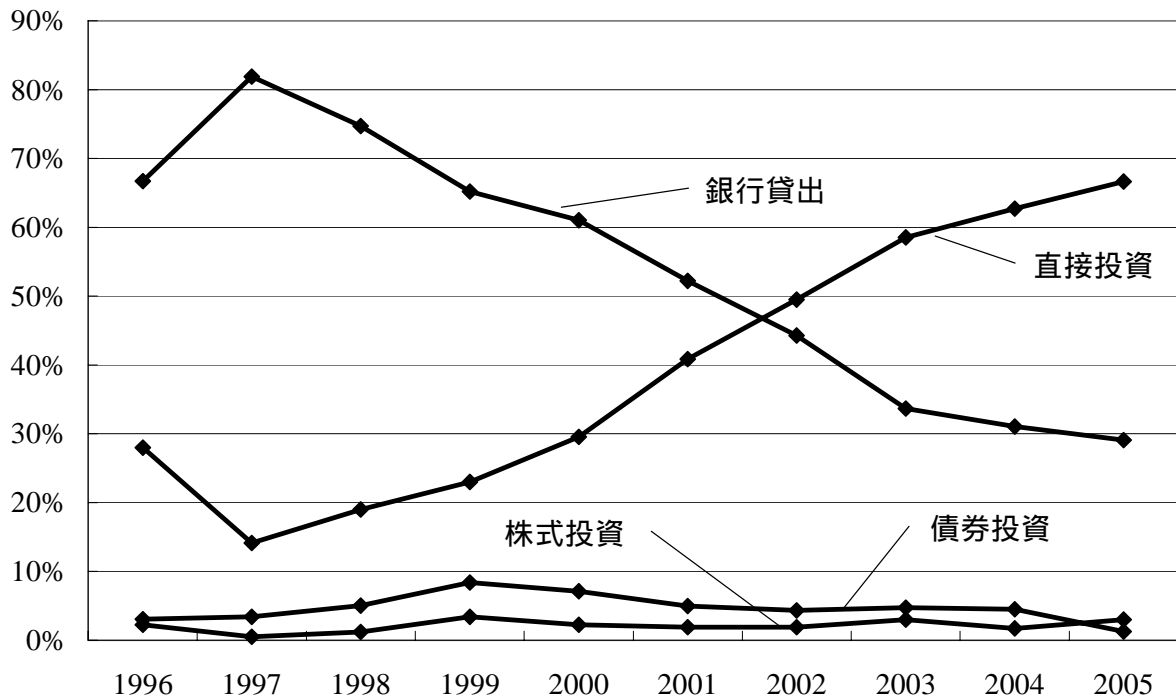
(資料) 日本銀行『国際収支統計』及び同『BIS 国際与信統計』

図 25-a 日本からタイへの資本移動（ストック・ベース）



(資料) 日本銀行『国際収支統計』及び同『BIS 国際与信統計』

図 25-b 日本からタイへの資本移動（シェア；ストック・ベース）



(資料) 日本銀行『国際収支統計』及び同『BIS 国際与信統計』

## 参考文献

- Allen, F., J. Qian, and M. Qian [2005] “Law, Finance and economic growth in China,” *Journal of Financial Economics*, 77, 57-116.
- Claessens, S., S. Djankov, and L. Lang [2000], “The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations,” *Journal of Financial Economics*, 58, 81-112.
- Daiwa Institute of Research [2006], *A Report on Institutional Arrangements Regulations Surrounding Cross-Border Capital Flows in ASEAN+3 Economies*, July 2006.
- Daude, C. and M. Frantzschner [2006], “The Pecking Order of Cross-border Investment,” Working Paper Series No. 590, European Central Bank.
- Ferrucci, G., V. Herzberg, F. Soussa and A. Taylor [2004], “Understanding Capital Flows to Emerging Market Economies,” *Financial Stability Review*, June 2004, pp. 89-97, Bank of England.
- 飯島高雄 [2006] 「金融ビッグバンとアジア債券市場」慶應義塾大学 21 世紀 COE プログラムディスカッションペーパー, DP2005-039.
- Jeanneau, S. and M. Micu [2002], “Determinants of International Bank Lending to Emerging Market Countries,” BIS Working Papers No. 112, Bank for International Settlements.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer [1999], “Corporate Ownership Around the World,” *Journal of Finance*, 54(2), pp. 471-517.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny [1998], “Law and Finance,” *Journal of Political Economy*, 106(6), pp. 1113-1155.
- Papaioannou, E. [2005], “What Drives International Bank Flows? Politics, Institutions and Other Determinants,” Working Paper Series No. 437, European Central Bank.
- Wakeling, D., L. Rogers and D. Flood [2004], “Asian Capital Flows,” *Reserve Bank Bulletin*, August 2004, pp. 56-61, Reserve Bank of Australia.
- Yoshino, N. and T. Iijima [2006], “China and Japan: Rivals or Collaborators.” Paper presented at the conference held by KIEP and Seoul National University; 11-12 May, Seoul, Korea.

## データ

日本銀行 『国際収支統計』

Available from URL: <http://www.boj.or.jp/theme/research/stat/bop/bop/index.htm>.

日本銀行 『BIS 国際与信統計』

Available from URL: <http://www.boj.or.jp/theme/research/stat/bis/ibs/index.htm>

財務省 『対外及び対内直接投資の状況』

Available from URL: <http://www.mof.go.jp/1c008.htm>

預金保険機構 『資金援助実績表』

Available from URL: <http://www.dic.go.jp/katsudou/katsudou1-2.pdf>