

はじめに

新型コロナウイルス感染症は、世界経済を共通して大きく様変わりさせつつある。(財)日本証券経済研究所では2021年3月、「アジア資本市場研究会」を立ち上げ、大学や民間シンクタンクの専門家により2022年8月までに13回の研究会を持ち、コロナ禍後のアジアの持続的な成長と発展を維持していくための金融資本市場の在り方を検討してきた。本書はその研究成果である。研究過程で見えてきたのは、コロナ禍の中で、従来からの課題である「環境・社会・ガバナンス (ESG)」、「デジタル・トランスフォーメーション (DX)」及び「高齢化」に対応する金融資本市場の必要性が増強されるとともに、コロナ禍、債務危機等の「グローバル・リスク」に「耐性 (resilience)」を持つ市場と政策が必要となるということである。以下、各章の概要を示す。

第1章(澤田論文)では、歴史・現在・未来という時間軸からコロナ前後のアジア経済動向について概観した。まず、第二次世界大戦後におけるアジアの驚異的な発展は、災害や危機を経て市場志向の改革が導入され、民間主体の経済活動を政府が支援・補完することで支えられてきたものである。第二に、アジアにおけるコロナ禍は甚大な経済被害を生み出したものの、3年を経過して着実な復興の兆しが見られる。とはいえ、ウクライナ戦争による一次産品価格上昇や欧米の金融政策正常化による新たな経済・金融リスクが発生している。第三に、未来に向けてポストコロナの持続可能なニューノーマル(新常态)を構築しなければならない。とりわけ、災害に対するレジリエンス(強靱性)を高め、気候変動対策や高齢化への対応といった課題に対して効果的に取り組むことが不可欠である。そのためには、年間1.5兆ドルを超える、経済・社会インフラ投資を実行する必要がある、その投資ギャップを埋めることが必要である。従って、持続的な開発のための資本市場を育成すると同時に、民間・政府・市民社会が密に連携し、ビルド・ベター・SDGs(持続可能な開発目標)

達成に向かっていくことが求められている。

コロナショックや米国の金融引き締め等の「グローバル・ショック」に対し、アジア諸国（日本、中国、韓国、香港、ASEAN 諸国）では異なる政策反応と為替レートの動向が見られる。第2章（小川・羅論文）では、2020年以降のアジア諸国の金融政策と為替レートを考察し、米国の金融政策、グローバル金融リスク、グローバル経済政策リスク、石油価格などのグローバル要因がどのようにアジア諸国の金融政策と為替レートに影響を及ぼすかについての実証研究を行っている。コロナショック後のアジア諸国の金融政策と為替レート制度、金利と為替レート、グローバル・リスク要因と石油価格等の推移を考察した後、外生変数を持つベクトル自己回帰モデル（VARX）を用いて、各グローバル・リスク要因の金融政策・為替レートへの影響を実証した。その結果、ほとんどのアジア諸国が米国の金利引き上げに追随し、自国金利を上げたが、中国は追随せず政策金利を下げて国内経済を刺激することが明らかになった。また、グローバル金融・経済政策リスクの上昇が多くのアジア諸国で自国通貨の減価と短期金利の低下を引き起こし、石油価格上昇時に通貨が減価し、国内物価上昇により国内金利も上昇することが示唆された。

リーマンショック以降、新興国向け債券投資が急増するとともに、一部の国では現地通貨建て債券投資も拡大したことから、第3章（大野論文）では、新興国向け債券投資を行う投資家の通貨選択の決定要因についてパネル分析を行った。外国人投資家が現地通貨建て債券を選択する際には為替リスクや政情の安定している国を選択していることが窺えるが、先進各国が大規模金融緩和を実施した際には利回り追求行動により現地通貨建て債券への投資を拡大させていた可能性がある。新興国は現地通貨建て債券発行により通貨のミスマッチ問題を回避できると考えられていたが、金融政策が反転する際には投資家のポートフォリオ調整により通貨の減価、資本流出による深刻な影響を受ける可能性がある。アジア諸国は潤沢な国内貯蓄と国内債券の市場環境整備により、相対的に現地通貨建て債券の比率が高いが、金融政策の反転時に投資家がどの

ような反応を示すのか留意すべきである。

コロナ禍の中、医療・保健対応・所得補償・債務減免等の経済支援により各国とも財政支出が大幅に増加し、先進国・途上国を問わず財政赤字が拡大し、債務不履行が債務拡大以上のペースで増大している。第4章（木原論文）では、近年利用可能となった公的債務不履行・債務再編のデータベースを用いて、債務不履行・再編等の「発生」要因や債務不履行「規模」の決定要因、及び債務不履行・再編等の実質 GDP 成長率への影響を、全世界サンプル及び債務困難国サンプルにより推定し、先行研究の結果等を確認するとともに、「証券市場等の資本市場の発展」が債務困難を回避し、債務不履行・再編に陥った際の経済回復に有効であることを頑健に示した。債務不履行・再編を惹起する「金融危機」等のグローバル・ショック対応に併せ、途上国政府は脆弱な「金融システム」を強化し、債務危機時に銀行等の金融機関が及ぼす負の影響を緩和する意味でも、株式・債券等の証券市場の育成、特に「証券市場規模の拡大・深化」を図る必要がある。

第5章（清水論文）では、シンガポール・インドネシア・マレーシアを中心に ASEAN 諸国のグリーン・ファイナンスの現状と課題について詳細に分析した。気候変動の緩和、気候変動への適応、世界的な脱炭素の潮流への対応に加え、新型コロナウイルス感染症からのリカバリーの為にも、グリーン・ファイナンスの拡大が求められている。各国ともエネルギー・運輸・鉱工業・ビルディング・農林業部門を中心に脱炭素政策を進めてきているが、ASEAN 地域全体で毎年約2000億ドルのファイナンスが必要である一方、実行額は400億ドル程度に留まる等、グリーン・ファイナンスは大幅に不足している。政府がリーダーシップを発揮して制度構築等を行うとともに、金融機関・企業の意欲・専門性を、特にトランジション・ファイナンス分野で向上させる必要がある。また、日本を含む先進国や MDBs が、資金・技術支援、能力構築・金融システム整備への協力をこれまで以上に行うことが重要であろう。

第6章（薛論文）では、中国経済の「脱工業化」（製造業の付加価値・雇用

の継続的減少)に見られるマクロ構造変化を詳細に分析している。特に、脱工業化の主要原因と指摘される「海外直接投資」(OFDI)とマクロ経済との相関を用いた協働性分析により、OFDIの視点から脱工業化の現状、経常収支問題を明らかにする。そのために、まず各種OFDIの件数・金額データに基づき「中国OFDI総合指数」を作成し、マクロ経済成長、国民経済とマクロ政策、消費・投資と貯蓄、構造変化、人的資本と科研投入、対外経済と貿易、国際政治と経済といったマクロ経済指標との相関係数を求めた。その結果、総じて脱工業化の理論と整合的な相関が見られる。また、OFDIと脱工業化の関係を、所有制・企業規模・投資パターン・投資ターゲットの視点から分析し、特徴を明らかにした。更に、経常収支とOFDIとの相関は見られないが、これは貿易黒字と投資収益赤字が同時に生起しているためであり、今後脱工業化・人口高齢化が進むにつれ、経常収支が赤字に転落し、OFDIの維持が困難となる可能性がある。

第7章(馬論文)では、コロナショック後に強化措置が採られた中国の社会保障政策が個人のリスク金融資産の保有に与える影響について、中国の人口高齢化、公的年金・医療保険の改革等を概観した上で、中国健康と退職パネル調査(CHARLS)のデータを用いた実証分析を行った。その結果、公的年金・医療保険制度の加入はいずれもリスク金融資産(株式・債券)の保有確率及び保有割合を高める効果を持つが、個人間の異質性がリスク資産保有に大きな影響を与えることが示された。また、社会保障のリスク資産保有増大効果は株式の方が債券より大きく、公的年金の効果は中年層・農村戸籍住民で大きい一方で、公的医療保険の効果は高齢層・都市戸籍住民で大きい。個人間の異質性を減らし金融市場の安定的発展を促すためにも、戸籍制度による社会保障制度の格差是正と低学歴者・高齢者・農村戸籍住民等に対する金融知識の普及が必要となろう。

第8章(北野論文)では、タイの資本市場に焦点を当て、コロナ禍の中での発展を概説するとともに、特に、サステナビリティとデジタル分野における取

り組みを詳細に検討した。コロナ禍においてもタイの債券市場は政府債・社債ともに規模を拡大させている。株式市場では、上場企業数・時価総額ともに増加傾向にあり、個人投資家の取引拡大により流動性（売買回転率）がASEAN主要国の中で最も高い水準にある。このような中で、SDGs、パリ協定、コロナ禍による社会的課題対応のため、政府・金融規制当局の施策を通じて「サステナブルファイナンス」が強化され、ESG債（特にサステナビリティボンド）の発行が増加し、株式市場でもコーポレート・ガバナンスの改善やESG情報開示の強化等が行われている。デジタル分野においては、ブロックチェーン技術を活用し、政府貯蓄債券の販売プロセスの効率化、デジタル資産に関する制度・規制整備、中央銀行デジタル通貨（CBDC）の導入準備等が進められている。今後、資本市場のさらなる発展に向けて、機関投資家の育成や若年層を中心に金融リテラシーの向上等が求められよう。

格差拡大、気候変動、新型コロナ等のグローバル・イシューの影響が大きくなるにつれ、資本主義の在り方も従来の株主資本主義から、企業は全てのステークホルダー（利害関係者）のために利益を追求すべきという「ステークホルダー資本主義」の考え方が重視されるようになった。第9章（神尾論文）では、ステークホルダーの視点を重視するコーポレート・ガバナンス（CG）の強化、特にサステナビリティ情報（非財務情報、ESG情報）の開示を中心とした施策の進展について、国連の責任投資原則（PRI）提唱等、その背景となった世界的動向や、アジア（特にシンガポール、マレーシア、日本）の規制当局の施策を詳細に分析している。いずれの国においてもCGコードの中に気候変動・人的資本・多様性等の非財務情報の開示やステークホルダーへの対応が共通に見られるが、遵守と説明責任の範囲、裁量の度合い等に違いもあり、今後、ステークホルダーにとって適切な情報開示の程度を模索することとなるう。

本書が今後のアジア金融資本市場の更なる発展のための、ひとつの指針となれば幸甚である。

末筆になるが、当研究会に毎回ご出席いただき卓見を頂いた、増井喜一郎理事長、高木隆常務理事、牧島靖彦研究参与に改めて感謝申し上げたい。

2023年3月

アジア資本市場研究会座長

木 原 隆 司