

コロナ禍後の アジア金融資本市場の方向性

獨協大学経済学部 教授 木原隆司

新型コロナウイルス感染症（以下COVID-19）は、世界経済全体を大きく様変わりさせつつある。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、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。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」に耐性のある市場と政策が必要となるということである。以下、その一部を紹介することにより、考えられる課題と処方箋を共有することとしたい。

(1) COVID-19対策の経済的影響と抑止効果

2021年12月現在、わが国ではCOVID-19の災禍は小康状態だが、世界的には新種株等による感染拡大が続いている。

COVID-19「対策」の実証分析が少ない中、筆者は、2020年8月までの国際的なパネルデータを用いて、COVID-19対策の経済効果、感染・死亡削減効果の短期推定を行った。その結果、①ロックダウン等による「移動性」の低下、「社会的隔離政策」の厳格化により、有意に鉱工業生産指数上昇率が低下し、失業率が上昇すること、②「感染者増加」自体が経済変数にマイナスの影響を与えること、③「マスク着用」の普及・義務化が常に有意に累積感染増加率・累積死亡増加率の引き下げ効果を持つこと、④累積死亡増加率に対しては、「マスク着用」のほかは所得補償／債務減免等の「経済支援」のみが頑健に負の効果を持つこと、⑤感染比率や死亡率の「水準」に対しては、肥満率、高齢人口比率、医療水準等の「各国の固有効果」の影響が大きいこと等が頑健に示された。しかし、「三密」対策等の社会的隔離政策は必ずしも死亡増加率の減少に結びついていない。対

策の実証的裏付けが必要とされる。

(2) COVID-19後のアジア経済の変貌

アジア開発銀行（ADB）のアジア開発見通し（ADO）2021によれば、アジアでは、①パンデミックの収束は未だ見られずワクチン接種も多くの地域で大きな遅れがみられ、②経済回復の速度は国により異なり、移民送金は堅調だが観光業は回復していない。③今後は世界経済の回復と政策支援により成長率は回復する見込みだが、④COVID-19の再燃・変異株の出現とワクチン遅延が大きなリスクとなっている。⑤COVID-19は教育と若者の将来所得に長期の悪影響を与えており、⑥大きな資金が必要とされるCOVID-19からの復興にはソーシャル/グリーン・ファイナンスが重要である。アジアでは今後、COVID-19対策とともに、教育を含む社会支援・環境支援のための債券発行等、十分なファイナンスが必要となる。

(3) 財政支出増大による債務不履行・債務再編拡大と資本市場強化

前述の通り、COVID-19対策として、多くの国で債務減免／所得補償等の多額の「経済支援」を行った結果、財政赤字は2020年度に大きく増大した（全世界平均でGDP比-10.2%）。国際通貨基金（IMF）のFiscal Monitor(October 2021)によれば、2021年度の財政赤字は-7.9%と改善するが、パンデミック以前の水準（2019年-3.6%の赤字）に比べ極めて高い。

その結果、世界の債務水準はかつてないレベルにまで高まっている。他方、新興国・低所得国の借り入れ余力は極めて限定的で債務危機に陥るリスクが高く、債務不履行、資本逃避、緊縮財政による経済不振に見舞われる可能性がある。

特に、最近のIMFの研究成果によれば、「債

務不履行」以降に「債務再編」を行った場合、「事前」に債務再編を行う場合に比べて、GDP、投資、民間部門信用、資本流入が大幅に減少することが実証された。債務不履行前に、債権・債務者間で債務再編合意を得る必要がある。

また、このような負の影響は、「銀行部門」が大きいほど大きい。このことは、COVID-19後のアジアの金融資本市場の在り方を考える上でも極めて重要であり、補完的な「資本市場」の育成が、債務再編時の投資・GDPに対する負の効果を緩和する意味でも必要となる可能性が高い。

(4) 金融政策・為替レートと資本フロー

感染拡大の他、米国の金利引き上げ、米中摩擦等、アジアの金融資本市場は大きなグローバル・リスクに晒されている。他方、グローバル・リスクに対応するアジア各国の「政策反応」は為替制度や資本規制の強弱等により異なり、為替レートや金利の動きが異なるのみならず、アジア全体での政策協調を困難にしている。グローバル・リスクやショックに対する各国の政策反応関数を基にした政策協調の検討が、COVID-19等のグローバル・ショックの影響を緩和する上でも極めて重要である。

特にアジア新興国向け資本フローはグローバル・リスクの影響を受けやすい。コロナ禍前に米国からの新興国向け資本フローがグローバル・リスクの高まりと有意に負の関係を持つことが実証されているが、コロナ禍後もリスクの高まりとともに新興国から資本が流出し、更に米ドル建て資金・債務への集中が見られる。今後、米ドル調達コストの上昇を生むリスクが高まれば、米ドル依存の強いアジア新興国・途上国経済への負の影響が懸念される。

(5) コーポレート・ガバナンスの変化

近年、企業は株主のみならず、従業員・顧客・サプライヤー・地域社会も含むすべての利害関係者のために存在するという「ステークホルダー資本主義」の考え方が強まってきており、COVID-19はその流れを大きく加速させたとされる。年金基金等、大手ファンドも「ESG投資」に重点を置き、経営陣の多様性等のガバナンス改革とともに、気候変動リスク、人的資本等、社会的投資等に係る「サステナビリティ情報開示」が資金調達に必要となって

きている。シンガポール等、既に積極的な開示を行っている国があるが、他のアジア諸国もすべてのステークホルダーに配慮した開示が必要となってこよう。

(6) COVID-19後の中国の動向

中国は、米国同様、COVID-19後もアジアの金融資本市場に大きな影響を与える。マクロ経済構造の面からみれば、「世界の工場」と言われた中国は近年、製造業の付加価値比率・雇用比率の低下等の「脱工業化」が進んでおり、その動きは中国企業の「対外直接投資」の増加との相関が強い。更に、大幅な経常収支黒字国である中国は、対外直接投資の増加や「高齢化」の著しい進展により、今後、貿易・経常収支赤字に転落するとの予測もある。これは、中国の対外直接投資やアジアの資本フローにも大きな影響を与えよう。

中国の高齢化は、社会保障制度の格差是正・充実を促すが、年金・医療保険等の社会保障制度の拡充は、個人の金融市場参加や株式等のリスク資産需要を増大させる方向に働き、新規企業に対する投資や経済成長に正の効果を与える。但し、実証分析によれば、社会保障制度の影響は、年金か医療保険か、資産のリスク度（株・債券）、年齢層（中年層と高齢層）、地域（都市部と農村部）等により異なり、異質性に配慮した政策が必要となろう。

(7) ASEANの金融資本市場

ASEAN経済や金融資本市場もコロナ禍の影響を強く受けている。特にタイでは、主要産業である観光業の不振が響き、経済の低成長が見込まれ、財政支出の増加により公的債務対GDP比率も上昇してきている。他方、株式市場では、企業の資金需要が旺盛であることに加えて、コロナ禍による外出規制や低金利等を反映して、個人投資家のオンライン取引が活発化している。持続可能な開発目標（SDGs）、温室効果ガス削減に加え、コロナ禍の影響を受けた企業・個人への支援のため、資本市場ではESG債が着実に拡大し、サステナビリティ株価指数の導入等、ESG投資を引き付ける施策を採ってきている。更にデジタル資産事業に対する規制整備、高齢化に対応した個人向け公債・投資信託の普及促進等、ESG、DX、高齢化への対応を強化している。