

定義

この「地域経済見通し」では、以下の分類を用いる。

- 新興アジア諸国とは、中国、インド、香港特別行政区、韓国、シンガポール、中国・台湾省、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイを指す。
- 先進アジア諸国とは、日本、オーストラリア、ニュージーランドを指す。
- アジア諸国とは、新興アジア諸国及び先進アジア諸国を指す。
- 新興工業経済地域（Newly Industrialized Economies: NIEs）とは、香港特別行政区、韓国、シンガポール、中国・台湾省を指す。
- アセアン(Association of Southeast Asian Nations 東南アジア諸国連合: ASEAN) 4カ国とは、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイを指す。
- アジア低所得国（Low-Income countries in Asia: LIAs）とは、バングラデシュ、カンボジア、ラオス、モンゴル、スリランカ、ベトナムなどの国々が該当する。

以下の略語を用いる。

- SAAR とは季節調整済年率を指す。
- y/y とは前年比を指す。
- q/q とは前四半期比を指す。

要旨

- 2006年もアジア経済は好調を維持するものと予測される。地域成長率は昨年と同じ7%と予測されるが、これは昨年9月の「アジア太平洋地域経済見通し」の予測6%を上回っている。
- 日本では、堅調な企業設備投資に加えて労働市場の安定化が家計所得及び消費を刺激し国内需要を拡大しており、順調に回復している。
- 一方、新興アジア諸国経済は、電子機器を中心に当地域の製品に対する外需の高まりの恩恵を受けており、この状況は当面続くものと予測される。また、中国とインドを除き、国内需要は長らく停滞していたが、2005年初めから好転している。
- アジア経済は、幾つかの世界的リスクの影響を受ける可能性がある。
 - ◆ 原油高：これまでのところ原油価格の高騰はアジアの成長に若干の影響を与える程度であったが、予期せぬ需要増というよりは、むしろ将来の供給懸念が価格の主な変動要因になったことから、今後の状況は変わる可能性がある。
 - ◆ 金融市場引き締め：世界的に流動性が引き締まるなか、当地域の金融市場が試されよう。アジアの銀行部門の健全性は改善したが、家計への信用供与が急増した国々もあり、緊密な監督が求められる。また、アジアは、新興市場の株価高騰の恩恵も享受してきたが、世界的にリスク回避が高まるなかで、外国人投資家が資金を引き上げることがあれば、他の地域と同様に株価下落を経験するであろう。だが全般的に見て、経済の基礎条件が改善して脆弱性が軽減した当地域では、これらのリスクは概して対処可能なはずである。
- ◆ 世界的な経常収支不均衡：無秩序に不均衡の解消が進み、米国需要が急激に減速すると依然として外需に依存するアジア経済に重大な影響をもたらされよう。
- ◆ 鳥インフルエンザ：流行のリスクを数値で表すのは極めて困難であるが、他のリスクより壊滅的な影響を与える可能性をはらんでいる。その影響はある程度危機管理計画の質に左右されるが、そのような計画はほとんど未検証のままである。
- インフレは引き続き抑制されており、2006年のインフレ率は平均3%と予測される。しかしながら、状況は地域内でも異なり、価格圧力はASEAN4カ国が最も強力である。国内石油価格調整の影響が徐々に弱まり、最近の金融引き締めの効果が浸透するにつれて、ASEAN4カ国でもインフレは年間を通じ減速するものと考えられる。
- 原油輸入額増加の圧力と、一部の国では内需の拡大もあって、対外経常収支の黒字はほとんどの国で減少している。中国を除く新興アジア諸国では、今年の黒字は国内総生産（GDP）の2.75%と、2004年の水準からほぼ半減するとみられる。これに対し中国では、輸出の増加により昨年の経常黒字は2倍を超える増加となり、GDPの7%に達した。今年もこの水準が維持されるものと予測される。
- 同時に、米国金利に対するアジアの金利スプレッド

レッドが縮小し、人民元切り上げへの期待が減退したことから、資本流入もおおむね減少した。これを受け、為替レートの上昇及び外貨準備高の累積は減速した。今後の資本流入は、上記の傾向が続くかどうか、また、世界金融環境の変化次第であろう。このような状況変化によっては、新興市場資産に対するリスクプレミアが上昇する可能性もありうる。

- こうした環境の中、新興アジア諸国の政策立案者は3つのマクロ経済上の課題に直面している。第一に、中央銀行は国内需要の最近の改善を脅かさずに、国際原油価格の高騰から生じるインフレ圧力に対処する必要がある。第二に、政府は人口高齢化及び公共インフラ改善に伴うコスト負担を捻出すべく財政状況の改善を図る一方で、政府債務の削減に努めている。
- 第三に、政府は成長を支えて対外不均衡を削減するために、国内需要の活性化も試みている。過去2年間に為替レート柔軟性が増し、韓国ウォンや中国・台湾省ドルなどいくつかの通貨は特に急激に上昇し、家計の購買力を高め、消費を刺激することとなった。中国は新為替レート体制のもとで可能となった柔軟性をもっと十分に活用して、より均衡の取れた堅調な成長を促進し、多大な対外不均衡の是正に役立てるべきである。
- 中国を除く新興アジア諸国では、需要の構造転換のために投資の回復が必要となる。1997年の危機後、投資はGDPのほぼ10%近く減少しており、それ以降回復していない。この落ち込みの一部は1997年以前の持続不可能なブーム（特に建設ブーム）に対する調整であるが、この要因を考慮しても、投資は過度に落ち込んでいると言えよう。10年近く経った今、投資減少は企業のリストラによる過渡的

な現象であると言う事はできない。むしろ地域での生産活動が電子機器など高度産業に移行していく過程で、輸出や生産が見込みにくくなり、増加したリスクに企業が対処したためと見られる根拠もある。

- この事は、投資を活発化するために2つの方向で改革を推し進める必要があることを示している。金融セクターは、企業部門から幅広い投資主体へリスク移転させる能力が向上できるよう更に発展する必要がある。また、不確実性を低減し、投資収益率を高めるような投資環境の改善も必要である。
- これに対し、中国では消費をいかに促すかが重要課題である。1980年以来、消費のGDP比は10%以上低下し、40%程度となっているが、その大部分は家計の可処分所得（対GDP比）の下落を反映するものである。これは増大した企業収益が、家計に移転されなかったためである。加えて、年金支給や医療、学校教育への先行き不安の高まりを主な要因として、家計は高い貯蓄率を維持してきた。
- これらの問題の解決には、マクロ経済面での政策変更及び市場の歪みを是正する構造改革が必要となるであろう。特に為替レートをより柔軟にし、歳出を社会的支出に振り向けていくことで消費を刺激できるであろう。また銀行及び金融市場改革を推進すれば、与信制度を拡充し、投資収益を引き上げ、また予備的貯蓄を低下させるため、消費の拡大を後押ししよう。

I 最近の進展及び見通し

電子機器製品に対する外需の急増によって、アジア地域の殆どの国において、投資、雇用、及び消費が活発化しており、こうした恩恵を受けてアジアの成長はここ数四半期にわたり、勢いを増してきた。石油の高値は依然として脅威ではあるが、将来のリスクは2005年8月の『アジア太平洋地域経済見通し』時点よりも安定化している。これは明らかに世界成長の均衡が増して、米国への依存度が低下したためである。ASEAN4カ国（インドネシア、タイ、フィリピン、マレーシア）の中には国内燃料価格の上昇を受けて、インフレが引き続き懸念される国もあるが、迅速な金融政策の実施により、これまでのところ2次的影響は抑えられている。

成長

2006年もアジアは好調を維持すると予想される。当地域の成長率は2005年と同じく7%と予想されるが、昨年8月の『アジア太平洋地域経済見通し』時の予想6%を上回っている。日本では堅調な回復が続いており、長期的予想潜在成長率を上回る伸びが再度予想される（Box 1 参照）。中国及びインドでは成長が鈍化するものと見込まれるが、これはもっと持続可能な——しかしいまだに極めて堅固な——水準への回帰を示すものである。

当地域はここ数四半期にわたり、**騰勢を強める経済活動の恩恵を受けている。**中国及び NIEs は2005年下期の成長が昨年8月時点での予想よりも2.25%上回り、インドと日本も同様に予想以上の伸びを示した。第4四半期には輸出と国内需要が共に勢いを増し、成長は幅広い部門で、しかもアジア全域に渡って広がった。ただし、オーストラリアとニュージーランドは特筆すべき例外であった（Box2）。

アジア地域の輸出の3分の1を占める電子機器に対する需要が活況を呈して、堅固な成長の主な牽引役になっている。あらゆる品目の電子機器に対する世界的需要が2005年夏に急増し、それ以降も以下のような複合要因に支えられて、上昇基調を維持している。

- ケーブル会社がハイビジョン・テレビ番組を広く提供するようになり、薄型テレビとその周辺機器の販売促進につながった。
- 電話会社が第3世代携帯網のサービス圏を拡大したことから、需要が顕在化した¹。
- MP3 プレーヤーが携帯用として、また在宅用として、音楽を再生する主流機器になった。
- 主要企業がデジタル写真技術を採用した。

業界の在庫管理が改善された結果、生産が需要に随時対応できるようになっていることも、同様

¹ これら広帯域携帯サービスによって、利用者に可能となったことの一例として、携帯電話からインターネットやテレビに接続できることが挙げられる。

に重要である。例えば、半導体チップ業界の過剰在庫は2000年後半に150億ドルと1カ月分の売上高に相当したが、2004年後半にはわずか10分の1の額に減少した。

実質 GDP 成長

(対前年比%)

	2004	2005	2006 予想	2007 予想
先進アジア諸国	2.5	2.7	2.8	2.2
日本	2.3	2.7	2.8	2.1
オーストラリア	3.6	2.5	2.9	3.2
ニュージーランド	4.3	2.0	0.9	2.1
新興アジア諸国	8.4	8.3	8.0	7.7
中国	10.1	9.9	9.5	9.0
インド	7.4	8.0	7.3	7.0
NIEs	5.9	4.5	5.2	4.5
ASEAN 4 カ国	5.8	5.2	5.1	5.7
アジア	7.1	7.1	6.9	6.6

出所：IMF・APDCORE データベース、及びスタッフ予測

GDP 成長

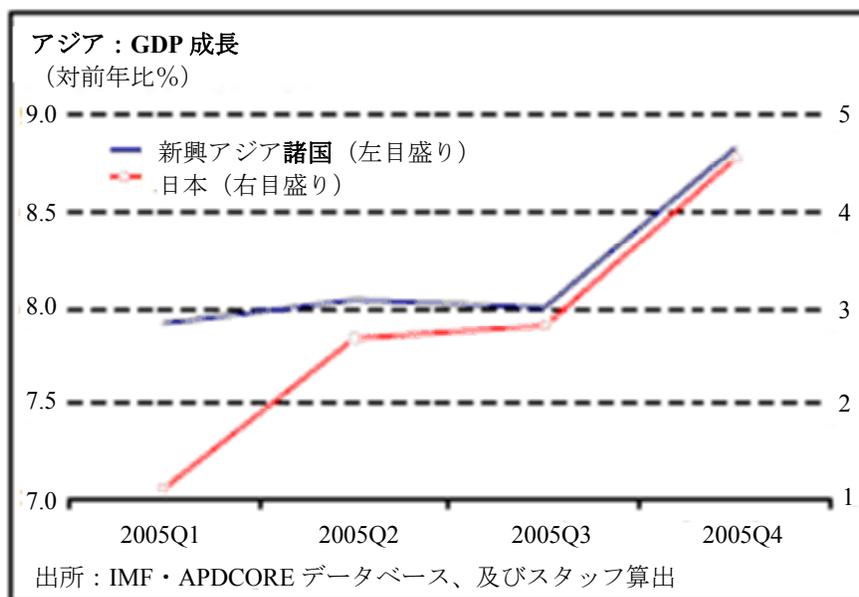
(%)

	2004	2005	RO 予想 ¹	
			2005	2005
			第4四半期 ²	第4四半期 ²
先進アジア諸国	2.5	2.7	2.5	2.8
日本	2.3	2.7	2.5	3.1
オーストラリア	3.6	2.5	2.9	1.5
ニュージーランド	4.3	2.0	3.4	0.6
新興アジア諸国	8.4	8.3	6.5	8.9
中国	10.1	9.9	8.0	10.6
インド	7.4	8.0	6.2	7.2
NIEs	5.9	4.5	4.7	7.0
ASEAN 4 カ国	5.8	5.2	6.6	6.4
アジア	7.1	7.1	5.7	7.6

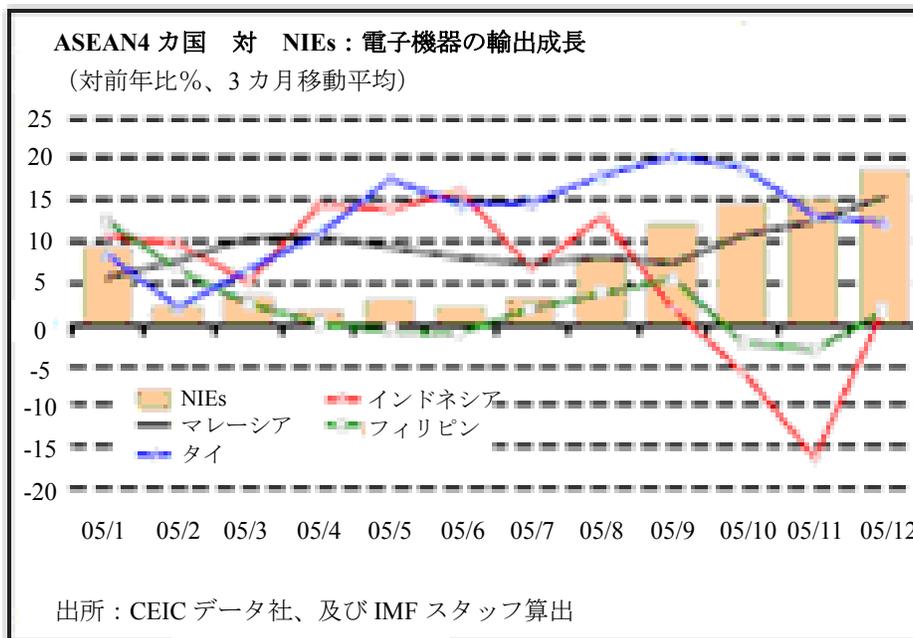
出所：IMF・APDCORE データベース、及びスタッフ予測

¹ 2005年8月時点

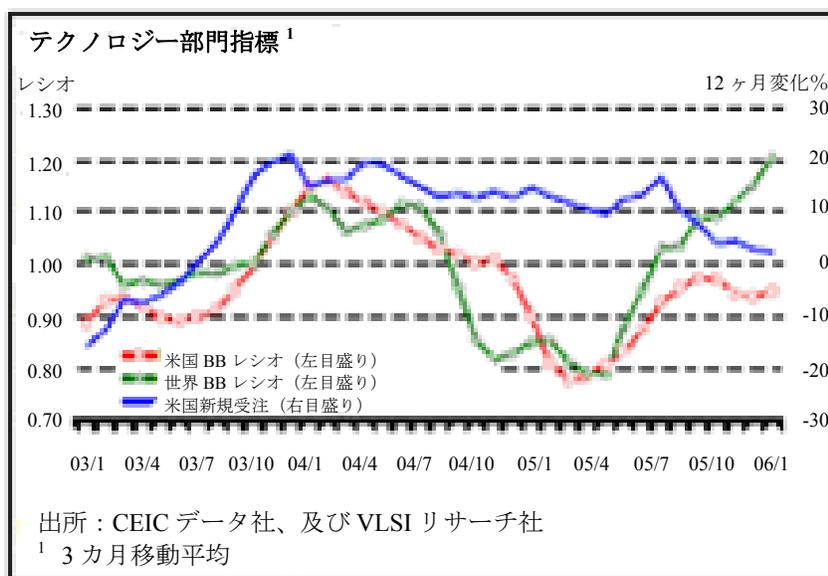
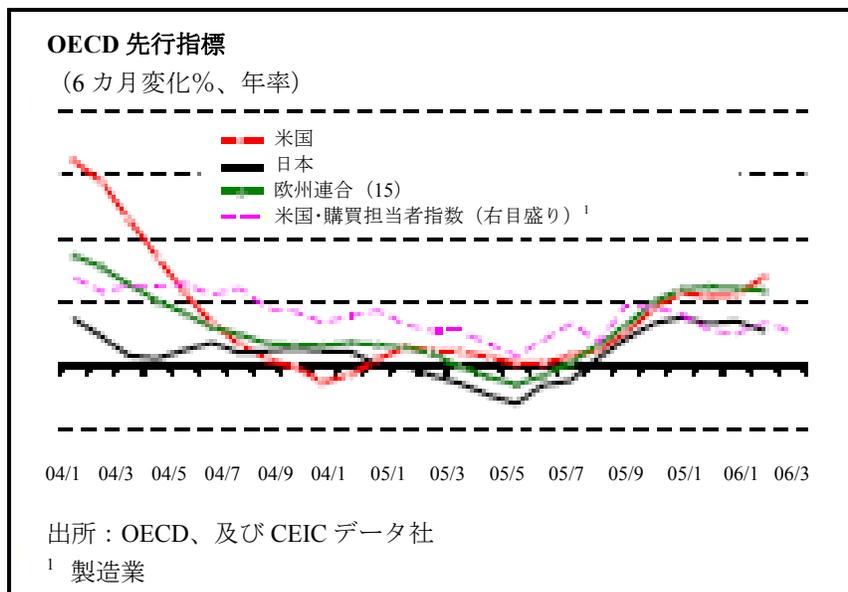
² 第2四半期—第4四半期間の成長、SAAR；中国は対前年比



NIEs はこうした上昇基調に乗ったが、ASEAN 4 カ国の状況は一様ではない。NIEs では電子機器の輸出が昨年夏から大幅に加速した結果、昨年後半の経済成長は予想を超える伸びを示した。マレーシア及びタイでも電子機器の輸出は堅調に推移している（ただしタイでは減速しているように見受けられる）。一方、フィリピンの輸出実績は冴えず、インドネシアでは電子機器の出荷が激減した。フィリピン及びインドネシアの電子機器輸出はもともとは世界循環との相関性が低いいため、両国の伸び悩みから生じる影響は明確ではない。しかしながら、投資不足及び製造能力の効果的な中国移転により、ASEAN 4 カ国の中には電子機器部門における中期的課題に直面する兆しが見られる国もある（Box3）。



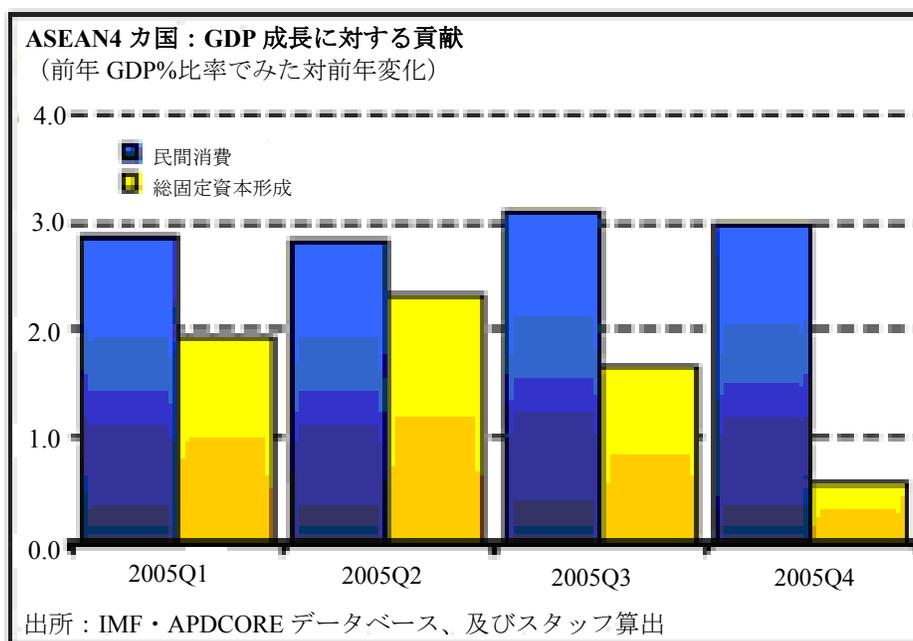
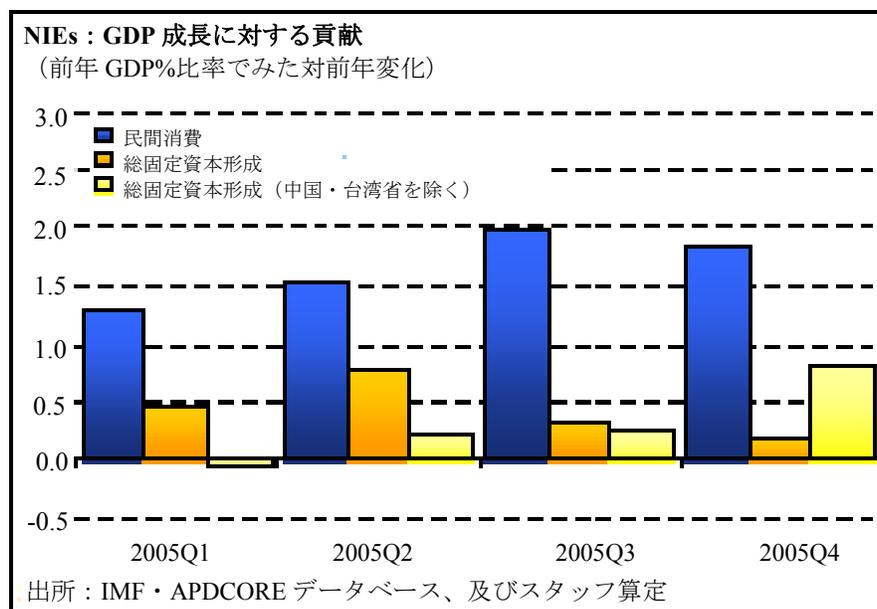
将来的には、外需は引き続き堅調に推移するとみられる。米国経済は第4四半期に一時的な景気軟化が見られたものの、強い基調を維持しており、2006年は3.25%と健全な成長が予想される。欧州でも第4四半期の数字は同様に不振であったが、見通しはやはり改善した。電子機器の輸出に直接関連するものとしては、資本財の受注及び出荷が現在、先のITブーム絶頂期に見られた水準を上回っており、投資は米国を中心に順調に伸びている。半導体工業会（SIA）は2006年の世界半導体売上が7.9%増と、2005年予想の6.8%を上回ると見込んでいる。確かに、米国BBレシオや米国新規受注などの広く注目されている電子機器に関する指標が下落したのは事実だが、これは製造能力の国外移転と半導体価格の下落見込みがそれぞれ原因と考えられる。アジアにより密接に関係することとしては、同地域の半導体チップメーカーが受注の堅調な伸びを報告しているうえ、世界BBレシオが歴史的に見て高水準となっていることである。



電子機器部門内の動向によって、地域内の成長に影響が生じる可能性がある。SIA の予測によると、フラッシュメモリの売上は2005年が58%増、2006年はさらに24%増と見込まれる一方、DRAMの世界売上はそれぞれ5%減、10%減が予想されている²。(ただし、フラッシュメモリを使用するいくつかの主要製品の発売延期が懸念されているのを受け、同メモリ価格が最近になって下落に

² DRAM とフラッシュメモリはそれぞれ異なるタイプのメモリチップである。DRAMを使用する場合は、先行するバイトを順次処理しなくても、思い通りのバイトのメモリに直接、接続可能なため、情報の検索を早く行うことができる。しかし、DRAMは電源を切るといっさいの保存情報が失われるという揮発性を特徴とする。フラッシュメモリは不揮発性という、携帯電話やMP3プレーヤーなど人気のある製品にとって極めて便利な特徴を有するため、DRAMから市場シェアを奪っている。フラッシュメモリの生産はDRAMに比べ、時間もコストもかかるが、そのギャップは狭まりつつある。

転じたことは、これらの数字には勘案されていない。)しかし、長期的には、フラッシュメモリの容量が増加し価格が下落するに従って、同メモリが次第に DRAM 及びハードドライブに取って代わることは疑いの余地がない。こうした傾向が現実のものとなれば、フラッシュメモリ製品で優れた競争力を有する韓国企業が最も恩恵を受けるであろうが、日本及び中国・台湾省企業も DRAM からフラッシュメモリに生産を移行する技術を有している。しかしながら、DRAM 及びハードディスクの製造がフラッシュメモリに市場を奪われることになれば、ASEAN 4 カ国の製造業者はマイナスの影響を受けるであろう。



新興アジア諸国の輸出はアジア地域内における進展の恩恵も享受するであろう。特に、日本の回復は深化すると同時に広がりもみせ、第4四半期の成長は5.5% (q/q、SAAR) と著しい伸びを記録し、国内需要の貢献度は2005年を通して上昇した。地域通貨に対する円安によって、同地域からの輸入が落ち込んだ可能性はあるが、円が安定化し、引きつづき景気が拡大しているため、これらの輸入は次第に上向くとみられる。一方、中国の輸入は勢いを増しており、2005年第4四半期は前年比22%増であったのに対し、2006年第1四半期は同25%の伸びとなった。これら輸入品の大部分は加工後、米国など第3市場に再輸出されるものだが、最終製品の輸入元としての中国の役割は増大している。携帯電話メーカーであるノキアの予想によると、中国の携帯電話加入者は2010年までに2億5,000万人増加するとみられる。また、外国製が大半を占める薄型テレビの売上は、2005年に200%近く増加したとみられる。同製品にとって、中国は今や日本を追い越して第3位の市場になっている。

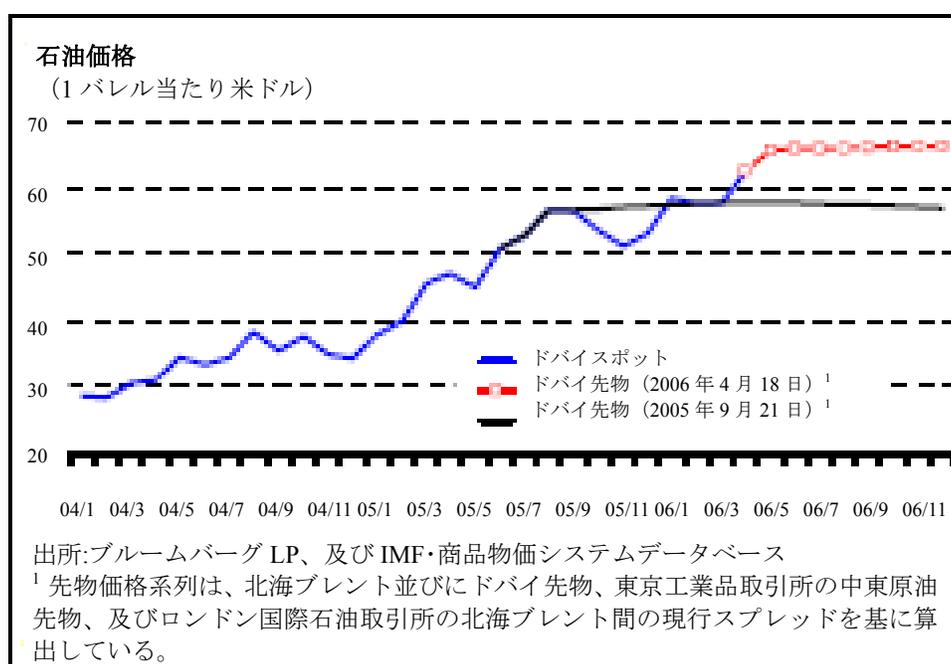
当地域の輸出が好調なことから、企業収益が増加して、雇用、所得、及び消費が活性化している。いくつかの国では、既にこうした経済の好循環がここしばらく続いている。例えば、日本では2002年以降、企業収益が着実に増加して、今や1980年代後半の水準に戻り、雇用及び賃金の力強い伸びにつながっている。他の国々では、この過程はまだ初期の段階にある。韓国では昨年後半の輸出が好調であったことから、2005年9月から2006年3月までの期間に、雇用（季節調整済み）が約24万人増加した。ちなみに2005年第3四半期の失業者は約7万人を記録していた。さらに新興アジア諸国全域で——商品価格の高騰により農家も含めて——雇用及び家計所得が増加したため、消費が加速して第4四半期の成長は年率7%に達した³。燃料価格の高騰、高まるインフレ、さらに金利上昇に直面したASEAN4カ国でさえも、消費の立ち直りは著しく早かった。

NIEsの投資見通しはおおむね改善しているが、このところの燃料価格の上昇によって企業が一段と慎重姿勢を強めたASEAN4カ国の見通しは芳しくない。NIEsでは、低迷していた投資の成長への寄与はおおむね上昇に転じている。これは高い企業収益によって企業が生産能力を拡大できる態勢が整い、堅調な経済状況から利益を得られるようになったためである。これらの国々では、住宅投資は設備投資に比べ順調に進んでいないが、これは極めて特別な要因によるものである。すなわち、香港特別行政区では土地販売の不振が続いており、韓国では最近になって住宅価格の上昇を抑制する法案が議決されたためである。ただし、中国・台湾省の状況はさらに深刻で、堅調な輸出にも関わらず投資の落ち込みは大規模、かつ広範に及んでいる。一方、ASEAN4カ国では、当初は燃料価格の上昇に先立つ懸念から、その後はインフレと金利の上昇によって、投資がマイナス影響を受けた。この傾向は特にインドネシアで顕著だった。マレーシアでも第4四半期に公共投資が激減した。だが先行きについては、公共投資の回復し、経済活動が燃料価格の上昇に順応するにつれて、ASEAN4カ国の投資は回復する可能性が高い。

³ ここで言う新興アジア諸国には、消費に関する四半期データが入手できない理由で、中国とインドを除いている。

アジアの見通しに対する経済リスクは昨年8月の『アジア太平洋地域経済見通し』時点よりも上下方向にバランスしたものとなっている。肯定的な側面を見ると、米国の企業投資の増加によって、米国消費者が景気を牽引する必要は薄れてきている。同時に、欧州では軟調な第4四半期を経て、経済活動は回復に向かっており、また日本の回復は予想以上に堅固な実績を示していることから、世界の需要における米国への依存度は低下している。

しかし、石油の高値は、依然として見通しに対する脅威になっている（Box 4）。これまでのところ、石油価格の上昇が総じて世界の経済活動、とりわけアジア地域の成長に与えた影響は限定的であったが、最近の石油価格上昇は、予期せぬ需要増というよりは、むしろ将来の供給懸念が主な原因になっていることから、今後の状況は変わる可能性がある。



さらに、グローバルな流動性の引き締めが進む中、当地域の金融市場が試されよう（第 II 章）。アジアの銀行業界の健全性は改善したが、家計への信用供与が急増した国々もあり、厳重な監督が必要である（Box5）。また、アジアは新興市場の株価高騰の恩恵も享受してきたが、世界的にリスク回避が高まる中、外国人投資家が資金を引き上げることがあれば、他の地域と同様に株価下落を経験する可能性もある。だが、当地域経済のファンダメンタルズ（基礎条件）の改善により、これらのリスクは概して対処可能なはずである。

世界的不均衡もリスク要因だが、おそらく短期的には脅威とはならない。米国の2006年の経常赤字は、昨年とほぼ同じ GDP の 6.5%と予想される。近い将来、世界不均衡に対する無秩序な調整が起きる可能性は低いものの、米国需要が急激に減速する場合は、依然として外需に依存するアジアに重大な結果がもたらされよう。

鳥インフルエンザの流行によるリスクを数値で表すのは極めて困難だが、他のリスクより壊滅的な影響を与える可能性をはらんでいる。致死性の高い H5N1 型ウィルスは、今やアフリカ及びヨーロッパ大陸にも広がった。これまでのところ死亡者数は抑えられているが、人から人への伝染——それ故に人同士の感染率の上昇——につながる遺伝子の突然変異が起きる可能性は否定できない。そのような流行病がアジア経済にもたらす影響は予測が極めて困難であり、いまだ大部分が未検証の危機管理計画の質にもよるだろうが、GDP の数パーセントに及ぶ可能性がある (Box6)。

インフレ

燃料価格の高騰から、ASEAN 4 カ国のインフレ率は 2 ケタ台の水準に上昇したが、これまでのところ 2 次的な波及は抑えられている。ASEAN 4 カ国のヘッドライン・インフレ (消費者物価指数) は、現在 10.25% に達している。インドネシアの 15.75% が全体を引き上げているためだが、フィリピンのインフレも 7.5% と著しい。ASEAN 4 カ国のコア・インフレも、燃料価格の高騰に伴い加速したが、これはほぼ全てインドネシアのインフレの昂進を反映したものである。だが、最近ではインドネシアでさえも、対前月比ベースで見たコア及びヘッドラインの両インフレは沈静状態が続いている。今後の見通しとしては、燃料価格高騰の影響が徐々に弱まるため、ASEAN 4 カ国の平均ヘッドライン・インフレは 2006 年に 9% に下落すると予想される。しかしながら、今後のインフレ状況は、世界の石油価格の動向及び石油価格の補助金を削減する決定が成されるか否かに大きく依存する。ここ最近、国内石油製品価格の引き上げにも関わらず、インドネシア及びマレーシアでは同補助金が依然として高い水準にとどまっている。一方、インドでは国内需要が堅調であることから、今年のインフレ率は 0.5% ほど上昇して 5% になる可能性がある。

その他の新興アジア諸国では、インフレは若干上昇して約 2% になるものと予想される。中国では、エネルギー価格及び公共料金の改定が計画されていることから、それ以外の部門における過剰生産能力によって価格圧力は抑えられようが、インフレ上昇が見込まれる。中国のインフレ全体で重要な要素となる食品物価動向は、ほぼ 2005 年を通じて下落を続けた後、現在の上昇率で安定するとみられる⁴。一方、NIEs では活発な輸出と国内需要の回復に支えられて、産出ギャップが縮まるとみられるものの、インフレ期待は引き続き十分に抑制されている。

⁴ 食品項目は中国の消費者物価指数 (CPI) バスケットの約 50% を占める。2005 年の食品物価動向は、2004 年が凶作であった影響を受けている。

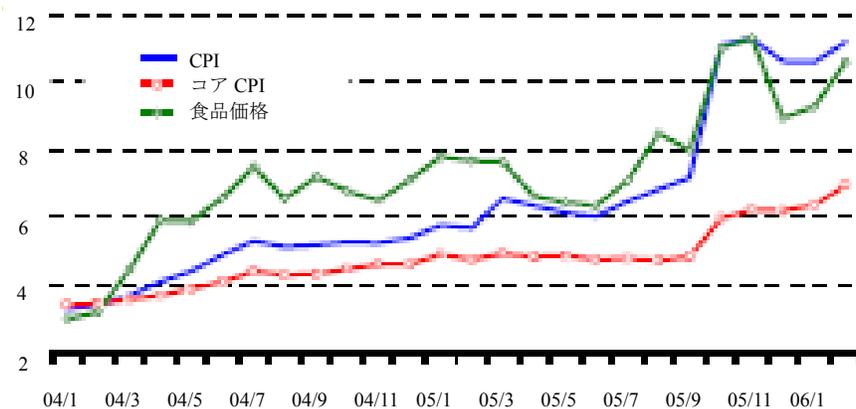
消費者物価指数 (CPI) インフレ
(対前年比%、平均)

	2004	2005	2006 最新	2006 予想	2007 予想
先進アジア諸国	0.4	0.2	0.8	0.7	0.9
日本	0.0	-0.3	0.4	0.2	0.6
オーストラリア	2.3	2.7	2.8	2.9	2.7
ニュージーランド	2.3	3.0	3.2	2.7	2.4
新興アジア諸国	4.4	3.2	2.8	3.5	3.2
中国	3.9	1.8	0.9	2.0	2.2
インド ¹	6.6	4.7	4.0	5.1	5.5
NIEs	2.4	2.3	1.4	2.1	2.3
ASEAN 4 カ国	4.6	7.5	10.3	8.9	4.6
アジア	3.5	2.6	2.4	2.9	2.8

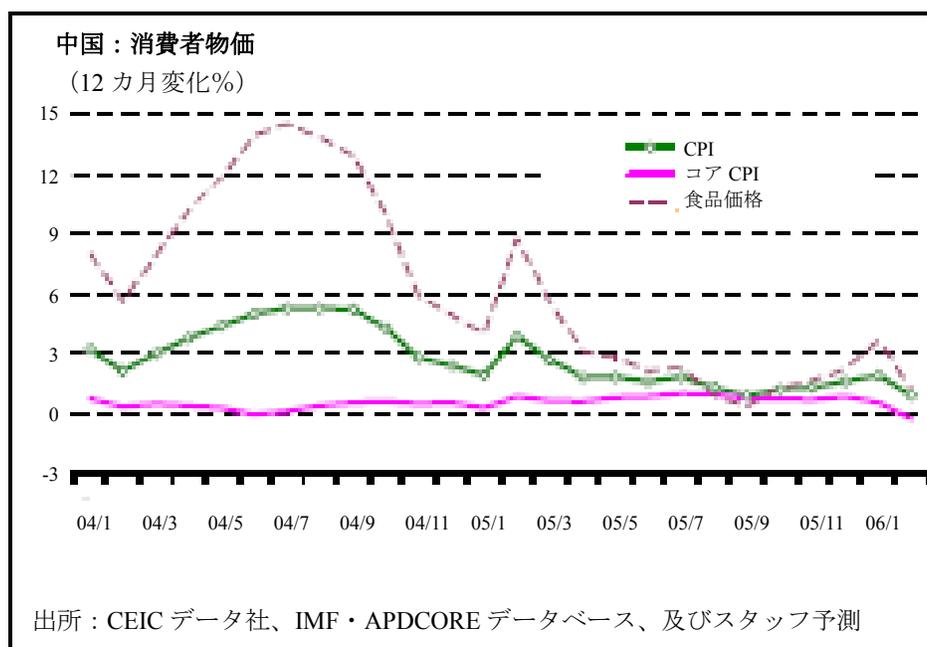
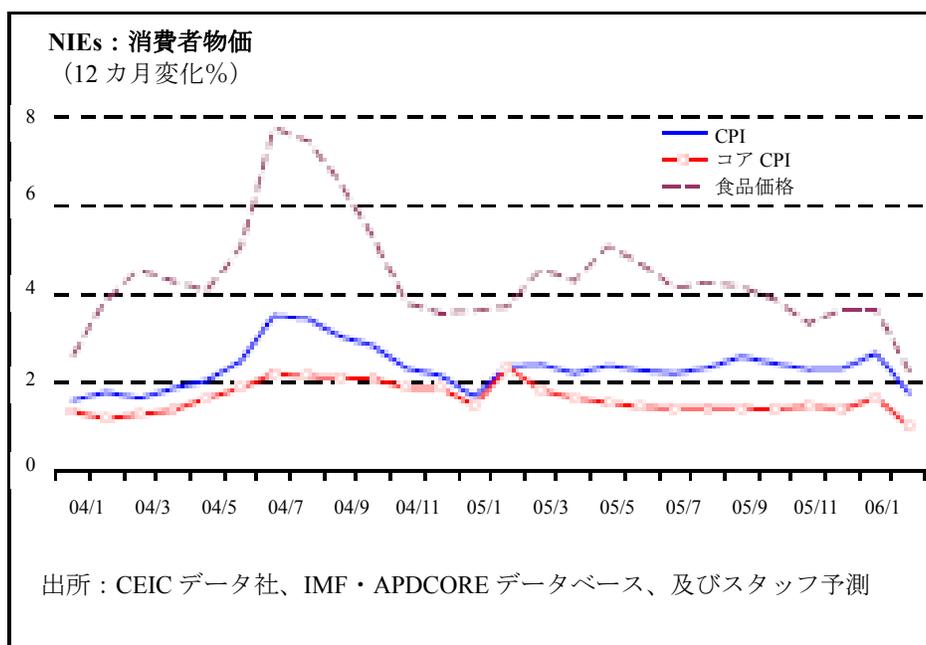
出所：IMF・APDCORE データベース、及びスタッフ予測

¹ インドは卸売物価

ASEAN4 カ国：消費者物価
(12 カ月変化%)



出所：CEIC データ社、IMF・APDCORE データベース、及びスタッフ予測



対外部門

中国を除き、アジアの経常黒字は縮小しつつある。石油価格の高値によって、中国を除く新興アジア諸国の輸入は2003年から2005年の間に約300億ドル増加したと推定される。また日本では2005年の輸入総額増加分の3分の1が石油価格の上昇によるものと推定される。とりわけ日本とインドにおいては、輸入圧力が国内需要からも生じた。この結果、輸入は好調な輸出をはるかに上回る速度で増加し、中国を除く新興アジア諸国の2005年経常黒字はGDPの1.5%に相当する230億ドル減少したと推定される。また日本の黒字はGDPの0.25%に相当する80億ドル減少した。今後の見通しとしては、日本とインドでは国内需要が堅調であることから、一段と経常収支の縮小が進むとみられる。一方、活発な輸出によりASEAN4カ国では経常収支が安定化し、NIEsでは若干の増加が見込まれる。

それとは対照的に、中国の経常黒字は2005年に2倍を超える伸びを示したが、今後は安定するものと予想される。中国の経常黒字は2004年の690億ドルから2005年は1,600億ドル近くまで増加した。この増加額はGDPの3.5%に相当する。しかしながら傾向としては、輸入が国内消費の増加を受けて、実質的に4カ月続いた低迷から脱出して8月以降急増した一方、輸出量の伸びは軟化した。結果として中国の貿易黒字は、ここ数カ月はやや安定しており、この傾向は2006年末まで続くとみられる。2006年全体でみると、経常黒字はGDPの7%にとどまると予想される。

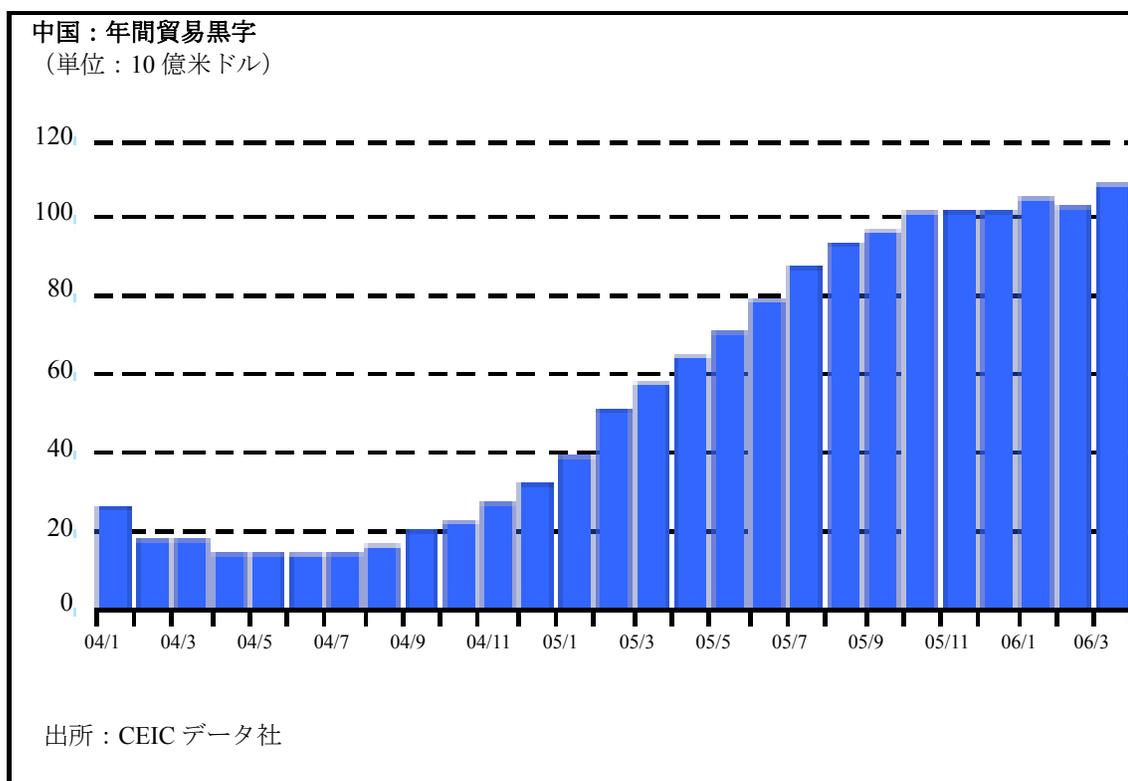
経常収支バランス (単位：10億米ドル)				
	2004	2005	2006 予想	2007 予想
先進アジア諸国	125.4	112.3	89.9	83.4
日本	172.1	163.9	140.2	133.6
オーストラリア	-40.2	-42.0	-40.8	-41.8
ニュージーランド	-6.5	-9.6	-9.5	-8.4
新興アジア諸国	185.7	253.0	257.2	275.4
中国	68.7	158.6	173.3	189.6
インド	1.4	-12.9	-26.1	-28.7
NIEs	88.7	85.8	88.6	93.9
ASEAN 4 カ国	26.9	21.5	21.5	20.6
アジア	311.1	365.3	347.2	358.8
中国を除く新興アジア諸国	117.1	94.4	83.9	85.8

出所：IMF・APDCORE データベース、及びスタッフ予測

経常収支
(GDP 比率%)

	経常収支				石油を除く経常収支			
	2004	2005	2006 予想	2007 予想	2004	2005 推定	2006 予想	2007 予想
先進アジア諸国	2.4	2.1	1.7	1.5	3.8	4.0	4.1	4.0
日本	3.8	3.6	3.2	2.9	5.3	5.8	5.8	5.7
オーストラリア	-6.3	-5.9	-5.6	-5.5	-5.9	-5.5	-5.0	-4.8
ニュージーランド	-6.7	-8.9	-8.9	-7.6	-4.3	-6.1	-6.0	-4.8
新興アジア諸国	4.2	5.0	4.5	4.4	7.7	9.8	10.2	10.5
中国	3.6	7.1	6.9	6.7	7.3	12.9	14.0	14.7
インド	0.2	-1.8	-3.1	-3.1	3.4	1.4	1.0	0.8
NIEs	7.0	6.0	5.7	5.6	10.8	10.7	10.7	10.7
ASEAN 4 カ国	4.4	3.1	2.8	2.5	7.0	7.2	7.0	6.4
アジア	3.2	3.5	3.2	3.1	5.6	6.8	7.3	7.5
中国を除く新興アジア諸国	4.7	3.4	2.7	2.5	8.0	7.4	7.2	7.0

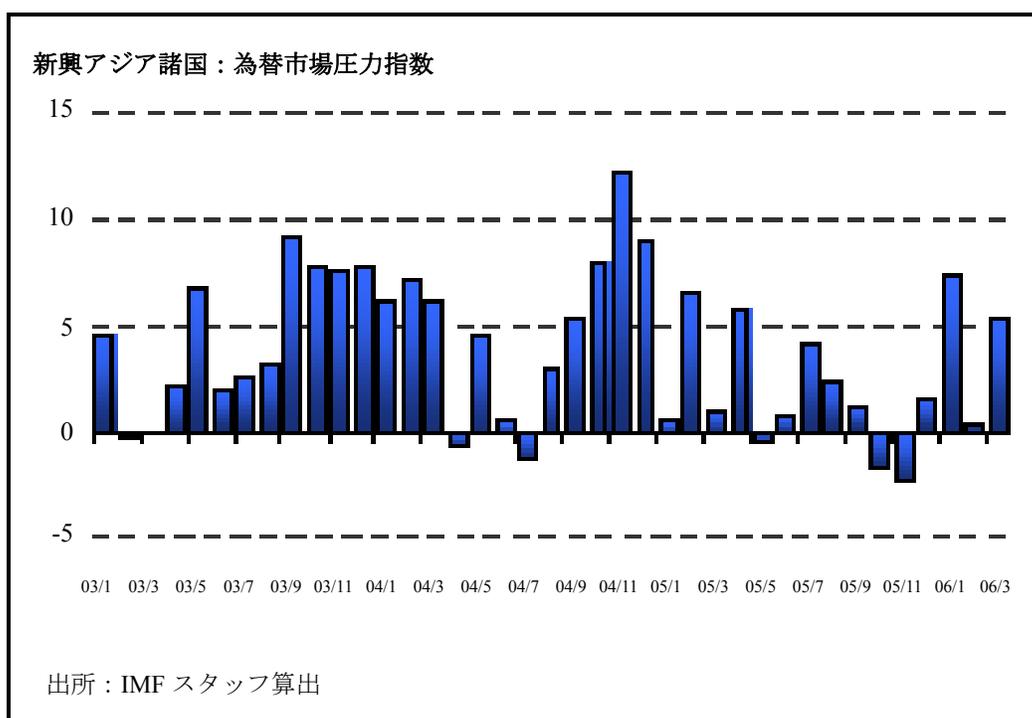
出所：IMF「世界経済見通し」、APDCORE データベース、及びスタッフ予測



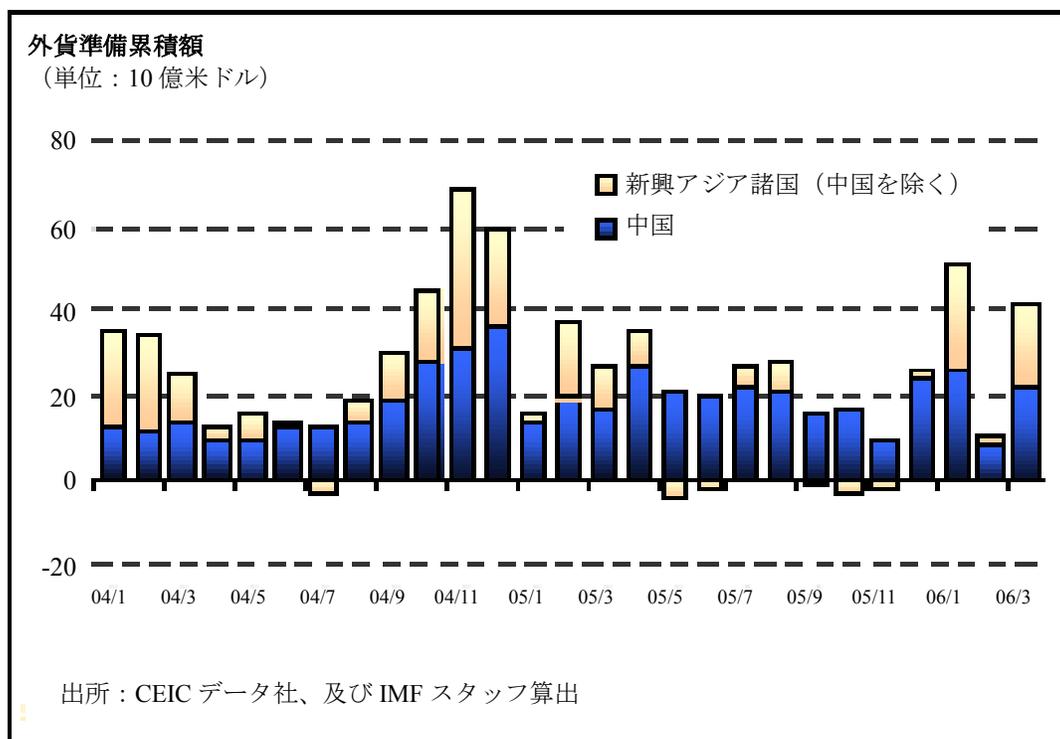
II 新興アジア諸国の金融動向

主に米国金利に対するアジアの金利スプレッドが縮小し、人民元切り上げ期待が後退したことから、新興アジア諸国への資本流入は減少した。したがって中国以外では、時折り一時的圧力にさらされたものの、為替レートの上昇及び外貨準備の累積は減速した。今後の見通しとしては、直接投資フローは継続が見込まれるものの、もし国際金融環境が悪化した場合、証券投資フローは急変する可能性もある。

2005年半ば以降、新興アジア諸国に対する資本フローはおおむね沈静化した⁵。純資本流入の合計額は、2005年前半に400億ドルに達した後、同年後半は実質的にはマイナスに転じ、為替市場圧力を大幅に低下させた。株式投資は多額な流入が継続したものの、7月21日の為替調整を受けて人民元切り上げ期待が後退した上、アジア地域と米国の金利スプレッドが縮小したため、ポートフォリオ投資及びその他の非直接接投資の流入は急減した。



⁵年末年始前後の短い期間は別として、下記参照のこと。為替市場圧力指数は、名目為替レートの変動にマネタリーベースの一部となる外貨準備高の変化を加算して測定する。アジア全域の同指数は非加重平均値である。

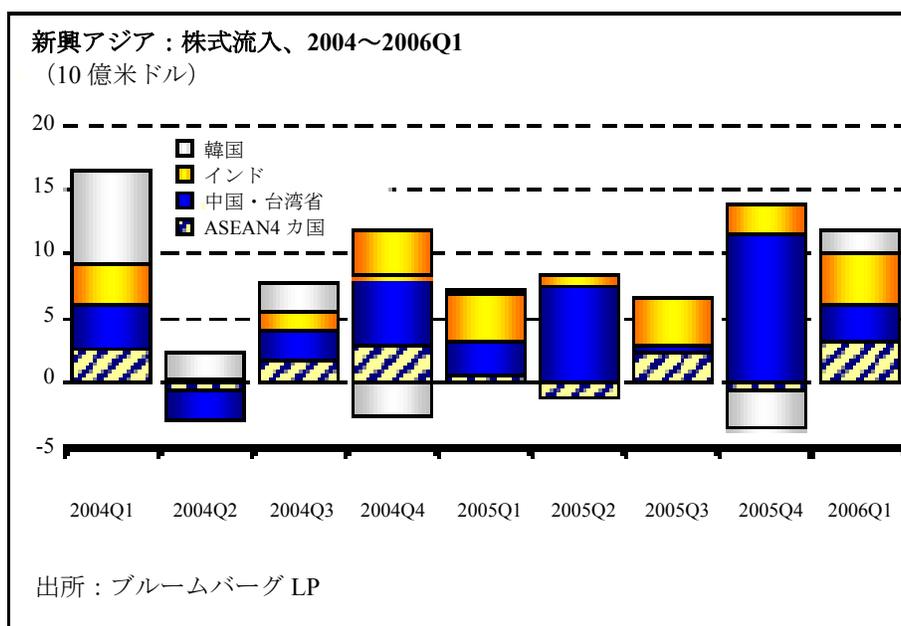


資本流入が減少したため、外貨準備累積は緩やかになった——ただし中国は例外である。中国を除く新興アジア諸国の外貨準備累積額は、2005 年前半の 320 億ドルと比較して、同年後半はわずか 80 億ドルであった。中国では外貨準備高の伸びは基本的には変わらず、半年ごとに約 1,000 億ドル増加した。しかし増加要因には著しい変動があり、資本流入による増加は減少し、輸入が不調であった一方で輸出が好調であったことから経常収支による増加が拡大した。年末までに中国の準備高の増加はほぼすべてが、経常収支の増加を反映したものになった。

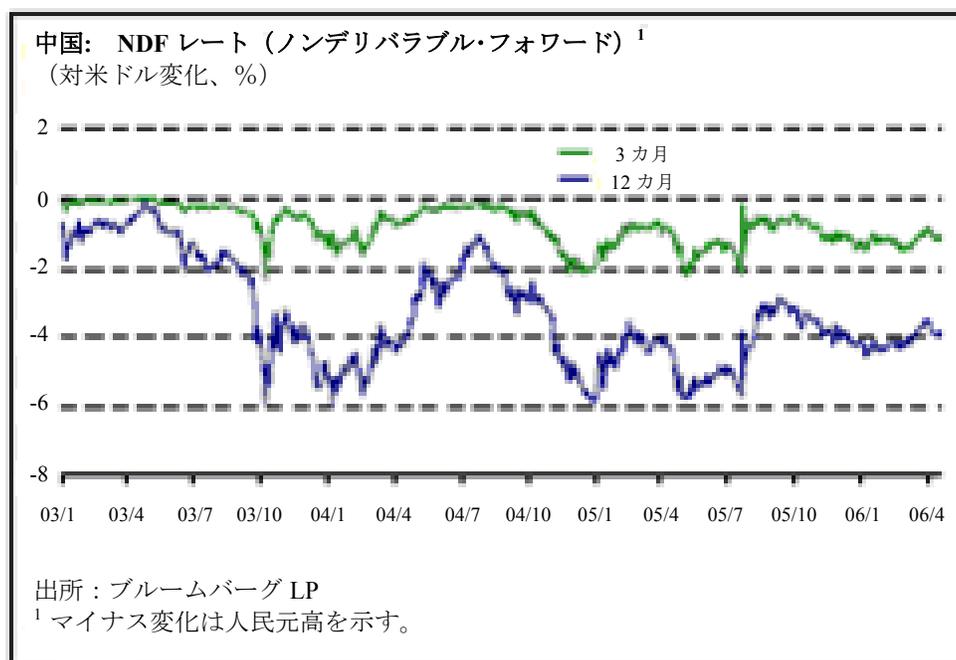
同時に、米ドルに対するアジア通貨高は減速した。しかし円安が進んだため、アジア通貨の名目実効為替レートは上昇した。

しかしながら、2005 年末前後と 2006 年 3 月～4 月を中心として、証券投資の流入額が短期間に急増した時期があった。12 月には、外国人投資家が新興市場に対する投資総額を全面的に増やした結果、新興アジア諸国への証券投資純流入額は 100 億ドル急増し、2004 年第 1 四半期以来の高い伸びを記録した⁶。2006 年に入っても純流入は継続し、1 月と 2 月の合計で 100 億ドルに達した。これに対し、同地域の国通貨局は当初、自国通貨の値上がりを容認したが、後に介入を強化した。その結果、中国を除く同地域の外貨準備累積額は、1 月に 250 億ドルに上昇した。2 月と 3 月の小休止状態を経て、株式投資流入は 4 月に再び上向き、アジア通貨の為替レートを再度押し上げている。

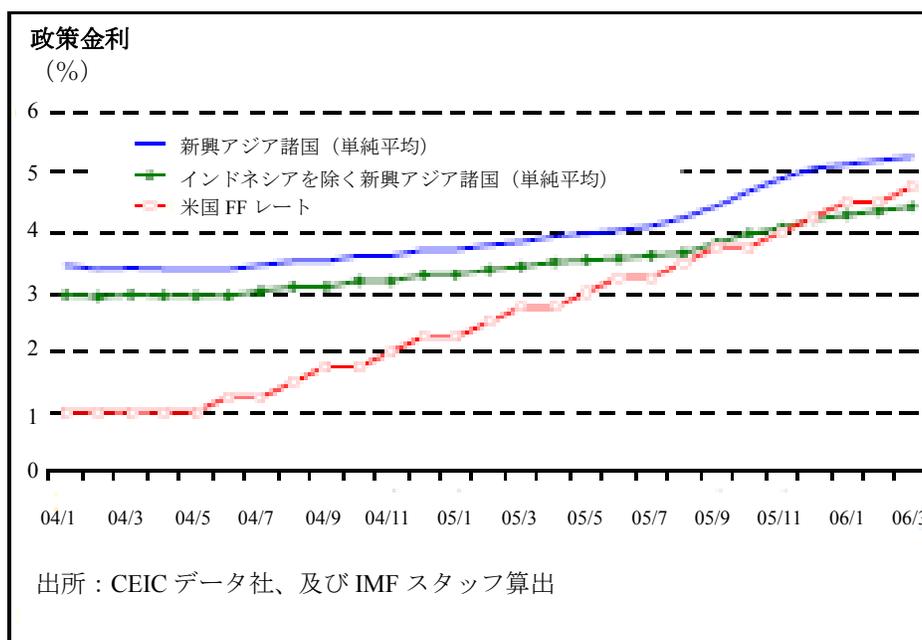
⁶世界新興市場に特化したファンドへの純流入は、2006 年 1 月単月に 100 億ドル増加した。ちなみに 2005 年通年の流入額は 170 億ドルであった。



当地域への流入が緩やかになった主な理由は、中国当局による人民元切り上げ後、中国及びその他アジア通貨の大規模な切り上げに対する期待感が後退したためである。7月21日、大方の予想を遥かに下回る2.1%の人民元切り上げが実施された。当局はその後、それ以上の特別為替調整は実施しないと明言した。その結果、大規模な通貨値上げの可能性が低下したため、中国への資本流入は減少した。韓国ウォンなどの通貨に対する「人民元プレー」も同様に衰退した。

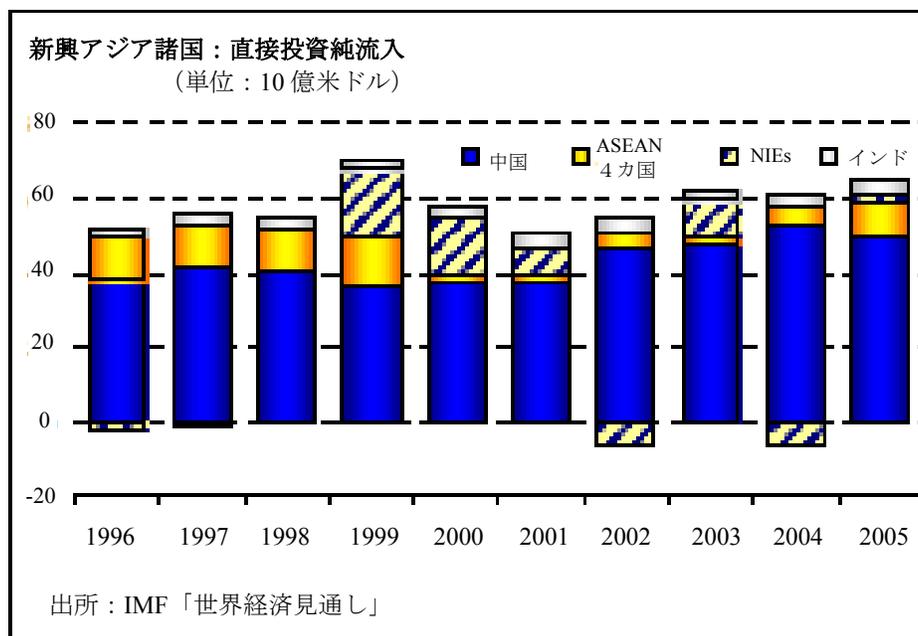


資本流入が減少したもう一つの理由は、米国とアジア地域の金利スプレッドがおおむね縮小したことである。米国が金融引き締めを開始した2004年5月には、アジア政策金利と米国FF(フェデラル・ファンド)レートの平均金利差は約240ベーシスポイントだった⁷。しかし、連邦準備制度理事會が次第に金融政策を引き締めていった一方で、当地域の政策金利は2004年半ばから2005年半ばまで比較的安定していたため、金利差はわずか70ベーシスポイントに縮小した。2005年半ば以降はインフレ圧力の上昇に対応して、インドネシアを中心に当地域の金融政策が引き締められ、金利差は安定化し、4月中旬には50ベーシスポイントとなった。それでも、インドネシアは別として、金利差は消滅し、今や当地域の殆どの国で政策金利は米国政策金利を下回っている。



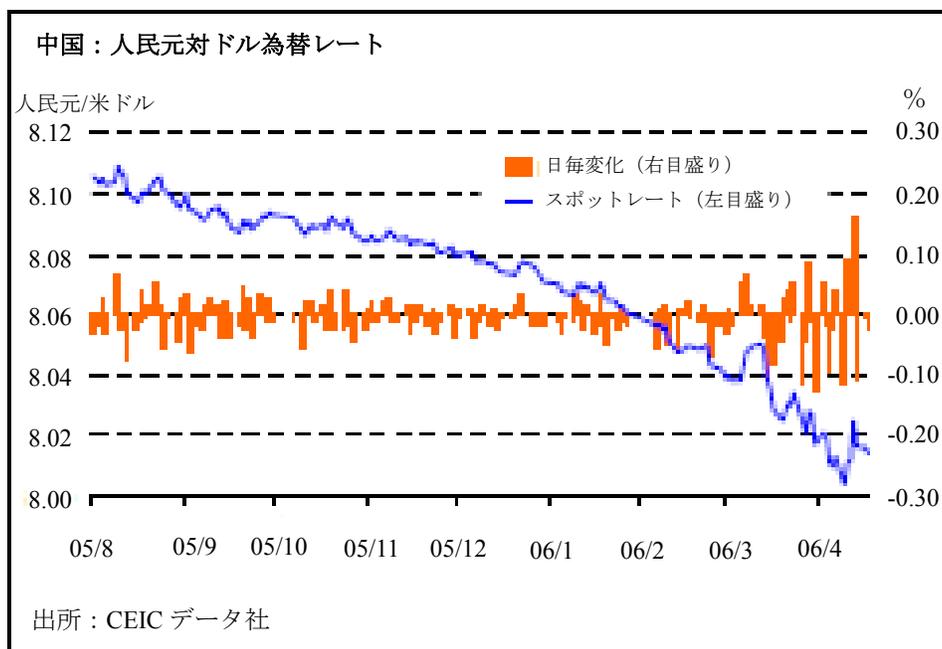
今後の見通しとしては、当地域への直接投資フローは2006年も引き続き好調と予想される。全般的な直接投資純フローは、2004年の550億ドルから2005年は660億ドルに増加した。これは主にASEAN4カ国への直接投資が回復したことによる。同4カ国への流入は現在、1999年の水準近くにまで回復している。この原因はまだ明らかになっていないが、第一には、アジアの生産拠点を分散したいという多国籍企業側の意向の恩恵をASEANが受けていると思われ、第二には、中国の好況によって鉱業などの川上部門の活動が活発化しているようである。いずれにせよ、今回の回復は2006年も継続が予想される。

⁷ ここでのアジア政策金利は、新興アジア政策金利の単純非加重平均値である。

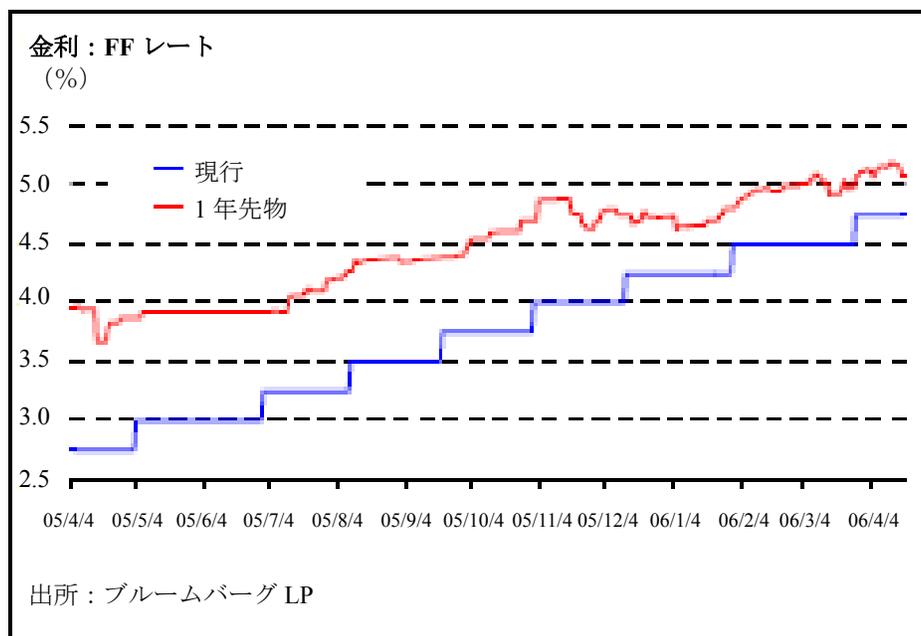


一方、新興アジア諸国の2大国への直接投資は、堅調を維持するだろう。中国では、直接投資の流出増によって一部相殺されるものの、大規模な流入は継続するはずである。インドでは、特にインフラの整備及び構造改革の進展が続けば、直接投資の受け皿としての魅力が増すとみられ、同国への流入も増加が予想される。

ポートフォリオ投資フローに関しては、3つの要因から重大な影響を受けよう。第1の要因は人民元の見通しである。9月以来、切り上げ期待がいくぶん復活しており、ノンデリバラブル・フォワード（NDF:差金決済型為替先物）市場は、12カ月後に4%の人民元高に向かうことを示している。しかし、昨年との著しい違いは、市場関係者間における切り上げ幅の見通しが収れんしてきていることである。これは市場が中国当局の最近の政策発言を織り込んでいる結果と見られる。温首相は3月14日の全国人民代表大会で、通貨面でこれ以上意表をつく動き（つまり特別切り上げ）はないこと、及び外国為替市場を自由化するために最近採択した施策をもとに、為替レートの柔軟性を改善することが今後の焦点であることを示唆した。



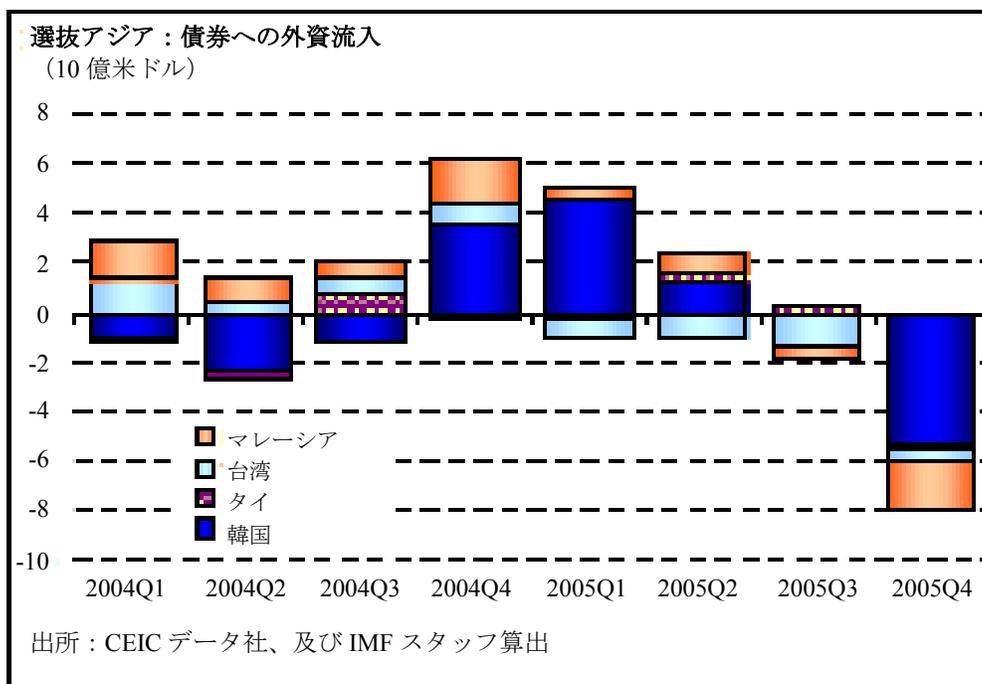
第2に、ポートフォリオ投資フローの見通しはアジアと米国の金利差の進展の影響を受けるであろう。連邦準備制度理事会がどの程度まで引き締めを進めるか、さらにアジア各国経済がどの程度まで追随して政策金利を引き上げるかに大きく左右されよう。米国の引き締め策が早急に終わる場合は、アジアの中央銀行に将来かかり得る金利引き上げ圧力は軽減するとみられる。そのような状況では、投資家は金利スプレッドから、米国の大幅経常赤字と今なお顕著なアジアの黒字へと焦点を移行し、その結果、米ドルの下落とアジア通貨に対する新たな上昇圧力が引き起こされよう。こうした状況では、新興アジア諸国への資本流入が急増する可能性がある。あるいは、米国金利が2006年も上昇を続ける場合は、アジアの金利スプレッドはさらに縮小する可能性があり、同地域の国際収支が減少して、場合によってはアジア通貨への下落圧力につながる可能性すらある。



最近の政策金利差の縮小によって、既にかかなりの額のポートフォリオ投資の流出が生じた。2004年終わりから2005年初めにかけて、外国人投資家が人民元の大幅切り上げに合わせてアジア地域の通貨も値上がりすると期待を抱いていた際、アジア諸国、特に韓国とマレーシアの国内債券に100億ドルを超える資金が流入した。だが、アジア通貨の大幅な値上がり期待が後退し、さらに米国金利が4%を超えると、外国人投資家はアジア債券に対する買い持ちポジションのほとんどを閉じた。その結果、2005年第3四半期の流入はマイナスに転じ、さらに第4四半期にはマイナス幅が拡大した。

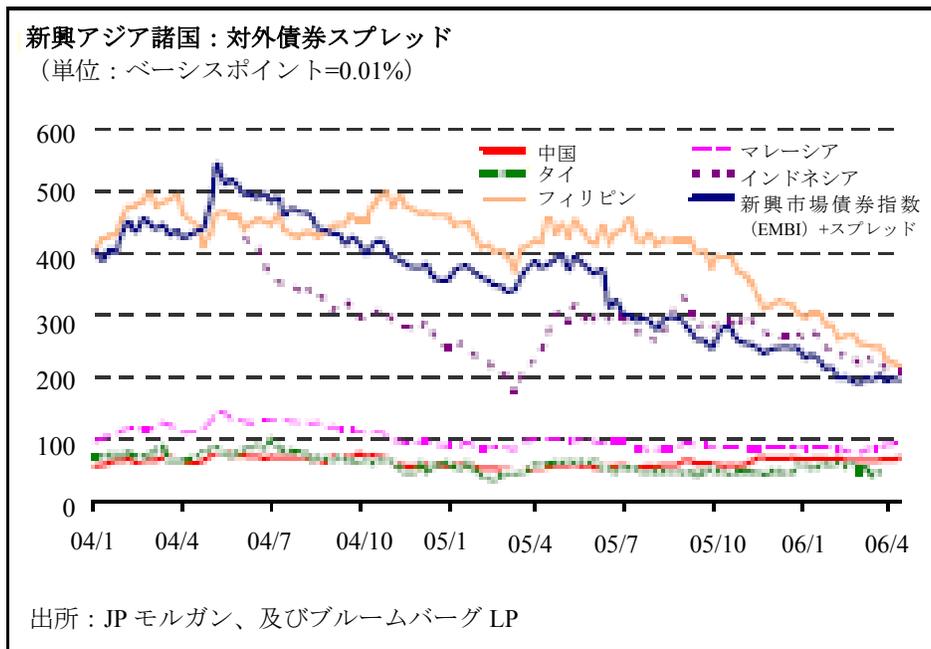
それとは対照的に、日本の量的緩和解除によって新興アジア諸国の資本フローに大きな影響が出ることはないと思われる（Box 7）。ゼロに近い日本の短期金利によって盛んになった円キャリートレード⁸は、確かに新興アジア諸国の高利回り資産や通貨への投資に資金を供給した。しかし流動性の減少によって影響を受けるのは、日本銀行（以下、日銀）に預けられた当座預金の余剰資金分のみに限られ、日銀は当面、短期金利をゼロ近くに維持すると公約しているため、量的緩和解除によって円キャリートレードの根本的条件が大きく変わる可能性は低い。また日銀は長期国債買入を続ける意向を示しているため、長期金利の上昇も抑えられる見込みである。さらに日銀の首尾一貫した示唆によって、今回の政策の動きはおおむね市場に織り込まれていた。しかしながら、グローバルなリスクプレミアの変化、あるいは米国の金融引き締めが早期解除となる場合に起こり得るドル/円為替レート予想の変化によって、円キャリートレードが多少調整される可能性は依然としてあり、この場合は資本フローに大きな影響が出るだろう。

⁸ 円キャリートレードとは、外国人投資家が日本円で借りて、より高利回りの通貨に投資する活動である。

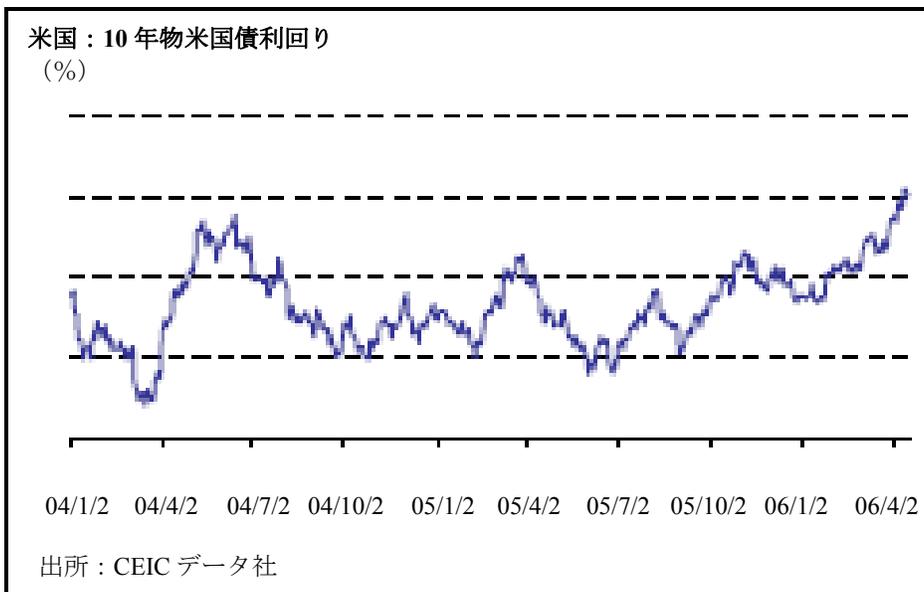


第3に、新興市場スプレッドが突然に急上昇して、グローバルなリスクプレミアが上がった場合は、新興アジア諸国への資本フローに対する見通しに影響が出る可能性もある。これまでのところ同地域への資本フローは、良好な国際金融環境の恩恵を受けてきた。米国の長期金利は低く抑えられ、低いリスク回避姿勢は同地域のみならず世界的に新興市場スプレッドを押し下げた。新興市場スプレッドの縮小をきっかけに対外債券の発行が活発化して、2005年には540億ドルと1990年代後半以来の最高水準に達した（Box8）。リスク回避姿勢の低下は株式市場への流入も促しており、その額は2005年半ば以来、平均30%増加した。これを受けて新規株式の発行も急増した。

実際、ASEAN4カ国を中心として同地域の新興市場スプレッドは、このところ一段と縮小した。これは良好な国際金融環境のほかに、財政の脆弱性に対処するための総合政策が最近導入されたことを受けて、フィリピン及びインドネシアの市場心理が改善したことも一因となっている。フィリピンでは、ドル債券に対するスプレッドが最近では初めて300ベーシスポイントを下回り、一方のインドネシアでは、当局が金利を大幅に引き上げると同時に、石油製品に対する補助金を削減した後、投資家心理が著しく改善した。



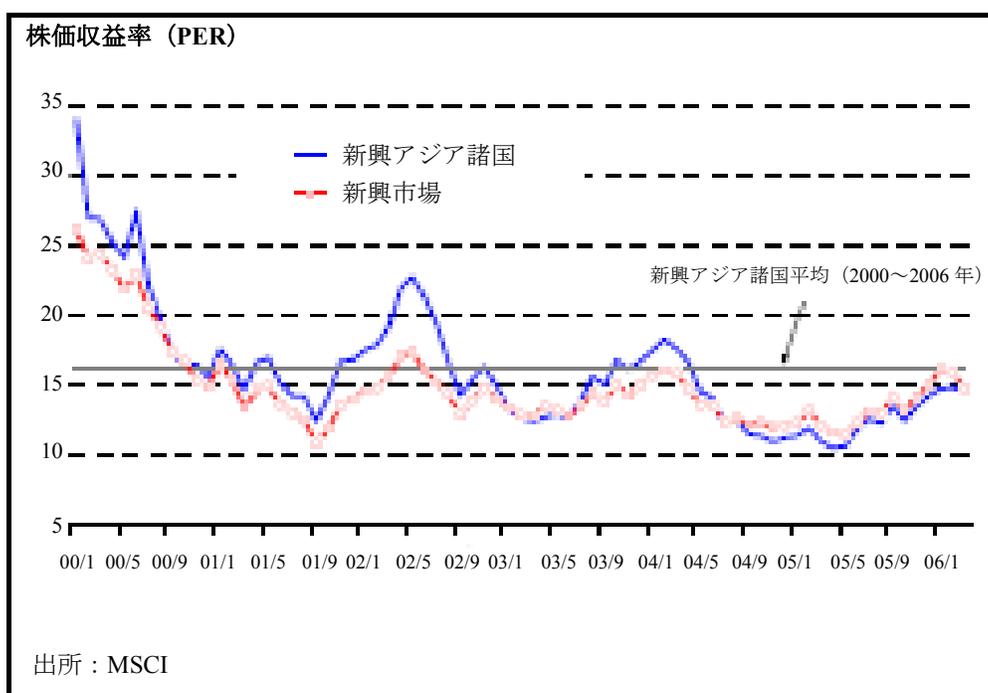
しかしながら、良好な国際金融状況は悪化する可能性がある。この点に関して、米国における最近の金融動向は注意を要する。長期米国債の利回りは 2006 年に入り上昇しており、10 年米国債利回りは 5%と 2 年前に金融引き締めが始まって以来最高水準に達した。これまでのところ、新興市場のスプレッド及び通貨はこうした進展の影響をさほど受けてはいないが、この状況が続けば、同地域で最近進んだリスクプレミアの低下が止まり、いずれ反転する可能性が高い。



万一対外スプレッドが上昇しても、同地域の債務国への影響はそれほど大きくないはずである。

新興アジア諸国の中ではインドネシア及びフィリピンだけが、比較的高いスプレッドと外国資金への依存からリスクプレミア上昇の影響を受けるとみられる。しかし両国でさえも、マクロ経済の基本条件は過去数年間に著しく改善した。民間対外債務は適切な水準にある一方、財政状態は経済成長の回復に加え、一連の財政措置により改善した。

同地域の資産市場への影響も、同様にさほど大きくないはずである。1990年代半ばと著しく異なり、現在の資産価格は過大評価されていない。実質的な住宅価格は危機前の高値よりもはるかに低い水準にとどまる一方、株式市場の評価も過剰とは映らない。同地域では、このところの株式市場回復を受けて、平均株価収益率（PER）が2005年半ばの約12倍から2006年3月末には14.5倍に上昇した。だがインドを除き、現在のPERは過去の標準からみて高くない。企業利益の増加にほぼ見合って株価が上昇したため、PERは今なお2000年以降の平均である16を下回っている。さらに同地域の株式市場は、世界の他の地域の新興市場に比べるといまだに割安にみえる。

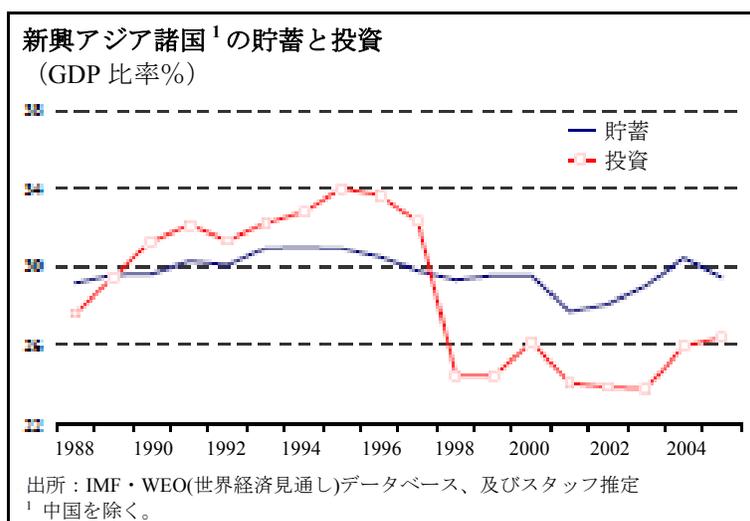


より一般的には、各国経済は資本勘定ショックに対する抵抗力を高めた。対外債務水準が低下し、外貨準備高が大幅に増加した上、為替レートが柔軟性を増したため、ほとんどの国の対外脆弱性は大幅に低下した。同時に、企業は利益率を改善して借入金依存率を削減し、銀行システムは一層強固になった。また企業——及び国——はリスクの高い形態での資本流入に対する依存度を低下させており、1990年代半ばに比べて直接投資の割合は格段と拡大し、短期的な対外借入金の割合は格段に縮小している。同様に、現在の証券投資フローの絶対水準は1990年代半ばよりも——あるいは2003年から2004年の水準に比較しても——はるかに小規模である。

それでもやはり、注意すべき点はある。国際金融環境の停滞が世界経済の急激な減速を伴う場合、新興アジア諸国は——世界の他の国々と貿易面でも金融面でも広範に関連していることを考えれば——無傷で切り抜けられるとは考えにくい。

V. アジア投資の減少

危機以前に比べて、投資が低水準に留まっているのは、ちょっとした謎である。現在の低水準は過剰投資(特に不動産への)のはく落を反映しており、その意味で危機以前の水準に回復することは妥当ではないし、その必要性もない。しかしこの点を考慮しても、投資の減少は過度にみえる。また、アジア危機から約10年が経過し、投資減少の原因を企業リストラの必要性などといった移行期の困難に帰することはもはや妥当でない。むしろリスクの増加、特に輸出及び産出の変動の増大に、企業が対応していることを示す証拠がいくつか出てきているようだ。



1997年の金融危機以来、アジアに出現した大規模な経常黒字は、投資不振と貯蓄過剰のどちらを反映しているかをめぐり、活発な議論が交わされている⁹。単純にデータ検証をした限りでは、投資不振を反映しているように思える。理由は貯蓄と投資が共に増加した中国を除き、貯蓄は概して安定推移してきた一方、投資は激減して危機以前のピーク時に比べてGDPの約9.5%相当減少し、現在も危機直後の低水準付近に留まっているからだ。もちろん、その根底にある現実は大データよりも複雑であり、「投資不振」説と「貯蓄過剰」説のどちらにも支持者がいる¹⁰。

本章では、投資不振説について検証する。特に、投資の減少を分析して、その原因を検討する。また投資見通しについても検討し、若干の暫定的な政策的合意を導出する。

リスクの構造的要因に対処するミクロ経済政策とともに、健全なマクロ経済政策を継続することにより、投資環境の改善を後押し、ひいては資本支出を促進することが可能であることが示される。同時に、リスクの増加が予備的貯蓄を促してきたとすれば、上記のような措置により、家庭

⁹ 本章では「新興アジア諸国」を香港特別行政区、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、中国・台湾省、およびタイとする（つまり、中国は除く）。

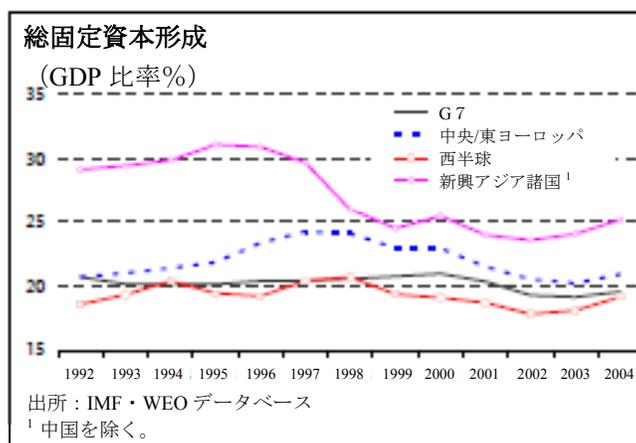
¹⁰ Eichengreen (2006) は、世界不均衡の出現を巡る議論を調査している。

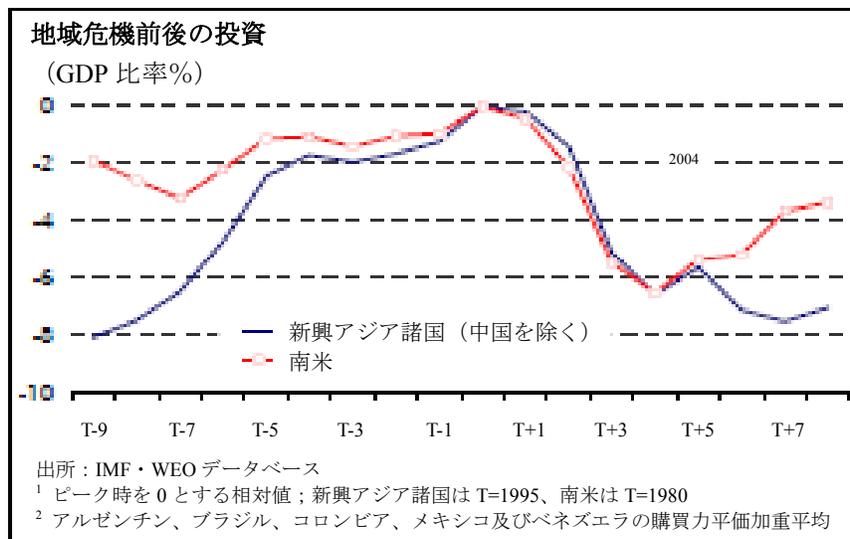
及び企業の貯蓄を削減することも可能になるだろう。したがって、貯蓄面と投資面の双方から投資を抑制してきた要因に対しての取り組みは、アジアの経常収支不均衡の是正につながる可能性がある。

総貯蓄及び投資

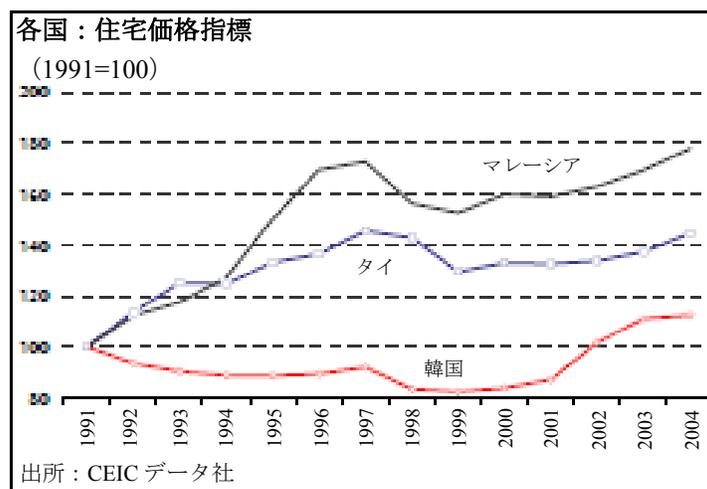
民間投資の減少を反映して、新興アジア諸国の投資の減少は長期化しており、相当な規模かつ広範囲にわたっている。例えば、1992～96年と2000～04年を比較すると、民間投資は香港特別行政区、韓国、シンガポール、マレーシア、及びタイでGDPの5%から18%減少した。それに比べ、公的投資は全般的にみて比較的安定推移している。

過去15年間、アジアの投資は他の地域と比べて、大幅に減少した。南米、中央/東ヨーロッパ、またG7諸国の各グループは、1990年代初頭から時期は異なるが、いずれも比較的緩やかな投資の減少を経験した。もちろんこの間、上記のどの地域もアジアほど破壊的な危機を経験していない。実際、アジアの投資減少は、1980年代の債務危機における南米の投資減少と類似しているように見える。南米の投資はアジアに比べ急速に回復したが、これは主にブラジルにおける持続不可能なインフレ的景気拡大を反映したものであり、アルゼンチン、メキシコ、及びコロンビアにおける投資は1990年代に入っても低迷が続いた。

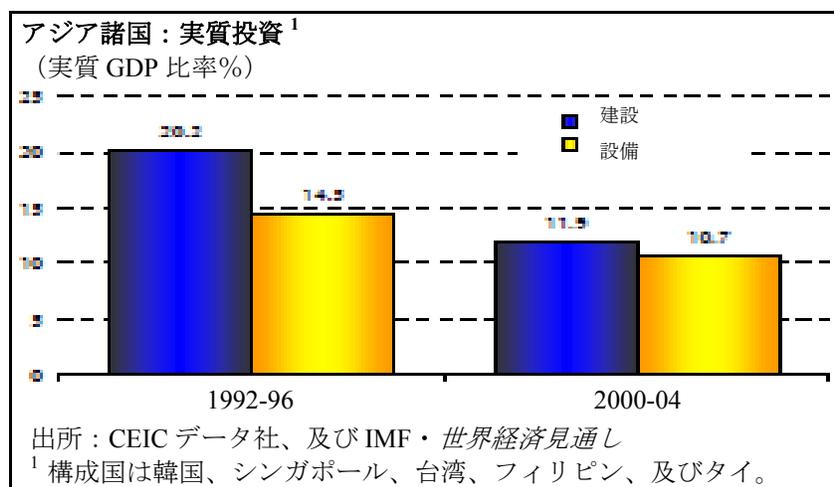




アジアにおける投資の減少の一部は、ブームが去った不動産支出の減少を反映している。1990年代半ばまでには複数国で建設ブームの過熱ぶりが明らかになっており、空室率が上昇して不動産融資が急増するとともに、不動産価格の上昇がみられた。しかし1997年に入り、これらの国では建設投資が急激に減少した（例えばタイでは GDP の 10%相当が減少）。さらに活況を呈していた不動産融資が縮小に転じたため、不動産価格も急落した。

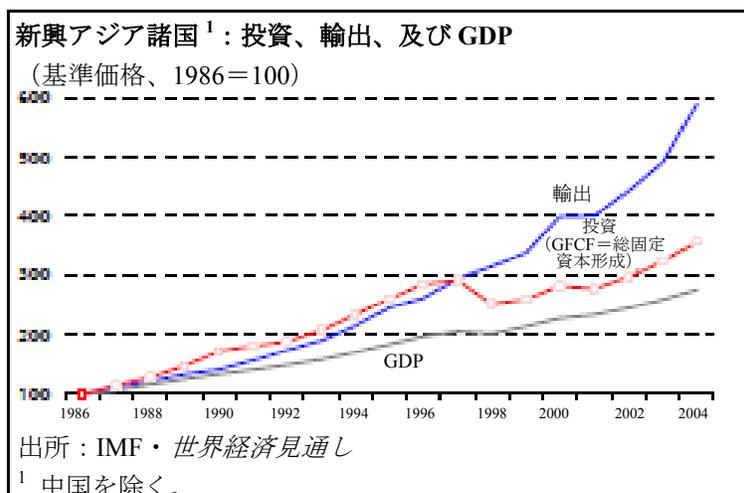


同時にシンガポール、タイ、韓国、フィリピンをはじめ様々な国では、設備投資も危機当時の投資の減少及び危機後の低迷の主な要因になった。例えばタイでは、設備と建設の双方が、危機後の投資の減少に等分に寄与した。韓国では、設備投資は1996年ピーク時の GDP 比 14%から半減し、ここ数年も停滞を続けている一方、建設投資は最近になり緩やかな回復の兆しを見せている。

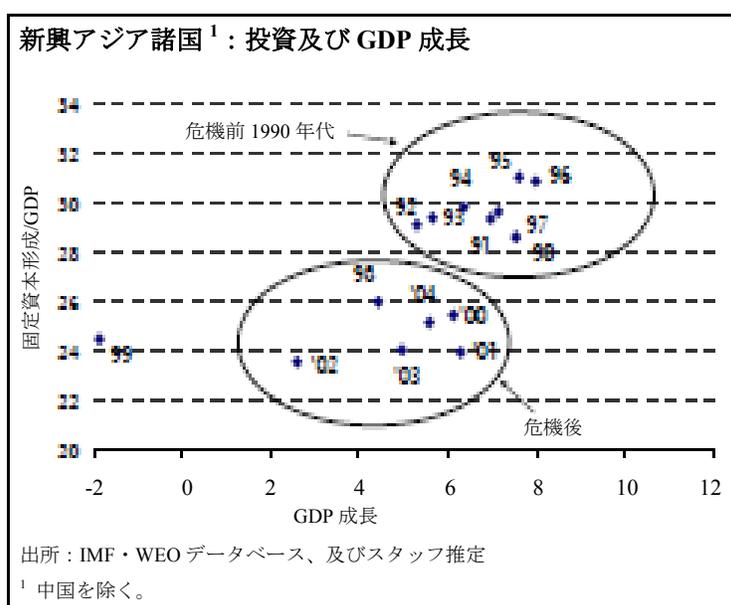


現在の投資が「適切な」水準にあるかを判断するのは、不可能に近い。不動産価格バブルの崩壊、また一般的には過剰投資の是正により、いくつかの国の投資は確かに合理的な水準にまで減少した。(過剰投資の仮説通り、アジアにおける危機前の増加は、南米と比較しても急激であった。) さらに、アジアの投資率は危機前の水準を下回っている一方で、相変わらずアジア地域以外の国々の水準を上回っている。最後に、投資財の相対価格の下落及び投資効率の改善によって資本投資が減少した可能性もあるが、この影響は小さかったようである。(実際、GDP に対する設備投資の比率は、危機以来、実質 GDP 比で約 4%ポイント相当低下した。(Box 11)。)

とは言え、投資はマクロ経済の基礎条件が適切と示唆する水準を下回っているとみられる。例えば、輸出と投資の関係、及び利益と投資の関係は、危機以来崩れてしまったように思われる。ここ数年間、その格差は顕著になっており、輸出と利益は急増したが、投資は追随しなかった。さらに、投資率とそれに遅延する成長との相関関係——ある種の単純な「加速」関係——は危機のあと急激に薄れた。一方、アジアの限界資本生産性比率 (ICOR) は現在約 4.7%で、トレンド成長を (例えば) 6%とすると、GDP に対する適切な投資比率は、ここ 10 年間の実勢水準よりも数パーセント高い約 28%と試算される。



最近の調査研究でも、投資が予想を下回ることが明らかになっている。チン及びイトウ（2005）は、中国を除く新興アジア諸国における投資が、実証モデルから予測される水準を大幅に下回り、近年、特にその傾向が顕著になっている（貯蓄も予測を下回っている）ことを示している。アイケングリーン（2006）は、投資の急減はマクロ経済の基礎条件の変化からは説明できないと述べている。IMFの「世界経済見通し」（2005年、第2章、106ページ）では、実証モデルが新興市場、特に東アジアにおける投資の減少予測に失敗している。さらにIMF（2005）が提示した暫定的な証拠によるとアジア諸国の投資率は長期的定常水準を下回っており、これは資本/産出比率が定常水準を下回っているため、（理論的には）投資が定常率を上回って当然な国についてもあてはまっている。要するに、投資がなぜ低水準に留まっているのかは説明に窮する。

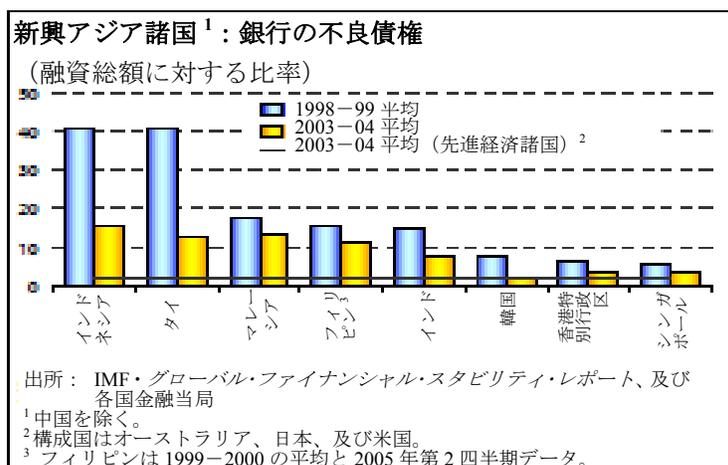


投資の減少の原因は？

以下では、なぜ投資が予想を下回る水準に留まってきたかについて、考えられるいくつかの理由を検討する。特に、金融セクター及び企業のリストラ、中国との競争、及びリスクが高まった投資環境が、アジアの投資にマイナスの影響を与えているかを考察する。リスクの増加は広範に影響しているが、他の要因の寄与は国により異なるようである。

金融セクター及び企業リストラ

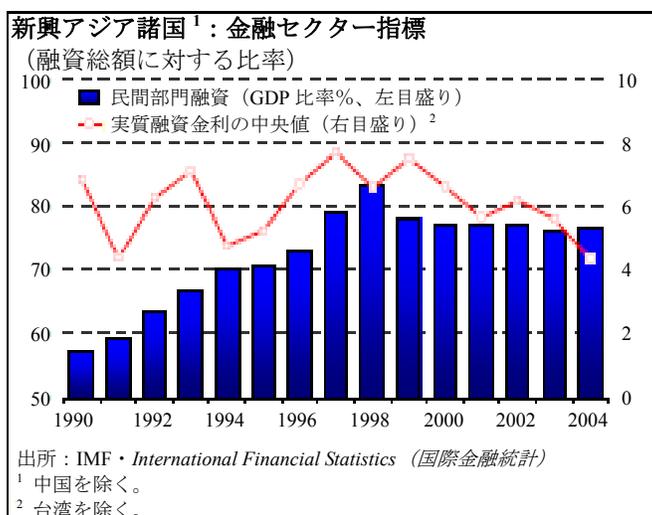
金融危機を受けて急減した投資は、金融セクター及び企業部門の不振にかかった圧力とその後のリストラによってさらに悪化した。これらの要因が投資を抑制する状態にはもはやないとみられる。金融セクターでは、危機を受けて銀行システムの支払い能力及び流動性が急激に低下したことから、銀行が融資を抑えるようになり、投資に大きな影響を及ぼした。社債市場は金融ストレスの時期に銀行融資の重要な代替手段となるが、この市場が未成熟であったため、融資抑制の影響は尚一層深刻になった。最近では、銀行システムの機能は著しく改善しており、不良債権比率は（全般的に先進諸国水準を上回るとは言え）著しく低下し、銀行規制上の自己資本比率は以前よりも高くなり、総資産利益率（ROA）は改善した¹¹。最後に、不動産価格の回復が、銀行のバランスシートから不良債権の重しを取り除いた国々もある。したがって、金融システムの脆弱さによって投資が抑制されることは、従来よりもはるかに少ない。GDP比率でみた民間部門に対する融資は危機以来¹²沈滞しているものの、融資金利が低いことから、この融資低迷は銀行システムの問題よりも、企業の資金需要が弱いことを反映しているとみられる¹³。実際、個人向け融資は近年、急速に拡大している（Box 5）。



¹¹ これらのデータは、危機以前の対象データ不足や、国を超えた比較可能性の問題（会計上及び規制上の慣行の違い）など、多くの重要な制限を受けている。これに加えて、不良債権の数字は総計ベースであり、引当金を除いた不良債権は総計よりもはるかに低い場合がある。最後に、金融セクター及び企業の数字には、生存者バイアスがかかっている可能性がある——経営状態の改善は、最悪な業績にあえぐ事業体の清算による可能性がある。

¹² 1998年の急増は、急激な為替レートの下落によって外貨建融資の現地通貨に換算した価値が上昇したことを反映している可能性がある。

¹³ 世帯融資が増加した国々があることを考慮すると、企業の借入は若干減少した可能性すらある。

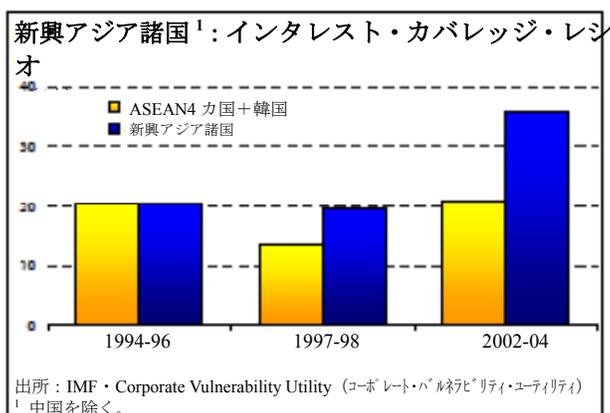
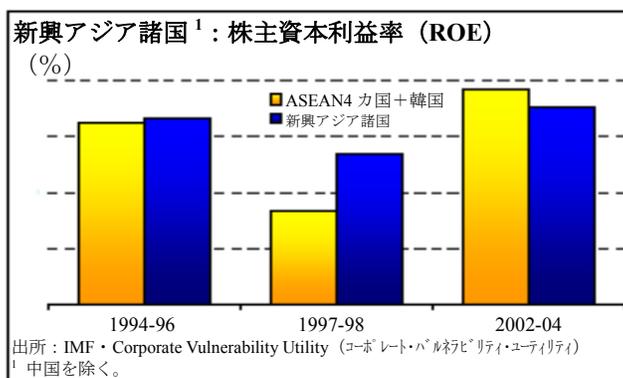


企業に関しては、危機以来、バランスシート及び利益が著しく改善した¹⁴。危機当時は、レバレッジが急上昇し(一部は通貨の下落による)、インタレスト・カバレッジ及び株主資本利益率(ROE)が急落した¹⁵。その後、企業はバランスシートの建て直しと業務の再構築を実施する中で投資を急激に削減した。だが近年になり、レバレッジはおよそ危機以前の水準に戻り、インタレスト・カバレッジは10年来の最高水準に上昇し、利益率はほぼ危機以前の水準に回復した——実際、ASEAN 4カ国及び韓国では、危機以前の水準を上回っている。(ただし、上記5カ国はアジアの他の国々に比べ、レバレッジが高い一方、インタレスト・カバレッジは依然として低い。)これらのデータから、新興アジア諸国諸国の企業が、おそらく上述したリスクの高まりから、かなり保守的な財務方針を採っていることが伺える(この保守的な財務方針が、信用スプレッドが低水準である原因の一部と考えられる)¹⁶。またコーポレート・ガバナンス(企業統治)への考慮を反映している可能性もある。つまり、低いレバレッジ及び高い流動性は、自社株を買い戻すあるいはその他の方策をとることで買収リスクを低下させようとする姿勢を反映している可能性がある。要約すると、企業のバランスシートは少なくとも1990年代初頭と同様に健全であり、企業の脆弱さが原因で投資が地域レベルで抑制されていることはないようだ。

¹⁴韓国の金融危機においては企業セクターの問題が重要だったため、ASEAN 4カ国と共に韓国の数字も検討している。

¹⁵ インタレスト・カバレッジは、支払利息に対する利払い前・税引き前利益の比率である。

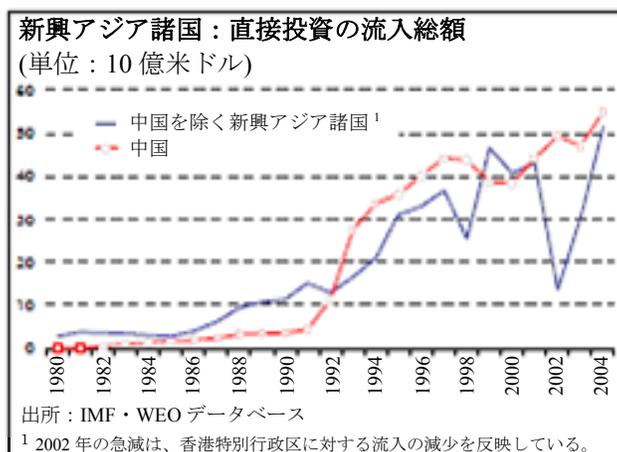
¹⁶ 実際、一部同様な理由から、G7諸国の企業貯蓄が最近では上昇している。(世界経済見通し2006年4月号参照のこと)



しかしながら、上記の概観は企業が抱える一部の脆弱性に目を向けていない。例えば、上記で分析したデータは上場企業だけを対象としており、多くの中小企業を除外しているが、いくつかの国（最も顕著なのは韓国）では、後者の脆弱さが投資を抑制してきたのである（「2005年8月アジア太平洋地域見通し」の第3章を参照のこと）。さらに、2000年代前半に起きた世界的なITバブルの崩壊は、ちょうど同時期に熾烈化した世界競争に直面していたテクノロジー企業に、深刻なマイナス影響を及ぼした。関連して、中国が他の新興アジア諸国から投資を奪っている可能性があり、次にこの点を検討する。

中国からの競争

中国が直接投資を呼び込むのに目覚ましい成功を収めていることから、この成功は他の国の犠牲のもとに実現しているのかという疑問が生まれる。中国への直接投資フローは1990年代初めに比べ約10倍に拡大し、今や中国は直接投資の世界最大の受け皿の一つになっている。



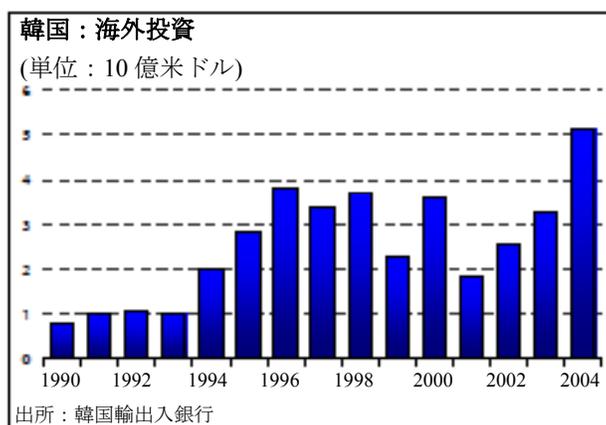
投資が中国に流れているとの証拠が、一部諸国及び産業で見られる。例えば、韓国の海外純投資は2002～04年に年率42%増加した。この間、海外投資の約43%は中国に向けられた。海外投資の約40%を中小企業が占めるようになり、そのシェアは1990年代初めに比べ倍増した。韓国開発研究院の調査によると、大企業は国内外投資を共に拡大するのに対し、中小企業は海外投資を実施した後、国内投資を削減する傾向がある。中小企業による海外投資の比率が上昇したことから、韓国企業の中国への投資の増加によって国内投資が若干減少した可能性がある。電子機器部門では、ファブ工場投資が中国で急増したのと同時期に、東南アジアでは減少した（Box 3）。

とは言え、中国が原因で他のアジア諸国に直接投資が向かわなくなっているとの移管した証拠は、最近の研究成果からは得られていない¹⁷。実際、他の要因の影響を除くと、アジア諸国の多くの国への直接投資流入には、中国への投資フローと正の相関関係がみられるとした研究もあり、受入国により程度に違いはあるものの相補性を示唆している。換言すると、中国の国内市場と輸出が共に伸びたことにより、製品に対する需要が生まれ、その結果、他の諸国に貿易と投資の新たな機会が創出された。なかには拡大を続ける中国の製造連鎖の一部となるためにアジア諸国が投資する機会も含まれており、こうした投資機会が中国に迂回した投資を上回った可能性がある。一般的に直接投資は国内投資に比べて小規模なため、上記の結果は必ずしも、中国が原因で新興アジア諸国に投資が向かわなくなったという主張に異義を唱えるわけではないという点に留意すべきだ。とは言え、外国投資と国内投資が同一の誘因に反応する場合には、外国投資は広義な投資の指標となるはずである。

¹⁷ Chantasawat 他（2004）、Mercereau（2005）並びに、Eichengreen 及び Tong（2005） 最初の2つの論文は、他のアジア諸国からの流入を含めた全流入を検討している。3番目の論文は欧州、北米、オーストラリア、ニュージーランド及び韓国からの流入を検討している。

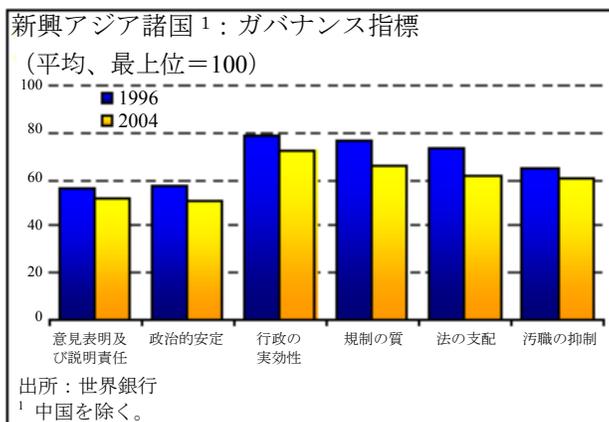
投資リスク

企業リストラ及び中国への投資迂回が、低水準の投資の原因でないとすれば、何が原因なのか？一つの可能性はリスクの増大である。現代のミクロ経済投資理論では不確実性がある一定の役割を果たすとしており、つまり不確実性が高まると投資が延期されることが示されている（ディクシット及びピンディック（1994））。リスクの増大によって投資がリスクの低い国へ迂回した可能性もあろう（直接投資の回帰分析では、この要因は把握されていない）。



しかしながら、一見したところリスク増大の仮説は直観に反しているように思われる。危機以来、為替体制は柔軟性を増し、銀行及び企業セクターは強化された上に、多額の外貨準備金が累積されており、アジアは以前よりも危機の影響を受けにくくなった。だが、認識されるリスクは増大したのであって、低下していないことを示す指標もある。例えば、ガバナンス環境については危機以前と比較してその評価が低くなっている。政治参加及び説明責任、政治的安定、行政の実効性、規制の質、法の支配、並びに汚職の抑制という6つの異なる次元に基づいてランク付けを行うと、新興アジア諸国の2004年の順位は1996年よりも下降した。何が原因で投資心理がこのように低下してしまったのか？その答えは明確ではない。投資家の認識が、アジアの金融危機前よりもある程度、現実的になっている可能性がある。投資家は危機前には投資リスクを過小評価していたとみられる一方、政府保証と明白な相互保証の撤回によって、現在では以前よりも多くの投資リスクを投資家が担っている——このこと自体は適切である。根本的な理由が何であれ、認識の悪化は実質的な影響を及ぼしたと思われる。というのも、例えばガバナンスは直接投資の重要な決定要因となっているためである¹⁸。

¹⁸ Mercereau (2005) 参照。



さらに、認識されるリスク増大は必ずしも危機の所産のみとは限らない。貿易及び生産構造の変化も反映しており、こうした変化は将来にわたって継続する傾向がある。繊維製品など低付加価値品の生産活動が中国に移転したのに伴い、他のアジア諸国は生産をより高性能な電子機器市場にシフトしたが、同市場は世界経済の中で最も変動の大きな部門の一つである。

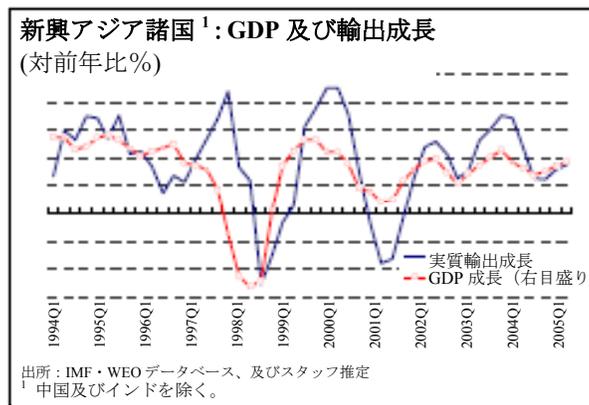
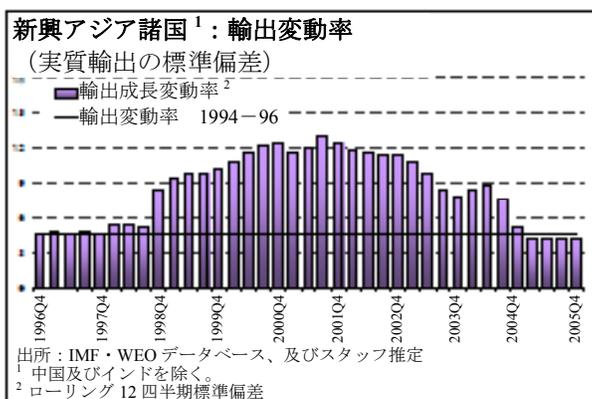
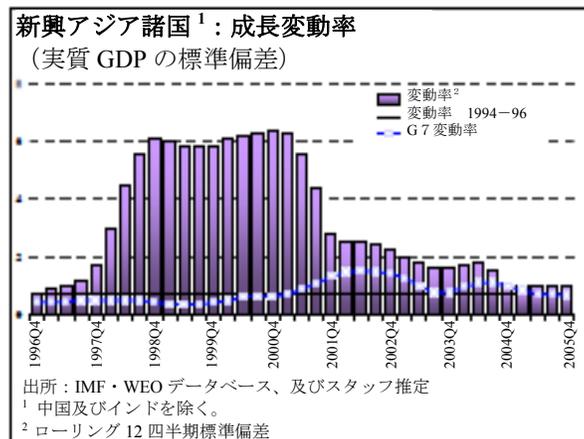
新興アジア諸国¹: 輸出品の構成比 (%)

	電子機器	衣服及び靴
1992-1996	20.1	9.8
2000-2004	27.0	6.0

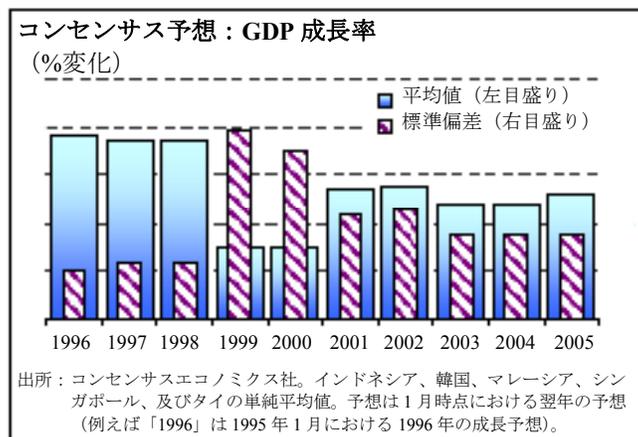
出所：ワールド・インテグレートッド・トレード・ソリューション (WITS) ・データベース
¹ 中国を除く。

実際、産出成長率の変動は1997年以来増大を続け、つい最近になってようやく危機以前の水準を若干上回る程度に縮小した。(1980年代のピークを依然下回るものの、G7の産出変動も若干増大しており、変動における「大いなる安定 (great moderation)」を反映している¹⁹。) これは一部、国内需要の脆弱さを反映している。従来は、輸出の好調がきっかけになって投資が急増、両者のタイムラグによって輸出後退期に国内需要が増加し、景気安定化の役割を果たした。しかし、前述のとおり輸出と投資の関係が崩壊したために、国内需要はもはやこの安定化の役割を果たさなくなり、諸国経済は世界需要の変動にさらされるままになっている。実際、輸出の変動はおおむね産出の変動の軌跡をたどっており、1990年代後半に急増した後、つい最近になって1990年代半ばごろの水準にまで納まってきた。同時に、輸出は景気循環性を増したとみられ、輸出成長は当地域の総合GDP成長の軌跡を密接にたどっている。

¹⁹ Baranke (2004) は「大いなる安定」について論じている。



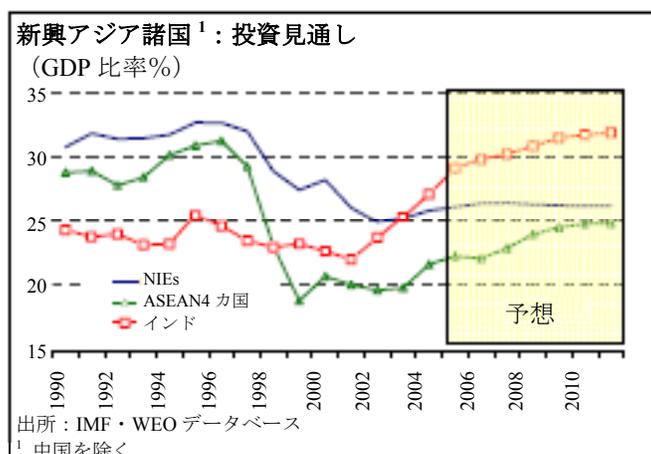
当然の結果として、見通しをめぐるリスクは増大した。コンセンサス調査は、GDP の予想成長率の急減に伴い、予想値のばらつきが増大することを示している。不透明感の増大と予想成長率の低下が合わさり、危機後の投資を押し下げた可能性がある。



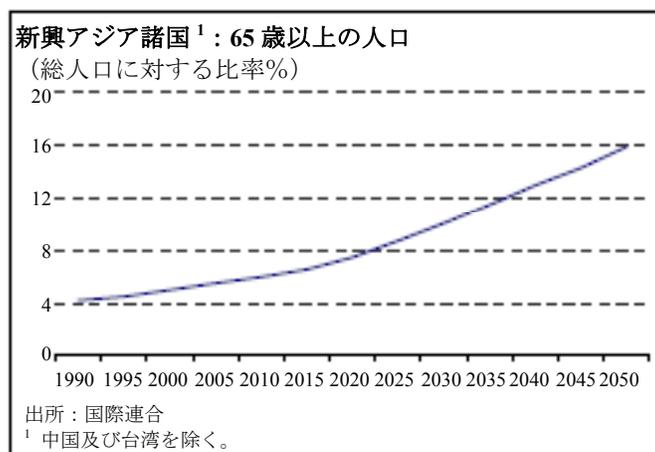
要約すると、アジアの投資を抑制したとみられる一因は、マクロ経済及びミクロ経済の不透明感である。企業及び金融セクター改革は、かつては投資の抑制要因だったが、もはや地域レベルで見ると重要な要因ではないようだ。同様に、中国からの競争は、少なくともアジア地域全体として見ると、限られた役割を果たしたに過ぎないとみられる。しかしながら、ガバナンス指標によって示される経済見通し及びミクロ経済環境はともにリスクを増しており、この点が投資を圧迫している可能性がある。

見通し及び暫定的な政策提言

投資の中期見通しは、新興アジア諸国内の各地域ごとに著しく異なる。IMF スタッフ予測によると、NIEs の投資比率は概して横ばい状態が続くと予想される。ASEAN 4 カ国の投資比率は緩やかな回復に入ると予想されるものの、危機以前の水準をかなり下回った状態が続くであろう。対照的に、インドの投資比率は1990年代半ばを大幅に上回る水準にまで上昇すると予想される。



様々な要因が、短期的及び長期的な実際の投資動向を決定しよう。短期的には、世界需要の強さや、主要国での金融引き締め策進展に伴う世界的な金融引き締めの速度などが決定要因になろう。ITサイクルの動向も重要な役割を果たすだろう。長期的には、差し迫る人口の高齢化を考えると人口動態が次第に影響力を増していこう。多くのアジア諸国では、高齢人口比率が今後50年間に2倍あるいは3倍に上昇するとみられ、貯蓄と投資がともに減少する可能性がある²⁰。



繰り返し強調したいのは、危機以前の過大な投資水準への回帰はありえず、また適切でもない点だ。前述したように、危機後の投資の落ち込みは一部、過熱した不動産市場の急落を反映しており、シンガポールなど数カ国ではこの急落が投資の落ち込みの主要因だった。これに加えて、技術革新により、効率性が向上した資本財が創出されて最適投資率を低下させた可能性もある。ただし、こうした資本財は急速に減価する傾向もあるため、影響は小さいようだ。より一般的には、投資の「適正」水準を正確に特定するのは不可能である。

とは言え、上記の分析から、各国の投資環境を強化する一般的な方法がいくつか提言される：

- 賢実な金融・財政政策は、マクロ経済のリスク増大を抑制するのに役立ってきた。そのような政策を維持（さらに改善の余地がある箇所は強化）することが必要である。
- 不透明性に対処し、期待収益率を向上させ、さらにグローバル化の中で競争力を高めるためには、投資環境、特にガバナンス体制における様々な構造改善も功を奏する場合がある。改善すべき主な項目には、貿易の自由化、規制緩和、及びインフラの改善などがある。（同時に、投資決定をゆがめる補助金や保証は回避するべきである。）こうした対策は、投資環境を強化するためにG20諸国が同意した戦略に沿っている²¹

²⁰ 従って、理論的には経常収支への影響ははっきりしない。だが、Brooks（2003）は、中国と日本はともに相当額の対外債務を抱えるようになると予測している。

²¹ 「持続的成長のためのG20協定」、ベルリン、2004年11月21日

- 社債市場の更なる発達を促進する方策などによって金融システムが深化・拡大すると、投資資金を提供する追加的チャネルの発達、及び金融ストレス発生時における銀行システムの代替が可能になる。同時に、高度に発達した金融システムは、金融市場を通じて投資リスクの管理・分散を円滑化させることで、不透明性を増す環境に企業が対処していくのを支援できる。

だが、こうした一般的な枠組み内で、政策的処方的重要点をどこに置くかは各国の置かれた状況次第である。若干の例を挙げると：

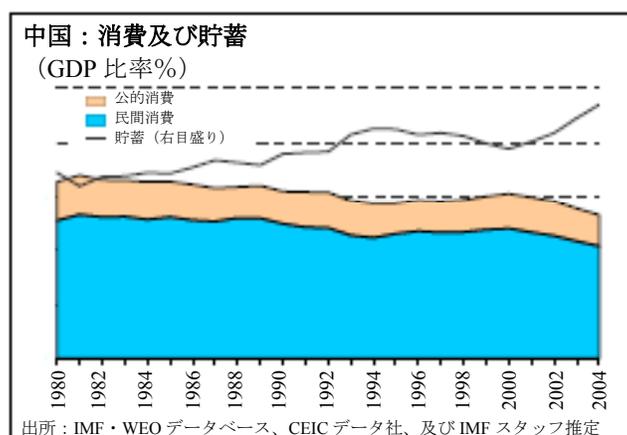
- フィリピンでは、財政の持続性とマクロ経済の安定性を確保し、インフラを強化して電力セクターを改革し、さらに金融市場を強化・発展させることにより、投資環境が改善されよう。
- マレーシアでは、「国家清廉計画」で認識されているように、危機以前の水準よりも悪化したままの投資家心理を改善するための方策が必要とされている。IMF スタッフ調査から、零細企業及びサービスセクター従事者が資金調達する際に受ける制約も明らかになっている。最後に、投資家の視点からは、技能基盤を強化する必要性が指摘されている。
- インドネシアでは、投資環境を改善するために望まれる改革として、税務署及び通関のガバナンス強化や、労働市場の流動性改善、汚職の取締りなどが挙がる。
- 韓国では、労働市場の硬直性に加えて、引き続き残る設備投資抑制要因となっている中小企業の脆弱さが、取り組むべき主要問題である。
- インドでは、インフラ及び電力のボトルネック（隘路）を緩和し、（役所の手続きを合理化するとともに直接投資に対する制限のさらなる緩和を進めることにより）ビジネス環境及び規制環境を改善し、貿易の自由化を推進し、さらに拘束的な労働法を改革することが有用だろう。

最後に、不確実性の増大を考慮すると、貯蓄も経常収支のバランス調整に重要な役割を果たすものと示唆される。特に、マクロ・ミクロ両経済環境のリスクが増大したため、企業及び家計が投資を抑えて、予備的貯蓄を増加させた可能性がある。この考察が正しければ、マクロ・ミクロ両経済環境で認識されたリスクを緩和する方策を取ることで、貯蓄を減らすとともに投資を促進することが可能になり、両面から経常収支の不均衡の是正に貢献するとみられる。

VI. 中国における成長の構造転換

中国経済を輸出依存型から脱して国内需要に基づく成長にいかに関換させるかについて、ここ数カ月、多くの注目が集まっている。この一環として、国内需要に一層の自律性を持たせるために、需要のけん引役を投資から消費に移行することが重点的に論じられてきた。本章では、中国の低水準な消費の背後にある要因を分析し、中期的に消費を増加させ得る政策及び構造改革について検討する。

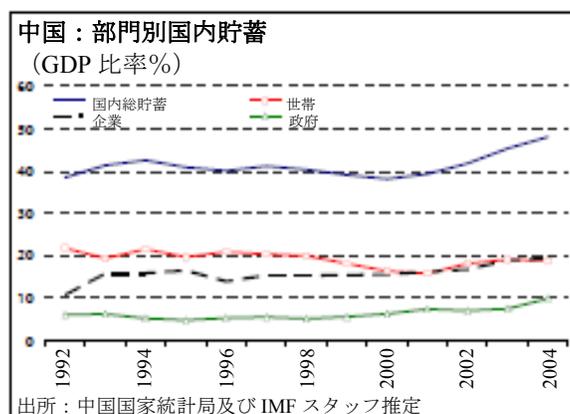
中国の政策当局者の立場からは、現在の成長を牽引している投資と輸出の強さは、持続不可能に見える。投資比率が高まると、過剰生産能力を生み出すリスクを負うことになり、将来のデフレ圧力と不良債権につながる。一方、輸出への過度の依存は、自国経済を対外要因の急変にさらすことになる。国際的な視点から、消費促進は中国の増大する対外黒字を削減する重要な手段との声が、政策当局者及びアナリストから一斉に上がっている。だが、そうした考えに基づき次々とその場しのぎの政策措置が採られると、一時的な消費促進に終わり、効果が持続する解決策とはならない恐れがある。



統計からは、極めて厳しい現実が浮かび上がる：昨年の国内家計消費は GDP の約 40%に過ぎなかった²²。しかし、中国経済が恒常的にこのような状態にあったわけではない。消費の対 GDP 比率は、経済自由化が始まったばかりの 1980 年の 51%をピークに徐々に低下していったが、同時に、国内投資は着実に上昇を続けた。2005 年には、投資の対 GDP 比率は約 44%になった。

²² GDP に対する比率はすべて、改定前の支出側 GDP の数値に基づいている。最近、生産側 GDP がサービス部門の対象範囲拡大を理由に上方修正された。しかしながら、支出側 GDP 及びその構成要素の改定値は、2004 年の数値を除き、まだ公表されていない。未改定の支出構成要素を、上方修正された生産側 GDP と併用すると、すべての比率が低下するうえに、10%近くの GDP が支出構成要素では説明できなくなる。従って分母には、過去のデータと整合性のとれる支出側 GDP を採用した。2004 年の支出側 GDP 改定データは、消費及び投資の比率が改定前の比率に非常に近いことを示しており、今後の支出側 GDP の改定によって比率が著しく変わる可能性が低く、本稿における評価を変える必要はないと思われる。

国内消費の対 GDP 比率の低さは、貯蓄の高さを映し出しているともいえる。家計貯蓄は GDP の約 19% と高く、1980 年代と 1990 年代に若干低下したものの、それ以降は緩やかに上昇している²³。一方、企業及び政府の貯蓄は着実に増加しており、近年は加速傾向にある。過去 5 年間、企業及び政府の貯蓄はそれぞれ対 GDP 比で 4% ほど増加しており、現在はそれぞれ約 20%、10% に相当する。



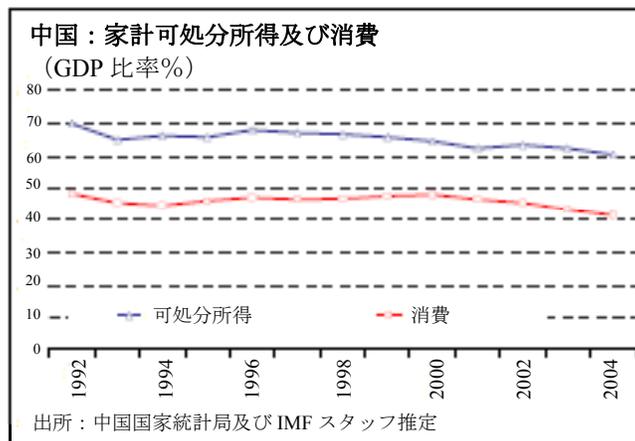
消費の対 GDP 比率の減少は、家計貯蓄率が依然として高いなか主に家計可処分所得の対 GDP 比率が低下したことが主な原因である。可処分所得は急増したものの、数多くの構造的要因から雇用及び投資収益の対 GDP 比率が減少したため、可処分所得の伸びは GDP の成長を下回る状態が続いた。同時に、公的年金をめぐる不安や医療費及び子供の教育費の上昇、耐久消費を目的として銀行から資金調達できる範囲が限定されていること、さらには人口高齢化の見通しなどを反映して、家計貯蓄率は可処分所得の 30% 程度に維持された。

消費の対 GDP 比率の低下は何が原因か？

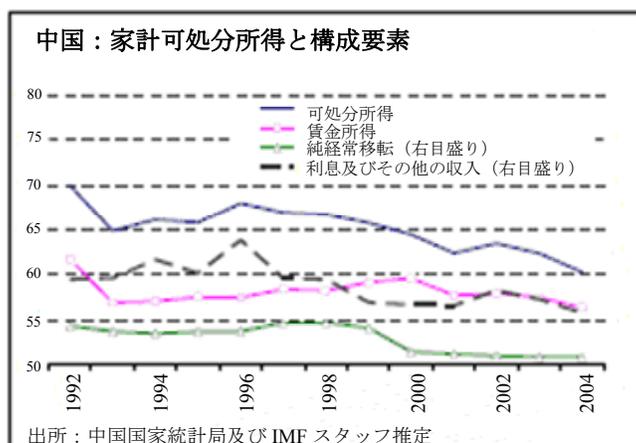
中国の経済発展が 1980 年代に離陸したことから、消費の対 GDP 比率の低下は起こるべくして起きたと言える。ほとんどの国が発展の初期段階で経験するように、中国でも資本蓄積の目覚ましい増加が成長の主なけん引役となってきた。従って、多くのエコノミストが主張するように、経済発展を実現するには高い貯蓄率が必要だった。アナリストを驚かせ、その注意を喚起したのは、中国における消費の対 GDP 比率の下落幅の大きさである。

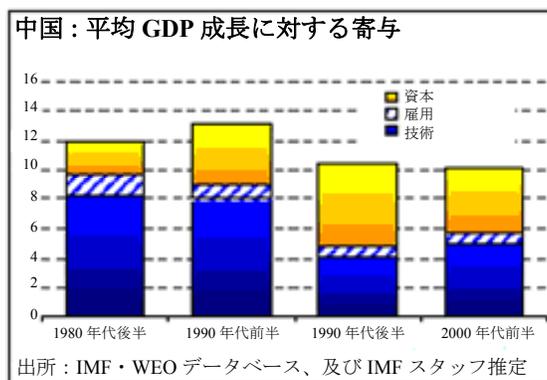
²³ 1992 年前の家計貯蓄については Kraay (2000) が検討しており、1983 年から 1995 年にかけて、GDP に対する家計貯蓄が着実に減少したことを明らかにした。総貯蓄を構成要素ごとに、すなわち家計、企業及び政府別に分類して、各規模を正確に把握することは難しいが、家計は GDP のおよそ 16~18% を貯蓄、企業は同 18~22%、政府は同 6~10% と推定される (Kuijs (2005) の推定と Chamon 及び Prasad (2005) の推定は概して近似している)。

しかし、実際には消費も大幅に伸びてきている点には留意すべきだ。1990年代初頭以来、実質消費は年平均8%で拡大してきた。それにもかかわらず、同時期のGDPの年平均成長率がおよそ10%とこれを上回ったため、消費の対GDP比率は約7%ポイント低下した。



ほとんどの場合、消費の対GDP比率の下落と可処分所得の対GDP比率の低下は同時に発生している。1990年代初頭以来、家計可処分所得の対GDP比率は10%ポイント低下した。1990年代後半にみられた家計可処分所得の対GDP比率の下落は、投資収益の減少が主要因だったが、それ以降は賃金の対GDP比率の低下も原因に加わった。投資収益の減少の主な要因は、家計貯蓄の主要な受け皿である銀行預金の低金利、及び企業利益の家計への移転が限定的だったこと（後述）を反映している。賃金は徐々に労働市場の状況を反映して決定されるようになったが、農業部門において過剰労働力が多数存在することから、急速には上昇できない状況が続いている。さらに近年、投資が急増した結果、生産の資本集約性が増大、純雇用創出が鈍化した。





驚くことに、企業利益の堅調な増加は、ほとんど家計に移転されない状態が続いている。これは概して、中国における企業の所有構造と配当政策が要因である。

- 過去 20 年間、中国の民間部門の占める割合が増加する一方、公的部門は株式上場と外国人投資家への売却を通じて、その所有権を徐々に希薄化させてきた。しかし、株式が広く個人に保有されているわけではない。近年、中国株式市場は数多くのスキャンダルにまみれて低迷している上に、過剰な非流通株の問題を抱えている²⁴。このため、有名な中国企業は国外の取引所に上場し、個人にとって株式投資はますます魅力を失っている。さらに、国内取引所に上場している企業でさえ通常は、多額の配当金という形で利益を分配することはない。その代わりに、こうして増え続ける多額の内部留保を、投資のための安価な資金源として保持されてきている。
- もちろん、個人株主層の薄さは中国特有の問題ではない。だが、株式保有が限定的な多くの国々では、機関投資家あるいは政府予算を通じて、配当金が間接的に移転する。ところが中国ではどちらの経路もうまく機能していない。第一に、機関投資家（例えば投資信託会社、ユニット型投資信託、年金基金など）はさほど活発でなく、個人が貯蓄を機関投資家に預けることはあまりない。第二に、多くの国では企業が法人税を納め、利益を生む国有企業が政府に配当金を支払っており、こうして政府に入った歳入が、家計への所得移転あるいは民間消費の代替となるサービスに使われるのに対し、中国ではこれらの歳入はいずれも大きくない。利益を生んでいる国有企業は、過去数年間の利益が多額にのぼり、しかも急増したにも関わらず、政府に配当金を支払っていない。また企業利益の対 GDP 比率が急増したにも関わらず、法人税は GDP の約 3%にとどまっている。同時に、家計に対する予算上の純移転は GDP の約 0.5%に過ぎない。

²⁴ 中国株式市場上場会社の株式のうち、約 3 分の 2 が最近まで非流通株だった。この問題をいかに解決するかは不明であり、特に非流通株がやがて市場に押し寄せかねないことに対する懸念から、近年は株価が下落し、市場参加が落ち込んでいた。政府は最近になり、これら非流通株を流通株に転換するプログラムを導入した。

結果として中国の家計及び消費は、国民所得の構成要素のうち最も急速に増加している企業利益、及び急増したと推定される企業の純資産いずれの伸びも反映していない²⁵。

中国の可処分所得の対 GDP 比率は低下したものの、他国と同程度である。一方、消費の対 GDP 比率は相対的に低い。しかし、このような国際比較を実施するには、国による制度上の相違を考慮した上で慎重に臨む必要がある。オーストラリア、カナダ、韓国など数カ国の個人可処分所得の対 GDP 比率はかなり低いものの、集計した国民経済計算データでは捉えられない制度上の違いが、原因になっていることがよくある。例えば、オーストラリア及びカナダの家計が所得税として政府に移転する額の対 GDP 比率は特に高い。その一方、家計は医療や教育など個人的に消費する相当額の公的財・サービスを支給されるが、これらは国民経済計算上の個人消費には含まれない。対照的に、中国では所得関連の税金は比較的低いものの、政府が支給する医療・教育サービスは減少しており、サンプル国の中では最も低い水準にある。このような制度上の相違を考慮すると、消費の対 GDP 比率における中国と他国の格差は、一段と大きくなるだろう。

各国：消費、2004年

(単位：表示がない場合は GDP 比率%)

	個人可処分所得	個人所得税 ¹	可処分所得に対する個人消費	個人消費	雇用者所得	医療・教育に対する政府消費 ²	調整消費 ³
米国	74	9	95	70	57	22	92
英国	66	10	98	65	56	13	78
オーストラリア	58	12	103	60	49	15	75
カナダ	58	12	96	56	50	16	72
韓国	54	3	95	51	44	14	65
アイルランド	49	...	91	44	40	12	56
フランス	62	8	90	56	52	16	72
ドイツ	66	9	88	57	51	16	74
イタリア	67	...	90	60	42	14	74
日本	59	8	96	57	51	12	69
インド	84	2	76	67
シンガポール	52	2	82	43
中国	60	1	69	41	56	3	44

出所：OECD（経済協力開発機構）、CEIC データ社、及び IMF 国別デスク

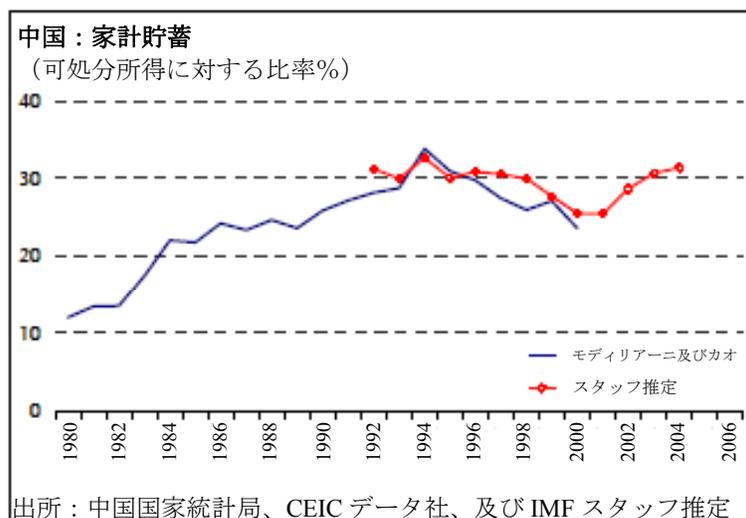
¹ 2003年の数字

² 2001年の数字

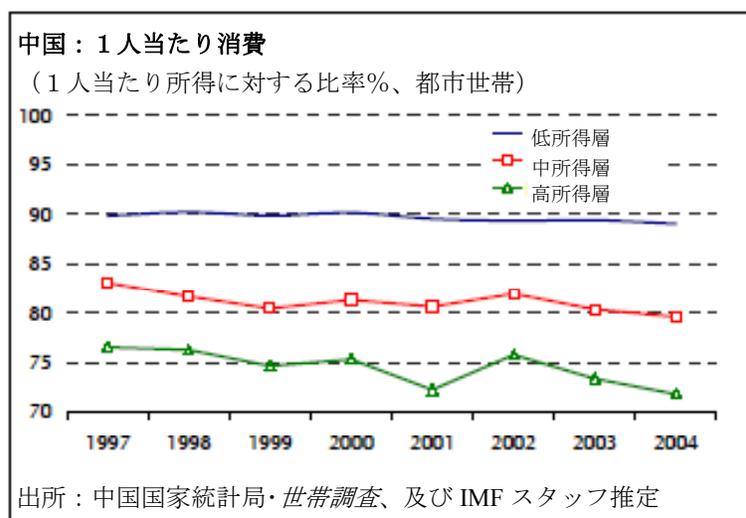
³ 個人消費及び医療・教育に対する政府消費の合計

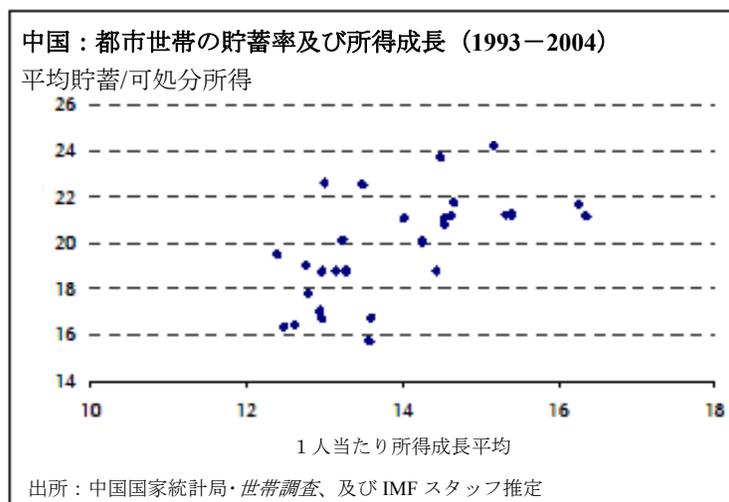
²⁵ 家計の富のもう一つの源泉は住宅資産だが、同資産はここ数年間、年平均5%と堅調な値上がりが続いている。住宅価格の上昇に伴って、富が増加したことから消費を増やす家計がある一方、流動性の制約から将来の住宅購入を見越して貯蓄を増やさざるを得ない家計もあろう。従って、好調な住宅市場が消費全体に及ぼす影響は明確ではない。

可処分所得の対 GDP 比率の減少にも関わらず、家計の貯蓄率は高い状態が持続している。可処分所得に占める貯蓄の割合は1980年が約12%で、その後10年間は着実に上昇した（モディリアーニ及びカオ）。1990年代に若干低下したものの、最近5年間は再び上昇し、現在は約30%と1990年代初頭の水準に戻った。

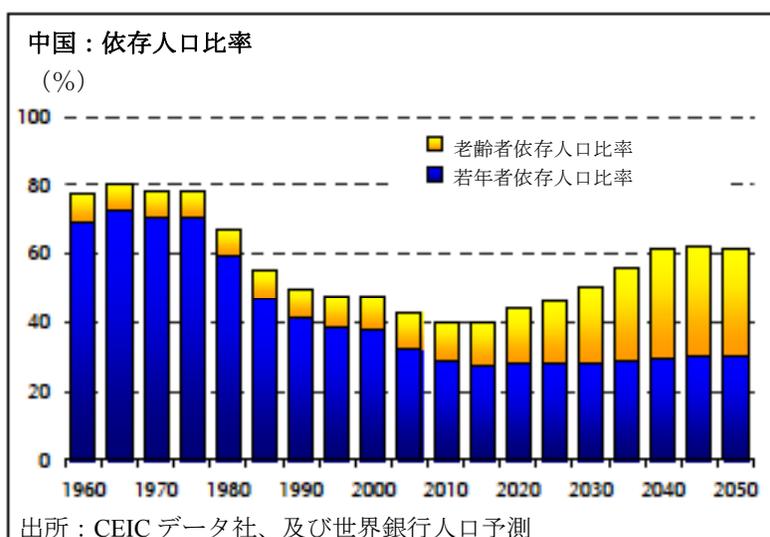


貯蓄率上昇は、最低生存水準所得の閾値を超える人口の比率が上昇したことが一因となっている可能性がある。可処分所得は GDP 成長率ほど伸びてこなかったが、家計所得は過去15年間に比べて増加した。この結果、最低生存水準所得の閾値を超える家計の比率が増加して、貯蓄率の上昇につながった。



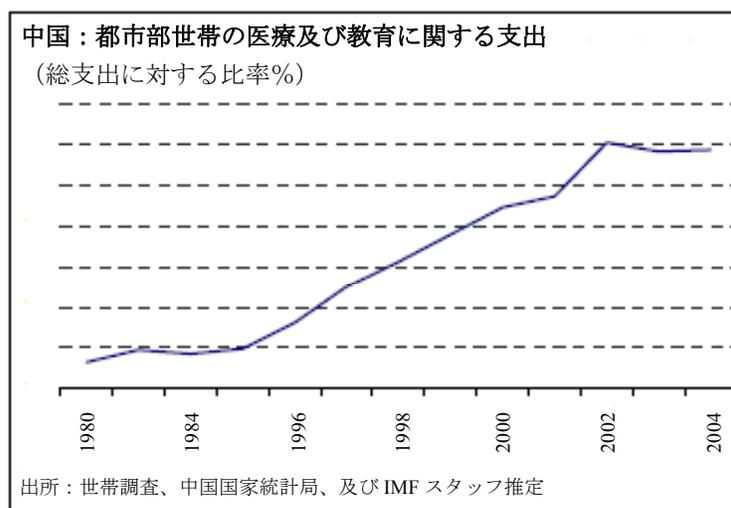


中国の人口変化も貯蓄率に影響を及ぼしてきた。1980年以降の中国の依存人口比率の低下は、貯蓄率を上昇させた重要な要素とみられた。さらに、中国の「一人っ子政策」などが原因となり将来、依存人口比率の上昇が見込まれることから、個人の資産蓄積が進んでいる。この背後にあるのは、大家族による高齢者支援という伝統的な援助形態が、次第に限られてきた現実である（モディリアーニ及びカオ）²⁶。しかし、2010年以降、依存人口比率が上昇し始めれば（国連人口基金）、総貯蓄率は減少する可能性がある。



²⁶ 「一人っ子政策」は農村部ではそれほど厳しく実施されていないものの、将来「2-4-1問題」を発生させる責任が問われている。大まかに言って、この問題は2人の就労者からなる世帯ごとに高齢両親4人と子1人を扶養する必要がでてくる事態に言及している。

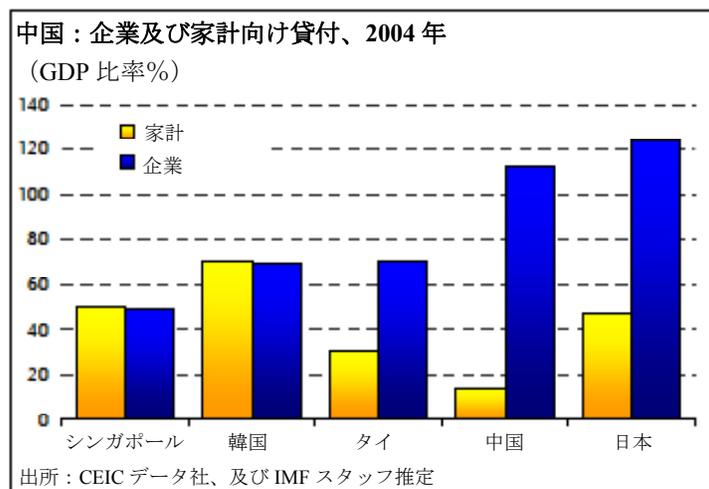
予備的動機による貯蓄も、中国の高い貯蓄率の一因になったとみられる。所得は過去25年間に驚くべき勢いで増加したものの、経済変化により不透明感が増大した。1990年代半ば以降、国有企業は徐々に、年金支給や医療・学校教育の提供などの社会的責任から解放されてきた。これらの責任は、地方及び中央政府に移転されたのである。貧困地方の多くにとって、これらのサービス提供は財政的に困難であることが明らかになった。実際、教育への政府支出はGDPのわずか2.3%程度と、アジア経済諸国のなかで最も低い。また医療への同支出はGDPの約0.5%と、さらに低い。従って医療及び教育費は、家計消費の構成要素のうちで最も急増している。これを受け、医療費総額に占める自己負担額の割合は、1978年の約20%から2002年には58%を超える水準に上昇した（中国国民厚生勘定報告書、2005年）。これらの分野への現在の支出増にも関わらず、退職後の生活、医療、及び子供の教育費への将来の不安が、家計の予備的貯蓄増加の一因となっている。定年に近づいている人々がこうした不安の影響を最も受けやすいとみられ、この年齢層の貯蓄率が比較的高い要因となっている（チャモン及びプラサド、2005年）。



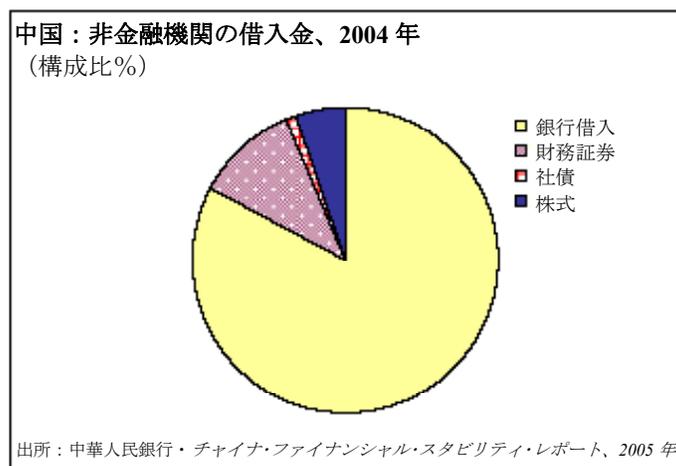
医療及び教育への公的支給が限定的であること以外に、内陸部の基礎的社会基盤が不十分なために、耐久財及びサービスへの需要拡大余地が狭められている。食料及び衣料が家計消費の大部分を占めるが、消費を増加させる主なけん引役は、耐久財及びサービスとみられる。だが耐久財及びサービスの需要は、電気、道路、通信、医療サービスなどの社会基盤の整備に左右される。中国はこれらの分野に大規模な投資を実施してきたが、裕福な沿海部と貧しい内陸部の社会基盤における地域間格差は依然として大きい。したがって人口の多くが、所得は相対的に低いとは言え、消費のうち最も急速に伸びる可能性のある財・サービスを利用する機会自体を欠いている。

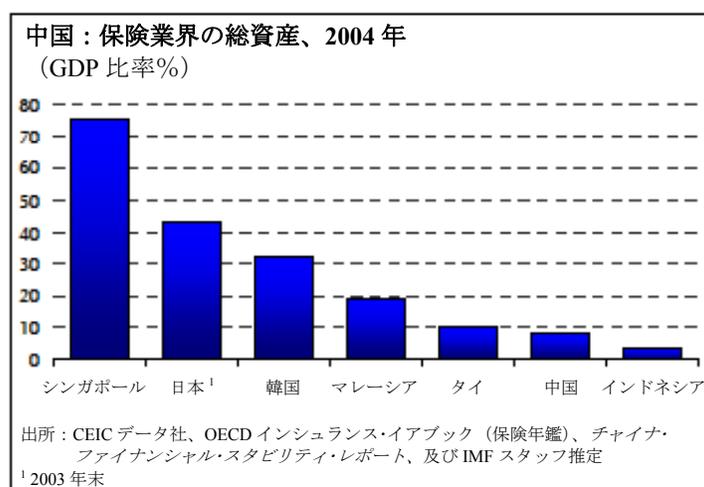
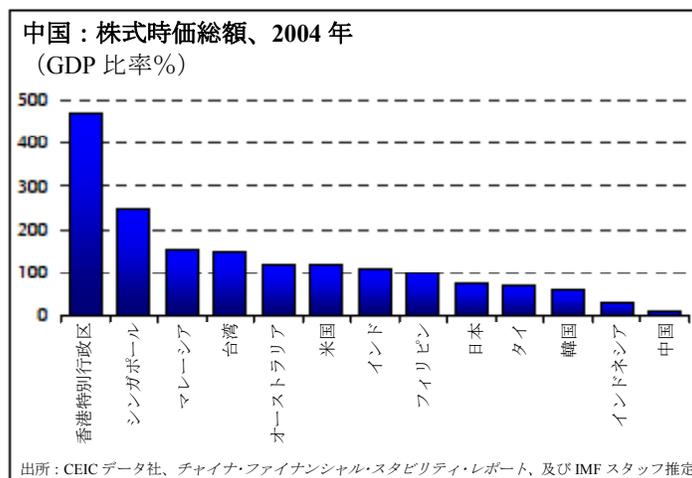
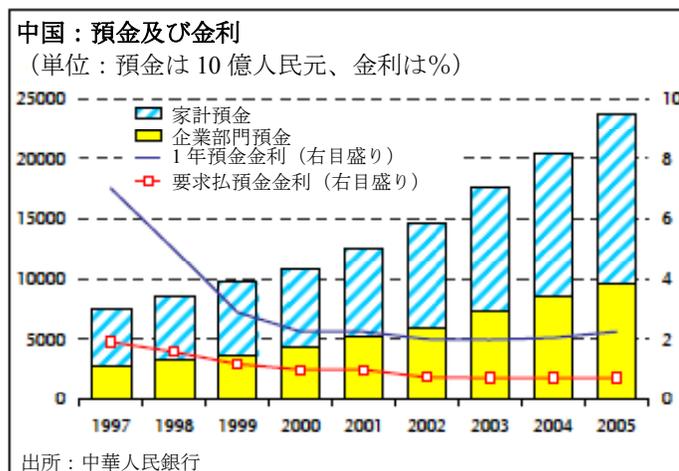
家計が個人向け融資あるいは事業融資を利用できる経路は極めて限られており、貯蓄の必要性が押し上げられている。これまでのところ銀行システムは個人向け融資ではごく小さな役割しか果たしておらず、個人向け融資の銀行融資総額に占める比率は14%と、他のアジア経済諸国の大半を下回っている。個人向け融資の規模が小さく対象範囲が狭いことから、家計には深刻な流動性制約が課せられてきた。その結果、耐久財や住宅といった大型商品の購入を決定する前に、家計

は貯蓄を余儀なくされる。これが若い世代の貯蓄率を高止まりさせる重要な要因となっている。その上、銀行融資は一般に、大企業と国有企業を取り込むのに積極的である一方、中小企業を敬遠してきた。これら中小企業の個人経営者は、銀行融資の代わりに、自身のあるいは家族の貯蓄を利用して、事業を拡大し運転資金を調達してきたのである。



未発達な資本市場も、消費率を低く抑えて貯蓄率を高く維持する一因である。家計金融資産の収益率は比較的低い。貯蓄及びリスク共同負担を目的とする金融商品はほとんどないに等しい。銀行が金融システムを取り仕切っており、銀行預金が年間金融貯蓄の4分の3近くを占め、家計貯蓄の主要な手段になっている。株式市場が比較的小規模なことと株主層の薄さに加えて、中国の保険市場も未成熟なため、労働所得や平均寿命に関連するリスクといった個々のリスクを共同負担・分散する機会が家計にほとんど提供されていない。このようなリスク共同負担の制度がないために、家計は、これらの市場が効率的に機能していた場合よりも多くの貯蓄を行ってきた。





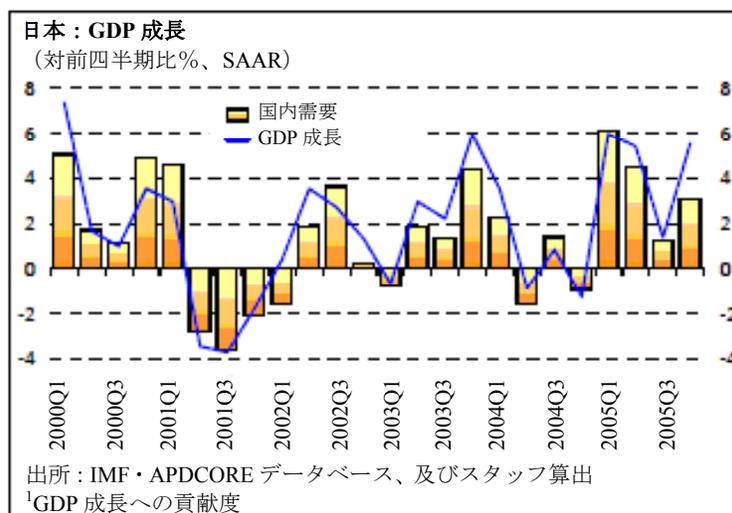
何がなされるべきか？

中国における消費及び貯蓄行動は、基本的な制度上及び構造上の要因を反映している。一時的に消費を促進するような短期的でその場しのぎの政策手段を模索するよりも、構造改革に焦点を当てて、消費の持続的増加の促進と中期的に均衡の取れた GDP 成長を目指すべきだ。

- マクロ経済政策の分野では、為替レートの柔軟性の強化が投資決定を改善するのに役立つ。また今近いうちに見込まれる通貨価値の上昇が、家計の購買力を押し上げて消費を増加させる可能性もあろう。ただし、農業部門など経済のいくつかの部門は雇用喪失の影響を受ける恐れもある。
- 財政政策は教育、医療、及び年金支給に関する不透明感を軽減するのに重要な役割を果たし、予備的貯蓄を大幅に下げて消費を増やすのに役立つとみられる。こうした改革には歳出の増額が必要となろう。さらに、家計が社会サービスの公的支給に確信を持てるようにするには、地方政府に十分な資金供与を保証することが重要となろう。
- 銀行セクターにおいては、家計に対する信用供与手段を拡大することにより、将来所得を見越した借入れを促し、異時点間の消費を平準化させることが可能となり、貯蓄率を引き下げるのに役立つとみられる。進行中の銀行セクター改革、特にリスク管理システム改善の実施も、銀行が中小企業の資金需要に応じることを支援し、次第に家計の貯蓄を減らすのにも貢献しよう。改革により、農民が時価で土地使用権を売却、またはそれを担保に借入れを行うこと、及び土地そのものを担保に借入れを行うことが可能になれば、農家の資金需要に応えるのに役立つとみられる。
- 上記の改革は、資本市場の一段の発展によって補完されるべきである。株式市場が活性化して個人の市場参加が増えれば、家計が金融資産を多様化させて企業の利益及び時価総額の上昇から恩恵を受け、消費を増加させることが可能になろう。さらに、保険商品が改善されれば、家計がリスクを共同負担して、過度に貯蓄することなく失業あるいは多額の医療費の出費などの逆境に対して自己防衛するのに役立つ。

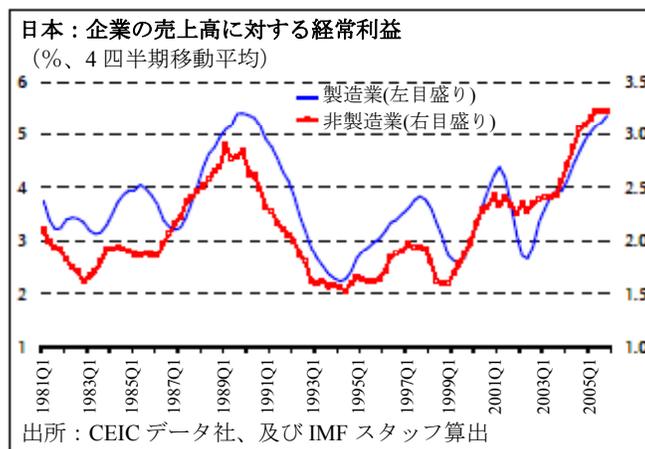
Box 1. 日本の再生

日本の景気回復はこの数四半期に、一層力強さと底固さを増した。2005年前半に経済は急速に拡大し、第3四半期に若干の減速を経て、第4四半期に再び急成長して2005年通期の成長は2.75%に達した。日本が潜在成長率を上回るのは3年連続であり、現在1.5%程度と目されている潜在成長率は上方修正される可能性が高い。成長が次第に広がりを増して国内需要の貢献度が2005年に大幅に上昇したことも、同様に見通しを明るくしている。

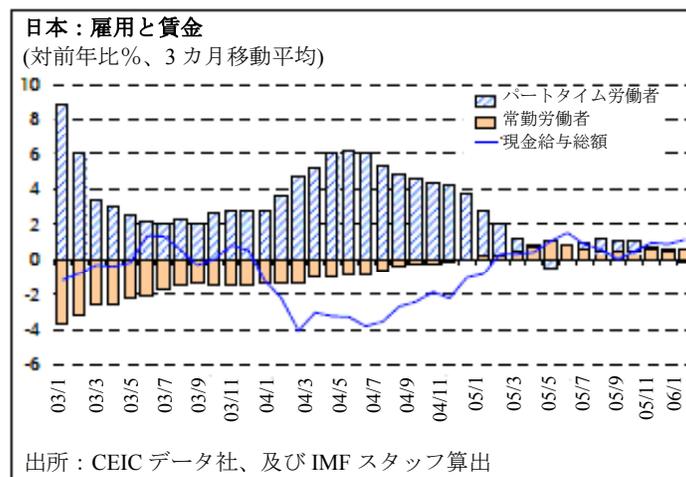


今回の回復の基盤は企業のリストラクチャリング改革である。製造企業は高コストで硬直した終身雇用制度を徐々に廃止し、さらにバブル時代に創出された余剰固定資産と過重債務に対処するために、長年にわたり投資支出を抑制してきた。同時に規制監督圧力が強まり、金融機関は不良債権処理に迫られた。結果として、全般的な利益率は1980年代終わりの水準にまで上昇し、これにより投資及び雇用の増強が可能になった。1月には、労働市場の好調さの指標として注目を集めている有効求人倍率が、13年ぶりに1倍に達した。さらに労働市場が沈滞から抜け出したため、賃金が上昇し始めており、この結果、家計所得が増加して個人消費の回復を後押ししている。

国内需要の回復に伴い、日本のデフレは弱まり始めた。2月のコア消費者物価指数（生鮮食品を除くがエネルギーを含むCPI）は前年同月比で0.5%増と、予想を若干上回る上昇となった。これは1998年以来最大の伸びであり、4カ月連続の上昇であった。特殊要因（電力、ガス、通信費、米、及び石油製品）を除外すると、同指数は前年同月比で0.1%上昇した。GDPデフレーターや個人消費支出デフレーターなど他の指数は、相変わらず低迷した。しかしデフレ終焉に向かう今回の進展は、日本銀行が3月中旬に量的緩和政策の解除を宣言するのに十分な根拠となった。



しかし、依然として大きな課題が残っている。財政再建は予想を超える速さで進行しており、日本の一般政府財政赤字は2004年の6.6%から2005年は5.8%に3年連続で減少したと推定される。この結果、政府は社会保障費を除くプライマリーバランス（基礎的財政収支）達成の目標期日を1年前倒しした。しかしながら、取り組むべき課題は依然として多い。景気回復と財政再建の進展にも関わらず、一般政府債務残高対GDP比は2003年から8%増加し、現在175%と先進諸国経済の中で相変わらず突出した数値になっている。さらに従属人口比率が急速に上昇している上に、日本の人口は既に減少し始めたことから、数十年後の財政状況は人口の高齢化による著しい負担を余儀なくされよう。



人口の高齢化は、さらに広い意味で経済見通しにとっての脅威となるため、生活水準の向上を確保するには生産性を一層高める必要がある。非製造部門（特に農業、卸、及び運輸）の生産性の伸びは依然として低い。当局は現在、これらの分野の構造改革計画を進めている。

Box 2. オーストラリア及びニュージーランド：進展及び見通し

オーストラリア

オーストラリアの成長は、主に国内需要の力強い伸びに牽引され、**昨年の2.5%から2006年は約3%に加速すると予想される**。原材料に対する中国の需要が伸びていることから、商品価格が高騰し、供給が追いつかない状況が発生したが、このボトルネックの緩和に企業が取り組んでいるため、設備投資は急速に拡大するとみられる。一方、民間消費は横ばい状態の住宅市場とガソリン価格の高騰が続く中、引き続き停滞するとみられる。

インフレは抑制されている。エネルギー価格の上昇と労働市場の改善により、物価に上昇圧力がかかっている。実際、現在の失業率は5%と、過去約30年のうちで最低水準にある。だが、インフレは昨年が2.75%、2006年もほぼ同じ水準に抑えられるとみられ、オーストラリア中央銀行の長期目標レンジ2~3%内に収まっている。このため、同中央銀行は2005年3月以来、静観の構えを続けている。

経常赤字は緩やかに縮小しているものの、有利な交易条件にも関わらず、当地域内では最大規模に留まっている。2006年の経常赤字は、交易条件の改善が進むことから、対GDP比で約0.5%減の5.5%前後になると予想される。だが輸出量の伸びは、生産能力の制約を受けて、昨年とほぼ同じ2.25%になる見込みである。

ニュージーランド

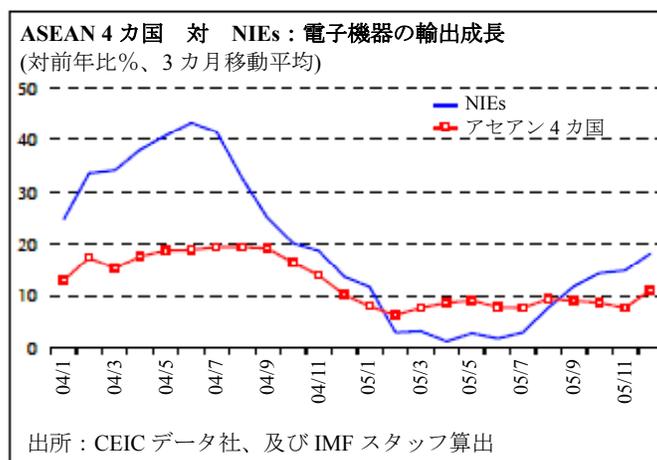
高い成長が数年続いた後、経済は鈍化している。2006年の成長は約1%に減速すると予想される。住宅ローン金利の上昇によって、すでに進行中の国内需要の減少がさらに進むうえ、今年の住宅投資は激減すると見込まれる。

石油価格及び住宅建設コストの上昇により、インフレは目標レンジの1~3%を若干上回っており、**2006年も同じ水準に留まると予想される**。しかし、最近のデータは需給圧力及びインフレ期待が緩和に向かっていることを示唆しており、ニュージーランド中央銀行が政策金利を、2004年初頭の水準よりも225ベースポイント高い現行の7.25%に維持することを可能にしている。

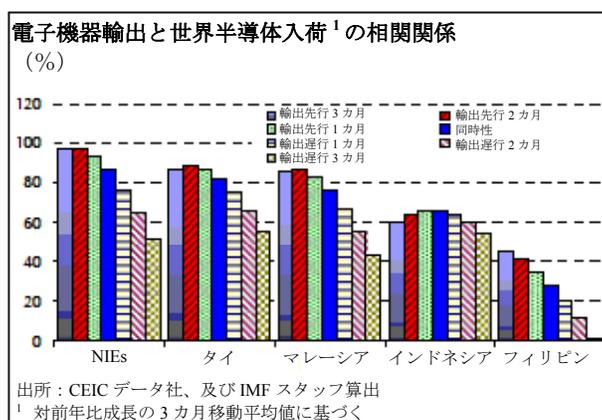
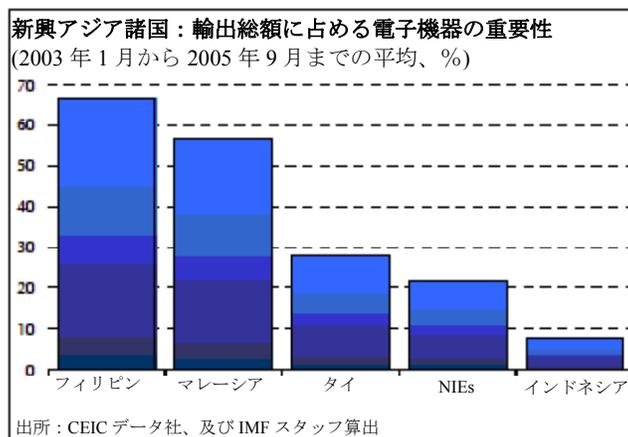
景気後退を示すデータの発表やグローバル・キャリートレードの終焉に対する懸念を受け、非常に高い水準にあったニュージーランドドルは、ここ数カ月で急落した。それに従い、経常赤字は、今年はGDPの9%に収まり、以後中期的に大幅に縮小するとみられる。

Box 3. ASEAN 4 カ国と電子機器サイクル

アジアの他の国々で電子機器の輸出が急増したにもかかわらず、ASEAN 4 カ国は電子機器サイクルにおける最近の好転に乗り遅れた。この遅滞はインドネシア及びフィリピンで特に顕著であり、両国の電子機器部門の競争力が低下しているのではないかという懸念が浮上している。電子機器が総輸出の3分の2以上を占めるフィリピンにとって、競争力の喪失は多大な影響をもたらす恐れがある。

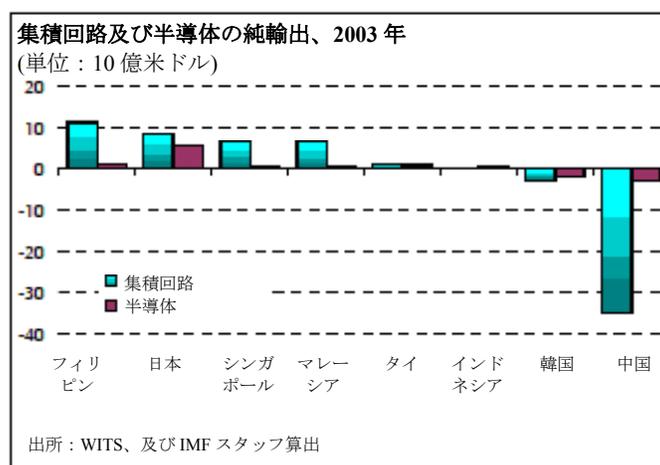
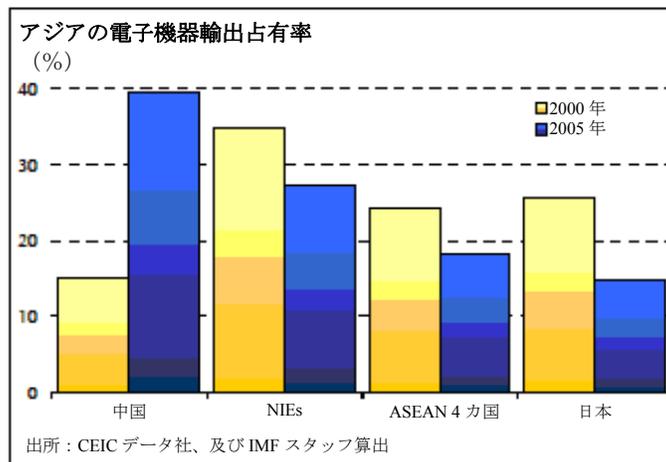


しかしながら、フィリピンの電子機器輸出は従来からグローバルな電子機器サイクルとの相関性が低く、インドネシアもフィリピンほどではないが似た状況にある。この理由として、両国の電子機器部門が中間投入品に偏重しているため、電子機器輸出がグローバルな電子機器サイクルに先行することが考えられる。フィリピンに関しては、この仮説を支持する統計上の証拠がいくらか存在する。つまりグローバルな電子機器サイクルに対して輸出の先行期間を長く取るほど、電子機器の輸出成長とグローバルな電子機器サイクルとの間の相関性が高まり、4 カ月先行の場合に相関性はピークに達するのである。インドネシアを含む残りの国々では、電子機器の輸出成長はグローバルなサイクルとの同時性がより強い。勿論、低い相関性は、両国の電子機器部門がアジアの他の国々とは異なる製品に特化しているため、輸出が違った製品分野の動向に左右されることも考えられよう。加えて、低い相関性は生産能力が新たに稼働あるいは閉鎖されることが原因とも考えられる。こうした生産能力の変動によって、輸出動向とグローバルな電子機器需要との間にずれが生じた可能性がある。上記の考察は、短期的な輸出実績に対する懸念は誇張され過ぎている可能性があるとする唆している。

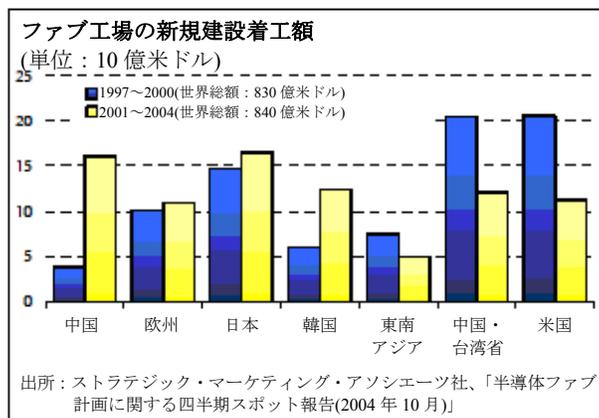


しかし中期的には、地域的及び技術的要因から ASEAN 4 カ国は課題に直面する可能性がある。地域レベルでは、中国からの電子機器の輸出が過去 10 年間に、他のアジア諸国からシェアを奪って急成長した。半導体及び集積回路の設計・製造など付加価値が一段と高い作業は、現在も中国以外の国々で行われているものの、アジアの電子機器製品の最終組み立て地として中国が台頭したことが電子機器輸出急成長の背景となっている。実際、このシフトによって中国への部品輸出が急増したため、ASEAN 4 カ国は過去数年にわたり恩恵を受けてきた。だが中期的には、中国内で製造プロセスの川上への統合が進むことは ASEAN 4 カ国にとって脅威である。このシフトは現に進行しており、新たな生産能力増強投資は既に東南アジアに向かわなくなっている。中国の新規ファブ工場²⁷への投資が 1997～2000 年の 40 億ドルから、2001～2004 年は 160 億ドルに急増した一方で、東南アジアへの投資は 50 億ドルに落ち込み、さらに中国・台湾省及び米国では一段と厳しい減少が生じた。最近のデータになるほど、この点が明白になる傾向がある。2004 年には、総額 313 億ドルにのぼる 29 の新規ファブ工場の建設が発表された。金額で見ると、これらの建設の大部分は日本が占め (85 億ドル)、中国 (63 億ドル) がこれに続き、東南アジアは大きく引き離された最下位 (1 億ドル) であった。

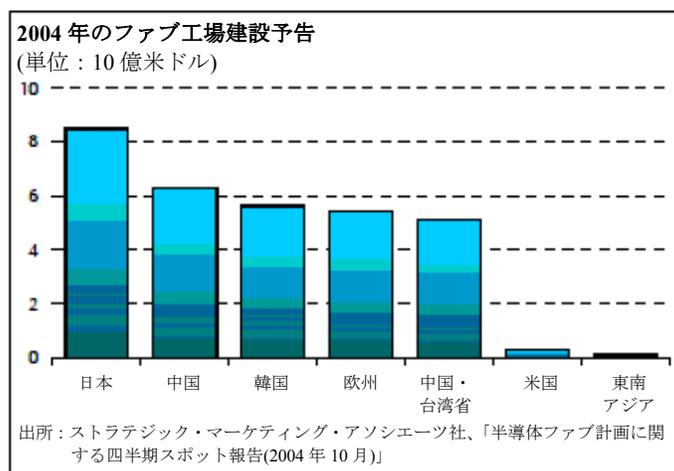
²⁷ ファブ工場は集積回路及び半導体を製造する。

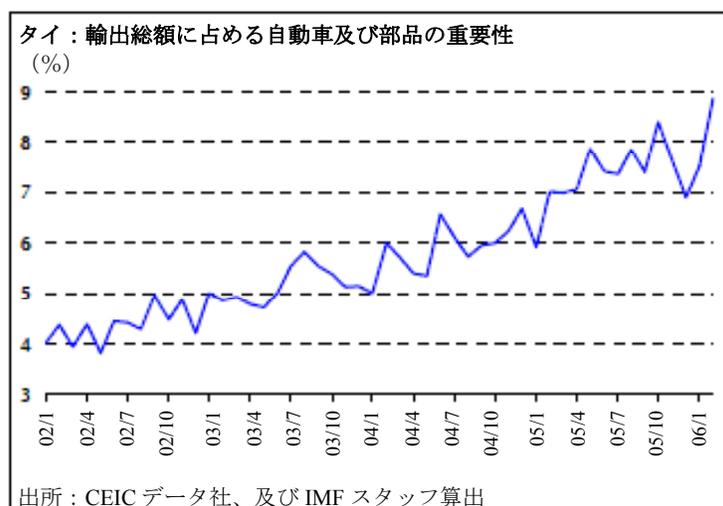


この地域的要因は、急速に進む技術革新によって深刻化している。例えば ASEAN 4 カ国の電子機器部門は、中期的にはフラッシュメモリに次第に取って代わられる可能性の高いハードドライブの製造に偏重している傾向がある。実際、アップル社は先日、ハードドライブの代わりにフラッシュメモリを最新世代のアイポッド (iPod) に搭載することを決定した。このシフトで恩恵を受けるのは主に日本、韓国、中国・台湾省及び米国である。フラッシュメモリの生産能力が一段と拡大するにつれて、ハードドライブは次第に、市場成長ははるかに遅いサーバーなどの成熟製品向けのみとなる可能性がある。



中期的には、各国が比較優位を強化して、こうした課題に対応することが可能であろう。タイはハードドライブの主要生産国であり、同製品に対する需要の衰退に直面する可能性がある。だが自動車部門が台頭して、主に ASEAN の他の国々向けに日本車を製造しており、同国はその恩恵を受けるとみられる。一方、マレーシアの競争力は、インフラの良さから配送時間が比較的に短いことにある。だが中国のインフラ整備が進むにつれて、この優位性は徐々に失われる可能性がある。インドネシアは安い賃金コストの恩恵を受けているが、アジア危機以来、輸出部門への投資が停滞していることが、長期的な構造問題につながる可能性がある。最後に、フィリピンは英語を話す労働力の恩恵を受けているが、投資は低迷しており、電子機器の多国籍企業3社は昨年、製造拠点をアジア地域の他の国へ移す計画を発表した。各国は競争優位性の強化に努めるべきであるが、地方では不十分な知的所有権保護や、深刻化する熟練労働者不足から高騰する費用、不安定な電力供給など中国投資の障害となる諸問題から、アジア地域全体が反射的に恩恵を受ける可能性もある。

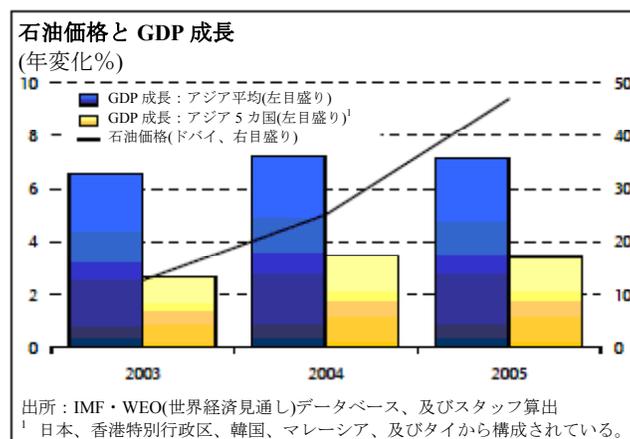




Box 4. 石油が成長に与える影響

石油価格が2004～2005年に高騰したのに伴い、アジアの成長に対する影響を懸念する声が高まった。こうした懸念は様々な点に起因している。第1にアジア各国経済は、製造部門が大きいために、とりわけエネルギー集約型である。しかもこのエネルギーを入手するために、ほとんどの国は輸入石油に依存している(ただしマレーシアとインドネシアは顕著な例外である)。したがって、2004年に実施されたシミュレーションでは、石油価格ショックが起きると、実質所得及びGDPに多大な影響が出ると予想された。例えばIMFスタッフの推定では、値上がりからの直接影響だけでも、石油価格が1バレル当たり10ドル上昇するたびに、アジアのGDP成長は0.75%下落するとみられる。石油価格は1バレル当たり約30ドル上昇したため、影響はこの3倍に膨らんでもおかしくなかった。

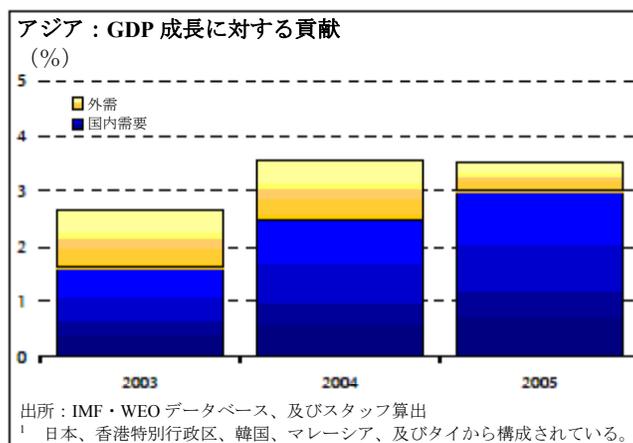
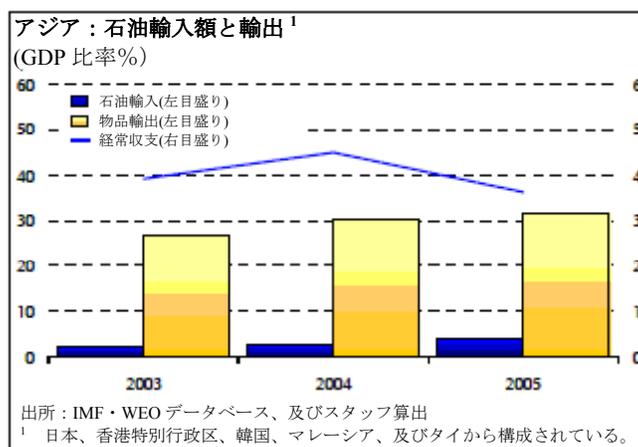
しかし実際には、石油価格の上昇はアジア地域の成長にそれほど大きな打撃をもたらさなかったように見られる。むしろ、新興アジア諸国では2004～2005年の成長が約7%と2003年を若干上回った。この並外れた実績から次のような疑問が生まれる：影響が一見したところこれほどまでに小さかったのはなぜだろうか？これを解明するために、ここではアジア5カ国の経済——日本、香港特別行政区、韓国、タイ、及びマレーシア——に焦点を当てて考察する。



原理的には、石油の高値は2つの主要経路を通じて経済活動に影響をもたらす。需要面では、石油価格の上昇によって家計の実質所得が下がり、消費が削減される。供給面では、石油価格の上昇によって生産コストが上がり、企業を産出量削減に向かわせる。

先ず需給面をみると、石油輸入金額は確かに5カ国すべてで増加した。だがコストの増加は予想ほど大きくなかった。実際、輸入業者がかなりの額の石油を長期契約で確保していた上に、金融派生商品(デリバティブ)を使って他の供給品をヘッジしていたため、実際の輸入価格の上昇は、国際価格上昇のおよそ半分に収まった。これに加えて、価格の上昇によってエネルギー消費が抑制され、2004年及び2005年の輸入量は減少した。結果として、対GDP比でみた石油輸入の2002年からの増加は1.5%に抑えられ、2005年のコストは平均してGDPのほぼ4%となった。

さらに、国内燃料価格が輸入コストほど上昇しなかったため、家計所得への影響は限定された。2003年末から2005年末までに、上記5カ国経済の国内価格は平均35%の上昇にとどまった。一つには、現地通貨がドルに対しておおむね上昇したためであり、韓国ではこの点が特に重要な要因になっている。だが最も重要な要因は、原油コストが石油製品の小売価格に占める割合が比較的小さいことである。日本、香港特别行政区、及び韓国ではこの割合は3分の1に満たない（残りは税金、精製及び流通コストである）。またマレーシアでは、価格転嫁は政府管理価格によって制限された。



さらに、これらの価格上昇が総合消費者物価指数に与えた影響は比較的小さかった。石油製品が消費者物価指数に占める割合は平均3%に過ぎず、たとえ電力、運輸など関連分野を含めても、この比重は約10%に過ぎない。実際問題としては、消費者物価指数内で格段と大きな比重を占める食品価格がアジア全域で下落して、エネルギー価格上昇を相殺した点大きい。この結果、2004～2005年の平均インフレ率は、2003年に比べ上昇したものの、およそ1%にとどまった。

一方、家計所得は世界経済成長及びグローバルな電子機器サイクルの恩恵を享受した。2003年から2005年までに、上記5カ国経済の輸出は4.5%増加し、対GDP比で見ると31.5%になり、石油輸入の増加をはるかに上回る伸びを示した。結果として、2004～2005年の平均家計所得は約10%

増と2003年を上回る増加となった。平均インフレが微少なため、実質所得の増加額は名目と近似しており、消費を支える要因になった。同時に、堅調な輸出は投資も促進し、この面でも国内需要にさらなる貢献をした。

最後に供給面をみると、対外部門の好調は、企業が産出量の削減あるいは価格上昇分を消費者に転嫁することなく、燃料費を吸収する助けになった。

Box 5. 活況を呈す消費者金融：このブームは問題か？

アジアではここ数年で消費者信用が急増し、2001年以降の伸びは40%に達した。この重要な発展を促したのは、需給両面における変化である。供給面では、流動性は潤沢であるものの、史上最低水準の設備投資率と併せたレバレッジ（てこの作用）解消によって、資金に対する企業需要が低迷を続ける環境下で、貸付業者は資金運用を伸ばすための新たな貸付先として個人に目を向けるようになった。一方、需要面では、個人所得の伸び、金融セクター改革、及び個人と農村に対する融資を支援する政府の政策により、従来は銀行の取引対象にならなかった一般世帯が正規の取引対象となった。その結果、拡大した個人向け融資は銀行の利益率を回復させ、不良債権比率を削減する助けになってきた。だが規制当局には、新たなリスクと課題がもたらされたことになる。

新興アジア諸国：個人向け与信の伸び
(年変化%)

	2001	2002	2003	2004	2005
香港特別行政区	2.9	-1.5	-4.1	1.0	2.0
韓国	28.0	28.5	1.9	6.1	9.9
シンガポール	9.8	4.1	17.4	7.7	3.3
中国・台湾省	-0.6	4.0	11.9	18.0	12.8
中国	63.9	52.8	47.3	26.3	10.3
インドネシア	36.3	35.7	33.8	37.8	27.9
マレーシア	14.5	23.3	11.8	20.7	15.2
タイ	7.5	7.9	20.9	14.7	19.7

出所：CEIC データ社、及び IMF・アジア太平洋局（APD）国別デスク

住宅ローン及びクレジットカード貸付の両分野で、個人向け融資は増加している。アジア地域の数カ国では住宅ローン市場が上昇基調にあり、建設業の回復及び住宅価格上昇の一因になっている。極めて小さな市場規模から開始したケースが多いものの、無担保クレジットカード債務も急増し、一部はインフォーマルな金融に取って代わりつつある。

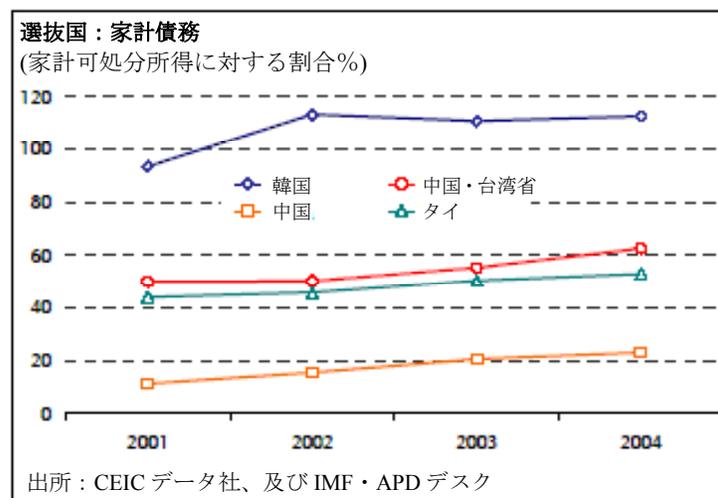
アジアの数カ国では、個人向け融資が増加したために銀行の資産構成が著しく変化した。対家計貸付の堅調な実績は、しばしば企業向け融資の停滞あるいは減少を背景に発生した。この結果、民間部門に対する融資総額に占める対家計融資の割合が大幅に増加しており、当地域の数カ国ではこの構成比が50%に近づいている。しかしながら、企業融資も好調なため個人向け融資の構成比が上昇しなかった中国のような国々でも、活況を呈する個人向け融資の結果、対家計の借入金依存率は著しく上昇した。

新興アジア諸国：一般世帯融資
(民間部門融資総額に対する割合%)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
香港特別行政区	38.0	38.5	40.5	41.5	41.0	39.9	38.4
韓国 ¹	55.8	58.4	65.6	69.9	65.4	68.5	69.3
シンガポール	38.6	41.1	42.6	44.9	49.5	51.1	51.6
中国・台湾省	34.6	35.7	37.7	39.8	41.6	43.4	44.7
中国	1.5	4.3	6.2	8.1	9.9	11.2	11.3
インドネシア	21.5	25.9	31.9	36.7	40.5	44.3	45.5
マレーシア	22.9	23.7	26.0	29.9	31.6	31.0	30.4
フィリピン	15.1	14.2	14.4	14.3	13.9	16.0	16.5
タイ	23.3	31.8	38.2	35.3	40.0	43.5	48.1

出所：CEIC データ社、及び IMF・APD 国別デスク
¹ 2005年9月

所得に対する家計債務の比率は上昇したものの、韓国やシンガポールのような少数の例を除き、この比率は依然として先進諸国経済の水準を大きく下回っている。加えて、家計債務の50%以上を占めることの多い住宅ローンは通常、債務不履行率が極めて低い。しかし、市場の大部分でいまだ「借入文化」が充分浸透していないため、借り過ぎの一般世帯を生んだ可能性がある。また借入依存はショックを増幅するため、増加した家計債務はリスクを伴っている。例えば、グローバルな金利サイクルの上昇は、利子負担増加をもたらすため、消費及び資産価格にとって脅威となる可能性がある。



家計債務と信用力に関する情報の共有体制があまりに限定的であるため、急速な信用増加に伴うリスクが深刻化している。活況を呈する融資に加えて、従来は銀行の取引対象とならなかった分野へ取引対象を拡大したことは、健全性リスクの増加と関連している。銀行は中期的に戦略市場とみなした分野²⁸でシェア争いを繰り広げるために、融資基準を緩めた可能性がある。同時に、銀

²⁸ デル・アリシア及びマルケス、「貸付ブームと貸付基準(原題は“Lending Booms and Lending Standards”)」、近刊の

行は借り手と同様に自らも経験に乏しい商品に対する多数の申し込みを十分適切に処理出来なかった可能性もある。十分に確立された信用調査機関がないことも、こうした危険を深刻化させている。加えて、いまだ融資総額のごくわずかを占めるに過ぎないものの、アジアの大半の国ではクレジットカードローンが少数の金融機関に集中していることが多々あり、これらの機関は資金調達をインターバンク市場及びホールセール市場（大企業・金融法人向け市場）に頼っている。したがって、同ローンは金融システム全体と関連性を持つ可能性がある。

韓国の経験がこれらのリスクを立証する。韓国のクレジットカード業界は1999年から2002年にかけて急成長した。この間に稼動カード数は2倍を超す伸びとなり、大人1人あたり平均4枚のカードを持つ計算になる1億枚を超えた。銀行とクレジットカード会社間の情報共有が不十分であったため、借り手は複数のカードを保有し、返済を別の業者からの借入で賄う「飛ばし」を繰り返すことができた。このような過剰な貸付増の結果は、多数の一般世帯による債務不履行（経済活動人口の約17%）となり、最大手のLGカードを含めた数社のクレジットカード会社が資金難に追い込まれたことだった。その後の個人貸付に対する引き締めによって、韓国経済は景気後退に入った。

深刻さは比較的微小ながらも、中国・台湾省も同様な問題に直面している。中国・台湾省では、無担保個人ローンが2000～2005年に平均年率で約20%増加した。クレジットカードローンとキャッシュカードローン——銀行が提供する金融商品の従来の顧客対象よりも信用力の低い層を対象に販促されることが多い——などが、無担保個人ローン拡大の主な牽引役となり、大人1人あたりのクレジットカード保有数は1992年の0.1枚から2005年は2.8枚に増加した。しかし個人ローンが拡大するにつれて、不良債権も増加した。クレジット、キャッシュ両カードローンの年間における平均貸し倒れ償却比率は2004年の約5%から2005年11月には約13%に上昇し、現在ほとんどの貸し手がカード貸付で損を出していることを示唆している。これを受け、金融当局はクレジット業界の健全性基準を厳格化した。例えば債務不履行比率が3%を超えると行政処分が科され、同比率が8%を超えると新規カード発行が凍結されることになった。（実際、貸し倒れ償却の増加は、当局に課された規制基準値よりも債務不履行残高比率を低く抑えようとする銀行の意図を反映している面がある。）これに加え、借り手情報の伝達も改善された。

上記のような問題にも対応して、監督当局は一段と厳しい与信基準及び個人貸付に対する規制制限を課した。マレーシア、シンガポール及びタイでは、所得を基にした適格基準とクレジットカード残高制限が導入された。中国、韓国、香港特別行政区や中国・台湾省などの経済諸国は、信用調査機関を導入あるいは見直すことで、家計債務及び信用力に関する情報の報告・共有を改善する方策を執った。住宅貸付のローン資産価値比率にも制限が課され、これらの措置が、金融引き締め政策への移行と相まって、家計貸付の拡大抑制にある程度の成功を収めている。しかしながら、アジアの大半の国では上記のような融資が依然として2桁台の成長率で増加しているため、引き続き警戒する必要がある。

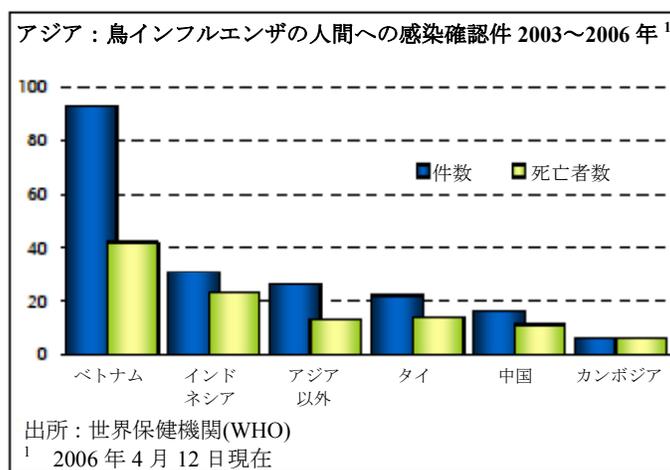
新興アジア諸国：クレジットカード債務の伸び
(年変化%)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
香港特別行政区	30.2	12.8	-6.3	-3.7	5.0	19.4
韓国	78.5	122.9	35.0	-44.9	-28.5	-10.9
シンガポール	25.8	21.8	15.5	4.4	3.0	7.0
中国・台湾省	11.1	7.5	19.2	31.4	15.4	2.7
マレーシア	36.8	17.9	22.0	12.1	17.2	18.3
タイ	-3.5	26.3	76.8	30.1	25.6	21.1

出所：CEIC データ社

Box 6. 鳥インフルエンザへの対処

鳥インフルエンザの第3次流行が2003年終わりから2004年初めにかけて始まり、今なお続いている。人間への感染が増加し、アジアを越えてアフリカ、中東、さらにヨーロッパにまで拡大している。第3次流行が始まってから、アジアだけでも160人を超える犠牲者が出ており、その半数以上が死亡した。また鳥インフルエンザが東南アジア全域に与えた経済的影響は既に100億ドルを超えた。ウィルスが人から人への感染型に変異すれば、数百万の命が脅威にさらされる可能性がある。流行のタイミングや深刻さを正確に予測することは不可能だが、科学界の考えでは、人々間の流行のリスクは高く、膨大な数の死者が出て、アジアさらには世界中の保健、社会、及び経済システムの負担になる可能性がある²。



マクロ経済混乱への対応

2003年にアジアで発生した重症急性呼吸器症候群（SARS）の経験を踏まえると、国際的で突発的な健康への脅威が、今日の世界経済にいかにか打撃となりうるかが浮き彫りになる。SARSに見舞われた諸国経済では、旅行者数が20～70%急減し、小売成長率は2003年第2四半期に5～10%低下した。ただし一旦SARSが沈静化すると経済は急速に回復した。全般的にみるとアジア地域でのSARSによる一時的な経済影響はGDPの0.6%だったと推定されるが、国別では韓国の0.2%から香港特別行政区の1.8%までばらつきがある。これらの数値は決して低くないが、鳥インフルエンザ流行による潜在的影響とは比較にならない。SARSは世界全体で約8,000人に感染して800人が死亡したが、鳥インフルエンザの死者は百万人単位にのぼり、より広範な地域に拡大する可能性がある。

² 前世紀の流行病の記録を基に、世界保健機関は200万人から700万人が死亡する可能性があるかと推定する。一方、これよりもはるかに多い1億を超える死者が出るとの推定もある。

鳥インフルエンザの流行が財政に大きな影響を与える可能性がある。病気の発生・伝染を予防し、さらに流行した場合はそれに対処するための公衆衛生対策は、即時に政府予算への負担になるとみられる。専門家の推定では、アジアで効果的な監視・予防対策システムを確立するには2億5,000万ドルから5億ドルの費用がかかるとみられるが、その恩恵に比べれば取るに足りない金額である。だが総合救済策となると、それよりかなり多くの費用が必要となる。SARSの発生を受け、著しい打撃を受けたセクターに対しGDPの約1%に相当する資金援助を提供した国々もあった。短期的費用の他に、長期的投資による養鶏部門の再編、農村部の保健・その他のインフラ強化、ワクチンの研究及び培養の拡大、危機管理能力の向上が、中期的にはさらに財政を圧迫する可能性がある。先進国では予算的に対処可能だが、当地域の低所得国では支障を来す可能性がある。1月に北京で開催された国際会議で、援助国は、必要とされる外部からの支援を確保するため、国、地域及び世界の各レベルで鳥インフルエンザに取り組むための資金19億ドルの拠出を公約した。

鳥インフルエンザ流行の暁には、拡張的なマクロ経済政策が適切となろう。状況は国によって著しく異なるだろうが、国内需要に対する影響が大きくなる可能性とショックは比較的短くてすむこと（ただしSARSよりは長いとみられる）から、鳥インフルエンザによるマクロ経済への影響を和らげるには、財政及び金融政策の緩和が有用であろう。特定製品（例えば鶏肉の代用食品や、医薬品）の価格は上昇する可能性があるものの、鳥インフルエンザが流行すれば、観光、小売、ホテル、レストランなどのサービスに対する個人需要の減少が予想され、全般的な価格水準は短期的に下落するとみられる。疾病流行の結果、各国で著しい資本流出が起きれば、政策運営は一段と複雑化しよう。この場合、各国は外貨準備金を引き当てるか、外部からの支援を確保する必要があるかもしれない。

金融セクターの混乱

鳥インフルエンザの流行は、金融システムの機能不全を引き起こす可能性がある。現金引き出しの増加や問題が表面化する前の借入需要に加えて、主要職員の長期欠勤によって、小切手処理や証券決済が機能不全になるなど、決済システムが深刻な混乱に陥る可能性がある。したがって、これらの混乱を最小限にとどめるために、危機管理計画を作成することが重要になる。計画の重要要素としては、①手持ち現金を蓄積、②中央銀行からの特別借入枠を設定し、銀行間での流動性の融通を促す仕組みの策定、③主要職員の勤務及びバックアップ体制を確保、④緊急決済システムを構築、などが挙げられる。流行が予想よりも長引く場合には、窓口金融サービスに対する代替案が必要となる可能性がある。

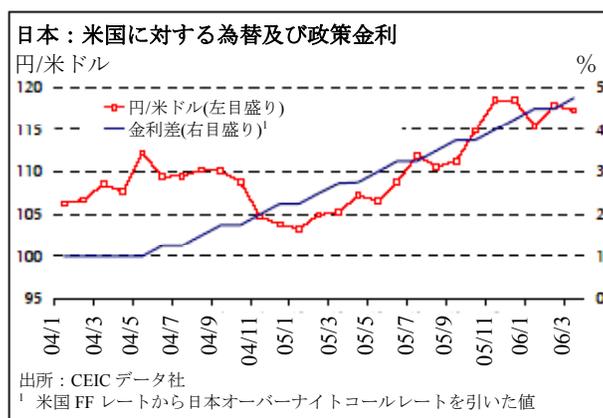
アジアではどの程度金融セクターの準備が進んでいるのか？アジアの殆どの国の金融当局及び金融機関は、上記で指摘したいくつかの点を含む業務継続計画を作成済みだ。しかしながら、これらの計画の大部分は一般的な緊急事態を対象としているため、鳥インフルエンザという特殊性を考慮に入れた改正が必要となろう。これとは対照的に、鳥インフルエンザに限定した計画を作成済みの国や地域も、香港特別行政区、シンガポール、ベトナムなど少数ながら存在する。ただ

し、ベトナムの計画は、医療及び農業セクターで執るべき措置に焦点を絞っている。

IMFは、中央銀行及び金融当局者に鳥インフルエンザ流行に対処するための適切な危機管理計画を策定することを、自らに加え民間金融機関にも徹底するよう奨励している。 IMFは情報を普及させ、準備体制について国家当局と協議し、当局者向けに情報共有のための地域セミナーを開催することによって、意識の啓発を行っている。

Box 7. 日本の量的緩和解除——新興アジア諸国の円キャリートレードに対する影響

ここ何年かの間、日本と米国の金融政策の方向性の違いから、円キャリートレードが相当程度拡大した。日本ではデフレを終焉させるために、過去数年にわたり短期金利がゼロに近い極めて緩和的な金融政策が続いた。これに対し、米国のFFレートは、引き締め策が始まった2004年5月以来、375ベーシスポイント（3.75%）引き上げられた。広がる金利スプレッドによって、外国人投資家が円で借りて新興アジア諸国などの高利回り通貨に投資する円キャリートレードが活発になった²。また日本人投資家も活発に「売り出し債」³などの外債を購入するようになり、結果として円安が進み、特に良好な国際金融環境と新興市場債券及びその他の高利回り資産のスプレッド低下と相まって、円キャリートレードの収益性が一段と高くなった。



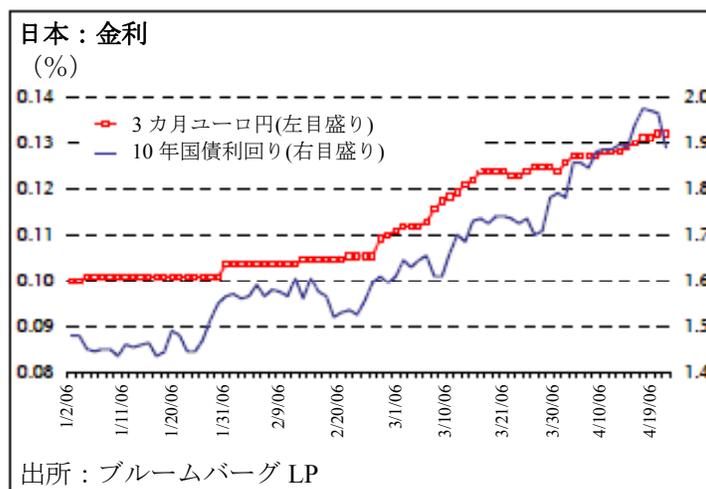
日本銀行（以下、日銀）は2006年3月9日、量的金融緩和の解除を発表した。今回の決定に至ったのは、解除に必要な条件、すなわちコア消費者物価指数の前年比が安定的にプラスで推移し、さらにこの傾向が今後も続くことが見込まれるという条件が満たされたと日銀が判断したためである。これにより市中銀行から預けられる日銀当座預金の余剰資金分は短期的なオペレーションを通じて削減されることになり、中央銀行の金融政策は無担保コールレート翌日物（オーバーナイト・コールレート）を目標とする枠組みに移行しよう。なお日銀は、同金利が当面ゼロ近くにとどまり、その後は景気の進展を踏まえて次第に上昇するとみている。

日本の量的緩和解除が、金融市場に大きく影響することはないとみられる。量的緩和の解除によって、円キャリートレードの根本的条件が実質的に変わることはないだろう。なぜなら、流動性の減少によって影響を受けるのは日銀当座預金の余剰資金分だけであり、さらに日銀が当面、短期金利をゼロ近くに維持すると公約しているため、米国との金利スプレッドがすぐに縮小することはないとみられるからだ。また日銀は長期国債の買入を継続する意向を示しているため、長期金利の上昇も抑えられそうだ。その上、日銀の首尾一貫した情報伝達によって、今回の政策措置

² データ入手が困難な海外銀行や店頭派生商品がしばしば絡むため、円キャリートレードの規模を正確に推定することは難しいが、民間の推定では1,000億ドルにのぼる可能性を示唆するものもある。

³ 売り出し債は、外国の発行体が日本の個人投資家向けに外貨建てで発行する債券である。2005年の発行総額は3兆円を超えた。高利回りゆえに、オーストラリアドル及びニュージーランドドルが主要な発行通貨になっている。

はおおむね市場に織り込まれていた。実際、量的緩和政策の解除を発表した日以降、円相場はそれほど動いておらず、長短金利の上昇は限定されたものとなっている。

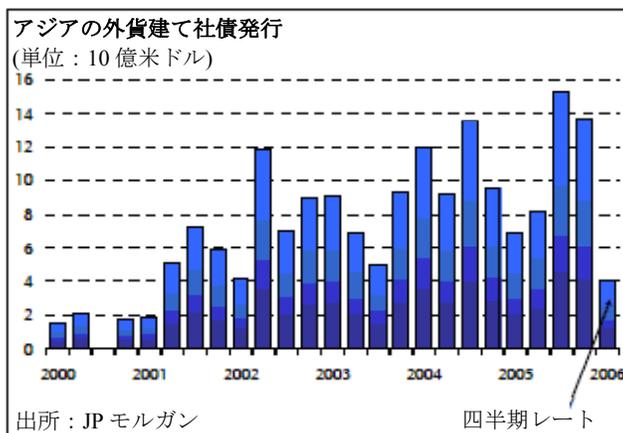


しかしながら、グローバルな金融状況が変化すれば、円キャリートレードが幾分無秩序に巻き戻される可能性は依然としてある。円キャリートレードが魅力的な取引なのは、現在の良好な国際金融環境と、対円を中心とする米ドル高によるところが大きい。しかしながら、米国の金融引き締めが早期に解除される場合、あるいは新興市場スプレッドの拡大により起こり得るドル/円為替レート予想の変化が円キャリートレードの魅力に影響を及ぼし、金融市場が幾分調整し不安定になる可能性がある。そのような状況が実際、1998年に発生した。当時はロシア危機後のドル安及び新興市場スプレッドの上昇をきっかけとして、円キャリートレードが突然巻き戻したため金融市場の変動が増して、円高ドル安をさらに推し進め、リスク回避の高まりをさらに助長したのである。最近、米国では長期金利が金融引き締め策を開始して以来の最高水準に上昇するしており、それによって新興市場が受ける影響と共に、注意を促す根拠となる可能性がある。

いずれにしても、円キャリートレードの巻き戻しによって新興市場が受ける影響はそれ程大きくないはずである。まず、1998年以来、G10の各当局が高度にレバレッジを利かせた取引に対する規制を強化したため、円キャリートレード調整時の金融市場の変動は限定的なはずである。さらに新興アジア諸国でも対外債務水準が減少し、外貨準備金が潤沢なうえ、為替レートの変動性が増して対外的な脆弱性が改善されたため、資本勘定に対するショックからの回復力を強めている。したがって、世界経済の急激な鈍化を伴わない限り、円キャリートレードの巻き戻しがアジア経済に及ぼす影響は大きくはないと考えられる。

Box 8. アジアの対外社債の活況

アジアの対外（つまり外貨建て）社債市場はここ数年で著しく拡大し、銀行融資の伝統的形式から大きく移行した。こうした社債発行は2003年から2004年の間に50%近く増加した後、昨年はほぼ2004年の水準に留まった。この結果、非政府部門の対外社債発行は着実に伸びており、昨年末にはほぼ75%増の約2,690億ドルに達した。以前は外部資金調達に殆ど銀行に頼りきりだったアジア地域の企業にとって、これは著しい変化を意味する。



現地通貨建て債券市場の発達は近年注目を集めているが、外債発行は依然として多くの企業にとって重要である。輸出業者など一部の借り手は、外貨建ての売上が同様の通貨建ての債務と一致することを望む。また、多額輸入品を要する設備投資のために外貨を必要とする借り手もいる。本国（本社のある国）以外で業務を行うアジア企業が増えており、そこでの業務遂行のために外国為替が必要となる場合もある。より広範に見ると、現在のグローバルな低金利環境は、低い金利で長期的な資金を確保する近年まれに見る絶好の機会と見る向きもある。外債市場は、国内市場に比べ大規模で期間が長く、複雑な仕組み債を発行する機会を提供する。したがって多額の借入ニーズがあるアジア地域の大企業にとって、外債市場は魅力的な選択肢を提供する場である。

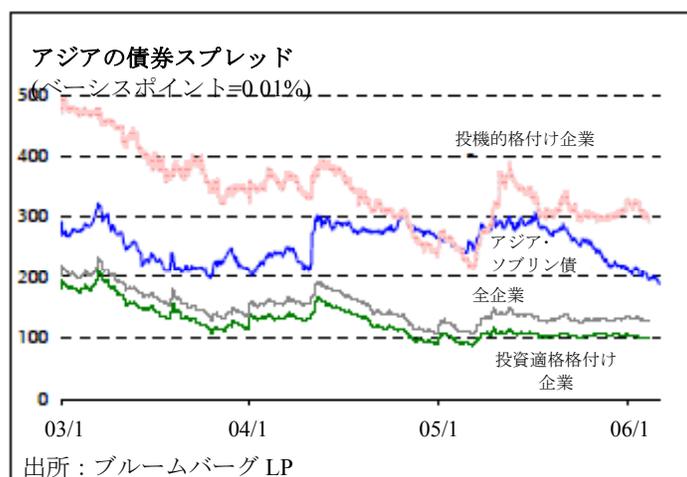
万一従来の資金調達源が一時的に枯渇する場合に備えて、複数の調達源を持つことが多くの借り手にとって重要である。したがって借り手企業は、国内市場と同様に国際市場でも、自社名を認知・定着させるのに熱心である。政府はこうした戦略を支持しており、進んで海外向け国債を発行して、自国企業が社債利率を決定する際に基準にするリスクフリーベンチマークを提供している。また、複数のアジア主要国では政府のインフレ抑制策を受け、最近数四半期にわたり現地金利が徐々に上昇している。したがって、現地市場から資金調達する利点の一つが薄れ、借り手は再び外債市場に向かっている。

国際民間債務残高 (単位：10億米ドル)			
	97/12	01/12	05/12
中国			
金融機関	11.0	9.6	21.0
企業	1.8	2.2	1.0
合計	12.8	11.8	22.0
香港特別行政区			
金融機関	17.1	27.8	41.6
企業	5.5	10.4	15.5
合計	22.6	38.2	57.1
インドネシア			
金融機関	14.3	7.9	10.3
企業	2.8	0.9	0.3
合計	17.1	8.8	10.6
日本			
金融機関	182.8	198.3	215.5
企業	125.4	50.1	59.0
合計	308.2	248.4	274.5
韓国			
金融機関	30.6	22.3	52.0
企業	18.0	19.4	25.4
合計	48.6	41.7	77.4
マレーシア			
金融機関	2.3	3.7	18.5
企業	8.9	9.9	6.5
合計	11.2	13.6	25.0
フィリピン			
金融機関	4.6	3.1	4.3
企業	3.9	4.5	5.3
合計	8.5	7.6	9.6
シンガポール			
金融機関	2.8	11.7	24.8
企業	1.5	6.0	10.0
合計	4.3	17.7	34.8
中国・台湾省			
金融機関	1.2	1.6	5.0
企業	5.2	6.5	19.3
合計	6.4	8.1	24.3
タイ			
金融機関	7.8	5.6	4.4
企業	4.8	3.3	3.8
合計	12.6	8.9	8.2
日本を除く総計			
金融機関	91.7	93.3	181.9
企業	52.4	63.1	87.1
合計	144.1	156.4	269.0

出所：国際決済銀行（BIS）

対外債務残高は、アジア全域でよりバランスのとれた分布となってきた（表参照）。ここ数年、韓国の政府系公社及び銀行は、危機前と同様極めて活発に発行しており、韓国は対外債券保有の規模で首位を維持している。同国はベンチマーク曲線を維持するのに積極的であり、韓国の借り手企業の名は市場で広く認知されている。アジア地域の金融の中心である香港特別行政区とシンガポールでは経済回復がより確実になり、初期の不良債権問題への取り組みが進展したため、主に金融機関による発行額が近年大幅に上昇している²。中国・台湾省では、主にテクノロジー企業による借入急増が牽引役となり、外債発行がとりわけ急拡大している³。

需要は強く、ベンチマーク社債の спреッドは近年、着実に縮小している。外貨建て社債スプレッドの縮小を促進している主な要因は、新興市場にとって有利な環境、旺盛な「アジア・ビッド」⁴、及び当地域の貯蓄ならびに投資機関の発展にある。アジアでは需給力学は良好であり、変動性は低く、債務水準を押し上げて債券保有者に不利益をもたらすと見られがちな M&A 活動によって信用力が低下するリスクは限定的とみられている。しかし、当地域の対外社債市場は他の地域と比べて一般に費用がかかり、格付けの改善により恩恵を受ける見込みは、世界の他の地域の方が高いと見られている。



当地域の信用スワップ指標として DJ Itraxx アジア・インデックスが開発されたことで、投資家は容易に、しかも従来よりも費用をかけずにポジションをヘッジあるいは調整できるようになった。これにより、かつては優勢であった「買い持ちポジションだけ」、つまり買って保有し続ける従来の投資家よりも、信用に関して広範にわたる見方を表明することが可能になった。信用スワップ分析、及び信用スワップスプレッドと現物債券スプレッドの間の「ベースス」(広義には格差)は、

² こうした借り手にとって、対外債券市場の際立った魅力は、「上位の Tier2」資本をはじめ劣後債が調達しやすい点である。

³ 転換社債の発行により、自社の株価の値動きにより貴重なオプション・プレミアムのいくらかを獲得できる機会が生じるため、ハイテク企業にとって転換社債の発行が可能であることは重要である。対外市場では投資家がこうした仕組みに精通しているため、現地市場よりも転換社債を発行しやすい。

⁴ 「アジア・ビッド」は、当地域の銀行が保有する預金のうち、貸し付け需要及び必要準備金に見合う額を超えた余剰資金を指している。これらの資金の多くは、自国あるいはアジア諸国の債券に投資されている。

当地域の信用分析に不可欠な要素である。

見通しとリスク

今後を見通す上では、いくつかの動向に十分注意を向ける必要がある。第1に、グローバルな信用サイクルは変化しつつあり、当地域は数年にわたり急速に成長し続けたため、アジア企業がこの変化の先駆けとなると考えられている。アジアの格付けの降格に対する昇格比率は近年、他の新興市場地域と比べて優位な状況が続いており、向こう数四半期もこの傾向は継続すると予想されるが、やがて反転する時が来るとみられる。第2に、堅調な債券発行が続く一方で、銀行が次第に余剰資金を別の用途に向け始めているため、「アジアン・ビッド」は弱まりつつあると論じるアナリストが出てきている。韓国、タイ、及びマレーシアは、対外社債に対する需要が最も減少する可能性のある国とみられている。第3に、アジアの銀行がバーゼルII（新BIS規制）の格付けアプローチを採用する時期がまだ明確になっていない。一部のアナリストの見方では、新BIS規制の下では多くの銀行が資本負担が高くなる資産を比較的多く有するため、採用時には自己資本の充実が必要とみられる。新BIS規制への移行時には、インドネシア、フィリピン、及びタイの銀行が最大の課題に直面すると見る向きもある。

アジアの対外社債保有者にとって主なリスクは、リスク回避が一般的に高まる中で新興市場資産に広く売りが殺到することである。広範な商品価格の下落も当地域及びその企業にマイナス影響を及ぼす可能性がある。こうした価格下落が世界経済の鈍化の結果である場合には、特に注意を要する。たとえそうでも、ここ数カ月続いた新興市場資産の急騰時に著しく買い進められた他の国々の債券よりも、アジアの債券が受ける影響は小さいと考えられる。新興市場資産に売りが殺到する場合でも、当地域の債券は避難先となる可能性があるとする向きさえある。

Box 9. 地域金融統合イニシアティブ——最新情報

地域金融統合を推し進める最近の取り組みは2つの分野に重点が置かれている。第一には、アジア債券市場育成に関するイニシアティブ（ABMIs）に基づき、アジア域内通貨建ての債券ファンドが導入されつつある。第二に、チェンマイ・イニシアティブ（CMI）に基づき、流動性の危機の際に外貨準備金をスワップする既存の取極めが拡大されようとしている。

アジア債券市場育成に関するイニシアティブ

これまで、地域金融システムの中で債券市場はそれほど重要な役割を担ってこなかった。これは主に、伝統的に堅固な財政状況を維持してきた各国政府には国債を発行する必要があまりなかったからであり、また同時に大企業は商業銀行から低金利で十分な資金を確保できたためでもあった。だが債券市場の未発達、市場インフラ及び規制環境の不備にもその一因がある。アジア債券市場育成に関するイニシアティブはまさにこうした不備に対処することを目指しており、²アジア域内債券市場の発展が進めば、各国が負う満期及び為替に関するリスクの軽減が可能になると期待される。

アジア債券市場育成に関するイニシアティブの重要な側面は、アジア債券基金（ABF）の構築である。ABF-Iは、東アジア・オセアニア中央銀行役員会議（EMEAP）加盟国が発行する米ドル建て債券をアジア域内の外貨準備金を資金源として購入することで、同債券に対する需要を促進することを目的としていた³。2005年6月に発足したABF-IIは、汎アジア債券インデックスファンド（PAIF）及び8つの単一国・地域の債券市場に投資する基金（SMFs）を創設することで、現地通貨建て債券市場の促進を目指している⁴。当初、EMEAP各国金融当局はPAIFに10億ドルを拠出しており、またSMFsに総額10億ドルの拠出を公約している。

これらの基金はアジア域内債券市場に低コスト・低リスクで参加する手段を投資家に提供することを目的として、一般投資家に開放されている。PAIFは現在、iBoxx汎アジア債券インデックスをベンチマークとして民間により運用されるオープンエンド型債券基金として、香港証券取引所で取引されている。2006年4月中旬現在、同インデックスの約60%は韓国、シンガポール、及び香港特別行政区で発行された債券で構成されており、格付けは平均でA-/BBB+、デュレーションは4年となっている⁵。8つのSMFsに関しては、これまでのところ香港特別行政区、マレーシア、及びシンガポールの3基金が、上場投信信託（ETF）として上場されており、またタイの1基金

² アジア債券市場育成イニシアティブは、アジア債券基金、ASEAN+3によるアジア債券市場育成イニシアティブ、アジア太平洋経済協力（APEC）地域債券市場育成イニシアティブ、及びアジア協力対話（ACD）アジア債券市場育成イニシアティブで構成される。

³ EMEAP加盟国は、オーストラリア、中国、香港特別行政区、インドネシア、日本、韓国、マレーシア、ニュージーランド、フィリピン、シンガポール、及びタイである。

⁴ PAIF及び8つのSMFsは、日本、オーストラリア、及びニュージーランドで発行される現地通貨建て債券を除外している。

⁵ 同インデックスの国別構成比率は、各国のソブリン格付け及び取引基盤のほかに、時価総額、流動性、及び開放性を勘案して、毎月更新される。

が最近、一般公募された。このほか、まだ公募には至っていないが韓国及びインドネシアの2基金が設定されており、中国及びフィリピンの2基金が2006年半ばまでに設定される予定である。

PAIF 及び SMFs はともに市場にうまく受け入れられたが、民間からの投資は今のところ小規模にとどまっている。 PAIF の純資産価値は4月中旬現在、EMEAP が拠出した10億ドルを含めわずか12億ドルであり、毎日の取引量も少ない。しかし SMFs は関心のある特定市場に参加する魅力的な手段を投資家に提供するため、同3基金は上場以来急成長している。

こうした低調なスタートにも関わらず、アジア債券基金は債券市場の発達も促してきた。例えば、ABF-II を契機に現地通貨建て債券インデックスが作成され、ABF-II・SMFs を含む投資ファンドのベンチマークとして使えるようになった。またアジア債券基金に促されて、数カ国で他の上場投資信託が創設され、さらに今後は債券先物を含め現地通貨建ての債券派生商品の開発が進むとみられる。

一方、供給面では、アジア債券市場育成に関するイニシアティブは引き続き、市場効率及び活動の改善を主眼にしている。ベンチマークとなるイールド・カーブの延伸（インドネシア、韓国、及びマレーシア）、取引基盤の改善（中国及びタイ）、海外投資家の誘導（中国、マレーシア、及びベトナム）を図るために、過去1年間に様々な方策が採られてきた⁶。ASEAN+3 グループが2005年11月に発表した進捗状況報告書で描いた今後の方策の主な項目は以下のとおり：(i) 新しい債務証券化商品の創出、(ii) 新しい信用保証メカニズムの検討（地域レベルの同メカニズム設立の可能性も検討課題）(iii) 域内決済問題、特に対外債券投資及び発行の障害に関する調査、並びに (iv) 現地信用格付け機関の信頼性の向上。

チェンマイ・イニシアティブ

チェンマイ・イニシアティブ (CMI) は、拡大・発展し続けている。CMI の目的は、ASEAN 加盟国と ASEAN+3 の非 ASEAN3 カ国（中国、日本及び韓国）の間に二国間通貨スワップ取極めのネットワークを確立して、流動性危機のリスクを軽減し、その影響を緩和させることである⁷。2005年5月イスタンブールで、ASEAN+3 がこれらスワップ取極めの規模を倍増させることに同意した結果、同取極めは過去1年間に300億ドル増加し715億ドルとなった。さらに、スワップ引出しメカニズムが変更された。市場が突然の混乱に陥ったために、スワップ要請国が短期的な流動性の問題に直面しているとスワップ提供国が判断する場合には、IMF プログラムなしに発動可能な金額が引き出し額上限の10%から20%に引き上げられたのである。

イスタンブール合意により、更なる発展の道も開かれた。明確に規定されたスワップ発動プロセス及び、そのための集団意志決定メカニズムを確立することで、最終的に CMI は「多角化」される

⁶ 詳細については、アジア開発銀行、「Asia Bond Monitor (アジア債券モニター)」（2005年11月）を参照のこと。

⁷ ASEAN 全加盟国は CMI に参加できる一方で、新規加盟国であるカンボジア、ラオス、PDR、ミャンマー及びベトナムは、原則として対外援助を利用する。

可能性がある。また多角化に向け、グループの準備金の一部をプールすることも考えられよう。この準備段階として、ASEAN+3はIMFなどの既存機関によるサーベイランス（政策監視）と提携して、独自の地域的サーベイランスを開発する計画を立てている。長期的な更なる目標は、CMIの枠内でアジア域内通貨の使用頻度を増加させることである。

イスタンブール合意を受け、多角化に向けて可能な道筋を検討するために、研究グループが設置された。同グループは2006年4月、ASEAN+3財務・中央銀行代表者会議に報告書を提出した。今年5月にインドで開催されるASEAN+3財務相会議で、さらに進んだ話し合いが行われる予定である。

Box 10. アジアの地域貿易協定は開放的か、あるいは閉鎖的ブロックか？

アジア太平洋地域を含め世界中で、特惠貿易協定が盛んに締結されている。過去5年間に少なくとも23の地域経済協定が発効し、さらに30の協定が現在交渉中である。

伝統的な経済理論は、地域貿易協定（RTAs）の利点に疑問を呈する。原理的に特惠貿易協定は、最恵国待遇をベースにした無差別な貿易自由化よりも経済的に劣る。実際、特惠貿易協定は容易に閉鎖的ブロックに変わるリスクがあり、多国間の自由化進行を妨げかねない。地域貿易協定は世界貿易機構（WTO）交渉が目指す自由化も含め多角的貿易自由化から、資源をそらす可能性がある。さらに、特惠関税の価値を削減しかねない最恵国ベースの改革に反対するように働きかける動機を地域協定相手国に与える可能性もあるため、将来のより広範な貿易改革を損ないかねない。

従って、アジアにおける特惠貿易協定の最近の急増ぶりは健全なものであるのか、あるいは将来手に負えない「スパゲティ・ボウル」ならぬ「ヌードル・ボウル」状態の偏屈な地域主義に陥り、貿易を創出するよりもむしろ逸らしかねないのか、検討に値する。

最近のIMFスタッフ調査結果は、上記の問いに何らかの手がかりを提供する。同調査結果によると、アジア地域貿易協定加盟国間の貿易は近年、極めて急速に拡大したが、これによって非加盟国との貿易が犠牲になったわけではないことが示唆されている²。実際、これまでのところ、加盟国間の貿易は世界の他地域との貿易と並行して成長してきたように見受けられる。しかし将来、地域貿易協定がさらに乱立すると、多角的な貿易自由化の代替になるリスクがある。こうした事態を避けるために、地域レベルでもまたWTOとの関連でも広範な貿易自由化を求め続けることが、アジア諸国にとって賢明な策と言えよう。

地域貿易協定が貿易規模及び方向に与える影響を評価するために、重力モデルを利用する。同モデルは、二カ国間貿易が二つの物体の間に働く重力に類似しているという着想に基づいている。従って貿易は、各国の質量（この場合はGDP及び1人当たりGDP）と各国間の距離の関数となる。完全競争に基づいた貿易理論を用いると、重力方程式の妥当性を示すことができる。すなわち、より多くの物品を生産・提供できる経済的大国ほど貿易相手国に選ばれる可能性が高まる一方、1人当たりのGDPも貿易にプラスの影響を与える。なぜなら先進国になるほど、専門化が進み、貿易が増大するからである。

² 出典は Tumbarello（2006年）：“Are Free Trade Agreements in Asia Building or Stumbling Blocs?（アジアの自由貿易協定は根幹か、あるいは障害か？）”（近刊）

アジア太平洋地域における特惠貿易協定、2005年¹

地域貿易協定	二国間貿易協定 既に施行：
AFTA (ASEAN 自由貿易地域)、1992, 1993	オーストラリア - ニュージーランド (CER、経済緊密化協定、1983、1983)
ASEAN 中国自由貿易協定、2004, 2005	オーストラリア - シンガポール、2003、2003 オーストラリア - タイ、2004、2005 オーストラリア - 米国、2004、2005 中国 - 香港特別行政区、2003、2004
バンコク協定、1975, 1976	中国 - マカオ特別行政区、2003、2004 中国 - タイ、2003、2003
太平洋島嶼国自由貿易協定 (PICTA)、2001、2001	インド - スリランカ、1998、2001 インド - タイ、2003、2004
南アジア地域協力連合特惠貿易協定 (SAPTA)、1993、1995	日本 - メキシコ、2004、2005 日本 - シンガポール、2002、2002 韓国 - チリ、2003、2004 韓国 - シンガポール、2005、2006
太平洋間戦略経済連携協定 (TPSEPA)、2005 ²	ラオス - タイ、1991、2001 ニュージーランド - シンガポール、2000、2001 ニュージーランド - タイ、2005、2005 シンガポール - 欧州自由貿易連合、2002、2003 シンガポール - ヨルダン、2004、2005 シンガポール - 米国、2003、2004 スリランカ - パキスタン、2005、2005 ベトナム - 米国、2000、2001

¹ 表中の年はそれぞれ、協定が署名された年と発効した年を表す。

² まだ施行に至っていない。

ウェイ及びフランケル (1997)³ に沿って、次の重力モデルを推定した。

$$\ln \text{貿易}_{ij} = \alpha + \beta_1 \ln[\text{GDP}_i \text{GDP}_j] + \beta_2 \ln[\text{GDP}_i / \text{人口}_i \times \text{GDP}_j / \text{人口}_j] + \beta_3 \ln[\text{距離}_{ij}] + \beta_4 \ln[\text{境界線}_{ij}] + \beta_5 \ln[\text{言語}_{ij}] + \gamma_1 \text{地域貿易協定}_{2ij} + \gamma_2 \text{地域貿易協定}_{1ij} + u_{ij}$$

従属変数は二カ国間貿易（輸出入）である。独立変数は GDP 及び 1 人当たりの GDP に加えて、距離、共有境界線、共通言語及び 2 つのダミー変数である。両ダミー変数は地域協定の一般加盟国であることを表し、「地域貿易協定 2」は i 及び j 両国がともに地域貿易協定の加盟国であることを示し、「地域貿易協定 1」は i 国あるいは j 国のいずれか一方が当該の地域貿易協定に属することを示す。

「地域貿易協定 2」と「地域貿易協定 1」の係数は以下のように解釈される。

³ S.ワイル及び J. フランケル (1997)、「Open versus Closed Regional Trade Blocks (開放型 VS 閉鎖型、地域貿易比較)」、『Regionalism versus Multilateral Trade Agreements (地域主義 VS 多国間貿易協定)』(T.イトウ及び A.クルーガー編纂、シカゴ大学プレス) に掲載

- 「地域貿易協定 2」の係数がプラスの場合は、地域貿易協定加盟国間の貿易が、どの貿易協定にも属さない国 2 カ国間の貿易よりも活発になる傾向を示す。
- 「地域貿易協定 1」の係数がプラスの場合は、地域貿易協定加盟国と当該協定非加盟国の間の二カ国間貿易が、経済規模、距離、及び他の地理的・文化的特徴から想定される水準よりも高いことを示す。これは開放的な貿易ブロックの証拠と考えられよう。

重力モデルによる統合推定値、1993—2003

	(1)	(2)
GDP における統合度	0.98 (0.000)***	0.99 (0.000)***
1 人当たりの GDP	0.11 (0.000)***	0.11 (0.000)***
距離	-13.0 (0.000)***	-1.30 (0.000)***
共有境界線	0.71 (0.000)***	0.68 (0.000)***
共通言語	1.02 (0.000)***	1.07 (0.000)***
ASEAN1	0.90 (0.000)***	0.89 (0.000)***
ASEAN2	1.33 (0.000)***	1.34 (0.000)***
CER 1	0.11 (0.093)*	0.08
CER 2	1.35 (0.093)***	1.26 -0.116
SAPTA1	0.21 (0.000)***	0.21 (0.000)***
SAPTA2	0.69 (0.000)***	0.72 (0.000)***
EU15 カ国 1	...	0.09 (0.000)***
EU15 カ国 2	...	-0.87 (0.000)***
EAEC 1	...	0.03 -0.501
EAEC 2	...	3.12 (0.000)***
南米共同市場 1	...	0.11 (0.005)
南米共同市場 2	...	0.47 -0.152
NAFTA 1	...	-0.44 (0.000)***
NAFTA 2	...	-0.74 -0.114
定数	...	12.98 (0.000)***
観測	13.5 (0.000)***	45,863
決定係数 (R スクエア) 調整値	45,863 0.737	0.739

出所：IMF スタッフ推定

カッコ内の数字は有意確率。*、**、及び***は有意水準がそれぞれ 10%、5%、及び 1%であることを示す。

- 一方、「地域貿易協定 1」の係数がマイナスの場合は、地域貿易協定加盟国と当該協定非加盟国の間の二カ国間貿易が、他の条件は類似する非加盟国の間の二カ国間貿易よりも平均すると小規模であることを示す。これは貿易の迂回が起きている可能性を示すのかもしれない。

- 「地域貿易協定 2」と「地域貿易協定 1」の係数の差異は(プラスの場合)、地域内偏向の尺度、つまり地域貿易協定加盟国が、非加盟国との貿易よりもどれだけ多くの貿易を別の加盟国と行うかの指標と解釈される。

当研究は次のアジア特惠貿易協定を検討している。オーストラリア-ニュージーランド経済緊密化協定(CER)、ASEAN、及び南アジア地域協力連合(SAARC)による南アジア特惠貿易協定(SAPTA)。ちなみに SAPTA の主な加盟国はバングラディシュ、ブータン、インド、モルジブ、ネパール、パキスタン、及びスリランカである。さらにアジア域外の地域貿易協定として次の協定を比較検討している。ユーラシア経済共同体(EAEC: 主な加盟国はベラルーシ、カザフスタン、キルギス共和国、ロシア連邦、及びタジキスタン)、欧州連合の15加盟国(EU15カ国: オーストリア、ベルギー、デンマーク、フィンランド、フランス、ドイツ、ギリシャ、アイルランド、イタリア、ルクセンブルク、オランダ、ポルトガル、スペイン、スウェーデン、及びイギリス)、南米共同市場(メルコスール: 加盟国はアルゼンチン、ブラジル、パラグアイ、及びウルグアイ)、並びに北米自由貿易協定(NAFTA: 主な加盟国はカナダ、メキシコ、及び米国)。

2つの異なる回帰分析を実施した。第一の分析はアジア域内の特惠貿易協定のみ、つまり CER、ASEAN 及び SAPTA を対象としている。第二の分析はアジア地域以外の貿易協定である EAEC、EU15カ国、南米共同市場、及び NAFTA を追加している。データセットの期間は1993年から2003年で、182カ国を網羅し、国の組み合わせ数は45,863に及ぶ。サンプルには1993年、1996年、1999年、2002年及び2003年のデータ等を使用している。2カ国間貿易データは、国連貿易統計(UN COMTRADE)データベースから抽出した。OLS パネル回帰分析テクニックを用いて、年による特殊影響を考慮している。

分析の結果、アジアの主な地域貿易協定(CER、ASEAN 及び SAPTA)によって、1993年から2003年の間に貿易の迂回が生じた形跡は認められなかった。地域貿易協定加盟国間の貿易は急成長したものの、非加盟国との貿易の減少を伴うことはなかった。その証拠に、2つのダミー変数「地域貿易協定 2」及び「地域貿易協定 1」の係数は、統計的に有意性がある場合には、ともにプラスとなっている。より具体的には:

- ASEAN 域内の二カ国間貿易は、ASEAN 加盟国と非加盟国間の二カ国間貿易よりも規模が54%大きいと推測される [$\exp(1.33-0.90) - 1 = 0.54$]。CER 加盟国は ASEAN よりもさらに高水準の域内貿易を示しており、オーストラリアとニュージーランド間の貿易は他国との二カ国間貿易の約2.4倍の規模と推測される [$\exp(1.35-0.11) - 1 = 2.45$]。さらに SAPTA 域内の二カ国間貿易は、SAPTA 加盟国と非加盟国間の二カ国間貿易よりも約63%大きいと推測される(回帰分析 1)。
- 世界の他の地域貿易協定と比較して、アジアの地域貿易協定(特に ASEAN) 加盟国は他の地域貿易協定加盟国よりも、非加盟国に対してより高い開放性を示したことも、分析結果は示唆している。特に ASEAN 加盟国と非加盟国の二カ国間貿易は、規模、1人当たり GDP、及び他

の地理的・文化的特徴から想定される水準よりも144%大きい [(exp0.89) - 1=1.44]。EU15 各国及び南米共同市場の加盟国と非加盟国の二カ国間貿易は、モデル予測よりもそれぞれ10%、12%大きい。一方、NAFTA 加盟国と非加盟国の二カ国間貿易は、標準重力モデル独立変数から予測される貿易量よりも平均33%少ない。最後の結果は、以前の研究結果と一致しており⁴、生産に補完性がある（つまり、NAFTA 加盟国の比較優位性は同一ではない）ことが要因の可能性はある。さらにメキシコの場合は、貿易の大部分が特惠貿易制度の下で行われている現実が要因となっている可能性もある。

これまでアジアの地域貿易協定が、他の地域貿易協定よりも多くの貿易を創出してきた主な理由の一つは、アジアの地域貿易統合が1980年代及び1990年代の長期にわたる自由化の流れを受けているという事実である。その後、地域統合の取り組みが多国間自由化と平行して進んだ。実際、多くのアジア諸国が1990年代半ばにWTOに加盟して、最恵国関税率を大幅に引き下げた。これにより、その後同意に至った地域貿易協定の下で貿易の迂回が生じるリスクが抑制された。さらに、ボールドウィンが最近報告したように⁵、ASEAN 自由貿易地域（AFTA）の実現が貿易の流れに及ぼした現実的影響は今までのところ限定的とみられ、AFTA の存在から恩恵を受けているのは、ASEAN 域内貿易のごく一部に過ぎないようだ。この要因の一つとして考えられるのは、AFTA の原産地規則の順守状況の検証に関連する事務手続き費用が、共通有効特惠関税（CEPT）とこれに対応する最恵国関税との差異と比較し、あまりに高すぎると感じられることがよくあるからかも知れない⁶。

	1997	2005
ASEAN	10.1	8.8
CER	5.5	3.3
EAEC	10.9	8.4
EU15 各国	10.0	6.5
南米共同市場	11.4	11.2
NAFTA	8.8	9.5
SAPTA	25.1	18.0
参考： 世界	15.5	11.4

出所：IMF・トレード・ポリシー・インフォメーション・データベース（TPID）

⁴ Wei, S.及びFrankel, J. (1997年)

⁵ Baldwin, R. (2006年)、“Managing the Noodle Bowl（ヌードル・ボウル〔偏屈な地域主義〕の管理）”、CEPR ディスカッションペーパー、ロンドン

⁶ 自由貿易協定では、加盟国を原産地とする物品のみが特惠扱いを受けることを徹底させるために、原産地規則が確立されている。しかし同規則に順守しているかを証明するための事務手続き費用が原因で、この特惠貿易枠組みの利用頻度が低下する可能性がある。さらに、原産地規則によって貿易相手国が、低価格の世界市場からよりも提携国からの高価格の中間財購入を義務付けられる場合は、貿易の迂回につながる可能性がある。

今後については、多国間自由化とはもはや相容れなくなっている地域貿易協定に過大な焦点を当てることに伴うリスクを、アジア諸国は認識する必要がある。数多くの最近の研究や報告書が指摘するように、地域統合が多国間自由化の代替とみなされる場合には、ASEAN と他の主なアジア諸経済間の貿易協定に代表される複合的な二カ国間貿易協定の交渉及び締結に向かう最近の傾向は、多国間貿易体制を脅かす可能性がある⁷。従って、地域貿易特惠だけに焦点を当てるよりも、むしろ最恵国原則に従って協調的な貿易自由化を進めることがアジア諸国にとって賢明な策とみられる。複数の二カ国間及び地域貿易協定への参加に対しては、特に警戒が必要だ。なぜなら同時加盟する協定が互いに相容れない原産地主義を掲げているために、企業の製造・調達判断が著しく複雑化する恐れがあるからだ。進行中の国際統合からアジア太平洋地域が最大限の恩恵を確実に享受するための最善策は、世界の他地域と向かい合って対外志向の政策を強化し続けることであろう。

⁷ Baldwin、前掲書(脚注5)、及びアジア開発銀行、「Asian Development Outlook (アジア開發展望) 2006」

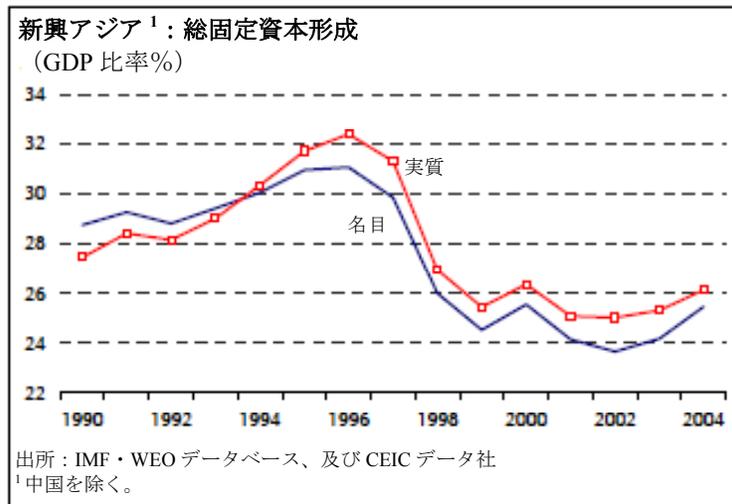
Box 11. アジアの投資減少：実質的な減少か？

中国を除く新興アジア諸国の投資は1997年の金融危機以来、著しく減少した。例えば、1992~96年と2000~04年を比較すると、香港特別行政区、韓国、シンガポール、マレーシア、及びタイの民間投資はGDP比5~18%減少した。このように長期的且つ大規模で広範にわたる減少により、次のような重大な疑問が生じる。投資の減少は本物か、あるいは産出物価格と比較して資本財価格が下落したことを反映するのに過ぎないのか？

この疑問を解くためには、まず単純な恒等式を考慮する必要がある。名目投資率の恒等式は次の通り： $I/Y = P_I Q_I / P_Y Q_Y$ 、ただし P_I = 投資の物価指数、 Q_I = 基準価格での投資量、 P_Y = 全産出（GDP）の物価指数、及び Q_Y = 基準価格での産出量。従って、 I/Y の減少は P_I / P_Y の下落、つまり投資財の相対価格の下落が一因の可能性はある。

実際に、資本財の相対価格は世界的に下落している。技術の進歩が資本財価格の下落を引き起こし、特に他の物品に対する相対価格の下落が顕著になっている。米国を例にとると、全般的なGDPデフレーターに対する機材及びソフトウェア価格のインプリシット・デフレーターは、1990年から2004年の間に40%下落した。一方、中国を除く新興アジア諸国では、投資財全般の相対価格は下落したものの、下落率は遥かに緩やかで米国の約4分の1に過ぎない。新興アジア諸国の相対価格の下落が米国よりも緩やかな原因は、統計の対象範囲及び手法の著しい相違（米国データは連鎖加重方式であり、品質の変化をヘドニック調整している）や投資財の構成の相違など、数多く考えられる。

概して新興アジア諸国の投資比率は、実質、名目ともに同様の傾向を示しており、投資不振が本物であることを示唆している。危機当時は、実質投資比率が名目比率よりも遥かに落ち込んだが、それ以降は名目比率よりも急速に回復した。同地域の実質投資比率は全体としてみると1990年の水準に近いが、これは主にインドの著しい上昇が要因であり、他の国をみると2004年の実質投資比率は、1990年に比べ平均してGDP比で約5%低い水準にとどまった。さらに、設備投資の対GDP比率は、実質比率が名目比率よりも落ち込んだ状態が続いている。



技術進歩が、実質投資比率の低下をもたらすかどうかは不明である。資本財の構成が生産性の向上した品目に移行した場合には、総投資比率の低下は当然だろう。だがその反面、コンピュータなどのハイテク資本財は、他の資本財よりも速く減価する傾向があり、実質投資比率が上昇する必然性を示唆している。従って、技術革新が最適投資比率に及ぼす影響は漠然としている。現に、G7 諸国の名目投資比率は 1990 年代の大半を通じ、微増傾向にあった。さらに米国の名目投資比率は現在、1990～2005 年の平均を若干上回っている。

