

世界同時不況とアジア

～グローバルな地殻変動が迫るアジアの変革～

The Global Economic Crisis and Asia

～Challenges for the Asian Economy in a Changing World～



財団法人 国際通貨研究所

Institute for International Monetary Affairs

I I I M A

Institute for International Monetary Affairs

はじめに

世界経済はいまグローバルな金融危機と激しい景気後退に直面しています。米国経済からのデカップリングが喧伝されたアジア経済も、その荒波を受けて、各国固有の事情を抱えながら厳しい経済運営を余儀なくされています。しかしながら、高い潜在成長力をもつアジアにとって、この危機は、各国の国内経済基盤を強化するとともに、より強固なアジア域内の経済協力体制を構築する機会ともなり得るのではないのでしょうか？

このような問題意識にもとづき、国際通貨研究所は、2009年2月18日に東京會館において、「世界同時不況とアジア ～グローバルな地殻変動が迫るアジアの変革～」と題する国際金融シンポジウムを開催いたしました。

本シンポジウムでは、インド、香港、日本およびアジア開発銀行を代表する著名な方々をお招きし、アジア経済の牽引役として期待されるインド、中国、日本がそれぞれどのような課題を抱え、その課題克服のための処方箋は何なのか、さらにこの荒波が引いたあとの経済体制をどのように展望すべきかなどのテーマについて、官民双方の視点から活発な議論を展開することができました。

本稿は、同シンポジウムにおける各パネリストのスピーチおよびパネル・ディスカッションの内容を記録にまとめたものです。アジア経済の行方にご関心のある皆様方の今後の議論へのご参考の一助になれば幸甚です。

2009年4月
財団法人 国際通貨研究所

Preface

The world economy is now faced with a global financial crisis and on the verge of severe recession. The Asian economy, which appeared to be decoupling from the US economy, is not immune to the deepening US recession, and countries in the region are now forced to manage their economies in the face of weakening demands from abroad on top of their own difficulties. However, despite of these hardships, is it possible to hope that the present crisis might give the Asian countries still with high growth potential an opportunity to strengthen their economic fundamentals as well as improve regional economic cooperation through a more solid framework?

With these issues in mind, the Institute for International Monetary Affairs (IIMA) held an international financial symposium titled “**The Global Economic Crisis and Asia～Challenges for the Asian Economy in a Changing World**” on February 18, 2009, at Tokyo Kaikan Hall in Tokyo.

We were fortunate to have the very distinguished panelists from India, Hong Kong, Japan as well as from the Asian Development Bank to present their outstanding views and opinions on such issues as what kinds of problems the major Asian countries, i.e., China, India and Japan, are faced with; what are the prescriptions for them to overcome their difficulties, and more generally, what kind of economic and financial system will emerge from the presently turbulent financial seas.

This is the record of the proceedings of the symposium and we sincerely hope this will give you much inspiration in your business and academic considerations.

April, 2009
Institute for International Monetary Affairs

パネリスト略歴／Profiles



黒田東彦 アジア開発銀行総裁

1967年 東京大学卒業、大蔵省入省
1971年 オックスフォード大学経済学修士
1997年 国際金融局長
1999年 財務官
2006年 アジア開発銀行総裁

Haruhiko Kuroda, President, Asian Development Bank

1967 graduated from the University of Tokyo and joined the Ministry of Finance
1971 M.Phil. in Economics from University of Oxford
1997 Director-General, International Finance Bureau, MOF
1999 Vice Minister of Finance for International Affairs
2006- President, Asian Development Bank



劉 遵義 香港中文大学学長

1964年 スタンフォード大学理学士
1969年 カリフォルニア大学（バークレー）経済学博士
1976年 スタンフォード大学経済学教授
2004年 香港中文大学学長
2006年 同大学ラルフ・クレア・ランダウ経済学教授

Lawrence J. Lau, President, Chinese University of Hong Kong

1964 B.S in Physics from Stanford University
1969 Ph.D in Economics from University of California, Barkley
1976 professor of economics, Stanford University
2004 President and Vice-Chancellor, The Chinese University of Hong Kong
2006 Ralph and Clair Landau professor of economics



岡部 聡 トヨタ自動車株式会社専務取締役

1971年 東京工業大学卒業、トヨタ自動車株式会社入社
2000年 オセアニア・中近東営業部部長
2003年 常務役員
2005年 専務取締役兼-豪亜中近東本部本部長

Akira Okabe, Senior Managing Director, Toyota Motor Corporation

1971 graduated from Tokyo Institute of Technology and joined Toyota Motor Corporation
2000 General Manager, Oceania, Middle East & Southwest Asia Division
2003 Managing Officer
2005-- Senior Managing Director and Chief Officer of Asia, Oceania & Middle East Operations Group



ドゥヴリ・スバラオ インド準備銀行総裁

1972年 インド工科大学（カーンプル校）物理学修士
1998年 アンドラ大学経済学博士
1999年 世界銀行リードエコノミスト
2007年 インド大蔵省次官
2008年—インド準備銀行総裁

Duvvuri Subbarao, Governor, Reserve Bank of India

1972 M .in Physics from IIT, Kanpur
1998 awarded a Ph.D in Economics by Andhra University
1999 Lead economist, the World Bank
2007 Finance Secretary, Government of India
2008-- Governor, Reserve Bank of India



行天豊雄 国際通貨研究所理事長

1955年 東京大学卒業、大蔵省(財務省)入省
1984年 財務官
1990年 ハーバード及びプリンストン大学客員教授
1992年 東京銀行取締役会長
1995年-- 国際通貨研究所理事長
2006年 三菱東京 UFJ 銀行特別顧問

Toyoo Gyohten, President, IIMA

1955 graduated from the University of Tokyo and joined the Ministry of Finance
1984 Vice Minister of Finance for International Affairs
1990 Visiting Professor at Harvard and Princeton Universities
1992 Chairman, The Bank of Tokyo, Ltd.
1995-- President, Institute for International Monetary Affairs
2006—Special Advisor, The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ



渡辺喜宏 国際通貨研究所専務理事

1970年 東京大学卒業、東京銀行入行
1993年 台北支店長
2002年 常務執行役員アジア本部長
2008年—国際通貨研究所専務理事
2008年—日印経済委員会常設委員会委員長

Yoshihiro Watanabe, Managing Director, IIMA

1970 graduated from the University of Tokyo and joined the Bank of Tokyo, Ltd.
1993 General Manager, Taipei Office
2002 Managing Director and Chief Executive Officer for Asia & Oceania
2008-- Managing Director, Institute for International Monetary Affairs
2008—Chairman, Standing Committee of Japan-India Business Cooperation Committee

目次／Contents

日本語版	
Japanese Version	.....1
英語版	
English Version	.....50

日本語版

Japanese Version

Occasional Paper No.19

第17回 国際金融シンポジウム

世界同時不況とアジア
～グローバルな地殻変動が迫るアジアの変革～
(日本語版)

2009年2月18日 東京會館ローズルーム



財団法人 国際通貨研究所

目次

1. 開会スピーチ	1
行天 豊雄 (国際通貨研究所理事長)	
2. 経済危機とアジア — 成長のリバランスへの機会	6
黒田 東彦 (アジア開発銀行総裁)	
3. 世界的金融危機が中国に与える影響	12
劉 遵義 (香港中文大学学長)	
4. 世界的金融危機のインドへの影響—その被害と政策対応	22
ドゥヴリ・スバラオ (インド準備銀行総裁)	
5. 構造変化が求められるアジアの自動車産業	29
岡部 聡 (トヨタ自動車株式会社専務取締役)	
6. パネル・ディスカッション	36
司会 渡辺 喜宏 (国際通貨研究所専務理事)	

1. 開会スピーチ

行天 豊雄 (国際通貨研究所理事長)



私ども国際通貨研究所は、ほぼ13年前の1995年に設立いたしました。爾来、出捐者である三菱東京UFJ銀行はじめ、多数の方々から大変温かいご支援をいただきまして、無事に発展をしております。現在、研究員20名前後という非常に小さな研究所でございますけれども、幸い国内外での認知度も急速に上昇しているようであります。

私どもは創立以来一貫して国際通貨金融問題についての研究と、その成果の発信をしております。今まで取り組んできた主なテーマとして、例えば、アジアにおける通貨金融協力、欧州統一通貨ユーロの問題、国際的な通貨制度問題等々があります。また2年ほど前からはイスラム金融についても一生懸命勉強しております。さらに単に研究をし、その成果を発信するだけではなく、海外からの客員研究員の受け入れや国内外のさまざまな研究プロジェクトへの参加、このようなシンポジウムやセミナーの開催など多岐にわたる活動をさせていただいております。今後とも私ども精一杯努力をしておりますので、皆さま方にはぜひとも従来同様の温かいご支援、厳しいご鞭撻をお願いする次第であります。

さて、一昨年の春に始まりましたいわゆるサブプライムローン危機はその後2年がたちましたが、依然として事態は深刻化していると言わざるを得ません。いったいどうしてこのようなことになってしまったのか、いったいこの危機は何なのだということは、やはり絶えず振り返って考えてみる必要があるだろうと思っております。言うまでもなく、事の起こりは米国の住宅市場でバブルが発生し、その後そのバブルが崩壊してサブプライムローンの危機が起こったわけです。考えてみますと、住宅に限らず、いろんな商品についてバブルが起こり、それが時を経て崩壊するという自体は何も珍しいことではありません。歴史を振り返ってみても、世界中いろいろな国でさまざまな時期に同じようなことが起こっています。しかし、今回の危機が従来のバブルとその崩壊とは非常に大きく違うという事実にはやはりその背景があるわけで、今回の住宅バブルとその崩壊が起こった経済的な背景や環境というもの、今までとは非常に大きく、根本的に違っていたと思います。どこが違ったのか、いろいろ考えられますが、私は次の五つの要因を取り上げてみたいと思っております。

第一は、いわゆるグローバリゼーションです。1989年の冷戦終結以来、このグローバリゼーションの過程が進み、文字通り経済要素のすべて、つまり資金、情報、企業活動といったものの国際的な流れが非常に自由になり、かつその規模が広がりました。このグローバリゼ

ーションは今回の危機の背景にある一つの大きな原因だと思います。

二番目はそれとも関係がありますが、情報通信技術が革命的に発達し、それに支えられて金融工学が進歩いたしました。その結果さまざまな金融派生商品、あるいは証券化商品といったようなものが生まれて、またそれを売買する市場がこれもまた飛躍的に、さらに言えば爆発的に拡大したことがあったと思います。

三番目には、これも同じような時期に米国経済の中における家計部門を中心とした消費過剰、それからエネルギーその他の一次産品の価格の上昇、他方、アジアを中心とする国々での貯蓄の過剰といった原因が重なり、世界的に非常に深刻な経常収支の不均衡が起こったわけです。この経常収支の不均衡をファイナンスする以上に、逆方向に資金が動いた結果、流動性が非常に過剰な状態になりました。この国際的な流動性過剰の状態が、今回の危機を生んだもう一つの原因であったことは間違いありません。

四番目には、こういう国際化やさまざまな金融市場の新しい発展、流動性の過剰といったことを背景に、最近言われているように、資本主義の中に占める金融の役割が非常に突出してしまいました。21世紀の金融、資本主義が、まさしく金融資本主義になったわけです。当然のことでもありますが、この世界においては、最大の利益を追求する「貪欲」、英語で言うと「greed」というものがはびこってきましたし、それに支配された結果、金融の取引においてはどんどん債務の倍率を上げていく、つまりレバレッジの高度化が起こって、それと表裏をなして最近の経営者の俸給問題などにも示されているような、ビジネスモラルの低下ないしは崩壊ということも起こったと言えるでしょう。

最後の五番目の要因は、まさにこのような金融ビジネスや金融市場の拡大、多様化に伴ってビジネスにおけるリスクも急増しましたが、こういう金融世界の変貌ならびにリスクの急増にもかかわらず、それを監視規制している監督当局の対応が率直に言って非常に遅れていました。またそのビジネスの中における企業についても、リスク管理体制が十分でなかったと言わざるを得ません。

このようなことを背景にして、米国住宅市場のバブルとその崩壊という、歴史的にいえばたいしたことではない事件が、世界的な危機に発展し、さらに非常に厄介なことには、その被害が金融市場のみならず、実体経済にも急速に拡大して、その被害を広げていったわけです。皆さまもよくご存じのことですが、金融の面で見れば、当初のサブプライムローン証券市場の崩壊があつという間にその他の証券化市場、証券化商品市場にも波及をいたしました。そういう商品の投資者あるいは取引をしている機関や個人に打撃を与え、結果的には金融機関の資産が劣化して資本が不足する、信用度も下がるということになりました。今最も恐れるべき事態は、全世界に蔓延した非常に厳しい信用収縮の状況だろうと思います。こういう

状況が、やはり瞬く間に世界全体に波及していることが、少なくとも金融面で見れば現状の最も憂慮すべき点であろうと思います。

他方、実体経済の面では、当初の住宅価格の下落によって当然家計の消費能力は低下しましたが、それに加えて住宅産業の停滞、あるいは今申しました金融市場での信用収縮などによって、全面的な需要の減退、消費の減退ということが起こっているわけです。その結果、ほとんど全産業にわたって企業業績が悪化し、それが雇用、貿易、投資といった活動をも収縮させており、まさに世界すべての経済が今かなり深刻な成長率の低下を味わおうとしています。ご記憶のとおり、2005年、今からわずか4年前には世界中のすべての経済がプラスの成長を遂げたという、戦後初めての繁栄を謳歌する年であったわけですが、わずか4年後の今年は恐らく戦後最悪の景気状況になるのではないかと考えております。

こういう事態に対して何をしたらいいのかという、答えそのものは明瞭かつ簡単だろうと思います。やるべきことは三つしかありません。一つはまず米国の住宅市場の正常化です。一日も早く債務不履行や差し押さえを減少させて、在庫調整を終わらせること、それをしなければ、すべての経済活動は回復しません。二番目は実体経済面で、何とかして景気の停滞を止めて回復させなくてはなりません。つまり、需要を喚起させなくてはいけないのですが、世界中どこを見ても、金融政策の面で余地が残っている国はありませんので、結局のところ財政政策に依存することになります。短期的な財政悪化はやむを得ないものとして、何とか総需要を喚起して雇用を維持しなければならないわけです。三番目の対策としては、金融政策の面で、金融機関の資本の増強と不良債権の整理によって、当面最大の問題である世界的な信用収縮を改善するということであろうと思います。

以上が現在の危機の一応の解説になりますが、今日私が一言申し上げたいことは、今回の危機の非常に重要な側面として、この金融面あるいは実体経済面での危機は、世界経済を歴史的に俯瞰した場合に、中長期的な非常に大事な構造問題と密接に絡み合っているということです。具体的には、四つの点を指摘できます。

第一は、先ほど申しましたようなグローバル・インバランスの状況がこれからどうなるのかという点です。つまり、これまで片方に米国の家計部門における消費過剰があり、他方では、アジア等に貯蓄過剰があってその間で資金が動くといった非常に大きなグローバル・インバランスがあったわけです。それによって世界的に消費が増え、生産が増え、輸出が増え、輸入が増えることで、世界経済が繁栄を謳歌していたわけですが、今度の危機の結果、この世界経済の基本的な構造はいったいどうなるのか。もしアメリカがこれ以上消費過剰を続けられないということで、国内経済におけるバランスを回復しようとする、その反対側にあった貯蓄過剰国、経常収支黒字国でも同じような、いわゆるリバランシングが起こります。これは世界経済全体にとって非常に大きな課題です。つまり、これまでの成長モデルがどの

ように変わるのか、またそれを支えていた産業構造全体はどうなるのか、それは大きな社会的、政治的、経済的な混乱をもたらさずに可能なのかという問題です。

二番目は金融改革だろうと思います。今度の危機の結果、いわゆるアングロサクソン型の金融モデルはどうなるのでしょうか。具体的には銀行その他の金融機関のビジネスモデルの問題や、先ほど触れました非常に高いレバレッジをどうやって下げていくかという問題もあります。新しい重要なプレイヤーであったヘッジファンドや投資銀行はどうなるのか、反面、伝統的な商業銀行の役割はどうなるのか、また、全体を監督する規制監督体制や監督機関はこれからどうなっていくのか。こうした変化の過程では、恐らく今までの金融自由化、規制緩和の振り子が逆に進み始めて、これからの10年は逆の方向への行きすぎが起こるリスクがかなり高いのではないかと考えております。金融機関の国有化が既にあちこちで始まっていますが、規制強化が進み、規制体制全般がいったいどうなるかも大変大事なことです。

三番目は国際通貨体制の話です。第二次世界大戦後世界を支配していました実質的なドル本位体制、その中におけるドルの国際基軸通貨としての役割が今後どうなるのでしょうか。これはアメリカという国の総合的な国力がどうなるかという話にも関係しますが、少なくともこの危機の結果、恐らく米国の金融産業が持っている世界的な地位に若干傷がつくでしょう。また、アメリカ経済の対外純債務のポジションも非常に大きく悪化していますので、ドルの役割がこれからどうなるかは非常に関心を呼ぶわけです。いったいドルに代わる通貨はあるのか。恐らくないと思うのですが、なければいったいどうなるのか。現実的に考えれば指導的な地位にあった通貨が多少とも弱体化して、しかも、すぐそれを引き継ぐほかの通貨がないとすれば、世界の通貨情勢は不安定さを増さざるを得ないわけです。

四番目の中長期的な課題は、やはり今度の危機が広い意味での世界的なバランス・オブ・パワーの変化を象徴するのではないかということです。その中で明らかなのは、恐らくアジアの持っているグローバルな役割が高まるということではないでしょうか。アジアはご承知のとおり、世界の人口の半分近くが住んでおり、平均的な成長率も高く、生産、消費、金融資産の面でも世界最大のセンターになりつつあります。なかんずくこれは後ほど劉教授からお話があると思いますが、中国の台頭は刮目すべきものがあります。

ただ、同時にアジアの経済には非常に数多い問題点、とりわけ脆弱性があります。そのうちの最たるものは輸出依存体質と言えるでしょう。アジア経済の最終需要の60%が域外の先進国ですから、アジア経済全体で見ますと、域外の最終需要への依存がそれだけ大きく、その域外の最終需要が減少すれば、その被害がアジア経済に及ぶという構造は避けられない状態であったわけです。それから、アジア危機のときにも言われましたけれども、いまだに金融産業あるいは金融市場という観点から見ますと、米欧と比べて発達が十分ではありません。例えば、金融市場一つを取ってもニューヨークやロンドンに匹敵する市場がまだ生まれてお

りませんし、金融機関についても本当にグローバルプレイヤーといえる存在はアジアにはいません。さらにアジア諸国においては、国の間でも、またそれぞれの国の中でも所得の格差が非常に大きいわけです。何とかこれを均一化していく努力をしないと、いつまでたっても本当の意味でのアジア地域としての内需の拡大は難しいということになります。

97年のアジア危機というのは、振り返ってみると、それに先だって非常に大量の短期資金が流れ込みました。それはアジア諸国にある意味ではブームをもたらしたわけですが、その流れが逆転した途端にアジア危機が起きました。今の危機はアジアにとって見れば何であるかといえば、この危機に先立って、海外の需要の急増によってアジアの輸出はものすごく増えて、それがアジア諸国に大きな繁栄をもたらしたわけですが、その域外の需要が激減をした途端にアジアは危機を味わっているということです。

最後にそれではいったいこれからどうしたらいいのか、これはまさに今日のシンポジウムのテーマでもあります。これからのアジア経済の課題は、第一には先ほども触れましたが、国内、あるいは国と国との間の格差を底上げによってできるだけ縮小していく、上を下げるというよりは、底上げによって格差を縮小して、その結果地域全体としての内需を拡大させることが必要です。第二にそのプロセスで大事なものは、アジアの中の生産構造が今までどちらかといえば垂直構造、垂直分業であったわけですが、これをできるかぎり水平分業の形にしなければならないということです。そうしないと最終需要を外に求めざるを得なくなるわけで、できるだけ水平分業を拡大することによって、最終需要を域内に蓄積することが大事だろうと思います。それから三番目には金融産業、金融市場を育成して、高いアジアの域内貯蓄というものを域内での投資にできるだけ活用するという、それから最後に、これは申すまでもありませんが、アジアの域内の諸国、日本、中国、インド、韓国、ASEANといった諸国がそれぞれの課題を解決しながら、さまざまな面での域内協力をもっともっと活発、緊密にすることが大事だろうと思います。

時間がオーバーしてしまい申し訳ありません。早口でお聞き苦しかったかもしれませんが、本日のご参加のお礼と、これからの諸先生のお話を伺う前の問題提起ということでご披露させていただきました。どうもありがとうございました。どうぞごゆっくりお楽しみください。

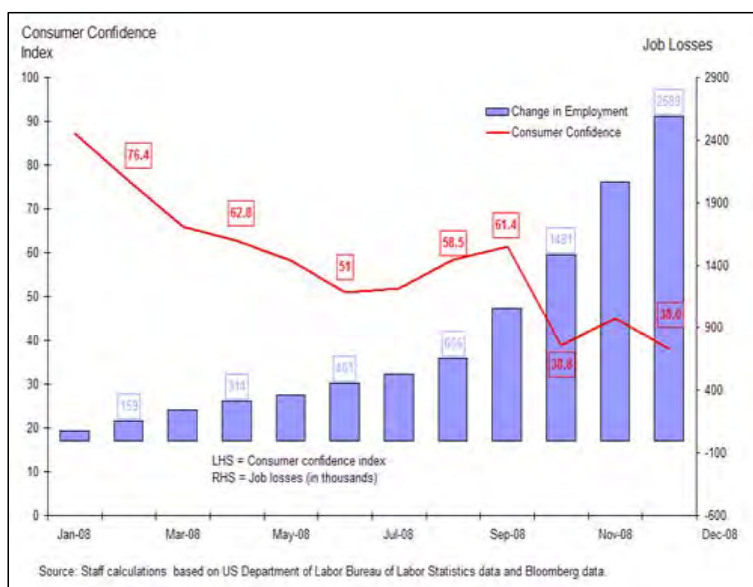
2. 経済危機とアジア — 成長のリバランスへの機会¹

黒田 東彦（アジア開発銀行総裁）

本日は 2009 年という年を定義づけるような問題を議論するこの場にお招きいただき、大変光栄に存じます。

アジアの途上国は、金融危機または全世界の同時景気後退の影響を当初の予想を超えたレベルで受けております。一部の資産クラス、特にアジア途上国の株は先進国よりも下落していますし、G3 諸国の景気後退を受けてこの地域からの輸出も急減しております。GDP 成長率の低下、一部のアジア新興諸国の輸出の収縮、そして資本流出も相当額見られます。今回の経済危機からアジア地域が力強く回復するためには、長期的な開発目標を確保しながらその成長の源泉を見直す、いわゆるリバランシングを目指す必要があります。この点についてはまた後ほど触れますが、まずここでは今回の経済危機を概観し、アジア途上国にどのような影響をもたらしているかについてお話しいたします。

(図 1) アメリカにおけるサブプライム危機の兆候が最初に見られたのは、2006 年 6 月、ケース・シラー住宅価格指数が下落し始めた頃です。それ以降現在に至るまでにこのケース・シラー指数は約 25% 下落していますが、複数の権威あるエコノミストによると、アメリカの家計所得に対する住宅価格のレベルが通常範囲に戻るまでには、更に 10% 程度の下落が見込まれると予測されています。グローバル金融市場における損失あるいは償却額は今後更に増加していくと見られますので、グローバル金融危機の終結にはまだ遠いというのが現状です。



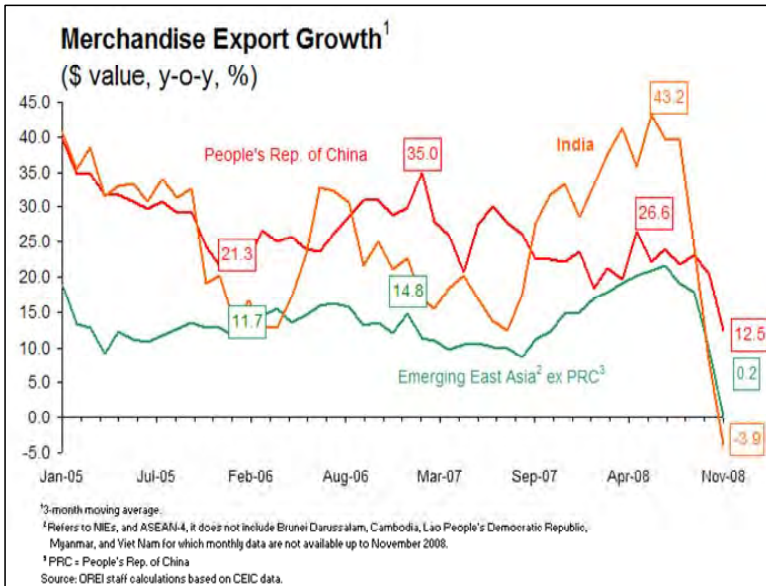
(図 1)

今回の経済危機の実経済への影響及び波及効果は劇的なものであり、G3 諸国（米国、ユーロ圏、日本）すべての経済が景気後退に陥っています。いずれの国でも救済が必要な産業を抱えており、米国では失業者が 1 月に 50 万人以上増加しましたし、小売売上高も、12 月には 2.7% も下落しました。これは記録的なレベルです。家計支出も大幅に縮小しており、企業部門も苦戦しています。生産者価格は 12 月に需要

¹ 文中の図のフルカラー版は、IIMA ホームページで閲覧可能です。

http://iima.or.jp/pdf/sympo_speech/Mr_Kuroda_Presentation.pdf

が減退したために2%下がりました。IMFは、2009年の世界経済は0.5%程度の成長と見通していますが、これは戦後最低の水準であり、米国、ユーロ圏、日本のいずれの経済も収縮が見込まれる状況です。



(図 2)

と、この影響はかなり大幅なもので、中国のGDP成長率はここ7年で最低の対前年比6.8%に低下し、韓国はマイナス3.4%、日本も深刻な景気後退に陥っています。

	Annual GDP Growth Rates (%)		ADB Forecasts December 2008		IMF Forecasts January 2009	
	2006	2007	2008	2009	2009	2010
Developing Asia	8.9	9.0	6.9	5.8	3.1	5.9
Emerging East Asia	8.7	9.0	6.9	5.7	2.7	5.8
China, People's Rep. of	11.6	11.9	9.5	8.2	6.7	8.0
NIEs-4	5.5	5.6	3.5	2.4	-3.9	3.1
ASEAN-5	5.7	6.3	5.2	3.8	2.7	4.1
South Asia	8.9	8.6	6.8	6.1	...	...
India	9.6	9.0	7.0	6.5	5.1	6.5
Pakistan	5.8	6.8	5.8	3.8	...	...
Central Asia	13.4	11.6	7.3	7.7	...	...
Pacific	2.2	2.4	4.8	3.4	...	...
Japan	2.0	2.4	0.5	-0.2	-2.6	0.6
US	2.9	2.2	1.4	-0.7	-1.6	1.6
eurozone	2.8	2.6	1.2	-0.5	-2.0	0.2

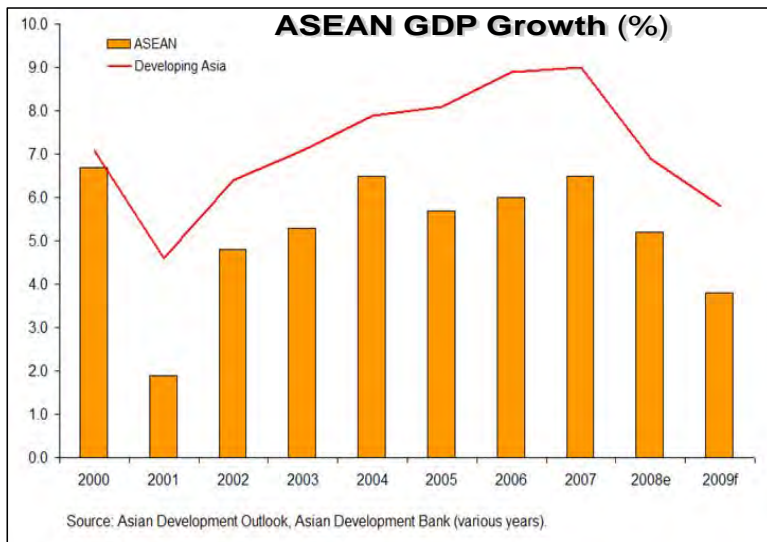
... = not available.
Sources: Asian Development Bank; World Economic Outlook Update, International Monetary Fund (January 2009); and various national government sources.

(図 3)

もはるかに暗い見通しを世界経済全体について指摘していました。

(図 2) アジアの輸出に対する世界の需要も急減し、これがアジア新興国経済の心臓部に打撃をもたらしています。何年にもわたり二桁成長していた中国の輸出も、12月は対前年比で約3%下がりました。シンガポールの石油以外の輸出も21%下げ、その他アジア新興国経済も状況は同じです。またこの地域全体で工業生産の伸びが落ち込んでおり、アジア新興国の景気拡大の見通しを立てるのが難しくなっています。2008年第4四半期のデータを見ます

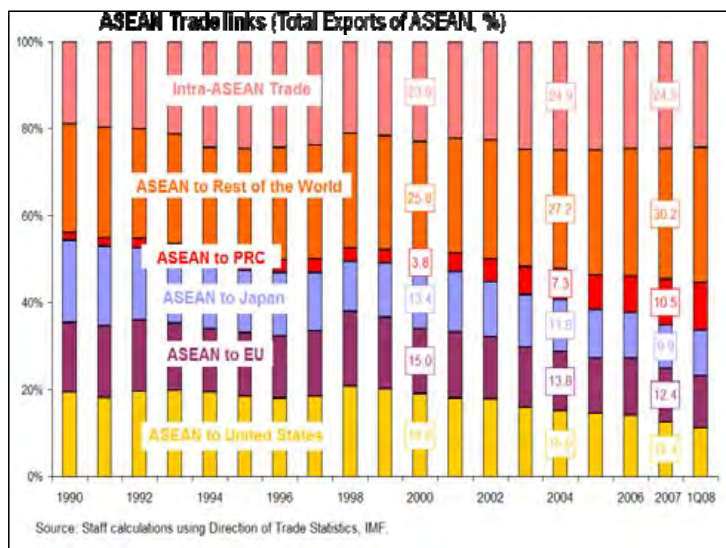
(図 3) アジア開発銀行の昨年12月時点での見通しでは、2009年のアジア途上国全体のGDP成長率は5.8%と予測していました。2008年については6.9%との予測でした。また東アジア新興諸国では、昨年の6.9%に対し2009年は5.7%と予測しました。これら昨年12月時点の見通しは、昨年9月時点での見通しを下回っています。今年3月に発表する最新の見通しでは、更なる下方修正が見込まれます。IMFもこの1月の見通しでは、11月時点での数字より



(図 4)

なるかを示す、良い例だと思います。

ASEAN の経済成長は昨年が 4.8% という数字でしたが、今回の危機の影響を主因にこれが 2009 年には 3.5% に低下すると見ています。ASEAN の成長モデルは依然輸出主導型です。ASEAN 発足時加盟 5 カ国（インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ）の輸出は GDP のほぼ 7 割に達しており、今回の経済危機による外需の落ち込みは今年の成長展望に影を投じるでしょう。また、全世界でいわゆるレバレッジの解消（デレバレッジング）が続いていますので、金融状況も引き続き大きな課題です。資本の流れは不安定で、株価も落ち込んでおり、リスクプレミアムは上昇し、通貨も全般的に弱含んでいます。



(図 5)

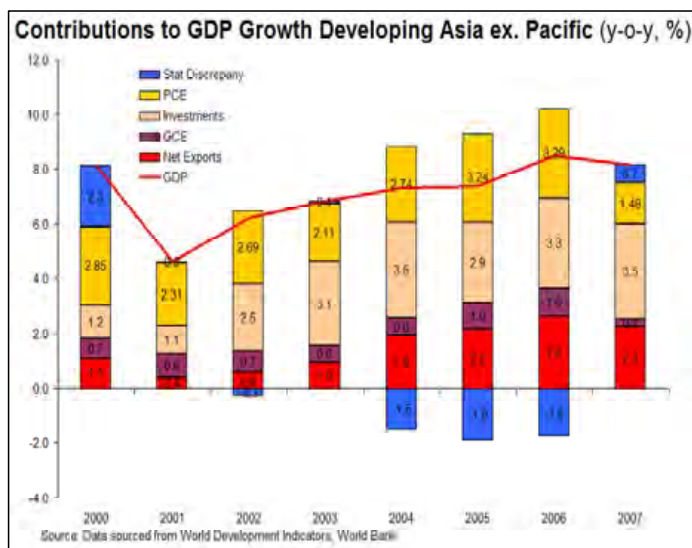
しての G3 が占める割合は、2000 年には 47% であったのに対し、2007 年には 35% に低下しま

(図 4) 本日は他のパネリストの方々が中国とインドについてお話をされますので、私は ASEAN について目を向けたいと思います。ASEAN は、アジアの経済協力及び経済統合の中核をなすもので、2015 年までにまずは加盟国の中でも大きな中所得国が中心となって経済共同体を作ろうと目指しています。これは、この地域がいかにか今回の経済危機に対応し、どこに脆弱性が残り、そして地域協力がいかにか助けに

(図 5) ここで重要なのは、外需が急減し、グローバルな財政状況が厳しくなる中で、各国内需、および地域としての需要をどう高めるかという問題です。答えの一部は、ASEAN 域内の連携、及び ASEAN 対中国の関係を強化するということであるかもしれません。現在の ASEAN の総貿易の 25% が ASEAN 域内の貿易です。対中貿易が大きく伸びてきており、2000 年の 4% 弱から 2007 年には約 11% に達しました。その一方で、ASEAN の貿易相手と

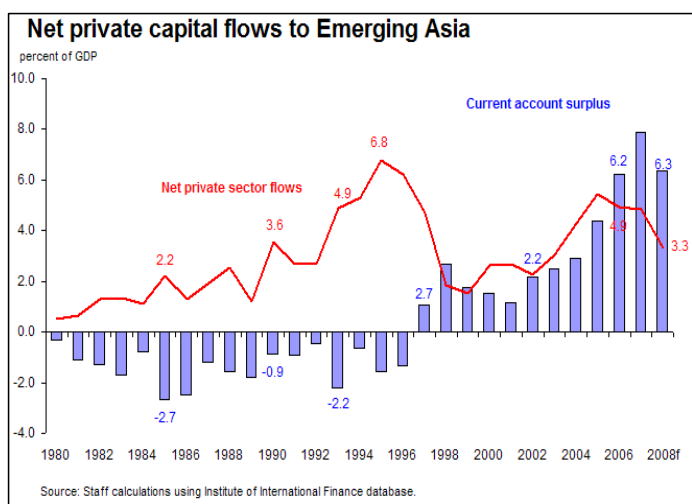
した。このように、ASEAN としての地域統合の傾向が進んでいますし、そしてグローバルな景気減速の多大な影響からの回復力を付ける方法としての良い例を示していると思います。

(図 6) 危機の影響の中でアジア途上国の経済を活性化するうえで我々にできることは多々あります。先のアジア通貨危機から 12 年が経ち、アジア途上国のファンダメンタルズは、はるかに健全なものになっています。財政あるいは外貨準備も強固なものになっており、対外債務も管理可能な状況で、為替レートもより柔軟になっています。しかしそれでも脆弱性は残ります。この地域としての貿易・金融の開放性の故に、この地域は良きにつけ悪きにつけグローバルな経済の動きと密接につながっています。貿易額のシェアとしては徐々に下がっているとはいえ、G3 諸国の経済が相変わらずアジアからの輸出の最終需要の 60%を担っています。対外資金調達の依存度も高いため、不安定な資本の移動に対しても脆弱です。アジアはもちろんグローバル化を受け入れて、グローバル化から恩恵を受けてきました。しかし今回の経済危機は、やはり急速なグローバル化にはリスクが伴うことを改めて浮彫りにしました。



(図 6)

(図 7) 1997 年のアジア通貨危機では、アジア途上国自体のファンダメンタルズの不均衡及び構造的な弱点が露呈しましたが、今回の世界危機の根源もグローバルな不均衡（インバランス）にあります。米国の経常収支赤字は 1996 年には 1250 億ドルでしたが、これが 2007 年には 7310 億ドルまでに膨らみました。これは対 GDP 比 5.3%です。そしてその債務を賄うための米国への資金の流れの大部分は東アジア新興国からのものであり、それらの東アジア諸国は純債務国から純債権国に変化を遂げました。その理由にはいくつかありますが、まず輸出主導型の戦略と通貨上昇に対する抵抗といった政策変更が経常黒字を累増させたことが挙げられます。第二に、アジア経済は 1998 年の通貨危機以降大



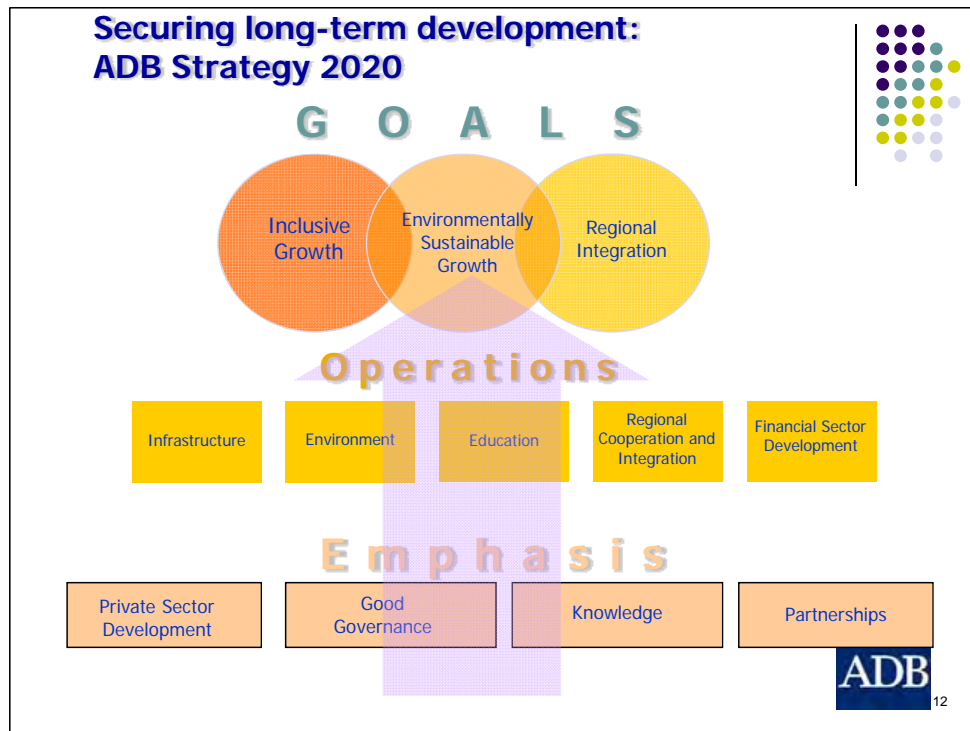
(図 7)

幅な投資の落ち込みを経験しましたが、これは投資そのものが既に過大な状態であったこと、そしてこの地域の金融機関に対する信用が低下したことも一部関連しているでしょう。第三には、中国など一部の国では貯蓄率が急上昇しました。それは所得が伸びる一方で金融システムが未発達であるとともに、いわゆる社会的なセーフティネットも未整備であるため、貯蓄志向が強まったからです。

グローバルな不均衡は、米国のみならず、アジア及び世界でも秩序ある形で是正する必要があります。アジアのグローバル経済におけるシェアが高まる中で、今、成長エンジンとして輸出だけに頼り続けることはできません。この地域の重要な開発課題を考えれば、その貯蓄をより良い形で開発目標に投じていかなければなりません。いわゆるリバランシング、より良いバランスを目指すことが必要ですが、そのためには内需を強化し、資源をより効果的に使わなければなりません。経済を刺激しながら均衡の取れた成長を実現するためには、金融政策や財政、金融セクター、構造政策を賢明に組み合わせることが必要です。国によって具体的な方法は異なると思いますが、まず共通項として一つには、物理的、社会的双方のインフラに対する支出を増やす必要があります。アジアにおいては物理的インフラに関する資金ギャップは2015年にかけて毎年3700～4700億ドルに達すると推定されます。また教育や医療、貧困層へのセーフティネット等の社会的インフラにも、より注目する必要があります。第二に投資環境の改善が必要です。規制改革、他国制度との調和、国際標準化を目指す際には、企業統治や法的枠組の改善が優先課題となります。第三に、民間投資を刺激することも引き続き重要です。中小企業育成を加速し、雇用の創出、内需の刺激を推し進める必要があります。そして第四は、金融システムを強化し、より効率的な資源配分を図ることです。国または地域単位での金融システムをより深め、広げることによって、クロスボーダー資金の流動性を促進し、金融、貿易面での統合が図れるでしょう。銀行監督を改善し、域内の現地通貨建債券市場を発展させることはそうしたことの一例です。

アジア開発銀行（ADB）としてもこの経済危機に対応し、加盟国に対し直接的な影響が及ぶことを阻止するための支援を行っています。国別のレベルでは、国際金融市場での資金調達に苦慮している国に対して、直接・間接的に資金提供を行うことができます。また今回の危機対応として、2009年向け業務計画を当初の120億ドルに数十億ドル追加する方針です。その一環として、貿易金融促進プログラムを1億5千万ドルから10億ドルに増額し、貿易金融支援を加速化する計画です。さらに、ADBは借入国に対する政策助言や技術支援を通じて、政策実行および制度構築に対する支援も提供しています。

また地域レベルでは、モニタリングやサーベイランスに関するイニシアティブを強化しており、ASEAN、ASEAN+3、東アジアサミットといった既存の枠組みとも協力しながら協調的な対応を行っています。例えば、ASEAN+3加盟国が外貨準備をプールし、緊急時に流動性を融通し合うチェンマイ・イニシアティブのマルチ化についても支援しています。また、開発機関からの資金をプールし、地域のインフラ政策のために投入する、協調融資方式のAsian Infrastructure Financing Initiativeにも取り組んでいます。



(図 8)

(図 8) 貧困のないアジア太平洋地域を目指すという ADB のコミットメントはゆるぎないものであり、先般定めた新長期戦略「ストラテジー2020」では、引き続きインフラ、環境、地域協力・統合、金融部門の育成、および教育、という 5 つの領域を主眼としています。しかし、その長期戦略に沿った貧困削減目標を遂行するためには、ADB としては現在資本制約に直面しており、加盟国政府に対して大幅且つ迅速な一般増資を要請しているところです。これは、この非常に困難な時期に、アジア地域の社会経済開発において意味のある、先行的な役割を ADB が果たしていくためには、必要不可欠な増資と考えます。

皆様、今年アジアの指導者たちにとって、12 年前の金融危機以来最もチャレンジングな年になるでしょう。しかし自信を持って言えるのは、今回も 12 年前当時と同じく、アジアのリーダーたちは余裕のある限り適切な金融財政刺激策で対応していただくということです。以前の危機もこの地域は力強く切り抜けてきましたし、今回の危機の教訓がよりバランスの取れた成長軌道を実現し、それが地域経済に有益であるだけでなく、世界の回復プロセスに貢献することでグローバルコミュニティに対する恩恵をもたらすとも確信します。今回の金融危機と経済の落ち込みはグローバルなものであり、従ってその対応もグローバルな規模が必要となります。しかし一方で、各国別及び地域単位での対応も不可欠です。つまりは国別、地域別、そしてグローバルな対応策、すべてが必要ということでありましょう。我々 ADB はこのアジア地域の主要開発機関として、託された役割の中で出来ることは全て実践し、地域の貧困削減目標に向かって支援していく所存です。ご清聴有難うございました。

3. 世界的金融危機が中国に与える影響²

劉 遵義 (香港中文大学学長)

本日はこの場にお招きを受けまして大変うれしく思っております。私に与えられた役割は、このグローバルな金融危機が中国経済に及ぼす影響について論じるというものでございまして、パワーポイントを用意してまいりました。これは今後私のウェブページにも IIMA のホームページにも出るようになっております。

ご承知のように、金融の地震あるいは津波はすべての先進国、特にアメリカに大きな影響を及ぼしました。北米、ヨーロッパは本物の景気後退期に入ったわけです。しかも普通の景気後退ではありません。これに付随して、信用あるいは資本市場の目詰まりが起り、経営破綻、流動性不足等が多くの主要金融機関でも起こっているからです。幸いなことに、東アジアでは株価は暴落いたしましたけれども、既にほかの方からのお話にありましたように、金融機関は相対的に健全で金融の安定性そのものもそれほど大きく脅かされておられません。輸出は減速いたしました、これもこれまでご指摘のあったとおりです。特に昨年9月のリーマン・ブラザーズの破綻以来、多くの国で輸出の受注が対前年比50%台で急減いたしました。当然これは海運、運輸それから保管サービス等にも波及しております。

アメリカをはじめとする危機は、ポジティブな期待が回復できるようになるまでにさらに1、2年は続くだろうと考えております。その間アジアは何もせずに、アメリカの回復を待つだけというわけにはいきません。マイナスの影響を被っておりますが、黒田総裁がおっしゃったように、まさに東アジア諸国そのものが、この地域で頑張って対策を取らなくてはなりません。そしてこの地域ができるだけ早い段階に経済回復を実現できれば、それだけ世界のためになると言えましょう。

私がここで論じたいことの一つは、特に中国の輸出に対するグローバル危機の影響です。輸出受注はたしかに大幅に減少しております。ただ、次のようなことを申し上げたいと思います。すなわち、昨年9月中旬のリーマン・ブラザーズの破綻以来、幾つかのことが起こりました。まず、東アジアの株価が暴落をいたしました。これは後ほどグラフでお見せします。同時にそれに付随する形で急速にこれらの諸国の通貨も減価しました。例外は日本円と人民元、香港ドルですが、他のマーケットでは、通貨は安くなったわけです。これは逆説的だと思われるかもしれません。

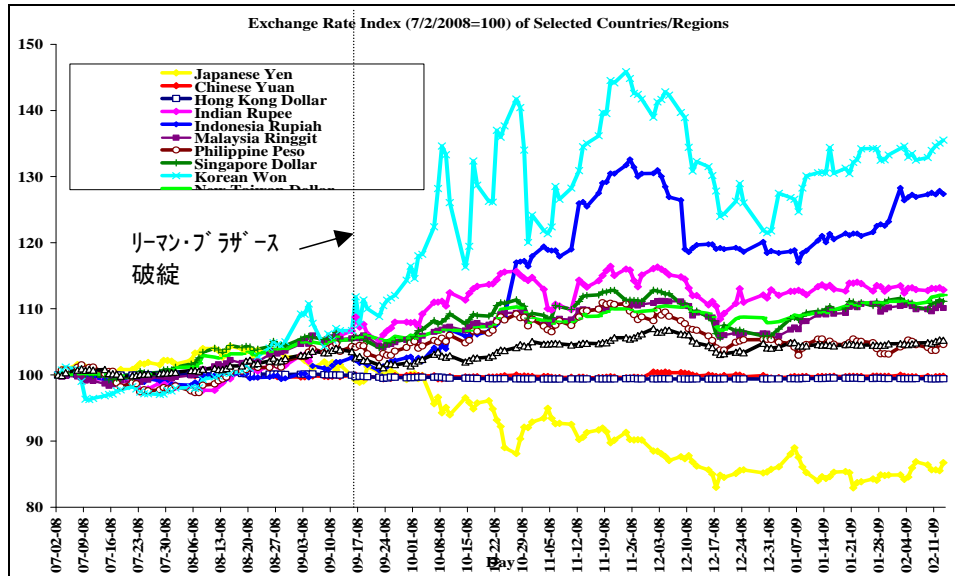
つまり米ドルがどうして逆に高くなっているのかということですが、それに対する私の説明は単純なものでありまして、アジア地域に対する米国およびその他の海外の投資家が、投下資本を本国に引き揚げようとしてきたからというものです。債券の償還請求やひっ迫した

² 文中のグラフのフルカラー版は、IIMA ホームページで閲覧可能です。

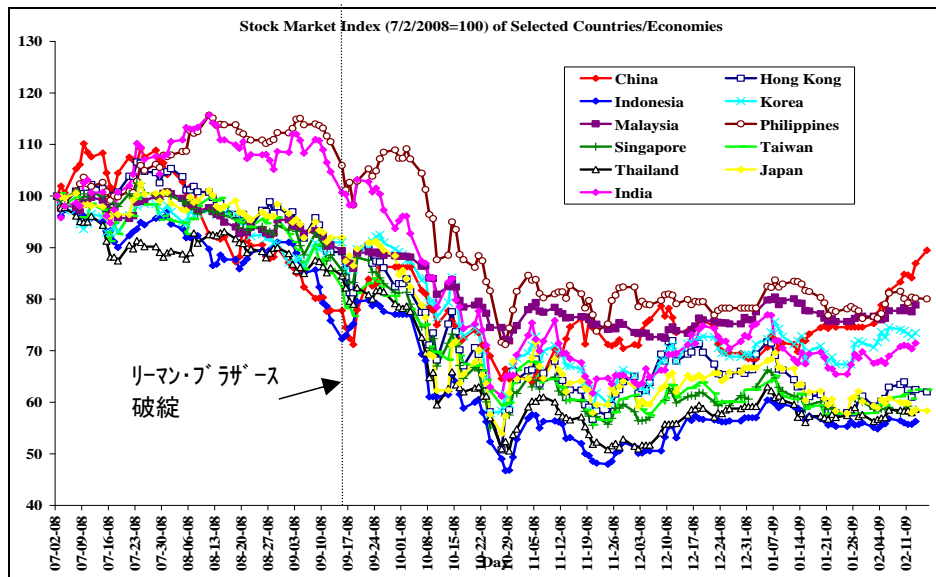
http://iima.or.jp/pdf/sympo_speech/Dr_Lau_Presentation.pdf

資金状況等に応えるために、本国で資本が必要となったのです。ですから、株、その他の証券をアジア市場で売りました。同時に、お金をアメリカ本国に引き揚げた結果として、株価が下がるとともに米ドルが高くなったわけです（グラフ1・2）。

(グラフ 1) Exchange Rates of Selected East Asian Economies (7/2/2008=100)



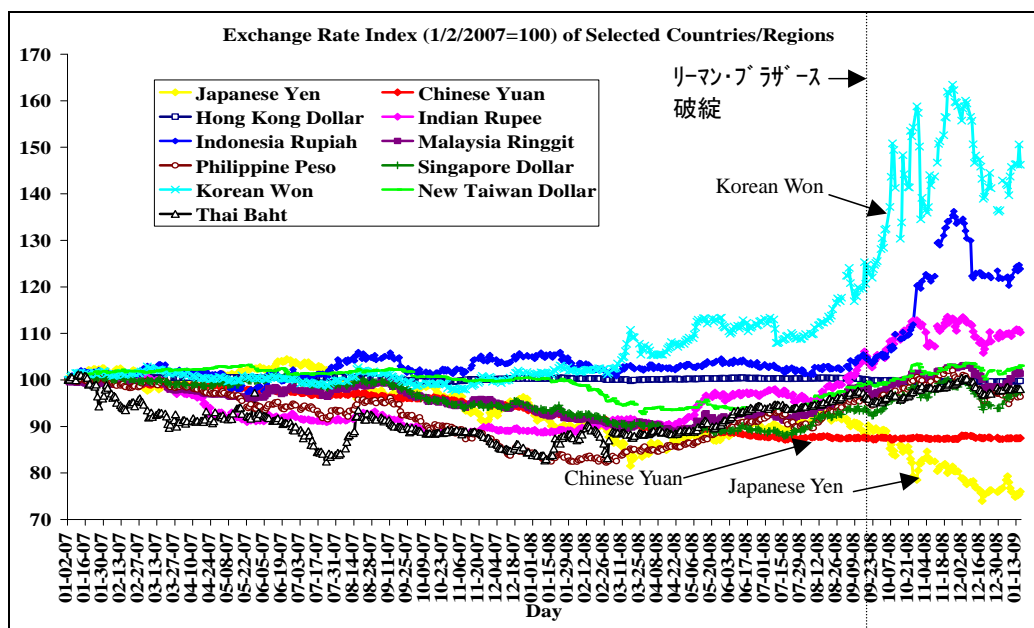
(グラフ 2) Stock Market Indexes of Selected East Asian Economies (7/2/2008=100)



ご覧のように株式相場も為替市場も 12 月以降は安定化が起こっており、危機的局面というのはもうほとんど終わったと言えましょう。といいますのも、売れる資産はすべて売り尽くしてしまい、その代金は本国に送還されたという状況だからです。したがって、東アジア諸国通貨に対する米ドルの上昇は長期的な状況ではなく、一時的なものとして解すべきでしょう。もちろん同時にレバレッジ解消も起こっておりますし、国内外の投資家も自信を失いました。これは本当に根拠なきパニックだと考えております。数年前に、グリーンズパン議長は「根拠なき熱狂」と言われましたが、その逆が起こったわけです。アジアの多くのマーケ

ットは、今や売られすぎだと思っております。ある程度自信が回復すれば、マーケットの安定も戻るものと期待しております。

(グラフ 3) Exchange Rates of Selected East Asian Economies (1/2/2007=100)



(グラフ 3) 今ご覧いただいているのは 2007 年から現在までの状況で、特にご注目いただきたいのが、この 9 月、ご覧のように為替が急騰しております。ということは、アジア通貨が安くなったということです。しかし、12 月には安定化してきているのがご覧いただけると思います。黄色の線が日本円ですけれども、これはずっと強くなっています。リーマン・ブラザーズの破綻以来の顕著な動向をご覧いただけると思います。

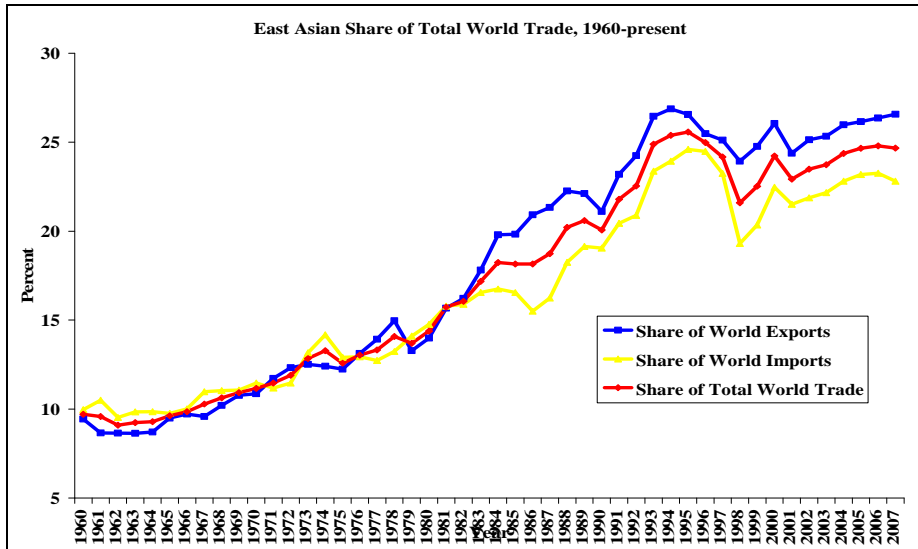
(グラフ 2) こちらは株価指数を示しておりますが、これも明らかな動向をご覧いただけると思います。10 月ごろ、リーマン後に大幅に下落しておりますが、その後再び安定しております。実際に事実関係がどうなっているのを見ていただきましたかったわけですが、実際には、一部のアナリストが言うような安全資産への逃避が起こったということではないのです。アメリカのドル資産は通常の意味では安全だとは思いません。

部分的なデカップリングに関してですが、黒田総裁や行天理事長が既にある程度お触れになりましたように、明らかにアジアというのは、完全にアメリカや欧州から切り離され、デカップルしたわけではありません。その一方で 20~30 年前のように緊密にカップルしているわけでもないのです。ですからアジアの自立的な回復の余地は十分にあると思います。

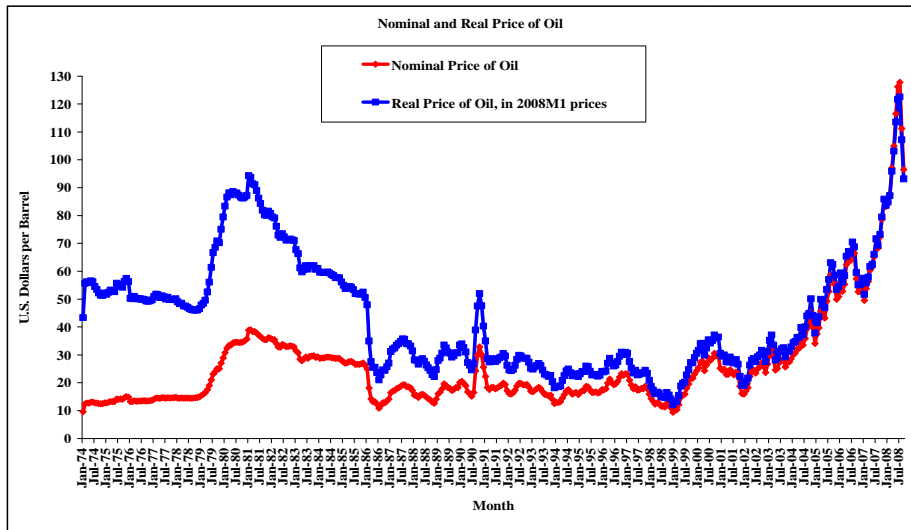
(グラフ 4) これは世界貿易に占める東アジアのシェアですが、最近 25% ぐらいになっております。このことを見ましても、東アジア地域経済は自立的に管理可能ではないかと思えます。2007 年ほどの急成長は無理かもしれませんが、ある程度の確率で妥当な成長を維持できると考えております。石油価格ですが、最近下がってきておまして、良い動向だと思いま

す（グラフ 5）。すべての国にとっていいと言えるでしょう。

（グラフ 4） The Rising Ratio of East Asian Trade in Total World Trade, 1960-present



（グラフ 5） The Nominal and Real World Prices of Oil (2008 prices)

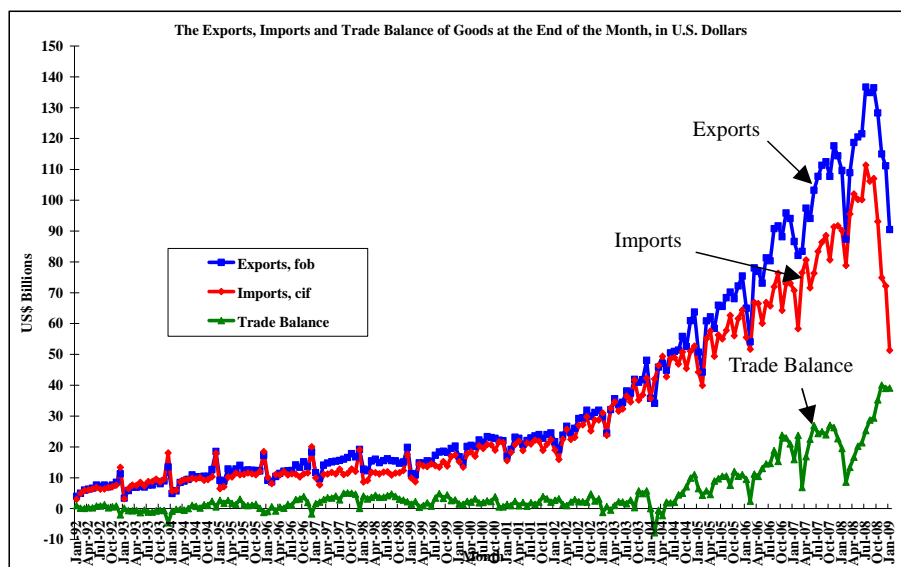


私の予想としては、中国、インドの成長は続くと思っております。大体これらの国は、輸出にそれほど依存しておらずこれまで内需を中心に成長してきたからです。2009年に8%成長を中国が達成するというのは十分可能なことだと思いますが、私自身の予想は7%と8%の間です。次に、中国は一般の人々が思うほど輸出に依存していないということをご説明したいと思えます。

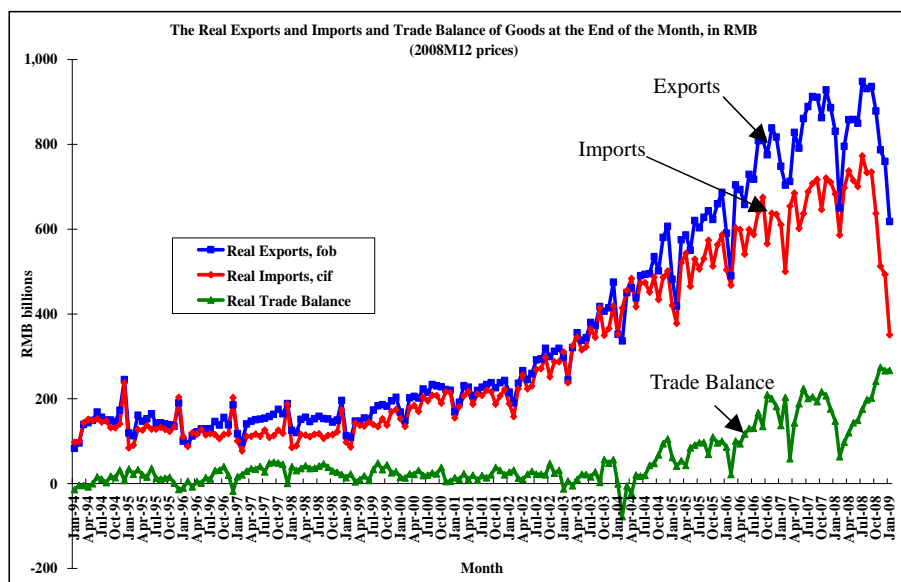
（グラフ 6・7）この図をご覧いただきたいと思えます。これは中国の輸出入の状況を示したものです。下の方にある緑の線が貿易黒字です。対世界全体の貿易黒字ですが、2005年ごろまでは貿易黒字はそれほど大きいものではありませんでした。人民元はこの頃から切り上がってきております。グローバル・インバランスというのはそれよりずっと前から生じており、

それを中国のせいにはできないと思います。問題とすべきは対米貿易黒字ではなく、世界全体に対する貿易黒字ということを中心にグローバル・インバランスを論じるべきだと考えるからです。

(グラフ 6) Chinese Exports, Imports and Trade Balance, US\$, Monthly Data



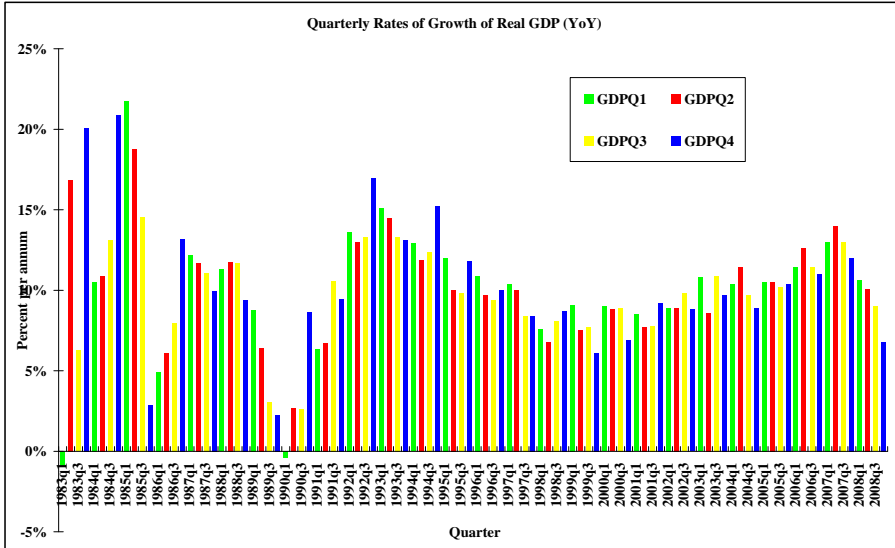
(グラフ 7) Chinese Exports, Imports and Trade Balance, 2008 Yuan, Monthly Data



続きまして、対世界への輸出について 2、3 述べたいと思います。重要なことは次の点です。中国の GDP 対比で見た輸出は 35%です。非常に高く見えます。しかしながら国内での付加価値は非常に低いわけです。おおまかに言いまして、中国が世界に輸出する 1 ドルのうち、中国国内での直接付加価値は 20 セントにすぎません。国内付加価値比率は 20%にすぎないのです。ざっと計算しますと $20\% \times 35\%$ で 7%になります。7%というのが輸出の中国の

GDP に対する寄与分であります。もちろん間接的な寄与分もあるでしょう。しかし、それを勘案しても最大限でせいぜい 15%未満というのが海外貿易の GDP に対する寄与分です。ですから、15%分は全然成長しないとしても、残りの 85%がちゃんと成長すれば中国経済はうまくいくわけです。これはそれほど悪くない状態だと思います。

(グラフ 8) Quarterly Rates of Growth of Chinese Real GDP, Y-o-Y



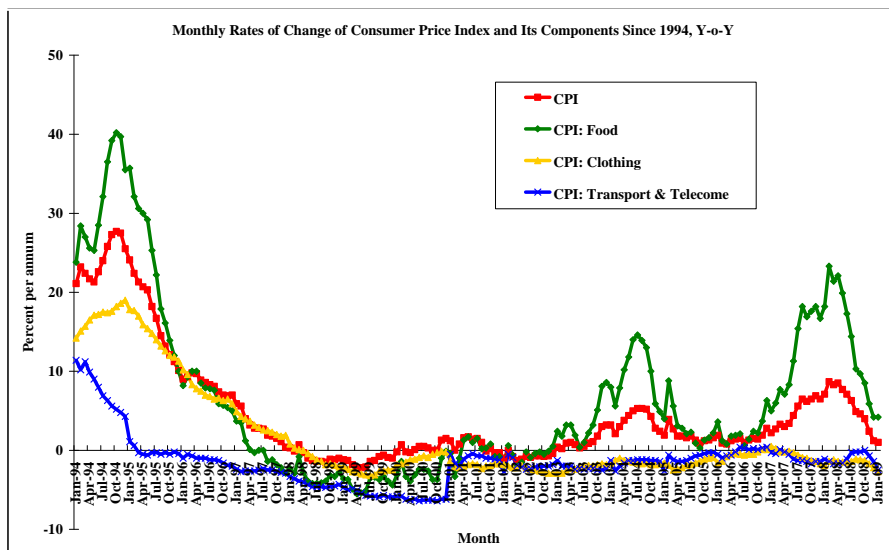
(グラフ 8) 実際中国の GDP は減速しました。かつての 11%から 2007 年には 13%にまで上昇していましたが、2008 年には 9%に減速し、最終四半期の成長率は対前年比 6.8%でした。しかし、中国政府は、ご承知のように 2009 年～2010 年の 2 年間にわたる 6000 億米ドルに相当する経済刺激策を打ち出しました。これは

2007 年の中国の GDP の 16%に匹敵します。その効果は今年第 2 四半期ぐらいから見られ始めると期待され、私の予想では恐らくは第 2 四半期、第 3 四半期ぐらいから中国の成長率は再び高まるはずで、第 1 四半期は若干減速あるいは横ばいが続くかもしれませんが、第 2 四半期、第 3 四半期には再び上向いてくると思います。

失業率は広東、上海、あるいは浙江省等の輸出中心の地域では大変深刻ですが、輸出は中国全土に均一に散らばっているわけではなく、幾つかの地域に集中しております。輸出産業

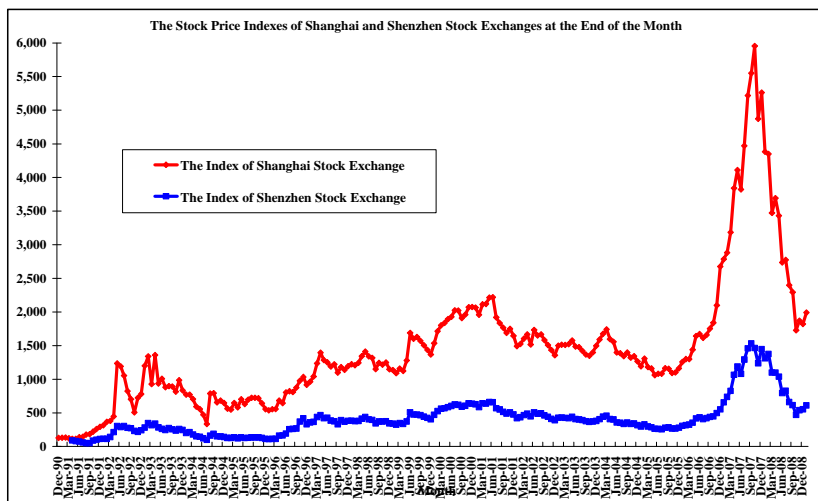
が重要な役割を果たしている地域では、確かに失業が深刻です。しかし、失業者のほとんどは農村から来た出稼ぎでありまして、そういった出稼ぎ労働者のほとんどは農村に戻っており、その地域の支援を受けることができるようになっております。確かに失業が集中する地域では

(グラフ 9) Monthly Rates of Change of the Consumer Price Index (CPI), Y-o-Y



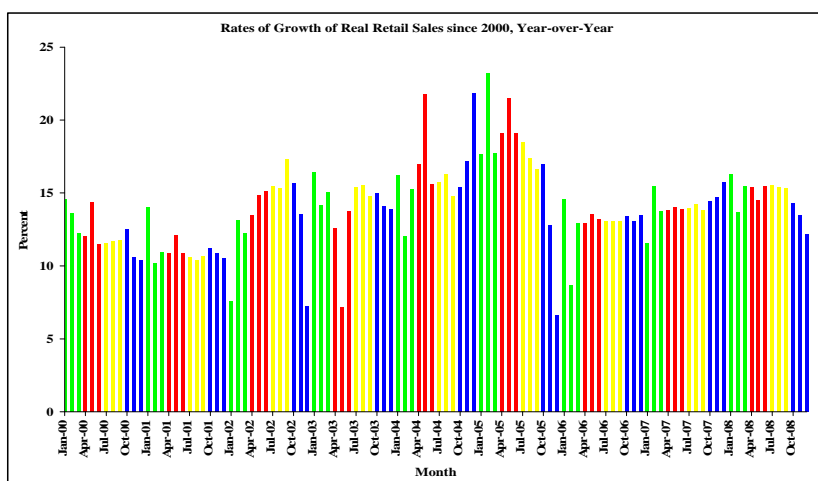
社会的な混乱が高まるかもしれません。しかし彼らが故郷の村に戻れば、何とか生活ができる状態なのです。

(グラフ 10) The Stock Price Indexes of Chinese Stock Exchanges Since 1990



(グラフ 9) それからインフレ率ですが、これは穏やかな状況でありまして、インフレ懸念が再燃することなく財政拡大を行うことができます。世界が直面しています今一番の懸念はスタグフレーションですが、デフレとリセッションが同時に起こっても、インフレとリセッションが同時に起こるよりも対応しやすいわけです。

(グラフ 11) Monthly Rates of Growth of Real Retail Sales, Y-o-Y



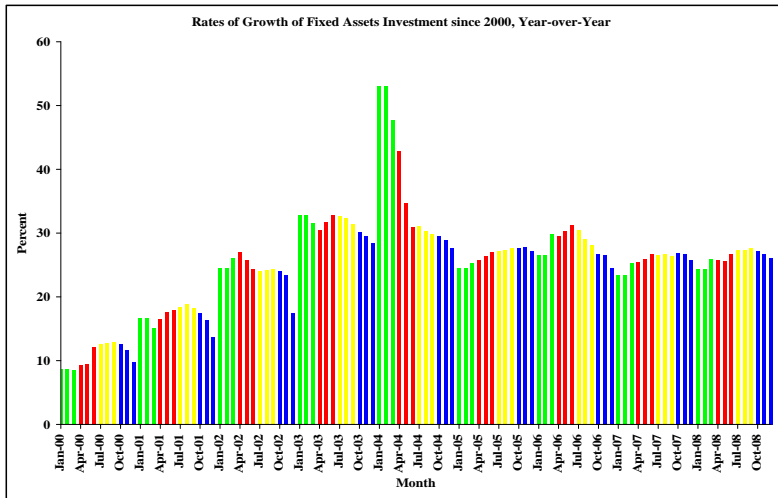
(グラフ 10) 中国の株式相場も安定化しておりまして、これはビジネスあるいは消費者のマインドに支援を与えています。(グラフ 11) 小売りの販売も相対的には安定を続けております。

ただ、輸出がなぜ突然大幅に減少したのか、若干の困惑があるかもしれません。中国でもまたアジアの他の地域でも輸出

は減少いたしました。その背景にあるのは先進国での信用の目詰まりだという点を指摘したいと思います。例えばアメリカの輸入業者は今日、金融を受けにくくなっております。L/C を開設してもらうのも困難でありますし、また在庫金融もままならなくなっております。結果として、まず在庫が削減されるのを待って初めて注文を出そうという状況です。注文の一部は再開されるだろうと思います。個人消費というのは、対前年度比で見ても 5%以上は減少しません。このことは 1945 年以降のリセッションにおいて既に実証済みのことであり、日本でも実際の消費は所得よりもはるかに安定的なものでした。

ですから、輸出は既に大幅に減少したわけですがけれども、あくまで一時的なものだと思っております。完全に回復をするというのは無理かもしれませんが、かなり回復すると思えます。今日の中国を見ても、在庫の削減は既にかかなり進んでおり、ほとんど完了しつ

(グラフ 12) Monthly Rates of Growth of Fixed Assets Investment, Y-o-Y

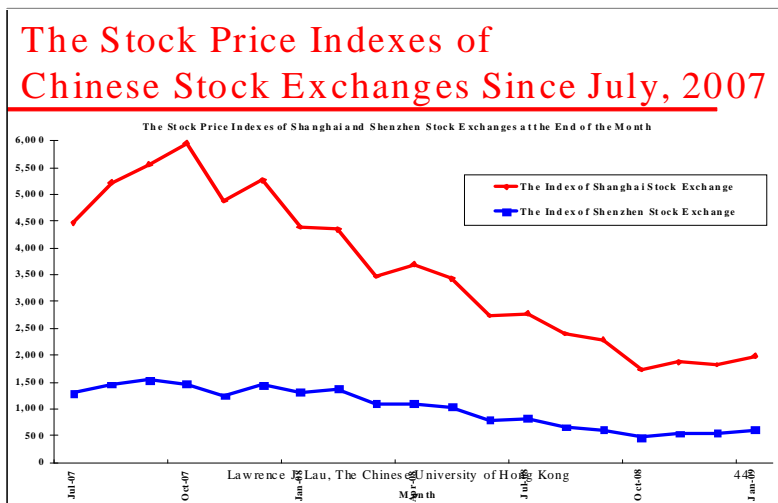


つあるという兆しが見られます。そうして企業の方でも、再び在庫投資を始めようとしているのが現在の段階です。

時間がありませんので、これは詳述できませんけれども、ご覧いただけますように、固定資産に対する投資の月毎の伸び率を見ますと(グラフ 12)、安定的に推移をしております。株価は大幅に下がりましたが、最終的にはかなり安定化しており、徐々に上向き始めておりません(グラフ 13)。

(グラフ 13)

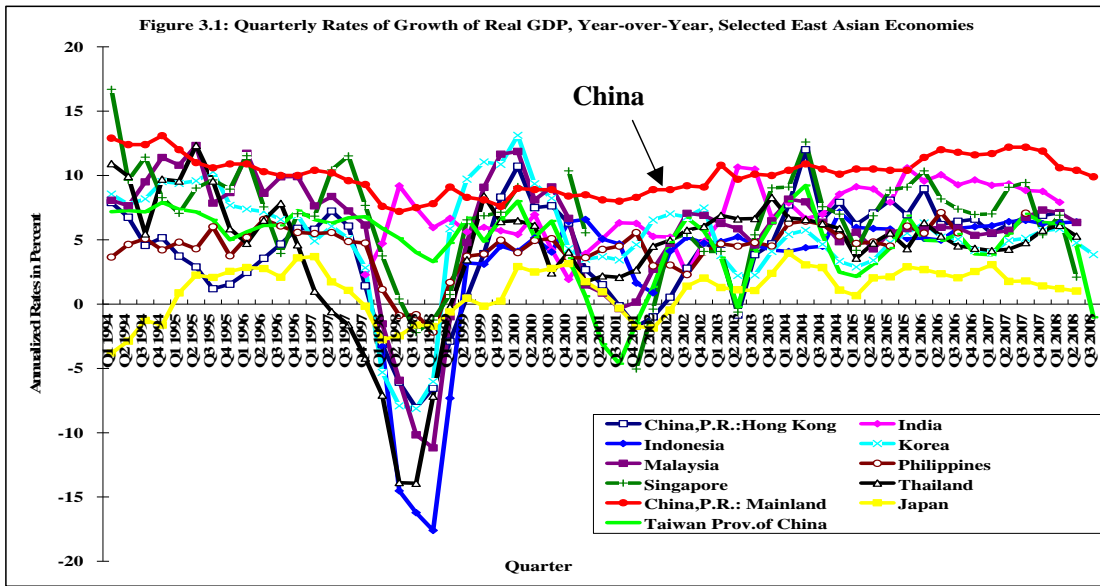
The Stock Price Indexes of Chinese Stock Exchanges Since 1990



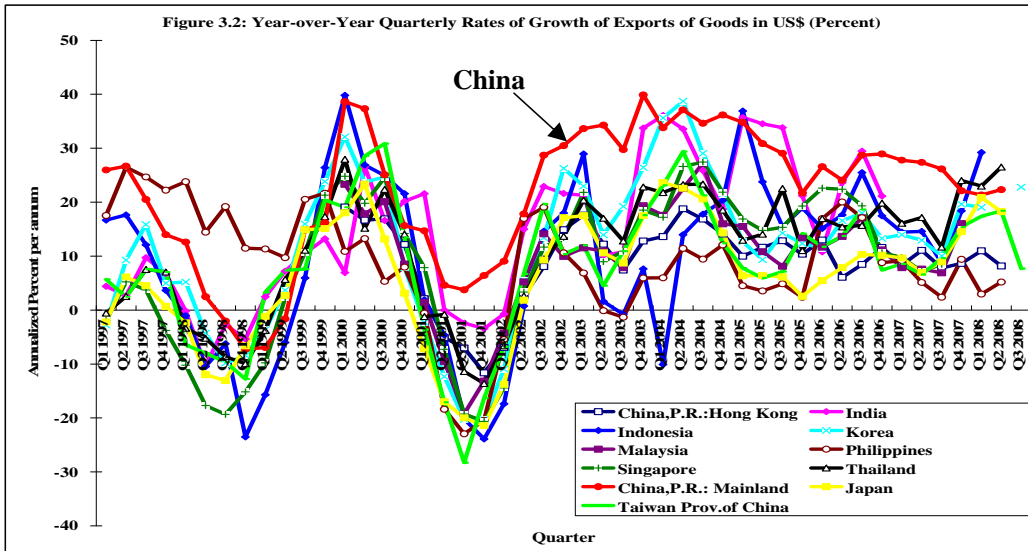
さらに 2 点有用だと思われる点を指摘したいと思います。(グラフ 14) この表は東アジア諸国の一部の国の実質 GDP の動向を、94 年から現在まで四半期で示しております。次にご覧いただきたいのは、この二つの表です(グラフ 15・16)。これらは東アジア経済の輸出入の伸び率で、一番上の赤は中国です。輸出入の変動率というのはかなり一致して動いている、つまりすべての経済の輸出も輸入も連動して動いているわけです。

しかし、GDP の成長を見てください(グラフ 14)。赤は中国の GDP ですが、輸出入の方は一緒に変動しているにもかかわらず、中国の GDP は非常に安定的に推移していることがわかります。これが何を物語っているかということ、中国の経済は外部で起こっていることから全く遮断されているとは言えませんが、かなり自立的に成長しているということです。もう一つ注目していただきたいのですが、この落ち込みが非常に激しかったところは東アジア経済の 1997 年の危機の時の落ち込みです。しかし、その後の回復も極めて急速であるのもお分かりいただけるとと思います。つまりすべての東アジア諸国は、危機に落ち込むときにも同時だったが、回復も同時だったわけです。そして回復するときも非常に急速でした。

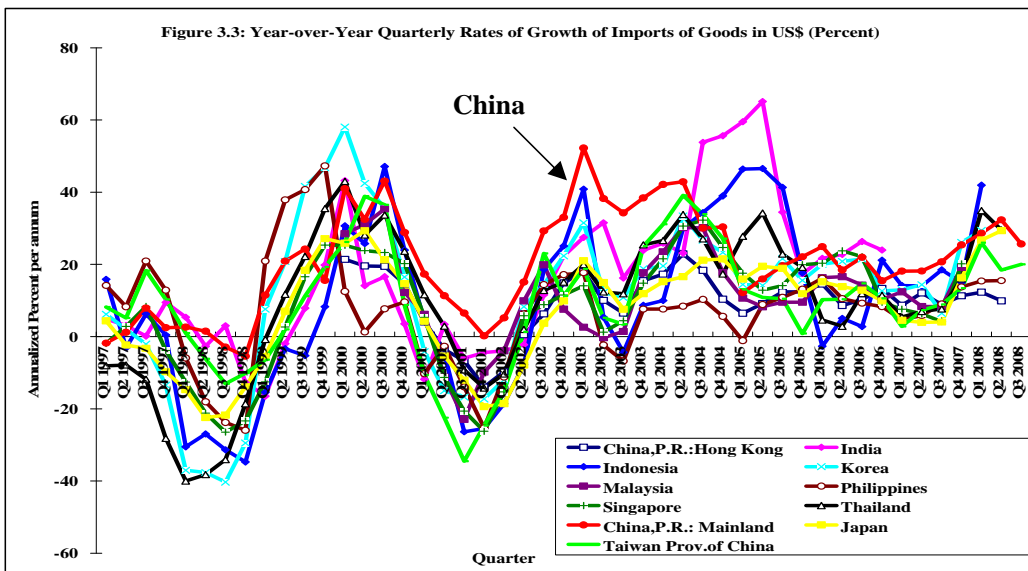
(グラフ 14) Quarterly Rates of Growth of Real GDP: Selected East Asian Economies



(グラフ 15) Quarterly Rates of Growth of Exports of Goods: Selected East Asian Economies



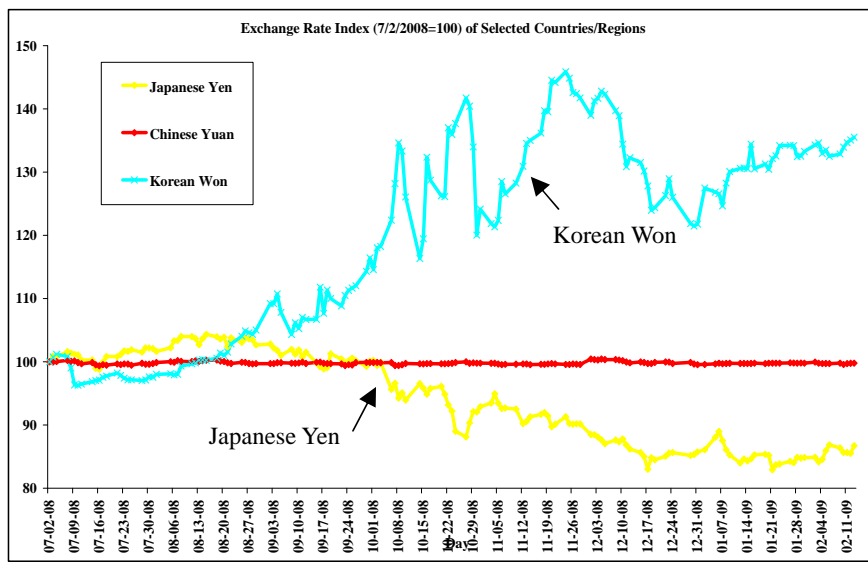
(グラフ 16) Quarterly Rates of Growth of Imports of Goods: Selected East Asian Economies



というのは、東アジアの場合はお互いに需要を創出し合うことができたからです。今回も東アジア諸国はそういったことをすべきだと思います。協調した経済刺激策を同時に採るべきだと思います。それにより各国の刺激策が、自国の内需を刺激するのみならず、アジア地域の他の国にとっても需要を喚起することができるようにするのです。すべての国が協調的にそれを行えば、そうしなかった場合に比べてはるかに早い回復が実現するでしょう。この時点では保護主義を回避することが重要です。保護主義者になるのは簡単ですが、保護主義に落ち入ってはならないと思います。

もう一つ大事なことは為替の協調です。東アジア諸国の中央銀行はすべて、よく自制して米ドル資産を保有し続けてきました。全員が米ドル建ての資産を保有し続けることが重要なわけで、誰も歩調を崩すことをしないようにと望みます。たしかにこれは協調の一環ですが、それよりももっと重要なことは、為替相場の協調を進めなくてはならないということです。

(グラフ 17) Exchange Rates of China, Japan and South Korea (7/2/2008=100)



持続可能な形で経済成長を図るためには、アジア諸国の為替はある程度と同質性をもつべきだからです。そのための私個人の提案としては、インフレ率を考慮した相対的な実質平価を維持することです。それにより各国通貨の相対的な購買力が維持され、持続可能な、長期の為替面での協調ができるようになるでしょう。

(グラフ 17) この点で今非常に大きな不均衡が存在します。すなわち長期的な均衡レベルに比べて日本円（黄色の線）が高すぎるとともに、韓国のウォン（青い線）は安すぎると思います。アジア地域は日本の経済がしっかりしなくては成長できないわけで、アジア各国の政府は、一緒になってどのようにすれば為替の動きを合理化できるか考えるべきです。ある意味で今は円が高すぎ、韓国ウォンが安すぎる、このことが日本経済をつぶしていると思います。

この辺で話を終えたいと思います。東アジアの将来に関しては、私は楽観的な見通しを持っており、東アジア諸国、各国政府が手を携えれば、この経済を危機から脱却できると思います。ご清聴ありがとうございました。

4. 世界的金融危機のインドへの影響—その被害と政策対応

ドゥヴリ・スバラオ（インド準備銀行総裁）

世界経済の見通しは昨年第4四半期に大幅に悪化しました。落ち込みの深さを示すものとして、IMFは購買力平価でみた世界経済の成長見通しを2008年10月見通しの3%から今年1月には0.5%へと大幅に引き下げました。市場の為替相場で見ると、落ち込みはもっと大きく、世界のGDPは0.6%の減退が見込まれています。米欧日の先進国経済は確実に景気後退に陥っており、金融危機の影響は金融部門から実態経済にいたるまですべてにわたっています。最近の事実が示すところでは収縮の力は強く、需要は停滞し、生産は落ち込んでいます。雇用の喪失は増加しており、信用市場はストップしたままです。最も困ったことに、世界貿易は景気の落ち込みが波及する主なルートなのですが、2009年に2.8%の縮小が見込まれております。

世界中の政策決定は明らかに海因なき領域にはいつています。各国の政府や中央銀行は、積極的に大規模で非伝統的手段をもってして危機に対応してきていますが、そうした措置が十分であり適切であるのか、そして仮にもその結果が出始めるとすればそれはいつなのかについて、さまざまな議論がなされております。また、これとは別に、短期の勢いに駆られて基本原則をはなれるとしても、どのように中長期の安定持続性の問題との妥協をはかるのかという議論もあります。しかしながら、明らかに議論の余地がないのは今回の2008-09年の「景気大後退」は当初考えられていたよりはるかに深く、かつ回復にも時間がかかるということでしょう。

新興国経済

デカップリングの理論とは正反対に、新興国経済もまた危機により打撃を受けているということを申し上げたい。つまりつい1年前に流行であったデカップリングの理論は、先進国の景気が落ち込んだとしても、いわゆる新興国の経済は大丈夫だというものでした。外貨準備もしっかりしているし、政策的な枠組も改善しており、企業のバランスシートもしっかりしている、金融部門も比較的健全だからということだったのです。急速にグローバル化が進む世界では、デカップリング理論はもともとそれほど説得力がなかったのですが、この数カ月の事実をみると全くその信憑性が失われたと言えるでしょう。新興国エコノミーでは資本の流れが逆転し、その影響を受けて社債も国債もスプレッドが広がり、通貨は下落しているのが現状です。グローバル化した世界では、どの国も島国のように孤立することができないということをまじまじと見せつけるように、新興国経済の成長見通しも今回の怒涛のように押し寄せる金融危機により影響をうけています。もちろん国によってかなりの差はありますが、いずれも影響を受けているのです。

インドも打撃を受けていますが、インドへの影響は当初の予想をはるかに上回るものです。いただいた時間内に次の四点についてお話ししたいと思います。まず一つはなぜインドがこの危機の影響を受けたのか、第二にどんな形で打撃があったのか、第三にどうそれに対応し

ているか、最後にインドの今後の見通しをお話ししたいと思います。

なぜインドは危機の影響を受けたのか

なぜインドは今回のグローバル危機の影響を受けたのか、少なくとも一部にはある種の驚きがあります。インドの銀行部門はサブプライムローン資産に対する直接のエクスポージャーはほとんどなかったし、倒産した金融機関との関係もなかった。インドの金融機関はオフバランスや証券化資産への投資はほとんどしておらず、実際、インドの銀行は引き続き安全であり、健全性を保っています。それなのに海外の金融センターで起きた事象になぜインドが影響を受けたのか、ということが一つめの驚きです。もう一つの驚きは、近年のインドの成長は圧倒的に国内消費と国内投資によるものであり、インドの商品輸出でみた外需依存度は GDP の 15%以下です。ですから世界的な落ち込みがあったとしても、外需依存度の低いインドがなぜ影響を受けねばならないのかということです。

この二つの設問に対する答えは実はここにあります。グローバル化がその答えだということです。世界に対するインドの統合は、この 10 年非常に急速なものでした。世界経済に統合してきたということは単に輸出以上の意味を持つのですが、まずグローバル化の総合的な指数として輸出、輸入を合わせた貿易の対 GDP 比率を見たいと思います。貿易の GDP に対する比率は、アジア危機が起こった 97/98 年度が 21.2%でしたが、10 年たった 2007/08 年度は 34.5%まで上昇したのです。

第二に、インドの金融が世界に統合した度合いは貿易よりも深いとは申しませんが、貿易と同じくらい深くなっています。より広い統合の尺度として、総合対外取引（グロスの資本の流れと経常取引の流れ）、すなわちすべての通貨取引の流れを対 GDP 比で見ると、アジア危機の 97/98 年度は 46.8%でしたものが、2007/-08 年度には 117.4%まで上昇しました。

特に企業部門の海外資金取り入れは過去 5 年間に急増しました。いくつかの数字を挙げてみましょう。2003 年から 2007 年にかけての 5 年間でインドの GDP における投資の比率は 11%増えました。その投資の半分は企業の内部留保から、残り半分の大部分が海外で調達した資金によって賄われました。国内に資金は十分にあったのですが、外国資本にくらべて金利が高かったのです。他方でグローバル市場には流動性があふれていたことと、インドの潜在成長率への期待があったため、外国投資家は喜んでリスクを取りより低い金利で資金を提供したのです。たとえば昨年度（2007/08 年）には、インドには GDP の 9%以上の資本が流入しました。経常赤字は 1.5%止まりでした。インドに対して経常赤字を超えるだけの資本が流入してきたということは、対外借り入れがいかに重要であり、インドの金融部門の統合が非常に深まっているかを示していると言えます。

どういう形で打撃を受けたか

今回の危機はインドに金融、実体経済及びコンフィデンスの三つのチャンネルすべてを通じて波及しましたが、とりわけ、金融危機に際していつも起こるいわゆるコンフィデンス経路

が重要でした。

まず金融という経路ですが、インドの金融市場——マネーマーケット、株式、為替市場——のすべてが多くの方から影響を受けました。世界的に流動性がひっ迫した結果、インドの銀行や企業は海外での資金調達を行えなくなり、企業は海外の代わりに国内で資金調達を追求したのです。また、インドの企業は多額の資金をマネー・マーケット・ファンドに投資し、マネー・マーケット・ファンドはその大部分をノンバンクの金融機関に投資をしていたのですが、企業がマネー・マーケット・ファンドを解約して資金を引き揚げようとしたので、ノンバンク金融機関（NBFCs）にプレッシャーがかかりました。海外でのファイナンスから国内ファイナンスへシフトしたことから、金融市場とクレジット市場双方が逼迫したのです。

第二に、世界的にデレバレッジが進む中で資本フローが逆転したことから為替市場に圧力がかかりましたが、同時に、企業が海外の債務返済のため国内で調達した資金を外貨に交換する行動に出たことから、ルピーに下落圧力が加わりました。

第三に、こうした為替の乱高下を防ぐために準備銀行が介入を始めましたが、これも流動性枯渇につながりました。

実体経済を通じた経路を見ますと、外のショックは国内経済に直ちに伝播いたしました。一つには輸出需要が落ち込んだということです。アメリカ、ヨーロッパそして中東が実はインドの財およびサービス輸出の75%を占めますが、これらの市場が同時に下落をしたということで、インドの輸出が打撃を受けました。それからインドからのサービスの輸出ですが、これもリセッションが悪化し金融機関のリストラが進むにつれ今後鈍化しそうです。金融機関はこれまでアウトソーシングの大口ユーザーだったからです。また、インドは本国送金が多い国ですが、中東で原油価格の下落が響き、また、先進国で景気が落ち込みますと、そういったところでの労働者からのインドに対する送金が落ち込むこととなります。

このような金融および実体経済を通じた波及に加え、危機は信頼感の経路を通じても広がりました。信頼感の危機から硬直状態に陥った世界の金融市場とは対照的に、インドの金融市場は引き続き順調に機能していました。しかしながら、2008年9月のリーマン・ブラザーズの破綻により世界の流動性は一段と逼迫し、それがちょうど信用循環のサイクルが逆転した時期と合わさったため、銀行はリスク回避姿勢を強め、貸し出しに慎重になりました。

このように、インドの金融部門に問題はなかったのですが、金融、実体経済、そして信頼感の経路を通じて対外ショックがインド国内の脆弱部分に致命的につながったため、今回の世界危機の影響を受けてしまったのです。

この課題にどうインドは対応したか

この課題に我々はどう対応したかについてですが、9月央のリーマン・ブラザーズの破綻はすぐに他のいくつかの金融機関の困窮につながり、世界中の金融市場が不安定になり動揺

しました。先ほど触れましたように、これはすぐに我が国を含めた新興国に広がりましたので、政府も中央銀行も協議を進めながら対応しました。政府は財政政策による景気刺激を行い、同時に準備銀行は通貨の供給を増やし、また規制面からの緩和を進めました。

準備銀行としては、外からの影響を抑制することを目標として、国内の金融資本市場の機能を正常に保ち、流動性不足から支払不能の激流が走らないようにするよう努めました。具体的には、①十分にルピーの流動性を提供し、②外貨の流動性を補充し、そして③景気の鈍化を防ぐため信用供与を確保する政策枠組みを維持するという三つを目指しました。これはそれまでのインフレ圧力上昇に対応した金融引き締めスタンスから、インフレ鈍化と景気鈍化に対応した金融緩和へと政策スタンスを大きく転換するものでした。われわれの目的を達成するため、2008年9月中央からいくつかの措置を採ってきました。あるときは予期されなかった世界的な動向に対応するため、あるときはグローバルな出来事がインド経済に及ぼす影響を勘案して採ったものです。

他の国の中央銀行の場合と同じように、我々はいわゆる伝統的な手段だけでなく非伝統的な手段も採用しました。伝統的な手段については政策金利を早急かつ果敢に引き下げ、銀行の準備率も引き下げましたし、輸出信用にかかるリファイナンス制度の緩和・拡大を行いました。外貨の流動性を確保する措置としては、インド人非居住者の外貨預金の金利上限を引き上げ、企業の対外商業借入（ECB）制度を大幅に緩和し、ノンバンク金融機関や住宅金融会社に外貨借入の道を認めました。非伝統的手段も多く採用しましたが、なかでも重要なのは、国内銀行が安心して短期の外貨資金需要に応じられるようにするためのルピーとドルのスワップ制度や、ノンバンク機関を支援するための特別リファイナンス窓口の開設、中小企業・住宅・輸出企業向けの信用リファイナンスのために（apex）金融機関が利用できる貸付資金の拡大などです。

政府の財政刺激策

過去5年間、インド政府と中央銀行はそれまでの赤字財政を転換するために真剣な努力をしてきました。その中心となったのが財政責任予算管理法（FRBM Act）ですが、これにより財政再建にむけての道筋（ロードマップ）が決められていました。

しかしながら、今回の危機の深さと異例の影響を勘案し、政府はFRBM Actの緊急例外規定を発動して財政目標を緩和し、2008年12月と2009年1月の2度にわたり財政刺激策を打ち出したのです。財政刺激策はGDPの約3%に相当し、資本支出を中心とした公共支出の追加、インフラ投資の政府保証、間接税の引き下げ、中小企業に対する保証の拡大などです。これらはすでに発表されていた農村の貧困層に対するセーフティネットの拡大、農業貸付免除策および公務員給与の引き上げに追加されるもので、すべて需要の刺激につながると思われます。

金融措置のインパクト

これとともに、2008年9月中央からはインドの金融市場が混乱なく機能するようにいくつかの措置が実施されました。まず潜在的な流動性として累計で750億ドルを投じたわけですが、これはGDPの7%に当たります。これにより2008年11月中央以降流動性ポジションは心地よい水準に留まっており、そのことはたとえば加重平均のコールドマネーレート、翌日物金融市場レート、10年ものベンチマーク国債利回りなどにあらわれております。政策金利引き下げの合図を受け、大手銀行の多くはプライム貸付レートを引き下げました。銀行の信用供与も昨年以上に拡大しています。ただし、準備銀行の概算によると、商業部門への資金の流れ全体は昨年を下回っています。これは、銀行信用は拡大したとはいえ、商業部門向けのノンバンク機関の資金の落ち込みを十分に補完するに至っていないからです。

対応策の評価

危機に対する対応策を評価する際に留意すべきは、危機の源泉は世界中同じとはいっても、危機がそれぞれの国に与えた影響はそれぞれ異なるということです。重要なことですが、もともとの発生源である先進国では危機は金融部門から実体経済に波及しました。新興国では、対外ショックの国内脆弱部門への波及は実体経済から金融部門へというのが典型的です。したがって各国は自国の状況に応じて対応してきているのです。ですから、たとえ政策対応が各国でほぼ同じようであっても、その正確なデザインや数量、順序やタイミングは異なっているのです。特に、先進国での政策対応が金融危機の進展と景気後退の深刻化の双方へむけたものであるのに対し、インドでは圧倒的に景気の減速を食い止める必要性に基づいて対応策がとられているのです。

インド経済の展望

インドの今後の見通しですが、いろいろまちまちです。経済活動の減速は、避けられません。実質GDP成長率は2008/09年度上期に鈍化しました。過去5年間成長のエンジンであったサービス部門の輸出が、建設、輸送・通信、通商、ホテル飲食業などで減速しています。輸出は7年ぶりに昨年10月から12月まで3カ月連続で絶対額で減少しました。最近のデータでも、流動性がかなりあるにもかかわらず、銀行信用に対する需要は減退しています。投入コストが上昇する半面、需要が鈍化していることから企業収益が減退しておりますし、危機をめぐる不確実性が企業のコンフィデンスに影響を与えています。鉱工業生産は最近2か月連続でマイナスの伸びとなり、投資需要も落ち込んでいます。これらのことから見ても、成長の減速は当初の予想を上回る厳しいものになるとともに長期化するものと思います。

とはいえ、危機による落ち込みに対処するに当たり、インドにはいくつかのプラスの側面があります。そのいくつかは最近の動きですが、中でも卸売物価指数でみたインフレが急速に低下していることが注目され、今後も予想以上の低下が見込まれます。このディスインフレの背景には明らかに、商品価格の下落があったわけですが、国内需要の鈍化もインフレ低下に一役買っております。インフレの低下が役立つのは、まず消費需要を後押しするだろう

ということです。そして、企業の投入コストを下げることになります。またインドは政府が原油や肥料に補助金をつけていますので、その国際価格が下がれば、それだけインフラ投資など他に財政発動する余地が出てくるわけです。対外部門についてみると、輸出よりも輸入の減少の方が激しいと見込まれ、経常収支赤字はそこそこ落ち着いたものになるでしょう。これらが短期的なプラス要因です。

構造的な要因もいくつかインドにとって有利なものがあります。第一に、危機のショックが激しく多方面にわたっているにもかかわらず、インドの金融市場は驚くほど正常に機能しています。これは一つには銀行システムが健全で、銀行の自己資本比率も十分にあり、慎重に規制されているからです。第二に外貨準備の水準が十分にあり、海外投資家に信頼感を与えていることです。第三に、先進国においては負の資産効果に悩まされているわけですが、インドでは大部分の国民は株式市場や資産市場に参加していないため、逆資産効果は極めて抑制されていることです。したがって消費は今後十分維持されるでしょう。第四に、インドでは部門ごとに優先順位が義務づけられている貸付制度があるため、農業に対する信用供与は信用がひっ迫しても影響を受けません。政府は農業貸付特例措置（Farm loan waiver package）を実施していますが、これにより農業部門はさらに危機から隔離されます。最後に、インドは社会安全ネットもこの何年か整備してきました。基幹的なプログラムである全国農業雇用保証プログラムが貧困者や帰還した出稼ぎ労働者を保護することになりますから、彼らが世界的危機の影響をまともに受けることはないと思われまます。

インド準備銀行の政策スタンス

今後にはむけては、インド準備銀行は引き続き十分なルピー及び外国為替の供給を維持するという政策スタンスを取り続けるつもりです。ミューチュアルファンドに対する圧力は緩和の兆しがあり、ノンバンク金融機関も自己の資産と負債のバランス回復にむけて必要な調整を行っています。輸出需要は減退しておりますが、国際収支は管理可能であろうと思います。準備銀行の期待では、商業銀行は政策金利の引き下げの合図を受け止め、生産部門に資金が十分回るよう預金金利や貸出金利を調整することと思います。特に、中小企業、住宅、及び輸出部門向けに準備銀行が開設した特別リファイナンス窓口により、これらの部門に信用が流れることでしょう。ノンバンク機関の支援拡大のために設置された特別目的会社（SPV）もこれら機関の貸出増加を可能にするでしょう。政府の財政刺激も需要供給両面からこれらの動きをサポートするものと思います。

回復に向かうとき

最近5年間のインドの成長率の平均は8.9%と記録的なものでした。純輸出のシェアが上がっている時でも、その大部分は国内消費と投資によって達成されました。これは決して偶然の出来事ではありません。確かに良好な世界的な環境や緩和された流動性や低金利により助けられた面もありますが、成長の中心には起業家精神、生産性の上昇、貯蓄の伸び等々があったのです。これらのファンダメンタルの強さは引き続き存在しております。世界的な危機

により投資と輸出が鈍化し、インドの成長軌道は押し下げられるでしょう。明らかに苦痛を伴う調整の時期が待ち受けています。しかし、いったん世界経済が回復に向かい始めれば、インドの回復への転換はより急激でより迅速なものとなるでしょう。インドには強いファンダメンタルズとまだ未開発の潜在成長率があるからです。そしてその間、インド政府、中央銀行にとっての課題はその痛みを最小限に抑えるということです。ありがとうございました。

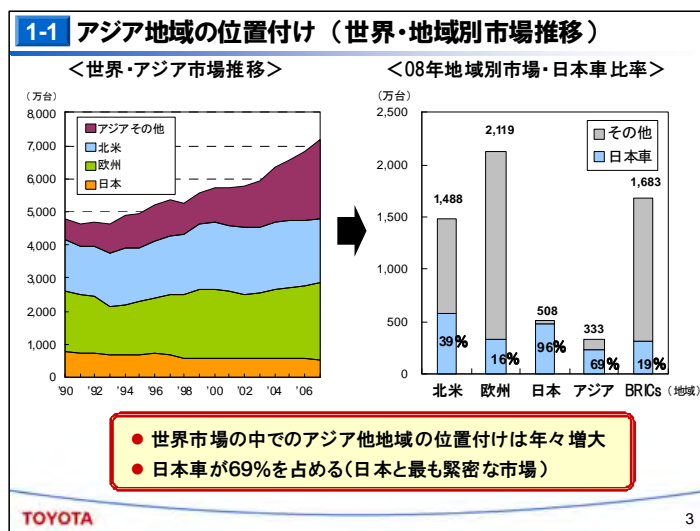
5. 構造変化が求められるアジアの自動車産業³

岡部 聡（トヨタ自動車株式会社専務取締役）

本日は行天さんから自動車産業から見たこの状況をどのように思っているのか、ちょっと話をしなさいということなので、3人の先生方とは少し違う視点だと思いますが、アプローチさせていただきたいと思います。

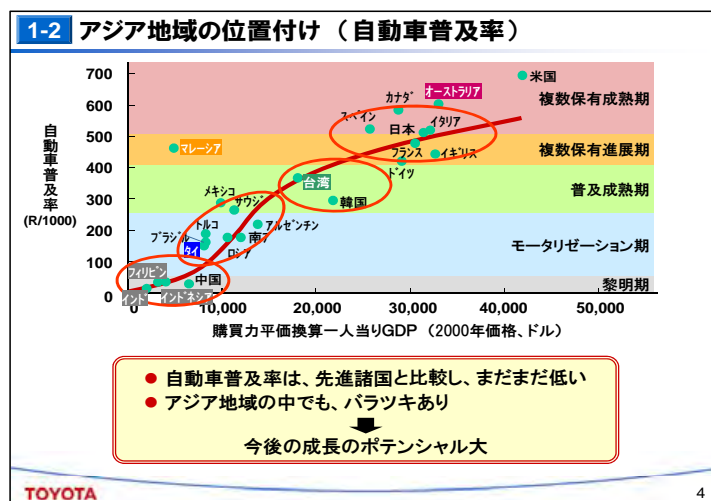
本日の私の説明は、スライドにありますように、アジアのオペレーションの紹介から、必要なパラダイムチェンジということで、四つのパートに分けてお話をしたいと思います。なお今日私が話しますアジアとは、トヨタ自動車が生産をしている ASEAN、それから台湾とインド、また FTA の絡みで関係が深くなっているオーストラリア、それらの国を対象にお話ししたいと思います。

(図1) 最初に、自動車産業におけるアジア地域の位置付けですが、図中の左側のグラフのようにアジアおよび BRICs、中近東などは年々市場が増加しております。今や欧米と同じ規模に成長しております。また右側のグラフのようにアジア地域は330万台の規模に達してきております。日本車の比率が高く、最も日本と関係が深いということです。なお右側の BRICs の中にインドは含まれていません。



(図1)

(図2) 次は各国のモータリゼーションの進展度合いですが、横軸が所得水準、縦軸が千人当たりの保有台数を示しております。右上に向けて、モータリゼーションが進展していくことになるわけですが、タイは真ん中より下にありモータリゼーション期にあります。一方マレーシア、台湾などは既にその普及期ということで、複数保有の進展も進んでいます。一方左下にインド、インドネシアがあって、モータリゼーションが黎明期に



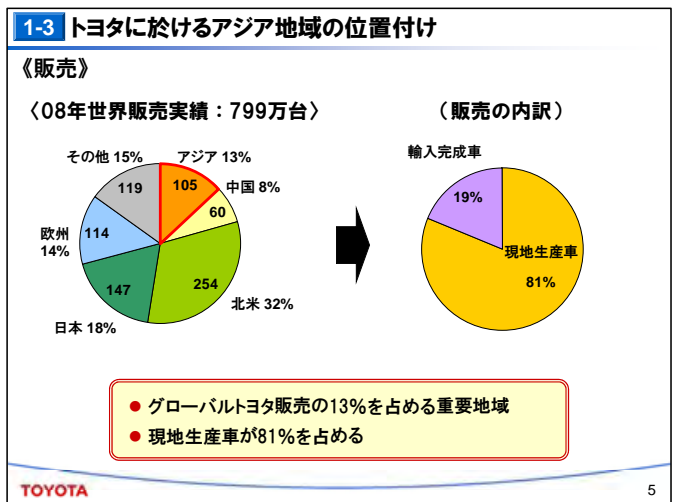
(図2)

³文中の図のフルカラー版は、IIMA ホームページで閲覧可能です。

http://iima.or.jp/pdf/sympo_speech/Mr_Okabe_Presentation_J.pdf

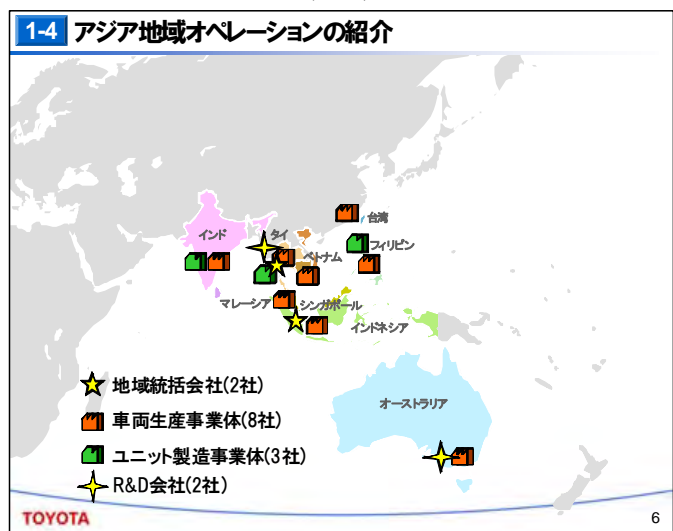
あり、これから成長するという事です。その二つの国は人口も非常に大きく、大変ポテンシャルのある市場と期待しております。

(図 3) これはトヨタにおけるアジア市場の位置付けですが、昨年の世界販売 799 万台のうち、アジア地域が 105 万台、約 13% です。右側のグラフのように、ほとんどが現地生産をした車両を販売しております。



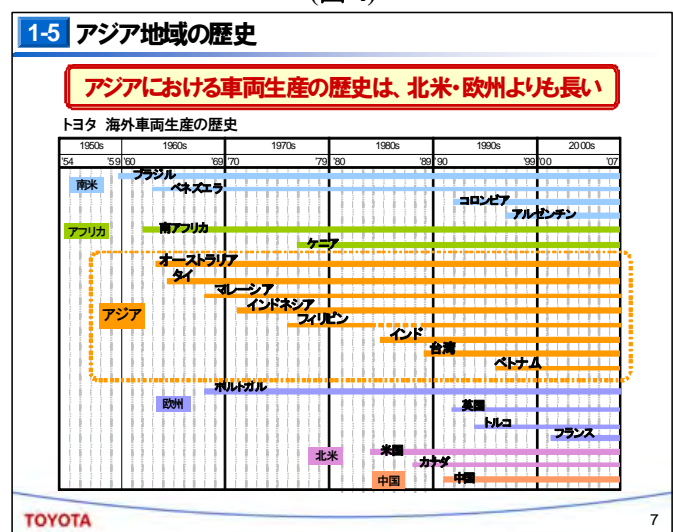
(図 3)

(図 4) このアジア地域には、各国に販売、車両生産会社があります。従来は自国向けに生産をして販売をしておりましたが、タイ、インドネシア、そしてオーストラリアは、域外の輸出も拡大してグローバルな生産拠点にもなっています。また、三つのユニット生産会社は、世界各国の生産拠点にエンジンとトランスミッションを輸出しています。さらにこれらの各事業を統括・支援するという目的で、タイとシンガポールに統括会社、タイとオーストラリアに R&D 拠点があって、域内で技術活動もできるような体制を整備しつつあります。



(図 4)

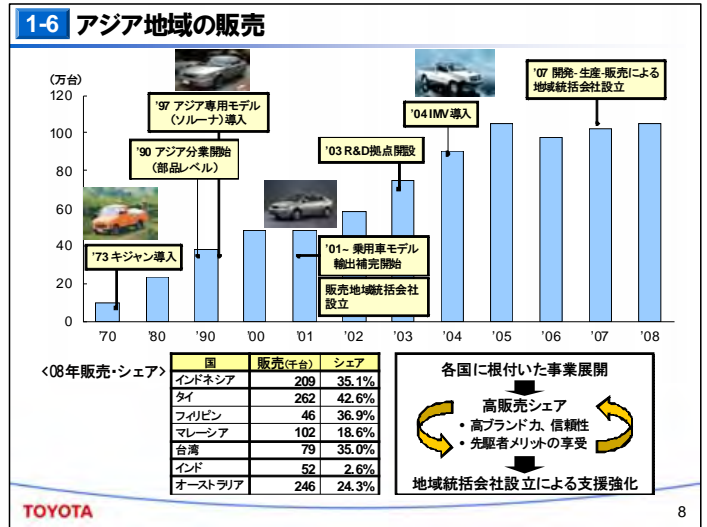
(図 5) これはアジア地域の年表ですが、1960 年代に既にオーストラリアとタイ、マレーシア、70 年代にはインドネシア、フィリピンと、欧米よりもかなり前から各国の個別のニーズに対応した事業展開をしておりました。その中で私どもトヨタ車の販売は、各国の発展に合わせて右肩上がりですら伸びてまいりました。



(図 5)

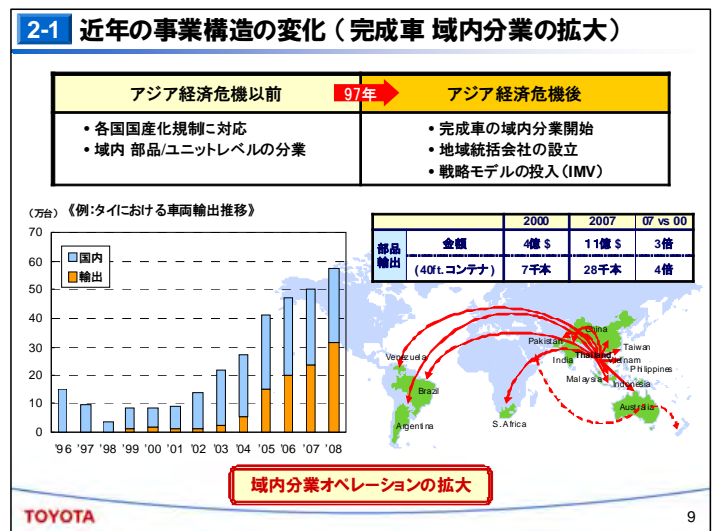
(図 6) 古くは 1973 年ですが、アジア専用の多目的車、「キジャン」をインドネシアに導入して以来、各国政府の投資要請、国産化政

策に合わせて、それぞれ個別に対応をしてきました。90年代には域内の部品ユニットの分業を開始いたしました。これはASEAN各国の域内で生産された部品を、低関税で相互交換しましょうという合意に対応したもので、これにより規模のメリットを生かすこともできて、急激に発展いたしました。さらに、2001年にはそれらを統括する販売関係の会社をシンガポールに、さらにはR&D拠点、それに生産支援拠点をそれぞれ作ってきました。

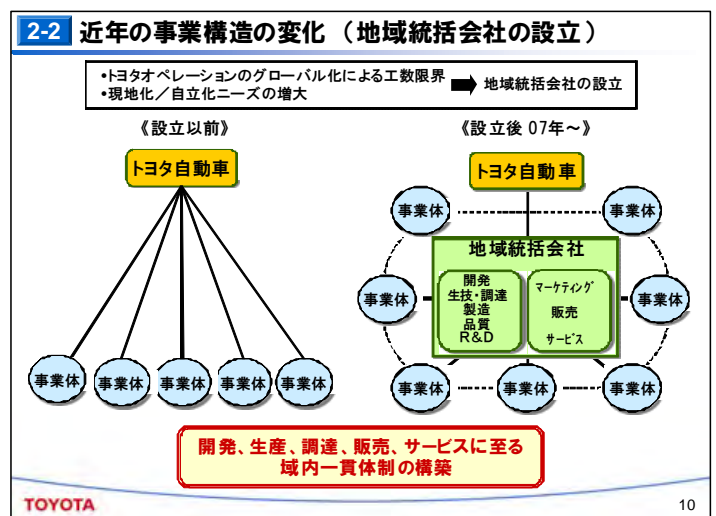


(図 6)

(図 7) 次に直近の事業の変化ですが、ここで段々テーマに近づいてきます。まず先ほどもご説明しましたとおり、従来は各国の自動車国産化政策に合わせて、自国で生産して自国で販売することが基本だったので、ASEAN各国が域内自由化に合意して、域内で完成車をやり取りできるということになり、1997年から、ちょうどアジア危機のときですが、本格的に域内分業を始めました。その規模は、この表の左のグラフで示すとおり、タイでは国内向けを超える31万台の車両を輸出しております。また、部品の輸出も右の表のように2000年の規模の3倍になっています。地域の統括会社を設立した背景には、当時よく言われましたように、トヨタのオペレーションがグローバル化、急拡大したために開発/生産/リソースがついていけない、いわゆる兵站線が伸びきっていたということがありました。そのため、私の担当している豪亜、アジア地区の自立化といいますか、現地化が急務な課題であったわけです。



(図 7)



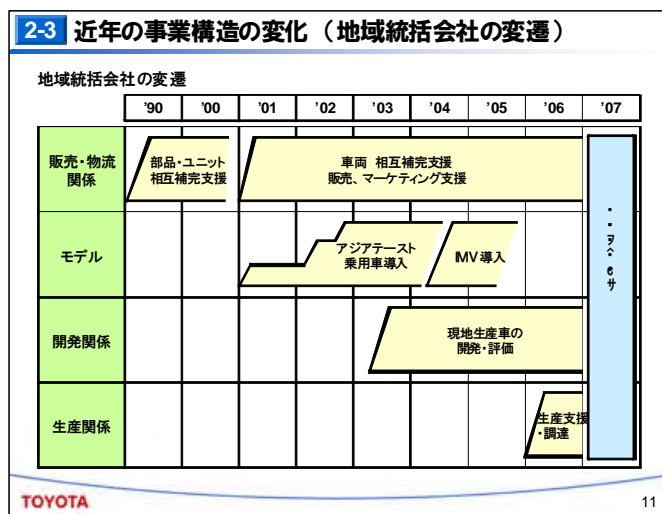
(図 8)

(図 8) ご覧のように、それまでは日本の

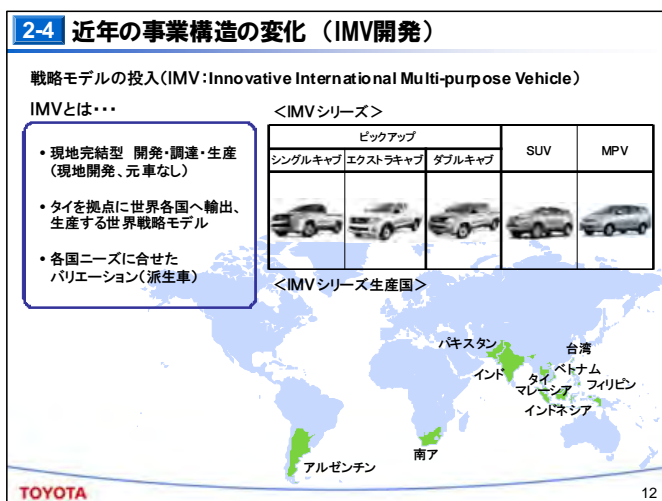
本社の各機能が各国とそれぞれ個別にやり取りをしていましたが、統括会社を右のように作った後は、それぞれが統括会社とコミュニケーションして、統括会社が地域の意見を集約して日本の本社サイドとやり取りするという仕組みになりました。これで多くのことが現地で実質的に推進できることになったわけです。

(図9) この表は統括会社強化の変遷でございますが、1990年にまず部品保管の支援スキームを始めまして、2001年には販売の統括機能、2003年にはR&D機能、2006年には生産の支援機能、さらに一昨年にはそれらを全部統合して統括会社を作ったということです。また、これらの構造変化の鍵となったのが、ここで(図10) IMV (Innovative International Multi-purpose Vehicle) と書いてありますが、タイのIMVプロジェクトであります。このプロジェクトの特徴は現地完結型で開発、調達、生産を行うということです。何が画期的かという、これまでは車両を東南アジアで造る場合は、「元車」という日本で開発された車両がありまして、それを日本の親工場からの支援で現地に部品を輸出して、そこで組み立てていたわけですが、このIMVプロジェクトでは、現地で造りやすい形で、また現地で調達しやすい部品を十分に活用して、すべてを現地中心に生産するというものです。

2番目の特徴としては、これはタイをベースにしていますけれども、タイだけではなく世界各国に輸出するという、大変戦略的なトヨタのグローバルなオペレーションの一翼を担う商品として、南アフリカやアルゼンチン、インドと順次展開して行って、部品の輸出や従来は日本ですべてやっていた各国の現場の技術者の研修も、このプロジェクトではタイにそれぞれの国の技術者を呼んで研修したということです。第三の特徴としては、右側に五つの写真がありますが、フレームや足回りは共有するものの、各国のニーズや税制等々に合わせまして、アッパーボディをそれぞれ違えて、いろいろなお客さまのニーズに対応できるような商品が提供できるということです。



(図9)

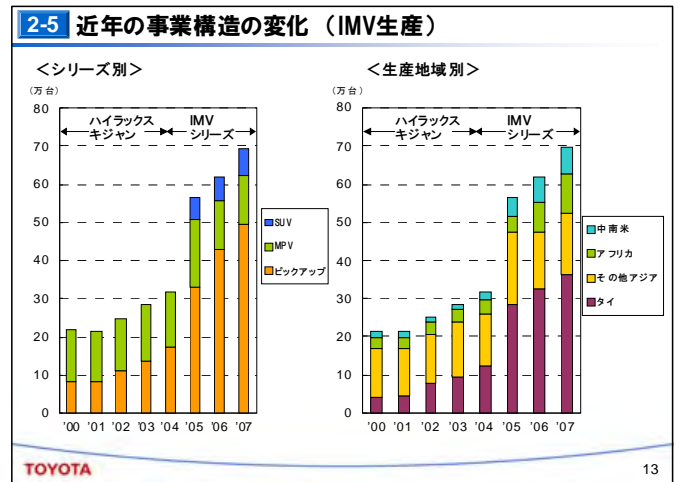


(図10)

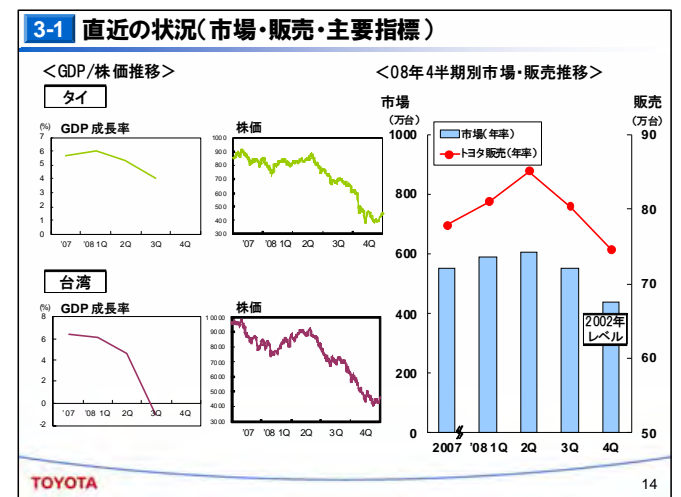
(図 11) その結果、このグラフのように各国でかなり良い成果を収めまして、いろいろなバリエーションがいろいろな国で売られております。これは、基本車系を5車種にしているわけですが、当初の予定よりも3倍の規模で今販売ができていているということになります。

(図 12) しかしながら、本日のテーマになりますが、この国際経済金融危機ということで、アジア各国のトヨタだけではなく自動車産業全体が、大きな影響を受けております。スライドの横に各国ともいろいろな指標がございますけれども、先ほども先生たちがご説明したのと同じ状況です。特に自動車、耐久消費財の場合には、ファイナンスカンパニーの認定が棄却される率が大変大きくなりファイナンスが組めないということで、お客さんのニーズはあるのですが販売に結びつかない。市場は右の表のように急激にへこんで7、8年前のレベルにまで落ちている状況です。この落ちている傾向はなお続いておりまして、月々の見通しよりも結果がつねに下回っているのが現状です。

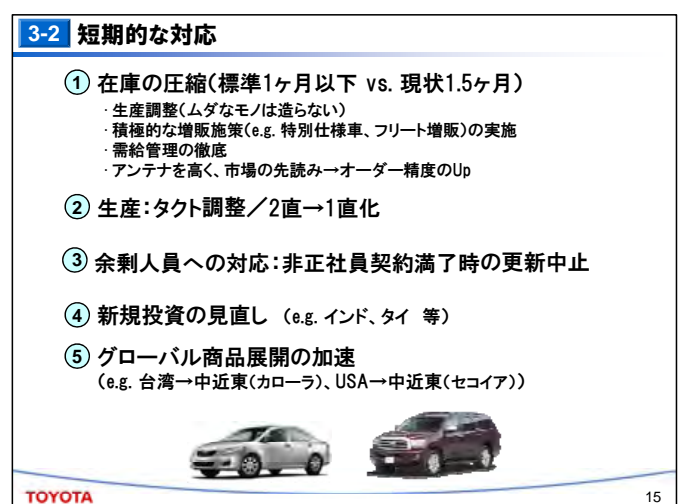
(図 13) このような状況に対する短期的な対応ですが、まずは在庫の圧縮です。本来であれば1カ月以下に抑えている現地の在庫が、急激な販売減のために、1.5と書いてありますが、現在は2カ月近くあります。そのため生産調整や余剰人員の調整、これは新聞でも話題になっておりますが、非正規社員の契約の更新をしない等々の調整をせざるを得なくなっています。また、今後の新規投資も、大幅な見直しを行っています。



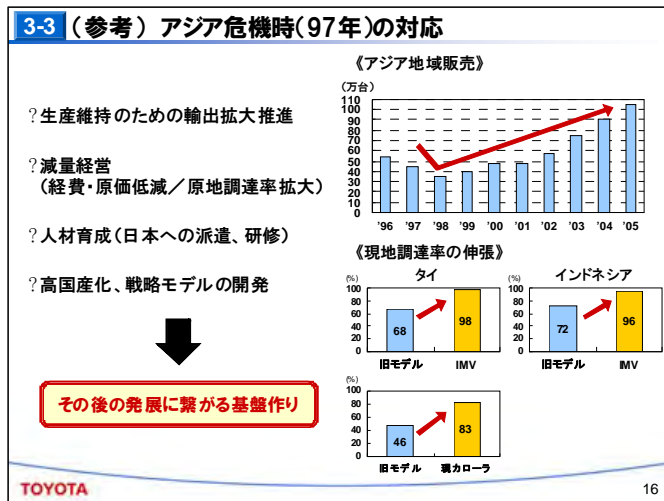
(図 11)



(図 12)



(図 13)



(図 14)

(図 14) 先ほども話題になりましたが、97 年のアジア危機当時に私どもトヨタ自動車は何をしたかということですが、当時は需要が急激に落ち込んだわけですが、その対応として、まず輸出をスタートしました。それから、減量経営です。また、余剰人員を当時は日本に大量に呼んで研修をしました。そして IMV を導入して、その後の V 字回復につながって右上がりに成長できたわけですが、今回はアジア地域だけではないために、われわれ自動車産業は抜本的な構造変化と

どうか、パラダイムチェンジをしない限り生き残れないと認識しております。

今後のことを考える一つのポイントは、環境の変化としては FTA、自由化に対してどうい
う対応していくかということです。これも後ほどパネル・ディスカッションで話されるか
もしれませんが、いろいろなことが想定されると思います。

このような中で、われわれとしてはやはりこれからはエマージング市場であり、市場は必
ずアジア地区においては戻るだろうと想定しながらも、その戻り方はより安価な小型車、そ
れから燃費等々に対するお客さまの志向がかなり強くなると思っております。また、自由化、
ボーダーレス化の進展とともに、新たな競合が激しくなってくるということも覚悟しており
ます。それから、既に各国でいろいろな動きがありますが、従来のガソリン、軽油だけで
なく、いろいろな形での代替燃料への要望が各国のお客さまだけではなく、各国の政策から
も出てくると思っております。

それとともにトヨタの内なる環境変化という意味では、今後さらに地域事業体制を年々充
実させていこうと計画しております。同時に関連産業、部品産業を含めて、サポート産業が
発展していくであろうということで、さらに継続的に地域社会、地域経済に貢献していかな
い限り、市場は勢いづかないと思っております。そのためにも、特に人材育成に今、一番関
心を持って取り組んでいこうと考えております。

パラダイムチェンジということに話題を集中しますと、最初にまず先ほど触れましたよう
に、今後の方向性としては、現地完結型、日本に依存しない地域ニーズを踏まえた車の開発
生産が重要だと思っております。現地で造りやすく、現地のリソースを活用した車両の開発
生産、すなわち先ほど言いました IMV プロジェクトの第 2 弾、第 3 弾を作っていく必要があ
ります。さらにアジアに軸足を置いた自立性のあるプロジェクト、先ほど内需の拡大とい
う話がありましたが、それらのベースになるような形の事業体制を組む必要があると思っ
てお

ります。

そういう意味では、先ほど冒頭に行天理事長が言及されましたが、垂直分業から水平分業への変革がキーになると思っております。従来の先進国向け商品は、開發生産を日本で行って、そのコピー車を発展途上国で組み立てて販売するという垂直分業でした。これからは先進国向けのそういう商品とは一線を画して、現地リソースを最大限に活用して生産開発を行うという水平分業型で、現地の目線に合った形で開発から販売までをやっていく必要があると思っております。各国の法規や税制、使用環境に合わせた商品企画とその生産を行うべく、現地の人材、現地の部品を積極的に使った形で事業体制を整えていきたいと思っております。そういう意味では新興国、特にコスト面で現地でいろいろな調達ができる、リソースが揃っているという意味でインドというのは大変有望な市場だと思います。インドはものづくりだけではなく、潜在需要面でも重要ということで大変魅力を感じています。

3番目に最新技術をいち早くアジア各国に導入して、いわゆる健全なモータリゼーションの発展をリードしたいということです。モータリゼーション黎明期の国々、このアジア各国にこそ新しい技術を早期に定着させて、環境問題や渋滞の問題などについて日本が持っているノウハウをなるべく早く普及、技術移転することで、将来的な社会資本の無駄をなくすために、今が重要だと思っております。燃料につきましても、CNG や LPG、エタノールといった代替燃料も従来は先進国中心に開発していましたが、これからはやはりアジアというか途上国の状況に合った形での商品開発が非常に重要だと思っております。

最後に、各国のモータリゼーションや産業発展にさらに弾みをつけるためには、そのきっかけづくりの施策というかフレームワークが大変重要だと思います。具体的には、新技術の導入にはどうしてもコストアップがあるわけですが、それを普及させるためのインセンティブであるとか、水平分業推進のためのすそ野産業、中小企業の育成やインフラ整備、また自由化進展の中で既に投資をしている産業と新規に外から来る産業のバランスをどうするかなどについて、各国と真剣に意見交換をして政策当局者と共に自動車産業を作っていく姿勢が必要です。今までの政策を与件とするのではなくて、これから水平分業に向かってどのようにしなくてはいけないかを各国の当局者といろいろ話をしていこうと思っております。以上です。

6. パネル・ディスカッション

司会 渡辺 喜宏（国際通貨研究所専務理事）



（渡辺）パネリストの皆さまから、大変示唆に富むお話をいただきましたが、時間が限られていることもございまして、さらに議論を深めるべき五つの論点を考えております。一つは現状認識について、もう少しお聞きしたいと思いません。それから危機に対する対策あるいは大変重要だと強調されました地域協力、域内貿易の増加などについての補足点、それからシンポジウムのメインテーマとも言うべきアジア経済とグローバル経済とのリンケージ、あるいはデカップリングという点についてももう少し議論したいと思っております。特に、インド、中国はもう少し自立的な回復ができるのではないかと期待もございします。また、グローバル危機がもたらすパラダイムシフトについてのお話、さらに環境が大きく変化していく

中でのアジアの中長期課題をご指摘いただきましたけれども、中国、インド、あるいは日本はどういった貢献が世界経済にできるのだろうかという点についてお伺いしたいと思っております。

最初に、現在の危機、特にアジアの影響に対する認識の点です。香港中文大学の学長、劉先生にお伺いしたいと思うのですが、中国のデカップリング論に対する内外の認識のギャップがあるのではないかと気がします。ダボスで、温家宝首相は8%成長を堅持する、そのために4兆元の財政金融政策やその他のいろんな手段が取られていると強く言われているのですが、一方で、IMFは6%台の成長と見ています。先ほど劉先生は輸出が大きく減っているけれども、これは付加価値部分が少ないので、GDPに与える影響はそんなに大きくないというお話をされました。一方で資産価格が中国では大きく低下をしているということもございしますので、この辺についてももう少しコメントをいただければと思います。

（劉）ご質問ありがとうございます。輸出は二つの観点から考えるべきだと思います。第一は私が申し上げたことを繰り返すことになりませんが、国内の付加価値比率というのは、中国の輸出の場合は実際に非常に低いということです。これは事実として言えることで、中国政府も輸出で今回の危機を切り抜けることはできないと認識しており、だからこそ解決策としては、内需中心の、特に国内のインフラ投資等を重視した経済刺激策を打ち出したのです。これは正しい方向だと思います。また、中国は人民元を切り下げようとは全くしていないわけですが、それは望んだとしても輸出で危機から脱却できないことを十分に認識しているからです。輸出で問題を切り抜けることはできないという点は非常に明確に出ていると思います。

それからもう一つ申し上げたいのは、昨年9月以来、輸出は確かに激減いたしました。

これはあくまでも一時的な落ち込みにすぎないという点です。その落ち込みは先進国で起こっている信用逼迫によって引き起こされているからです。アメリカの輸入に対する需要が 50%減というのは、永久に続き得ないのはだれの目にも明らかです。どんな調整をするにしても、それはあり得ないことです。ですから、輸出はいずれある程度は回復すると思います。基本的には中国の景気回復は、内需中心の成長によるしかないと思います。需要はいくらでもあります。例えば、四川における地震の復興にも資源が必要になり、病院や学校の建て替えにも多くの資源が必要となります。各地で新規の都市化も起こっていますが、これに対してもいろいろ資金の投入が必要でしょう。ということは、まだまだインフラ投資等で十分な余地はあるというわけです。インフレ率は非常に低くて 1%近くです。そのことから言いましてもかなり自信を持って中国は 7%から 8%の間の成長は十分できると思っております。



(渡辺) どうもありがとうございました。先ほど来、中国、インドなどの新興国の回復は非常に早く、アメリカや他の先進国の景気回復に先んずるという話がありました。行天理事長にお伺いしたいと思いますが、先進国では金融部門の損失の拡大が引き続き続いております。この問題が終わらないと世界景気のリバウンドあるいは底打ちというのは難しいのかどうか。それから、アメリカが今回の問題の発火点であったわけですが、巨額の財政出動が予定されております。これにもかかわらず、家計部分の調整は長引くため、アメリカにおいては景気のリバウンドには時間がかかるという見方がありますが、この辺の世界景気のリバウンドのパターンについて、ご意見をいただければと思います。

(行天) 世界景気、特に米国の景気ももちろんいつかは底を打って回復するでしょうが、その転機が今年中に来るのか、来年なのか辺りが問題だろうと思います。どちらかという、私は慎重に考えた方がいいのではないかと思います。つまり、底打ちの時期は来年になるだろうし、その後の回復パターンはいわゆる V 字型回復は非常に難しく、回復があるとしてもいわゆる L 字型かせいぜい U 字型ではないかと思います。一つにはいわゆるデレバレッジのプロセスは非常に難しいため金融部門の整理に相当時間がかかるのと、実体経済の方は、冒頭でも申し上げましたように、消費、投資のパターンが昔のようにすぐ戻るわけではないだろうと思いますので、消費が回復するにしてもそのスピードは相当緩い。そういうことを全部含めまして、アメリカの景気は来年から回復が始まるとしても、スピードはそう速くないというのが私の感じですが。

(渡辺) どうもありがとうございました。岡部さんにお伺いしたいと思うのですが、金融危機と自動車の販売は直接関係がないように思われるのですが、これが世界的に落ち込んでい

る理由として、自動車販売に関する金融の感じをお伺いできればと思うのですが。

(岡部) そうですね。自動車は住宅の次に高額な買い物だと思います。自動車購入の構造としては新規需要、車を買替える代替需要、増車をする増車需要の三つがありますが、特に発展途上国、新興国の市場では新規需要の割合が大きいわけです。新しく車を保有するのはお金のある人がほとんどなのですが、やはり割賦で車を買うのが一般的です。今、ファイナンスをつける金融機関が大変コンサーバティブになっていますので、審査基準が非常に厳しい。頭金も今まで例えば2割のところを半分出さなければならぬなど、大変審査や条件が厳しくなっていることが、全体的に自動車のマーケットを冷え込ませています。それも根源をたどれば、行天理事長が言われたように、金融関係、金融業界のベースが健全にならないと、なかなか割賦関係の業界もオープンになってこないという感じがします。そういう意味では、もうしばらくこの状況は覚悟しなくてはならないと思っています。



(渡辺) 岡部専務、大変ありがとうございました。引き続き厳しい状況が続くというご意見と思います。次の論点に移らせていただきたいのですが、こういった状況の中、アジアでは各国で経済政策が打たれている、あるいは地域協力も模索されているということですが、ここで何をしていくべきかについて、現状の経済対策についてさらに伺いたいと思います。

最初に、インド中央銀行のスバラオさんにお伺いしたいのですが、先ほど幾つかのルートでインドも世界経済にリンケージしているというお話がございましたが、その中で、特にインドにおいては経常収支が赤字である、あるいは財政収支もかなり厳しいことが今までありました。一方で資源価格が下がるなど、プラスの面も非常に多いというお話がございました。この中で資本がインドから逆流するという状況がありますので、経常収支の黒字国や財政に余裕のあるところと比べて舵取りが大変難しいのではないかと思います。この辺を含めてインドの経済対策についてももう少しご意見をいただければありがたいと思います。

(スバラオ) おっしゃるとおりインドは独特だと思います。危機に直面しているエマージング・エコノミーの中でもユニークです。まず財政赤字の存在ですが、刺激策を取りましたので今年はさらにこれが増えています。さらに経常収支が赤字です。この二つの赤字を抱えている国はほかには韓国しかないと思います。ということで、この危機を乗り越えるためにはチャレンジは大きいと思います。先週 IMF のチーフエコノミストがムンバイに来てスピーチをなさいまして、危機対応策についてコメントされました。各国の状況をいろいろ観察した結果、海外のエージェントの見方は財政赤字よりも経常赤字のほうに影響されるということでした。インドは両方赤字があるのですが、財政赤字よりも経常赤字が海外のパーセプションの決定要素であるということです。先ほども言いましたように、経常赤字も財政赤字も

もちろん昨年より悪化するとみられますが、輸入の方が輸出よりも減るため経常赤字の方はそれほど悪化しないということで、インドは他より若干うまく切り抜けるのではないかと思います。経常赤字の方が管理はしやすいということです。

それからもう一つは、財政赤字についてのご指摘ですが、先ほど申しましたとおり、80年代や90年代を通じて、インドにとって問題が大きかったのは、財政赤字が累増し、高水準であったということです。政府がインフラ投資やその他の資本支出のために借金をしたために財政赤字になったのであれば、事態はそれほど悪くはならなかったのですが、インドの場合は中央政府も州政府も借金はしたけれども投資をせずに経常的な支出項目を増やしたのです。そのような状況は持続しないわけです。借金をするならば、投資をしなければならない。そして投資の中からリターンを確保して借金返済をするのが普通なのですが、金は借りながら、どんどんその時々で使ってしまえば、どんなに正当化されようと、結局は、政府の借金は増えてしまうことになります。そうした事態が起こったのが80年代、90年代のインドでした。そこで財政責任予算管理法（FRBM Act）を作りまして、法的義務として中央政府、また、州政府も財政赤字の削減をすることになったわけです。そして財政健全化の軌道に乗ったところで、この危機が発生しました。この法律で設定された財政赤字のターゲットとしては、中央政府が、GDPの3%、州政府も3%、合わせて6%までの赤字ということでした。今年度2008/09年ですが、財政赤字は州と中央政府で10%ぐらいになってしまいそうです。これは懸念の一つです。もう一つは、今年借りてそれを使うとしても、将来的にそれをどう償却していくかが問題です。これは特に民主主義国であるインドでは大変大きな課題だということです。



（渡辺）先ほど来、皆さまが強調されています地域協力あるいは域内貿易という観点で、黒田アジア開発銀行総裁に伺いたいと思います。黒田総裁のお話の中でチェンマイ・イニシアティブと、もう一つADBさんご自身の貸出余力の拡大というお話があったかと思いますが。チェンマイ・イニシアティブについては大変高い評価をしている国がある一方で、実際にチェンマイ・イニシアティブが今回発動されないで、FEDが韓国にスワップを提供したということがあり、使い勝手ということについてはどのようにご覧になっておられるのか。また、アジアの地域協力の中ではAsian Bond Market Initiativeや、あるいは貿易保険のネットワーク拡大などがございますが、このあたりに関するご意見を伺いたい。もう一つは、先進国では一種の金融保護主義というか、ファイナンシャル・マーカンティリズムが心配されていますが、クロスボーダーで活躍されるアジア開発銀行に対する民間および途上国の期待が高いと私は感じています。その中で貸出余力の拡大というのは非常にクルーシャルなポイントではないかと思うのです。現状ではどのように考えておられるのか、さらにお伺いできればと思います。

(黒田) 重要なお質問を提起していただきました。まず、チェンマイ・イニシアティブ (CMI) について申し上げます。これは短期の流動性支援が目的で、総額としては二国間スワップの取り決めで現在 800 億ドルぐらいになっております。これだけでもかなりの規模だと思えますが、ASEAN+3 の諸国ではこれをマルチ化することによってさらにメカニズムを改善しようと考えています。また、CMI に使う資金プール規模の増額も検討されていると承知しています。

現在は 800 億ドルが総額であると申し上げましたが、二国間でのスワップは実際には発動されておりません。その理由は ASEAN+3 の国々においては、いずれも今、国際収支上の危機や流動性の問題を抱えているわけではないからです。12 年前とは状況が違います。さらに CMI が存在しているということ自体が一助になって、金融市場が安定化しています。つまり、かなりのセーフティネットが存在しており、それがこれらの国々に国際収支困難や金融問題で何かあったとしても、それをやりくりできるという安心感を市場参加者に与えているのだと思います。

二問目は今回の危機に関するご質問ですが、現在、インドネシアのような経常黒字で財政赤字が非常に小さい国でも、資本市場でのリスクプレミアムは非常に高くなっています。中国を除いたアジアの新興国はいずれもリスクプレミアムが高くなっていますので、インフラ、教育、医療などへの投資が難しいということになります。資本市場で資金調達が高すぎて難しいのです。例えば、プレミアムが 600 とか 700 ベースぐらいに広がっていきますと、これはもうとても投資のために借り入れができるような金利ではありません。これがアジアの新興国のほとんどが直面している状況だといえるでしょう。



ここに ADB (アジア開発銀行)、あるいは世銀、それから国際協力銀行といった公的な開発金融機関が果たす役割があると思います。低利で長期の資金供給を、開発金融、インフラ投資等のために提供することができるはずですが、ADB としては、そのために増資を必要としています。前回の増資は 1994 年 5 月のことでしたので、15 年ほど前になります。銀行としては健全な状況を誇っており、経営管理もしっかりしているとは思いますが、資本を増額しないと金融業務の拡大はできないということです。そこで今、各加盟国政府に 200% ぐらいの増資をお願いしているところです。200% の増資が合意されたとしても、実際の払込はその 4% にすぎず、それ以外はいわゆる保証という形になります。従って ADB の増資は、加盟国にとっては比較的少ない財政負担で、途上国あるいは新興経済国向けの開発資金を大幅に増額する、非常に効率的な手段だと思えます。次の年次総会は、バリで 5 月の初頭に予想されていますが、それまでに加盟国の合意がまとまって、大幅増資ができることを期待しております。そして、ADB として長期資金を途上国に提供し続け、同時に現在の金融危機に対する

金融支援の要請も新興国から増えておりますので、これにも対応できるようにしたいと思っております。

(渡辺) この論点に関連して劉先生に一つお伺いしたいと思います。劉博士の方からは今回の危機でアジアの中で通貨が強い、ないしは維持されているのが人民元と日本円であるというお話がございましたけれども、中国とアメリカとの人民元をめぐるお話についてご意見、あるいは見解を伺えればと思います。

(劉) 少し戻って次の点を指摘させていただきたいと思います。中国の貿易黒字をよくご覧いただきますと、実際のところは、2005年までは対世界でこれといった貿易黒字はなかったのです。この点は決して見落としとしてはならないことだと思います。対米黒字は大幅であるといっても、二国間ベースの黒字赤字というのは為替には意味がないのです。政治的には政治家が常にバイのレベルで赤字、黒字と言いますが、本当は意味がないのです。

意味のあることは何かといいますと、グローバルな貿易黒字、あるいは経常収支の黒字です。こちらの方はむしろ頭打ち傾向にあり、対 GDP 比では低下していくでしょう。一方、人民元は 2005 年以來 20%以上も高くなっている、これも事実です。ですから、なんらかの調整があったということです。この点を皆さんは認識なさるべきだと思います。私といたしましては、こういった不均衡は人民元を切り上げることで解決できないと思います。それはちょうど日本の円を高くすることで日米間の貿易黒字を調整できなくて、まだ存在していることでもわかると思います。

ですから、グローバルなインバランスの問題には、為替の調整だけでなくそれ以外の対応策が必要だと思います。そうとはいえ、今のこの段階で世界が本当に必要としているのは、安定した通貨環境であり、非常に大規模な形で相対的な為替レートが変動することはなんとしても避けなくてはなりません。だからこそ先ほども申しあげたのですが、円高は行きすぎであり韓国のウォンは安くなりすぎですので、協調することによって合理的な形で持続可能な平価のレンジに収めるようにすべきだと思います。実際にそれは言うより難しいことかもしれないけれども、それこそやるべきことだと思っております。

もっと実務的な観点から見ますと、どのようにすれば人民元の価値を高くすることができるか。中国の中央銀行ができる唯一の方法はドル建ての資産を売って人民元建ての資産を買うことです。しかし、大量にドル建ての資産を売るには今はとんでもない時期です。当面は対主要通貨で、特にドルに対して安定的な人民元の価値を維持するほうが良いと思います。もちろん他の通貨による調整は必要だと思います。高すぎる、あるいは低すぎると見られる通貨については、世界の回復を促進するという意味でも調整が必要だと思います。

(渡辺) 劉先生ありがとうございました。

それでは、次の論点に移りたいと思いますが、次の論点は本日のメインテーマの一つであるアジア経済とグローバル経済とのデカップリング、あるいはリンケージのお話です。これ

については皆さまからさまざまなご意見をいただきましたが、非常にリンケージが深い中でアジア経済の発展という議論であったかと思えます。例えばアジアの経済金融構造にまだまだもろさを抱えているというご意見を皆さまから伺ったりしておりますけれども、今までのデカップリング、リカップリングの議論に付け加えるところをどなたかパネリストの方からご意見いただけないでしょうか。黒田総裁、お願いします。

(黒田) デカップリングにしろ、カップリングにしろ、100%の切り離し、あるいは100%のカップリングというのはいずれもあり得ないと思えます。今の世界はグローバルであり、主要経済間に相互依存があります。アジアがアメリカあるいはヨーロッパに依存していることもありましょうし、アメリカ、ヨーロッパもアジアに依存していることがありますので、相互依存関係を否定することはできません。

その一方で、そうはいいまして、一種の運命論に陥るべきではない、つまり欧米の経済がリセッションに陥ったならば、アジアもその影響を免れることはできず、同じく景気後退に陥るのだと命運づけることはないと思えます。政策措置によって欧米からのマイナスの影響を軽減することは可能であるため、それは正しくないでしょう。実際新興国の多く、アジアの途上国の多くは、金融緩和を進めたほか、財政刺激策を採ったわけです。

もちろんその財政刺激策を受けて、財政への何らかの影響、長期的な債務や赤字などの影響が出ます。それから国際収支上への影響も勘案する必要があります。つまり、どんな政策であっても、財政措置というのはその国の財政余地あるいは国際収支上の余裕等に応じて形成されたものでなければいけないということです。しかし、中国、インド、インドネシアなどの場合は、現在いずれも最大限努力をしてグローバル金融危機からの影響を軽減しようと呼応しています。このような措置は、経済成長と金融セクターにいくらか良い影響をもたらすはずで

それから三つ目に、デカップリングというのはあり得ないとよく申しますが、それは一見そういえるかもしれませんが。政策の対応によって、同調的な影響を軽減させることはできますが、世界の景気循環の中では実際同調した動きがみられます。しかし、長期的な影響を考えますと、アジアの成長は、ここ10年、15年急速なものがありまして、一方日米欧を含むOECD諸国は、安定あるいは停滞状態に近かったわけです。つまり、アジアの経済成長が加



速してきた中で、OECD 諸国は比較的安定した状態だったということです。従って中長期的に考えますと、アジアの新興国対G3（日米欧）という図式においては、デカップリングはあったのだといえます。従ってデカップリングに関して批判、反論をする際には慎重を要すると思うのです。議論している期間、考慮した要素、そして自然な影響のみについて議論しているのか、あるいは政策対応も含むのか、などについて明確にしたうえで、論ずる必要があると思います。

（渡辺）黒田総裁、どうもありがとうございました。

ここからはもう少し先を展望する議論に移らせていただきたいと思います。このグローバル危機がもたらすものは何かということですが、成長戦略あるいは金融制度、国際金融の枠組といったものにパラダイムシフトが迫られるのではないかという議論がございました。21世紀の新興国の成長モデルはどのように変わっていくのか、あるいはアジアの金融機関、金融市場の今後の方向性はどうかといった点について、最初に劉博士にお伺いしたいと思います。エマージング国の成長戦略、従来は対外赤字を外資に依存しながら成長のスピードを高めていったというモデル、これに関する反省が起きているのではないかという気もいたします。こういった中でアジアの新興国の成長戦略はどういった形になるのでしょうか。

（劉）東アジア諸国は基本的に他の地域の新興諸国とは違うと思います。と申しますのも、東アジアの場合にはかなり高い貯蓄率があるわけで、実は中長期的にそのことが非常に大きな違いを生むわけですね。例えば、ラテンアメリカ諸国のように海外から資本を借りますと、6～8年あるいは10年も高度成長を遂げることができます。しかしいずれ海外からの資本は貸し手に返済しなければなりません。そして通常金融危機が起こるのはそんな時点で、通貨が切り下げられ、一般的にそれまでの10年間の成長を完全に帳消し（ワイプアウト）して初めからやりなおさなくてはならないということが起こっております。しかしアジアの場合はそうではありません。東アジアの国々は、たぶんフィリピンを除いて非常に高い貯蓄率をもっており、ある意味で必要とあれば自己資金に頼った成長が可能なのです。それは非常に重要な点だと思います。

それから第2点ですが、東アジアというのは全般的に海外からの直接投資を歓迎してまいりました。海外直接投資は長期の資本であり、短期の資本と明確に峻別しなくてはなりません。短期の資本フローというのは、私に言わせると、受け入れ国にとって有用であったためしがないと思います。韓国が良いケースで、97年に韓国が非常に苦勞したのも、外貨を短期で借りすぎたからです。今回も韓国はまた同じ間違いを犯し、短期の外国資本をあまりにたくさん借りすぎました。短期の資本の使用を回避することができれば、東アジア諸国はかなり安定的な成長を達成できると思います。

さきほど黒田総裁がお触れになったことに一点付け加えさせていただきたいのですが、債券市場をこの地域で育成することが非常に大事だということに賛成です。ただし、私が考えているのは、いわゆる共通通貨とか、ドル、あるいは円ベースの債券市場ということではあ

りません。インデックスされた国内通貨に基づいた債券市場がいいと思います。多くの人々は、例えば人民元建て債券でもあるいはルピー建て債券でもインフレにインデックスされていけば買う意欲を持つでしょう。ですから、各国がたとえば ADB がそこでなんらかの価値保証を高めることができるような枠組みをうちだすことができれば、アジア地域の諸国も自国建てで借り入れを始めることが可能になると思います。インフレをインデックス化することによって、為替相場やインフレがどうなろうと、それを買う投資家は5年後でもプラスの実質のリターンを得られるという確信が持てるようになればできると思います。



(渡辺) スバラオさんにお伺いしたいのですが、こういった金融危機を受けて、欧米では規制強化の方向に進んでいると見られます。一方、アジアの金融資本市場については依然として規制が強い状態にあるとっております。本日のスバラオ総裁のお話では、インドもファイナンシャル・インテグレーションの中であって、資本の流れに大きく影響を受けているというお話がございました。一方でわれわれの認識では、まだまだ改革、あるいはインドの開放が期待されていると思

うのです。外国金融機関、あるいは国に対する出資規制などがあると思うのですが、こういったところの実体的な運用も含めて、規制についてインドではどのように考えておられるのかお聞きしたいと思います。

(スバラオ) インドのポジションとしては、今後とも徐々に海外に門戸を開放しなくてはならないと考えております。經常勘定は完全にオープンにしておりますし、資本勘定のコンバーティビリティに関してもタイムテーブルは作っております。非居住者は今の資本勘定体制の下でも資本取引についてかなりの交換性が与えられておりますし、居住者の場合にはさらに高い自由度を享受できております。今後の政策としては、世界の他の地域との間で資本勘定に関してもっと自由度を高めるということです。足元の状況の中で、資本勘定の自由化に関してわれわれのポジションを見直そうとしているのか、資本勘定の自由化についてなにか新たな疑問をもっているかどうかですが、簡単にお答えすれば、いずれもノーです。

もう少し説明いたしますと、今回の危機は世界経済との統合の進め方、あるいは資本勘定の自由化の進め方に関していくつかの教訓を示しました。我々もそうした教訓から学ばなければなりません。そういった教訓に基づいてわれわれのロードマップを作るつもりです。資本勘定についての世界との統合度を高めることを現在でもコミットしておりますけれども、そういった開放をする上で、現在の危機から学ぶ教訓に従ってやっていきたいと思っております。

(渡辺) どうもありがとうございました。この点について、行天理事長にお伺いしたいのですが、世界はアメリカの一極、ユニラテラリズムから多極化、マルチラテラリズムへと向か

っているということがよく今回の危機で指摘されております。極端にはドルの基軸通貨体制が崩壊するのではないかという議論もございますが、現実にはむしろ米ドルは強くなっています。今後の通貨体制はどうなっていくのでしょうか。また、グローバル経済における新興国、地域としてのアジアの重みが増していくのは皆さまの一致した意見だと思いますが、グローバルな金融システムはどうなっていくとお考えでしょうか。

(行天) 最大の条件はアメリカ経済が新しいオバマ政権の下でどのように変わっていくのかということだと思います。確かに米国の経済、その他総合的な国力がそれほど大きく傷ついたわけではないのですが、他の世界との比較においては覇権的な地位が下がったことは間違いないわけで、今後のドルの役割を考える場合には、やはりアメリカが今度の危機からの回復を通じてどのくらい金融機関や金融産業を健全な形で復活できるか、それからまた消費と投資バランスの改善を通じてどのくらい、これまで見たような対外純債務の急速な増加の傾向に歯止めをかけられるかということだろうと思うの



です。もしこれにアメリカが成功すれば、あるいはすぐには成功しないまでも、傾向としてアメリカがそういう回復の道をたどっているということを世界のマーケットが認識すれば、ドルに対する信頼はそれほど落ちないということになるわけです。逆の場合、つまりアメリカの新政権の新政策を市場が信任しなくなれば、ドルはかなり下押しの圧力にさらされることになるでしょう。

しかし、先ほども申しましたように、最大の問題はドルの相対的地位と同時にドルに取って代わる通貨は、少なくとも予見し得る将来には何もないわけです。ユーロにしても、あるいは円にしても人民元にしても、世界基軸通貨としてアメリカのドルに取って代わる力はないわけです。そこがある意味では非常に悩ましい。アメリカの回復がはっきりしない、あるいはそれに対して悲観的であるにもかかわらず、代わりがないのでは、世界的な意味で通貨市場、通貨情勢は相当不安定にならざるを得ないのです。その場合は何らかの形で国際的な協調で不測の混乱を避けるような手立てを考えなくてはならないということだろうと思います。いろいろなシナリオがあるわけですが、これからのしばらくの期間、国際的金融情勢はやはり徐々に不安定さを増していくという覚悟をしなくてはならないと思っております。

(渡辺) 理事長、どうもありがとうございました。時間も押してまいりましたので、最後の論点に移ります。こういった中でアジア各国、また地域で中長期的な課題として何に取り組まなければいけないのか。特に中国、インド、日本の役割は何かということ。金融危機の中でアジアは比較的傷も浅いと思います。ダボスで温家宝首相が、ポスト・クライシスワールドの形成、あるいはファイナンシャル・スタビリティの達成という二つの課題を挙げておられました。アジア開発銀行の黒田さんにお伺いしたいのですが、地域として取り組むべ

き課題や優先順位を中長期的あるいは短期的に整理されますと、どのようになりますでしょうか。ご意見をいただければと思います。

(黒田) まず短期的には、各国政府がいずれもアジアで最悪の景気後退を回避するということが必要で、そのために財政あるいは金融政策を発動させることだと思います。先ほど申しあげたとおり、状況に依りますが、私としては各国の努力が一定のポジティブな効果を短期的にはもたらすであろうと期待しております。

一方、中長期の課題の方がより困難だと思います。中国、インド、日本と今おっしゃいましたが、まず日本は既に成熟経済です。一人当たりの所得も高いですし、人口の高齢化が進んでおり、財政的にも若干苦勞しているという状況です。日本の課題は、中期的にしっかりと成長をどこまで持続できるか、財政上の状況の中長期的にいかにか立て直すかということだと思います。一部の欧州諸国も同様ですが、日本の場合、人口の高齢化が大きな課題です。

中国は確かに輸出依存度を高めてきていると思います。アメリカの景気が完全に回復したとしても、アメリカは貯蓄率を過去何年かのレベルよりは高めることは確実でしょう。そうになると、中国はアメリカや他の先進国への輸出を持続的な成長エンジンとして期待し続けることはできないということです。もちろん輸出そのものの重要性は変わりありませんが、これまで数年間依存してきたほどの期待はできないということです。

中国の場合は既に巨額の投資をしており、投資比率が世界でも最高です。過剰投資が中国では進んでおり、エコノミストの多くは、投資収益率や資本収益率の低下に懸念を表明しています。従って、中国にとっての課題は消費を増やすということでしょう。長期的に過剰貯蓄をいかに減らして消費を促進させるかです。もちろんこれは大変難しい課題です。中国政府もこの点は認識しており、いずれは成功すると思いますが、困難な課題だと思います。大幅に消費を増大させるには何年も必要となるでしょう。

それに比べれば、インド経済はよりバランスが取れていると思います。つまり輸出依存度もあまり高くなく、サービス部門も非常に強くしっかりしています。どちらかといえば、インドにとって必要なのは、さらに輸出を増やし、貯蓄率も上げて、産業、教育、インフラといった投資を増やすということです。

このように、各国はそれぞれ異なる課題を抱えていると思いますが、そうはいってもこの3カ国、あるいは韓国、ASEANを含めて考えても、アジアの国々が協力できない、しないということではないと思います。それよりもむしろ補完性があると思います。それによって協力和協調がより有益で重要なものになるでしょう。劉さんもおっしゃった為替レートの協調がその一つです。アジアの国々は今後、債券市場の育成、セーフティネット分野での社会インフラの構築、その他多くの協力分野での協力を強化すべきだと思います。

(渡辺) 総裁、どうもありがとうございました。ほぼ予定時間に達していますが、最後に皆さまに一言ずつお伺いしたいと思います。岡部さんには、アジアで活動する多国籍企業の代表としてお考えいただくと、政策当局への要望はどんなものになるでしょうか。例えば地域

横断的な政策要望としては、FTA をアジア・ワイドに進めるとかがポイントになりますでしょうか。

(岡部) それは一つのポイントになると思います。自由化というのもドアを開ければすぐ自由になるものではないと思います。今の ASEAN の中で、トヨタだけではなく各自動車メーカーとも分業体制ができたのは、1970 年の初めに、当時慶応大学の矢野先生が「これから各国がばらばらにやっていってはいけない」という内容の論文を書いたことに始まります。アジア各国政府からは、エンジンを作ってほしい、トランスミッションを作ってほしいと自動車産業育成の要請があったのですが、80 年代からはこれではさすがに駄目だということで、ASEAN 政府の主導で Brand-to-Brand Complementation といいですか、ASEAN の中のスキームを考えてやろうとしました。そのときにはトヨタ自動車も含めて誰もすぐにはできなかったのです。というのは、そのように域内での貿易バランスを均等化するだけの設備投資を国ごとにしていなかったからです。1990 年からトヨタ自動車はその埋め合わせで、国ごとにバランスが取れるような形で工場を造ってきました。

先ほど簡単にその歴史を話しましたが、その中で、政府と民間とがそれぞれダイアログを持ちながら、身の程をお互いに理解し合った形で政策運営をしていかないと、ある政権が右だと言って次の政権が左だと言うのでは困るのです。自動車産業というか、ものづくりの産業は人づくりであり国づくりですので、リードタイムがかなり必要になります。そのためには安定的な政策が必要だと思うのです。フリートレードというのは一つのきっかけですが、そのフリーな中にどういう絵を描いていくかについてはケース・バイ・ケースな面がかなりあります。

先ほどこれからの課題を四つほど言いましたが、どうバランス保つのが非常に重要だと思います。それから黒田さんが言われたように、日本の役割が大変重要だと思います。一つ付け加えたいのは、中小企業の育成など今かなり各方面でやられていますが、日本は真剣に人づくりをしていかないといけません。アジアの水平分業のためには、しなくてははいけない幾つかのことがあると思うのです。日本は、基礎体力をどうやって作るかにもっと集中しなくてはならないと思いますので、日本政府、日本の企業がイニシアチブを取ることが非常に重要だと思っています。私は、アジアでは金融だけでは生きていけない、むしろ金融はお手伝いの存在だと思っています。そういう意味では、金融を必要とする経済活動の実体をどのように支えていくかの金融の議論がもっと必要だと思っています。

(渡辺) どうもありがとうございました。

引き続き、スバラオさんから一言お願いしたいのですが、トヨタさんの方からインドの製造業の豊かな可能性についてコメントがありましたが、インドではいわゆる東アジア型の成長モデル、製造業、輸出産業を中心とした成長モデルに軸足を少し移していられる感じはあるのでしょうか。

(スバラオ) 先ほど申しましたとおり、成長のエンジンとしては、この5年ぐらいはサービス部門だったわけです。現在、サービス部門は確か GDP の 60%近くを占めていると思います。しかし、一つ認識した点として、製造業でも大きな飛躍を遂げないと長期的な成長を持続できないということで、これに力を入れています。今後も力点は工業部門、特に製造業部門に置かれます。サービス部門を軽視するわけではありませんが、工業、製造業にも力点をおくということです。

それはつぎのような理由からです。多くの方が、インドは人口面からの配当がある、若者の人口が増えるので扶助率なども下がる、といいます。インドでは他の国に比べて若者が多く、労働人口が増えているというのは本当です。人口動態のプロファイルはこのようなものですが、そこから配当を得るためには雇用を多くの国民に提供しなくてはなりません。そこが実は難しいのです。従って、デモグラフィック・ディビデンド（人口動態面からの配当）を実現させるために、そして経済成長を維持するためには、どんどん増えていく人たちに対して雇用を提供しなければなりません。そして意味ある効果的な雇用を、今後労働市場に参入する何百万人という人々に提供するためには、やはり製造業部門を重視するということになりましょう。従って、インドにとって製造業の重要性は今後ますます高まると思います。

(渡辺) 大変ありがとうございます。パネル・ディスカッションの最後に劉さんにご意見を伺いたいと思います。最近中国で地域協力の取り組みが大変積極化しているという印象を持っていますが、この辺のことも含めて一言コメントをいただければと思います。

(劉) 確かに中国は、最近、よりアクティブなスタンスを取るようになりましたけれど、その背景には今のグローバルな金融危機がそれだけ深刻だという事情があったと思います。これまで中国は目立たない立場をとり、アメリカをはじめとしてユーロゾーン、あるいは日本等の先進国がやることに従うという態度を取っておりました。ですが、今アメリカは自らの問題で手一杯で他のことはやってもらえない、特に今後アジアがどうなるかということになると、この地域の主要なプレイヤー次第だということになったと認識していると思います。黒田総裁もおっしゃいましたように、アジアとしても何もせずに座視するわけにはいきません。中国、日本、韓国、ASEAN も世界経済が回復するのを待つだけでなく、一緒になって自ら問題を取り上げて、何をすれば状況が良くなるかを考えなくてははいけません。その中で一番いいシナリオは、アジア諸国が成功できる限りにおいて、それが世界の回復を加速させることになることです。そういった事情があるので、中国もより積極的なポジションを取り始めたのだと思います。ある意味で、アジアには真空状態のところがありますので、今こそ日中韓が一緒になってそれを埋めるべきでしょう。

(渡辺) 残念ながら時間が超過してしまいました。会場の皆さまからのご質問等を伺いたかったのですが、この後のレセプションで、パネリストの皆さんとお話をいただければと思います。おかげさまで大変力強い中国、インドあるいは ASEAN のお話が聞けたかと思い

ます。この危機の克服を通じて、ますますアジアの重みが増していくということが感じられました。そういう意味では、豊かな将来への確信ができました。こういったことが世界に発信されていくことがコンフィデンスのリカバリー（信頼の回復）にとって非常に重要ではないかと私は感じました。

本日はパネリストの皆さま、また会場の皆様にご臨席いただきまして大変ありがとうございました。日ごろの当研究所へのご支援に対する感謝を申し上げます。パネル・ディスカッションのセッションをクローズとさせていただきます。大変ありがとうございました。

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

This report is intended only for information purposes and shall not be construed as solicitation to take any action such as purchasing/selling/investing financial market products. In taking any action, each reader is requested to act on the basis of his or her own judgment. This report is based on information believed to be reliable, but we do not guarantee its accuracy. The contents of the report may be revised without advance notice. Also, this report is a literary work protected by the copyright act. No part of this report may be reproduced in any form without express statement of its source.

Copyright 2009 Institute for International Monetary Affairs (IIMA) (財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-Chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話 : 03-3235-6934 (代) ファックス : 03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>



財団法人 国際通貨研究所

〒103-0021

東京都中央区日本橋本石町 1-3-2 三菱東京 UFJ 銀行日本橋別館 12 階

Tel: 03-3245-6934 Fax: 03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>

Institute for International Monetary Affairs

12F The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd. Nihombashi Annex,
3-2 Nihombashi Hongokucho 1-Chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Tel: 03-3245-6934 Fax: 03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>