第６回会合

東アジア（除く中国）・オセアニア経済における新たな動きと諸問題

２０１１年５月２３日（月）／ 財務省・第１会議室

東アジア経済における新たな動きと諸問題

みずほ総合研究所アジア調査部長兼中国室長
平 塚 宏 和 氏

はじめに

今回の対象は東アジアという地域の分類となっているが、基本的には東南アジア諸国及び韓国を中心に取り上げ、この研究会で既に取り上げられている中国そのものにはフォーカスはしないこととする。ただ、東アジア全体の共通のリスクや問題について中国を外して議論するのは不自然であり、かつ、極めて不適切でもあるので、ポイントに応じて適宜中国の状況についても触れていくこととしたい。内容としては、最初に、東アジア経済の動向について、最近のポイントとなっている動きを中心に現状を整理し、その後、それぞれのポイントについての主要な論点を整理していくという流れで報告する。最後に、補足的に震災の東アジアへの影響についての現時点での考え方を簡単に示して締めくくる形としたい。

１．金融危機後の東アジア経済（現状整理）

● 堅調な成長が続く東アジア経済

金融危機後のアジア経済全体の動きを振り返ると、危機からの回復過程にあり、2010年前半には極めて高い成長を遂げたが、年央以降、徐々にモデレートな成長ペースに移行してきている。

2010年前半は、前期比年率あるいは前年同期比のいずれで見ても２桁の高い成長を遂げた国が目立っているが、この高い成長を遂げた要因として挙げられる点として、まず第１点目は、どこの国も金融危機の後に極めて大幅な在庫の削減、減産を行ったが、その後の世界各国における危機対応の中で需要、すなわち輸出が戻ってきたことから、在庫の水準をもとに戻すという在庫復元の動きが極めて早いペースで起きてきたことが指摘できる。２点目は、アジアを含めての世界的な政策効果であり、極めて異例な危機対応としての金融緩和と財政出動の効果があったということでとらえている。３点目は、そうした中で危機の後に抑えられていたペントアップ・ディマンドがアジアの中でも出てきたということで、民間の需要もそれなりに強い回復を遂げたということである。こうした極めて高いＶ字型の回復が年後半に入って徐々に正常な成長ペースに戻っていく過程の中で2010年後半の成長率を見てみると、概ね一桁、４～５％程度の成長に落ち着いてきているというのが現在のアジアの状況である。

成長率で言えば以上のとおりだが、生産と輸出の動きに注目すると、大幅な減産局面からの在庫復元、需要の回復に合わせた生産の拡大といった流れがアジア全体で見ると起きてきている。

以上が全体観だが、最近の動向ということで補足すると、2011年３月のアジア各国の生産指数を見ると、全般的にはまだ強い状況が続いているが、台湾やタイではやや弱含みの動きが出てきており、足もとでは震災の影響がサプライチェーンの面から窺えるという状況になってきている。（資料：次頁［ｽﾗｲﾄﾞ1］）

1．金融危機後の東アジア経済（現状整理）

MIZUHO
Mizuho Research Institute Ltd

堅調な成長が続く東アジア経済

○ 金融危機からの回復過程で2010年前半に高成長を遂げた後、moderateな成長ペースに移行
・一部の国の実質GDP成長率は、10年前半に2桁に達したが、後半に入り概ね1桁の伸びに低下
――― 11年1～3月期も、これまで発表された国では概ね堅調な成長が持続
・生産は、金融危機直後の激しい減産局面を経て、危機前を上回る水準に回復
――― 輸出の急回復と積極財政・金融緩和の効果による内需回復が生産活動を押し上げ
――― 日本の震災があった3月の生産指数は、台湾、タイなどでやや弱含み

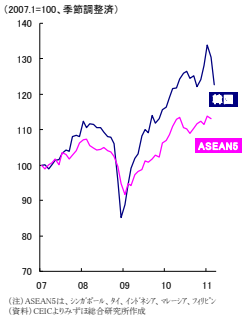
【 東アジア各国の実質GDP成長率 】

（前期比年率、%）

	10 Ⅰ	10 Ⅱ	10 Ⅲ	10 Ⅳ	11 Ⅰ
韓国	8.6	5.7	2.6	2.0	5.6
シンガポール	39.9	29.7	▲ 16.7	3.9	22.5
タイ	14.6	▲ 1.5	▲ 1.3	4.8	
フィリピン	16.1	5.1	▲ 3.2	12.7	
中国	—	—	—	—	8.5～8.9
（前年比、%）					
韓国	8.5	7.5	4.4	4.7	4.2
シンガポール	16.4	19.4	10.5	12.0	8.3
タイ	12.0	9.2	6.6	3.8	
インドネシア	5.6	6.1	5.8	6.9	6.5
マレーシア	10.1	9.0	5.3	4.8	4.6
フィリピン	7.8	8.2	6.3	7.1	
ベトナム	5.8	6.4	7.2	7.3	5.4
中国	11.9	10.3	9.6	9.8	9.7

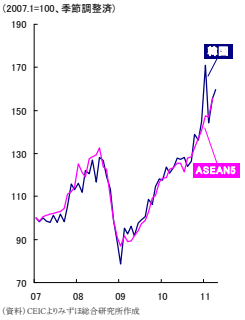
（資料）CEIC、各国統計

【 東アジアの鉱工業生産 】



（注）ASEAN5は、シンガポール、タイ、インドネシア、マレーシア、フィリピン
（資料）CEICよりみずほ総合研究所作成

【 東アジアの輸出額 】



（資料）CEICよりみずほ総合研究所作成

©Mizuho Research Institute

● **東アジアへの流入が続く海外投資資金**

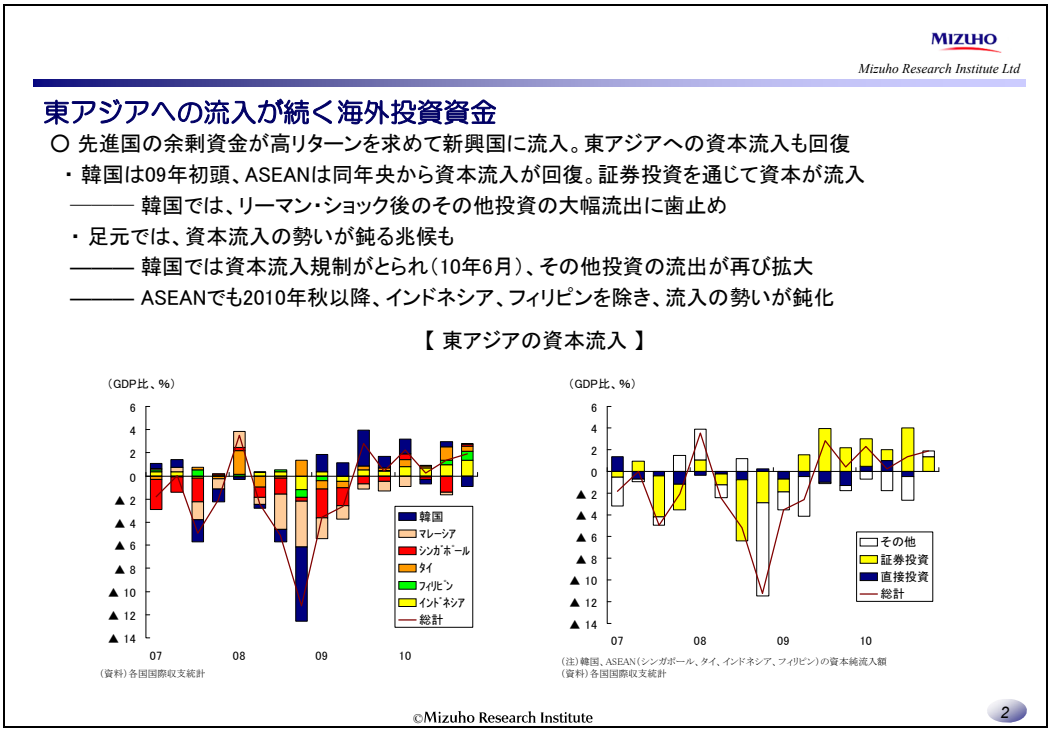
ここからアジア全体の中で幾つかポイントになる動きを取り上げるが、１点目として、東アジアを巡る資本フローの動向を見ると、一言で言えば、東アジアを中心とする新興国に海外の投資資金の流入が続いているということである。

リーマンショック後は、世界的に投資家のリスク回避行動が極度に強まったが、その過程でリスク資産や新興国市場から資金が流出するという動きがあった。東アジアの中でも韓国と東南アジアに対する資本フローの動向を見ると、リーマンショック後、2008年後半から2009年初頭あたりにかけて、アジア全体で大幅な資金流出が見られた。ただ、そうした資金の流出が2009年に入って徐々に止まり回復過程に移ってきているということで、全般的に資本の流入が回復したというのが2009年の年央から2010年にかけての動きとなっている。

個別の国で言えば、韓国については、銀行部門の対外借り入れがリーマンショックの前まで相当積み上がっており、リーマンショックの後にはそうした状況からの資本流出が見られた。ただ、これも2009年初頭がピークで、その後資本の流出は止まってきており、最近まで回復傾向が続いてきている。

東南アジアでも資金流出が見られたが、こちらも2009年に入って証券投資、債券・株式市場への資本の流入が回復し、さらに資本流入が増えてきているというのが2009年後半

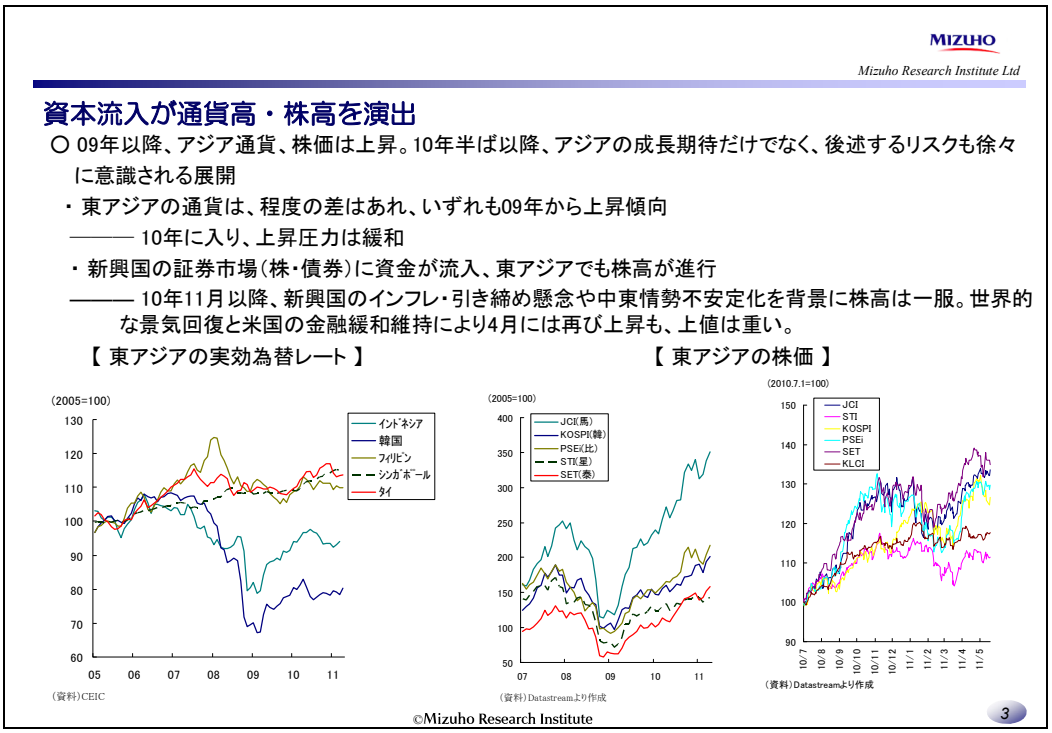
から2010年にかけての動きとなっている。ただ、2010年の秋口以降を見ると、資本流入の勢いがやや鈍る兆候が見られる。国ごとに少し温度差はあるが、韓国では2010年半ばに資本規制がとられた影響から、銀行部門の対外借り入れのマネーフローについては流出の方が増えてきている。ＡＳＥＡＮでも、フィリピン、インドネシアでは引き続き証券市場への流入が多いが、それ以外ではどちらかというと流入の勢いが鈍ってきており少し変調が出てきている状況である。（資料：下［ｽﾗｲﾄﾞ2］）



● 資本流入が通貨高･株高を演出

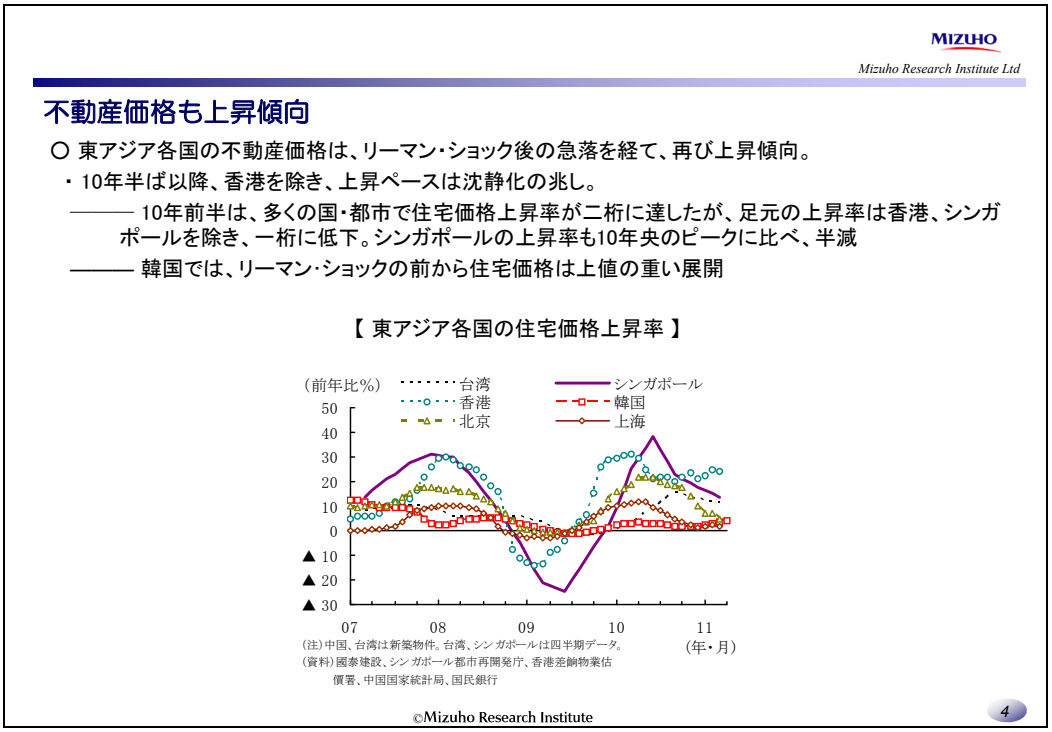
こうした資本流入が金融市場や資産市場にどういう影響を及ぼしているかという点について見ると、まず、全般的に通貨、株価には上昇圧力がかかっており、アジア通貨については2009年の半ばから急速に上昇圧力がかかってきているという状況である。これに対し、後述のとおり、幾つかの国で資本規制がとられ、2010年に入ると通貨の上昇圧力はやや緩和してきている。

一方で株価については、基本的に株に対する資本規制はとられていないため、資本フローの動きや投資家の選好度が比較的素直に反映されていると思われる。ただ、株価については2009年から上昇基調が続いているが、2010年の秋口以降少しずつ上値が重い展開になってきている。2010年の前半までは、どちらかと言うと、アジア新興国の成長期待がマーケットに反映されていたが、直近は、どちらかといえばリスクの方を意識する動きに変わってきているものととらえている。（資料：次頁上段［ｽﾗｲﾄﾞ3］）



● 不動産価格も上昇傾向

不動産価格は株価と同じような動きをしており、2009年半ばまで主要なマーケットは下落傾向だったが、2009年後半から上昇基調に変わり、2010年前半までは上昇が続いている。ただ、2010年後半以降、幾つかの国で少しずつ上昇率が落ちてきており、不動産についても全体的にややリスクの方が意識される展開になっていると思われ、価格の上昇が若干鎮静化する兆しが出てきている。



● 強まるインフレ圧力

主要なポイントとなる動きのもう一つは、このところ新興国を含めアジア全体でインフレ圧力が強まってきているという動きである。これも潮目が変わってきたのが2009年の半ばからで、アジア各国の消費者物価上昇率は2009年の半ばから徐々に高まってきており、幾つかの国では二桁の上昇ベースにまで跳ね上がってきている。主な要因を挙げるとすれば、食品価格を中心とする一次産品の上昇、これがアジアの消費者物価に上昇圧力をもたらしてきている。2009年のボトムから直近までの消費者物価上昇率とこれに対する寄与度を見ると、ほとんどの国において食品・エネルギーが物価を押し上げる動きになっている。アジアを中心とする新興国の場合、エンゲル係数が高いため、食品を中心とする物価の上昇は家計に大きな影響を与えていると見られる。**（資料：次頁上段［ｽﾗｲﾄﾞ5］）**

２．アジアへの資本流入とrepatriationリスク

(1) 先進国の金融緩和と新興国への資本流入

2009年に入りアジア新興国への資本流入が増えてきているが、その要因を大まかに分けると、先進国側と資本を受け入れている新興国側の両方に要因があると考えられる。

先進国側の要因について言えば、米国を中心とする金融緩和が新興国への資本流入をもたらしている一つの要因になっている。米国のＦＲＢは、これまで2009年と2010年の２回にわたり量的緩和（ＱＥ）を実施しており、これが新興国への資金流入を促す要因の一つになっている。米国のマネーサプライの動きを見ると、ＱＥ１（１回目の量的緩和）、ＱＥ２（２回目の量的緩和）を実施した局面で、準備預金が相当積み上がっている動きが見て取れる。これは“ブタ積み”とも呼ばれるが、米国内の市中に出回らないマネーが溜まっているということを意味する部分で、この準備預金を除いた部分が市中に還流しているマネーということになる。ここで問題になるのは銀行貸出残高であるが、ＱＥ１、ＱＥ２を実施している局面で貸出残高自体は落ちてきている。つまり、米国国内ではまだ経済が回復していないこともあり、資金需要が低迷するなか、市中に出回っている資金が徐々に外に漏れ出していることを示しているのではないかと思われる。その行き先は、一つは高いリターンを求めて新興国の金融市場に向かっているということで、そこで株高や債券高をもたらしている。新興国への資金流入と株高・債券高の関係を見てみると、資本流入に連動する形で金融資産の価格が上がっていることが分かる。マネーのもう一つの行き先は、一部、投機的な資金として商品市場に流入してきており、これが商品価格高をもたらしているという状況である。**（資料：次頁下段［ｽﾗｲﾄﾞ6］）**

強まるインフレ圧力

○ 09年央以降、アジア各国の消費者物価上昇率は徐々に高まっている。

・主として、食品価格の上昇がインフレをもたらしている。

――― エンゲル係数が高いアジアでは、食品価格の上昇が中間層以下の家計の生活を圧迫

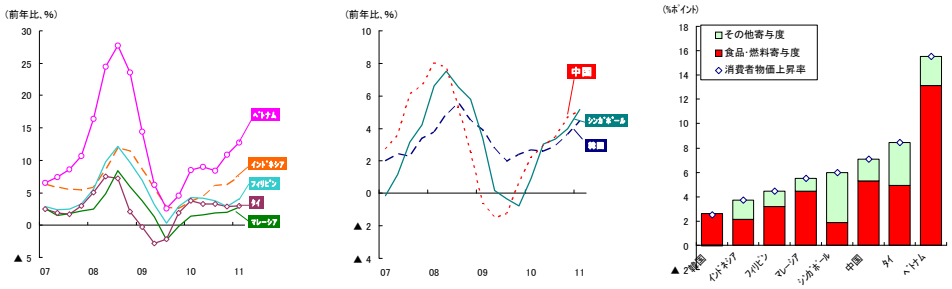
・国別には、上昇度合いに差異

――― 足元の上昇率が高い国：ベトナム、インドネシア

――― そこまで高くないが、上昇しつつある国：中国、フィリピン、シンガポール、韓国

――― 安定している国：タイ、マレーシア

【 東アジア各国の消費者物価上昇率 】



(注)消費者物価指数の上昇率
(資料)CEIC

(注)消費者物価指数の上昇率
(資料)CEIC

(注)消費者物価指数前年同月比上昇率の直近値と2009年最低値の差。
(資料)CEIC

©Mizuho Research Institute

2. アジアへの資本流入とrepatriationリスク

(1)先進国の金融緩和と新興国への資本流入

○世界的な金融環境の緩和状態が、新興国への資金流入を促す要因に

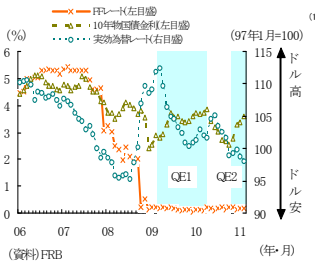
・FRBは2回にわたり、QE（量的緩和）を実施

・米国では、資金需要の低迷（貸出減少）で大量の余剰資金が発生。余剰資金の一部が染み出す形でアジアを中心とする新興国に流入

――― 余剰資金が高リターンを求めて金融資産に向かい、新興国の株高・債券高を演出

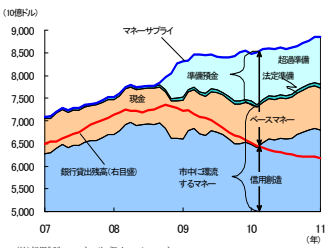
――― 一部は投機資金として商品市場に流入

【 米国のFFレート、10年物国債金利、実効為替レート 】



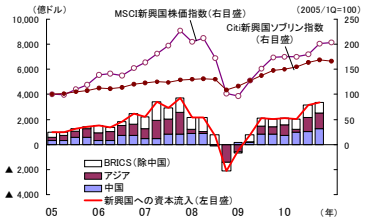
(資料)FRB

【 米国のマネーサプライ 】



(注)信用創造 ＝ マネーサプライ － ベースマネー
(資料)FRB

【 新興国の資金流入と株高・債券高 】



(注)中国、アジア各国(香港、韓国、シンガポール、台湾、インドネシア、タイ、フィリピン)、中国を除くBRICS(インド、ブラジル、ロシア、南ア)への資本流入額(流入額－引揚げ額)の合計。
(資料)各国が公表する国際収支統計、Bloomberg

©Mizuho Research Institute

他方、新興国側の要因を見ると、高い成長期待が存在する一方で、十分な金融引締めが行われておらず、これが徐々に新興国側においてインフレ圧力をもたらすような動きになっている。新興国のこれまでの金融政策対応について、各国で最後に利下げが実施された時期とインフレ率がボトムであった時期を対比すると、最後の利下げの時期はインフレ率がボトムをつける前であり、不必要に利下げを長引かせたということはなかったが、一方で、それ以降に最初に利上げを実施した時期は2010年に入ってかなり経ってからという国が目立ち、利上げに転じるタイミングは遅れた可能性があるということができる。先進国と新興国について、実質金利から実質成長率を差し引いた金利ギャップにより、金融政策対応が実体経済の状況にどの程度ついて行っているかを見ると、先進国に比べて新興国ではやや緩和の度合いが強いということが示唆されている。つまり、新興国側では十分な引き締めが行われていないということを指摘することができよう。
（資料：次頁上段［ｽﾗｲﾄﾞ7］）

もう一つ指摘したい点として、資本流入が続くなか、輸出でもっているアジアの国が通貨高を抑えるために為替介入を実施し、国内の金融環境を緩和的にしていることがある。アジアでは、2009年以降、多くの国が通貨高に直面し、為替介入を実施している。不胎化を十分に行っていれば問題はないが、不十分であると緩和的な状況が続くことになる。

中国は介入資金のかなりの部分を吸収しているというが、引き続き過剰な信用創造が起きており、全体的にはまだ緩和的な状況が続いている。資本流入とインフレへの対応ということで見ると、アジア諸国の多くが国際金融のトリレンマに直面しているという面があり、対応がままならない困難な状況を抱えていると言える。

このような状況において、最近、アジア各国は資本規制を強化することで資本流入を抑える、あるいは通貨の上昇を抑えるという対応に変わってきている。インフレへの対応がままならないなか、欧州における債務危機やアジア新興国内におけるインフレ加速といった現象が発生したときに、再び資金が流出に転じる惧れがあることは否定できない。**（資料：次頁下段［ｽﾗｲﾄﾞ8］）**

○ 新興国側の不十分な引き締めがインフレ圧力を増大させる要因にも

・アジア諸国ではインフレ率の上昇に伴い、徐々に金融を引き締め。しかし、経済の状態と比較して引き締め度合は不十分

――― アジア諸国は、米国がQE1に踏み切った09年3月以後、09年8月まで複数の国が利下げを行ったが、いずれもインフレ率がボトムを迎える前であり、不必要な利下げ事例はなし。ただし、利上げのタイミングが遅れた可能性はあり。

――― 新興国の金利ギャップ（実質金利－経済成長率）は先進国に比べて 緩和度合いが強いことを示唆

○ 欧州債務危機等の外的ショックや新興国におけるインフレ加速等のファンダメンタルズ悪化が顕著となれば、repatriationを引き起こすリスク

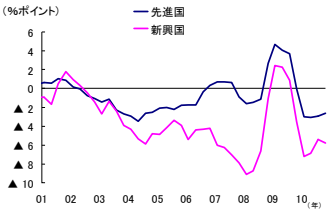
【政策金利】

（単位：%）

国名	政策金利		09年インフレ前年比上昇率	
	09年以前最後の利下げ	09年以降最初の利上げ	ボトムの時期	ターゲット
中国	5.58% → 5.31%（08年12月）	→ 5.56%（10年10月）	09年08月 （▲ 1.8%）	—
韓国	2.50% → 2.00%（09年02月）	→ 2.25%（10年07月）	09年07月 （＋ 1.6%）	＋2.5～3.5
台湾	1.50% → 1.25%（09年02月）	→ 1.375%（10年06月）	09年07月 （▲ 2.3%）	—
マレーシア	2.50% → 2.00%（09年02月）	→ 2.25%（10年03月）	09年07月 （▲ 2.4%）	—
インド	5.00% → 4.75%（09年04月）	→ 5.00%（10年03月）	09年06月 （▲ 0.7%）	—
タイ	1.50% → 1.25%（09年04月）	→ 1.50%（10年07月）	09年07月 （▲ 4.4%）	＋0.5～3.0
フィリピン	4.25% → 4.00%（09年07月）	→ 4.25%（11年03月）	09年08月 （＋ 0.1%）	＋2.5～4.5
インドネシア	6.75% → 6.50%（09年08月）	→ 6.75%（11年02月）	09年11月 （＋ 2.4%）	＋3.5～5.5

（注）1．インフレは総合消費者物価指数、インドのみ卸売物価指数。
2．ベトナムの政策金利はリファイナンスレートとした。
（資料）各国統計

【先進国と新興国の金利ギャップ】



（注）金利ギャップ＝実質金利－実質成長率、金利は政策金利。
新興国の金利ギャップは、BRICS（除インド）、NIEs（除台湾）、インドネシア、タイ、フィリピンの金利ギャップをGDPウェイトで合算したもの。先進国も同様にして作成。
（資料）Bloomberg

©Mizuho Research Institute

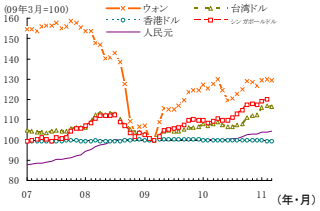
○ 通貨高抑制のための為替介入も、国内の金融環境を緩和的に

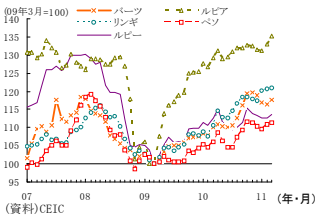
・アジアでは資金流入の増加に伴い、09年以後、多くのアジア通貨が対ドルで上昇

・不胎化が不十分であれば、緩和的状況が続く。たとえば、中国では介入資金のかなりを吸収しているものの、緩和的な金融環境を背景に信用創造が活発

○ アジア諸国は国際金融のトリレンマに直面。資本規制強化によって通貨高抑制を図っている状況

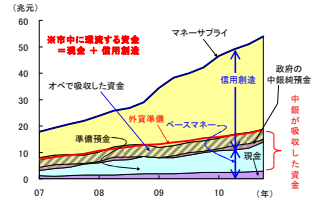
【アジア通貨の対米ドル為替レート】





（資料）CEIC

【中国の活発な信用創造の状況】



（注）2003年以降の累増額。信用創造＝マネーサプライ－ベースマネー。
（資料）CEIC

【資本規制強化の動き】

	導入時期	内　容
韓国	10年07月	外貨建て借入による国内での設備投資を禁止
	10年10月	銀行による為替デリバティブ取引のポジションについて、自己資本の50%（外銀支店は250%）を上限とする規制を導入
	10年11月	外国人投資家に対する国債利子・譲渡益への非課税措置を撤廃
	11年07月	銀行の海外借り入れに0.05～0.2%の賦課金（実施見込み）
インドネシア	10年07月	中銀債券について、最低1ヶ月の保有義務を導入
	11年01月	銀行の短期海外借り入れを、資本金の30%以下に制限。
	11年03・06月	外貨預金に対する預金準備率を、現行の1%から、3月に5%、6月に8%まで引き上げ（ルピア建では10年11月以降8%）
タイ	10年10月	外国人によるタイ国債投資について、利子とキャピタル・ゲインに対する15%の源泉徴収税を導入
台湾	10年11月	非居住者による、満期1年未満の国債・短期金融市場商品への投資は、台湾への投資全体の30%未満を上限とする規制を導入

（資料）各種報道

©Mizuho Research Institute

(2) Repatriationへの耐性

次に、仮に資本流出が起きた場合にアジア経済の耐性はどうかということを見てみたい。今回の金融危機で大きな資本流出に遭った欧州とアジア通貨危機時のアジア各国の状況の比較ということで整理してみると、ポイントは、今回の欧州及びアジア通貨危機時のアジア各国はいずれも大幅な経常赤字を抱え、その裏側の資本流入に目を向けると、直接投資によって経常赤字が賄い切れないなかで証券投資や銀行借入れ等の短期性の債務に依存する状況になっていたことである。

それを踏まえてここ数年のアジア各国の状況を見ると、いずれの国も基本的には経常収支は均衡を維持しており、どちらかと言えば黒字が積み上がってきている状況にある。したがって、資本流出に対する耐性が比較的高い構造に変わってきていると言えるのではないか。アジア諸国のうちベトナムについては、最近の欧州と同水準の経常赤字を抱えているが、裏側の資本収支を見ると直接投資で経常赤字の相当部分を賄っており、欧州に比べると耐性が高いということが今の時点では言えるのではないかと考える。**（資料：次頁上段［ｽﾗｲﾄﾞ9］）**

MIZUHO
Mizuho Research Institute Ltd

(2)Repatriationへの耐性

○アジア諸国の対外不均衡は比較的軽微な状況

・リーマンショック後、国際収支危機に陥った新興欧州諸国は恒常的且つ大幅な経常収支赤字国。大幅な経常収支赤字を直接投資の流入で賄いきれず。

・アジア諸国は、アジア通貨危機後、収支が改善。現在、ベトナムを除き経常収支黒字を維持

――― ベトナムの経常収支赤字は09年までGDP比で中東欧諸国に匹敵するレベルだったが、直接投資の流入によってファイナンスする構造

【新興欧州諸国の経常収支(世界金融危機時)】

(対GDP比、%)

		ﾊﾝｶﾞﾘｰ	ﾙｰﾏﾆｱ	ﾗﾄﾋﾞｱ	ﾘﾄｱﾆｱ	ｴｽﾄﾆｱ	ｱｲｽﾗﾝﾄﾞ
07年	経常収支	▲ 6.5	▲ 13.8	▲ 23.8	▲ 14.6	▲ 14.6	▲ 15.7
	直接投資	1.7	5.8	7.1	3.6	5.3	▲ 45.5
	計	▲ 4.8	▲ 7.9	▲ 16.7	▲ 11.0	▲ 12.8	▲ 61.2
08年	経常収支	▲ 8.4	▲ 12.4	▲ 14.0	▲ 11.0	▲ 9.2	▲ 34.7
	直接投資	3.2	6.8	4.5	3.1	4.4	26.5
	計	▲ 5.3	▲ 5.6	▲ 9.5	▲ 8.5	▲ 4.8	▲ 8.1

(注)直接投資は純流入額。
(資料)IMF"International Financial Statistics"

【アジア諸国の経常収支(通貨危機時)】

(対ＧＤＰ比、%)

		韓国	タイ	ｲﾝﾄﾞﾈｼｱ	ﾏﾚｰｼｱ	ﾌｨﾘﾋﾟﾝ	ﾍﾞﾄﾅﾑ
95年	経常収支	▲ 1.6	▲ 7.9	▲ 3.2	▲ 9.8	▲ 4.4	▲ 9.0
	直接投資	▲ 0.3	0.7	1.9	7.5	1.8	8.6
	計	▲ 2.0	▲ 7.2	▲ 1.3	▲ 2.3	▲ 2.6	▲ 0.4
96年	経常収支	▲ 4.0	▲ 7.9	▲ 3.4	▲ 4.4	▲ 4.8	▲ 8.2
	直接投資	▲ 0.4	0.8	2.5	5.3	1.6	9.7
	計	▲ 4.4	▲ 7.1	▲ 0.9	0.9	▲ 3.2	1.5
97年	経常収支	▲ 1.6	▲ 2.1	▲ 2.3	▲ 5.9	▲ 5.3	▲ 5.7
	直接投資	▲ 0.3	2.2	2.2	6.8	1.4	8.3
	計	▲ 1.9	0.1	▲ 0.2	0.9	▲ 3.9	2.6
98年	経常収支	11.3	12.8	4.3	13.2	2.4	▲ 3.9
	直接投資	0.2	6.6	▲ 0.3	3.8	2.4	6.1
	計	11.5	19.4	4.0	17.0	4.8	2.2

(注)直接投資は純流入額。
(資料)IMF"International Financial Statistics"

【アジア諸国の経常収支】

(対GDP比、%)

		中国	韓国	台湾	香港	ｼﾝｶﾞﾎﾟｰﾙ
07年	経常収支	10.1	0.3	8.9	12.3	27.3
	直接投資	4.1	▲ 0.3	▲ 0.9	▲ 3.3	2.4
	計	14.2	0.1	8.0	9.1	29.8
08年	経常収支	9.1	0.0	6.9	13.7	14.6
	直接投資	2.7	▲ 0.2	▲ 1.2	4.2	4.7
	計	11.8	▲ 0.2	5.7	17.9	19.3
09年	経常収支	5.2	0.5	11.4	8.6	19.0
	直接投資	1.4	▲ 0.2	▲ 0.8	▲ 5.5	▲ 1.7
	計	6.6	0.3	10.6	3.1	17.3
10年	経常収支	5.2	0.4	9.4	6.6	22.2
	直接投資	2.1	▲ 0.3	▲ 2.0	▲ 3.2	8.5
	計	7.3	0.1	7.4	3.4	30.7

		タイ	ﾏﾚｰｼｱ	ｲﾝﾄﾞﾈｼｱ	ﾌｨﾘﾋﾟﾝ	ﾍﾞﾄﾅﾑ
07年	経常収支	6.3	15.9	2.4	4.9	▲ 9.8
	直接投資	3.4	▲ 1.5	0.5	▲ 0.4	9.2
	計	9.7	14.5	2.9	4.5	▲ 0.6
08年	経常収支	0.8	17.5	0.0	2.2	▲ 11.8
	直接投資	1.6	▲ 3.5	0.7	0.8	10.2
	計	2.4	14.0	0.7	2.9	▲ 1.7
09年	経常収支	8.3	16.5	1.9	5.8	▲ 6.6
	直接投資	0.3	▲ 3.4	0.5	1.0	7.4
	計	8.6	13.1	2.4	6.8	0.8
10年	経常収支	4.6	11.8	0.9	4.5	▲ 1.6
	直接投資	0.2	▲ 2.0	1.4	0.6	1.2
	計	4.8	9.9	2.3	5.1	▲ 0.5

(注)直接投資は純流入額。ベトナムの10年は1～9月までの累計。
(資料)各国統計、IMF"International Financial Statistics"

©Mizuho Research Institute

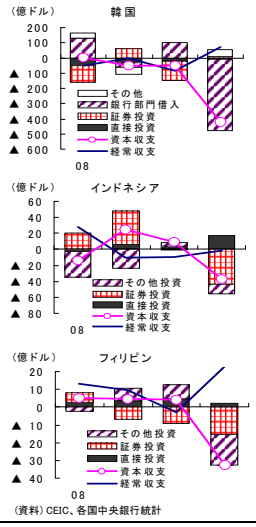
(参考)

MIZUHO
Mizuho Research Institute Ltd

○ 世界金融危機時、資本流出に直面したのは、直接投資を除く対外純負債が高水準だった国(韓国、インドネシア、フィリピン)

――― 韓国・・・証券投資、銀行部門借入、インドネシア・・・証券投資、その他投資、フィリピン・・・証券投資、その他投資

【国際収支(08年)の推移】



(資料) CEIC、各国中央銀行統計

・アジアの対外純負債国の中で、韓国、インドネシア、フィリピンは資本流出に脆弱な構造

――― タイ、マレーシアの対外負債は直接投資の比率が高く、直接投資以外の項目でみれば、対外資産が対外負債を超過

――― 他方、韓国、インドネシア、フィリピンは証券投資や対外借入の形態における対外負債が比較的高水準

【アジア各国の対外資産・負債(07年末、GDP比)】

(%)

	中国	韓国	台湾	香港	ｼﾝｶﾞﾎﾟｰﾙ	タイ	ﾏﾚｰｼｱ	ｲﾝﾄﾞﾈｼｱ	ﾌｨﾘﾋﾟﾝ
対外資産	69.2	56.9	220.4	1311.9	504.1	66.2	115.8	22.6	46.4
対外負債	35.1	78.8	99.4	1078.3	413.4	87.7	118.2	61.7	66.3
直接投資	20.1	11.6	12.4	568.6	144.6	38.1	39.0	18.5	14.2
株式	3.7	30.5	53.3	209.4	89.4	23.0	35.1	9.6	7.1
債券	0.5	13.0	1.5	21.2	9.4	2.9	18.0	6.9	16.4
その他投資	10.8	23.1	31.3	263.3	170.0	23.3	25.7	26.7	28.5
政府部門借入	–	0.4	0.0	–	–	0.6	–	14.4	10.4
銀行部門借入	–	12.9	1.9	2.5	–	1.4	–	0.3	4.4
対外純資産	34.0	▲ 21.9	121.0	233.6	90.7	▲ 21.5	▲ 2.3	▲ 39.1	▲ 19.9
(直接投資除く)	50.8	▲ 17.4	93.1	313.9	131.2	12.5	6.6	▲ 21.4	▲ 9.7

(資料) CEIC、各国中央銀行統計

©Mizuho Research Institute

世界金融危機の後、韓国やインドネシアでは一時資本流出が生じたが、その後、対外資産･負債のバランスは、どちらかと言えば改善の方向にある。そうした状況も踏まえて、アジア諸国全体としては、ファンダメンタルズ的には欧州に比べて健全であり、さらに改善の方向に向かっている。補足的に言えば、対外支払い能力、すなわち外貨準備も比較的潤沢な国が多い。外貨準備に対する短期の対外債務や輸入の水準を見ると、ほとんどの国において外貨準備は短期の対外債務を上回っており、輸入に対しても７～８カ月から十数カ月の水準を維持していることから、欧州のような流動性危機あるいは国際収支危機に至るまでの耐性は高いと見る。

一つ懸念されるのがベトナムの状況である。特に輸入との見合いで、外貨準備の水準は２カ月前後（直近では２カ月を切っているという見方もある）であり、支払い能力について警戒すべき状況が続いている。こうした状況への対応として、ベトナムは基本的には昨年から引き締めを強めており、経常収支は依然赤字ではあるが改善に向かっている。また、為替相場についても何度かの切り下げを経て、ドルに対する切り下げ圧力もやや緩和してきている。ただ、全体として改善に向かってはいるものの、ベトナムは引き続き警戒を要する状況が続いていると言えよう。**（資料：次頁上段［ｽﾗｲﾄﾞ 11］）**

３．アジアにおける不動産バブルのリスク

● 中国、シンガポールの不動産バブルは部分的

今アジアで起きている不動産バブルの問題は全面的かつ深刻なものではなく、顕著なバブルには至っていないと見ている。中国、シンガポール、香港、韓国を個別に見ても、不動産バブルの問題は全面的なものには至っていないと言える。

ファンダメンタルズとして、金利と不動産収益の関係から不動産バブルが顕著に見られるかどうかを、不動産投資利回りと安全資産利子率（10年物国債の利回り）の比較によって見てみると、中国では、高級住宅については一部に10年物国債の利回りである3.35％を下回るものやそれと同程度の水準のものがあり、ややバブルの可能性があるとも言えるが、それ以外の住宅に関しては、国債利回りとの関係から言えば顕著なバブルにまでは至っていないと判断できる。また、シンガポールについても物件別に見てみると、明らかに安全資産利子率との関係でバブルの可能性があるのは、土地なしマンションやテラスハウスといった一部の住宅に限定されており、今のところ全体的なバブルには至っていないと見られる。**（資料：次頁下段［ｽﾗｲﾄﾞ 12］）**

MIZUHO
Mizuho Research Institute Ltd

○ 世界金融危機後、アジアの多くの国で、対外資産・負債状況が07年時よりも改善
・09年末時点でタイ、フィリピンは直接投資以外の項目でみれば、対外資産が対外負債を超過。韓国、インドネシアは依然として対外純負債国

○ 90年代に通貨危機を経験したアジア諸国は、その後外貨準備を潤沢に蓄積。新興欧州諸国と異なり、現在、ベトナムを除いて、多額の外貨準備を保有

――― ベトナムは、昨年から引き締めスタンスを強めており、経常収支などの不均衡は改善の方向

【アジア各国の対外資産・負債（09年末、GDP比）】

(%)

	中国	韓国	台湾	香港	ｼﾝｶﾞﾎﾟｰﾙ	ﾀｲ	ﾏﾚｰｼｱ	ｲﾝﾄﾞﾈｼｱ	ﾌｨﾘﾋﾟﾝ
対外資産	69.3	74.9	263.7	1220.7	681.1	83.1	126.6	18.2	46.7
対外負債	32.8	87.3	99.3	876.6	449.1	84.8	109.0	58.7	56.9
直接投資	20.0	14.1	14.8	447.5	179.9	41.6	39.7	20.1	14.4
株式	3.5	28.4	52.8	155.8	58.6	17.0	21.0	9.9	4.9
債券	0.3	18.4	1.4	7.0	6.1	3.5	21.7	7.9	13.3
その他投資	9.0	22.4	27.7	247.2	204.5	21.6	25.2	20.9	24.3
政府部門借入	–	0.3	0.0	–	–	0.4	–	12.1	11.2
銀行部門借入	–	14.5	2.0	2.8	–	2.8	–	0.5	2.3
対外純資産	36.5	▲ 12.4	164.4	344.1	232.0	▲ 1.8	17.7	▲ 40.5	▲ 10.2
（直接投資除く）	51.9	▲ 12.7	127.8	393.9	268.1	32.9	16.8	▲ 20.3	0.4

（資料）CEIC、各国中央銀行統計

【対外支払い能力】

	07年			08年			09年			10年		
	外貨準備高			外貨準備高			外貨準備高			外貨準備高		
	（億ドル）	対短期対外債務（%）	対輸入額（カ月）	（億ドル）	対短期対外債務（%）	対輸入額（カ月）	（億ドル）	対短期対外債務（%）	対輸入額（カ月）	（億ドル）	対短期対外債務（%）	対輸入額（カ月）
韓国	2,622	163.6	8.8	2,012	133.2	5.5	2700	162.2	10.0	2916	175.5	8.2
台湾	2,703	324.6	14.8	2,917	311.1	13.8	3482	664.6	24.0	3805	414.5	18.2
ﾀｲ	875	404.1	7.4	1,110	451.1	7.5	1384	723.3	12.3	1721	719.8	11.2
ﾏﾚｰｼｱ	1,013	624.2	8.3	915	406.3	6.7	903	401.7	8.8	1001	311.9	7.3
ｲﾝﾄﾞﾈｼｱ	569	305.1	7.3	571	281.8	5.4	661	191.3	8.8	962	200.9	8.7
ﾌｨﾘﾋﾟﾝ	338	476.4	7.0	367	442.2	7.3	442	303.5	11.6	624	351.5	12.9
ｲﾝﾄﾞ	2,753	694.9	14.4	2,863	571.5	10.7	2835	286.2	13.2	2973	199.5	11.0
ﾍﾞﾄﾅﾑ	235	312.0	4.6	238	246.7	3.5	105	188.6	2.8	90	127.5	2.1

(注) 1.外貨準備高及び短期対外債務は、いずれも年末。ベトナムの外貨準備高は10年10月。
2.輸入額は、月間輸入額の年平均。ベトナムの10年は10月の後方12ヶ月平均。
3.網掛けは、外貨準備高の対短期対外債務が100%未満、対輸入額が3カ月未満の箇所。
（資料）CEIC、IMF "International Financial Statistics"、Joint BIS-IMF-OECD-WB External Debt Hub

©Mizuho Research Institute

＜参考＞新興欧州諸国（世界金融危機時）

	07年			08年		
	外貨準備高			外貨準備高		
	（億ドル）	対短期対外債務（%）	対輸入額（カ月）	（億ドル）	対短期対外債務（%）	対輸入額（カ月）
ﾊﾝｶﾞﾘｰ*	240	111.1	3.0	249	95.7	2.7
ｴｽﾄﾆｱ*	33	42.4	2.5	36	36.0	2.6
ﾗﾄﾋﾞｱ*	56	33.0	4.4	60	40.1	4.4
ﾘﾄｱﾆｱ*	76	97.5	3.7	63	69.3	2.4
ｱｲｽﾗﾝﾄﾞ*	26	5.7	4.6	37	7.7	6.1
ﾙｰﾏﾆｱ	372	65.3	6.3	374	81.0	5.4

(注) 1.外貨準備高及び短期対外債務は、07年は年末。08年は、*を付した国は9月末、他は年末。
2.輸入額は、07年は月間輸入額の年平均。08年は、*を付した国は9月の後方12カ月平均、他は年平均。
3.網掛けは、外貨準備高の対短期対外債務が100%未満、対輸入額が3カ月未満の箇所。
（資料）CEIC、各国中央銀行統計。

3．アジアにおける不動産バブルのリスク

MIZUHO
Mizuho Research Institute Ltd

中国、シンガポールの不動産バブルは部分的

○ ファンダメンタルズ（金利・収益）からみて、不動産バブルは顕著でない。
・ 10年物国債利回りと不動産投資利回りの比較でみれば、中国の高級住宅は、確かにバブル気味だが、オフィスなどを含めた全面的なバブルではない。
・ シンガポールも同様、高すぎるのはテラスハウス、土地なしマンションなど住宅の一角に限られる。

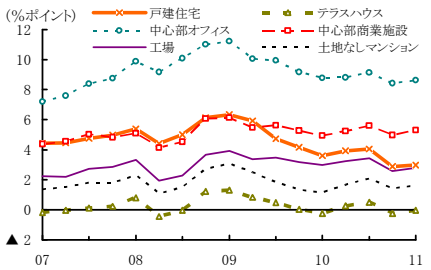
【 中国における不動産投資利回り（10年7～9月期）】

（単位：%）

	北京	上海	広州
工業ビル	9.5～11.0	8.0～9.0	N.A.
小売ビル	8.0～10.0	7.0～8.0	6.0～8.0
高級住宅	3.0～6.0	6.0～7.0	2.8～5.6
高級オフィス	8.0～9.0	6.0～8.0	5.7～9.3

（注） 10年物国債利回りは3.35%であった
（資料） 現地ヒアリングによる

【 シンガポールの不動産投資利回り－安全資産利子率 】



(注)不動産利回り－10年物国債利回り
(資料)シンガポール都市再開発庁

©Mizuho Research Institute

● 香港の不動産価格上昇も90年代中盤のバブルとは比較にならず

次に、香港に関しては、安全資産利子率との関係で不動産投資利回り水準の低いものが全般的に見られ、他の国に比べるとややバブルの傾向が強いと思われる。ただ、長期的な動きを見ると、アジア通貨危機前の1996～1997年に相当深刻なバブルに至り、その後バブル崩壊の局面があったのだが、当時の水準と比較すると、今のところそれほど深刻なバブルの状況には至っておらず、注意は必要だが、現時点ではまだ過熱という状況には至っていないと見ている。

（資料：次頁上段［ｽﾗｲﾄﾞ13］）

● 一般向け住宅価格上昇は住宅供給不足が原因

中国については一部高級物件を中心にややバブルが生じている可能性があるが、中国の住宅価格の状況を少し詳細に見てみると、ここ数年、確かに住宅価格の上昇は続いているが、その背後にある要因を整理すると、必ずしもバブルと言えるような要因ではなさそうである。すなわち、ひとことで言えば、中国の住宅価格の上昇は、住宅の大型化と供給の不足といった要因からもたらされていると見られる。

都市部における１人当たりの住宅面積はここ数年趨勢的に上昇してきており、住宅の大型化が進んでいるほか、販売されている平均的な住宅の面積も拡大してきている。そして、この結果、面積当たりの価格に面積を掛け合わせた物件全体の価格が上昇してしまっているのである。最近、年間所得に対する住宅価格の倍率が高くなってきているのでバブルであるという指摘があり、アフォーダビリティ（住宅の取得しやすさ）もかなり上昇してきていると指摘されているが、住宅面積の拡大を加味すると、実は価格はあまり上がっていないと言うことができる。つまり、平均住宅面積を2003年時点の71.34㎡で固定してそれに各年の住宅価格を掛け合わせ、それに対する各年の年間所得に対する倍率を計算すると、大体６倍前後で推移しており、面積の拡大がなければ、それほど実態的な価格は上昇していないということが見てとれる。その背後にある事情として一つ指摘できるのは、住宅が大型化してしまったために、実需を構成している一般的な庶民の小型住宅の供給が足りなくなってきているのではないかという点である。したがって、状況としては、バブルというより、どちらかというと供給の面や住宅の大型化といった点から住宅価格が上昇しているということが指摘できるのではないかと考える。（資料：次頁下段［ｽﾗｲﾄﾞ14］）

香港の不動産価格上昇も90年代中盤のバブルとは比較にならず

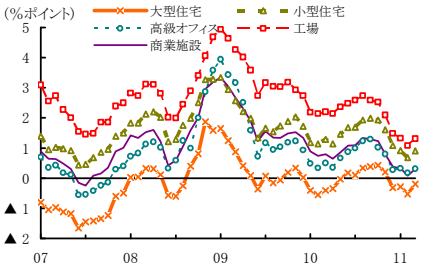
○ 香港についても、全面的なバブルはみられない。

・中国、シンガポール対比で価格上昇がやや行き過ぎているが、それでも深刻なバブルとまでは言えない。

・足元の価格上昇の行き過ぎは、96・97年のバブル期とは比較にならない。

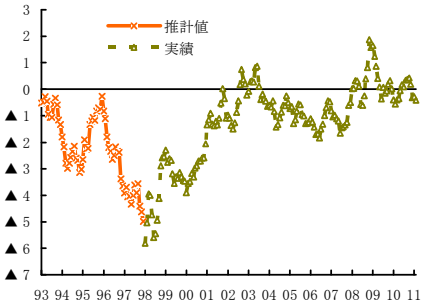
【 香港の不動産投資利回り－安全資産利子率 】

(A)最近の状況



(注)不動産利回り－10年物為替基金債券利回り
(資料)香港政府差餉物業估價署

(B)大型住宅の長期データ



©Mizuho Research Institute

一般向け住宅価格上昇は住宅供給不足が原因

○ 中国などの住宅価格上昇は事実だが、バブルとはややニュアンスが異なる。

・住宅価格・年間所得倍率は確かに上昇しているが、これは住宅大型化を反映したもの

――― 住宅大型化の要因を除くと、倍率は横ばい

・不動産投機規制(16ページ)によっても中国、香港、シンガポールの住宅価格上昇が止まらないのは、実需に見合う庶民向け住宅の供給不足が原因

・各国政府とも、庶民向け住宅の供給強化に着手

――― 直ちには無理だが、数年内に需給は緩和する見通し

【 中国の住宅価格・所得倍率 】

	A	B	C	D	E	F	G	H	I
	都市部世帯当たり人数	都市部1人当たり可処分所得	都市部1人当たり住宅面積	販売用住宅平米当たり価格	都市部家計可処分所得(A*B)	平均住宅面積(A*C)	住宅価格(D*F)	住宅価格・年間所得倍率(G/E)	住宅面積71.34㎡で固定
	人	万元	㎡	万元/㎡	万元	㎡	万元	倍	倍
03	3.01	0.85	23.7	0.22	2.55	71.34	15.67	6.15	6.15
04	2.98	0.94	25.0	0.26	2.81	74.41	19.41	6.91	6.63
05	2.96	1.05	26.1	0.29	3.11	77.29	22.70	7.31	6.75
06	2.95	1.18	27.1	0.31	3.47	79.95	24.94	7.19	6.41
07	2.91	1.38	28.0	0.36	4.01	81.48	29.70	7.40	6.48
08	2.91	1.58	30.0	0.36	4.59	87.30	31.22	6.80	5.56
09	2.89	1.72	30.7	0.45	4.96	88.78	39.59	7.98	6.41
10	2.88	1.91	31.9	0.47	5.50	91.80	43.37	7.88	6.12

(注)網掛けした09・10年の都市部1人当たり住宅面積は、未発表につき、タイムトレンドによる単回帰で延長。
(資料)中国国家統計局

©Mizuho Research Institute

● 韓国の不動産市況はリーマンショック後、供給過剰感から10年まで低迷

韓国については他の国と局面が少し違っており、どちらかといえば金融危機の前に住宅価格の上昇があり、それに対して韓国政府当局が規制を打ったことで早めに調整が始まったという動きになっている。住宅価格の推移を見ると、2007年半ば頃をピークにその後は上昇ペースが鈍り、全体としては調整局面がリーマンショックショック前から続いてきているという状況にある。韓国では、少し早めに調整が行われ、リーマンショック後も急激な住宅価格の上昇は見られないという状況であり、中国、香港、シンガポールとはやや局面が異なっていると言える。（**資料：次頁上段［ｽﾗｲﾄﾞ15］**）

● 投機防止策強化で不動産バブル深刻化の懸念は縮小

先述のとおり、中国、香港、シンガポールついては深刻なバブルに至っていない状況だが、バブルの兆候が見られることからこれらの国では規制を強化する動きが見られる。

まず、シンガポールと香港は不動産の転売にかかる印紙税の税率を引き上げており、こうした税制面の対策のほかに、両国とも価格帯に応じて不動産に対する融資比率の上限を引き下げるというような措置を実施して不動産の投機的な動きを抑制しようとしている。中国については、2004年から段階的に、主に融資にかかる規制を中心に不動産投資に対して規制をかけてきている。2011年に入ってから出された直近の対策を見ると、例えば５年未満の住宅の転売には売却代金に100％課税するといったようなドラスティックな措置に踏み込んできている。また、先述のとおり、住宅供給の不足が不動産価格の上昇をもたらしていることに対しては、今年（2011年）から始まっている第12次５カ年計画の中で、低所得者向け住宅の供給を拡大するといったような供給面での対応も始めている。ポイントはこれらが厳格に守られるかどうかではあるが、守られるのであればバブルが深刻な状況に至るのを抑制する効果を持つのではないかと見られる。（**資料：次頁下段［ｽﾗｲﾄﾞ16］**）

韓国の不動産市況はリーマンショック後、供給過剰感から10年まで低迷

○ 2000年代半ば以後、住宅価格が高騰。特に、05年以後、ソウル特別市江南地区の上昇が顕著

○ 政府は住宅価格抑制策を06年後半から強めるも、価格が高止まりする中、07年の住宅建築件数は民間不動産部門を中心に04～06年の水準を大幅に上回る。

――― 06年、投機地域（注）に対する住宅担保認定比率とDTI（総負債償還比率）を引き下げ

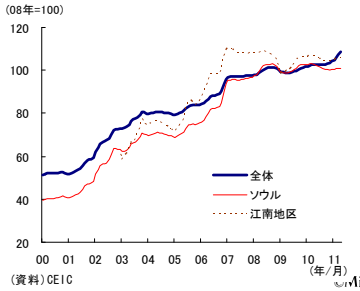
（注）政府が指定した投機地域・・・ソウル特別市の瑞草区、江南区、松坂区

○ リーマンショック後、需要が減退する中、供給過剰感から市況は悪化。10年も低迷続く。

――― 不動産開発業者の経営破たん等によって、一部の貯蓄銀行（日本の信用金庫に相当）では大手銀行による吸収合併や営業停止処分に

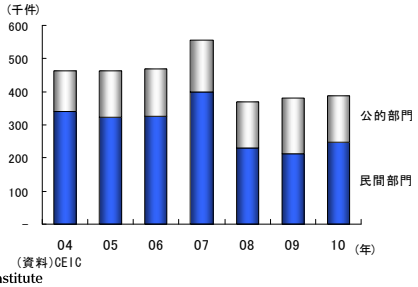
――― 不動産融資規制の緩和（10年8月）などの対策効果もあり、11年に入り価格は持ち直す。

【住宅価格 】



(資料)CEIC

【住宅建築許可件数 】



(資料)CEIC

©Mizuho Research Institute

投機防止策強化で不動産バブル深刻化の懸念は縮小

○ バブル懸念で各国とも規制を大幅強化

・ 香港とシンガポールは、融資比率上限の引き下げなどに加え、印紙税の大幅アップで短期転売狙いの投機を封じ込める方針

・ 中国も広範な不動産投機対策を導入、厳格に守られれば効果は大きい
また、第12次5カ年計画（11～15年）中に建設を計画する、保障房と呼ばれる低所得者向け住宅3,600万戸のうち、1,000万戸を11年中に建設するとしている

【 香港・シンガポールの印紙税】

香港（2010年11月）	2千万香港ドル以上の高級住宅の取引に課される既存の印紙税（税率4.25%）とは別に、6カ月以内の転売に対する税率15%、7カ月以上1年以内の転売に対する税率10%、1年以上2年以内の転売に対する税率5%の印紙税を新たに導入。
シンガポール（2011年1月）	転売時にかかる印紙税率を、1年以内は3%から16%に、2年以内は2%から12%に、3年以内は1%から8%にそれぞれ引き上げ。4年以内の転売に対し、税率4%の印紙税を新設 。

【 中国の不動産バブル対策 】

04年9月	・ 住宅ローンの返済負担率を50%（自動車ローン等を含めた全体の返済負担率は55%）とする規制を導入。 ・ 住宅ローンの融資比率上限を、住宅価格の80%に設定。
05年6月	・ 高級住宅購入と短期転売への課税を、地方政府レベルで強化
06年6月	・ 2軒目の住宅購入に適用する住宅ローンの融資比率上限を、住宅価格の80%から70%に引き下げ。
10年1月	・ 2軒目の住宅購入に適用する住宅ローンの融資比率上限を、住宅価格の70%から60%に引き下げ。
10年4月	・ 1軒目の住宅購入に適用する住宅ローンの融資比率上限を、90㎡以上の物件について、住宅価格の80%から70%に引き下げ。 ・ 2軒目の住宅購入に適用する住宅ローンの融資比率上限を、住宅価格の60%から50%に引き下げ。 ・ 2軒目の住宅購入に適用する住宅ローン金利を、中国人民銀行の基準金利の1.1倍以上とすることを義務付け。
10年9月	・ 1軒目・90㎡未満の物件であっても、住宅ローンの融資比率上限を、住宅価格の70%に引き下げ。 ・ 3軒目以降の住宅購入への住宅ローン供与禁止。 ・ 他の目的の消費者ローンを住宅購入に充当することを禁止。
11年1月	・ ①5年未満の住宅転売に対しては、売却金額に100%課税、②一般向け住宅の供給強化、③2軒目の住宅購入に適用する住宅ローンの融資比率上限を50%から40%に引き下げ、④住宅購入について、地元戸籍住民は2軒、地元以外の戸籍の住民は1軒に限定、など8項目の措置を発表。 ・ 上海市と重慶市が固定資産税を導入。

©Mizuho Research Institute

● **不動産価格下落の経済への悪影響は限定的**

不動産価格が下落した場合の経済全体への影響については、香港、シンガポールでは、大手銀行の自己資本比率が高く、不動産価格のある程度の下落は金融システムにおいて吸収できる可能性が高いと見ている。また、中国についてはやや懸念すべきところがあるが、財政面で対応の余地を残しており、金融システムが傷んだ場合に公的資金の投入により対応が図られると見る。ただ、懸念すべきは中長期の観点であり、中国の地価の推移を見ると、基本的には右肩上がりの状況が続いており、土地神話が健在である可能性が存在すること、また、銀行部門に対する当局の監督体制に不安があることから、将来的にバブルが膨らんでいくリスクは残っていると見ている。（**資料：次頁上段［ｽﾗｲﾄﾞ17］**）

４．東アジアのインフレ

(1) インフレは一過性か

東アジアのインフレについての見方としては、まず、アジア新興国において起きているインフレは主に食料価格を中心として発生しているものであり、この食料価格の上昇もどちらかと言えば一過性ないし特殊な要因によって生じているとする見方がある。これを整理すると次のとおりである。

食料価格上昇のそもそものきっかけは、2010年を中心に世界各地で自然災害や異常気象があり、それが食糧生産に深刻な被害を発生させたことである。中国をはじめとしてアジア各国では干ばつ、洪水、水害によって農作物の生産に影響が出ており、アジア以外でも、ロシアでは夏に干ばつがあり穀物が輸出禁止になったほか、オーストラリアでも2010年末ごろから2011年初めに洪水があり、これらが食品価格全般に上昇圧力をもたらした。さらに、原油については新興国を中心とした需要の増加によって全体的に需給の逼迫が起きていたところ、昨年以降の中東情勢の緊迫化によって価格の上昇が加速する動きとなっている。（**資料：次頁下段［ｽﾗｲﾄﾞ18］**）

不動産価格下落の経済への悪影響は限定的

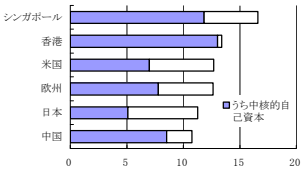
○ 不動産価格が下落しても、現時点ではマクロ経済へのインパクトは限定的とみられる。

・ 香港、シンガポールは銀行部門の健全性が高く、90年代終盤の不動産価格下落局面でも金融危機は深刻化せず。

・ 経常収支黒字国の中国は97年のタイのように通貨危機に陥る可能性が低い。また財政に余裕があり公的資金による銀行への資本注入が比較的容易

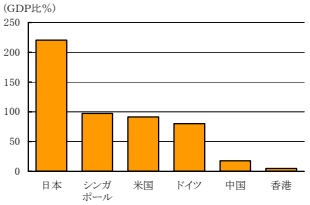
――― 銀行の監督体制に不安があること、土地神話が健在であることから、将来にバブルが膨らむリスク

【 大手銀行の自己資本比率 】



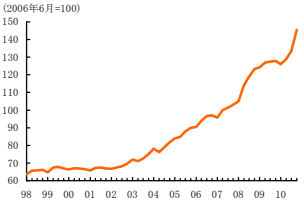
(注)1. 中核的自己資本は、資本金・剰余金など。
2. 時点は、10年10月発行の出所資料において、「入手できる直近のデータ」とされている。
(資料)IMF, *Regional Economic Outlook Asia and Pacific* (October 2010)

【 一般政府債務残高(2010年) 】



(資料)IMF, *Fiscal Monitor* (April 2011)

【 中国の地価 】



(資料)中国国家統計局 (年・四半期)

©Mizuho Research Institute

4. 東アジアのインフレ

(1)インフレは一過性か

○ 食料・原油の供給制約がインフレの要因との見方

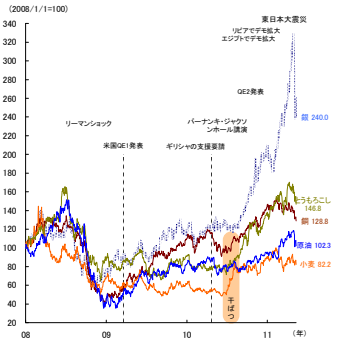
・ 2010年は世界各地の自然災害や異常気象により食糧生産に深刻な被害発生(天候不順)

―――小麦は中国の干ばつ(春・冬)、ロシアの干ばつ(夏)、オーストラリアの洪水(秋～冬)等で大きな被害

・ ロシアの穀物輸出禁止(夏)、中東混乱(冬)等が食料や原油の供給不安に拍車

―――原油は新興国の需要増大に供給が追いつかず、在庫が減少する中で生じた中東情勢緊迫化により価格が急騰

【 商品市況の推移と各種イベント 】



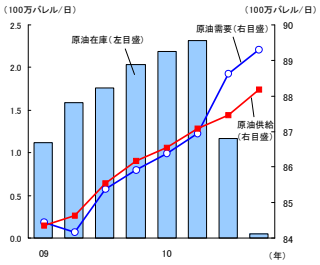
(注)直近値は2011/5/11終値。
(資料)Bloomberg

【 アジアにおける最近の天候不順・家畜病害の例 】

国名	天候不順・病害	価格上昇品目
中国	干ばつ	小麦、生鮮野菜
韓国	猛暑(夏)・冷害(冬)・口蹄疫	豚肉、白菜、ホウレンソウ、キュウリ、ネギなど
インドネシア	水害	コメ、トウガラシ
タイ	干ばつ(夏)・水害(冬)	コメ、パーム油、キャッサバ、ゴム
ベトナム	水害・口蹄疫	コメ、牛肉
インド	水害	タマネギ、トマト、オクラ、キャベツ、ナス
オーストラリア	水害	小麦、サトウキビ

(注)1. すでに価格上昇が収束した品目を含む
2. タイでは、コメ収量は下押しされたが、在庫が潤沢なこともあり、国内価格への影響は限定的
(資料)各種報道

【 原油需給と在庫 】



(注)2008年以降の累積在庫(各期在庫変動の単純合計)。
(資料)IEA, *Oil Market Report 2011年2月号*

©Mizuho Research Institute

今後については、食品や原油の価格の急速な上昇は特殊要因によるものであり、インフレがさらに加速していく可能性は小さい。まず食品については、天候が正常化すれば価格が戻る可能性は高く、インフレ要因として食料価格の影響が大きい新興国では、気象状況が落ち着けばインフレも落ち着いていくだろう。また、供給サイドから見ても、エネルギーや穀物について、時間がかかるにしても、最近の価格上昇を受けて増産に転じれば需給の逼迫懸念は薄らいでいく。さらに、資金流入の問題に関連して触れたとおり、先進国の金融緩和による資金が一部投機的な形で商品市場に流れ込んでいるという動きについては、金融政策が正常化すれば投機は冷やされるであろう。なお、直近の動きを見ると、商品価格は全般的に落ち着いてくる状況にあり、商品市況の高騰の裏にある投機的な動きの調整が始まった可能性があり、この方面からの食料やエネルギーに対する上昇圧力は薄らいでいく可能性が出てきている。加えて、アジア主要国のインフレ率に対する民間のコンセンサス予測を見ると、国ごとにばらつきはあるものの、概ねこれから更に加速していくというよりは、2011年の半ばぐらいをピークにインフレ率は徐々に落ちていくという見方が一般的である。

以上がインフレは一過性であるとする見方だが、一方でインフレが持続的なものである可能性も指摘されている。**（資料：次頁上段［ｽﾗｲﾄﾞ19］）**

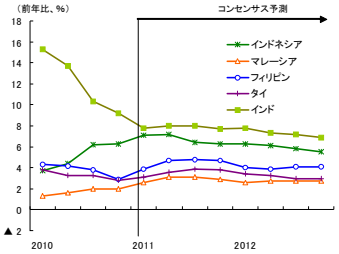
(2) インフレは持続的か

① 新興国の需要増大

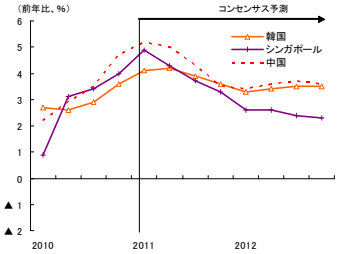
インフレが持続的であるとする主張の１点目は、新興国の需要が持続的に増加し、農産物や資源価格を上昇させていることである。よく指摘されるように、アジアを中心とする新興国において経済発展が続き、所得が増加して中間層が厚みを増していくなかで重厚長大産業が発展し、それがエネルギーや一次産品の価格の上昇を招き、引いては穀物やエネルギーの価格上昇をもたらす。また、世界的に見れば、バイオ燃料の活用といった形でエネルギー政策の転換も起きており、それに伴ってトウモロコシなどの需要も増えることから、世界的な需給バランスで見ても、一次産品の価格の上昇は続くであろう。**（資料：次頁下段［ｽﾗｲﾄﾞ20］）**

○ インフレ率上昇は多分に特殊要因によるところ大で、さらなる上昇ペース加速リスクは小さい？
・天候が正常化すれば食料価格は戻る ⇒ これが戻れば新興国のインフレ懸念も縮小するはず。
・エネルギーや穀物は価格上昇を受けていずれ増産 ⇒ 需給逼迫懸念はいずれ薄らぐ。
・先進国回復による金融政策正常化で投機資金も縮小
――― 5月に入って商品市況に変調の兆し。投機筋が大幅なポジション調整を行った可能性
○ インフレ率のコンセンサス予測は、国ごとに温度差はあるものの、今後インフレが大きく加速するとはみられていない。
・アジア各国の消費者物価上昇率は、概ね11年半ばにピークアウトとの見方

【 アジア主要国のインフレ率 コンセンサス予測 】



（資料）Consensus Economics Inc. "Asia Pacific Consensus Forecasts"(March 14, 2011)



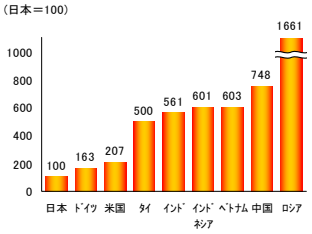
（資料）Consensus Economics Inc. "Asia Pacific Consensus Forecasts"(March 14, 2011)

©Mizuho Research Institute

(2)インフレは持続的か

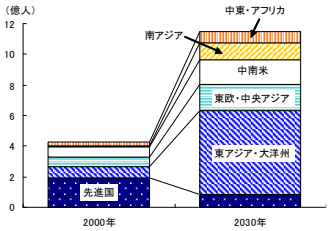
①新興国の需要増大
○ アジアなど新興国の持続的な需要増大が農産物や資源価格を上昇させているとの見方
・アジアを中心とする新興国の経済発展、所得増加に伴う重厚長大産業製品の需要増⇒エネルギー需要増（新興国のエネルギー消費原単位は高い）
・新興国の肉食化・消費高度化⇒穀物から蛋白質系食品（牛乳、卵、魚、肉類）⇒飼料・エネルギー需要の連鎖的増大
○ 世界的にエネルギー転換（バイオエタノール）に伴うとうもろこし需要増大、作付け転換等

【 各国のエネルギー消費原単位 】



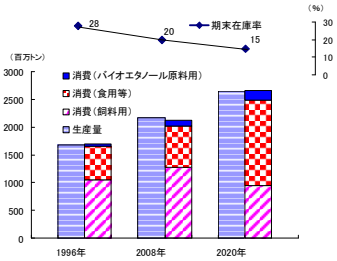
（注）1. GDP当たり一次エネルギー消費量
2. 日本＝100として指数化
（資料）（財）日本エネルギー経済研究所編「エネルギー・経済統計要覧」

【 世界の中間所得層人口 】



（注）中間所得層は所得がブラジルの平均所得以上、イタリアの平均所得以下の者
（資料）World Bankよりみずほ総合研究所作成

【 世界の穀物需給見通し 】



（注）2020年は見通し
（資料）農林水産省「2020年における世界の食糧需給見通し」

©Mizuho Research Institute

② 賃金インフレに発展するリスク

２点目として、新興国における食料価格やエネルギー価格の上昇が賃金インフレに発展する可能性があることが指摘できる。つまり、1970年代の先進国におけるオイルショック時に起きたようなことがアジアでも繰り返される可能性がある。石油ショックの際は、賃金についてどう対応したかによりその後のインフレの状況が大きく変わっている。第一次石油危機のときは、全般的に賃金が上がり消費者物価も上昇したが、第二次石油危機のときには、欧米では引き続き賃金から物価への波及が見られたが、西ドイツや日本では賃金を抑えたことによって物価への波及が比較的マイルドに済んだという違いが生じた。（資料：次頁上段［ｽﾗｲﾄﾞ21］）

② 賃金インフレに発展するリスク

○新興国で70年代のオイルショック期における先進国同様の賃金インフレが生じるリスクありとの見方

・第一次ショック直後の74年の先進国の物価は、軒並み大幅上昇

・第二次ショック後も、西ドイツ以外の欧州や米国では二桁インフレが長期化

――――背景に賃金の持続的な上昇と生産性上昇率の伸び悩みによる労働コスト上昇

――――賃金の物価スライド制の広範化で賃金の下方硬直性が強まったことなど、制度要因も大

【 主要先進国のインフレ率と賃金上昇率 】

第一次石油危機時 （1973～1975年平均） （単位：前年比%）

	消費者物価	賃金
米国	8.8	8.3
英国	16.5	21.1
フランス	10.7	16.2
西ドイツ	6.6	10.0
日本	15.5	20.9

第二次石油危機時 （1979～1981年平均） （単位：前年比%）

	消費者物価	賃金
米国	11.7	9.2
英国	14.4	16.4
フランス	12.5	13.5
西ドイツ	5.3	5.6
日本	5.5	5.8

（注）1.消費者物価は総合
2. 賃金は、日本：1人当たり現金給与総額、米国：時間当たり賃金、英国・フランス・西ドイツ：1人当たり雇用者報酬
（資料）総務省、米労働省、欧州委員会

【 70年代の欧米における賃金の物価スライド制 】

米国	【生計費エスカレーター条項（Cost-of-Living Adjustment）】 ○ 労使間で生計費の上昇（ほとんどの場合、消費者物価指数を尺度として使用）に応じて一定の賃金引上げを自動的に実行する協定。70年代に大労組を中心に急速に普及（普及率、70年26%→78年60%）。 ○ 60年代には、調整金額に上限を定める「Capped COLA」が一般的だったが、70年代には最高限度のない「Uncapped COLA」が急速に普及（77年75%）。
フランス	【最低賃金法（70年1月改正）】 ○ 消費者物価にスライドする最低賃金（Salaire Minimum de Croissance、略称SMIC） ○ 全国消費者物価指数が、SMIC改訂後2%以上上昇した場合、指数発表の翌月よりSMICを自動的に同率引上げ ○ さらにSMICは毎年7月に国民所得を考慮して改訂。この際、SMICの実質増加率（名目上昇率－消費者物価上昇率）は労働省の発表する時間当り賃金実質増加率の半分を下回らないこととする

（資料）日銀『調査月報』（1980年7-8月特別号）

©Mizuho Research Institute

（説明省略）

○ 第二次ショック後の先進国では、賃金インフレ抑制の成否がインフレや経済パフォーマンスの差に直結

・日本の賃金決定スタイルは、「物価重視」から「収益見合い」に変質

――― 賃金決定に際し「物価動向」を最重視したとの回答は、第一次ショック後に比べ大きく減少

・他方、米国では、賃金の物価スライド制が定着・拡大したことで、第二次ショック後にも賃金インフレを惹起

――― 強力な労働組合の存在も、賃金インフレ・メカニズムを通じたインフレ加速に影響

――― インフレを抑えられないFRBに対する信認低下が期待インフレ率を高めたこともインフレ悪化の要因

――― インフレ沈静化は、ボルカー元議長による強力な金融引き締めとFRBの信認回復によるところ

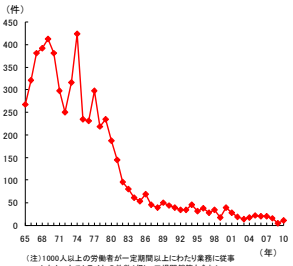
【 賃金改定で重視した要素（日本企業） 】

（単位 %）

	年	企業業績	世間相場	物価動向
第一次石油危機時	1973	30.4	34.8	12.9
	1974	26.6	37.5	24.0
	1975	52.9	23.2	14.6
	1976	54.3	25.8	8.0
第二次石油危機時	1979	64.9	18.2	7.1
	1980	57.3	22.2	8.8
	1981	57.0	24.3	9.3
	1982	62.9	23.3	5.8
近年	2008	66.2	5.6	0.7
	2009	61.6	3.2	0.1
	2010	59.4	2.4	0.0

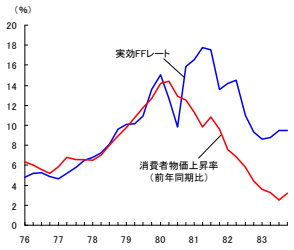
（資料）厚生労働省『賃金引上げ等の実態に関する調査』

【 米国のストライキ件数 】



（注）1000人以上の労働者が一定期間以上にわたり業務に従事しなかったストライキの件数（但し、工場閉鎖等も含む）
（資料）米労働省

【 米国の政策金利とインフレ率 】



（資料）HAVER ANALYTICS

©Mizuho Research Institute

現在、アジアでは、食品を中心とする物価の上昇によって家計にかなりの影響が出ており、政府はそれに賃上げといった動きで対応してきている。これはアジアを中心とする新興国では、食品やエネルギー価格の上昇が暴動やデモを引き起こす可能性のあることが背景にある。実際、アジアではほとんどの国で最低賃金などの公定賃金を引き上げる動きが見られる。一例として、タイでは既に最低賃金の引き上げが行われているが、７月３日に行われる予定の総選挙への対応ということで、与野党とも最低賃金の大幅上昇を選挙公約の柱に据えるという状況になっており、数十パーセントの最低賃金の引き上げが行われる可能性が出てきている。

足もとにおけるアジア各国の労働市場の状況を、韓国、マレーシア、シンガポール、タイについて見てみると、いずれの国も失業率は金融危機の前の水準まで低下してきており、賃金上昇圧力が高まりやすい状況にあり、食品価格の上昇がインフレに転じる二次的な上昇のリスクを抱えている。**（資料：次頁上段［ｽﾗｲﾄﾞ23］）**

③ 人為的価格抑制による歪みの蓄積

現在、アジア各国では、家計への配慮から、食品やエネルギー価格の上昇を抑えるための政策的な対応が行われている。これにより財政負担が生じており、今後これをどうするかが論点になってくるだろう。

価格を抑制しているため価格による需要抑制メカニズムは働いておらず、仮に今後これを縮小、撤廃すると、蓄積された歪みが顕在化する可能性がある。とりわけインドやベトナムなどは新興国の平均的なレベルから見ても高い水準の財政赤字を抱えており、長期的な価格の抑制を維持できない可能性が高く、これらの国については特に注意が必要である。

以上が、インフレは持続的であるとする見方である。**（資料：次頁下段［ｽﾗｲﾄﾞ24］）**

○ 現下のアジアでは、家計の生活水準低下に対応した賃上げの動きに加えて、金融危機からのV字回復に伴い労働需給がタイト化しつつあり、賃金インフレを引き起こす可能性

・アジア諸国では、物価上昇に対応して公定賃金の引き上げが相次ぐ。7/3に総選挙が行われるタイでは、与野党とも最低賃金の大幅引き上げを選挙公約の柱に据える動き

――― 与党民主党は2年以内に最低賃金25%引き上げ。野党タイ貢献党は1日300バーツに引き上げ（現在最も高いプーケットでも35%上昇）

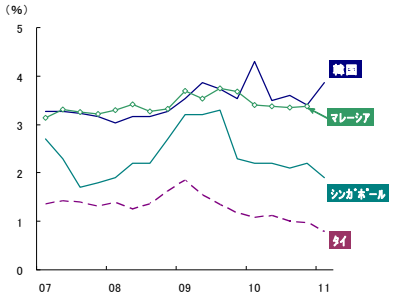
・東南アジア各国、韓国の足元の失業率は、概ね金融危機前の水準まで低下しており、賃金上昇圧力が強まりやすい状況

【 アジア各国における公定賃金引き上げの状況 】

国	措置
インド	11年より、17～30%引き上げ（農村失業者への雇用対策としての、単純労働に対する公定労賃）
ベトナム	11年より、国内企業は従来の月給73万～98万ドンから83～135万ドンへ、外資企業は100万～134万ドンから110～155万ドンへ（地域による、前年比＋10～37.8%）。地域分類変更に伴い、7月にも一部で上昇。
中国	11年（実施月は省市により異なる）の伸び率は、既に発表されている範囲で＋14.3（上海市）～27.9%（重慶市）。ちなみに、10年の30省市平均上昇率は22.8%。
インドネシア	11年より、従来の月給111.8万ルピアから、129万ルピアへ（ジャカルタ特別州、前年比＋15.4%）
タイ	11年より、従来の日給151～206バーツから、159～221バーツへ（地域による、前年比＋4.4～9.4%）。
フィリピン	10年8月より、従来の日給382ペソから、404ペソへ（マニラ首都圏、前年比＋5.8%）
韓国	11年より、従来の時給4,110ウォンから4,320ウォンへ（前年比＋5.1%）
台湾	11年より、従来の月給17,280台湾ドルから、17,880台湾ドルへ（前年比＋3.5%）
香港	11年5月より、時給28香港ドル（新規導入）
シンガポール	なし
マレーシア	なし

（資料）新聞報道等よりみずほ総合研究所作成

【 東アジア各国の失業率 】



（資料）CEIC

©Mizuho Research Institute

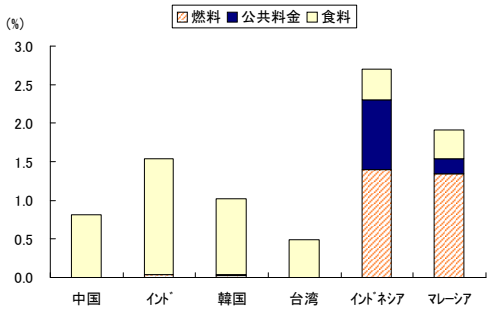
③人為的価格抑制による歪みの蓄積

○ 財政措置等を通じた価格抑制の結果、十分な需要抑制が働かず、潜在的なインフレを助長

○ 財政負担への懸念から価格抑制策が縮小・撤廃されれば、蓄積した歪みが表面化する契機に

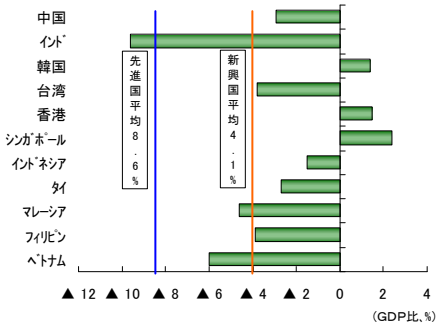
・補助金負担や財政赤字が大きいインド、ベトナム、インドネシアなどの国は、インフラ整備等の開発拡大の要請から財政措置による価格抑制の長期継続は困難

【 アジア各国における価格抑制目的の補助金負担（GDP比）】



（注）台湾は2008年、他は2010年。ﾍﾞﾄﾅﾑ、ﾀｲ、ﾌｨﾘﾋﾟﾝはNA
（資料）Citi Investment Research & Analysis

【一般政府財政収支（2010年、GDP比）】



（資料） IMF

©Mizuho Research Institute

(3) アジアなど新興国のインフレリスクをどう考えるか（論点整理）

基本的にはアジアにおけるインフレリスクは複合的な要因によって生じている。すなわち、先進国における金融緩和という要因があり、アジア域内で言えばインフレへの対応がうまくできていない面がある。国際金融のトリレンマといった問題も抱えており、幾つかのインフレをもたらす要因を抱えた状況になっている。したがって、今後アジア新興国においてインフレが持続していくリスクは完全にはぬぐい切れないと考える。

（資料：次頁上段［ｽﾗｲﾄﾞ25］）

５．東日本大震災のアジアへの影響

東日本大震災の影響はアジアでは生産と需要の両方の面で生じている。１つ目は供給面での影響だが、それはサプライチェーン混乱の影響であり、日本におけるサプライチェーンの障害がアジアにも波及している。その裏返しとして、日本でできないものをアジアで代替的に調達するという代替需要の動きが韓国、中国、台湾など、一部で発生している。これはどちらかというとアジアに対するプラスの影響である。また、震災を契機とする日本国内の需要の落ち込みが、対日輸出などの領域でアジアに一部影響をもたらしている。その他細かい点としては、日本から農産物が入ってこないことによる物価の上昇、日本への観光客の減少、アジアの日本食レストランにおける風評被害なども生じているが、やはり、こうした中で最も大きいのは最初に挙げたサプライチェーンの問題による影響である。**（資料：次頁下段［ｽﾗｲﾄﾞ26］）**

(3)アジアなど新興国のインフレリスクをどう考えるか（論点整理）

○ アジアなど新興国のインフレは、外的要因と内的要因の複合的な要因によって生じている。

○ 新興国の成長期待は農産物や資源に対する需要増大期待を高めている。これが一時的な天候要因や地政学的リスクなどを背景とする供給不安の高まりと相まって、資源価格上昇をもたらしている。

○ 金融面では先進国における金融緩和によって生じた潤沢な流動性が、投機資金として資源・商品市場に流入し価格を押し上げるとともに、成長期待や金利の高い新興国にも流入している。

○ 新興国内においても、不十分な引き締めによってインフレ圧力の抑制がままならない状況にある。利上げや為替の柔軟化は一時的にはさらなる資金流入をもたらす恐れもあり、他方で資本規制を強めれば成長に必要な資本流入が途絶えるばかりか資本流出が生じるリスクもあり、所謂「国際金融のトリレンマ」に直面している。

○ 労働需給のタイト化などを背景とする賃金上昇圧力、人為的な価格抑制策等は、70年代の先進国同様の賃金インフレや物価上昇の加速をもたらすリスクを秘めている。

○ このように、先進国の金融緩和とともに、新興国の経済成長、所得増大と消費構造の変化、金融政策・経済政策のミスアラインメント（あるいはそれを余儀なくさせるトリレンマ）により、新興国のインフレが持続するリスクが存在する。

©Mizuho Research Institute

5．東日本大震災のアジアへの影響

○アジア経済への悪影響は、生産、需要両面で生じているが、その中で自動車産業を中心にサプライチェーン混乱による生産への影響が顕著

○日本との貿易（3月）をみると、アジア全体で対日輸出は前月比、プラスとなる一方、輸入はマイナスに。
鉄などの金属、化学製品、食料品の輸出が増加する一方、部材などの輸入が大幅に減少

【東日本大震災のアジア経済に与える影響】

◆短期的影響◆

	影響が及んだ国	今後の見通し			
		11年前半		11年後半以降	
日本からの部材供給の停滞に伴うサプライチェーンの混乱	ほとんどの国	⇩	自動車産業を中心に、一部で深刻な影響	⇧	日本の復旧により、部材調達は概ね正常化へ
日本の震災に伴う代替需要増	主に韓国、中国、台湾	⇧	特殊線材、半導体ウェハー、中小型液晶パネル、化学製品、ミネラルウォーター、農産品などで増産	⇩	日本の復旧に伴い景気押し上げ効果は縮小、代替生産増が設備投資の増加に結びつくかは不明
インフラ被災、消費者マインド悪化などによる対日輸出減少	ほとんどの国	⇩	食品、エネルギー、旅行等の輸出が減少するが、影響は限定的	⇧	①インフラ復旧、②日本の消費者マインド改善、③復興需要（材木、タイル等）で日本の内需が拡大
日本からの直接投資延期・中止	ほとんどの国	⇩	マイナスの影響は不可避だが、影響の程度は不明	⇧	復興に伴い徐々に直投計画再開、日本からの機能移転等の可能性も
日本からの農産物輸入停止による物価上昇	主にNIEs、中国	⇨	総じて景気への影響は小さい	⇨	事態の推移に関わらず、景気の影響は限定的
日本への訪問者減少	ほとんどの国				
日本食レストランの風評被害	主にNIEs				

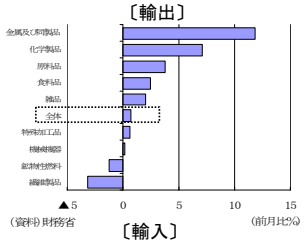
◆長期的な影響◆

日本へのエネルギー輸出増	ｲﾝﾄﾞﾈｼｱ、ﾏﾚｰｼｱ	⇧	日本が脱原発を目指すならば、液化天然ガスの対日輸出は増えるとの見方が多い		
原発による電力供給計画への悪影響	複数の国	⇩	足元で反原発機運が高まる、10年先の原子力による電力供給計画に支障の可能性		

（注）現時点で原発建設の中止・延期は報じられておらず、反原発機運の高まりは、短期的な景気には影響しない見込み。
（資料）各種報道

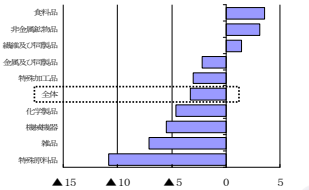
【アジアの対日本貿易(11年3月)】

〔輸出〕



（資料）財務省

〔輸入〕



（資料）財務省

©Mizuho Research Institute

ややミクロな情報から何が起きているかを整理すると、サプライチェーン混乱の影響がはっきり出ているのが自動車である。自動車産業においては、各国の生産拠点に日本からの部品が入ってこないことにより減産を余儀なくされている。ただ、メーカーによって多少対応は異なっており、概ね年央ぐらいまでに正常化するというのがメーカー側の発表であり、アジアにおける影響も今年の後半に入れば落ち着いてくるのではないかと考える。

電機、電子、ＩＴ関係は若干不透明であり、足もとの影響はあまり指摘されていないが、部材の在庫を取り崩すことで何とか生産をつないでいると言われており、在庫が底をつくとされる６月以降の状況がどうなるかは引き続き注意が必要である。

需要面と供給面のどちらの影響が大きいかについて、日本への輸出が減ることによる影響と日本からの輸入が入ってこないことによる影響の比較という観点から、産業連関表を用いて、日本への輸出から生じる付加価値の割合と、日本から部材を調達することで生じる付加価値の割合を見てみると、各国とも輸出により生じた付加価値の割合は小さい一方で、部材調達（輸入）による付加価値の割合は台湾、タイ、マレーシアなどを中心に高くなっており、総合的に見るとアジアについては供給面からの影響の方が大きいと考えられる。

MIZUHO
Mizuho Research Institute Ltd

○サプライチェーン混乱の影響は、自動車産業を中心に発生。ただし、年後半には正常化に向かう見通し
電機・電子関連は現状、部材在庫で対応しており、深刻な影響は生じていない模様。在庫払底前に日本企業の生産正常化となるかは不透明であり、今後の影響は要注視

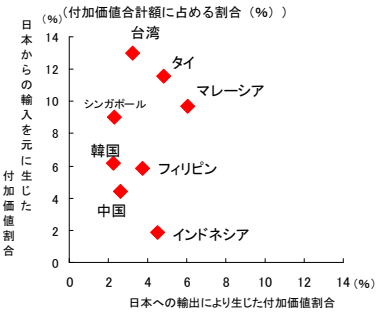
○日本の生産停滞が長期化した場合、生産面で影響を受けやすい国は台湾、タイ、マレーシア。
なお、日本の最終需要減少がアジア諸国に及ぼす影響はそれほど大きくない見込み

【アジアにおけるサプライチェーン混乱の影響 】

中国	・トヨタ、4月21日から6月3日にかけ生産を50～70%減産。⇒6月までに正常化。 ・日産は中国3工場で土、日曜生産停止（4/21報道）。 ・ホンダ、4月中旬から生産調整。 ・マツダが減産を示唆（4/19報道）。 ・フォード、4月24日から5月4日まで生産停止（休暇前倒し・延長）。 ・i-Padの生産に支障（3/31報道）。
韓国	・ルノーサムスン、3月18日から約1割、4月1日から2割減産。 ・GM、3月20日の週から14～20%の減産。
台湾	・国瑞汽車（トヨタ）、50%減産（4/27報道）。 ・中華汽車（三菱自工）、残業取りやめ。⇒5月中旬から残業再開。 ・フォード、4月25日から2週間生産停止（休暇前倒し）⇒5月9日から通常生産。
インドネシア	・トヨタ、4月25日から6月4日にかけ生産を50%以上削減。⇒6月20日から正常 ・ホンダ、生産台数が計画の5割にとどまる（4/27報道）。 ・ダイハツ、4月から残業と休日出勤を中止。
タイ	・トヨタ、4月25日から6月4日にかけ生産を70%削減。⇒5月23日に正常化。 ・ホンダ、4月19日から50%生産を削減。
マレーシア	・トヨタ、4月25日から6月3日にかけ生産を70%削減。 ・ダイハツ、4月から残業と休日出勤を中止。
フィリピン	・ホンダ、4月から50%減産。 ・南部カラバルゾン地方で日系企業404社のうち20社が一時操業停止。
ベトナム	・トヨタ、4月25日から6月4日にかけて生産を70%削減。
インド	・ホンダ、ノイダ工場で11年5月から約5割の減産。

（資料）各種報道

【アジア諸国の付加価値生産に占める日本の割合 】



(注)日本への輸出により生じた付加価値とは、厳密には日本の国内最終需要1単位あたり生じた各国の付加価値増加分。また、各国が国内最終需要1単位生産するにあたり、日本で誘発される生産量を、各国の付加価値生産に要する日本からの輸入量（直接、間接を含む）とみなした。いずれも、国際連関表に基づきIMFが推計したもの。
(資料)IMF,"Regional Economic Outlook:Asia and Pasific(April,2011)"

©Mizuho Research Institute

27

韓国現地調査報告

慶應義塾大学経済学部教授
竹 森 俊 平 氏

１．はじめに―プルーデンシャル規制について―

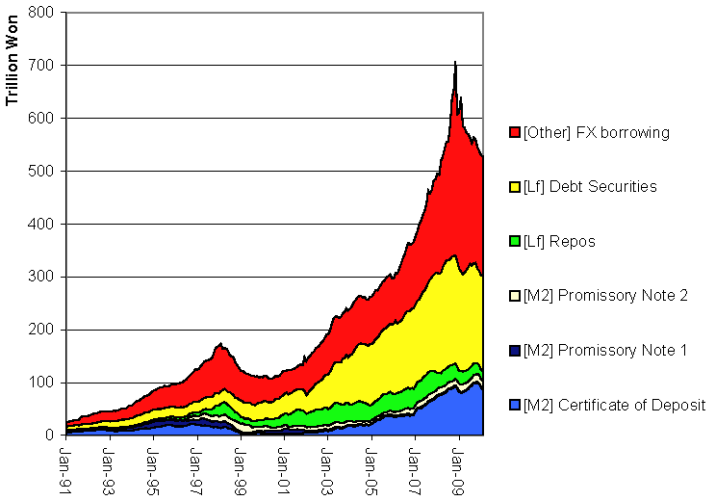
プリンストン大学教授で、Liquidity（流動性）について優れた研究を行っており、今年初めまで韓国大統領のアドバイザーをしていたHyun Son Shin（ヒュン・ソン・シン）氏の主張によれば、時価会計は資産価格の変動を拡大する要因になる。すなわち、金融機関の資産を時価評価するとバブル期には資産価格が上昇するため、自己資本比率を「資産－負債」で定義すると、自動的に自己資本比率が上がる。すると、金融機関はそれを良いことにさらに資産購入を行い、時価会計を通じてバブルがますます自己増殖的に拡大していくことになる。したがって、ヒュン教授は、自己資本比率に依存して金融システムの安全を考えるということ、ないし自己資本比率を指標として金融規制を考えていくことは間違いであるとしている。

資産価格の変動につながる資金の動きは金融機関が注ぎ込むお金を増やすことで生じる。金融機関は注ぎ込むお金を増やすためには借入れを増やさなければならない。したがって、金融システムの安全規制を考える上では、借入れの増加が非常に重要になる。この点につき、ヒュン教授は、借入れの中でも預金は急に増減することはなく安定的であり、注目すべきは同教授が「Non-core Liability（非中核債務）」と呼んでいる預金以外の負債の変化であると主張している。

２．ヒュン教授の視点から見た韓国経済

韓国は高成長を遂げ、世界一流の製造業もあり、先進国の仲間入りをしたことは確かだが、国内貯蓄が不十分であるため、借入れを増やす場合に対外借入れを膨張させる傾向があり、依然として新興国（エマージング・マーケット）の特徴を有し続けている。例えば、韓国がＵＡＥのアブダビで原子力発電所のプロジェクトを受注したが、そのファイナンスさえも国際金融市場から外貨を調達することで資金を賄うとのことである。先に述べた「Non-core Liability（非中核債務）」の韓国の銀行セクターにおける推移を見ると、「Foreign exchange borrowing（外貨借入れ）」と国内における「Debt

Figure 4. Non-Core Liabilities of Korean Banking Sector[3]

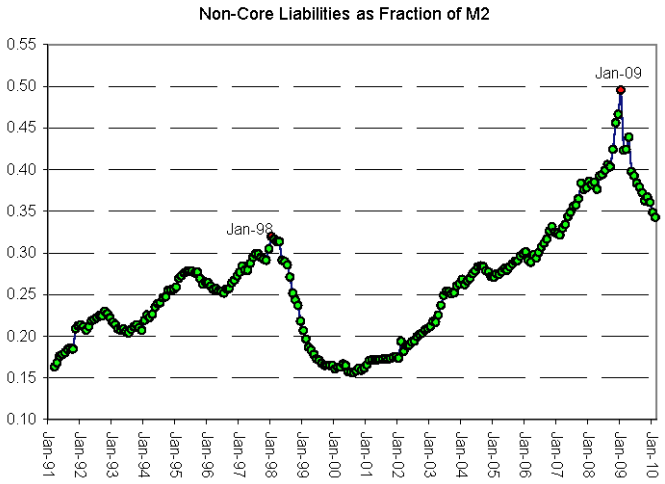


Securities（債券借入れ）」が非常に大きく増えてきているのが分かる。米国であれば国内マーケットからの短期借入れであるレポが増えると思われるが、韓国ではレポに大きな動きはなく、「Foreign Exchange Borrowing」が大きく増加している。また、マネーサプライ（M２）に対する「Non-core Liability」の割合も高まっている。

国内で明らかに資産バブルが生じている場合、韓国のようなオープンエコノミーの小国では、金利を上げると対外借り入れを一層膨張させることになりバブルの抑制につながらない。したがって、バブルを抑制するためには、対外借り入れを直接抑制する政策が必要となる。

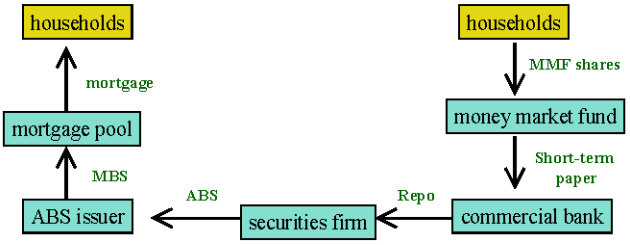
韓国では、1997年のアジア通貨危機の際、外貨で借りたお金を自国通貨建ての投資に運用する、また、短期で借りて長期の投資（特に住宅投資、不動産投資）に注ぎ込む、というダブル・ミスマッチが生じていた。このため1997年の危機以降は、個々の金融機関でマチュリティについてマッチングが図られてきた。ところが、米国で見られたように、最初の資金の出し手である家計から最終的に住宅投資を行う借り手までの資金繰りの長いチェーンができる場合、チェーンの途中に位置する金融機関は利ざやを稼ぐ一番簡単な方法として「Lending Long, Borrowing Short」を行う。この結果、個々の金融機関で小さなマチュリティ・ミスマッチが生じる。そして、個々に見ると小さなマチュリティ・ミスマッチも、川上から川下まで流れを辿ると川下ほど金利は短くなり、最後は超短期の借り入れになってしまう。

Figure 5. Non-core liabilities of Korean banking sector as a proportion of M2



1997年の通貨危機の後、韓国は個々の金融機関のマチュリティ・ミスマッチには注意していたが、今回の金融危機に際しは、資金繰りのチェーンが伸びていく過程で、再びマチュリティ・ミスマッチが起こっていた。2008年末ごろに韓国から大量の資本流出があったが、それは1997年とはあまり異ならない重大な危機だったのである。

Figure 9: Long Intermediation Chain



もっとも、韓国では、流動性危機が生じた時期に続き、それが収まって逆に資本流入

が増加し、インフレ圧力や資産価格が高まる時期が来ることになった。

３．今回の金融危機が大事に至らなかった理由･背景

1997年のアジア通貨危機の時と違い今回早めに流動性危機を抑えられた１つ目の要因としては、米連銀とのスワップ協定が大きかった。なお、1997年の危機の時には問題解決のためには構造改革が必要であるとの議論があったが、2008年の危機では世界中で流動性危機が起こったため、韓国への構造改革の要求はなかった。

２つ目に、今回は、1997年の危機と違い、リーマン･ショック後に米連銀が急速に金利を下げたため、韓国が金利を下げるのも楽だったという事情がある。もっとも、その後の逆の局面、すなわち、現在のように資本流入が増える局面では、米国の低金利は韓国にとって好ましくないとも考えられるが、金利を下げる局面で米国の低金利に助けられたこともあり、現在、米国（米連銀）に対する批判はあまり聞かれない。そうしたなか、韓国では、資本流入に対する直接の規制が行われており、具体的には、為替先物の取引規制――外貨借入をウォンに転換して投資をする場合に金融機関は外貨を返すために先物でヘッジをする傾向があるため、その先物の規模を抑制することで借り入れを抑えようとする措置――や外国からの借り入れに対する銀行税などが導入されている。

こうした政策に関連し、金利を上げると資本流入を呼んで逆にバブルを膨張させるかもしれないということを考えると、金融政策の実施にあたって、金利の決定と資本規制の連携という問題が出てくるのではないか。つまり、インフレが起こっている場合は金利を上げなければならないが、金利を上げると資本流入が生じ、ますますバブルは激しくなる。このため、資本流入規制を行うと同時に金利を上げるという形で、資本規制と金利政策を同時に実施しなければならなくなる可能性がある。これについて、現地でのヒアリングでは、金利は中央銀行が決めるが、規制は他の官庁が行うことになっており、調整を実施する官庁はないとのことである。ただ、中央銀行の政策委員からは、自分たちはやっても良いが、政府が同意しないだろうとのコメントがあった。

また、資本輸入規制だけでバブル抑制ができるのかについては、米国との金利差が大きい場合は難しいとのことであった。ただ、先述のとおり、米国の低金利については、米国の事情も理解できるとのことであり、批判の声はあまりない。韓国は、ブラジルなどとは異なり、流動性危機を経て、その後に資本流入によるバブル、インフレが生じているという事情があるためこうした反応になるのであろう。

４．貯蓄銀行について

小規模な銀行である貯蓄銀行について、住宅バブルの崩壊を受けて不良債権比率が上がるなどの問題が生じている。ただ、貯蓄銀行は外国から借り入れた資本で投資を行っているわけではなく、あくまでも国内の貯蓄で資金調達を行っているとのことであり、その貯蓄の規模も大きくない。また、貯蓄銀行はメインの銀行との間での資金の交流もないとのことであり、バブルがつぶれて貯蓄銀行が経営危機に陥ることはあっても、韓国経済全体についてはそれほど大きな問題ではないだろうと見られている。

豪州現地調査報告

みずほ総合研究所理事長
杉 本 和 行 氏
財務総合政策研究所総括主任研究官
吉 川　　聡 氏

１．はじめに

現地政府関係者などとの意見交換のなかで最もよく聞いた言葉は、資源、マイニングであった。豪州経済は資源ブームにあり、そのおかげでリーマン･ショックの影響は軽微なものにとどまった。豪州経済は引き続き新興国を中心とする資源需要の拡大に乗っており、資源ブームが長期間続くとの見込みのもと、今後も景気拡大が続いていくとの見方が一般的となっている。

こうしたなか、資源部門が大変大きなリソースを吸収しており、産業構造が大きく変革している。製造業が小さくなる一方、資源部門とサービス部門がその裏側として大きくなっており、サービス部門が経済の約70％を占めているとのことである。結果として、物価水準は高く、ミネラルウォーターなどの身近な商品も日本の倍ぐらいと思われ、物価が高いとの印象であった。

政策面では、鉱業部門において大きな利潤が上がることから、その超過利潤（利益）を吸収すべく資源税が提案されている。この新税については議論があり、政治的にも難しく、今後の見通しは不透明な状況である。

２．豪州経済を牽引する資源ブーム

世界経済の拡大を背景に2000年代前半から資源需要が高まり、世界金融危機を経てもなお、中国などの新興国の旺盛な資源需要が続くことで、息の長い資源ブームが継続している。こうした状況において、資源価格は2004年頃に水準が切り上がり、パラダイムシフトが起こったとされる。豪州の２大輸出品目である石炭と鉄鉱石の価格についても、世界金融危機により一時値を下げる局面はあったものの、基本的に高水準で推移している。また、豪州の鉱物資源の輸出（実質ベース）は資源価格と同様に2000年代半ばから増加しており、こちらも金融危機の影響で一次減少する場面はあったが、基本的には増加基調となっている。**（資料：次頁上段［ｽﾗｲﾄﾞ1］）**

３．「Lucky Country」の実像と現在の豪州経済を語る上でのキーワード

資源に恵まれ、自然も豊かで気候も良いなどの理由で「Lucky Country」とも呼ばれる豪州だが、資源がある故に資源部門などに各種リソースが向かい、国内市場が小さいなどの問題から競争力のつかない製造業が衰退する状況となっている。また、ケアンズ･グループの一員であり、農業国のイメージもある豪州だが、農業のウエートは小さい。

こうした豪州おける現地調査で必ずと言っていいほど耳にした言葉は、「資源」「外国投資（外資）」「中国」という３つの言葉であり、これら３つが現在の豪州経

済を語る上でのキーワードと言えよう。（資料：下段［ｽﾗｲﾄﾞ2］・次頁［ｽﾗｲﾄﾞ3］）

豪州経済を牽引する資源ブーム

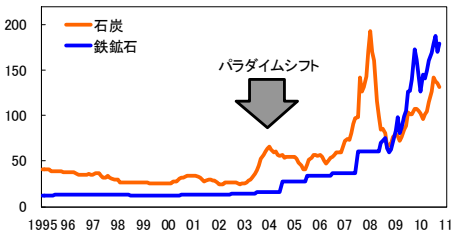
■「資源価格のパラダイムシフト」

● 資源価格は2000年代央にパラダイムシフトが生じたとされ、その後、高い水準で推移している。

■ 増加基調を辿る鉱物資源輸出

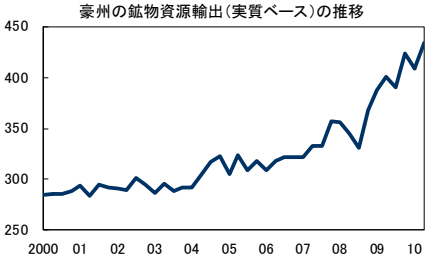
● 豪州の鉱物資源の輸出は、世界金融危機の影響で一時減少したが、2000年代央以降、増加基調。

鉱物資源価格（石炭・鉄鉱石）の推移



（注）単位：石炭・・・米ﾄﾞﾙ/ﾒﾄﾘｯｸﾄﾝ、鉄鉱石・・・米ｾﾝﾄ/ﾄﾞﾗｲﾒﾄﾘｯｸﾄﾝ。
IMF Primary Commodity Pricesにより作成。

豪州の鉱物資源輸出（実質ベース）の推移



（注）単位：億豪ドル。豪州統計局の統計により作成。

Policy Research Institute

- 1 -

「Lucky Country」の 実像

■ 鉱物資源の恩恵を受けるサービス産業の国

● 有数の資源国だが、金融業などの第三次産業が約7割を占める。

● 過去数十年に鉱業や金融･保険業などが拡大する一方で製造業は縮小。

● 農業のウエイトは小さい。

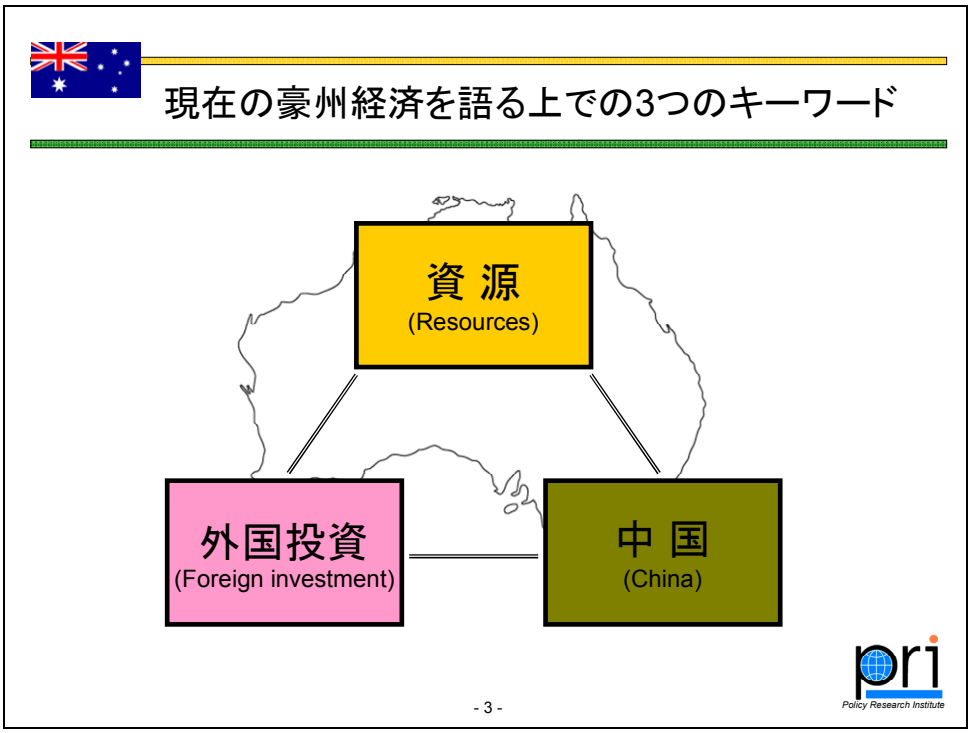
GDP統計（付加価値額）で見た各産業の割合

年	第一次産業	農 業	第二次産業	鉱 業	製造業	第三次産業	金 融･保険業	合 計
1975	4%	3%	36%	9%	19%	60%	7%	100%
1980	3%	3%	35%	8%	19%	61%	7%	100%
1985	3%	3%	34%	10%	17%	63%	7%	100%
1990	3%	2%	33%	11%	15%	64%	9%	100%
1995	3%	2%	32%	11%	14%	66%	10%	100%
2000	3%	2%	30%	11%	13%	67%	10%	100%
2005	3%	2%	29%	10%	11%	68%	11%	100%
2010	3%	2%	29%	11%	10%	68%	12%	100%

（出所）豪州統計局
（注）実質ベース。各産業の付加価値額の合計を100%とした。第一次産業は農林水産業。
第二次産業は鉱業、製造業、建設業。

Policy Research Institute

- 2 -



４．好調に推移する豪州経済と諸問題

最近の豪州経済を見ると、まず、世界金融危機の影響については、中国など新興国の旺盛な資源需要に支えられて影響は軽微なものにとどまり、マイナス成長になったのは2008年第４四半期の▲0.9%だけで、2009年全体でも1.4%のプラスの成長を遂げている。

最近のトピックスの一つはインフレへの懸念である。景気が好調に推移するなか、足もとの失業率は4.9%と、これ以上下がるとインフレ圧力が高まるとされている５%の自然失業率の水準まで下がっており、足もとの消費者物価上昇率も前年同期比3.3%と、直近のボトムである2009年第３四半期の1.3%との比較ではかなり上昇している。ただ、豪州準備銀行（中央銀行）では、インフレに留意した金融政策を採っており、直ちにインフレ圧力が高まって大きな問題になるという状況にはないと考えられる。

豪州ドルについては、対ドル相場が初めて１豪ドル＝１米ドルの水準を突破するなど、対ドルを中心に豪ドル高となっている。ただ、観光業や留学生受入れを収益源とする教育産業など一部産業に悪影響が出ているが、製造業部門が縮小して為替の影響を受けがちな製品輸出が少ないことや鉱物資源の輸出が好調であることなどから産業界全体では不満の声は大きくない。

洪水の影響については、ＧＤＰが0.5～1.0%ポイント押し下げられるとのことであったが、最近発表された政府見通しでは、進行年度（2010-11年度）の成長率見通しが3.25%から2.25%に引き下げられている。洪水については一定の被害が生じているが、政府による復興対策や被害からの復興需要もあり、その影響は限定的であると見られている。（資料：次頁［ｽﾗｲﾄﾞ4］）

好調に推移する豪州経済と諸問題

- 豪州経済は資源ブームなどにより世界経済危機の影響は軽微なものにとどまり、その後も拡大を続けている（危機によるマイナス成長は2008年第4四半期のみ）。

実質GDP伸び率の推移（前期比,%）

2008	2009	2010	2008				2009				2010			
			ＩQ	2Q	3Q	4Q	ＩQ	2Q	3Q	4Q	ＩQ	2Q	3Q	4Q
2.4	1.4	2.6	1.0	0.6	0.5	▲0.9	0.9	0.4	0.6	0.7	0.6	1.2	0.1	0.7

- 最近のトピックス
  - インフレ懸念の高まり・・・失業率は自然失業率=5%の水準まで低下。足もとの消費者物価上昇率（2011年ＩQ）は前年同期比3.3%（2009年：1.8%）とやや高まっている。
    ⇒豪州準備銀行（中央銀行）は2009年10月～2010年11月に政策金利を予防的に引上げ（7次にわたり3.00→4.75%）。
  - 豪ドル高・・・1豪ドル＝1米ドルを上回る高い水準で推移（2011年4月末：1豪ドル＝1.09米ドル）。
    ⇒観光業などに影響が出ているが、産業界全体として不満の声は大きくない。
  - 洪水被害・・・被害額は、石炭輸出：最大25億豪ドル、農作物：最大6億豪ドルとされ、GDPを0.5～1.0%ポイント程度押し下げ。
    ⇒ 復興対策（56億豪ドル）や復興需要により影響は限定的との見方。

pri Policy Research Institute

- 4 -

５．鉱物資源を巡る諸問題

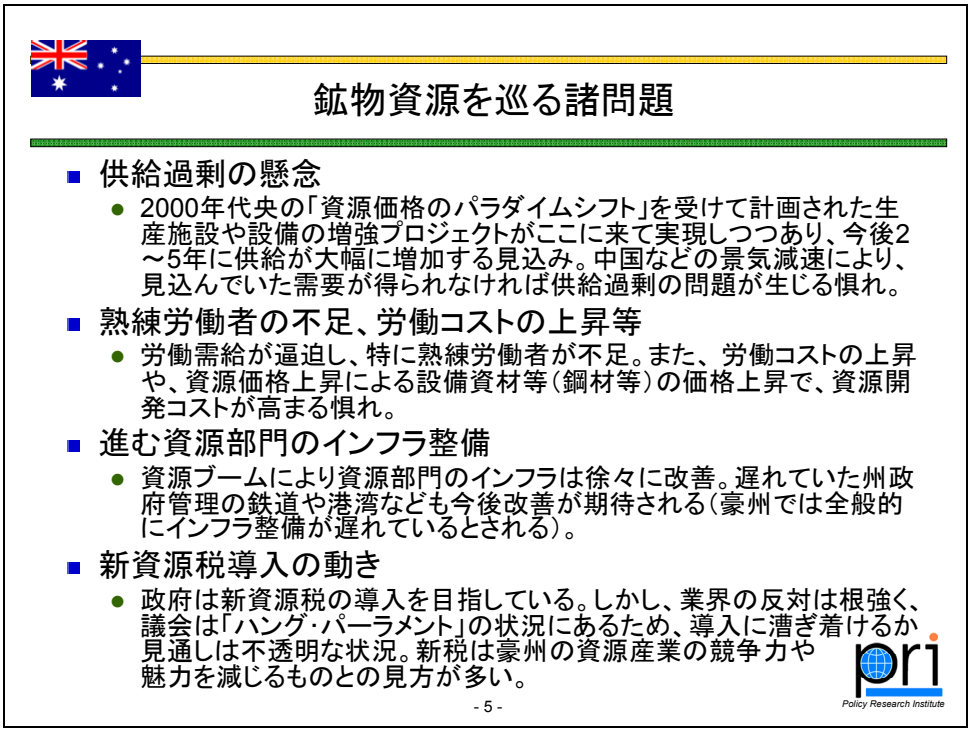
鉱物資源を巡っては供給過剰の懸念を指摘する向きがある。2000年代半ばからの資源価格の上昇を受けて企業が生産施設や設備の増強に乗り出し、その施設･設備等の増強がここへ来て実現する状況であり、今後２～５年で供給量が大きく高まってくるとのことである。ただ、生産施設等の増強を計画した当時の需要見通しが強気過ぎるのではないか、また、中国経済が減速するのではないかとの見方もあり、計画当時に予測した水準の需要が得られなければ供給過剰の問題が生じ、企業においても期待した利益が上がらないという状況になり、マクロ経済に問題が及ぶ可能性がある。

資源部門では、労働者不足、労働コストの上昇という問題もある。特に熟練労働者が不足しており、雇用者が20万人程度の資源産業で5～6万人の熟練労働者が不足するとの見方もあり、海外からの労働者受入れといった話も出ている。また、豪州経済の問題点としてコスト高が挙げられることも多かったが、高い労働コストがさらに上昇しているとのことである。加えて、資源価格の上昇は資源産業にとっては朗報だが、その反面、設備資材、例えば鋼材等の価格が上がり、資源開発のコストが高まるという問題も出てきているようだ。

豪州では全般にインフラ整備が遅れているが、資源ブームを背景に資源部門のインフラは改善をしてきているということであり、遅れているとされる公的な輸送インフラについても今後改善が進むとの見方が一般的である。

新資源税については議会において与野党ともに過半数を有しない不安定な政治状況のなか、法案成立に向けての見通しは不透明である。新税導入を目指す背景としては、資源部門に集中する利益を国民に分配をする必要があるとの問題意識があり、また、資源開発が外資を中心に進められるため利益が国外に流出してしまうという状況において、

一定の利益を国内にとどめたいとの意図があるとの見方もある。いずれにしても新税導入は豪州の資源産業にとっては良い話ではないと見られているとのことである。（資料：次頁［ｽﾗｲﾄﾞ5］）



６．外資に依存する資源産業

豪州では、資源開発に必要な巨額の投資を国内貯蓄で賄えないことから、多くの資金を外資に依存する状況となっており、対内直接投資の残高を見ても鉱業部門への投資額が最も大きくなっている。ただ、こうした外資依存の裏返しだが、海外への利子･配当の支払いが多く、所得収支が恒常的に赤字となっており、経常収支は1974年以来赤字である。2010年には、約10年ぶりに財サービス収支が黒字となったが、所得収支が大幅な赤字であるため経常収支は赤字となった。（資料：次頁上段［ｽﾗｲﾄﾞ6］）

７．経済面での中国依存の高まり

中国は豪州にとっての最大の貿易相手国であり、財サービス輸出の23%、輸入の15%が対中国のものである。輸出の中身を見ると、最も大きいのは鉄鉱石であり、対中国輸出の半分以上を占めている。中国は石炭産出国だが、安価で良質の石炭を調達できることから、2009年以降は豪州からの石炭輸入を大幅に増やしている。

中国に関して注目すべき動きとして、中国からの投資の急増を指摘できる。海外からの投資について基本的に認可制を採る豪州の承認ベースの統計を見ると、ここ数年、鉱業部門を中心に中国からの投資が増加している。国際収支ベースで中国からの直接投資の残高を見ると、米、英、日の上位３カ国には及ばないが、投資の認可額が増えてきていることから、今後、中国からの投資のプレゼンスが高まると予想される。豪州政府は投資元国にかかわらず外資を歓迎する方針である。ただ、現地エコノミストによれば、

背後に国家が存在する中国企業の投資と日本や米国の企業の投資が同質のものとは考えにくいというのが一般的な見方であり、また、中国企業は豪州企業の支配権取得を狙った投資をするケースが多いことから、一部に警戒する向きもあるとのことである。（資料：下段［ｽﾗｲﾄﾞ7］）

外資に依存する資源産業

- BHP Billiton、Rio Tinto、Xstrataなどの大手資源企業は英国などの資本が入った外資企業。日本からも商社を中心に様々な資源に投資。
- 鉱業部門の設備投資の大半（3分の2とも、足もとでは8割に達しているともされる）が外資によるもの。

豪州の対内直接投資（国際収支ベース・業種別）

	フロー						ストック	
	2004	2005	2006	2007	2008		2008年末	
	金額	金額	金額	金額	金額	伸率	金額	構成比
農林水産業	2	▲ 2	▲ 1	▲0	0	－	7	0%
鉱業	8	67	177	50	268	＋432%	997	25%
製造業	435	*	74	135	78	▲42%	738	19%
電気・ガス・水道業	▲ 10	6	▲ 6	85	*	－	161	4%
建設業	5	4	5	23	29	＋29%	130	3%
卸売・小売業	59	34	45	64	78	＋22%	571	15%
ホテル・飲食業	▲ 4	▲ 10	0	0	0	＋900%	9	0%
運輸・通信業	▲ 15	2	22	15	▲ 2	－	259	7%
金融・保険業	41	89	32	30	44	＋50%	531	14%
不動産・企業サービス業	3	16	12	120	23	▲81%	338	9%
その他サービス業	4	1	*	*	7	－	61	2%
分類不能	▲ 21	*	*	*	*	－	125	3%
合　計	507	▲ 420	370	530	558	＋5%	3,929	100%

（注） 単位：億豪ドル。出所：豪州統計局。「*」は統計上、明らかにされていない。2009年以降の統計は未発表。

- 外資依存の裏返しとして、海外への利子・配当の支払いが多く、所得収支は恒常的に赤字で、経常収支は1974年以来が赤字が続いている。
（2010年・・・財サービス収支=+166億豪ドル／所得収支=▲512億豪ドル ⇒ 経常収支=▲347億豪ドル）

Policy Research Institute

- 6 -

経済面での中国依存の高まり

- 中国は最大の貿易相手国
  - 財ｻｰﾋﾞｽ輸出の21%（財のみ：23%）／財ｻｰﾋﾞｽ輸入の15%（財のみ：18%）
    （参考）日本は、財サ輸出：15%（財のみ：18%）・・・2位/財サ輸入：8%（財のみ：9%）・・・3位
  - 中国への主な輸出品：**鉄鉱石**（対中財輸出の54%）、**石炭**（同11%）など
  - 中国からの主な輸入品：ｺﾝﾋﾟｭｰﾀ（対中財輸入の10%）、通信機器（同9%）など
    ※ 以上のデータは2009-2010年度（2009年7月～2010年6月）
- 鉱業部門を中心に中国からの投資が急増

中国の対豪投資の推移（承認ベース）

	2000-01	2001-02	2002-03	2003-04	2004-05	2005-06	2006-07	2007-08	2008-09	2009-10
合計額	n.a.	311	n.a.	1,100	264	7,259	2,640	7,479	26,599	16,282
鉱業	n.a.	20	n.a.	971	39	6,758	1,203	5,448	26,416	12,946

（注）単位：百万豪ドル。外国投資審査委員会（FIRB）年次報告書により作成。鉱業は資源加工を含む。

【参考】主要投資国の豪州対内直接投資残高（国際収支ベース）

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
中国	*	*	*	*	*	550	*	3,643	9,058	12,816
米国	68,840	70,646	83,921	145,230	75,554	86,599	100,511	99,758	99,762	120,089
英国	48,082	55,423	45,732	43,572	52,501	55,822	64,458	61,390	63,633	52,525
日本	16,303	16,659	18,386	18,110	21,403	23,819	31,100	36,676	44,962	49,417
世界計	218,301	244,832	260,699	337,938	297,641	336,865	396,852	396,515	440,641	473,673

（注）単位：百万豪ドル。豪州統計局統計による。「*」は統計上、明らかにされていない。

Policy Research Institute

- 7 -

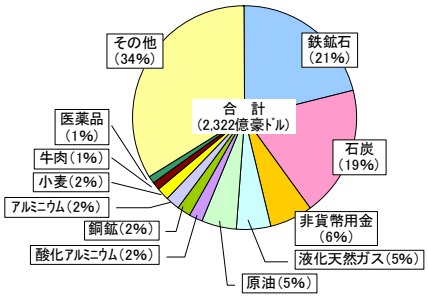
８．豪州経済と世界経済

ブームとなっている鉱物資源は豪州の財輸出の３分の２を占めるなど、海外との関係が深く、豪州経済の今後の動きは、鉱物資源に対する海外における需要動向など、海外経済の動きに影響を受けると見られる。また、豪州は有数の鉱物資源国であり、多くの鉱物資源を輸出していることから、仮に豪州の鉱物資源の輸出が滞るようなことがあれば、少なくとも心理的な要因となって鉱物資源の価格を押し上げ、世界経済に影響を与えることになろう。豪州の鉱物資源の動向には注目していく必要がある。

豪州経済と世界経済

- ブームとなっている鉱物資源について海外との関係が深い豪州経済の今後の動向は中国などの海外経済の動きに影響を受けると見られる。
- 豪州は有数の鉱物資源国であり、鉱物資源の世界への供給が滞れば、資源価格の上昇をはじめとした影響が世界経済に生じると考えられる。

豪州の主要輸出品目の内訳（2010年）



※JETROｼﾄﾞﾆｰｾﾝﾀｰより提供を受けた資料により作成。

豪州の主な鉱物資源の生産量・埋蔵量

	生産量	順位	埋蔵量	順位
鉄鉱石	16%	(3)	13%	(4)
石炭	7%	(4)	7%	(5)
金	9%	(2)	14%	(1)
天然ガス	1.4%	(−)	1.6%	(−)
原油	0.6%	(−)	0.3%	(−)
ボーキサイト	31%	(1)	19%	(2)
銅	6%	(6)	13%	(3)
ジルコン	41%	(1)	41%	(1)
鉛	13%	(2)	34%	(1)
亜鉛	12%	(3)	21%	(1)
ウラン	16%	(3)	31%	(1)
ニッケル	12%	(4)	32%	(1)

※ JOGMECｼﾄﾞﾆｰ事務所から提供を受けた資料等により作成。

pri Policy Research Institute

- 8 -

９．おわりに

豪州当局は、鉱業部門に牽引され、サービス部門が70％を占める経済が果たして長続きするのかという問題、いわゆるダッチ･ディジーズ（Dutch Disease; オランダ病）の問題について、それほど問題視していないように感じられた。豪州当局においては、新興国は今後も相当の期間は成長していくと見ており、それを豪州の鉱業部門が支え、また、それで豪州経済が引っ張られていくということで特に問題はないというのが全般的な認識ではないかと思われる。新興国の成長を支えるのが豪州であり、逆にそれに引っ張られるのが豪州であるということで、経済面において、ある意味で中国との相互関係、ないし相互依存性が益々高まっていくことになるのではないかと思われる。

質疑応答・自由討議

■ アジア・豪州におけるホームメイドインフレの懸念

〔中島厚志氏〕東南アジアの失業率を見ると概ね金融危機前の水準まで低下しているが、ホームメイドインフレの懸念が相当高い状況にあると言えるのか。オーストラリアでも、失業率が自然失業率の水準まで低下してインフレ懸念が高まり、足もとの消費者物価も高まっている。鉱物部門でも短期的には熟練労働者の不足、労働コストの上昇といった要因があり、豪ドル高によりインフレ圧力が全体として緩和するということはあるかもしれないが、ホームメイドインフレの懸念が高まっているのではないか。

〔平塚宏和氏〕アジア全体の傾向として、失業率は金融危機を挟んで大きく下がってきている。ここからホームメイドインフレに展開する可能性については、短期的には食品価格の上昇を要因とする部分は一度鎮静化していくと見ている。すなわち、インフレが加速した要因に目を向けると、供給面での一時的な制約によって物価が持ち上げられている部分がかなり効いているので、天候要因が一息つく、あるいは商品市場から投機的な資金が引き上げるようなことになれば、一時的にインフレ期待が低下してくる可能性がある。ただ、実体的な労働市場の状況について、自然失業率をどう見るかにも関わってくるが、全般的には需給が逼迫しており、一時的に落ち着いても長期的な上昇傾向はインフレ圧力として残るので、可能性としてはいずれかの段階でもう一度インフレが上昇していくリスクを残した状況になると考える。

〔杉本和行氏〕豪州では、特に鉱業部門の労働需給の逼迫が労働コストの上昇につながるのではないかということで、ホームメイドインフレに対する懸念は高いと思う。足もとでも失業率が自然失業率より下がり、インフレ懸念が高まっていることから、世界に先駆けて金融引き締めも行っており、豪州ドルが米ドルより高くなるという事態も容認している。むしろ通貨が切り上がることで輸入物価が下がってコストを下げることも考えられているようだ。また、サービスセクターが大きく、サービスセクターにおける賃金上昇圧力も強いので、現地では生産性の向上により人件費の比率を下げる努力も行っているようである。例えばスーパーマーケットでも店員は少なく、買い物客が自分でバーコードの読み取りをし、クレジットカードで決済して出て行くというシステムも普及しており、できるだけ人手をかけないということも行なっているようだ。

＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊

■ 韓国の資本流入規制における国内金融機関と外資系金融機関での取扱いの違い

〔竹森俊平氏〕外資系のほうが金融機関としての経営基盤が強いということもあるように

思われるが、韓国において、資本流入規制に係る先物取引の残高を国内金融機関は自己資本の50%以内、外資系は250%までとするのは何故か。

〔苅込俊二氏〕２つほど要因があるのではないか。１つは、外国銀行は為替業務がある程度メインになるためそれなりにリスクを取る必要があるが、国内銀行は国内の市場での業務がメインであるため、取り扱いに差が設けられているということである。もう１つは、韓国の銀行は世界的にも大きな銀行はなく、経営体力があまりないため外貨を持つリスクをなるべく抑えたいということではないか。サムスンなどの大きなグローバル企業が外貨で資金調達をする場合は、国際金融市場において資金調達がしやすい外銀から資金を調達するというようなことも聞いている。

＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊

■ ウォン安／韓国の為替政策

〔土居丈朗氏〕韓国について、ウォン相場が世界金融危機前の水準よりウォン安となっている要因は何か。外需依存ということであればそれなりにウォンの需要が出てくると思われる。そうしたウォン需要が出るに至っていないということか、それとも政策的な効果によるものか。

〔竹森俊平氏〕韓国では、資本流出により2008年の10月に外貨準備が大幅に減少したが、その後、外貨準備は増加している。この原因として為替介入があることは間違いないと思う。また、2010年６月、11月、12月に資本流入規制の措置が出され、2010年後半からは為替介入に替わり資本流入規制によってウォン高が抑えられている。資本流入規制はバブル抑制という意味もあるが、同時に外貨でウォンを買うことを抑えることでもあり、そうした措置を採っていることの効果があるように思われる。

〔加藤隆俊氏〕韓国が海外からの資金流入を懸念するのであれば、為替で調整するのが標準的な対応である。韓国がそうした対応を行わない背景として、ウォンは対ドルで切り上がっているものの、人民元など他のアジア通貨も対ドルで切り上がっているため実効実質レートでは過少評価されているという状況があり、そうした状況の中で為替による調整が韓国の対応からそっくり抜けているのではないかと思われる。

＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊

■ 韓国の金融市場（レポ市場の育成など）

〔加藤隆俊氏〕韓国は経常収支が黒字であり貯蓄過剰となっているので、資金需要は対外借入れより国内資金で賄った方が良いのではないかと考えられる。レポ市場が発達して

いないのであれば、政策的にはレポ市場を育てることが重要ではないか。

〔竹森俊平氏〕韓国は、経常収支は黒字だが経済は volatile（変動しやすい）である。現地当局者と中長期の財政計画について意見交換をしたが、中期財政計画では、歳入増加率７％、名目成長率7.5％、実質成長率５％、ＧＤＰデフレーター2.5％と強気の見通しを立てており、日本のようなデフレにはならないと述べていた。その強気も非常に強気に振れている印象がある。

韓国では2007～2008年に外国通貨借入れ（foreign exchange borrowing）が急増する一方で、2008年第３四半期に経常収支が赤字になるという局面があった。通常、経常収支は黒字だがブームが起きると赤字になる。するとブームをファイナンスするため急激に外資を取り入れる。長期的には多少の資金需要の変動を吸収できるような国内マーケットがあれば良いのだが、資金需要が盛り上がると外国からの借り入れを行うという状況になっている。韓国経済は経常収支がいきなり黒字から赤字に転換するようなvolatileな経済だと思う。

レポ市場について言えば、米国ではレポ市場が発達しており、今回の金融危機のもとになった証券会社の投資の25％はレポに依存していたということである。日本では、バブルの時でもそれほどレポは出ておらず、今もそれほど出ていない。貯蓄があるということと、マーケットに深みがあるということは別であり、深みがあると思っていたマーケットが干上がることもある。日本や韓国の場合、たとえ貯蓄があっても、必ずしもレポ市場が育つようにはならない。銀行のモデルに違いがあるのかもしれない。外資系金融機関は資本力を有しており信用もあるが、韓国では通貨危機後もそれほど強い銀行は育っておらず、韓国の銀行にはまだオーバーナイトで巨額の金を貸し借りするような信用はない。ただ、日本でもレポ市場は育っておらず、それは米国と状況が違うからかもしれない。逆に言えば、米国はレポ市場をよくあれほどにまで拡大したとも言え、向いている方向が異なっている可能性はある。

サムソンなどのように潤沢な資金を持っている企業は、自らの投資を自らの内部資金でファイナンスしているのではないか。そうした内部資金の潤沢な企業がある一方、7.5％といった高成長が見込まれると、キャッシュを持たない企業は資金を伸ばそうとする。そうした状況において、サムソンなどの企業が抱えている資金をどうやってマーケットに流し、造船業などに流れるようにするかといった問題はあるかもしれない。

日本では社債市場は電力債が20％であり、他の企業は社債で資金を調達して投資しているわけではない。日本の企業は成長すると内部留保に依存するようになり、オープンなマーケットでやりとりをしない方向に行く。韓国において大企業が安全を重視して内部資金をキープして外に出さないようになると、益々対外借り入れをするという方向になる可能性がある。

日本型というものがあるとすれば、そこでは社債市場のようなものはそれほど育たず、企業のファイナンスは内部留保に依存するような形になるが、韓国もそういう展開になる可能性はあると思う。教科書的には、企業は稼いだ利益を全て配当として出し、個人がそれをキャピタルマーケットに出す形が良いと考えるが、volatileな経済においては、

安全を重視して内部留保に頼るという傾向も出てくるのではないか考える。

〔河合正弘氏〕ヒュン・ソン・シン教授によれば、取引に制限がある韓国ウォンはまだ完全に国際通貨化されておらず、それは韓国の金融システムには金融的なボラティリティを十分受けとめられるほどの厚み、深みがないからであるとのことだった。韓国のように相対的に多くの貯蓄があるにもかかわらずvolatileであるということはあまり好ましいことではないが、ヒュン教授は、金融システムをもっと深くして厚みを持たせるには相当の時間がかかり、ウォンの自由化もなかなか実施できないのではないかと言っていた。

2007年頃までの韓国の造船業に関する話として、海外からの注文を受けて船を造り、何年か後、納入した際に輸出代金が入ってくることになるが、船を造るに当たって大量の借入れを行うとのことである。また、韓国のある政府関係者によれば、造船にあたってはアドバンス･ペイメント（前受金）を受け取ることになるが、そうした先払いの資金は統計上借入れになり、統計上の債務を増やしてしまうという事情もあるとのことである。造船業などでのファイナンシングはもう少し良い形があるのではないかと思われる。

＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊

■ 豪州の経常収支と財政収支

〔土居丈朗氏〕豪州について、経常収支は赤字が続く一方、健全な財政運営が続けられているが、経常収支も財政収支も赤字では持続できないという認識が政府の財政運営に影響を与えているのか。豪州は財政健全化のインセンティブを非常に強く持っている印象があるが、経常収支赤字と財政収支の関係について、どのように考えられているのか。

〔杉本和行氏〕豪州の経常収支は日本と逆で所得収支が大きな赤字を続けている。収益の半分を豪州への投資から得ている日本の商社の例もあるようだが、豪州は国内貯蓄が少ないため投資を海外の資金に頼るという事情があり、所得収支が非常に大きなマイナスになっている。貿易サービス収支もマイナスが続き、ようやくここへ来てプラスになったというような状況もあるが、資本収支の面から経常収支がマイナスになるという構造が前提になっている。

そうしたなかで財政をどう考えていくのかということについて、現地での意見交換では、豪州は、conservative（保守的）でなければいけないという言葉を政策当局者が随分使っていた。今述べたような構造で、経常収支、所得収支がどうしても赤字になるので、財政まで赤字にしたのでは物価の問題などもあり、国として成り立たないという意識が非常に強いのではないかと感じた。こうした意識が財政でも conservative でなければいけないという考え方につながっていったのではないかと思われる。

＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊

■ 豪州の経常収支の持続可能性

〔河合正弘氏〕豪州に関し、豪州の経常収支は赤字が続き、海外から資金を借り続けていることになるが持続可能なのか。財サービス収支について、昨年は資源ブームもあって黒字となったようだが、今後の見通しについて豪州ではどのように見られているのか。外国人への支払いに基因する所得収支のマイナスは、資本がある程度入ってくるので賄えるとしても、財サービス収支が黒字となり経常収支がバランスする方向に向かわないといずれ問題が生じるのではないか。

〔杉本和行氏〕所得収支は大きな赤字だが、足もとでは財サービス収支は黒字になった。これからも資源ブームが続き、鉱物資源の輸出も増えるため、財サービス収支は基調的に黒字になる可能性はある。マイニング部門の拡大をファイナンスしているのは外資だが、これは借入れというよりも投資が多い。今後も中国や日本が投資をしていくと思うが、豪州は経済規模が小さく国内貯蓄が少ないという制約があるため、マイニング部門への投資は歓迎するというのが基本方針であり、日本だけでなく、中国からの投資も歓迎するというのが豪州の大方の態度である。新興国の需要は引き続き旺盛だというのが豪州の見方であり、その見方に沿って財サービス収支が黒字に転換するとしても、所得収支の赤字を賄うだけのものにならない可能性も大きいが、所得収支の赤字は投資に対する配当あるいは分配に基因するものであるとの考え方に立って、構造的な問題として問題視するということではないだろう。所得収支の性格からして資金の流出はあるが、それは直投に対するものだという理解がなされているということではないかと考える。

〔土居丈朗氏〕バランスシート上は出てこないとしても、鉱物資源の採掘権のようなものが一方にあってその見合いの対外債務とバランスしていると理解しているからsustainable（持続可能）だと考えられるのではないか。

〔杉本和行氏〕豪州では、石炭、鉄鉱だけではなく、ＬＮＧ（液化天然ガス）などの開発も進められている。豪州の天然ガス資源は可能性が大きく相当開発が進んでいる。しかも原子力発電が問題となるなか、ＬＮＧにシフトするところもあるということで、資源がある限りは所得収支が赤字になるとしてもそれほど気にしていないということではないかと考える。

＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊＊

■ 豪州のサービス産業

〔吉野直行氏〕豪州の産業構造を見ると金融や金融コンサルティングが大きい。こうしたサービス産業の強さは、英語を母国語としている強みであると思われるがどのような状況にあるのか。

〔杉本和行氏〕金融部門の強さについては、アングロ・サクソン的な強さもあるが、豪州のような小さな国では寡占が起こっているということもある。豪州では４大銀行がほとんど業務を独占しており、その結果、金融のコスト、例えば円を豪州ドルに替える際の売買差が大きく、そうした手数料的なもので稼いでいる部分があるようだ。サービス部門が大きくなっているが、同時に独占的な企業も多くなっており、小売りや流通も同様の状況でコスト高という面がある。逆に言えば、経済全体を平均させ、所得も上がっているということもあるが、構造的な問題はあると言えるのではないか。