

## 分科会D：世界金融危機後の北東アジア新潮流

<p>■モデレーター</p> <p>三菱商事顧問</p>	野崎茂
<p>■報告者</p> <p>筑波大学システム情報工学研究科准教授</p> <p>みずほ総合研究所政策調査部主任研究員</p> <p>モンゴル前ゾースバンク最高執行責任者</p> <p>遼寧社会科学院世界経済研究所所長</p> <p>富士通総研経済研究所主席研究員</p>	<p>高安雄一</p> <p>金野雄五</p> <p>B. ツオルモン</p> <p>金哲</p> <p>柯隆</p>
<p>■コメンテーター</p> <p>外務省大臣官房審議官</p>	井出敬二

### 韓国の世界金融危機への対応と展望

筑波大学システム情報工学研究科准教授  
高安雄一

米国発の金融危機が韓国経済にどのような影響を与えたのかを解説した後、1997年のような通貨危機が再び発生する可能性はあるのかを説明する。1997年の経済危機では海外からの外的ショックを受けて通貨危機に至ったが、今回はそれより大きな外的ショックを受けたにもかかわらず、通貨危機は起こらなかった。ここにどのような違いがあるかを前回と今回の世界金融危機との比較を踏まえながら説明したい。

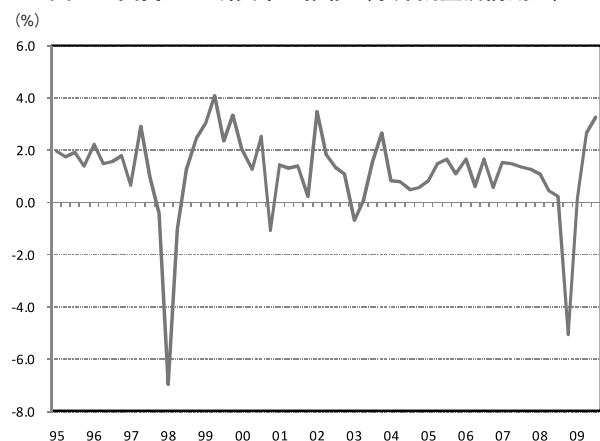
はじめに、世界金融危機の影響について、大きく三つに絞って示したいと思う。一つ目は、経済成長に与えた影響である。図1は四半期ごとに前期と比べて何%伸びたかを示したグラフだが、2008年の第3四半期、第4四半期、特に第4四半期に大きく成長率が落ち込んでいることがわかる。これは四半期ごとのデータなので、単純に4倍すると、2008年は大体年率18.9%の大きなマイナス成長になっている。前回の通貨危機の時は年率27.7%のマイナスだったので、前回ほどではないが、今回もかなり大きな経済成長率のマイナスを記録した。

このように今回の世界金融危機で大きく落ち込んだ理由の一つとしては、世界景気が減速して、輸出の比率の高い韓国の需要が大きく減少したことがあげられる。もうひとつは、世界景気の減速により、消費者心理、企業心理が冷えて、輸出の比率が高いので、将来的には景気が悪化する

のではないかとこの不安心理が大勢を占めたことが大きかったと思う。

二つ目の影響は株価の急落である。1996年からの総合株価指数（日本の日経株価指数、アメリカのダウ株価指数にあたる）の動きをみると、2007年には2,000ポイントと一番高い水準に達したが、2007年の途中からサブプライムローンの影響もあって、ニューヨークの金融市場が段々不安感を増してきて徐々に下落した。さらに2008年9月のリーマンショック以降、大きく落ち込み、2008年10月には939ポイントと、1年で半分ぐらいに株価が下がった。

図1 実質GDP成長率の推移（季節調整済前期比）



(出所) 韓国銀行資料により作成

韓国の株価は、基本的に外国人投資家の動きに敏感に反応する。韓国の株価下落は世界金融危機によってアメリカの株価が下がった影響をもろに受けたものといえる。韓国は日本以上に個人の資金が株式市場に入っていて、株価が下がると、逆資産効果によって個人資産が減少する。当然企業も株式をもっていることから、株価が下がると資産価値が下がり、企業のバランスシートも毀損する。これが二つ目の影響といえる。

三つ目は、通貨ウォンが暴落したことだ。図2は上にいくほど、ウォン安になる。2008年9月、10月あたり、1ドル=1,500ウォンと大きく急落した。その前には一時1,000ウォンを切った時期があり、1,000ウォンから1,500ウォンまで急落してしまった。これと似たような状況で、1997年末の時に1ドル=1,960ウォンまで急落したことがあった。今回はそこまではいかないが、それに近いような影響を受けた。

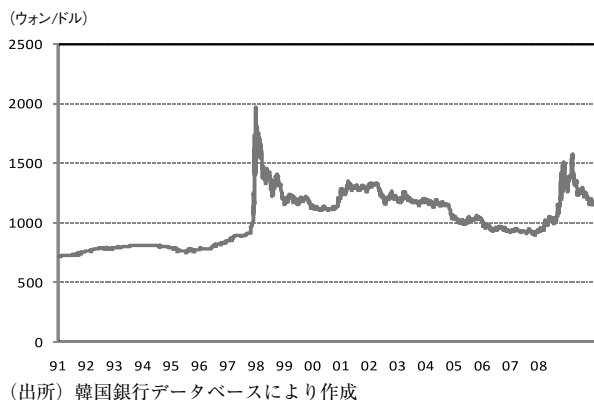
前は韓国の方にその要因があって、外国人投資家が韓国の経済は危ないとして資金を引き上げた。今回は韓国に影響があったというより、韓国は資本移動の規制をおおむね撤廃したことで、比較的簡単に資金を引き上げやすくなっていた。そこで世界的に資金が足りなくなると、資金をどこからか引っ張ってこなくてはならないということになり、比較的引き上げやすい韓国が狙われたということが言える。

ウォン安は当然ながら貿易の面ではよい影響も与えるのだが、交易条件の悪化をもたらすために、行き過ぎたウォン安は経済に悪影響を与える可能性が高い。また、ウォンが下落するということは心理的に1997年の通貨危機を想起させ、消費者心理にも悪影響を与える。

ここで3点のうち、前者の2点についてもう少し詳しく説明しよう。

まず、経済成長率が急落した原因の一つに世界経済が減速したことによる輸出の下落ということを申し上げたが、

図2 ウォン・ドルレートの推移



それが実際、どのような形で進んだかを見てみる。

輸出は増加率が上下しているが、今回は2009年1月の段階で32.4%減と大きな減少となった。過去にここまで下がったことはあまりない。その背景は、世界金融危機による世界景気の後退が大きい。世界の景気が後退すると、韓国の輸出品は買ってもらえなくなるわけだ。

韓国の輸出相手国として一番大きいのはアメリカ、中国で、その後ASEANが続くが、ASEANが基本的にアメリカ、EU向けの輸出品の加工地である点を考えると、基本的にはアメリカ、EU向けの景気が落ち込んだのが韓国の輸出減にかなり悪影響を及ぼしたとみられる。

前回の通貨危機では世界的に輸出が落ち込んだが、中国だけは高い成長を維持した。今回はその中国も一時的ではあるが少し成長が鈍化したことで、頼りの中国向けの輸出まで輸出が落ち込んだ。そういうことがあって、このような大きな減少になったとみられる。

最近の韓国ではこうした輸出の下落が経済に与えるインパクトが、過去よりも大きい状況になっている。輸出の対GDP比重が年々高まってきて、1990年代前半は20%台で推移したが、90年代後半から段々上昇ペースに乗り、2008年には輸出がGDPの7割に達しており、輸出が大きく揺れると経済に大きく影響を与えるような状況になっている。

次に株価の急落についてだが、韓国の株価はアメリカに連動するようになっていたことを先ほど申し上げたが、この点について簡単に説明する。外国人の株式取得に対する規制が自由化されたのは通貨危機が過ぎ去った1998年で、外国人投資の資金が入るようになった。2007年においてGDP比でみると、38%の資金が入って、41%の資金が出ている。これが両方同じぐらい大きければ、あまり影響ないのだが、片方が大きければ、株価が下落してインパクトが大きくなる。

韓国の場合、こうした規制緩和の影響もあって、外国人の資金が入ってくるようになった。当然、外国人の行動に韓国の株価が左右されるようになるが、外国人は基本的にニューヨークの株式市場と連動した動きをしていると先行研究でもいわれている。金融危機が起こった時はダウ株が当然下がったから、これで韓国の株価が落ちるといったことになった。

その後、金融不安によって長期金利も上昇した。金融不安になるとコール金利を下げて企業サイド、特に格付けの低い企業は、逆に金利が下がらず上がってしまうという状況になった。低金利政策をとっても金融不安の影響によって金利も高止まりするような動きが出た。先ほど金融

危機の影響は三つあると述べたが、これはある意味、四つ目の影響ともいえる。

1997年に通貨危機が起こったときは、外国からの悪影響を受けて韓国の景気が悪くなり、韓国の経済が抱えていた脆弱性が顕在化し、それが最終的に金融危機につながった。今回はこの脆弱性が完全に克服されたために、より大きな海外からのインパクトを受けたにもかかわらず、通貨危機には見舞われなかった。1997年の段階でどういう脆弱性があったかという点、金融部門、企業部門、国際収支部門の三つであった。

一つは、不良債権比率が非常に高かった点だ。政府の発表では1%程度だったが、これは国際基準からみてきわめて甘い基準に基づくもので、実は現在の基準に引き直すと、10%以上の不良債権比率を有していた。1998年以降、金融構造改革を行い、GDPの30%にあたる公的資金を投入し、破綻銀行などを強制的に合併させるなどの措置をとった。この結果、今の不良債権比率は掛け値なしの1%まで下がっている。

次に、企業の収益構造だが、まず負債比率をみると、企業負債比率は大体300%台で、負債が非常に多かった。韓国では企業の営業収益率が非常に高く、大体8%だった。ところが借金が多く、経常利益は2%しかなかった。この2%は景気の良かったときのもので、景気が悪くなると一気に赤字になる体質であった。これも構造改革を行い、負債比率の大幅な下落を、強制的に実現した。

もう一つ、経常収支は通貨危機以前ずっと赤字で推移したが、それ以降は黒字になっている。これをISバランスで見るとわかる。企業の資金不足(対GDP)は15%あった。貯蓄が10%ぐらいに過ぎなかったのに、貯蓄以上に企業が投資をし、貯蓄投資バランスが悪かった。不足した資金を海外から持ってくることで、それが経常収支の赤字になった。これが企業構造改革のおかげで、企業の負債依存体質は一気に解消された。投資を減らし、具体的には5%までに収めて、個人部門の貯蓄の範囲内に収めることで、ISバランスが反転した。ISバランスが反転し、経常収支が黒字

基調になって、外貨保有高が高まった。2007年、2008年は2,500億ドルの外貨保有高を有するようになった。

このように韓国の経済体質は金融面、企業面、経常収支の面で大きく問題を解消した。

ここで前回の通貨危機時と今回の世界金融危機時を比較する。前回は1996年に半導体の価格が下落し、韓国経済に景気後退が始まった。韓国は半導体の輸出が非常に大きいので、半導体価格が下落すると、大きく交易条件が悪化し、これが韓国の景気に悪影響を及ぼし、景気後退がはじまった。このときはたいした景気後退ではなかったのだが、韓国企業の借金体質によっていくつかの企業が破綻すると、そこに貸し出した金融機関が破綻した。さらに世界中の資金が韓国から離れ、借りた資金を返せなくなって、韓国はIMFに援助してもらった状況になった。最初に景気が悪化して、企業危機、金融危機、通貨危機という風につながったわけである。その背景には、企業構造の悪化、金融構造の悪化、ISバランスが悪くて外貨準備高が貯まっていなかったことがあった。

今回は、輸出減による外需萎縮、株価下落による逆資産効果など、さまざまな影響を外から受けて、1997年の通貨危機よりはるかに大きな影響を受けたはずだ。ところが、通貨危機は起こってないし、今後も起こる可能性はほとんどないだろう。その理由の一つは企業構造、金融構造が盤石であって、外国からの外的ショックに直面しても大丈夫な状況になっているからである。

しかし、外国人投資は取りやすいところから取ってやれと、流れてしまうところもある。それに対する備えも万全であり、経常収支の黒字に支えられた外貨準備高があって問題がない。結局、韓国は今回の金融危機に対し、適切なマクロ経済政策や財政政策、銀行への資金融資などを行い、外国からの大きなショックを受けながらも、前回のような問題が生じなかった。1998年以降、5～6年にわたってきちんと構造改革をやったため、これだけの外部ショックにも対処できている。今後また、韓国が通貨危機になることはあまり考えられない。

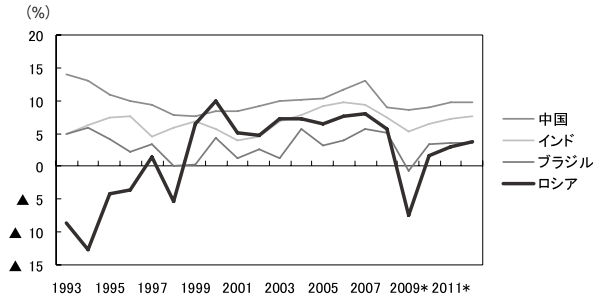
## 世界金融危機とロシア経済－危機深刻化の背景と今後の展望

みずほ総合研究所政策調査部主任研究員  
金野雄五

ロシア経済は、一昨年の秋にいわゆるリーマンショックが起きたあと、非常に深刻な資本市場の困難と生産の減少に見舞われた。図3のように、ロシアは1999年から2008年

までは基本的に5%を超える非常に高い成長を続け、BRICsのひとつに数えられるようになった。それが昨年については、IMF予測でまだ確定値ではないが、ロシアの成

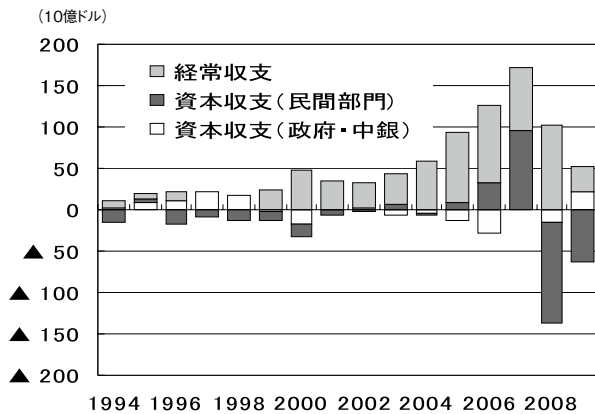
図3 BRICs 4 国の実質GDP成長率



(注) 2009年以降は、IMFによる予測。

(出所) IMF, *World Economic Outlook Database*, October 2009.

図4 経常・資本収支の推移



1994 1996 1998 2000 2002 2004 2006 2008

(注) 2009年は1～9月期。資本収支(政府・中銀)は外貨準備増減を含まない。

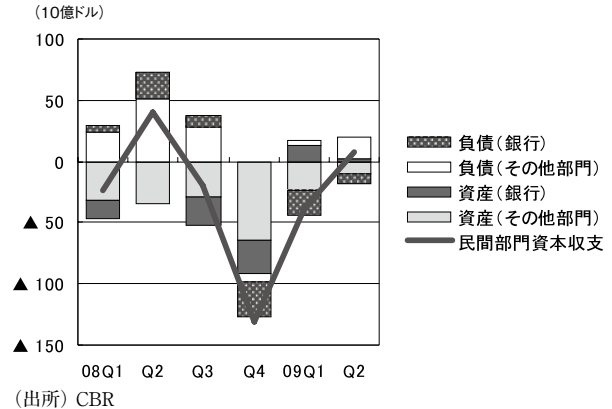
(出所) CBR

成長率はマイナス7.5%とみられる。このマイナス成長というのは、BRICs 4カ国の中で一番低いし、世界の主要国(G20)の中で比べても一番低い成長率だ。

金融および資本市場の混乱も相当に深刻なものだった。2005年の頭を100とした場合、ロシアの株価指数は2008年の夏頃に4倍ぐらい上昇したが、その後急落し、2008年の末までに100の水準まで一気に下落してしまった。ロシアで株価が急落し始めたのはリーマンショックよりも若干早い4月頃からだ。その時は世界金融危機以外の要因、具体的にはプーチン首相がメチェル(石炭鉄鋼企業)を名指して批判的な発言をしたこと、あるいは同年8月に起きたグルジア紛争の影響もあったのではないかとみられる。同様の市場の混乱は、金利でも生じている。リーマンショックがあった9月17日の翌日から急騰する現象が断続的に続いた。

ロシアで深刻な金融危機が発生した背景について、まず国際収支の面から考えたい。図4は、ロシアの経常収支と資本収支(主に民間部門の資本収支)を表している。2008年は、ロシア最大の輸出産品である原油価格が非常に高騰していた時期である。その結果、2008年のロシアの輸出額

図5 民間部門資本収支の内訳



(出所) CBR

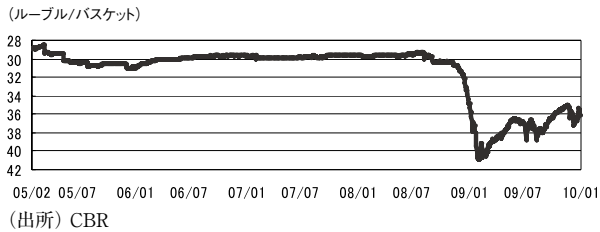
は過去最高の4,700億ドル、輸出から輸入を引いた貿易収支(1,800億ドル)、サービス収支などを考慮した経常収支(1,000億ドル)と比較しても、すべて過去最高を記録した年だった。問題なのは民間部門の資本収支だ。1990年代後半から2000年にかかるまで民間部門の収支は基本的にマイナスで推移していたが、2006年(400億ドル)と2007年(800億ドル)にまとまった資金が外国から流入した。しかし2008年になると、06年と07年の額を合わせたぐらいの巨額資金がロシアから流出してしまった。おそらくこの巨額の資本流出が、さきほどみた株価下落、金利の急騰、為替レート下落を引き起こしたと考えられる。

図5は2008年を中心に、四半期ベースで民間部門の資本収支を内訳別にみたものだ。2008年の第4四半期で、集中して資本流出が生じた。さらに注目すべきはその内訳で、負債と書いているところはいわば外国投資家のお金だ。マイナスになっているのは、外国人投資家が資金をロシアから引き上げたことを示す。しかし2008年第4四半期、負債よりもはるかに大きくなっているのが資産で、これは分かりやすくいえばロシアのお金だ。ロシアの個人なり、企業なりの資金がこれだけ外国に流出してしまった。外資が資金を引き揚げたという側面はロシアについても確かだが、ロシアの場合は、それをはるかに上回る規模でロシア人による資本の海外流出が生じたことが大きな特徴である。

このような巨額の海外流出が生じたのは何故か。主に二つの要因があったと考える。一つは、韓国と同じような状況だと思われるが、ロシアは2006年4月に資本取引の抜本的な自由化を実施した。この資本取引の自由化に伴ってロシアに資本が流入しやすく、流出もしやすい構造が出来上がった。2006年と2007年に資本流入額が大きかったのは、このあたりが理由だと思われる。それが2008年の危機においては資本流出を招いてしまった。

もう一つ、資本流出の原因として重要だと考えるのは、

図6 ルーブルの対バスケット・レート



ロシア中銀の為替相場政策だ。図6はルーブルの対バスケット・レートで、上に行くほどルーブル高、下に行くとルーブルの下落を意味する。いわゆる金融危機が起きるまでロシアは、基本的にドルとユーロから構成されるバスケットに対して、レートを事実上固定するような為替政策が行われていた。これも2006年、2007年の資本流入の要因だと思われる。しかし、おそらくグルジア紛争あたりがきっかけになったと思うが、外資が引き揚げたあたりからロシア中銀がルーブルの為替レートを継続的に少しずつ切り下げる政策とやり始めた。それがロシア企業、外国人投資家のいずれの目にも、ルーブルの為替レートがこれから安定的に切り下がっていく状況に映り、一斉にルーブル資金をドルに変える動きが起きてしまったと考えられる。

資本流出によって深刻化した金融危機に対し、ロシア政府、ロシア中銀がどのような対応をしていたかについて見てみたい。

まずロシア中銀は、非常に対応が早く、危機対策として打った措置の規模も非常に大きいものだった。リーマンショック当初しばらくは通常の金融調整手段で対応したが、10月の段階で新しいスキームを導入し、ロシアの銀行部門に資金供給を実施した。その中で一番大きかったのは銀行部門向けの無担保貸出であった。これにより、銀行部

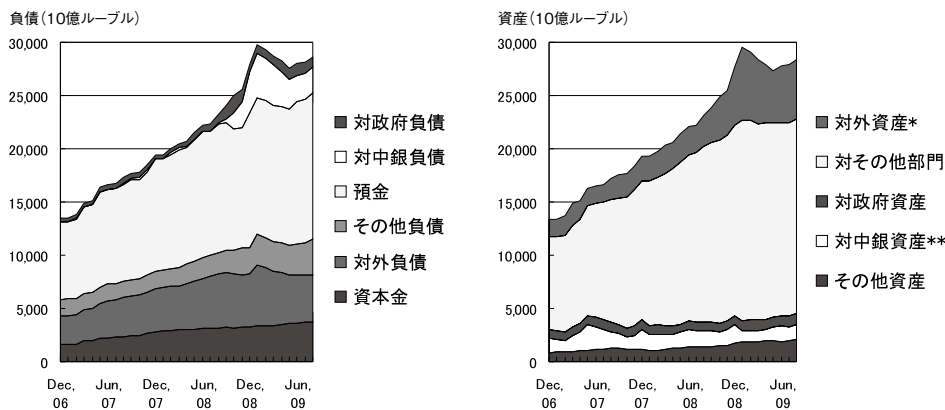
門の資金繰りを助け、かつ銀行の企業への貸出額が減らないようにするという目的があったものとみられる。

政府の対応も相当大きい規模であり、金額の面で大きな柱となったのはまず減税措置だった。主なものとして原油輸出関税の実質的な軽減がある。国際原油価格に応じて関税率をロシアが決められるようになっているが、2008年9月以降、原油価格が急落すると、税率の算定期間を短くすることで実質的な企業の負担を軽減するというをやった。もう一つ大きいのは、法人利潤税率（日本の法人税率に相当する）を24%から20%へ引き下げた。

財政支援では、2009年の連邦予算は2008年の11月の段階で既に作成されたが、金融危機が発生し、危機対策として総額1兆4,000億ルーブルを盛り込む形で大幅な修正を行った。その危機対策は、産業・技術支援、社会政策・雇用政策、地方財政支援といった大きな柱がある。もうひとつは国民福祉基金というものがある。これは原油価格が高かったときに石油とガスに関連した税収の一部を使わずにとっておいたものだ。そこから一定の金額を銀行に向けて貸し出し、あるいは混乱が深刻だった国内市場の投資に向ける措置が講じられた。しかし、結果からいうと中銀、政府ともに、効果はかなり限定的であった。

図7は、銀行部門の負債と資産だが、左側のグラフは銀行がどういう所から資金を調達して、右側のグラフはどういう所に投入しているかを示す。2008年の9月から5カ月間で政府、中銀から4兆ルーブルの資金が銀行部門に危機対策として投入されたのがこのグラフから確認される。ちょうどその部門に対応する形で増えているのが、右側の対外資産だ。ロシアの銀行部門は危機対策として政府あるいは中銀から受け取った資金を一種の資本流出に転用してしまった。この間、ルーブルが大幅に下落している。銀行

図7 銀行部門の負債と資産の推移



(注) \* 外貨建て中銀預金を含む。 \*\* 外貨建て中銀預金を除く。  
(出所) CBR

の貸出の中には外貨建てのものもあり、為替レートの変動を調節してみると、2008年の11月からその銀行の企業向け、個人向け貸出の信用収縮が始まっている。この間、実際に破綻した銀行はほとんどなく、銀行を救済するという意味では一定の効果があつたかもしれないが、信用の収縮を防ぐということでは非常に限定的なものであつたとみられる。

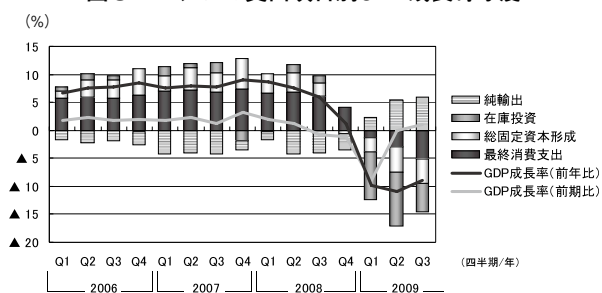
政府による財政支援の効果も限定的なものだった。2009年4月から国産車を対象として、自動車ローンの金利を政府が補助する措置が導入された。しかし実際はこの措置の条件が非常に厳しく、広く使われなかった。7月にスキームが若干改良されたが、結局、2009年中に適用された政府優遇金利による自動車ローンの件数は7万件程度で、昨年の新車販売総数の5%程度、15万件の目標の半分ぐらしか達成できなかった。また、銀行の融資に対して政府保証をつけるという制度も8月からようやく実施されたが、条件が厳しく、執行率が目標を大幅に下回る状況が続き、予算全体が執行しきれない状態になっている。

次に、実態経済にどのような影響があつたかを見ていこう。特徴的なのは製造業、建設業、商業、運輸業の不振が深刻だ。これらの業種は危機前において非常に好調で経済成長を牽引したが、危機後、生産の減少が非常に深刻になった。鉱工業の中でも、機械設備、電気機器の生産の減少が深刻である。

生産減少をGDPの支出項目、需要面から見ていきたい(図8)。2009年の第1四半期、GDPの減少に一番貢献しているのは在庫投資だ。大幅に企業が生産を減らしてしまった結果、在庫が減少した。

危機前のロシアの経済成長を牽引したのは最終消費支出で、消費の源泉は原油高によって得られた公益利得が結局、企業なり家計なりの所得の源泉となり、それで消費、投資などが増えていたとみられる。それが2008年9月から原油価格が下落し、その影響が出ている可能性が考えられる。

図8 ロシアの支出項目別GDP成長寄与度



(出所) Rosstat

もうひとつは、信用収縮によって企業の資金繰りが極度に悪化し、その結果、生産活動が行えず、また資金不足により在庫も調達できなくなったことが考えられる。さらに、こうしたことで企業間の先行きに対する見通しが非常に悪くなり、生産が極度に縮まってしまったと推測する。

今後について考えてみたい。四半期のGDPを前期比で見ると、2009年の第1四半期に生産が極度に落ち込んだ後、第2四半期には0%となり、第3四半期にはわずかだが生産の回復が始まっている。こういう傾向が当面続いていくと考えられる。当面の生産回復を支える要因は、まず在庫投資の回復だ。最近ようやく金融状態も落ち着きを取り戻してきたことで、今後は在庫が徐々に回復していくであろう。もう一つは、財政支援の本格化だ。2009年前半においては財政の執行率は非常に低かったが、後半から盛り返してきているし、2010年以降の予算についても09年ほどではないが、かなり大規模な財政支出が想定されているので、財政支出による景気の下支えも期待できるのではないかと。

そしてもう一つ注目したいのは、輸出代替効果だ。つまり、ルーブルの為替レートが金融危機の中で下落し、それにより一部の製造業品目が輸入品に対する競争力を回復させる現象だ。ロシアの製造業は「オランダ病」に陥っているといわれる。オランダ病とは、為替レートが強くなり、その結果、製造業品目が競争力を失う現象だが、輸入価格が高まる中では、それとは逆の状態が生じる。在庫投資の回復、財政支出の本格化、輸入代替効果といった三つにより、当面は生産回復を期待してもよいのではないかと考える。

しかし、こうした短期的な要因はいずれなくなるものである。財政についても2010年からは徐々に抑制的な予算になっているし、為替レートも原油価格、あるいは経済回復に伴って再び上昇し始め、短期的な生産回復の要因はなくなるだろうをえない。その後は危機前の状態と同じ仕組み、すなわち原油価格が上昇し、内需主導の経済成長に復帰する可能性が高いのではないかとと思われる。ただ危機前との違いは、回復力に限界があるところだろう。世界経済の成長率にしても、原油価格にしても、外国からの資金流入にしても、ロシア銀行部門における企業向けの貸出しにしても、危機前の同じ状況に戻るとは考えにくく、成長率も危機前に比べると控えものにならざるをえない。

さらに現在進行形の問題だが、企業の期限超過債務が増えており、財政からの支出が増えているといっても当面は期限超過債務がネックになって、金融が完全に正常化するにはそれなりの時間が必要であろう。こうした金融正常化の遅れが経済成長を遅らせるという可能性がある。

表1 ロシア政府の成長率予測

	2008	2009	2010	2011	2012
実質GDP成長率 (%)	5.6	▲8.5	1.3	1.0	2.9
			3.1	3.4	4.2
			3.5	3.6	4.7
原価価格 (Urals: ドル/バレル)	94.4	61	69	74	81
			65	70	71
			58	59	60
世界経済成長率 (%)	3.1	▲2.0	1.6	2.4	3.1
			3.3	3.3-4.1	3.8-4.8
			3.3	3.3-4.1	3.8-4.8

(注) 網掛け部分がベース・シナリオ

(出所) ロシア経済発展省 (<http://www.economy.gov.ru>)

表1はロシア経済発展省が発表した2012年までの予測である。原油価格、世界経済の状況に応じて三つのシナリオを示した。ベース・シナリオは、大体3%から4%の成長が今後3年間続くことが想定されている。しかし財政支出にしても、成長率にしても、原油価格次第で左右されてしまう構造が変わるのはなかなか難しいといえる。

## 世界金融危機のモンゴル経済への影響

モンゴル前ゾースバンク最高執行責任者

B. ツオルモン

さて、世界金融危機によってモンゴルは大きな打撃を受けた。詳細に入る前に、鉱業がいかにモンゴルの経済について重要なのかについて申し上げる。主な資源は金や銅、石炭、ウランなどがある。また、モンゴルの本土の25%には探査活動が行われている。GDPの約1/3に寄与しているのは鉱業である。輸出の6割以上を占めている。次に歳入だが、2007年においては1/3は鉱業に依存している。また外国直接投資の半分も鉱業に向かっている。つまり、モンゴルの経済は大きく鉱業に依存しているといえる。そしてそのため、資源価格の変動の影響を受ける。世界の景気後退によってモンゴルは2008年の下半期から大打撃を受けた。鉱物資源価格、特に銅の価格が崩れ、また輸出先も景気後退に見舞われた。外国投資の流入額も落ち込んだ。ここにも世界の金融危機が影響した。

わが国の銅の輸出だが、2008年には総輸出の33%を占めていたものが、2009年には26%へ下がった。また国際的な銅の価格は2004年の水準に落ち込んだ。8000ドル/トンを超えていたが、2008年には2800ドル/トンへと下がった。その他の鉱物資源の輸出品価格も2004年から2006年の水準

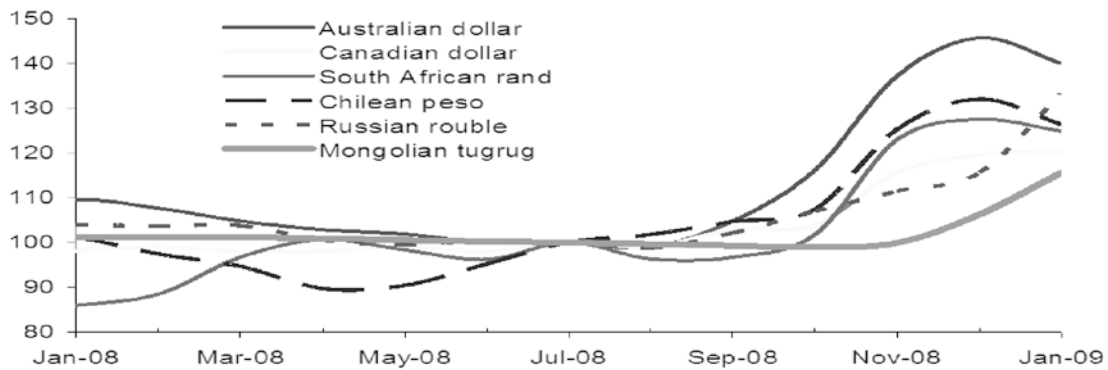
へと落ち込んだ。モンゴルの主要貿易相手国における需要も落ち込んだ。中国、ロシア、ヨーロッパ、アメリカ、カナダにおける需要が、わが国の輸出の95%占めている。主要貿易相手国の成長もマイナスへと転落した。中国は例外である。FDIも厳しい経済情勢から落ち込んだ。

このような外国からのショックにあいまったのは、モンゴルにおける金融政策だ。銅価格が崩れた際、当初の対応が不十分な内容であった。世界の金融危機は、国全体の経済（国際収支、財政収支、金融部門）や実態経済、幅広い貧困層に大きな影響を与えた。2008年の国際収支は大幅悪化した。これも輸出量の大幅な増加があったにもかかわらず、輸出価格が低下し収入が減ったためだ。貿易赤字は拡大し、2008年にはGDP対比13.4%になった。経常収支も落ち込み、GDP対比で14%程度のマイナスとなった。貿易収支、経常収支の赤字だが、その後縮小し、2009年はGDP対5~6%台へと改善された。為替レートはドルに対して安定的に推移したのだが、2008年の後半から世界の資源国の通貨が圧迫を受けた。資源価格が下落したためだ。この衝撃を吸収するため、多くの資源輸出国はドルに対して通貨の下落を容認した。しかしながら、モンゴルの中央銀行はドル売りで通貨を守ろうとした。しかし2008年の12月から通貨がドルに対して下落を遂げ、2009年3月には1ドル=1,600トゥグリグとなった。その結果、外国準備高は減少し始め、2008年の終わりにはおよそ1/2になった。10億ドルだったのが、5.2億ドルへと下がった。そして2009年に中央銀行が外国準備高を増やし始めた。この影響だが、本来ならばもっと悪化してもおかしくないが、金価格の高

表2 モンゴル経済に占める鉱業部門の比率

Mining in the economy	2004	2005	2006	2007	2008	2009 prel
% of GDP	17.0	21.9	29.9	29.1	22.0	22.1
% of Exports	63.7	70.7	70.4	66.8	60.3	65.4
% of GoM revenues	11.2	13.3	28.6	35.0	28.7	9.4
% of FDI	46.0	47.7	55.0	67.0	56.3	50+

図9 主要資源輸出国の対ドル為替レート (2008年7月=100)



止まりや原油価格の下落などにより、その影響は緩和された。

ここ数年の間、歳入に対する鉱業の割合は大幅に増えてきた。歳入に対する鉱業の寄与は2007年は35%だったが、これが2008年にはおよそ半分になった。また、GDPに占める歳入の割合も2009年は33%へと下がり、2004年の水準となった。また鉱業関連の歳入は下がったが、歳出は拡大を続けた。これは賃金などがここ2～3年、鉱業部門で増えたためだ。また様々な社会保障の手当が2005年から拡大を遂げた。こうした歳出行動により、2008年の財政収支はGDP対比でマイナス5%となった。そして2009年はまだ暫定的な統計だが、マイナス6.5%になるとみられている。家計所得に占める賃金、給与の割合は大幅に増えた。2007年の第4四半期には40%だったが、2008年の第2四半期には46%となった。

次は金融部門だが、金融部門では世界金融危機のあおりをうけた。2007年、2008年の預金はマイナスへと転じ、預金は流出した。また、モンゴル政府はこのときにやはり銀行セクターから資金を引き出し始めた。これもマイナスな要因となった。また外国人投資家も預金を取り崩し、外国に送金した。その結果、トゥグリグの預金高は大幅に減少した。2008年は2007年対比で15%減った。一方で、外国準備高は20.4%増えた。こうした要因が相まって、銀行部門では流動性の問題が発生した。このように銀行部門から預金が大幅に流出したため、政府は一括の預金保障を2008年11月から公表した。しかしながらこれは定期預金に限られるもので、当座預金は対象ではなかった。

また、銀行部門の不良債権問題だが、全体のポートフォリオに占める割合が増えた。2009年は17.7%となった。金融危機が始まる前は、不良債権残高は2.9%程度だった。そして預貸率も高い水準にあった。モンゴルの銀行の自己資

本比率だが、かつては13%を超え、平均8～10%の国際基準を満たすレベルだった。しかしながらモンゴルでも2008年10月以降、自己資本比率が下がり、12%を割り込んだ。現在は新規の貸出を躊躇しており、これは実際の経済活動が減少しており、多くの企業が返済を滞らせているためだ。モンゴルの2大商業銀行は2008年と2009年に破綻した。

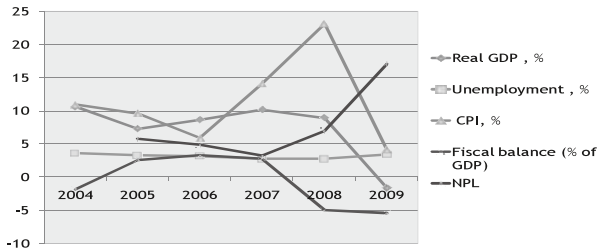
インフレに関してだが、非常に高い物価上昇が1995年から起きている。2008年8月の時点で34%と、東アジアにおいても最も高い水準であった。食糧価格の上昇がその牽引役となっている。食糧は2000年以来、9割高となった。また小麦の場合は2005年に比べおよそ倍増している。こうした小麦、食糧の価格上昇だが、エネルギー、肥料価格の増加が寄与している。また、バイオ燃料の作物が植えられるようになり、耕作農地が縮小したこともマイナスの要因となった。食糧在庫は記録的な低さとなった。2009年の終わりには、CPIが4.2%に下がった。2008年前半のインフレは主に食糧によって牽引された。2008年の後半に入ると、牽引役が変わり、食糧から非食品へと移った。バスの運賃やタクシーの運賃、それぞれ50%、40%上昇した。また教育費用も66%と上昇した。これも国民にとっては非常に厳しい状況となった。

先ほど申し上げたが、もっとも景気後退の影響に苦しんだのは貧困層だった。というのも貧困層は家計費のうち、52～55%を食品にかけている。食品価格の上昇によって貧困率の上昇も発生した。貧困撲滅の取り組みも行われているが、インフレによって打撃を受け、さらに影響を受ける可能性がある。今現在、インフレは一桁となったが、2009年に行われた調査によると、所得は都会の労働市場によっては6割も減っている。また2006年は32%であった貧困率も、2007年から2008年にかけて35%へと上昇している。

外需が減ったことで、実態経済も影響を受けた。鉱工業



図10 モンゴル経済の主要指標



生産、実質GDPは予想よりも下がった。これは失業の増加につながった。GDPは10%あまり縮小した。2008年には8.6%の成長、2009年はマイナス成長となった。失業率は2.8%（2007年、2008年）で推移し、2009年の終わりには3.4%となった。

最後のまとめだが、図10では、世界の金融危機がいかにモンゴルに打撃を与えたかが示されている。実質GDPはごマイナスになっているし、財政収支もマイナスとなって

いる。失業率も増加した。不良債権も右方上がりとなっている。モンゴル経済、モンゴルの政府予算は大きく鉱業に依存している。また資源価格の変動に対して脆弱である。金融政策、財政政策などの影響で、外部からのショックはさらに悪化した。景気後退は貧困層に影響をもたらした。所得はおよそ6割落ち込んだ。また非正規労働者の所得は大幅に減っている。景気後退の打撃をもっとも受けたのは貧困層である。

この金融危機でモンゴル政府はIMFにスタンドバイ取極を要請し、理事会は承認した。また援助諸国も支援を表明し、様々な資金援助も実行されている。モンゴル政府でも様々な政策を立案している。しかしながら、財政収支は今も圧迫されている。歳出が高止まりしているためだ。そういった点から、政府は適切な対策を講じ、今回の危機を乗り越えていく必要がある。

## 国際金融危機が中国東北経済に与える影響および中朝経済協力

遼寧社会科学院世界経済研究所所長  
金哲

最初に、中朝経済協力が今直面している新たな情勢について話したい。

一つ目は、中朝経済協力の中で、国際金融危機への対応でおさめた比較的良好な成果についての話だ。中国は、今回の金融危機への対応過程において、経済のバランスのとれた比較的良好な発展というものを経済活動の主要な任務とした。成長を保ち、人々の生活を保ち、安定を保つことを中心に据え、経済は全体的に好転に向かっている。そして北朝鮮は、強く勢い盛んな国、そういった国の扉をあけるために絶えず奮闘してきた。2009年には前後して150日戦闘、100日戦闘を行い、経済発展、人々の生活改善について新たな成果をおさめた。

二つ目として、中国と北朝鮮はともに経済建設の過程において新たな発展目標を掲げた。まず中国は、改革をさらに深め、発展を推進し、人々の生活を改善し、社会の調和のとれた安定的な発展を重要なものとして据えた。このことについて、胡錦濤主席は2010年の新年の挨拶の中で、具体的に5つの重点を提起した。北朝鮮は2010年の重点的な任務として、根本的に人々の生活レベルを改善する、そういった勢いを強めること、それから重点的に軽工業と農業を発展させるといった目標を提起した。それと同時に、経済活動の中で革命的な改善をもたらすように提起した。こ

のことについて、具体的にいくつかの内容をあげている。一つは革命的な改善の中で、経済発展について大局をみて、革命的な革新性をもつことを提起した。仕事のやり方については、大胆に仕事を行い、緻密に組織をし、柔軟に管理するやり方を提起した。また企業の管理面においては、進歩的、現実的で、企業の発展戦略、経営の戦略をうまく設定するようにと提起した。またこういう経済発展の今後の空間について、様々な経済的空間をうまく利用するように提言した。今年の新年の社説からみてとれるように、おそらく今年の北朝鮮は今までと異なる経済政策を打ち出すのではないかと考えられる。

中朝関係は国交樹立60周年を基点として、さらに引き続き発展を遂げていくと考えられる。2009年、中朝両国は60周年を記念して、両国において初めて友好の年という活動を行った。この機会に中国の温家宝総理が北朝鮮を訪問し、金正日氏など北朝鮮の首脳と会見をした。そして共に60年来の中朝関係の発展の歴史を顧み、今後の両国の未来について語り合った。双方はこの60周年を新たなスタートとして、共に友好関係を推し進めることで一致した。

では、中朝経済協力について、まず中国が北朝鮮にとってどのような意義をもっているかについて話したい。言葉を変えると、北朝鮮にとって中国はどのような戦略的価値

をもつかということだ。

一つ目は、中国の発展モデルが北朝鮮にとって参考となる役割を果たすだろうことだ。この特徴としては、西側の制度、モデルをそのまま持ってきたのではなく、顕著な中国の特色をもっている点だ。北朝鮮は今、強く勢いのある国の建設を目指しており、経済発展を遂げるにあたって、北朝鮮独自の経済発展の道を探っていく必要がある。その点で、中国のモデルは参考となるだろう。

二つ目は、中国の経済発展が、北朝鮮の経済発展のしっかりとした後ろ盾になることだ。一方で中国の経済発展が北朝鮮の経済発展に物質的なサポートをもたらし、他方、中国の経済発展にとっても北朝鮮経済の健全で安定的な経済発展が必要だ。

三つ目は、中国は北朝鮮の国内情勢の安定化にとっても重要な力となっている。中国がとっている周辺政策は、隣の国と仲良くし、隣の国の安定を図り、隣の国を豊かにするという政策をとっている。中国の政策も朝鮮半島の安定を求めている。朝鮮半島での冷戦がまだ完全には終わっていない状況で、一部の国は平和的な方法による朝鮮政権の転覆といったものをまだ放棄していない。中朝両国の友情、安定は中国、北朝鮮の住民がともに願っているところであり、根本的な利益に叶うものである。中国はいかなるときも北朝鮮と敵対すること、あるいは安定を脅かすような状況にはならないだろう。

次に中朝貿易協力において、今直面している問題点についてお話ししたいと思います。まず一つ目だが、中国と北朝鮮の貿易規模が小さすぎる問題だ。この貿易額は中国にとってみると、重視するに足りないような非常に微々たるものだ。他方、大きすぎる問題がある。それは何かというと、中国の貿易黒字が大きすぎる問題だ。北朝鮮と中国の貿易の中で、北朝鮮の中国への依存度が大きすぎるというのがもう一つの問題だ。これは北朝鮮経済が今後発展するにつれ、

徐々に改善されていく問題だと考える。

次に、中朝の投資協力については、中国側の企業からみて、交渉は多いが実際にそれが成立した例は少ない。小さいものが多く、大きいものが少ないという特徴がある。その原因として、一つ目に両国の経済体制の障害がある。中国では市場経済が行われているのに対し北朝鮮はいまだ計画経済であり、経済運営のルールが異なるのでなかなか交流が難しい部分がある。二つ目は、経済のボトルネックの障害である。北朝鮮のインフラは非常に立ち遅れており、北朝鮮に投資した中国企業にとって生産がなかなか上手くいかない。三つ目は、北朝鮮側の企業の運営方式がまだ規範化されていない。四つ目は、中朝間の企業間情報の非対称性だ。五つ目は、外部環境がもたらす影響である。北朝鮮が各国の利益を争うゲームの場のようになり、北朝鮮と国際社会との摩擦、各大国の対朝鮮政策の摩擦が起きている。

それぞれの国についていうと、対朝経済協力戦略のなかで、政治的な利益が経済的な利益よりも大きく、長期的な利益が現在の利益も大きく、潜在的な利益が現実的な利益よりも大きいという状態にある。したがって、対朝経済協力においては戦略的展望が実際の行動よりも大きい状況がある。また、各国で誰が対朝経済協力の主導権争いをしており、そのこと自体が対朝経済協力の力を弱める結果ともなっている。

今後の中朝経済協力についての考えを最後に述べたい。一つ目は戦略的な目標として、中朝の友情をさらに固め、発展することにより、北東アジア全体の繁栄と安定を図る。そして最終的には安定した周辺、安定した北東アジアを形成すること。二つ目は、中朝経済協力についての二つの原則だ。市場による運営の原則、win-winの原則がそれである。三つ目は、北朝鮮自身の発展計画、発展の主導権を切り口として、協力を展開することだ。

## ポスト金融危機の中国経済のゆくえと課題

富士通総研経済研究所主席研究員  
柯隆

先頃、2009年の中国経済の成長率が発表され、8.7%（速報値）の成長となった。元々政府が掲げていたのが8%で、その目標に比べて実績がよかったといえる。その日、日本のマスコミは大騒ぎになった。このままいくと、今年是中国のGDPが日本を追い抜くのではないかと、「日本が抜かれた時、どういう経済的なインパクトがあるのか」という質

問がたくさん来た。私の答えは「何のインパクトもない」であった。1人当たりGDPに13億人をかければ結果は大きくなるし、逆に13億人で割れば小さくなる。大騒ぎすることはない。ただし、外交的なインパクト、軍事力など総合的な国力で計算すると、やはり影響は大きい。特に政治的なインパクト、サミットなどのグローバルな場において、

中国の発言力は強まるだろう。

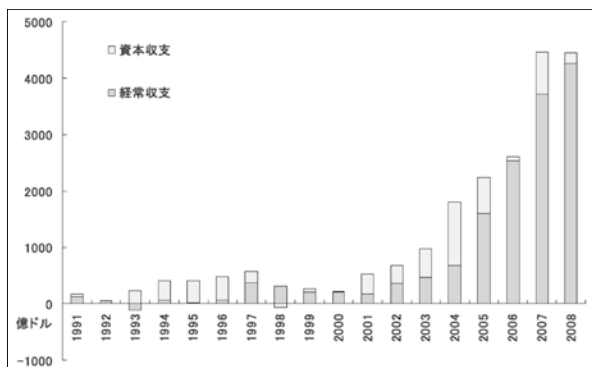
成長率8.7%というのは速報値であり、おそらく3月に全人代が開かれる頃になると確定値が発表される。われわれが中国に行って感じる体感温度、たとえば、エネルギー消費の弾性値を計算してみると、2009年の成長率は8.7%で止まらなかったと思う。全体的には9%を少し超えているはずだ。では、2010年の経済成長率はどれ位なのか。これは最後にとっておこう。

そうした中で、中国経済の部門別、セミマクロのレベルで若干、問題点を指摘していきたい。

モンゴル、韓国、ロシアも共通した体質として、まず、対外依存度が非常に高いことがある。そのなかで中国は際立って対外依存度が高い。図11にあるように、資本収支と経常収支を合わせた国際収支は近年、恒常的に黒字化していて、しかも黒字のスケールが拡大している。このデータから何が読み取れるかということ、中国の黒字の後ろに世界経済の赤字があることだ。アメリカ、ヨーロッパ、多くの国が貿易赤字を抱え込んでいる。こういうマクロ経済のインバランスを是正しないと、今後、世界経済の持続的発展は非常に難しく、不安定な経済になっていくだろうと考えている。

国内経済はどうか。8.7%成長の理由の一つは、政策的に過剰な流動性が作られたことだ。2008年の銀行ローンは5兆円未満だったが、昨年はその倍ぐらの銀行ローンが商業銀行から出てきた。中国の商業銀行のメガバンクは4行あって、いずれも国有銀行だ。国有セクターが中国経済の大黒柱だったとすれば、まさにこの過剰流動性を大黒柱たちが作った。これだけの流動性を放出すれば経済は当然成長するが、その延長線上には、大型国有企業を中心とした過剰投資、過剰設備、将来的には不良債権が出てくる。これはどこかの国の失われた10年そのものである。中国は2010年、このオーバーローンを是正しなければいけないことをまず指摘したい。

図11 中国の経常収支と資本収支



経済成長を牽引した二つ目の背景は、4兆円(約56兆円)の財政支出を行ったことだ。この4兆円の財政政策をどう評価するか。ポジティブな面としては、経済成長を押し上げる効果が非常に高いことがある。

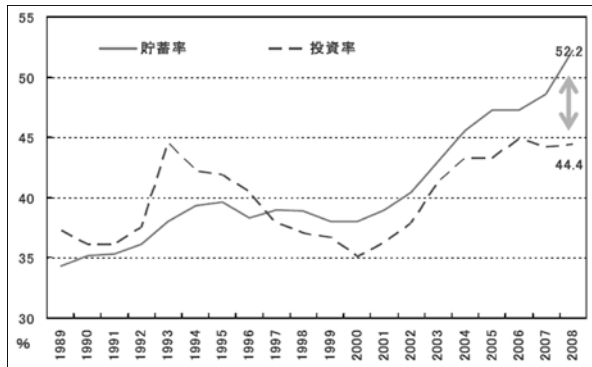
ネガティブな面では、財源の配分がきわめて非効率的、非生産的なことがある。財政支出はまず2008年11月9日に発表され、この時期は全人大も開かれておらず、公共工事、住宅が中心だった。2009年3月の全人大が開かれたときにいろいろ批判があり、若干見直された。しかし決定的に二つの弱点があった。一つは雇用促進が入っていないことで、失業者、労働者の再就職をケアするための職業訓練への財政支出が入ってなかった。二つ目は、産業構造の転換という意味で、サービス業を刺激するような財政支出が入ってなかった。今後の中国経済を支えるのは製造業ではなく、サービス業だ。サービス業が内需を振興し、雇用を作り出す。

何より心配なのは、財政支出がこれによって緩んでしまう点だ。中国の市場経済は大きく成長したが、ひとつの弱点として、ガバナンスが利かないという点が正直なところある。カバナンスがないと、たとえば2009年の財政赤字は3%ぐらいになるだろう。EUの基準でみるとぎりぎり危険水域だが、日本に比べると、中国の財政赤字は微々たるもので心配はいらないと考える方もある。しかし中国の発展段階から考えれば、一人当たりのGDPが3,000ドルを超えたところで財政赤字を一気に拡大させるというのは、けっして良い政策ではないであろう。

中国の経済構造は未だに製造業を中心に設備投資をして成長する。結果的には経済成長をしても雇用が生まれなくなっている。2001年はピークで、10%の経済成長率で1,100万人の雇用が生まれた。最近では同率の成長率であっても、500万人しか雇用が生まれぬ。統計局が出している失業率(都市部の登録が許されている労働者の失業率で、実際の失業率はこれよりはるかに高い)で計算しても、成長と雇用の間ではほとんど相関関係がみられない。製造業は約49%のGDPに寄与しているが、24%の雇用しかつくり出していない。中進国や先進国の場合、第3次産業がつくる雇用は少なくとも5割程度なければならないが、中国は32%の雇用しかつくり出さない。そして、農業がGDPに寄与する割合はわずか1割だが、農民は全体の4割に達している。農業にある過剰労働力をシフトする先は、サービス業しかない。中国は今後、近代的なサービス業を育てなければならない。物流(流通)、金融、情報の三つだ。

中国経済は未だに投資主導の経済だ。図12で見ると、投資率が44%、貯蓄率が52%(そのうち28%が家計の貯蓄率、企業セクターの内部留保が約26%程度)ある以上、国

図12 中国の投資率と貯蓄率 (GDPベース)



出所) 中国国家统计局

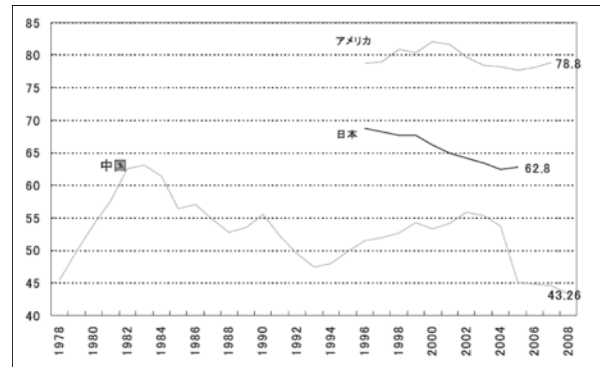
内で消費されず、結局は輸出に向けざるをえない。そうすると、マクロ経済の対外部門でインバランスがどんどん拡大する。なぜ中国の家計は貯蓄が好きなのか。貯蓄が好きな人はそれほどいなくて、おそらく貯蓄せざるをえないというのが圧倒的に多いだろう。

中国は一刻も早く消費を拡大させなければならない。その薬は、労働分配率をあげることだ。労働分配率は一年間のGNI(国民総所得)を分母にし、全人口に対する賃金支払いの合計が分子で示される。アメリカの労働分配率は79%、日本は90年代後半までは68%程度で、最近では62~63%にまで下がり、連合が労働分配率を上げると叫んでいる。それに対して中国の労働分配率は、図13のとおり43%しかない。なぜ、労働分配率が低いのか。労働組合が機能していないからだ。中国では春闘というのはいない。労働組合の組織は存在するが、ストライキはできない。少なくとも労働分配率を5割ぐらいに上げないと、消費が増えるわけがないだろう。

2010年の中国の経済成長率はどれくらいになるだろうか。大きな政策ミスがなければ、おそらく10%前半の成長になるだろうと思う。一つは潜在成長率の考え方で、もう一つの需要サイドをみても、たとえば万博の入場者数が当初7,000万人とみられたものが、最低1億人は入ってくるだろうと発表されている。2010年は今年の余韻が残って成長が続く。

では、いつ経済成長が若干調整されるだろうか。私は2012年が一つの山場になるだろうと思う。なぜかという、

図13 中国の労働分配率



(注) 労働分配率は労働者報酬を名目GNIで除したものとする  
(資料) 中国国家统计局、通商白書(2008年、経済産業省)

まず中国にとって政権交代の年だ。政権交代すると、権力構造が若干不安定化する。また、過剰投資が行われがちだ。しかし今までとおり過剰投資をやってしまうと、非常に不安定化する。二つ目は、たとえば2008年のオリンピック関連投資、万博関連投資、4兆円の財政支出などの投資が2010年にはほぼ一巡する。経済を牽引する原動力が弱まるはずで、新たなプロジェクトを立ち上げなければいけない。三つ目は、一人当たりのGDPが3,000ドルを超えた。途上国にとって3,000ドルは臨界線であり、4,000ドル、5,000ドル当りで調整期を迎える。

2012年という山場を無難に乗り越えるには、どういうやり方があるだろうか。一つは、日本ではバラまきと批判されたが、政府からいろんな生活補助金がある。2009年末、定年退職者の年金が10%上げられた。こういうものを続々とやる。

それ以上に、今まで30年間、市場経済改革に専念してきたならば、これからの30年間は何をやるべきか。やはり政治改革である。少なくとも末端の郷レベルで選挙をやらなければならない。政治改革をうまく進められれば、ソフトランディングのシナリオとして、タイやマレーシアのように一応民主主義の制度が確立する。ハードランディングの可能性も残っていて、フィリピンやインドネシアのように財閥と結託する政治腐敗、都市部のスラム街、格差拡大、テロもある。中国の今の社会はこれらのファクターを含んでいる。是非とも今後30年間は政治改革にフォーカスして、より透明な、より公平な社会を作っていただきたい。