

経済の強靱性を高める 強いアジアの域内貿易と投資

アジア開発銀行 (ADB) チーフエコノミスト
澤田康幸



私どもの『アジア経済統合報告書 (The Asian Economic Integration Report)』という年次報告書の内容をまとめながら、北東アジアの課題をいくつか例示する形で話したい。

その中身に入る前に、基本的な5つのポイントを示す。第1のポイントは、世界経済全体の経済成長の60%以上がアジアの成長によって説明され、アジア太平洋地域は間違いなく世界経済の機関車と言える。アジアの貿易成長はここ1、2年力強く底堅く、世界経済の成長を支えている。アジアの貿易関係はアジア域内の国々のつながりが非常に強いという特徴がある。

第2点として、アジア太平洋地域の国境を超えた金融取引は、アジア域内での取引が活発というより、アジア外、特に先進国との金融取引が多く、グローバルな部分が多い。

我々は、こうした域内の経済統合や非経済的な統合の状況について、多くのデータを集めて組織的に指標を作っている。これをアジア経済統合指標と呼んでいるが、第3のポイントとして、このようなシスマティックなデータからも上述の2つのポイントがバックアップされる。

昨年はアジア通貨危機から20年ということで、我々の報告書ではこの20年間にアジアの金融の強靱性 (レジリエンス) がどうなったかを見ているが、第4のポイントとし

て浮かび上がってきたのは、金融面での課題がアジア地域全体でいまだにいくつかあるということである。

アジアには短期的な金融問題、経済成長の変動、貿易の変動などをどうしていくかという短期的な課題があるが、もう少し中長期的に見ると、アジアには非常に膨大なインフラ投資需要がある。そのインフラ投資需要に応えなければ成長が減速してしまうという問題があり、いかにインフラ需要に応えていくかという課題がある。ここでPPP (Public-Private Partnership、官民連携) によってインフラ需要に応えていくことが非常に重要になってくるという第5のポイントがある。

以上の5点のポイントを3つのパートで報告したい。

最初のパートでは、アジア太平洋地域全体あるいは北東アジアの地域統合の現状と展望をデータで見ていきたい。ベトリ教授の講演の中で、地域統合が内向き志向あるいは保護主義的な傾向を克服する戦略として重要になってくるという話があった。そういう意味で、アジア太平洋地域や北東アジアの地域統合の現状と展望を見ていくことが重要だと思う。

2番目のパートは、アジア通貨危機後の20年を振り返り、アジア太平洋地域の金融的な取引関係、金融面での強靱性がどのように変化しているのか、現状の課題は何

かを述べる。

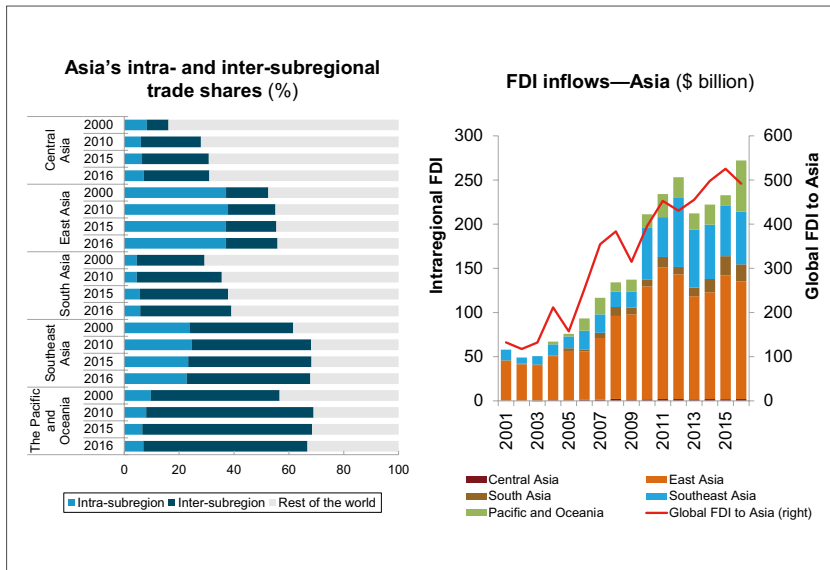
3番目のパートは、中長期的な課題として、アジアの成長を続けていくためには膨大なインフラ投資に応じていく必要があり、そのためにはPPPが非常に重要になってくるという話をしたい。

まず経済統合に焦点を当て、2001年と2016年のアジア域内の数字を比較する。例えば、アジアからアジアへの財・サービスの貿易関係は、2001年で53%だったものが2016年には57%にやや増えている。直接投資は47%から55%に高まっている。域内の比重が非常に高いことがわかる。金融面での域内比率を見ると、株式は12%から19%、債権投資も8%から15%と増えてはいるが、レベルとしては低い。大半の金融取引はアジアと域外との間で行われている。移民と送金はある程度、域内の比率が高いが低下しており、アジア外に移民したり、送金がアジア外から来たりする傾向になっている。

アジアの貿易は過去1、2年、非常に増えている。この背景には、先進国の経済パフォーマンスがかなりよくなっていることがある。特にユーロ圏、日本、アメリカの景気が堅調で、そのことを反映してアジアからの貿易も増え、アジアが世界経済を支える要因になっている。

図1の左側はアジアの貿易全体のうち域

図1 深まる域内貿易・投資関係



出所: Asian Economic Integration Report 2017

内、域外の比率を示している。中央アジア、東アジアなどのサブリージョンで見ても、域内の貿易比率が増えている。逆に、域外との貿易はどのサブリージョンも減る傾向にある。

図1の右側は、アジアに流入してくる直接投資 (FDI) のフローを示している。世界全体からアジアに流入してくるFDI、つまりアジアが企業の直接投資を引き付けている傾向がずっと続いている。また、アジアの中から他のアジアの国に対するFDIも増えている傾向もわかる。

他方、アジアからアジア外への債権投資が非常に増え、アジアで生み出された資金あるいは貯蓄が、アジアの内部で投資されるよりアジア外に出ていく傾向がある。株式投資についても同様の傾向があり、投資全体に占めるアジア内の投資比率が近年は減る傾向にある。

アジアの経済成長の活力は、どちらかという貿易関係が特に域内で進化していることにある。こうした域内貿易をいっそう推進していくには、2つのステップが必要になる。一つは、各国が貿易をよりオープンにしていくプロセスが必要で、その上にさらに域内の経済統合、貿易関係を進化していくということが必要になってくる。前者については、貿易投資の障壁を下げていくことが重要になってくる。後者については、域内でさまざまな制度のすり合わせをする、あるいは制度的な地域統合の関係を深めて

いくことが重要になってくる。

次に、アジア太平洋経済統合指標によって、アジア太平洋地域全体、北東アジアを含むサブリージョンそれぞれの統合指標を示す。

経済統合や地域統合は、いろいろな側面面でその姿を捉えることができるが、今回は6つの側面で地域統合を捉えた。第1は貿易と直接投資。第2の側面は金融と貨幣。第3はリージョナルバリューチェーン。例えばスマートフォンのいろいろな部品がいろいろな国で作られ、その部品を組み合わせる中で、貿易関係が一つの産業の川上から川下まで、一つの

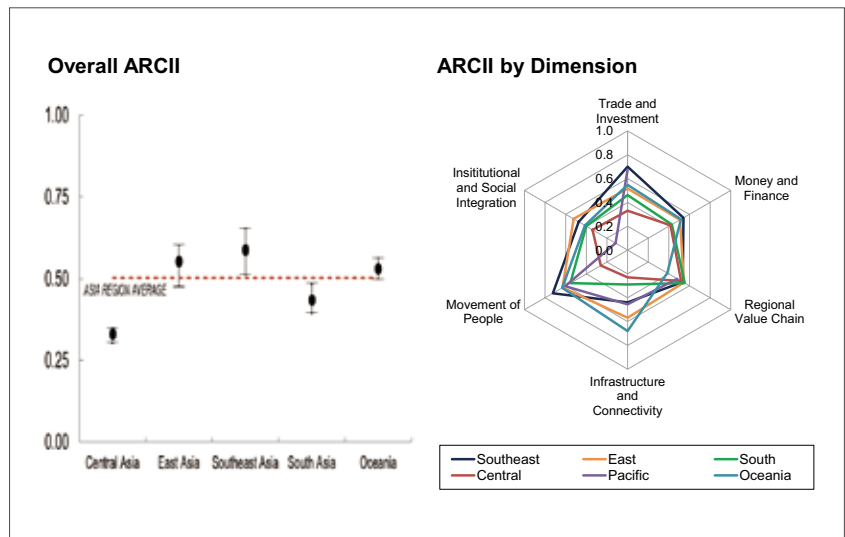
国で貫徹するのではなく、非常に複雑なサプライチェーンネットワークと呼ばれる関係によって網の目のように貿易関係が進化することがある。そうしたバリューチェーンが域内統合でどれくらい進んでいるか。

第4は国を超えたインフラがどれくらい進んでいるか。第5は人々の移動という側面での地域統合がどれくらい進んでいるか。第6に制度的あるいは社会的な地域統合がどれくらい進んでいるか。この6つの側面をさまざまなデータを組み合わせることによって数量化し、地域統合の姿をデータで示す(図2)。

左側は、6つの側面と26のデータを組み合わせることで構築された総合的な地域統合指標を各サブリージョンで示した。東南アジアが全体として地域統合が進み、2番目が東アジアとなっている。その次にオセアニア、南アジアが続く。最も地域統合が遅れているのが中央アジアとなっている。右側の6つの側面で見ると、東南アジアは貿易投資と人々の移動でかなり統合が進んでいる。東アジアは全体としてバランスはいいが、統合度は比較的遅いとどまっている。東アジアには中国、香港、日本、韓国、モンゴルという国・地域が入っているが、これにロシアを加えて若干修正したものを見ても、結果は同じ順になっている。

次に、サブカテゴリーごとに見るとどうか(図3)。貿易・投資では東南アジアで非常に地域統合が進み、北東アジアはそれに比べると遅れている。バリューチェーン

図2 アジア太平洋地域の協力・統合指標



出所: Asian Economic Integration Report 2017

も東南アジアが比較的高く、北東アジアも比較的良好だが、レベルとしてあまり高くない。人々の移動も東南アジアは高く、北東アジアは若干遅れている。金融の統合を見ると、北東アジアが一番高く、東南アジアがその次になっているが、アジア全体の統合度は低い。逆に言うと、北東アジアでも生み出された富が域内で投資されるのではなく、域外に流出していると言える。インフラのコネクティビティ（連結性）は、オセアニア、ニュージーランド、オーストラリアが進んでおり、その次が北東アジアとなっている。それからインスティテューションとソーシャルインテグレーション（貿易協定や投資協定があるか、大使館があるか、言語等の相似性があるかなど）では、北東アジアは比較的結びつきが強いことがわかる。

もう少し客観的に、アジア全体としての統合度を判断するために、アジアと他の地域を比較すると、全体の統合指標ではEUが断然高く、アジアはその次、それからラテンアメリカ、アフリカが続く。部門別に見ると、EUはほぼ全ての側面で統合度が高いが、貿易と直接投資の側面についてはアジアがEUよりも若干高くなっている。しかし、アジアはその他の側面で遅れをとって

おり、特にインフラのコネクティビティはラテンアメリカよりも若干遅れ、金融ではアフリカより若干遅れている。

パート2として、アジア通貨危機後の20年について、3つのポイントで話したい。まずアジア全体として、金融面での構造的な弱さや新しい課題が浮き彫りになっている。第2のポイントは、いろいろな制度上の政策のギャップがあり、それが金融的な脆弱性につながっている可能性がある。それを踏まえて第3のポイントは、アジアの政策担当者は強い警戒心を持った立場で金融改革をやっていく必要がある。

第1の構造的な弱さについて、アジアの新興国全体で企業の投資がどういう形で資金調達されているかを見ると、銀行融資が最も大きく、次に株式、債権の順になっている。もう一つの側面は、アジアにおけるドル建ての借入比率がかなり高く、それがアジア通貨危機の一つの問題だったという議論があるが、その状況が20年経っても変わっていない。ドル建てで借りていること、銀行借入で借りていること、この2つのミスマッチの問題がまだアジアで広範にみられる。

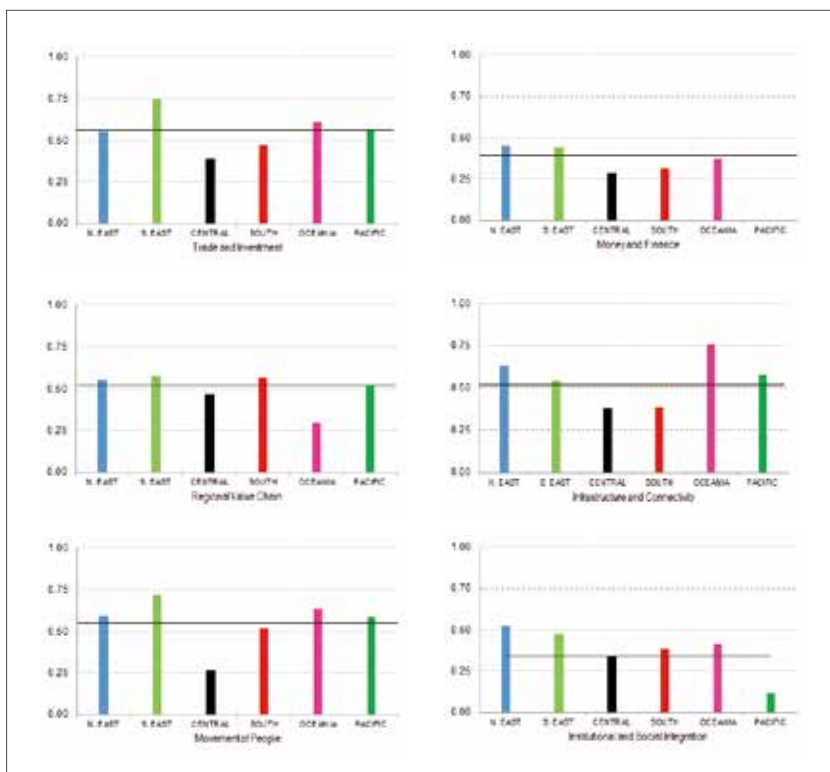
また、新しい課題として浮き彫りになっていることがある。アジアの民間セクターの債務（企業債務と家計債務）をGDP比で見ると、中国では企業債務の比率が非常に高く、それが増える傾向にある。韓国を見ると、民間世帯の債務が非常に大きくなっている。直近で、中国の企業債務のGDP比率が166%、韓国の世帯債務は90%を超えている。マレーシアやタイも韓国のようなパターンをたどっている。お金を借りること自体は問題ではないが、問題になるのは借りたお金が返済不能になることだ。不良債権の額を総融資額で割った不良債権比率が、アジア通貨危機以降は下がる傾向にあったが、直近の数字を見ると、中国、インド、バングラデシュ、インドネシア、モンゴルなどで増える傾向が見受けられる。

このようなことから3つの課題が考えられる。一つは、アジア域内の金融の結びつきが弱いまがグローバルな方に結びついていき、域内での金融統合があまり進んでいない。過去20年間そうした状況なのではないか。2つ目は、先進国の金融とリンクすることは、実は先進国発のさまざまなリスクがアジアの新興国に波及する部分が増えている可能性がある。3つ目に、不良債権比率が増える傾向がやや見られ、マクロ政策もそうしたリスクを考えて慎重な政策を取っていく必要がある。

この3つの課題について、もう少し詳細なデータから何がみられるかを紹介したい。1番目のアジアの金融と域外との結びつきが増えている様子を、金融市場で見たネットワーク図がある（図4）。いろいろな国・地域の間でどれぐらい金融取引が深まっているかを実際のデータから図示したもので、6つの期間に区切っている。左上のアジア通貨危機前はあまり密ではなかったが、上中央のアジア通貨危機の間に各国・地域の間で金融取引が深まっている。下中央の世界金融危機の間も同様で、危機が起こると国境を超えた金融取引が活発になることがわかる。全体として、過去20年間に域外との金融取引が非常に深まっている。

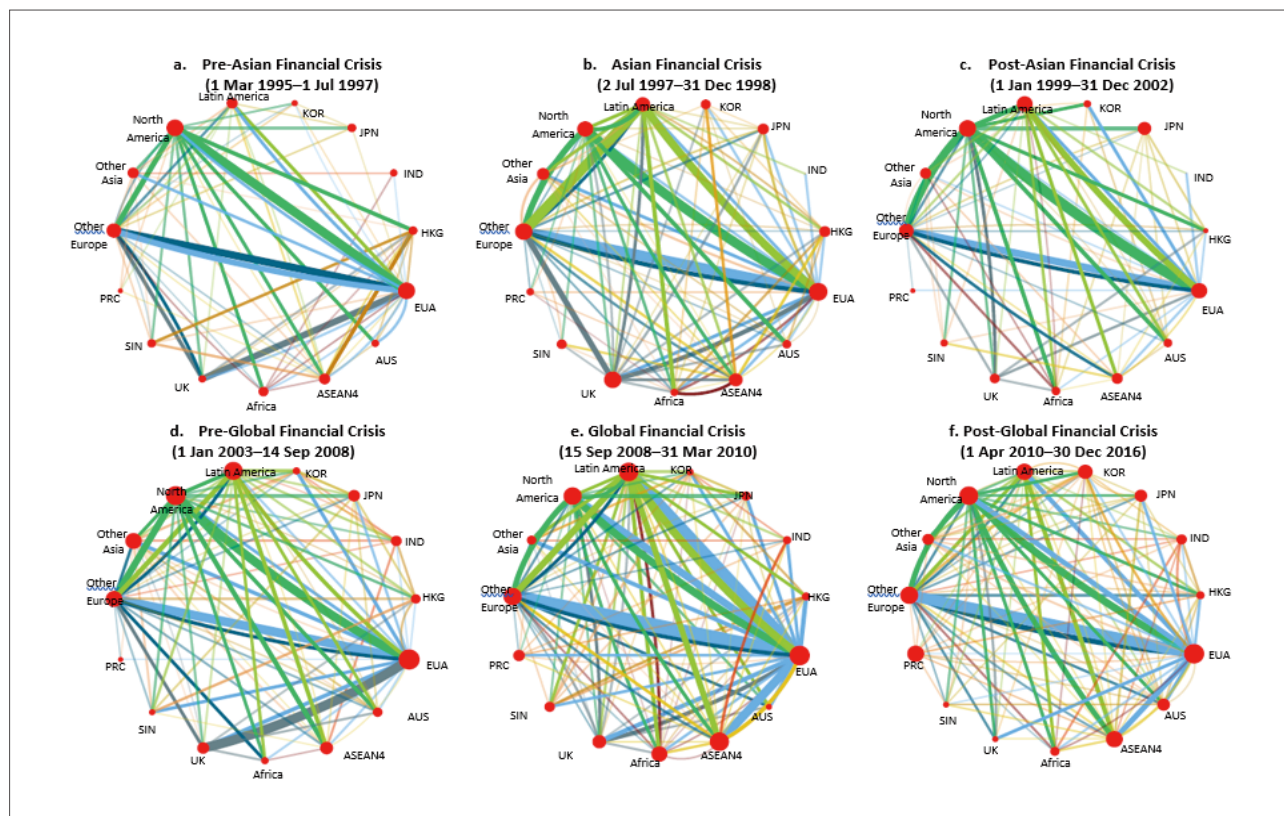
2つ目の先進国発のリスクが途上国に波及するのではないかとということについても、2008年の世界金融危機の時期に国外の銀行から借りている新興国ほど、その国からの資本流出が進むことが分析されている。

図3 部門別の統合状況



出所: Asian Economic Integration Report 2017

図4 アジア金融市場と世界との結びつき



出所: Asian Economic Integration Report 2017

3つ目の不良債権比率がマクロ全体にどのような影響を及ぼすかについても、データで分析されている。不良債権が3.5%ポイント増えると、信用の伸びが4%ぐら下がると、銀行は体力が弱まるので貸せないことになり、マクロ経済にも悪影響を与える。不良債権比率が3.5%ポイント増えると、失業率が0.2%ポイント増え、GDPが0.4%ポイント下がる。金融市場を超えて実体経済に悪影響を及ぼすことも確認できる。

このようなことから、いくつかの政策示唆が得られる。まず、マクロプルーデンス（金融システム全体のリスク把握を重視して安定性を確保する）政策がより重要になってくる。第2に、銀行からドル建てで借りるダブルミスマッチの問題を克服するために、自国通貨建てで債権市場の取引を増やすことが中長期的に重要になる。第3に、域内・域外との金融的な結びつきが増えることで国外からの金融リスクが波及してくることに對して、頑健な金融規制を考えていく必要がある。第4に、アジア域内ではチェンマイニシアチブがあるが、そうした域内全体としての金融セーフティネットをきちんと考えていく必要がある。

第3のパートは、中長期的な課題としてTPPを推進することが鍵になってくることについてである。アジアは順調に成長を遂げており、2017年4月に我々は成長率5.7%というアジアの経済見通しを出したが、その後、当初の予測よりもパフォーマンスが良く、6.0%まで引き上げた。この成長を続けていくためには、非常に膨大なインフラ投資が必要になってくる。アジアの成長のモメンタムを続け、貧困削減のトレンドを維持し、さらに気候変動の緩和策・適応策などパリ協定のグローバルなコミットメントに対応するためにも、インフラ投資は非常に重要になる。我々は昨年、これからの15年間で26兆ドルの投資が必要という推計値を出した。1年に直すと1.7兆ドルとなる。アジア太平洋地域全体で1.7兆ドルのインフラ投資をしていかないと成長は減速し、気候変動に対しても有効に対応できなくなってしまう。アジア太平洋地域全体で1.7兆ドルだが、ロシアを含まない東アジア全体では1年間に大体1兆ドルの投資が必要だということになる。この1.7兆ドルを現在の実際の投資額と比較すると、およそ5000億ドルから8000億ドルぐらいの投資が足りていない。これを

どうやって増やしていくか、その資金調達をどうするかが課題になる。その穴埋めをしないと、アジアの成長は減速し、世界全体の成長も減速し、気候変動にも対応できない。1.7兆ドルのうちエネルギーセクターが約1兆ドル、運輸セクターが約6000億ドル、その他がICTセクター、ウォーターセクターで、エネルギーと運輸部門に膨大なインフラ投資が必要になってくる。

現状の投資から足りない5000億ドルから8000億ドルを調達する方法は、大きく分けると2つしかない。一つは公的なインフラ投資を増やすこと、2つ目は民間のインフラ投資を増やすことである。公的なインフラ投資を増やすためにはどうしたらいいか。それには各国が財政改革あるいは税制改革をやることだ。歳出を圧縮し、歳入を増やすことで財政のスペースを拡大し、増えたスペースをインフラ公共投資として使っていく。しかし我々の試算によると財政スペースの拡大には限りがあり、足りない部分の4割ぐらしか調達できない。残りの6割は民間の資金を何とかして引き付けることが必要になってくる。

このように、毎年3000億ドルから6000億

ドルぐらいの民間投資がアジアのインフラに向かわなければならぬ。そこで組上に上がってくるのがPPPになる。実際のPPPプロジェクトの数を見ると、アジア地域ではこの四半世紀で非常に増えている。特に東アジアのPPPが多く、ここ10年ぐらいは南アジアが増えている。他方、東南アジアはあまり増えてなく、逆に言うと、東南アジアではPPPの伸びしろがあると思われる。分野別ではやはりエネルギーセクター、運輸セクターでPPPが実際に行われてきた。

アジアは非常に成長率が高く、収益性の高いインフラプロジェクト、渡辺理事長の講演にもあったバンプルなプロジェクトを発掘できる可能性がある。そこに民間の資金をどうやって持ってくるかといえば、年金基金等の機関投資資産が先進国に膨大にある。いろいろな数字があるが、70兆ドルから100兆ドルぐらいの資産があるという。先進国はゼロ金利、あるいはマイナス金利であり、収益性の高い投資機会を探している状況だ。この状況を考えると、収益率が高くなる潜在性を備えているアジアのインフラにグローバルな資産を持つていくことが、アジアのインフラギャップを埋めることの大きな鍵になると言える。

アジアのインフラプロジェクトは潜在的に収益率が高いが、同時にリスクも高い。リスクが高いことで、実際には資金が流れてこない。資金が流れてこないリスクをどうやって軽減するか。信用補完あるいは信用保証といったスキームをうまくインフラプロジェクトの中に組み込み、それによって先進国の資金、民間の資金を引き付けることが重要

になってくる。

ADBや世界銀行などの国際金融機関も直接、途上国や新興国のインフラプロジェクトに長期低金利の融資をしている。ただし絶対的な額で見ると、国際金融機関のインフラ融資はアジア太平洋全体の2.5%ぐらいしかない。もちろん直接的に融資することも重要だが、国際金融機関の重要な役割は、信用補完のような制度的な枠組みを提供することによって、民間の資金がアジアのインフラに回りやすくなることだと考えられる。

PPPは民間の資金を引き付けるための有効な手法であるが、万能薬ではない。これまでのPPPプロジェクトのデータにより、どのような要因でPPPが成功し、あるいは失敗するのかを統計的に解析することができる。過去25年間で、アジアでは416億ドルのPPPが、一度はコミットはされたが最終的にプロジェクトとしてキャンセルされた。これはPPP全体の6.3%に相当する。6.3%の失敗したプロジェクトと93%の成功したプロジェクトは何が違うのか。それを統計解析した結果、大きく分けると4つの要因がある。

第1は、プロジェクト自体の質に関わる要因である。特に到達の透明性がPPPの成功に大きな役割を果たしている。また、リスクを削減する仕組みが入っているか、特に国際機関が関与して信用補完のようなスキームが入っているかどうか成功の鍵になっている。第2は、PPPを実施するに当たって制度的な環境が整っているか、特に受入国の側で独立したPPPのユニットがあ

るかどうかがPPPの成功に強く関わっている。第3は、マクロ経済環境において、その国の成長率が高い、その国全体の債務のGDP比率が低く抑えられていることなどがPPPの成功につながっている。第4は、より広い環境において、法制度が整っているか、統治がきちんとなされているか、汚職が抑えられているかなどもPPPの成功の鍵になっている。

最後に3つのポイントを申し上げたい。

第1に、アジアは貿易・直接投資では非常に統合が進んでいるが、金融の統合、特に北東アジアについて言えばインフラの統合、制度的・社会的な統合に改善の余地がある。

第2点に、アジア通貨危機後の20年間で金融的な強靱性が増しているかどうかについては、いまだにドル建ての銀行借入が非常に大きく、いわゆるダブルミスマッチの問題が潜在的に存在する。域内と域外との金融取引が多く、特に先進国発の金融ショックが波及するリスクも増えているように思われる。そうしたものを未然に防ぐ仕組みが今後も重要になってくる。

第3に、中長期的な視点として、アジアの成長や気候変動への対応を考えると、インフラ投資が非常に重要になってくる。しかし現状ではインフラ投資が十分に調達できていない。今後も民間の資金を引き付けるようなさまざまな仕組みが必要になってくる。PPPもそうだし、国際機関も民間資金をアジアに引き付ける重要な役割を果たす。