



PACIFIC  
ECONOMIC  
COOPERATION  
COUNCIL

Macroeconomic Management under Debt Workouts  
in the Pacific Region  
*A Japanese Translation of Overview*

# 太平洋地域における債務処理下での マクロ経済運営

(概観)

太平洋経済展望構造問題部門・報告書 (抄)

太平洋経済展望構造問題部門  
Pacific Economic Outlook Structure Project

国際コーディネーター 高阪 章  
(大阪大学大学院国際公共政策研究科教授)

太平洋経済展望 (PEO) 日本委員会

Japan Committee for Pacific Economic Outlook

財団法人 関西社会経済研究所

Kansai Institute for Social and Economic Research (KISER)

## 目 次

太平洋地域における債務処理下でのマクロ経済運営<概観> .....	1
1. はじめに .....	1
2. 資産価格崩壊とマクロ経済調整 .....	2
3. バブル崩壊と部門別バランスシート .....	5
4. バブル崩壊後のマクロ経済運営 .....	9
5. その後のバランスシートの進展 .....	12
6. 2000年のITバブル崩壊 .....	14
7. マクロ経済政策への含意 .....	16
参考文献 .....	18
付 表 .....	21
PEO構造問題部門の活動について .....	24
各国／地域の執筆者・専門家 .....	26
太平洋経済協力会議（PECC）の概要 .....	28
太平洋経済展望（PEO）の概要 .....	30
財団法人関西社会経済研究所の概要 .....	32



# 太平洋地域における債務処理下でのマクロ経済運営（概観）

太平洋経済展望構造問題部門（PEO/Structure Project）

主査：高 阪 章

## 1. はじめに

金融グローバル化のもと、世界中で以前より頻繁に金融危機が起こっている。1980年代末の米国における貯蓄金融機関の破綻、1990年代の日本における不良債権問題とその後の長期デフレ、1997年の東アジアの通貨・金融危機、新興市場の一部における公的債務の返済不履行など、数え上げるのは容易である。このように、頻発する金融危機に伴う「債務処理debt workouts」は太平洋地域に共通の深刻な政策課題となった。

債務処理は、それ自体が政策課題であるだけでなく、いろいろな面でマクロ経済運営を制約する。すなわち、国、政府、銀行、（非金融）企業、家計など、様々なレベル・部門でバランスシートが悪化すると、それが他のレベル・部門にスピルオーバー（飛び火）し、ついには経済全体へと雪だるま式に拡大する。それは金融政策や為替調整政策の制約要因となるし、財政政策発動の余地を小さくしてしまう。

これらは太平洋地域で実際に近年起こったことに他ならない。この痛い経験から何を学び、その再発を防ぐためにはどのような対策が必要なのだろうか。本研究では、金融危機後の経済調整プロセスの中で、金融部門、非金融部門のバランスシート改善努力がどのように財政金融政策などマクロ経済政策を制約してきたのか、そして、これらの制約をいかに克服し、マクロ経済安定を達成すればよいのかを検討したい。

先進国についてはバブル崩壊、すなわち資産市場ショックに、どのようなマクロおよび構造政策のポリシー・ミックスで対応してきたのかを論じる。先進国であれ、新興市場であれ、債務デフレの状況ではディスインフレーションは時として景気回復を妨げる。危機後の東アジアではインフレ・ターゲティングは固定為替レートに代わる新たな名目アンカー（名目価値を安定させるための指標）を求める工夫と考えることもできる。東アジアの景気回復プロセスは、危機国であるか否かに関わらず、共通して積極的財政運営と慎重ではあるがやや緩和的な金融政策という特徴がみられる。

ここでは債務処理だけではなく、部門ごとのバランスシートの変化とマクロ経済運営の相互作用にも注目する。すなわち、より一般的に言えば、資産市場の収縮とそのマクロ経済運営へのイ

ンパクトが関心事となる。近年組織的な債務処理問題を抱えていない経済でも、過去には資産市場の浮沈を経験しており、その結果としての景気後退に対処してきている。

1997年のアジア危機は通貨金融危機の原因、波及および解消のための新たな政策フレームワークの必要性を大きくした。とりわけ、同危機は、従来の途上国の経済危機の主因であるフローのインバランスではなく、法人企業、家計、金融機関など民間部門のストック（バランスシート）の問題が危機の核心であることを示した。程度の差はあれ、不十分な金融システムの監督および規制、貸出の質の危うさ、明示的あるいは潜在的政府保証によるモラル・ハザード、外貨建短期債務累積を導いた（事実上の）固定為替レートなどが指摘できる。

先進国と途上国を問わず、これらの金融構造、すなわちバランスシート上の資産負債の構成と規模は、景気循環および危機を含むブーム（急騰）とバスト（崩壊）boom and bustの源泉である。ここでは、太平洋地域の最近のブーム・バストのサイクル（好不況の循環）におけるバランスシート調整プロセスに注目し、その経験の要約と共有を試み、将来へのマクロ経済政策運営への含意を引き出すことを目的とする。とくに、部門別バランスシートと政策環境の構造変化とともに、バランスシート調整とマクロ経済変数の相互関係に特別の注意を払う。

## 2. 資産価格崩壊とマクロ経済調整

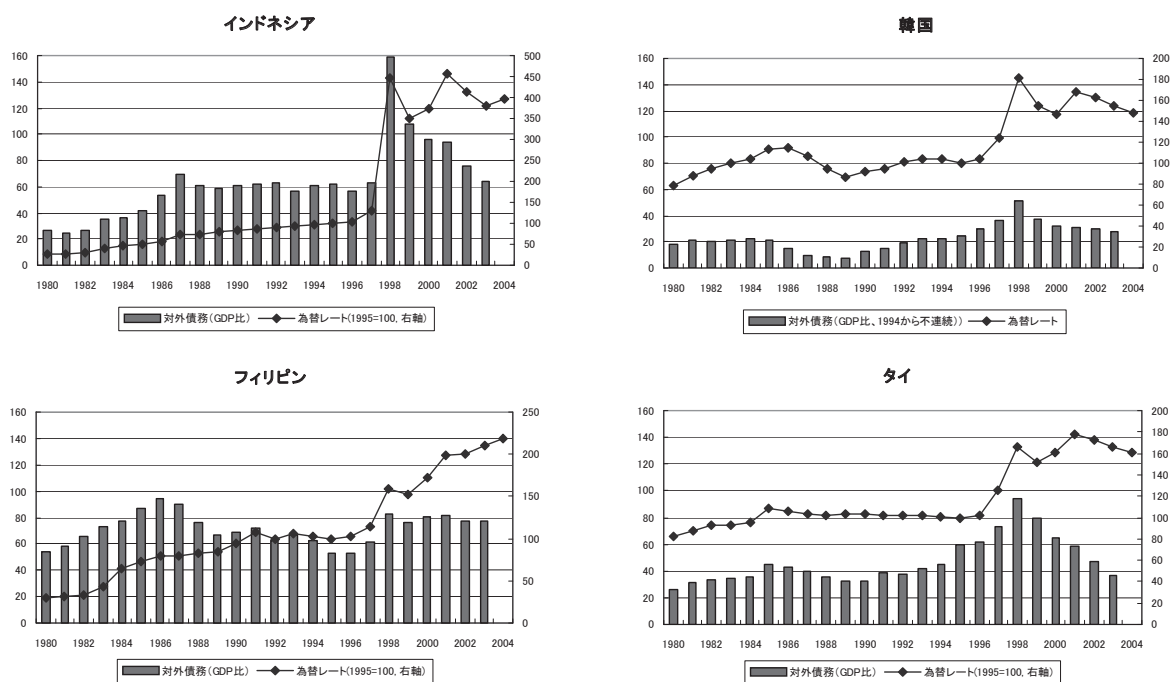
ここでは、1997年のアジア経済危機における新興市場と1990年代初めの先進国について、資産価格ブームの崩壊とそのマクロ経済調整との相互作用をレビューする。一国内の資産価格ブームと崩壊は資産間で連関している。一資産のブームは家計資産を増大させ、資産効果を通じて他の資産への需要を拡大するからだ。さらに、金融グローバル化によって株価の動きにおいてグローバルなシンクロナイゼーション（同調性）が加速的に高まる傾向にある。最近では、流動性の小さい不動産価格でさえ国際的シンクロナイゼーションを示しており、これは国際的な景気循環のシンクロナイゼーションの高まりのせいだと思われる。

資産価格崩壊は、しばしば経済活動水準の低下と金融不安定化を伴う。事実、株式と不動産は程度の差はあれ家計資産の重要な部分を占めており、他方、資本調達コストや借入のための担保を構成することから、企業の投資インセンティブにも関わる。さらに、為替レートも一種の資産価格であり、そのボラティリティ（変動性）は公私両部門のバランスシートを左右する。外貨借入と通貨ミスマッチが大きく、為替変動リスクがヘッジされていない場合にはことさらである。

1997年、太平洋地域の新興市場経済は深刻な通貨・金融危機に見舞われた。タイ・パーツが通

貨投機の攻撃を受ける前から、タイでは不動産市場のバブル崩壊によって企業および金融機関のバランスシートは悪化していた。資本フローの（流入から流出への）逆転は順次、東アジア中に広がった。同地域の事実上の固定為替相場制度は崩壊し、様々な部門において、為替リスクがヘッジされていなかったために突如ふくれあがった対外債務を通じてショックを伝播した(図1)。その後数ヵ月間、企業は破綻し、個人は職を失い、金融機関の不良債権が膨張した。相対的に健全だった財政収支は赤字化した、その一部は金融機関救済のためであり、また、他の一部は財政拡大によって国内需要を支えるためであった。

図1. 為替レートと対外債務：インドネシア、韓国、フィリピン、タイ

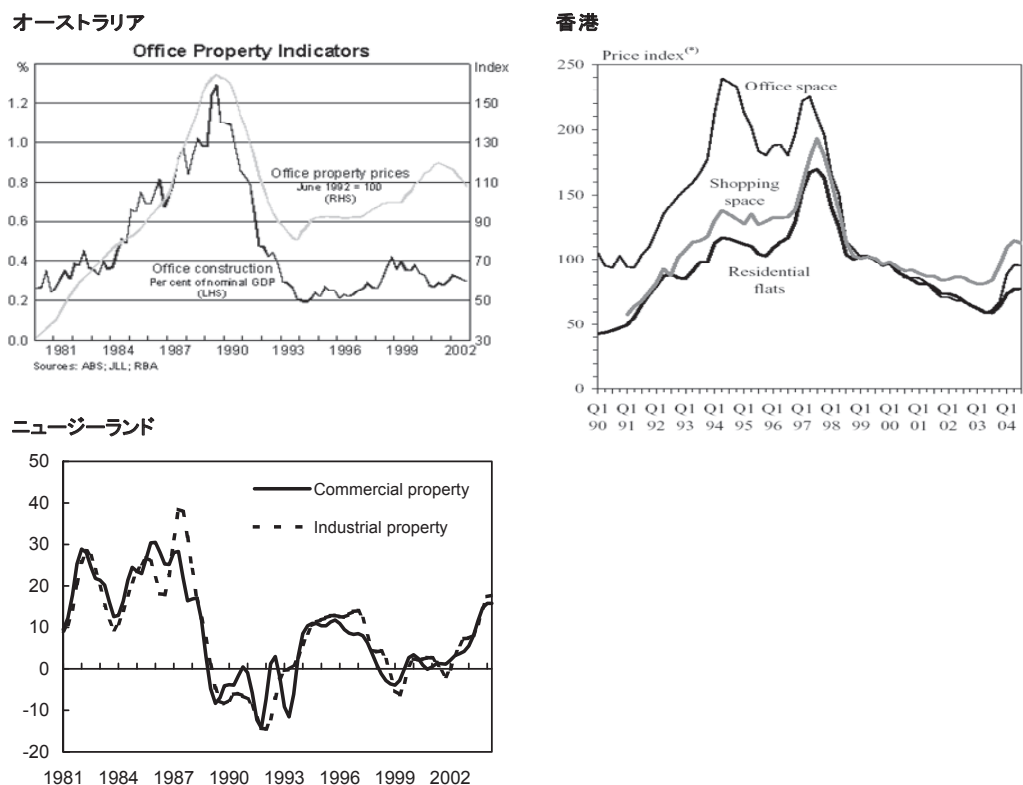


これら各経済の経験は、一つの部門のバランスシート問題がいかにして他の部門に波及していくのかを明らかに示している。当初の為替減価が為替リスクをヘッジしていない企業のバランスシートを悪化させ、債務返済困難に陥り、ひいては金融機関の不良債権累増を結果する。あるいは、金融機関自身がヘッジしていない対外債務によって返済困難に陥る。すると、銀行は自らの資本への影響を最小にするため、貸し付け全体を縮小し、返済能力のある企業に対しても信用を供与しない。そのため、公共部門は経済システム全体の破綻を防ぐための調整コストを債務発行で賄うほか選択肢はなくなるというわけである。

他方、1997年のアジア危機の香港経済に対する影響は他の東アジア新興市場ほど深刻ではなかったと言える。香港の場合、企業部門の借入れはそれほど大きくなかったし、金融部門は健全経営で、貸倒引当も手厚かった上、経済そのものが対外純債権主体で、外貨準備も豊富にあった。

しかしながら、危機は不動産市場に大打撃を与えた。不動産価格崩壊はすさまじく、香港経済をデフレ・スパイラルに引きずり込んだ（図2）。政府収入が不動産市場に大きく依存していたことも事態を悪くした。

図2. 資産市場価格：オーストラリア、香港、米国



体系的な金融危機のリスクは、破綻金融機関が实体经济に影響を与える限り、常に存在する。というのも、それらの機関は先進国と発展途上国とを問わず、金融および決済システムの中核を担っているからだ。実際、アジア危機に先立つ1990年代初めにはPECC先進国メンバー（オーストラリア、日本、ニュージーランドおよび米国）も、多かれ少なかれ不動産市場のバブル形成と崩壊に端を発する金融破綻を経験した（図2）。

1990年代初め、資産市場バブルの崩壊は破綻金融機関を生み出し、それが他の金融機関に連鎖的に波及した。この波及メカニズムは一見して伝統的なもののように見える。けれども金融グローバル化のおかげで、金融上の攪乱は、いまでは債券、株式、デリバティブ、外国為替の各市場など多数の経路を通じて拡散しやすくなっている。1997年のアジア経済危機は、危機の原因が国内要因なのか海外要因なのかといった区別をすることが無意味になったことを教えてくれた。

### 3. バブル崩壊と部門別バランスシート

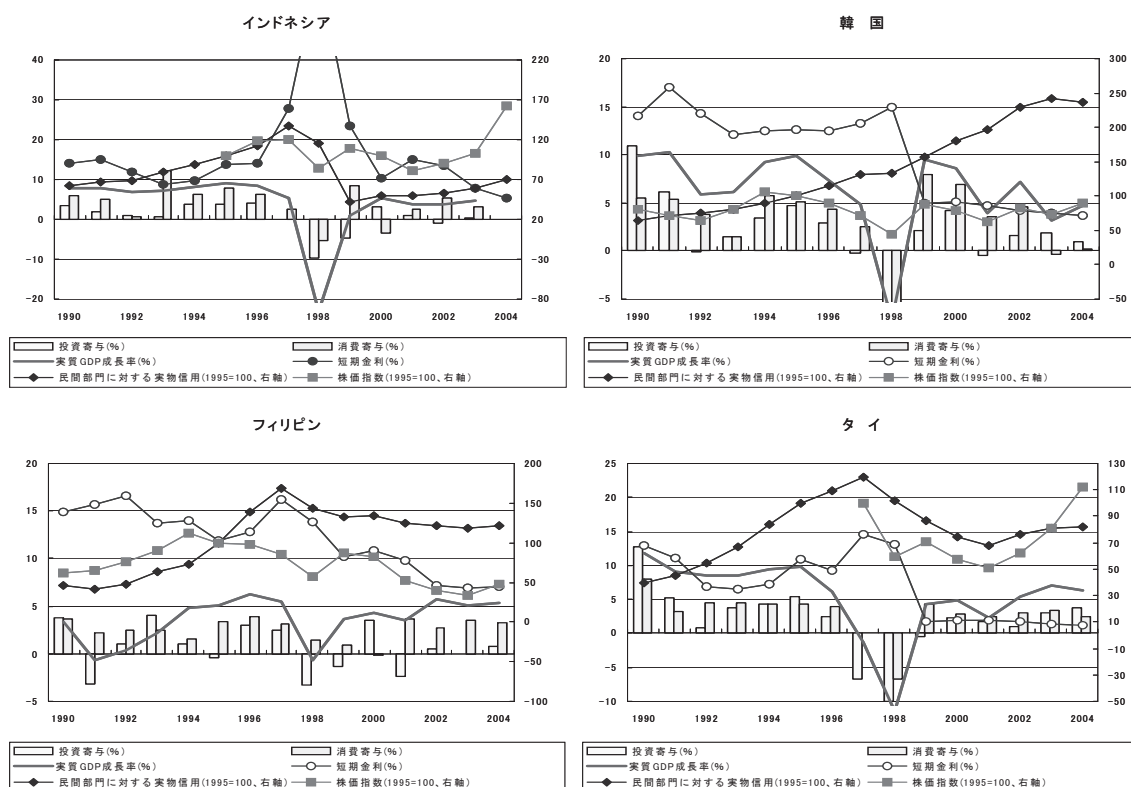
次に、上記2つのブーム・バスのエピソードから、企業、家計、金融、政府の各部門におけるバランスシートの動向を観察しよう。金融システムの発展段階の違いから、各部門の反応およびその結果としてのマクロ経済行動には類似性と相違とが見て取れる。

#### 3.1 企業部門

アジア危機が起こったとき、インドネシア、韓国、フィリピン、タイの法人企業部門のバランスシートは既に脆弱化していた。まず第1に、対外借入れのコストが当時は比較的良かったことから、多数の企業が外貨建債務を負った。さらに、過去数年間続いていた事実上の対ドル固定レートの下で通貨リスクは認識されていなかったため、その債務はヘッジされていなかった。第2に、企業部門は危機以前の資産市場ブームに乗って債務発行によってそのバランスシートを大幅に拡大した。危機直前の債務株式比率は各国とも歴史的な水準に達していた。このように、高い債務比率と過度の外為リスクがこれらの経済の共通した特徴であった。

危機はストック・フロー両面で企業部門に打撃を与えた。ストックについては、バランスシート効果は債務の急激な増大によって企業の支払い能力に打撃を与えた。フローについては、金融引き締め政策と国内需要の急減が、高金利、クレジット・クランチ（信用収縮）そして利益率の低下を通じて各企業を苦況に陥れた（図3）。結果的に危機前の膨張が大きいほど、各国の投資の減少が大きくなった。

図3. マクロ経済動向：インドネシア、韓国、フィリピン、タイ、1990-2004年



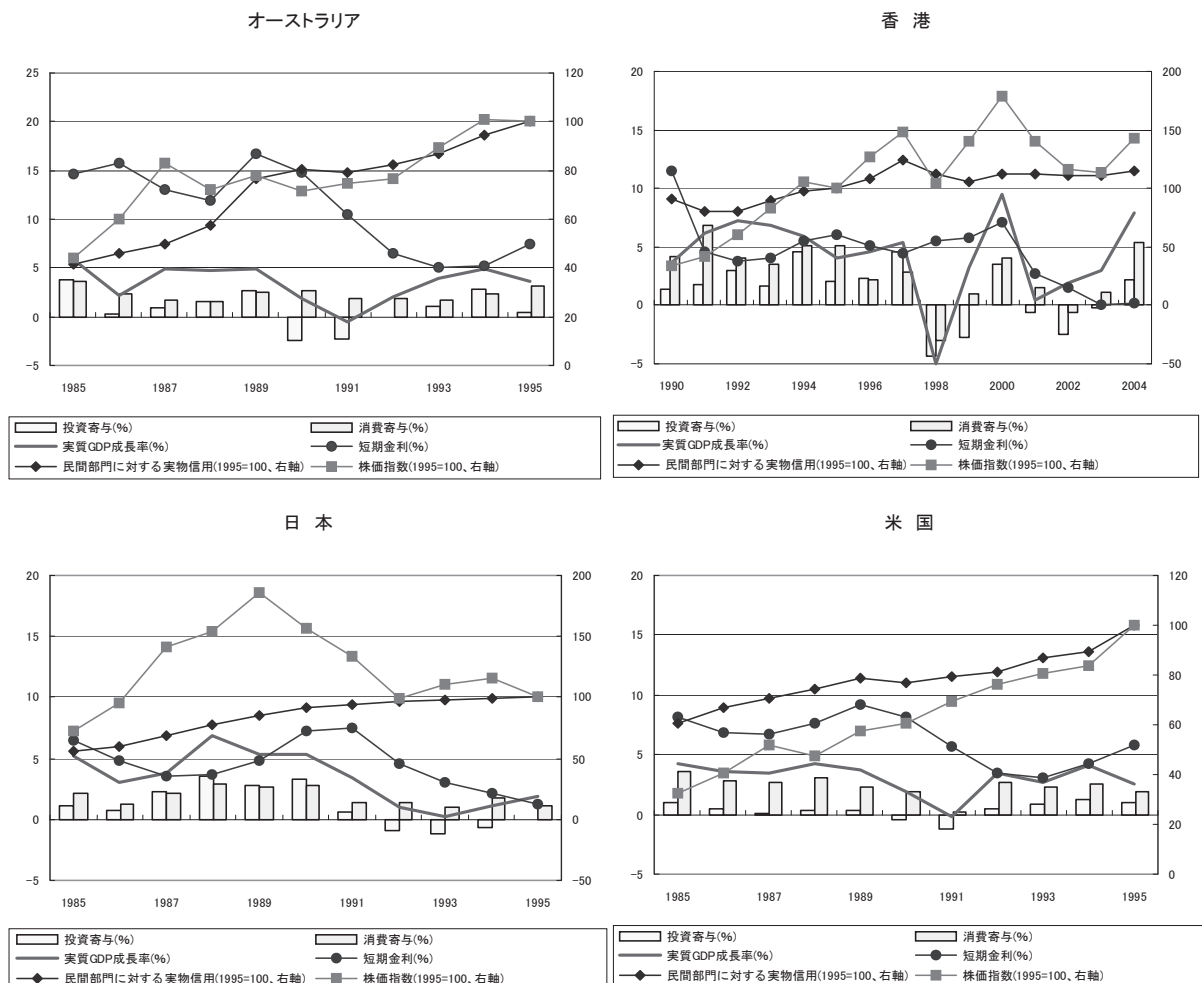


企業部門のバランスシート悪化は1999年までに沈静化し、流動性比率・金利カバー率などのバランスシート指標は利益率の回復を反映して改善の兆しが見えた。債務株式比率も株式市場の回復と利益の改善によって低下した。

他方、金融仲介の麻痺によって企業部門は他の資金調達ルート、すなわち資本市場や非銀行に資金源を求めることとなった。代替的資金源は金融仲介の完全な代替手段にはならないものの、資金調達ギャップを埋め、代替的な資金調達ルートの発達を導くものかもしれない。金融部門とは異なり、危機経済の企業部門は未だ大規模な対外債務を抱え、依然として通貨リスクにさらされている。

先進国の場合、債務は自国通貨建てで発行され、新興市場のような通貨ミスマッチによる債務負担の爆発的拡大はなかった。それでも、オーストラリア、日本、米国の1990年代初めの企業部門の債務水準は不動産バブル崩壊の前に歴史的な高水準まで上昇していた。アジア危機後の新興市場と同様、銀行は極めて保守的になり、程度の差はあれクレジット・クランチが発生した。企業部門は、あらゆる手だてを用いて債務削減による調整を余儀なくされ、投資を削減した(図4)。

図4. マクロ経済動向：オーストラリア、日本、米国、1985-95年、香港1990-2004年



### 3.2 家計部門

危機に先立つ10年間、インドネシア、韓国、マレーシア、タイの家計部門のバランスシートは、持続的なマクロ経済成長と構造的な金融規制緩和によって、拡大の一途をたどっていた。可処分所得の増大と資産価格ブームによって家計は拡大を享受した。家計は金融自由化の波に乗って貯蓄率を低下させ、債務を増大させた。

家計部門に対する危機のバランスシート効果は、企業部門に比べると相対的に小さかった。というのも、家計は海外から借り入れていないし、株式保有など資産価格のボラティリティへの脅威も限定的なものであったからである。とはいえ、危機は失業率を高め、可処分所得を低下させ、資産価格の暴落が幾分か家計のバランスに負の影響をもたらした。また、金利引き上げが債務返済負担を増大したことによって、家計消費は危機の翌年に急激に縮小した（前掲図3）。

1990年代初めには、P E C C先進国における家計の資産価格ボラティリティへの脅威は、新興市場よりは大きかったが、その後の期間に比べれば限定的なものであった。むしろ、資産価格崩壊によるマイナス効果とその結果としての実体経済の停滞はバランスシートおよび所得効果を通じて民間消費を縮小させたはずだ。けれども、その程度は、オーストラリアと米国の場合、小幅なものであった（図4）。

一般的に、所得に対する資産（株式や不動産）が大きいほど、それらの民間消費に対する資産効果は大きいものと考えられる。同様に、資産にしめる不動産のシェアが大きいほど、その消費に対する資産効果は大きいであろう。実際、不動産価格崩壊は株価崩壊よりも消費に対して大きな資産効果をもつようだ。これがまさに、1990年の日本、98年の香港で生じたことであった。

### 3.3 金融部門

不動産部門・金融部門とその他の経済部門の間での典型的な相互作用が、アジア危機の初発点となったタイのケースにみることができる。1990年代半ばの不動産ブームは持続的な経済成長と金融自由化によって油を注がれた。不動産部門は金融部門からの借り入れに大きく依存していた。また、B I B F（タイのオフショア市場）の設立を含む金融自由化によって、不動産部門の一部は、相対的に低水準の国際金利で海外において債券発行による資金調達を実施できた。その結果、不動産価格は急速に上昇し、これがさらに不動産部門が新規借入を得る担保ベースを提供した。このようにして、銀行、その他の金融機関は不動産部門の発展に深く関わってしまう事態となった。

不動産ブームと共に、金融部門の不動産部門への脅威は、不動産を用いる担保貸出の慣行によって自己実現的に、雪だるま式に肥大化した。ユーフォリア（熱狂）が消えてしまうと、金融機

関はバブル崩壊による大規模破綻を認識し、またその貸付債権に対する引き当てが極めて不十分であることに気づく。いまや、金融部門は自己資本ベースが毀損し、支払い能力を維持するためには大量の資本注入が欠くべからざる状態であることを知る。このような展開は日本を含む先進国経済にはなじみの深いものに聞こえる。これらとタイなど新興市場の事例間の一つの違いは、それだけでなく悲惨な状況に加えて、通貨ミスマッチを付け加えなければならない点だ。

実際、危機が不動産価格バブルから始まったにしろ、そうでないにしろ、一旦、外国資本フローの逆転が、対外債務への依存度が大きい、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、タイなどの新興市場で発生すると、通貨の大幅減価によって外国為替リスクが現実化し、債務返済が著しく困難になり、金融部門で不良債権が肥大化することとなる。金融機関は生き残りをかけて、できるだけ多くの債権を回収し、新規の信用供与を縮小する。もっとも、信用への需要自体も経済活動水準の大幅低下によって低下しているはずだ。

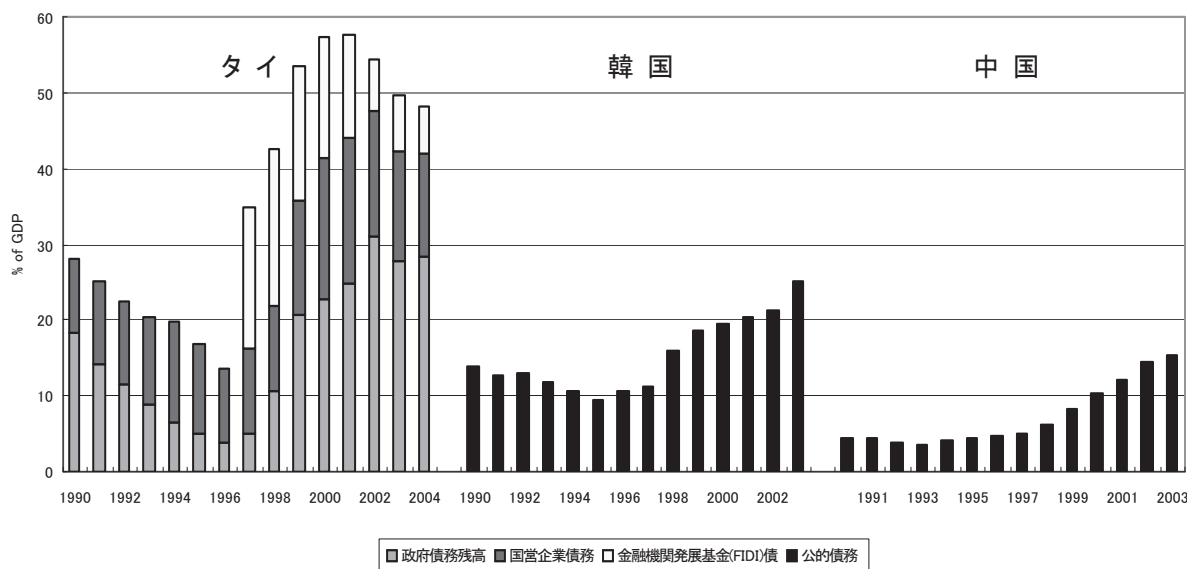
銀行破綻は、しばしば、過大評価された担保資産価値に基づく不注意な信用リスク評価の結果である。この点で、1980年代の先進国、90年代における発展途上国における金融規制緩和が重要な役割を果たした。金融規制緩和は競争の激化を予想させ、金融機関は急速にそのバランスシート拡大に走った。そして、不動産および信用市場の間の相互作用によってブーム・バスの自己実現的プロセスを招く。これが、1990年代初めにオーストラリア、日本、ニュージーランド、米国で起こったことである。不動産価格崩壊は、株価崩壊よりも金融部門に対して大きな打撃を与えることが示されている（IMF [2003]）。不良債権の増大とバランスシートの悪化に直面して、金融部門は信用供給を全面的に抑制し、それが今度は実物部門の停滞を導く。

### 3.4 政府部門

一般に、危機以前の危機国経済の公的債務水準は相対的に低かった。危機が広がるにつれて、政府は最後の貸し手的役割を果たすことを余儀なくされ、金融部門の巨額の損失を埋めるために公的債務は急激に累積し始めた。直接的財政負担には、金融機関の閉鎖のためのもの、債務返済能力の疑わしいものへの介入資金、返済能力の見込めるものへの公的資金注入、不良債権の管理などが含まれる。さらに、経済活動の急激な停滞に直面して、政府は国内需要を刺激するために財政赤字を余儀なくされ、1990年代末にかけて政府債務が累積することとなった（図5）。

中国は資本勘定を開放していなかったが、それでも金融グローバル化の下でアジア危機から無縁ではあり得なかった。誰の目にも過熱気味の経済成長が一段落すると、デフレ圧力が企業および金融部門を各々、過剰債務および不良債権累積に追い込んだ。金利引き下げと共に、政府は国債発行によって財政拡大を開始し、弱体な国内需要を支えた（図5）。

図5. 公的債務：中国、韓国、タイ



#### 4. バブル崩壊後のマクロ経済運営

次に、1997年アジア危機後のバランスシート調整期間におけるマクロ経済運営の問題を検討する。

##### 4.1 金融政策

「マクロ経済政策のトリレンマ（三重苦）」によって、インドネシア、韓国、マレーシア、タイのように自由な資本移動と固定為替レート制度の下では、自律的な金融政策目標達成は難しい。とりわけ1990年代前半、これらの経済への大量の外国資本流入は、旺盛な国内需要および産出成長の原因でもあり、結果でもあった。その結果、資本勘定黒字は経常勘定赤字を上回り、経常勘定赤字も豊富な国内貯蓄のために、とくに過大と言うほどではなかった。

金融政策当局は外貨準備増大によるインフレ圧力を不胎化しようとしたが、金融引締は却って対外借入を誘発し、企業金融構造と銀行ポートフォリオは悪化した。そして、金融引締がブームを終焉させると、資産価格は崩壊し、資本勘定の逆転が起こって、通貨危機に発展した。

為替レートの変動相場制への移行や切り下げに追い込まれると、それは危機国に次々と広まって行き、企業部門、金融部門のバランスシートは大幅に毀損し、そのために金融政策の効果はますます限定的なものとなり、新たな政策ジレンマを生み出した。

高金利は為替レートを安定させるものと期待される一方で、企業や金融機関の追加的負担となる。ここでの問題は、高金利の資本フローへの効果が一時的産出ロスのコストを上回るかどうかだ。現実には、高金利にもかかわらず、為替レートは1997年末まで減価し続け、継続的減価は民間部門のバランスシートと倒産確率を悪化し続けた。

危機直後のバランスシート調整プロセスにおける金融政策の一つの重要なインパクトは、金融政策波及メカニズムにみることができる。一般に途上国経済は、いくつかの理由によって、資本市場ではなく、銀行融資、すなわち金融仲介に依存している。このような銀行依存型経済では、金融政策波及プロセスで信用チャネルがより重要な役割を果たす。むしろ、先進国経済においても信用チャネルは重要であるが、そこでは金利チャネルも存在している。ポイントは、信用チャネルが重要であるほど、信用チャネルへの負のインパクトは金融政策の有効性に対してより深刻で、より長期的な打撃を与えるということだ。金融仲介依存型の新興市場で金融危機がマクロ経済に深刻な打撃を与えるのはこのためである。

#### 4.2 財政政策

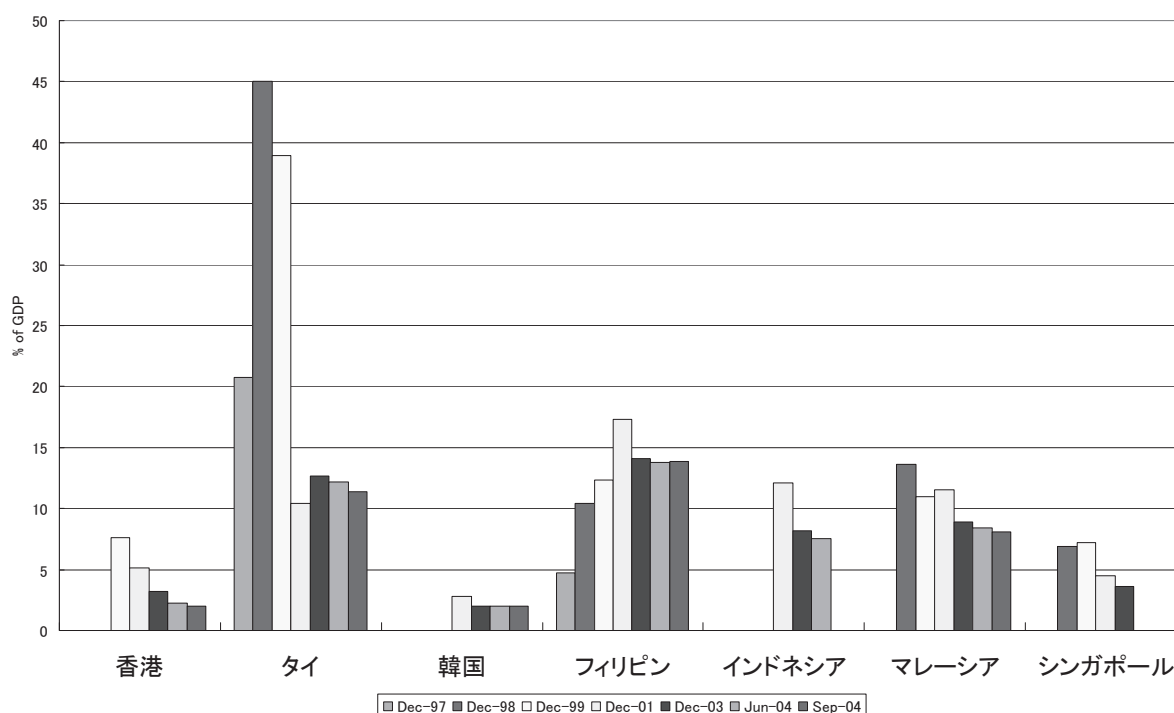
フィリピンを除き、危機前の危機国経済の財政政策は金融政策に比べて制約されていなかった。政府予算は程度の差はあれ均衡していたし、政府債務の水準は他地域の新興市場と比べて限定的であった。危機はこの状況を大きく変えた。

財政政策への新たな制約は2つの側面から成る。一つは事実上、包括的政府保証のついた「条件付きcontingency債務」の顕在化であり、もう一つは救済による公的債務の突然の累増であり、いずれも金融部門に関わる。これらは、弱体化した国内需要を刺激し、または代替するために、財政政策がもっとも必要とされるときに同政策の裁量の余地を制約した。とは言っても、財政拡大は疑いなく国内需要の急激な低下によるマイナス効果を緩和するのに貢献した。何と云っても、危機以前に確立していた財政収支の健全性がそれを可能にしたのである。

#### 4.3 債務再編

債務再編は企業部門や金融部門の再建にとって不可欠の前提条件となる。これらの部門のバランスシートの再建なくして、金融政策の波及は叶わず、従ってマクロ経済経営は身動きできない。閉鎖金融機関の資産処分、債務再編交渉の円滑化、そして不良債権を金融機関から資産運営機関へ移転管理することによって初めては不良債権比率は低下する（図6）。

図6. 不良債権：香港、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ



商業銀行のための集約的資産処分機関設立時期と範囲は危機国ごとに異なり、韓国、マレーシアでは相対的に早く、タイは遅かった。タイでは、政府が当初、分権的な市場型アプローチで不良債権処理を図ったが、それが債権処理のペースを大幅に遅らせた。注意すべきことは、企業および金融機関のバランスシート改善は銀行貸付や企業投資が再開されるために必要であるが、それは経済回復の十分条件ではないことだ。完全な回復はこれまでの過剰投資とその結果としての過剰能力の解消を必要とする。

#### 4.4 代替的なマクロ経済政策の枠組み

マクロ経済政策のトリレンマから、開放小国で資本移動性を認めるとすれば、マクロ経済安定化のためには何らかの名目アンカーが必要だ。固定為替レートに代わる一つの選択肢はインフレ・ターゲティングであり、タイは2000年以降、これを採用している。

インフレ・ターゲティングは、名目アンカーを求めるためだけでなく、最近では重要なマクロ経済政策枠組みとなっている。というのも、低位で安定的なインフレはそれ自体が望ましく、金融安定には欠かせない。予想できないインフレは恣意的に資産を借り手と貸し手の間で再分配してしまい、その結果、事後的な配分の失敗や潜在的な社会的無駄を生むからだ。

高インフレは高いインフレ・ボラティリティを伴うという実証的事実に基づいて、インフレ・



ターゲティングは先読み型主体に対して金融政策のクレディビリティ（信頼性）を確立するものだと言われる。これまでのところ、いくつかの実証結果は、事前的インフレと事後的インフレは収束すること、実際のインフレは先決された狭い範囲に維持できそうなことを確かめている。ただ、バランスシート効果を考慮するときには、マクロ経済経営のためにはインフレ・ターゲティングより広い視座を持つ必要があるかもしれない。この点については後に触れる。

## 5. その後のバランスシートの進展

1997年のアジア危機後の再編ははまだ完了していない。にもかかわらず、インドネシアを除いて、初期の混乱は1999年末までに終わったように見える（韓国、マレーシア、タイ）。この節では、危機が一段落した後の調整過程におけるバランスシートの進展を追いかけてみよう。

アジア危機は危機国経済の銀行のバランスシートに大きな変化をもたらした。資金源泉では、外貨建債務、とくに短期のシェアは低下し、負債の期間構成の長期化に寄与した。資金用途では、民間部門への信用を大幅に削減し、外国資産や政府債券に乗り換えた（「質への逃避」）。

全面的な再編努力のおかげで、危機国経済の金融システムは、潜在的な破綻リスクに備えて必要以上に引き当てを積むことで、その健全性を取り戻しつつある。NPL比率は、まだ終わってはいないものの、着実な改善傾向をみせている。2000年前後から、金融部門は、住宅ローンだけでなく、一般貸出も含む対家計部門貸出のシェアを拡大し始めた。これは需給要因の他に、金融規制緩和も反映している（韓国、マレーシア、タイ）。

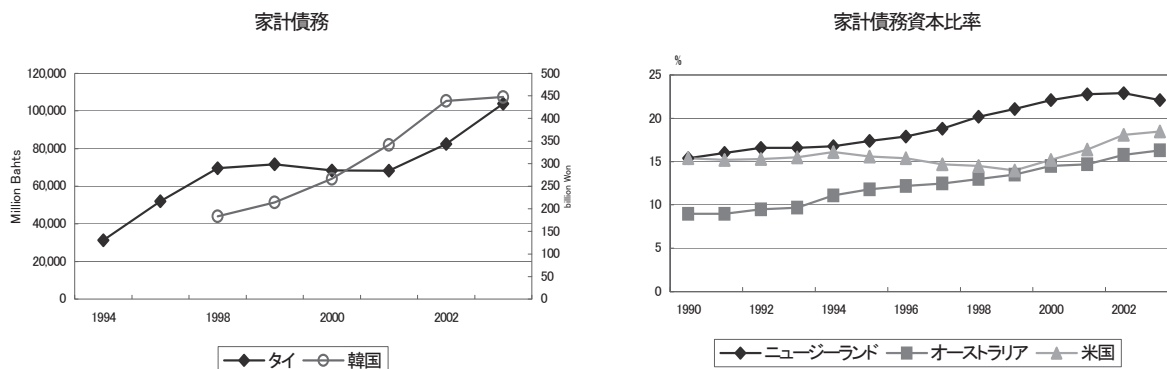
企業部門のバランスシート悪化は1999年までに収まり、利益回復を反映して流動性比率・金利カバー率などの各指標も改善の兆しをみせた。債務株式比率もまた株式市場の活発化と利益改善によって低下した。

金融仲介が停止したことで企業部門は代替的な資金調達ルート、すなわち資本市場や非銀行ソースを求めざるを得なくなった。これらの代替的資金源は金融仲介の完全な代替物ではないが、部分的にしる資金ギャップを埋め、代替的金融の発展につながったものと思われる。金融部門とは対照的に、危機国経済の企業部門は、依然として大きな対外債務のために通貨リスクにさらされている。

最初に危機から回復した部門は家計であり、家計部門は危機国経済回復の主たる原動力であった。家計はバランスシートを拡大し、とくに債務を増やした。実際、家計の債務は可処分所得と比べても増加した（図7）。この新たなトレンドは、所得増と消費者信用、低金利、金融部門の

貸出優先度のシフト、そして金融自由化政策で説明できる。もっとも、2003年の韓国の消費者ローン問題を見ると、何らかの規制措置が金融システムの安定化には必要となろう。

図7. 家計債務：オーストラリア、タイ



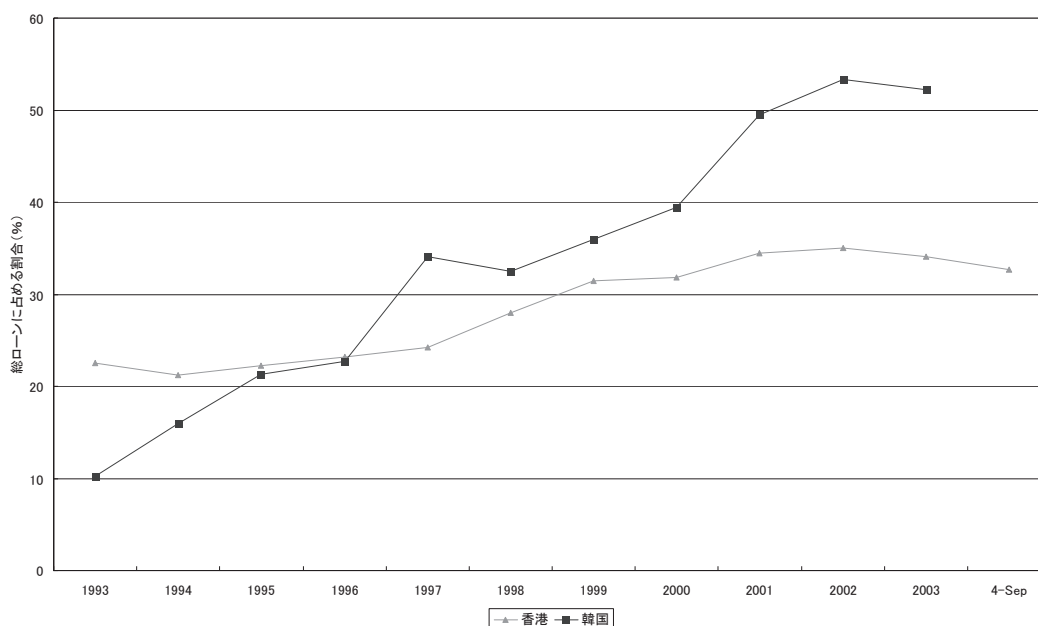
中国の場合、企業金融はほとんど全面的に銀行ローンに依存しており、それは資本市場がまだ初期段階にあるからだと言える。家計貯蓄率は信じられないほど高いが、家計部門はその大半を銀行預金として保有している。金融部門は最近では家計への貸し出しのシェアを増加させている。金融部門の不良債権はほとんどが省政府を含む公共部門向けのものであるため、債務再編は金融政策と財政政策の両方を制約するものと思われる。民間住宅投資および住宅ローンは1997年から認められるようになったが、不動産市場は省政府の管轄下にあるため、秩序ある不動産開発のためには適切な規制の枠組みが必要かもしれない。

金融規制緩和トレンドに従って、太平洋地域を通じ、企業および家計部門の債務構造には構造的変化が生じている。第1に、企業部門は、内部資金、および（非市場ベースのローンより）市場ベースの外部資金に依存するようになった。第2に、家計部門のバランスシートで主として住宅投資のための債務が増加している。平行して、金融機関は信用供与を企業から家計部門へとシフトしている（図8）。

オーストラリアの場合、企業への貸し出しは金融機関の信用全体の半分以下になっている（残りは家計への貸し出し）。企業部門は利益を上げ、債務水準および債務返済は低く維持されている。対照的に、住宅価格の上昇を反映して、家計部門は可処分所得に対する債務の比率を相当程度高めている。潜在的な信用リスクは企業から家計部門にシフトしており、金融部門はこのリスクに備える必要がある。



図8. 銀行ローンは企業から家計にシフト



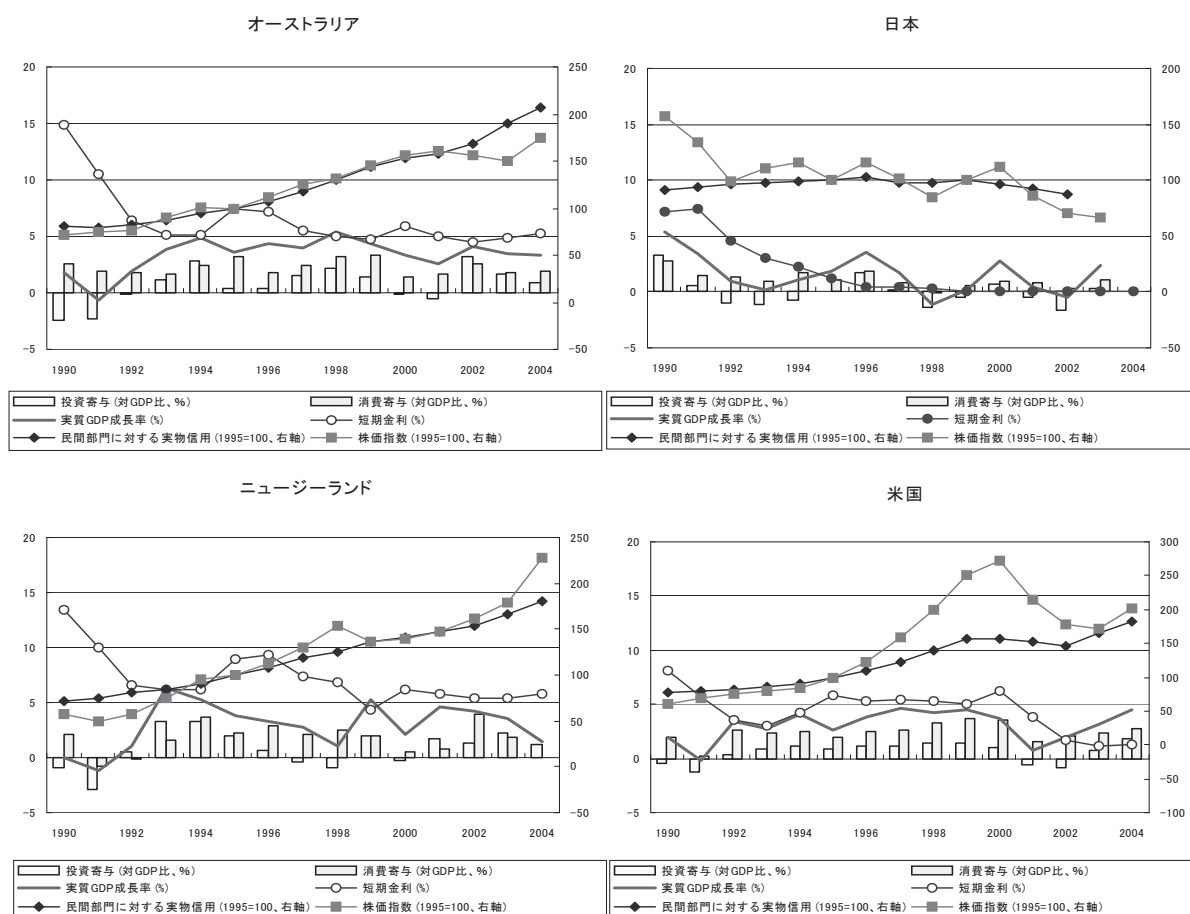
企業部門の銀行融資依存は、米国でも1990年代を通じて低下を続けている。企業部門はバランスシートを拡大しているが、外部金融は資本市場を通じてである。これはバランスシート効果の次の段階に導くものであり、2000年のITバブル崩壊につながる。

## 6. 2000年のITバブル崩壊

2000年にITバブルが崩壊したとき、新たなブーム・バスのサイクルが米国やその他先進国で予想された。ところが、株価指数下落幅は大きさ、期間の長さ、そして株価下落のシンクロナイズーション（多国間同調）では以前に匹敵するものの、IMF(2003)によれば、OECD諸国のマクロ経済と金融の反応は、次の3つの点で過去の経験とは異なっているという。第1に、産出成長の低下は、固定投資の急低下を反映して、以前より早期に始まり、規模も大きい。第2に、民間消費成長は、住宅価格が頑健であることを反映して、以前より強い。第3に、米国の短期実質金利が以前より早く、大きく低下した。

太平洋地域において、明白な株価と民間投資の同調的下落がみられたのは、香港、日本、マレーシア、シンガポールであり、小規模の負のインパクトがオーストラリア、韓国、ニュージーランド、フィリピンで観察される。株価の下落はあっても、民間投資への影響が限定的なのは、中国、インドネシア、タイである（図9および図3参照）。

図9. マクロ経済動向：オーストラリア、日本、ニュージーランド、米国、1990-2004年



資産市場とマクロ経済動向の連関から考えると、2000年のITバブル崩壊は1990年代に経験した資産市場バストと共通の特徴を持っているように見える。第1に、企業部門の債務累積と債務再編が主たる役割を果たした。第2に、不良債権増大と債務不履行が金融システム全体への信頼性を揺るがし、それが実体経済に影響した。

けれども、違いもあり、それは1990年代に起こった金融システムの構造変化を反映している。これらの差異は、将来のマクロ経済運営にも重要な含意をもつものだ。

第1に、ITバブル崩壊では株価およびその他資産価格が中心的役割を果たしたが、それは企業部門が金融仲介ではなく、以前より資本市場に依存していることを反映している。事実、株価調整の規模と範囲は前例のないものであった（とくに、米国）。他方で、不動産価格はそれほど影響されなかった。家計部門の負の資産効果は株価バストに限定された。

第2に、ITバストのインパクトは、以前より広範な部門のバランスシートに影響したが、そ

これは金融自由化と金融発展が、多様な市場参加者に市場ベースの金融資産負債を所有することを可能にしたからだ。言い換えると、1990年代初めとは異なり、リスクが金融部門だけに集中するということがなかった。むしろ、コンフィデンスの問題は、金融市場と資本市場を含む金融システム全体にシフトした。

第3に、その結果、金融部門のバランスシートへの打撃は1990年代初めに比べて限定的であり、結果として信用クラシもその実物部門への影響も限定的であった。実物経済、とくに民間投資は後退したが、それは、1990年代とは異なり、金融部門の信用クラシによるものではなかった。ITバーストでは、むしろ、銀行は利益を維持し、頑健であったのである。

## 7. マクロ経済政策への含意

以上の議論から、ITバブル崩壊が、とくに米国において、その規模の割には実態経済および金融システムへの影響が比較的限定的であったのは何故かという問いに答えることができる。調整は終わっていないと言われるかもしれないが、少なくとも4つの要素がPECC地域のソフトランディングに寄与したと思われる。

第1に、不動産価格バースト、とくに住宅価格バーストは起こらず、株バーストだけの家計部門への負の効果は限定的であった。そこでは、住宅価格バーストを予防するための機動的な金融緩和政策が重要な役割を果たした。やや同義反復的だが、家計部門のコンフィデンスは全体的なマクロ経済の安定性、とりわけ雇用、可処分所得の安定性に依存する。この意味で、家計のコンフィデンスを維持するような機動的な政策行動が今後はますます重要になる。

第2に、90年代の危機エピソード以後、金融部門の構造改革と規律化が進み、IT関連企業拡大に関しては、金融部門は主役の座を降りていた。従って、潜在的な金融不安定の余地は小さかった。各国ペーパーで触れられているような、一連の規制ルール、システム、組織の改善は、太平洋地域を通じて観察することができる。

第3に、企業金融の証券化のトレンドは、投資リスクを、金融機関だけではなく、家計、機関投資家、外国投資家を含む広範囲の投資家に分散した。これに比べて、1990年代初めは最終的にはほとんどの企業リスクを専ら金融部門が担っていた（とくに、日本）。

第4に、迅速で断固たる金融政策、その他の政策は、民間部門の金融システムおよび政策運営に対するコンフィデンスを維持するのに有用である。過去のエピソードにおいては、株バーストと不動産価格バーストに対する金融政策には非対称性が見受けられる。前者では金融緩和、後者で

は金融引締が観察され、後者では往々にして深刻なデフレ状況が生じている。類似的なデフレ効果は1997年の危機の場合にも見いだされる。当時は、通貨価値防衛のための頑なな金融引締政策が惨状をもたらした。もっとも、資産価格インフレにどう対処すべきかわかってはいない。

以上、最近のブーム・バスト・サイクルを観察し、そのマクロ経済政策運営への含意を論じてきた。これに基づいて、最後に、将来への3つの教訓を要約し、また、2つの課題を指摘しておく。教訓は次の通りだ：

① 健全性規制を改善し、金融部門の監督を強化することは、依然としてマクロ経済の構造政策の中核である。証券化のトレンドのもとにあっても、金融システムの安定は頑健な金融部門なくして達成できない。

② 今後はさらに企業金融の規律を改善し、資本市場を強化（発展）することが不可欠である。企業のバランスシートの過剰拡大はブーム・バストの原因であり、それは将来も押さえ込むことはできないだろう。そうであるからこそ、体系的なチェック・アンド・バランスが、ルールあるいは市場規律によって制度化されなければならない。

③ 民間部門のコンフィデンスを維持するために（デフレスパイラルを回避するため）、迅速で断固たるマクロ経済政策運営がマクロ経済安定に必要な場合がある。しかしながら、ここでの問題は、資産価格ブーム・バストの予防と治癒の両方の政策処方箋について、必ずしも意見の一致が見られないことである。

最後に、2つの相互に関連する課題を今後、追求する必要がある：

① 資本市場へのアクセスが改善し、資産蓄積が進んでいることから、家計部門の債務運営を注意深く考察しておかなければならない。どの国であっても、不動産市場バストのリスクは無視できないものである。このリスクとその金融システムおよび実物経済へのインパクトにどう対処するかは挑戦に値する課題である。

② 資産価格ボラティリティとマクロ経済に対するその潜在的に大きなインパクトを憂慮するとき、インフレ・ターゲティングがマクロ経済安定化にとって十分適切な手段であるかどうかもまた挑戦に値する課題である。生産物価格の安定が資産価格の安定より重視されなければならない理由はないからだ。

[参考文献]

Goeltom, Miranda. 2005. "Macroeconomic management under debt workouts: the case of Indonesia," paper submitted to the Japan Committee for Pacific Economic Outlook, January.

Huh, Chan-Guk. 2005. "Macroeconomic management under debt workouts since 1990: Korea," paper submitted to the Japan Committee for Pacific Economic Outlook, January.

International Monetary Fund (IMF). 2004a. "Are credit booms in emerging markets a concern?" World Economic Outlook, Chapter IV.

International Monetary Fund (IMF). 2004b. "The global house price booms," World Economic Outlook, Chapter II.

International Monetary Fund (IMF). 2003. "When bubbles burst," World Economic Outlook, Chapter II.

Jinushi, T., Y. Takeda and Y. Yajima. 2005. "The macroeconomic policy under the balance-sheet adjustments in Japan," paper submitted to the Japan Committee for Pacific Economic Outlook, January.

Makin, Tony. 2005. "Managing financial instability in Australia," paper submitted to the Japan Committee for Pacific Economic Outlook, January.

Nakornthab, Don. 2005. "Balance sheet distress and macroeconomic policy management: the case of Thailand," paper submitted to the Japan Committee for Pacific Economic Outlook, January.

Nugent, Jeffrey. 2005. "Debt crises and macroeconomic management in the United States since 1980," paper submitted to the Japan Committee for Pacific Economic Outlook, January.

Paderanga, Cayetano W., Jr. 2005. "Impact of the Philippine public debt on macroeconomic management and resource mobilization," paper submitted to the Japan Committee for Pacific Economic Outlook, January.

Tang, Kwong Yiu. 2005. "Macroeconomic management in Hong Kong since 1990," paper

submitted to the Japan Committee for Pacific Economic Outlook, January.

Walton, Mark. 2005. "Financial stability in New Zealand," paper submitted to the Japan Committee for Pacific Economic Outlook, January.

Zhuang, Qianzhi. 2005. "Macroeconomic management under debt workouts in China," paper submitted to the Japan Committee for Pacific Economic Outlook, January.



# 付 表



付表 PECC地域のマクロ経済動向

Appendix Table. Macroeconomic Developments in the PECC Region, 1980-2004

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
<b>Australia</b>											
real credit to private sector (1995=100)	26.74	27.67	27.83	28.97	33.11	41.76	46.14	49.57	57.22	76.56	80.16
share price index (1995=100)	31.04	31.40	24.05	31.20	35.45	44.32	59.79	83.28	72.39	77.71	71.80
investment contribution to GDP growth (%)	1.98	2.92	-0.78	-2.47	1.80	3.83	0.33	0.96	1.47	2.63	-2.40
consumption contribution to GDP growth (%)	2.23	2.33	1.27	1.21	1.23	3.56	2.27	1.69	1.55	2.48	2.59
real GDP growth (%)	2.84	4.48	-0.08	-0.44	6.79	5.85	2.17	4.89	4.70	4.82	1.86
money market interest rate (%)	9.49	12.07	13.90	9.50	10.84	14.70	15.75	13.06	11.90	16.75	14.81
<b>China</b>											
real credit to private sector (1995=100)	14.04	15.60	16.64	18.67	23.36	30.15	37.28	43.10	45.43	49.81	57.08
share price index (1995=100)											
investment contribution to GDP growth (%)	3.15	-2.05	4.27	4.00	6.37	5.60	3.50	5.26	3.59	-3.63	0.49
consumption contribution to GDP growth (%)	6.07	4.95	3.49	5.63	6.43	10.06	3.53	5.54	8.26	2.10	-0.11
real GDP growth (%)	8.09	4.62	8.54	10.47	14.99	17.11	9.38	12.06	12.64	4.38	4.11
<b>Hong Kong</b>											
real credit to private sector (1995=100)											90.52
share price index (1995=100)											33.69
investment contribution to GDP growth (%)	7.35	4.06	-1.61	-3.43	-0.32	-1.18	3.18	6.30	4.37	1.36	1.40
consumption contribution to GDP growth (%)	6.58	6.04	3.63	7.78	2.61	0.89	5.68	4.01	3.61	0.38	4.23
real GDP growth (%)	11.96	10.31	2.92	6.57	10.75	0.20	11.49	14.11	8.73	2.88	3.67
money market interest rate (%)											11.50
<b>Indonesia</b>											
real credit to private sector (1995=100)	6.20	7.73	9.94	11.42	13.94	16.35	19.51	23.20	29.29	40.55	62.28
share price index (1995=100)											
investment contribution to GDP growth (%)	2.57	7.42	1.73	0.95	-1.08	1.36	2.81	2.17	2.97	4.11	3.37
consumption contribution to GDP growth (%)	7.14	-0.61	7.48	2.94	3.99	0.24	7.30	-1.32	2.92	-0.02	5.84
real GDP growth (%)	12.76	9.39	2.36	5.00	7.55	2.63	6.24	5.45	6.35	8.34	7.93
money market interest rate (%)	12.87	16.26	17.24	13.17	18.63	10.33		14.52	15.00	12.57	13.97
<b>Japan</b>											
real credit to private sector (1995=100)	41.38	43.32	46.07	48.87	51.63	55.26	59.93	69.09	77.62	85.22	91.40
share price index (1995=100)	34.34	39.94	39.77	46.88	59.10	72.19	95.90	141.80	154.42	186.06	157.15
investment contribution to GDP growth (%)	1.22	-0.01	-0.30	-0.99	0.61	1.19	0.71	2.26	3.60	2.74	3.25
consumption contribution to GDP growth (%)	-1.51	0.82	2.72	1.53	0.89	2.14	1.29	2.14	2.89	2.65	2.75
real GDP growth (%)	3.85	3.12	2.84	1.68	3.18	5.16	3.06	3.75	6.85	5.39	5.37
money market interest rate (%)	10.93	7.43	6.94	6.39	6.10	6.46	4.79	3.51	3.62	4.87	7.24
<b>Korea</b>											
real credit to private sector (1995=100)	18.62	19.39	22.64	25.74	28.75	33.37	37.38	43.48	46.63	55.46	64.47
share price index (1995=100)	11.81	13.72	13.25	13.22	14.32	15.09	24.73	45.34	75.26	99.74	81.11
investment contribution to GDP growth (%)	-2.81	-2.39	2.71	4.62	2.12	1.44	2.84	4.47	4.02	4.86	10.88
consumption contribution to GDP growth (%)	1.68	4.41	3.61	4.00	3.62	3.51	2.70	3.26	2.19	5.72	5.50
real GDP growth (%)	-2.60	7.62	7.76	11.34	8.71	6.77	11.53	11.60	11.25	6.43	9.94
money market interest rate (%)	22.85	18.14	14.18	13.00	11.39	9.35	9.70	8.93	9.62	13.28	14.03
<b>Malaysia</b>											
real credit to private sector (1995=100)	16.02	18.27		24.64	28.68	32.77	34.59	34.49	36.98		
share price index (1995=100)	29.06	42.11	30.20	37.91	36.67	28.94	21.91	35.50	32.91	45.91	55.91
investment contribution to GDP growth (%)	8.91	8.65	2.57	2.03	-1.55	-2.24	-2.55	-2.77	5.74	8.78	8.19
consumption contribution to GDP growth (%)	6.77	6.63	3.24	2.35	1.52	1.74	-0.43	-0.21	6.26	5.67	6.95
real GDP growth (%)	7.95	7.01	6.13	6.55	8.19	-1.11	1.05	5.79	10.30	9.46	9.35
money market interest rate (%)	5.27	5.68	5.88	6.53	7.82	7.01	8.37	2.38	3.14	4.71	5.90
<b>New Zealand</b>											
real credit to private sector (1995=100)	17.85	18.90	19.30	19.66	21.68	23.30	27.50	28.80	71.07	73.34	72.24
share price index (1995=100)	15.44	21.96	21.47	28.40	40.52	47.91	81.33	94.98	58.80	64.52	56.77
investment contribution to GDP growth (%)	0.41	5.47	0.35	1.46	2.22	1.19	-3.01	1.30	-1.70	0.71	-0.93
consumption contribution to GDP growth (%)	1.63	1.05	-1.27	2.42	3.90	1.75	-2.40	6.10	0.98	1.01	2.07
real GDP growth (%)	1.23	5.68	-3.82	6.05	5.61	-0.25	3.93	8.76	1.94	0.22	0.00
money market interest rate (%)							24.74	17.70	21.32	15.27	13.40
<b>Philippines</b>											
real credit to private sector (1995=100)	58.04	61.94	65.14	79.54	51.09	37.16	29.32	34.31	36.11	40.43	46.14
share price index (1995=100)	7.73	6.74	5.52	5.49	4.86	4.32	20.32	46.93	48.99	70.07	61.42
investment contribution to GDP growth (%)	3.07	1.69	0.84	3.56	-10.04	-6.56	0.13	1.29	2.95	5.50	3.75
consumption contribution to GDP growth (%)	0.28	2.62	3.89	-0.07	-0.55	-1.08	1.96	0.71	4.33	5.03	3.68
real GDP growth (%)	5.49	3.82	3.93	2.14	-11.23	-8.59	3.52	4.63	7.40	6.77	3.43
money market interest rate (%)	11.88	15.36	12.26	16.56	28.32	16.85	12.18	11.84	14.16	15.06	14.93
<b>Singapore</b>											
real credit to private sector (1995=100)	23.00	27.28	31.25	36.96	39.37	39.39	38.48	40.74	44.60	52.09	57.62
share price index (1995=100)							33.86	35.05	53.89	45.80	62.16
investment contribution to GDP growth (%)	9.85	8.12	8.11	4.14	4.22	-5.44	-4.52	0.02	0.94	5.20	3.01
consumption contribution to GDP growth (%)	1.73	2.10	1.15	0.92	3.41	0.50	2.93	5.10	5.83	4.16	3.09
real GDP growth (%)	10.80	10.25	7.15	8.51	8.36	-1.60	2.27	7.58	12.30	10.07	10.13
money market interest rate (%)	10.98	11.54	7.92	7.11	7.67	5.38	4.27	3.89	4.30	5.34	6.61
<b>Thailand</b>											
real credit to private sector (1995=100)	8.98	9.40	10.54	13.19	15.02	16.11	16.54	19.36	24.12	30.58	39.33
share price index (1995=100)											
investment contribution to GDP growth (%)	4.35	2.04	0.40	3.41	1.82	-0.17	0.04	5.04	8.37	9.77	12.67
consumption contribution to GDP growth (%)	3.91	3.99	1.72	5.48	2.20	1.46	2.57	4.53	4.19	5.73	7.95
real GDP growth (%)	5.41	6.40	5.62	5.79	5.84	4.75	5.63	9.97	14.07	12.94	11.81
money market interest rate (%)	14.66	17.25	14.95	12.15	13.58	13.48	8.07	5.91	8.66	10.60	12.87
<b>United States</b>											
real credit to private sector (1995=100)	46.66	45.01	45.99	50.43	53.93	60.51	66.87	70.50	74.36	78.84	76.57
share price index (1995=100)	20.97	22.48	20.82	28.13	28.25	32.38	40.86	51.57	47.80	57.71	60.92
investment contribution to GDP growth (%)	-1.07	0.31	-1.36	0.70	2.69	0.99	0.49	0.09	0.31	0.35	-0.41
consumption contribution to GDP growth (%)	0.81	0.67	0.58	4.09	3.52	3.63	2.85	2.74	3.13	2.31	1.89
real GDP growth (%)	-0.25	2.76	-2.05	4.70	7.46	4.26	3.54	3.47	4.27	3.67	1.95
money market interest rate (%)	13.36	16.38	12.26	9.09	10.23	8.10	6.81	6.66	7.57	9.22	8.10

Source: IMF, *International Financial Statistics*, CD-ROM.

1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
79.11	82.16	86.63	94.23	100.00	106.53	117.81	129.87	143.51	152.45	157.38	168.84	189.60	206.16
74.65	76.83	89.68	100.72	100.00	112.08	125.23	131.29	145.11	156.55	161.51	156.82	150.37	174.87
-2.36	-0.08	1.10	2.76	0.44	0.44	1.49	2.22	1.35	-0.16	-0.55	3.20	1.69	0.85
1.86	1.85	1.66	2.41	3.20	1.73	2.45	3.23	3.27	1.46	1.65	2.51	1.73	1.91
-0.60	1.97	3.89	4.87	3.55	4.42	3.92	5.33	4.35	3.29	2.55	4.07	3.48	3.35
10.47	6.44	5.11	5.18	7.50	7.20	5.50	4.99	4.78	5.90	5.06	4.55	4.81	5.25
1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
64.13	72.81	91.17	91.71	100.00	116.71	139.05	165.18	188.59	210.10	228.96	270.47	322.87	
5.34	10.81	14.49	3.52	2.44	2.86	2.37	4.20	3.20	3.88	4.62	5.68	8.90	
3.30	6.93	3.78	5.60	7.40	6.00	3.57	3.78	4.21	4.34	3.05	3.27	2.87	
9.78	15.15	15.85	15.21	11.91	10.22	8.87	7.64	6.95	8.00	9.89	10.20	11.46	
1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
80.28	80.70	89.10	98.23	100.00	108.82	123.56	112.77	105.74	112.43	111.84	110.79	110.55	115.19
42.19	60.86	82.86	105.86	100.00	127.51	148.61	104.79	140.81	178.09	139.71	116.19	114.09	143.41
1.78	2.95	1.68	4.64	2.10	2.28	4.61	-4.30	-2.73	3.49	-0.59	-2.41	-0.15	2.19
6.82	3.98	3.46	5.10	5.16	2.22	2.83	-2.94	1.04	4.08	1.53	-0.68	1.15	5.41
6.15	7.22	6.88	5.86	3.98	4.56	5.36	-4.98	3.22	9.54	0.45	1.87	3.00	7.91
4.63	3.81	4.00	5.44	6.00	5.13	4.50	5.50	5.75	7.13	2.69	1.50	0.07	0.13
1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
66.44	68.84	78.85	89.29	100.00	112.46	136.88	115.13	42.53	50.09	49.54	52.06	58.96	69.79
				100.00	118.07	120.35	83.97	108.98	99.05	81.35	90.75	103.31	161.56
1.89	0.96	0.78	3.81	3.62	3.95	0.04	-9.79	-4.64	3.26	0.84	-0.83	0.37	
4.96	0.70	12.28	6.23	7.89	6.22	2.48	-5.39	8.40	-3.36	2.64	5.25	3.08	
7.70	6.86	7.12	8.13	9.03	8.50	5.29	-23.01	0.90	5.39	3.82	3.87	4.78	
14.91	11.99	8.66	9.74	13.64	13.96	27.82	62.79	23.58	10.32	15.03	13.54	7.76	5.38
1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
94.15	96.84	97.40	98.85	100.00	102.50	97.09	97.19	99.93	96.14	93.02	87.10		
133.44	98.81	110.38	115.83	100.00	116.30	101.04	85.36	100.36	112.02	86.54	70.27	66.50	
0.59	-0.97	-1.12	-0.68	0.01	1.70	0.12	-1.43	-0.47	0.75	-0.46	-1.59	0.33	
1.44	1.39	0.97	1.75	1.11	1.85	0.85	-0.09	0.60	0.94	0.88	0.34	1.12	
3.43	0.97	0.20	1.13	1.87	3.58	1.79	-1.18	0.19	2.81	0.39	-0.49	2.44	
7.46	4.58	3.06	2.20	1.21	0.47	0.48	0.37	0.06	0.11	0.06	0.01	0.00	0.00
1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
70.85	74.30	80.31	90.38	100.00	114.16	131.96	132.41	156.21	180.59	197.20	229.71	241.15	235.85
71.35	63.75	79.67	105.09	100.00	90.30	70.89	44.36	87.04	79.50	62.22	82.25	73.84	90.52
6.19	-0.06	1.51	3.45	4.75	2.95	-0.20	-6.63	2.15	4.22	-0.41	1.59	1.85	0.97
5.35	3.82	1.53	5.76	5.12	4.31	2.57	-6.65	7.91	6.94	3.55	4.53	-0.32	0.16
10.23	5.85	6.16	9.21	9.85	7.36	4.87	-7.25	9.48	8.55	3.97	7.17	3.18	4.77
17.03	14.32	12.12	12.45	12.57	12.44	13.24	14.98	5.01	5.16	4.69	4.21	4.00	3.65
1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
65.64	71.07	79.79	100.00	125.46	151.77	145.03	141.04	148.98	152.38	158.04	165.28	171.08	
56.85	60.87	79.38	107.36	100.00	115.17	99.33	52.61	70.33	85.40	64.89	72.16	71.53	86.38
7.73	3.64	6.72	5.47	8.56	3.19	3.96	-12.33	-2.93	7.26	-0.53	-0.77	0.10	-0.13
5.58	2.53	2.79	4.44	4.64	2.70	2.69	-6.81	2.57	4.83	2.93	0.90	1.99	2.29
9.89	9.10	10.29	9.57	10.19	10.37	7.58	-7.98	6.14	9.29	0.31	4.31	5.50	7.49
7.15	7.92	7.10	4.20	5.60	6.92	7.61	8.46	3.38	2.66	2.79	2.73	2.74	2.70
1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
74.43	80.78	84.28	90.87	100.00	108.66	119.36	125.61	136.71	141.33	146.78	153.29	165.79	180.15
49.89	57.07	74.85	94.83	100.00	112.34	130.70	153.33	136.36	139.50	146.94	161.62	179.40	228.58
-2.93	0.48	3.29	3.32	2.03	0.71	-0.43	-0.97	2.01	-0.27	1.78	1.34	2.20	1.24
-0.73	-0.13	1.64	3.62	2.30	2.89	2.06	2.50	1.94	0.52	0.77	3.98	1.88	-0.05
-1.16	1.02	6.38	5.23	3.84	3.28	2.77	1.01	5.20	2.07	4.60	4.27	3.49	1.41
9.94	6.63	6.25	6.13	8.91	9.38	7.38	6.86	4.33	6.12	5.76	5.40	5.33	5.77
1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
41.77	48.21	62.95	73.47	100.00	138.32	168.71	144.16	132.92	134.73	123.91	121.25	118.49	122.16
64.37	75.54	89.61	112.19	100.00	97.43	84.86	56.41	87.14	81.69	52.63	39.56	33.35	47.27
-3.22	1.07	4.07	0.98	-0.40	2.94	2.50	-3.24	-1.38	3.53	-2.34	0.54	-0.05	0.81
2.16	2.48	2.52	1.59	3.42	3.92	3.07	1.43	0.83	-0.21	3.63	2.73	3.56	3.20
-0.67	0.36	2.26	4.83	5.03	6.29	5.51	-0.64	3.67	4.34	3.56	5.72	5.09	5.36
15.66	16.58	13.77	13.99	11.93	12.77	16.16	13.90	10.16	10.84	9.75	7.15	6.97	7.05
1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
62.62	67.22	75.67	84.59	100.00	114.24	126.20	136.63	132.51	138.46	159.46	146.24	153.43	
65.36	66.76	85.69	105.78	100.00	110.67	102.18	68.33	109.19	114.64	92.50	87.86	83.66	
3.86	4.52	3.57	2.64	2.61	8.76	4.12	-1.38	-1.32	-0.98	-0.73	-2.87	-0.59	
1.75	2.94	5.63	3.96	0.80	2.27	2.67	-1.49	5.16	4.22	2.29	0.94	-0.17	
6.74	6.83	12.67	11.71	8.21	8.23	8.58	-0.92	6.54	10.10	-1.87	2.16	1.09	
4.76	2.74	2.50	3.68	2.56	2.93	4.35	5.00	2.04	2.57	1.99	0.96	0.74	1.04
1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
45.63	54.73	66.95	83.81	100.00	109.56	119.89	102.02	86.27	73.99	67.96	75.88	81.37	82.18
				100.00	100.00	59.59	70.90	57.67	51.11	61.73	81.26	111.75	
5.25	0.79	3.74	4.21	5.32	2.50	-6.62	-9.95	-0.56	2.33	1.65	1.03	3.07	3.74
3.21	4.39	4.55	4.31	4.28	3.98	0.14	-6.71	4.27	2.87	2.51	2.94	3.43	2.46
9.05	8.45	8.52	9.46	9.75	6.14	-1.43	-11.48	4.27	4.81	2.21	5.37	7.00	6.33
11.15	6.93	6.54	7.25	10.96	9.23	14.59	13.02	1.77	1.95	2.00	1.76	1.31	1.23
1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
79.14	81.47	86.59	89.47	100.00	109.69	123.43	139.33	156.76	156.78	152.20	146.16	166.29	181.63
69.48	76.46	80.60	84.06	100.00	123.48	159.31	198.70	251.28	272.77	215.20	178.12	171.59	200.96
-1.22	0.40	0.89	1.21	0.95	1.15	1.19	1.40	1.41	1.07	-0.60	-0.81	0.72	1.86
0.20	2.64	2.30	2.55	1.92	2.52	2.58	3.28	3.66	3.50	1.59	2.04	2.39	2.76
-0.17	3.40	2.73	4.11	2.56	3.77	4.57	4.22	4.51	3.74	0.77	1.89	3.10	4.53
5.69	3.52	3.02	4.20	5.84	5.30	5.46	5.35	4.97	6.24	3.89	1.67	1.13	1.35

## PEO構造問題部門の活動について

### 1. PEO構造問題部門の活動サイクル

PEO構造問題部門の活動は、下記のとおり通例2年毎のサイクルで行われている。

1. 前テーマ第2回国際専門家会合開催直後の PECC 常任委員会:  
加盟各国／地域の専門家により新テーマ案を事前に選定し、委員会に提出の後、承認を受ける。
2. PECC 総会后(翌年)の3月:  
承認を受けたテーマについて、加盟各国／地域の専門家が、第1回国際専門家会合(大阪)に各国／地域の報告を提出、進め方・まとめ方等の検討を行う。
3. その半年後の9月:  
第2回国際専門家会合(大阪)にて、報告書取りまとめについて最終的な検討を行う。
4. 更に半年後:  
各国／地域のエコノミストが提出した論文を報告書として刊行、PECC総会・PECC各種国際会合などで報告・発表する。

### 2. 今までの研究テーマ

「アジア太平洋地域の民間セクターの出現する役割(民営化と規制緩和) 1991年  
(The Emerging Role of the Private Sector in the Asia Pacific Region)

「太平洋地域の海外直接投資が変化するパターン」1992年  
(Changing Patterns of Foreign Direct Investment in the Pacific Region)  
以上、主査: 大阪大学経済学部教授 安場 保吉氏(当時)

「太平洋地域の財・サービス貿易が変化するパターン」1994年  
(Changing Patterns of Trade in Goods and Services in the Pacific Region)

「太平洋地域の資本フロー:現状と展望」1995年  
(Capital Flows in the Pacific Region: Past Trends and Future Prospects)

「為替レート変動とマクロ経済運営」1997年  
(Exchange Rate Fluctuations and Macroeconomic Management)

「太平洋地域における国内貯蓄:傾向と展望」1998年  
(Domestic Savings in the Pacific Region: Trends and Prospects)

「太平洋地域の生産性成長と産業構造」2000年  
(Productivity Growth and Industrial Structure in the Pacific Region)

「太平洋地域における財政政策の課題」2001年  
(Fiscal Policy Issues in the Pacific Region)

「太平洋地域におけるインフラ開発と経済成長」2003年  
(Infrastructure Development in the Pacific Region)

「太平洋地域における債務処理下でのマクロ経済運営」2005年  
(Macroeconomic Management under Debt Workouts in the Pacific Region)

「太平洋地域における高齢化と経済成長ポテンシャル」2007年  
(Aging and Economic Growth Potentials in the Pacific Region)

以上、主査: 大阪大学大学院国際公共政策研究科教授 高阪 章氏(現在)

### 3. 報告書の作成・編集・発表

PEO日本委員会事務局にて各国／地域の報告を収集、それらをまとめた形で主査が概観を執筆する。更に、主査及び事務局で編集作業を行い、印刷刊行を行う。

PECC総会、PECC各種国際会合などで発表、更にAPEC各種国際会合などに資料提供すると共に、関係各機関・関係各位に発送・配布する。また、図書館・大学図書館、各種研究機関、更に希望する研究者などにも配布している。

## 各国／地域の執筆者・専門家

主 査

高阪 章

大阪大学大学院国際公共政策研究科  
教授

オーストラリア

**Tony Makin**

Reader, Associate Professor  
School of Economics  
The University of Queensland

中 国

**Qianzhi Zhuang**

Chief Manager  
China Construction Bank

香 港

**Elley Mao**

Government Economist (Acting)  
Government of Hong Kong Special  
Administrative Region

インドネシア

**Miranda S. Goeltom**

Senior Deputy Governor  
Bank Indonesia

日 本

地主 敏樹

神戸大学大学院経済学研究科  
教授

竹田 陽介

上智大学経済学部  
教授

矢嶋 康次

株式会社 ニッセイ基礎研究所  
経済調査部門シニアエコノミスト

韓 国

**Chan-Guk Huh**

Director  
Center for Macroeconomic Studies  
Korea Economic Research Institute (KERI)

ニュージーランド

**Mark Walton**

Senior Research Economist  
New Zealand Institute of Economic Research  
(NZIER)

フィリピン

**Cayetano W. Paderanga, Jr.**

President and Chief Executive Officer  
PNOC Development and Management  
Corporation

シンガポール

**Khee Giap Tan**

Head  
ASEAN Economies Monitoring UNIT  
Nanyang Technological University

チャイニーズ・タイペイ

**Chung-Che Huang**

Associate Research Fellow  
Taiwan Institute of Economic Research  
(TIER)

タ イ

**Don Nakornthab**

Senior Economist  
Monetary Policy Group  
Bank of Thailand

米 国

**Jeffrey B. Nugent**

Professor of Economics  
Department of Economics  
University of Southern California

太平洋経済展望（PEO）日本委員会事務局  
杉本 英彦  
事務局次長

藤田 真知子  
事務局主任

Janis Kea  
編集コンサルタント

（注）肩書、所属は、2004年9月この研究に関する最終の国際  
会合開催時のもの

# 太平洋経済協力会議（PECC）の概要

2008年7月現在  
(敬称略)

## 1. PECCとは

PECC (Pacific Economic Cooperation Council) は、太平洋地域における経済的協力関係を推進するための国際組織で、1980年に当時の大平首相やフレーザー首相（豪州）らの呼びかけで発足した。現在24ヵ国／地域がメンバーとして加盟している（準加盟国を含む）。PECCの下には、種々の分野での協力活動を推進するために、小委員会としていくつかのプロジェクトが設けられている。具体的な活動はこれら小委員会により行われ、その成果を2年ごとに開催されるPECC総会に報告する形をとっている。

PECCは産学官の三者で構成される組織で、各界の指導的立場にある人々が個人の資格で参加する。これはPECCの大きな特色で、政府間の協議とは違った柔軟で現実的な議論を可能にしている。また、PECCの研究成果はアジア太平洋経済協力（APEC）閣僚会議にも提供されており、両者の有機的な連携は太平洋協力の一層の進展につながるものである。

## 2. PECC発足の経緯

1960年代の日本経済の高度成長や、1970年代におけるNIEsのめざましい発展などを背景に太平洋協力の機運が高まる中、1980年1月に大平首相は、大来外相を伴って豪州を訪問し、フレーザー首相と懇談した。このときの両首相の合意に基づき、1980年9月に豪州のキャンベラにおいて、11ヵ国（日・米・加・豪・ニュージーランド・ASEAN5ヵ国および韓国）と太平洋島嶼諸国の代表を集め「環太平洋共同体セミナー」が開催された。各国からの参加は3名ずつで、官界、産業界、学界からそれぞれ1名ずつという三者構成であった。

キャンベラ・セミナーの当時は「環太平洋共同体」という名称が用いられたが、1年半後にバンコクで開かれた会議で「太平洋経済協力会議（PECC）」という呼称が確立し、同セミナーは第1回PECC総会とよばれるようになる。

その後、ほぼ1年半ごとに太平洋の各地で総会が開催され（第12回以降2年毎）、メンバーの拡大、組織の確立、各種タスクフォースの設置による活動の充実を経て、現在の姿にいたっている。

## 3. PECCの機構

### メンバー委員会

PECCのメンバー\*は各々、三者構成の国内委員会を組織している。この国内委員会は、各メンバーを代表する組織であると同時に、PECC活動に関連する国内活動を調整する機能を担っている。

\*加盟メンバーは以下の24ヵ国／地域：

豪州・ブルネイ・カナダ・チリ・中国・コロンビア・エクアドル・香港・インドネシア・日本\*\*・韓国・マレーシア・メキシコ・ニュージーランド・太平洋諸島フォーラム・ペルー・フィリピン・シンガポール・チャイニーズタイペイ（台北）・タイ・米国・ベトナム・フランス（南太平洋地域）  
\*\*\*・モンゴル\*\*\*

\*\*太平洋経済協力会議日本委員会 [略称：JANCPPEC]

委員長：荒 義尚（元フィリピン大使）

事務局：(財)日本国際問題研究所内に設置 〒100-6011東京都港区霞が関3-2-5

電話03-3503-7744 FAX03-3503-6707 E-mail: jancpec@jia.or.jp



\*\*\*準加盟国

## 総 会

2年毎（第11回までは1年半毎）に開催されるP E C Cの主要会議。各メンバー委員会からの代表のほか、その他の諸国やO E C Dなどの国際機関からのオブザーバーも招待される。開催準備は、次期開催国が国際事務局との調整をはかりながら進めている。

1980年 9月第 1回（キャンベラ）	1994年 3月第10回（クアラルンプール）
1982年 6月第 2回（バンコク）	1995年 9月第11回（北京）
1983年11月第 3回（パリ）	1997年 9月第12回（サンチャゴ）
1985年 4～5月第4回（ソウル）	1999年10月第13回（マニラ）
1986年11月第 5回（バンクーバー）	2001年11月第14回（香港）
1988年 5月第 6回（大阪）	2003年 9月第15回（ブルネイ）
1989年11月第 7回（N. Z. オークランド）	2005年 9月第16回（ソウル）
1991年 5月第 8回（シンガポール）	2007年 5月第17回（シドニー）
1992年 9月第 9回（サンフランシスコ）	

## 常任委員会

各メンバー委員会の代表者からなる。

P E C Cの運営についての実質的な承認機関である。

## 国際事務局

P E C C活動の円滑な推進のために、1990年、シンガポールに常設の国際事務局が設置された。常任委員会や実行委員会の開催など、P E C Cの運営に関する日常的な業務にあっている。

## 実行委員会

常任委員会の総意により承認された11名のメンバーからなる。常任委員会の要請にしたがい、特別プロジェクトの選定・提案、事業計画の評価・調整、国際事務局の運営指導・業績評価、財源執行の監視・資金調達活動の先導など、P E C Cの諸活動を推進する。

メンバーおよびプロジェクトのリーダー参加のもと年1回開催される。

特別プロジェクトはP E C Cの協力活動を具体的に推進するための主要機構で、域内の諸問題を分析し、情報、提案を内外に報告する。メンバー委員会、P E C Cネットワーク、実行委員会により提案。メンバー委員会や関連機関の専門家で構成され、諸関連テーマについて研究を行うことができる。

### 【主なプロジェクト】

アジア太平洋連携に向けたリージョナル・アキテチャー

（幹事：インドネシア）

アジア太平洋教育市場

（幹事：オーストラリア）

アジア太平洋地域の人口構造変化と国際労働移動

（幹事：韓国）

### 【太平洋展望】

太平洋経済展望（P E O）短期予測部門

（幹事：カナダ）

太平洋経済展望（P E O）構造問題部門

（幹事：日本）

太平洋食糧展望（P F O）（Pacific Food System Outlook）

（幹事：米国）

プロジェクトには、「重要プロジェクト」と「国際プロジェクト」に分類され、その活動は調整委員会により検討・承認される。



# 太平洋経済展望（PEO）の概要

2008年7月現在  
（敬称略）

## 1. PEOとは

PEO（Pacific Economic Outlook）は1986年11月の第5回PECCバンクーバー総会において日本の提案により経済展望作成のためのタスクフォースとして発足した。1988年5月の第6回PECC大阪総会で最初の報告書を公表以来、PECCの中核的タスクフォースの一つとなっている。PEOは次の2部門で構成されPECC加盟国／地域の専門家、学者による共同作業で活動している。活動成果はアジア太平洋経済協力（APEC）にも提供している。

### (1) 短期予測部門

短期予測部門では、毎年向こう2年間のPECC各国／地域の経済予測を行っている。80年代以降経済発展を続けるNIEs、ASEAN諸国、中国を含むアジア太平洋地域の経済予測を行い、各国／地域ごとの経済成長率、消費者物価指数、輸出入伸び率などに関する予測を発表してきたが、2006年度から、“State of the Region”（APECに対する政策提言のためのPECC年次報告書）の基幹として、PECC経済に影響力の大きい日米中3カ国の予測を中心にとりまとめられている。

国際コーディネーター：カナダアジア太平洋財団チーフエコノミスト、  
PECCカナダ委員会委員長 ユェン・パウ・ウー  
日本委員会主査：甲南大学経済学部長・教授 稲田義久

### (2) 構造問題部門

太平洋地域の経済構造問題の分析を通じて、中長期的な経済展望を明らかにすることを目的としている。これまで、「民営化と規制緩和」、「海外直接投資」、「財・サービス貿易」、「資本フロー」、「為替レート変動とマクロ経済運営」、「国内貯蓄：傾向と展望」、「生産性成長と産業構造」「財政政策」「インフラ開発と経済成長」「債務処理下でのマクロ経済運営」「高齢化と経済成長ポテンシャル」について研究を実施してきた。現在は「太平洋地域における経済統合化で変わる対外調整メカニズム」をテーマとして研究を行っている。日本が幹事国。

国際コーディネーター、日本委員会主査：  
大阪大学大学院国際公共政策研究科教授 高阪 章

## 2. 太平洋経済展望(PEO)日本委員会 (Japan Committee for Pacific Economic Outlook)

### (1) 事務局所在地

財団法人 関西社会経済研究所内  
〒530-6691 大阪市北区中之島6丁目2番27号 中之島センタービル29階

### (2) 設立経緯

PEO活動の一層の充実を図るために、1988年12月PEO日本委員会が関西に設立され、事務局を(社)関西経済連合会内に設置。その後1989年11月(財)関西経済研究センター(2002年4月に(財)関西社会経済研究所へ名称変更)内に移管。

(3) 運営・組織

PECCの国際組織や各国・地域の委員会との調整を図りながら、産学官三者構成の組織で、運営している。また、PEO両部門のテーマにかかわる日本の作業は、PEO日本委員会の主査3名の指導下で進められている。組織構成・具体的活動は以下のとおり。

<構成>

本委員会（委員名詳細は割愛）

委員長： 荒 義尚（太平洋経済協力会議（PECC）日本委員会委員長）

委員長代理： 下妻 博（社団法人 関西経済連合会会長）

山崎隆一郎（外務省 特命全権大使・関西担当）

主査： 高阪 章（大阪大学大学院国際公共政策研究科教授）

稲田 義久（甲南大学経済学部長・教授）

企画運営委員会

座長： 井上 義國（財団法人 太平洋人材交流センター会長）

副座長： 深尾 光洋（社団法人 日本経済研究センター理事長）

小委員会（日本経済を対象にした研究と報告書の取りまとめを推進）

短期予測小委員会

構造問題小委員会

事務局（日常の運營業務を担当）

事務局長： 武田 壽夫（財団法人 関西社会経済研究所 専務理事・事務局長）

(4) 関係官庁

外務省： 経済局アジア太平洋経済協力室

内閣府： 政策統括官（経済財政－運営担当）

(5) 活動財源

関西財界：（財）太平洋人材交流センター、（社）関西経済連合会

外務省

# 財団法人 関西社会経済研究所の概要

Kansai Institute for Social and Economic Research (KISER)

2008年7月現在

(敬称略)

## 1. 来 歴

大学や研究機関等が集積する関西において、学界・経済界等、各界の有識者の英知を結集し「知的中枢」としての機能を強化するために、平成14年4月1日に、(財)関西経済研究センター、(財)関西産業活性化センター、および関西社会経済システム研究所の3研究機関が事業を再編・統合し、総合政策シンクタンクとして新しく発足した。

太平洋経済展望（PEO）日本委員会事務局の日常業務は、1989年より(財)関西経済研究センターが担当してきた。

## 2. 活動の重点

社会経済の諸問題や関西の発展戦略・産業活性化に関する研究調査と政策提言、学術発展のための研究者への支援を事業の柱とする。

- (1) 内外の経済社会問題、経済政策、地域開発に関する理論的、実証的研究
- (2) 研究活動を通じての大学及び企業における研究者の育成
- (3) 学術研究に対する財政支援（奨学金及び学界助成）と内外学界・研究機関・在関西外国人研究者との研究交流
- (4) 国及び地方公共団体等からの研究受託と国および地方の政策に関する提言
- (5) 内外の学識者を招いてのセミナー・シンポジウム・講演会等の開催

## 3. 代表者

会長 下妻 博（社団法人 関西経済連合会会長）

所長 本間正明（大阪大学名誉教授、近畿大学世界経済研究所教授）

## 序

本冊子は、PECC(Pacific Economic Cooperation Council, 太平洋経済協力会議)に加盟する12カ国／地域の経済専門家による調査研究報告書・**Macroeconomic Management under Debt Workouts in the Pacific Region** の抄訳である。

本冊子の構成は、同報告書の **Overview** (概観)部分の翻訳と、PECC/PEOの概要・執筆者リストなどからなっている。

報告書は、本冊子を含め、以下の通りの三部構成である。

Vol. I : **Macroeconomic Management under Debt Workouts in the Pacific Region**  
(**Executive Summary Reports**, 60 頁・英文)

Vol. II : **Macroeconomic Management under Debt Workouts in the Pacific Region**  
(**Background Papers**, 376 頁・英文)

Vol. III : **太平洋地域における債務処理下でのマクロ経済運営 (概観)**  
(抄訳, 32 頁・和文)

太平洋経済展望構造問題部門(Pacific Economic Outlook Structure Project)は、PECCのプロジェクトの一つとして、太平洋地域の経済構造問題について中長期的な観点から調査研究活動を行っている。日本が幹事国として、大阪大学大学院国際公共政策研究科教授の高阪章主査の下、活動を展開している。

本報告書に関しては、2004年3月、2004年9月の計2回、大阪で開催された太平洋経済展望(PEO)構造問題部門国際専門家会合における検討結果を踏まえて、各国／地域の経済専門家がそれぞれ自国／地域の債務処理下でのマクロ経済運営について論文を執筆した。それらを高阪主査が監修した上で **Overview**(概観)部分を執筆、太平洋経済展望(PEO)日本委員会(Japan Committee for Pacific Economic Outlook)が編集・刊行作業を行ったものである。

太平洋経済展望(PEO)日本委員会(事務局:財団法人 関西社会経済研究所)は、関西財界及び外務省等関係機関の財政的支援を受け、国際専門家会合を開催すると共に、PEOプロジェクトの推進に努めている。

2008年7月

太平洋経済展望(PEO)日本委員会  
財団法人 関西社会経済研究所

## 太平洋地域における債務処理下でのマクロ経済運営 (概 観)

A Japanese Translation of *Macroeconomic Management under Debt Workouts in the Pacific Region*

発行日 2008年7月  
発行所 郵便番号530-6691 大阪市北区中之島6丁目2番27号  
中之島センタービル29階  
財団法人 関西社会経済研究所内  
c/o Kansai Institute for Social and Economic Research  
(29<sup>th</sup> Floor Nakanoshima Center Bldg., 6-2-27 Nakanoshima, Kita-ku,  
Osaka 530-6691, Japan)

太平洋経済展望(PEO)日本委員会  
JAPAN COMMITTEE FOR PACIFIC ECONOMIC OUTLOOK

ISBN978-4-87769-341-1

財団法人 関西社会経済研究所  
Kansai Institute for Social and Economic Research(**KISER**)

電話 (06) 6441-5750 FAX (06) 6441-5760  
Phone: 81-6-6441-5750 Fax: 81-6-6441-5760  
Email: peo@kiser.or.jp

Copyright © 2008 by the Japan Committee for Pacific Economic Outlook.  
All rights reserved.