



PACIFIC
ECONOMIC
COOPERATION
COUNCIL

Monetary Policy Regimes
in the Pacific Region
A Japanese Translation of Overview

太平洋地域の金融政策レジーム (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
(関西学院大学国際学部 教授)

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

一般財団法人 アジア太平洋研究所
Asia Pacific Institute of Research (APIR)

序

本冊子は、PECC（Pacific Economic Cooperation Council、太平洋経済協力会議）に加盟する9カ国／地域の経済専門家による調査研究報告書・*Monetary Policy Regimes 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 : *Monetary Policy Regimes in the Pacific Region*
(*Executive Summary Reports*, 60頁・英文)

Vol. II : *Monetary Policy Regimes in the Pacific Region*
(*Background Papers*, 英文)

Vol. III : 太平洋地域の金融政策レジーム（概観）
(抄訳, 22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、関西学院大学国際学部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、2012年3月、2012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／地域における金融政策レジーム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：一般財団法人 アジア太平洋研究所）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。

2013年12月

太平洋経済展望（PEO）日本委員会
一般財団法人 アジア太平洋研究所

太平洋地域の金融政策レジーム

（概 観）

Monetary Policy Regimes in the Pacific Region

発行日	2013年12月
発行所	〒530-0011 大阪市北区大深町3番1号 グランフロント大阪 ナレッジキャピタルタワーC7階 一般財団法人 アジア太平洋研究所内 c/o Asia Pacific Institute of Research (7th Floor, Knowledge Capital Tower C, GRAND FRONT OSAKA, 3-1, Kita-ku, Osaka 530-0011, Japan)
	太平洋経済展望（PEO）日本委員会 Japan Committee for Pacific Economic Outlook
	電話 (06)6485-7690 FAX (06)6485-7689 Email peo@apir.or.jp

ISBN978-4-87769-354-1

Copyright ©2013 by the Japan Committee for Pacific Economic Outlook. All rights reserved.

目 次

太平洋地域の金融政策レジーム〈概観〉	1
要約	1
はじめに	2
1. 政策目的：通説への挑戦	3
2. 政策の波及：グローバル金融リンケージと国内金融深化	5
3. 政策の成果：「今度は違う」	8
4. グローバルな観点からの持続可能性	10
参考文献	13
PEO 構造問題部門の活動について	14
各国／地域の執筆者・専門家	16
太平洋経済協力会議（PECC）の概要	17
太平洋経済展望（PEO）の概要	20
一般財団法人 アジア太平洋研究所の概要	22

太平洋地域の金融政策レジーム〈概観〉

太平洋経済展望構造問題部門（PEO/Structure Project）

主査：高阪 章

要約

1. 政策目的：金融グローバル化に直面して新興国はボラタイル（変動的）な外国資本フローの増大に対処を迫られている。他方、金融部門のプルーデンス政策は先進国で言うマクロプルーデンス政策の名の下にマクロ安定化政策との協調が重視されてきている。太平洋地域の新興国は、1990年代の一連の金融危機を通じて、旧来の政策手段、すなわち外国為替市場への介入と資本規制の組み合わせを活用してきた。マクロ経済政策のトリレンマに関するオーソドックスな処方箋は完全な変動レートまたは完全な固定レートという「コーナー解」である。これに反して、域内新興国はそのどちらでもない「非コーナー解」を選択して、新たなグローバル経済環境に対応した。
2. 政策の波及：2000年代において太平洋地域の新興国は平均的には黒字国である。すなわちグローバル金融市場とはグロスベースでリンクし、外国投資を受け入れるとともに自ら対外投資を拡大している。さらに、流入資本の構成において、安定的な直接投資が最大となり、「ボラタイル（変動的）」な証券投資やローンその他投資の役割は限定的だ。にもかかわらず、国内金融深化は停滞的で、2000年代には企業部門は国内金融仲介（銀行信用）への依存度を下げ、直接投資や内部留保などに依存する「内部金融化」が進行している。
3. 政策の成果：太平洋地域の新興国はボラタイルな外国資本フローの破壊的な側面に対し、非オーソドックスな政策手段を用いて適切に対応した。1997年の危機に比べて、その対応と成果は「今度は違う」（Reinhart and Rogoff（2009）の書名）といえる。各国は外国資本への依存を最小化し、ボラティリティの小さい外資に分散化を図った。注目すべきことに、民間部門も内部金融化によって同様のリスク対応を図った。各国の国内金融システムは先進国に比べれば深化の程度は浅いが、他地域の新興国よりはるかに深いためにこれが可能だった。
4. 今後の課題：新興国はグローバル金融危機から比較的「レジリエント（しなやかで強い、回復力のある）」だったと言われることが多いが、新たな、いくつかのリスクからは免れることはできない。先進国の不況が長引くと、短期的には資本フローがより一層不安定になる可能性がある。また、長期的には先進国への所得収束プロセスで為替上昇圧力が生まれると予想される。これらはいずれも避けることができないリスク要因だ。もうひとつの懸念は国内需要のリバランスと金融発展だ。長期的な投資率の低下トレンドと高止まりする貯蓄率、また停滞する家計消費。これらが長期的成長プロセスで維持可能なのかどうかは重要な課題として残る。

はじめに

前回のトピック、「マクロ金融リネージと東アジアの金融市場発展」に引き続き、今回のプロジェクトでは、金融政策レジームが太平洋地域、とくに新興国のマクロ経済成果にどのような影響を与えてきたのかを探求する。前回のトピックでは、金融要因による景気循環にどう対処するのかというマクロ経済運営問題の背景として、「金融深化（金融資産の蓄積と資産多様化）」の進展および「金融グローバル化（対外資産・負債の増加）」の拡大を論じた。

新プロジェクトでは、この結果を踏まえ、太平洋地域の新興国にとって、金融要因によるグローバル景気循環に対応するためにふさわしい金融政策レジームとはどのようなものなのかを明らかにしたい。先進国では、インフレ・ターゲットで代表されるルール・ベースの金融政策が追求されてきたが、資産市場のバブル崩壊を防ぐことはできなかった。新興国・途上国の多くでも、「事実上のドル・ペッグ制度」を廃し、伸縮的為替レートと資本移動の自由化とともに名目アンカーとしてインフレ・ターゲットを採用したが、いまでは「ボラタイル（変動的）」な国際資本フローと為替リスクに直面し、それは長期成長経路に重大な影響を与えかねない。

過去、先進国では「裁量的金融政策」とインフレ・ターゲットなど「ルール・ベースの金融政策」のどちらが経済安定に寄与するかに関して多くの論争があった。最近まで日本や米国は未だ正式にインフレ・ターゲットを採用してはいなかったが、オーストラリアやニュージーランドはいち早く採用した。最近では、「貨幣的安定（インフレと産出ギャップのコントロール）」だけでなく、「金融的安定（一国全体の金融システムの安定）」が重要視され、「マクロ・プルーデンス政策」論議が注目を集めている。

新興国では、中国・香港を除いて、多くの国が「事実上の固定レート」を廃し、インフレ・ターゲットを採用しているとされる。いずれの金融政策レジームであれ、太平洋地域の新興国のマクロ経済成果は、通貨安定、財政収支、対外収支のどれをとっても他地域に比べ優れたものである。

本プロジェクトでは、現在のグローバル経済の混乱に鑑み、「マクロ経済政策トリレンマ」、すなわち、①為替安定、②自由な資本移動、③金融政策の自律性、の間のトレードオフ関係を再検討する。最近ではIMFも、しぶしぶではあるが、資本規制や裁量的金融政策が場合によっては有用であり得ると認めている。ただ、明確にどのような場合に、どの程度、このトリレンマのバランスをとるべきなのかはあまりよくわかっていない。第一歩として、ここでは、1990年代以降の、この地域の多様な経験を振り返り、金融政策レジームに関して新たな見方を追求し、「市場開放と価格伸縮化がすべて」という「マントラ（呪文）」からの開放を図る。そこでは再び、金融深化とグローバル化という新たな現実の進展の政策含意の重要性が強調される。

そのため、以下では次のような問題を考察する。今回の危機は国内金融システムとマクロ経済動向に深刻な影響を与えたが、政策当局はこれらにどう対処し、それはどのように評価できるのか？ このような検討の結果は金融政策経営の枠組み、とりわけ為替安定、資本移動の自由、金融政策の自律性の観点からどのような変更をせまるのか？

太平洋地域の経験を振り返ると金融政策レジームとその進展の多様性が確認されるが、他方で、より頑健な金融政策レジームのために学ぶべきいくつか共通の側面が浮き彫りにされる。あらか

じめ本報告の主張を要約しておくとして以下の通りである：

1. 政策目的：通説への挑戦

開放経済の政策当局は金融政策レジーム選択に当たって、①為替安定、②自由な資本移動、③自律的金融政策の3つのうち2つの目標しか達成できないという「マクロ経済政策のトリレンマ」に直面する。このため、例えば、1973年の（対ドル固定レートに基づく）「ブレトンウッズ体制」崩壊で、先進国はすべて第1の為替安定目標を放棄し、他の2つの目標を選択して変動レート制度を採用した。

このとき、途上国の多くは取り残され、旧来の固定レートを継続するのか先進国の後に続くのか判断に迷ったが、多くは従来通り、米ドルなど主要通貨に対して実質的には固定レートを維持した。その結果、1980年代、90年代の一連の新興国通貨危機はいずれも外資流入とその結果としての危機前の通貨高から始まっている。

一連の危機を見て、国際機関などで支配的な見解は、トリレンマの「コーナー解」、すなわち3つの政策目標の一つを完全に放棄し、固定レートを維持するか、資本市場を完全に自由化するか、またはその両方（つまり、自律的金融政策の放棄）かを推奨した。太平洋地域では香港が1983年以来この第3のコースを選択し、中国は2008年まで第1のコースを選んだ。

他の新興国は、公式には伸縮的為替レートと資本移動の自由を標榜していたが、実際には程度の差はあれ、為替安定や自由な資本移動のコーナー解から距離をおいた。太平洋地域の新興国も例外ではない。推定の一例として図1をみてみよう。日本など伸縮的為替レートと自由な資本移動の政策レジームはトップコーナーに、中国のような固定レートと資本規制のレジームは左下のコーナーに位置する¹。これに対して、インドネシア、韓国、マレーシア、タイは、1990年代には多少の位置の変化が見られるものの、2000年代後半に入ってもトップコーナー（伸縮的為替レートと自由な資本移動）から距離を置いていることが示されている。

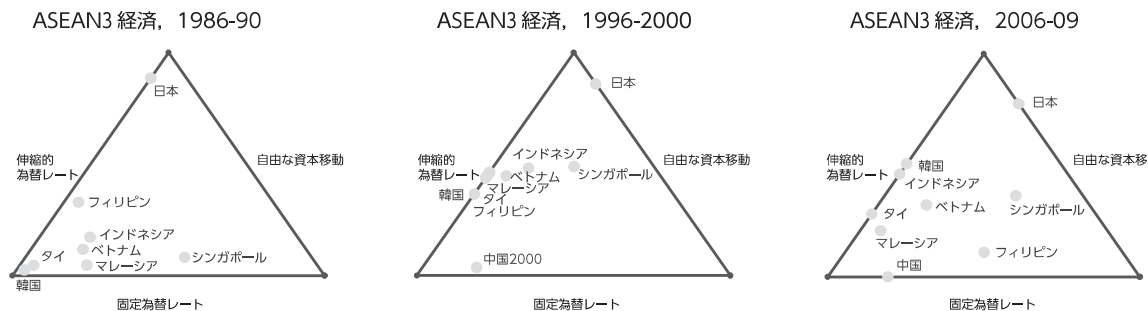
他方、インフレ・ターゲット政策（IT）を採用する（とされる）国の数は増えている。ITは変動レート採用が前提だ。インフレが固定レートの代わりにマクロ安定化のアンカーとみなされるからだ。新興国でもインフレ・ターゲット国が出てきており、前述の4つの太平洋新興国も含まれる。だが、図2が示すように、東アジア（図では「Other Asia」）の為替レートは図の「LAC（ラテンアメリカ・カリブ海諸国）」など他の地域に比べると為替レートは安定しており、外貨準備の増加は加速的だ。

実際、「テイラー・ルール」²におけるようなインフレと産出ギャップだけではなく、為替安定も

1 出所は Ito and Kawai (2011)。「為替安定 exchange stability」、「金融開放度 Bnancial openness（資本移動の自由）」、「金融政策自律性 monetary independence」の各辺に近い（遠い）ほどその度合いは高い（低い）。ただし、各尺度は定義に依存し、定義が異なれば、その値は、水準、変化率、トレンドとも異なることに留意する必要がある。

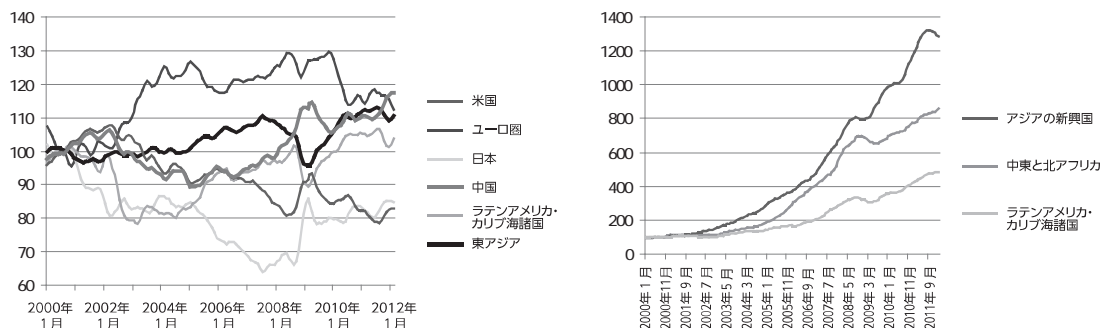
2 John B. Taylor (1993) の提唱した政策金利運営の公式。自然失業率水準に対応した GDP 水準からのギャップおよびインフレ・ターゲットからのギャップの組み合わせを最小化する。

図1. マクロ経済政策トリレンマ



出所：Ito and Kawai (2011).

図2. 為替レートと外貨準備



出所：IMF, World Economic Outlook, April 2012.

新興国のインフレ・ターゲット国政策当局が追求している「節（ふし）」がある。とりわけ、政策当局によっては、何らかの望ましい為替水準を維持するために、少なくとも一部は、意図せざる外貨準備の増加となったと推測される。この解釈は太平洋地域の新興国が政策トリレンマの非コーナー解に位置している推定と符合する。

例えば、Ostry et al. (2012) は、インフレ・ターゲット新興国の金融政策の反応関数を推計し、当局がインフレおよび産出ギャップに加えて為替安定（実質実効レート）も考慮していることを見いだしている。この追加的な政策目標に対しては追加的な政策手段、すなわち外為市場介入が用いられている。

太平洋新興国でも巨額の外資流入による通貨高を防ぐために外為介入が行われ、その結果、外貨準備蓄積が加速していることはよく知られている。その際、介入はしばしば非対称であり、時折、発生する資本逆転の場合を除けば、ほとんどが通貨高に対抗する介入である。図3はタイの事例だ。1997年の絶望的な通貨防衛の後、外為介入といえば、ほとんどすべて通貨高に対抗するドル買いだ。他の新興国、インドネシア、韓国、マレーシアについても同様である。

マクロ安定化政策の最終目標は国内均衡と対外均衡だ。国内均衡は物価安定と生産能力のフル稼働（GDPギャップの最小化）であり、対外均衡は持続的な経常収支だ。マクロ経済政策トリ

図3. 為替レートと外為市場介入：タイ



レンマは、この最終目標を達成するための政策枠組みに関わる。変動レートの下でも、対外均衡は重要性を失っていない。というのも、市場、とりわけ国際資本市場は決して自動的に対外均衡を達成するものではないからだ。

相対的に深い金融システムをもつ先進国でも、「マクロ・ブルーデンス政策」の名の下に、金融部門へのブルーデンス政策はマクロ安定化政策との協調が模索されている。金融グローバル化の下では、新興市場はますますボラタイルになる資本フローに対して、一層安全な政策手段で武装する必要がある。新興市場の初期条件は相対的に浅い国内金融市場であり、これには信用市場、外為市場、そして未発達な証券市場が含まれる。1990年代の一連の金融危機と資本逆転を経験して、太平洋地域の新興国は、非オーソドックスだが旧来の政策手段、すなわち外為介入と資本規制に継続的に依存してきた。「通説 conventional wisdom」ともいえるトリレンマにおけるコーナ一解ではなく、新たなグローバル経済環境では非コーナ一解が選択されてきた。

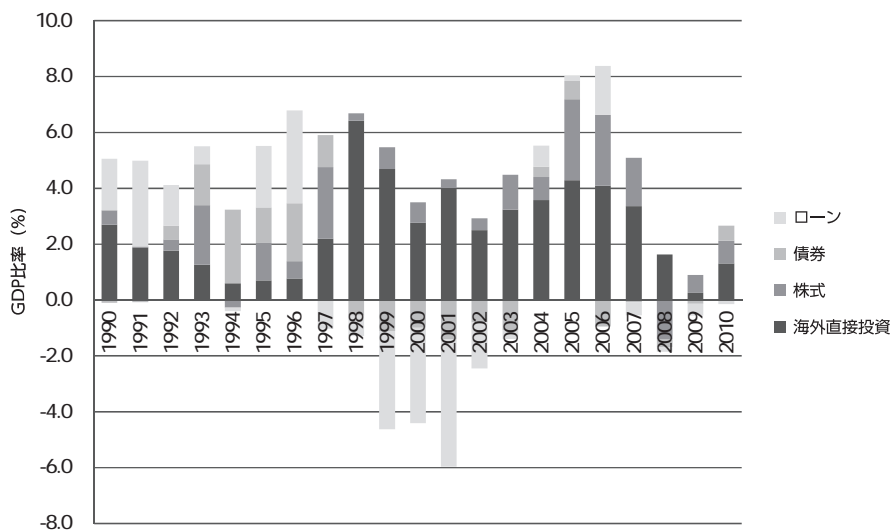
2. 政策の波及：グローバル金融リンケージと国内金融深化

太平洋地域の新興国は、国際資本市場との「金融リンケージ」という観点から二つの大きな波を経験している。一つは1990年代、もう一つは2000年代だ。図4はこの波を、タイを事例に示している。それぞれの波の終わりには外国資本フローの逆転が見て取れる。1990年代の逆転は2000年代に比べて規模が大きく、長く続いた。同種の資本逆転が2000年代後半に先進国でも起こったが、これは第二次世界大戦以降、初めての経験だ。

外国資本フローの対GDP比率は二つの波において大きく拡大した。例えばタイでは1990年代にはGDPの6%、2000年代には8%に達し、太平洋新興国平均でもそれぞれ、6%と10%に達した。他方、その20年間で資本フローの構成は劇的に変化した。もっとも、安定的な直接投資(FDI)が主体になり、(株式・債券など)ポートフォリオ投資と最もボラタイルなその他投資が「従」となった。ただし、2008年以降はFDIも縮小している。

資本フローのこのような動向は前回の報告(2011)で既に指摘した。ここではさらに、外資流入だけでなく、これら新興国の対外投資の動向が国際資本市場とのリンケージを理解する上で欠

図4. 外資流入：タイ



出所：World Bank, World Development Indicators 2012. により筆者試算。

かせないことに注目したい。(外為介入を除いた) 対外投資は域内平均で 2007 年に GDP 比率で 10%に達した。介入を含めると実に 20%を超える。

新興国の金融リネージを論じる際には、もはや先進国と同様、ネットベースではなくグロスベースで論じる必要がある。これは、これら新興国が先進国並みの金融発展段階にあることを意味しているのではない。だが、新興国の非コーナ解である金融政策レジームと金融リネージの関係を論じる際には無視できないポイントだ。

太平洋新興国の国際資本市場との金融リネージから見ると、外国資本フローに加えて公的外貨準備の動向に注目する必要がある。これら各国の巨額の外貨準備蓄積については様々な議論がある。新興国は 1990 年代末以降、外貨準備を増加させているが、なかでも太平洋新興国はかなり早くからもっとも急速に外貨を蓄積している点で他地域から傑出している。さらに同諸国では様々な組み合わせで「外貨スワップ協定」を締結しており、各国が外貨流動性の確保に並々ならぬ注意を払っていることがわかる。

太平洋新興国の国際資本市場との金融リネージの進展は次のように要約できる：

1. 外国資本流入については、「非債務性」の直接投資 (FDI) が最大の構成要素となっており、しかも、その域内投資がますます重要な役割を果たしてきている。これは各国の資本勘定自由化政策と域内の頑健な工業化成長を反映している。
2. ローンや債券投資などの「債務性」フローは資本市場の思惑に敏感で、そのボラティルな動きは景気循環を抑制するのではなく、増幅する傾向にある。ただし、このような資本市場に固有の不完全性は域内投資の増大によって軽減される可能性がある。
3. 公的外貨準備の蓄積は為替安定化の副産物だが、太平洋地域の新興国でとくに目立つ。外貨準備は資本市場ボラティリティのバッファ (緩衝) の役割を果たしており、それが過剰

であるかどうかは今後見守る必要がある。

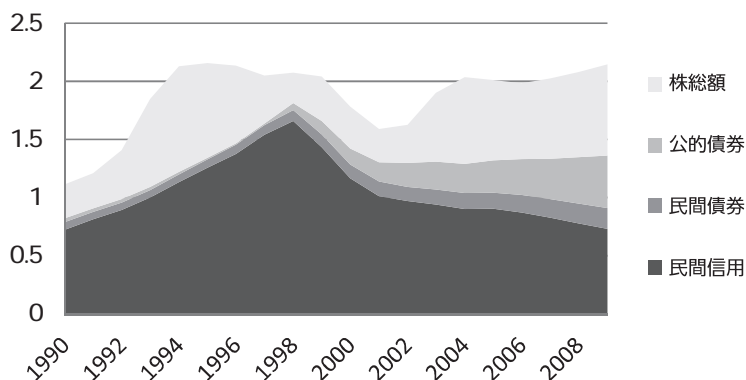
貿易フロー同様、資本フローにおいても域内依存度の高まりが見いだせる。直接投資（FDI）だけでなく、株式投資においても、「旧新興国」の香港、韓国、チャイニーズ・タイペイは「新新興国」の ASEAN4 や中国において投資国として重要性を増している。この動きは資本市場の欠陥である情報非対称性を補う合理的なものであり、先進国による投資のボラティリティを緩和するものだ。このことから、北（先進国）から南（途上国、新興国）への資本フローだけを見ていだけでは、もはや不十分であることがわかる。

次に、外国資本フローと国内金融システムの関係に目を転じよう。外資は国内金融とどう関連しているのか。われわれの前回の報告（2011）は、太平洋地域とその他地域の新興国では次のような対照が見られることを示している。

1. 太平洋地域の新興国は外国資本フローへの依存度が他地域に比べてはるかに小さい。
2. 国内の金融仲介の規模は逆に他地域よりはるかに大きいだけでなく、持続的に拡大している。つまり、金融深化が進展している。

これらの観察事実は、必ずしも同地域の新興国の金融システムが、金融グローバル化の逆風に對抗するのに十分「レジリエント」であることを意味しない。図5はタイにおける民間部門への金融仲介の程度を示したものだ。明らかに、民間部門への国内信用は GDP 比率でみてアジア危機前のピーク水準を回復しておらず、しかもそれは民間債券市場の拡大で十分に代替されていない。つまり、1997年以降、民間部門への国内金融仲介は縮小したままなのだ。タイは決して例外ではなく、太平洋地域の新興国の典型例だ。

図5. 金融仲介：タイ（GDP 比率）



出所：World Bank, A New Database on Financial Development and Structure (updated November 2010)

太平洋地域の新興国における国内金融システムに対する我々の評価は次の通りだ：

1. アジア危機後の国内金融システムの回復は完全とは言い難い。実際、各国の金融仲介規模は危機前の水準に達しておらず、これは実体経済の回復、動態とは対照的だ。
2. とくに目立つのは民間信用の縮小とそれを代替すべき民間債券市場の成長の遅さだ。

3. おそらくそのせいで、実体経済の成長は国内金融システムを通じた外部金融より、直接投資 FDI（多国籍企業内）および自己金融（企業貯蓄）といった内部金融への依存度を高めている。

太平洋地域では、新興国の国際資本市場との金融リンケージは、もはやネットベースでは論じられなくなった。実際、同地域の新興国は、グローバル金融市場とのリンケージをグロスベースで拡大しており、外国投資を受け入れつつ、対外投資を拡大している。さらに、外国資本フローの構成は直接投資が主となり、不安定なポートフォリオ投資とその他投資は従だ。それにもかかわらず、国内金融深化は停滞している。非金融法人企業部門は金融仲介（銀行信用）への依存度を下げているが、民間債券市場の発展はそれを代替するには程遠い。言い換えると、企業部門は2000年代に内部資金と直接投資への依存を高めた。この「内部金融化」トレンドが一時的なものなのか、また将来にわたって持続可能なものなのかが注目される。

3. 政策の成果：「今度は違う」

現在までのところ、太平洋地域の新興市場のマクロ経済成果は、他地域の新興市場を凌駕してきた。相対的な低インフレ、高成長、為替安定と経常収支黒字が達成されてきたし、財政収支も相対的に健全であり、金利も十分プラスを維持してきた。この地域の非コーナ解の金融政策レジームが失敗であったと論じることは難しいだろう。

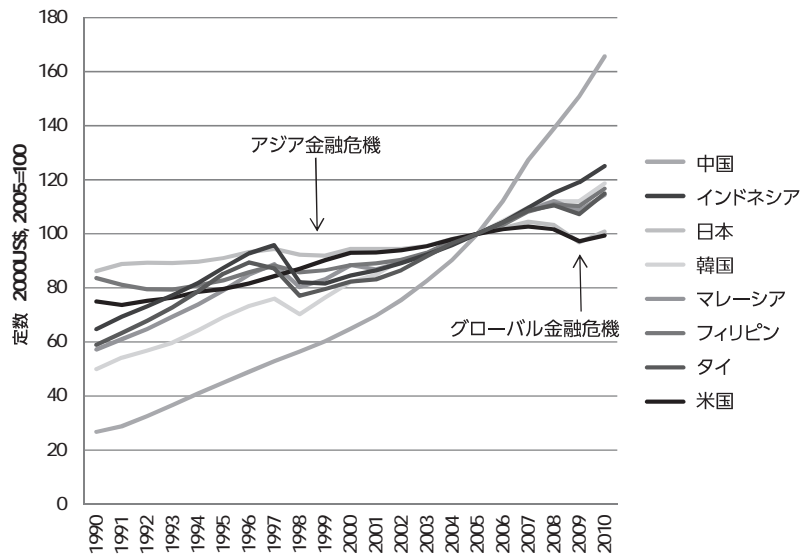
けれども、二つの危機前後の状況を比較すると、マクロ経済成果にいくつかの違いがあることに気付く。アジア危機前の数年間の安定した高成長は経常収支赤字を伴い、それは歴史的に高い投資率によるもので、インフレ率は5%前後に制御されていた。他方、グローバル危機に先立つ2000年代では、やや成長率は低下したものの、低インフレで安定した成長を維持した。加えて経常収支は国内投資の停滞によって赤字から黒字に転化している。

さらに、危機後の回復過程に目を向けると、アジア危機後の回復は予想外に早かったとはいえ、危機の打撃は今回より甚大で不況は深刻であり、危機前のピーク所得水準を回復するのにより長い時間を要した。たとえば、インドネシアは7年、韓国3年、マレーシア5年、フィリピン3年、タイも7年といった具合だ。図6はこれら諸国の一人あたり GDP の動向を示しており、アジア危機で急激な所得低下を経験したことがわかる。対照的にグローバル金融危機後の不況は相対的に浅く、危機前のピーク所得水準への回復は1年程度で、日本や米国と強いコントラストを示している。

政策運営に関して、太平洋新興国の経験から重要な教訓は、1) 変動レートより安定的な為替レート、2) 自由な資本移動より適切に管理された資本フロー、3) 情報の不完全な海外貯蓄より情報量の豊かな国内金融が重要であることがわかる。控えめに言って、これらの非オーソドックスな政策ミックスは悪くない。むしろ、彼らのアプローチは金融グローバル化の下での新興市場の金融政策レジームを追求する上で十分に検討に値するものだ。

太平洋地域の新興国はアジア危機の手痛い経験から多くを学んだ。第1に、無条件のグローバル金融統合化、すなわち資本勘定自由化は極めてリスクが高いことは骨身にしみた。実際、15年

図 6. 一人あたり GDP (2005年米ドル固定価格)



出所：World Bank, World Development Indicators 2012. により筆者試算。

前に気づいたのは、グローバル金融リネージュは「破壊的な力をもつもので、ボラティリティを増幅し、恐るべき危機を発生させることがあるのであって、決して成長を促進し、投資機会を増やしてリスク分散を手助けするものではない」(Prasad (2011))。第2に、真に必要なときに信頼できる国際安全ネットというものはなく、国際機関とその支持者（国際銀行）はアジアのことはあまりよく知らず、関心がないということだ。支援条件として強制される政策処方箋といえば、東アジアとは程遠い、どこかの典型的な規律乏しい途上国に対する、決まり切った緊縮政策で、それはむしろショックを深刻化し、回復を遅らせる。

アジア危機以来、太平洋新興国は公式にはインフレ・ターゲットを採用、伸縮的為替レートで資本勘定を自由化し、プルーデンス規制を強化した。けれども、現実には、為替安定を図り、外為市場に介入、他方で、多様な意図的なプルーデンス手段で資本フローをコントロールしてきた。政策目標は金融自律性の下での安定と成長であり、そのためには完全な金融開放は実際的な中間目標たり得ない。そして、彼らは正しかった。新興市場は急速にグローバル危機から回復した。さらに、新興国はますますボラタイルになった国際金融フローに対してもこれまでのところ、レジリエントに見える。

太平洋地域の新興国はボラタイルな外国資本フローの破壊的な力に適切に対処してきた。外為市場介入と資本規制が追加的政策手段であった。海外貯蓄への依存度を最小化し、ボラティリティの小さい資本フローへと多様化を図った。驚くべきことに、民間部門もまた同じことを内部金融化で達成した。国内金融システムは先進国ほど深くはないが、他の途上国よりは深い。1997年の危機に比べて、その対応と成果は「今度は違う」(Reinhart and Rogoff (2009) の書名)といえる。ただし、国内需要のシフトについては再検討の余地がある。国内投資のトレンド的停滞、継続的な高貯蓄率、継続的な低い家計消費は目立っている。この状況が長期的に持続可能で成長

にとって適切なものなのかどうかを見極める必要がある。

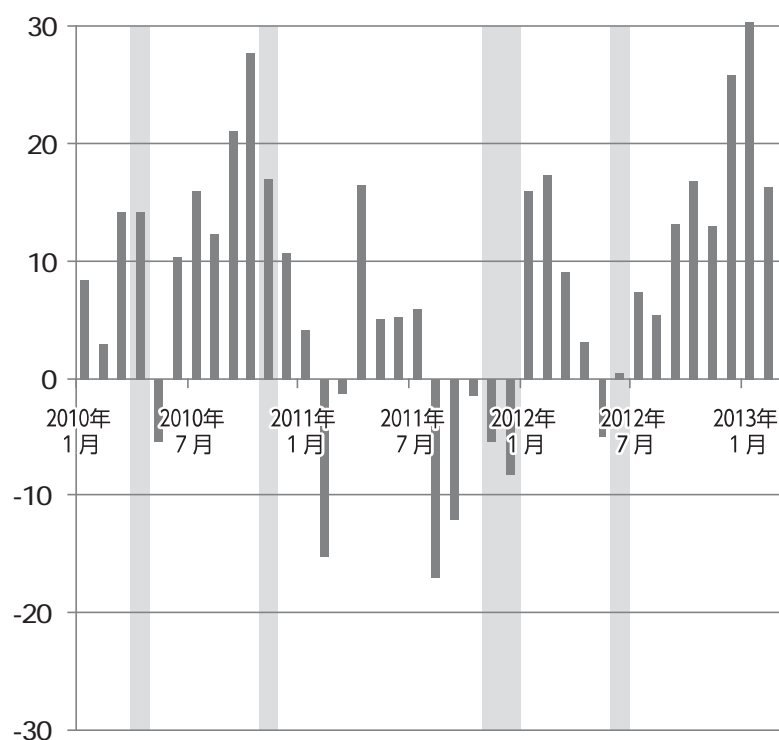
4. グローバルな観点からの持続可能性

太平洋地域の新興国は、アジア危機までの外国資本フローへの依存と「フロート恐怖症」から解放されて久しい。各国は今や、国際資本市場固有のボラティリティには大量の外貨準備をバッファーあるいは保険として、やや伸縮的な為替レートとややオープンな金融資本勘定と共存してきた。とはいえ、今後にも目を転じると、いくつかの新たなリスクにさらされていることがわかる。

先進国が深く長引く不況下にある限り、新興国は有望な投資機会や質への逃避を求める国際投資家の格好のターゲットとなる。また、新興国の大量の外貨準備は為替調整があればキャピタルロス（資本損失）にさらされる。さらにまた、新興国のレジリエンスや貯蓄過剰こそが、グローバル金融危機とその後の長引く不況の究極的な原因だという説もある。

資本流入の急増が信用ブーム、資産バブル、通貨上昇や国内インフレを引き起こし、輸出主導成長を損なえば、結局、ブーム崩壊、資本フローの急停止・逆流を引き起こし、長く深い不況に陥る可能性がある。実際、グローバル金融危機以降、新興国への資本フローは一連のミニ逆流が確認できる（図7）。図7によれば、2011-12年の間に少なくとも4回、資本逆転がみられる。だが、大幅な通貨上昇もコントロール不能な国内インフレも確認されておらず、少なくともここまでは新興国は上手く切り抜けてきた。

図7. 新興国へのネット資本フロー（10億米ドル、月次フロー）



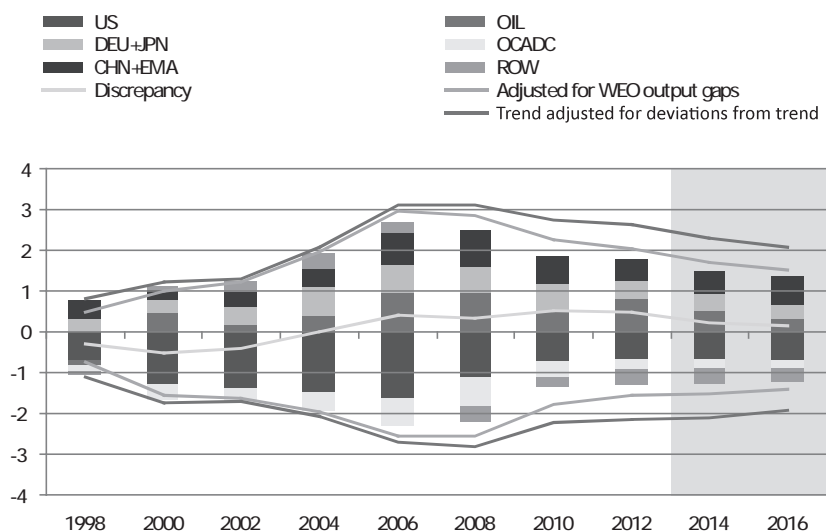
出所：IMF, *World Economic Outlook*, April 2013.

また、米国その他の先進国が公的債務問題で低生産性成長を余儀なくされる限り、生産性成長の高い新興国が中期的に通貨上昇を避けることはできない。しかし、これは今回の危機の有無にかかわらず避けられない、長期的な所得収束のプロセスだ。先の図5が示すように、所得収束は少なくとも今後数年間は続くものと思われるし、それは望ましいことであって、不運でも何でもない。

これらの避けられない、新たなリスクに加えて、マクロの需要バランスと金融発展の動向もまた今後中期的に懸念すべき問題だ。図8はIMF（2013）からとったものだが、経常収支のグローバル・インバランスが有意に縮小したことを示しており、これは赤字国が大不況で国内需要削減を余儀なくされたことによる。他方、太平洋新興国は対外黒字国であるが、このインバランス縮小には貢献していない。アジア危機で各国は投資率トレンドの低下を経験し、それは危機前のレベルを回復せず、他方、貯蓄率はある程度維持されてきた。この貯蓄と投資のギャップが経常収支バランスに他ならない。さらに、中国は投資率が極めて高く、家計、企業、公共各部門の高い貯蓄率をさらに上回ることはよく知られている。

太平洋新興国の投資率は低下したが、それでも他地域に比べれば高い。実際、それは過去30年間、ラテンアメリカや欧州の新興国の投資率をはるかに上回っている。したがって、現在の投資

図8. グローバル・インバランス（対世界GDP比率、%）



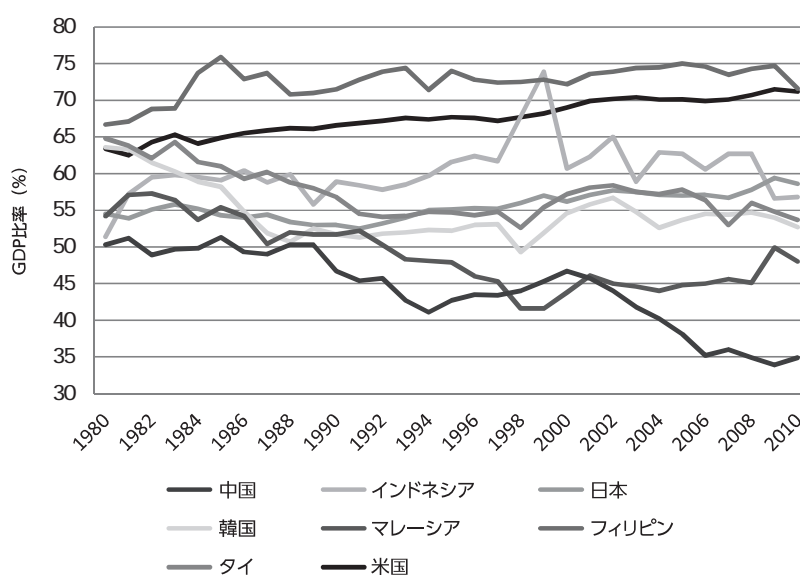
US=米国
 DEU+JPN=ドイツ+日本
 CHN+EMA=中国、香港、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、
 チャイニーズ・タイペイ、タイ
 OIL=石油輸出国
 OCADC=ブルガリア、クロアチア、チェコ、エストニア、ギリシャ、ハンガリー、アイルラ
 ンド、ラトビア、リトアニア、ポーランド、ポルトガル、ルーマニア、スロバキ
 ア、スロベニア、スペイン、トルコ、英国
 ROW=その他の国/地域
 Discrepancy=統計不突合
 Adjusted for WEO output gaps=WEO 産出ギャップ調整済み分
 Trend adjusted for Deviations from trend=トレンドからの乖離調整済み分

出所：IMF, *World Economic Outlook*, April 2013.

率が上方修正されるべきかどうかは一概にはいえない。また、現在の投資水準は、先に述べたように、金融仲介や資本市場ではなく、内部金融により多く依存している。投資が資金アベイラビリティに制約されているという証拠はなく、企業の内部金融化は投資率停滞の原因ではない。

他方、高い貯蓄率は削減の余地があるかもしれない。国内金融自由化や社会保障制度の強化が民間部門の貯蓄率を低下させ、消費を拡大することは知られている。太平洋新興国は他地域に比べて高貯蓄、低消費であるが、家計消費の GDP 比率は中国、シンガポールで、またタイでも依然として低下傾向を示している（図9）。現状から見る限り、消費者金融や社会保障制度整備が貯蓄投資ギャップの縮小や投資機会の拡大に有用であることは間違いなさそうだ。

図9. 家計消費



出所：World Bank, *World Development Indicators* 2012. により筆者試算。

金融発展、とくに国内資本市場の成長は新興国に必要であり、それは外国資本フローおよびそのボラティリティの管理能力を高める。だが、それは一晩で達成できるものではないし、強い資金ニーズがあることが前提だ。資本市場では借り手に関する情報が決定的に重要だ。現在の内部金融化のトレンドはこの情報非対称性を緩和する一つの道かもしれないが、証券市場発展には寄与しそうにない。証券市場に対するニーズの高まりこそが同市場発展の先行条件だ。

資本規制についても同様だ。資本規制は一般的には資本フローの流出入を歪める。けれど、資本市場はそれ自身、時折、歪みを増幅することはよく知られており、資本受入国の外資受入能力を上回っている場合にはとくにそうだ。資金過剰は資金不足より有害であり、変動レートが短期的に為替レートを歪め、経済全体を不安定化することは経験済みだ。

市場は効率的な制度だが、万能ではない。先進国自身、最近の危機でこれを実証した。市場の不完全性は、先進国より新興国のほうが大きいと一般的に考えられる。市場の失敗は資本市場で

とりわけ深刻であり、それは最近の金融危機からも明らかだ。通常、債券市場は金融資源を動員し、リスクは高いが高収益の投資機会につなぐ上で銀行より優れているとされる。けれども、バブル発生が懸念されるような場合は、新興国が資本市場や資本勘定の完全自由化に慎重になることには十分な理由がある。

国内および対外金融資本市場を自由化し、為替レートを伸縮的にすることで、新興市場は先進国の対外債務を増やす代わりに、自国の投資機会への資金供給を増加することは可能だ。それが新興国の利益になるなら、そうすべきだ。つい最近まで、先進国は海外から借り入れても支出拡大することが利益になると判断し、新興国は為替操作で資本流入に対抗し、外貨準備を蓄積して、意図せずに対外貸付を増やしていた。いまや先進国も「大緩和 *Great Moderation*」が維持不可能であり、行儀よく、稼ぎの中から費消するしかないことに気付いた。新興国はどうか？ 彼らは何をすべきかわかっている。どのくらいの早さでそうすべきか？ 先進国と違って、新興国にはまだ選択の余地がある。

参考文献

International Monetary Fund, 2013. *World Economic Outlook*, April.

Ito, Hiro, and Masahiro Kawai, 2011. “The Trilemma Challenge for SEACEN Member Economies: New Measures of the Trilemma Hypothesis and Their Implications on Asia,” November.

Kohsaka, Akira, ed., 2011. *Macrofinancial Linkages and Financial Deepening in the Pacific Region*, Japan Committee for PaciBc Economic Outlook.

Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, and Marcos Chamon, 2012. “Two Targets, Two Instruments: Monetary and Exchange Rate Policies in Emerging Market Economies,” *IMF Staff Discussion Note*, SDN/12/01, February.

Prasad, Eswar S., 2011. “Role Reversal,” *Finance & Development*, December.

Reinhart, Carmen, and Kenneth Rogoff, *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, 2009.

Taylor, John B., “Discretion Versus Policy Rules in Practice,” *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39, pp. 195-214.

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後すぐの PECC 実行委員会：
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 総会後（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 PaciBc 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 PaciBc 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 PaciBc Region）
- 「太平洋地域の資本フロー：現状と展望」1995 年
（Capital Flows in the PaciBc 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 PaciBc 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 PaciBc Region）
- 「太平洋地域における財政政策の課題」2001 年
（Fiscal Policy Issues in the PaciBc 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 PaciBc 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 PaciBc Region)
「太平洋地域の高齢化と潜在成長」2007年
(Aging and Economic Growth Potentials in the PaciBc Region)
「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」2009年
(External Adjustments under Increasing Integration in the PaciBc Region)
「太平洋地域におけるマクロ金融リンクージと東アジアの金融市場発展」2011年
(Macro-Bnancial Linkages and Financial Deepening)
「太平洋地域における金融政策レジーム」2011年～(現在)
(Monetary Policy Regimes in the PaciBc Region)

以上、主査：関西学院大学国際学部教授 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
関西学院大学国際学部
教授

オーストラリア

Anthony J. MAKIN
Professor of Economics
GrifBth Business School
GrifBth University

中 国

Dongmin LIU
Deputy Director
Institute of World Economics and Politics
Chinese Academy of Social Sciences

コロンビア

Jorge Hernan TORO CORDOBA
Executive Director Economist,
Research Department
Central Bank of Colombia

インドネシア

Solikin M JUHRO
Senior Economist and Deputy Director
Monetary Policy Group Bank Indonesia

韓 国

In HUH
Head of International Finance Team
Korea Institute for International Economic
Policy (KIEP)

フィリピン

Cayetano W. PADERANGA, Jr.
Professor
University of the Philippines

チャイニーズ・タイペイ（中国台北）

Sheng-Cheng Hu
Academician
Academia Sinica, and
Taiwan Institute for Economic Research

タイ

Chaiyasit ANUCHITWORAWONG
Research Specialist
Thailand Development Research Institute

東アジア

Peter MORGAN
Senior Consultant for Research
Asian Development Bank Institute

太平洋経済展望日本委員会事務局

岩城 吉信
事務局長

山田 衛
次長

藤田 真知子
主幹

中田 千登世
主幹

Janis Kea

編集コンサルタント

注) 肩書、所属は、2012年9月の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

2013年11月現在

（敬称略）

1. PECC とは

PECC（PaciBc 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カ国／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カ国（日・米・加・豪・ニュージーランド・ASEAN5カ国および韓国）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カ国／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・モンゴル・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）***

** 太平洋経済協力会議日本委員会 [略称：JANCOPEC]

委員長：野上 義二 ((公財)日本国際問題研究所理事長)

事務局：(公財)日本国際問題研究所内に設置

〒100-0013 東京都千代田区霞が関 3-8-1 虎の門三井ビルディング 3階

電話 03-3503-7744 FAX03-3503-6707 E-mail:peccjp3503@jiia.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 PECC 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 OECD 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)	1997年9月第12回(サンチャゴ)
1982年6月第2回(バンコク)	1999年10月第13回(マニラ)
1983年11月第3回(パリ)	2001年11月第14回(香港)
1985年4～5月第4回(ソウル)	2003年9月第15回(ブルネイ)
1986年11月第5回(バンクーバー)	2005年9月第16回(ソウル)
1988年5月第6回(大阪)	2007年5月第17回(シドニー)
1989年11月第7回(N.Z. オークランド)	2009年5月第18回(ワシントンD.C.)
1991年5月第8回(シンガポール)	2010年11月第19回(東京)
1992年9月第9回(サンフランシスコ)	2011年9月第20回(ワシントンD.C.)
1994年3月第10回(クアラルンプール)	2013年6月第21回(バンクーバー)
1995年9月第11回(北京)	

常任委員会

各メンバー委員会の代表者からなる。

PECC の運営についての実質的な承認機関である。

国際事務局

PECC 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、PECC の運営に関する日常的な業務にあたっている。

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、PECC 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 PECC 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、PECC 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。

【Signature Project】

太平洋地域の現況報告 (State of the Region)	(幹事：カナダ)
資源採掘産業における協力と競争	(幹事：豪州)
地域経済統合	(幹事：チャイニーズ・タイペイ)

【International Project】

太平洋経済展望 (PEO) 構造問題部門	(幹事：日本)
太平洋食糧展望 (PFO) (PaciBc Food System Outlook)	(幹事：米国)
危機に打たれ強い社会経済基盤構築	(幹事：日本)
太平洋地域の構造的失業問題	(幹事：チャイニーズ・タイペイ)
太平洋地域の海洋資源の持続的管理	(幹事：フランス)

PECC プロジェクトは、「特別プロジェクト」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。

【ADB and PECC Joint Project】

サービス貿易 (Services Trade)	他
-------------------------	---

太平洋経済展望（PEO）の概要

2013年11月現在

（敬称略）

1. PEOとは

PEO（PaciBc 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は従来、短期予測部門、構造問題部門の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きたが、2009年7月、短期予測部門（幹事国：カナダ）の活動を終了、現在は構造問題部門のみ活動を行っている。活動成果はアジア太平洋経済協力（APEC）にも提供している。

○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」、「太平洋地域の高齢化と潜在成長」、「太平洋地域における対外調整メカニズム」、「マクロ金融リンクと東アジアの金融市場発展」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金融政策レジーム」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：

関西学院大学国際学部教授 高阪 章氏

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

一般財団法人 アジア太平洋研究所内

〒530-0011 大阪市北区大深町3番1号 グランフロント大阪 ナレッジキャピタルタワーC7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、2011年12月に(財)アジア太平洋研究所へ名称変更）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。とくに、PEO 構造部門の研究活動は、高阪章主査（国際コーディネータ）の指導の下、推進されている。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：野上 義二（太平洋経済協力会議（PECC）日本委員会委員長）

委員長代理：森 詳介（公益社団法人 関西経済連合会会長）

小島 誠二（外務省 特命全権大使・関西担当）

委員：高阪 章（関西学院大学国際学部教授）

稲田 義久（前 PEO 日本委員会短期予測部門主査、甲南大学経済学部教授）

ほか

企画運営委員会

座 長：人選中

副 座 長：岩田 一政（公益社団法人 日本経済研究センター理事長）

構造問題小委員会（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）

主 査：高阪 章（関西学院大学国際学部教授）

事務局（日常の運営業務を担当）

事務局長：岩城 吉信（一般財団法人 アジア太平洋研究所代表理事）

(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：（公財）太平洋人材交流センター、（公社）関西経済連合会

外務省

一般財団法人 アジア太平洋研究所の概要

Asia Pacific Institute of Research (APIR)

2013年12月現在

(敬称略)

1. 来歴

近年、国際政治、世界経済において、アジア太平洋地域が果たす役割はますます重要性を増しており、域内各国・地域の動向が注目されている。そういった状況下、今後のアジア太平洋地域の持続的な発展をサポートする目的で、平成23年12月1日に設立された。アジア太平洋地域が直面している諸問題に対して、課題解決型シンクタンクとして多様な知的貢献活動を展開し、日本とアジア太平洋の新たな活力創出、持続的な発展に寄与することをミッションとしている。研究活動や運営については関西を中心とした会員企業に支えられ、政府や特定企業・組織の影響下のない「中立的なシンクタンク」として、自ら課題を抽出し、公益性の観点に立ち研究を進めている。

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、2002年より(財)関西社会経済研究所が担当してきた。

2. 活動の独自性

アジア太平洋地域における、国・地域の枠を超えた、「知」の協働、「情報」の交流を創出する磁場をめざしている。

- (1) 中立性・公益性
- (2) 知の協働
- (3) 人材交流・育成
- (4) 情報の蓄積・発信

3. 代表者

代表理事 岩城 吉信
所 長 宮原 秀夫（大阪大学名誉教授）