

アジアの奇跡は終わったか？

経済調査部 石川達哉

はじめに

アジア通貨・金融の混乱は新たな局面を迎えている。タイ・韓国・インドネシアは、IMFを中心とした国際金融支援によって当面の流動性危機を免れているが、今後は経済・金融再建に向けた具体的取組みが着実に進展するかどうか注目される。今回の通貨危機では、対米ドルレートを実態的に固定させてきた各国の為替政策が全面的に見直されることになった。同時に、アジア諸国の中長期的な成長可能性が根底から問い直されている。当レポートでは、これらの問題に焦点を当て、アジアの将来を展望する。

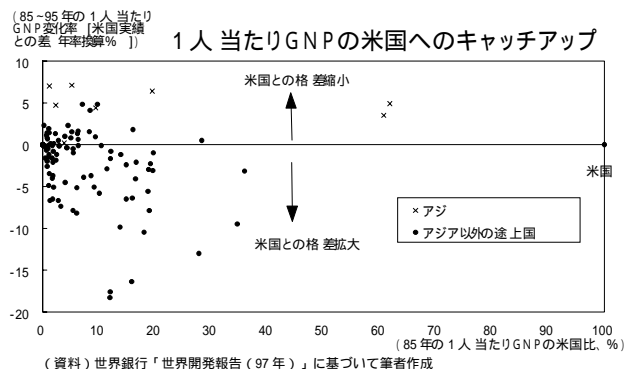
1. 通貨危機発生前までのアジアを巡る論議

(1) アジアの成功と新しい経済成長理論

アジア諸国の経済的成功に対する評価は世界銀行が93年に発表したレポート「東アジアの奇跡」に代表される。このレポートの特徴は、アジア各国がなぜ経済的成功を勝ち得たのかを、最新の経済成長理論を適用することによって実証分析したことである。成功の要因は、ひとことで言えば、正しい公共政策である。そして、「正しい公共政策を実施すれば、他の途上国もアジアと同様の成功を収めることができる」というのが最大のメッセージであった。

こうした分析を可能にした背景には新しい経済成長理論の台頭がある。「貧しい国ほどその後の経済成長率は高く、当初の所得格差

は収斂する」というのが伝統的な成長理論から得られる帰結であり、先進国間ではあてはまってきた。しかし、先進国と途上国の関係を見ると「豊かな国はより豊かに、貧しい国はより貧しく」とでも形容すべき状況だった。そうした中での例外がアジア諸国であった。途上国にはみなキャッチアップの余地とその可能性があるのに、勝者と敗者に分かれたのはなぜだろうか。



従来の成長理論は、長期的な経済成長率は最終的には人口成長率と技術進歩率に規定されることを明らかにしたが、その技術進歩は天から降ってくるもののように扱われていた。

しかし、技術進歩とはダイナミックな経済発展プロセスの中で生起するものではないのか。一国の経済発展において重要なのは、最終到達点そのものよりそれに至る過程ではないのか。こうした問題意識から「新しい成長理論（内生的成長論）」が台頭したのが、80年代後半から90年代前半であった。アジア諸国の成功が経済理論の変容を迫ったとも言えなくはないだろう。

そのなかで伝統的な成長理論と折り合いをつけながら、途上国のキャッチアップ過程を理論整合的に説明できる枠組みを作ったのがロバート・パロー教授である。

到達すべきゴールは経済の初期条件に影響されるので、途上国の方が先進国より当初は低いかもしれない（注1）。しかし、重要なのは、その後の公共政策がこのゴールを更なる高みにも押し上げるし、低いレベルにもおとしめることである。現在の所得水準が低い国の、到達すべきゴールが高くなれば、その分だけ成長できる余地が増えるということである。従って、その後の成長率は高くなり、世界のトップへのキャッチアップも速くなる。逆にゴールが下がれば、成長率は低くなり、世界のトップとの乖離はいっそう拡大する。

所得格差が収束するプロセスは一見世界へのキャッチアップであるようだが、本質は自らの成熟点へ近づいていくことにほかならない。ゴールの水準が上がらなければ、世界との所得格差があるからといっても、それは成長余地とはならない。

こうした理論モデルはアジアと他の途上国で明暗が分かれたことを説明できるはずである。

(2)世界銀行のレポート「東アジアの奇跡」

世界銀行は、アジアの経済発展プロセスの中で公共政策が果たした役割を以下のように考えている。

各国の諸制度・現実の経済政策は単一の「アジアモデル」という概念では包括できないほど多様である。共通するのは、「輸入代替」を脱却し、「輸出指向」で工業化を進めたことである。その過程で、国際競争力が高まり、輸出と投資主導の経済成長が実現した。

こうした発展を可能にした基本的なメカニズムとしては、

高い投資率 高成長 高い貯蓄率の好循環
良好な労働の質と労働参加率の上昇

外資と海外技術導入による生産効率の向上が考えられる。

輸出指向政策は原材料調達のための国内市場解放と各種の規制緩和・自由化を伴った。それは競争を通じて効率改善を促進させた。また、政府がインフラ整備や中等教育充実を優先することで社会資本や人的資本の蓄積が進んだ。

財政収支は黒字ないし小幅赤字でとどまった。政府債務返済のため貨幣が大増発され、インフレが昂進するということはなかった。ひどいインフレによって先行きが見えなくなることがなければ、企業は安心して設備投資を行うことができる。物価の安定は、貯蓄促進策や高い教育水準とともに、高い家計貯蓄率を支える要因になった。

為替レートに関しては実力以上の水準が長期間続かないよう、適宜切り下げを行い、国際競争力を維持した。その結果、対外赤字・対外債務を比較的低い水準に抑えることができた。これは海外投資家に対する投資リスクを軽減し、外国資本流入の誘因となった。そして、旺盛な国内投資需要に対して国内資金のみでは不足する分を海外資本が補う役割を果たした。

このような一連の公共政策によって民間部門が本来的に持つ活力が引き出され、高い成長と経済発展が実現したというものである。

アジア経済の活況は90年代に入っても続き、その成長は未来永劫に続くかのような楽観的なムードまで流れ始めていた。

(3)クルーグマン教授の問題提起

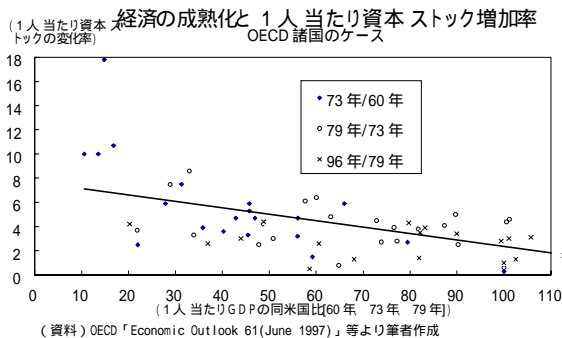
こうした楽観ムードのなか、94年に「アジアの奇跡という幻想」と題するエッセーでアジアの成長の持続可能性に問題提起をしたのがポール・クルーグマン教授である。当時はアジア経済が高成長を続けている折りでもあり、大きな反響を呼んだ。

主たる主張は、これまでのアジアの高成長は「経済が急速に発展する過程で起こる」資本と労働の投入増大によるもので、生産性（Total Factor Productivity）上昇の寄与はほとんどない、投入の増大に基づく経済成長ではいずれ収益が逡減し、成長の持続は

できない、長期的に成長を持続するには生産性の上昇が不可欠、というものであった。

このうち、 β に関しては、極めて基本的な原理を再確認したのであり、異論を挟む余地はない。これは「経済が成熟段階に達すると1人当たり実質GDP成長率は生産性上昇率に依存する」とも言い換えられる。それを規定する関係は次の式で表される。

$$1人当たり実質GDP成長率 = TFP上昇率 + 資本分配率 \times 1人当たり資本ストックの上昇率$$



経済がまだ若く、到達すべきゴールから遠いときは、資本の収益率は高く、1人当たり資本ストックの増加率も高い。しかし、経済が成熟段階に近くなると、資本収益率の低下に伴って1人当たり資本ストックの増加率も低下し、やがてはゼロになる。このとき、経済成長を支えることのできるのが生産性上昇である。

これまでのアジア経済発展が生産性向上に裏付けられたものであるなら、今後も相応の生産性上昇とそれに見合った成長率の持続が期待できる。逆に、これまでの発展が主として投入の増大によるもので生産性上昇は乏しかったならば、今後は高い成長率は期待できない。

こうした議論の前提となる生産性上昇の実績評価がすぐれて実証的問題である。前述のバロー教授や世界銀行の分析では、「正しい公共政策が生産性上昇をもたらした」となるわけである。クルーグマン教授は「今後10年以上にわたりアジアは欧米を上回る成長率が可能」という認識も示していたが、資本と労働の投入増大による成長プロセスを旧ソ連経済にたとえたこともあり、この分野で実証研究を続けてきた研究者などからは多くの反論が展開された。

このため、「計測された生産性上昇率」を巡る技術的な論争が前面に出てしまい、過度の楽観論を諷めようとした本来の警告的メッセージはややかすんでしまった。

クルーグマン教授自身は長期的な成長可能性に対する問題提起をしたのであり、アジアがすぐさま成長鈍化することを主張したものではなかった。その後、97年7月のパーツ切り下げを発端にアジア通貨下落と景気の急減速が起こると、これをクルーグマン教授の説が予見していたかのように引用された。しかし、アジアで通貨危機の原因は別のところにあった。

2. 通貨危機の背景と今後の構造調整圧力

94年末にメキシコ通貨危機が生じた際、アジア通貨も一時的に下落したが、その動揺はすぐにおさまった。

アジア諸国の多くはメキシコと同様に経常収支赤字を抱えていたが、貯蓄率自体は高く、経常収支赤字はその高貯蓄をさらに上回る高投資によるもの、投資は生産能力の向上を通じて将来の返済能力を高める、海外からの資本流入に関しては安定的資金である直接投資の割合が高く、急激な資本移動の危険性は低い、比較的豊かな外貨準備があり、流動性危機の可能性は低い、というのが当時の認識であった。

しかし、その2年半後にアジアを襲った通貨危機はより広範囲で深刻なものとなった。

実は、94年末から97年央までの間にアジア自身が決定的に変わってしまった点がある。第一は実質実効為替高、第二は経常収支赤字の拡大と対外債務の急増、第三はバブル崩壊と金融システム不安である。「国際競争力を維持することで対外赤字・対外債務を比較的低い水準に抑えること」はもはや当てはまらなくなっていた。

(1) ドル連動の為替政策と実質実効為替上昇

アジアの多くの国は自国通貨を実態的に米ドルに連動させる為替政策を採ってきた。一方、インフレ率に関しては、米国と比べれば高水準だった。つまり、内外物価上昇率格差を調整した「実質ベースの対ドルレート」は切り上がっていた。

しかも、貿易相手国との取引ウエイトで加重平均した「実質実効レート」は更に上昇していた。これには円が95年4月以降97年5月くらいまで対ドルで下落したことが大きく影響している。つまり、ドルと連動しているアジア通貨は対円での名目レートが切り上がり、インフレ率も日本より高いため、実質レート上昇は大幅となった。

実質実効為替レートの上昇は国際競争力を低下させ、経常収支赤字拡大の主因となった。

(2) 経常収支赤字と対外借入れの急増

経常収支赤字は同額の資本流入が必要なことを意味する。90年代になってオフショア市場が新設されたこともあり、外国銀行などからの借入れが急増した。現在深刻な通貨・金融危機に面している韓国、インドネシア、タイに共通するのは、巨額の経常収支赤字を借入れを中心とした海外資本の流入でまかなうという構造である。韓国の場合は直接投資収支でも流出超が続いており、経常収支赤字にこの赤字を加えた分を海外から資金調達しなければならなかった。

95、96年に経常収支赤字が急拡大したのは、実質通貨高で輸出が伸び悩む一方、過剰投資下で輸入が大幅増加したからである。フローの赤字・借入れが増大すると、対外債務残高も返済能力を超えるペースで急速に積み上がった。

経常収支赤字国のファナンス内訳(95年)

	経常収支	資本移入	直接投資	証券投資	その他投資	誤差脱漏	外貨準備増減
タイ	136 (0.0)	0 (8.7)	12 (30.1)	41 (122.8)	166 (8.8)	12 (52.8)	72 (24.0)
マレーシア	74 (1.4)	1 (56.1)	41 (6.0)	4 (50.7)	37 (23.4)	17 (62.4)	18 (22.4)
フィリピン	20 (0.0)	0 (54.5)	11 (60.1)	12 (153.5)	30 (105.8)	21 (62.4)	12 (62.4)
インドネシア	70 (0.0)	0 (53.3)	37 (58.4)	41 (36.2)	25 (25.5)	18 (22.4)	16 (22.4)
韓国	83 (5.9)	5 (21.2)	18 (131.2)	108 (98.8)	81 (17.5)	14 (85.3)	70 (85.3)

(注) 単位：億ドル。()内は経常収支赤字に対するシェア(%)

その他投資は借入れ・非居住者の外貨貯蓄等

直接投資の「は」は対外直接投資、「>」は対内直接投資を示す

外貨準備増減の「は」は増、「<」は減を示す

(資料) IMF「IFS」

(3) バブルの崩壊と金融システム不安

ドル連動の為替政策の下で流入した海外資金は過剰流動性をもたらし、バブルの一因となった。

タイの金融深化経常収支赤字ファナンス

	85年	90年	95年
M2/名目GDP(倍)	0.56	0.70	0.79
M2残高の増加率(5年前比)	18.7	20.8	16.7
信用乗数の増加率(5年前比)	10.1	4.3	-0.1
ベースマネーの増加率(5年前比)	8.6	16.5	16.8
外貨準備残高の増加率(5年前比)	6.8	43.8	21.8
経常収支/名目GDP	-4.0	-8.5	-8.1
狭義資本収支/名目GDP	4.2	12.3	12.4
直接投資/名目GDP	0.4	2.7	0.7
証券投資/名目GDP	2.3	0.0	2.4
その他/名目GDP	1.2	8.0	9.9
誤差脱漏/名目GDP	0.3	1.7	-0.7
外貨準備増/名目GDP	0.3	3.8	4.3

(注) 増加率は年率換算%、GDP比は%

= +、+ =

(資料) IMF「IFS」

例えば、タイの場合、過去15年間にマネーサプライ(M2)は年率20%超の増加率となっている。これを「信用乗数の伸び率」と「ベースマネーの増加率」に分解すると、85~90年、90~95年はベースマネーの増加が主導している。そのベースマネーの源泉となる外貨準備がそれぞれ43.8%、21.8%と高い増加率となったのは、経常収支赤字を上回る海外からの資本流入があったからである。その大半は対ドルレート安定下で内外金利差に着目した非居住者による預金、居住者の対外借入れであった。

もちろん、これだけがバブルの直接の原因になるとは言えないが、新興経済国では急速な経済発展を遂げたという現実が過大な成長期待を生みやすい、金融市場規模が大きくないため海外資金のフロー変化に影響をうけやすい、という点がある。そのため、金融機関の健全経営や監督行政が十分でないままに海外取引や金利面での自由化が行われれば、資金の流れや資産価格形成に歪みが生じてバブルが発生しやすい。急速な経済・金融の発展でマネーサプライが急増する面もあるため、過剰流動性かどうか金融当局も判断しにくいという面もある。

固定的な対ドルレートが維持される限りにおいて、アジアへの投資は海外の投資家には極めて魅力的であり、巨額の資金が流入した。しかし、長く続いたブームのせいで不動産部門は供給過剰状態となり、融資規制を契機に地価が大幅下落した。借入れによる不動産投資が破綻すると、貸付けをしていた金融機関

には不良債権が累増した。ドル連動策がもたらした歪みが顕在化し、従来のレートが維持できないことが認識されると、為替差損を避けようとする外国資本流出の動きが加速し、金融システムは不安定化した。

以上が、通貨危機が起きるまでの状況である。

とりわけ、タイでは、経常収支赤字のGDP比が極めて高く、海外資本流入のうち直接投資の割合も他の国に比べて低かった。対ドルレート維持のための介入を繰り返したため、切り下げ直前には外貨準備も実質的に底をつきそうだった。結局、バブルは崩壊し、ドル連動の為替政策も破綻した。

94年末の認識と対比すると、経常収支に関しては、赤字拡大ないし対外債務増大のペースが維持可能ではなくなっていた、投資については不動産投機など生産性の向上に結びつかない部門への投資があった、海外資金流入の内訳は短期借入れのウエイトが増した、余裕があるはずの外貨準備に関しても直前では急減していた。

実質通貨高などによる対外債務の増大とバブル崩壊による金融システム不安はタイ以外にもインドネシア、フィリピン、マレーシア、韓国などアジアの経常収支赤字国にはほぼ共通するものであった。つまり、通貨危機は起るべくして起こったと見ることができる。

(4) 経済・金融再建への課題

昨年来の下落でアジア通貨の実質実効レートはすでに90年以前の水準をも下回っている。すなわち、国際価格競争力は回復している。

他方、通貨下落は「自国通貨ベースでみた対外債務」返済負担を増大させている。今後は対外債務を返済可能なレベルにとどめ、国際的な信頼を回復しなければならない。そのためには、外需の改善を待つだけでなく政府も民間部門も支出抑制が避けられない。外需を抛り所にして国内経済が立ち直るまでは経済成長率は実力よりずっと下の水準まで落ちることになる。通貨下落に伴う輸入物価高騰でインフレ率も上昇するから、当初は相当な耐乏生活となろう。

もうひとつの課題は金融システムの安定性回復である。金融機関経営の健全性確保、情報開示と透明な取引の徹底など監督行政の枠組みを確立する必要がある。金融機関が本来

の金融仲介機能を発揮できなければ、成長が可能な部門に必要な資金が回らなくなる。こうした金融部門の再建には少なからず時間がかかろう。

メキシコは通貨危機後、わずか1年程度で経済復興を成し遂げている。その理由のひとつは銀行部門の受けた打撃が相対的に小さかったことである。また、外需主導の景気回復が早期に実現できたのは、輸出先として8割のウエイトを占める米国が95、96年に好況であったからである。この点、アジア諸国の輸出は域内と日本向けが多く、双方とも景気低迷状態にあるため、外需の急回復は期待できない。

このため、タイ、インドネシア、韓国などでは経済・金融の再建には数年を要し、その間はこれまでの水準と比べればはるかに低い経済成長率にとどまろう。しかし、アジア通貨危機の原因は、クルーグマン教授の問題提起で論争された「生産性」が低下して起こったものではないし、今後予想される景気減速も同様である。

では、経済・金融の再建が終わったとき、アジア経済の本当の実力をどう考えるべきであろうか。

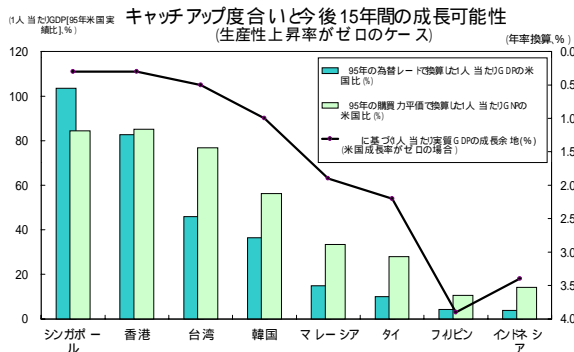
3. 再考：アジアの長期的成長可能性

冷静に考えれば、高い貯蓄率や良質な労働力などこれまでのアジア経済発展を支えた基本的な要因は何ら損なわれていない。公共政策の方向性はおおむね間違っていなかったし、為替政策と対外債務管理での誤りも改められた。つまり、資本や労働の円滑な投入を支える基本構造は維持されている。

他方、再建に向けた構造調整に時間を要した場合、懸念される点もある。インフラ投資プロジェクトの延期・中止によって社会資本整備が遅れ、それが将来供給の隘路とならないかどうか。公的な教育支出の抑制や失業期間の長期化によって、人的資本形成が滞らないか。海外からの直接投資流入が縮小して、最先端の技術が伝播するペースが落ちないか、などである。

(1) 1人当たり実質GDP成長率の試算
- NIEs4とASEAN4の違い

先に述べた通り、アジア経済成長の持続可能性に関する論争は「生産性上昇の実績評価」に焦点が当てられた。しかし、成熟段階に達するまでの成長の原動力である「1人当たりの資本ストック」が今後増加する余地がどれだけあるかという点はほとんど論じられなかった。今後に関しては「成長持続の鍵は生産性上昇が握る」というだけでなく、「キャッチアップ余地が残っていれば1人当たりの資本増加を通じた相応の成長が可能」という面が当てはまる。もちろん、キャッチアップが進んだ国にとっては「これまで通りの生産性上昇を続けたとしても、経済の成熟とともに、成長率は低下する」ことを意味する。



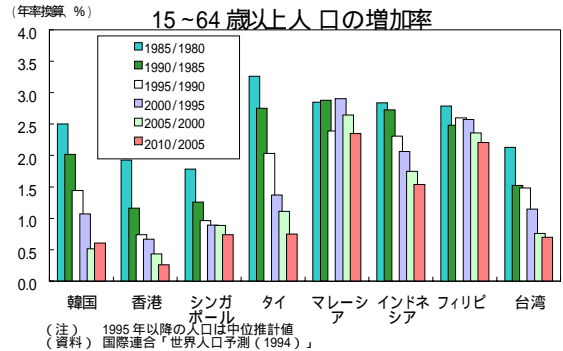
NIEs 4 力国の所得水準はかなりの程度まで米国に追いついている。一方、ASEAN 4 力国にはキャッチアップの余地はまだ残されている。現在のキャッチアップ度合いをもとに、仮に生産性上昇が全くなかった場合に1人当たり実質GDPにどの程度成長余地があるか試算可能である。ASEAN 4 力国の潜在的な成長可能性はまだ大きい。

また、忘れてはならないのは生産性の向上や技術進歩は天から降ってくるものではないということだ。これまで以上に正しい公共政策を推進すれば、生産性向上が期待できる。技術水準・生産効率に差のある限り、外国から優れた技術やシステムの移入を通じた生産性の改善は可能であり、直接投資流入がゼロにでもならない限り、何がしかプラスの効果が期待できる。

(2) 労働力人口と実質GDPの試算

アジアの将来という意味では、1人当たりの成長率だけでなく、一国の実質GDP成長率に対する関心も一般的には高いであろう。

景気の状態に応じて短期的変動をする失業率の影響を除いて考えれば、両者の関係は、「実質GDP成長率」=「1人当たり実質GDP成長率」+「労働参加率の変化率」+「人口増加率」であり、人口そのものの変化と就労構造の変化による影響に分解できる。



これまでの実績をみると、アジア各国はマレーシア・フィリピンを除いて、総人口に関しても、労働力の母体となる15~64歳人口に関しても、伸び率が緩やかに低下している。国連の人口予測では今後もその傾向は続くことが予測されている。ただし、先進国のような高齢化がすぐに起こるわけではない。

一方、過去15年間の労働力人口は大きく増加している。「労働力人口=総人口×労働参加率」であるから、労働力人口増加を支えたのは、人口要因ではなく、労働参加率の上昇であることがわかる。しかし、近年は上昇に頭打ち傾向がみられる。「15歳以上労働者の15歳以上総人口比」でみた労働参加率に限れば、韓国・香港・シンガポールは日本とほぼ同水準の60%台に達している。これらの国では、今後は、「15~64歳人口」の増加率鈍化に支配され、労働力人口および就業者の伸びは低位にとどまろう。他の国でも増加率は緩やかに低下しよう。

以上を踏まえると、長期的にみればアジア

東アジア各国のキャッチアップ度と今後15年間の成長可能性(機械的試算)

	キャッチアップ度		1人当たり成長率		労働力人口	実質GDP成長率	
シンガポール	103.5	84.4	0.3	2.3	0.8	1.1	3.1
香港	82.6	85.1	0.3	2.3	0.5	0.7	2.7
台湾	45.9	76.8	0.5	2.5	0.9	1.3	3.3
韓国	36.4	56.2	1.0	3.0	0.7	1.7	3.7
マレーシア	14.9	33.4	1.9	3.9	2.6	4.5	6.5
タイ	10.0	27.9	2.2	4.2	1.1	3.3	5.3
フィリピン	4.2	10.6	3.9	5.9	2.4	6.3	8.3
インドネシア	3.8	14.1	3.4	5.4	1.8	5.2	7.2

(注) 95年の為替レートで換算した1人当たりGDPの米国比 (%)
 95年の購買力平価で換算した1人当たりGNPの米国比 (%)
 に基づく1人当たり成長余地(年率%) (米国成長率が0%の場合)
 同 (米国成長率が%の場合)
 95~2010年の労働力人口[15~64歳人口で代替]年増率(%)
 実質GDPの成長余地(%) (米国成長率が0%の場合) = +
 同 (米国成長率が%の場合) = +

各国では1人当たり実質GDP成長率は従来より低下せざるを得ないが、経済の成熟化と人口高齢化が進む日本や欧米と比べればかなりの高成長であろう。

アジア域内で比較すると、「既にかんりのキャッチアップが進んでいるNIEs4カ国」は、「若年人口が豊富で、かつ、キャッチアップの余地も残されているASEAN4カ国」に比べると明らかに低い成長率となろう。

結びにかえて

成長余地があることと現実に成長できるかどうかは別である。当面の経済・金融再建が果たせなければ潜在的な成長力を生かすことはできないし、その基盤自体が弱体化してしまう恐れも否定できない。それでも、長期の成長可能性から見ると、アジア経済に対する現在の評価はやや悲観的になり過ぎていると言えよう。

「最初からアジアに奇跡はなかった」と思えば、悲観する必要は生まれず、ましてや、絶望とは無縁である。他方、「誰にもチャンスはあるが、稀にしか成し遂げることのできなかつた成功の先駆」を奇跡と呼ぶなら、「奇跡は終わっていない」とも言えるだろう。

アジアに対する関わり方を考えるとき、日本が「近い将来」「確実に」「本格的な」高齢社会を迎えることをまず認識しておく必要がある。そのための準備に残された時間は少ない。アジアへの投資を拡大するにせよ、縮小するにせよ、求められるのは透徹した現実認識である。

注1：到達すべきゴールとは経済学でいう「定常状態」。
経済の初期条件とは1人当たりの物的資本・人的資本の水準、貯蓄率、技術水準、生産関数・効用関数のパラメーター。国によって定常状態が異なれば、そこへの到達経路も異なってくる。定常状態を決定する要因をコントロールすることによって、初期値から定常状態へ移行するプロセスを調整すれば、「定常状態からの乖離が大きいほど成長率が高い」という国際的なキャッチアップの構図が再現する。これが「条件付き収束（conditional convergence）」の考え方である。
理論から導出される「キャッチアップの速度（ λ ）」は定常状態の近傍では $\lambda = (1 - \beta) \times (x + n + \delta)$ となる（ただし、 β ：資本分配率、 x ：技術進歩率、 n ：人口増加率、 δ ：資本減耗率）。この収束速度は意外と遅く、0.02（年率2%）程度と計測されている。

・本レポート記載のデータは各種の情報源から入手、加工したものです。その正確性と完全性を保障するものではありません。
・本レポート内容について、将来見解を変更することもありえます。
・本レポートは情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、契約の締結や解約を勧誘するものではありません。なお、ニッセイ基礎研究所に対する書面による同意なしに本レポートを複製、引用、配布することを禁じます。

Copyright © ニッセイ基礎研究所 1996 All Rights Reserved.