

「アジアの世紀」における日本 経済再生とビジネスチャンス*

—2015年度一橋大学・日本政策投資銀行共同シンポジウム抄録—

小川 英治

(一橋大学大学院商学研究科教授)

中村 純一

(日本政策投資銀行設備投資研究所)

[編]

* シンポジウムに基調講演者・パネリストとしてご登壇を賜り、その記録を「経済経営研究」として刊行することをお許し頂いた皆様方に心より感謝申し上げます。本稿をまとめるにあたっては、シンポジウムの内容を忠実に反映するよう万全の注意を払って原稿を作成し、登壇者の方にも可能な限りご確認を頂いたが、残された誤謬については全て编者たちの責に帰するものである。また、本稿に掲載された講演、討論の内容や参照資料は、全てシンポジウム開催時点(2015年11月13日)までの情報に基づく各登壇者の個人的見解であり、各々が所属する組織の公式見解を示すものではない。

Japan in “the Asian Century”:
For Revitalization of the Economy and Business Opportunities
Economics Today, Vol. 36, No. 5, March 2016

Edited by

Eiji OGAWA
Graduate School of Commerce and Management
Hitotsubashi University

and

Jun-ichi NAKAMURA
Research Institute of Capital Formation
Development Bank of Japan Inc.

目 次

I. シンポジウムの概要.....	1
II. 基調講演	3
1. 講演録 経済発展のためのインフラとしての地域通貨安定	5
小川 英治 〈一橋大学大学院商学研究科教授〉	
同 参照資料.....	18
2. 講演録 ヤマトグループが取り組む第3のイノベーション	37
木川 眞 〈ヤマトホールディングス株式会社代表取締役会長〉	
III. パネルディスカッション	
「アジアの世紀」における日本 経済再生とビジネスチャンス	45
パネリスト 木川 眞 〈ヤマトホールディングス株式会社代表取締役会長〉	
木村 福成 〈慶應義塾大学大学院経済学研究科委員長〉	
小川 英治 〈一橋大学大学院商学研究科教授〉	
奥田 英信 〈一橋大学大学院経済学研究科教授〉	
花崎 正晴 〈一橋大学大学院商学研究科教授〉	
川住 昌光 〈日本政策投資銀行産業調査部長〉	
コーディネーター 中村 純一 〈日本政策投資銀行設備投資研究所副所長〉	
1. 議事録.....	47
2. 参照資料 (進行順)	
2. 1 イントロダクション (中村)	84
2. 2 ASEAN の経済・産業構造はどう変わる	
: AEC 発足のインパクト (木村)	87
2. 3 東南アジアの銀行業 ―変遷と展望― (奥田)	103
2. 4 コーポレート・ガバナンスからみる東アジア	
―ファミリービジネスに焦点を当てて― (花崎)	110
2. 5 アジアにおける新たな設備投資戦略と課題 (川住)	123
IV. 基調講演者・パネリストのご略歴.....	130
V. プログラム.....	132

シンポジウムの概要

一橋大学（研究機構東アジア政策研究センター）と日本政策投資銀行（設備投資研究所）は、2015年11月13日、両者の包括連携協定に基づくアジアの経済金融情勢に関する共同研究成果を広く社会に還元することを目的として、初めての共同主催シンポジウム「『アジアの世紀』における日本 経済再生とビジネスチャンス」を開催し、企業関係者など約180名の方々が参加した¹。

アジア開発銀行が2011年に公表したリポート“Asia 2050: Realizing the Asian Century”は、2050年においてアジアは世界全体の名目GDPの過半を占め、1人当たり国民所得も現在の欧州並みの水準に達するなど、量・質ともに世界の中心的地位を取り戻し、21世紀はアジアの世紀になるというシナリオを提示した。実際、足下では中国経済の減速懸念など不透明感が強まっているものの、生産拠点としても消費市場としても世界経済の重心は東アジアに移動しつつあり²、域内では経済・金融面で連携・統合・一体化に向けた動きもダイナミックに進展している。しかしながら、同リポートも警告したように、人口の高齢化、所得格差の拡大、環境や資源の制約、ガバナンスと組織能力の欠如といった構造問題に適切に対処できなければ、多くの国が「中進国の罠」に陥る可能性も依然として否定できない。本シンポジウムの目的の1つは、果たして「アジアの世紀」は到来するのか、そのための条件は何かを議論することであった。

一方、視点をミクロなレベルに転じれば、日本を含む東アジア諸国間は「競争相手」であると同時に「パートナー」でもある。日本企業や金融機関は、急速に力をつけている東アジア企業と、あるいは購買力の高まる東アジアの消費者と、どのように向き合っていけば良いのだろうか。東アジア経済の現在および将来の発展が、日本の経済再生、あるいは日本企業のビジネス展開に対して持つ意味を、企業関係者の方々のご参考になりそうな実務的な観点も含めて検討することが、本シンポジウムのタイトルに込められたもう1つの狙いであった。

以上のような問題について議論するため、まず、学界、実業界をそれぞれ代表して、一橋大学大学院商学研究科の 小川 英治 教授が「経済発展のためのインフラとしての地域通貨安定」、ヤマトホールディングス株式会社の 木川 眞 代表取締役会長が「ヤマトグループ

¹ 登壇者の皆様、特に主催機関外から基調講演者・パネリストとして貴重なお話を賜った ヤマトホールディングス株式会社の 木川 眞 代表取締役会長と、慶應義塾大学大学院経済学研究科の 木村 福成 研究科委員長、そして当日このシンポジウムにご来場を賜ったオーディエンスの皆様、この場を借りて改めて厚く御礼申し上げたい。

² 本シンポジウムで「東アジア」は、東南アジアを含むインド以東のアジア全域を指す。

I. シンポジウムの概要

が取り組む第3のイノベーション」と題して、それぞれ基調講演を行った。続くパネルディスカッション「『アジアの世紀』における日本 経済再生とビジネスチャンス」では、2名の基調講演者に、慶應義塾大学大学院経済学研究科の 木村 福成 研究科委員長、一橋大学大学院商学研究科の 奥田 英信 教授、一橋大学大学院商学研究科の 花崎 正晴 教授、日本政策投資銀行の 川住 昌光 産業調査部長を加えた6名で、基調講演の内容も踏まえつつ、それぞれの専門の観点からのプレゼンテーションと討論を行った³。

本稿は、これら貴重な講演、プレゼンテーション、討論ならびにその際に用いられた資料について、登壇者の方のお許しが得られた範囲で、多くの方にご覧いただけるような抄録として、編者の責任において取りまとめたものである。掲載をご快諾いただいた登壇者の皆様に記して感謝申し上げたい。取りまとめにあたっては、シンポジウムの内容を忠実に反映するよう万全の注意を払って原稿を作成し、登壇者の方にも可能な限りご確認を頂いたが、残された誤謬については全て编者たちの責に帰するものである。また、本稿に掲載された講演、討論の内容や参照資料は、全てシンポジウム開催時点（2015年11月13日）までの情報に基づく各登壇者の個人的見解であり、各々が所属する組織の公式見解を示すものではないことをお断りしておく。

编者

³ 全体プログラムは巻末を参照。所属、肩書きは全てシンポジウム開催時点のものである。

一橋大学・日本政策投資銀行 共同シンポジウム
基調講演

2015年11月13日（月）

13:30－14:15

経済発展のためのインフラとしての地域通貨安定

小川 英治 〈一橋大学大学院商学研究科教授〉

14:15－15:00

ヤマトグループが取り組む第3のイノベーション

木川 眞 〈ヤマトホールディングス株式会社代表取締役会長〉

基調講演 1

経済発展のためのインフラとしての地域通貨安定

小川 英治

資料 p.18～

それでは、私の方からトップバッターとして、「経済発展のためのインフラとしての地域通貨安定」というテーマでお話をさせていただきます。

テーマをご覧になって、地域通貨安定という言葉と、インフラという言葉が合わないという印象を持たれたかも知れません。通常、インフラと言いますと、道路とか、港湾とか、目に見える物をまず思い浮かべるわけですが、今日は、地域通貨安定という抽象的な概念が、インフラとしていかに重要かということを中心にお話ししていきたいと思います。

目次にもあります通り、まずテーマに並べた言葉の中で、経済発展というところから、アジアの経済成長の現状について、IMF のデータに基づいてご説明します。次に、経済発展の源泉について理論的なお話をさせていただき、その中で、グローバル経済における生産の効率化のために何が必要かという問題を取り上げていきます。ここで港湾とかインフラ、さらには通貨の安定といった話題も登場してまいります。そして、4番目に私の研究上の関心事でもあります為替変動が企業価値に与える影響についてお話をします。こちらは、一橋大学と日本政策投資銀行との連携協定に基づいて行われた共同研究プロジェクトの1つのテーマでありますアジアの通貨の問題を分析したもので、それをご披露したいと考えております。さらにアジアにおける為替リスク、そして、為替リスクに関連して、特に今アメリカで金利の引き上げが行われようとしておりますが、その東アジア通貨への影響について、こちらも研究成果に基づいてお話をしていきます。その上で、では、東アジアの通貨の安定をどのように実現していくのかということで、ASEAN プラス日中韓による地域金融協力の取り組みについてご紹介し、まだ色々と問題点もありますので、そういった指摘をさせていただきたいと思います。最後に、これ自体は今日のテーマに直接関係ないのですが、やはり皆様のご関心事であろう人民元の国際化の問題にも触れておきたいと思います。私自身、通貨に焦点を当ててお話をさせていただくのに、人民元の話に触れないわけにはいかないので、最後に若干そうしたお話をしたいと思っております。

それではまず最初に、アジアの経済成長ということで、スライド3のところから

II. 基調講演 1

お見せするグラフのポイントを文章でまとめております。ここに書いてあることを、これからグラフでご確認いただきたいと思います。ここに挙げている数字そのものは、IMF がこの 10 月に発表した世界経済見通し（World Economic Outlook）から引用したのですが、私の関心事に沿って、私のフィルターをかけてご説明していきますので、必ずしも IMF の資料に書かれている内容に即しているわけではありません。もし、私の説明に疑わしいところがありましたら、是非この世界経済見通し、これは IMF のウェブサイトからダウンロードできますので、そちらをご覧くださいと思います。

まずスライド 4 の図は、左側が先進国の GDP 成長率、右側が発展途上国あるいは新興市場国の GDP 成長率、それぞれの推移を示しています。グレーの部分が予測値で、赤い線が 10 月、青い線がその前の 4 月に発表されたものです。リーマンショックの後、成長率は落ちてきたわけですが、先進国は最近少し回復しています。しかし中国リスクもありますので、この先、先進国も発展途上国も、そのまま成長率が上がっていくという状況ではないというのがまず 1 つです。もう 1 つ注意していただきたいのは、10 月段階の予測値が 4 月段階よりも下がっている点です。これは、明らかに 8 月に中国が行った人民元の切り下げを反映したものです。人民元の切り下げで中国経済が良くなると理解するのか、あるいは中国経済の悪さの反映と理解するのかで予測は変わってきますが、ここでは後者のスタンスで予測を下方修正したということでありませう。

スライド 5 の図は、アジアの新興・発展途上国の GDP 成長率の推移ですが、黒い線が全体、青い線が中国で、赤い線がインドです。これをご覧くださいますと、中国の経済成長率が落ちてきていることがわかりますし、それに合わせて、アジアの新興・発展途上国の経済全体も経済成長が若干鈍化してきています。ただ、それでも 6% ほどの成長率があるということですので、当然先進国より高いですし、新興経済国あるいは発展途上国の中で比較しても、アジアの経済成長率は高いということがわかるかと思ひます。スライド 6 の表は、さらに国別の成長率を見たものですが、黄色い線で囲っている中国、インド、ASEAN5 の国々に注目していただくと、2015～2016 年にかけて概ね 4% ないし 6% 台ということで、比較的高い値であることがわかります。

ところで、経済成長していくためには、当然外国から資本財を輸入して、物的資本を充実させていく必要がありますし、あるいは、景気が良くなってくれば、消費の増加に伴って消費財の輸入も増えてくるということが起きますので、高成長の国では、どうしても経常収支が赤字になる傾向が出てきます。そこでアジアではどうかということで、スライド 7 の図で地域ごとの経常収支の状況を見ておきます。水色の部分、CHN+EMA というのは、

中国と新興アジア経済（Emerging Asia）の合計を表していますが、これをご覧いただくと、ゼロより上は経常黒字ということですので、黒字が非常に大きくなっています。先ほど経済成長していると経常赤字になる傾向があると申し上げましたが、実はアジアの新興国、それから中国は経常黒字になっているということがわかります。これは、アジア通貨危機の際に、資本流出に際して IMF から融資を受けると経済成長が非常に大きく落ち込むという経験をしたこと、それに世界金融危機の影響も加わって、特にアジアの国では、外貨準備をため込んで、それを危機時のバッファーにしようという傾向があります。このため、本来であれば経常赤字になるのが自然ですが、経常黒字を維持して外貨準備をため込むという状況が続いています。2006 年頃までは、アジアの経常黒字が増加するのと同様ペースでアメリカの経常赤字が増えていて、両サイドで経常収支の不均衡が膨らんでいました。しかし世界金融危機以降は、アメリカの景気が悪化して経常収支の赤字が減ったことに対応して、アジアの経常黒字国の黒字幅も減ってきた、というような動きになっています。今後については、IMF によると、アメリカの経済成長が世界金融危機前の水準までは戻らないという前提で、それに対応して経常赤字もそれほど拡大せず、アジアの方でも経常収支の黒字が、黒字は続きますが、それほど大きなものにはならないという予測になっています。

次に資本の流入と流出ですが、世界金融危機以降に大きく資本が流出入しています。まず**スライド 8**、これは地域別のグロスの資本流入を表していますが、緑の中国、赤の中国を除くアジア新興国、いずれを見ても昨年の中半頃までは資本流入が大きかったということですが、最近、特にアメリカが量的緩和をやめて、今後金利を上げていくという局面に入る中で、資本流入が縮小し始めていることがわかります。一方、**スライド 9**はグロスで見た資本流出を地域別に示していますが、やはり緑の中国と赤の中国を除くアジア新興国を見ていただくと、資本流出もそこそこ大きいことがわかります。中国からの資本流出には、例えば中国の東南アジアに対する直接投資なども含まれていまして、こちらはコンスタントに推移しているということがわかります。そして**スライド 10**は、外貨準備増減です。先ほど経常黒字を維持して外貨準備をため込んでいるという説明をさせていただきましたが、緑の中国、赤の中国を除くアジア新興国ともに、特に経常黒字の大きい中国が顕著ですが、外貨準備を着実に積み増してきたことが確認できます。ただしご案内のように、2014 年の終わり以降直近のところでは、中国の外貨準備は減少しています。こうしたことも背景となって、人民元切り下げを 8 月に行ったということでもあります。

続きまして、経済成長あるいは経済発展の源泉に話題を移したいと思います。今、GDP

II. 基調講演 1

成長率の数字を見ていただきましたが、この GDP 成長率を高く維持するためには幾つかの重要な要因があります。具体的には、スライド 11 のように、雇用、物的資本、人的資本、技術知識、天然資源・エネルギーといったことであります。雇用、物的資本については、説明は不要だと思いますが、人的資本というのは、教育や訓練によって労働者が身につけた知識やスキルのようなものを指しています。特に最近のように、例えば工場とか、あるいは工作機械など、物的資本がハイテクになってきますと、そういうハイテクの機械を動かすのに必要な知識とかスキルも重要になってくるということです。それから、技術知識というのは、物的資本についてくるソフトの部分です。物的資本というのはハードですが、技術知識というのは、例えばコンピューターの場合に、OS がバージョンアップされるとか、e メールをやりとりできるソフトが付加される、といったことを指しています。ハードの物的資本とソフトの技術知識、これらが相まって経済成長を進めていくということです。さらに天然資源・エネルギーです。こちらも生産活動を高める際に不可欠な要素であり、成長率を左右する要因であるということになってくるわけです。

経済学では、雇用と物的資本を除いた人的資本、技術知識、天然資源・エネルギー、これらの要素が生産に貢献した分を全要素生産性と言います。経済学では、雇用の成長や物的資本の成長も重要なのですが、それにも増して全要素生産性の成長も重要だということが言われております。スライド 12 は、今お話ししたことを教科書的に図解したものです。ある経済に存在する労働者、それから工場の数が変わらないとして、それらを使って生産できる財の数量を、縦軸に貿易財、横軸に非貿易財をとって表したものです。貿易財と非貿易財というのは、製造業とサービス業というふうにご理解いただいても結構ですが、今ある機械、今ある労働者の数でどれだけ貿易財、あるいは非貿易財が生産できるかと言いますと、この図のような効率的生産可能フロンティアと呼ばれる曲線のところまで生産できますということを表しています。この生産可能フロンティアをいかに外側に大きくしていくかが、経済成長のために重要なポイントになります。その要因としては、先ほどご説明した全要素生産性、あるいは、雇用、物的資本そのものを増やしていくということが必要だということになります。

これが教科書的な経済成長論の枠組みで、経済を発展させるためにはどのような要素が重要なのかということを経済学で整理しているわけですが、この枠組みを使うと、ある経済が潜在的にどのくらいの経済成長を実現する力があるのかを、計算することができます。IMF の方でそれを計算しているので、スライド 13 でご覧いただきたいと思いますが、2006 年から 2、3 年ごとに、過去 10 年間くらいの潜在成長率を、先ほど申し上げました物的資

本の伸びが貢献した部分、それから、雇用の成長の貢献部分、そして全要素生産性の成長の貢献部分というふうに分解して表したグラフになります。左側が中国で、右側が中国を除く、こちらはアジアに限らず、中国を除く新興市場経済の全体を表しています。まず中国の方をご覧くださいますと、中国の潜在成長率、黒い線ですが、その大きな割合は青色で表された資本の成長、すなわち物的資本、工場を増やしたことによる貢献であることがわかります。労働者の増加でどれだけ経済成長したかという、赤い部分ですが、ほんの少しだというのがこれでわかると思います。もう1つ大きな貢献をしたのは、全要素生産性という黄色い部分で、技術とか、あるいは、人的資本、これは教育とか訓練、あるいは、エネルギー価格が下がったというようなところの貢献です。2006-07年のところでは、潜在成長率の大半は全要素生産性の伸びが説明していたわけですが、これが中国では段々と下がってきているということがこのグラフでわかると思います。それから右側、中国以外の新興市場経済においては、この赤の部分、労働者の増加が経済成長を下支えしていたことがわかるかと思えます。ですから、中国に関しては、人口の問題、後ほど中所得国の罨とか、そういうことがパネルディスカッションで議論になると思いますが、中国では労働者の増加の貢献はもともと小さいのに対して、新興市場国ではその部分が大きい。それに引き換え、全要素生産性、技術とか人的資本の貢献は、段々と小さくなってきているという、そういう特徴、あるいは問題点が指摘できるかと思えます。

あと、**スライド 14** はご参考に先進国の潜在成長力を表していますが、まず成長率自体が中国などに比べて大変低いということがわかるかと思えますが、この中で注目すべきなのは、特にアメリカです。アメリカは、全要素生産性の成長率が非常に高く、それによって経済成長しています。例えば、アメリカはIT産業が経済成長を牽引していると言われますが、それはこういうところに表れてきているのだと思います。今日はアジアの話ですので、このグラフの説明はこれくらいにしたいと思います。

スライド 15 で、もう一度教科書的な話に戻りますと、例えば労働者の数を増やすとか、あるいは工場の数を増やす、あるいは技術を向上させるということで、黒い線で表した生産可能フロンティアを外側、つまり青い線に持っていくということが必要だということは先ほど申し上げましたが、私がここで問題にしたいのは、この黒い線、あるいは青い線というのは、あくまで今存在している労働者、それから工場、これらをフルに利用して効率的に生産した場合に達成できる生産水準を表しているのだということです。しかし、現実には、この黒い線すら達成することができず、赤い線にとどまっている可能性がままあるということをご指摘しておきたいと思えます。それはなぜかと言いますと、規制とか、

II. 基調講演 1

取引費用、そうしたものがあつたために、フルに労働者を活用できていない、あるいは工場もフルに稼働できていない、あるいは技術も利用しきれしていない、という問題があるわけです。この後**スライド 16**の方で、この黒い線を赤い線に縮小させてしまつている要因について、指摘していきたいと思つたす。

グローバル経済を前提として、生産の効率性を左右する要因を考えてみますと、まず第1に、規制の問題です。先ほど、中国において労働者の増加が潜在成長力にあまり貢献していないというグラフがありました。その理由の1つは一人っ子政策で、今度二人っ子政策に変えてその問題を何とか解消しようとしているわけですが、もう1つ、グローバル経済の中で人の移動がなかなかできない、規制がかかっているという問題が残されています。人だけではなくて、物もそうですし、お金の移動も規制がかけられているという、中国に限らず世界全体としても、持っている生産要素をうまく使い切れていないという問題があります。規制が理由で効率的生産フロンティアを実現できないのだとすれば、規制の撤廃が必要だということになります。この規制を撤廃するという直接的な手段は、例えば TPP とか、FTA というものが規制撤廃につながってくるでしょうし、あるいは、ロジスティクスであれば、トラックで荷物を運ぶとき、国境を越えるにはトラックを変えなければいけないとか、あるいは、運転手も隣の国では免許が使えないから、交代して違うドライバーを使わなければいけないというような問題がここに入ってくるということであります。

2番目には、取引費用の問題です。こちらは木川会長がおそらくこの後お話をされると思いますが、物という意味では、物流が非常に重要なポイントだと思いますし、人という意味では、人材をいかに流動化させるかということ、それから、お金という意味では、金融仲介をいかに効率的にするかということが重要なポイントかと思つたす。

それから3番目に、関税です。こちらは TPP や FTA が直接的に関係してくる部分ですが、関税の存在が、物の移動を妨げるコストになっているということです。私がこの後、中心に話していきたいのは、関税もさることながら、実は為替リスクも関税と同じくらい物の移動を、あるいは貿易を妨げているのだということです。さらに金融仲介に関しても、為替リスクの存在が国境を越えた資金の移動を抑えているということがあります。

ということで、**スライド 15**の図で示した黒い線あるいは青い線の効率的生産フロンティアに持っていくためには、規制の撤廃や取引費用の引き下げとともに、為替リスクの問題も考えなければいけないということを指摘したいと思つたす。そこで、今、抽象的に為替リスクが企業の活動に影響を及ぼしているというお話をしましたが、この点に関するアカデミックな研究を我々、一橋大学と日本政策投資銀行の共同研究プロジェクトとして行いま

した。スライド 17 にありますように、日本政策投資銀行の品田さんと岡本さんと一緒に研究して、論文を執筆しております。

その結果をご紹介したいと思います。何をやっているかと言いますと、スライド 18 にありますように、為替レートの変動が企業価値、ここでは企業価値を株価純資産倍率(PBR)で測っていますが、それに対してどういう影響を及ぼしたか、円高は企業価値にマイナスの影響を及ぼすのではないかという仮説を検証しております。その際、海外での生産販売体制を、国内から直接輸出している企業、社内貿易を行っている企業、現地法人から輸出を行う企業、輸入主体の企業というふうに4つに分類して、為替レートが企業価値に与えている影響を分析しました。社内貿易企業というのは、支店、あるいは子会社を中国などに置いて、日本にある本社あるいは工場と中国との子会社との間で貿易をしているようなケースのことです。少しテクニカルな話になりますので、詳しい説明は省きますが、2000年から2010年のデータを使い、為替レートについては、円ドルレートですと、日本とアメリカだけの関係になりますので、ここでは世界中と貿易をしているという状況を想定して、ユーロとか人民元の為替レートも考慮した実効為替レートという概念に基づいて分析しております。分析の結果をまず文章で見ていただくと、直接輸出企業、社内貿易企業、海外現法輸出企業の3つのカテゴリについては、円高が企業価値を有意に引き下げるという結果が出ております。

細かい字であるとともにテクニカルな話になりますので、ご覧いただきたいところだけ示しますが、スライド 19 は為替レートとしてインフレ率の違いを考慮した実効為替レート、すなわち実質実効レート(REER)という概念を用いた場合の分析結果です。赤い線で囲われた為替レートの係数が、直接輸出企業、社内貿易企業、海外現法輸出企業の3つについてはいずれもマイナスで、星印が3つ付いているのは、そのマイナスの影響が統計的に有意であるという意味ですが、要するに円高が企業価値を引き下げるという結果を得ています。この結果が頑健であるかどうかを確かめるため、スライド 20 では、インフレ率の違いを考慮していない名目実効為替レート(NEER)を用いた場合の結果もお示ししていますが、同様の結果が得られています。

ということで、為替リスクが輸出量を減らすとか、輸出金額に影響を及ぼすとかということだけでなく、企業価値そのものに影響しているわけですが、日本企業の中でも、東アジアで生産活動を行っている企業は特に多いことと思います。そこで次に、東アジアにおける為替リスクの問題に焦点を当てていきます。この後のパネルディスカッションに登場される慶應義塾大学の木村先生が研究されている生産ネットワークの問題にも深いかわ

II. 基調講演 1

りがあります。

スライド 21 をご覧ください。東アジアの生産ネットワークとそこにおける生産物の輸出先を考慮に入れた時の為替リスクについて考えたいと思います。まず、生産ネットワークということですが、例えば中国で全部作れる生産工程を分解して、この部分は日本でやったほうがいだろうと、あるいは、別の部分は賃金の安い例えばカンボジアとか、あるいはタイとか、そういうところでやったほうがいだろうということで、生産工程を分解して最適化、再配置を図る動きがアジアで今出てきているわけです。その最終生産物を、最終消費地であるアメリカやヨーロッパに輸出するということになります。すると、従来のように日本で生産してアメリカに輸出していたときに直面するのは円ドルの為替リスクだけだったわけですが、日本企業がアジアにおける生産ネットワークを使って欧米に輸出をするときに直面する為替リスクは、まず欧米に輸出するということで、対ドル、対ユーロの為替リスクもありますし、それから、生産ネットワークで生産工程をアジアの中に展開していくということで、アジアの中での為替レート、域内為替レートというものにも注目しなければいけないということになってきます。

そのことを図に示したのが、**スライド 22** です。これら全ての為替リスクが企業価値にも影響しますし、貿易にも影響してくるということなので、これをいかに安定化させるかということが重要になります。ここで注意してほしいのは、昔は日本で作ったものをアメリカに輸出するというので、為替レートの安定と言えば円ドルレートの安定だったわけですが、こういう生産ネットワークを構築した中で最終生産物を欧米に輸出することになると、単に対ドルとか、対ユーロの為替レートの安定ということではなくて、アジア域内の為替レートの安定ということも重要になってくるということでもあります。

そこで次に、そのアジア域内為替レートが、どの程度安定しているのか、あるいは不安定なのか、ということ、私自身が経済産業研究所で作った2つの指標、いずれも日次でデータが公表されていますので、それに基づいてお見せしたいと思います。**スライド 23** をご覧ください。1つは、アジア通貨単位 (Asian Monetary Unit, AMU) という指標です。これは東アジア諸国通貨 (ASEAN10+日中韓) の加重平均値が、ドルとユーロに対してどう変化しているかということを表すものです。それからもう1つは、AMU 乖離指標 (AMU Deviation Indicator, AMU DI) と言いまして、東アジアの各国通貨が AMU、すなわち東アジア通貨の加重平均値に対してどういう為替レートになっているかということを表すものです。**スライド 24** の図で言いますと、アジアの生産ネットワーク全体と最終消費地との間の為替リスクに対応するのが AMU で、アジアの生産ネットワーク内部の為替リスクに対応す

るのが AMU DI ということになります。

ということで、先ほども申し上げましたように、アジアで生産ネットワークが形成されてきているというところで、日本企業が直面する為替リスクというのは、AMU と AMU DI の両方を考えなければいけないということになります。それを実際にデータで見たらどうなるかということで、スライド 25 の 3 本のグラフは、AMU、すなわち東アジア通貨の加重平均値の、対ドル、対ユーロ、そして赤い線がドルとユーロの貿易ウエートで加重平均したものに対しての動きを表しています。赤い線は、リーマンショックまでは比較的安定しているように見えるのですが、細かいでこぼこがありますし、リーマンショックから直近にかけては大きくスウィングしています。すなわち、為替レートの安定と一口に言っても、短期的な安定と長期的な安定の 2 つの観点があるわけです。短期的には安定していなくても、長期的にグラフがフラットに移動していれば、例えば直接投資を行うときに、長期的に見ればそれほど問題ないということになるわけですが、リーマンショック以降を考慮するとそうとも言えないということが指摘できるかと思えます。

一方、スライド 26 のグラフは、東アジア各国通貨がその加重平均値である AMU に対してどれほど変動しているかということを表しています。例えば赤い線が日本円ですが、上に行くとはアジア通貨の中で円は割高、下に行くとは割安ということです。これを見ていただくと、円は、2005 年から 2007 年にかけて円安傾向が続いた後、リーマンショック以降、大きく円高に振れます。そして、アベノミクスあるいは異次元金融緩和をきっかけに再び円安に戻して、今、10%程度円安の状況にあることがわかります。それから、このように円だけを見ても大きく変動していますが、もう 1 つ指摘したいのは、円が上がるときに下がり、円が下がる時に上がる通貨、つまり円と反対方向に動く通貨というのがあるということです。その典型がウォンです。ウォンは紫色の線ですが、円とは逆に、2005 年から 2007 年にかけてウォン高傾向が続いた後、リーマンショック以降、大きくウォン安に振れ、それがアベノミクス以降、再びウォン高になっていることがわかります。このように、円とウォンが大きく反対方向にスウィングすることが、近年の貿易における日韓の競争力、あるいは直接投資に重要な影響を与えてきた、ということができるとかと思えます。ということで、日本としては、かつては対ドル、対ユーロの為替レートだけを気にしていれば良かったわけですが、アジアにおける生産ネットワークの構築が進んだ近年におきましては、アジアの中での通貨の安定も考えていく必要があるということです。

さて、そうした中で、今、アメリカの中央銀行に当たる FRB が金利を上げようとしています。12 月の利上げが有力と言われていますが、実際に利上げをしたらどうなるかという

II. 基調講演 1

ことは、皆さんのご関心の非常に高いところかと思えます。これについても分析をしたものがありますので、ご紹介したいと思えます。**スライド 28**にまとめておりますように、アメリカの金利が上昇すると、東アジア諸国の金利も上昇するという分析結果が得られています。それから、例えばアメリカとタイとか、アメリカと日本、あるいはアメリカと韓国との間の金利差が上昇して、金利収入を得たい投資家にとってアメリカの方が有利な状況になってくるわけですが、それによって為替レートにも影響が出てきます。まず、アメリカと東アジア諸国全体との関係では、金利差の上昇によって、対ドルで東アジア諸国通貨は下がることとなります。さらに、日本の金利はしばらくゼロが続くと思えますので、アメリカの金利が上がってくる、すなわち日米の金利差が開いてくると、日米の金利差を利用したキャリートレードが活発になります。キャリートレードと言いますのは、具体的には金利の低い円でお金を調達して、金利が比較的高い韓国ウォンとかタイバーツで運用するということです。そうしますと、今、アメリカで金利が上がって、東アジア諸国の金利もその影響で上がってくる。おそらく韓国やタイで金利が上がってくる可能性が高いわけですね。でも日本は、当面ゼロ金利の状態を続けるわけですから、そうすると、日米だけでなく、日本とタイとか、日本と韓国との間の金利差も開いてくるということで、キャリートレードが活発化して、東アジア通貨間で円が他の東アジア通貨に対して安くなる、ということも起きてくる、そういう結果が統計的に得られております。時間もございませんし、テクニカルなことでもありますので、**スライド 29~31**に挙げたグラフの説明は省略いたしますが、今申し上げました結論のエビデンスは、こういったグラフの中に示されているわけです。

ということで、為替レートの安定が、アジアの経済発展にとって大変重要な問題であることがおわかりいただけたことと思えます。そして為替レートの安定と一口に言いますが、もちろん対ドルとか対ユーロの為替レートの安定も依然として重要なのですが、実はアジア域内の為替レートの安定ということも、それ以上に重要になってきているということでもあります。

それでは、アジア域内の為替レートは今、野放し状態なのかと言いますと、東アジアにおける地域金融協力という、既に出来上がっている仕組みがございます。

これを**スライド 32**でご紹介したいと思えますが、1997年にアジア通貨危機が起きまして、その後、アジア地域で金融協力をする必要があるという共通認識のもと、タイのチェンマイに ASEAN と日中韓の財務大臣が集まりまして、地域金融協力を始めましょうということで、チェンマイ・イニシアティブという仕組みができました。そこで合意されたのは、ま

ず通貨危機が起きたときに、お互いにお金を貸し借りできるようにしましょうということで、危機管理のための二国間通貨スワップ協定のネットワークを作りました。それから、危機予防のために、ASEAN+3の財務大臣代理会合で、経済動向のレビュー、あるいはマクロ経済変数に対するサーベイランスを実施する、ということが行われております。

さらに2010年になりますと、通貨スワップ協定を、以前はバイラテラルの契約だったのですが、マルチラテラルな契約にして機動性を高めることにしました。すなわち、2009年までの間は、危機に陥った国は、バイラテラルの契約ですから、1国1国訪ねて行って、ASEAN+3ですから12の相手がいるわけですが、お金を貸してくださいという交渉をしなければならなかったわけですが、2010年以降は、マルチの契約に変えましたので、貸すと決めれば、全員が貸すという仕組みになったということです。また2011年には、ASEAN+3マクロ経済リサーチオフィス、略してAMROというものを作りまして、こちらはサーベイランスをする機関ということで、シンガポールの通貨庁の中にオフィスを借りて、今活動しているということです。

そういう地域金融協力のための色々な制度が今既に出てきているわけですが、課題も残されています。スライド33をご覧ください。まず危機予防につきましては、サーベイランスがまだ十分ではないところがあります。特に通貨危機、あるいは為替レートの乱高下という状況を考えたときに、何をウォッチしていかなければいけないかと言いますと、1つはもちろん為替レートそのものです。それから、もう1つ、為替レートを乱高下させる一番重要な要因として、資本移動があります。特にホットマネーのようなものがどう動いているかということ把握しておかなければなりません。こうした点をAMROは見えていく必要があるということですが、為替レートはなかなかセンシティブな問題もあって、これまできちんと見てこられなかった部分もありますので、これを徹底的に見ていく必要があるでしょうし、それから、資本移動についても特に注意をしなければいけないということになります。

それから、危機管理の面ですが、こちら、危機になったらお金を貸しますよという通貨スワップ協定により、その体制はできているのですが、機動性、弾力性が担保されなければ危機管理には役立ちません。つまり、実際の危機の局面では、お金を貸す、貸さないという判断をして、融資が実行されるまでの時間が極めて重要な問題になります。もともと、IMFが貸すのだったら一緒に貸しますよという、IMFリンクという部分と、IMFの判断とは独立にお金を貸す、IMFデリンクという部分があるのですが、IMFの融資判断には1か月、2か月と時間がかかりますので、IMFデリンクの部分の割合を今徐々に大きく

II. 基調講演 1

しようとしています。それから、危機になってからお金を貸すということではなくて、何かあったらお金を自動的に借りられるように最初からクレジットラインを設定しておこうといったことも、今進められております。

ということで、アジアの経済発展のためには、インフラとしての地域通貨安定がいかに重要であるかということをお話ししてまいりました。特に、生産ネットワークが構築された中で、域内の為替レートの安定ということが重要であり、それを実現するための政策的な対応が、今なお現在進行形で進められているということがおわかりいただけたのではないかと思います。

最後、2、3分残っておりますので、これは今までの話とはちょっと論点が異なるのですが、人民元の国際化について少しお話をし、私の基調講演を終わりたいと思います。

スライド 34をご覧ください。今、新聞等でも話題に上っておりますように、人民元の国際化が進められています。国際化とは、具体的には、上海のオンショアのマーケット以外で人民元の取引ができるようにするという事です。オンショアの上海のマーケットとオフショア、一番大きいのは香港ですが、あるいはロンドンにも出来ましたけれども、そのオフショアとの間の遮断をしながら、オフショアで人民元を自由に取引できるようにしようということになっています。ただ、香港などオフショア市場で人民元を調達しましても、基本的にはオンショアに持ち込んではいけないということになっておりますから、そこは資本管理、あるいは外国為替管理がしっかり為されているということです。

そうしますと、人民元の国際化は、中国の外では進んでいて、外で人民元を使う取引をするときにはいいのですが、中国と貿易をするとか、あるいは中国の国内で設備投資をするとか、あるいは内部留保を香港に戻すときには使えない、そこに対しては非常に厳しい規制がかかっているということです。中国の通貨当局は人民元の国際化を進めているというふうに言いますが、供給サイド、通貨当局サイドにおいては、まだまだ、特に資本管理、外国為替管理の撤廃が進んでいないということが指摘できるかと思います。逆に言いますと、まだ人民元の国際化を進める余地がそういうところに残っているということで、特に日系企業としては、中国で活動するとき、外為管理、資本管理が国際貿易の為替リスク管理や国際資本移動の障害になっているのであれば、そこを開放して欲しいというニーズがあることと思います。

それから、もう1つは、需要サイドで、人民元を、あるいは、これは円の国際化にも共通することですが、ドルが支配的に国際通貨として流通している中、いかに円とか、人民元を国際通貨として育てていくかというところは重要なのですが、それは当然需要側、使

う側の民間部門が決める話で、私が、あるいは財務省が円を使ってくれと言ったところで、やはりドルの方が使い勝手がいいということで、普及しないということがあるということです。特にアジアの生産ネットワークにおいて、まだまだドルで決済している部分が大きいために、先ほど域内の為替レートの安定ということを言いましたが、実は対ドルでも為替を安定させなければいけないという、複雑な状態にあるということを指摘しておきたいと思います。企業レベルでは、いかに為替リスクを管理するか、ヘッジするか、大変難しい問題に直面しているということでもあります。もう時間になりましたので、残りのページは後ほどご覧いただければと思います。

それでは、私の基調講演はこれで終わります。どうもありがとうございました。

経済発展のためのインフラとしての地域通貨安定

2015/11/13

一橋大学大学院商学研究科
小川英治



一橋大学
HITOTSUBASHI UNIVERSITY

一橋大学・日本政策投資銀行共同シンポジウム



一橋大学
HITOTSUBASHI UNIVERSITY

一橋大学・日本政策投資銀行共同シンポジウム

目次

- アジアの経済成長
- 経済発展の源泉
- グローバル経済における生産効率化
- 為替変動が企業価値に与える影響
- アジアにおける為替リスク
- FRB金利上げの東アジア通貨への影響
- 東アジアにおける地域金融協力
- 人民元の国際化

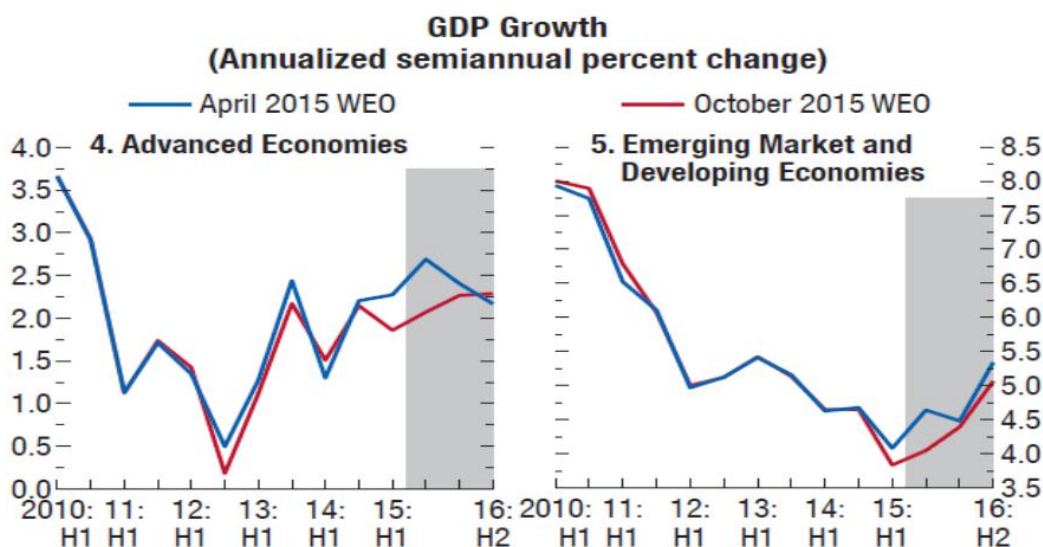
アジアの経済成長

- アジアの実質GDP成長率は、直近で6%前後。先進諸国の2%前後、他の新興市場国・発展途上国の4%台と対照的。
- アジア各国の実質GDP成長率(2016年予測)は、中国(6.3%)、インド(7.5%)、ASEAN5(4.9%)、先進アジア(2.0%)。
- 経常収支不均衡(グローバル・インバランス)は、世界の経済活動の縮小と原油価格下落を反映して、2007年以降縮小傾向。とりわけ産油国の経常収支黒字は消滅。一方、依然としてアジア新興市場国の経常収支黒字が大きい。
- 新興市場国への資本流入が縮小傾向。一方、新興市場国からの資本流出は増加していないが、中国からの資本流出が増加。
- 2014年以降、新興市場国(特に、中国)の外貨準備減少。

2015/11/13

3

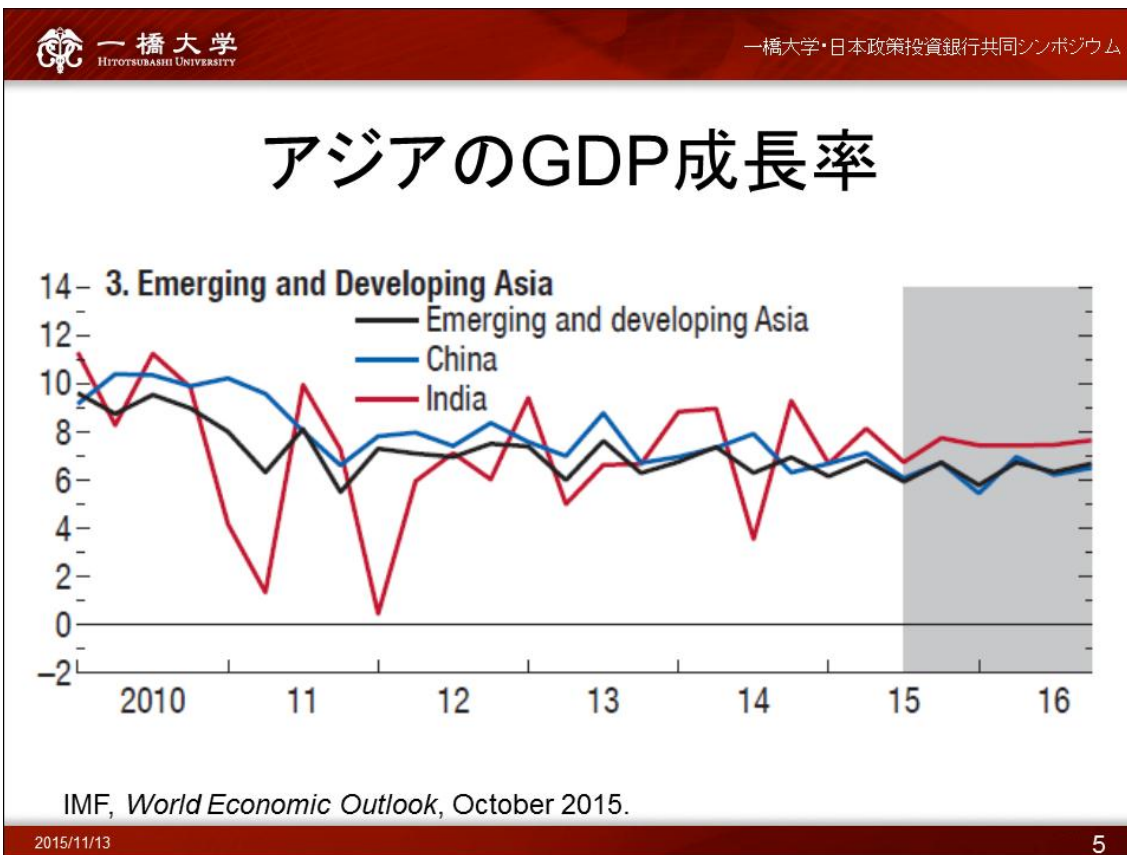
先進国と新興市場国・発展途上国のGDP成長率



IMF, *World Economic Outlook*, October 2015.

2015/11/13

4



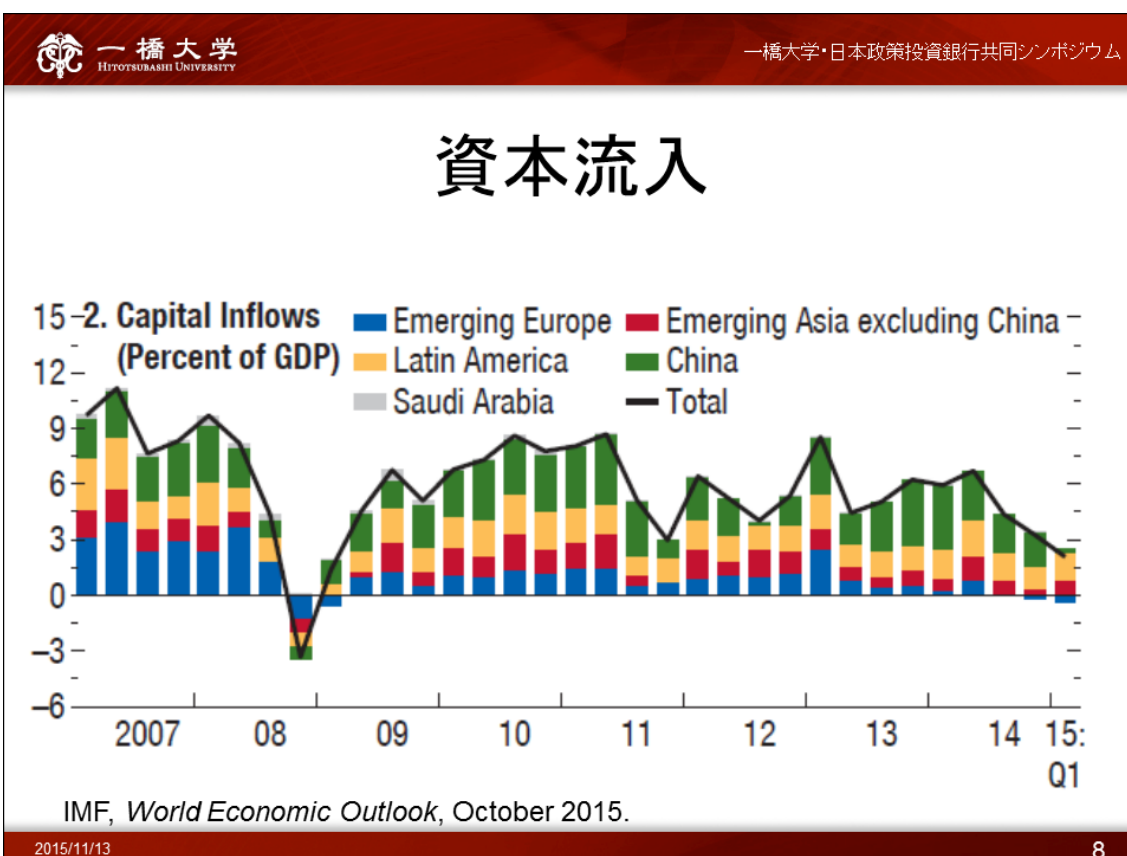
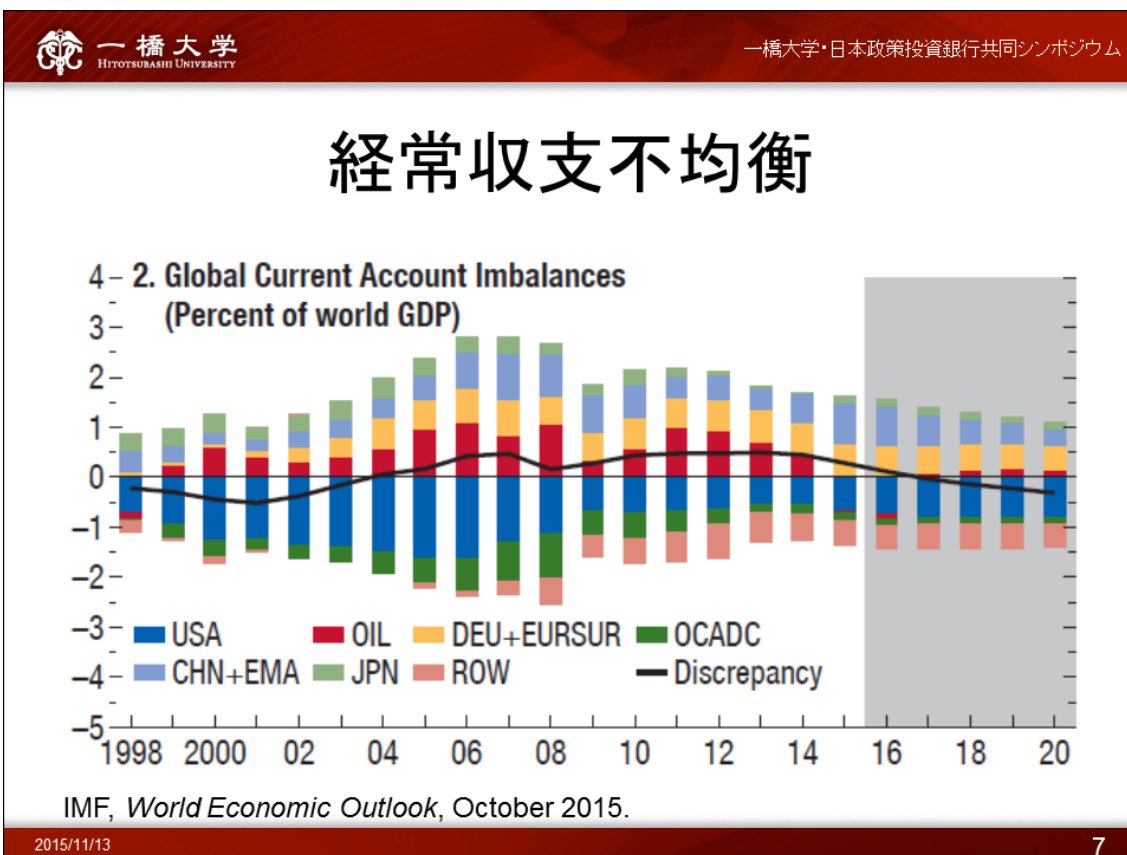
アジア経済予測

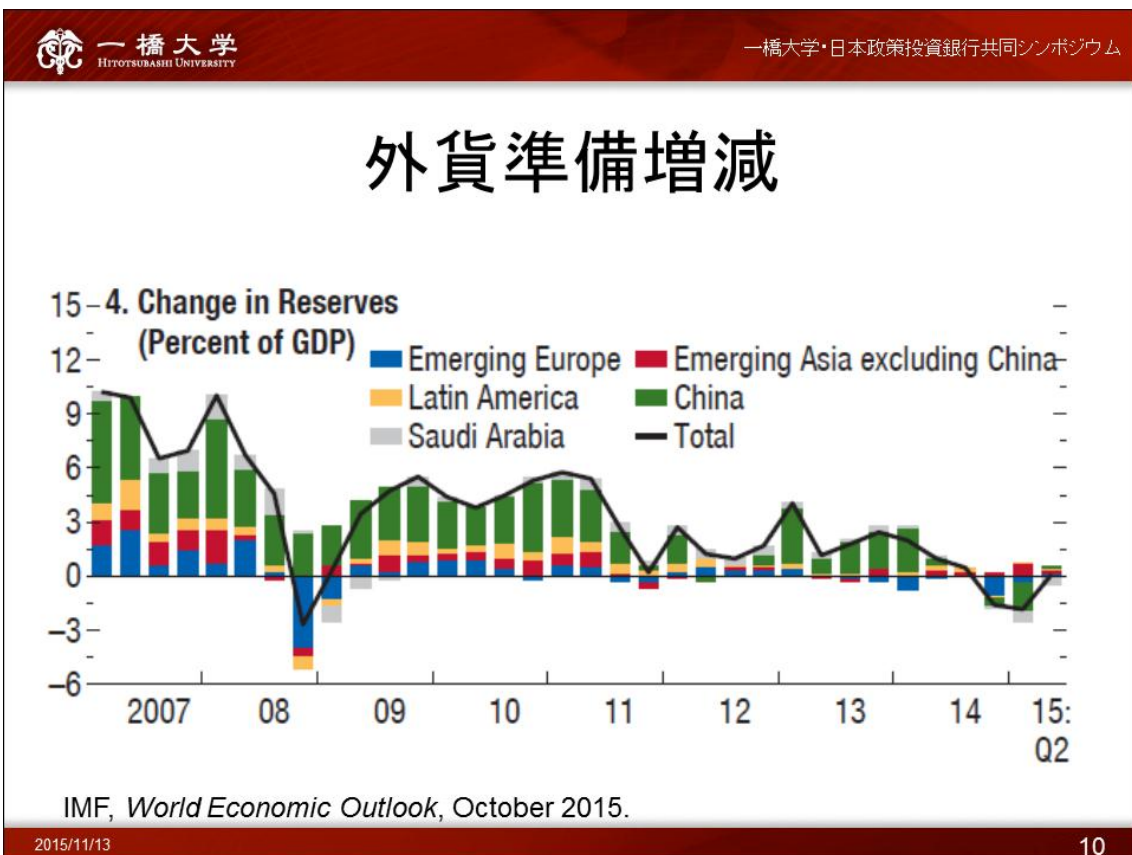
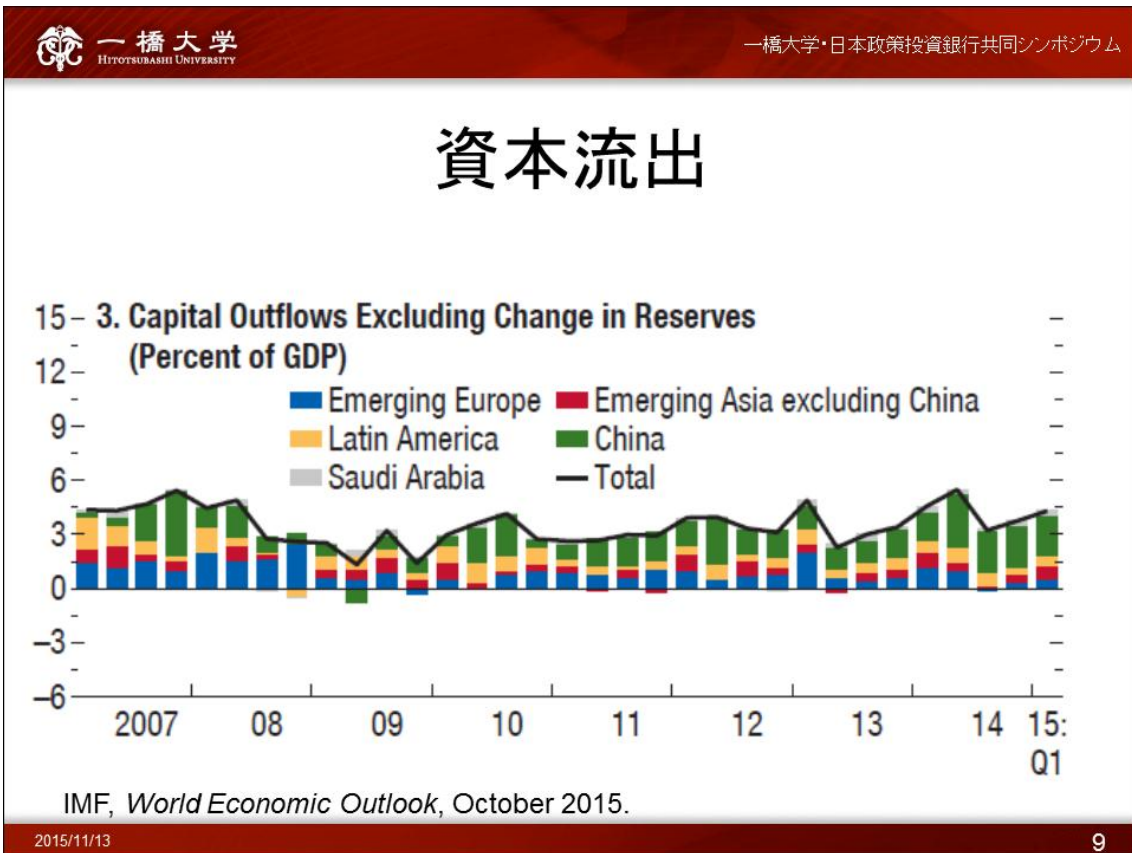
Annex Table 1.1.2. Asian and Pacific Economies: Real GDP, Consumer Prices, Current Account Balance, and Unemployment
(Annual percent change, unless noted otherwise)

	Real GDP			Consumer Prices ¹			Current Account Balance ²			Unemployment ³		
	2014	Projections		2014	Projections		2014	Projections		2014	Projections	
		2015	2016		2015	2016		2015	2016		2015	2016
Asia	5.6	5.4	5.4	3.2	2.5	2.8	1.7	2.6	2.4	...	...	...
Advanced Asia	1.6	1.5	2.0	2.2	0.8	1.2	2.2	3.7	3.5	3.8	3.9	3.8
Japan	-0.1	0.6	1.0	2.7	0.7	0.4	0.5	3.0	3.0	3.6	3.5	3.5
Korea	3.3	2.7	3.2	1.3	0.7	1.8	6.3	7.1	6.7	3.5	3.7	3.5
Australia	2.7	2.4	2.9	2.5	1.8	2.6	-3.0	-4.0	-4.1	6.1	6.3	6.2
Taiwan Province of China	3.8	2.2	2.6	1.2	-0.1	1.0	12.4	12.4	11.8	4.0	4.0	4.0
Singapore	2.9	2.2	2.9	1.0	0.0	1.8	19.1	20.8	18.0	2.0	2.0	2.0
Hong Kong SAR	2.5	2.5	2.7	4.4	2.9	3.0	1.9	2.2	2.5	3.2	3.2	3.1
New Zealand	3.3	2.2	2.4	1.2	0.2	1.5	-3.3	-4.7	-5.6	5.7	5.8	5.8
Emerging and Developing Asia	6.8	6.5	6.4	3.5	3.0	3.2	1.4	2.0	1.8	...	...	...
China	7.3	6.8	6.3	2.0	1.5	1.8	2.1	3.1	2.8	4.1	4.1	4.1
India	7.3	7.3	7.5	5.9	5.4	5.5	-1.3	-1.4	-1.6	...	...	...
ASEAN-5	4.6	4.6	4.9	4.6	3.7	4.0	1.1	1.3	1.1	...	...	...
Indonesia	5.0	4.7	5.1	6.4	6.8	5.4	-3.0	-2.2	-2.1	6.1	5.8	5.6
Thailand	0.9	2.5	3.2	1.9	-0.9	1.5	3.3	6.2	5.4	0.8	0.8	0.8
Malaysia	6.0	4.7	4.5	3.1	2.4	3.8	4.3	2.2	2.1	2.9	3.0	3.0
Philippines	6.1	6.0	6.3	4.2	1.9	3.4	4.4	5.0	4.5	6.8	6.3	6.0
Vietnam	6.0	6.5	6.4	4.1	2.2	3.0	4.9	0.7	-0.9	2.5	2.5	2.5
Other Emerging and Developing Asia⁴	6.6	6.6	6.7	5.9	6.3	6.6	-1.7	-3.2	-3.7	...	...	...
<i>Memorandum</i>												
Emerging Asia ⁵	6.8	6.5	6.3	3.4	2.8	3.1	1.5	2.2	2.0	...	...	...

IMF, *World Economic Outlook*, October 2015.

2015/11/13 6





経済発展の源泉

- 経済の潜在経済(GDP)成長率を決める諸要因

①雇用

②物的資本

③人的資本

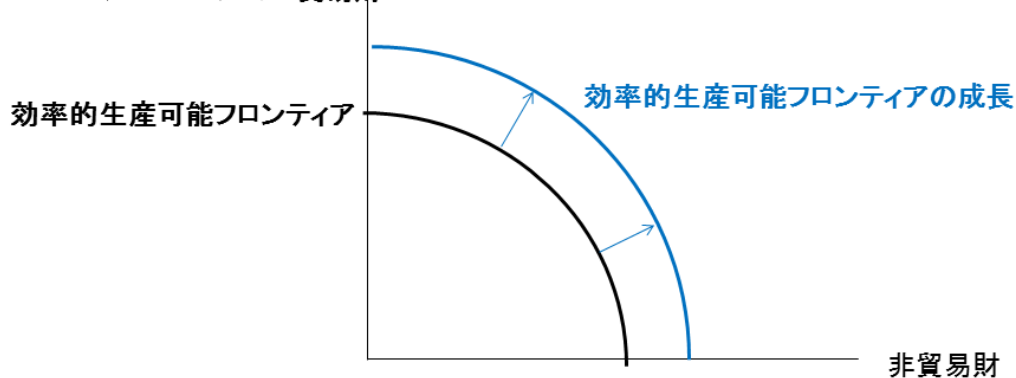
④技術知識

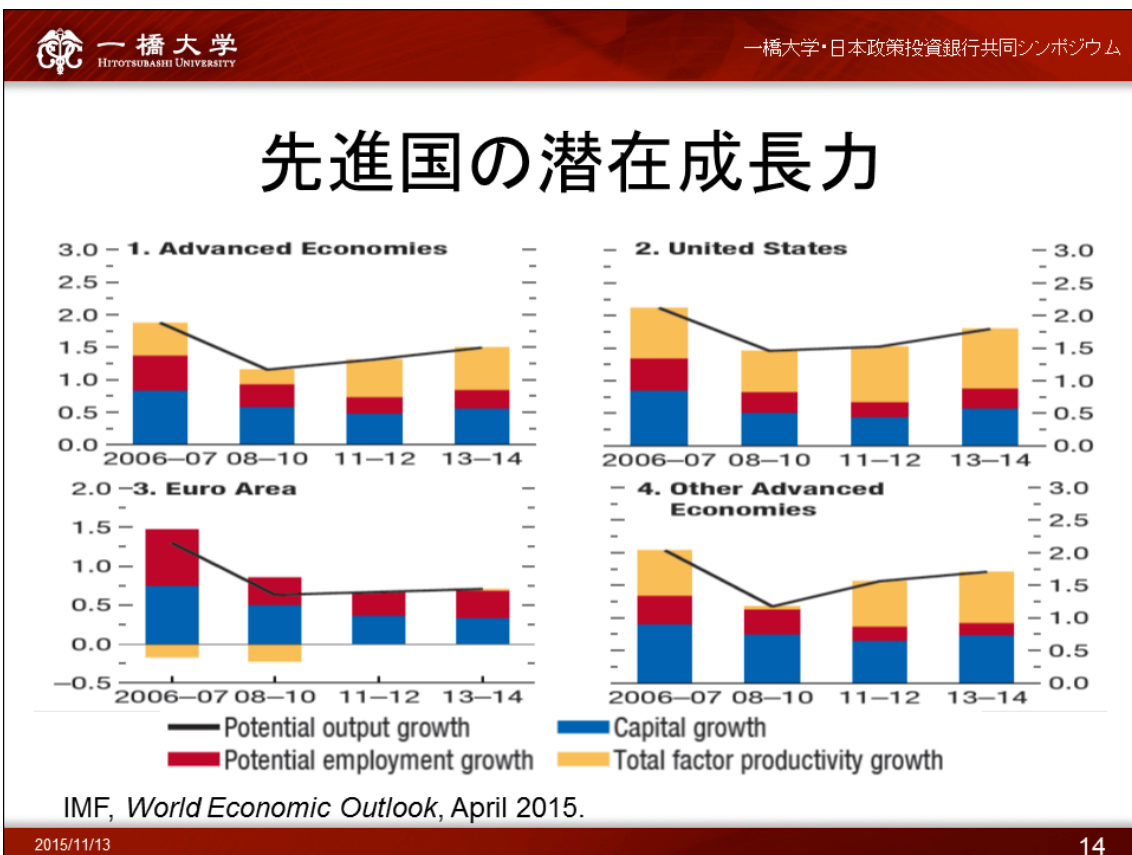
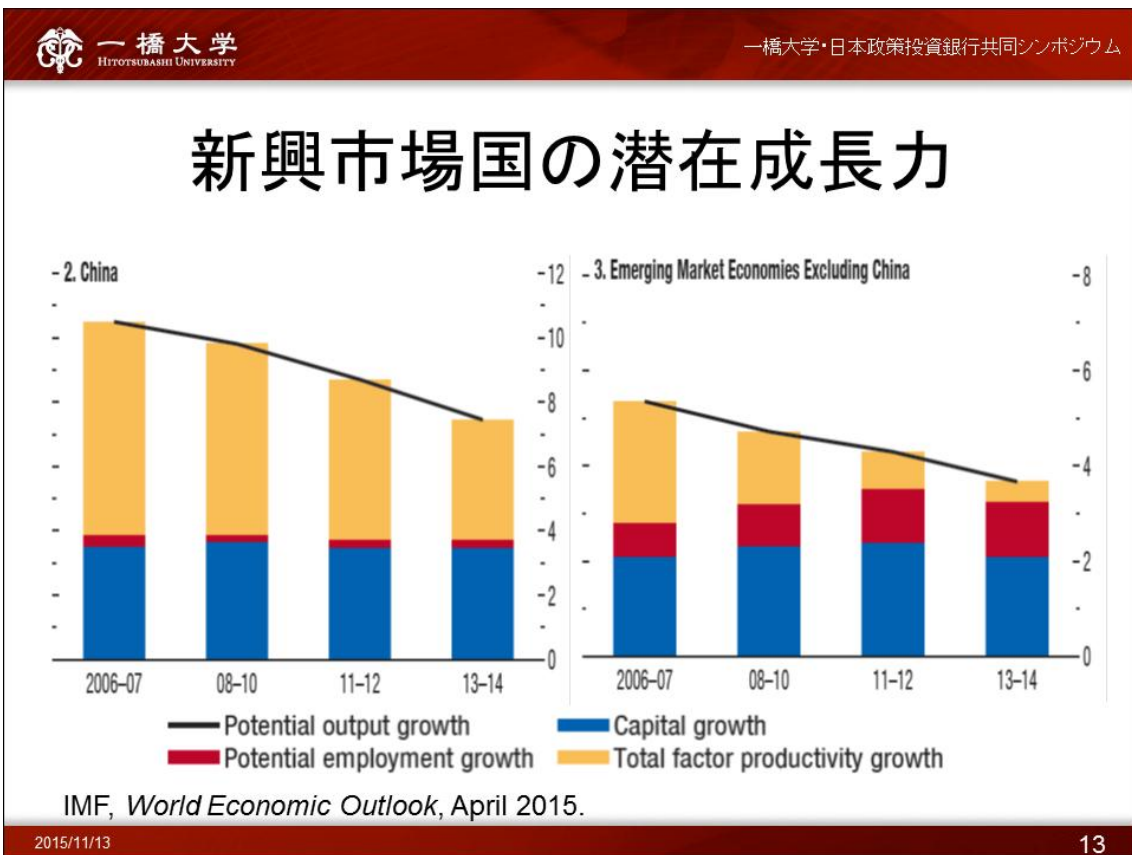
⑤天然資源・エネルギー

全要素生産性TFP

潜在GDPと生産可能フロンティア

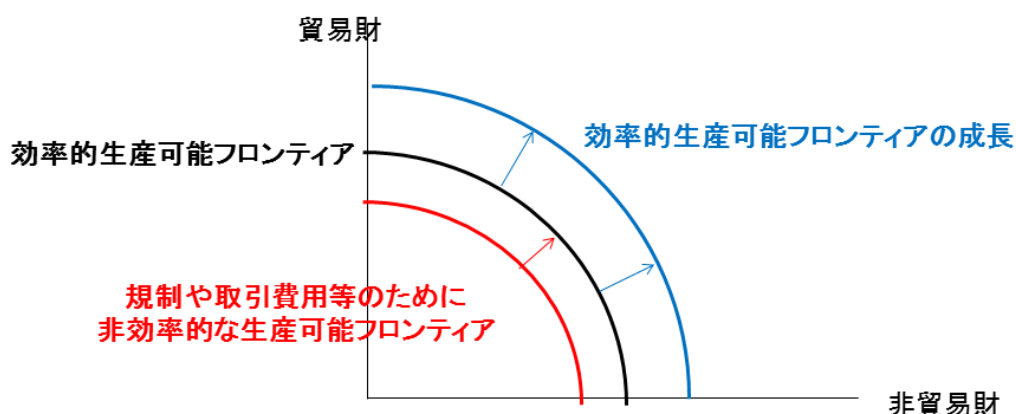
- 規制等がなく、効率的な生産が実現するならば、①～⑤によって潜在GDP(効率的生産可能フロンティア)が決まる。
- 効率的生産可能フロンティアを成長させるためには、①～⑤の成長が必要。 貿易財





生産効率化と生産可能フロンティア

- ①～⑤によって決まる潜在GDP(効率的生産可能フロンティア)から乖離させて、非効率的生産可能フロンティアに留まらせる障害(規制や取引費用等)を除去する必要がある。



2015/11/13

15

グローバル経済における生産効率化

- 非効率的な生産可能フロンティアに留まらせる障害(規制や取引費用等)を除去するために、グローバル経済では以下が必要である。
- ①規制撤廃(モノ、ヒト、カネの移動)
- ②取引費用の引下げ(物流、人材流動、金融仲介)
- ③関税
- ④為替リスクの軽減

2015/11/13

16

為替変動が企業価値に与える影響 に関する実証分析

- 為替相場(実質実効為替相場REERあるいは名目実効為替相場NEER)変動が企業価値(株価純資産倍率PBR)に与える影響を実証分析(小川英治・品田直樹・岡本弦一郎(2014))。
- 海外での生産・販売体制(①国内から直接輸出を行う企業、②社内貿易を行っている企業、③現地法人から輸出を行う企業、④輸入主体の企業)に分類して、為替変動が企業価値に与える影響について分析。

2015/11/13

17

回帰式と分析結果

- 回帰式

$$V_{i,t} = \beta_{0,i} + \beta_{1,i} \cdot V_{m,t} + \beta_{2,i} \cdot FX_t + \beta_{j,i} \cdot A_{j,t} \cdot \varepsilon_i$$

↑
企業iの企業
価値(PBR)

↑
市場全体(m)の
企業価値(PBR)

↑
為替相場
(REER or NEER)

↑
コントロール変数

- 推計期間:2000年10月~2010年3月
- 固定効果モデルに基づくパネルデータ
- 【分析結果】実質・名目実効為替相場(REER_BOJ及びNEER_BOJ)の係数が ①直接輸出企業、②社内貿易企業、③海外現法輸出企業について1%水準で有意にマイナス。
⇒為替相場が円高(円安)方向に動くと企業価値が減少(増大)。

2015/11/13

18

回帰分析の結果 (REER)

2-①	直接輸出実施企業	社内貿易実施企業	海外現法輸出実施企業	輸入主体企業
PBR M (市場PBR)	0.221 (0.038) ***	0.235 (0.041) ***	0.198 (0.040) ***	0.096 (0.101)
REER BOJ (実質実効レート)	-0.013 (0.003) ***	-0.009 (0.003) ***	-0.008 (0.003) ***	0.003 (0.008)
NEER BOJ (名目実効レート)	-	-	-	-
SALES (売上高の自然対数)	0.192 (0.046) ***	0.489 (0.046) ***	0.461 (0.044) ***	-0.856 (0.143) ***
ROA (経常損益/総資産)	3.770 (0.179) ***	3.604 (0.194) ***	3.533 (0.188) ***	-4.491 (0.687) ***
DEBT (有利子負債/総資産)	-0.325 (0.174) *	0.344 (0.172) **	0.321 (0.168) *	8.380 (0.523) ***
	(0.920)	(0.938) ***	(0.899) ***	(2.747) ***
R-sq	0.04	0.03	0.03	0.02
n. of firms	848	683	726	503
avg. months	82.4	84.1	83.7	40.1

(注) 固定効果モデル。タイムダミー、産業ダミーの係数等は省略。
カッコ内は標準偏差。***は1%、**は5%、*は10%水準で有意であることを示す。

出典: 小川・品田・岡本 (2014)

回帰分析の結果 (NEER)

2-② 被説明変数: PBR	直接輸出実施企業	社内貿易実施企業	海外現法輸出実施企業	輸入主体企業
PBR M (市場PBR)	0.194 (0.025) ***	0.253 (0.026) ***	0.233 (0.025) ***	0.216 (0.073) ***
REER BOJ (実質実効レート)	-	-	-	-
NEER BOJ (名目実効レート)	-0.023 (0.004) ***	-0.020 (0.004) ***	-0.021 (0.003) ***	-0.011 (0.012)
SALES (売上高の自然対数)	0.192 (0.046) ***	0.489 (0.046) ***	0.461 (0.044) ***	-0.856 (0.143) ***
ROA (経常損益/総資産)	3.770 (0.179) ***	3.604 (0.194) ***	3.533 (0.188) ***	-4.491 (0.687) ***
DEBT (有利子負債/総資産)	-0.325 (0.174) *	0.344 (0.172) **	0.321 (0.168) *	8.380 (0.523) ***
C (定数項)	-0.667 (0.937)	-6.694 (0.956) ***	-6.078 (0.916) ***	16.394 (2.870) ***
R-sq	0.04	0.03	0.03	0.02
n. of firms	848	683	726	503
avg. months	82.4	84.1	83.7	40.1

(注) 固定効果モデル。タイムダミー、産業ダミーの係数等は省略。
カッコ内は標準偏差。***は1%、**は5%、*は10%水準で有意であることを示す。

出典: 小川・品田・岡本 (2014)

東アジアにおける為替リスク

- 東アジアにおける生産ネットワークとそこにおける生産物の輸出先を考慮に入れた時の為替リスクとは？

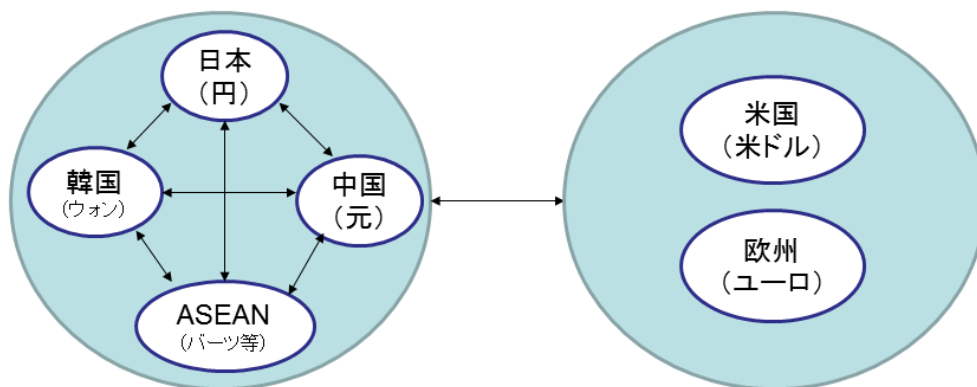
①東アジアにとっての最終消費地(米国・欧州)に焦点を当ててれば、対米ドル、対ユーロ為替相場に注目。

②東アジアにおける生産ネットワーク、すなわちサプライチェーンに焦点を当ててれば、域内為替相場に注目。

東アジアの生産ネットワーク・最終消費地と通貨

アジアの生産ネットワーク

最終消費地



AMUとAMU乖離指標

- AMUとAMU乖離指標が経済産業研究所RIETIで毎日公表。

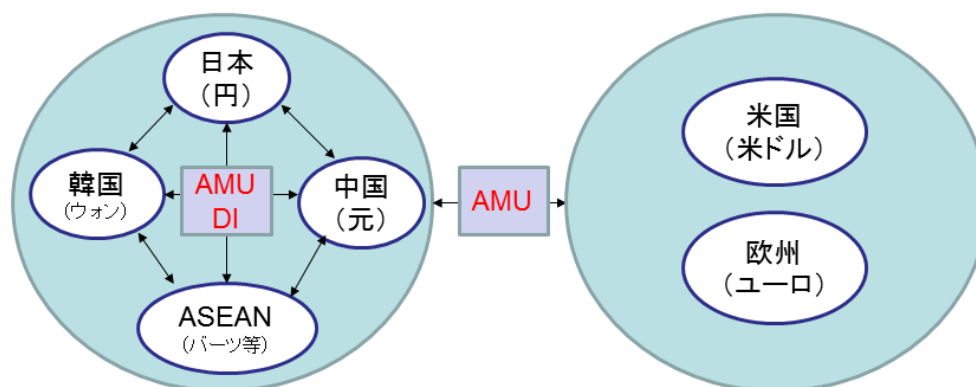
①アジア通貨単位 (AMU: Asian Monetary Unit) : 東アジア (ASEAN10+日中韓) 諸国通貨の加重平均の対ドル&ユーロ (65%:35%) 為替相場

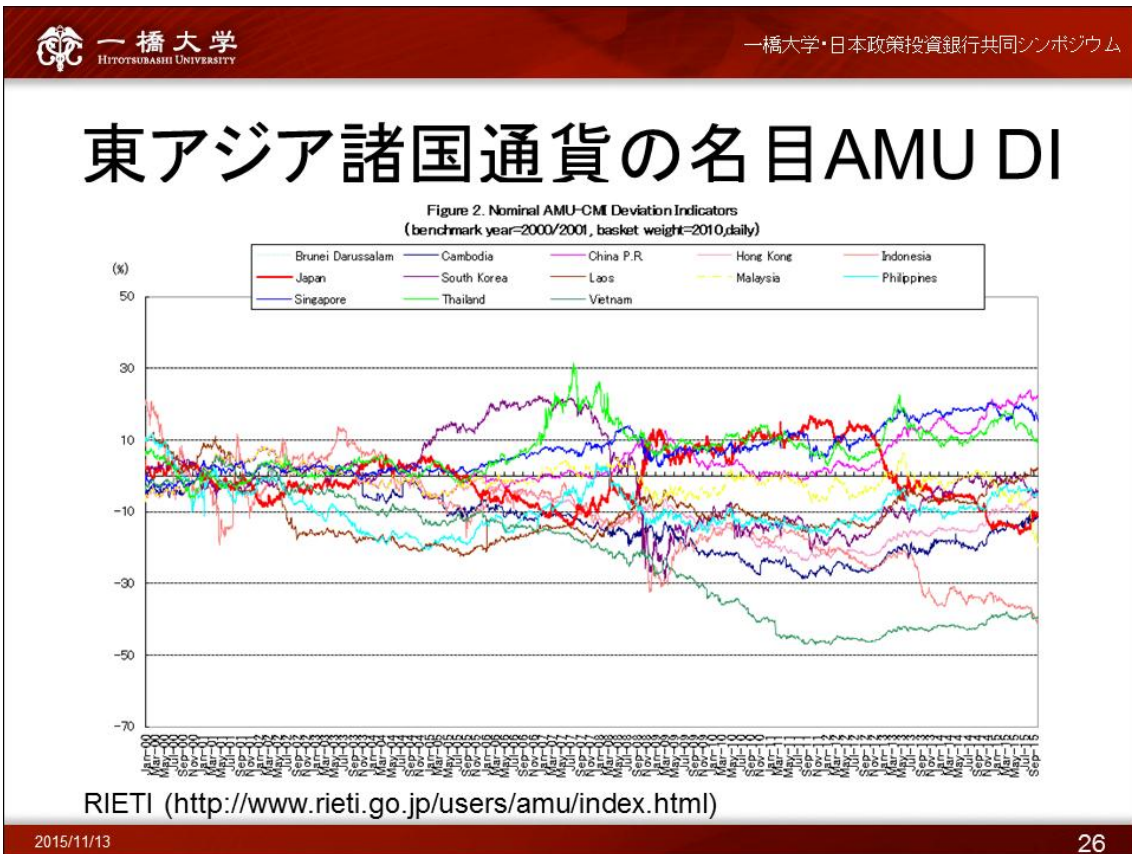
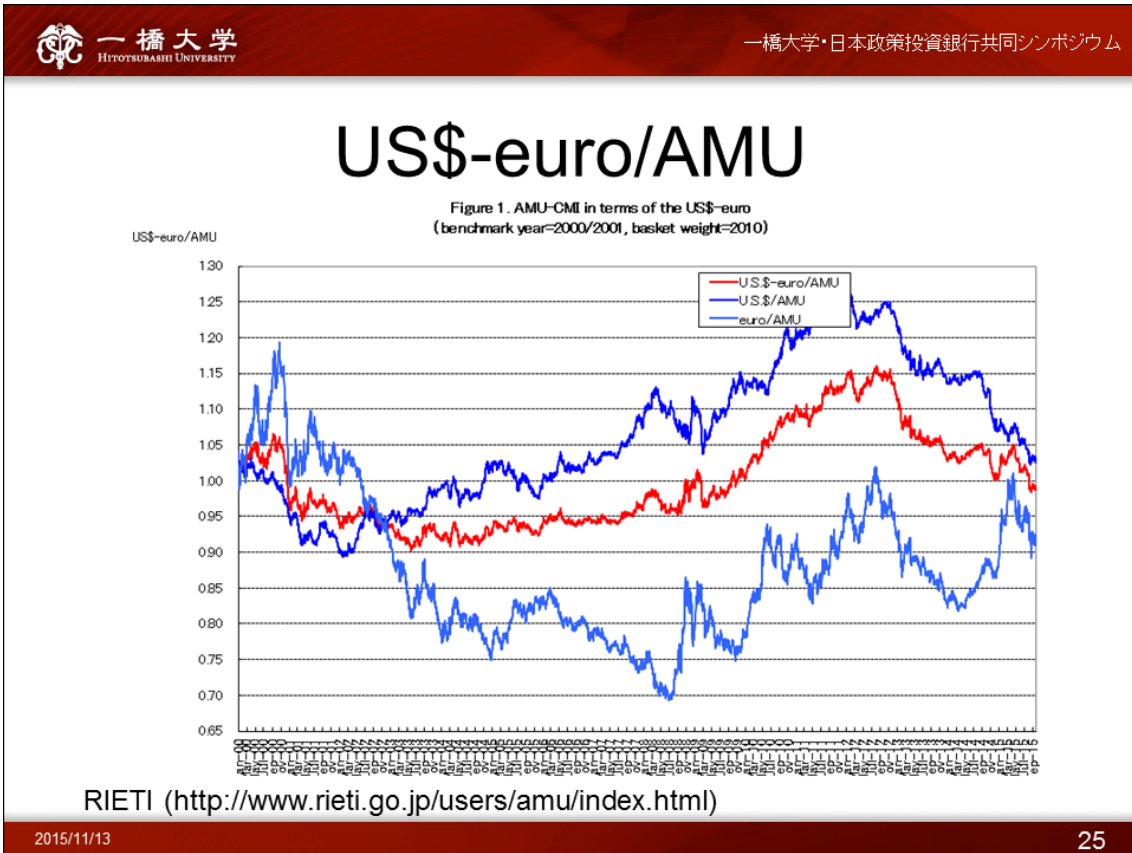
②AMU乖離指標 (AMU DI: AMU Deviation Indicator) : 東アジア各国通貨の対AMUの為替相場 (2000-2001年をベンチマークとして乖離指標)

東アジアの生産ネットワーク・最終消費地におけるAMUとAMU DI

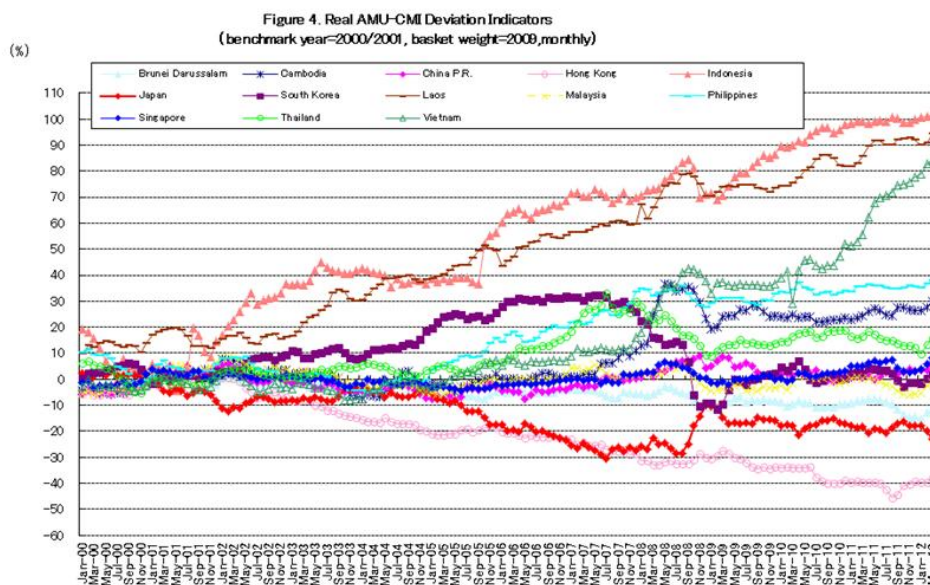
アジアの生産ネットワーク

最終消費地





東アジア諸国通貨の実質AMU DI



RIETI (<http://www.rieti.go.jp/users/amu/index.html>)

2015/11/13

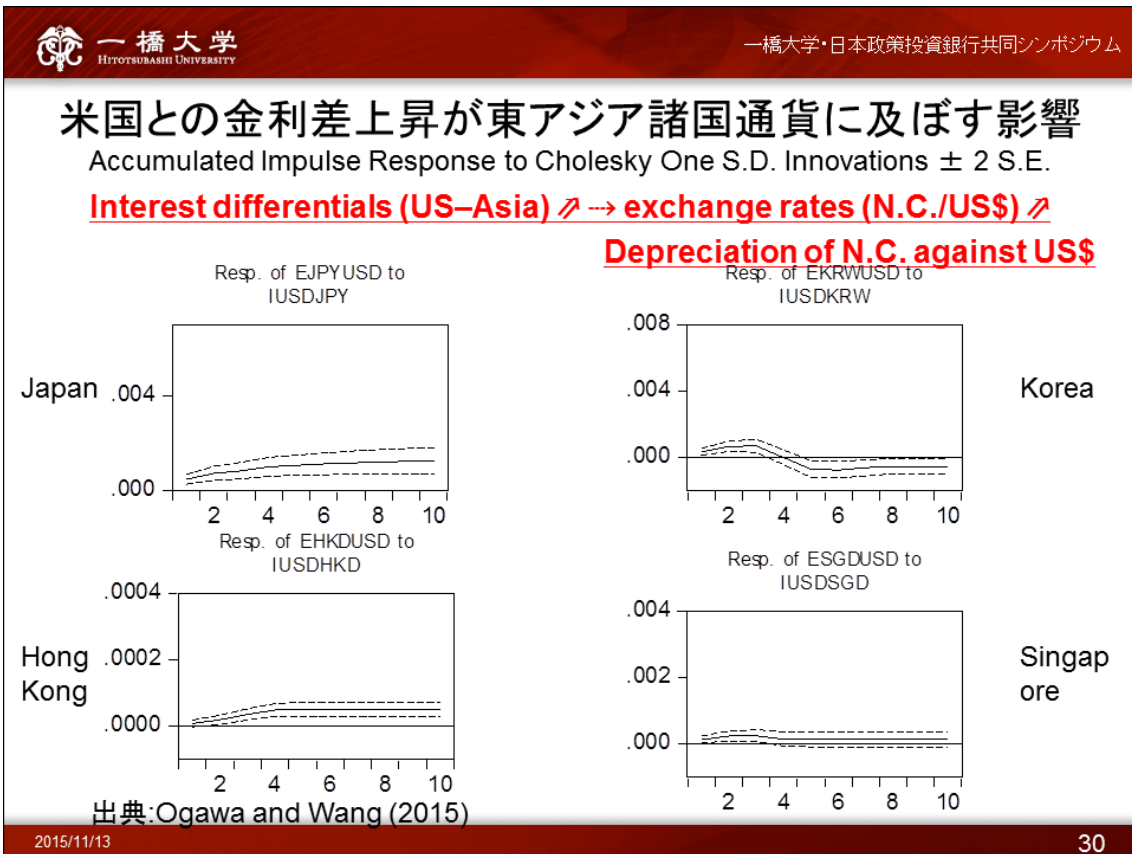
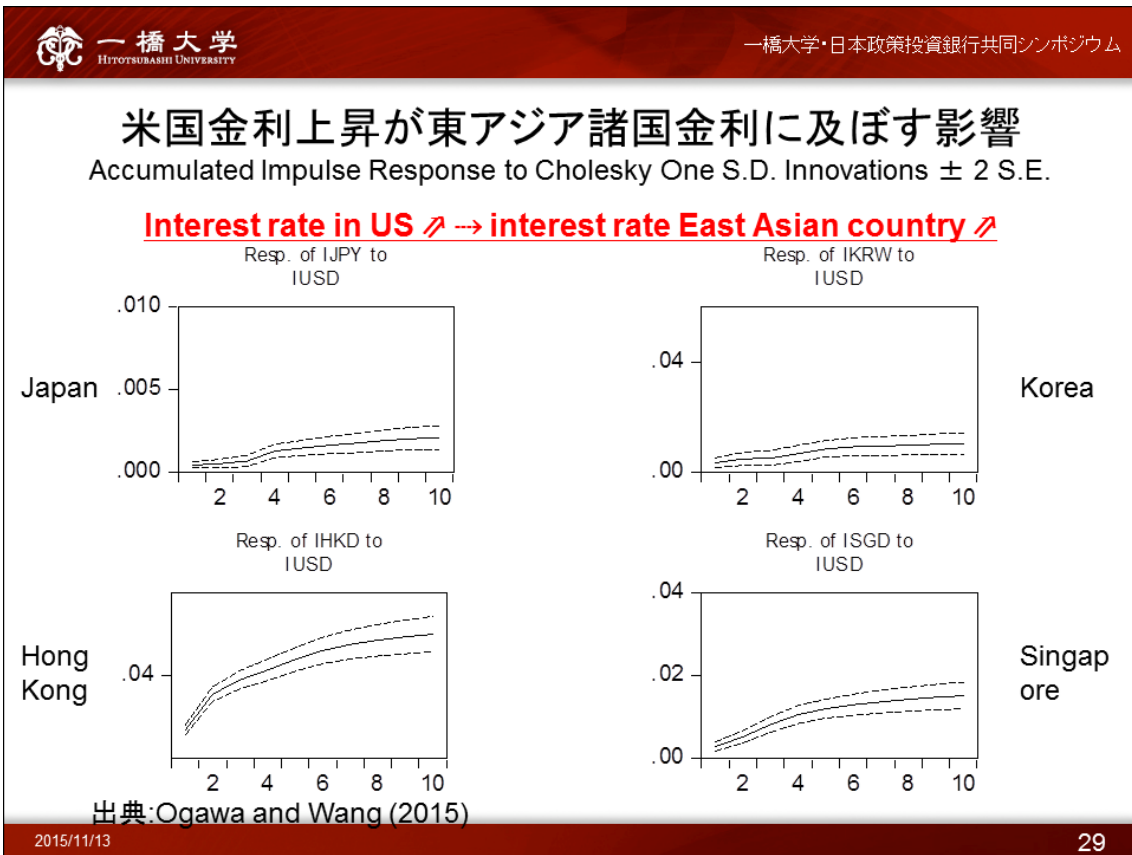
27

FRBの金利引上げ効果

- FRBの量的金融緩和が2014年10月に終わり、近く金利引上げが行われる。一方で、日銀は量的・質的金融緩和を継続。
- 米国金利上昇が東アジア諸国通貨に影響を及ぼす可能性。
- 過去のデータでVARモデルで実証分析(Ogawa and Wang (2015))。
 - ①米国金利上昇⇒東アジア諸国金利上昇
 - ②米国との金利差上昇⇒東アジア諸国通貨の対ドル為替相場減価
 - ③日米金利差上昇⇒東アジア諸国通貨の対AMU為替相場増価(←円キャリートレード)

2015/11/13

28

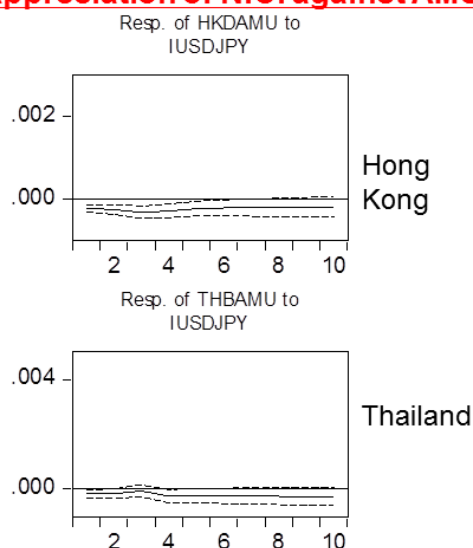
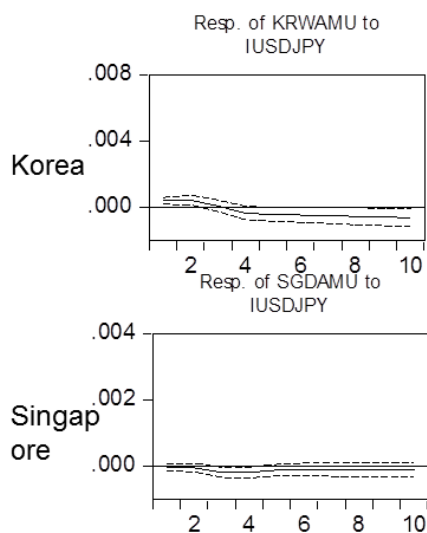


日米金利差上昇が東アジア諸国通貨に及ぼす影響

Accumulated Impulse Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.

Interest differentials (US-Japan) \nearrow \rightarrow N.C./AMU \searrow

Appreciation of N.C. against AMU



出典: Ogawa and Wang (2015)

2015/11/13

31

東アジアにおける地域金融協力

- 2000年にASEAN+3(日中韓)財務大臣会議がチェンマイ・イニシアティブ(CMI)を設立。
 - ①危機管理のために二国間通貨スワップ協定のネットワークを創設。
 - ②危機予防のためにASEAN+3財務大臣代理会合の「経済レビューと政策対話(ERPD)」においてマクロ経済変数に対するサーベイランスを実施。
- 2010年にCMIマルチ化(CMIM)
 - ①通貨スワップ協定の実施における多国間意思決定により機動性を増す
 - ②外貨準備のイヤーマーク化、プーリングに向けて。
 - ③ASEAN+3マクロ経済リサーチオフィス(AMRO)がサーベイランス機関として2011年に設立。

2015/11/13

32

地域通貨安定のための危機予防・管理

- 危機予防:
マクロ経済状況や金融部門の健全性とともな為替相場や財政状況に対するサーベイランスが必要。資本流出のみならず急激な資本流入も監視することが重要。
⇒為替相場のサーベイランス指標としてAMUとAMU DIが有用。AMROの役割が大。
- 危機管理:
域内の政府が迅速に危機対応策を意思決定し、即座に対応することが必須。危機に対する初期対応が重要。
⇒CMIMの下、予備的クレジットラインやIMFリンクと関係しない通貨スワップ協定の割合(IMFデリンク割合)を増すことによって弾力性を増すべきである。

2015/11/13

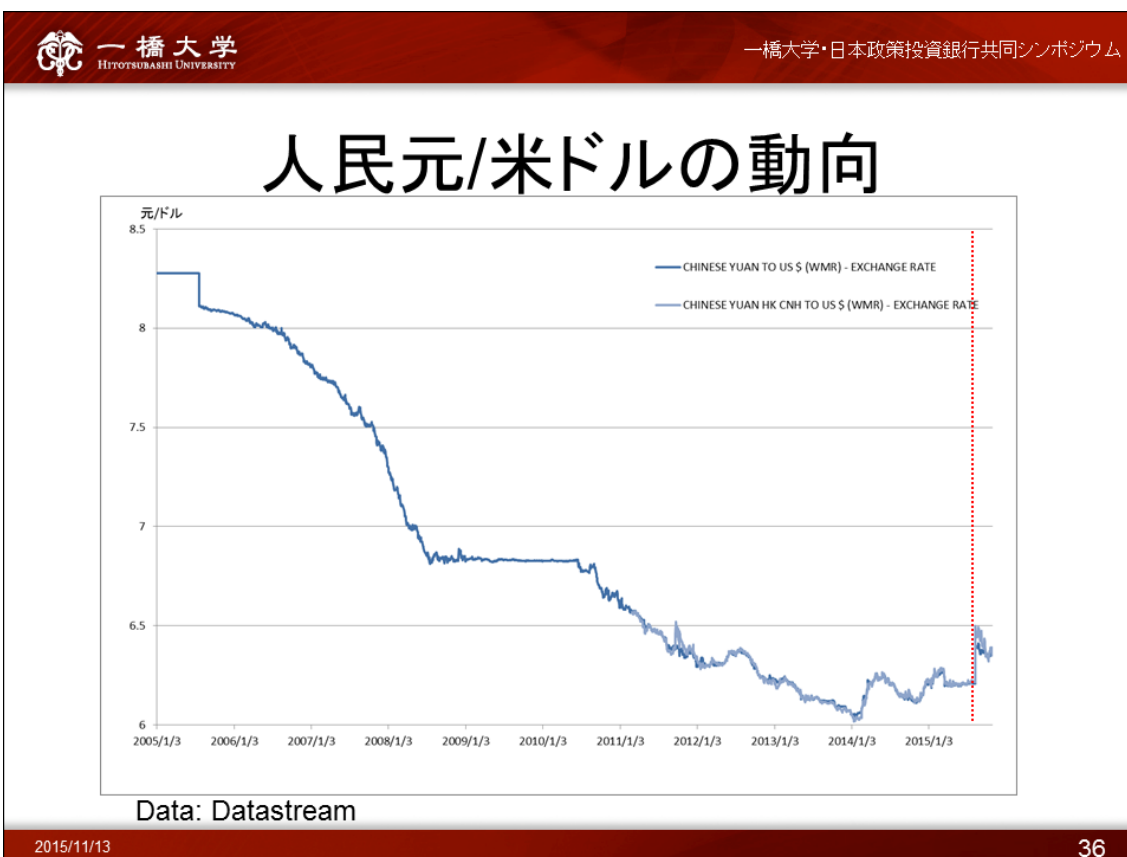
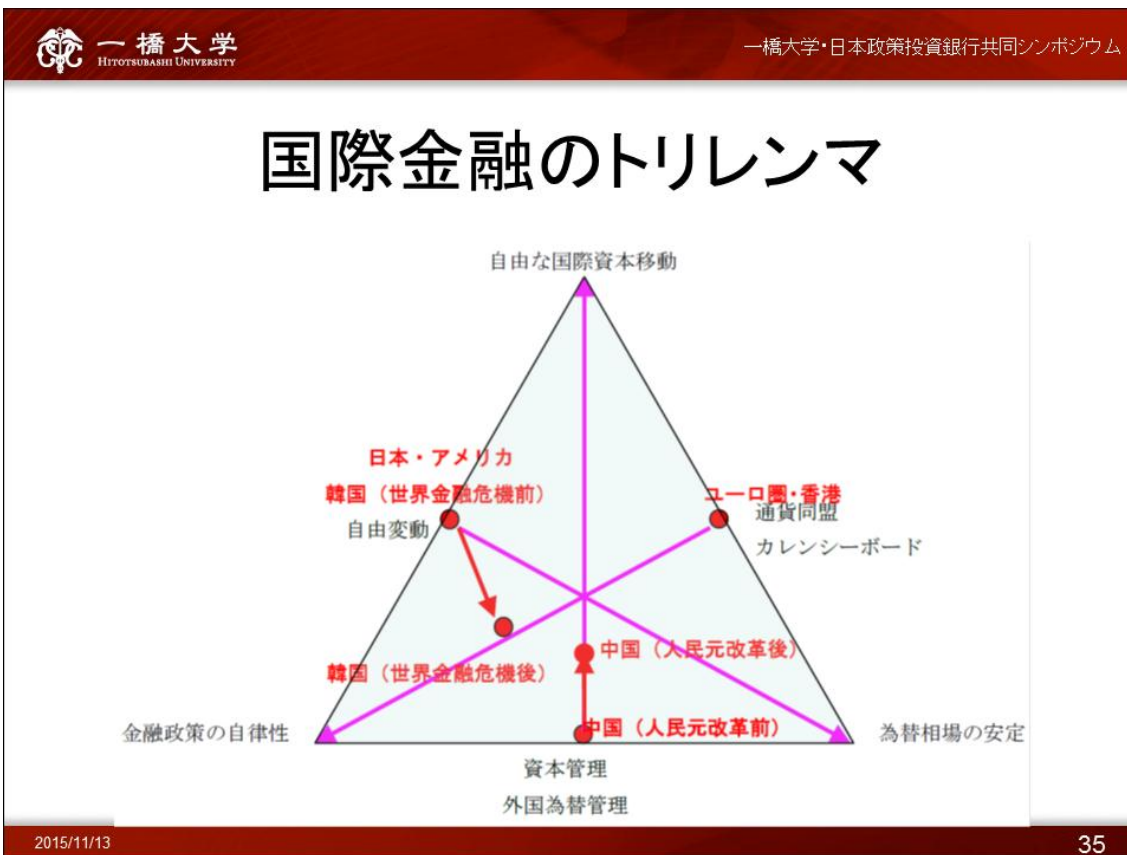
33

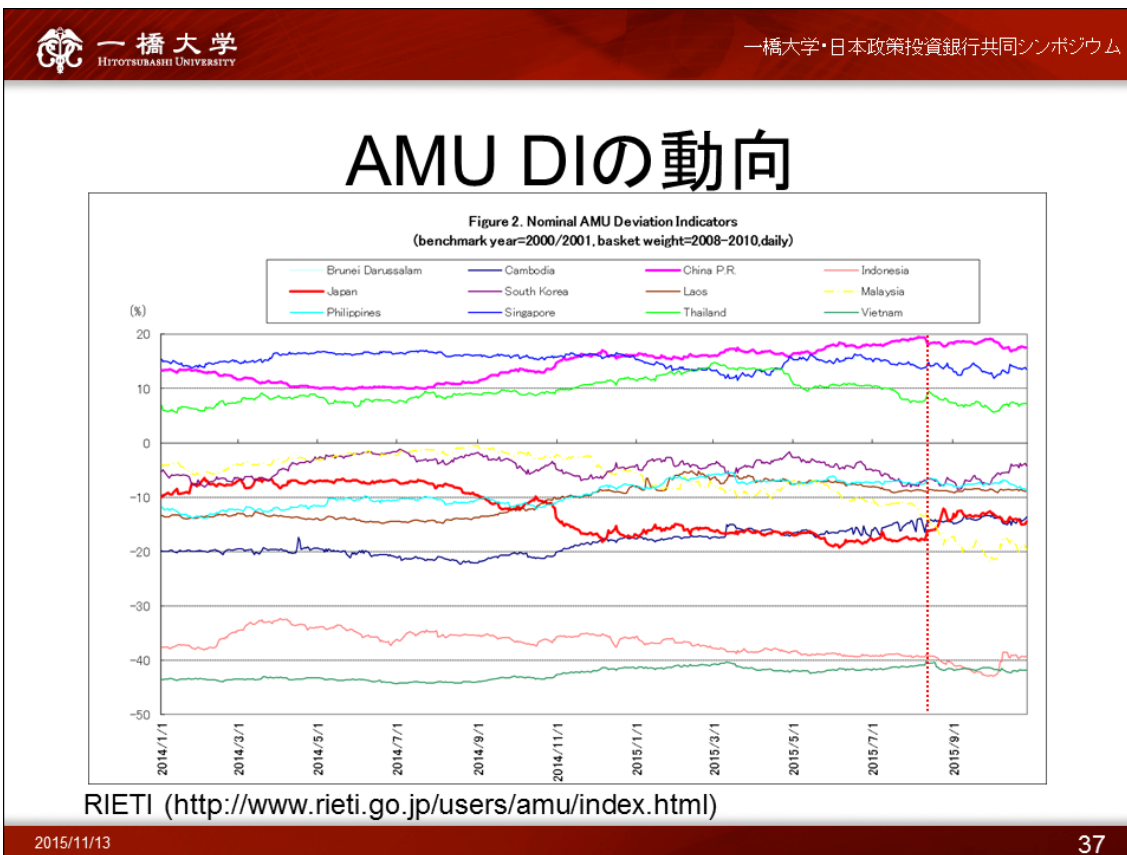
人民元の国際化

- 通貨の国際化の供給サイドと需要サイド
 - ①供給(通貨当局)サイド
 経常勘定と資本勘定の両方における通貨交換性
 外国為替管理・資本管理の撤廃
【人民元:経常勘定のみ通貨交換性。オフショア人民元市場の創設。依然として外国為替管理・資本管理。】
 - ②需要(民間企業)サイド
 国際通貨としての利便性←ネットワーク外部性
 ネットワーク外部性は規模の経済をもたらすので、基軸通貨の慣性が作用する。
【現在の基軸通貨ドル体制の下、民間企業はドル決済を選好】

2015/11/13

34





一橋大学 HITOTSUBASHI UNIVERSITY 一橋大学・日本政策投資銀行共同シンポジウム

参考文献

- IMF, *World Economic Outlook*, April 2015.
- IMF, *World Economic Outlook*, October 2015.
- 小川英治・品田直樹・岡本弦一郎「為替レートの変動による企業価値への影響 - 企業の国際化と為替相場変動リスクへの対応」堀内昭義・花崎正晴・中村純一『日本経済 変革期の金融と企業行動』東京大学出版会、241-266ページ、2014年9月。
- Ogawa, Eiji and Zhiqian Wang, “Effects of Exit Strategy of the Quantitative Easy Monetary Policy on East Asian Currencies,” *RIETI Discussion Paper Series*, 5-E-037, March 2015.

2015/11/1338

基調講演 2

ヤマトグループが取り組む第3のイノベーション

木川 眞

ヤマトホールディングスの木川でございます。本日は、「ヤマトグループが取り組む第3のイノベーション」と題して、我々が現在チャレンジしている新しい事業戦略についてご紹介したいと思います。ヤマトグループは、4年後に100周年を迎える、日本最古の民間トラック事業者です。100周年を迎えるにあたり、どのような会社でありたいか。それを一言で表現するならば「満足を創造し続ける経営」を実現する会社です。ここで言う「満足」とは、株式会社のステークホルダーである顧客、株主、社会、そして社員の満足です。ヤマトグループは、それぞれのステークホルダーの満足度を徹底的に向上させることを常に考えています。満足には絶対的な基準があるわけではないので、相対評価ということになりますが、少なくともアジアに基盤を持つ物流事業者の中で満足度を「断トツ」にすること（DAN-TOTSU 経営計画 2019）を目指しています。そのために、現在、様々な戦略を練っていますが、その根幹を成しているのが演題にある「第3のイノベーション」です。これを解説する前に、まずヤマトグループの概要と歴史についてご紹介したいと思います。

ヤマトグループは、昨年度末で社員数が19万7千人、足元では、20万人を超えている企業です。事業ポートフォリオは、6つの大きな事業部門から構成されておりますが、宅急便を含むデリバリー部門が、売上・利益ともに全事業の7割を占めており、まだまだ国内に準拠した一本足の事業ポートフォリオになっているのが実情です。

我が社は、1919年（大正8年）に設立され、当時日本に204台しかなかったトラックのうち4台を保有して三越呉服店の荷物を中心とした貸切運送業を営んでおりましたが、創業10年目に第1のイノベーションが起こります。電車やバスと同じように、ダイヤを組んで、特定の区間にトラックを走らせ、たくさんのお客様の荷物を一緒に運ぶという路線事業を日本で最初にスタートさせました。このビジネスモデルは、お客様に高く評価され、我が社は大きく成長しましたが、後から参入してきた資本力に勝る企業群にすぐさま追い抜かれ、関東一円の中堅の路線事業者にとどまっていたという歴史があります。さらに、この事業を開始して50年近くたったときにオイルショックが起こり、ヤマト運輸は経営危機に陥りました。

II. 基調講演 2

この危機に対して、第2のイノベーションを起こしたのが、オイルショックの直前に社長に就任した小倉昌男です。それが現在の主力事業である宅急便事業の開始です。このビジネスモデルの大ブレークにより、我が社の売上は損益分岐点を大きく超え、大企業への道を進むという流れができました。それとともに現在、我々が提供している宅急便というサービスは、日本人の生活においてなくてはならないインフラとなっています。

しかし、このサービスも、来年で誕生から40年になります。私が縁あって銀行からヤマトグループに転じた10年前、この頃から宅配事業は過当競争に陥り、数量が市場全体で伸びているにもかかわらず、単価が下がり続け、利益率が急激に落ちていました。このまま単に宅配事業を継続しても業界の将来はどうなってしまうのか。何とか正常な競争環境の中で成長できるような道を探っていかなければならないと考えました。その一方で、通信販売を始めとしたeコマースによる小口貨物は、増え続けることが予想されました。そうしたニーズに将来にわたって応えていくためには、我々自身の財務状況も含めて、業界全体が健全でなければなりません。こういう流れの中で、何をすべきかと考えた時に生まれてきたのが、第3のイノベーション、即ち「新しい物流を我々自身がつくる」というチャレンジなのです。

冒頭で「満足を創造し続ける経営」について言及しました。我々自身が成長しながらステークホルダーの満足度を上げていくためには、いつまでも国内に依拠した宅急便だけに成長を任せるわけにはいきません。日本国内の人口減少や経済成長の停滞を考えれば、国内だけで我々の成長戦略を描くことは非常に困難です。つまり、よりグローバルに、特にアジアに事業の基盤を拡大するという戦略が成長の1つの方向性です。

その一方で、我々は、電気、ガス、水道と同様に物流というインフラで日本の国民を支える企業の1つであると言えます。そのため、高齢化や過疎化を始めとした、現在、日本が抱えている様々な社会構造の変化や課題に対して、我々はインフラ企業として何らかの対応を行う責務があります。つまり、よりグローバルという方針を採りつつも、地域や個人に密着した部分に我々の成長戦略の軸足を残すというローカルな側面も重視しなければなりません。この両立は、一企業としては確かに至難の技かもしれませんが、両立させなければ成長できないし、また、これまで築き上げたインフラ企業としての社会的責任を全うできません。グローバルとローカルという2つの軸、これを次の100年に向かつての成長戦略のコアに据えました。

まず、グローバルの軸から詳しくご紹介したいと思います。我々は、「バリュー・ネットワークキング」構想と銘打った新しいネットワークの構造改革を行おうとしています。こ

の改革は、事業構造改革とコスト構造改革という2本の柱から成っています。1本目の柱である事業構造改革は、宅急便一本足打法からの脱却、つまり、物を運ぶという機能だけではなく、運ぶという機能に新しい価値を付加することで、物流を価値創造の手段に変えるというものです。また、全てを特定の事業者アウトソースすることで物流の効率化を図るサードパーティー・ロジスティクスのようなことができない中堅・中小の企業、あるいは、地域の雇用をどうしても守らなければならない企業群、そういうところの物流の効率化を手助けしたいと考えています。その意味では、軸足を企業物流に少し移すという考え方ではありますが、今まで企業物流を担ってきた事業者と同じビジネスモデルでは勝ち目はありません。したがって、小口貨物が多頻度に国境を越えて動いていくという時代に合った新しいビジネスモデルの構築を行っています。

次に2本目の柱であるコスト構造改革についてご紹介します。物流業は、典型的な労働集約型の産業であり、今まで、荷物が増えた場合、人を増やし、拠点を増やし、車両を増やすという対応を行ってきました。その結果、ヤマトグループの売上高人件費比率は50%を超えています。しかし、このような状況のままでは、これから労働力人口が減少する時代において、成長力を失うのは必然です。したがって、荷物がこれから増え続けても、人件費を中心としたコストがそれと平行には増加しないことを目指して徹底的に効率化、省略化をするという考え方のもと、ネットワークの構造的な改革投資を行ってきました。例えば、我が社の物流拠点である羽田クロノゲートや厚木ゲートウェイは、従来型の同規模の施設に比べて、3～4割少ない人員で同じ作業が出来ます。従来の物流ターミナルは、主に人が手作業で仕分けを行っていました。一方、羽田クロノゲートには、ほとんど人影がありません。このような効率化により物流コストを自助努力で低下させています。

さて、「バリュー・ネットワーキング」構想を考え始めた10年前に3つの仮説を置きました。1つ目の仮説は、物流のボーダーレス化です。一般的にはグローバル化と言いますが、我々としては、小口貨物がそのまま国境を越えていく時代に入っていくという意味でボーダーレス化と呼んでいます。従来、ほとんどの貨物は、大きなコンテナ船に集約された形で国境を越え、その後はじめて小口貨物になる、というのが一般的な物流の在り方でした。しかし、我々は、今後10年で小口貨物は、小口貨物のまま国境を越えていくという流れができると予想しました。これは企業物流と個人物流の双方に共通しています。2つ目の仮説は、eコマースの拡大です。物流のボーダーレス化を加速させるのはeコマースの拡大だと考えました。そして、3つ目の仮説は、労働力人口の減少による労働需給の逼迫です。これをそのまま放置すると、おそらく物流の面から日本経済に悪影響が出るであ

II. 基調講演 2

ろうと予想しました。

これらの仮説はすべての的中したと言えますが、予想をはるかに超えて拡大したのが2番目にお話したeコマースの拡大です。実は10年前、今や日本で最大のeコマース事業者であるアマゾンさんの荷物を我が社はまったく扱っていませんでした。ところが、現在、アマゾンさんの荷物のかなりの部分を扱っており、年間の宅急便全体に占める割合も多くなっています。小口貨物がこれだけの勢いで増え、その小口貨物が国境を越え始めていることから、荷物の出し手の構造が変わってきたことがわかります。これが今の物流の現実です。また、企業間の荷物についても、今までのように大量に運んで自社の倉庫で管理をしていると、世界中の在庫が膨大な量となってしまいます。これをいかに減らすのが非常に重要なテーマです。つまり必然的に多頻度、小口輸送という流れができることになります。こういうことを前提につくり上げたのが我々の「バリュー・ネットワーキング」構想なのです。

実はこの短期間に行われたネットワーク投資の総額は、2千億円にも上ります。従来、我々は、1年間で最大2百億円程度しか投資を行わない会社でしたが、ここで思い切って舵を切るという意味で、10年分の投資を短期間で行いました。そうしなければ勝ち残れないという危機感があったためです。そのような思いがあって、今回のイノベーションを断行しました。

その一方で、地方経済の再生をいかに我々がお手伝いできるか、という軸での取り組みがあります。社内のコードネームで「プロジェクトG」と呼んでいますが、Gとはガバメントの頭文字で、中央政府ではなく、地方行政を想定しています。我々は、地方自治体と協力しながら、地域経済の再生という日本が今抱えている大きな政治課題のサポートをしたいと考えています。幸いヤマトグループには、物流ネットワークや6万人を超えるセールスドライバー、それを支えるITなど様々な機能が、自社の事業のためのインフラとして構築されています。しかし、物流ネットワーク1つをとってみても、実は集荷、配達をする機能では郵便局の集配局の数をはるかに凌駕しており、まさに国家全体の物流インフラにもなり得る立場にあります。これを開放したらどのようなことができるのか。1つは民間主導でできる地域の産業の活性化支援であり、もう1つは本来行政が担うべき住民サービスの代行です。地方財政の悪化とともに公的な住民サービスはどんどん切り捨てられている。あるいはその担い手である民生委員が高齢化して、それを引き継ぐ人がいない。こういう危機的な状況に対して、一民間企業ではありますが、事業の一環として代行できる部分があるということです。

事例を1つずつご紹介します。まず、行政サービスの代行の例としては、「まごころ宅急便」という取り組みがあります。これは、東日本大震災が発生する1年前から岩手県と秋田県の県境にある典型的な中山間地帯である西和賀町で始めた行政サービスの代行です。まず、一人暮らしの高齢者のお宅に人感センサーがついた簡易端末を設置します。この人感センサーにより居住者の状態を確認できます。また、この簡易端末には、2つのボタンがついており、1つは行政に対するSOSボタン、もう1つはヤマトグループのコールセンターにつながる御用聞きボタンです。我々が提供するこのサービスの主な内容は、御用聞きボタンを押していただいたお客様の日々の買い物を代行するものです。近くにお店も移動手段もないという地域に1人で暮らす高齢者から、我々が注文を受け、地元の商店、スーパーで買い物をし、宅急便でお届けします。また、お届けしたときに、ほかに困りごとはないか、体調はどうかといったことを伺い、必要に応じて行政にフィードバックします。我々の収入源として、宅急便の正規料金を頂きますが、それ以上のプラスアルファを上乗せしなくても赤字にはならない仕組みとなっています。先ほども申し上げたように、全国津々浦々、離島に至るまで我々はネットワークを張っており、そこに20万人の社員がいます。その総力を集めれば、民生委員の代行はかなりの部分できるはずだと考えています。実はこのビジネスモデルを提案したのは、岩手県の宅急便センターの女性社員でした。彼女は、自分の担当エリアの中で懇意にしていた老婦人が孤独死されたことに大きなショックを受け、宅急便を配達するのであれば、それに併せて見守りができるのではないかと本社に向かって提案を行い、それが具現化したのがこのサービスです。そして、このサービスは、東日本大震災を経て、東北エリアを中心に一気に広がり、その後、全国に根づき始めています。

次に、民間主導でできる地域産業の活性化支援の事例をご紹介します。これは、鳥取県の平井知事から相談を受けたものです。鳥取には境港という貿易港があるのですが、非常に取り扱いが少ない。その一方で、県内には極めて優良な電子電機のメーカーが存在し、輸出入を盛んに行っているわけですが、ほとんど神戸港、大阪港を利用している。当然そこには、神戸や大阪まで運ぶというリードタイム、そしてコストが発生している。それを何とか境港から出せるようにならないか、という話でした。それに対して、我々はまず、地元にはない機能は何でしょうかとお聞きしました。すると、貿易をするには、通関手続をする事業者がいないと実務が進まないわけですが、境港にはその機能がほとんどなかったのです。それから、輸出入をしますから、入ってきた荷物を開梱したり、輸出をする荷物を梱包したりという機能が必要となりますが、これができる事業者もほとんどいません。

II. 基調講演 2

結局、輸出入を行う会社は、自社の社員が個々に物流の発注や交渉を行うという大変な労力をかけなければなりません。そこで我々は、通関や開梱・梱包、さらには入ってきた荷物の一次加工、例えば輸入したスチールパイプのカットなども含めて、一括して輸送マネジメントを引き受けるという提案を行いました。

ここでお気づきかも知れませんが、この一括輸送マネジメントのサービスには、我々の本業である「運ぶ」という事業は一切入っていません。なぜならば、それを行えば、地元の同業者が職を失うからです。このことから、このサービスの拠点を「山陰流通トリニティーセンター」と名付けました。トリニティーとは三位一体を意味します。地域の行政、地域の企業、そしてヤマトグループ、これが三位一体で win-win となることを目指しているのです。我々は、プロジェクト G を行う上で3つの要件を課しています。本当に地域に必要なサービスなのか、地元企業と共生できているか、補助金をあてにしていないか、これらをクリアできないとプロジェクト G としては認定しないというつもりで、地域の活性化に提供できるものを探し続けました。

そうした中で、民間主導でできる地域の産業の活性化支援の取り組みとして昨今増えているのが、農産物の分野です。TPP への参加を背景として海外販路拡大のニーズが急激に高まる中、我々は、国際クール宅急便の取り扱いを開始しました。沖縄国際物流ハブを経由させることにより、通関や検疫のスムーズな通過を前提とすれば、物理的には集荷した翌日に農産物を各国の食卓に載せることが可能となっており、こうしたプロジェクトを幾つかの県で始めています。

以上がプロジェクト G の足元の状況です。現在までに 1,300 以上の地方自治体と地域活性化に関連するプロジェクトの相談を行い、そのうち 300 を超える自治体との間で既にプロジェクトが稼働しています。また、排他的な協定を結んだ自治体が 245 もあります。地方自治体が入札という仕組みを都度とらずに、包括的に一企業からサービスの提供を受けるという流れができつつあります。これは、我々がインフラ企業として認めて頂いているがゆえのことだと思います。

さて、プロジェクト G の考え方は、利益を短期的に生むものではないため、かなり社会貢献的な色彩が強いものです。しかし、我々は、これを単なる CSR ではなく、ハーバード大学のマイケル・ポーター教授が提唱する CSV (Creating Shared Value) として捉えています。それぞれの地域が持つ価値観と民間企業が提供できる機能がマッチする部分において、企業の本業を通じた社会活性化あるいは社会貢献を行おうということです。我々はこうした考え方のもとでプロジェクト G を実行しており、これは、日本の再生に何とか役立ちた

い、あるいは、これだけの企業にさせていただいた恩返しをしたいという思いによるものです。

さて、我々が本当の意味で成長していくためには、徹底的に IT あるいは AI といった先進技術を駆使して新しい事業に取り組む必要があります。今日は IT や AI に関する点に言及できませんでしたが、これは、当然のようにそれを活用し、その使い方に先進性を求めていかない限り、成長できないということがわかり切っているためです。その一方で、我々は純粋なサービス業です。人が物を対面で運んで、初めて仕事が完結し、その渡す瞬間でその仕事に対する評価が決まるという役務の提供を行っています。こうしたサービスを海外に展開をしていくわけですが、我が社の DNA の伝承には、大変苦勞しています。同じ日本人がサービスの提供を行えばよいのですが、そういうわけにはいきません。現地の人間に、同じ気持ちで、同じ理念を持って仕事をしてもらうのは、実は非常に難しいことです。ここで一番大事なことは、日本流を押しつけることではありません。我々のサービスの本質を海外の仲間たちにも徹底的に身につけてもらわなければ、我々が期待するサービス、お客様が期待するサービスになりません。我々のサービスは、お客様のところに伺ったら、セールスドライバーが帽子をとって、まず「ありがとうございます」と挨拶するところから始まります。これと同じことを中国のドライバーに求めると、彼らにはなかなか理解できません。サービスというのは、受けた者が感謝するというのが彼らの理屈です。

「なぜ運んであげているのに感謝を述べるのか」、「帽子をとってまで挨拶をするのは親が死んだときだけだ」と言って、本当に退職したドライバーもいたぐらいですから、価値観がいかに違うかがわかります。こうした中であっても、ある意味で日本流のレベルにこだわりたいということで、徹底的にビデオ研修を行ったり、様々な褒める仕組みを導入したりしながら、5年近くやってきて、ようやくこれが浸透し始めています。このような努力をしながらでないと、海外進出と格好良く言っても、本当の意味で喜んで頂けるサービスは提供できないというのが実感です。

以上で私の基調講演を終わります。ご清聴ありがとうございました。

一橋大学・日本政策投資銀行 共同シンポジウム
パネルディスカッション

2015年11月13日（月）

15:15－17:15

「アジアの世紀」における日本経済 再生とビジネスチャンス

パネリスト 木川 眞 〈ヤマトホールディングス株式会社代表取締役会長〉

木村 福成 〈慶應義塾大学大学院経済学研究科委員長〉

小川 英治 〈一橋大学大学院商学研究科教授〉

奥田 英信 〈一橋大学大学院経済学研究科教授〉

花崎 正晴 〈一橋大学大学院商学研究科教授〉

川住 昌光 〈日本政策投資銀行産業調査部長〉

コーディネーター 中村 純一 〈日本政策投資銀行設備投資研究所副所長〉

パネルディスカッション

「アジアの世紀」における日本 経済再生とビジネスチャンス

木川 眞 木村 福成
小川 英治 奥田 英信
花崎 正晴 川住 昌光
中村 純一

中村（資料 p.84～）

このパネルディスカッションのコーディネーターを務めます、日本政策投資銀行設備投資研究所の中村と申します。このパネルでは、小川先生、木川会長お二人の基調講演を踏まえまして、さらに4人の専門家の方に加わっていただき、より立体的で明快なアジア像を描きつつ、日本経済、日本企業への含意について議論してまいりたいと思います。どうぞよろしく願いいたします。

ディスカッションに先立って、まず問題意識を簡単に整理させていただきます。このパネルのタイトルにも使っている「アジアの世紀」、「Asian Century」という言葉ですが、アジア開発銀行(ADB)が2011年に公表したレポート“Asia 2050: Realizing the Asian Century”で、一躍話題になったことをご記憶の方も多いのではないかと思います。

スライド2のグラフはそのレポートからとってきたもので、1700年から2050年までの長期にわたって、中東を除くアジア地域のGDPが世界全体でどのくらいの割合を占めていたのかをグラフに表しています。18世紀前半頃までは、アジアの世界に占める比率は6割弱もあったわけですが、その後、18世紀後半に産業革命が起きて西洋の列強が力をつけた、そしてアジアが植民地化され、さらに日本の敗戦ということもありまして、20世紀半ばには2割を切るところまでアジアの経済的地位が低下していました。

しかしながら、1980年代ごろから再びシェアが伸び始めて、最近では中国の牽引によって30%弱まで回復してきている。そして、ADBの長期予測のシナリオでは、2050年には50%超まで回復すると見えています。しかも、量的な面だけではなく、1人当たりの所得水準も現在の欧州並みにまで増えて、量・質ともに世界の中心的な地位を取り戻す、すなわちアジアの世紀が再びやって来る、という予測であったわけです。

しかし、同時にアジア経済は成長の陰でさまざまな問題を抱えています。スライド3に挙げておりますように、例えば最近とみに話題になっている、中国経済の成長減速と

構造調整問題があります。それから、これは中国だけではなく、人口ボーナスの終焉と高齢化にいかに対応するかという課題が出てきます。さらには、経済全体は成長して豊かになっていますが、その中で所得格差が拡大しているという問題、さらには環境資源制約と、どれ一つとっても非常に難しい問題です。

実際、ADB のレポートも、アジアの世紀に向けた道のが平坦であるとは限らないし、これまでと同じことを繰り返していたら、むしろ多くの国が中進国の罠、いわゆる先進国並みに所得水準が上昇する前に成長が鈍化してしまう現象に陥る恐れもあると指摘しています。先ほどの「アジアの世紀」の再来をシナリオAとすれば、この中進国の罠がシナリオBとして提示されていまして、むしろADB のレポートの真意は、「アジアの世紀」が実現するだろう、ではなく、実現するかどうかに向けての岐路に立たされているというところにあったのかもしれませんが。どちらのシナリオが実現するか、あるいはシナリオAを実現するにはどうしたらいいかということは、もちろん簡単に答えが出る話ではありませんが、ADB のレポート以降数年の動きも含めて、パネルディスカッションの中で議論していきたいと考えております。

そのとき、キーワードの1つが、**スライド4**、プラットフォームの重要性ということではないかと思います。つまり、ヒト・モノ・カネの移動をスムーズにして、あるいは取引費用を削減して経済のシナジーを生み出す基盤、これを私、今、適切な言葉かどうか分かりませんが、プラットフォームというふうに呼ばせていただいております。小川先生がスピーチの中で指摘されていたように、アジア経済が生産フロンティアの内側に落ちてしまわないようにプラットフォームの形成を通じて取引費用などを削減していく、こういうことがおそらくアジアの世紀の実現には必要なことなのではないかと思います。

しかしながら、欧州などと違って、アジアは非常に多様性が顕著な地域だと言われております。一口にプラットフォームの形成と言ってもなかなか難しい面もあるかと思えます。ただ一方で、それができれば得るものも大きいのだろうと思っております。先ほどの小川先生、木川会長の基調講演、やや牽強付会に解釈いたしますと、お二人とも揃ってこのプラットフォームの重要性を指摘されていたように思います。小川先生のお話では、それが通貨の安定であり、木川会長のお話では、それが物流のボーダーレス化ということだったかと思えます。そのほかにも、港湾や道路、交通網、そういった通常の意味でのインフラも重要だと思えますし、また、TPP あるいは今年末に発足する ASEAN 経済共同体 (AEC) といった枠組みを通じて通商・投資のルールを共通化していくことなども、取引費用を削減して物の流れをスムーズにするという意味でプラットフォーム

の1つと言えそうです。このルールには、法制度のようなフォーマルなルールのほかに、商慣行、あるいは木川会長のお話の中にありました価値観といったインフォーマルな側面もあります。さすがに価値観まで同じにすることはなかなか難しいわけですが、そういった中でも折り合える部分を見つけて共通化していくといった努力も実は重要なのではないかと、木川会長のお話を伺って感じました。

それから、このパネルのもう1つの関心事は、そういった中で日本経済、日本企業はアジアとどう向き合っていたらよいかということでもあります。その前提として1つ認識しなければならないことは、**スライド5**、日本の立ち位置の変化ということだと思えます。既に私ども実感し始めておりますように、残念ながら日本経済、日本企業のプレゼンスは徐々に、世界の中でもそうですし、アジアの中でも低下し始めていることは事実です。それは単に中国が非常に成長して、経済規模とか購買力とかそういう面でプレゼンスが低下しているということもありますが、労働力の質とか教育、技術といった、小川先生のお話の中では、全要素生産性（TFP）の伸びにかかわってくるような部分、この部分でも日本はもう盤石ではないと、そういう状況になってきていることを認識しなければならないと思えます。

せっかくアジアの世紀が実現しても、いわゆるジャパンパッシングのような状態になっては日本としては困りますので、そうならないためにどうしたらよいか、そういった点も議論していきたいと思えます。よく、課題先進国日本という言葉を目にしますが、そういう面を売りにしているだけでよいのか。この種の議論というのは、悲観か楽観どちらかに偏りがちな面があるかと思えますが、アジアの成長の果実を日本経済や日本企業が享受していくためには、過大でも過小でもない、正確な日本の自画像を描くことが必要になってくるというふうに思えます。

最後に**スライド6**、アジアでのビジネス展開、これを進めていく上で、アジア企業は時には競争相手であり、時にはパートナーであるということで、そういったアジア企業とつき合っていく上で相手の状況を知るということも非常に重要なポイントになってきます。一方、それにもかかわらず、アジア企業に関して日本で入手できる情報というのは必ずしも多くないというお話をよく目にします。そういう意味で、冒頭、開会挨拶で小川先生からご紹介をいただきました、私ども日本政策投資銀行と一橋大学様との連携協定に基づいて、アジアからの留学生の方に現地事情のレポートを作成していただいております。お客様に提供する、そういった活動が私どもの情報機能として大変高くご評価いただいております。特になかなか情報が入りにくい事柄の代表が、企業金融ある

Ⅲ. パネルディスカッション 1. 議事録

いはコーポレート・ガバナンスといった分野のようです。これらは各国の固有の歴史とか地域事情がある中で、直近の動向だけを表面的にフォローしてもなかなか本質が理解しがたいというお話を耳にしますので、このあたりについても専門家であるパネリストの先生に後ほどお話いただきたいと思っております。

他方で、各国の経済発展による所得水準の上昇とか、あるいはプラットフォームが形成されてよい意味での化学変化が起きるといったことで、これまでのアジア像が急速に変化してくる、あるいは企業間のゲームのルールが変わってくるという可能性もありそうです。日本企業としてはそういう可能性も視野に入れながら素早い対応をしていく必要があるだろうということで、そのヒントになるような最新の動向に関するお話も伺っていききたいと思っております。私からは、雑駁でございますが、以上にいたします。

これからの進行ですが、まず基調講演をしていただいた小川先生と木川会長のお二人以外、4人のパネリストの方々に、それぞれのご専門の観点から20分ほどのプレゼンテーションをお願いします。その後、幾つかの論点についてパネリスト間でディスカッションを行うことにしたいと思います。

それでは最初に、慶應義塾大学の木村福成先生にお話を賜りたいと思います。木村先生は、国際貿易論、開発経済学がご専門で、最近では、東アジアでの国際的な生産流通ネットワークの展開、あるいは経済統合の進め方といった問題につきまして、理論、実証、さらにはフィールドワークも含めて多彩なアプローチで精力的に研究を進めておられる先生でいらっしゃいます。また、東アジア・ASEAN 経済研究センター (ERIA) のチーフエコノミストとしてもご活躍で、政策担当者や民間経済人などとも常に意見交換をされていらっしゃいますので、現地の非常にヴィヴィッドな情報も踏まえたお話を伺えるものと思っております。それでは木村先生、どうぞよろしく願いいたします。

木村 (資料 p.87~)

本日はお招きいただき、ありがとうございます。1人だけ慶應がまじることになりましたが、もちろん設備投資研究所とおつきいもあるのですが、小川さんや花崎さんとはずっと同じ研究費で研究を続けていますし、小川さんとはいつも貿易と国際金融がセットになった色々な催しで一緒していますので、そういう理由で今日は呼ばれたのだと思っております。

「ASEAN の経済・産業構造はどう変わる：AEC 発足のインパクト」、これが私のお話しするテーマです。アジアの世紀という全体テーマからすると、中国を外すのは若干偏っていますが、私、ASEAN ウォッチャーということもありまして、ASEAN に寄せて、

特に実物面のお話を今日はさせていただこうと思います。

スライド2ですが、この地域は、私の言い方ですと生産ネットワークまたは生産流通ネットワーク、あるいはリチャード・ボールドウィンの言葉でいうと「第2のアンバンドリング」、そういうメカニズムをかなり意図的に、もしくは積極的に使って発展してきたという、その意味では中国もかなりオーバーラップする部分は多いと思うのですが、そういう地域だと位置付けることができます。これは、産業単位の国際分業をするのではなくて、もちろんそういう部分もあるのですが、それ以上に生産工程とか、あるいはタスクとか、そういう単位で国際分業するようになる。そうすると、貿易そのものも、昔は基本的には最終製品と原材料とが貿易されている、それも割とゆっくりされているという世界だったのが、部品とか中間財の貿易のウェイトが非常に重くなってきて、これはゆっくり運んでいては間に合わないわけでありまして。色々な部品、中間財がきちんとシンクロナイズされて、デリバーされないと生産ネットワーク全体が止まってしまうので、輸送面でも、先ほど木川会長からお話があったように、ただ安く大量に運べばいいというだけではなく、時間コストやロジスティクスの信頼性が極めて重要になってくる。こういうメカニズムを、積極的に使う開発戦略をとってきた地域だと思います。

今、ASEAN 経済共同体（AEC）の一応の中締めが今年末にあるということになっていまして、そこでは**スライド2**の、この4つの柱を謳っています。1つ目は「単一市場と生産基地」です。ここにはどちらかという教科書的な経済統合のアジェンダが入っているのですが、まだできていないところもあって、それだけ本当に市場を統合するのは難しいということなのですが、ただ、生産基地あるいは生産を国境を越えてきちんと展開できるようにするという、そういう面についてはかなり一生懸命やってきた部分になります。それから2つ目と3つ目は、「競争力ある経済地域」と「公平な経済発展」です。これはどちらかという開発の過程で出てくる色々なアジェンダになっていて、通常はFTAにも入っていないような事柄ですが、こういうものにもかなり力を入れているのが、ASEAN のもう1つの特徴です。そして、4つ目の「グローバル経済への統合」はもう少しASEANの外とのつながりも考えましようということでありまして。彼らはよく、ASEAN セントラリティなどと言うのですが、ちゃんとできているかどうかはともかくとして、ASEAN が色々な、もっと広い国際的なフォーラムの場を提供しよう、さらに、できれば内容も主導していきたい、というのが彼らの考え方で、具体的にここで問題になってくるのは東アジア地域包括的経済連携（RCEP）です。東アジアの ASEAN+6 で交渉していますが、その交渉を仕切っていきたいというのが4本目の柱ということにな

ります。

そういうことをやっていきながら、開発格差の是正ということを彼らは非常に気にしてやっているということですが、格差というのは1つには地理的な開発格差です。国と国で開発の水準が違うとか、あるいは都市部と農村部で違う、これを是正したいということで、経済統合とこれを同時に達成するにはどうしたらいいのか。そこで、生産ネットワークの話が登場するわけです。進んでいる地域から遅れている地域に生産ブロックが移っていく中で、遅れている地域の生産活動が生産ネットワークにつながる形で格差の是正が始まってくるというのが1つ。それからもう1つは、人間が動くということでありまして、人間が農村から都市へ、あるいはインフォーマルセクターからフォーマルセクターへと動いてくる。こういうことによって、地理的な開発格差が経済統合と同時に達成されるのだという話です。それからもう1つは、産業上の開発格差。同じ場所においても、多国籍企業と地場系企業の間とか、あるいは大企業と中小企業の間とか、製造業と非製造業の間には、非常に大きな生産性の格差があるわけです。それをどうすれば縮めていけるか。産業集積がかなり進んでこない、なかなか地場系企業は多国間企業と取引できないわけですが、そのためにもまずはしっかりした産業集積をつくって、その中で技術移転なり技術のスピルオーバーを得て、地場系企業もだんだんとイノベーションの力をつけていきたいね、というのが産業上の開発格差の是正、こういうことになります。

今、各国の1人当たり所得の水準を見てみますと、**スライド3**、世銀の区分でざっくり色分けしてありますが、上の方がハイインカムすなわち高所得国、それから、アッパーミドルインカム、ローワーミドルインカム、ローインカムとなっています。まずローインカムからローワーミドルインカムに上がろうと思ったら、生産ネットワークに入らなければいけません。それがローワーミドルインカムからアッパーミドルインカムに上がる時には産業集積をきちんとつくることが課題になってくる。さらにアッパーミドルインカムからハイインカムに行くためには、ただの産業集積ではなく、イノベーション・ハブをつくらなければならない、大体こういった課題が、ステップごとに出てくるということだと思います。

それを図に描いたものが**スライド4**になります。最近是谁でもグローバル・バリューチェーン（GVC）の話をするようになって、それはとてもいいことだと思うのですが、ただ、色々なGVCが区別なしに議論されているきらいがあります。例えばかなり足の遅い、伝統的な衣料品産業などで、2週間に1回部材がどさっとまとめて入ってきて、ベ

ビー服をつくって、それをまた2週間に1回アメリカにどさっと出すような、そういうGVCというのもあるわけですが、これを図ではティア3と呼んでいます。もちろんこういうものが重要な地域もあるわけです。ただ、これがもう1段階上がって、機械産業の部品が行ったり来たりするという生産ネットワークになってくると、ロジスティクスの品質とか、あるいは生産環境もネットワークに対応したものにならなければいけない。カンボジア、ラオス、ミャンマーなどがこの段階にあって、ティア2と呼んでいます。しかし、ただ生産ネットワークとつながるだけだと、実はなかなか地場系企業に技術がスピルオーバーしていかない。それが、生産ネットワークをもっといっぱい集めてきて産業集積にまでなってくると、ようやく地場系企業がそういう取引関係に入ってこられる。これを今、ティア1aと書いていますが、ベトナム、フィリピン、インドネシアなどはこういう段階になっている。タイとかマレーシアなどは、かなり前にここまで行って、プロセス・イノベーションは自前でできるようになったのですが、今はもう一段階段を上げるために、プロダクト・イノベーションというのが、とても大きなステップになっています。これをクリアするには、人的資源をどんどん自分たちでも育てなければいけないし、人的資源が集まってくるような環境をつくらなければいけないということです。ここは生産面だけではなく、都市アメニティという書き方をしましたが、知的な人たちが、自ら進んであそこにぜひ住んで仕事をしたいと思うようにならないといけないわけですから、消費の面、すなわち財やサービスの魅力もすごく重要になってきますし、あるいは公共サービスの質、すなわち教育の充実とか治安の良さとか都市交通のスピードなどが揃わないと、知的な人たちが集まってこない。彼らもこういうことを考えなければならぬ段階に来ています。

もちろん、これは概念的な話で、実際には色々な課題に1つの国が同時に取り組んでいるわけですが、ウエートがだんだん変わってくるということになっています。AECの中身を見ると、ティア3、ティア2のところはかなり手当てができていて、彼らはコネクティビティーと呼んでいます。特に中距離のコネクティビティーを整備して生産ネットワークにぶら下がっていくというところは、うまくいっている。今までのAECの中で最も成功しているのは、ティア2のところ。今、カンボジアだとかラオスなども、だんだんと生産ネットワークに入ってきてつつあるわけですが、ここの部分の手当ては彼らはすごく手厚くやってきたし、成果が上がっているところだと思います。それがティア1aになりますと、一部はできているが、まだちゃんとできないところもあって、産業集積をつくるというのはすごくお金がかかるし、計画性も必要になってきますので、

Ⅲ. パネルディスカッション 1. 議事録

都市のサイズがしっかり確保されないと、狭いところに集まってすごく混雑してしまうとうまく動かないというようなことが起きてきます。特にジャカルタとかマニラなどではまさにそういうことが起きているわけですが、そこはAECでもまだちょっとしかカバーできていないところで、もう少し彼らは頑張らないといけない。さらに、その先のティア1 bになりますと、マレーシアやタイなどは、いよいよ本当に自分たちでもR&Dをして、自分たちでもちゃんと人的資源を揃えてこななければいけないわけですが、そういう課題は今までのAECではまだ十分にカバーされていないと思います。ですから、タイ、マレーシア、シンガポールの立場からすると、ASEANの経済統合は何のためにやっているのですかと。もちろん自分たちよりも遅れている地域に投資ができるとか、そういうことはあるわけですが、自分たち自身の開発アジェンダにはあまりうまくフィットしていないわけです。そこは彼らが変わっていかなければいけないところで、特に来年以降もAECはまた続いていくわけですが、ティア1 a、ティア1 bのところの課題をもっと重みを置いてやっていかなければいけない。まだまだティア3、ティア2の手当ても重要なのですが、だんだんティア1の方に政策課題が移ってくるということになるだろうと思っています。スライド6~12のところは、私、大好きな絵なのですが、時間の関係で残念ながら飛ばします。

スライド13~15は面白いですから、少しだけお話ししましょうか。これは、アジア経済研究所のグループと一緒にやっているのですが、サテライトから夜の明かりの強さを拾ってきたもので、今、無料で使えるデータになっています。これを使って、半径130キロ位の円で切り取ってきていますが、赤の色の濃いところが最も光が強くて、緑、白の順にだんだん暗くなっていきます。スライド13のバンコクは、1992年と2012年とではこんなに変わっています。現在のバンコクは、ちょうどこの位の円の範囲でジャストインタイムをやっているわけです。例えばトヨタ自動車です。大体2時間半圏内位で部品が出たり入ったりするというオペレーションをやっています。ですからバンコクは、ある意味で面的にとてもうまく開発できているということです。同じ縮尺でジャカルタを見てみると、こんな感じです(スライド14)。人口はバンコクよりジャカルタの方が多分ちょっと多いのですが、赤いエリアが非常に狭いところに固まっているというのがおわかりいただけだと思います。マニラも同じような感じです(スライド15)。ですから、やはり首都圏開発というのは、特に産業集積をつくる段階では極めて重要で、そういうことをやり始めると、ものすごいお金もかかるわけですが、さて、ということです。これ、面白いので、少しだけお話ししました。あとスライド16~17は、飛ばします。

AEC に話を戻しますと、1 ついけないところは、ASEAN の一部の国が、どの位 AEC が進捗しているかをあまり詳しく公表したくないと言っていて、実は大変すばらしく進んでいるところもあるのですが、ひどく遅れているところもありまして、何となく隠してしまうのです。ということで、達成度はだいたいどの位ですかと聞いたら、90%ですとか言うのですが、何が分母で何が分子なのかわからないと、こういうことになってまして、これは ASEAN が是非直さなければいけないところだと言えます。

私、東アジア・ASEAN 経済研究センター (ERIA) の立場で (AEC の) 内部まで入って色々と評価ができるところもありますので、その範囲で公表できるものは全て我々のウェブページに貼ってありますから、ご覧いただければと思います。なかなか立派なことをやっているというのが私の評価です。どの位できているかは ASEAN の人たちも実はよく知らないのですから、そこは非常に問題だと思うのですが、やはり発展途上国を主体とする経済統合としては、全く前例のない位ずば抜けた成果を上げているというのが基本的な認識です。

特に進んでいるところというのは、関税撤廃のところは、ASEAN は 10 カ国ありますが、先行する 6 カ国に関してはもう既に 99%以上の品目について関税がゼロになっています。これは極めて高いレベルの関税撤廃で、おそらく NAFTA などと比べてもこちらの方が高い位になっている。後発の 4 カ国についても、2018 年を目処にゼロへと下がっていきますので、関税撤廃という意味では極めてしっかりやっているということです。そのほか、貿易円滑化や、製造業などにおける投資の自由化、あるいは航空サービスとか、こういうところは極めて立派に進んでいるのですが、そういうことをもっと宣伝した方がいいのではないかと私は思っています。

一方で、やはり結構大変なのが、1 つは非関税障壁の部分です。これは意図的にそういうものをかけて保護貿易にしているという、インドネシアのいくつかの例もありますが、かなりの部分は行政能力の不足などによるものでして、ですから、そこはまだ改善の余地が大きい。それから、サービスと投資の自由化のところも、かなり苦戦してまして、やはりサービス貿易をやろうと思ったら、1 つ 1 つ、つぶしていけないといけない。ただ、ここが自分たちの統合のクオリティーを評価されるポイントなのだ、ということも彼らもよく認識していて、交渉は一生懸命やっています。

それから、熟練労働者の移動もなかなか苦労しているところです。最初は簡単にできると彼らは思っていたのですが、いざやろうと思ったら、例えば医療従事者の免許の相互認証みたいなことは非常に難しいわけでありまして。そういうところはなかなかできな

いのですが、人間そのものの動きということでいえば、ビザの発給などに関することは随分とやっています。

あと、standard and conformance (基準と認証)、こういうものはすごく難しいのですが、細かいところを見ていくと、例えば化粧品や医療機器などのスタンダードを合わせましようとか、調和させましようみたいなことは実はコツコツとやっています。こういうことは新聞記者の方もなかなかわからないので、記事に書いてくれないのですが、非常にまじめにやってはいる。だいたい年間 1,400 位、彼らは会議をして、色々な分野、色々なレベルの人たちが頻繁に会っている。このことは、評価していいのではないかと思います。日中韓の関係とは非常に対照的で、彼ら ASEAN の人たちのコミュニケーションのタイトなところは、大いに見習うべきであると思っています。

さて、このタイミングですので、メガ FTA の話も少ししておきたいと思います。スライドはスライド 24 になります。ASEAN の 4 本目の柱である、RCEP がどうなってしまうかという話です。ご承知のとおり、先月の前半に TPP は大筋合意しました。TPP は、まだ今後どういうプロセスを経て、もちろん本当に批准され、発効されるのかも含めて、不確定なところはたくさんありますが、もう既に非常に大きなインパクトをアジア諸国に与えています。

TPP の中身については、先週の木曜日でしたか、全文が公開されまして、全部揃っているかどうか私はまだチェックしていませんし、何ページかも数えていませんが、ある人は 6 千ページとか言っていました。そういう非常に長大な文書が公表されています。私はニュージーランドのウェブサイトから入手しましたので、ご興味のある方はご覧いただければと思います。

関税に関して日本は、私は自由貿易主義なので残念ながらと言いますが、農産品主要 5 品目についてはかなりダーティーなディールを行いました。ただ、それ以外の小さなアイテムについては、関税をかなりクリーンに外すということになって、95%ちょっと位の関税撤廃率を約束しました。これを何年で達成するのか、そこはよくわからないところで、10 年ではないかもしれないのですが。他の国については、おそらく 99%位の関税撤廃率になるのではないかとされています。

それから、サービスと投資のところ、ここもよく調べないといけません、交渉方式がいわゆるネガティブリスト方式になっています。ネガティブリスト方式というのは、要するに原則自由化で、ただしすぐに自由化しないものはこのセクターとこのセクターというふうに指定するやり方です。これは、ここだけ自由化しますというポジティブリ

スト方式と比べれば、自由化の度合いの可能性が高いということはできます。例えば新しいサービスなど出てきたときは、自動的に自由化というようなことになっています。

それから、国際ルールづくり、特に政府調達とか知財保護、それから競争、特に国有企業が同じ市場にいるときに、どうやって民間企業との競争条件を平準化するのか、これはすごく新しい部分になりますが、そういうことが書き込まれたり、基準認証のところも、これはおそらく少しアメリカ寄りの基準認証がここに入っていると思うのですが、新しい要素になってきます。

そういうものを見て、早速、先月インドネシアの大統領、それから、韓国の大統領がアメリカに行ったときには、我々もぜひ早く TPP に参加したいというようなことを言っています。やはり韓国はさすがに随分と準備を始めていまして、私、今週火曜日はソウルで大きなシンポジウムがあって行ったのですが、もう文書が出たらすぐに皆で手分けして読んでいるところです、という話をしていました。インドネシアの方は、おそらくまだ何も調べていない段階で突然大統領が言ったのだと思いますが、これからスタディするという話です。

だからと言って簡単に入れるという話ではないのですが、韓国から始まって、インドネシア、それから、当然、タイとかフィリピンも TPP に入ろうかなという話を始めますと、スライド 25、ASEAN の 4 カ国はもう既に TPP 交渉参加国なのですが、ここでインドネシア、フィリピン、タイ、韓国、それから、もしかしたら台湾などが入りたいという状況になってくると、ASEAN の方から見ると、あとはもうカンボジア、ラオス、ミャンマーしか残っていないということで、本当に RCEP をやる意味があるのだろうかというところが、これからの課題になってくると思います。そうなってくると、当然中国にも大きなプレッシャーがかかってくることが予想されます。RCEP は、もともとの約束が、今年いっぱい妥結するという事だったので、来週、首脳会議があるのですが、そこで何か少しは成果があったと言わなければいけない。そのためには、8月に経済大臣会合があったのですが、そこで何か決めないといけないということで、ちょっと慌てて交渉のモダリティー（手順）を決めてしまったのです。そこで、インドと中国は今、とにかく自由化したくない、なるべく低いレベルの自由化にしたいということを言っていて、ASEAN 側もそれに妥協して、関税撤廃率 80%位でとりあえず始めますか、ということを書いてしまったということです。80%というのは、これはもうほとんどやる意味がないというほど非常に低い数字で、これ、TPP が大筋合意した後だったら、あのようなモダリティーにはしなかったと思うのですが、そういうことでボタンがかけ違った感じになっ

ています。

そうすると、RCEPは今後だいたい3つ位のシナリオが考えられて、モダリティーをやり直すというのが1つです。そんなことできるのかどうかわかりませんが。もう1つは、とりあえず今、RCEPは1階にあたる枠組み協定と位置付けて、「ゆるゆる」でいいが、それはさっさと終えて、すぐ2階のもっときちんとした自由化をやるという、2階建てを目指すのが2つ目。3つ目は、もう自前の通商政策は、あるいは貿易政策は諦めてTPPに任せる、RCEPは経済協力をやりましょうというふうにするか、いずれにしても何か決断を迫られる場面がもうじきやって来ると思います。

ということで、まとめますとスライド31ですが、今年この地域は、TPPの大筋妥結がありました。それから、AECが一応の完成を見て、次の段階に入ります。それから、中国からはアジアインフラ投資銀行(AIIB)や一带一路など色々なソフト戦略を組み込んだ展開も見られましたし、非常に色々な進展があった年でした。ASEANから見ると、どうやってこの地域での国際的なフォーラムに対して、少なくとも場を提供する、できれば少しリードするということがどの位できるのか、あるいはそれを日本がどういうふう
に支援できるのかということが課題になってくると思います。

以上です。どうもありがとうございました。

中村

木村先生、どうもありがとうございました。大変盛りだくさんな内容をコンパクトにわかりやすくお話しいただきました。特に興味深いと思いましたが、1つは、各国ごとの所得水準と生産ネットワークでの位置づけの関係、それから、TPPの報道ばかりでなかなか情報が少ないASEAN経済共同体(AEC)の状況、それから、東アジア地域包括的経済連携(RCEP)の評価について非常に重要なお話を伺えたと思います。あとは、時間の関係で飛ばされてしまった部分ですが、アンバンドリングのお話ですね。物流やITといったこととも大変関係の深いところですので、このあたりはもし時間があれば、ディスカッションの中でまたお話を伺いたいと思っています。

それでは続きまして、今度は一橋大学の奥田英信先生にプレゼンテーションをお願いしたいと思います。奥田先生は、開発金融論がご専門でいらっしゃいまして、タイ、マレーシア、フィリピン、インドネシアなど東南アジア各国ごとの銀行業あるいは企業金融の実証分析で数多くの業績をお持ちでいらっしゃいます。本日も奥田先生ならではの中長期的な視点から金融システムについてお話を伺えるものと思います。それでは、先生、よろしくお願いいいたします。

奥田（資料 p.103～）

奥田でございます。今ご紹介をいただきましたが、私は、ASEANを中心にアジアの金融についてずっと研究してきました。1つは銀行業の分析、もう1つは企業金融の分析、2つの柱で勉強してきました。ここ数年はベトナムとか、それから、今現在はカンボジアといったような、メコン流域の少し遅れた国の企業金融とか金融機関の分析をしております。今日は少し視点を変えまして、各国の細かい話ではなくて、東南アジア、ASEAN地域というふうにご理解いただきたいのですが、その地域の銀行業のこれまでの変遷と、それを踏まえた上での今後の展望ということでご報告をさせていただきたいと思っております。

今日のご報告ですが、スライド2の構成に挙げました通り、大体4つの話をしたいと思っております。1つ目には、長い期間、40～50年のスパンでの東南アジアの銀行業の展開を振り返ってみたいと思っております。2つ目には、現在、2015年の時点で東南アジアの銀行業がどのような新しい局面に対応しているか、対応しなければならないかといった話をしたいと思っております。3つ目に、現状ということで、ごくざっとした統計的なデータをお見せして、最後に、今後の展望ということで話を締めくくらせていただきたいと思います。

まず、東南アジアの金融システムの変遷ということで、スライド3とスライド4に、1960年代から現在に至るまでの大まかな時期区分をつくってみました。まずスライド3、1960年代、70年代、80年代を振り返ってみますと、東南アジア各国は、マクロ・バランスでいうと資金不足でした。つまり、投資資金と比べて貯蓄資金が少なく、結局、経常収支が赤字となって海外から資金をとっている。そういう中で、為替制度としてはドルペックの世界にありました。1960年代から80年代にかけて各国は、当初は政府の支援をかなり当てにした輸入代替の工業化を進めていきましたが、途中からは民間主導の輸出指向型の工業化に変わっていった時期であります。生産構造もそれに合わせて、農業から軽工業、さらに産業構造の高度化が進んでいったわけです。

この時期に東南アジアの銀行がどういう状況にあったかといいますと、まず前半は規制された金融制度のもとにあって、1980年代からは自由化が進展しました。そういう中で、スライド3の下の方の3行のところですが、次のような変化があったと思います。まず、そもそもASEAN地域というのは、第2次世界大戦以前は植民地でありまして、独立直後のASEAN諸国には地元の銀行、地場銀行がまずありませんでした。正確に言いますと、フィリピンには若干あったのですが、タイも含めていわゆる地場銀行がないという状況で、銀行といえば外国銀行という時代でした。それが、1960年代、70年代になりますと、

地場の銀行が育ってきて、それを政府も陰に回ってサポートをした。それで外銀のシェアがだんだんと落ちていって、銀行業もある意味では国産化されるというふうな時代がこの時代であります。では、その時代のアジアの地場の銀行は何をしていたかという、基本的には商業金融をやっていたということです。商業金融以外の、例えば対外取引とか、あるいは工業化資金に関連するものは、前者であれば外国銀行、あるいは後者であれば政府系の開発銀行が資金を手当てするというような状況が続いていました。

ここで重要なことは、東南アジアの銀行業の場合には、日本あるいは韓国の銀行業と違って、工業化というものに結局あまり深くコミットすることのないままに現在まで来ているということです。日本とか韓国の銀行の場合には、韓国の場合、銀行といっても、国営、国が非常に強い指導力を発揮したわけですが、いずれにしても工業化のための、あるいは産業構造高度化のための金融サービスは自国の金融機関が提供するという形で、金融が発展してきたわけです。それに対して、東南アジアの銀行業の場合、地元の銀行は専ら商業金融をやる。新規産業導入のような産業構造高度化のための金融は、当初は政府系の銀行が提供し、民間主導の経済発展に移行してからは、外国の金融機関が、進出してきた外国の企業あるいは現地との合弁企業に金融サービスを提供する形で発展してきたということであり、ある意味では金融が2つに分かれてしまって、地場の銀行は商業金融が中心、それから、外国の銀行が産業金融が中心と、ごく大雑把に言えば、そういうふうな形で発展してきたということです。

スライド4、1990年代に入りますと、ご存じのように東南アジアも急激な経済発展をしてきました。そして、産業構造もさらに高度化して、輸出主導型の成長が大成を収めたわけです。金融も自由化されて、各国の金融セクターもそれなりに発展してきました。それでも1990年代、特に97年のアジア危機が起こるまでは、やはり地元の銀行は商業金融をベースにした銀行業であって、産業構造の高度化を担っていた直接投資、あるいは外資・合弁企業に対して金融サービスを提供してきたのは、母国の金融機関あるいは国際市場であったということです。ところが、2000年代になりますと、こういう状況が大きく変わってきました。何が起こったかという、先ほどの木村先生のお話にもありましたように、経済構造が変わってきた。いわゆる単純な組立型の、いわゆる生産基地的な生産構造から、2000年代には現地化が進んで、国内市場も対象にするような、あるいはより複雑な輸出主導型の成長が主導するようになりました。同時に、家計の金融資産も蓄積されてくるし、あるいは長期的には少子高齢化ということもあって、将来に備えた金融資産の需要も生まれてきました。単純に外国銀行が産業構造の高度化をや

って、地元の銀行が商業金融をやるという分業体制ではなくて、両者が入りまじるような形がようやくできてきていると思います。

そこで今度は、目次の2つ目、現在、2015年時点での、東南アジア銀行業の新展開ということに話題を移します。**スライド5**をご覧ください。今は、ある意味ではこれまで地元の金融と外国の金融が分かれる形で発展してきた東南アジアの銀行業が、新しい環境のもとで変化をちょうど遂げつつあるところだと思います。1つは、マクロな資金バランスがここに来て変化している。これは小川先生のご報告でもありましたが、2000年代に入ってASEAN諸国は経常収支が黒字化していく。要するに、国内の資金バランスが、貯蓄が投資を超過するような状況になってきました。それには色々な背景があると思いますが、1つには経済発展がある程度成功して、1人当たりの所得が上昇してきた。かつ、近々アジアでも人口が頭打ちになって少子高齢化が深刻化することが見込まれるわけですが、少なくとも現在までのところは人口ボーナスを享受してきたおかげで、資産の蓄積も進んできて、マクロの資金バランスが黒字化した。それから、所得の上昇に伴って、消費需要、それから、住宅投資の資金需要が膨らむ一方、資金供給面では、年金・保険市場が拡大してくるということで、資金の内容も変化してきたということがあるかと思えます。

もう1つは、**スライド6**ですが、これまで輸出指向型といいますが、海外の市場に需要を求めて経済発展をしてきたわけですが、リーマンショックを1つの契機として、いつまでも海外の市場だけに依存するような経済発展のパターンが難しくなってきた。一方では、国内では所得が高くなるに従って色々な市場が大きくなってきておりますので、より国内を中心にした経済発展に移行していかなければいけないという認識が高まってきています。さらには、生産構造が単純な組立型ではなくなって、より現地化も進んでいるということで、地元にも産業の集積が起こるし、国内での生産活動がより有機的になるということもあって、それに対する金融ニーズも出てきているということでもあります。

それでは次に、目次の3つ目になりますが、現在の段階でアジアの金融がどういう状況にあるのか見ていきたいと思えます。まず、東南アジア銀行業の現状についてですが、**スライド8**の左側のグラフは、M2をGDPで割ったものを表していきまして、マクロの生産活動の規模(GDP)に比べて銀行の預金(M2)がどの位の大きさであるかということを示したものです。それぞれの折れ線がどの国に対応するかは右の方に書いてあります。一番高いところ、赤い線が台湾です。台湾はASEANではないのですが、東南アジアでは

圧倒的に銀行預金の吸収が進んでいる地域です。その次に高いグループ、青いダイヤモンドが韓国です。それから、オレンジがタイ、紫がマレーシアということで、この3カ国はだいたい同じような動きをして増加している。もう1つ下の方のグループにいたのが、緑色がインドネシアで、青いのがフィリピンです。台湾は極東アジアなのですが、ASEAN といっても、タイとかマレーシアといった第2グループの国と、フィリピンとインドネシアでは大分動きが違います。前者の方は預金がどんどん増えてきていますが、後者の方は伸び悩んでいるというような状況になっています。

中央のグラフは、株式市場の時価総額を GDP で割ったものであります。当然、株価は大きく変動しますので傾向は把握しづらいわけですが、直近を見てみると、株式市場はそこそこ発展しているということは言えるかも知れません。例えばマレーシアは、GDP の 1.5 倍位の時価総額がありますし、タイもだいたい GDP の大きさと同じ位の時価総額ということであります。一方、インドネシアなどはまだまだ低いという状況です。

右側のグラフは、債券市場の GDP 対比で見た大きさでありまして、これは順調にどの国も大きくなってきております。マレーシアが GDP 比で見ると一番高いですが、タイも急速に追いついてきています。しかし一方で、フィリピンやインドネシアは低い水準にある。要するに、各国とも金融は発達してきているわけですが、地域差がかなり激しいということ、これが1つ言えるかと思えます。それから、もう1つ、3つのグラフを比べると、何と云っても銀行の存在が一番大きいということでありまして。近年、債券市場も大きくなっておりますが、まだまだ銀行中心の制度になっているということがわかります。

さらに、スライド9ですが、同じ銀行市場を見ても、ちょっと注意しなければいけないのは、左側のグラフはスライド8の左側と同じ、GDP に占める預金の額です。これは、銀行がどれだけ資金を吸収できているかということで、この点についてはフィリピンとインドネシアを除けば順調に拡大しているということです。ところが、今度は右側のグラフ、銀行が実際集めた資金をどの位仲介しているか、要するに、銀行がどれだけ貸し出しをしているかということを見てみると、必ずしも順調に伸びていない。特にインドネシアやフィリピンの場合、2000 年代初頭と同程度にとどまっていますし、他の国も必ずしも順調に伸び続けているというわけではない。ですから、ASEAN の金融セクターは、銀行部門が中心になっているのですが、仲介機能としては必ずしも高まっていけないという点に注意が必要です。

それでは最後に、目次の4つ目、今後の展望ということですが、今回のシンポジウム

のタイトルは、アジアの発展というものを踏まえて日本にどのようなビジネスチャンスがあるかということだったと思いますので、私の方では日本の銀行業に関連して若干の論点をリストアップしたいと思います。もちろんビジネスチャンスという意味は、おそらく日本は少子高齢化になって、潜在成長率も低下しているので、国内だけにとどまっているとなかなか今後の成長が難しい。そういう中で、成長が見込めるアジアを利用していくというか、それと一緒に成長していく方がよいだろうと、こういう話だと思います。その場合に大事なのは、結局アジアのニーズをどれだけ正確につかめるかということです。日本の国内が伸び悩んでいるからとにかくアジアに出ていきましょうということではなくて、アジアが今必要としていることをうまくつかんで、そこに貢献できると非常に大きなビジネスチャンスにつながるということなのだと思います。

そういう意味では、いくつかの点に注意しなければいけないと思います。日本の銀行業がアジアに出ていく場合には、どのような競争があるのかといいますと、まずは他の銀行との競争ということがあります。スライド 10 に書きましたが、地元の手、それから、地元の手でないところ、それから、グローバルな外銀、そして、アジアの場合はマイクロファイナンス、こういったところとどのように競合しつつも補完をしていくかというのが大事になる。鍵になるのは資金力とか技術とか情報ということなのですが、もちろん日本の銀行は資本力では問題ないと思いますが、逆に情報という面でどういうふうに棲み分けていくかが、1つの大きな鍵になるだろうと思います。

次にスライド 11 に移りまして、銀行業にとって競合する他の金融手段としては、証券市場があります。銀行借入以外にも、株式を発行するか、あるいは社債を発行するという資金調達手段が企業にはあるわけで、銀行としてはどのようなターゲットを狙うかということです。銀行借入と、株式の発行と、社債の発行では、それぞれどのような特徴とメリット・デメリットがあるのかという問題については、たくさんの論文があるわけですが、一言でまとめると、銀行借入が基本的にどのような場合でも強いのは、いわゆる中小企業です。また同時に、大企業であっても、株式発行や社債発行とともに銀行借入も当然利用するという形で銀行に対するニーズもあるわけで、こういうところに対してどのようにアプローチしていくかをきちんと理解しないとまずいでしょう。

さらに、3点目としてスライド 12 ですが、アジアの場合、特にビジネスグループの影響が非常に強い。それはフォーマルなビジネスグループであるかもしれないし、あるいはインフォーマルな、華人系などのネットワークかもしれない。大きく見てみると、実は外資系の企業も世界的に展開しているコングロマリットとして見ることもできるわけ

で、そういったフォーマルあるいはインフォーマルな社会的グループとどのように関係を持つか、ということも大事なポイントだろうと思います。

以上、簡単に論点だけを述べてきました。申し上げたいことは、ビジネスチャンスをつかもうとするとアジアのニーズを理解しなければいけない。そのときに、アジアの銀行業の変遷と現在地を知ることが重要だということです。これまで外銀が、あるいは外国の金融機関が製造業を支え、地元の銀行は地場の商業金融をやってきた。これが現在入りまじる状況になってきていて、多分そういうところに新しいチャンスがある。これまで通りに分断されたままということになると、小川先生のお話にもあったように、今後、経済全体の全要素生産性（TFP）を上げていくという局面で、色々な金融上の問題が起こってくる。この分断されていた市場間の橋渡しをするところに非常に大きなビジネスチャンスがあって、おそらく日本の銀行はそういうことができる、珍しい存在なのではないかと思っています。地元の銀行はやはり産業構造の高度化のところにはなかなか関与する力がないし、だからといって、他のグローバルな銀行が全てをカバーできるわけでもない。

日本企業の場合には、木村先生もおっしゃっていましたように、東南アジアに非常に厚いネットワークを張っていて、現在各地で、単なる輸出基地ではなくて、国内市場をターゲットにした展開も始まっております。これまでのように工業と商業を棲み分けるということではなく、両者が合体するような形で情報が流れ始めておりますので、その両方をカバーできるという意味で、日本の金融機関というのは潜在的には非常に強い競争力を持っているのではないかなと感じています。

以上、簡単ではありましたが、ご報告とさせていただきます。

中村

奥田先生、どうもありがとうございました。産業金融、商業金融、それから、個人金融が分断されていたものが今ちょうど融合期にあって、その中で日本の金融機関にもビジネスチャンスが生じているというお話が、非常に印象的でした。また、各国ごとの状況の違いも、改めてグラフにして見せていただきますと一目瞭然でありまして、この辺も大変参考になりました。とりわけ、日本の金融機関が現地でのビジネス展開を考える際には有益なお話であったと思います。

それでは続きまして、今度は一橋大学の花崎正晴先生にお話を伺いたいと思います。花崎先生のご専門は、企業金融論、コーポレート・ガバナンス、金融システム論ですが、最近、日本や欧州でも色々な意味で注目されることが増えましたファミリービジネスの

ご研究でも数多くの業績を残されています。本日も、そうした先生のご研究成果を踏まえて、東アジアのコーポレート・ガバナンスについてお話を伺いたいと思います。それでは、よろしく願いいたします。

花崎（資料 p.110～）

ただいまご紹介をいただきました、一橋大学の花崎と申します。よろしく願いいたします。私は近年コーポレート・ガバナンスを中心に研究しておりまして、そういう方面から今日お話をさせていただきます。具体的には、東アジアでファミリービジネスが非常に支配的だということなので、その辺りに焦点を当ててお話しします。私のプレゼンテーションの内容は、東アジアに投融資をされておられるような金融機関とか投資家の方々、あるいは事業会社の中でも債権者の立場にあるような方々にとって、ある種の情報提供になればという、そういう趣旨であります。

まず**スライド2**、東アジアでは、大企業がファミリービジネスであるケースが非常に多いということをご紹介します。韓国では、財閥、韓国の財閥は「チェボル」といいますが、ここに書いてあるような、サムスン、現代自動車、**SK** とか、**LG** とか、こういった企業が全てファミリービジネスになっています。台湾でも、近年メディアを賑わせることが多い鴻海ですとか、あるいはタイのチャロン・ポカパングループ、マレーシアのゲンティン・グループなど、非常に多くの大企業がファミリービジネスになっております。

スライド3～4にかけては、少し古くて2003年時点なのですが、日本を除く東アジア企業の時価総額で見たランキングです。おなじみの会社が上位に並んでいますが、それらも含めて全て何らかのファミリーによって支配されている企業グループに属していることがお分かりいただけるかと思います。

ファミリービジネスの基本構造は、**スライド5**に示されているように、あるファミリーを中心にピラミッド型の所有構造を形成しているということです。それから、**スライド6**、グループの企業間で色々な形で複雑に株式の相互持ち合いがなされているということも重要な特徴です。それで、例えば**スライド5**に戻って、企業1.1の所有構造に着目しますと、直接的には企業1が出てきて、ファミリーAは出てこないのですが、所有構造の連鎖をたどっていくとファミリーAが出てくる。ですから、表面的な所有者が誰かということだけを見るだけでは実態を把握できないという面があります。実際に**スライド7**に載せたのは、韓国のチェボルの代表的な企業の1つである**SK**グループの所有構造です。**SK**グループというのは、**SK**テレコムという通信会社を中核とするチェボルでありまし

て、ファミリーがこういう形で色々な会社を複雑に所有しているということが見て取れます。

スライド8は、Claessens, Djankov, and Lang (2000) が東アジア企業の所有構造を綿密に調べた研究成果の一部です。例えば 20% cutoff という欄では、20%以上の支配株主がいな
ない場合には、その企業は分散所有に分類されています。20%以上の支配株主がいる場
合に、その株主がファミリーだったら家族支配に分類されますし、国だったら国営に分類
されるとか、そういった考え方でグループ分けされています。日本の場合には、彼らの
サンプルは 1,200 社位ですが、8割が分散所有ということにして、家族支配というのは1
割弱位にとどまっているわけですが、それ以外の東アジアの国や地域をご覧くださいま
すと、日本以外の全ての国や地域で家族支配というところが最も高いウエートを占めて
いることがわかります。これは各国の上場企業をベースとした大企業に関する調査で
すので、それだけファミリービジネスが日本以外の地域では主流だということが見てとれ
るわけです。

スライド9では、ファミリービジネスがコーポレート・ガバナンス上のような特徴
を持つのかというのを説明させていただきます。まず、非ファミリービジネスの場合か
ら考えますと、大企業の場合、所有と経営が分離してしまうことがコーポレート・ガバ
ナンス上の問題となります。本来、企業は株主のものだという前提に立ちますと、所有
と経営が分離している場合、経営者が株主の利益ではなく自己の利益を追求するよう
な経営をする恐れがある。あるいは、経営者の利害と株主の利害とが乖離してしまう、不
一致になってしまう。したがって、そういった問題をどのように解決するかというのが
コーポレート・ガバナンスの議論の出発点になるということです。そのとき、株主と経
営者の間の利害は一致しないけれども、大株主とその他の株主の利害はおおむね一致し
ていると、そういうふうを考えるわけです。ところが、ファミリービジネスの場合はど
うかといいますと、構造が全く異なります。というのは、多くの場合、当該家族からそ
の企業の経営者が出ていますので、大株主であるファミリーと経営者の間には利害の不
一致がないわけです。ですから、そこだけをとると、コーポレート・ガバナンス上、非
常に望ましい所有構造であると考えられそうですが、実は外部投資家が存在す
る場合には、より深刻な問題が出てきます。ファミリービジネスでも一族で全てファイ
ナンスしている場合にはコーポレート・ガバナンス上の問題は特にはないと考えられる
わけですが、先ほどお話ししたように、東アジアのファミリービジネスには大企業が多
いのですから、そうすると、外部からの資金調達も当然しているわけです。つまり、外部

投資家が存在する。この外部投資家とファミリーとの間の利害が対立する、あるいは外部投資家と経営者との間の利害も対立する。その結果、外部投資家が搾取される、そういう現象が発生するということがファミリービジネスのコーポレート・ガバナンス上の大きな論点になります。

今の話だけですと、なぜそういうことが起きるかお分かりにならないと思いますので、**スライド 10** で搾取の具体的なメカニズムについて簡単にご説明します。**スライド 5** の図にまた戻っていただきまして、例えば企業 2 に外部投資家が投資しているとします。そして企業 2 と企業 1、他の企業とでもいいのですが、その間で何らかの商取引がなされているとします。部品でも中間財でも何でも構わないのですが、商取引があった場合、取引価格の設定は、ファミリーの内部の話ですから、自分たちでかなりの程度決められるわけです。ですから、もし企業 2 にかなり利益があるとすると、取引価格の設定を通じて企業 2 に蓄積された利益を企業 1 に移転し、企業 1 からファミリーが利得を得る余地があるということです。そうすると、本来は企業 2 の利益というのは、外部投資家がかなりの割合稼働できる可能性があったのにもかかわらず、企業 2 から企業 1 にその利得が移転してしまうことで外部投資家が搾取されてしまう、そういうことが起こり得るというわけです。

こういった移転価格操作の対象は自社の生産物であることが一般的ですが、土地や建物の取引、あるいは現預金とか有価証券などの取引を通じて、搾取が起きる可能性があるということが指摘されています。例えば、銀行預金を通じた搾取として、**Bangkok Bank of Commerce** という銀行の経営者が預金をオフショア会社に移転してしまったケースや、株式を通じた搾取として、**United Engineers Malaysia** という会社が、財務危機に陥った親会社の株式を救済目的で高値により取得したケースなどが実際にありました。

あるいは、**スライド 11** のように、他のメカニズムもあります。例えばファミリービジネスでは、しばしば最高経営責任者がそのファミリーから送り込まれています。そうすると、その経営者が **perks** を行う、経営者が自分自身やファミリーの満足、利得を高めるために会社の資源を使うような行動を **perks** と呼ぶのですが、本来はそういうことをしなければ外部投資家に利益が還元できるのにそれができない、そういった形で外部投資家が搾取される場合があります。あるいは、新株を発行する場合に、ファミリーにのみ割り当てる。それによって当然、他の株主は利益を失います。あるいは、ファミリービジネスの場合には、明白な窃盗に相当する行為も非ファミリー企業に比べてやりやすいくすとか、不正会計とか、色々な形で搾取という現象が起きることが、とりわけ近

年のコーポレート・ガバナンスの研究によって明らかになっています。

そういった問題が注目されるようになったきっかけは、1997年7月のアジア通貨危機でした。スライド12ですが、それまでは、1993年のWorld Bankによる“East Asian Miracle”という有名なレポートがありますが、東アジアは持続的な成長が続いていて、今後もそういった成長が続くだろうという楽観論が支配的だったのですが、アジア通貨危機が発生します。通貨危機のメカニズムに関しては、スライド13ですが、もともとはマクロ経済学的あるいは国際金融論的なアプローチによる研究が主流でした。経済のファンダメンタルズの悪化とか、対外債務の累増とか、投機資金がどのような役割を果たしたか、そういった観点からの分析です。これは、小川先生の専門分野です。一方で、そういったメインストリームと補完的か代替的かというのは論者によって意見が分かれるのですが、もう1つのアプローチとして、コーポレート・ガバナンスに基づくアプローチがアジア通貨危機以降広まってきます。それは weak corporate governance、つまりコーポレート・ガバナンスの脆弱さが、アジアの通貨危機を深刻化させたと、そういうことを主張するものです。その内容としては、外部投資家保護という制度的側面に焦点を当てたものと、ファミリービジネスという企業の所有構造の特色に着目するものと、2つの見方があります。

この2つの見方は相互に関連しているのですが、ここでは投資家保護の側面について、スライド14以下で簡単に解説します。投資家と一口に言っても、株主と債権者に分かります。株主の権利というのは、スライド14に書いてあるように、企業の収益に見合った配当を受け取るか、株主総会へ出席するか、議案を提出するか、取締役を選出するか、そういった様々な権利を含みます。一方、債権者の権利というのは、債務者に対して債務の履行を請求できるという、それが基本的な権利です。これは平時であればあまり問題にならないわけですが、債権者の権利が重要になるのは、やはり債務者の企業が破綻するか再生の手続に入ったような場合です。そういった場合には、例えば担保付き債権者が担保権の実行によって資金を回収できるかとか、抵当権において優先権が保護されているかとか、債権者が新たな経営者を任命することができるか、そういったものが重要な債権者の権利になってくるわけです。

こういった株主の権利や債権者の権利に関する法律の規定と同等に重要なのが、スライド15にあります法規の強制力、enforcementの問題です。法規の内容はきちんと整っていても、それが例えば裁判になった場合、判決に何年もかかるとか、判決そのものが政治的圧力でねじ曲げられてしまう、そういった弊害があるケースもあるわけです。ビジ

ネスですから、判決に何年もかかるようでは権利が認められていないのと同じような大きなダメージを受けます。したがって、こういった法規の強制力まできちんと確保された上で、投資家保護の権利が存在するかどうかということが問われるわけです。逆に言えば、そういった強制力を伴った権利が欠如していますと、ファミリーによる外部投資家の搾取が実際に起こりやすいと、そういうことになってくるわけです。

次は、アンドレイ・シュライファーというハーバード大学の看板教授がいるのですが、彼が中心になって行った研究では、投資家保護の程度が国によってどう異なっているか、またその理由は何かということ进行分析しています。私は法律の専門家ではありませんが、法律には、伝統的にコモンロー（common laws）とシビルロー（civil laws）があつて、それぞれ起源が違うわけです。彼らはそこに着目しました。具体的にはスライド16ですが、彼らの研究によると、コモンローに基づく国々では、投資家保護の程度が強いということです。それに比べると、シビルローに基づく国々の投資家保護は弱いですが、シビルローの中で相対的に保護の度合いが強く、全体のなかでは中程度に分類されるのがドイツ大陸法に基づく国々、それから、スカンジナビアのシビルローに基づく国々だと言っています。日本は、ドイツ大陸法に基づく法体系を持ちますので、中程度ということになります。そして投資家の権利が最も弱いのがフランスのシビルローに基づく国々だというのが彼らの研究結果です。一方、法規の強制力、enforcement の方になりますと、また若干順番が変わってきまして、強制力が強いのはスカンジナビアのシビルローとドイツのシビルローに基づく国々で、コモンローの国々は中程度の強さ、フランスのシビルローに基づく国々は、強制力も弱いと、そういった結果が報告されています。

この研究の流れで、東アジアのコーポレート・ガバナンスに関連する多くの実証分析が行われてきました。スライド17~23にかけての論文の刊行年を見ていただくとお分かりのとおり、大体2000年位から盛んになっています。先ほど言いましたように、やはりアジア通貨危機がきっかけとなってコーポレート・ガバナンスの問題が注目を集めましたので、本当にここ十数年の間だけで、こういった研究が急速に行われたということです。

時間の関係でスライド19~22あたりは割愛させていただいて、スライド23に移ります。アジア危機の中期的分析をかつて私もやっています、私と一橋大学の劉群先生の共同研究がいくつかあります。これはアジア通貨危機の前の3年と後の4年という中期を分析対象として、例えば所有構造の集中は、通貨危機前には企業パフォーマンスに影響を及ぼさなかったが、通貨危機後には企業パフォーマンスを低下させたとか、あるい

はファミリービジネスと独立型企業、ここで独立型企業というのは非ファミリービジネスということですが、設備投資行動を比較すると、ファミリービジネスの方が非ファミリービジネスに比べて設備投資が内部資金に制約されやすい。これはどういうことかという、ファミリービジネスの場合、やはり外部の投資家が資金を提供するときに、かなり警戒感を持って出すので、外部の資金調達コストが割高になるということが示唆されています。

ファミリービジネスの問題のその後の発展としては、クローニー資本主義という論点が示されています。**スライド 24** ですが、この言葉はもともとノーベル経済学賞を取ったポール・クルーグマンが 1990 年代の終わりに使って以来、定着したもので、あまり日本語には訳されていないのですが、官民の一種の癒着みたいなことを、クローニズムといいます。どういうことかという、大規模なファミリービジネスが政府部門と癒着する、政府や政治家と密接な関係を構築して、国民経済に無視し得ない影響力を及ぼす、そういうケースを指しています。例えばマクロ経済政策に介入するとか、公共事業に介入するとか、あるいは法体系の内容に介入するとか、そういったことが行われているということが、いくつかの研究で明らかになっています。そして、その弊害として、資源配分や所得配分が歪められて、経済が危機的な状況に陥った際の混迷が深まるということです。具体的に色々な研究で示されている例は、ちょっと古いですが、インドネシアのスハルト一族とか、フィリピンのイメルダ・マルコス一族とか、もう少し最近ですと、タイのタクシンという非常に影響力のあった元首相がいますが、彼らは非常に大きなビジネスグループを持っているわけです。それから、韓国の現代自動車の会長だったチョン・モング（鄭夢九）という人は、2006 年に政界工作などのために不正資金を用いた疑惑が出て、それで逮捕されました。まさにこれはクローニー資本主義がイリーガルな形まで行ってしまった、そういう例です。そういう問題があるということです。

それから、最後に**スライド 25**、中国の経済発展のメカニズムについて少しだけ述べます。先ほど、コーポレート・ガバナンスや投資家保護が非常に重要だと言いました。それらの要素が整うことが新興国の経済発展にとってプラスだと、そう考える人は多いのですが、ただ中国は、足下は別にして、少なくとも 1990 年代から 2000 年代にかけて、ものすごい成長を続けてきたわけですが、必ずしもコーポレート・ガバナンスとか法体系の整備とか、そういうものが進んでいたわけではありません。ですから、中国が成長できたというのはまた別の要因があったのではないかということで、これはペンシルベニア大学のフランクリン・アレン教授を中心にしたグループなどが色々と研究していま

す。例えば政治制度の違いなのかとか、代替的なメカニズムが存在するのかといったことで、1つの可能性としては、伝統的な儒教精神に基づいて投資家と企業間あるいは企業相互間の評判とか信頼関係が重要だという、そういうメカニズムがあるとか、あるいは生産物市場において競争が厳しい、そういうことも経営に対する規律づけとして機能しているのだとか、そういったことをフランクリン・アレン教授などは指摘しているわけですが、この辺りについては、もう少し今後の研究が必要だろうと思います。

スライド 26 で私の話全体をまとめると、第 1 に、東アジアは大企業を含めてファミリービジネスが多いということ。それから第 2 に、ファミリービジネスにおけるコーポレート・ガバナンスの問題というのは分散所有型の企業と大きく異なって、ファミリーと外部投資家との利害対立があって、その結果、外部投資家の利得が搾取されるという問題が起こりうるということ。そして第 3 に、その問題を緩和するためには、投資家保護の法制度が重要だということ。第 4 に、クローニー資本主義という、ファミリービジネスのより大規模な形態と、それによる様々な弊害。第 5 に、中国の経済発展のメカニズムについてはより詳細な研究が必要だということ、以上です。

簡単ですが、これで私からの説明を終わります。ありがとうございました。

中村

花崎先生、どうもありがとうございました。ファミリービジネスとかクローニー資本主義というのは、搾取の可能性があるために外部資金コストが割高になるとか、資源配分や所得分配の歪みなど、非効率な面がある一方、逆に取引費用を節約したり、ある意味で効率的な面もあるのかもしれないと、お話を伺いながらそういうふうに思いました。ただ、そのどちらの面がより強く出るかは、経済の規模や発展段階など、他の条件次第で大きく変わってくるのではないかと思いますので、その辺りまたディスカッションの中でお話を伺えればと思います。

それでは最後に、当行産業調査部長の川住昌光よりプレゼンテーションをさせていただきます。川住は、2007 年から 11 年にかけてシンガポールに駐在しておりまして、当行現地法人の初代 CEO も務めました。現在は産業調査部長として、日本と世界の経済産業動向をウォッチしております。それでは川住部長、よろしく願いいたします。

川住（資料 p.123～）

ただいまご紹介をいただきました、日本政策投資銀行産業調査部の川住でございます。私からは、主に企業側から見て、アジアのいわゆる成長の果実をどういうふうに各企業が見ていて、どういう投資行動に出ているのかといったところを中心に、現場での話も

含めて少しお話をしたいと思います。

まず**スライド1**、左側のグラフで、海外の設備投資動向を概観しておきたいと思えます。これは経済産業省のデータですが、製造業全体で見ますと、この黒いライン、全体としては最近、2013、14と少し減少傾向にあります。とりわけ緑のラインのASEAN4、インドネシア、タイ、フィリピン、マレーシアですが、これも実はリーマンショック以降かなり急激に増やしてきましたが、最近2年間はむしろ減少傾向にあると、こういう姿です。

中身をより詳しく見るため、右側、これはASEAN4を取り出して産業別に分解したグラフです。ここで注目していただきたいのは、全体としてリーマンショック以前の水準と比べて少し上がっているように見えるのですが、輸送機械、すなわち自動車、これはオレンジのラインで、輸送機械を除いた全体が緑の点線のところですが、分解してみると、後者はリーマンショック前の水準にほぼ戻ってきていることがわかります。

では、それが国内の投資と比べてどうかということ、**スライド2**で見えていきます。左側のグラフですが、一番上の青いラインは、製造業全体の設備投資の海外と国内の比率を表しています。2014年度までの実績と、それから今年度の計画まで載せておりますが、こちらも2年連続減少の傾向にある。とりわけ、これまで海外の投資を増やしてきた自動車とか、あるいは電気機械でも減少の傾向が見られるということです。

そういうことであれば、設備投資が国内に回帰するのか、その点を実は8月の設備投資計画調査の段階で各企業にお聞きしています。**スライド4**ですが、国内に回帰するという企業は、実は極めて限定的であります。製造業全体で7%弱ということでもあります。日産のゴーンさんあたりが、今の為替であれば国内に戻しても十分採算に合うのだということを公式の場でおっしゃっていますが、そういう企業は極めて限定的であるということです。

では、なぜ国内回帰をしないのかということですが、**スライド5**、8割方の企業が理由として挙げたのが、海外に需要が見込まれるということです。先ほどの木川会長のお話、それから、他のパネリストの方のお話にもありましたが、海外に成長市場があって、需要があるので、当然海外拠点を強化していく、投資をしていくと、こういう話であります。それから、海外にコストメリットがあるという企業も3割強に上ります。これが日本企業の今の投資行動の原点にあるということだと思います。

しからば、今後3年程度を見渡した場合に、各企業、とりわけ製造業が海外を強化するのか、あるいは国内を強化するのかということもお聞きしています。**スライド7**のグ

ラフ、一番上のグリーンラインですが、海外を強化するという企業は3年連続で減少傾向にあります。とりわけ電気機械については、海外を強化するという割合を、海外もちろん強化するけれども国内も強化するという割合が上回ってきている、こういう傾向にあるわけです。

しからば、このような投資の戦略は、どういうところから出てきているのかということを見ていただきたいと思います。今現在どういう機能を国内、海外に持っていますかという質問です。赤く囲ったところが、国内でいわゆるマザー工場、それから研究開発拠点を置くという企業ですが、これが圧倒的に多いということです。一方でもちろん、緑の棒が海外ですが、量産工場とか、あるいは営業拠点を海外に置くという企業も多い。すなわち、国内で開発された、あるいは研究開発をした、そういった製品を、まずマザー工場で量産化の技術を獲得した上で海外に展開すると、こういう動きが顕著であるということが言えようかと思います。

スライド9では、結果としてそういった動きがアジアの貿易とか全体の産業構造に影響しているのかということ、説明したいと思います。ここで試算しているのは、各国の内製化率です。一目瞭然ですが、日本とか、あるいは韓国、台湾、あるいは米欧といったところは、他の国から部品を購入して生産するということで内製化率が下がっています。中国、ASEANでは、これはむしろ当然のことかも知れませんが、内製化率が上がっているということです。すなわち、例えば日本サイドから見ると、製造拠点をアジア、中国に移すことで現地の内製化率が上がってきているというふうに解釈できるわけでございます。

スライド10は調達の割合です。右側のグラフを見ると、アジアでは現地調達の比率がやはりどんどん上がっていることがわかります。一方で、日本からの輸入、すなわち、日本から見ると輸出ですが、この比率は年々下がっていると、こういう影響が出てきているということです。結果として、貿易ですが、スライド11、これは欧米、中国、NIES・ASEANを中心に日本サイドから見た貿易のボリューム、金額を表したものです。ご覧いただきたいのは、例えば欧米から中国への輸出は2,620億ドル、200%近い伸びです。これに対して、日本サイドから中国への輸出は1,260億ドル、伸びも58%にとどまります。また、日本からNIES・ASEANに対する輸出はプラス41%ですが、欧米からの輸出はプラス58%。このように、日本の製造業の海外移転が進展することで、結果として内製化率が上がって、日本からの輸出が伸びにくくなっていると、こういう貿易の構造の変化が表れているということでもあります。

Ⅲ. パネルディスカッション 1. 議事録

その結果としてスライド 12 ですが、右側のグラフ、日本の海外現地法人の売上高の伸び率をドルベースで見たものです。全体的に伸び率が下がっている中で、アジアの下げ幅が非常に大きいわけですが、ここで申し上げたいことは、海外での現地法人化、海外進出がどんどん進んで、それがアジアのマーケットを前提に進んでいるがゆえに、アジアの現地法人が最近、中国の減速あるいは米国の利上げ観測の中で大きくスローダウンしている。そういう課題がまた最近浮かび上がってきているのではないか、この辺りを今後の戦略としてどう考えていくのかということ。私からのプレゼンテーションは以上です。ありがとうございました。

中村

どうもありがとうございました。それでは、時間も大分残り少なくなりましたが、ここから、今の各パネリストの方のお話も踏まえたディスカッションに移りたいと思います。パネリストの皆様、よろしくお願ひいたします。

まず、サプライチェーンの今後の行方についてお話を伺っていきたくと思います。このところ、チャイナ・プラスワンとかタイ・プラスワンなど、人件費の高騰や災害リスクに備えて生産拠点をシフトしたり、あるいは分散するような動きについて報じられることも多いわけですが、木村先生、アジアのサプライチェーンの今後の見通し、あるいは先ほどの経済連携の影響、そういった点についてどのように見ておられますか。

木村

いわゆるタイ・プラスワンについては、これは先ほどお話しした、特にティア 3 からティア 2 に移行するところで、ラオス、カンボジアなどは、まだ数は少ないのですがタイのサテライト工場ができて、トラックの乗り入れのアレンジができたりとかいう動きがどんどん始まっている。

現地の政府も、例えばカンボジアは、最初ミネベアさんが行かれたわけですが、それを見ていたら、こういうオペレーションをすればこういう企業が来てくれるのだと。今、ミネベアさんはたしか 7 千人位雇っていらっしゃると思うのですが、それを見て、やはりこういうことやらないといけないのだなということも彼らも随分と認識するようになってきている。行政能力とか、あるいは投資の受け入れ、それから、投資をしている人たちの色々な不便なことをどうやって細かくトラブルシューティングするかとかいうところが直近のボトルネックになっているのですが、ただ、それでも年々よくなっているということは明らかに言えると思います。

一方で、インドネシアとかフィリピンは、カンボジアよりもう少し上の段階にいるわ

けですが、大規模インフラの開発等がなかなか手間取っているようなところもあります。しかし ASEAN 経済共同体 (AEC) の経験も含めて、彼らもこういうオペレーションが大事だということは随分よくわかってきたので、そこはやはりプラスになっているのではないかと思います。

中村

そうしますと、ティア 2 から 1 a、1 b と階段を上っていくところが結構厳しい、そうすると、だんだんとティア 2 あたりに色々な国が固まってきて、より競争が激しくなるのではないかという気もするのですが、そのあたりはいかがですか。

木村

そういう面も確かにないわけではなく、例えばフィリピンなどは、機械輸出の額という意味では 2007 年以降やや減ったりしています。ただ一方で、フィリピンの場合も、部品の輸出の種類などは結構増えています。つまり、以前は半導体一辺倒であったのが、色々な電機・電子に展開しつつありますし、それから、ベトナムはそういう意味ではとても早くキャッチアップして、機械部品など輸出しているものの種類で言いますと、もうフィリピンを追い抜いたりしていると、そういう状況になっていますので、確かに競争は大変激しいが、少しずつ違うところに特化しているということではないでしょうか。例えば、タイなどはやはり自動車が強いです。フィリピン、ベトナムなどは電機・電子が伸びていると、そういうことで全体としては過当競争的な状況にはなっていないのではないかと考えています。

中村

どうもありがとうございました。それでは、チャイナ・プラスワン、タイ・プラスワンの動きについて、小川先生にもご意見を伺ってみたいと思います。小川先生はどのように見ておられますか。

小川

まず、チャイナ・プラスワンについては、私の基調講演資料のスライド 9 (資料 p.22) のところで、資本流出という IMF のデータをご覧いただきたいと思います。これは、直接投資だけではないのですが、緑で表示した中国のところが、以前から一貫して海外に資本が流出しているということでもあります。実際、私自身もう 20 年位前から、中国で例えば衣服の製造などでは対外直接投資を行っているというような話も聞いてきました。中国から違うところに移ろうという動きは、中国企業も、中国以外の企業も、一貫して続けているということだと思います。

Ⅲ. パネルディスカッション 1. 議事録

それから、タイ・プラスワンについては、今、木村先生がおっしゃったとおりだと思います。木川会長からのお話にもありましたように、ロジスティクスがいかに重要か、あるいは通関がいかに重要かというところで、ASEANの中で通関の問題、あるいはロジスティクスの部分がスムーズになればなるほど、タイ・プラスワンという、一部の労働集約的な生産工程についてはカンボジアとかミャンマーに出すという動きが起きてくるのだらうと思います。ただ、ロジスティクスのボーダーレス化が、やはりなかなかうまくいかないということになりますと、タイ・プラスワンの動きにも限界はあるのかなと思います。

中村

先ほどの小川先生のお話の中で、域内為替相場の安定が重要であるというご指摘がありました。これが安定的なものになっていくと、その影響というのはどこかに出てくるものでしょうか。

小川

先ほど、ASEANの中で関税撤廃の動きが進展する一方で、非関税障壁が残っているというお話が木村先生からありましたが、関税が撤廃されますと、貿易の障壁としては、今度は非関税障壁と為替の通貨の交換のコストというところが際立ってくるわけです。ですから、その部分で例えば為替リスクが小さくなってくるとか、あるいは政府が為替を安定化させるということ以外にもリスクをヘッジできる手段ができ上がってくる。それはすなわち金融市場の発展ということですが、そういうことになってくれば、関税撤廃後の、残された貿易の障壁の1つである為替の問題が解消されて、貿易がもっと盛んになってくるということだと思います。

中村

どうもありがとうございました。さて、そうすると、貿易の障壁が1つ1つ取り除かれていって、アジア域内での生産ネットワークの最適化が進んでいったとき、その中で日本はどこに居場所を見つければいいのだらうかという疑問も湧いてきます。先ほどの当行アンケート結果によりますと、マザー工場や研究開発機能は日本国内に残したい、あるいは残せるといのが、その回答ということなのだらうと思います。そこで川住部長に伺いますが、一方でアンケートの中にもありましたが、アジアの内製化が進んでいるという状況、その中でいわゆる Learning by Doing 的な見方に立ちますと、内製化で累積生産量が増えることによって、それだけアジア諸国の技術水準も上昇していきますので、マザー工場や研究開発機能すら海外に移ってしまうという危惧はないのでしょうか、

あるいはそうならないための鍵は何かといったことについて少しコメントをいただけますでしょうか。

川住

重要な論点ですが、マザー工場の役割が何かということ、よく考える必要があると思います。例えば、静岡のある自動車部品メーカーは、かつて研究開発拠点とマザー工場を全く違う場所に置いていたのですが、ここ数年、それを1カ所に集約するという動きをされています。そこで私お邪魔して、色々なご意見を伺ってきたのですが、やはり技術開発、研究開発とマザー工場というのはある意味セットでその機能を発揮するのだということを実感しました。具体的に言うと、新製品の開発が行われて、それをいかに具体的に製品化していくかということ、正にマザー工場です。それをさらに工場のラインに載せて、いわゆる経済性を持った形で製品化できるかどうかと、こういうことが問われるわけです。それらを海外の拠点でやるということになると、相当の物的資本の投下と、それから、何よりも優れた人的資本、これを確保しないと付加価値は生まれてこないと思うわけです。その意味では、単純に土地のコストが安いとか、あるいは関税撤廃等で貿易の障壁が下がっていく中で、マザー工場を海外に移せるのではないかと、こういう議論もあろうかとは思いますが、私は多分そうはならないだろうと考えます。1つの可能性として、マザー工場の役割はいわゆるマーケットインにあると考えるのであれば、それをマザー工場と呼べるかどうかわかりませんが、アジアの市場に合った製品を開発し、生産をするという役割の一部がアジアのどこかの拠点に機能として移されるということはある得ると思いますが、マザー工場の機能全体が海外に移転する、とりわけアジアに移転するということはちょっと考えにくいのではないかなというのが私の意見です。

中村

どうもありがとうございました。アジアのサプライチェーンあるいは日本の今後の立ち位置ということについて、他のパネリストの方から付け加える点、あるいは補足などはありますでしょうか。特にないようでしたら、次の論点に移りたいと思います。少し足元の状況に目を移しまして、中国経済です。一時に比べますと少し冷静な見方も増えたように思いますが、やはり中国の減速とその影響というのは依然としてアジア経済にとって重要な問題かと思えます。木川会長は、本日のパネリストの中でも物流を接点として生産拠点としてのアジア、あるいは消費地としてのアジアに最も近いところで色々な情報に接しておられると思いますので、そのあたりコメントを頂戴できますでしょうか

か。

木川

我々のビジネスの特徴として、どちらかという消費財に近いところの荷動きが実感としてわかります。中国経済の減速という問題はこれだけ大きく言われていますが、少なくとも我々が宅急便ネットワークを主に展開している上海の消費財の荷動きだけを見ると、それほど変化は感じられません。むしろeコマースの領域では、消費は順調に回っているのではないかという印象です。昨日のニュースで11月11日「光棍節(独身の日)」の話題が出ていましたが、ネット通販大手の売上高を見ても、その絶大な消費意欲が伺えます。

このように、消費だけをとってみると減速しているようには見えないのですが、一方で、我々がロジスティクスの一環で行っている貿易物流、こちらは明らかな変調が見て取れます。フォーディングの業績は下降トレンドになっていますし、建設関連では建機の数字が大きく落ち込んでいます。つまり、消費の面と生産の面では相当まだら模様になっているといえます。

これからのことも、今後中国経済がどうなるのかは、まだもう少し見極めが必要な状況ですが、おそらく経済界全体の雰囲気、経営者のマインドではかなり警戒していることは間違いありません。そのようなことが、マインド的に生産活動をシュリンクさせる、あるいは投資を抑制する形で影響する可能性は否定できないと感じています。

中村

どうもありがとうございました。中国はよく統計があまり信頼できないというようなことも言われますが、そういう意味では、消費に関してはeコマースとかそういう部分があまり統計で把握されておらず、実態と乖離している可能性もありますし、一方で、やはり生産面についてはかなり警戒が必要な状況になっているというお話でした。そうすると、生産面の減速の影響が今度は他のアジア地域、東南アジアなどにどのように出てくるかということも懸念される場所ですが、このあたり、例えば金融を通じた影響などについて、奥田先生はどう見ておられますか。

奥田

まず、中国の経済減速が直接アジアの金融セクター、例えば銀行に大きなインパクトを与えているかといえば、多分与えていないと思います。そもそも中国から短期資金がアジアに流れていて、それを銀行市場が吸収しているというようなことはないわけですから、影響を与えるルートがまずありません。ただし、中国経済が減速すれば当然、既

にそうになっていますが、アジアの実体経済は減速するわけであります。特にリーマンショック以降、中国が非常に大きな規模の拡張的な経済政策をとってきたということがあって、ASEAN 諸国の輸出がかなり中国に向かっていたわけですから、そういった部分が小さくなれば ASEAN 諸国の景気はかなり悪くなる。そうすると、結果として銀行の融資も一部不良債権が出てくるというふうなことになるのだろうと思います。

あとは、中国経済の減速と直接は関係ないのですが、結局エマージングマーケットの経済情勢があまりよくないということで、特に米国から流れていた証券投資の資金が引き上げられていくというようなことも起こっていますので、そういう影響も出てきているとは思いますが。ただ、アジア諸国は、特にアジア金融危機の後、特に銀行部門、金融部門はかなり安全性が強化されましたので、そういう意味では大きな影響は出ないのではないかと考えています。しかしながら一部、先ほどちょっとグラフを見ていただきましたが、預金の伸び率以上に急激に融資が増えている国も若干あります。例えば、タイなどはそういう傾向がかなり強かったですから、そういう国では何らかのきっかけで問題が大きくなるかなという懸念も少しあるということです。

中村

どうもありがとうございました。花崎先生はいかがでしょうか。

花崎

それでは、私からは、中長期的な観点から少しコメントさせていただきます。今、私は中国企業の研究にも取り組んでいます。中国企業ではここ 10 年程度の間非常に大きな変革が起こっています。まず上場製造業企業の所有構造を見てみますと、国の持株比率、国有の比率、それは 1999 年時点だと 50%、つまり上場製造業企業の 5 割位を国が持っていたのですが、2006 年には 4 割、そして 2013 年、最近では 29%位まで国の所有比率が下がっています。一方で、海外法人の持株比率は、1999 年には 1%位だったのですが、2006 年には 3%、そして、2013 年には 14%まで高まっています。それから、CEO、最高経営責任者の出身を調べますと、1999 年の段階では 58%が国とか地方政府の出身者で占められていたのですが、その割合が 2006 年には 47%、2013 年には 40%ということで着実に低下していき、政府以外の外部出身者とか社内の出身者が CEO になるケースが増えています。

こういった変革、上場企業の脱国営あるいは民営化は、中国企業に活力をもたらしていると思えます。例えば『フォーブス』というビジネス雑誌がありますが、今年のアジアの優良企業上位 50 社の中で、中国企業が約半数の 24 社を占めています。

Ⅲ. パネルディスカッション 1. 議事録

そして最も市場価値が高い企業に選ばれたのが中国の IT 企業であるテンセント・ホールディングス、それから売上高が最大の企業がレノボでした。こういうふうには中国企業は着実に改革、成長を続けていまして、今後はグローバルマーケットを指向することによって一層の成長が期待できるのではないかと考えています。したがって、中国の足下のマクロ経済は当面失速する、ある程度減速するということはあるでしょうが、中長期的に見れば変革を果たした企業をベースにして、中国の経済力はまだ着実に高まっていくと予想されます。

それから、もう1つ、東南アジアへの影響については、先ほど私は、外部投資家が搾取されるという話をしましたが、過去のアジア通貨危機のときもそうだったのですが、搾取というのは、経済危機のときにより深刻に起きることが現実問題として指摘されています。逆に言えば、景気のいいときには搾取の問題はそれほど深刻ではないわけですね。したがって当面、東南アジアにある程度中国経済の減速の影響が波及することになりますと、搾取の問題がより深刻になりますので、日本の金融機関や投資家の方は、その辺を十分に留意された方がよろしいかと思っています。

中村

どうもありがとうございました。川住部長は業務上アジアに出張されることも多いかと思いますが、中国経済の減速に対する現地での受け止め方ですとか、何かエピソードなどございましたら、少し伺えますか。

川住

たまたま10月末にシンガポールに伺うことがありました。そのときに、先ほどの小川先生のお話にありました ASEAN+3 マクロ経済リサーチオフィス (AMRO) のご担当の方とか、シンクタンクや金融機関のエコノミストの方と意見交換をしてきました。そのときの話を少しご紹介したいと思います。

一言で申し上げると、日本の報道では、中国経済がやや減速して、新興国経済はキャピタルフライトも含めてかなり厳しい状況を迎えるのではないかといった論調が比較的多いと思いますが、現地のエコノミストの話を聞いていますと、実はそういう心配をする人はほとんどいません。まず中国自身については、やはり皆さん共通しておっしゃるのが、名目 GDP 世界第2位の経済、これが確かに10%成長からはスローダウンしているが、それでも6.5%成長している、それで十分ではないかと。確かに色々な統治能力の問題等もあって少し後手に回っているところはあるが、十分対処できる範囲ではないかというご意見が多かったように思います。

そしてアジアへの影響ということでは、中国からのコモディティー需要の減少、これは確かにアジアの一部、とりわけマレーシアあるいはインドネシアに大きな影響を与えることは間違いないが、ファンダメンタルズはアジア通貨危機の頃に比べると格段に改善しているし、現状、少なくとも足下の数字を見ている限り、キャピタルフライトも限定的であるし、それから消費も堅調、例えばタイで爆弾事件があつて懸念されていた観光などもだいぶ復調しているということで、経済の基調は非常に安定している。さらに言えば、資本移動に関しては、チェンマイ・イニシアティブを契機とした色々な安定スキームが導入されているということで、現地のエコノミストの口からは、確かに来年に向けて少しスローダウンすることは避けられないが、中期的に見て、今の中国経済の減速あるいは米国の利上げが今後のアジア経済に深刻な影響を与えるというような意見はほとんど聞かれませんでした。

中村

どうもありがとうございました。さて、時間もかなり尽きてまいりましたが、よろしければあと数分間頂戴して、せっかくですので、このシンポジウムのモチベーションでもある、アジアの世紀は果たして再来するのか、あるいは中進国の罠に陥ってしまうのか、その辺りの長期的な見通しについて最後にご意見を伺っていきたいと思います。木村先生、いかがでしょうか。

木村

先ほどお見せしたスライド4（資料 p.88）、ステップ、ティアといった工業化の段階論だけで経済発展のことをどこまで切れるかという問題はもちろんありますが、製造業を中心とした経済発展という観点から中進国の罠の可能性を考えると、それぞれのステップがやはりボトルネックになっているような気がします。

例えば、まずとにかく世界と貿易できるようになるというレベルがあるわけですが、次、ティア2ができるかどうか。例えば、バングラデシュはなかなかできないわけです。しかし、カンボジア、ラオスはだいぶできるようになってきた。では、ミャンマーはそれができるだろうか。やはりそこには1つの壁があると思います。それから、産業集積をうまくつくれるのか。これはインドネシア、フィリピン、ベトナムなどがまだこれからやらなければいけないことですし、それからマレーシア、タイになると、やはり最後のステップ、イノベーション・ハブがつくれるのか。中国も進んでいるところは同じかもしれません。このように実物経済については、それぞれのステップにボトルネックがある。ですから、そういうところにしっかり取り組んでいけるかどうかやはり大事

Ⅲ. パネルディスカッション 1. 議事録

な問題だと思っています。全体としては、たぶんステップをうまく上がってってくれる国が東アジアには多いのではないかとと思っています。

中村

どうもありがとうございました。小川先生、いかがでしょうか。

小川

まず、アジアの世紀は実現するのかということですが、世界経済の中で相対的に見ると、やはりアジアの世界GDPに占めるシェアというのは大きくなってくるとは思います。ですから、そういう意味では、相対的にアジアの世紀にはなるのだらうと思います。ただ、絶対的な意味でアジアがこのまま経済成長のペースを落とさずに進めるのかというところがもう1つの問題かと思っています。潜在成長力の点でいいますと、やはり労働人口の減少が問題で、中国が二人っ子政策を始めますが、その効果はきっとすぐには出てこないでしょうし、対処が難しい問題だと思っています。

私の基調講演資料でスライド13(資料p.24)のところに、中国の潜在成長率を要因分解しているグラフがあるのですが、その中で、まず労働人口のところはもう全く成長に貢献していない。これは今申し上げた問題です。しかし、もう1つ問題があって、黄色い部分、これが全要素生産性(TFP)の貢献ですが、この部分が着実に減少しているということがあります。ですから、一方で賃金が上昇してくる中、TFPの部分の減少を止めないと、中国で生産を続けようということにはならず、やはり他の、特に東南アジアなどにシフトしていくということになっていくと思います。

ただ一方で、1人当たりの所得が上がれば、マーケットとしては大きくなりますので、先ほど川住部長が、日本企業はマーケットを考えて海外に残っているのだというアンケート結果を報告されていましたが、そういう意味では、やはり日本企業にとって、もちろん他の世界中の企業にとってもそうですが、アジアがターゲットにならざるを得ないし、おそらく皆さんアジアに期待をしているのではないかとと思います。

中村

どうもありがとうございました。花崎先生、何か付け加える点がありましたら、お願いいたします。

花崎

それでは、アジアが長期的に経済発展を維持できるかどうかの鍵として、制度的なインフラ整備の重要性を指摘しておきたいと思います。MITのサイモン・ジョンソンを中心とするグループが、アジア危機のときに25の新興国を対象に、為替レートが下落した

り株価指数が下落したりした局面で、コーポレート・ガバナンスの要因と経済のファンダメンタルズの要因、どちらが下落に対して支配的な影響を与えたかという研究をしました。それによると、どちらも有意な影響を与えたのですが、全般的にはコーポレート・ガバナンスが悪いという要因の方が、為替レートや株価指数の下落により大きく寄与した、という結果が出ています。

こういったことから考えると、やはり先ほど申し上げた投資家保護の法制度や、法規の強制力が重要だということになります。加えて情報開示をアジアの企業がよりきちんと行っていく必要があると思っています。アジアの上場企業のデータを見ましても、例えば関係会社の情報とか、セグメント情報とか、役員の経歴といった、外部の投資家にとって非常に有用な情報が明らかに不足しています。それから、会計監査です。監査人の独立性、あるいは外資系監査法人をもっと利用するとか、そういった会計監査の制度もきちんと整備していくこと。そういうことによって国内外の外部投資家がよりアジアの企業に資金を出しやすくなり、中長期的な経済発展につながる、あるいはその環境が整備されるということではないか。そういう意味での制度的なインフラ整備が非常に重要なポイントではないかというのが私の意見です。

中村


どうもありがとうございました。パネリストの方から大変興味深いお話を伺っているうちに、だいぶ予定の時間を超過してしまいました。私の拙い進行で、オーディエンスの皆様からご質問をいただく時間は尽きてしまいましたこと、お詫び申し上げます。本日のディスカッションの結論としては、アジアの世紀は、少なくとも相対的な意味では、かなりの確率で再来するということになりそうですが、その中で日本経済、日本企業はどう立ち回っていけばよいのか、この辺りは、次回のこのシンポジウムの機会などを通じて議論を深めていきたいと思えます。

本日は、パネリストの皆様、またご清聴を賜りましたオーディエンスの皆様、長時間どうもありがとうございました。

一橋大学・日本政策投資銀行共同シンポジウム
パネルディスカッション

「アジアの世紀」における日本 経済再生とビジネスチャンス



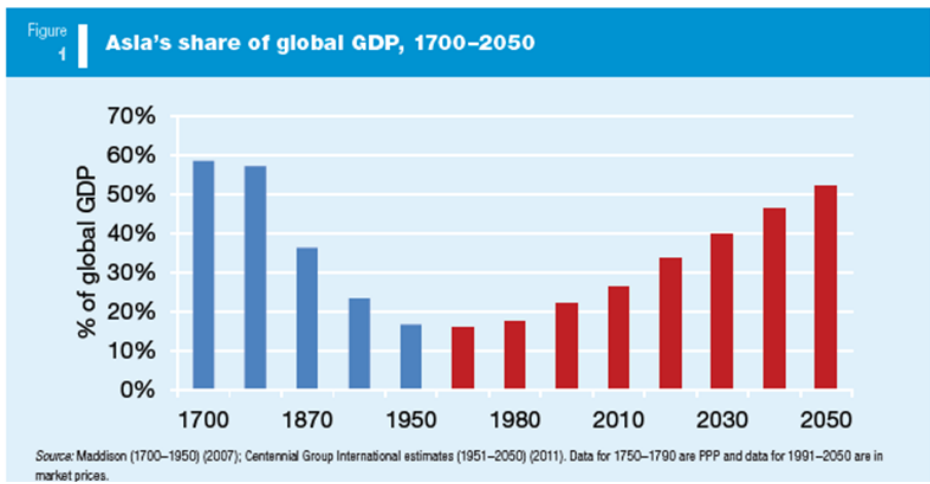


一橋大学・日本政策投資銀行共同シンポジウム

1

アジアの世紀



Figure 1 | Asia's share of global GDP, 1700–2050



Year	% of global GDP
1700	58%
1870	36%
1950	18%
1980	18%
2010	26%
2030	40%
2050	52%

Source: Maddison (1700–1950) (2007); Centennial Group International estimates (1951–2050) (2011). Data for 1750–1790 are PPP and data for 1991–2050 are in market prices.

アジア開発銀行(2011)“Asia 2050 Realizing the Asian Century”



一橋大学・日本政策投資銀行共同シンポジウム

2

様々な課題

- 中国の成長減速と構造調整
- 人口ボーナスの終焉と高齢化への対応
- 所得格差の拡大
- 環境・資源制約

⇒ 「中進国のわな」に陥る恐れも・・・
(シナリオB)

プラットフォームの重要性

他地域に比べて多様性が顕著とされるアジア
では、プラットフォーム形成のメリットが大きいと
同時に難しさも。

- 通貨の安定
- 物流・インフラ
- 通商・投資などのルール(法制度, 商慣行,
価値観・・・)

日本の立ち位置の変化

- プレゼンスの低下（経済規模，所得水準，人口・・・労働力の質，高等教育，技術も？）
- 課題先進国？
- 経済再生・ビジネスいずれにおいても，アジアと関わる上では，過大評価でも過小評価でもない日本の正確な自画像を描くことが重要。

アジアでのビジネス展開に向けて

- 企業金融，コーポレート・ガバナンス
 - ✓ 固有の歴史，地域事情を踏まえた中長期的視点からの現状分析，展望の重要性
- プラットフォーム形成による化学変化，ゲームのルールの変化にいち早く対応できるか？
- 日本企業の対応（ex. 設備投資）は？

一橋大学・日本政策投資銀行 共同シンポジウム
「アジアの世紀」における日本 経済再生とビジネスチャンス
(2015年11月13日)

ASEANの経済・産業構造はどう変わる： AEC発足のインパクト

慶應義塾大学経済学研究科委員長・経済学部教授
東アジア・アセアン経済研究センター(ERIA)
チーフエコノミスト
木村 福成

1

1. 新たな開発モデルを実践する ASEAN

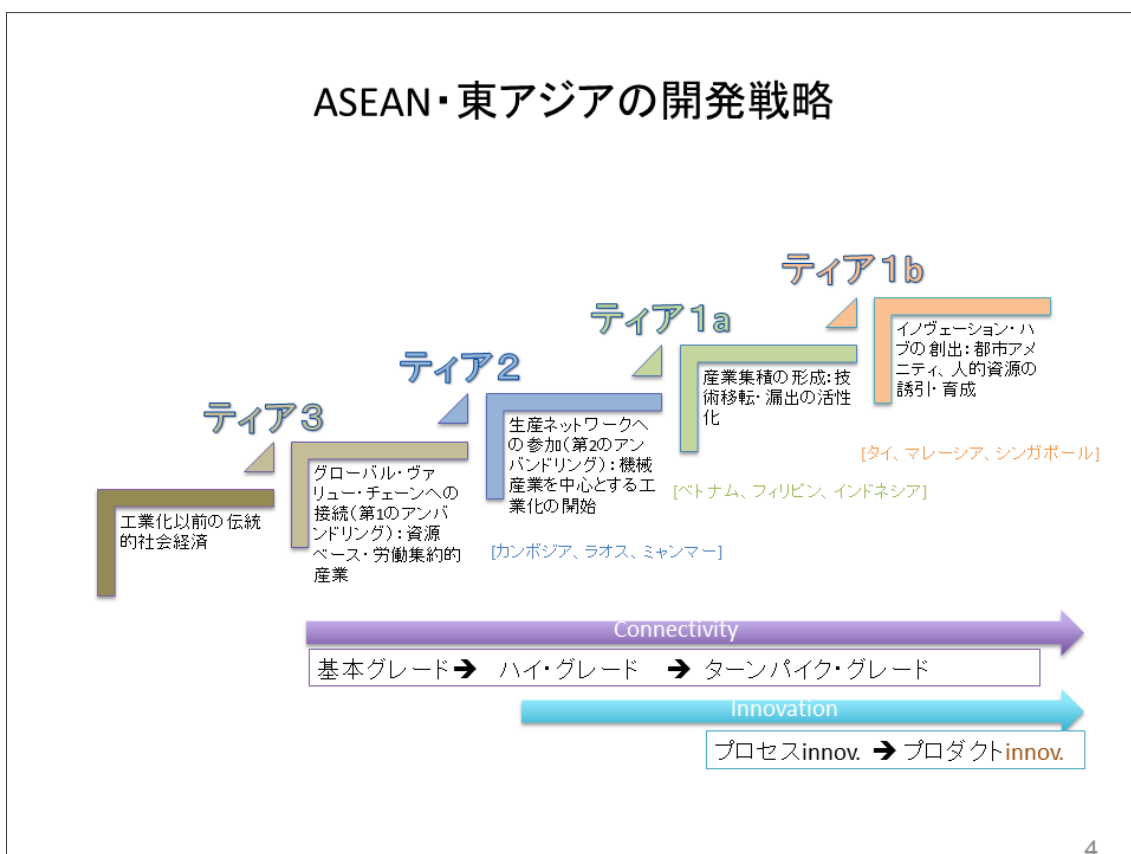
- 生産ネットワークあるいは「第2のアンバンドリング」のメカニズムを積極的に利用する開発モデル。
- それを支えるASEAN経済共同体(AEC)の4つの柱
 - 「単一市場と経済基地」、「競争力ある経済地域」、「公平な経済発展」、「グローバル経済への統合」
 - 4つの柱を支える連結性(connectivity)向上
 - 開発格差の是正の同時達成
 - 地理的開発格差、産業上の開発格差

2

GDP per capita in ASEAN Member States
(in US dollar, nominal prices)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Singapore	38,577	46,570	53,117	54,578	55,980	56,287
Brunei	28,454	32,063	42,431	42,445	44,560	41,424
Malaysia	7,216	8,515	9,962	10,346	10,420	10,784
Thailand	3,947	4,743	5,116	5,391	5,679	5,436
Indonesia	2,359	2,988	3,498	3,564	3,461	3,901
Philippines	1,829	2,127	2,339	2,568	2,707	2,816
Viet Nam	1,232	1,338	1,543	1,755	1,909	2,055
Lao PDR	913	1,079	1,262	1,443	1,613	1,730
Cambodia	735	785	882	952	1,018	1,105
Myanmar	456	686	1,127	1,190	1,209	1,278

Source: ASEAN Secretariat webpage
(<http://www.asean.org/component/zoo/item/macroeconomic-indicators>).



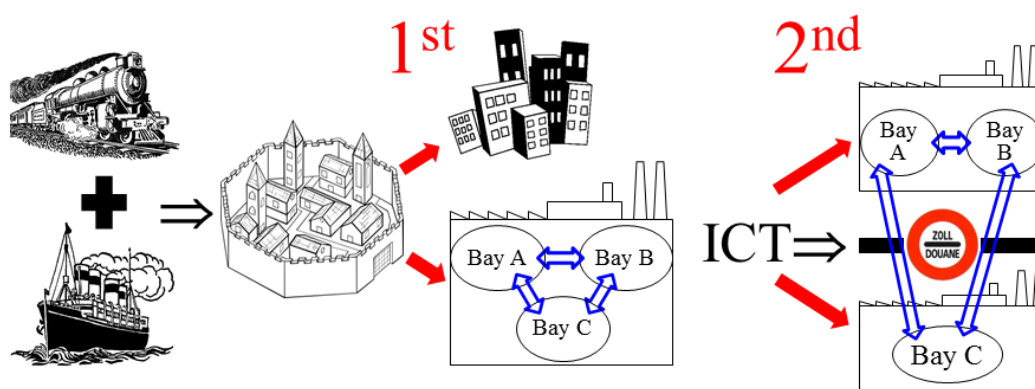
2. 生産ネットワークと産業集積

- 一般的なglobal value chains (GVC)
- 生産ネットワーク
 - フラグメンテーション理論、第2のアンバンドリング
- 産業集積の形成
 - 2次元のフラグメンテーション、空間経済学
- 今後の課題：イノベーション・ハブの創出
 - Urban amenities

5

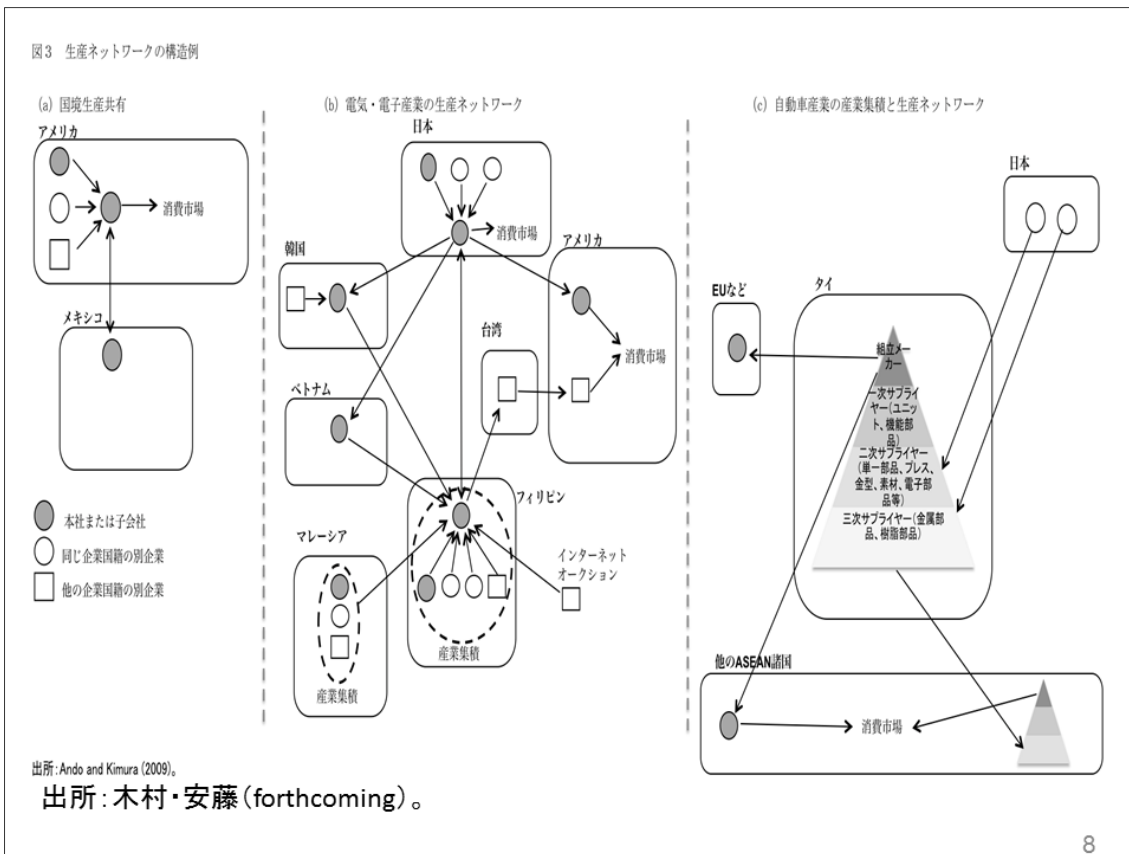
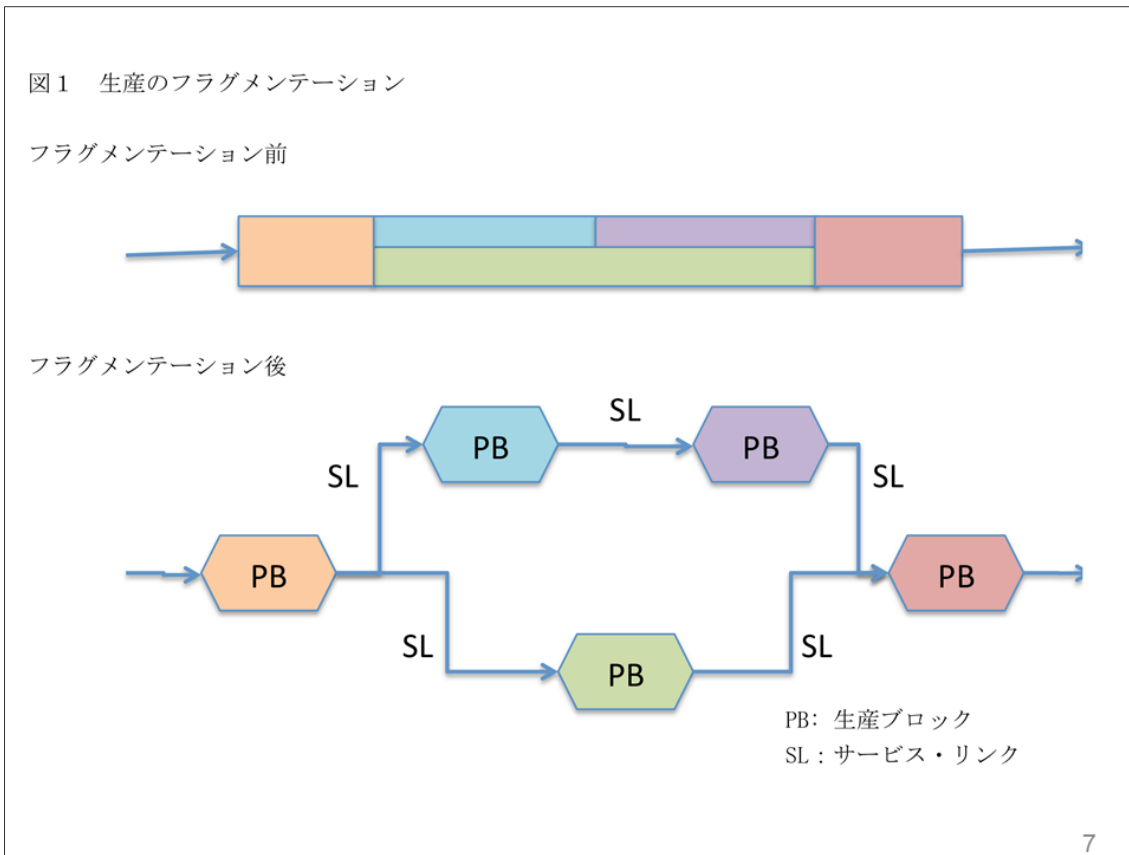
The 2nd Unbundling

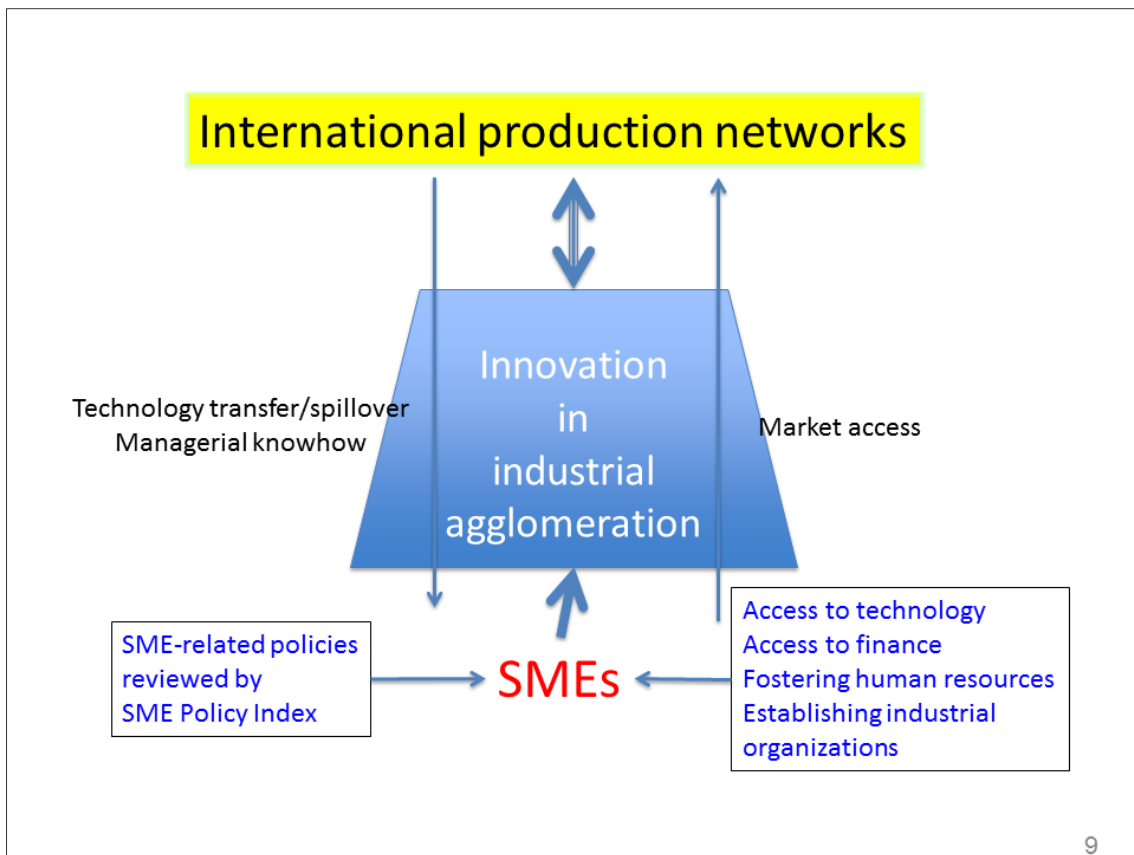
第2のアンバンドリングすなわち生産工程・タスク単位の国際分業は、IT革命によるコーディネーション費用の軽減によって始まった。
製造業における第2のアンバンドリングは東アジアがもっとも進んでいる。



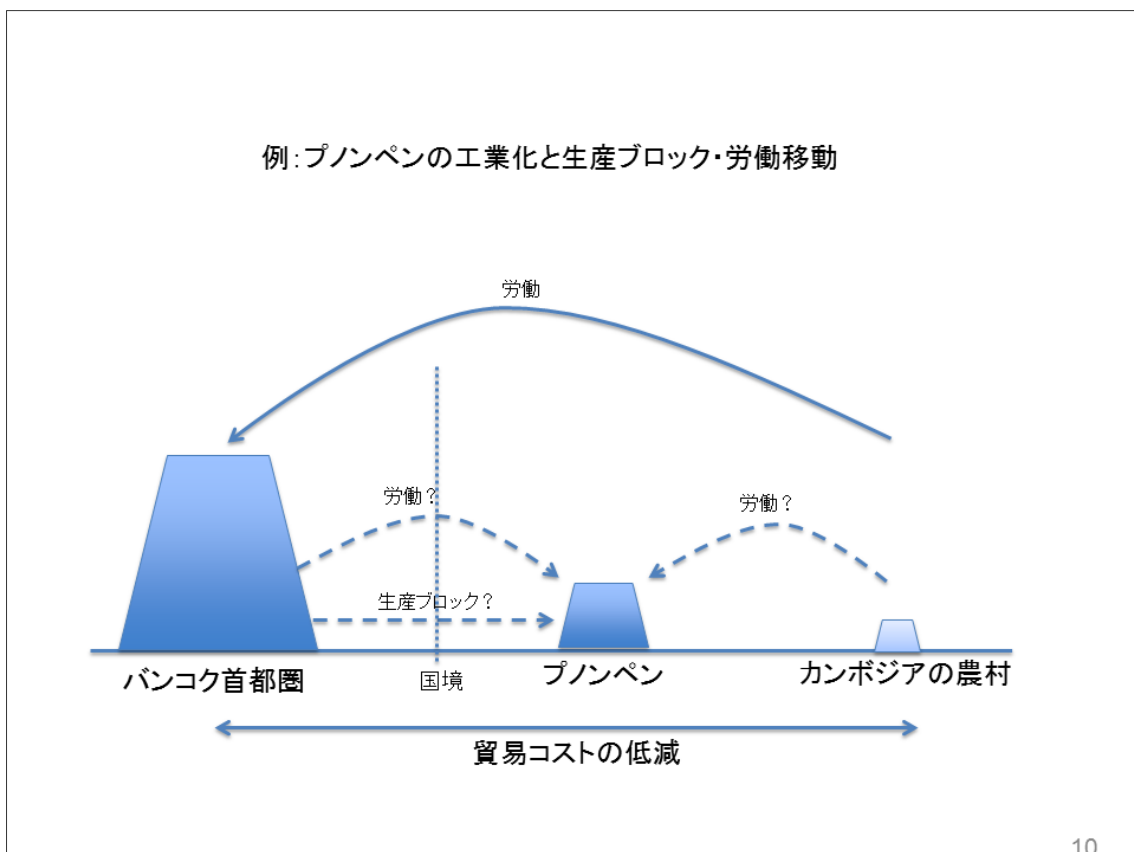
Source: Baldwin (2011).

6

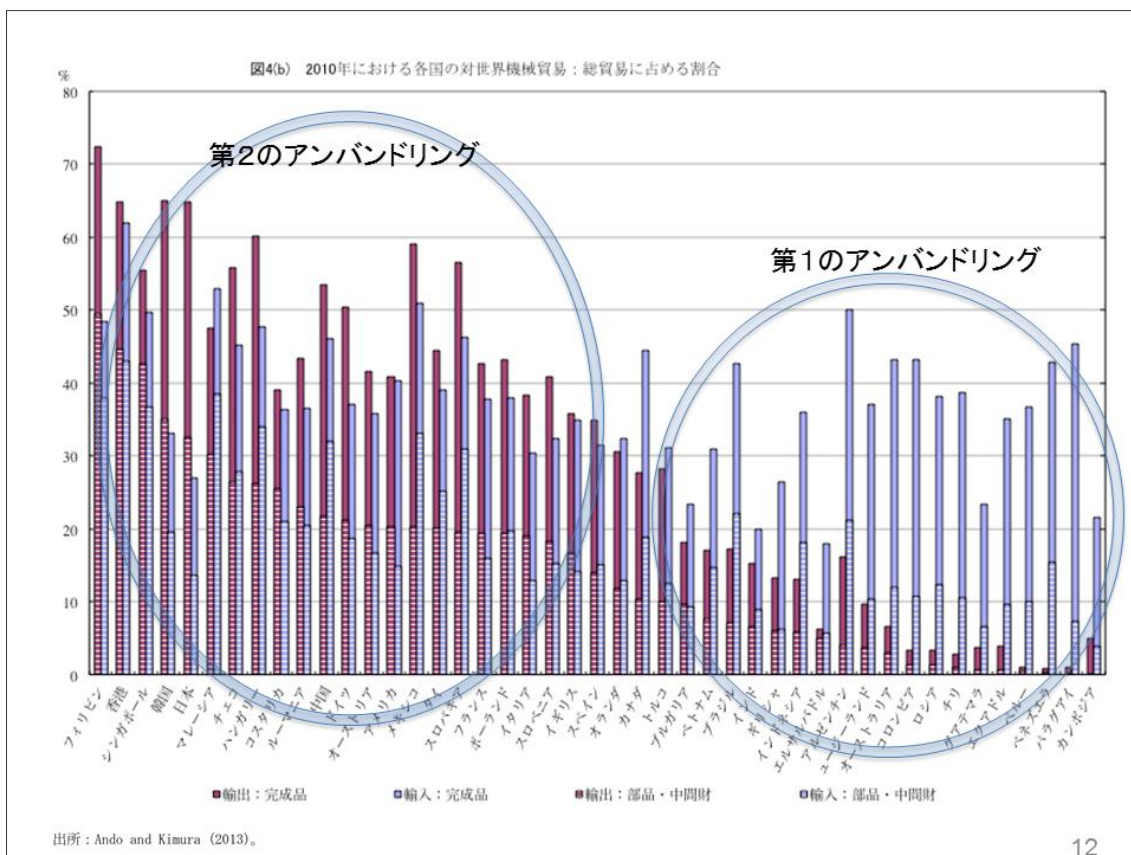
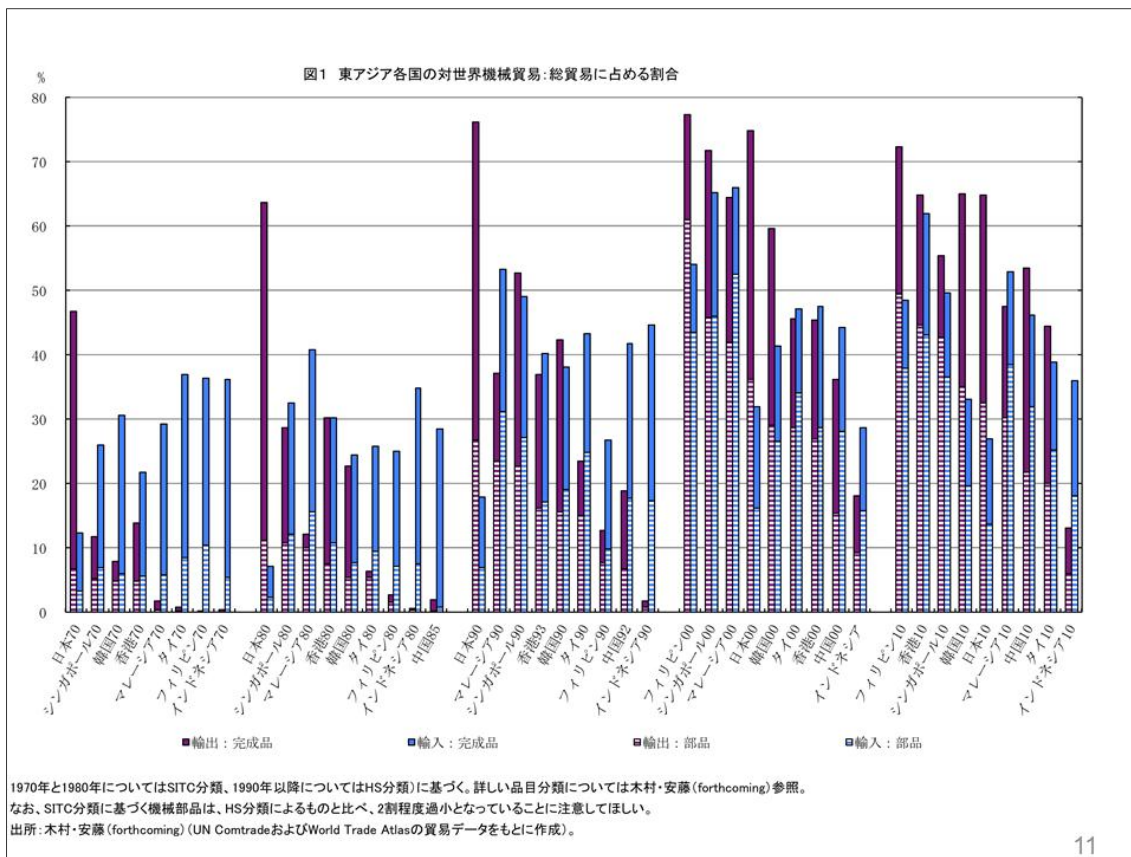


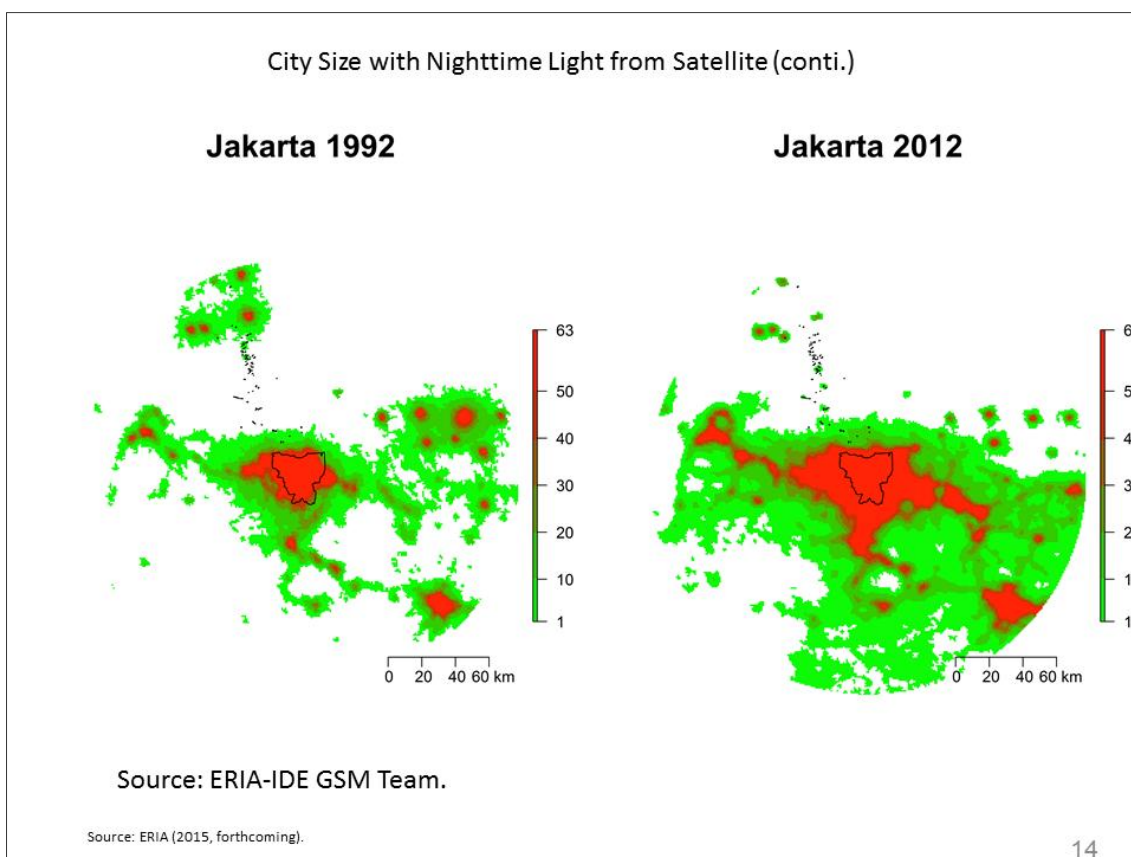
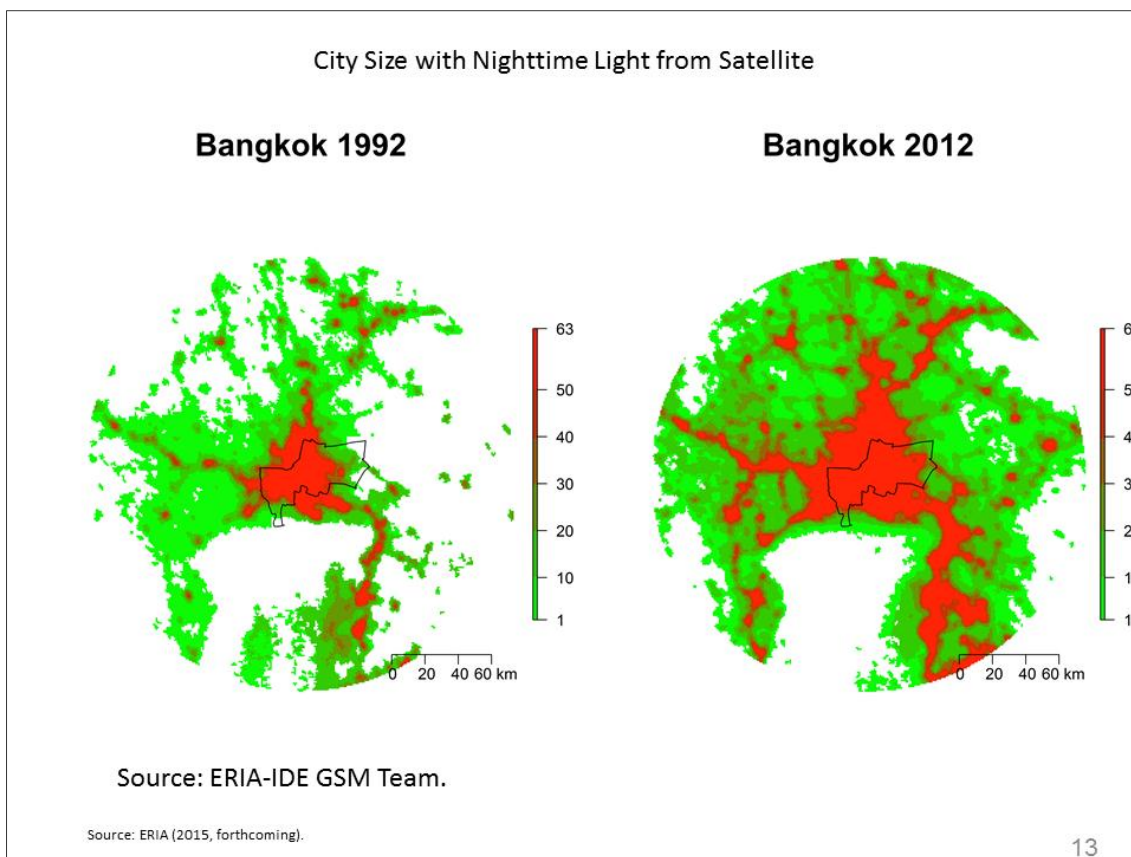


9



10





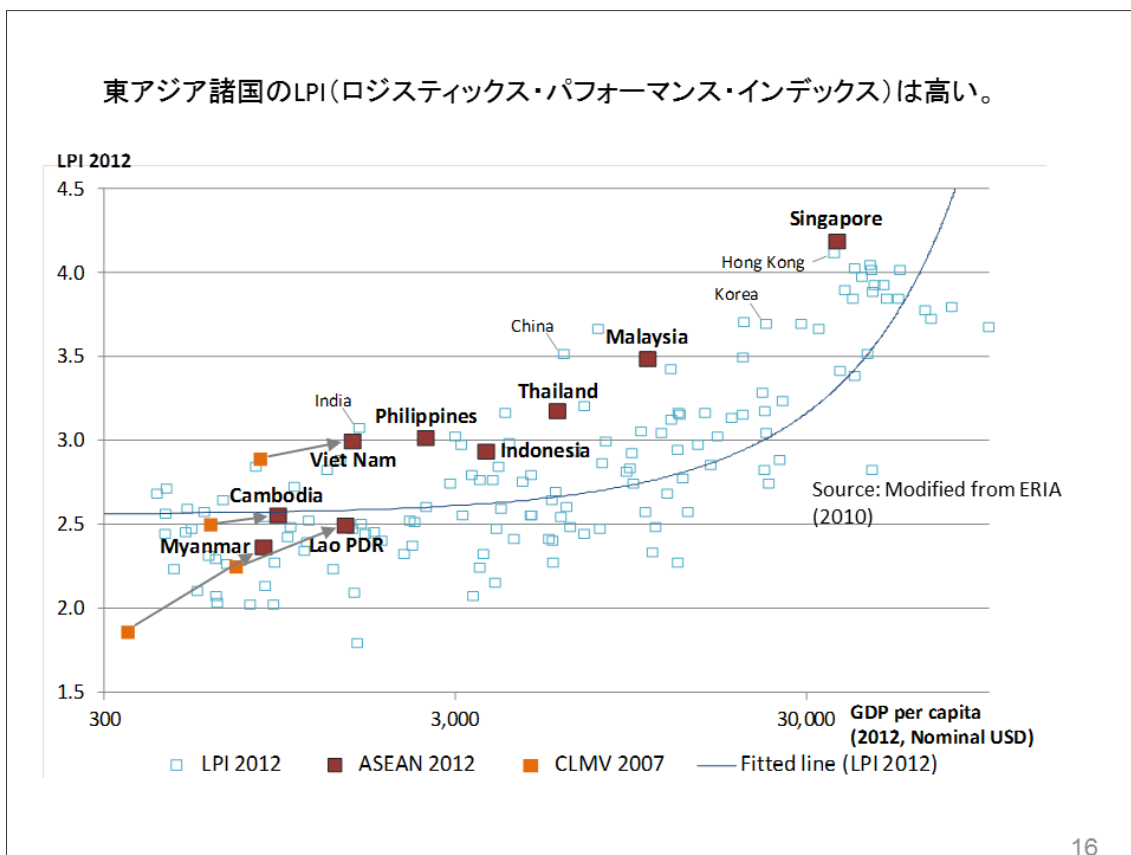
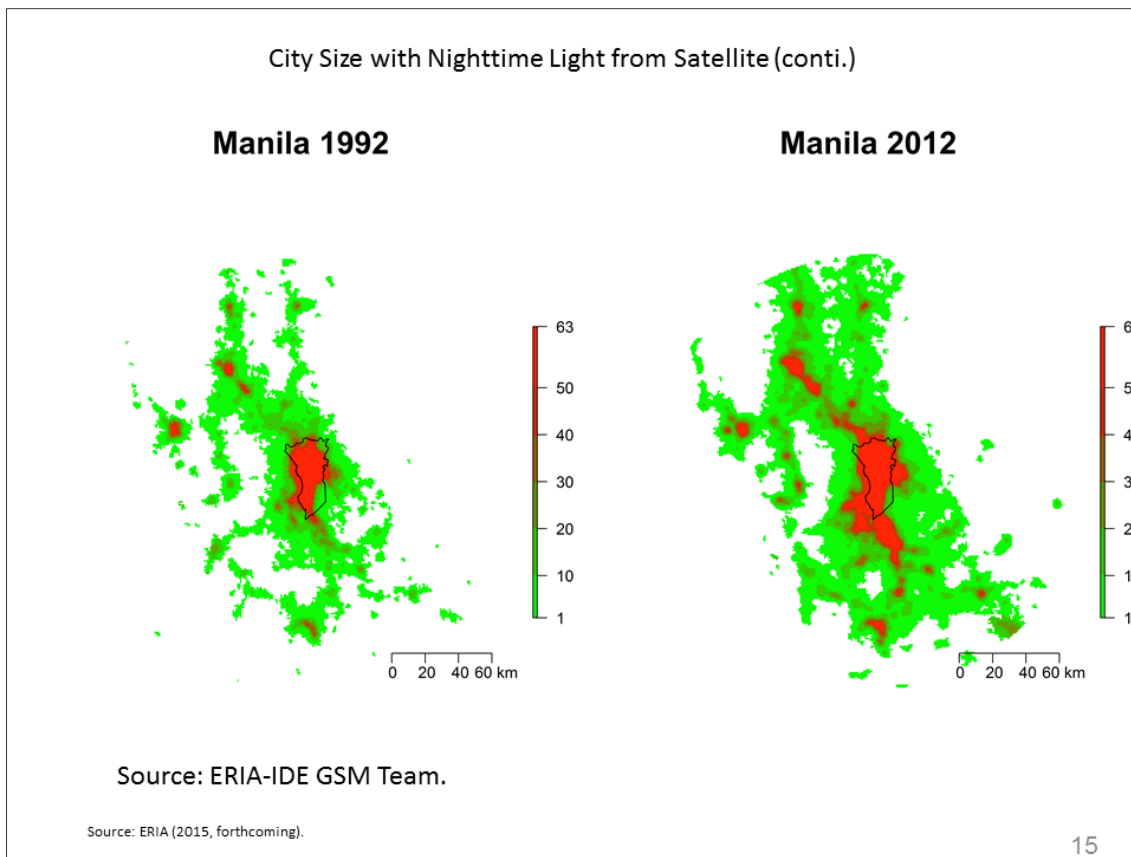
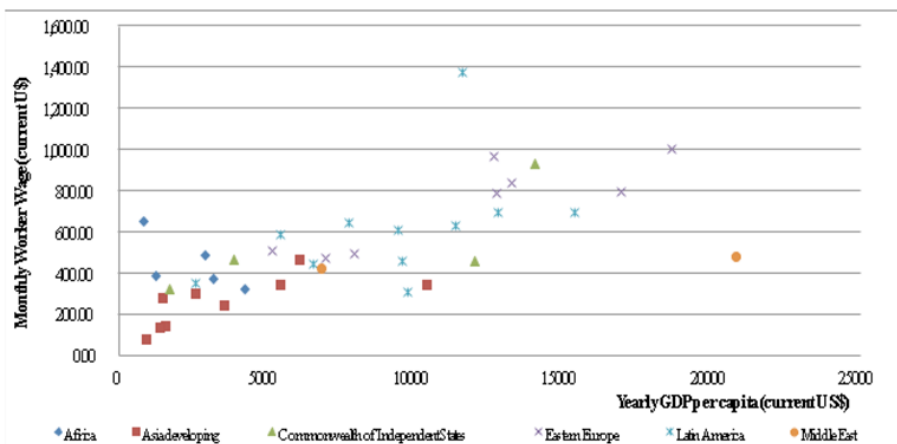


図6 1人当たり所得とワーカーの1月当たり賃金



出所：Chang and Kimura (2014)。

List of the cities per region: Africa – Nairobi (Kenya), Casablanca (Morocco), Abidjan (Ivory Coast), Cairo (Egypt), and Tunis (Tunisia);

Asia developing – Beijing (China), Bangkok (Thailand), Kuala Lumpur (Malaysia), Manila (Philippines), New Delhi (India), Jakarta (Indonesia), Hanoi (Vietnam), Vienciana (Lao), and Phnom Penh (Cambodia);

Commonwealth of Independent States – Moscow (Russia), Kiev (Ukraine), Almaty (Kazakhstan), and Tashkent (Uzbekistan);

Eastern Europe – Prague (Czech Republic), Budapest (Hungary), Zagreb (Croatia), Bratislava (Slovakia), Warsaw (Poland), Belgrado (Serbia), Bucharest (Romania), and Sofia (Bulgaria);

Latin America – Buenos Aires (Argentina), Caracas (Venezuela), Santiago (Chile), Bogota (Colombia), São Paulo (Brazil), San Jose (Costa Rica), Guayaquil (Ecuador), Panama City (Panama), Lima (Peru), La Paz (Bolivia), and Mexico City (Mexico);

Middle East – Riyadh (Saudi Arabia) and Tehran (Iran).

17

3. ASEAN経済共同体(AEC)の進捗

- 情報開示の不足により、その先進性が十分に理解されていない。
 - ERIA: Mid-term Review of AEC Blueprint, Scorecard Projects
- 発展途上国を主体とする経済統合としてはずば抜けた成果を上げている。
- 生産ネットワークあるいは第2のアンバンドリングの拡張・深化(Tier 3, Tier 2、Tier 1aの一部)にプライオリティを置いている。
- 2016年以降は、Tier 1a、Tier 1bにウェイトを移していかなければならない。

18

第2のアンバンドリング活性化のための政策

	ネットワーク構築コストの軽減	サービス・リンク・コストの軽減	生産ブロック内の生産コストの軽減
ハイレベルFTAs	<ul style="list-style-type: none"> 投資自由化 知財保護 競争政策 	<ul style="list-style-type: none"> 関税撤廃 貿易円滑化 運輸サービスの自由化 制度的なコネクティビティの向上 	<ul style="list-style-type: none"> 生産支持型サービス（金融、電気通信、流通、専門家サービスなど）の自由化 投資自由化
開発アジェンダ	<ul style="list-style-type: none"> 投資円滑化・投資促進 	<ul style="list-style-type: none"> 物理的なコネクティビティの向上（ハード・ソフトのロジスティクス・インフラの整備を含む） 経済活動における取引費用の軽減 	<ul style="list-style-type: none"> 電力供給、経済特区等のインフラ・サービス向上 中小企業振興を通じた集積の利益の拡大 イノベーションの強化

19

Substantial Achievements in AEC Measures

- Tariff reduction/elimination
- Trade Facilitation
 - ROOs; NSW
- Investment Liberalization & Facilitation
- Air Transport
- ASEAN + 1 FTAs/RCEP
- Others (mainly cooperation):
 - Agriculture
 - Competition Policy
 - IPR

20

Priority AEC Measures: AEC Measures with heaviest burden for AEC 2015

Priority Measures for 2015

1. Tariffs (*almost done*)
2. NTMs/NTBs
3. Trade Facilitation
4. Services Liberalization
5. Investment Liberalization
6. Investment Facilitation
7. Transport Facilitation

8. IAI
9. SMEs

10. RCEP (negotiations)

Rationale:

Central and foundational elements of ASEAN economic integration and connectivity

Leaders' initiatives for equitable development

"Open regionalism". ASEAN benefits more from East Asia integration

Note: Main policy actions need to be implemented by 2015 but continuing, expanding and deepening efforts beyond 2015

Much of RCEP implementation beyond 2015.

21

AEC Measures Mainly Beyond 2015: the need for "success stories" toward 2015

AEC Measures:

1. Standards and Conformance
2. Financial Integration
3. MRAs on professional services

4. ICT
5. Energy

6. IPR
7. Competition Policy and Consumer Protection

8. Agriculture
9. Others: taxation, etc.

Rationale:

many technical, prudential and regulatory issues; need to be deliberate

many years to finish infrastructure

second generation reforms

mainly long term and continuing initiatives

Note: Each of the AEC measures has priority policy actions to be implemented by 2015.

Objectives: to put more bang into AEC 2015 and to build building blocks for effective implementation of the AEC measures beyond 2015.

22

Institutional Issues: Some Key Recommendations

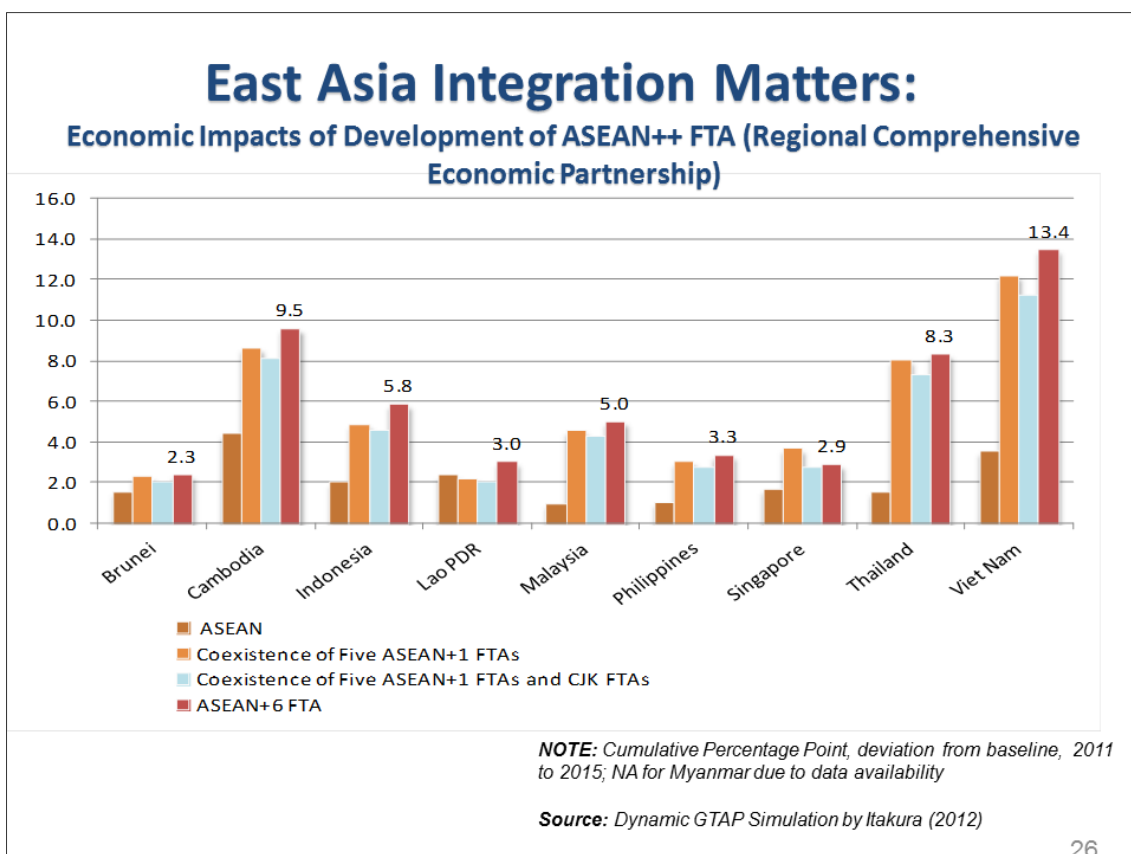
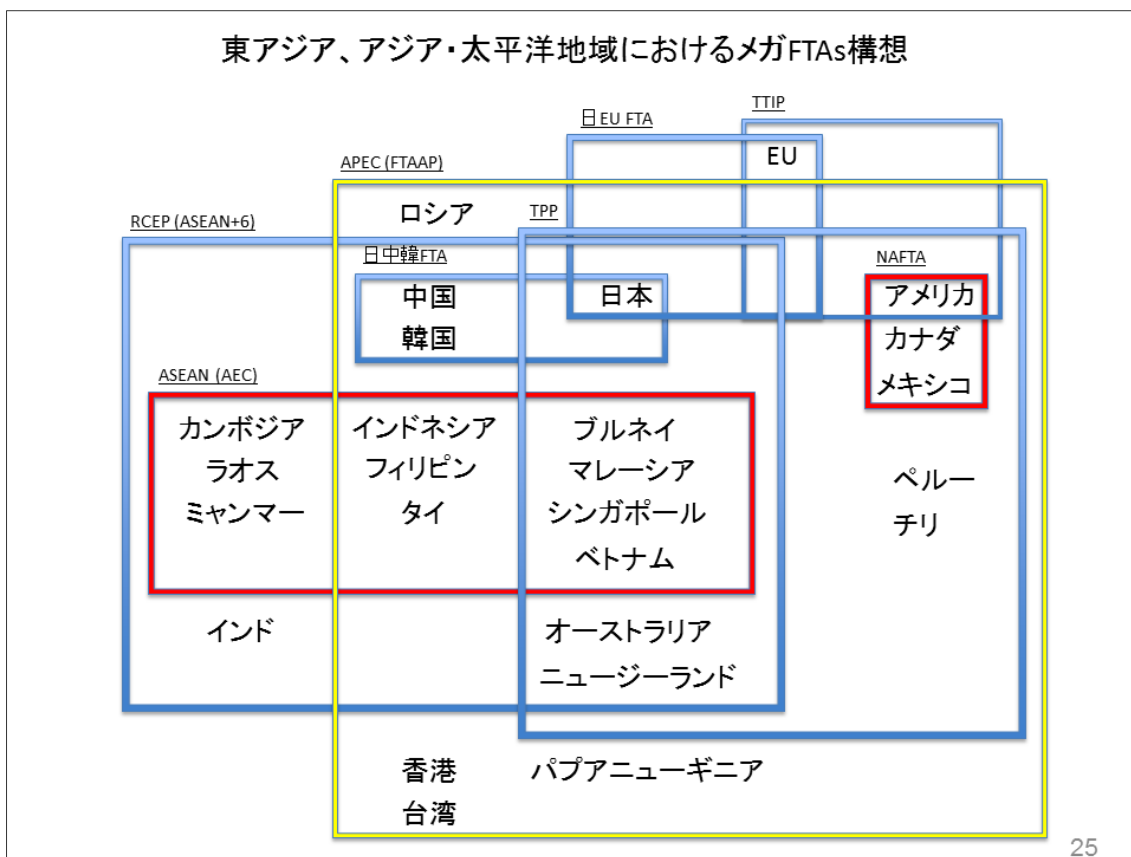
- **Private sector involvement**
 - Embed private sector participation in ASEAN decision
 - Avoid duplication by streamlining public-private dialogue channels
- **Monitoring AEC efforts**
 - Introduce third party monitoring and technical resource by ASEAN Secretariat
 - Strengthen inter-committee coordination and more frequent COW meetings
 - Introduce coordinated track 1.5 mechanism at regional and national levels
- **Dispute settlement mechanisms**
 - Strengthen ACT and/or operationalize EDSM
- **Strengthen ASEAN Secretariat**
 - Higher salary to entice top quality staff
 - More technical staff needed
 - Explore “virtual directorate” of specialists based in AMSs but under DSG for AEC

23

4. メガFTAsとRCEP

- TPP大筋合意
 - 高い水準の自由化
 - 関税、サービス、投資
 - 国際ルール作り
 - 政府調達、基準・認証、知財保護、競争、人の移動、紛争解決など
 - AIIB、一帯一路との関係
 - TPPの求心力(ドミノ効果)
 - 先行するTPP交渉の刺激: 加速・深化、あるいはmarginalization
 - RCEP、TTIP、日EU、...
- RCEP交渉、ASEAN+1 FTAsではなく、ASEAN Economic Community (AEC)をベースとすべき。
 - 関税撤廃、サービス・投資の自由化
- RCEPがTPPよりも潜在的に優れている点
 - Common tariff concession, ROOs, trade facilitation, link with development agenda (logistics and economic infrastructure, SMEs, the formation of industrial agglomerations, and others)
 - Including China and India
- 2015年8月の経済大臣会合で、関税に関しては10年以内に80%の品目について関税を撤廃する方向で合意した模様。インド、中国の協定低質化の圧力に最低限対抗した形。

24



Tariffs – Based on Final Preferential Tariff Rates

Elimination coverage by country under the ASEAN+ FTAs (HS 6-digit Base)

	ASEAN-Korea	ASEAN-China	ASEAN-ANZ	ASEAN-India	ASEAN-Japan	Average	(Excluding AFTA)
SGP	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
BRN	99.2%	98.3%	99.2%	85.3%	97.7%	95.9%	98.6%
MLS	95.5%	93.4%	97.4%	79.8%	94.1%	92.0%	95.1%
THA	95.6%	93.5%	98.9%	78.1%	96.8%	92.6%	96.2%
IDN	91.2%	92.3%	93.7%	48.7%	91.2%	83.4%	92.1%
PHI	99.0%	93.0%	95.1%	80.9%	97.4%	93.1%	96.1%
VTN	89.4%	na	94.8%	79.5%	94.4%	89.5%	92.8%
CAM	97.1%	89.9%	89.1%	88.4%	85.7%	90.0%	90.4%
LAO	90.0%	97.6%	91.9%	80.1%	86.9%	89.3%	91.6%
MYA	92.2%	94.5%	88.1%	76.6%	85.2%	87.3%	90.0%

KOR	90.5%						
CHN		94.1%					
AUS			100.0%				
NZ			100.0%				
IND				78.8%			
JPN					91.9%		
Average	94.5%	94.7%	95.7%	79.6%	92.8%		

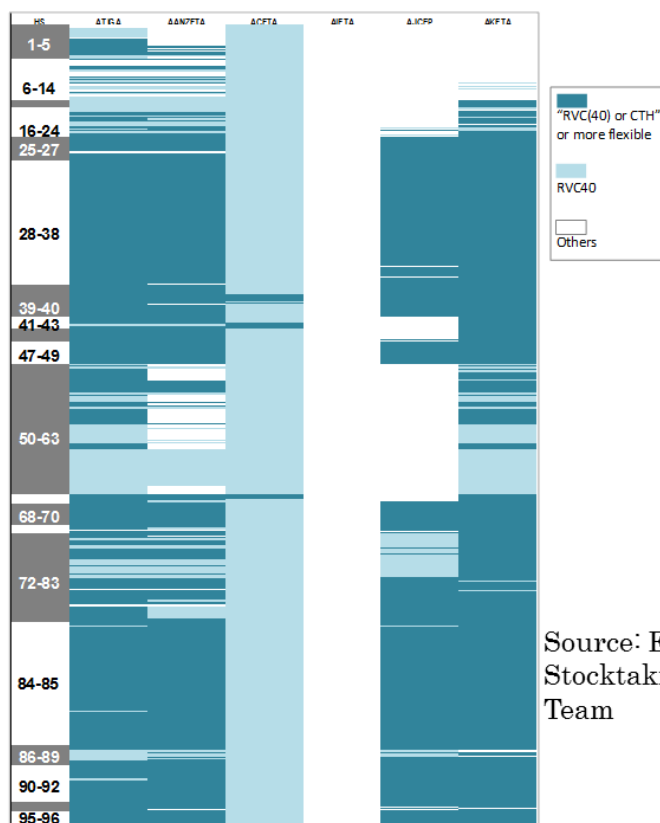
Source: ERIA FTA Stocktaking Study Team

Note: Data on Myanmar under the ASEAN-China FTA is missing for HS01-HS08.

Source: Fukunaga and Kuno (2012).

27

Commonality of ROOs

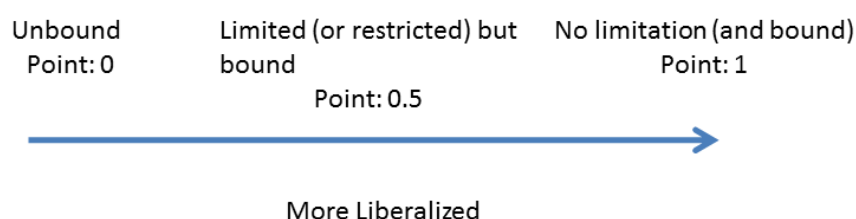


Source: ERIA FTA Stocktaking Study Team

28

Services – Restrictiveness Index

- The service chapters of ASEAN+n adopt a GATS-style reporting
- In each service sector, the four modes times two aspects of liberalization i.e., market access (MA) and national treatment (NT), make eight “cells”, to each of which the existence of limitations is indicated.



29

Level of service liberalization (Hoekman Index, average of all service sectors)

	AFAS(5)	AFAS(7)	AANZFTA	ACFTA	AKFTA
Brunei	0.17	0.23	0.18	0.05	0.08
Cambodia	0.40	0.41	0.51	0.38	0.38
Indonesia	0.18	0.36	0.29	0.09	0.18
Laos	0.09	0.34	0.24	0.02	0.07
Malaysia	0.22	0.34	0.31	0.11	0.20
Myanmar	0.20	0.36	0.26	0.04	0.06
Philippines	0.22	0.33	0.26	0.11	0.17
Singapore	0.28	0.39	0.44	0.30	0.33
Thailand	0.30	0.50	0.36	0.25	NA
Vietnam	0.31	0.38	0.46	0.34	0.32
ASEAN Average	0.24	0.36	0.33	0.17	0.20
Australia			0.52		
New Zealand			0.51		
China				0.28	
Korea					0.31

Note: 1 = fully liberalized, 0 = unbound (government has not committed to liberalize)
Note: Specific Commitment Basis and some Horizontal Commitments

Source: Ishido and Fukunaga (2012).

30

5. 今後の注目点

- 2015年の国際通商政策
 - TPPの大筋妥結
 - AECの一応の完成
 - AIIB、一帯一路等中国のソフト戦略の展開
- ASEANがいかにASEAN Centralityを高次化できるか、それをいかに日本が支援できるか。
- ERIA
 - CADP 2.0
 - ASEAN 50th anniversary

31

参考文献

- Ando, Mitsuyo and Kimura, Fukunari. (2013) "Production Linkage of Asia and Europe via Central and Eastern Europe" *Journal of Economic Integration* Vol.28 No.2, pp.204-240.
- Baldwin, Richard. (2011) "21st Century Regionalism: Filling the Gap between 21st Century Trade and 20th Century Trade Rules." Centre for Economic Policy Research Policy Insight No. 56 (May) (<http://www.cepr.org>).
- Chang, Mateus Silva and Kimura, Fukunari. (2014) "The Evolution of Production Networks in Machinery Industries." mimeo.
- Economic Research Institute for ASEAN and East Asia (ERIA). (2015, forthcoming) *Comprehensive Asia Development Plan (CADP) 2.0*. Jakarta: ERIA.
- Fukunaga, Yoshifumi and Kuno, Arata. (2012) "Toward a Consolidated Preferential Tariff Structure in East Asia: Going beyond ASEAN+1 FTAs" (<http://www.eria.org/ERIA-PB-2012-03.pdf>).
- Ishido, Hikari and Fukunaga, Yoshifumi. (2012) "Liberalization of Trade in Services: Toward a Harmonized ASEAN++ FTA" (<http://www.eria.org/ERIA-PB-2012-02.pdf>).
- 木村福成、安藤光代 (forthcoming) 「多国籍企業の生産ネットワーク: 新しい形の国際分業の諸相と実態」。木村福成、椋寛編『国際経済学のフロンティア: グローバリゼーションの拡大と対外経済政策』、東京大学出版会。

32

一橋大学・日本政策投資銀行共同シンポジウム 2015/11/13

東南アジアの銀行業 — 変遷と展望 —



奥田 英信(一橋大学)



一橋大学・日本政策投資銀行共同シンポジウム 2015/11/13

構成

第1節 東南アジア金融システムの変遷

第2節 東南アジア銀行業の新展開

第3節 東南アジア銀行業の現状

第4節 これからの金融システムを巡って

一橋大学 HIYOSUBASHI UNIVERSITY		一橋大学・日本政策投資銀行共同シンポジウム 2015/11/13		
第1節 東南アジア銀行業の変遷				
	1960	1970	1980	
マクロ・バランス	投資>貯蓄 ドルペッグ			
開発政策	政府支援の工業化 輸入代替		民間主導(外資活用) 輸出指向	
生産構造	農業	軽工業	産業構造高度化	
金融システム	銀行 規制された金融		銀行・株式市場 金融自由化	
銀行	地場銀行の育成 外銀のシェア低下	地場銀行の育成	地場銀行の保護	
金融のニーズ	商業金融	商業金融 工業化資金		
金融の供給	外銀:対外取引、他 地場銀:地場商業 政府系:農村・工業化	地場銀:地場商業 外銀:対外取引 政府系:農村・工業化	地場銀:商業・他 外銀:外資系 (政府系:農村)	

3

一橋大学 HIYOSUBASHI UNIVERSITY		一橋大学・日本政策投資銀行共同シンポジウム 2015/11/13		
第1節 東南アジア銀行業の変遷(続き)				
	1990	2000	2015	
マクロ・バランス	投資>貯蓄 ドルペッグ	貯蓄>投資 伸縮的相場		
開発政策	輸出主導成長	輸出主導成長		
生産構造	組み立て 生産基地	現地化 消費市場		
金融システム	規制緩和 銀行自由化	制度改革 債券市場整備		
銀行	外銀と分断	外銀の本格進出 競合と補完		
金融のニーズ	産業構造高度化 金融資産・家計金融	産業構造高度化 インフラ・工業化資金		
金融の供給	外銀:対外取引、他 地場銀:地場商業 政府系:農村・工業化	地場銀:地場商業 外銀:対外取引 政府系:農村・工業化		

4

第2節 東南アジア銀行業の新展開

2.1 マクロ資金バランスの変化

①資産蓄積

東南アジア各国は、就業人口比率増加と一人当たり所得上昇の相乗効果で、国内需要が拡大し資産蓄積が進む。マクロ資金バランスは黒字化の傾向が続く。

②資金需要面

資金需要面では、消費需要、住宅投資資金需要が拡大。資金供給面では、資産の多様化、年金・保険市場が拡大。

③インフラ投資

一方で、急速な経済成長を維持するために、インフラ投資は今後とも拡大が見込まれ、長期投資資金の調達が不可欠。

5

第2節 アジア金融システムの新展開

2.2 内需重視＝現地化型発展

①グローバル・インバランス

アジア諸国は、先進諸国への輸出によって成長を加速。経常収支の黒字化、外貨準備の拡大(＝バッファー機能)、先進諸国への資金還流(＝購買力移転)を実現。サブプライム・ショック、サブプライム・ショック後の欧米諸国の景気低迷は、従来の成長パターンの変化を迫る？

②国内市場拡大

国内市場(中間層)が拡大し、成長のパターンがより国内市場を指向つつある。今後のアジア諸国の成長では、内需がより主導的な役割を担う経済発展に転換することが望ましい(可能？)。

③生産構造の変化

2000年代の半ば以降、リーディング産業は引き続き外資系企業が担うものの、拡大した国内市場を狙った外国投資が徐々に増えてきている。2000年代以降は、部品や素材についても相当に、現地化比率は高まっている。

6

一橋大学
HITOTSUBASHI UNIVERSITY

一橋大学・日本政策投資銀行共同シンポジウム 2015/11/13

第3節 東南アジア銀行業の現状

3.1 現地金融システムの変化

- ①強化された安定性
 - マクロ政策
 - 金融規制
 - 企業改革
- ②銀行
 - 依然として銀行中心の金融システム
- ③証券(債券)市場
 - 見方は分かれる
 - 国公債が発行の中心(社債は未だ不十分?)

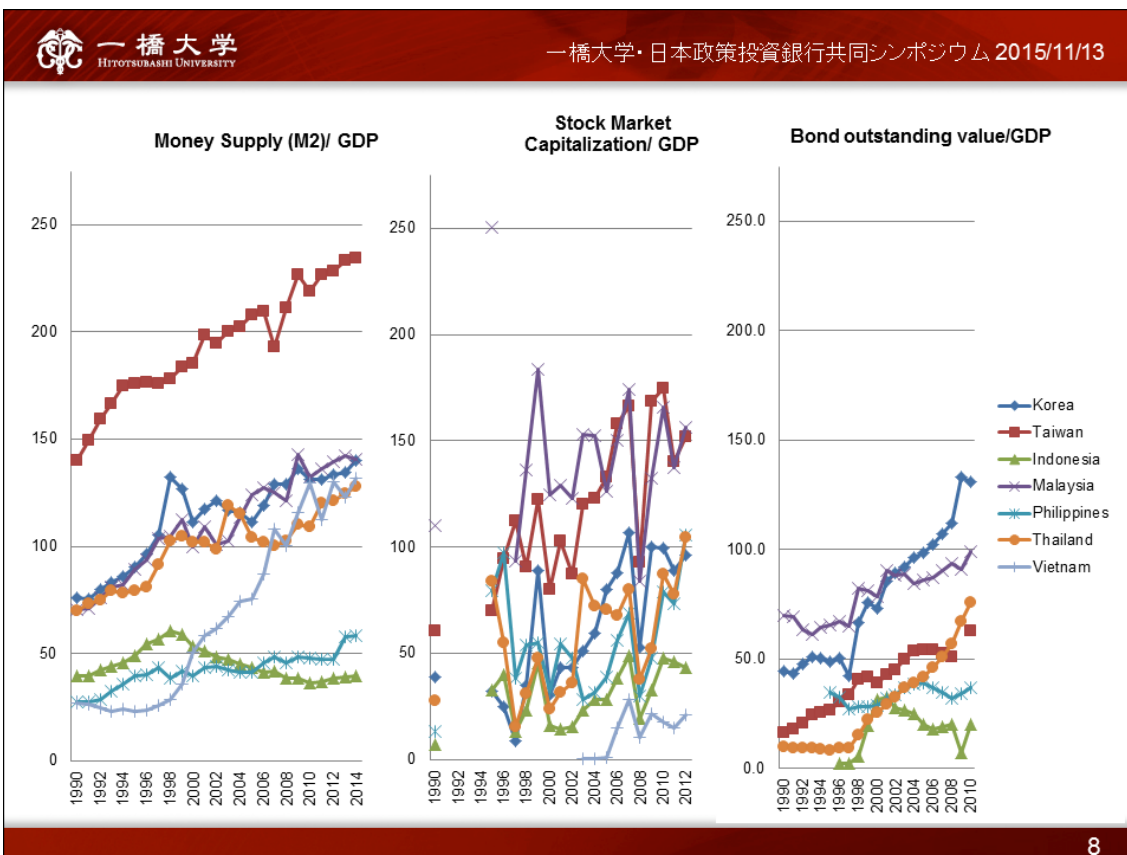
3.2 我が国金融機関の進出の意義

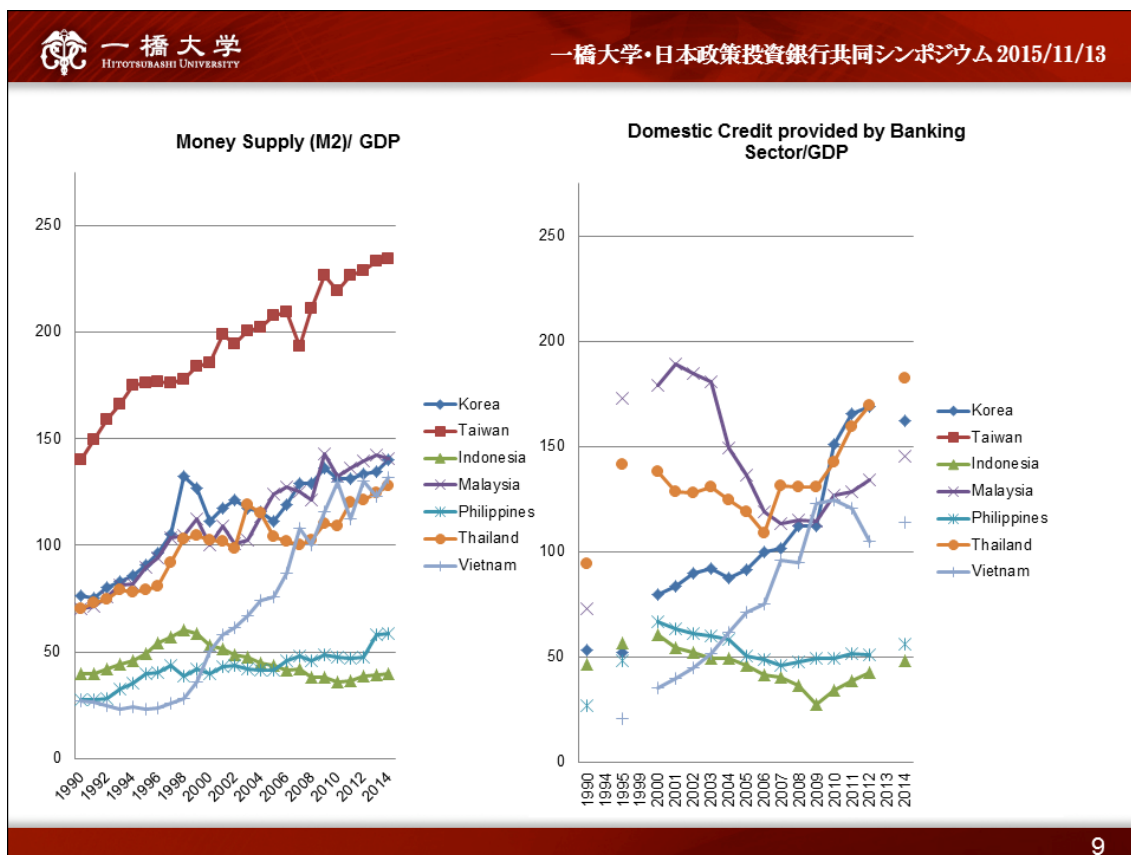
- ①メガバンク
- ②証券会社・保険会社
- ③地銀

}

分断された市場の統合: 情報・資金・サービスの結合

7






一橋大学 HITOTSUBASHI UNIVERSITY 一橋大学・日本政策投資銀行共同シンポジウム 2015/11/13

第4節 東南アジア銀行業の展望

4.1 論点1: 銀行間の競争と補完

- ① 地場銀行大手
 - 資金力: 各国で上位2-3行
 - 技術: 比較的熱心にキャッチアップ
 - 情報: 域内諸国にも進出。自国企業向けと華人ネットワーク。
- ② 地場銀行非大手
 - 資金力: 地場の中堅行
 - 情報: 自国企業向け
- ③ グローバル外銀
 - 資金力: 欧米系のグローバル銀行
 - 技術: ニーズに対応
 - 情報: グローバルなネットワーク
- ④ マイクロ・ファイナンス
 - 資金力: 商業銀行と類似の行動を執るものも。
銀行自体がMFを行う場合も。
 - 情報: 独自性

10


一橋大学
HITOTSUBASHI UNIVERSITY
一橋大学・日本政策投資銀行共同シンポジウム 2015/11/13

第4節 これからの金融システムを巡って(続き)

4.2 論点2: 銀行と証券市場の競争と補完

①銀行借入
 負債性資金／長期・短期資金
 相対取引(非市場性資金)
 モニタリング機能が強い／再交渉問題の長・短所
 スクリーニングの長所と短所(代理人機能)

②株式発行
 非負債性資金／長期性資金
 市場性資金(多数対多数)
 モニタリング機能が弱い
 スクリーニングの長所と短所(代理人機能)

③社債発行
 負債性資金／主に長期性資金
 市場性資金(多数対多数)
 モニタリング機能が弱い／再交渉問題の長・短所
 スクリーニングの長所と短所(代理人機能)


}

中小企業

大企業

公企業・インフラ

11


一橋大学
HITOTSUBASHI UNIVERSITY
一橋大学・日本政策投資銀行共同シンポジウム 2015/11/13

第4節 これからの金融システムを巡って(続き)

4.3 論点3: 社会的・制度的な要素

①ビジネスグループ(コングロマリット)
 経営資源の節約
 多角化の利益
 外生的なショックへの強さ
 集団的な懲罰(対抗力)
 情報の共有

②華人系などネットワーク
 情報の共有
 外生的なショックへの強さ
 集団的な懲罰(対抗力)

③外資系企業
 経営資源の節約
 外生的なショックへの強さ
 情報の共有

}

内部資本市場 →

→

銀行借入？

株式・社債発行？

上場の選択？

資本構成？

12

ご清聴ありがとうございました。

コーポレート・ガバナンスからみる東アジア — ファミリービジネスに焦点を当てて —

2015年11月13日

一橋大学・設備投資研究所
共同シンポジウム

一橋大学大学院商学研究科
花崎正晴



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

「一橋・設研シンボ」資料

ファミリービジネスとは



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

東アジアにおけるファミリービジネス

韓国：サムソン、現代自動車、SK、LG

台湾：台湾プラスチック、國泰、鴻海

タイ：チャロン・ポカパン（CP）グループ、サイアム・セメントグループ

マレーシア：ゲンティン・グループ、ホンリョン・グループ

「一橋・設研シンポ」資料

東アジアにおけるファミリービジネス



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

東アジアにおける家族支配型企業と企業グループ

(単位: 百万ドル %)

企業名	グループ名	国および地域	時価総額	売上高	税引後利益	ROE
SAMSUNG ELECTRONICS	Samsung	韓国	44,188	33,592	5,847	29.0
TAIWAN SEMICONDUCTOR MFG.	TSMC	台湾	28,713	4,639	623	7.6
SK TELECOM	SK	韓国	13,343	7,159	1,253	27.3
UNITED MICROELECTRONICS	United Microelectronics	台湾	9,722	1,943	204	3.3
CATHAY FINANCIAL HOLDINGS	Cathay	香港	9,696	NA	377	13.1
HON HAI PRECISION INDUSTRIES	Hon Hai	台湾	6,903	7,061	487	24.3
FUBON FINANCIAL HOLDING	Fubon	台湾	6,475	NA	271	6.8
NAN YA PLASTIC	Formosa	台湾	6,465	2,987	398	10.0
HYUNDAI MOTOR	Hyundai Motor	韓国	5,992	21,838	1,197	13.8
FORMOSA PLASTICS	Formosa	台湾	5,946	1,894	285	10.2
LG ELECTRONICS	LG	韓国	4,971	11,530	231	12.3
QUANTA COMPUTER	Quanta	台湾	4,931	4,135	313	22.5
ASUSTEK COMPUTER	Asustek	台湾	4,666	2,435	289	15.1
FORMOSA CHEMICALS&FIBRE	Formosa	台湾	4,494	2,511	316	11.2
CHINATRUST FINANCIAL HOLDINGS	China Trust	台湾	3,869	NA	190	8.3
MAXIS COMMUNICATIONS	T.Ananda Krishnan	マレーシア	3,709	992	250	31.2
ADVANCED INFO SERVICE	Shinnawatra	タイ	3,551	1,949	274	22.4

3

(単位: 百万ドル、%)

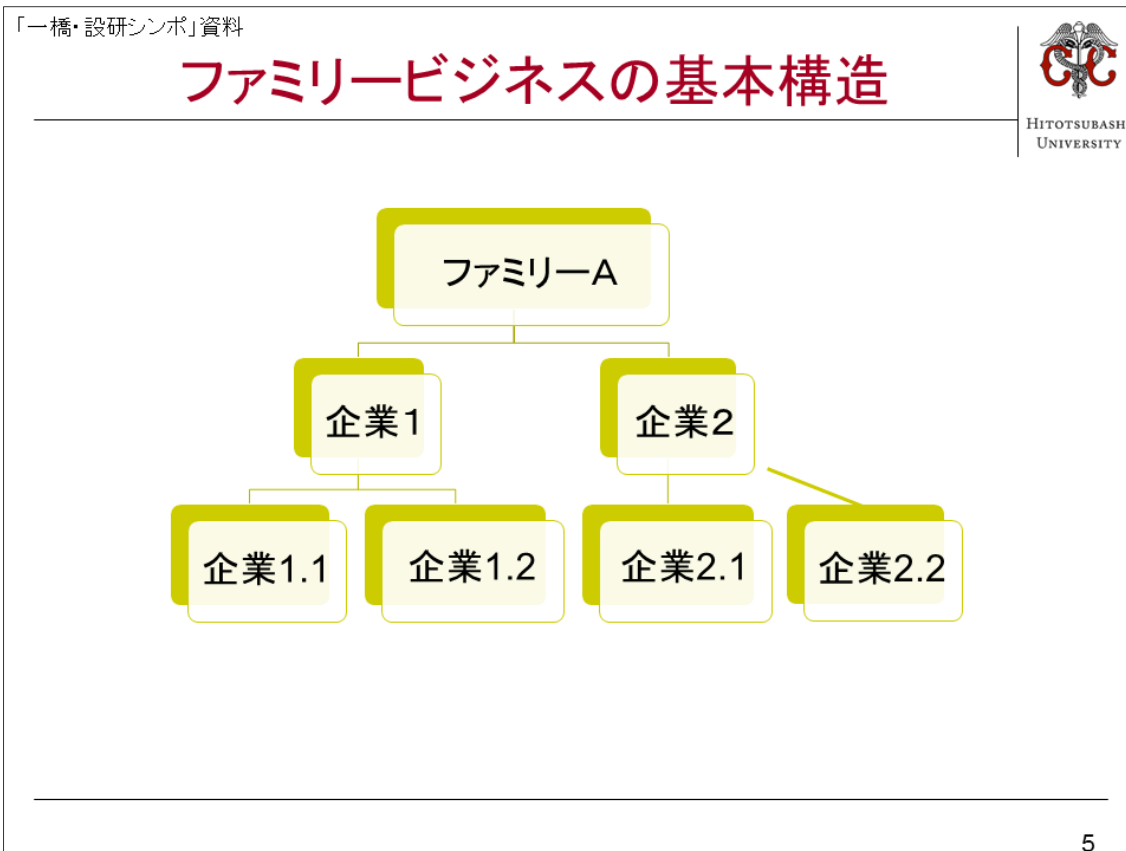
企業名	グループ名	国および地域	時価総額	売上高	税引後利益	ROE
TAIWAN CELLULAR	Pacific Electric Wire&Cable	台湾	3,231	1,328	430	23.3
PUBLIC BANK	The Hiong Piew	マレーシア	3,127	NA	203	11.3
SAMSUNG SDI	Samsung	韓国	3,036	3,797	486	18.3
COMPAL ELECTRONICS	Kinpo	台湾	2,922	3,356	228	16.9
SAMSUNG FIRE&MARINE INSURANCE	Samsung	韓国	2,756	3,393	228	15.7
KIA MOTORS	Hyundai Motor	韓国	2,722	11,655	532	15.7
SIAM COMMERCIAL BANK	Crown Property Bureau	タイ	2,652	NA	-299	NEG
LG CHEM	LG	韓国	2,451	4,505	286	24.4
RESORTS WORLD	Lim Gog Tong	マレーシア	2,528	732	169	16.8
SHINSEGAE	Shinsegae	韓国	2,517	5,169	204	17.8
AU OPTRONICS	Benq	台湾	2,504	2,176	174	7.7
GENTING	Lim Goh Tong	マレーシア	2,484	930	200	11.8
GUDANG GARAM	Gudang Garam	インドネシア	2,315	2,520	251	20.2
SAMSUNG ELECTRO-MECHANICS	Samsung	韓国	2,259	2,724	173	11.2
CHINA MOTOR(CMC)	Yulon	台湾	2,243	1,578	168	16.2
ACER	Acer	台湾	2,127	1,214	248	7.8
WINBOND ELECTRONICS	Walsin	台湾	2,117	925	-121	NEG
YULON MOTOR	Yulon	台湾	2,114	1,019	157	13.3
NANYA TECHNOLOGY	Formosa	台湾	2,090	857	67	NEG
HM SAMPOERNA	Sampoerna	インドネシア	2,085	1,821	201	31.6
BANGKOK BANK	Sophonpanich	タイ	2,003	NA	150	11.3
BENQ	Benq	台湾	1,981	2,687	213	17.9
HYUNDAI MOBIS	Hyundai Motor	韓国	1,967	3,428	334	29.1
LITE-ON TECHNOLOGY	liteon	台湾	1,942	1,420	148	12.5
KASIKORN BANK	Lamsam	タイ	1,902	NA	160	19.1

注) 時価総額は2003年5月末時点、収益指標は2002年時点。

NA: データなし、NEG: リターンがマイナス

出所) Business Week's The Top 200 Emerging-Market Companies (2003年7月14日号) (ほか)

4



「一橋・設研シンボ」資料

HITOTSUBASHI UNIVERSITY

ピラミッド型の所有構造 (pyramid ownership structure)
グループ企業間での株式の相互持合 (cross-shareholdings)

企業の表面的あるいは直接的な所有構造 (immediate ownership structure)
↑↓
企業の究極的な所有構造 (ultimate ownership structure)

6

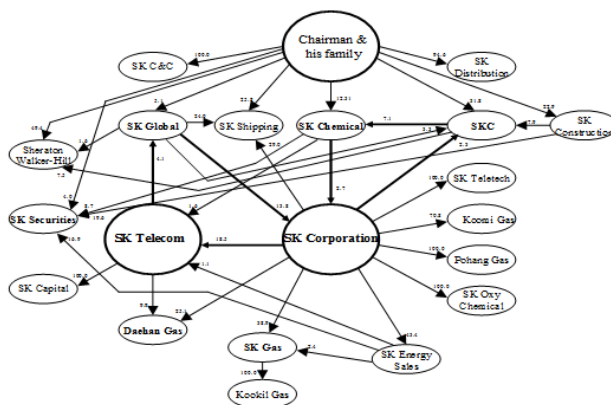
「一橋・設研シンボ」資料

韓国財閥(chebol)企業の具体例



HITOTSUBASHI UNIVERSITY

SKグループの所有構造



7

「一橋・設研シンボ」資料

東アジア企業の所有構造



HITOTSUBASHI UNIVERSITY


東アジアにおける企業支配構造 (単位:%)

	企業数	分散所有	家族支配	国営	分散所有の 金融機関	分散所有の 非金融法人
10% cutoff						
香港	330	0.6	64.7	3.7	7.1	23.9
インドネシア	178	0.6	66.6	10.2	3.8	16.8
日本	1,240	42.0	13.1	1.1	38.5	5.3
韓国	345	14.3	67.9	5.1	3.5	9.2
マレーシア	238	1.0	57.5	18.2	12.1	11.2
フィリピン	120	1.7	42.1	3.6	16.8	35.9
シンガポール	221	1.4	52.0	23.6	10.8	12.2
台湾	141	2.9	65.6	3.0	10.4	18.1
タイ	167	2.2	56.5	7.5	12.8	21.1
20% cutoff						
香港	330	7.0	66.7	1.4	5.2	19.8
インドネシア	178	5.1	71.5	8.2	2.0	13.2
日本	1,240	79.8	9.7	0.8	6.5	3.2
韓国	345	43.2	48.4	1.6	0.7	6.1
マレーシア	238	10.3	67.2	13.4	2.3	6.7
フィリピン	120	19.2	44.6	2.1	7.5	26.7
シンガポール	221	5.4	55.4	23.5	4.1	11.5
台湾	141	26.2	48.2	2.8	5.3	17.4
タイ	167	6.6	61.6	8.0	8.6	15.3

注) 各国および地域の企業の1996年(または、その近傍)時点での所有構造をもとに、それぞれの支配構造を明らかにし、5形態に分類したものである。
10% (20%) cutoffとは、支配構造を特定化する際の voting rights (議決権) の最低水準が、10% (または20%) であることを意味する。
出所) Claessens, Djankov, and Lang (2000)

8

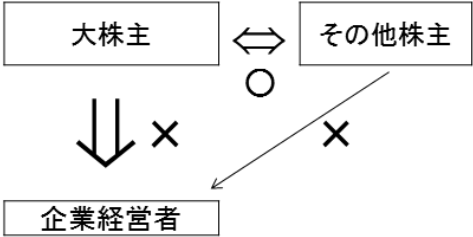
「一橋・設研シンボ」資料



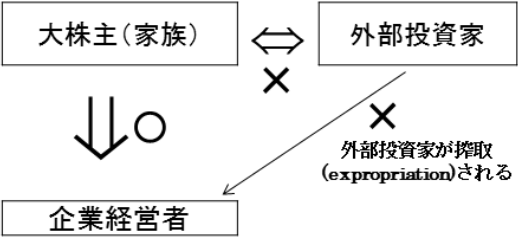
HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

コーポレート・ガバナンス問題の比較

1. 非ファミリー・ビジネスの場合




2. ファミリー・ビジネスの場合



9

「一橋・設研シンボ」資料



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

搾取(expropriation)の具体的メカニズム

1. ファミリーが企業グループを実質的に支配している場合には、グループに属するそれぞれの企業の経営状態を勘案しつつ、ある企業には不利益となるが別の企業には利益が出るようにグループ内の企業間の取引を作為的に設定するかもしれない。(移転価格の操作)。このようなグループ内企業間の取引の対象としては、自社の生産物に加えて、土地、建物、機械等の固定資産や現預金および有価証券などに及ぶ可能性あり。

銀行預金：Bangkok Bank of Commerceの経営者が、支配下にあるオフショア会社に銀行の資金を移転
 株式：United Engineers Malaysiaが財務危機に陥った親会社Renongの株式を救済目的により高値で取得。

10

「一橋・設研シンボ」資料

搾取(expropriation)の具体的メカニズム



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

2. ファミリービジネスでは、しばしば最高経営責任者が、そのファミリーから送り込まれている。その経営者がperksという形で、ファミリーや自分自身の利得(private benefits)を高めるために行動するかもしれない。
3. 新株発行に伴うファミリーへの割当
4. 明白な窃盗
5. 不正会計を通じた搾取

11

「一橋・設研シンボ」資料

アジア危機とコーポレート・ガバナンス



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

World Bank(1993)によれば、東アジア地域は、長期に渡って奇跡的ともいえる経済発展を成し遂げてきており、将来的にも確固たる発展が持続。

1997年7月のタイ・バーツの危機を発端として、通貨危機が東アジア諸国に蔓延。

12



マクロ経済学的あるいは国際金融論的アプローチ 経済のファンダメンタルズの悪化、対外債務の累増、投 機資金の役割

コーポレート・ガバナンスに基づくアプローチ weak corporate governance

- 外部投資家保護という制度的側面に焦点を当てるもの。
- ファミリービジネスという企業の所有構造の特色に着目するもの。

投資家保護の意義



株主の権利: 企業収益に見合った配当を受け取る権利、株主総会への出席、株主総会での議案の提出、取締役の選出、取締役の経営責任を追及するための訴訟(株主代表訴訟)、株式の売買などの判断を下すための情報の取得など。

債権者の権利: 債務者に対して債務の履行を請求することができるが、債務者が任意に債務を履行しないときには、裁判所に訴えて強制的に履行させることができる。とりわけ、債権者の権利が法規によって保護されているか否かという点で重要性が高いのは、主に企業破綻や企業再生の手続きに関係したもの。すなわち、担保付き債権者が担保権の実行によって資金回収が可能か、抵当権における優先権が保護されているか、債権者が新たな経営者を任命することができるか、など。



法規の強制力: 法規の中味の問題と同等に重要。法規の強制力は、本来的には裁判制度によって保障されるべきものであるが、裁判所による判決が、何年もの長期を要したり、政治的圧力にさらされるなどの弊害があるケースあり。



外部投資家にとっては、強制力を伴った権利の存在は、適正な収益を確保するうえで必要不可欠。それらが欠如していると、内部者としてのファミリーや経営者は、債権者への返済や一般の株主への利益配分を積極的に実施しようとはせず、搾取が深刻化。



La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny (1998)

投資家保護の程度

権利強: 英米法 (common laws) に基づく国々 (英、米、タイ、マレーシアなど)



権利中: ドイツ大陸法 (civil laws) に基づく国々 (独、日本、韓国など)
スカンジナビア civil laws に基づく国々 (北欧諸国)



権利弱: フランス civil law に基づく国々 (仏、インドネシア、フィリピンなど)

法規の強制力

強: スカンジナビア civil laws および ドイツ civil laws



中: common laws



弱: フランス civil law

「一橋・設研シンボ」資料

東アジアのコーポレート・ガバナンスに関する実証分析



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

Johnson, Boone, Breach and Friedman (2000)

仮説: 支配株主や経営者などの内部者は、経済の先行きが明るい限りにおいては外部投資家を厚遇し、外部資金調達を継続しようと努める。しかしながら、経済環境がひとたび悪化しはじめると、内部者は外部投資家を搾取しようとする。その場合、投資家保護が脆弱な国々では、外部者は内部者による搾取に対抗することができず搾取が広がることによって、投資家保護が脆弱な国々の株式価値や通貨価値は、そうでない国々に比べてより大幅に下落する。

実証: 1997年から98年にかけてのアジア危機の時期を対象に、25の新興市場国(emerging markets)の外国為替相場と株式市場の動向を分析。その結果、投資家保護に関連するコーポレート・ガバナンス変数が、危機発生時における各国の通貨価値や株価の下落の程度を有効に説明し、それらの説明力は、対外収支、財政赤字、累積債務などのマクロ変数の説明力に比べても、全般的に高い。

17

「一橋・設研シンボ」資料



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny (2000)

仮説: 全般的な投資家保護の有効性は、企業の配当状況に表れる。すなわち、企業活動を通じて生み出される利得は、本来はすべての投資家に出資割合に応じて帰属すべきものであるが、内部者がその利得を外部株主から搾取しようとする可能性がある。そして、投資家保護制度が有効に機能していれば、その利得は適正な配当を通じて無事に外部株主にも配分されるものの、投資家保護が不十分であれば、内部者によってその利得は搾取され、結果として配当は低率にとどまる。

実証: 33か国に渡る4千社の企業データに基づく分析。投資家保護の面で優れているとみられる英米法に基づく国々では、日独仏などの大陸法に基づく国々に比べて、企業の配当が総じて高いという彼らの仮説と整合的な結果。

18



情報開示と所有構造の効果

Mitton (2002): 東アジア5か国(インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピンおよびタイ)の情報開示の質などの要素を企業別に捉えて、1997年7月から98年8月までのアジア危機の期間における企業パフォーマンスとの関係を分析。

情報開示の質を示す具体的尺度

- 企業がアメリカ預託証券(American depository receipt: ADR)を発行しているか否か。NYSE やNasdaq に上場することを目的にADRを発行する企業は、アメリカの一般会計原則(generally accepted accounting principles: US GAAP)や証券法にしたがうとともに、証券取引委員会(SEC)への登録や報告を施さなければならない。



- 企業が6大国際会計事務所のいずれかの監査を受けているか否か。これらの監査法人は、東アジアの現地の監査法人に比べて、監査の質や業務の独立性の面で優れており、それらの監査を受けている企業は、粉飾決算が有効に除去され、経営の透明性が確保されている？

Mitton (2002)によれば、このような情報開示の質を表す変数は、企業パフォーマンスと密接に関連。すなわち、ADRを発行している企業と6大監査法人の監査を受けている企業のアジア危機の最中における株式収益率は、そうでない企業に比べて10.8%および8.1%、それぞれ高め。

所有構造に着目した実証研究



Lemmon and Lins (2003)

企業の所有構造のなかでも次の二つの要素に着目。

- voting rightsとcash-flow rightsとの乖離。
- 経営陣が実質的に企業の支配権を有しているか否か。

彼らは、東アジアの8地域を対象に、1997年7月1日から1998年8月1日までの危機発生直後の期間に、それらの要素が企業の株式収益率にいかなる効果を及ぼしたのかを分析。



800社をサンプルとする計測によると、voting rightsとcash-flow rightsとが乖離している企業では、そうでない企業に比べて株式収益率が12%ポイントも低く、とりわけ経営者が企業の支配権を有している企業では株式収益率の悪化幅は20%ポイントに拡大することが明らかになっている。それらの背景としては、アジア危機によって企業の投資環境が悪化し、経営者を送り込んでいる支配株主が零細株主を搾取しようとするインセンティブが高まったこと、voting rightsとcash-flow rightsとが乖離している場合には、内部者が外部者を搾取するインセンティブが一層高まり、搾取がなされやすい状況であった。

「一橋・設研シンボ」資料

アジア危機の中期的分析



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、タイの5か国を対象。

花崎・劉 (2003)

危機前(1994年～96年)と危機後(1997年～2000年)の分析。

- 所有の集中は、危機前には企業パフォーマンスに影響を及ぼさないが、危機後にはパフォーマンスを悪化させる。
- voting rightsとcash-flow rightsとの乖離は、危機前には企業パフォーマンスに影響を及ぼさないが、危機後にはパフォーマンスを悪化させる。

Hanazaki and Liu (2007)

ファミリービジネスと独立型企業の設備投資行動の比較。

- ファミリービジネスは、独立型企業に比べて、設備投資が内部資金に制約される。⇒外部資金コストが割高。

23

「一橋・設研シンボ」資料

クローニー資本主義(crony capitalism)



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

大規模なファミリービジネス・グループと政府部門との癒着

政府や政治家と密接な関係を構築して、国民経済に無視しえない影響力を及ぼす。

例). マクロ経済政策、公共事業、法体系(独禁法、会社法など)など。



資源配分や所得分配を歪め、経済が危機的な状況に陥った際の混迷を深める。

24

「一橋・設研シンボ」資料

中国の経済発展メカニズム



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

新興国の経済発展には、コーポレート・ガバナンスの改革や投資家保護の法制度の整備が重要。

しかしながら、1990年代から2000年代にかけて著しい成長を遂げた中国では、そのような要素は整っていなかったのではないか？

なぜ、中国は成長できたのか？

政治制度の違い？

代替的なメカニズムが存在？

- 伝統的な儒教精神に基づく投資家と企業間あるいは企業相互間の評判や信頼関係の重要性
- 生産物市場における競争条件

25

「一橋・設研シンボ」資料

全体のまとめ



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

1. 東アジアでは、大企業を含めて、ファミリービジネスが多い。
2. ファミリービジネスのコーポレート・ガバナンスの問題は、分散所有型の企業と大きく異なる。
ファミリーと外部投資家との利害対立。
3. その問題を緩和するためには、投資家保護の法制度が重要。
4. クローニー資本主義
5. 中国の経済発展のメカニズム

26

一橋大学・日本政策投資銀行 共同シンポジウム
 「アジアの世紀」における日本経済再生とビジネスチャンス

アジアにおける新たな設備投資戦略と課題

2015年11月13日

DBJ 株式会社日本政策投資銀行
 産業調査部 川住昌光

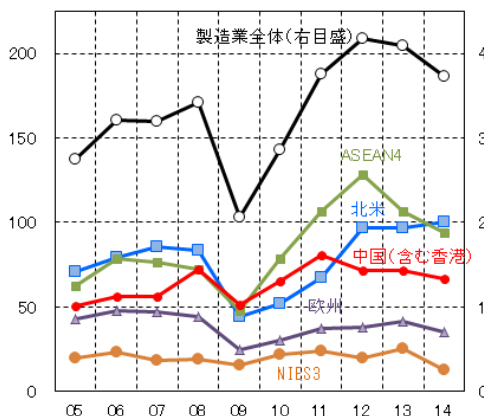


日本政策投資銀行

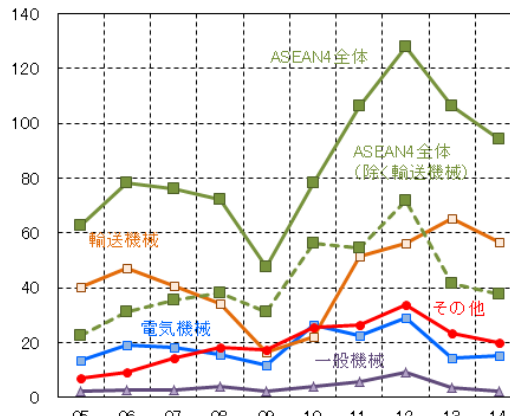
製造業の海外設備投資動向

- 地域別では北米は堅調だが、中国が緩やかな減少傾向にある。ASEAN4はリーマンショック後、2012年度にかけて急増したが、直近は2年連続の減少。
- ASEAN4の業種別動向をみると、輸送機械を除くと、電気機械の減少などにより概ね08年頃の水準まで低下している。輸送機械も、高水準を維持しているものの、増勢は一服。

地域別海外設備投資(製造業) (億ドル)



地域別海外設備投資(製造業) (億ドル)



(備考) 1. 経済産業省「海外現地法人四半期調査」、年度、2.ASEAN4はインドネシア、タイ、フィリピン、マレーシア、NIES3はシンガポール、韓国、台湾



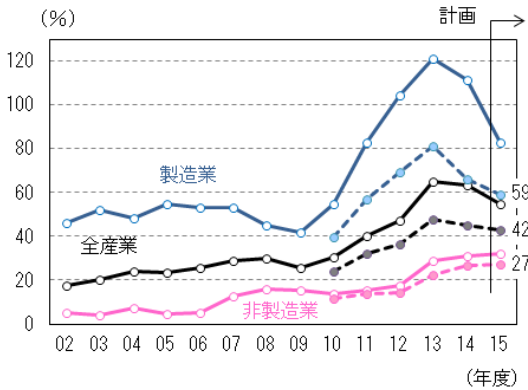
日本政策投資銀行

海外／国内投資比率

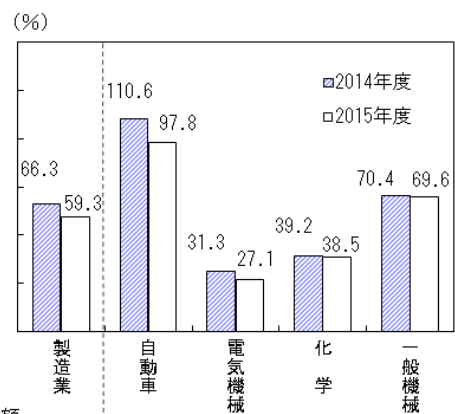
設備投資の海外／国内比率の上昇傾向は一服

- 2015年度の海外／国内比率(連結)は全産業で42.7%、製造業で59.3%の計画。国内投資の伸び率が海外を上回ること、2年連続で低下する見込みである。
- 業種別にみると、ウェイトの大きい自動車や電気機械が低下している。

設備投資の海外／国内比率の推移



業種別海外／国内比率 (連結)



(注) 実線：海外／国内比率＝連結海外設備投資額／単体国内設備投資額
 点線：海外／国内比率＝連結海外設備投資額／連結国内設備投資額
 (2010年度より調査開始)

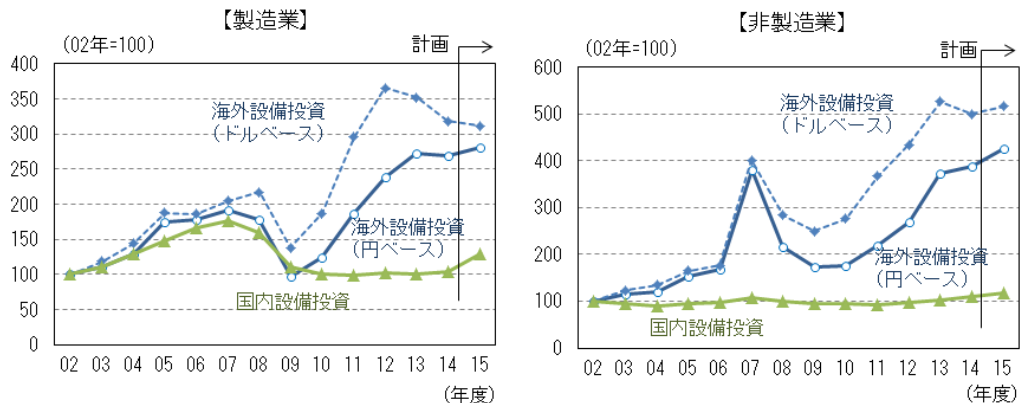


日本政策投資銀行
2

海外設備投資動向(時系列推移)

- 海外設備投資を米ドルベースに換算して伸び率を試算すると、2014年度(実績)は製造業が▲9.7%、非製造業が▲5.2%とともに減少となる。
- 2015年度(計画)も為替変動の影響を除けば、製造業、非製造業ともにほぼ前年比横ばいだが、国内設備投資の水準が依然としてリーマンショック前を下回るなか、海外投資は07年度を上回る水準が続く。

海外設備投資の推移



(注) 点線はドル／円レートの伸び率で米ドルベースを試算。
 2015年度は当行の設備投資計画調査の想定為替レート(1\$=116.9円、2015年度計画)で試算。



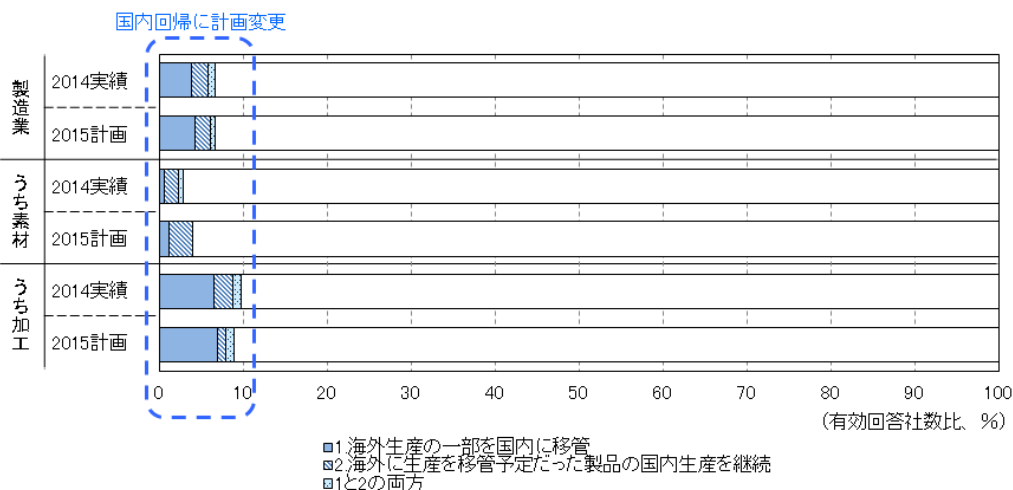
日本政策投資銀行
3

国内回帰の状況

生産を国内回帰に方針転換した企業は、製造業全体で1割未満

- 2014年度または2015年度の海外生産の一部を国内に移管するなどの国内外の生産体制を変更した企業は、加工型業種で約1割となっており、製造業全体でも7%弱にとどまる。

2014、15年度の国内回帰の有無について（製造業）（14年度実績392社、15年度計画390社）



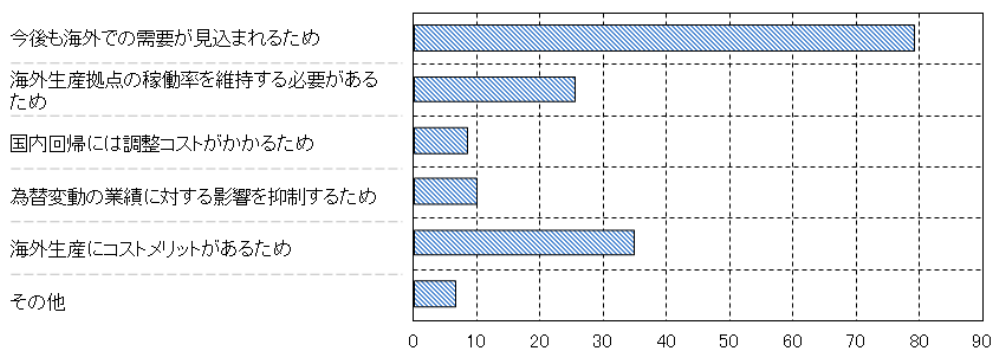
日本政策投資銀行
4

国内回帰をしない理由

今後も海外での需要が見込まれることが国内回帰をしない理由

- 国内生産計画の変更をしなかった企業の国内回帰をしない理由としては、今後も海外での需要が見込まれるとの回答が最も多く、円安が進行するなかでも、依然としてコストメリットがあるとの答えも多かった。

国内回帰をしない理由（製造業 342社）



(注) 3つまでの複数回答

(有効回答社数比、%)



日本政策投資銀行
5

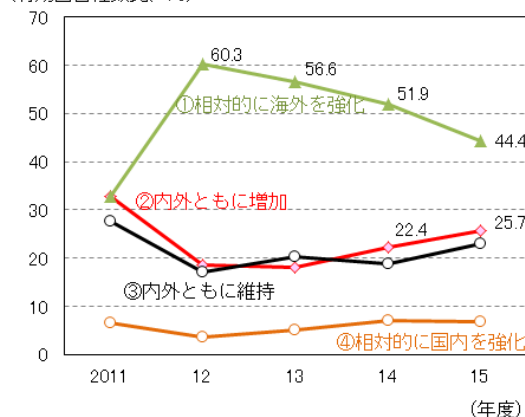
中期的な国内外の供給能力見通し(製造業)

相対的に海外を強化する動きは続くものの、構成比は低下基調

- 製造業の中期的な国内外の供給能力については、国内を増やさずに相対的に海外を強化する企業が引き続き多いものの、構成比の低下基調が続いている。
- 相対的に国内強化する動きは1割未満の低位にとどまるものの、収益の回復と相まって、内外ともに増加するとの回答が2年連続で増加して、全体の1/4に達する。

中期的（今後3年程度）な国内・海外の供給能力（製造業）

(有効回答社数比、%)



<2015年度回答詳細>

		国内供給能力			海外合計
		増加	変わらず	縮小	
海外供給能力	増加	② 25.7	① 37.7	① 5.6	69.1
	変わらず	④ 5.1	③ 23.0	① 1.0	29.2
	縮小	④ 1.2	④ 0.5	0.0	1.7
国内合計		32.1	61.3	6.6	100.0

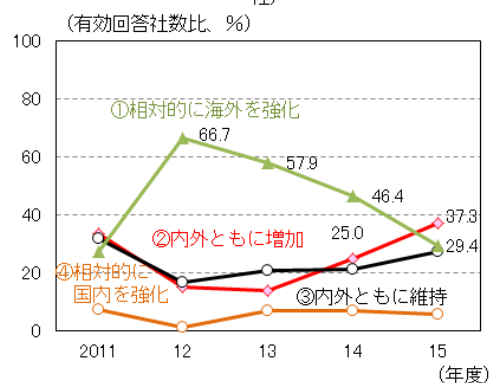
(2015年度調査有効回答数：408社)



中期的な国内外の供給能力見通し(電気機械、自動車)

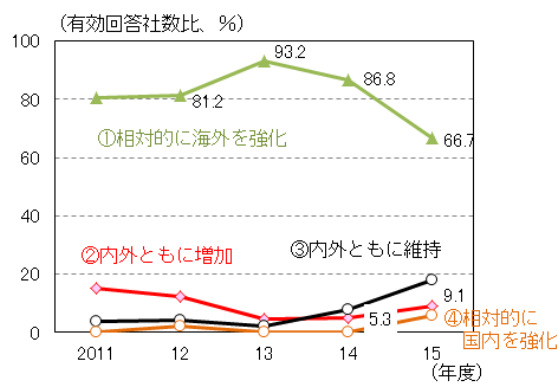
中期的（今後3年程度）な国内・海外の供給能力（電気機械、自動車）

【電気機械】(2015年度調査有効回答数:51社)



		国内供給能力			海外合計
		増加	変わらず	縮小	
海外供給能力	増加	② 37.3	① 23.5	① 5.9	66.7
	変わらず	④ 5.9	③ 27.5	① 0.0	33.3
	縮小	④ 0.0	④ 0.0	0.0	0.0
国内合計		43.1	51.0	5.9	100.0

【自動車】(2015年度調査有効回答数:33社)



		国内供給能力			海外合計
		増加	変わらず	縮小	
海外供給能力	増加	② 9.1	① 42.4	① 21.2	72.7
	変わらず	④ 3.0	③ 18.2	① 3.0	24.2
	縮小	④ 3.0	④ 0.0	0.0	3.0
国内合計		15.2	60.6	24.2	100.0

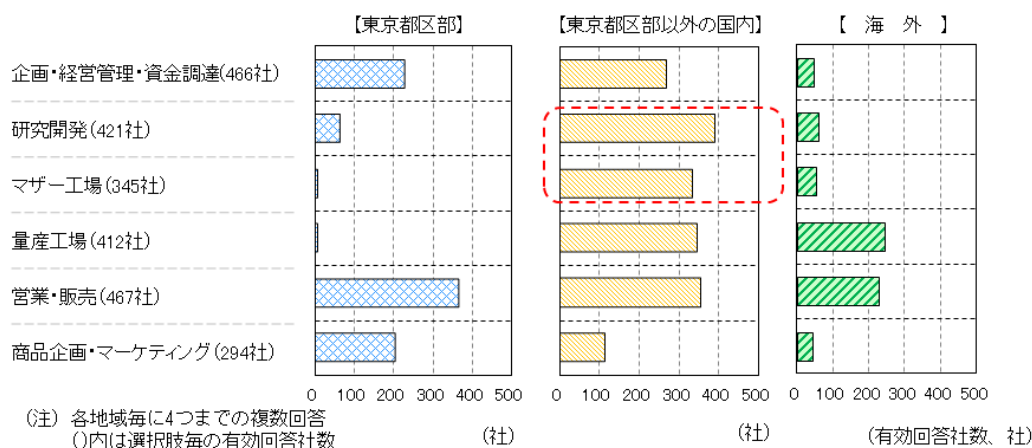


製造業の工場などの立地方針

地方は生産拠点や研究開発拠点として、重要な役割

- 経営企画・資金調達、マーケティングなどの本社機能については、多くの企業が東京に配置している。
- 量産工場は東京以外の国内と海外に配置しているが、研究開発やマザー工場は東京以外の国内に配置しているとの回答が最も多い。

図表4-1. 各部門の配置地域（製造業）



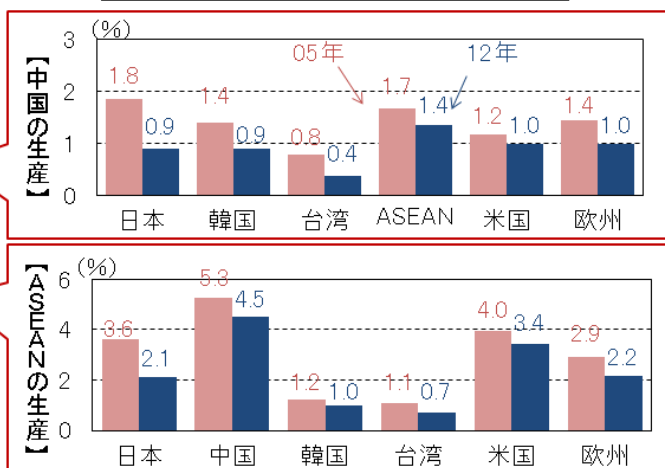
アジアで進捗する内製化が日本からの輸入へ下押し圧力

- 財・サービス生産の際に用いる部品や原材料など(中間投入)のうち、どの程度を国内品(サービスを含む)で賅っているかを各国比較するため、内製化率を算出した。
- 日米欧の内製化率はアジア新興国よりも高いが、このところ安価な輸入品の活用が進み、2012年にかけて低下。韓国や台湾でも、日米欧と同様に低下している。
- 一方、中国やASEANでは内製化が進み、それに伴い日本からの輸入品の活用が低下。

各国の内製化率
(中間投入に占める国内品の割合)

(%)	2005年	2012年	変化分
日本	94.5	93.5	▲1.0
中国	90.1	92.4	▲2.3
韓国	85.8	81.4	▲4.4
台湾	80.9	79.9	▲1.1
ASEAN	79.3	83.0	▲3.6
米国	94.4	93.9	▲0.4
欧州	95.2	93.9	▲1.2

中間投入に占める輸入品の割合(輸入元別)



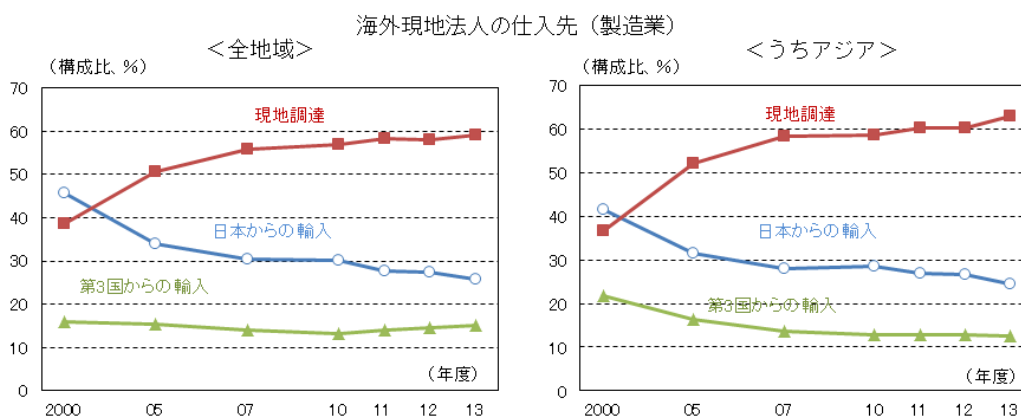
(備考) 横浜国立大学アジア経済社会研究センター「アジア国際産業連関表」を用いDBJにより算出。



海外現地法人の仕入状況

日本からの輸入比率は低下傾向

- 海外現地法人の仕入の状況を見ると、全地域、アジアのいずれも日本からの輸入比率は低下傾向
 全地域：グローバル化の進展を受けて、第3国からの輸入比率が上昇傾向
 アジア：現地調達比率が上昇傾向

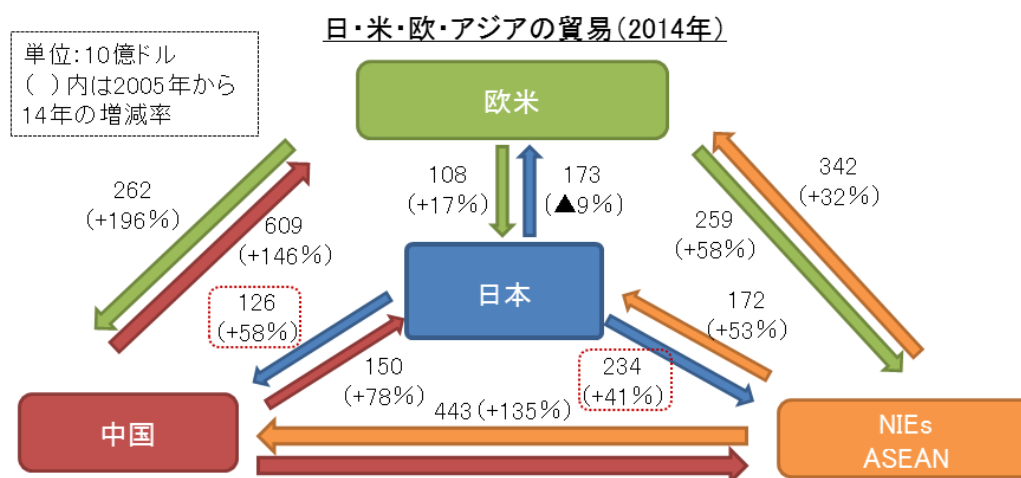


（備考）1. 経済産業省「海外事業活動基本調査」、2. 仕入額に占める構成比



日本企業の海外進出がアジアの内製化を後押し

- アジアの成長とともに、中国、NIEs、ASEANの貿易は大幅に拡大したが、日本からこれらアジア諸国への輸出の伸びは、他国に比べ見劣りする。
- 日本の製造業の海外移転が進展し、このことが中国やASEANの発展に貢献するとともに、内製化を後押ししたとみられ、その結果として日本の輸出が他国よりも小幅な増加にとどまった可能性が指摘できる。



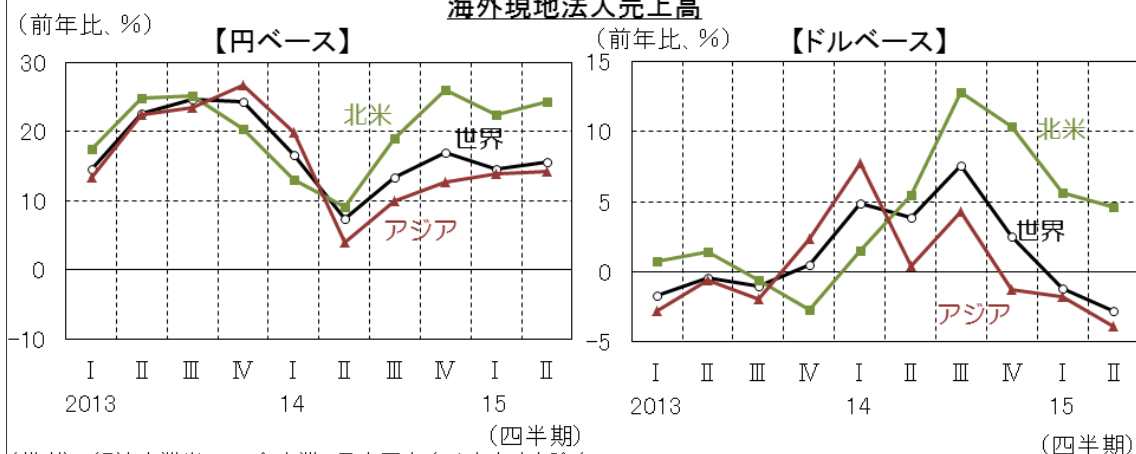
（備考）1. IMF 2. NIEs・ASEANは香港を除く 3. 日本の輸出に現地法人の売上高を加算すると、中国向けは+202%、NIEs・ASEAN向けは+60.8%となる。



アジア新興国の減速と現地法人の収益低下

- ▶ ここ10年で、日本企業のグローバルサプライチェーンは、日本から現地法人へ原材料や部品を供給して組み立てるスタイルから、原材料・部品メーカーの海外進出が進み、現地で原材料・部品も製造するというスタイルへ変化してきた。
- ▶ 従って、アジア新興国の減速の影響は、日本からの輸出減だけにとどまらない。現地法人の売上高は既に輸出金額を上回っている。現地法人の売上高は円ベースでは前年より増加しているが、ドルベースでは前年割れとなっている。

海外現地法人売上高



(備考) 1. 経済産業省 2. 全産業、日本国内向け売上高を除く



日本政策投資銀行
12

著作権(C) Development Bank of Japan Inc. 2015

当資料は、株式会社日本政策投資銀行(DBJ)により作成されたものです。

当資料は、貴社及び当行間で議論を行うことを目的に貴社限りの資料として作成されたものであり、特定の取引等を勧誘するものではなく、当行がその提案内容の実現性を保証するものではありません。

当資料に記載された内容は、現時点において一般に認識されている経済・社会等の情勢および当行が合理的と判断した一定の前提に基づき作成されており、当行はその正確性・確実性を保証するものではありません。また、ここに記載されている内容は、経営環境の変化等の事由により、予告なしに変更される可能性があります。

当資料のご利用並びに取り組みの最終決定に際しましては、貴社ご自身のご判断でなされますよう、また必要な場合には顧問弁護士、顧問会計士などにご相談の上でお取り扱いいただきますようお願いいたします。

当行の承諾なしに、本資料(添付資料を含む)の全部または一部を引用または複製することを禁じます。



日本政策投資銀行

基調講演者・パネリストのご略歴

木川 眞 氏

ヤマトホールディングス株式会社代表取締役会長

1973年一橋大学商学部卒業、株式会社富士銀行入行。1998年同行人事部長、2004年株式会社みずほコーポレート銀行常務取締役リスク管理グループ統括役員兼人事グループ統括役員。2005年4月ヤマト運輸株式会社グループ経営戦略本部長、同11月ヤマトホールディングス株式会社代表取締役常務。2007年3月同社代表取締役執行役員兼ヤマト運輸株式会社代表取締役社長兼社長執行役員。2011年4月同社代表取締役社長兼社長執行役員。2015年4月より現職。

主な著書：『日経ビジネス経営教室 未来の市場を創り出す』（日経BP）

木村 福成 氏

慶應義塾大学大学院経済学研究科委員長

1982年東京大学法学部卒業、ウィスコンシン大学経済学博士号（Ph.D.）。専門は国際貿易論、開発経済学。

米国ニューヨーク州立大学オルバニー校経済学部助教授、慶應義塾大学経済学部助教授を経て、2000年4月より慶應義塾大学経済学部教授（現任）。2015年10月より現職。東アジア・ASEAN経済研究センター（ERIA）チーフエコノミストを兼務（現任）。この間、経済企画庁経済研究所客員主任研究官、世界銀行コンサルタント、日本国際経済学会会長、公益財団法人東京経済研究センター代表理事などを務める。

主な著書：『通商戦略の論点：世界貿易の潮流を読む』（共編著）（文眞堂）、『TPPと日本の決断―「決められない政治」からの脱却』（共編著）（文眞堂）、『国際経済学入門』（日本評論社）

小川 英治 氏

一橋大学大学院商学研究科教授

1981年一橋大学商学部卒業、同大学博士（商学）。専門は国際金融論。

一橋大学商学部助手、講師、助教授を経て、1999年4月より現職（2009年1月～2010年12月は一橋大学大学院商学研究科長、2011年1月～2014年11月は一橋大学副学長）。2014年5月より日本金融学会会長を兼務（現任）。この間、ハーバード大学経済学部、カリフォルニア大学バークレー校、国際通貨基金調査局で客員研究員を務める。

主な著書：『ユーロ危機と世界経済：信認回復のための方策とアジアへの影響』（編著）（東京大学出版会）、『激流アジアマネー』（共編著）（日本経済新聞出版社）、『グローバル・インバランスと国際通貨体制』（編著）（東洋経済新報社）、『国際金融論をつかむ』（共著）（有斐閣）、『国際金融入門』（日経文庫）

奥田 英信 氏**一橋大学大学院経済学研究科教授**

1980年一橋大学経済学部卒業、ミネソタ大学経済学博士号（Ph.D.）。専門は開発金融論。

日本輸出入銀行海外投資研究所研究員、一橋大学経済学部講師、助教授を経て、2000年1月より現職。

主な著書：『新版 開発金融論』（共著）（日本評論社）、『アジアの経済発展と金融システム—東南アジア編』『同一—東北アジア編』（共編著）（東洋経済新報社）、『ASEANの金融システム—直接投資と開発金融』（東洋経済新報社）、『入門開発金融—理論と政策』（共著）（日本評論社）

花崎 正晴 氏**一橋大学大学院商学研究科教授**

1979年早稲田大学政治経済学部卒業、同大学博士（経済学）。専門は企業金融論。コーポレート・ガバナンス、金融システム論。

日本開発銀行（現・日本政策投資銀行）調査部、OECD経済統計局、ブルッキングス研究所、一橋大学経済研究所助教授、日本政策投資銀行設備投資研究所長を経て、2012年4月より現職。

主な著書：『コーポレート・ガバナンス』（岩波新書）、『日本経済 変革期の金融と企業行動』（共編著）（東京大学出版会）、『金融システムと金融規制の経済分析』（共編著）（勁草書房）、『企業金融とコーポレート・ガバナンス』（東京大学出版会、第50回エコノミスト賞受賞）

川住 昌光**日本政策投資銀行産業調査部長**

1985年早稲田大学法学部卒業、日本開発銀行（現・日本政策投資銀行）入行。エネルギー、海運、鉄道等インフラ向けの投融資業務を担当。2007～2011年シンガポールに駐在、DBJ Singapore Ltd. CEO & Managing Director、企業金融第5部海外エネルギープロジェクト担当部長、中国支店長、地域企画部長・PPP/PFI推進センター長などを経て、2015年6月より現職。

コーディネーター**中村 純一****日本政策投資銀行設備投資研究所副所長**

1989年慶應義塾大学経済学部卒業、東京大学修士（経済学）。

1989年日本開発銀行（現・日本政策投資銀行）入行、審査、マクロ経済調査などの業務を担当。設備投資研究所主任研究員、一橋大学経済研究所経済制度研究センター准教授を経て、2014年6月より現職。

一橋大学・日本政策投資銀行 共同シンポジウム

「アジアの世紀」における日本 経済再生とビジネスチャンス

主催：一橋大学 研究機構東アジア政策研究センター・日本政策投資銀行 設備投資研究所

2015年11月13日(金) 13:15～17:20

大手町フィナンシャルシティ サウスタワー3F カンファレンスセンター

プログラム

13:15 開会挨拶

小川 英治〈一橋大学大学院商学研究科教授〉

橋本 徹〈日本政策投資銀行相談役〉

13:30 基調講演

経済発展のためのインフラとしての地域通貨安定

小川 英治〈一橋大学大学院商学研究科教授〉

14:15 基調講演

ヤマトグループが取り組む第3のイノベーション

木川 眞〈ヤマトホールディングス株式会社代表取締役会長〉

15:00 休憩

15:15 パネルディスカッション

「アジアの世紀」における日本 経済再生とビジネスチャンス

パネリスト 木川 眞〈ヤマトホールディングス株式会社代表取締役会長〉

木村 福成〈慶應義塾大学大学院経済学研究科委員長〉

小川 英治〈一橋大学大学院商学研究科教授〉

奥田 英信〈一橋大学大学院経済学研究科教授〉

花崎 正晴〈一橋大学大学院商学研究科教授〉

川住 昌光〈日本政策投資銀行産業調査部長〉

コーディネーター 中村 純一〈日本政策投資銀行設備投資研究所副所長〉

17:15 閉会挨拶

村田 光二〈一橋大学副学長〉

古宮 正章〈日本政策投資銀行設備投資研究所長〉

総合司会 森 明彦〈日本政策投資銀行設備投資研究所副所長〉