

金融市場

2001.4

潮流

電子商取引の進展と企業金融 1

情勢判断

国内金融

日銀、量的緩和策に転換し実質ゼロ金利を復活 2

海外経済金融

米国企業セクターは悪化が続く 4

今月の焦点

生産性の向上が鍵となる日本経済 5

ドル資産のリスクプレミアムは高まるか

～米国経常収支問題に関する論点整理～ 10

アジア経済の中期見通し 15

海外の話題

B株投資フィーバーに思う 20

潮流

電子商取引の進展と企業金融

わが国においてもインターネットを利用した電子商取引いわゆるEコマースが近年急速に拡大しつつある。その中でも、特に企業間取引（B to B）が取引金額ベースでは圧倒的に大きい。経済産業省データでは2003年には68兆円、電子商取引推進協議会によれば2005年には110兆円に達するとも予測されている。

電子取引により参加者の享受する情報量は大幅に増加し、また取引スピードは急速にアップする。各企業は電子取引を通じて調達が多様化、販路の拡大、購買、販売コストの削減等メリットの確保を目指す。一方これらは購買・販売方式のみならず、生産方式、意志決定システム等企業活動全般にわたり変化を促すであろう。また、併せて物流システム、取引慣行、系列等の構造変化と取引のグローバル化を促進するであろう。

特に今後の電子取引は一企業の購買システムというレベルにとどまらず、多数のバイヤーとサプライヤーが参加する電子商取引市場いわゆるEマーケットプレースを通じた取引が大幅に増大するものとみられ、すでに昨年からかなりの数の立上げが進みつつある。

Eマーケットの参加者は、取引の各プロセスにおいて取引相手の真正性、信頼性、技術レベル、商品の質、取引の安定性、物流、代金決済等につき不安を抱く。従ってマーケットの運営主体は、企業認証システム、技術・商品情報や信用情報の提供はもちろん、取引処理システム、一定の信用供与等安心と魅力のあるマーケットとしての条件具備に努めなければならない。

一方、長年企業金融を担ってきた金融機関は、本来的に有する信用仲介機能、資金決済機能や蓄積された与信ノウハウ、リスク管理能力、保有する信用情報、保有する企業顧客基盤等からみてEマーケットにおいて相当程度の役割発揮が期待できる機関であり、取引の各段階で可能な限りビルトインすることが出来れば今後の金融機関にとって重要な収益ビジネスとなるであろう。

しかし、この役割発揮は商社やノンバンクにおいても同様に可能であり、既に入り乱れてマーケット参入を競っている。参入はマーケット毎に1社ないし2社であり、提供する情報サービス、金融システムの内容がマーケットの運営上満足できるレベルに達し、他社に比して優位性を発揮できるかどうかにかかっており、厳しい競争に打ち勝たねばならない。

近年の企業の資金調達は、直接金融の割合増加と共にコミットメントライン、プロジェクトファイナンス等多様化しつつある。加えて今後は電子取引関連金融が増大するものとみられ、従来型の企業融資は益々減少傾向を辿るであろう。

電子取引には大企業のみならず、多数の中小企業の参加が予想され、従って大手金融機関のみならず、地域金融機関にも大いに参入チャンスがある。要は、自らの有する特色、強みを生かしつつ提携等により弱みを補完して、トータルとして優れたサービスとシステムを構築することがポイントである。

今後金融機関がその役割を十分に発揮し、電子商取引が一層進展することを期待したい。

（社長 栗林 直幸）

情勢判断

国内金融

日銀、量的緩和策に転換し実質ゼロ金利を復活

要約

日銀は、世界的景気減速と世界同時株安が進行する状況で、不良債権等の構造問題を抱える国内の景気後退リスクが強まると判断し、金融市場調節の操作目標を「金利」から長期国債買い切りオペ増額を含む「量」に変更し実質ゼロ金利政策を復活、また、実施期間の目処として消費者物価の採用を決定した。市場で予想された当面の手段が出尽くすという日銀としては最大限の対応であり、今後は国際公約となった不良債権の最終処理に向けた政府の対応が注目される。

表1 金利・為替・株価の予想水準

(単位 %、円/ドル、円)

年度/月	2000		2001			
	12 実績	3 予想	6 予想	9 予想	12 予想	3 予想
CDレートの3M)	0.44	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
短期プライム	1.500	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375
10年最長期国債	1.640	1.10	1.00	1.20	1.30	1.40
長期プライム	2.1	1.9	1.8	1.9	1.9	2.0
為替相場	115	123	127	125	120	120
日経平均株価	13,785	12,800	12,500	13,500	14,000	14,500

(注) 月末値、実績は日経新聞社調。

ここ1ヶ月の金融情勢

世界同時株安

日銀は2月に異例の月内連続利下げをしたが、株価は下げ止まらず日経平均株価はバブル崩壊後の安値を更新し11千円台前半まで下落。株安の背景には景気後退リスク、金融システム不安の高まりに対し首相退陣論議に終始し本格的な政策論議が進まない政治への不信感と、米国株価が1月の利下げ後も特にIT関連企業の業績不安からナスダックが再び安値を更新したことがある。米国株価は、英国格付け会社の日本の銀行の格下げ検討報道をきっかけに金融システム不安の世界的連鎖の懸念から、これまで底固かったNYダウも1万ドル割れとなり、ナスダックも2000ポイントを割れ、欧州、アジアも含め世界同時株安の状況となった。

量的緩和による実質ゼロ金利復活

市場で長期金利が1.1%台に低下、ドル円相

場も123円台に円安が進み追加金融緩和を催促する中で、日銀は世界的同時株安が進行したことで国内のデフレリスクがさらに強まることを懸念し、3/19の金融政策決定会合で量的緩和による実質ゼロ金利復活を決定した。

政策の内容は 金融市場調節の操作目標を金利(無担保コール翌日物金利)から量(日銀当座預金)に変更、実施期間の目処として消費者物価を採用、長期国債買い切りオペの増額で、は初めて採用される政策手段、はこれまで頑なに反対していた政策であり、市場で予想された当面の手段がすべて出尽くすという日銀としては思い切った決定であった。

向こう3ヶ月程度の市場の注目点

時間軸効果と長期国債買い切りオペ増額

ゼロ金利解除の条件を「消費者物価指数(全国、除く生鮮食品)の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上になるまで」と明示したが、これはゼロ金利の強力な時間軸効果を狙いである。1月の消費者物価(全国、除く生鮮食品)は前年比0.5%で、今後構造改革が本格化する状況から最低1年程度はマイナスが続き、さらにゼロ%以上での安定化を見極めるには1年程度必要で、2年程度はゼロ金利継続を想定する向きが多い。実際に2年物の円・円スワップ金利は0.2%割れでこうした状況を織り込んでおり、当面中短期金利は時間軸効果でフラットな状態が続こう。

長期国債買い切りオペ増額は、TB・FB等での資金供給オペがゼロ金利下では札割れの状況

も想定されることから資金供給手段の多様化策として実施するもので、財政ファイナンスの想定から日銀の信認低下を招く歯止めとして長期国債買入残高を銀行券発行残高の範囲内とした。2月末では買入残高46.2兆円に対し銀行券発行残高は57.2兆円で買い余力は11兆円ある。長期国債買い切り増額は日銀としては予想外の長期金利上昇の状況に対し温存したかった策と思われるが、歯止めは設けたとはいえ量的緩和に踏み切ったことで今後状況によって一段の量的緩和要求が高まることは十分想定される。

従って当面長期金利は強い時間軸効果で1%割れもあろうが、政府の不良債権処理への取組みが中途半端なまま選挙対策で財政出動に動く可能性もあり、ボラティリティは高まるとみられる。

日銀当座預金の目標を5兆円程度とすることでマネタリーベースの伸びが足許の3%から半年後に7%程度に高まると予想されているが、实体经济に波及するには銀行の信用創造能力の向上（不良債権の処理）が不可欠である状況には変わりはない。前回ゼロ金利時はゼロ金利による過剰流動性が株高に繋がったが、これは米国株高と連動したIT革命への期待があったため、今回は株価の下支えにはなろうが株高に繋がる期待材料は乏しい。

銀行赤字決算と株式買い上げ機構構想

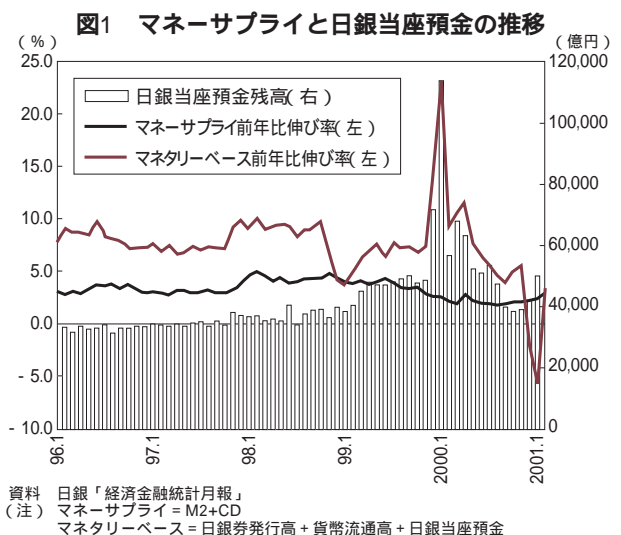
UFJグループが2000年度決算で不良債権の最終処理に向け引当金を積み増し赤字決算を発表したことに続き、量的緩和の実施、日米首脳会談で不良債権処理促進が公約となったことから、株価は反発を見せている。

ただ、実際には処理促進策が出て、政治のリーダーシップが弱い状況で法的整理を一気に進める決断をまず無理で、不良債権売却は市場整備がこれからで国内にはリスクテイクできる投資家が不在、結局は引当金積み増しと債権放棄が処理の中心となるとみられる。株式市場が好感するには、リスク管理債権比率が高く政治との密着度の高い建設業が、ただでさえ倒産

が増え地方経済への影響も出ている中でどの程度再編淘汰が進められるかが重要なメルクマールとなる。

また、銀行経営から株価変動リスクを遮断する目的で「持ち合い株式買い上げ機構」設立構想が再浮上し、財務大臣の機構への政府保証付与検討発言もあり現実味をおびつつある。時価会計導入、持ち合い解消進展の激減緩和措置として是認の向きもあるが、米国のように禁止も含めた銀行の株式保有の厳正なルール化、個人投資家の税制優遇など株式市場の正常化策とセットにしないと、逆に株価形成を歪めるだけになりかねず、実現へのハードルは高いとみられる。

(2001.3.21 堀内 芳彦)



**表2 主要16行の業種別リスク管理債権
 (2000/9期、国内貸出分)**

業種	金額(百万円)	構成比
製造業	795,675	6.2
農林漁業	33,461	0.3
鉱業	6,742	0.1
建設	1,809,597	14.1
電気・ガス・水道	291,756	2.3
運輸・通信業	128,950	1.0
卸小売	1,896,220	14.7
金融保険	976,071	7.6
不動産	3,536,213	27.5
サービス	2,671,208	20.8
その他	721,982	5.6
合計	12,867,875	100.0

資料 決算短信よりGoldman Sachs証券作成

米国企業セクターは悪化が続く

家計セクターの需要は堅調

米国景気は家計関連指標に着目すると2月も比較的底固い動きとなっている。例えば2月雇用統計では、非農業雇用者数が前月比+135千人増、時間当たり賃金上昇率も前月比+0.5%と所得環境が依然良好であることが示されているし、小売売上高は2月は前月比0.2%と減少したが、1月分が当初の+0.7%から+1.3%へと上方修正されており、財の消費の水準は高い。住宅投資についても、1・2月の着工戸数が年率165万戸前後と高水準で、1～3月期は住宅投資のプラス寄与がみこまれる等、利下げ効果が顕在化している。

企業セクターは厳しい状況

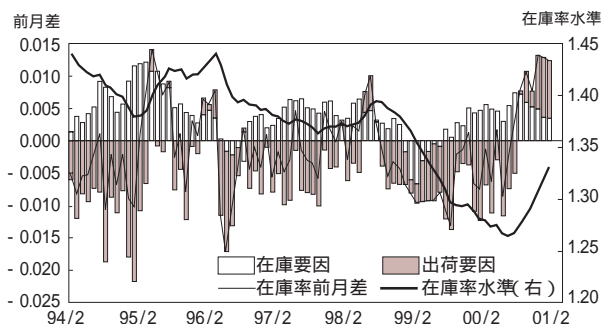
一方企業セクターは悪化に歯止めがかかったとはいえ状況だ。2月のNAPM製造業指数は41.9%と1月の41.2%から若干上昇したものの水準は低い。また12月に一旦前月比横ばいにまで鈍化した企業在庫も、1月には同+0.4%増と再び増加に転じており、小売在庫が+0.6%、製造業在庫+0.7%と増加率も高い。鋳工業生産指数は1・2月連続して前月比0.6%と厳しい生産調整をしているにもかかわらず、在庫調整のテンポは遅い。

詳細を把握可能な製造業在庫に絞ってみれば、今回の在庫調整の特徴は第一に、在庫増よりも出荷の急減が在庫率を上昇させていることである。90年代にも95年と98年に在庫率の上昇局面があったが、出荷減少の在庫率上昇への寄与は今回よりも格段に小さいもので、出荷自体は3～4か月で回復するというパターンをたどった(図)。

今回はこれまでと異なり、ナスダックを中心にしたハイテク株バブル崩壊による需要減少が在庫調整の始まりであり、株価の下げ止まりが確認できない現状では需要回復に大きな期待は

できず、生産調整だけでは在庫過剰感の払拭に時間がかかる可能性が高い。

図 米国製造業の在庫率の前月差とその要因分解



資料 米国商務省
 (注) それぞれのデータを後方3か月移動平均。出荷の場合は増加すると在庫率が低下するため、出荷要因がマイナスの場合は出荷が増加していることを示す。

次いで第二の特徴は、広範な業種、特に電気機械等のITセクターにも在庫調整圧力が高まっていることだ。90年代の2回の在庫調整では在庫率上昇の大半は輸送用機械(自動車)によるものであり、電気機械や一般機械(中でもパソコン等オフィス機器)の在庫率上昇が製造業全体の在庫率上昇に大きく寄与するようなことは無かった。今回はそのような業種にまで在庫調整の幅が広がっている。昨年12月まで前月比1%超の生産増加を示していた電気機械セクターも1月の生産指数が前月比+0.8%、2月同+0.2%と生産増加ペースが急速に鈍化しており、ITセクターの生産調整が本格化しつつあることを示している。

家計セクターの堅調さの中での企業セクターの悪化は、在庫や設備投資の調整だけでなく、輸出鈍化の影響もあろう。現時点では雇用底割れにまでは至っていないが、低成長が持続すると業績悪化からサービス業でも雇用削減が始まる可能性がある。基本的には1年程度の循環的調整を見込んでいるが、雇用情勢次第では米景気の底割れ回避が可能か、微妙な情勢となってきた。(小野沢 康晴)

今月の焦点

生産性の向上が鍵となる日本経済

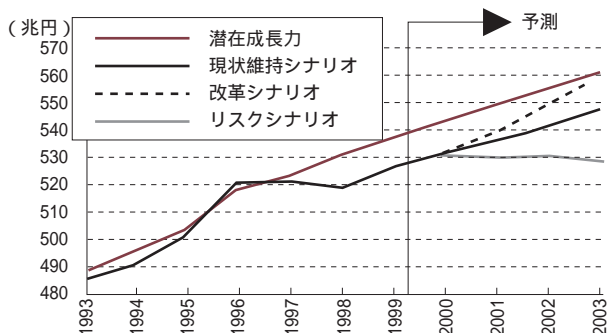
要約

生産性の低下、資本効率の悪化、労働人口の減少等の理由で、日本経済の潜在成長率は1.2%程度まで下がっている。抜本的な構造改革が進展する可能性が大きいとはいえ現状では、2003年度まで年平均で実質1%程度の低成長が続きそうであり、財政赤字問題などの解決は非常に困難となろう。潜在成長率を上昇させるには、産業構造の変革、資本・投資の効率化、ITの活用等が不可欠と思われる。

1980年代の日本経済は、積極的な資本投資と労働力の増加によって実質GDPの年間平均伸び率は約4%を保っていたが、バブル経済崩壊後、生産性の低下や需要不足などで1990年代に入ってから平均伸び率は1%台半ばに低下した。

潜在成長率は、現在では実質GDPで1.2%程度と推計される。さらに労働力人口の減少などから、現状の生産性と資本投入が続けば、2003年度には潜在成長率は1.1%程度に低下する(図1)。

図1 実質潜在成長力と経済成長予測



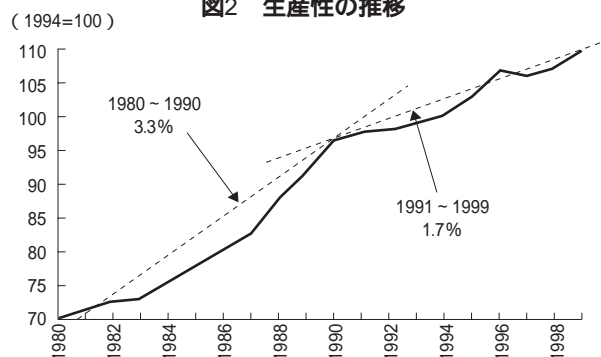
資料 内閣府「国民経済計算」、「民間企業資本ストック」経済産業省「通産統計」、総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計調査」

97年から拡大を始めた需給ギャップは、2000年度末に14兆円程度、GDPの2.6%程度と推計される。もし経済構造改革がさらに先送りされ、低迷している内需が現状程度で推移するならば、2003年度まで平均1%程度の実質成長が続くであろう。その場合は、名目成長率はゼロ%

近辺で推移し、財政赤字問題の累増は止まらず、財政問題解決は非常に困難になる(現状維持シナリオ)。抜本的な構造改革が進展し、2003年度まで実質成長率年平均1.7%を達成できれば、2003年度にGDPギャップはほぼ解消される。その場合は2003年度に名目2.0%成長を達成できようが、税収の急激な回復は難しく、本格的な財政赤字問題解決にはまだ時間を要しよう(改革シナリオ)。財政赤字問題の深刻化による金利の上昇、失業者の増加による社会不安などリスクが顕在化した場合は、財政・金融政策が手詰まりとなる中で、設備投資や消費など内需はさらに落ち込み、国内経済は危機的状況となろう(リスクシナリオ)。

日本経済が低迷しているのは、生産性の低下が最大の原因と思われる。1980年代には平均3.3%で推移していた生産性の伸び率は1990年代

図2 生産性の推移



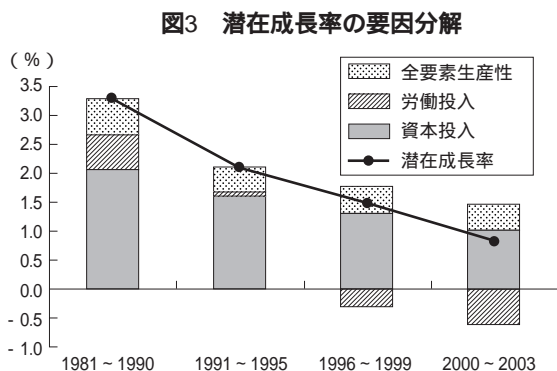
資料 内閣府「国民経済計算」、総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計調査」

には約半分の1.7%に落ち込んでいる(図2)。

生産性を2%後半まで回復させることができれば、改革シナリオが実現可能となり、2003年度までにGDPギャップをほぼ解消することができよう。

潜在成長率低下の3要因

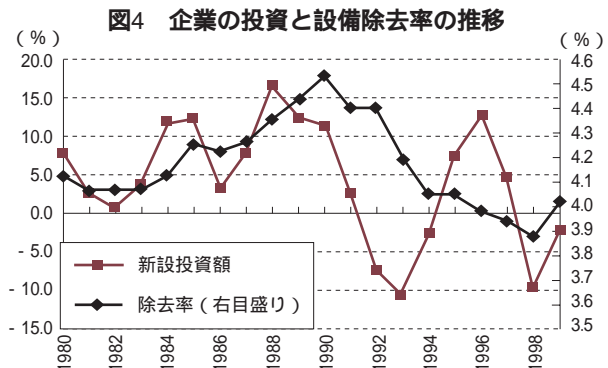
潜在成長率を労働投入量、資本投入量、技術進歩(全要素生産性)に要因分解したものが図3である³。



資料 内閣府「国民経済計算」総務省「労働力調査」厚生労働省「毎月勤労統計調査」

潜在成長率が低下してきている原因の第一は、資本装備率の低下である。貯蓄が投資として生産設備の拡大につながり、経済成長をもたらすというのが資本投入による経済成長要因である。企業は90年代に入ってから過剰設備を抱え、現状では約25兆円と推計される⁴。しかし景気低迷で新設投資は滞り、過剰設備の除去は進んでおらず、除去率は低下したままである(図4)。

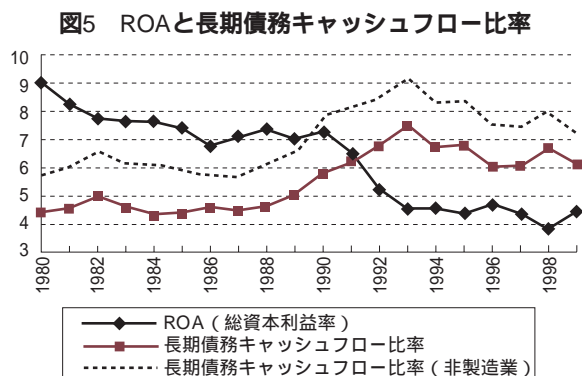
設備の更新が進まないのは、企業がキャッシュフローを優先的に債務返済にあてていることが一つの原因と思われる。長期債務キャッシュフロー比率は90年代に入って急速に上昇し、その後は緩やかな低下にとどまっている。特に非製



資料 内閣府「民間企業資本ストック」

造業の長期債務キャッシュフロー比率が高く推移している。このため、設備の老朽化が進み、資本収益率が低下している(図5)。

資本当たりの利益を示すROA(総資本利益率)は、90年代に入って急速に低下したままである⁵。資本の利益率の低下による資本効率の悪化が現状のまま推移すると、2000 - 2003年度には資本投入による成長寄与度は80年代の半分程度まで減少する。



資料 財務省「法人企業統計季報」
(注) ROAの単位は%。長期債務キャッシュフロー比率の単位は倍。

潜在成長率の低下の第二の原因は、労働の投入量の伸び率が低下してきていることである。労働力人口は98年から既に減少に転じており、2000 - 2003年度は毎年0.2 - 0.3%ずつ減少していくと推計される⁶。

潜在成長率低下の第三の原因は、技術進歩に

よる経済成長の伸び率が鈍化してきていることである。技術進歩は全要素生産性によって表される。全要素生産性は図3のように、潜在成長率に対する寄与度が低下してきている。理由としては、設備の老朽化、雇用のミスマッチの拡大、業界慣行による競争の欠如、産業規制の存在があげられよう。

このように、資本投入量、労働投入量、生産性の鈍化または低下が、潜在成長率を低下させているといえよう。

メインシナリオ

日本経済はバブル経済崩壊後、100兆円以上の経済対策費を費やしながらか、構造改革を先延ばしにし、結局は景気浮揚に失敗して「失われた10年」を過ごしてきた。しかし財政・金融政策が手詰まりの状態の中で、本格的な構造改革が進展する見通しは立っておらず、2003年度までの中期的な日本経済を展望すると、平均1%程度の実質成長を続ける現状維持シナリオの可能性が高い。

企業部門は、2000年度は4年ぶりの増収増益となる見込みだが、2000年度下期の企業業績はかなり下方修正されており、内外需の不足で再び業績は低迷を是はじめるとみられる。生産が下降局面に入り、在庫調整の動きが続くため、当面は減収減益となり、業績の業種間格差、また同業種内の企業間格差が一層顕著になってくるであろう。売上高が低迷する中で、高水準にある労働分配率を引き下げするため、企業は人件費の抑制に努め、正社員よりもパートや人材派遣などの採用を増やす傾向が続くだろう。

設備投資に関しては、インターネットの高速化、次世代携帯電話など、常に最先端のサービ

スが要求される一部の業種では、設備投資を怠ると競争に取り残されてしまうため、生き残りをかけた積極的な投資が行われそうである。しかし産業全体では、老朽化した設備の除去が進んでおらず、従来型産業や中小企業の設備投資は伸び悩むと思われる。

家計部門は、通信費などIT消費の支出の増加は進むだろうが、そのほかの分野は、低価格品嗜好により消費が伸び悩むであろう。年金・福祉に対する不安から、消費性向の減少は継続していこう。

労働市場は、過剰雇用がピークだった99年の240万人程度から現状では100万人程度まで回復したが、企業業績の低迷で再び増加し、失業率は5%を超える可能性がある。企業が労働分配率低下を続けるため賃金はほぼ横ばいで推移する。

対外部門は、貿易黒字の趨勢的な減少が続くそうである。輸出は世界経済の需要減退とともに減少するが、輸入は国内需要の低迷にも関わらず、消費の低価格嗜好、企業のコスト削減を目的とした原材料輸入や逆輸入などで、輸入の増加傾向は継続する可能性が高い。

資本効率の向上と技術進歩

労働力人口が減少していく中で、日本経済再生の鍵は生産性向上と思われる。71 - 97年の日本の生産性の伸び率は、主要10業種中7業種で先進7カ国の平均を上回っていた。しかし91 - 97年だけの比較では、平均を上回っているのは3業種だけに減少している⁷⁾。

生産性向上のためには、資本効率の向上と、技術進歩の向上が有効と考えられる。

資本効率を上げるには、企業の観点から見る

と、非効率的になった既存の設備を積極的に廃棄して、効率を向上させる新しい設備投資を積極的に行なうことや、また不採算部門から成長部門へ資本と労働力といった資源を移動させることが必要である。

産業全体から見ると、資源を構造不況業種、低成長産業から成長業種へ移動させることが必要となる。この場合、資源を、公共事業、公益法人、公的金融など非効率的な分野から、効率的な民間部門へ移動させることも必要となろう。

このように企業や産業全体の資源移動を促進するには、失業者対策、移動を妨げる規制の緩和など、資源移動を円滑に行なわれるような仕組みを整えることが大切になろう。

技術進歩を促進するためには、規制緩和と競争促進、ITの利用が考えられる。規制緩和は80年代から多くの分野・産業で実施され、一定の効果をもたらしてきた。しかし、公正取引委員会の試算では、全産業の付加価値額のうち、政府規制分野の付加価値額が占める割合は、未だに約5割に及んでいる。規制緩和によって競争を促進し、生産性を向上させる余地はまだ残されているといえよう。

また規制がなくても、業界慣行により産業内競争が欠如している場合もある。この場合も、政府の適切な措置により、競争を促進させることが可能であろう。

IT利用は、米大統領レポートによると、米国の生産性を90年代半ばまでの年平均1.4%から90年代後半は3.1%へ向上させた。同レポートは、ITを利用した生産性の向上の原因を以下のように指摘している。

1. IT産業自身の生産性向上

- * 規制が少なく、開かれた競争市場
- * 企業と大学、研究機関との連携
- * ベンチャーキャピタル等の発達
- * コンピュータと通信等の相互作用

2. 経済全体の生産性向上

- * リアルタイムのデータ提供と生産
- * 生産工程の変革
- * 中間マージンの削減
- * 顧客個別のニーズに沿った販売等

3. 教育と技術研究への積極的な投資⁸

日本の場合にはインターネットの高速化を急いでいる段階で、それを使ったビジネス、サービスなどはかなり遅れている。インフラストラクチャーの整備はIT利用のスタートラインであり、それが生産性の向上につながるかどうかは、ソフト次第である。その点、革新的な発想を事業として進めやすいベンチャー企業が多い米国に比べると、日本ではITを利用した生産性の上昇はテンポが遅くなりがちである。そのためにも、開業率を促進する政策を一層進めることが必要であろう。

財政赤字

2000年度末で日本は、国及び地方でGDP比135%の累積債務を抱えていると推計され、その解決が急務となっている⁹。成長率がメインの現状維持シナリオの通り1%程度にとどまるならば、増税以外に大幅な税収増は期待できない。増税は弱い内需をさらに落ち込ませる可能性が高く、財政赤字問題の解決は極めて困難である。この場合、累積債務のGDP比は2003年度までに150%を大きく超えることとなろう。

生産性を向上させて潜在成長率を1.7%程度

まで引き上げ、名目成長率2.0%を達成できる状況となっても、増税政策が行われない限り税収の大幅な回復は見込めず、抜本的な歳出削減が進展しなければ、債務残高の拡大をとめることは難しい。潜在成長率の上昇により国内経済が増税と国民負担率の上昇に耐えられるようになって、はじめて財政赤字問題の根本的な解決がみえてこよう。

リスク

メインの現状維持シナリオでは、潜在成長率が低下したままの現状が続き、国内経済は中期的に低成長が続くと予想しているが、最大のリスクは長期金利の上昇であろう。財政赤字の解消の目途も立たず、債務残高の累増が続けば、国内外の投資家が日本の債務返済能力に疑問を抱き、国債が急落する可能性は続いている。その場合は、金利の上昇による債務の増大、高金利による設備投資・消費の抑制などで、国内経済は大きな打撃を受ける。

また構造不況業種の倒産や大幅な解雇による失業者の増大が社会的不安を起こすリスクもある。これを防ぐには、雇用を吸収する成長産業の育成と、セーフティーネットの整備などが不可欠となる。

$$^1 \ln(Y/LH) = -0.0309 + 0.0009T1 + 0.0029T2 - (-10.10) (9.08) (19.50)$$

$$0.0014T3 + 0.42\ln(KS/LH) (-6.34)$$

0.42は1975年以降の資本分配率平均値

Adjusted R² = 0.933

推計期間1975 - 1999

Y：実質GDP，L：就業者数，H：労働時間，K：資本ストック，S：稼働率，T1：75年Q1から86年Q4までのトレンド、T2：87年Q1から93年Q4までのトレンド、T3：94年Q1からのトレンド

経済企画庁（現内閣府）「平成12年版経済白書」

² 生産性は、1労働時間当たりの付加価値生産額

³ 労働投入量は就業者*労働時間、資本投入量は資本ストック*稼働率

⁴ GDPギャップ*資本ストック

⁵ 法人企業統計ベース。長期債務キャッシュフロー比率=(長期借入金+社債)/(内部留保+減価償却費) ROA=(営業利益+営業外利益)/総資産

⁶ 国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口」(1997年) 内閣府「労働力調査」を用いて試算。

⁷ OECD, *National Accounts; Detail Tables 1960-1997*, 1999 Edition.

⁸ The Executive Office of the President, *Economic Report of the President*, 2001.

⁹ 財務省、「財政の現状と今後のあり方」、2001年

(名倉 賢一)

表 日本経済の2000～2003年度の見通し

	単位	2000	2001			2002			2003		
			現状維持	改革	リスク	現状維持	改革	リスク	現状維持	改革	リスク
実質GDP	%	1.0	0.8	1.5	-0.2	1.0	1.6	0.0	1.2	1.8	-0.3
名目GDP	%	-1.0	-0.7	0.5	-2.2	0.0	1.6	-1.0	0.7	2.0	-1.3
消費者物価	%	-0.5	-0.4	-0.1	-0.5	-0.2	0.2	-0.3	0.0	0.5	-0.2
完全失業率	%	4.8	5.1	4.7	5.6	5.2	4.4	6.0	5.1	4.3	6.4
GDPギャップ	兆円	-13	-16	-11	-21	-16	-6	-29	-16	0	-39

ドル資産のリスクプレミアムは高まるか

～ 米国経常収支問題に関する論点整理 ～

要 約

米国ハイテク株バブル崩壊後も、世界の主要国で同様のIT関連株価の下落が生じたこともあり、米株安は今のところ米ドル安を引き起こすまでには至っていない。一方で米国経常赤字が過去最大を更新し、米国の対外投資ポジションも悪化していることが、ドル資産のリスクプレミアムとの関連で注目される。米国経常赤字・対外債務をめぐる論点を整理する。

リスク要因としての米国経常赤字

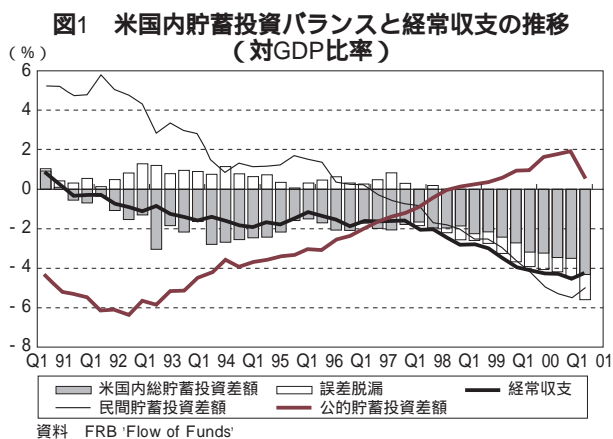
今回の米国景気の減速は、ナスダックを中心にしたハイテク株バブル崩壊といったストック価格下落を伴うものであり、年後半といった早期の回復は期待しづらい状況となっているものの、総じてみれば在庫調整や設備投資調整等の動きは景気の循環変動の範囲内とみられ、90年代初めのクレジットクランチ時のように長期の低迷局面になるとはみられない。

ただし、米国に「構造問題」があるとすれば、それはここ数年間米国一国に集中してきた国際資金フローが逆流に転じ、株安・ドル安・債券安のトリプル安を引き起こす場合である。米国ハイテク株バブル崩壊後も、世界の主要国で同様のIT関連株価の下落が生じたこともあり、米株安はいまのところ、米ドル安には至っていない。同時株安なら株安発のトリプル安は回避可能との見方もできよう。しかし、その一方で米国経常赤字が過去最大を更新していることが、今後のドル資産のリスクプレミアムとの関連で注目される。

フローの側面

～「双子の赤字」からは質的に改善～

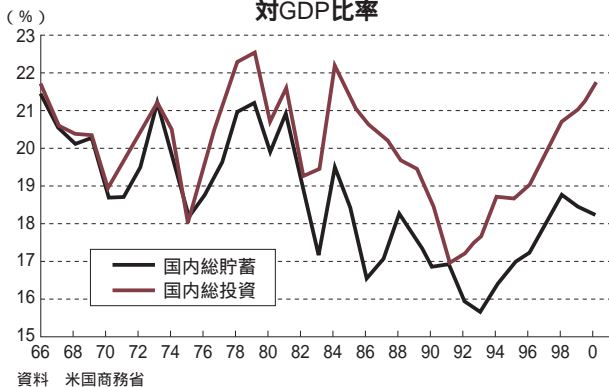
米国の経常赤字をめぐるのは、80年代にもいわゆる「双子の赤字」(財政赤字と経常赤字)という形でその問題点が指摘された。しかし、改めて指摘するまでもなく、90年代の好景気の過程で財政収支は黒字化し、「海外からの貯蓄が財政赤字のファイナンスにあてられているために非効率」という状況からは脱している(図1)。



また米国内の貯蓄投資比率という観点からも、80年代は財政赤字で米国全体のマクロ貯蓄率(米国民間、政府の全貯蓄の対GDP比率)が低下する中で、投資率(総投資/GDP)も低下、

投資率の低下は将来的なGDP水準の伸び悩みを示唆するものだったから、貯蓄投資バランス悪化の「質」も大きな問題であった(図2)。

図2 米国の国内総貯蓄、総投資の対GDP比率



この点も90年代に入り、少なくとも98年まではマクロの貯蓄率上昇と投資率上昇が同時並行的に進む中で、資本流入が(貯蓄を補うのではなく)前向きな「投資」をファイナンスするという性格が変わったため、将来的なGDP水準が投資によって上昇することを考えれば、質的な改善は明らかである。

米国の経常収支赤字は2000年通年では4354億ドル(GDP比4.4%)と過去最大を記録しているものの、以上のように、その内容は80年代と比べれば質的に改善しており、ドルへの投資のリスクプレミアムを高める要因にはならないとの見方が多い。

「アジア・ロシア通貨危機」以後変質した米国の資金フロー

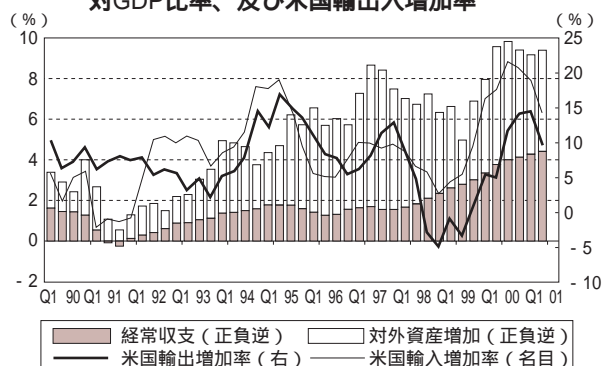
しかしフローレベルの現象としても、以下のような点が今後問題になろう。

まず、米国のドル高政策の帰結が97年のアジア危機前とそれ以降で大きく異なっているこ

とであり、アジア危機以前は、ドル高の中でも資本移動を通じて米経常赤字が拡大均衡的に安定化するシナリオが描けたが、アジア通貨危機以降のドル高局面ではそのようなシナリオが描けなくなっていることだ。

アジア危機以前のドル高期(95年~97年)においては、米国は強いドル政策で海外からの資金を引きつけつつ、アジア等のエマージング地域に資本輸出するという世界的な資本移動の中心になっていた。この背景としては、ドルが主要国通貨との間ではフロートしている一方で、アジアや中南米諸国はおおむね対ドルでの自国通貨の安定を図るドルペッグ政策を行っていたから、米国の投資家にとっては、エマージング諸国向けの投資の為替リスクは小さく、積極的な投資スタンスを取り得たことが大きい。主要国でフロート、対エマージング諸国ではペッグという非対称な通貨システムのありかたが、結果的には世界経済全体の拡大を加速させ、米国の輸出増加を通じて米国経常赤字を一定レベルで安定化させる効果をもっていたといえる(図3)。

図3 米国経常収支赤字、対外資産・負債増加額の対GDP比率、及び米国輸出入増加率



しかし、エマージング通貨危機後にアジアや中南米等の諸国が本格的な通貨フロートに移行する中で、エマージング地域向けの投融資は為替リスクを含んだものになる。また通貨危機による景気悪化がクレジットリスクを高める等の事態もあり、米国からの資本輸出は鈍化の方向をたどった。そのことは米国からエマージング地域への輸出抑制につながるとともに、それら地域の景気回復のための対米輸出増加も米国経常赤字急拡大の原因となった。

第二に、99年2000年にはマクロベース（家計、企業、政府）の貯蓄率も低下に転じている点が、キャピタルゲインに依存した消費の高成長との関連で「消費過剰」という問題を含んでいる。これに関しては、景気減速過程で投資鈍化と貯蓄率上昇で自然に貯蓄投資バランスの調整が行われるとの見方が多い。しかし過去のパターンをみる限り、今後そのような順調な調整経路をたどることが可能かどうかにも若干の疑問が残る。図2の通り、これまでマクロの投資率とマクロの貯蓄率は同方向に動くことが多かった。投資率が低下する局面は景気減速～不況局面だから、内部留保等の企業貯蓄が伸び悩み、税収鈍化や歳出増加で財政収支が悪化する等、景気減速局面ではマクロの貯蓄率の低下要因も大きいからである。投資率の低下は労働生産性の鈍化をもたらし、所得増加率と貯蓄増加率の鈍化につながる可能性もある。

1960年代以降では、投資率が低下する中で貯蓄率が上昇したのはプラザ合意を経てドル安が定着した87年～88年の局面のみである。今回の米国景気減速局面で、ドル高を維持したま

まで国内貯蓄増加、国内投資鈍化というパターンの「順調な」貯蓄投資バランス改善経路をたどることが可能なのか、今後とも注視していく必要がある。

以上、フローの経常赤字の先行きに関しては、質的な改善（海外貯蓄は米国投資をファイナンスしてきた）にもかかわらず、資本移動を「てこ」にした米国経常赤字の（拡大均衡的な）改善が期待できないこと、投資率低下・貯蓄率上昇というシナリオが過去の例ではさほど容易ではないことの2点からは、高水準の経常赤字が慢性化するリスクが示唆される。

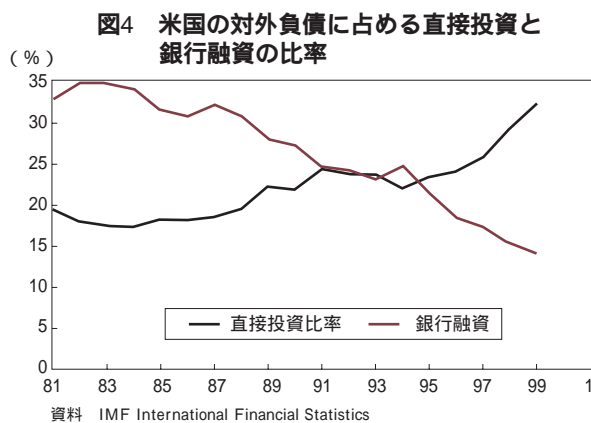
ストックの側面

巨大な米国経済にとって外部負債の規模や負担は小さい

米国の「持続的な経常赤字」に関連して次に問題になるのは、フローの経常赤字分が必然的に純債務増加として国際投資ポジションの悪化につながるというストックの側面である。過去20年近く経常収支赤字を続けてくる中で、米国の対外純投資ポジションは99年末に1兆4738億ドル（市場評価額ベース）の赤字と世界最大となっていることは周知の事実である。

しかしこれに関しても、米国経済が巨大であることから対外純債務の対GDP比率は99年で15.8%と依然低く、例えばカナダやスウェーデン、オーストラリアは40～50%レベルであるにもかかわらず極端な資本逃避や通貨暴落といった事態にみまわれていないこと、巨額の純債務のわりには内外投資に関する純支払い（米国対外投資からの受け取り 海外対米投資への支

払い)は小額であること、対外債務に占める直接投資(企業買収関連含む)のウエイト拡大や銀行融資比率の低下等、短期性の資金比率が低下していることも、米国の対外債務構成の安定性に寄与しているとされる(図4)。

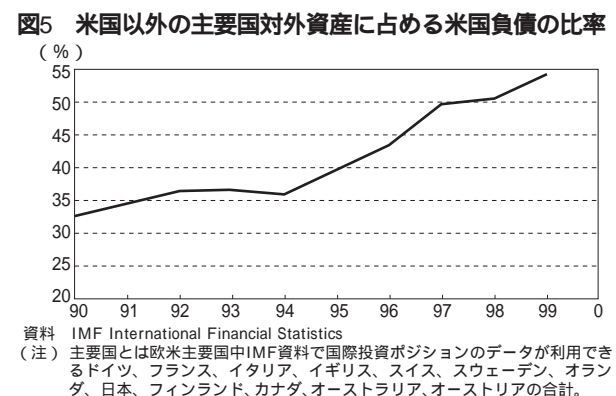


世界的にみると米国対外負債のウエイトは大きい。米国のフローの経済規模との対比や、対外債務の内容構成、対外純債務に関する純支払い額の相対的小ささ等、米国の国際投資ポジションの純債務に関しては、一般的には「問題なし」とする見方が多い。また米国の負債がドル建てであるということも、対外債務の返済を容易なものにしていることはいうまでもない。

とはいえ、ストック面に着目した場合でも、主要国(米国除く)の対外資産残高に占める米国の対外負債残高のウエイト⁽¹⁾が90年代後半に入って急速に上昇している(図5)点には留意が必要だろう。(1)この比率については、Owen F. Humpage 'Is the Current-Account Deficit Sustainable?' Federal Reserve Bank of Cleveland, 10 1998を参照した。

この事態は2通りの解釈が可能だ。第一に、今後とも国際的な資本移動が活発化し世界の資本市場が統合の方向に向かうという前提に立て

ば、主要国の対外資産も急速に増加し、主要国対外資産に占める米国負債のウエイトも次第に低下していくというものだ。この見方からすれば、国際分散投資が更に進めば、米国への資金純流入の基調は維持されるということになる。



第二に、各国間の実際の国際資本移動は、“資本移動を妨げる何の摩擦もない”という前提に立つモデルの想定よりは、はるかに低いレベルにとどまっているという、いわゆるフェルドシュタイン・ホリオカのパズル⁽²⁾を重視する見方である。(2)フェルドシュタイン・ホリオカのパズルについては、例えば、クルグマン・オブズフェルド『国際経済』P950～951。

この見方に立てば、現実的には国際資本移動の量的な拡大ペースには大きな限界があり、その中で米国の対外負債のみが一方向的に増加することに対しては、やはりいずれかの時点でリスクプレミアムの増加という結果につながざるを得ないということになる。過去20年間の主要国の経常収支調整パターンを分析した Freund⁽³⁾によれば、平均的にみて経常収支赤字の対GDP比率が5%近くになると調整が始まり、その調整は3年間程度で急速に行われるというパターンが検出されるということである(表1)。

このことは資本移動が自由化されつつあることを前提にしても、経常収支問題が軽視できないことを示すものだ。(3) Caroline L.Freund "CURRENT ACCOUNT ADJUSTMENT IN INDUSTRIALIZED COUNTRIES" FRB International finance discussion papers Number 692, 12 2000 参照。

表1 主要国の経常収支調整に関する概観

国名(調整開始の年)	経常赤字対GDP比率(%)	
	調整開始時	3年後
オーストラリア(1989)	- 6.2	- 3.74
オーストリア(1980)	- 4.92	0.4
ベルギー(1981)	- 4.23	- 0.07
カナダ(1981)	- 4.21	- 0.04
カナダ(1993)	- 3.94	0.56
デンマーク(1986)	- 5.33	- 1.04
フィンランド(1991)	- 5.52	1.3
フランス(1982)	- 2.18	- 0.01
ギリシャ(1985)	- 8.09	- 1.48
香港(1980)	- 5.03	0.57
アイルランド(1981)	- 13.63	- 5.59
イスラエル(1982)	- 8.66	4.79
イタリア(1981)	- 2.58	- 0.78
イタリア(1992)	- 2.47	2.31
韓国(1980)	- 8.46	- 1.84
ニュージーランド(1984)	- 13.59	- 8
ノルウェー(1986)	- 6.02	0.21
ポルトガル(1981)	- 16.78	- 2.83
シンガポール(1980)	- 13.34	- 3.51
スペイン(1981)	- 2.88	1.11
スウェーデン(1980)	- 3.45	- 0.78
スウェーデン(1992)	- 3.56	2.14
イギリス(1989)	- 4.36	- 1.75
アメリカ(1987)	- 3.72	- 1.65
中央値	- 4.92	- 0.78
平均値	- 6.28	- 0.86

資料 本文 注(3)参照

また図3の通り、米国への資金流入額の対GDP比率は、90年代前半～97年頃までは2%レベルから8%レベルまで一挙に拡大し、「国際資本移動の活発化」といえたが、その後は10%弱レベルで増加率が鈍化しているともみられ、国際資本移動が更に拡大していくというイメージは描きづらくなっている。国際資本移動の規模拡大から世界的な最適資源配分の達成というモデルの説明力が今後高まるかどうかは

疑問である。Edwards⁽⁴⁾は、「経常収支は問題なのか」という論文の中で、経常収支に対するエコノミストの見方が、「経常収支赤字は問題だ」というものから「財政収支が均衡していれば経常赤字は問題ではない(民間資金の国際的資産選択の結果としての1国の経常赤字は資源配分効率上問題なし)」へと変化し、最近では再び「経常赤字は問題かもしれない(current deficits may matter)」へと変化してきている。(4) Sebastian Edwards "DOSE THE CURRENT ACCOUNT MATTER?" NBER 2 2001 参照。

米国は基軸通貨国であり、経済力も強く、当面は米国からの急激な資金流出等の事態は想定しづらい。冒頭述べたように、ナスダック中心の米株バブルが崩壊してから1年近くが過ぎようとしているが、世界的にIT関連株価が下落していることもあり、米国からの巨額かつ急激な資本流出は今のところ生じていない。むしろ2001年に入ってから米国資金の本国回帰や質への逃避としての米債買い等とみられるドル買いもあって、米ドルは強含む展開となっている。そしてそれは一方で、エマージング地域の通貨安や資金流入鈍化等から当該地域の成長の制約となっており、米国輸出は急激に伸びを鈍化させている。

米国景気が大きく腰折れすることなく、循環的な調整を終えて回復軌道に乗れば、米株暴落ドル安というリスクは大きく低下する。しかし一方で、回復局面で米国の巨額の経常赤字が持続するのは確実だ。数年タームで考えれば、経常収支赤字問題への注目が再び高まる可能性についても、念頭に置いておく必要がある。

(小野沢 康晴)

アジア経済の中期見通し

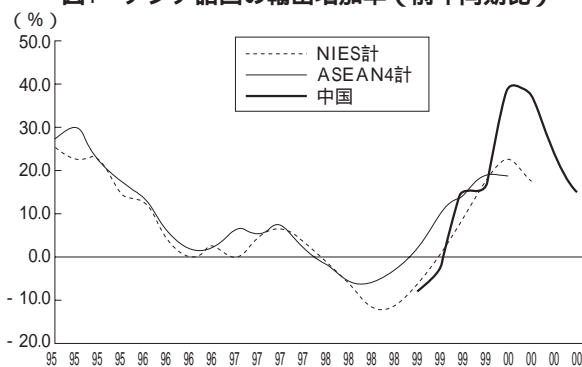
要 約

今後のアジア経済を見通すにあたっては、米国を中心とした外需の動き、外国からの投資資金流入の動向に着目する必要がある。アジア各国においては、今後米国景気の減速に伴い輸出が伸び悩み、IT関連製品を中心に在庫調整が続き、景況感が悪化し、景気底打ちは2002年以降となるであろう。また外国からの投資については、中国への直接投資が堅調に推移すると見込まれるが、中国も含めてアジア各国の経済構造改革の進捗状況、及び政治情勢が、資金流入に影響を及ぼすであろう。

IT関連製品輸出の伸び悩み

1997年に発生したアジア通貨危機から立ち直る形で拡大してきたアジアの景気も、米国景気のピークアウトを受けて、昨年秋頃から次第に減速傾向を明瞭なものにしている（図1）。アジア諸国の輸出全体に占める対米輸出の割合は22%を占めているが（図2）、後述するように、アジア域内への輸出品が最終消費地である米国に再輸出されるケースも相当程度あることから、米国経済の動向がアジア経済に大きな影響を及ぼしている。

図1 アジア諸国の輸出増加率（前年同期比）



資料 IMF "Direction of Trade Statistics"

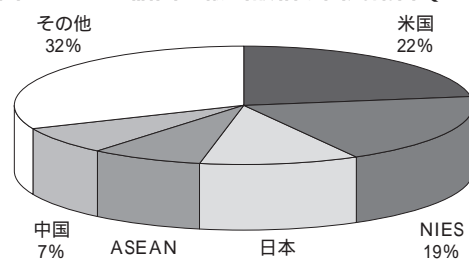
輸出の伸び鈍化に伴い製造業の生産・出荷が伸び悩み在庫が増加傾向にあり（図3）、特にコンピュータ、携帯電話、また電子部品等IT製品で、その傾向が顕著である。IT製品は、輸出全体の4割（99年時点、各国平均）を占める重要品目であるため（図4）、アジア各国の

今後の経済を見通すにあたり、IT関連製品の生産・輸出動向が重要な点であると考えられる。

IT関連製品の需給軟化が今後のアジア経済にどのように影響を及ぼすかについては、国境を越えた分業体制に基づく生産工程においてアジアがどのように組み込まれているかということと密接に関わってくる。この分業体制は、PC製造工程を例とすると、以下の通りとなる。

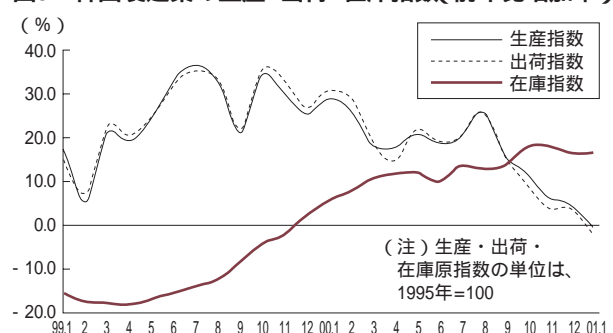
PC関連財は、製造工程の段階によって、半

図2 アジア諸国の輸出額相手国別割合（99年）



資料 IMF "Direction of Trade Statistics"

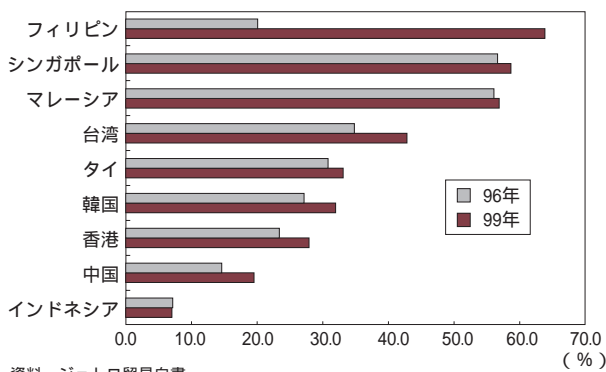
図3 韓国製造業の生産・出荷・在庫指数（前年比増加率）



（注）生産・出荷・在庫指数の単位は、1995年=100

資料 韓国銀行

図4 総輸出額に対するIT輸出額の割合



資料 ジェトロ貿易白書

導体シリコン、銅・アルミニウム等の電子部品用素材、半導体、PCケース、電源供給器等の部品、PC及びその周辺機器等の最終需要財に分けられる。ここで特徴的なことは、PC生産においては部品の標準化が進んでいることから部品毎の分業が可能であり、この国際分業が、製造工程段階という軸だけでなく、生産物の付加価値レベルという軸によっても行われていることである。部品の中の半導体製造には、シリコンウエハーに回路を焼き付ける前工程と、焼き付けられたウエハーを切断してプラスチックケースに収める後工程の二段階があるが、前工程は高い技術を要するのに対し、後工程は比較的単純な組立作業である。また同じ部品の範疇に入っている、CPU（中央演算処理装置）やHDD（ハードディスク・ドライブ）等付加価値が極めて高いものがある一方で、PCケース、電源等そうでないものもある。

PC製造の国際分業の代表的事例は次の通りである。PCケースに電源供給器・ケーブル等を組み込んだベアボンキットと呼ばれる半製品が中国で生産され、これらは船便で組立拠点まで運搬される。CD-ROM、モデム等比較的付加価値の高い部品はシンガポールや台湾から航空便で組立拠点に輸送される。CPUやHDD等価格変動が激しい高付加価値製品は、PCを組み立てる直前に台湾・韓国等生産地から時価で

購入される。また半導体製造の前工程は台湾や韓国で行われ、後工程はマレーシアや中国で行われる。最終的な組立・完成品の仕上げは、最終消費地、或いはその周辺国（メキシコ、東欧、中国等）で行われる。

以上の点からPC生産に関する貿易について、以下四つの特徴が浮かび上がってくる。PC本体の内部には付加価値レベルが異なる多くの部品が組み込まれており、各々の部品の生産地が、賃金コストやインフラ等総合的な判断のもとに選択されている。マーケットでの競争は完成品レベルよりもむしろ部品レベルで行われている。生産工程・付加価値レベルという二つの軸を基準に分業が行われているため、分業が複雑化・重層化し、生産工程の間に複数の貿易が介在している。付加価値が高い生産財ほど陳腐化に伴う価格下落の影響が大きいため、極力在庫を持たない工夫がされている。

さて、生産・出荷をスムーズに行うためには、各生産工程に適正水準の在庫を保有しなければならないが、複雑化・重層化した分業が行われる生産形態においては、最初の生産段階（川上）から最終消費段階（川下）に至るまでの総在庫量は極めて大きなものとなる。さらに重要なことは、川上の生産変動幅が川下の需要変動幅よりも遥かに大きいことである。その理由は、出荷量が増加すれば適正在庫量も増加するので、在庫積み増しを行うことにより、必要な仕入量が出荷量を上回って増加するからである。逆に最終需要が減少すれば、意図せざる在庫増加が起きるため、部品段階では、生産調整のため、最終需要の変動幅を遥かに上回る規模で生産が落ち込むことになる。

現在アジアでは、実際にこのようなことが起きている。3月5日付け米国誌Business Weekによれば、米国IT企業からの受注減少により、昨年12月末時点での韓国のコンピュータ在庫は前年比18%増加、半導体等コンピュータ部

品在庫は前年比50%増加した。

アジアの多くの国では、生産物の付加価値レベルに違いがあるとはいえ、需要変動が大きい部品産業を抱えていることから、IT関連需要減少の影響が比較的強いものとなる。需要回復の見通しについてだが、いくつかの調査機関が、過去のIT関連需要減退期が9ヶ月程度であったことから、慎重にみても2002年の早々にも需給が回復するのではないかと、という見通しを示している。

道半ばの経済構造改革

通貨危機以前に、資本自由化の流れを背景に、アジアのいくつかの国（主として韓国、タイ）に対してローン、インターバンク資金、証券投資等の形態で大量の資金流入があり、これに伴って企業のバランスシートが大幅に膨れ上がった。しかし97年の通貨危機後の景気後退に伴い、アジアのいくつかの国では、以下三つの問題が生じるようになった。

第一に、企業の資産内容の劣化である。韓国では財閥が多方面にわたる事業への進出を行ったが、得意分野以外の事業で失敗する例が多発した。タイでは不動産バブルが崩壊した。第二に、これら企業に融資していた金融機関の不良債権増加である。第三に、財政部門の債務拡大である。各国政府は不良債権を抱えた金融機関を救済するため公的資金を投入したほか、景気刺激のために財政支出を拡大した。

現在アジアで求められている構造改革とは、主としてこの三つの問題を解決することであるが、これが思うように進展していない。韓国では、抜本的な改革をしている企業とそうでない企業に分かれており、後者の場合には、既往債務返済条件の緩和が行われても、不採算部門の整理や本格的な雇用調整まで踏み込まないなど問題の先送りがされた。タイの大手企業でも、労働者がリストラ案に反対しており、改革が

遅々として進まない。

しかし、今後さらに問題の先送りを継続することは難しい。これまでは景気拡大によりさほど表面化しなかった過剰資産・過剰雇用の問題が今後景気減速を背景に浮き彫りになってくるとともに、今後改革が不徹底な企業には外資が資本参加しないだろうからである。改革に反対する勢力が根強いケースも多いと思われるが、各国企業の構造改革は今後徐々に進んでいくこととなる。従って、今後企業倒産や失業が増加し、これが景気に悪影響を及ぼすことを念頭に置かねばならない。

この際に想定されることは、金融機関の不良債権の増加である。これまで各国の金融機関は、不良債権を不良債権買取機構（AMC）に移管する形で処理してきたが、今後再度不良債権が増加する可能性が高い。さらに想定されることは、金融機関への支援や失業対策のために再度財政支出を余儀なくされることである。まとめると、今後景気の減速が見込まれることもあり、前述の三つの問題はこれから再度本格化するということである。

目が離せない政治情勢

インドネシアでは、一部地方での独立問題や民族抗争等治安悪化、IMFとの関係の冷え込み、ワヒド大統領の国民評議会との不協和音（大統領罷免騒動）が示すとおり、政局が不安定化している。このため、他アジア諸国で景気減速を受けてここ数ヶ月短期金利下落しているのに対し、インドネシアの短期金利はほぼ一貫して上昇している。

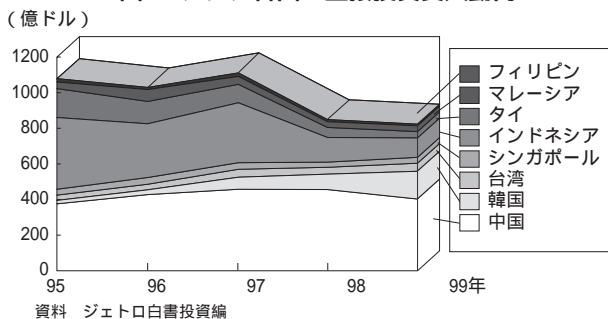
フィリピンでも、昨年秋のエストラダ前大統領の違法賭博収益金の献金疑惑以来、政情が不安定となり、ペソ安・物価上昇・金利上昇が続いたが、これらは、自動車販売台数を減少させるなど、实体经济に少なからぬ影響を及ぼした。なおアロヨ新政権の誕生により、最近では

こうした動きも落ち着いている

政治情勢は、マクロ経済・金融指標に影響することもあるうえ、外国投資家が当該国に投資する際の判断材料にもなるので、今後も目が離せない。

アジア域内で二極化する資金流入

図5 アジア各国の直接投資受入動向



通貨危機以降、アジア全体への直接投資額(グロス)は伸び悩んでいるが、その中身を見ると、中国、NIES(韓国・台湾・香港・シンガポール)への投資が堅調である一方、ASEAN4(タイ・マレーシア・インドネシア、フィリピン)への投資が明瞭に減少している(図5)。背景としては、ASEANへの直接投資がこれまで相当積み上がっているうえ、外部からの資金流入を伴わない現地企業の再投資が起きていることがあげられる。こうした要因もあるが、ここでは、中国の投資先としての魅力が、以下の状況変化によりASEAN以上に高まったことに注目したい。

第一に、中国の販売先市場としての魅力が改めて注目されるようになったことである。同国では都市部と農村部の所得格差が大きいですが、購買力が低い農村部を除外して考えても、都市部だけで約3.9億人の人口を抱えている。これは、東南アジア最大の人口(世界第4位)を抱えるインドネシア(約2.1億人)の1.9倍である。一人当たり年間GDPも概ね上昇傾向にあり(現在都市部平均では900ドル以上)、中国は都市

部人口の購買力だけを考えても大きな市場である(最近の国際金融情報センターのレポートより)。

第二に、中国のWTO加盟が現実的になってきたことに伴い、外国企業の直接投資が増加していることである。これが実現すれば、貿易・投資制度の透明性が増し、関税引下げにより貿易が促進されることから、外国企業にとって投資しやすい環境が整うことになる。但し中国のWTO加盟については、依然として国内産業の保護を強く主張する勢力があり、また競争力が弱い産業を整理する過程で失業者増加や銀行の不良債権増加が避けられないなど、課題山積である。中国が今後これら国内問題をうまく乗り切れるかが注目点である。

このような外国からの投資資金流入がASEANから中国にシフトする傾向に対して最も危機感を抱いているのがシンガポールである。このままではASEANは外国の投資資金を十分引き付けることができず、ASEANの国際競争力が弱まってしまう。シンガポールは経済面でASEANとの関わりが深いだけに、その影響を被ることになる。一方で現在、ASEAN自由貿易協定(AFTA)においては、関税の引き下げが各国間の利害調整から思うように進展していない。そこでシンガポールは、ASEAN域内の調整には少し距離を置き、域外諸国との二国間自由貿易協定(FTA)に注力するようになった。同国は既にニュージーランドとのFTA締結を実現しているが、これをオーストラリア、チリ、日本、メキシコにも拡大すべく交渉を開始している。これに関連して3月5日付け米国誌Business Weekの内容(要旨)を紹介する。「シンガポールは東南アジアへの依存度を低くしようとしている。同国は、FTA締結を通じて東南アジアと世界の他地域との橋渡し役を果たそうとしている。一方インドネシアのワヒド大統領は、シンガポールが東南アジア域外での個

別国との協定により一国だけ繁栄するのではなく、域内の国にもっと目配りすべきだ、と不満を顕わにしている。しかしシンガポールは、そのような意見を承知のうえで、FTA締結を進めている。何故なら、そのことが結局は、東南アジアが休眠状態ではないことを世界にアピールし、中国に向かうであろう外国の投資資金を東南アジアに呼び戻すことになると考えているからだ。シンガポール大学の試算によれば、FTA締結が予定通り実現すれば、同国の経済成長率が1%ポイント上昇する。」

アジア経済の中期見通し

中国を別とすれば、アジア各国の経済規模は主要先進国と比べてもまだ小さく、各国の内需の自律的な動きは、まだ経済全体の方向を左右するだけの力を持っていない。従って今後のアジア経済を見通すにあたってのポイントは、大まかに言うと 米国を中心とした外需の動き、外国からの投資資金流入の動きの二つに絞られよう。

メインシナリオは以下の通りである。アジア各国においては、今後米国景気の減速に伴い輸出が伸び悩む。多くの国でIT関連製品を中心に在庫調整が続き、景況感の悪化が続く。景気回復のタイミングは、米国景気底打ちの時期に

影響される可能性が高いが、2002年以降となろう。一方中国に対する外国からの直接投資が、今後も堅調に推移しよう。

一方でアジア経済にマイナスの影響を及ぼす可能性がある以下三つのリスク要因に留意する必要がある。

第一に、米国景気の回復が遅れれば、アジア景気もその影響を受けることになる。

第二に、円安が大幅に進行した場合、アジア諸国の輸出をめぐる環境が厳しくなる。アジア諸国においては、通貨危機以降いくつかの通貨の変動幅が大きくなったが、香港ドル、シンガポールドル、台湾ドル、中国人民元のように対米ドル変動幅が小さいものもあり、円安進行はこれら国の日本への輸出を抑制する。また韓国製品の場合、日本製品と競合しているものが多く、大幅な円安は韓国製品の競争力を弱める。

第三に、国によっては、金融機関の不良債権処理など構造改革が進まない、あるいは政府への信頼が揺らぐという政治不安定化の可能性も否定できない。この場合、外国からの投資資金が流入しにくくなる。

参考までに直近の各国国際機関のアジア経済見通しは表1の通りである。

(永井 敏彦)

表1 各機関のアジア各国のGDP成長率見通し

(単位 %)

国・地域	1998年	1999年	2000年(見通し)			2001年(見通し)			2002年(見通し)			
	(実績)	(実績)	OECD	IMF	ADB	OECD	IMF	ADB	OECD	IMF	ADB	
NIES	香港	- 5.3	3.1	9.0	8.0	9.5	7.1	4.8	7.5	5.5	-	-
	韓国	- 6.7	10.7	8.9	8.8	8.5	5.8	6.5	6.0	5.6	-	-
	シンガポール	0.4	5.4	-	7.9	8.8	-	5.9	6.0	-	-	-
	台湾	4.6	5.4	-	6.5	6.8	-	6.0	6.0	-	-	-
ASEAN	インドネシア	- 13.0	0.3	3.7	4.0	4.0	5.0	5.0	5.0	6.1	-	-
	タイ	- 10.8	4.2	5.6	5.0	4.5	5.8	5.0	4.6	7.0	-	-
	マレーシア	- 7.6	5.8	8.5	6.0	7.5	7.0	6.0	7.0	6.5	-	-
	フィリピン	- 0.5	3.2	3.5	4.0	3.8	3.0	4.5	3.3	3.5	-	-
中国	7.8	7.1	8.0	7.5	8.0	7.6	7.3	7.5	7.8	-	-	

資料 IMF World "Economic Outlook" Oct.2000, OECD "Economic Outlook" Dec.2000, ADB "Asian Development Outlook" Dec.2000