ISSN 1345-0018

金融市場

1999.8

1999年度・2000年度経済見通し特集号

潮流
開けるか成長軌道への回帰の展望 ・・・・・・・・1

国内景気
企業のリストラで政策による支えが
必要な状態続く日本経済 ・・・・・・2

国内金融
年度内はゼロ金利政策継続・・・・・・・・・・・・・・・8

海外景気金融
金融政策により拡大テンポの抑制を図る米国政策当局・・10
下押し要因薄れ緩やかな拡大軌道に
向かうユーロ圏経済 ・・・・14
跛行性強まるエマージング景気回復 ・・・・17

海外の話題
香港ディズニーランド ・・・・・・・・・・・・・・・・22

農林中金総合研究所

潮　流

開けるか成長軌道への回帰の展望

第1四半期成長率の高い伸び（年率7.9％）と日銀短観（6月）の業況判断好転を契機に、わが国経済の先行きの見方に変化が出てきた。現在の成長を支えている公共投資が出尽くす秋以降も、景況感の改善を背景とした民間需要の回復によって失速を回避し、プラス成長回帰への可能性が出てきたからである。当総研の今回予測の主たる関心も、この可能性の点検にあった。

政府は本年度0.5％のプラス成長を公約（？）しているが、民間のシンクタンクは下期失速は不可避とみて小幅なマイナス成長を予想する先が多い（民間23機関平均△0.2％）。当総研でも、結果的には△0.3％と若干のマイナスを予想している。

ただここで重要なのは、本年度のプラス・マイナスといった成長率の数値ではなく、もう少し長い期間でみた成長軌道への回帰に向けた足取りが固められるかどうかである。

成長軌道への回復の環境は、徐々に整えられようとしている。その一つは、海外経済面で、アジアの回復や米国の安定成長の可能性が強まったことである。昨年のロシアに端を発するヘッジ・ファンド危機が収束し、米国の金融仲介機能が回復して途上国への資本流入もみられ始める一方、FRBの予防的利上げによりインフレ懸念も抑制されている。第二に、わが国金融システムの安定化についても、昨年の金融国会により金融再生に向けた枠組みが整備され、主要銀行への公的資本注入などにより信用収縮は改善されている。

しかしその反面、なお不安感も根強い。その最大の点は、わが国の経済構造の円滑な転換とそのための政策の舵取りについてである。2001年度から、わが国経済を取巻く基本的な枠組みが自由化・国際化に向けてさらに一歩前進する。①金融機関のペイオフ解禁、②会計制度の国際基準（連結・時価会計）への移行、③財政投融資制度改革を含む中央省庁の再編などがそれである。企業・銀行の抱える過剰債務、過剰設備、過剰雇用といった三つの過剰の解消に象徴される供給サイドの改革が求められるのもこのためである。この構造調整には、デフレ圧力が伴う。これを回避するためには、預金保険制度見直しや雇用市場流動化など安全網（セーフティネット）整備が必要なことはいうまでもないが、併せて適切な需要面の追加策も忘れてはならない。

経済対策による指標の好転とともに、「経済戦略会議」などの議論を通じてわが国経済のあるべき方向への道筋が示され、先行きについて一頃の悲観論一色から多少の期待も芽生え始めているのは、好ましい動きである。こうした環境の下で、まず必要なのは足許の回復の足取りを確実にして、将来への期待の芽を育てていくことである。そのための政策の順序とタイミングを誤ってはならない。

（理事研究員　荒巻　浩明）

国内景気

企業のリストラで政策による支えが必要な状態続く日本経済

要　　約

現在の景気の下げ止まり傾向は、公共事業拡大や金融システム安定化などの政策効果によるところが大きいが、公共事業は99年前半をピークに減少傾向が予想され、企業のリストラによる雇用悪化や設備投資の減少も続くため、99年度の実質GDP成長率は若干のマイナスが避けられない見込みである。景気を失速させないためには、下期に2000年度にまたがる形で7兆円程度の公共事業追加が必要とみられる。一方、リストラ進行で大企業を中心に企業収益が回復するため、2000年度後半には設備投資も増加に転じ、景気は緩やかな回復に向うと予想される。

下げ止まり傾向となった景気

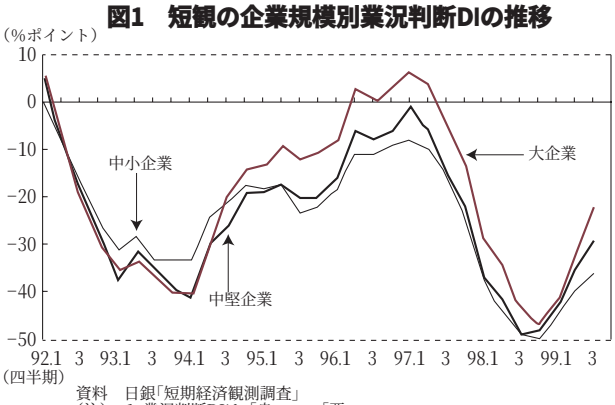
消費税率引上げの影響などから、97年3月をピークに後退過程に移行した景気は、同年秋から冬にかけて、アジアの経済危機や金融システム不安定化の影響でさらに落込んだ。こうした需要の落込みは98年に入ると本格的な在庫や設備の調整に波及し、実質GDP成長率は、97年第4四半期から98年第4四半期まで前期比で5四半期連続で低下した。この結果、98年度の実質成長率は▲2％と大幅なマイナスとなった。

景気の落込みが続くなかで、政府は98年4月に事業総額16兆円規模の景気対策を策定し、同年10月に60兆円の財源を手当てした金融再生スキームを樹立し、11月には公共事業や減税、貸し渋り対策などを含む総額24兆円の緊急経済対策を発表した。これらは98年度第1～3次補正予算や99年度当初予算に具体化され実施に移された。さらに、本年2～3月にかけてコールレートを実質ゼロ金利に低下させる追加の金融緩和政策が実施された。

こうした対策の効果で、公共事業が昨秋以降大幅に拡大し、個人消費もパソコン等の家電や軽自動車販売などが増加してきた。また、在庫調整の進展で生産も下げ止まり傾向となるなど、景気に「変化の胎動」がでてきた。さらに今年に入り、住宅減税の効果などからマンション販売や住宅建設が増加に転じ、大手行への資本注入の実施や中小企業への信用保証枠拡大などから、企業金融面でも一時の混乱が落着いて、企業の景況感も徐々に改善してきた（図1）。この結果、99年第1四半期の実質ＧＤＰ成長率は、7.9％（季節調整済前期比年率）と6四半期ぶりのプラス成長となり、景気もようやく下げ止まり傾向となった。

また、これまで大きく落込んでいた韓国やタイ、マレーシアなどアジアの景気に回復の動きが出てくる一方、米国景気も好調を維持するなど、日本を取り巻く海外情勢も改善してきてい

図1　短観の企業規模別業況判断DIの推移



資料　日銀「短期経済観測調査」
（注）1. 業況判断DIは「良い」－「悪い」。
2. 98年までは対象企業見直し前旧ベース、99年は新ベース。
3. 99年期は先行き見通し。

る。

しかし、設備投資の大幅削減が続き雇用者数や賃金の減少も続くなど、企業部門のリストラ進行による景気の下押し圧力は依然大きい。特に、雇用情勢は賃金水準が相対的に高い中高年層を中心に厳しさを増しており、失業者数や失業率は統計開始以来の最高水準に達している。

99年度の見通し
政策による下支えが必要な状態続く

前記のように、景気が下げ止まり傾向となった最大の要因は、政府による一連の景気対策（表1）の効果である。99年第1四半期の実質ＧＤＰ成長率は前期比で1.9％増加したが、このうち公共投資を中心とした公的需要の寄与度が1.1％と過半を占めた。また、同第1四半期には個人消費や設備投資も増加したが、個人消費の増加には、金融システム不安の鎮静化や4兆円の恒久減税実施で恩恵を受ける高所得層の消費性向改善も影響したとみられる。設備投資の増加は中小企業の投資増加が主因だが、これには信用保証枠拡大等による資金繰りの改善が貢献している。

表1　98年度以降の主な景気対策　（単位　兆円）

時期	名　称	事業規模	内　　容
98.4	総合経済対策	16兆円超	特別減税等4.6 社会資本整備7.7 （うち地方単独事業1.5） 土地流動化策、中小企業対策等4.3
98.10	金融再生 トータルプラン	60兆円の 財源手当	預金者保護（17） 特別公的管理等（18） 破綻前金融機関への資本注入等（25）
98.11	緊急経済対策	24兆円	社会資本整備8.1 所得税・法人税減税6兆円超 貸渋り対策（信用保証制度拡充等） 雇用対策1.0 アジア対策1.0 地域振興券0.7等
98.12	99年度当初予算		公共事業予備費含め10％増 住宅ローン減税2兆円超
99.6	緊急雇用対策	0.5兆円	自治体による採用等0.3 少子化対策0.2

資料　政府発表資料等から当総研作成

政府の景気対策は、昨年秋から冬にかけて策定された98年度第3次補正予算や99年度当初予算が執行段階にあり、当面はこれらの政策の効果が持続していくものとみられる。公共事業は98年度3次補正の繰越分に加えて、99年度当初予算の前倒し発注で当面の事業量は確保されているし、住宅投資についても、99～2000年度上期頃までは住宅減税の効果が及ぶこととなろう。また、雇用対策として99年度第１次補正予算（事業規模5千億円程度）が成立したが、限界的ではあるが雇用悪化を和らげる効果があろう。

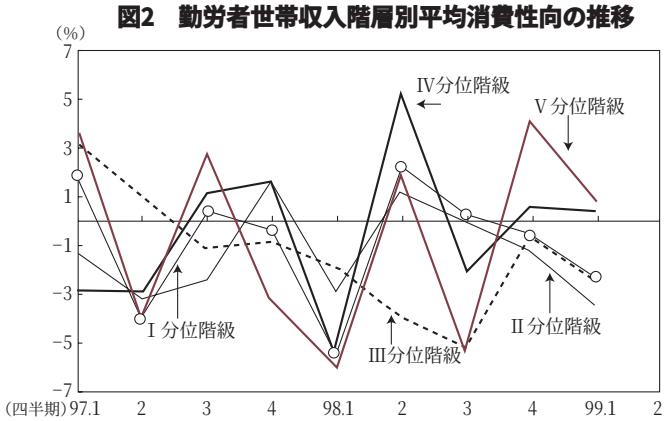
しかしながら、公共事業も本年1－6月をピークに次第に低下傾向をたどるものとみられる。後でも述べるように、企業のリストラの進行で民需の自律回復力がなお弱いなかでは、政策的下支えが依然必要であり、99年度下期にはある程度の規模の補正予算による公共事業等の追加が求められよう。

企業のリストラが続き依然弱い民間内需

在庫調整の進展による生産の下げ止まり傾向や、消費者ニーズを呼び込んだ軽自動車やパソコン等家電販売の増加など景気に自律回復の動きもでてきているが、現状では景気を牽引していくだけの力はない。

個人消費は、99年度には4兆円の所得税恒久減税が行われ、高所得層を中心にその効果が期待できること（図２）、増加しつつある年金受給層の消費増加が前年に続き期待できること、金融システムの安定化や景気の下げ止まり傾向で消費者心理の改善が期待できることなどのプラス効果がある。しかし、企業のリストラで雇用者数や賃金の減少傾向が続き、雇用者所得の低下が予想されるため、個人消費は若干の増加

図2　勤労者世帯収入階層別平均消費性向の推移



資料　総務庁「家計調査報告」
（注）　1. 平均消費性向の前年比増加率。
　　2. 収入階層は低い方（Ⅰ分位）から順に並べて五等分したもの。

は見込まれるものの、低迷状況を脱しきれないものとなろう。

住宅投資は、住宅減税や公庫貸出金利の低下を主因に今年に入って増加してきたが、公庫の99年度第一次募集（4～6月）では増加の勢いは鎮静化しており、マンション販売等でも主力となるはずの40代の不振が続いている。この背景には雇用や所得環境の悪化や先行きの生活不安などがあるものとみられ、このため、99年度の住宅投資は、増加はするものの着工戸数で125万戸程度（98年度実績は118万戸）の一桁台の伸び率にとどまるものと予想される。

設備投資については、生産が下げ止まり傾向になったとはいっても稼働率水準は依然低く、企業の設備過剰感は大きい。また、収益構造を再構築していくためにも、固定費の削減が求められており、99年度の設備投資は、前年度に比べてマイナス幅は縮小するが減少が続くこととなろう。

純輸出は頭打ち傾向に

97年度以降の不況のなかで、アジア向け輸出の落込みなどから輸出が減少したが、内需の不振で輸入がそれ以上に落込んだため、純輸出は増加傾向で推移してきた。しかし、昨年秋以降の景気の下げ止まり傾向のなかでは、円相場の上昇もあって輸入が堅調な伸びをみせる一方、輸出は依然として伸び悩んだため、純輸出は頭打ち傾向となっている。アジアの生産回復も、これまでのところは日本からの輸出増加よりは日本の輸入増加に結びついている。

企業のリストラが続くなかで、コストダウンの要請や消費者への安価な商品提供等のために輸入は増加を続けることが予想される。一方、輸出はアジア向けの増加を主因に前年度の大幅な落込みに比べて若干の増加に転じるが、輸入の増加ほどには伸びないため、純輸出は減少傾向となろう。

99年度の実質GDP成長率は若干のマイナス成長の予想

以上のように、99年度は企業のリストラの継続で雇用悪化が続き、個人消費等の回復を抑制することが予想されるほか、設備投資もマイナス幅は縮小するものの、減少が続く見込みである。外需についても、輸出は若干の増加が見込まれるが輸入の増加がこれを上回り、純輸出は頭打ち傾向が予想される。また、高水準で推移する公共事業も下期にかけて次第に低下傾向となり、以下に述べるような追加の対策が行われても、実際に効果が出てくるのは2000年第１四半期頃とみられるため、99年度の実質GDP成長率は▲0.3%程度と、若干のマイナス成長が避けられないものとみられる（表２）。なお、総需要（国内需要＋輸出）の伸びでみた場合にはゼロ成長となり、前年度の▲2.6％から大幅に改善する(注1)。

四半期ごとの推移としては、設備投資の減少

が続くことや公共投資が次第に低下に転じること等から、実質成長率は99年第2四半期以降前期比で低下傾向となり、下げ止まるのは2000年第1四半期となろう（図3）。この過程で99年第1四半期の高めの成長による99年度に向けての成長のゲタも解消し(注2)、前記のように年度間で若干のマイナス成長となるとみられる。

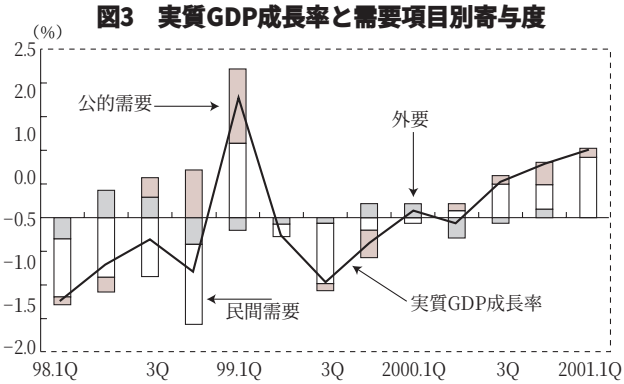
企業のリストラで個人消費や設備投資など民間内需が弱いなかで、これまで景気を下支えしていた公共投資が減少してくると、景気が失速してしまう可能性が高い。現在の景気の下げ止まり傾向を持続させるには、下期に公共事業の追加などの政策対応が必要である。2000年度当初予算（一般会計）の概算要求では公共事業は前年度と同水準程度が予想されるため、地方財政悪化による地方公共団体の単独事業等の遂行能力の低下を考慮しつつ、99年度下期以降の息切れを防ぐには、2000年度にまたがる15ヶ月予算として、7兆円程度の公共事業の追加が必要となるものとみられる(注3)。

（注1）総需要（国内需要＋輸出）がGDPと違う点は輸入を控除しないことにあり、本稿の99年度見通しのように輸入の伸びが堅調な場合は、GDPよりも総需要の伸びが高くなる。企業の売上高や付加価値との対比では総需要が近く、企業の景況感としては総需要の伸びの方がフィットするのではないかと思われる。

（注2）99年第1四半期の実質成長率が前期比1.9％増加したことで、99年度に対し0.9％のゲタ（第1四半期の水準のまま横這いで推移しても、99年度に0.9％の成長は確保される）をはいたが、第2四半期以降の前期比での低下でゲタが解消される。

（注3）7兆円の計算根拠は、景気回復には2000年度にも公共投資を減少させないことが必要との認識のもとで、2000年度の公共投資が99年度対比横這いとなるために必要な2000年度にまたがる公共事業の追加額を推定したものである（地方単独事業は▲5％減少する想定）。

図3　実質GDP成長率と需要項目別寄与度



資料　経済企画庁「四半期別国民所得統計速報」
（注）　1. 季節調整済前期比。
　　2. 99年1Qまでは実績値、99年2Q以降は予測値。

リストラで大企業の収益は回復へ

大蔵省発表の法人企業統計でみた全産業の企業収益は、98年度は大幅な減益となったが、四半期ベースでは、大企業については99年第1四半期に前年同期に比べて増益に転じた(注4)。増益の要因は、人件費や減価償却費等固定費の削減や変動費比率の低下により、損益分岐点の低下が進んだためである。

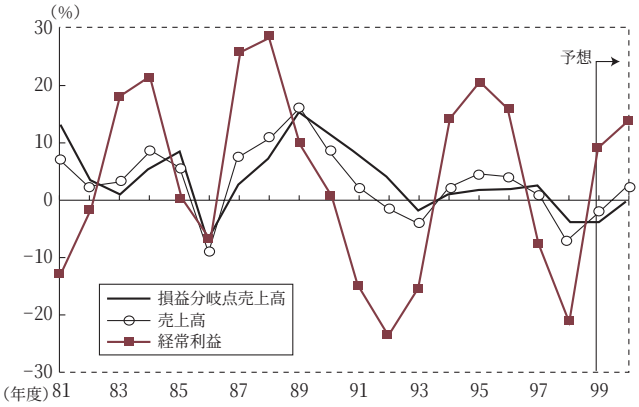
99年度の大企業の収益は、98年度並の人件費等の固定費削減や変動費比率の低下が行われるとすれば、減収でも増益が確保可能とみられる（▲2.4％の減収で9％の経常増益の試算‥‥図4）。こうした大企業の収益回復は株価にも反映され、2000年度に向けての設備投資回復などにつながっていくこととなろう。

一方、中小企業の収益は、99年第1四半期においても、減益幅は縮小したが依然減益が続いている。大企業では固定費が減少しているが、中小企業の固定費は依然増加が続いており（増加率は鈍化）、売上高の減少に対して固定費削減が進んでいない。中小企業の収益は、99年度においても大企業のような明確な増益シナリオは描きにくいのが現状である。

（注4）大企業（資本金10億円以上）の99年第1四半期の経常利益は前年同期比13.4%の増益となったが、一部に事業税の経理処理変更の影響があるものとみられる。事業税の

影響を4千億円［大企業の事業税（98年度経常利益＊0.5＊0.25）の四半期分］と仮定して修正計算すると１％の増益となる（98年第4四半期の経常利益は前年同期比▲36.3%）。なお、こうした収益の改善傾向は、事業税経理処理に関係のない売上高総利益率が大幅改善（前年同期比＋1.1％）していることからも見て取れる。

図4　大企業･全企業の損益分岐点と売上高、経常利益



資料　大蔵省「法人企業統計季報」
（注）1. 前年比増加率。
2. 損益分岐点は人件費･減価償却費･金融費用を固定費、その他費用を変動費として計算。
3. 99年度は98年度並の固定費削減等を前提に売上高▲2.4%9%の経常増益。
4. 2000年度は損益分岐点横這い、2%の増収で13.7%の経常増益。

2000年度の見通し
年度後半には設備投資が回復へ

2000年度になると企業のリストラ圧力もかなり弱まってこよう。98、99年度の大幅な設備投資の削減や設備廃棄の実施で過剰設備が減少し、また、99年度に増益に転じるとみられる大企業の収益は、2000年度にはさらに増益幅が拡大し（固定費や変動費比率が99年度比横這いと仮定しても、売上高が２％増加すると経常利益は13.4％の増益と試算される）、設備投資回復の余地が広がってこよう。こうした状況を背景に、情報通信関連などを中心に設備投資は2000年度後半には増加に転じるものと予想される。

大企業を中心とした企業収益の回復は、所得の低下圧力を弱めることとなろう。収益が回復しても企業はリストラを継続する見込だが、企業収益が改善すれば業績を反映した賞与などが増加し、個人消費にはプラスになる。また、アジアの景気回復が進むことで、日本の輸出も増加しよう。年度後半からの設備投資の増加や個人消費の持ち直し傾向、輸出の増加などから、鉱工業生産の増加傾向も顕在化してこよう。

こうした形で2000年度後半からは景気回復の動きが浸透していくものとみられるが、企業のリストラの継続で雇用の目立った改善は期待できず、中小企業の業況についても、アジア等との競争激化などから業種による違いはあるが、全体として回復感に乏しいものが予想される。このため、景気の回復も緩やかなものとなり、2000年度の実質成長率は、表2のように0.6％程度にとどまろう（前記の総需要の伸びとしては0.9%程度）。

長期金利上昇や円高のリスク

前記のように、景気を息切れさせないためには、99年度下期に2000年度も含む15ヶ月予算として7兆円程度の公共事業の追加が必要なことを指摘した。このため、99年度下期から2000年度にかけての国債発行額も高水準となることが予想され、長期金利の上昇圧力となろう。また、長期金利の上昇は円高にもつながるため、実質成長率がゼロ％前後で微妙な状況にある99、2000年度の景気に対するリスク要因となる。

一定の前提をおいたシュミュレーションでは、99年第4四半期に長期金利が1％上昇し、それが継続すると、住宅投資等を中心に2000年度の実質成長率を▲0.8％程度低下させる。また、同じ時期に円相場が10円程度円高になりそれが継続すると、輸出の減少等により

2000年度の実質成長率は▲0.6％程度低下する。2000年度の実質GDP成長率の見通しは0.6％程度の低いものであり、長期金利の上昇や円高が生じた場合は、2000年度においてもマイナス成長から脱却できないことになる。その意味では、国債発行の多様化や国債流通市場の整備などによって、長期金利の上昇を押さえることが必要となろう。

なお、このほかのリスクとして、中国元の切下げが実施された場合のアジア経済への影響や、可能性は小さくなってきたが米国景気や米国株価のハードランディングのリスクも残っている。

将来を見据えた対策を

これまで述べたように、企業のリストラの継続で、日本経済は当面は政策による下支えが必要な状況が続く見込である。90年代に行われた景気対策は、事業総額の合計で100兆円近くに達しており、国や地方公共団体の債務残高の増加につながった。こうしたなかで、99年度下期から2000年度にかけて、7兆円程度の公共事業の追加が必要となると、さらに財政赤字が拡大する。財政の余力が乏しいなかでの公共事業の追加は、情報通信基盤の整備や高齢化社会の到来に必要な施設の整備など今後必要となる事業の前倒し実施など、将来を見据えた財政支出の有効活用の視点が重要である。

また、今後の雇用の受け皿として、中小企業を中心にした新規産業の創出が求められるが、これらを支援する諸制度の整備や、高齢化社会において持続可能な雇用や年金システムの整備などをあわせて進めていくことが必要である。

（鈴木 博）

表２　日本経済見通しの概要

		単位	98年度 実績	上半期	下半期	99年度 実績	上半期	下半期	2000年度 見通し
名目ＧＤＰ		%	−2.1	−2.4	−1.8	−1.1	−1.0	−1.2	0.3
実質ＧＤＰ		%	−2.0	−2.5	−1.5	−0.3	−0.2	−0.4	0.6
	国内民間需要	%	−3.5	−3.4	−3.6	−1.2	−2.0	−0.4	0.7
	民間最終消費支出	%	0.1	−0.1	0.3	0.6	0.3	0.9	1.0
	民間住宅	%	−10.7	−11.0	−10.3	6.1	1.8	11.1	2.4
	民間企業設備	%	−12.4	−11.0	−13.7	−9.1	−11.1	−7.2	−1.8
	民間在庫増加	10億円	1442	967	475	1193	811	382	1627
	国内公的需要	%	2.8	−2.5	7.4	4.6	10.7	−0.3	0.4
	政府最終消費支出	%	0.4	−0.4	1.1	0.9	0.8	1.0	0.5
	公的固定資本形成	%	6.1	−5.2	15.1	8.2	23.4	−1.8	0.2
	財貨・サービスの純輸出	10億円	12546	6439	6107	11506	5666	5840	11582
	輸出	%	3.7	−2.5	−4.9	0.2	−0.2	0.6	2.3
	輸入（控除）	%	−7.5	−8.7	−6.4	2.2	2.7	1.8	2.6
卸売物価		%	−2.5	−1.1	−3.8	−2.4	−3.9	−1.0	−0.7
消費者物価		%	0.2	0.1	0.2	−0.4	−0.3	−0.5	0.0
経常収支		兆円	15.2	8.3	6.9	14.6	7.0	7.6	14.4
貿易収支		兆円	16.0	8.4	7.6	15.3	7.6	7.7	14.9

(注)　1．単位が%のものは前年比増加率、実績値は経企庁「国民所得統計速報」等、予測値は当方による。
　　2．主な前提条件

		98年度	99年度	2000年度
為替レート	円／ドル	128.3	120.0	115.0
ＣＤレート３カ月物	%	0.6	0.1	0.3
通関輸入原油価格	ドル／バレル	12.8	16.1	16.0

・景気対策として、99年度下期に公共事業７兆円の追加（2000年度も含む15ケ月予算）を想定。
　2000年度当初予算の公共事業が前年度比横這いの場合、2000年度下期に２兆円程度の補正を想定。

国内金融

年度内はゼロ金利政策継続

要　　約

日銀短観は景況感の改善が続いているが、日銀は明確に民需の自律回復が見通せるまでは、ゼロ金利政策継続スタンスであり、少なくとも年度内は継続されよう。株式市場は、ゼロ金利効果と企業リストラの着実な進展から底堅い展開となろうが、リストラに伴う民需の弱さから今後追加財政政策出動の可能性は高く、年末にかけ国債増発懸念が長期金利上昇圧力となろう。円/ドル相場は、年度後半にかけては米国景気のスローダウン観測からやや円高に向かおう。

表1　金利・為替・株価の予想水準

（単位%、円／ドル、円）

年度／月	98年度		99年度				
	12	3	3	9	12	3	6
	実績	実績	実績	予想	予想	予想	予想
CDレート	0.65	0.06	0.03	0.05	0.05	0.10	0.30
短期プライム	1.500	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375
10年最長期国債	2.16	1.75	1.84	1.70	2.00	2.00	2.30
長期プライム	2.2	2.6	1.9	1.9	2.2	2.2	2.5
為替相場	115	120	121	122	118	115	110
日経平均	13,842	15,836	17,530	17,000	17,500	18,000	19,000

（注）月末値、実績は日経新聞社調。

ここ１ヶ月の金融情勢
ゼロ金利政策早期解除観測は収束

1～3月期GDPの高成長からゼロ金利政策の早期解除観測が台頭し、短期金利は、円金利先物2000年3月限で99.35円まで売り込まれた。その後発表された日銀短観が市場の期待ほどには改善しなかったことや、日銀審議委員の現行の政策継続発言などから、早期のゼロ金利政策解除観測は後退し、円金利先物2000年3月限で99.60円台まで買い戻された。

長期金利も、10年国債最長期物利回りで一時1.99%まで上昇したが、短期金利の落ち着きから1.6%台に低下した。ただ、中期ゾーンは、都銀の5年物普通社債発行(10月以降解禁)報道での需給悪化懸念から小幅の低下に止まっている。

情報通信関連銘柄主導で堅調な株式市場

株式市場は、日銀短観で景況感の改善が続き、企業業績もリストラによる増益見通しであることを評価し、外人投資家が情報通信関連や国際優良銘柄中心に買い姿勢を強め、日経平均株価は18千円台半ばまで上伸。また、ゼロ金利政策で炙り出された個人投資家も値動きの軽い店頭、二部市場で買い姿勢を強め、総じて堅調な展開となった。

向こう半年程度の市場の注目点
年度内はゼロ金利政策継続

ゼロ金利政策解除観測は一旦は収束したものの、景況感の改善が続く状況下で長期金利が下げ渋るなど政策転換リスクは燻っている。政策変更の条件は、「デフレ懸念の払拭が展望できる情勢」ということで基本的には物価動向となろうが、94年に景気回復期待による早すぎた金利上昇・円高進行が株価下落を招き、景気回復が頓挫した経験も踏まえ、実際の政策変更には相当慎重なスタンスとみられる。

実需面から金利上昇の条件を考えれば銀行貸出の増加といえよう。この点で6月の銀行貸出は前年比5.7%減でマイナス幅はむしろ拡大している。これは銀行の選別融資の姿勢強化もあるが、それ以上に企業がバランスシート調整を進めているためとみられる。経企庁の上場企業を対象にした「H11年度企業行動に関するアンケート調査」によれば、バランスシート調整に要する期間として今後2～3年を見込む企業が多い。バランスシート調整の終了前(1年程度前)には景気の自律回復の兆しが出てくることを想定しても、少なくとも年度内はゼロ金利政策が続く可能性は高いとみられる。

国債増発懸念で長期金利に上昇バイアス

日銀がゼロ金利政策を継続する間は、基本的

には景気回復期待での長期金利上昇も限定的なものとなろう。
政府は「追加景気対策の検討は4～6月期の景気動向を見極めたうえで」としているが、年度内には明確に自律回復を示ような指標は出て来ず、年度後半に公共投資が息切れする公算が高いとみられることから、第二補正ないしは来年度予算で相当程度のマクロ的需要対策(当社予測では第二次補正で真水7兆円)を求められよう。また、破綻金融機関の預金者保護対策での7兆円の交付国債で予算化されていない約3兆円の予算化の可能性も高く、国債増発と郵貯大量償還に伴う資金運用部の資金繰り懸念から、年末にかけ長期金利は上昇圧力がかかろう。

上昇幅は財政悪化のリスクプレミアムが基本となろうが、都銀のオーバーローンが解消する程のカネ余りの状況から上昇幅も限られ、5年国債発行等の国債管理政策も実施される見通しより、2.5%程度が上限の目処となろう。なお、長期金利急上昇や景気腰折れのリスクが高まるような場合には、日銀の国債買いオペの増強の可能性も残されている。

株式市場は底堅い展開に

株式市場では、企業業績はリストラによる増益が期待されている。景況感の改善でリストラの進展が緩むリスクはあるものの、連結会計や時価会計の導入、一連の産業再生法がインセンティブになり、着実にリストラは進展しよう。中間決算の発表時期にかけては銘柄選別の動きが強まり、一旦は調整局面を迎えようが、現在の株価の上昇はゼロ金利による過剰流動性に支えられた面も強くが、当面ゼロ金利政策の継続が予測されることから、株式市場は底堅い展開が続こう。

円/ドル相場はボックス相場の中やや円高に

日本の景況感の改善から、外人投資家の日本株買いなどが円高要因となっているが、ゼロ金利政策の継続と長期金利の相対的な低位安定から、4～6月の対外公社債投資は5兆円を上回る規模(対米だけではないが)となっており、当局の円高阻止の姿勢を勘案すれば、当面は120円を挟んでのボックス相場が継続しよう。

年度後半にかけては米国景気も利上げ効果等でスローダウン観測が強まるとみられ、年初に予測したレンジ110～130円の中でやや円高方向に向かうと予想される。なお、リスクとしては、10月に建国50周年を迎えて以降の中国元の動向が注目される。　（99.7.19堀内 芳彦）

図1　長短金利の推移

図2　業種別株価の推移
(基準日=98/10/9、日経平均12,879円)

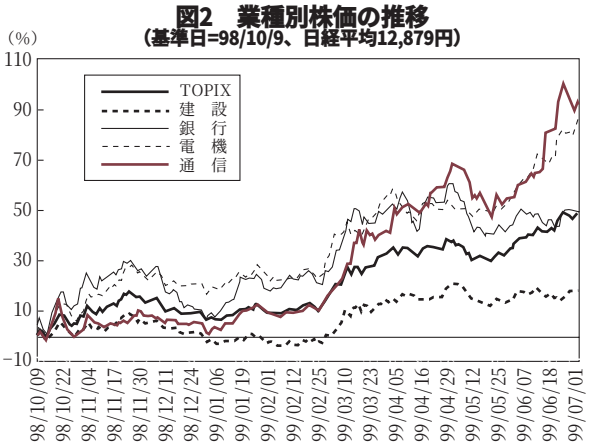
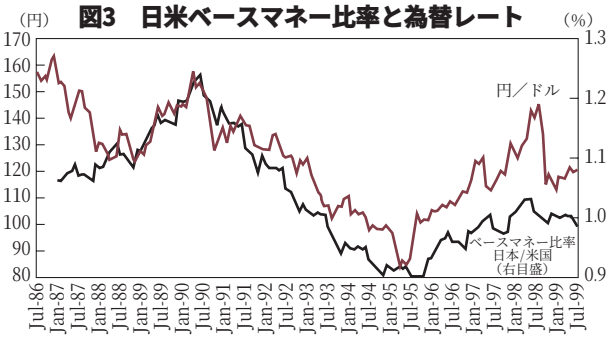


図3　日米ベースマネー比率と為替レート



資料　DATASTREAM

海外景気金融・米国

金融政策により拡大テンポの抑制を図る米国政策当局

要　　約

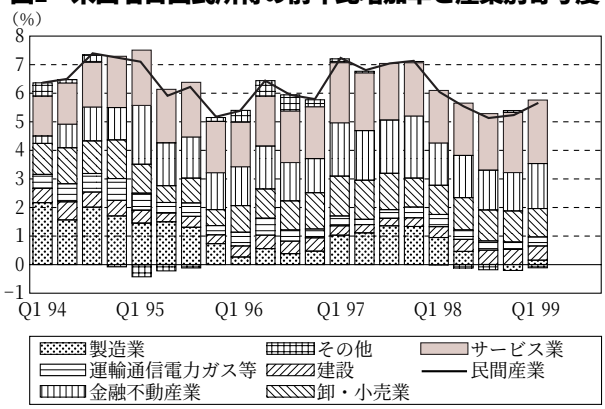
99～2000年にかけての世界経済にとっては、過熱気味の米国経済のソフトランディングと欧州・日本の景気回復という「バランス回復」が、スムーズに進行できるかどうかがポイントになる。米国景気は労働力需給逼迫を背景に拡大テンポの抑制を図らなければならない状態で、金融引締め政策に加えて産業機械投資の調整等もあり、2000年にかけてはスローダウンが予想される。

消費主導の高成長継続

足元の米国経済はなお堅調な拡大を維持しているものの、拡張期間が9年近くに及び、景気拡大の内容には変化がみられる。それは第一に、需要面からみると消費中心の拡大という性格が鮮明になっていることである。米国の実質ＧＤＰは、前年比では96年以降一貫して４％程度の成長率となっているが、個人消費の成長への寄与率は96～97年の60％前後から98年には85％へと上昇している。

次に、供給面からみるとサービス産業の付加価値増大との製造業の低迷という格差が次第に定着しつつあるようにみられることが指摘できる（図1）。

図1　米国名目国民所得の前年比増加率と産業別寄与度

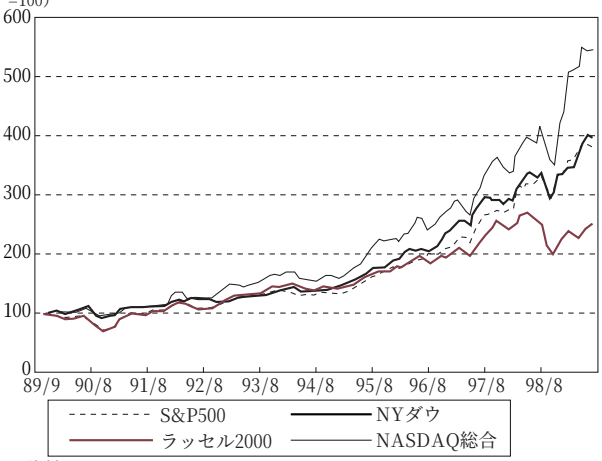


資料　米国商務省
（注）　前年比。

もちろん製造業の中でも自動車やコンピュータ関連等の好調な業種はあるものの、ドル高環境もあって素材、非耐久財関連では生産の低迷が続いている。

長期拡大の中での設備投資増加の結果として、製造業ではマクロ的には生産能力が過大で、設備稼働率の水準は、現状90年代初めのリセッションの時期以来の低さであり、業種によってはリセッション期を下回るものもある。内需の高い伸びが続く中でも、稼働率の低迷や業種ごとの格差の拡大等、供給面からみれば、米国景気の拡大も、その及ぶ範囲が広範なものではなくなりつつある。株価についても同様に、上昇を続ける大型株やハイテク株と低迷する小型株という二極化現象が続いている（図2）。

図2　米国各種株価指数の推移



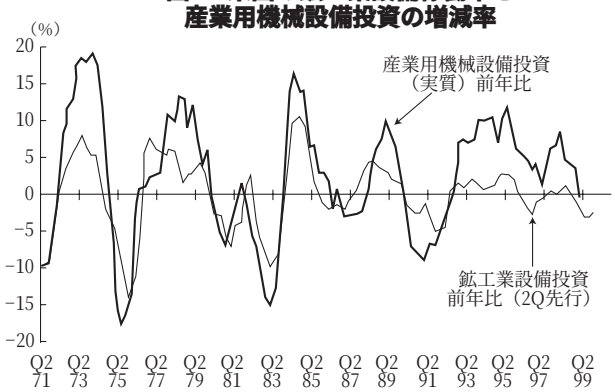
資料　Data Stream
（注）　10年前を100とした指数。

産業機械投資は既に調整局面

過去の積極的な投資の結果としての高い生産能力の伸びと、一方で低水準で推移する設備稼

働率という事態から、米国製造業の生産設備に対する投資は既に鈍化（実質生産設備投資は前年比マイナスに）してきており、生産能力増加率もピークアウトしつつある。（図3）。

図3　米国の鉱工業設備稼働率と産業用機械設備投資の増減率



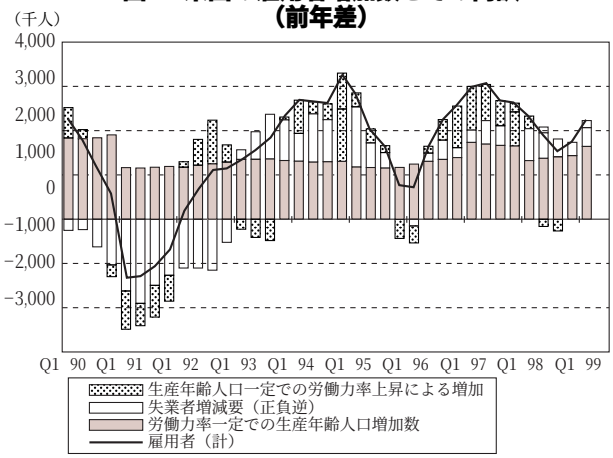
資料　米国商務省、FRB調
（注）　前年比。稼働率の前年比は2四半期先行させてある。

産業用機械投資の調整にはある程度の時間を要しようから、2000年にかけても（情報処理機器投資を除けば）設備投資は全体として鈍化の方向にあるとみられる。

労働力需給は依然逼迫

一方長期拡大の中で、労働力需給の逼迫は着実に強まっており、その面ではマクロの需要を抑制しなければいずれ賃金上昇や生産性の低下といった事態に陥るリスクが出てきている。米国の人口統計によれば、労働力率一定とした場合、生産年齢人口の増加のみで増加可能な労働力は年間150万人程度であり、それを上回る労働力需要の増加に対しては、労働力率の上昇ないしは失業率の低下によって供給がなされることになる。米国の場合、94～95年の雇用増加局面では失業率の低下によって労働需要がまかなわれ、96～97年には労働力率上昇によって需要が満たされてきたものの（図）、足元では失業率水準の低さ等、労働力の供給余力は限界になりつつあるとみられる。労働力需給の面からは、米国の需要増加率の抑制が必要な状況となっており、FRBの予防的な利上げも、この点を最も重視したものといえよう（図4）。

図4　米国の雇用者増加数とその内訳（前年差）



資料　米国労働省
（注）　実数の前年差。

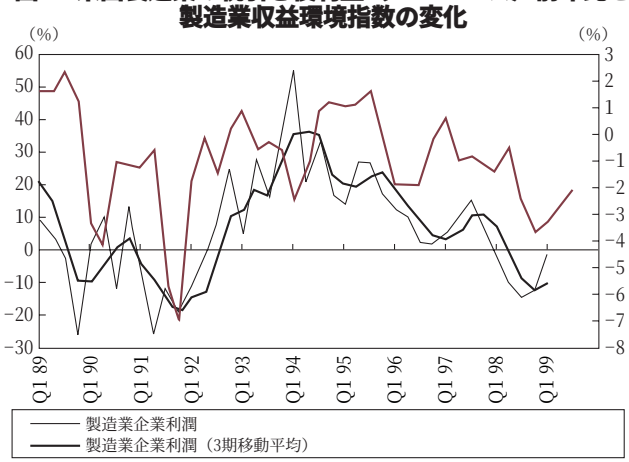
調整的利上げでソフトランディング目指す展開

以上のように米国景気拡大の内容は、需要面では消費中心、供給面ではコンピュータ及びサービス中心のものとなっており、全面的な拡大から大幅利上げが必要であった94年当時や、二桁の実質輸出増を伴って製造業の設備稼働率も82％を超えた97年当時とも異なり、一部産業がリードするという性格を強めている。

米国内部での業種間格差については、画期的な技術革新（インターネット等に代表される情報通信技術）の普及による産業構造の大幅変化の過程であるととらえれば、成長産業（ないし企業）がリードする景気拡大局面が今後とも続くという見方も可能であろう。しかし、米国金融政策当局が利上げに踏み切ったことに示されるように、労働力需給の逼迫等、経済規模の拡大ペースに対するマクロ的な制約が強まりつつあり、内需の伸びには限界がある。多国籍に事業展開する大企業については、エマージング諸国の回復によって増益幅の拡大も可能であろうが、米国内及び輸出向け等の売り上げを中心とする企業については、技術革新の成果を取り入

れつつあるサービス産業であっても、今後予想される米国の成長率鈍化の中で、高株価を維持できるような利益（期待）成長を続けられるか問われることになる。また低稼働な資産を保有している製造業に関しては、海外売上の多い企業を除けば、固定費負担増加等、マクロ的な収益環境は良好とはみられない（図5）。

図5　米国製造業の税引き後利益（GDPベース）前年比と製造業収益環境指数の変化



資料　米国商務省
（注）　製造業収益環境指数=製造業設備稼働率＊製造業総合生産者物価／製造業雇用コスト指数。収益環境指数は半年前比を6か月先行。
製造業利潤はGDPベース。

このような状況、及びFRBの予防的利上げによる需要抑制を考えれば、米国景気の過熱リスクは小さいとみられ、調整的な小幅利上げによってソフトランディングが可能と考えられる。

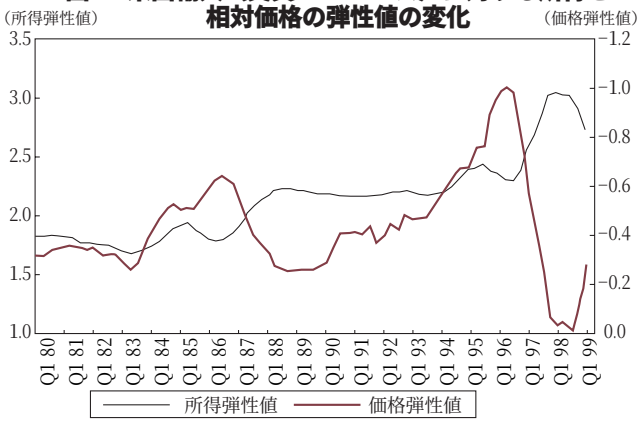
低下する輸入の価格弾性値

一方米国の外需に関しては、まず輸入面で、97年前後を境に米国輸入の価格弾性値が急速に低下（かつ実質輸入に対する統計的有意性も低下）し、一方で所得弾性値の水準が上昇したことが近年の特徴である（図6）。

この背景としては、前述したような米国経済成長の内容が（輸入依存度が高い）消費主導型に変化したことが大きいとみられる。米国の商品別輸入でも消費財や自動車といった消費関連商品の寄与度が足元で顕著に高まっている。

今後の米国内需の鈍化を前提とすれば、米国対外収支の悪化にもある程度の歯止めはかかろうが、80年代に比べても上昇している輸入の所得弾性値や、ドル高環境下で輸出の伸びに限界があること等を考えれば大幅が対外収支赤字が続くことは避けられない。その意味で米国株価の動揺等の際には、対外ファイナンスのリスクからドルが対円・対ユーロ等で軟化する可能性は大きいものの、欧州や日本の景気も当面は不安定さを抱えていること、米国株価の下落は国際的な資産価格の連動性の高まりを考えれば欧州や日本の株価も下落させる可能性が高いこと等から、ドルの信任問題に発展するような大幅下落という可能性は2000年までの範囲では低いと考えられる。ドルの信任が問われるとすれば、ユーロ圏が自律的かつ堅調な拡大経路をたどっている等の外部環境の変化が前提になろう。

図6　米国輸入（実質GDPベース）に対する所得と相対価格の弾性値の変化



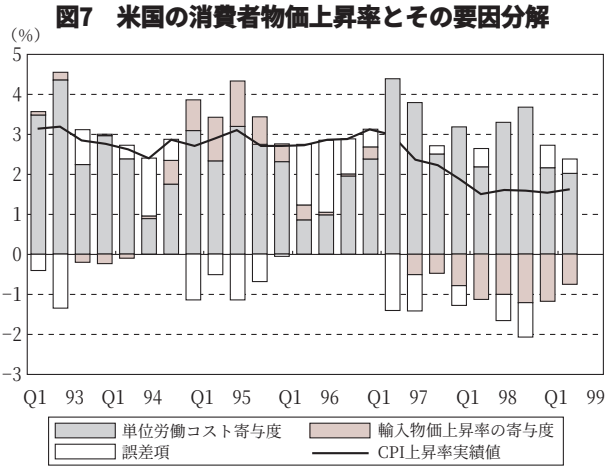
下記の推計式にて期間10年で遡及・移動させて推計したパラメータ。
LN(実質輸入)=α＋β＊LN(実質内需)＋γ＊LN(輸入デフレータ／生産者価格工業製品総合)。推計期間 80.01Q～99.1Q
推計結果　α13.8946　β2.32589　γ−0.480506　修正済R2　0.9935
(−31.4245)　(44.30504)　(−4.74639)　カッコ内はT値

インフレリスクは限定的

米国金融政策当局の予防的な引き締め政策によって米国の経済成長率が次第に鈍化していくというシナリオにたてば、米国の物価上昇リスクは限定的なものになると考えられる。

ただし、97年から98年にかけて米国の消費者物価上昇率を引き下げた要因としての輸入物価の下落（商品市況の下落とドル高）については、今後はその要因が剥落することから、当面消費者物価全体としては緩やかな上昇傾向をたどることになろう。この間輸入物価の下落による消費者物価押し下げ効果は1％前後あったとみられるが（図7）、今後に関しては世界経済の拡大ペースも当面緩慢なこと等を考えれば、輸入物価上昇による消費者物価押し上げ効果も2000年にかけて0.5％前後にとどまるものと予想される。

図7　米国の消費者物価上昇率とその要因分解



(注)推計式：LN(消費者物価指数)＝α＋β＊LN(非農林業単位労働コスト)＋γ＊LN(輸入物価指数)で推計
推計期間：92.10～99.1Q。補正後R2　0.9875　パラメータは以下(カッコ内はt値)
α＝−2.72435(−13.227)、β＝1.48326(46.5599)、γ＝0.184255(5.648144)

資産価格下落のリスク

以上のように2000年にかけての米国経済は、金利上昇と産業用機械のストック調整によって緩やかに鈍化していく可能性が高い（表1）。予想されるリスクとしては、高値圏で推移する米国株価の大幅調整が最も大きいが、仮に株価の大幅調整があったとしても①米国の場合資産価格の急騰は株価に限定されており、不動産価格等はマイルドな上昇にとどまっていること、②株価が下落しても多くは「含み益の縮小」にとどまり、家計貯蓄率の上昇から個人消費の抑制圧力にはなろうが、バランスシート悪化の程度は限られていること、③大幅な景気悪化のリスクに対しては、財政・金融面からの政策対応の余地が大きいこと、等を考えれば、米国経済一国レベルではソフトランディング可能とみられる。むしろ欧州や日本、エマージング諸国の景気回復基盤が脆弱なうちに米国株価の調整やドル安が生じた場合、海外景気に与える悪影響の方が当面大きいと考えられる。

IMFのWORLD ECONOMIC OUTLOOKの「リスクシナリオ」では、米国株価の3割下落、主要国株価の15％下落、ドルの1割下落というケースで、米国のGDPは1.9％ポイント押し下げられるが、日本、欧州も同様にそれぞれ1.1％、1.2％ポイントの押し下げになると試算している。

前述の通り、世界経済にとっての課題は、過熱気味の米国経済のソフトランディングと、欧州や日本の着実な景気拡大という「バランス回復」にあるが、グローバルに移動する巨大な資金が実体経済を先取りして動く（そして逆に実体経済に影響を与える）という状況の中では、それら資金の動きにも十分配慮した慎重な政策運営が求められているといえよう。

（小野沢　康晴）

表1　米国経済見通し総括表

		単位	98年（実績）	99年（予測）			2000年
					上期	下期	
実質GDP		%	3.9	3.8	4.1	3.6	2.4
	個人消費	%	4.9	4.9	5.2	4.5	3.2
	設備投資	%	11.8	7.8	8.3	7.2	5.3
	住宅投資	%	10.4	8.9	11.2	6.7	−1.8
	在庫投資	$10億	57.4	49.7	46.9	52.5	42.5
	純輸出	$10億	−238.2	−334.3	−325.5	−343.1	−378.1
	輸出	%	1.5	1.9	1.2	2.7	4.5
	輸入	%	10.6	9.4	9.6	9.2	6.6
	政府支出	%	0.9	1.8	2.5	1.1	0.3
経常収支		$10億	−143.5	−308.2	−144.1	−164.1	−336.8
貿易収支		$10億	−164.3	−249.0	−117.8	−131.2	−286.8
消費者物価		%	1.6	2.1	1.9	2.3	2.4

（注）1. 貿易収支はIMFベースの財貨・サービス収支。
2. 単位が%のものは前年比増加（上昇）率。

海外景気金融・欧州

下押し要因薄れ緩やかな拡大軌道に向かうユーロ圏経済

要　　約

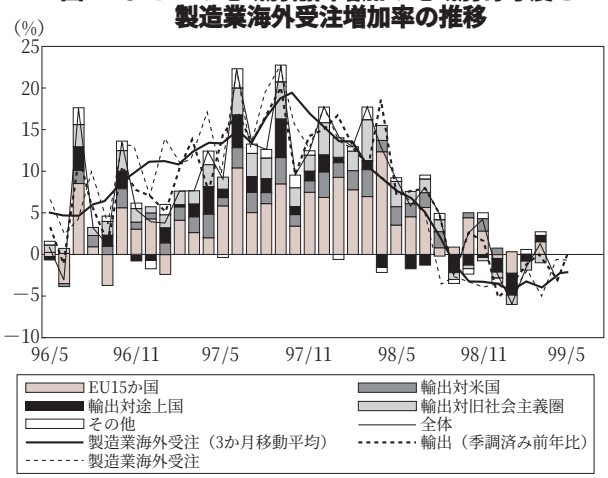
98年後半以降、外需悪化によって減速傾向にあったユーロ圏主要国の景気は、足下で外需の下げ止まりから全般的に持ち直しつつある。今後は内需中心の緩やかな拡大軌道に向かうとみられるものの、ドイツ、イタリア等で雇用悪化から消費に先行き懸念があること、設備投資も99年中は鈍化が見込まれる等により、拡大基調が明確になるのは2000年以降のことになろう。

海外景気改善で持ち直すユーロ圏経済

外需悪化の影響で昨年後半以来景気が減速基調にあったユーロ圏主要国（ドイツ、フランス）では、エマージング諸国の景気持ち直しとユーロ安によって外需悪化に歯止めがかかりつつあり、低金利効果もあって景気減速感は薄らいできた。ユーロ圏全体の実質GDPも第1四半期に前期比0.5％と昨年第4四半期の0.2％を上回った。

ただし、これまでユーロ圏主要国の景気を下押ししてきた外需については、現状では悪化傾向に歯止めがかかった段階であり、改善のテンポは緩慢である。例えば、ドイツの海外受注についても、受注金額が3月には前年比▲5.3％だったものが、5月に▲0.8％となる等、マイナス幅は縮小したものの、前年比減の状態である(図1)。

図1　ドイツの地域別輸出増加の地域別寄与度と製造業海外受注増加率の推移

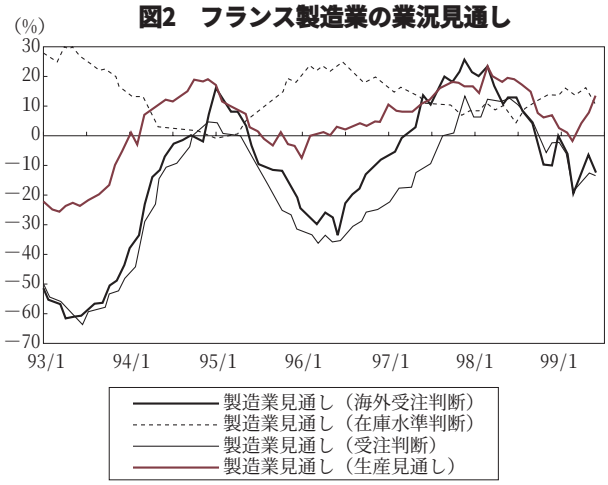


資料　ブンデスバンク
（注）　前年比。

ドイツ商工会議所連合会が実施（7月）したアンケート調査でも、99年の輸出見通しは前年比1％増程度であり、米国や欧州圏内は比較的輸出増加期待が強いものの、アジアは横ばい、中南米は減少という見通しとなっている。（JCIFレポートより）

フランスでも、輸出減少ペースに歯止めがかかる等、外需悪化が一巡する兆しを見せはじめており、INSEEの景況感調査でも製造業の今後の生産に対する見通しが4～6月期に入り急速に改善している（図2）。

図2　フランス製造業の業況見通し



資料　INSEE
（注）　水準。

ただフランスに関しても、製造業の外需に対する判断は悪化が止まった程度であり、水準は依然マイナスとなっている。欧州の場合域内貿易比率が高いためにユーロ安効果にも限界があること、エマージング諸国の景気回復も欧州か

らの輸出増加に対する寄与度は小さいこと等の要因が考えられよう。

外需に関しては当面成長率のプラス要因としては多くは期待できないとみられるが、マイナス要因が無くなるという効果が景気を上向かせる役割を果たすことになろう。

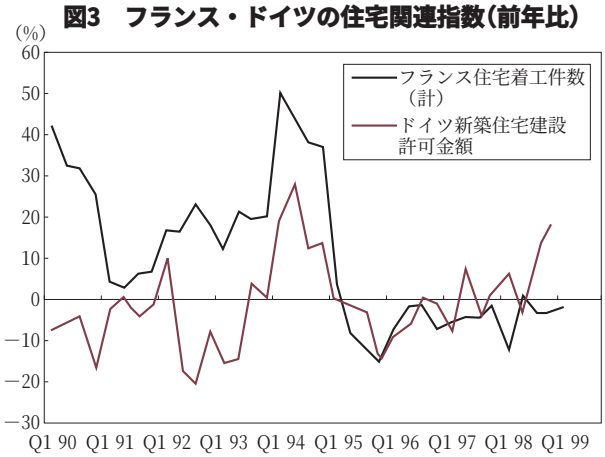
足元では底固い個人消費

今後のユーロ圏（主要国）の景気のトレンドを規定していくのは、やはり個人消費や設備投資の動向であろう。

ドイツ、フランスの主要国でみる限り、個人消費については、1～3月期までは比較的堅調に推移してきた。ドイツでは同期の実質個人消費が前年比2.2％増、フランスでは同2.7％増と外需のﾏｲﾅｽが足を引っ張る中で経済成長を支える要因になってきた。

この背景としては、雇用が増加基調にあったという基本的な背景に加え、ドイツに関しては主要労組の春闘での高水準での賃上げや、政府による雇用対策、等が指摘でき、フランスでも失業率の低下等の雇用環境の改善があった。またフランスでは金利低下効果によって昨年後半以降住宅着工が大幅増加となっており、そのことが消費にもプラスに影響している面があろう（図3）。

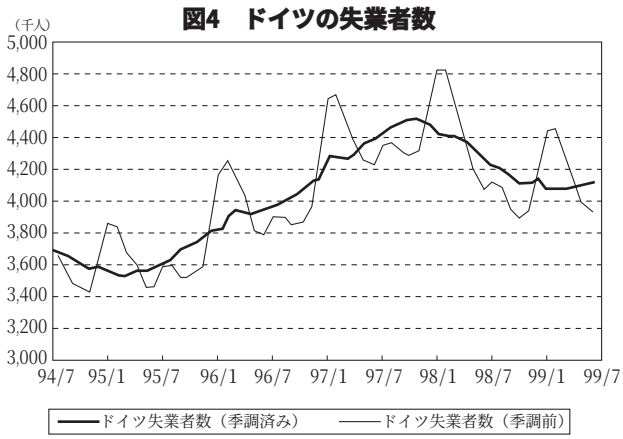
図3　フランス・ドイツの住宅関連指数（前年比）



資料 INSEE、ブンデスバンク
（注）ドイツの94年データは94年から統一ドイツベースになったことによる影響がある。

個人消費に関しては、物価安定による実質購買力増加と低金利効果もあって、当面は堅調な推移が期待できるものの、主要国で雇用の伸びが鈍化（ないし減少）に転じた国がある等、これまでの雇用情勢の改善に変化がみられることが、先行きの懸念材料である。特にドイツでは社会保障改革の一環で、月収630マルク以下の労働者（主にパート）に対しても企業の社会保障負担を義務づけた（99年4月～）ことによって雇用者の減少が予想されおり、実際ドイツの失業者数（季調値）は2月をボトムに上昇傾向にある（図4）。この動きが今後とも続くようであると、ドイツ、イタリア等では消費者心理の悪化から個人消費抑制要因になる可能性があろう。

図4　ドイツの失業者数



資料　ブンデスバンク

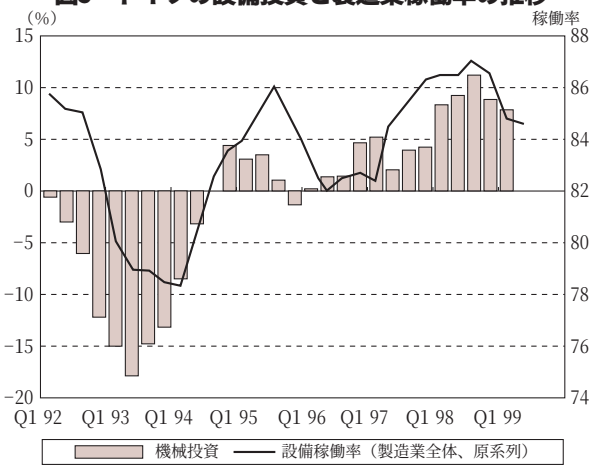
設備投資の加速は２０００年以降に

次に景気の循環的振幅の基調となる設備投資については、ドイツ、イタリア等では足元で設備稼働率の低下が進んできたこともあり、当面は伸び悩みの傾向を示すとみられる。本格的な増加に転ずるとしたら需要回復の結果として設備稼働率が上昇してくるとみられる2000年以降であろう。

ただ設備投資については、データの関係で必ずしも明確ではないものの、米国同様情報通信機器投資が活発になるとすれば、低稼働率下で

も予想外に強くなる可能性があり、今後の注目点といえよう（図5）。

図5　ドイツの設備投資と製造業稼働率の推移

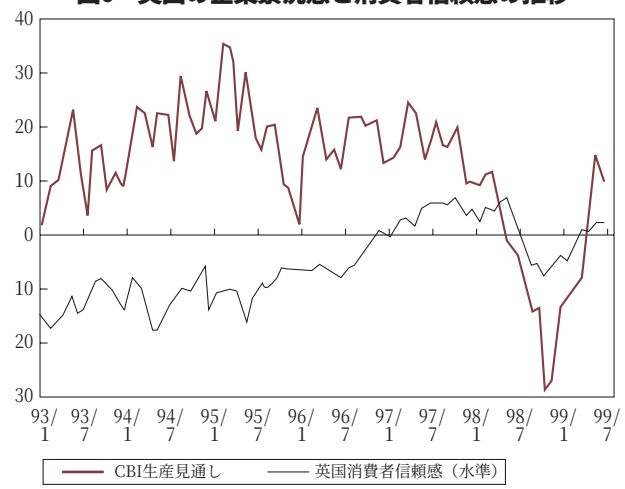


資料　ブンデスバンク、IFO
（注）　投資は前年比、稼働率は水準。

英国は景気底打ちへ

英国は98年春まで続いた金融引き締め政策による内需の鈍化に加え、外需の悪化が大きく足を引っ張り、98年第4四半期の実質GDPが前期比0.1％、99年第1四半期が横ばいと、景気の悪化が続いていたが、合計250bpsの利下げ効果や海外需要の下げ止まりから景気の底入れの兆しがみられるようになってきた。金融緩和効果等による消費者心理の改善に加え、輸出下げ止まりから企業の景況感も改善に転じている。（図6）

図6　英国の企業景況感と消費者信頼感の推移



資料　英国CBI、消費者信頼感は欧州委員会

中長期には労働市場改革の行方が重要

以上のように欧州主要国には、程度の差はあれ、下げ止まりから景気拡大への兆しがあらわれており、一部の国（ドイツ、イタリア）には消費面での懸念はあるものの、緩やかな拡大基調が次第に明確になってくる展開が予想される（表1）。

表1　国際機関による欧州主要国の経済見通し

	IMF		OECD		EU委員会	
	99年	2000年	99年	2000年	99年	2000年
ドイツ	1.5	2.8	1.7	2.3	1.7	2.4
フランス	2.2	2.9	2.3	2.6	2.3	2.7
イタリア	1.5	2.4	1.4	2.2	1.6	2.3
英国	0.7	2.1	0.7	1.6	1.1	2.3
EMU11か国	2.0	2.9	2.1	2.6	2.2	2.7
EU15か国	1.8	2.7	1.9	2.6	2.1	2.7

当面のユーロ圏景気が緩やかな回復軌道をたどるとしても、中長期的にみて、ユーロ圏経済の活性化のためには、労働市場の改革が課題であることはいうまでもない。

IMFによれば、欧州の高失業率のうちその大半（97年のユーロ圏の失業率15％のうち10％程度）が構造的なもので、循環的な景気拡大局面でも解消しないとされている。情報処理機器等の新規技術の成果が導入されたとしても、それが生産性の向上につながるためには、それらを活用できる就業者の数を増やしていくことが必要で、10％近い構造的失業率ということは、新規技術を活用する機会を持たない層がそれだけ存在し続けることを意味し、そのこと自体がユーロ圏の生産性の伸び悩みや低成長率の原因となるという悪循環におちいるリスクもある。通貨統合は構造的失業につながっているような各国の労働市場慣行の見直しを迫るものであるが、各国ごとの労働市場改革の進捗度合いは政治情勢次第で不透明性が残っている。景気下げ止まりで当面「ユーロ」価値も反転が見込まれるものの、中長期的には労働市場改革の行方がユーロの動向にも影響を与えよう。

（小野沢　康晴）

海外景気金融・エマージング

跛行性強まるエマージング景気回復

要　　約

2年前のアジア通貨危機以降低迷を続けていたエマージング経済は、アジアでの鉱工業生産や輸出の回復傾向等で最悪期を脱し景気回復の兆しが見られる。今後の景気回復軌道は各国の構造改革の進捗度等に応じ跛行性を強めていくが、リスク要因としては中国と依然低迷を続ける中南米の動向、米国等先進国の景気動向等があり留意が必要であろう。

回復の兆しを示すアジア経済

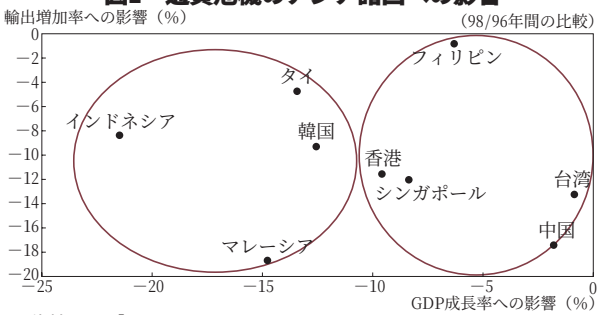
アジアの通貨危機発生から2年が経過したが、アジア各国の状況を概観すると危機直撃国（IMF支援3国タイ、韓国、インドネシアとマレーシア）とその周辺国（シンガポール、香港、台湾、フィリピン、中国）に大別される。

危機直撃国では自国の経済金融混乱で大幅ﾏｲﾅｽ成長に陥ったが、マレーシアは自国の混乱とともに外需依存の経済構造（98年貿易額GDP比184.8%）から域内各国景気後退で外需不振の影響も大きかった(図1)。タイは97年、その他は98年から内需低迷による輸入の減少で純輸出のGDP寄与度が増加した(図2)。

周辺国では危機直撃国の景気低迷等域内経済収縮の波及で98年に入り、景気減速・後退を強めた。なかでも域内の貿易金融センターである香港、シンガポールは貿易依存度が高いこと（98年貿易額GDP比は各々215.4%、250.2%）、金融センターとして直撃国の金融混乱の影響を受けたこと等から、相対的に影響が大きかった。また、ドルペッグ制を維持している香港は実質金利の高止りと資産価格下落で内需低迷、中国は輸出の落込みが大きい。残る台湾、フィリピン（98年景気後退の主因は農業不振）は相対的に影響は少なかった(図3)。

ところが、99年第1四半期に入り韓国や周辺国(香港除く)等で鉱工業生産・輸出面に景気回復の傾向を強めてきている(表1)。

図1　通貨危機のアジア諸国への影響



資料　ADB「Asian Development Outlook 1999」

図2　通貨危機の直撃国への影響

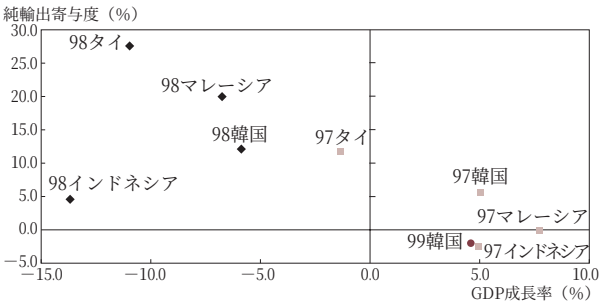


図3　通貨危機の周辺国への影響

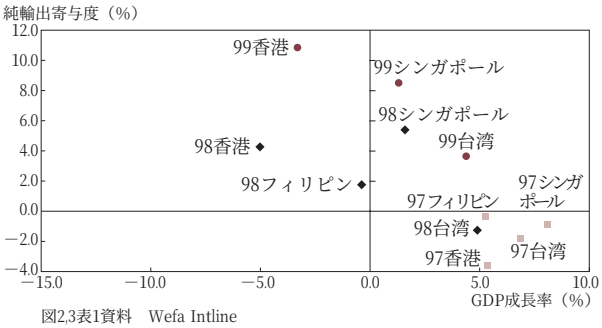


図2,3表1資料　Wefa Intline
（注）図2,3とも99は99年1Q実績。

表1　純輸出寄与度の要因分解

（単位：%）

	韓　国			香　港			台　湾		
	寄与度	うち輸出	うち輸入	寄与度	うち輸出	うち輸入	寄与度	うち輸出	うち輸入
98年	12.2	4.8	7.3	4.3	−9.0	13.3	−1.2	1.5	−2.7
99年1Q	−1.9	5.5	−7.5	10.9	−7.4	18.3	3.7	4.8	−1.2

景気低迷が懸念される中南米

ブラジルは1月の通貨切下げ・変動相場制移行、IMF指導下の財政緊縮策で早急な景気回復は困難であると見られ、貿易等で関係の深いアルゼンチン景気の後退も必至である。

今回見通しのポイント

アジアが自律的景気回復に向うか否かがポイントで、それは金融システム問題、民間企業債務問題等の構造改革の行方と海外資本の流入回復、内需の動向如何である。また中南米の景気後退が危機再発とならないかもポイントであるが、これについてはブラジル、アルゼンチン動向が鍵となるので、以下では上記項目に沿って今後の見通しをしてみたい。

基本的枠組は整備された金融システム問題

危機直撃国の不良債権比率は不良債権の分類基準を厳しくしていること等から、未だ増加傾向を示す国もあるも、増加ペースは鈍化しつつある。

現状、各国とも不良債権買取機構の設立、公的資金の投入、破産関連法の整備等の不良債権処理および金融・経済再生に向けた基本的な枠組を概ね整えており、取組の進捗度合によって差が出ている(表2)。また、対外債務関係では、銀行中心の対外債務（韓国）より民間企業中心（インドネシア、タイ）の方が関係当事者が多数に渡るため問題の解決が困難となっている(図4)。

国別に見ると、進捗度が一番進んでいるのは韓国で、銀行・ノンバンクの整理を進めると同時に、不良債権の買取り、外資への売却も積極的に取り組んでいる。これは政府のリーダーシップと破産法や抵当権執行法が適切に機能した結果でもある。

2番目はマレーシアで、危機の影響が相対的に軽微であったが、不良債権の買取りを積極的に行なうなど再建への取組が進んでいる。

3番目はタイで取組は早かったが、後述の民間企業債務処理等に手間取っている。インドネシアは政治的不安定性もあり最後に位置付けられるが、金融システム再建には膨大な財政コスト負担を要すと見られ、資金調達面の問題も残っている。

民間企業債務問題と鉱工業生産の改善

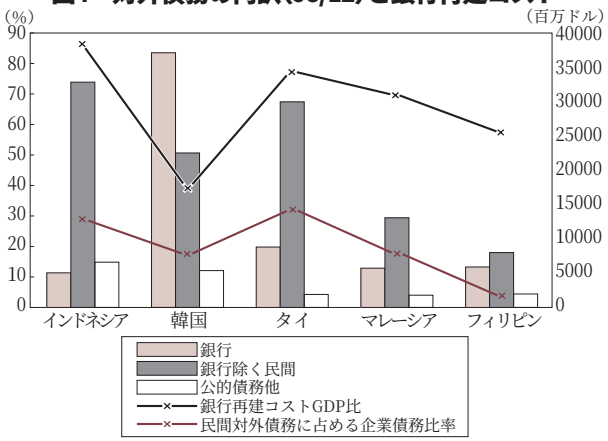
民間企業債務問題は上述の金融ｼｽﾃﾑ問題と表裏一体をなすが、国別では韓国が政府のリーダーシップで財閥改革に積極的に取り組んでいる

表2　各国の金融システム再建・民間企業債務問題への取組状況

	韓　国	タ　イ	マレーシア	インドネシア
不良債権比率(%)	11.4（60.4兆ウォン）	47.0（2.7兆バーツ）	18.3（7.3百億M$）	60（2.8百兆ルピア）
金融再編	銀行営業停止 5 総合金融会社許認可取消 16 ２銀行外資へ売却予定地	銀行一時国有化 4 ファイナンスカンパニー閉鎖 56 ３銀行が外資へ売却予定地	銀行買取 1 ファイナンスカンパニー吸収 10 中銀は銀行統合(22→16)の目標	銀行閉鎖 45 銀行国有化 7 銀行資本増強 8 国有銀行の再編を予定他
公的資金投入額	銀行支援等23兆ウォン、債権買取19.9兆ウォン投入済	３千億バーツの銀行支援、５千億バーツの債権買取を予定	銀行支援64億M$、債権買取簿価2.3百億M$投入済	銀行支援等24.5兆ルピア投入済。総必要額は351兆ルピア
民間企業債務	政府・銀行主導で財閥改革（財閥間の事業交換・主力事業への集中、融資の出資転換などで負債比率削減等）を実施中	中銀が99/3に銀行と企業351社対象にガイドラインを定め、99/4末で29社交渉終了、86社で交渉手続き中	企業債務処理委員会に60企業の債務再編の申込があり、今年半ばまでに26社の債務再編を完了させる見通し	アストラインターナショナルの債務再編(リスケ)が99/6合意。99/4末国が抱える民間債務処理方法発表。対象440社中年内125社再編を見込

資料　各国中銀、各種報道、レポートより作成
(注)　不良債権比率は99/3末のノンバンク含む３カ月ベース。インドネシアの不良債権は推定値。

図4　対外債務の内訳(98/12)と銀行再建コスト



資料　BIS統計、IMF World Economic Outlook 1998
(注)　銀行再建コストは再建に要す国債発行額、金利負担除く。

のに対し、その他の国では政治・銀行・財界でファミリーのネットワーク化が進んでいるため銀行も強行な回収が図れず戦略的不良債権問題や破産法等が整備されるも執行体制の不備等の問題がある。また、タイでは債務リストラ（リスケ、債務削減等）交渉がまとまった案件は不良債権から除外され通常債権となり銀行の引当負担が軽減されることから、内容が債務者にとって有利であっても銀行が安易に合意する傾向があり、問題の先送りになっているケースもある。

民間企業債務問題はあるものの、98年後半から99年第1四半期にかけ各国とも前年同期比で鉱工業生産指数がプラスに転じてきている(図5)。これは97年後半～98年の落込みの反動と外資系企業等の電子・自動車関連での輸出攻勢が大きく寄与している。

国別では韓国で在庫調整が進み設備稼働率も危機前の水準に戻し景気回復の初期段階と見られる(図6)が、タイの設備稼働率は99/4 56.9%と依然危機前の水準(97/6 67.5%)を大きく下回る状況にある。民間企業債務を含めた金融システムの再建等構造改革は景気に対し短期的にはマイナスの影響を与えるが、この痛みを克服することで中長期的にアジアが再び持続的成長路線に回帰出来るのであり、構造改革の行方が注目される。

図5　鉱工業生産指数推移(前年比)

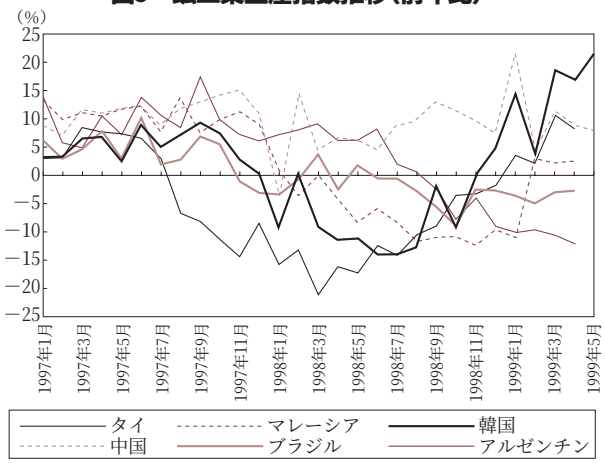


図6　韓国の生産関係指数推移（99年初基準）

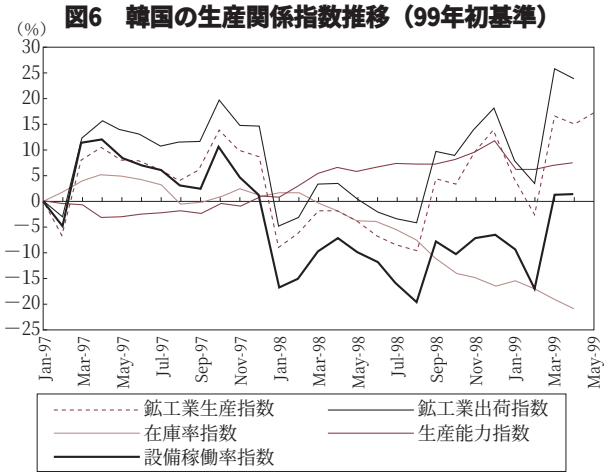


図5,6　資料 Data Stream

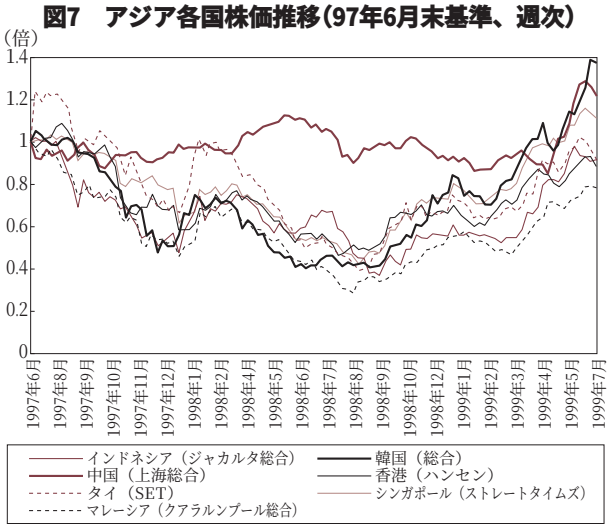
注目される海外資本の流入動向

アジア通貨危機は前述の各国の経済金融体制の遅れと海外資本の急激な流出に起因したが、海外資本のうち外銀の融資は純減であるのに対し、短期資金は昨年のロシア・中南米危機以降世界的な金融緩和政策が奏効し、アジアに還流しはじめ、99年になってその勢いを増しアジア各国株価は概ね危機前のレベルまで回復している(図7)。これがアジア各国の財政金融両面

からの景気刺激策とあいまって、景気回復の下支えになっている。

国別に見ると、構造改革に最も積極的に取り組んでいる韓国、足元政府の株価支援策で急回復を示しバブル懸念の見られる中国において回復が著しく、最も遅れているのは資本規制を行なっているマレーシアである。

図7　アジア各国株価推移（97年6月末基準、週次）



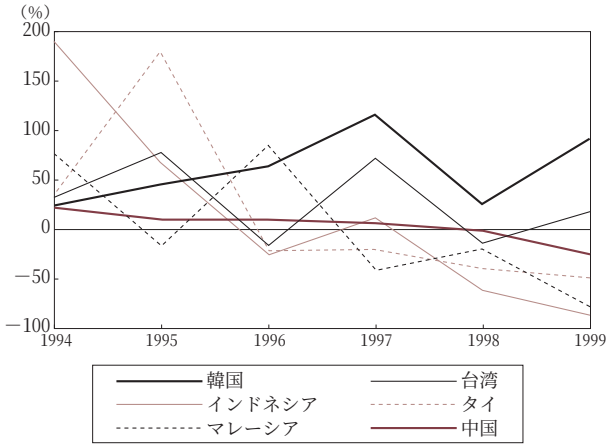
資料 Data Stream

他方、海外直接投資流入は海外投資家が各国のリストラの進捗度合等も考慮してなされるため注目されるが、国により大きな跛行性がでている。国別に見ると、株価と同様構造改革が最も進んでいる韓国向けが増加、 周辺国台湾でも99年に入り増加に転じたが、タイ、マレーシア、インドネシアの危機直撃国では為替相場が対ドルで回復してきているのに拘らずドルベースで依然低迷している。注目されるのは99年に入り中国向けが減少に転じていることで、中国への海外投資家の信頼感低下が窺える(図8)。

最大のリスク要因は中国と中南米

中国は資本取引を自由化していないためアジア危機が直接伝播しなかったが、貿易競合国の通貨下落等を背景とした輸出攻勢による中国の

図8　アジア各国直接投資受入動向（ドル建て 前年比）



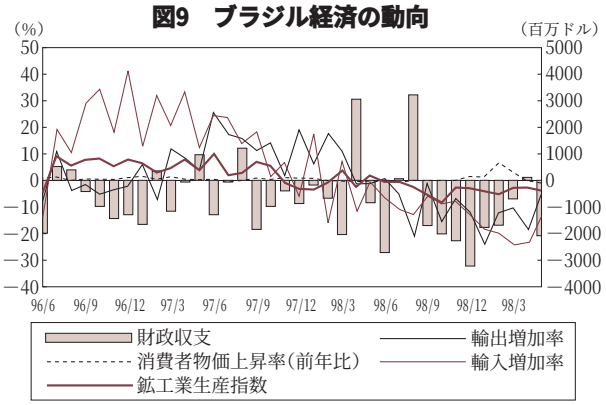
資料　Wefa Intline、各国統計
（注）　中国は実行ベース、他は認可ベース、マレーシアは製造業向けのみ。99年はインドネシア、タイ、マレーシアは1Q、韓国、中国は1～5月、台湾は1～4月実績。

輸出減少で貿易収支が悪化するとともに、広東国際信託投資公司(GITIC)等の金融システム問題から資本流入の減少が予想される。また国内経済面でもペースダウンは予想されるも構造改革による失業の増加、銀行のバランスシート調整、実質金利高止りから景気浮揚は困難であろう。政府は輸出振興、資本流出防止、財政金融面からの景気刺激策を行なうが、これによって景気・国際収支の悪化が止らず社会・金融不安が生ずる場合、人民元や香港ドルの切下げ観測が本年末以降高まるリスクがある。

次に、中南米ではブラジルは1月の変動相場制移行後、懸念された輸入インフレによる物価上昇も小幅に留まり金利も低下基調にあるが、IMF支援に伴う財政緊縮策によるデフレ圧力で99年の景気後退は避けられない(図9)。この影響を最も受けるのはアルゼンチンで、財政金融の安定度や健全性は比較的高いが、米ドルペッグ制を採っていること等で財政金融政策の裁量余地が乏しく、ブラジル経済の落込みが大きい場合、アルゼンチンペソの切下げ圧力が高まる可能性があり（ペソのドル化案も検討されているが）、その場合景気後退の深刻化・金融混乱の懸念がある。

両国の経済金融が混乱した場合には、経済的繋がりの深い米国金融市場等へ悪影響を与えるリスクがあるが、世界の金融市場は落着きを概ね取り戻しており、世界規模の混乱が再発する可能性は低いと見られる。

図9　ブラジル経済の動向



資料 Data Stream

跛行性が強まるエマージング景気回復

エマージング景気全体としては2000年にかけ穏やかに回復すると見られるが、その軌道は構造改革への取組の進捗度、国内民間需要の回復等により跛行性を強めていくと思われる(表3)。

最も早期に回復するとみられるのは韓国とシンガポール等の周辺国である。韓国では99年第1四半期に買控えの解消と雇用・所得環境の改善を背景に個人消費・輸入・一部設備投資の回復が見られ内需回復の兆しが出ている。次のグループとしては危機直撃国のマレーシア、タイとなり、アジアで一番回復が遅れるのはインドネシアとなると見られる。なお、香港については中国の動向に大きく影響されるであろう。ブラジル、アルゼンチンは2000年まで景気低迷が続くと見られる。

エマージング経済以外の変動要因としては、米国の金融引締めによる米国株価下落等で海外資金がエマージング市場から先進国へ還流するような場合や、米国景気が減速する一方で日本等の景気回復が遅れる場合には景気回復の足を引っ張る可能性がある。また、他方で現在の欧米等からの海外短期資金流入が過度に進んだ場合、短期的に景気が上振れし、構造改革が中途半端に終わり再び国際金融市場の影響を受けやすい経済構造に逆戻りする懸念も残っている。

最後にエマージング諸国自体の政治リスクで、今年11月のインドネシアの大統領選はじめ2000年前半までに韓国、マレーシア、タイ、アルゼンチン等で選挙を控えており、構造改革等の経済政策に与える影響も注目される。

（千葉　進）

表3　アジア経済見通し

国・地域	1998年（実績）	1999年（見通し）			2000年（見通し）	
		ADB（99/4）	IMF（99/4）	IMF（99/6）	ADB（99/4）	IMF（99/4）
NIEs	−1.5	2.3	2.1	3.5	4.3	4.5
香港	−5.1	−0.5	−1.3	−1.3	2.0	3.1
韓国	−5.5	2.0	2.0	4.5	4.0	4.6
シンガポール	1.5	1.0	0.5	2.0	4.0	4.2
台湾	4.9	4.9	3.9	4.5	6.3	4.8
ASEAN4	−9.4	0.8	−1.1	1.0	2.8	3.0
インドネシア	−13.7	0.0	−4.0	−1.5	2.0	2.5
タイ	−8.0	0.0	1.0	1.0〜2.0	2.5	3.0
マレーシア	−6.8	0.7	0.9	2.5	2.7	2.0
フィリピン	−0.5	2.4	2.0	2.0	4.0	3.0
中国	7.8	7.0	6.6	6.5	6.5	7.0
アジア全体	3.8	4.4	4.7		5.1	5.7

資料 IMF「World Economic Outlook(99年4月)」, ADB「Asian Development Outlook(99年4月)」
IMF「The Asian Crisis : the Return of Growth(99年6月)」より作成