ISSN 1345-0018

金融市場

1999.12

2000年度経済見通し特集号

潮 流

ゼロ金利政策の転換時期 ・・・・・・・・・・・・・・・・・1

国内景気

自律回復へ第一歩を踏み出す国内経済・・・・2

国内金融

ゼロ金利解除は2000年度後半以降に ・・・・6

海外景気金融

インフレ懸念の払拭が焦点になる2000年の米国経済 ・・9

単一金融政策の難しさを抱えるユーロ圏の経済・・・13

金融改革等の進捗で回復に差が出るアジア経済・・・17

アジア経済の回復は持続するか？・・・・・・・・・・・21

海外の話題

物価からみたアセアン ・・・・・・・・・・・・・・・・・27

農林中金総合研究所

潮　流

ゼロ金利政策の転換時期

日銀のゼロ金利政策が長期間続いている。今年の２月12日の金融政策決定会合において、実質的なゼロ金利政策が決定されて以来、金利政策としては未経験の世界に入っていった。その後は、緩和強化の金融政策を重視する姿勢を強めており、日々の資金需給の大幅な緩め調節に始まり、10月には、レポオペ対象銘柄の拡大、短期国債買切りオペの導入など金融市場調節手段の拡充による緩和効果のさらなる浸透も企図されるようになった。

では、このゼロ金利政策が転換される時期をどう見通せばよいのか。金融政策決定会合では「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」を目安としている。デフレ懸念払拭の展望とは、同意義ではないにしても、実態的には、経済の自律回復が見通せる時期と考えて良いであろう。

では、その時期はいつ頃か。日本経済は、短期循環的視点でとらえれば回復局面に入っていると言えようが、当面、その速度はＬ（エル）字型に近い、緩慢な回復となろう。現状は、財政政策とゼロ金利政策に支えられた他力的回復であり、設備投資と個人消費に牽引される自律的回復は2001年以降にずれ込むであろう。設備投資の回復には、企業のリストラ、バランスシート調整のさらなる進展が必要であるし、個人消費の本格的回復には、雇用・所得環境の安定が不可欠である。ニッセイ基礎研が全国3677社を対象にした調査によれば、今後１～２年の間に従業員数を「現状維持」が48％、「減らす」が４割近くに達しており、企業のリストラ圧力が続く来年は消費の本格的回復には至らないであろう。仮に、円高が進行すれば、輸出部門の収益を悪化させ、その分、企業のバランスシート調整が遅れるため、自律回復の時期も後ずれする。

ポイントは、設備投資の回復時期である。９月短観によれば、99年度の設備投資額は大企業でマイナス９％、中堅企業マイナス６％、中小企業マイナス22％とほとんど改善がみられない。また、経済企画庁が発表した９月の法人企業動向調査によると、今年度下期の設備投資見通しは前年同期比12.4％の減少であり、過剰設備の調整が続いている。

設備投資の牽引役として期待されるのは、バランスシート調整を終えた勝ち組み企業である。財政政策と外需によって景気が下支えされている間に、勝ち組み企業の数が増え、設備投資に動意が見られるようになる。さらに、２～３年のうちには、情報通信インフラの整備が進み、電子取引に代表されるようなビジネス・フロー改革により新しい市場が創出され、消費と設備投資が噛み合った自律的回復期を迎える。

そういうシナリオを描いてみたが、となると、ゼロ金利政策の転換時期は、早くても、設備投資に動意がみられるであろう来年秋以降。しかし、今回の金利政策転換は失敗が許されないため、景気回復に確信が持てるまで情勢を慎重に見極める。また、長期金利の急上昇を避けるために市場追随型になるとすれば、2001年を迎えるまではゼロ金利政策を転換するのは難しいのではなかろうか。

（調査第二部長　鈴木 利徳）

国内景気

自律回復へ第一歩を踏み出す国内経済

要　　約

98年度の実質成長率は▲1.9％と戦後最悪を記録したが、数々の経済対策の効果が出始め、99年第1四半期にはようやくマイナス成長を脱した。設備・雇用の調整圧力は依然として強いが、99年度は政府部門の下支えによってプラス成長を達成しよう。2000年度は政策効果と好調な外需に支えられながら設備投資の回復を待つことになるが、企業が新規投資に意欲的になり本格的な自律回復が望めるのは2001年度以降になるだろう。

マイナス成長からの脱出

97年3月以降、後退局面入りしていた国内景気は、同年秋の相次ぐ金融機関の破綻やアジア経済危機などを背景に一段と低迷が続き、98年度の実質GDP成長率は▲1.9％と戦後最悪の水準を記録した。景気の落ち込みを受けて、当局は98年4月以降、公共事業の拡大や減税等の景気対策、金融システム安定策、ゼロ金利政策といった経済対策を次々と打ち出した。その結果、金融不安の解消とともに消費者心理が好転し、消費性向が改善、在庫調整の進展で生産も下げ止まり始めた。金融機関の貸し渋りの緩和や中小企業への信用保証枠拡大などを受けて企業の景況感も改善、99年第1四半期の実質GDP成長率は季節調整済みで前期比＋2.0％と、6四半期ぶりにプラス成長に転じた。

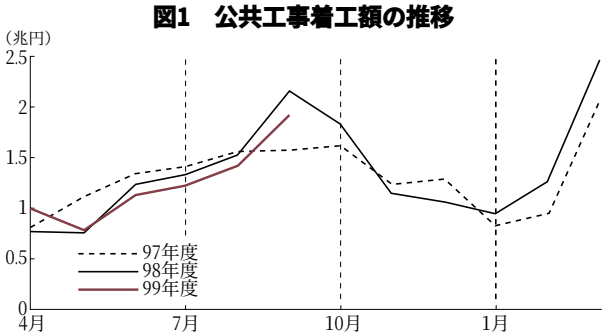
翌四半期も、住宅ローン減税政策・低金利効果から住宅投資が伸びたこと、所得の減少が続いたにもかかわらず消費が伸びたことに支えられ、前期比＋0.1％と引き続きプラス成長を達成した。

政府部門による下支え

このように景気は下げ止まりの様相を見せ始めているが、政策効果によるところが大きく、まだその足取りは弱い。民需が本格的に回復するまでは引き続き公共投資等の財政政策および金融政策による下支えが必要であろう。

99年度下期の公共投資の息切れが懸念されているが、足元で官公庁の建設受注額や公共工事着工総額が前年比で減少しているのは、前年も経済対策により公共投資が積極的に拡大されていたためであり、受注高・着工金額の水準は比較的高い（図1）。本年11月に発表された経済新生対策に盛り込まれた公共事業は、議会での決定時期等を考慮すると、国による事業は2000年第1四半期、地方での公共事業は第2四半期から実施され、切れ目のない政策効果が望めそうだ。

図1　公共工事着工額の推移



資料　建設省「公共工事着工統計」

ただ、中小・ベンチャー企業振興、情報化推進といった中期的施策は、経済の本格回復の環境整備として評価できるが、短期的な効果が期待される従来型の公共事業の需要拡大効果はこれまでよりも弱くなると予想される。また、公共事業の約6割を実施する地方自治体の財政が、税収伸び悩みと地方債残高の拡大に圧迫さ

れていることから、地方施行分の公共事業の未達成分が大きくなる懸念もある。

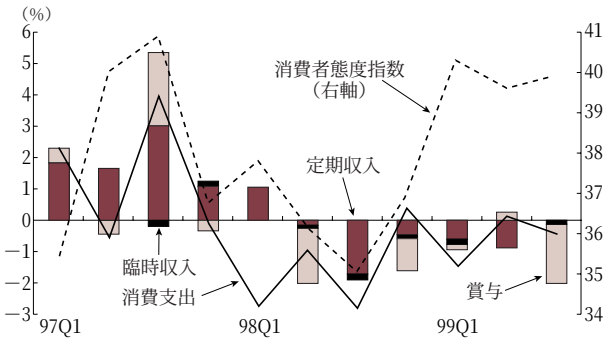
リストラ進行下でも底堅い個人部門

政府部門とともに今後の経済成長の下支えになるのは個人部門であろう。99年度は賞与カットの影響が大きく、雇用者所得は前年度比マイナスを予想するが、金融不安の影響で消費マインドが大きく冷え込んだ昨年に比べて、今年度は株高の進行など景況感の改善等により消費性向は高い水準を維持し、個人消費は比較的堅調に成長するだろう。

2000年度は、企業の雇用過剰感はピークを越したものの依然強く、企業のリストラ圧力はなお続くと思われる。パート労働者の雇用割合が増加しているほか、一般労働者でも特に中高年層の賃金引下げ圧力は強く、所得の減少は避けられないだろう。収入増を伴わない貯蓄取崩型消費には限界があり、個人消費の本格的回復には至らないと思われる。

しかし一方で、財政による雇用支援策、外需の回復に伴う生産増等の下支え要因もあり、雇用不安が極端に悪化するとは考えにくい。介護保険サービス、満期に達した郵貯の利息収入の効果もあり、全体的に景況感が改善する中、消費は底堅く推移すると見込まれる。

図2　個人消費・収入と消費者マインドの推移



資料　総務庁「家計調査」、経企庁「消費動向調査」
（注）1.消費者態度指数を除き前年同期比伸び率。
2.消費支出は全世帯。

また、99年度は住宅ローン減税や住宅金融公庫貸出金利の引下げといった政策効果が住宅投資の大幅な増加につながったが、2000年度は需要の一巡から前年に比べ、やや低めの水準に落ち着くだろう。

当面の景気押し上げ要因－輸出

99年度から2000年度にかけては輸出拡大が景気の押し上げ要因となるだろう。米国経済が好調な上、アジア経済の予想外に早い回復を受け、円高の進行にもかかわらず6月以降、輸出数量は急回復している。米国向け自動車輸出の他、アジア経済の回復に伴う需要増から、アジア向けの鉄鋼・化学製品・電子部品等の中間加工財の輸出が増えている。これから2000年度にかけて拡大ペースは緩やかになるものの、米・アジア経済の好調が続き、また、世界的な半導体需要の増加が見込まれることから、輸出増加基調は持続できるだろう。

回復の芽が見られる設備投資

輸出増により、一時的には外需牽引型の経済成長が続くであろうが、製造業の総売上高に対する輸出比率は過去20年間、2割から3割の間で安定しており、日本経済が本格的な回復を果たすためには内需拡大による「自律的回復」を達成する必要がある。しかし、設備投資の先行指標である機械受注を見ても、足元は前年比ではプラスが続いているが、前年の落ち込みが大きかったため、水準自体は低い。

企業が設備投資を抑制する主な原因としては①バブル期および95-96年にかけての情報化関連投資ブームにおける積極投資の結果、設備過剰状態が続いていること、②債務負担や不良債権の増加によりバランスシートが痛んでいること、③期待成長率が下がっていること、が挙げられる。

91年以降の平均設備稼働率指数は100.9と、それ以前の10年間の平均107.8を大きく下回っており、バブル後、恒常的に設備過剰が続いていることがわかる。2000年度も規制緩和等で競争が激化し、戦略的投資を拡充する一方で不採算部門は切り捨てるといった経営方針の転換、よりコスト削減に重点を移す傾向が強くなること、会計制度の変更を控え資本効率重視の経営方針に転換する企業が多いことなどから設備投資・雇用抑制基調は続くだろう。

また、日銀短観にも見られるように景気全般に対する企業マインドは改善しているものの、実際の売上予想については電気・通信・小売といった一部業種を除くと慎重な企業が多い。鉱工業指数を見ても、生産財出荷はアジア向け輸出増から伸びているが、最終財の出荷は内需不振を反映してあまり伸びていない。企業が新規投資に踏み切るには、リストラ・輸出増による収益改善見込みだけではなく、内需の回復期待が盛り上がることが必要となろう。

しかし、一部では設備投資回復の芽も見られる。自動車・電気機械などの一部加工型製造業では高付加価値分野での研究開発投資等、戦略的投資が伸びているほか、輸出増に伴う更新投資需要が出てくることが期待できる。また、世界の情報化の流れやアジア企業の成長などを背景に、今後さらに激化する競争を勝ち抜いていくためには生産性の高い設備を新規投資していく必要性があり、今後は過剰感の緩和よりも企業の体力の向上（バランスシート調整、リストラ）、収益の改善、景気見通しの好転が新規投資に踏み切るポイントとなるだろう。

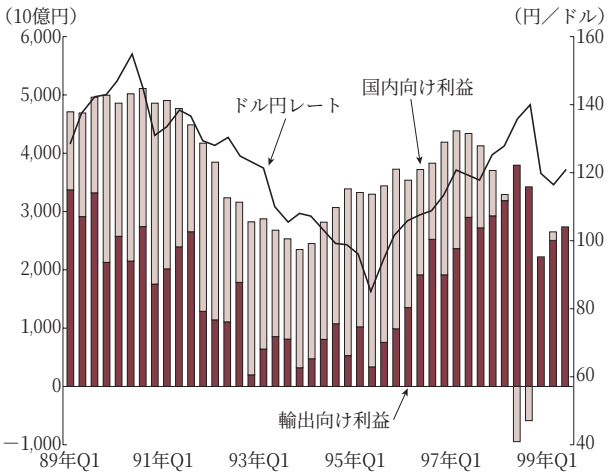
バランスシート調整、リストラの進捗状況については業種間、企業間で格差が広がり、「勝ち組み企業」が現れ始めた。これらの勝ち組み企業が本格的に設備投資を開始する時期を注視する必要があろう。

リスクシナリオ－円高の進行

しかし、過度の円高が進めば企業マインドは一気に冷え込み、投資抑制姿勢が続く可能性が大きくなる。消費の本格回復が期待できない中、円高により輸出の採算が悪化すれば企業収益は圧迫され、リストラ圧力がさらに強まる危険もある。生産拠点の分散により円高抵抗力は増しているものの、内需が不振な現在、製造業の収益はほとんど輸出に頼っているため、これ以上の円高の進行は企業の体力低下をもたらす（図3）。

2000年度下期には公共投資の伸びも弱まり、住宅投資も駆け込み需要の反動減が見込まれることから、設備投資の大幅な減少が続くと景気腰折れの可能性も出てくる。

図3　製造業国内・輸出向け経常利益



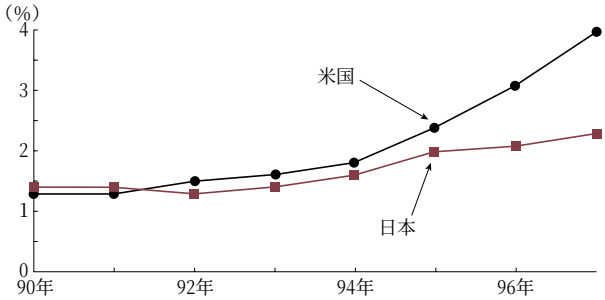
資料　大蔵省「法人企業統計季報」、通産省「鉱工業出荷内訳表」
日本銀行「企業短期経済観測」「金融経済統計月報」
（注）1.「法人企業統計」の製造業売上高を「日銀短観」の輸出比率で按分。
2. 1.で求めた国内・輸出向け売上を、鉱工業出荷内訳表を用いて数量ペースに直し、製造業の総コストから単位当りのコストを算出。
3. 2.の単位当りコストに売上数量を掛け、国内・輸出向けコストを算出。
4. 1.から3.を差し引いて、国内・輸出向け利益を試算。

情報化関連投資の拡大

中長期的には、情報化関連投資が日本経済の起爆剤となる可能性を秘めている。現在でも企業の設備投資全体に占める情報化関連投資のウェイトは高まってきているが、バブル後の情報

化関連投資の伸びは米国と比較すると低水準にとどまっており、日本の情報通信関連市場の成長可能性はまだ大きい（図4）。旧来企業の生産性上昇、新産業の誘発による雇用拡大・需要喚起といった波及効果が期待されるほか、特に携帯電話普及率の高い日本はモバイル分野においてグローバル競争で優位に立てる可能性がある。ただ、その前提として①インターネット通信費用引下げなどのインフラ整備、②経営スタイルの見直しなども含めた企業の情報技術の積極活用姿勢、が必要である。

図4　情報化投資額対GDP比率



資料　郵政省「通信白書」

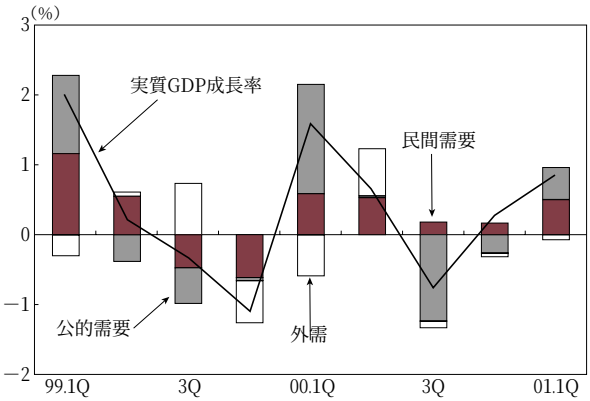
しかし一方では情報化を通して効率化が進むと、中間流通業・下請けといった既存の体制が不要になり、一時的に失業者の増加などの景気撹乱要因を引き起こす。IT革命により、その失業者を吸収できる程度の市場の拡大がみこめるのかが問われる。また、派遣社員やパート労働者の割合が増えたとはいえ、いまだ雇用制度の硬直性は強く、新産業への労働力移行の障害となる。

景気回復の正念場

2000年度の日本経済は、政策効果や外需に支えられながら自律回復への環境づくりをする、いわば準備期間となるだろう。企業・個人のマインドがもちこたえている間にバランスシート調整、コスト削減といった企業の体質改善、そして労働市場の流動化、情報関連インフラの整備、中小・ベンチャー企業振興といった、規制緩和や法整備などのマクロ的な環境が整えられれば、2001年度以降、民間企業の活力主導のしっかりした自律的回復がようやく実現するだろう。

（鈴木 亮子）

図5　実質GDP成長率（季調済前期比）



資料　経済企画庁「四半期別国民所得統計速報」
（注）　99年2Qまでは実績値。3Q以降は当総研予測値。

表　日本経済見通しの概要

		単位	98年度実績	99年度見通し	2000年度見通し
名目GDP		%	−2.1	0.0	0.6
実質GDP		%	−1.9	0.7	1.0
	国内民間需要	%	−3.5	0.2	1.1
	民間最終消費支出	%	0.1	1.8	1.5
	民間住宅	%	−10.7	6.7	−0.8
	民間企業設備	%	−12.3	−7.8	0.1
	民間在庫増加	10億円	1,462.7	1,879.1	1,990.1
	国内公的需要	%	2.8	4.3	0.4
	政府最終消費支出	%	0.4	0.8	0.8
	公的固定資本形成	%	6.1	4.3	0.0
	財貨・サービスの純輸出	10億円	12,477.4	11,559.2	11,660.6
	輸出	%	−3.6	1.1	3.7
	輸入	%	−7.3	3.1	4.3
卸売物価		%	−2.5	−3.1	−1.8
消費者物価		%	0.1	−0.2	−0.1
経常収支		兆円	15.2	14.1	13.3
貿易サービス収支		兆円	9.6	8.4	7.5

（注）1.単位が%のものは前年比増加率、実績値は経済企画庁「四半期別国民所得統計速報」、予測値は当総研による。
2.主な前提条件。

		98年度	99年度	2000年度
為替レート	円／ドル	128.0	111.1	105.0
CDレート３ヶ月物	%	0.5	0.1	0.25
通関輸入原油価格	ドル／バレル	13.9	18.6	24.0

国内金融

ゼロ金利解除は2000年度後半以降に

要　　約

ゼロ金利政策の解除は、早ければ設備投資の回復が期待できる2000年度後半にも想定されるが、市場動向を追随する形での相当慎重なスタンスでの対応となろう。長期金利は年度前半は国債管理政策の強化で悪い金利上昇を抑制しつつ、下期に景気自律回復のシナリオが見えてくれば良い金利上昇の局面に向かおう。株価はカネ余りとリストラによる企業収益回復期待の継続で底堅く推移しよう。リスクとしては、依然インフレ懸念の燻る米国景気動向及び米国株・債券動向に留意が必要。

表1　金利・為替・株価の予想水準

（単位：%、円／ドル、円）

年度／月	99年度			2000年度			
	9 実績	12 予想	3 予想	6 予想	9 予想	12 予想	3 予想
CDレート(3M)	0.03	0.20	0.10	0.10	0.20	0.50	0.50
短期プライム	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375	1.625	1.625
10年最長期国債	1.71	1.95	1.90	1.95	2.20	2.40	2.50
長期プライム	2.3	2.3	2.3	2.3	2.5	2.7	2.8
為替相場	106	105	108	105	105	103	103
日経平均株価	17,605	18,000	18,500	19,000	19,500	20,000	21,000

（注）月末値、実績は日経新聞社調。

ゼロ金利解除の条件

日銀は、現在のゼロ金利政策を「デフレ懸念が払拭される展望がみえるまで」継続するとしている。デフレ懸念という点では物価動向が指標といえる。足許の物価動向は、在庫調整進展や原油高等の海外商品市況回復など短期的需給の改善で横這いで推移しているものの、日銀短観などからみて雇用・設備などボトムラインの需給ギャップは依然大きく、潜在的デフレ懸念がある。こうした潜在的デフレ懸念が薄れる状況とは、民需の持続的な回復＝設備投資の回復してくる状況といえよう。これからすれば、設備投資の回復が期待できる2000年度後半にゼロ金利解除が想定される。

ただ、金融機関の債券保有が高まっていることや、企業のバランスシート調整が進行中であることから、日銀も、ゼロ金利解除が長期金利急上昇や円急騰を招き再度の金融不安、景気失速に繋がるような事態は回避したく、2001年4月のペイオフ解禁に向けて現在進められている金融セーフティネットの拡充策の整備により潜在的金融不安を一掃し、株価も安定的に20千円台を維持できているような十分条件が揃った上で、市場追随でゼロ金利解除に踏み切る公算が高いとみられる。

国債管理政策で長期金利上昇を抑制

長期金利は、ゼロ金利効果等でのカネ余りと、第二次補正予算での国債増発や郵貯大量償還に絡む資金運用部資金繰り懸念による国債需給悪化懸念が交錯する中で、1%台後半で推移してきた。

二次補正での国債増発は、7兆円規模で初めての発行となる5年債が中心となる見通しである。郵貯大量償還による資金運用部の資金繰り対策としては、運用部が保有国債を対市中売り現先を実施し、その際必要に応じて日銀もその相手方となることで、運用部に補完的に流動性供給を実施することが決定された。

一方、カネ余りの状況は、銀行の貸出動向でみると、99年10月の貸出平残は前年同月比5.5%減と8月をピークにマイナス幅がやや縮小しており、企業の借入返済の動きも一服してきた感はある。ただ、2000年度に有価証券の時価評価及び退職給付会計が導入されることから、企業の財務体質改善の動きは2000年度も継続するとみられる。また、銀行も、ペイオフ解禁を控え、あえてリスクのある貸出を伸ばすより財務体質改

善を優先し、有価証券の時価評価導入から債券のデュレーションの短期化を意識しつつも、当面、消去法での国債購入は継続するとみられる。

以上より、2000年度前半の長期金利は、景気動向がほぼ横這う中で、欧米の金利動向などが上昇圧力になり2%台に乗せる局面もあろうが、カネ余りと国債管理政策の強化で、基本的には1%台後半で推移しよう。

良い金利上昇か悪い金利上昇か

年度後半については、当社の見通しどおり設備投資が回復に向かえば、長期金利も2%台半ばに向け上昇しよう(良い金利上昇)。

逆に景気回復にもたつき、雇用面などでリストラによるデフレ懸念が強まるような場合には、金融政策としては、まずは、TB買切りオペなどによりターム物金利の低下を促すような調節を実施しよう。最近の大蔵副財務官のインフレターゲット論などから量的緩和政策に期待する向きもあるが、日銀副総裁は「量」よりも「ゼロ金利の時間軸の効果」(デフレ懸念が高まれば市場のゼロ金利期待が長期化することで金融緩和効果が生じる)を強調しており、いわゆるマネタイゼーションに踏み込まない方針である。

仮に、再度財政拡大の措置が採られた場合には、長期国債の買切りオペの増強可能性は残ろうが、それがスパイラス的な財政悪化ひいては日本の貯蓄超過の解消を連想させ、いわゆる悪い金利上昇に繋がるトリガーになる懸念はある。

為替相場は膠着か

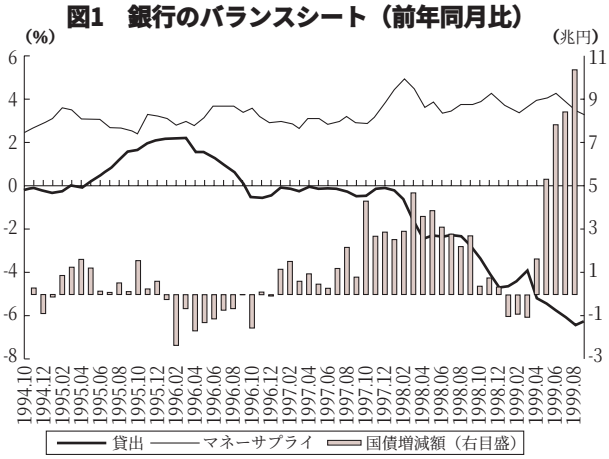
先月号では、日・米・欧の景気は、成長率が収束する方向に政策スタンスが採られており、通貨の強さとしてはユーロ、円、ドルの順となろうとコメントした。中期的にはこの見方に変更はないが、当面は、日欧は構造問題が足枷となり景気回復は非常に緩やかな一方で、米国は生産性など相対的なファンダメンタルズは強いことから、為替相場は膠着した状況が続こう。目先的には、日本が長期金利上昇を抑制する姿勢を打ち出す一方で、米国は利上げによりとりあえず株式・債券市場が落ち着きドル安不安が後退したことから、円高修正の余地があるとみられる。

2000年度後半に向けては、日本の自律回復期待の高まりから徐々に円高圧力が強まろう。ただ、日本の景気回復がもたつく場合でも、当社の米国景気の見通しからは米国のインフレ懸念は燻り、ドル安不安の高まりから円高が進行するリスクには留意したい。

ミクロの構造改革を評価する株式市場

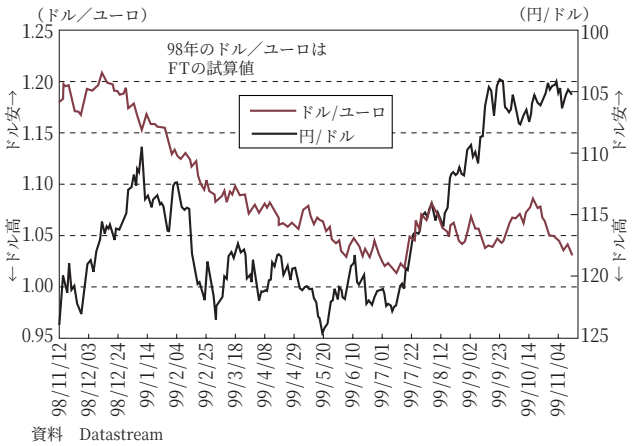
10月中旬に10,000ドル割れとなったNYダウがその後持ち直しているのに歩調を合わせる形で、日本の株式市場も総じて堅調な展開となっている。内容的には、日経平均株価が18千円台前半でもみ合う中で、TOPIX、店頭平均株価は年初来高値を更新している。こうした二極化

図1　銀行のバランスシート（前年同月比）



資料　日銀「経済統計月報」
（注）　貸出は5業態計、マネーサプライはM2＋CD。

図2　ドル／ユーロとドル／円の推移



資料　Datastream

は、銀行、企業の持ち合い解消売りが素材株中心に広がる一方で、外人、投信の買いが情報通信関連の特定銘柄に集中しているためである。

情報通信関連銘柄の上昇は、米国のIT(情報技術)革命によるデジタル・エコノミーの進展が、今後日本でも期待できる兆しが出てきたことが背景にある。今後の日本の自律的景気回復のリード役を情報通信関連産業が担うことは十分想定され、今後も株式市場のコア業種となろう。

ただ、足許のこうした業種の上昇スピードは急激で、テーマ性で上昇している銘柄も多く、目先的には、Y2K問題での流動性低下懸念や長期金利上昇リスクなどもあり、一旦はスピード調整の局面を迎えよう。

2000年度前半にかけて、需給面では、時価会計導入(持ち合い株式を「その他有価証券」と規定すれば時価評価は2001年度から)や金融再編の動きから持ち合い解消は加速が予想される。一方、99年度既に5兆円を買い越した外人投資家は、規模は細るものの、米国株の高値リスクもあり国際分散投資の視点からの買いを継続するとみられる。また、投信が99年8月以降買い越しとなっているが、ゼロ金利による投信を通した個人資金の流入は継続し、郵貯の償還資金もある程度は株式にも向かうとみられる。

ファンダメンタルズ面では、事業規模18兆円の経済新生対策等で当面景気失速の懸念は少ない。企業収益については、I/B/E/S社が10月時点で集計した各シンクタンクの企業アナリストによる2000年度の平均予想EPS(1株当り利益)は日経平均ベースで35.5%の増加見通しであり、これによる日経平均18千円水準のPER(株価収益率)は35.0倍と特に割高感はない。

以上より、2000年度前半の株式市場は底堅く推移するとみられる。年度後半にかけては、マクロ的には景気回復がもたつくような局面でも、リストラによる企業収益の回復基調が維持されれば、20千円台に乗せる公算は高いとみられる。

銘柄的には、情報通信関連は業種としてはコア銘柄とはいえ、競争激化から個別企業の新陳代謝は激しくなるとみらる。また、リストラもキーワードとなろうが、単なるコスト削減ではなく、IT革命を経営に取り込み生産性向上に繋げていけるような企業の選別が重要となろう。

リスクとしては、米国のインフレ懸念の強まりによる米国株価の調整やこれに伴うドル安(円高)進行と、足許の景況感の改善によって企業のリストラ努力が緩むことなどに留意が必要であろう。

(99.11.19堀内 芳彦)

図3　株価の推移

資料　Datastream

表2　東証1部業種別時価構成比

(単位：%)

業　種	99／10末	98年度末比増減	96年度末比増減	89年度末比増減
通信業	11.5	4.7	9.0	9.8
電気機器	16.7	1.3	3.0	5.3
サービス業	4.1	1.2	2.3	3.0
小売業	5.2	0.5	0.8	1.7
その他金融業	2.2	0.2	1.0	1.6
医薬品	4.0	−0.5	0.6	1.6
輸送用機器	7.5	−1.5	−2.4	1.4
ゴム製品	0.8	−0.3	−0.1	0.2
その他製品	1.9	−0.1	−0.2	0.1
精密機器	1.1	0.2	0.3	−0.0
水産・農林業	0.1	−0.0	−0.1	−0.1
倉庫・運輸関連業	0.1	−0.1	−0.1	−0.1
陸運業	2.9	−1.1	−1.1	−0.2
鉱業	0.1	−0.0	−0.1	−0.2
化学	4.3	−0.6	−0.6	−0.3
食料品	2.4	−0.6	−0.2	−0.3
パルプ・紙	0.6	0.0	−0.1	−0.3
保険業	1.3	−0.3	−0.3	−0.4
金属製品	0.5	−0.2	−0.3	−0.4
石油・石炭製品	0.4	−0.1	−0.5	−0.5
海運業	0.3	−0.1	−0.1	−0.6
非鉄金属	0.9	−0.2	−0.6	−0.7
卸売業	3.4	0.2	−0.1	−0.7
不動産業	0.7	−0.4	−0.6	−0.7
機械	2.9	−0.4	−0.4	−0.7
空運業	0.3	−0.1	−0.4	−0.8
ガラス・土石製品	0.8	−0.4	−0.6	−0.9
繊維製品	1.0	−0.1	−0.5	−0.9
証券業	2.0	0.3	−0.1	−1.0
電気・ガス業	2.9	−1.3	−1.2	−1.8
鉄鋼	1.2	−0.2	−1.4	−2.5
建設業	1.7	−0.7	−1.6	−2.9
銀行業	14.6	0.4	−3.3	−7.8

資料　東京証券取引所「統計月報」より作成

海外景気金融・米国

インフレ懸念の払拭が焦点になる2000年の米国経済

要　　約

米FRBはインフレリスクへの予防的対応として３回の利上げを行ったが、現状の労働力需給逼迫が続けば、いずれ人件費上昇による市場のインフレ懸念再燃は避けられないとみられる。2000年の米国経済は過熱～腰折れのリスクをはらみながら、高成長が続く可能性が高く、インフレ懸念払拭のための利上げ局面は長期化する可能性があろう。

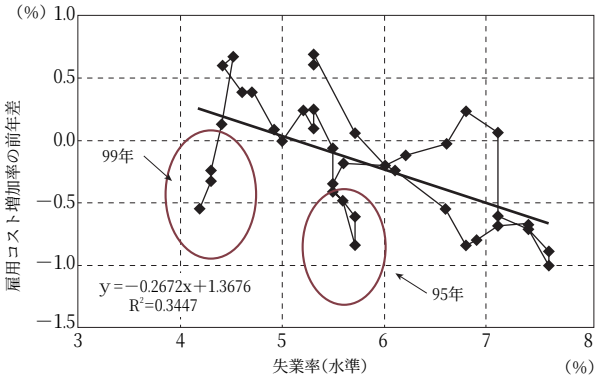
３度めの利上げに踏み切った米FRB

米国経済は６月と８月の利上げ以降も依然として高成長を続け、賃金、物価等にインフレ圧力の高まりを示す指標がみられたことから９月後半から10月にかけて、株・債券・為替ともに一時軟調な展開になった。その後は雇用コスト（賃金+福利厚生費）指数の落ち着きや、（改訂の影響もあるが）GDP統計でのデフレータの安定、労働生産性の伸びの継続等、インフレ懸念を沈静化させる指標が発表されて市場の動揺は収まったが、FRBは11月16日のFOMCで、先行きのインフレリスクへの対応としてFFレートと公定歩合をそれぞれ0.25％引き上げた。2000年にかけての米国経済を考えるにあたっては、やはりインフレリスクの払拭が可能かどうかが問題となろう。その意味では、現状では落ち着いているものの、雇用コストの動向が最も重要であり、労働需給逼迫が雇用コストにどう影響するかという点が、ポイントになろう。

労働力需給逼迫がいずれ雇用ｺｽﾄを加速

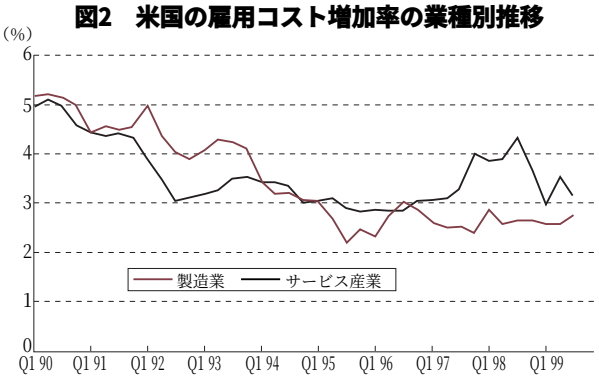
90年代の米国ではこれまで失業率の低下にもかかわらず大幅な雇用コストの増大にはなってこなかったが、中期的にみれば労働力需給の逼迫（失業率の低下）がいずれ雇用コスト上昇率の加速に結びつくという関係は否定できないとみられる(図１)。図のトレンドラインから外れているのは95年と99年（現状）であるが、両者に共通しているのはサービス産業の雇用コスト上昇率が、失業率低下にもかかわらず前年よりも鈍化していること（図２）であり、これにはサービス職における労働条件の変更までのラグの影響が大きいと考えられる。

図1　米国の失業率と雇用コスト上昇率前年差の関連



資料　米国労働省
（注）　期間は90年1Q～99年3Q。

図2　米国の雇用コスト増加率の業種別推移



資料　米国労働省
（注）　前年比。

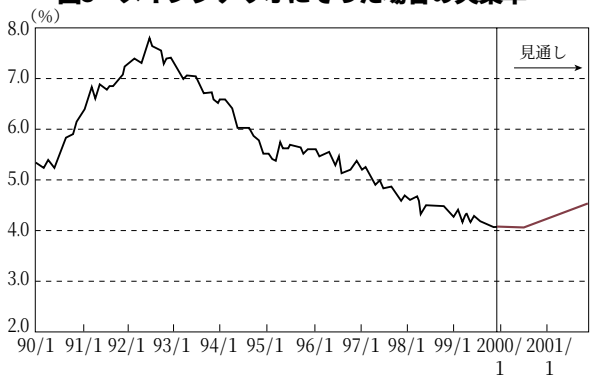
95年時点については、94年の大幅利上げで年後半からは企業収益の伸びが鈍化する中で、

その影響が、特にサービス産業ではラグをおいて95年の雇用コスト抑制につながったと考えられる。99年は昨年後半のロシア危機等による業績悪化が、ラグをおいてこれまでのところサービス産業の雇用コストを抑制しているとの見方ができ、2000年にかけては中期的トレンドに回帰して、低失業率が雇用コスト上昇率の「加速」に結びつく可能性が高いと考えられる。99年に入ってからは原油等の一次産品価格上昇によって消費者物価上昇率が高まる中で、実質雇用コスト上昇率は（特にサービス職で）逆に鈍化している。2000年にはこの部分を回復する動きも表面化する可能性があろう。いずれにせよ、4.1％（10月）の失業率という状態で雇用コストの安定が続くというシナリオは蓋然性に乏しいとみられ、いずれは図１のトレンドラインに回帰してくるものと考えられる。

ただし、雇用コストの伸びが即座にインフレ加速に結びつくものではないこともいうまでもない。雇用コスト上昇率が高まっても労働生産性の上昇分は単位労働コスト上昇にはならないからである。91年2四半期以降の今回の米国の景気回復局面で米国非農業企業部門の労働生産性は年間２％のトレンドで上昇しており、90年代後半だけでは平均2.5％前後の上昇率になっている。ＩＴ（情報通信）技術革新の成果を取り込むことで、今後とも生産性の上昇は期待できようし、仮に単位労働コストが上昇しても、競争激化の中で価格転嫁ではなく企業利潤の圧迫につながる可能性も高い。その意味では実際のインフレ率の上昇ペースは緩やかなものにとどまると考えられるが、雇用コスト上昇率が安定しなければ、市場のインフレ懸念再燃は避けられない。2000年にかけては、米国のインフレ懸念が依然残り、最終的にインフレ懸念が払拭されるには、失業率が少なくとも4％台後半にまで上昇し労働力需給逼迫感が薄らぐことが必要であろう。

ただ米国の場合、90年代平均で生産年齢人口（就労可能年齢）が年間204万人（月間17万人）増加しているため、労働力率が一定（足元の67％）と仮定すれば新規の労働力人口は月間11.4万人程度は増加することになる（17*0.67）。したがって労働力の需要が緩和するためには雇用の減少が条件になるわけではない。例えば2000年の前半に就業者（家計調査ベース）の増加数が月次11万人、後半に8万人、2001年には月間７万人程度の就業者（家計調査ベース）増加に抑制できたとすれば、2001年の終わりには失業率は4.5％程度まで上昇することになる（図３）。

図3　メインシナリオにそった場合の失業率



（注）実績値は米国労働省、見通しについては本文参照。

この場合、労働時間を一定とし、就業者数のみからみた労働投入量は前年比1％弱（2000年前半）～0.6％程度（2001年後半）に鈍化するから、労働生産性の上昇率を2％～2.5％と考えれば、成長率が2000年に3～3.5％、2001年に2.5～3％に鈍化してくる展望が得られれば、インフレリスクを防ぎつつソフトランディングの経路に乗っていることになる。FRBがインフレリスクとして最も懸念しているのが労働力需給逼迫、賃金上昇であることは明らかだから、こ

のような経路から外れるリスクについては、予防的な利上げによって需要自体を抑制する対応に出てくることになろう。

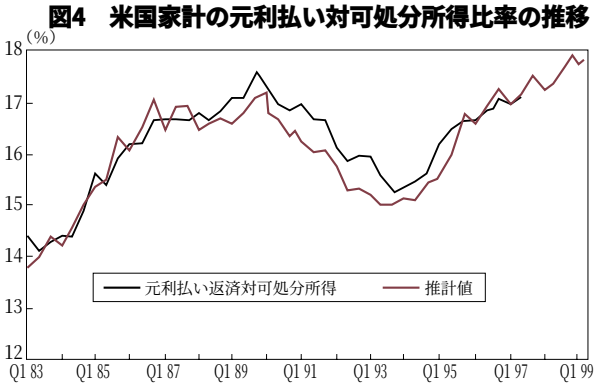
需要面では消費、住宅投資が鈍化の見込み

以上が労働市場に着目して供給面からみた米国経済安定化への展望であるが、このシナリオが実現するためには、需要面では個人消費と住宅投資の伸び率鈍化が条件になる。

個人消費は98年に4.9％増、99年も5.1％増（見込み）と高い伸びを続けているが、その間実質可処分所得は4.1％(98年)、3.4％（99年第3四半期までの平均の前年比）、と消費の伸びを下回り、家計では消費性向の上昇（貯蓄率は改定後97年末の4.4％から足元では2.1％まで低下）や負債増加によって所得以上の消費の伸びを実現してきた。この背景には株高による資産効果があったことはいうまでもない。

しかし家計の負債形成に関しては、利上げによる抑制効果に加え、元利金返済額の可処分所得に対する比率が80年代のピークを上回っているとみられること（図４）等から、今後の伸びには限界があると考えられ、2000年以降は消費の伸びも次第に所得の伸びの範囲内に収まってこよう。

図4　米国家計の元利払い対可処分所得比率の推移



資料　実績値については米FRBで97年第2四半期まで。推計値はflow of fundsの負債ストックをもとに負債種類別の元本償還年限を設定の上、元本返済と利払いを合計して当方で試算したもの。

ただし前述のように、労働力需給逼迫から2000年には労働報酬の伸びが高まるとみられることから個人消費の増加率は3％台半ば程度にはなる見込みである。住宅投資は水準としては高いレベルを維持するとみられるものの、金利上昇や地方圏での賃貸住宅の空室率の高まり等を背景に、今後は緩やかに鈍化していくとみられる。

設備投資は情報化投資中心に堅調

一方企業部門はNAPMの製造業、非製造業ともに50を上回って拡大傾向との景況感にあるように、一部素材関連や非耐久財製造業等の輸入圧力の大きい業種を除けば、2000年にかけても増益基調を維持するとみられる。労働力需給逼迫の影響で今後は人件費が上昇してこようが、情報処理機器の導入等によって生産性の向上を図り、省力化を進めていく対応がなされよう。設備稼働率が低水準であるために能力増強型の投資は2000年にかけて鈍化が見込まれるものの、情報化投資中心に設備投資は堅調な伸びが予想される。

企業業績に関するリスクとして、株高によって業績自体が（本業如何にかかわらず）底上げされ、それによって株が上昇する等、実体の希薄な業績改善が含まれているという指摘には留意を要する。例えば株高によって企業年金基金が積み立て過剰になってそれが利益の上乗せとなっている等の状態であり、GE（ゼネラルエレクトリック）の98年の税引き前利益138億ドルのうち10億ドルがそれにあたるとの指摘（英エコノミスト99/9/11）もある。株高は個人消費を支えるだけでなく、企業業績自体も株高によって上積みされているとすれば、株価が下落した際にはその反動もまた大きくなるリスクがあることには留意する必要があろう。

安定化までには様々なリスクも

米国景気はIT革命の成果を企業の効率化に生かす等によって生産性の上昇を実現させてきているとみられ、その意味では未だ持続的成長の余地はあると考えられるが、労働力需給逼迫等のマクロ的な制約から、当面は景気減速が必要な状態である。

そのような米国景気にとって最大のリスクは景気の過熱からインフレ加速が実際に進行し始め、利上げ幅が大幅になって将来的な調整（インフレ解消のコスト）が大きなものになるというブーム・バストシナリオである。景気過熱に至らないためには、前述したように個人消費の減速が条件になるが、個人がさらに貯蓄率を低下させて負債拡大型の消費を続ける場合には、そのシナリオの実現可能性が高まることになる。ここ数年株価と個人消費の連動性がさらに高まる関係にあるから、株価の上昇が続いた場合には個人消費の過熱が収まらないリスクは高いし、2000年が大統領選挙の年であることも成長率底上げ要因として注意する必要がある。

第2のリスクとしては株価特にハイテク銘柄の下落リスクである。将来の利益期待のみで買われているようなネットワーク関連企業の株価については、利益期待の剥落による暴落リスクが付きまとっている。ただし利益期待の剥落によるハイテク株下落に関しては、かえって景気を安定化させる作用もあり、景気の大幅減速につながれば利下げも可能と、政策的対応の余地がある。

第3のリスクとしては、GDP比３％台後半という過去最大の経常赤字に対するファイナンスリスクがある。この点に関しては米国のインフレリスクが抑制されて米国資本市場が大きく動揺する事態が抑えられれば、米国内需の減速と海外景気持直しで経常赤字も徐々に鈍化の方向をたどるとみられ、極端なドル不信任には至らない見込みである。欧州経済が予想以上の改善をみせた場合には、ユーロ圏資産への選好が高まってドル資産が売られるリスクはあるが、それはかえって米国景気の安定化につながり、また過度な資産価格下落には（インフレ加速の懸念がなければ）利下げや財政での対応が可能である。米国景気にとってはやはりインフレ加速、金利大幅引上げが最大のリスクになろう。

（注）OECDのeconomic outlook66（99/11）では、ブーム・バストシナリオの場合、2000年に4.1％、2001年に1.5％、2002年が-0.2％とリセッションに陥るが、ドル大幅下落（2000年に20％下落）の場合は外需改善効果で、株下落（2000年に30％下落）の場合は利下げ可能となることでソフトランディング可能とのシナリオを描いている。

FRBは99年に入りこれまで３回の利上げを行ったが、それは昨年の利下げの修正という意味合いもあった。今後も、予防的対応で景気安定化可能とみられるものの、インフレ懸念払拭に向けての政策対応は長期的なものになると考えられる。

（小野沢 康晴）

表1　米国経済見通し総括表

		99年（見込み）		2000年（見通し）		
		単位			上期	下期
実質ＧＤＰ		%	3.9	3.2	3.4	3.1
	個人消費	%	5.1	3.5	3.7	3.3
	設備投資	%	9.1	6.9	7.7	6.0
	住宅投資	%	6.7	−0.7	−1.1	−0.2
	在庫投資	%	−0.5	−0.1	−0.1	−0.2
	純輸出	%	−1.2	−0.4	−0.6	−0.2
	輸出	%	3.7	8.3	7.8	8.8
	輸入	%	11.7	8.8	9.7	7.9
	政府支出	%	3.1	2.5	2.7	2.2
経常収支		＄10億	−337.4	−384.4	−194.8	−189.7
貿易収支		＄10億	−273.2	−313.0	−148.9	−144.5
消費者物価		%	2.2	2.6	2.7	2.5

（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。
3. 在庫投資と純輸出は寄与度。

海外景気金融・欧州

単一金融政策の難しさを抱えるユーロ圏の経済

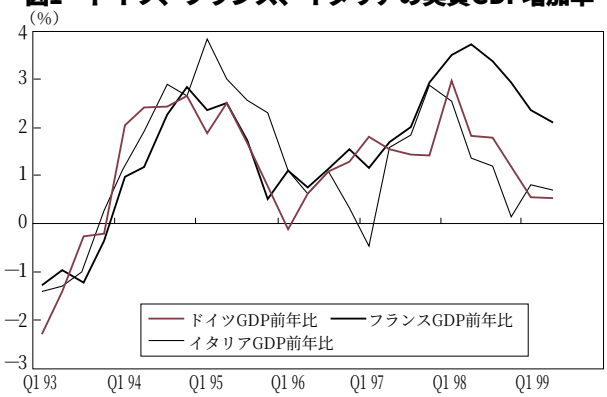
要　　約

欧州景気は99年央より回復基調。しかし依然国別成長率格差が大きい中で、金融政策の運営には不透明感が残る。今後積極的な利上げに移行する場合には、景気格差への対応が難しいという単一金融政策のもつ問題点が顕在化する可能性もある。

緩やかな拡大基調にあるユーロ圏経済

ユーロ圏（通貨統合に参加している11か国）の景気は全体としては緩やかな拡大基調にあるものの、国による景気拡大ペースの差が依然大きいことが、今後のECBの金融政策に関する不透明要因になっている。中心国であるドイツ・フランス・イタリア等と、周辺国のスペイン、フィンランド、アイルランド等との成長率格差も大きいものの、中心国の中でも、好調なフランスと低迷するドイツ・イタリアという成長率格差が現状では明確になっている（図１）。

図1　ドイツ、フランス、イタリアの実質GDP増加率



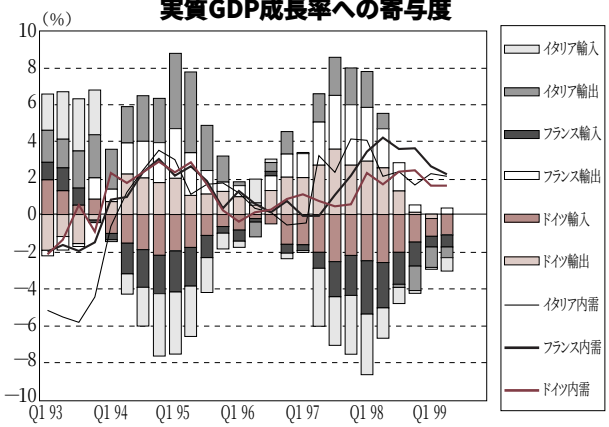
資料　eurostat
（注）　前年比。

３国は合計でユーロ圏GDPの７割を占めており、その中心国間での景気格差が今後とも縮小しない場合には、ユーロ圏の単一金融政策当局であるECBの政策スタンスも動揺する（あるいはマーケットの信認が揺らぐ）リスクがあることは否定できない。2000年にかけてユーロ圏の経済を考える場合、この中心国間の成長率格差の行方が一つのポイントになろう。

３国の成長率格差の要因

３国の成長率格差について、それぞれ内外需（輸出、輸入）に分けて寄与度分解すると、①内需の寄与度は３国で大きな差が無く、ドイツがやや弱い程度であること、②外需寄与度の差については、まず輸出寄与度に関してはドイツ、フランスには差が無いが、イタリアは輸出減少が外需の悪化要因になっていること、③輸入については、フランスがマイナス寄与が小さいが、ドイツ・イタリアはマイナス寄与が大きいこと、等が明らかである（図２）。

図2　ドイツ、フランス、イタリアの内需及び輸出入の実質GDP成長率への寄与度



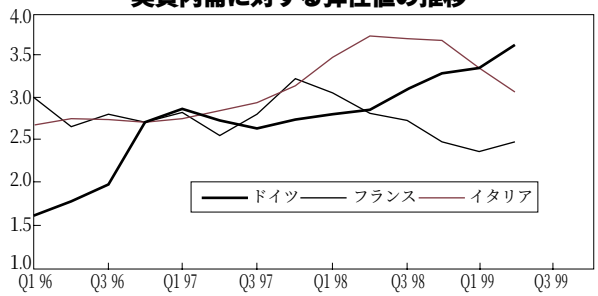
資料　EUROSTAT
（注）　前年比。輸入は符号を逆にしている。

つまり、ドイツ、フランス、イタリア３国の成長率格差は現状では外需部分に集中しているが、その外需も、ドイツでは輸入要因が大きく、イタリアでは輸出・輸入ともに成長抑制要因になっていることが指摘できる。

そこで３国の実質財・サービス輸入（GDPベース）を、内需と実効為替レートからなる簡単

な回帰式で推計し、輸入の内需に対する弾性値の変化をみると、フランスが横ばいないし若干の低下、イタリアが若干上昇であるのに対し、ドイツについてはここ２～３年の間に明らかな上昇が認められる（図３）。

図3 ドイツ、フランス、イタリア実質輸入の実質内需に対する弾性値の推移

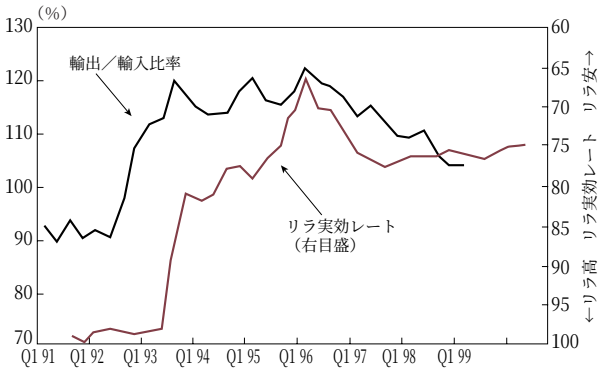


資料　eurostat、各国統計等
（注）推計式（91年1Qから99年2Qまでの全体の結果。実際のパラメータ変化の測定は、96年1Qまでのパラメータを96年1Qの値とし、その後は推計期間を1期ずつずらしながら測定。）
ドイツ：LN(実質輸入)=－15.0008＋2.7069＊LN(実質内需)＋0.6899＊LN（実質実効為替レート、10期先行）
　修正済みR＊R 0.884　（－9.993）（6.7939）　（2.3490）　カッコ内はt値
フランス：LN(実質輸入)=－14.1847＋2.4171＊LN(実質内需)＋0.986509＊LN（実効為替レート、8期先行）
　修正済みR＊R 0.9903　（－37.11）（22.881）　（10.8292）　カッコ内はt値
イタリア：実質輸入前年比=2.4877＋2.4748＊(実質内需前年比)＋0.1039＊(実効為替レート前年比、3期先行)
　修正済みR＊R 0.7482　（2.886）（8.7645）　（1.0511）　カッコ内はt値

ドイツにおけるこのような変化の背景については慎重な検討を要するが、例えばドイツの場合、90年代に入り対外直接投資がほぼ一貫して流出超になっていることに示されるように、旧東欧圏等への生産設備の移転、それによる逆輸入（企業内貿易含む）の増加等が考えられる。もちろんそのこと自体は企業レベルでは生産性の向上に結び付くし、欧州全体としても資源配分効率の改善に結び付く可能性が（将来的には）大きいとみられるものの、ドイツ一国レベルで考えれば、それに対応した国内経済の調整（サービス経済の効率化による雇用吸収等）が進むまでは、国内景気の低迷要因になりうる。

またイタリアの場合は輸入増加による所得流出だけでなく、輸出も悪化していることから、為替レートの水準自体に問題（割高）がある可能性もある。イタリアの実効為替レートと輸出／輸入比率（GDPベース）の間にはある程度の相関が認められ、通貨危機後のリラ反転の過程では、輸出／輸入比率が低下している（図４）。通貨統合以前であれば為替レートの減価による調整も可能であったが、通貨統合後は不可能（ユーロ圏以外に対してはユーロの下落で調整可能としても）だから、現状為替水準での外需の悪化に対しては、生産性の向上、コスト削減等によってその回復を図る以外にはない。

図4 リラの実効レートとイタリアの実質輸出／輸入比率の推移



資料　eurostaot 実効レートはイングランド銀行の発表を利用
（注）実効レートは3期先行。輸出／輸入比率は実質GDPベース。

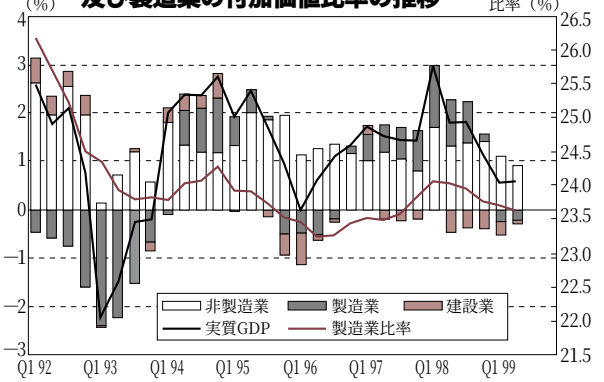
ドイツの内外需をめぐるこのような変化は、通貨統合に先立つEU市場統合（関税撤廃等）の影響によって、数年かけて経済構造が変化してきたことを示唆しているとも考えられ、短期間でもとに戻るような性格ではなかろう。96年の欧州全体の景気回復局面では、ドイツとフランスはほぼ同様の景気回復軌道をたどったが（図１）、その年の成長率（ドイツ+0.8％、フランス+1.2％、イタリア+0.9％）に対して外需の寄与度はそれぞれ+0.5％、+0.4％、＋0.4％と回復の主力を成し、３国ともにいわゆる外需主導の回復だった。景気回復パターンは当時の方がむしろ似通っていたといえる。しかし市場統合の影響が浸透し、通貨統合が開始される中で、３国経済の構造は、少なくとも外部環境変化への対応の面では異質になってきている。主要３国の成長率は今後２％台半ば～後半に収斂していくというメインシナリオの中で、リスクがあるとすれば、イタリア、ドイツの外需動向がその一つとなろう。

成長分野へのシフトは可能か

ただし、ドイツ・イタリアにみられる変化は、将来的にはマイナスとは限らないことは前述した通りである。輸入の所得弾性値上昇が、ドイツ企業が多国籍化して生産拠点を海外に移しつつあることの結果だとすれば、その企業はグローバルに事業展開することでより効率的かつ競争力ある企業になる可能性もある。問題はそれによって国内に余剰となった資源をより効率的な分野にシフトしていけるかどうかということである。

その意味で、それぞれの国の産業構造の変化にも、注目しておく必要があろう。３国のGDPを供給サイドから産業別に寄与度分解すると、まずドイツについては、非製造業の実質付加価値の伸びが、製造業にみられるような循環的変動とは独立的に安定増加基調にあるものの、景気を牽引するような動きはみられない点が特徴といえる(図５)。非製造業の内容はデータ不足で不詳だが、景気変動に左右されない点からは、規制的なセクターのウエイトが高いことが推察される。

図5 ドイツ実質GDP増加率と業種別寄与度及び製造業の付加価値比率の推移

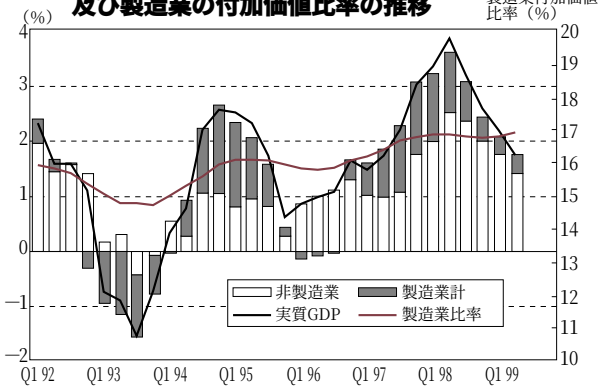


資料　ブンデスバンク
（注）　増加率は前年比。付加価値比率は水準。

またドイツの製造業のウエイトは、低下してきたものの足下で23％台半ばと比較的高く推移している。

フランスについては、ここ２～３年における非製造業の寄与度拡大が顕著である（図６）。ここでも詳細は不詳だが、企業向けサービスや不動産関連の伸びが堅調となっている。また製造業も付加価値ウエイトは17％程度と水準は低いものの、ここ数年はウエイト上昇の動きもあり、成長分野へのシフト等の動きもうかがえる。

図6 フランス実質GDP増加率と業種別寄与度及び製造業の付加価値比率の推移



資料　INSEE
（注）　増加率は前年比。付加価値比率は水準。

イタリアについては、非製造業が99年に入ってからは製造業の落ち込みを補うようにプラス幅を拡大する動きもうかがえるが、まだ明確なトレンドとはいえない（図7)。製造業のウエイトは21％程度だが近年では上昇トレンドをもった循環を描いている。

図7 イタリア実質GDP増加率と業種別寄与度及び製造業の付加価値比率の推移

資料　イタリア中央銀行
（注）　増加率は前年比。付加価値比率は水準。

供給面からの検討ではデータ制約等もあって現状では明確な展望は描きづらいが、ドイツにおいて特に産業構造が硬直的で成長分野へのシフトが遅れている事を示唆する内容になっている。IT技術やネットワーク関連では北欧企業の方が先進的との見方もあり、ドイツの産業構造が成長分野にスムースにシフトしてゆけるかが注目されよう。

欧州でも雇用が増加基調に

足下の欧州で最も改善のみられるのが雇用情勢であろう。これまで欧州では好況不況にかかわらず失業率が上昇ないし高止まりし、構造的な高失業が問題となってきた。しかし昨年後半以来の欧州景気の減速局面でも、ユーロ圏の雇用は比較的底堅く、失業率も緩やかな低下トレンドとなっている。この点は従来の欧州から大きく変わった点であり、EU当局等の経済見通しが比較的楽観的なのも雇用情勢の改善に着目している面があろう。97年６月のアムステルダム条約以降、各国政府が雇用増加のための「アクションプログラム」を作成して労働市場改革を推進してきた成果があらわれ始めているともみられ、中でもパート労働等に対する規制の緩和によってパート形態での雇用が増加している点がECBの月報等でも指摘されている。既存労働者に関する労働条件の変更等には時間を要しようが、パート労働拡大をきっかけに労働市場の柔軟性が次第に高まっていく（この成功例がｵﾗﾝﾀﾞといわれる）可能性がある。雇用情勢の改善が続けば、物価安定による実質購買力増加と低金利による住宅投資拡大等を通じて、個人部門は欧州景気の拡大のベースになろう。設備投資も情報化投資中心に2000年以降も増加基調を維持するとみられる。ユーロ圏の景気はドイツとイタリアが外需面で不安定性を有していることを除けば、全体として拡大基調を維持していくみられ、焦点は次第に物価動向にシフトしていこう。

物価に関しては、通貨統合による産業再編・競争激化の動きや通信関連の規制緩和による価格低下等もあり、総じて物価の安定基調は崩れないとみられるものの、欧州経済が対外開放度が高い（輸出、輸入の対GDP比率が高い）ことによって輸入物価上昇の影響が米国や日本等と比べて大きい点に留意する必要がある。OECDによれば、原油価格が10ドル上昇した時に、消費者物価への影響は米国では１年目+0.4％、２年目までの合計で+0.6％にとどまるのに対し、ＥＵでは１年目+0.6％、2年目は+1.1％と倍近く消費者物価を上昇させると試算されている（economic outlook66 99/11）。

国内サービス価格低下等でユーロ圏全体の消費者物価上昇率は目標の２％以下には抑えられる見通しであるが、消費者物価の上昇が賃金交渉に影響して賃上げ率が高まれば、景気過熱感のある周辺諸国ではインフレ懸念が高まるリスクはあろう。その際、中心国特にイタリア、ドイツ等の景気低迷が長引いていれば、ECBとしても政策判断が難しくなる局面があろう。11月利上げは４月利下げ分の修正という面もあり、比較的スムースに行われたものの、今後の政策発動に際しては、摩擦発生のリスクもあろう。

（小野沢 康晴）

表1 国際機関による欧州主要国の経済見通し

	IMF（99.10）		OECD（99.11）		EU委員会（99.11）	
	99年	2000年	99年	2000年	99年	2000年
ドイツ	1.4	2.5	1.3	2.3	1.5	2.6
フランス	2.5	3.0	2.4	3.0	2.5	2.9
イタリア	1.2	2.4	1.0	2.4	1.1	2.2
英国	1.1	2.4	1.7	2.7	1.8	3.4
EMU11か国	2.1	2.8	2.1	2.8	2.1	2.9
EU15か国	2.0	2.7	2.1	2.8	2.1	3.0

海外景気金融・アジア

金融改革等の進捗で回復に差が出るアジア経済

要　　約

アジア各国景気は足元で急回復を示しているが、危機直撃国では依然本格的景気回復軌道にのっていない段階である。金融改革等の進んだ国から本格回復へ向っていくとみられるが、アジア景気総体としては回復時期に差が出るものの穏やかな回復軌道に向っていこう。

なお、中国経済や米国経済金融の動向がリスク要因であり留意が必要である。

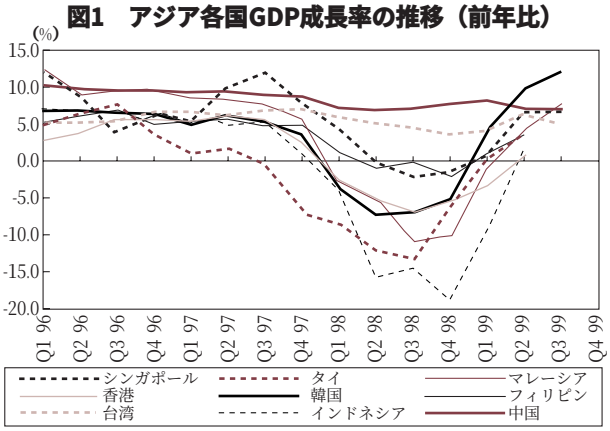
足元急回復を示すアジア各国景気

アジア各国の今年第2四半期のGDP成長率は各国とも前年比プラス成長に転じ急回復を示している(図1)。アジア危機の影響が軽微であった国々（香港、シンガポール、台湾、フィリピン、中国）では香港を除き危機前のGDP水準を上回り(図2)、懸念が残るのは中国の景気減速とその香港への影響である。

他方、危機の直撃を受けた国々では、回復の様相が各々異なるが(表1)、回復振りは韓国、マレーシア、タイ、インドネシアの順である。すなわち、韓国では生産の回復が軌道にのり個人消費、設備投資、失業率も持ち直し傾向で、GDPも危機前水準をほぼ回復しており景気の足取りはかなり底堅い。マレーシアは危機の影響が他国に比し軽微で、かつ輸出主導の経済構造でハイテク関係等の輸出が堅調であり、また個人消費にも底打ちの兆しがみられる。タイでは自動車等の外資系企業の復調の兆しはみられるも、総体としては公的需要依存で回復度は低い。インドネシアは政治的にやっと落着きを取り戻しつつある状況で純輸出依存の回復となっている。

危機直撃国景気の現状は、経済活動の水準としては依然低く、景気対策、輸出の回復、株価回復による内需の回復傾向等で（昨年のマイナス成長の反動もあり）前年比プラスになったもので、依然本格的景気回復軌道にはのっているとはいえない段階である。

図1　アジア各国GDP成長率の推移（前年比）



資料　Datastream

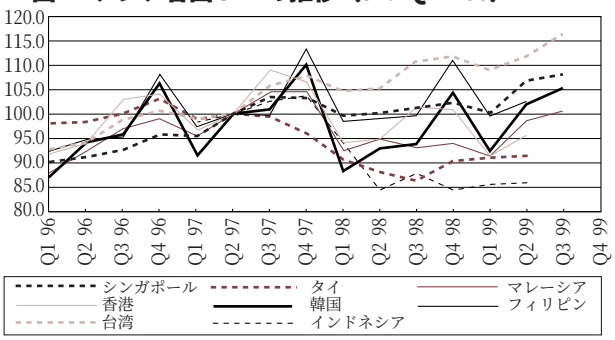
表1　アジア各国GDP需要項目の前年比寄与度推移

（単位：%）

	韓国		マレーシア		タイ		インドネシア	
	98.2Q	99.2Q	98.4Q	99.2Q	98.3Q	99.2Q	98.4Q	99.2Q
実質GDP	−7.2	9.8	−10.3	4.1	−13.3	3.7	−18.7	1.8
個人消費	−6.1	4.7	−6.4	1.3	−7.2	0.4	−5.0	−1.5
固定投資	−8.6	1.5	−21.3	−2.7	−11.1	1.0	−12.7	−5.8
在庫投資	−6.4	5.0	0.9	0.0	—	—	−3.9	3.8
純輸出	13.8	−0.5	19.3	7.0	—	—	4.3	4.9
輸出	4.9	7.2	2.3	12.4	—	—	−12.9	−14.6
輸入	−8.9	7.7	−17.0	5.4	—	—	−17.2	−19.5
政府支出	−0.1	−0.3	−2.7	1.0	1.2	3.7	−1.5	0.4

資料　Datastream
(注）各国の98年はGDP成長率のボトム期数値。タイは一部数値未公表。

図2　アジア各国GDPの推移（97.2Q＝100）

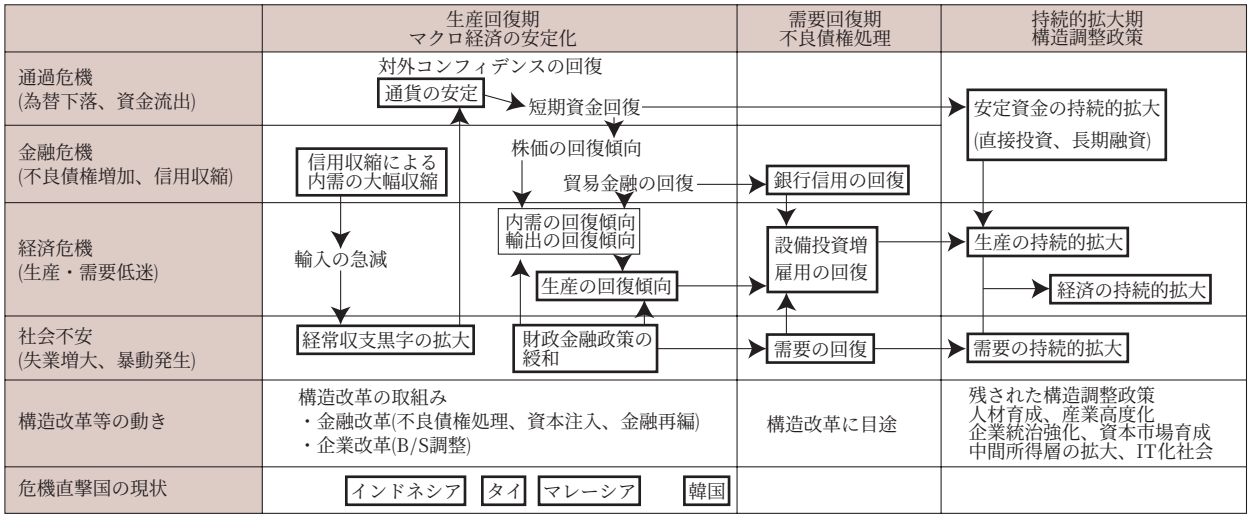


資料　Datastream

自律景気回復プロセスにおける位置付け

アジア景気回復の現状をアジア景気回復のメ

表2　アジア景気回復のメカニズムと自律景気回復プロセス



資料　各種報道、レポートより作成

カニズムとして整理すると、表2のとおり危機による信用収縮で内需の急激な収縮→輸入急減による経常収支黒字の拡大→通貨の安定→株価の回復による内需（および域内輸出）の回復傾向→景気対策の効果とあわせ生産の回復傾向となるであろう。

未だ本格的景気回復軌道にのっていない危機直撃国の今後の自律景気回復プロセスを展望した場合、生産回復期、需要回復期、持続的拡大期と分類され、現状各国とも生産回復期（マクロ経済の安定）の段階（韓国が需要回復期に入りつつある）と位置づけられ、需要回復の段階等へ進んでいくか（本格回復へ向っていくか）は、銀行信用の回復、海外資金の流入、財政金融の緩和の如何とみられる。

金融改革、企業債務問題の進展に格差

銀行信用回復の根幹は金融改革、企業債務問題の進捗によるが、進展する韓国、マレーシアと遅れるタイ、インドネシアに二極化されてきている（表3）。4国とも2000年中は金融改革等に注力する時期となるが、韓国、マレーシアは早ければ2000年中に目途が立ってくるとみられる。

韓国、マレーシアでは不良債権買取り、公的資金注入ともに進展している。韓国では金融再

表3　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	マレーシア	タイ	インドネシア
不良債権比率(%)	11.4(周)→11.3(6月)	14.9(98/1周)→12.4(6月)	47.7(周)→46.8(7月)	70(推定値)
金融再編	銀行営業停止５ ２行外資へ売却予定 総合金融会社 許認可取消　16 生保、投信にも問題	銀行合併２ ファイナンスカンパニー吸収 12 中銀は大幅な金融グループ再編を推進中	銀行一時国有化４ 外資へ売却予定 ファイナンスカンパニー閉鎖 56	銀行営業停止66 銀行国有化11 銀行資本増強９ 国有銀行の再編等を予定他
公的資金投入額	銀行支援等約31兆ウオン、債権買取約21兆ウオン等投入済	銀行支援62億M$、債権買取は額面で4百億M$投入済	7.7千億バーツの銀行支援、５千億バーツの競売損失補填を予定	銀行支援等約157兆ルピア、IBRAへの債権移管220兆ルピア実施済
民間企業債務	政府・銀行主導で財閥改革、金融監督委員会主導のワークアウト。 ワークアウト対象15グループ248社中78社完了。38社進行中	企業債務処理委員会の48件、310億M$の債務のうち12件、114億M$は処理終了(最大のコングロマリットのレノンを含む)(約40%進捗)	企業債務再編諮問委員会の管理下で102千件6802億バーツのリストラまとまり、22.6千件12046億バーツの案件交渉中(約20%進捗)	ジャカルタイニシャチブの参加企業181社、11.6兆ルピア＋208億ドルの債務のうち22社２兆ルピア＋30億ドルにつき交渉成立(約12進捗)
進捗度	リストラコストは64兆ウオン、約56兆ウオン実施済。 今後増大の見込	リストラコストは約340億M$。小額不良債権買取80億M$別途実施予定	リストラコストは約1.3兆バーツ、４割程度実施。競売結果でコスト増大見込	リストラコストは約550兆ルピア、資本注入、清算で今後更に増大の懸念

資料　各国中銀、各種報道、レポートより作成
（注）　不良債権比率はノンバンク含む３ヵ月ベース。左側数値が過去ピーク値、右側数値が直近値。

編も進み銀行貸出に回復の兆しもあるが、大宇問題や99年末から新資産健全性基準導入の予定から公的資金の追加投入が必要となろう。しかし政府が引続き強いリーダーシップで金融改革等に取組んでいくとみられる。マレーシアでも2000年末までの金融グループの再編計画や総選挙実施による2000年予算の景気刺激型の採用等政府の強いリードが期待出来る。他方、タイ、インドネシアでは金融再編は相応に進展したが、タイでは銀行不良債権の公的買取り機関が機能せず公的資金注入も進んでおらず、インドネシアでは不良債権の公的機関への移管の進展はあるも、対外民間債務問題解決の遅延や改革を本格化していくための資金的基盤の弱さ等で、両国とも実質的不良債権処理は進んでいない。さらに、タイでは2000年初めに予定される総選挙の争点に対外債務の増大が挙がっているため景気対策や金融改革に大規模な財政出動ができない状況にあり、インドネシアでは挙国一致政権成立で華人資本回帰の兆しのプラス面もあるが、一部地域での独立への動き等依然政治面で不安定性が燻っており、改革の急進展は望めないであろう。

注目される海外資金の動向

回復のもう1つの鍵となる海外資金については、国際金融協会(IIF)の韓国、ASEAN4（インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン）の見通し(表4）によると、98年の海外資金は銀行貸出純減でネット流出となったが、99年、2000年はプラスに転ずる見込である。

銀行貸出についてはIIFのレポートでは2000年に韓国の多額の借入返済を見込んでいるが相当部分は99年までに返済予定であり、その分を加味すると2000年の民間資金はネット流入になろう。しかし銀行貸出の純減傾向は2000年まで継続するとみられ、国内資本市場の育成が必要となろう。

直接投資は98年にM&A関連(6割)で急増し、99年も堅調であるが、国毎の格差は顕著（韓国、マレーシアの増加、タイ、インドネシアの減少）で、金融改革等の進捗度に海外企業等が注目していることが窺える。

株式投資は99年前半にアジア景気の回復期待で資金が還流したため、IIFも9月に99年の資金流入を上方修正したが、夏場以降原油価格等商品市況が反転上昇し世界的なデフレ圧力が消滅し欧米で金利が上昇トレンドに転じたことでアジア株はボックス圏入りしている。今後は総じて流動性相場から業績相場に転じ国により格差が出、大幅な流入増加は見込めないとみられる。なお、マレーシアの通貨資本規制も経済の回復振り等によって撤廃が視野に入ってこよう。

表4　IIFの韓国、ASEAN4への資金流入見通し

（単位：億ドル）

	1996（実績）	1997（実績）	1998（見通）	1999（見通）		2000同
				99.4.25	99.9.25	99.9.25
経常収支	−548	261	692	446	463	288
民間資金計	1023	2	−276	3	51	−20
直接投資	47	59	95	125	—	—
株式投資	139	−15	43	60	—	—
銀行貸出	627	−212	−361	−160	—	—
その他	210	171	−53	−23	—	—
公的資金計	−33	281	234	76	57	86
多国間	−20	224	193	−17	—	—
2国間	−13	57	41	93	—	—
資金流入合計	990	283	−42	78	108	66

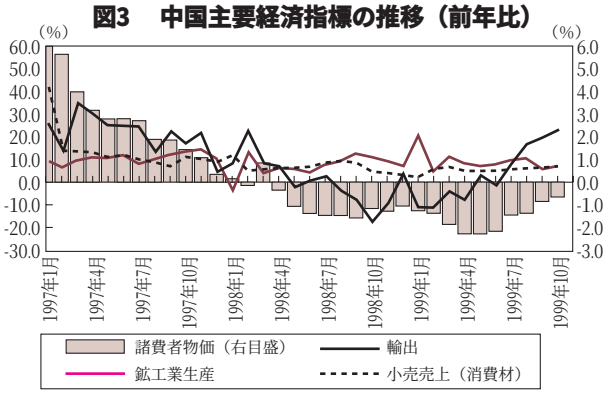
資料　Institute International Finance「Capitai Flows to Emerging Market Ecconomies」

中国経済の動向はリスク要因

アジアの回復の影響は中国にも波及し、7月以降のアジア・日本向け輸出の急回復で懸念されていた人民元切下げ観測は遠のいている。しかし、国内景気は国有企業の生産過剰、3大改革による失業者の増加、GITIC問題等による外資流出等で深刻なデフレに陥っており、財政金融両面からの景気刺激、輸出振興のための増値税還付率引上げ等を行なうも第3四半期のGDP成長率は7%と減速傾向は止っていない（図3)。これに対し、9月の共産党4中全会で国有企業改革を従来の3年で完了との方針から3年で困難な状況から脱却し2010年までに構造調整を通して国有経済の比重を縮小する方針へ変更した。具体的には国有4大商業銀行が各々設立し

た資産管理会社に国有企業向け等の不良債権を移管し、株式交換、資産の売却や証券化で処理するもので、改革をペースダウンさせデフレ圧力を緩和しょうとする狙いである。

図3　中国主要経済指標の推移（前年比）



資料　Datastream

2000年の中国経済は輸出増加、財政金融面の内需喚起策（公的投資、マネーサプライの増加等）や確実視されるWTO加盟による直接投資の増加期待等で、7%程度の成長確保をめざすが、財政的にまだ余裕があるので相応の成長は可能で、それにより香港も穏やかな回復軌道をたどるであろう。ただし、WTO加盟等による改革の滞りや輸出の停滞等でデフレが悪化する場合には、人民元切下げ観測が再燃する懸念も残るが、その場合もアジア各国の経常収支等のファンダメンタルズの改善から影響は限定的とみられる。

穏やかに回復するアジア景気

2000年のアジア景気は、金融改革等の進捗度、海外資金の流入、タイ以外での景気対策の継続等により回復時期に差は出るも、総体としては穏やかな景気回復軌道に向うとみられる(表5)。危機直撃国は金融改革等に注力していく段階であるが、韓国(成長率は今年の反動で低下)、マレーシアは順調であれば需要回復期に向うが、タイは足踏み、インドネシアも本格回復には時間を要するであろう。また危機の影響の軽微な国は中国、香港を除き本格回復に向うとみられる。

海外のリスク要因としては、米国景気の予想以上の堅調さの継続で利上げが追いつかない場合で、アジア各国景気にとって輸出面等でプラス効果が見込める。しかし、このケースは米国経済の不均衡を拡大させ世界経済を不安定にするリスクを内包している。

最後に、危機直撃国では中長期的に財政赤字拡大による民間投資のクラウディングアウトの懸念があり、海外資金流入が必要となる。そのためには、アジアは高貯蓄率、勤勉な労働力等良好なファンダメンタルズを有するが、金融改革等に目途がたった後に残された構造調整政策(人材育成、産業の高度化、資本市場の育成、中間所得層の拡大、IT社会の実現等)の実施が必要で、これらの面でも日本の果たす役割が期待されよう。　（千葉　進）

表5　アジア経済見通し

（実質GDP伸び率　単位：%）

国・地域	1998年（実績）	1999年（見通し）			2000年（見通し）		
		ADB（99/9）	IMF（99/9）	OECD（99/11）	ADB（99/9）	IMF（99/9）	OECD（99/11）
NIEs	1.8	5.2	5.2	—	5.2	5.1	—
香港	−5.1	−0.5	1.2	0.0	1.5	3.6	4.0
韓国	−5.8	8.0	6.5	9.0	6.0	5.5	6.5
シンガポール	1.5	5.0	4.5	—	6.0	5.0	—
台湾	4.8	5.5	5.0	—	6.3	5.1	—
ASEAN4	−9.8	—	1.4	—	—	3.6	—
インドネシア	−13.2	2.0	−0.8	−0.5	4.0	2.6	2.5
タイ	−9.4	3.0	4.0	3.8	5.0	4.0	5.0
マレーシア	−7.5	2.0	2.4	4.5	3.9	6.5	5.5
フィリピン	−0.5	3.0	2.2	3.2	4.5	3.5	4.5
中国	7.8	6.8	6.6	7.1	6.0	6.0	6.8
日本除くアジア全体	3.7	5.5	5.3	—	5.5	5.4	—

資料　IMF「World Economic Outlook (99年9月)」、ADB「Asian Development Outlook (99年9月)」、OECD「Economic Outlook (99年11月)」

アジア経済の回復は持続するか？

要　　約

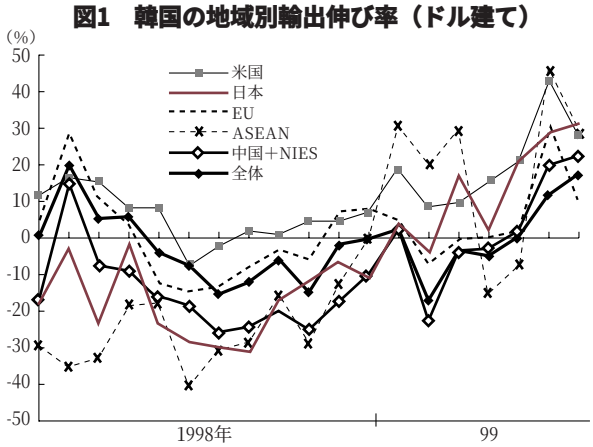
99年のアジア経済の回復力は98年の「反動」以上のものであり、2000年以降も中期的に維持される可能性が強いだろう。その要因としては、①域内貿易連関の回復、②ＮＩＥＳのＩＴ関連企業の成長力、③直接投資を通じたアジアの産業構造の再編、が考えられる。

NIESを中心とする域内貿易の回復

まず、現状景気回復が著しい韓国と通貨危機の影響が比較的軽微であった台湾の輸出からみてみよう。

韓国のドル建て輸出は99年6月以降、ようやく前年比2桁の伸びを維持するようになったが、こうした伸びをもたらしたのは、昨年以降極度に縮小していたアジア域内（NIES、ASEAN、中国）や日本向けの輸出の回復であることが分かる（図１）。韓国の輸出先シェアとしては（99年1-7月）、米国向けが約20%と単独では最大であるが、アジア、日本向けが合わせて42%を占めており、後者の寄与の方が足下では格段に大きい。

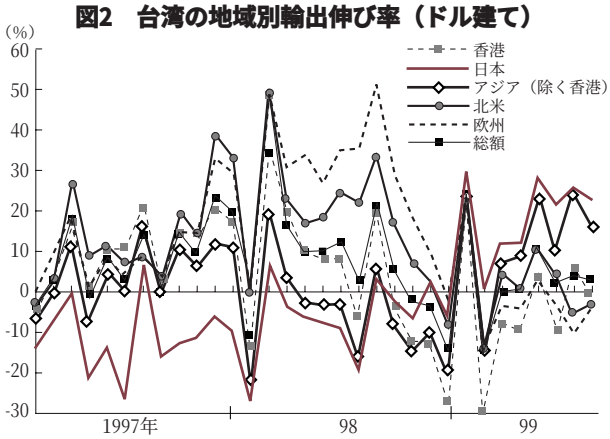
図1　韓国の地域別輸出伸び率（ドル建て）



資料　Datastreamより作成

台湾の輸出については、韓国以上にアジア域内、特に日本向けの高い伸びがみられ、99年に入りむしろ減速気味な対米、欧州向け輸出を補う形で、輸出の伸びを維持していることが確認できる（図２）。

図2　台湾の地域別輸出伸び率（ドル建て）



資料　Datastreamより作成

こうした域内輸出回復の前提には、99年に入りアジア通貨危機の影響を大きく受けた諸国においても、マクロ経済の安定にいちおうの目処がつき、本格的に通貨下落メリットを活した輸出を再開させる環境が回復されてきていることが挙げられる。国内金利低下と財政支出の拡大が進む中で、公的支援も含めた外資流入が生産活動の低下の歯止めとなった。アジア経済危機が本質的に金融危機である点からも、金融経済がある程度安定すれば実体経済が旧来の水準に回帰しようとするバネが働きやすいといえよう。

しかし足下での輸出の増勢が98年の「反動」要因以上の水準にあるとみられるのは、いわゆるITと呼ばれる情報通信機器への需要の拡大が、2000年問題によるパソコン等に対する駆け込み需要という特殊事情もあって大きく伸びていることによる。従来からエレクトロニクス

製品の世界的な供給基地であった韓国、台湾、シンガポールのＮＩＥＳ諸国、ＡＳＥＡＮではマレーシアがとりわけIT関連の需要拡大のメリットを受けている。また、99年以降の円高は、特に韓国、台湾から日本向けのIT関連機器の輸出に弾みをつけた。

台湾は周知のように世界的なIT機器の供給基地であり、円高も手伝って日本の大手メーカーが次々に台湾メーカーにノート型を含めパソコンを生産委託する動きが目立っており、今後台湾からのIT関連機器の輸入は一段と増勢が見込まれる。韓国のエレクロニクス輸出品目についてみても、IT関連輸出の際立った高い伸びがみられる（表１）。絶対額では半導体依存が大きいものの、液晶デバイス、携帯電話、パソコンなど従来のメモリー依存から多様化する一方、家電、AV機器は今年に入っても低迷しており、電子産業の中での二極化が強まっている。

表1　韓国の主要電子製品の輸出動向（百万ドル、%）

	98年実績	前年比	99年上半期	前年比
半導体	17,010	−2.4	9,029	12.9
コンピューター	5,074	−46.9	3,312	31.1
音響機器	1,161	−22.1	619	0.8
カラーテレビ	993	−31.4	462	−21.1
VTR	530	−27.9	305	17.4
CRT	2,033	.7.0	1,194	28.5
液晶デバイス	1,075	53.1	1,597	372.0
テープ	693	−25.7	275	−18.9
MWO	694	0.4	361	−8.9
冷蔵庫	542	−7.5	325	2.0
エアコン	397	0.4	441	63.3
電話機	1,572	57.8	1,636	127.3
携帯電話	1,433	68.0	1,565	144.0
計	31,325	−5.1	19,556	27.8

資料　韓国電子産業振興会

着実に進む韓国企業の体質改善

今後、NIESの回復持続性を考えるうえでは、大きな需要増が期待できるIT産業を担うNIES企業の成長力をどうみるかという点が重要であろう。通貨危機を通じて企業の効率性が改善され、中長期にみても国際競争力が維持されるのであれば、アジア経済全体の成長持続に寄与しよう。

台湾企業に関しては財務体質が概ね良好であり、TSCMやエイサー等の世界的なIT企業とそれを支える中小企業との効率的な生産システムが競争力を支えていくとみられる。こうした生産ネットワークは、部品、組立工場等を中国、ASEANに広げながら、アジア域内に波及する動きが今後強まると予想される。

次に、IMFによる企業セクターの構造調整を迫られた韓国企業について若干みておきたい。韓国の大手財閥グループは大宇をはじめ多くの企業が陶汰される一方で、三星、LGなどのIT関連に強い企業を中心に99年決算では大幅な増益となる見込みである。企業収益に直接に影響する金利が1桁台で安定し、構造調整を通じた人件費抑制、財務構造の改善が体質強化につながり、また通貨安のメリットを受け好調な輸出に支えられて、ITだけでなく自動車、鉄鋼など広い業種で大幅な業績改善が予想されている（表２）。

表2　韓国主要企業の99年予想収益（時価総額順）

企業名	売上(億ウォン)	前年比(%)	経常利益(億ウォン)	前年比(%)
三星電子	250,275	24.6	47,959	987.9
韓国電力	157,381	11.8	19,720	27.3
韓国通信	95,358	8.7	4,795	13
浦項総合製鉄	107,670	−3.3	17,990	27.1
SKテレコム	42,811	20.8	3,636	7.7
現代電子	53,200	20.8	380	黒字転換
三星電機	29,120	17.6	1,570	188.3
LG電子	100,838	2.8	28,251	1590.5
国民銀行	68,951	7.9	2,200	199.7
現代自動車	135,000	55.2	4,250	黒字転換
LG化学	43,360	0.4	3,978	863.2
三星物産	334,000	−2.3	1,360	黒字転換
デイコム	7,186	5.5	229	2.2
現代重工業	67,530	−3.0	6,980	292.6
新韓銀行	55,120	−3.0	2,800	351.3

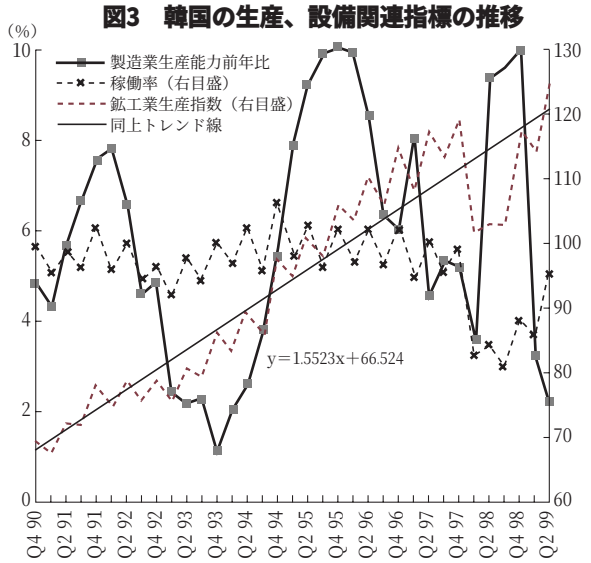
資料　「韓国産業経済動向」

従来、韓国においては景気拡大局面で生産性を大きく上回る賃金上昇や大規模な設備増強投資が発生した。一方で競合性の高い日本製品が円安時に輸出競争力を上昇させると、韓国製品の競争力が大きく低下し、企業財務体質の弱さ

を露呈させる構図があった。

図３にみられるように、96年以降の景気後退局面においてさえ韓国企業の生産能力増強の勢いは強く、設備稼働率の下降と併存する形で投資ラッシュを続け、通貨危機を胚胎させる大きな要因となった。

図3　韓国の生産、設備関連指標の推移



資料　Datastreamより作成

今回の景気回復では、足下の鉱工業生産指数は危機前の水準に回復しており、稼働率も急速に上昇しているが、生産拡大は稼働率の引上げが中心で、企業の設備投資は従来のような回復パターンを示していない。こうした動きは、98年以降の企業改革の過程で財閥企業の事業選別が進み、企業行動として従来の拡大志向から合理化を通じた生産性改善へ変化しつつことをある程度織り込んだものにみえる。IT関連を中心とする業績のよい大手企業では、今後設備投資を本格化させる場合でも株式市場からの調達が可能なことからも、従来のように負債比率を上昇させず安定的な成長に寄与しよう。

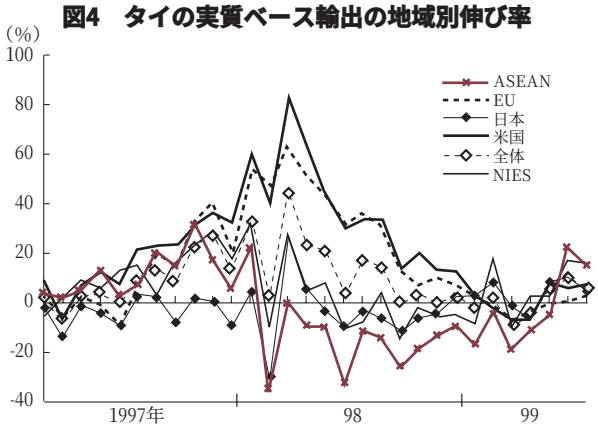
他方、その他企業については将来的な資金需要の拡大に銀行貸出がついていけるかという点が、成長の持続性に影響してこよう。韓国の金融システム改革は政府主導で大胆に進んでいるとの評価を得ているものの、銀行は預金増加と信用リスクの低い貸出先の減少から、貸倒れリスクの低い住宅ローン市場に傾斜しているのが現状である。信用システムの回復が実態的に進まない場合は、景気回復のメリットが一部の企業に止まる懸念がある。

タイにも及ぶ域内需要拡大の波及

ASEANの景気回復状況はどうであろうか、ここではタイについてみてみたい。

タイの地域別貿易統計がバーツ建てとなっているため為替変動の撹乱が大きくトレンドが確認しずらい。そこでバーツ建て輸出変化率から輸出物価指数のそれを控除し実質ベースで以下みることにする（国別の輸出物価指数が得られないため全体の指数を一律に適用した）。

図4　タイの実質ベース輸出の地域別伸び率



資料　Datastreamより作成

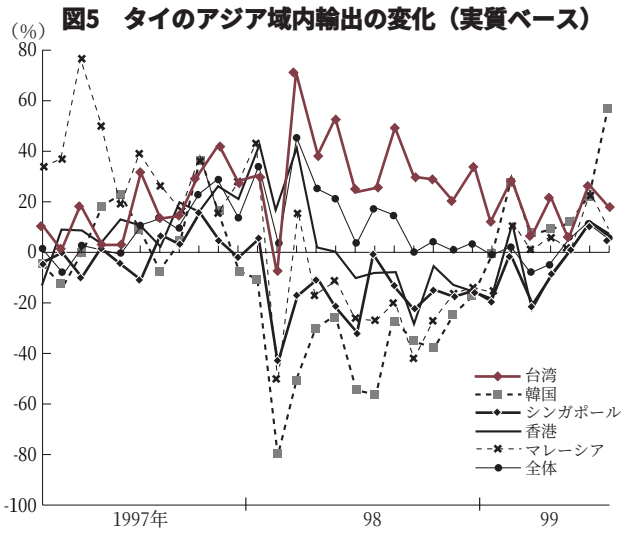
タイについても、97年半ば以降急増した米国、EU向け輸出に代って、ASEAN、NIESを中心とした域内向けの回復がハッキリと確認される（図４）。タイの場合、99年上期の輸出のうちASEAN（含むシンガポール）向けが16%、シンガポールを除いたNIES向けが10%強あり、米国21%、欧州17%、日本14%にそれぞれ比肩するレベルにある。

域内輸出について国別にみれば、台湾への輸出が98年においても大きく伸びており、タイに多く立地する台湾系のエレクトロニクス企業

との取引関係を強く反映したものとみられる（図５）。また足下では、韓国向けの輸出が急増している。

もちろん、前述したように域内貿易の回復は台湾を除けば98年の反動という面があり、またアジア域内の貿易連関は自己完結的でなく最終需要として先進国、とりわけ米国に依存している面があるものの、過度に収縮していたASEANとNIES間の貿易連関が急速に改善されつつあることは確かであろう。

図5　タイのアジア域内輸出の変化（実質ベース）



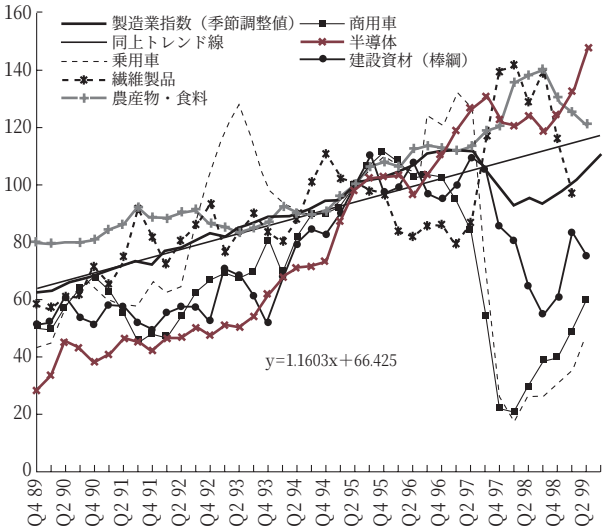
資料　Datastreamより作成

外資セクターに依存する回復

タイの生産活動は、97年7月のバーツ下落以降、信用システムの極度の収縮も加わり、予想以上の後退となったものの、98年末をボトムに急テンポな回復を示している（図６ ）。製造業生産指数でみて、足下99年第3四半期の水準はほぼ通貨危機前のそれに並び、また長期的な傾向線に回帰している。こうした伸びを牽引しているのは、半導体等のIT関連製品と水面下にあるものの急速な回復を示す自動車産業である。

かたや98年にバーツ下落のメリットを最も活かしていた農産物・食料、労働集約財（繊維製品等）は、今年に入り下落傾向が強まっている。タイにおいてこうした伝統的な産業が占める地位は依然大きく、特に雇用吸収力が高いため、その成長力鈍化はNIESと比べてタイの回復力を弱いものにしている一因である。

図6　タイの品目別生産動向（95年第2四半期＝100）



資料　Datastreamより作成

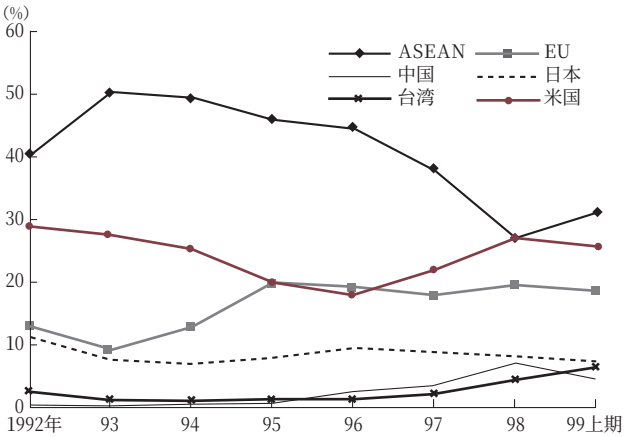
IT産業と自動車産業における輸出変化

タイ経済の回復を牽引しているIT産業、自動車産業は、外資系企業の領域である点で共通であるが、産業特性は対照的である。IT産業は、ASEANにおいて当該産業が歴史的にも存在せず、100%外資を中心に輸出産業として成長し自由貿易のロジックで発展してきた。これに対し自動車産業は、濃淡はあるもの外資との合弁事業が主であり、内需産業として各国とも国産車保護のために高い関税障壁が設定されており、完成車の域内貿易は実質遮断されている。

では、これら２産業において通貨危機後にどのような変化が起きたのか。タイのIT機器輸出の中核で輸出全体の品目でも最大のシェア（99年上期で14%）を持つコンピュータ・同部品の仕向地をみると、97年以降米国向けの輸出が顕著に伸びており、半導体、通信機器においても対米輸出が着実に伸びている（図７）。

ASEANにおいては半導体、パソコン組立、データ記憶装置などIT関連分野において米系現地法人の占める地位は大きく、しかも製品のほとんどが本国向けに輸出されている。高まるIT需要と通貨危機後のコストの優位性は、タイからの調達を増加させたとみられる。また、従来タイのIT機器はシンガポール、マレーシアに所在する主として米系多国籍企業との工程間分業関係が強かったが、次第に米国、台湾、中国といった地域への輸出に振り変ってきている状況が読み取れる。

図7　タイのコンピュータ・同部品の輸出先シェアの推移

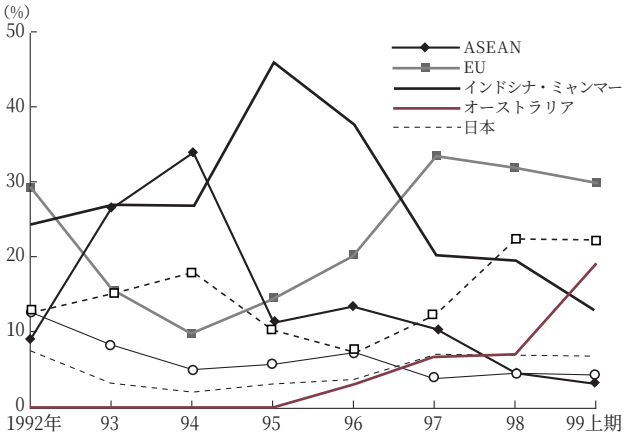


資料　Datastreamより作成

もう一つ注目されるのが台湾向けの輸出の急増であり、コンピュータ・同製品では対日シェアに並ぶようになっている。さらに半導体・同部品の輸出においては、99年上半期で台湾向けが13%を占め、日本向けの10%を上回っている。ASEANおける日系企業は、民生用電子機器において圧倒的な地位を占めているが、IT機器の比重は高くなく、IT機器の調達ネットワークとしてはむしろNIESへの依存が高い。

前述したように自動車産業は内需向け産業であり、通貨危機と金融システム不安の影響を最も受けた産業である。タイの統計では輸送機械部品・同アクセサリーという分類で、その中身は通貨危機前はインドシナ、ASEAN向けの二輪車KD部品の輸出であった。ところが通貨危機以後は、短期間にEU、オーストラリア、その他（ニュージーランド）等向けに輸出市場のシフトが起きており、かつ輸出額も大幅に増加している（図８）。これは直接的には、タイの日系メーカーが急激に落ちこむ現地販売に対処するため、日本からの生産移管、輸出市場移管等も含めて輸出の開拓を行なったためである。

図8　タイの輸送機械部品・同アクセサリー類の輸出先シェアの推移



資料　Datastreamより作成

もちろんこれによっても内需の落込みを補い切れないが、ここで指摘したいのはタイには部品メーカーも含め外資系の自動車産業が集積しており、一定の輸出基盤が形成されていることである。2002年に予定されているASEANの自由貿易体制（AFTA）への移行は、紆余曲折はあるにしてもこれまで保護的色彩が強かったASEANの自動車産業にも競争原理が強まり、その結果域内再編と同時に輸出産業としての自動車産業が形成されていく可能性も考えられる。

韓国と比べてもタイの不良債権問題は依然深刻なこともあって地場セクターの回復力は弱く、いきおい外資系部門の成長力に頼らざるをえない現況にある。ITともに自動車産業においても、外資系は通貨下落後かなり速やかな転換能力を示している。また直接投資による産業構

造調整の動きは、通貨危機後も基本的に進んでいる。

韓国、ASEAN向けの海外直接投資は、新規認可ベースでは98年、99年上期ともに韓国、マレーシアを除いてマイナスが続いているが、M&Aの急増を主因にして国際収支ベースでみると韓国、タイで過去最高を記録している。通貨危機後のアジアへの投資環境はコスト、規制面で大きく改善しており、市場としての魅力は多少減じても製造、部品調達の場としての戦略性はむしろ高まった。外資系企業では日系に劣らず、欧米系がアジア重視の戦略スタンスを継続している。

まとめと展望
～薄れる成長と雇用の関係

「アジアの景気回復は持続するだろう」とう見方について、これまでみた理由を簡単にまとめておこう。

第一にアジアの域内貿易連関が回復してきており、その最たる要因はNIESの回復力の強さにある。通貨危機前後を通じてNIESとASEANの間にある隔絶した対応力の差を再認識させられた感がある。韓国についてもその金融システムの「後進性」を除けば、産業構造そのものは先進国のそれに近いものであり、通貨下落後の輸出力は広い業種に及んでいる。NIESの回復はその産業構造からして輸入需要を誘発させやすく、その恩恵は日本や他のアジア諸国が主に享受し域内需要の連鎖を広げよう。

第二、IT産業の発展力を取り込むNIES企業の構造転換能力の高さが挙げられる。先進国に限らず、アジア企業においても情報関連投資は今後も大きく伸びていくと考えられるが、台湾、韓国の企業はこうしたIT機器の戦略的な供給者としての地位を獲得していくとみられる。IT需要の成長力の取り込みという点では、構造調整が遅れる日本以上にNIES企業の方が相対的に優位に立つと考えられる。

第三には、継続的な直接投資流入を通じ、産業構造の高度化とキャッチアップ型の発展がＡＳＥＡＮを中心に期待できる。現状、ASEAN向けの投資主体は先進国、わけても欧米であるが、今後NIESからの投資も次第に増加することが予想される。

こうした点がアジア経済の成長を持続させるポジティブな論理として挙げられるが、そのことはかつて80年代後半から10年程度続いたアジアの「高度成長」の再現にはつながらないだろう。資金流入についてもかつてのようなローン等で大量に流入しバブルを発生させる状況は想定しずらく、また望ましいものでないだろう。

今後のアジアの発展は構造調整といった「負の遺産」の処理にまだ時間と費用を要するということ以外に、成長と雇用との間の連動性が希薄な「ジョブレス・リカバリー」的な成長環境を通過しなければならい点で、かつてのような沸き立つ景況感とは大きく異質なものとなろう。

産業構造の転換はいずれの社会においても、労働移動に伴う摩擦が発生せざるをえない。相対的にその転換がスムースなNIESでも、成長産業に旧来産業から即時に雇用転換ができるわけではなく、たとえ一時的にせよ雇用環境は悪化する。こうした摩擦はASEANのように人口規模が大きく、近代部門の雇用の外資依存の大きい経済ではより不安定な状態となるのは避け難い。

青木保がアジアの経済発展を「デジタル」と「レンタル」と呼んだが、今後ASEANの経済発展は一層そうした色彩を強めながら成長を模索せざるをえないのが現実であろう。その場合でも、ドル換算した名目賃金の低さというのは、長期的な観点から外資企業にとっても決定的に重要な要因ではなくなっており、人材の質とそれを支える教育の拡充が長期的な発展にとって最も重要な課題であろう。

（室屋 有宏）