

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な成長に陥ったが、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)。

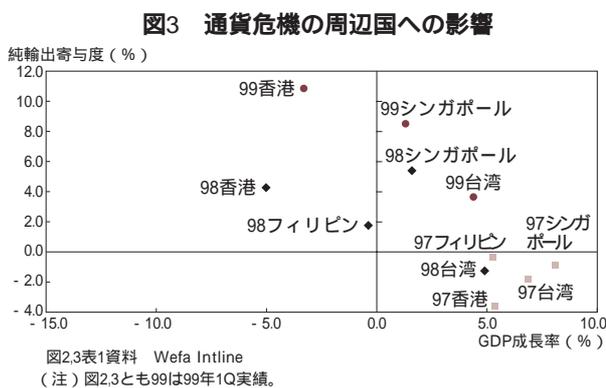
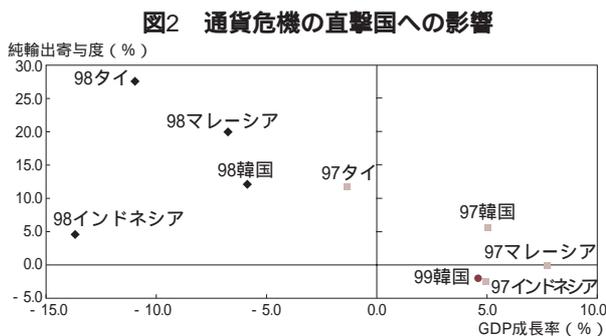
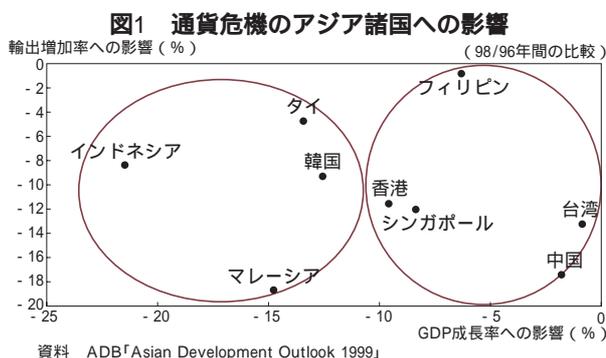


表1 純輸出寄与度の要因分解 (単位: %)

	韓国		香港		台湾				
	寄与度	うち輸出	寄与度	うち輸出	寄与度	うち輸出			
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か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

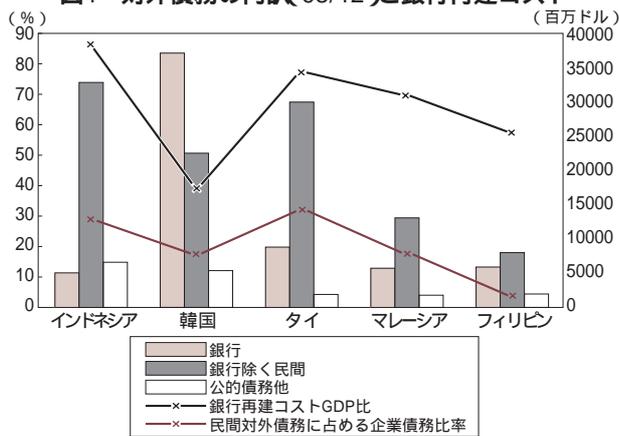
民間企業債務問題は上述の金融システム問題と表裏一体をなすが、国別では韓国が政府のリーダーシップで財閥改革に積極的に取り組んでいる

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 (2.7兆パーツ)	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	銀行買収 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、債権買収19.9兆ウォン投入済	3千億パーツの銀行支援、5千億パーツの債権買収を予定	銀行支援64億M\$、債権買収簿価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(リスク)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(リスク、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年の落ち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)

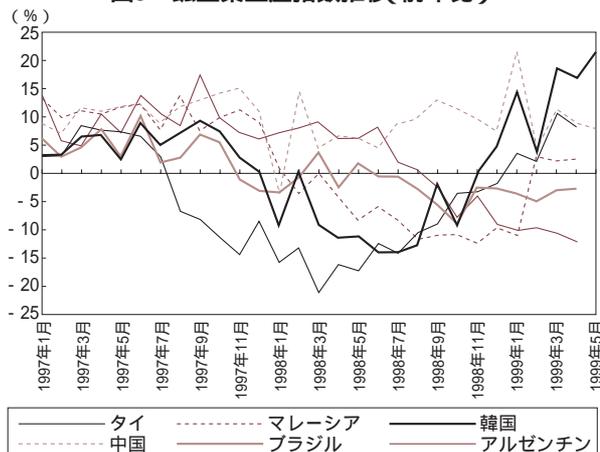


図6 韓国の生産関係指数推移(99年初基準)

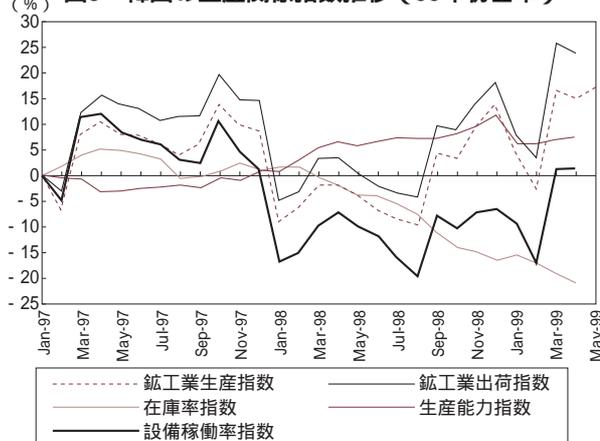


図56 資料 Data Stream

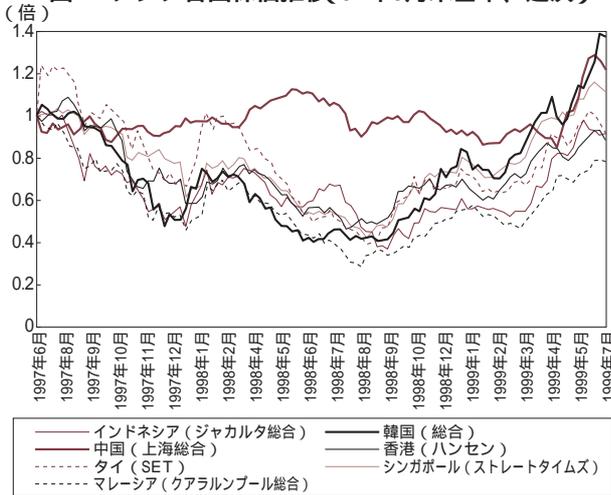
注目される海外資本の流入動向

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え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)



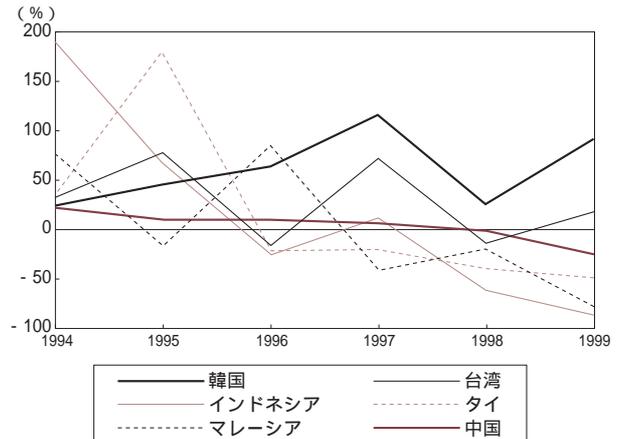
資料 Data Stream

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、貿易競争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)



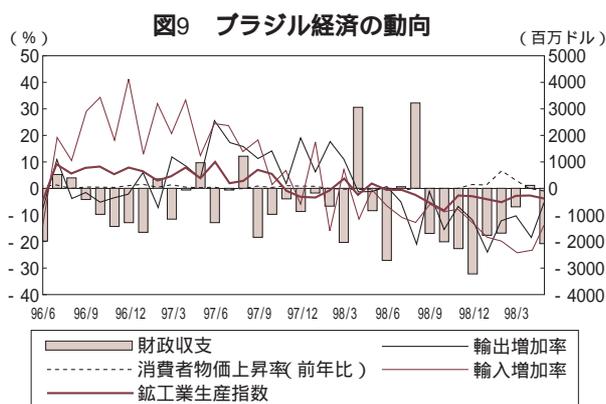
資料 Wefa Intline、各国統計

(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ち着きを概



資料 Data Stream

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。

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年にかけて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