

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か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かう。

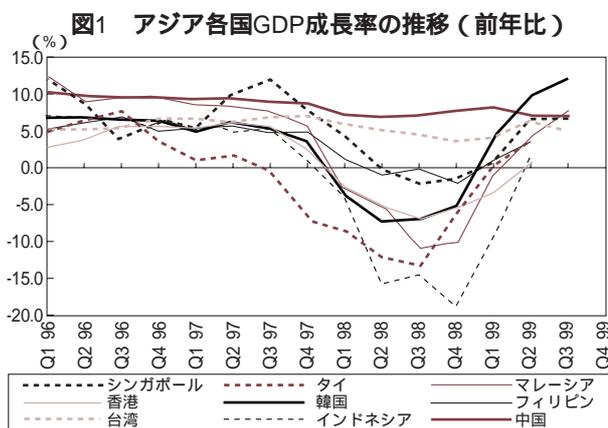
なお、中国経済や米国経済金融の動向がリスク要因であり留意が必要である。

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ち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ない段階である。



資料 Datastream

表1 アジア各国GDP需要項目の前年比寄与度推移

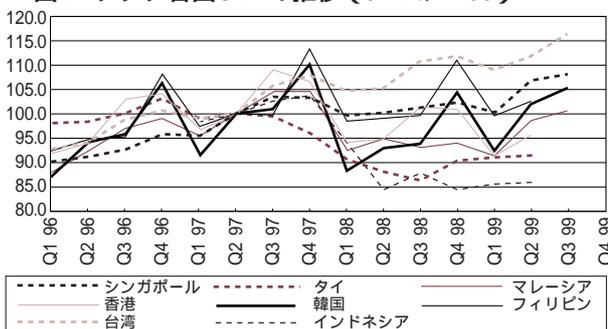
(単位: %)

| | 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

| | 生産回復期 マクロ経済の安定化 | 需要回復期 不良債権処理 | 持続的拡大期 構造調整政策 |
|-----------------------|---|------------------------------|---|
| 通過危機 (為替下落、資金流出) | 対外コンフィデンスの回復 通貨の安定 | | |
| 金融危機 (不良債権増加、信用収縮) | 信用収縮による 内需の大幅収縮 | 短期資金回復 株価の回復傾向 貿易金融の回復 | 安定資金の持続的拡大 (直接投資、長期融資) |
| 経済危機 (生産・需要低迷) | 輸入の急減 | 銀行信用の回復 設備投資増 雇用の回復 | 生産の持続的拡大 経済の持続的拡大 |
| 社会不安 (失業増大、暴動発生) | 経常収支黒字の拡大 | 財政金融政策の 緩和 | 需要の持続的拡大 |
| 構造改革等の動き | 構造改革の取組み ・金融改革(不良債権処理、資本注入、金融再編) ・企業改革(B/S調整) | 構造改革に目途 | 残された構造調整政策 人材育成、産業高度化 企業統治強化、資本市場育成 中間所得層の拡大、IT化社会 |
| 危機直撃国の現状 | インドネシア タイ マレーシア 韓国 | | |

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月) 12.4(6月) | 47.7(周) 46.8(7月) | 7(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31兆ウォン、債権買取り約21兆ウォン等投入済 | 銀行支援62億M\$、債権買取りは額面で4百億M\$投入済 | 7.7千億パーツの銀行支援、5千億パ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6802億パーツのリストラまとめ、22.6千件12046億パーツの案件交渉中(約20%進捗) | ジャカルタ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64兆ウォン、約56兆ウォン実施済。 今後増大の見込 | リストラコストは約340億M\$。小額不良債権買取り80億M\$別途実施予定 | リストラコストは約1.3兆パーツ、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り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對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よう。

表4 IIFの韓国、ASEAN4への資金流入見通し

(単位: 億ドル)

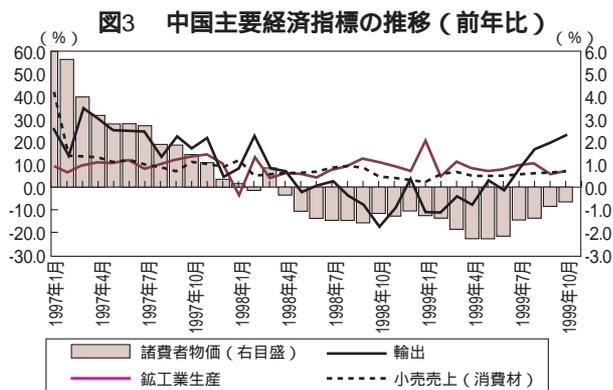
| | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 (見通) | | 2000同 |
|--------|------|------|------|-----------|---------|---------|
| | (実績) | (実績) | (見通) | 99.4.25 | 99.9.25 | 99.9.25 |
| 経常収支 | 548 | 261 | 692 | 446 | 463 | 288 |
| 民間資金計 | 1023 | 2 | 276 | 3 | 51 | 20 |
| 直接投資 | 47 | 59 | 95 | 125 | | |
| 株式投資 | 139 | 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 「Capital Flows to Emerging Market Economies」

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ようとする狙いである。



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、米国景気の前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)」