

1997 年の世界経済は、景気拡大ペースが加速した欧米先進国を中心に、総じてみれば景気の拡大傾向が持続した。そのなかにあつて、近年目覚ましい高成長を遂げてきた東アジア地域が大きな混乱に見舞われ、その影響の先進国への波及が懸念されている。

すなわち、東アジア地域では、タイを震源として広範に伝播した通貨危機により、これまでの高成長のもとで隠蔽されてきた同地域の経済構造上の問題が露呈し、今後の同地域の持続的な成長の可能性に疑問を投げかけた。また、世界的な相互依存関係が深まる状況下、97 年 10 月末の香港株式市場の暴落は世界同時株安を引き起こした。

東アジア経済は通貨危機を背景に当面の間、成長率の鈍化や金融部門における信用収縮等、深刻な調整局面に入る。これまで世界経済の成長センターと目されてきた同地域の混乱は、98 年以降の世界経済に各方面で深刻な影響を及ぼさざるを得ない。まず、通商面ではアジアからの輸入の増加およびアジア向け輸出の減少を通じて、各国は経常収支の悪化に見舞われる。また、金融面では他のエマージング・マーケットへ通貨危機が拡大する恐れがある。さらに、世界的な貿易・投資の自由化のペースが減速する恐れもある。

このようにみると、98 年の世界経済は東アジア地域は言うに及ばずその他の各国にとっても、新たな成長ステージに向けた試練の年となろう。

そのうえで 98 年の世界経済を展望すると、まず先進国経済に関しては、引き続き景気の拡大傾向が続くなかで、アメリカは(1)アジア通貨危機の影響、(2)株価上昇局面の一服による資産効果の剥落、等を背景に、景気は前年の過熱気味の拡大ペースからスローダウンする見通しである。欧州では、イギリスが金融引き締めの効果浸透を主因に成長率が鈍化する一方で、独仏両国は輸出拡大が設備投資の拡大に波及するなかで、回復ペースはやや強まる見通しである。

一方、東アジア地域では、景気がさらに調整色を深めることが明らかである。こうしたなかで、金融システム改革を中心とする各種構造改革を断行し、経済ファンダメンタルズを改善するとともに、金融システムに対する不安心理を早期に一掃することができるかが、同地域が経済調整局面を脱し、成長軌道に復帰するための鍵を握る。

以上のような新年の世界経済の姿を踏まえると、日本として取り組むべき課題は、まず何よりも自国経済の再生である。不振に喘ぐ日本経済は東アジア地域の経済安定回復の阻害要因となっているばかりか、国際金融・資本市場の攪乱要因にもなりかねない状況にある。そこで、サプライサイド強化・小さな政府実現につながる構造改革を早急に推進するとともに、それと整合性を取れる形での景気対策を推進す

る必要がある。そのうえで、東アジア諸国に対しては、(1)金融面での幅広い資金的・技術的協力、(2)インフラ整備のための支援の強化等が求められる。

1. はじめに

1997 年の世界経済は、総じてみれば景気の拡大傾向が持続した。まず、アメリカが力強い景気拡大を実現し、これに連動してカナダ、中南米景気も好調に推移した。また、欧州に目を転じると、西欧先進各国が 97 年には前年対比景気拡大ペースが高まり、とりわけイギリスが過熱気味ともいえる力強い成長を遂げる一方で、旧ソ連・東欧圏は、97 年の実質経済成長率が冷戦終結後初めてプラスに転じる見通しである。

そのなかにあつて、近年目覚ましい高成長を遂げ、世界経済の成長の主軸を形成しつつあつた東アジア経済が大きな混乱に見舞われた。東アジア地域の通貨危機により、これまでの高成長のもとで隠されてきた同地域の経済構造上の問題が露呈し、「アジアの奇跡」とすら賞賛された同地域の今後の持続的な成長の可能性に疑問が投げかけられている。それと同時に、世界的な相互依存関係が深まるなかで世界経済が強力につながっており、先進国であれ途上国であれ、他国の出来事に自国が無縁ではいられないことが強く認識させられた。

本稿では、以上のような世界経済の環境を踏まえつつ、欧米先進国および東アジア経済を中心に 97 年の情勢を振り返った後、98 年の行方を、アジア経済危機の影響を踏まえつつ展望した。

2. 1997 年の回顧

(1) 景気拡大が続いた先進国経済

97 年の世界経済の動向を振り返ると、まず先進国については、日本以外は総じて景気拡大局面が持続するなかで、そのペースは 96 年対比高まった（図表 1）。ただし、米英両国と独仏両国では景気拡大のペースに格差がみられた。

すなわち、アメリカでは、景気拡大 7 年目にもかかわらず、拡大のメカニズムに綻びがみられないどころかむしろメカニズムが強化された結果、年間を通して力強い景気拡大傾向が持続した。97 年の実質経済成長率は 3.7%と、潜在成長率（2%台前半）を上回る成長を記録した 96 年の 2.8%をさらに大きく上回る見込みである。一方、イギリスも景気回復当初こそポンド安を背景とする輸出主導であつたが、景気回復のメカニズムが順調に働く下で、97 年の実質経済成長率は 3.3%と 96 年の 2.2%対比成長スピードが加速したとみられる（図表 2）。

一方、ドイツ、フランスは自国通貨安を背景とする輸出の好調が国内生産の回復につながる形で景気回復が持続した。ところが、そのなかにあつて雇用の回復が進まなかったことから、個人消費が停滞状態から脱することができず（前掲図表 2）、その結果、両国とも企業部門のみの片肺飛行を強いられ、実質経済成長率はドイツが 96 年の 1.4%から 97 年には 2.3%へ、また、フランスが 96 年の 1.5%から 97

年の 2.2%へと、成長ペースは前年対比高まるものの、依然緩やかな伸びにとどまったとみられる。

なお、日本は先進国の景気回復傾向から取り残された形となっている。97 年春以降、消費税率引き上げ、特別減税廃止等、公的負担が増加するなかで、景気の先行き不透明感が強まり、一時的調整局面から本格的後退局面に陥る懸念が強まっている。そうしたなか、秋以降、金融機関の破綻が相次ぎ、金融システム不安が強まる状況にある。

(2) 経済混乱に陥った東アジア経済

東アジア諸国（中国、NIEs、ASEAN 諸国）全体としては、96 年からタイ、韓国で始まった輸出不振を発端とする景気調整局面が、通貨不安を経てほぼ全域に広まるとともに、さらに国内の信用不安の高まりを背景に深刻化・長期化の方向で収斂してきたものと要約できる。

96 年央から 97 年央を振り返ると、タイ、マレーシアなど一部の東南アジア諸国で輸出不振を背景に調整色が強まったが、輸出が比較的堅調に推移した中国、フィリピン、インドネシア、あるいは中国返還特需に沸いた香港などでは景気が底堅い動きを示し、東アジア諸国の経済は、2 極化を強めるかに見えた。

しかしながら、97 年 7 月、ファンダメンタルズの悪化を嫌われて、タイ・バーツが投機筋からの売り圧力に耐えかねてフロート制へ移行すると、通貨の動揺はフィリピン、マレーシア、インドネシアへと波及した（図表 3）。この過程で、タイ、インドネシアで外貨準備が急減し、デフォルトへの懸念が高まったことから、それぞれ 8 月上旬、11 月上旬に IMF（国際通貨基金）を中心とする国際緊急支援策を受け入れることとなった。

当初、東南アジア諸国が通貨不安に強く撃たれるなか、NIEs（シンガポール、台湾、韓国、香港）への影響は軽微なものであった。しかしながら、10 月下旬、台湾ドルが下落すると、その動きは韓国、香港へも波及した。韓国では年初からの相次ぐ財閥の破綻を背景とする金融不安が追い打ちをかけ、韓国ウォンが下落を続け、97 年 12 月、IMF からの支援を受け入れた。香港ドルはドル・ペッグを維持しているものの、売り圧力が弱まらず、高金利を強いられ通貨維持のために国内経済に大きな負荷がかかっている。IMF 支援を受け入れたタイ、インドネシア、韓国に限らず、各国とも通貨防衛の観点から、ファンダメンタルズを早急に改善することが求められており、財政・金融両面での引き締め政策に取り組んでいる。

さらに、各国とも国内金融機関の経営行き詰まりに対する不安から、預金が大量に引き出され、金融機関の貸出余力が急激に低下している。こうした信用収縮により、企業・個人部門の需要が冷え込み、さらに地場中小企業を中心に企業倒産が続出し、これが不良債権問題となって金融不安に跳ね返るという悪循環が生じている。

中国は、人民元の資本取引を強く規制していることから、東アジアにあつては通貨不安の影響から唯一無縁な存在となっている。その他の国が通貨を切り下げ、競争力を高めるなかにあつても、依然として

輸出の好調を保っている。しかしながら、数年にわたる引き締め政策を主因に国内需要が低迷し、国営企業を中心に景況は不振を極めている模様である。

3. 1998 年の展望

(1) アジア通貨危機の意味と 98 年の位置づけ

冷戦終結後、「市場」の力が飛躍的に増し、世界経済の主役としての地位を築くまでに至った。アジア通貨危機は、経済・金融両面でのグローバル化が大きく進展するなかで、市場の力に抗することがいかに困難であるかを改めて見せつけた。

すなわち、金融・情報技術の発展を背景に、世界の金融・為替市場が一体化するなかで、貿易決済等の実需に基づかない資金が国境を越えて瞬時に移動する。しかもその資金は 1 日の取引額だけでも貿易決済の年間所要額を上回る巨額な規模に上っている。資金は市場原理に基づいて動くが、しばしば極端に走りがちであり（いわゆるオーバーシュート）、時には相手を徹底的に打ちのめすまで攻撃の手を緩めない冷酷さを有する。このように、国際マネーの動きは政策決定者の意向とは必ずしも相容れないにもかかわらず、彼らの管理能力をはるかに超えるまでに成長している。

こうした状況下、市場原理に則らない経済運営はもはや通用しなくなっている。市場原理の追求は欠点もありむしろ万能ではないものの、現在のグローバル・エコノミー下では好むと好まざるとにかかわらず避けて通ることのできない道となっており、今般のアジア通貨危機によってアジア諸国もその例外ではないことを見せつけられた。東アジア地域は市場メカニズムを重視した経済政策運営にシフトしつつあるものの、市場自体が未発達なうえ、政界と財界の癒着や縁故主義等、多くの不透明な取引慣行が温存され、それが経済の高成長の裏での歪みをもたらしてきた。今般、同地域が通貨・株式の売り攻勢を浴びたのは、より根本的にはその歪みを投機筋に突かれたためである。

また、マレーシアのマハティール首相を中心に、通貨危機は投機筋による無責任かつ不道德なマネー・ゲームが招来したものとして投機筋批判が展開され、市場規制が提唱されたが、それが市場の信認の一段の低下を招き、通貨危機の一層の深刻化につながった。自由な取引機会を保障するという市場のルールを遵守しない限り、市場の信認は得られず、自国市場に資金を引き寄せることはできないことが改めて確認された。

以上を踏まえると、東アジア地域が現在の経済混乱を脱し、新しい発展のステージに入るためには、構造改革を含む各種の改革による経済ファンダメンタルズの改善が不可避である。また、同地域が復活することは、影響力が大きいだけに先進国を含めて世界経済の成長にも資する。このようにみると、98 年の世界経済は東アジア地域は言うに及ばずその他の各国にとっても、新たな成長ステージに向けた試練の年となる。

(2) アジア経済危機克服への取り組み

アジア通貨危機は、対外的には外資の流出を背景とする通貨の下落であり、対内的には国内預金の流出および中銀による自国通貨の買い介入が流動性の減少を招き、これが信用収縮を生じさせている。この根底にあるのは、金融システムに対する内外からの信認の急激な低下である。金融システムへの信認が回復しなければ、東アジア諸国は現在の日本と同様な長期停滞局面へ陥る恐れがある。その意味で、金融不安への対応が、今後の中期的な成長軌道を左右することになる。

とりわけ、タイ、インドネシア、韓国では、通貨の大幅な下落が続いていることがショック作用をもたらし、金融不安が実態以上に増幅され、預金が引き出されている公算が大きい。パニック心理を鎮めるための緊急避難的な措置としては、政策当局による一定の市場介入が必要である。しかしながら中長期的には市場原理に基づく、自然淘汰過程が確保されるべきことは言うまでもなく、そのための条件整備を早急に進めることが大前提となる。

日本においても信用収縮が関心を集めているが、次の点で東南アジアの状況の方がより厳しい状況にあると考えられ、日本以上にドラスティックかつ機動的な対応が求められている。

1. 預金者保護が社会通念として確立しておらず、また預金保険機構などのインフラ整備も遅れているため、信用不安への抵抗力が弱い。
2. 日本では各金融機関の自己資本充実、BIS 規制への対応の一環として信用収縮が生じているのに対し、東南アジアでは、預金減少による資金不足という性格が強く、東南アジアの方がより追いつめられた状況にある。
3. 日本では金融が緩和されているのに対し、東南アジアでは通貨防衛のために金融が引き締められている。
4. 東南アジアでは金融機関の外資依存度が高く、その外資の流出が持続している。

こうした状況のもとで、東南アジアの信用収縮への対応策としては、当面の応急措置および中長期的な政策が必要となる。まず、短期的な方策については、金融パニックの鎮静に最大の狙いを置くべきであり、一時的には市場原理への介入という形をとらざるを得ないが、この場合、明確な行政規律に基づき短期間に限って実施する必要がある。具体的には、(1)金融機関の閉鎖、(2)財政資金による金融機関の財務体力の強化、(3)地場中小企業への制度融資、等である。

次に、中長期的な政策としては、金融システムの改革が必要である。今回の信用収縮のきっかけとなった通貨不安の背景は、東アジア各国が国際的な金融システムに取り込まれていったにも関わらず、各国の金融システムがグローバル・スタンダードである市場原理にそぐわない部分を多く残していたことにある。各国の金融システムに市場原理を反映させていくことが金融システム改革の中期的な方向であり、(1)金融機関、企業のディスクロージャーの推進、(2)預金者保護の徹底、(3)金融機関の経営効率の向上、等が求められる。

(3) アジア経済危機が世界経済に与える影響

前述の通り、東アジア経済は通貨危機を背景に当面の間、成長率の鈍化や金融部門における信用収縮など経済の深刻な調整局面にある。これまで世界経済の成長センターと目されてきた同地域の混乱は、98年以降の世界経済に、通商面、金融面など各方面で深刻なマイナス影響を及ぼさざるを得ない(図表4)。

イ) 通商面での影響

東アジア各国は、国際的な信認の低下から外資が流出し、これが通貨の大幅な下落をもたらしている。このため、各国は信認回復を狙いとして経常収支の改善に取り組んでおり、国内では金融、財政両面から厳しい引き締め政策をとり輸入削減に努める一方、通貨切り下げを梃子に輸出拡大を図っている。こうした引き締め政策の結果、各国の経常収支は98年中に大幅に改善するものとみられる。実際、94年末に通貨危機に陥ったメキシコでは、IMFの指導の下、同様の引き締め政策に取り組み、経常収支を94年の297億ドルから95年には16億ドルとほぼ均衡水準にまで急回復させている(図表5)。

一方、東アジア各国での経常収支の改善は、先進各国にとっては、輸出の減少、輸入の拡大を通じてデフレ効果をもたらし、先進各国の経済成長率を引き下げる公算が大きい。先進国への影響を試みるに当たって、東アジア諸国の日本、アメリカ、欧州など先進3極との貿易取引の現状をみると、東アジア諸国にとっては3極いずれも重要な貿易相手ではあるものの、貿易収支をみると、対日では大幅赤字、対米では大幅黒字、対欧では収支がほぼ均衡している(図表6)。

そこで、東アジア諸国の経常収支改善が先進国へ与えるデフレ影響を3つのケースについて試算した(図表7)。日本では98・99年累計で実質経済成長率の1%ポイント以上の大きな引き下げ幅となっている。日本へのマイナス影響が大きいのは、日本の貿易取引に占める東アジア諸国のシェアが高いためである(図表8)。

また、ケース1から3へと、輸入削減のウエートが高まるにしたがって、日本へのマイナス影響が高まり、逆にアメリカへの負荷が低下する。これは、東アジア諸国にとって、輸出相手国としてアメリカのシェアが高く、輸入相手国としては日本のシェアが高いことを反映したものである(図表7〈参考〉)。

なお、95年のメキシコの状況は、ケース1に近いものであり、輸出拡大を梃子に経常収支が改善している。しかしながら、東アジア諸国では、輸入削減に依存したケース3に近く、縮小均衡を志向するものとなる公算が大きい。この理由は次の2点である。

1. 95年当時、メキシコの最大の貿易相手国であるアメリカの景気が好調であり、NAFTA(北米自由貿易協定)を通じてメキシコからの輸入を急増させた。これに対し、現在は近隣の大国である日本が景気低迷に喘ぎ、輸入余力が低下している。

2. メキシコ金融危機当時、通貨が大幅に切り下がったのはメキシコ一国だけであり、メキシコの価

格競争力の強化が際立った。今回は東アジア通貨が多数切り下がっており、加えて近隣の輸出大国である中国が輸出インセンティブなどを活用して一段の輸出ドライブをかけてくることが予想されることから、通貨切り下げの輸出促進効果には限界があること。

以上が試算の概要であるが、世界的デフレへの発展や、後述の通り、他地域への通貨危機の波及の可能性もあり、アジアの経済危機の影響はこれをはるかに上回る懸念があることに留意する必要があるだろう。

世界的デフレの可能性については、主に世界経済のアンカー役であるアメリカの動向が鍵を握る。すなわち、アメリカにおいて、輸出の減少、安価な輸入品との競争による利益率の低下、等により企業収益の悪化は不可避であるが、それに株式市場が過剰に反応した場合、逆資産効果や設備投資の落ち込み等を通じて景気減速幅は上記試算を大きく上回る恐れがある。そうなれば、世界経済は輸出のさらなる減少や株安の波及等を通じて大きく減速することになるだろう。

また、経常収支の悪化に伴う保護主義の台頭も懸念される。上記試算の結果として、先進国で経常収支が大幅に悪化することが示され（図表 7）、その額は、日本は 199～267 億ドル、アメリカは 172～237 億ドル、欧州は 111～114 億ドルに上る。これは経常収支の黒字国である日本にとっては大きなインパクトを持たないとしても、欧米の国民感情を刺激するには十分である。

まずアメリカでは、98 年が中間選挙の年であること、97 年 11 月に外国との通商交渉権限（ファスト・トラック）法案（注 1）が廃案になったのを契機に議会内で保護主義勢力が勢いづいていること、等の点を考えると、経常赤字の一段の拡大が政治問題に発展する可能性があり、その場合、アメリカで保護主義が急速に強まり、また、それに伴いこれまでのドル高容認姿勢に変化が生じることもあり得る。

一方、欧州では、大陸諸国が 2 桁の失業率を背景に内需が停滞するなか、輸出頼みの経済成長を続けている。ここに、東アジア諸国からの輸出攻勢や為替相場のドル安への転換が生じた場合、欧州は経済の生命線を維持するためにブロック経済化（いわゆる Fortress Europe）に一気に進む可能性を否定できない。

このような事態となった場合の最悪のシナリオは、世界恐慌の再来である。1929～32 年の世界恐慌はアメリカとドイツで始まって世界へ伝播し、32 年の OECD（経済協力開発機構）諸国合計の GDP は 29 年対比 17.7%、輸出数量は 35.3%落ち込んだ。また、こうした事態に対処するため、各国は平価切り下げと関税引き上げによる、いわゆる近隣窮乏化政策を採用した。その結果、自由貿易秩序が破壊され、世界貿易は一段と縮小し、ブロック経済圏への道を辿った。もっとも、世界恐慌当時は、(1)金本位制であったこと、(2)国際取引の中心は一次産品を中心とする財であったこと、(3)現在に比べて世界的な相互依存関係が単純であったこと、等、現在と環境が大きく異なり、この最悪シナリオが現実のものとなる公算はきわめて小さい。

ロ）金融面での影響

一方、今後短期的に懸念されるのは、アジア通貨の混乱の他のエマージング・マーケットへの伝播である。97年10月の香港株価の暴落は東欧や中南米の株式市場にも波及した。これらの地域の株価はその後ひとまず落ち着きを取り戻したものの、アジア発の混乱に再び巻き込まれる可能性は十分ある。

このように通貨危機が外縁的に拡大している背景としては、次の4点が指摘できる。

1. エマージング・マーケットの優等生であった ASEAN 諸国で経済混乱が生じたことから、エマージング・マーケット全体への信認が低下し、同市場からホット・マネーを中心とする外資流出が生じていること。

2. エマージング・マーケットでは大部分が自国通貨のドル・リンク制のもとで輸出依存型の経済発展を続けてきたことから、一国の通貨の切り下げは、即他国の輸出競争力の低下と経済停滞をもたらし、通貨の売り圧力が生じること。

3. エマージング・マーケット内部でも韓国をはじめアジア NIEs などが資金の供給者としてのプレゼンスを高めている下で、こうした有力な資金供給者の資金繰りが逼迫し、資金回収を強めたことから、資金フロー下流に位置する中東欧、中南米諸国からの資金流出が加速していること。

4. 国際金融市場から厚い信頼を勝ち得ていたはずの IMF を核とした支援策が組成されても、国際金融市場からの信認回復につながらないこと（注2）。

また、東アジア地域の不良債権問題は国際金融分野に大きな影響を与える恐れがある。この問題を考えるうえで、80年代の累積債務問題の経験が参考になる。ここでは中南米諸国に絞って振り返ってみると、82年のメキシコ債務危機を契機に債務問題が中南米各地で発生し、その結果、中南米地域は「失われた80年代」という言葉に表徴される通り、80年代いっぱい低成長とハイパー・インフレに見舞われ、世界の経済成長から取り残されることとなった。中南米の累積債務問題とアジア通貨危機を比較すると、(1)危機発生前は高成長の下、海外から巨額の資金流入があった、(2)国内開発のためにそれらの対外資金に過度に依存した、(3)危機を契機に高成長の陰に隠されていた構造問題が表面化した、といった共通点を見出すことができる（図表9）。

中南米諸国が債務危機によって受けた最大の打撃は、海外からの資金が途絶えたことであろう。債務危機発生前の80年には全途上国向け民間融資の34.2%に当たる232億ドルが中南米に流入していたのが、危機発生を契機に激減し、86年から88年にかけて流入がほとんどストップするという異常事態が生じた（図表10）。むろん当時の中南米諸国と現在の東アジア地域では相違点も多く中南米諸国の経験がそのまま繰り返される公算は小さいものの、東アジア地域においても資金流出の動きはすでに始まっており、少なくとも短期的には最悪の事態が生じる可能性は否定できない。その場合、東アジア地域は80年代の中南米と同様に長期にわたって経済的ダメージを被ることが懸念される。

中南米の累積債務問題はまた、先進国、とりわけアメリカの大手行の経営に深刻な影響を与えた。すな

わち、大手米銀の多くは「国家は潰れない」という信頼感の下、70年代を通じて中南米諸国に過剰な融資を行った結果、債務危機発生時には自己資本の2倍前後の融資残高を中南米債務国に対して有していた。このため、大手米銀は長期にわたって収益を圧迫され、それが90年代初のクレジット・クラシの要因となった。一方、先進国の東アジア地域向け銀行融資残高は97年6月末時点で7,910億ドルに上る。このうちの34.3%が邦銀によるもので、残りは欧米各国の銀行に分散されている（図表11）。もっとも、中南米危機当時と異なり、欧米の金融機関を中心に東アジア地域の長期的な成長に対する期待は根強く、今般の同地域での金融危機に伴う外資規制の緩和等を進出の好機ととらえて、疲弊した同地域の金融機関の買収や資本提携等により出つつある。

ハ) 貿易・投資の自由化への影響

さらに、アジア経済危機は世界的な貿易・投資の自由化のペース・ダウンを招くことが懸念される。

97年11月に開催されたAPEC（アジア太平洋経済協力会議）バンクーバー会議は従来のAPECに比べて、貿易・投資の自由化に関して際立った成果を打ち出せず精彩を欠いたものとなった。この背景としては、議論が総論から各論のレベルに移行するにつれて、各国の個別利害の調整が困難となってきたことが指摘される。しかしながら、それ以上に重要なことは、東アジアの経済調整の深刻化に直面して、貿易・投資の自由化を先を争って進めることが東アジア、とりわけASEAN諸国の持続的な発展を約束するとの共通認識に陰りが生じたことである。

また97年12月には、WTO（世界貿易機関）金融交渉が交渉期限ぎりぎりにもつれ込んだ末に決着した。しかしながら、東アジア諸国に関する合意内容をみると、タイにおいて銀行への外資出資制限が撤廃されたことが目を引く程度で、そのタイにしても金融不安払拭のために既に打ち出していた金融開放策を改めて盛り込んだにすぎない。このように、少なくとも東アジア地域に関する合意内容は新味に乏しいものと評価せざるを得ない。ここにも、金融取引の自由化が投機筋の攻撃を容易にしたとのマレーシアを中心とする東アジア諸国の警戒心が見え隠れする。さらに、中国政府は東アジアの通貨下落振りを目の当たりにして、これまで積極的であった人民元の交換性回復に次第に慎重な姿勢を強めている。

90年代以降、APEC、AFTA（ASEAN自由貿易地域）交渉などの世界の貿易・投資の自由化過程において、東アジア、とりわけASEAN諸国の経済的な成功体験が弾み車として機能した側面がある。それだけに、今回の通貨危機により東アジア諸国の経済的な活力が低下することになれば、自由化の流れの大きな足枷となろう。（注1）通商協定に基づく国内法案を無修正で議会に諮ることができる仕組み。議会は内容を一切修正できず、可決か否決かの一括採決しかできない。1974年以降、期限付きで導入され、現在は失効中。（注2）こうしたIMFの威信低下の背景として、今回のような金融システム不安を背景にした同時多発的な通貨動揺に対しては、従来型のコンディショナリティの有効性が低下しているのではないか、あるいはIMFの資金規模が不足するのではないか、などの問題点が指摘されている。

4. 各国・地域別経済動向

(1) アメリカ景気拡大ペースが減速

イ) 高成長・低インフレを実現した 97 年

97 年のアメリカ経済は、年間を通じて潜在成長率（2%台前半）を上回る高成長が持続する一方、物価は極めて安定した状態が続いたほか、失業率の低下、財政収支の改善など、近年まれにみる好パフォーマンスを実現した。実質経済成長率は 3.7%と 96 年の 2.8%を大きく上回る見通しである（図表 12）。

97 年の景気拡大の特徴としては、以下の 3 点が挙げられよう。

第 1 は、失業率が低下するなかでの物価の安定である。景気の長期拡大と非正社員雇用者（パートタイマーや契約労働者）の積極活用による高い雇用創出力を背景に、失業率は 97 年 4 月に 23 年振りに 5%を割り込んだ後も低下傾向が続き、年平均では 4.9%と 73 年以来 23 年振りの低水準に達した。この間、物価はきわめて安定しており、97 年入りの消費者物価上昇率は、それまでの 3%前後の推移から、2%を割り込むまで低下している（図表 13）。こうした物価安定の背景には、生産性の向上、雇用コストの抑制、価格競争の激化といった構造的な要因に加えて、既往ドル高を背景とした輸入物価の著しい下落等、外部環境の好転が寄与している。なお、このような低失業率・低インフレの両立に対して「ニューエコノミー論」が注目を集めるに至った（注 3）。一方、97 年 8 月の UPS のストにみられるように、今まで物価安定に寄与してきた要因の一部に綻びも出始めている。

第 2 は、株式市場の上昇である。株価は 96 年 12 月にグリーンスパン Fed 議長が「根拠なき熱狂」と警告を発した後も概ね上昇傾向を続け、8 月 6 日に NY ダウ平均（以下同じ）は 8,259.31 ドルの最高値をつけた。年初の値が 6,442.49 ドルであったのであるから、わずか 8 ヶ月の間に 28.2%余りも上昇を遂げたことになる。最高値更新後は、指標面からみて株価に割高感が強まり、企業収益に対する先行き不安感も募るなか、調整局面に転じ、香港株価暴落を契機に 10 月 27 日には前日比 554.26 ドル安という史上最大の下げ幅（下落率は同▲7.2%）を記録した。その後は一進一退の展開が続いた。それでも、年末の終値は 7,908.25 ドルとなり、前年末（6,448.27 ドル）対比 22.6%の上昇となった。

第 3 は、財政収支の改善である。97 会計年度（96 年 10 月～97 年 9 月）の連邦財政収支は 220 億ドルの赤字にとどまり、名目 GDP に占める財政赤字の比率は 0.3%と 70 年代前半以来の水準にまで縮小した。赤字縮小の背景には、冷戦崩壊後の国防費削減や 1993 年包括財政調整法による赤字削減策の効果もさることながら、好況に伴い税収が大幅に増加したことや失業給付が抑制されたことなど、景気拡大要因が大きく寄与している（図表 14）。

このようにアメリカ経済が極めて良好な経済パフォーマンスを実現した背景には、時代の潮流に合致した経済システムと体質強化の具現化といった中長期的な要因を指摘することができる。すなわち、アングロサクソン型経済モデルと呼ばれる市場経済志向型の経済システムは、知識創造型産業の新たなビジネスチャンスを生み出し、マイクロチップ革命を引き起こすとともに、グローバル化の進展と相俟って、アメリカ企業の体質の強化、生産性の向上へとつながった。その具体的な効果が頓に現われたのが 97 年であった。

ロ) 98 年後半に減速

98 年のアメリカ経済を展望すると、景気はこれまでの拡大を支えてきた以下の要因にしばらく大きな変動がみられないなかで、当面は拡大傾向を持続する見通しである。

まず、良好な雇用・所得環境を背景とした個人消費の堅調持続である（図表 15）。98 年 1～3 月期のマンパワー社による企業の採用意欲計画調査（97 年 11 月発表）によれば、24%の企業が「雇用を増やす」と回答した一方、「雇用を減らす」と回答した企業は 10%にとどまった結果、採用意欲 DI は 22 と 78 年以来の高水準を維持しており、企業の力強い採用意欲に引き続き衰えが見られないことが確認できる。また、これまで緩やかな上昇が続いてきた時間当たり賃金は、労働需給の著しい逼迫に伴い拡大ピッチが強まることも予想される。こうした底堅い雇用・所得環境の持続を考えると、今後も個人消費の拡大は持続するものと判断される。

次に、底堅い企業収益や合理化投資意欲の高まりを背景とした設備投資の堅調持続である（図表 16）。これまでアメリカ企業が収益体質を強化してきた背景には、積極的な情報化投資の拡大によって生産性を向上させてきたことが挙げられる。企業経営者が情報化投資を生産性向上に不可欠と認識していることや、労働需給の逼迫に伴い合理化投資のインセンティブが高まっていることなどから、今後についても情報化投資の底堅い拡大が予想される。また、設備投資の原資である企業収益の面からも同投資の堅調持続が期待されよう。すなわち、97 年 7～9 月期の企業のネット・キャッシュ・フローは前年比＋6.6%と、前期の同＋4.2%から伸びが加速した。今後についても、アメリカ企業の収益体質が格段に強化されていることや、他諸国企業に大きく水をあけている高い国際競争力を考えると、基本的には底堅い推移が予想される。ちなみに、全米仕入協会（NAPM）の調査（97 年 12 月発表）によると、98 年に売上高が増加すると回答した企業は 81%にのぼり、97 年対比平均 7.8%の増収を予想している。

こうしたファンダメンタルズ面での好調が景気を下支えする結果、当面は順調な拡大基調が続く公算が大きい。しかしながら、アジアに端を発した以下の 2 つの要因が経済の様々な側面に波及するにつれ、年後半にかけて景気拡大ペースの大幅なスローダウンは避けられず、その結果、実質経済成長率は 2.4%となる見通しである。

第 1 に、アジア経済の混乱による純輸出の悪化である。アジア地域では、通貨危機の影響によって 98 年を通じて景気の大幅減速は避けられない。それを映じて同地域向けの輸出が落ち込むことに加えて、通貨切り下げによって対アジア通貨でのドル高が一層進展する結果、自国通貨安を背景とした同地域からの輸出攻勢が強まる可能性が高い。したがって、アメリカの純輸出は輸出の鈍化・輸入の増加という両側面からの悪化が予想される。

一方、通貨危機を契機に投機的な売り圧力に晒されている中南米諸国については、同地域の景気減速がアメリカ経済に与える潜在的なインパクトは大きいものの、ファンダメンタルズ面から判断する限り、ブラジルを除いてこれらの地域が大幅な景気減速に陥る可能性は低く、影響は軽微なものにとどまるであろう。

第2に、株価急上昇局面の一服による資産効果の剥落である。株価収益率（PER、株価と1株当たり利益との比率）が98年1月9日時点で22.83倍（S&P500種ベース、以下同じ）とブラックマンデー直前（87年9月）の22.1倍を上回る一方、配当利回り（株価と1株当たりの配当との比率）は1.69%とブラックマンデー直前の2.78%を大きく下回っており、これらの指標から見る限り、97年8月以降の株価調整後も依然として割高感は払拭されていない（図表17）。また、これまで順調な拡大を続けてきた企業収益も、今後はアジア経済の景気減速や賃金を中心とするコスト増加といった側面から圧迫される公算が大きい。こうした点を考えると、株価がこれまでの一本調子の力強い上昇基調に戻る公算は低く、しばらくは一進一退の展開が続くものと考えられる。その結果、これまでのような急ピッチの株価上昇に伴う資産効果は期待できず、個人消費の押し下げ要因として作用するであろう。ちなみに、実質個人消費の変動要因を試算してみると、96年入り後の株価の急ピッチの拡大が個人消費を0.7～0.8%ポイント程度押し上げてきたことがわかる（図表18）。前述の通り、株価が大幅な調整に陥る可能性も否定できず、仮に、NYダウ平均が97年8月6日に付けた史上最高値8,259.31ドルから7,000ドルへと下落した場合（率にして▲15.2%）、個人消費に対して0.4%ポイント程度の逆資産効果が働くと試算される。もっとも、現在の株式市場拡大の背景には、ミューチュアル・ファンドを通じたベビーブーマー世代の安定的な老後資金がコンスタントに流入していることがあり、また、企業の積極的な自社株買いやM&Aの盛況の結果、株式の消却額が発行額を上回っているなど、需給面での好環境が続いている（図表19）ことを考えると、株価が持続的な下落スパイラルに陥るリスクは小さい。

なお、物価に関しては、足元（97年11月）の消費者物価は前年比+1.8%にまで低下するなど、一段と安定していることに加えて、今後はアジア通貨危機の影響による輸入物価面からの抑制圧力は一層強まるものと思われる。しかしながら、失業率は5%を割る低水準で推移するなど、労働需給の著しい逼迫傾向に衰えはみられない（注4）。さらにミクロベースでは、ハイテク技術者やパートタイム労働者に対する賃金やボーナスの引き上げ、職場に引き留めるためのボーナスや人材紹介者に対する報酬の支給など賃金上昇圧力を裏付ける事例が散見されるほか、労働需給の逼迫が一部企業の活動に悪影響を与えるケースも存在する（注5）。また、これまで物価の安定に寄与してきた医療費の抑制は今後剥落する可能性も伝えられる（注6）。このように、物価を巡る環境にも微妙な変化が現われてきており（前掲図表13）、インフレ加速のリスクは依然残ると見ておくべきであろう。

(2) 欧州主要国一緩やかな景気拡大が持続

イ) 成長格差が広がる欧州主要国経済

a) 97年：外需主導の独仏、内需過熱のイギリス

97年は、独仏両国では雇用創出のための経済構造改革に目立った進展がみられず、歴史的な高水準にある失業率が個人消費の低迷要因となった。もっとも、自国通貨安を背景に輸出が堅調に推移し、これが生産に波及する形で緩やかな景気回復が実現した。一方、独仏に先駆け構造改革に成功したイギリスでは、雇用・所得環境の好転に加え、ウィンドフォール・ゲイン効果（注7）といった特殊要因も加わって、個人消費が過熱気味に推移し、これを牽引役に景気拡大が持続した。

b) 98 年：独仏では緩やかな回復が持続、イギリスは巡航速度へ

欧州域内の景気回復が続くなか、独仏は 98 年も引き続き緩やかな景気回復経路を辿る見込みである。これまで景気回復を支えてきた輸出については、自国通貨安の流れが一服したことから、増勢は緩やかになると予想されるものの、生産の回復が民間設備投資に引き継がれ景気回復を後押しするとみられる。もっとも、経済構造改革の進展は期待できず、90 年代入り以降悪化した失業率の大幅な改善は見込み難いことから、個人消費の回復は限定的なものにとどまろう。

イギリスについては、(1)96 年夏場以来のポンド高定着による輸出の減退、(2)ウィンドフォール・ゲイン効果剥落による個人消費の減衰、等により、徐々に景気がスローダウンし、98 年後半は巡航速度にソフト・ランディングする見込みである。

主要国の景気動向を具体的にみると、次の通りである。

ロ) ドイツ

a) 97 年：輸出主導の緩やかな回復が持続

ドイツでは年間を通じて輸出主導の景気回復傾向が続いた（図表 20）。すなわち、97 年 1～3 月期は寒波の影響から建設投資が前年比ほぼ横ばいにとどまり、建設部門の雇用者数が減少した。これを背景に、個人消費が停滞し、輸出の堅調にも関わらず、実質経済成長率は前年比+1.0%にとどまった。4～6 月期になると個人消費がやや改善する一方、輸出が大幅な伸びを記録し、機械設備の堅調な伸びとともに景気回復の推進役となった結果、実質経済成長率は前年比+3.0%と大きく伸びた。その一方で建設投資は前年比マイナスに落ち込み、回復の遅れを印象づけた。7～9 月期も輸出が引き続き大幅な伸びを記録し、機械設備投資も堅調であったものの、個人消費および建設の不調が続き、前年比でマイナスの伸びとなったため、実質経済成長率は前年比+2.4%となった。その結果、97 年通年の実質経済成長率は 2.3%と 96 年（1.4%）を上回るものの、依然緩やかな伸びにとどまる見込みである。

b) 98 年：回復は続くものの、構造改革の遅れから内需への波及は限定的

98 年は、これまでのマルク安の流れが一服したことから、輸出の増勢は鈍化すると予想される。もっとも、(1)生産の伸びを受けて設備投資の好調が続く、(2)内需の本格回復は望めないものの、個人消費については連帯付加税の引き下げ効果（7.5%→5.5%）が期待できる、等から、実質経済成長率は 2.7%となることが予想される（図表 21）。もっとも、独雇用庁が 98 年の年間平均失業者数は 435～440 万人になるとの予測を発表する等、雇用環境が改善する見込みは薄い（前掲図表 20）。このためドイツ経済は、98 年も雇用問題の制約を受け、企業部門主導の片肺飛行とならざるを得ないのが実情である。

なお、ドイツでは、(1)企業の社会保障・税負担、(2)人件費の高騰、(3)硬直的な労使慣行、等が雇用コストをはじめとする経済の構造的な高コスト体質を生み、企業の国際競争力低下の主因となっている。コ

ール首相率いる連立与党は 96 年春に決定された「投資と雇用のための行動計画」に基づき、労働慣行の見直しや企業の社会保障負担の軽減等の構造改革案を打ち出した。

連立与党が 97 年 1 月に改革案を決定した税制の抜本改革は経済構造改革の柱と位置付けられ、法人税・所得税の大幅減税を通じて、国内企業の競争力強化および外国からの直接投資拡大を図り、国内雇用創出を目指すことを目的としていた。しかしながら本案は、与党が多数派を占める連邦議会（下院）こそ通過したものの、野党が多数の連邦議会（上院）で 2 回にわたり否決され、その後行われた両院協議会においても 2 回否決され、97 年 9 月に廃案が決定した。このため、改革は 98 年 9 月に予定されている総選挙後に先送りされ、実現は早くとも 2000 年以降と予想される。

本改革の頓挫は、ドイツ国内の産業立地の劣後による国際競争力の低下を恐れる企業の国外シフトを加速すると予想される。このため、失業問題への波及は必至であり、少なくとも今世紀中はこれが内需回復の頭を抑えることになるう。

ハ) フランス

α) 97 年：外需主導の緩やかな回復が持続

ドイツ同様、輸出主導の景気回復が進んでいるフランスでは、夏場以降生産への波及が顕在化した。個人消費に関しても、96 年 9 月に終了した中古車買い換え特例措置の反動で大きく落ちこんでいた新規乗用車登録が年末にかけて上向くなど、改善の兆しがみられるものの、雇用環境は長期失業者が増加しており、悪化傾向が続いている。その結果、景気回復ペースは緩やかなものにとどまっている（図表 22）。四半期毎の動きをみると、97 年 1～3 月期は、輸出は堅調に推移したものの、個人消費および民間設備投資が前年比マイナスと低迷したため、実質経済成長率は前年比+1.2%にとどまった。4～6 月期に入ると、個人消費および民間設備投資は前年比横ばいとやや改善したのに加え、輸出が大幅に伸びた結果、実質経済成長率は前年比+2.7%と上向いた。7～9 月期は民間設備投資が伸び悩んだものの、輸出の好調が続いたことに加え、個人消費もやや持ち直した結果、実質経済成長率は前年比+2.7%と引き続き堅調に推移した。97 年通年では実質経済成長率は 2.3%と 96 年（1.5%）を上回るものの、依然緩やかな増勢にとどまる見込みである。

β) 98 年：内需回復は遅れるものの、緩やかな回復が持続

98 年は、(1)フラン安の流れが一服したことで輸出の増勢が鈍化する、(2)通貨統合のための財政赤字縮小という至上命題のもと政府消費の抑制が予想される、等が景気抑制要因として働く恐れがある。しかしながら、その一方で、(1)97 年夏場以降の生産回復を受けて民間設備投資の回復が進む、(2)景気回復に伴い個人消費もやや持ち直す、等から、実質経済成長率は 2.8%に達する見込みである（図表 23）。

雇用問題については、98 年も引き続き改善の見込みは低いとみられる。97 年 6 月に成立したジョスパン社会党内閣は、雇用問題の解決を最優先課題とし、(1)公的部門で 35 万人の若年層を雇用するプランを閣議決定、(2)2000 年 1 月までに法定労働時間を 39 時間から 35 時間に短縮し、ワークシェアリング

により雇用を創出する法律の制定を表明、等を進めている。これらは同内閣の雇用問題への積極的な取り組みを印象づけるものの、所詮は、(1)公的部門の更なる肥大化、(2)民間企業へのコスト転嫁、等の犠牲のもとに実施されるもので、問題の抜本的解決とはなり得ないうえ、場合によってはフランス経済の構造改革を遅らせる要因ともなり得よう（前掲図表 22）。

二) イギリス

a) 97 年：内需主導の拡大が持続

97 年のイギリス経済は個人消費の好調に支えられて、過熱気味をもちえる力強い景気拡大を辿った。すなわち、97 年 1～3 月期は、ポンド高の進展により輸出の増勢が衰えたものの、個人消費および民間設備投資が堅調であったことから、実質経済成長率は前年比+2.8%と高い伸びを記録した（図表 24）。4～6 月期に入ると民間設備投資の伸びはやや減衰したものの、個人消費の増勢がさらに高まったことにより、実質経済成長率は前年比+3.5%となった。7～9 月期に入っても個人消費の増勢は衰えず、加えて設備投資も再び勢いを取り戻したため、実質経済成長率は前年比 3.9%とさらに景気拡大ペースが加速した。その結果、97 年通年の実質経済成長率は 3.3%と 96 年（2.2%）を大幅に上回る高い伸びとなる見込みである。

b) ブレア政権下での諸改革

97 年 5 月に成立したブレア労働党内閣は成立直後から矢継ぎ早に諸改革を実施している。5 月には中央銀行（イングランド銀行）内に「金融政策委員会」を設置し、政府の金融政策の決定権限を委譲した。その一方で、これまで証券業務を中心に監督を行っていた証券投資委員会（SIB）に銀行、証券、保険等のすべての金融業務の監督機能を集中し、金融サービス機構（FSA）として一元化した（注 8）。

一方、前保守党政権以来こじれていた欧州大陸諸国との関係についても修復が進められ、97 年 10 月には通貨統合への参加を目指して準備を進める意向を明らかにした。もっとも、参加時期については、(1)99 年の第一陣には準備不足、かつ(2)現下院の任期満了期である 2002 年に予定されている次期総選挙前では非現実的、との観点から、「次期議会会期（2002～2007 年）の早い時期」と示唆するにとどまっている。現時点での英政府のスタンスは、参加に積極的な産業界と通貨主権の喪失懸念を背景に慎重な国民との双方に配慮したものであり、政府の対応次第ではスケジュールの大幅見直しもあり得よう。

c) 98 年：巡航速度へソフト・ランディング

98 年は、以下の要因を背景に、年後半から景気の巡航速度へのスローダウンが見込まれる。第 1 は、ポンド高の定着による輸出の減退である。実効レートでみたポンドは 96 年 8 月からすでに 20%強切り上げており、98 年には輸出への影響が顕在化すると考えられる。

第 2 は緊縮財政政策の実施による政府支出の抑制である。労働党内閣はサッチャー政権以来の「小さな政府」路線を継承するため、97 年度の補正予算において、財政赤字を向こう 5 年間でゼロとすることを

発表している。このため、財政面からのデフレ作用が景気下押し要因として働くと思われる。

第3は金融引き締め効果の顕在化である。金融政策委員会が設置された97年5月以降の利上げ幅は97年末現在で1.25%に上っており、その効果は今後徐々に景気全体に浸透するとみられる。

第4はウィンドフォール・ゲインの剥落である。ウィンドフォール・ゲイン効果が97年の実質個人消費を1%ポイント程度押し上げていたことを考えると、同効果の剥落の影響は大きいと推測される。

その結果、98年の実質経済成長率は2.2%となると予想される(図表25)。ホ) アジア通貨危機の影響：景気回復のリスク・ファクターアジア諸国の通貨危機およびそれに端を発する世界の株式市場の不安定化は、回復軌道にある欧州経済にもマイナスの影響をもたらすと懸念されている。

当面最大の懸念材料となるのは、金融セクターによるアジア地域向け債権のデフォルト・リスクであろう。東アジア諸国の債務残高(銀行借入残高)のうち、欧州銀行のシェアは97年6月末で44.7%に達している。これを国別でみれば、ドイツ14.2%、フランス8.0%、英国10.3%等となっている(前掲図表11)。今後、同地域の景気が急激に冷え込んだ場合、デフォルトを通じて、欧州経済にデフレ影響を与える可能性も否定できない。

もっとも、輸出への影響に関しては、(1)欧州では域内貿易が圧倒的なウエートを占めており、アジアのウエートは1割に満たない、(2)すでに97年入り後アジア向け輸出は大きく減少している、(3)ウエートは小さいとはいえ東欧向けやその他諸国向けが好調である、等から、仮にアジア景気が今後一段と冷え込んだとしても影響は限定的なものにとどまると判断される。

へ) 通貨統合の展望

a) 通貨統合を巡る97年の動き

97年は、参加予定国の多くが通貨統合の収斂基準のうち財政赤字基準の達成に苦しみなかで、通貨統合構想が欧州和平の実現という理念のもとで推進されてきた「欧州地域統合の総仕上げ」という政治的イシューであることを再認識させられた年であった(図表26)。96年12月に行われたEUサミット(於ダブリン)では、(1)通貨統合参加国の財政運営を中期的に健全なものとし、単一通貨ユーロの価値を維持することを目的とした安定成長協定、(2)ユーロと通貨統合不参加国の通貨との間の新たな為替相場メカニズムである新ERM(ERMII)の創設、(3)単一通貨導入後の法的枠組み、等について話し合われ、独仏の歩み寄りが確認された。このため、97年初は通貨統合楽観論が支配的であった。

しかしながら、参加予定国が97年初から大幅な緊縮財政政策を実施したため、国内での福祉切り捨てや失業増加につながり、一般国民をはじめ統合参加へのメリットを明示的に見出せない層の不満が募った。その結果、同年6月に行われたフランス総選挙では、ジュペ前首相の構造改革路線の軌道修正を訴えるジョスパン左派内閣が誕生するといった揺り戻しが起こった。ドイツにおいても、政府は財政基準達成のために連銀保有の金準備を再評価する計画を打ち出した。これが辻褄合わせのための形振り構わ

ぬ措置として連銀をはじめ国内外に大きな批判を呼び、一部の根強い統合延期・反対派による政治的な混乱が表面化した。

その後、財政赤字・政府債務残高基準は柔軟に解釈されるとの観測が市場で高まるなか、(1)97年6月のEUサミット（於アムステルダム）で安定成長協定の締結が正式合意され、(2)同年9月のEU非公式蔵相会議（於ルクセンブルク）では、98年5月初めに統合参加国および各国通貨間の交換比率が決定されることが確認された。これらを経て、通貨統合は、予定通り99年1月からすでに第一陣不参加を表明しているスウェーデン、デンマーク、イギリス、そして収斂基準達成が難しいギリシャを除く11カ国で実施される可能性が高まっている。

b) 98年の動き：5月に向けた金利収斂の動きが焦点に

今後は、99年1月の通貨統合開始を前提として、参加予定国の短期金利水準の収斂が本格化するなかで、ユーロ短期金利の設定水準が焦点となる（図表27）。98年5月の参加国決定に向けてドイツをはじめとする低金利国は自国金利水準を引き上げていくことが予想されるが、株価への影響次第では利上げに慎重にならざるを得ず、金利収斂が後ずれする可能性がある。一方、高金利国の南欧諸国、特に国内経済が過熱気味に推移しているスペインにとっては、利下げは国内物価の上昇を招来しかねない。最終的な収斂基準は参加予定国、特に基軸国ドイツの景気回復動向に左右されると予想されるものの、人為的な収斂は短期金利水準の経済ファンダメンタルズからの乖離を生み、ユーロの信認にも影響を与えかねないだけに、5月にかけてデリケートな展開が続くと予想される。

c) 欧州企業への影響：高まる再編の動き

一方、通貨統合による巨大な単一通貨「ユーロ」市場の成立とそれに伴う企業間の競争激化等を背景に、欧州企業のクロスボーダーの合併が増加している（図表28、29）。

特に各国通貨の消滅による収益面への影響が最も大きな金融セクターにおいては、商業銀行、投資銀行、保険、資産運用等あらゆる業務分野で再編の動きが活発化している。買収・合併によりスケール・メリットを追求する動きは、欧州大陸諸国において企業金融の資本市場化が進むなか、さらに広がる可能性が高い。「オーババンク」状態にある商業銀行についてみればクロスボーダーの再編は、(1)買収側と被買収側の収益力格差、(2)リストラの際の労組の抵抗、等の障壁があるものの、単一通貨市場の成立を目前に金融セクターのボーダレス化は不可逆であることから、更なる業界再編が国境を超えて進展することが予想される。（注7）住宅金融組合および生命保険会社の株式会社化に伴い、組合員に株式が無償で配布されたことによる消費押し上げ効果。（注8）FSAは現在審議中のBOE法改正案が施行される98年春を目処にBOEの銀行監督部門を吸収する予定。金融サービス法の改正を経て各監督機関が正式にFSAに一元化されるのは99年後半の予定。

(3) 東アジア地域—調整局面は長期化

東アジア経済は、(1)96年央から輸出鈍化を引き金とする供給過剰の顕在化、(2)97年夏場以降の通貨下

落や金融不安を背景とする金融システムの機能低下、の２段階を経て深刻化している。

まず、80年代後半以降の東南アジア諸国の高度成長期の特徴としては、(1)需要面では輸出と設備投資の急増が高度成長の牽引役であり、とりわけアメリカ向け輸出が大きな役割を果たしたこと、(2)設備投資の急増を支えたのは国内貯蓄の動員と外資の流入であったこと、などが指摘できる。これに対して96年に入ってから、輸出に大きく依存した経済が輸出の傾向的な増勢鈍化に直面して、供給力の調整を迫られ、さらに貯蓄の増加と外資の流入を通じて銀行部門の資産が急増を遂げたことが、不良資産を累積させ、金融システムを動揺させている。

イ) 輸出鈍化を引き金とする供給過剰の顕在化

a) 東南アジアの80年代後半以降の成長過程

東南アジアでは、80年代半ば以降、電気・電子産業などの日系企業による輸出基地建設をきっかけに、輸出企業を主体に設備投資が増加した。日米などの先進国向けに輸出が急増し、これが国内の設備投資とともに雇用を刺激した。90年代に入ると、国民所得の急増を背景に国内市場の潜在成長力が注目され、電気・電子産業などの輸出産業に加えて、国内市場向けの自動車産業など民間消費財産業が進出ブームを迎え、これがさらに設備投資や雇用を刺激するという好循環をもたらした。しかしながら、現状ではいまだ国内市場の発達は不十分で、国内市場向け産業の設備投資や雇用吸収力は依然として限られたものである。輸出産業の設備投資、雇用が低迷すれば、内需そのものが減速することが避けられず、依然として輸出産業の動向が国内経済全体に強い影響をもたらすという状況にあった。こうした情勢下で先進国向け輸出の鈍化が生じたものと考えることができる。

b) 輸出鈍化の背景

80年代後半以降、東南アジアの日米両国向け輸出が急増した背景としては、日米それぞれの国内事情が果たした役割が大きい。まずアメリカは国内産業構造の高度化に取り組み、労働集約的産業については、国内市場を海外企業へ急速に開放していった。また、日本企業は円高への対応として、アジアへの生産拠点のシフトを進め、東南アジアをアメリカ向け、あるいは日本向けの輸出基地として位置づけていった。すなわち、東南アジアから日米両国向けに輸出が拡大したのは、継続的な需要の増加を背景とするものではなく、両国が産業構造調整に伴い、供給元を国内から東南アジアにシフトしたためであった。したがって、輸出急増が長期にわたって継続することはなく、調整過程が一巡すれば輸出の増勢が鈍化するのはやむを得ないことであった。最近ではさらに、アメリカがメキシコなど NAFTA 加盟国との貿易関係を強めていること、中国元の切り下げに伴って東南アジア諸国の対中競争力が低下したこと、ドル高基調の定着に伴って東南アジア通貨の過大評価が進んだことなどが、こうした趨勢に拍車をかけたものと理解できる。

c) 長引くストック調整の進展

通貨切り下げを背景に輸出は早晩回復に向かうとみられる。しかしながら、問題は90年代前半までみ

られたような 10%台半ばという高水準の輸出への回復が難しいことから、設備ストックの過剰感が高まることである。東南アジアにおいては輸出需要の低迷が全般的な需要の不振をもたらす。将来にわたる全般的な需要見通しの下方修正を背景に、設備ストックの調整が行われる公算が大きい。このストック調整には数年を要するとみられる。これまで設備投資が国内需要の多くを占めていただけに、不況の谷は深く長くなるものとみておく必要があろう。

ロ) 金融システムの機能低下

ア) 金融部門における資産の蓄積

東南アジアの急増する設備投資を資金面から支えたのは、外資の流入と国内貯蓄の動員であった。当初は日本からの直接投資など安定的な資金が外資の中心を占めたが、90年代以降になると、内外金利差の拡大を背景に、株式、債券、オフショア市場を通じた預金取引などの短期的な投資が次第に増加し、外資流入構造が不安定化していった。一方、国内貯蓄も急増した。これは経済成長を反映した所得水準の向上の影響も大きいが、さらに重要なのは、貯蓄率の向上である。これは、高度成長局面における所得の継続的な上昇がもたらしたものと考えることができる。東南アジア諸国の金融機関は、80年代半ば以降、外資流入の増加、国内貯蓄の動員を背景に資産を急増させてきた。そのペースはバブル期の日本をはるかに上回るものであった（図表 30）。

イ) 銀行部門の資産劣化

一方、東南アジアの金融機関は、人材、経営ノウハウ、資産運用技術など各方面で未発達であり、また金融機関の監督当局も金融と政治の癒着、あるいは法制度の未整備から十分な機能を発揮できなかった。貸金対象は厳密な与信審査を経て決まるのではなく、人脈などで決まり、与信リスクについては不動産、株式で担保するという安直な貸金運営がなされることが多かった。こうした状況のもとで、銀行資産が急増していったが、経済的ファンダメンタルズに陰りが生じ、不動産、株式市況が悪化すると、不良債権が一気に増大することとなった。

エ) 金融不安の深刻化

東南アジアでは、金融不安を背景に金融システムから内外資金が流出し、金融システムの機能が著しく低下している。

とりわけ、韓国およびタイ、インドネシアでは、海外への資金流出とそれに伴う通貨下落がさらに進めば、IMF 支援を受け入れてもなお、外貨準備が不足し、対外債務のデフォルトにも至りかねない。これはまた、依然として経済成長のためには、外国資金に依存せざるを得ない東アジア諸国にとっては、致命的な事態になるものと懸念されている。

また東南アジア諸国において金融機関の中の選別強化やタンス預金の増加に伴う預金の流出が続くと、金融セクター全体としての貸出余力が大幅に低下し、マクロ的には設備投資水準を押し下げ、ミクロ面

では各国に産業の足腰ともいえるべき中小企業の倒産をもたらす。いずれも東アジア諸国の中長期的な経済の活力を低下させる公算が大きい。

ハ) 東アジア諸国の展望

以上、東アジア諸国が直面している経済的混乱を、(1)供給過剰を背景とするストック調整、(2)金融不安を背景とする金融システムの機能低下、という2つの側面から検討した。

供給過剰については、ストック調整を経ていずれ解消することが可能であり、したがって、不況の谷が長く深いものとなろうとも調整が終了すれば、成長軌道に回復することになる。輸出増加率の下方修正、外資流入ペースの減速という制約条件が加わるものの、東アジア諸国では中長期的にはインフラ整備の余地が大きく、潜在的な民間消費需要が大きい。豊富なビジネス・チャンスは依然として健在である。従来のような10%前後という高度成長は難しいものとしても5~6%の成長は十分に可能であり、アジア地域は依然として世界の成長センターとしての地位を堅持する大きな可能性を有している。

一方、金融システムの機能低下については、自律的な回復を期待することはできない。外資や国内預金の流出についても、パニック心理がリードする展開となっている。各国金融セクターの崩壊を回避するためには、金融不安心理を鎮めるための緊急対策と同時に、金融セクターの中期的な発展戦略を早急に打ち出すことが喫緊の課題となっている。

ここで、アジア経済を展望すれば、景気は98年にさらに調整色を深めることは明らかであるが(図表31)、その後回復に向かうか否かは、現状未知数である。輸出鈍化に伴うストック調整は2~3年を経ていずれ終了するとしても、金融不安は深刻さを増して、さらに香港、中国、台湾、シンガポールへと広がる気配を見せている。東アジアを襲っている金融不安への対応を誤れば、東アジアは再び成長軌道に戻ることができず、世界経済もまた成長センターを失うことになる。

以上を踏まえると、東アジア地域が現在の経済調整局面を脱し、成長軌道に回復するためには、金融システム改革を中心とする各種構造改革を断行し、経済ファンダメンタルズを改善するとともに、金融システムに対する不安心理を早期に一掃することが不可欠である。

5. 日本の課題

以上のように、今後東アジア諸国は、経済構造の根幹に関わる体質改善を迫られており、その前途は極めて厳しいものである。日本としては、こうした各国の自助努力を尊重し、積極的に支援していくことが重要である。具体的な日本の役割としては、次の3点が指摘できる。

(1) 日本経済の建て直し

先進国経済が景気の拡大傾向を続けるなかで、日本はその流れから取り残されているばかりか、国際金融・資本市場の攪乱の震源地にもなりかねない状況にあるのが実情である。また、日本経済の不振は、

何よりも東アジア地域の安定回復を遅らせる。そもそも日本の景気低迷とそれに伴う円安ドル高が東アジア地域の供給過剰と輸出競争力の低下につながり、通貨危機の一因となった。このように、日本と東アジア地域の相互依存関係は近年著しく深まっているだけに、東アジア地域が再び世界の成長センターとして世界経済の活性化に資するためには、日本経済の再生が強い追い風となろう。

そこで、日本にまず何よりも求められるのは自国経済を再生させることである。そのためには、構造改革を通じて日本経済の柔軟性を回復することが必要であるが、それに先立って政府の構造改革姿勢の歪みを矯正すべきである。すなわち、橋本内閣が掲げた 6 大構造改革（(1)行政改革、(2)経済構造改革、(3)金融システム改革、(4)社会保障構造改革、(5)財政構造改革、(6)教育改革）のうち、財政赤字の量的削減策が突出して優先的な位置づけを与えられ、実体経済の動向を無視した性急さで推進されていることに加えて、その具体的推進策の中心は、政府機能のアウトソーシングではなく国民の公的負担の増加に据えられている。これが、マインドの萎縮を通じて消費者・企業行動の慎重化をもたらし、実体経済の不振の根本的要因となっている。そこで、構造改革を税制改革や規制緩和等、サプライサイド強化・小さな政府実現につながる本来の構造改革に改めたうえで、早急に推進していくことが求められる。

こうした認識の下、事態の緊要性を考慮すると、いち早く先行き閉塞感を打開するような緊急対策と、6 大構造改革の本旨に立ち戻る真の構造改革の双方を整合的に組み込んだ「緊急構造対策パッケージ」を推進する必要がある。具体的には、(1)所得税減税、住宅ローン減税の拡充、法人税率の 40%までの引き下げを柱とする税制改革、(2)規制撤廃・政府機能のアウトソーシング・歳出カットを柱とする「小さな政府」実現のスケジュールの提示、(3)土地の有効利用と都市基盤整備に向けた都市機能再生システムの確立、等である。

(2) 金融面での政策協力

東アジア諸国の安定に日本の金融面での幅広い政策協力が極めて有効である。まず、もっとも急を要する措置としては、IMF を中核とする緊急支援に対する協力である。すでにタイ、インドネシア、韓国に対して総額 1,100 億ドル余りの支援枠が設定されており、日本はそのうちの約 2 割を担い先進国グループのなかでは最大の貢献を果たしている。しかしながら、今後は資金面での分担割合をさらに高めるとともに、政策指導面でもより積極的に踏み込んだ協力が必要となる。その理由は、次の 2 点である。

1. 今後とも IMF の緊急支援を必要とする国が現れる可能性が極めて高いにもかかわらず、IMF の資金余力が急速に低下していることである。97 年 9 月末現在の IMF の貸出可能残高は約 500 億ドル強とも言われている。こうした状況のもとでは、長期的には IMF 拠出を積み増すこととなるが、目先の対応としては、支援パッケージに対する先進国、とりわけ日本のシェア拡大が不可欠である。

2. IMF 主導の経済政策の妥当性に関して疑問の声が高まっていることである。これを放置すれば、東アジア諸国にとって信認回復ための有力な後ろ盾である IMF の威信が低下し、東アジア諸国の通貨危機が長期化することにもなりかねない。日本としては、IMF その他の公的金融機関と協調して、IMF 主導の経済政策を見直し、必要があれば東アジア諸国経済の実態に即した経済政策を再構築することにリーダーシップを発揮することが重要である。

ついで中長期的な見地から東アジア諸国の金融システム改革へ手助けが求められるであろう。今後、東アジア諸国が現在の調整局面を脱し、安定成長軌道に回復するとしても、海外からのホット・マネーが従前の水準まで戻ることは難しい。したがって、東アジア諸国にとっては、産業高度化に不可欠な高水準の設備投資をファイナンスするために国内貯蓄をさらに動員しなければならない。これには商業銀行を中心とする金融機関の整理・統合に加え、預金保険機構の整備など預金者保護の徹底が必要である。また、株式市場など資本市場の整備も不可欠である。とりわけ、東アジア諸国では、債券市場がほとんど育っておらず、その育成が喫緊の課題となっている。こうした国内貯蓄の一段の動員のためのスキーム作りには、高度成長期を国内の高貯蓄で支えてきた日本の経験を活かすことができるものと考えられる。

(3) インフラ整備支援

最後は、東アジア諸国のインフラ、とりわけ交通インフラ整備のための支援を強化することである。通貨不安を契機に ASEAN 各国は輸入削減のために大型プロジェクトの見直しを行っており、これが各国のインフラ建設に大幅遅延をもたらすことは確実である。また、これに併せて、これまで脚光を浴びてきた民活インフラも、為替相場水準、経済成長の減速など不安定要素が大幅に増加するため、採算性に関する投資家の目が厳しくなることが予想される。これらを背景に、ASEAN 諸国の持続的成長には、不可欠とされてきたインフラ整備の先行きは厳しいものとならざるを得ない。

一方、これまで日本の ASEAN 諸国に対する ODA は、各国の高度成長を背景に対象プロジェクトの絞り込みが進んできており、インフラ・プロジェクトは次第に援助対象からはずれる傾向にあった。しかしながら、今後は ASEAN 各国でのインフラ整備の重要性に鑑み、ODA 供与基準を弾力的に運用し、インフラ・プロジェクトを積極的に取り組むことも検討に値しよう。