

要約

1996年の世界経済は、先進国が金融緩和効果の浸透を背景に景気拡大ペースが高まる一方、東アジアが輸出の低迷を主因にスローダウンに転じる等、地域によるバラツキはあったものの、総じてみれば景気の拡大傾向が持続した。

もともと、先進国では、中長期的な経済活性化を目指して財政赤字削減への取り組みが本格化しているが、それに伴う短期的なデフレ効果が今後の各国景気の足枷となろう。一方、東アジア地域は、これまで成長を支えてきたメカニズムに若干の影が差し始めており、今後の対応如何では長期的な潜在成長力の弱体化を招来する可能性もある。このように、97年の世界経済は各国とも構造問題への取り組みを通じて新たな飛躍を目指す年となろう。

新年経済をみるうえでポイントとなるのは、アメリカに関しては(1)持続的経済成長を続けるために不可欠な財政赤字削減への取り組みに進展がみられるか、(2)クリントン政権の通商政策が、自国の利益を優先させるあまり保護主義に傾斜しないか、の2点、また、欧州に関しては、通貨統合の推進役である独仏両国が参加基準を達成することができるか否かであろう。一方、東アジア経済は、(1)96年入り後鈍化しているアメリカ向け輸出の回復、(2)NIEs 諸国の産業高度化、(3)銀行部門の体力強化等に向けてどのような展開がみられるかが注目される。

そのうえで97年の世界経済を展望すると、まず先進国経済は引き続き景気の回復傾向が続くものの、回復力は緩やかなものにとどまる見通しである。すなわち、アメリカ経済は、(1)個人のバランス・シートの悪化、(2)住宅投資・設備投資の循環的下降局面入り、(3)財政赤字削減によるデフレ作用等により、景気の減速傾向が年間を通じて持続するとみられる。また、欧州経済は、実質経済成長率は96年に比べて高まるものの、大幅な緊縮財政政策の実施に伴うデフレ圧力により、回復のペース自体は緩やかなものにとどまる公算が大きい。

一方、東アジア経済も、輸出の低迷を主因に景気回復力は緩やかなものにとどまるとみられる。すなわち、景気動向を大きく左右する輸出について、半導体市況の回復、円高への転換等の押し上げ要因はあるものの、大きなウェートを占めるアメリカ向け輸出が同国の景気減速を主因に急回復が期待薄なことから、全体では力強さに欠けるものとなろう。

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、第1が、構造改革の推進による市場としての魅力向上である。具体的には、(1)法人税率の引き下げを含む税制の見直し、(2)公的部門の効率化に向けた歳出構造の見直し、(3)情報・通信、土地・住宅を始めとする諸分野における参入規制・価格規制の撤廃、等が求められる。第2が、東アジアの持続的経済発展への協力である。同地域の産業構造の高度化と金融システム改革の実現に向けて日本の大きな貢献が期待される。第3が、世界経済全体の持続的発展に向けて、WTO や環境問題における日本の役割強化が求められる。

1. はじめに

1996年の世界経済は、先進国の景気拡大ペースが加速する一方、東アジアではスローダウンに転じる等、地域によるバラツキはあったが、総じてみれば景気の拡大傾向が続いた。

そうしたなかで、96年は企業のグローバルな活動が目立った年であった。通信、メディア、航空、半導体等の分野で国境を越えた提携や買収が相次いだほか、96年11月のアジア太平洋経済協力会議（APEC）閣僚会議では、並行して開催されたAPECビジネス・フォーラムに首脳・閣僚（合計53人）の10倍以上の人数の経済人が参加し、首脳や閣僚に直接要望を伝える等、自由貿易の推進に政府のみならず産業界が重要な役割を果たした。

このように、企業が推進役となって経済のグローバル化が進展するのに伴い、企業が国を選ぶ時代が到来しつつある。すなわち、企業はどの国（市場）で活動するのが最適かをグローバルな視点から判断して行動しており、そうした状況下、自国市場を国内外企業にとって魅力的なものとするのが各国共通の課題となっている。

それに成功したのが東アジア地域である。もともと低賃金の労働力が潤沢な同地域は、外資規制の緩和を始めとする規制緩和策、国有企業の民営化、インフラ整備等を積極的に進めてきた。その結果、95年の全世界の対外直接投資額の19.8%が同地域に向かう（国連、"World Investment Report"）等、海外から豊富な資金・資本が流入し、同地域の高成長に貢献している。

また、取引コストが途上国に比べて割高な先進国では、高コスト体質の是正に向けて、財政赤字の削減、規制緩和、国有企業の民営化、社会保障政策の見直し等に取り組んでいる。財政赤字の削減は各国経済にデフレ作用を及ぼし、景気回復力を弱めているほか、社会保障の見直しは欧州諸国を中心にストやデモを引き起こす等、改革の道りは平坦ではない。しかしその一方で、規制緩和や国有企業民営化の効果は徐々にではあるが顕現化し始めている。

一方、政治的に不安定なロシア、未だ混沌の域を脱しない中東諸国、内戦が続くアフリカ諸国は市場としての魅力が低く、世界的な経済発展の流れから取り残されているのが実情である。

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96年の情勢を振り返った後、97年の行方を展望した。

2. 1996年の回顧

(1) 持ち直しに転じた先進国経済

96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、総じて景気拡大局面が持続するなかで、そのペースは95年対比高まった（図表1）。その共通の背景としては、金融緩和効果の浸透を指摘できる（図表2）。すなわち、アメリカは、年初こそ財政協議の難航に伴う連邦政府窓口の閉鎖や北東部での記録的な豪雪等の特殊要因もあって、一部ではリセッション突入の懸念も聞かれたものの、同年1月末のFed（連邦準備制度）による予防的な金融緩和等により、春先以降は景気が持ち直しに転じ、その後順調な拡大傾向が持続した。こうした景気面からの支援材料もあって、同年11月の大統領選挙では現職のクリントン大統領がドール、ペ

ロー両候補を大差で破り再選を果たした。

また、欧州では、95年入り以降、総じて景気減速局面にあったが、96年に入って、まずイギリスが、(1)95年末以降96年6月までの数次にわたる利下げの実施（ベースレートは6.5%→5.75%へ）、(2)96年4月以降の所得減税（22億3千万ポンド、名目GDP比0.3%）、(3)所得・雇用環境の改善、等を背景に、ドイツ、フランスに先駆けて、個人消費主導で回復に転じた。その後、ドイツ、フランスも、金融緩和効果の浸透、輸出の回復等を主因に、持ち直しに転じた。

一方、94年から95年にかけて先進5カ国のなかで疲弊振りが目立っていた日本経済は、公定歩合が史上最低の0.5%という超低金利政策の下で、95年秋以降、景気の持ち直し傾向が次第に明確化していった。その結果、96年には他国を上回る景気回復ペースを記録したと見込まれる。

なお、各国とも金融緩和が可能であったのは、物価面で安定基調が続いたとの事情がある（図表3）。その背景には、世界的なメガコンペティションの下で企業間の競争が一段と激しくなる一方、厳しい雇用情勢を背景に消費者の価格感応度が高まっている状況下で、企業がコスト・アップ分を安易に価格転嫁することが困難になっているとの事情がある。

こうした景気拡大は企業収益の好調をもたらし、欧米株式市況の活況につながった。アメリカではダウ30種工業株の株価が95年末対比25%上昇した（96年12月11日現在、以下同じ）ほか、ドイツ株式指数（DAX）は26%の上昇、イギリスのフィナンシャル・タイムズ100種総合株価指数は8%の上昇、となった（図表4）。

(2) 景気調整局面入りする東アジア経済

東アジア経済は96年に入って輸出のスローダウンに伴い調整色が強まっており、各国政府、シンクタンクとも成長率見通しを相次いで下方修正している（図表5、6）。95年後半以降、景気過熱によるインフレの進行、経常収支の赤字幅の拡大が懸念されていたことから、各国政策当局も年初から金融引き締め政策をとった。したがって当初は景気の減速を、安定的な成長持続のためのファイン・チューニングと受け止める見方が多く、半導体の在庫調整が一巡すれば、輸出も次第に回復に向かうものと考えられていた。実際、当初は韓国、シンガポールという半導体の輸出比率の高い国が輸出減少に見舞われたことが、半導体の値崩れを主因とする一時的な輸出減少との見方を裏付けた。しかしながら、その後東アジアほぼ全域で輸出が鈍化し、伸び率が月を追う毎に低下しており、輸出不振品目も、半導体に限らず、家電製品、さらに衣類、履物、農産物や海産物など一般消費財の全般に及んでいることが明らかになってきた。

NIEs諸国は今回の輸出スローダウンの影響を最も強く受けている。その第一の理由は、韓国、シンガポールを筆頭に、輸出構成に占める半導体関連製品の比率が高いことである。とりわけ、シンガポールは電子産業が製造業の44%（GDPベース）を占めており、半導体不況の影響を強く受ける産業構造となっている。さらに円安ドル高もNIEsの輸出に影を落としている。NIEs諸国はアジア域内あるいはアメリカ市場で日本との競争が強い。とりわけ韓国は、円安により半導体に加えて鉄鋼、石油化学製品、自動車など主要産業で価格競争力を失っており、輸出への打撃が大きいとみられる。台湾もコンピュータ関連を除いて輸出が鈍化、国内では空洞化の影響も加わって建設投資と個人消費の不振が目立つ。NIEsのなかで例外的に景気が回復しているのが香港である。香港経済は96年の春に底を打ちその後次第に回復の方向に向かいつつある。香港の景気を支えているのは、国内の株式・不動産市況の好調と観光客の増加である。資産価格の上昇に伴い個人消費のマイ

ンドが回復し、個人消費が景気を牽引する形となっている。しかしながら株式・不動産市況の好調の背景は、実体経済の反映というよりも 97 年 7 月の香港返還を先取りしている部分が多く、持続的な牽引力を期待できないとの見方も強い。

ASEAN 諸国の輸出は、大幅な鈍化に見舞われたマレーシア、タイと比較的堅調なフィリピン、インドネシアに 2 極化している。マレーシアは ASEAN のなかでは輸出に占める電機産業部門の比率が高いことから、半導体不況の影響が強く出たものとみられている。しかしながら、マレーシア国内では、英連邦競技会開催を控えて首都圏での公共投資やホテル建設が盛況で、輸出不振の景気への影響が比較的軽微なものにとどまっている。タイの輸出はもともと衣類、履物や食料品など消費財の輸出が多いことが特徴である。したがってアメリカなど先進国の輸入の減速の影響を大きく受け、輸出鈍化の状況は ASEAN 中もっとも深刻なものとなっている。さらに、タイ国内では不動産不況が顕在化し、不況感を強めている。一方、フィリピンやインドネシアの輸出は比較的堅調である。これは両国とも外国資本の進出が本格化したのが 94 年以降であることから、これらの事業が 96 年に入って立ち上がり、輸出を開始した影響が大きいものと判断される。

中国は 93 年半ば以来の課題であった物価抑制に成功し、96 年の小売物価上昇率は 6.5%にとどまる見込みである。これには政策当局の引き締め政策の奏功に加えて、2 年連続で農産物が豊作となったことの影響が大きい。しかしながら中国の輸出もアメリカ向けは 10%近い伸びを示しているが、全体では前年比横這いと極めて低調である。さらに国内市場では主力製品であるカラーテレビ、自動車部門などで販売不振を背景に在庫が過剰になっており、不動産も売れ行き不振が伝えられている。直接投資は実施ベースで引き続き好調ながら、一時期の投資熱はやや沈静化している。

3. 1997 年の展望

(1) 新年経済の位置づけ—構造問題への取り組みを通じた飛躍の年

97 年の世界経済を展望すると、まず先進国では、財政赤字という構造問題への取り組みに伴うマイナス効果が各国共通の足枷となって、景気拡大は緩やかなものにとどまる見通しである（図表 7）。すなわち、アメリカでは 2 期目のクリントン政権の下で財政赤字削減への本格的取り組みがなされる可能性があるほか、日本では 97 年度を「財政構造改革元年」と位置づけ、消費税率引き上げ、特別減税廃止、公共投資抑制等、緊縮財政が採られる。また、欧州諸国でも、通貨統合を控えて財政緊縮への取り組みが本格化する。こうした財政赤字問題への取り組みは、短期的には景気回復の足枷となるが、中長期的には各国経済の活性化を通じて、持続的経済成長を達成するためには不可欠である。

一方、東アジア地域は、輸出の低迷を主因に 96 年の景気の減速傾向が 97 年も持続する見通しである（図表 7）。それでも実質経済成長率は 5～9%台のレンジにとどまることが見込まれ、成熟経済の先進国と比較すれば格段に高い経済成長が期待される。しかし、産業構造の高度化、金融システム改革等、今後とも高成長を続けるために克服しなければならない構造的な課題が明確化しつつある。

このようにみると、97 年の世界経済は各国とも構造問題への取り組みを通じて新たな飛躍を目指す年となる。 (2) 先進国経済 97 年の先進国経済を展望するうえでポイントとなるのは、アメリカに関しては財政赤字削減への取り組みおよび 2 期目のクリントン政権の通商政策、欧州については通貨統合の成否である。

イ アメリカの財政赤字削減への取り組み アメリカ経済は息の長い景気拡大が続くなかで、低インフレと低失業率という良好なパフォーマンスを実現している。また、企業の収益体質が改善する一方、サービス業を中心に新規産業が台頭する等、産業空洞化が懸念された 80 年代の苦境を乗り越えたかにみえる。しかし、こうした光の部分の裏側で、各種の構造問題が根強く残っているのも事実であり、21 世紀に向けて持続的経済成長を続けるためには、それらの克服は避けて通れない。とりわけ、財政赤字への取り組みは最重要の課題である。

アメリカの財政赤字は 92 年度の 2,903 億ドルをピークに減少を続け、96 年度には 1,073 億ドルと、81 年度（789 億ドル）以来実に 15 年振りの低水準となった（図表 8）。これは、景気拡大による税収増や貯蓄金融機関（S&L）救済処理の完了に伴う歳出減に加えて、93 年包括財政調整法の成立を始めとする赤字削減努力が奏功したためである。もっとも、財政赤字は社会保障分野の膨張を主因に中長期的には再び増加方向に転じるとみられていることから、赤字削減の手綱を緩めるわけにはいかないのが実情である（図表 9）。

財政赤字削減への取り組みとしては、95 年に 2002 年度までの財政均衡を目指す法案が審議されたものの、削減内容を巡って大統領・議会間で激しい対立が生じ、95 年 11 月から 96 年 1 月にかけて 2 度にわたって政府窓口が閉鎖される等の混乱が生じた。大統領選挙を意識して各々の陣営が主張を先鋭化したこともあり、結局対立は解けず削減策は成立しなかった。

クリントン大統領は 2 期目の最優先課題として財政赤字削減への取り組みを掲げていることから、97 年には再び同法案が審議される公算が大きい。その際、(1)前回の対立の過程で、両陣営の穏健派同士がかなりの程度歩み寄ったこともあり、今回はそうした勢力を中心に赤字削減策をまとめあげようという力が働くとみられること、(2)大統領選が終わり大統領・議会とも対立を演出する必要性が後退したこと、等を勘案すると、97 年には何らかの形で赤字削減を促す法律が成立する可能性が高いとみられる。

さらに、消費者物価統計の改訂が行われた場合、赤字削減策の成立にとって大きな支援材料となろう。すなわち、現行統計では消費者物価上昇率が実態よりも高めに出ているとの指摘があり（注 1）、これが下方に改訂された場合、それだけで財政赤字を 2008 年まで 2,020 億ドル減らす効果があるとみられている。その分、赤字削減の必要額も縮小されるため、現実的な合意に達しやすくなることが予想される。

もっとも、財政赤字の抜本的削減のためには、医療保険を中心とする社会保障の膨張を抑制することが不可欠である。しかし、医療保険分野は国民生活の根幹に関わるだけに、財政赤字との関連のみで論じるわけにはいかず、政府の福祉政策、さらには、政府の役割といった幅広い視点から問題を見据える必要があり、改革は容易ではない。同分野を巡るクリントン政権と議会の基本スタンスにもいまだ大きな隔たりが残っている（図表 10）。同分野の実効ある改革が盛り込まれるか否かが、財政赤字削減策の有効性を左右することとなろう。

ロ クリントン政権の通商政策

世界経済に影響を与える重要なファクターとして、アメリカの通商政策動向が注目される。相対的に影響力が低下しているとはいえ、依然世界経済のリーダーであるアメリカがどのような通商政策を志向するかによって、世界的な貿易・投資等の流れが左右されるためである。

クリントン政権の通商政策を特徴づけるキーワードは「プラグマティズム」であろう。すなわち、通商政策の遂行に当たっては、「自由貿易の堅持」や「国際社会との協調」といった理念よりも、いかにアメリカの国益

にかなうか、という実益が重視されているように見受けられる。この背景には、冷戦体制の崩壊でイデオロギーの重要性が後退する一方、かわって国内経済重視の姿勢が前面に押し出されたとの事情がある。このため、自由貿易体制がアメリカの国益にかなうものであればアメリカはこれを遵守する努力を払うであろうが、ひとたび国益に反する場合は、容易に保護主義的なスタンスに転じることが予想される。

アメリカは関与を深めているアジア地域において、APEC や世界貿易機関（WTO）の枠組みを積極的に活用しながら、そこから利益を引き出していくというスタンスを採っている。アジア市場は目覚ましい経済成長を遂げている半面、各種規制の残存、知的所有権の保護が不十分等、アメリカにとって市場開放のための障害が多い。そこで、今後もアメリカが強みを持つハイテクや情報関連分野を中心に、規制緩和や関税の撤廃、知的所有権の保護等を求めていくとみられる。

もっとも、クリントン政権はこのように自由貿易の推進に積極姿勢を示す一方で、労働や環境の問題を WTO のテーマに取り上げようと試みる等、保護主義的な側面も覗かせている。すなわち、アメリカは、労働条件が保護されていなかったり、環境基準が緩い途上国の製品は不公正な比較優位を有するため、貿易制限措置を講ずるべきと主張している。しかし、こうした主張はアジア諸国の保護主義を助長しかねず、実際、アジアを中心に途上国の警戒心をあおっている。

さらに、アメリカ景気の減速傾向が続くとみられるなかで、産業界や労働組合の意向を反映して対外要求が強まる可能性も否定できない。そして、最大限の成果を確保できると判断した場合は、通商交渉において一方的制裁を振りかざした強硬路線を採ることも十分予想される。例えば日米関係においては、通信市場、農業、スーパーコンピュータ、航空等、問題の火種は山積しており、日本の対応如何では通商摩擦が激化する事態も十分あり得る。

ハ EU 通貨統合の行方

a 通貨統合実現に向け大きな前進を遂げたダブリン・サミット

96 年 12 月のダブリン・サミットでは、99 年 1 月に通貨統合を開始することを確認し、統合後の新通貨ユーロのデザイン公開、安定化協定（注 2）の大筋合意等、通貨統合に向けて大きく前進した。97 年は、通貨統合参加国選定の基準年であり、特にドイツ、フランスを中心とした、通貨統合への当初からの参加が有力視されているコアグループ諸国（ドイツ、フランス、ベルギー、アイルランド、ルクセンブルグ、オランダ、オーストリア、フィンランドの 8 カ国）がどこまで経済的パフォーマンスを高められるかが注目される。また、通貨統合参加基準である経済収斂基準（コンバージェンス・クライテリア、詳細は図表 11 の〈注〉を参照）の解釈についても、現状では統一的な見解が示されておらず、98 年初の参加国選定までにどのような解釈がなされるかは、安定化協定とともに、統合後の新通貨ユーロの動向を見るうえで非常に要である。

b 収斂基準に関する 3 つの方向性

コンバージェンス・クライテリアについては、マーストリヒト条約に物価、財政、公的債務、長期金利、為替の 5 項目が規定されている。96 年 11 月に欧州委員会が発表した見通しによると、EU15 カ国の内 12 カ国が財政赤字の基準を達成可能であることが強調されたが、厳密に全 5 項目達成しているのは現状ではフランスおよびルクセンブルグの 2 カ国だけであり（図表 11）、日程通り 99 年に通貨統合が行われる場合、各国の経済

情勢を尊重したうえで、公的債務に関する項目は拡大解釈される可能性が高い。96年12月時点での、各国首脳の収斂基準についての意見は、その発言内容から、大きく分けて次の3つの方向性が認められる。

第1は、日程遵守が収斂基準遵守より重要であるとする立場（日程遵守派）である。この考えの背景としては、99年の第三段階移行のチャンス逃すと、通貨統合の実現性自体が危ぶまれるとし、その欧州経済に与えるマイナスのインパクトを避けたいとするものである。この立場をとっているのは一部のドイツ連銀首脳、フランス、イタリア政府等である。

第2は、収斂基準遵守が日程遵守に勝るとする立場（基準遵守派）である。この考えは、新通貨ユーロの価値の安定維持を重視するものであり、ティートマイヤー総裁を始めとするドイツ連銀首脳の大半がこの立場をとっている。

最後は、第1と第2を両立させようとする立場であり、収斂基準、日程共に重要であるとし、基準達成は97年末までに十分達成可能であるとする立場（両立派）であり、主にドイツ政府首脳がこの立場をとっている。

c ドイツ経済の改善が鍵

以上の3つの方向性のなかで、重要なことは、日程と基準の両立を目指すドイツ政府の今後の動向である。ドイツ国内で伝統的に強い影響力を持つドイツ6大研、政府の経済諮問機関の5賢人委員会は共に96年秋期発表の見通しにおいて、ドイツの財政赤字、公的債務の基準達成が困難との見解を示している。仮に97年秋にドイツが財政赤字、公的債務の両基準の達成が見込み難い状況になった場合、ドイツ政府がどのように姿勢を変化させるかが、今後の通貨統合の行方を占う鍵となる。

EUの中心的な役割を担うドイツ抜きでの通貨統合は考えられないことから、ドイツの姿勢如何で統合そのものの延期の可能性も否定できない。また、仮に統合強硬路線が採られた場合も、通貨統合後の通貨ユーロに関する楽観的観測から、マルク安が容認されている現状を考慮すると、外国為替市場で急速なマルク高が進行する等、大きな波乱が起こる可能性も考えられる。

また、通貨統合開始の決定は経済規模等を考慮に入れた、特定多数決方式により行われるが、通貨統合の当初からの参加が有力視されているコアグループでは合計42票（図表11）と必要票数62票を獲得できない。このため、フランス、ドイツは、通貨統合当初からの参加を希望しているものの経済的パフォーマンスが優れないイタリア、スペイン、ポルトガルのいわゆる地中海クラブを始めとする国々を政治的な妥協の産物として参加させる可能性も否定できない。

その一方で、収斂基準達成のための緊縮財政政策、社会保障制度改革等に対する国民の反発が、フランス、ドイツ、スペインのストライキ等で表面化している。そうしたなかで、いかに経済のパフォーマンスを高め、信認に値する新通貨を生み出していくのか、今後のEU各国政府の手腕が注目される場所である。

(3) 東アジア経済

イ これまでの経済成長の特徴

a 輸出主導型の経済発展

85年半ば以降の東アジア諸国（ASEAN 4、アジア NIEs、中国）の経済発展は、輸出志向型の経済発展と言われる。実際、アジア諸国は輸出の伸長を梃子とした経済発展を遂げている。85年から94年にかけて平均伸び率は輸出が実質成長率を大きく上回る水準で推移しており（図表 12）、この結果輸出の対 GDP 比率も高水準となっている（図表 13）。

これら諸国の経済成長を需要項目別にみると（図表 14）、多くの国では外需（輸出マイナス輸入）の成長寄与度がマイナスであり、外需がプラスで成長の牽引力となっている国は、インドネシア、シンガポールだけである。この背景としては、インドネシアの輸出が原材料、資本財の輸入に頼らない石油関連を中心としていること、またシンガポールが域内貿易のハブ機能で立国していることなどが指摘できる。こうした需要構成を反映して各国の経常収支は赤字傾向を示している。輸出が起爆剤となって設備投資を中心に内需が拡大しているものの、経済発展につれ個人消費など国内需要も成長のリード役を果たすようになってきている。とりわけ、韓国、台湾、香港など NIEs では内需に占める個人消費のウェイトが高く、先進国型の需要構造に近づいている。ASEAN 4 カ国の個人消費の動向をみると 90 年代に入って成長寄与度が低下しており、これを消費性向と所得水準に要因分解してみると（図表 15）、経済的な混乱期にあったフィリピンを除けば所得要因以上に、消費性向の上昇鈍化あるいは低下の影響が大きい。これは投資需要の高まりに対応して、各国で国内資源を消費から投資へと振り向けることを目的に財政引き締め、貯蓄促進策など政策措置がとられたためである。

b 直接投資の流入による長期にわたる成長過程

高成長を持続する途上国の経常収支は赤字となる場合が多く、石油ショック以前の日本や 70 年代後半に急速な工業化を進めようとした中南米・東欧諸国、現在内需主導型の経済成長を持続している東アジア諸国の例を挙げることができる。さらに経常収支の赤字への対応を比較すると、それぞれが次のような特徴を示している。

まず第 1 に、日本をとりあげると、当時の日本は、対外的なファイナンスに多くを依存せず、外貨準備の増減と景気調整で対応した。当時の日本では高度成長が続き経常赤字が累積すると、これに応じてまず外貨準備が減少した。次いで外貨準備が底をつく前に、通貨当局が引き締め政策をとり、景気が失速、経常収支が改善するというパターンを繰り返してきた。

第 2 に、70 年代後半の中南米・東欧諸国では、経常収支のファイナンスを主として長期の借入りに依存した。当初はこれらの国では国内資源を活用した工業化と借入返済が順調に進展するものとみられ、先進国の民間銀行が競って貸出を増加させた。しかしながら 80 年代に入ると中南米諸国の輸出の主要品目であった石油を含む一次産品価格の下落による輸出の伸び悩みに加えて、アメリカを中心とした金利の上昇に伴う返済負担の上昇に挟撃され、累積債務問題が顕在化した。その後中南米・東欧諸国は長期にわたり、自国経済の構造調整に苦しむこととなった。

最後に東アジア諸国であるが、これまでのところ極めて円滑なファイナンスが行われているといえよう。まず東アジア諸国の特徴として直接投資を中心としたファイナンスであることが挙げられる（図表 16）。直接投資には、途上国にとって生命線ともいべき技術移転を促進できるという最大のメリットに加えて、事業が軌道に乗れば利益送金という資金流出要因とはなるものの、原則返済負担がないという利点がある。90 年代に入って債券や借入れによるファイナンスも次第に増加しているものの、世界的な低金利を背景に金利返済負担が

80年代に比べて格段に小さい。すなわち、東アジア諸国は経常収支の天井に伴う景気減速をほとんど経験することもなく、また累積債務問題にほとんど見舞われることなく、長期にわたる高度成長過程を享受している。東アジア諸国が日本に比べて、極めて短期間に一人当たりの所得水準の上昇を遂げている背景には、当時に比べて技術革新ペースが加速していることに加えて、日本と異なり、経常収支の天井による足踏み期間を強いられることがなかったという要因も指摘できる。

c 銀行部門に支えられた工業化

東アジア諸国の各産業のGDP成長率への産業別寄与度をみると(図表17)、各国に共通してみられる特徴は、製造業と流通業と金融業のシェアが高いことである。製造業のウエートが高いのは各国とも工業化により輸出志向産業を育成してきた当然の結果といえる。また流通業が大きく伸びているのは、輸出に輸入が誘発される工業化であることから、輸出入合算の取引量が飛躍的に増加していることに加え、国内でも消費財の流通や各生産工程間での取引などが拡大しており、国内流通物資が急増を遂げていることが背景にある。急速な工業化には中間財、原料の機動的な投入、製品の迅速な販売を実現する流通システムが不可欠であるが、東アジア諸国でも流通業が製造業に平仄をあわせた発展を遂げることにより、円滑な工業化過程を側面支援しているものと判断される。

さて、金融業が急速に発展してきた背景には、東アジア諸国では高水準の投資をファイナンスするに当たって国内貯蓄の動員と外国資本の流入が重要な役割を果たしてきたことを指摘できる。各国商業銀行はこのような資金を国内の資金需要分野へ配分するという金融仲介機能を果たし、その過程でビジネスチャンスを拡大し、発展を遂げてきた。まず国内貯蓄の動員という点でASEAN諸国を例にとって検討すると(図表18)、経済的に大きく混乱したフィリピンを除いた3カ国では最近10年間で貯蓄率が大幅上昇し、銀行部門への資金供給を嵩上げしている。また海外からの資金流入も銀行部門の資金源となっている。すなわち、直接投資や証券投資など形態にかかわらず流入した外国資金は、外国為替市場で本国通貨へ転換されるのが一般的であるが、この際に本国通貨の為替相場への切り上げ圧力を生じさせる。これに対し米ドル相場を維持するために、通貨当局は為替市場で本国通貨の売り介入を実施せざるを得ず、これに伴いマネーサプライ(現金および銀行預金)が増加することとなる。銀行はこのような過程を経て増加した銀行預金という負債に見合う資産を貸付や債券保有などで運用することにより金融仲介機能を果たした。また外貨が本国通貨に転換されなかったとしても、国外へ流出しない限りはいずれかの銀行の外貨勘定にあることから、銀行はそのまま外貨で運用するかあるいは為替リスクを負いながら本国通貨建ての資産で運用することとなり、いずれにせよ資産が増加する。東アジア諸国においては実質的には非競争的に金利水準が決定され、資産の増加がそのまま収益増加につながることから、こうした銀行資産の累積過程により銀行部門は経営基盤を急速に拡大することができた。実際、ASEAN諸国の銀行部門が保有する資産総額の対GDP比率の推移を見ると(図表19)、80年代半ば以降、増勢が加速しており、こうした見方を裏付けている。

ロ 成長のメカニズムに陰り

a 成長牽引力の活性度低下

現在、東アジア諸国とりわけASEAN諸国や中国では直接投資の流入が堅調に持続し、インフラを立ち上げ、製造業の高付加価値化を加速し、さらには裾野産業の拡大を促進している。直接投資は、依然として産業高度化の要である。一方、今後を展望すると、これまで東アジアの成長を支えてきたメカニズムに一部陰りが生じ

ることが懸念されており、その対応如何によっては、潜在成長力の弱体化を招来することにもなりかねない。これまで、アジア諸国の将来に影を投げかけるものとして、各種の資源制約が指摘される場合が多く、代表的なものとしてはインフラ設備、またそれをファイナンスするための資金、エネルギー、食糧、環境、労働資源などである。しかしながら、長期的に見れば資源制約は市場メカニズムを通じて解消され、アジアは将来にわたって世界の成長センターとしての地位を占め続けるとの見方が多数を占めている。かつて関心を集めたクルーグマン教授のアジアの持続的成長への警鐘も、煎じ詰めれば、今まで通りの資源投入が難しくなるというものであり、それ自体は反論の余地の少ないものであるが、生産性の向上の有無に言及したために、日本での評判は芳しくはなかった。さて以下は、資源制約の長期的な重要性は認識しつつも、輸出市場の飽和、製造業の空洞化、銀行部門の資産劣化の観点からこれまでの成長のメカニズムの点検を狙いとするものである。

b アメリカ市場の飽和の可能性

東アジア諸国の最大の輸出市場はアメリカである。現在生じている先進国向けの輸出の伸び悩みは、先進国における景気回復力の弱さという循環要因だけによるものではない。これまで東アジア諸国とりわけ ASEAN 諸国や中国がアメリカへの輸出を 2 割、3 割と急増させてきたのは、主としてアメリカ内の供給を肩代わりしてきたことによる部分が多い。すなわち、アメリカにおける生産拠点の世界的な再配置、企業のリストラクチャリングなどの産業構造調整の進展により、アメリカ国内の労働集約産業の供給力が大幅に低下し、そこに東アジアの製品が流入したと見ることができる。したがって、東アジアの輸出増加が新製品による需要の開拓に裏打ちされたものでない以上、こうした肩代わり過程が一巡した後に、東アジア諸国のアメリカ向け輸出が突然鈍化する懸念を払拭することはできない。アジア向けの保護主義を求める場合に、アジア製品がアメリカ市場を席卷することの脅威が語られることが多い。しかしながら、ここでは、アメリカ市場がアジア製品で飽食してしまえば、アジアのアメリカ向け輸出増加は終焉するというパラドクスが忘れられている。

これに対して、今後はアジア域内での最終需要が増大し先進国向け輸出依存度を低下させることができるとの見方もある。実際、従来は設備投資と並んで、個人消費が経済を牽引してきたことは事実である。しかし輸出の鈍化を補う程の牽引力を消費拡大に期待するのは極めて厳しい状況にある。まず、資本財、中間財の供給を輸入に依存せざるを得ない状況のもとで、国内消費を拡大すると輸入が増加し輸出の減少と相俟って経常収支の赤字幅がさらに拡大することになり、そのファイナンスが大きな足枷となる。94 年末に生じたメキシコの金融危機は、こうした方向の危うさを露呈したものである。また引き締め政策などで赤字幅の拡大を回避しようとするれば、金利の上昇などから投資水準が低下せざるを得ず、中長期的な経済成長に支障をきたす恐れが生じる。結局のところ、輸出品目の絶えざる高付加価値化を通じて、需要開拓を継続していく以外に術はなく、それができなければ東アジアの成長は減速を余儀なくされることとなる。

c 空洞化の進展の可能性

80 年代後半からの東アジア諸国への直接投資の担い手は、円高対応を迫られた日本企業であったが、90 年代に入ると中国、ASEAN 諸国への直接投資については、アジア NIEs からの直接投資が大きな部分を占めるに至っている。実際アジア NIEs の対外直接投資の推移をみると（図表 20）、80 年代前半の年平均 7 億ドルから 80 年代後半には約 70 億ドルと 10 倍に増加、90 年代前半には約 210 億ドルと 3 倍に増加、日本の 240 億ドルに比肩する勢いを示している。直接投資の増加に伴い、アジア NIEs でも日本と同様製造業の空洞化の進展が指摘される。アジア NIEs の成長率への産業別寄与度を振り返ると（図表 17）、90 年代に入って製造業のウエートが低下しており、とりわけ香港では、中国本土への生産拠点のシフトが盛んで製造業の成長率への

寄与度はマイナスとなっている。空洞化を製造業の雇用吸収力の低下と捉えて、製造業就業者数および全就業者数に占める製造業就業者のシェアの推移をみると（図表 21）、いずれの指標もが、90 年前後に日本および NIEs 各国で低下に転じたことが注目される。まず日本では石油危機の調整期に減少したほかは、製造業就業者数のシェアが横這い、製造業就業者数は基調的に増加したが、90 年初頭にどちらも減少に転じ、現在に至っている。日本で空洞化への懸念が急速に強まったのもこの時期である。同様にアジア NIEs をみると、韓国、台湾でも 80 年代末、あるいは 90 年代初頭から製造業就業者数が減少に転じるとともに、シェアの低下傾向が加速するというような傾向を示しており、製造業の雇用吸収力の低下、すなわち空洞化が進展していると見ることができる。香港は 80 年代初頭から中国への生産シフトにより製造業の地盤沈下がはっきりと進展しているが、これは香港返還を前提とした動きであり空洞化ということとはできない。また、シンガポールは製造業のシェアの低下は示しているものの、就業者数の減少は水際で食い止めており、この背景には製造業のシェア 25%を確保（GDP ベース）するとのシンガポール政府の断固たる姿勢が指摘できる。また香港、シンガポールについては、アジア地域での流通ハブ機能が経済の根幹となっていることから、空洞化が懸念されるのは、台湾、韓国ということになるだろう。

一般的に空洞化が生じる背景を考えると、産業高度化過程が国際的なキャッチアップ段階を終え、自主技術の開発というより時間を要する過程に突入する一方、国内製造業が海外へ拠点展開することから国内の製造業基盤が弱体化していくことである。しかしながらアジア NIEs の現状をみると、確かに対外直接投資の増加などから海外への拠点展開は進捗しているが、韓国や台湾が産業技術面で全般的に先進国水準に達しているとは思われない。実際、韓国では最新先端技術に狙いを定めた技術の国内移転を目的とする外資優遇策を打ち出しており、また台湾でも技術の移転を目的に技術パークの建設が熱心に進められている。また両国政策当局、財界では技術格差解消が進まないことへの苛立ちも強く、各方面で先進国との技術格差は依然として大きいというのが実態である。また香港やシンガポールの一人当たり国民所得は 2 万ドル台半ばながら、韓国、台湾は 1 万ドル台に乗ったばかりという水準であり、所得にも大きな開きが見られる。両国が産業高度化過程においてキャッチアップを終えつつあるとは断じえない。

このような状況のもとでもなお、空洞化が進展する背景として、80 年代後半以降の急速な賃金上昇があり、ドルベースでの両国の賃金水準は日本の約 3 分の 1 程度に達してしまったからだと指摘がある。しかしながらこれは、ミスリーディングな指摘である。韓国、台湾いずれも一段の産業高度化が課題であり、現在日本から ASEAN 諸国へ生産移転しているような労働集約産業がターゲットではないからである。賃金水準の上昇は産業高度化の引き金となるものであり、空洞化の原因ではない。問題はなぜ先進国とりわけ日本に完全にキャッチアップするまで技術移転が円滑に進まないのかという点である。第 1 に先端技術は資本集約度が高いことから賃金水準格差の利点を活かす余地が少ないことが指摘できる。すなわち新たに導入すべき技術分野においては依然として 3 分の 1 程度という有利な賃金水準であってもその影響度が大きく低下していることである。第 2 は情報通信技術のような先端技術分野における発展は、既存先端技術が結合して新技術が生じる場合が多く、部分的な移植が難しいことである。さらに技術基盤のあるところで新技術が生まれやすいという規模の経済が働くことから、技術集積度が相対的に低い NIEs 諸国への先端技術移転には一定の限界が生じることである。このように先端技術に関しては規模に関する収穫逓増が強く作用するとすれば、東アジア諸国が先端技術の移転に成功しないまま早期に空洞化段階に入ることとなり、雁行型の発展形態論の妥当性を改めて検討する必要が生じよう。

d 銀行部門の金融仲介機能の低下の可能性

東アジア諸国においては外国資金が流入し経常収支の赤字をファイナンスしてきた。とりわけ直接投資のウェートが高かったこと、また世界的な低金利局面にあったことから、元利返済負担が少なかったことが特徴である。しかしながら最近になって、アジア各国の国際金融市場へのアクセス改善と各国内の証券市場の整備に伴い、流入外資に占めるポートフォリオ投資の比重が増大している。連れて外国資金の流入構造が不安定なものとなりつつあり、内外の投資環境の変化による外国資金の流出リスクが増大している。

さらに重要な問題として、銀行部門の資産劣化が挙げられる。銀行部門は経済全体の成長スピードを遥かに上回るペースで資産を積み上げており、その多くを株式購入資金や不動産部門に投下していることから、ファンダメンタルズに陰りが生じれば、資産劣化が急速に進むとの指摘が多い。実際、景気減速を背景に、株式および不動産市況が低迷しているタイでは、銀行部門の不良債権が急増していると伝えられている。タイ中央銀行の発表によると、銀行貸付に対する不良債権の比率は、95年12月末の6.92%から、96年6月末には7.73%へと急上昇した（Asian Wall Street Journal, 96年12月23日）。

さらに東アジア諸国にあつては、各種リスクの把握が難しいことも、不良債権問題を深刻化させる恐れがある。すなわち、第1に信用リスクを適切に把握することが難しい。まず信用リスク分析に当たって、データの内容及び入手に問題があることである。すなわち会計監査を含めて会計制度さえも国際標準に統一されていないことから、財務データを比較検討することが難しい。それ以前にデータ入手がままならない。企業のなかで業績、財務状況に関して十分なディスクロージャーが行われているのは、ごく一部の上場大企業だけであり、その他企業に関しては情報入手が極めて困難である。第2に借り手の質が低いことである。最近では優良企業は証券市場からの資金調達を進めていることから、銀行部門の借り手の質は一段と低下する傾向にある。また東アジア諸国では銀行部門が農業分野、特定民族、国営企業など公的な政策貸付の一部を肩代わりさせられているケースも多く、こうした貸付分野では信用リスクよりも政策意図が優先されるうえ、有形無形の政府保証が期待されることが多く、モラルハザードが資産劣化に拍車をかけることとなっている。

以上のような信用リスクの高さに加えて、為替リスクと期間のミスマッチ・リスクの複合リスクの高まりが指摘できる。最も心配されているのは銀行部門が取り入れた外国資金の運用に関わるものである。多くの東アジア諸国では、(1)自国通貨に対してはドル・ペッグ政策が採用されていること、(2)内外の金利格差が大きいこと、からドル建てで資金を調達し現地通貨建てで運用することにより、大きな収益を上げることができる。非居住者が現地通貨建ての預金保有をするあるいは現地通貨建てのCPやCDなど銀行が裏書きをした短期債券を購入するケースが多く、銀行部門はこうした非居住者から受け入れた短期資金で国内企業の設備投資など長期資金をファイナンスしており、期間のミスマッチ・リスクを負っている。さらには銀行部門が外貨預金などを自国通貨に転換し、貸出や債券保有などで運用するケースも散見され、この場合は為替リスクまで銀行部門が負うことになる。

信用リスクなど各種のリスクを負って収益を上げるのが金融仲介機関の本来的な役割ではあるものの、(1)東アジア諸国の金融機関は発展途上であり、リスクの累増をマネージするだけの経営資源を備えていない、(2)中央銀行の金融機関への監督機能が弱体であること、(3)預金者、投資家保護のための制度や会計制度などの金融市場に関わるインフラが未整備であること、などから途上国の金融機関のリスクテイキングを先進国の金融機関と同列には議論できない。不良債権問題が金融システム全体の機能低下を招くような場合は、銀行部門を通じた内外からの成長マネーの供給がストップし、東アジア諸国の成長が大きく制約を受ける可能性も否定できない。

例えば、IMFはInternational Capital Markets Sept.1996のなかで、タイの銀行部門はアジア諸国のなかでは健全な状態にあるとしながらも、(1)過去5年間に貸出を急増させており、かつわずかの大企業と不動産業者に集中させていること、(2)銀行部門は海外から調達した短期資金で国内で多額のポートフォリオ投資を行っていること、から内外の投資環境に変化が生じれば、銀行部門が安泰とは言い切れないと指摘している。

4. 各国・地域別経済動向

(1) アメリカー景気減速が明確化

イ ソフトランディングに成功した96年

96年のアメリカ経済は、総じてみれば、年間を通じて緩やかな景気拡大傾向が持続した。この結果、実質経済成長率は2.3%と95年の2.0%を若干上回り、潜在成長率並みの成長を記録したと見込まれる(図表22)。

すなわち、年初こそ北東部での記録的な豪雪や連邦政府窓口の閉鎖といった一時的な景気押し下げ要因があったものの、Fedの金融緩和(1月31日、公定歩合5.25%→5.0%へ、フェデラル・ファンド誘導目標金利5.5%→5.25%へ)によって景気拡大の腰が折れるには至らず、前半は個人消費を牽引役に景気は底堅く推移した。とりわけ春先以降は、企業部門の在庫投資が積極的な積み増し局面へ転換したこともあり、96年4～6月期の実質経済成長率は前期比年率4.7%増と、94年4～6月期(同5.0%増)以来の高い伸びを記録した。もともと、年後半には、個人消費がそれまでのハイピッチの拡大から減速に転じるに伴い、景気全体の拡大ペースも落ち着きを取り戻した(図表23)。

96年の景気拡大の特徴としては、以下の3点を指摘できる。第1は、在庫調整の終了による生産の回復である。製造業の生産・在庫の循環図をみると、95年4～6月期から96年1～3月期にかけて、在庫の前年伸び率が出荷の同伸び率を上回り、循環曲線は45度線を越えて左上方に移り、いわゆる「在庫調整局面」にあった。しかし、96年4～6月期以降、出荷の同伸び率が在庫の同伸び率を上回る状態となり、循環曲線は45度線の右下方に移り、在庫調整は終了し「積極的な積み増し局面」へと移行した(図表24)。それに伴い、在庫調整局面中は低迷が続いていた生産活動の増勢が強まる一方、これを好感して企業マインドにも改善がみられた。

第2は、株価上昇による資産効果である。アメリカの株式市況は95年以降好調を維持している。96年についても、ニューヨーク・ダウ工業株30種平均は春先から夏場にかけて軽い調整を経た後、急上昇し、同年11月には史上最高の6,500ドル台乗せを記録する等、活況を呈した。96年6月末の家計(非営利団体を含む)の株式保有残高は、こうした株価上昇を主因に、90年末に比べて2.5倍に拡大した。この結果、家計の金融資産に占める株式の比率は、90年の12.4%から96年上半期には20.4%に達した(図表25)。一方、家計は「消費世代」から「貯蓄世代」に移行しつつあるベビーブーマー(1946～64年生まれの約7,600万人)を中心に株式投信の保有を大幅に増やしているが、株価上昇で多くの株式投信が高い利回りとなった。こうした、株価上昇で手持ち資産の価値が上昇する、いわゆる「資産効果」が、個人消費の促進要因として作用したとみられる。

第3は、物価の安定である。消費者物価の動向をみると、95年10～12月期には前期比0.6%の上昇にとどまっていたが、エネルギー価格の上昇を主因に96年1～3月期には同0.8%、同年4～6月期には同0.9%の上

昇と上昇ペースが加速し、先行きインフレ懸念が強まった。しかし、夏場以降のエネルギー価格の下落に伴い、消費者物価は同年7～9月期には同0.6%の上昇と再び安定を取り戻した。その結果、96年の消費者物価上昇率は2.9%と95年(2.8%)とほぼ同水準にとどまった見込みである(図表26)。

こうした物価の安定を反映して、金融政策は96年1月の利下げの後は年間を通じて据え置かれた。すなわち、前半には賃金上昇率の高まり等インフレ圧力が高まる兆しがみられたことを警戒して、Fed(連邦準備制度)は7月に開催された連邦公開市場委員会(FOMC)で、金融政策をそれまでの中立姿勢から引き締めバイアスのかかったスタンスに変更した。しかし、インフレ圧力の高まりにもかかわらず物価が安定基調を維持していることから、政策金利の引き上げは見送られた。なお、こうした政策金利の据え置き措置は、株価の上昇要因としても作用した。

ロ 減速するも底割れはない97年

97年のアメリカ経済を展望すると、96年後半以降の景気の減速傾向が年間を通じて持続する見通しである。この結果、97年の実質経済成長率は2.0%と、96年(2.3%)をやや下回る緩やかな成長テンポとなろう。

景気の減速が持続するとみる理由は次の3点である。第1は、家計のバランス・シートの悪化である。消費者信用残高の可処分所得に対する比率は、93年後半以降上昇を続け、96年7～9月期には20.8%と、前回ピーク(89年7～9月期)の19.7%を上回るに至っている。これに伴い、利払い費負担(利払い費/可処分所得)は96年7～9月期には2.61%と、前回ピーク(89年10～12月期)の2.65%に迫っている(図表27)。こうした借入債務の増嵩にもかかわらず個人消費がこれまで順調に拡大を続けたのは、株価上昇による資産効果が負債増加のマイナス・インパクトを相殺したためとみられる。しかし、96年末にかけて株式市況は調整局面に入ったとみられ、この影響で今後、資産効果の減退は避けられず、このため、バランス・シート調整圧力が強まり、個人消費の抑制要因となることが見込まれる。事実、金融機関サイドでは個人向けローン審査基準を厳格化する動きが出てきており、消費者ローン残高の伸びも頭打ちから減少に転じつつある。

第2は、住宅投資、設備投資の循環的下降局面入りである。実質住宅投資は96年初からの住宅ローン金利上昇を背景に、すでに96年7～9月期に前期比マイナスに転じている。販売面からも減少傾向が明確化しており、住宅部門は今後しばらくは低迷が続くと予想される(図表28)。一方、設備投資については、足元では依然底堅い拡大が持続しているものの、(1)先行指標である非国防資本財受注の伸びが鈍化傾向に転じている、(2)設備稼働率の低迷が続いている、(3)設備投資の原資となるネット・キャッシュ・フローの伸び率が頭打ちとなっている、等の点を勘案すると、今後は減速傾向が次第に明確化する見通しである(図表29)。ちなみに、全米購買部協会(NAPM)が実施したアンケート調査(96年12月10日発表)によると、調査対象製造業の設備投資は96年の前年比13.5%の増加から97年には同1.6%の減少に落ち込むとの結果が出ている。

第3は、財政赤字削減によるデフレ作用である。97会計年度(96年10月～97年9月)の13本の歳出法は、国防支出の抑制をはじめ引き続き緊縮色の濃い内容となった。一方、再選を果たしたクリントン大統領は、2期目の最優先課題として財政赤字削減を掲げていることから、赤字拡大につながるような減税措置や新規プロジェクトが97年中に打ち出される公算は小さく、財政支出の抑制基調が続くものと予想される。

以上のように、97年のアメリカ経済は減速傾向が持続するとみられるが、リセッション(景気後退)に陥る公算は小さいと判断される。その最大の理由は、物価の安定である。

失業率が5%台前半まで低下する等、労働需給が逼迫している現在の状況は、過去においては賃金上昇の加速を通じて早晚インフレを顕現化させるのが通例であった。しかし、90年代に入って、失業と物価の関係に構造的な変化が生じた結果、アメリカ経済はインフレが加速しにくい体質に変わったとみられる。

すなわち、失業率と時間当たり賃金の前年比伸び率のトレードオフ（逆相関）関係を示すフィリップス曲線を描いてみると、失業率が92年7～9月期の7.6%をピークに着実に低下するのに伴い、時間当たり賃金の伸びも高まっている（図表30）。ところが、時間当たり賃金の伸び率の代わりに消費者物価上昇率をプロットした、物価版のフィリップス曲線を描くと、92年10～12月期以降の失業率の低下にもかかわらず、この間、消費者物価上昇率は前年比2%台後半でほぼ横這いに推移しており、失業率の低下が物価上昇に直結していないことが検証される（図表31）。そこで、インフレを加速させない失業率（Non-accelerating Inflation Rate of Unemployment,略称NAIRU）を計測すると、80年代後半には6%台前半であったNAIRUが、90年代入り後は5%台前半まで低下しているとの結果が得られる。つまり、アメリカ経済は80年代後半には失業率が6%を下回ると物価上昇が加速していたのが、90年代には5%台前半でも物価上昇が加速しない体質に変化したわけである。

こうした失業と物価の関係変化の背景としては、(1)製造業を中心とする労働生産性の上昇の結果、労働コストの安定が維持されている、(2)80年代後半以降の賃金以外のFRINGE・ベネフィット（医療費等）の膨張傾向に、近年ようやく歯止めがかかったことが、雇用コスト全体を安定させる要因となっている（図表26）、(3)企業間の競争激化や消費者の価格感応度の高まり等を背景に、企業がコスト・アップ分を安易に価格転嫁することが困難になっている等、物価を巡る環境が構造的に変わってきているとの事情がある。

こうした物価の安定があればこそ、Fedは景気減速に対応して機動的に金融緩和を行うことが可能となる。このようにみると、97年のアメリカの景気は年前半の景気減速を受けて予防的な金融緩和が実施されることから、一本調子の景気減速あるいは失速には至らず、年後半にかけて徐々に持ち直していく展開が予想されよう。

(2) 欧州主要国—財政緊縮により緩やかな回復にとどまる

イ 回復局面に入った欧州経済

a 96年半ば以降回復軌道に乗った欧州経済

95年以降総じて景気減速傾向にあった欧州経済は、96年入り後景気の持ち直し傾向が明確化している。しかし、その足取りには各国間でばらつきがあり、比較的回復の遅れているドイツ、フランスとは対照的に、イギリスでは逸早く回復に転じている。しかしながら、ドイツ、フランスにおいても、年後半からは輸出主導により生産活動が上向き、景気回復が軌道に乗ったものとみられる。

b 財政緊縮が本格化する97年

97年は(1)財政赤字削減により長期金利が低下傾向にあること（図表32、33）、(2)規制緩和策、所得税減税の効果が浸透すること、(3)企業のリストラへの取り組みにより収益体質が強化されていること等を背景に、景気は引き続き回復傾向を持続するとみられる。

しかしながら、97年は通貨統合参加国選定の基準年であることから、各国政府はコンバージェンス・クライテリアを是が非でも達成するために、大幅な緊縮財政政策を採ることは確実である。このため、各国経済にデフレ圧力がかかり、回復のペースは緩やかなものにとどまるとみられる。

なお、現状の為替市場が通貨統合実現に関し楽観的であることを考慮すれば、ドイツ、フランス等主要国の経済的パフォーマンスの改善状況、97年6月および12月の欧州サミットの結果如何で、為替相場に混乱が起こる可能性も否定できない。そうした場合、96年の景気回復を支えた輸出が急激に落ち込む等、各国経済に大きな影響が及ぶ恐れもあり、今後の各国の政治経済の動向には目が離せない。

ロ ドイツ経済

a 輸出主導により予想を上回る回復をみた96年

ドイツでは、96年1～3月期に大寒波の影響という特殊要因から建設投資が大きく落ち込み、実質GDP成長率が前年同期比0.2%増（前期比0.5%減）と落ち込んだ。4～6月期はその反動もあって同1.2%増と高めの成長になったが、その後、輸出が予想を上回る伸びを示し、7～9月期には同2.4%増と比較的高めの成長を記録したことにより、96年の成長率は各調査機関等の当初の予想を大きく上回る見通しである（注3）（図表34）。

この背景としては、(1)マルク高是正によりドイツ製品の国際競争力に改善がみられたこと、(2)EU域内向けの輸出もイギリス経済の回復等を受けて比較的順調に推移したこと等が挙げられる。

96年第4四半期には、ドイツ金属労組のスト、フランスのトラック運転手のスト、スペインのゼネストなど、規模的には95年末のゼネストほど大きくないものの、ヨーロッパ各地でストライキが続発したことにより、企業の生産活動、輸出入などに少なからず影響が出たものと予想される。これにより回復ペースはやや弱まり、96年通年では1.4%程度の成長になると見込まれる（図表35）。

b 緊縮財政のデフレ圧力で緩やかな回復にとどまる97年

97年については、(1)これまでの財政赤字削減に伴い長期金利が低下傾向にあること、(2)閉店法改正等の規制緩和策の効果が顕在化すること（図表36）、(3)バイエル、フォルクスワーゲン、ダイムラー・ベンツ等を始めとするドイツ主要企業が、リストラによるコスト競争力向上、アジア市場での売上増加等により大幅増益を記録し、財務内容が改善されてきていること、(4)欧州主要国の景気回復に伴うEU域内向け輸出の増加が見込まれることを背景として、設備投資、輸出を中心に引き続き景気は回復傾向を持続するものと見込まれる。

しかしながら、その足取りは緩やかなものにとどまるとみられる。すなわち、収斂基準達成を睨んだ大幅な緊縮財政政策により、(1)公共投資の抑制で、建設投資が低迷すること、(2)思い切った雇用促進策が採られないことから失業率が高止まり（図表37）、個人消費の回復力が緩やかなものにとどまること等の要因が先述のプラス要因を一部相殺するためである。

この結果、97年の実質GDP成長率は、2.4%となる見通しである。なお、物価については、高失業率が慢性

化するなかで、労働需給の逼迫感は薄く、引き続き 1.5%と安定的に推移する見込みである（図表 35）。

c 空洞化問題への取り組みと欧州経済の復興

アジア経済の台頭、アメリカ経済の再生等により国際的な競争が激化するなかで、現在欧州各国では、企業の社会保障費負担、税負担、高賃金、硬直的な労使慣行等が企業の国際市場における競争力低下の大きな要因となっている。このため、企業の生産拠点の海外シフトによる産業空洞化が、欧州経済の将来に重くのしかかる問題となっている。この傾向はドイツにおいても例外ではなく、96年12月に行われた、ドイツ商工会議所のアンケートでは、旧西ドイツ企業の28%が人件費、税金等の負担が大きいことから、今後3年以内に生産拠点を海外へ移転する計画をしているとの結果が公表された。

通貨統合を目前に控え、EU各国が一時的な収斂基準達成に奔走することを危ぶむ声があるが、本当の意味で通貨統合を成功させるためには、長期的に安定した経済を確立することが重要であることは言うまでもない。

この観点から、欧州経済の中心的存在であるドイツが空洞化問題に対して真正面から取り組むことにより、欧州全体の中長期的経済成長の牽引役になることができるかどうか、今後の欧州経済の行方を左右する鍵となるろう。

現状ドイツ政府は本格的な社会保障制度改革プログラムを策定する等の対策を講じているが、実行段階において労働者の猛烈な反発を受ける等、前途多難な舵取りを迫られており、改革の成否は予断を許さないといえよう。

ハ フランス経済

a 回復局面に入った96年

95年に低迷したフランス経済は、96年入り後緩やかながらも景気持ち直しに転じている。同年1～3月期は95年末の1カ月に及ぶゼネストの反動もあり、実質GDP成長率が前年同期比1.0%増と高めの数字となったが、4～6月期には、(1)営業日数が1～3月期対比5日間少なかったこと、(2)ストライキの反動による景気押し上げ効果が剥落したこと等により同0.7%増（前期比0.1%減）と落ち込んだ。しかし7～9月期には、(1)政府の中古車の買い換え特例措置により消費意欲が刺激されたこと、(2)96年入り後フランス・フランの実効レートが低下傾向にあることや、欧州経済の回復によるEU域内取引の拡大等を背景とした輸出の好調により、同1.4%増と大方の予想を上回る高成長を記録した（図表38）。96年10～12月期には全国規模に及んだトラック運転手のストライキの影響、中古車買い換え特例措置の効果剥落等から個人消費、輸出を中心に総じて低調な推移を示したとみられ、96年トータルでは1.4%成長となる見通しである（図表39）。

b 輸出、設備投資主導で回復が持続する97年

97年については、引き続き回復傾向が続くと予想される。その理由としては、(1)96年初からの累次の金融緩和（図表40）効果の浸透、輸出の好調な伸びにより、企業の設備投資が回復するとみられること、(2)250億フラン規模（名目GDP対比約0.3%）の所得税減税により、個人消費が底堅く推移するとみられること、(3)イギリス、ドイツ等の景気回復に伴いEU域内向けを中心に輸出が引き続き堅調に推移するとみられること等

が挙げられる。

この半面、フランスにおいても、ドイツ、イギリスと同様、通貨統合を睨み、公務員の人員削減等を含む緊縮財政政策を打ち出しており、これにより景気にデフレ圧力がかかるため、回復の基調は弱いものになるとみられる。

具体的には、97年の実質GDP成長率は前年比2.4%の伸びになると見込まれる。物価については、失業率が史上最高の水準にあること、景気回復が緩やかになるとみられること等により、引き続き安定的に推移し、97年の消費者物価指数は前年比2.0%になると見込まれる（図表39）。

ニ イギリス経済

a ドイツ、フランスに先立ち景気回復が本格化した96年

95年に入り減速局面にあったイギリスの景気は95年10～12月期に底を打ち、96年に入ってから、実質GDP成長率が前年同期比で、1～3月期1.9%、4～6月期2.0%、7～9月期2.3%の増加とドイツ、フランスに先立ち回復が本格化した（図表41）。この要因としては、(1)所得税減税、所得・雇用環境の改善等を背景に、個人消費が順調に推移したこと、(2)92年のERM（欧州通貨制度）離脱後、機動的な政策運営が可能になったこと等の点を指摘できる。

96年10～12月期はヨーロッパ全域におけるストライキの影響による輸出減少等のマイナス要因も予想されるが、(1)96年初からの堅調な個人消費の推移、(2)増加傾向にある輸出、(3)企業マインド面での改善等を背景として、7～9月期にマイナスであった設備投資がプラスに転じ、実質GDP成長率は前年同期比2.7%と引き続き堅調に推移したものと見込まれる。これにより、96年通年で2.2%の成長を達成したとみられる（図表42）。

b 回復ペースがスロー・ダウンする97年

97年についても、(1)所得税基本税率を24%から23%への引き下げ、基礎控除額の拡大等により、総額22億ポンド（名目GDP比約0.3%に相当）の所得税減税が予定されており、引き続き個人消費を下支えするとみられること、(2)欧州大陸主要国の景気回復に伴う外需の拡大、企業の投資マインド改善による設備投資の拡大等を主因として、回復傾向が維持されると思われる。

しかしながら、回復ペースについては年後半から徐々に鈍化していくとみられる。その要因としては、(1)イギリスにおいても他の主要国と同様通貨統合を睨んだ緊縮財政政策を打ち出しており、景気にデフレ圧力がかかるとみられること、(2)インフレ懸念から予防的に実施された96年10月のベース・レート引き上げの影響が顕在化するとみられること、(3)96年10、11月の小売物価指数が強含んでいることから、97年の総選挙後、再利上げが行われる公算が大きいこと等が挙げられる。

この結果、97年の実質GDP成長率は前年比2.9%の成長になると予想される。物価については、96年の急速な回復の影響、政策金利引き上げに伴うモーゲージ・レートの上昇等を考慮すると、97年半ばから再度上昇し、小売物価指数は前年比2.8%になると見込まれる（図表42）。

なお、97年の総選挙については、現行のメジャー政権が、狂牛病問題への対応のまずさ等から、支持率が29%と過去最低に落ち込んでいることを考慮すれば、ブレア党首率いる労働党への政権交代の可能性が高いと思われる。労働党は、当初通貨統合に前向きであったが、選挙を控え国民の意向に同調し、その姿勢に変化が出てきており、通貨統合に対する政策は国民投票の結果を仰ぐこととなる見込みである。これにより、イギリスの通貨統合第三段階移行への当初からの参加の可能性はほぼ無くなったと判断される。

(3) 東アジア—景気回復は緩やか

イ 輸出の回復は緩慢

東アジア諸国では、輸出動向が国内の設備投資、個人消費、さらには直接投資の流入に大きな影響を及ぼす。97年を展望するに当たっては、現状の輸出低迷の先行きをどう見るかが鍵となる。96年の輸出不振の要因としては、(1)半導体の過剰設備に伴う価格低下、(2)先進工業国の景気の低迷、(3)円安に伴う価格競争力の低下の3点が指摘できる。結論を先取りして言えば、半導体の不振が97年後半には底を打ち、輸出も回復に向かうものの、アメリカなど主要輸出市場が景気減速局面を持続することから、その後の回復にも力強さを期待できない。したがって、東アジアの景気回復は基調としては緩やかなものとなるだろう。

ロ 電機産業は97年夏頃から上向きに

多くの東アジア諸国では半導体や民生用電子機器など電機産業と自動車産業とを工業化の基軸に据えていることが多い。自動車産業が国内市場をターゲットをしているのに対し、電機産業は輸出に重点が置かれている。しかしながら、電機産業のウエートは、国毎に異なっており今回の輸出不振にも国別の濃淡が見られる。まず韓国、シンガポールなどNIEs諸国への影響が大きく、次いでマレーシアなどASEANのなかでも比較的工業化が進んでいる国が強く撃たれるかたちとなっている。半導体の在庫調整は97年後半には終了するとの見方が強く、連れて輸出は回復軌道をたどるものとみられる。世界的なコンピュータや移動体通信機器の販売が好調なことから、半導体在庫の調整が一巡すれば、半導体販売も軌道に乗るものと見られている。ただし、半導体設備能力が過剰なうえ、97年には台湾などで新增設が見込まれていることから、生産調整の行方次第では不況持続の懸念も払拭しえない。

ハ アメリカ経済の減速局面が持続

アメリカ経済が減速局面に入ったことも輸出不振の背景の一つである。90年代以降、東アジア諸国の域内への輸出比率が急上昇しているものの、これは中継基地であるシンガポール、香港向けが増えていることと電子部品の域内取引が増加したためである。アジアの輸出品は最終的にはアメリカ、日本などの先進工業国で消費されている部分が依然大きいというのが実態である。ここで東アジア地域を一国とみたとて、域内全体のGDPの域外輸出依存率の推移をみると、85年以降一貫して上昇しており（図表43）、とりわけ輸出市場としてのアメリカの重要性が高まっていることが見てとれる。アメリカの輸入実績をみると（図表44）、総輸入が95年の12.1%増から96年の1～9月期には5.4%増と伸び率が半分以上になるなかで、東アジア諸国からの輸入も軒並みさらに大きく鈍化している。97年は欧州景気が上向くものの、アメリカや日本が減速基調をたどるものと予想されることから、半導体の在庫調整が一巡するとしても、東アジア諸国の輸出回復は力強さに欠けるものとなるだろう。

ニ 為替調整に伴う価格競争力の低下

また、円安傾向も東アジア諸国の輸出鈍化の背景のひとつである。とりわけ韓国への影響が甚大である。韓国は95年前半の円高の影響により輸出が急伸しており、それが逆転した形となっている。ただし、97年末に向かつて緩やかに円相場は円高傾向をたどると予想されることから、この点ではNIEs諸国の価格競争力が改善傾向を示すものと判断される。さらにより長期的な視点から為替調整の影響をみると、東アジア諸国通貨のドルに対する過大評価が進行しつつある。為替相場の過大評価が生じる背景としては、まず第1にアメリカと東アジア諸国とりわけASEAN諸国のインフレ格差の拡大が挙げられる。これら諸国では90年代以降好景気が持続するなか、インフレもアメリカに比べて高水準で推移している。第2に市場レートへの上昇圧力の増大である。アジア諸国の為替相場は、従来は概ねドルにリンクして推移してきたが、外国資本が大量に流入することにより、本国通貨がドルに対して切り上がる傾向にある。この結果、輸出競争力が大幅に低下しているとの指摘がある。ASEAN諸国の購買力平価と市場レートの推移を比較すると(図表45)、90年以降一貫して過大評価傾向を持続しており、これが輸出にボディーブローのような悪影響を及ぼしていることは否定できない。通貨の過大評価がとりわけ影響を及ぼすのは、電機など競争力を有する部門ではなく、一次産品、皮革、木工、衣類など伝統産業である。例えばタイは農水産物、雑貨、衣類など伝統産業部門の比重が比較的高いことから、輸出業者を中心に通貨切り下げの声が高まっている。

ホ 内需が景気を下支え

東アジア諸国においては、輸出動向は敏感に設備投資に影響する。今回の輸出不振局面では、すでに電機産業などで一部能力増強投資の先送りが生じている。しかしながら、設備投資は伸び率こそ鈍化しているが、増加基調を維持している。雇用環境が悪化して消費が冷え込むという事態にも至ってはいない。また直接投資は堅調に増加しており、内容が能力増強から合理化投資や裾野産業の拡充にまで広がりを見せつつある。さらに各国ともインフラ不足が深刻であり、インフラ整備の手を緩める状況にはない。したがって、各国とも個人消費と実施ベースに移る直接投資、インフラ投資が景気を下支えするものと判断される。しかしながら、今回の輸出不振が長引けば、いずれ内需全般に下押し効果を及ぼすことは避けられない。輸出については、電機産業の低迷は遅くとも97年後半には回復に向かうものの、アメリカの景気減速面が97年いっぱい持続すると予測されており、また東アジア諸国の通貨についても、大幅な切り下げは、外資流入の確保という観点から極めて難しいことを併せ勘案すると、東アジア諸国の輸出は97年後半以降に底を打つものの、そのペースは鈍く、したがって景気回復も緩やかなものとなるだろう。

5. 日本の課題

以上、97年の世界経済を概観してきたが、これを踏まえて今後のわが国の課題としては、次の3点を指摘できよう。

第1は、構造改革の推進による市場としての魅力向上である。欧米各国が市場や資本を巡るグローバルな競争に生き残るために財政赤字の削減や規制緩和に積極的に取り組んでいるなかで、世界でも取引コストが際立って高い日本は内外企業から見捨てられつつあると言っても過言ではない。すなわち、国内メーカーが海外へ生産拠点をシフトさせる産業空洞化や、金融取引が海外に流出したり金融機関が活動拠点を海外に移す金融空洞化の動きが散見される一方で、世界的な直接投資ブームのなかにあつて、海外からわが国への直接投資は極端

に少ない。わが国が高コスト体質を是正し、市場としての魅力を向上させるための構造改革を断行することが喫緊の課題となっている所以である。とりわけ、(1)国際的に突出して高い法人税率を欧米並みに引き下げる等、税制の抜本的見直し、(2)公的部門の効率化実現に向けた歳出構造の抜本的な見直し、(3)情報・通信、土地・住宅、雇用・労働、物流、金融、医療・福祉の6分野を中軸とした参入規制・価格規制の撤廃、等が求められる。

第2は、東アジアとの共生の模索である。前述の通り、東アジア諸国の成長のメカニズムにも陰りが生じることが懸念され始めている。とりわけ産業構造の高度化と金融システム改革が喫緊の課題となっている。先に論じた通り、金融システムに限らず先端技術の移転も個別技術の問題ではなく、集積技術、基盤技術に深く関わるシステム移転あるいはシステムのシェアリングの問題となっている。したがって対外開放、規制緩和など個別経済主体の自由度を高めるという従来から各国毎に行われてきた政策努力だけでは限界のあるものであり、域内あるいは先進国からの協力が不可欠である。

技術移転面では東アジア諸国にとっては、技術集積地に拠点を有して技術基盤を共有することが鍵となることから、今後は直接投資の受け入れによって技術移転を待つのではなく、技術獲得型の対外直接投資の一形態として先進国企業との M&A を一段と積極的に推進することが必要となろう。日本自体が空洞化に直面していることから、この分野では日本に多くを期待できないのは事実であるが、東アジア企業の日本での対外直接投資が円滑に行われるような環境整備が求められる。また、WTO や APEC 等、世界的・地域的なフレーム・ワークの中で、アジア企業の対外投資活動をサポートすることも重要である。

金融システム面では、日本はより大きな貢献が期待される。金融システムは決済システム、銀行監督制度などを中心とするが会計制度、法制度その他周辺システムに支えられる裾野の広大なシステムである。ここに日本の制度を移植することは、各国毎の社会システムのレベルの向上を図るだけではなく、国毎に多様であった金融政策を共通の基盤に立たせることになり、域内の金融政策協調の具体化に向けた大きな前進を期待することができる。

アジアに関する日本のコミットメントを語る時には、往々にして目先のビジネス・チャンスの捕捉のみに目を奪われているケースが散見される。しかしながら、21 世紀に向けて日本国内の閉塞状況を打開するには、まず何よりも最初にアジアの成長エネルギーを最大限に活性化することにプライオリティが置かれなければならない。そうして初めて日本はアジアとの共生という活路を見いだすことができるということを肝に命ずる必要がある。

第3は、世界経済の持続的成長の達成に向けて支援を行っていくことである。とりわけ、WTO と環境問題の2分野における国際社会での懸け橋としての役割強化が求められる。まず、WTO については、95 年1月の発足から2年が経過し、活動も活発化しているものの、自由貿易の枠組みとして国際社会に完全に根付くまでにはなお時間と経験を要する。世界経済のリーダーであるアメリカが WTO から脱退する懸念も依然残っている(注4)。世界貿易の促進につながる WTO の基盤強化に向けて、わが国は最大限の支援を行うとともに、アメリカが WTO への関与を深めるよう政治的配慮を行っていくことが求められる。

また、世界経済の持続的成長のために対応が不可欠となっている環境問題については、先進国と途上国の間には言うに及ばず、先進国同士でも、経済構造や環境への認識の違いから意見の隔たりが大きい。しかし、この問題は一国や一地域では解決が難しく、各国が連携して取り組んでこそ成果が得られる。この問題に日本がどの

ようなリーダーシップを発揮できるか真剣に検討する必要がある。

注

- 1.上院の消費者物価統計検討のための諮問委員会は 96 年 12 月、現行の消費者物価上昇率が毎年 1.1%ポイント嵩上げされているとの報告書を公表した。消費者物価上昇率は年金支給や所得税の税率区分の物価スライドに直接影響するため、その嵩上げは財政支出を膨張させる一方、税収を目減りさせているとの指摘がなされた。同報告を受けて、今後、議会で消費者物価統計の抜本的改訂作業が行われる可能性がある。(図表 10)
- 2.通貨統合後も新通貨ユーロの価値を維持するために制定。参加国の財政政策に一定の規律を設け、違反した場合は制裁等を課すというもの。具体的には、財政赤字を名目 GDP の 3%以内に抑制できない国は、超過度合いに応じて無利子積立金を拠出。ただし、大規模自然災害発生時および深刻な不況時は例外とする。
- 3.ドイツにおける有力調査機関で構成されるドイツ 6 大研究所は、96 年春期に実質 GDP 成長率が 0.75%にとどまるとの見通しを発表したが、秋期の見通しではこれを 1.5%に大幅上方修正したほか、政府の経済諮問機関である 5 賢人委員会も 4 月段階の予測である 1%を秋期予測において 1.5%に上方修正している。(図表 35)

アメリカでは WTO 協定の国内批准に際して、WTO の裁定がアメリカの利害に反する場合には、議会は大統領に脱退を勧告できる等の付帯条項が織り込まれた。