

2

通貨危機からの復活に挑戦するASEAN タイ・マレーシア経済の中期展望

木下智夫 / 佐野鉄司



アジアの通貨危機は、タイ・マレーシア経済の抱える潜在的な問題点を一気に顕在化させた。その影響は足下の景気悪化にとどまらず、金融システム問題、財政問題、輸出減速、需給ギャップの拡大による投資減速などを通じて中期的な成長力にも及ぶとみられる。

今後、世界経済が2%台前半の緩やかな成長で推移する場合、2001～2007年におけるタイ、マレーシア両国の平均実質GDP(国内総生産)成長率は、3～5%程度に落ち着く公算が大きい。供給力の面では、両国経済は高い貯蓄率を背景とした6～7%程度の高度成長が可能である。しかし、需要面での制約と、対外収支面での制約が、供給力の全面活用を妨げよう。

中期的成長力確保のための政策対応としては、金融機関に対する早期資本注入、破産法の整備などのリストラ支援、現地調達比率上昇に向けた支援などの実施が求められる一方で、調整インフレ政策の回避が望まれる。

はじめに

1997年7月2日のタイのバツ切り下げを発端としてアジア各国を襲った通貨危機は、とりわけASEAN（東南アジア諸国連合）の経済を直撃することになった。その影響は短期的な景気の低迷にとどまらず、各国の中期的な成長力が問われている。たとえば、世界銀行は、ASEAN 4カ国（タイ、インドネシア、フィリピン、マレーシア）の成長率予想を、2001～2007年の平均で5.2%へと引き下げている。

通貨危機後の対応においては、タイは、インドネシアや韓国などと同様、IMF（国際通貨基金）の信用供与プログラムの適用を受ける形での対応を続けているのに対し、マレーシアはIMFのプログラムには参加せず、資本規制措置を導入するという独自路線を歩んでいる。

そこで、本稿では、ASEAN諸国のなかでも発展段階が近い水準にあるタイとマレーシアを取り上げ、その中期的成長性をさまざまな角度から検証したい。

通貨危機の発生要因と 景気の現状

1 通貨危機の発生要因

通貨危機の要因を分析することは、各国の中期的な成長力を予見する上で示唆的である。ここでは、こうした観点から、通貨危機の発生要因について触れてみたい。

(1) 外貨建て債務問題

外貨建て債務問題は、両国、特にタイにおける通貨危機の重要な要因であった。世界銀行のレポートによれば、タイ、マレー

シアの企業部門の債務のうち外貨建て債務が占める比率は、1996年における上場企業ベースでそれぞれ、41.9%、43.1%という高率に達していた。問題は、外貨建て債務のヘッジ比率が非常に低いことであった。これは通貨下落が巨大な為替差損を生むことを意味しており、通貨下落によって企業収益は貸借対照表の面から一気に悪化することになった。

企業によるヘッジなしの外貨建て借入りが急増したのは、両国において米ドル偏重の通貨バスケットという事実上のドル・ペッグ（連動）制度のもと、自国金利が米国金利を上回る分だけ低利で資金調達が可能であったからである。

この資金流入のルートとして、タイではBIBF（バンコク・オフショア市場）、マレーシアではラブアン・オフショアセンターが活用された。特にタイでは、外貨建て借入れに対する制限が比較的緩やかなところに、外国銀行のライセンス取得のための実績づくりを目的とした融資増加が重なり、残高は急増した。

(2) 経常収支赤字の問題

恒常的に経常収支が赤字であった両国が1996年から輸出減速に直面した点も、通貨危機の重要な要因として指摘できる。1990～96年における経常収支の平均赤字額は、タイではGDPの7.0%、マレーシアでは6.0%に達した。

資本財や中間財輸入の増加による経常収支の赤字は、将来の生産力増強による輸出増加が見込まれるかぎり問題にならない。しかし、1996年に、円安、労働コスト上昇、94年の中国人民元切り下げによる競争の激化 などのために両国の輸出が

大きく減速すると、長年の経常収支赤字のもとで成立してきた開放経済構造そのものに対する信認が低下する可能性が問題にされ始めた。

(3) 不動産バブル・株バブルの積み上がり
「不動産バブル」「株バブル」が積み上がった点も、通貨危機の中心的な役割を果たした。タイとマレーシアはともに大きな「バブル」を経験したが、その性格は大きく異なる。

外資主導でバブル再燃、崩壊が生じたケースがタイである。タイではファイナンス会社経由で不動産に対する投機資金が流入し、バブルが積み上がった。これに対してマレーシアでは、国内資本主導で、株と不動産のバブルが発生した。マレーシアでは、図1にみるように、株式時価総額の対GDP比が群を抜いて高く、これを支えてきたのが金融機関による株担保の融資であった。また、不動産についても、銀行の不動産関連貸出比率が3割を超えるという状況であった。

両国経済とも、1996年における輸出減速

でその信認に対する懸念が生じており、97年にはそれが引き金になって、資産価格が下落するリスクが高まっていたのである。

(4) ヘッジファンドなどによる通貨投機

こうした問題が重なり、両国経済のファンダメンタルズ(基礎的指標)は、外生的ショックに対して非常に脆弱な状態におかれていた。さらに、経常収支の悪化で外貨準備の水準への不安が生まれたことを収益機会とみたヘッジファンドなどが、投機的な収益を狙って両国通貨を売り込んだ。

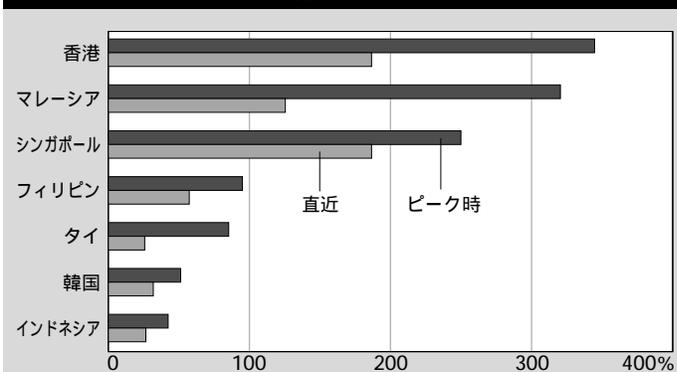
両国通貨がいったん下落すると、「外貨建て借り入れの自国通貨建てでの膨張による企業収益の悪化 企業収益悪化による株価・不動産価格の下落 金融システムの不安定化 経済そのもののファンダメンタルズ悪化 通貨の下落」という形で、投機的な圧力による通貨下落が正当化されるという、いわば自己実現的な事態が生じた。このため、両国通貨はさらに下落するとともに、通貨危機は同様の問題を抱える近隣諸国にも短期間で伝染することになった。

2 1999年は景気の底を探る状態

通貨下落は、前節で論じたようなルートで経済を直撃した。為替差損と投機のキャピタルロス(資本損失)により収益が悪化した企業部門は、内需が低迷するなかで、輸入物価の上昇による原材料の上昇分を製品価格に部分的にしか転嫁できず、フローの面でも収益悪化に直面した。企業収益の悪化で元利払いに滞る企業が増加したことに、金融機関自身の為替差損が重なり、金融機関の不良債権比率は急速に上昇した。

他方、頼みの輸出も競争相手であるアジア各国で通貨が下落して危機が広がり、域

図1 GDP比でみた各国の株式時価総額



注1) ピーク時点は韓国1994年、タイ96年、その他は97年。GDPはピーク時の属する年のものを使用

注2) 直近は、インドネシアが1999年3月末、その他は2月末。直近係数の算定には1997年のGDPを使用

出所) 各国政府および証券取引所の資料より野村総合研究所作成

内輸出の下落、輸出価格の低下によってふるわなかった。もっとも、同時に輸入が急減したために経常収支は大幅に改善することになった。

労働市場では、収益悪化に直面した企業が次々にレイオフし、失業率の上昇とキャピタルロスによって消費はさらに冷え込んだ。金融システムの不安定化による貸し渋りと供給過剰によって経済全体に強烈なデフレ圧力がかかっている。

こうして、両国経済とも、1998年は大きく低迷し、実質GDP成長率は前年比で、タイで8%程度、マレーシアでは6.7%落ち込んだ。1999年についても、景気の底を探る状態が続き、タイについては-1.5%、マレーシアについては-2.3%成長を見込む。

中期的成長力をめぐる 4つの視点

このように、通貨危機は経済が抱えていたさまざまなリスクを顕在化させることになった。こうして顕在化したリスクは、単に足下の景気動向を左右するだけでなく、中期的な成長力にも大きな影響を与える可能性がある。

第1は、金融システム問題である。外貨建て債務リスクの顕在化とバブルの崩壊によって不安定化した金融システム問題を解決できなければ、貸し渋りを通じて経済の回復力を著しく弱めはしないか、という懸念がある。

第2は、財政問題である。金融再建コストと足下の財政赤字悪化によって財政のサステナビリティ（維持可能性）が失われてしまうのではないかと、という懸念が存在し

ている。

第3は、1996年から減速した輸出が、再び成長の牽引役としての役割を取り戻せるかどうかという問題である。

第4は、投資が回復するかどうかという問題である。バブルとその崩壊は供給力が需要を大きく上回るという需給ギャップを生んでいるが、これが縮小して投資回復が可能となるかという懸念が存在している。

以下では、これら4つの問題に答える形で、両国の中期的成長力を探ってみたい。

1 金融システム問題の 早期解決は可能か

通貨危機後の金融機関の不良債権は、タイで50.1%（1999年1月末商業銀行ベース）、マレーシアで18.6%（98年末全金融機関ベース）まで上昇した。金融機関の体力低下は強烈な貸し渋りを呼んでおり、景気回復の重大な障害となっている。中期的な視点で見ると、金融システム問題は、景気回復のペースと、その解決に必要な財政コストとを左右するため、きわめて重要である。

（1）資本注入の進展が遅れる

タイの不良債権処理

不良債権処理の最も重要な要素は、金融システムの不安定性を除去するための破綻金融機関の処理と、再建可能な金融機関の資本再編成の2つであろう。タイの場合、前者に該当する措置が、IMFの方針のもとで1997年12月に実施された56社のファイナンス会社の清算であり、後者に該当する処置が、98年8月14日に発表された金融再建案の実施である。

<ファイナンス会社の清算処理>

タイ政府によって清算処分を命じられたファイナンス会社は、FRA（金融再編庁）の管理下で公開競売にかけられている。56社の総資産は簿価ベースで8510億パーツ（1パーツは約3.2円）であり、1999年3月19日に実施された競売後の未販売分は3000億パーツ程度となっている。

閉鎖されたファイナンス会社に対し、政府機関のFIDF（金融機関開発基金）が大規模な金融支援を実施していたため、FRAによる競売結果がふるわなければ、その分だけFIDFの損失が膨らみ、政府の損失となる。これまでのコア資産の競売では割引率が70～80%に達していることを考えると、FIDFの損失は、6000億パーツに達するとみられる。

この損失分は現在、オフ・バジェット（予算外）項目として扱われており、国営企業の民営化売却益と中央銀行の利益の一部転用によって埋め合わされることになっている。しかし、国営企業の民営化には困難が多いことを考えれば、将来どこかの時点でこの損失が予算項目に計上されることになる。

<金融再建案による処理>

1998年8月14日、タイ政府は公的資本の注入スキームとして総額3000億パーツの枠を設けた。この資本注入スキームは、優先株または劣後債と国債を直接交換するため、資本注入時には新規の市中からの資金調達が必要ない点、劣後債支援の条件として債務リストラが含まれている点などをポイントとしていた。しかし、現時点では、次の2つの理由により、期待どおりの資本注入は進展していない。

第1は、公的資本注入の条件が厳しいことである。貸倒引当金を中央銀行のガイドラインどおりに積み増した上で、損失は減資という形で既存株主が被ることになっており、経営者の退陣もありうる。実際に、優先株支援スキームに申請して認められた金融機関は、1999年3月下旬時点ではサイアム商業銀行だけである。

第2は、金融機関に対して債権債務のリストラを促しても、債務者が応じなければ進展がみられない点である。タイでは破産法が不備であったため、債権者は長期間、抵当権の行使もできない。こうした点を利用して債務者が意図的に返済を遅らせる例が、タイでは非常に多い。この問題を解決するために11の経済改革法案の審議が行われているが、実効性には疑問が残る点があり、債務リストラには相当な時間を要すると考えられる。

さらに、仮に資本注入が実施されたとしても、資本注入を受けた機関が破綻して財政コストに跳ね返るというリスクもある。

(2) タイの必要資本注入額は

政府見込みの倍以上

前述した資本注入スキームでの、3000億パーツの枠は十分なのであろうか。商業銀行を試算対象とし、1999年末以降の不良債権比率を50%、不良債権口ス率を50%、物価安定を前提として、99年末までに全額処理する場合、7500億パーツ程度の資本注入が必要という結果が得られた（表1）。これは3000億パーツの枠を大きく上回っており、今後新たな法的措置が必要になる。

仮に2001年末まで処理を延ばすと、資本注入コストを若干減少させることができ

表1 金融機関向け資本注入必要額の試算

		タイ(億バツ)				マレーシア(億リンギ)			
		物価安定ケース		インフレケース		物価安定ケース		インフレケース	
		ロス率50%	ロス率80%	ロス率50%	ロス率80%	ロス率50%	ロス率80%	ロス率50%	ロス率80%
1999年末に全額引き当てる場合	自己資本比率8.5%達成	7,546	15,765	9,463	17,682	203	627	321	745
	自己資本比率10%達成	8,367	16,586	10,285	18,504	251	675	368	792
2000年末に全額引き当てる場合	自己資本比率8.5%達成	7,023	15,242	10,859	19,078	130	554	366	790
	自己資本比率10%達成	7,845	16,064	11,681	19,900	177	601	413	837
2001年末に全額引き当てる場合	自己資本比率8.5%達成	6,501	14,720	12,255	20,474	57	481	411	835
	自己資本比率10%達成	7,323	15,542	13,077	21,295	104	528	458	882

注1) 物価安定ケースでは預金金利を足下の定期預金金利の5%とし、インフレケースではこれを15%と想定

注2) 当期利益(引き当て前)は1997年の水準が続くと想定

注3) 利息未収の不良債権に見合う負債項目のコストを追加的な金利コストとして計上。タイ、マレーシアでは1997年平均の不良債権比率はそれぞれ15%、5%であったが、この金利コストはすでに同年の当期利益で吸収しているため除外する

注4) マレーシアの金融機関の不良債権比率は1998年末で18.6%であった。1999年末に同比率を30%とし、その後も同水準で推移すると想定。タイについては不良債権比率を50%と想定

注5) 1バツは約3.2円、1リンギは約31.6円

出所) 野村総合研究所

る。しかし、これは、延期に伴う貸し渋りの長期化による景気低迷リスクを生んでしまうため、回避すべきであろう。

もっとも、ロス率が上昇したり、調整インフレ政策が実行されたりすれば、こうしたコストはさらに膨らむことになる。調整インフレ政策によってインフレ率が高まれば、名目金利も併せて上昇してしまい、不良債権を貸借対照表上で抱えることによる金利負担コストが高まる。銀行のフローの収益はその分減少してしまうのである。

(3) 進展するマレーシアの不良債権処理

マレーシア当局は、金融システム対策として、不良債権買い取り機構のAMC <マレー語でダナハルタ(Danaharta)>と、金融機関の自己資本注入を目的とした特別目的機構のSPV <マレー語でダナモダル(Danamodal)>とを設立した。

これらの機関は、1998年第3四半期から本格的な活動を始めている。しかし、足

下での景気が予想外に悪化していること、

株バブルの規模と現在の株価を考えれば、不良資産が厳格に計上されているかどうか疑問が残ること を考慮すると、不良債権額の増加のため、マレーシア当局が主張するような早期処理は困難であると判断される。

なお、中央銀行主導で設立された企業債務処理委員会も、債権者と債務者の間に入って債務のリストラを支援しているが、強制力を有しないために、その実効性には疑問が残る。

<ダナハルタ>

ダナハルタの目的は、金融機関が抱える不良債権を買い取り、損失を最小限にとどめる形で第三者に売却することである。その購入対象資産は、将来的に回復見込みがある物件に限られる。ダナハルタは、基本的に債務者の更生を促すことで資産価値を高めることを目指すが、清算を通じた資産

回収も可能である。当初の資本金は政府から25億リング（1リングは約31.6円）注入され、最大150億リングまでの購入が予定されている。

ダナハルタの運営によって、銀行の不良債権が貸借対照表上から落ちるため、貸し渋りに対する寄与は大きいと考えられる。もっとも、購入した資産の管理期間として「購入後10年間またはそれ以上」という比較的長い期間が想定されている点には注意が必要である。買い取った不良債権の塩漬け期間が長くなる分だけダナハルタの損益の確定が遅れてしまい、財政資金の負担が重くなる可能性があるからである。

<ダナモダル>

ダナモダルは、銀行から株式を時価で購入する形で資本金を注入する役割を持つ。銀行セクターの最低自己資本比率基準は8%だが、全体で自己資本比率9%以上を達成するためには、1999年末までに最大で160億リングが必要になると、大蔵省は試算している。ダナモダルは、準備率引き下げによって金融機関に戻された資金でダナモダル債を購入させることで、110億リングの資金調達を完了しており、1998年末までに46億リングの資本注入を行った。

(4) マレーシアの必要資金注入額も

政府見込みを上回る

タイと同様の試算を、全金融機関を対象に行った。1998年末に18.6%であった不良債権比率が、99年末に同比率が30%に達した後、2001年末まで続くと仮定した。ロス率については、ダナハルタの債権購入時の割引率を参考にして50%を想定している。

試算によると、物価安定のもとで1999年

までに全額引き当てる場合では、203億リングの資本注入が必要となり、政府の考える160億リングを大幅に上回る。また、調整インフレ政策が採用されるケースでは、必要コストがさらに膨らむという結果が得られた。

ダナモダルは、すでに110億リングの資金調達を行っており、1999年3月15日時点で61.5億リングの資本注入を終えている。金融システム再建のペースは、タイよりも速い。しかし、このスキームについては、

自己資本注入に際しての客観的な基準が明らかになっていない、再建不可能な機関に適用する確固とした枠組みがないという問題点があり、その解決が今後の重要な課題となる。

2 財政収支悪化は許容範囲に収まるか

タイ、マレーシア両国では、通貨危機前まではおおむね財政収支は黒字を計上しており、政府債務残高のGDPに占める割合も、1997年末においてタイで17.5%、マレーシアで32.6%と、非常に低い水準にとどまってきた。しかし、通貨危機によって両国における金融システム再編のための財政コストは膨張しており、これに歳入不足と景気浮揚のための財政出動が重なって、財政収支は大幅に悪化している。

中期的な成長力という点から鍵になるのは、財政のサステナビリティが確保できるかどうかである。GDPに占める政府債務の残高が増加を続けるなら、政府は民間からの債務の元利払いの確実性に関する信認を失ってしまう。こうなると、リスクプレミアムの上昇によって金利水準は大幅に上昇し、民間投資を中期的に抑制するという悪

弊をもたらす。

そこで、2001～2007年の平均GDP成長率について、1%、4%、7%という3つのケースを考え、それぞれについて財政収支の予測を行った。前提として、実質金利を4%とおく一方、2001年以降の人口1人当たり歳出の実質増加率を一定とした。結果は図2と図3に示すとおりである。

両国とも、成長率1%のケースでは、政府債務のGDP比率は2007年まで持続的に

増加を続ける結果となった。このケースでは、サステナビリティを確保できないため、両国とも歳出面での削減を迫られることになるだろう。

しかし、4%成長、7%成長のケースでは、政府部門債務のGDP比率は増加しないという結果となった。単純な比較はできないものの、1997年末時点でのOECD（経済協力開発機構）諸国におけるGDP比でみたグロス政府債務残高の平均が69.7%であっ

図2 タイの財政収支と政府債務残高の見通し（GDP比）

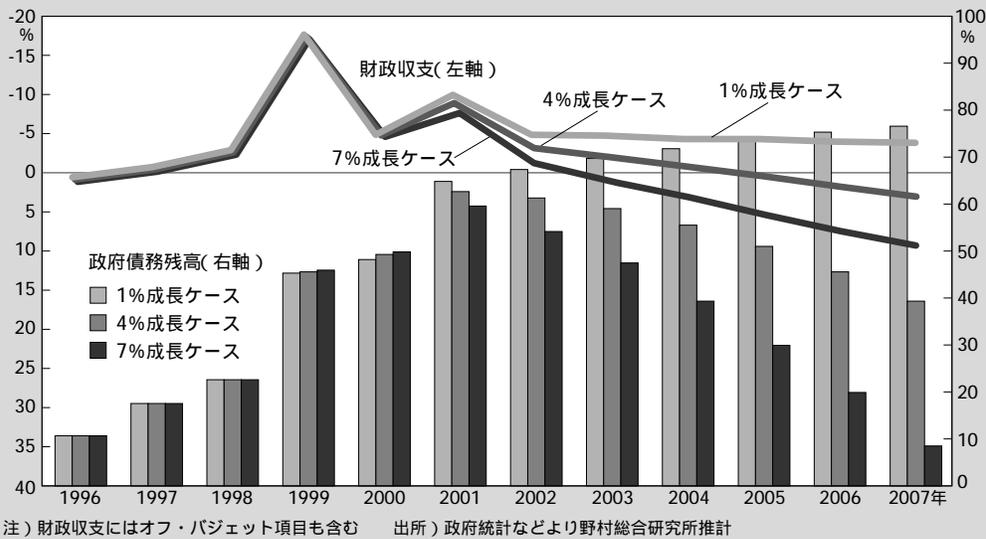
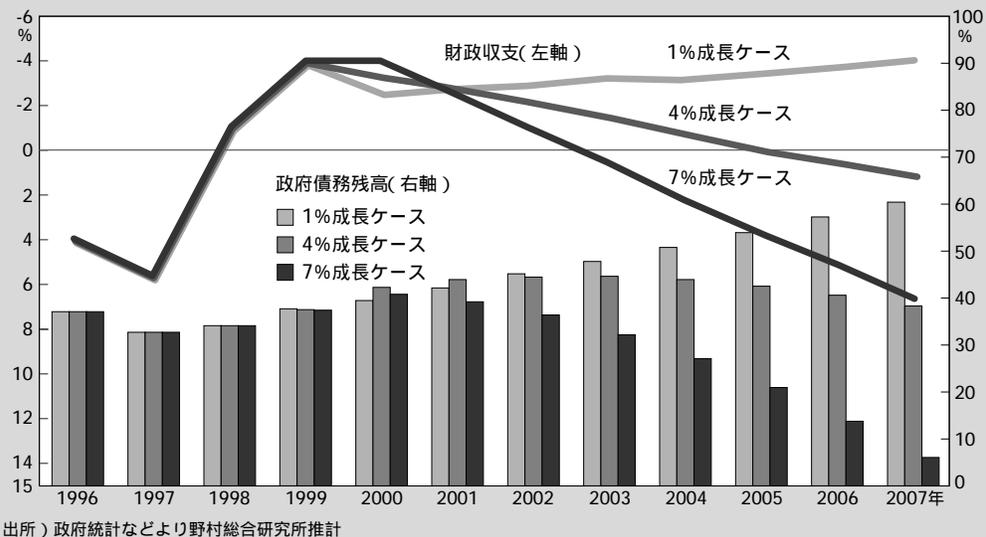


図3 マレーシアの財政収支と政府債務残高の見通し（GDP比）



た点を考えるなら、4%以上成長するケースでのサステナビリティの問題はないとみられる。

もっとも、以上の結果は、成長率が4%以上の場合に、政府の信用が確保されるということを示しているにすぎず、フローベースでの財政収支の赤字によって金利が上昇して投資が減速してしまう可能性を否定するものではない。

特に今後2、3年においては、歳入不足と財政出動に金融システム関連の処理費用が重なって、フローベースでの財政収支が悪化し、金利上昇が現実の問題となりかねない。こうした問題に加え、財政収支赤字のファイナンスを円滑に行える環境が整備されていないと、不必要な金利上昇をもたらす可能性も出てくる。

こうした問題への対応力では、マレーシアに分がありそうである。マレーシアではEPF（退職準備基金）という国家による強制的な年金システムが存在しており、その規模は1998年末で1458億リングに達する。直近での国債保有額は457億リングであり、国債購入余力は大きい。

一方、タイではこうした公的年金制度がマレーシアほど発達していないため、国債の円滑な市中消化には、国債の流通市場の整備が課題である。

財政赤字の円滑なファイナンスを考える場合、国際支援も無視できない。IMF体制以外の国際的な支援スキームも機能し始めており、「新宮澤構想」による中長期の支援は150億ドル相当（うち「アジア通貨保証基金」による利子補給・国債保証は50億ドル相当）が存在している。しかし、財政面での必要資金額は、両国ともこれでは不十分とみられ、結局は海外からの民間資金

に大きく依存する事態も想定できよう。

なお、以上の試算は、景気回復のための財政出動を行わないケースであり、回復が遅れて財政出動を実施すれば、財政収支がさらに悪化するリスクが存在している点に注意が必要である。

3 輸出主導の回復は見込めるか

タイ・マレーシア経済の中期的成長力を考える上で、貿易が重要であるという点に異論はなかろう。タイ経済において輸出と輸入の合計がGDPに占める比率は1997年で93.4%、マレーシア経済に至っては、98年で221.5%という、「超開放経済」である。

(1) 先進国経済の動向が成長率を決定づける要因に

こうした開放度の高さは、今後の成長にどのような意味を持つのか。輸出・輸入構造を推計した上で、2007年まで輸出先所得について、世界経済が2%台前半で成長するケース（以下では「世界経済巡航ケース」とする）と、1%程度の成長にとどまるケース（以下では「世界経済低迷ケース」とする）というシナリオ別に、分析を行った（表2、表3）。

まず、世界経済巡航シナリオのもとでは、タイの場合、内需が毎年1%、4%、7%成長するというどのケースでも、成長率が5~6%に収束するという結果が得られた。内需が低迷するケースでは、輸入が大幅に減少することで、外需が増加して成長率を高めるのに対し、内需が高度成長を遂げるケースでは、輸入が大幅に増加して外需の寄与がマイナスになり、結果としてのGDP成長率は同レベルになったのである。

この結果は、タイ経済の開放度の高さによってもたらされたものといえよう。

他方、マレーシアの場合は、内需成長率が1%と低いケースにおいて、成長率が7.5%で最も高いという結果となった。内需成長率が4%のときはGDP成長率は4.2%、内需成長率が7%のときは外需の寄与が-9.8%になり、GDP成長率も-2.1%となった。マレーシアでは、タイよりも開放度が2倍程度高いために、外需の寄与度がGDPを極端に左右するという結論につながったものと判断される。

次の世界経済が低迷するシナリオは、現在の米国における株高が維持できなくなると、米国景気が負の資産効果の影響を受けて低迷し、基軸通貨としてのドルの信認が低下するという事態を想定している。この場合、世界景気を引っ張ってきた米国に代わる牽引役が出てこないため、世界経済が全体として低迷してしまう。

この世界経済低迷シナリオのもとでは、両国の経済は低成長率を甘受しなければならない。輸出が大きく減速するため、タイの場合は、GDP成長率が2.1~2.4%に収斂する一方、マレーシアの場合は、内需を1%程度に抑制できないかぎり、マイナス

表2 内外需の寄与度に関するシミュレーションの主要前提
(2002~2007年の年平均値)

	世界経済巡航シナリオ	世界経済低迷シナリオ
リングの対ドル増価率	2.0%	2.0%
パーツの対ドル増価率	2.0%	2.0%
円の対ドル増価率	0.7%	5.2%
日本の実質成長率	1.5%	0.5%
米国の実質成長率	2.4%	1.0%
欧州の実質成長率	2.4%	1.0%
アジアの実質成長率	2.5%	2.5%

注) 西欧は、ドイツ、フランス、英国、イタリアという主要輸出先のみ
出所) 野村総合研究所

成長に陥ってしまうという結果となった。

以上のシミュレーション結果により、タイ・マレーシア経済に対する世界景気の影響が非常に大きいことが理解できよう。

なお、マレーシアについては、1998年9月に導入された資本規制と固定為替相場を維持するかぎり、経常収支を黒字にしなければならないという強力な制約が課されることになろう。

資本規制の導入でこれまでほどの資金フローが期待できなくなったため、仮に経常収支が赤字化すれば、マレーシアの外貨準備は減少してしまいかねない。外貨準備の減少は、マレーシアの外貨繰りに対する信認そのものを崩壊させかねないため、マレ

表3 内外需の寄与度に関するシミュレーションの結果(2002~2007年の年平均値)

	タイ				マレーシア			
	前提		結果		前提		結果	
	内需成長率	外需寄与度	GDP成長率	経常収支(億ドル)	内需成長率	外需寄与度	GDP成長率	経常収支(億ドル)
世界経済巡航シナリオ	1%	5.0%	5.8%	368	1%	6.8%	7.5%	316
	4%	2.1%	5.5%	198	4%	0.7%	4.2%	107
	7%	-1.8%	4.9%	-4	7%	-9.8%	-2.1%	-150
世界経済低迷シナリオ	1%	1.5%	2.4%	174	1%	2.2%	3.0%	145
	4%	-1.4%	2.4%	17	4%	-4.5%	-0.5%	-47
	7%	-5.2%	2.1%	-171	7%	-16.4%	-7.4%	-281

出所) 野村総合研究所

ーシアは内需抑制的な経済政策を発動せざるをえない。これは、戦後の日本がかつて経験した「国際収支の天井」と同質の問題であり、この問題がマレーシアの資本規制導入に伴う負の側面であるといえよう。

(2) 輸出の鍵を握る外資系企業

上記のモデルによる考察は、過去と同様の貿易構造が今後も続くという前提に立っていた。しかし、通貨危機直前の1996年にASEAN各国で輸出が大幅に減速したことは、国際的な競争が以前よりも熾烈になってきていることを示唆しており、先進国で景気がある程度好調であっても、上記のように輸出が伸びない可能性もある。将来、中国からの輸出が品質面で改善し、低価格を武器にASEAN産品にとっての強力な競争相手になる可能性は無視できない。

逆に、タイ・マレーシアの輸出企業が、輸出製品の現地調達比率を高めたり、戦略的に生産を輸出に振り向けたりするといった行動に出れば、外需の寄与度がモデルの推計によって算出されるレベルよりも高まる可能性もあろう。

実際、日本輸出入銀行による直接投資に関するアンケート調査の結果をみると、両国に進出した日系企業の間では、各産業において現地調達比率を高める計画が立てられており、その意味では、安定的な経済成長に向けた構造改革が進んでいる。また、一部の産業では、生産を内需向けから輸出向けへとシフトする動きが表面化している。さらに、先の調査によると、中長期的な投資先として有望な国として、マレーシアとタイが1996年度時点での調査と同様、トップ10に入っている。

ただし、家電・機械産業や化学産業の多

くの分野では、アジアでの通貨危機が発生する以前からグローバルな規模で供給過剰の問題を抱えており、その問題は、アジアでの経済危機によってますます深刻化しつつある。こうしたなかで、短期的に直接投資が大きく伸びるような状況を想定することはむずかしい。野村総合研究所による大手家電メーカーに対するインタビュー調査でも、「分野にもよるが、今後1、2年は整理・統合の時期ではないか」という意見が多くみられた。

それでも、中期的には、「2003年以降の内需拡大に備えた対応を行いたい」（上記の家電メーカー）とタイ・マレーシアに対する期待は大きく、「アジアを世界中に向けた輸出基地にする」（同上）というメーカーもみられた。

4 半減した投資は回復するか

タイ・マレーシアともに、通貨危機の影響で投資が大幅に落ち込んだ。タイでは、1998年の民間投資は、ピークを記録した96年に比べて6割の減少となる見込みである。マレーシアでも、1998年の民間投資はピークを記録した97年から4割減少する見込みである。減少した民間投資がどこまで回復するかは、両国経済の中期的な展望を左右する重要な問題である。

(1) 海外からの資金フローの

成長率への影響

よく議論される論点のなかに、「海外からの資金フローによってアジア各国の成長率は実力よりも大幅にふくれあがった」というものがある。これはどの程度真実であろうか。これが真実だとすれば、通貨危機後の両国経済に対する信認の低下により、

海外からの資金流入が以前よりも大幅に縮小すれば、投資の水準が下がり、その結果高成長率も期待できないことになる。

この問題に対する1つの答えを得るために、1990年から海外からの資金流入が全くなかったと仮定して、供給面での潜在成長率を算定してみた。

結果は、図4に示すとおりである。タイでは、1991～96年の平均で、実際の潜在成長率が8.8%であったのに対して、資金流入がない場合の潜在成長率は7.7%となった。また、マレーシアのケースでは同期間に、実際の潜在成長率の8.5%に対して、資金流入がない場合の潜在成長率は7.6%と算出された。実際には、海外からの直接投資によって生産性が向上する、つまり、生産関数の生産性上昇部分の係数自体が上昇する面もあるため、この結果は若干割り引いて考える必要がある。

それでも、この結果は、資本流入がなくとも国内の高貯蓄率を背景に、両国がかなりの潜在的成長力の上昇を見込めることを示唆している。前節で述べたように、日系企業を中心とした外資系企業がなお中長期的に両国を有望な投資先としてみているこ

とを考慮すれば、供給面では高度成長に向けての大きな制約はないと考えられる。

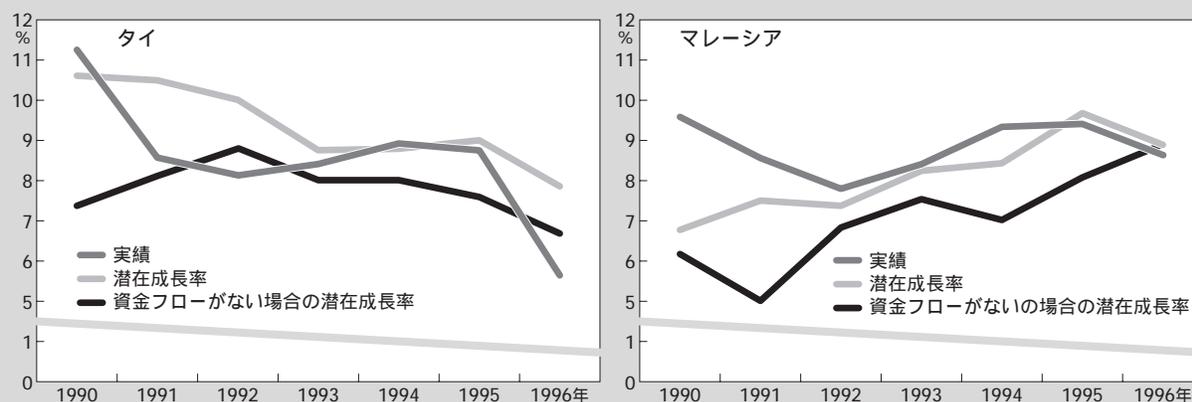
(2) 需給ギャップ型投資モデルから得られる示唆

しかし、中期的な供給力に問題がなくとも、これまでの順調な需要サイドの拡大を前提に積み上がった資本ストックをフルに活用できるだけの内外需の増加が見込めるかという問題は残る。需要が供給能力に追いつかなければ、供給能力の増強に必要な投資が冷え込み、さらに需要が減退するという悪循環が生じる。

高貯蓄国であるタイ、マレーシア両国は、GDPに占める投資の比率が、1997年において前者で35%、後者で42%と高いため、需要の不振は成長率に直接的に跳ね返る。これが現在両国で生じている問題である。このように需給ギャップが開いた状態では、経済全般にデフレ圧力がかかるため、インフレ率が低水準にとどまって企業の売り上げが伸び悩むことになり、債務返済にも問題が生じやすい。

ここでは、前節で推計した生産関数を用いて、需給ギャップ解消のためには、どの

図4 1990年以降の資金流入がなかったとした場合の潜在成長率の推移



出所) 野村総合研究所

程度の成長率が必要かを試算してみた。結果は図5のとおりである。

両国について、GDP成長率が1%のケースでは、需給ギャップが全く開いたままであるのに対して、成長率が4%のケースでは、需給ギャップは長期的には解消の方向に向かうが2007年までは解消せず、デフレ圧力が続くとの結果が得られた。一方、成長率が7%のケースでは、民間投資が大幅に増加して2003～2004年には需給ギャップが解消するという結果となった。

さらに詳しく分析すると、両国とも、民間投資が、2007年に通貨危機前のピーク時

の投資額を上回るためには、5%程度の実質成長を維持する必要があるとの結論が導き出された。このように、需給ギャップの解消およびそれに伴うデフレ圧力の払拭には長期間を要する可能性が高い。

需給ギャップの存在は、ミクロ面では、企業が過剰な設備と過剰な債務を負って収益性を悪化させていることを意味しており、不良債権の増加を通じて銀行システムに多大の負荷を与えている。過剰な設備の整理を含めたリストラとともに、企業債務のリストラを進めていくことが、このトラップ(わな)からの脱却に資することになる。こうした観点からは、破産法の整備など、企業が債務のリストラを積極的に実施できる政策が必要とされている。

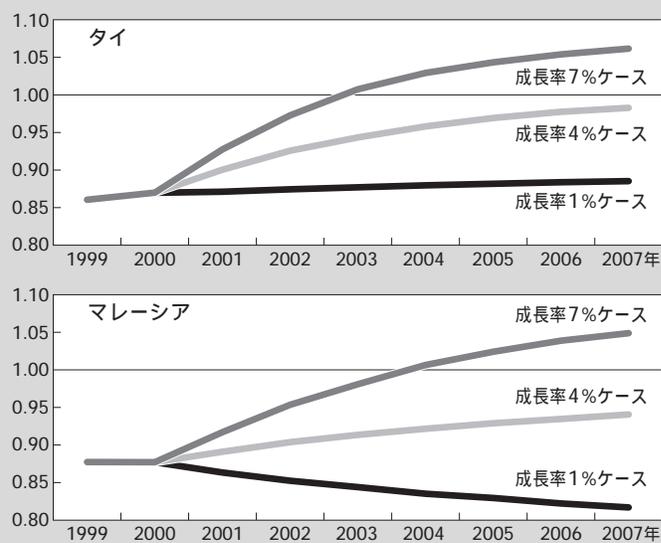
こうした政策が導入され、リストラが活発化し、工場閉鎖など過剰設備の破棄が進めば、需給ギャップの問題は早期に解決可能である。ちなみに、上記のモデルのなかで、2001年に通常よりも10%ポイント高い除却率を前提とすれば、成長率4%のケースでは、短期間で需給ギャップがおおむね解消できるという結果となった(図6)。

中期的には3～5%の成長軌道に

第 4章での分析結果を総合的に判断するならば、世界経済が2%台前半の成長で推移する場合、2001～2007年におけるタイ、マレーシア両国の平均実質GDP成長率は、通貨危機前よりも相当低い水準である3～5%程度に落ち着く公算が大きい。

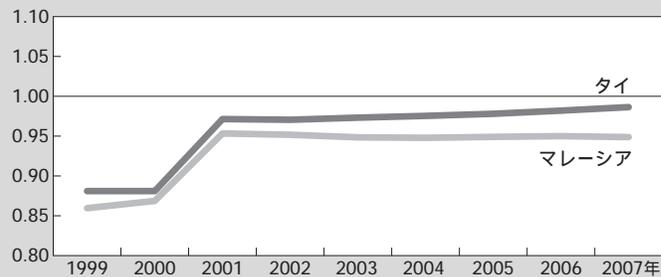
供給力の面では、両国経済は高い貯蓄率を背景とした6～7%程度の高度成長が可能である。しかし、需要面での制約と、対

図5 需給ギャップ (GDP / 潜在GDP)



出所) 野村総合研究所

図6 2001年に資本ストックの10%相当分を追加的に除去した場合の需給ギャップ(成長率4%ケース)



出所) 野村総合研究所

外収支面での制約が、供給力の全面活用を妨げよう。

需要面での制約については、現時点で大幅に拡大した需給ギャップの存在が、今後の両国経済の中期成長力にとっての大きな足枷になる。設備破棄をしないケースでは、5%以上のGDP成長率が維持できないと、両国ともにデフレ圧力が2007年まで続く。もっとも、両国においてリストラを含む構造改革が進展し、供給力が調整できれば、需給ギャップは比較的短期間で解消するため、3~4%程度の成長でもデフレ圧力は解消可能となる。

次に、対外収支面での制約については、世界経済の需要吸収力次第という面が大きい。しかし、特に経済の開放度の大きいマレーシアでは、内需が輸入に依存する割合が大きいことが、内需成長に対するブレーキとなろう。このため、今後の現地調達比率などの動向にもよるが、輸出が期待以上に伸びないかぎり、6~7%以上の成長はむずかしい。一方、タイについては、国際収支の悪化による政策的な内需抑制の問題自体はそれほど心配する必要はない。

金融システムの面では、その処理の遅れと処理コストのファイナンス問題が、2001年以降も両国の景気回復に影を落とす公算が大きい。これについては、タイの抱える問題が、不良資産とその財政的な処理コストの点で、マレーシアの抱える問題を大きく上回る。だが、これまでのところ、IMFプログラムのもとにあるタイが、ガラス張りに近い状態で金融システム問題に取り組んでいるのに対し、マレーシアの問題への取り組み方には不透明な点も多い。

なお、調整インフレ政策は、実質金利の

低下、およびインフレを通じた企業の名目での売り上げ増加によって、企業の債務負担を減少させる効果を有する。しかし、同政策を採用すると、インフレが通貨下落に結びつきやすい上、高水準の不良債権比率のもとで、金融再建に伴う財政コストが大きく増加してしまう。このため、政策オプションとしては、マイナス面がそのプラス面を大きく上回ろう。

中期的成長力確保のための政策対応としては、以上の分析より、

- 金融機関への資本注入をできるだけ早期に実施すること
- 破産法の整備など、企業のリストラが早期に実施可能となるような法・規制体系をつくること
- 調整インフレ策の採用を回避すること
- 企業が現地調達比率を上昇させるようなインセンティブを、政策面で与えること

が重要であり、こうした方向へ政策の舵取りが行われることが望まれる。

著者

木下智夫（きのしたともお）
経済研究部副主任エコノミスト
1987年京都大学経済学部卒業、1996年ノースウェスタン大学経済学部大学院修了
専門はASEANのマクロ経済分析
電子メール t-kinoshita@nri.co.jp

佐野鉄司（さのてつじ）
NRI シンガポール・エコノミスト
1992年慶應義塾大学経済学部卒業
専門はタイ、マレーシア、シンガポールのマクロ経済分析
電子メール t1-sano@nri.co.jp