

アジア経済

リスクを膨らませながら 減速に向かう

2001年のアジア景気は減速へ

NIES・ASEAN 4は5.1%成長へ

足元のNIES（韓国、台湾、香港、シンガポール）・ASEAN 4（マレーシア、インドネシア、フィリピン、タイ）の経済は、輸出の好調を背景に上振れている（表1、表2、図1～図4）。エレクトロニクス関連の輸出が一段と加速する一方、エレクトロニクス以外の輸出も好調を維持している。民間消費も、低インフレと所得環境の改善が続いていることから、堅調である。2000年におけるNIES・ASEAN 4の成長

率は、通貨危機後で急回復した1999年を上回る7.3%に上振れる見込みである。

しかし、2001年には、同地域の成長率は5.1%にとどまろう。

その理由の第1は、輸出の減速である（54ページの図5）。米国の経済成長率が2001年後半から潜在成長率を下回ることが見込まれていることから、2001年後半以降の大幅な輸出の減速は避けられない。特に、これまで景気回復を先導してきたエレクトロニクス関連輸出が冷え込み始めることが、波及効果を通じてアジア景気全体に減

表1 北東アジア・ASEAN 諸国の短期経済予測

	実質経済成長率（％）					消費者物価上昇率（％）					経常収支（億米ドル）				
	1998年	1999年	2000年 （予）	2001年 （予）	2002年 （予）	1998年	1999年	2000年 （予）	2001年 （予）	2002年 （予）	1998年	1999年	2000年 （予）	2001年 （予）	2002年 （予）
北東アジア	-2.6	7.7	8.3	5.4	5.1	4.8	-0.2	1.0	2.5	2.1	437	419	250	237	217
韓国	-6.7	10.7	9.1	5.6	5.5	7.5	0.8	2.3	3.7	2.3	406	250	106	92	83
台湾	4.6	5.4	6.1	5.4	5.1	1.7	0.2	1.3	2.0	2.0	34	84	70	60	53
香港	-5.3	3.1	10.4	4.5	4.1	2.8	-4.0	-3.6	0.0	1.5	-3	85	74	84	81
ASEAN5	-8.0	3.2	5.8	4.7	4.4	22.5	7.8	2.6	3.8	2.6	502	593	617	532	426
インドネシア	-13.0	0.3	4.7	4.8	4.9	58.4	20.5	3.6	6.5	4.3	41	58	114	94	76
マレーシア	-7.4	5.8	8.6	6.7	4.9	5.3	2.7	1.5	1.7	1.4	96	126	111	97	78
フィリピン	-0.6	3.3	4.0	2.8	3.4	9.7	6.7	4.1	5.7	4.6	13	72	89	84	63
シンガポール	0.4	5.4	9.8	5.4	5.1	-0.3	0.5	1.4	1.6	1.1	210	213	205	172	138
タイ	-10.2	4.2	4.7	4.1	3.6	8.1	0.3	1.7	2.1	1.2	143	125	98	86	72
中国	7.8	7.1	8.0	8.2	7.8	-0.8	-1.4	0.2	0.9	1.8	293	157	150	167	146
合計	-0.9	6.3	7.5	6.0	5.7	7.9	1.6	1.2	2.4	2.1	1,232	1,169	1,017	936	788
（参考）															
NIES + ASEAN4	-4.7	6.0	7.3	5.1	4.8	11.6	2.9	1.6	3.0	2.3	939	1,012	867	769	642
NIES	-2.4	7.5	8.4	5.4	5.1	4.4	-0.1	1.1	2.5	2.0	647	632	455	408	354
ASEAN4	-9.2	2.9	5.2	4.6	4.2	25.9	8.9	2.7	4.2	2.9	292	380	413	361	288

注1）実質経済成長率の各国・地域のウエートは1992年GDP（米ドル換算）を使用

2）NIES = 韓国 + 台湾 + 香港 + シンガポール、ASEAN4 = インドネシア + マレーシア + フィリピン + タイ

3）香港の消費者物価上昇率は今回から総合指数を使用

出所）IFS（国際金融統計）、各国公式統計および野村総合研究所の予測

速圧力をもたらそう。野村證券金融研究所によれば、半導体の需給関係は、2001年第2四半期から第3四半期には供給不足に転じるものの、第4四半期からは再び供給過剰になると見込まれる。2002年については、供給過剰が予想されている。

第2は、負の資産効果である。各国の株価は本格的な調整局面に入ってきている。株式時価総額がGDP比でみて高水準であるNIESおよびマレーシアでは、株価が現在の水準以下で推移した場合、民間消費の抑制要因となろう。ただし、所得環境は着実に改善しているため、リセッション（景気の一時的後退）を引き起こすほどの影響はなからう。

第3は、在庫積み増しの一服である。通貨危機後の大幅な在庫調整の反動、エレクトロニクス分野での強い品薄感——から、2000年前半までは在庫の積み増しが積極的に図られてきた。しかし、足元では景気減速に対する期待が強まるなかで品薄感も後退しつつあるため、過剰な在庫を抱える必要性は低下している。

第4は、政治リスクの顕在化である。特に、エストラダ大統領に対する弾劾裁判が実施されるフィリピン、2001年1月6日実施予定の総選挙とその後の首相指名をめくって混乱が予想されるタイ、議会で多数派の野党勢力が陳総統の退陣を主張している台湾——では、政治的不確実性の高まりが消費・投資マインドを低下させる事態が想定される。

2002年については、先進国全域で景気減速が続くと予想されるため、アジア景気の本質的な鈍化はさらに低下しよう。景気鈍化に対応した政策対応が、各国において模索されよう。金融政策面では、一部の国を除

表2 実質輸出の前年同期比伸び率

	1999年		2000年		
韓国	20.0	21.0	26.2	23.1	23.6
台湾	4.5	16.1	12.7	20.4	26.6
香港	8.7	12.4	19.9	17.8	17.0
シンガポール	7.4	15.6	10.2	6.3	16.2
マレーシア	19.5	18.4	20.2	15.5	20.6
タイ	13.2	16.5	25.1	15.2	NA
インドネシア	-38.2	12.4	15.1	21.2	16.5
フィリピン	11.5	8.9	10.7	13.7	18.3

注）財・サービスを含む。ただし、シンガポールについては貿易統計における国内輸出実質ベース（財のみ）の計数
出所）各国・地域のGDP統計より作成

図1 NIESと中国の実質GDP成長率

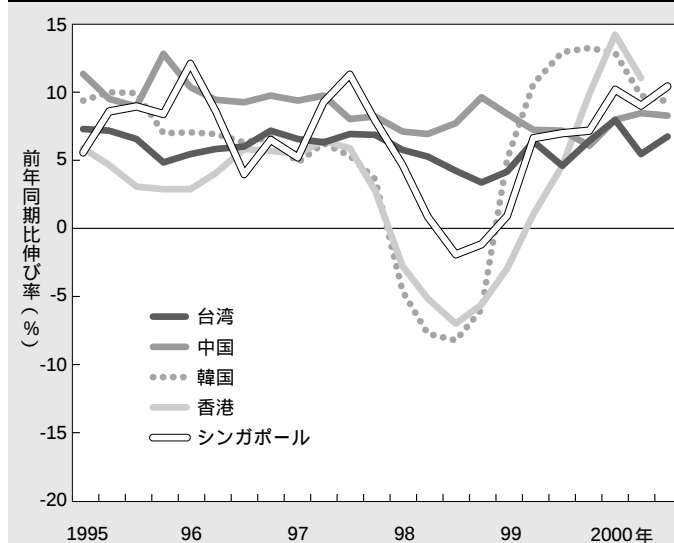


図2 ASEAN4の実質GDP成長率

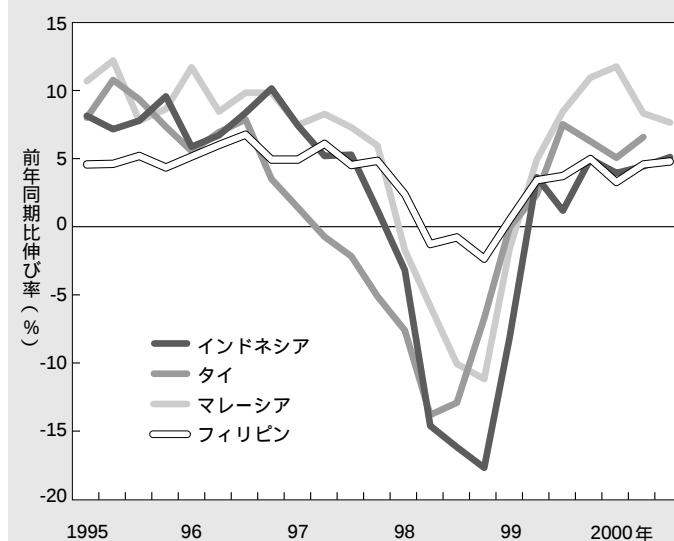


図3 NIESと中国の輸出増加率（ドルベース）

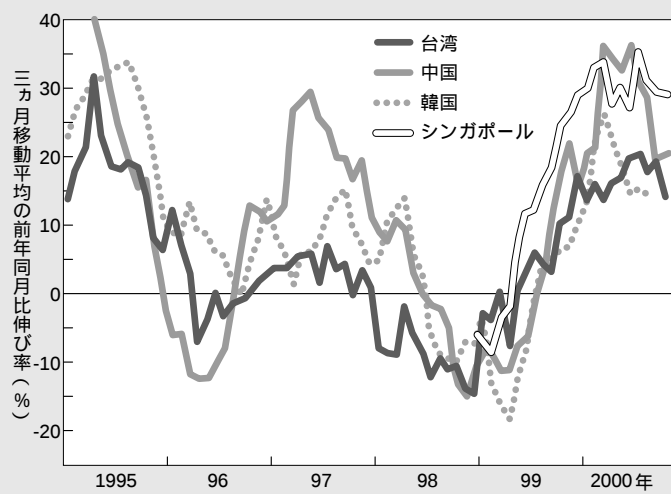


図4 ASEAN4の輸出増加率（ドルベース）

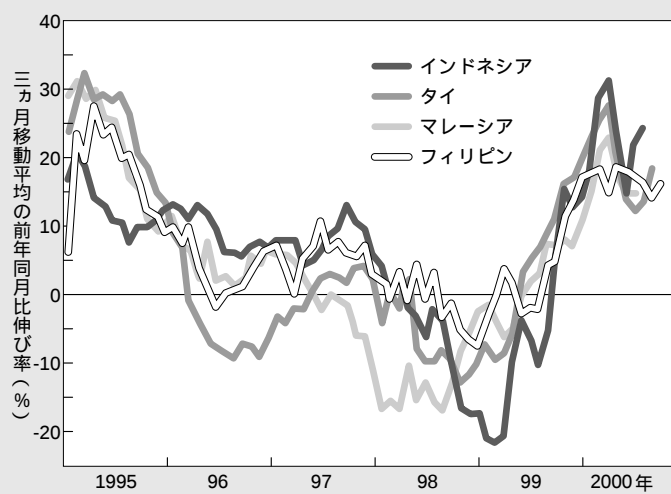
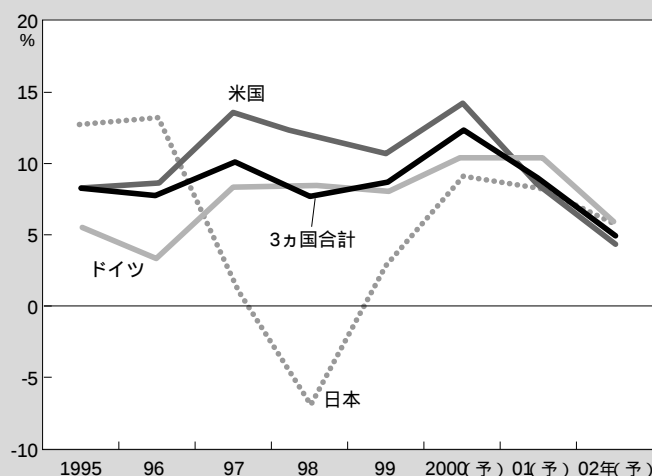


図5 先進3カ国の実質輸入増加率



注）3カ国合計の計数は、1998年における名目計数でウェイト付けて算定
出所）各国の統計、予想は野村総合研究所

いてはすでに低金利政策が採用されているため、新たな政策を打ち出しにくく、財政刺激策の採用によって潜在成長率程度の成長水準を確保する展開が予想される。

もっとも、インドネシア、フィリピンは大規模な財政刺激策を採用するだけの財政的余裕に乏しい。インドネシアでは、債務リストラの進展による投資主導の景気回復が期待できることから、財政政策に依存する必要性は低いとみられるが、フィリピンについては、景気刺激策の実施が国債の増発を通じて金利上昇をもたらす状況が懸念される。

引き続き高成長が見込まれる中国

中国では、輸出の好調と積極財政政策の効果が経済全体に波及しており、景況感は大きく改善している。企業セクターの財務状況も、4大商業銀行から移管された不良債権を保有するAMC（資産管理会社）がデット・エクイティ・スワップ（債務の株式化）を実施したことなどで改善をみしており、投資の増加につながっている。

2001年は、輸出の減速が見込まれるものの、足元の景気上振れによるゲタの効果、積極的財政政策の継続、WTO（世界貿易機関）加盟に伴う直接投資の堅調——などによって8.2%の実質成長を見込む。特に、の財政政策については、2001年が第10次5ヵ年計画の初年度に当たるため、政府による新規プロジェクトの増加が見込まれる。

先進国景気の動向が最大のリスク要因

アジア経済にとって最大のリスク要因は、先進国経済の減速ペースが速まることである。いったん輸出数量が減少し始めれ

ば、輸出価格も大幅に低下することが予想される。企業収益が大幅に悪化すれば、雇用や不動産市況にも悪影響が及ぼう。また、先進国の株価がさらに下落すれば、アジア諸国における株価も連動して下落する公算が大きい。このような展開は、アジア危機後の回復局面でみられた好循環を逆転させ、景気をスパイラル的に悪化させる可能性をもたらそう。

第2に、先のポイントとも関連するが、半導体在庫が予想以上に積み上がり、市況が悪化するリスクがあげられる。特に、価格変動の比較的大きいDRAM（記憶保持動作が必要な随時書き込み読み出しメモリー）の生産では域内で群を抜く、韓国、台湾が抱えるリスクは無視できない。2001年における両国からのDRAM輸出数量は64MB（メガバイト）換算で、それぞれ30億個、9.5億個と想定されている。このため、DRAMの平均単価の1ドルの下落は、経常収支をそれぞれ30億ドル、9.5億ドル縮小させる効果を有する。

第3に、原油価格の高止まりリスクが指摘できる。NRI野村総合研究所では、経済見通しの作成上、原油価格については2001年末にかけてWTI（ウェスト・テキサス・インターメディアート）ベースで1バレル当たり25ドルの水準に向けて軟化してゆくという前提を置いている。しかし、これが仮に1バレル当たり35ドルの水準で推移した場合、輸入原油に対する依存度の高いタイ、フィリピン、韓国の経常収支悪化をもたらそう。

第4に、想定以上に政治的混乱が拡大するリスクがあげられる。特に、インドネシアにおける政治的不確実性が高まってインドネシア銀行再建庁による資産売却に支障

が出る場合、財政的に困難な状況に追い込まれる可能性も否定できない。

減速感が強まる韓国経済

韓国の2000年の実質GDP成長率については、第3四半期のGDPが対前年比9.2%と高い伸びを示したことを受けて、9.1%（2000年9月予測では8.3%）に上方修正したい。ただし、第4四半期に入り、半導体価格の下落や株式市場の不振を受けて韓国経済は減速感を強めつつあり、輸出、鉱工業生産、小売りなどの月次統計にその傾向が現れている（図6）。

このため2001年については、米国景気の減速により輸出の鈍化が見込まれることや、国内需要、特に設備投資が減速するとみられることを考慮して、成長率を5.6%（9月予測6.6%）と下方修正する（次ページの表3）。2002年については、米国、日本の景気といった外部環境は引き続き厳しい一方、企業・金融セクターの回復によって民間消費などは多少改善するとみられるため、2001年とほぼ同水準の5.5%の成長を予測する。

図6 韓国の直近の指標は景気の減速を示唆

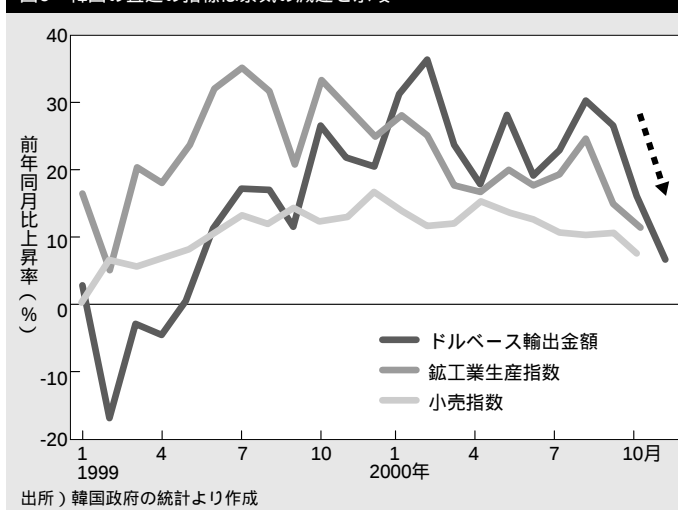


表3 韓国経済の短期予測

	1999年	2000年(予)	2001年(予)	2002年(予)
実質GDP成長率(%)	10.7	9.1	5.6	5.5
民間消費	10.4	7.2	3.7	4.7
政府消費	-0.6	0.8	1.8	2.0
固定資本形成	3.3	10.2	1.7	1.4
民間設備投資	37.4	38.0	6.6	3.4
在庫(寄与度)	5.5	0.0	1.2	1.0
輸出等	15.8	21.9	10.2	7.7
輸入等	29.0	22.2	9.4	6.7
消費者物価上昇率(%)	0.8	2.3	3.7	2.3
経常収支(億ドル)	250.0	105.7	92.4	82.6
(対GDP比、%)	6.1	2.2	1.7	1.4
失業率(%)	6.3	4.1	4.7	4.3
会社債3年物利回り(%)	8.3	8.7	7.8	8.1
ウォン/米ドル(平均)	1,188	1,128	1,094	1,056

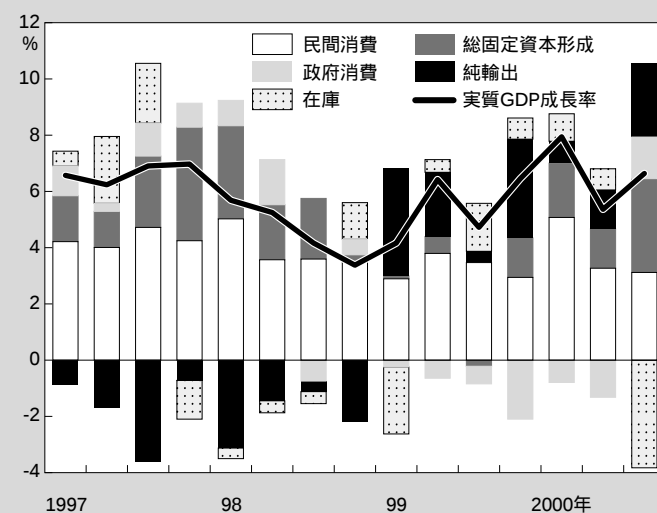
なお、懸念材料としては、米国、日本の景気動向やエレクトロニクス製品の市況といった外部要因のほか、金融・企業セクター改革の動向が指摘される。特に企業セクター改革については、分離したはずの現代自動車に現代建設の支援を行わせたり、大宇自動車についても清算を避けて操業を続行させるなど、韓国政府は急激な変動を避けつつも構造改革を推進するという微妙な

経済運営を迫られている。この点、外部環境の悪化が予測されるなか、政策対応次第では財政赤字の増大や景気の急減速を招く可能性がある。

インフレについては、2000年第4四半期に入って、原油価格上昇やウォンの下落にかかわらず消費者物価指数の上昇が落ち着いているため、2000年の消費者物価上昇率の予想は2.3%に据え置く。ただし、原油価格が前回の予測時に比べて高騰していることから、2001年については3.7%(9月予測2.8%)と上方修正する。また、2002年については、原油価格の下落とウォンの安定化を考慮し、2.3%と予測する。

為替については、景気の減速から経常収支の黒字維持が予測されるため、予測期間を通じては穏やかなウォン高傾向を予測する。ただし、米国景気の減速により輸出が鈍化すると見込まれ、また国内需要、特に設備投資が減速するとみられるため、実体経済の減速感が強まるなか、為替は金融市場の影響を極めて受けやすくなっており、短期的にはボラティリティ(変動性)の高い展開となろう。

図7 台湾の実質GDP成長率の寄与度分解



出所) 台湾政府の統計より作成

エレクトロニクス市況に左右される台湾経済

通常より1週間遅れて11月24日に発表された台湾の2000年第3四半期のGDPは、対前年同期比+6.6%と、比較的堅調な数値であった(図7)。懸念されていた民間消費も同+5.0%と比較的堅調な伸びを示した一方で、外需も堅調に推移した。

しかし、第4四半期に入り、台湾経済の不透明感が急速に増している。以前よりNRIが指摘してきた産業間の景気格差が、景況感の悪化や金融機関の不良債権問題と

いう形をとって顕在化してきたのに加え、好調だったエレクトロニクス産業についても減速感が強まりつつある。株価の下落も、逆資産効果や取引額の低迷による手数料収入（主に民間消費に計上され、1999年には民間消費の0.8%を占めた）の減少という形で、実体経済に影響を及ぼしている。

このため、2000年の実質GDP成長率予測を6.1%（9月予測6.6%）へ下方修正したい（表4）。2001年についても、エレクトロニクス関係の設備投資の頭打ちや米国景気の減速を考慮し、5.4%（9月予測5.7%）へ下方修正する。また、2002年については、エレクトロニクス市況や先進国経済がさらに鈍化する可能性が高く、5.1%と2001年よりやや低い成長にとどまると予測する。

なお、景気動向に影響を与える材料としては、エレクトロニクス市況や先進国の景気動向といった外部要因に加え、与野党対立による政治面の影響が無視できない。台湾の法制上、仮に2000年内に予算が国会を通過しない場合でも、新規項目以外は支出が可能である（財政法54条）ため、予算審議の混乱によって政府機能が全面的に停止することはない。しかし、その場合でも、金融機関の不良債権処理など、新規政策の実施の遅延は避けられない点には注意が必要である。

新台幣ドルは2000年第3四半期以降、軟調に推移しているが、その主な理由は国内資金の流出にあるとみられる。当面、頭の重い展開が予測されよう。

一方、インフレは引き続き安定しており、2000年の消費者物価上昇率は1.3%（9月予測に同じ）と低水準にとどまるとみられる。2001年については、通貨下落や原油価格上昇の残存効果からやや上昇し、2.0%

表4 台湾経済の短期予測

	1999年	2000年(予)	2001年(予)	2002年(予)
実質GDP成長率(%)	5.4	6.1	5.4	5.1
民間消費	5.4	5.8	5.0	5.0
政府消費	-6.5	0.4	2.0	2.0
固定資本形成	1.8	10.3	3.9	1.3
民間設備投資	-0.7	19.1	4.1	0.6
在庫(寄与度)	0.2	-1.1	0.2	0.2
輸出等	9.7	17.9	8.8	5.9
輸入等	4.4	16.0	7.3	3.9
消費者物価上昇率(%)	0.2	1.3	2.0	2.0
経常収支(億ドル)	83.8	70.2	60.1	52.9
失業率(%)	2.9	3.0	3.4	3.4
CP3ヵ月物金利(%)	4.9	4.9	5.0	5.3
台湾ドル/米ドル(平均)	32.3	31.2	31.9	31.5

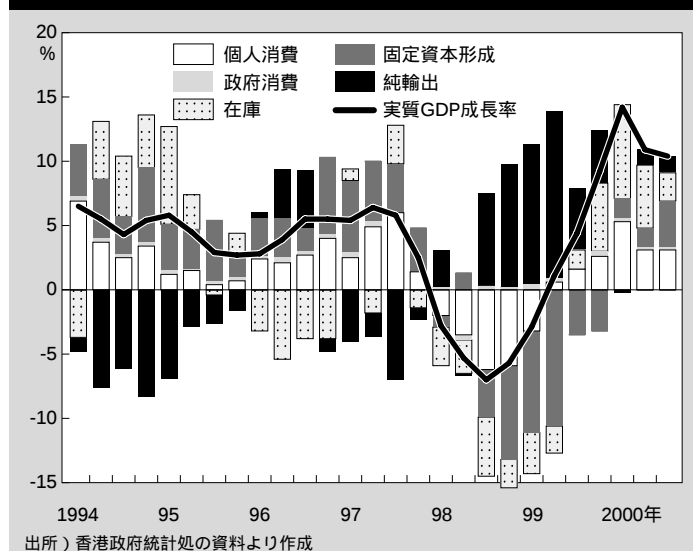
注) CP: コマーシャルペーパー

（9月予測2.1%）になると予測する。2002年についても、国内金融システムの回復などから多少インフレ圧力が高まり、2.0%程度となろう。

減速に向かう香港経済

香港の2000年第3四半期の実質GDP成長率は、前年同期比10.4%と、第1四半期から3四半期連続の2けた成長となった

図8 香港の実質GDP成長率の寄与度分解



(前ページの図8)。外需寄与度が1.3%にとどまったのに対し、内需寄与度は9.2%と、内需主導の景気回復が続いている。

内需のうち、固定資本形成の回復が目立ち、GDPに対する寄与度は2000年上半期の1.5%から3.6%に上昇した。これは機械設備投資が、前年同期比27.8%の大幅増を記録したことが大きい。IT関連投資や景況感の改善などが、その牽引力となった。

一方、不動産関連投資はまだ模様を呈している。2000年6月以降の不動産支援策の発表や政府住宅供給目標の撤廃などをきっかけに、不動産取引は活発となった。これを反映して、土地建物譲渡は20.6%の大幅増となり、第2四半期の-10.9%から大きく回復した。しかし、建設投資が-3.5%、不動産開発マージンが-13.7%と、新規の不動産投資は依然低迷している。

個人消費は、前年同期比+5.6%と、第2四半期の+5.1%を上回った。7、8月の株式市場の好調による資産効果に加え、海外からの観光客数が好調だったことが大きい。外需面に目を転じると、輸出は好調であるものの、輸入も内需主導の回復を受けて高い伸び率を記録したため、外需寄与度は第2四半期とほぼ同水準の1.3%となった。

第3四半期における景気が予想以上に強かったことを受けて、2000年通年の実質GDP成長率予想を前回(9月)の9.0%から10.4%に上方修正したい(表5)。

しかし、2001年以降の景気は減速に向かう。2001年と2002年の実質GDP成長率をそれぞれ4.5%、4.1%と予想する。

第1に、個人消費は、2000年9月以降の比較的大幅な株価調整による逆資産効

表5 香港経済の短期予測

	1998年	1999年	2000年(予)	2001年(予)	2002年(予)
実質GDP成長率(%)	-5.3	3.1	10.4	4.5	4.1
(内需寄与度)	(-10.3)	(-5.0)	(9.8)	(3.1)	(3.2)
個人消費	-7.4	0.8	5.9	3.8	3.2
政府消費	0.6	3.4	2.8	2.5	2.5
固定資本形成	-7.5	-17.3	7.7	3.9	5.2
機械設備投資	-6.6	-19.4	19.2	4.0	5.0
建設投資等	-6.0	-15.4	-4.7	3.7	5.4
在庫(寄与度)	-3.1	0.5	3.9	-0.3	-0.2
(外需寄与度)	(5.0)	(8.1)	(0.7)	(1.4)	(0.9)
財・サービス輸出	-4.0	4.2	16.3	6.7	4.6
財・サービス輸入	-6.3	0.1	16.6	6.2	4.3
消費者物価上昇率(総合指数、%)	2.8	-4.0	-3.6	0.0	1.5
" (A指数、%)	2.6	-3.3	-2.7	0.1	1.2
貿易収支(億ドル)	-109	-60	-111	-114	-125
経常収支(億ドル)	-3	85	74	84	81
(対GDP比、%)	-0.2	5.3	4.1	4.5	4.2
3ヵ月物銀行間金利(%)	5.81	5.69	6.20	4.95 ~ 5.70	3.70 ~ 4.50
最優遇貸出金利(%)	9.25	8.50	9.50	8.25 ~ 9.00	7.00 ~ 7.75
香港ドル/米ドル(平均)	7.75	7.76	7.79	7.78	7.78

注1) 建設投資等は、土地建物譲渡、不動産開発マージンを含む

2) 消費者物価総合指数は調査対象家計のすべて、A指数は下位50%をカバー

3) 経常収支は、貿易収支とサービス収支の合計

4) 金利は年末値、為替は期中平均値

出所) 香港政府統計処の資料より作成、予測

果、失業率が低下しているとはいえ4.8%と依然高めであること、周辺諸国の景気減速に伴って観光客数の伸び悩みが予想されること——などから、拡大スピードが低下しよう。

第2に、民間設備投資についても、IT関連投資ブームの一服、一部のネット関連企業の経営不振、在庫の積み増し局面の一服——などにより、伸びを低下させるとみられる。ただし、公共工事の本格化や実質金利のピークアウトが予想されることで、2001年の建設投資はプラスの伸びに転じるとみられる。

一方、外需については、2001年は内需鈍化の影響で内需向け輸入の減速が見込まれることから、外需寄与度は2000年よりも拡大しよう。しかし、2002年については、米国を中心とする海外景気の減速で輸出鈍化が見込まれるため、外需寄与度は再び1%を割ろう。

物価面では、足元で下落傾向が続いているものの、下落幅が緩やかに縮小している。内需の回復力が鈍化していくなか、物価下落が2001年前半まで続く公算が大きい。

シンガポールの成長率を上方修正

シンガポールの景気回復が続いている。2000年第3四半期の実質GDPは季節調整済みで前期比+1.6%と、1998年第4四半期以降プラスの伸びを続けている。NRIでは2000年の成長率を前回の7.1%から9.8%に上方修正する(表6)。2001年への成長率のゲタは2.1%に達すると試算される。

2000年第3四半期の外需の前年比寄与度は+8.8%と、予想外に高くなった。内需堅調を背景に輸入の伸びが高止まっていることを考慮すれば、第4四半期の外需寄与度

表6 シンガポール経済の短期予測

	1999年	2000年(予)	2001年(予)	2002年(予)
実質GDP成長率(%)	5.4	9.8	5.4	5.1
民間最終消費支出	6.2	9.0	7.0	5.7
政府最終消費支出	3.3	3.1	5.7	9.3
固定資本形成	-3.6	4.5	6.9	6.7
在庫増減(寄与度)	4.1	0.5	-0.2	-0.2
(内需寄与度)	5.5	6.1	5.5	5.3
(外需寄与度)	0.1	3.3	0.2	-0.2
消費者物価上昇率(%)	0.5	1.4	1.6	1.1
経常収支(億米ドル)	213	205	172	138
(対GDP比、%)	25.0	22.1	17.2	12.9
シンガポールドル/米ドル	1.69	1.72	1.71	1.70

出所)シンガポール統計庁の資料などよりNRIシンガポール作成

表7 シンガポールの財政政策の余地は十分

(単位:百万シンガポールドル)				
	1997年度	1998年度	1999年度(予)	2000年度(予)
歳入	29,181	27,911	30,645	34,994
(前年比伸び率、%)	0.9	-4.4	9.8	14.2
歳出	23,043	26,934	25,079	17,320
(前年比伸び率、%)	-1.0	16.9	-6.9	-30.9
経常支出	14,080	14,652	14,867	11,782
開発支出	8,963	12,282	10,212	5,538
財政収支	6,139	977	5,566	17,674
(対GDP比、%)	4.4	0.7	3.9	21.4

注1)年度ベース(4月開始) 2000年度は4~9月を年率換算

2)国有地売却益や各種年金基金を除いたベース

出所)シンガポール会計検査院の資料よりNRIシンガポール作成

は鈍化する可能性が大きい。また、米国経済の鈍化を背景に輸出の伸びが鈍化すると考えれば、外需の寄与度はその後も鈍化を続け、2002年にはマイナスに転じよう。

一方、第3四半期の内需の前年比寄与度は+1.5%と、予想外に低くなった。これは在庫投資が同-3.9%と、1999年第2四半期以降初めてマイナスに転じたためである。輸出の主力製品であるエレクトロニクス産業では、依然として在庫積み増し努力が続いているとみられることから、足元で在庫取り崩しが生じているとすれば、これは高い輸出需要に対応するために行われた一時的な措置と考えられる。生産鈍化に対

応した在庫調整は、2001年から緩やかに始まり、2002年も継続しよう。

景気鈍化の動きに対して、シンガポール政府は2001年から財政政策を発動し、内需の下支えを行うと予想される。シンガポール政府は恒常的に財政余剰の状態であり、機動的な財政政策の執行が可能である（前ページの表7）。成長率のゲタに加えて、歳出増加や減税措置などの財政政策の発動を前提に、2001年の成長率を前回の4.7%から5.4%に上方修正する。この成長率は政府予想の範囲内となる。また、2002年の成長率は5.1%を見込む。景気は鈍化する方向にあるが、緩やかなペースにとどまろう。

NRIでは、2001年以降原油価格の下落を想定している。景気の鈍化と相まって、インフレ圧力は後退しよう。消費者物価上昇

率は2000年の1.4%に続いて、2001年に1.6%、2002年に1.1%を見込む。

MAS（金融管理庁）は、インフレ抑制のために通貨高政策の継続を繰り返し主張している。NRIでは米国が2001年前半に金融緩和に転じることを想定しているが、これは米国との金利差の視点から通貨高要因となる。円やユーロなど貿易相手国の通貨高への動きも、MASが通貨バスケット政策を採用している以上、通貨高要因である。インフレ安定も通貨高を支持しよう。

一方、シンガポール企業の海外事業展開が進捗することが予想されるため、増資や親子ローンといった資本流出を通じて通貨高の動きは減殺されやすくなる。

以上より、シンガポールドル高の動きは緩やかに進行すると予想する。

表8 マレーシア経済の短期予測

	1999年	2000年(予)	2001年(予)	2002年(予)
実質GDP成長率(%)	5.8	8.6	6.7	4.9
民間最終消費支出	3.1	12.2	7.6	6.4
政府最終消費支出	16.3	5.2	10.5	9.6
固定資本形成	-5.9	21.1	12.8	9.2
在庫投資(寄与度)	0.2	0.8	-0.1	-0.3
(内需寄与度)	1.7	12.4	8.4	6.7
(外需寄与度)	4.2	-3.8	-1.7	-1.8
輸出等	14.3	17.7	8.3	4.6
輸入等	11.8	25.1	10.8	6.6
消費者物価上昇率(%)	2.7	1.5	1.7	1.4
経常収支(百万ドル)	12,606	11,146	9,689	7,766
リング/米ドル	3.80	3.80	3.80	3.80

表9 マレーシアの景気刺激的な財政政策は継続

	2000年度		2001年度	
	一般政府	連邦政府	一般政府	連邦政府
経常支出	650.1	582.1	678.6	607.1
(前年度比伸び率、%)	20.7	24.6	4.4	4.3
開発支出	549.1	252.9	608.5	268.4
(前年度比伸び率、%)	20.7	24.6	4.4	4.3

注) 非金融公営企業を除く
出所) マレーシア大蔵省の年次報告書よりNRIシンガポール作成

緩やかな景気鈍化にとどまる マレーシア

マレーシアの景気は、輸出好調と財政政策が民間内需に波及する形で回復が続いている。2000年第3四半期もこうした展開が続いていることが確認された。しかし、2001年以降は、米国景気の鈍化に伴って最大の景気牽引役である輸出の伸びが低下することから、2001年に6.7%、2002年に4.9%の成長率を見込む（表8）。

2001年の成長率については、前回予測時の5.1%から上方修正したが、これは財政政策による内需下支え効果を織り込んだためである。マレーシア政府は、経常支出と開発支出を合わせたベースでの歳出額を、2000年度に173億リング（GDP比5.3%）、2001年度に88億リング（GDP比2.5%）それぞれ増額させる計画である。NRIでは、2002年度も2001年度と同規模の歳出増加が

実施されると想定している（表9）。

マレーシアの景気センチメントが悪化しにくい背景には、企業のリストラ圧力の弱さがあるとの判断を継続する。マレーシアでは、タイと異なり、債務者に対して政府の救済措置が入り込む事例が多く、レイオフや事業売却を含めた欧米流の企業債務リストラはほとんどみられない。マレー人優遇のプミプトラ政策の継続を前提としているため、マハティール政権は、経済の効率性を多少損ねても社会の安定性を優先していると考えられる。

この結果、大量の失業による社会不安は回避できても、不採算部門は温存されている可能性が大きい。短期的な景気上振れと引き換えに中長期的には景気の下降リスクが残っているともいえる。

力強い景気回復とは裏腹に、マレーシアでは資本流出が加速している。外貨準備高は2000年4月末の344.6億ドルをピークに徐々に減少しており、10月末には308.9億ドルになった。足元で経常収支が黒字で推移していると想定されることから、この時期に大量の資本流出が生じていると考えざるをえない。資本収支と誤差脱漏を合わせたベースでは、2000年第1四半期に2.4億ドルの黒字であったが、第2四半期には20.0億ドルの赤字に転じている。

証券投資の流出ペースの加速や対外債務の返済の継続を考慮すると、当面は資本流出が継続すると考えられる。米国景気の鈍化に伴って経常収支の黒字は縮小していくと判断しているが、直接投資が2000年以降継続的に流入することを前提に、外貨準備高の取り崩しペースは2001年中に緩和しよう。

為替は2002年にかけて現行の1ドル＝

3.8リングの固定相場維持を見込むが、直接投資の流入が維持できない場合や、周辺アジア通貨がさらに下落基調を強める場合は、リング切り下げリスクが高まろう。

回復軌道が鮮明となりつつある インドネシア経済

インドネシア経済は、輸出および投資に牽引される形で回復ペースを速めている。

非石油・ガス輸出は年初来の高い伸びを続けており、2000年第3四半期における前年同期比増加率（ドルベース）は22.2%を記録した。輸出の好調は、ルピアの大幅な減価による面が大きく、労働集約的な繊維製品やエレクトロニクス製品、一次産品などが好調の模様である（図9）。NRIではルピア相場について、2001年にかけて徐々に増価し、2001年の対ドル平均為替相場は1ドル＝8560ルピアの水準に落ち着くことと予想しているが、この水準でも相対的に高い輸出価格競争力が維持されると判断される。

足元での投資の増加には、外資系製造業企業による投資のほか、中小企業による投

図9 インドネシアの輸出入（ドルベース）

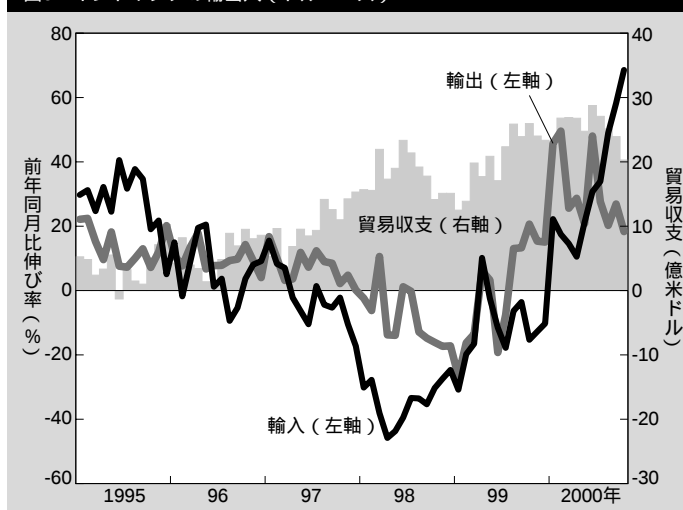


表10 インドネシア経済の短期予測

	1998年	1999年	2000年 (予)	2001年 (予)	2002年 (予)
実質GDP成長率(%)	-13.0	0.3	4.7	4.8	4.9
民間消費	-6.2	3.0	2.8	2.9	3.5
政府消費	-15.4	0.7	7.2	3.0	3.2
固定資本形成	-33.0	-19.9	14.0	6.9	8.5
輸出等	11.2	-31.6	16.1	9.9	4.9
輸入等	-5.3	-40.7	10.5	15.7	10.9
(内需寄与度)	-17.8	-2.7	2.9	5.6	6.2
(外需寄与度)	4.8	3.0	1.7	-0.8	-1.3
消費者物価上昇率(%)	58.4	20.5	3.6	6.5	4.3
経常収支(億ドル)	41.0	57.8	114.4	94.1	75.9
(対GDP比、%)	4.5	4.1	8.0	6.1	4.3
ルピア/米ドル(平均)	10,073	7,800	8,346	8,560	8,150

資の活発化が寄与している模様である。大企業はおおむね債務リストラ交渉を進めている最中であり、大規模な投資を行っている企業は現時点では少ないと考えられる。

しかし、リスケジュールリング(債務繰り延べ)、デット・エクイティ・スワップ——を柱とした企業の国内外債務のリストラが足元で進捗してきているため、2001年後半には大企業による投資規模が拡大する展開が予想される。輸出・投資の増加による景気浮揚効果によって所得環境も改善しており、民間消費も上向いている。

以上を考慮して、2001年のGDP成長率予想を前回の4.0%から4.8%へと引き上げる(表10)。2002年についても、自律的な内需拡大の主導による4.9%の成長率を見込む。

インフレについては、2000年10月の前年同月比の消費者物価上昇率が、ルピア安による輸入物価の上昇と燃料価格の引き上げを主因に7.8%に達した。2001年についても、燃料価格の再度の引き上げが4月に予定されているが、輸入価格上昇の効果が薄らいでくることから、通年で6.5%の水準に落ち着こう。金融政策は、制度上、インフ

レターゲット政策が採用されているものの、大量に発行された国債の利払いの問題があるため、基本的には中立方向で運営されると予想する。

リスク要因としては、これまでと同様、政治問題が最も重要である。NRIの見通しでは、一定の政治的安定が維持されるとの前提を置いているが、ワヒド大統領の政治力が現在よりも大幅に低下した場合は、国会における運営に支障が出て、重要な経済政策が遂行できなくなる可能性が高まる。特に、政治問題から、インドネシア銀行再建庁による資産売却、財政面でのスムーズな地方分権化、燃料費に対する補助金の引き下げ——に支障が出るリスクが指摘できよう。

政治危機により成長鈍化に向かうフィリピン経済

2000年第3四半期のフィリピン経済は、前年比で4.8%の実質GDP成長を記録し、第2四半期の4.5%に続いて比較的高い成長を維持した。第3四半期の成長を牽引したのは、農業と輸出である。農業セクターの実質生産増加率は大方の予想を上回る5.5%を計上、GDP成長率への寄与度は1.0%に達した。一方、実質輸出の増加率は18.3%と、通貨危機後において最高の水準となった。民間消費も、農業の好調の恩恵を受ける形で3.5%という比較的高い増加率を記録した。

第3四半期にはすでにミンダナオでの紛争が拡大していたことを考えれば、同期のフィリピン経済は予想を上回る足腰の強さを示したといえよう。こうした景気の上振れを考慮して、2000年の実質GDP成長率予想を、前回の3.7%から4.0%へと上方修正

する（表11）

しかし、2000年10月にエストラダ大統領の収賄疑惑が発覚して以来、投資・消費マインドは大きく低下していることから、今後の成長率は大きく減速することが予想される。その決定的な要因となるのが、上院で開始されたエストラダ大統領に対する弾劾裁判の行方である。憲法の規定では、現在22人の上院議員が、弾劾裁判において陪審員の役割を果たすと定められており、全上院議員の3分の2以上が賛成すれば、大統領が罷免される（表12）。

裁判がスムーズに進んだ場合、2001年1、2月中に判決が出る可能性が高い。しかし、大統領支持派の議員が裁判の引き延ばし戦術を実行して裁判が長期化した場合、消費者・投資マインドの低下も長引き、景気が下降線をたどる可能性が高い。また、裁判で大統領が無罪となった場合も、裁判の結果を不服とする国民によるデモの拡大など、政治的混乱が続く事態が生じよう。

これらの事態が生じた場合、2001年5月に実施予定の中間選挙が重要な節目となろう。中間選挙では、現在22人の上院議員のうち10人が改選されるほか、空席の2議席も埋められる。国民の総意が大統領の罷免であるとすれば、罷免に賛成の議員が多数選出されることで、大統領は早晩退陣に追い込まれよう。

2001年の景気減速要因としては、輸出の減速も重要である。フィリピン経済は、輸出主導で景気を拡大させてきただけに、先進国景気の冷え込みは大きな影響を与えよう。こうした景気減速要因を考慮し、政治的混乱が2001年前半まで続くとの想定のもとで、2001年の実質GDP成長率予想を、前回の3.4%から2.8%へと下方修正したい。

表11 フィリピン経済の短期予測

	1998年	1999年	2000年 (予)	2001年 (予)	2002年 (予)
実質GNP成長率(%)	0.4	3.7	4.2	3.0	3.7
海外でのネット要素所得	23.9	10.1	7.7	7.4	8.9
実質GDP成長率(%)	-0.6	3.3	4.0	2.8	3.4
民間消費	3.4	2.6	3.1	2.6	3.3
政府消費	-1.9	5.3	0.6	2.9	5.5
固定資本形成	-11.2	-2.0	-2.7	-2.7	3.9
外需(成長寄与度)	-1.6	3.0	5.6	0.3	-0.4
消費者物価上昇率(%)	9.7	6.7	4.1	5.7	4.6
経常収支(億ドル)	12.9	71.9	89.1	83.7	62.8
(対GDP比、%)	1.9	9.2	11.6	10.4	7.0
ペソ/米ドル(平均)	40.9	39.1	44.2	44.7	43.6

出所) フィリピン政府の公式統計より作成、予測は野村総合研究所

表12 フィリピンの上院議員

議員名	所属政党	任期
1 ミリアム・ディフェンソール・サンチャゴ	与党	2001年まで
2 ファン・ボンセ・エンリレ	与党	2001年まで
3 ビセンテ・ソット	与党	2004年まで
4 ブラス・オブレ	与党	2004年まで
5 ジョン・オスメーニャ	与党	2004年まで
6 ラウル・ロコ	野党	2001年まで
7 ファン・フラビエ	野党	2001年まで
8 セルジオ・オスメーニャ	野党	2001年まで
9 ローレン・レガルダ	野党	2004年まで
10 レナト・カエタノ	野党	2004年まで
11 ローバート・バーバース	野党	2004年まで
12 テオフィスト・ギンゴナ	野党	2004年まで
13 ラモン・マグサイサイ	野党*	2001年まで
14 フランクリン・ドリロン	野党*	2001年まで
15 フランシスコ・タタド	野党*	2001年まで
16 グレゴリオ・ホナサン	野党*	2001年まで
17 ドミニケ・コセテン	野党*	2001年まで
18 アキリノ・ビメンテル	野党*	2004年まで
19 ロドルフォ・ピアソン	野党*	2004年まで
20 ロバート・ジャウォルスキー	野党*	2004年まで
21 ラモン・レビリャ	野党*	2004年まで
22 テレサ・アキノ・オレタ	野党*	2004年まで

注) * が付された議員は、一連の大統領スキャンダル発覚以降に与党から離脱
出所) 各種報道資料などより作成

リスク要因としては、先進国景気の予想以上の減速、政治的混乱の想定以上の拡大、エルニーニョ現象による悪影響の

表13 タイ経済の短期予測

	1999年	2000年(予)	2001年(予)	2002年(予)
実質GDP成長率(%)	4.2	4.7	4.1	3.6
民間消費	2.4	4.5	4.0	4.0
政府消費	2.8	7.4	8.4	8.3
固定資本形成	-4.8	6.3	4.3	5.2
在庫投資(寄与度)	3.4	1.9	-0.3	-0.2
(内需寄与度)	3.9	6.2	3.4	3.8
(外需寄与度)	-1.1	-0.9	0.6	-0.1
輸出	9.6	17.7	8.6	4.0
輸入	16.7	25.8	9.6	5.2
消費者物価上昇率(%)	0.3	1.7	2.1	1.2
経常収支(億ドル)	125	98	86	72
(対GDP比、%)	10.0	7.9	7.2	5.8
タイパーツ / 米ドル	37.8	40.1	44.5	45.0

注) 統計誤差のため、内外需寄与度の合計は必ずしも成長率にならない
出所) タイ中央銀行の資料などよりNRIシンガポール作成

表14 タイ政界では愛国党優位は変わらず

政党名	予想獲得議席
愛国党	160
民主党	78
国家開発党	45
国民党	45
新希望党	38
自由正義党	19
その他	15

注 1) 2000年11月末時点の世論調査

2) 小選挙区400議席の予想であり、比例代表区100議席は含まない

出所) タイ内務省の調査に基づく各種報道よりNRIシンガポール作成

顕在化、原油価格の高止まり——が懸念される。

政治不安が拡大するタイ

タイ景気は、輸出好調と財政政策によって回復してきた。しかし、農村の疲弊や原油価格の上昇などを契機に、景気センチメントは2000年下半年に悪化し始めたと考えられる。実質成長率については、2000年に4.7%、2001年に4.1%、2002年に3.6%の水準を予想している(表13)。

景気鈍化の見通しの背景には、第1に、

輸出の鈍化がある。NRIでは米国景気が2001年下半年から減速ペースを強めると予想しており、これに伴い輸出の伸びも鈍化しよう。景気を牽引する主役であった輸出が鈍化すれば、景気センチメントも悪化しよう。

第2に、民間消費の低迷である。企業リストラの継続が民間消費の下押し圧力として継続しよう。政治が混乱すれば、消費センチメントはさらに悪化しやすくなる。

第3に、設備投資の回復ペースの弱さである。過剰設備が解消されていないことや銀行貸し出しの低迷を考慮すると、設備投資の回復ペースは緩やかにとどまろう。内需鈍化を受けて不動産市況が下落すれば、二次損失の発生によって銀行の貸し出しはさらに低迷しよう。

景気鈍化を受けて、タイ政府は現行の金融緩和と積極的な財政政策を継続しよう。2001年度には500億パーツの歳出拡大が予定されているが、2002年度も同程度の歳出拡大を見込む。政府消費は高い伸びを続け、公共事業は固定資本形成を下支えしよう。1999年時点では、固定資本形成のうち45%が公的セクターである。

他方、タイ大蔵省は2001年10月にVAT(付加価値税)の税率を現行の7%から10%に引き上げる予定だが、民間消費の一段の冷え込みを回避すべく、引き上げ措置は2003年以降に先送りされよう。税率据え置きという前提に変更したことで、2001年の民間消費の予想伸び率を上方修正する。

経常収支の黒字は、輸出鈍化を受けて2002年にかけて縮小すると予想する。足元の資本流出は、米国との金利差を受けた対外債務の返済に伴う動きである。当面は資本流出ペースは変化しないとみられ、IMF

(国際通貨基金)への返済と相まって、外貨準備高は取り崩される方向にある。

一方、度重なる景気対策の実施と金融再建コストの増大によって、公的債務は増加を続けよう。中央銀行による国債引き受けの可能性も払拭できない。米国が金融緩和に転じても、公的債務のファイナンス問題でパーツには下落圧力が続こう。

タイでは2001年1月に、国会下院選挙が行われる。愛国党が第一与党になる可能性が高い(表14)。しかし、選挙違反の発覚に伴う再選挙による選挙の長期化が懸念される。さらに、タクシン愛国党党首が国家汚職追放委員会によって公職追放になれば、政治混迷はいっそう深刻化しよう。

積極財政継続で回復力を保つ 中国経済

中国経済は、2000年下期に入っても堅調な回復ぶりをみせており、第3四半期の実質GDP成長率は8.2%を記録した。第4四半期は輸出の減速などにより成長率が若干低下するものの、通年では8.0%(前回の予想では7.9%)と、1999年の7.1%を上回る成長率になると予想する(表15)。

2001年については、景気回復のペースが2000年よりやや減速するという前回の予想を変更し、実質GDP成長率の予想を7.6%から8.2%に上方修正した。その理由は、

2001年も積極的な財政政策が継続されること、民間投資の促進策が本格化すること——である。

2000年11月末に2001年の経済運営施策を決める中央経済工作会议が開催され、内需拡大のために引き続き積極財政政策を実施することが明らかになった(表16)。中国は、1998年以降、建設国債の発行で景気

を浮揚してきており、98年から2000年の間に景気対策のため、3600億元の国債を発行している。足元では景気が回復しているものの、財政政策と輸出に牽引された部分が大きく、民間投資の本格的な回復には至っていない。このため、積極財政の継続で景気の腰折れを防ぐ必要があると政府が判断した模様である。

国債発行規模はまだ明らかにされていないが、2000年度初の1000億元と同じ規模に

表15 中国経済の短期予測

	1998年	1999年	2000年 (予)	2001年 (予)	2002年 (予)
実質GDP成長率(%)	7.8	7.1	8.0	8.2	7.8
実質工業生産(%)	8.9	8.5	11.7	12.0	9.0
名目国有企業固定資産投資(%)	19.6	6.1	13.1	14.3	12.0
実質小売り売上高(%)	7.6	8.2	9.4	9.6	9.0
消費者物価上昇率(%)	-0.8	-1.4	0.2	0.9	1.8
通関輸出(億ドル)	1,839	1,949	2,534	2,845	3,088
通関輸入(億ドル)	1,402	1,657	2,224	2,537	2,799
通関輸出伸び率(%)	0.5	6.1	30.0	12.2	8.6
通関輸入伸び率(%)	-1.3	18.1	34.2	14.1	10.3
通関貿易収支(億ドル)	436	291	310	307	289
経常収支(億ドル)	293	157	150	167	146
(対GDP比、%)	3.1	1.6	1.4	1.4	1.1
1年物運転資金貸出金利(%)	6.39	5.85	5.85	5.60 ~ 6.10	5.60 ~ 6.10
人民元/米ドル(年末値)	8.279	8.279	8.26 ~ 8.30	8.22 ~ 8.33	8.20 ~ 8.35

出所) 中国国家统计局の資料などより作成、予測

表16 中国の2001年の経済運営における重点

- 農業の強化、農民収入の向上
- 産業構造の調整・高度化
- 国有企業改革の深化
- 社会保障制度の整備、雇用の拡大
- 積極的財政政策の継続実施
- 穏健的通貨政策の継続実施、金融監督・管理の強化
- 西部大開発の着実な推進
- 対外開放を新たなレベルにまで引き上げ
- 科学技術進歩の推進、人材育成の強化
- 市場経済の秩序に対する管理・整頓・規範の強化

注) 2000年11月に開催された中央経済工作会议で決定されたもの

出所) 新華社の資料より作成

なるとみられる。国債で調達した資金の用途は、進行中の建設プロジェクトや西部開発が中心となろう。

民間企業投資の促進策については、WTO加盟に伴う対外開放の拡大に先立って、国内の民間企業に対する市場参入などに関する規制の緩和が2001年に予定されている。また、2000年10月に発表された第10次5ヵ年計画（2001～2005年）に関する党提案の中で情報化・ハイテク化の推進が決定されたのに合わせ、中国版NASDAQ（店頭株式市場）が2001年前半にも設立される。新たな資金調達チャネルが生まれ、活力のあるベンチャー企業の投資が後押しされる効果が期待される。

一方、リスク要因として、WTO加盟と海外景気の減速により外需面から景気が押し下げられることがあげられる。現状からみると、WTO加盟は2001年前半になる公算が大きい。加盟と同時に実施される輸入関税の引き下げに加え、内需の回復によって、輸入は2001年以降も増勢を保とう。他

方、輸出は、特に2002年に米国景気の急減速により1けた台の伸び率に低下すると予想する。

ただ、2002年秋には5年に1度の党大会が開催され、党指導部の交替が予定される。指導部の安定移行を果たすため、景気が急速に落ち込む前に、財政出動による景気浮揚が図られよう。このため、2002年の実質GDP成長率は、海外要因による輸出減速を主因に2001年から低下するものの、なお7.8%の水準を維持しよう。

著者———

木下智夫（きのしたともお）
経済研究部アジア経済研究室長

中井浩之（なかいひろゆき）
経済研究部主任エコノミスト

李 粹蓉（りすいよう）
経済研究部副主任エコノミスト

佐野鉄司（さのてつじ）
NRIシンガポール副主任エコノミスト