

# Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

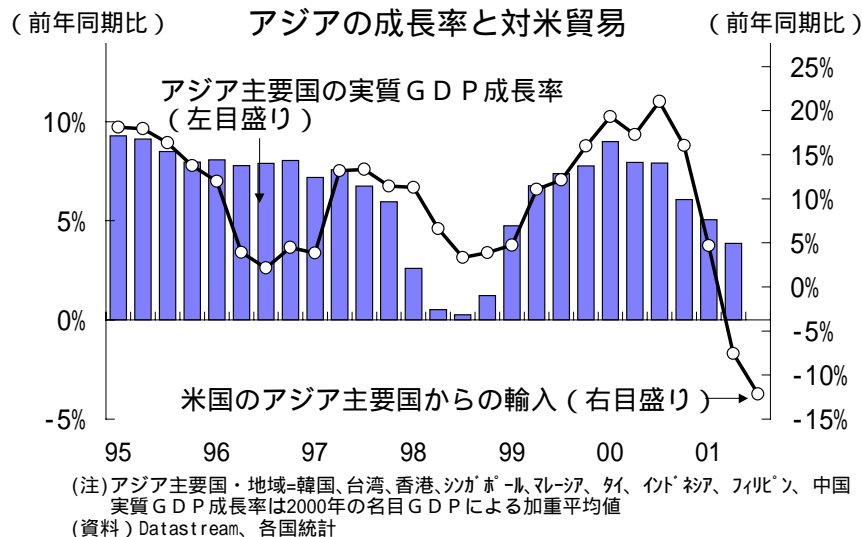
## 欧州経済動向 / IT不況と米景気後退下で低迷が続くアジア経済

### < 欧州経済動向 >

1. ユーロ圏では企業部門の悪化から雇用調整が進行、消費者マインドは悪化している。
2. 英イングランド銀行は4日に0.25%の利下げを実施、ECBは11日の定例理事会で利下げを見送った。英国、ユーロ圏ともにインフレ率は鈍化、景気下振れリスクへの警戒感を強めており、追加利下げに含みを残している。

### < 今週の焦点：IT不況と米景気後退下で低迷が続くアジア経済 - >

1. 世界経済が同時不況の様相を呈する中、アジアの経済成長率は大きく鈍化している。中でも対米IT機器輸出依存度が高い台湾、シンガポール、マレーシアの景気悪化が目立つ。
2. 金融・財政面からの政策は強化されているが、押し並べて輸出依存度が高い一方、企業・金融システムの脆弱性や財政事情の悪化から政策による下支えに限界がある国が多く、調整局面は通貨危機時以上に長引く可能性がある。



副主任研究員

伊藤 さゆり

(03)3597-8538 ito@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所

〒100-0006 東京都千代田区有楽町1-1-1 7F

: (03)3597-8405

ホームページアドレス: <http://www.nli-research.co.jp/>

## < 欧州経済動向 ~ 悪化する雇用環境と消費者マインド ~ >

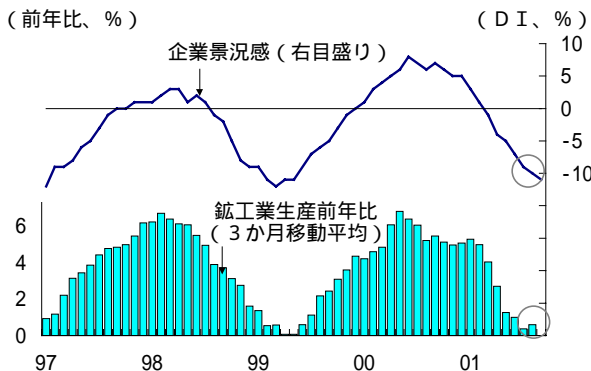
### ユーロ圏経済は一段と減速する見込み

( 企業部門の調整は深化。雇用調整を通じた家計部門への波及も本格化 )

ユーロ圏の景気は悪化している。ドイツでは製造業受注が 8 月に 3 か月ぶりに前月比でプラスに転化、生産は 2000 年 7 月以来の高い伸びとなり、ユーロ圏全体の鉱工業生産指数 ( 季調済 ) も 8 月は前月比 1.1% と 7 月の 1.3% から上昇に転じた。しかし、テロ事件後の内外情勢の不透明感から、底入れ期待は薄く、企業マインドの悪化は続いている ( 図表 1 )

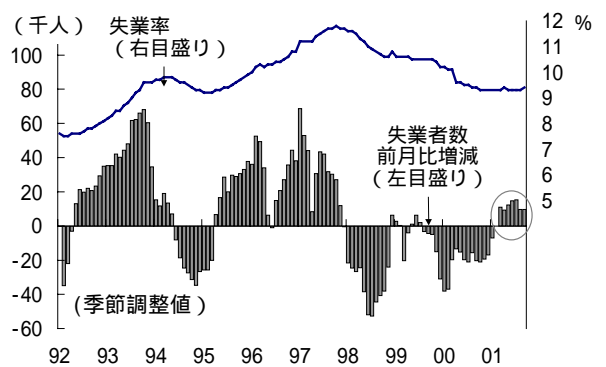
企業部門の悪化は、雇用の調整を通じて家計部門にも波及しつつある。失業率はユーロ圏全体で 8 月も 8.3% と前月比横這いとなっているが、年初から失業者数の増加が続いてきたドイツに加え ( 図表 2 )、4 年にわたり雇用情勢の改善が続いたフランスでも 5 月以降は失業者数が増加に転じ、増勢が加速している ( 図表 3 )。

図表 1 ユーロ圏：生産と企業景況感



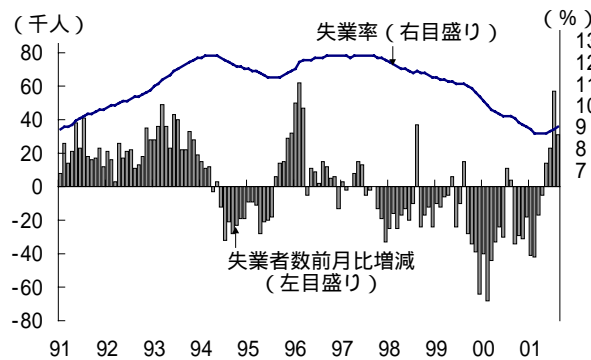
( 資料 ) 欧州委員会統計局 (Eurostat)、Datastream

図表 2 ドイツ：雇用情勢



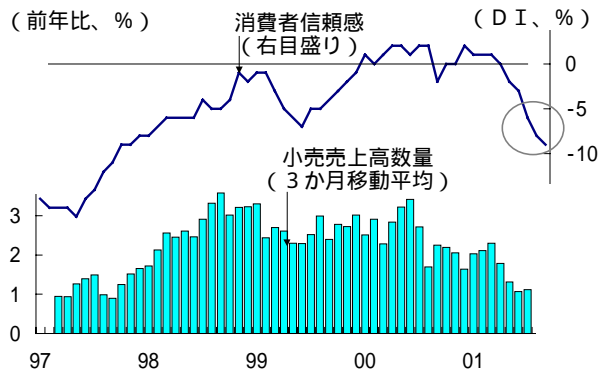
( 資料 ) プンデスバンク、Datastream

図表 3 フランス：雇用情勢



( 資料 ) 国立経済統計研究所 (INSEE)、Datastream

図表 4 ユーロ圏：小売売上高と消費者景況感



( 資料 ) 欧州委員会統計局 (Eurostat)、Datastream

消費者の景況感は 9 月にマイナス 9 と 4 年ぶりの低水準に達した ( 図表 4 )。テロ事件の影響は 9 月の調査にはフルに織り込まれておらず、悪化の主たる理由は事件前の段階での世界経済の減速や雇用調整と考えられる。テロ事件後は、IT 分野での追加的人員削減の動きや航空会社の破綻など

雇用情勢は一段と厳しさを増す一方、米英による軍事行動の開始で報復テロへの懸念が強まっており、マインドの悪化がインフレ沈静化の効果を減殺し、個人消費がさらに鈍化する可能性は高まっている。

(インフレ懸念は着実に後退。ECBは早期に追加利下げを実施する見込み)

景気後退への懸念が強まる一方、インフレへの懸念は後退している。ユーロ圏の9月の消費者物価上昇率は2.5%と8月の2.7%からと低下した。ドイツでは前年同月比で2.1%(速報値)と8月の2.6%から大きく低下、フランスでも同2.0%から1.6%へと低下している。当面は、ユーロ建てでみた原油価格の低下効果から鈍化傾向は続くものと予想される。

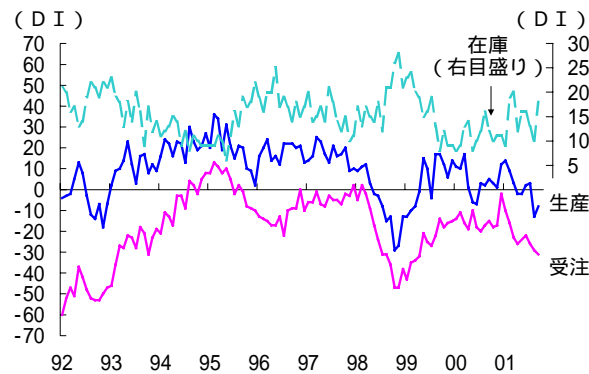
ECBは10月11日の定例理事会で利下げを見送ったものの、ドイゼンベルグ総裁は記者会見の中で、景気の下振れリスクを監視するとしており、比較的早い段階での追加利下げ実施が予想される。

### 英国でも個人消費の息切れが懸念

(消費拡大を支えたサービス業の成長、良好な雇用環境、高水準の消費者マインドには陰り)

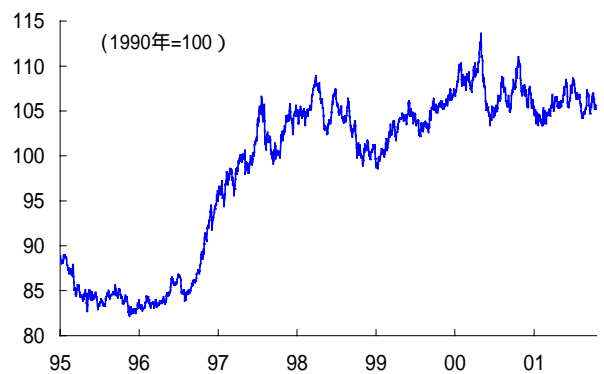
英国では、構造的不況が続く製造業の生産が、8月には自動車など耐久消費財の生産回復で前月比プラスとなったが、依然として前年割れで推移している。企業も生産、受注の減少、在庫の積み上がりを展望している(図表5)。英国の輸出関連製造業の低迷は、海外の需要低迷と相対的な価格競争力によるものである。需要については外部環境の悪化から不透明感を増す一方、ポンドの実効相場は2日の労働党大会でのブレア首相発言を受けたユーロへの早期参加観測や、8日のアフガニスタンへの軍事行動開始などで一時的に弱含んだものの、依然高めの水準で推移している(図表6)。製造業の早期回復は見込み難い状況である。

図表5 CBI 製造業動向調査



(資料) Datastream

図表6 英国：ポンド実効為替相場



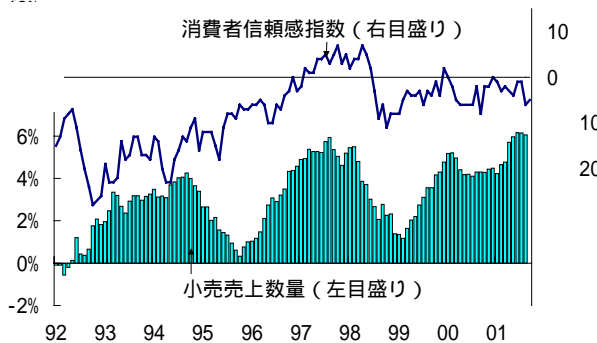
(資料) 英中央統計局(ONS)、Datastream

英国の景気を支えてきた消費拡大の勢いは、小売売上高統計を見る限り衰えてはいない(図表7 - 棒グラフ)。消費の堅調を支えてきた、サービス業の拡大、良好な雇用環境、高水準の消費者マインド、住宅価格の堅調などの要因のうち、雇用情勢は9月も失業率が3.1%と26年ぶりの低水準を維持、失業者の減少傾向も続き(図表8) 利下げ効果が顕れやすい住宅価格も、指標による温度差

はあるが、概ね堅調に推移している（図表 9）。その一方で、サービス業の動向を示す英国サービス活動指数は 8 月の 50.9 から 9 月には 48.1 と低下、業況判断の分かれ目となる 50 を割り込み、消費者景況感指数は 6 月、7 月の改善の後、8 月以降、再び悪化に転じるなどマイナスの材料も散見される（図表 7 - 線グラフ）。

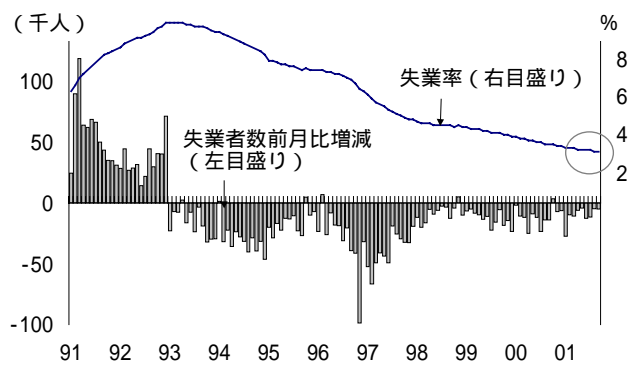
雇用の改善傾向にも、テロ事件による旅客数の激減で直接的打撃を受けた航空業界の人員削減に加え、ハイテク企業や金融業界での追加的な雇用調整の動きが相次いでおり、陰りが見え始めている。英国においてもテロ事件をきっかけとする雇用環境、マインドの悪化が個人消費の減速のきっかけとなる可能性があり当面の動向が注視される。

**図表 7 英国：小売売上高と消費者信頼感**  
(前年比、3 か月移動平均) (%ポイント)



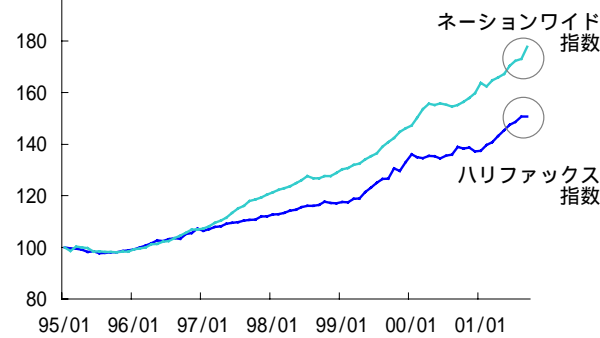
(資料) Datastream

**図表 8 英国：雇用情勢**



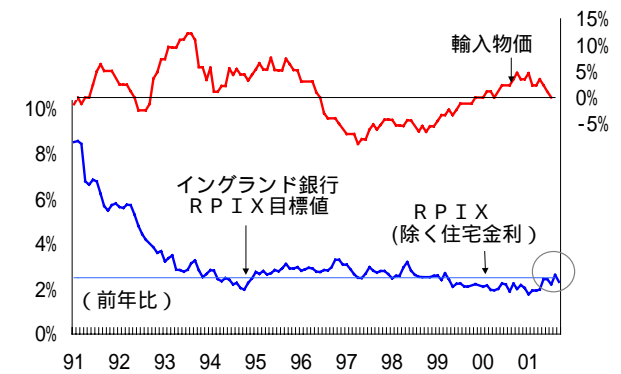
(資料) Datastream

**図表 9 英国：住宅関連指数**  
(1995年1月=100)



(資料) Datastream

**図表 10 英国：物価**



(資料) 英中央統計局(ONS)、Datastream

( 4 日の定例理事会では今年 6 度目の利下げを実施。政策金利は歴史的低水準 )

中央銀行のイングランド銀行は 9 月の欧米協調利下げに続き、10 月 4 日の定例理事会で 0.25% の利下げを実施した。政策金利の引き下げは今年 6 度目、累計引き下げ幅は 1.5%、政策金利の水準(年 4.5%) は 37 年振りの低水準となった。基礎インフレ率(RPIX、住宅ローンの利払いを除いた消費者物価上昇率)は 8 月に 2 年 5 か月ぶりに政策目標の年 2.5% を上回ったものの、9 月には 2.3% へと低下した(図表 10)。BOE は追加利下げを行ってもインフレ目標の達成は可能とする一方、英国経済は相対的には底固いが、テロ事件前から世界経済は予想以上に悪化しており、英国でも企業や消費者の信頼感が損なわれ、支出が抑制される懸念があるとしている。

## < 今週の焦点：IT不況と米景気後退下で低迷続くアジア経済 >

### 世界同時不況の様相を呈する中、エマージング経済の成長率は鈍化

世界同時不況への懸念が高まる中、輸出と外貨繰りを通じて負の影響を受けやすいエマージング経済の先行きにも不透明感が強まっている。国際通貨基金（IMF）が9月26日に公表した世界経済見通しでは、エマージング経済でも半年前に比べて成長率が下方修正されている国々が多い。特に、中南米は、米国と地理的に近接し結びつきが強いこと、アルゼンチンのデフォルト懸念による資金流入環境の悪化やブラジルのエネルギー危機の影響から下方修正の幅は大きくなっている。一方、中東欧諸国は産業構造面からIT不況や米国の景気減速の影響を受け難いこと、外貨繰りに比較的余裕があること、EU加盟期待を背景に直接投資が流入していることなどから下方修正幅は小さく、成長減速のペースも緩やかである。

日本経済との結びつきが最も強いアジア経済は、全体としては中南米に比べて下方修正幅が小さいが、これは、ウェイトが大きい中国の高成長が反映されたもので、NIEs（韓国、台湾、香港、シンガポール）は半年の間に2.8%、ASEAN4（タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン）は同1.0%と大幅に下方修正されている。特に、NIEsは、8%超の成長を遂げた昨年からの鈍化スピードの速さも際立っている（図表1）

図表1 国際通貨基金（IMF）による経済見通しの修正状況

		実績		予測			
				10月予測		変更幅	
		99	00	01	02	01	02
先進工業国	米国	4.1	4.1	1.3	2.2	-0.2	-0.3
	日本	0.8	1.5	-0.5	0.2	-1.1	-1.3
	EU	2.7	3.4	1.8	2.2	-0.6	-0.6
エマージング 経済	アジア	6.4	7.0	5.1	5.9	-0.5	-0.3
	NIEs	7.9	8.2	1.0	4.3	-2.8	-1.2
	ASEAN4	2.8	5.0	2.4	4.1	-1.0	-0.6
	中国	7.1	8.0	7.5	7.1	0.5	0.0
	南アジア	6.4	5.8	4.5	5.6	-0.9	-0.3
	中南米	0.2	4.1	1.7	3.6	-2.0	-0.8
	中東欧	2.0	3.8	3.5	4.2	-0.4	-0.2
世界	3.6	4.7	2.6	3.5	-0.6	-0.4	

（注）アジアはNIEs、ASEAN、中国、南アジア

（資料）IMF, "World Economic Outlook", May 2001 及び October 2001

### アジア経済の減速度合いには対米IT輸出依存度の違いが反映

（輸出環境変化の影響を受けやすいアジア経済）

NIEsを中心とするアジア景気の急減速の主因は輸出環境の悪化である。NIEsやASEAN、さらに中国の沿海地域は、経済開発のための輸出工業化、直接投資の流入促進で成功をおさめ、資本財・中間財を輸入し組立加工を行う加工貿易型の産業構造が形成されている。経済の輸出依存度は高水準にあり、輸出動向が企業収益や雇用・所得環境を通じて内需に及ぼす影響は大きい。景気拡大期には輸出製品の組立加工に必要な資本財や中間財のほか、設備投資や国内消費に関わる輸

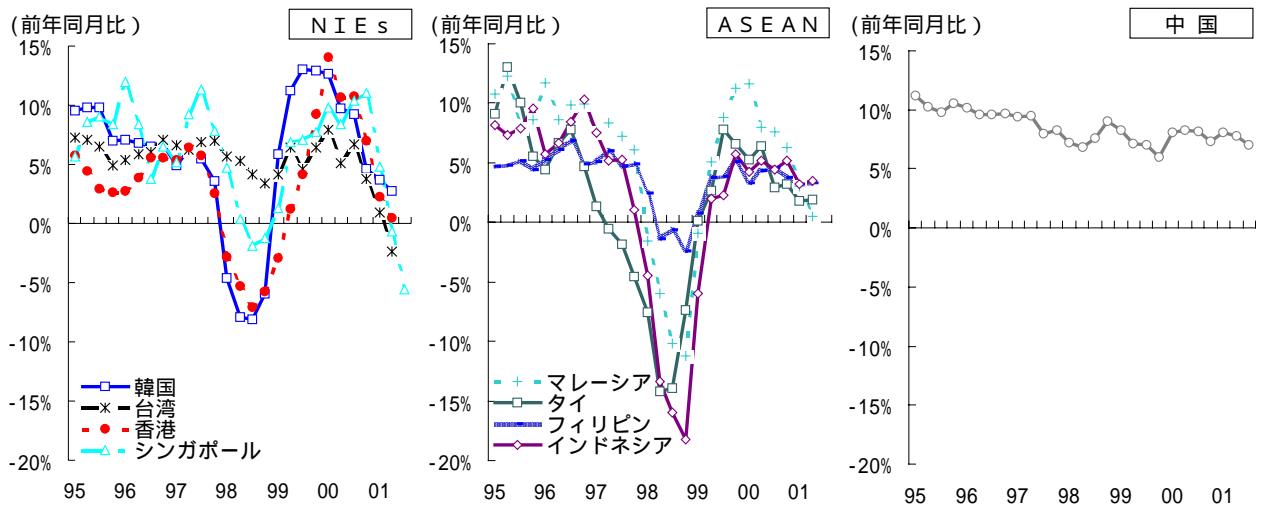


入が増加するため外需の寄与はマイナス、景気減速局面ではプラスとなる傾向がある。

( I T 輸出依存度の高い台湾、シンガポール、マレーシアの景気は急速に悪化 )

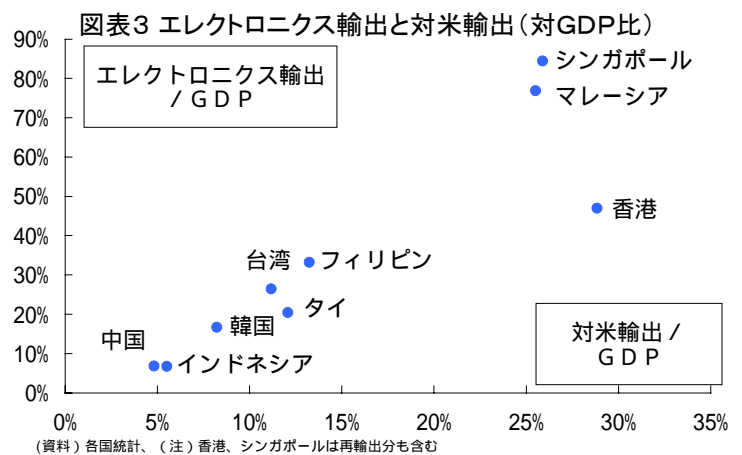
今年に入ってから、アジア主要国の成長率は総じて鈍化、輸出を上回る速度で輸入が落ち込んだ結果、多くの国で外需の寄与はプラスとなった。主要国の中では、シンガポール、台湾、マレーシアの景気の悪化が目立っている(図表2) これらの国々には、対米エレクトロニクス輸出の依存度が高く、I T 不況と米国の景気後退の影響を受けやすい傾向があり(図表3) 大幅な在庫調整と設備投資の不振に加え、雇用・所得環境の悪化から個人消費も減速している。

図表2 アジア主要国地域の成長率



(資料)Datastream、各国統計

シンガポールでは7～9月期の成長率(推定値)が前年比5.6%と大きく落ち込み、2001年の政府の見通しも従来の0.5%～1.5%から3.0%へと大きく下方修正、1965年の建国以来の落ち込みとなることが確実にされた。4～6月期に2.4%と大きく落ち込んだ台湾では、I Tセクターの調整、資産価格の下落に、9月に台北に上陸した台風の記録的な大雨による経済活動の一時的な麻痺の影響が加わり、2001年通年の成長率は統計開始以来初のマイナス成長が予想される。



(資料) 各国統計、(注) 香港、シンガポールは再輸出分も含む

( 韓国、香港でも先行きの一段の落ち込みを見せる可能性 )

その他のNIEs 経済も台湾、シンガポールに比べればマイルドながら、景況は悪化している。

韓国経済の減速ペースが比較的緩やかであった背景には、IT輸出への特化度合いが相対的に低く、非IT分野が比較的堅調に推移したことがある。また、需要面からは輸出と投資は落ち込んだものの、個人消費は比較的底固く推移してきた。しかし、韓国でもIT関連セクターの業績悪化は深刻であり、堅調を保ってきた非ITセクターも、世界需要の一層の落ち込みから成長鈍化が懸念される状況にある。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）の価格暴落をきっかけに資金繰り悪化が表面化した半導体第2位のハイニックス半導体（旧現代電子）のほか、過剰債務を抱える大手企業の債務リストラの行方は、金融機関からの借入のみでなく、社債やCP市場からの資金調達にも影響を及ぼすことから注視されている。

香港は前年同期比では4~6月期も0.5%成長となったが、前期比（季節調整値）ではマイナス成長となっている。輸出不振、設備投資の落ち込みが原因であり、個人消費は所得の増加と累次の利下げの効果から底固く推移した。個人消費の堅調も、4~6月期は4.6%と2年ぶりの低水準にあった失業率が7~9月期には5.3%と急ピッチで上昇していることや、株価、不動産価格の下落の影響から一段の減速は避けられない状況にある。

（タイでは輸出の落ち込みで金融・企業改革の遅れが浮き彫りに）

A S E A Nでは、IT輸出依存度が著しく高いマレーシアに比べれば緩やかながら、タイも上半期の成長率が1%台となるなど減速傾向を強めている。タイの不良債権問題は、債務リストラや資産管理会社（AMC）への不良債権の移管によって、ピーク時（98年7月）の47.7%から2001年8月には12.48%へと低下した。しかし、AMCに移管された不良債権の処理は遅れており、企業の過剰債務・過剰設備問題は解消に至っていない。経営再建中の大手企業の中には景気の減速で債務リストラ条件の見直しが必要となっているものもある。内需の回復基盤は依然として脆弱である。

（インドネシア、フィリピンの落ち込みは軽微）

インドネシアやフィリピンは4~6月期も3%台の成長を維持するなど、落ち込みは比較的軽微に止まってきた。

フィリピンは、生産コストの割安さと輸出加工区建設など直接投資受入れ体制の整備を評価した米系、日系の主力メーカーによる半導体組み立て工程の移管が進んだ結果、経済規模に対してIT関連輸出の金額が大きく膨らんだ。IT不況の影響から輸出金額や製造業生産は落ち込んでいるが、付加価値の低さや雇用に占めるウェイトが相対的に小さいことなどから、内需への影響は相対的には小さい。個人消費に大きな影響を及ぼす農業生産が天候に恵まれ拡大したことも成長に寄与した。

インドネシアはIT関連輸出依存度が最も低く、IT不況や米国需要減速によるダメージが小さい。7月末の政権交代後、メガワティ新政権の下で政情が落ち着きつつあり、8月にIMFと当面の経済政策に対して合意、融資プログラムが再開されたことで景況は改善方向にあった。しかし公共料金等の上げもありインフレ率が上向きつつあること、米国でのテロ事件後、報復軍事行動に対する反発が強まり、政情不安への懸念からインドネシア・ルピアが下落するなど、先行き不透明感は強まりつつある。

( 中国経済は政策効果もあり高めの成長を持続 )

中国の成長率は、1～3月期の前年比8.1%から4～6月期は7.8%、7～9月期は7.0%と鈍化傾向にあるが、相対的に高めの成長を維持している。IT輸出依存度が相対的に低かったこと、価格競争力が高く、生産能力の増強も進んできたことから輸出の落ち込みが比較的マイルドであったこと、公共投資、社会保障支出の増大、減税などの財政による下支え、WTO加盟を睨み、輸出指向の強い企業に加え、消費地立地指向の強い直接投資も流入していることなどが成長を支えた要因である。

### 金融・財政政策面での対応は強化

米国における同時多発テロ事件前の段階から、アジア経済はIT不況と米国の景気回復の遅れから、減速が鮮明になっていた。テロ事件による内外情勢の変化は、輸出のほか、観光収入の減少、企業の設備投資の手控えや機関投資家のリスクテイク能力の低下による資金流入環境の悪化などを通じて景気をさらに悪化させるおそれがある。今年の初めから各国で景気浮揚の動きが見られたが、テロ事件後、金融・財政面からの政策対応は一層強化される方向にある。

( アジア諸国でも米国に追随した利下げの動き )

アジア各国の金融政策の自由度は、為替相場の安定性によって規定されている。9～10月には、カレンシー・ボード制の香港、固定相場制のマレーシアのほか、国際収支の安定性やインフレ率の低さから利下げによる通貨急落の懸念が小さい台湾や韓国では先進国の協調利下げに追随する形で利下げが実施された。台湾では昨年未から合計10回2.25%の利下げが実施され、公定歩合は年2.5%と史上最低水準を更新している。韓国はコール金利の誘導目標を9月の利下げで4.5%から4.0%とし、今年2月以降の合計4回の利下げにより累計の引き下げ幅は1.25%となっている。

金利差の縮小による資本流出への懸念から、利下げに慎重な立場を採ってきた国々でもスタンス変化の兆しがある。フィリピンでは10月4日に0.25%の利下げが実施された。政策金利を2.5%で維持するとしてきたタイでは、10月17日の政策決定会合では政策変更が見送られたものの、利下げ期待は高まっている。先進国金利の低下、インフレ率の落ち着きが背景にあり、インフレ率の上昇傾向、為替相場の軟調が続くインドネシアのみが例外となっている。

( 財政による追加的な景気刺激策が具体化。対応の余地には国毎に格差 )

アジア各国の財政は、大幅な財政黒字を計上しているシンガポールを除き、全体に悪化している。韓国、タイ、マレーシアなど通貨・金融危機を経験した国では、景気対策のほか、公的資金による金融機関の資本強化や不良債権買い取りなどの原資を公債発行で調達したため、利払い負担が財政を圧迫している。財政面からの対応余地は狭まりつつあるものの、景気悪化の深刻化、米国におけるテロ事件後の世界情勢不透明化への対応を迫られ、相次いで追加景気対策が発表されている。

マレーシアでは9月25日に43億リンギ(GDP比約1.3%)規模、今年3月(36億リンギ)に次ぐ2度目の景気浮揚策が発表された。「基本法」で財政均衡が規定されている香港でも、10月10



日に社会サービス部門や公共工事の前倒しによる 3 万人分の雇用創出、不動産価格の下落によるローン負担緩和を狙った住宅ローン利息控除の上限引き上げなど総額 150 億 HK ドル (GDP 比約 1%) の緊急経済対策が発表された。景気後退が深刻なシンガポールでは 7 月に続く景気刺激策を発表、個人・法人所得税の割り戻しやインフラプロジェクトの前倒し実施など総額は 113 億 S ドル (GDP 比約 7%) に上る大規模なものとなった。

高めの成長を維持していき中国でも、国有企業改革によるデフレ圧力が持続、経済成長のエンジンとなってきた輸出の停滞や直接投資の流入鈍化で景気が下振れるリスクがあり、景気対策を強化している。具体策として今年 4 月に続いて 10 月にも公務員給与を 15% 引き上げ、年末に給与 1 カ月分のボーナスを支給するほか、低所得者層への生活保障金支給額の増加、輸出関連税制の見直しなどが予定されている。

この他、韓国では予算執行がすぐに可能な公共事業、中小企業・輸出支援、住宅建設の活性化などを対象とする第二次補正予算の編成を目指している。タイでは 2002 年度 (2001 年 10 月 ~ 2002 年 9 月) には今後 5 年間の法人税率引き下げなどを含む総額 500 億バーツ (GDP 比約 1.7%) の財政支出が予定されている。

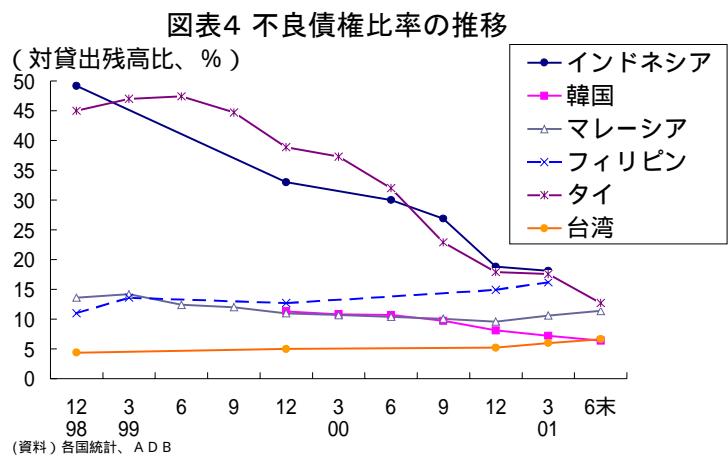
このように、アジア主要国の多くで金融・財政両面からの対応が強化されている一方で、インドネシアやフィリピンでは財政事情の悪化から追加的な対策が困難となっている。台湾では少数与党の陳水扁政権の基盤が弱く、政策対応は遅れがちとなっている。景気後退による税収減と国債償還負担増による国家財政の悪化から来年度は 2.3% の歳出減とする予算案が提出されている。

### 政策による下支えには限界、調整局面は長引くおそれ

( 金融政策による効果の顕現は不良債権処理の遅れから阻害される可能性 )

主要国の間でも政策スタンスや対応力の差は異なるが、政策による下支えで輸出や直接投資の鈍化によるマイナスを十分に埋め合わせることは困難と見られる国が多い。

特に、企業の過剰債務、金融システムの不良債権問題への対応が遅れている国々では、金融緩和策による内需刺激効果は期待しづらい。不良債権比率が上昇傾向にある台湾やフィリピンのほか ( 図表 4 )、韓国やタイ、マレーシアも問題処理は道半ばにある。景気悪化による新たな不良債権の発生も懸念される中で、民間投資刺激の効果には限界があると考えられる。



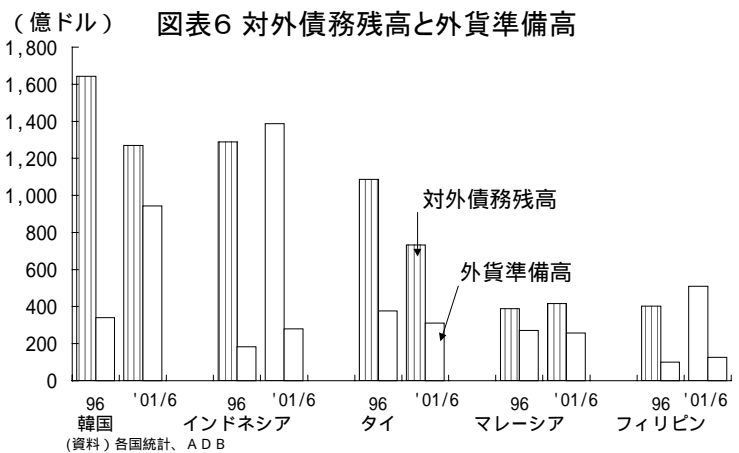
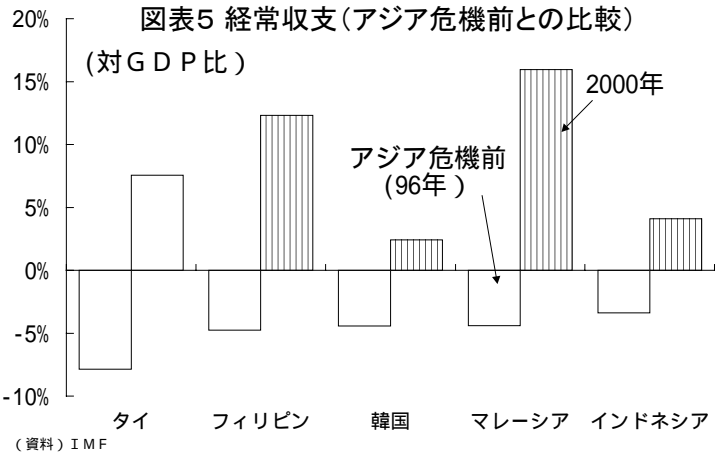
( 通貨危機再発のリスクは全体としては小さいが、景気低迷は長引くおそれ )

当面、景気の低迷は続くとは言え、97年の様に、域内で連鎖的な通貨危機が生じるリスクは小さい。しかし、通貨危機の原因となった外貨流動性や為替制度の改善状況には違いがあり、リスクの度合いが国毎に異なっている点には注意が必要である。アジア危機時に短期資本の流出に悩まされた国々の全てで経常収支が黒字転化(図表5)している点は安心材料であるが、資本収支を見ると直接投資以外の民間資本は流出が続いているケースが少なくなく、インドネシアでは公的資金頼みの状況が続いている。また、外貨の流動性に関わるリスクは、対外債務残高の抑制、短期借入から長期借入へのシフト、外貨準備の積増しで全体では低下しているが、改善の度合いや、経済規模、外貨獲得能力とのバランスで評価した水準には、著しく改善した韓国から依然深刻なインドネシアまで格差が大きい(図表6)。

為替面から捉えたアジア通貨危機の一因は、対ドル相場を事実上固定することで実質的な競争力が低下したことにあり、円安ドル高局面での対円相場の割高化は問題を一層深刻にした。現在ではマレーシアを除くASEAN主要国で変動相場制が採用されている。投機的取引への規制を設けた上で、市場メカニズムに委ねて決定されており、調整の遅れによる急落のリスクは縮小している。

固定相場制のマレーシアでも、資本取引が厳しく、対外債務残高は比較的少ないことから、通貨危機が発生するリスクは小さいが、近隣諸国と比べて外貨準備の減少が目立ち、制度維持に相応のコストを払っている。

アジア経済にとって需要アブソーバーであり、成長資金の出し手でもある米国の役割は大きく、米国の景気低迷が続く中での自律的な回復というシナリオは描きにくい。その意味では、今回の調整は、通貨急落による輸出価格競争力の強化と米国を始めとする世界的なIT関連需要の伸びに支えられV字型回復を遂げたアジア危機後に比べて長引くおそれがある。当面は、米国経済の立ち直りやIT機器の在庫調整の進捗次第という不透明な状況を抜け出すことは難しく、政策対応余地が狭まる中で、金融・企業改革に取り組む苦しい局面が続くものと考えられる。



(お願い)本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。