

- ・ 日本銀行国際局が実施する外部への委託調査・研究に関する報告書です。
- ・ 本報告書の著作権は日本銀行に帰属します。
- ・ 本報告書の内容や意見は、執筆者に属し、日本銀行あるいは国際局の公式見解を示すものではありません。

## NIEs・ASEAN 各国における企業の収益構造と投資スタンス

平成 19 年 1 月 31 日

社団法人 日本経済研究センター

## NIEs・ASEAN 各国における企業の収益構造と投資スタンス

### (要旨)

中国を除く東南アジア各国では、通貨危機以降、景気上昇下でも投資が伸び悩む傾向が目立っており、投資比率（GDPに占める投資の比率）が低水準にとどまっている。IS（貯蓄投資）バランスが貯蓄超過に振れる国も多く、国際的な不均衡が広がる一因ともなっている。ISバランスの片側の側面をなす企業の投資姿勢をマクロ統計だけでなく、企業財務データ分析や現地で直接取材した企業の声を踏まえて探った。

### <グローバル化で適地生産が進展>

1. 中国やインドなど成長性に富み、低賃金雇用にも恵まれた国への生産シフトが、他のアジア域内での投資意欲を減退させている。現地に探ると、特にマレーシアやインドネシアで、中国への拠点流出や同国との競合を指摘する企業が多かった。財務データから見ても両国では、中国との競争に直面しやすい軽工業で投資の積み増しに慎重な様子が見え始める。
2. 直接投資の流れにも影響が出ており、財務データから投資関数を推計すると、以前は積極姿勢を見せていた外資系企業が各国とも追加投資に慎重で、現地で稼いだ利益を使い残す傾向のあることが浮かび上がる。
3. 韓国、台湾などハイテク企業が育っている地域では、海外需要を念頭に投資規模と工場立地を考えるという企業が多く、国内景気と投資判断が断ち切られている様子が見え始める。両国では、日本以上に進行している少子化を理由に、内需先細り懸念を示す企業も目立った。

### <過去の行き過ぎへの反動>

4. 危機を脱した後、景気が拡大しても投資が伸びなかったのは、過剰投資の反動という側面も否めない。タイ、マレーシアの不動産・建設分野については当時がバブルだった、行き過ぎだったという声が多く聞かれた。韓国も以前は成長至上主義で、効率性を重視している現在の方が妥当との見方も一部に出ている。

5. 財務データからは、①ROA（総資産利益率）など期間収益では危機前の水準とほぼ遜色がない、②危機前の過剰投資で積み上げた債務を投資圧縮による資金捻出で返済している――という企業の姿が見え、ストック調整過程が進行していることが確認できる。
6. こうした側面は財務データを用いた関数推計でも裏付けられ、固定資産を多く抱える企業が投資を抑制している傾向（韓国、台湾、マレーシア）や、借入れの多い企業が投資を手控えている傾向（タイ）などが見える。

#### <政治社会的不安定性が阻害>

7. インドネシアでは、アジア危機の渦中で長年の独裁政権が崩れ表向き民主化が進むものの、行政制度・手続きの未整備、労働組合の権利強化、絶えない域内紛争などから、投資リスクを訴える企業が目立った。
8. 韓国では労使関係の厳しさが投資手控えにつながっているとの指摘が多かった。アジア危機と前後して対中投資の道が開け、国内賃金コストも上昇したため、企業の国外流出が加速した側面がある。

#### <ストック調整進展で徐々に持ち直しへ>

9. アジア危機の影響が顕著だったタイでは、投資比率が着実に回復している。落ち込みの厳しかった建設・不動産関連でも立ち直りを指摘する声が聞かれる。自動車、パソコン部品などの産業集積がストック調整にも好影響を与えているとみられる。
10. 財務データから見ると各国企業とも過剰債務を解消しつつあり、マクロ統計では回復が見えないマレーシアでも、投資を増やすとの声が複数聞かれた。アジア危機から10年近くが経過し、既存設備の陳腐化、さらには萎縮していた企業心理の雪解けも進むことから、投資意欲が徐々に持ち直しに向かうものとみられる。ただ、投資適地をグローバルに選別するという大きな流れは続くため、投資の偏在が急速に解消することは期待しにくい。

## (目次)

### 1. はじめに

- 1. 1. 本調査の問題意識
- 1. 2. 本調査の対象国と調査手法

### 2. 投資伸び悩みの要因を探る

- 2. 1. グローバル化の下で適地生産が進展
  - (1) 中国やインドへシフト——マレーシア・インドネシア
  - (2) 世界需要が標的、内需は少子化で先細り——韓国・台湾
- 2. 2. 危機前の「行き過ぎ」への反動——タイ・マレーシア・韓国
- 2. 3. 政治的・社会的不安定性が阻害——インドネシア・韓国

### 3. 投資回復の可能性とまとめ

- 3. 1. 産業集積が好影響——タイ
- 3. 2. ストック調整進展で徐々に持ち直しへ

### (付属資料)

- (1) 企業パネル分析事例
- (2) 現地取材記録
- (3) 国内専門家へのヒアリング
- (4) 分析に利用したデータ

## 1. はじめに

### 1. 1. 本調査の問題意識

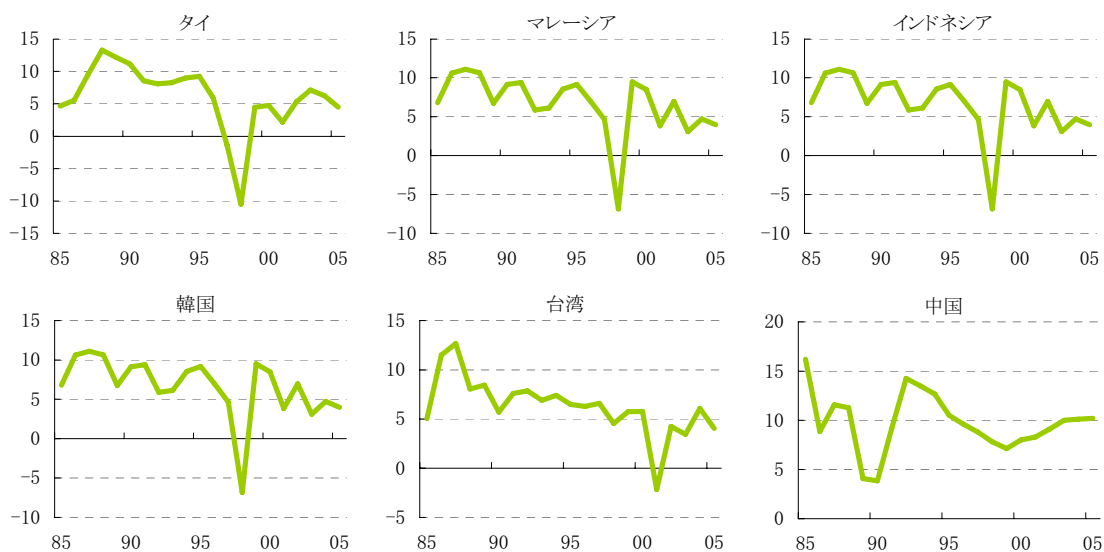
#### (逆転したアジア諸国の I S バランス)

1997 年から 98 年にかけてのアジア通貨危機を境に、アジア各国の投資（固定資本投資）が伸び悩む傾向を見せている。同地域の景気が決して悪かったわけではない。危機後は、2000 年前後のいわゆる I T（情報技術）バブルの崩壊後の一時期を除けば、アジア各国の景気は基調的には拡大傾向を続けている（図表 1）。これに伴い、稼働率が徐々に上昇している国もある。通常なら、投資が伸びる局面に入る可能性が高い。

しかし、国内総生産（Y）に占める投資（I）の比率（I/Y 比率）を見ると、危機後に低下した後、中国以外のほとんどの国でかつての水準を下回る状態が続いている（図表 2）。こうした投資の萎縮ともみられる傾向が、貯蓄投資（I S）バランス、その反映としての経常収支にも表れており、危機以前は経常収支が赤字（投資＞貯蓄）である国が大勢であったのに対し、危機以降はこれが逆転している国が目立つ（図表 3）。

一般に、発展段階の若い国では国内貯蓄では賄いきれない資本を海外から取り入れて投資に振り向けることが多いため、経常収支は赤字となりやすいが、まだ成長余地が大きいとみられるアジアでの投資伸び悩みは、発展段階論から

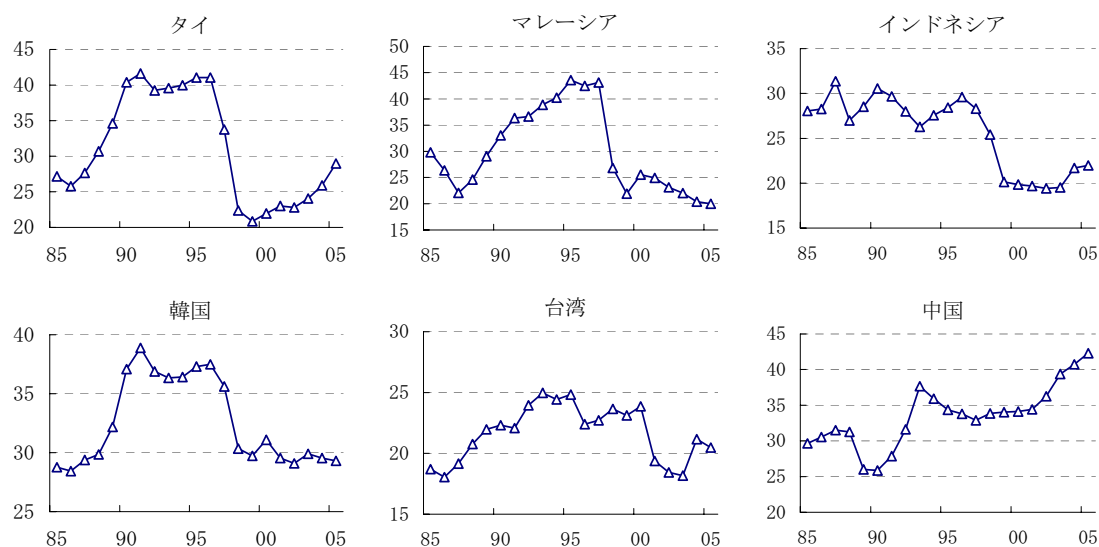
<図表 1> アジア主要国の実質成長率



(資料) DRI 国際経済金融データ。暦年、前年比%。

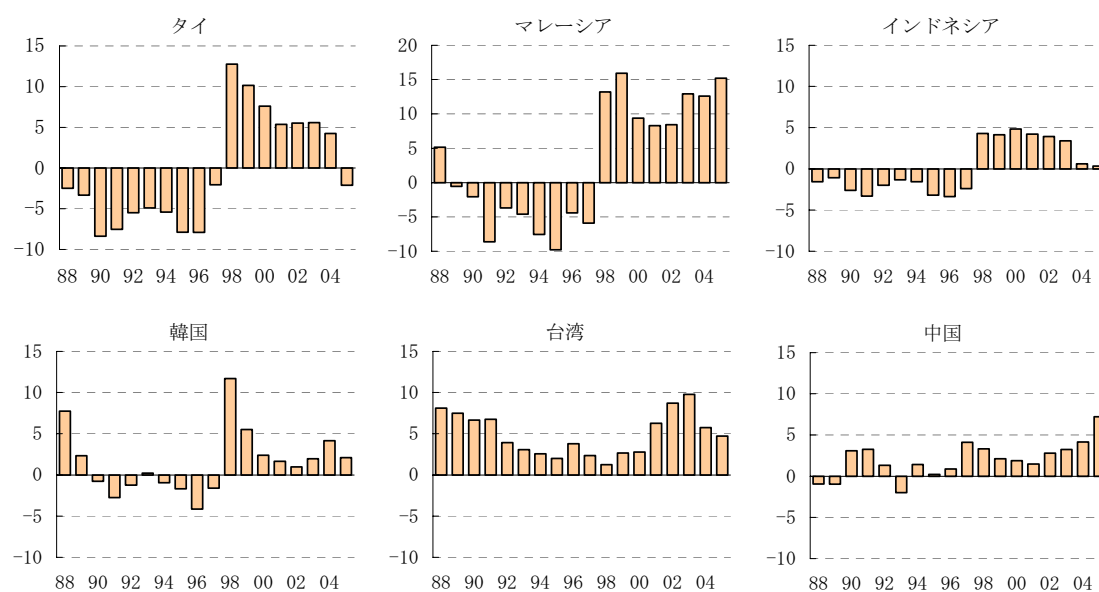
みても一種不可解な現象である。それだけでなく、以前は投資超過であった同地域が貯蓄超過に転じたため、世界経済を見渡しても、経常収支が黒字である地域が増える結果となっている。

＜図表 2＞アジア主要国の投資（GDP比率）



(資料) D R I 国際経済金融データ。単位%。

＜図表 3＞アジア主要国の経常収支（GDP比率）



(資料) Asian Development Bank(ADB), "Key Indicators 2006"

(長期金利安定の一因との見方も)

こうした世界的な貯蓄過剰傾向は、足元の経済金融情勢にも無視し得ない影響を及ぼしていると考えられる。

一例が、世界的に長期金利が異例の安定ぶりを示していることである。米国は04年半ばから断続的に政策金利であるフェデラル・ファンドレートを引き上げたが、長期金利は振れを伴いながらも、ならしてみれば上昇は限定的な範囲にとどまっている。長期

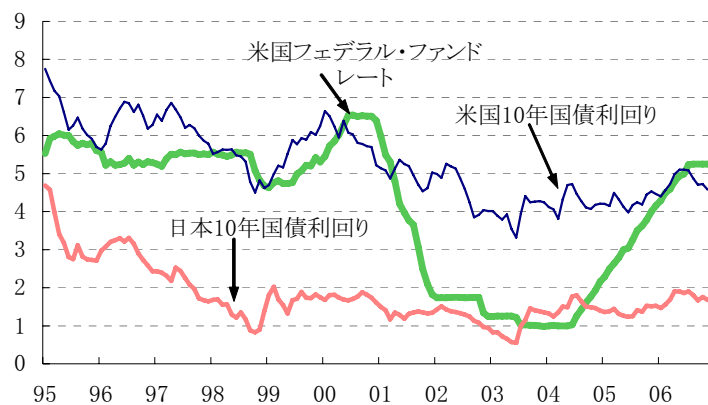
金利は国際的に連動する傾向があるため、我が国の長期金利も景気回復の長期化や物価上昇率の漸増にもかかわらず、概ね1%台半ばから後半にかけての動きが続いている。

利上げを繰り返しても長期金利が上昇しないこうした様子を、グリーン

スパン米連邦準備理事会（F R B）前議長は、05年2月の議会証言で“conundrum”（謎）と呼んだ<sup>1</sup>。これに対し、バーナンキ現F R B議長は、理事時代の同年3月の講演などで、長期金利の安定は“global saving glut”（世界的な貯蓄過剰）が一因であるとの見解を示している<sup>2</sup>。

また、長期金利の安定は、それだけを見れば望ましい現象との評価もできるが、金融政策をつかさどる立場から言えば、实体经济に働きかける重要な経路である長期金利の政策感応度が結果的に鈍っているという見方もでき、歓迎すべき面ばかりでないとも考えられる。

<図表4>引き締めでも長期金利上昇は限定的



(資料) D R I 国際経済金融データ、  
N E E D S 為替金利日次データ。単位、年%。

<sup>1</sup> 同証言は <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/2005/february/testimony.htm>

<sup>2</sup> <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/default.htm>

（IMFは投資不足と指摘）

バーナンキ議長は、世界的な貯蓄過剰の中でも、以前は資金の借り手だったアジアなど発展途上国が資金の貸し手の側に立つようになったことに注目する。同地域の I S バランスが貯蓄超過に振れた原因が I（投資）にあるのか S（貯蓄）にあるのかは、にわかには断定できないが、IMF は 05 年 9 月の *Asia-Pacific Regional Outlook* で、貯蓄過剰（saving glut）であるよりは投資不足（investment drought）であると分析した。NIEs・ASEAN の投資比率を見る限り（図表 2）、そうした見方が当たっているようにも見える。

本調査は、I S バランスの片側の側面をなす企業の投資姿勢を探り、投資不足が生じているとすれば原因は何か、改善する見通しはあるのかを検討することを目的とする。

#### <図表 5> I S バランスの変調——IMF による分析

アジアの投資停滞や I S バランスの変調については、国際通貨基金（IMF）が 2005 年 9 月の *Asia-Pacific Regional Outlook* で分析している。

IMF は同 Outlook で、

- ① アジア（中国以外）で見られるのは、貯蓄過剰（saving glut）というより、投資不足（investment drought）である。
- ② 加速度原理や資本コストなどを用いた通常のモデルでは、危機後の投資行動を過大推計してしまう。
- ③ 危機以前がバブルだった面があり、近年は反動で過小投資になった。これが通常観察されるはずの稼働率と設備投資との相関関係を崩してしまった。
- ④ 中国と他のアジア各国との違いが際立っており、生産や投資の中国移転が背景にある可能性。
- ⑤ 危機後、銀行融資が厳しくなったことが、内部留保を高めた公算もある。
- ⑥ 投資比率の今後の均衡水準を求めるのは難しいが、現在の水準よりは多少上だろう。現状の投資水準で今後の成長を支えるのは困難である。

——などの点を指摘した。



## 1. 2. 本調査の対象国と調査手法

### (5カ国に絞って検討)

本調査では、韓国、台湾、タイ、マレーシア、インドネシアの5カ国に絞って企業の投資態度を、検討していくことにする。この5カ国は、比較的製造業の比率が高く、投資比率（I/Y比率）の低下・低迷が見られた点で共通している。

ただ、この5カ国も少しずつ状況に違いがある。まずタイは、アジア通貨危機に伴う投資の落ち込みは激しかったが、その後、着実に投資比率が上向いている点で、目を引く。05年には、危機以降黒字が続いていた経常収支も8年ぶりに赤字に転じた。危機直前の数年間と比べると投資比率は依然低いが、積極的な投資姿勢が戻りつつある様子がうかがえる（前掲図表1～図表3）。

インドネシアも依然、水準としては低いものの、04年、05年と投資比率が上昇しているほか、経常黒字も縮小している（同）。

また、台湾はアジア通貨危機よりも、2000年前後のITバブルの影響をより大きく受けた点で、他の国と性格を異にする。97年、98年にはほとんど低下しなかった実質GDP成長率が01年にはマイナスに転落した（同）。

半面、韓国とマレーシアでは投資比率が依然底を這う状況にある。特に、マレーシアは同比率がさらに低下する傾向も見え、経常黒字のGDP比率も2ケタが続くなど、投資（内需）の萎縮が色濃く見られる。

### (マクロ、ミクロ、現地取材の3方向から)

この5カ国について、（1）マクロ経済統計の点検（2）企業財務データの分析（3）現地企業取材——の3方向から、投資スタンスの実態を探る。

またこれとは別に、国内のアジア経済専門家にも、各国経済と企業部門の動向をヒアリングし、参考情報として活用した。

## 2. 投資伸び悩みの要因を探る

### 2. 1. グローバル化の下で適地生産が進展

今回の調査で対象とした5カ国（地域）で、色濃くうかがえたのは生産拠点の立地をグローバルな視点で考えるという企業の姿勢である。たとえば、マレーシアやインドネシアでは、中国やインドなど安く豊富な労働力を抱える地域との競争から国内投資を断念するケースが散見された。韓国、台湾ではハイテク企業や世界でも業界上位の製造業が育っているが、需要を世界規模で考えるがゆえに、そもそも自国景気との関連で投資する理由が薄れている様子が見えがえた。また、韓国・台湾は、急速な少子化のため、国内市場の先行きに悲観的な見方があり、それが投資の抑制要因になっているようだ。この結果、国境を越えて動く直接投資資金が、中国やインドに集中する傾向が顕著になっている。以下、詳細を見ていく。

#### （1）中国やインドへシフト——マレーシア・インドネシア

中国やインドなどとの競争から、投資を抑制しているとの声が多かったのは、マレーシアとインドネシアだった。同地域は、低付加価値型産業の比重が相対的に高く、中国などとの競争に直面しやすいのが一因とみられる。実際に企業

#### <図表6>中国やインドとの競争激化を訴える企業の声

##### ○マレーシア

- ・ アジア危機での過剰投資はなかったが、中国やインドの競争から投資が緩やかになった。インドとの競争が今後激しくなる（射出成型部品メーカー）。
- ・ 発光ダイオード（LED）の需要は大きく伸び、設備増設も計画する半面、旧世代のブラウン管事業は中国・インドに移る（日系電子部品メーカー）。

##### ○インドネシア

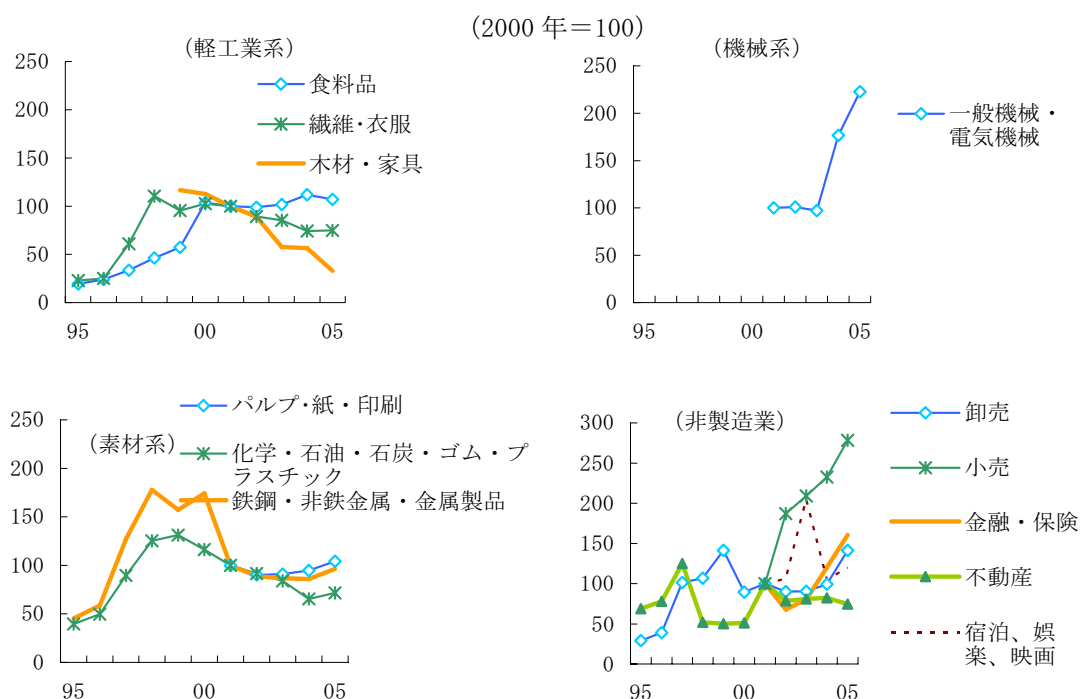
- ・ 運動靴は中国、ベトナムとの競争で販売額が大幅に減った（運動靴製造と養鶏の複合企業）。
- ・ 中国への生産委託を拡大している（家具製造販売）。
- ・ 中国やインドとの競争を意識している（タイル製造）。

から得られた声を見ると（図表6）、インドネシアでは、運動靴や家具、タイルメーカーが同地域との競争について懸念を示しており、まさにそうした傾向が見えている。マレーシアでは、先端的電子部品メーカーが設備拡充を計画している例もあったが、旧世代型製品は中国、インドに移管する方向になっており、当地でコスト競争力が衰えた製品の生産シフトが進んでいる様子が見て取れる。

（軽工業などで投資抑制の傾向）

低付加価値型産業ほど中国との競争に直面しているという仮説について、産業別の投資状況から探ってみる。企業財務データを産業別に分割し第一次接近を試みる。フローの投資額（固定資産残高の前年差）では、変動が激しく傾向が読み取れないため、資産残高から確認する。今回利用した財務データベースでは、期間ごとに対象企業が入れ替わるため、前年との比較が可能な企業データから固定資産の伸び率を求め、それを累積的に前期水準に乘じ、2000年＝100となるように指数化することで、固定資産の「趨勢」を取り出している。

<図表7> 固定資産残高の推移（インドネシア）



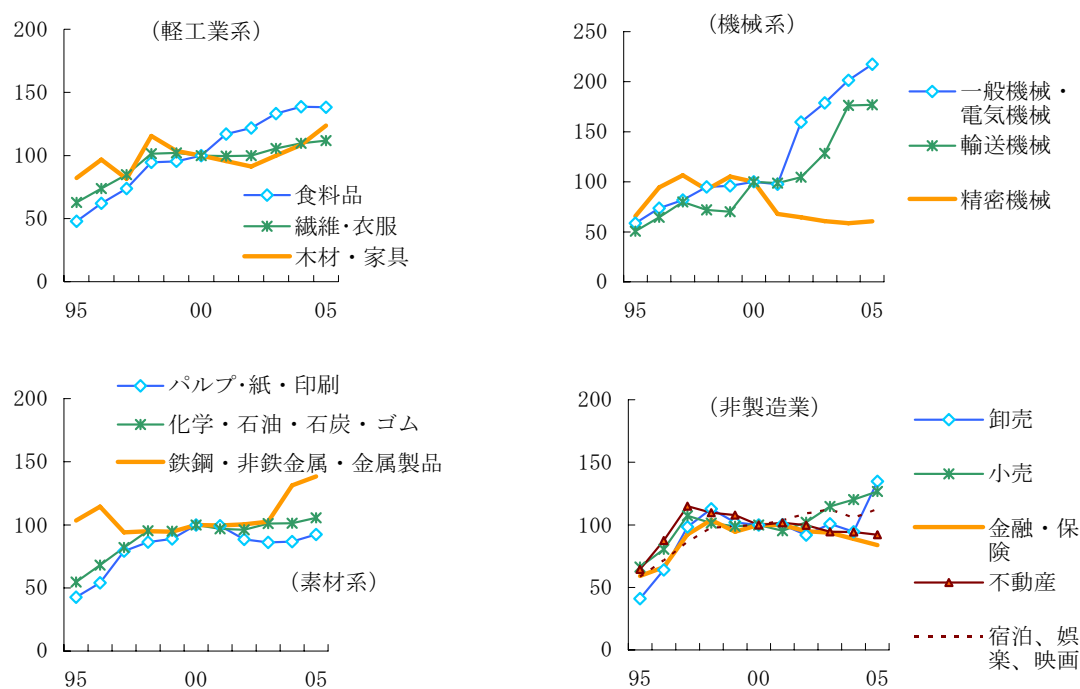
（資料）OSIRIS財務データ。期間により利用できる企業数が違うため、前年との比較が可能な企業データから固定資産の伸び率を求め、それを累積的に前期水準に乘じることによって、固定資産の趨勢値を算出している。

これを見ると（図表7）、インドネシアでは、繊維や木材・家具などの軽工業系産業で固定資産残高の伸びが緩やかであることが確認できる。機械系産業はデータが継続的にとれるものが少ないが、一般機械・電気機械では近年投資が積極化している様子がある。

マレーシアでは、インドネシアほどではないが、一般・電気機械の伸長ぶりに比べて、軽工業や素材系産業の投資が控え目であることがわかる（図表8）。

＜図表8＞固定資産残高の推移（マレーシア）

（2000年=100）

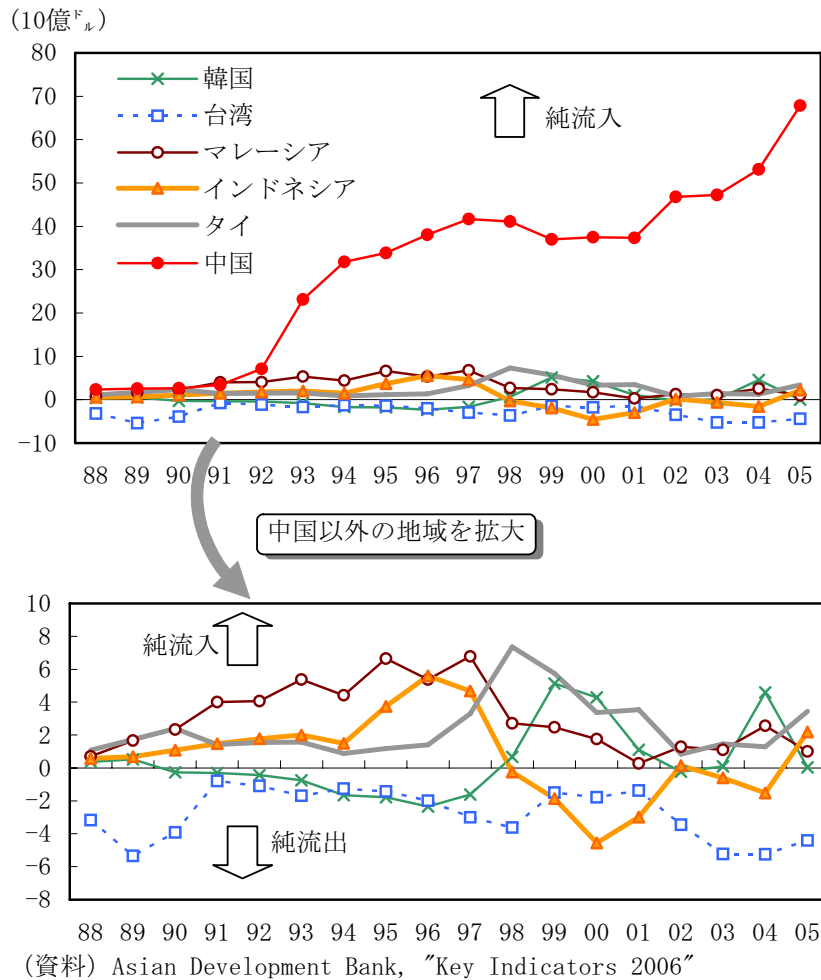


（資料）図表7に同じ。

(海外からの投資先も変わる)

中国やインドとの競争は、アジアの既存現地企業の投資を逡巡させるだけでなく、海外から現地への直接投資の流れも変えているようだ。アジア地域への直接投資の純流入額を見ると、中国が 90 年代半ば以降、他の国を圧している（図表 9）。台湾のように一貫して純流出が続いている地域を別とすれば、アジア危機を境に、純流入の減少または純流出に転じている国が多い（同、下段）。

<図表 9> 直接投資純流入額の推移



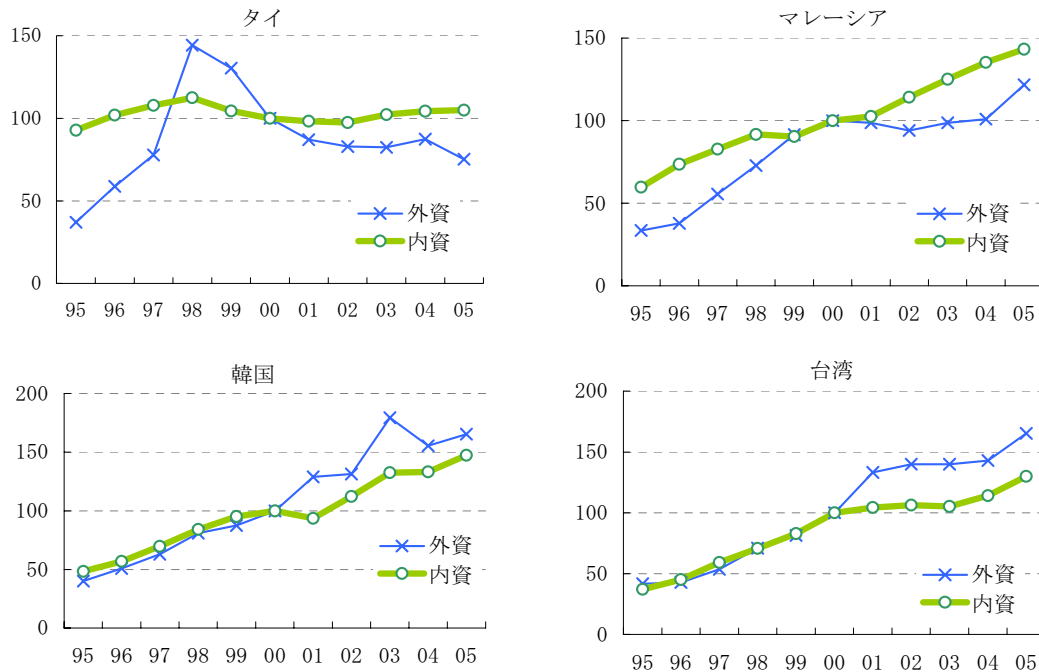
同様の傾向は、図表 10 から読み取れる。財務データから、図表 7、8 と同じ手法で内資系と外資系企業の固定資産残高を取り出している。

これを見ると、タイとマレーシアで外資系の投資が手控えられている様子がわかる（インドネシアはデータの欠落があり上記手法での時系列加工ができなかったためグラフを表示していない）。

マレーシアは、かつて 100%外資が認められていなかったが、80 年代後半に規制が緩和され、通貨危機までの 10 年間近くにわたって海外からの直接投資がブームになった時期があり、危機後は逆に見直しの時期になっているという面もある（アジア経済研究所）ようだ。

＜図表 10＞内資・外資別の固定資産の推移

(2000 年=100)



(資料) OSIRIS財務データ。「外資」は直近で株式の10%以上を海外資本が持っている企業とした。インドネシアは途中データが欠落している期間があるため、作成できず。  
期間により利用できる企業数が違うため、前年との比較が可能な企業データから固定資産の伸び率を求め、それを累積的に前期水準に乗じることで、固定資産の趨勢値を2000年を100として算出している。

(関数からも外資の投資手控えを確認)

こうした内資・外資別の投資姿勢を関数推計から確かめてみる。企業財務データをベースに、固定資産増加額を被説明変数とし、説明変数を①固定資産②売上高③内部留保④負債残高(それぞれ1期前)の4変数とする式を推計した。ここでの「外資系」企業は、データベース上の直近時点で株式の10%以上を海外資本が持っている企業としている。

推計結果を見ると(図表11)、以下のような点が指摘できる。

(ア) 外資系ほど固定資産にかかるマイナスの係数が大きい(ただし、インドネシアはサンプル数が少なく判断が難しい)。

(イ) 外資系ほど内部留保の係数が小さいか、係数がマイナスとなっている(タイを除く)。

まず、(ア)については、既存の外資系企業が追加投資を手控える傾向が強いものと解釈できる。特にマレーシアと韓国では、(ア)の影響が色濃く現れている。マレーシアでは前述のとおり、80年代後半から90年代半ばにかけて海外からの直接投資ブームが起きており、それが一巡ないしは見直しの時期になっていることをうかがわせる<sup>3</sup>。

また、(イ)については、当地での収益を投資に振り向ける度合いが低いことを表している。手元に資金を余らせたり、さらに推測すれば、債務の返済や本国企業への収益送金を優先させるなどの代替的な使途に資金を振り向けている可能性もあるとみられる。

---

<sup>3</sup> 内資・外資別をさらに推計期間を2つに分けた推計式については、付属資料(付図表1-1)を参照。

<図表 11>設備投資関数の推計（内外資で区分）

- ・企業群を時系列に蓄積した”パネル”型の推計
- ・固定資産増加額（前期末との差額）を4つの説明変数で推計した
- ・対象は各国の上場企業（OSIRISから取得できる企業）
- ・推計期間は1991年から2005年
- ・内資と外資に分けて係数の変化を見ている
- ・「外資」は外国人の株式保有が直近で10%以上とした。ただし金融関係の保有分を除く
- ・説明変数はすべて1期前
- ・ほかに独立のダミー変数がある

被説明変数＝固定資産増加額		内資		外資	
	説明変数	係数	t 値	係数	t 値
タイ	固定資産	0.47	11.41	-0.48	-11.59
	売上高	-0.01	-0.66	-0.25	-4.24
	内部留保	0.29	5.23	0.63	8.30
	負債残高	-0.85	-12.53	0.30	3.21
	企業数、サンプル数	212、813		97、464	
	調整済みR <sup>2</sup>	0.65			
マレーシア	固定資産	-0.21	-9.09	-1.13	-52.77
	売上高	-0.09	-4.85	0.46	13.89
	内部留保	0.49	20.07	0.31	4.71
	負債残高	0.08	3.87	0.24	18.66
	企業数、サンプル数	747、5389		189、1290	
	調整済みR <sup>2</sup>	0.38			
インドネシア	固定資産	-0.21	-5.59	-0.11	-0.41
	売上高	0.16	3.57	-0.07	-0.44
	内部留保	0.38	7.17	-0.41	-2.47
	負債残高	-0.10	-1.68	0.12	0.30
	企業数、サンプル数	156、540		8、40	
	調整済みR <sup>2</sup>	0.48			
韓国	固定資産	-0.13	-13.58	-0.88	-47.78
	売上高	0.04	6.23	0.63	39.70
	内部留保	0.04	1.47	-0.28	-9.37
	負債残高	0.16	2.58	-0.41	-4.97
	企業数、サンプル数	1071、8086		251、1950	
	調整済みR <sup>2</sup>	0.24			
台湾	固定資産	-0.31	-11.49	-0.35	-14.46
	売上高	0.13	9.03	0.05	3.01
	内部留保	0.54	8.13	0.35	4.30
	負債残高	-0.06	-0.90	0.73	5.17
	企業数、サンプル数	605、2746		35、136	
	調整済みR <sup>2</sup>	0.29			

(注)インドネシアは、外資企業のサンプル数が少なく統計的な判断が難しい。負債残高はマレーシアは総負債（Total Liabilities and Debt）、他の国は金融機関借入残高（Bank Loan）を用いた。



(日系企業、マレーシアへの投資を敬遠)

外資系の消極姿勢がデータから見えたマレーシアでは、現地調査でも同様の声が聞かれた。情報が得やすい日系企業についてみると、同地の日本人商工会議所によれば、日系企業は2000年に約1400社、11600人の日本人がいたのが、05年には1250社、10000人に減ったという。

直接投資先として敬遠される理由として、通貨危機以降の為替変動では、マレーシアリングの下落幅が相対的に小幅だったため、ドル建て賃金が割高になったことを指摘する声があったほか、そもそも、日の出の勢いの中国と比べてマレーシアの投資先としてのイメージが相対的に後退している様子もある(図表12)。

<図表12>日系企業の直接投資動向(マレーシア)

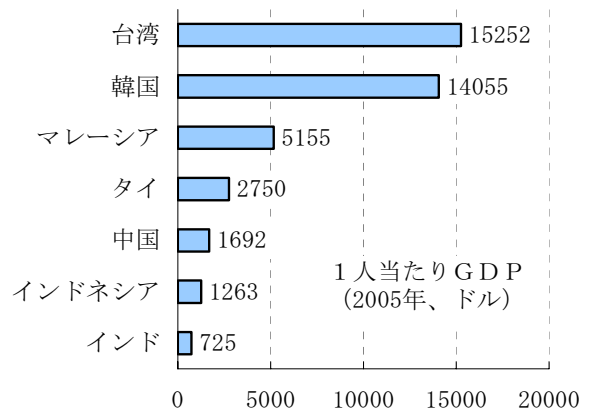
- ・ 日系企業は社数、人員ともこの5年間で減少した。2000年に約1400社、11600人の日本人がいたのが、05年には1250社、10000人に減った。中国やベトナムへの移転が原因(マレーシア日本人商工会議所)。
- ・ 日系企業の投資は伸び悩んでいる。為替下落が小幅だったため人件費が割高になっている(現地ジェトロ)
- ・ 日本企業の本社は「なぜ今さらマレーシアなのか。投資するなら中国や他の国が妥当だ」という反応が多い(アジア経済研究所)。

(人件費、マレーシアで高めに)

マレーシアは人件費が割高という点を、検討してみる。賃金水準の代理指標として1人当たりGDPを比較する(図表13)。これを見ると、マレーシアは2005年で5000ドル強と、タイの2倍弱、中国の約3倍となっており、マレーシアの人件費がNIEs(新興工業経済群)の韓国や台湾を別とすれば、アジア地域では高めになっていることがわかる。

ジェトロ(日本貿易振興機構)によるアジア主要都市の賃金調査でも、クアラルンプールでの一般工賃金は、バンコクやジャカルタ、北京などより高めとなっている(後掲図表35)。

<図表13>1人当たりGDP



(資料)『月刊・海外経済データ』  
2006年11月、内閣府。

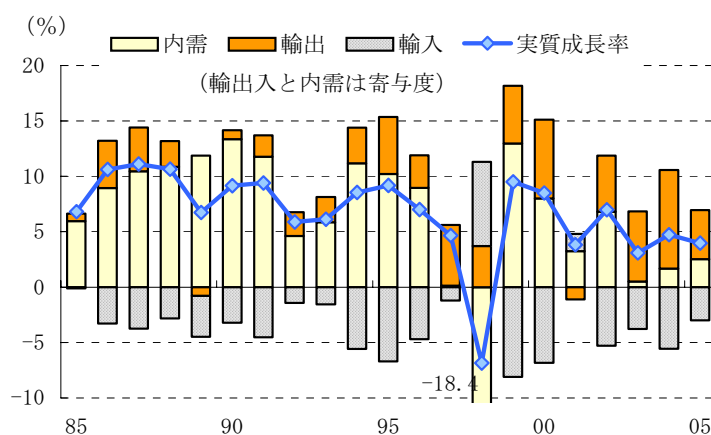
## （２）世界需要が標的、内需は少子化で先細り——韓国・台湾

韓国や台湾などでは、マレーシアやインドネシアとはまた別の理由から、グローバルな視点での投資が必要になっているようだ。

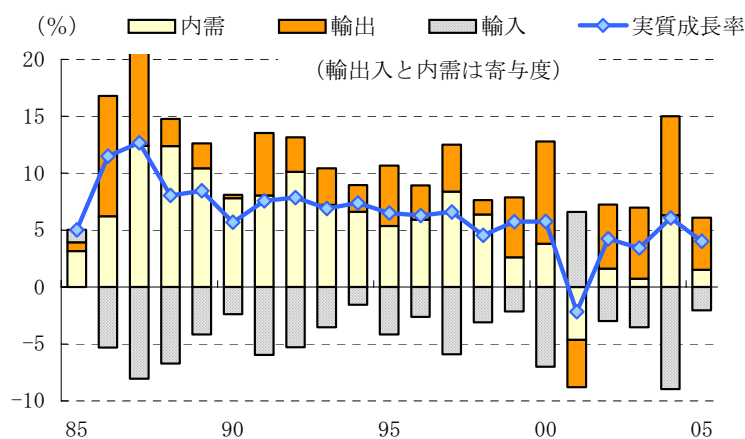
### （外需に頼る成長）

韓国と台湾に共通するのは、輸出依存型の成長を続けているという点。近年になるほどその傾向が強まっている（図表 14、15）。

＜図表 14＞実質成長率と内外需寄与度（韓国）



＜図表 15＞実質成長率と内外需寄与度（台湾）



現地調査でも、国内市場に見切りを付け海外に活路を求める声が複数聞かれた（図表 16）。

＜図表 16＞韓国・台湾企業がみる内外需の成長性

○韓国

- ・ 内需は限られるため国内では5年間新規投資をしていない。今後の成長性を考えるなら、投資先としてはインドが最も重要（大手鉄鋼メーカー）。
- ・ 国内市場は将来縮小を予想せざるを得ない。成長市場を探すなら中国（石油化学メーカー）。
- ・ 少子化で内需の伸びは期待できない。基本的に追加投資は不要だが、するなら東南アジアの外国市場を考える（食品メーカー）。

○台湾

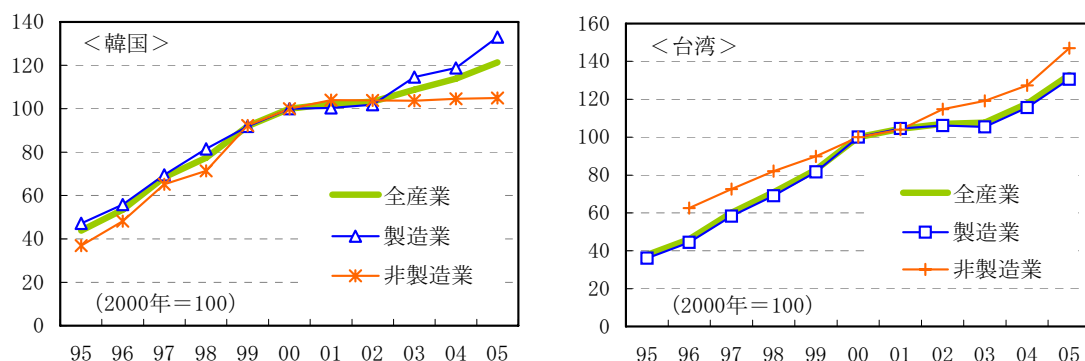
- ・ 台湾は国内市場が小さく海外に活路を見出すしかない（大手半導体メーカー）。

（製造業に偏る投資）

国内市場に期待しないとしたら、地場に需要を求める非製造業より、輸出でも稼げる製造業の方が投資に積極的になると考えられる。そこで、財務データから、両業種別の固定資産の動きを確認してみた（図表 17）。

結果を見ると、韓国では足並みを揃えて増えていた両業種の動きに近年かい離が生じ、非製造業が横ばいを続ける中で製造業だけが aumentando ているのがわかる。台湾では、あまり大きな差は見られない<sup>4</sup>。

＜図表 17＞固定資産残高（韓国・台湾）



（資料）OSIRIS財務データ。データの加工方法は前掲図表と同じ。製造、非製造の比率は、製造業の固定資産を100とした場合、05年で韓国の非製造業が47、台湾の非製造業が16程度。

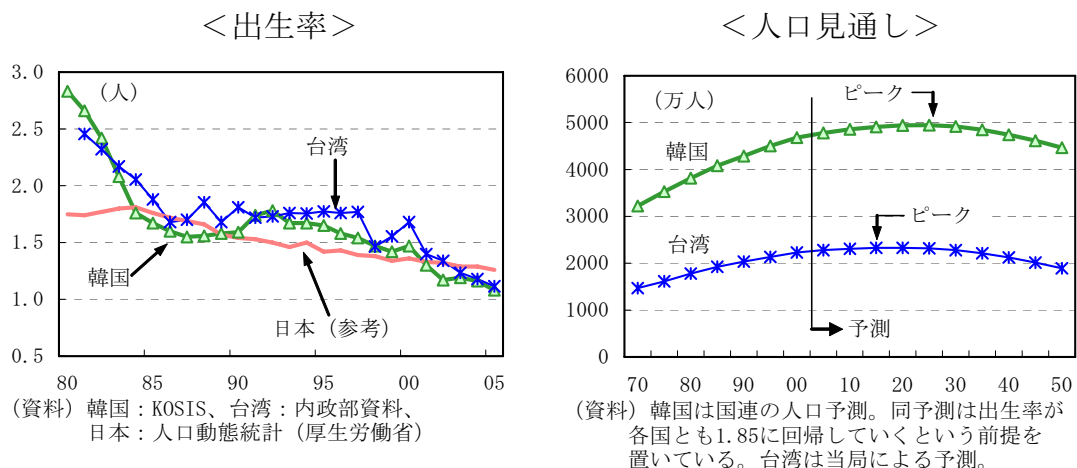
<sup>4</sup> 台湾では上場企業に占める製造業の比率が極めて高く、これだけから違いについて断定するのは難しい。

(少子化で内需先細りを懸念)

韓国と台湾は、少子化が急速な勢いで進行しているという点で共通している。出生率は今や、日本をも下回る水準に低下している(図表 18)。人口が減り始めるのは、2015 年から 2025 年前後とまだ先だが、人口減への懸念は既に企業に浸透しているようだ。

少子化に伴う内需先細りを最も懸念していたのは、韓国の食品メーカーである。同社は、アイスクリームなど子供の需要に依存する度合いが高い製品を主力とし、少子化の波を最初にかぶるためか、市場縮小への危惧が強い。同社は、基本的に追加投資は不要とし、どうしても投資するなら海外を考えるという。韓国では鉄鋼や石油化学など素材メーカーでも、内需には期待できないという声が聞かれた。

<図表 18> 韓国・台湾の出生率と人口見通し

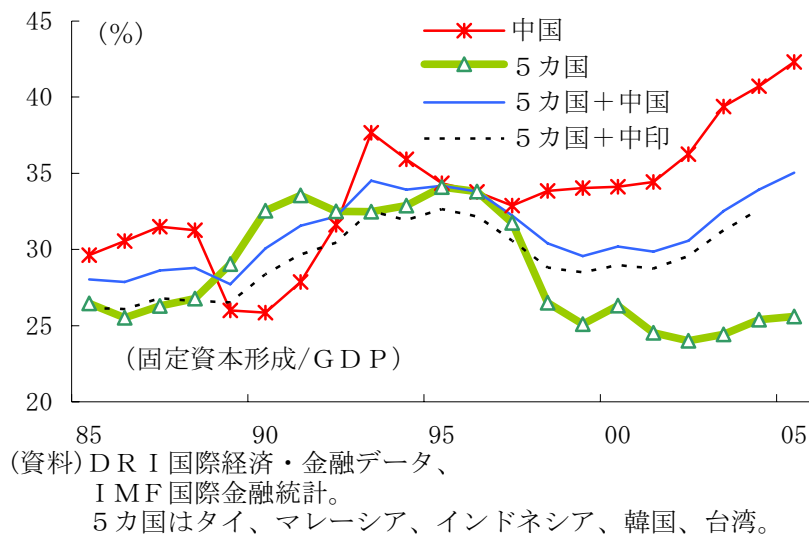


台湾の大手半導体メーカーでは、少子化による市場縮小への懸念は小さかったが、それはそもそも国内市場に期待していない考え方の裏返しであるようだ。

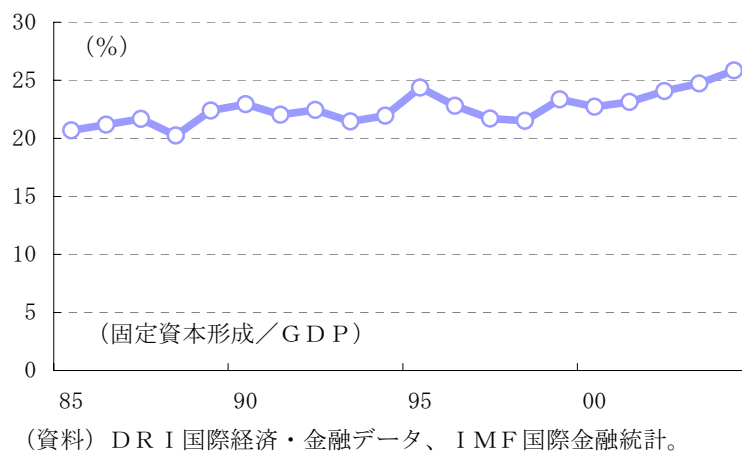
(中国を含めれば投資比率変わらず)

以上のように、生産コストの比較や、市場としての成長性から、投資先がNIEs、ASEANよりは中国やインドに向かうという構図が成り立っているとみられる。その1つの傍証として、5カ国に中国やインドを加えた6カ国、あるいは7カ国ベースで投資比率を点検してみる(図表19)。同投資比率は、2000年前後にかけてやや低下した後、05年(または04年)には95年頃のピークに戻っており、アジア全体としてみると、投資比率が傾向的に低下したとは言えないことがわかる。

<図表19>中国・インドを含めた投資比率



<図表20>インドの投資比率



## 2. 2. 危機前の「行き過ぎ」への反動——タイ・マレーシア・韓国

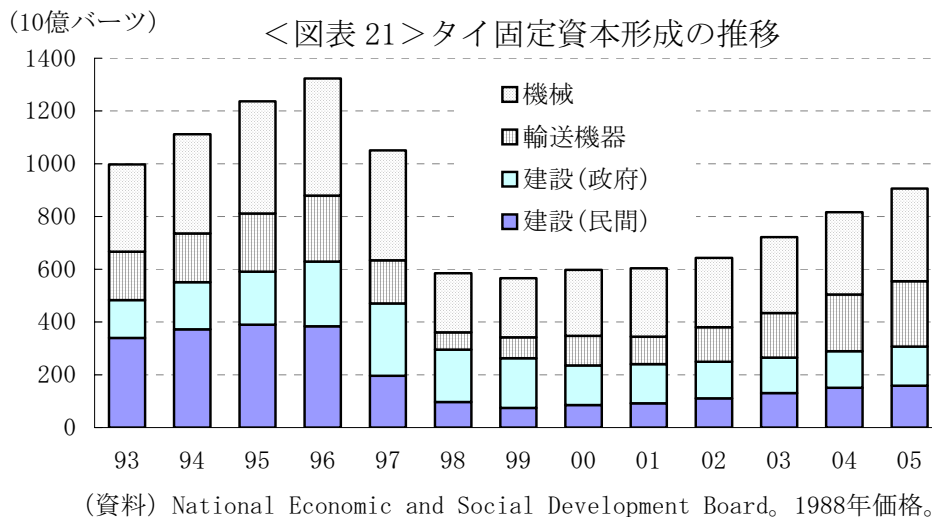
アジア各国の投資が勢いを欠く理由の1つは、中国などへのシフトに加え、やはりアジア危機前の投資が高すぎた、あるいは当時の過剰投資に根ざしたストック調整が長引いているという側面だろう。前掲のIMFによる2005年9月の*Asia-Pacific Regional Outlook*は、危機前の投資に行き過ぎがあった地域・分野として①マレーシアの建設投資②タイの建設投資③韓国製造業の投資——の3つを挙げている。

(建設・不動産がバブル化していたタイ)

タイの固定資本形成の内訳を見ると(図表21)、

- ① 全体としては2002年頃から緩やかに復調
- ② 建設投資は民間の落ち込みが大きく、05年でもピーク時の半分に達せず
- ③ 製造業の投資は危機で収縮したが、現在までにかなり戻っている
- ④ 製造業では、輸送機械の回復が目立つ

などの点が指摘でき、投資のもたつきは、民間の建設部門で最も鮮明に見られることがわかる(アジア経済研究所)。



タイの現地取材では、危機前は①資金が容易に手に入った②コンドミニウム(マンション)を転売目的で購入し値上がり益を稼ぐ例が多かった(タイ工業連盟の談話)——など、「バブル」的要素があったことがうかがえた(図表22)。

＜図表 22＞建設・不動産投資に関する指摘（タイ・マレーシア）

○タイ

- ・ 危機前は明らかに資金が簡単に手に入り過剰投資だった（タイ工業連盟）。
- ・ 日本でいうバブルの時期で、コンドミニアムを転売目的で購入し利益を出すような話が多かった（同）。

○マレーシア

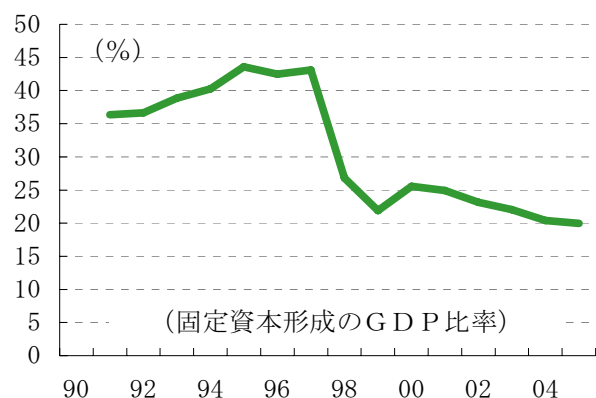
- ・ 危機後は大規模事業がなくなった。通貨危機の影響というより首相の意向によるもの（複合企業）。
- ・ 首相が変わって巨大プロジェクトを推進しなくなった（現地ジェトロ）。
- ・ 危機前がバブルで、当時を基準に現在を評価するのは適切でない（アジア経済研究所）。

（マレーシアは巨大インフラ投資が一巡）

マレーシアでは政府主導でインフラ整備に巨額の資金が投下された点で、タイとは違いが見受けられる。投資の内訳を明らかにするマクロ統計がないが、同国で 1990 年代のアジア危機前にかけて建設分野に相当の資源が投入された模様である。

投資が増えたのは 2 つの理由があった。1 つは 98 年開催の英連邦オリンピックに向けて新国際空港などのインフラ整備が進められたこと。もう 1 つは、95 年にマハティール首相（当時）が提唱した 2020 年までに先進国の仲間入りをするという成長戦略に沿い、新行政都市や IT 特区の建設などが開始されたことである（図表 24）。情報通信分野を成長のリード役にする構想で、同首相は、新施設や新都市を集積した地域を「マルチメディア・スーパー・コリドー（MSC）」と名付けた。

＜図表 23＞マレーシアの投資比率



（資料）DRI 国際経済金融データ。  
前掲図表 2 の一部を再掲。

しかし、2003 年に、マハティール政権で副首相を務めていたアブドラ氏が首相に昇格する形で政権が交代すると、クアラルンプールとシンガポール間の高速道路の建設をとりやめるなど、大規模事業がなくなった（現地ジェトロ）という。同首相は、利権がからむ巨大プロジェクトには消極的だという（同）。

#### <図表 24>マレーシアの巨大大事業

マハティール首相（当時）が提唱したのは、新行政都市や I T 特区などを核とする「マルチメディア・スーパー・コリドー（M S C）」の建設。規模は上記 2 事業だけで 770 億リンギと推定され、95 年のマレーシア G D P の 3 割強にも相当する大きさ。以前からの事業も包含する形で以下の 4 事業などが進行した。「コリドー」は東西約 15km、南北約 50km の広さ。首相交代後もプロジェクトは継続しているが、現在では「M S C は過去のものになった」（現地ジェトロ）とされ、当時の構想は事実上立ち消えになっている模様だ。

##### ○サイバー・ジャヤ（I T 特区）

97 年に計画され、99 年から利用が始まった。ハイテク産業、R & D 活動を税制や知的財産保護などの面で優遇する地域。光ファイバーを張り巡らしており、アジアのシリコンバレーを目指した。完成までの推定総費用は 570 億リンギ。ただし、「目論見通り進んでおらず、頓挫した形」（現地ジェトロ）になっている。

##### ○プトラ・ジャヤ（新行政都市）

96 年に着工した第 1 期は既に完了。第 2 期工事は 2010 年完了予定。現在は行政施設の建設から商業開発に比重を移しており、オフィスビルや住宅、娯楽施設を併せ持つ複合都市に変容しつつある。99 年より首相府も含めた行政機能の移転が始まった。完成時には人口 25 万人を擁する都市となる。当初予算は、総額 200 億リンギ。

##### ○クアラ・ルンプール国際空港（K L I A）

98 年の英連邦五輪開催に合わせ 94 年から工事開始。総工費は 105 億リンギ。

##### ○クアラ・ルンプール・シティ・センター（K L C C）

92 年から始まっていたホテル、住宅、娯楽、商業施設などを集積した街区の建設事業。完成当初は世界一の高さを誇ったペトロナス・ツイン・タワーや、日系大手小売業も入居するショッピングセンターが立地している。

（1 リンギ＝95 年で 33 円、00 年で 25 円程度。マレーシア G D P は 95 年で 2224 億リンギ、00 年で 3432 億リンギ）



(製造業に行き過ぎがあった韓国)

通貨危機前に設備投資が過熱した韓国で、特にそれが目立ったのは製造業だった。業種別投資を直接示すデータはないが、投資対象を見ると、機械への投資が同時期に膨張した後、危機後に急収縮しており、製造業を中心に行き過ぎがあったことがうかがえる(図表 25)。

韓国では電機、自動車産業などの育成に伴い、国際競争力を高める観点から、1990 年代に入って投資が

積極化した。バブル崩壊で日本がつまづいたため、日本を追い抜き、その先を走る米国に肉薄するチャンスと映ったことも、強気の投資に拍車をかけた。

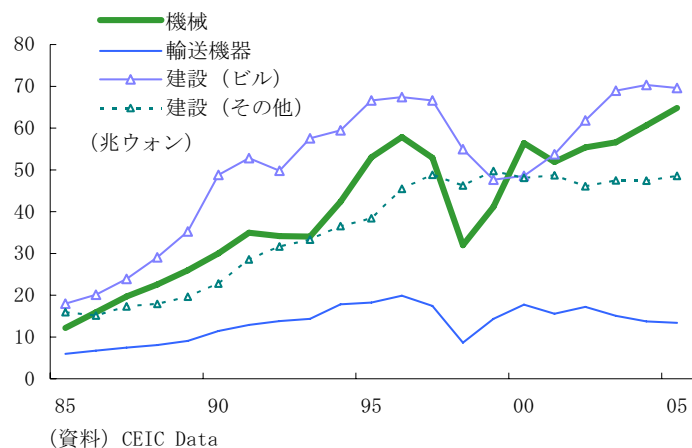
こうした投資の一翼を担ったのが激しいライバル意識を燃やす大手財閥群であったことも、過熱をあおる

一因となった。信用力の高い上位財閥では、外資規制の緩和により、海外での資金調達が容易になったほか、信用力の低い企業でも系列内の相互保証で資金調達できたことも金融面での追い風となった(経済企画庁調査局「アジア経済1998」)。

韓国企業は日本企業と似て、市場シェア確保を優先する傾向がある。危機前にはこうした「設備増強で能力を拡大し、多くのシェアをとる」ことを目指す企業が少なくなかった。今回の現地企業取材でも危機前は「成長市場主義で、金があれば、投資をしていた」という声があった(図表 26)。

しかし、アジア危機を境に韓国企業の行動様式には変化が現れている様子がある。大手鉄鋼会社は、「手元流動性は潤沢にあるが、溜め込んだ資金の使い道が国内には見いだせない」と慎重な構えを見せている(同)。負債を増やすことについて、かつては財閥内の相互保証が過剰投資を誘発したとの反省もあり、規制が強化される動きもあるという(アジア経済研究所)。

＜図表 25＞機械投資が危機前に加速した韓国



＜図表 26＞韓国企業の経営・投資姿勢

○危機前

- ・ IMF 危機までは成長至上主義で、設備を最優先し、沢山作って多くのシェアをとるという発想。お金があれば投資をしていた（食品会社）。

○現在

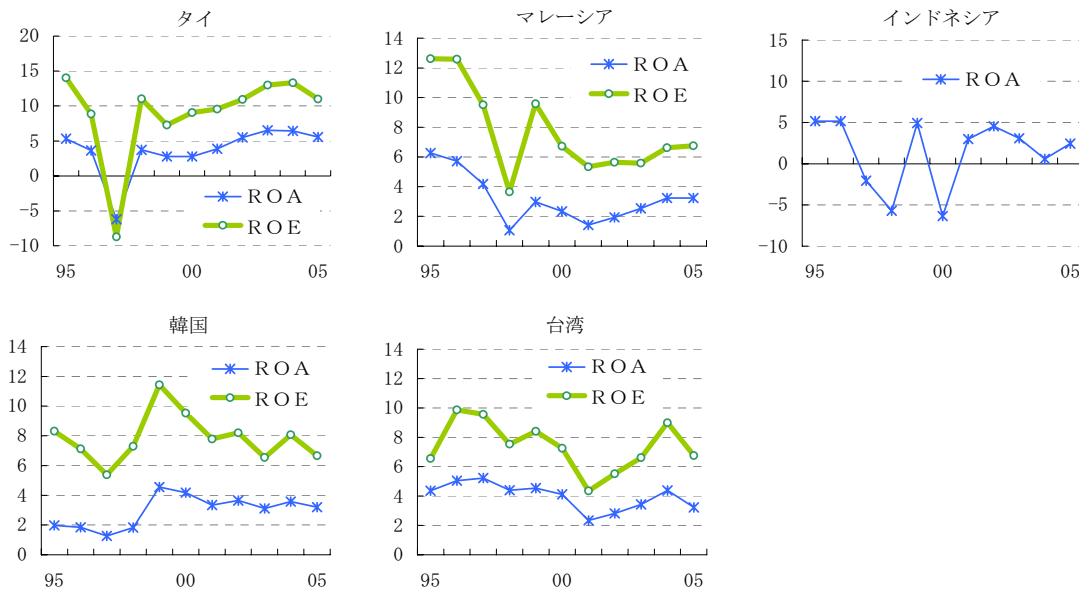
- ・ 手元流動性は潤沢にあるが、溜め込んだ資金の使い道が国内には見いだせない（大手鉄鋼メーカー）。
- ・ 負債を増やすことについて、過剰な自己規制がある（シンクタンク）。
- ・ 韓国内には、以前のシェアや生産高確保を優先した姿勢の方が問題で、効率性などを重視している現在の方が妥当との見方もある（アジア経済研究所）。
- ・ 財閥内の相互債務保証が過剰投資を誘発したとの反省から、規制が強化された（同）。

(企業収益の回復状況は国ごとに異なる)

投資の停滞が、かつての行き過ぎの反動あるいはストック調整によっているという側面を確認するため、企業が期間収益では立ち直っているのかを、ROA（総資産利益率）、ROE（自己資本利益率）から確認してみる（図表 27）。

5 カ国の中では、タイ企業の立ち直りが鮮明になっている。マレーシアは危機前の水準に戻っておらず、過去 10 年間の範囲では評価が難しいが、2001 年以降は緩やかに回復している。韓国企業は、IT バブルで上振れしたとみられる 99 年、00 年ごろに利益率が高まったが、01 年以降はやや低い水準で横ばい傾向となっている。ただ、95 年ごろの水準と比べれば遜色はない。

＜図表 27＞ 5 カ国の ROA、ROE の推移



(資料) OSIRIS財務データ。対象企業の中央値（平均値では一部企業のデータにより不安定となるため）。  
インドネシアは時期により収録企業数が少なく、変動が激しいためROEは割愛した。単位%。

(債務圧縮が進む)

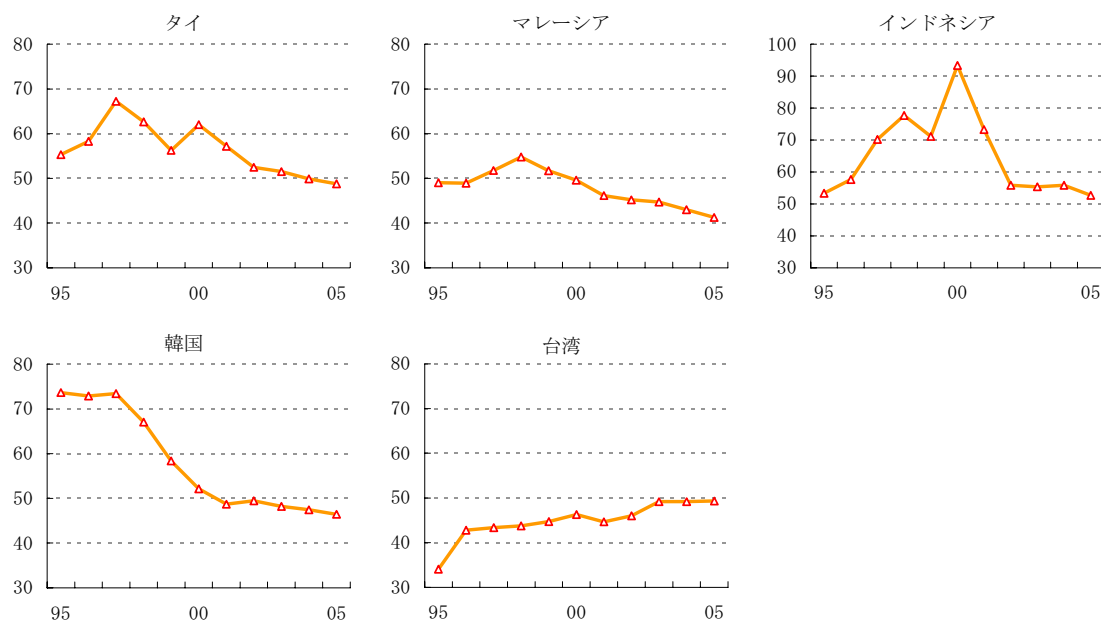
ストック調整を直接証拠づけるものではないが、この間、企業が債務比率の引き下げといった財務リストラを進めたのかどうかを確認してみる。財務データから、総資産に対する負債の比率を描いた（図表 28）。

これを見ると、タイと韓国では、97 年頃をピークに同比率がほぼ一貫して低下している。マレーシアは変動幅が小さいが、傾向は似ている。インドネシアは 00 年にかけて急上昇した後、急速に負債圧縮が進んだ。

かつての投資ブーム時の資金が、借り入れで賄われていた場合には、過剰資本ストックと過剰債務がコインの表裏で存在していたと考えられる。これらの国での負債比率の低下は、資本ストックを圧縮する動きがここ数年存在していたことをうかがわせる 1 つのデータと言えるだろう。

台湾は唯一、緩やかな上昇傾向をたどっているが、同比率の水準は 5 割程度にとどまっている。

<図表 28> 5 カ国の負債比率（負債／総資産）

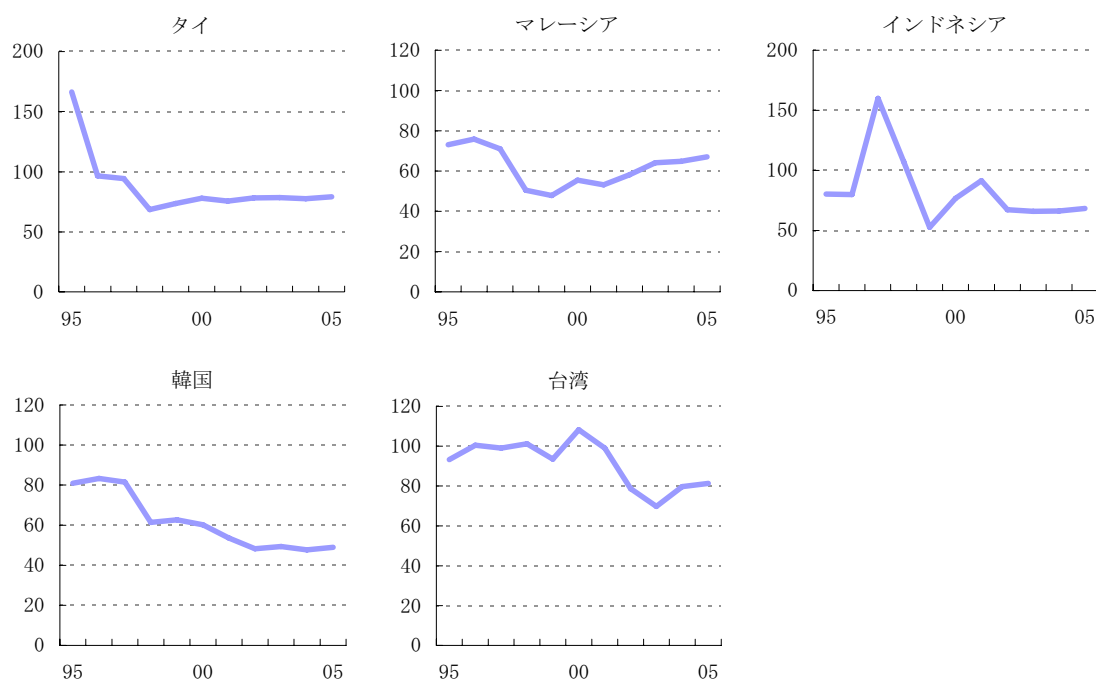


(資料) OSIRIS財務データ。総資産に占める負債の比率、単位%。対象企業の中央値。  
「負債」はOSIRIS上の「Total Liabilities and Debt」。

また、ブーム期の設備資金が内部資金主体だったのか、外からの資金に頼る度合いが高かったのかを推し量る1つの手がかりとして、投資額とキャッシュフロー（内部留保＋減価償却費）との比率をとってみる（図表29）。

今回用いたデータでは、投資額がキャッシュフローを下回っている期間が多く、水準としての評価が難しいが、アジア危機前後のタイやインドネシアで、投資額が手元資金を超えていた様子が出ており、韓国でも投資額は手元資金との比較で、水準を落としていることがわかる。ただし、台湾は2000年以降になって投資抑制傾向が現れており、マレーシアではやや漸増傾向も見える点で、他の3カ国と異なっている。

＜図表29＞投資・キャッシュフロー比率



（資料）OSIRIS財務データ。投資／（内部留保＋減価償却費）で計算。単位％。  
 ここでの投資は固定資産増加額に減価償却費を加えた粗投資とした。  
 対象企業の中央値。キャッシュフローがマイナスの企業を除いた。

(設備投資関数からの評価)

今度は設備投資関数から、ストック調整要因を確認してみる。前掲図表 11 と同様、固定資産増加額を、①固定資産②売上高③内部留保④負債残高（それぞれ 1 期前）の 4 変数を用いて推計する。

推計結果を見ると（図表 30）、以下のような点が指摘できる。

- (ア) 2000 年以降、韓国、台湾、マレーシアで、固定資産の負の係数が大きくくなっている。
- (イ) タイでは 2000 年以降、固定資産よりも、借り入れの負の影響が大きくなり、内部留保の係数が下がっている
- (ウ) 韓国や台湾では、2000 年以降、売上高と内部留保の係数が大きく有意になっている。

まず、(ア) は、以前の積極投資で過大な設備ストックを抱えた企業が、2000 年以降、新規投資を抑制する傾向があることを示しており、投資停滞の一因がストック調整によるものであることを物語る 1 つの材料と考えられる。

次に (イ) は、タイでは過剰債務の圧力が投資にブレーキをかけていることを示しており、内部留保と投資の連動性が下がっていることからみて、手元資金を投資に振り向けず、債務返済に充てている様子もうかがえる。タイは、2000 年以降に限れば投資が徐々に回復しているため、同期間ではストック調整要因が検出しにくいとも考えられる。

また、(ウ) は、韓国や台湾で、売り上げや内部留保の大きい大企業が投資を拡大する傾向があったことを示しており、「投資が伸びているのは、大企業や輸出型企業に限られている」（アジア経済研究所）との指摘と整合的である。

＜図表 30＞設備投資関数の推計（期間で区分）

- ・企業群を時系列に蓄積した” パネル” 型の推計
- ・固定資産増加額（前期末との差額）を4つの説明変数で推計した
- ・対象は各国の上場企業（OSIRISから取得できる企業）
- ・推計期間は1991年から2005年
- ・99年以前と2000年以降でダミー変数により推計期間を2分割、係数の変化を見ている
- ・説明変数はすべて1期前
- ・ほかに独立のダミー変数がある

被説明変数＝固定資産増加額		1999年以前		2000年以降	
	説明変数	係数	t 値	係数	t 値
タイ	固定資産	-0.26	-4.03	0.04	1.20
	売上高	0.38	4.21	0.08	5.81
	内部留保	0.62	3.70	0.27	5.12
	負債残高	-0.36	-2.63	-0.45	-6.70
	企業数、サンプル数	102、321		295、956	
	調整済みR <sup>2</sup>	0.55			
マレーシア	固定資産	-0.29	-12.73	-0.53	-37.22
	売上高	0.22	7.56	0.05	2.89
	内部留保	0.14	3.38	0.66	29.50
	負債残高	0.05	2.37	0.27	22.35
	企業数、サンプル数	566、2639		935、4040	
	調整済みR <sup>2</sup>	0.25			
インドネシア	固定資産	-0.14	-1.89	-0.18	-4.61
	売上高	0.68	3.96	0.13	2.67
	内部留保	0.25	1.10	0.30	5.20
	負債残高	-0.83	-4.15	-0.11	-1.84
	企業数、サンプル数	49、195		152、385	
	調整済みR <sup>2</sup>	0.46			
韓国	固定資産	-0.02	-0.66	-0.28	-27.69
	売上高	0.05	4.42	0.10	16.28
	内部留保	0.02	0.16	0.21	9.79
	負債残高	-0.34	-4.60	0.62	7.45
	企業数、サンプル数	881、4855		1293、5181	
	調整済みR <sup>2</sup>	0.13			
台湾	固定資産	-0.28	-5.82	-0.35	-17.73
	売上高	0.03	0.94	0.08	7.23
	内部留保	0.13	0.84	0.41	7.91
	負債残高	-0.25	-1.46	0.10	1.72
	企業数、サンプル数	218、473		633、2409	
	調整済みR <sup>2</sup>	0.28			

(注) t 値が後半で大きくなる傾向があるのは、①短い年数の中に多数の企業が含まれており、統計的に安定的なサンプルとなっている②以前の企業財務データの信頼性が劣る――などの理由が考えられる。負債残高はマレーシアは総負債（Total Liabilities and Debt）、他の国は金融機関借入残高（Bank Loan）を用いた。

## 2. 3. 政治的・社会的不安定性が阻害——インドネシア・韓国

ここでは、必ずしも経済的要因とは言えない、政治的不安定さや行政制度・手続きの未整備、労使関係の陰悪度なども、企業の投資判断に影響を及ぼしていると思われる例を取り上げる。

(投資に不確実性を感じるインドネシア企業)

インドネシアは、30年間独裁を続けてきたスハルト大統領が1998年に辞任し、自由化・民主化に舵を切った。しかし、それ以降の体制変革があまりに急であったため、新しい制度・法体系・手続きなどが固まっておらず、かえってビジネスに混乱をもたらしている。現地取材でも、事業環境の不透明性・不確実性を表明する企業が多かった(図表31)。加えて、民族紛争や国際的なテロ、地震や津波といった自然災害が相次いだことも(図表32)、カントリーリスクを高める要因になった。

<図表31>インドネシアの混乱ぶりを指摘する声

### ○現地企業の声

- ・ 地方政府が土地売買に関わる勝手な規制を設けている(プランテーションなどを手がける複合企業)。
- ・ スハルト以来9年間で4人の大統領と、政治が不安定(養鶏と運動靴製造)。
- ・ 国と地方で二重規制がある(同)。
- ・ 以前の賄賂に代わる「手続き」が固まっていない(同)。
- ・ 交通混雑、通関業務の非効率で輸送コストが高い(同)。
- ・ 民主化で労働組合が認められ人が雇いにくくなった(タイル製造)。
- ・ 政府の規制が不透明(家具製造販売)。
- ・ 為替レートの変動が大きい(同)。

### ○専門家の見方

- ・ 98年以降の自由化・民主化があまりに急速に進んだため、かえって不安定性が増し、ビジネス環境が悪化している(アジア経済研究所)。
- ・ テロや民族対立、地震や津波といった自然災害が相次いだことも、ビジネスには悪材料(同)。



＜図表 32＞アジア危機前後からのインドネシア情勢

＜不安定な政治＞

- ・ 96 年 暴動が勃発。政府への不満が噴出。
- ・ 98 年 スハルト再選されるも、改革を求める学生らによるデモが頻発。
- ・ 同年 5 月 32 年間続いたスハルト体制が崩壊。
- ・ 99 年 民主選挙によりワヒド大統領が誕生。
- ・ 01 年 議会がワヒド大統領を罷免、メガワティが次期大統領に。
- ・ 同年 アメリカ同時多発テロに伴う軍事行動によって反米デモが広がる。
- ・ 04 年 民主的総選挙でユドヨノ政権が誕生し、政局は安定の兆し。

＜民族紛争の激化・治安の悪化＞

- ・ 96 年 ジャワの地方都市で暴動が頻発。
- ・ 99 年 東ティモールでは住民投票により独立が決まる。
- ・ 02 年 バリ島テロ。
- ・ 03 年 アチェ州で独立運動が活発化、国軍介入。
- ・ 05 年 政府はアチェと和平合意。

＜地震や津波など自然災害＞

- ・ 04 年 スマトラ沖地震。
- ・ 05 年 鳥インフルエンザ、デング熱マラリアの流行、ポリオの再発。

＜金融・経済の混乱＞

- ・ 97 年 7 月 タイバーツが変動相場制に移行し、ルピアも急落。
- ・ 97 年 10 月 IMF の支援下に入り、16 銀行が閉鎖。
- ・ 98 年 1 月 スハルト健康不安説もあり、ルピア安一段と進行。
- ・ 98 年 経済成長率がマイナス 13% に落ち込む。

（資料）アジア経済研究所「アジア動向年報」各年版。

企業の評価を、幾分客観的につかむ指標として、スイスの有力ビジネススクール IMD（経営開発国際研究所）が公表する「2006 年世界競争力年鑑——“World Competitiveness Yearbook, 2006”」を利用してみる。同年鑑が経営環境を評価する際に用いている基礎指標の中から、以下の 4 つに注目する。

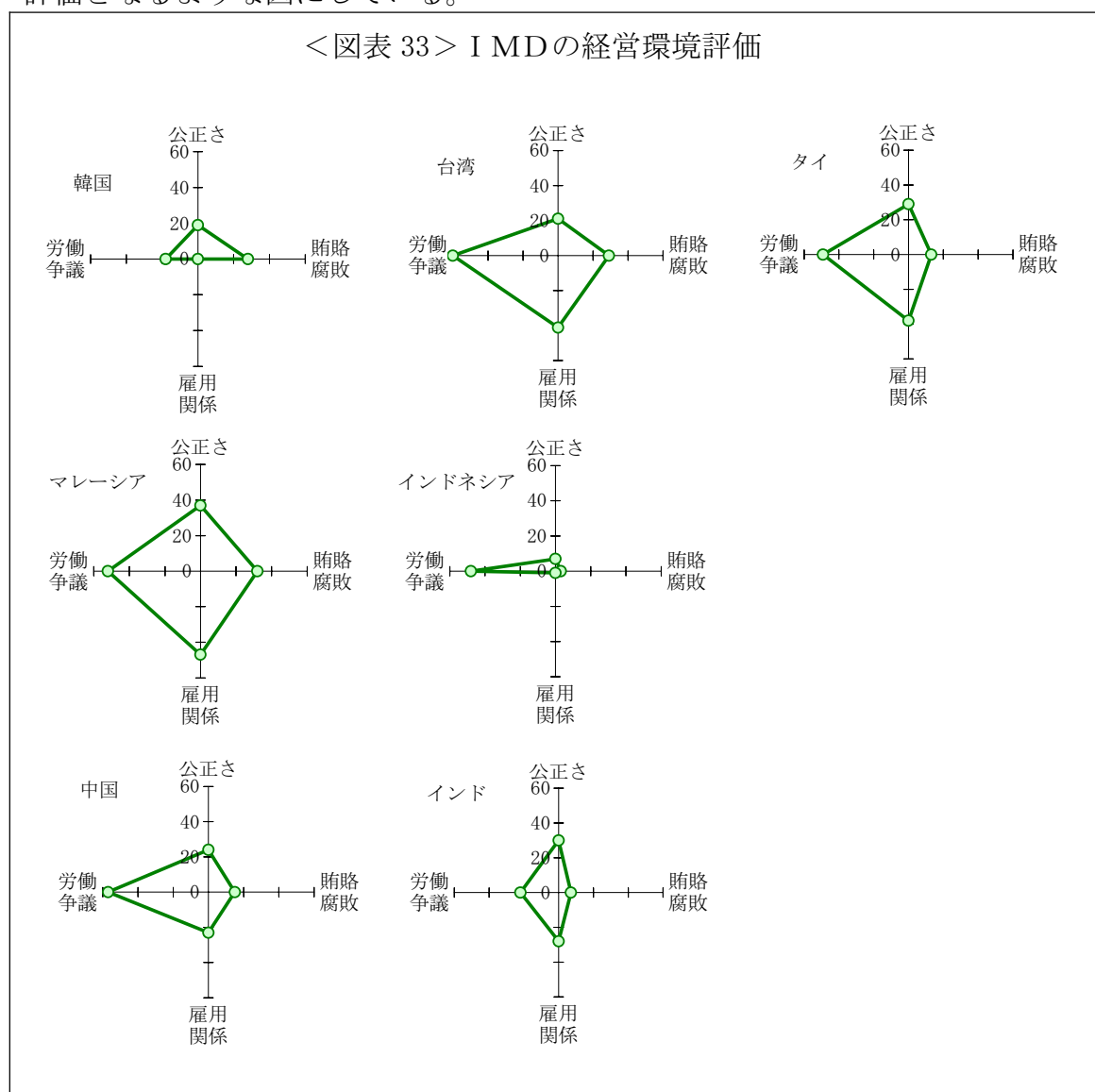
①公正さ（justice）＝政府が法を公正に適用しているか

②賄賂腐敗（bribing and corruption）＝政府に賄賂腐敗が存在するか

③雇用関係 (labor relations) = 敵対的か生産的か

④労働争議 (industrial disputes) = 年間に失われた就業日数 (1000 人中)

①から③は、各国企業の管理職を対象にしたアンケート、④は統計を基にした評価である。各国が各項目で得た評価から描いたのが次図（図表 33）で、便宜上、対象国数（61）から順位を引き、数字が大きいほど（輪が大きいほど）好評価となるような図にしている。



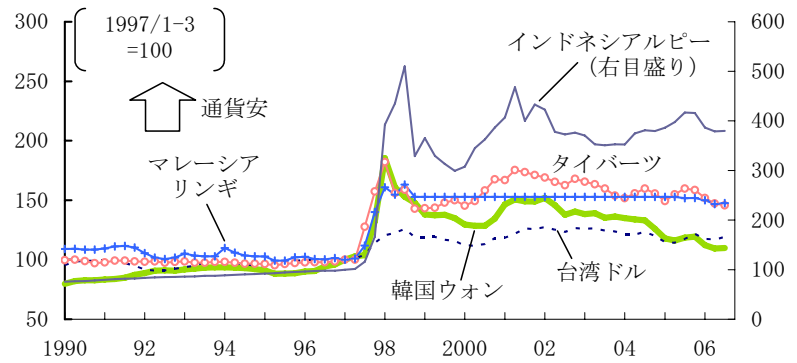
（注）数字が大きくなるほど環境が良いことを示す。各項目の数値は、対象国数（61）からランキング順位を引いたもの。詳細は付属資料を参照。

（資料）Institute for Management Development, I M D World Competitiveness Yearbook 2006

これを見ると、インドネシアは公正さ、賄賂腐敗、雇用関係の3点で、世界でも最低レベルの評価をされていることがわかる。

このほか、為替変動が激しい（図表 34）のもインドネシアの問題とされている。為替変動が大きい背後には、政治的不安定性や、治安情勢の悪化などがあるものとみられる。

＜図表 34＞ 5 カ国の為替変動



(資料) D R I 国際経済金融データ。四半期の期中平均値。

(労使関係が険悪な韓国)

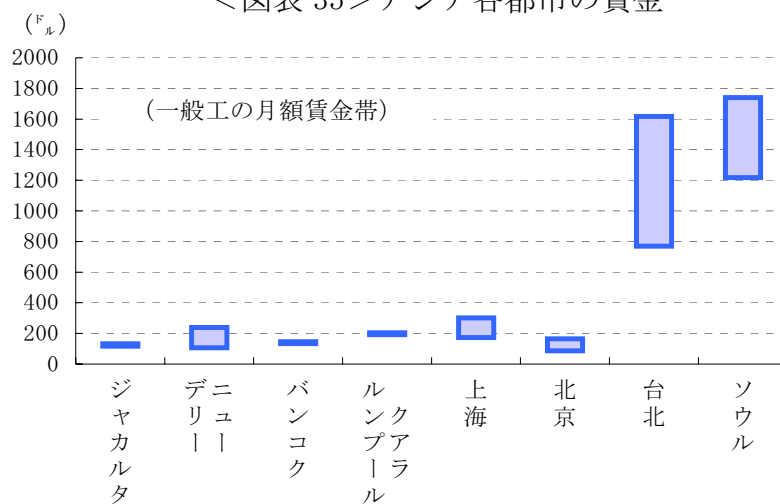
IMDの経営環境評価で、もう1カ国、低い評価をされているのが韓国である。特に、労使関係が敵対的か生産的かを示す「雇用関係」は61地域中、最下位となった。現地取材や専門家からのヒアリングでも、厳しい労使関係と、そのために企業の海外流出が起きているとの指摘が多かった(図表36)。

労使関係が悪かったのは以前からだが、①少なくとも80年代までは韓国の賃金コストは国際的にみて高くなかった②92年に中国との関係が正常化して以降、対中進出という選択

肢が増えた——の2点が近年、企業の海外流出に拍車をかける要因になっているという(アジア経済研究所)。

険悪な労使関係が、国内市場の先細り懸念も手伝って、内外企業の韓国内での投資意欲に水を差していると考えられる。

<図表35>アジア各都市の賃金



(資料)ジェトロ「海外情報ファイル」。2005年11月実施の調査結果。

<図表36>韓国の労使関係に厳しい評価

○現地企業の声

- ・ リストラをしようとする、労使対立が過激な状態に発展することもある(食品メーカー)。
- ・ 厳しい労使対立を考えると、海外に出て行った企業の国内回帰は期待できない(大手鉄鋼メーカー)。

○専門家の見方

- ・ 労働組合が強いため労使紛争が絶えず、賃金コストも高い。日本企業は怖がって出てこないし、韓国企業も海外に流出する(アジア経済研究所)。
- ・ 以前は低かった韓国の賃金が高くなったこと、90年代半ばからは中国との関係正常化で対中進出という選択肢が増えたことが、海外流出に拍車(同)。

### 3. 投資回復の可能性とまとめ

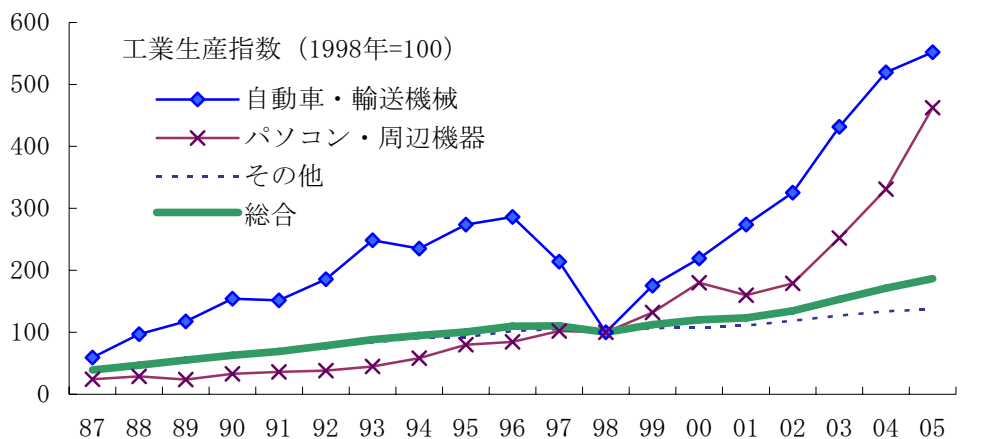
#### 3. 1. 産業集積が好影響——タイ

今後の見通しを考える上では、タイが1つのヒントになると考えられる。タイでは、GDPに占める投資比率が、危機以前よりは低いものの、5カ国の中で唯一明確な回復カーブを描いている（前掲図表2）。

この背景の1つとして、成長産業の集積が進んでいることが挙げられる。集積が進んでいる産業は1つが自動車、2番目は最近伸びているハードディスクドライブである。工業生産を指数値ベースで危機直後の98年と比べると、2005年には自動車・輸送機械が5.5倍、パソコン・周辺機器が4.6倍に伸びている（図表37）。

産業の集積を後押しした要因として、外資規制の転換がある。タイ政府は以前認めていなかった100%外資を、危機後に認めるようになった。自動車では、これにより日系メーカーの意向を完全に反映した工場ができるようになり、生産・品質とも上がった（現地ジェトロ）という。また、電気・電子産業については、タイからの輸出を重視しているため、通貨安の影響はほとんどないという（同）。

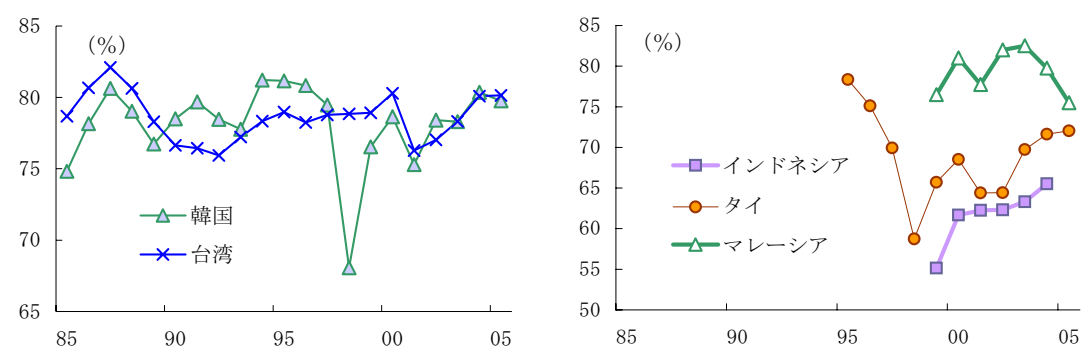
<図表 37>自動車・パソコン関連が伸びるタイの生産



（資料）Bank of Thailand。2000年=100の指数を98年=100に変換  
指数ウェイトは自動車・輸送機械（9.0）、パソコン・周辺機器（13.6）、  
総合が100。

産業集積が進みながらも、タイでは稼働率が着実に回復しており（図表 38）、需要増を裏付けとした投資の増強という好ましい姿になっていることがうかがえる。

＜図表 38＞ 5 カ国の稼働率の推移



(資料) CEIC Data

バブルとその後の落ち込みが激しかった建設・不動産部門でも、首都バンコクでは建設ラッシュが起き、オフィスビル賃料が上昇している（現地ジェトロ）。自動車・パソコン部品を中心とする製造業の好循環が、他部門のストック調整も進展させているとみられる。

### 3. 2. ストック調整進展で徐々に持ち直しへ

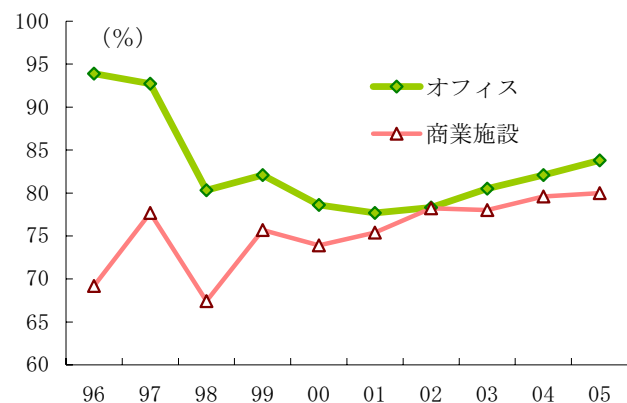
タイでみられたストック調整の進展が、他地域でもみられるのかどうか、先行きを考える上で鍵になるとみられる。

(マレーシアでも前向きの動き)

ストック調整の進展度合いを探る1つの目安は稼働率だろう。タイ以外の稼働率を見ると、韓国、インドネシアは緩やかな上昇傾向、台湾も04年、05年は高水準に戻っている。こうした中で、マレーシアだけは、一進一退の状況にある。投資比率や経常収支比率など他のマクロ指標を見ても(前掲図表2、3)、マレーシアは05年までを見る限り、投資や内需の回復がはかばかしくないことが見て取れる。

ただ、過大投資のあった不動産分野では、稼働率が緩やかに改善しており(図表39)、ストック調整が進展している様子もうかがえる。

＜図表 39＞マレーシアの不動産稼働率



(資料) Bank Negara Malaysia Annual Report 2005。  
2005年は1月から9月までの数値。

現地の企業の声聞いても、それほど企業心理の萎縮は感じられない。取材先4社はいずれも、「投資を増やす」方向だった(図表40)。

＜図表 40＞マレーシアにおける前向きの声

- ・ 設備投資は順調に増やしている(射出成型部品製造)。
- ・ セメント事業は危機で落ち込んだが、その後回復している。今は設備も拡大している(複合企業)。
- ・ 設備投資は徐々にだが増やしている(半導体メーカー)。
- ・ 設備は増やしている(日系電子部品メーカー)。
- ・ マレーシアの投資は順調に増えている(現地ジェトロ)。

(企業の財務体質も改善)

過去に過剰な借り入れをして投資に走った傷跡が、依然企業に残っているのかどうか、ストック調整の進捗を企業財務の側面から探してみる。手元資金をすべて債務償還に充てた場合、何年で返済できるかという「債務償還年数」を5カ国について描いた(図表41)。台湾を除く4カ国については、アジア危機の前後の高い債務水準が、その後かなり改善されていることが見て取れる。

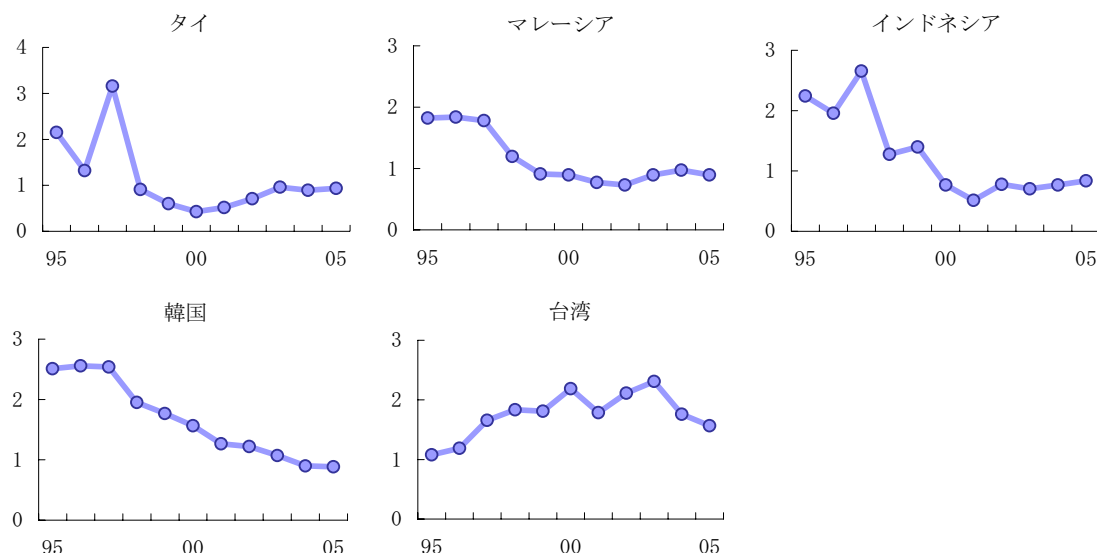
国別に見ると、タイは00年に底を打ち、ここ数年は上昇傾向に転じている。同年数は、収益の伸び悩みから上昇に転じることもあるため、解釈には注意が必要だが、同国ではマクロの投資比率が上昇基調にあることも考え併せると、財務体質の立て直しにメドが付いたものとみられる。

マレーシアとインドネシアも、01年から02年ごろにかけて低下した後、緩やかに上昇する傾向を見せている。

これに対し、韓国は低下傾向が止まっておらず、企業が債務圧縮を続けている様子がうかがえる。

台湾はむしろ03年にかけて趨勢的に同年数が高まったあと、04年、05年で低下するという異質な動きをしている。ただし、債務水準が特に高いという判断はしにくい。

<図表41>債務償還年数の推移



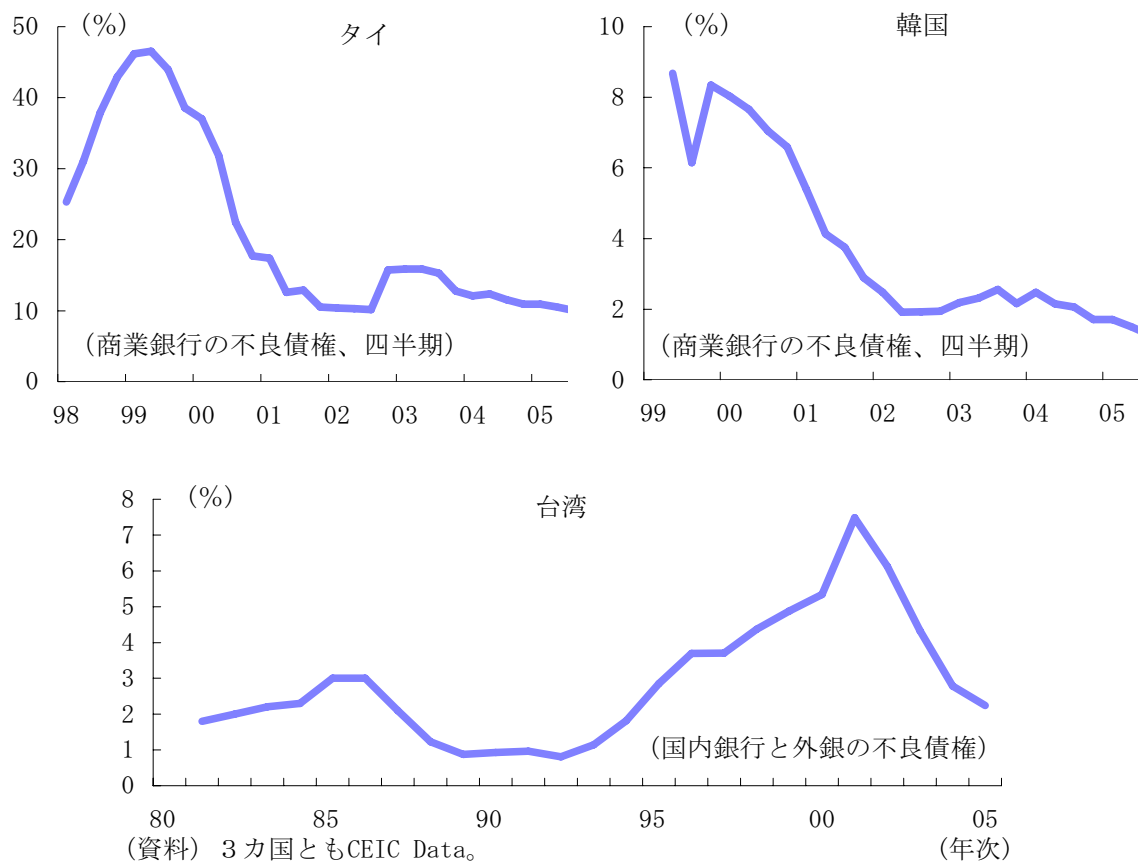
(資料) OSIRIS財務データ。負債残高／(当期利益+減価償却費)として計算。単位年。  
手元資金をすべて債務償還に充てた場合、何年で返済できるかという数字。  
「負債」はOSIRIS上の「Total Liabilities and Debt」。対象企業の中央値。



(金融面の制約も少ない)

では、資金調達環境はどうだろうか。まず、銀行の財務体質に問題があるか、貸出債権の内容を「不良債権比率」から探してみる。タイと韓国では、同比率が顕著な低下を示している。台湾は、I Tバブルの前後にかけて、同比率が高まったものの、足元では10年前の水準に戻っているのがわかる。アジア危機やI Tバブルの影響で、銀行が打撃を受けたとしても、既にその傷は相当癒えていることがうかがえる。

<図表 42> 銀行の不良債権比率



実際の銀行の融資態度を現地で聞いても、インドネシアを除く4カ国では、貸し渋りを指摘する声はなかった(図表 41)。唯一、インドネシアでは、「銀行が融資に積極的でない」「融資を仰ぐのは困難」という指摘が複数の企業で聞かれたものの、「銀行からの調達に問題はない」という声もあり、貸し渋り一色ではない模様だ。

＜図表 43＞設備資金調達についての声

○タイ

- ・ 自己資金で賄える（日系輸送機械メーカー、日系プレスメーカー）。
- ・ 能力増強投資なら本社が増資で資金を付けてくれる（日系電機メーカー）。

○マレーシア

- ・ 銀行は協力的、貸し渋りはない（射出成型部品製造、複合企業、日系半導体メーカー）。
- ・ 内部留保で賄える（日系電子部品メーカー）。

○インドネシア

- ・ 銀行は融資に積極的でない。銀行は安全な中銀債券（国債類似の証券）の購入を優先している（運動靴製造・養鶏などの複合企業）。
- ・ 融資を仰ぐのは困難（食品加工メーカー）。
- ・ 資本市場から調達（プランテーションなどの複合企業）。
- ・ 銀行融資で投資を計画。調達に問題はない（タイル製造）。
- ・ 銀行がリスクを取りたがらず、預貸比率が低下（アジア経済研究所）。

○韓国

- ・ 手元資金は潤沢（大手鉄鋼メーカー）。
- ・ 自己資金に加え、資本市場からも調達（石油化学メーカー）。
- ・ 企業は負債の積み増しに必要以上に慎重で、自ら規制をかけている（シンクタンク）。

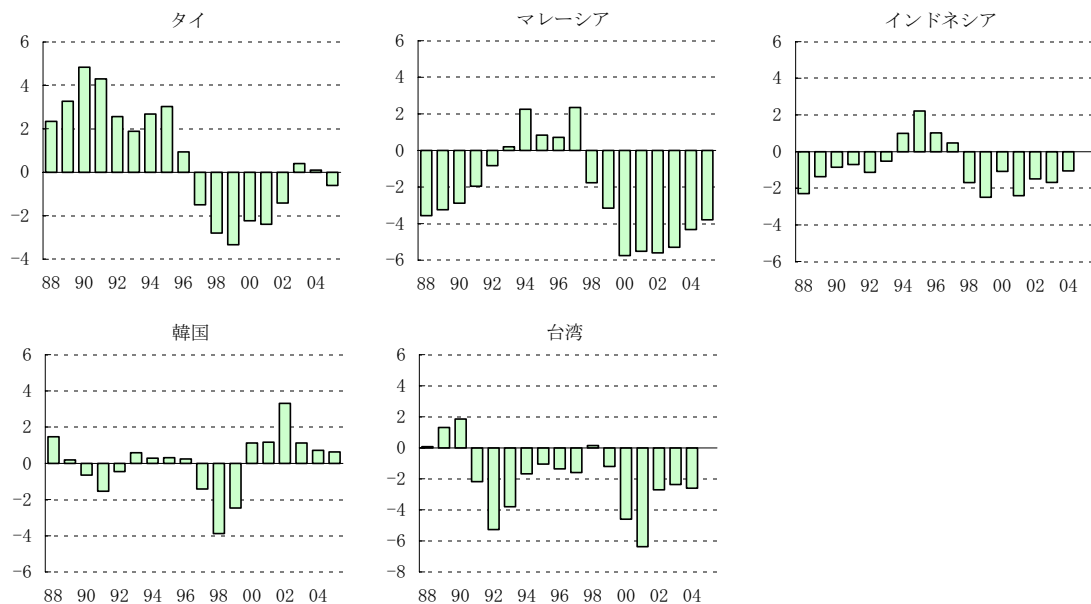
○台湾

- ・ 投資は純利益の範囲で、借入金には頼らず（大手半導体メーカー）。
- ・ 資金は十分にあるが、投資先に困っている。投資は減価償却の範囲に収まる（通信サービス会社）。
- ・ 銀行は超過準備を抱えており、カネ余りの状態にある（みずほ総合研究所）。

### (公共投資復活の素地)

建設・不動産分野で行き過ぎがあった国では、公共投資の復活も課題となる。タイは民間ほどでないが、政府の建設投資も縮小した（前掲図表 21）。マレーシアもインフラ投資の一巡が投資停滞の一因となった。政治的要素もあり、先行きを占うのは難しいが、財政面からみた投資余力を財政赤字でみると、タイでは、中央政府財政がほぼ均衡、マレーシアはなお赤字が大きい、GDP比では縮小に向かっている。韓国は黒字である。インドネシアは赤字だが、縮小傾向にあるようにも見える<sup>5</sup>。公共投資が持ち直す素地は以前よりは整ってきたと判断できよう。

<図表 44> 財政収支の推移



(資料) Asian Development Bank, "Key Indicators 2006". 中央政府財政収支のGDP比率、単位%。

### (心理面で残る警戒感)

ストック調整の進展を考える上で、統計や財務データに表れない1つの要素が、企業の心理的な側面かもしれない。韓国の現地取材では、「企業は負債の積み増しに必要以上に慎重で、自ら規制をかけている」（シンクタンク）との指摘があった（図表 43）。また、投資を増やさない理由について、景気要因と並んで

<sup>5</sup> インドネシアでは「交通渋滞や通関業務の非効率で、輸出コストが高い」など、インフラへの不満を述べる企業が複数あり、公共投資へのニーズが高まっている様子もうかがえた。

「リスクをとることへの躊躇」など経営的な要因を挙げる企業が多いというアンケート結果もある（アジア経済研究所）という。

しかし、アジア危機から10年近くが経過する中で、心理的な要因は時間の経過とともに、薄れていくとみるのが妥当だろう。既存設備の陳腐化も進むため、足元での投資手控えは先行きの要投資額をかえって高めるとも考えられる。

韓国では、需要（ユーザー）が付くならという前提を付けていたが、「設備投資は基調としては増える方向」（電子部品メーカー）という声があった。慎重姿勢が解けている訳ではないが、情勢次第でというニュアンスも感じ取れる。

（投資偏在、解消には時間も）

以上、諸指標や現地取材から見て、ストック調整は着実に進展しており、投資比率も持ち直しに向かう公算が高いものと予想される。

ただ同時に、構造要因とも言うべき中国などへのシフトが急速に解消するとも考えにくい。この先、中国経済が投資過多による需給バランスの悪化や、人件費の上昇などを通して、投資先としての魅力を失い始めるというシナリオもあり得るが、その場合でも、次にはインドやベトナムが控えている。中国では既に臨海部を中心に人件費の上昇が伝えられるが、日系企業の間では、「（従来投資先として有力だった）マレーシアに投資するよりは、中国の方が妥当とみる企業が多い」（アジア経済研究所）という。多少の逆風では、「投資先は中国」というイメージが崩れないとも考えられる。

このため、中国への集中という投資偏在が尾を引く可能性が残っている。アジアで景気上昇が続いた場合でも、NIEs・ASEAN地域での投資比率の回復は当面緩やかなものにとどまる公算が高いとみられる。

（以上）

## [付属資料]

1. 企業パネル分析事例
2. 現地取材記録
3. 国内専門家へのヒアリング
4. 分析に利用したデータ

<付図表 1－1>内外資を期間でも区分

- ・企業群を時系列に蓄積した”パネル”型の推計
- ・固定資産増加額（前期末との差額）を4つの説明変数で推計した
- ・対象は各国の上場企業（OSIRISから取得できる企業）
- ・推計期間は1991年から2005年（99年以前と2000年以降で推計期間を2分割している）
- ・内資と外資に分けて係数の変化を見ている
- ・「外資」は外国人の株式保有が直近で10%以上とした。ただし金融関係の保有分を除く
- ・説明変数はすべて1期前
- ・ほかに独立のダミー変数がある

被説明変数＝固定資産増加額			1999年以前		2000年以降	
説明変数			係数	t 値	係数	t 値
タイ	内資	固定資産	0.23	1.84	0.47	11.31
		売上高	0.16	1.43	-0.02	-1.19
		内部留保	0.12	0.44	0.32	5.20
		負債残高	-0.48	-2.00	-0.89	-12.77
	外資	固定資産	-0.47	-7.12	-0.35	-6.76
		売上高	-0.01	-0.07	-0.35	-5.57
		内部留保	0.87	4.90	0.49	6.17
		負債残高	-0.16	-1.10	0.32	3.11
	企業数、サンプル数		102、321		295、956	
調整済みR <sup>2</sup>		0.67				
マレーシア	内資	固定資産	-0.02	-0.64	-0.27	-11.32
		売上高	0.06	2.10	-0.06	-3.40
		内部留保	0.18	4.29	0.54	21.29
		負債残高	-0.09	-2.62	0.15	6.41
	外資	固定資産	-0.94	-16.46	-1.17	-55.00
		売上高	0.74	11.83	0.49	14.78
		内部留保	-0.09	-0.45	0.41	6.06
		負債残高	-0.03	-1.00	0.27	19.80
	企業数、サンプル数		566、2639		935、4040	
調整済みR <sup>2</sup>		0.41				
韓国	内資	固定資産	0.15	4.74	-0.09	-7.83
		売上高	0.02	1.66	0.04	5.45
		内部留保	0.11	0.86	0.21	6.33
		負債残高	-0.30	-3.19	-0.02	-0.21
	外資	固定資産	-0.23	-4.23	-0.96	-52.36
		売上高	-0.21	-4.33	0.56	34.25
		内部留保	0.46	3.21	-0.16	-5.15
		負債残高	-0.12	-1.02	0.08	0.51
	企業数、サンプル数		881、4855		1293、5181	
調整済みR <sup>2</sup>		0.29				

内資はストックを積み増す方向。

内部留保の影響が、内資では強まるのに対し、外資では低下。

内資、外資ともにストック調整が強まる。

係数の大きさは異なるが、変化方向は似ている。

内資、外資とも、2000年以降「ストック調整」色を強めた。

外資は、売上高への反応が正常化。

（注）台湾とインドネシアは期間を分けると、外資系企業のサンプル数が減るため推計を見送り。負債残高はマレーシアは総負債（Total Liabilities and Debt）、他の国は金融機関借入残高（Bank Loan）を用いた。

<付図表1-2> ROAの水準で区分

- ・企業群を時系列に蓄積した”パネル”型の推計
- ・固定資産増加額（前期末との差額）を4つの説明変数で推計した
- ・対象は各国の上場企業（OSIRISから取得できる企業）
- ・推計期間は1991年から2005年
- ・説明変数はすべて1期前
- ・ほかに独立のダミー変数がある

被説明変数＝固定資産増加額		ROA ≥ 10		10 > ROA ≥ 0		0 > ROA	
説明変数		係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値
タイ	固定資産	-0.24	-6.73	0.17	4.42	-0.24	-5.44
	売上高	0.13	6.58	0.14	4.57	0.00	0.01
	内部留保	0.83	11.69	0.10	1.46	-0.13	-2.06
	負債残高	-0.57	-7.82	-0.80	-11.25	-0.28	-3.82
	企業数、サンプル数	309、1270					
	調整済みR <sup>2</sup>	0.72					
マレーシア	固定資産	0.04	0.81	-0.44	-33.92	-0.18	-6.20
	売上高	0.18	6.28	-0.10	-5.82	0.11	4.29
	内部留保	0.12	1.98	0.54	22.46	0.39	9.61
	負債残高	-0.59	-15.09	0.33	29.55	-0.07	-2.18
	企業数、サンプル数	891、6006					
	調整済みR <sup>2</sup>	0.41					
インドネシア	固定資産	-0.15	-2.61	-0.38	-6.37	-0.03	-0.51
	売上高	0.00	-0.02	0.20	4.41	0.19	2.59
	内部留保	0.35	6.06	-0.01	-0.17	0.28	2.80
	負債残高	-0.10	-1.24	0.07	0.60	-0.24	-1.55
	企業数、サンプル数	164、579					
	調整済みR <sup>2</sup>	0.51					
韓国	固定資産	-0.24	-3.49	-0.26	-25.72	-0.21	-8.57
	売上高	0.34	9.76	0.10	14.37	0.07	6.11
	内部留保	-0.38	-7.06	0.08	2.70	0.49	7.94
	負債残高	-0.67	-2.73	0.42	5.90	-0.07	-0.75
	企業数、サンプル数	1305、9774					
	調整済みR <sup>2</sup>	0.14					
台湾	固定資産	-0.30	-10.48	-0.32	-15.58	-0.33	-8.14
	売上高	0.00	0.10	0.06	5.95	0.25	9.25
	内部留保	0.40	4.92	0.47	6.49	0.38	4.04
	負債残高	1.14	9.39	0.20	3.19	-0.47	-3.57
	企業数、サンプル数	637、2837					
	調整済みR <sup>2</sup>	0.33					

中ROA企業がストック積み増し。

高ROA企業では内部留保と正の相関。

中ROA企業でストック調整がきつく、内部留保、負債と連動。

ストック調整は違いなし。

高ROA企業では売上との関連が大きく、内部留保や借り入れと逆相関。

ROAが小さいほど売上と連動。

高ROA企業では負債と連動（負債に依存）。

(注) ROAは各年ごとの値であるため、ROAの値で企業数、サンプル数を分けることができない。負債残高はマレーシアは総負債（Total Liabilities and Debt）、他の国は金融機関借入残高（Bank Loan）を用いた。

<付図表1-3> ROAで正負に分け、期間別にも区分

- ・企業群を時系列に蓄積した”パネル”型の推計
- ・固定資産増加額（前期末との差額）を4つの説明変数で推計した
- ・対象は各国の上場企業（OSIRISから取得できる企業）
- ・推計期間は1991年から2005年
- ・ROAが正の企業と負の企業に分け、2000年以前と以降で係数の変化を見ている。
- ・説明変数はすべて1期前
- ・ほかに独立のダミー変数がある

被説明変数＝固定資産増加額						
説明変数			1999年以前		2000年以降	
			係数	t 値	係数	t 値
タイ	正	固定資産	-0.10	-1.20	0.00	-0.10
		売上高	0.30	2.77	0.06	4.32
		内部留保	0.43	1.98	0.47	6.59
		負債残高	-0.36	-2.43	-0.38	-4.55
	負	固定資産	-0.22	-2.45	-0.04	-0.49
		売上高	0.27	1.86	-0.07	-0.84
		内部留保	1.25	5.43	-0.02	-0.23
		負債残高	-0.77	-3.17	-0.39	-3.64
	企業数、サンプル数		102、321		295、949	
	調整済みR <sup>2</sup>		0.57			
マレーシア	正	固定資産	-0.32	-12.36	-0.54	-36.51
		売上高	0.26	8.08	0.02	1.26
		内部留保	0.16	3.27	0.73	28.60
		負債残高	0.08	3.24	0.29	23.14
	負	固定資産	-0.13	-3.11	-0.51	-9.70
		売上高	0.12	2.50	0.23	7.13
		内部留保	0.06	0.78	0.36	6.51
		負債残高	-0.07	-1.42	0.13	2.52
	企業数、サンプル数		564、2615		917、3878	
	調整済みR <sup>2</sup>		0.27			
インドネシア	正	固定資産	-0.24	-1.41	-0.22	-5.43
		売上高	0.52	2.52	0.19	3.93
		内部留保	0.64	0.90	0.22	3.73
		負債残高	-0.86	-2.92	-0.16	-2.40
	負	固定資産	-0.01	-0.11	0.07	0.71
		売上高	0.84	3.80	0.16	1.84
		内部留保	1.41	3.76	0.46	3.60
		負債残高	-0.90	-2.95	-0.21	-1.10
	企業数、サンプル数		49、195		152、384	
	調整済みR <sup>2</sup>		0.49			

ROAが正の企業では、内部留保との連動性保つ。

売上高への反応が、ROAの正負で変化。

負債との連動性は正ROA企業で大きい。

データ数の問題があるため、2000年以降を見ると、ROAが負の企業の方が内部留保との連動性が高い。

(注) ROAは各年ごとの値であるため、サンプルをROAの正負で分けることができない。負債残高はマレーシアは総負債（Total Liabilities and Debt）、他の国は金融機関借入残高（Bank Loan）を用いた。



(続き) <付図表1-3>

被説明変数＝固定資産増加額			1999年以前		2000年以降	
説明変数			係数	t 値	係数	t 値
韓国	正	固定資産	0.00	0.04	-0.28	-27.22
		売上高	0.05	4.56	0.11	16.24
		内部留保	-0.09	-0.76	0.16	7.11
		負債残高	-0.41	-3.67	0.73	7.87
	負	固定資産	0.05	0.64	-0.20	-6.53
		売上高	-0.03	-0.82	0.06	4.91
		内部留保	0.49	2.59	0.51	7.61
		負債残高	-0.53	-3.15	-0.23	-1.03
	企業数、サンプル数		849、4735		1274、5039	
	調整済みR <sup>2</sup>		0.14			
台湾	正	固定資産	-0.30	-5.84	-0.35	-17.91
		売上高	0.04	1.41	0.07	6.16
		内部留保	0.08	0.52	0.44	7.64
		負債残高	-0.09	-0.47	0.21	3.48
	負	固定資産	-0.06	-0.42	-0.38	-8.82
		売上高	0.01	0.05	0.26	9.21
		内部留保	1.11	1.71	0.37	3.68
		負債残高	-1.30	-2.65	-0.46	-3.24
	企業数、サンプル数		278、468		629、2369	
	調整済みR <sup>2</sup>		0.30			

ROAが正の企業の方が売上、負債との連動性が高い。

ROAが負の企業で内部留保（おそらく低い）と連動→投資手控えか。

ROAが負の企業で売上と連動傾向。

負ROA企業では負債金マイナス。負債額が大きい→投資抑制か。

輸送機械メーカー（日系）

- ・ 二輪車と四輪車を生産

（詳細は下欄）

設備投資は、能力増強のため増やしている。今年も工場を新設した。通貨危機の影響があったのは最初の2－3年だけだ。

財務的には、基本的に無借金経営を行っており、自己資金の範囲で投資している。借り入れや、本社で増資するという選択肢もなくはないが、基本的に自己資金で賄える。

需要面では、四輪車の販売がアジア全体で増えている。特にインドの伸びが目立つ。タイの国内で伸びているのは、ピックアップトラック（トラックの一種で、乗用車のトランク部分が荷台になっているもの）。乗用車にはまだそれほど需要がない。二輪車の需要は飽和状態になっている。

タイに生産拠点を置いているのは、住み心地のよさ、タイ人の優しさ、王室を中心としたまとまりなどのため。現在では、工場の蓄積も多く、労働コストも安く、日本の部品メーカーも多く進出していることがメリットとなっている。

タイ以外にフィリピン、インドネシア、インドなどにも生産工場を置いているのは、最もニーズがくみ取れる現地で生産するのが良いため。関税の面でも、他国から輸入するとコストがかかる。いずれ、完成車の関税が下がれば、どこかの国で集中的に生産してほかに輸出するということができるが、まだ先の話だ。賃金はコスト全体の5－6％に過ぎず、部品コストの方がより重要だ。労働者の技能が国によって大きな違いがあるという話は聞いていない。ただ、ベトナムの労働者は勤勉だと思う。

今後、東南アジア地域の需要は増えていくだろう。F T Aなどがどのような形になるのかで、生産体制も変わってくるため、関税には注意が必要だ。完成車への関税が低くなればタイへの集中は進むだろう。需要面では、タイでの乗用車の普及はこれからで、タイ政府が乗用車振興策などを行ってくれることを期待する。大きな流れとして二輪から四輪へのシフトがある。二輪工場の縮小も検討していく必要がある。

電気機械メーカー（日系）

- ・ タイ国内向けには白物家電
- ・ 海外向けには空調、昇降機など

（詳細は下欄）

設備投資は徐々に増やしている。ただ、通貨危機前に立ち上げていた工場を拡張したもので、規模は小さい。

生産設備拡大は、日本の親会社の判断で行う。原資は自己調達の基本だが、増産投資の場合、現地の資金で足りなければ本社で増資をして資金を付けてくれる。そういう意味では財務上の問題はない。タイの金融情勢も関係ない。

需要は、タイ国内向けと輸出向けで違う。タイ国内向けは主にエアコン、洗濯機など白物家電だ。この需要は緩やかな増え方だ。一方、海外向けは堅調だ。空調機器、昇降機を中心に、ヨーロッパ、中近東、インド・パキスタン向けに伸びている。

タイに生産拠点を置くのは、労働者の教育、性格が良く、治安もよいため。古くから工場があるので、金型などのサプライヤーも豊富にある。ある程度工場が集積しているので、規模の利益を考えればさらに投資増やすメリットがある。日系大手電機メーカー（松下電器）も冷蔵庫、洗濯機など白物家電の製造拠点をマレーシアからタイに移した。ベトナムでは、金型などパーツは輸入に頼らざるを得ない。

プレスメーカー（日系）

- ・ 非金属のプレスメーカー。携帯電話やプリンター部品、自動車部品などを製造。
- ・ 1995 年設立。従業員約 600 人。顧客は、現地日系メーカーで輸出はほとんどない。

（詳細は下欄）

設備投資は基本的に増やしている。2003 年にバンコクオフィスを作り、アユタヤの工場に携帯電話、液晶用プレス機を増設した。今後は、タイの日系大手自動車メーカー（トヨタ）工場の近くに自動車部品用工場を作る予定だ。

通貨危機直後は、タイ法人は赤字となり投資を手控えたが、1、2 年で回復した。

資金調達はここ 7－8 年、タイ法人の内部留保ですべて賄えており、制約はない。

需要は伸びており、3－4 年前に海外の売上高が日本の売上高を超えた。その差は年々開いている。顧客企業が海外生産を進めているためだ。

売り上げの 40%を占める事務機器メーカー向けは縮小気味だ。キャノンがプリンター製造をベトナムへシフトしたように、タイからベトナムへのシフトが大きい。中国へのシフトはあまりないと思う。一方売り上げの 20%を占める自動車業界向けは好調で、全体の生産としては好調だ。電気電子部品は良くもなく悪くもなく横ばい。タイの電気電子産業の弱いところは携帯電話にしる、デジタルカメラにしる、完成品を作っていないことだ。これらは、マレーシアや中国の華南で作っている。

事務機器メーカーのベトナムへのシフトは、やはり賃金の安さだろう。日本語が話せる事務員が月給 100 ドルで雇える。労働者の質も高いと聞いている。タイでの雇用は、賃金はまだ安いものの、人材が取りにくくなっている。景気が良い証拠だろう。大卒の営業職、経理職などの事務職は募集しても誰も来ない。賃金を上げざるを得ない。

懸念材料は為替レートの動向だ。我々は、日本からフィルムやポリエチレンなどを輸入してそれをプレスして、タイ国内の企業に販売している。そういう意味では、パーツが高くなったほうがありがたい。半面、パーツが高くなると、タイから輸出しているメーカーの採算が悪くなる。パーツ高もパーツ安でも急激な変動は望ましくない。

タイ工業連盟

- ・ 大手企業の業界団体

(詳細は下欄)

タイの投資は増えているが、通貨危機の前と後では投資行動に明確な違いがある。危機前は資金が簡単に手に入った。通貨危機前は明らかに過剰投資だった。B I B F (Bangkok International Banking Facility) などを経由して外資が国内に流入し、過剰な資金が投資に回った。

建設業の投資は大きく減少した後、戻っていない。鉄鋼なども似た動きだ。危機前は日本でいういわゆるバブルの時期だった。コンドミニアムを転売目的で購入し、値上がり益を稼ぐような話が多かった。車も2、3台持つのが目標だった。しかし、通貨危機後は誰もコンドミニアムを買おうとしなくなった。

建設会社は通貨危機後に大きな負債を抱え込んだ。それをリスケジュールしてなんとか債務をなくしてきた。建設会社の問題というよりは、需要がなくなったことのほうが大きい。最近ビルの賃料が値上がりしているところもあるが、バンコク中心部のうち良い場所に限られており、国全体で賃料が上がっているわけではない。

バンコクのスカイトレイン (B T S = Bangkok Transit System) にはなお巨額の債務がある。B T S 自体は 2003 年度から単年度黒字になり徐々に良くなってはいるが、まだ大きな債務がある。スカイトレインや地下鉄には5ルートほど延伸の計画があるが、資金面ではまだメドがついていない。

電気機械では、中国が脅威だ。極めて安い賃金で製品を作っている。中国と正面から争う気はない。製品を差別化するとか高付加価値化するとかして対応していくだろう。ベトナムに関してはあまり気にしていない。確かに賃金は安い、タイに比べて3-5年程度技術的に遅れている。裾野産業もタイが充実している。低付加価値品が一部移転する可能性はあるだろう。

タイは、労働力不足が深刻だ。大学へ行く子供が増えている。日本と同じように家族がお金を出して大学に行かせる。高卒よりも賃金が良くなるためだ。それで高卒の労働者が足りなくなる。

ジェトロ（日本貿易振興機構）現地事務所

（詳細は下欄）

タイの設備投資は徐々に増えている。通貨危機の影響はあったが2－3年でほぼ解消し、その後は新たな成長経路に入った。

業種別には自動車が絶好調だ。通貨危機前はほとんど輸出がなかったが、その後輸出が大幅に増え、投資も拡大している。タイ政府は通貨危機前、100%外資を認めなかったが、危機後の需要急減で地場企業がどんどん生産をやめたため、100%外資を認めるようになった。日系企業の意向を完全に反映した工場ができるようになり、生産、品質ともに上がった。

電気、電子についても白物家電を中心として投資が増えている。電気、電子は国内市場よりも輸出を重視しているので、通貨危機の影響はもともと少ない。石油化学工業も通貨危機後に大きく落ち込んだが、債務は2002年ころに返済し、現在は持ち直している。

日系企業については、タイ国内の需要が落ち込んでも輸出ができたので財務面の問題は少なかった。地場企業で国内需要だけに頼っている建設業や不動産業の業績が大きく落ち込んで、投資も減った。特に問題なのは大型投資をしたバンコクのスカイトレイン（B T S = Bangkok Transit System）である。チョー・ガーンチャン、イタリアン・タイ・デベロップメント（I T D）、シノ・タイがタイの3大建設会社だが、どれも大きな債務を抱えた。しかし今では建設ラッシュである。通貨危機後、建設を途中でやめた幽霊ビルがいたところにあったが、私の知るかぎり、今では3つしかない。不動産業も回復しており、賃料が値上がりしている。私が住んでいるような長期滞在者用コンドミニアムは、03年から06年で約4割賃料が上がった。オフィスビルの賃料も上がっている。

クーデターの影響はない。経済活動は全く問題なく動いている。影響があるとすれば、タクシン政権の拡張的政策から、サフィシエント・エコノミー（足るを知る経済）へと方針が変わった点だ。

今後は、F T A（自由貿易協定）が重要になる。インド、オーストラリアなどとのF T Aはタイ経済にとってプラスだ。たとえば、04年までインドとの貿易収支は赤字だったが、テレビ、ブラウン管、自動車部品などの関税引き下げで輸出が伸び、同収支は黒字になった。米国とのF T Aもプラスになるだろう。

プラスチック射出成型部品メーカー

- ・ 電気電子部品および自動車用部品を製造
- ・ 1992 年創業、従業員 140 人

(詳細は下欄)

設備投資は順調に増やしている。昨年、工場を増設した。顧客の 70%が自動車メーカーで、自動車に対する需要が増えているためだ。

アジア通貨危機前の投資が過剰であったとは思わない。危機後に投資が緩やかになったのは、中国やインドとの競争が激しくなったことが大きい。特にインドは今後脅威になる可能性が高い。

他の産業を見ると、特に家電製品は苦戦しそうだ。タイの自動車産業を除けば、ほかの東南アジアの国に負けることはないだろう。

設備用の資金は内部留保と銀行の資金でまかなっている。銀行は我々に対しては非常に協力的。貸し渋りといったような状態はない。政府系のベンチャーキャピタルからもお金を借りている。これは補助金のようなものだ。

従業員は徐々に増やしている。とにかく生産性を重視しており、高付加価値の製品を作って競争力をつけることが重要だ。

現在輸出は 10%程度で、残りの 90%がマレーシア国内向け。売上高を伸ばすために、今後は輸出に力を入れる。現在日本、シンガポール、インドネシアなどに輸出しているが、米国やヨーロッパ向けへの輸出を増やしたい。

複合企業

- ・ ホテル、不動産、リゾート開発、電力、セメント製造など展開

(詳細は下欄)

セメント事業は危機時に大きく落ち込んだが、その後徐々に回復している。今は設備も拡大しているし、買収もしている。手元資金は潤沢で、銀行も喜んで貸してくれる。資金面の問題は無い。

危機前と比べ危機後に大規模事業がなくなったのは事実だ。危機前には、KLCC（新都市の建設）やKLIA（クアラルンプール国際空港）やプトラジャヤ、サイバージャヤといったプロジェクトがあった。これは通貨危機の影響というより、首相の意向によるところが大きい。マハティール前首相は、財政赤字も容認して大規模プロジェクトを推し進めたが、アブドラ首相は、抑制的だ。

大規模事業はないが、需要は今後も拡大するだろう。政府の発表した第9次5カ年計画（2006年－2010年）によれば、今後も電気や水道などインフラ設備の需要は増えると考えられる。



半導体メーカー（日系）

（詳細は下欄）

設備投資は徐々にだが増やしている。ただ、半導体市場では、基本的に日本企業のシェアが落ち、米国やサムソンなど韓国企業のシェアが増えているため、米韓企業ほど急激には増やしていない。

国際的には生産拠点をある程度集中する必要がある。規模のメリットが必要なためだ。そのため欧州工場は閉じた。マレーシアは、相対的に安い賃金、技術力、政治の安定性などの点で評価できる。

投資の制約になるのは労働力だ。人口は2300万人程度と少ない。日本に比べると、辞める率も高い。また、技術者も少ない。日本へ出向させたりして技術者のレベルを上げようとしている。

通貨危機の影響はあったとは思いますがそれほど大きくはない。資金は親会社から借りることができるうえ、現地の銀行からも問題なく借り入れることができる。

販路のうち、自動車向けの需要は安定している。携帯電話向けは、機種が変わるごとに作るLSIも変わり、需要が大きく変動するので、品不足になるリスクや反対に在庫をかかえるリスクが大きい。

電子部品メーカー（日系）

- ・ 精密化学品製造

（詳細は下欄）

設備投資は増やしている。1992年に蛍光体製造の第一工場を作り、危機後の99年に発光ダイオードを作る第二工場を作った。発光ダイオード（LED）は99年に月産3000万個だったが、現在は月産6000万個になった。隣接地に新たな工場を計画しており、最大で月産4億個の工場を考えている。

今後LEDの需要は大きく伸びる。蛍光灯に比べて消費電力が少ないうえ寿命が長い。信号機が現在LEDに代わっている。今後は液晶のバックライトが蛍光灯方式からLEDに変わるだろう。

半面、ブラウン管用の蛍光体については今後縮小していく。2000年以降、東南アジアからは松下とFUNAIは既に撤退、シンガポールのソニー、タイの松下も2008-2009年には撤退するだろう。ブラウン管の拠点は中国、インドに移る。

設備資金はすべて内部留保で賄える。銀行から借りる必要はない。

マレーシアは中国などに比べて人件費が高いといわれるが、あまり問題とは感じていない。部材費が65%に比べて人件費は7.8%程度に過ぎない。ただ、教育レベルは低い。量産は設備の生産性引き上げで対応しているため、従業員は増やしていない。本社工場から償却の終わった中古の機械を持ってくることで生産性の引き上げは可能。

今後工場を新設するとなると従業員集めが難しくなるかもしれない。マレーシアの人口は2300万人でそのうち労働力人口は1000万人程度。マレーシアは全体的に、従業員を集めるのが大変だ。

マレーシア日本人商工会議所

(詳細は下欄)

マレーシアの日系企業全体でみると、設備投資はほぼ横ばいというところだろう。日系企業は2000年に1400社、日本人は11,600人だったが、05年には1250社、10,000人に減っている。これは、ベトナムや中国への工場のシフトが一つの要因だ。

昨年11月の調査では、今後業態を拡大すると回答した企業が約100社中3分の1あった。縮小すると答えた企業は全体の6.5%に過ぎず、今後は拡大傾向にあるのではないか。サンヨーが携帯電話の工場を作り、ダイキンも進出した。一方、松下電器は白物家電をマレーシアから引き上げた。

業種別には、自動車はタイに集約しつつある。マレーシアにはプロトン、プロデュアといった国産メーカーがあり、タイの方に進出しやすい。ハイテク産業を見ると、デル、インテルといった米国企業が好調だ。

マレーシアでの生産物は、「あまりロットは大きくないが、利益率の高いもの」が集まる傾向にある。松下電器は、浄水器、湯沸しポット、掃除機など小物家電をマレーシアで作っている。TDKはフロッピーディスク、ブラザーはタイプライターといったようなものだ。最先端ではないけれど、需要が確実にあるものを生産している。

ジェトロ（日本貿易振興機構）現地事務所

（詳細は下欄）

マレーシアの設備投資は順調に増えている。通貨危機直後は確かに混乱があったがうまく乗り切って、現在はその影響はないように思う。今は企業収益も好調だ。不良債権問題もかなり解消された。不良債権を買い取る会社を作り、企業を再生させてきた。弱小金融機関は大手銀行に吸収された。

アブドラ首相になって、巨大プロジェクトを推進しなくなった。クアラルンプールとシンガポール間の高速道路の建設をとりやめた。アブドラ首相は、クリーンなイメージを大事にしているので、利権がからむ巨大プロジェクトには消極的なようだ。

マハティール前首相が I T 産業活性化のため提唱、建設を進めた「マルチメディア・スーパー・コリドー（MSC）」はもう過去のものになってしまった。特に、I T 特区とも言える「サイバージャヤ」は目論見通り進まず、頓挫した形になっている。I T 企業は、同じマレーシアでもペナン島に行ってしまった。

日本企業の直接投資は伸び悩んでいる。松下電器はアジア域内での再編を進めている。多いときはマレーシアに 25 社、3 万人を雇用していたが、現在は 17 社、2 万人で、多すぎた子会社を整理している。ソニーも手を引き始めている。一番大きいのは人件費の問題だろう。通貨下落が近隣諸国より小幅だったため、ドル建て賃金が高めになった。

しかし、欧米企業の直接投資は減っていない。英語が使えること、会計制度や法律、インフラが整備されていることなどの点を総合すれば、マレーシアは直接投資先として依然魅力的だと思う。日本企業でも、JVC のようにビデオデッキから付加価値の高いビデオカメラにシフトするなど積極的な企業がある。

複合企業

- ・ 通信、プランテーション（パーム油、ゴムなどの栽培・加工）、パイプライン用のパイプ製造を手がける。
- ・ 現地資本 100%で従業員 10 万人、販路は主に国内。（詳細は下欄）

通信部門、プランテーション両部門では、積極的な投資を計画している。

通信部門では国内市場の開拓余地が大きいため、投資により事業規模の拡大を進める。タイ、フィリピンなどの東アジア諸国における携帯電話普及率（2005 年）が約 40%であるのに対して、インドネシアでは 20%と低い。同分野で競争が激化しているのも投資を急ぐ理由の 1 つ。

プランテーション部門では、中国をはじめ東南アジアで天然資源に対する需要増が見込まれることから、既存製品の増産投資だけでなく、バイオ・ディーゼル・プラントなど新製品開発・拡大のための投資も計画している。

インフラ部門では、現政権がインフラ建設に積極的で需要拡大が予想されるが、遊休設備が存在することから、投資には慎重である。

投資資金は主に資本市場から調達する予定。危機後のリストラがほぼ終了し、経営状況も回復、資金調達に問題はない。

投資における問題点は、土地買収などに関わる政府規制。地方政府が勝手な規制を設けている。

事業上の問題点は、通信部門での競争の激化。外国企業による参入が可能になったため。

タイルメーカー

- ・ 建築用タイルの製造を手がける。輸出が6割を占める。
- ・ 現地資本100%で従業員1万人。

(詳細は下欄)

2007年に生産ライン拡張のための投資を予定している。

経済危機以降、リストラを進めてきたが、ほぼ終了したため、新規投資を計画。インドネシアは大きな人口を有し、家屋をはじめとして建築物に対する需要は拡大すると予想している。現政権になり、インフレ問題が改善され、経済環境が安定してきたのも、好材料と判断している。

原資は銀行融資を予定しており、資金調達に問題はない。

設備投資に障害があるとすれば、1つは煩雑な政府の規制。工場拡張時には、中央政府だけでなく、地方政府からも許可を得るため、安全性や環境対策などに関する多くの資料を要求される。

事業を進めていく上では、労働法の規制が問題になっている。民主化で労働組合が認められたため、退職金を払う必要が生じ、かえって人が雇いにくくなっている。中国やベトナムなど東アジア諸国と競争していく上で、有能な人材を得て製品の高付加価値化をしたいが、思うに任せていない。

養鶏と運動靴製造

- ・ 養鶏・鶏肉製造と運動靴製造の2部門を抱える。
- ・ 現地資本100%で従業員1万人余り。

(詳細は下欄)

養鶏部門は現行以上の設備拡張は考えていない。経済危機後の経済回復に伴って、販売額や利益は改善しているが、資金調達が難しい。銀行は融資に積極的でなく、安全な利子収入が獲得できる中央銀行発行債権（国債のような位置付けの債券）の購入を優先している。投資をするなら、自己資金を充てることになる。

運動靴は設備の縮小を検討している。中国、ベトナムからの激しい競争で、販売額が大幅に減っているのが理由。

一般的に今のインドネシアでは、設備投資にいくつかの問題がある。1つは政治的な不安定性。スハルト以降、9年間で4人の大統領が就任した。2番目は民主化の弊害だ。たとえば、地方分権により、中央政府と地方政府の政策の食い違いや二重規制などの問題が発生している。民主化によって労働組合の力が強くなったことも、雇用の拡充にブレーキをかける。これらを含めて、以前の「賄賂」に代わる手続きが固まっていないことが事業見通しを不透明にさせている。

インフラの未整備も障害になっている。交通渋滞や通関業務の非効率などの問題により輸送コストが高くなり、国際市場での競争力の低下を招いている。特に運動靴生産においては、この問題は顕著だ。

家具製造・販売会社

- ・ 家具、床材の製造・販売。
- ・ 従業員は約 850 人で、輸出が 10－15%。

(詳細は下欄)

製造と販売のうち、製造については、中国への下請け（生産委託）を拡大している。インドネシアでの設備拡大は、賃金の上昇や投資に関する規制の不透明さなどから、あまり乗り気ではない。ただ、建設が回復してきたことや、消費需要の伸びが予想されることから、小売店の拡張を計画している。

投資資金は、銀行からの借入れが容易でないため、自己資金が中心となる。銀行借入れは危機以降、審査や手続きがより厳格になり、困難になっている。審査も不透明だ。

現在 1 割台の輸出比率を 3 割台まで高めたいと思っている。インドネシアよりも、中国をはじめとした他の東アジア諸国の見通しが明るそうに見えることから、インドネシアでの投資に関しては自信が持てない。ユドヨノ政権になって、政治の安定、改革の実施など、経済については好転している部分が多いが、インフラの未整備、為替レートの変動など、事業（特に輸出）を進めていくには、改善すべき点も多い。ここ 3 年がインドネシア経済の将来を決めるにあたっては、重要な時期であると思う。インドネシア人（労働者）の教育水準の低さが大きな問題である。



食品加工会社

- ・ ジャム、ハーブを用いたサプリメントなど。
- ・ 従業員は約 450 人で、輸出が 2 割。

(詳細は下欄)

2007 年に生産ライン拡張のための投資を計画している。サプリメント（野菜を乾燥させた健康スナックのようなものが一例）は海外市場の伸びが期待できるため、最新設備の導入を予定している。

投資資金は自己資金で賄う。銀行の経営状況が回復しているとはいえ、融資を仰ぐことは困難である。危機後は、財務情報や投資・事業計画の提出を求められるようになり、条件が厳しくなった。利子率も高い。

政府が投資を許可してくれるのかどうか、まだまだ不透明な部分（賄賂）がある。

サプリメントについては、国内市場が成熟していないため対米輸出などを伸ばしたいが、輸出マーケティングが難しい。また、優秀な人材が不足している。

食品メーカー

- ・ 主力事業は牛乳とアイスクリーム。国内では大きなシェア。

(詳細は下欄)

主力の食品事業は将来の国内需要の伸びが期待できない。韓国ではTFR（合計特殊出生率）が1.08と先進国で最低水準。政府は出生率を1.60に戻すといっているが無理だ。少子化で市場縮小を覚悟せざるを得ない。

追加投資は基本的に不要。必要があるとすれば、高級化の一環としての投資だ。2－3年前にヨーグルト分野で投資した。建物だけあったのを、設備を入れて稼働させた。

主力の食品事業では、2000年には200%だった負債・資本比率を40%まで急低下させた。ラーメンなど関連事業をやめた。韓国ではリストラのモデルケースの1つと言われている。もともと京畿道にあった本社ビルを処分して、現在のソウル市内に移した。コスト削減の一環として、アウトソーシングも進めている。当社は融資を受ける必要はないし、そのように努力してきた。

今後の方針は、①東南アジアなどの外国市場を考える②多角化を進める（食品、牛乳、アイスクリームに近いところ、つまりヘルスケアなど）——の2つ。①は、輸出比率が今は薬2%に過ぎないが、このままでは顧客が減少するため、M&Aや多角化での海外進出を考えている。キャッシュフローを非常に厚くしているのは成長地域・分野への投資が必要と考えているから。数年内に方針を決めたい。1997年にインドネシアに合弁会社を作ったが、IMFショックで事実上止まっている。これからはベトナムにも興味がある。②の多角化は、すでに健康食品（キト酸など）を少しやっているが、現時点ではまだ大きな市場にはなっていない。

IMF危機が起きるまで、食品業界は成長至上主義で、設備を最優先し、沢山作って多くのシェアをとるという発想で、お金があれば投資をしていた。

アウトソーシングなどリストラ推進で問題になるのは労使関係。韓国では労使関係が不安定だ。ラーメン事業では300人の従業員を抱える工場を手仕舞いすることになったが、大変だった。現代自動車のように激しい労使対立が続く会社もある。政府も対応に追われているが、解決策は見えていない。

大手鉄鋼メーカー

・従業員数 1 万 7500 人

(詳細は下欄)

業績は好調だが、内需はある程度限られており、ここ 5 年間は国内で新規の拡大投資をしていない。生産能力は 1980 年代、90 年代から少しずつ高めてきており、IMF 危機直前に過剰投資と外部から言われるような投資行動は取っていない。韓国を代表する企業と言われるが、投資に対しては保守的な態度をとっており、他企業とはだいぶ違う。

2001 年には 1.8 兆ウォンだった国内の投資額は 3 兆 3000 億ウォン程度と、伸びてはいる。しかし、その内訳は能力増強が 3 割を占めるものの、基本的には更新投資、メンテナンス投資、生産性向上投資、省エネ・環境対策投資が中心だ。つまり、増産というよりは、設備の更新と、高付加価値の新型戦略製品のための投資である。

今後の市場の成長性を考えれば投資先としてはインドがもっとも重要。2016 年に向けて大型投資を行う予定。08 年頃から少しずつ能力を増やすことを考えている。今年の海外投資は 6000 億ウォンと少ないが、一時的なもので、来年以降は内外の投資比率は逆転するはずだ。

現金を含めた手元流動性は潤沢にある。3 兆ウォンにも達し、資金面で困ることはない。しかし、それだけ溜め込んだ資金の使い道が国内には見いだせない。外国人が 67%を占める株主が求める成長性は、内需向けでは満たせない。厳しい労使関係を考えると、日本のような国内回帰も期待しにくい。「空洞化」が深刻化する可能性はあると思う。ただ、他社（現代自動車）のような労使紛争は起きてないし、工場閉鎖というところまでの問題は生じていない。

人を減らす上でアウトソーシングをしている。レイオフではなく、事業を切り離して、外部発注先にするというもので、その分人件費に相当するコストを切り下げるなど財務上のメリットがある。

電子部品メーカー

- ・ P C B（プリントサーキットボード）の製造

（詳細は下欄）

設備投資は基調として増える方向にあるが、需要（ユーザー）が付くなら実施するという姿勢だ。  
ユーザーは基本的には海外だ。

社として手がけているのは、携帯電話・デジタルカメラ向けの高密度タイプ、液晶テレビ向けの薄型タイプ、車載・ネットワーク向け、汎用タイプなどだが、短期間で需要先の用途がめまぐるしく変動する。需要サイクルも以前は 30 カ月程度だったのが、最近では 18 カ月ぐらいまで短くなっている。先行きを読むのが非常に難しくなっている。

競争も非常に厳しい。P C Bはアジアでは日本の生産が最も多く中国、台湾、韓国の順だが、06 年以降は中国が大幅に生産量を増やす見通しである。海外、国内メーカーの狭間でようやく生き残っている。

海外では、中国・天津に工場を設けて数年前から家電用の P C Bを手がけているが、05 年の売上高は 1000 万ドル程度と規模はまだ小さい。従業員は 150 人である。ちなみに、自動車用 P C Bやネットワーク関係を手がけるフィリピン工場は 5500 万ドルで、従業員は 500 人だ。発注者である組み立てメーカーが中国に行ったら、ビジネスチャンスを求めて部品メーカーもついていくことになるが、たとえ対中進出しても事業は簡単にはいかない。なぜなら、「中国の人件費は安いからコストダウンしろ」とセットメーカーが要求してくるからだ。

組み立てメーカーの動きに合わせて、部品メーカーは動くため、組み立てメーカーのトップが何を考えているのに影響される。

石油化学会社

・原油精製や石油製品生産を川上から川下まで手がける。

(詳細は下欄)

設備投資は全般的に増加傾向を維持している。途中で生産を止めることができないという装置産業の特性もあり、投資にあまり波はない。2005 年は石油と化学関係の設備投資が増えたため、約 7600 億ウォンの設備投資を実施した。06 年の設備投資は当初計画では 1 兆ウォンを見込んでいた。うち、石油関係の環境規制に対応する設備に 640 億ウォンを投じた。

事業分野のうち、石油など既存エネルギーの国内市場の見通しについては将来縮小を予想せざるを得ず、国内投資はあまり見込めない。クリーンエネルギーの需要がもっと増えて、それに向けた投資を研究開発を含めてしていけないといけないだろう。

成長市場を探すとすれば、やはり中国で、われわれは中国市場を第 2 の国内市場と考えている。国有石油大手のシノペック（中国石油化工）など現地企業と提携した事業展開をしていきたい。

アジア危機の頃の投資が過剰だったとすれば、資本市場が当社に対してもっと厳しい判断を下し、ここまで事業を続けていくことができなかつただろう。そう考えれば、当時の投資水準は適切だったといえる。

利益水準は十分にあるので特に問題はない。資金調達は自己資金を活用しているが、資本市場からも多様な手段で積極的に調達している。たとえば、ソウルの本社ビルも利用して A B S（資産担保型証券）の形で資金を調達した。

民間シンクタンク

(詳細は下欄)

韓国内の投資が回復しない要因としては、①景気または需要の伸びが十分でない②株主中心主義で短期的利益を追う傾向が強まった③海外投資やR＆Dにシフトしている④労使紛争が激しい⑤首都圏の工場立地規制、出資総額制限などの規制がある——などが考えられる。

このほか、外部からの規制でなく、企業の内部に自己規制が存在している。これがなくなると、根本的な改善にはならず、「景気がよくなれば投資も上向く」とはいえない。

具体的な例として負債比率に対する考え方がある。危機後には負債比率が200%以内でないといけないという規制があった。この規制は実質的には緩和されており、大企業ならば100%までという例外措置が利用できる。一時は300%とか500%だった韓国製造業の負債比率は、世界でもっとも低い水準にまで下がっている。ところが、かつての200%を基準とし、それより良ければ企業の状態は良いとするような考え方が資本市場にあり、企業もそれに合わせようとする。これではなかなか、企業活動は活発化しないだろう。

1997－98年のIMFショックは産業と銀行間の関係を完全に破壊した。政府、銀行、財閥（産業）という3者の蜜月関係はなくなった。対企業の負債比率200%、対銀行のBIS規制は、根本的に産業と銀行の関係を変えてしまった。銀行の場合は、信用金庫でさえ5%の規制を受け、8%が模範とされた。日本より厳しい網がかけられた。

<参考資料>

キム・ヨンキ「設備投資に関する3大争点と評価（韓国語）」、『CEO Information No.570』2006年9月13日、サムスン経済研究所

大手半導体メーカー

(詳細は下欄)

設備投資は積極的に展開している。目的はシェアを高めて、利益水準を上げることだ。半導体産業は 2000 年以降に成熟化の傾向を見せ始め、シリコンサイクルのような市況変動をならしてみると、市場全体の成長率が鈍化し始めた。その中では、競争力を高めてシェアをとり、利益水準を上げることが求められる。

ただ、投資そのものは純利益の範囲内で実施しており、借入金には頼らない方式を 2000 年以降貫いている。成熟市場の環境下ではできるだけ外部資金、つまり負債に頼らずにリスクを自ら背負うことが必要と判断している。

幸い、利益率は E B I T D A (税、利子、償却前利益) が 50%に達しており、営業利益率が 35%、最終利益率が 35%と非常に好調だ。台湾と米国の株式市場に上場しており、資本市場からも調達可能である。利益水準は、強いて言えば資産比ではまだ低めといえようか。

一般的に台湾企業にとって、アジア危機は大きな影響があったとはいえない。むしろ 2000 年頃の I T バブルや最近のクレジットカード問題 (消費振興策とその反動など) の方が影響が大きい。

雇用については、米国でよく使われているストックオプションがこれまで費用計上の必要がなかったが、08 年に制度が変更になり、供与時点で人件費計上しないといけなくなる。つまり、人件費の負担が急に重くなることになり、そうなるとう積極的に人員を増やすわけにはいなくなる。

人口など高齢化に関して台湾企業の課題は、優秀な人材の確保である。労働者のスキルをいかに短時間で次の世代に継承していくかが問われる。日中のような国は国内市場が大きいので少子高齢化による市場縮小を心配するかもしれないが、われわれは労働力の将来を心配する。I T 産業の場合は大学が技術者など人材を提供してきたが、バイオとか次世代産業ではそれは難しいだろう。世界の半導体市場はすぐに変化する。台湾は国内市場が小さく海外に活路を見出すしかないので、とにかくスピードで勝負しなければならない。

通信サービス会社

- ・台湾の携帯電話市場を3分する3社のうちの1社。

(詳細は下欄)

設備投資は、資金は十分あるものの、投資先に困っている状況だ。

台湾での携帯電話の利用はまだ通常の電話機能である音声が多い。ようやく画像を扱う3G（第3世代）サービスが台北とその周辺、台中、高雄など大都市で始まり、来年には台湾の9割の地域に普及する見通し。ポータルサイトへの顧客の囲い込みに力を入れる考えだが、現時点ではコンテンツの内容など基本的な方向が見えず積極投資に踏み出せない。親会社など大株主からは高利潤・高配当の要求が強く、頭が痛い。リスクをとって投資しないと一株利益は向上しないのはわかっている。

利益水準はEBITDA（税、利子、償却前利益）が50%と高く、資金調達に問題はない。親会社や銀行などに頼らず、自己資金で投資が可能だ。また、資本市場からの資金調達も可能である。台湾証券取引所に上場しているほか、2002年には欧州でCB（転換社債）も発行している。現在の投資額は70－80億台湾ドル（NT）程度で、減価償却費は110億台湾ドル（NT）。投資は減価償却の範囲内に収まっている計算だ。この結果、FCF（フリーキャッシュフロー）も180億台湾ドル（NT）の黒字となっている。新事業は初期時点で投資額が膨らみFCFが赤字になるのが一般的かもしれないが、当社の場合は異なる。

では海外に投資するかと言えば、その答えは慎重にならざるを得ない。我々は投資会社ではなく、あくまで製造業が直接投資をするような発想で投資し、経営や技術の移転を目指す。人材も必要だし、時間もかかる。投資をするなら中国だが、中国は携帯電話が普及しているとはいえ、我々が投資するような環境にはまだなっていない。香港は多数の携帯電話会社が乱立しており、これもまた敬遠せざるを得ない。



民間シンクタンク

(詳細は下欄)

台湾内の投資は2000年までのような力強さに欠けている。固定資本形成のGDP比率は00年をピークに低下し、04年によりやく反転したものの、05年以降は再びマイナスに転じた。04年は、液晶や半導体分野などでの積極投資と、台湾新幹線に向けた投資があった。この結果、固定資本形成の成長への寄与度が消費を上回るという珍しい事態が生じた。90年以降では、輸出と消費が常に成長のリード役となっている。

産業別に投資を見ると、製造業ではここ数年増加傾向がうかがえる半面、サービス業は反対に緩やかな減少傾向をたどっている。このことは、産業構造の変化が投資構造の変化をもたらしている可能性を示唆する。工業用の資本財は減価償却の速度が速いのに対し、サービス業は比較的ゆっくりのため、産業構造のサービス化が進むことが投資傾向の弱含みの一因になっていると考えられる。

海外流出という側面については、中国大陸向け投資の認可額は99年から04年にかけて急増したが、05年には前年実績を割り込んだ。00年頃までは、大陸への投資は、部品や資本財の輸出を増やし、結果として国内投資も押し上げる補完関係にあったと考えられるが、その後の関係は必ずしも明確ではない。対中進出した企業がそこに根を下ろして中国から輸出するようになった場合、長期的に台湾内の投資にどんな影響がでるかは現時点では未知数である。

06年に経済部が行った調査では、台湾内への投資環境については「満足」が2%、「まずまず」が73%、「不満足」が24%だった。企業規模が大きいほど、資本集約度が高いほど、そして技術集約型であればあるほど満足度は高いが、企業規模が小さくなると不満足度は27%にまで高まる。台湾内への投資が盛り上がらない理由は、「同業との競争が激しいから」「利益が出にくいから」「設備が足りているから」「原材料・人件費などコスト上昇のため」などが挙げられている。海外から台湾への投資については、GDPの2%に過ぎず、大きな影響があるとは考えにくい（参考文献：經濟部工業局九十五年度(2006年)專案計画期末報告「近年我国投資動能趨緩研究(中国語)」、『製造業發展策略与升級指標發布研究〔二〕』06年11月23日,經濟部工業局)。

今後、台湾内の投資を活性化するには、産業を高度化し、研究開発性の高い産業への転換を進めるべきだろう。技術革新など創造性に欠けるとどの産業も成熟化してしまう。潜在成長力の高い産業を育成し、経済活性化につなげる必要がある。同時に、投資障壁をなくすなど投資環境を整備するほか、資本市場の健全化を進めるなどで資金需要に的確に対応できるようにすることも必要だ。

( タ イ )

(聞き取り先) アジア経済研究所・地域研究センター

副主任研究員 東 茂樹氏

<落ち込み大きい民間建設>

タイでは1993年から96年頃にかけて固定資本形成が著しく伸び、通貨危機とともに急減した。最近までの動きを整理すると、

- ① 全体としては2002年頃から緩やかに復調
- ② 建設投資は民間の落ち込みが大きい。現在(05年)もピーク時の半分に達せず
- ③ 製造業の投資は危機で収縮したが、現在までにかなり戻っている
- ④ 製造業では、輸送機械の回復が目立つ

など。

<工業生産、多分野で最高に>

工業生産高(数量)を品目別に見ると、素材系から機械系まで含めて、04年や05年に過去最高になっているものが多い。稼働率が高まっている産業も多い。ただし、建設関連のセメントや鋼管の生産は96年の記録を更新していない。

<業種別に濃淡、自動車の投資が拡大>

自動車は日系企業の生産・輸出基地になりつつあり、設備投資が拡大傾向にある。

電機電子ではハードディスクドライブ(HDD)が好調な半面、コンピューター部品や白物家電の競争力が低下する傾向がある。

鋼板はようやく過剰債務の処理は終わったところ、今後は回復する見込み。

( マレーシア )

(聞き取り先) アジア経済研究所・新領域研究センター

研究員 熊谷 聡氏

<危機前がバブル>

マレーシア経済、投資活動とも通貨危機前が行き過ぎでバブルだった。1997 年までの水準を基準に現在を評価するのは適切でない。

90 年代前半には、98 年開催の英連邦スポーツ大会に向けて、巨大プロジェクトが立ち上がり、政府が民間に委託して投資が盛り上がった。同プロジェクトには①新行政都市を建設するプトラジャヤ②IT機能の集積を目指すサイバージャヤ③新国際空港などが含まれる。

現在の景気は好況でも不況でもない、「通常」の状態だ。投資に関しては建設部門を中心に調整色が残っていると思う。以前のような7-10%の成長率を目指すならともかく、4-7%の中成長なら、現在の投資水準で十分だ。

<不良債権は解消>

貸し渋りは危機後2年ぐらいあったが、現在は解消している。貸し出しも伸びており、特に不動産業向けと、個人向けローンが伸びている。

<直接投資が伸びず>

マレーシアへの直接投資は、かつて100%外資が認められていなかったが、80年代半ばに規制が緩和され、通貨危機までの10年間近くに渡ってブームの時期を迎えた。

しかし、最近は低調になっている。特に日本企業は、日本の本社が「なぜ今さらマレーシアなのか、今から投資するなら中国や他の国だろう」という反応をすることが多く、手控えが目立っている。以前は積極進出していた家電やAV（映像音声）系メーカーでこうした傾向が強い。

半面、米系半導体メーカーなど欧米企業は雇用者だけでなく経営陣も現地人を採用しており、姿勢に大きな変化はない。地場企業では資源関係が市況高を背景に投資を積極化している。

( インドネシア )

(聞き取り先) アジア経済研究所・地域研究センター  
東南アジア I 研究グループ長 佐藤百合氏

<政治激変でビジネス環境が悪化>

インドネシアの特徴は、経済危機と同時に政治体制の激変が起きた点にある。

1998 年に 30 年間続いたスハルト体制が崩壊。それまで、権威主義体制だったのが、自由化・民主化された。しかし、それがあまりに急速に進んだため、かえって不安定性が増し、ビジネス環境が悪化している面がある。

たとえば、産業法（業法）がすべて変わったほか、投資にかかわる法制度も抜本改革された。金融面では、かつては開発計画（blueprint）が公式もしくは暗黙に存在し、それに沿って政策金融が機能していたのが、リスク判断に基づいた貸出に取って代わった。国営銀行の比重が上がり、民間銀行は外資系が増えた。銀行はリスクを取りたがらず、危機前は 1 倍を超えていた預貸比率が危機直後は 20% まで低下、現在もまだ 60% 程度にとどまっている。さらに、テロや民族対立、地震や津波といった自然災害が相次いだことも、ビジネスには悪材料となっている。

<大企業から復調>

危機後のインドネシア企業を見ると、スハルトに近かったサリム財閥のように、解体の危機に瀕した企業もあるが、再建が進んでいる企業もある。

2005 年ごろから大企業は総じて復調の方向にある。金融市場でも起債や新規上場といった前向きの動きが出るようになった。建設投資は 04 年以降、回復が続いている。

<業種間で明暗、中国との競争に直面>

製造業は全体としては低迷色が濃い。業績が比較的良いのは、自動車（四輪車、二輪車）関係と、インドネシア産の素材を生かせるパーム油やオレオケミカル（天然油から製造する化学品）など。紙パルプやタバコも比較的好調。パーム油や紙パルプは、中国との競争がない分野だ。

これに対し、繊維は中国にシェアを奪われ、靴も中国から輸入するなど旗色が悪い。機械部品なども低価格で品質のよい輸入品を調達する傾向が強い。

( 韓 国 )

(聞き取り先) アジア経済研究所・地域研究センター  
東アジア研究グループ長 奥田 聡氏

<投資不振、一部に「適正」との見方も>

設備投資が伸びない点については、韓国内でも論争になっている。「不振」と捉えるのが主流ではあるが、かつてのシェアや生産高確保を優先した投資姿勢の方が問題であり、効率性などを重視している現在の方がむしろ「適正」との見方も一部に出ている。

<企業経営の環境変化>

企業経営の環境が変化していることも、積極投資を抑える要因になっている。

- ① 株主中心主義で目先の利益を優先、中長期の成長を重視した投資がしづらい。
- ② 企業が負債を増やしにくくなり、配当負担の重い株主資本で資金を賄う傾向。
- ③ 外国人持ち分の多い企業では、敵対的M&Aに備えて現金保有が増える。
- ④ 財閥内部の相互債務保証が過剰投資を誘発したとの反省から、規制が強化。

投資を増やさない理由を企業に聞いたところ、「経営要因」が「景気要因」とほぼ同じだったというアンケート調査結果もある。「経営要因」とは、リスクをとることを躊躇する傾向や、投資よりも配当を優先させる傾向などを指す。

<投資の中身が変わった>

設備投資に入らない研究開発(R&D)が危機後に増えている面がある。R&Dの7割以上は試薬、研究員人件費など。IT企業ではこうした傾向が強い。

アウトソーシングや企業買収(買収先企業の設備を活用)の活発化、海外投資も国内投資を抑える方向に。中国への進出は日本企業以上に積極的だ。

<一部に偏る回復>

投資が伸びているのは、大企業や輸出型企業に限られている。投資額が危機前を上回っているのは、半導体などの電機、自動車、それにディスプレイ向けのガラスなどが含まれる非金属鉱物の3業種だ。中小企業や内需型の非製造業などの伸びは低い。

<労働紛争と高賃金>

韓国固有の問題として、労働問題がある。組合が強いため労使紛争が絶えず、賃金コストも高い。日本企業は怖がって出てこないし、韓国企業も海外に流出する。以前は低かった韓国の賃金が徐々に高くなり、90年代半ばからは中国との関係正常化で中国進出という選択肢が増えたことも、海外流出に拍車をかけた。

( 台 湾 )

(聞き取り先) みずほ総合研究所・アジア調査部

中国室 主任研究員 伊藤信悟氏

<アジア危機より I T 危機>

台湾ではアジア通貨危機の影響は軽微だった。倒産した企業も中堅の財閥ばかりだった。むしろ影響は I T バブル崩壊の方が大きい。民営企業の設備投資は 2000 年がピークで、現在でもその水準まで回復していない。

<ストック循環が一因か>

現在は、I T バブル期に大きな投資をした企業が一休みしている時期と考えられる。投資をしても、既存設備の更新にとどまることが多いようだ。半導体や液晶パネルでは、必要とされる設備が大きくなっている半面、価格・技術の変化が激しい。これが、小刻みな設備増強や更新を促している要因と推測される。

資本集約度の高い産業ほど、2000 年以降の投資が低調という相関もみられる。資本集約度が高い産業とは、石油や一次金属、化学などの装置産業で、2000 年前後に大きな投資をしたところが多い。

<金融面の障害は見当たらず>

貸し渋りは I T バブル直後を除けば起きていない。銀行の自己資本比率も 10% 台で推移している。銀行は超過準備を抱えており、むしろカネ余りの状態にある。金利水準も低く金融要因が障害とは考えられない。企業の収益・財務体質も良好。ただ、中核をなす電子産業の利益率が 2000 年に比べて見劣りする状態が続いているのが気になる。

<中国移転は一段落>

ノートパソコン、液晶モニター組み立てなどは、01 年以降中国移転が急速に進んだ。台湾で比較優位を失った製品・工程が中国に移り、そこへ中間財や資本財輸出が増えたため、結果として問題にはならなかった。ただ、05 年以降は移転ペースが鈍っている。

< I T 製品の多様化>

2000 年頃まではパソコンが売れば、その周辺機器も一緒に売れる傾向にあったが、現在は多様な製品がそれぞれ好不調の波を描いている。投資の盛り上がりにつながらない一因かもしれない。

(聞き取り先) アジア経済研究所・川上桃子氏

<90 年代は受託体制作りで設備競争>

90 年代にはノートパソコンの受託生産体制を築くにあたって、まず生産能力のあることを顧客に納得させて受託をとるという戦略だったため、激しい設備投資競争が起きた。現在は生産拠点が中国に移っていること、上位メーカーへの集約が進んだこと、海外からの注文が増えてもある程度現行能力で賄えるため、追加投資はかつてのような勢いを見せていない。

## 1. マクロ統計

### ①NEEDS-FinancialQUEST「D R I 国際経済・金融データ」

- ・ 欧州、アジア、北米、中南米など約 50 カ国（地域）の国民所得、雇用、生産、物価、貿易、金融などマクロ経済データおよび為替、金利など市況データ（週次・月次）などを収録。米国 Global Insight（旧：DRI・WEFA）社が作成したデータベースを、日本経済新聞デジタルメディア社が NEEDS-FinancialQUEST を通じて提供。
- ・ 本調査では各国の主要マクロ経済データ（GDP、成長率、固定資本形成等）を取得

### ②同「IMF 国際金融データ」（I F S）

- ・ International Financial Statistics を収録。IMF 加盟各国の金融、物価、輸出入、国民所得統計など。
- ・ 本調査では各国の主要マクロ経済データを取得

### ③同「為替金利日次データ」

- ・ 東京市場を中心にニューヨーク、ロンドンなど内外主要金融市場の為替、金利、株価指数などを日次、週次ベースで収録したデータベース。
- ・ 本調査では、日本、米国の国債利回りを取得

### ④C E I C

- ・ アジア、非アジア、中国の 3 つのデータベースに国民所得、生産、物価、金融などのマクロ経済データを収録。系列数はそれぞれ 35 万、22 万、3.7 万程度。ISI Emerging Markets 社が提供。
- ・ 本調査では各国の主要マクロ経済データ（稼働率、不良債権比率等）を取得

### ⑤ 国際機関、各国政府機関の統計情報

○Asian Development Bank(<http://www.adb.org/>), "Key Indicators 2006"  
各国の労働力人口、直接投資、貯蓄等を取得

○Board of Governors of the Federal Reserve System  
(<http://www.federalreserve.gov/>)  
F R B（米連邦準備理事会）議長らの議会証言、講演記録を取得

○Bank Negara Malaysia(<http://www.bnm.gov.my>), "Annual Report 2005"  
マレーシアのビル稼働率を取得

○Korea National Statistical Office, "Korean Statistical Information System"(<http://kosis.nso.go.kr>)  
韓国合計特殊出生率、需要項目別実質 GDP データ等を取得

○中華民国内政部(<http://www.moi.gov.tw>)  
台湾合計特殊出生率等を取得

#### [付属資料4] 分析に用いたデータ

- 中華民国行政院主計處 (<http://www.dgbas.gov.tw/>)  
需要項目別実質 GDP データを取得
- 日本貿易振興機構 (<http://www.jetro.go.jp>), 「海外情報ファイル」  
各国の賃金データを取得
- Bank of Thailand (<http://www.bot.or.th>)  
タイ工業生産指数等を取得
- 『月刊・海外経済データ』 2006 年 11 月号、内閣府。  
1 人当たり GDP を取得。原出典は、OECD “National Accounts of OECD Countries”、  
IMF “International Financial Statistics”



## 2. 企業財務データ

今回の調査ではビューロー・ヴァン・ダイク (Bureau van Dijk) 社が提供する OSIRIS を利用した。

### ○収録範囲

OSIRIS は全世界約 136 カ国、43,554 社の財務データが最長 20 年にわたり利用できる。  
今回、分析対象とした 5 カ国についての概略は以下のとおり。

データベースのカバレッジ (2006 年 6 月現在)

(社数)								
国（地域）			インド ネシア	韓国	マレー シア	台湾	タイ	5カ国 計
産業 分類	0	Oil & Gas	4	6	13	2	6	31
	1	Basic Materials	47	184	112	94	62	499
	2	Industrials	53	457	385	274	99	1,268
	3	Consumer Goods	87	341	253	195	126	1,002
	4	Health Care	14	79	17	16	17	143
	5	Consumer Services	38	71	78	32	67	286
	6	Telecom-munications	3	13	8	3	11	38
	7	Utilities	1	15	17	10	5	48
	8	Financials	84	88	174	102	121	569
	9	Technology	7	329	79	253	23	691
Total			338	1,583	1,136	981	537	4,575
財務3年以上収録			309	1,428	981	914	497	4,129

注) 上場企業の財務データ (連結・単体) のほか、株主構成や格付けデータなども収録。

○データの加工方法

項目	用途	加工方法
固定資産残高	グラフ（産業別、内資・外資系別など）	集計値から計算。ただし、期間により利用できる企業数が違うため、前年との比較が可能な企業データから固定資産の伸び率を求め、それを累積的に前期水準に乗じることで、固定資産の趨勢値を2000年＝100として算出している。
ROA、ROE	グラフ	OSIRISが定義するROA、ROEをそのまま利用した。対象企業の中央値をグラフで表示（平均値では一部企業のデータにより不安定となるため）。
負債比率	グラフ	負債はOSIRIS上のTotal Liabilities and Debt。対象企業の中央値をグラフで表示
投資／キャッシュフロー比率	グラフ	ここでの投資額は、減価償却を加えた粗投資とした。キャッシュフローは内部留保益＋減価償却。対象企業の中央値をグラフで表示。
債務償還年数	グラフ	負債はOSIRIS上のTotal Liabilities and Debt。分母の返済原資は当期利益＋減価償却。対象企業の中央値をグラフで表示。
投資額	パネル推計（被説明変数）	減価償却のデータを用いて粗投資とすると利用できるデータ数が減少してしまうため、ここでは固定資産増加額を用いた。
負債残高	パネル推計（説明変数）	負債残高はOSIRIS上のBank Loan。マレーシアはTotal Liabilities and Debt。

### 3. 競争力評価指標

企業の経営環境を評価する指標として、スイスの有力ビジネススクールIMD（経営開発国際研究所）が公表する「2006 年世界競争力年鑑——“World Competitiveness Yearbook, 2006”」を用いた。

IMD（Institute for Management Development）は、毎年、世界各国を競争力の観点からランク付けしている。同ランキングは「企業の競争力を支える環境を創造し、維持するための国家の能力」を指標化することを目的とする。2006 年度は、53 の国と 8 つの地域、合わせて 61 地域が対象となった。

各国の経済環境を「マクロ経済」、「政府の効率性」、「ビジネスの効率性」、「インフラ」の 4 つに分類してとらえる。各分野は、5 つの要素に細分化され、各要素はさらに約 20 程度の基礎項目から評価される。基礎項目は、世界の研究機関から入手した統計資料、または IMD が各国企業の管理職を対象に実施する年次アンケートの結果を利用する。

本文で使用した 4 つの項目のうち、「公正さ（justice）」、「賄賂腐敗（bribing and corruption）」、「雇用関係（labor relations）」はアンケートを基に、「労働争議（industrial disputes）」は「2005 年国際労働経済統計年鑑」のデータから作成されている。

＜IMD ランキング——競争力算出のイメージ＞

