

今年のアジア新興国の景気には跛行色が強まろう

～経済構造の差によって景気対策の効果に差が現れよう～

発表日：2012年1月13日(金)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主任エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

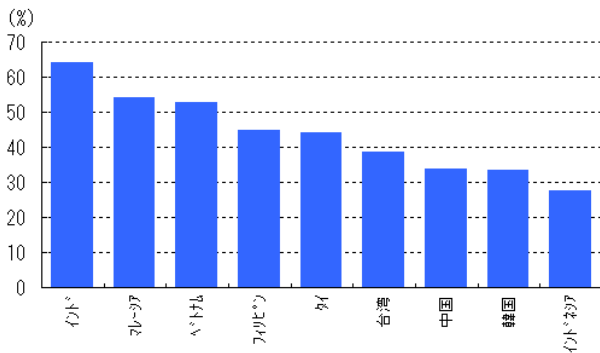
(要旨)

- アジア新興国では、近年の海外資金の流入が景気拡大を促してきたため、欧州債務問題の悪化は海外資金の流出を通じて景気に悪影響を与えると懸念される。しかし、アジア新興国の公的債務残高のGDP比は比較的小さく、財政政策による景気刺激余力は小さくない。さらに、物価上昇圧力の後退で金融緩和余地も生じつつあるため、アジア新興国では財政・金融政策による景気の下支えが可能と考える。
- 「アジア新興国」の中でも、経済構造や対外収支構造の違いによって、景気刺激策の効果には差が大きい。個人消費と公共投資を中心とする内需の規模が大きい中国などは景気刺激策の効果が生まれ易く、引き続き堅調な景気が期待される。しかし、海外資金の流入が見込みにくい中では、各国の経済構造の違いによって景気に少なからず跛行色が生じるであろう。

《欧州債務問題による悪影響は懸念されるが、財政・金融政策の両面で景気刺激余地が生まれつつある》

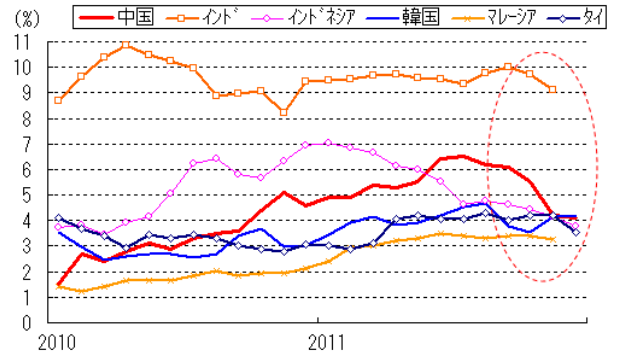
- 近年の経済成長を背景に、アジア新興国は消費市場としての魅力を高めてきた。しかし、足下では世界経済の減速による輸出の鈍化や、海外資金の流出による信用収縮などにより、アジア新興国においても景気の減速感が顕在化しつつある。さらに、近年は欧州系を中心とする海外金融機関によるアジア新興国向け投融資の拡大もアジア新興国の経済成長を下支えしてきたが、仮に欧州債務問題が深刻化する場合は、これが圧縮されることで一時的にアジア新興国から資金流出が加速する可能性もある。さらに、米国など先進国においても、景気の拡大ペースは緩やかなものに留まると見込まれることから、これは輸出依存度が比較的高いアジア新興国にとって景気の押し上げ圧力が低下する要因となろう。
- 多くのアジア新興国では世界金融危機後に積極的な財政出動による景気刺激策が採られたにも拘らず、依然として公的債務残高は比較的低水準に留まっており、歳出の拡大余力は小さくない(図1)。海外資金の流出リスクの高まりは、アジア新興国にとって1997～98年のアジア通貨危機を連想させる。しかし、足下の各国の外貨準備高は往時に比べて大きく拡大しており、外貨資金繰りの悪化時に備えて他国と外貨を融通し合う仕組みも強化されており、対外信用力は向上している。海外資金の流出は一時的にアジア新興国の景気に悪影響を与えるリスクはあるが、危機的状況に陥ることは避けられよう。
- 一方、昨年のアジア新興国にとって最重要の政策課題は物価抑制であったが、世界経済の減速懸念を反映して国際商品市況の上昇は一服しており、海外資金の流出によって過剰流動性も緩和していることから、物価上昇圧力は後退している。結果、足下ではアジア新興国のインフレ率はピークアウトしつつあり(図2)、多くのアジア新興国においては年前半にかけて金融緩和による景気刺激余地が生まれると予想される。なお、投資家のリスク許容度の低下によって、足下ではアジア新興国通貨は総じて下落しており、輸入物価の上昇が新たな物価上昇を引き起こす可能性も懸念されることから、金融当局には慎重な政策判断が求められよう。いずれにしろ、財政・金融政策の両面で景気刺激を図る余地が生ずることによって、引き続きアジア新興国の底堅い景気は下支えされると期待できる。

図1 2010年末時点の公的債務残高/GDP比



(出所) IMF より第一生命経済研究所作成

図2 インフレ率の推移



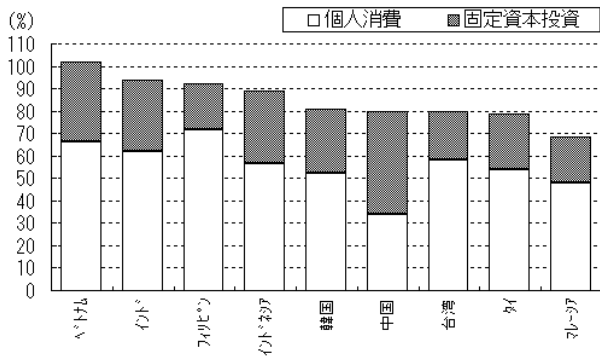
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

《経済構造によって景気刺激策の効果に差が生じるため、各国の景気には跛行色が出よう》

- 財政・金融政策によって景気刺激が図られることで、アジア新興国の景気は比較的底堅く推移すると期待されるものの、各国の経済構造によって景気の押し上げ効果には差が生じよう。個人消費を中心とする「内需依存型」の国は比較的海外経済の減速による悪影響を受けにくいものの、多くのアジア新興国においても海外資金の動向を通じた間接的な影響は免れない。したがって、個人消費と固定資本投資などによる内需の大きさと、国内貯蓄率の高さを示す経常黒字の大きさは、景気の下支え余力における決定要因になると考えられる。
- 内需依存度（GDPに占める個人消費と固定資本投資の比率）の高さだけを鑑みれば、アジア新興国の中ではベトナムは最も海外経済の影響を受けにくいと言えるものの、同国の経常収支は慢性的に大幅赤字であり、投資を海外資金に依存せざるを得ない。先行きにおいても、投資家のリスク許容度の本格的な改善が見込みにくい状況では、海外資金の流入による景気の押し上げは期待しにくい。さらに、ベトナムはアジア新興国の中でも輸出依存度（GDPに占める輸出比率）が高く、世界経済の減速による直接的な影響も受け易いため、これも景気の下押し要因になると予想される。一方、インドも内需依存度は高いものの、大幅な経常赤字を抱えており、公的債務残高の割合も高いことから財政余力は他のアジア諸国に比べて小さい。したがって、インドについても自力での景気押し上げは必ずしも容易でない状況にある。
- 一方、大規模な経常黒字を抱えるマレーシアや台湾などは潤沢な投資資金を有するものの、これは大規模な輸出によってもたらされているため、世界経済の減速による輸出の低迷は経常黒字の縮小要因となろう。さらに、両国ともに内需の規模は比較的小さく、固定資本投資についても多くが輸出関連の設備投資であるため、輸出鈍化の影響を受け易い。同様に、輸出依存度が比較的高いタイや韓国についても、輸出の縮小によって経常黒字幅の縮小が見込まれる。さらに、韓国についてはアジアの中でも金融市場の開放度が高いことから、海外資金の流出入の変化に晒され易いという特色を有する。
- 中国については、個人消費の割合は高くないものの、固定資本投資を含む内需の割合はアジア新興国の中でも平均的なレベルにある。また、固定資本投資の多くは公共投資であるため、世界経済の影響を受けにくい。同国においても、世界経済の減速による輸出の鈍化は経常黒字を縮小させようが、公的債務残高は比較的低水準であるため、財政支出拡大によって景気を下支えすることは可能である。さらに、インドネシアも内需の割合が高く、政府によるインフラ投資拡充策が打ち出されていることから、公共支出の拡大による景気の下支えが可能と見込まれる。一方、フィリピンについては内需依存度が高く経常黒字であることから、景気刺激余地は大きいと判断されるが、GDPの約1割を海外の移民労働者からの送金に依存しているため、最大の出稼ぎ先である米国景気の影響を受け易いことには注意が必要である。
- 中国景気の堅調が見込まれることは、他のアジア新興国にとって輸出の拡大要因に繋がると期待される。し

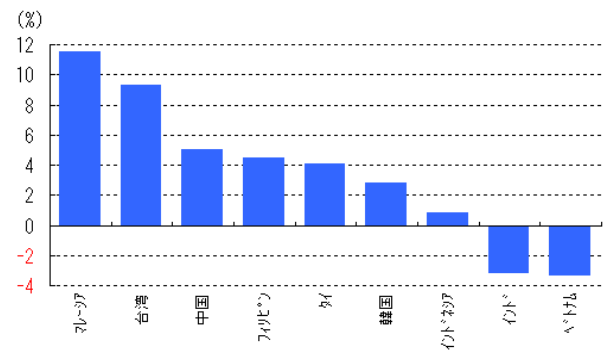
かし、近年のアジア新興国の景気拡大をもたらしてきた海外資金の流入が見込みにくい中では、各国は自力での景気拡大に努めざるを得ない。さらに、経済構造の違いによって景気刺激策の効果に差が生まれることから、今年のアジア新興国の景気はこれまで以上に跛行色が生じ易い展開が予想される。

図3 アジア新興国の内需依存度(2010年)



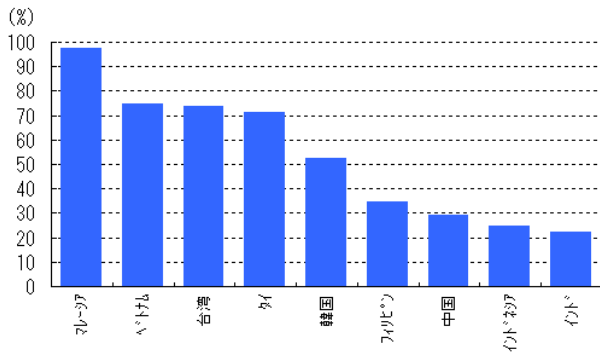
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図4 アジア新興国の経常収支/GDP(2010年)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図5 アジア新興国の輸出依存度(2010年)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

以上