

## 「アジア」にみえる勢いの差とその背景

～輸出依存度、対外・財政収支構造の差で選別の動きが広まる～

発表日：2014年4月11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)

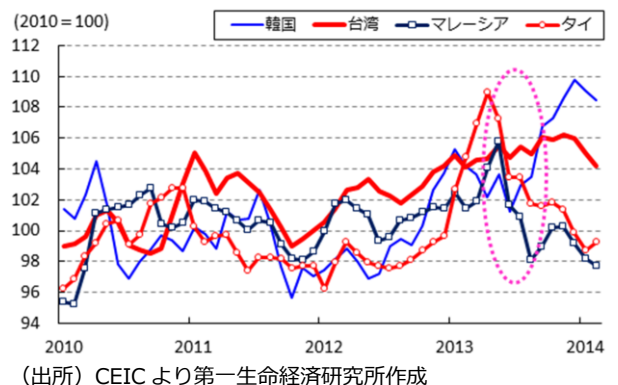
### (要旨)

- 世界経済では先進国の景気回復の一方、新興国は一時の勢いを失いつつある。一方、アジアではN I E S やA S E A Nの一部など外需依存度の高い国々を中心に景気は勢いを取り戻しつつある。これらの国も昨年半ば以降の国際金融市場の動揺の影響は免れなかったが、先進国の景気回復に加え、通貨安による競争力向上も外需主導の回復を演出。先行きも先進国の景気拡大に伴い、景気は回復感を強めるであろう。
- 他方、近年アジアで注目を集めた内需依存度の高い国は様相を異にする。インドやインドネシアは「双子の赤字」を抱えるなど経済構造が脆弱ななか、景気は海外資金に大きく揺さぶられ易い。金融市場の落ち着きや選挙後の改革期待を背景に資金回帰の動きが出ているが、これらが糠喜びに終わる可能性は残る。一方、フィリピンでは移民送金が経済構造と景気の下支えとなり、2国と異なる様相を強めている。
- 「アジア新興国」と一口に括られることが多いが、経済構造の違いが景気動向の差に影響を与えると予想される。今後は米国の金融政策正常化の動きが進むなか、アジアの資金動向に影響が出ることは不可避である。これまで内需依存国が注目を集めたが、今後は外需依存国に注目がシフトしよう。一方、内需依存国は「時間猶予」を如何に使うかが鍵を握る。処方箋を誤れば選別の動きは一段と進むと見込まれる。

### 《マネー縮小を前にアジア内にも選別の動き。外需主導で景気回復期待の一方、内需依存国には厳しい状況も》

- 足下の世界経済を巡っては、米国を中心とする先進国による景気回復が続いている一方、2000年代を通じて世界経済のけん引役になってきた中国などB R I C sをはじめとする新興国は急速にその勢いを失いつつある。他方、「新興国」と一括りにされる境遇にありつつも、先進国景気回復の追い風に外需主導型の景気回復の道を進む国もみられ、新興国を取り巻く環境は一段と複雑さを増している。アジアのなかでは、経済の輸出依存度が相対的に高いN I E S諸国のほか、A S E A Nの中にも輸出依存度の高い国があることから、これらの国々では輸出に底打ちの動きが出ており、景気も底入れしている。昨年後半は国際金融市場の混乱による投資家の「リスクオフ」姿勢を反映して、多くの新興国から資金流出の動きが強まり、これに拠る信用収縮が景気の足かせになることが懸念された。しかし、足下では先進国景気回復が進んでいることに加えて、昨年来の資金流出に伴う通貨安圧力が強まったことで多くの新興国の輸出競争力が向上していることも重なり、外需をけん引役とした景気回復の道のりを歩みつつある。なお、近年のアジア新興国においては輸出に占める中国向けの割合が拡大する傾向が強まっており、このところの中国経済の減速による悪影響が懸念されている。輸出財の多くを鉱物資源などに依存する「資源国」の場合、中国経済の減速は輸出量鈍化のみならず、資源価格低迷による悪影響も重なり景気の下押し要因になるが、アジア新興国は輸出財の多くを工業製品などが占めており、そのリスクは比較的小さいと考えられる。さらに、米国景

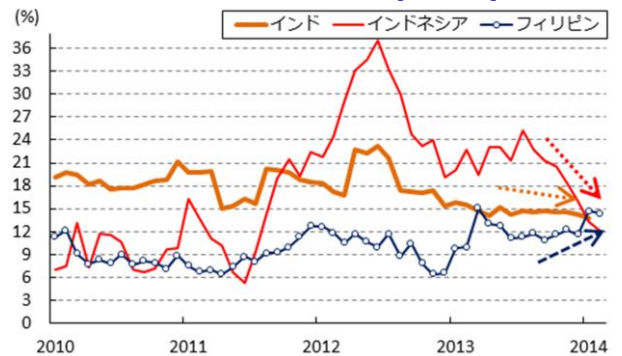
図1 アジア諸国の名目実効為替レートの推移



気の回復が続いていることに加えて、足下では欧州経済にも底入れの動きが出ているなど先進国の景気拡大が順調に進んでいけば、先進国向けの輸出拡大が中国向け輸出鈍化の一部をカバーし得ると想定される。しかし、N I E S 諸国の輸出に占める中国向けは全体の4分の1を上回る水準に達しており、経済の輸出依存度の高さを勘案すれば、中国の景気鈍化が景気に与える影響はくすぶろう。国際金融市場の混乱一服により、足下では世界的に投資資金の動きが再び活発化してアジア新興国にも資金流入の動きが起こるなか、N I E S 諸国の通貨は強含む一方、A S E A N 諸国の通貨は対照的な推移をみせており、相対的にA S E A N の輸出にプラスに作用すると期待される。このように考えると、先行きのアジア新興国を巡っては、輸出依存度の高い国々を中心に緩やかに景気拡大を続ける可能性は高いと予想される。

- 一方、近年アジア新興国で注目を集めたのは、インドやインドネシアなど個人消費を中心とする内需をけん引役に高い経済成長を実現した国々である。同様に、力強い内需により高成長を実現した国としてフィリピンもこれに該当する。しかし、前者と後者は経済構造が異なり、それが金融市場での評価に現れていることには注意が必要だ。インドやインドネシアは経常赤字体質にあり、経済活動に必要な資金を海外資金の流入で賄うことが不可欠だが、これは経済が海外資金の動きに脆弱なことを意味する。また、これらの国々では政府が燃料など生活必需品に過大な補助金を課しており、財政の重石となって財政赤字は拡大しており、いわゆる「双子の赤字」に陥っている。結果、昨年半ば以降の国際金融市場の動揺により新興国から投資資金が引き上げられる際、経済構造の脆弱さを理由に外国人投資家を中心に資金流出の動きが強まったが、今後もこうした材料を手掛かりに資金流出が起こり易いと思込まれる。さらに、輸入超過の状態にあるなか、資金流出による通貨安が輸入物価を通じてインフレを招く懸念も強まり、金融引き締めを通じて物価と為替の安定を図る必要に迫られた。この結果、国内信用の収縮が進み景気の下振れに繋がったと考えられる。国際金融市場の混乱が一服し、先進国などの金融緩和による世界的な「カネ余り」が続くなか、足下のインドやインドネシアではこれまでの資金流出の反動で流入に転じる動きもみられる。インドやインドネシアでは、輸入抑制実施で短期的に経常赤字の縮小に繋がっているが、中長期的には投資抑制などを通じて潜在成長率の低下を招く可能性がある。中長期的には、規制緩和などによる外資受け入れを通じ、国内に輸入代替産業や輸出産業の育成を図ることが必要だが、これらの国々では今年も総選挙や大統領選が予定されるなか、大胆な構造改革の実現には不透明なところが多い。足下のインドやインドネシアの株式や為替市場では買いの動きが戻っているが、これらが「糠喜び」に終わる可能性があることには注意が必要だ。他方、フィリピンではGDPの1割に上る移民送金が対外収支を支える上、景気の押し上げに繋がるなど上述の2国とは様相が異なる。結果、昨年半ば以降の金融市場の混乱にも拘らず民間信用の伸びは拡大が続いており、これが景気の勢いの差に繋がっている。先行きは米国による金融政策の正常化プロセスの進展が見込まれ、世界的な「カネ余り」の修正に向かうなかで新興国への資金流入を巡る選別の動きが一段と強まることが予想される。インドやインドネシアでは構造改革の進展の有無が資金流入の動きを左右すると見込まれ、これが進まなければ一段の景気下振れを意識せざるを得ないと予想される。米国など先進国の景気回復による外需回復期待はあるが、外需依存度が低い状況ではその効果は限定的なものに留まるであろう。一方のフィリピンでは対外収支構造の

図2 アジア諸国の国内信用(前年比)の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

違いが資金流入の勢いに差をもたらすと見込まれるが、今後は資金流入が資産バブルを起こさぬための注意が必要だ。全般的には、近年注目を集めた内需けん引型の国々にとって、先行きの景気は厳しい展開を想定せざるを得ないものと予想される。

- このように「アジア新興国」と一口に言っても、その経済構造の違いによって先行きの景気の勢いには差が生まれることが予想される。その大きな鍵を握るのは、米国をはじめとする先進国の金融緩和によってもたらされた世界的な「カネ余り」である。米国は今年1月からQE3（量的金融緩和第3弾）の縮小を開始したが、Fedは金融市場からの買取を続けており、これ自体は金融引き締めではない。ただし、将来的な米国などによる金融引き締めの動きが世界的なマネーの縮小のきっかけになり、相対的にリスクが高いと見做されるアジア新興国への資金流入が細る可能性は十分に予想される。一方、米国の金融引き締めは世界最大の輸入国である米国経済回復の証であり、これは米国向け輸出の拡大を通じて景気の押し上げに繋がることが期待されるものの、アジアの中でその勢いに乗りやすい国としては、NIE S諸国のほか、ASEANの中でも輸出依存度の高い国々が中心になるであろう。しかし、近年のアジア新興国において注目を集めてきた内需依存度の高い国々にとっては脆弱な経済構造が資金流入の足かせとなる一方、外需依存度の低さは米国をはじめとする先進国の景気回復が景気をけん引するまでには至らず、先行きの景気も足下同様に勢いを取り戻せない可能性がある。こうしたことから、日本国内においては「高い経済成長が期待される」として注目を集めるアジア新興国だが、世界金融危機後においても内需依存と外需依存などの経済構造の違いに伴い、内需依存度の高い国々がより高い経済成長を実現する傾向が続いてきた。しかし、先行きについては内需を押し上げてきたマネーの縮小が避けられず、それによって経済成長の勢いの傾向は逆転を余儀なくされることになろう。内需依存度の高い国々にとっては、米国の金融政策正常化までの「時間猶予」を構造改革など中長期的な潜在成長率向上への取り組みに向けられるかが、今後も海外資金を惹きつけられるかを左右することになろう。「アジア」と一口に括られる傾向があるが、その内実は国ごとに大きく異なっており、それを材料とした選別の動きが広がろうとしている。

以 上