

市場の混乱が続くなか、アジア新興国をどうみるか

～当面は資金流入先細りなどの影響は不可避も、中長期的な魅力は損なわれず～ 発表日：2016年1月18日(月)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

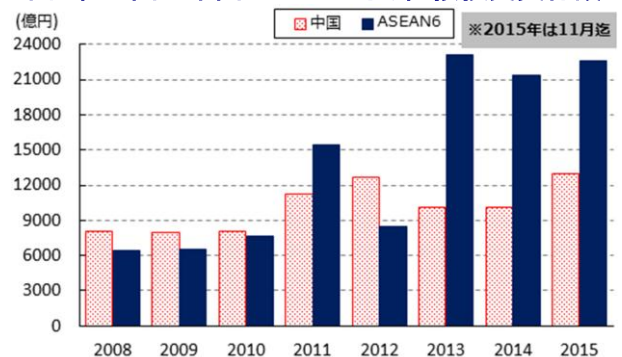
- 足下の世界経済は中国の景気減速に加え、米国の金融政策の正常化などによる世界的なマネーの変化も重なり、新興国経済のリスク要因になっている。アジア新興国では中国経済の減速は直接、間接的に景気の足かせとなり、マネーの流出は信用収縮を招く可能性がくすぶる。原油安によるオイルマネーの動揺もリスクオフを喚起しかねないが、わが国の企業のアジアへの進出意欲は依然強い。ただし、当面のアジア新興国景気は上述のような外部環境の変化が重石となり、勢いを欠く展開となることは避けられない。
- 他方、中国では生産年齢人口が減少局面に突入するなか、多くのアジア新興国は若年人口が多く、中長期的に安定した人口増加が見込まれる。昨年末発足したA S E A N共同体を軸に、アジア新興国は経済の結び付きを強める動きもみられる。アジア新興国どうしの連結性が高まることは、経済成長の機会が地域全体に広がる可能性を高めるとみられ、市場拡大への期待とともに企業進出の魅力になっていると言える。
- ただし、当面のアジア新興国景気はここ数年に比べて勢いを欠く展開が予想されること、資金流入の先細りなどで通貨安圧力が高まることで企業収益の逆風となる可能性はある。他方、これまでの通貨安は価格競争力の向上に繋がるなど、新たな成長段階を後押しすると見込まれる。新たな資金流入のツールで経済成長の土台構築も期待され、アジア新興国の中長期的な潜在力を冷静に見極める必要性は高まっている。

《外部環境の変化などは当面景気の重石となるが、人口増大や経済統合などによる中長期的な魅力は依然侮れない》

- 足下の世界経済を巡っては中国の景気減速が重石となるなか、米国による金融政策の正常化をきっかけに世界的なリスクマネーの動きに変化が出るとの見方が強まっており、それに伴う形で国際金融市場において「リスクオフ」姿勢の動きが広がることは、さらなる景気の下振れに繋がると懸念されている。こうしたなか、近年は中国に対する依存度を強めてきたA S E A N（東南アジア諸国連合）をはじめとするアジア新興国にとっては、中国経済の減速は直接的に輸出の下押し圧力となることに加え、金融市場におけるリスクオフ姿勢の動きは資金流出圧力を強めており、国内金融市場の信用収縮に繋がる可能性が懸念される。折しも、米国の金融政策の正常化に伴い国際金融市場では米ドル高が意識されるなか、アジア新興国通貨には下落圧力が強まるなど、これらの国々で資金流出圧力が強まる動きがみられる。ここ数年、国際金融市場では先進国による量的金融緩和政策の影響で「カネ余り」の状況となり、これに伴って先進国を中心に利回りが低下したことも資金調達を容易にする展開が続いてきた。他方、多くの新興国では相対的に金利高の状況が続くなかで企業部門を中心に海外での資金調達を活発化する動きが広がっており、これは結果的に新興国景気の下支えに繋がってきたと考えられる。しかしながら、こうした外貨建債務を拡大させてきた動きにとり、足下における米ドル高圧力の高まりは利回りや元本返済に伴う債務負担の増大を招くことから、一転して景気の足を引っ張る一因となることが懸念されている。さらに、多くのアジア新興国にとって足下の原油安は、これを輸入に依存する国が多いことを勘案すれば経済にとっての「恵みの雨」となっていると捉えられる。他方、このところの原油安に加え、先行きも原油相場は上値の重い展開が続くと見込まれるなか、中東をはじめとする産油国では財政状況が急速に悪化する国が出ており、近年国際金融市場において存在感を高めてきたいわゆる「オイルマネー」の動向に

影響を与える可能性が懸念されている。「オイルマネー」は文字通り、産油国を中心に 2000 年代以降の原油相場の上昇を追い風に誕生した富国ファンド（ソブリン・ウェルス・ファンド）の運用資金であり、ここ数年はこれらの活発な動きを反映して存在感を高めてきた。しかしながら、産油国の中には財政を原油関連収入に大きく依存する国が多く、足下の原油安は関連収入の大幅減を通じて歳入欠陥が生じており、その穴埋めのために「オイルマネー」の取り崩しが避けられなくなっている。サウジアラビアにおいては国営石油公社の株式上場という云わば「ウルトラC」により歳入確保を図る動きがみられるが、これは従来より石油セクターを国及び王族の独占事業としてきたスタンスから 180 度転換する必要があるほど同国が追い詰められているとも解釈出来る。このようにオイルマネーが国際金融市場から退出を余儀なくされる事態となれば、それによって潤ってきた国際金融市場では流動性確保の動きが強まることとなり、結果的に上述のようなリスクオフの動きに拍車を掛けることも懸念される。そうなれば、相対的にリスク資産と見做されるアジア新興国への資金流入が細ることで信用収縮圧力が強まるほか、それに伴う通貨安は債務負担の増大を通じて信用収縮の動きを一段と増幅させるリスクもくすぶる。近年、ASEANを中心とするアジア新興国は中国に代わる世界経済の「成長センター」として注目を集めており、わが国においては中国国内におけるいわゆる「チャイナ・リスク」が意識されるなかでアジア新興国への進出意欲を強める動きが広がってきた。特に、足下では中国経済が構造改革を経て以前の力強さを欠く展開が続いていることも、わが国の多くの企業がASEANなどへの進出意欲を一段と強めることに繋がったと考えられる。しかし、足下では上述のように中国経済の減

図 わが国の中国・ASEAN 向け直接投資実行額



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

速が直接、間接的にアジア新興国経済の足かせとなるなか、国際金融市場を取り巻く環境変化もアジア新興国経済にとっては逆風となることは避けられない。その意味では、わが国では企業の進出先として期待が高いアジア新興国だが、当面の景気は中国同様に勢いに乏しい展開となる可能性に留意しておく必要がある。

- 短期的にみれば、確かに以前のような勢いを欠く状況は避けられないとみられるものの、中長期的にみてアジア新興国の魅力が損なわれるかは別の話と捉える必要がある。中国では生産年齢人口が減少局面に突入しており、向こう数年のうちに従属年齢人口の割合が増大することで潜在成長率の低下を余儀なくされる「人口オーナス」に直面する可能性が指摘される一方、タイなど一部の国はすでに人口オーナスに突入しているものの、多くのアジア新興国は若年人口が多く、中長期的に安定した人口増加が見込まれる。それによって、これまでは中国が豊富で低廉な労働力を背景に「世界の工場」として存在感を高めてきた流れが、人口増加が期待されるアジア新興国にシフトしていくことが予想される。さらに、昨年末にASEANでは「ASEAN共同体」が発足されており、ASEAN域内においては現時点においても9割以上の財貿易に対して非関税とされている上、2018年にはCLMV（カンボジア、ラオス、ミャンマー、ベトナム）諸国が非関税対象を一段と拡大させる予定であり、域内におけるモノの移動の活発化が期待される。これはASEANを一つの生産拠点としてみる動きに繋がるとともに、域内において分業体制が構築されることは、他の国々に比べて経済発展段階が遅れているCLMVにとって経済成長を促す好機になると見込まれる。また、ASEANは地理的にアジアの中心にあること、ASEANが様々な国・地域との間でFTA（自由貿易協定）やEPA（経済連携協定）を締結していることを勘案すれば、ASEAN経済の成長はASEANを中心にアジア新興国全体の経済成長を

促すと考えられる。なお、ASEAN共同体においてはモノの移動は比較的容易になる一方、ヒトやサービスなどの移動については何かと制約を受ける状況は変わりなく、これが経済成長の伸びしろを制限するとの見方はくすぶるが、昨年末のASEAN首脳会議において採択された共同宣言（「ASEAN2025」）では経済統合を進めることに加え、地域全体として競争力の向上を図ることが謳われている。ASEAN共同体を巡る取り組みはこれまでもスケジュールが後ろ倒しになることが少なくない上、上記の共同宣言においても具体的なスケジュールなどに触れないなど不透明なところは多い。とはいえ、ASEANを中心にアジア新興国が大きくまとまる仕組みが生まれたことは地域経済全体の連動性を高めることで、ひいてはアジア経済の成長を促すことも期待され、わが国にとっては国内経済の縮小が懸念されるなかで重要な市場として成熟していくことが見込まれる。こうしたことも、わが国の企業がASEANをはじめとするアジア新興国への進出を依然として活発化させる一因になっていると言えよう。

- なお、上述のように当面のアジア新興国経済はここ数年のような勢いを得にくい外部環境となっており、短期的にはこの地域に進出しているわが国の企業にとっても収益環境が厳しくなることは避けられない。さらに、米国の金融政策の正常化を背景にした米ドル高圧力が懸念されるなか、アジア新興国通貨の下落が進むことで既存投資に対する減損処理が必要になるなど、アジア新興国に対する見る目に逆風が吹く可能性もある。ただし、中長期的にみた安定的な人口増加やそれを背景にした経済の潜在力の高さは、経済成長に伴う成熟を通じて消費市場としての存在感向上に繋がると期待される。さらに、これまでの資金流出による通貨安を通じて価格競争力が向上するなど、生産拠点としての魅力が高まる動きもみられ、世界経済が再び安定成長軌道に回帰するような長い目でみればアジア新興国の魅力が損なわれることはないと思込まれる。アジア域内における資本の移動は依然として不透明ではあるが、貿易関係の深化に伴って資金移動の活発化が見込まれることから、資本市場の制度整備を通じて資金の「地産地消」を促すことにも繋がり、世界的なマネーの動揺に対する耐性が徐々に高まる可能性もある。足下では依然経常赤字を抱える国が少なくないなど、経済活動の原資が域内に十分に備わっていないため、経済成長の実現には先進国などからの資金流入に依存せざるを得ない。こうしたなか、先日発足したA I I B（アジアインフラ投資銀行）の存在は、アジア新興国にとって「新たな財布」が出来たようなものであるため経済成長を促す一助となる可能性はある。なお、A I I Bを巡っては中国政府による政策（一帯一路）を実現するための機関であるとの見方もあり、その運営の透明性などには注意が必要であるが、「国際機関」と名乗っている上、欧州諸国なども参画していることを勘案すれば、中国の政策をただ後押しするだけの「行儀の悪い」となることは難しいと捉えられる。わが国はすでにADB（アジア開発銀行）を通じてアジアのインフラ支援を行っているほか、独自にJ B I C（国際協力銀行）やJ I C A（国際協力機構）を通じた支援を行っていることを勘案すれば、これらを通じてA I I Bが「真っ当」な支援を行うべく協力する余地はある。金融市場の動揺や世界経済を取り巻く環境変化により、先行きにおいてアジア新興国を見る目は変わる可能性はあるが、こうした時だからこそ中長期的な潜在力などファンダメンタルズに基づいた冷静な判断をする必要性は高まっていると言えよう。

以 上