

## アジア景気の底打ちの「兆し」は本物か

～引き続き中国が「カード」を握るなか、その動きには要注意～

発表日：2016年11月2日(水)

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)

- アジア新興国は世界の「成長センター」として注目を集める一方、ここ数年は中国の景気減速に足を引っ張られる展開が続いてきた。しかし、足下では世界経済の底打ちや国際金融市場の安定などを追い風に景気底打ちを示唆する兆しが出ている。先行きは米国の利上げなどが金融市場に悪影響を与えるリスクはあるが、比較的落ち着いた推移が続けばアジアへの資金流入が続き、緩やかな景気拡大が続くとみられる。
- 今後のアジア新興国にとっては引き続き中国の動きが重要であることは変わらない。製造業には景気下支え策の効果で改善する動きもあるが、早晚効果が剥落する可能性がある。他方、サービス業で雇用拡大の兆候が出ており、構造改革の進展が期待される。ただし、共産党内では構造改革を巡る見方に違いがあるなか、習氏主導の改革が実は問題の先送りになるリスクもあり、今後のその動向には注意が必要である。
- アジア新興国経済を巡ってはここ数年、世界経済の「成長センター」としての期待を集める向きがある一方、近年は地域全体のけん引役である中国への依存度を高めてきたこともあり、その景気減速に伴い景気に下押し力が掛かり勢いに陰りが出る展開が続いている。事実、韓国や台湾に加え、ASEAN（東南アジア諸国連合）の多くの国は相対的に輸出依存度が高い経済構造を有しており、中国の景気減速による世界経済への下押し圧力は直接景気の重石となる。ただし、足下の中国経済においては政府主導によるインフラ投資の拡充や減税をはじめとする景気対策の効果が下支えする動きがみられるなか、米国やEUなど先進国景気の堅調さも重なり世界経済は安定的に推移している。また、米国による利上げ実施時期が当初の見通しに比べて後ろ倒しされる一方、原油安の長期化などに伴う全世界的なディスインフレ基調が続いており、世界的に金融緩和の動きが広がりを見せるなかで国際金融市場に供給されるマネーの量はかつてない水準に達するなか、市場は落ち着きを取り戻してリスクマネーの動きが再び活発化する動きもみられる。なお、足下ではOPEC（石油輸出国機構）による減産合意報道を受けて原油相場が底堅く推移しており、リスクマネーの供給源となってきた「オイルマネー」が再び存在感を高める可能性も出ている。こうしたことも追い風に、相対的に高い収益が期待されるアジアをはじめとする新興国のほか、資源国などにも資金流入が回帰する動きが出ており、アジア新興国にとってはこうした動きによる景気の押し上げも期待されている。足下では原油相場は底入れする動きをみせているものの、依然として

図1 アジア新興国の輸出(前年比)の推移

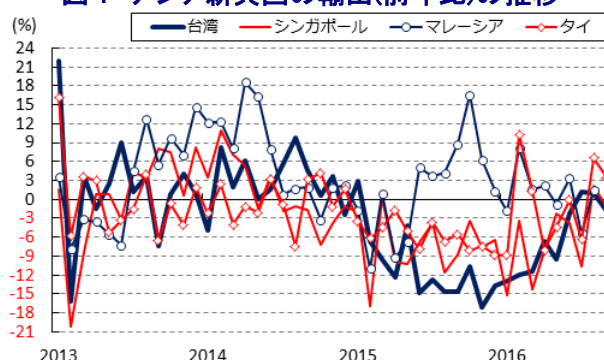
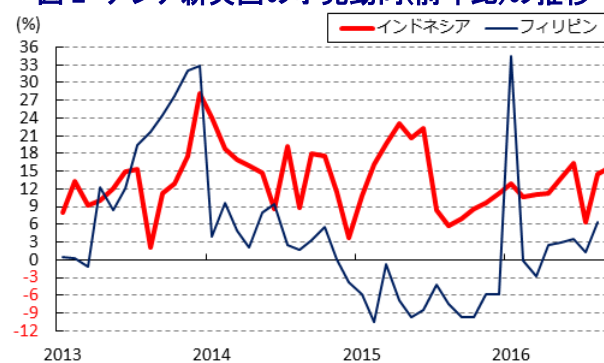


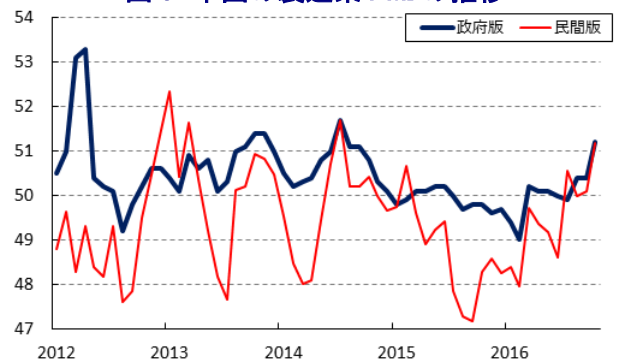
図2 アジア新興国の小売動向(前年比)の推移



1年前と同水準に留まっており物価への影響が限定的となるなか、多くのアジア新興国でインフレ率は当局が定めるインフレ目標の下限付近に留まっており、家計部門などにとっては実質購買力の押し上げに繋がっている。こうしたなかでの海外資金回帰の動きは内需拡大を促すこととなり、相対的に外需依存度の高い国々のみならず、内需依存度の高い国々にとっても景気にプラスの効果を与えることが期待される。先行きの国際金融市場を巡っては、年末にも見込まれる米国による利上げ実施など、リスクオフに振れるようなイベントの有無が左右する可能性は残るものの、比較的落ち着いた展開となればアジアをはじめとする新興国への資金の流れが続くと見込まれる。足下のアジア新興国の景気は依然として本調子にはほど遠い状況にあることは間違いないが、世界経済が落ち着きを取り戻していることや、世界的なリスクマネーの活発化などを追い風に底打ちの兆候が出ていると判断することが出来る。

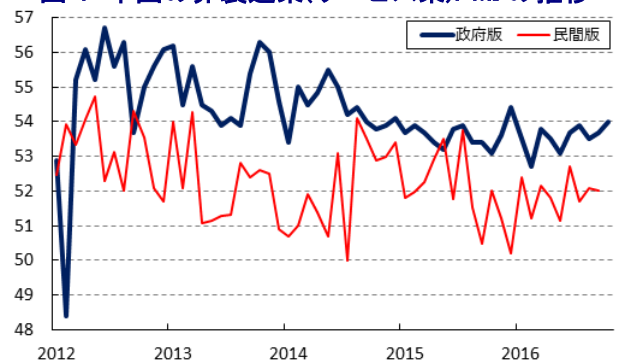
- こうしたなか、今後のアジア新興国経済の行方を左右すると見込まれるのは、引き続き域内大国である中国経済の動向であることは変わりがないと言える。足下の中国経済は減速基調が続いてきた展開に一服感が出るなど落ち着きを取り戻しており、その背景には上述した通り政府によるインフラを中心とする投資拡充策や大幅減税による消費喚起策といった景気下支えが大きく寄与している。こうした動きを反映して直近の製造業PMIは、政府版及び民間版ともに内需の拡大期待を反映する形で急速な回復を示す動きがみられるなど、表面上は中国経済の回復を示唆する様子がうかがえる。しかしながら、足下の景気が政府による景気下支え策に大きく依存するなど持続可能なものではないなか、先行きについては早晩その効果の剥落が懸念されるとともに、それに伴って景気の減速感が再び強まることは避けられないと予想される。また、このところの通貨人民元相場を巡っては対ドルで下落基調を強める動きをみせているものの、当局が重視する13通貨で構成される通貨バスケットに対して足下で底入れするなど必ずしも人民元安が一方向で進行している訳ではない様子がうかがえる。さらに、同国経済を巡ってはデフインフレ懸念もくすぶるなかで人民元の実質実効為替レートも底打ちしており、輸出競争力の向上には繋がっておらず、結果的に製造業においては先行きの輸出への下押し圧力が懸念される状況となっている。したがって、中国経済の底入れが主導する形でアジア新興国にとっては景気の底離れが進むことは考えにくく、いわゆる世界金融危機前後のような形でアジア新興国が経済成長を実現することは難しくなっていると捉えることが出来る。他方、直近における中国のサービス業（非製造業）PMIの動きからは中国経済が新たな段階に入ろうとしている兆候もうかがえる。製造業においては国有企業を中心とする構造改革などの影響で依然として雇用調整圧力が高まる懸念がある一方、直近の政府版の非製造業PMIでは「雇用」に関する指数が約2年ぶりに50を上回る水準となるなどサービス業で雇用拡大に転じる兆候が出つつある。習政権が発足して以降、同国政府は持続可能な経済成長を実現するべく構造改革を推進する考えをみせている一方、

図3 中国の製造業PMIの推移



(出所) 国家統計局, Markit より第一生命経済研究所作成

図4 中国の非製造業(サービス業)PMIの推移



(出所) 国家統計局, Markit より第一生命経済研究所作成

ここ数年の同国経済は投資に偏重する形で成長を実現してきた反動も影響する形で、構造改革の実現が景気の足かせとなることが懸念されている。現政権の下で進められている経済の高度化、サービス化の進展に伴いサービス業が新たな雇用の受け皿となることは、政権が目指している経済成長のけん引役を投資から消費へのシフトを一段と加速させることで持続可能な経済成長に向けた取り組みに繋がると見込まれる。ただし、上述のように足下における製造業を取り巻く状況は極めて厳しいなか、経済成長を実現可能なうちに構造改革に着手していくことが不可欠であることには変わりがない。先日開催された六中全会（第 18 期共産党中央委員会第 6 回全体会議）では、主要テーマが「党内統治」となるなど経済が主要議題に上ることはなかったものの、その中では現在の集団指導体制を維持する一方、習近平総書記を「核心的指導者」とするなど習氏の「一強体制」を示唆する内容となっている。このところの中国の経済政策を巡っては、如何なる立場でも「改革の前進」を強調する姿勢が示されるものの、習氏は総書記就任当初に掲げたスローガンである「中国の夢」実現に向けた“巨大化”を意味している一方、李克強首相は“スリム化”を必要とする考えを示すなど、各人によってその内容に差があるように捉えられる。六中全会では来年の共産党大会を経て習氏の「一強体制」が築かれる布石が打たれたことで、製造業を中心とする国有企業改革は実態として「焼け太り」になるリスクもくすぶる。中国が進める改革が問題の先延ばしに留まれば、その後の対応が一段と困難になることも懸念され、ひいては中国経済との連動性が高いアジア新興国にとっては足を引っ張る材料となることには注意が必要と言えよう。

以 上