Asia Trends

マクロ経済分析レポート

活況を呈するASEAN市場の「体力測定」

～ASEAN発の危機的状況は想定しにくいが、不断の耐性強化が望まれる～

発表日：2018年１月11日（木）

第一生命経済研究所　経済調査部
担当 主席エコノミスト 西濵　徹（03-5221-4522）

（要旨）

- 足下の世界経済は自律回復の動きを強めるなか、世界的な「カネ余り」も追い風に国際金融市場は「ぬるま湯」的な環境が続いている。中国の景気持ち直しの動きは中国経済と連動性が高いＡＳＥＡＮ景気の押し上げに繋がるなか、海外資金の流入も追い風に株価は上昇基調を強めている。実体経済面では国ごとに跛行色がある上、米中関係の行方などの懸念はあるが、先行きのＡＳＥＡＮ景気は堅調を維持しやすい状況にあり、当面のＡＳＥＡＮ市場については引き続き活況を呈しやすい地合いが続くと期待される。
- 先行きのＡＳＥＡＮ市場にとっては先進国による金融政策正常化の影響が懸念されるが、当面は先進国発で動揺が起きる事態は想定しにくい。中国の構造転換に伴う外需の鈍化や原油相場の底入れに伴うインフレが内需の重石となる懸念はあるが、ＡＳＥＡＮ景気が大きく落ち込むとは考えにくい。他方、マレーシアやタイでは総選挙が予定されるも大混乱は予想されず、景気面ではインフラ拡充による下支えが期待される。こうしたことも当面のＡＳＥＡＮ市場の活況を下支えする要因になることが予想される。
- ＡＳＥＡＮにはタイやインドネシアなどアジア通貨危機の震源地が含まれるが、その後はファンダメンタルズが改善しており、世界金融危機の後も動揺が広がる事態は回避された。なお、ＩＭＦによる外貨準備高の適正水準評価によると、金融市場に開かれた国々については概ね望ましい水準を維持している。ＡＳＥＡＮ発での危機的状況は想定しにくいが、今後も引き続き耐性強化に向けた取り組みが望まれる。

- 昨年来の世界経済は米国やＥＵ（欧州連合）諸国など先進国の景気拡大の動きが続いていることに加え、中国景気の持ち直しに伴い中国経済との連動性が高いアジアを中心とする新興国のほか、資源国景気にも底打ち感が出ており、全体として自律的な景気回復の動きを強めている。さらに、ここ数年の先進国を中心とする量的金融緩和政策の影響により国際金融市場では「カネ余り」の状況が続くなか、世界経済の自律回復の動きも相俟って金融市場は活況を呈するなど「ぬるま湯」的な環境にある。米国ＦＲＢ（連邦準備制度理事会）は昨秋よりバランスシート規模の縮小を開始しているほか、ＥＣＢ（欧州中央銀行）も年明け以降量的金融緩和政策の縮小に動くなど、金融政策の「正常化」に動き出しているものの、当面は国際金融市場の「カネ余り」状況が変化する兆しは乏しい。こうしたこともあり、金融市場では一部のマネーがより高い収益を求めて新興国などに流入する動きが活発化しており、ＡＳＥＡＮ（東南アジア諸国連合）諸国ではインドネシアやタイ、フィリピンなど株式指数が最高値を更新する国も出ているほか、その他の国々でも株式相場は上昇している。国際的な株価指数の開発・算出を行う米ＭＳＣＩ社が算出する「ＭＳＣＩ　ＡＳＥＡＮ指数」も足下で上昇基調を強めており、足下では約３年半強ぶりの水準に回復するなど大きく勢いを取り戻している。こうした背景には、足下の世界経済が自律回復の動きを強めるなか

図１ MSCI ASEAN 指数(東南アジア指数)の推移

（出所）Thomson Reuters より第一生命経済研究所作成

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

で世界的な貿易量の伸びに加速感が出ており、経済構造面で輸出依存度が相対的に高いＡＳＥＡＮ諸国にとっては外需を通じた景気上振れが期待しやすい状況にあることが考えられる。また、域内では相対的に内需依存度が高いフィリピンでは先月、議会がドゥテルテ政権による「包括的税制改革」の第１弾として直間比率の改定による税収確保と、それを踏まえたインフラ投資の拡充策を盛り込んだ今年度予算案が承認されており、経済成長のボトルネックとなってきたインフラ不足解消に向けた動きが前進しつつある。こうした経済を取り巻く環境改善への期待の高さも海外からの資金流入を後押ししているとみられる。他方、足下のＡＳＥＡＮの実体経済の動きをみると、直近の製造業ＰＭＩは 49.9 と５ヶ月ぶりに好不況の別れ目となる 50 を下回る水準に転じるなど拡大一辺倒ではないものの、国別ではタイやフィリピン、ベトナムが好調を維持する一方でインドネシアやマレーシアでの調整が足を引っ張る要因となるなど、国ごとに跛行色が生じている様子がうかがえる。なお、米国ではトランプ政権発足後最大の成果となる税制改正法の成立に伴い景気の上振れが期待されるほか、中国経済についても大きく減速する可能性は低いと見込まれる一方、両国関係については「米国第一主義」を主張する米トランプ政権との「すれ違い」があらぬ形で表面化するリスクはくすぶる。米中関係が決定的に悪化する状況になれば、双方の経済に深刻な打撃を与えるのみならず、世界経済にも悪影響が伝播するとともに、中国経済に対する依存度が高いＡＳＥＡＮ諸国にとっては大幅な景気下押し要因となることは避けられない。その一方、現時点においてそうした事態が起こる蓋然性は低いと見込まれることを勘案すれば、先行きのＡＳＥＡＮ市場は当面のところ活況を呈しやすい地合いが続くことが予想される。

図 2　ASEAN の日経製造業 PMI の推移

（出所）Thomson Reuters より第一生命経済研究所作成

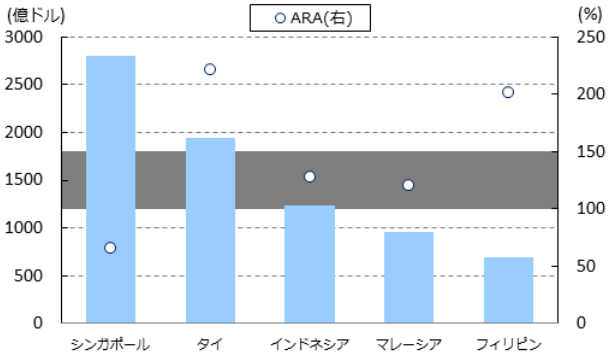
- 先行きの国際金融市場を取り巻く環境を巡っては、先進国における金融政策の正常化の取り組みが世界的なマネーの動向に影響を及ぼし得るかに注目する必要があろう。上述したように米ＦＲＢはすでにバランスシートの縮小を開始しているほか、ＥＣＢも量的金融緩和の縮小に動いている上、日銀も実態として質的量的金融緩和政策のペースが緩んでいるものの、足下では依然として主要先進諸国が供給するベースマネーの量が大きく減少する状況とはなっていない。米ＦＲＢでは２月にイエレン議長が退任するものの、後任議長であるパウエル氏（現理事）はイエレン氏同様に比較的「ハト派」的な立場を採ってきたほか、イエレン氏同様に「市場との対話」を重視する政策運営を行うことが期待される。トランプ政権による税制改正法成立により先行きの米国経済の上振れが見込まれるほか、財政悪化なども重なりインフレ圧力が高まることで先行きの利上げのペースが加速する可能性はあるものの、そうした状況が顕在化し得るのは早くとも年後半以降の話と想定される。また、ＥＣＢについてもドラギ総裁は「市場との対話」を通じ、政策変更については事前に充分に織り込ませる政策運営を志向していること、同氏の任期は 2019 年末と相当先の話であることを勘案すれば、年内に同行を発信源に金融市場にショックを与える出来事が起こる可能性も低いと見込まれる。日銀についても４月に黒田総裁は任期満了を迎える予定のなか、後任の総裁人事については現時点で不透明な状況にあるものの、大きな政策変更の見込みがないことを勘案すれば、先進国を出発点とする形で金融市場の動揺に繋がる動きが出る事態は想定しにくいと捉えられる。他方、ＡＳＥＡＮ経済に対する影響を与えやすい中国経済の行方については、昨年末に開催された中央経済工作会議において今年の政策スタンスとして「穏中求進（安定を保ちつつ経

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

済成長を目指す）」を維持する一方、経済成長の質的改善を目指した構造改革に取り組むとしており、既存産業に対する軋れきが景気の下押し圧力となることは避けられず、結果的に昨年に比べて景気の勢いは乏しくなることが予想される。そうなれば、中国景気との連動性が高いＡＳＥＡＮから中国向けの輸出の行方にも下押し圧力が掛かることとなり、昨年来の外需をけん引役とする景気回復のペースに調整圧力が掛かることは避けられないであろう。なお、内需の動向をみる上では足下では原油相場に底入れしており、インフレ圧力が高まることが警戒されるなか、フィリピンでは１月からの物品税引き上げの影響も懸念されるなど物価上昇に伴い家計部門の実質購買力に対する下押し圧力となることも予想される。その一方で「ぬるま湯」的な環境の下での資金流入に伴い各国通貨が底堅く推移すれば、輸入インフレ圧力が相殺されることでインフレ率の昂進を抑制することが期待される。また、年内に総選挙が実施される国をみると、マレーシアではマハティール元首相（92 歳）が野党の首相候補となる動きはあるものの、現行の選挙制度上でナジブ首相率いる統一マレー国民組織（ＵＭＮＯ）を中心とする与党連合の国民戦線（ＢＮ）を覆す可能性は極めて低い。タイではプラユット首相が年内の総選挙実施の方針を発表したことを受けて、補正予算などを通じてインフラ関連を中心とする投資拡充による景気下支えを目指す姿勢をみせており、当面景気が大きく下振れする可能性は低いと見込まれる。こうしたことも当面のＡＳＥＡＮ市場の好調さを支援することに繋がるであろう。

- その意味では、当面のところ懸念されるのは予期せざる形で国際金融市場に動揺が走る事態となることであり、その点については現時点で予想を立てるのは極めて難しいと考えられる。他方、上述したように今年後半以降については先進国及び新興国問わずに様々な経路で世界経済の自律回復の動きに頭打ちの兆しが出る可能性があることを勘案すれば、そうした事態を見据える形で国際金融市場の動揺に対する耐性強化を図ることの必要性は高い。特に、ＡＳＥＡＮ諸国のなかには 1997～98 年に発生したアジア通貨危機の発火点であるタイやインドネシアが存在しており、日本国内においては当時大きな痛手を受けたことを理由に、現時点においても懐疑的な視線を向ける傾向はくすぶっている。なお、その後各国では通貨危機の遠因の一つとなった固定相場制から変動相場制への転換が図られたほか、外貨準備を順調に積み上げることで対外的なショックに対する耐性強化に取り組んでおり、いわゆる「リーマン・ショック」をきっかけにした世界金融危機に際してもＡＳＥＡＮ諸国で救済を求める動きが出なかったことに現われている。ただし、2013 年の米国ＦＲＢのバーナンキ前議長による発言をきっかけにした国際金融市場の動揺（いわゆる「Taper Tantrum」）ではインドネシアで資金流出圧力が高まったほか、2016 年末にかけては国際商品市況の低迷などを理由にマレーシアの外貨準備が大きく減少する事態もみられた。ＩＭＦ（国際通貨基金）は世界金融危機後の 2011 年に外貨準備高の適正水準の評価（Assessing Reserve Adequacy）に関するレポートを発表し、その後も当該手法に関する検証作業を行っている。同手法によると、固定相場制を採用する国では「輸出額×10％＋広義のマネーサプライ（Ｍ２）×10％＋短期負債残高×30％＋その他負債残高×20％」、変動相場制を採用する国では「輸出額×５％＋広義のマネーサプライ（Ｍ２）×５％、短期負債残高×30％＋その他負債残高×15％」の外貨準備高に対する比率を「100～150％」の水準に維持することを推奨している。これを現時点において入手可能な昨年９月末時点の数字を用いてＡＳＥＡＮ諸国のうち国際金

図 3　ASEAN 諸国の外貨準備高と ARA 比較



（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成，灰色部分は適正水準

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

融市場に比較的解放されている５ヶ国について計算すると、図３のような数値を得ることが出来た。これをみると、シンガポールは外貨準備高の水準そのものは極めて大きい一方、債務水準が大きいことがＡＲＡを著しく低くしている可能性はあるとみられる。ただし、同国は外貨準備以外にも多額の資産を計上していることを勘案すれば他国と同じ基準でみることは穏当ではない実状がある。なお、その他の国については、足下でいずれも望ましい水準をクリアしており、一時は厳しい状況にみまわれたマレーシアでも国際商品市況の底入れが外貨準備の増加を促すなどの効果に繋がっているとみられる。このように考えると、ＡＳＥＡＮを起点に危機的状況が発生する事態は想定しにくいが、先行きに懸念される状況を想定してさらなる耐性強化に取り組むことが求められる。

以　上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。