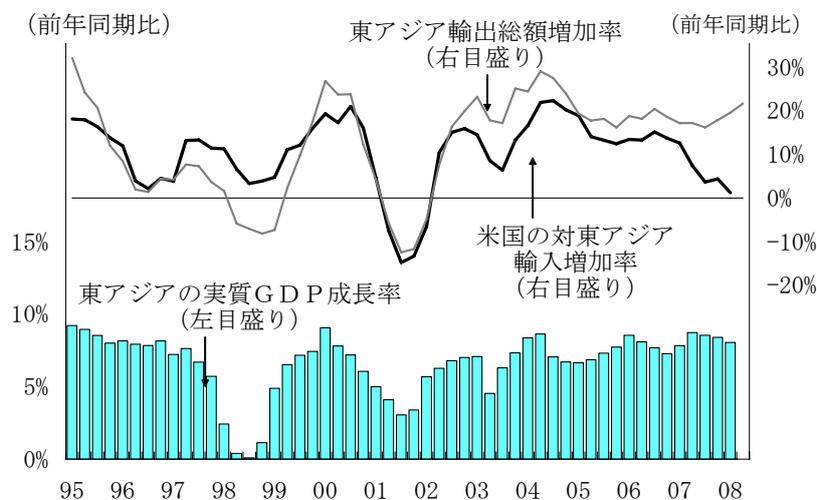


Weekly
エコノミスト・
レター景気減速とインフレ圧力に直面
するアジア経済

経済調査部門 主任研究員 伊藤さゆり
(03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

1. アジア経済は、世界的な金融市場の混乱、米国経済の失速にも関わらず、輸出先の分散と内需の堅調により持ちこたえてきたが、世界的なエネルギー・食糧価格の高騰でインフレが加速、内需減速の兆候が現れ始め、輸出拡大の持続力にも陰りが出てきた。
2. アジア通貨・金融危機やITバブル崩壊後の局面では、原油価格下落と通貨減価がアジアの回復を手助けしたが、足もとは国際商品価格の高騰でインフレが加速、景気減速懸念はあっても金融は引き締めざるを得ず、通貨減価は輸入インフレ加速のリスクを伴う。
3. 為替制度や国際収支の面から見てアジアで通貨・金融危機が再燃するリスクは低いが、組立加工貿易を成長の柱とするアジアは資源高の影響を受け易いため、先行き調整色を深めることは避けられず、国ごとの対応力の差も目立ってきそうだ。
4. アジアからの調整圧力が日本に波及する金融面でのリスクは低下しているが、貿易、現地法人の収益を通じた影響力は高まっている。通貨の暴落を伴ったアジア通貨・金融危機、輸出製品の供給過剰が生じたITバブル崩壊後、日本は景気と物価の両面で下押し圧力を受けたが、今回は景気下押しと同時に物価には押し上げ圧力を受けることになるだろう。

米国景気減速の影響は輸出先分散と内需堅調でカバーされてきたが・・・



(注)東アジア＝韓国、台湾、香港、シンガポール、タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン、中国

(資料) 各国統計

1. アジア経済の変調

アジア経済は、昨年夏以降の世界的な金融市場の混乱、米国経済の失速にも関わらず、輸出先の分散と内需の堅調により持ちこたえてきた（表紙図表参照）。しかし、世界的なエネルギー・食糧価格の高騰でインフレが加速、金融引き締め強化で、内需減速の兆候が現れ始めている。輸出拡大の持続力にも、東アジアを含む非資源国の景気減速懸念によって陰りが始まっている。

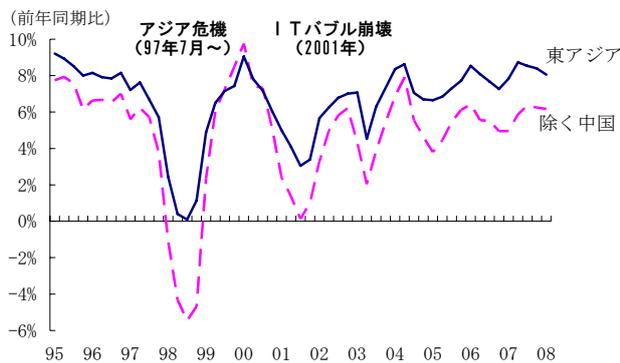
4～6月期の成長率は8月中旬～下旬公表の国が大半だが、すでに公表されている国では中国が1～3月期の10.6%から同10.1%に減速、韓国は同5.8%から同4.8%への減速、シンガポールは推定値で同6.9%から同1.9%への減速が見込まれている。

（アジア危機時は外資依存国の成長が失速、通貨調整と米経済堅調が輸出主導の回復を支持）

過去10年でアジア経済は2度の変調に見舞われている（図表1）。1度目は97年7月のタイ・バーツ危機に端を発するアジア通貨・金融危機、2度目は2001年のITバブル崩壊後の調整局面だ（03年4～6月期の新型肺炎・SARSによる一時的な落ち込みを除く）。

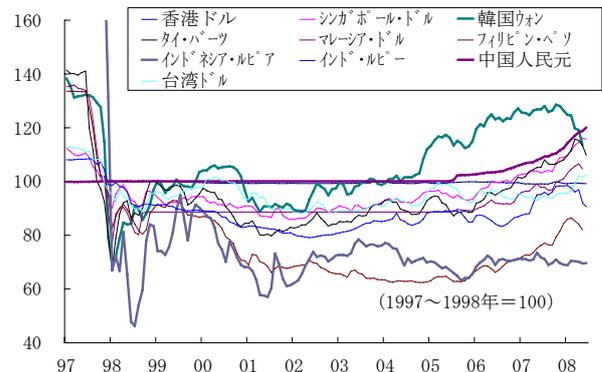
アジア通貨・金融危機時は、大規模な資本流出によって通貨が暴落、金融システムの麻痺で経済危機の様相を呈した。落ち込みはIMFの支援を受けたタイ、インドネシア、韓国の3カ国が中心であったが、同じように外資依存の成長を遂げていたマレーシアやフィリピンにも広がり、中国を除くアジア主要国の成長率は、ボトムの98年7～9月期には前年同期比でマイナス5.5%まで大きく落ち込んだ。アジア危機後のマイナス成長は4四半期に亘ったが、99年には景気は急回復に転じる。通貨調整で輸出競争力が向上（図表2）、アジア製品の最終的な需要者である米国経済の好調も追い風となり（図表3）、純輸出の寄与が成長を押し上げたからだ。

図表1 アジアの成長率は
アジア危機とITバブル期に失速
～東アジアの実質GDP成長率～



（資料）各国統計

図表2 過去2回の変調では
対ドル安がアジアの景気回復を促した
～アジア通貨の対ドル相場指数～



（資料）IMF

（IT依存の高い国に大きかったITバブル崩壊の影響）

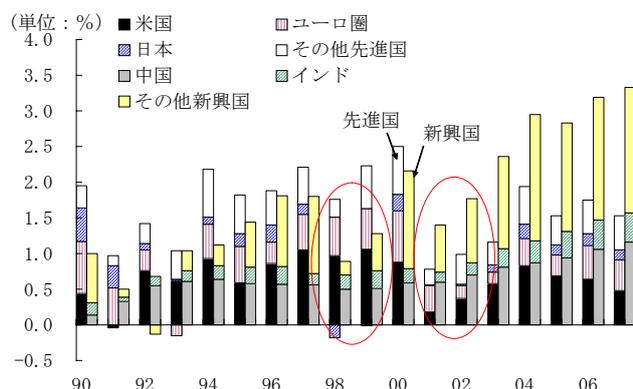
2001年のITバブル崩壊による調整は、米国発の世界同時不況であったが、アジアは最も早く、且

つ、大きな影響を受けた。IT輸出・生産の比重が押し並べて高いことに原因があり、とりわけIT依存の高い台湾やシンガポールの落ち込みが目立った。

ITバブル崩壊後の調整局面と足もとのサブプライム危機後の景気展開を比較すると、出発点が米国にある点は同じだが、その他の点では相違点が目立つ。米国の調整の主因が住宅市場にあるために、アジアを含む新興国への波及のペースはこれまでのところは鈍かったが（図表3）、外部環境の相違から景気対策が難しい状況にあるため、回復にはより時間を要する可能性がある。

図表3 アジア危機時は日本を除く先進国は堅調
ITバブル期は世界同時減速

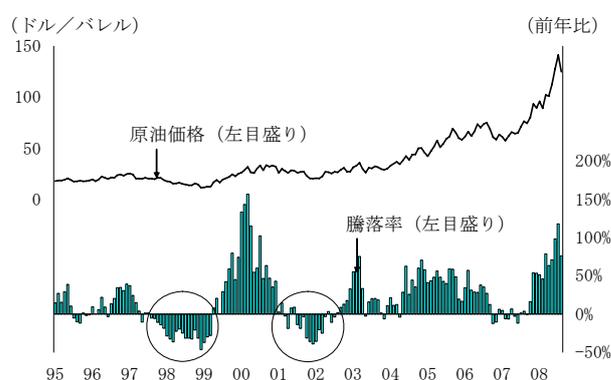
～世界のGDP成長率地域別寄与度～



(資料) IMF, "World Economic Outlook April 2008"

図表4 今回は通貨減価の輸出促進効果は限定、
輸入インフレを増幅するおそれ強い

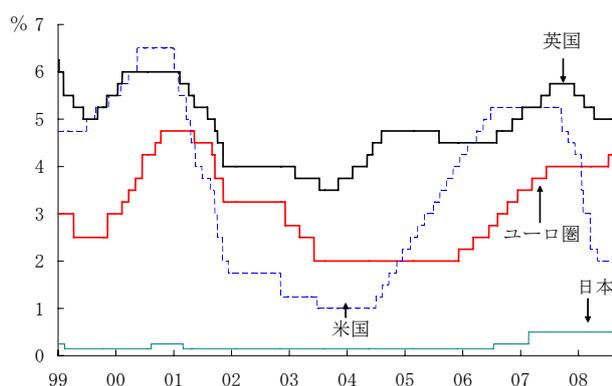
～原油価格の推移～



(資料) Datastream

図表5 先進国の金融緩和の余地は
ITバブル崩壊後と異なり乏しい

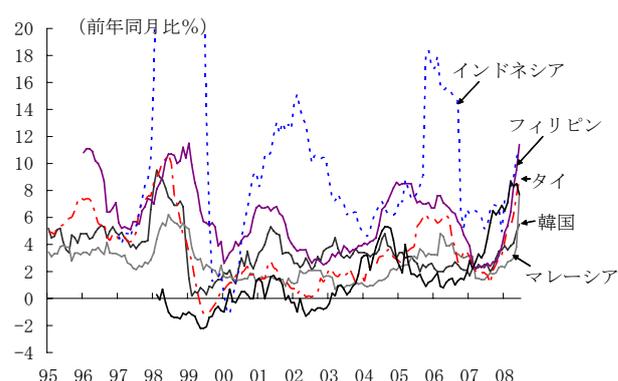
～主要国の政策金利～



(資料) FRB, ECB, BOE, BOC, BOJ

図表6 アジア各国では
今年に入って上昇テンポが加速している

～アジア主要国の消費者物価上昇率～



(資料) 各国統計

外部環境の相違の1つは原油価格である。ITバブル崩壊は世界同時不況であったために、需要の鈍化から下落した。このため、企業の投入コストの負担が軽減、家計の実質的な購買力が下支えられ、政策的にも金融緩和や低金利政策の継続が可能であった。しかし、足もとでは、新興国の旺盛な需要が続

いたことや、商品市場への資金の流入などによって、原油価格が高騰（図表4）、食糧価格にも影響を及ぼす形で世界的にインフレ圧力が高まっている。ITバブル崩壊後は1%まで引き下げられた米国の政策金利は2%で打ち止め、欧州中央銀行も、ITバブル期には米国の後を追う形で最終的に政策金利を2%まで下げたものの、今回はサブプライム問題の発生から4%の水準で1年にわたり政策金利を据え置いた後、7月に25bpの利上げを実施した（図表5）。アジアも含めて物価上昇テンポは加速（図表6）、新興国の金融政策は引き締め方向で一致するようになっている。

もう1つの違いはドルの不安定性にある。ITバブル崩壊後はドルが強さを保ち、00年～01年にかけて対ドルでのアジア通貨安が進んだことが、アジアのIT分野の在庫調整を促した。しかし、足もとではドルの信認は揺らいでおり、建値通貨であるドルの価値の低下が国際商品の押し上げ要因となっている。

アジア通貨は、07年までは通貨高圧力に悩まされていたが、08年入り後は人民元やシンガポール・ドルが増価基調を続ける一方、タイ・バーツ、フィリピン・ペソ、韓国ウォン、インド・ルピーなどが対ドルで減価に転じ、二極化の様相を呈している（図表2）。通貨の減価は、アジア通貨・金融危機後やITバブル崩壊後には、輸出競争力を強化、輸出主導の成長を促進する役割を果たしたが、国際商品価格が高騰する中では輸入インフレを増幅し、企業の負担増、家計の実質的な購買力の目減りを加速する効果を持つために、景気の一層の悪化を招くおそれがある。

2. 通貨・金融危機再燃のリスク

（硬直的為替相場制度、過大な経常赤字と不安定なファイナンス構造がアジア通貨・金融危機の原因）

一部のアジア通貨が、弱いドルに対しても減価していることは、アジア通貨・金融危機再燃の兆候を示すものと見るべきであろうか？

以下、アジア危機の原因である、①実質的な対ドル・リンク型の為替相場制度の下で、為替リスクへの意識の希薄化、②経済規模に対する過剰な経常赤字、③短期債務や証券投資などの市場性の資金による赤字ファイナンス、短期債務の水準に対する外貨準備の不足（＝外貨流動性のリスク）、④金融機関が国外から短期の外貨建て資金を調達、国内企業に長期資金として貸し出すことによる期間と通貨のダブル・ミスマッチ形成の有無といった点から考えてみたい。

（主要国はより弾力的な為替相場制度に移行）

まず、①の為替相場制度では、アジア主要国はより弾力的な為替相場制度に移行しており、制度上、為替相場をアンカーとする国は減少している。IMFの分類では、アジア主要国でいわゆる固定相場制度に分類されるのは、カレンシー・ボード制の香港と固定相場制のベトナム、パキスタンなど限られている。中国は、05年7月の制度改革で対ドルでの変動幅を拡大したことで固定相場制度から中間的な為替制度に分類しなおされている。その他は基本的には変動相場制度に分類される管理フロート制か完全変動相場制を採用している（図表7）。

図表7 危機後、柔軟性が高まったアジアの為替相場制度
～アジア諸国の為替相場制度と金融政策のアンカーの組み合わせ～

| | 分類 | 制度 | 金融政策のアンカー | | | |
|--------|------------|-------------|---------------|------|--------------|---------------------------------|
| | | | 為替相場 | 貨幣数量 | インフレ率 | その他 |
| 為替相場制度 | 固定相場制度 | 外国通貨の流通 | | | | |
| | | カレンシー・ボード制 | 香港 | | | |
| | | 固定為替相場制 | ベトナム パキスタン | | | |
| | 中間的 制度 | バンド付きのペッグ制 | | | | |
| | | クローリング・ペッグ制 | 中国 | | | |
| | 変動相場 制度 | 管理フロート制 | | ラオス | インドネシア タイ | インド マレーシア シンガポール ミャンマー |
| | | 変動相場制 | | | 韓国 フィリピン | 台湾 |

(資料) IMF, "Annual Report on Exchange Rate Arrangements and Exchange Restrictions 2007"
Central Bank of the Republic of China (Taiwan)

(多くの主要国の経常収支は黒字で、赤字国も過大な水準ではない)

次に②の経常収支については、黒字を維持している国が大半である。足もと経常収支が赤字となっている国としては韓国、インド、ベトナムなどに限られる。うち、韓国の経常赤字は1～3月期で52.1億ドルに急拡大したが、GDP比では通貨・金融危機前のピーク(97年4～6月期)6.2%に対して2.4%に抑えられている。また、6月には新興国向けの造船やエレクトロニクス輸出の好調によって経常収支が黒字に転化したことで、4～6月期の赤字額は1.3億ドルまで減少している。

インドの経常赤字もピークの07年4～6月期には同2.4%であったが、今年1～3月期には同0.3%まで縮小、91年の外貨危機前の2.5%に比べて抑えられている。

これら2カ国に比べて、ベトナムの場合、国際収支統計やGDP統計などの公表のタイミングが遅く、頻度も低いために、実体が見極め難いという点が最大の問題だ。通貨危機のリスクが懸念されるようになったのは、インフレ率が6月には前年同期比26.8%と高進、貿易赤字が06年の48億ドルから07年は124億ドルに一気に拡大し、今年1～6月期はさらに148億ドルまで膨らんだからだ。ベトナムの経済規模は2007年で707億ドルである。航空機の購入という一時的な要因や、対内直接投資に関連する資本財輸入の増加など将来の外貨獲得に結びつく要因があるにせよ、貿易赤字が過大であることは明らかだ。

(ファイナンス構造も安定的で流動性のリスクも小さい)

上記の3カ国について③の外貨流動性のリスクを、1年以内に支払い期限が到来する短期債務残高(BIS統計ベース)と外貨準備高の比率によって確認しておこう。

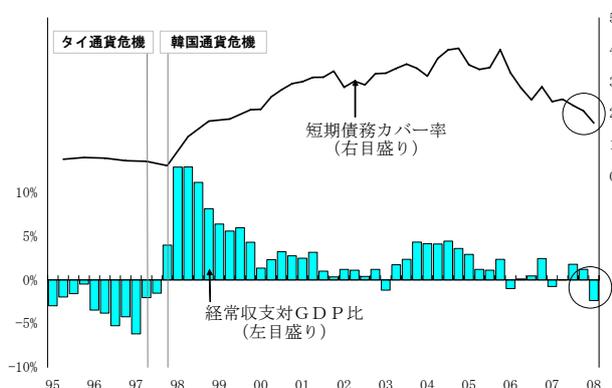
まず、韓国の場合、短期債務残高は今年3月末現在で1,561.8億ドルである。06年以降は外貨準備の積み増しのペースに対して短期債務の増加のペースが上回るようになっており、ピーク時には4倍に達していた外貨準備高によるカバー率(外貨準備高/短期債務残高)は1.7倍まで低下している。ただ、

通貨金融危機直前の 0.3 倍に比べれば遥かに高い水準である（図表 8）。

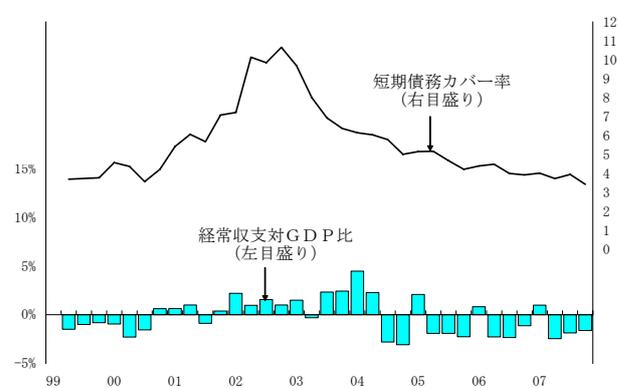
インドの外貨準備高も、91 年の外貨危機時のボトムには 11 億ドル台まで減少したが、直近では 3000 億ドルを超える水準まで積み増されている。満期 1 年以下の銀行借入（795.3 億ドル）の 4 倍近くで、月平均の輸入額の 17 カ月分に相当する。外貨流動性のリスクが大きいとは言えない（図表 9）。

ベトナムの場合、相対的に厳しい資本取引規制が残っていることや、国際金融・資本市場における信用は確立途上であるため、資本流入の形態は直接投資が中心であった。実際、B I S 統計によれば、ベトナムの借入残高は全体で 194 億ドル、うち短期債務は 73 億ドルだ。外貨準備高は 2008 年 2 月 263 億ドルから減少している可能性が高いが、少なくとも今年初めの時点では、外貨準備のカバー率はインド並みであり、外貨流動性のリスクが極端に大きい訳ではない。

図表 8 韓国の短期債務の外貨準備カバー率と
経常収支の対 GDP 比



図表 9 インドの短期債務の外貨準備カバー率と
経常収支の対 GDP 比



(注) 短期債務の外貨準備カバー率 = 外貨準備高 / 短期債務残高

(資料) IMF

(注及び資料) 図表 8 と同じ

(金融システムの健全性・透明性は向上)

アジア通貨・金融危機の教訓が生きているのは、為替制度や国際収支管理だけではない。金融危機克服の過程で金融機関の再編、不良債権の処理が進められ、金融管理・監督体制の健全化も図られた。

通貨のミスマッチは、為替制度の弾力化によって形成され難くなっている。期間のミスマッチの原因となった長期安定資金の不足の問題についても、株式市場の広がりに加え、債券市場も育成への努力の結果、徐々に厚みを増すようになってきている。銀行セクターでは不良債権の比率が低下、資本基盤も厚くなっ

図表 10 健全化したアジアの銀行システム
～不良債権比率と自己資本比率～

| | 不良債権比率 | | 自己資本比率 | |
|--------|---------|-----|---------|------|
| | 00-04平均 | 07年 | 00-04平均 | 07年 |
| 韓国 | 3.5 | 0.6 | 11.2 | 12.9 |
| 台湾 | 5.2 | 1.8 | 10.5 | 10.6 |
| タイ | 13.5 | 3.9 | 13.2 | 15.3 |
| マレーシア | 8.9 | 3.2 | 13.4 | 12.8 |
| インドネシア | 10.6 | 4.6 | 12.0 | 19.3 |
| フィリピン | 14.8 | 4.4 | 17.0 | 19.4 |
| シンガポール | 5.3 | 1.8 | 17.7 | 14.0 |
| 香港 | 4.8 | 0.9 | 16.1 | 13.4 |
| 中国 | 21.0 | 6.2 | — | — |

(注) 不良債権比率は各国の定義による、自己資本比率はBasel I 基準
(資料) ADB, "Asia Economic Monitor 2008", July 2008 P.20

ている（図表 10）。④の金融面でのリスクも低下していると考えられよう。

（通貨・金融危機再燃はなくとも減速は避けられず、インフレ長期化の懸念も）

アジア通貨・金融危機の原因の再検証からは、アジア全体では通貨・金融危機再燃のリスクが低いという結論になるが、組立加工貿易を成長の柱とするアジアは資源高の影響を受け易いため、年後半、調整色を深めることは避けられないだろう。

インフレが高進する中での金融政策の信認の維持や、適切な財政政策運営が試される局面となり、国ごとのばらつきは今以上に目だつきそう。アジア諸国では、政治的な圧力で引き締めが徹底できない国も多い。対外バランスの悪化による通貨減価が輸入インフレに拍車をかけ、賃金の上昇でインフレがホームメイド化、通貨の減価圧力が強まるというスパイラルに陥れば、経済の安定化に時間を要することになる。先進国ではそれほど目だっていないコアCPI（エネルギー・食品を除くCPI）がすでに上昇傾向を見せ始めている点は、その兆候と言え、懸念すべき材料だ。

ベトナムの場合、適切な国際収支管理とインフレ抑制策がとられなければ、スパイラル的な通貨の減価を余儀なくされる可能性はあり、自国通貨建てで見た外貨債務の返済負担の増大という問題を抱えることになる。ただ、その場合も、アジア通貨・金融危機のように強い国際的な伝播力を持つことは考え難い。ベトナムが世界の輸入に占めるシェアは 0.3%。アジア危機時のタイは 1.1%、インドネシアは 1.0%、韓国の 2.3%であった。短期債務の金額も、アジア危機前のタイの 456 億ドル、インドネシアの 347 億ドル、韓国の 709 億ドルに比べて格段に少ない。ベトナムの通貨の減価が、近隣諸国の通貨に及ぼす影響や、ベトナムの外貨繰りの悪化が、銀行の貸出態度の厳格化を通じて近隣諸国に及ぼす影響は、共に限定的だろう。

3. 日本経済への影響

（日本への波及ルートは金融面では細くなっている）

アジア危機、ITバブル崩壊後のアジア経済の調整局面において、日本は対アジア輸出数量が鈍化、鉱工業生産は減少し、年度ベースでの成長率がマイナスとなる深刻な景気後退に陥った。現在、米国経済が政策のフル・サポートで辛うじて底割れを回避するという不安定な状況にあって、アジア経済の変調は日本経済にとっての大きな不安材料だ。

ITバブル崩壊は、日本とアジアのIT製品の生産ネットワークを直撃し、共通の負の要因となったが、アジア危機時は、①アジア向け債権の不良債権化、②対アジア輸出の減少、③国内販売を目的にアジアに進出した日系企業の収益悪化という3つのルートを通じた影響が及んだ。

今回3つのルートのうち①の金融面でのリスクは低下している。前項で見たとおり、アジアで通貨・金融危機再燃のリスクが低いことに加えて、邦銀がアジア・ビジネスに慎重な対応を継続してきたからだ。BIS統計によれば、邦銀のアジア向け融資の残高（オフショア金融市場である香港・シンガポールを除く）は、通貨・金融危機後の圧縮局面を経て、08年3月末にようやく危機前のピークを更新したところだ。かつては4割を超えていたアジア向け融資に占める邦銀のシェアは08年3月末には9.1%まで低下しており（図表 11）、欧州系銀行の56.4%とは大きな差が開いているほか、米銀の15.6%をも下回っている。統計から判断する限り、仮にアジア危機の再発という事態になっても、金融ルートを通じ

た傷は日本が最も浅いという結果になる。

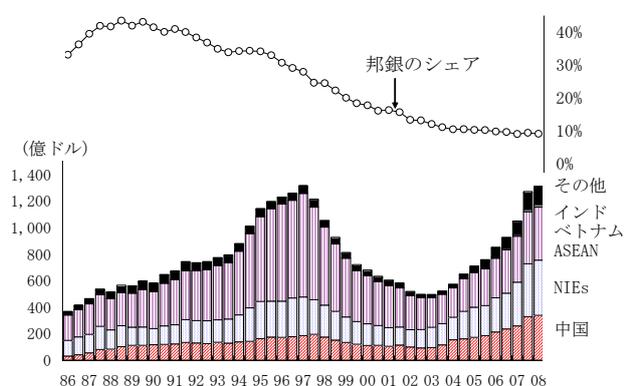
(輸出、企業収益面でのパイプは太くなっている)

金融面でのルートが細くなっている一方、輸出と企業収益を通じたパイプは太くなっている。日本の輸出に占めるアジアの比重は、2007年には48.1%に達しており、昨年来、アジア向けの輸出が対米輸出の不振をカバーする構図が鮮明になっている。企業のアジアでの生産比率（在アジア現地法人売上高 / (在アジア現地法人売上高 + 国内法人売上高)）は7.7%とアジア危機時（97年）の3.8%からほぼ倍増、売上高、収益面でもアジアは米国を上回るようになってきている（図表12）。

また、今回のアジアの変調の性質を考えると、輸入依存度の高まりも見逃せない点だ。日本の輸入に占めるアジアのシェアは、原油価格上昇の影響で04年をピークに幾分低下しているが、それでも43.2%と圧倒的で、アジア現地法人から逆輸入は輸入総額の14.9%に相当する（06年度）。

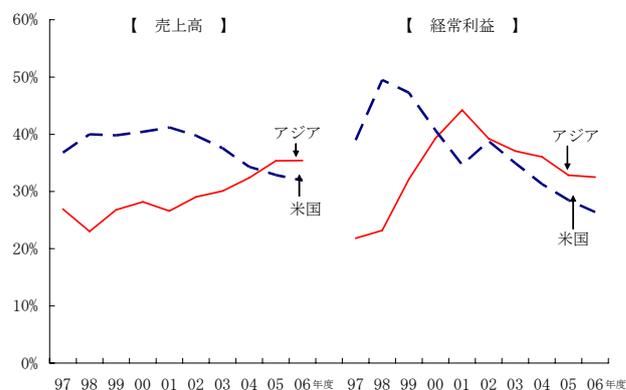
通貨の暴落を伴ったアジア危機、輸出製品の供給過剰が生じたITバブル後は、景気と物価の両面で下押し圧力を受けた。外部環境の違いとアジア経済との関係の変化を踏まえると、今回は、景気下押しと同時に物価には押し上げ圧力を受けることになるだろう。

図表11 低下するアジア向け貸出市場での
邦銀のシェア
～BIS報告銀行のアジア向け貸出残高～



(資料) BIS 「Consolidated Banking Statistics」

図表12 企業収益面でもアジアの比重は高まる
～日本企業の海外での売上高・収益に占める
アジアと米国のシェア～



(資料) 経済産業省「海外事業活動基本調査（2006年度実績）」

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保證するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。