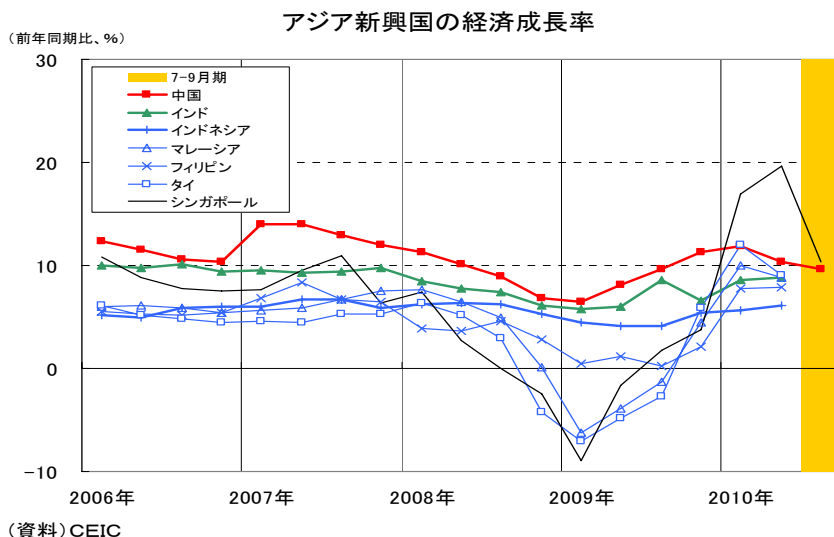


Weekly
エコノミスト・
レター投機的マネーに揺れるアジア新
興国経済

経済調査部門 上席主任研究員 三尾 幸吉郎
(03)3512-1834 mio@nli-research.co.jp

- リーマンショックから急回復したアジア新興国経済だが、最近では成長ピッチが鈍化、先進国経済の先行きに不安が残るなかで、アジア新興国経済は高成長持続か否かの岐路に立つ。株価の上昇は楽観シナリオを支持するようにみえるが、投機的マネー流入は株価と共に自国通貨も押し上げ輸出にブレーキを掛けるため、景気減速とバブル懸念が同時に高まるリスクが浮上している。
- 一方、アジア新興国にとって海外からの資金流入は悪いことばかりではない。経済成長の基盤となるインフラは整備途上段階にあり、都市化の進展に伴って必要になる交通インフラや都市生活関連インフラは多く、それに伴って必要となる長期融資も膨大な規模になる。
- また、アジア新興国には経常黒字国が多く、対GDP比で見ると中国を上回る経常黒字国もある。対外開放による外資導入や国際機関等からの長期融資が多くの恩恵をもたらすことは十分に認識されており、急激な自国通貨高は拒否しても緩やかな調整や内需主導への構造転換は進めざるを得ないだろう。
- 2011年のアジア新興国経済は、当面は投機的マネーの流入で高成長・高インフレの可能性が高いが、その後は投機的マネーが逆流するリスクがある。ただし、投機的マネーとともに、実態経済の成長に資する長期融資や直接投資も流入すると見込めることから、長期的には高成長持続のシナリオを揺がすことはないだろう。

(図表-1)



1. 岐路に立つアジア新興国経済

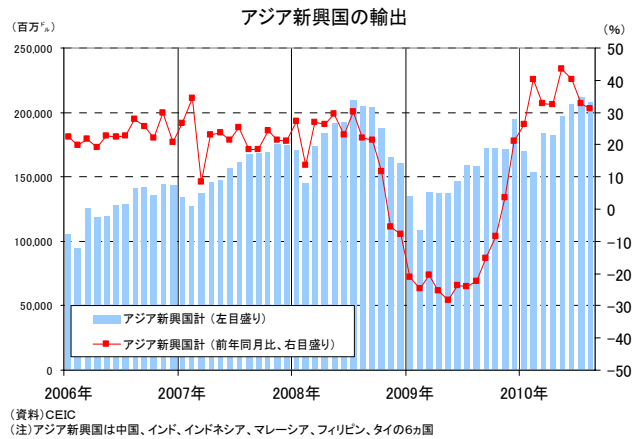
2008年のリーマンショックから急回復を遂げたアジア新興国経済だが、10月14日に発表された7-9月期のシンガポールの国内総生産は実質で前年同期比10.3%増と、4-6月期の同19.6%増から鈍化、季節調整済みの前期比年率では19.8%減、21日に発表された中国の国内総生産も実質で前年同期比9.6%増と2四半期連続で前四半期を下回るなど、急回復には一服感がみえ始めている（前頁、図表-1）。

アジア新興国の輸出動向をみると（図表-2）、前年に落ち込んだ反動もあって、年初から4割増となっていた輸出の伸びが7月以降には鈍化、中国の鈍化が顕著だが、インドやASEAN-4でも鈍化傾向にある（図表-3）。輸出金額の水準をみると、景気の立ち直りでリーマンショック前のレベルまでは急回復したものの、その後は伸びが鈍化しつつある。

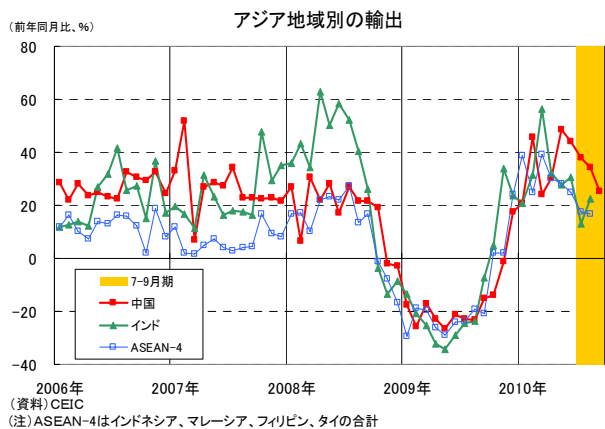
また、図表-4に示した自動車販売台数の推移をみると、減税や補助金など財政支援が功を奏し、リーマンショック前のレベルを遥かに上回っている。タイやインドでは自動車販売が好調を維持、アジア新興国で最大の中国では9月の販売が改善しており、自動車販売の上昇トレンドは今のところ崩れていないとみられる。しかし、自動車販売台数も減税や補助金の期限切れや縮小により増加率が徐々に鈍化している。

米国経済ははまだ本格回復には至らず、欧州諸国が金融危機対応で膨張した財政の健全化を進める中で、需要不足の懸念が台頭、鉄鋼やDRAM等の製造品が供給過剰感で値下がり傾向を強めている。一方、先進国の金融緩和で溢れ出た投機的マネーは貴金属に流入、商品や原油の価格も値上がりし始め、スタグフレーションに陥るリスクもある。これまで順調に回復してきたアジア新興国経済は、高成長持続か否かの岐路に立っている。

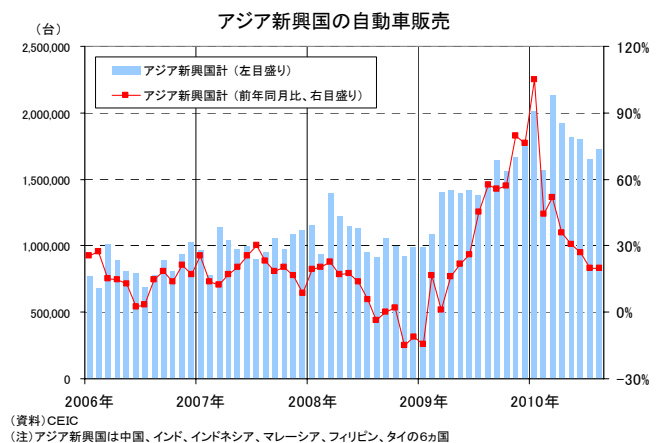
（図表-2）



（図表-3）



（図表-4）



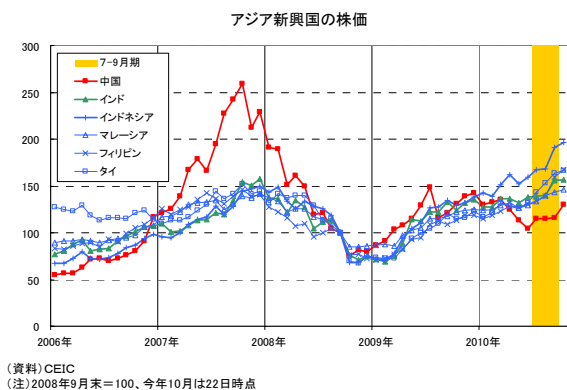
2. 株価上昇が示唆するのは楽観論？

最近のアジア新興国の株価推移をみると（図表-5）、緩やかな上昇トレンドにあった ASEAN-4 の株価は上昇ピッチが加速、昨年夏以降横這いで推移していたインド株（SENSEX）は上昇トレンドに入り、調整色が強かった中国株（上海総合）も 10 月には上昇し始めた。株価が景気に先行して上昇するとの経験則に従えば、最近の株価上昇はアジア新興国経済の高成長持続を支持しているようにもみえる。

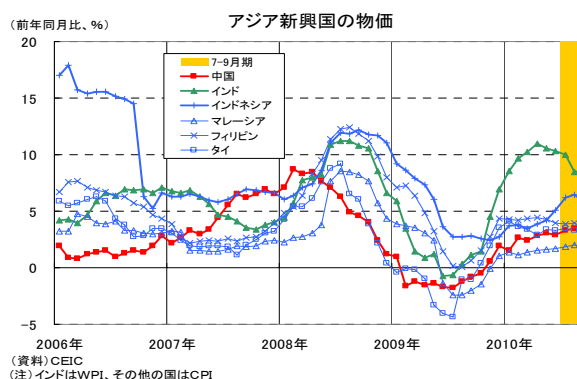
しかし、アジア新興国のインフレ率は、景気が回復した昨年末から上昇し始めて政策金利に接近、一部の国では逆転したことから、アジア新興国の多くの政策当局は金利を上げ始めている（図表-6, 7）。最近では実態経済への影響が大きい原油や商品の価格が上昇し始めており、ここ数カ月は落ち着いていたインフレ率が再び上昇傾向を強める可能性がでてきた。他方、海外からの投機的マネーはアジア新興国の対米ドル為替レートも押し上げている。リーマンショックのあった 2008 年 9 月を 100 として指数化したグラフをみると（図表-8）、ASEAN-4 の通貨は軒並み本国通貨高となっており、インドのルピーも当時の水準を回復、最近では中国の人民元も元高方向へ動き始めた。

ここでインフレ期待を抑制するためにアジア新興国が利上げを実施すれば、金融緩和を進める先進国との金利差は拡大、先進国の投機的マネーがアジア新興国に流れ込み、本国通貨を押し上げて輸出にブレーキを掛けるとともに、株式や不動産の価格が値上がりしてバブル懸念が高まり、景気減速とバブル懸念が同時に高まるリスクが浮上、アジア新興国は資本流入の規制に動き始めた。

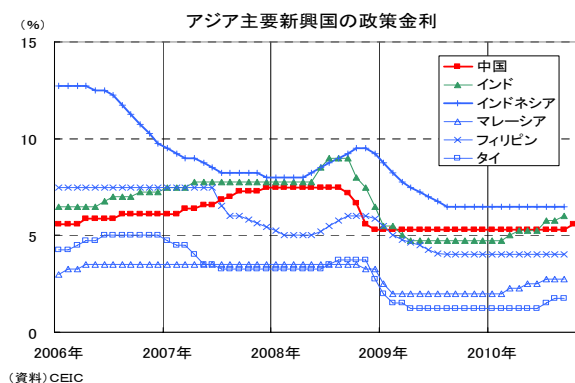
（図表-5）



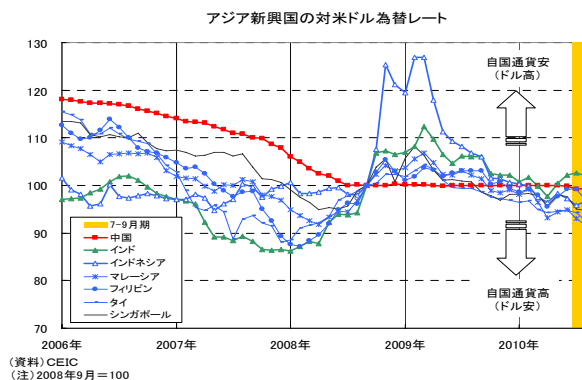
（図表-6）



（図表-7）



（図表-8）



3. アジア新興国の立場からみると

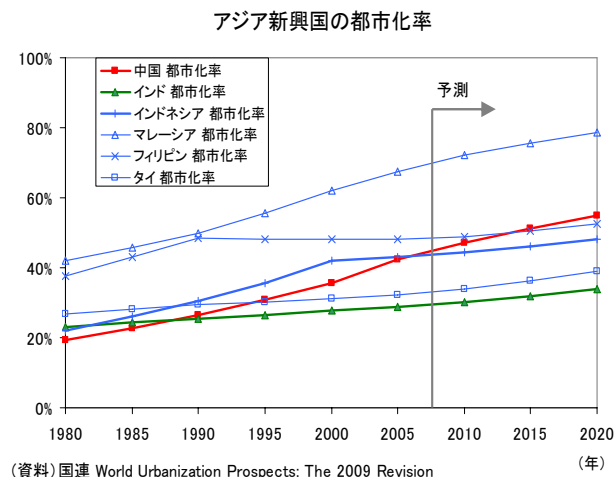
アジア新興国にとって海外からの資金流入は必ずしも悪いことばかりではない。潜在的に大きな内需を抱えるアジア新興国にとって、国際機関等からの長期融資はインフラの整備には欠かせないものであり、外資企業による直接投資も雇用の増加、産業の育成、外貨獲得などを通じて、実態経済の成長に大きく貢献している。

図表-9 に示したアジア新興国の都市化率をみると、最高のマレーシアでも現在71%で、その他の諸国は低水準に留まっており、同じ新興国であるブラジルの86%やロシアの73%と比べると際立って低く、今後も都市化が進むと予想される。

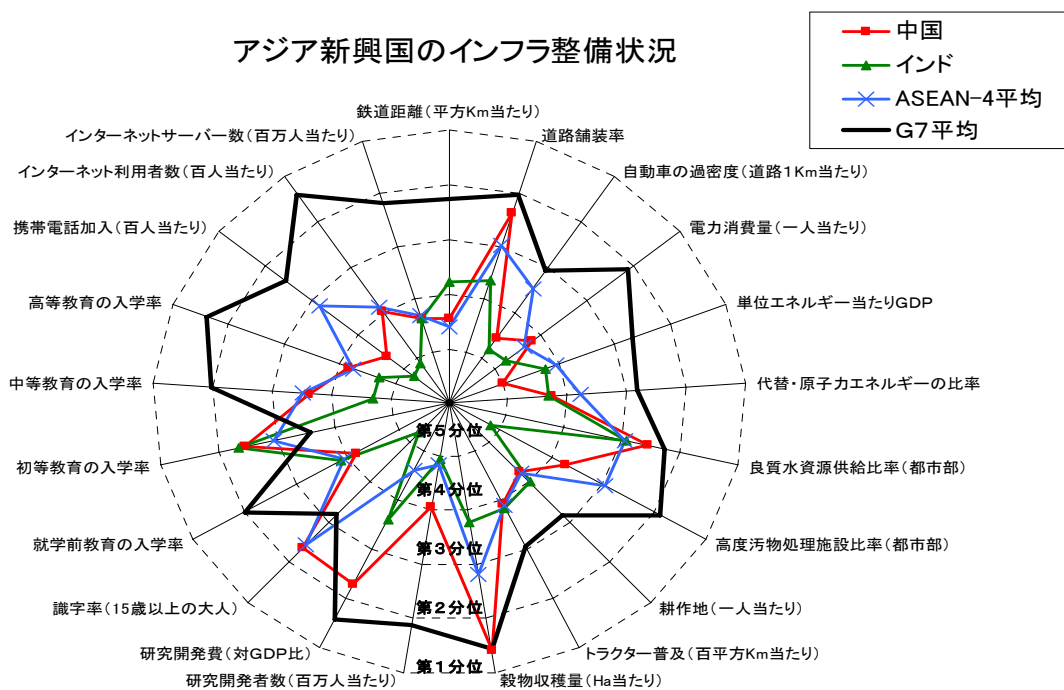
アジア新興国が今後都市化を進めるためには、道路や地下鉄といった交通インフラや都市生活を支える電力、上下水道、ゴミ処理施設などのインフラ整備が欠かせない。

また、交通、エネルギー、都市、農村、教育、研究などのインフラ整備全般の状況を比較してみても（図表-10）、各国各様の事情で特徴も様々だが、先進国（G7平均）との格差は多くの指標で依然大きく、アジア新興国がインフラ整備を進めるために今後必要となる資金量は膨大である。

（図表-9）



（図表-10）



（資料）世界銀行、IMF、CIA

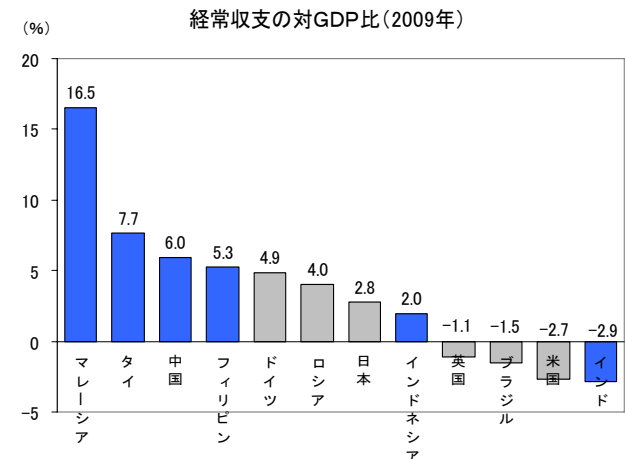
また、アジア新興国は経常黒字国が多い（図表-11）。経常黒字の規模を対GDP比でみると、マレーシアやタイは中国を上回るレベルにあり、国際的には経常収支不均衡の是正に向けた自国通貨高の許容と内需主導への構造転換が求められる状況にある。アジア新興国としても、対外開放による外資導入や国際機関等からの長期融資が多くの恩恵をもたらすことは十分に認識しており、ある程度の自国通貨高の許容と経常収支不均衡の是正に向けた内需主導への構造転換を進める心積もりだろう。

他方、アジア新興国の一人当たりGDPの水準は依然として低く、経済は発展途上段階にあるため、牽引役である輸出産業への打撃が大きいプラザ合意のような急激な自国通貨高は許容できない。痛みを伴い時間が掛かる国内産業の構造転換を進めて、打撃を緩和する必要があるからだ。

従って、プラザ合意のような急激な自国通貨高ではなく、数年先といった長期的視点に立った緩やかなペースでの自国通貨高ならば、アジア新興国としては、経常収支不均衡の是正に向けた国際協力に合意しやすく、世界最大の経常黒字国である中国だけを交渉相手とするよりも、GDPに対する経常黒字比率が高い各国を巻き込んで交渉した方が、合意の可能性は高まるだろう。アジア新興国としても、緩やかなペースでの自国通貨高は内需主導への構造転換を促進、輸入物価の下落を通じてインフレ抑制効果も期待できるためだ。

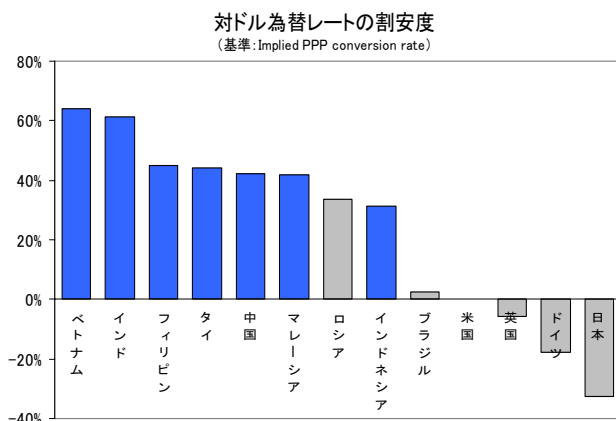
しかし、このような国際合意が開示されれば、投機的マネーが流入することは明白で、自国通貨や資産価格を急激に押し上げる可能性が高い。従って、仮にアジア新興国が緩やかな自国通貨高の許容と内需主導への構造転換に合意したとしても、開示すればシナリオが破綻するため、アジア新興国は自主的に資本規制の強化や為替介入で自国通貨高のペースをコントロールする道を選ぶ可能性が高い。アジア新興国には、90年代半ばまで「東アジアの奇跡」として囃して流入した資金が、1997年の「アジア通貨危機」で逆流、経済が混乱に陥ったことが重い教訓として残る。

(図表-11)



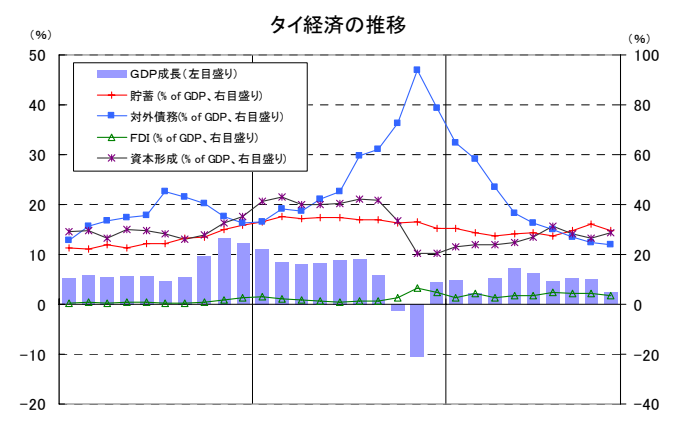
(資料)IMF WEO Database October 2010, Datastream, CEIC

(図表-12)



(資料)IMF WEO Database October 2010, Datastream, CEIC

(図表-13)



(資料)世界銀行

4. 2011 年は？

さて、2011 年のアジア新興国経済を考えると、国際的合意の有無は別として、緩やかな自国通貨高の許容と内需主導への構造転換が進む年になるとみている。

米国経済が本格回復に至らず、欧州諸国が金融危機対応で膨張した財政の健全化を進める中で、欧米先進国の金融緩和スタンスは続き、溢れ出た投機的マネーがアジア新興国に流入、株価や不動産価格を押し上げるため、高成長・高インフレになると予想する。その後は、金利上昇で景気に天井感が現れ、投機的マネーが流出して景気は減速に向かうとみている。但し、アジア新興国は、アジア通貨危機の重い教訓を生かして投機的マネーに対して警戒的スタンスで臨むと考えられることから、大きな経済混乱には至らず、また投機的マネーの流入とともに長期融資や直接投資も流入すると見込めることから、アジア新興国の潜在的内需が徐々に顕在化するという大きな流れに変化は無く、その後の回復は順調と予想している。

(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証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。