

2016年7月13日

三井住友アセットマネジメント  
シニアエコノミスト 佐野 鉄司

エコノミスト便り

## 【アジア経済】マクロ面の魅力を再評価

### ～BREXIT 後もアジア金融市場は比較的安定～

- BREXIT 後もアジア金融市場は比較的安定的に推移している。その主因として国際収支の改善や短期対外債務の減少などを指摘できる。
- 多くのアジア諸国・地域は中国を中心に貿易面で経済圏を形成しており、BREXIT による景気への影響は軽微と判断する。
- 米国の利上げ観測後退により、アジア域内では追加の金融緩和余地が現れやすい。更に、特にアセアン地域では積極的な財政政策と、中長期では人口増加による消費市場の拡大を指摘できる。

6月24日の開票で予想外のBREXIT（国民投票で英国のEU離脱）が判明してから、先進国の金融市場でリスクオフが進展し、英ポンドの対米ドルレートが急落し、円の対米ドルレートが急上昇するなど、動揺が発生した（図表1）。しかし、多くのアジア通貨の対米ドルレートは比較的安定的に推移した。この主因として、多くのアジア諸国・地域では国際収支の改善や短期対外債務残高の減少を指摘できる。

#### 多くの主要アジア諸国の経常収支は黒字

国際収支を見ると、1997年のアジア通貨危機前には多くの主要アジア諸国・地域で経常収支は赤字であり、そのファイナンスとしての直接投資収支の黒字は不十分だった（図表2）。しかし、その後、多くの主要アジア諸国・地域では経常収支が黒字に転じた。インドでは経常収支は引き続き赤字であるものの、直接投資収支の黒字のみでファイナンス可能となっている。インドネシアでは経常収支赤字を直接投資のみではファイナンスできないが、2016年7月から2017年3月にかけて、租税恩赦法によって海外にある隠し資産のうち一部がインドネシアへ還流するとみられ、経常収支赤字のファイナンスに貢献し、

(図表1) 主要通貨の対米ドルレート

	前週比、%		
	6/24	7/1	7/8
英国	-4.7	-3.0	-2.4
ユーロ圏	-1.4	0.2	-0.8
日本	1.9	-0.3	2.0
中国	-0.5	-0.6	-0.5
韓国	-0.5	3.0	-1.4
台湾	0.0	0.5	-0.3
香港	-0.0	0.0	0.0
フィリピン	-0.9	-0.2	-0.5
タイ	-0.2	0.6	-0.2
マレーシア	0.2	2.4	-0.9
シンガポール	-0.3	0.6	-0.0
インドネシア	-0.4	2.1	-0.5
ベトナム	-0.1	0.1	0.0
インド	-1.3	1.0	-0.1

(注) 当該通貨当たりの米ドル変化率。

プラス（マイナス）は当該通貨の上昇（下落）

(出所) Bloomberg L.P.のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

(図表2)

#### アジア 経常収支・直接投資

アジア	1996年[%ofGDP]			2015年[%ofGDP]		
	①経常収支	②直接投資	①+②	①経常収支	②直接投資	①+②
中国	0.8	4.4		3.0	0.6	
韓国	▲4.0	▲0.4		7.7	▲1.6	
台湾	3.7	▲0.7		14.4	▲2.3	
インドネシア	▲3.3	2.4		▲2.0	1.2	
タイ	▲8.1	0.8		8.0	▲0.6	
マレーシア	▲4.4	5.0		3.0	0.4	
フィリピン	▲4.8	1.6		2.9	0.0	
ベトナム	▲8.2	9.7		0.5	5.5	
インド	▲1.5	0.6		▲1.1	1.8	

(出所) CEICのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

(図表3)

アジア 短期対外債務残高の外貨準備高に対する比率

短期対外債務 [%o外貨準備]	中国	韓国	台湾	インドネシア	タイ	マレーシア	フィリピン	ベトナム	インド
1995	15.7	157.1	-	187.2	122.1	30.4	80.2	247.2	27.2
2000	7.7	45.5	24.5	75.7	46.3	16.1	40.9	27.0	9.0
2005	20.9	31.8	29.0	33.1	31.5	18.8	39.5	28.4	6.7
2010	13.1	46.8	21.9	35.5	30.2	48.9	18.9	55.7	20.4
2011	15.6	45.9	27.9	35.8	28.2	49.1	17.8	73.6	28.7
2012	16.2	39.6	28.8	40.6	33.5	67.2	22.3	38.7	34.4
2013	17.6	32.7	37.3	47.8	38.3	77.0	22.2	47.1	33.4
2014	33.6	32.4	38.9	42.7	37.4	90.6	22.4	38.2	28.1
2015	27.5	29.5	33.9	37.6	33.8	87.4	20.3	-	24.3

(出所) Datastream、CEICのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

インドネシアルピア安定のアンカーになりうると考えられる。

**外貨準備高に対する短期対外債務残高が減少**

外貨準備高に対する短期対外債務残高を見ると、1995 年末には韓国、インドネシア、タイ等では 100%を超えており、通貨売りの投機にあいやすい環境が醸成されていた（図表 3）。実際、これら 3 カ国は 1997 年に IMF 支援を受けるに至った。しかし、その後、これら 3 カ国を含めた多くのアジア諸国・地域で、この指標が 2015 年末にかけて低下傾向にあったことがわかる。つまり、短期対外債務残高への依存度が低下しているため、通貨売りの投機にあいにくくなっていると解釈できる。なお、マレーシアでは同指標が 2015 年末に 87.4%と高止まっております。一見すると投機にあいやすいように見える。しかし、同国ではラブアンオフショア国際金融センターにおいて、マレーシア企業がシンガポールなど海外の現地法人・支店から資金調達した場合も短期対外債務残高として計上しており、見掛けの数値ほど対外リスクが必ずしも高いわけではないことに留意したい。

**BREXIT によるアジア景気への影響は軽微の見込み**

多くのアジア諸国・地域では、財輸出の GDP 比が大きい上に、中国をはじめとするアジア向け輸出比率が高い（図表 4）。一方、アジア向け輸出比率と比較すると、英国、EU、米国向け輸出比率は低く、BREXIT による貿易面からアジア景気への影響は軽微であると考えられる。多くのアジア景気にとって、中国景気の安定は BREXIT よりもはるかに重要である。中国景気には下振れ懸念がなかなか払拭できないものの、洪水対策の必要性などから、足もとでは景気支援型の政策方針に転換しつつあるとみられるため、2016 年後半には中国景気の失速は回避できると見ている。つまり、年後半の中国を中心としたアジアの景気下振れリスクは限定的と考えられる。他方、アジア域内において、財輸出の GDP 比と中国向け輸出比率の双方を考慮すると、比較的高い NIES4（香港、シンガポール、韓国、台湾）、比較的低いアセアン 4（インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン）、非常に低いインド、という分類ができる。つまり、インド、アセアン 4、NIES4 という順に、先進国景気のみならず中国景気の影響も受けにくいと解釈できる。

(図表4)

地域別輸出(対名目GDP比, %)

地域	①財輸出 [GDP比,%]	②ウェイト [%]	③GDP比 [①×②,%]	
中国	19.6	英国	2.6	0.5
		EU	13.0	2.6
		米国	18.0	3.5
		日本	6.0	1.2
		中国	35.2	6.9
		その他アジア	1.5	2.5
香港	163.6	英国	7.8	12.7
		EU	9.5	15.5
		米国	3.4	5.6
		日本	53.7	87.8
		中国	13.4	21.9
		その他アジア	1.5	2.5
シンガポール	128.8	英国	0.9	1.1
		EU	7.2	9.3
		米国	6.3	8.1
		日本	4.4	5.7
		中国	13.8	17.7
		その他アジア	51.2	66.0
韓国	39.8	英国	1.4	0.6
		EU	7.7	3.1
		米国	13.3	5.3
		日本	4.9	1.9
		中国	26.0	10.4
		その他アジア	24.2	9.6
台湾	63.8	英国	1.4	0.9
		EU	7.1	4.5
		米国	12.1	7.7
		日本	6.9	4.4
		中国	25.7	16.4
		その他アジア	37.1	23.7
インドネシア	17.2	英国	1.0	0.2
		EU	8.9	1.5
		米国	10.8	1.9
		日本	12.0	2.1
		中国	10.0	1.7
		その他アジア	39.2	6.7
タイ	53.7	英国	1.8	1.0
		EU	8.5	4.5
		米国	11.2	6.0
		日本	9.3	5.0
		中国	11.1	5.9
		その他アジア	31.0	16.6
マレーシア	59.3	英国	1.2	0.7
		EU	8.9	5.3
		米国	9.4	5.6
		日本	9.5	5.6
		中国	13.0	7.7
		その他アジア	42.3	25.1
フィリピン	14.8	英国	0.8	0.1
		EU	11.4	1.7
		米国	15.3	2.3
		日本	20.9	3.1
		中国	10.5	1.6
		その他アジア	33.8	5.0
ベトナム	83.8	英国	3.6	0.5
		EU	15.0	2.2
		米国	21.3	3.1
		日本	8.5	1.3
		中国	13.3	2.0
		その他アジア	21.6	3.2
インド	13.2	英国	3.3	0.4
		EU	13.5	1.8
		米国	15.0	2.0
		日本	1.8	0.2
		中国	3.6	0.5
		その他アジア	16.1	2.1

(注1) EUは除く英国ベース。ウェイトは2015年暦年値。

(注2) その他アジア=NIES4、ASEAN5、インド

(出所) CEICのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

### アセアンを中心に自由貿易の流れが定着

アジアではアセアンを中心に自由貿易の流れが定着しており、保護主義的な動きの影響を受けにくいこともアジア金融市場が BREXIT の連想売りを受けにくい一因であろう。アジアでは AFTA（アセアン自由貿易協定）を中心に自由貿易の流れが定着した（図表 5）。AFTA は 1992 年に制定が決定され、先行加盟 6 カ国（シンガポール、マレーシア、タイ、フィリピン、ブルネイ、インドネシア）については 2010 年に関税撤廃を達成し、新規加盟 4 カ国（ベトナム：1995 年加盟、ラオス、ミャンマー：1997 年加盟、カンボジア：1999 年加盟）については 2015 年に原則として関税撤廃となった。アジア域内では、AFTA の他、FTA（自由貿易協定）、EPA（経済連携協定）などが多くの国々で締結されており、更に新たな協定の締結の交渉が行われている。

### 米国の利上げ観測の後退はアジアの追加緩和余地

BREXIT を受けて、市場参加者の間では米国の利上げ観測が後退しており、2016 年内には利上げが難しいとの見方も浮上している。米国の利上げ観測の後退は、アジア通貨の下落圧力を抑制する方向に作用しやすく、インフレが低位安定している状況では、アジアの中央銀行にとって追加緩和余地を確保しやすい。追加緩和余地の確保は、投資家センチメントにプラスに作用し、アジア金融市場の安定に寄与すると考えられる。6 月には、韓国とインドネシアの中央銀行が予想外の利下げを決定しているが、その一因として、同月初旬に発表された米国の 5 月の雇用統計で非農業部門雇用者数の増加数が予想外に少なかったことから米国の利上げ観測が後退したことを指摘できる。6 月の雇用統計では非農業部門の雇用者数が市場予想を大幅に上回るという結果となったが、BREXIT の余波が続くような状況下では、米国の利上げ観測がなかなか高まりにくく、この点はアジア通貨安定のアンカーになりうる。

### アセアンでは公共投資の高い伸びが続く

アジア域内の経済政策を俯瞰すると、主要アセアン諸国で積極的な財政政策が執行されている（図表 6）。この点は内需の

(図表5)

**アジアの主なFTA/EPA**

名称	主な対象国	署名または発効
ASEAN自由貿易協定	アセアン	1992年1月
ASEAN中国自由貿易協定	中国、アセアン	2002年11月
日・ASEAN包括的経済連携協定	日本、アセアン	2008年12月
日印包括的経済連携協定	日本、インド	2011年8月
日尼経済連携協定	日本、インドネシア	2008年7月
日馬経済連携協定	日本、マレーシア	2006年7月
日比経済連携協定	日本、フィリピン	2008年12月
日星経済連携協定	日本、シンガポール	2002年11月
日泰経済連携協定	日本、タイ	2007年11月
日越経済連携協定	日本、ベトナム	2009年10月

(出所) JETRO (2015, 世界と日本のFTA一覧)、経済産業省 (HP) のデータを基に  
三井住友アセットマネジメント作成

(図表6)

**主要アセアン公共投資の伸び**

(前年比、%)

	インドネシア	タイ	フィリピン
2015年1～3月	-50.0	123.2	-6.4
2015年4～6月	28.3	32.4	36.3
2015年7～9月	47.9	2.1	47.3
2015年10～12月	68.4	65.1	24.9
2016年1～3月	161.5	23.8	65.1
2016年4～6月	-	31.7	-
2016年4月	66.0	10.8	-
5月	13.6	50.8	-
6月	-	31.9	-

(出所) タイ財務省、CEICのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

持ち直しに寄与すると考えられる。アセアン経済で最大の経済規模のインドネシアでは、公共投資の前年比が 2015 年 4～6 月に +28.3%と 2 桁増になった後、高い伸び率を続けており、2016 年 1～3 月には +161.5%となった後も、2 桁増で推移している。公共投資の高い伸びはタイ、フィリピンでも確認でき、内需の下支えとなっている。

**アセアン、インドでは中長期的に消費市場の拡大を見込む**

アセアン、インドでは若年者層の人口が多い（図表 7）。国連は、インドおよび多くのアセアン諸国で生産年齢人口（15～64 歳）の比率が上昇傾向または高止まりになると予想している。生産年齢人口の増加は潜在成長率の上昇をもたらしやすい上に、消費市場の拡大をもたらしやすい。この点は、アセアン、インド経済で中長期的な強みとなってくるだろう。

（図表7）

アセアン、インドの人口推計

		2015年	2020年	2025年	2030年
インド	人口（100万人）	1,311.1	1,388.9	1,461.6	1,527.7
	生産年齢人口比率	65.6%	66.6%	67.4%	67.6%
インドネシア	人口（100万人）	257.6	271.9	284.5	295.5
	生産年齢人口比率	67.1%	67.9%	67.8%	68.1%
フィリピン	人口（100万人）	100.7	108.4	116.2	123.6
	生産年齢人口比率	63.5%	64.1%	64.5%	65.0%
ベトナム	人口（100万人）	93.4	98.2	102.1	105.2
	生産年齢人口比率	70.2%	69.0%	68.0%	67.5%
タイ	人口（100万人）	68.0	68.6	68.6	68.3
	生産年齢人口比率	71.8%	70.7%	68.8%	66.6%
マレーシア	人口（100万人）	30.3	32.4	34.3	36.1
	生産年齢人口比率	69.6%	70.1%	69.1%	68.4%
ミャンマー	人口（100万人）	53.9	56.2	58.4	60.2
	生産年齢人口比率	67.1%	68.8%	69.5%	69.3%

（出所）「国連の世界人口推計2015」のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

- 当資料は、情報提供を目的として、三井住友アセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。
- 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 本資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。
- この資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 399 号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会