

# 米利上げ観測下でも成長続く ASEAN 経済

## <要旨>

米国の金融引き締めに伴う資本流出や中国経済減速に伴う輸出減を通じた、アジア新興国の景気悪化が懸念されている。ただし、米国で量的緩和の縮小が示唆された2013年以降の ASEAN 4(インドネシア、マレーシア、タイ、フィリピン)の動向をみると、政局不安によって景気が落ち込んだタイを除いて、通貨安はむしろ輸出の増加による景気押し上げ効果をもたらし、インフレ率の高騰による消費の減少や、大規模な資本流出による投資の減少はみられない。したがって、既に金融市場が織り込んでいる米国の利上げのみで景気が悪化する可能性は低い。

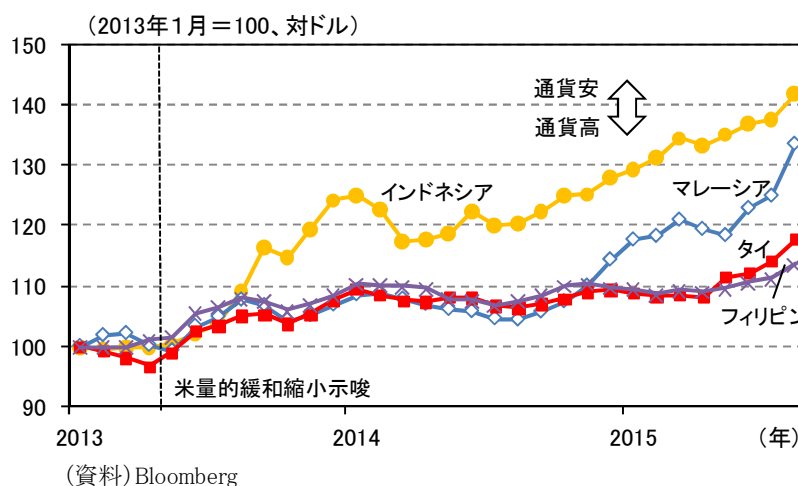
2014年後半以降に通貨の下落が目立つのはマレーシアであるが、これは米国の金融引き締めに対してよりも、中国景気減速とそれに伴う原油価格の下落に対して警戒感が高まったことが背景にあると考えられる。ASEAN 4経済は2013年の通貨安局面と比べて、2014年後半以降に中国経済の減速に伴い停滞感が生じているが、対中輸出依存度が ASEAN 4の中で際立って高いマレーシアは、中国の景気動向に左右されやすく、先行き慎重な見方を要する。

## 1. 景気悪化が懸念されるアジア新興国

米国では雇用環境の改善が着実に進み2004年から2006年以来の政策金利引き上げが目前に迫っている。2013年5月に米国で量的緩和の縮小が示唆された際には、インフレ率が高く、経常赤字の国の通貨がフラジャイル5(ASEANの中ではインドネシアが該当)と呼ばれ、急速に通貨安が進んだ(図表1)。

新興国の中でもアジア新興国は、米国の金融引き締めによる資金の引き上げのみならず、中国経済の減速による輸出の減少を通じた景気の悪化が懸念される。そこで本稿では、米国の金融引き締めと中国経済の減速が ASEAN4(インドネシア、マレーシア、タイ、フィリピン)各国に与える影響を考察する。

図表1 ASEAN 4為替レート

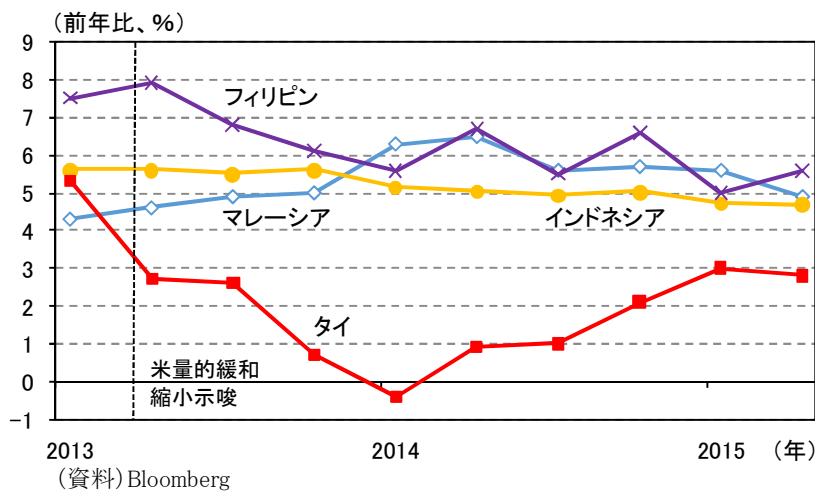


## 2. 米国の金融引き締めが ASEAN 経済に与える影響

### (1) 輸出と成長率動向

米国で量的緩和縮小が示唆された2013年5月以降、インドネシアでは約25%、その他3カ国では約10%の通貨安が進んだにもかかわらず、ASEAN 4のGDP成長率をみると、政局不安の影響で景気が落ち込んだタイを除いて成長率は前年比5%程度の水準で比較的安定的に推移している(図表2)。ASEAN 4の中で最も通貨安が進んだインドネシアですら成長率は他の3カ国と比べてむしろ安定しており、マレーシアは通貨安が進んだ2013年から2014年にかけて成長率が加速していることから、通貨安が必ずしも景気を下押ししたとは言えない。

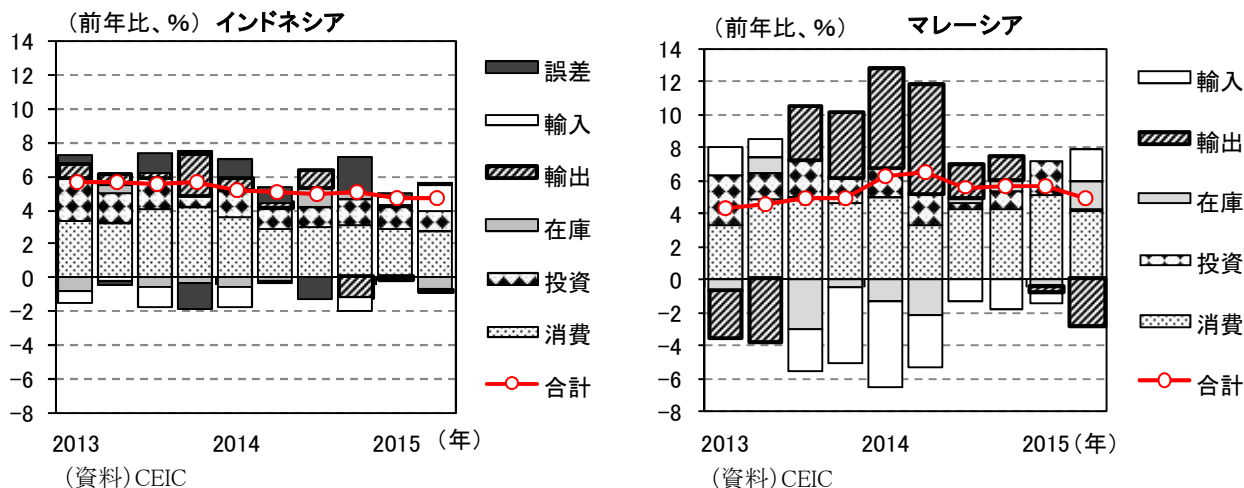
図表2 GDP成長率



2013年以降に通貨安が進展する中、タイを除いた3カ国で安定的に経済成長が続いた理由を考察するため、各国の経済成長率を需要項目別に寄与度分解して、その動向をみた(図表3)。

2013年半ば以降大きく通貨安が進んだインドネシアでは、輸出が成長率の押し上げに寄与していた。マレーシアではインドネシアと比べても輸出の寄与が大きく、通貨安の動きが始まった2013年から2014年にかけて成長率が加速している。ただし、足元では通貨安が加速したものの中国経済の減速に伴って輸出が減少し、成長率を下押ししている。2015年4-6月期の消費には、1-3月期の駆け込み消費の反動減がみられる。

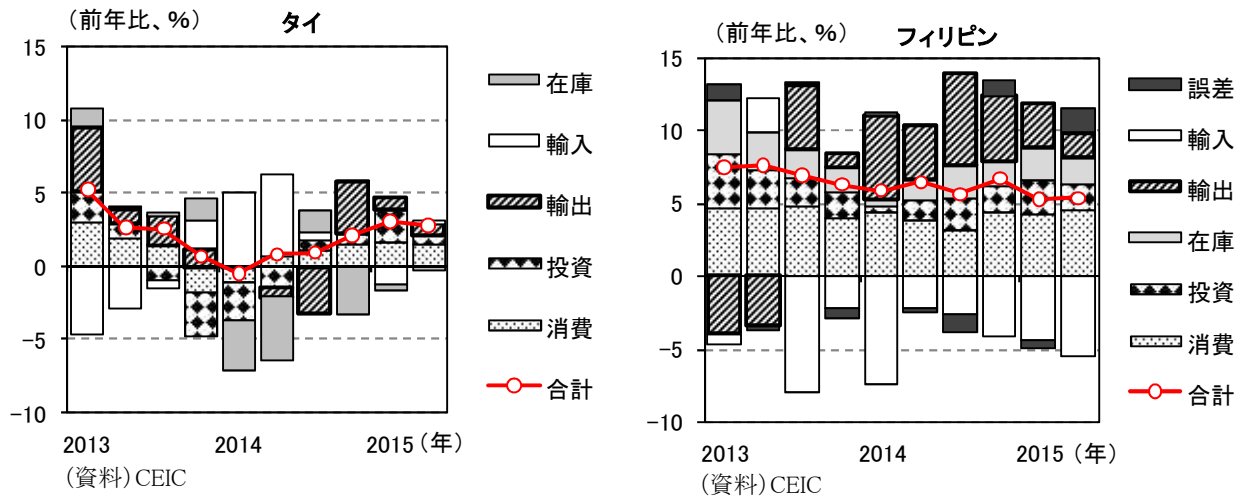
図表3-1 各国GDP寄与度分解



次に通貨安の動きが相対的に緩やかなものに留まったタイとフィリピンの動向をみる。タイでは、軍事クーデターにまで発展した政局不安が生産・投資の停滞や消費者マインドの悪化を招き、2013年半ば以降景気が落ち込んだ。また、訪タイ旅行者数の急減によるサービス輸出減少の影響もあり、他の3カ国のような輸出の伸びもみられなかった。さらに足元では、干ばつ被害により農林水産業の生産が前年比▲5.9%と減少している。

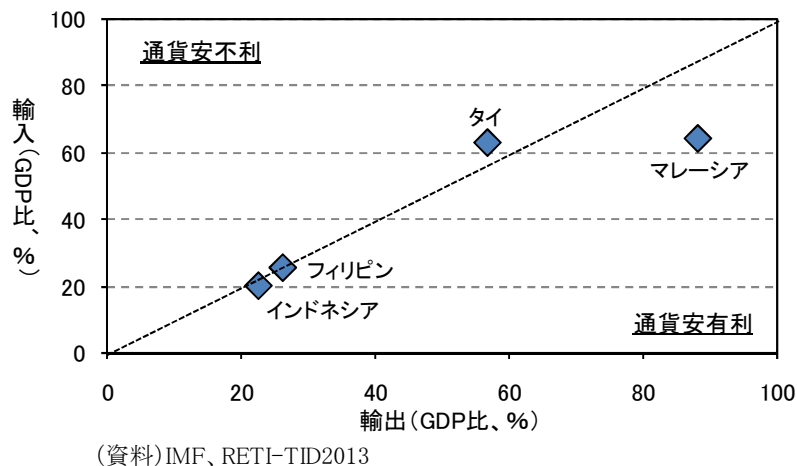
フィリピンでは、2013年後半から輸出が増加に転じたが投資の伸び鈍化によって成長率が減速した。足元では投資の伸びが回復する一方で、輸出の伸びが鈍化している。

図表3-2 各国GDP寄与度分解



ここで改めて通貨安が ASEAN 4の GDP に与える影響を簡単に整理する。輸出額が輸入額より大きい国は通貨安が有利に働きやすいと考えると、通貨安が有利な国はマレーシア、通貨安がやや不利な国がタイ、どちらも言えない国はフィリピン、インドネシアとなる(図表4)。この分類は図表4でみた 2013 年半ば以降の ASEAN 4各国成長率の動向と整合する。すなわち、2013 年後半にマレーシアでは輸出の増加によって成長率が加速、タイでは通貨安の影響のみとは言えないまでも成長率が減速した。これは、通貨安のみで各国一様に景気減速に至る訳でないという見方を支える。

図表4 輸出入/GDP 比率

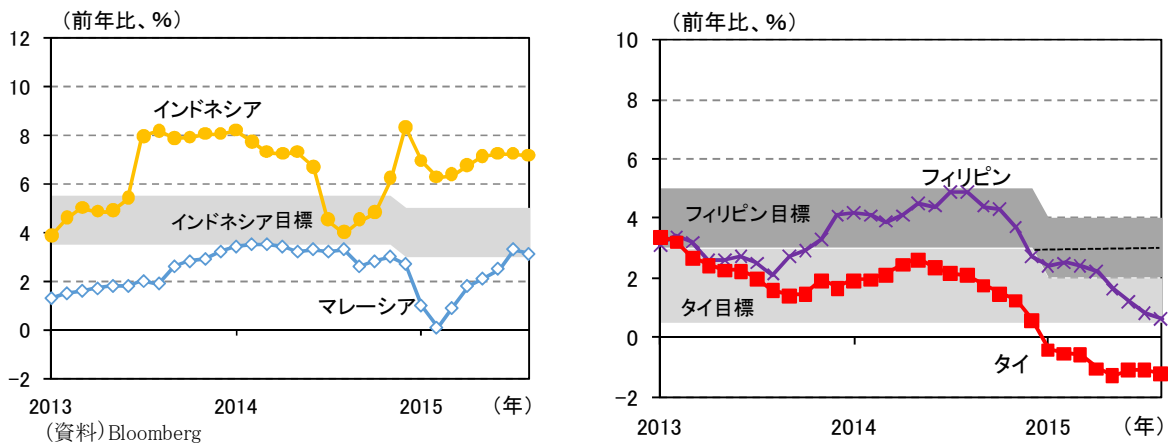


## (2)インフレ率動向

前掲図表3からは、2013年以降にタイ以外で消費が落ち込んだ様子はみられないが、通貨安は輸入物価を通してインフレ率を押し上げ、消費にマイナスの影響を与える可能性がある。

ASEAN4各国のインフレ率の推移をみると、2013年半ばに最も通貨安が進んだインドネシアでは、インフレ率が4%から8%に拡大したが、政策金利の引き上げによって為替の急落を抑え、インフレ率の急騰は食い止められた(図表5)。ただし、2015年1月の燃料補助金打ち切りの影響で再びインフレ率が高まっている。足元で通貨安が進むマレーシアは、2015年4月に導入された物品・サービス税の影響もありインフレ率が上昇しているが、均してみれば安定的に推移している。一方、通貨安の進展が緩やかなタイ、フィリピンでは、政策目標レンジを下回るインフレ率となっている。特にタイのインフレ率は、2015年以降前年比マイナスで推移している。総じてASEAN4のインフレ率は、原油を始めとする商品価格の急落もあって、通貨安が進展する中でも、インフレ率の高騰が加速するという姿になっていないわけではない。

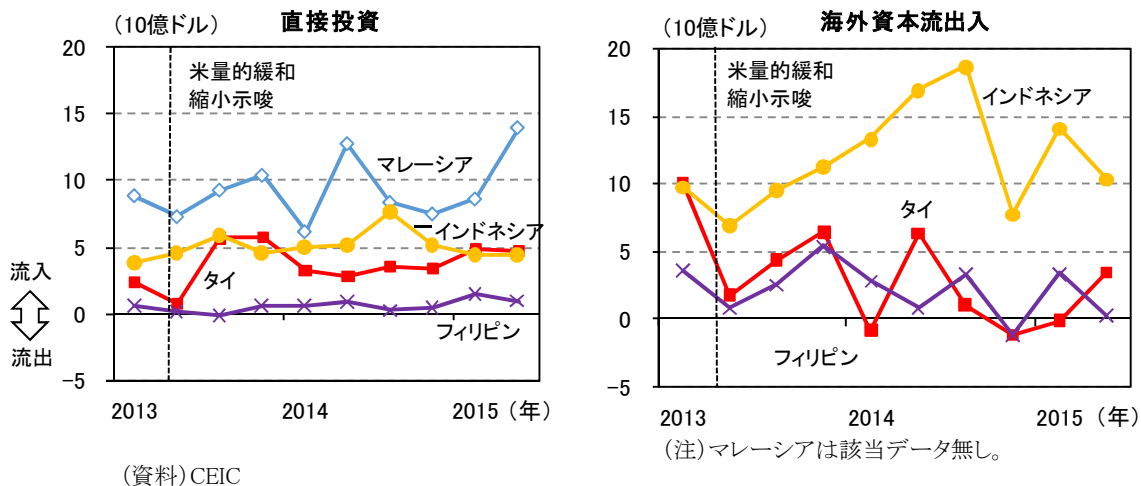
図表5 消費者物価上昇率



## (3)海外からの資本流出入動向

米国の金融引き締めが新興国に与える影響として、通貨安だけでなく投資資金の引き上げが考えられる。ただし、海外からASEAN4への現地での事業を目的とする直接投資は、量的緩和縮小後も増加基調で推移している(図表6)。また、証券投資や貸出なども含めた海外からの資本流入額は、米国の量的緩和縮小示唆によってタイとフィリピンでは一時的に減少に転じたが、直近4-6月期は流入超となっており、前掲図表3からも資本流出によってASEAN4の投資が減少した様子はみられない。

図表6 ASEAN4向け直接投資と海外資本流出入



以上みてきたように、2013 年以降の ASEAN 4は、政局不安によって景気が落ち込んだタイを除いて、通貨安が輸出の増加による景気押し上げ効果をもたらし、インフレ率の高騰による消費の落ち込みや、大規模な資本流出による投資の落ち込みはみられないことから、米利上げのみによって景気が悪化する可能性は今のところ低い。

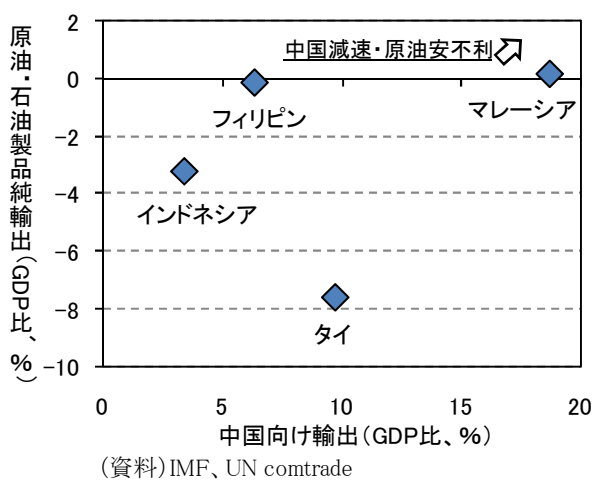
### 3. 中国経済の減速が ASEAN 経済に与える影響

2節の分析からは米国の量的緩和縮小に伴う通貨安などが ASEAN 4の経済成長を押し下げた影響は確認できず、足元では中国経済の減速が、対中輸出の減少を通じてアジア新興国経済にマイナスの影響を与えているようにみえる。

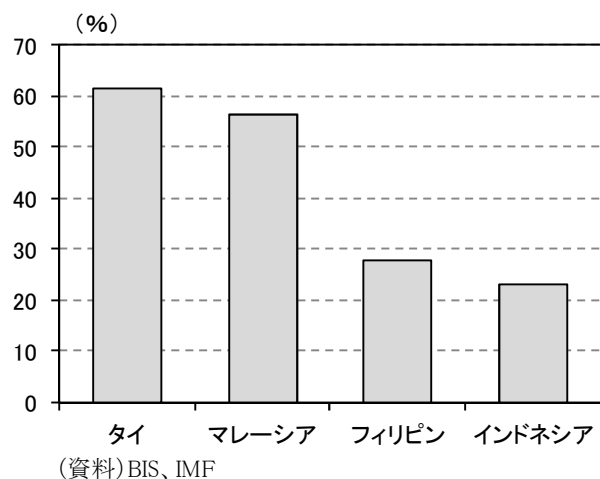
ASEAN 4の中で、2014 年後半以降に通貨安が急速に進んだのがマレーシアであり、中国減速懸念とそれに伴う原油価格の下落がマレーシアに対する警戒感を高めたと考えられる。実際、ASEAN 4の中で、マレーシアは対中輸出依存度が約 20%と際立って高く、また唯一の原油・石油製品純輸出国にあたる(図表7)。さらに、2015 年7月以降、政府系投資会社の汚職事件をきっかけとして通貨安・株安が加速したため、マレーシア政府が同国株を買い支えるなどが柱の緊急経済対策を発表するまでに至った。もともと、マレーシアは政府債務のうち 97%が現地通貨建てである上に、海外銀行与信残高に占める現地通貨建て比率も 50%を超えており、通貨安による債務負担増大への耐性は相対的に高い(図表8)。

なお、インドネシアは対中輸出依存度が約4%と低いことから足元の成長率は比較的安定しているが、海外銀行からの与信は外貨建てがほとんどであり、通貨安によって債務負担が増大しやすい。

図表7 中国向け輸出・原油純輸出/GDP比率



図表8 現地通貨建て与信/総与信比率(海外銀行)



### 4. まとめ～米利上げによる ASEAN4 の景気悪化懸念は小さく、マレーシアは中国経済に左右

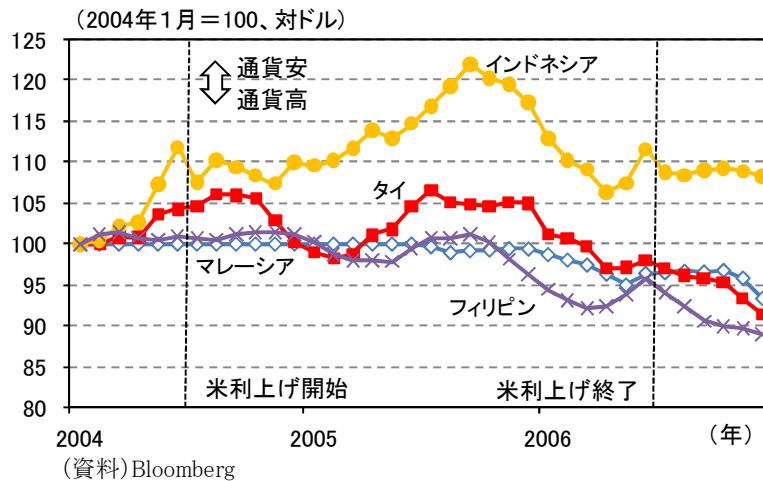
前回 2004 年から 2006 年の米国利上げ時は、インドネシアで 2005 年後半まで通貨安が進んだが、ASEAN 4の通貨安が一様に進んだわけではない。(次頁図表9)。今回の利上げは、年内利上げの可能性が高いことが事前に織り込まれてきたことにより金融市場にとってサプライズは小さ

いため、通貨安を進展させるとは限らないが、中国経済減速の影響と併せてアジア新興国に対する警戒感が高まっている。

ただし、米国で量的緩和の縮小が示唆された2013年以降のASEAN4の動向をみると、政局不安によって景気が落ち込んだタイを除いて、通貨安はむしろ輸出の増加による景気押し上げ効果をもたらし、インフレ率の高騰による消費の落ち込みや、大規模な資本流出による投資の落ち込みはみられないことから、既に金融市場が織り込んでいる米国の利上げによって景気が悪化する可能性は低い。

2014年後半以降に通貨の下落が目立つのはマレーシアであり(前掲図表1)、米国の金融引き締めに対する警戒感のみならず、中国景気減速とそれに伴う原油価格の下落がマイナスの影響を与えていると考えられる。ASEAN経済は2013年の通貨安局面と比べて、2014年後半以降に中国経済の減速に伴い停滞感が生じているが、対中輸出依存度がASEAN4の中で際立って高いマレーシアは、特に中国の景気動向に左右されやすいため先行き慎重な見方を要する。

図表9 前回米国利上げ時の為替レート



(経済調査チーム 登地 孝行 : Toji\_Takayuki@smtb.jp)