

2008 年秋以降、米国投資銀行の破綻を契機に世界の金融市場、実体経済とも未曾有のスピードで悪化の一途を辿ってきた。米国が主導した金融グローバリゼーション、いけば米国の過剰消費、経常赤字をファイナンスする仕組みの破綻により、とりわけ先進国景気の先行きには不透明感が漂っている。そこで、ここも「デカップリング論」は否定されているものの、長期的には新需要主体として期待される新興国経済に焦点を当て、相対的に耐久力があり、早期の立ち上がりが見込まれる国・地域を検証してみたい。

まず、IT バブル以降の新興国の経済成長率と経常収支の関係を地域別・国別に観察すると以下の地域差が浮かび上がってくる(図1)。右下に集中するアジア各国は、近年、経常収支を改善させながら安定成長路線を辿っている一方、左上に位置する欧州新興国は、経常赤字を拡大させながら、高成長を実現している。

また、図2の部門別貯蓄・投資バランスをみても、アジア・欧州新興国両者の成長モデルの違いを確認することができる。地域別の特徴として、アジア圏(EMAsia)は、国内ファイナンス可能型、つまり国内貯蓄が国内投資を上回る状況にある。他方、欧州圏(EMEurope)は、対外資本依存型であり、国内貯蓄が国内投資を下回ることから、不足分を対外資本に依存する構図となっている。

このアジア圏・欧州圏の成長モデルの違いは過去の経験によるものであろう。新興諸国は、1997 年のアジア通貨危機が発生するまでは、経常赤字国であった。しかしながら、アジアおよびラテンアメリカ諸国は 97 年のアジア・02 年の南米通貨危機を経験したことにより、海外からの資本輸入に依存した不安定な発展モデルからの脱却を図ったのである。

しかしながら、危機を免れた欧州圏だけは、対外資本依存型成長モデルを継続した。この結果、巨額の経常赤字は過剰流動性によりファイナンスされ、実力以上の為替レートが国内購買力を引き上げ、輸入増加で経常赤字を更に拡大させるという、アジア通貨危機前のタイと似通ったプロセスで高成長を実現したのである。このモデルは国内経済が対外

資本に依存するために、資本フローが途絶えた時のインパクトは計り知れないものとなるが、秋以降現実のものとなった。デレバレッジ、リスク資産の圧縮の動きが欧州圏への資金フローを麻痺させ、ハンガリー、ウクライナ等が IMF、世界銀行等国际機関へ支援を要請することとなったのである。

新興国株式市場が値崩れを始めた夏場からの相対リターンを見ると(図3)、無差別に新興国市場が下落していたのではなく、欧州型成長モデルの終焉、国内ファイナンス型成長モデルのアジア圏(EMAsia)の優位性を確認することができる。

続いて、優位性のあるアジア圏(EMAsia)の中での優劣を、内・外需の視点からみていく。まず、外需では、新興諸国はここもと外需依存・投資主導型成長パターンで景気拡大を図ってきたことから、外部環境の影響は甚大である。ただ、相対的な影響度としては図2の輸出比率に左右される結果、輸出先・輸出財の問題はあるが、相対的に比率の低い大国(中国・インド)への影響は中小国と比べ軽微といえよう。

また、内需では、図2の貯蓄・投資バランスが参考となる。まず、公的貯蓄が増加している地域では、財政出動余地があり、需要不足に対する景気下支え効果が見込まれる。また、民間貯蓄の構成項目である家計貯蓄率が高い地域、特に中国では、消費行動特性としてのラチェット効果、つまり景気の後退期に消費性向が上昇することにより、個人消費の調整を和らげることが期待される。

ただし、中国においてこの効果を期待するには課題は山積している。高い貯蓄志向の背景にある雇用制度、社会保障制度等の改革を推し進め、家計の将来不安を払拭し、貯蓄を消費へ導く必要がある。中国がこれまでの投資主導型の成長パターンから消費主導型のパターンへシフトし持続的な経済成長を遂げる必要条件として、潜在力ある家計部門の資産を有効活用する制度改革が求められよう。したがって、今後は上記制度改革の進捗に注目したい。

(2009年1月22日記)

図1：経常収支と一人当たりGDP成長率

【一人当たりGDP成長率(01-07年平均、%)】

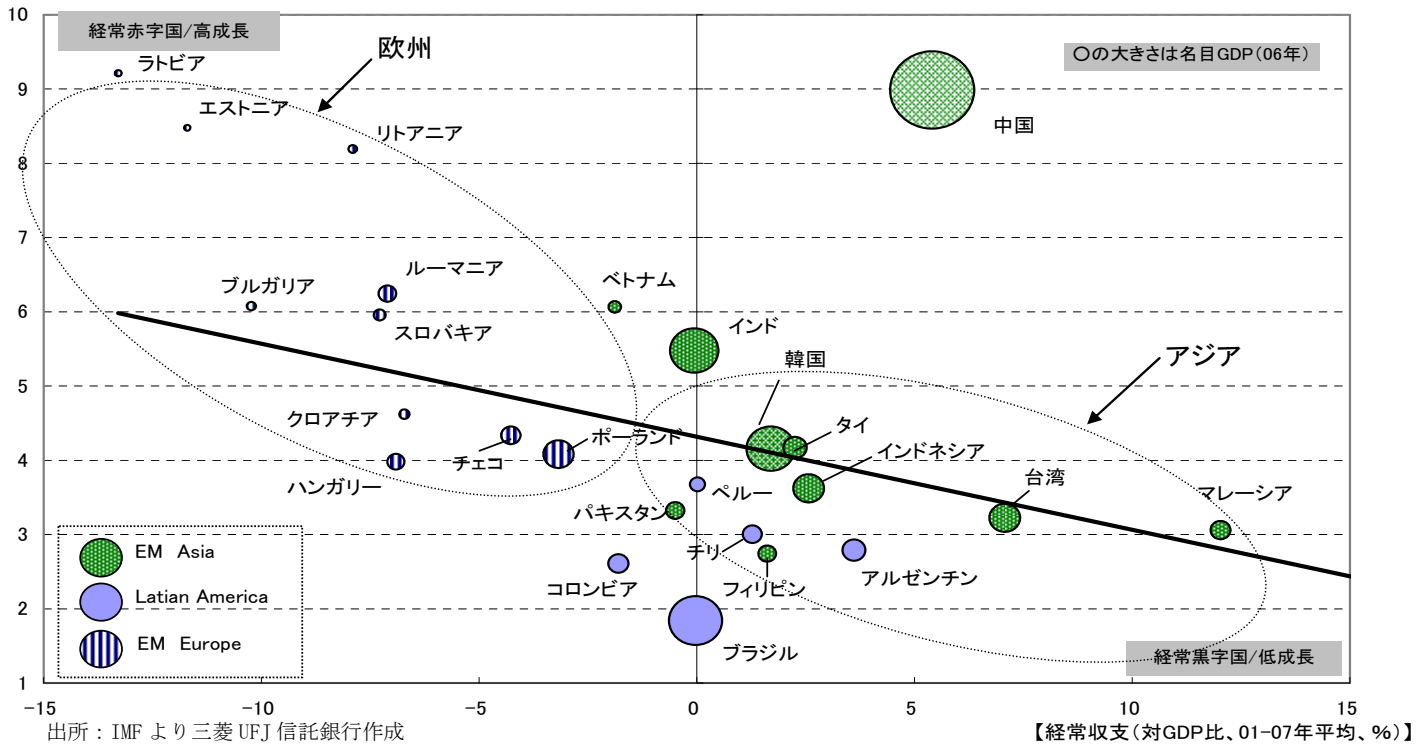


図2：貯蓄・投資バランス、家計貯蓄率、輸出比率

【貯蓄・投資の変化(「03-07年」-「99-02年」)・GDP比・%、家計貯蓄率・%】

【輸出比率・GDP比・% (逆目盛り)】

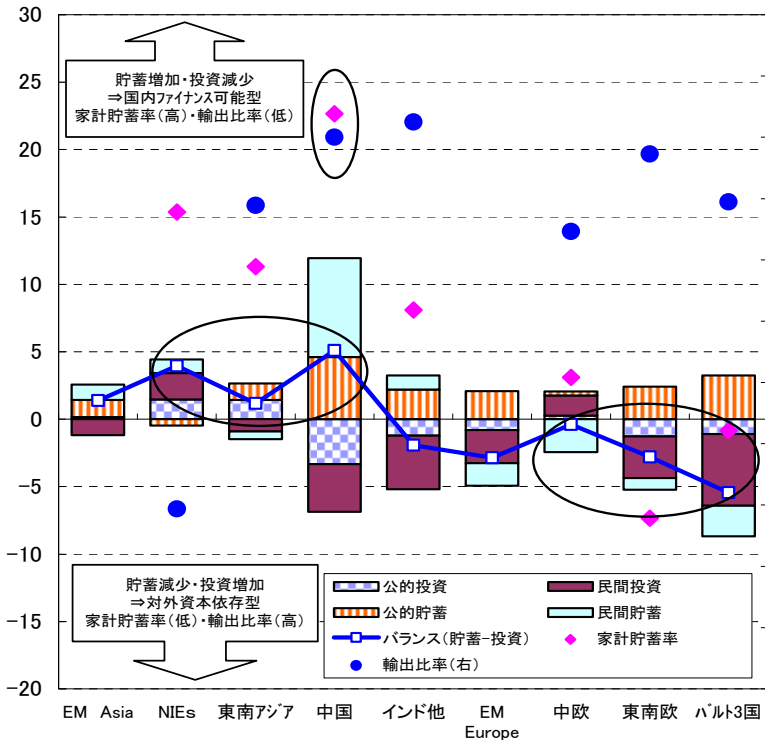
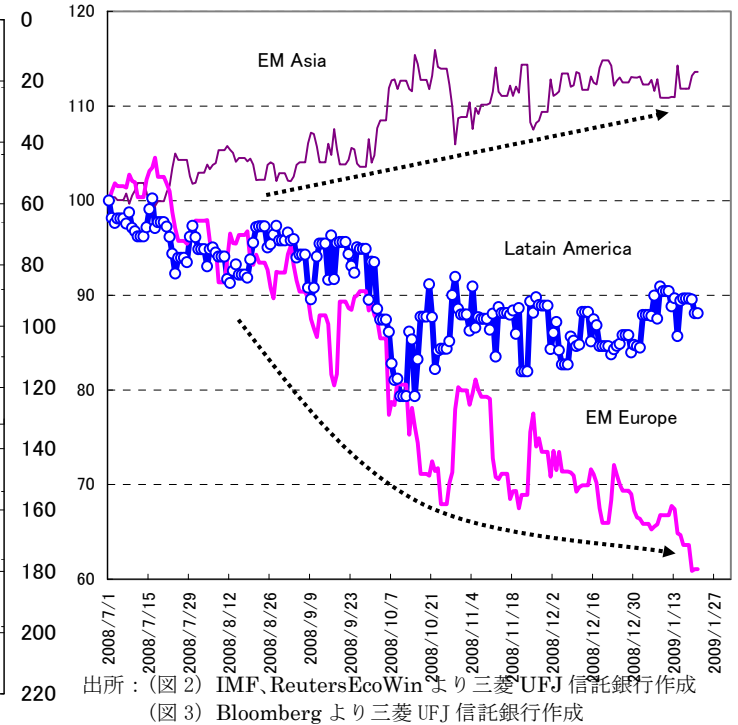


図3：新興国 相対株価推移 (MSCI)

【対EM INDEX, 08/7/1=100】



EM Asia: NIEs (香港・韓国・シンガポール・台湾) + 東南アジア (インドネシア・マレーシア・フィリピン・タイ) + 中国 + インド他 (パキスタン・スリランカ・ベトナム)
 EM Europe: 中欧 (チェコ・ハンガリー・ポーランド・スロバキア・スロベニア) + 東南欧 (アルバニア・ブルガリア・クロアチア・マケドニア・ルーマニア) + ハルト3国 (エストニア・ラトビア・リトニア)

(図2) 家計貯蓄率 (06年) : NIEs は韓国・東南アジアはフィリピン・インド他はインド・中欧はチェコ (05年)・東南欧はルーマニア (05年) で代用、輸出比率 (07年) : 各国平均を採用・ハルト3国 (06年)

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）