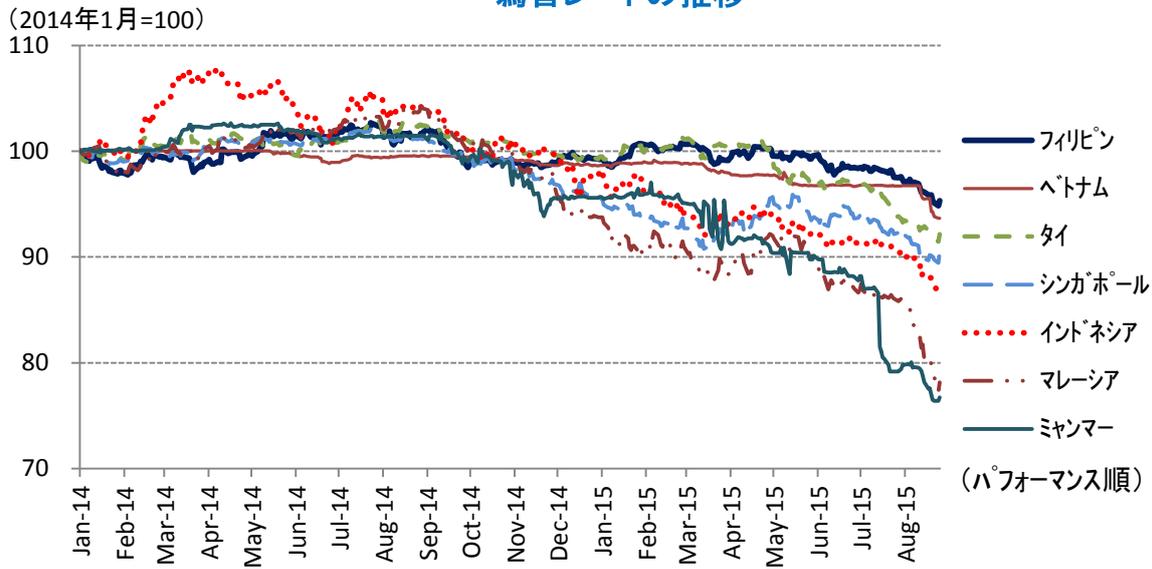
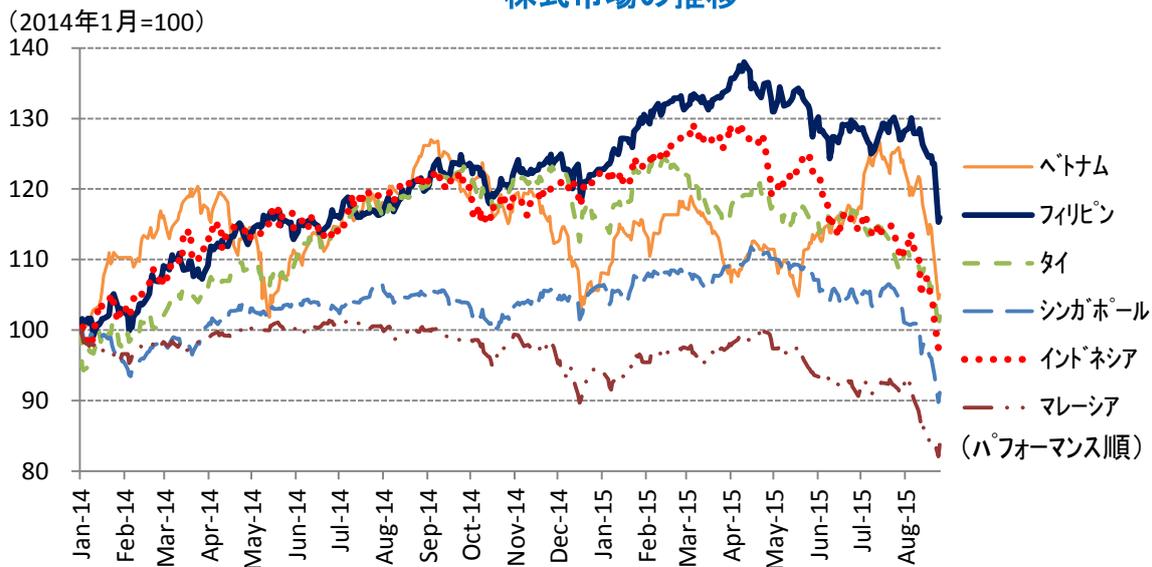


アセアン諸国の為替や株価はこの2週間の世界的な金融市場の混乱により、一段安に見舞われている。年初からの変化率をみると、為替では公式レートを7月に切り下げたミャンマー（▲23%）、資源輸出国であるマレーシア（▲20%）やインドネシア（▲13%）の下落が大きい。株式市場では、インドネシアの下落率（▲15%）が突出しており、直近一ヶ月では全ての国が5～8%の下落となっている。新興国不安の再燃が意識される中、アセアン諸国の金融市場も不安定な状態が続くことが予想される。以下、株安・為替安の背景及び今後の注目点について、考えてみたい。

為替レートの推移



株式市場の推移



株安・為替安の背景：世界景気の減速と米国の利上げ

アセアンの為替及び株価の大幅な下落のきっかけとなったのは中国の人民元の切り下げと株式市場の急激な調整だが、その背景には中国並びに世界経済の減速懸念がある。2008年の金融危機

以降、世界経済は主要国における金融緩和と大規模な景気対策を実施した中国経済に下支えされて回復し、アセアン経済もその恩恵を受け堅調に推移してきた。しかし、中国経済の成長鈍化を示す経済指標が増えるにつれ、世界経済の成長シナリオは軌道修正を迫られている。アセアン諸国は中国との経済的な結びつきが強く、CLMV（カンボジア、ラオス、ミャンマー、ベトナム）諸国を中心に対中貿易依存度が高い。中国経済が想定以上に悪化した場合、当然ながらアセアン諸国の景気も悪影響を受けることになる。

ASEAN 諸国の対中貿易依存度

	輸出			輸入		
	中国	世界	%	中国	世界	%
タイ	25,084	227,573	11.0%	38,498	227,932	16.9%
インドネシア	17,606	176,292	10.0%	30,624	178,179	17.2%
フィリピン	8,034	61,810	13.0%	10,284	67,757	15.2%
マレーシア	28,205	234,259	12.0%	35,330	208,980	16.9%
シンガポール	51,487	409,914	12.6%	44,390	366,376	12.1%
ブルネイ	135	10,109	1.3%	358	3,597	9.9%
カンボジア	281	9,248	3.0%	3,004	9,227	32.6%
ラオス	1,770	3,844	46.1%	1,844	6,793	27.1%
ミャンマー	2,857	10,640	26.9%	7,339	18,407	39.9%
ベトナム	14,906	150,186	9.9%	43,868	148,049	29.6%

出所：UN Comtrade（2014年。但し、カンボジア及びミャンマーは2013年）

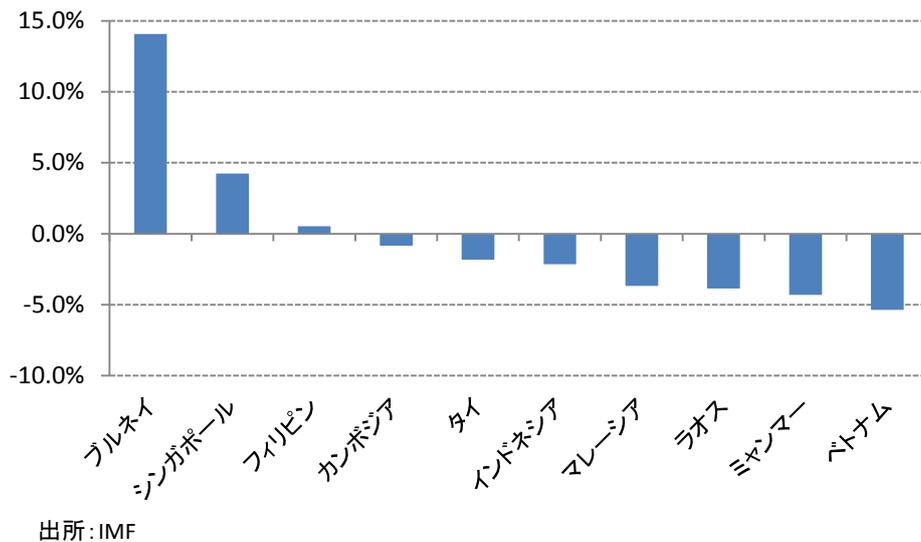
資源価格の低迷もアセアン経済に影響を与えている。世界経済の成長率低下とも関連するが、大半の国際商品は供給過剰状態が続いており、市況は下落トレンドにある。24日には原油（WTI）価格が一時的に6年半ぶりに38ドルを割り込む局面があった他、金属、穀物なども安値水準で推移している。資源価格の低迷は資源輸出国であるマレーシア及びインドネシアへの影響が大きく、両国の為替や株価の下落は周辺国を大きく上回っている。

米国の利上げに向けた動きも金融市場の混乱要因である。米国経済はインフレ率こそ目標とされる2%水準に届いていないものの、労働市場や住宅市場を中心に着実に回復している。良好な経済指標が続いていることで、早ければ9月にも利上げに踏み切ることが予想されてきた。今回の世界的な金融市場の動揺で利上げが先延ばしされる可能性が高まったものの、利上げ時期が近づいているのは確かである。利上げ自体は米国経済の健全性を示すものであり、堅調な米国経済は世界経済にとってもプラスである。しかし、新興国にとっては資本流出リスクの上昇を意味し、アセアン諸国にも株安・為替安圧力が継続することになる。

アセアンへの影響：財政やインフレ動向に注目

世界景気の減速で心配されるのが税収の減少を通じたアセアン各国の財政への影響である。財政の悪化は政府の債務返済能力に影響を及ぼし、予算執行の遅れや財政支出による景気対策の制限につながる恐れがある。アセアンでは、ブルネイ、シンガポール、フィリピンを除く7か国が財政赤字状態にある。とくに、既に資源関連収入が減少しているインドネシア及びマレーシア、GDPに対する財政赤字比率が大きいベトナム（2014年：5.4%）及びミャンマー（2014年：4.3%）に注意が必要である。

財政赤字(2014年、対GDP比)



経常収支の悪化も懸念材料である。資源輸出に依存するインドネシアだけでなく、輸出産業が十分に育っていないカンボジア、ラオス、ミャンマーでも経常赤字が続いている。また、ベトナムも最近の輸入の急増の結果、2015年1~3月期に経常赤字を記録している。現状、日本企業などの製造業の進出により直接投資は継続的に流入しているものの、今後、景況感の下振れや通貨の下落により、投資資金の流入が停滞する恐れもある。この場合、国際競争力の強化に必要なインフラ整備に遅れが生じ、地域全体の長期的な経済成長にも影響を及ぼす可能性がある。

ASEAN 諸国の経常収支

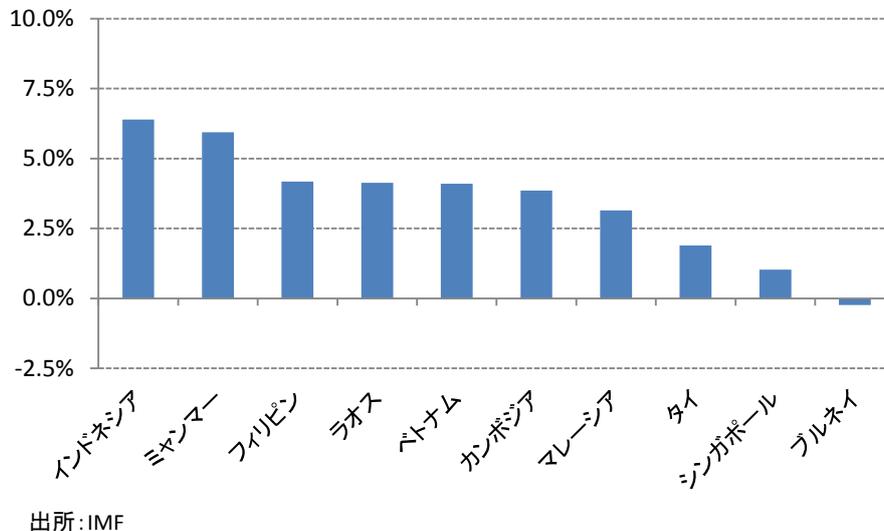
単位: 百万ドル

	2012	2013	2014	2014		2015	
				7-9	10-12	1-3	4-6
インドネシア	▲ 24,418	▲ 29,109	▲ 25,403	▲ 6,858	▲ 5,674	▲ 3,848	▲ 4,480
マレーシア	16,318	11,205	14,473	2,239	1,684	2,754	1,900
フィリピン	6,951	11,384	12,651	3,366	4,701	3,305	
シンガポール	62,201	67,675	74,467	21,862	19,151	26,863	
タイ	▲ 1,499	▲ 3,881	13,412	▲ 1,684	▲ 6,615	▲ 1,427	
ベトナム	9,062	9,471	9,936	2,306	1,903	▲ 1,146	
カンボジア	▲ 1,547	▲ 1,880	▲ 1,987				
ラオス	▲ 2,838	▲ 3,123	▲ 2,907				
ミャンマー	▲ 2,393	▲ 2,888	▲ 4,509				
ブルネイ	5,773	5,558	3,558				

出所: IMF、各国公表資料より作成

また、世界経済の減速及び商品市況の低迷を背景に、当面は低インフレ状態が続くことが予想される。一部は為替の調整により相殺されるが、年初からの通貨下落の中でも物価安が続いている。インフレ率の抑制は実質購買力の増加を通じて消費を活性化し、景気へのプラス効果が期待できる。一方、実質金利の上昇はアセアンの成長ドライバーである投資の冷え込みにつながり、経済成長率を押し下げる可能性がある。景気が著しく減速した場合には名目金利を引き下げる選択肢も残るが、為替への影響及び経済運営に対するマーケットの反応は読みにくく、簡単には実施できないとみられる。

消費者物価上昇率(2014年)



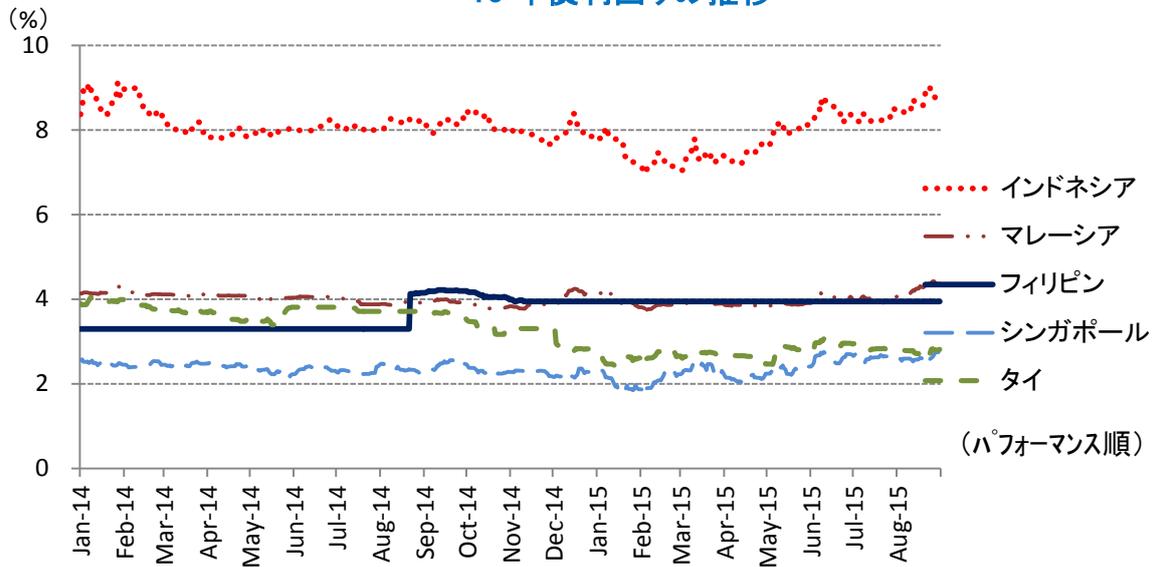
外部環境が厳しさを増す中で政策余地が限られる可能性

過去数年間、世界的な金融緩和による大量の資金供給と資源安が併存する環境下、アセアン諸国は財政支出の拡大と直接投資の流入により、安定した経済成長を続けてきた。また、2014年後半から顕在化した為替下落圧力に対しても、インドネシアの燃料補助金の削減やマレーシアの GST（財・サービス税）導入等、財政健全化に向けた姿勢を示すことで危機を乗り越えてきた。しかし、財政緊縮政策が足元の景気鈍化を招く要因のひとつになっており、海外からの直接投資も伸び悩んでいる。こうした状況に中国景気の減速及び米国の利上げが重なった場合、今後の経済環境は厳しさを増すと考えざるを得ない。

アセアンは他の新興地域に比べ、資源輸出への依存度は低く、相対的に高い経済成長を維持するとみられる。しかし、中長期的な成長に不可欠なインフラ投資等に遅れが生じる可能性がある。また、景気が下振れした場合の各国の政策余地は従来以上に制限される。歳入の減少が予想される中、これまでの様に財政による景気の下支えを行う余力は小さくなる。また、為替下落圧力が強まることで、金利の引き下げにも簡単には踏み切れない。アセアンの中心的な存在であるインドネシア及びタイ経済が軟調に推移している点も気懸かりである。こうした国の経済状況が地域全体を象徴している様な連想が働いた場合、アセアン全体の株安・為替安に発展する可能性も考えられる。

尚、足元では政治の不安定性も懸念材料である。シンガポールは9月、ミャンマーは11月に総選挙が予定されており、フィリピンは来年5月に大統領選挙を控えている。軍事政権が続くタイでは新憲法草案が策定され、国家改革評議会の採択を経て、来年1月にも国民投票が実施される見通しである。インドネシアではジョコ政権が誕生してまだ一年足らずだが、予算執行の遅れが指摘され、改革路線が順調に進んでいるとは言い難い。また、マレーシアでは、政府系投資ファンドの「ワン・マレーシア・デベロップメント (1MDB)」に絡む不正疑惑がナジブ政権を揺るがしている。この様に、各国の政治情勢も流動的であり、急激な環境変化に対し、適切な経済政策を実施できるかどうかとも問われることになる。

10年債利回りの推移



以上

担当	丸紅経済研究所 シニア・エコノミスト 井上祐介	TEL : 03-3282-7945 E-mail: Inoue-Y@marubeni.com
住所	〒100-8088 東京都千代田区大手町1丁目4番2号 丸紅ビル12階 経済研究所	
WEB	http://www.marubeni.co.jp/research/index.html	

(注記)

- ・ 本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性、相当性、完全性を保証するものではありません。
- ・ 本資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰するもので、当社は何らの責任を負うものではありません。
- ・ 本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。
- ・ 本資料に掲載している個々の文章、写真、イラストなど(以下「情報」といいます)は、当社の著作物であり、日本の著作権法及びベルヌ条約などの国際条約により、著作権の保護を受けています。個人の私的使用および引用など、著作権法により認められている場合を除き、本資料に掲載している情報を、著作権者に無断で、複製、頒布、改変、翻訳、翻案、公衆送信、送信可能化などすることは著作権法違反となります。