

一橋大学・日本政策投資銀行共同シンポジウム

世界の潮流の変化とアジア経済

アジア経済の成長は続くのか？ —揺らぐ足元と広がる暗雲—

2018年3月15日

 **DBJ** 株式会社日本政策投資銀行

設備投資研究所 田中賢治

成長続くアジア経済

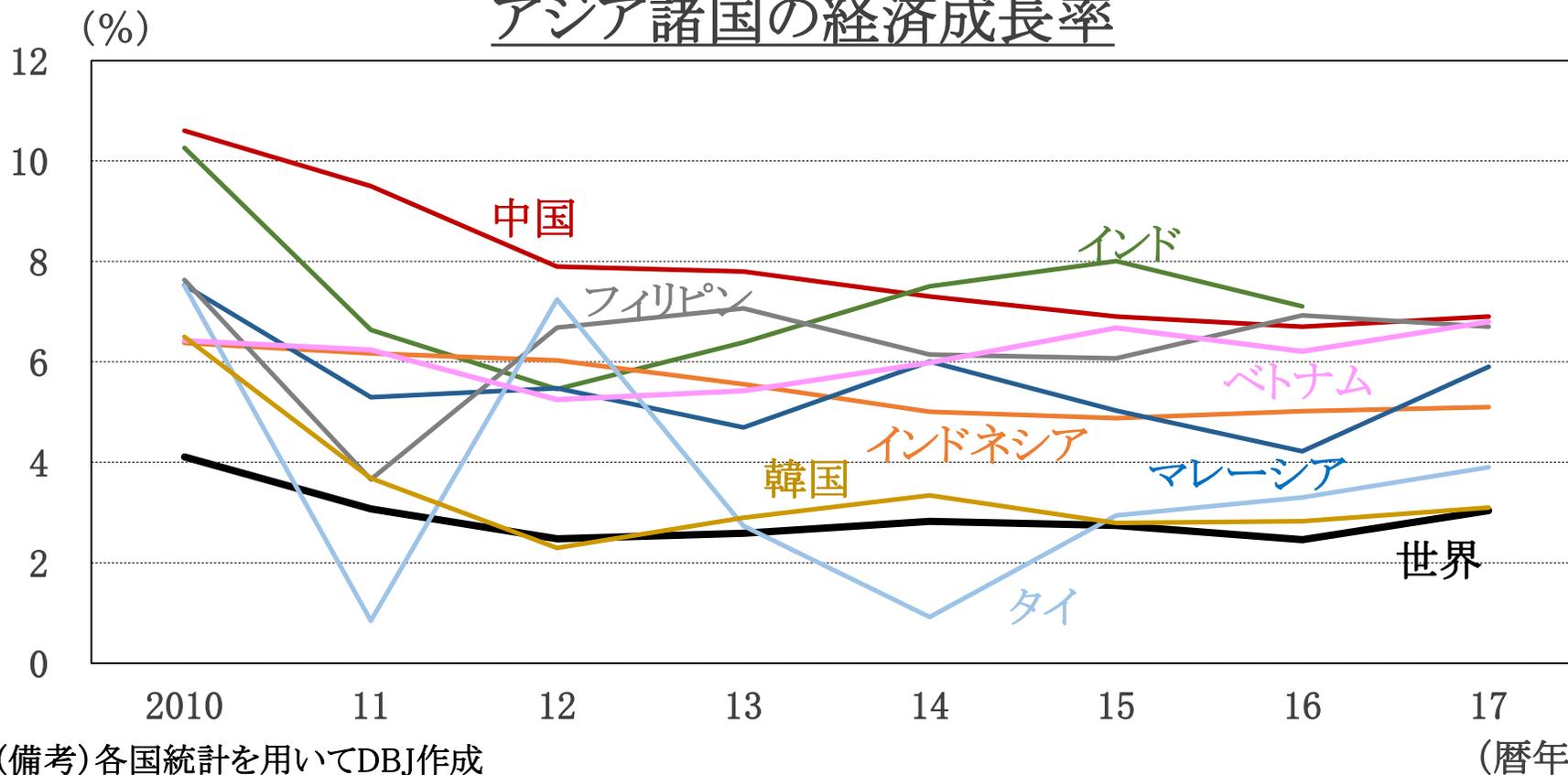
アジア経済の繁栄を後押しした3要素

比較的安定した政治

グローバリズムの恩恵

先進国の大規模な金融緩和の恩恵

アジア諸国の経済成長率



直面する世界の潮流の変化(3つの波)

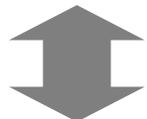
- 世界の潮流の変化(3つの波)は、アジア経済の繁栄を後押しした3要素への逆風となり得る。
- アジア経済はこの変化を乗り越えることができるか？

アジア経済の繁栄を後押しした3要素 v.s. 世界の潮流の変化

比較的安定
した政治

グローバリズム
の恩恵

先進国の大規模な
金融緩和の恩恵



ポピュリズムの拡大

反グローバリズム

金融政策のレジームチェンジ

- アラブの春
- 移民・難民問題
- 所得格差への不満

- 英国のEU離脱の決断
- トランプ政権の保護主義
- 輸入規制と報復措置

- 米国の利上げ
- 欧州の緩和出口の模索
- 中国も引き締め方向へ

押し寄せる3つの波

(備考)DBJ作成

アジアへのポピュリズムの伝播は限定的

- 欧米で広がったポピュリズムのアジアへの伝播が懸念されたが、現状、アジアでは大きな混乱を招く状況には至っていない。
- 2018, 19年は選挙が相次ぐ。各国の政治面での課題は少なくない。

アジア諸国の当面の政治課題

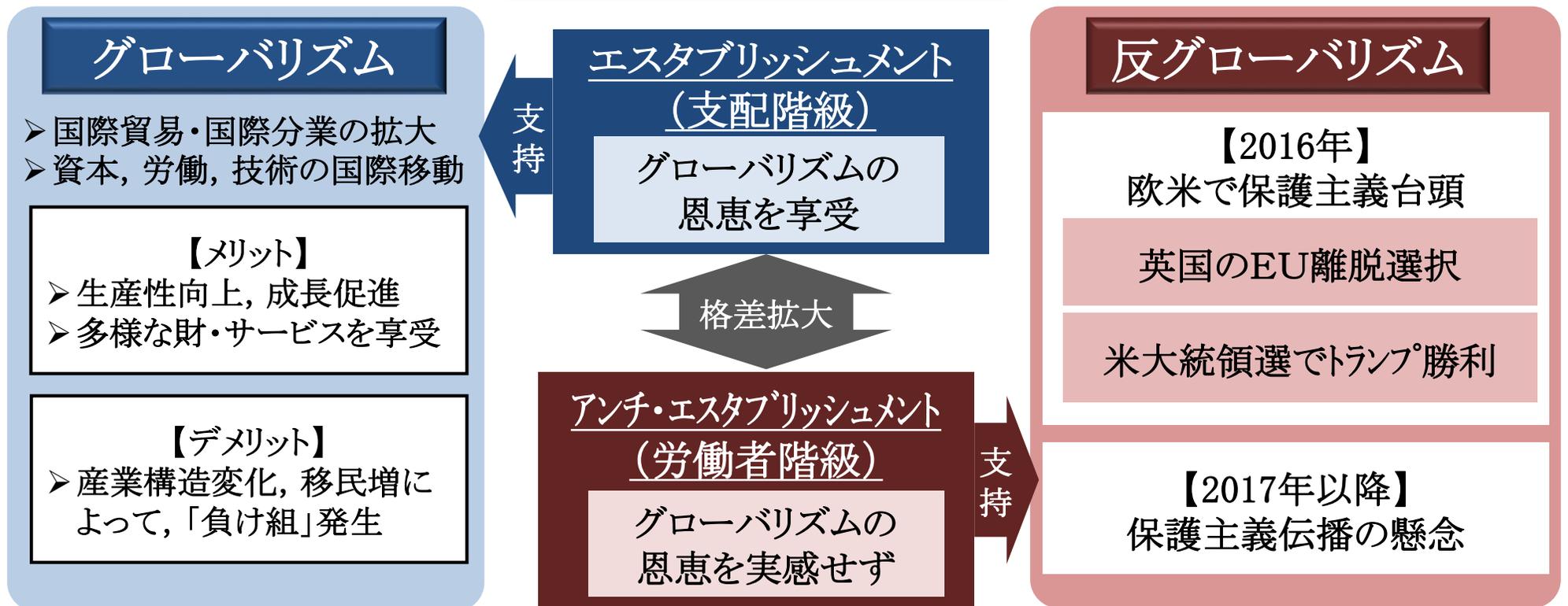
中国	腐敗撲滅と権力集中。過剰設備問題などの構造改革が課題
インド	2019年に総選挙を控え、経済に勢いを取り戻せるか
マレーシア	今年上期に総選挙。現政権の汚職問題。マハティール氏が野党連合結成
インドネシア	今年6月に統一地方選。2019年に大統領選・総選挙。インフラ整備遅れ
タイ	幾度の民政移管延期(2019年2月までに総選挙)、軍政の求心力低下
フィリピン	麻薬撲滅などで高支持率の現政権。インフラ整備や外交が課題
カンボジア	最大野党の強引な解党で独裁強まり、世界から批判。7月に下院選挙
ミャンマー	ロヒンギャの難民問題で世界から批判
台湾	年末に統一地方選。蔡総統率いる民進党に逆風
韓国	今年6月に統一地方選。雇用創出など産業政策に遅れ。北朝鮮問題

(備考)DBJ作成

ポピュリズムが反グローバリズムへ結びつく

- 世界で広がる所得格差に庶民の不満が広がり、2016年には、この不満が反グローバリズムを訴えるポピュリズムと化した。
- 保護主義は報復措置を生むため、保護主義の連鎖的拡大が懸念。

反グローバリズムの拡大

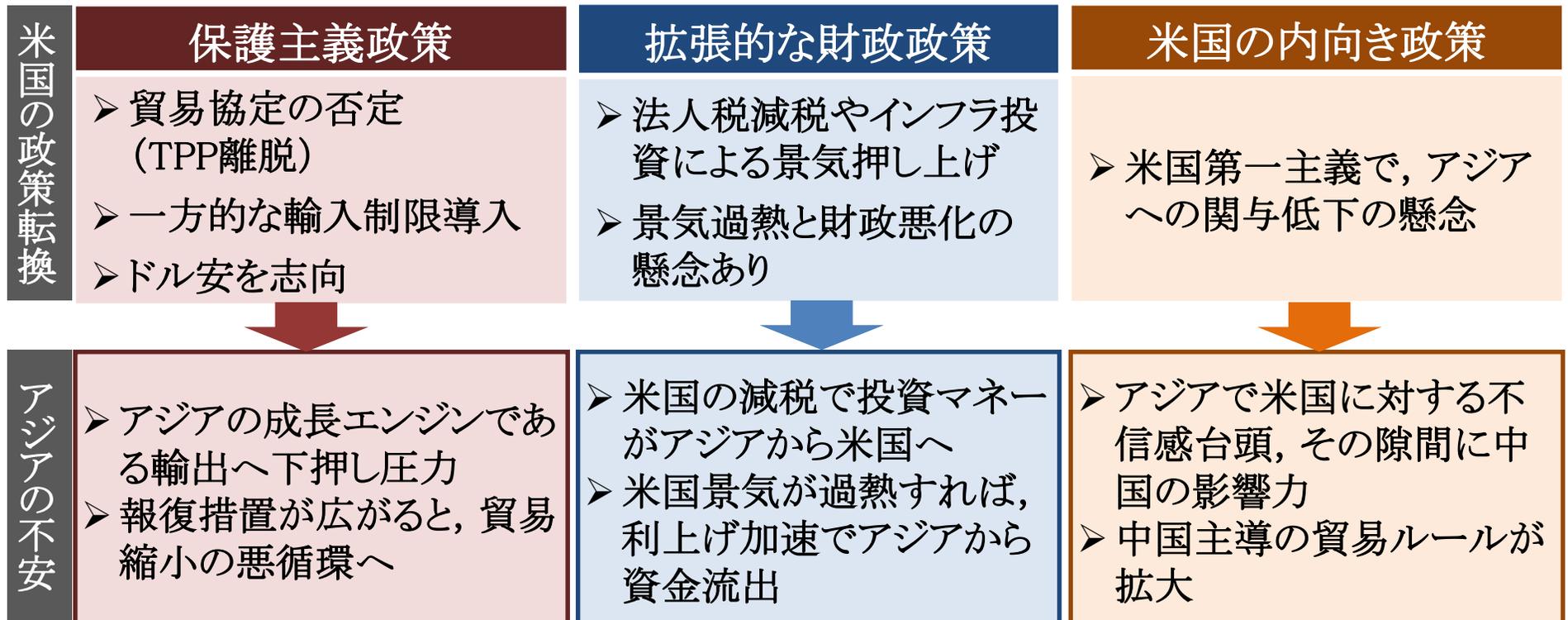


(備考)DBJ作成

アジアでは保護主義は広がらず2017年もグローバリズムの恩恵

- ▶ トランプ政権1年目には強硬な保護主義は見られず、アジアへ保護主義は伝播せず. 2017年もアジアはグローバリズムの恩恵を享受.
- ▶ トランプ政権が神経質になっている米国の貿易赤字拡大は継続.

トランプ大統領下で出現したアジアの新たなリスク



(備考)DBJ作成

中間選挙を控え輸入制限の強硬策へ舵を切ったトランプ政権

- ▶ トランプ政権は「米国から雇用を奪ったのは輸入」という考え方を持っており、中間選挙を睨み輸入制限を強める姿勢。一方的措置に世界は反発。報復措置が広がると、保護主義が世界へ蔓延。

米国の輸入制限と報復措置の懸念

【米国の通商政策】

2017年 対話による解決を模索
(日米経済対話, 米中戦略経済対話)
WTOルールに基づく措置
(アンチダンピング課税)

2018年 米国の国内法に基づく一方的措置

- ▶ 米通商法201条の発動
洗濯機と太陽光パネルに輸入関税
- ▶ 米通商拡大法232条の発動
鉄鋼とアルミニウムに輸入関税
- ▶ 米通商法301条(スーパー301条)の検討
中国による知的財産権侵害の調査

(備考)DBJ作成

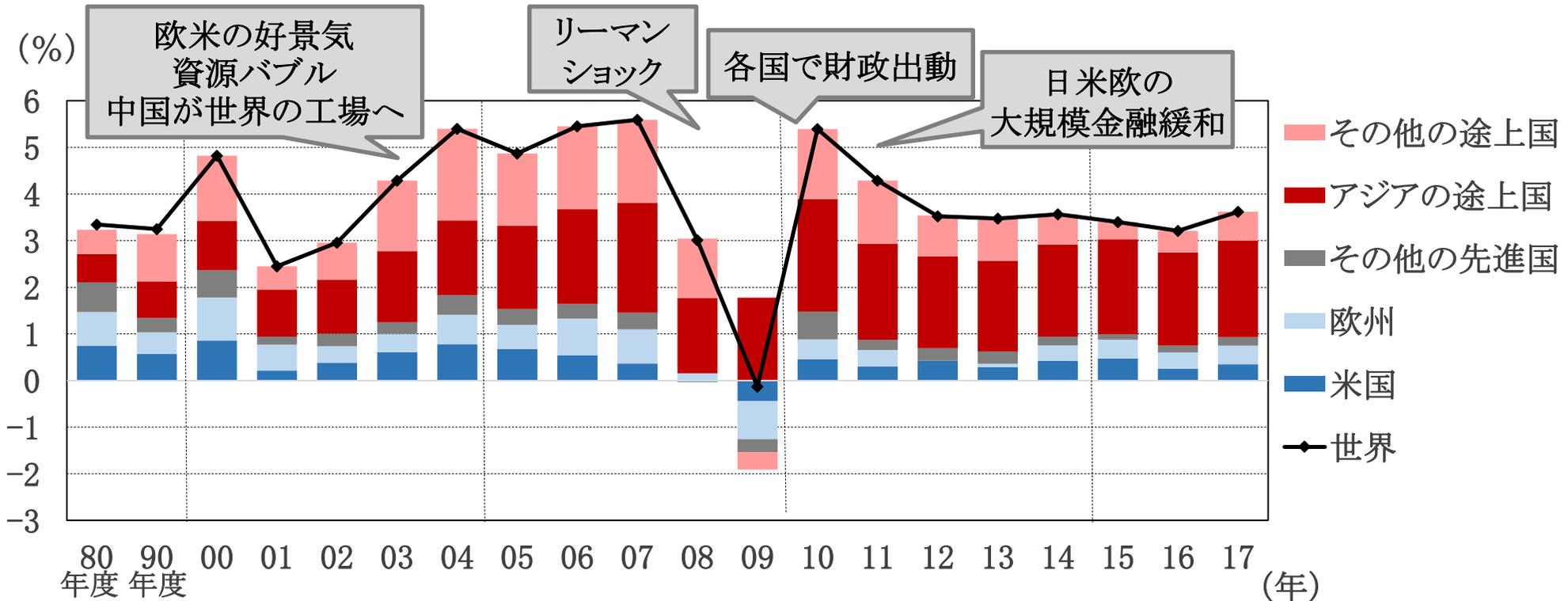
【各国の反応】

- 【欧州委員会】ユンケル委員長(3/2)
 - ▶ 断固とした相応の報復措置をとる
 - ▶ 報復対象として、ハーレーダビットソン・バーボンウイスキー・リーバイスのジーンズを例示
- 【中国】商務省(3/9)
 - ▶ 断固反対。強力な措置をとって、正当な権益を守る
- 【その他】
 - ▶ WTO提訴, 米国産大豆や航空機への報復関税などの観測あり

世界経済は異常な金融緩和のからの脱却を模索

- 2000年代半ばの「異常」な高成長と、リーマンショック後の「異常」な落ち込みを経て、「異常」な金融財政政策が採られた。
- 今の世界経済は、「異常」な金融政策からの脱却を模索する局面。

世界経済の成長率とその寄与度(地域別)



(備考) 1. IMF統計を用いてDBJ作成 2.為替レートはPPPベース

金融政策のレジームチェンジをうまく乗り切れるかが課題

- 米利上げ本格化と欧州の出口模索で、金融政策のレジームに変化.
- 今年2月には、米国の堅調な経済指標を引き金に、利上げ加速が意識され、金融市場は混乱を余儀なくされた.

米欧中日の足元の金融政策

米国

- 2017年は利上げ3回. 足元の経済は堅調. さらに大規模減税が景気刺激
- 2018年は3~4回の利上げ予想多い

欧州 (ECB)

- 量的緩和は今年9月まで継続
- 堅調な成長にECBは自信を深めており、市場は出口戦略を意識

中国

- シャドールバンキングなどの過剰信用や不動産バブル抑制のために、引き締め気味の運営へ移行していく可能性

日本

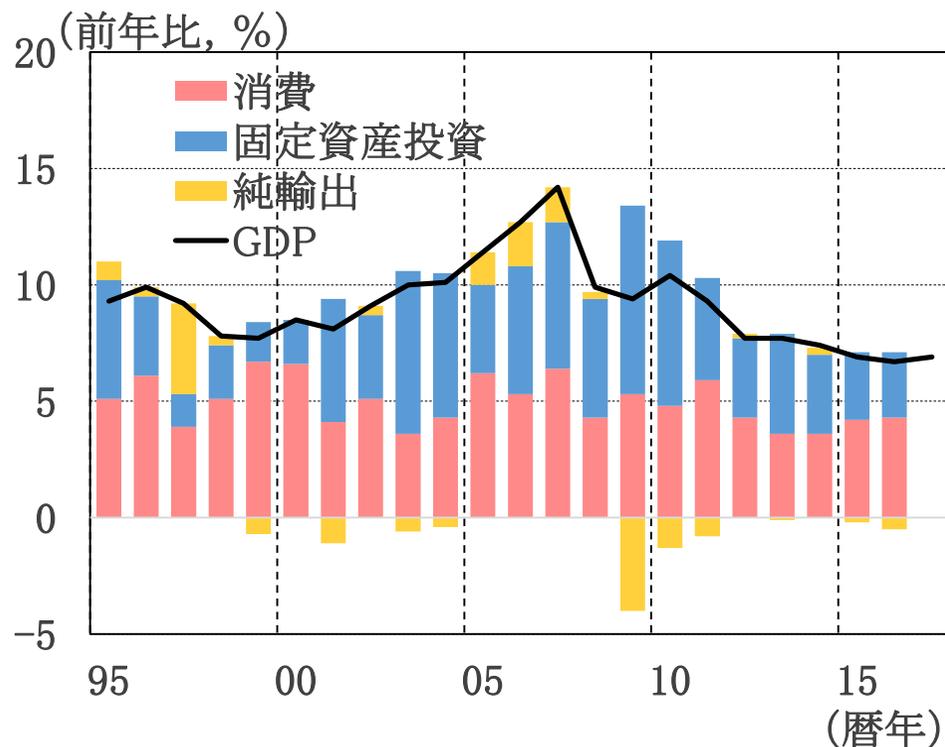
- インフレ率は目標の2%を大きく下回る
- ステルステーパリングで市場では出口が一時意識されたが、日銀は否定

(備考)DBJ作成

信用依存で成長してきた中国経済

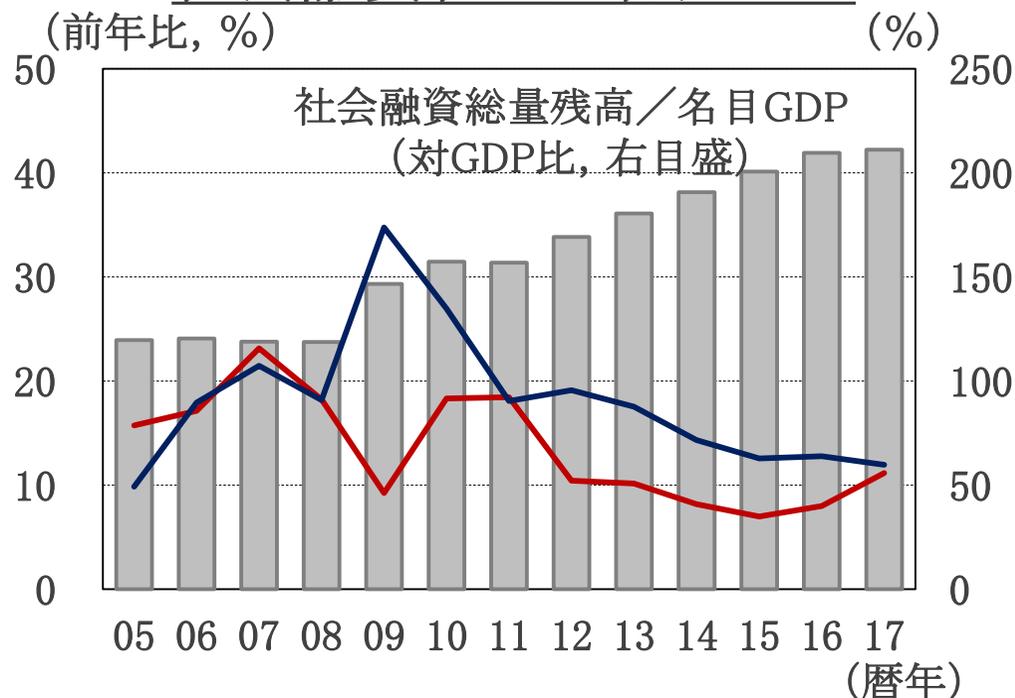
- 中国では、2009年以降、名目成長率を大幅に上回る勢いで貸出が拡大しており、信用に依存した経済の姿が見られる。
- 過剰信用は、過剰設備や不動産へ向かった可能性。

中国の成長率とその内訳



(備考) 中国国家統計局統計を用いてDBJ作成

社会融資総量と名目GDP

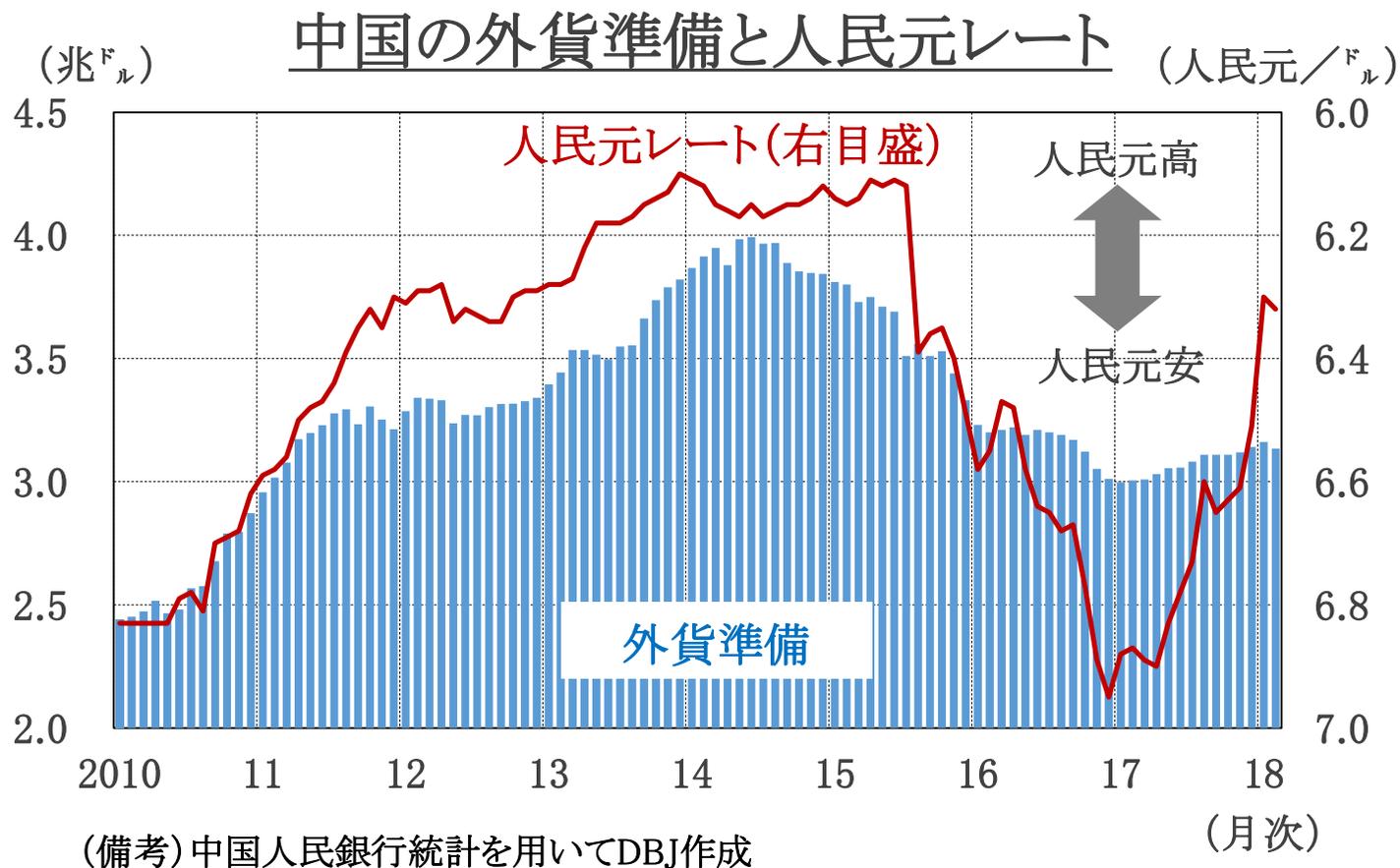


— 名目成長率 — 社会融資総量残高の増減率

(備考) 中国国家統計局, 中国人民銀行の統計を用いてDBJ作成

強引な人民元防衛で通貨暴落の雪崩現象を回避

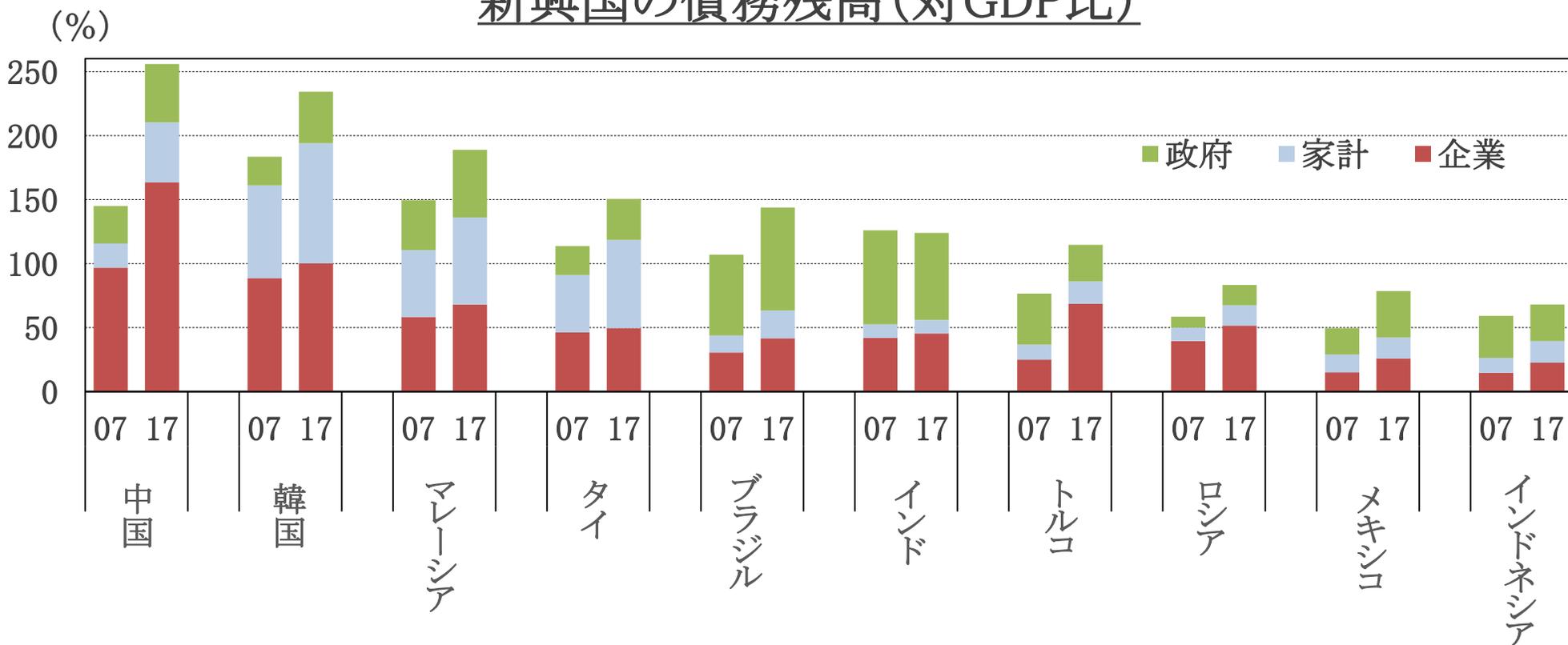
- 高成長と人民元の上昇期待で中国へ流入してきた資金は、人民元の「上昇神話」の崩壊で売り圧力に。
- 2017年以降は資本取引を厳しく管理し、人民元の暴落を回避。



借金体質は中国だけでない

- 先進国の金融緩和で供給された大量のマネーは新興国へも流れ、資金制約を緩和。海外資金は新興国の経済成長を促したが、その結果、新興国では外貨建て債務が拡大し、借金体質が深まった。

新興国の債務残高(対GDP比)



(備考) 1. BIS統計を用いてDBJ作成 2. 2007年は12月末、2017年は6月末

金融政策のレジームチェンジに身構えるアジア諸国

- アジア経済は2018年も回復基調が続くというのがメインシナリオだが、金融政策のレジームチェンジに留意すべき。通貨防衛の利上げを余儀なくされ、内需が下押しされる可能性もある。

アジア各国の政策金利の推移

(%)

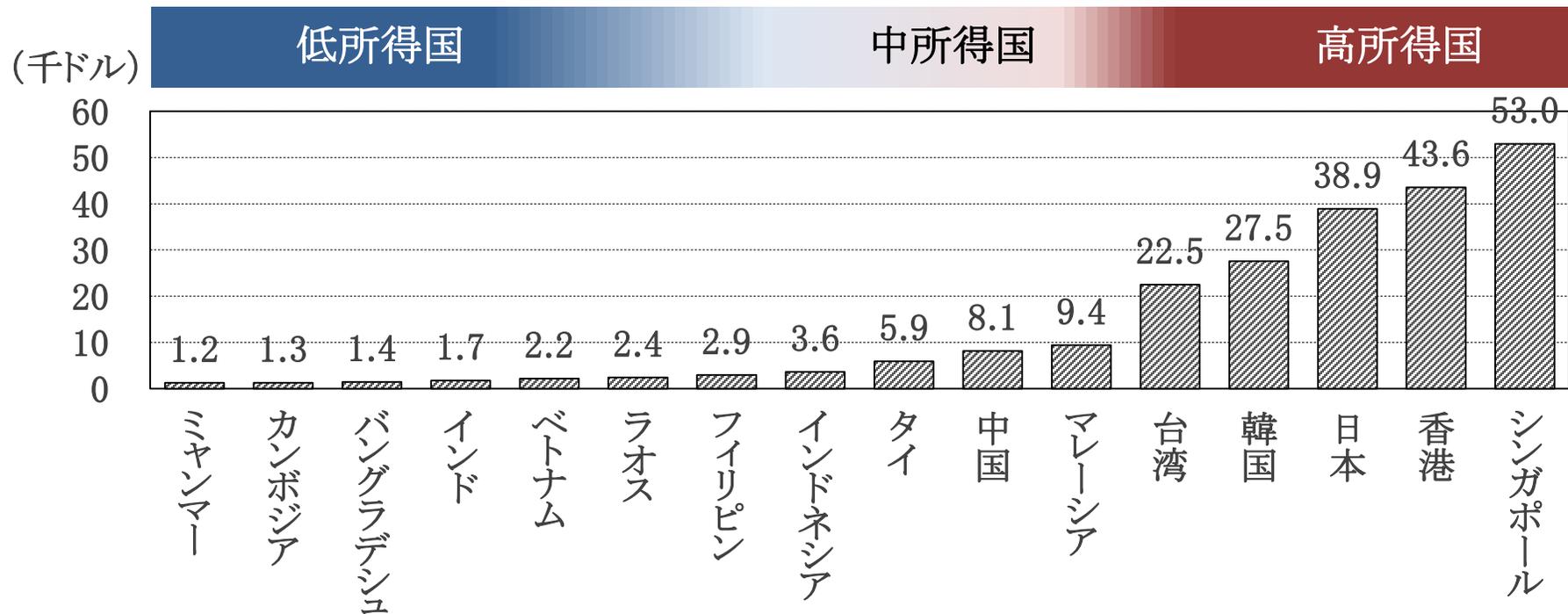
	韓国	インド	ブラジル	台湾	香港	ロシア	タイ	インド ネシア	マレーシア	フィリピン	ベトナム
2017年1月	1.25	6.25	13.00	1.375	1.00	10.00	1.50	4.75	3.00	3.00	6.50
2月	1.25	6.25	12.25	1.375	1.00	10.00	1.50	4.75	3.00	3.00	6.50
3月	1.25	6.25	12.25	1.375	1.25	9.75	1.50	4.75	3.00	3.00	6.50
4月	1.25	6.25	11.25	1.375	1.25	9.25	1.50	4.75	3.00	3.00	6.50
5月	1.25	6.25	10.25	1.375	1.25	9.25	1.50	4.75	3.00	3.00	6.50
6月	1.25	6.25	10.25	1.375	1.50	9.00	1.50	4.75	3.00	3.00	6.50
7月	1.25	6.25	9.25	1.375	1.50	9.00	1.50	4.75	3.00	3.00	6.25
8月	1.25	6.00	9.25	1.375	1.50	9.00	1.50	4.50	3.00	3.00	6.25
9月	1.25	6.00	8.25	1.375	1.50	8.50	1.50	4.25	3.00	3.00	6.25
10月	1.25	6.00	7.50	1.375	1.50	8.25	1.50	4.25	3.00	3.00	6.25
11月	1.50	6.00	7.50	1.375	1.50	8.25	1.50	4.25	3.00	3.00	6.25
12月	1.50	6.00	7.00	1.375	1.75	7.75	1.50	4.25	3.00	3.00	6.25
2018年1月	1.50	6.00	7.00	1.375	1.75	7.75	1.50	4.25	3.25	3.00	6.25
2月	1.50	6.00	6.75	1.375	1.75	7.50	1.50	4.25	3.25	3.00	6.25
3月	1.50	6.00	6.75	1.375	1.75	7.50	1.50	4.25	3.25	3.00	6.25

(備考) 1.各国中銀統計を用いてDBJ作成 2. 2018年3月は3月7日時点 3. 赤の網掛けは利上げ、青の網掛けは利下げ

中長期的な課題は「中所得国の罠」

- 安価な労働力と外資導入で、これまでアジア諸国は速いスピードで成長してきた。今後、「中所得国の罠」に陥らないためには、「生産要素投入型」から「生産性上昇型」への転換がカギ。

アジア地域の一人当たりGDP(2016年)



(備考) 1. IMF統計を用いてDBJ作成。

2. 中所得国に明確な定義はないが、一人当たりGDP(購買力平価ベース)が3千ドル～15千ドル程度の国を指すことが多い

著作権(C) Development Bank of Japan Inc. 2018

当資料は、株式会社日本政策投資銀行(DBJ)により作成されたものです。

当資料は、貴社及び当行間で議論を行うことを目的に貴社限りの資料として作成されたものであり、特定の取引等を勧誘するものではなく、当行がその提案内容の実現性を保証するものではありません。また、本資料の分析内容・意見に関わる箇所は、執筆者個人に帰するものであり、当行としての見解ではございません。

当資料に記載された内容は、現時点において一般に認識されている経済・社会等の情勢および当行が合理的と判断した一定の前提に基づき作成されておりますが、当行はその正確性・確実性を保証するものではありません。また、ここに記載されている内容は、経営環境の変化等の事由により、予告なしに変更される可能性があります。

当資料のご利用並びに取り組みの最終決定に際しましては、貴社ご自身のご判断でなされますよう、また必要な場合には顧問弁護士、顧問会計士などにご相談の上でお取り扱い下さいますようお願い致します。

当行の承諾なしに、本資料(添付資料を含む)の全部または一部を引用または複製することを禁じます。