

エコノミスト便り

## 【アジア経済】景気は持ち直しへ

### ～中国景気の安定が鍵～

- 中国では、生産者物価インフレが加速しており、デフレから明確に脱却している。政府はより積極的な財政政策の姿勢を決定しており、2017年も景気安定が続く見込み。
- アジア地域の景気は持ち直しの動きを見せ始めている。これまでの景気対策の効果に加えて、資源輸出のインドネシアとマレーシアでは資源市況の上昇が景気持ち直しに寄与する見込み。
- アジア地域は他の新興国地域よりも国際収支の優位性を有している。アジア通貨は他の新興国通貨より安定的に推移しており、対外ショックへの耐性の高さが示されている。

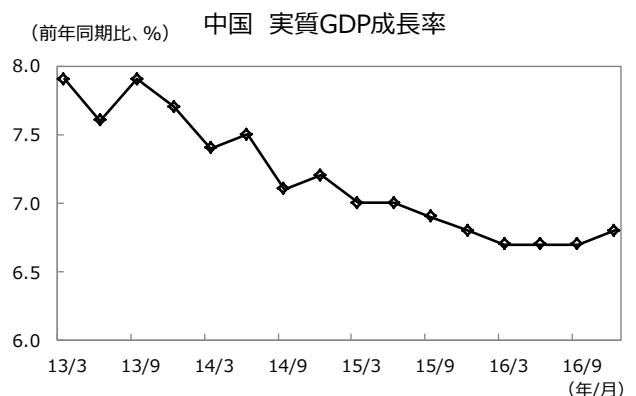
#### 中国景気が安定化

2016年に中国景気は安定に向かい始めた。実質GDP成長率は1Q16から3四半期連続で前年同期比+6.7%になった後、4Q16に同+6.8%へ加速した(図表1)。景気の重要なドライバーである固定資産投資を見ると、全体の61%を占める(2016年時点)民間投資が2Q16の同+1.5%を底に、3Q16に同+1.9%、4Q16に同+5.0%へ加速しており、明確に持ち直している(図表2)。2016年前半には、中国政府の経済運営の方針について、安定志向なのか改革志向なのか混乱する局面があったものの、7月の経済座談会で習近平総書記・国家主席および李克強首相がそれぞれ経済安定の重要性に言及したことから、改革による景気下振れ懸念が後退し、民間投資の持ち直しをもたらしたと推察する。

#### 中国では明確にデフレ脱却

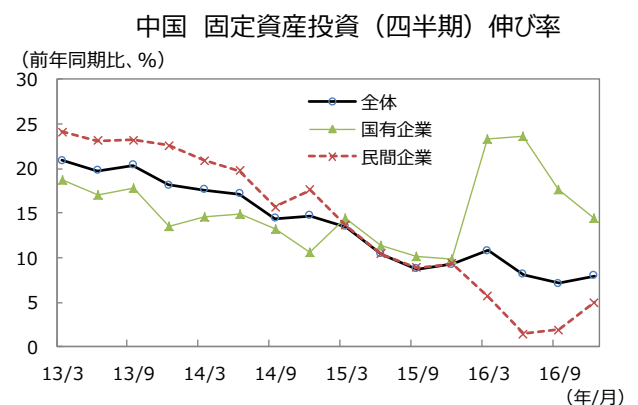
中国の生産者物価指数は54カ月間連続で前年比マイナスとデフレ状態に陥っていたが、2016年9月に前年同月比+0.1%とインフレに転じ、以降、10月、11月、12月と、同+1.2%、+3.3%、+5.5%へ加速している(図表3)。生産者物価指数のうち鉄鋼価格指数を見ると、前年同月比のインフレ率は生産者物価指数とほぼ同じ時点でピークやボトム

(図表1)



(注) データ期間は2013年1-3月から2016年10-12月。  
(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2)



(注) データ期間は2013年1-3月から2016年10-12月。  
(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

を迎え、同じ方向で推移している。中国政府は都市化政策の一環でインフラ投資を進めていることから鋼材など素材への需要が高まっており、その結果、素材の需要が供給（生産）を上回っている。素材関連では世界生産に占める中国のシェアが高いことから（特に鉄鋼は約 50%）、中国における需給バランスの改善と生産者物価のインフレ転換は、グローバルにみても、少なくとも素材分野ではインフレ方向に向かいやすい環境になってきたことを意味する。

素材需要の管理が奏功していることで、生産者物価指数がインフレで推移している状況では、製造業を中心に企業は価格転嫁が行いやすく、企業収益が改善しやすい。この点は、企業債務の不良化を回避することに貢献しやすいため、中国の企業債務は中長期的な視点から管理可能であろう。中国では、多くの民主国家で行われるような有権者全員を対象とした選挙が行われないため、共産党は長期的な経済運営を維持しやすい。

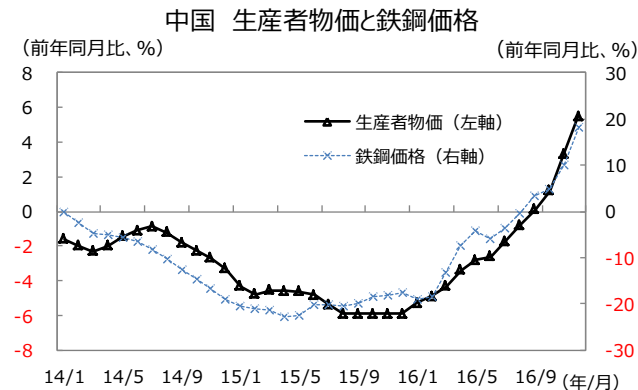
また、生産者物価指数の動きにあわせて、第二次産業のデフレーターが 4Q16 にインフレに転じた（図表 4）。過去の動きを見ると、第二次産業のデフレーターは GDP デフレーターの動きに大きな影響を与えている。生産者物価指数のデフレ脱却は GDP デフレーターでのデフレ脱却をもたらしやすい。

### アジア地域の景気は持ち直しへ

多くのアジアの国・地域は輸出を通じて中国との経済関係を深めている。2015 年後半に中国景気の下振れ懸念が高まった際には多くのアジア景気の下振れ懸念が同様に高まったが、すでに中国景気が安定に向かっている状況では、そのような懸念は後退する。一方、米国ではトランプ政権がインフラ投資など財政政策を活用することで 2017 年後半から成長率が緩やかに加速するとの観測が出ている。世界景気が緩やかな持ち直し局面にある状況下で、アジア地域の輸出は上振れしやすい。

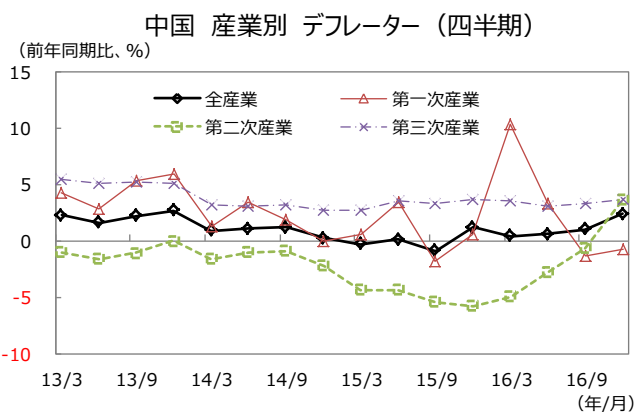
このような輸出環境に加えて、これまでの景気対策が奏功して、アジア地域の景気は 2017 年に持ち直しに向かいやすいと考えられる。フィリピン、ベトナムでは 2016 年を通じて製造業 PMI は 50 超えで定着している（図表 5）。資源輸出国であ

(図表3)



(注) データ期間は2014年1月から2016年12月。  
(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4)



(注) データ期間は2013年1-3月から2016年10-12月。  
(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5)

アジア 製造業PMI

地域	出所	16/01	16/02	16/03	16/04	16/05	16/06	16/07	16/08	16/09	16/10	16/11	16/12
中国	国家統計局	49.4	49.0	50.2	50.1	50.1	50.0	49.9	50.4	50.4	51.2	51.7	51.4
	財新	48.4	48.0	49.7	49.4	49.2	48.6	50.6	50.0	50.1	51.2	50.9	51.9
韓国	Nikkei	49.5	48.7	49.5	50.0	50.1	50.5	50.1	48.6	47.6	48.0	48.0	49.4
台湾	Nikkei	50.6	49.4	51.1	49.7	48.5	50.5	51.0	51.8	52.2	52.7	54.7	56.2
インドネシア	Nikkei	48.9	48.7	50.6	50.9	50.6	51.9	48.4	50.4	50.9	48.7	49.7	49.0
タイ	Nikkei	49.4	50.0	49.4	50.2	49.7	49.4	49.3	49.8	48.8	48.8	48.2	50.6
マレーシア	Nikkei	48.6	47.8	48.4	47.1	47.2	47.1	48.1	47.4	48.6	47.2	47.1	47.1
フィリピン	Nikkei	53.0	54.1	54.4	56.5	55.8	55.5	56.3	55.3	57.5	56.5	56.3	55.7
ベトナム	Nikkei	51.5	50.3	50.7	52.3	52.7	52.6	51.9	52.2	52.9	51.7	54.0	52.4
インド	Nikkei	51.1	51.1	52.4	50.5	50.7	51.7	51.8	52.6	52.1	54.4	52.3	49.6

(注) 2016年1月から2016年12月。各セルは、50を分水嶺として、プラス幅が大きくなるほど緑が濃くなり、マイナス幅が大きくなると赤が濃くなるよう色分け。  
(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

るインドネシア、マレーシアでは、4Q16 に製造業 PMI が 50 割れで推移したものの、資源市況の持ち直しが交易条件の改善および歳入の上振れによる歳出余地の拡大を通じて 2017 年の景気持ち直しに寄与するだろう。インドネシア、フィリピン、ベトナムといった若年層が多い国では堅調な消費が続きそうだ。タイではプミポン国王の崩御（2016 年 10 月 13 日）に伴う服喪ムードで景気センチメントが悪化したが、12 月の製造業 PMI は再び 50 超えとなっており、景気下振れ圧力を過度に悲観視すべきではないと思われる。

中国とより深い貿易関係にある北東アジアでは、中国景気の安定化と好調なスマートフォン需要を受けて、景気は持ち直しに向かいつつある。台湾では 2016 年後半に製造業 PMI の 50 超えが定着し、緩やかな上昇基調にある。韓国では、自動車会社のストライキ、発火事故を起こした特定スマートフォンの生産停止、朴槿恵大統領を巡る政治・社会混乱などを受けて、製造業 PMI は 50 割れが続いているが、これら特殊要因の剥落・低下に加えて、2017 年前半に歳出の前倒し執行が行われることを考慮すると、早晩 50 超えになりそうだ。

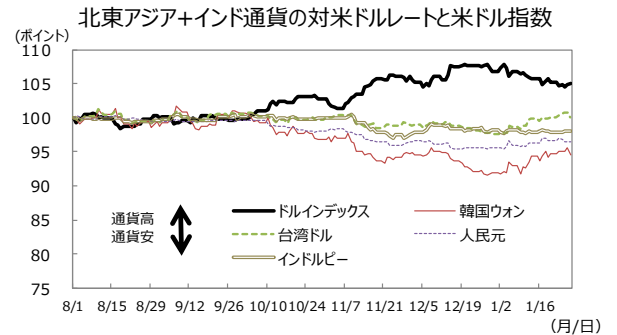
### 国際収支の優位性からアジア通貨の安定を見込む

アジア通貨の対米ドルレートは、足もとで上昇基調に戻りつつある（図表 6、7）。米ドルが 2016 年 12 月中旬以降緩やかな下落基調にあることも影響していると思われるが、トルコリラやメキシコペソなどのその他新興国通貨が、依然として下落基調にあることと比較すると、相対的に堅調な推移となっている（図表 8）。

多くのアジア地域では経常収支が黒字基調であることに加えて、経常収支が赤字のインドネシア、インドにおいても GDP 比では小さい上に、直接投資によるファイナンスが十分である。また、多くのアジア地域では短期対外債務残高が小さい。マレーシアの短期対外債務残高が大きく見えるのは、シンガポールの子会社からマレーシア親会社が短期で借り入れた金額もカウントされているからであり、過度に危険視すべきではなさそうだ。このようなアジア地域における国際収支の優位性が、アジア通貨の相対的な安定性をもたらしていると考えられる。

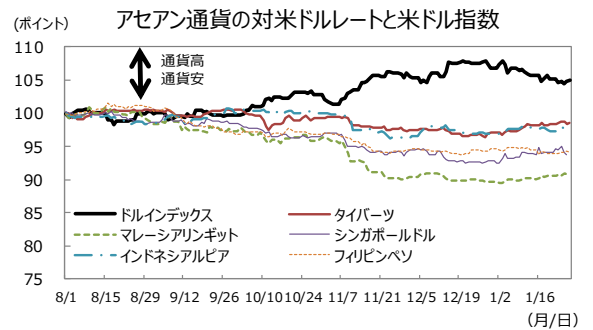
2017 年の国際金融市場でリスクオフをもたらさうる要素として、

(図表6)



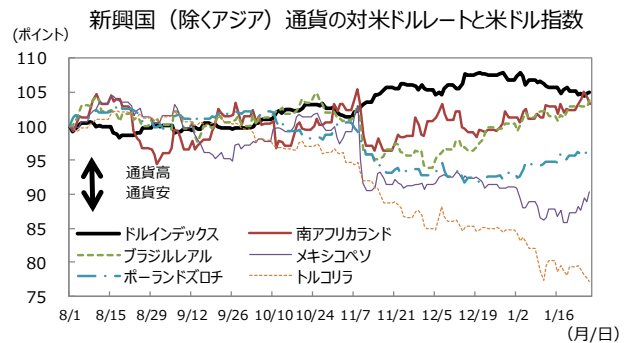
(注1) データ期間は2016年8月1日から2017年1月27日。  
 (注2) 2016年8月1日を100として指数化。  
 (出所) Bloomberg L.P.のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

(図表7)



(注1) データ期間は2016年8月1日から2017年1月27日。  
 (注2) 2016年8月1日を100として指数化。  
 (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8)



(注1) データ期間は2016年8月1日から2017年1月27日。  
 (注2) 2016年8月1日を100として指数化。  
 (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9)

### 2017年の欧州の主な選挙

日程	国	選挙
3月15日	オランダ	国会下院
4月23日	フランス	大統領（第1回）
5月7日	フランス	大統領（第2回）
6月11日	フランス	国会下院（第1回）
6月18日	フランス	国会下院（第2回）
9月	ドイツ	国会下院

(出所) 各種資料を基に三井住友アセットマネジメント作成

欧州各国での選挙を指摘できる（図表 9）。2016 年には BREXIT（英国の国民投票における EU 離脱選択）が国際金融市場でサプライズとして受け止められたが、当社が指摘していたように（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～、2016 年 7 月 13 日）、アジア経済・金融市場への影響は軽微にとどまった。欧州各国の選挙で予想外の結果になるにしても、アジア経済・金融市場への影響は軽微にとどまる見込みである。アジアにとって、欧州よりも中国の経済・政治の安定がより重要であろう。

- 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