

アナリスト

サイモン・ウォン +852 2821 1042
 スタンダードチャータード銀行(香港)
 リージョナルエコノミスト
Simon.Wong@sc.com

スタンダードチャータード銀行 (香港)

日本 — 急拡大する新興国市場との関係

2009年8月10日 グリニッジ標準時 0:30

- 新興国市場は不況期に機会を提供する
- 貿易から企業活動に至るまで数多くの領域で関係が深化
- この関係深化が日本経済に構造的変化をもたらす可能性は高い

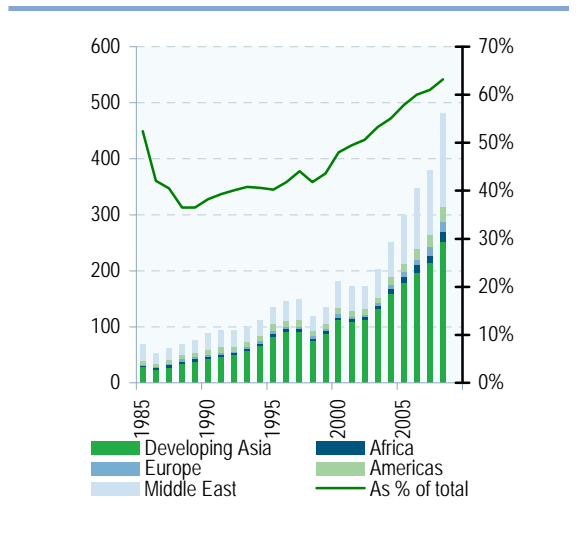
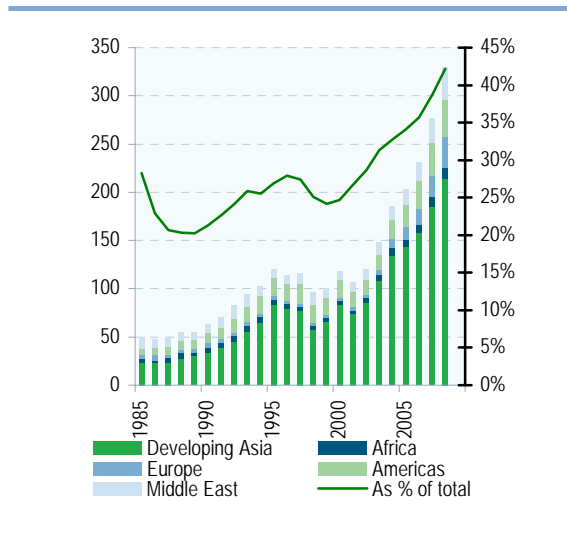
景気低迷期に拡大する関係

危機の最も深刻な段階は過ぎ去ったようだ。しかし世界経済の完全な回復の見通しは依然厳しく、アジア諸国経済は、今後どこに次の成長の原動力を見いださうかが課題となる。中国をはじめ多くの国が輸出に代わり内需主導に策を転じた一方で、既に成熟した国内経済と高齢化が進む社会を抱える日本は、大規模な社会改革が実現されない限り、内需主導の選択肢も限られてくる。外部的成長の追求こそが、これからの日本における経済戦略の中核要素であり続ける、と当行は考えている。しかし他の先進諸国が今後数年にわたり引き続き経済再編を進めていくと思われることから、焦点は日本の新興国市場との経済関係に移るだろう。

実際、2003年以降の日本の成長サイクルに見られる顕著な特徴として、新興国市場との貿易増大が挙げられる。この動向は2008年末まで続いた(図1および図2を参照)。現在では新興国市場が日本の貿易相手国として輸出の40%、輸入の60%を占めるに至っている。この関係は、アジア危機がピークに達した短期間を除き、この20年にわたり拡大を続けてきた。

図1: 日本の対新興国市場向け輸出

図2: 日本の対新興国市場向け輸入



出所: CEIC

出所: CEIC

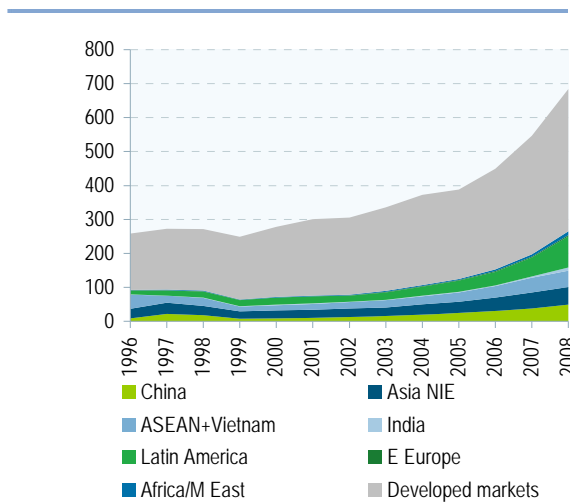
重要な開示事項は末尾にあるディスクロージャー・アペンディックスに掲載しております。



「日本株式会社」の安全な投資先は新興国市場

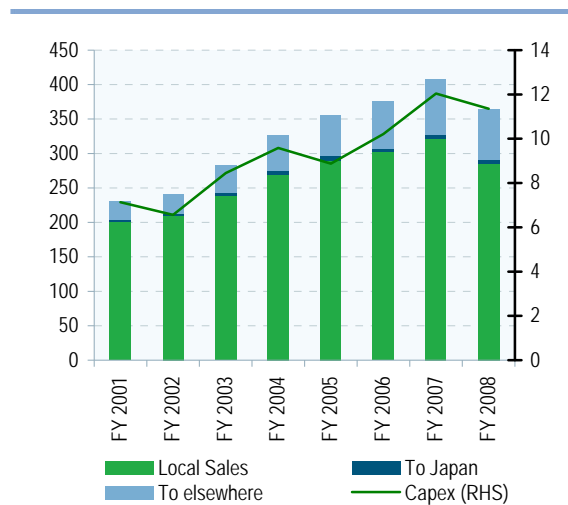
その一方で、日本の新興国市場への進出状況は現在、物品の貿易をはるかに超えている。対外直接投資(FDI)のデータによれば、同域における日本株式会社の投資能力は近年急速に拡大している(図3参照)。2003年から2008年までに先進諸国経済における日本のFDIのストックは70%増大したのに対し、アジアは150%(526%のインドと220%の中国がトップを占める)、ラテンアメリカ313%、東欧230%、アフリカおよび中東289%だった。その結果、新興国市場が日本のFDIストック全体に占める割合は、10年前の25%から2008年には38.7%にまで増加した。

図3: 日本の対外直接投資ストック(単位:十億米ドル)



出所: JETRO

図4: 日本企業の子会社の売上(在北米+欧州)
(単位:十億米ドル)



出所: 経済産業省

日本企業の在外子会社の統計からも、新興国市場における日本の経済ネットワークの拡大がうかがえる(図4および図5を参照)。在外子会社の世界における総売上高は、2007年度(2008年3月31日に終了した年度)に日本のGDPの18%近くに相当する7,770億米ドルのピークを記録した後、2008年度には7,530億米ドルに減少した。地域別内訳を見ると、減少は北米と欧州の先進地域が中心で、この2地域を除き、主にアジアをはじめとする新興国市場地域の売上高は、内需増加を背景に2008年度も増加し続けた。同様に、2008年の在外子会社による海外での資本投資額も、北米と欧州では減少する一方で、他の地域では急増したことが明らかになっている。

最後に言及した点については、合併買収(M&A)の別のデータからも裏付けられる(図6を参照)。2008年、日本企業は海外で積極的にM&A活動を展開し、M&Aの取引総額は2007年の2.6兆円から6兆円に増加した。金額ベースで、2008年第1四半期から2009年第1四半期までのM&A活動の34%は新興国市場を対象としたもので、近年では最大の割合となった。この比率は、数量ベースでは48%とさらに大きくなる。これは、新興国市場では取引規模が平均して小さいためである。上記のFDIの動向と一致して、M&Aの対象先としてアジアがトップを占め、ラテンアメリカも重視されている。

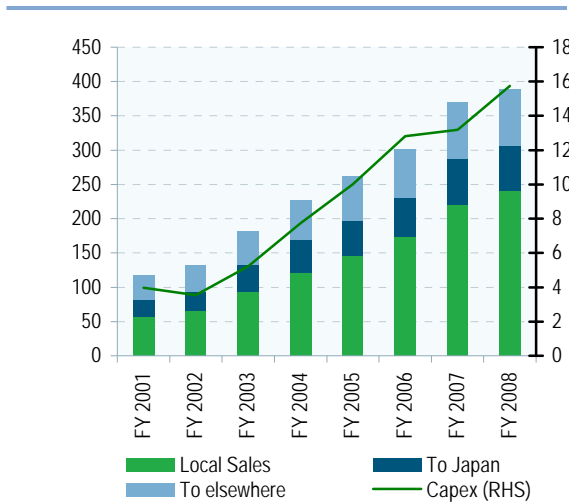
この動向はいったん落ち着いたのち、再度加速する見込み

こうしたことを勘案すると、日本株式会社の海外活動は、現在の危機が勃発する前から既に先進国市場から新興国市場に重心を移し始め、昨年の先進諸国の需要の急減によって、この動きはさらに加速したと言える。これは、アジア危機(1998-2002年)の直後に日本の対新興国市場投資が縮小したことと対照的であり、現在の危機は経済原動



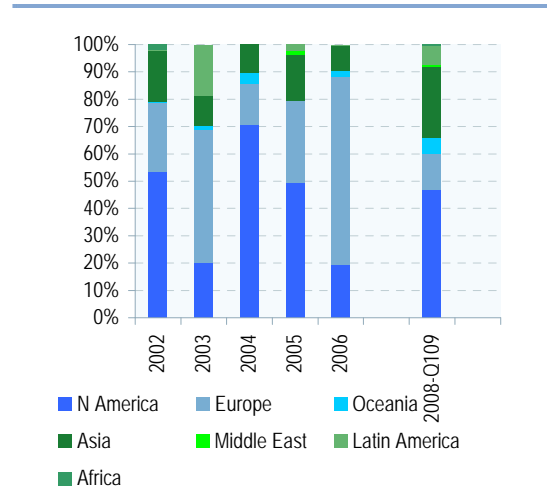
力の東へのシフトを加速化させているとする、これまでの当行の見解を立証するものである。上記図 4 に示されているとおり、日本企業の欧米における対外事業活動の大部分は進出先国における販売を目的に計画されている。しかし今や西欧諸国の大半は、今後数年平均以下の成長が続くと予想されており、こうしたベンチャーの存在意義が問われることになる。

図 5: 北米および欧州以外の地域における日本企業の子会社の売上(単位: 十億米ドル)



出所: 経済産業省

図 6: 日本の海外における M&A の地理的内訳



出所: ESRI, Mergermarket

一方、日本の新興国市場への投資はさらに多面的な役割を果たしている。日本企業の在外子会社は、進出先国での販売に加えて、日本への「逆輸入」にもとりわけ力を入れている。これは、海外の安い生産費を反映した現象である。こうした海外生産能力の再利用・展開により、日本株式会社は、新興国市場のより底堅い成長見通しから利益を得るばかりか、日本市場でのコスト競争力の強化も可能となる。

今年初頭の市場の激しい変動に伴い、日本企業は対外投資により慎重な姿勢をとり始めたと伝えられている。しかし混乱が収まれば、日本株式会社の新興国市場における事業拡大を鑑みると今後の見通しは依然好ましいと思われる。上記の経済的要因に加えて、当行が示した米ドルの大幅な下落予測が現実のものとなれば、日本企業がさらに外に目を向けるインセンティブはますます高まるだろう。もうひとつの要因として、在外子会社から支払われた配当のうち 95%の課税が免除される新税法が最近実施されたことが挙げられよう。

看過は自己責任

最後に、上記の分析から、日本株式会社の新興国市場セクターの成長が、国内経済に構造的影響を及ぼしうる規模にまで達したといえるだろう。第一に、これはすなわち企業セクターの逆輸入能力が継続的に増大することを意味し、インフレを抑制するとともに長期的に見て政策の急激な引き締めリスクを緩和するものと思われる。第二に、為替レートの企業収益に及ぼす影響が引き続き低下し、円高耐性を強められると思われる。第三に、国内経済にとってのプラスは、国内総生産(GDP)ではなく、海外からの所得の純受取も加えた国民総所得(GNI)に表れるだろう。GDP と GNI の差は、10 年前には GDP の 1.7%にすぎなかったが、2007 年と 2008 年には 3.3%に達している。これは、このセクターからの多額の所得の流入を裏付けるものである。



ディスクロージャー・アペンディックス

免責条項

スタンダードチャータード銀行(以下、SCB)は、当資料または当資料に掲載もしくは言及されている情報に関して、明示、黙示もしくは法律上のものを問わず、いかなる種類の表明も保証もするものではありません。

当資料は、金融商品取引法(FIEL)の定めるところにより、特定投資家に配布されるもので、情報の提供のみを目的とし、FIELに規定される金融商品取引あるいは銀行法に規定される特定預金等を勧誘するためのものではありません。

当行は、以下のいずれかでない限り、米国人に証券を提供もしくは販売することはありません。

(A) 当該証券が米国証券取引委員会およびすべてのしかるべき合衆国当局に販売対象として登録されている、又は、

(B) 証券または特定取引が合衆国連邦および州の証券法に基づく適用除外の対象になっている。

当行はまた、以下でない限り、米国人に証券を提供もしくは販売することはありません。

(i) 当行、当行の関係会社およびしかるべき者が商取引を行うため適切に登録されているまたは免許を受けている、又は、(ii) 当行、当行の関係会社およびしかるべき者が合衆国連邦および州の適用法に基づく適用除外の資格を有する。

当資料に記載されている情報は、情報提供を唯一の目的に提供されています。

情報は、取引の開始やヘッジ戦略、取引戦略または投資戦略の採用をいかなる者に対しても提案、推奨または勧誘するものではなく、また、レートや価格の将来の動向を予測するものでも、かかる将来の動向が説明にある動向を上回るようなことはないことを表明するものでもありません。当資料を活用される皆様におかれましては、当資料に言及されている証券、金融商品または投資戦略への投資の適合性についてアドバイスを求めるようお勧めします。また、将来の見通しに関するステートメントは必ずしも実現されない可能性があることをご理解ください。意見、予測および推定は通告なく変更されることがあります。

当資料に記載されている証券または金融商品のいかなるものの価値および収益も上下する可能性があり、投資家にとって収益が投資額を下回る場合もあります。

外貨建て証券および金融商品は、かかる証券および金融商品の価値、価格および収益に好影響もしくは悪影響を及ぼしうる為替相場変動の影響を受ける場合があります。

過去のパフォーマンスは類似の将来の結果を示唆するものではなく、また将来のパフォーマンスに関する表明や保証も行われるものではありません。

SCBは、法律もしくは税務のアドバイザーではなく、かつ法律や税のアドバイスを皆様に提供するとは表明していません。

投資に関する法律上または税務上の影響について疑問がございましたら、別途法律および/または税務のアドバイザーにご相談されることをお勧めします。

SCB、および/または関連会社は、当資料に記載された商品または通貨のいずれかのポジションを保有する場合があります。SCBは、当行のポリシーおよびプロシージャーおよび当行の規制当局の規則に基づく場合を除いて「インサイダー」情報を含む秘密情報が公に開示されないことを確保する一策として、ポリシーおよびプロシージャーを整備するとともに、SCBの調査部門と公共・民間事業部門の間に物理的情報障壁を設けています。当資料に記載されていることに関しては、ご自身で判断くださるようお願い申し上げます。

SCBおよび/またはSCB企業グループのメンバーは、適用される法令の認める範囲で、いつでも、ウェブサイト上に言及されている証券または金融商品を買戻しもしくは売り持ちし、またはかかる証券もしくは関連のある投資に重大な利害関係を有している場合があります。あるいはかかる投資に関して唯一のマーケットメーカーであり、またはかかる投資の発行者にアドバイス、投資銀行業務または他のサービスを提供するもしくは提供したことがある場合もあります。

SCBは、当資料の不備、誤り、欠陥、過失、間違いまたは不正確さなどから生じる、あるいは当資料またはその一部または内容や関連サービスが利用不可能であったことから生じる損失、損害または費用を含む、当資料の使用から直接的または間接的を問わずいかなる方法で生じるあらゆる損失または損害についても、一切の責任を負わず、将来責任を負うこともありません。

著作権: スタンダードチャータード銀行 2009 年

当資料に掲載されるすべての資料、テキスト、記事および情報の著作権は、スタンダードチャータード銀行の所有であり、当行の署名権者の許可をもってのみ複製できます。第三者によって作成された資料の著作権およびかかる第三者の著作権に基づく諸権利はこれをもって確認されます。第三者に帰属しない他のあらゆる資料の著作権および編集物としてのこれらの資料の著作権は、スタンダードチャータード銀行に帰属し、いかなるときもスタンダードチャータード銀行の著作権であり続けるものとし、スタンダードチャータード銀行のために事業目的である場合を除いて、複写も使用も禁じられています。無断複写・転載を禁じます。©2009 スタンダードチャータード銀行

アナリスト保証事項

この調査レポートの内容に責任を持つリサーチアナリストは、以下を保証します。(1) 調査レポートに表明され、リサーチアナリストのものとしてされている見解は、当該の対象証券および発行者および/またはその他対象事項に関するアナリスト個人の意見を正確に反映したものです。(2) アナリストの過去の、現在のまたは将来の報酬のいかなる部分も、直接的または間接的を問わず、この調査レポート中に記載された特定の提言や見解に関係するものではありません。一般的に、提言の有効性は、アナリストの業績評価の一要素です。

データは 2009 年 8 月 10 日 グリニッジ標準時 0:30 現在のものです。本資料は 2009 年 8 月 10 日 グリニッジ標準時 0:30 に公表されます。本資料承認者: リージョナルヘッド・オブ・リサーチ・アジア ニコラス・クワン