

エマージングにとって一人当たり GDP3,000 ドルの壁～タイの教訓～

2009年7月2日

アセットマネジメント部

チーフ・エコノミスト、チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

近年、エマージング向けの株式投資がある種のブームとなっている。昨年秋には「リーマン・ショック」で株価と通貨が共に大きく下落したものの、景気の底打ち観測と共に再び活気が戻りつつある。

エマージング向け株式投資の典型的な成功例は、80年代最後までの戦後日本への投資である。1950～70年代の日本は、今の言葉で表現するとエマージングだった。1960年に策定された所得倍増計画は、その後に高度成長期に入ったこともあり1967年に達成された。かつて日本でも所得が毎年2桁の勢いで伸びた時期があったのだ。日経平均株価は、戦後の最も古い記録の1949年5月16日に176.21円、最高値は1989年12月29日の38,915円だった（注1）。日本は戦後エマージングから身を起し、先進国入りした典型的な成功例である。

エマージングへの株式投資は、日本のような成功例では長期的に高いリターンが得られる。しかし、全てのエマージング向け株式投資がそうとは限らない。ここではタイの例を取り上げ、エマージング向け株式投資の留意点を整理しておこう。

1. エマージング発展の図式

発展途上国の経済発展には様々なパターンがあり、その方法論も時代と共に変わってきた。しかし、一人当たりGDP(年間)に着目して経済成長の歴史を類型化（注2）すると、以下ようになる。

図表1 経済発展段階別の特徴

一人当たりGDP又は国民所得(ドル)	～1,000	1,000～3,000	3,000～10,000	10,000以上
経済成長率	低成長	高度成長(10%前後)	中成長(5%前後)	低成長(2-3%)
政治・行政	独裁体制など	産業(供給サイド)優先	民主体制へシフト	生活優先へシフト
中心的産業	農業	重化学工業	工業全般	サービス業
経済社会の特徴	未開発国	産業インフラ建設 都市化・公害 モータリゼーション 大きな物語(立身出世)	貿易自由化 通貨切り上げ 民主体制の確立	安定成長 社会保障充実 小さな物語(価値観多様化)

〔出所〕各種資料より、りそな銀行作成

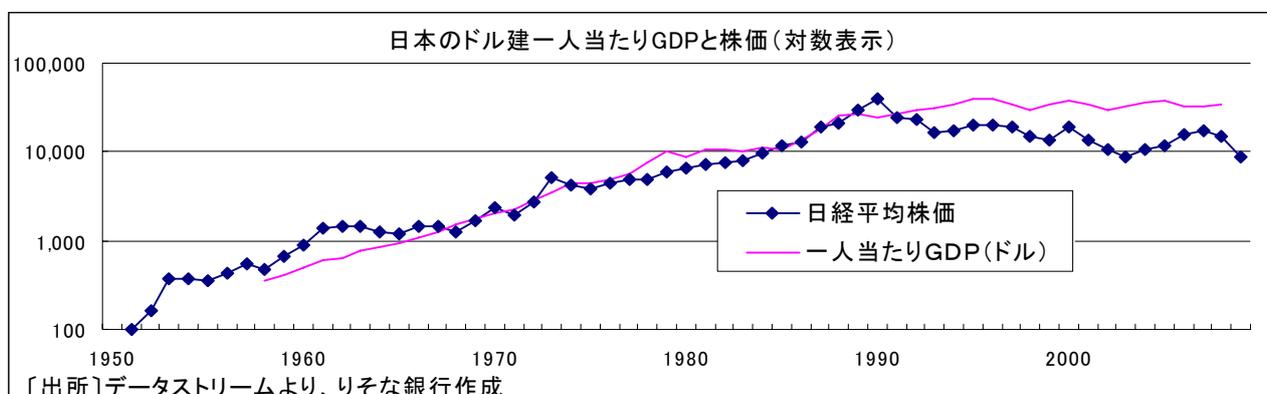
初期段階は、政治の安定による経済成長の始まりである（注3）。近年の例では、インドのような社会主義体制の終焉、ベトナムのような経済制裁が解除されたことによるグローバル経済への組み込み、アンゴラやモザンビークのような内戦の終結、など経済成長を目指せる体制への転換が多い。こうした例の底流には、1991年のソ連崩壊がある。ソ連崩壊で後ろ盾を失った旧東側陣営の社会主義国家が、グローバリゼーションが加速する時代に資本主義へと転換したのである。米国のベトナムへの経済制裁解除やアンゴラでの内戦の終結も、背景要因はソ連の崩壊である。99年ナイジェリアでの民主政権成立、97年インドネシアでのスハルト政権崩壊、なども同じ文脈に位置づけられよう。この段階の産業面での特徴は、工業化の萌芽にある。しかし、中心的な産業はまだ依然として農業など第一次産業だ。

そして、ある程度の経済成長を経て一人当たり GDP が 1,000 ドルに達すると、経済成長が加速する高度成長期に入る。現代の主流は、積極的な外資導入により安い労働力を組み立て加工業で活かし、先進国向けに輸出する成長パターンである。実例としては、80 年代の中国の経済特区政策、90 年代のアジア NIEs、近年の東欧、等である。並行して進められる産業インフラ整備のため、鉄鋼やセメントなど規模の利益の活かせる重厚長大産業が発展し、都市化とモータリゼーションが急速に進展する。経済成長の観点では、既に先進国で効果が実証済の技術や開発計画を完成された後に導入する方が効率的だ。これを後発性の利益と呼ぶが、多くのエマージングが比較的短期間で高成長を実現するカギでもある。経済の発展に伴い社会も大きく変化し、契約遵守、納期遵守、勤労、マイカー、職住分離、といった先進国では普通の価値観やライフスタイルが浸透してゆく。公害や過密化などの社会問題も顕在化する。

そして一人当たり GDP が 3,000 ドルに達すると次のステージに移り、重厚長大産業から軽薄短小と称される産業へのシフト、通貨切上げ、貿易自由化、社会体制の民主化、などが起こる。もう一段高いレベルでの国際競争に耐えうる経済社会体制への移行である。中国の一人当たり GDP は 2008 年に 3,000 ドルを超えたが、2006 年には将来を見越して次のような社会評論が出ていた。「世界的に見ると、1 人当たり GDP が 1,000 ドルから 3,000 ドルまで発展した段階は、高度経済成長期になると同時に、さまざまな社会の矛盾が現われる時期になる可能性が大きいと見られている。いくつかの国はこの段階を経て経済が大飛躍を遂げ、先進国になった。しかし、多くの国は社会の矛盾を上手く処理できなかったため、経済の停滞ひいては逆戻りを招いた（「チャイナネット」2006 年 8 月 22 日、(注 4)」。経済の発展段階が低い国々では、多くの先進国では当たり前の自由主義的な市場経済より、中央集権的で計画経済的な運営方法が選択される場合が多い。チャイナネットの記事が問題視するのは、後者から前者への移行がスムーズでないリスクである。そして、この段階を通じて順調に経済成長し一人当たり GDP が 10,000 ドルを超えると、先進国とみられるようになる。

尚、日本の場合、一人当たり GDP が 1,000 ドルを超えたのは 1966 年、3,000 ドルに達したのは 1973 年だった。モータリゼーションと都市化を象徴するのが高度成長期に急増した一人当たり鉄鋼消費量で、1960 年代に約 3 倍増加し 1970 年にピークを付けた。社会の矛盾では四大公害に加え 1969 年には全共闘など学生運動がピークに達し、1973 年には田中内閣が福祉元年と名付け社会の矛盾を解消する方向へと舵を切った。為替相場は 1971 年のニクソンショックを経て 1973 年に変動相場制に移行した。その後も一人当たり GDP は順調に増加、ピークは円建てでは 1997 年、ドル建てでは 1995 年だった。(注 5)

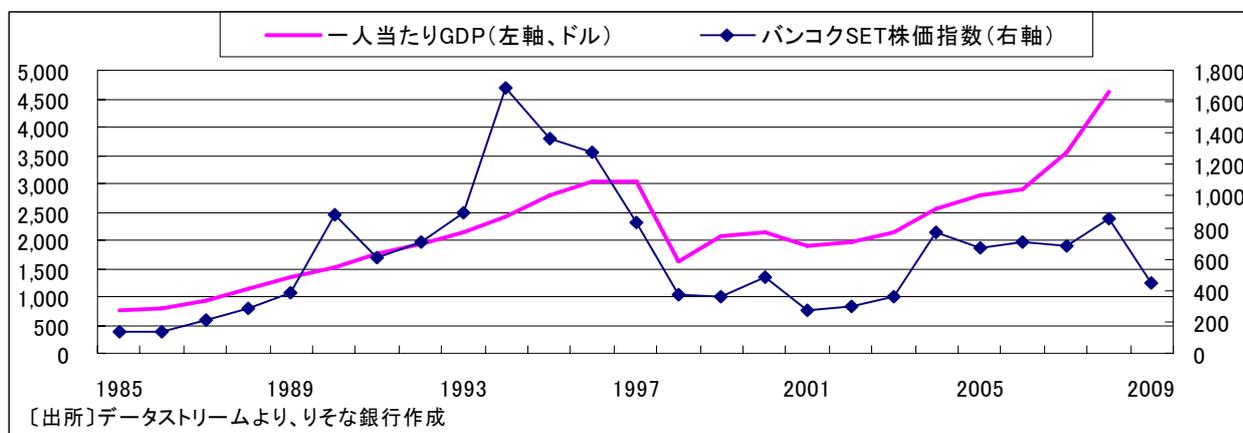
図表 2 日本の一人当たり GDP と株価



2. タイの例

先に引用したチャイナネットが「経済の停滞ひいては逆戻り」と表現した実例がタイである。タイは80年代から90年代にかけ順調に経済成長を続けた典型的なエマージングで、当時はタイ向けの投資信託が一種のブームとなった。ところが90年代半ばに一人当たりGDPが3,000ドルの壁に突き当たると、その後世界に伝播した最初の通貨危機を97年7月に引き起こした。通貨危機の直接的な原因は、拡大する経常収支赤字に対する懸念で、通貨バートのドルとの固定平価を維持できなくなったために起きた資本逃避だった。しかし、その遠因は、馴れ合い資本主義 (crony capitalism)、官民結託 (collusion)、腐敗 (corruption)、隠蔽 (lack of transparency)、など IMF などの国際機関からも批判された制度や慣行の不備にあったとみられている (注6)。

図表3 タイのドル建一人当たりGDPと代表的株価指数



タイの株価は、多くのエマージングが2007年から2008年にかけて最高値を記録する中、代表的な株価指数であるバンコクSET株価指数は94年に付けた最高値の半値辺りに留まっていた。2006年にタクシン首相外遊中に起きた軍部と警察による無血クーデターも、民主体制への移行の難しさを物語っていると言えるだろう。株価は将来の期待を織り込んで形成されるが、株価が最高値をつけた93、94年頃のPER (株価収益率、株価/一株利益) が約30倍と高かった事実は、一人当たりGDPが3,000ドルで特に厚い壁に突き当たることなく、順調に増加することを織り込んでいた、と考えられる。

図表4 タイSET株価指数の株価収益率 (PER)



3. 結論

エマージングへの株式投資に当たっては、将来的に発展する国とそうでない国の選別が肝要である。発展段階別の重要な政策課題を整理すると、まず初期段階は経済成長がテイクオフ（離陸）するきっかけとなりうる社会体制の転換である。次の高度成長期は、外資導入による輸出向け組み立て加工業と規模の利益を活かせる重厚長大産業の育成、都市化とモータリゼーションを実現するインフラ整備、効率的な国土計画、などが重要である。次の中成長期は、チャイナネットの評論にある通り高度成長期に顕在化し始める社会の矛盾、具体的には所得格差や公害などに対処しつつ、通貨価値の上昇や貿易自由化に対応する高度な産業構造への移行が必要である。更に先進国となるのには、内生的成長（注7）を実現する制度設計が重要である。

図表5 各国のドル建一人当たり GDP (2007年)

0～1,000ドル		1,000～3,000ドル		3,000～10,000ドル		10,000ドル以上	
ルワンダ	320	カメルーン	1,050	タイ	3,400	ハンガリー	11,680
ジンバブエ	340	ボリビア	1,260	イラン	3,540	スロバキア	11,720
ウガンダ	370	モンゴル	1,290	アルジェリア	3,620	チェコ	14,580
バングラディッシュ	470	スリランカ	1,540	ブルガリア	4,580	サウジアラビア	15,470
カンボジア	550	コンゴ	1,540	南アフリカ	5,720	韓国	19,730
ケニア	640	エジプト	1,580	ブラジル	5,860	イスラエル	22,170
ウズベキスタン	730	フィリピン	1,620	アルゼンチン	6,040	ニュージーランド	27,080
ベトナム	770	インドネシア	1,650	ルーマニア	6,390	香港	31,560
セネガル	830	パラグアイ	1,710	マレーシア	6,420	シンガポール	32,340
パキスタン	860	モロッコ	2,290	ロシア	7,530	日本	37,790
ナイジェリア	920	中国	2,370	トルコ	8,030	フランス	38,810
インド	950	アンゴラ	2,540	チリ	8,190	米国	46,040
		ウクライナ	2,560	メキシコ	9,400	スイス	60,820
		アゼルバイジャン	2,640	ポーランド	9,850	ルクセンブルグ	72,430
		エルサルバドル	2,850	ラトビア	9,920	ノルウェー	77,370

〔出所〕世界銀行のデータをもとに、りそな銀行で編集

(<http://siteresources.worldbank.org/DATASTATISTICS/Resources/GNIPC.pdf>)

尚、本レポートでは、経済発展は工業化を前提としてきた（注8）。しかし実際には、エネルギー資源や鉱物資源など天然資源に恵まれれば、工業化や社会の民主化を経ずに、所得水準が一定レベルに達することはある。こうした所与の条件として存在する天然資源、気候条件、土地や水など事実上の財産、人口、などを総称して要素賦存と呼ぶが、メリットとデメリットは表裏一体である。やや古い言葉に「オランダ病」という現象がある。かつてのオランダは原油輸出に依存する形で貿易収支が黒字だったが、そのことで通貨が割高となり、産業構造の高度化が遅れたことを意味する。オランダ病と表裏一体なのだが、石油ショック（1970年代）後の日本は、石油が採掘できないがために省エネ技術が発達したと見られている。この時代の技術革新こそ、日本企業が世界で躍進する原動力となり、日本の一人当たりGDPが先進国の1つの基準である10,000ドルを超える礎となったものである（図表2）。近年のエネルギー、資源価格の上昇を「コモディティ・スーパー・サイクル」と呼び構造的な現象だとする見方がある。しかし「必要は発明の母」という格言にある通り、超長期的にはもっと動的なダイナミズムを想定する方が現実的ではあるだろう。

以上

(注1) 「ベトナム株(戸松信博著、アスペクト刊)」17 ページでは、1955 年に店頭公開したソニー(当時の社名は東京通信工業)を、当時の株価 138 円で単位株の 1,000 株を買い、2000 年 3 月まで保有すれば、無償増資も勘案すると、時価総額 26 億円、受取配当の総額は 7,500 万円、と試算している。

(注2) 厳密には、国別の比較は時点が異なるためインフレ分だけ貨幣価値が異なるし、ドルの価値も安定し続けたとは言い難いが、概ね比較可能な分岐点で分類した。また、一人当たり GDP に代えて国民所得、重要な分岐点を 3,000 ドルではなく別の水準(代表例は 90 年価格の米ドル 2,000 ドルとした元 OECD のエコノミスト、アンガス・マディソン(Angus Maddison)氏)に置く例があることを付記しておく。

(注3) 世界銀行は発展途上国に開発援助などを実施する国際機関だが、総裁のゼーリック氏は、発展途上国の開発問題の解決に向け経済だけでなく政治にも着目する「ポリティカル・エコノミー」を特に重要視することで知られている。

(注4) 記事のタイトルは「静かな革命」、副題に「中国の所得分配制度改革」と付けられている。

http://j.peopledaily.com.cn/2006/08/23/print20060823_62428.html

(注5) 1950 年から 3 年間にわたり朝鮮半島では北朝鮮と韓国の間で朝鮮動乱と呼ばれる戦争が勃発、日本に特需をもたらした。戦後日本の経済復興においては、東西冷戦を背景に、日本の共産主義化を防止するため米国がバックアップした影響も大きい。

(注6) 一部には、タイの通貨危機はヘッジファンドが仕掛けた単なる投機だとする見方がある。しかし、タイを始めこの時期のアジアの経済成長は生産性の向上を伴っていないためいずれは行き詰る、としたクルーグマン氏(2008 年ノーベル経済学賞受賞)の分析に説得力があるのも事実であろう。

(注7) 経済成長が直線的に進むなら、すべての発展途上国がいずれは先進国となる。しかし、現実の歴史はそうっていない。この事実の説明として、経済成長の源泉が外国からの技術やノウハウなどの導入や移植ではなく、国内部門での連続的な絶えざる生産性向上によるもの、とする考え方。

(注8) 上記注 2 と同様に地政学的要因も重要である。米国は「不安定の弧」(バルカン半島から中東、東南アジアを経て朝鮮半島に至る帯状の紛争多発地域で、民族・宗教紛争を背景としたテロが絶えない地域。米軍の駐留が少なく、海軍の管轄ではパキスタン以西はアフリカ軍、以東はハワイを本拠地とする第七艦隊とされている)への対策からインド、パキスタン、インドネシアなどを重視していると見られる。

- ・本資料は、お客様への情報提供を目的としたものであり、特定のお取引の勧誘を目的としたものではありません。
- ・本資料は、作成時点において信頼できると思われる各種データ等に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性または完全性を保証するものではありません。
- ・また、本資料に記載された情報、意見および予想等は、弊社が本資料を作成した時点の判断を反映しており、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により、予告なしに内容が変更されることがありますのであらかじめご了承下さい。
- ・本資料に関わる一切の権利はりそな銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを固くお断りします。