

海外資金がアジア経済に与える功と罪

～年末にかけて再び景気維持と物価安定の舵取りを困難にする種になろう～

発表日：2013年2月21日(木)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主任エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 先進国による量的金融緩和などで世界的な資金供給量はかつてない規模になる中、国際金融市場の環境改善で投資家マインドは好転し、リスクマネーの動きが活発化している。堅調な景気拡大が続くアジア新興国には海外資金が流入しており、株式や不動産といった資産市場は活況を呈している。過去の金融市場の混乱を経て投資家の姿勢は慎重さが窺えることから、国ごとに状況は異なるなどファンダメンタルズを反映した動きもみられる。ただし、先行きも比較的高い成長が期待出来るアジアには今後も資金流入が起これると見込まれ、内需の押し上げを通じて各国景気を下支えすると予想される。
- 足下のインフレ率は低位に留まる中、各国は金融緩和を通じて内需下支えを図っている上、外需の回復も見込まれることから、先行きの景気は緩やかに底離れが進むと期待される。一部の国は海外資金の流入による本国通貨高を嫌う動きをみせており、対応策の中身によっては景気が上・下に大きく振れる可能性に注意する必要がある。一方、足下ではマネーサプライの伸びに底打ちの動きが窺える中、海外資金の流入などは過剰流動性を生んで資産バブルを起こす懸念がある。さらに、各国の堅調な景気や世界経済の底打ちを背景に商品市況の上昇が見込まれることから、インフレ圧力が高まることも予想される。年後半にかけて、アジア新興国は景気維持と物価安定の間で再び難しい政策対応を迫られることになろう。

《国際金融市場の混乱一服で海外資金の流入圧力が高まり、アジアの資産市場は全般的に活況を呈している》

- 昨年後半以降、先進諸国による相次ぐ追加的な量的金融緩和政策の実施などにより、国際金融市場に流通している資金供給量はかつてない規模に達するなど、世界的にカネ余りが懸念される状況が続いてきた。一方、足下では欧州債務問題に対する警戒感が一時に比べて和らいでおり、投資家のリスク許容度に改善の動きがみられるなど、国際金融市場を取り巻く環境は大きく変化している。さらに、近年は世界経済のけん引役として期待されてきた中国経済に底離れの動きが出ていることに加えて、米国経済にも予想外に底堅さが窺えるなど、世界経済に自律的な底入れ感が高まっている。こうした状況が相俟ってリスクマネーの動きが活発化しており、これまで長きに亘って比較的低リスクの低い国債などに流入してきた余剰資金は株式市場などよりリスクの高い資産市場に流入し、こうした動きは先進国のみならずアジアを中心とする新興国にも広がりをもたせ、世界的な動きに繋がっている。特に、アジア新興国は世界経済が減速した中でも内需をけん引役に比較的堅調な景気拡大を続けてきたほか、足下では世界経済の底打ち感を背景に外需の回復も期待され、景気は引き続き拡大すると見込まれることも海外資金の流入を後押ししている。
- このように国際金融市場で資金の動きが活発化する中、ASEANをはじめとするアジア新興国の株式市場は昨年後半以降上昇基調を強めており、年明け以降も多く国でこうした動きが続いているほか、フィリピンやインドネシア、タイでは主要株式指数が過去最高値を更新するなど活況を呈している。さらに、海外資金の流入は株式市場のみならず、国債市場や為替市場など資本市場全般に広がっており、株式、国債、通貨の「トリプル高」に見舞われる国も現れている。他方、いわゆる「リーマン・ショック」に始まる世界金融危機や、欧州債務問題をきっかけとする金融市場の混乱を経て、投資家の行動には以前に比べると慎重さが高まっている様子も窺え、こうした資金流入の波に乗ることが出来る国と、そうでない国が分かれている。両者を大きく括ると、一昨年の洪水からの復興という特殊事情があるタイを除けば、個人消費を中心とする内需がけん引役となって景気拡大を続けているフィリピンなどと、相対的に輸出依存度が高いことから、国内景気が海外経済の

動向の影響を受けやすい台湾や韓国などに大別することが出来る。アジア新興国の主要株式指数は構成銘柄が少なく、海外資金の動きを含む市場環境に左右されやすいことから、足下の状況について過熱感を指摘する向きもある。しかし、これらの国々は依然力強い景気拡大を続けていること、当面においては世界的に資金供給量が急速に縮小する可能性が低いことを鑑みれば、しばらくは高値圏での推移が続く可能性もあろう。

- 多くのアジア新興国においては、中長期的な人口増加や近年の経済成長による購買力の向上などを背景に、不動産需要の拡大が見込まれており、アジア新興国に流入している海外資金の一部は不動産市場などにも流入している。こうした動きは香港やシンガポールといった金融センターのみならず、アジア各国に広がっており、政府主導による引き締め政策の影響で調整模様が続けてきた中国においても、足下では不動産市況に底入れの動きが出ているほか、ASEAN諸国でも旺盛な建設需要を追い風に不動産価格は上昇基調を強めている。
- アジア新興国においては、その国の経済構造やファンダメンタルズ、国内金融市場の状況などが海外投資家の動きに影響を与えており、国ごとに違いは生じているものの、足下の底堅い景気を背景とする海外資金の流入によって幅広く資産市場は活況を呈している。

図1 アジア新興国の株価動向の推移

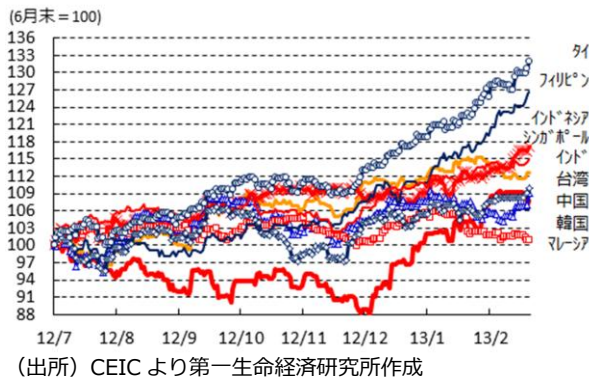
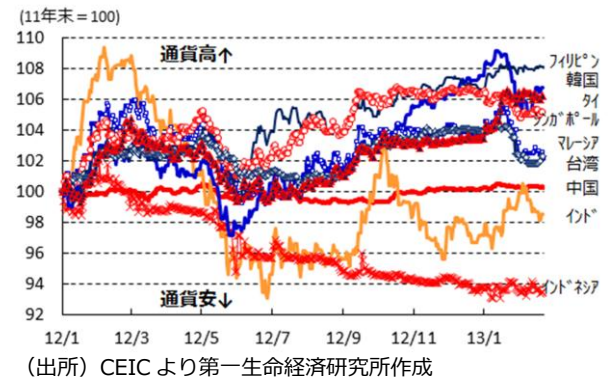


図2 アジア新興国の対米ドル為替動向の推移



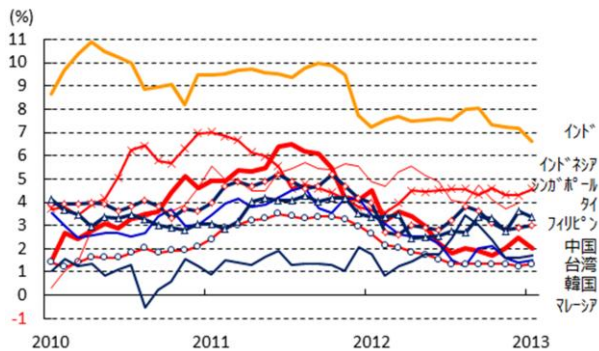
《資金流入は成長を促す一方、インフレを助長する可能性もあり、政府・中銀の舵取りは困難が予想される》

- このようにアジア新興国では海外資金の流入が活発化しており、ASEAN諸国においては公共投資を通じて景気拡大を図ろうとする動きが強まる中、これによる雇用改善などが個人消費を押し上げるなど内需をけん引役に堅調な景気が続いていることから、資金需給の改善は内需を一段と押し上げることが期待される。足下の多くのアジア新興国のインフレ率は比較的低位での推移が続いており、各国の中銀は引き続き現行の緩和的な金融政策のスタンスを維持することで景気の下支えを図る姿勢をみせており、これも先行きの内需を下支えすると見込まれる。さらに、世界経済を巡っては自律的な底入れ機運が出ており、外需の底打ちも進むと思われることから、外需依存度が相対的に高い国々を中心に景気の底離れを促すことも考えられる。海外資金については、足の速い短期資金を中心に国際金融市場の環境に応じて流出に転じることも予想されることから、欧州債務問題が再び金融市場の注目を集めるという状況に陥る可能性はゼロではなく、先行きも足下の調子で流入が続くかは不透明である。一方、ASEAN諸国などは世界経済の動向が不透明な中であっても、内需拡充策をてこに堅調な景気拡大を続けてきたことを鑑みれば、アジア新興国は総じて比較的高い成長を続ける可能性は高いと見込まれ、世界的な過剰流動性相場が続く場面では海外資金を惹きつけやすい状況が予想される。
- 足下のインフレ率は依然として低い水準に留まっているものの、世界経済の回復が見込まれることに加えて、国際金融市場は過剰流動性相場の様相を呈しており、以前のように商品市場に余剰資金が流入して市況の上昇を引き起こす可能性は燻っている。多くのアジア新興国においては、消費支出に占める食料品やエネルギーなど必需品の割合が相対的に高く、これらの価格上昇が物価全体に与えるインパクトは大きくなりやすい。他方、NIES諸国などのように相対的に輸出依存度が高い国においては、海外資金の流入による自国通貨高圧力が

輸出に悪影響を及ぼすことを懸念して自国通貨安誘導を図る、ないし短期資金の流入の抑制策を示唆するなどの動きもみられる。自国通貨安を目的とする為替介入を実施する場合、不胎化しきれない資金は市中に供給されて過剰流動性懸念を増幅させる可能性があることから、これが物価上昇圧力を引き起こすことも懸念される。一方、資金流入抑制策の実施は自国通貨高の阻止には繋がると期待されるものの、投資家からの信認低下を招く可能性があるなど注意が必要である。多くのアジア新興国は経常黒字を抱えるなど貯蓄超過状態にあることから、国内資金を活用することにより成長率の向上を図ることは可能だが、現実には金融市場が未成熟であるため、その機能を十分に発揮することが出来ていない。したがって、成長の原資となる資金流入を阻害することに繋がる可能性もあることから、各国の対応には慎重さが求められる。

- 足下では、直ちに物価上昇が警戒される状況とはなっていない。しかし、内需をけん引役に堅調な景気が続く中、ASEANを中心に賃上げ圧力が高まる動きが広がっていることから、物価上昇圧力が高まりやすい環境にある。さらに、各国は緩和的な金融政策を続けてきたことでマネーサプライ（M2）の伸びは底打ちしつつある中、海外資金の流入による影響も重なり、先行きは資金供給量が一段と拡大することも予想される。このように、先行きのアジア新興国においてはインフレが進行しやすくなることが想定されることから、各国の金融政策は徐々に引き締めスタンスを強める必要性が高まるであろう。足下においては、余剰資金の流入などを背景に香港やシンガポールの不動産市場は急上昇して最高値を更新し続けているほか、ASEAN諸国でも大規模開発などの影響で大都市圏を中心に上昇基調を強めるなど、一部でバブルに繋がる動きも窺われつつある。アジア新興国の資産市場の規模は依然小さいことから、海外資金の流入によって株式などを含む資産価格の上昇が実体を伴わないレベルに達する可能性も懸念される。さらに、多くのアジア新興国はエネルギー資源を輸入に依存しており、世界経済の回復に伴ってこれらの価格上昇も避けられなくなることを鑑みれば、自国通貨高を容認することで輸入物価を抑えることも必要になると考えられる。年末にかけて、アジア新興国経済は外需の回復を追い風に緩やかに底離れが進むと期待される一方、景気と物価の間で政策対応は難しい舵取りを要することが予想される。

図3 アジア新興国のインフレ率の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図4 アジア新興国のマネーサプライ(M2)伸び率の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

以上