

アジア経済事情：金融不安に積極的な対応を見せるアジア諸国

～金融システム不安に基づく流動性不足解消に向けて、各国は事情を踏まえつつ流動性拡大へ～

発表日：2008年10月16日（木）

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 副主任エコノミスト 西濱 徹 (03-5221-4522)

(要旨)

- 米国発の世界的な金融不安は、アジア新興国の金融市場にもそれまでの投資資金の逆流を通じて影響をもたらしており、金融市場の発達の未熟さも相俟って金融機関間の疑心暗鬼から流動性不足に陥る事態が相次いでいる。こうした状況から、アジア新興国の金融当局は様々な形で流動性供給策を打ち出しているものの、ファンダメンタルズの違いが対応策に少なからず影響を与えている。
- 中国や台湾などのインフレ懸念が縮小した国では、先進国による緊急協調利下げに対応する形で利下げと準備率の引き下げに踏み切る向きもある一方、インフレ懸念の残る韓国では同様の対応がさらなるファンダメンタルズ悪化懸念から外国人投資家に売り込まれる状況に陥っている。また、インドではインフレ懸念への対応から準備率の調整に留めるも頻度が高まるなど、難しい状況が続いている。
- その他のアジア新興国も金融不安への対応から実質的な金融緩和策に動いている。ただし、世界的な金融不安が外国人投資家を中心にアジア市場での売り圧力をもたらし、実体経済への悪影響は避けられそうにない。流動性供給そのものには金融市場の機能保持の面で意味があるものの、過度の対応は後のファンダメンタルズ悪化に繋がる懸念を生む。景気下支えの観点から財政政策を打つ国も増える中、細かなモニタリングによるバランスある金融・財政政策運営が求められる局面を迎えている。

《米国発の世界的な金融不安に加えて実体経済の悪化による成長モデルに狂い、資本市場で資金逆流の動き》

- 9月半ばの米国大手証券会社の破綻をきっかけとする世界的な金融不安の拡大は、高成長への期待を背景に欧米をはじめとする外国人投資家による投資資金が流入してきた新興国に資金の逆流という事態をもたらしている。とりわけ、多くのアジアの新興国はここ数年、低廉な労働コストと豊富な労働力を梃子に先進国向けの工業製品の輸出を軸とする成長を治めてきたものの、米国発の金融不安をきっかけに実体経済の悪化懸念が高まる中で、こうした成長の循環に狂いが生じたとの思惑がさらなる売り圧力を生んでいる。
- 世界的な金融不安は、新興国の金融市場においても金融機関どうしの疑心暗鬼を生まれていることで資金の逼迫感が生じ、銀行間金利が急上昇するなどの影響が出始めている。こうしたことから、アジアの金融当局の中には、今月8日に先進諸国による緊急協調利下げを行った後、この動きに追随して中国が政策金利の引き下げを発表するなど、矢継ぎ早に金融支援策を打ち出す動きもみられる。
- その後も、金融当局が市場への資金供給の拡大を打ち出すなどの方策も相次いで出されているものの、各国の株式市場におけるプレイヤーの多くが外国人投資家であることから、彼らのリスク許容度の低下や流動性需要に基づく換金売りに左右される状況が続いており、アジア新興国の通貨・株式・債券といった資本市場の動静は、先進国での資本市場の動きに大きく揺さぶられる展開が続いている。

《インフレ収束の兆しが見える中国及び台湾における対応は利下げと準備率引き下げによる流動性供給》

- 中国は、8日の先進諸国による緊急協調利下げに歩調を併せる形で緊急利下げを実施した（図1）。同国では、先月の米国大手証券破綻の翌日（9月15日）にも利下げ及び準備率の引き下げを行っている。しかし、その際は政策金利（1年物貸出基準金利）の27bp引き下げを行ったものの（7.47%→7.20%）、1年物預金金利は4.14%に据え置かれ、預金準備率の100bp引き下げも対象から5大銀行と郵便貯蓄銀行を除くなど

限定的な処置に留まっていた。先月の利下げ時には、金融当局が景気下支えを意図しつつも、流動性供給によって足元で収まりつつあるインフレを再び高進させる懸念があったと考えられ、ここ1年余りの金融引き締めにより資金供給が厳しくなったとされる地方や都市部の中小・零細企業の資金需要への対応を重視したとみられる。その一方、今回の協調利下げでは対象を限定することなく、政策金利及び預金金利の27bp引き下げに加えて全銀行を対象に準備率が50bp引き下げられた。価格統制によって足元ではインフレに鈍化の兆しがみられ、金融不安による資金供給不足に対応する姿勢を強く示す意図があったと考えられる。

- 台湾では9日に緊急の金融政策委員会を開催し、先月の常会における12.5bpの利下げに続き25bpの利下げを行う決定をしている（図2）。同国では、原油及び食料品価格の高騰を背景とするインフレ懸念があるものの、足元では原油及び食料品価格が共に調整しインフレ圧力が徐々に低下している。さらに、ここ数年の金融引き締めに伴う内需鈍化で需要インフレ懸念が起き難いこともあり、世界的な金融不安を発端として足元で減速基調が強まっている同国経済に対して下支えを図ることも含めて利下げを後押ししたとみられる。

図1 中国 政策金利とインフレ率の推移

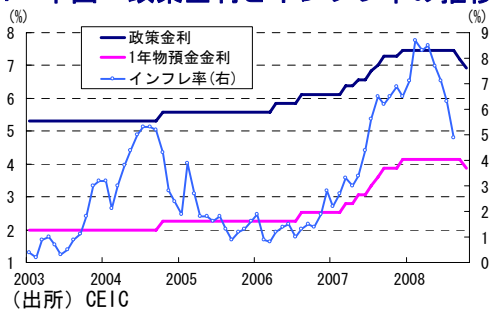
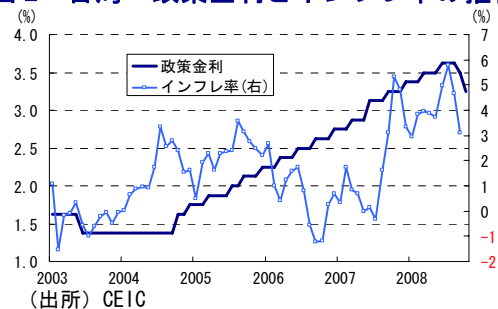


図2 台湾 政策金利とインフレ率の推移



《インフレの高進が続く国での金融安定化に向けた方策は、政策判断面でも難しい状況が続いている》

- 韓国についても、世界的な金融不安への対応から9日の金融政策委員会で政策金利を25bp引き下げる決定を行っている（図3）。ただし、同国の場合は前述の中国や台湾の場合と様相が異なっている。同国においても、原油及び穀物価格の高騰を背景とするインフレ圧力からインフレが高進し、足元では原油価格の調整の影響から鈍化の兆しも見えつつある。しかし、同国では国内の過剰流動性により需要が押し上げられたことによる需要インフレが強まっていたことに加え、経済の輸出入依存度が高く足元の為替安が輸入インフレをもたらすなど構造的なインフレ懸念が高まっている。さらに、外国人投資家のリスク許容度の低下した中で利下げを行うことは、通貨ウォンへの売り圧力を強めてインフレをさらに高進させる恐れがある。当局は、売り圧力に伴う国内からのドル資金流出に備えて、潤沢な外貨準備を利用してウォン買い（ドル売り）介入を行うほか、輸出業者に対してドル供給を行っている。また、政府が8,000億ウォン（6億ドル）規模の中小企業向けの金融支援策を打ち出したほか、金融当局も銀行に流動性供給以外に外債建債務への国家保証付与や預金保険限度額の上限引き上げなど銀行救済策の検討を始め、証券業協会がPKOに向けた基金を設立するなど、対外的なファンダメンタルズの脆弱性を背景にした資金流出の食い止めに躍起になっている。
- インドも世界的な金融不安を発端に国内金融市場での流動性不足が問題になる中で、11日に預金準備率を150bp引き下げることで（9.0%→7.5%）市場に6,000億ルピー（約122億ドル）の資金を供給する策が打ち出された。この方策によって金融市場における流動性不足は解消されているものの、世界的な金融不安が深刻度を増す中の準備として15日には再び準備率を100bp引き下げて4,000億ルピー（約82億ドル）の流動性を供給することを決定している（図4）。その他にも、14日にはレポ取引により2,000億ルピー（約41億ドル）の資金供給を行っているほか、非居住者向けの預金金利を引き上げることで、海外からの資金流入を促すなどの方策が採られている。こうした方策の一方、インドではインフレ率が16年ぶりの高水準

で推移している上、依然として過去に流入した投資資金や大規模な労働者送金による過剰流動性が内需の底堅さを下支えするなど需要インフレ懸念が熾っており、容易な利下げに踏み切れない事情がある。さらに、インドについてもファンダメンタルズの悪化から投資流入の逆流が起こり、通貨ルピーへの売り圧力が輸入インフレをもたらす動きに繋がっている。政府は資金流入を促すべく企業による対外商業借入（ECB）への規制緩和を行ったほか、金融当局もルピー買い（ドル売り）介入を行うことで為替安定化と市場での流動性供給を図る狙いがあり、対応に苦慮している様子が伺える。

図3 韓国 政策金利とインフレ率の推移

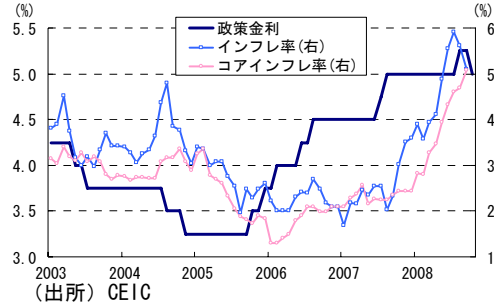
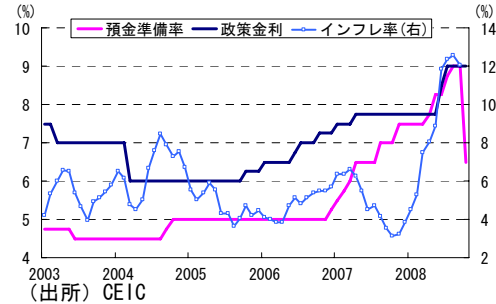


図4 インド 政策金利とインフレ率の推移



《足元の流動性対策には金融健全化に有意なもの、過度な対応にならぬよう細かなモニタリングが不可欠》

- その他のアジア新興国も、世界的な金融不安の増大により実質的な金融緩和に舵を切り始め、通貨及び株式を中心にリスク許容度の低下した外国人投資家や流動性確保のためのポジション放棄が相次ぎ、大幅な売り圧力に見舞われている（図 5, 6）。これまでアジア新興国は低廉な労働コストと労働力を背景に米国を中心とする先進国向けの輸出産業を中心に高成長を収めてきたため、為替の減価は輸出競争力の増大に繋がることで一見すると成長を下支えするようと思われる。しかし、今回の米国発の世界的な金融不安によって、米国や EU 先進国において金融市場のみならず実体経済にも悪影響が及ぶなど、彼らの購買力が先行き大きく下押しされる可能性が高まる中、これらの市場を対象とするアジアの輸出にも減速が避けられない見込である。また、依然として多くのアジア新興国はエネルギーをはじめ国内消費財を輸入に依存し、自国通貨の減価は輸入物価の押し上げに繋がることでファンダメンタルズの一層の悪化が懸念される。
- 財政的に余裕のある国の中には、財政出動による景気刺激策を打つ向きも出始めており、一定程度の景気の下支えが期待されるものの、金融不安が高まる中で資金調達を海外に依存する国にとっては、金利上昇が将来的な財政負担の増大に繋がる可能性がある。さらに、金利の上昇は国内の民間部門による資本投資をクラウディング・アウトし、民間部門の投資機会を奪うことで将来的な潜在性を低下させる懸念をも高めることになり、過度な財政支出を伴う景気対策には依然留意が必要となるであろう。
- 足元の新興国における金融市場の不安は、これらの金融システムが依然として未整備なことで疑心暗鬼が増幅された結果としての流動性不足に陥っていると考えられ、各国が積極的に取り組んでいる流動性供給策には相応の意味があると考えられる。ただし、各国のマクロ経済状況はインフレや国際収支構造などの面で大きく異なっており、画一的な処方箋を用いて対応することは、国際的な資金のやり取りがかつてと比べて格段に大きくなっている中では、意図せざる資本市場での売買を通じて副産物を生じる可能性もあり、各国の金融当局には金融市場のモニタリングを通じた慎重な対応が求められる。また、金融の不安定化が実体経済に影響を及ぼす中で、財政出動による景気の下支えが必要とされる局面が想像される一方、財政への過度の依存はインフレや財政自由度の低下をもたらす懸念から、バランスが求められる難しい運営が迫られる。

図5 アジア 株式相場の推移

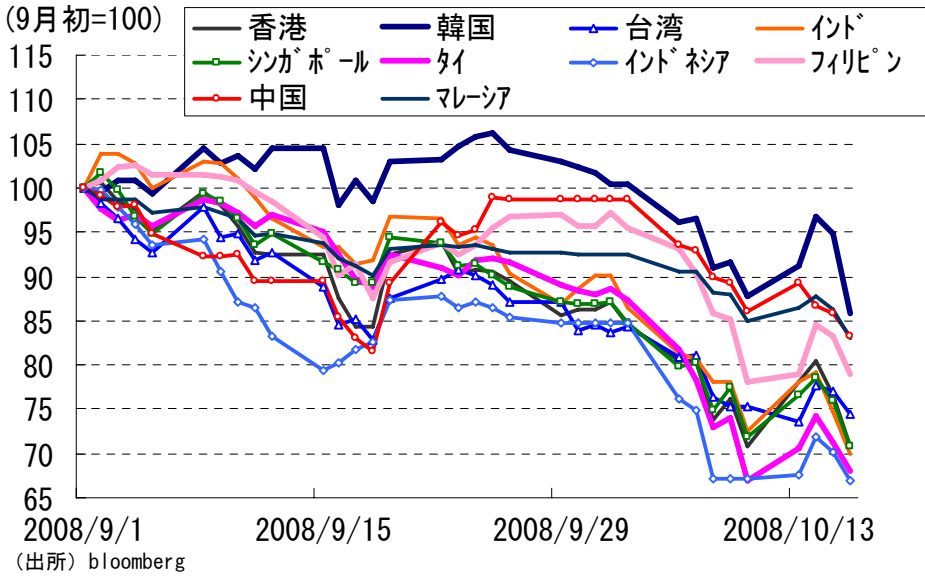
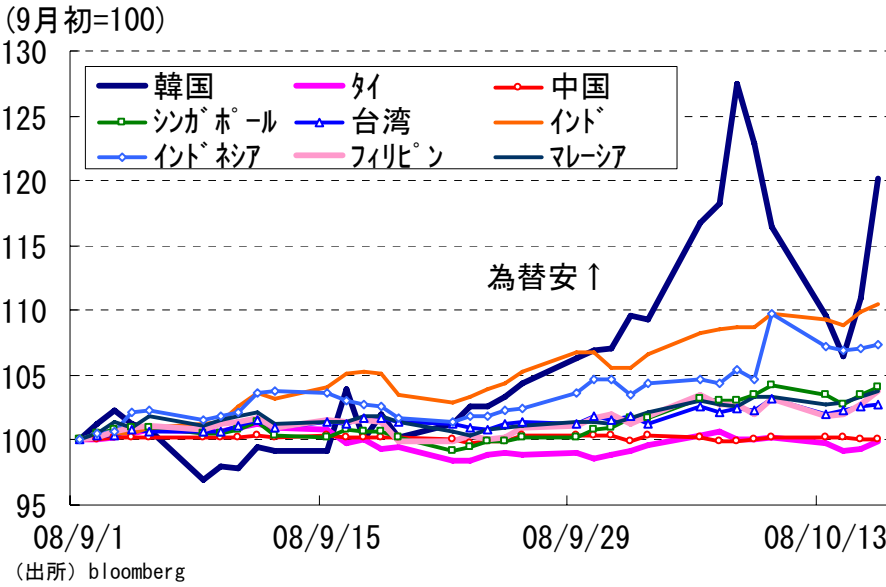


図6 アジア 為替相場の推移



以上