

アジア経済事情：アジア経済の危険性を緩和する直接投資の流入

～世界の投資資金の動きが鈍る中、直接投資の呼び込みが非資源国を下支えする鍵になる～

発表日：2008年7月14日（月）

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)

- 世界的な商品市況の騰勢が続く中、輸入資源により高成長を享受してきたアジアの新興国にとっては、輸入額の押し上げによる経常収支の悪化懸念が強まっている。米国サブプライムローン問題の発覚以前は、資本収支により経常収支の状況が云わば覆い隠される状況にあったものの、同問題発覚後は、証券投資の流入が細ったことで経常収支の状況が国際収支を左右するようになる。さらに、インフレ圧力の亢進によるファンダメンタルズの悪化が、アジア新興国の景気減速懸念を強めている。
- アジア新興国では、昨年来のインフレ圧力をコストプッシュ型インフレによるものと見做し、金融引き締め策を遅らせてきたことで、足元では実質金利がマイナス化する等、過剰消費・投資による需要インフレ懸念をも高めることになった。ここに来て引き締め動き始めているものの、インフレと利上げによる購買力の下押しによる景気減速懸念をさらに高める結果を招いている。
- 世界の金融市場が冷え込む中、証券投資の回帰を期待することは難しい。資源価格の高騰と自国通貨の減価による輸入物価の上昇と輸出物価の相対的低下がもたらす交易損失は、新興国から資源国への富の移転であり、これを回帰させる動きは直接投資の流入を如何に促すかに掛かっている。足元で、ファンダメンタルズの悪化が叫ばれるベトナムであるが、急激な悪化に至らないと考えられる要因は、大規模な直接投資の流入にある。短期的方策に溺れず、中長期的な成長にも資する対策が求められる。

《投資資金が覆い隠してきた新興国の実力が米国サブプライムローン問題で噴出》

- 世界的な原油及び穀物等の商品価格が騰勢を強める中、資源を輸入に依存しつつここ数年の高成長を遂げてきたアジアの新興国では、輸入額の増大による経常収支の悪化ないし弱体化が懸念される国が増えている。米国サブプライムローン問題が発覚する以前は、世界の金融市場に大量の流動性が溢れる中、投資家がより高い収益を目指して投資資金が新興国に流入し、経常収支の強弱を覆い隠すだけの資本収支のフローが期待出来た。つまり、経常収支赤字というファンダメンタルズの弱い国においても、大規模な資本収支の流入により国際収支はプラスに転化することで外貨準備が増え、国際的な信任を高めることが可能であった。
- しかし、サブプライムローン問題の発生以後は、世界的に金融市場での信用不安が高まる中、投資家はリスク許容度を大きく低下させることとなる。その影響は、それまで新興国に流入してきた証券投資を中心とする投資資金の流入が大きく減少することで現われた。その上、先進国の金融当局による金融緩和によって、さらに市場に資金が供給されたことで利回りが低下するようになると、「実需」に裏打ちされた利回りの高さを期待した資金が商品先物市場に流入、足元の騰勢が決定付けられた。
- アジアの新興国の多くは、自国内に資源を有していない。つまり、他国から資源を輸入し、それを消費することでここ数年の高成長を支えてきた。原油や穀物の価格上昇は、コストプッシュ型インフレの圧力をもたらしており、世界的なエネルギー価格や食料品価格の上振れ要因となっている。特に、新興国にとっては、国民に占める低所得者層の割合が高く、これらの生活必需品の価格上昇は、先進国に比べて相対的に購買力を押し下げ易い構造にあると言える。そうしたことから、昨年話題になっ

た「デカップリング論」の論拠とされた、成長要因である底堅い内需への下押し圧力が強まり、景気減速懸念が強まっている。

図1 原油先物相場の推移(WTI)

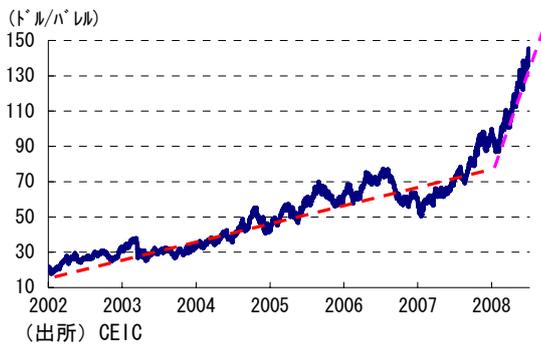


図2 穀物先物相場の推移(シカゴ)

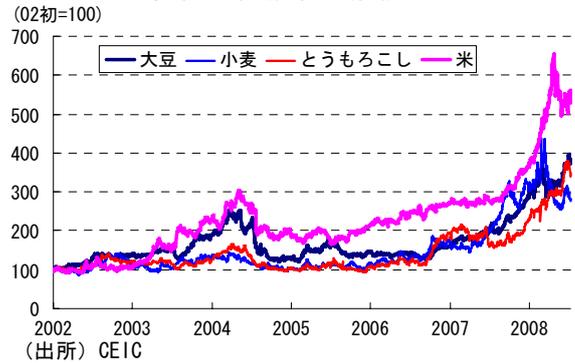
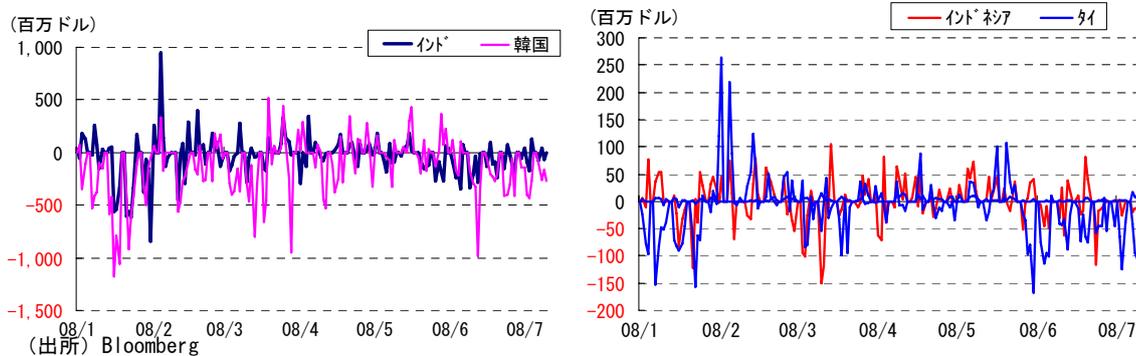


図3・4 外国人投資家の証券投資流入額の推移(ネット値)



《コストプッシュ型インフレと需要インフレが相俟って新興国にインフレの嵐、景気の下押し懸念強まる》

- 足元のアジア新興国では、世界的な商品市況の高騰を背景とするコストプッシュ型インフレによるインフレ圧力が高まっており、多くの国において一般物価の上昇基調が強まっている。インフレの高まりに対しては、教科書的には金利引き上げ等の金融引き締めにより、貨幣の価値を高める方策が採られる。しかし、足元のインフレ圧力はコストプッシュ型であることから、基本的には供給のボトルネックの解消が不可欠である。そうしたことから、新興国の多くは金融引き締めによる対応が後手に回ってきた。その結果インフレの亢進を放置することとなり、足元では実質ベースの政策金利が多くの国でマイナス化している。そうした結果生じた過剰消費や過剰投資による需要インフレ懸念が、インフレ圧力を助長させることになったものとみられる。
- 今年に入って以降、アジアの国々では、2月のベトナムを皮切りに、金融の引き締めに向けて舵を切り始めている。また、多くの国では、低所得者層に対する配慮から、石油製品に対して統制価格を敷き、損失見合いに該当する額を補助金等によって財政補填を行うことで、成長を加速させてきた。云わば、石油製品に対する「誘発需要」をもたらし、実力以上の消費や投資を喚起してきたのである。しかし、足元の原油価格の騰勢により補助金財政は逼迫、インドや中国では補助金で賄えない部分を石油会社が背負う等、企業収益の圧迫懸念も噴出するに至った。こうしたことから、5月のインドネシアをはじめ、マレーシア、インド、中国で補助金削減による石油価格引き上げが実施された。
- アジア新興国では、インフレ抑制に向けた初動の遅さが、足元におけるインフレ対応の困難さを助長させてきたことは否めない。特に、食料品とエネルギーを中心に始まったインフレ圧力が、コア物価にまで波及し、全体的なインフレ圧力に転換する動きが進む中、これまで堅調さを維持してきた個人

消費を中心とする内需に陰りが見え始める等、先行きの景気に対する下押し圧力が強まっている。インフレ圧力の高まりは、自国通貨の売り圧力に繋がることから、昨年までは証券投資の流入によって底上げされて来た新興国通貨に対する減価圧力が強まっている。自国通貨の減価は、外貨ベースでの輸出物価の抑制に繋がり輸出にプラスな反面、自国通貨ベースでの輸入物価の押し上げ要因として輸入インフレを助長させる。さらに、資源を持たない多くのアジア新興国にとって資源価格の高騰は、輸入物価の押し上げに繋がり、貿易収支の縮小ないし悪化が経常収支を下押しすることで、ファンダメンタルズのさらなる悪化を招くことになる。

図5 アジアの実質政策金利の推移

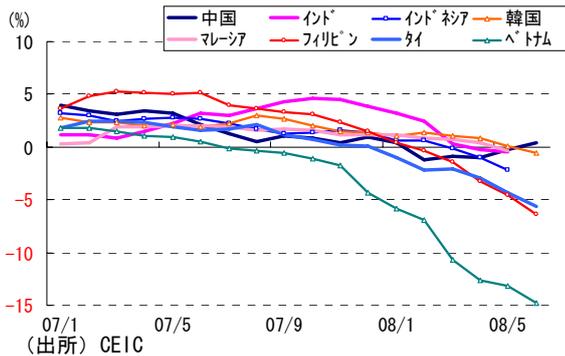
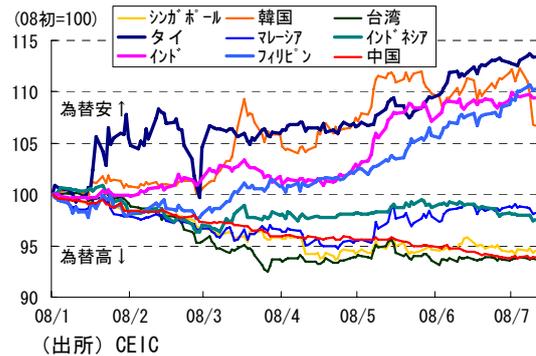


図6 アジアの為替相場の推移



《交易損失拡大による富の流出が起こる中、新興国の成長を支える手立ては直接投資の流入に掛かっている》

- 輸出物価の低下と資源価格の高騰による輸入物価の押し上げは、その差によって生じる交易損失の拡大に繋がる。このことは、新興国が自国内で産出した富が、商品価格の高騰によって輸入元の国に流出することを意味しており、新興国から「資源国」に富の移転がなされていることにほかならない。特に、経常赤字を抱えるような新興国にとっては、貯蓄が過小であることから、高成長を維持させるためには外国から資本を呼び寄せることが不可欠である。しかし、足元での世界的な金融市場における信用不安が完全に払拭されていない中、一方で依然投資家のリスク許容度が大きく改善していないことを考えれば、証券投資を新興国に呼び戻すことは容易ではない。
- 資本収支が直接投資と証券投資の総体であることを考えれば、そうした新興国が拠って立つところは、直接投資を如何に呼び寄せるかに掛かっている。直接投資は、基本的に長期的な資金であることから、突然の資本逃避に結びつくことはない。さらに、新興国内での様々な投資活動に利用されることから、雇用創出効果や所得増大といった波及効果を生むことが期待される。外国資本による参入の場合、直接投資の増大は、将来における海外親会社への利益や配当送金により所得収支のマイナス増大に繋がるため、将来的には経常収支に一定のマイナスの影響が懸念される。そうした懸念を減少させるには、定常的な直接投資の流入を支える制度的な枠組や税制等の振興策を打ち出していくことで対応可能であろう。
- とりわけ、ここ数年の高成長を享受してきた中国やインドでは、直接投資の流入が旺盛に行われており、足元でのインフレの亢進によって個人消費を中心とする内需の下押し圧力が高まる中にも拘らず、依然として高成長を達成している要因の一つとなっている。こうした国は、潜在的な市場の魅力という所与の条件があったにせよ、外国資本の導入に際して優遇策を設ける等の対応が行われたほか、経済改革に取り組む姿勢が示されたことも、その後の投資の定着を促す材料になったと考えられる。
- 足元では、高インフレと貿易赤字の拡大というファンダメンタルズの悪化が続くベトナムにおいて、通貨の弱体が進む動きがみられる。市場関係者の中には、1998年のアジア通貨危機の再来を懸念する

声も聞かれ始めている。しかし、短期的にそのような危機がもたらされる懸念は極めて低いと言うことが出来よう。同国政府は、短期の外国資本の流出入に対して規制を設けてきたこと、さらに 1 営業日中の為替の値動き幅が制限されていることから、急激に大規模な売り浴びせを受ける可能性が極めて低い。さらに、同国金融当局は、通貨ドンの対米ドル為替を実質的にペッグさせてきたことから、昨年は大規模な為替介入を行ったことで大量の外貨準備を積み上げてきた。これらの要因は、政府が市場を歪めることによって得られた副産物であり、経済学的には必ずしも望ましい結果ではない。しかし、ベトナムにとって唯一誉められる材料があるとするれば、先に高成長への階段を歩み始めた中国を真似、政治的背景としての共産主義体制を保ちつつも、市場経済の導入を図るドイモイにより外国資本に向けた積極的な開放政策を志向したことにある。その結果、足元においても大規模な直接投資が流入していることで、同国を危機から守る緩衝材的な役割を果たしている。直接投資の流入には、同国が汎アジア経済圏の中心に位置するという地理的条件も有利に働いているものの、同じような環境下でありながら、それを活かしきれなかった隣国のラオスやカンボジアと比較すれば、取り組みの重要性が必然的に浮かび上がって来よう。

- 米国経済の本格的な回復には未だ時間を要するものと見込まれる中、当面は商品市況の騰勢が落ち着くとの見通しを有することは難しい。そういう中では、こうした資源高を受け入れた中で、最善の策を追求することが求められよう。新興国にとっては、インフレによる景気下押しの可能性が強まっている中、短期的な景気下支え策を講じていくのみならず、中長期的な成長に向けた方策が不可欠となる。そうした中で、直接投資の流入を促す政策を希求することは、双方の目的の達成への近道になるものとする。

図 7 中国・インド直接投資流入額の推移

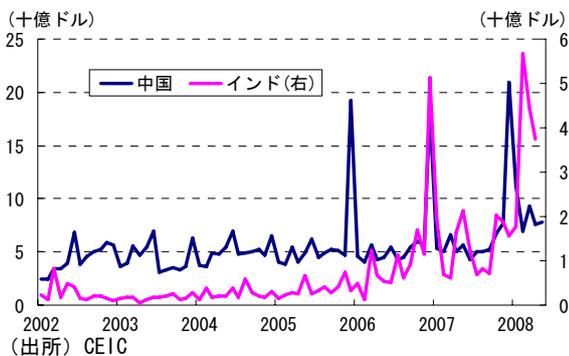
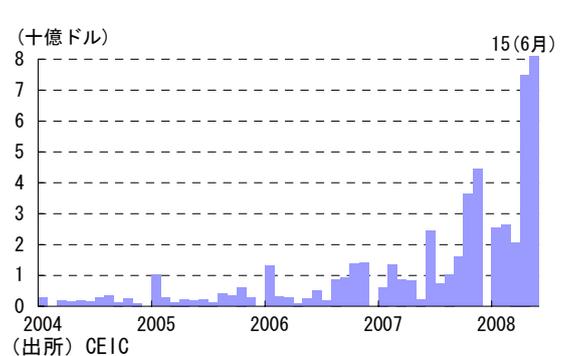


図 8 ベトナム直接投資流入額の推移



以上