

Asia Trends

マクロ経済分析レポート

アジア経済事情：アジア経済に押し寄せる売り圧力の波

～米国発の金融不安がファンダメンタルズの悪化が著しいアジア市場に売り圧力を強めさせる～

発表日：2008年9月16日（火）

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)

- 米大手証券リーマンブラザーズの破綻による世界的な金融不安の増幅は、足元でファンダメンタルズの悪化により売り圧力が強まっているアジア新興国にとって、投資家のリスク回避誘因による資金逃避により、売り圧力がさらに高まることが懸念される。
- ここ1～2ヶ月のアジア新興国での通貨下落基調の拡大は、新興国側の自国通貨買い（ドル売り）介入の拡大と相俟って、市場では、1997～98年に発生したアジア通貨危機の再来の観測が始まっている。しかし、往時とは為替制度、外貨準備の規模といった面で違いがあり、直ちに危機的状況に陥る可能性は極めて低いと考えられる。
- アジア通貨危機の際、経常収支の構造の脆弱性が通貨危機を招く遠因となったとの指摘があったが、原油価格の高騰はその課題を浮き彫りにした。短期的な為替介入による対処療法的な対応は仕方ないものの、中長期での輸出構造の多様化は不可欠。

《米国発の金融不安の増大により、ファンダメンタルズの悪化著しいアジア経済に売り圧力の懸念》

- 米国時間の9月15日、米大手証券のリーマン・ブラザーズが連邦倒産法第11条の適用を申請し、実質上の破綻に追い込まれる事態となった。昨年春の米国サブプライムローン問題の発覚以降、世界の金融市場における信用不安が増大する中で、投資家のリスク許容度は大きく低下している。ここ数年の高成長を背景に海外からの投資資金を受け入れてきたアジア経済にも投資資金が逆流する動きが起こっているが、今回のリーマンの破綻は、先行きの投資家心理をさらに冷え込ませることになる恐れが出てきている。
- こうした投資家心理の冷却は、足元で売り圧力が強まっているアジア市場、中でもファンダメンタルズの悪化している国々にとっては、リスク資産からの投資資金の引き上げ誘因が重なる形で、さらなる売り圧力に繋がっていくことが予想される。こうした売り圧力が今後のアジア経済の方向性にどのような影響を及ぼすことになり得るか、ここでおさらいしたい。

図1 アジア新興国の為替相場推移

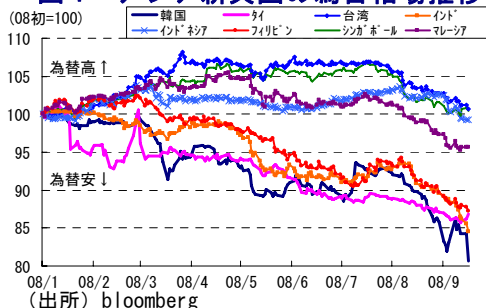
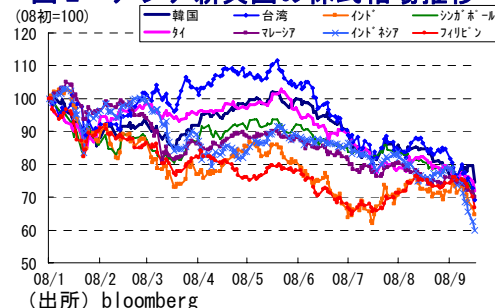


図2 アジア新興国の株式相場推移



《原油価格高騰を発端とするインフレと経常収支悪化がマインドの悪化した投資家の逃避行動を後押し》

- アジア経済は、ここ数年の高成長を享受する中でさらなる成長期待を背景に投資資金を集めてきた。さらに、IMFが昨年4月の「世界経済見通し」で示した『デカップリング論』によって、米国などの先進国経済の雲行きが怪しくなっても、その内需の堅調さが経済成長を押し上げると目されてきた。しかし、米国サブプラ

イムローン問題の発覚以降、世界の金融不安が拡大する中で投資家はリスク許容度を大きく低下させ、アジアに流入する投資資金の流れにも変調の兆しが現れるようになる。

- アジア経済は、内需の底堅さはあるものの、多くの国が米国や EU 圏、ここ数年はアジア域内での交易といった外需が経済成長の源となっており、米国経済の変調はアジアの輸出環境を悪化させる懸念材料となった。さらに、原油などのエネルギーを輸入に依存するため、年明け以降の原油価格の急騰は輸入の急上昇に繋がり、貿易収支の悪化が経常収支の悪化をもたらしている。
- さらに、原油価格の上昇は、穀物価格の上昇と相俟って世界全体にインフレ圧力をもたらしており、その波はアジア経済にも大きく押し寄せ、ベトナムでは 30% 近傍といった極めて高いインフレとなっている。こうした高インフレと経常収支の悪化といったファンダメンタルズの悪化は、リスク許容度が低下した投資家にとっては大きなマイナス材料として受け止められ、株式や債券、通貨などに売り圧力となって投資資金の大幅流出が続いている。
- ここ 1～2 ヶ月はアジア新興国で通貨下落が顕著となってきたことから、金融当局が大幅な為替介入を行って通貨の安定化を図る動きが激化していることから、市場の中では 1997～98 年に発生したアジア通貨危機と類似する動きと見られる向きも拡大した。特に、韓国では往時の通貨危機の舞台となったのみならず、先週に約 19 兆ウォン（168 億ドル）の国債償還を迎え、うち 67 億ドルが外国人投資家が保有していたことで、大量の外貨準備が流出することで「9 月危機」が起こるとの観測が強まった。
- とりわけ、インドネシアやマレーシア、インドでは 5 月以降、補助金により低価格に抑えてきたガソリン価格の引き上げに動いたことでインフレが高進。インドネシアとインドでは選挙が近付いていることもあり、現政権に対する支持率が大きく低下することで政治的な不安定さが高まる懸念がある。また、韓国では米国産牛肉輸入問題を発端とする革新派との対立激化に加え、大統領選挙における与党内対立の影響から保守派分裂により政権基盤が極めて脆弱になりかけており、タイでは守旧派との対立で政権の立場が危うくなるなど、政治的不安が表面化したことも、投資家のマインドを大きく低下させる要因になったとみられる。

《1997～98 年に起こったアジア通貨危機の頃と大きく異なる足元のアジア通貨を巡る環境》

- 足元のアジアに対する売り圧力を見て、市場の中には「アジア通貨危機」と同一視する向きが少なからず存在する。しかし、往時と足元の状況を比較すると大きく異なる点があることに注意する必要がある。そこで、ここではその大きな要素を挙げてみることにしたい。
- その一つは通貨危機の発生の原因となった為替制度にある。往時はアジア新興国の世界的な信用度が極めて低かった一方、国内貯蓄率が低かったことで資本蓄積には海外からの投資資金が不可欠であったことから、米ドルとペッグさせる一方で、金利高により投資資金を集めていた。しかし、こうした方策は米国がドル安容認下では可能であるものの、「強いドル」を志向し始めた段階で破綻の兆しが見え始めた。その結果、大量の資金流出が起こることで為替に売り圧力が掛かったことで、ペッグ制の維持が困難となり通貨に対する信任が消失してしまったと言える。しかし、往時の危機以降、アジア通貨はフロート制に移行しており、市場取引を通じたプライシングがなされていることで、急激な為替の動きによる通貨の不安定化懸念の解消以外に当局が介入を行う必然性は極めて低下しているということが出来る。
- 二つ目は外貨準備の大きさが挙げられる。通貨危機時、各国の金融当局はペッグ制の維持に向けて、ヘッジファンドなどによる売り浴びせに対して、自国通貨買い（ドル売り）の為替介入をせざるを得なかった。そのことは外貨準備の減少を意味しており、結局は外貨準備の枯渇が通貨の破綻を招くことになった。しかしその後、アジア各国は輸出産業の振興を図ることで経常収支の構造変化に取り組み、順調に外貨準備の積み上げを行ってきた。さらに、韓国やインドでは昨年は投資資金の流入による通貨高圧力に対して、輸出振興

の観点から自国通貨売り（ドル高）介入を実施したことで、さらに外貨準備が積み上がっており、往時と比較すると 8～10 倍程度の大きさとなっている。その他の国でも順調な積み上げが続いており、さらに、通貨危機の教訓から「チェンマイ・イニシアティブ」を通じて、ASEAN 諸国と日本、中国、韓国の計 8 ヶ国は緊急時に外貨準備を融通しあう仕組みも作られており、外貨準備が枯渇する状況は発生しにくいと言える。

《通貨危機時にアジアの課題とされた国際収支構造の転換は、今後も引き続き課題として残される》

- 今回のリーマンの破綻によって世界の金融市場は不透明感が一層増したと言え、投資家がリスク資産に対するポジションのさらなる解消に向けた動きを加速する懸念は高まるであろう。その結果、ここ数年に亘って人気を集めてきたアジア市場に売り圧力が高まることは当面のところ否定出来ないと考えられる。しかし、こうした動きがアジア新興国にいわゆる「通貨危機」のような状況に至るかと問われれば、直ちにそうした事態が発生する可能性は極めて低いと言えるであろう。
- また、今回の事態によって金融商品に対する投資選好がさらに低下することが懸念され、その結果、短期的には世界的な景気減速による下押し圧力があるものの、再び投資資金が原油や金などといった商品先物に回帰することも懸念される。そうなれば、足元のファンダメンタルズ悪化の契機が原油価格の高騰であることから、先行きもアジア新興国にはこうした材料を元にした外国人投資家からの売り圧力が継続することが懸念される。このことは、原油などの輸入財価格の上昇によるインフレ要因が為替安によって増幅され、さらに輸入財一般価格の押し上げに繋がる輸入インフレをもたらす悪循環をもたらす懸念が高まろう。
- 今回のリーマン破綻による金融不安に先駆ける形で、中国はインフレ圧力が足元で鈍化しつつあることも助けとなり、国内経済の減速懸念を払拭することを目的に政策金利と預金準備率の引き下げを行った。アジア新興国では、上述の通りインフレが上振れする懸念が高まっているものの、世界的な景気減速基調が強まることを背景に金融政策の軸足をインフレの抑制から景気の下支えに転じる国が現れるとみられる。
- とはいえ、アジア新興国のここ数年の成長を下支えしてきた要因に海外からの投資資金の流入があることを忘れてはいけない。景気下支えに軸足を移す国は、必然的に内需押し上げのために財政を拡張させざるを得なくなるものの、ここ数年のアジアの歳入拡大は投資流入による成長の押し上げが寄与していたと考えれば、投資の逆流する国では歳入に下押し圧力が掛かり、必然的に財政赤字が生まれ、そのファイナンスに苦勞させられるであろう。つまり、先行きは財政出動に伴うインフレ高進によってファイナンスが行き詰まる可能性を想定せねばならない。
- 潤沢な外貨準備を備える中では、採るべき手段は短期と中長期により分かれることになるが、短期的には為替介入により通貨の安定化を図ることは、インフレ抑制に多少プラスの影響を与えと言える。ただし、こうしたカンフル剤を延々と打ち続けることは、外貨準備という体力を削ぐことに繋がる上、経済構造の転換の機会を失うことになる。中長期的な策としては、輸出構造の多様化、輸入財であるエネルギーの効率面及び手段面での多様化、革新を図っていくことで、経常収支構造そのものの強化を図っていくことが求められるよう。
- 当面のアジア経済にとって、通貨に売り圧力が続くことは、輸出志向型の国々にとっては景気押し上げに繋がる一方、その主要仕向先である米国や EU 経済の減速が続くことで、輸出の伸びは鈍化することが懸念される。さらに、為替減価はインフレの輸入をもたらすことで国内需要の下押しは避けられず、先行きのアジア全体の景気にもマイナスに作用するものと見込まれる。

以 上