

World Trends

マクロ経済分析レポート

新興国経済事情：資金流出への耐性・対応力が今後の鍵

～カネ余りによる資金流入も、揺り戻しを見据えた対応策構築が新興国の今後の課題～

発表日：2009年12月25日（金）

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)

- 世界的な景気回復によるリスクマネーの活発化で新興国への資金流入圧力が高まっており、一部の国では資金流入を制約する動きも出始めている。これは依然多くの新興国が成長を輸出に依存しており、通貨高による価格競争力低下を懸念した動きと考えられる。また、為替介入による過剰流動性が一部で資産バブルの懸念が高まったことも資金流入の抑制策に繋がっている。一部の国で出始めた「出口戦略」への動きは、年明け以降広がる可能性が高まっているが、先進国の金融緩和が相当期間持続する見込みであることから、直ちに世界的な「カネ余り」の解消は期待出来ない。
- 新興国/資源国への資金流入は、基軸通貨である米ドルの信認低下も促したと考えられる。ただし、こうした資金の多くは短期的な性格が強く高リターンを裏返しである、リスクについても敏感であることから、「ドバイ・ショック」のような悪材料に直面した場合、マネーフローが大きく逆流しかねない状況は変わっていない。
- 先日のギリシャの格下げの理由となった「財政リスク」は、金融危機からの脱出のため大規模景気対策を行っている多くの新興国が抱える課題である。年明けにも金融緩和からの「出口戦略」に踏み切る国が出ると思われるが、景気の腰折れを懸念して財政拡大からの「出口」に踏み切る国は少ないと予想される。格下げが短期資金の流出を引き起こした例は過去にも多くみられ、新興国をみる上では、経済成長率の質の評価のほか、債務構成のあり方、さらに資金流出が起こった場合のバッファとして外貨準備高の積み上げなど、財政規律に留意したバランスある成長の確保が重要になると考えられる。

《新興国での早期の景気回復とリスクマネーの活発化により、新興国への資金流入圧力が高まった》

- 春先以降、世界経済の回復が進む中でリスクマネーの動きが活発化し、先進国に先んじて景気の底離れが進む新興国への資金流入圧力が強まっており、新興国の株式相場や通貨高圧力に繋がっている。こうした流れに対応して、新興国の中には短期資金の流入を制限すべくトービン税の導入を図る動きや、外国人投資家による金融取引に規制を掛ける動き、さらには国内金融機関による外為取引など、海外との金融取引に対する監視を強化させる動きも出始めている。
- 新興国をはじめ多くの国では、金融危機後の急速な景気悪化への対応策として、内需喚起を図るべく景気対策の積み増しや前倒しを行うなどの景気対策を実施してきた。しかし、財政的な余力や自国の市場規模などといった制約要因があり、専ら内需喚起による景気の押し上げには限界があることから、依然として多くの新興国は輸出関連産業、特に安価な労働力を背景とした労働集約型産業に経済成長や国内雇用を依存している。それ故、急速な自国通貨高は価格競争力の低下により、経済成長の鈍化を招くリスクを孕む。
- リスクマネーの動きが活発化した当初より、アジア諸国をはじめ多くの新興国は、自国通貨高圧力に対して積極的な為替介入を実施し、上昇抑制に努めてきた。その代表例は昨年8月以降人民元を実質的に米ドルにペッグさせている中国であり、他にもインドのほか、輸出依存度の相対的に高い韓国なども同様の動きを続けてきた。しかし、一方で新興国では債券市場が未整備なことから、為替介入によって市場に大量の資金が供給されても適切に不胎化させる手段を持っておらず、資金が過剰流動性となって株式や不動産などの資産市場に流入することで資産価格を急上昇させ、資産バブルにつながる懸念が強まっている。
- 新興国のインフレ率は、多くの国で消費者物価指数の大きなウェイトを占める食料品価格が落ち着いており、

一部の資産市場ではバブル懸念が出ているものの、物価全体へのインパクトは抑えられている。しかし、大規模な景気対策に加え、大胆な金融緩和策によって資金供給量は大幅な伸びが続いており、今後は景気拡大によって雇用・所得環境の改善も期待されるため、一段と物価上昇リスクが高まる可能性がある。金融危機後に政策金利の引き上げに踏み切った国は、主要国の中では豪州とノルウェー、イスラエルに留まっている。年明け後には利上げ実施国の増加が予想されるものの、ロシアのように未だ利下げ基調から抜け出せずにいる国もある。何より、米国をはじめとする先進諸国も相当期間金融緩和を続ける方針を明らかにしており、世界的な「カネ余り」状態から抜け出すには時間を要することになり変わらないであろう。

図1 主要新興国の為替相場の推移

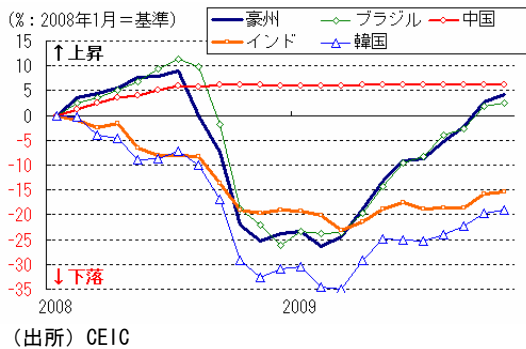
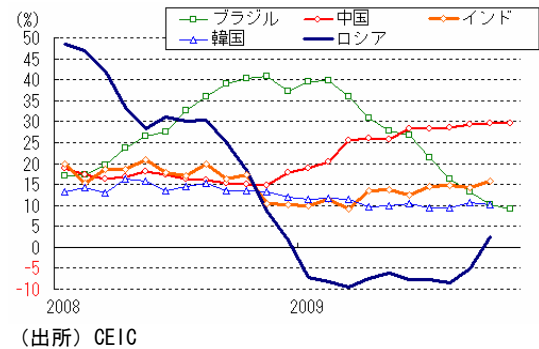


図2 主要新興国のM2の推移(前年比)



《世界的な資金膨張の揺り戻しに備えた取り組みは、新興国が今後抱える課題になる可能性》

- 新興国への資金流入は、度重なる景気対策に伴って米国の財政が悪化し、基軸通貨としての米ドルの信認が大きく揺らいだことも後押し材料に繋がった。さらに、米国が超低金利政策を長期間に亘って継続するとみられたことから、金利差がより大きな新興国の魅力を高め、米ドルでの資金調達を通じたドル・キャリー取引が拡大して、一段と米ドル安・新興国/資源国通貨高に拍車を掛けた。
- しかし、このように新興国/資源国に流入した資金の多くは、投資ホライズンの短い資金が多いと思われ、市場環境やセンチメントの変化に敏感に反応して、弾力的に資金投入先を変更させる性格が強いことに留意する必要がある。アジア通貨危機の頃に比べて市場取引が大幅に拡大しており、大規模な資金が瞬時に流入・流出し易くなっており、情報によって資金の流れが大きく振れるリスクが高まっている。先月末に勃発した「ドバイ・ショック」は、隣国アブダビによる支援方針が明らかになったことから落ち着きを取り戻しているが、アブダビが無条件で全債務を支援する訳ではなく、問題が一時的に棚上げされたに過ぎない可能性も残っている。足元の新興国への資金流入は高リスクの裏返しでもあり、再び世界経済に対する悪材料が噴出すれば、マネーフローが逆流に転じる状況も危惧される。
- 大手格付機関が相次いで財政悪化を理由にギリシャのソブリン格付の引き下げを発表したが、足元では世界各国が財政支出の拡大を行っており、中長期的な財政悪化リスクが高まっている。一部の新興国では、年明けにも金融緩和からの「出口戦略」に向けた動きが活発化すると予想されるが、そうした国でも景気腰折れを回避するために歳出拡大圧力から離れられないと予想される。しかし、格下げなどによる財政リスクの顕在化は、これまで多くの国で資金流出をもたらした短期資金のファイナンスリスクに繋がってきたことから、財政を含めた「出口戦略」の質についても議論が尽くされる必要が出てくるであろう。
- 来年も新興国は高成長が続くと期待されているものの、今後はその高成長が何に支えられているのかが問われることになろう。過剰流動性の流入によりバブルの萌芽が窺われる場合は勿論、内需主導による景気回復といっても財政悪化により中長期的なリスクを高めている場合も考えられる。そうしたリスクが顕在化した場合、新興国/資源国からは真っ先に資金が逃避する可能性が高いことから、表面的な成長率に囚われることなく、資金調達先の内外や、調達機関の短期・中長期など債務構成のバランスを図るとともに、仮に資金流

出圧力が高まった時の準備として外貨準備など対外的な信用力の確保を進めるなど、財政規律に留意した経済政策が重要な課題となるであろう。

以 上