

アジアで始まった利上げドミノの動き

～利上げと投機抑制で過剰流動性を解消しつつ、通貨高容認への構造転換が必要～

発表日：2010年7月22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）

- アジア経済は昨年春以降回復しており、足元ではアジア域内の貿易拡大は外需の回復を促し、内需を押し上げる好循環に入っている。国際金融市場でのカネ余りが続く中、アジアでは金融緩和と海外資金の流入が過剰流動性を発生させ、資産バブルの懸念が高まっている。年明け以降、アジア各国では金融緩和の見直しの動きが進んでおり、物価上昇圧力が懸念されるインドでは利上げに踏み切ったほか、中国も先月に人民元レートの柔軟性拡大を打ち出すなど金融引き締め動きが出ている。
- こうした中、アジア各国の中に物価上昇に直面しない中で利上げを行う国が出ている。これらの国々は利上げの理由に将来的な物価上昇リスクを挙げ、予防的な金融引き締めを強調する。一方、将来的に欧州問題が燃える中で国際金融市場が小康状態にあるうちに政策金利を引き上げ、今後の利下げ余地を確保したいとの思惑も垣間みえる。その観点では、各国が景気拡大期にある上、国際金融市場が落ち着いた状況は利上げのタイミングとして最良と判断される。
- 今後もアジアは景気拡大が続くと思われる、漸進的な利上げが必要であろう。内外金利差による資金流入期待がある中、今後も為替介入を続けることは過剰流動性の問題解決に逆行する。その点では、IMFなどが提唱する投機資金抑制策を用いつつ、中長期的に経済構造を自国通貨高に強い形に転換させる必要がある。ただし、域内大国の中国は人民元レートの柔軟化表明後も極めて緩やかな人民元高に留める姿勢を続けており、今後の政策動向はアジア各国の政策に影響を与えよう。

《金融危機後の金融緩和に加え、高い経済成長を目指す海外資金の流入で過剰流動性懸念が高まった》

- 中国に代表されるアジア経済は、昨年春以降急速な景気回復を遂げている。世界金融危機後に各国が行った景気対策によりアジア域内の貿易量は拡大し、輸出の拡大が生産を大きく押し上げて景気をけん引している上、雇用・所得環境の改善が内需を押し上げる好循環に入っている。結果、1-3月期のアジア諸国の経済成長率は大きく上昇しており（[図1](#)）、その後も景気拡大基調が続いている。さらに、国際金融市場では世界的な金融緩和による資金供給量が拡大する中、高成長が期待されるアジアへの資金流入で各国では過剰流動性が懸念され、一部の国では不動産などの資産価格が急上昇するなどの弊害が出ている。
- アジアの金融当局は年明け以降、預金準備率の引き上げや金融機関に対する流動性供給抑制など、金融危機による流動性不安に対応する形で進めてきた金融緩和の見直し、金融政策の「正常化」に向けた動きをみせてきた。しかし、国内の資金供給抑制策にも拘らず海外資金の流入が続いた結果、アジア各国は自国通貨高圧力に直面した。経済の輸出依存度が比較的高いアジア諸国にとり、自国通貨高は輸出の下押しを通じて景気に悪影響を及ぼす懸念があり、各国は自国通貨売り介入を行ったことで資金供給量が押し上げられた。結果、アジア諸国では過剰流動性の問題が解消できない状況が続いている（[図2](#)）。
- その上、昨年来の新興諸国の景気回復に伴い国際商品市況が再び上昇し、食料品やエネルギーを中心にコストプッシュ型の物価上昇圧力が高まり、中国では5月の消費者物価が前年比+3.1%と通年の目標（3%）を上回ったほか、インドでは2月以降5ヶ月連続で卸売物価が前年比で二桁台となるなど、物価上昇に対する警戒が強まった。よって、インドではこれまで計3度に亘り利上げが行われているほか、中国では先月、過剰流動性を生む要因とされた人民元レートの固定化を止め、為替の「柔軟性」を拡大させるなど、より実効

性の高い金融引き締め動く流れが強まった。

図1 実質 GDP 成長率の推移(前年比)

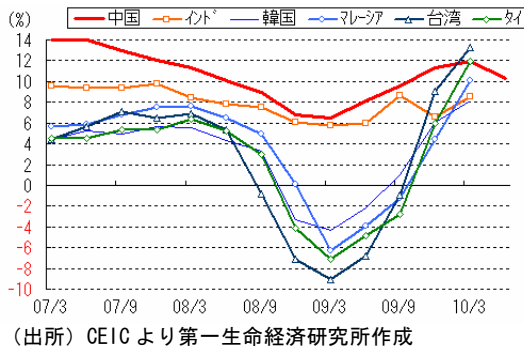
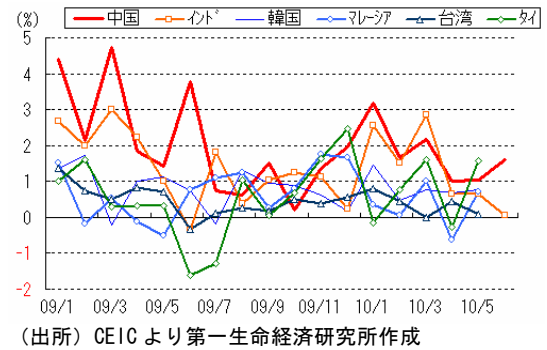


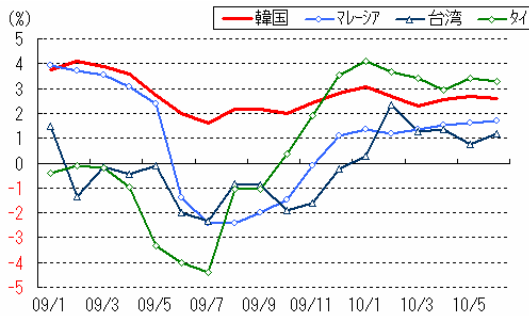
図2 マネーサプライの推移(前月比)



《物価上昇への予防的利上げのタイミングには、金融市場の落ち着きと欧州懸念の沈静化も影響》

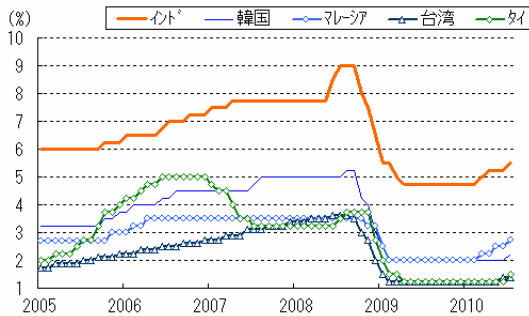
- こうした中、アジア諸国の中には足元で物価上昇が顕在化していないものの、利上げに踏み切る国が出ている。3月に約4年ぶりの利上げに踏み切ったマレーシアでは、足元の消費者物価上昇率も前年比で1%台である上、コア物価はそれを下回るにも拘らず、今月まで累計3回、75bpの利上げを行っている。それ以外で年明け以降利上げを行ったアジアの国々として台湾（6月）、韓国（7月）、タイ（7月）が挙げられるが、いずれの国も足元の消費者物価の上昇率は、物価上昇懸念が意識される水準には至っておらず（図3）、市場予想に先んじる形で利上げを行った国もある。
- このことは、各国がいずれも足元で物価上昇リスクに直面している訳ではないとし、先行きも景気拡大が続くことで物価上昇圧力が高まることを予想して「予防的」に利上げを行うとするフォワード・ルッキングな対応を示唆している。また、台湾では過剰流動性に伴って不動産価格が大幅に上昇するなど、資産バブル懸念が高まっていることへの警戒感を強めていることも影響したと考えられる。しかし、過剰流動性に対する対応であれば、利上げのみならず資金供給量そのものを引き締める方策を強めることも考えられ、先進国が当面金融緩和を止められない現下の状況では、内外金利差の拡大で海外資金の流入を促す懸念がある。台湾では外国人による定期預金口座の開設が禁止され、韓国では外貨取引が制限されるなど海外資金の流出抑制を打ち出す国も出ているが、必ずしも全体的な動きではない。
- こうしたことから、一連のアジアでの利上げの背景にはその他の要因が影響していると考えられる。昨年秋以降、欧州の債務問題を発端とする金融不安が警戒されているが、足元では一時に比べると小康状態となっており、株式市場では日本を除くアジアに資金回帰する動きも出ている（図4）。しかし、欧州問題が深刻化すれば、資金流出による影響に加え、欧州経済の減速で輸出も大きな打撃を受け、輸出依存度の高いアジア諸国にとって景気悪化に繋がる可能性が高まる。世界金融危機後の景気回復局面では、中国の大規模景気対策によるアジア内での貿易拡大が景気をけん引したが、それに加えて各国が財政・金融政策の緩和を打ち出したことも下支え要因となった。足元では、各国の政策金利は過去最低水準で利下げ余地が小さくなっているが（図5）、景気が拡大している上、国際金融市場を取り巻く環境も小康状態にある状況は、利上げに踏み切る最良のタイミングであったと考えることが出来る。

図3 消費者物価の推移(前年比)



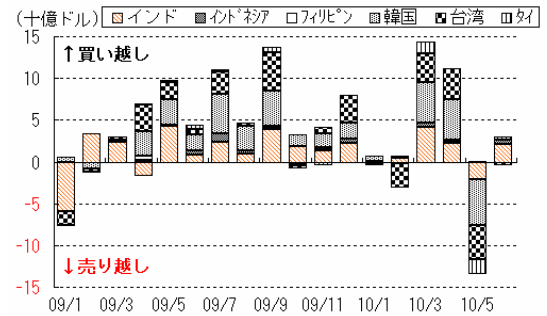
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図5 政策金利の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図4 外国人投資家の株式買越・売越額の推移



(出所) 各証券取引所より第一生命経済研究所作成

《今後も漸進的な利上げが必要に。投機資金抑制や構造転換を図る一方、中国の為替政策には留意》

- 今月には欧州のストレステストの結果が発表され、国際金融市場では結果を織り込んだ動きをみせており、急速に事態が悪化する状況は避けられる見通しである。しかし、欧州の債務問題を巡る不透明感は短期間で解消出来る問題ではなく、今後も国際金融市場を取り巻く不透明感となることが予想される。一方、アジアでは景気回復をけん引してきた中国経済に減速感が窺えるものの、腰折れをもたらす状況は想定しにくく、アジア各国の景気も拡大基調が続くと予想され、海外資金の流入圧力が高まろう。アジア各国は今後も過剰流動性や、それに伴う物価上昇圧力を懸念して漸進的な利上げを行う必要性があろう。
- 中国は人民元の流動性拡大を表明した後も引き続き緩やかな人民元高に留めるオペを実施しており、アジア各国も海外資金の流入に伴う自国通貨高に対して為替介入を行うことが予想される。こうした動きを続ければ、アジア各国が直面する過剰流動性は解消せず、一部で懸念される資産バブルの拡大にも繋がろう。海外からの資金流入に対しては、IMFやADBが提唱する投機資金抑制策を用いることも可能であろう。むしろアジア各国は、中長期的に安価な輸出財に依存した経済構造から脱却すべきであり、自国経済のみを重視した為替介入を自重しつつ、緩やかな自国通貨高を容認できる構造への転換を図る必要があろう。

以 上