

海外資金の回帰に沸くアジア新興国の潜在的リスク

～景気拡大期待はあるが、なお残る資金流出やインフレのリスク～

発表日：2012年2月21日(火)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主任エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

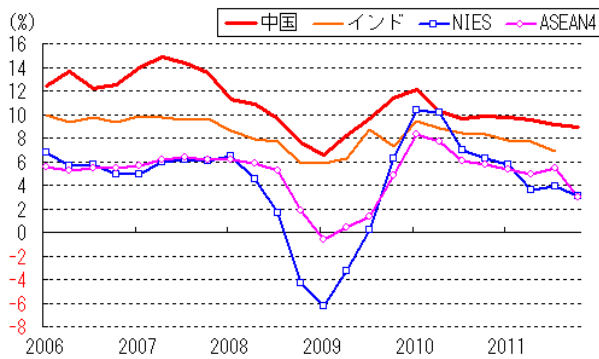
- 金融市場が小康状態を取り戻す中、世界的な金融緩和でカネ余りが意識されており、アジア新興国でも海外資金が回帰する動きが出ている。アジア新興国ではインフレ率の低下で金融緩和余地が拡大しており、海外資金の流入も内需を押し上げると期待される。年央にかけては金融緩和による景気刺激効果も発現すると見込まれ、年後半にかけてアジア新興国の景気は再び加速感を増すと期待される。
- しかし、欧州問題を巡る不透明感は完全に払拭されてはおらず、昨年後半のように海外資金が再び流出することで景気に悪影響を及ぼすリスクは燻っている。一方で海外資金の流入が続いても、再び過剰流動性が物価上昇圧力を高める可能性がある。エネルギーなど必需品価格の高止まりによって金融緩和の効果を削ぐ懸念もあり、これによって回復の道半ばで景気の腰を折る可能性もあろう。
- 国際的な金融取引に関して、金融取引税の導入など様々な議論がなされているが、金融取引に歪みをもたらすことは問題解決には至らない。全世界的な資金取引の透明度を高める取り組みが望まれる。

《金融市場の落ち着きによりアジアへの資金回帰が進んでおり、これによる景気の押し上げが期待される》

- 昨年夏の欧州債務問題の再燃により国際金融市場は一時大きく混乱したものの、その後の欧米先進国で追加的な金融緩和が実施されたほか、新興国においてもインフレ率の低下を背景に金融緩和が進められており、足下では世界的なカネ余りが意識されている。国際金融市場はすでに「流動性相場」の様相を呈しており、投資家のリスク選好の回復も相俟ってアジアの金融市場にも海外資金が回帰する動きがみられる。アジア新興国の株式相場は昨年末を底に急上昇しており、昨年後半に大きく調整した為替相場も上昇に転じている。さらに、アジア新興国への海外資金の回帰によって、一時は調整が懸念されてきた不動産市況にも底打ちの兆しが出るなど、一部では「新興国バブル」再来の声も出てきている。
- 昨年、アジア新興国における最大の懸念材料は物価上昇圧力であったが、足下では食料品価格が落ち着いており、昨年後半の海外資金の流出により過剰流動性懸念も後退したため、インフレ率は下落傾向が続いている。世界経済の減速による景気への悪影響が懸念される中、インフレ率の低下はアジア新興国における金融緩和を後押ししており、物価や金利の低下によって内需の押し上げが期待されている。さらに、海外資金の再流入も内需の押し上げに繋がると期待されるため、先行きにおいてもアジア新興国は底堅い内需が景気を下支えすると見込まれる。
- 年前半についてはベース効果によるインフレ率の低下も見込まれ、さらに金融緩和余地が拡大して追加的な景気刺激を打ち出すことが可能になると期待される。さらに、多くのアジア新興国は世界経済の減速による悪影響を懸念して今年も公共投資の増額などによる景気刺激策を打ち出している。アジア新興国は世界金融危機後の財政拡張策にも拘らず公的債務残高のGDP比は大きく上昇しておらず、欧州などのように信用問題が財政政策を大きく制約する状況にはない。域内大国の中国では地方政府傘下の金融会社による借入増大が不安視されているほか、公的債務残高は過去数年で大きく膨らんでいるが、中央政府の財政運営は基本的に慎重であり、地方政府の債務についても金融システムを脅かす可能性は必ずしも大きくないとみられる。
- 金融緩和による景気の押し上げ効果は、財政支出に比べるとその発現に時間を要することもあり、アジア新興国の景気は年央にかけて緩やかに拡大しよう。さらに、年後半にかけては欧米先進国でも緩やかな景気拡大が見込まれることから、調整模様が続く外需も底離れして景気を押し上げると予想される。また、域内経

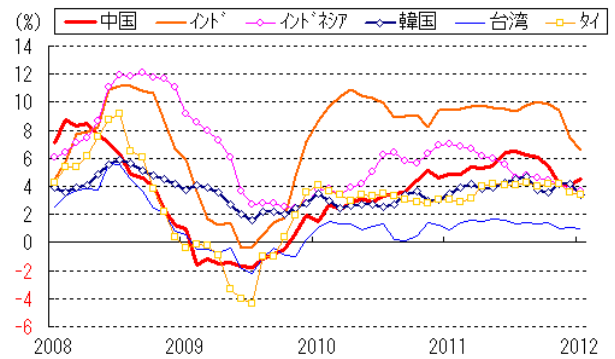
済の活発化による貿易取引の下支えも期待されることから、これも景気拡大を促すと予想される。

図1 アジアの実質 GDP 成長率(前年比)の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 アジアのインフレ率の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

《海外資金の流出リスクは今後も残る。その一方で過剰流動性によるインフレリスクも無視できない》

- こうした資金流入の持続可能性については、依然として不透明感が燻る。昨年夏以降の金融市場の混乱をもたらした欧州債務問題については、EU加盟国によるギリシャ支援での合意など明るい材料はみられる。しかし、こうした支援策にも拘らず当のギリシャが構造改革などに手間取り債務圧縮が順調に進まなければ、再び投資家のリスク回避姿勢が高まる可能性はゼロではない。アジア新興国における足下の海外資金の回帰は主に証券投資を中心とする「足の速い」資金である。さらに、昨年秋以降の海外資金の急激な流出においては、外資系金融機関が比較的長期の資金も引き上げた可能性もあることから、こうした動きが再び強まる懸念もある。
- それでも欧米先進国を中心に長期間に亘って金融緩和が続く期待が高まっているため、世界的なカネ余りが続くことが予想される。新興国においても追加的な金融緩和が行われる可能性があり、過剰流動性はアジア新興国の景気を押し上げよう。その一方、これによってアジア新興国の物価上昇圧力が再び高まる可能性もあるなど、リスクを伴うことに注意する必要がある。世界的な景気減速懸念にも拘らず、流動性相場の影響で原油相場はすでに上昇しており、消費支出に占めるエネルギーの割合の高いアジアをはじめとする新興国では物価上昇圧力が早晚表面化することも懸念されよう。年前半についてはベース効果によってインフレ率自体の低下が見込まれるため、追加的な金融緩和に踏み切る国もあろうが、エネルギーなど必需品価格の高止まりが実質購買力を下押しして景気刺激効果を削ぐことも懸念される。
- G20など国際場裏においては、国境を跨ぐ資金取引や投機的な先物市場への資金流入に対して課税を行う「金融取引税」に関する議論がなされてきたが、反対論が根強い中で議論は頓挫している。これは金融取引の阻害によって経済成長の機会を削ぐ可能性があり、世界経済の不透明要因が燻る中では、資金移動の自由度低下によるリスクも小さくない。一方、これまでも投機的取引の拡大が国際商品市況の混乱を招き、その後の景気悪化の一因となったことを鑑みれば、こうした動きに一定の歯止めをかけることの重要性もあろう。また、金融取引税の導入は全世界的な協調による取り組みでなければ、歪みが生じる可能性があることにも注意が必要である。その意味では、金融取引税に依らずとも、資金移動の透明性を高めることで金融市場が抱える潜在的なリスクを適時適切に知ることは可能である。金融市場の自由度を極力損なわない全世界的なスキームの模索が望まれる。

以上