

金融市場の混乱でアジアの実体経済は悪化するのか

～資金流入の影響に懸念はあるが、実体経済の緩やかな拡大は変わらず～

発表日：2013年6月12日(水)

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)

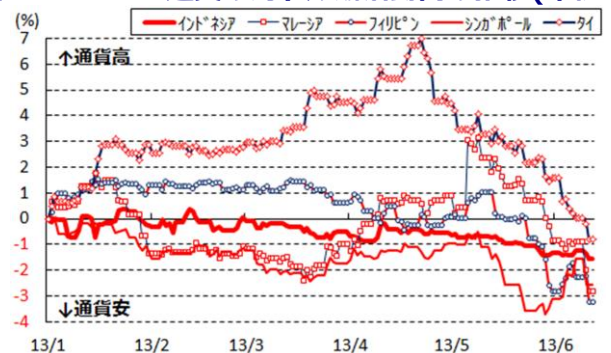
(要旨)

- 世界的なカネ余りや世界経済の回復期待を追い風に資金流入が続いてきたアジア新興国だが、国際金融市場の環境変化に伴い流出に直面している。自国通貨安誘導に始まった通貨安基調も、足下では投資家のリスク許容度低下によるポジション調整が事態を加速させ、株式相場も債券相場も下落するなど「トリプル安」の様相を呈している。資金流出が信用収縮を通じて内需の下押しに繋がるリスクはあるが、各国の内需喚起への余力を鑑みれば、引き続き緩やかな景気拡大は可能と見込まれ、通貨安による輸出の下支えも期待される。アジア金融市場は国際金融市場など外部環境に左右されやすいことから、これらへの投資には中長期的な成長性に加えて、外部環境の動向、流動性などの市場特性などに留意することが望まれる。

《資金流入による影響は懸念されるが、実体経済は底堅い。投資戦略は市場の特性に留意した対応が必要》

- 先進諸国を中心とする量的金融緩和による世界的な「カネ余り」に加えて、米国や日本における景気回復期待の高まりなどを追い風に投資家のリスク許容度に改善の動きがみられ、海外からの資金流入圧力が強まってきたアジア新興国だが、ここにきてその動向は大きく変化している様子がうかがえる。投資家のリスク選好の改善を受けて、依然高い経済成長が期待されるアジア新興国には資金流入圧力が強まり、結果、昨年秋以降の各国通貨の対米ドル為替レートは上昇基調を強めたほか、株式相場では年明け以降過去最高値を更新する動きもみられた。さらに、アジアの国債市場への資金流入により長期金利は低下し、資金調達環境の改善が内需を喚起して景気を一段と押し上げるとの期待も強まった。しかし、足下ではこのような循環に変調の動きが出ており、アジアの金融市場は混乱にも似た状況にある。
- アジア新興国の中には輸出依存度が比較的高い国が少なくなく、自国通貨高による輸出競争力の低下を警戒する動きが広がったことが挙げられる。アジアの中では韓国のほか、タイが利下げを通じて自国通貨安誘導を図る姿勢をみせているほか、フィリピンもペソ高による海外移民送金の目減りを懸念しており、短期金利の引き下げを通じて自国通貨安誘導を図ってきた。結果、年明け以降も上昇基調を続けてきたアジア新興国通貨は、利下げが強く意識されるようになってきた4月ごろをピークに下落基調に転じており、足下では多くの国が年初を下回る水準まで下落している。ただし、この動きは各国通貨が下落基調に転じた当初こそ、各国の自国通貨安誘導の意図を反映した動きと捉えることが可能であるが、その後は米国経済が予想外に堅調に推移しており、米国の量的金融緩和の縮小が意識されたことで米ドル高圧力が強まったことによるものと考えられる。事実、米ドル高基調はアジアなどの新興国通貨のみならず、日本円やユーロなど先進国通貨に対しても進行してきたことも、こうした動きを裏付けている。
- アジア新興国が自国通貨安誘導を図った後、各国の通貨は下落基調を強めてきたものの、各国の株式相場は比

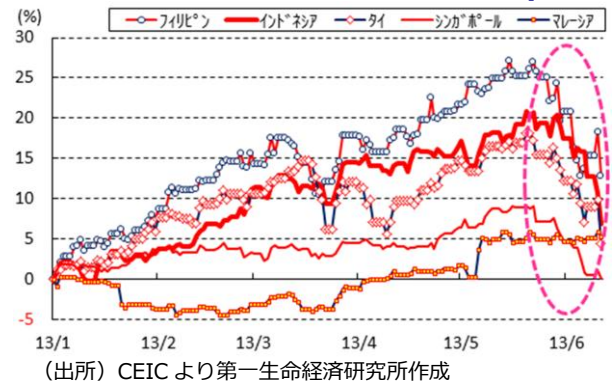
図1 ASEAN通貨の対ドル騰落動向の推移(年初来)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

較的堅調な推移が続いてきたほか、債券市場への資金流入も続き、長期金利は過去最低水準近傍で推移してきた。しかし、先月以降は日本の国債市場や株式市場における変動に伴い世界的な資金の流れに動揺が広がるなか、投資家のリスク許容度にも大きな変化が出ている様子が見えてくる。足下では、堅調な内需を背景に景気回復が進むと見込まれてきた米国経済が予想外に力強さを欠くことが確認され、投資家のリスク回避姿勢が強まったことは、アジア新興国に流入してきた資金の逆流を促すことに繋がっている。結果、各国の株式相場は先月半ば以降急激に下落基調を強めているほか、国債市場においては長期金利が上昇しており、各国景気をけん引する内需にも悪影響を与える可能性が懸念されつつある。

図2 ASEAN 株式相場の騰落動向の推移(年初来)



- 足下のアジア新興国の金融市場が予想外の動揺をみせている背景には、大きく二つ理由があると考えられる。一つは、これまでの投資家による期待が高すぎたことによる反動が影響していることである。ASEAN諸国の中には、海外資金の流入などに伴って株式相場が半年足らずのうちに2割以上も上昇する国がみられたほか、通貨も債券も上昇するいわゆる「トリプル高」に見舞われた国も少なくなかった。ASEANをはじめとするアジア新興国は内需をけん引役に堅調な景気が続いているものの、世界経済が依然として回復感を欠く中では外需の大幅な改善は見込みにくく、内・外需がともに拡大基調を強めていた数年前に比べて景気拡大のペースが弱まることは避けられない。こうした状況にも拘らず株価が独歩高を続けてきたということは、景気や業績に対する期待以外で上昇していた可能性に留意する必要がある。もう一つは、アジア新興国の金融市場の規模は先進国などに比べて小さく、金融商品の流動性も乏しいことから、大規模な資金の流出入の影響が過剰に出やすいことが挙げられる。したがって、足下のように投資家のリスク許容度が低下した局面においては、これまで期待以上に上昇してきたことの反動も重なり、予想外の相場下落を招いているものと考えられる。

- アジア新興国の実体経済を巡っては、近年域内大国である中国経済との連動性を強めており、足下ではこの足踏みや欧州の景気低迷が外需の足かせになっている。ただし、米国の堅調な内需などを追い風にアジア新興国の生産動向に底打ちの動きがみられる中、通貨安による輸出競争力の回復などは今後の生産を後押しすると期待される。さらに、各国政府及び中央銀行は内需を喚起させるべく、財政拡張策や金融緩和に動いており、足下のインフレ率が低水準に留まることはこうした対応を後押ししている。資金流出が信用収縮を通じて内需の下押しを招くリスクはあるが、財政余力や金融緩和余地は景気の下支えを促すと見込まれる。

- 一連の金融市場の動揺から、規模が小さく、流動性が少ないアジアの金融市場では、米国の金融政策など海外資金を巡る環境が相場の浮沈を大きく左右することがあらためて確認された。アジアをはじめとする新興国経済は引き続き比較的堅調な景気拡大を続けると見込まれるものの、今後も短期的には国際金融市場など対外的な環境要因などによって大きく変化することが予想される。アジア新興国向けの投資戦略には、中長期的な視点による成長性のみならず、金融市場の動向や流動性といった各国市場の特徴にも留意することが望まれる。

以上