

アジアで広がる金融緩和の動きに『死角』はないか

～膨張マネーは反動リスクを高める可能性も～

発表日：2015年1月29日(木)

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)

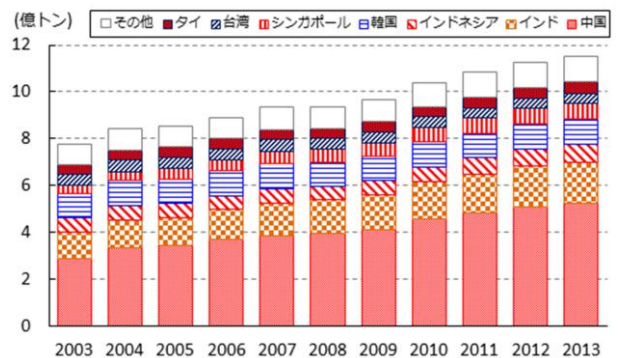
(要旨)

- 原油安による世界的なディスインフレはアジア新興国の環境を激変させている。近年の新興国の高成長による原油高は、一方でこれを輸入するアジア新興国の重石になってきた。しかし、原油安の進展でインフレ圧力は後退したほか、ファンダメンタルズの改善を促している。結果、アジアでは金融緩和の動きが広がり、景気回復を促すことも期待される。原油安によりアジア新興国は再び勢いづく可能性が出ている。
- 先進国の量的金融緩和により世界的なマネーはかつてない規模に膨張している。アジア景気の回復により、世界的なマネーは再びアジア新興国を目指す動きが活発化すると予想される。資金流入は景気を押し上げるが、高成長と低金利の長期化が資産市場のさらなる膨張を招く一方、その反動に伴うリスクをも高くする。着実な成長実現に向けて、原油安をきっかけにして新たな成長モデルへの転換が望まれよう。

《原油安はアジア新興国のファンダメンタルズ強化をもたらし、金融緩和余地などで景気にプラスの側面も》

- 昨年半ば以降の国際金融市場における急速な原油安を背景に世界的なディスインフレ圧力が強まるなか、原油を輸入に依存するアジア新興国を取り巻く環境は大きく変化している。アジア新興国では近年、高い経済成長を追い風に消費意欲の旺盛な『中間層』が増加しており、こうした所得階層を中心とする消費拡大が経済成長のけん引役となる状況が続いてきた。生活レベルの向上に伴いモータリゼーションが進み、都市化の進展によって電力消費量が進んだことも重なり、アジア新興国のエネルギー消費量は飛躍的に拡大してきた。特に、アジア域内で人口規模の大きい中国とインドが高い経済成長を実現してきたことは、こうした動きに拍車を掛ける一因になったほか、ここ数年の原油をはじめとする資源価格の高止まりを招いてき

図1 アジア新興国の原油消費量の推移

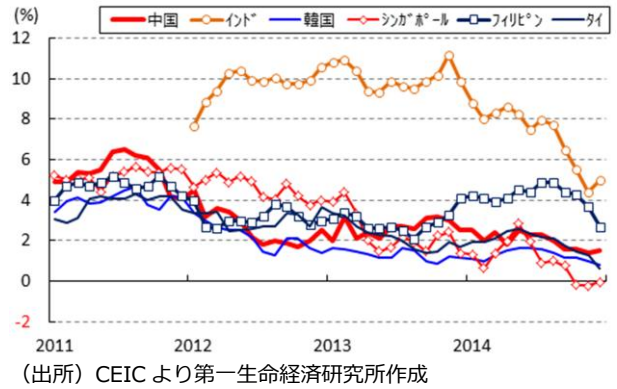


(出所) BP Statistical Review 2014 より作成

た。しかし、中国経済は近年の急激な経済成長の実現に加え、世界金融危機後に実施した大規模な景気対策により経済成長を過度に固定資本投資に依存する体質となったことで様々な弊害に直面しており、経済構造の転換を余儀なくされている。中国の構造転換は、一時は『暴食』とも称されるほどに様々な鉱物資源を消費しながら、不動産やインフラをはじめとする建設投資に経済成長を大きく依存する状況からの脱却を目的としている。結果、足下では同国の鉱物資源需要は鈍化していくとの見方が強まり、資源価格の下落に歯止めが掛かりにくい一因になっている。また、ここ数年は高い経済成長を実現し、人口規模の大きさやその若さから中長期的にも安定的な経済成長が可能と目されてきたインドやインドネシアでは、資源価格の高止まりがインフレ圧力を高めたほか、輸入額の増加を通じて対外収支の悪化を招いた。さらに、これらの国では長年に亘り低所得者対策として補助金を課すことで燃料価格を低く抑える政策が採られてきたが、原油価格の高止まりで補助金が歳出拡大に繋がって財政収支の悪化を招くなど、経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）の悪化をもたらしてきた。ファンダメンタルズの悪化は国際金融市場が動揺する度に資金流出を招き、それに伴う自国通貨安

はインフレ圧力を高め、国内金融市場における信用収縮が景気の足かせとなるなどの悪循環に繋がってきた。その一方、足下の原油安は対外収支を改善させ、補助金削減による財政健全化の道筋を付けている上、物価上昇圧力の緩和をもたらすなど、過去数年のこれらを取り巻く状況を一変させている。こうした状況を受け、昨年11月に中国は利下げを実施したほか、先月にはインドが緊急利下げに踏み切るなど、金融緩和に向けた動きが広がりを見せている。その他の資源の輸入依存国でも物価上昇圧力が後退し、シンガポールは実質的な金融緩和に動いたほか、フィリピンは昨年金融引き締めを進めたものの、利下げの可能性を模索しており、その他の国でも利下げに含みを持たせる動きがみられる。原油安の進行はこれを輸入に依存する多くのアジア新興国にとって交易条件の改善による国民所得の拡大を促すほか、インフレ圧力の後退により金融緩和余地も生まれ、利下げに踏み切る動きも広がるなど景気にプラスの効果をもたらしている。また、ファンダメンタルズの改善は海外資金が流入しやすい環境を生んでおり、こうした動きはアジア新興国経済を押し上げることも期待される。中国経済が以前の勢いを失うなか、アジア新興国についてもその動きに連られる形で景気が鈍化するとの見方もあり、市場の一部には「新興国の終わり」を警戒する声もみられたが、予想外に進行している原油安はこうした懸念を大きく後退させている。

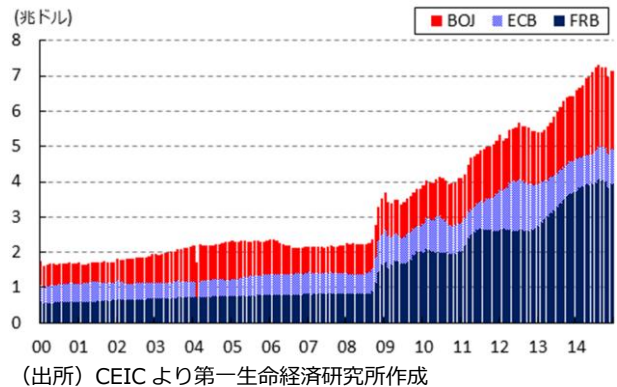
図2 アジア新興国のインフレ率の推移



《膨張マネーは反動リスクを増幅させる可能性も、原油安を足掛かりに成長モデルの転換が必要になろう》

- 国際金融市場を巡っては、米国FRB（連邦準備制度理事会）が昨年10月に量的金融緩和第3弾（QE3）を終了させたことで利上げの実施が近いとの見方が強まるなか、これまでFRBが拡大させてきたバランスシートの規模に注目が集まっている。その一方、日銀は質的量的金融緩和（QQE）を依然として続けるなか、今月にはECB（欧州中央銀行）が量的金融緩和の実施に踏み切るなど、両中銀はバランスシートの拡大を進めようとしている。足下におけるこれらの3中銀のベースマネーの規模はかつてない水準に達しており、信用創造を通じて国際金融市場に供給されているマネーはとてつもない規模に達している。

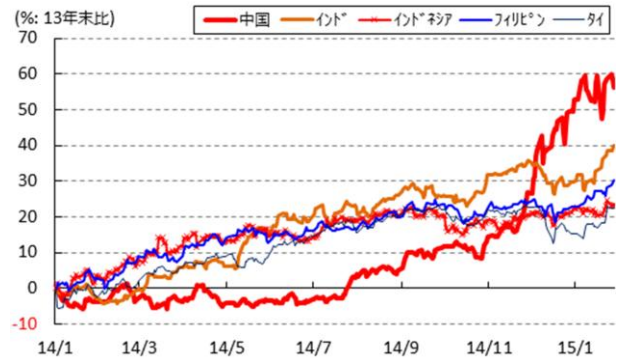
図3 主要3中銀のベースマネーの推移



今後はこのベースマネーを巡って拡大と縮小の『綱引き』が演じられると見込まれるなか、短期的にはそうした思惑を背景に国際金融市場は動揺する可能性は残る。そうした懸念がある一方、米FRBはこのところの金融政策の決定に際して『市場との対話』を重視する姿勢を強めており、過度な混乱を招く可能性があるバランスシートの縮小を性急に進めることはないとの見方も強い。その場合、今後の世界的なマネーは一段と拡大基調を強めることが予想されるなか、先進国においては低金利状態が引き続き長期化していく可能性もあり、マネーは収益を求める形で相対的に高収益が期待される新興国などを再び目指す動きが活発化することも考えられる。事実、昨年半ば以降のアジア新興国の株式相場は、一部の国で政権交代が行われるなど特殊事情が影響した側面はあるものの、総じて上昇基調を強めている。足下では各国におけるインフレ率の低下でさらなる金

融緩和の余地が拡大しており、株式をはじめとする資産市場には資金が流入しやすい環境になることも予想され、上値を求める動きも活発化するであろう。海外資金の流入が活発化することで、アジア新興国では景気の押し上げ圧力が強まると見込まれる上、自国通貨高がインフレ圧力を一段と後退させ、これまで以上に金融緩和余地が拡大する可能性も考えられる。そうなれば、アジア新興国は比較的高い経済成長を実現する一方で低金利状態となり、さらなる信用創造を生みやすい環境となることも予想される。こうした展開は 2000 年代を通じた『新興国ブーム』とも呼べる新興国の経済成長の背景となってきたが、仮に世界金融危機のように過度な信用創造が破たんを来す事態に再び陥れば、足下のマネーの規模は当時と比べて格段に拡大していることから、その影響は比較し

図 4 アジア新興国の主要株価指数の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

うもない水準になる。上述の『新興国ブーム』の際には、中国の高い経済成長がけん引役になってきたが、足下の中国は『新常态（ニューノーマル）』を掛け声に中高速增长への転換を謳っており、その勢いに頼むことは難しい。他のアジア新興国が中国型の経済成長経路を歩むには依然インフラをはじめとする資本ストックが不足する一方、現在の中国経済が高成長の背後で様々な弊害を生んでおり、その経路を歩むことの課題は大きい。すでにアジア新興国は生産拠点としてのみならず、市場としても成熟しつつあることを勘案すれば、地に足の着いた成長モデルを模索しつつ、昨今の国際金融市場の動揺で問題となったファンダメンタルズの強化に取り組むことが不可欠である。昨年来の原油安は『棚ぼた』と言えるが、こうした状況を足掛かりに次なるリスクに備えるためにも、着実な経済構造の展開が望まれる。

以上