

## 予想外の形で現われたアジアの「緩和ドミノ」

～「Brexit」への懸念に加え、「中国リスク」への備えも表面化か～

発表日：2016年7月14日(木)

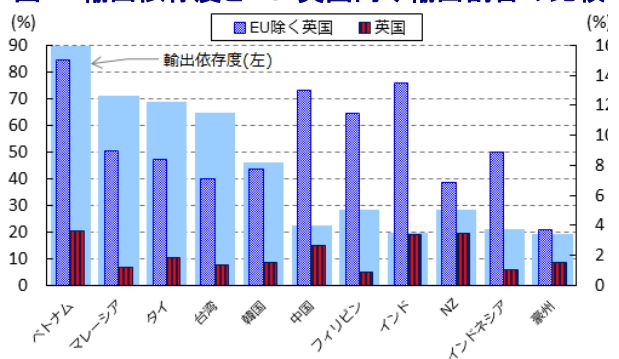
第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

### (要旨)

- 英国のEU離脱決定は当初こそ市場の混乱を招いたが、その後は米国の利上げ観測後退も追い風に落ち着きを取り戻している。市場は「流動性相場」の様相を呈するなか、利回りを求める資金がアジアなどの新興国に流入する動きがみられる。英国のEU離脱後の全体像は不透明であるが、英国並びにEUの景気減速によるアジア新興国に直接与える影響は限定的であり、深刻な打撃には繋がらないと予想される。
  - ここ数ヶ月のアジアでは金融緩和の動きが広がっており、それには中国の景気減速が影響している。足下の中国経済は比較的安定しているが、先行きは様々なリスクが表出する懸念もくすぶっている。バブル懸念がある不動産市況の悪化は実体経済を下押しする懸念もあり、英国のEU離脱を巡る不透明感や国際金融市場の不安感を増幅させる事態を警戒し、各国が先回りして金融緩和に動いているとも捉えられる。
  - また新たな「中国リスク」として、人民元安の進展が「通貨安競争」を誘発しているほか、過剰生産を輸出拡大で解消することで市況が悪化し「近隣窮乏化」することも懸念される。また、国際仲裁裁判所による南シナ海問題を巡る判断は中国の政治的姿勢のみならず、当事国に対する経済的態度の硬化を招く可能性もある。景気下押しを警戒して緩和ドミノがアジアで一段と広がっていく可能性には注意が必要だ。
- 英国によるEU（欧州連合）からの離脱を巡る動きは、その当初こそ驚きを以って受け止められるとともに国際金融市場は動揺する動きもみられた。しかしながら、その後は主要国が流動性供給に向けた取り組みで足並みを揃えていること、さらに英国のEU離脱に伴う直接的な影響については今後の交渉の過程で如何様にも変化し得ることに加え、当面の懸案事項とされてきた米国の利上げ実施観測が後退していることもあって落ち着きを取り戻している。さらに、世界金融危機後の国際金融市場を巡っては、主要国を中心とする量的金融緩和政策を理由に資金供給量がかつてない水準に達しており、信用創造を含めたマネーは膨張することで「流動性相場」となる局面は度々現われていた。こうしたなか、足下においては日本や欧州によるマイナス金利政策の影響も重なり、主要国では金利が大きく低下ないし埋没するなど、多くの投資家にとって収益期待が大きく低下しているなか、国際金融市場が落ち着きを取り戻すと同時に「流動性相場」となったことは、より高い収益を求める動きに伴い新興国や資源国への資金流入を促している。足下の新興国や資源国の通貨は、英国のEU離脱決定を受けての市場の混乱に伴い一時的に調整圧力が強まる動きがみられたものの、その後は比較的落ち着きを取り戻すと同時に、米国の利上げ後ろ倒し観測を反映する形で米ドル相場の調整が意識されていることも底堅さを促している。こうした傾向はアジア新興国においても広がっており、この地域は英国のEU離脱に伴う景気減速による直接的な影響が中東欧など他の新興国に比べて受けにくいこと、さらに、原油安の長期化によるインフレ率の低下が顕著になるなか、相対的に金利が高止

図1 輸出依存度とEU・英国向け輸出割合の比較

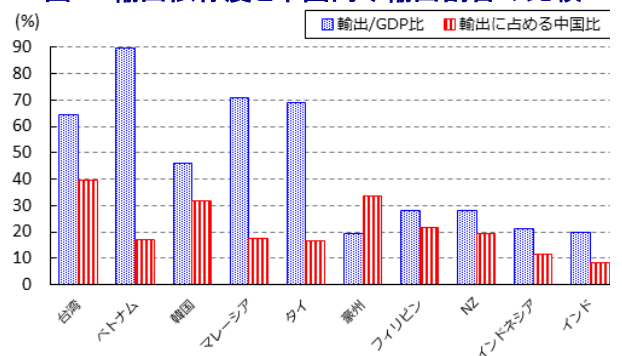


(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

まりしていることで実質金利が依然プラスを維持している国が多いことも影響していると考えられる。なお、ASEAN（東南アジア諸国連合）の一部には輸出依存度が比較的高いことに加え、輸出全体に占めるEU及び英国向け比率が高い国が存在している。金融市場においては、英国経済についてはEU離脱により景気減速に陥るとの見方が根強く、近年においては英国とEUの間は製造業などを通じて様々な分業体制が構築されてきたことを勘案すれば、EU経済についても下押し圧力が掛かることは避けられないとみられる。したがって、先行きの議論の動向によってアジア新興国に与える影響は増幅されるリスクはあるものの、少なくとも現時点においては大きく見積もってもアジア新興国が景気後退に陥るような深刻な打撃を与える直接的な要因になるとは考えにくいと言えよう。

- こうしたなか、ここ数ヶ月のアジア新興国及びオセアニア地域においては利下げをはじめとする一段の金融緩和に動く流れが伝播している。元々は域内大国である上、文字通り地域のみならず世界経済の「けん引役」となってきた中国経済がかつての勢いを失うなか、域内における貿易量の縮小などを通じて外需に下押し圧力が掛かり、結果として景気の足を引っ張られることを警戒した動きであったと考えられる。なお、足下の中国経済を巡っては政府によるインフラを中心とする公共投資の拡大や、一昨年末以降の金融緩和を追い風に不動産投資が活発化するなど投資を軸に景気が下支えされる動きがみられる一方、不動産市場においてはバブルの再燃が懸念されているほか、景気の弱さを背景にディスインフレ圧力もくすぶっている（詳細は11日付レポート「[奇妙なバランスの上で安定する中国経済](#)」をご参照ください）。中国金融市場を巡っては、昨年も株式市場がバブル崩壊に見舞われたほか、その後の当局による対応の拙さを理由に国際金融市場に動揺が広がる事態となったものの、依然として国内投資家が中心となる閉鎖的な市場であり、当局の恣意的な政策変更が充分に通用する「特異性」を有することから、実体経済全体を大きく揺るがず事態とはなっていない。よって、足下で大都市部を中心にバブルの再燃が懸念される不動産市場についても先行きは調整圧力が高まるリスクはあるものの、株式市場以上に閉鎖的かつ特異な環境に置かれていることを勘案すれば、この調整が直接的に国際金融市場に影響を及ぼす可能性は大きくないとみられる。ただし、中国国内の不動産開発を巡っては「シャドーバンキング」などを通じた資金調達再び活発化する動きもみられて

図2 輸出依存度と中国向け輸出割合の比較



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

おり、仮に市況が大きく悪化する事態となれば信用収縮などを通じて実体経済への下押し圧力が高まる懸念される。そうなれば、上述のようにアジア・オセアニア諸国にとっては直接的に景気に下押し圧力が掛かる国が少なくないなか、そうした影響を事前に抑制する観点から金融緩和に踏み切る流れは必然のものとして捉えることが出来よう。こうしたなか、英国によるEU離脱の話は上述の通り現時点ではその直接的な影響を考えると難しいものの、国際金融市場が「流動性相場」の様相を呈する一方で不透明要因として残るなか、ひとたびリスク要因が表面化した場合には、新興国や資源国からの資金流出圧力が高まる可能性がある。大量の資金流入が生じた国においては比例的に大量の資金流出が起こることで実体経済に悪影響を与えるリスクもあることから、こうした問題を事前に抑制する観点でも先んじて金融緩和に動いているとも捉えられよう。

- さらに、足下においては新たな「中国リスク」が表面化していることも影響していると考えられる。中国の通貨人民元を巡っては昨年来、当局主導で為替レートに市場実勢を反映させる取り組みが進んでいるものの、年

明け以降は人民元安基調が強まる動きが出ている。当局は昨年末以降人民元相場について、13通貨で構成される通貨バスケットを重視する姿勢をみせているが、当局による同指数の公表以降ほぼ一貫して人民元指数は低下しており、足下では英国のEU離脱決定に伴う国際金融市場の混乱に乗じて一段と下落基調を強める動きもみられる。また、共産党及び政府は中長期的な持続可能な経済成長を目指す観点から「サプライサイド改革」の実現を重視する姿勢をみせているものの、足下においては過剰設備や過剰生産の問題は一向に解消してないどころか、人民元安を追い風に国内で過剰状態にある鉄鋼製品や石油製品などの輸出が拡大しており、中国企業と競合状態にあるアジア新興国企業にとっては市況悪化が業績の足かせとなる状況も懸念されている。国際金融市場においては、人民元安の進展が「通貨安競争」の誘発のほか、アジア新興国における「近隣窮乏化」に繋がる懸念されてきたが、足下の状況はそうした懸念が具現化しているものとも捉えられる。先行きについては、国際仲裁裁判所による南シナ海を巡る判断が中国にとっては「完敗」を意味する内容となったことで、中国が当事国などに対して政治面のみならず経済面でも圧力を掛ける可能性が懸念されている。今回の裁判を直接提起したフィリピンは輸出依存度が低いものの、輸出全体に占める中国向け比率は2割を上回っており、中国による圧力が具現化した際には少なからず悪影響が出る可能性が懸念されるほか、南シナ海を巡って中国と対立関係にある台湾やベトナム、マレーシアについては、フィリピン以上に悪影響が及ぶリスクが高い。したがって、先行きについては政治的な事情が経済に悪影響を与える可能性が懸念されるなか、アジアやオセアニア地域において金融緩和ドミノが一段と広がる可能性には注意が必要と言えよう。

以上