

# Asia Trends

発表日: 2020年3月23日(月)

## 新型肺炎流行による金融市場の動揺にアジアは持ち堪えられるか

～早期に危機が意識される状況にはほど遠いが、最悪のタイミングが重なった面は否めない～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部  
 主席エコノミスト 西濱 徹 (Tel: 03-5221-4522)

### (要旨)

- 昨年末に中国で発生した新型コロナウイルスは世界経済のリスク要因となっている。当初は中国の国内問題として、中国景気の減速及び生産低迷によるアジア新興国への影響が懸念されたが、足下ではアジア新興国でも流行が拡大している。結果、多くのアジア新興国がヒトの移動を規制するなど経済活動の萎縮が懸念される。多くのアジア新興国では内・外需双方での下押し圧力が強まる事態が避けられなくなりつつある。
- 世界経済の減速懸念は国際金融市場の動揺を招くなか、国際原油市況の暴落がその動きに拍車を掛けており、リスク性資産である新興国資産は通貨、株式、債券の「トリプル安」に直面している。アジア各国は金融緩和で対応する姿勢をみせるが、そのことが通貨安圧力を招くなど難しいジレンマに直面する。原油安はアジア新興国には物価及び対外収支面でプラスとなり得るが、市場動揺による負の影響が上回ると言えよう。
- 金融市場の動揺に際してはアジア通貨危機の再燃を懸念する向きもあるが、金融市場で存在感を示す主要アジア新興国は概ね耐性は備わっている。ただし、事態鎮静化が進まず混乱が長期化すれば体力が奪われることは不可避である。協調が望まれるも見通しが立たないなか、最悪のタイミングが重なったと言えよう。

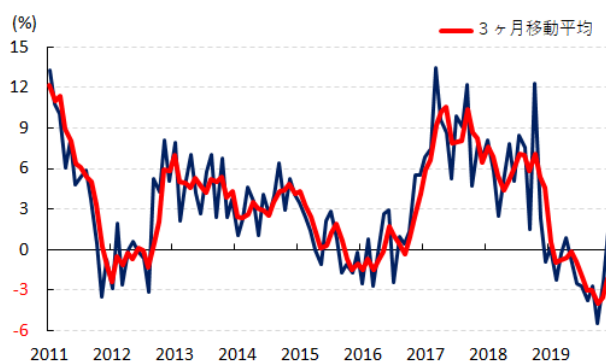
昨年末に中国で発生した新型コロナウイルス (COVID-19) を巡っては、中国国内での感染者数の拡大ペースは鈍化するなど事態収束の兆候がうかがえる一方、足下では中国以外での感染者数が急拡大しており、世界的にヒトの移動を制限する動きが広がりを見せるなど世界経済のリスク要因となっている。新型コロナウイルスの流行当初の段階においては、1年のなかで中国人による国内外へのヒトの移動が最も活発になる春節 (旧正月) 連休と重なったことで多くの都市が事実上の封鎖措置を採ったほか、海外への団体旅行を禁止された結果、中国国内の家計消費への下押し圧力や中国人観光客の減少によるアジア新興国などへの悪影響が懸念された。事実、近年の中国人旅行者の拡大を背景に、外国人旅行者に占める中国人の割合が高く、中国人旅行者による支出への依存を高めてきたアジア新興国のなかには、旅行者数の激減を受けて関連産業に甚大な影響が出る動きがみられ、事態長期化によって実体経済への悪影響が一段と深刻化する懸念が高まっている。また、中国政府は早期の事態収束を目指して春節連休を延長するとともに、地方レベルでは独自に企業に対して休業延長を求める動きが採られた結果、中国国内では春節連休明けの後も長期間に亘って生産活動に大きく下押し圧力が掛かった。近年、アジア新興国では中国を中心とするサプライチェーンが構築されており、川上、川中、川下の工程がアジア新興国内で複雑に入り組んでいることから、中国での生産低迷はサプライチェーンの目詰まりを通じて多くのアジア新興国の生産の下押し圧力となっている。中国国内の経済活動を巡っては、1-2月の主要経済指標が軒並み「とんでもない」数字となるなど急速に下押し圧力が掛かっていることが明らかになっており (詳細は16日付レポート「[中国、今年の1-2月の統計は軒並み「とんでもない」水準に](#)」をご

参照下さい)、こうした懸念はすでに顕在化している。なお、上述のように新型コロナウイルスの発生当初においてはこの問題は中国国内の問題と捉えられていたものの、足下ではその『震源地』は欧米などの先進国に移っており、様々な経路を通じてアジア新興国でも流行するなど、すでに世界的な問題に発展している。こうした事態を受けて、アジア新興国ではフィリピンやマレーシアなどで非常事態宣言の発令とともに外出禁止措置が採られているほか、インドやインドネシア、タイでも各国の

首都で商業施設が閉鎖される事態に発展しており、ベトナムでも自宅待機の呼び掛けが行われるなど、幅広い経済活動に悪影響が出るのが懸念されている。また、フィリピンやベトナム、シンガポールなどはすべての外国人の入国を禁止しているほか、その他のアジア新興国でも一部の外国人の入国を禁止するなど、アジア域内におけるヒトの移動が急速に制限される事態となっている。アジア域内の貿易量を巡っては、一昨年以降の米中摩擦の激化の余波を受ける形で昨年以降は急速に頭打ちの様相を強める展開が続いてきたものの、昨年末にかけては米中の「第一段階の合意」による米中摩擦の緩和期待を受けて底打ち感が出るなど事態打開に繋がる動きがみられた。しかし、上述のように年明け以降は中国での新型コロナウイルス流行に伴う中国景気への大幅な下押し圧力に加え、足下ではアジア新興国でヒトの移動が制限されるなど貿易の萎縮に繋がる動きが広がりを見せており、経済構造面で輸出依存度が相対的に高いアジア新興国にとっては景気への下押し圧力が掛かりやすい地合いが予想される。さらに、各国内で実施されている外出禁止令などの動きは、アジア新興国のなかでも経済構造面で内需依存度が相対的に高いインドやインドネシアなどの景気の足かせとなることは避けられず、アジア新興国経済にとっては全般的に下押し圧力が掛かることに繋がるであろう。

なお、新型コロナウイルスが世界的な懸念要因となっていることに加え、足下ではその『震源地』が欧米など主要先進国にシフトしているほか、世界的にヒトの移動が制限される動きが広がりを見せている上、強化される傾向が強まっていることを受けて国際金融市場では世界的な景気低迷が強く意識される事態となっている。さらに、OPEC（石油輸出国機構）加盟国とロシアなど一部の非OPEC加盟国による枠組（いわゆる「OPECプラス」）による協調減産が今月末で終了する事態となっているほか（詳細は9日付レポート「[ロシアの「強情」とサウジの「逆切れ」でOPECプラスが瓦解](#)」をご参照下さい）、来月からはロシアやサウジなどが増産に動く方針を示すなど、世界経済の減速に伴う需要減が意識されるなかで供給増圧力が強まるのが懸念されている。結果、年明け直後にかけては米中合意への期待に加え、中東情勢の不透明化なども理由に底入れする動きをみせてきた国際原油市況は、新型コロナウイルス流行による中国経済の減速懸念の高まりを受けて頭打ちしたが、足下では暴落と言っても良いほどの下落局面となるなど国際金融市場の新たなリスク要因となっている。国際原油市況の暴落を受けて、一部の産油国では財政収支の急激な悪化に加え、経常収支の悪化による経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）の脆弱化が意識されているほか、産油国を中心とするソブリン・ウェルス・ファ

図1 アジアの貿易量(前年比)の推移



(出所)オランダ経済政策分析局(CPB)より第一生命経済研究所作成

ンド(SWF)による資産現金化の動きが金融市場の動揺を増幅させる可能性も懸念される。さらに、世界金融危機以降の国際金融市場では、米FRB(連邦準備制度理事会)など先進国を中心とする量的緩和政策を背景に『カネ余り』が意識される一方、世界的に低金利環境が長期化したことで一部のマネーはより高い収益を求める動きを活発化させたことで社債など一部の市場では『バブル』とも呼べる状況が続いてきた。しかし、こうした状況は足下で一変しており、国際金融市場では米ドルな

ど主要国通貨による現金を求める動きが活発化したことで、いわゆる『リスク性資産』である新興国資産には投げ売り圧力が掛かることで通貨、株式、債券がいずれも下落する『トリプル安』に見舞われている。結果、資金流出の動きが強まっていることを受けて足下のアジア新興国の株式指数は急激な調整圧力が掛かっている。また、多くのアジア新興国通貨も下落圧力に直面しており、インドルピーは最安値を更新、韓国ウォンは世界金融危機直後の安値、インドネシアルピアもアジア通貨危機直後以来の安値となるなど極めて厳しい事態に直面している。国際金融市場の混乱を受けて、米FRBなど先進国の中銀は相次いで金融緩和を強化する動きをみせているほか、アジア新興国においても緊急利下げなど金融緩和を強化する動きがみられるものの、新型コロナウイルスの動向が不透明なかでは『焼け石に水』に過ぎない状況にある。他方、世界的な米ドル需要の高まりを受けた新興国通貨への下落圧力に直面するなかでは、金融緩和は反って資金流出圧力を増幅させることに繋がるなど『逆効果』となることも懸念される。なお、多くのアジア新興国は原油輸入国であることから、原油相場下落は物価及び対外収支面でプラスの効果期待されるものの、足下の暴落の動きは国際金融市場の動揺を招いて資金流出圧力を招いていることを勘案すればマイナスの影響が上回る状況にあると捉えられる。

こうした状況になると、アジア新興国においては1998~99年にかけて発生したアジア通貨危機の記憶が連想されるとともに、同様の事態が再燃するのではとの見方が起こりやすい。確かに一部の小国については外貨準備高の規模が小さいなどの問題を抱えているものの、金融市場において一定の存在感がみられる主要なアジア新興国についてはアジア通貨危機を教訓にその後は外貨準備を積み上げるなどの取り組みを強化してきたほか、構造改革などを通じて対外収支構造の転換を図るなどの取り組みを進めてきた。また、世界金融危機時の国際金融市場の動揺を受けて多くの新興国で危機的状況が意識されたことを教訓に、IMF(国際通貨基金)はその耐性を図る指標として外貨準備高の規模を輸出、広義のマネーサプライ(M2)、短期対外債務残高、その他債務の一定割合(ARA: Assessing Reserve Adequacy)が100~150%あれば『適正水準』とする見方を示している。この基準に照らしてみると、アジア通貨危機の『発火点』となったタイは適正水準を上回る規模を有しているほか、ここ数年国際金融市場が動揺する度にファンダメンタルズの脆弱性を理由に資金流出圧力が強まるインドも適正水準を大幅に上回るなど危機的状況にはほど遠いと捉えることが可能である。他方、中国については外貨準備の規模そのものは極めて大きいものの、人民元相場は「バスケットペッグ制」を採用するなど事実上当

図2 MSCIアジア太平洋(除、日本)株価指数の推移



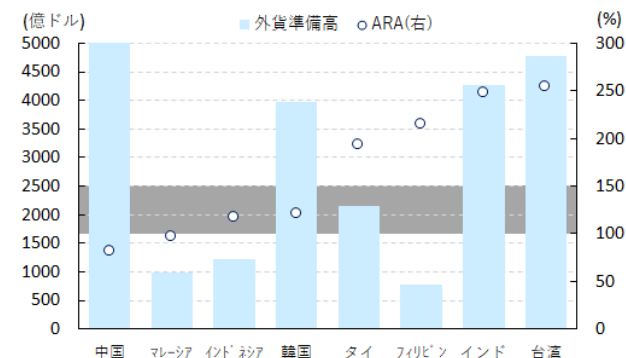
(出所)Refinitivより第一生命経済研究所作成

局の管理下に置かれているため、結果的に適正水準のハードルが上がりやすく、足下では金融市場の動揺に対する耐性が低いと判断される。それ以外でも、マレーシアについては主要アジア新興国のなかでは適正水準をわずかに下回る上、同国が資源輸出国であることを勘案すれば足下の国際原油市況の暴落の動きは足かせとなることが懸念される。また、アジア通貨危機の余波を受けたものの、足下で適正水準を維持するインドネシアについてもマレーシア同様に資源国の特性を有するな

ど、事態鎮静化に時間を要すれば急速に数値が悪化するリスクをはらんでいるほか、韓国も米FRBから600億ドル規模の通貨スワップ締結で糊を凌ぐ姿勢をみせているものの、世界経済の減速による輸出環境悪化は対外収支構造の脆弱性を高めることも予想される。その意味では、早期にアジア新興国において危機的状況に陥る国が出てくる可能性は低いと見込まれるものの、新型コロナウイルスを巡る事態収束の兆しがみえず国際金融市場の動揺が長期化する事態となれば、多くのアジア新興国で資金流出により体力は蝕まれるとともに耐性が低下する事態は避けられない。こうした時こそ世界金融危機時同様に国際的な協調の枠組が発揮される局面と捉えられる一方、ここ数年は各国が内向き姿勢を強めている上、新型コロナウイルスの流行を口実にそうした姿勢に拍車を掛けるリスクがあるなかでは期待が現実に向かうかは見通せない。アジア新興国にとっても新型コロナウイルスは最悪なタイミングでの流行と言えよう。

以上

図3 主要アジア新興国の外貨準備高とARAの比較



(出所)CEIC, IMFより第一生命経済研究所作成, 昨年末時点で比較

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。