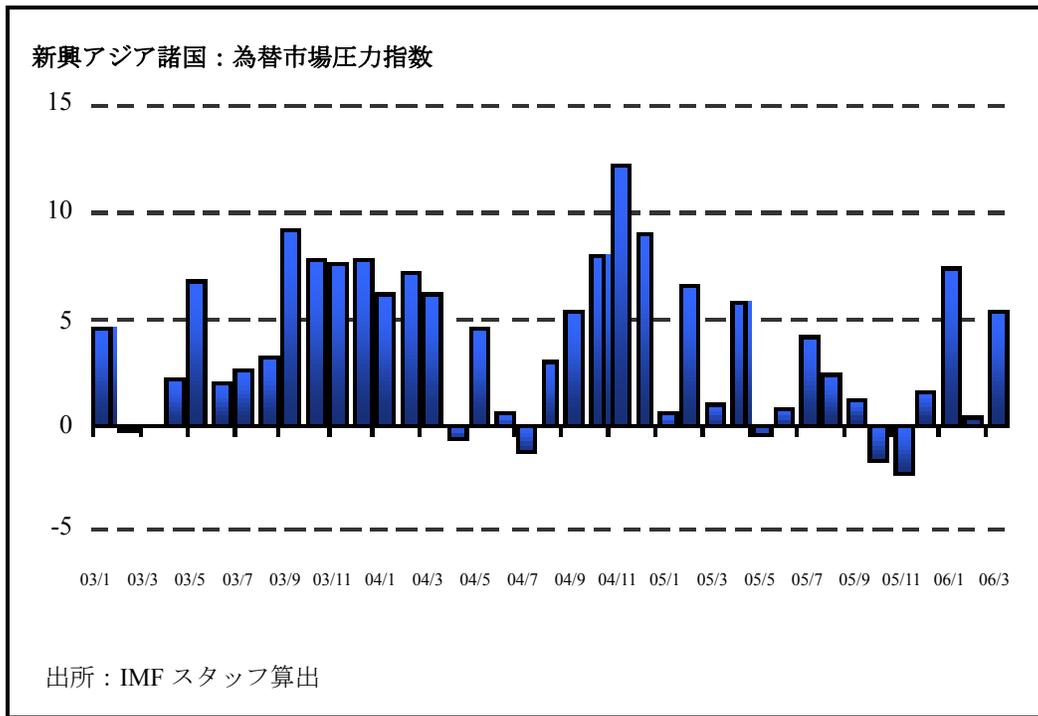


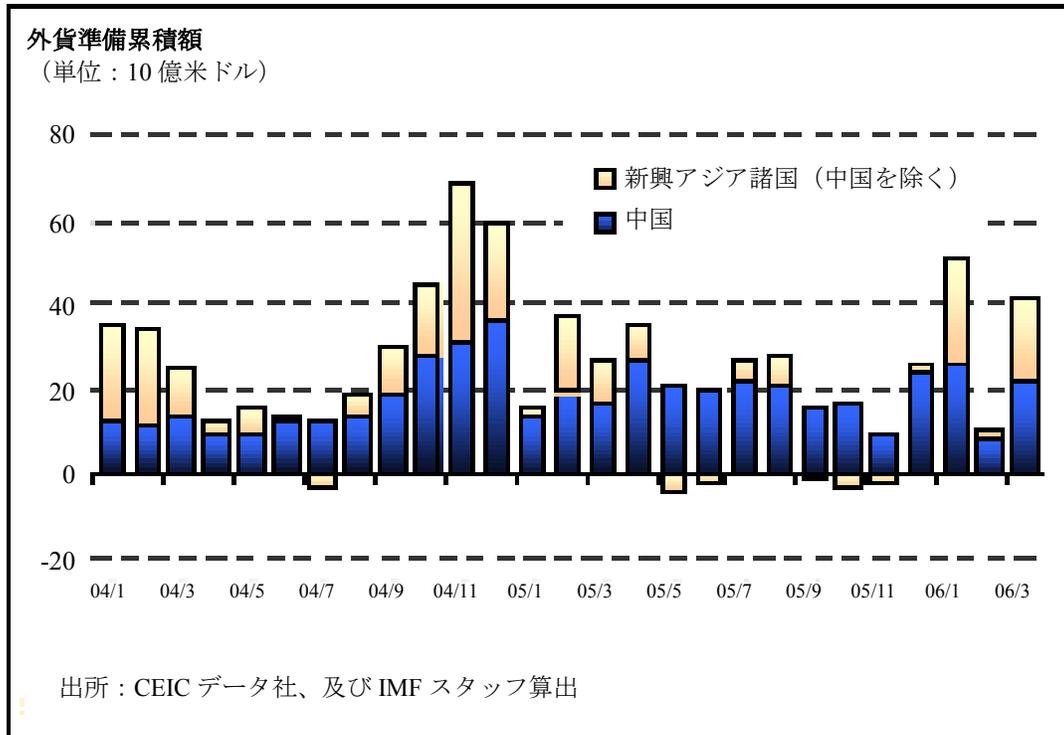
II. 新興アジア諸国の金融動向

主に米国金利に対するアジアの金利スプレッドが縮小し、人民元切り上げ期待が後退したことから、新興アジア諸国への資本流入は減少した。したがって中国以外では、時折り一時的圧力にさらされたものの、為替レートの上昇及び外貨準備の累積は減速した。今後の見通しとしては、直接投資フローは継続が見込まれるものの、もし国際金融環境が悪化した場合、証券投資フローは急変する可能性もある。

2005 年半ば以降、新興アジア諸国に対する資本フローはおおむね沈静化した¹。純資本流入の合計額は、2005 年前半に 400 億ドルに達した後、同年後半は実質的にはマイナスに転じ、為替市場圧力を大幅に低下させた。株式投資は多額な流入が継続したものの、7 月 21 日の為替調整を受けて人民元切り上げ期待が後退した上、アジア地域と米国の金利スプレッドが縮小したため、ポートフォリオ投資及びその他の非直接接投資の流入は急減した。



¹年末年始前後の短い期間は別として、下記参照のこと。為替市場圧力指数は、名目為替レートの変動にマネタリーベースの一部となる外貨準備高の変化を加算して測定する。アジア全域の同指数は非加重平均値である。

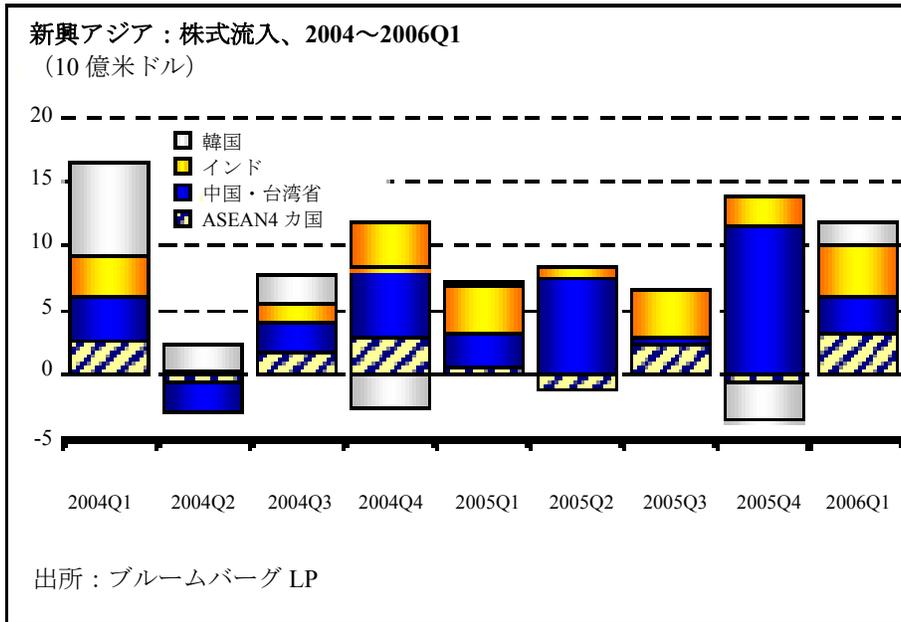


資本流入が減少したため、外貨準備累積は緩やかになった——ただし中国は例外である。中国を除く新興アジア諸国の外貨準備累積額は、2005 年前半の 320 億ドルと比較して、同年後半はわずか 80 億ドルであった。中国では外貨準備高の伸びは基本的には変わらず、半年ごとに約 1,000 億ドル増加した。しかし増加要因には著しい変動があり、資本流入による増加は減少し、輸入が不調であった一方で輸出が好調であったことから経常収支による増加が拡大した。年末までに中国の準備高の増加はほぼすべてが、経常収支の増加を反映したものになった。

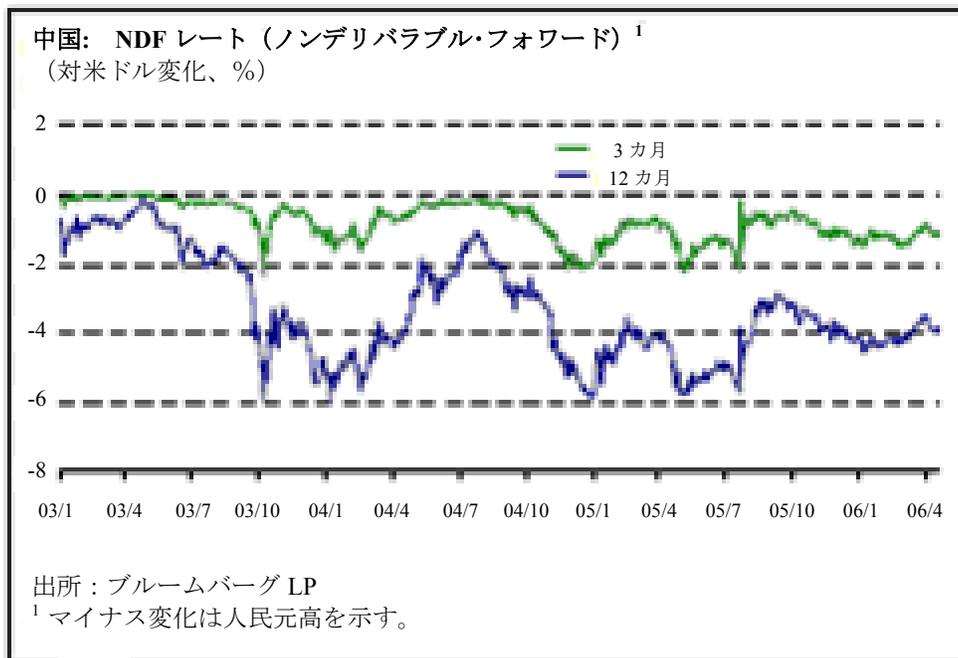
同時に、米ドルに対するアジア通貨高は減速した。しかし円安が進んだため、アジア通貨の名目実効為替レートは上昇した。

しかしながら、2005 年末前後と 2006 年 3 月～4 月を中心として、証券投資の流入額が短期間に急増した時期があった。12 月には、外国人投資家が新興市場に対する投資総額を全面的に増やした結果、新興アジア諸国への証券投資純流入額は 100 億ドル急増し、2004 年第 1 四半期以来の高い伸びを記録した²。2006 年に入っても純流入は継続し、1 月と 2 月の合計で 100 億ドルに達した。これに対し、同地域の国通貨局は当初、自国通貨の値上がりを容認したが、後に介入を強化した。その結果、中国を除く同地域の外貨準備累積額は、1 月に 250 億ドルに上昇した。2 月と 3 月の小休止状態を経て、株式投資流入は 4 月に再び上向き、アジア通貨の為替レートを再度押し上げている。

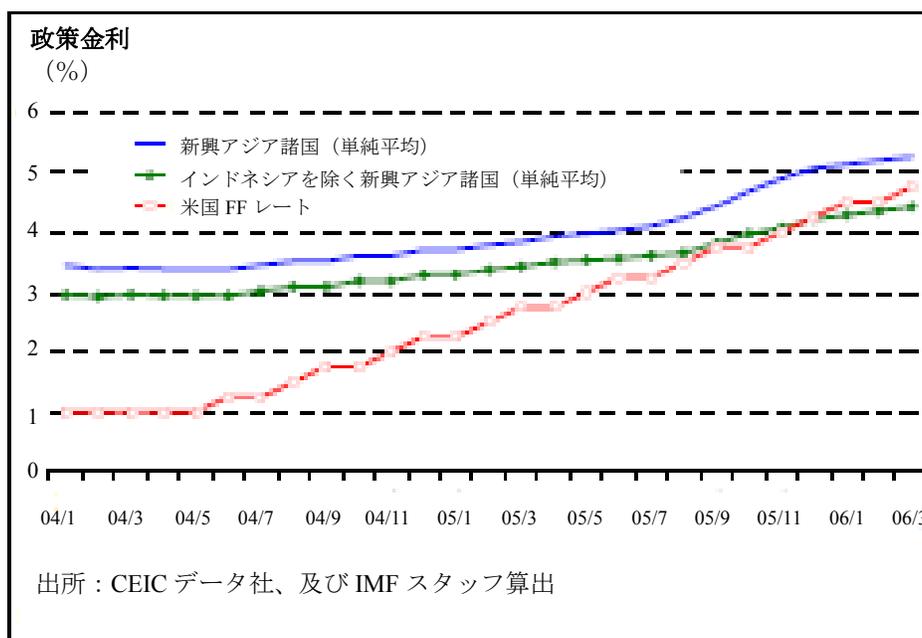
²世界新興市場に特化したファンドへの純流入は、2006 年 1 月単月に 100 億ドル増加した。ちなみに 2005 年通年の流入額は 170 億ドルであった。



当地域への流入が緩やかになった主な理由は、中国当局による人民元切り上げ後、中国及びその他アジア通貨の大規模な切り上げに対する期待感が後退したためである。7月21日、大方の予想を遥かに下回る2.1%の人民元切り上げが実施された。当局はその後、それ以上の特別為替調整は実施しないと明言した。その結果、大規模な通貨値上げの可能性が低下したため、中国への資本流入は減少した。韓国ウォンなどの通貨に対する「人民元プレー」も同様に衰退した。

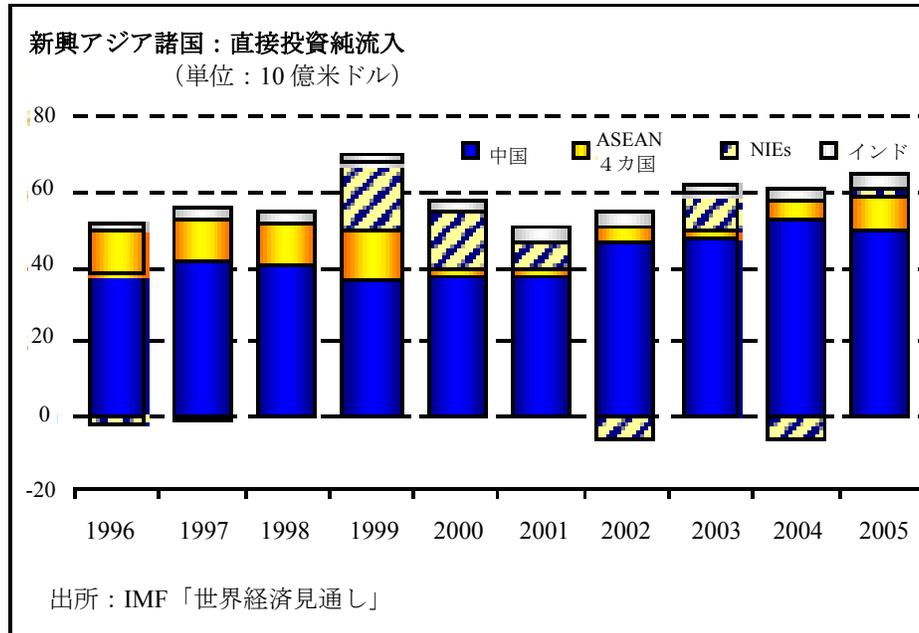


資本流入が減少したもう一つの理由は、米国とアジア地域の金利スプレッドがおおむね縮小したことである。米国が金融引き締めを開始した2004年5月には、アジア政策金利と米国FF(フェデラル・ファンド)レートの平均金利差は約240ベーシスポイントだった³。しかし、連邦準備制度理事會が次第に金融政策を引き締めていった一方で、当地域の政策金利は2004年半ばから2005年半ばまで比較的安定していたため、金利差はわずか70ベーシスポイントに縮小した。2005年半ば以降はインフレ圧力の上昇に対応して、インドネシアを中心に当地域の金融政策が引き締められ、金利差は安定化し、4月中旬には50ベーシスポイントとなった。それでも、インドネシアは別として、金利差は消滅し、今や当地域の殆どの国で政策金利は米国政策金利を下回っている。



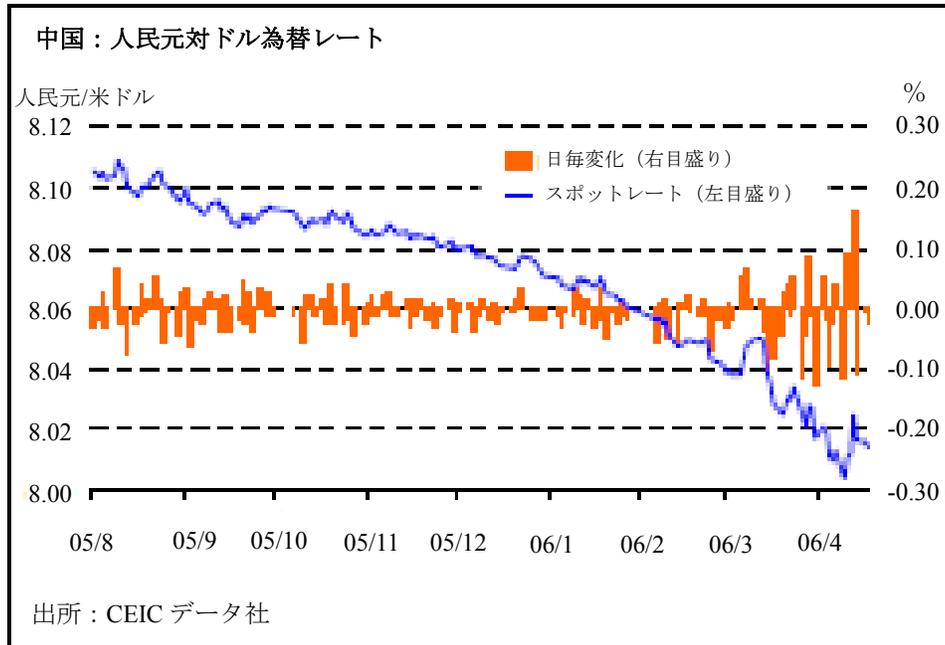
今後の見通しとしては、当地域への直接投資フローは2006年も引き続き好調と予想される。全般的な直接投資純フローは、2004年の550億ドルから2005年は660億ドルに増加した。これは主にASEAN4カ国への直接投資が回復したことによる。同4カ国への流入は現在、1999年の水準近くにまで回復している。この原因はまだ明らかになっていないが、第一には、アジアの生産拠点を分散したいという多国籍企業側の意向の恩恵をASEANが受けていると思われ、第二には、中国の好況によって鉱業などの川上部門の活動が活発化しているようである。いずれにせよ、今回の回復は2006年も継続が予想される。

³ ここでのアジア政策金利は、新興アジア政策金利の単純非加重平均値である。

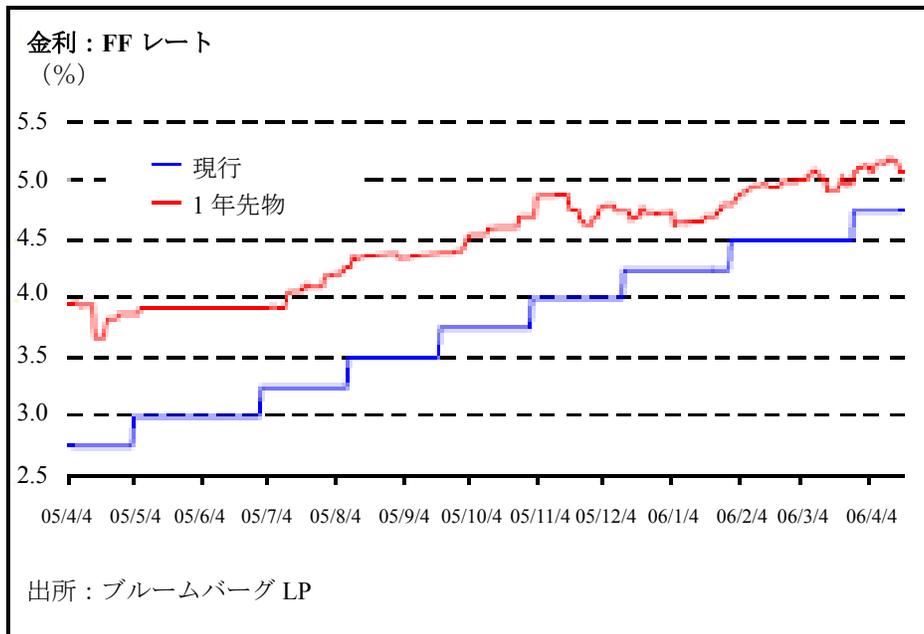


一方、新興アジア諸国の2大国への直接投資は、堅調を維持するだろう。中国では、直接投資の流出増によって一部相殺されるものの、大規模な流入は継続するはずである。インドでは、特にインフラの整備及び構造改革の進展が続けば、直接投資の受け皿としての魅力が増すとみられ、同国への流入も増加が予想される。

ポートフォリオ投資フローに関しては、3つの要因から重大な影響を受けよう。第1の要因は人民元の見通しである。9月以来、切り上げ期待がいくぶん復活しており、ノンデリバラブル・フォワード（NDF:差金決済型為替先物）市場は、12カ月後に4%の人民元高に向かうことを示している。しかし、昨年との著しい違いは、市場関係者間における切り上げ幅の見通しが収れんしてきていることである。これは市場が中国当局の最近の政策発言を織り込んでいる結果と見られる。温首相は3月14日の全国人民代表大会で、通貨面でこれ以上意表をつく動き（つまり特別切り上げ）はないこと、及び外国為替市場を自由化するために最近採択した施策をもとに、為替レートの柔軟性を改善することが今後の焦点であることを示唆した。



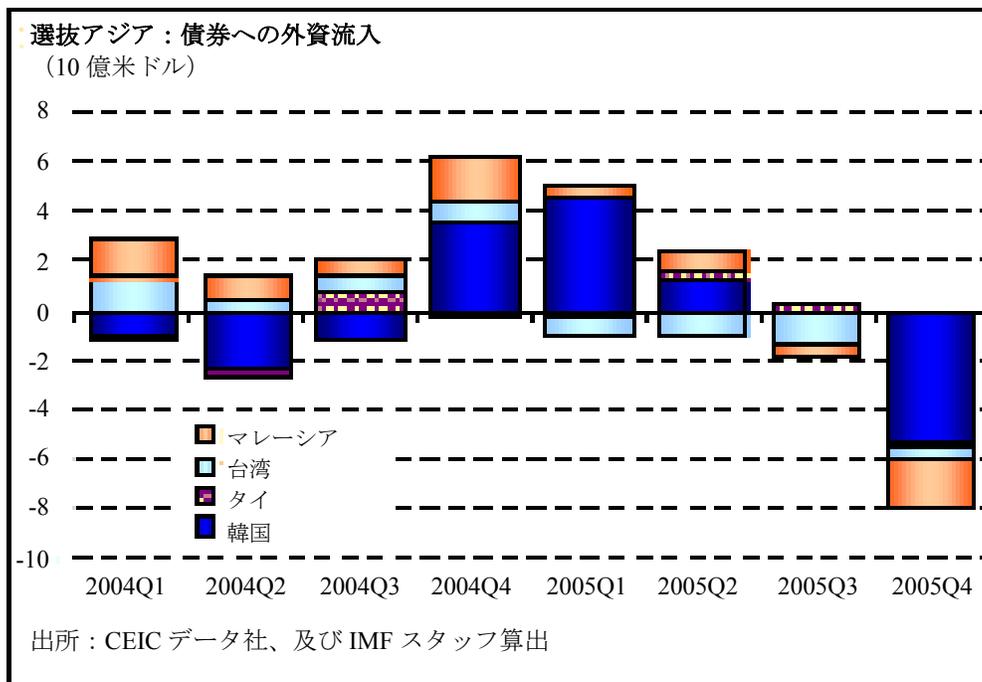
第2に、ポートフォリオ投資フローの見通しはアジアと米国の金利差の進展の影響を受けるであろう。連邦準備制度理事会がどの程度まで引き締めを進めるか、さらにアジア各国経済がどの程度まで追随して政策金利を引き上げるかに大きく左右されよう。米国の引き締め策が早急に終わる場合は、アジアの中央銀行に将来かかり得る金利引き上げ圧力は軽減するとみられる。そのような状況では、投資家は金利スプレッドから、米国の大幅経常赤字と今なお顕著なアジアの黒字へと焦点を移行し、その結果、米ドルの下落とアジア通貨に対する新たな上昇圧力が引き起こされよう。こうした状況では、新興アジア諸国への資本流入が急増する可能性がある。あるいは、米国金利が2006年も上昇を続ける場合は、アジアの金利スプレッドはさらに縮小する可能性があり、同地域の国際収支が減少して、場合によってはアジア通貨への下落圧力につながる可能性すらある。



最近の政策金利差の縮小によって、既にかかなりの額のポートフォリオ投資の流出が生じた。2004年終わりから2005年初めにかけて、外国人投資家が人民元の大幅切り上げに合わせてアジア地域の通貨も値上がりすると期待を抱いていた際、アジア諸国、特に韓国とマレーシアの国内債券に100億ドルを超える資金が流入した。だが、アジア通貨の大幅な値上がり期待が後退し、さらに米国金利が4%を超えると、外国人投資家はアジア債券に対する買い持ちポジションのほとんどを閉じた。その結果、2005年第3四半期の流入はマイナスに転じ、さらに第4四半期にはマイナス幅が拡大した。

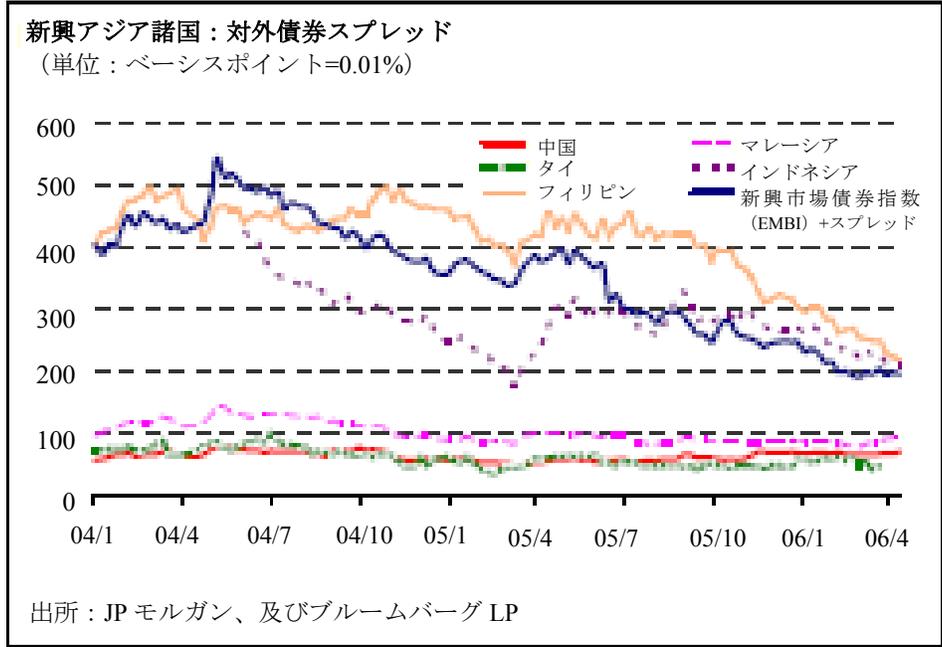
それとは対照的に、日本の量的緩解除によって新興アジア諸国の資本フローに大きな影響が出ることはないと思われる (Box 7)。ゼロに近い日本の短期金利によって盛んになった円キャリートレード⁴は、確かに新興アジア諸国の高利回り資産や通貨への投資に資金を供給した。しかし流動性の減少によって影響を受けるのは、日本銀行 (以下、日銀) に預けられた当座預金の余剰資金分のみに限られ、日銀は当面、短期金利をゼロ近くに維持すると公約しているため、量的緩解除によって円キャリートレードの根本的条件が大きく変わる可能性は低い。また日銀は長期国債買入を続ける意向を示しているため、長期金利の上昇も抑えられる見込みである。さらに日銀の首尾一貫した示唆によって、今回の政策の動きはおおむね市場に織り込まれていた。しかしながら、グローバルなリスクプレミアの変化、あるいは米国の金融引き締めが早期解除となる場合に起こり得るドル/円為替レート予想の変化によって、円キャリートレードが多少調整される可能性は依然としてあり、この場合は資本フローに大きな影響が出るだろう。

⁴ 円キャリートレードとは、外国人投資家が日本円で借りて、より高利回りの通貨に投資する活動である。

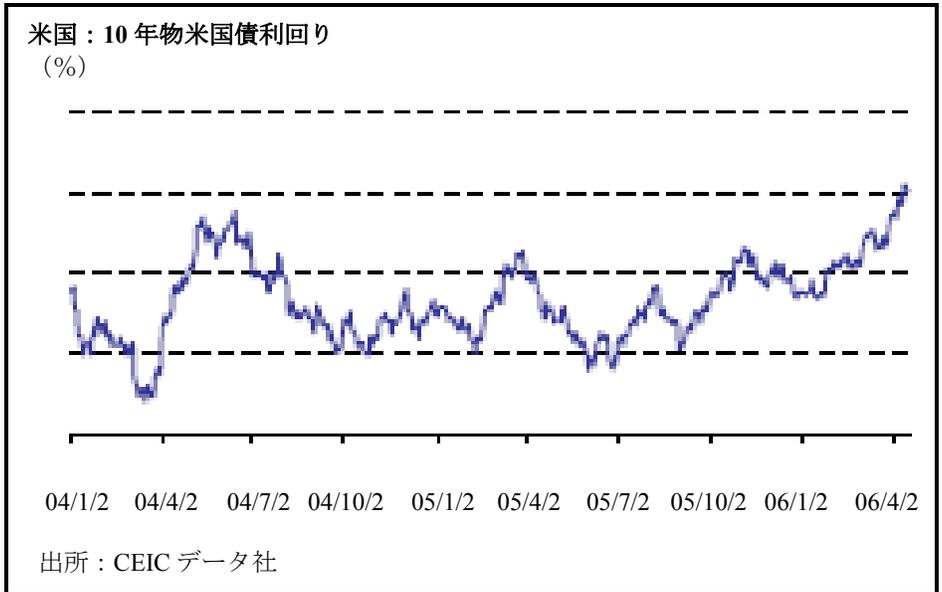


第3に、新興市場スプレッドが突然に急上昇して、グローバルなリスクプレミアが上がった場合は、新興アジア諸国への資本フローに対する見通しに影響が出る可能性もある。これまでのところ同地域への資本フローは、良好な国際金融環境の恩恵を受けてきた。米国の長期金利は低く抑えられ、低いリスク回避姿勢は同地域のみならず世界的に新興市場スプレッドを押し下げた。新興市場スプレッドの縮小をきっかけに対外債券の発行が活発化して、2005年には540億ドルと1990年代後半以来の最高水準に達した（Box8）。リスク回避姿勢の低下は株式市場への流入も促しており、その額は2005年半ば以来、平均30%増加した。これを受けて新規株式の発行も急増した。

実際、ASEAN4カ国を中心として同地域の新興市場スプレッドは、このところ一段と縮小した。これは良好な国際金融環境のほかに、財政の脆弱性に対処するための総合政策が最近導入されたことを受けて、フィリピン及びインドネシアの市場心理が改善したことも一因となっている。フィリピンでは、ドル債券に対するスプレッドが最近では初めて300ベーシスポイントを下回り、一方のインドネシアでは、当局が金利を大幅に引き上げると同時に、石油製品に対する補助金を削減した後、投資家心理が著しく改善した。



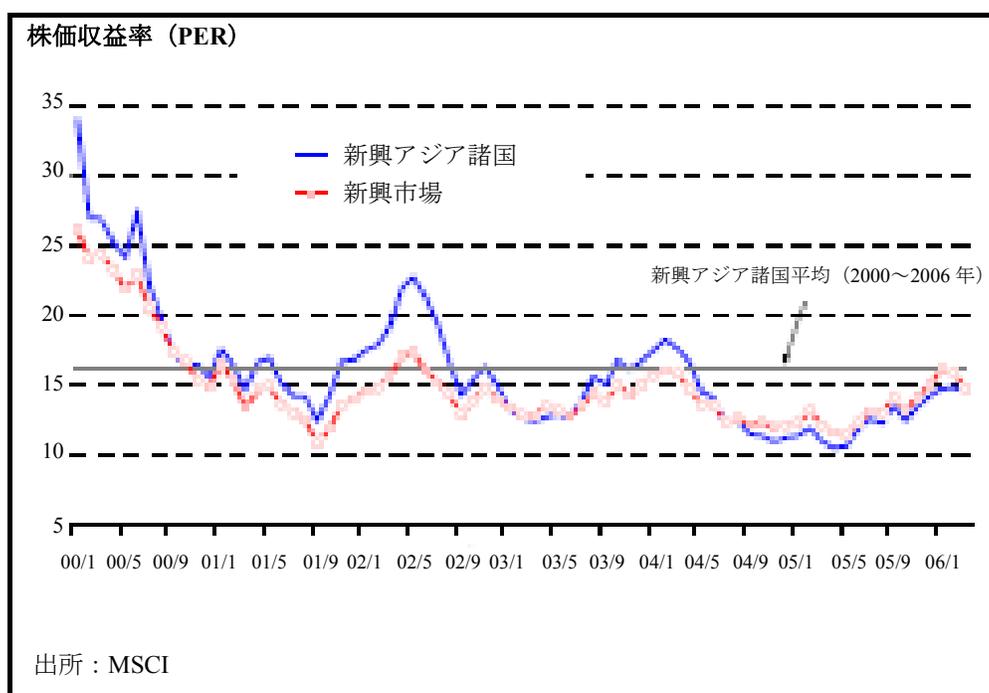
しかしながら、良好な国際金融状況は悪化する可能性がある。この点に関して、米国における最近の金融動向は注意を要する。長期米国債の利回りは 2006 年に入り上昇しており、10 年米国債利回りは 5%と 2 年前に金融引き締めが始まって以来最高水準に達した。これまでのところ、新興市場のスプレッド及び通貨はこうした進展の影響をさほど受けてはいないが、この状況が続けば、同地域で最近進んだリスクプレミアの低下が止まり、いずれ反転する可能性が高い。



万一対外スプレッドが上昇しても、同地域の債務国への影響はそれほど大きくないはずである。

新興アジア諸国の中ではインドネシア及びフィリピンだけが、比較的高いスプレッドと外国資金への依存からリスクプレミア上昇の影響を受けるとみられる。しかし両国でさえも、マクロ経済の基本条件は過去数年間に著しく改善した。民間対外債務は適切な水準にある一方、財政状態は経済成長の回復に加え、一連の財政措置により改善した。

同地域の資産市場への影響も、同様にさほど大きくないはずである。1990年代半ばと著しく異なり、現在の資産価格は過大評価されていない。実質的な住宅価格は危機前の高値よりもはるかに低い水準にとどまる一方、株式市場の評価も過剰とは映らない。同地域では、このところの株式市場回復を受けて、平均株価収益率（PER）が2005年半ばの約12倍から2006年3月末には14.5倍に上昇した。だがインドを除き、現在のPERは過去の標準からみて高くない。企業利益の増加にほぼ見合って株価が上昇したため、PERは今なお2000年以降の平均である16を下回っている。さらに同地域の株式市場は、世界の他の地域の新興市場に比べるといまだに割安にみえる。



より一般的には、各国経済は資本勘定ショックに対する抵抗力を高めた。対外債務水準が低下し、外貨準備高が大幅に増加した上、為替レートが柔軟性を増したため、ほとんどの国の対外脆弱性は大幅に低下した。同時に、企業は利益率を改善して借入金依存率を削減し、銀行システムは一層強固になった。また企業——及び国——はリスクの高い形態での資本流入に対する依存度を低下させており、1990年代半ばに比べて直接投資の割合は格段と拡大し、短期的な対外借入金の割合は格段に縮小している。同様に、現在の証券投資フローの絶対水準は1990年代半ばよりも——あるいは2003年から2004年の水準に比較しても——はるかに小規模である。

それでもやはり、注意すべき点はある。国際金融環境の停滞が世界経済の急激な減速を伴う場合、新興アジア諸国は——世界の他の国々と貿易面でも金融面でも広範に関連していることを考えれば——無傷で切り抜けられるとは考えにくい。