

新興国への資金流入と出口戦略の行方

一 先進国の出口戦略は時期尚早

日本リサーチ総合研究所 調査研究部

主任研究員 藤原 裕之 03-5216-7314

hiroyuki.fujiwara@research-soken.or.jp

昨年春以降、先進国における低金利政策を背景に新興国・資源国への海外資金の流入は増勢を強め、当該国の株価や資産価格の上昇をもたらしたが、足元では株価の調整色が強まっている。資産価格上昇と景気過熱を警戒した新興国の引き締め観測と先進国の低金利政策からの修正という2つの出口戦略を巡る不確実性の高まりが背景にある。米FRBはMBS買い取りなど異例の流動性供給策を解除する予定であるが、米家計は依然バランスシート問題を抱え、低金利政策からの修正は時期尚早とみられる。まずは新興国自身が持続的な成長に向けて金融緩和政策を適切なタイミングで修正し、資産価格や通貨の急落というハードランディング・リスクの回避に努めることが求められよう。

上昇トレンドとなった09年の新興国株価

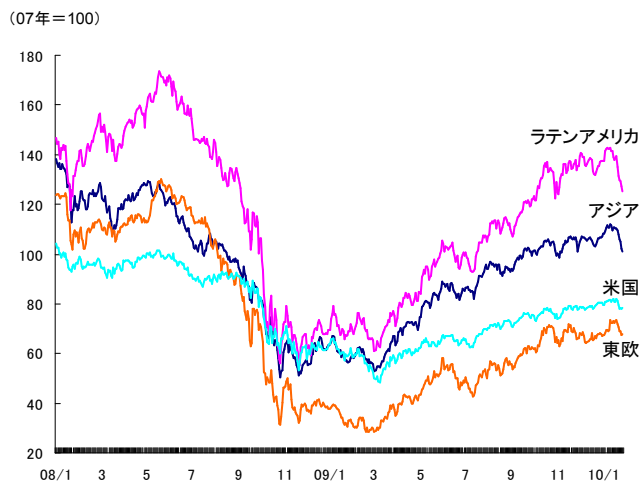
昨年春以降、BRICs（ブラジル、ロシア、インド、中国）をはじめとする新興国の株価は大幅な上昇をみせた。バランスシート問題を抱えた欧州新興国の株価は出遅れる一方、ラテンアメリカとアジアが株価の上昇を牽引している（図表1）。株価のみならず、原油をはじめとする国際商品価格や不動産価格も大幅に上昇しており、香港の住宅価格は08年前半のピークを超えて上昇している（図表2）。

2つの出口戦略をどうみるか

こうした新興国の株価や不動産価格の上昇の背景には、海外からの大量の資金流入があり、その原因を作ったのが米国の超低金利政策とされる。米連邦準備制度理事会（FRB）は、金融危機対策としてMBS買い取りをはじめとした資金供給を行ってきたが、その資金は国内の貸出しの増加には結びつかず、新興国への証券投資など海外へ向かっている。

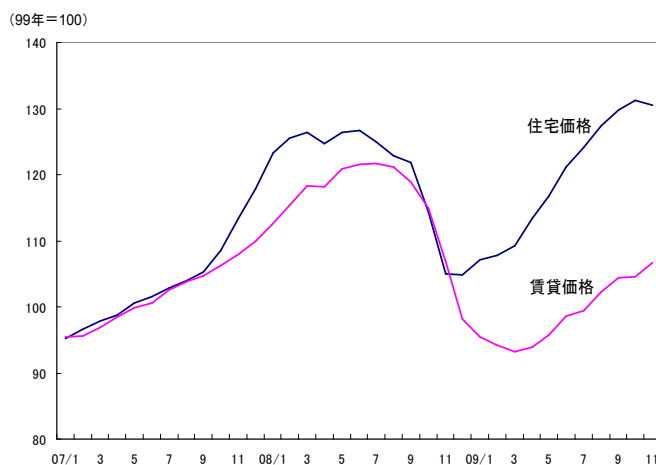
このように低金利政策で供給された潤沢なドルを背景に上昇をみせてきた株式市場であるが、足元では中国の金融引き締め観測や米国の金融規制案等を受けて調整色が強まっている。その背景には、資産価格の上昇を受けて拡張的な経済政策からの修正を図る「新興国の出口戦略」と、新興国への大量の資金流入をもたらしてきた米国の超低金利政策からの修正を図る「先進国の出口戦略」という2つの出口戦略に対する不確実性があると考えられる。以下では、新興国への資金流入の状況を概観した上で2つの出口戦略について考察したい。

図表1 新興国の株価の推移



(出所) CEIC Data

図表2 香港の不動産価格の状況



(出所) CEIC Data

新興国への資金流入
～際立つラ米とアジアへの
資金流入

新興国への証券投資に対する資金流入を個別にみると、08年に150億ドルの流出超となったインドは、09年には11月までで195億ドルの流入超へと一変して資金が流入、ブラジルは08年に11億ドルの流入超から09年は491億ドルと大幅な流入超となっている（図表3）。先の株価の状況と同様、バランスシート問題を抱えた欧州新興国への資金流入は低迷しており、ラテンアメリカやアジアへの資金流入の増加が際立っている。

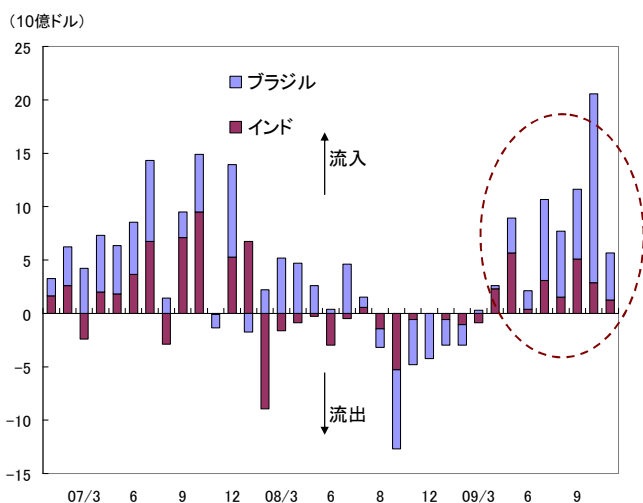
個人マネーも新興国シフト
～国内株へのフローは低迷

新興国への資金流入の増加は、資金の出し手である個人マネーの動きからも伺える。我が国では、09年全体で外国株に投資する投信に約6400億円の資金が流入する一方、日本株に投資する投信からは約3100億円の資金が流出するなど国内株離れが起きている（図表4）。資産増減の内訳をみると、欧米型の投信からは資金が流出（430億円）する一方、アジア型と中南米型の投信には資金が流入（6100億円）する構図になっている。こうした国内株型から新興国株式型へのシフトという現象は米国でも同様にみられる（参考図1）。

キャリートレードの活発化

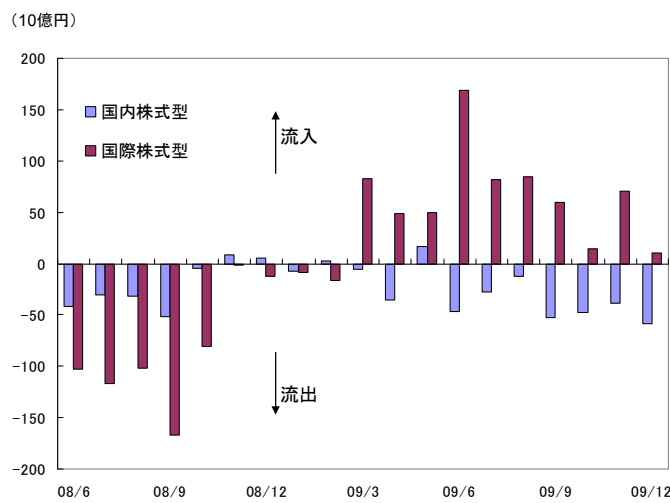
こうした新興国への資金流入増の一因として指摘されるのが、低金利の通貨を借りて高金利通貨の金融資産に投資するキャリートレードである。特に09年以降はドルを資金調達通貨としたドルキャリー取引が活発化したとみられる（図表5）。新興国への資金流入のどれだけがキャリートレードを伴ったものかは慎重にみていく必要があるが、こうした取引が続く限り投資通貨の減価は抑えられることになる。同取引を通じた投機資金の流入の影響は、中国、インド、香港といった固定相場制や管理変動相場制を採っている国に大きな影響をもたらしている。海外資金の国内流入に伴う本国通貨の増加圧力を抑制するために、通貨当局は非不胎化介入を行い、その結果生ずるマネーサプライの増加が資産バブルの可能性を高める一因となっている。

図表3 新興国への証券投資の資金流入



(出所) CEIC Data

図表4 株式投信の資産増減の推移（日本）



(出所) 投資信託協会

出口戦略の先行国

2010年の国際金融市場にとって大きなテーマとなっているのが危機モードから通常モードへの復帰という「出口戦略」である。特に注目されているのが金融政策における出口戦略であり、先進国では既にオーストラリア（昨年10月初旬）やノルウェー（同10月下旬）が利上げに踏み切っている。そして現在、中国の金融引き締め観測や米国の金融規制案等を受け、ブラジル・レアルやオーストラリア・ドルなど新興・資源国通貨が下落、株価も調整色を強めている。

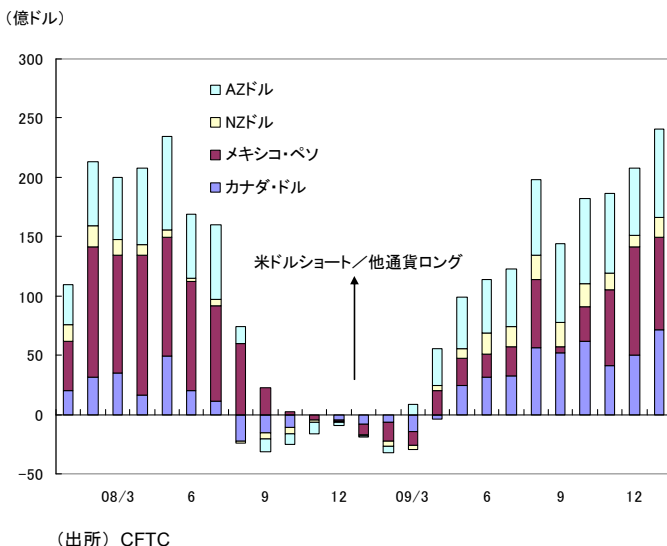
新興国にとっての出口戦略

一口に出口戦略といっても国・地域による景況感等の違いから、出口戦略の意味合いや時間軸もそれぞれ異なったものとなる。特にアジアの新興国では、昨年春以降、予想以上のテンポで景気が回復している。インドの場合、実質GDPは昨年1-3月期を底に急回復をみせており、干ばつによる農作物価格の上昇からインフレ懸念も台頭している。さらに上述のように海外からの資金流入増に伴う資産価格上昇に対するバブル懸念も高まっている。このため、新興国においては、自国の金融緩和措置を適切なタイミングで修正し、資産価格や自国通貨の急激な下落による国際収支危機につながらないようにする必要がある。

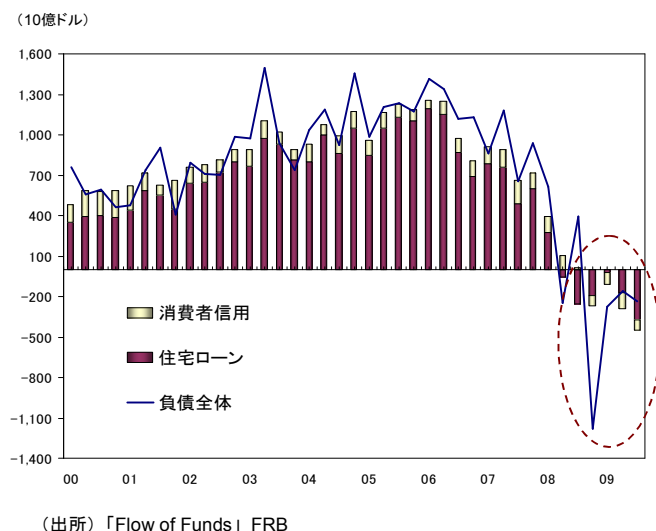
日米欧にとっての出口戦略

これに対し、日米欧の経済状況は新興国とは異なり、景気回復の足取りは依然として重い。07年のパリバ・ショック以降、米FRBは金融市場の機能不全に対応した異例の流動性供給を行ってきたが、昨年10月末には中長期国債の買い取りを終了、今後もMBSの買い取りを終了する予定となっている。もっとも、こうした臨時制度の終了は、金融市場の機能不全というシステム・リスクが軽減したことによる異例措置の解除である。实体经济は依然厳しく家計のバランスシート調整はなお時間を要するとみられる（図表6）。バランスシート問題によって金融緩和の景気刺激効果は弱まっているものの、低金利を止めるほど实体经济に力強さはない。日本の場合、欧米のようなバランスシート問題は無いものの、賃金下落によるデフレ懸念というリスクが強まっている。先進国にとっての出口戦略が議論されるのはまだ先のことと考えられる。

図表5 IMM非商業投資家の通貨ネットポジション



図表6 米家計の負債の増減



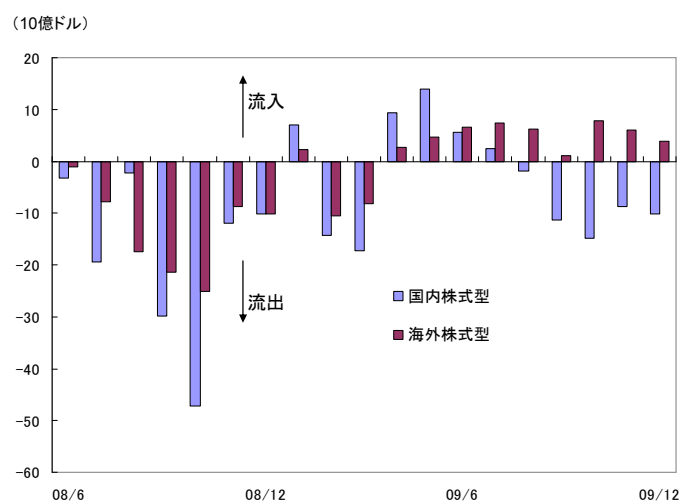
先進国の出口戦略は時期尚早
～まずはデフレからの出口戦略に専念すべき

期待される新興国の適正な政策コントロール

こうした中で、先進国の低金利政策がキャリートレード等を通じて新興国にバブルを輸出しているとの論調がある。確かに先進国の低金利政策が新興国や資源国への資金流入の増加をもたらしている点は事実であろう。国際マネーフローの緊密性が強まる中で自国の政策が与える影響を考慮する必要性は高まっている。しかし、新興国のバブル生成に配慮して自国の金融政策を修正できるほど日米欧の経済状態は強くはなく、各国中銀の金融政策が独立性を失うという危険性もある。先進国にとっては低金利政策からの出口戦略の前にまずデフレからの出口戦略が優先される状況にある。

日銀レポート¹でも指摘されているように、新興国への資金流入の抑制については、まずは資本流入規制やプルーデンス政策等に対応することが第一義ではないだろうか。足元の金融市場は中国の引締め観測という材料に敏感に反応するようになっており、それだけ世界経済における新興国のプレゼンスが高まっていることを示している。まずは新興国自身が持続的な成長に向けて適切な政策コントロールを行うことが新興国経済のハードランディング・リスクを小さくし、延いては先進国の出口戦略をも早めることにつながると考えられる。

(参考図 1) 株式投信の資産増減の推移 (米国)



(出所) Investment Company Institute

¹ 「新興国の国際資金フローと資産価格の変動」日銀レビュー2010-J-1