

QE3縮小とASEAN経済

～縮小決定後のASEANへの悪影響は小さいが、
引き続き注視が必要～

アジア調査部 主任研究員 稲垣 博史*

▶ 要 旨

1. 2013年においては、5月のバーナンキ発言をきっかけに米国の量的金融緩和第3弾（QE3）縮小観測が台頭し、リスクマネーの供給が鈍化するとの見方から新興国から資金が流出した。この結果、新興国ではトリプル安が起こった。米国の金融政策は、今後も引き続き新興国市場で注目されそうだ。
2. QE3縮小の実体経済への影響を理論面から考察すると、ドルペッグを採用しているベトナムと、経常赤字等を背景に通貨下落圧力が相対的に強まるインドネシアは、緊縮政策の採用により景気は下押しされるはずである。その他の国は、通貨下落と米国の経済成長を活用し、輸出主導で回復すると見込まれる。なお、いずれのASEAN諸国も、通貨危機と呼べるほどの事態に陥らないと考えられる。
3. 実際のASEAN経済は、総じて考察した通りの展開となった。ただしベトナムは、想定通り緊縮政策を採用したが、直接投資の流入増大というQE3とは直接関係のない要因により景気が堅調に推移した。またタイは、想定通り輸出が回復したものの、政情不安に伴う企業や消費者のマインド悪化などから、景気全体としては低迷が続いた。
4. 2013年12月のQE3縮小決定後、通貨はやや下落したものの、総じてASEAN金融市場への影響は限定的であった。ASEANサイドで緊縮政策が採用されたこと、輸出が増加したことなどが原因だ。2014年1月、アルゼンチン・ペソの急落をきっかけに一時新興国で通貨不安が起こったが、このときもASEAN通貨への影響は限定的であった。
5. 米国のQE3縮小や利上げは、今後もASEAN通貨の下落要因となりうる。依然経常収支が赤字であるインドネシアと、政情不安が続くタイの通貨には相対的に大きな下落圧力がかかる可能性があり、注意が必要だ。中期的には、ドルペッグに伴うドンの実質為替レート上昇を通じたベトナム経済への下押し圧力も懸念材料であり、為替政策の修正が課題となる可能性がある。

*E-Mail : hiroshi.inagaki@mizuho-ri.co.jp

《目 次》

1. はじめに	27
(1) バーナンキ発言で動揺した ASEAN 金融市場	27
(2) 米国の段階的 QE3縮小と利上げは、ASEAN 金融市場に影響を及ぼす見通し	27
2. QE3縮小と実体経済：理論面からの考察	28
(1) QE3縮小の実体経済への影響は国により異なる	28
(2) 通貨危機の考え方	30
3. QE3縮小観測台頭後の ASEAN 各国の実体経済の展開	31
(1) ベトナム：緊縮策にもかかわらず成長率は想定外に加速	31
(2) インドネシア：緊縮策により想定通り減速	32
(3) タイ、マレーシア、フィリピン、シンガポール：想定通り輸出主導で持ち直し	34
4. QE3縮小決定後の金融市場の動き	36
(1) QE3縮小決定後の ASEAN 金融市場は平静を維持	36
(2) なぜ QE3縮小決定の影響は小さかったのか	37
(3) 新興国通貨不安の影響も軽微	37
5. 終わりに	38
(1) 米国の QE3縮小と利上げは、依然 ASEAN 通貨下落要因	38
(2) 2014・15年の展望：米金融引き締めの実体経済への影響は総じて小さい	38
(3) 中期的展望：ベトナム、インドネシア、タイへの影響に要注意	38

1. はじめに

(1) バーナンキ発言で動揺した ASEAN 金融市場

2013年においては、ASEAN 諸国を含む多くの新興国市場から資金が大量に流出し、通貨・株式・債券のトリプル安が発生した。発端は、米連邦準備制度理事会（FRB）のバーナンキ議長（当時）が、5月22日の議会証言で「引き続き景気改善が見られ、その改善が持続的だと確信した場合、今後数回の会合で債券購入のペース減速を決定することもあり得る」¹⁾と発言したことであった。

この発言は、量的金融緩和第3弾（QE3）の縮小をFRBが近く開始する可能性があることを示唆したもので、実際に開始されれば、金融市場に大量に供給されてきたリスクマネーの伸びが鈍化することを意味する。バーナンキ議長の発言はサプライズであったことから、市場関係者の間には動揺が走り、ASEAN 金融市場からの資金流出につながったのである。

さらにバーナンキ議長は、6月19日の記者会見で、「入手するデータが（FRBの）経済予測と大まかに一致すれば、年内に（債券の）購入ペースを緩めるのが適切だと委員会（＝米連邦公開市場委員会（FOMC））は現在のところ見込んでいる」「その後のデータもわれわれの現在の経済予測と大まかに沿う状況が続けば、来年上期にかけて慎重にステップを踏みながら購入ペースの減速を続け、年半ばごろに購入を終了させる」²⁾とし、QE3縮小の2013年内開始と2014年半ばの終了を示唆した。この発言が、ASEANを含む「新興国売り」に火を注ぐ形となった。

(2) 米国の段階的 QE3縮小と利上げは、ASEAN 金融市場に影響を及ぼす見通し

FRBは結局、2013年12月18日に、QE3の縮小開始を決定した。それまでの債券購入額は毎月850億ドルであったが、2014年1月から750億ドルとなった。そして、2014年1月29日に2カ月連続の縮小が決定され、2014年2月から債券購入額は650億ドルとなった。今後も、QE3縮小がどのようなペースで進められるか、また利上げはいつ始まるのか、といった点は市場で大きな注目点となるだろう。おそらく、米国の金融政策が、ASEAN 金融市場に影響を及ぼすという状況は、今後数年にわたって続くのではないかと。

そこで本稿では、まず、QE3縮小がASEAN 実体経済に及ぼす影響について、理論的な側面から考察する。同時に、QE3縮小がASEANでの通貨危機につながる可能性についても考えてみたい。

次に、QE3縮小観測の台頭によって、ASEAN 各国の金融市場がどのような影響を受けたかを振り返りつつ、QE3縮小が実体経済に及ぼす影響が現実にはどうであったかを、国別に確認したい。また、自国通貨の下落に対応し、各国がどのように対応したかについても見ていきたい。

続いて、2013年5月のバーナンキ発言後と、2013年12月のQE3縮小決定後において、ASEAN 金融市場の動きにどのような差異があったか確認したい。

最後に、米国が段階的なQE3縮小を進め、さらに利上げ局面に移行した場合、ASEANの金融市場と実体経済にどのような影響が及ぶかを考えてみたい。

- 1) "If we see continued improvement and we have confidence that that's going to be sustained then we could in the next few meetings ... take a step down in our pace of purchases" ("Bernanke Says Premature Tightening Would Endanger Recovery", *Bloomberg*, May 22, 2013)
- 2) "If the incoming data are broadly consistent with this forecast, the committee currently anticipates that it would be appropriate to moderate the pace of purchases later this year", "We will continue to reduce the pace of purchases in measured steps through the first half of next year, ending purchases around mid-year." ("Bernanke Says Fed on Course to End Asset Buying in 2014", *Bloomberg*, June 20, 2013)

2. QE3縮小と実体経済：理論面からの考察

(1) QE3縮小の実体経済への影響は国により異なる

QE3の縮小により、投資家がリスクの高い資産への投資を回避し、リスクの低い資産に投資資金を移そうとする動き（いわゆるリスクオフ）が誘発される。一般的にASEANを含む新興国の金融資産は先進国の金融資産に比べてリスクが大きいとみなされるため、QE3縮小によりASEANでは通貨・株式・債券のトリプル安が起こることになる。

それでは、トリプル安はASEAN各国の実体経済にどのように影響するだろうか。

まず債券価格と株価の下落については、少なくとも短期的には、いずれの国においても景気に明らかに悪影響を及ぼす。債券価格の下落は金利の上昇を意味することから³⁾、設備投資を鈍化させる。株価下落は、企業の資金調達を困難化させたり、あるいは消費者のマインドを悪化させたりすることを通じて、設備投資や個人消費の抑制要因となるだろう。

では、通貨下落はどうだろうか。この影響は、その時点における各国の経済状況によって異なってくるだろう。みずほ総合研究所では、国別に以下の展開となることを予想していた（稲垣（2013））。

a. ベトナム

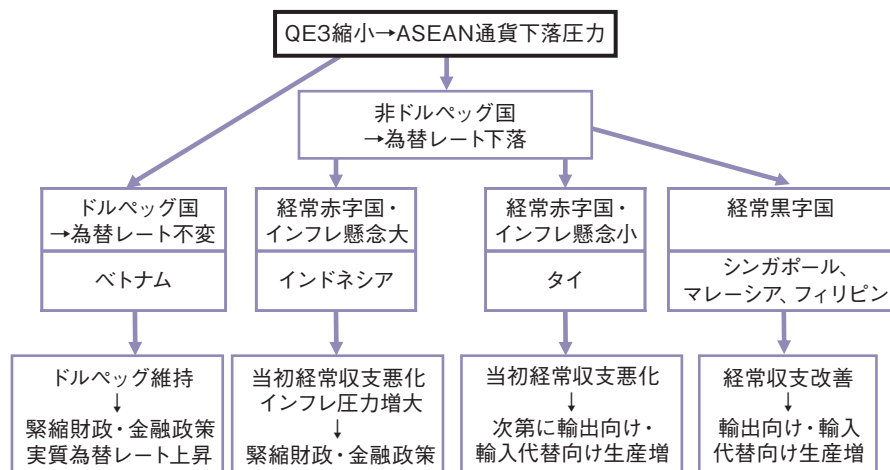
ベトナムの為替制度は、1日に許容される対ドル為替レートの変動幅を、政府が定めた基準レートから一定範囲（現在は±1%）に限定するというものである。状況に合わせて柔軟に為替レートを変更できる仕組みになっているものの、現実の為替政策は、対ドル連動を強く志向している。

このように、為替政策としてドルペッグを採用するベトナムの場合、景気には大きな下押し圧力がかかることになる（図表1）。その経路は第一に、ドン強いドルに連動させるため、輸入抑制と資金流入拡大を目指して財政・金融政策を緊縮方向に転換せざるを得なくなることである。第二に、強いドルに連動させた結果、実質為替レートが上昇し、輸出に下押し圧力がかかることである。

b. インドネシア

2013年のインドネシアは、財政赤字や活発な民間

図表1: QE3縮小のアジア経済への影響



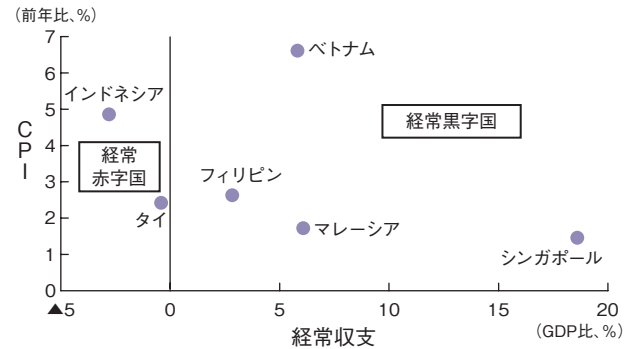
(注) 稲垣(2013)での類似の図表では、タイを経常黒字国に分類。これは、執筆時点では2012年の経常収支が黒字と発表されていたため。
(資料) みずほ総合研究所

3) ただし、インフレ率が低い国については、利下げにより金利上昇の悪影響を緩和することは可能である。

信用の拡大を背景に、経常収支が急速に悪化しつつあった（図表2）。大幅な経常赤字国では、赤字を海外からの継続的な資金流入でファイナンスしなければならぬ中、QE3縮小により資金が流出に転じると、外国為替市場の需給バランスが短期間で大きく変化し、通貨に大きな下落圧力がかかる。

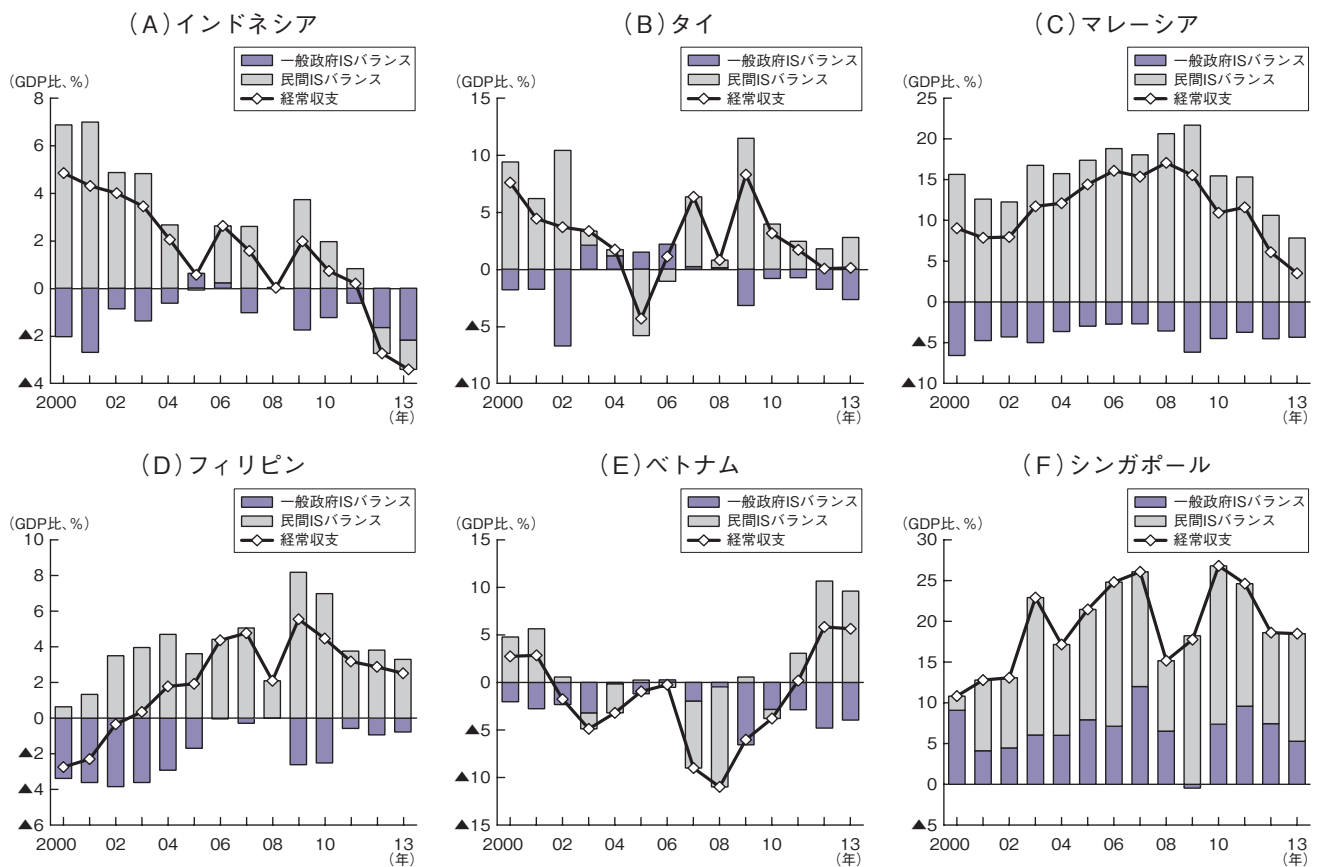
インドネシアの場合、こうした大幅な経常赤字に加え、消費者物価指数（CPI）上昇率が比較的高いという問題も抱えていたため（図表3）、景気には大きな下押し圧力がかかるはずである。なぜなら、通貨に大きな下落圧力がかかることで元々強いインフレ懸念がさらに強まり、緊縮的な財政・金融政策

図表3: 経常収支とCPI



（注）1. 経常収支は2012年、CPIは2013年4月実績。ベトナムの経常収支はIMFの経済見通しより。
2. ベトナムのCPIは相対的に高かったが、2011年8月の前年比+23.0%をピークに低下傾向にあったため、インフレ懸念はむしろ縮小しつつあるとの評価が一般的だった。
（資料）IMF、各国統計

図表2: 年次経常収支



（注）1. ISバランスは、一般政府が財政赤字、民間部門が経常収支から一般政府を引いた残差とした。IMF発表のデータを用いており、各国政府発表のデータとは若干ずれる可能性がある。
2. 2013年はIMF予測。
（資料）IMF

を採用せざるを得なくなるためだ。インフレ懸念の背景に供給力不足があったため、通貨下落を生かした速やかな輸出増加も期待しにくい状況であった。

c. マレーシア、フィリピン、シンガポール

マレーシア、フィリピン、シンガポールについては、レベル感に違いがあるにせよバーナンキ発言当時は経常黒字国であり、またインフレ懸念も小さかった。これらの国については、通貨下落の悪影響は一般に大きくないと判断していた。米国がQE3を縮小する前提として、米国の雇用環境改善とそれによる個人消費の回復が伴っているはずなので、通貨下落をてこに対米輸出拡大による景気回復が期待できる。

d. タイ

タイは、経常赤字国ではあるものの⁴⁾、2012年時点の赤字幅はGDP比▲0.4%と非常に小さかった。また、インフレ懸念も小さく、緊縮的な財政・金融政策を採用する必要性は薄いと判断していた。このため、経常黒字国と同様、対米輸出拡大をてこに景気回復を図れるとみていた。

(2) 通貨危機の考え方

前出の稲垣（2013）では、今般のQE3縮小がアジアで通貨危機の引き金となりうるか、という論点では取り上げなかった。通貨危機の可能性を議論するには、時期尚早との判断からである。その後、2014年に入り、QE3縮小がアルゼンチンなどの大幅な通貨下落を発端とした通貨危機につながりうるとの見方が出始めたこともあり、ここで改めて考え方を整理しておきたい。

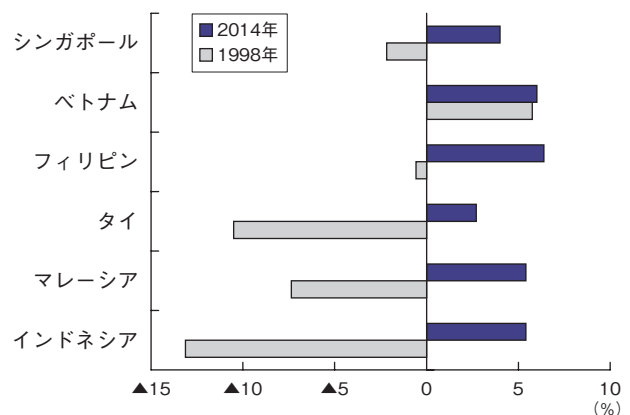
通貨危機の定義には事実上コンセンサスが存在しておらず、1997年のアジア通貨危機国がどの国で

あったかさえ、評価が定まっていない。アジア通貨危機国は、当初はタイ、マレーシア、フィリピン、インドネシア、韓国の5カ国とされていたが、内閣府（2009）など、時間の経過と共にフィリピンは含めないことが多くなった。おそらく、当時のフィリピン経済が、他国ほどの深刻なマイナス成長には陥らなかったためであろう（図表4）。

通貨危機の定義について詳細に論じた稲垣（2010）の結論は、①一定水準の為替レート下落や外貨準備減少をもって通貨危機と定義することは不適切⁵⁾、②通貨危機は「経済危機をもたらした通貨下落事例」と定義し、経済危機がもたらされたかどうかは諸般の状況により定性的に判断すべき⁶⁾、というものであった。

この観点から判断すると、今般のQE3縮小が、アジア通貨危機後の98年のような、経済危機と呼べるほどの深刻な低成長につながる恐れは非常に低いと言って良い。なぜなら、通貨危機の原因とされるペッグ制はほとんどの国で採用されておらず（図表5）⁷⁾、外貨準備は、短期対外債務比でみれば潤沢である（図

図表4:1998年と2014年の実質GDP成長率



(注)2014年はみずほ総合研究所の予測。
(資料)各国統計、みずほ総合研究所

4) 稲垣（2013）においては、2012年の経常収支は執筆時点で黒字と発表されていたため、タイは経常黒字国として取り扱った。

5) 通貨下落は、輸入インフレ加速などの悪影響を伴うが、同時に輸出増加要因でもあり、それ自体が危機の発生を示しているわけではない。また外貨準備は、そもそも非常時に売るための備えとして持っているものであり、マクロ経済の健全性を保てる範囲で減少しても何の問題も生じない。

6) より厳密には、経済危機だけでなく、92年の欧州通貨危機のように「地域統合協定・条約、憲法等で規定される為替制度を遵守できなくなる制度的な危機」も通貨危機であると指摘した。

表6)。経常収支も、アジア通貨危機前と比べれば大きく改善している。ベトナムがドルペッグの為替政策を維持していることや、インドネシアの経常収支が比較的大幅な赤字であるという点に注意が必要だが、2014年入りした現時点においても、ASEAN諸国が通貨危機と呼べるほどの大混乱に陥る可能性を議論すべき段階ではないと考えている。

図表5:ASEAN諸国の為替政策

	通貨危機当時	現在
インドネシア	ドルクローリング・ペッグ	管理フロート
タイ	ドルペッグに近い運用	管理フロート
マレーシア	ドルペッグに近い運用	管理フロート
フィリピン	ドルペッグに近い運用	管理フロート
ベトナム	ドルペッグに近い運用	ドルペッグに近い運用
シンガポール	バスケット・ペッグ	バスケット・ペッグ

(注)1. シンガポールの為替政策は、ペッグではあるが、バスケットの構成や具体的な目標を明示しておらず、市場介入による無理なペッグを維持する必要はない。このため、通貨危機への耐性は低いと考えられる。

2. 上記の分類は、IMFの分類などを参考に、筆者が行った。

(資料)IMF、みずほ総合研究所

図表6:通貨危機への耐性に関する基礎データ
(アジア通貨危機前とQE3縮小観測前の比較)

	外貨準備 (短期対外債務比、%)		経常収支 (GDP比、%)		CPI (前年比、%)	
	1996年	2012年	1996年	2012年	1996年	2012年
インドネシア	60	252	▲3.2	▲2.7	8.4	4.3
タイ	81	319	▲7.9	▲0.4	5.8	3.0
マレーシア	252	297	▲4.4	6.1	3.5	1.7
フィリピン	148	988	▲4.2	2.9	8.3	3.2
ベトナム	46	259	▲8.2	5.8	5.6	9.1
シンガポール	43	122	14.8	18.6	1.4	4.6
(参考)インド	370	322	▲1.2	▲4.8	9.4	10.4
(参考)ブラジル	166	1,145	▲2.7	▲2.4	15.8	5.4
(参考)ロシア	42	476	2.8	3.7	47.7	5.1
(参考)トルコ	103	118	▲1.0	▲6.1	80.2	8.9
(参考)南アフリカ	22	182	▲1.2	▲6.3	7.3	5.7
(参考)アルゼンチン	84	309	▲2.5	▲0.0	0.2	10.0

(注)短期対外債務は世界銀行の国際債務統計を用いた。統計入手の制約から、シンガポールとロシアのみ世界銀行が別途発表している短期国際債券、BIS加盟国の銀行に対する短期負債、短期公的貿易信用、輸出信用保険に基づく短期借入の合計で代用した。

(資料)IMF、世界銀行、タイ中央銀行

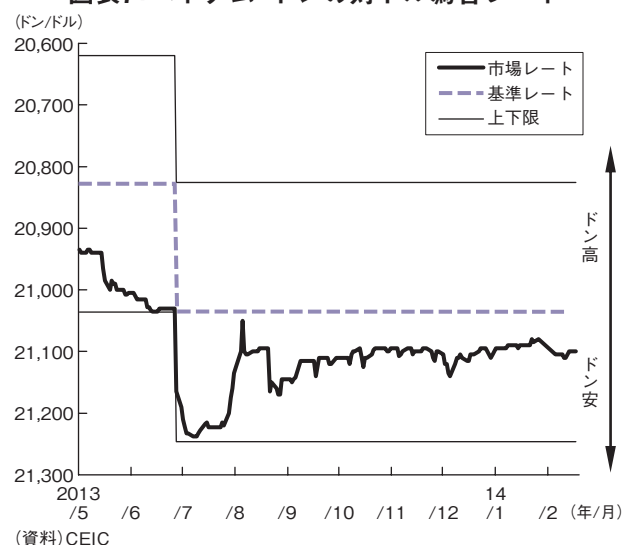
3. QE3縮小観測台頭後のASEAN各国の実体経済の展開

(1) ベトナム：緊縮策にもかかわらず成長率は想定外に加速

QE3縮小観測台頭後のベトナム・ドンの対ドル為替レートの動きをみると(図表7)、バーナンキ発言を受けて5月終盤から下落し始め、その後一時下限に張り付いており、実際には強い売り圧力に直面したと判断できる。ベトナム国家銀行は、6月28日にドンの対ドル為替レートを1%ポイント切り下げたものの、ドル売り・ドン買い介入および以下に述べる緊縮政策などにより、ほぼペッグを維持した。

ベトナムは、QE3縮小観測台頭後、それまで続けてきた漸進的な利下げを停止、また政府部門の実質建設投資は抑制されており(図表8)、そこまではほぼ想定通りの展開となった。しかしながら、日韓⁸⁾からを主体とする対内直接投資の流入増加と、それ

図表7:ベトナム・ドンの対ドル為替レート



- 7) ペッグが必然的に通貨下落をもたらすというわけではなく、ペッグに必要な厳格な財政・金融政策を導入せずに、外国為替市場での自国通貨買い介入でペッグを守ろうとすると、いずれ外貨準備が枯渇し、通貨急落に結びつくということである。仮にペッグ制を明示的に採用していなくとも、市場介入をあまりに実施し過ぎると、外貨準備枯渇による通貨危機のリスクは当然伴うことになる。
- 8) 2013年におけるベトナムの直接投資認可額のうち、統計上は1位日本(57.5億ドル)、2位シンガポール(43.8億ドル)、3位韓国(42.9億ドル)となっている。しかし、シンガポールからの直接投資のうち、少なくとも30億ドルはサムスンのシンガポール法人によるもので、実態としては韓国が1位と言える。

に伴う設備投資の増加を起点に、内需はむしろ堅調に拡大した。直接投資の流入拡大の背景には、中国やタイの人件費上昇や、日中関係の悪化などで、投資先としてのライバルの魅力が低下したことがある。また、サムスングループがベトナムでの携帯電話生産を強化する中、実質為替レートの上昇にもかかわらず、輸出も総じて好調に推移した。ベトナム経済は、ドルペッグ維持のための緊縮政策により下

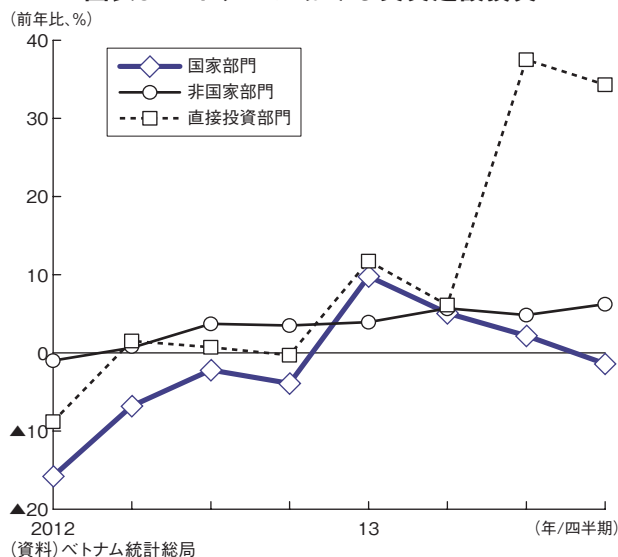
押しされるとみていたが、現実には、2013年の成長率は小幅ながら加速しており、意外なほど底堅く推移したのである。

(2) インドネシア：緊縮策により想定通り減速

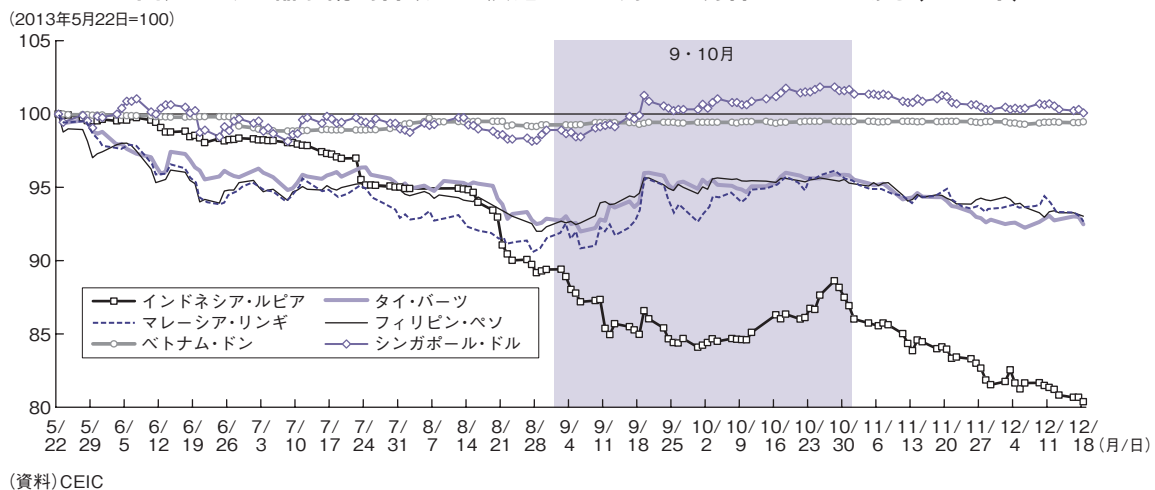
インドネシア・ルピアは、QE3縮小観測台頭から2013年7月中旬頃までは、比較的小幅な下落にとどまった（図表9）。大幅な経常赤字国の通貨であるルピアに対する下落圧力は大きかったとみられるが、インドネシア中央銀行によるドル売り介入がルピアを買い支えたためである。インドネシアの外貨準備残高は、2012年末の1,128億ドルに対し、7月には927億ドルとなっていた。ただし、通貨の下落が限定的であった一方で、債券は周辺諸国対比で大幅に下落したことから長期金利は大きく上昇しており（図表10）、また株価も大幅に下落した（図表11）。

9月から10月にかけては、米国の経済指標の弱含みや財政協議紛糾を受けてQE3の年内縮小論が後退したため、新興国金融市場のトリプル安はいったん収まったが、インドネシア中央銀行がドル売り介入を段階的に縮小したことから、ルピアについては下落基調が続いた。11月以降は米国の雇用統計の堅

図表8:ベトナムにおける実質建設投資



図表9:QE3縮小観測台頭から決定までの対ドル為替レートの動き(2013年)

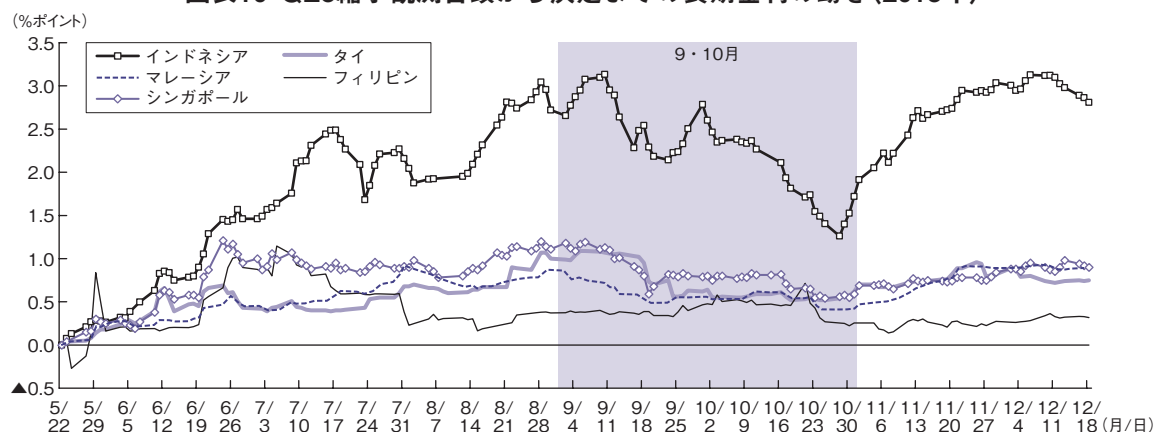


調などを背景にQE3縮小論が再燃し、新興国金融市場も再度トリプル安に見舞われた。こうしたなか、インドネシアでは、9月の貿易収支の大幅な悪化が明らかになったこともあり、ASEANの中でも最も激しいトリプル安に直面した。

実体経済については、ほぼ予想していた通りの展開となった。大幅な経常赤字や通貨下落によりCPIの加速（図表12）が見込まれたことに対応し、緊縮政策が採用された。

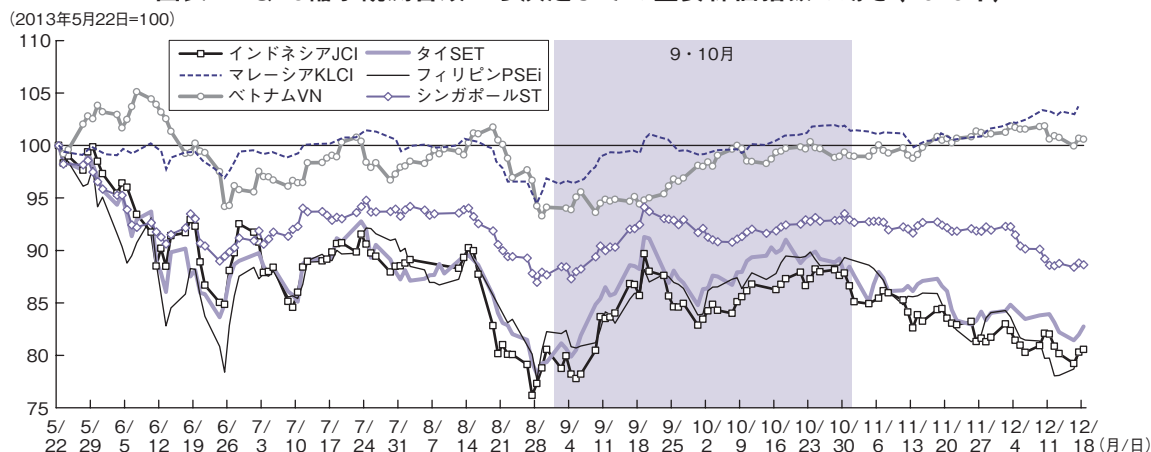
具体的には、まず、2013年6月から11月までの間に、

図表10:QE3縮小観測台頭から決定までの長期金利の動き(2013年)



(注) 10年物国債金利の2013年5月22日からの上昇幅。債券市場が未成熟なベトナムの長期金利は、この間ほぼ変化しなかった。
(資料) CEIC

図表11:QE3縮小観測台頭から決定までの主要株価指数の動き(2013年)



(資料) CEIC

計5回、1.75%ポイントの利上げを行った（図表13）。また、6月に燃料補助金削減を実施し、ガソリン価格を44%、軽油価格を22%引き上げた。9月には、原油の輸入を抑制するため、ディーゼル燃料に配合しなければならないバイオ燃料の割合を、従来の2.5%から10%以上に引き上げた。さらに10月には、輸入品に対する奢侈品税が引き上げられ、この結果、高級車などの消費が抑制された。

なお、インドネシアの輸出が2013年10～12月期に鮮明な回復基調となったのは想定外の早さであったが（図表14）、これは2014年1月から一部の未加工鉱産物の輸出が禁止されるのを前に、駆け込み輸出

が発生したことによるものだ。おそらく、この回復基調は長続きしないだろう。

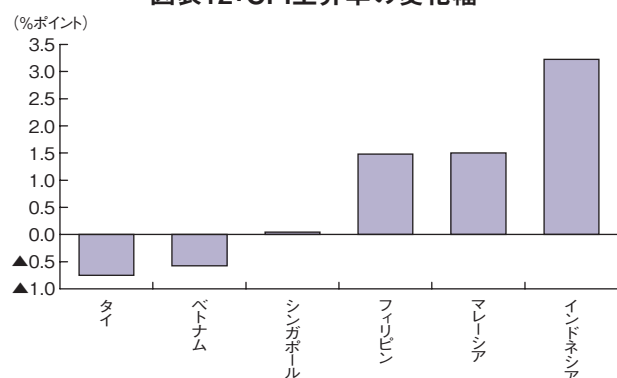
以上の緊縮政策の結果、インドネシアの実質GDP成長率は、2013年前半の+5.9%に対し、後半は+5.7%と小幅に減速した。2014年前半には、利上げの影響が本格化することから、更なる景気減速が見込まれる。

(3) タイ、マレーシア、フィリピン、シンガポール：想定通り輸出主導で持ち直し

5月22日のバーナンキ発言を受け、QE3縮小観測が台頭すると、タイ・バーツ、マレーシア・リンギ、フィリピン・ペソは、それまで経済成長への期待で2012年に大幅に上昇していた反動から、大きく売り込まれた。これに対しシンガポール・ドルは、6月19日のバーナンキ発言後などにいくらか下落したものの、小幅にとどまった。経常収支が大幅な黒字であることが、シンガポール・ドルへの売り圧力を限定的なものにとどめた。

9・10月は、先述の通り QE3の年内縮小論が後退したため、各国通貨は持ち直した。シンガポール・ドルは、9月に QE3縮小観測台頭前の水準を回復した。11月以降は、QE3の年内縮小論が再度台頭した

図表12: CPI上昇率の変化幅



(注) 2013年12月時点の同年4月対比上昇幅。
(資料) 各国統計

図表13: 政策金利

	2013年												2014年	
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月
インドネシア	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	6.00	6.50	7.00	7.25	7.25	7.50	7.50	7.50	7.50
タイ	2.75	2.75	2.75	2.75	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.25	2.25	2.25	2.25
マレーシア	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
フィリピン	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50
ベトナム	9.00	9.00	8.00	8.00	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00
(参考)シンガポール	緩やかなシンガポールドル高誘導					変更なし					変更なし			

(注) 1. シンガポールは、金利操作ではなく、為替レートの調整で物価の安定をはかる。

2. 網掛けは政策金利の変更。

3. 2014年2月は14日時点。

(資料) 各国統計

ため、各国通貨は総じて下落する展開となった。

タイ、マレーシア、フィリピン、シンガポールの実体経済については、通貨下落⁹⁾に伴う緊縮政策は限定的なものにとどまること、また通貨下落と米国経済の回復などを背景に輸出が増加することを予想していたが、ほぼ想定通りの展開であったと言える。ただし、2013年後半のタイ経済は、想定通り輸出が持ち直したものの、2012年に導入されていた自動車消費喚起策の反動や、政情不安に伴う企業や消費者のマインド悪化など、別の要因から内需が極端な不振に陥ったため、低迷が続いた。

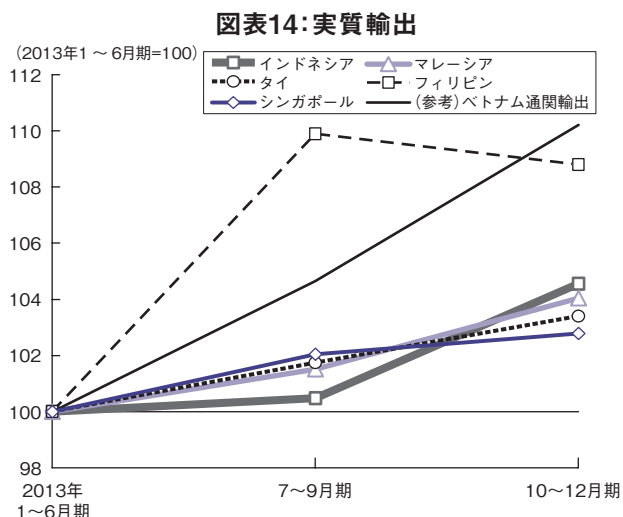
なお、経常収支が一時悪化していたことを受け、タイ政府は、悪化の背景にあった4つの構造要因¹⁰⁾のうち、2つの改革に着手した。まず、コメの輸出競争力を低下させていた、コメ担保融資制度（事実上の高値買取制度）の見直しで、買取価格を1トン当たり15,000バーツから13,500バーツに引き下げた¹¹⁾。次に、エネルギー輸入を高止まりさせていた

燃料補助金の削減で、調理用液化天然ガス（LNG）の補助金を、2013年9月以降に1キロ当たり18.13バーツから毎月0.5バーツずつ値上げし、2014年10月までに1キロ当たり24.82バーツとすることとした。一方、輸送用 LNG についても2014年2～3月から毎月1キロ当たり0.5バーツずつ引き上げる予定であったが、先送りされた。

これらの施策だけでは経常収支改善効果は不十分との見方もあったが、輸出持ち直しに加え、極端な内需不振で輸入が落ち込んだこともあり、結局経常収支は改善に向かった。

また、マレーシアの経常収支も、労働集約的産業の衰退や、エネルギー輸出の低迷を背景に、一時急速に悪化していた。こうした中、マレーシア政府は、国債の格下げリスクを回避するため、財政面ではやや本格的な緊縮政策を採用した。具体的には、まず、2013年9月に燃料補助金を約25%削減し、この結果レギュラーガソリンと軽油の価格が20セン（約6円）ずつ引き上げられた。さらに、同年10月の予算案では、長年の懸案であった消費税の導入を決めた。税率は6%で、2015年4月から適用される。経常収支改善が直接の目的ではないものの、燃料補助金の削減が実施されたことに加え、輸出が回復したため、経常収支の悪化には歯止めがかかっている。

以上の通り、QE3縮小観測台頭後の ASEAN 各国の実体経済は、タイとベトナムを除けば、おおむね前節で考察した通りの展開となった。



(注) 1. タイとマレーシアを除き、季節調整はみずほ総合研究所がTRAMO-SEATSを用いて実施。

2. ベトナムの通関輸出はドル建て。

(資料) 各国統計

9) 先述の通り、経常収支が大幅な黒字であるシンガポールの場合、そもそも通貨は下落しなかった。

10) 本文中で説明していない要因としては、①最低賃金の2年連続大幅引き上げによる労働集約的な輸出産業の衰退と、②世界的なパソコンの需要不振に伴うハードディスクドライブの輸出不振が挙げられる。こうした構造的な要因のほか、エビの病害などの突発的な要因も経常収支を悪化させた。

11) タイ政府は当初、1トン当たり12,000バーツへの引き下げを目指していたが、農民の反発が強いため断念した。

4. QE3縮小決定後の金融市場の動き

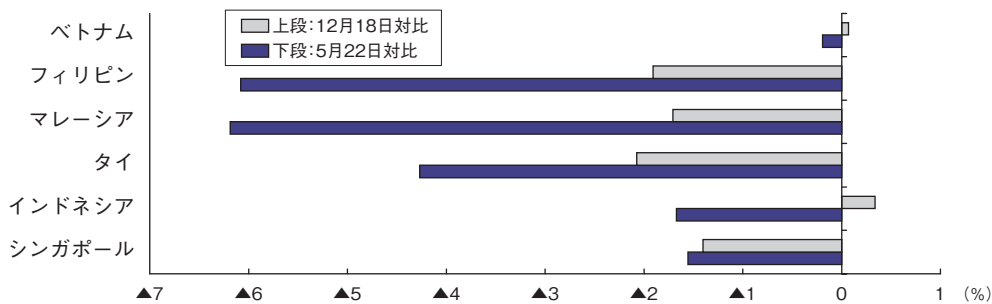
(1) QE3縮小決定後のASEAN 金融市場は平静を維持

ここではまず、12月18日のQE3縮小決定後の1カ月間に、ASEAN 金融市場がどのように動いたかを見ていきたい。

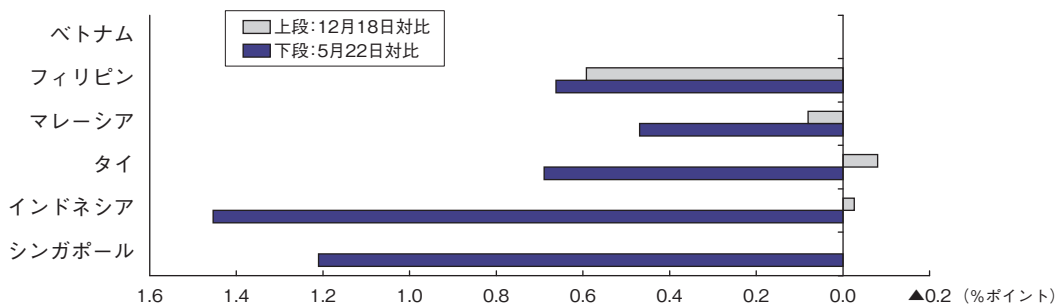
リスクマネーの供給鈍化を招くQE3縮小に対する市場の当初の反応は、総じて「新興国売り」であった。とくに通貨は下落傾向が相対的に強く（図表15）、2014年1月にはマレーシアとフィリピンで外貨準備が大きく減少しており（図表16）、中央銀行により比較的大規模なドル売り介入が実施されたことがうかがえる。もっとも、債券市場や株式市場の

図表15:QE3縮小観測台頭後・縮小決定後のASEAN金融市場比較

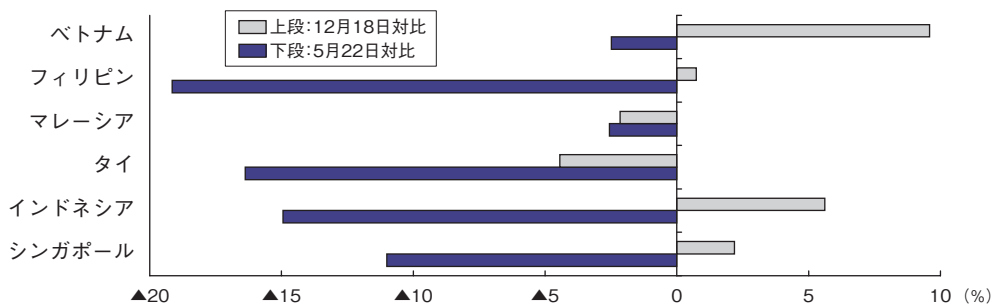
(A) 対ドル為替レート上昇率



(B) 長期金利上昇幅



(C) 株価上昇率



(注) 1. QE3縮小観測台頭のきっかけとなったバーナンキ発言があった5月22日から1カ月後(6月24日)、QE3縮小が決定された12月18日から1カ月後(1月20日)の金融市場の動き。

2. 債券市場が未成熟なベトナムの長期金利は、この間ほぼ変化しなかった。

(資料) CEIC

動きはまちまちであった。通貨安に伴う企業収益の増加や、補助金削減といった各国の財政健全化策など、個別の材料も同時に見極めようとする動きが広まったためとみられる。

また、通貨・債券・株価が下落した国においても、その下落幅は2013年5月のQE3縮小観測台頭後よりも小さい。以上から、QE3縮小決定直後のインパクトは、さほど大きくなかったと言ってよい。

(2) なぜQE3縮小決定の影響は小さかったのか

それでは、QE3縮小決定のASEAN金融市場への影響は、なぜ小さいのだろうか。いずれも既に述べた内容だが、以下の三つの背景を指摘できる。

第一に、輸入抑制と資金流入拡大などを目指し、ASEANサイドで緊縮政策が採用されたことである。既に見た通り、インドネシアは利上げを含む緊縮政策を実施しており、またマレーシアは補助金削減などを決めた。ベトナムも緊縮財政政策を導入した。

第二に、通貨安と米国経済の持ち直しなどを背景

に、輸出が増加したことである。

第三に、これはタイに限った話だが、政情不安等により内需低迷が深刻化し、輸入が落ち込んだことである。

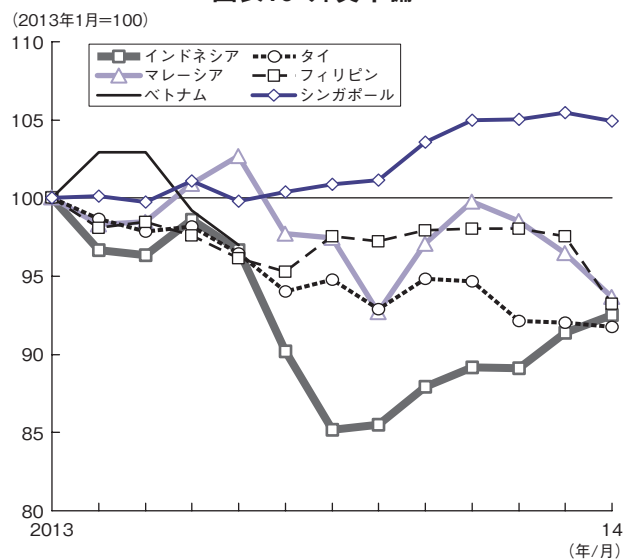
以上の結果、経常収支が一時悪化していたインドネシア、タイ、マレーシアにおいても、経常収支は改善に向かった(図表17)。

(3) 新興国通貨不安の影響も軽微

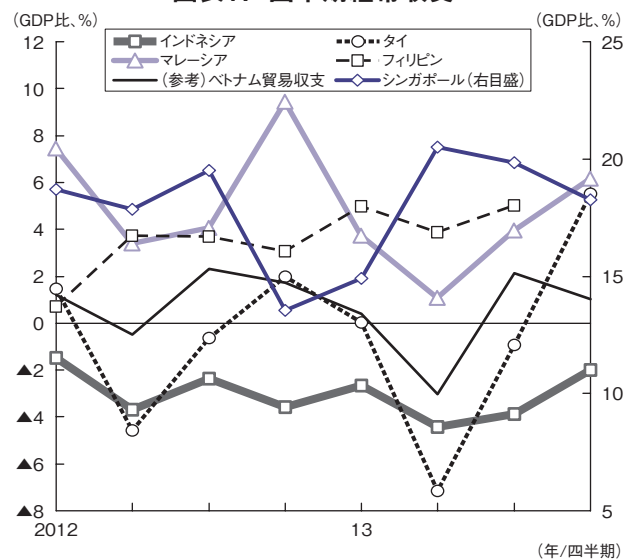
QE3縮小開始の新興国への影響については、決定から1カ月強を過ぎてから、改めて注目が集まった。きっかけは、2014年1月23日に、アルゼンチン政府が市場介入姿勢を後退させた結果、通貨ペソが大幅に下落したことだ。これが引き金となり、経常収支の改善が遅れていたトルコの通貨リラ、南アフリカの通貨ランド、チリの通貨ペソなども下落した。

ただし、ASEAN金融市場の反応は、このときも限定的であった。理由は既に見た通りである。

図表16: 外貨準備



図表17: 四半期経常収支



5. 終わりに

(1) 米国のQE3縮小と利上げは、依然 ASEAN 通貨下落要因

最後に、今後米国がQE3を段階的に縮小し、利上げへと進んだ場合、ASEANの金融市場や経済にどのような影響が及ぶか考えてみたい。

QE3縮小決定から縮小開始の過程において、これまでのところASEAN金融市場に大きな影響は出ていない。ただし、米国のQE3縮小や利上げが、リスクマネーの供給を鈍化させる要因であるということに変わりはない。米国のQE3縮小や利上げの進め方や、ASEAN側の経済動向・政策動向などによっては、再度ASEAN通貨に大きな下落圧力がかかる可能性は否定できない。

(2) 2014・15年の展望：米金融引き締めの実体経済への影響は総じて小さい

もっとも、既に見た通り、経常黒字国かつ低インフレ国への影響は限定的だ。マレーシア、フィリピン、シンガポールは、この範疇に入る。ちなみに、マレーシアなどでインフレ率はやや高まっているが、燃料補助金削減など一時的な要因も影響しており、深刻なインフレにつながることはないとみている。

ベトナムの場合も、ペッグを採用しているものの、短期的には大きな心配はなさそうだ。直接投資受け入れの面で競合相手となるタイの政情不安が深刻化していることから、対内直接投資の力強い流入は当分続く見通しとなっているためだ。また、日韓企業による生産のベトナムシフトを背景に、輸出増加も期待できる。さらに、直接投資の流入などを背景にドン下落圧力は収まってきていることから、財政の緊縮政策を続ける必要も次第に薄れる。このため、

当面の景気は堅調に推移するだろう。

一方、インドネシアの場合、経常収支は、改善方向にあるとはいえ依然赤字である。このため、米国の金融政策から受ける影響は比較的大きいとみられ、想定外の早いペースでQE3縮小が進めば、インドネシア中央銀行は追加的な利上げを迫られる可能性もある。ただし、2014年7月に予定される大統領選挙では、外資規制緩和などの改革に取り組むと予想されるジョコ氏かプラボウォ氏の勝利が有力となっている。選挙後の政権基盤固めに時間を要するため、実際に改革が始まるには時間がかかるだろうが、両氏のいずれかが大統領に就任することになれば、ルピアに買い安心感が広がり、米国のQE3縮小や利上げなどに起因する悪影響は軽減されると期待される。

タイの経常収支は、2013年に通年では2年連続の赤字となったものの、輸入減少などを受け改善方向にあり、2013年10～12月期は大幅に改善した。このため、当面、経常収支がさらに悪化する懸念は小さくなった。一方で、2014年2月2日に総選挙が実施されたが、野党勢力は参加をボイコットし、デモ戦術を続けている。このように政情不安が依然深刻な中でQE3縮小が実施されていることから、通貨暴落への懸念は拭えない状況だ。当面、タイの政治情勢については注視していく必要がある。

(3) 中期的展望：ベトナム、インドネシア、タイへの影響に要注意

米国の景気回復が進めば、2015年までにQE3は終了して同年末頃に利上げが始まり、2016年には本格的な利上げ局面を迎える可能性がある。もっとも、マレーシア、フィリピン、シンガポールへの影響については、2015年までと認識に差はない。米国の景気拡大持続を受けた対米輸出の増加が期待できるた

め、米国の金融政策が及ぼす悪影響は限定的だ。

ベトナムについては、米国の金融引き締めによりドル高局面が長引くと、ドルペッグの為替政策により、ドンの実質為替レート上昇が顕著となる。足元で景気と通貨価値を支えている対内直接投資についても、いつまでも順調な流入が続くという保証はない。このため、相対的に大きな景気下押し圧力を受ける可能性は高い。そうした事態を回避するには、いっそう大幅な為替レートの変動を容認する方向で、為替政策を修正することが課題となるだろう。

米国の金融引き締めによりインドネシアが受ける悪影響の大きさは、次期大統領が実際にどのような政策をとるかによるだろう。先述のジョコ氏かプラボウォ氏が当選し、外資規制緩和、インフラ整備、汚職一掃などの面で手腕を発揮して投資環境を改善できれば、輸出産業が強化されるため、悪影響は限定的だ。一方で、投資環境の改善がなかなか進まず、逆に次期政権が国内産業の保護などに動けば、対内投資は伸び悩む。結果的にルピア下落圧力が大きくなり、後で非常に緊縮的な金融政策を迫られるだろう。その意味で、次期政権の政策運営が注目される。

最後に、タイについて考えてみたい。足元で同国の政情があまりに不安定であるため、現段階では2016年以降を展望するのは極めて困難だが、一応政情が安定したと仮定する。その場合、農村部を支持基盤とし、選挙に強いタクシン元首相派の政党が政権を担うことになる可能性がかなり高い。同派は、コメ担保融資制度などばらまきの措置や大型公共投資といった、経常収支を悪化させる政策を志向する傾向にある。米国の利上げが進む中で、このような政策が採用されれば、バーツ急落のような事態に直面しかねないという点に注意が必要であろう。

【参考文献】

- 稲垣博史（2010）「通貨危機回避のために東アジア諸国政府に求められる経済運営～アジアは過去の通貨危機の教訓を生かしているか～」(みずほ総合研究所『みずほレポート』4月23日)
- （2013）「QE3縮小のアジアへの影響を考える～経常赤字国に打撃、ドルペッグ国にも悪影響～」(みずほ総合研究所『みずほインサイト』7月8日)
- （2014）「ベトナム経済はなぜ堅調か～安定成長の維持には為替政策の変更が有効～」(みずほ総合研究所『みずほインサイト』1月28日)
- 稲垣博史、宮嶋貴之（2013）「タイ・マレーシアの経常収支悪化は続くのか」(みずほ総合研究所『みずほインサイト』9月24日)
- 菊池しのぶ（2014）「インドネシアの経常収支悪化に歯止めはかかったのか」(みずほ総合研究所『みずほインサイト』1月29日)
- 内閣府（2009）『平成21年度年次経済財政報告 ―危機の克服と持続的回復への展望―』