

2014年2月25日
No.2013-042

世界経済の潮流変化を反映する 新興国市場の混乱

調査部 上席主任研究員 牧田健

《要 点》

- ◆ リーマン・ショック以降、先進国が大胆な金融緩和を行うなかで、新興国は高い成長期待を背景に投資資金の受け皿となってきた。しかしながら、①米国での景気の本格回復に伴う金融政策正常化の動き、②中国での過剰投資是正に伴う成長鈍化など、新興国向け投資を促してきた環境に大きな変化。その結果、新興国から資金が流出する事態に。
- ◆ もっとも、新興国から一様に資金流出が生じているわけではなく、資金流出は専ら、①経常収支赤字国、②資源依存度の高い国、③外貨資金繰りが脆弱な国、に限定。これは、「米国での金融政策正常化」、「中国での過剰投資是正」という新たな世界経済の潮流のなかで、成長に不安を抱える国へのエクスポージャーを落とす、いわゆる選別化の動きとみる事が可能。
- ◆ 足許、新興国市場の混乱は沈静化に向かっているものの、①米国での先行きの利上げペース、②中国景気の先行きの減速度合いに不透明感が残るなか、折に触れ、市場の混乱が再発する恐れ。ただし、1997年のアジア通貨危機のような事態に発展する可能性は小。そもそも、先進国の金利上昇余地は限られる一方、新興国は引き続き先進国を上回る成長が見込まれ、ポートフォリオの見直しが一巡すれば、新興国市場へ再び資金が流入していく公算大。資金流出の規模・期間は、新興国各国が「インフレ体質」「財政赤字」「経常赤字」「中国依存の経済構造」など各国が抱える問題に対し、どれだけ迅速に対応していくかが鍵。
- ◆ 以上を踏まえ、新興国市場が落ち着きを取り戻すには、①米FRBが自国の景気回復ペースに合わせて粛々と量的緩和を縮小していく一方、②中国政府当局が、当面一定の成長率を維持することに強くコミットすること、③新興国自身がそれぞれファンダメンタルズ強化策を進めていくことが、何よりも重要。

本件に関するご照会は、調査部・上席主任研究員・牧田健宛にお願いいたします。

Tel: 03-6833-0928

Mail: makita.takeshi@jri.co.jp

1. はじめに

バーナンキ米FRB議長（当時）が年内の量的緩和縮小の可能性に言及した昨年5月以降、新興国市場の混乱が続いている。今年に入って以降も、1月23日にアルゼンチンで大幅な通貨安が生じたほか、トルコでも大幅なリラ安が生じ、28日にはトルコ中銀はその防衛のため大幅な利上げを余儀なくされている。こうした新興国市場の混乱は、投資家のリスク回避行動を通じて円高・株安を招くなど、わが国をはじめとした先進国への影響も無視できなくなっている。そこで、足許の新興国市場混乱の背景を探ったうえで、今後の市場動向について展望したい。

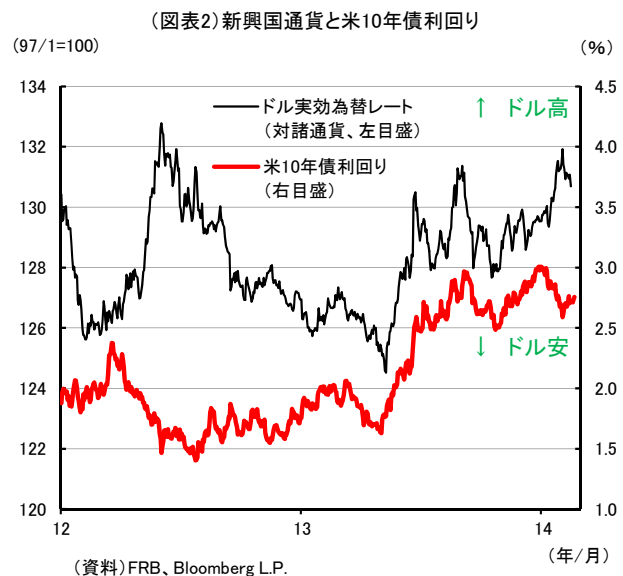
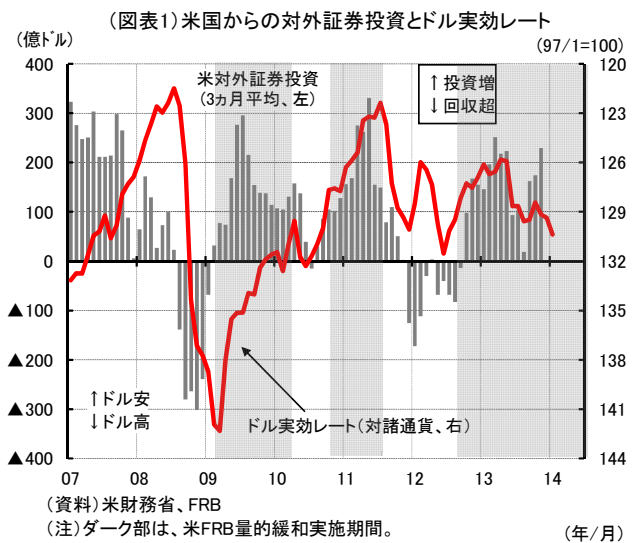
2. 新興国市場混乱の背景

リーマン・ショック以降、先進国による大胆な金融緩和により、大量の流動性が供給されるなか、新興国は高い成長期待を背景にグローバルな投資資金の受け皿となってきた。米国の対外証券投資動向をみると、米FRBが量的緩和政策に踏み出した2009年3月¹以降、米FRBのバランスシートが拡大すると、対外証券投資、とりわけ資源国・南米向け投資が増加し、これに伴い、新興国通貨は軒並み対ドルで大幅に上昇した（図表1）。

もっとも、2013年に入って以降、これまで新興国向け投資を促してきた環境に大きな変化が生じている。一つが、米国での量的緩和縮小である。

米国では、リーマン・ショック以降景気下押しに作用してきた住宅市場の調整や家計のバランスシート調整が一巡したことから、2013年5月22日、バーナンキ米FRB議長（当時）は、「住宅や欧州問題など、経済が直面する向かい風の一部は後退し始めた」と言及したうえで、「資産買入のペースは、雇用市場の改善が継続し持続可能と確信すれば向こう数回の会合で縮小が可能」と発言し、年内の量的緩和縮小の可能性を示唆した。

この発言をきっかけに、米国の超低金利政策の継続期間の短期化の動きが生じて長期金利が大幅に上昇すると同時に、先行きの流動性供給縮小への思惑が強まり、リスク資産、とりわけ新興国市場から資金流出が生じる事態が生じた。なかでも、海外からの資金流入に依存している経常赤字国では、大幅な資金流出が生じる事態



¹ 米FRBがバランスシートの拡大に乗り出したのは、2008年11月から。ただし、当初は金融システム不安への対応という側面が強く、本稿では、長期国債やMBSの追加買入に動いた2009年3月を量的緩和開始時期としている。

となった。実際に、米国の10年債利回りとドル実効為替レート（対諸通貨）の推移をみると、昨年夏場にかけては、米国金利の上昇に伴いドル高新興国通貨安が生じている（図表2）。

もっとも、本年入り以降は、米10年債利回りが低下するなかで新興国市場の混乱が生じている。昨年5月以降、米FRBは市場に対し、量的緩和縮小と利上げは別物であることを繰り返し発信し、これにより昨年12月に量的緩和が縮小されても米長期金利に大きな動揺はみられていない。その意味で、今年に入ってから市場の混乱は、量的緩和縮小がその底流にあるとはいえ直接的な要因とはいえないだろう。

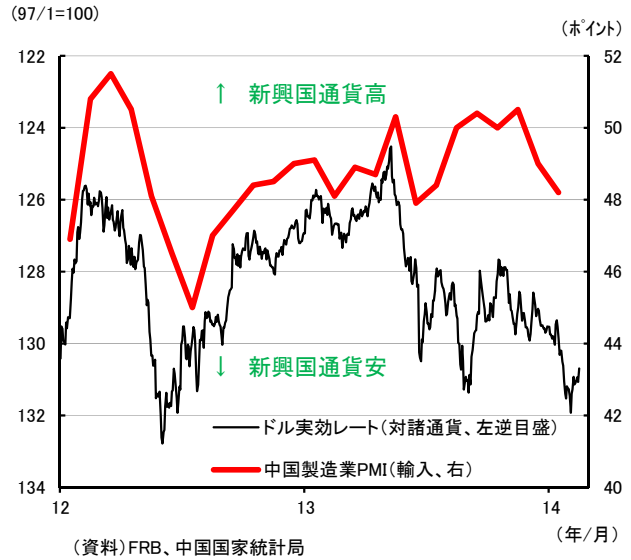
そこでもう一つの要因として浮かび上がるのが、中国経済の減速である。実際、新興国通貨は、2012年以降、中国の製造業PMI（輸入指数）が上昇すると対ドルで上昇し、低下すると下落するという関係がみられており、今年に入ってから新興国通貨安が加速したのも、1月のHSBC製造業PMI（速報値）が6ヵ月振りに景気判断の分かれ目とされる50を割り込んだ直後だった（図表3）。

2000年代に入ってから以降、新興国は先進国をはるかに上回る成長を続け、先進国との成長率格差は、年を追うごとに拡大する展開が続いてきた。この背景には、①中国自身の高成長のみならず、②中国以外の新興国においても、中国での需要拡大を受けた中国向け輸出の拡大・資源価格の高騰により景気が大きく押し上げられてきたことが指摘できる（図表4）。しかしながら、足許中国では、これまで成長率を大きく押し上げてきた投資の過剰が深刻の度を増しており、習近平政権は、「投資主導の経済成長」から「消費主導の経済成長」、「高速成長」から「中高速成長」への転換を進めている。これまで新興国の成長を押し上げてきた中国経済が減速するなか、その他新興国も一定程度の減速は逃れられない状況となっている。

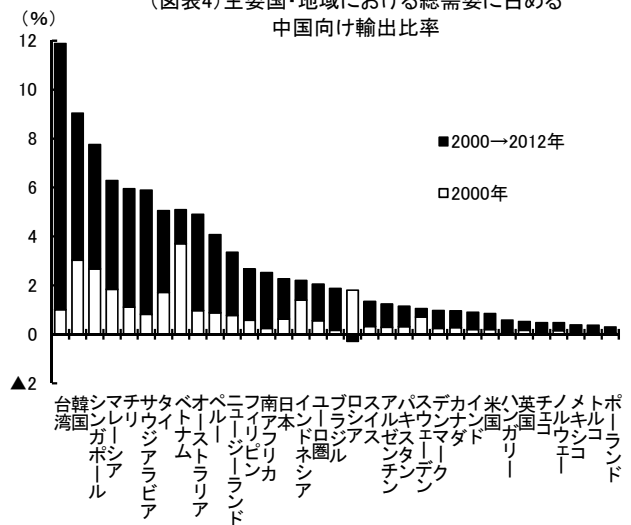
3. 市場の選別が進む新興国

このように、これまで新興国向け投資を促してきた環境が大きく変化するなかで、グローバルな投資家を中心に、これまでの新興国向け投資を見直す動きが生じるのは、避けられない現象といえる。むしろ、米国経済の本格回復とそれに伴う米国の金融政策正常化、中国の過剰投資是正に伴う成長鈍化は、中長期的な観点からみれば、世界経済にとっては好ましい展開ともいえるだろう。

（図表3）新興国通貨と中国製造業PMI



（図表4）主要国・地域における総需要に占める中国向け輸出比率



そもそも、新興国からの資金流出といっても、新興国から一様に資金流出が生じているわけでもない。本来、米国の量的緩和縮小をきっかけに資金制約が強まってくれば、経常赤字国通貨は売り圧力が強まるはずである。しかしながら、主要新興国通貨の昨年5月のバーナンキFRB議長発言以降の対ドル変化率をみると、たとえば経常黒字を抱えるマレーシアリングが軟調に推移する一方、経常赤字を抱えるポーランドズロチは増価しており、足許の為替変動の要因が、必ずしも米国での量的緩和縮小をきっかけとした資金制約の強まりだけではないことを示唆している（図表5）。

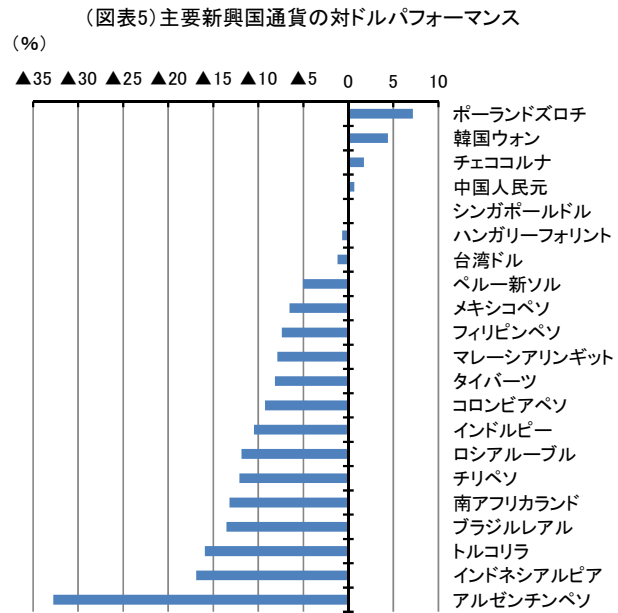
具体的に2014年2月21日までの推移をみると、東アジア諸国は、いずれも大幅な経常黒字を抱えているものの、IT関連業界の不振を映じて台湾ドルはやや軟調な展開となっている。ASEANでは、インドネシア・マレーシア・フィリピン・タイいずれも通貨安が進行しており、なかでも経常赤字国であるインドネシアルピアの下落が突出している。一方、中東欧通貨は、ポーランドやチェコなど経常赤字を抱えているものの、総じて底堅く推移している。中南米では、大半が経常赤字国ながら、ペルー新ソルは比較的底堅く、それ以外は通貨安傾向が続いており、とりわけ、本年入り以降下落ペースが大きくなっている。このほか、経常赤字のトルコや南アフリカが通貨安になる一方、経常黒字のロシアでも通貨安となっている（末頁の参考資料参照）。

このように、資金流出・通貨安の度合いは国によって千差万別である。そこで、これまで比較的大幅な通貨安が生じている国の特徴を挙げれば、以下の3点を指摘することができるだろう。

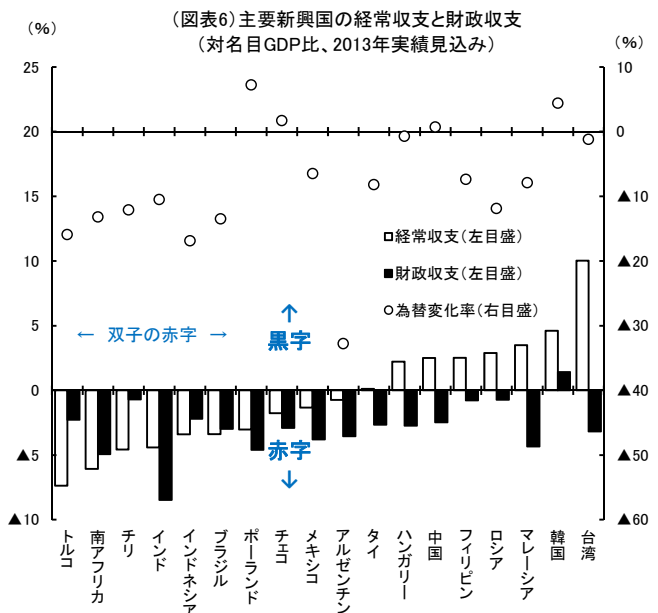
一つが、やはり経常収支赤字国である（図表6）。中東欧諸国で一部例外はあるものの、赤字国は総じて軟調である。とりわけ、財政収支も赤字で「双子の赤字」を抱える国では、大幅な通貨安が進行している。

二つめが、資源依存度の高い国である（図表7）。中南米諸国が押しなべて大幅に減価しているのは、経済に占める資源輸出のウエイトが大きく、今後中国経済減速によるマイナス影響をより大きく受けると見込まれるからであろう。逆に、中東欧諸国が比較的底堅く推移しているのは、資源輸出の比率が小さく、むしろユーロ圏景気持ち直しによる恩恵を受けやすいからとみることができる。

三つめが、外貨資金繰りが脆弱な国である。



(資料) bloomberg L.P.
(注)バーナンキFRB議長発言があった2013/5/22のNY終値対比変化率(2014/2/21まで)

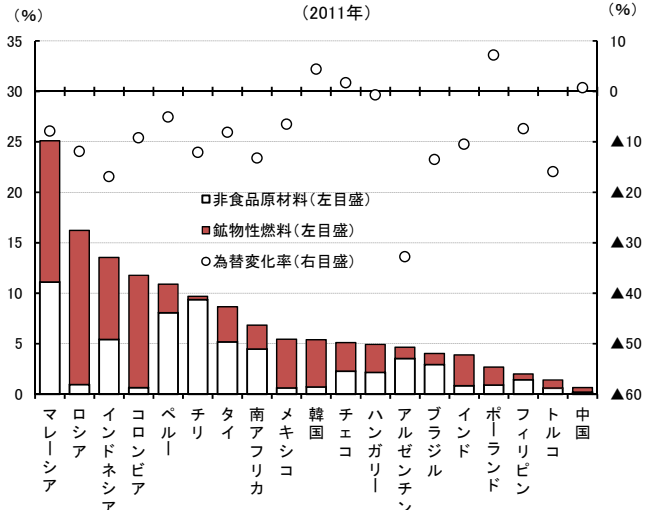


(資料) IMF, "World Economic Outlook", Bloomberg L.P.
(注)為替変化率は2013/5/22のNY終値対比変化率(2014/2/21まで)

トルコは対外短期債務、輸入額対比でみて、外貨準備が必ずしも潤沢とはいえない状況にあったほか、対内投資も、逃げ足の速い証券投資が大宗を占めており、外的なショックに対し極めて脆弱な体質であったと言わざるを得ない（図表8、9）。

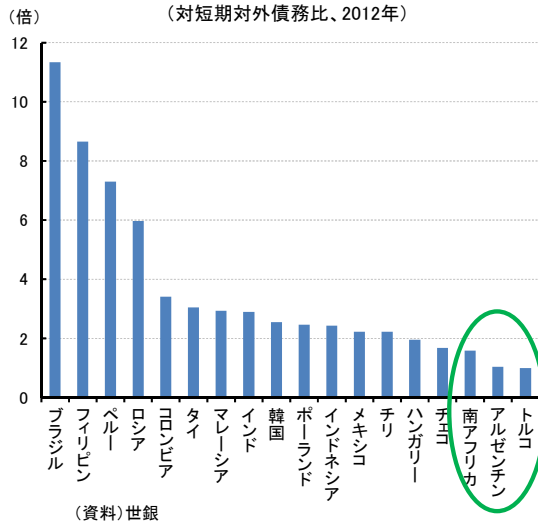
これらの傾向を踏まえると、足許の新興国市場の混乱は、世界経済の潮流がこれまでの「先進国での大胆な金融緩和」、「中国・新興国の高成長」から「米国での金融政策正常化」、「中国での過剰投資是正」という形に大きく変わるなかで、グローバル投資家が、その新たな潮流のなかで成長に不安を抱える国、具体的には、①海外からの資金に依存する度合いが大きい国、②外貨資金繰りが不安定な国、③資源依存が高く中国経済減速の影響を大きく受けやすい国、に対して先行き警戒感を強め、それに該当すると思われる国に対するエクスポージャーを落とす、いわゆる選別化の動きとみることができるだろう。

(図表7) GDPに占める非食品原材料・鉱物性燃料輸出の比率 (2011年)



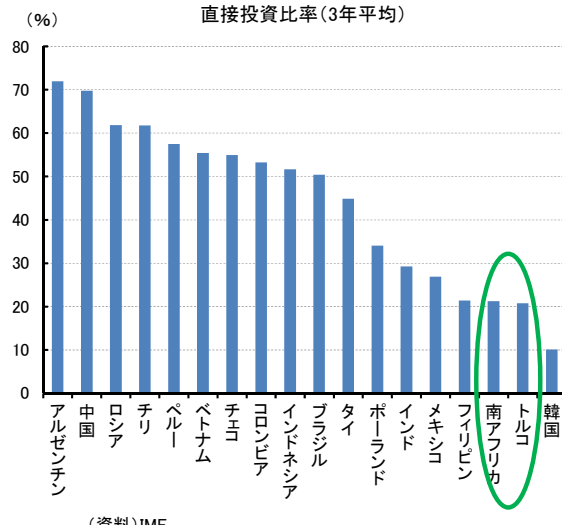
(資料) 国連, Bloomberg L.P.
(注) 為替変化率は2013/5/22のNY終値対比変化率(2014/2/21まで)

(図表8) 主要新興国の外貨準備 (対短期対外債務比、2012年)



(資料) 世銀

(図表9) 主要新興国の資本流入における直接投資比率 (3年平均)



(資料) IMF

4. 新興国市場の行方

このように、足許の新興国市場の混乱は、世界経済の潮流変化を反映したものだけに、容易には終息しないだろう。なかでも問題は、米国の金融政策正常化のペース、中国経済の減速度合いに対する不透明さが残存しており、最終的な着地点が見通し難しくなっていることである。

米FRBは、これまで失業率6.5%割れを超低金利是正検討の目安としてきたが、高齢化に伴う労働参加率の低下等構造的な要因も加わり、1月の失業率はすでに6.6%と、米FRBが想定する以上に低下している。米FRBはこうした状況への対応として、12月のFOMCで、「インフレ率が2%を大きく下回っている限り現行の超低金利政策を続ける」とフォワード・ガイダンスを追記したが、米国の金融政策正常化の動きがこういったペースで進み、どこまで金利が上昇するのか、ある程度市場の期待が収斂していかない限り、新興国市場投資見直しの動きが継続する可能性がある

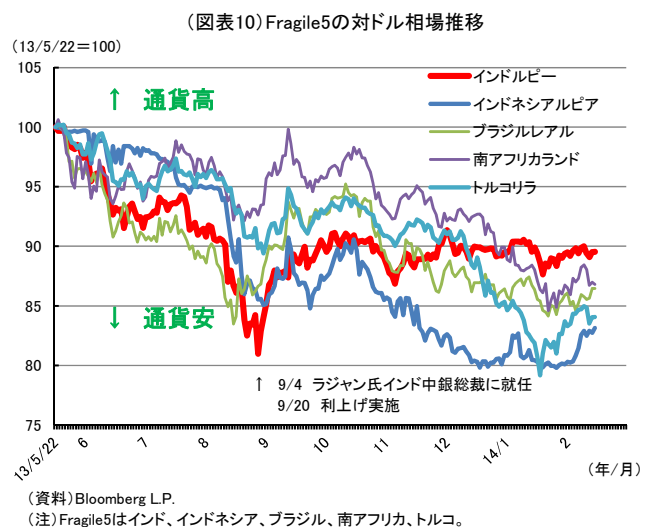
る。

中国経済の先行き不透明感も新興国向け投資の抑制・減少を長期化させる要因である。中国経済の先行きについては、政府が過剰投資の是正に取り組むなか、減速は避けられないものの、景気の大幅な下振れに対しては、健全な財政の下、政府が政策対応により下支えしていくというのが、基本的なコンセンサスとなっている。しかしながら、政府がどの程度の成長下振れを容認するのか、あるいは、一旦バブルの調整が本格化すれば、政府の対応でどこまで下支えが可能なのか、不透明感が強いと言わざるを得ない。中国経済の減速度合いが厳しくなれば、その他新興国も産業構造が大きく変わらない限り、景気の一段の下振れが避けられないだけに、中国経済の行方がある程度見定まらなると、新興国向け投資の本格的な再開には至らないだろう。

足許では、トルコやインドでの利上げ対応などにより、市場は一応の落ち着きを取り戻しているものの、上記の点を踏まえると、比較的長期にわたって、折に触れ新興国市場の混乱が生じる可能性があるだろう。

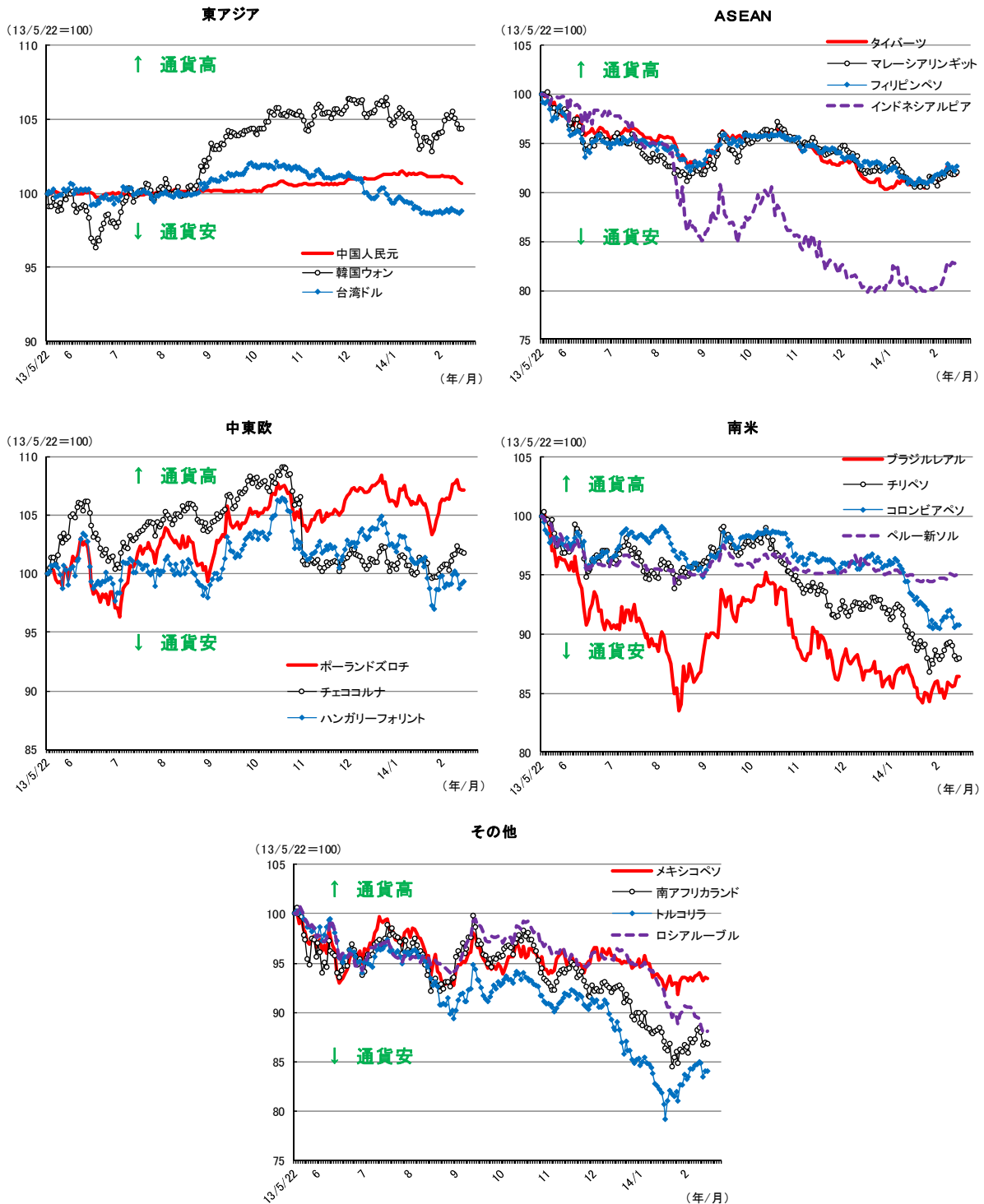
もっとも、①ほとんどの通貨が変動相場制に移行していること、②とりわけアジア諸国は潤沢な外貨準備を有していること、③通貨スワップなど各国中銀間での外貨融通システムが構築されていること、④新興国自体の成長基盤が強化されていること、等を踏まえると、今回の新興国市場の混乱が1997年のアジア通貨危機のような事態に発展する可能性は極めて小さいといえるだろう。そもそも、米国を筆頭に先進国の潜在成長率は大きく低下し、また、賃金の伸び悩みもあり、先進国ではデフインフレ傾向が定着しており、仮に米FRBが超低金利政策の見直しに着手しても、金利上昇余地は限られる。一方、新興国経済に対する成長期待は、これまで過剰流動性等を背景に過大評価されていた可能性はあるものの、人口動態や発展段階などを踏まえると、先進国を上回る成長が当面続くことには変わりはない。したがって、足許で生じているポートフォリオの見直しが一巡すれば、新興国市場へ再び資金が流入していくとみるのが妥当であろう。

こうしたなかで、ポートフォリオの見直しに伴う資金流出の規模・期間を左右するのが、新興国各国の政策対応であろう。インドを例に挙げれば、中銀総裁に新たに就任したラジャン元IMFチーフエコノミストが、断固たる姿勢で利上げを行ったほか、政府も、経常赤字拡大の一因となっていた金の輸入を規制したことから、足許ではインフレ率が鈍化し、貿易赤字も縮小に転じるなど、その成果がみられ始めている。その結果、昨年夏場に大きく売り込まれたインドルピーは、9月以降底堅く推移している（図表10）。大幅な財政赤字やインフラ不足など、成長に向けた課題が山積するなか、5月までに予定されている選挙後の対応如何によっては、通貨安が再燃する可能性は否定できないものの、新興国はおしなべて高いポテンシャルを有しているだけに、「インフレ体質」「財政赤字」「経常赤字」「中国依存の経済構造」など各国が抱える問題に対し、一時的な景気減速も辞さない姿勢で正しい対策を打ち出していけば、自ずと資金流出は収束し、高成長国として再びグローバルな投資マネーを呼び込むようになっていくだろう。



2月22、23日にシドニーで開催されたG20財務相・中央銀行総裁会議では、「(先進国の金融緩和縮小について) 継続的な情報交換や世界経済に与える影響への配慮」が必要との共同声明が盛り込まれたが、新興国市場が落ち着きを取り戻すには、①米FRBが自国の景気回復ペースに合わせ粛々と量的緩和を縮小していく一方、②中国政府当局が、当面一定の成長率を維持することに強くコミットすること、③新興国自身がそれぞれファンダメンタルズ強化策を進めていくことが、何よりも重要といえるだろう。

【参考資料】



(資料) Bloomberg LP.