

## 新興国での動揺の背景と今後の展望

～マネー縮小による潜在的リスクは残る展開が予想される～

発表日：2014年2月10日(月)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主任エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

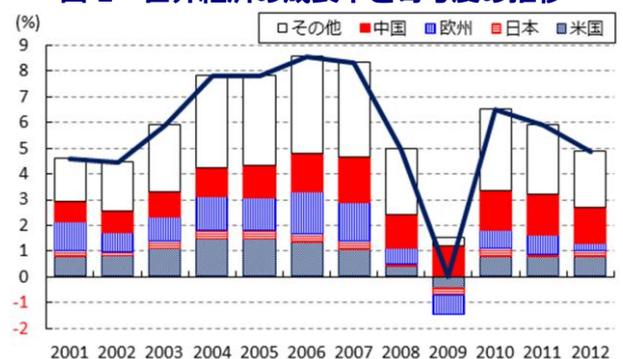
## (要旨)

- ここ数週間の国際金融市場では、新興国発の不透明要因がリスク・オフの状況を引き起こし、ファンダメンタルズの脆弱な国を中心に資金流出圧力が強まった。一連の動揺では、2000年代の世界経済をけん引してきた中国経済の減速が世界経済の下押しに繋がるとの連想が影響したと考えられる。先行きは中国の景気加速が見込みにくくなっており、世界経済を取り巻く環境は大きく変質することは避けられない。
- 米国景気の回復が世界経済の底入れを促すと見込まれる中、輸出依存度の高い新興国では景気回復が促されよう。一方、近年注目が高かった「**B R I C S**」などは内需依存度が高く、経常赤字を抱え、インフレ基調が続くファンダメンタルズの脆弱な国が多い。米国のQE3縮小は直接マネーの縮小を促すものではないが、投資家が動揺する状況に陥れば再び資金流出の動きが広がるリスクは小さくないと見込まれる。
- 米国の金融政策の変更は過去において新興国の経済危機に繋がった経緯があり、危機的状況に繋がるとの連想が働きやすい。事実、一部の国では外貨準備高に対して短期対外債務残高が過大な国があるなど潜在的リスクが存在するが、アジアでは通貨スワップの充実がリスクを低減している。足下では利上げにより乗り切った新興国だが、今後も市場の動揺に際しての潜在的リスクを意識した対応が続くであろう。

## 《海外資金に依存する新興国にとっては、世界的なマネー流出による潜在的なリスクが残る展開は続く》

- ここ数週間の国際金融市場を巡っては、新興国発の不透明要因が投資家の間に疑心暗鬼を招いたことをきっかけに、世界的なマネーの動きは大きく動揺し、金融市場全体が揺れに揺れる結果となった。特に、先月に発生したいわゆる「アルゼンチン・ショック」は、経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）の脆弱な国々からの資金流出を誘発し、それが全世界的な「リスク・オフ」の状況を引き起こすことに繋がった。しかし、ここで注意が必要なのは、一連の動きの発端になったとされるアルゼンチンは2001年に対外債務に対するデフォルト（債務不履行）を宣言しており、その後も債務再編などに関する議論は遅々として進んでおらず、国際金融市場においては「締め出された国」と言える。こうした国において新たな問題が発生したとしても、それが世界経済に実体的な悪影響を及ぼしていくかは極めて判然としないにも拘らず、国際金融市場は大きな動揺をみせた。ただし、このきっかけは中国の製造業PMI（購買担当者景況感）が6ヶ月ぶりに景況感の分かれ目となる50を下回り、中国景気の減速が意識されたことにある。結果、中国向けの輸出依存度を高めてきた国の一つであるアルゼンチン経済に悪影響が及ぶとみられて資金流出圧力が強まるなか、政府首脳は通貨ペソ安容認と取れる発言を契機にペソは急落、他のファンダメンタルズが脆弱な国々にも資金流出圧力が波及するに至った。事実、2000年代以降の世界経済を巡っては、その成長率の寄与における中国の存在感はすべての国・地域の中でも突出しており、文字通り「世界経済をけん引する」

図1 世界経済の成長率と寄与度の推移

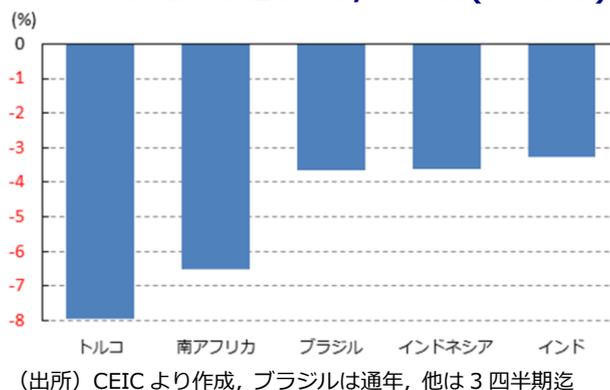


(出所) IMF より第一生命経済研究所作成

存在になった。その傾向はいわゆる「リーマン・ショック」に始まる世界金融危機の後、中国経済は巨額の公共投資を背景に勢いを取り戻したことで一層明らかになったものの、投資に偏重した経済成長は様々な面で歪みを拡大させており、中国経済にとってこうした諸問題への対応は喫緊の課題になっている。中国政府は景気減速を招きかねない構造改革を進める必要性を認識する一方、政策を巡って景気失速を回避する難しい舵取りが迫られており、世界経済は中国経済に成長を期待しにくい環境になりつつある。

- 他方、足下の世界経済を巡っては、米国をはじめとする先進国景気に回復の動きが出ており、これが世界経済の底入れを促すとの見方が強まっている。世界最大の消費国である米国経済の回復は、世界経済の成長全体にとっても押し上げに繋がると見込まれるほか、この消費拡大は「生産地」として近年の経済成長を享受してきた多くの新興国にとってもプラスに左右することは容易に期待される。ただし、ここ数年新興国の中でも注目を集めてきた国々は、経済成長のけん引役を内需に依存している国々が中心であり、こうした先進国を中心とする景気回復の波に乗ることが出来るかは疑問が多い。これらの国々は概ね経常赤字を抱えており、経済活動を行う上で海外からの資金流入が欠かせないという構造的な弱点を有している。一方、これらの国々の経常赤字を招く一因である貿易収支の改善には輸出拡大ないし、輸入抑制が必要になるが、輸出産業は国内で十分な付加価値を上げるには至っておらず、輸出拡大は輸入拡大を促すという問題を抱える。さらに、輸入抑制のみに注力すれば、景気そのものを大きく冷え込ませる可能性もあることから、こうした取り組みにも限界が生じている。また、経常赤字を抱えることから基本的には輸入に依存した経済構造になっているが、これは国内物価が国際商品市況の動向に左右されやすく、さらに為替の動向にも大きく影響を受ける。結果、これらの新興国は総じてインフレ圧力が掛かりやすく、海外資金の流出により本国通貨安圧力が強まることは、輸入物価を通じてインフレ率の加速に繋がるリスクを高める。目下のところ、国際金融市場においては米国のQE3（量的金融緩和第3弾）の縮小に注目が集まっているが、QE3縮小そのものは資産買い取り規模の縮小であり、FRBによる資金供給自体は続けられFRBのバランスシートは拡大しており、金融引き締めではない。しかし、足下の世界的なマネーの動向は金融機関や投資家による信用創造によって膨張しきっており、こうしたマネーは金融当局の資金供給如何に拘らず様々なニュースなどによって動揺される環境にある。このようにQE3の縮小そのものは世界的なマネーの動向自体に影響を与えるか否かは不透明な状況にあるものの、拡大しきったマネーは様々な情報に敏感になっており、この動きは特に構造が脆弱な新興国に影響を与えやすくなっているのが実態と言えよう。
- しかしながら、今後はQE3の縮小が進められることによって、足下のマネー拡大の裏打ちとなる資金供給そのものは徐々に縮小されることから、この一部が海外から流入することによって景気が押し上げられてきた新興国にとっては厳しい状況に陥ることは避けられない。さらに、上述のように米国をはじめとする先進国の回復の勢いに乗りにくい構造を抱えることは、こうした新興国は先行きにおいて過去数年のような景気の勢いを取り戻しにくいことを意味する。また、QE3縮小の進展によって国際金融市場においては、先進国資産の魅力が高まることで相対的に新興国資産の魅力が低下するため、新興国にとっては資金流入が期待しにくい環境が続くと見込まれる。こうした状況において、先般のような金融市場に動揺が走るきっかけとなる情報が出た

図2 新興諸国の経常赤字/GDP比(2013年)

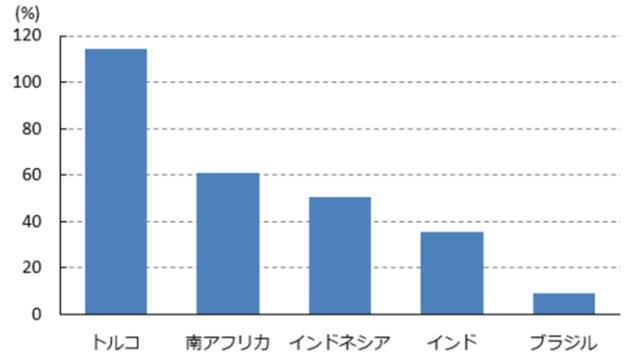


場合、ファンダメンタルズの脆弱な新興国にとっては一時的な資金流出圧力が掛かる可能性は潜在的に残ると考えられる。過去の世界経済を巡っては、米国による金融政策の変更が新興国の経済危機や金融危機を引き起こすきっかけになったため、将来的に予想される米国の金融引き締めが何らかの危機的状況を生むとの連想が働きやすくなっている。過去に発生した金融危機では、資金流出によって急激な為替安が起こり、為替維持に向けた介入に伴って外貨準備が枯渇するといった経路が主な要因

になってきたが、過去数年の経済成長を背景に多くの国で外貨準備は増加基調を強めてきた。しかし、これらの新興国の多くは海外資金に依存していることから、対外債務との関係を見るのが短期的な資金流出に対する耐性を観る上で重要な要素になると考えられるが、一部の国では短期の対外債務残高が外貨準備高に対して過大とみられる状況にある。こうしたことから、先行きにおいて国際金融市場が再び動揺する事態に陥ることで投資家が「投げ売り」的な状況が展開された場合、一部の国においては潜在的に金融危機にまで至るリスクは存在すると考えられる。なお、アジアにおいては1997～98年に起こったアジア通貨危機を連想する向きが残っているが、その後ASEAN+3（日本、中国、韓国）の間で取り極められた外貨融通の枠組である「チェンマイ・イニシアティブ」に加えて、昨年以降も日本とアジア新興国は個別に通貨スワップ協定の拡充に動いていることから、アジア発で通貨危機に陥るリスクは低減している。しかし、新興国発でのパニック的な資金流出が発生した場合には、アジア新興国も無傷でいられる可能性は低いと予想される。先日来の金融市場の動揺に際しては、とりわけファンダメンタルズが脆弱と目される新興国は軒並み利上げに踏み切ったことにより資金流出圧力に対して一定の効果を挙げている。今後はG20など国際場裏において世界的なマネーの動向に関する議論が行われると見込まれるが、資本取引規制などには否定的な国が少なくなく、新興国にとってはリスクを抱えながらの政策対応が続くと予想される。その意味で近年注目を集めてきた新興国にとっては、今後は異なる意味で注目を集める展開が続くことになろう。

以上

図3 新興諸国の短期対外債務/外貨準備比率



(出所) CEIC より作成, 外貨準備は12月, 対外債務は9月末