

# World Trends

発表日：2020年5月7日(木)

## 新型肺炎の背後で進む資金流出に新興国は耐えられるか

～資金流出に伴いファンダメンタルズは悪化、耐性強化と新型肺炎対策はともに時間勝負の段階に～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部  
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

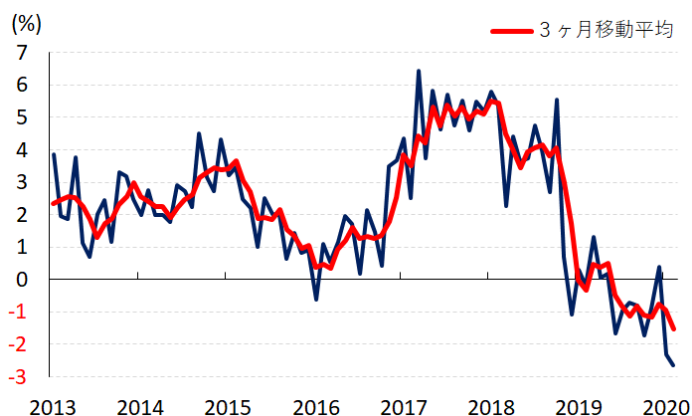
### (要旨)

- 昨年末に中国で発見された新型コロナウイルスはパンデミック状態となり、世界経済の減速は避けられなくなっている。足下では感染拡大の中心が新興国にシフトするなど、事態収束に手間取ることも懸念される。国際金融市場の動揺で多くの新興国では資金流出圧力が強まったが、足下では一巡する兆候もみられる。ただし、国際原油市況の低迷長期化は国際金融市場の不安定要因となるなか、新型肺炎を巡る見通しも依然不透明な状況が続いており、多くの新興国では引き続き資金流出圧力が掛かりやすい展開が続くであろう。
- IMFにはすでに100ヶ国以上が支援要請を行ったが、「満額回答」の支援に至るかは不透明である。すでに多くの国が財政拡大と金融緩和による景気下支えに動いているが、支援条件としては緊縮策への転換が求められる。他方、財政拡大による財政悪化に加え、経済のファンダメンタルズの悪化も懸念されるなか、外貨準備高が適正水準を下回る新興国も増えている。当面の新興国には資金流出圧力が掛かる展開が予想され、新型肺炎対策とセーフティーネットの構築の両面で「時間との勝負」の状況に入りつつあると言える。

昨年末に中国で発見された新型コロナウイルス（SARS-CoV-2）を巡っては、当初の感染拡大の中心であった中国では新規の感染者数が頭打ちの様相をみせており、先月初めにはその震源地となった湖北省武漢市の封鎖措置も解かれるなど、経済活動の正常化に向けた歩みが進んでいる。一方、その後は感染拡大の中心が欧米など先進国にシフトしたほか、世界的にヒトの移動を制限する動きが広がったことで

モノの動きも滞る事態となるなど、世界経済の減速が避けられなくなっている。さらに、足下では感染拡大の動きが新興国にシフトしており、医療インフラが相対的に脆弱な新興国での感染拡大は医療ひっ迫を招くなど対応に手間取ることも懸念される。また、南半球では今後季節が冬に転換することで感染拡大の動きに拍車がかかる可能性も考えられるなど、事態収束に予想以上の時間を要する展開となることも予想される。足下では上述のように世界的にモノの

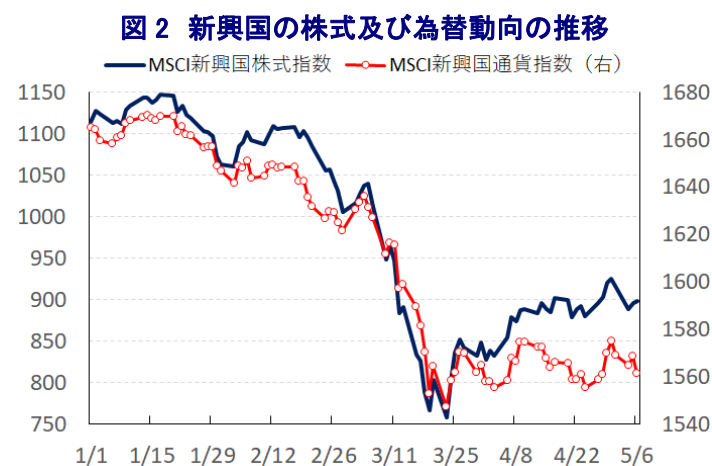
図1 世界貿易量(前年比)の推移



(出所)オランダ経済政策分析局(CPB)より第一生命経済研究所作成

移動が滞ることで世界貿易に下押し圧力が掛かるなど世界経済の減速に繋がる動きが顕在化しており、経済構造面で相対的に外需依存度が高い新興国経済には景気への下押し圧力が強まりやすい。さらに、新型肺炎感染拡大の動きや先行きに対する不透明感の高まりなどを理由に国際金融市場は大きく動揺

して投資家の間に『リスクオフ』姿勢が広がった結果、リスク資産と見做される新興国資産を手放す動きが強まり、新興国では通貨、株式、債券すべてに下落圧力が強まる『トリプル安』の動きがみられた。なお、その後は米F R B（連邦準備制度理事会）を中心に世界的に金融緩和の強化を通じて金融市場の動揺を抑える動きがみられたことに加え、財政出動を通じて景気下支えに動く流れも広がった結果、足下の国際金融市場は一時に比べて落ち着きを取り戻して



(出所)Refinitivより第一生命経済研究所作成

いる。こうしたことから、3月末にかけて新興国では上述のように『トリプル安』圧力が強まる動きがみられたものの、その後は資金流出圧力の後退を受けて、株式指数は底入れする動きをみせている。その一方で新興国通貨については、下押し圧力こそ後退しているものの、株式指数に比べて戻りは弱いことから、新型肺炎を巡る先行きの不透明感がくすぶるなかで米ドルなど基軸通貨に対する需要が依然として旺盛に推移していることを示唆している。なお、新興国通貨に下落圧力がくすぶる背景には、上述のように足下で新型肺炎感染拡大の中心地が新興国にシフトしている上、事態収束の兆しがみえない状況が続いていることがある。また、O P E C（石油輸出国機構）加盟国やロシアなど一部の非O P E C加盟国による協調減産再開にも拘らず、世界経済の下押しに伴う需要鈍化を嫌気する形で国際原油市況は低迷しており、国際金融市場の動揺に際して度々『バッファー』の役割を担ってきた産油国などのソブリン・ウェルス・ファンドの存在感低下が懸念されていることも影響しているとみられる。さらに、近年の世界的な低金利環境の長期化を受けて、新興国では米ドルなど主要通貨建の債券発行などを通じた資金調達が発達してきたが、新興国通貨安による債務負担の増大を嫌気して主要通貨に対する需要が高まっていることも新興国通貨の上値を抑える要因となっている可能性もある。中国をはじめとする一部の国では経済活動の正常化に向けた歩みを進める動きもみられる一方、経済活動の活発化は感染拡大の『第2波』に繋がるとの見方もくすぶるなど、当面は完全な形で感染拡大前の状況に戻るとは見通しにくく、しばらくは新興国からの資金流出圧力がくすぶる展開が続くと予想される。

こうした場合に懸念されるのは、過去の国際金融市場の動揺に際しても経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）の脆弱な国々で資金流出圧力が一層強まる動きがみられ、結果的にファンダメンタルズの脆弱性が一段と高まることであろう。IMF（国際通貨基金）によれば、すでに加盟国（189ヶ国）のうち100ヶ国以上がIMFに対して支援要請を行っているなど、多くの新興国が厳しい状況に直面している一方、IMF自身の財政状況を勘案すればすべての支援要請国に対して『満額回答』を出せるとは考えにくい。なお、新型肺炎の世界的大流行による経済への悪影響を緩和する観点から、先進国のみならず新興国においてもすでに財政拡張を通じた景気下支えに動く姿勢をみせており、景気減速に伴う歳入減が予想されるなかで新興国の財政状況は急速な悪化が避けられそうにない。他方、IMFによる支援を受け入れる事態となれば、いわゆる「ワシントン・コンセンサス」に基づく形で財政及び金融政

策の緊縮化が求められるほか、幅広い分野での構造改革を通じた財政構造転換の実現を迫られるなど、短期的にみれば景気への下押し圧力が避けられなくなる。他方、近年の世界的な『カネ余り』とそれに伴う低金利環境を追い風に、新興国では米ドルなど主要通貨建て資金調達を行う動きが活発化してきたが、年明け以降の国際金融市場の動揺に伴う資金流出圧力を受けて新興国通貨への下落圧力が強まったことで、利払いを含む債務負担の増大を招くなど経済活動の圧迫要因となることが懸念される。また、米FRBなど主要国の中銀が相次いで金融緩和に動いていることに追随するように、新興国においても景気下支えに向けた利下げや量的緩和など金融緩和の動きが広がりをみせているものの、資金流出圧力がくすぶることで資金需給のひっ迫状態が続く可能性は残る。さらに、資金流出に伴う本国通貨安圧力の緩和に向けて為替介入を実施すれば、そのことが金融緩和の効果を相殺することで金融市場での資金需給のひ

っ迫要因となることも考えられる。なお、多くの新興国では、資金流出の動きに加え、通貨安を阻止すべく為替介入に動いていることを受けて外貨準備高が減少する事態に直面している。外貨準備高については、IMFが輸出や広義のマナーサプライ（M2）、短期対外債務残高、その他債務残高との一定割合（ARA：Assessing Reserve Adequacy）に対して100～150%あれば「適正水準」とする見方を示しているが、昨年末時点では主要新興国のうち一部でこの水準を下回る状況がみられたものの（詳細は3月11日付レポート「[金融市場が動揺する今こそ冷静にみたい新興国・資源国のリスク](#)」をご参照下さい）、その後の資金流出などに伴う外貨準備高の減少を受けて、3月末時点では適正水準を下回る国の数が徐々に拡大するなど、国際金融市場の動揺に対する耐性が低下している。足下では上述したように中国のみならず、ニュージーランドや豪州、一部のアジア新興国のほか、一部の欧米先進国などでも経済活動の正常化に動く流れもみられるが、新型肺炎感染拡大の「第2波」が懸念されるなど『コロナ前』の状態に回復するには依然として時間を要すると見込まれ、国際金融市場は様々なニュースに一喜一憂する展開も予想される。その意味では先行きもしばらくは経済のファンダメンタルズが脆弱な新興国に資金流出圧力がくすぶる展開は続くと言われるなど、新型肺炎対策も新興国の耐性強化に向けたセーフティネットの構築も「時間との勝負」の段階に入りつつあると言えよう。以上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

図3 新興国の経済主体による債券発行残高の推移

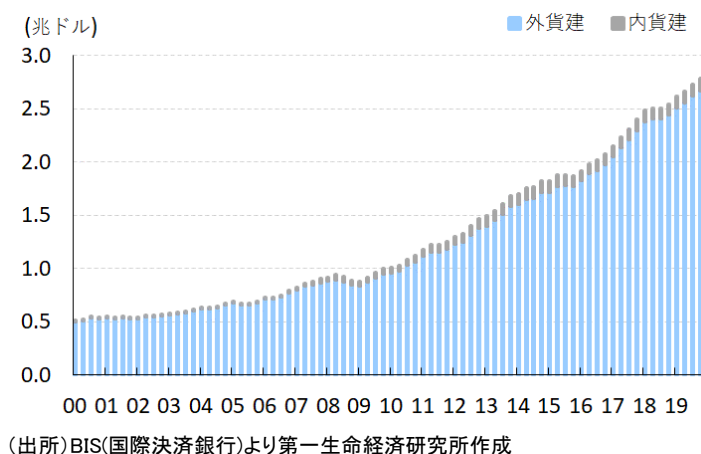


図4 主要新興国の外貨準備高とARAの比較

