

バタつく新興国市場

経済調査部 嵐峰 義清

資金の流れが不安定になる

一部の新興国マーケットで、資金の流れに変化が見られている。それを顕著に示しているのが為替相場で、新興各国の対ドル相場は軒並み下落している。通貨下落の背景には、当該国からの資金流出が指摘されている。

新興国通貨の下落が目立ち始めたのは今年5月頃からで、きっかけとなったのはFRBが年内にもQE3（量的緩和政策第三弾）による国債などの買取規模縮小を開始するとの見方が台頭したことだ。これにより米国では債券利回りが上昇、相対的に投資リスクが大きいと見なされている新興諸国との金利差が縮小したことで新興国での運用妙味が薄らぎ、米国へ資金が環流したと考えられる。この結果、新興国では通貨安のほかに、株安、債券安（金利上昇）に見舞われた。

狙われたのはファンダメンタルズの悪さ

もっとも、通貨の下落率などは、新興国によってもまちまちだ。このなかで特に下落が目立っているのが、インド、インドネシア、ブラジルといったところだ。これらの国には、経済状態において共通点がある。一つは、経常赤字国であり、比較的その規模（GDP比）が大きいという点。もう一つは、インフレ率が加速気味にあるという点だ。

一般に、経常赤字国では実質金利（金利からインフレ率を引いたもの）を高めに保つことによって、海外への資金流出を抑える必要がある。インフレ率が高まると実質金利が低下してしまうため、（経済・市場環境にもよるが）資金が海外に流出しやすくなる。これを放置すれば通貨の急落とそれに伴うインフレの加速を招き、実質金利がさらに低下することによって資

金流出が加速しかねない。こうした状態から脱するためには、金利を引き上げて実質金利を上昇させ、資金流出圧力を軽減させる必要がある。

一方で、金利の引き上げは景気にマイナスの影響を及ぼす。足元では、中国などの景気が停滞していることから新興各国では輸出が伸び悩み、景気も浮揚感に欠けている。こうした状況で利上げを行うことで、当該国景気に対する市場の先行き警戒感も高まっており、これが資金流出圧力をさらに高める恐れがある。

米中景気改善で流れは変わるか

こうした負のスパイラルとも言える状況から脱するためには、最終的には経常赤字体質から脱するための構造改革が必要となるが、短期的には景気が持ち直すことで相当程度軽減することが可能だ。ただし、そのためには外需の回復が必要であり、米国や中国経済の加速が望まれるところである。

経済規模の大きい両国の景気回復は、多くの新興国にとって輸出主導型の景気回復という恩恵をもたらそう。同時に、世界的な景気回復期待の高まりにより、投資家のリスク回避姿勢も緩和すると見込まれる。

もっとも、それまでは資金流出が加速しないように実質金利を高めに保つ、すなわち利上げなどによってインフレ懸念を抑制することが必要だ。外需による景気下支え効果が、金利上昇による内需押し下げ圧力を軽減させることで、ファンダメンタルズに対する不安感が後退すれば、相対的に成長率の高い新興国には、投資資金が舞い戻る余地も出てこよう。

しまみね よしきよ（首席エコノミスト）