

## MRI ECONOMIC REVIEW

2015年10月16日

株式会社三菱総合研究所

政策・経済研究センター

## 資金流出に直面する新興国経済

## －高まる成長下振れリスク－

## ポイント

- 11年ぶりの米国利上げを控え、新興国からの資金流出傾向が強まっている
- 新興国が即座に対外的な危機に直面する可能性は低いものの、個別国のリスクには要注意
- ①資金流出の深刻化、②バランスシート調整圧力、③インフレ再燃が新興国経済の成長を押し下げる恐れも

## (1) はじめに

11年ぶりの米国利上げを控え、新興国市場からの資金流出傾向が強まっている。新興国向け資金フロー（債券、株式）をみると（図表1）、15年春以降、流入ペースの減速傾向が強まり、8月には新興国株式市場から資金が流出、債券を含めた総額でもみても流出超に転じた<sup>1</sup>。

本稿では、①国際資金フローの状況を概観した上で、②新興国のマクロ経済面での基礎的条件（ファンダメンタルズ）を確認し、③米国利上げを控え、注視すべきリスク要因を整理する。

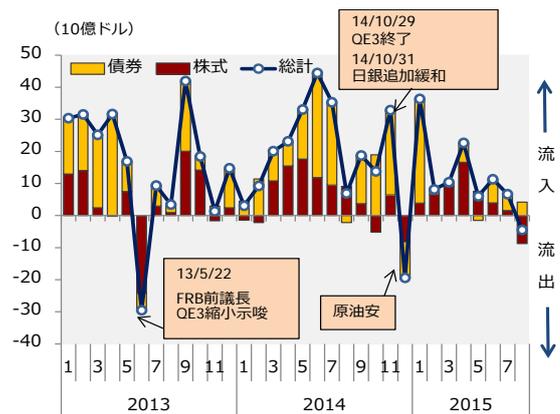
## (2) 強まる新興国通貨安

## 資源国や経常赤字国を中心に通貨安が進行

新興国市場への資金流入が全体として細ってきた基本的な背景として、米連邦準備制度（FRB）の量的緩和政策（QE3）終了と今後の利上げに向けた市場の警戒がある。なかでも、①資源への依存度が高い国や、②政治問題を抱える国において、通貨安が顕著となっている。

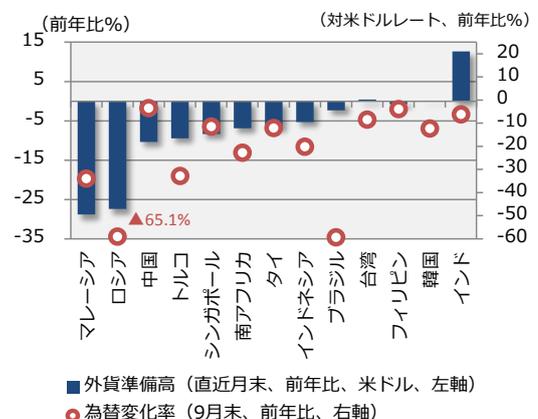
まず、ロシア、ブラジル、マレーシア、インドネシアなどの資源輸出国では、中国需要減速と資源価格下落の両方の要因から輸出金額が減少。景気減速・後退懸念が強まり、14年以降、各国で通貨安傾向が続いている（図表2）。とくに、マレーシアやロシアでは、通貨安に加え資金流出の強まりから、外貨準備高が大幅に減少して

図表1 新興国向け資金フロー



資料：IIF（国際金融協会）より三菱総合研究所作成

図表2 為替変化率と外貨準備高



注：直近の外貨準備高は15年8月末、ロシア6月末。

資料：Bloombergより三菱総合研究所作成

<sup>1</sup> 国際金融協会（IIF）は10月のレポートで、15年通年では、88年以降、初めて新興市場向けの資金フローが「ネット流出超」になると予測。

いる。

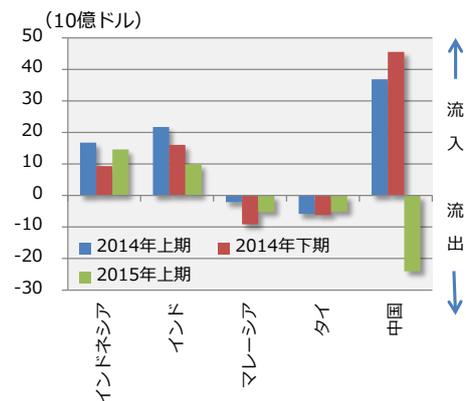
次に、いくつかの新興国では政治的なリスクの高まりから、通貨安圧力がかかりやすい状況が続いている。マレーシアでは現首相への汚職疑惑などが浮上しているほか、タイでも14年から軍事政権が続いており、民政復帰に向けた総選挙実施が16年以降に先送りされている。ブラジルでは国営石油公社の汚職事件などを受けて現政権の支持率が急落、トルコでも15年6月の総選挙以降、連立政権樹立に向けた交渉が難航し、政治的な空白が続いている。

### 銀行の新興国向け与信残高も圧縮へ

新興国市場を取り巻く変化は、証券投資フローや金融機関の与信動向にも表れている。主な新興国の証券投資フローをみると（図表3）、15年1-3月期以降、中国は流出超に転じ、15年4-6月期は08年金融危機時を上回る流出額を記録。上記のとおり、政治面での不安材料を抱えるマレーシア、タイでも資金流出超が続いている。

銀行与信動向をみると、通貨安の影響もあり、日米欧による米ドル建ての新興国向けの与信残高は、すでに減少に転じている（図表4）。14年以降、景気低迷が続く中南米では既に与信縮小の動きがみられていたが、アジア向けは成長期待もあり与信拡大が続いてきた。しかし、15年1-3月期には、中南米での与信縮小が加速、ついにアジア向けの与信残高も減少に転じた。

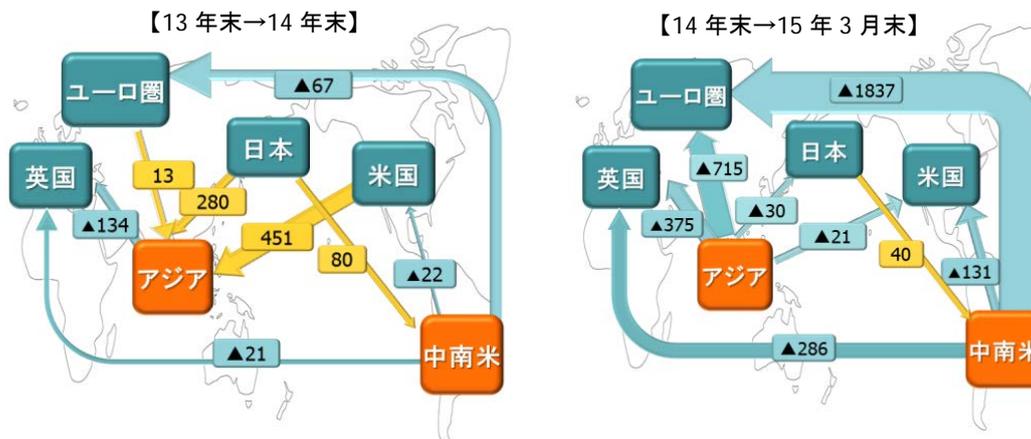
図表3 新興国の証券投資



注：ネットの金額（米ドル換算）。

資料：CEIC、各国統計より三菱総合研究所作成

図表4 銀行与信残高の変化



注1：億ドル（右図は年率換算で金額調整）、与信残高には預金、貸出、証券投資などの金融資産を含む。

注2：ユーロ圏はオーストリア、ベルギー、フランス、ドイツ、ギリシャ、イタリア、オランダ、ポルトガル、スペイン。

資料：BIS「Consolidated Banking Statistics」より三菱総合研究所作成

### (3) 新興国は資金流出に耐えるか？

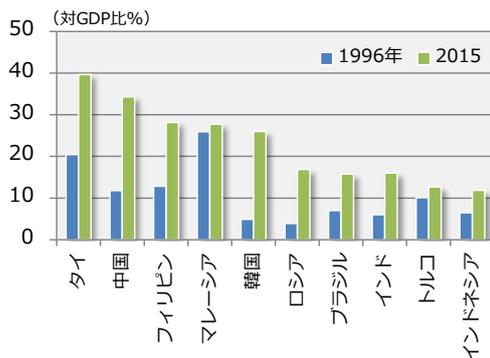
#### アジア通貨危機前と比較し対外的な支払い余力は向上

今後、新興国が97年のアジア通貨危機のような状況に陥るのであろうか。結論を先取りすると、個別国のリスクには注意が必要なものの、即座に対外的な危機に陥る状況ではない。確かに一部の国で外貨準備が減少しているものの（前頁、図表2）、アジア通貨危機前（96年）と比較すれば、名目GDP比

でみた外貨準備高の水準は総じて高い（図表 5）。対外的な支払い余力の一つとして、外貨準備高に対する短期の海外銀行与信残高（1 年未満）比率をみても、トルコ、インドネシアを除けば、短期の海外銀行与信残高の 2 倍以上の外貨準備高を保有しており、即座に對外債務の返済に窮する可能性は低い（図表 6）。

アジア通貨危機前と現在との比較の観点からは、経常収支が改善している国が多いこともプラス材料だ。アジア通貨危機前（96 年）と現在を比べると、ベトナム、タイ、韓国、マレーシア、フィリピンなどでは経常収支が赤字から黒字に転じており、台湾、シンガポールでは黒字幅が拡大している。新興国全体でみれば対外的な支払い余力は増していると判断できる。

図表 5 外貨準備高の水準（96 年と直近）

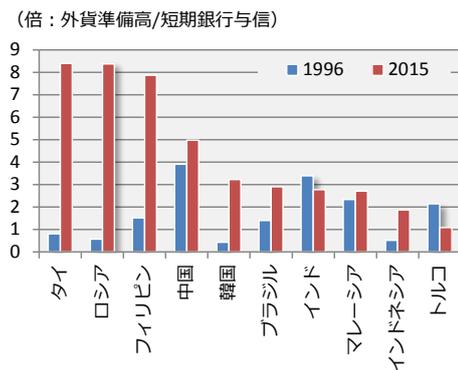


注 1：データ制約から、1996 年はインド 1997 年 5 月、トルコ 2000 年 7 月、インドネシア 1998 年 4 月。

注 2：直近の外貨準備高は 2015 年 8 月末、ロシア 6 月末。対 GDP 比は 2014 年名目 GDP を用いて算出。

資料：IMF、Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 6 外貨準備高と短期海外銀行与信



注 1：データ制約から、1996 年外貨準備高はインド 1997 年 5 月、トルコ 2000 年 7 月、インドネシア 1998 年 4 月。

注 2：2015 年の外貨準備高は 2015 年 8 月末、ロシア 6 月末。短期海外銀行与信は 1 年未満の債務（2015 年：15 年 3 月末）。

資料：BIS、IMF より三菱総合研究所作成

#### （４）資金流出の深刻化、バランスシート調整圧力の高まり、インフレ再燃がリスク

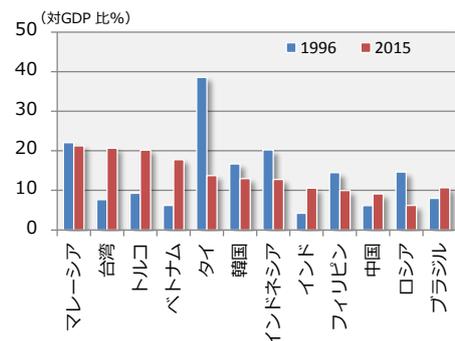
##### 資金流出が深刻化すれば投資減速の可能性

ただし、現在の資金流出の動きが、先行き新興国経済にとって大きな打撃となるリスク要素は存在する。

第 1 に、既に通貨安が進んでいる一部の新興国を中心に、資金流出圧力が一段と強まるリスクである。例えば、2015 年 9 月に公表された世界銀行のレポート<sup>2</sup>では、過去データを用いた分析に基づけば、米国の政策金利引き上げにより、主要先進国の金利が上昇する場合、新興国からの急激な資金流出が発生する可能性を指摘している。

個別国をみると、トルコは、上記のとおり短期海外債務に対し 1 倍程度の外貨準備高しか保有せず（図表 6）、資金流出に対する耐性は低い。また、マレーシアは、海外の銀行与信の対 GDP 比率が新興国の中では比較的高く、通貨安による債務負担の増加が懸念され、同国の動向には注意が必要だ（図表 7）。

図表 7 海外の銀行与信残高の水準



注 1：クロスボーダー与信及び外貨建て与信の合計。  
注 2：2015 年は 2015 年 3 月末データを、2014 年名目 GDP（米ドル建て）で除して算出。

資料：BIS、IMF より三菱総合研究所作成

<sup>2</sup> "The Coming U.S. Interest Rate Tightening Cycle: Smooth Sailing or Stormy Waters?", 2015 年 9 月, World Bank Group Policy Research Note:

<http://pubdocs.worldbank.org/pubdocs/publicdoc/2015/9/192751442274166741/PRN02-Sept2015-Tightening-Cycle.pdf>

さらに、多くの新興国では、企業向けの与信水準（内外与信総額）が07年以降上昇傾向を示している（図表8）。資金流出が深刻化する場合には、各国国内における投資への悪影響は避けられないであろう。

**金利上昇でバランスシート調整圧力が高まるリスク**

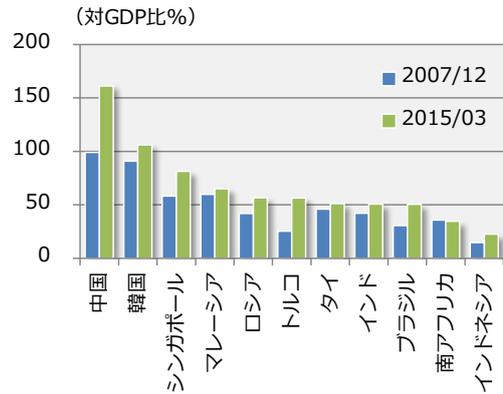
第2に、格下げ等に伴う金利上昇リスクである。ブラジルでは、9月にS&P格付けが投資適格以下（BB+）に引き下げられており、トルコ、南アフリカなどでも格下げ懸念が広がっている。こうした中、ブラジル、トルコ、南アフリカ、インドネシアの国債金利は上昇している（図表9）。また、各国の信用度を反映するクレジット・デフォルト・スワップの保証料も、15年春以降、上昇傾向を示している（図表10）。

アジアに目を転じると、インドネシアとマレーシアでは、09年以降、外国人の国債保有比率が上昇しており（図表11）、上記で指摘した海外投資家の資本逃避は、金利上昇につながりやすい。

金利上昇は、新興国経済に複数の経路でマイナスの影響を及ぼすと考える。まず、前述のとおり、内外金融機関からの与信を拡大させてきた企業部門では、債務負担が増大しバランスシート調整圧力から投資が押し下げられる可能性がある。次に、家計部門でもローン返済負担の増大から消費抑制要因となろう。最後に、財政収支の悪化が挙げられる。08年末以降、新興国政府は金融危機への対応として財政出動を実施しており、財政収支が悪化した国が多い（図表12）。とくに財政赤字に転じている国（タイ、マレーシア、インドネシアなど）では、金利上昇による更なる財政赤字の拡大が懸念される。

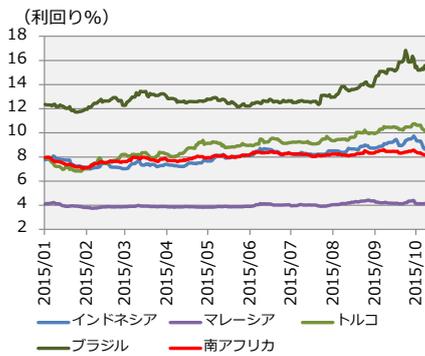
**通貨安に伴うインフレ再燃も懸念**

図表8 企業向け与信



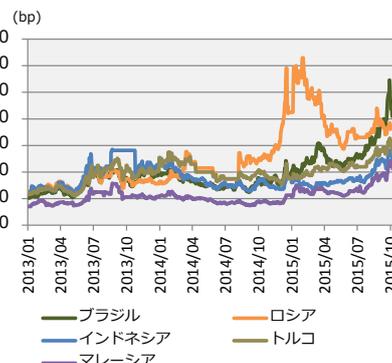
注：与信は、内外与信総額、銀行・ノンバンク含む。資料：BISより三菱総合研究所作成

図表9 国債金利



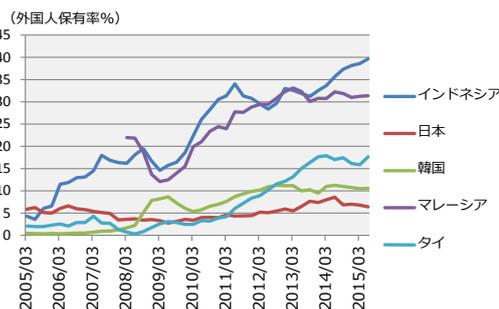
資料：Bloomberg

図表10 CDS (クレジット・デフォルト・スワップ)



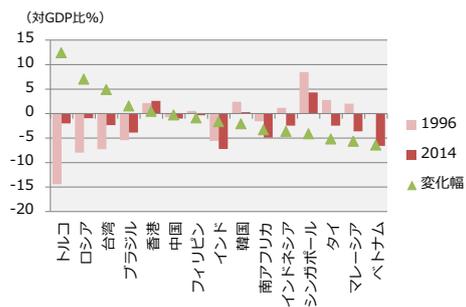
資料：Bloomberg

図表11 アジアの外国人国債保有率



資料：Asian Bonds Online

図表12 財政収支

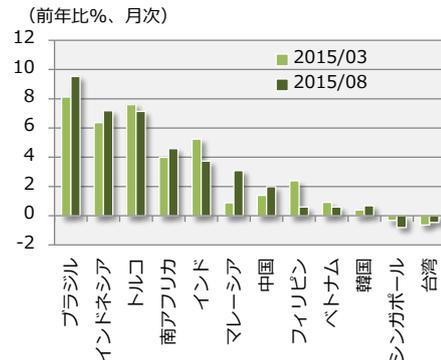


注：1996年は、ロシア・ベトナム1998年、南アフリカ2000年、トルコ2002年。

資料：IMFより三菱総合研究所作成

第3に、国内のインフレ圧力の高まりによる内需減速リスクである。新興国の物価上昇率は、原油安を背景に15年春まで総じて低下傾向を示してきた。しかし、その後の通貨安進行により、ブラジル、インドネシア、マレーシアなどでは、原油安にもかかわらず輸入物価が上昇し、国内のインフレ圧力が再度高まっている（図表13）。インフレ再燃は、これまで比較的堅調さを維持してきた消費の減速を招きかねない。中国向けの輸出減速で厳しい状況に置かれている上に、インフレ圧力により内需が減速すれば、当該国の一段の景気減速・後退につながる。

図表13 消費者物価指数



資料：Bloomberg より三菱総合研究所作成

### (5) まとめ

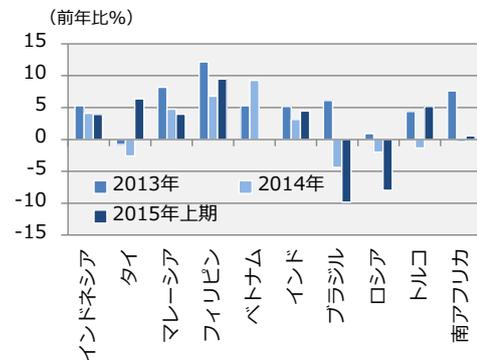
新興国経済のファンダメンタルズを勘案すると、即座にアジア通貨危機時のような金融危機を招くリスクは、現時点で小さいと考える。

ただし、個別国で見れば脆弱性を抱える国も多く、いくつかの国では投資が既に減速傾向にある（図表14）。資金流出の深刻化や金利上昇によるバランスシート調整圧力の高まり、インフレの再燃により、投資や消費などの内需まで大幅に減速すれば、新興国経済全体の成長が一段と低下する事態に発展しかねない。日本経済には、①金融市場経由（株安・円高）、②貿易経由（輸出・生産の減少）、③マインド経由（家計・企業マインドの冷え込み）で悪影響が及ぶ可能性もある。

FRBは、海外情勢への懸念から、9月のFOMCでの利上げを見送ったが、イエレンFRB議長は、9月FOMC直後の講演で年内利上げの可能性を示唆した。11年振りとなる米国の利上げに世界の金融市場がどう反応するのか、とくに新興国を取り巻く資金フローの変化からは目が離せない状況が続こう。

以上

図表14 総固定資本投資の伸び



注：実質。ベトナムは暦年データのみ。  
資料：CEIC より三菱総合研究所作成

《本件に関するお問合せ先》

株式会社 三菱総合研究所 〒100-8141 東京都千代田区永田町二丁目10番3号  
政策・経済研究センター 対木さおり 武田洋子 電話: 03-6705-6087 E-mail: stsui@mri.co.jp  
広報部 峰尾 電話: 03-6705-6000 FAX: 03-5157-2169 E-mail: media@mri.co.jp