

# 経常赤字新興国で異なる資金調達構造

## <要旨>

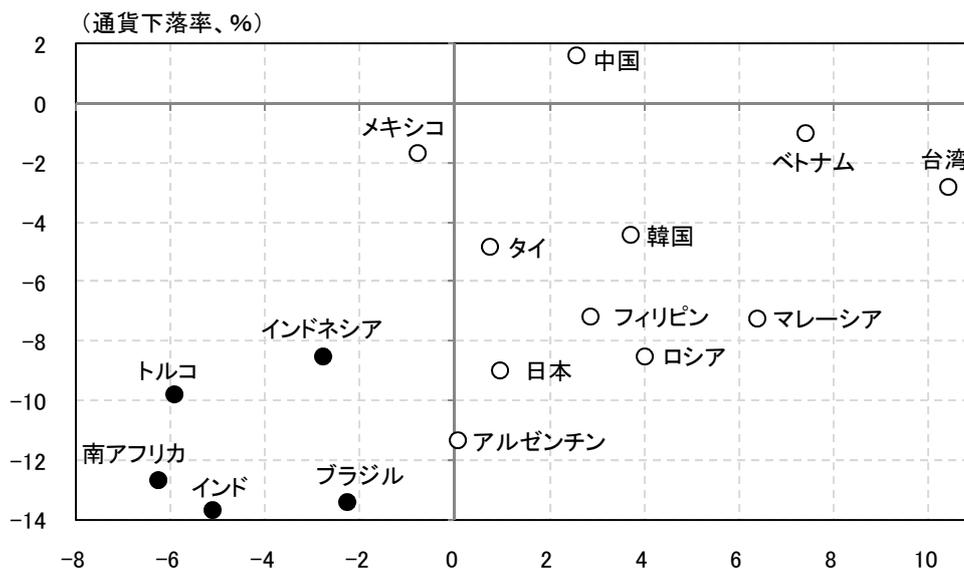
米国 QE3 規模縮小観測が高まる中、経常赤字を抱える新興国では通貨安が進んできた。これは経常赤字分の資金調達を海外に依存し、調達の中身によっては赤字ファイナンスに支障をきたすことが懸念されるためである。とりわけ直接投資中心の国よりも証券投資やその他投資が中心の国の方が世界金融市場の動きに左右され易く脆弱である。

こうした観点から経常赤字新興国のファイナンス構造を比較すると、直接投資が中心のブラジルとインドネシア、証券投資が中心のトルコ、その他投資が中心の南アフリカとインドに分類できる。例えば、トルコは過去と比べて潤沢な外貨準備残高を有しているものの、資本収支に占める証券投資の割合が高いことから短期的な資金の動きに左右されやすいとの解釈ができる。こういった点からも金融情勢の変化が各国にもたらすリスクを見る上では、経常赤字のファイナンス構造の相違にも目を配る必要がある。

### 1. 経常赤字新興国で顕著な通貨下落

米国における債券購入措置(QE3)の規模縮小観測が高まる中、新興国では資金流出に対する懸念から通貨安が進んだが、中でも経常赤字を抱える新興国では、経常黒字国と比べ下落幅がより大きい。図表1は縦軸に今年1月からの通貨下落率、横軸に経常赤字(対GDP比、2012年)をとったものであるが、ここからもインド、インドネシア、ブラジル、南アフリカ、トルコといった経常赤字国の通貨下落率が相対的に大きいことが分かる。

図表1 対ドル通貨下落率と経常赤字



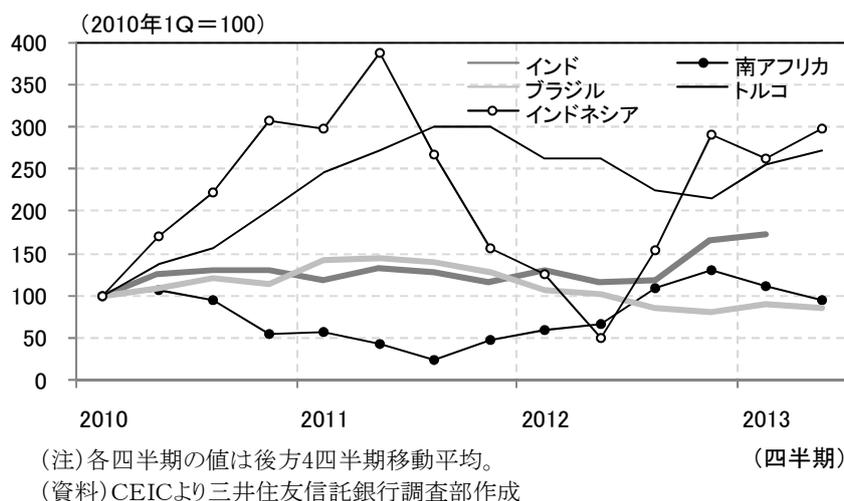
(注) 経常赤字は2012年、通貨下落率は1月から8月にかけてのもの。(経常赤字 対GDP比, %)

(資料) IMF、CEICより三井住友信託銀行調査部作成

このように経常赤字国で通貨下落率が大きいのは経常赤字分の資金調達を海外からの資金に依存しているために、米国 QE3 の規模縮小による先進国での金利上昇が短期的な資金に依存している経常赤字のファイナンスに支障をきたす要因となることが懸念されているためである。

今のところ、インド・インドネシア・トルコ・ブラジル・南アフリカという主な経常赤字国における資本収支は黒字のままで、国際収支データから見る限り資金調達が著しく細まっているといった動きは見られていない(図表2)。しかしながら資金調達の構造によっては海外情勢の変化が直ちに経常赤字のファイナンスに支障をきたしやすいのか、安定的な資金調達構造であるためそういった懸念は小さいのかといった相違はあるだろう。本稿では上に挙げた主要な経常赤字国の構造を見ることを通じて、経常赤字という点で共通している国々の資金調達面での安定性の相違を見ていきたい。より具体的には、海外からの資金調達が、①新興国の成長を目した直接投資などの長期資金によって賄われているのか、②証券投資といった金融環境に左右されやすい資金に依存しているのか、あるいは③それ以外の資金に依存しているのか、といった観点から比較してみたい。

図表2 資本収支（四半期）



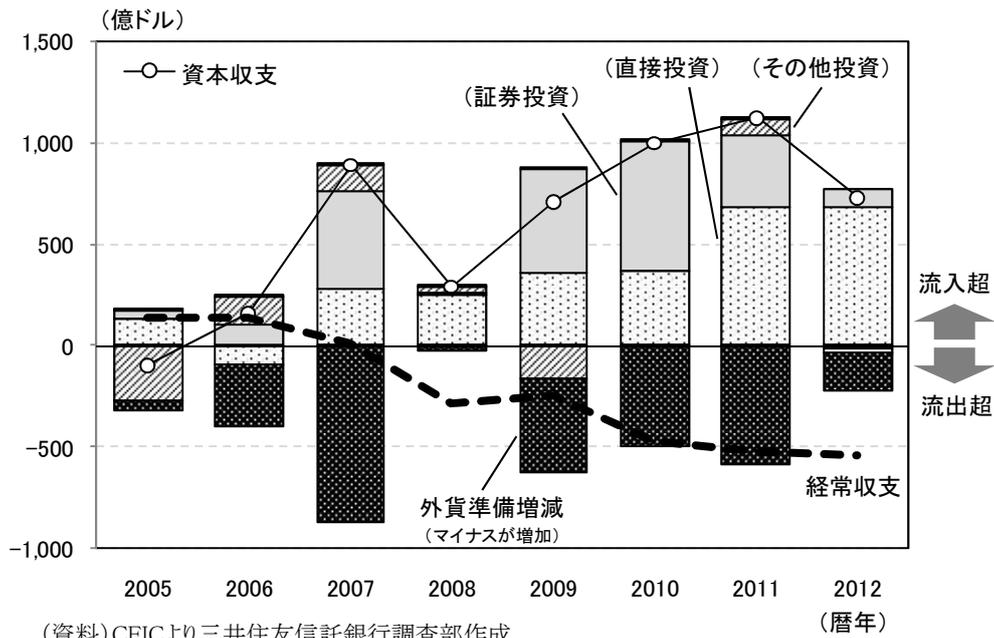
## 2. 経常赤字国における資本収支黒字の構造の違い

### (1) 直接投資中心（ブラジル、インドネシア）

資本収支の黒字が主に直接投資で構成されている国としてブラジルやインドネシアがある。

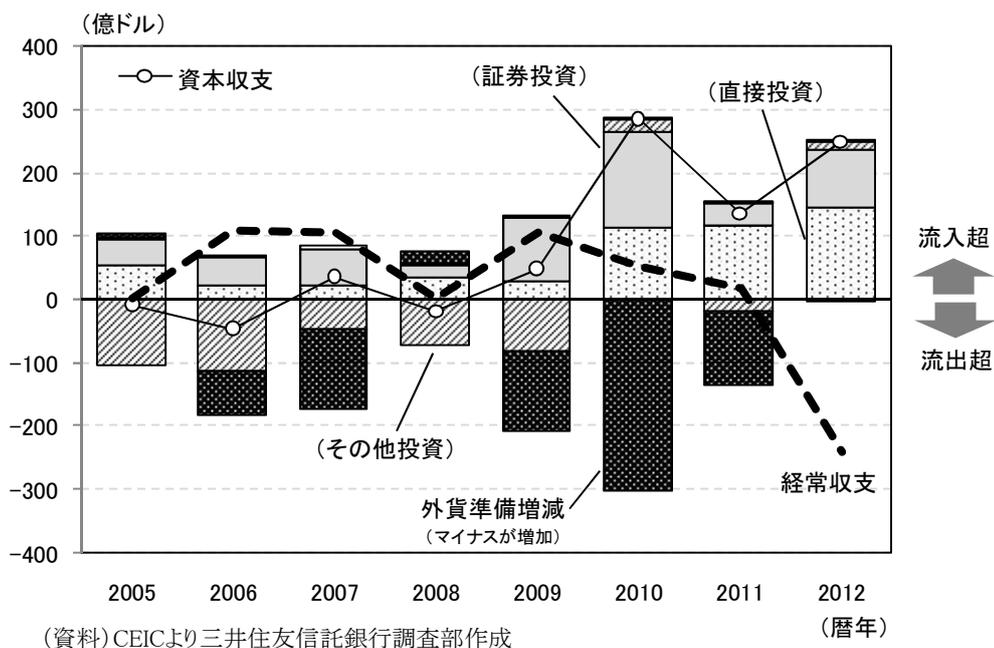
2008年から経常赤字に陥っているブラジルをみると、資本収支の黒字はリーマンショック直後の2009年から2010年まで証券投資が中心であり、その後は資本流入規制の強化等の影響もあって証券投資は急減している。反面、増加したのが直接投資であり政府当局による投資促進策が追い風となったことが伺える(図表3)。

図表3 国際収支（ブラジル）



インドネシアも 2011 年までは経常黒字国であった。しかし国内経済の好調を背景とした輸入増加や資源価格の下落により輸出が伸び悩んだことで貿易赤字となり、経常収支も 2012 年には赤字に転落している(図表4)。インドネシアが経常赤字に陥る中、拡大を続けてきた資本収支の黒字は、それまでの証券投資中心から直接投資中心にシフトしてきている。背景にはインドネシア経済の安定した経済成長を続けてきたことに加え人口規模の大きさから、内需への期待が高まり直接投資の増加に繋がっていると見られる。

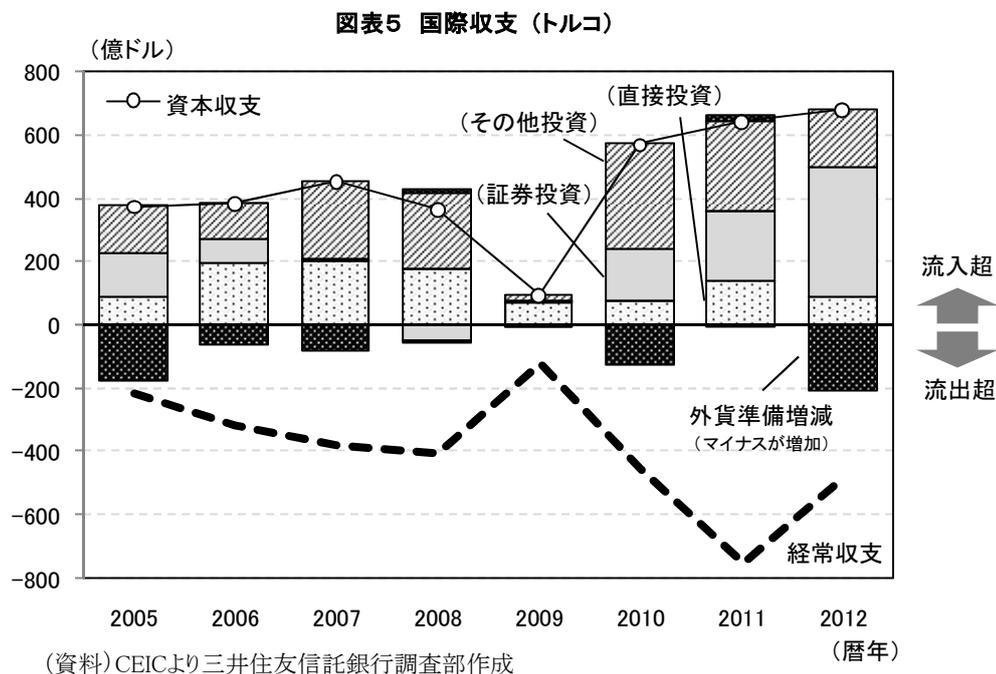
図表4 国際収支（インドネシア）



この直接投資はブラジルやインドネシア以外の企業が海外で事業を始める際の投資であり、比較的安定的な資金が多いとみられる。このため資本収支の黒字分が主に直接投資によって支えられているこれら2カ国では短期的な資金の動きには左右されにくいとみられる。

## (2)証券投資中心（トルコ）

一方、トルコではリーマンショック以降、資本収支の黒字に占める直接投資やその他投資の割合が徐々に低下してきた。代わって増えているのが証券投資であり、2012年には資本収支の黒字の半分以上を占めていることが分かる(図表5)。

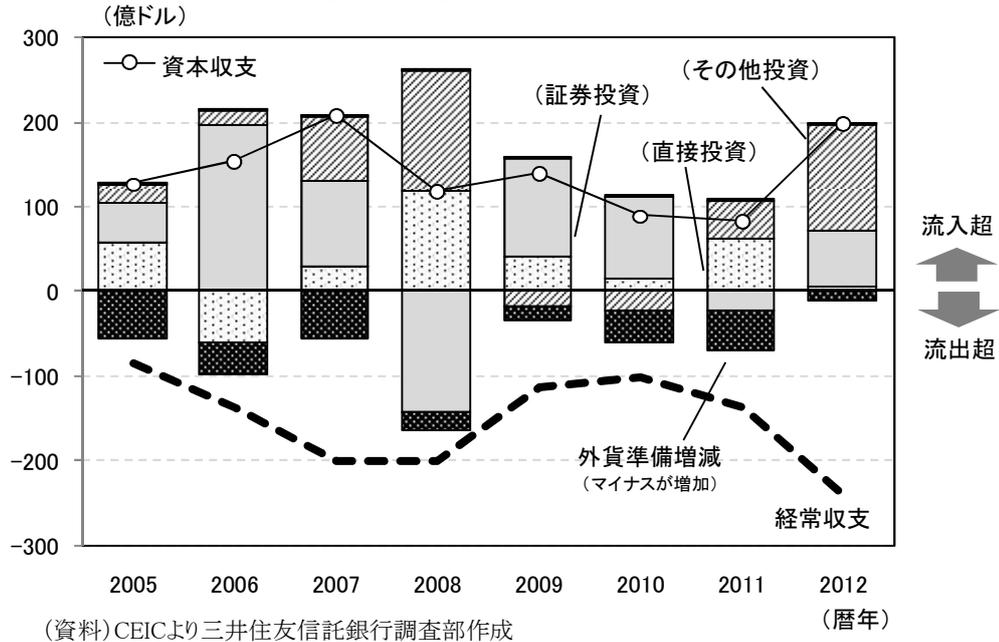


この証券投資は債券や株式の売買が含まれており、流動性が高く内外金利の動きにも左右されやすいことから主要国の金融政策による影響も受けやすい。そのため今後米国 QE3 規模縮小が実施されることによって、短期的な資金移動が生じる可能性が相対的に高い国と言えるだろう。

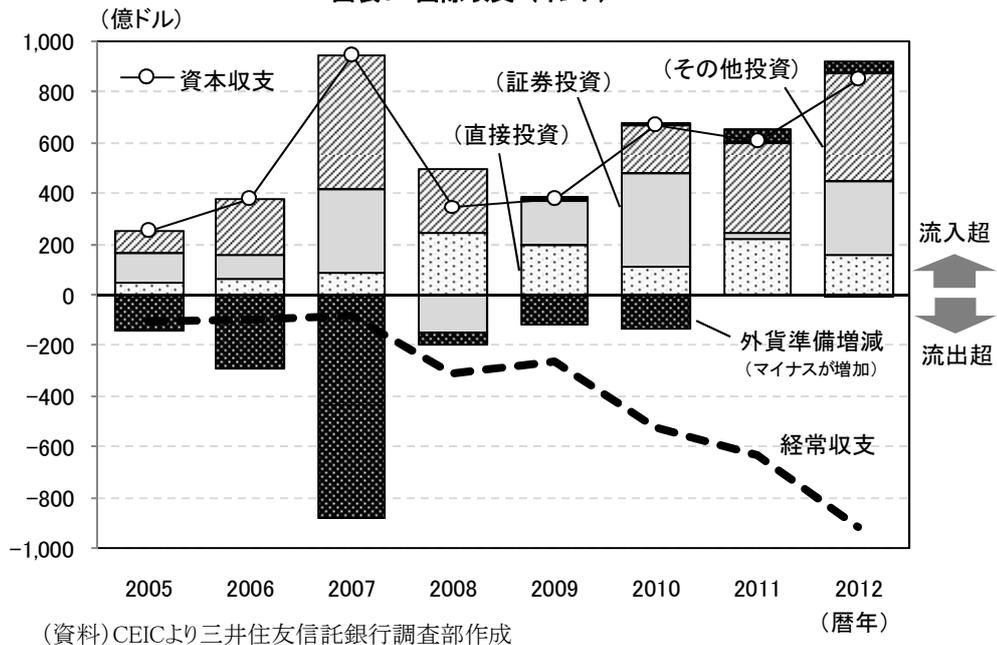
## (3)その他投資中心（南アフリカ、インド）

南アフリカやインドといった経常赤字国では、資本収支の黒字の多くがその他投資によって構成されている。南アフリカではこれまで資本収支の黒字は主に証券投資が占めていたものの、2011年頃から徐々にその他投資の割合が増え、2012年には全体の半分以上を占めるまでとなった(図表6)。他方、インドは従前よりその他投資が資本収支の黒字の一定割合を占めており、2008年頃からは直接投資の割合も増えているとはいえ、依然として半分以上はその他投資が占める構造となっている(図表7)。

図表6 国際収支（南アフリカ）

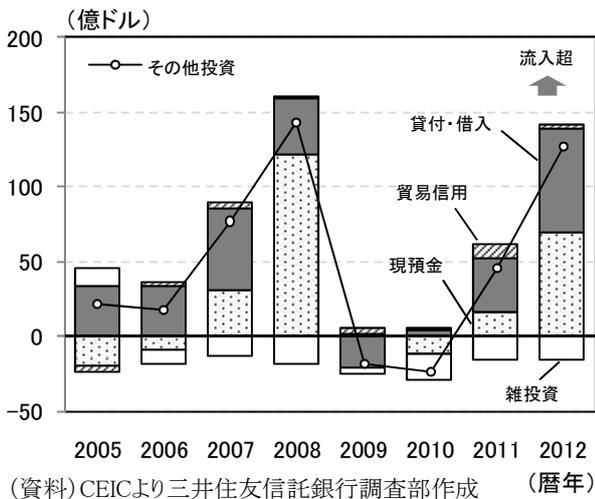


図表7 国際収支（インド）

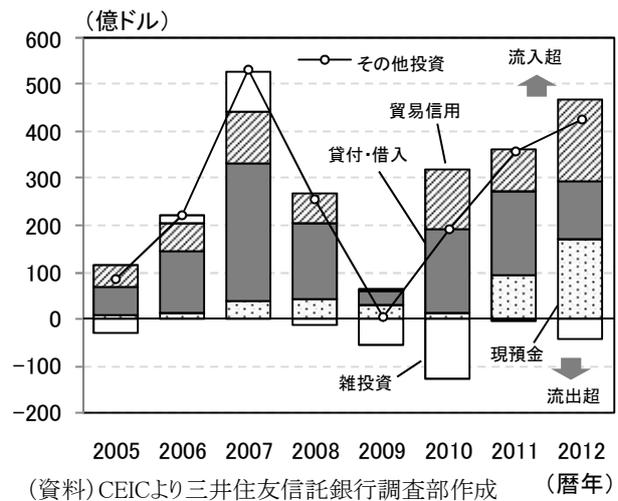


その他投資とは現預金や貸出・借入、輸出入における企業への一時的な貸付である貿易信用などが含まれている。南アフリカとインドの両国においてその他投資の内訳を見てみると、ここ数年共に現預金の流入が大幅に増えていることが分かる（図表8,9）。現預金の増加自体は直接投資ほど安定的な調達手段とは言い難く、金融部門の状況が悪化した場合には途絶える可能性も考えられることから、どちらかといえば不安定な調達構造に近いと考えるべきであろう。もっともインドでは現預金の流入の多くは非居住者からの預金の受け入れであるとみられ、米国や欧州を中心とした世界景気の回復が今後も続くならば現預金の流入が続く可能性もある。

図表8 その他投資（南アフリカ）



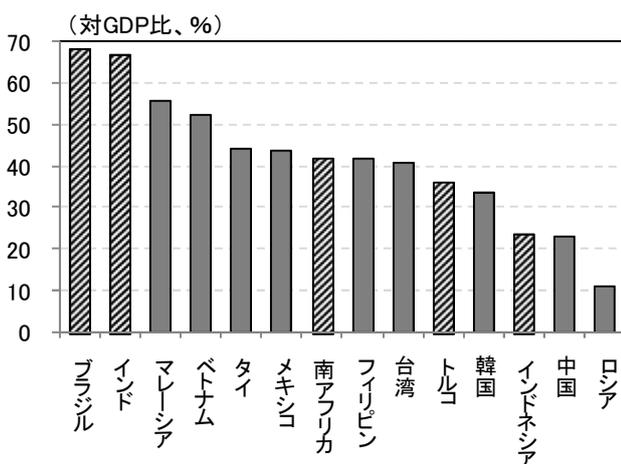
図表9 その他投資（インド）



### 3. まとめ 一経常赤字の資金調達構造に目を配ることも重要

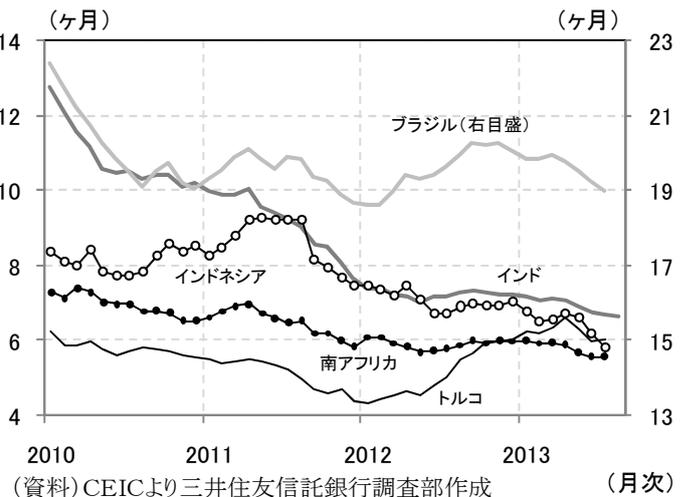
海外からの資金流入の動きは必ずしも資本収支の構造のみに左右されるものではない。例えば政府債務残高の規模が大きい場合や、ソブリン格付けの引き下げで投資適格級からの転落が懸念される場合なども考えられる(図表 10)。但し、かかるマイナス材料により直ちに資金調達に支障が生じ、外貨準備高減少ペースが加速して更に資金調達が難しくなるといった悪循環に陥りやすいかどうかは、見てきたようなファイナンス構造の安定度合いも重要な要素になる。例えば、外貨準備高(対輸入比)が他の新興国よりも低いトルコでは、資本収支の黒字に占める証券投資の割合が高く、短期的な資金の動きに左右されやすい(図表 11)。この先海外金融情勢変化が各国にもたらすリスクを見る上では、こういったファイナンス構造の相違にも目を配る必要がある。

図表 10 政府総債務残高（新興国、2012年）



(資料)IMFより三井住友信託銀行調査部作成

図表 11 外貨準備高/輸入（新興国）



(経済調査チーム 鹿庭 雄介:Kaniwa\_Yuusuke@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。