

2021.6 No.110

三井住友信託銀行

調査月報



時論

現実味を増すグローバル法人課税の転換点.....1

経済の動き

2021・2022年度の日本経済見通し

～繰り返される感染拡大と行動制限～.....3

明暗が分かれる新興国のマネーフロー動向.....11

時論

現実味を増すグローバル法人課税の転換点

グローバル法人課税の国際協議が大詰めを迎えている。OECDとG20が主導する国際的課税回避、いわゆる「BEPS(Base Erosion and Profit Shifting、税源浸食と利益移転)」への対応である。昨年末の期限が延期され、今年半ばまでの決着を目指しているが、ここに来て合意に向けて大きく前進しつつある。

最大のポイントは米国の方針転換にある。従来はトランプ政権のもと、米国企業の増税につながる内容に反対し骨抜き(適用除外)案を公表するなど、消極方針を貫き、交渉遅延の原因にもなった。但し、今年に入ってバイデン政権に転じて以降、国際協議の場に復帰し、適用除外案を撤回した上で意欲的な新提案を提示するなど、交渉を先導しようとする姿勢が鮮明になった。最終合意に至るまでにはまだ紆余曲折がありそうだが、グローバル法人課税が一大転換点を迎える可能性は高まっている。

数年来のグローバル法人課税見直し議論の問題認識は次の3点に要約できる。

第一に、経済のデジタル化で国境を越えるオンライン事業が急拡大し、巨大なプラットフォームが世界各国で利益を上げているにも拘らず、市場となっている国では子会社など物理的な拠点がなく、法人税を課税することができなかったことである。その結果、英仏伊などは個別に和解を結んで追加納税させると共に、最近では単独でデジタルサービス税を導入する動きが広がっている。

第二に、デジタル経済のもと、運営ノウハウや顧客データなど「無形資産」が価値を生むようになったが、これら資産は簡単に所在地を変更できるため、低課税国に移転することで合法的な課税逃れを行う事例が増加していることである。BEPSの「包摂的枠組み(Inclusive Framework、以下IF)」事務局は、グローバル法人税の4～10%に相当する年間1,000～2,400億ドルの税収が失われていると試算している。

第三に、こうした状況の中、企業を誘致したい国が先行して法人税率を引き下げた結果、企業の流出を避けた国も追随して法人税率を引き下げざるを得なくなり、世界的な法人税の引き下げ競争、いわゆる「底辺への競争」が激しさを増していることである。実際、OECD諸国平均の法人税率は1980年の46.3%から2020年には23.3%と、ほぼ半分の水準になっている。

これらの問題はいずれも、現存のグローバル法人税制がデジタル経済の変化に対応できず、制度疲労を起す中で、しびれを切らした各国当局が独自のアドホックな制度・対策を導入した結果、事態がより混乱するという悪循環に陥っていることを端的に示している。

こうした現状を打開するため、IF事務局が昨年10月に再整理した見直し案は「二つの柱」からなる。

第1の柱は、従来の「PE原則<恒久的施設(Permanent Establishment)なくして課税なし>」絶対主義を修正し、消費者やユーザー参加型のビジネスモデルが生む価値に対し、市場国にも売上高比例で税収を配分するという内容である。対象はオンライン広告などの「デジタルサービス」に限らず、フランチャイズなど「消費者向け事業」も含み、一定規模以上の大企業が得る「超過利益」に課税する仕組みである。

第2の柱は、外国子会社の税負担に世界共通の「最低税率」を導入し、その水準を下回る場合は親会社国で不足分を追加課税できるという内容である。その結果、最低税率以下の軽課税は意味がなくなり、課税回避行為や税率引き下げ競争に歯止めが掛かることが期待される。最低税率は未定であるが、欧州の代表的タックスヘイブンであるアイルランドの法人税率12.5%が意識されている。

この提案が画期的なのは、実現すれば①1928年の「国際連盟モデル租税条約」に起源を持つ「PE原則」にほぼ百年ぶりに修正が掛かるということ、②IFに参加する百を超える国々でグローバル法人課税に関する一定の「公正な競争条件(レベル・プレイング・フィールド)」が確保されるということにある。

IF事務局は見直し案と同時に効果測定結果も公表している。それによれば、第1の柱の税収再配分は全体で1,000億ドルに達し、両柱合算での増収効果(第2の柱と類似の米国税制込み)は最大で1,000億ドルを上回ると見積もられている。一方で、実効税率上昇に伴う景気への悪影響はグローバルGDPの▲0.1%未満に止まるとの結果である。経済厚生改善効果としても画期的な内容になっている。

ただ、よく練られた原案ではあるものの、問題がない訳ではない。第一に、仕組みの複雑さである。特に、第1の柱は対象ビジネスの線引きが曖昧であり、「超過利益」の算定割合と各国への配分比率次第で税額が大きく変動する。結果として、企業の遵守コストと当局の監視コストが嵩むことが懸念される。第二に、既存ルールとの整合性である。グローバル法人課税は、これまでからBEPSの勧告に従って各国で制度変更されてきており、併存することで二重課税の問題が生じるリスクがある。さらに、今回の見直し案が合意された場合、既存のデジタルサービス税の廃止を徹底できるかどうかも課題である。

そこで、米国が打ち出した新提案の骨子は、①第1の柱の対象をプラットフォームに限定せず、年間売上高200億ドル以上の多国籍企業100社程度に絞り込むこと、②第2の柱の最低税率を米国内ルールと平仄を合わせ21%とすることである。その狙いは原案の簡素化を前面に出しつつも、米国内の事情にも配慮することである。すなわち、米国デジタル企業への狙い撃ちは避けつつ、コロナ対策の財源と見込む法人税率引き上げ(21%→28%)に対する世論や議会の支持を得るため、グローバルな最低税率導入を実現することにより、米国企業の国際競争力維持をアピールすることである。推進役のイエレン財務長官も、最低税率の導入により「底辺への競争」に終止符を打つべきだと訴えた。

対する欧州各国にも交渉力学が働く。独仏財務相は新提案に賛意を表明すると共に、選挙を控え政局が流動化する可能性のある秋口までの期限内合意を望んでいる。EU当局者は米国の方針転換は「ゲームチェンジ」に当たると歓迎した。1980年代前半に引き下げ競争の口火を切った英国は3月に法人税率引き上げ(19%→25%)を公表済みであり、国際合意は「渡りに船」の状況にあろう。一方で、仏政府にはEU域内での結束を尊重し、最低税率はアイルランドの12.5%にしたいとの思惑がある。当事者のアイルランドも難色を示している。足元、米国は15%以上を下限とする譲歩案を示し、交渉加速を促した。

いずれにしても、最も力を得たのはIF事務局ではないだろうか。積年の膠着状態を一気に打開できる展望が開けた。交渉に参加する大多数の国にとっても、まさに千載一遇のチャンスである。

社会・経済環境の変化としても、2020年のダボス会議が主導した「ストックホルダー資本主義からステークホルダー資本主義」へのガバナンス改革が、株主利益ありきの行き過ぎた課税逃れの抑止力となり、適正利益に見合った適正な税負担を受け入れる素地ができつつあることは間違いない。IF事務局は予め、今回合意に達せず個別課税と報復関税が拡散する最悪シナリオでは、グローバルGDPが最大で▲1.2%落ち込む可能性があるとの試算を明らかにしている。交渉期限となる7月上旬のG20財務相・中銀総裁会合に向け、まずはグローバル法人課税を舞台に国際協調の再強化が問われている。

(上席理事 調査部 主管 井上 一幸 : Inoue_Kazuyuki@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容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。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

2021・2022年度の日本経済見通し

～繰り返される感染拡大と行動制限～

<要旨>

2021年1～3月期における日本の実質GDPは、前期比年率▲5.1%となり、三四半期ぶりのマイナス成長となった。年明けに発出された緊急事態宣言に伴い外出自粛が広がったことで、サービス消費を中心に個人消費が減少したことが主因である。

足元の4～6月期は、現時点では海外経済の回復を受けた輸出の増加などでプラス成長を予測するものの、感染再拡大を受けた3度目の緊急事態宣言の影響で個人消費に下押し圧力がかかり、1～3月期のマイナス成長から反発することなく低成長となろう。

その後は、2021年度末までには国内でもワクチン接種が進展する下で、景気は上下を繰り返しながらも回復に向かうとみる。2022年度には、これまで感染症の影響を強く受けてきた非製造業(特に対面型サービス)の設備投資やサービス輸出の回復も本格化してくるであろう。以上を踏まえ、実質GDP成長率は2021年度+3.2%、2022年度+2.6%と、2020年度からの反発要因が大きいものの、2年連続で高い成長率を示すと予測する。また、外出自粛に伴う支出抑制で増加した貯蓄が、取り崩され消費に向かえば、成長率の上振れも考えられる。

1. 緊急事態宣言の再発出で三四半期ぶりのマイナス成長に

2021年1～3月期の実質GDPは、前期比年率▲5.1%と、三四半期ぶりにマイナス成長となった(図表1)。年明けに発出された2度目の緊急事態宣言(1/7～3/21)の影響で、全国的に人出が減少し、サービス消費を中心に個人消費(寄与度▲2.9%ポイント)が減少したことが主因である。また建設投資が足を引っ張り設備投資(同▲0.9%ポイント)が減少した他、政府消費(同▲1.5%ポイント)も、GoTo トラベル事業の一時停止や、感染拡大に伴う医療機関の受診控えなどの影響で減少した。一方、輸出(同+1.5%ポイント)は、海外経済の回復を受けて堅調に推移し、感染拡大前水準(2019年10～12月期)を上回り増加した。その結果、実質GDP全体は感染拡大前水準との乖離幅を▲2.3%(前四半期は▲1.0%)へ広げ、景気を持ち直しは一時後退した(図表2)。

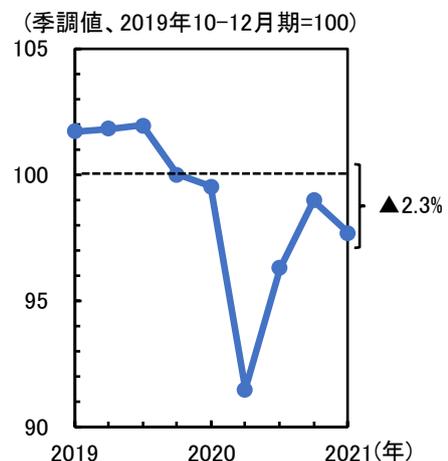
図表1 実質GDP成長率

	2020			2021	2020 1-3
	4-6	7-9	10-12	1-3	
実質GDP	▲28.6	22.9	11.6	▲5.1	▲5.1
個人消費	▲29.2	22.0	9.0	▲5.4	▲2.9
住宅投資	2.3	▲21.0	0.3	4.5	0.2
設備投資	▲22.3	▲8.1	18.3	▲5.5	▲0.9
政府消費	0.7	11.9	7.3	▲6.9	▲1.5
公共投資	8.9	2.9	4.7	▲4.2	▲0.2
輸出	▲53.7	32.5	55.7	9.7	1.5
(▲輸入)	▲2.6	▲29.0	20.7	16.8	▲2.4
内需	▲19.3	10.6	7.2	▲4.3	▲4.3
外需	-	-	-	-	▲0.9

(前期比年率%) (寄与度%ポイント)

(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

図表2 実質GDP水準



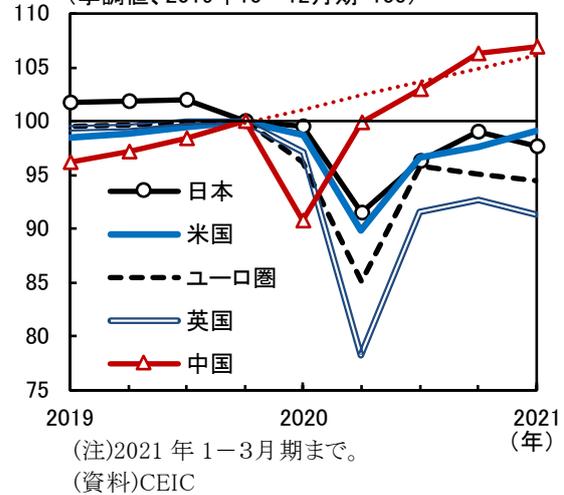
(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

2. 外部環境とワクチン接種の想定

(1) 2021年1～3月期の主要国経済

外需の前提となる主要国経済に目を向けると、2021年1～3月期の景気動向は国毎に明暗が分かれた。各国の実質GDPを比較すると、中国は新型コロナウイルス感染症(以下、新型コロナ)の感染拡大抑制が寄与し、コロナ禍前のトレンドに沿って成長を続けた(図表3)。米国もプラス成長を維持し、感染拡大前水準への回復が目前に迫っている。それとは対照的に、ユーロ圏と英国は、感染抑制を目的とした厳しい行動制限の影響が続き、日本と同じくマイナス成長となった。

図表3 主要国の実質GDPの推移
(季調値、2019年10-12月期=100)



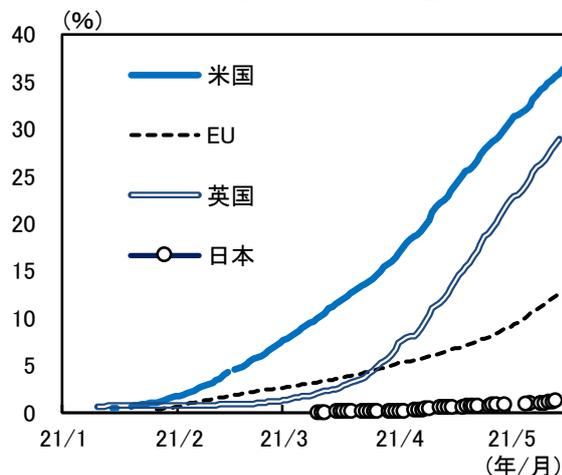
(2) ワクチン接種状況

すでにGDPから見た経済正常化を達成した中国を別にすれば、主要国経済の先行きを左右するのは、新型コロナのワクチン接種をいかに進め、経済活動を再開させることができるかにかかっている。人口に占めるワクチン接種率(規定の接種回数を完了した人の割合)は、主要国では米国と英国が先行しており、ユーロ圏がその後が続く(図表4)。それに伴い、米国・英国・ユーロ圏の人出(飲食・娯楽施設)は、3～4月頃から回復傾向が顕著となっている(図表5)。

現時点の接種ペースを前提にすると、ワクチン接種率が集団免疫の獲得に必要とされる水準(人口の60～70%)に達する時期は、米欧で2021年7～9月期頃と想定される。その結果、主要国経済はワクチン効果で感染拡大による景気下押し圧力が緩和され、一段と景気回復が進むとみる。

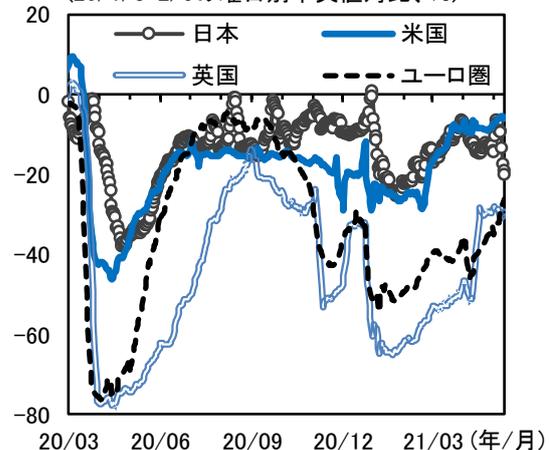
日本は、現時点で米欧に比べ低い接種率に留まるが、高齢者(65歳以上)の接種を7月末に完了させるとする政府目標にしたがい接種計画が進展すれば、今後は徐々に接種ペースも加速してこよう。本稿では、日本の接種率が60～70%に達する時期は2022年1～3月期頃と想定する。

図表4 各国のワクチン接種率



図表5 人出(飲食・娯楽施設)

(20/1/3-2/6の曜日別中央値対比、%)



3. 日本経済の足元動向と今後の見通し

外部環境とワクチン接種の想定を踏まえ、日本経済の足元動向と今後の見通しをみていきたい。

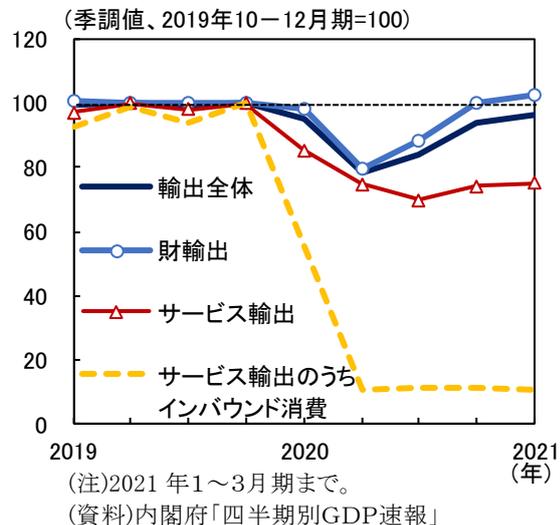
(1) 輸出

世界的に厳しい国境管理が続く中でも、モノの動きが活発であることを映じ、サービス輸出と比べ、財輸出の回復が際立っている(図表6)。財輸出は、1～3月期において感染拡大前水準を上回り3四半期連続で増加した。財輸出を相手国別にみると、堅調な景気拡大を示す中国向けが全体を牽引し、EU向けも底堅く推移した(図表7)。米国向けは、世界的な半導体不足を背景に自動車輸出に弱さが見られ減少したものの、電子機器や機械などの輸出は底堅く、増加基調は崩れていない。今後、目先は半導体不足が自動車輸出の重石となるものの、ワクチン接種の進展を受けた各国の景気回復を背景に、財輸出は増加基調が続くとみる。

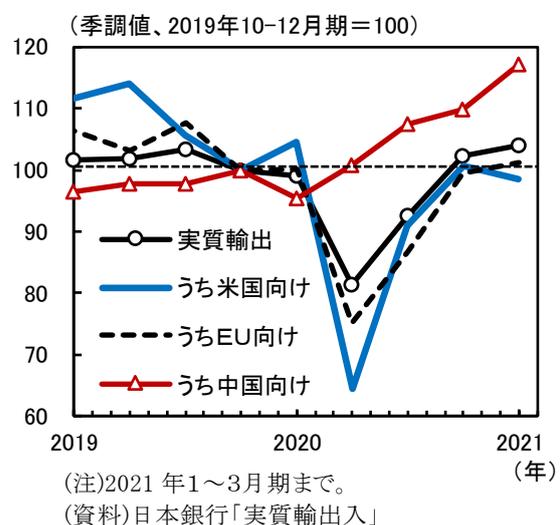
一方、サービス輸出は、国内外での新型コロナ変異株の流行を受けて、入国制限が厳格化されたことなどからインバウンド消費を中心に低迷が続き、1～3月期も低調に推移した。国内でワクチンが普及しても、世界的にワクチン接種が進み感染拡大が収束に向かわなければ、変異株流入の懸念から国境管理の緩和には向かい難い。財輸出に比べてサービス輸出の回復は遅れ、本格的な回復は2022年度以降の見込みである。

以上を踏まえ、財貨・サービス合計の実質輸出(SNA)は、2021年度+11.8%、2022年度+4.7%と予測する。

図表6 実質輸出(SNA)



図表7 国別の実質財輸出



(2) 設備投資

設備投資は、2021年1～3月期に建設投資の弱さなどから減少した(次頁図表8)。しかし、2020年春先にリモートワークの導入などで上振れしたソフトウェア投資は高水準での推移が続いており、また財輸出・国内生産の回復を背景に製造業を中心とした機械投資が回復してきている。また、非製造業の中でも、5G関連とみられる通信業など一部の業種では機械投資が持ち直している。

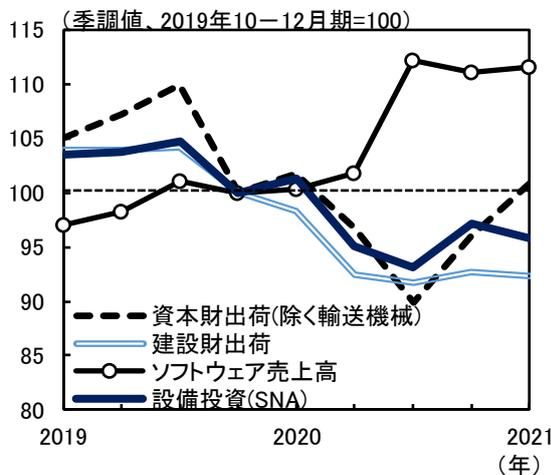
総じてみれば、設備投資の持ち直しが腰折れした状況ではないとみる。

今後については、2021年度の企業の設備投資計画をみると、前年度からの反発もあり、現時点では例年の3月調査時点における水準よりも強めの計画となっている(図表9)。また海外経済の回復が続くことから、設備投資は製造業中心に回復基調を続けるとみる。

但し、非製造業の設備投資は、新型コロナによる先行きの不透明感や行動制限に伴う対面型サービス業を中心とした業績回復の遅れなどから、少なくとも2021年度前半は下押し圧力がかかり続けるであろう。

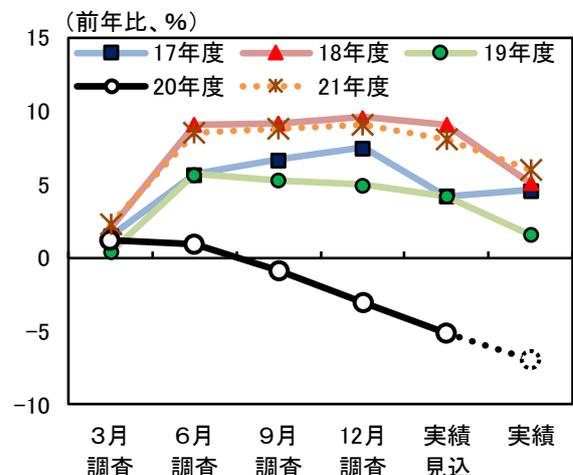
以上を踏まえると、当面は製造業の設備投資が牽引し、非製造業の本格的な設備投資の回復は2022年度以降となることから、設備投資(SNA)は、2021年度+3.1%、2022年度+3.6%と徐々に回復ペースを高めると予測する。

図表8 設備投資(SNA)と一致指数



(注)2021年1~3月期まで。資本財・建設財出荷は国内向け。ソフトウェア売上高は独自季調値。
(資料)内閣府「四半期別 GDP 速報」、経済産業省「鉱工業出荷内訳表」「特定サービス産業動態統計調査」

図表9 設備投資計画修正パターン(全規模全産業)



(注)ソフトウェア・研究開発を含み、土地投資額を除く値。20年度の実績及び21年度の6月調査以降は17~19年度における修正率の平均値で延長。
(資料)日銀短観

(3) 個人消費

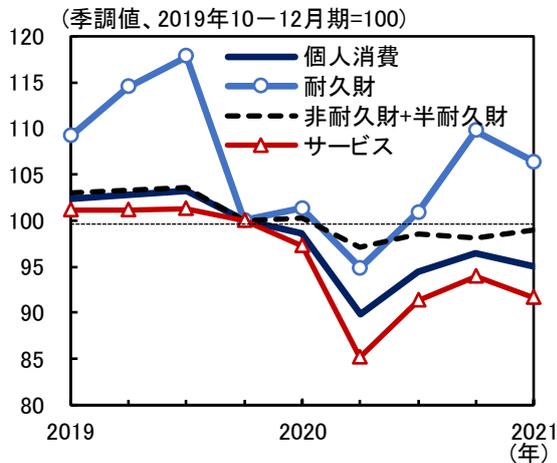
個人消費は、2021年1~3月期に3四半期ぶりのマイナス成長となった。2度目の緊急事態宣言によって外出自粛が広がり、サービス消費が減少したことが主因である(次頁図表10)。もともと、人出は1月を底として3月にかけて回復傾向を示しており、月次ベースでは個人消費も3月に向けて回復へ向かっていた(次頁図表11)。

しかし、4月中旬には、再び感染拡大が生じたことから、一部地域で「まん延防止等重点措置」が実施され、その後間もなく3度目の緊急事態宣言(4/25-)が発出された。今般の宣言は、百貨店などの大規模商業施設や酒類を提供する飲食店への休業要請を含み、飲食店への営業時間短縮要請を中心とした2度目の宣言に比べて厳しい内容といえる。

人出をみると、これまでの宣言時は対象地域に関わらず全国的に人出が減少する傾向にあった。それに対し今回はゴールデンウィーク中に注目すると、感染症への慣れや自粛疲れなどもあってか、宣言対象地域を中心に人出が減少した。それでも、感染拡大の全国的な広がり、宣言対象地域は拡大されており、2021年4~6月期の個人消費は人出の減少に伴い下押しされよう。

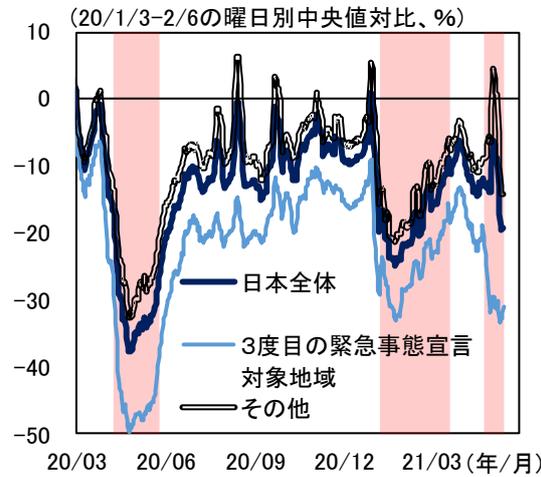
その後は国内のワクチン接種の進展に伴い、個人消費の回復ペースも高まるとみる。個人消費(SNA)は、2021年度+2.7%、2022年度+3.3%と予測する。

図表 10 形態別の個人消費(SNA)



(注)個人消費は国内家計最終消費支出の値。
(資料)内閣府「四半期別 GDP 速報」

図表 11 人出(飲食・娯楽施設)



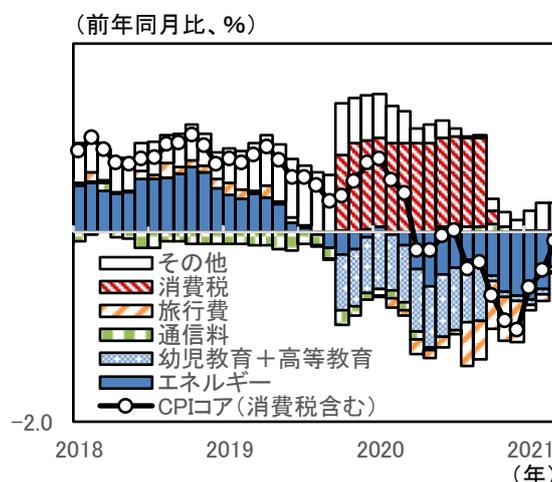
(注)宣言対象地域はゴールデンウィーク中に指定されていた地域(東京、大阪、京都、兵庫)を人口ウェイトで加重平均。
(資料)Google「Community Mobility Reports」、CEIC、総務省

(4) 物価情勢と金融政策

消費者物価指数(CPIコア)は、2020年度において前年比▲0.4%の低下となった。2020年春先のエネルギー価格低下の影響に加えて、幼児教育無償化や GoTo トラベル事業などによる政策的な押下げが寄与した(図表 12)。足元、世界的な経済活動の再開に伴うエネルギー価格の上昇もあって、マイナス幅は徐々に縮小しつつあり、継続的に物価が下落するデフレ状況にはないとみる。しかし、引き続き携帯電話通信料の値下げなどが実績値の押下げに効いてくる他、主要国と比較した景気回復ペースの遅さなどからインフレ期待が高まりにくい地合いが続くであろう。

その結果、当面の消費者物価指数は前年比1%を下回る水準で推移し、日本銀行が物価安定の目標とする2%には予測期間を通じて到達することはないと予測する。長期金利は引き続きゼロ%近傍での推移が続くことになろう。

図表 12 消費者物価指数(CPIコア)

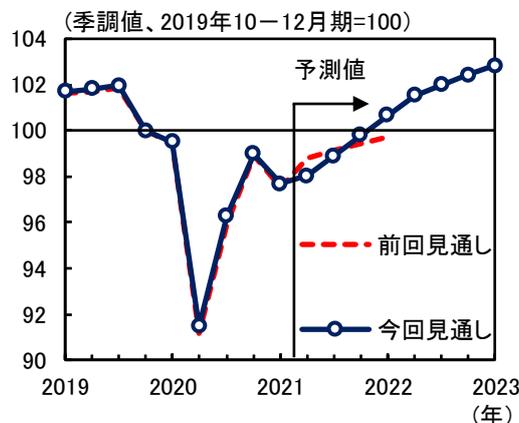


(注)消費税の影響は概算。旅行費は宿泊代とパック旅行費。
(資料)総務省「消費者物価指数」

(5) 総括

全体を総括すると、日本の実質 GDP 成長率は、2021年度+3.2%(2021年3月号の予測比▲0.3%ポイント)、2022年度+2.6%と予測する。今回2021年度の予測値を前回見通しから下方修正した主な理由は、4月に入ってからの感染再拡大と3度目の緊急事態宣言である。四半期ベースでは、現時点で2021年4～6月期は前期比年率1.2%のプラス成長とみるものの、1～3月期の減少幅からすれば反発は小さく、今後の感染拡大状況次第では2四半期連続のマイナス成長の可能性もある(図表13)。その後、国内でも2021年度末までにはワクチン普及に目途がつき、感染症による下押し圧力は徐々に弱まることを想定する。以上を踏まえ、実質 GDP 水準が四半期ベースで感染拡大前水準(2019年10～12月期)を回復する時期は、2022年1～3月期と予測する。

図表13 実質GDPの予測パス



(注)前回見通し(2021年3月号)は2022年1～3月期まで。
(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

4. 上振れ・下振れ双方のリスクを注視

このような日本経済の見通しに対するリスク要因としては、次頁図表14に挙げた項目が考えられる。これらの中でも最大の要因は、前回見通し時と同様に、新型コロナのワクチン接種の進捗である。2021年2月に開始された国内のワクチン接種は、7月末までに高齢者(65歳以上)への接種を完了させるとの政府目標を踏まえ、普及に向けた接種ペースの加速が期待される。足元、接種予約に関連した混乱がみられるものの、体制が整い接種ペースが加速すれば、経済正常化時期も早まる。一方で、人手不足などを背景に体制整備が目詰まりしたり、現行のワクチンの有効性が低い、または効かない新型コロナ変異株の流行が国内で強まったりすれば、経済の正常化時期は遅れることになる。

また今回は新たに、ワクチン接種による経済正常化への道筋が見え始めた中で、外出自粛に伴う支出抑制で増加した貯蓄が今後消費に向けて取り崩され、景気回復が加速するという上振れリスクを追加した。一般にサービス消費のペントアップ需要(リベンジ消費)は顕在化しづらいつとの見方があるものの、2022年度を中心にGoToトラベル事業の再開など、適切な時期に、適切なインセンティブが付与されることで、祝日等に関係なく旅行支出などが増加する可能性がある。今後は、先行きを見通す際に、景気の上振れ・下振れ双方を注視していきたいと考えている。

図表 14 リスクの整理

上振れリスク	<ul style="list-style-type: none"> ・ワクチン普及時期の前倒し ・外出自粛に伴う支出抑制で増加した貯蓄の取り崩し(追加)
下振れリスク	<ul style="list-style-type: none"> ・ワクチン普及時期の遅れ ・金融市場の期待剥落による大幅な資産価格の調整 ・感染再拡大(人出の減少、訪日客の回復遅延) ・米中摩擦の再燃(貿易、安全保障、人権問題、ハイテク覇権等) ・コロナ禍の長期化に伴う金融システムへの波及 ・潜在成長率の低下(資本・労働力の棄損)

(調査部 シニアエコノミスト 岩橋 淳樹:Iwahashi_Junki@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容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。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

日本経済見通し 総括表

(作成日：2021年5月20日)

	単位	2021				2022				2023	2020	2021	2022
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	年度	年度	年度
<実質・2015年基準>													
国内総支出	前期比(%)	-1.3	0.3	0.8	0.8	0.8	0.8	0.4	0.4	0.3	-4.6	3.2	2.6
	前期比年率(%)	-5.1	1.2	3.4	3.4	3.2	3.2	1.6	1.4	1.3			
民間最終消費	前期比(%)	-1.4	-0.6	1.5	1.3	1.2	1.1	0.2	0.2	0.2	-6.0	2.7	3.3
民間住宅投資	前期比(%)	1.1	1.4	0.2	-0.6	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-7.1	0.5	-2.6
民間設備投資	前期比(%)	-1.4	0.8	1.1	1.1	1.1	0.8	0.8	0.8	0.8	-6.9	3.1	3.6
民間在庫変動	前期比寄与度 (%ポイント)	0.3	0.2	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.2	0.0	0.0
政府最終消費	前期比(%)	-1.8	0.9	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	3.1	2.0	2.2
公的固定資本形成	前期比(%)	-1.1	1.6	0.1	0.2	-0.6	1.4	0.5	0.0	-0.7	4.0	1.5	1.3
財貨・サービス輸出	前期比(%)	2.3	1.1	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2	1.2	1.3	-10.4	11.8	4.7
財貨・サービス輸入	前期比(%)	4.0	0.9	1.6	1.6	1.5	1.5	1.0	1.0	1.0	-6.8	6.6	5.5
内需寄与度	前期比寄与度 (%ポイント)	-1.0	0.3	0.9	0.9	0.9	0.9	0.4	0.3	0.3	-4.1	2.4	2.7
外需寄与度	前期比寄与度 (%ポイント)	-0.3	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.1	-0.6	0.8	-0.2
<名目>													
国内総支出	前期比(%)	-1.6	-0.1	1.0	1.0	0.7	0.7	0.4	0.4	0.2	-4.0	2.7	2.6
GDPデフレーター	前年同期比(%)	-0.2	-0.9	-0.9	-0.3	0.1	0.2	0.0	-0.1	0.0	0.6	-0.5	0.0
鉱工業生産指数	前期比(%)	3.0	-0.5	0.9	0.1	2.2	-0.7	0.8	-0.1	2.2	-9.5	7.9	2.3
企業物価指数	前年同期比(%)	-0.3	3.1	2.4	2.6	1.3	0.3	0.2	0.2	0.2	-1.4	2.4	0.2
輸出物価指数	前年同期比(%)	1.7	8.2	7.2	6.7	3.2	-0.1	-0.3	-0.3	-0.4	-2.0	6.3	-0.3
輸入物価指数	前年同期比(%)	-1.6	17.5	16.7	15.4	5.3	0.2	-0.3	-0.6	-0.7	-10.0	13.5	-0.4
消費者物価指数(生鮮食品除く)	前年同期比(%)	-0.4	0.2	0.4	0.9	0.3	0.4	0.3	0.2	0.2	-0.4	0.5	0.3
完全失業率	%	2.8	2.8	2.8	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.9	2.7	2.5
雇用者数	前年同期比(%)	-0.7	0.1	0.3	0.4	0.9	0.9	0.9	0.5	0.6	-1.0	0.4	0.7
1人当たり名目賃金	前年同期比(%)	-0.5	0.7	0.4	0.5	0.2	1.0	0.5	0.5	0.3	-1.4	0.4	0.6
名目雇用者報酬	前年同期比(%)	-0.5	0.8	0.7	0.9	1.2	1.9	1.4	1.1	0.9	-2.0	0.9	1.3
新設住宅着工戸数	季調済年率(万戸)	83.0	83.0	82.1	81.2	80.5	79.6	78.6	77.8	77.2	81.2	81.5	78.2
貿易収支	兆円	1.4	1.0	0.7	0.5	0.2	0.1	0.5	0.4	0.2	3.9	2.3	1.2
輸出	兆円	19.0	19.9	20.3	21.1	20.1	20.5	21.2	22.0	21.0	68.3	81.5	84.6
輸入	兆円	17.7	18.9	19.7	20.6	20.0	20.4	20.7	21.6	20.8	64.4	79.2	83.4
第一次所得収支	兆円	6.1	5.4	6.6	4.4	6.3	5.6	6.8	4.6	6.5	20.8	22.7	23.5
経常収支	兆円	6.2	5.0	6.2	3.7	5.7	4.5	6.2	3.9	6.0	18.2	20.5	20.7
米国実質GDP(暦年ベース)	前期比年率(%)	6.4	7.8	5.1	6.8	2.5	2.3	2.3	2.1	2.1	-3.5	6.2	3.8
中国実質GDP(暦年ベース)	前年同期比(%)	18.0	7.0	4.0	3.0	4.5	5.1	5.1	6.0	5.5	2.3	7.3	5.2
無担保コールレート翌日物	平均値、%	-0.02	-0.04	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03
10年国債利回り	平均値、%	0.08	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.04	0.09	0.09
ドル円レート	平均値、円/ドル	105.9	109.0	109.5	110.0	110.6	110.9	111.2	111.4	111.6	106.0	109.8	111.3
WTI原油価格	平均値、ドル/バレル	58.1	63.2	63.8	62.5	61.0	59.8	58.8	57.9	57.1	42.4	62.6	58.4

→予測値

→予測値

明暗が分かれる新興国のマネーフロー動向

<要旨>

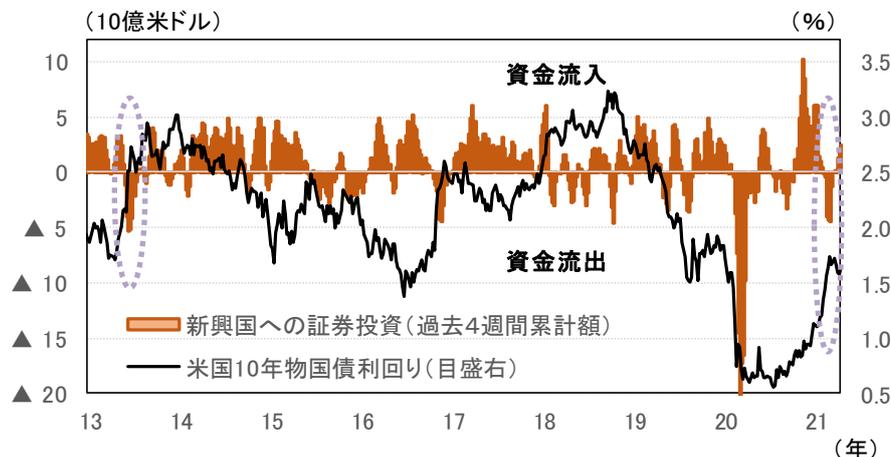
米国の金利急騰を背景に、2021年2月から3月にかけて、新興国への証券投資が大きく引き揚げられる事態が発生した。この状況は、2013年に起きた「テーパータントラム」の状況を彷彿させるものの、当時のような新興国通貨の連鎖安は発生していない。先進国と新興国の景気の方向性が一致していることから、新興国通貨の連鎖安が回避され、各国の状況に応じ、明暗が分かれる構図が予想される。本稿では、この先の経済成長見通し、ファンダメンタルズにおける脆弱性の二つのポイントに着目し、主要新興国8カ国を対象に、それぞれの資金流出リスクについて考察した。

本稿対象国のうち、経済成長の下振れリスクが高く、脆弱性の高さも際立つトルコは最も資金流出に晒されやすい国として挙げられる。次いでブラジルと南アフリカも資金流出に曝されるリスクが高い。また、現時点では特段問題視されていないとしても、メキシコをはじめ他の対象国についても、政治面など個別で抱えるリスクの顕在化により投資家に敬遠され、資金流出に見舞われるリスクは残っている。

1. 米国の金利急騰を受け、新興国から大規模な資金流出が発生

2021年2月後半から3月にかけて、新興国への証券投資が大きく引き揚げられる事態が発生した。新型コロナウイルスの世界的大流行が始まった2020年前半以来となる今回の大規模な資金流出の背景には、米国の金利上昇が挙げられる。今年発足した米国バイデン政権は、ワクチン接種の強力な推進と共に、景気底上げのための大規模な財政刺激策も相次ぎ打ち出している。コロナ感染の封じ込めによる景気回復に財政刺激の効果が加わることで、この先の米国景気が大きく加速し、それに伴いインフレ圧力が高まる懸念も台頭した。米国連銀のゼロ金利・量的緩和政策は近いうちに路線変更（いわゆる出口戦略）を迎えるとの見方が広がり、米国の長期金利は年始の1%未満の水準から急騰し、3月半ばに1.7%を突破した（図表1）。

図表1 新興国を取り巻くマネーフローの動向と米国10年物国債利回りの推移



(資料) IIF データ、CEIC データ

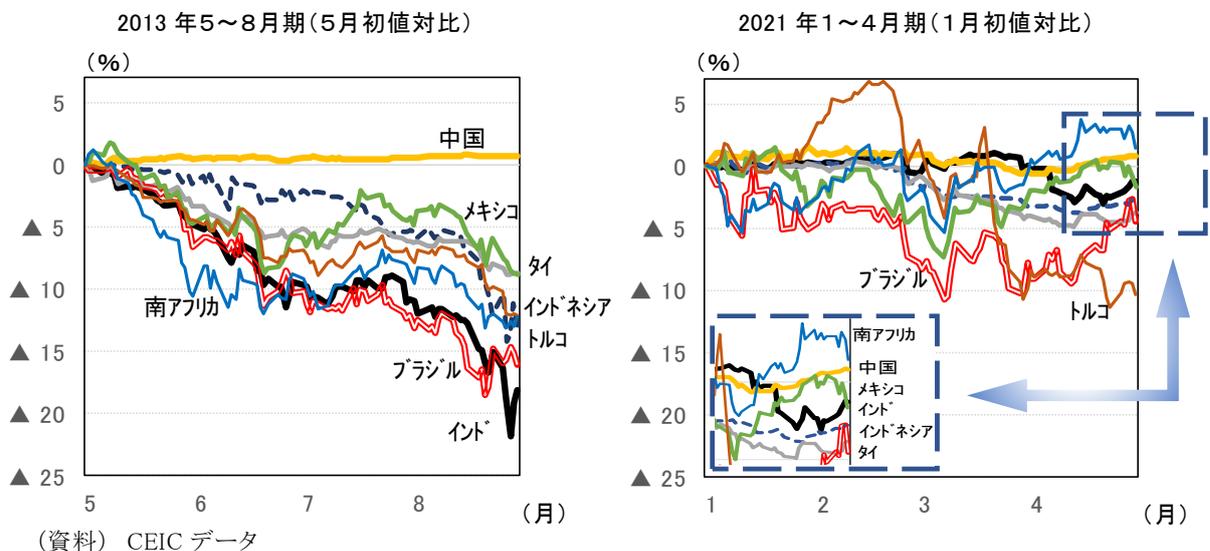
こうした新興国を取り巻くマネーフローの変調は、2013年に起きた「テーパータントラム」を彷彿とさせる。当時も、米国の金融緩和政策が予想より早く出口を迎えるとの見方が強まり、米国長期金利は5月の1.6%台から8月には2.9%台に急騰、それを受けて新興国から大規模な資金流出が発生した。

本稿では、ブラジル、メキシコ、中国、タイ、インド、インドネシア、トルコ、南アフリカの8つの主要新興国を対象に、2013年のテーパータントラム当時の状況と比較しながら、新興国を取り巻くマネーフロー動向を展望し、今後急激な資金流出や通貨安に見舞われやすい国について考察する。

2. テーパータントラム当時との相違点

まず、各対象国の通貨騰落状況について確認する。2013年5～8月のテーパータントラム期間においては、中国を除くほとんどの新興国通貨は下落し、連鎖的な通貨安が発生した。とりわけ、「双子の赤字」¹といったファンダメンタルズに脆弱性を抱えるインド、インドネシア、ブラジル、トルコ、南アフリカの5カ国は「フラジャイル5」と呼ばれ、いずれも対米ドルで10%を超える大幅な通貨下落に見舞われた。他方、2021年1～4月の今局面においては、期間中に10%超の通貨下落を経験したのはトルコとブラジルの2カ国のみで、ブラジルレアルについては4月以降に増価傾向に転じ、4月末時点では年初比▲5%に下げ幅を縮小させた。それ以外の対象国通貨はいずれも±5%以内の小幅な値動きに留まり、連鎖的な通貨安は発生していない(図表2)。

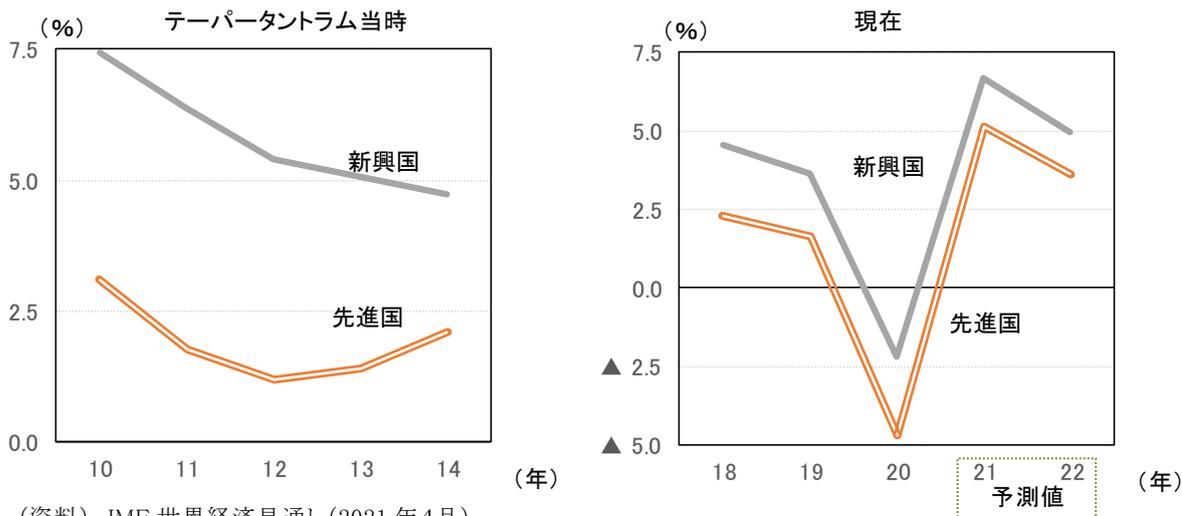
図表2 主要新興国の通貨騰落状況



次に、それぞれの局面におけるグローバル景気の方角性を確認する。テーパータントラム前の2012年を境に、先進国の経済成長は加速に転じたものの、新興国の経済成長は減速トレンドを辿り続けた。他方、今局面では新型コロナウイルスの世界的大流行に伴うロックダウンや厳格な渡航制限等により、2020年は先進国も新興国もマイナス成長に転落した。2021年からは、感染再拡大の不確実性は残るものの、ワクチン接種の拡がりやコロナ禍の悪影響が徐々に低下していくという予想の下、先進国、新興国ともに景気回復に向かうことが見込まれている。成長率の格差こそ残るが、先進国と新興国の景気の方角性は概ね一致している(次頁図表3)。

¹ 双子の赤字とは、経常収支と財政収支がともにマイナスであることを指す。

図表3 先進国と新興国の実質 GDP 成長率の推移



(資料) IMF 世界経済見通し(2021年4月)

このように、先進国と新興国の景気の方角性の相違が、テーパータントラム当時に起きた新興国通貨の連鎖安の一因と考えられる。それに対して、景気の方角性が概ね一致する今局面では、新興国通貨の連鎖安は回避され、各新興国の個別状況に応じた選別的な動きが目立つ。

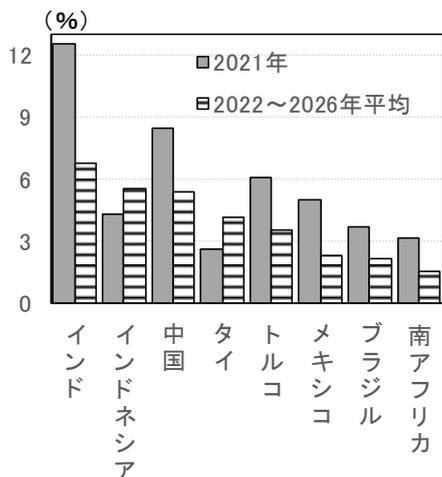
3. 主要新興国の資金流出リスクに関する評価

ここでは、各対象国の①経済成長見通し、②ファンダメンタルズにおける脆弱性、という2つのポイントに着目し、資金流出リスクについて考える。

(1) 対象国の成長見通し

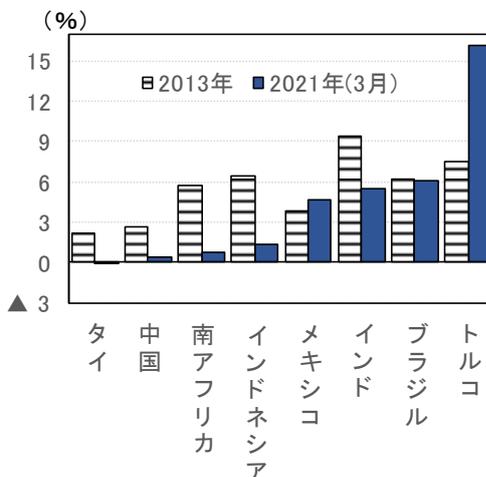
新興国向け投資では、高成長が期待される国に投資することで高いリターンを得ようとするインセンティブが働くため、低成長の国や成長見通しが下振れする国は資金流出に見舞われやすい。IMFによる対象国の成長見通しをみると、コロナ禍の影響が次第に薄まる2022~2026年において、インド、インドネシア、中国といったアジア諸国は相対的に高成長が見込まれる一方、南アフリカやブラジル、メキシコは低成長に留まるとの見方が示されている(図表4)。

図表4 実質 GDP 成長率予想



(資料) IMF 世界経済見通し(2021年4月)

図表5 消費者物価指数(前年同期比)



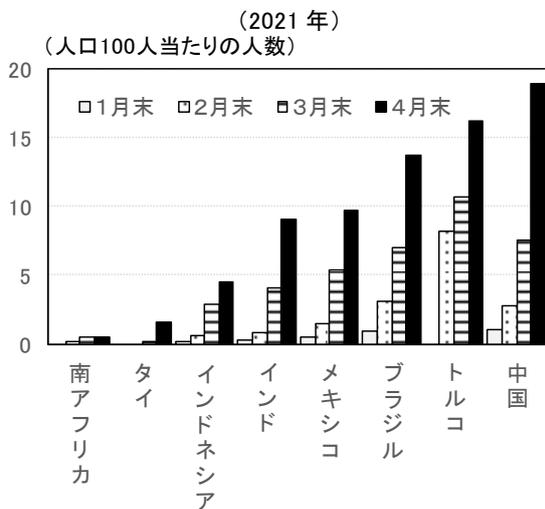
(資料) CEIC データ

新興国の経済成長は様々なリスク要因の影響により、当初の予想から大きく下振れすることも多い。その一つが物価の動向で、インフレの昂進を許し、経済活動が大混乱に陥った新興国は数多くあった。また、物価制御のために急激な金融引締策に踏み切り、景気の急失速を招いた新興国もしばしば見られた。

各対象国の物価動向を確認すると、2013年のテーパータントラム当時、大半の対象国のインフレ率が5%を超えたのに対して、直近2021年3月は大半の国で5%を下回っている(前頁図表5)。そのなか、16.2%に上るトルコのインフレ率の高さが目立ち、経済活動の混乱につながる虞はある。トルコ中銀は2020年後半から2021年3月にかけて、物価・為替の安定性維持のために4回にわたる政策金利の引き上げを行ったが、金融緩和志向のエルドアン大統領は3月の利上げ直後に中銀総裁を更迭した。中銀の独立性や金融政策の妥当性に関する懸念が高まった。これが一因となってトルコリラが急落する中、この先同国の物価コントロールがうまくいかない虞がある。また、トルコを大きく下回るものの、直近のインフレ率は6.1%で対象國中2番目に高いブラジルでも、3月と5月に連続で利上げが行われ、景気回復に水を差す懸念が高まっている。

新型コロナウイルスのワクチン接種状況も、今後の経済成長を見通す上で重要なポイントである。2021年4月末までの対象国のワクチン接種状況を確認すると、各国とも低水準に留まっている状況で、特に南アフリカ、タイ、インドネシア、インド、メキシコの遅れが目立つ(図表6)。なかでも、二重変異ウィルスの感染が急拡大するインドは、ワクチン接種の遅れにより感染封じ込めが難航し、経済活動の正常化が後ずれすることが懸念される。

図表6 ワクチンを一回以上接種した人の総人口に対する割合

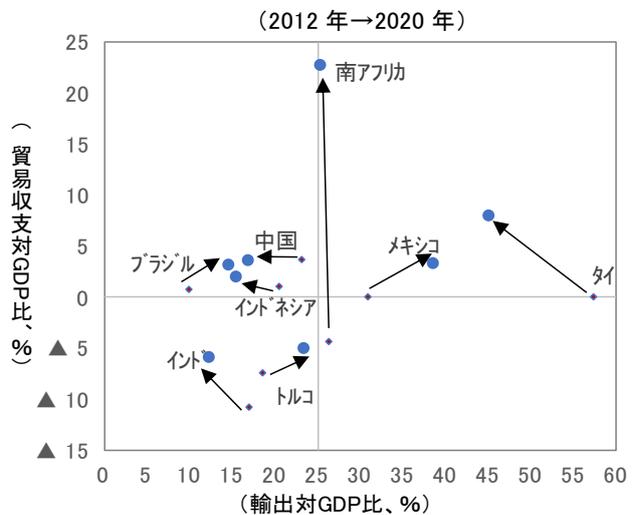


(資料) WHO データ

なお、米国の強い景気回復が新興国の輸出に恩恵をもたらすことも考えられる。対象国のうち、タイやメキシコは、貿易収支が黒字基調で輸出が経済に占める割合も高く、輸出拡大を起点に生産、投資を始め経済活動への恩恵を受けやすい。他方、依然として貿易赤字で輸出依存度も低いインドやトルコについては、輸出環境の改善から受けられる恩恵は限定的となる(図表7)。

ここまでを概括すると、経済成長の下振れリスクが高い国として、トルコが挙げられる。南アフリカやブラジルも、低成長が見込まれ、成長下振れ圧力に曝されていることから、資金流出に見舞われやすい国と言える。また、インドは、成長期待が最も高い一方で、コロナ感染の再拡大を受け、先行き不透明感が強まっている。

図表7 貿易収支と輸出依存度の変遷



(資料) CEIC データ

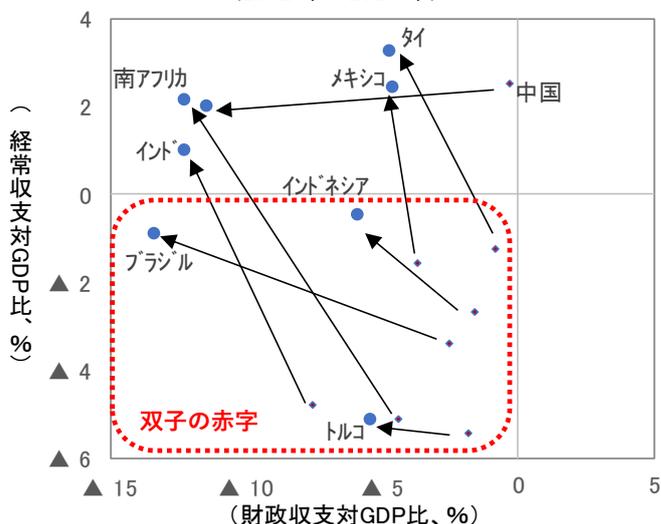
(2)対象国の脆弱性評価

「双子の赤字」を抱える国や対外債務の多い国は、リスクオフ局面において問題視されやすい。また、外的ショックへの備えが手薄な国も、結果的に資金流出の更なる拡大に曝されやすい。ここでは、複数の経済指標を用いて対象国に関する定量評価を行う。合わせて、定量指標では表せない個別リスクについても取り上げる。

まず、テーパータントラム当時に大きく注目された「双子の赤字」について確認する。テーパータントラム直前の2012年水準と比べ、タイ、メキシコ、南アフリカ、インドの4カ国は「双子の赤字」からの脱却を果たした一方、トルコ、ブラジル、インドネシアは依然として「双子の赤字」状態にある。「双子の赤字」から脱却した国はいずれも経常収支の黒字化によるもので、財政収支は各国とも赤字のままであるだけでなく、コロナ禍への対応として拡張的な財政政策を採った結果、全ての対象国で赤字幅が広がった(図表8)。財政赤字の拡大は政府債務の急増にもつながり、特にブラジルの政府債務対GDP比は100%近辺に急増し、悪化が目立つ。

図表8 経常収支と財政収支の変遷

(2012年→2020年)



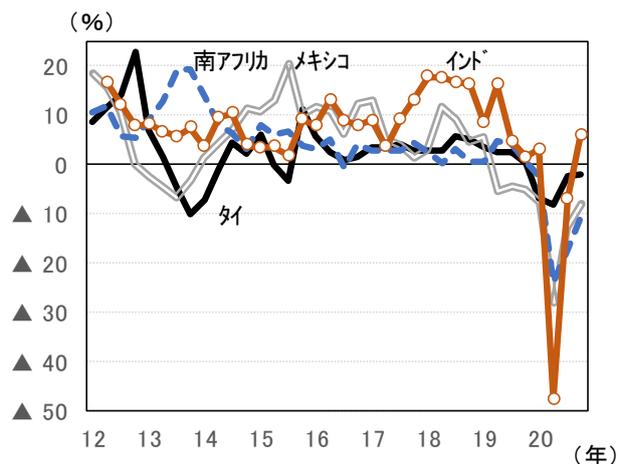
(資料) IMF 世界経済見通し(2021年4月)

更に、一部対象国の経常収支黒字転換が、コロナ禍による一時的なものに留まる可能性もある。この点を、「一国の経常収支額は総投資(I)と総貯蓄(S)の差額たるISバランスに等しい」というISバランス理論から考える。これに基づけば、総貯蓄を上回る投資を行う投資超過の状態では、ISバランス=経常収支は必然的に赤字となる。コロナ禍による影響で、多くの国でロックダウンといった外出制限策が導入され、投資活動や消費活動が大きく抑制された。本来は投資超過体質の国でも、投資の減少等によって国全体が貯蓄超過の状況に変わり、ISバランスがプラス、すなわち経常収支は黒字になる。しかし、この先はコロナ禍の影響が薄まり、経済活動の正常化が進むと、貯蓄を崩して投資や消費を増やす動きが活発になり、再び投資超過、つまりISバランスがマイナスとなり、経常収支も赤字化する可能性がある。

この観点から、テーパータントラム期の「双子の赤字」状態から脱却したタイ、メキシコ、南アフリカ、インドの4カ国の経常収支について考察する。これらの国の固定資産投資の動きを見ると、各国とも2014～2019年の殆どの期間において前年比プラスを維持したものの、2020年に入ると軒並みマイナス成長に転落した。特に4～6月期においては、タイを除く3カ国の投資は前年同期比

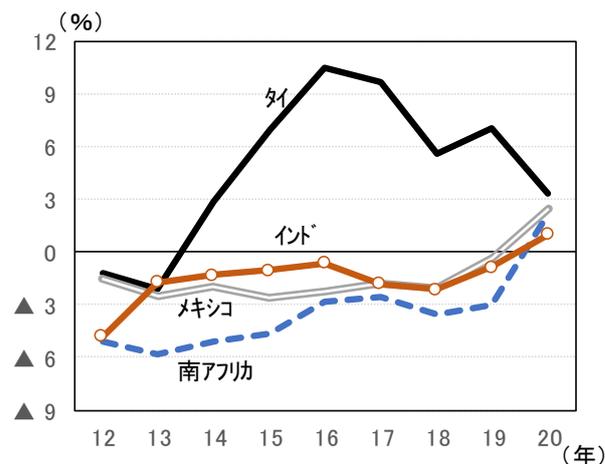
▲20%を超える落ち込みを記録した(図表9)。この近年稀にみる急激な投資減少はコロナ禍による一時的なものに留まる可能性が高く、実際に2020年後半からは増減率のマイナス幅縮小やプラス転換が見られた。また、近年における4か国のISバランス対GDP比の推移を確認すると、2014～2019年の期間中で唯一、タイはプラス、つまり経常黒字の状態を維持したのに対し、他の3か国は経常赤字の状態が続いた(図表10)。こうした材料を踏まえると、2020年におけるインド、メキシコ、南アフリカの経常収支黒字化は、コロナ禍で投資が一時的に急減したことによるもので、経済の構造的変化による持続的なものではないと考えることができる。財政状況は寧ろ悪化したことを踏まえると、この3か国も実質「双子の赤字」状態から脱却できていない可能性が高い。

図表9 総固定資本形成の前年同期比



(資料) CEIC データ

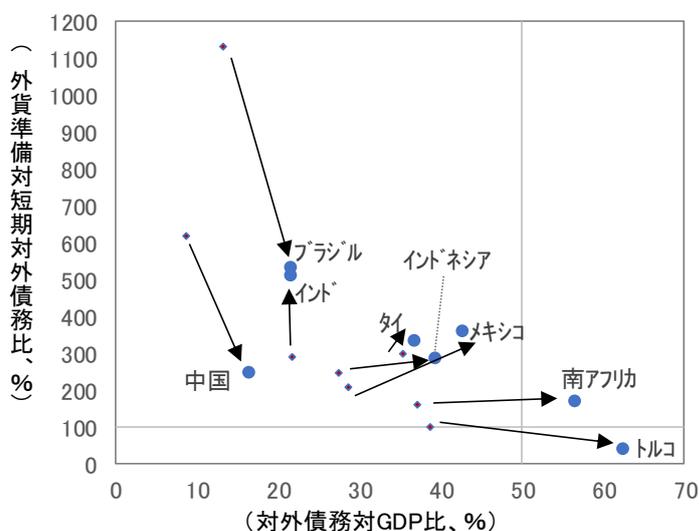
図表10 ISバランス=経常収支の対GDP比



(資料) IMF 世界経済見通し(2021年4月)

次に、対外債務の状況について確認する。テーパータントラム当時と比べ、インド以外の対象国で対外債務が軒並み増加し、特にトルコと南アフリカの対外債務はGDPの50%を超える高水準に上った。また、外的ショックに対する備えとして、外貨準備が少ない国は、より脆弱性が高いと見られる。対象国の外貨準備対短期対外債務の比率を用いて確認すると、殆どの国は100%超の水準を確保しており、特にインドの外貨準備が大きく上昇していることが分かる。それに対して、トルコだけは100%未満の63%に留まり、外的ショックへの備えも手薄な状況にある(図表11)。

図表11 対外債務と外貨準備の変遷



(資料) CEIC データ

上記の他、定量指標では表せない、主に政治面における個別のリスク要因もマネーフローの変調につながり得る。対象国のうち、ブラジルは2022年の大統領選挙に向け、構造改革の停滞やポピュリズム的風潮の台頭が懸念される。また、メキシコも左派政権の下で、国有企業保護のための民間企業・外資企業への規制導入などポピュリズム的政策路線の強化が懸念される。そのほか、中国は対米摩擦の激化、タイは軍事政権への抗議デモ再開などのリスク要因を抱えている。こうした個別リスクの顕在化により、投資家に敬遠され、資金流入の先細りや資金流出に見舞われる虞がある。

このように、対象国の脆弱性に関する考察を総括すると、トルコは最も難しい状況にあることが分かる。そのほか、南アフリカやブラジルも脆弱性は比較的高いと言える。

4. まとめと留意点

足元、出口戦略を議論するのは時期尚早という米国連銀のパウエル議長の発言等を受け、米国の長期金利は低下し、新興国からの資金流出は一旦鎮静している。他方、ワクチン接種の進展や大規模な財政刺激策による景気の押し上げ効果に鑑みると、米国の金融緩和は着実に出口に近づいている。新興国を取り巻くマネーフローの動きは、今後も不安定になりやすい状況が続く見込みである。

テーパータントラム当時と異なり、新興国も先進国と同様に景気回復局面を迎えることで、新興国から満遍なく、資金が大規模に流出する事態は回避される可能性が高い。但し、各国の状況に応じ、明暗が分かれることが考えられる。

本稿対象国のうち、経済成長の下振れリスクが高く、脆弱性の高さも際立つトルコは最も資金流出に晒されやすい国として挙げられる。次いでブラジルと南アフリカも資金流出に曝されるリスクが高い。また、現時点では特段問題視されていなくても、メキシコをはじめ他の対象国についても、政治面など個別で抱えるリスクの顕在化により投資家に敬遠され、資金流出に見舞われるリスクは残っている。

シェン ショウイー

(調査部 海外調査チーム 盛 暁毅 : Sheng_Xiaoyi@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容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。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。