

明暗が分かれる新興国のマネーフロー動向

<要旨>

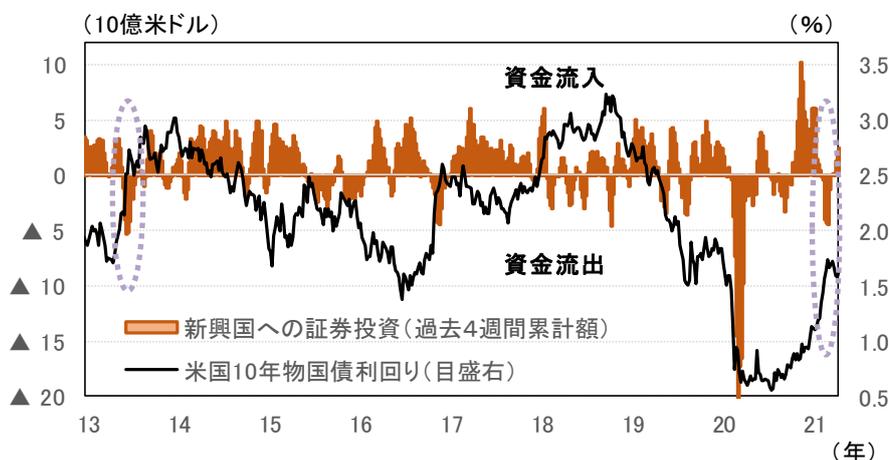
米国の金利急騰を背景に、2021年2月から3月にかけて、新興国への証券投資が大きく引き揚げられる事態が発生した。この状況は、2013年に起きた「テーパータントラム」の状況を彷彿させるものの、当時のような新興国通貨の連鎖安は発生していない。先進国と新興国の景気の方向性が一致していることから、新興国通貨の連鎖安が回避され、各国の状況に応じ、明暗が分かれる構図が予想される。本稿では、この先の経済成長見通し、ファンダメンタルズにおける脆弱性の二つのポイントに着目し、主要新興国8カ国を対象に、それぞれの資金流出リスクについて考察した。

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

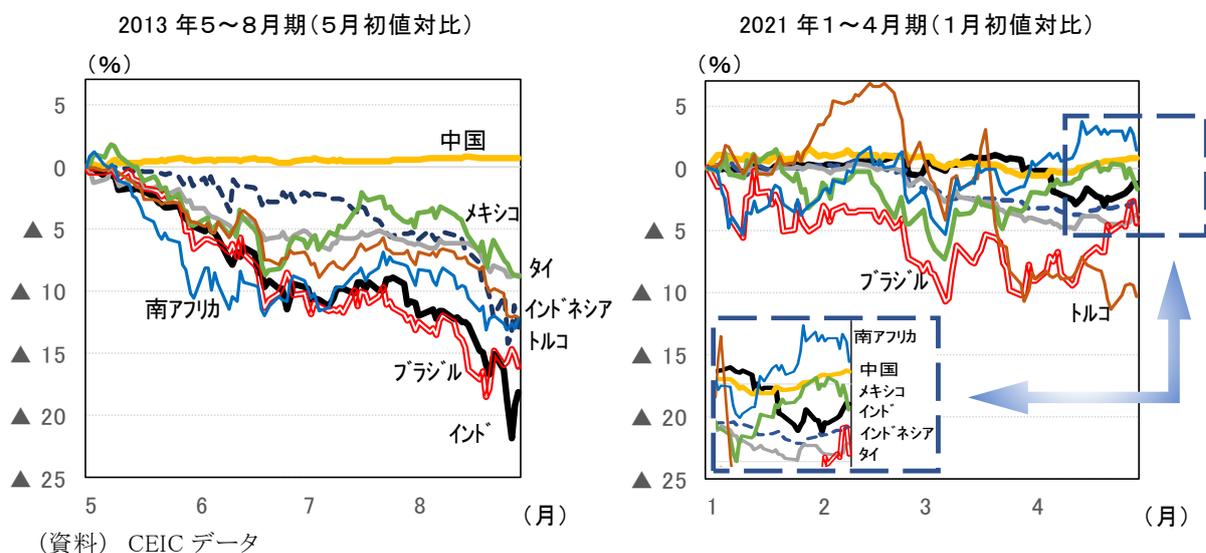
こうした新興国を取り巻くマネーフローの変調は、2013年に起きた「テーパータントラム」を彷彿とさせる。当時も、米国の金融緩和政策が予想より早く出口を迎えるとの見方が強まり、米国長期金利は5月の1.6%台から8月には2.9%台に急騰、それを受けて新興国から大規模な資金流出が発生した。

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、ブラジルリアルについては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)。

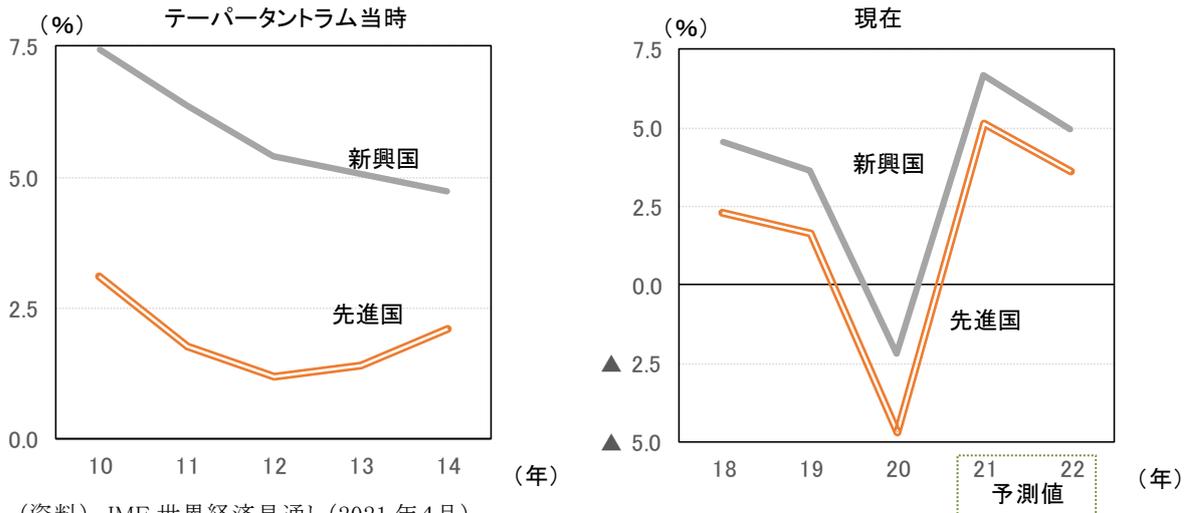
図表2 主要新興国の通貨騰落状況



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、テーパータンタ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。

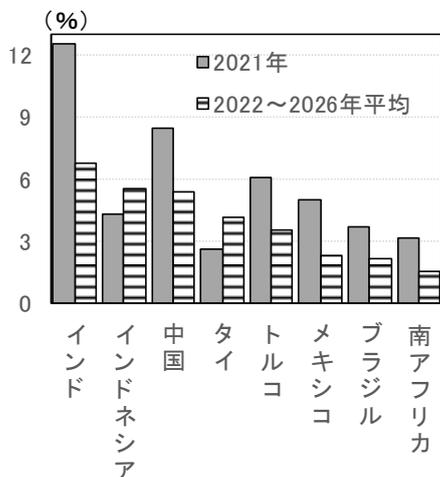
3. 主要新興国の資金流出リスクに関する評価

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

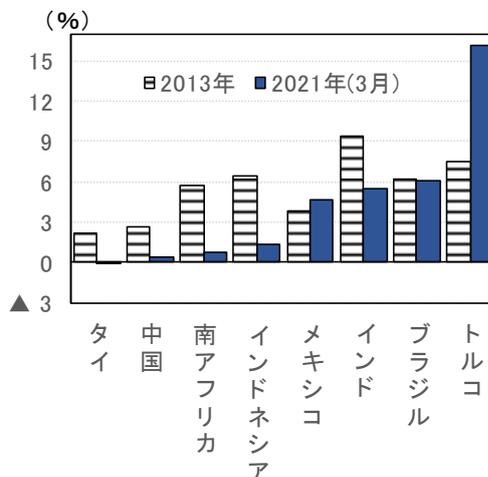
新興国向け投資では、高成長が期待される国に投資することで高いリターンを得ようとするインセンティブが働くため、低成長の国や成長見通しが下振れする国は資金流出に見舞われやすい。IMFによる対象国の成長見通しをみると、コロナ禍の影響が次第に薄まる2022～2026年において、インド、インドネシア、中国といったアジア諸国は相対的に高成長が見込まれる一方、南アフリカやブラジル、メキシコは低成長に留まるとの見方が示されている(図表4)。

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)



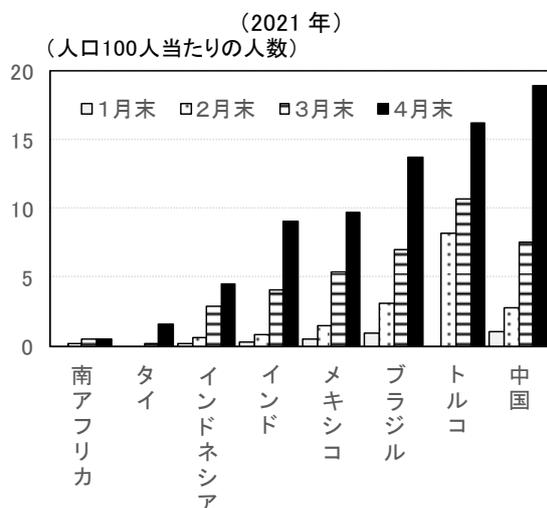
(資料) CEIC データ

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

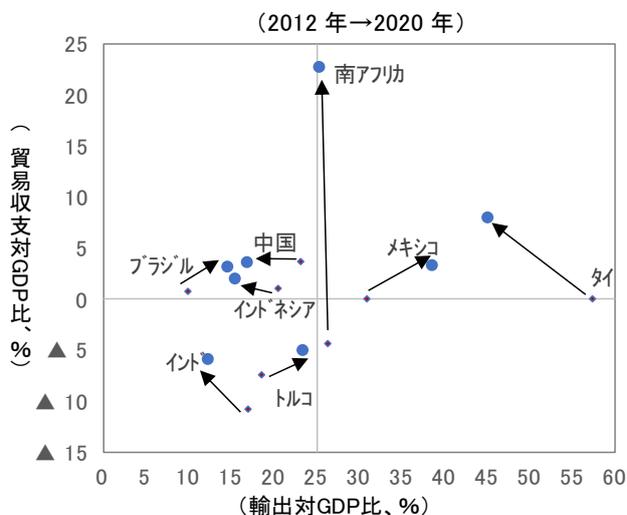


(資料) WHO データ

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

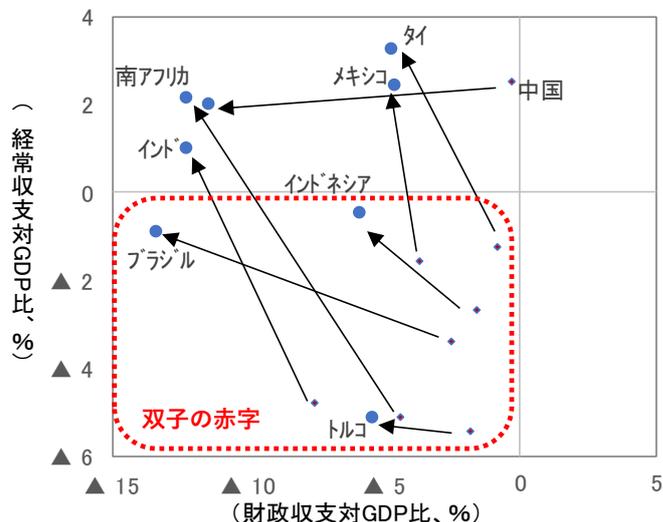
(2)対象国の脆弱性評価

「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)



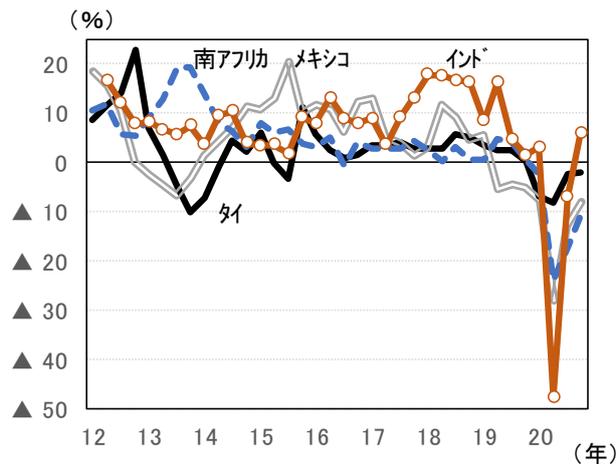
(資料) IMF 世界経済見通し(2021年4月)

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

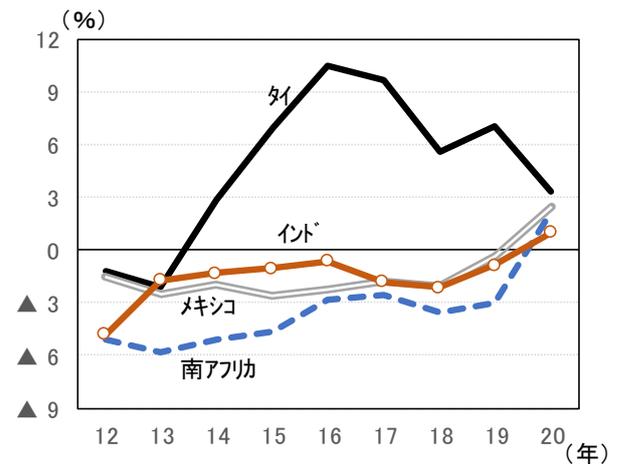
▲20%を超える落ち込みを記録した(図表9)。この近年稀にみる急激な投資減少はコロナ禍による一時的なものに留まる可能性が高く、実際に2020年後半からは増減率のマイナス幅縮小やプラス転換が見られた。また、近年における4か国のISバランス対GDP比の推移を確認すると、2014～2019年の期間中で唯一、タイはプラス、つまり経常黒字の状態を維持したのに対し、他の3か国は経常赤字の状態が続いた(図表10)。こうした材料を踏まえると、2020年におけるインド、メキシコ、南アフリカの経常収支黒字化は、コロナ禍で投資が一時的に急減したことによるもので、経済の構造的変化による持続的なものではないと考えること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

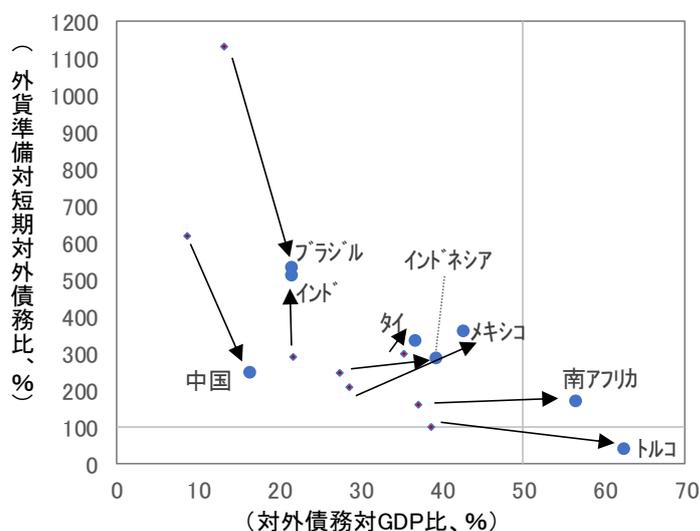
図表10 ISバランス=経常収支の対GDP比



(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。