

新興国への逆風で転ぶ先、踏ん張れる先

～マネーフローを通じた、主要新興国のリスクシナリオ分析と信用力見通し～

<要旨>

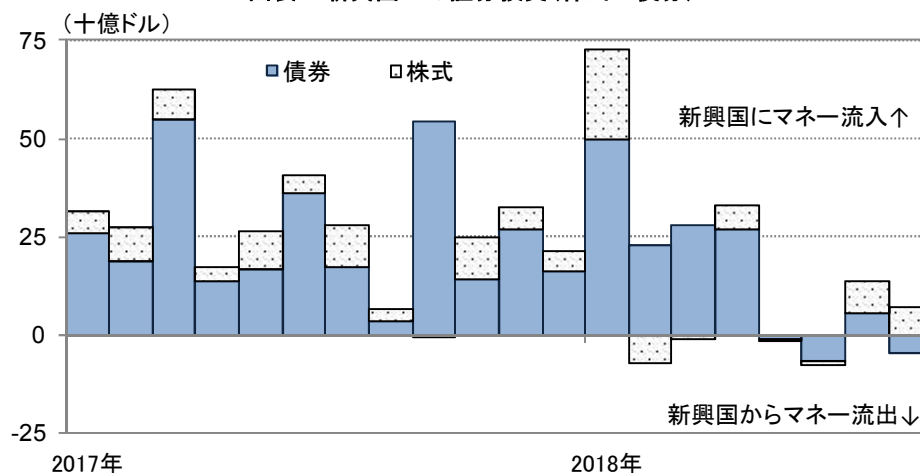
2018年に入り、新興国からグローバルマネー¹が流出する事態が発生し、トルコやアルゼンチンをはじめ一部新興国では通貨の急落に見舞われている。本稿では、主要新興国11カ国を対象に、マネー流出に対する各国の脆弱性評価を行った上で、今後発生するリスクシナリオを想定し、各々のシナリオにおけるリスク要因が、マネーフローの変調を伴いつつ、主要新興国の信用力に及ぼす影響を考察した。

その結果、今後特に要注意の国として、トルコと南アフリカが浮かび上がった。両国はマネー流出への脆弱性が突出し、本稿が想定するリスクシナリオにおいて大幅な信用力の悪化が懸念される。また、両国よりマネー流出への耐性が高いブラジル、メキシコ、インド、インドネシアなどの国も、一部のリスクシナリオにおいて深刻なマネー流出に見舞われ、経済・金融システムの混乱が発生する虞があり、留意が必要である。そして、マネー流出への耐性が最も高いと評価される韓国、中国、タイなども、深刻な貿易戦争が長期化するシナリオにおいて大きな悪影響を受けることとなるため、油断することはできない。

1. 新興国からのグローバルマネー流出

グローバルマネーは、先進国を中心に緩慢な経済成長とインフレ、低い金利水準が続く「適温経済」と呼べるような環境において、より高い収益性を追求して新興国資産に安定的に流入していた。しかし、18年に入るとその動きは不安定となり、米国の金利上昇や貿易摩擦の激化などを背景に、グローバルマネーが新興国から流出する事態が度々発生している(図表1)。

図表1 新興国への証券投資(株式&債券)

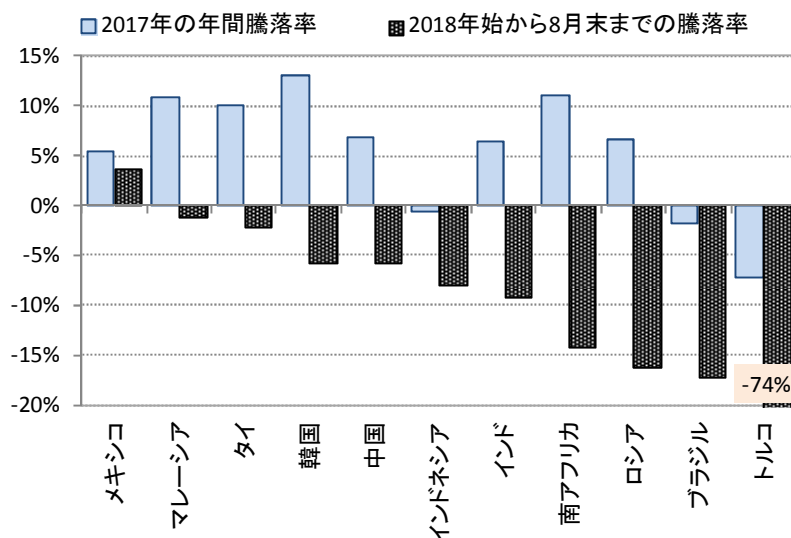


新興国通貨の騰落状況を見ると、トルコ、ブラジル、ロシア、南アフリカは▲10%を超える大幅な

¹ 本稿は原則として、「グローバルマネー＝国境を跨ぐ証券投資」と想定する。

通貨安に見舞われているものの、他の新興国通貨の騰落幅は小さく、国によってばらつきが大きい(図表2)。通貨騰落の状況からは、マネー流出は全ての新興国から一律に発生しているものではなく、選別的に発生していることが伺われる。

図表2 主要新興国の通貨騰落状況(対米ドル)



(資料) Bloomberg データ、IMF データより、三井住友信託銀行作成

本稿では、マネー流出に対する主要新興国の脆弱性を評価し、今後発生しうる外部環境の変化がマネーフローの変化を伴いつつ、主要新興国の信用力にどのように影響するかを考察した。なお、対象とした新興国は、中国、韓国、タイ、マレーシア、インド、インドネシア、ロシア、メキシコ、ブラジル、南アフリカ、トルコの計 11 カ国²である。

2. マネー流出に対する主要新興国の脆弱性評価

主要新興国のマネー流出に対する脆弱性を評価するため、次頁図表3のヒートマップを作成した。端的には、脆弱性が高い(図表3で下方に位置する)国ほどマネーは流出しやすく、マネー流出がもたらす悪影響も大きいと考える。また、各々の評価項目をあえて色分けすると、(1)の項目の脆弱性はマネー流出を直接的に引き起こす要因で、(2)の項目の脆弱性はマネー流出がもたらす悪影響を左右する要因となる。

評価分類が(1)の項目について説明すると、一般的に経済成長の鈍化、インフレの加速による金利上昇、政治リスクや地政学リスクの高まりなどは、資産価格を下落させ、マネー流出を引き起こし易い。また、経常収支が赤字となっている国はその赤字を海外マネーで補う必要がある点で弱みとなり、対外債務などの対外ポジションを示す経済指標の脆弱性と共に、それらの項目の悪化自体がマネー流出を引き起こし易い。

評価分類が(2)の項目については、マネー流出と共に通貨安が進むことを想定すると、対内証券投資が大きいほどマネー流出による金融市場の混乱が発生しやすく、また対外債務が大きけれ

² トルコと並んで、目下ではアルゼンチンも債務危機の懸念が高まることで通貨が急落している。但し、同国は2001年の対外債務支払い停止宣言を皮切りに長年、債務危機に陥り、2014年にも国債のデフォルトが再発している。同国のこうした特殊性を踏まえ、本稿の対象国には含めていない。

ば通貨安で返済負担が膨らみ企業のデフォルトを増加させる。そのほか、外貨準備は通貨の安定維持のための重要な手段であり、当局の危機対応力の高低もマネー流出時の悪影響の大きさを決める重要な要素となる。

図表3 主要新興国のマネー流出に対する脆弱性評価

	実質GDP成長率	インフレ率	政治リスク	地政学リスク	経常収支額GDP比	対外債務GDP比	対内証券投資残高GDP比	ネット国際投資ポジションGDP比	外貨準備短期対外債務比率	外貨準備額対適正額比率	財政収支額GDP比	政府債務額GDP比	当局の危機対応力
評価分類	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1),(2)	(1),(2)	(1),(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
韓国	中	低	低	中	黒字	低	中	黒字	高	中	黒字	中	高
中国	高	低	低	中	黒字	低	低	黒字	高	低	赤字	中	高
タイ	中	低	中	低	黒字	中	中	赤字	高	高	赤字	中	中
マレーシア	高	低	低	低	黒字	高	中	赤字	中	低	赤字	中	中
ロシア	低	低	低	高	黒字	中	低	黒字	高	高	赤字	低	低
インドネシア	高	中	低	低	赤字	中	中	赤字	高	中	赤字	低	低
インド	高	中	低	低	赤字	低	低	赤字	高	中	赤字	高	低
メキシコ	低	中	低	低	赤字	中	中	赤字	高	中	赤字	低	低
ブラジル	低	中	高	低	赤字	中	中	赤字	高	中	赤字	高	低
南アフリカ	低	中	低	低	赤字	中	高	黒字	中	低	赤字	中	低
トルコ	中	高	高	高	赤字	高	中	赤字	低	低	赤字	低	低

(注)各データの17年値を使用し評価。セルの色が濃いほどリスクが高いことを表す。対象国の順番は、リスクの高い項目(濃い色のセル)が少ない順で上から下に並べており、下に位置するほど脆弱性が高い。

(資料)IMFデータ、CEICデータより、三井住友信託銀行作成

図表3の結果から、マネー流出に対して最も脆弱性の高い国として、トルコが浮かび上がっている。昨今、「トルコショック」として世間を騒がせたトルコリラの急落は、対米緊張の高まりが直接的なきっかけと見られているが、同国の持つ脆弱性の高さを踏まえると、マネー流出と通貨安に見舞われるのは、やむをえないものと言えよう。

3. マネーフローの変調につながるリスクシナリオとその影響

もともと、外部環境の変化により、脆弱性に関する対象国の順番が図表3と異なってくることもありうる。ここからは、外部環境の急変に伴うマネーフローの変調が、対象国に及ぼす影響について考察する。本稿では、今後、グローバル経済を取り巻く環境を一変させ、マネーフローの変調を引き起し、新興国の信用力を低下させるリスクシナリオを、次の通り想定する。

I. グローバル・インフレーションシナリオ

- ・ 先進国の成長加速とインフレの高騰を受け、FRB や ECB の金融引き締めが加速すること
- ・ 地政学リスク等で原油供給に大きな支障が生じ、原油価格が急騰・高止まりすること

II. グローバル・スタグフレーションシナリオ

- ・ 米国発の貿易戦争が全面的に実現し、世界貿易の停滞が長期間にわたり続くこと

以下では、各々のシナリオにおけるリスク要因が、マネーフローの変調を伴いつつ、主要新興国の信用力に及ぼす影響を考察する。

(1) グローバル・インフレシナリオ

このシナリオの実現につながるリスク要因として、先進国の景気拡大によるダイヤモンド型のインフレ発生と、原油の供給支障によるコストプッシュ型のインフレ発生の二つを想定する。

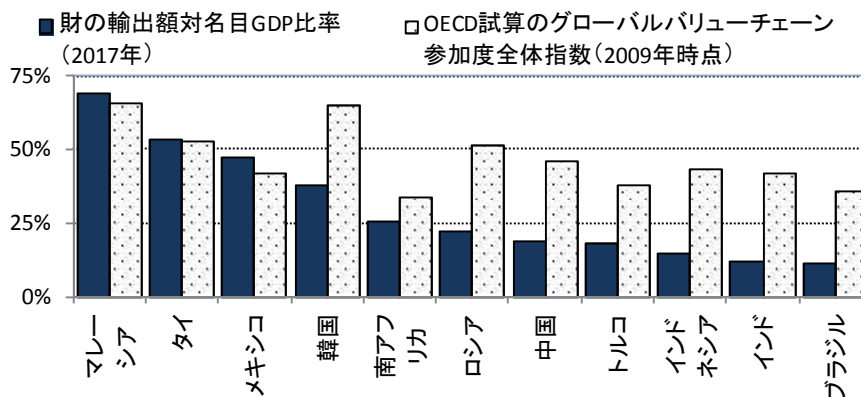
① 先進国の景気拡大と物価・金利上昇が同時発生、金融引き締め加速

先進国の景気拡大とインフレ上昇を背景に、FRBやECBが金融引き締め策を加速させることで、新興国資産の相対的魅力度が大幅に低下し、新興国から先進国に向けて「マネーの逆流」が起こるケースを想定する。なお、マネーの逆流に伴う通貨安は、そのペースが緩やかであれば輸出を刺激するポジティブな効果も考えられるが、基本は経済・金融システムの混乱につながる要因として考える。

本稿対象国の内、経済成長や物価水準、経常収支といった項目で健全性が高いマレーシア、タイ、韓国、中国などは、急激なマネー流出と通貨安を回避することが可能と考える。特に、輸出産業が発達している（＝輸出依存度が高い、図表4）マレーシア、タイ、韓国は、通貨安が緩やかなものであれば輸出の伸びにより経済成長が支えられ、経済環境の安定回復につながりうると考える。

上記の国々とは対照的に、経済状況や対外ポジションの面において脆弱性を抱えるトルコ、インドネシア、インド、ブラジルなどは、急激なマネー流出と通貨安を回避し難く、また輸出産業の発達度（輸出依存度）も低いため、通貨安がもたらすポジティブ効果も期待できない。特に、外貨準備が不十分で、財政状況や当局の危機対応能力といった点において脆弱性が高いトルコや南アフリカは、急激な通貨安に対応するためには大幅な利上げに踏み切らざるを得ず、企業部門のデフォルト増加、国内景気の急失速につながることで、更なるマネー流出や通貨安が進行するという悪循環に陥るリスクがある。

図表4 主要新興国の輸出依存度とグローバルバリューチェーンへの参加度



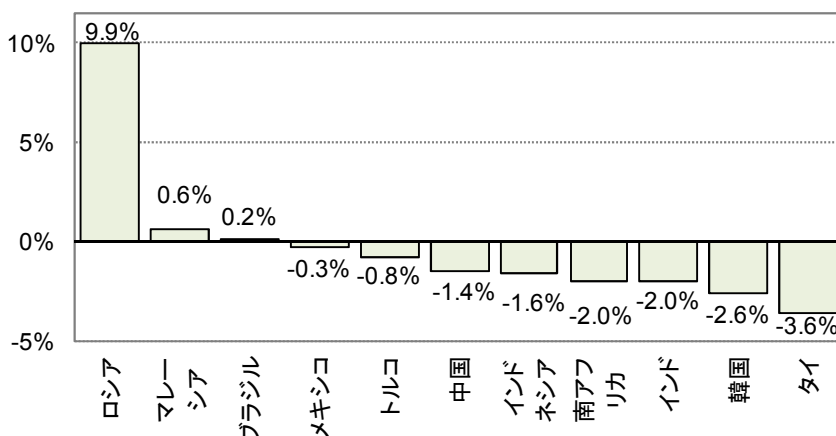
② 地政学リスク等による原油価格急騰

ここでは産油国を巻き込んだ戦争などにより、世界の原油供給に大きな支障が発生し、Brent原油価格が100ドル/バレルを超えて上昇し、高止まりするケースを想定する。

油価急騰はロシアなど産油国経済に追い風となる一方、タイ、韓国、インド、南アフリカ、インドネシア、中国、トルコといった原油輸入国(図表5)には、経常収支の悪化や輸入インフレの上昇といった悪影響をもたらし、深刻なマネー流出と通貨安につながる虞がある。

また、原油高と通貨安の同時進行による輸入インフレの高まりは、国内の物価高騰につながるリスクがある。原油輸入国の中でも、経常赤字体質で、輸入物価によるインフレの昂進が生じやすいトルコ、南アフリカ、インド、インドネシアなどは、油価急騰が経常赤字の悪化に拍車を掛け、更なる通貨安を誘発し、インフレの高騰を引き起こす虞がある。当局は通貨や物価の安定を取り戻すため、①のケースと同様に大幅な利上げに踏み切らざるを得ず、企業部門のデフォルト増加や国内景気の急失速につながるリスクがある。

図表5 主要新興国の石油関連貿易収支対名目 GDP 比率(2017年)



(資料)UNCTAD データ、IMF データより、三井住友信託銀行作成

(2) 全面的且つ長期的な貿易戦争によるグローバル・スタグフレーションシナリオ

米国発の貿易摩擦問題はエスカレートしつつあり、今後全面的な貿易戦争に発展するリスクがある。以下では、貿易戦争の激化が対象国に及ぼす影響を、初期段階と長期化したケースに分けて考える。

まず、全面的な貿易戦争が勃発する初期段階では、トランプ政権は財政刺激策を同時に導入することで景気の下支えを行い、政権支持率を保つ必要があると思われ、米国ではインフレ圧力は高まるものの、底堅い経済成長は維持される。それに対して、主要ターゲットとなる中国やメキシコ、そして間接的な影響を受けやすい輸出依存度やグローバルバリューチェーンへの参加度³が高いマレーシア、タイ、韓国などは輸出産業を中心に大きな逆風を受けることとなる。他方、輸出依存度やグローバルバリューチェーンへの参加度が低い他の対象国は、この段階で悪影響を受けにくい(前掲図表4)。

次に、深刻な貿易戦争が泥沼化、長期化するケースを想定する。世界貿易が大きく停滞することで、どの国においても深刻な景気悪化局面を迎える。米国自身も景気腰折れのリスクが高まり、トランプ政権は貿易戦争を続けるのであれば、米国はインフレの昂進と景気の悪化が同時進行するスタグフレーションに突入し、世界同時不況につながりかねない。投資家はリスクオフ姿勢を強め、米国債といった安全資産に集中することで、新興国全般から大規模なマネー流出が発生し、

³ OECD が発表したデータ。最後のデータは 2009 年で、2010 年以後のデータ発表は無し。

貿易戦争の初期段階では悪影響を受けずに済んだ新興国も深刻な打撃を受けることとなる。

特に、外貨準備や財政状況、当局の危機対応能力といった点において脆弱性が高いトルコや南アフリカは、深刻なマネー流出に見舞われ、経済・金融システムの混乱、更なるマネー流出といった悪循環に陥るリスクが高い。そのほか、米国向け輸出額は輸出全体の約80%を占め、名目GDPの約35%に上るメキシコも、深刻な状況に見舞われることが予想される。

4. 主要新興国の信用力見直し

今後、グローバルマネーフローと新興国の経済環境は、各リスク要因の影響により不安定さが増し、「デコボコ道」を辿ることが予想され、新興国は信用力によって大きく明暗が分かれていくことが考えられる。主要新興国を対象に行ったマネー流出に対する脆弱性の評価と、今後想定されるリスクシナリオに関する分析を鑑み、対象国の信用力見直しを次の通りまとめた。

まず、トルコと南アフリカは、対象国の中で最もマネー流出への脆弱性が高く、本稿で提起したいずれのリスクシナリオにおいても、大幅な信用力悪化に見舞われる懸念が高いため、特に注意すべき国である。また、マネー流出への脆弱性評価において両国より優れるポジションに位置するブラジル、メキシコ、インド、インドネシアなどの国でも、一部のリスクシナリオにおいては、深刻なマネー流出と通貨安に見舞われ、トルコなどと同様に、経済・金融システムの混乱が発生するリスクがある。

そして、マネー流出への耐性が最も高いと評価される韓国、中国、タイなどの国は、深刻な状況に陥ることから免れる可能性が高い。但し、これらの国についても、全面的且つ長期的な貿易戦争が実現するシナリオにおいて、大きな悪影響を受けることとなるため、油断することはできない。

シェン ショウイー

(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。