

# コロナ禍による資金流出に喘ぐ新興国

## ＜要旨＞

2月以降、新型コロナウイルスの世界的大流行で、ドル資金への需要急増、リスク資産から安全資産への資金逃避が生じる中、新興国からは記録的な資金流出が進行した。経済成長力や対外ポジション、当局の対応能力などの面で、過去から脆弱性を抱え続けるブラジル、南アフリカ、インド、インドネシアに加えて、ファンダメンタルズ面では相対的に優位にある台湾、タイ、韓国も、輸出依存度の高さから急激な資金流出に見舞われたことは、今回のショックの大きさを物語っている。

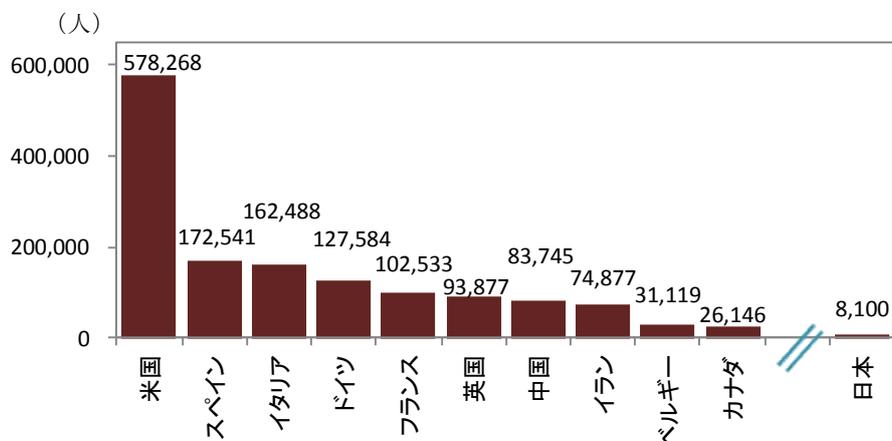
4月以降、新興国からの資金流出や通貨下落は一旦ペースダウンしているが、多くの新興国ではこれから感染拡大が本格化する可能性が高いこと、現在金融市場が予想している以上に輸出をはじめとする新興国の経済統計が悪化する虞があること、そしてやや長い目で見ると新興国の財政悪化も避け難い、といった悪材料がある。これらを踏まえると、この先再び新興国からの資金流出が加速する可能性は高いと考えられる。

## 1. 新型コロナウイルスの世界的大流行でコロナショックが発生

新型コロナウイルスは、2019年12月に中国湖北省で感染が確認され、中国全土に急速に広がった。中国当局は感染拡大を抑え込むため、全土で封鎖・半封鎖的な措置を導入した。その結果、足元は新規の感染確認者数が減少し、生活や生産活動の正常化が慎重に進められている。

その一方で、新型コロナウイルスの感染は世界に飛び火し、2月後半からは米国やイタリアをはじめとする欧米先進国での感染者が急増し、3月11日にWHOは「パンデミック(世界的大流行)」を宣言した(図表1)。イタリア、スペイン、米国など感染者の急増に苦しむ国々は、3月以降、ロックダウン(都市封鎖や移動制限)などの強力措置に相次ぎ踏み切った。

図表1 新型コロナウイルスの感染確認者数の上位国(4月15日時点)

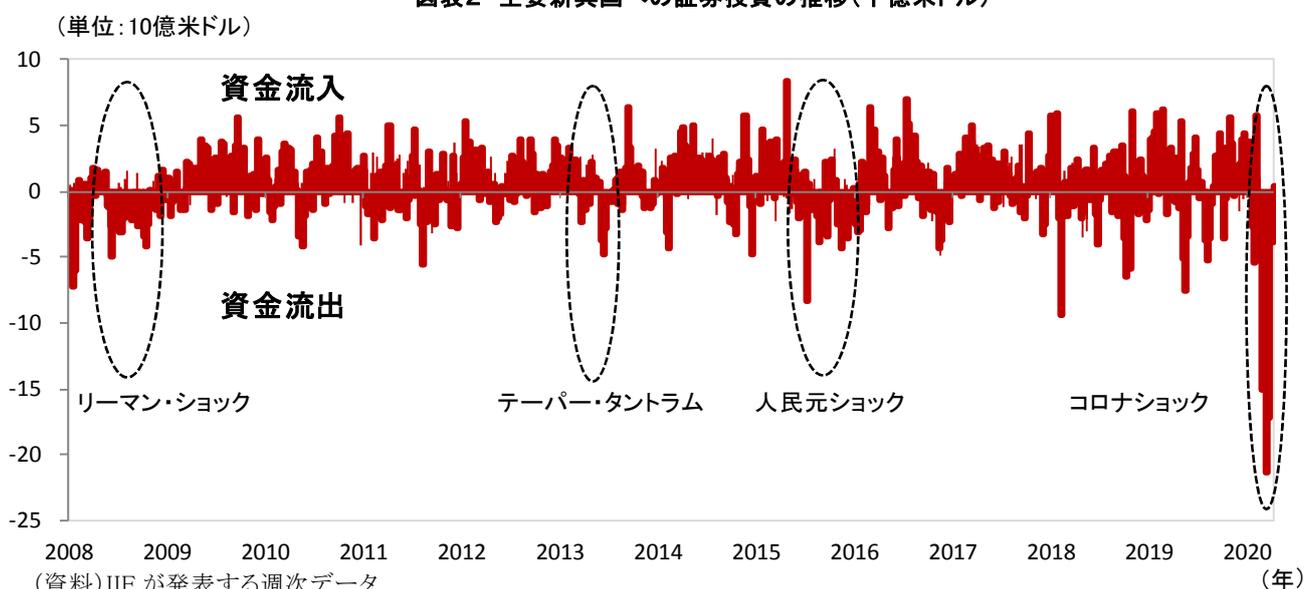


(資料)WHO 発表データ

先進国を中心とするウイルス感染拡大と当局のロックダウン措置により、グローバル景気の悪化が不可避になったことで、金融市場ではいわゆる「コロナショック」が発生した。S&P500 指数などグローバル株式が連鎖的に急落したほか、「恐怖指数」と呼ばれる VIX 指数 (S&P500 を対象とするオプション取引の値動きに基づき算出) は3月18日に85ポイントを超える水準に急騰し、リーマン・ショック時に記録した最高水準を上回った。

そして国際金融協会 (IIF) が発表する主要新興国・地域の週間証券投資の推移によると、2020年2月より、新興国から急激な資金流出が発生。とりわけ、WHO がパンデミックを宣言した3月第2週において、記録的な資金流出が確認できる (図表2)。その規模はリーマン・ショック時や、2013年に米 FRB が大規模資産購入策の縮小を示唆したテーパー・タントラム、そして2015年8月に中国人民元銀行が突然の元レートの切り下げを発表した、いわゆる人民元ショックの時を大きく超えた。この時点では、中国以外の新興国で感染者拡大が本格化していなかったにもかかわらず、新興国をめぐるマネーフローが急変した。

図表2 主要新興国への証券投資の推移 (十億米ドル)



## 2. 資金流出の激しい新興国・地域

本稿では、次のⅠもしくはⅡに当てはまる基準で、IIF が報告対象とする国・地域の内、特に激しい資金流出が発生した先を抽出した。

### Ⅰ. 資金流出の絶対水準

2020年2月初めから4月10日までの累計純流出額が100億ドル以上の先<sup>1</sup>

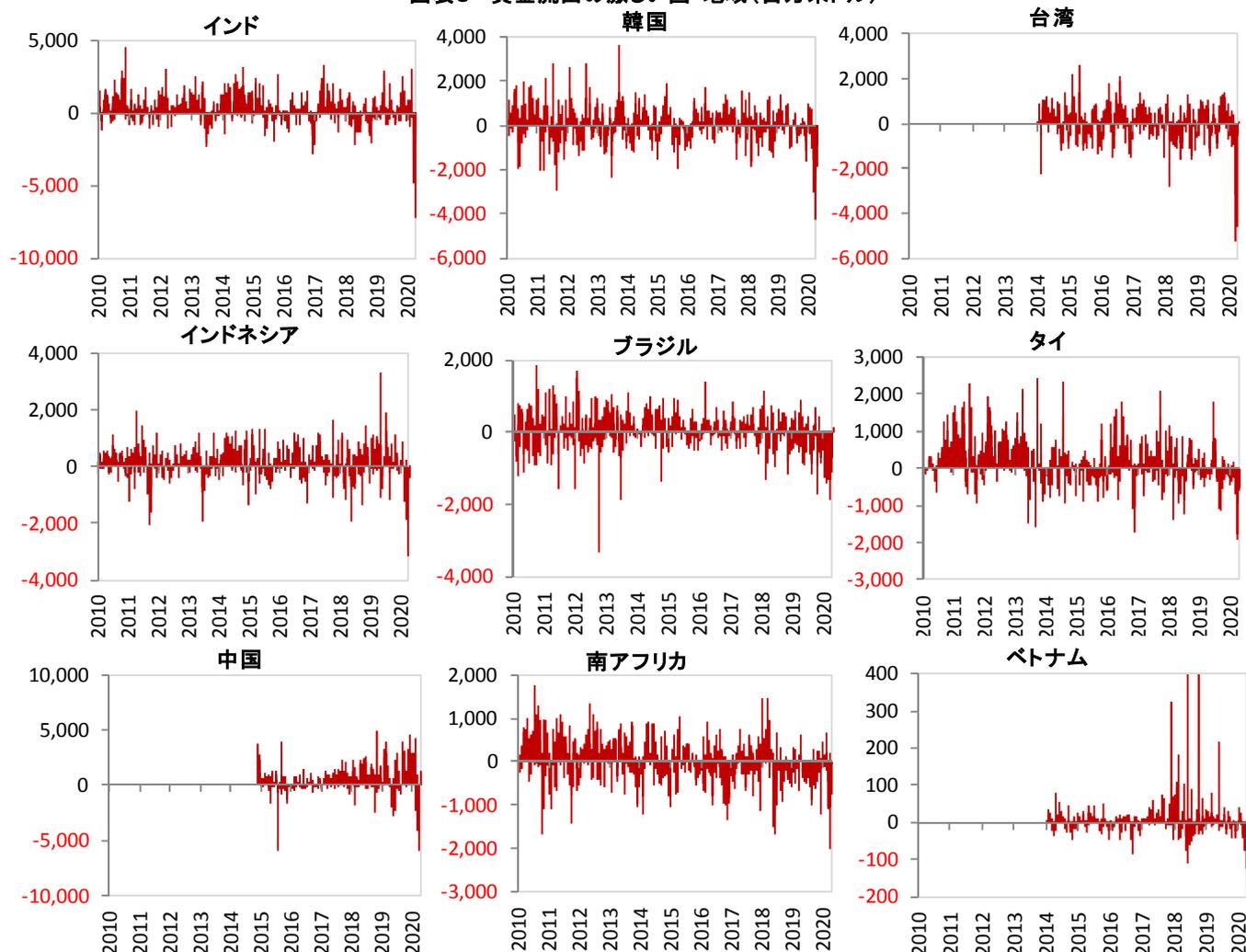
### Ⅱ. 過去の実績との比較

2020年の週間最大純流出額が過去10年間(2010～2019)の実績を超える先

<sup>1</sup> ブラジルは累計96億ドルの流出で基準の100億に近いいため抽出対象に含めた。

今局面で特に激しい資金流出に見舞われた国として、インド、韓国、台湾、インドネシア、ブラジル、タイ、中国、南アフリカ、ベトナムが挙げられる(図表3)。

図表3 資金流出の激しい国・地域(百万米ドル)



(注) 図表の並び順は基準 I の金額が大きい順。各図表でプラス=資金流入、マイナス=資金流出を示す。

(資料) IIF データ

そのうち、新型コロナウイルスの震源地であった中国は3月までに急激な資金流出を経験したものの、当局の抑え込み策で感染者の増加はいち早く鈍化したことを背景に資金流出が止まり、4月に入り三週間連続で資金純流入となった。他方、中国以外の対象国・地域も資金流出のペースが鈍化したものの、依然として資金純流出の基調が続いている。

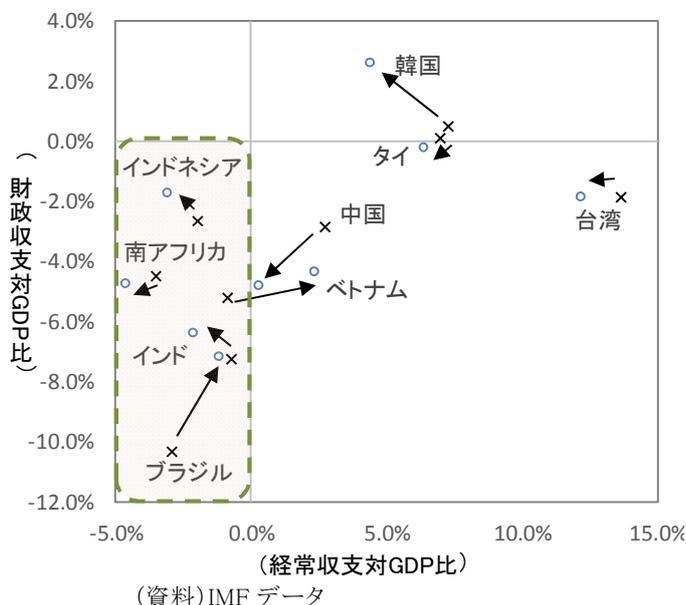
### 3. 対外的脆弱性を抱える国・地域からの資金逃避が発生

このような足元の資金流出の背景には、コロナショックによるリスクオフの拡がり、一部の新興国・地域が高リスク先と見なされ、海外への資金逃避に見舞われたことが考えられる。

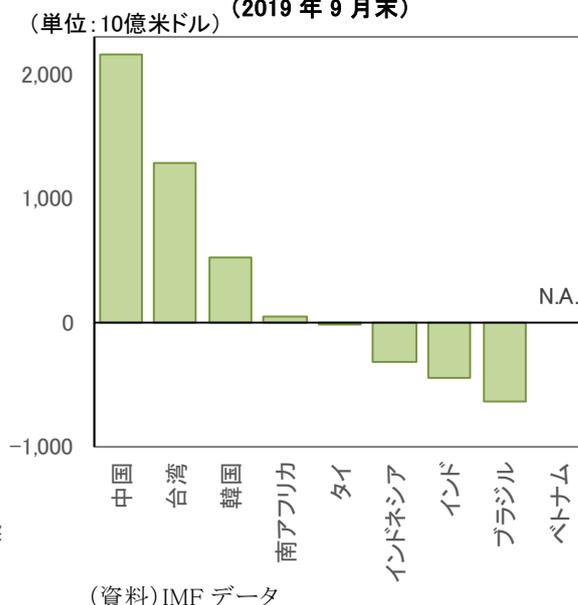
以下では、実質 GDP 成長率、経常収支対 GDP 比、財政収支対 GDP 比、対外純資産 (= 対外資産 - 対外債務)、世界銀行によるワールドガバナンスインデックス(WGI)の政府有効性指標などを用いて、各対象国・地域の対外的脆弱性について評価する。

最初に、新興国のファンダメンタルズに関して最も言及されることが多い財政収支と経常収支の、2015年から2018年にかけての動きを図表4で確認する。これによると、ベトナムは経常収支が赤字から黒字に転じているものの財政収支は明確な赤字が続いており、ブラジル、インド、南アフリカ、インドネシアに至っては、双子の赤字から脱していない。そして、図表5の対外純資産・負債残高を見ても、インドネシア・インド・ブラジルは足元で負債超になっている。こういったマネーのフロー・ストック面双方の脆さが、金融市場の緊張が高まった時に材料視される動きは、過去に新興国からの資金流出が加速した局面と共通している。次いで、政府有効性指標を確認すると、ブラジルを筆頭に、ベトナム、インドネシアなどは低水準になっている。危機時の政府対応能力が低い点も資金流出加速の背景にあると考えられ、経済面・政治面双方での構造的な脆さが、依然として危機時に資金流出を招く要因であることが読み取れる(図表6)。

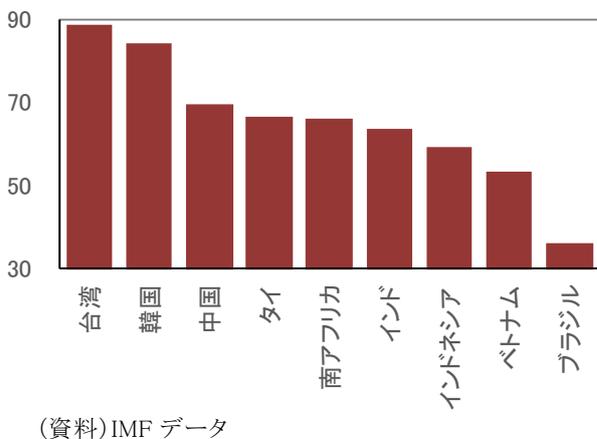
図表4 経常収支対GDP比、財政収支対GDP比 (2015年から2018年)



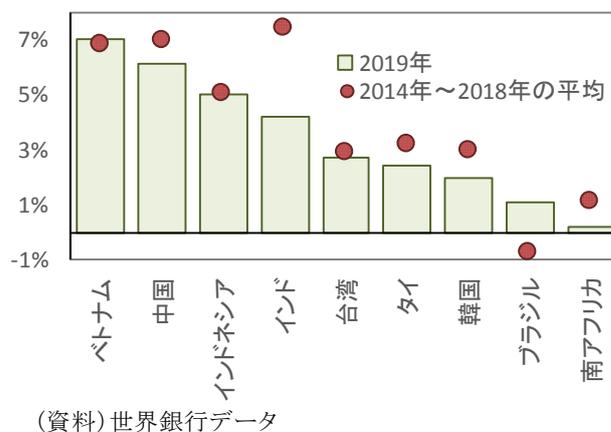
図表5 対外資産－対外債務  
プラス値＝純資産、マイナス値＝純負債 (2019年9月末)



図表6 世界銀行の政府有効性指標



図表7 実質GDP成長率



加えて、各国の経済成長率の2019年と過去5年平均を比較した図表7で確認すると、ブラジル・南アフリカはここ数年の平均成長率がそもそも低いものに留まっており、インドでは足元の成長

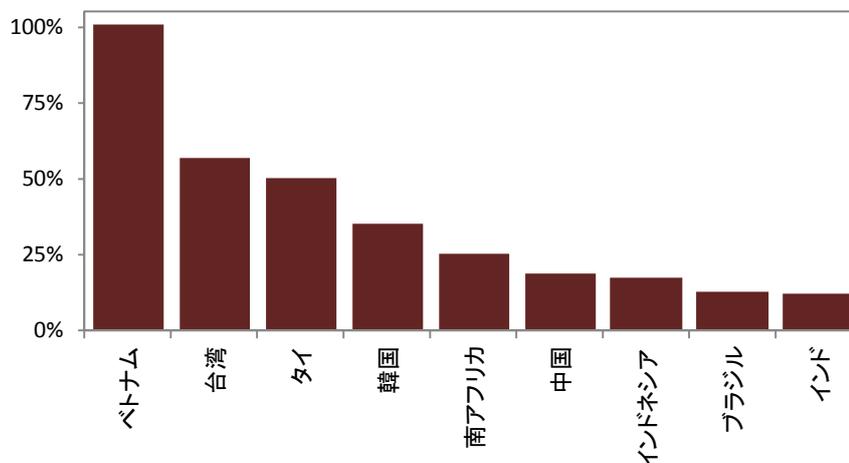
率が過去平均よりも大きく低下している。もともと脆弱な構造を持つ国で、足元の経済パフォーマンスが悪くなっていたことは、過去最大の規模で資金流出が生じた要因の一つになっている。

#### 4. 世界貿易の停滞を通じ打撃を受けやすい国・地域

他方、台湾、韓国、タイなどは比較的健全なポジションにあり、資金流出など外的ショックに対する耐性も高いと言える。なぜ、こういった先からも急激な資金流出が発生したのか。その理由は、コロナショックによる世界貿易の停滞からの悪影響に曝されやすいと見なされたことが考えられる。

図表8は、各対象国・地域の輸出額対 GDP 比を示しているが、ベトナム、台湾、タイ、韓国などは輸出額対名目 GDP 比率が高水準にあり、経済の輸出依存度は高いことが読み取れる。

図表8 輸出額対 GDP 比(2018年)



(資料)国連発表データ(unctadstat)

新型コロナウイルスの感染封じ込めのためのロックダウン措置を導入した欧米先進国は、消費や投資といった経済活動が大きく停滞している。また、製造業の国際分業の深化を背景に、ロックダウン措置はグローバル・サプライチェーンにも大きな打撃を与えている。先進国経済の急停止やサプライチェーンの機能不全による世界貿易の停滞は、輸出を通じて新興国・地域の経済に悪影響を与える。これらの国・地域は、もともとのファンダメンタルズや政治面の信頼はインドやブラジルなどよりも高い上に、資金流出と共に生じる通貨レート下落で輸出が下支えされるため、全体的な悪影響は相対的に軽微で済むと考えられるが、それでも大規模な資金流出が生じたことは、今回のコロナショックが如何に大きなものであったかを物語っている。

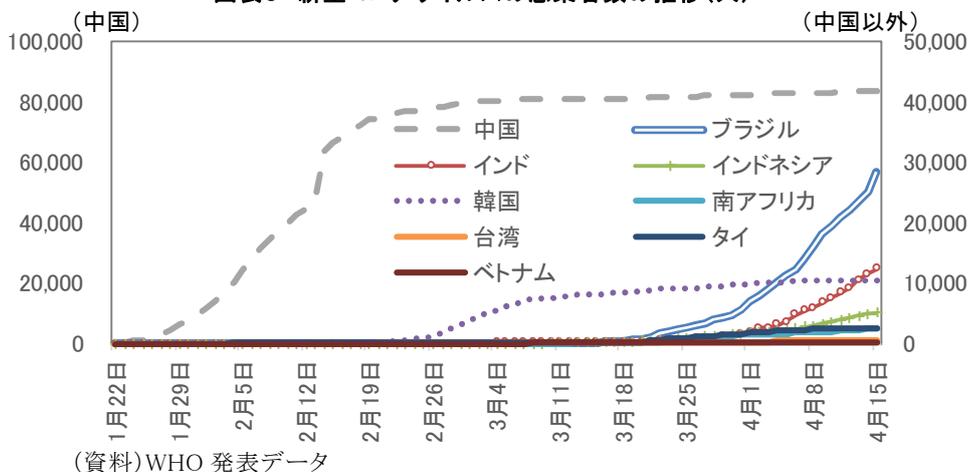
#### 5. 今後への展望

4月に入り、新興国からの資金流出ペースはいったん鈍化しているものの(前掲図表1)、この先再び流出ペースが加速する可能性が高いと考えている。

その理由として第一に、多くの新興国における新型コロナウイルスの感染拡大は、これから加速する可能性が高いことが挙げられる。実際、これまでのところ欧米先進国や中国と比べて感染者数は少ないものの、ブラジルやインド、インドネシアなどでは4月以降、感染者数の増加ペースは

加速している(図表9)。医療体制の弱さを踏まえると、これらの国ではこの先、感染拡大が大きな問題になる可能性が高いと考える。

図表9 新型コロナウイルスの感染者数の推移(人)

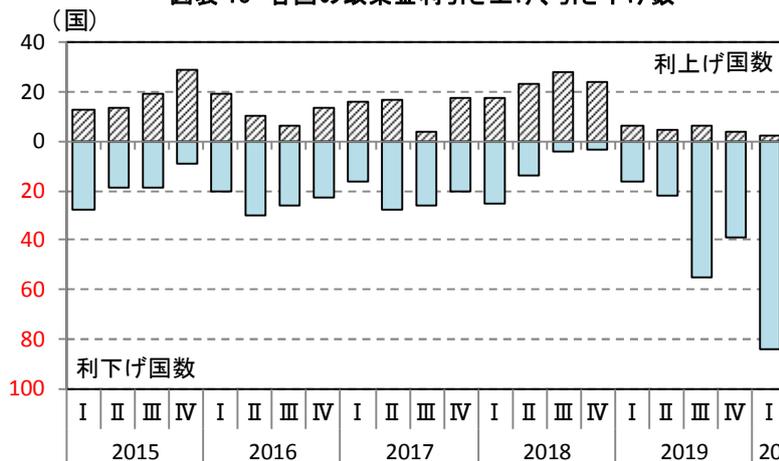


(資料)WHO 発表データ

第二に、貿易面での悪影響が統計として把握できるまでに、まだしばらく時間がかかることが挙げられる。例えば、足元1か月の合計で2,000万人を超える米国の新規失業保険申請件数など、今局面の経済悪化ペースは、市場予想を遥かに超えることが多く、同じことが新興国の輸出データにも当てはまる虞があり、新興国に対する市場の見方が再び厳しいものになる要因となりうる。

第三に、中長期的には、新興国の財政状況の悪化懸念もある。景気悪化による税収減に加え、感染防止のための財政支出を余儀なくされることは財政悪化につながる。本稿の対象先ではないが、既にアフリカ等の低所得国はIMFに救済を求める動きが見られている。経済や財政状況の悪化を理由に格付機関によるソブリン格下げも増えている。本稿対象先についても、既にMoody'sによる南アフリカの格下げ(「Baa3」⇒「Ba1」)が発表されており、今後は他の対象先も格下げされる虞があり、それが更なる資金流出につながることも懸念される。

図表10 各国の政策金利引き上げ、引き下げ数



(注) 同じ四半期に2回利上げした国は2カ国としてカウント。

(資料)各中央銀行

政府による財政政策と並んで、中央銀行が担う金融政策も、今後の新興国を巡るマネーフローを左右する要因として重要である。図表10の通り、これまでのところ、コロナショックによる経済への悪影響を緩和するために利下げを行う国が殆どである。しかし急激な資金流出が続く場合、外的

ショックへの耐性が低い南アフリカ、ブラジル、インド、インドネシアなどは、資金流出と通貨レート下落を防ぐために、利上げに転じることを余儀なくされることも考えられる。この場合は「金利上昇が経済に打撃を与え、それが通貨下落と資金流出を招いて更に金利を上げざるを得なくなる」という悪循環に陥り、さらに厳しい状況に陥る国が増えるリスクもある。

新型コロナウイルスの感染収束は依然として見通せず、主要国のロックダウン措置は今後も続く見込みである。金融市場におけるリスクオフの動きは当面、燻り続ける可能性が高い。ブラジル、南アフリカ、インド、インドネシアをはじめ、多くの新興国は今後も逆風に曝され、深刻な資金流出に見舞われる虞があり、引続き注意する必要がある。

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。