

Weekly
エコノミスト・
レターQE3縮小と新興国からの資金流出
～耐久力、リスク、実体経済への影響

経済研究部 研究員 高山 武士
(03)3512-1824 takayama@nli-research.co.jp

1. 今年5月22日、FRBのバーナンキ議長が量的緩和策の縮小について言及したことを引き金に、新興国・地域では資金流出の動きが加速した。量的緩和策と新興国・地域における資金流出入の関係を定量的に把握することは難しく、また実際にQE3は縮小されたわけではないが、売りが売りを呼んでいる状況にある。
2. 過去20年を見ると、短期的な変動を除けば、株や為替の暴落が観測されたのは極端な信用収縮が発生した通貨危機と世界金融危機の2回である。それ以外の、マネーの収縮、投資家の（信用収縮までには至らない）リスクオフ姿勢、ファンダメンタルズの低迷を要因とした株安や通貨安は、変動が急激ではなく、また、それほど深刻化せずに調整されてきたと見られる。
3. 今回の新興国売りが通貨危機に類する危機を誘発する可能性は低い。通貨危機時と比較し、外貨準備高を積み増し、通貨下落に対する耐久力が増していること、対外債務残高を減らし、また外貨調達ハードルを下げる枠組みを作ったことで、通貨安を引き金にした資金繰りのひっ迫が発生するリスクも低下しているためである。
4. しかし、資金引き揚げに対する耐久力は国・地域ごとに異なる。経常赤字を抱え、外貨準備や対外金融資産が比較的少ないインドネシア、インド、ブラジルでは資金引き揚げに対する耐久力が弱まっている。これらの国ではさらなる通貨下落の可能性があるといえる。
5. これら経常赤字国で懸念される悪影響は実体経済の成長鈍化である。通貨安によるインフレ圧力の増加や、利上げを含む通貨防衛で国内の景気が減速する可能性がある。問題の根源であるQE3の縮小が開始され、市場が材料を消化するまではじりじりと通貨安が進む可能性が高い。そのため、これらの国では景気の下押し圧力が強まるだろう。
6. ただし、米国経済の回復などにより輸出が拡大、構造的要因である経常収支に改善が見られれば、通貨安圧力は弱まり、悪影響も限定的なものに留まるだろう。
7. 逆に、輸出の拡大と経常収支の改善が見られなければ、通貨安圧力が続くリスクがある。この場合、成長を犠牲にしつつ追加利上げや規制によって通貨安を抑制する必要性が生じるだろう。経済活動が鈍化すれば輸入が減り、経常赤字が改善するため、通貨安圧力も弱まるだろうが、成長率の低下はまぬがれ得ない。そのため、今後の新興国・地域の輸出や経常収支の動向は注目と言える。

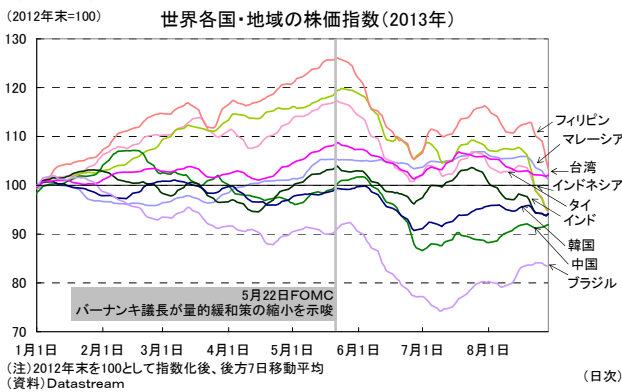
1. 米国の量的緩和と新興国・地域への資金流入

1. 新興国・地域で生じた株安・通貨安

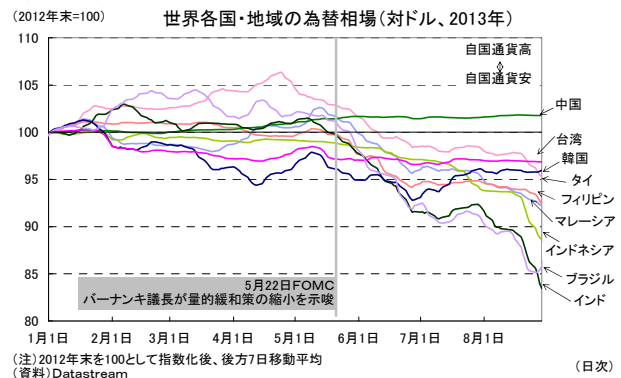
今年、5月後半から新興国・地域¹で株安、通貨安が進んだ（図表1・2）。5月22日の米FOMC後にバーナンキ議長が量的緩和策（QE3）の段階的縮小、いわゆるテーパリングについて言及したことが引き金となった。

これまで、量的緩和による金余りが続き、新興国・地域には多くの資金が流れ込んでいた。しかし、量的緩和が縮小されることで、こうした新興国・地域への資金の流れが逆回転するとの思惑から、新興国売りにつながったと見られる。

（図表1）



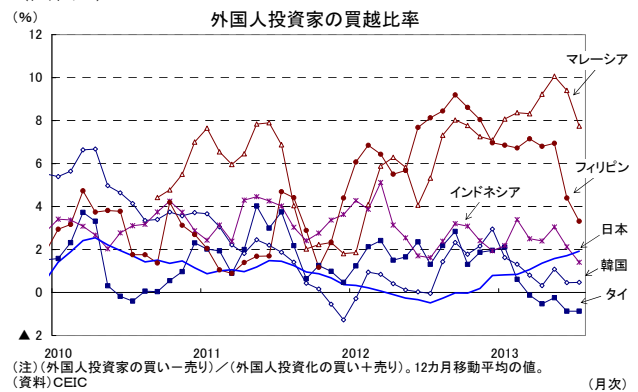
（図表2）



現実には、まだ米国で金融緩和の縮小が実施されたわけではない。しかし、実際に新興国・地域の株式市場では、外国人投資家が株を売り²、資金流出が発生している（図表3）。

一因として、新興国・地域では資金引き揚げの動きが加速しやすい構造になっていることが挙げられる。新興国・地域に資金が流入する過程では、通貨高（ドル安）圧力が生じやすく、外国人投資家にとってはドルベースでの収益率が

（図表3）



が高まる。そのため、新興国・地域への投資が魅力的となり、さらなる資金流入圧力となる。逆に、資金が流出する過程では、通貨安（ドル高）圧力が生じやすく、ドルベースでの収益率が低下する。そのため、いったん売られると売りが売りを呼ぶ。引き金はQE3縮小「観測」だったが、現実には売られたことで、その動きが加速した。

2. 米国の金融政策と新興国・地域の金融市場

そもそも、過去に米国の金融政策は新興国・地域にどれだけの影響（資金流入や資産価格の押し上げ）を与えたのだろうか。まず、この点について確かめたい。

結論から言うと、米国の金融政策と新興国・地域の資産価格の関係は明確には分からない。つまり、「①米国の金融緩和→②マネー増加→③新興国・地域への資金流入」のいずれの関係も定量的に示すことは難しい。

まず、①金融緩和→②マネー増を確認してみる。図表4には米国の政策金利とマネタリーベース

¹ 本稿における分析対象国・地域は主にインド・韓国・台湾・マレーシア・タイ・インドネシア・フィリピン、ブラジル。

² 図表3では移動平均のデータを記載しているが、単月のデータでは5・6月以降、外国人投資家の売越しとなっている国も多い。

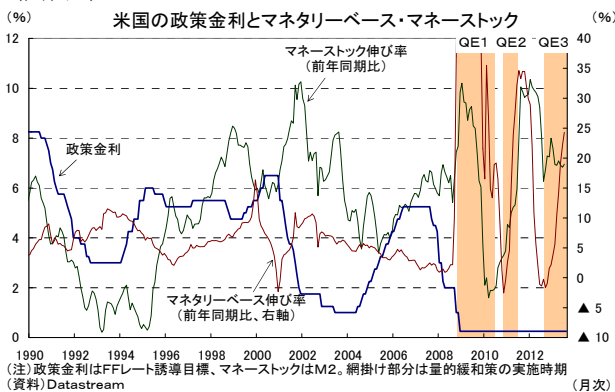
(=現金+準備預金)の増減、マネーストック(M2=現金+準備預金+市中預金)の増減を示している。例えば、2004年6月からの利上げ局面では、中央銀行が直接コントロールできるマネタリーベースの伸び率が鈍化しているが、マネーストックの伸び率はむしろ2005年以降に拡大しており、動きが異なる³。金融緩和が信用収縮期に行われることを考えると、緩和がマネーの拡大を伴うまで、ラグが生じることもあるし、逆の動きをすることもある。そのため、金融政策スタンスとマネーの増減の関係を一般化することは難しい。

また、②マネーの拡大→③新興国・地域への関係も明確ではない。マネーが増える過程では、投資も増えている(何らかの資産が買われている)と思われるが、投資対象が国内の資産なのか、新興国・地域の資産なのか、資源や商品なのかは時々によって異なる。こうした資産価格は投資家の期待(予想)や実需、ファンダメンタルズによって左右され、また、こうした要因は無視できないほど大きい。例えば、米国株も新興国・地域の株と同じように量的緩和によって押し上げられてきた面があるだろう。しかし、新興国・地域の株ほど目立った下落は見られない(図表5)。一方、金価格については、かなり前の2011年にピークを打っている。新興国・地域の株だけに限っても、国・地域ごとに状況が異なっている。

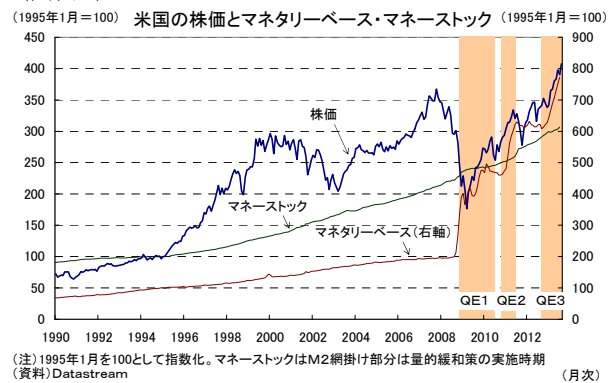
加えて、アジアでは1990年後半に通貨危機に見舞われ、その前後で為替制度をはじめ、多くの制度が変更されている。アジア通貨危機後に米国で金融緩和から緊縮への政策転換が生じたのは2004年6月からの利上げ局面のみである。過去の経験から金融引き締めによる新興国・地域への影響を定量的に把握するには、サンプルが少なすぎる。

しかし、米国の動きと切り離して、資金引き揚げが新興国・地域に与える影響を確認してみることは有用だろう。そこで、本稿では、新興国・地域における為替動向や資金の流れのみに焦点を当てて見ていく。

(図表4)



(図表5)



2. 資金引き揚げに対する耐久力

1. 過去20年の株・為替の推移

まず、過去20年間で、新興国・地域にどれほどの資金流入があったのか確認する。資金の流れである資本投資収支の動向は3節で外貨準備高を含めて確認することにして、ここでは、1995年以降の新興国・地域における株や為替の推移を見る(図表6・7)。

図表6には1995年以降の株価を名目GDPで割り引いた指数を示している。経済成長率がファンダメンタルな株価の伸びを示していると考えれば、この指数はファンダメンタルな株価の変動を

³ 長い目でみれば信用乗数(=マネーストック/マネタリーベース)は1995年から2006年まで比較的安定していた。しかし、2007年以降は、リーマンショック前に一時的に増加、リーマンショック後は(量的緩和策の実行に伴い)急低下するなど、安定していない。

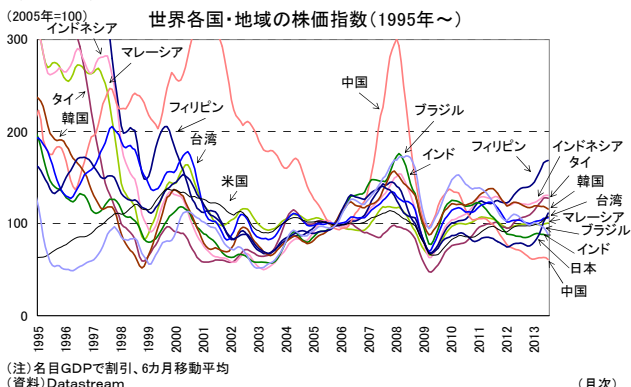
除去した、投資家の株選好度（資本流入の強さ）の目安と考えられる。この図表からは、目立った株安が過去2回の危機（1997年からのアジア通貨危機、および、2008年の世界金融危機）で発生しているが、その他の期間は、中国を除き比較的安定していることがわかる（いずれの国・地域でもここ10年は100前後で推移している）。また、米国で量的緩和が開始された後は、国・地域によってばらつきはあるが、フィリピン、インドネシア、タイで株高圧力が強まっている。

また、図表7には購買力平価に対する為替の動きを示している⁴。これも均衡レートからの乖離であり、通貨選好度（資金流入の強さ）の目安となる。ここからは、先進国通貨である日本円はPPP対比で割高、新興国・地域の通貨は割安で推移していることが分かる。また、株価と同様、過去2回の危機で大きな変動が見られるが、その他の期間は多くの国・地域で横ばい、もしくは割高方向（PPPに収束するよう）に推移している。変動の大きいブラジルや割安方向に動いている台湾は例外的といえるが、これらの通貨を含め、米国で量的緩和が開始された後は、横ばいかやや通貨高方向に推移していると言えるだろう。

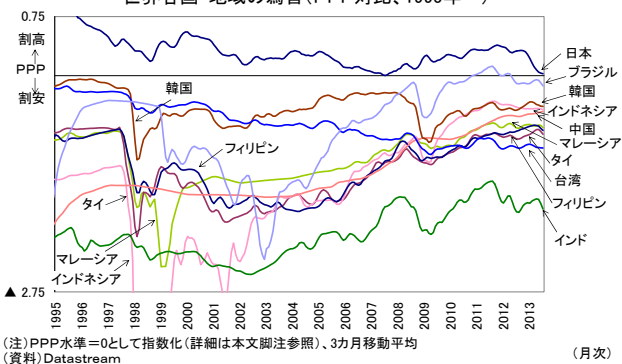
以上をまとめれば、過去20年を見る限り、短期的な変動を除けば、株や為替の暴落が観測されたのは危機に限られていると言える。これらの危機に共通しているのは、急激な信用収縮（とその連鎖）であり、これが株や通貨の暴落要因と考えられる。逆に、マネーの収縮、投資家の（信用収縮までには至らない）リスクオフ姿勢、ファンダメンタルズの低迷を要因とした株安や通貨安は、変動が急激ではなく、また、それほど深刻化せずに調整されていると考えられる。

では、現在の新興国・地域の状況が危機をもたらす可能性はあるのだろうか。次にこの点について考えたい。

(図表6) 世界各国・地域の株価指数(1995年～)



(図表7) 世界各国・地域の為替(PPP対比、1995年～)



2. 危機の可能性

米国の量的緩和策が実行された頃から、名目GDP対比での株高や、PPP対比での通貨高が進んだ新興国・地域は少なくない（前掲図表6・7）。確かに、米国で量的緩和策が実行された後の新興国・地域への資金流入圧力は強かったといえる。しかし今後、新興国・地域でいわゆる「危機」が発生し、株や通貨が暴落する可能性は低いと考えている。

その理由として、まずアジア通貨危機が発生した1990年代と現在とでは、通貨制度が大きく違うということを指摘しておきたい。アジア通貨危機では、実質的に通貨をドルに固定させていた

⁴ 図表中の為替はPPP（購買力平価）の水準が0、それより割高であればプラス、割安であればマイナスとなるように指数化している。PPPの算出は、基準年や使用するインフレ率などにより変わりうるが、ここではIMFで公表されているPPPを月次に線形補完して使用した。また、具体的な指数の算出は次の通り。

ドル換算の実勢レート > PPP（つまり実勢レートが割安）であれば、指数 = $(1 - \text{実勢レート} / \text{PPP})$

ドル換算の実勢レート < PPP（つまり実勢レートが割高）であれば、指数 = $(\text{PPP} / \text{実勢レート} - 1)$

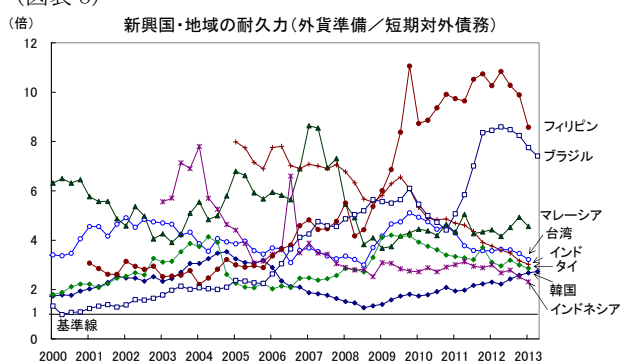
例えば、日本円でPPP=100（円/ドル）のとき、200円/ドル（PPP対比で200%）は指数=-1であり、50円/ドル（PPP対比で50%）は指数=+1である。このとき、両者のPPP水準（0線）からの距離が等しくなるように変換している。

国・地域が多い（前掲図表 7 も参照）。そのため、経常赤字だった国では、通貨に売り圧力がかかる一方で、為替相場は固定しなければいけない状況にあった。通貨に売り圧力が生じた際は、固定相場を守るために当局が外貨準備を取り崩す必要が生じる。通貨危機の発端となったタイは、こうした点をヘッジファンドに狙われ、パーツを売られている。結局、当時は当局がパーツ売りを外貨準備で買い支えることが出来なくなり、通貨制度は管理フロート制へ移行、パーツは大暴落した。

現在は、多くの新興国・地域がすでに固定為替相場制を放棄しているため、極端に言えば当局は外貨準備を取り崩して自国通貨を買い支える必要はない。つまり、理論的には、市場にまかせた自国通貨の下落を放任すれば（介入しなければ）、外貨準備の枯渇は起こりえない。

また、今は当時と比較し、外貨準備が豊富にある。IMF では保有外貨準備の目安として短期対外債務以上、輸入額の 3 カ月分以上が望ましいとしており、実際、すべての国・地域でこの水準をクリアしている（図表 8・9）。そのため、介入を行って通貨の急激な変動を抑制する余裕もある。

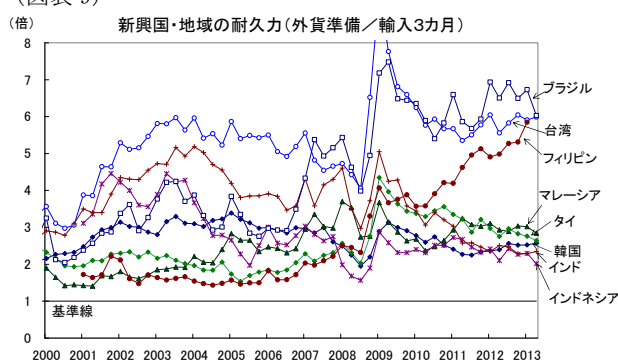
(図表 8)



(資料)CEICよりニッセイ基礎研究所作成

(四半期)

(図表 9)



(資料)CEICよりニッセイ基礎研究所作成

(四半期)

問題は、自国通貨が下落することで、外貨調達コストが上昇する点だろう。通貨危機では、ドル建ての（短期）債務を抱えた企業が多かったため、外貨調達コストの上昇によってこうした企業が債務返済できなくなることが問題となった。

しかしながら、現在は、海外からの与信が極端に多いわけではない（図表 10）。対外債務に対する外貨準備も多い（前掲図表 8）。チェンマイニシアティブに代表されるような国をまたいだ資金の融通（スワップ）契約も結ばれており、外貨調達のハードルは下がっている。その意味では、通貨安を引き金にして大規模な資金繰りのひっ迫が発生、危機を引き起こす可能性は低下している。

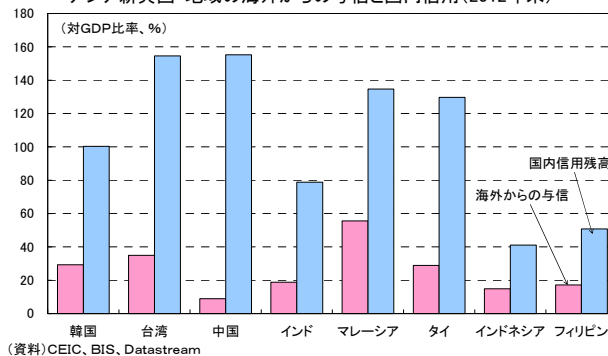
ただし、通貨安が急激に進めば、企業のなかには外貨調達に行き詰まり、経営が悪化するところも出てくる可能性はある。大規模な信用収縮に至らないとしても、資金繰りや流動性の動向には注意する必要がある。

また、通貨安によって輸入インフレが促進されるなど、実体経済への悪影響が生じる可能性がある。現実的に、経常赤字国で抱える最も大きな問題は、この実体経済への悪影響だろう。これについては第 3 章で述べたい。

したがって、当局は外貨調達コストの上昇と実体経済への影響を緩和するために、介入などで通貨防衛を行う必要に迫られる。そのため、危機に至らなくても、通貨下落に対する耐久力がどの程度あるのかが重要になってくる。

(図表 10)

アジア新興国・地域の海外からの与信と国内信用(2012年末)



(資料)CEIC、BIS、Datastream

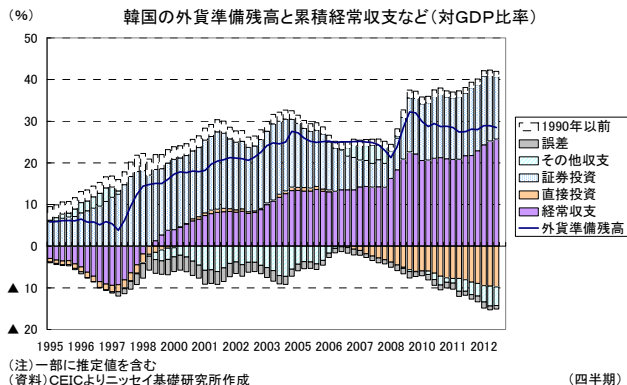
3. 資金引き揚げに対する耐久力

資金引き揚げに対する耐久力は国・地域ごとに異なる。耐久力に懸念が生じる代表例は、①經常赤字国、②対外金融負債（特に証券投資）の多い国、③外貨準備の少ない国、だろう。

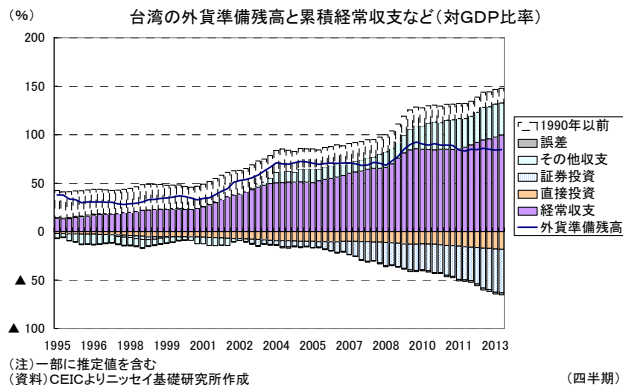
理由としては、①では輸出等で獲得する外貨より、輸入等で支払う外貨が多く、經常取引で外貨が流出する構造であること、②では対外金融負債、特に株式や債券など証券系の負債を多く抱えていれば、それが引き揚げられ、資金流出する可能性も大きくなること、③では外貨準備の少なさが、当局の通貨下落に対する介入余地の小ささ（耐久力不足）を直接的に表していること、が挙げられる。

また、これら3つの要因は密接に関係している。經常赤字国（①）はその赤字をファイナンスするために海外から資金を調達しなければならない、つまり、対外金融負債を増やす（②）必要がある。もしくは、外貨準備を取り崩さなければならない（③）。海外から流入している資金が直接投資であれば、簡単に資金を引き揚げることはできないが、証券投資で流入している場合は、流動性が高いため、短期間で引き揚げられる可能性もある。

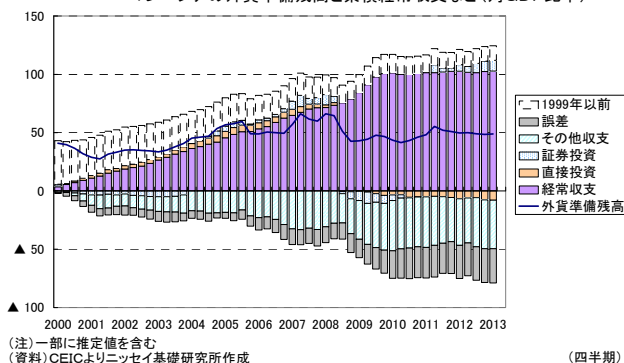
(図表 11) 韓国の外貨準備残高と累積經常収支など(対GDP比率)



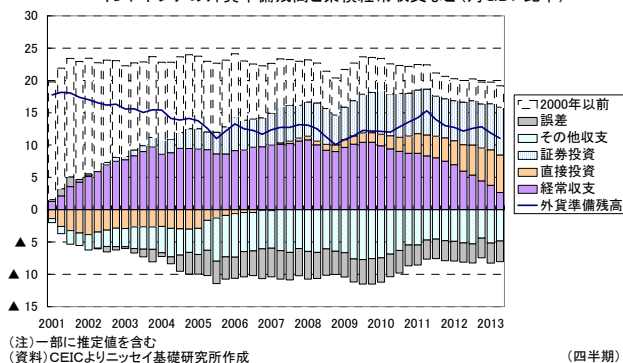
(図表 12) 台湾の外貨準備残高と累積經常収支など(対GDP比率)



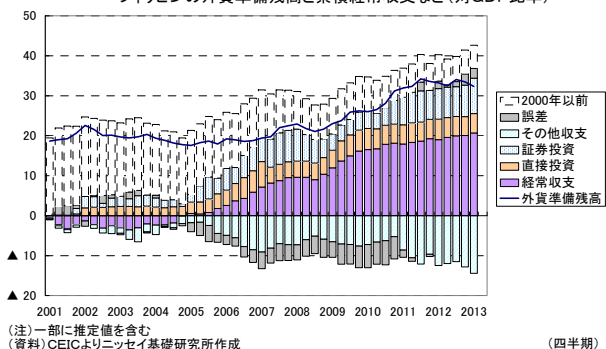
(図表 13) マレーシアの外貨準備残高と累積經常収支など(対GDP比率)



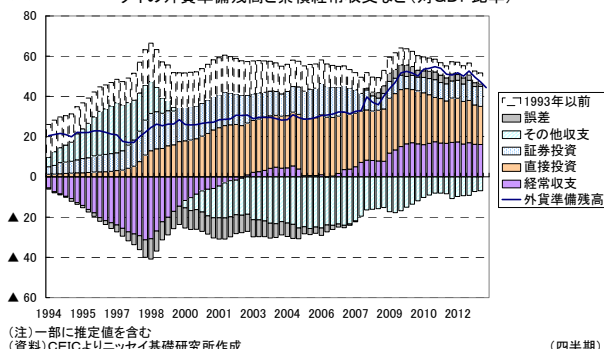
(図表 14) インドネシアの外貨準備残高と累積經常収支など(対GDP比率)



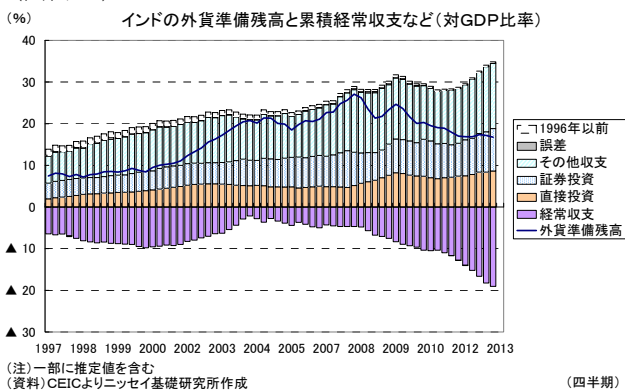
(図表 15) フィリピンの外貨準備残高と累積經常収支など(対GDP比率)



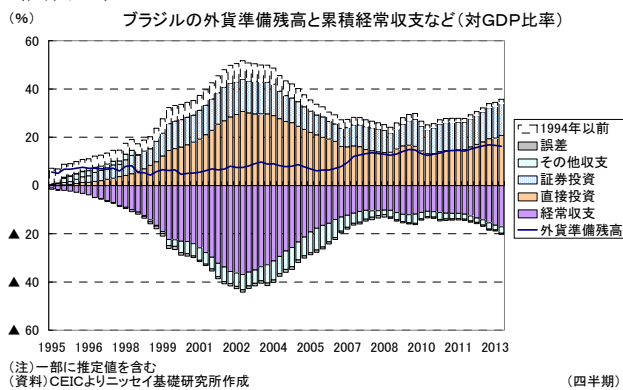
(図表 16) タイの外貨準備残高と累積經常収支など(対GDP比率)



(図表 17)



(図表 18)



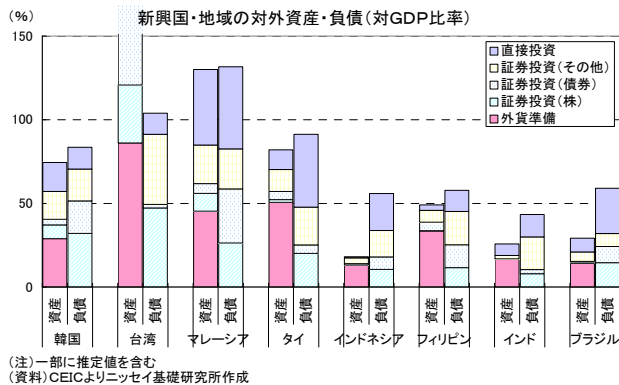
こうした点を踏まえ、新興国・地域の累積経常収支、累積資本収支、外貨準備高の推移を確認したい⁵ (図表 11~18)。

まず、経常黒字国である韓国、台湾、マレーシア、フィリピン、タイでは、少なくとも通貨危機後には順調に外貨準備を積み上げていることが分かる。特にタイは経常収支だけでなく、直接投資の流入も大きく、安定した資金流入が見られる。韓国やマレーシアでは、金融危機時に証券投資の減少と外貨準備高の取り崩しが目立ったが、積み増してきた外貨準備と比較すれば、その規模は小さかったと言える。ただし、韓国は対外債務に対して外貨準備が大きく減少しており(前掲図表 8)、為替の下落幅も大きいことから(前掲図表 7)、経常黒字の国・地域のなかでは通貨安となるリスクは高いと言える。

その他のインドネシア、インド、ブラジルは経常赤字国⁶、資金引き揚げへの耐久力が小さい。

GDP対比で見て、インドネシアでは累積経常収支の減少が急激に進んでいること、インド、ブラジルでは累積経常収支の赤字拡大ペースが加速していることは注意すべきだろう。これは、外貨準備を積み増すことが難しくなっていることを意味する。実際、インドネシア、インドについては、累積経常収支の縮小(赤字の拡大)を直接投資でファイナンスできておらず、結果として、外貨準備対GDP比率が減少傾向にある。また、インドネシア、インド、ブラジルでは外貨準備以外の対外金融資産も少ない(図表 19)。つまり、これらの経常赤字国は、当局でも民間部門でも通貨下落に対する耐久力が弱まっており、資金引き揚げが見られると、通貨安が進みやすく、その悪影響を受けやすい状況にあることが分かる。

(図表 19)



4. どこまで通貨安は進むか

経常赤字国をはじめ、資金引き揚げに対する耐久力が弱い国では、通貨安を甘受しなければならぬ。そこで、ここでは、アジア通貨危機以降に最も通貨の下落が大きかったリーマンショック時

⁵ 経常収支統計において、資金の増加をプラスとして記載する。つまり、
 $経常収支 + 資本収支 + 誤差 = 外貨準備高の増 (+) 減 (-)$
 という等式が成立する(資本収支には外貨準備高の増減を含めていない)。ここから、
 $累積経常収支 + 累積資本収支 + 累積の誤差 \cdot 脱漏 = 外貨準備高$
 という関係が成立する。図表において、累計の基準となる年をデータの入手可能性により国・地域によって変えている。基準時点での外貨準備高は図表中に点線で記載している。

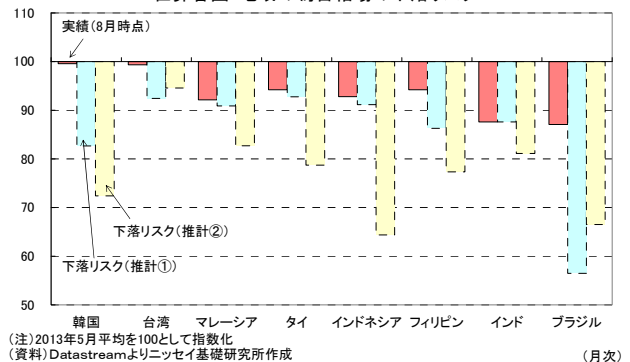
⁶ インド、ブラジルでは長期間にわたって経常赤字が続いているが、インドネシアが経常赤字となったのは最近である。

のデータを確認することで、今後の発生しうる通貨安のリスクについて考えて見たい。

図表 20 には、リーマンショック時と同じような通貨下落が生じた場合、現在（QE 3 の縮小観測が見られた 5 月）と比較して、年末時点にどれだけ為替レートが減価しうるかを示している⁷。

今回は 2 種類の推計を行っており、ひとつがリーマンショック前後で発生した通貨下落率と同等の下落が起きるとして試算したもの（推計①）⁸、もうひとつがリーマンショック後の P P P 対比での最安値（割安度）まで減価するとして試算したもの（推計②）である。5 月と比較して 8 月時点でも、インドネシア、インド、ブラジルの通貨は大きく下落しているが、年末にかけさらに落ち込む可能性もある。

(図表 20)
 (2012年5月平均=100) 世界各国・地域の為替相場の下落リスク



3. 実体経済への影響

1. 実体経済への悪影響と課題

資金引き揚げの動きに弱い経常赤字国、つまりインドネシア、インド、ブラジルで最も懸念されるのが通貨安による実体経済への悪影響である。これらの国では、通貨安が発生する以前から国内にインフレ要因（供給制約、賃金の上昇など）が存在していたこともあり、通貨安でさらにインフレ圧力が増加すれば、家計の購買力低下と個人消費の低迷が深刻になる可能性がある。

教科書的には、通貨安は、輸出増と輸入減をもたらす。そのため、経常赤字が改善に向かい、自然と通貨安圧力は減少、為替レートが安定する。しかし、現実には輸出が増えず経常赤字の改善が見られない。

そのため、政府や金融当局が意図的に通貨防衛策や、経常収支の改善策を打ち出している（図表 21）。5 月以降、高頻度で対策が打ち出されていることを見ると、通貨安に対する嫌悪感の大きさが分かる。特に、中央銀行による利上げは、国内の景気を冷やすため、経済成長が犠牲となる。しかし、当局はインフレの促進と外貨調達コストの上昇というデメリットの方が大きいと判断したといえる。

(図表 21)

5月以降に発表された主な通貨防衛策等

インドネシア	利上げ(6月以降は計3回、1.25%) 預金ファンリシティ金利引き上げ(6月以降は3回、1.25%) 貸出ファンリシティ金利引き上げ 通貨スワップ実施(複数回) 預金準備率引き上げ 預貸率引き下げ 国内投資家向けの譲渡性預金「中銀預かり証券(SDBI)」の発行 中銀ドル預金の期日拡充 一部輸入品の増税 鉱物輸出の制限緩和 輸出比率が30%以上の企業への税優遇 投資優遇税制の拡充 外資の出資比率の規制緩和
インド	MSF(限界貸出制度)の借入金利引き上げ(8.25→10.25%) バンクレート引き上げ(8.25→10.25%) LAF(流動性調節制度)での資金供給枠制限 対ドル先物取引への保証金増額 海外直接投資(FDI)の規制緩和 金輸入の規制強化 低出資比率の外国投資家に対する投資規制緩和 自動認可制度の下での対外投資上限を引き下げ 自由送金制度の下での海外送金上限引き下げ 不動産の購入を目的とした送金の禁止
ブラジル	利上げ(4月以降で計4回、1.75%) 通貨スワップ実施 国人投資家による債券投資取引税を引き下げ

(資料)各種報道よりニッセイ基礎研究所作成

ただ、残念ながら、現在のところ事態の劇的な改善には至っていない。冒頭に述べたように通貨安が続く限りは売りが売りを呼ぶ状況を脱することは難しい。そのため、問題の根源であるQE 3 の縮小が開始され、市場が材料を消化したと考えるまでは、じりじりと通貨安が進む可能性が高いと考えている。

⁷ 月次平均データを用いて分析しているため、日次データやより頻度の高いデータから得られる極端な下落リスクは考慮していない。

⁸ 具体的には 2007～09 年で最も割高となった月と最も割安となった月から、通貨の下落率を算出。これと同じ下落が 5 月以降、年末にかけて発生するとして算出。

昨年も、欧州債務問題による緊張感の高まりから資金引き上げの動きが見られたが、その際はギリシャでの選挙など引き金となった原因が比較的短期間で沈静化したため、株安や通貨安も短期間で解消している。ただし、今回は引き金となったQE3縮小がまだ開始すらしていないことから、市場が材料を消化するまでには時間がかかると見られる。少なくともQE3の縮小が実際に始まるまでは、通貨安の圧力が続くだろう。

ただし、米国の景気回復が明確になり、輸出が拡大するなど、構造的要因である経常収支が改善すれば、通貨安は一服し、悪影響は限定的なものに留まると見られる。

一方、輸出の改善が見られなければ、通貨安圧力が続くリスクがある。政府や中銀はさらなる対策を求められ、成長を犠牲にしつつ追加利上げや規制によって通貨安を抑制する必要性が生じるだろう。経済活動が鈍化すれば輸入が減り、経常赤字が改善するため、通貨安圧力も弱まるだろうが、成長率の低下はまぬがれ得ない。

この意味では、今後、米国の景気回復が新興国・地域にとって恩恵のあるものになるかどうか、特に新興国・地域の輸出がどれだけ改善するのかは注目と言える。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。