

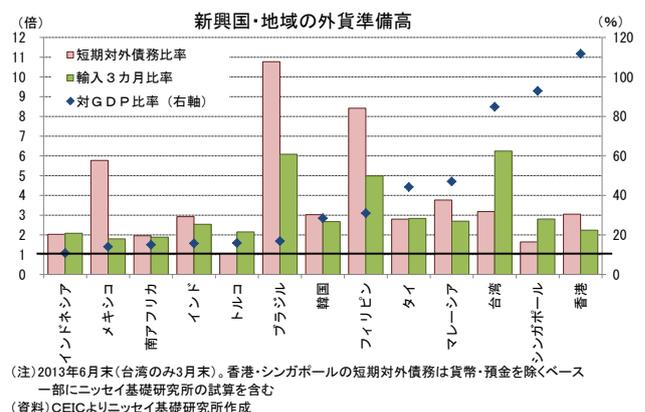
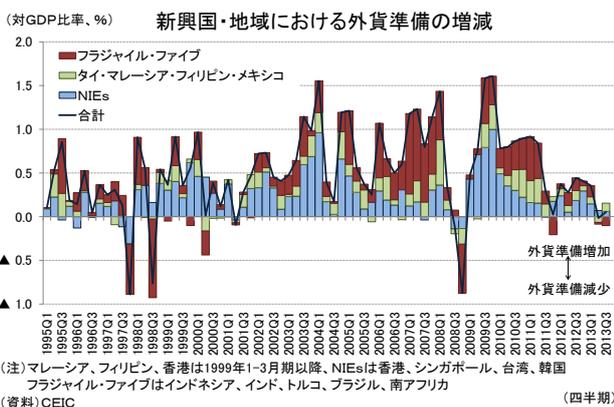
Weekly  
エコノミスト・  
レター

## 「新興国・地域からの資金引き揚げ」と警戒すべきリスク

経済研究部 研究員 高山 武士

(03)3512-1824 takayama@nli-research.co.jp

1. 2013年5月にバーナンキFRB議長（当時）が量的緩和策の縮小に言及して以降、経常赤字国を中心に新興国・地域の通貨が大きく下落し、特に「外国人投資家による新興国・地域からの資金引き揚げと先進国市場への還流」に注目が集まった。本稿では、この時期の新興国・地域における資本の流出の動きを確認していく。
2. 証券投資（株や債券）に限れば「外国人投資家による新興国・地域からの資金流出」がすべての新興国・地域で言葉通りに発生した訳では無かった、つまり、証券投資収支が「流出超過」とならなかった国・地域は多かったことが分かる。
3. 証券投資に預金や貿易信用、貸付などを含んだ資産全体で見ると流出に転じている国も多い。ただし、この流出規模はそれほど大きくなく、ブラジイル・ファイブに関しては、経常収支赤字による外貨流出の方が深刻な状況とも言える。
4. 金融市場では外国人投資家の株式の売り越しが目立つ。ただし、海外への資本流出がそれほど目立っていないことを考えると、新興国・地域の市場内で、国債など比較的安全な資産の形でとどめて置かれたことや、一部の外国人投資家が、相場下落時のタイミングで、むしろ値ごろ感から買いを入れたことなどの可能性も考えられる。この場合、新興国・地域では、いまだに多くの資本が外国人投資家によって保有されており、潜在的な資本流出リスクを抱えているという点には警戒が必要だろう。
5. 新興国・地域で危機が発生するリスクは低いと思われるが、トルコのように短期の外貨対外債務に比べ外貨準備の保有残高が少ない国も見られる。こうした国については、今後の資金繰りの動向には注意を払う必要があるだろう。



# 1. 資本流出入の動向

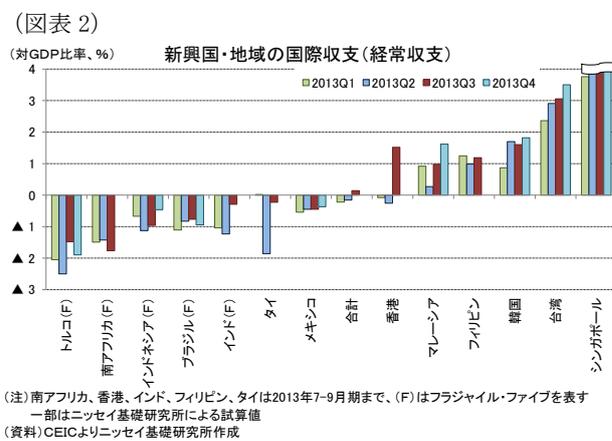
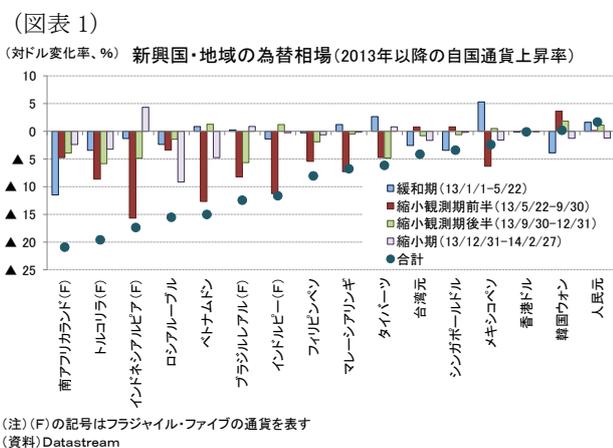
## 1. 二極化するアジア新興国・地域の通貨

2013年5月22日、バーナンキFRB議長（当時）が議会証言で量的金融緩和策（QE3）の縮小に言及したことを発端に、経常赤字の新興国・地域を中心に通貨への売り圧力が強まった（図表1・2）。特に売り圧力が強まった5カ国（あるいはその通貨）にはフラジャイル・ファイブ<sup>1</sup>という不名誉な名称も与えられた。

2013年後半に発生した通貨下落の特徴としては、経常収支の赤字・黒字による選別色が大いことその他に、下落時期が議会証言後から9月ごろに集中していることが挙げられる。実際に量的緩和の縮小が開始されたのは年明けからであるが、今年の通貨下落幅は以前ほど強くない<sup>2</sup>。新興国・地域において積極的に利上げなど通貨下落への防衛策を実施しており、また市場が議会証言後の短時間で量的緩和縮小というイベントの大部分を織り込み、G20などを経て先行きにおける量的緩和の段階的縮小というシナリオの確実性が高まったため、むしろ不透明感が払拭されたことで極端な変動が起きにくくなったという背景があると見られる。

さて、新興国・地域における通貨の下落要因としては「外国人投資家による新興国・地域からの資金引き揚げと先進国市場への還流（回帰）」に注目が集まった。現在も新興国・地域の通貨は弱含みややすい地合いが続いてはいるものの、議会証言後の短時間で量的緩和縮小の大部分が織り込まれたのであれば、その時点で資本の流出入に大きな変化が生じていても不思議ではない。

そこで本稿では、この時期の新興国・地域における資本の流出入の動きについて、その後公表されたデータなどに基づいて改めて確認していきたい。



## 2. アジア新興国・地域からの資本流出はあったのか？

経常赤字国を中心に通貨の売り圧力が強まったことは、為替相場（図表 1）を見れば明らかである。では、実際の新興国・地域における資本の流れはどうなっていたのだろうか。

### (直接投資・証券投資の動向)

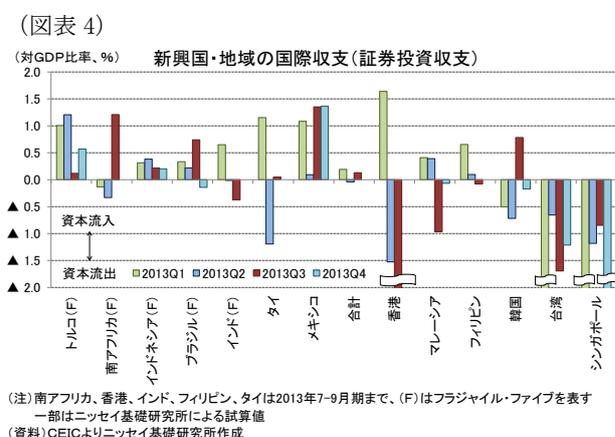
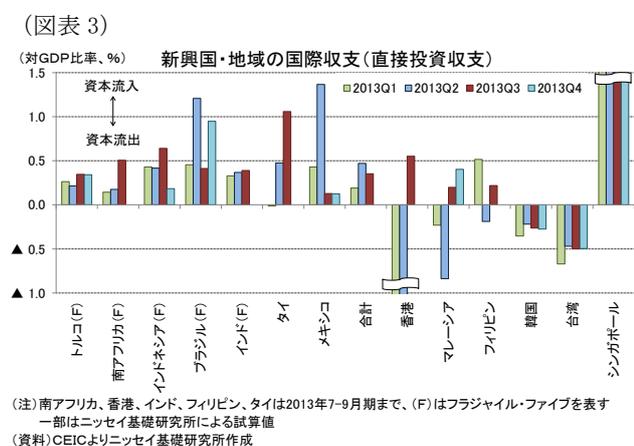
まず、国際収支統計<sup>3</sup>から海外への企業の進出動向を表す直接投資収支<sup>4</sup>を確認したい（図表 3）。

<sup>1</sup> モルガン・スタンレーが名付けた通貨下落が進みやすい新興国（ブラジル、インド、インドネシア、トルコ、南アフリカ）の総称。  
<sup>2</sup> 図表 1 から分かるように、実際に量的緩和の縮小が開始されてから、下落圧力が強まったのはロシアルーブル・ベトナムドン・南アフリカランドなどの一部の国にとどまる。なお、南アフリカに関しては2013年以前から経常赤字への懸念が生じておりランドの下落が進んでいた。  
<sup>3</sup> 現在、新興国・地域における国際収支統計では、第5版に準拠したものを公表している国・地域と第6版に準拠したものを公表して

ここからは、米国で量的緩和の縮小観測が高まった2013年第2・3四半期ごろに大きな変化があったことは読みとれない。香港やマレーシアでは資本の動きが逆になったが、むしろ資本流出から流入に転じている。

次に、株や債券の流出入を表す証券投資収支について確認したい(図表4)。ここからは一部の国において、2013年第2・3四半期以降の流入減少や流出が見られる(トルコ、インド、タイ、マレーシアなど)。ただし、これらの国・地域は必ずしもフラジャイル・ファイブに代表される通貨の下落が進んだ国・地域とは一致しない。実際、南アフリカやブラジルでは資本流入が続いている。

つまり証券投資(株や債券)に限れば「外国人投資家による新興国・地域からの資金流出」がすべての新興国・地域で言葉通りに発生した訳では無かったと言える。そもそも海外投資家が株や債券を「売る」と言った場合、売却の需要が大きくなることの比喻であり、必ずしも証券投資が流出超過に転じることを意味しない<sup>5</sup>が、今回の通貨安局面においても、実際に証券投資収支が「流出超過」とならなかった国・地域は多かった。



### (外貨準備の動向)

最後に、外貨準備の動向を確認しておきたい。外貨準備の変動からは、通貨当局以外の国際取引全体の様子が確認できる(図表5)。

ここからは、インドネシアやブラジル、インドなどのフラジャイル・ファイブや香港や韓国などで外貨準備が減少していることが分かる。これらの国・地域では、当局が為替介入を実施し、自国通貨の下落を防ごうとしたことが示唆されている。通貨危機やリーマンショック時のように大規模な外貨準備の取り崩しが進んだ訳ではないが、新興国・地域全体で見たとき、外貨準備の増加幅は過去と比べて低水準にとどまっている(表紙図表左)。

証券投資だけで見た場合には、急激な資本流出は見られなかったものの、預金や貿易信用、貸付

いる国・地域がある。本稿では、第5版に即した記載を採っており、一部の国ではニッセイ基礎研究所で第5版ベースの値を推計している。つまり、誤差・脱漏を除けば、「経常収支+資本収支=外貨準備増(+)-減(-)」となるよう修正しており、本文中の資本収支は直接投資収支、証券投資収支などを含めた収支のことを指し、第6版の資本移転等収支のことではない(第6版では、誤差・脱漏を除き、「経常収支+資本移転等収支=金融収支」であり、金融収支が従来の資本収支に相当、外貨準備の増減も金融収支に含まれる)。

<sup>4</sup> M&Aやグリーンフィールド投資(建物などを新たに建設して進出する形態)の動きが分かる。投資の実施から回収までの期間が長い傾向があり、金融市場の影響を比較的受けにくい。ただし、大規模なM&Aなどが実施されると投資額は大きく上下する。

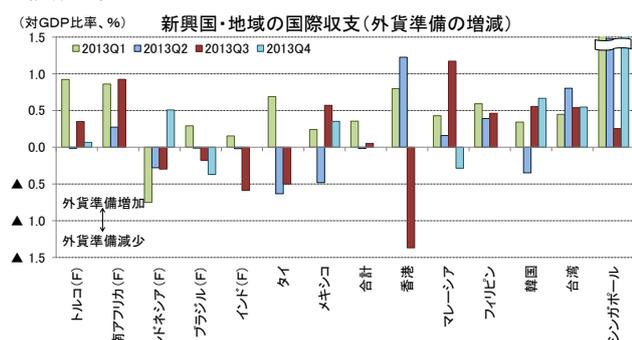
<sup>5</sup> 例えば株などの金融市場における取引では、購入量(金額)と売却量(金額)は常に一致する。株価が下落する局面を「株が売られる」と表現することがあるが、市場全体で実際に売却量が購入量よりも多くなることはない。この場合は、売りたいという投資家が多く、株への需要が下がり取引成立価格が低下したことを「売られた」と表現している。国際取引も同様であり、「売られた」金額と同額だけ「買われて」いる。また、資本流出という表現も同じように「流出」した金額と同額が「流入」していることになる。

もちろん、国際取引では非居住者(外国人)の売りに対して、居住者が買う場合がある。国全体で見たときに、非居住者の売却に対し、非居住者の購入より居住者の購入が多くなれば(非居住者の売買を表す負債側の)収支が赤字になる(つまり、非居住者による取引で見た流出超過となる)ことはある。なお、図表4では非居住者の売買を表す負債側の動きに加えて、居住者の海外資産の売買を表す資産側の動きの両方が反映されている。

などを含んだ資産全体で見ると流出に転じている国が多い（図表 6）。ただし、この流出規模はそれほど大きくなく、この意味では経常取引以外の資本取引に関してはそれほど目立った流出が発生したとは言えない部分がある。むしろ、フラジャイル・ファイブに関しては、現時点では経常収支赤字による外貨流出の方が深刻な状況とも言えるだろう（図表 1 を参考）<sup>6</sup>。

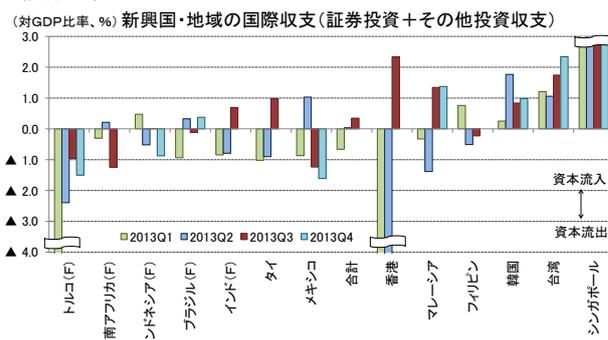
また、インドネシアや南アフリカでは、足もとの外貨準備が増加していることが注目される。これは当局が介入によって相場を下支えすることを限定的にとどめていることを意味しており、この理由としては通貨政策の方針変化や、外貨準備による相場の下支え余力が低下したことが考えられる。後者については、外貨準備の規模と合わせて後述したい。

（図表 5）



（注）2013Q4は、マレーシア、インドネシア、ブラジルのみ、(F)はフラジャイル・ファイブを表す  
合計は上記の国の他に、シンガポールを加えた国・地域、国際収支統計より取得したデータ  
（資料）CEIC

（図表 6）



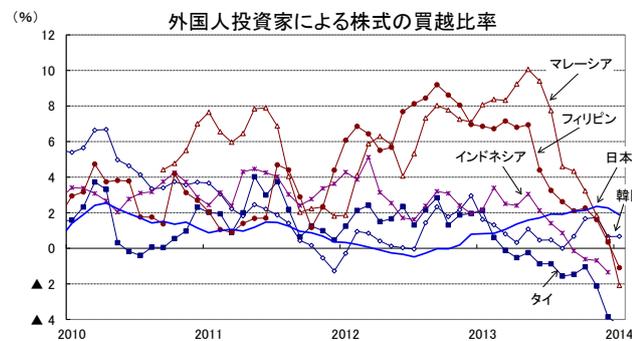
（注）南アフリカ、香港、インド、フィリピン、タイは2013年7-9月期まで、(F)はフラジャイル・ファイブを表す  
一部はニッセイ基礎研究所による試算値  
（資料）CEICよりニッセイ基礎研究所作成

### （国内金融市場の動向）

以上、国際収支の動向を概観してきたが、ここで各国・地域内の金融市場の動向を振り返りたい。国際収支における証券投資の動向は、国によってバラツキが目立っていたが、金融市場では、いずれの国・地域でも大きな変化が生じていることが分かる。

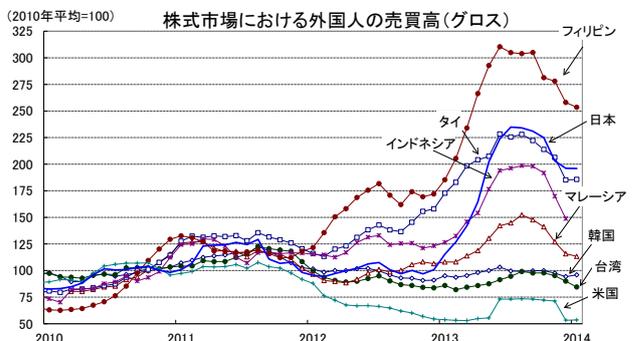
実際、少なくとも外国人投資家の動向を公表している主要なアジア新興国・地域の金融市場（主に株式市場）においては、米国の量的緩和、特に第三弾（QE3）後に外国人投資家の売買が急増し（図表 7）、また継続的に買い越しが続いていたことがはっきりと読み取れる（図表 8）。外国人投資家の買いが、この時期における新興国・地域の株価上昇の一翼を担ってきたことは論をまたないだろう<sup>7</sup>。

（図表 7）



（注）(外国人投資家の買い-売り) / (外国人投資家の買い+売り)。12カ月移動平均の値。  
（資料）CEIC

（図表 8）



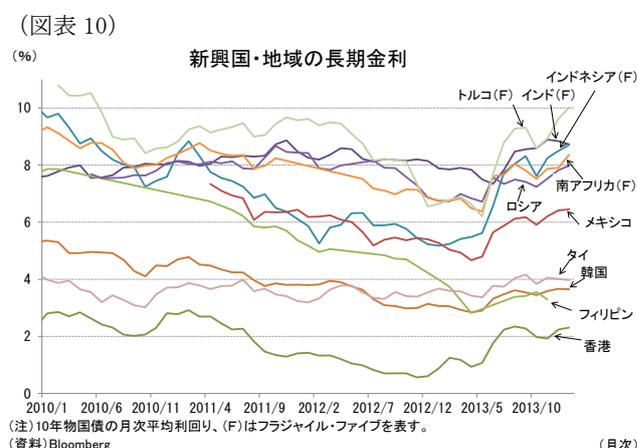
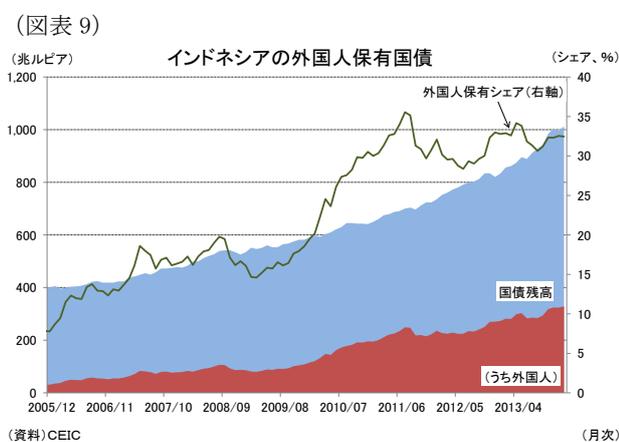
（注）外国人投資家の買いと売りの合計額。6カ月移動平均の値。一部、ニッセイ基礎研究所による推計  
（資料）CEIC、ニッセイ基礎研究所

<sup>6</sup> 南アフリカでは資本流出が目立ったが、むしろ量的緩和の縮小観測が高まる依然の方が流出規模が大きかった。

<sup>7</sup> 2013年3月29日発行のWeeklyエコノミスト・レター「ASEANの株高について考える」も参照。このレポートの執筆時は株の上昇局面であったが、現在は海外投資家の資金流出というリスクが顕在化し、株価が低迷している状況と言える。

そして、量的緩和の縮小観測後は、外国人投資家による買い越し額が減少、足もとでは売り越しに転じている。つまり言葉通り「海外投資家が売ったために株価が減少して」いる。また、今回の変化が米国の量的緩和縮小という構造的な要因を背景に発生したものであると考えれば、例えば2011年夏ごろのリパトリエーション（欧州債務問題に対する緊張感の高まりを背景にした資本引き揚げの動き）などのような一時的な売り圧力とは性質が異なる低下圧力であるとも言える<sup>8</sup>。

一方、国債の動向については、国ごとに取引の詳細なデータを入手することは難しいが、例えばインドネシアでは国債発行残高を保有主体別に毎月公表しており（図表8）、これを見ると、一時的に外国人投資家のシェアが落ち込んだが、極端に低下したとまでは言えないことが分かる。量的緩和の縮小観測に伴ない、新興国・地域では総じて債券価格も下落（利回りは上昇）しており（図表9）、インドネシアも例外ではないが、国債（特に短期国債、中銀発行証券等）は株と比較すれば安全資産であると考えられるため、「外国人投資家が売った」というとまでは言えない状況と考えられる。



### 3. 通貨下落の再発リスク

以上を総合して見ると、今回の新興国・地域からの資本引き揚げの動きの特徴としては、①新興国・地域の株式については外国人投資家が買いポジションを解消した、②証券資産からの流出はそれほど見られなかった、③ただし、当局以外の資産全体を見れば売られている国も多い、ということが分かる。

詳細な取引については、（現時点で）得られない情報もあるが、こうした状況は、外国人投資家によって新興国・地域の株式は売られたが、短期国債などの形で新興国・地域の市場内にとどめられた場合に発生する。その他、外国人投資家の売り圧力は強まったが、それを購入した相手もまた外国人投資家だった、つまり、一部の外国人投資家は、相場下落時のタイミングで、値ごろ感から買いを入れた、ということも考えられる。

後者の場合は、新興国・地域の金融市場における主要なプレイヤー（資本の保有主体）として、外国人の存在感はいまだに大きいと言える。下落局面で購入した投資家がいるとすれば、後の値上りを狙っていると見られる。株価は、現在ところ低迷が続いており、こうした状況下で積極的に売却することは考えにくいだが、今後、潜在的な資本流出リスクを抱えている可能性がある点は注意しておく必要があるだろう。

<sup>8</sup> この場合、外国人投資家の売り圧力が増える段階では短期的に見て株価は下落すると考えられるが、その後、構造的に資金流入圧力が減り外国人投資家の存在感が小さくなるのが、必ずしも株価低迷が長期化することを意味しない点には注意したい。

## 2. 通貨下落で警戒すべきこと

### 1. 通貨下落によって新興国・地域が被る影響

これまで見てきたように、資本取引に関しては必ずしも大規模な流出が起きた訳ではないが、少なくとも通貨の売り圧力は強まった。

以前のレポートでも経常赤字国は通貨下落への耐久力が弱いことを指摘したが、同時にアジア通貨危機のような危機が発生する可能性が低いと見られることも述べた<sup>9</sup>。アジア通貨危機との大きな違いは、簡潔に言えば、新興国・地域が為替相場を（実質的に）ドルに連動させることを放棄し、変動為替相場制度を採用していることであり。そのため、理論的には「通貨が減価する→経常赤字が改善する→通貨の下落圧力が減る」という調整が期待できる。また、こうして通貨の減価が調整されるのであれば、危機は発生しない。そのため問題は、各国が通貨の下落に（一時的であっても）どこまで耐えられるかという点にあると言えるだろう。

通貨が下落することで発生する問題のひとつは、輸入インフレだろう。そして、この問題は、新興国・地域のなかで、すでに顕在化していると言える。

ただし、輸入インフレは、「インフレ率上昇→内需の減速→輸入の減少」という経路を通じて、経常収支を改善させる要因となる。これは「通貨の減価→輸出の増大」と合わせて、通貨下落の圧力を低下させる調整経路である。また、高インフレにより自国経済は低迷するものの、ショック（危機）として短期間で世界的に波及する性質のものでは無いと見られる<sup>10</sup>。

もうひとつの問題は、通貨が減価することで、外貨建ての債務負担が増えることである。この影響が顕在化し、国内の企業や金融機関の破綻が相次ぐ場合には、変動為替相場制であっても、金融市場の経路を通じて、短期的・世界的に危機が波及する恐れがあると考えられる。

現在は、こうした問題は顕在化していないが、前章で触れたように、新興国・地域が潜在的な資本流出リスクを依然として抱えているとすれば、リスクが顕在化したときの影響としては大きく警戒が必要だろう。

東アジアや東南アジアの新興国・地域に関しては以前のレポートでも外貨準備が短期対外債務や輸入に比べて比較的豊富に保有されていること（表紙図表右を参照）<sup>11</sup>、また通貨スワップによるドル供給などの制度を拡充させていることを述べたが、以下ではそれ以外の新興国・地域や、やや細かい対外債務の性質を見ていくことにしたい。

## 2. 対外債務の状況

### （通貨・期間別の対外債務）

通貨下落局面においては、外貨建ての対外債務をどれだけ保有しているか、という点が重要になってくる。すべての国・地域が通貨別・期間別の対外債務残高を公表している訳ではないが、公表している国についてデータを確認すると（図表 11）<sup>12</sup>、新興国・地域の対外債務は外貨建ての割合

<sup>9</sup> 2013年8月30日発行の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」も参照

<sup>10</sup> ただし、輸入の減少は他国から見れば輸出の減少となり、実体経済の面で影響は波及する。

<sup>11</sup> 表紙図表中の新興国・地域に関してはIMFが目安としている短期対外債務以上、輸入3カ月以上の水準（表紙図表右の中の太線に該当）をすべてでクリアしている。ただし、トルコのみ短期対外債務と外貨準備残高が拮抗している状況にある。

<sup>12</sup> 表紙図表では、外貨準備の短期対外債務に対する比率を示したが、図表 11 では、対外債務の外貨準備に対する比率を示している。したがってこの比率が高いほど、耐久力が小さいことを意味する。また、図表 11 以降の外貨準備は金準備を除くベースで作成しているた

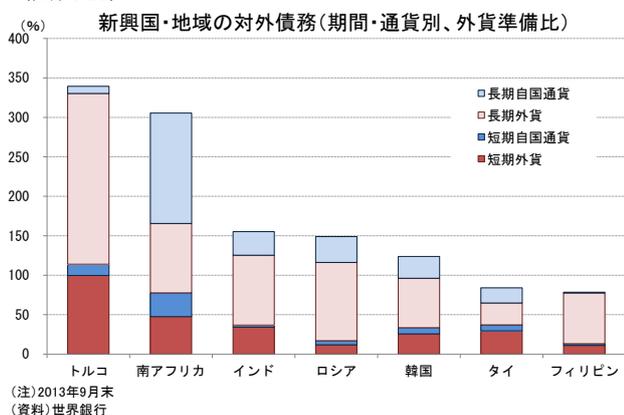
が大きい傾向にあることが分かる。特にトルコは、短期対外債務のうち、外貨建ての債務だけを見ても外貨準備と同等の規模となっている。外貨準備残高よりも（外貨建ての）短期対外債務が多いからと言って、必ずしも危機が発生する訳ではないが、今後1年以内に、外貨準備に匹敵する規模の債務償還が行われることは事実であり、今後の資金繰りの動向には警戒が必要だろう。

また、トルコや南アフリカは、外貨建ての長期債務残高も多い。これは、短期的な資金繰りには影響を及ぼさないと見られるものの、通貨下落により債務負担が大きく増えるため、こちらも注意を払っておく必要があると言える。

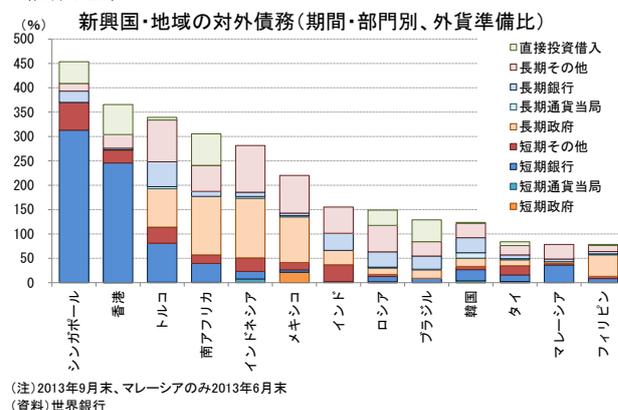
一方、その他の新興国・地域では、長期まで含めて見ても、外貨準備を比較して大きな対外債務を抱えていない。通貨の下落に対して危機が発生するリスクは低いと言えるだろう。

通貨別の内訳が公表されていない国に関しても、通貨別の残高を公表している国を参考にすれば、対外債務に占める外貨建ての債務割合は多い傾向にあることが想像できる。したがって、対外債務の水準が外貨準備に比して大きい国、例えばインドネシアやメキシコなど（図表12）は通貨下落時の債務負担が大きくなる可能性が高いことに注意すべきだろう<sup>13</sup>。

（図表11）



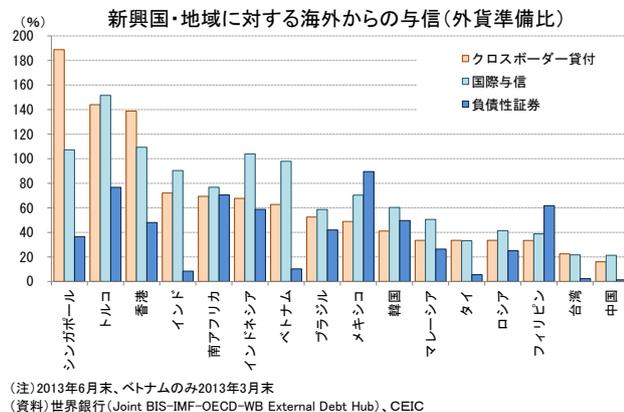
（図表12）



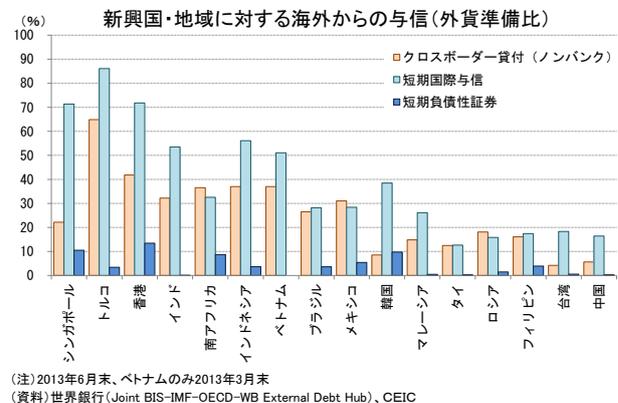
### （与信側の統計）

さて、今までは各新興国・地域の統計データを用いた対外債務について考察してきたが、以下では先進国を中心とした与信側のデータについて考察したい。

（図表13）



（図表14）



め、表紙図表の数値と若干ズレが生じている。

<sup>13</sup> ただし、シンガポールや香港は銀行部門の対外債務、特に非居住者預金が多いが、オフショア金融センター特有の傾向であり、これを持って危機が発生する可能性が高いとは言えない。

図表 13・14 には、B I S に報告している銀行が保有している新興国・地域へのクロスボーダー貸付、国際与信、負債性証券の残高（外貨準備比）を示している。それぞれの統計で報告国数や負債・与信として認識する対象が異なるため、一概には比較できない側面があるが、傾向としては図表 12 と一致していることが分かる。

オフショア金融センターであるシンガポールや香港を除くと、トルコやインドの対外与信が大きい。短期のものだけで見ればすべての国・地域で外貨準備を超える対外与信規模にはなっていないものの、銀行の貸出態度が厳格化した場合、新興国・地域へのリスクオフ姿勢が強まった場合に、さらなる通貨の下落や、資金繰りの悪化を招きやすいと言える。

### 3. 外貨資金繰りのリスク

以上を見ると、東アジアや東南アジアの新興国・地域では比較的、外貨準備を豊富に保有している国が多く、また対外債務の規模もそれほど大きくないことから、やはり危機の震源地となる可能性は低いと思われる。

特に、現在は通貨売りの圧力が弱まっていることから、そのリスクも減ってきていると言えるだろう。ただし、トルコのように短期の外貨対外債務に比べ外貨準備の保有残高が少ない国も見られることから、今後の動きを警戒する必要があると言える。特に、ひとつの国であっても、いったん危機が発生した場合には、投資家によるリスクオフ姿勢が高まり、他の国でも通貨急落や資金繰りリスクが強まる。そのため、連鎖的に危機が誘発されることもありうることから注意を払う必要があるだろう。