

2013年7月9日 全5頁

「新興国危機」は本当か？

通貨戦争はなかった。従って逆流もない

経済調査部

アジアリサーチ・ヘッド 児玉 卓

[要約]

- リスク・オフが沈静化し、新興国通貨の下落も止まっているが、米国をはじめとした先進国の超金融緩和からの転換がどのような副作用を及ぼし、世界経済がそれをどう乗り切っていくかは、今後、数年にわたって重要なテーマであり続けよう。
- ただし、それが新興国危機を引き起こすというのは行き過ぎた懸念である。一つには、リーマン・ショック後の激動の時期を、連鎖的な資金繰り破綻なく乗り切れることを可能としたバランスシートの強化は健在である。また、リスク・オン、オフの度合いを決めるのはグローバル景気であり、景気回復(期待)を伴う緩和出口はむしろ新興国への資本流入をもたらす可能性が高い。
- さらに、2012年以来の新興国景気の停滞は、先進国の緩和強化に伴う新興国への大々的な資本流入、或いは通貨戦争などはなかったことを意味している。従って、大々的な資本の逆流なども起こらない。

先進国の超緩和からの出口と新興国

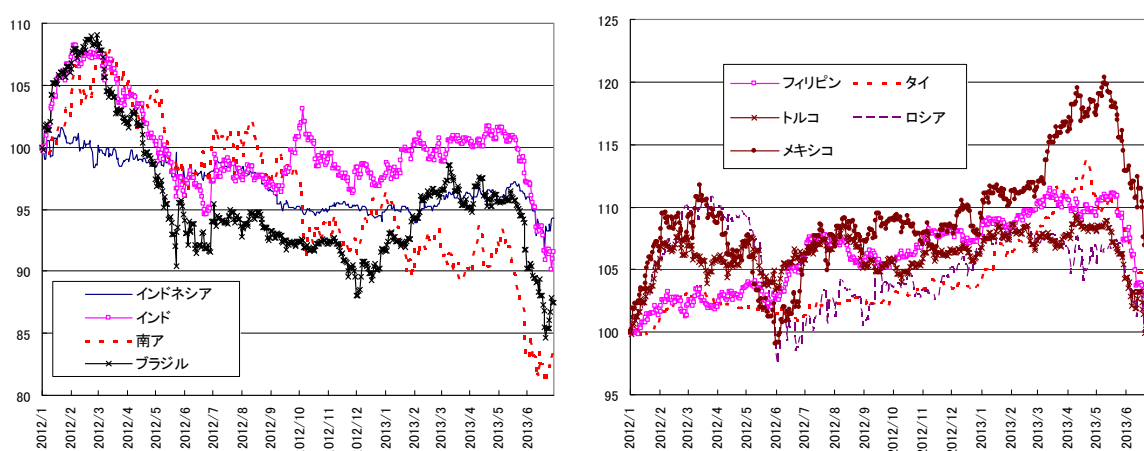
5月から6月にかけて、米国における量的緩和縮小観測がグローバル金融市場のボラティリティを高めた。7月に入り、市場も小康を得つつあるように見えるが、米国をはじめとした先進国の超金融緩和からの転換がどのような副作用を及ぼし、世界経済がそれをどう乗り切っていくかは、今後、数年にわたって重要なテーマであり続けよう。以下では、特に新興国とのかかわりに焦点を当て、この点を論じていきたい。

金融市場のボラティリティの高さを象徴的に表しているのが、新興国通貨の下落である。中国・人民元のように事実上の対ドルペッグを採用している国の通貨を除けば、5月から6月にかけて、ほとんどの新興国通貨が下落した。ただし、下落の度合いはまちまちであり、4月末から6月末までの2ヶ月間の下落率(各国通貨の対先進国通貨の変動率)を確認すると、インドネシア・ルピア(▲1.6%)、ベトナム・ドン(▲0.7%)、チェコ・コルナ(▲1.3%)などの下落率は小さく、インド・ルピー(▲9.9%)、トルコ・リラ(▲6.1%)、南ア(▲9.5%)、ブラ

ジル・リアル（▲8.5%）、メキシコ・ペソ（▲6.1%）などは大幅に下落している。

メキシコの下落率が比較的大きいのは、4月までの増価の反動を含むと考えられるなど、ここでの数値は相当に幅を持って見なければならぬが、大まかな傾向として、比較的大きな経常赤字を抱えている国の通貨は弱い、ということはいえそうである。インド、トルコ、南アの経常赤字の GDP 比（2012 年）は 5%を超えている。ブラジルの赤字幅はそこまで大きくないが、ここ数四半期の赤字拡大ペースが速い。市場の動揺が米国の政策転換観測に発するものであったことが、ここからも示唆される。

図表 1 主要新興国通貨（対ドル、ユーロ、円の加重平均）



(注) 各通貨の対ドル、ユーロ、円レートを米欧日の GDP で加重平均、数値は 2012 年初=100

(出所) Bloomberg、IMF より大和総研作成

米国の金融政策の転換は、二つのルートから新興国の脅威となり得る。一つは、ドル金利の上昇が、新興国から米国への資金移動をもたらすことである。これは必然的にドル高・新興国通貨安を伴う。経常収支赤字国であればなおのこと、本国からの資本の流出は赤字ファイナンスの持続性にかかわる疑義を市場に抱かせる。それだけ、為替レートは下落しやすくなる。第二は、ドル金利の上昇が（ドル建て）対外債務を抱える新興国の返済負担を増大させることである。これがドル高を伴えば、本国通貨換算での新興国の返済負担増大の度合いは一段と増す。

前者の弊害は、例えば年明け以降、多くの新興国・資源国に広がりつつあった金融緩和モードに水を差されたことなどに表れている。インドは利下げを休止し、インドネシアは利上げに動いた。外部環境が不安定な中では、新興国の金融政策はどうしても通貨防衛色が強まってしまふ。結果的に、景気回復が先送りになる可能性が高くなる。

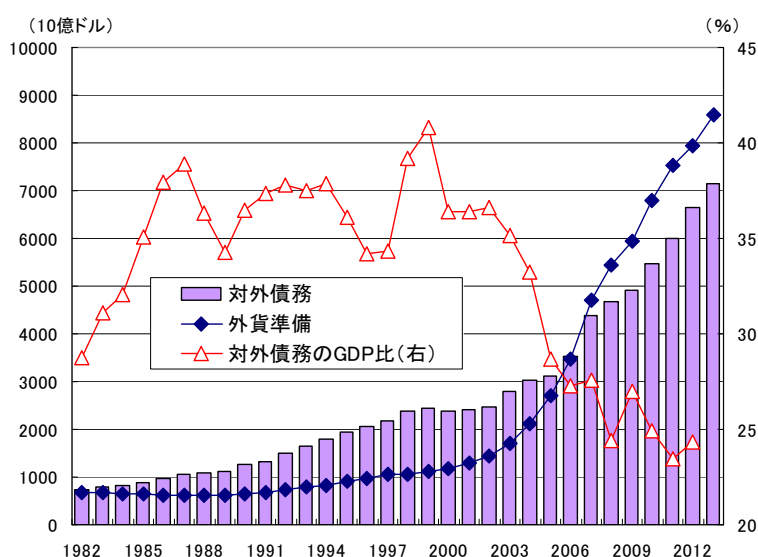
一方、第二の、対外債務との関係については、かつてよりはドル金利上昇のマイナスインパクトは低下しているはずである。IMF によれば 2012 年時点の新興国・途上国全体が抱える対外債務の GDP 比は 24.4%、2000 年の 36.4%からは大幅に低下している。また、2000 年時点で新興国・途上国が保有する外貨準備は対外債務の半分以下にすぎなかった。だが、2007 年に外貨

準備は対外債務を上回り、2012年時点では前者が後者を20%程度上回っている。

被援助国から被投資国へ

これは2000年頃を境に、新興国が被援助国から被投資国に変貌したことの反映である。2000年以降、新興国全体に対する公的資本の流れは流入超過から流出超過に転じている。同時に上記のように外貨準備の蓄積を加速させているから、これは経常収支の黒字、および直接投資を柱とする民間資本の流入によって、公的な借款等を返済してなお外貨準備を積み上げる余裕を新興国が得たことになる。「外貨準備>対外債務」であることは、ドル金利の上昇や自国通貨の下落によって生じる実質的な返済負担の増加よりも、資産価値の上昇の効果が勝ることを意味する。

図表2 新興国・途上国の対外債務と外貨準備



(出所) IMF より大和総研作成

もちろん、新興国トータルで見たときにメリットがデメリットを上回るとはいつても、依然として「外貨準備<対外債務」の状態にある国も少なくないわけであり、そのうちのいくつかの国が米国の金融政策転換によって債務返済に窮し、IMF等に救済を要請するといったことも起こらないとはいえない。しかし、リーマン・ショックとその後の大混乱が新興国の連鎖的破綻を招くことがなかったことは、新興国全体としてのバランスシートの強化が、外部環境の悪化への強力な防波堤となっていることを示唆する。米国の政策転換が新興国の資金繰り破綻等を引き起こすとしても、それは散発的なものにとどまろう。

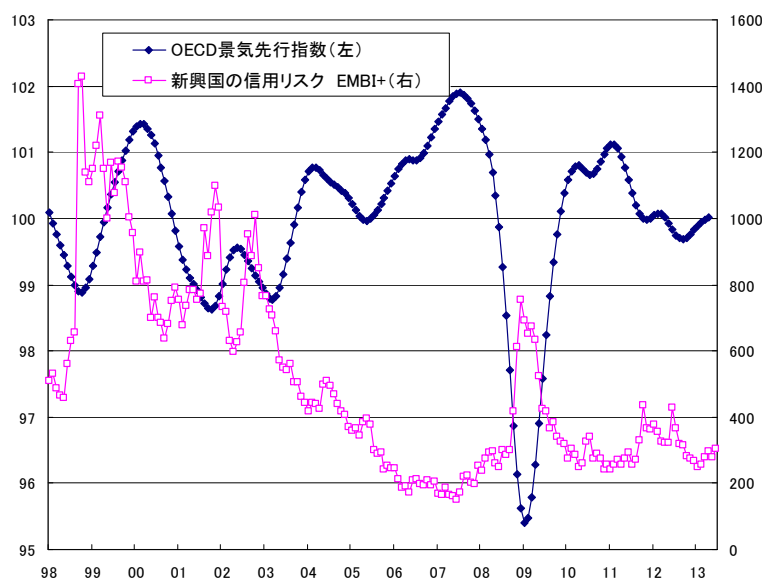
鍵は米国の景気回復（期待）の持続性

米国の金融政策は失業率ターゲット的な手法を取っている。従って量的緩和の縮小も实体经济の好転という裏づけを伴うはずである。一方、リーマン・ショック以降、およそ5年に及ぶ

経験は、新興国が前述のように、外部環境の変調に対する強い耐久力をつけたこと、一方で、こうした耐久力の強化が成長力の強化をもたらすわけではないことを示してきた。先進国の景気が停滞する中で、新興国が世界経済のけん引役になるというシナリオは楽観的に過ぎたのだ。もともと、特に2012年後半以降、新興国経済の停滞が喧伝されることが増えているが、景気停滞はかつても今も、新興国が経済の十分な自律性を獲得していないことを示すにすぎず、最近になって、新興国が新たな厄災を抱えたとか、そういうことではあるまい。

そして、自律性の欠如ゆえに、米国をはじめとする先進国経済の好転は、新興国が停滞を脱却する上で決定的な役割を果たし得る。同時に重要なことは、新興国への資金の流出入、従って新興国通貨の対先進国通貨の強弱を決める、グローバル市場におけるリスク許容度は、世界景気と順相関の関係にあることだ。米国の景気回復期待が持続し、新興国がその波及効果に浴するという期待が強まれば、ドル金利の上昇によるドル高効果は容易に相殺され、新興国通貨には、むしろ上昇圧力がかかることになる。

図表3 世界景気と信用リスク



(注) 先行指数は OECD+ブラジル、中国、インド、インドネシア、ロシア、南アフリカ。EMBI+は新興国国債の米国債に対するスプレッド bp
(出所) OECD、JP モルガンより大和総研作成

通貨戦争はなかった

残るダウンサイドリスクは、現在の世界経済が先進各国の中銀による未曾有の量的緩和のさなかであり、その巻き戻しの規模と波及効果についても前例がないことである。こうした不透明感が、折に触れて、金融市場の混乱を惹起することは今後も回避困難であろう。そこで再度問われるのは、リーマン・ショックを大きな後遺症を残すことなく乗り切ることを可能にした、新興国のバランスシート強化の効力である。

もう一つ指摘されるべきは、「通貨戦争はなかった」ということである。前出の「図表1」が

一部示しているように、フィリピン・ペソ、タイ・バーツ、メキシコ・ペソなどは2012年以降、対先進国通貨で増価の方向にあるが、それが必ずしも新興国通貨の一般的な姿であるとはいえない。特に、インド・ルピー、ブラジル・レアルなどは下落と小康を繰り返しながら、中期的な減価を強いられてきた。

新興国にかかわる悲観論、つまり、米国（及びその他先進国）のQEからの出口が新興国の危機をもたらすという見方は、基本的に米国（及びその他先進国）の緩和マネーが大々的に新興国に流入していたという前提に立っているように見受けられる。しかし、それは事実と反する。むしろ、2012年以降の新興国経済が示してきたことは、資本流入が不十分であるために、景気停滞を克服できないということであった。大々的な資本流入自体がなかったのだから、その反動で資本流出が新興国を危機に陥れるということもない。

繰り返せば、米国等の金融政策をめぐる期待の変化が金融市場の動揺を誘う局面は、今後も複数回、起こり得る。その度に、新興国通貨は売られ、金融政策は引き締めバイアスが強まり、景気悲観論の払拭は困難となろう。しかし、それが危機につながるとすれば、米国の政策転換が景気改善の裏づけを伴わずに実施される（という期待が強まる）ケースに限られよう。今のところ、想定しがたい事態といえる。