

2021年8月23日 全8頁

# 米国の金融政策変更が新興国に与える影響

## 米国の景気回復による恩恵と、資本流出・為替リスクとのバランス

経済調査部 エコノミスト 増川 智咲

### [要約]

- コロナ禍からの景気回復スピードに、先進国と新興国で差が生じている。IMFは2021年の先進国・地域の成長率を上方修正、新興国・途上国を下方修正した。そのような中、米国では量的緩和縮小のタイミングが議論されており、新興国はその動向を注視しているが、これをきっかけに新興国から一様に資本が流出し、それが長期化するとは考えにくい。なぜなら、米国の金融政策の変更は、同国の景気回復・拡大に裏付けられたものだからである。新興国がその波及効果を楽しむという期待が膨らめば、市場でのリスク許容度が高まり、新興国の為替レートへの下落圧力も低下すると考えられる。
- ただし、米国の金融政策の変更が、一時的に新興国からの資本流出を引き起こすきっかけとなる可能性は否定できない。今後は、米国の景気回復によって享受できる恩恵と、資本流出や為替レート下落といったリスクのバランスで、新興国の中でも景気回復のペースにばらつきが生じる可能性がある。本稿では、各国の対米輸出依存度や、経常赤字のファイナンス方法、さらに対外的な環境の変化に対する耐性を見ることで、米国の景気回復と金融政策の変更が、新興国に意味するところを明らかにしたい。

### 先進国と新興国、二極化する景気回復ペース

コロナ禍からの景気回復スピードに、先進国と新興国で差が生じている。IMFが2021年7月に発表した「世界経済見通し」では、2021年の先進国・地域の成長率見通しが前年比+5.6%と、前回(2021年4月時点)から同+0.5%pt上方修正されたのに対し、新興国・途上国は同+6.3%と、前回比▲0.4%pt下方修正された。新興国・途上国の多くは、新型コロナウイルスワクチン普及の遅れで感染拡大の抑制に苦慮しているほか、財政的な制約から景気下支え策を継続することが難しくなっているためだ。IMFは2022年の成長率も、先進国・地域で同+4.4%(前回比+0.8%pt)、新興国・途上国で同+5.2%(同+0.2%pt)とし、先進国・地域経済の方をより大幅に上方修正した。

このような中、米国では量的緩和縮小のタイミングが議論されており、新興国はその動向を注視している。米国での金融政策の変更が、新興国からの資本流出を促し、対ドルでの自国為替レートの急落につながるリスクがあるためだ。自国通貨の下落基調が続く場合、新興国は長期に

互る利上げを迫られることとなり、景気回復の阻害要因となる可能性がある。

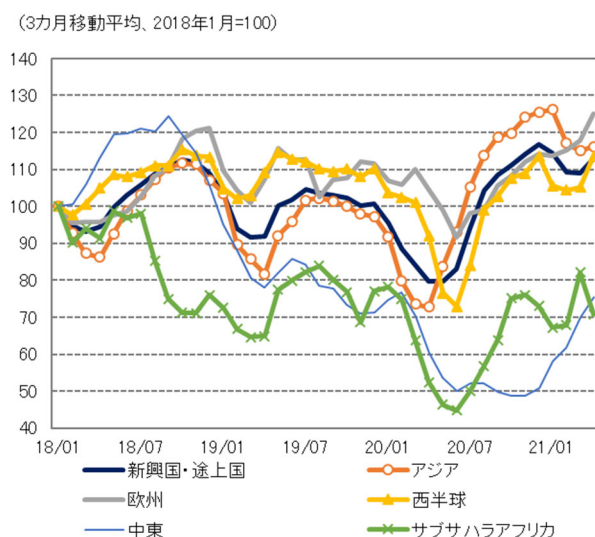
しかし、新興国が一様にそのような事態に陥る蓋然性は低いだろう。なぜなら、米国の金融政策の変更は、同国の景気回復・拡大に裏付けられたものであるからである。新興国がその波及効果を楽しむという期待が膨らめば、市場でのリスク許容度が高まり、新興国の為替レートへの下落圧力も低下すると考えられる。

ただし、米国の金融政策の変更が、一時的に新興国からの資本流出を引き起こす可能性は否定できない。その程度は、新興国それぞれの海外での資金調達方法等によって異なるだろう。本稿では、米国の景気回復・拡大が新興国に与える影響や、米国の金融政策の変更による各国への影響を見ていきたい。

### ① 米国景気回復・拡大による効果

図表1は、地域別に見た、新興国・途上国の対米輸出の推移である。これを見ると、新興国・途上国の米国向け輸出は、コロナ禍の影響を受けた2020年央を底に大きく落ち込んだが、その後、多くの地域で持ち直していることが分かる。特に、「世界の製造拠点」といわれるアジア新興国においては、2020年後半以降、米国向け輸出がコロナ禍前の水準を超えて大きく増加している。これは、地域ごとに程度の差はあるが、新興国・途上国が2020年央以降、米国の内需回復による恩恵を受けてきたことを示している。

図表1 新興国・途上国の地域別米国向け輸出



(注1) 米ドルベース。

(注2) 西半球には、カリブ・中南米諸国が含まれる。

(出所) IMF より大和総研作成

このような状況下、為替レートの対ドルでの下落が、各国にもたらす影響について見ていきたい。図表2は、各国の輸出依存度と米国向け輸出の割合を示している。この中で、ベトナムやメキシコのように輸出依存度が高く、かつ米国向け輸出割合が高い国々は、米国の景気回復・拡大のメリットを受けやすい。また、米国に直接輸出をしていなくても、中国を中心としたサプライチェーンに組み込まれ、地域全体で米国向け輸出を伸ばしているマレーシアやタイなどにとっても、米国の景気回復・拡大の影響は大きいだろう。これらの国々にとって、為替レートの対ドルでの下落の影響は輸出促進という形になって表れ、その恩恵を享受しやすい。

他方、輸出依存度が低い、いわゆる内需主導型の経済で、かつ米国向け輸出がそれほど高くない、インドネシア、フィリピン、ブラジル、インドといった国々は、米国の内需回復の影響を直接的には受けにくい。そのため、対ドルでの為替レートの下落圧力は、対米国向け輸出を増加させる効果よりも、輸入物価の上昇を通じて、国内の物価上昇圧力を高める痛みとなって表れやすい。その中でも特に、バッファーとなる豊富な外貨準備を有しない国では、利上げで為替を防御せざるを得ない状況となりやすい。利上げはもたつく内需回復の重石となるため、当局は難しい金融政策のかじ取りを迫られることとなる。

図表2 主要新興国の輸出依存度と輸出額に占める、米国向け輸出の割合

	輸出依存度 (GDP比%)	輸出額に占める、 米国向け輸出の割合(%)
ベトナム	101.5	22.6
マレーシア	56.2	9.8
タイ	49.0	12.1
メキシコ	38.1	80.5
トルコ	28.4	5.2
ロシア	27.6	3.0
南アフリカ	26.0	7.4
中国	19.3	18.1
インドネシア	17.0	10.9
フィリピン	15.6	15.6
ブラジル	14.0	12.2
インド	11.8	16.2

(注1) 輸出依存度は、インド(2015-2019年平均)を除いて2015-2020年平均。米国向け輸出の割合は、すべての国で2015-2020年平均。

(注2) インド、インドネシア、マレーシア、フィリピン、南アフリカ、タイの輸出依存度は、名目GDPに占める財の輸出割合。それ以外の国々は、統計の都合上、名目GDPに占める財とサービス輸出の割合。

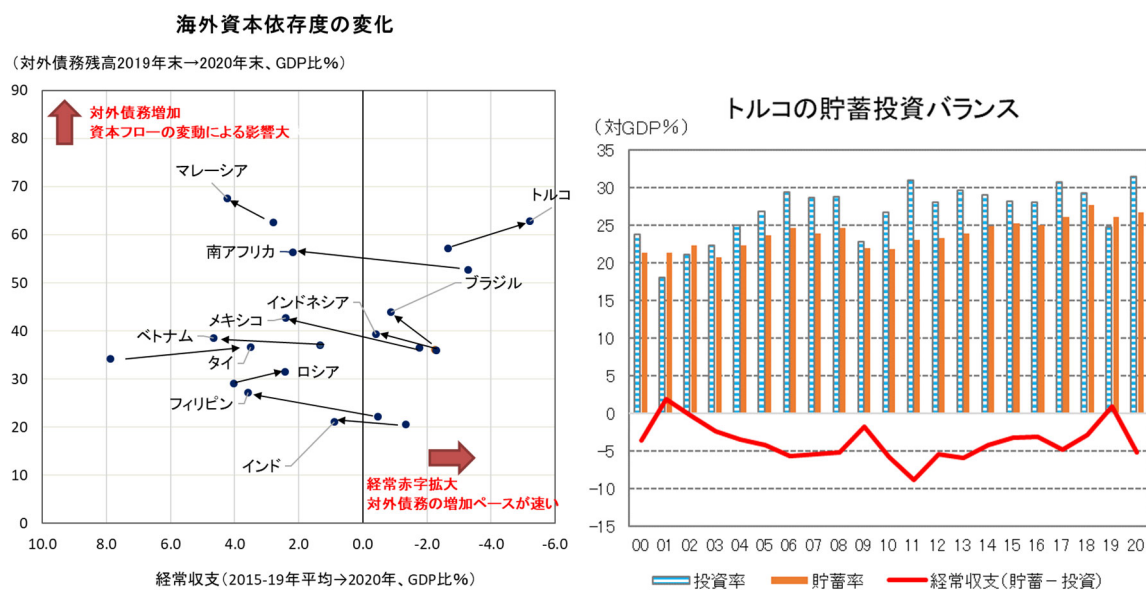
(出所) IMF、各国統計より大和総研作成

## ② 海外での資金調達と対外的リスクに対する耐性

次に、各国の資本フローの安定性や対外的な環境の変化に対する耐性を見ていきたい。図表3（左）は、各国の2020年の経常収支（GDP比）が2015-2019年平均からどのように変化したのかを横軸に、さらに縦軸には、対外債務残高（GDP比）が2019年末から2020年末にどのように変化したのかをプロットしている。これによると、多くの国々でドットが左上に移動している。内需の収縮で輸入が減少し、貿易収支が改善したことで、経常収支が黒字化したか、赤字が縮小した国が多かったためだ。また景気刺激策の資金を海外で調達したことで、対外債務残高（GDP比）は全体で上昇した。

例外は、ロシア、タイ、トルコである。ロシアでは、2020年前半の原油価格下落の影響で貿易黒字が縮小したこと、またタイでは旅行部門の不振でサービス収支が赤字化したことが原因で、それぞれ2020年の経常黒字は2015-19年平均と比べて縮小した。他方、トルコは過熱気味の内需を背景に、旺盛な輸入が続いたことで貿易赤字となったほか、旅行部門の不振でサービス黒字が縮小したことで、2020年の経常赤字は2015-19年平均を大きく上回った。

図表3 主要新興国の海外資本依存度の変化と、トルコの貯蓄投資バランス



2021年以降は、新興国における経済の正常化へ向けた動きから、各国の経常収支の規模は、2015-2019年平均に回帰していく可能性が高い。その中で特に注意すべきはトルコである。2020年の経常赤字の規模が2015-2019年の平均を大きく上回ったのは、主要新興国の中でも同国が唯一である。貯蓄投資バランスで見ると、トルコの2020年の投資率は、貯蓄率を大きく上回ったことが分かる（図表3右）。政府が景気浮揚のため、国営銀行を介した与信拡大を促したこと

が背景にある。通常、新興国では投資を増加させながら高成長を遂げるため、経常赤字が生じやすい。それでも、資本フローを引き付けることができるのは、それが成長に資する投資であるためだ。トルコの期待成長率は低く、投資超過はその点で疑問視される傾向にある。それを嫌気して資本フローの流出が加速する事態となれば、経常赤字をファイナンスすることができなくなるリスクがある。

次に、図表 4 は各国の 2015-2019 年平均の経常赤字（黒字）の規模と、対内投資（ネット）の規模を比較したものである。さらに、図表 5 は経常赤字を抱える国々の対内投資フロー（ネット）の推移を直接投資、証券投資、その他投資ごとに分けたものである。ここでは、経常赤字のマレーシア、ロシア、タイ、ベトナムを除いた各国の、経常赤字のファイナンス方法を見ていきたい。

図表 5 の資本フローの推移を見ると、直接投資のフローがコロナ禍においても最も安定している。今後も、資本フローのボラティリティーが低い直接投資が、米国の金融政策の変更をきっかけとして、大規模に流出する事態は想定しがたい。その点に鑑みると、経常赤字の 100%を直接投資でファイナンスしている、ブラジル、インド、フィリピンといった国々の資本流出リスクは比較的低いといえるだろう。

他方で、資本フローのボラティリティーが、コロナ禍において最も高かったのが、証券投資である。新型コロナウイルス感染「第 1 波」と呼ばれる 2020 年前半に、多くの国で証券投資は流出超となった後、2020 年後半にかけて再び流入超となった。今後も、リスク回避の動きが強まれば、流出超に振れやすくなるだろう。その影響を受けやすいのは、証券投資によって経常赤字の大半をファイナンスしているインドネシアや南アフリカである。またメキシコへの対内証券投資も大きい。それを上回る規模の対内直接投資を有するため、影響は限定的だろう。

最後に、トルコは直接投資とその他投資によって経常赤字の大半をファイナンスしている。その他投資は、トルコ国内の金融機関や民間企業による海外からの借入れが大半だ。通常、その他投資は、証券投資同様に資本フローの変動が高くなる傾向にある。経常赤字が 2020 年に大きく拡大したなどのファンダメンタルズの悪化に鑑みると、同国からの資本流出が加速するリスクは高い。

図表4 主要新興国の経常収支と対内資本フロー（ネット）

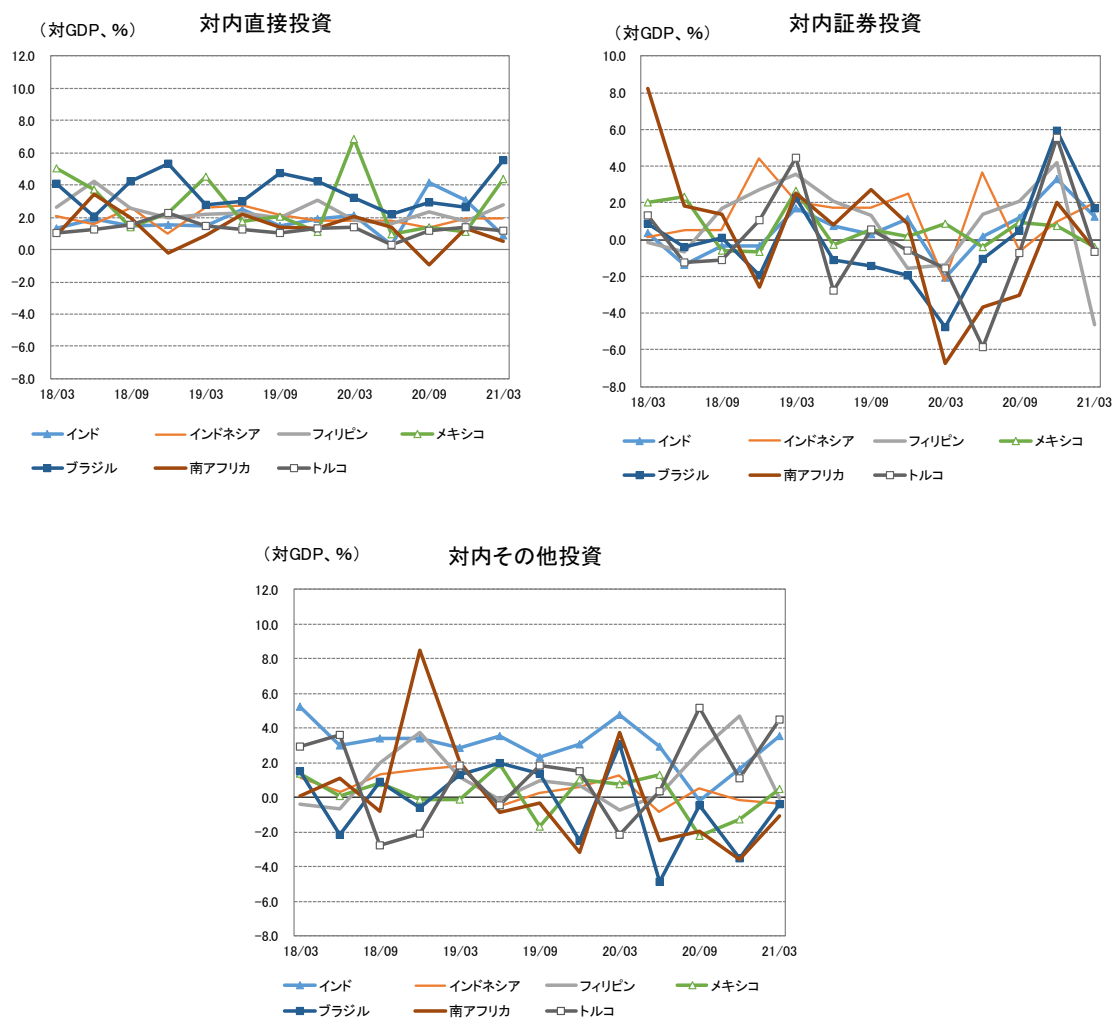
(2015-19年平均、GDP比%)	経常収支	対内直接投資	対内証券投資	対内その他投資
ブラジル	-2.29	3.74	-0.30	0.10
インド	-1.35	1.78	0.41	3.14
インドネシア	-2.24	1.79	1.91	0.30
マレーシア	2.79	3.04	-0.53	0.66
メキシコ	-2.53	4.23	2.24	0.10
フィリピン	-0.48	2.55	0.30	0.37
ロシア	4.03	1.44	0.10	-1.57
南アフリカ	-3.31	0.98	3.23	0.96
タイ	7.82	1.67	-0.29	0.51
トルコ	-2.66	1.60	0.63	1.58
ベトナム	1.13	4.98	0.57	2.34

(注1) 数値は、2015-19年平均（GDP比）。

(注2) ピンクのセルは、経常赤字を主にファイナンスしている対内資本フロー。

(出所) 各国統計より大和総研作成

図表5 主要新興国の対内投資フロー（ネット）



(出所) 各国統計より大和総研作成



最後に、ストックの面から、各国の対外的な環境変化への耐性を見たい。図表6の左図は、各国の外貨準備高を短期対外債務残高と比較した水準と、対外債務残高に占める外貨建て債務の割合を示している。また、図表6の右図は、各国の対外資産、負債残高の規模を表している。

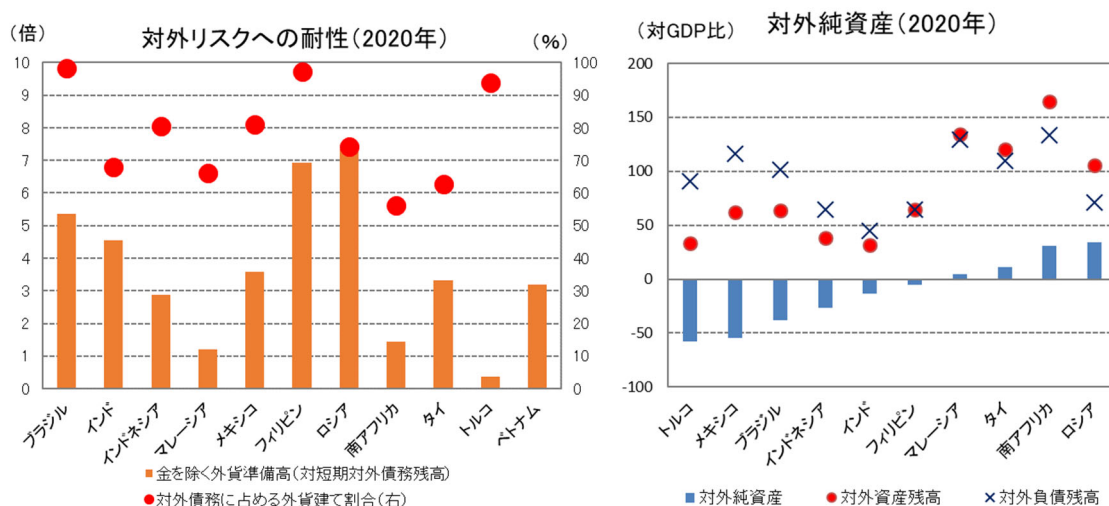
まず、短期対外債務残高に対する外貨準備高の水準が、安全な基準と通常いわれている「1.0」を下回ってしまっているのはトルコのみで、それ以外の国々はすべてその基準を上回っていることが分かる。つまり、トルコを除く主要新興国のバランスシートは、市場の変調に対する耐性を有しており、資本の大規模な流出や為替の急落といった事態を回避し得ることを意味する。

マレーシアや南アフリカの短期対外債務に対する外貨準備高の水準は「1.5」未満とそれほど高くないが、これら2カ国は対外資産の規模が大きく、対外純資産残高（GDP比）もプラスである。また、国内投資家の基盤が厚く、対外債務残高に占める外貨建ての割合も低いため、その点で、資本流出や為替レートの下落による影響が緩和されている。

また、対外債務における外貨建てシェアが高く、対外負債に占める証券投資の規模が大きいインドネシアやメキシコでは、為替レートに下落圧力がかかりやすい傾向にある。その結果、債務の実質的な負担増がリスクとして意識されやすい。しかし、これら2カ国は、短期対外債務残高の2倍以上を超える外貨準備を有しており、それがバッファとして機能することから、為替への下落圧力が長期化するリスクは低いと考えられる。

主要新興国の中でも唯一、短期対外債務の規模に比した外貨準備高の低さ、外貨建て債務の割合の高さ、対外資産負債残高の構造からみた脆弱性を抱えているのがトルコで、対外的な環境の変化への耐性の低さが突出している。

図表6 対外リスクへの耐性と対外純資産（2020年）



(注) 左図のベトナムの対外債務に占める外貨建て割合は、データを取得できなかった。

(出所) IIF、世界銀行、各国統計より大和総研作成

## 米国の景気回復に伴う恩恵と、資本フローの変調によるリスクのバランス

米国の景気回復・拡大に裏付けられた金融政策の変更が、新興国に与える影響の「震度」は、各国の輸出構造や経常赤字のファイナンス方法、対外的なリスクに対する耐性といった点で異なる。今後は、米国の景気回復に伴うメリットと、資本流出や為替レート下落によるリスクとのバランスで、新興国の中でも景気回復のペースにばらつきが生じる可能性がある。

マレーシア、メキシコ、タイは、米国への輸出依存度が高く、米国の内需の回復の恩恵を受けやすい。米国の金融政策変更による影響は、ここ 5 年平均で経常黒字を抱えるタイやマレーシアではいうまでもなく、経常赤字を抱えるメキシコでも深刻なものとなりにくい。メキシコでは、豊富な外貨準備を有するほか、一時的に証券投資の流出に見舞われても、安定した直接投資の流入がそれを補うとみられるためである。これらの国にとってはむしろ、対ドルでの自国通貨安が、対米輸出の増加をもたらす効果が期待できるだろう。

他方、ブラジル、インド、インドネシア、フィリピン、南アフリカは内需型経済であることから、米国の内需回復による恩恵を享受しにくい。経常赤字を抱える傾向にあるこれらの国々では、米国による金融政策の変更を機に、為替への下落圧力が一時的に高まるとみられる。中でも、対内証券投資によるファイナンスへの依存度が高いインドネシア、南アフリカでその傾向は顕著となるだろう。ただし各国は、過去の金融危機等の経験に基づいて、対外的なリスクに対する耐性を高めてきているため、その影響が長期化し、経常赤字をファイナンスできないほどの資本フローの流出が生じる可能性は低い。注意すべきは、一時的な為替レート下落が輸入物価の上昇を引き起こし、期待インフレのコントロールを難しくするケースである。その場合、当局は利上げに動かざるを得なくなり、米国の景気回復による恩恵を受けやすい国々と比較すれば、景気回復ペースは緩慢なものとなるだろう。

最後に、最もリスクが高いのがトルコだ。米国との関税を巡る対立を背景に、トルコからの米国向け輸出はそれほど大きくない。また、2020 年の経常赤字はここ数年で最も拡大したほか、外貨準備のバッファーも小さいことから、国際金融市場における変調をもたらすリスクに対する耐性が低い。資本流出や、為替レートの急落に対応するため、効果の低い為替介入を繰り返し、外貨準備が大きく減少する事態に陥れば、市場の信認が低下し、さらに為替レートに下落圧力がかかる事態となる。上記のようなリスクが今後顕在化すれば、実体経済の悪化は免れないだろう。