

# 成長神話崩壊後の新興国マネーフロー

## ＜要旨＞

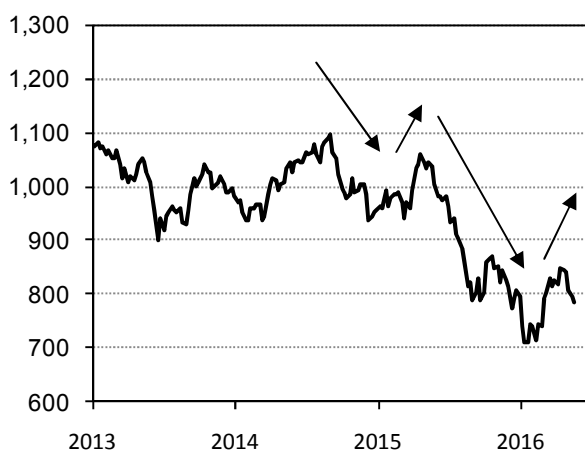
昨年における新興国市場からの資金流出には、グローバル投資家の新興国経済に対する成長期待の剥落、換言すれば新興国をめぐる成長神話の崩壊が背景として挙げられるが、加えて、中国経済の減速懸念や中東における地政学リスクの上昇といった比較的地域性の強いリスク・ファクターによって引き起こされたという側面も重要である。

新興国市場には3月以降、グローバル・マネーが回帰しつつある。とはいえ、新興国の高成長期待が剥落しつつあることを勘案すると、それが中長期的なトレンドを形成するに至る可能性は低い。ただし、一括りにされがちな新興国諸国がもつ経済的・地理的多様性から、新興国経済が総崩れになるような資金流出危機が発生する可能性も低いと考える。仮に今後新興国で危機が発生したとしても、それが新興国全体に連鎖することはなく、個々のリスク・ファクターの影響を受ける形で、新興国経済および市場のパフォーマンスは国毎にバラつきを伴ったものになると予想する。

## 1. 回復基調にある新興国株式・通貨市場

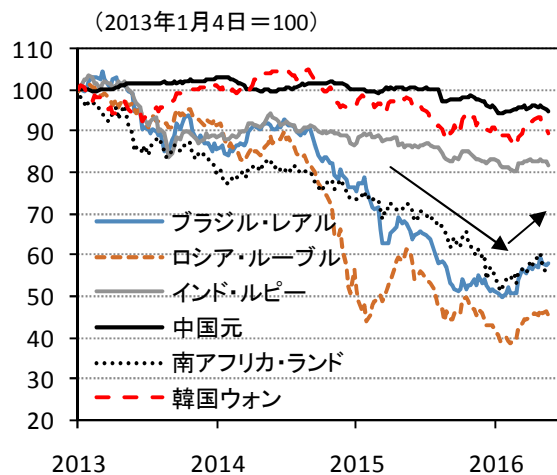
図表1は、新興国株式市場を対象とした株価指数「MSCI 新興国市場指数」(MSCI Emerging Markets Index)の2013年以降の推移を週次ベースでみたものである。新興国株式市場は、2014年夏を1つのピークとして下落基調にあったが、下落が特に顕著になったのは、中国経済の減速懸念や米利上げ観測が高まる中、世界的にリスクオフの動きが強まった2015年4月以降で、さらに8月の「チャイナ・ショック」、すなわち人民元切り下げに伴う株価急落が追い打ちをかけた。

図表1 MSCI 新興国市場指数



(資料) Bloomberg

図表2 主要新興国通貨対ドル為替相場



(資料) Bloomberg

前頁図表2は、主要新興国(ブラジル、ロシア、インド、中国、南アフリカ、韓国)の通貨の2013年以降の対ドル相場の推移を週次でみたものである(2013年1月4日を100として指数化)。通貨毎に動きには大きなバラつきがあるものの、主要新興国通貨は2015年を通じ軒並み減価した。

株価・通貨ともに下げ続ける中、後述する大規模な資金流出と相まって、「新興国危機」の再来を懸念する声が一時高まったが、新興国株は2016年1月半ばにボトムアウトし、新興国通貨も、ルセフ前大統領の弾劾をめぐる政治的混乱や経済の停滞が続いているブラジルのリアルや、資源安を受け深刻な景気後退に見舞われているロシアのルーブルでさえ、同時期を境に底打ちしている。

## 2. 2015年4月から2016年1月にかけての新興国証券市場からの資金流出とその要因

IMFは、2016年4月に公表した世界経済見通しの中で、新興国市場における資本流出入動向に関して、“Understanding The Slowdown in Capital Flows to Emerging Markets”と題する一章<sup>1</sup>を設け、2015年における新興国市場向け純資本フロー(ただし第3四半期まで)が1980年以来初めて「純流出」になったことを明らかにした。

IMFは、新興国市場向け純資本フローの減速は2010年には既に始まっていたとし、GDP比でみた減速の規模は、新興国が大規模な経済・金融危機に見舞われた1980年代(途上国債務危機)や1990年代(アジア・ロシア危機)に匹敵すると説明する<sup>2</sup>。その上で、IMFは、新興国市場向け純資本フローが2010年以降減速している原因として、新興国経済に対する成長期待の縮小を挙げている。

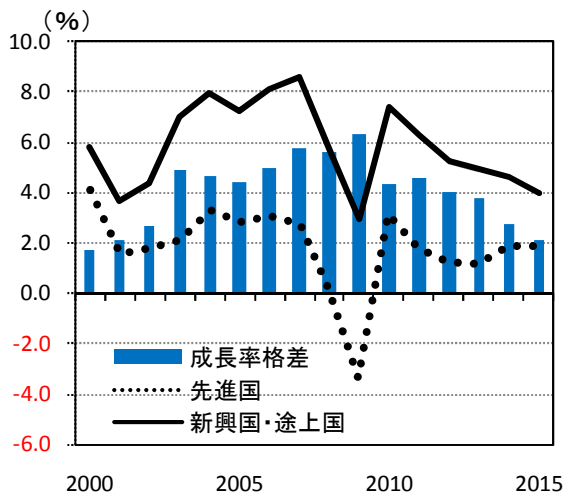
次頁図表3は、これを確認するために、先進国地域と新興国・途上国地域との間の実質GDP成長率の格差(以下、成長率格差という)の推移をみたものである。先進国と新興国・途上国の成長率格差は、中国がWTOに加盟するなど市場経済への移行を加速し始めた2000年代前半以降拡大し、2009年にピークを迎えた。だが、成長率格差はその後縮小を辿り、2000年代後半の5.4%ポイント(単純年平均)から、2010年代前半には3.9%ポイント(同)に落ち込み、さらに2015年には2.1%ポイントにまで縮小している。

2000年以降の成長率格差と新興国市場向け純資本フロー対GDP比の間の強い相関性は、次頁図表4から見て取れる。このチャートは、新興国経済の成長率が2010年代以降低下しつつある中、グローバル投資家の新興国市場に対する期待が剥落しつつあること、換言すれば新興国をめぐる成長神話が崩壊しつつあることを表している。

<sup>1</sup> <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/pdf/c2.pdf>

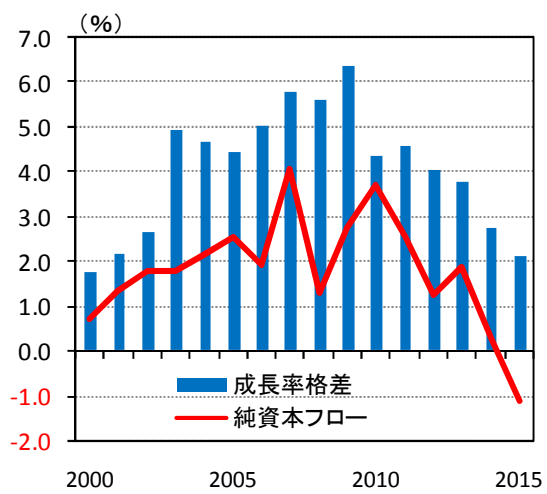
<sup>2</sup> もっとも、IMFは、外貨準備の増加や外貨建て債務比率の減少、為替相場の柔軟性向上(ドル・ペッグ制の放棄など)が奏功し、資本フロー動向がマクロ経済に与える負の影響は、1980年代や1990年代とは異なり小さい、と分析している。

図表3 実質 GDP 成長率と成長率格差



(資料)IMF

図表4 新興国向け純資本フロー対 GDP 比と成長率格差

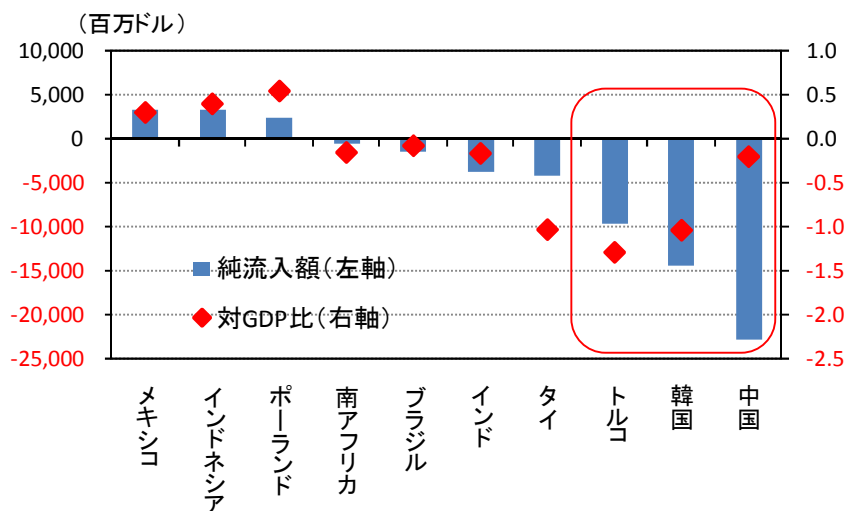


(資料)IMF より三井住友信託銀行調査部作成

以上は新興国からの資金流出およびその要因について、新興国を一括りにして振り返ったものであるが、それを個別の国に分解すると、「新興国に対する期待剥落」とは別の側面が浮かび上がってくる。

図表5は、国際金融協会(IIF, Institute of International Finance)が公表している非居住者証券投資フロー・データから、昨年春から今年年初にかけての相場下落局面(2015年4月～2016年1月。以下、直近下落局面という)における累積証券投資資金流出入額を、データの取得が可能な主要新興国毎に抽出したものである。

図表5 主要新興国市場における非居住者証券投資純流入額・対 GDP 比  
(2015年4月～2016年1月、株式・債券合算)



(注)GDPは各国の2015年の名目GDP

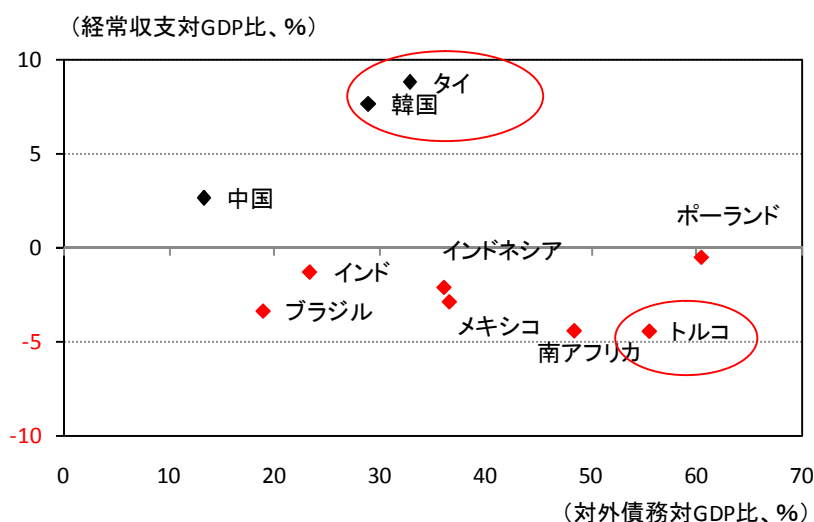
(資料)IIF、IMF

直近下落局面において証券市場からの累積資金流出額が最も大きかったのは中国で、その額は200億ドルを上回る。以下、韓国、トルコ、タイ、インドの4カ国で流出額が30億ドルを超えている。一方、メキシコ、インドネシア、ポーランドの対内証券投資フローは流入超であった。

累積証券投資流出入額の対GDP比を国別にみると、トルコ、韓国、タイの3カ国で▲1%を超えている。経済規模比でみた場合、これら3カ国が相対的により大きな証券投資資金の流出に見舞われた、ということになる。

新興国の証券市場で大規模な資金流出が発生するとき、その要因はしばしば経常収支赤字や対外債務の大きさに帰せられる。だが、直近下落局面で相対的に大きな資金流出に見舞われた上記3カ国のうち、この条件に該当するのは、図表6が示すとおり、トルコのみであった。韓国とタイは近年大幅な経常収支黒字を計上しており、かつGDP比でみた対外債務の規模は大きくない。一方で、メキシコ、インドネシア、ポーランドの3カ国は経常収支赤字国であるにもかかわらず、前述のとおり直近下落局面における累積純流入額はプラスであった。

図表6 主要新興国の経常収支対GDP比と対外債務GDP比(2015年)

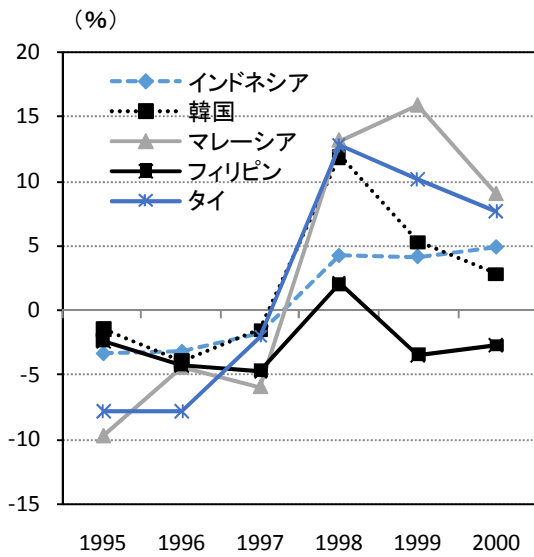


(資料)IMF、各国統計

以上を勘案すると、2015年4月から2016年1月にかけての新興国における相場下落局面において、国際収支や対外債務といった経済指標は、少なくともグローバルなポートフォリオ投資家には重要ではなかった、あるいはあまり意識されていなかった、と推測される。

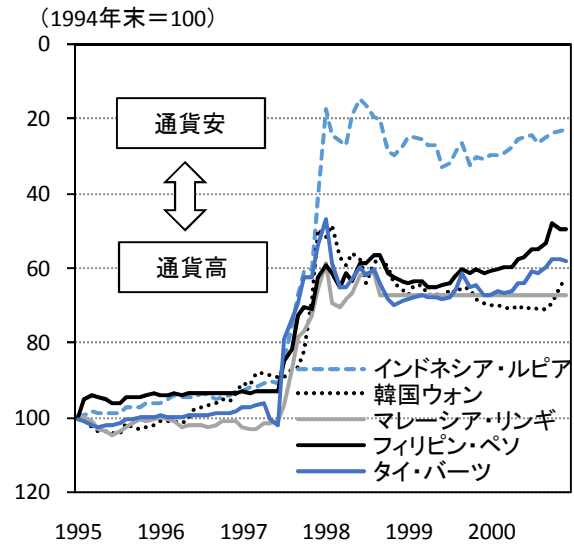
ちなみに、次頁図表7および8は、アジア危機前後におけるアジア新興国の経常収支対GDP比および対ドル為替相場の推移をみたものであるが、通貨が大きく売られた5カ国は、いずれも経常収支赤字国であった。

図表7 アジア主要国の経常収支対GDP比



(資料)IMF

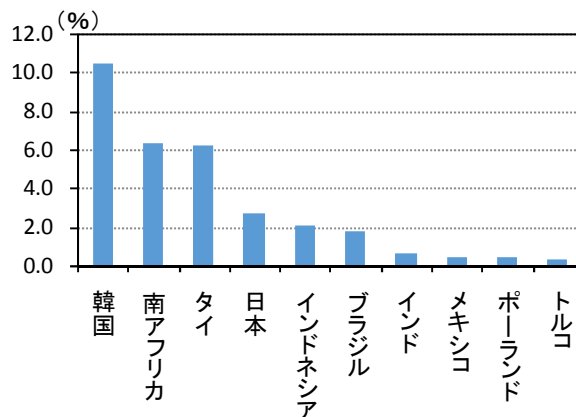
図表8 アジア主要国通貨の対ドル為替相場



(資料)Bloomberg

グローバル投資家の間で同時期において警戒されていたのは、むしろ中国経済の減速(中国ファクター)や中東地域における地政学リスクの高まり(中東ファクター)といった比較的地域性の大きい複数のファクターであり、したがって、新興国からの資金流出は、そうした個々のリスク・ファクターによって別々に引き起こされた、とみるべきである。たとえば、韓国やタイで大規模な資金流出が発生する一方、インドネシアやメキシコでそれが回避されたのは、「中国ファクター」に対する脆弱性、すなわち経済面での対中依存度の高低が影響したものと推測される(図表9)。他方、トルコからの大規模な資金流出に関しても、新興国共通の要因よりもむしろ、クルド人勢力との衝突激化やテロの頻発といった「中東ファクター」が作用したものと考えられる。

図表9 対中輸出依存度 (GDP比、2014年)

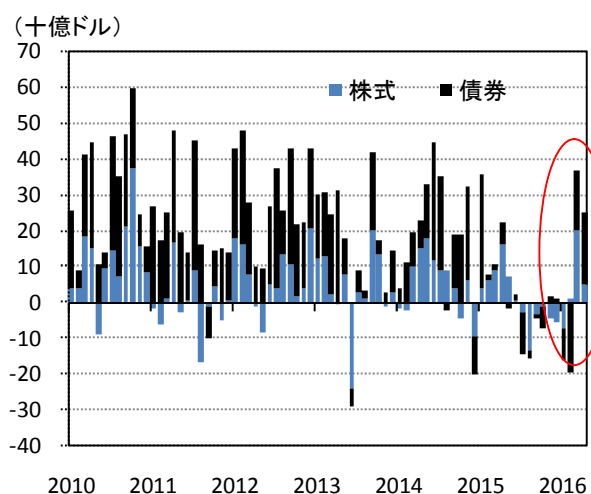


(資料)UNCTAD、IMF

### 3. 足元における新興国市場への資金流入の動き

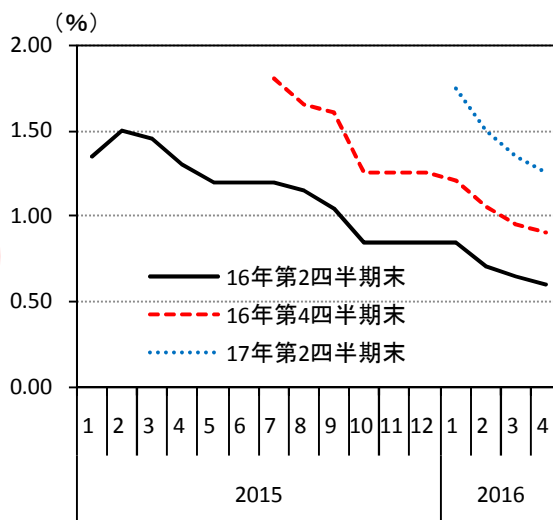
既にみてきたとおり、新興国市場は2016年1年半ば以降回復基調にあるが、その主な動因は新興国に戻ってきたグローバル投資家による投資再開であるとみられる。IIFが4月28日に公表した直近の証券投資フロー・データによると、非居住者による新興国向け証券投資純流入額は、3月が370億ドル、4月が260億ドル(推計値)のプラスだった(図表10)。2015年7月以降8カ月にわたって続いた新興国証券市場からの資金流出トレンドは一旦止まった可能性が高い。

図表10 新興市場向け対内証券投資



(資料)IIF

図表11 米政策金利予想(ブルームバーグ調査)



(資料)Bloomberg

グローバル・マネーの新興国市場への回帰には、ユーロ圏に続いて日本がマイナス金利を導入したことや、米国の早期追加利上げ観測の後退がリスクオン・ムードを醸成していること(図表11)が背景にあるが、そうしたグローバル共通の要因のほか、上述でみた中国ファクターや中東ファクターといった比較的地域性の強いリスク・ファクターに対する警戒感が後退していることも影響しているものとみる。

### 4. まとめと今後の見通し

中国経済減速懸念や米利上げ観測の高まりなどを背景に、新興国市場では2015年を通じて資金流出が続いたが、証券投資フローをみる限り、足元では再び流入に転じている。

今後数カ月という短期的のスパンでみると、歴史的な低水準の先進国金利に支えられる形で新興国の証券市場は比較的堅調に推移するものと予想する。

しかしながら、グローバル・マネーの新興国への流入が新興国経済に対する成長期待に基づくものであったとすると、そうした期待が剥落しつつある中、その新興国市場への回帰が中長期的なトレンドを形成するに至る可能性は低く、一時的な現象にとどまるものと考えられる。

ただし、「新興国」と一括りにされる国々がもつ経済的・地理的多様性に鑑みるに、新興国経済

が総崩れになるような資金流出危機が発生する可能性も低いものと想定する。仮に、今後一部の新興国において通貨・金融危機が発生したとしても、それが新興国全体に連鎖していくことはなく、上述したような比較的地域性の強いリスク・ファクターの影響を受ける形で、新興国経済および市場のパフォーマンスは、国毎にバラつきの大きいものになるものと予想する。

(経済調査チーム 村上 和也 : Murakami\_Kazuya@smtb.jp)

---

※本資料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。