

新興国を巡る資金フローと景気動向

国際局 大河理沙、高田良博*、田村栄一**
青木里恵、東 将人、稲村保成

Bank of Japan Review

2010年7月

欧州の財政問題はグローバル投資家のリスクアペタイトの低下を招き、新興国市場にも影響が及んでいるが、リーマンショック後とは異なり、その調整規模は限定的である。この背景としては、(1) 新興国経済は高い経済成長と健全な財政状況を維持しており、分散投資先としての魅力が投資家の間で高まっていること、(2) グローバル投資家全体として資金流動性リスクに直面するような事態には至っていないことなどが挙げられる。新興国への資金流入基調の持続は、長期金利の低下を促し景気拡大を後押しすることで、新興国におけるインフレ圧力を高める側面を持つ一方、通貨高による輸入物価の下落から、インフレ圧力の顕在化を抑制する方向に作用する面もある。このため、新興国の一部で実際に観察されているように、景気拡大が続いてもインフレ率がさほど上昇しないという現象が生じることがある。そうした状況のもとで緩和的な金融環境が続くと、資産市場の過熱感が高まり、その後の大幅な景気振幅という調整圧力を溜め込むリスクがある。新興国の政策当局は、こうしたリスクを回避するために、利上げ方向に舵を切り始めており、政策効果も含め今後の景気展開が注目される。

はじめに

新興国の景気回復と新興国への海外からの資金流入は、相互に影響し合いながら続いている。すなわち、世界経済を牽引する新興国の高成長の果実を目当てに、海外資金が新興国市場に流入し、それが新興国経済の回復をさらに後押しするという循環の形成である。新興国への資金流入は、同地域における生産・所得・支出の好循環メカニズムの潤滑油として機能していると言ってもよいであろう。

欧州における財政問題の影響から、投資家のリスクアペタイトが低下する中で、新興国の資産市場にもその影響が及んでいるが、リーマンショック後のような大規模な資金流出に見舞われるといった事態には至っていない。確かに、株式市場からは世界的に資金が流出し株価が下落したが、新興国の（先進国対比でみた）相対株価は、リーマンショック後のように大きく落ち込むことなく、高水準で推移している。ま

た、新興国の国債についてみると、質への逃避から金利が低下した米国債に比べればスプレッドは拡大したが、リーマンショック後のように、大きく売り込まれるようなことにはやはりなっていない（図表1）。実際、新興国債券市場には、増勢こそ鈍化しているが、資金の流入基調は続いており、また、新興国株式市場も足もとはネット流入超に転じていることが確認できる（図表2）。

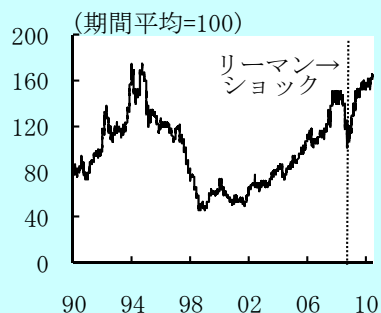
以下では、新興国への資金流入基調の背景について整理したうえで、それが新興国の経済変動にどういった影響を及ぼしてきたかについて、主に金融面と物価面に焦点をあてて考察する。

新興国への資金流入基調の背景

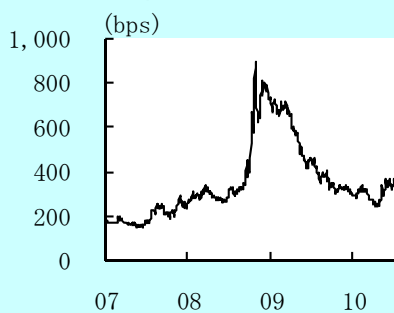
既述の通り、欧州の財政問題はグローバル投資家のリスク資産売却を誘発し、新興国資産市場にも影響が及んだが、基調としては、新興国

(図表1) 新興国債・株式のパフォーマンス

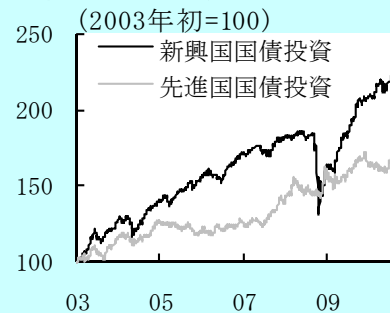
①新興国株価の相対価格
(対先進国株価)



②新興国債の対米
国債スプレッド



③新興国債投資と先進国
国債投資の累積リターン指数

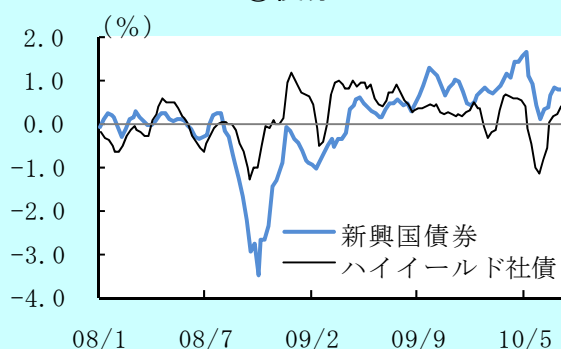


(注) 新興国債投資は EMBI Global (ドル建て債券)、先進国債投資は GBI-Global を利用。株価の相対価格は、MSCI の新興国株価指数を先進国株価指数で除した値を使用。直近は 7 月 16 日まで。

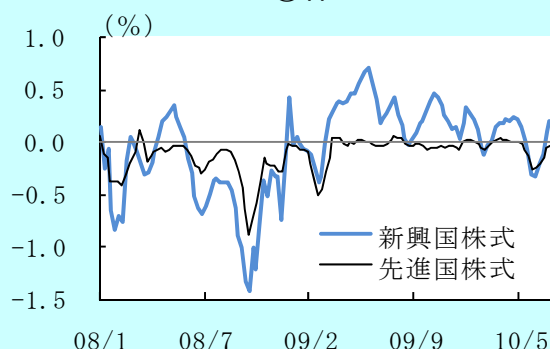
(出所) JP Morgan, Bloomberg

(図表2) 債券・株式ファンドのフロー動向

①債券



②株式



(注) 各ファンドのネットフロー (4 週間移動平均) を当該ファンドの全資産で除した値。直近は 7 月 14 日まで。

(出所) EPFR Global、ドイツ証券

への資金流入が続いている。特に、地域別にみると、アジアでは、中東欧等と比べ、金融・貿易取引双方の面でユーロ経済の下振れの影響を受けにくいことなどを背景に¹、海外市場での債券発行フローは堅調な地合いが続いているほか、ラ米の債券発行フローも、5 月入り後の極端な落ち込みからは回復している (図表 3)。また、アジア新興国の国債市場における非居住者の保有比率をみると、リーマンショック後にいったん低下したが、その後は上昇を続けている (図表 4)。こうした新興国への資金流入基調の背景としては、以下に指摘する通り、新興国と先進国のファンダメンタルズの違いや、グローバル投資家の資金繰りが全体として逼迫していないことなどが挙げられる。

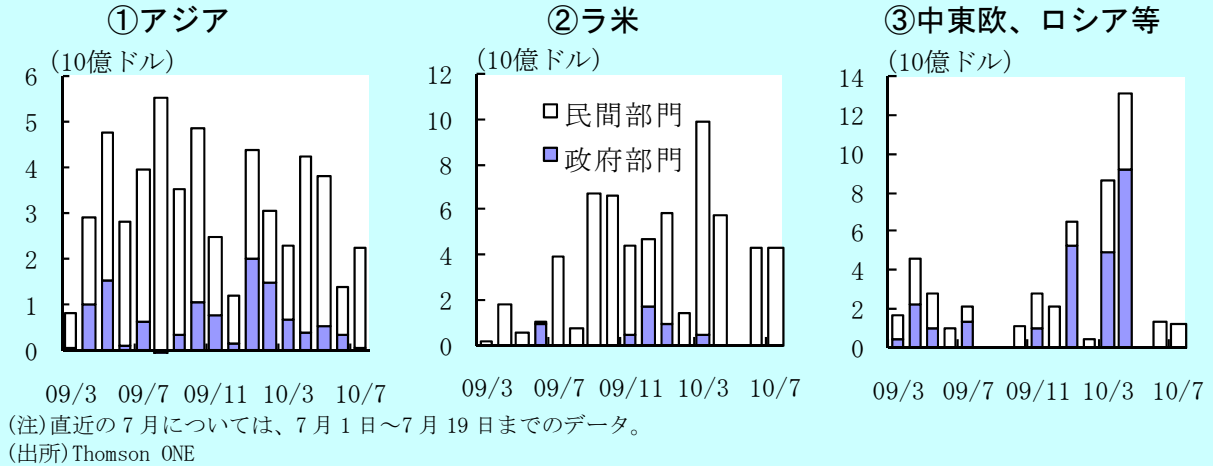
(新興国の力強い景気回復)

2008 年秋のリーマンブラザーズの破綻直後は、金融経済環境を巡る不確実性が一気に高

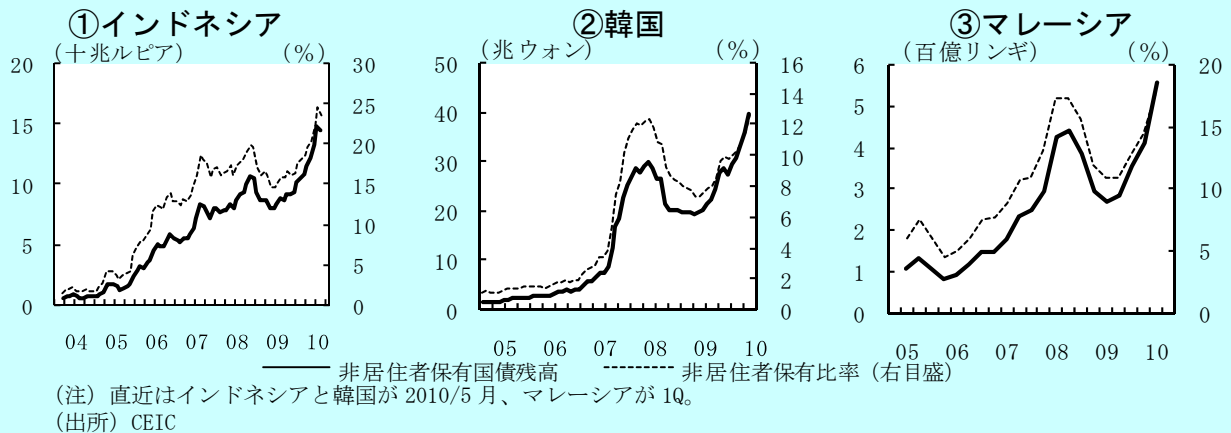
まったことで、世界各国の景気は同時に悪化し、全てのリスク資産が値崩れした。しかし、2009 年春以降になると、官民双方がバランスシート問題を抱えた先進国と、良好なファンダメンタルズに支えられた新興国との経済パフォーマンスの違いが明確化している (図表 5)。特に、欧州の財政問題に対する投資家の懸念が高まる中で、新興国の財政状況は総じて健全に推移していることが対照的な姿となっている (図表 6)。

こうした新興国と先進国のファンダメンタルズの違いを背景に、グローバル投資家の間で、分散投資先としての、新興国市場の魅力が高まっているように窺われる。実際、グローバル投資家に対するアンケートによれば、投資家の多くが、欧州向けの投資比率を引き下げ一方、新興国への投資比率を引き上げることを計画している (図表 7)。

(図表3) 海外市場における新興国の債券発行フロー



(図表4) 非居住者による国債保有状況



(限定的な資金流動性リスクの拡大)

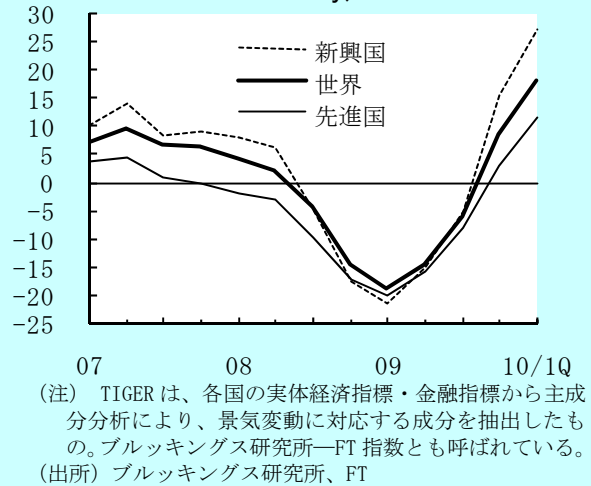
投資家は、資金流動性リスクに直面すると、相対的に市場流動性の低い新興国の金融資産を売却する傾向がある。すなわち、資金がいざ必要となり金融資産を満期前に売却しなければならないとき、市場流動性の低い金融資産は買い手が見つからず、低い価格でしか売却できずに損失を被る可能性があるため、資金流動性リスクが高まると、投資家は市場流動性の低い金融資産を買い手が見つかるうちに急いで売ようになる。

実際、リーマンショック後に、流動性危機に直面した先進国の投資家が市場流動性の低い新興国資産を売却し、資金の自国回帰（レパトリ）の傾向を強めたのは、流動性への逃避（flight to liquidity）として解釈できる。

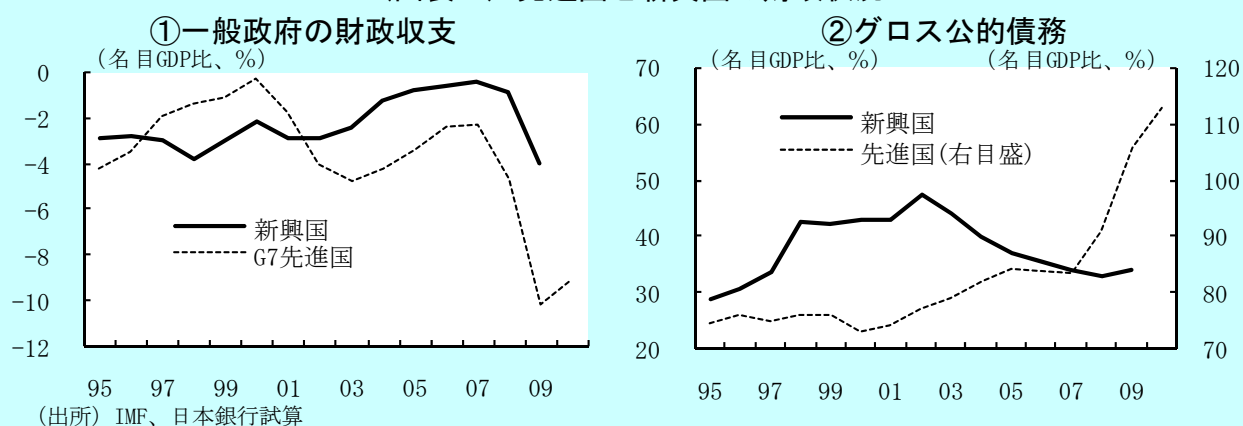
しかし、今回、欧州の財政問題から国際金融市場が不安定化した際には、欧州系金融機関の資金繰りに対する懸念の高まりがみられたも

の、主要国の中央銀行によるドルスワップが予防的に再開されるなど流動性危機への対応の枠組みが既に構築されていることもあって、流動性の需給が国際金融システム全体で逼迫するような事態には至っていない。

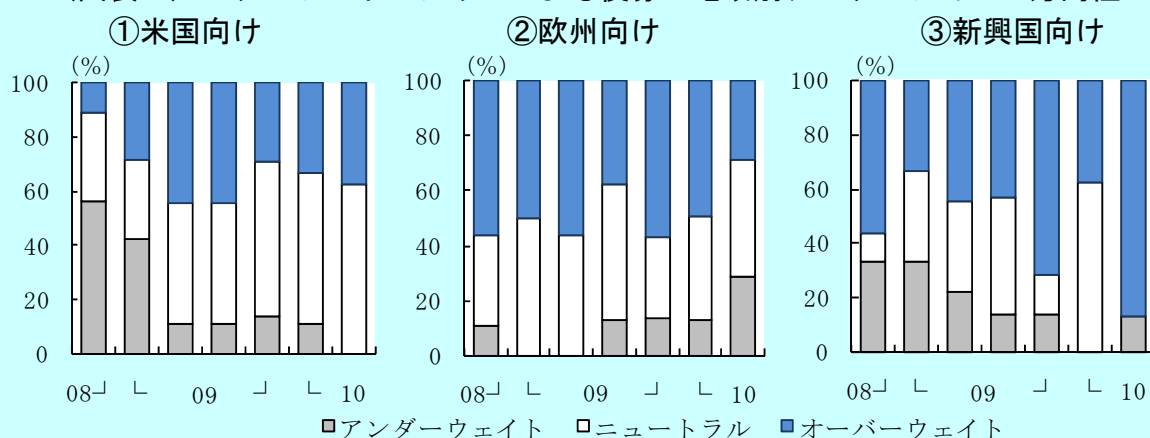
(図表5) TIGER (Tracking Indexes for Global Economic Recovery)



(図表6) 先進国と新興国の財政状況

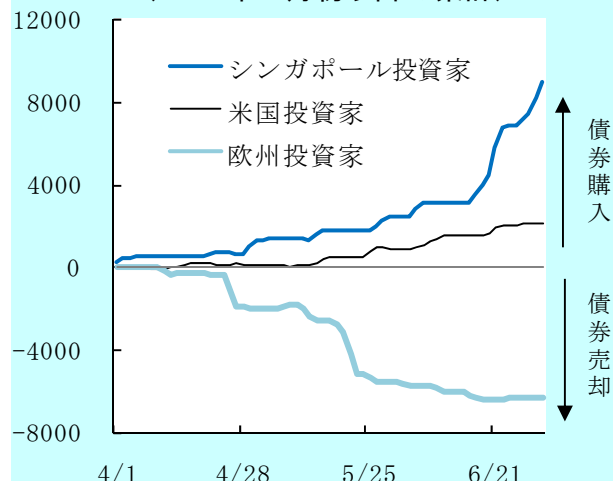


(図表7) ファンドマネージャーによる債券の地域別アロケーションの方向性

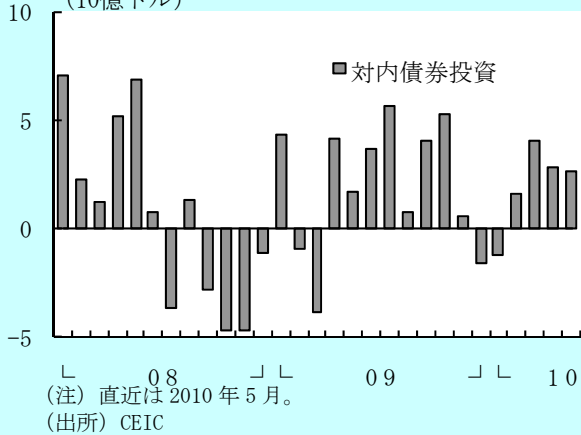


投資家の資金流動性リスクの拡大が限定的であったことを示す一例として、韓国の債券市場の動きをみてみよう(図表8)。所在地別にみたグローバル投資家の資金フローをみると、欧州の投資家(金融機関を含む)は、資金流動性リスクの高まりを受け、4月下旬から5月中旬にかけて債券売却を進めたが、米国やシンガポールの投資家は総じて積極的な投資スタンスを維持している様子が窺われる。その結果、全体としてみれば、韓国債券市場への資金流入は続いており、リーマンショック後のように先進各国の投資家が流動性リスクに直面し資金を引揚げた時とは異なる状況となっている(図表9)。

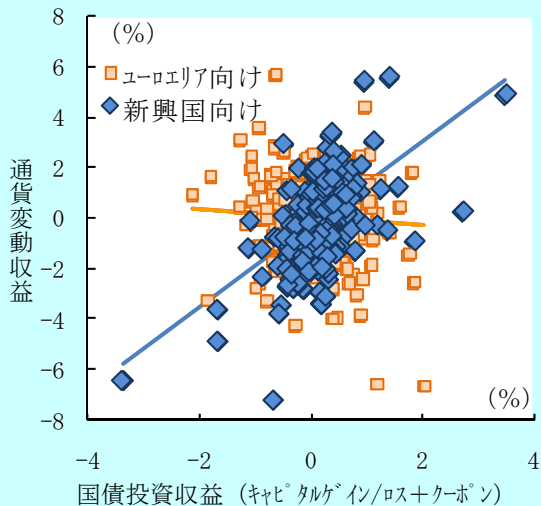
(図表8) 韓国向け債券投資の資金流入(2010年4月初以降の累計)



(図表 9) 韓国債券市場への海外資金の流入
(10億ドル)



(図表 10) カバー無し現地通貨建て
国債投資収益率 (ドル換算)
通貨変動収益と国債投資収益の関係



資金流入が新興国経済に与える影響

それでは、新興国への海外資金の流入基調は、新興国経済にどのような影響を与えているのであろうか。ここでは、金融面と物価面の2つの側面から整理する。

(新興国の長期金利に対する下押し圧力)

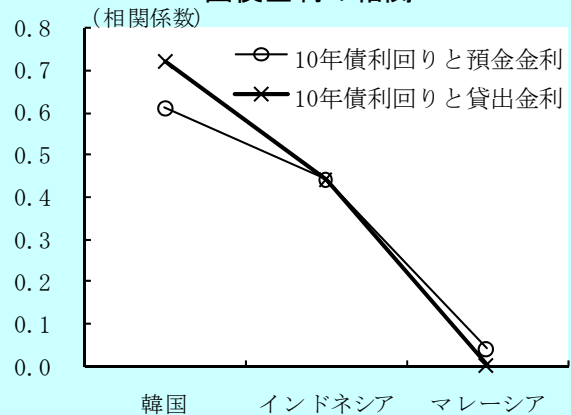
グローバル投資家による新興国市場への投資については、キャリートレードが牽引しているとみられる。同トレードの一形態である「カバー無し現地通貨建て新興国国債投資」の収益

率について、国債投資収益（キャピタルゲインとクーポン収入）と通貨変動収益（対ドル）に分解してみると、通貨変動収益が通貨高によって増加するときには、国債投資収益も増加する——つまり、国債価格が上昇し、長期金利が低下する——傾向があることが確認できる（図表10）²。こうした関係は、先進国向け（例えばユーロエリア向け）投資では観察されない。

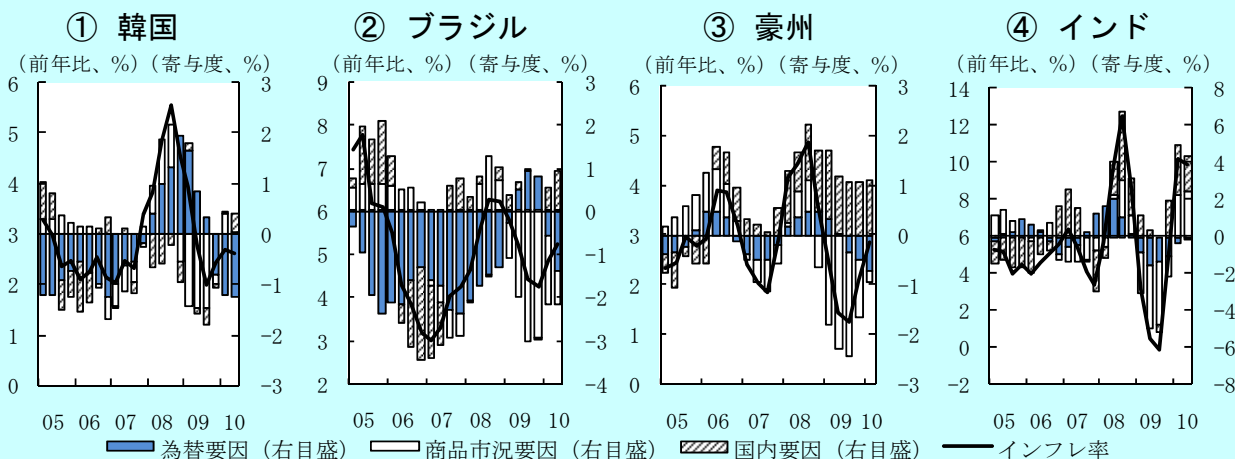
新興国向け投資において、国債投資収益と通貨変動収益の間に正の相関が発生しているのは、おそらく、新興各国の市場規模が相対的に小さいことに加え、先進国の金融政策がグローバル投資家の行動に影響を及ぼしていることが関係しているとみられる。すなわち、先進国が金融緩和をすると、投資家の「利回り追求 (search for yield)」のインセンティブを強め、新興国資産を対象とするキャリートレードが増加する³。こうした投資行動が比較的規模の小さい新興国資産市場において、通貨高と国債価格の上昇をもたらしていると考えられる⁴。

このように、キャリートレードの活発化から、新興国への資金流入の増勢が強まると、通貨高をもたらすだけでなく、長期金利に低下圧力がかかり、金利自由化が進んでいる国々では、国内貸出金利に対しても低下圧力がかかるなど緩和的な金融環境を醸成するものと考えられる（図表11）。

(図表 11) アジア新興国の貸出・預金金利と
国債金利の相関

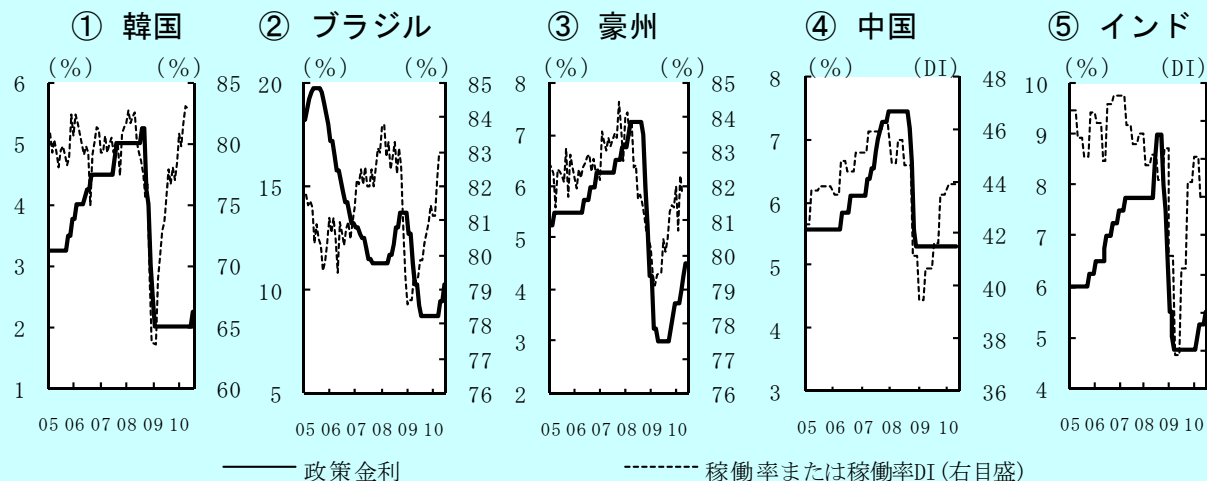


(図表 1 2) 新興国インフレ率の要因分解



(注1) 対ドル為替レート、国際商品市況(CRB指数)、物価の3変数VARモデルを用いて推計し、ヒストリカル・デコンポジションを行った。インフレ率には、韓国、ブラジル、豪州はCPI総合、インドはWPIを用いている。
(注2) 直近は、韓国、ブラジル、インドは2Q(4~5月)。豪州は1Q。

(図表 1 3) 政策金利と稼働率



(出所) CEIC

(輸入物価下落に伴うインフレ圧力の緩和)

新興国への資金流入に伴う緩和的な金融環境は、新興国の財市場の需給を逼迫させ、インフレ圧力を高める側面を持つ一方で、資金流入に伴う通貨高は、輸入物価の下落を通して、インフレ圧力の顕在化を抑制する側面もある。

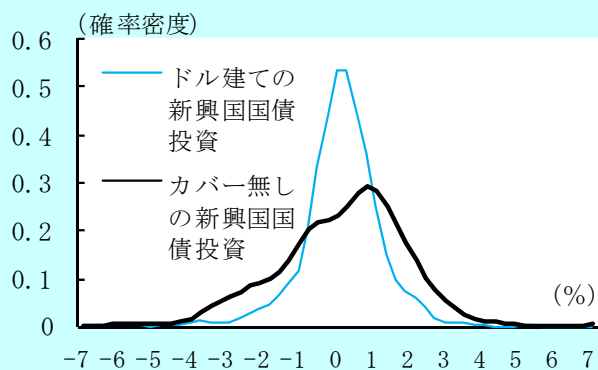
アジアやラ米といった新興国では、輸入の決済通貨として先進国通貨、特に米ドルが多く用いられているほか⁵、輸入価格の変動の影響を受けやすい食料品のCPIに占めるウェイトが高い。食料品など一次産品のドル建て輸入価格は、ドル建てで取引される国際商品市況に連動する部分が大きく、それら一次産品の国内卸価格に対する為替レートのパススルー比率は(工業製品など差別化の程度の大きい財に比べて)一般

に高い。このため、新興国の通貨高は、輸入物価の下落を通して、CPIの低下圧力を強めるとみられる。

実際、計量分析により、主要新興国のインフレ率を為替レート要因、国際商品市況要因、国内要因(需給や期待インフレの変動)の3つに分解してみると、2009年半ば以降、国内要因が景気回復に伴う需給環境のタイト化を映じインフレ率を押し上げる方向に働く一方、為替レート要因は通貨高による輸入物価の下落を映じてインフレ率を押し下げる方向に働いてきたことが分かる(図表12)⁶。

このように、海外からの資金流入は、新興国のインフレ率に対して、景気拡大による上昇要因と通貨高による低下要因の双方向の圧力と

(図表 14) 収益率の分布



	平均	分散	歪度
ドル建て国債投資	0.20	1.83	-0.28
カバー無し現地通貨建て 国債投資(ドル換算)	0.23	3.12	-0.60

(注) ドル建て国債投資は EMBI Global、カバー無し現地通貨建て国債投資(ドル換算)は、GBI-EM Global を使用。
2003年1月から2010年5月までの週次収益率に基づく。

(出所) JP Morgan

なって作用する結果、景気拡大が続いても、インフレ率がさほど上昇しないという現象を、少なくとも短期的には生み出す側面がある。

新興国における景気振幅拡大のリスク

新興国への資金流入は、同地域における生産・所得・支出の好循環メカニズムの潤滑油として機能し、景気回復に寄与しているものの、新興国経済に対してリスクももたらしている。すなわち、新興国では、景気回復のもとで生産要素の稼働率が高まってきているが(図表 13)、通貨高によるインフレ率の上昇抑制などを背景に、中央銀行が緩和的な金融環境を維持すると、中長期的には景気振幅の拡大を招くリスクがあると考えられる。そして、そうしたリスクが顕在化し、新興国から資金が流出し始めた場合には、今度はこれが景気の悪循環を加速させる要因として作用することになる。

最近、アジア新興国には、米国を中心とする域外先進国からの資金(inter-regional capital flows)だけではなく、アジア域内からの資金(intra-regional capital flows)も相互に流入するなど、投資家層の厚みが増している側面もあるが⁷、資金の流れが一度逆回転をし始めると、キャリートレードの急激な巻き戻しなどによって、影響が拡大する可能性は否定できない。キャリートレードの一形態である「カバー無し

現地通貨建て新興国国債投資」の収益率の分布を、「ドル建て新興国国債投資」と比較すると⁸、歪度(skewness)がマイナスになっている——分布の裾野がマイナスの方向に厚めになっている——ことが確認できる(図表 14)。これは、稀ではあるが、投資家が一斉にキャリートレードのポジションを手仕舞い、新興国市場から急激に資金が流出する可能性があること(tail risk)を示している。

なお、ドルペッグや管理フロート制を採用している新興国においては、資金流入に伴う通貨高によるインフレ抑制は作用しないため、国内の生産要素の稼働率が高まると、それがそのままインフレ率の上昇につながりやすい。例えば、管理フロート制を採用しているインドについてみると、2009年以降の通貨ルピーの増価幅が、自由フロート制の韓国ウォンやブラジルリアル、豪ドルに比べ小さいため、為替レート要因の下押し寄与が小さく、商品市況高と国内需給のタイト化からインフレ率が大幅に上昇している(前掲図表 12)。官民ともにバランスシート問題を抱えた先進国では、当面緩和的な金融環境が続くとみられ、そうした下で新興国が固定的な為替制度を維持すれば、インフレ圧力の高まりにも拘わらず緩和的な金融政策を続けることになり(前掲図表 13)、最終的には景気振幅を拡大させるリスクを溜め込んでいくことになる。

おわりに

欧州の財政問題の影響で国際金融市場が不安定な間は、グローバル投資家は新興国市場への投資に対して、慎重姿勢を維持する可能性がある。また、仮に欧州問題の深刻化などによって市場が一層不安定化するようなことがあれば、新興国市場から大規模な資金流出が発生するリスクは排除できない。もっとも、資金の地域別アロケーションの観点では、投資家の多くが、欧州に対する投資比率を引き下げる一方、高い経済成長と良好な財政状況を維持している新興国への投資比率を引き上げることを計画していることは先に見た通りである(前掲図表 7)。また、欧州の問題によって、先進国の利上げのタイミングが後ずれし、世界的に流動性

が潤沢な状況が続くと見通しが市場で広がっている。このため、市場の混乱が収束していけば、新興国への資金流入の増勢が再び強まるとみられる。

そうした地合いのもとで、新興国の中央銀行が、欧州問題に伴う国際金融市場の不安定化の影響やインフレ率の安定に目を奪われ過ぎると、緩和的な金融政策の継続が資産市場の過熱感を高め、その後の大幅な景気振幅という調整圧力を溜め込んでしまうリスクがある。この点については、1980年後半の日本のケースが教訓となろう。日本銀行は、先行きの公定歩合の引き上げを展望し、1987年8月末から短期市場金利の高め誘導を行った。しかし、同年10月のブラック・マンデーにより国際金融市場が不安定化したことを背景に、短期金利の高め誘導をいったん中断したことで、短期金利は再び低下した。そして、市場の混乱を乗り越え、市場参加者の期待は、日本銀行が低金利政策を維持するもとで強硬化していき、日本でバブルが膨張していくこととなった。

今回の局面では、一部の新興国において、短期の資金流入を抑制することを企図した資本取引規制の強化が発表されている⁹。もっとも、こうした規制の実効性や持続性に対しては様々な見方があり¹⁰、大幅な景気振幅の調整圧力を溜めこんでしまうリスクを回避するには、資本取引規制によって補完しつつも、金融財政政策を適切に運営していくことが重要である。新興国の政策当局は、既に利上げ方向に舵を切り始めており、政策効果も含め今後の景気展開が注目される。

*現金金融機構局

**現金金融市場局

¹ 貿易面でのつながりを、ユーロエリア向け輸出シェアで見ると、アジア、ラ米は10~20%台であるが、中東欧は60%台となっている。また、金融面でのつながりを、欧州周辺国の金融機関からの対外与信規模で確認すると、中東欧向けが特に大きいほか、歴史的につながりが深いラ米向けも大きい。一方、アジア向けはかなり小さい。

² 国債投資収益はキャピタルゲインとクーポン収入からなるが、図表10に示した高頻度の週次収益率については、主にキャピタルゲインの動きを捉えているとみることができる。

³ 詳しくは、下記の日銀レビューを参照。

国際局国際経済調査担当「新興国の国際資金フローと資産価格の変動」2010-J-1、2010年1月。

⁴ これに対して、先進国の金融緩和、例えばECBの金融緩和は、欧州国債の投資収益の増加(欧州国債価格の上昇)をもたらす一方で、ユーロ安(対ドル)から通貨変動収益の減少をもたらす。図表10のユーロエリア向け投資において、国債投資収益と通貨変動収益の間に、若干ながら負の相関が発生しているのは、こうした動きが影響していると考えられる。

⁵ 例えば、アジアでは、輸入の決済通貨に占めるドルのウェイト(2004年時点)が60%強に達している。詳細は下記資料を参照。

Kamps, A., "The Euro as Invoicing Currency in International Trade," European Central Bank Working Paper Series 665, 2006.

⁶ 図表12のヒストリカル・デコンポジションとは、VARモデル中の各変数の動きを、識別された各ショックを用いて要因分解する手法である。

⁷ 前掲図表8で、韓国債券市場にシンガポールの投資家からの資金が増えていることは、アジア域内からの資金フロー(intra-regional capital flows)が拡大していることを示唆している。

⁸ ドル建て新興国国債投資は、市場流動性の違いなどを無視すれば、カバー付き現地通貨建て新興国国債投資と理論的に等しい。

⁹ 2010年6月、韓国の政府・中銀が、銀行の通貨関連の金融派生商品に対する持ち高の上限を設定することや、外貨建て融資の用途を海外利用のみに制限することからなる外貨取引規制を発表したほか、インドネシア中銀が、中銀が発行する短期証券を取得する場合、最低1か月間の保有を義務づけることを発表した。また、ブラジルでは、2009年10月に、株式と債券を対象とした資本流入に税率2%の資本取引税を導入している。

¹⁰ 例えば、懐疑的な見方として、BISは、資本規制は一時しのぎに過ぎないとの見解を示し、資本配分の歪曲により金融市場の効率性を低下させるとの懸念を表明。詳細は下記資料を参照。

BIS, "Post-crisis policy challenges in emerging market economies," BIS Annual Report 2009/10, 2010

[謝辞] 本稿作成にあたっては、データ収集において、上田達史の協力を得た。

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心をもつ幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。内容に関するご質問等に関しましては、日本銀行国際局 武藤一郎 (E-mail: ichirou.mutou@boj.or.jp) までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパー・シリーズは、<http://www.boj.or.jp>で入手できます。