



新興国経済の動揺と国際マネーフローの真相 ～背後にある欧州銀行の対外与信膨張と縮小～

龍谷大学 経済学部 教授

竹中 正治

1. 新興国経済の成長鈍化、株価低迷はFRBの量的金融緩和縮小の以前から

昨年来、新興国経済の動揺が世界経済の不安定要因として指摘されてきた。とりわけ「脆弱な5カ国（Fragile 5）」と呼ばれるブラジル、インド、インドネシア、南ア、トルコなど国内インフレ率が高く、経常収支赤字の大きい諸国の為替相場、株式市場の下落などが

—〈目 次〉—

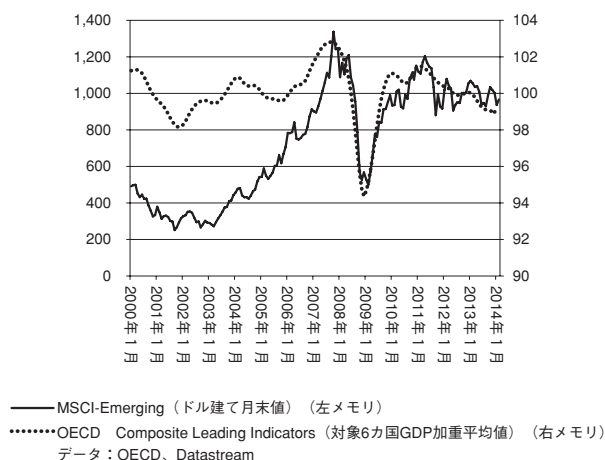
1. 新興国経済の成長鈍化、株価低迷はFRBの量的金融緩和縮小の以前から
2. 経常収支赤字途上国の赤字をファインダンスしたのはどのようなマネーか
3. ドル売りキャリートレードの手仕舞い
4. 途上国の膨張した国内信用と対外借入の調整局面が続く

起こった。

その原因として新興諸国に流入していたマネーフローが流出に転じたことが指摘され、その原因は昨年5月に当時のバーナンキFRB議長が予告的に示唆し、実際には昨年12月から開始されたFRBの量的金融緩和の開始であるという解説が一般に流布している。しかしそうした理解は、「原因」と「きっかけ」を混同して大局的な理解を欠いているように思える。まずそれをご説明しよう。

例えば次のような認識が一般的だろう。「(2013年)5月22日に行われた(FRB)議長の議会証言での『今後数回の会合で量的金融緩和(QE)縮小開始もあり得る』という一言が、その後1カ月にわたる大きな相場調整の引き金を引いてしまった」「このようなQE縮小相場第2弾は何をもたらすだろうか・・・(中略)・・・一部エマージング諸国には急速な資本流出が為替レートの急降下をもたらし、国内にインフレと景気減速、金融市

(図1) 株価指数MSCI-EmergingとOECD景気動向指数の推移



場の不安定化をもたらすリスクがある。そして、エマージング市場の混乱がグローバルに波及していくというのが最悪シナリオだ」(注1)

しかしながら事実関係を見ると、新興諸国への資金流入の減少、あるいは資金流出の傾向はFRBが量的金融緩和縮小の可能性を表明する以前の2013年2月頃から注目されている。例えば日本経済新聞は同年4月8日の記事で新興諸国の株価低迷と日米などの先進諸国の株価上昇の対照的な動き指摘し、次のように述べている。「世界の投資信託の資金の流れを追う調査会社EPFRグローバルによると、2月下旬以降、先進国の株式に投資するファンドへ資金流入が増える一方、新興国株ファンドから資金が流出している。」

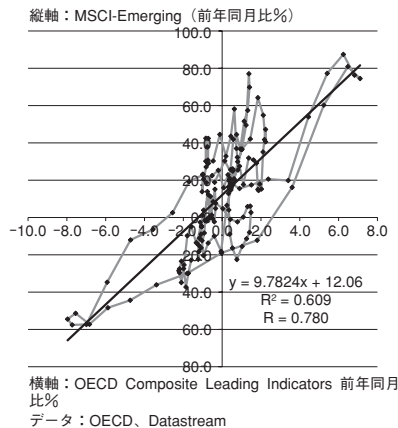
またIMFのレポートによると、新興諸国への海外からの資金流入(直近1年間の累積ベース)は、リーマンショック後2009年後半か

ら急激に回復、増加したが、2011年前期に流入諸国のGDP比率5%弱でピークを打ち、2012年には同2～3%の水準まで減少した。(注2)

実は株価下落などに現れた新興諸国の成長率の鈍化は、昨年のFRBによる量的金融緩和の予告的な示唆よりずっと以前に始まっていたトレンドに過ぎない。そのことを検証してみよう。そのために新興諸国の代表的な株価指数であるMSCI-Emerging指数(中国、ブラジル、インド、ロシアなどの株式比率が高い)と各国の景気動向を示すOECDのComposite Leading Indicators(以下「OECD景気動向指数」)を使って、これら諸国の株価と景気動向の関係を見てみよう。(注3)

ブラジル、中国、インド、インドネシア、ロシア、南アフリカの国別OECD景気動向指数を各国の名目のGDPをウェイトにした加重平均値を計算して、MSCI-Emerging指数

(図 2) MSCI-Emerging Index & OECD 6 カ国CLI (加重平均値)
(前年同月比変化率) (2001/01-2014/01)



の推移と合わせて図 1 に示した。これを見ると、景気動向指数もMSCI-Emerging指数も2011年にはリーマンショック後の反発・回復基調が終わり、緩やかながら下げ基調に転じていることがわかる。

図 2 では両者の関係性をより正確に見るために、双方の指数の対前年同月比の変化 (%) を散布図にした。統計的に両者の関係性は有意 (関係性が偶然ではない) であり、相関係数は0.78、説明度を示す決定係数は0.61と高い。これはOECD景気動向指数の変化でMSCI-Emerging指数の変化の61%を説明できることを意味している。

OECD景気動向指数は国によって異なる5つから10程度の景気に敏感な経済データを合成して算出されている。ただしこれら経済データには当該国の株価指数も含まれる場合が多いので、MSCI-Emerging指数との関係性はその分多少割り引いて考える必要がある。

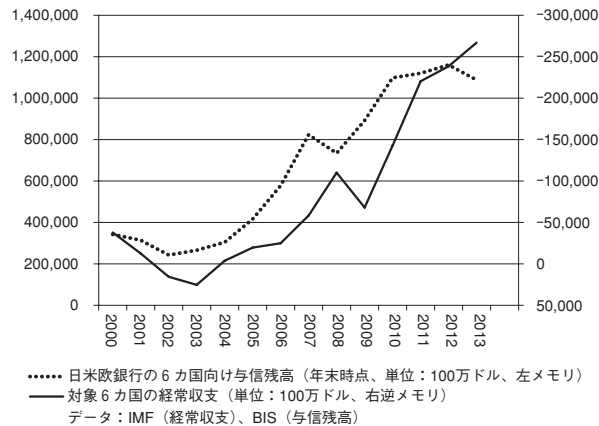
図 2 上においてリーマンショック後の回復局面が終わり、OECD景気動向指数もMSCI-Emerging指数も前年比でややマイナスの左下方の象限にシフトしたのは2011年後半からであり、2014年1月現在も同象限に位置している。

つまり、新興諸国の株価下落はこれら諸国の景気動向を反映したもので、2013年5月のFRBの量的金融緩和縮小の示唆発言よりずっと前に始まっていた変化だと言えよう。興味深いことにCRB商品指数が示す国際商品市況もほぼ同じ時期に上昇から下落トレンドに転じている。

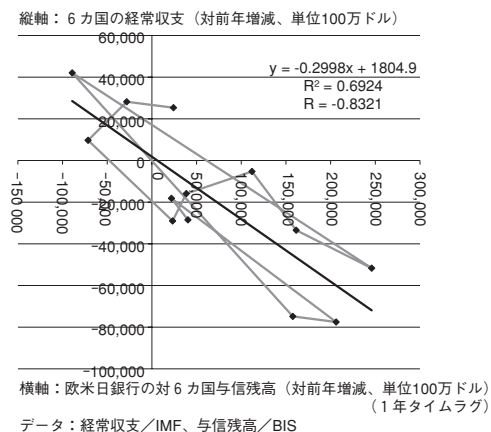
2. 経常収支赤字途上国の赤字をファイナンスしたのはどのようなマネーか

次に不安視されている脆弱な5カ国 (ブラ

(図3) 脆弱な5カ国+アルゼンチンの経常収支と
欧米日の銀行の与信残高推移



(図4) 脆弱な5カ国+アルゼンチンの経常収支と
欧米日の銀行の与信残高の変化（対前年増減額）（2001-2013）

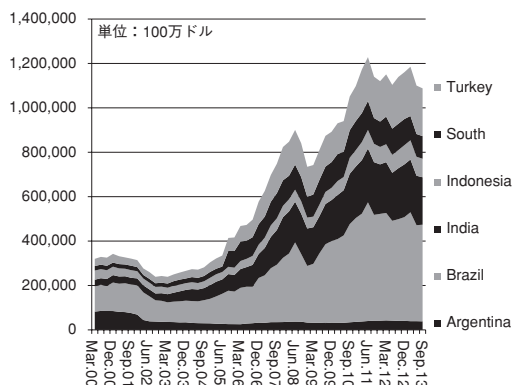


ジル、インド、インドネシア、南ア、トルコ）にアルゼンチンを加えた6カ国の経常収支動向を見てみよう。当該6カ国の経常収支と欧米日の銀行（BIS加盟銀行）の6カ国向け与信残高の推移を示したのが図3である。経常収支（右メモリ）は逆メモリにしてある。6カ国の経常収支赤字と欧米日の銀行の与信残

高が概ね並行して増加しているのがわかる。また銀行の与信残高の変化が、経常収支の変化に1年ほど先行しているように見える点にも注意しておこう。

両者の関係性を正確に見るために、双方の対前年の増減額を散布図にしたのが図4である。図3で先行して変化しているように見え

(図5) 米国、欧州、日本の銀行の「脆弱な5カ国」＋アルゼンチン向け与信残高
(債務国別積上図、2013年9月末時点)



データ：BIS Consolidated international claims of BIS reporting banks

る銀行与信残高の増減データを1年ずらしてある。すると相関係数はマイナス0.83、決定係数は0.69と高い結果が出た。やはりこの単回帰の結果は有意である。ただし、統計的にはデータ数の多い方が信頼度の高い結果を導けるので、四半期データで見たいのだが、途上国は四半期で経常収支を開示していない国もあるので、年間データを使用しているためデータ数が少ない点には留意しておこう。

経常収支赤字の増加は当然ながら何らかの形態の対外的な借入の増加を必要とする。ここで提示したデータだけでは検証はまだ不十分だが、これら諸国の経常収支赤字の拡大に対応した対外的なファイナンスが、欧米日の銀行与信の増加として起こったという推測が仮説として成り立つ。

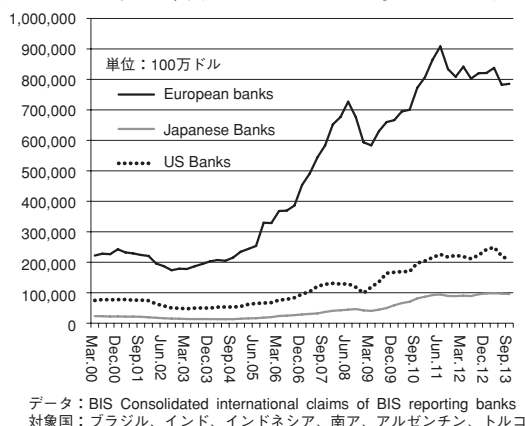
ではなぜ銀行与信の増減が経常収支の増減に1年先行しているのか。銀行与信の減少が起こったのは例えば2008年である。米国を震

源地とする金融危機で欧米の銀行を中心に莫大な損失が発生したため自己資本比率が低下した銀行は与信圧縮に走らざるを得なかった。それは債務国側にとっては外貨資金調達の逼迫を意味するが、政府の外貨準備を取り崩せばその分がバッファーになり、即座に債務国の外貨資金繰りが窮することはない。

しかし外貨準備の減少が継続することは政策上のリスクが高い。したがってこうした事態に直面した途上国政府・中銀は何らかの外貨資金繰りの引締めを行う。あるいは国内の一般的な金融引締めで内需を抑制する。その結果、タイムラグを伴って経常収支に変化(赤字の減少)が生じるのだと考えれば辻褄が合う。実際、世界の途上国の外貨準備総額は2008年後半から09年前半にかけて増加テンポが大きく減少した。

こうした6カ国向けの銀行与信残高を債務国別で見たのが図5である。黒と灰色の残高

(図6) 米国、欧州、日本の銀行の「脆弱な5カ国」+アルゼンチン向け
銀行与信残高(債権国別、2013年9月末時点)



積上げ方式の図にしてある。右に記載されている国名の順に積み上がっている。ブラジルの比重が最も大きく、全体に見ると2011年をピークに減少基調に転じているのがわかる。既に見た主要途上国全般のOECD景気動向指数の動きや株価指数MSCI-Emergingの変化と一致した変化であることに注目しよう。

では、どこの国、あるいは地域の銀行が与信を拡大し、そして2011年以降縮小しているのだろうか。6カ国への与信残高を銀行の国別・地域別で見たのが図6である。一目して明らかな通り、欧州地域の銀行の比率が圧倒的で、2013年9月時点で欧米日の銀行全体の72%を占めている。

欧州系の銀行の与信残高はピーク時2011年6月の9,082億ドルから2013年9月の7,856億ドルに1,226億ドル(約12兆円余り)減少している。一方、米国の銀行のそれは同じ期間に2,259億ドルから2,064億ドルに195億ドルの

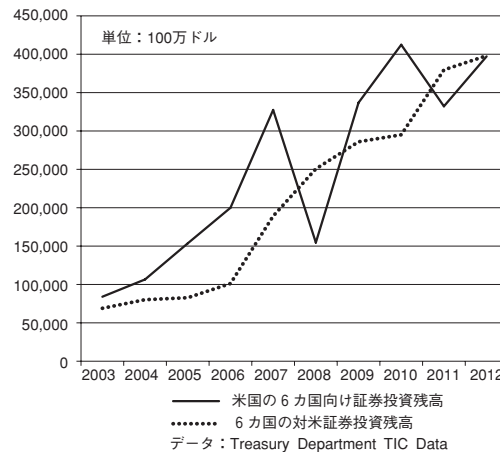
減少、日本の銀行は944億ドルから957億ドルに13億ドルの増加となっている。

すなわち銀行与信について見る限り、途上国からの資金流出とは欧州系銀行の与信回収に他ならない。ただしその与信の多くはFRBの量的緩和政策で事実上ゼロ金利となったドル建て資金で行われているのだと考えられる。

国際マネーフローには銀行与信以外にも、債券と株式による証券投資フロー、並びに海外直接投資がある。海外直接投資は基本的に長期投資であり、米国の量的金融緩和のさじ加減で大きく変動するものではない。しかし証券投資フローは金利や景気動向次第で短期的・中期的に大きく変動する。米国からこれら諸国への証券投資が大きく引き揚げ超過になっているかどうか次に見てみよう。

図7は米国財務省の対外・対米証券(株と債券)投資のデータに基づいて米国と6カ国

(図7) 米国の対外、対米証券投資残高 (対6カ国)



の相互の証券投資残高の推移を示したものだ。米国の対6カ国証券投資は、残高としては欧州系銀行の6カ国向け与信残高の約半分ほどの規模があり、リーマンショックの2008年と欧州債務危機が深刻化した2011年に減少が見られた。しかしいずれの場合もその後回復し、2012年末時点では、ピーク時の2010年とほぼ同じ残高を維持している。2013年末の同最終データはまだ公表されていないが、2013年末までの直近9カ月の長期証券投資ネットフローを見ると米国から6カ国への212億ドルの流入超過（米国からの流出）であり、投資資金の引き揚げは見られない。

しかし、一方では途上国全体からの証券投資資金の流出が報道されている。例えば今年4月3日付の日本経済新聞は次のように報じている。「投資調査会社EPFRグローバルが集計する世界の投資信託の資金流出入の動向を見ると、新興国の株式や債券などから欧州

への資金流入が継続していることが見て取れる。昨年10月末以降、3月半ばまでに株式と債券の合計で690億ドル弱が新興国から流出する一方、欧州市場に約630億ドルが流入した」

この一見矛盾するデータをどのように理解したら良いだろうか。実は米国からの対外証券投資は直接的なフローの他にケイマン諸島などオフショアセンターを経由して行われる部分が大きく、その多くはこうしたオフショアセンターに登録されているヘッジファンドなどが操作する資金だと考えられている。このマネーフローも米国からオフショアセンターへの流出超過が2013年に持続しており、米国への引き揚げは見られない。

ただし投資フローが途上国から欧州や日本など他の地域にシフトしているのだと考えられる。もし途上国からの資金流出が米国の量的金融緩和政策の段階的縮小を原因にしたも

のであるならば、米国の対外証券投資フロー全体の縮小として生じるはずである。ところが実際には対外証券投資フロー全体は縮小しないまま、投資先が他地域にシフトしているのだ。それは投資対象国（途上国）自体の経済動向に投資家が悲観的になり、投資先を変更しているということに他ならない。

■ 3. ドル売りキャリートレードの手仕舞い

ゼロ近傍まで下がった短期ドル資金が主に欧州系銀行を通じて経常収支赤字の途上国に貸し出され、かなりの部分が現地通貨に転換されて様々な投資に充てられた。これはドル売りキャリートレードに他ならない。ドル売りキャリートレードの投資主体には2つある。第1はタックス・ヘイブンなどに登記されていることの多いヘッジファンドなど金融レバレッジを常用する投資ファンドである。第2は新興諸国内の各種法人である。

ここで言う「ドル売りキャリートレード」とはドル借入を負債サイドに置くもので、資産サイドには新興諸国の株式、債券、不動産、さらに様々な金（ゴールド）や銅を始めとする資源系の国際商品に投じられた。ドル相場が上昇（現地通貨が下落）すると為替損が生じるリスクがあるが、負債（ドル借入）と資産（現地通貨建て資産や資源系国際商品）の期待リターン格差が拡大したことが、強い誘因となってドル売りキャリートレードが拡大

した。その過程で、新興諸国では自国通貨相場の上昇、株価や不動産価格の上昇、並びに国際商品価格の上昇などが起こった。

しかし中国を始め新興諸国の景気動向に陰りが濃くなると、キャリートレードの投資リターンは次第に悪化したと考えられる。ここで冒頭にふれたように、2013年5月のFRBバーナンキ議長による量的金融緩和縮小見通しが、すでに途上国経済の先行きに悲観的になり、ドル売りキャリートレードの縮小、撤退のタイミングを模索していた投資家を手仕舞いへと駆り立て、新興諸国の株価と通貨相場の同時下落の動きが強まったと考えられる。

■ 4. 途上国の膨張した国内信用と対外借入の調整局面が続く

現状で同様のリスク状況がどこまで広がっているのかは、昨年7月19-20日のG20でも当然議論になった。もっとも米国FRBは自国の金融政策の舵取りが国外事情によって縛られるのを嫌い、妥協の結果G20の共同声明では次のような玉虫色の文章になったのだろう。

「金融政策は、中央銀行の各々のマンデートに従って、国内の物価安定に向けられるとともに、経済の回復を引き続き支援すべきである。……我々は、長期間の金融緩和から生じるリスクと意図せざる負の副作用に留

意する。金融政策のあり方の将来的な変更については引き続き注意深く測定され、明確なコミュニケーションが行われるであろう。」
(注4)

また、今年2月11日の米国連邦議会下院金融サービス委員会でのFRBイエレン議長の証言では、新興国通貨不安について「現段階では米経済への重大なリスクにならない」と軽い指摘で済ましている。これは自国の金融政策はあくまでも自国のインフレ安定と雇用の最大化を目的に行うというFRBの任務からすればある意味で当然な姿勢だろう。

問題は、途上国政府や中銀が国内のこれまでの信用膨張や経常収支赤字や膨らんだ対外借入の調整でソフトランディングできるかどうかであり、個別国ごとに脆弱性を見る必要があるだろう。この点でIMFは昨年10月のレポートで、2010-12年の期間について、経常収支赤字の対GDP比率と、信用の拡大がGDPの成長度を上回っている度合いの2つの尺度で測り、最も脆弱性の高い国としてトルコ、ブラジル、コロンビアをあげている。
(注5)

また同IMFレポートでは中国のリスクも特筆されているが、中国では対外借入が厳しく規制されているため同比率は低く、経常収支も黒字だ。しかし一般事業法人の自己資本に対する負債比率自体は、07年に比べて突出して上昇しており、地方政府関連の債務を含む国内の信用膨張が目立っている。(公益財団法人)国際通貨研究所では主要途上国のファ

ンダメンタルな脆弱性や外貨建て借入規模(GDP比率)を一覧にしたレポートを公表しており、参考になる。(注6)

以上のリスクが1997年のアジア通貨危機のような激発性の危機を起こす危険性はゼロではないが、楽観的な見通しを可能にする変化もある。例えば、アジア通貨危機の教訓としてアジア諸国を中心に短期の外貨負債の増加に対して各国は国内の規制や予防策を強化している。また危機予防要因としての外貨準備残高は途上国を中心に激増し、1995年の1.4兆ドルから11兆ドル(2013年3月末時点)に増えている。

そうした点を考慮すると、国内、対外の双方で信用が膨張し過ぎた途上諸国は債務リスクの過程が続き、成長率も鈍化した状態が長引く可能性が高いが、アジア通貨危機のような激発性の危機は回避できるかもしれない。

(注1) 山下えつ子「QE縮小相場第2弾は危機への入り口か」トムソン・ロイター社コラム、2013年6月21日

(注2) IMF Global Financial Stability Report, April 2013

(注3) この単回帰分析は以下の論考で行ったものを多少精緻化してアップデートしたものである。

竹中正治「新興国襲ったドル売りキャリートレード巻き戻しの残存リスク」トムソン・ロイター社コラム、2013年7月30日

(注4) 財務省、「20か国財務大臣・中央銀行総裁会議 声明(仮訳)」2013年7月19-20日、於：ロシア・モスクワ

(注5) IMF Global Financial Stability Report, October
2013

(注6) 佐久間浩司「米国金融緩和の縮小を受けた市場の動揺について」(公益財団法人)国際通貨研究所、Newsletter 2014.02.20 (No.9 2014)

