

米金融政策転換と新興国経済 テーパータントラムと現局面の比較

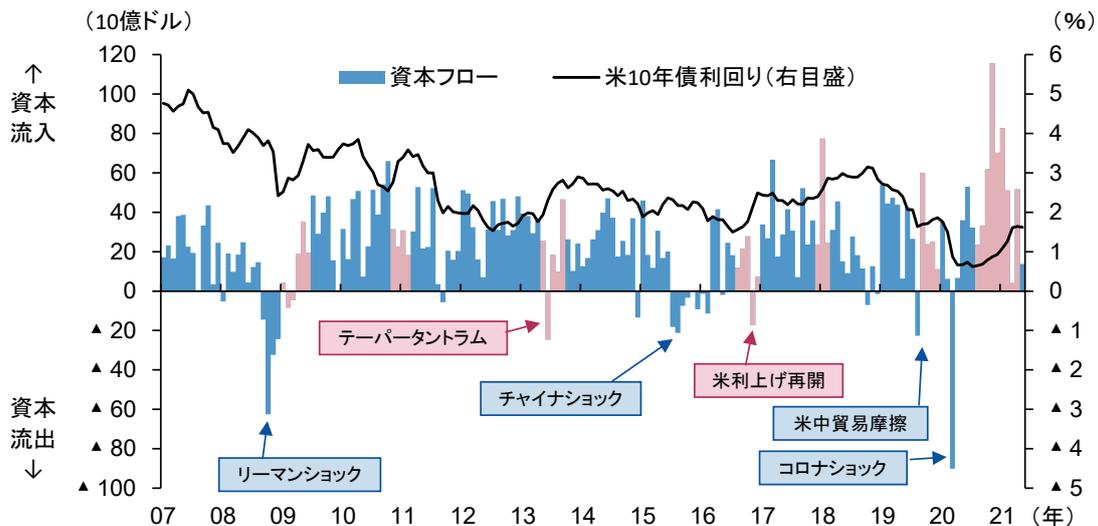
みずほリサーチ&テクノロジーズ
調査部 経済調査チーム
03-3591-1310

- 新興国市場はテーパータントラム再来に身構えている。当時と現局面を比較すると、経常収支改善の一方、財政赤字拡大が著しく、フラジャイル5は依然として脆弱な経済構造を抱えている
- 官民債務の急拡大により金利上昇の影響は大きくなっているが、短期的な対外支払い能力は多くの国で改善しており、トルコ等一部を除いて主要国のデフォルトリスクは抑制されている
- 短期資本流入の過熱がみられず、脆弱国への銀行与信が圧縮されている点は、資本流出圧力・影響波及を緩和する要因。ただし、日本の新興国向けエクスポージャーはアジアを中心に増大

1. 米国の量的緩和縮小に身構える新興国市場

新興国市場は、米国の量的緩和縮小（テーパリング）観測に神経質に反応する局面が続いている。パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長は「雇用の最大化」の観点から金融政策の修正は時期尚早であり、足元の物価上昇は一時的であるとし、テーパリングになお慎重な姿勢を維持している。しかしながら、経済活動制限解除と経済対策による景気過熱を受けてテーパリング開始が前倒しになり、2013年5月のバーナンキ・ショック後の「テーパータントラム」（量的緩和縮小による金融市場の混乱）¹が再来して、特に経済ファンダメンタルズに脆弱さを抱える新興国市場が混乱に見舞われるとの懸念は根強い。

図表1 米長期金利と新興国への資本フロー



(注) 米長期金利の上昇局面（棒グラフのピンク色の部分）は、米10年債利回りが3カ月以上連続で前月比上昇した期間を指す。
(資料) FRB、国際金融協会（IIF）より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

過去の動きを振り返ると、米金利上昇時に必ず資本流出が起きているわけではない。図表1の棒グラフで示した新興国資本フロー（国際金融協会（IIF）データ）²のうち、ピンク色の部分が米金利の上昇局面であるが、2013年のテーパータントラム や2017年の米利上げ再開時に、大規模な資本流出が生じたことがわかる。一方、リーマンショック後やコロナショック後の景気回復局面における金利上昇では、資本流入ペースが減速したものの、資本流出は起きなかった³。このことから、米金利上昇時の新興国からの資本流出は、米金融政策の転換に対する市場の観測が急速に高まった場合に起きやすいことが示唆される。国際通貨基金（IMF）も2021年4月公表の世界経済見通しで、新興国にとって重要なのは米金利上昇の「原因」であると指摘している⁴。米景気回復が原因なら新興国の資本流入にはプラス、米国のインフレ上昇も米国の消費拡大を伴えば通常無害であるが、金融政策のサプライズにつながった場合は新興国にネガティブな影響が生じやすいとIMFは整理している。市場は2021年末頃のテーパリング開始を織り込んでいるものの、インフレ加速を受けてテーパリングが前倒しになれば、新興国からの資本流出・通貨安圧力が強まるリスクがある。

テーパータントラム局面では、いわゆる「フラジャイル5」と呼ばれた経済ファンダメンタルズに脆弱性を抱える国々（インド・インドネシア・ブラジル・トルコ・南アフリカ）を中心に、通貨安圧力が強まった。これら通貨の足元の対ドルレートの動きは、国によってばらつきが大きい。強権的な経済政策運営や対米関係悪化への懸念が強まるトルコ・リラは大幅下落（5/31時点、年初来▲12.4%）する一方、南アフリカ・ランドは主要産品であるプラチナ等の資源高の恩恵を受け、主要新興国通貨で最大の上昇（同+7.0%）となるなど、対照的な動きがみられる。

以下では、テーパータントラムと現局面の比較を通じて、資本流出・通貨安圧力に脆弱な新興国を検証するとともに、潜在的な資本流出圧力の大きさや先進国への波及リスクについて整理する。

2. テーパータントラムと現局面の主要新興国の脆弱性比較

（1）経常収支は概ね改善の一方、財政赤字は急拡大

新興国の脆弱性を評価する代表的な指標に、経常収支・財政収支がある。どちらも赤字（双子の赤字）で、その規模が大きければ、国内の資金不足を賄うため海外からの資本流入に依存せざるを得ず、資本流出に伴う通貨安・金利上昇が債務負担の増大を招く悪循環に陥りやすい。

双子の赤字について、テーパータントラム前（2010～2012年平均）と現局面（2018～2020年平均）を比較すると、コロナ禍での財政出動・歳入減により多くの国で財政収支が急激に悪化する一方、経常収支は黒字が大幅縮小したサウジアラビア・マレーシア等を除き改善している国が多い。経常収支は、政府・民間部門の貯蓄投資バランス（貯蓄－投資）と理論上等しい（投資超過＝赤字）。財政赤字（政府部門の投資超過）が拡大する一方で経常収支が改善している場合、民間部門の貯蓄超過（黒字）が拡大したことを意味する。

コロナ禍では、新興国の多くで主要な外貨獲得源となっている海外労働者送金（所得収支）や観光収入（サービス収支）への打撃を通じて経常収支が悪化することが懸念されたが、実際には輸出以上の輸入の落ち込みにより貿易収支が改善した国が多く、民間需要（個人消費・設備投資）の落ち込みの深刻さを示唆している。2021年は、景気回復とともに財政収支は改善、経常収支は悪化の方向に向かうと予想されるが、ワクチン普及・集団免疫獲得の遅れによる先進国との成長率格差や、資源高に

よる資源輸出国の交易条件改善等を背景に、急激な経常収支の悪化は回避されると見込まれる。

主要新興国17カ国の経常収支（GDP比）と財政収支（GDP比）それぞれについて偏差値を計算し、両者を平均してランキングすると、フラジャイル5とされた国々はテーパータントラム前も現局面も、いずれも下位グループに属しており、相対的に脆弱な経済構造を抱えている点には変わりがない（図表2）。特に、南アフリカやブラジルは経常収支の改善幅が小さい一方で財政赤字の悪化度合いが大きく、テーパータントラム時より脆弱性が増している。

（2）低金利環境下で新興国債務は先進国以上に急拡大

世界的な低金利環境の下、コロナ禍による財政悪化や企業の売上低迷を受けて、官民ともに債務が急拡大した。債務規模が大きくなれば、金利上昇時に返済負担が増大しやすくなる。2020年にはアルゼンチン、エクアドル、ベリーズ、レバノン、スリナム、ザンビアといった国々が相次いでソブリン債務不履行（デフォルト）に陥り、より経済規模が大きく国際金融市場へのインパクトが大きい新興国にも債務危機が広がる懸念がくすぶっている。政府債務の持続性のみならず、民間部門のバランスシート調整による景気低迷、不良債権増大による金融システムへの負荷にも警戒が必要だ。

主要国の債務/GDP比をみると、新興国の債務水準（2021年1～3月期、GDP比246.2%）は、金融資本市場の未発達等を反映して先進国（同428.5%）を大幅に下回っている（図表3）。しかしながらテーパータントラム前（2013年1～3月期）と比較すると、新興国は65.9%ポイント増と先進国（同40.5%ポイント増）より変化幅が大きく、経済成長を大きく上回るペースでの債務拡大が進行している。特に、韓国、中国、ブラジル、南アフリカ、トルコ、ロシア、サウジアラビア、アルゼンチン等での拡大が目立つ。なお、インドについては、政府債務/GDP比が上昇する一方、非金融企業・金融部門の債務/GDP比が低下した結果、官民合計での債務/GDP比はほとんど変化しておらず、債務拡大は経済成長とほぼ同ペースにとどまっている。

図表2 主要新興国の経常収支・財政収支

	テーパータントラム前(2010-2012)		足元(2018-2020)		
	経常収支	財政収支	経常収支	財政収支	
サウジアラビア	19.5	9.3	台湾	12.1	▲ 2.6
韓国	2.5	1.5	ロシア	4.3	0.3
ロシア	4.0	▲ 0.5	韓国	4.2	0.0
マレーシア	8.6	▲ 3.7	タイ	5.3	▲ 1.8
中国	2.8	▲ 0.3	マレーシア	3.3	▲ 3.3
フィリピン	2.8	▲ 1.0	ベトナム	2.6	▲ 3.2
台湾	8.3	▲ 4.5	フィリピン	▲ 0.1	▲ 2.9
タイ	1.6	▲ 0.6	メキシコ	0.0	▲ 3.0
チリ	▲ 1.9	0.6	サウジアラビア	3.9	▲ 7.1
インドネシア	▲ 0.6	▲ 1.2	インドネシア	▲ 2.0	▲ 3.3
ベトナム	0.6	▲ 2.9	チリ	▲ 2.1	▲ 3.8
アルゼンチン	▲ 0.6	▲ 2.4	トルコ	▲ 2.3	▲ 4.9
メキシコ	▲ 1.0	▲ 3.7	中国	1.1	▲ 7.5
ブラジル	▲ 3.3	▲ 2.9	南アフリカ	▲ 1.5	▲ 7.2
トルコ	▲ 6.7	▲ 2.0	アルゼンチン	▲ 1.8	▲ 7.1
南アフリカ	▲ 3.0	▲ 4.5	インド	▲ 0.7	▲ 8.7
インド	▲ 4.0	▲ 8.2	ブラジル	▲ 2.6	▲ 8.8

(注) 経常収支・財政収支（3年平均）はGDP比。各々を偏差値化し、平均をランキング（上位ほど良好）。

(資料) IMF、各国統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米国の金利上昇に伴って新興国通貨安が進行する場合、債務の外貨建て比率が高いほど返済負担が増大し、返済能力への不安がさらに通貨安を招く悪循環が生じやすい。外貨建て債務/GDP比についてテーパータントラム時と比較すると、トルコ、アルゼンチンで急拡大し、通貨安に対する脆弱性がより増している（図表4）。なお、トルコとアルゼンチンは、外貨建て債務保有主体が大きく異なる。トルコは政府保有が3割程度にとどまる一方、アルゼンチンでは8割超を占め、通貨安がソブリンデフォルトの引き金となった。外貨建て債務への依存度は、ブラジル、南アフリカ、インドネシア等でも10%ポイント超、拡大している。他方、債務/GDP比の拡大幅が大きい韓国・中国については、外貨建て債務/GDP比はほとんど上昇していない。インドについては、債務全体がGDP比ほぼ横ばいであることに加えて、外貨建て債務依存度はむしろ低下している。

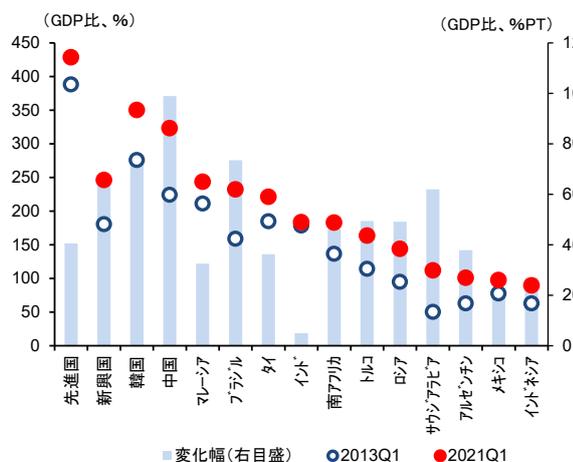
以上を踏まえると、債務とりわけ外貨建て債務拡大の観点からは、フラジャイル5のうちインドを除く4カ国は金利上昇や通貨安により債務負担が増大しやすくなっており、引き続き警戒を要する。特に外貨建て債務/GDP比が90%近くに達しているトルコは要注意である。

（3）短期的な支払い能力は多くの国で改善も、トルコ等には要注意

このように足元では、主要新興国の多くで経常収支の改善と債務拡大がみられるが、トルコ等一部を除き、短期的な支払い能力は多くの国でテーパータントラム前より改善している。主要新興国の多くでは、短期的な支払能力不足によるデフォルトリスクは抑制されており、デフォルト懸念がくすぶるのは、トルコ、アルゼンチン等一部の高リスク国に限られる。

主要新興国について、各国の短期的な対外支払い能力をみたものが図表5である。具体的には、短期的な対外支払い必要額（＝経常赤字幅＋短期対外債務残高）に対する、外貨準備高の余剰・不足額（外貨準備高対比、%）を示している。同数値のプラス幅が大きい国ほど外貨準備が十分にあり、短期的な対外支払い能力が高いことを意味する。一方、同数値がマイナスの国については、短期的な対外支払いの必要額に対して外貨準備が不足しており、新規借入や既存債務の借り換えが困難になった場合、デフォルトに陥るリスクが高いことを示している。

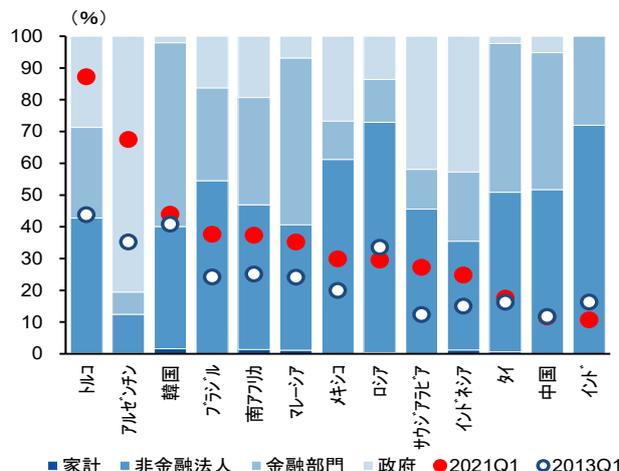
図表3 官民債務/GDP



(注) 債務は家計・非金融企業・金融部門・政府の合計。新興国は30カ国が対象。

(資料) 国際金融協会 (IIF) より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表4 外貨建て債務/GDPと部門別構成比



(注) 各部門は外貨建て債務に占めるシェア。2021Q1、2013Q1は各時点での外貨建て債務/GDP比。

(資料) 国際金融協会 (IIF) より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

足元（2021年の経常収支・短期対外債務残高のIIFによる見込み値）をみると、多くの国が0%を上回り、短期対外支払い額に対して十分な外貨準備を有している。また、テーパータントラム前（2012年末）の状況に比して、多くの国で対外支払い能力が改善している。短期対外債務は拡大傾向が続いているものの、足元では経常収支が改善している国が多いほか、各国の金融当局が急激な資本流出への予防策として、外貨準備を積み増してきたためである。

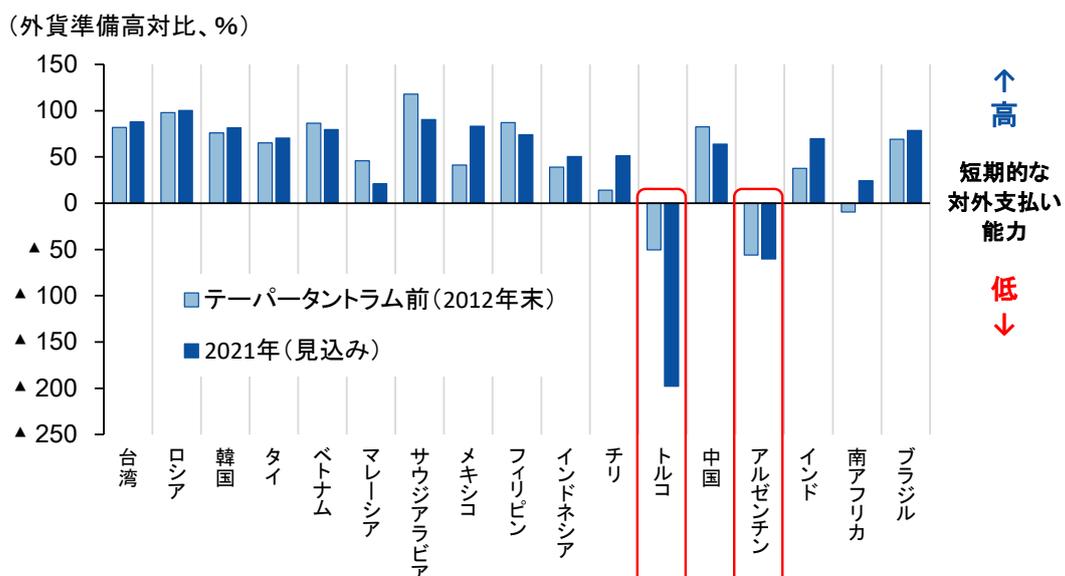
一方で、支払い能力の低さが目立つのが、トルコ、アルゼンチンの2カ国である。特にトルコについては、短期対外債務がテーパータントラム前並みの水準を維持する一方、外貨準備の減少が続いており、外貨準備不足が強まっている。トルコの短期対外債務は比較的借り換えがしやすい貿易信用や非居住者預金等の民間部門債務が中心となっており、民間部門の外貨預金の蓄積が進んでいることがリスクの緩和要因として指摘されている⁵が、国内政策・地政学リスクへの懸念を背景としたリラ安圧力は強く、楽観は許されない。

3. 短期資本流入の過熱はみられず、脆弱国への銀行与信は圧縮

（1）対内証券投資の積み上がりは限定的

米金利上昇時の新興国からの資本流出圧力を評価するうえでは、足元の短期資本流入の過熱度合いも重要である。短期資本流入が過熱気味で依存度が高いほど、潜在的な資本流出圧力は大きくなる。この点、多くの新興国では、テーパータントラム前と比較して、対内証券投資の積み上がりは限定的であり、巨額の資本流入の反動減が生じるリスクは小さい。2020年のコロナ禍で急激な資本流出が起これ、ファンダメンタルズに脆弱さを抱える国を中心にすでに「ガス抜き」が行われたこと、経常赤字の縮小により資本流入の必要性が低下している国が多いこと等が背景にある。

図表5 主要新興国の短期的な対外支払い必要額に対する外貨準備の余剰・不足額



(注) 短期的な対外支払い必要額＝経常赤字＋短期対外債務。2021年の経常収支、短期対外債務はIIFによる見込み値を示す。短期対外債務のうち、IIF見込み値のない国（台湾）については、2020年10～12月期時点の実績値を用いて補完した。各国の並びは、左から順に図表2右に示した経常収支・財政収支のランキングに基づく。

(資料) 国際金融協会（IIF）、Bloomberg より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

主要新興国向けの対内証券投資（国際収支ベース）/GDP比（2018～2020年平均）は、中国、サウジアラビアを除き、テーパータントラム前（2010～2012年平均）より低下している（図表6）。特に、マレーシア、メキシコ、南ア、トルコなど対内証券投資依存度の高かった国では、大幅な低下がみられる。ブラジイル5の中では、インドネシアがテーパータントラム前とほぼ同規模にあるが、トルコ、ブラジルが処分超となっているほか、南アフリカ、インドも大幅に低下している。

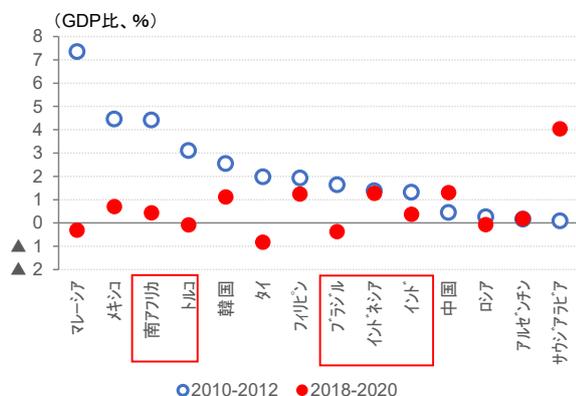
また、国債市場からの資本流出の影響度を測る指標として、自国通貨建て国債の非居住者保有比率をみると（非居住者保有比率が高いほど資本流出に脆弱で、国債のファイナンスに影響が生じやすい）、データが取得できる多くの国でテーパータントラム前を下回っている（図表7）。財政悪化による国債格下げ（懸念）等を背景に海外投資家離れが起きた結果でもあり、必ずしもポジティブな動きとはいえないが、海外投資家による国債売りの影響力は低下している。特に非居住者保有比率が高い南アフリカでは、2013年1～3月期時点の38%から2021年1～3月期には29%に低下しているほか、トルコは24.2%から3.7%まで急低下している。

（2）脆弱国に対する銀行与信は圧縮、日本は新興国変調の影響を受けやすく要注意

主要な新興国から大規模な資本流出が起き、金融市場の混乱が強まる場合、当該国への投融資の不良債権化や保有資産価格の下落を通じて、グローバルな金融機関の経営悪化をもたらしかねない。その点では、テーパータントラム前に比べて主要国銀行の脆弱国に対するエクスポージャーが低下していることは、国際的な波及リスクの観点でポジティブな側面といえる。

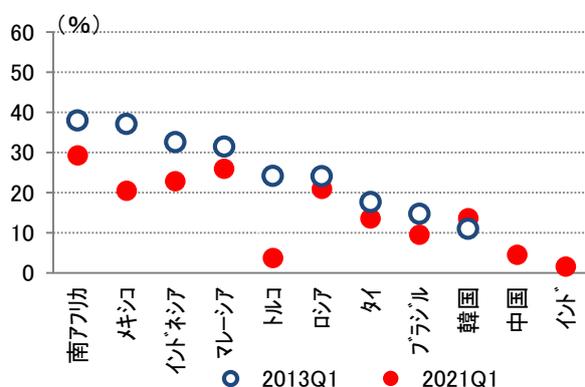
国際決済銀行（BIS）の国際与信残高⁶（貸出および株式・債券等の証券投資を含む、保証者ベース、2020年12月末）をみると、テーパータントラム前（2013年3月末）に比較して中国向けが大幅に増加する一方で、ブラジル、ロシア、南アフリカ、トルコ、インドへの与信は減少している。日本（邦銀）については、ブラジル、ロシア、トルコでは同様に減少しているが、アジアではタイを筆頭にインドネシア、インドで与信を拡大しているほか、サウジアラビア向けのエクスポージャーも増加幅が大きくなっている（図表8）。

図表6 主要新興国向けの対内証券投資



(注) 国際収支ベース。対象期間(年)の平均値。プラスは取得超(資本流入)、マイナスは処分超(資本流出)を示す。
(資料) 各国統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表7 自国通貨建て国債の非居住者保有比率



(注) インド、中国の2013Q1はデータなし。
(資料) 国際金融協会 (IIF) より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日本の国際与信のうち7割は先進国向けだが、アジアを中心とする新興国向け与信の拡大により、新興国経済・市場の変調に影響を受けやすくなっている点には注意が必要だ。テーパータントラム前と比較して、日本は新興国向けの与信が大幅に増加している（2020年12月末時点5,964億ドル、2013年3月末比2,204億ドル増、図表9）。一方、英国やドイツの新興国向け与信は大幅に減少しており、米国、スペイン、フランスはごく小幅な増加にとどまる。

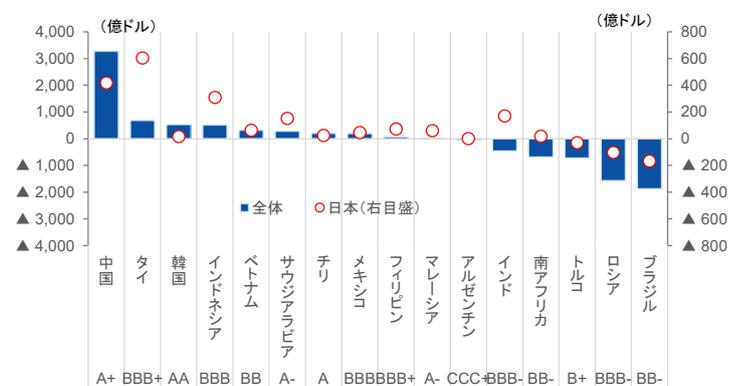
日本は国内の低金利環境の長期化により海外に収益機会を求めた結果、先進国向けを含む国際与信残高は4.8兆ドルと過去最大に拡大し、主要国で最大（英国4.0兆ドル、米国3.9兆ドル）となっている。日本のエクスポージャーが増大しているインド・ASEAN・サウジアラビア⁷等の国々は、トルコや南アフリカに比べれば相対的に低リスクであると考えられるが、慎重な監視が欠かせない。また、日本は新興国向け与信の拡大に加え、ケイマン諸島等のオフショア向け与信（大半がノンバンク向け）の拡大が著しく（2020年12月末時点8,925億ドル、2013年3月末比4,502億ドル増）、最終的なリスクの所在が把握しにくい側面がある。日本銀行は金融システムレポート（2021年4月）で、海外リスク性資産への積極的な投資により、海外投資ファンドとのポートフォリオの重複度が高まることで「連環性効果（異なる主体間の取引を通じた資産価格変動の増幅メカニズム）」が増大し、世界のいずれかの地域で発生した市場性ショックが増幅されて波及しやすくなっている可能性を指摘している。

4. おわりに

以上のように、主要新興国の脆弱性をテーパータントラム時と比較すると、ファンダメンタルズが脆弱な新興国の顔ぶれは大きくは変わっておらず、フラジャイル5と呼ばれた国々は依然として脆弱な経済構造を抱えている。多くの国で財政赤字・債務が拡大し、金利上昇・通貨安により債務負担が増大しやすくなっている点はネガティブな変化である。インド以外のフラジャイル5では外貨建て債務/GDP比も上昇しており、トルコを筆頭に警戒は怠れない。

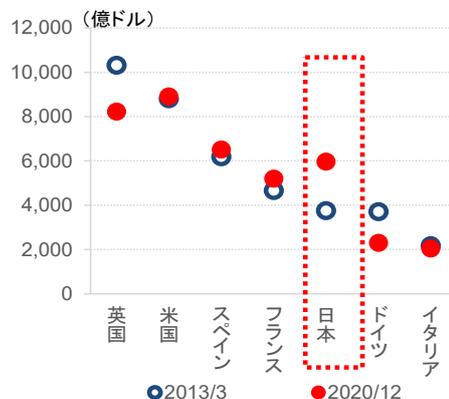
一方で、経常収支の改善や外貨準備の積み増しにより、短期的な支払能力は多くの国で改善している。テーパータントラム時は、主要新興国で通貨安が加速したが、結果的にアルゼンチン⁸を除きデフォルトは回避された。今回、多くの国は短期的な支払能力が改善しているため、資本流出への耐性は

図表8 主要新興国向けの与信



(注) 保証者（最終リスク）ベース。数値は2013年3月末対比での2020年12月末の増加額。国名の下はS&Pグローバル・レーティングスによる外貨建て長期価格付け（2021年5月時点）
 (資料) 国際決済銀行（BIS）より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表9 主要先進国の新興国向け与信



(注) 保証者（最終リスク）ベース。
 (資料) 国際決済銀行（BIS）より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

増している。デフォルト懸念がくすぶるのは、トルコ、アルゼンチン等一部の高リスク国に限られる。

また、足元における対内証券投資の積み上がりが限定的であり、非居住者による国債保有比率が低下していることは、潜在的な資本流出圧力や資本流出時の悪影響を緩和する要因となりうる。主要国銀行による脆弱国への与信がすでに圧縮されている点も、国際的な波及リスクの観点からみてポジティブな側面であるといえよう。

全体としてみると、2013年のテーパータントラム時に比べて一部新興国の脆弱性は残存しているが、資本流出への耐性改善がみられ、トルコ等脆弱性が残る一部の新興国で売りが加速した場合に悪影響が国際的に波及するリスクは低下している。米国の金融政策が予想外に早く転換すれば、一時的に市場が混乱するリスクはあるものの、広範な金融危機に発展する可能性は高くない。

¹ 2013年5月22日の議会証言で、バーナンキFRB議長が量的緩和（QE3）縮小の時期について言及し、QE3縮小発言を予期していなかった金融市場では、米長期金利の急上昇、株価下落が生じた。その後、同年6月のFOMC記者会見において、「年後半からQE3縮小、2014年央には終了」のシナリオが明示され、金融市場では利上げ開始の予想時期が早まるとともに、リスクオフ姿勢が一段と強まった。

² IIFのモニタリング対象（※）25カ国における、非居住者による株式・債券のネット購入額。※対象国…東欧：チェコ、ハンガリー、ポーランド、ロシア、トルコ、ウクライナ、ラテンアメリカ：アルゼンチン、ブラジル、チリ、コロンビア、メキシコ、ベネズエラ、アフリカ・中東：エジプト、レバノン、ナイジェリア、サウジアラビア、南アフリカ、UAE、アジア：中国、インド、インドネシア、マレーシア、フィリピン、韓国、タイ。

³ 図中に示す通り、米金利の上昇を伴わずに新興国の資本流出が生じた局面としては、以下2局面がある。①チャイナショック：2015年6月の上海株急落、同年8月の中国当局による人民元の基準レート切り下げなどを引き金に、中国の景気減速懸念が急速に高まり、同年9月にかけて金融市場の混乱が続いた。②米中貿易摩擦：2019年8月、米国のトランプ前大統領が中国に対する追加関税の第4弾を発表したことを受け、景気先行きに対する悲観の見方が強まり、金融市場で混乱がみられた。

⁴ IMF, “World Economic Outlook,” Chapter 4, April, 2021

⁵ Institute of International Finance, “Macro Notes - Turkey: Policy Uncertainty Clouds Outlook,” April 14, 2021

⁶ 対象金融機関（連結ベース）の国内本支店および海外拠点（支店・現法）のクロスボーダー与信（国境を超える取引）残高および海外拠点（支店・現法）の現地向け与信残高を対象。保証や担保を勘案した最終的なリスクが所在する地域・国別に区分される。

⁷ サウジアラビアは、ドル・ベッグ制を採用しているため、米金利上昇を原因とする通貨安圧力は限定的であると考えられる。

⁸ アルゼンチンは2014年7月に13年ぶりのデフォルトに陥ったが、過去の債務再編に応じなかったホルドアウト債権者との法廷闘争の結果によるもので、テーパリングが直接の引き金ではない。

[共同執筆者]

経済調査チーム 主席エコノミスト	西川珠子	tamako.nishikawa@mizuho-ir.co.jp
経済調査チーム エコノミスト	田村優衣	yui.tamura@mizuho-ir.co.jp

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。