



(2016 年第 2 号)
2016 年 12 月 6 日

金融危機以降のエマージング諸国を中心とする マネーフローの特徴と課題

公益財団法人 国際通貨研究所
経済調査部長兼開発経済調査部長
佐久間 浩司
koji_sakuma@iima.or.jp

要旨

グローバル危機を挟んだ 2000 年から 2016 年までの新興国の資金フローは、①低インフレを背景に世界的に強気の投資マインドが支配的だった Great moderation 期

(2000-2007)、②金融危機勃発期 (2007-2009)、③先進国と対照的にエマージング諸国の成長期待が高まった時期 (2009-2013)、④米 FRB 議長のテーパリング発言で始まった新興国成長期待の剥落期 (2013 年以降)、の 4 つに区分できる。

その資金フローの背景で進行していたのは、第一に、先進国の成長力低下である。高齢化や所得向上による成長率逡減が、金融危機で急激な変化となって現れた。長期金利がマイナス領域に突入し、リスク回避から国債志向を続ける機関投資家と、利回り追求でエマージング銘柄を選好の個人投資家の混在という状況をもたらした。

第二に、欧州銀行の対外資産縮小の影響である。欧州債務危機により金融機関の経営環境悪化が長引き、2010 年以降の欧銀の新興国向け資産縮小となっている。第一の要

因と組み合わさることで、エマージング諸国向けのクロスボーダー与信の流入から流出への落差を大きなものになっている。

第三にエマージング諸国の所得向上と金融市場の姿の先進国化である。家計の所得水準が徐々に高まり、それが耐久財消費の拡大と建設ブームを起こし、さらに世界的な資源価格上昇をもたらした。実体経済のこのような質・量の変化を反映して地場通貨建て金融が増加した。こうした変化が、今回の資金流出規模が大きい割には、どこの国も通貨危機を起こしていないことを説明している。

今後を展望すると、外資が一斉に引き揚げることで突発的に起こる金融危機は回避される一方で、エマージング諸国の国内の不良債権問題が深刻化する可能性がある。対外的に純債権という良好なポジション、高い現地通貨建て債務の割合などの好条件は、各国の政策対応の余地を大きくしている。ただしそれが逆に債務調整を長引かせ、低成長とデフレ期待の蔓延といった罨にはまるリスクがある。

本文

国際金融を観察する者にとって、次の金融危機がいつどこで起こるかということは、常に高い関心のテーマだ。それを掴むために、国際マネーフローを追いかけて、どこに過剰に資金が集まっているか、どこで流出が起きそうかなどをできるだけ早く予知しようとする。かつては日米欧のような先進国間のマネーフローに焦点を当てた研究が多かったが、最近では、地域的な主役はエマージング諸国に移った。

本稿は、国際決済銀行（BIS）のデータを使いながら 2000 年以降のエマージング諸国を中心とする資金の流れを分析し、次の危機について考察する。

1. 分析の視点と先行研究

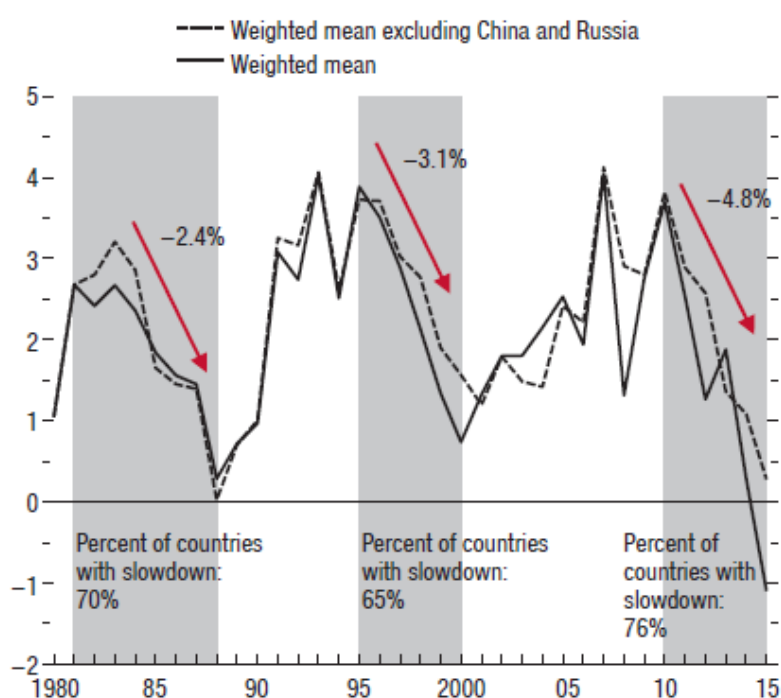
分析の視点は、マネーフローにおける地域的特徴と通貨の特徴だ。地域とは、エマージング諸国の国内で起こっている与信か、それとも先進国の債権者からのエマージング諸国の債務者に対する与信かという視点であり、通貨の特徴とは、地域的特徴と重なる面があるが、地場通貨建て与信か米ドルなど外貨建てかという視点である。

主な先行研究は 4 つある。Rudolfs Bems 他（2016）は、2010-2015 年にみられたエマージング向け資本流入の減速は、1981-1988 年や 1995-2000 年並みに大きいことを指摘している。要因は先進国とエマージングの成長率格差の増減だ。通貨金融危機に発展す

るリスクは小さく、その理由として、(1)為替相場制度の柔軟性が増していること、(2)エマージング諸国の債務が外貨から地場通貨にシフトしていること、の2点を指摘している。図表1は同論文の中で、国際収支の資本収支を使ってエマージング諸国へのネットの流出入を示したものだが、確かに2010-2015年の流入超の減り方は、過去と比べても大きい。

図表1

The recent net capital inflow slowdown episode was similar to previous episodes in terms of the magnitude and breadth of the slowdown.



(Source) Figure 2.10. Three Major Net Capital Inflow Slowdown Episodes, IMF, World Economic Outlook, Chapter 2, p71, April 2016

Selim Elekdag 他 (2015) は、エマージング諸国の企業の金融行動において、危機後の先進国の金融緩和が、彼らの債務拡大の促進要因になっていることを指摘した。Nikola Tarashev 他 (2016) は、エマージング金融市場のリスクの分析の新しい手法を試みるも、統計の未整備やデータ不足により精度の高い分析は困難と結論づけている。

Claudio Borio 他 (2016) は、中国の状況に警鐘を鳴らしている。2016年第1四半期の中国向けクロスボーダー銀行貸出は630億米ドルという巨額の落ち込みであり、このペースが続けば2016年通年ではマイナス27%になると予想している。また図表2を使

って、中国の Credit-to-GDP の数値が、中長期的トレンドから 30% 過大であるとして、今後の金利上昇局面での金融不安定増大リスクに警鐘を鳴らしている。

図表 2

Early warning indicators for stress in domestic banking systems¹ Table 1

| | Credit-to-GDP gap ² | Property price gap ³ | Debt service ratio (DSR) ⁴ | DSR if interest rates rise by 250 bp ^{4,5} |
|---|--------------------------------|---------------------------------|---------------------------------------|---|
| Asia ⁶ | 12.1 | 6.0 | 1.6 | 3.9 |
| Australia | 4.5 | 3.1 | 1.4 | 5.4 |
| Brazil | 4.6 | -25.6 | 7.4 | 9.2 |
| Canada | 12.1 | 5.3 | 2.8 | 6.9 |
| Central and eastern Europe ⁷ | -11.4 | 8.8 | 0.1 | 1.5 |
| China | 30.1 | -1.9 | 5.4 | 8.7 |
| France | -0.6 | -11.2 | 1.0 | 4.1 |
| Germany | -6.1 | 13.3 | -1.8 | 0.0 |
| Greece | -13.2 | 9.4 | | |
| India | -2.9 | | 1.8 | 2.9 |
| Italy | -13.7 | -15.4 | -0.1 | 2.0 |
| Japan | 4.1 | 15.6 | -2.0 | 0.8 |
| Korea | 3.1 | 5.7 | -0.6 | 3.0 |
| Mexico | 8.8 | 5.0 | 0.6 | 1.3 |
| Netherlands | -20.2 | -12.2 | 0.7 | 5.4 |
| Nordic countries ⁸ | -0.8 | 4.1 | 1.0 | 5.0 |
| Portugal | -40.5 | 12.4 | -1.6 | 1.7 |
| South Africa | -0.2 | -9.0 | -0.3 | 1.0 |
| Spain | -47.6 | -17.7 | -3.2 | -0.4 |
| Switzerland | 7.2 | 7.7 | 0.0 | 3.2 |
| Turkey | 9.6 | | 5.7 | 7.3 |
| United Kingdom | -27.0 | -0.1 | -1.7 | 1.0 |
| United States | -9.9 | 4.7 | -1.7 | 0.9 |
| Legend | Credit/GDP gap > 10 | Property gap > 10 | DSR > 6 | DSR > 6 |
| | 2 ≤ Credit/GDP gap ≤ 10 | | 4 ≤ DSR ≤ 6 | 4 ≤ DSR ≤ 6 |

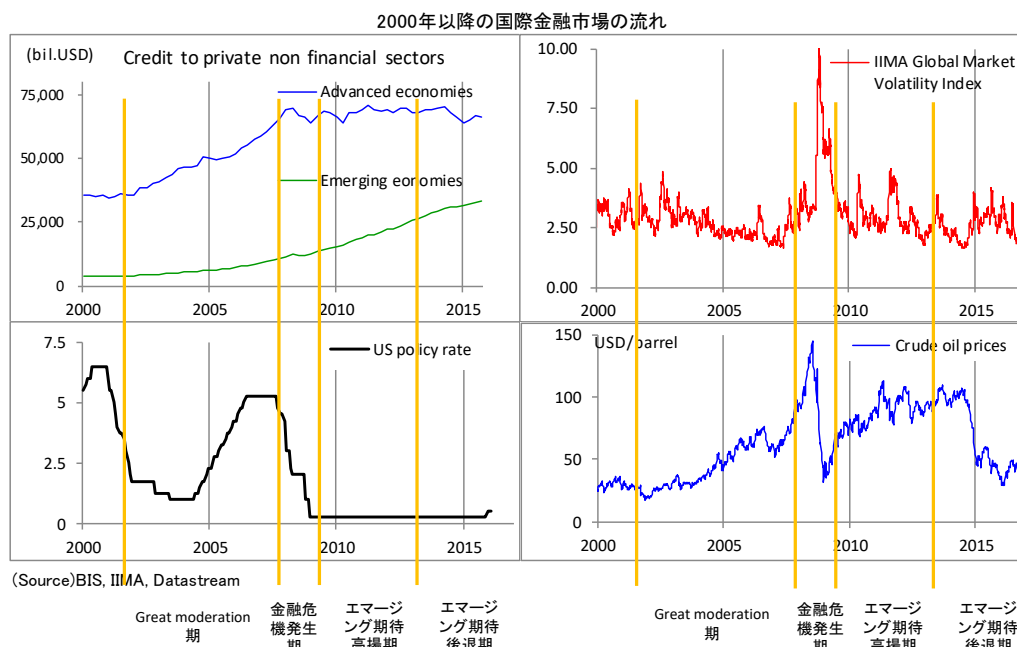
(Source) BIS Quarterly Review, p22, Bank for International Settlements (BIS), September 2016

2. 2000 年以降の国際金融の流れ

2000 年以降の国際金融市場の資金の流れは、大まかに 4 つの期間に分けられる。2000-2007 年のいわゆる「Great moderation」と呼ばれる、適度に高い成長率と適度に低いインフレ率が続いた時期、2007-2009 年の米国サブプライム危機発生とその後の混乱期、2009-2013 年の、金融危機後の先進国低迷とエマージング諸国の好調が対照をなし

た時期、そして2013年以降のエマージング諸国の好調さが終わった時期だ。

図表3



(1) 第一期 (2000-2007年)

第一期は、IT バブル崩壊後の先進国の利下げに始まった。企業の設備投資回復を期待して金融緩和が進められたのだが、資金は設備投資には向かわずに家計の住宅投資に向かった。これは日本とドイツを除きほとんどの主要先進国に広がり、家計の債務増加と住宅価格の高騰を引き起こした。

エマージング諸国でも、中間層が拡大し、個人の自動車購入が加速するモータリゼーションが起こった。またアジアの人口大国でのこうした内需主導の好景気が、資源価格高騰を通じて資源国にも伝播した。全世界的な景気高揚感の中で、金融市場では、先進国の民間の金融資産や資源国のソブリン・ウエルス・ファンドが、リスク選好的な強気の投資姿勢を強めていった。

(2) 第二期 (2007-2009年)

第二期は、金融危機の発生だ。2007年8月の仏銀BNPパリバ傘下のサブプライム関連投資ファンドの凍結、2008年3月の米銀ベア・スターンズの破綻、そして同9月のリーマン・ブラザーズの破綻が起き、第一期の楽観ムードは終わった。これは、

1992-1993年の欧州通貨危機以来の先進国発の金融危機であった。為替、債券、株式市場のボラティリティは急上昇し、原油価格は急落した。また先進国の中央銀行はほぼ一斉に利下げした。世界各国で、景気底支えのために大規模な財政政策が発動され、それが奏功して2009年には景気悪化はひとまず止まった。

地域的な特徴を言えば、金融危機の中心は欧米であり、日本とアジアでは景気後退は大きかったものの、金融危機は発生しなかった。欧州では、リーマンショック後も業績不振が長く続いた。今日でもなお、イタリアでは業績不振と金融市場のセンチメントの動揺が続いている。

(3) 第三期 (2009-2013年)

第三期は、危機が収まった後に際立ったエマージング諸国の経済の好調さである。危機は基本的に欧米金融システムで起きた危機であり、エマージング諸国は軽傷であった。世界経済の牽引役として投資家の期待が向かった先は、先進国からエマージング諸国へとシフトした。

エマージング諸国は、こうした成長期待がもたらす自国通貨高には外貨買い介入で対抗し、多くの国で外貨準備が潤沢に積み上がった。もちろん流入は一本調子ではなく、時々調整が起きたが、調整時の自国通貨安に対しては、柔軟性を重視して、ある程度市場に任せ下落を容認するスタンスを取った。

この時期のエマージング諸国で起こる信用拡大で、海外からの流入以上に目立ったのは、エマージング諸国内での与信の拡大であった。

(4) 第四期 (2013年以降)

最後の第四期は、米連邦準備理事会 (FRB) のバーナンキ議長の、ドルの金融緩和速度を徐々に落としていくという、いわゆる「緩和収束 (テーパリング)」発言に端を発した、国際金融市場のセンチメントの悪化である。為替市場の基調は、米ドル高/エマージング通貨安に転換した。また、ほぼ時期を同じくして、中国が投資依存の高成長の修正を図り、成長減速が始まったため、世界経済全般に対する投資家の楽観的な期待は大きく修正された。それを象徴するように、危機後に1バレル=100米ドル台に戻っていた原油価格が、2015年には、その半分の50米ドル台に下落した。

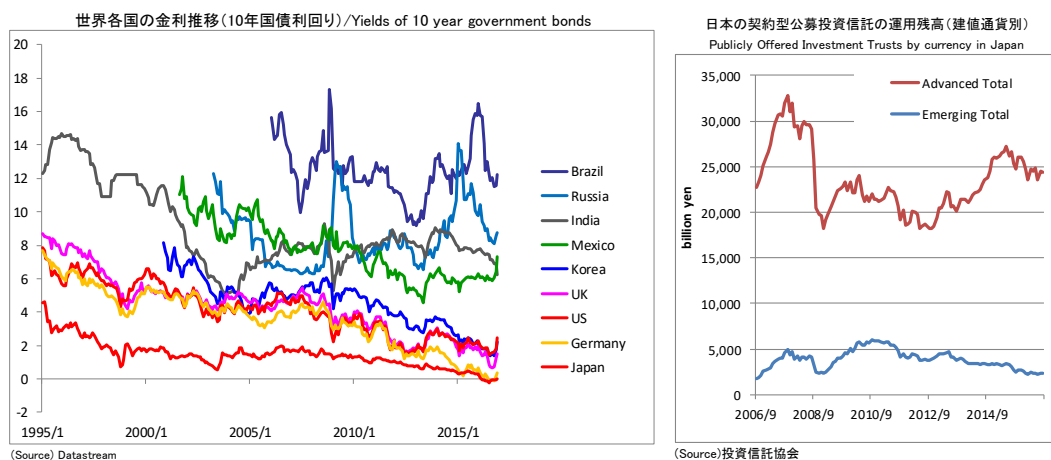
3. 第四期にみられるエマージング諸国からの流出の要因

足元、2015年、2016年と起きているエマージング諸国からの資金流出の要因は、第三期のエマージング諸国への期待と、第四期の期待剥落の落差が作り出しているものだ。

(1) 期待剥落の落差

第三期のエマージング諸国への資金流入は、冒頭の図表1で示したように、大きな勢いがあった。それは、利回り格差を見れば自然な結論であろう。足元ほどではないが、2000年代に入り、先進国の国債のイールドはトレンドとして低下傾向にある一方で、エマージング諸国の利回りは、相対的に高く、高利回りを求める先進国の投資家が、積極的に投資を進めた。日本でも、外国資産の投資信託の人气が上がり、中心は先進国向けだが、エマージング諸国向けも徐々に投資家の間に広まっていった。米国の金融緩和の収束リスクが高まった2013年以降も、エマージング諸国向けの投資が警戒的になっていると言われる割には、投資信託の残高は一定量を維持している。

図表4



金融危機前は、先進国内の住宅市場や株式市場もグローバルな投資資金の受け皿であった。しかし危機後に、こちらの市場への流入が細り、資金はエマージング諸国に集中的に向かったと推察される。これが、流出前の発射台の高さを作り、その後の流出を勢いづかせることとなった。

(2) 欧州金融機関の資産縮小

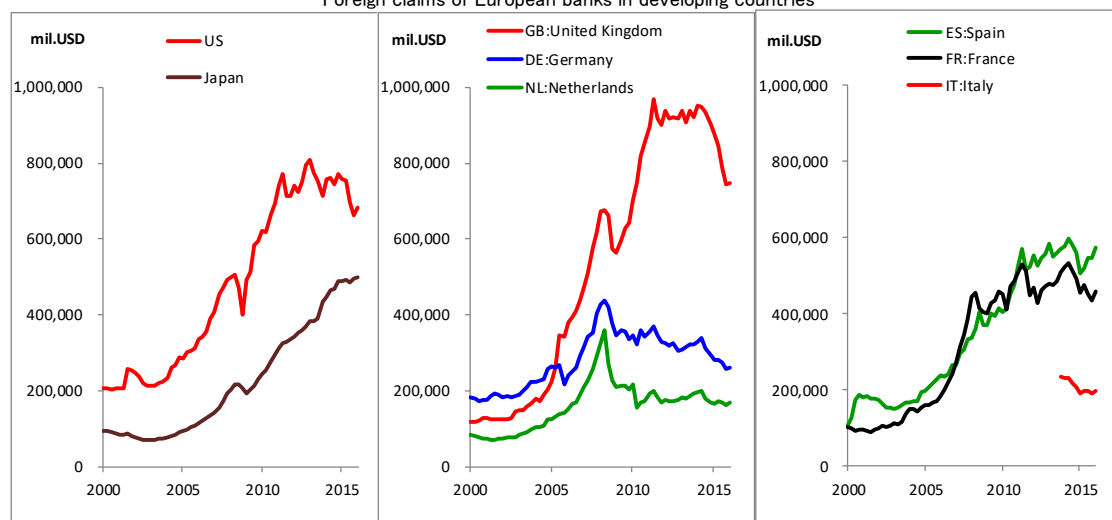
エマージング諸国向け投資の楽観ムードの調整を一層大きなものにした要因として、

欧州の銀行の足元で起きている対外資産縮小が挙げられる。サブプライム問題が収束し実体経済も最悪期を脱した 2010 年代に入っても、欧州では、ギリシャ、ポルトガル、アイルランドなどいわゆる周縁国と呼ばれる諸国の債務危機が続いた。やがて、国債の信用リスクが問題となり、単一通貨体制そのものにまで疑問が呈されるようになった。こうした環境の中で、欧州の金融機関の与信スタンスは日米以上に保守化して対外資産の圧縮が続いた。

BIS 統計を見ると、ドイツやオランダの銀行は 2008 年以降、ずっとエマージング諸国向け与信を絞っている。フランスも頭打ちである。スペインは、国内が不振な中でブラジルなどのラテンアメリカ向けを中心にある程度拡大させているが勢いは弱い。イギリスの銀行は 2014 年以降、急速に与信を絞っている。総じて言えば、欧米銀行のエマージング諸国向け与信は、2008 年に増加の勢いを失い、2014 年から減少に転じている。この動きが、2010-2015 年のエマージング諸国からの資金流出を、過去と比べても大きなものにしていく。

図表 5

先進国銀行のエマージング諸国向け与信残高推移
Foreign claims of European banks in developing countries



(Source) BIS

4. クロスボーダー与信のより規模の大きな国内与信

流出の実額は確かに巨額であり、懸念材料でないわけではない。しかし、今回のエマージング諸国からの資金流出を考える際に忘れてはならないのは、国内の銀行による国内与信の規模が非常に大きくなっており、相対的にみれば、クロスボーダー与信の動向

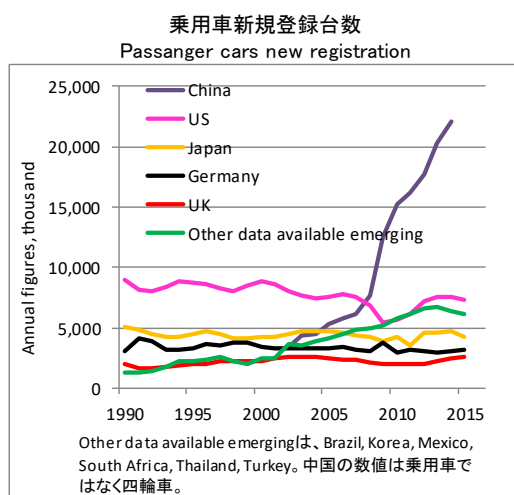
の影響は小さくなっていることだ。

(1) エマージング諸国の所得向上

2000年代半ばごろからのエマージング諸国、特にアジア諸国の所得向上は目覚ましい。国民の豊かさのひとつの象徴として自動車の普及があるが、乗用車の新車登録台数を見ると、2000年に入り、中国の新車登録台数が伸びは目を見張るものがある。2008年には米国を追い抜き、2014年には、米国の3倍の規模に膨らんでいる。どんな財であれ、人口を考えれば中国がやがて一位になるのは不思議ではないが、それにしてもこの勢いには驚かされる。

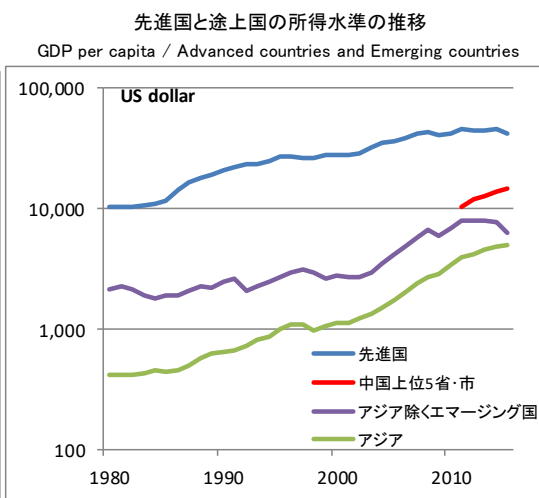
1人当たりGDPを見ると、中国全土では2015年にまだ8000米ドルだが、省単位の平均で見た時に上位3億人を占める8省・市¹の平均は、14,500米ドル超である。恐らくその中でさらに上位の1億を取れば、もっと先進国の水準に近づくであろう。

図表 6



(Source) Datastream

図表 7



(Source) IMF, World Economic Outlook Database

(2) 変化するエマージング諸国の金融の姿

こうした所得環境の変化に伴って起こるのは、エマージング諸国で活動する企業がターゲットとする市場の変化、それに伴う取引通貨の変化、そして借入の変化だ。

かつては、アジア企業のひとつの典型は、先進国向けの輸出型製造業であった。市場が先進国だから、当然売掛債権は外貨建てとなる。このため運転資金借入の通貨も外貨となり、外貨金融では、先進国の金融市場で資金調達してクロスボーダーで貸出を実行

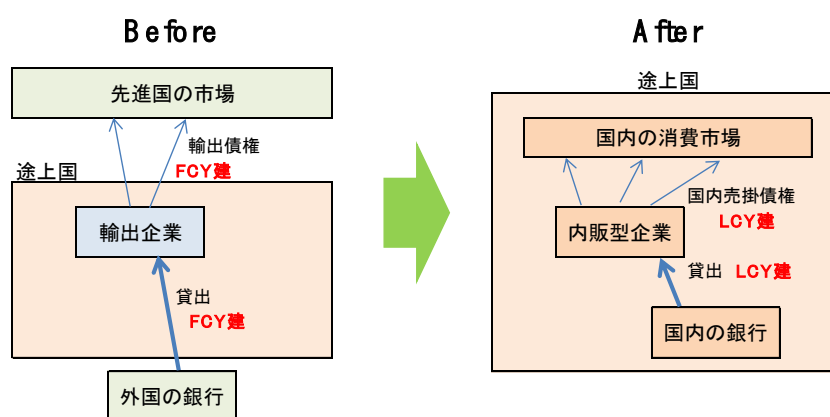
¹ 上位8省・市は天津市、北京市、上海市、江蘇省、浙江省、内モンゴル、福建省、広東省。

する先進国の銀行が強みを発揮した。もちろん、こうした企業には、直接投資でエマージング諸国に進出した外資系企業が多く存在し、彼らが借入するには本国での取引のある本国の銀行からの借入が、審査の点でも好都合であった。

それが、エマージング諸国の所得向上で、製品の最終消費者が地元民となってくる。当然、売上は地場通貨建てになり、地場通貨の金融となる。そうになると、国内に支店網を張り巡らしリテール預金での地場通貨調達力のある地場銀行が強みを発揮する。

家計の所得向上は、都市部中間層の拡大という側面もある。金融機関の目から見れば、それは、所得の不安定な低所得層から月次で安定的な収入のある中間所得層の拡大であり、家計向けの金融ビジネスの拡大をもたらした。住宅ローンを筆頭に、自動車ローン、カードローンの市場がエマージング諸国に拡大したのである。

図表 8



FCY : 外貨建て、LCY : 地場通貨建て

(3) データによる検証

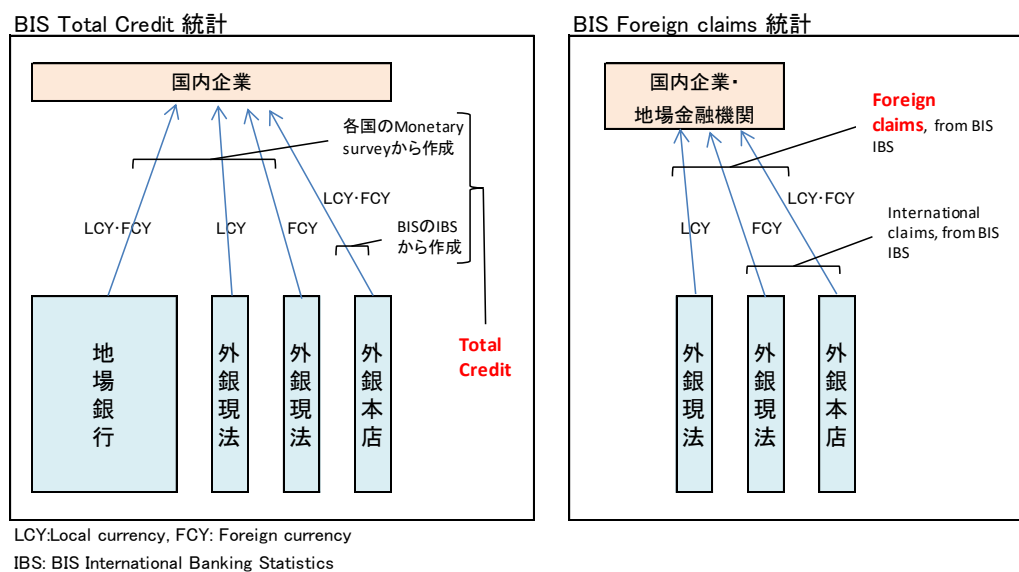
こうしたエマージング諸国における金融ビジネスの変化をマクロ的に数値で捉えてみた。使用したのは、国際決済銀行（以下 BIS）の二つの統計、「Total Credit」と「Foreign claims」である。

Total Credit は国内債務者の国内銀行、海外銀行からの債務合計であり、Foreign claims は国内債務者の海外銀行と在国内の海外銀行現地法人と支店からの債務合計である。どちらの統計も、対象は銀行貸出と銀行保有の債券となっている。

両統計は、債務者の範囲が少しづれているので、完全に比較可能なものではない。Total Credit の債務者は民間非金融セクターが対象であり、Foreign claims の債務者は民間非金融セクターと金融セクターの両方が対象である。このため、債権者側の分類から見れば

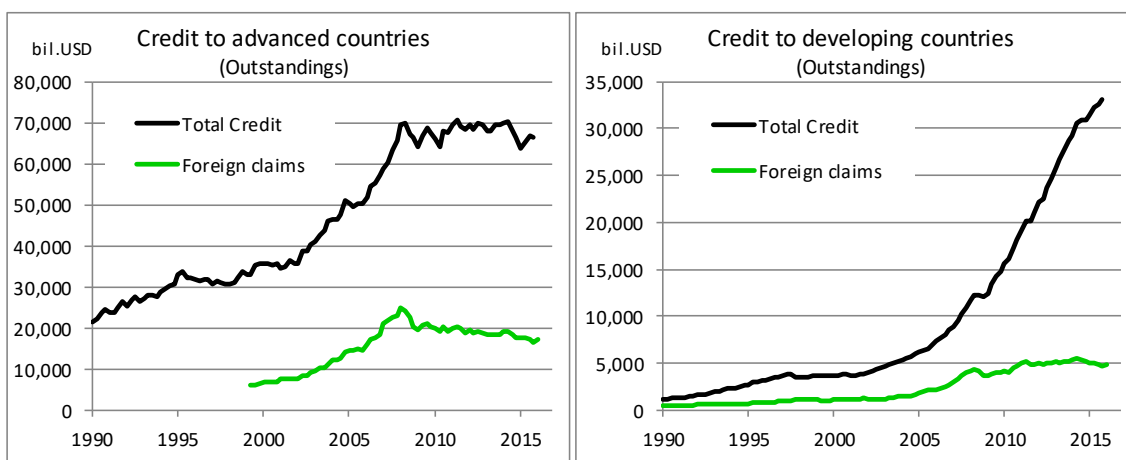
Foreign claims は Total Credit の一部となるが、債務者の対象範囲が完全な一致ではない。とはいえ、地場金融機関が海外銀行から借入する場合、多くは国内企業の外貨借入需要への対応とみられ、本稿では、多少の比較の粗さには目をつぶり、両統計を横並びで見比べて、エマージング各国で起きている国内の与信とクロスボーダーの与信の相対的な変化を分析する。

図表 9



BIS 統計から見えてくるエマージング諸国のマネーフローの特徴は、図表 10 右のように、第一に国外からの与信が、2008 年の金融危機を境に一旦減少し、その後わずかに回復したものの、2014 年からは再び緩やかな減少に転じていること、第二に、国内で発生する与信は、金融危機の影響をほとんど受けることなく増加の勢いが続いていることである。特にこの第二の点が、先進国との比較で大きな違いだ。先進国では、危機を境に、国外からの与信が減少に転じているのみならず、国内与信も大幅に減速している（同左参照）。

図表 10



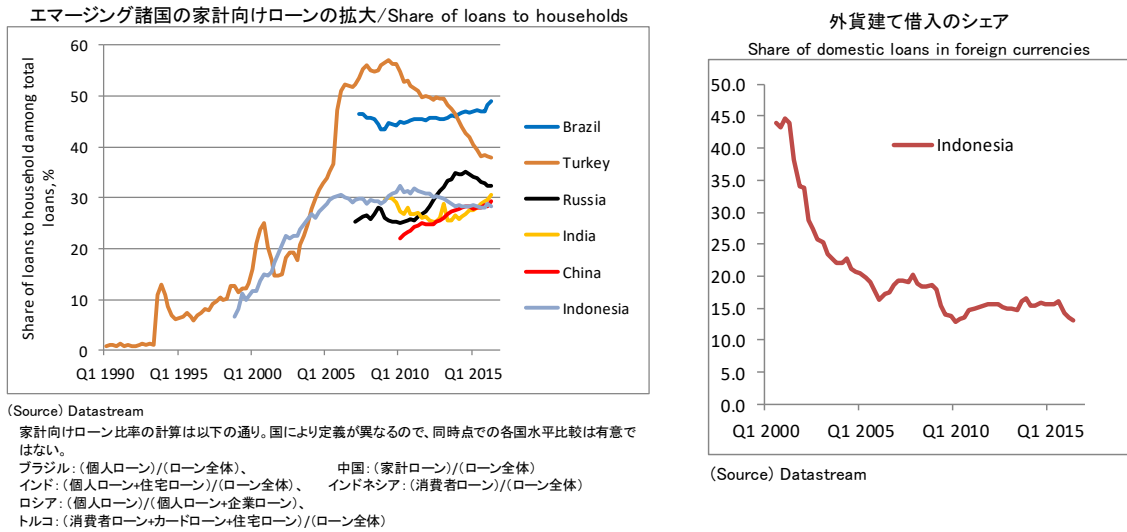
(Source) BIS

(4) 内需型金融の拡大

こうしたエマージング諸国の国内与信の拡大の背景には、先進国で起きた金融危機に影響されにくい内需が牽引する自律的な景気拡大と、それを支える内需型の金融の拡大があったと推察される。

各国のマクロ統計においてデータの制約がかなりあるが、家計向けローンや地場通貨建てローンのデータのあるトルコ、ブラジル、ロシア、インドネシア、中国を見ると、国内与信の中で、家計向け与信のシェアが、国によっては長期トレンドとして、国によっては最近のトレンドとして高まっていることが確認できる。また、建値通貨が地場通貨と外貨に区別された統計のあるインドネシアを見ると、外貨建てのシェアが低下していることが分かる。こうした傍証を総合的に見れば、所得水準が向上して、国内の消費が経済全体の牽引力として力を増し、それにつれて、金融でも、国内の家計向け、また建値通貨では地場通貨建ての与信が徐々に拡大したことが推察される。

図表 11



5. 結論：エマージング諸国の金融問題の先進国化

これまで、エマージング諸国の金融の問題といえば、原因は何であれ、結果として国外から入っていた与信が流出し、為替相場が大幅に下落するのが典型的なパターンであった。冒頭で紹介した Rudolfs Bems 他の論文内でも、国際通貨基金（IMF）の世界経済見通し（2016年4月）で、そうした懸念から2010年から2015年にかけての急激な流出に警鐘を鳴らした。

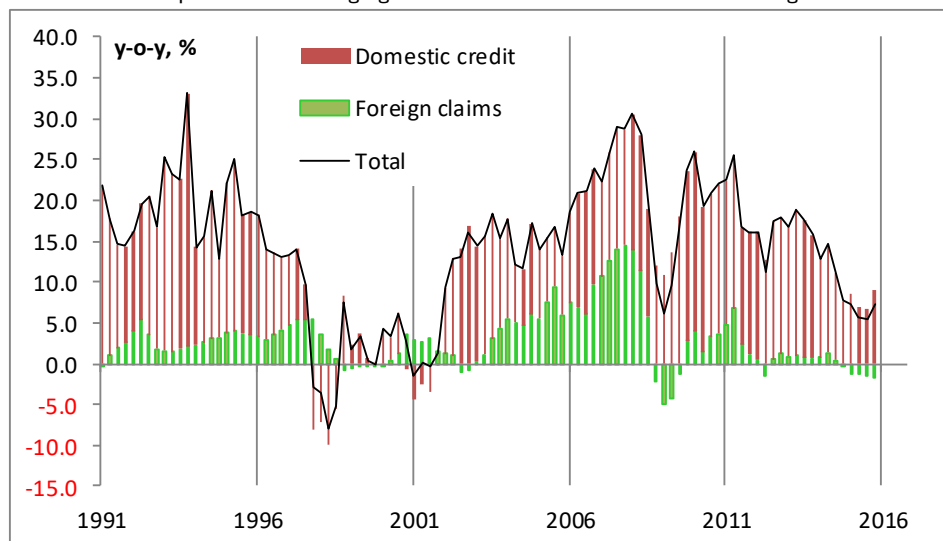
しかし、2000年以降の経済成長により、国民の所得水準が上がり、金融も、地場通貨ニーズが増えて、資金の出し手が海外勢から国内勢に大きく変わった。

その変化の度合いを表したのが図表 12 だが、国外からの与信は確かに足元では前年比マイナスになっているものの、全体の増減への寄与は非常に小さいことがわかる。

こうしたクロスボーダー与信が、国内与信と比べて相対的に小さくなっていることは、エマージングの金融の問題やその現れ方も変質していくことが予想される。

図表 12

エマージング諸国の与信拡大: 国内与信と国外からの与信
Credit expansion of emerging countries: Domestic credit and Foreign claims



(Source)BIS

景気好調期の資本流入、景気減速期の資本流出規模は引き続き大きい。しかし、それ以上に国内与信の存在が拡大している。為替相場制度の面では、実質的に米ドルにペッグさせている国は少なく、増価には介入するが、減価する時はかなりの程度、そのまま放置することが多くみられる。金融の問題は、かつてのような「クロスボーダーの流入の激しさに対し硬直的な為替相場がどこまで耐えられるか」ではなく、国内の債権者・債務者間の「過剰与信、過剰投資、資産バブル」といった、先進国に共通した問題に変質しているのではないだろうか。

また、そうした過剰与信問題が、今後どのような経路をたどって調整されていくかという点も変わってくるだろう。かつては通貨危機のような、国外の資本の急激な流出によって有無を言わず引き起こされる「ビッグバン型」であった。しかし、地場通貨建ての与信が問題の中心になるとその可能性は小さくなる。中央銀行が金融機関の流動性を一時的に支えることも可能だ。また、通貨価値の下落と外貨建て債務の膨張がスパイラル的に進行することも少ないので、ある程度の規模の不良債権問題であれば、政府による資本注入で当面問題を抑え込むこともできる。しかし、政策のハンドリングの余地というのは、もろ刃の剣である。日本や欧州のように、金融、財政政策を駆使して、いつか良くなる未来を待って、結局は対応が遅れてしまう危機となってしまうリスクには十分注意が必要であろう。

引用文献

- Rudolfs Bems and etc., “Chapter 2: Understanding the Slowdown in Capital Flows to Emerging Market,” World Economic Outlook: April 2016, International Monetary Fund, 63-99
- Selim Elekdag and etc., “Chapter 3: Corporate Leverage in Emerging Markets-A Concern?,” World Economic Outlook:October 2015, International Monetary Fund, 83-113
- Nikola Tarashev, Stefan Avdjiev, and Ben Cohen, “International Capital Flows and Financial Vulnerabilities in Emerging Market Economies: Analysis and Data Gaps,” Bank for International Settlements (BIS), September 2016
- Claudio Borio, Hyun Song Shin and etc., “Highlights of global financial flows,” BIS Quarterly Review, Bank for International Settlements (BIS), September 2016
- 竹中正治「新興国経済の動揺と国際マネーフローの真相」月刊資本市場 No.345、2014年

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2016 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話：03-3245-6934 (代) ファックス：03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>