



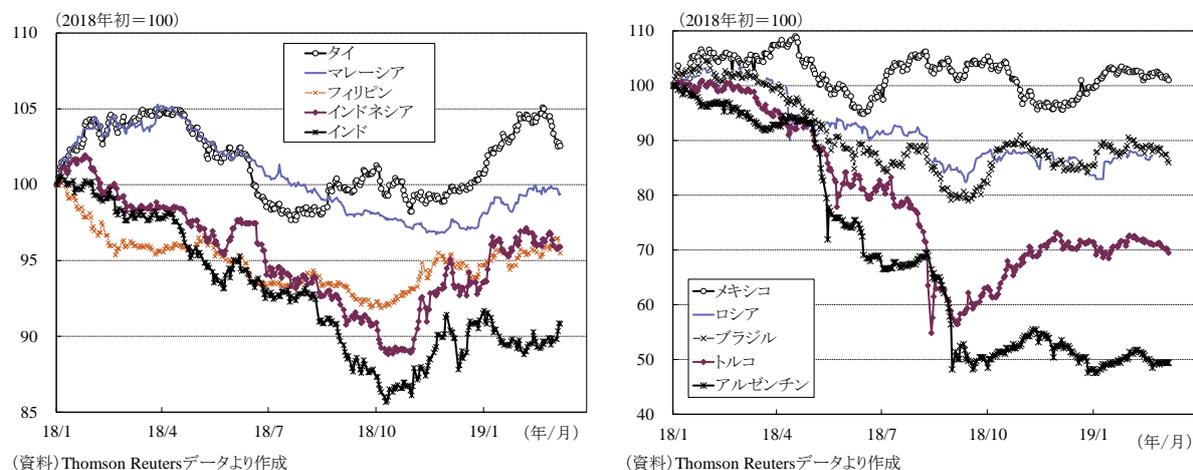
2019年3月11日

新興国金融市場～適切な政策運営が安定持続の鍵

公益財団法人 国際通貨研究所
経済調査部 上席研究員 福地 亜希

昨年終盤以降、米連邦準備理事会（FRB）の金融政策スタンスの「ハト派」シフトや米中貿易摩擦緩和への期待などを受け、新興国通貨が下げ止まり、あるいは持ち直しに転じるなど、金融市場は総じて安定を取り戻しつつある（図表 1）。昨年、通貨安抑制のために利上げを余儀なくされたインドネシアをはじめ多くの国で金利を据え置いているほか、インドでは2月に0.25%ポイントの利下げを実施した。足元、こうした国の多くでインフレ率が比較的低位にとどまっていることも、金融政策の自由度を高める要因となっている。

図表 1：主な新興国の対ドル相場の推移

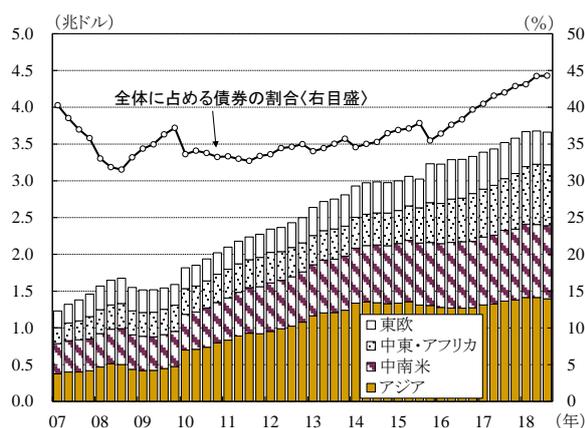


アジアでは、通貨危機に直面した約 20 年前に比べて、経常収支の黒字化または赤字幅の縮小、対外債務への依存度の低下、外貨準備高の積み上がりなどファンダメンタルズの改善に加えて、変動相場制への移行やチェンマイ・イニシアティブに基づく通貨スワップ協定等によるセーフティネットの拡充など制度面での改善も進み、通貨危機のようなテール・リスクが顕現する可能性は低いとみられる。もっとも、米国の利上げや地政学リスク等に伴い金融市場が不安定化するリスクが無くなったわけではない。グローバル金融危機以降、新興国における資本フローは米国の金融政策の影響をむしろ受け易

くなっていることが先行研究¹でも確認されている。近年、アジアを含む新興国では、銀行借入に加えて債券発行による海外からの資金調達が拡大しており(図表2、図表3)、急激な資本流出は企業や政府の資金調達環境悪化につながる可能性がある。

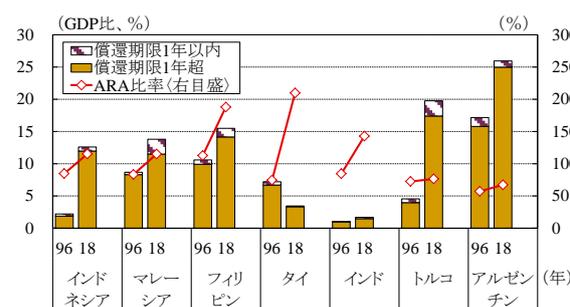
この先も、新興国における資本フローおよび金融市場の安定持続にとって、各国の成長性や対外バランスなどのファンダメンタルズに加えて、適切な政策運営が鍵を握る。既にIMFの支援下にあるアルゼンチンのほか、トルコやインドなど通貨の戻りが鈍い一部の国については、経常赤字や財政赤字などのファンダメンタルズ面での弱さに加えて、財政・金融政策を巡る不透明感も当該国への投資を慎重化させる要因の一つになっていると考えられる。いずれの国でも、重要選挙に向けた支持層拡大の狙いもあり、政府が低所得層への支援策拡充など景気に配慮した経済政策運営を強化しているほか、金融緩和への圧力を強める動きも散見される。こうした政策の行き過ぎは、財政赤字および経常赤字の拡大を通じて通貨下落圧力を強め、利上げ等による国内景気への負の影響を大きくすることになり得るため、留意が必要である。

図表2：新興国における非金融部門のドル建て資金調達残高の推移



(注) 銀行借入(国際与信およびドル建て現地与信)と債券発行残高の合計。
(資料) BIS統計より作成

図表3：主な新興国における債券発行による海外からの資金調達残高と外貨準備充足率



(注) 1. IMFによる『必要とされる準備高(ARA: Assessment of Reserve Adequacy Metric)』の推計式は下記の通りで、ARAに対し100~150%の外貨準備高保有(充足率)が適正とされる。

$$ARA = 5\% \times \text{輸出額} + 5\% \times \text{ブロード・マネー} + 30\% \times \text{短期対外債務残高} + 15\% \times \text{その他対外債務残高(中長期債務等)}$$
 2. 1996年のARA比率については、タイ、インド、南アフリカ以外は2001年時点。
(資料) BIS, IMF統計より作成

以上

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、宜しくお申し上げます。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。

¹ IMF, "The Drivers of Capital Flows in Emerging Markets Post Global Financial Crisis," March 10, 2017 など。