

新興国の為替変動要因についての一考察
～重要なネット対外投資ポジションの状況～

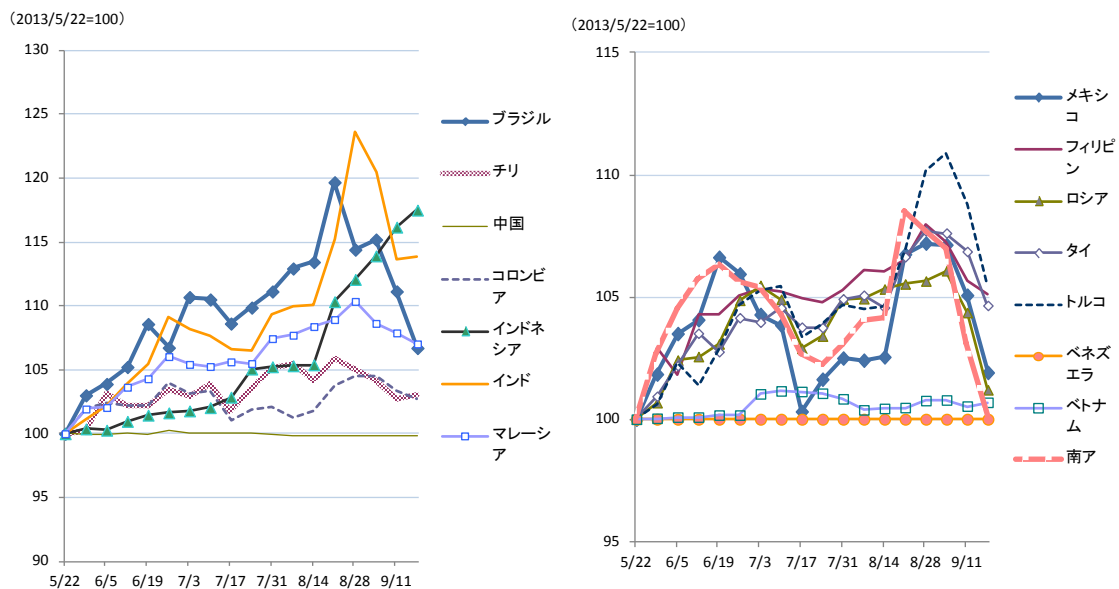
経済調査部 上席研究員 森川 央
morikawa@iima.or.jp

1. 新興国通貨の下落と経常赤字、対外債務の大きさは相関せず

米国の金融緩和策の巻き戻しが市場の関心事になる中、新興国からの資本流出が新たな懸念材料となっている。9月に変更が見送られたことから小康状態となっているが、経常赤字が大きいインドやトルコの通貨は一時大きく下落していた。さほど赤字が大きくないインドネシアも、赤字拡大のスピードが速いことからやはり通貨安のプレッシャーを受けている。

しかし、同じように経常赤字が拡大、もしくは赤字方向に急激に悪化した国でも、それほど売り込まれていない国もある。タイやマレーシアがそれにあたる。逆にブラジルは赤字の規模も変化幅も決して大きくないにもかかわらず、一時大きくリアル安が進行した。経常赤字だけでは、通貨動向は説明できない。

図表 1 新興国通貨の対ドルレート



次に、短期対外債務の外貨準備比を見てみよう。この指標は、かつては代表的な警戒信号¹とされていたが、現在は総じて比率は低く、通貨動向との相関は余り強くないようである。最も高くかつ上昇しているのはベネズエラだが、固定相場が維持されている。警戒を要するレベルになっているのはトルコ、ベネズエラ、ベトナムだけであるが、これら3カ国の通貨の動きもバラバラであり、通貨の動きへの説明力は低いと言わざるを得ない。

図表 2 新興国の経常収支、短期対外債務

	経常収支(GDP比)			短期対外債務(外貨準備比)		
	2009年	2012年	変化	2009年	2011年	変化
ブラジル	-1.5	-2.4	-0.9	16.8	12.0	-4.7
チリ	2.1	-3.5	-5.6	57.6	40.9	-16.7
中国	4.9	2.4	-2.5	10.0	14.9	4.9
コロンビア	-2.1	-3.1	-1.0	16.2	34.5	18.2
インド	-2.0	-5.0	-3.0	17.6	28.8	11.2
インドネシア	2.0	-2.8	-4.7	37.8	35.8	-2.0
マレーシア	15.6	6.1	-9.5	24.8	33.2	8.3
メキシコ	-0.7	-0.8	-0.1	27.7	35.7	7.9
フィリピン	5.6	2.9	-2.7	10.3	10.4	0.1
ロシア	4.1	3.7	-0.4	12.7	15.4	2.7
南アフリカ	-4.0	-6.3	-2.3	60.4	44.3	-16.1
タイ	8.3	0.8	-7.6	21.9	26.9	5.0
トルコ	-2.0	-6.0	-4.0	70.1	107.0	36.9
ベネズエラ	0.7	2.9	2.2	80.0	168.0	88.0
ベトナム	-6.8	6.4	13.2	31.5	73.6	42.1

(資料) Thomson Reuters

通貨間の相対的価値である為替レートは思惑に左右されやすい。そのため、新興国というだけで「十把一絡げ」にされ、個々のファンダメンタルズと関係なく売られている可能性もあろう。しかしその一方で、市場参加者が経常収支や短期外債の大きさに計れない何らかの不均衡を感じ取り、売られ方に差がついている可能性もある。

そこで、以下では欧州連合(EU)が近年開発した「マクロ不均衡手続き(MIP)²」に倣い、新興国経済が抱える不均衡を比較してみることにする。なお、本稿が対象とする新興国は、ブラジル、チリ、中国、コロンビア、インド、インドネシア、マレーシア、メキシコ、フィリピン、ロシア、南アフリカ、タイ、トルコ、ベネズエラ、ベトナムの非欧州圏15カ国である。

2. 対外不均衡の状況

MIPは対外不均衡と国内不均衡に分けられている。EUは対外不均衡を計る指標として、経常収支、ネット対外投資ポジション、実質実効為替レート、輸出市場シェアの変動、単位労働費用、を採用している。このうち、輸出市場シェアはデータの収集、計測

¹ もちろん、現在でも警戒信号として採用されることは多い。例えば英エコノミスト誌が最近開発した「資本凍結指数」にも採用されている(同誌9月7日号)。

² EUが採用している「マクロ不均衡手続き」については、ニューズレター2013年No.19「ユーロ圏の経済動向～周辺国債務問題は最悪期を脱したのか?～」を参照されたい。

http://www.iima.or.jp/Docs/newsletter/2013/NLNo_19_j.pdf

が煩雑であるので、本稿では対象外とした。また、単位労働費用は新興国では計測されていない国が多く、生産性上昇率で代替することとした（図表3）。

図表3 新興国の対外不均衡

	経常収支 (GDP比、3年平均)	ネット対外投資ポジ ション(GDP比、 2012年)	実質為替レート	生産性上昇率
			(3年間の変化)	(3年間の変化)
ブラジル	-2.2	-32.3	9.1	5.9
チリ	-1.1	-16.7	10.1	3.6
中国	2.7	21.1	8.1	27.4
コロンビア	-3.0	-24.7	18.2	7.3
インド	-3.9	-15.4	5.6	22.3
インドネシア	-0.6	-37.7	5.9	14.5
マレーシア	9.5	4.1	6.2	-0.7
メキシコ	-0.6	-41.8	7.6	0.8
フィリピン	3.5	-8.7	10.3	9.4
ロシア	4.4	6.6	16.2	7.4
南アフリカ	-4.2	-6.8	6.9	5.8
タイ	1.9	-9.2	0.8	9.0
トルコ	-7.3	-52.6	-10.9	0.4
ベネズエラ	4.3	38.1	6.7	0.3
ベトナム	0.9	#N/A	14.2	18.5

(資料) Thomson Reuters

(注) シャド一部は2011年

実質為替レートが上昇し、生産性上昇率が低かった国は価格競争力で不利な立場になっている。ブラジル、チリ、マレーシア、メキシコ、南ア、ベネズエラが該当しよう。トルコは生産性の伸びが低かったが、為替レートは既に下落しており、一定の競争力回復が期待できる。

次にネット対外投資ポジションを検証しよう。ネット対外投資ポジションとは、直接投資、株・債券への投資（ポートフォリオ投資）、貸出などの対外資産から対外負債を引いたもので、ほとんどの新興国の場合、一国の外貨建て純資産を示している。これがプラスであるということは、概念的には対外資産を売却して対外負債を返済しても資産が残っていること、つまり外貨に余裕があることを示している。マイナスは純債務状態であり、負債を返済しきれない状態であることを示している。

図表4は、ネット・ポジションのGDP比を過去4年さかのぼって比較した表である。黄色で網掛けした部分は、EUが閾値としているマイナス35%を下回っていることを意味している³。

³ 経済危機に陥ったアイルランド、ギリシャ、スペイン、キプロスのネット投資ポジションは、-96%、-86%、-92%、-71%と非常に悪化していたのに対し、-20.6%だったイタリアは危機を回避していた。

図表 4 対外ネット投資ポジションの推移

	2009	2010	2011	2012	3年間の変化
ブラジル	-36.9	-41.6	-30.9	-32.3	4.6
チリ	-13.1	-13.6	-12.6	-16.7	-3.5
中国	29.9	28.5	23.1	21.1	-8.8
コロンビア	-25.4	-24.1	-23.3	-24.7	0.8
インド	-9.7	-12.4	-11.4	-15.4	-5.8
インドネシア	-39.6	-41.0	-37.7	#N/A	1.9
マレーシア	15.3	1.7	4.1	#N/A	-11.2
メキシコ	-38.2	-41.2	-34.6	-41.8	-3.5
フィリピン	-13.7	-13.2	-8.7	#N/A	5.0
ロシア	8.5	1.1	7.4	6.6	-1.9
南アフリカ	-14.2	-19.4	-6.8	#N/A	7.3
タイ	-1.7	-13.1	-9.2	#N/A	-7.5
トルコ	-45.0	-49.5	-41.4	-52.6	-7.6
ベネズエラ	37.2	31.4	47.7	38.1	0.9
ベトナム	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A

(注)2012年が未発表の国は、2011年と2009年の変化幅。

(資料)Thomson Reuters

これによると、ブラジル、インドネシア、メキシコ、トルコでネット・ポジションのマイナスが大きく、潜在的に外貨不足への不安を抱えていると見ることができる。しかし、4カ国の中ではブラジルは最近閾値を上回ってきており、改善してきている。

経常収支が悪化していたタイ、マレーシア、チリなどは、実は投資ポジションは比較的健全であり、外貨不足への耐性が認められる。更に、中国、ベネズエラ、ロシアについては対外純資産国であり、基本的に通貨危機とは無縁と考えていいだろう。

ここまでの発見は、通貨の下落幅が大きかった国では、ネット対外投資ポジションのマイナス幅が大きく、または悪化していたという傾向である。

3. 国内不均衡の状況

次に国内の不均衡の検証に移ろう。EUは実質住宅価格、民間与信フロー（GDP比）、民間部門債務（GDP比）、一般政府負債（GDP比）、失業率、金融部門の負債増加率を検討項目としている。

しかし、住宅価格については満足な指標がない国が多いため、実質株価で代用した。また金融部門の負債増加率については貸出と重複感があるため、割愛した。黄色網掛けの部分は、EUが設定した閾値⁴を超過している項目である。

一見してわかることは、網掛けした部分が少ないことだ。基本的に新興国の国内信用については、拡大スピードにやや懸念が残る国はあるものの、信用が過大になっている国は少なく、政府債務も比較的管理されていることがわかる。失業率についても、突出して高いのは南アフリカだけで、コロンビア、インド、トルコが2桁となっているが、それでもEUの問題国よりも低いレベルだ⁵。

新興国の国内不均衡は蓄積されておらず、内発的な危機発生の可能性は小さい。ゆえに、国内不均衡で昨今の為替の動きを説明することも困難であると思われる。

⁴ 閾値は民間向け貸出160%、その変化幅15%、失業率10%となっている。

⁵ ニューズレターNo.19、p9参照。http://www.iima.or.jp/Docs/newsletter/2013/NLNo_19_j.pdf

図表 5 新興国の国内不均衡

	国内民間向け与信(GDP比)			政府債務残高(GDP比)			実質株価 (3年間の変化)	失業率 10-12年平均
	2009年	2012年	変化	2009年	2012年	変化		
ブラジル	48.9	68.4	19.5	60.9	58.7	-2.2	-4.3	6.6
チリ	70.7	73.3	2.6	5.8	9.0	3.2	35.6	7.3
中国	127.2	133.7	6.5	17.7	15.9	-1.8	-27.7	4.1
コロンビア	40.0	48.9	8.9	36.2	32.4	-3.8	36.3	11.0
インド	47.3	51.5	4.2	56.2	53.3	-2.9	-2.9	12.5
インドネシア	27.7	34.9	7.3	26.2	22.4	-3.8	79.5	7.2
マレーシア	111.6	118.2	6.6	50.8	53.3	2.5	39.2	3.1
メキシコ	23.1	27.7	4.6	37.5	38.9	1.4	40.0	5.2
フィリピン	29.2	33.4	4.2	54.8	51.5	-3.3	86.6	7.1
ロシア	46.2	47.8	1.6	7.6	10.2	2.6	22.1	6.5
南アフリカ	152.1	70.8	-81.3	27.1	40.1	13.0	30.2	25.0
タイ	116.4	147.9	31.5	28.6	30.9	2.3	87.5	0.8
トルコ	36.5	54.4	17.9	49.4	41.5	-8.0	35.0	10.3
ベネズエラ	23.6	25.2	1.6	-12.6	60.6	73.2	194.2	8.2
ベトナム	112.7	111.6	-1.2	51.2	52.6	1.5	-32.2	2.5

(注) 国内向け民間与信はベトナムのみ2011年
(資料) Thomson Reuters

4. 重要なネット投資ポジション。要注意国はトルコ

最後に、重要と思われるネット対外投資ポジションについて、更に考察を加えてみたい。ネット対外投資ポジションには直接投資も含まれているが、直接投資は、具体的に工場設備を立ち上げ、生産活動を始める投資であり、投資は長期で固定化される。売却・回収が容易なポートフォリオ投資や貸出とは違い、新興国にとっては引き揚げられにくい投資である。図表5はこの点を考慮し、直接投資を除いてポートフォリオ投資と貸出だけでみたネットポジション(GDP比)である。

新興国はネットの直接投資受け入れ国が多いので、基本的にポジションは改善して見える。チリは-16.7%から+24.1%へと劇的に改善し、ホットマネーへの依存はしていないことが明らかになる。コロンビアやフィリピンの赤字幅も小さい。これらの国での外貨不足の可能性は小さいと考えていいだろう。

図表 6 修正後ネット投資ポジション

	2009	2010	2011	2012	3年間の変化
ブラジル	-22.4	-18.6	-11.1	-12.5	10.0
チリ	31.4	32.3	24.6	24.1	-7.2
中国	51.3	49.6	43.3	41.2	-10.0
コロンビア	-0.5	-3.7	-4.3	-3.1	-2.6
インド	-3.0	-6.0	-6.2	-9.6	-6.6
インドネシア	-20.2	-19.3	-16.5	#N/A	3.7
マレーシア	14.9	3.6	7.0	#N/A	-7.9
メキシコ	-14.5	-16.7	-12.8	-19.0	-4.5
フィリピン	-3.7	-3.6	0.7	#N/A	4.4
ロシア	14.7	9.2	12.3	12.1	-2.6
南アフリカ	1.6	-1.8	7.1	#N/A	5.4
タイ	33.5	24.2	22.6	#N/A	-11.0
トルコ	-25.2	-27.0	-26.7	-33.5	-8.2
ベネズエラ	45.0	37.8	55.9	45.4	0.5
ベトナム	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A

(注) 2012年が未発表の国は、2011年と2009年の変化幅。

(資料) Thomson Reuters

以上、指標のチェックを経た結果、外貨不足への懸念がある国はブラジル、インドネシア、メキシコ、トルコに絞られてくる。

最も懸念が高いのはトルコである。トルコの投資ポジションは、修正後も EU の閾値に近い-33.5%である。国全体として借入過多の構造であり、資本の逆流が不安を呼びやすい。

次に注意を要する一群として、メキシコ、インドネシア、ブラジルが挙げられよう。3カ国は修正後も2桁のマイナスとなっている。そして3カ国中では、マイナス幅が大きく(-19%)変化の方向も悪化(-4.5ポイント)しているメキシコが目立つ。メキシコは自動車産業が集積するなど米国への輸出基地として脚光を浴びており、危機には最も遠いイメージがあるが、死角があることを認識しておく必要がある。

ブラジルは-12.5%、インドネシアは-16.5% (2011年)だが、それぞれ改善中である。両国については、この傾向が続くか経過を観察する必要がある。

最後にインドの修正後投資ポジションは-9.6%と比較的小幅だが、3年間の変化幅は-6.6ポイントである。外貨不足への懸念は深刻ではないが、不安を払拭することもできないと評価できよう⁶。

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 2013 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>

⁶ なお、ベトナムはネット投資ポジションが不明で評価困難であった。