

経済マンスリー [解説]

先進国における量的金融緩和政策の新興国への影響

【要旨】

- ◇ 6 月にバーナンキ FRB 議長が資産買入策の年内縮小の可能性に言及して以降、新興国において株価や通貨の下落が目立っている。
- ◇ 新興国への資金流入は 2008 年の金融危機以降も継続。金融危機以前に比べ証券投資の増加に特徴。
- ◇ 米国の対外証券投資は、3 回の量的緩和政策導入後に増加。量的緩和政策導入後に増加が目立つ相手国は、韓国、ブラジル、メキシコなど。
- ◇ 新興国へのクロスボーダー与信は、2009 年後半から 2010 年にかけて高めの伸びとなったが、その後の伸びは低め。中国やブラジルなどで 2010 年頃に高めの伸びがみられた。
- ◇ 新興国の株価、為替の動きをみると、FRB の量的緩和政策発表後に、株価では香港、インドネシア、メキシコ、為替ではインド、メキシコ、韓国などで上昇率が大きい。新興国の信用は、先進国での量的緩和政策実施期間中に、香港やタイ、ブラジル、チェコ、ロシアなどで伸びが高まった。
- ◇ 新興国の資金流出に対する耐久度は、全体としては過去より強まる。経常収支は 1990 年代に比べれば多くの新興国で赤字が縮小、乃至黒字が拡大。当時より赤字が拡大している国は、トルコ、南アフリカ、ポーランド、インドなど。外貨準備高は概ねどの新興国でも 1990 年代より上昇。
- ◇ 新興国の対外与信構造では、短期与信比率が高まり、かつ外貨建て与信比率が高まった国として、台湾、ベトナム、中国、インド、ブラジル、マレーシア、ベトナムが挙げられる。

はじめに

6月にバーナンキ米連邦制度準備理事会（FRB）議長が、資産買入策の年内縮小の可能性に言及して以降、新興国において株価や通貨の下落が目立っている。今後、FRBが金融緩和からの出口戦略を実施するに伴い、これまで先進国から新興国へ向かってきたマネーが大規模に逆流するとの見方がある。金融危機（リーマン・ショック）以降の先進国における金融緩和政策、なかでも量的緩和政策により、新興国へ多くのマネーが流れていたのであろうか。また、FRBによる利上げはしばらく先とみられるが、近い将来に実施が予想されるFRBによる資産買入策の縮小と終了は、新興国経済へ大きな影響を与えるのであろうか。

本稿では量的金融緩和政策を実施してきた先進国として、米国、ユーロ圏、日本を対象とし、その影響が注目される新興国として、アジア11カ国・地域（中国、韓国、台湾、香港、シンガポール、インドネシア、マレーシア、タイ、フィリピン、インド、ベトナム）、中南米3カ国（ブラジル、アルゼンチン、メキシコ）、ロシア・中東欧4カ国（ロシア、チェコ、ハンガリー、ポーランド）、その他3カ国（豪州、トルコ、南アフリカ）の計21カ国・地域を対象に分析を進めていきたい^{（注1）}。

まず、金融危機以降の先進国の金融緩和政策と、新興国の経済情勢を簡単に振り返る。次に、先進国から新興国へのマネーフローを、証券投資や対外与信動向で確認し、新興国の株価や為替、信用の動向から、間接的な部分も含めた先進国の金融緩和政策からの影響度合いを検証する。また、新興国の資金流出への耐久力を測るため、経常収支や外貨準備、対外借入構造を過去と比較する。最後に、直近3回のFRBの利上げ局面の動向を振り返っておきたい。

（注1）先進国に分類される国も一部含まれるが、本稿では便宜上まとめて「新興国」とする。

1. 米国・ユーロ圏・日本の金融危機以降の金融緩和政策の振り返り

米国、ユーロ圏、日本における金融危機以降の金融緩和政策を振り返る（第1表）。FRBは、政策金利を2008年12月に0～0.25%の実質的なゼロ水準まで引き下げた。政策金利に引き下げ余地が無くなったため、その後は先行きの政策金利に関するガイダンスの提示（所謂、時間軸政策）や大規模な資産買入（所謂、量的緩和政策）を実施してきた。時間軸政策は、昨年12月に、現在の「異例な低金利」政策を解除する条件として、経済条件に基づくガイダンスを導入。「異例な低金利」政策は、「1～2年先のインフレ率見通しが2.5%を上回らず、失業率が6.5%を下回るまで」継続されることとなっている。資産買入は、現在、第3弾（QE3）として住宅ローン担保証券（MBS）の買入（月400億ドル）と、国債の買入（月450億ドル）を実施している。

欧州中央銀行（ECB）は、政策金利の引き下げに加え、2011年末から2回の3年物長期リファイナンスオペ（LTRO）で大規模な資金供給を実施。資産買入策では、2009年から2度に渡ってカバードボンドの買入を実施したほか、証券市場プログラム（SMP）や国債買入プログラム（OMT）といった欧州周縁国の国債買入プログラムも

実施している。直近7月の理事会では「フォワード・ガイダンス」を導入。政策金利を長期に渡り低水準に据え置くことを明確にした。

日銀も、資金供給オペの拡充に加え、国債などの資産買入策を段階的に拡大してきた。2013年4月には、黒田新総裁の下で“異次元緩和”政策を導入。足元で、質的・量的に金融緩和を強化している。

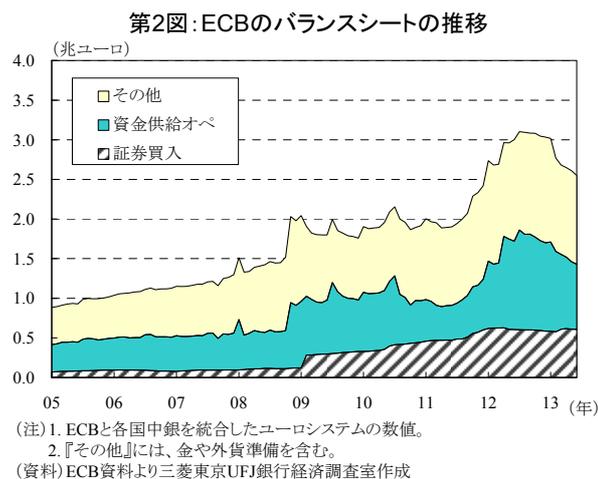
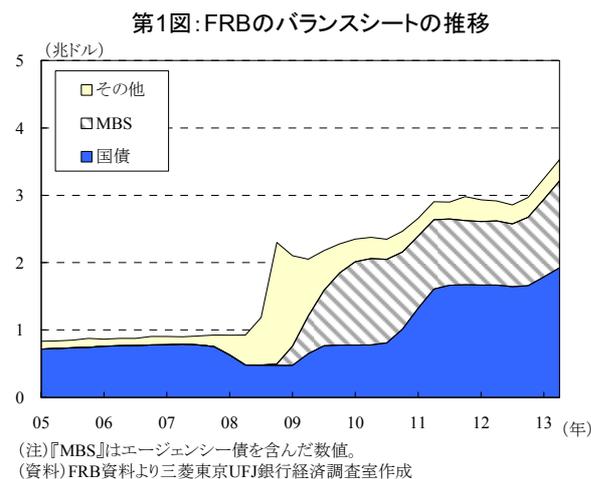
第1表：FRB・ECB・日本銀行による金融政策決定の推移

	FRB	ECB	日本銀行
2007年9月	政策金利の引き下げ開始		
2008年10月		政策金利の引き下げ開始	政策金利引き下げ(0.50→0.30%)
2008年12月	政策金利をゼロ(0-0.25%)に引き下げ		政策金利引き下げ(0.30→0.10%) 長期国債の買入増額
2009年3月	「長期に渡り」低金利を維持、QE1導入 (国債 3,000億ドル、エージェンシー債 1,750億ドル、MBS 12,500億ドル)		長期国債の買入増額
2009年5月		カバード債券買入など導入	
2009年7月		第1回カバード債券買入開始 (～2010年6月)	
2009年9月	MBS買入を10年3月まで延長		
2009年11月	時間軸に低金利持続の条件を追加		
2009年12月			固定金利型共担オペの導入
2010年3月			固定金利型共担オペの拡充
2010年5月		SMP開始	
2010年8月	MBSへの再投資決定		固定金利型共担オペの拡充
2010年9月	追加資産買入を示唆		
2010年10月			「包括的な金融緩和政策」の導入 (資産買入等基金の創設など)
2010年11月	QE2導入(国債6,000億ドル)		
2011年3月			資産買入等基金の増額
2011年8月	時間軸を明示化「少なくとも2013年半 ばまで」	SMPの対象国にイタリアとスペインを追 加	資産買入等基金の増額
2011年9月	オペレーションツイスト導入 (4,000億ドル)		
2011年10月			資産買入等基金の増額
2011年11月		第2回カバード債券買入開始 (～12年10月)	
2011年12月		第1回3年物LTRO実施 (4,900億ユーロ)	
2012年1月	時間軸を「2014年終盤」に延長		
2012年2月		第2回3年物LTRO実施 (5,300億ユーロ)	資産買入等基金の増額
2012年4月			資産買入等基金の増額
2012年6月	オペレーションツイストを年末まで延長 (2,670億ドル)		
2012年7月		ドラギ総裁、「何でもする」と発言	
2012年9月	時間軸を「2014年終盤」から「2015年 半ば」へ延長、QE3導入(MBSを月400 億ドル買入)	OMT発表	資産買入等基金の増額
2012年10月			資産買入等基金の増額
2012年12月	時間軸を経済指標に基づく基準へ変 更、オペレーションツイストを長期国債 買入へ切り替えて継続(月450億ドル)		資産買入等基金の増額
2013年4月			「量的・質的金融緩和」(異次元緩和) 政策導入
2013年5月		政策金利を0.50%に引き下げ	
2013年6月	QE3の年内縮小の可能性に言及		
2013年7月		フォワードガイダンスを導入	

(注)『QE』は、量的緩和の略称。『MBS』は、住宅ローン担保証券の略称。『LTRO』は、長期リファイナンスオペの略称。『SMP』は、証券市場プログラムの略称。『OMT』は、国債買入プログラムの略称。
(資料)FRB、ECB、日本銀行資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

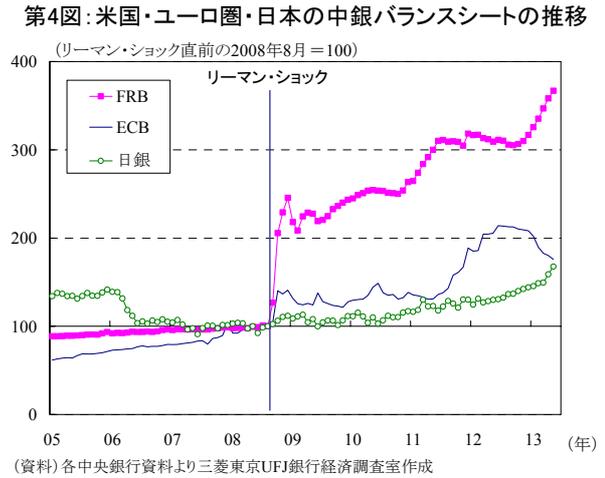
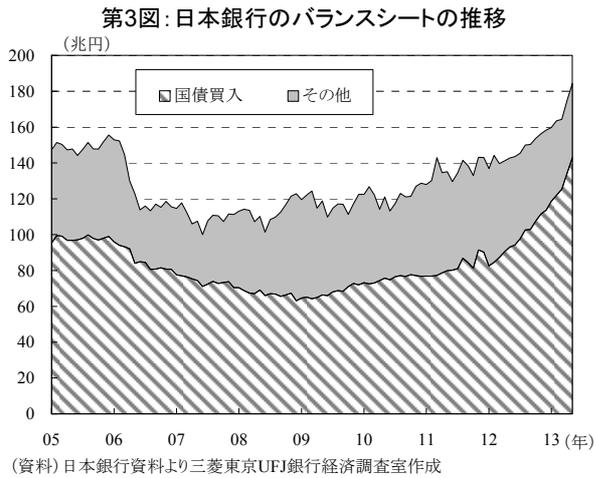
FRBの保有資産額（バランスシート）は、これまでの資産買入によりリーマン・ショック（2008年9月）前の1兆ドル弱から、3兆ドル程度へと3倍に拡大（第1図）。仮に、MBSと国債の買入が来年前半頃まで継続されるとすれば、保有資産額は4兆ドル程度へ拡大する。なお、保有国債の償還資金は国債へ再投資され、保有エージェンシー債・MBSからの償還資金はMBSへ再投資されるため、FRBの保有資産額は減少しない状態になっている。また、買入を終了しても、直ぐには資産売却を行わないことを示唆しており、FRBのバランスシートは、今後も長期に渡り（金融危機前よりも）拡大した状態が続く。

ECBのバランスシートも、リーマン・ショック前の1.5兆ユーロ弱から、昨年には3兆ユーロ程度へと2倍に拡大（第2図）。ただし、新たな資産買入を実施していないことから、3年物LTROの返済などによりバランスシートは減少傾向で、現在は2.5兆ユーロ程度となっている。3年物LTROは、資金供給オペとしては異例の長さだが、FRBの買入資産年限などと比べれば期間は短く、期限前返済があるために残高が減少し易い。ECBのバランスシートは、今後も緩やかに縮小していくこととなるだろう。



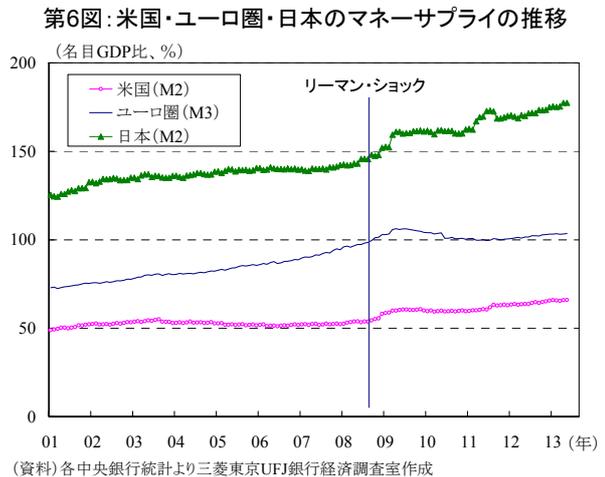
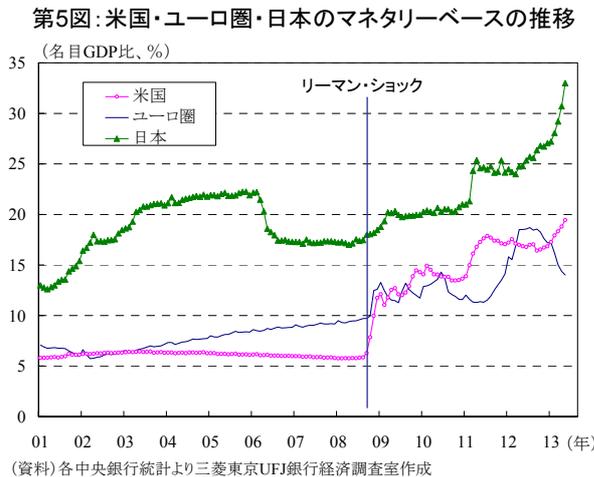
日銀のバランスシートは現在180兆円超（第3図）。リーマン・ショック時の110兆円程度から60%程度拡大した状態である。「異次元緩和」は、マネタリーベースを2年間で倍増させる方針であるため、向こう2年間は現在の急ピッチなバランスシート拡大が続く見通しである。

このようなFRB、ECB、日銀のバランスシートの拡大状況を比較すると、リーマン・ショック以降であればFRBの拡大ペースが際立っている（第4図）。今後のバランスシートは、「ECBが縮小」、「FRBは拡大から横這い」、「日銀は拡大」と方向がまちまちとなる可能性が高い。



米国、ユーロ圏、日本のマネタリーベースを 2008 年頃と比較してみると、米国では、名目 GDP 比 6%弱から足元で同 20%弱へ拡大 (第 5 図)。ユーロ圏では、同 10%程度から同 15%程度へ拡大。日本は、元来マネタリーベースが他国に比べ高水準ななか、同 17 %程度から同 33%程度へと大きく拡大している。

他方、マネーサプライの増加は各国 (地域) とともに緩やかなペースに止まっている。リーマン・ショック前との比較では、ユーロ圏は名目 GDP 比でほぼ同水準、米国は名目 GDP 比 50%から同 80%程度へ拡大、日本は同 150%から同 180%程度へ拡大している (第 6 図)。



なお、足元の状況として、6月の米国雇用統計が堅調であったことなどから、FRBが早ければこの9月にも資産買入策を縮小する可能性が出てきている (注²)。

(注 2) バーナンキ FRB 議長は、5月22日の議会証言後の質疑応答で、今後数回の FOMC で購入ペースを減速させることも可能と発言。6月19日の FOMC 後の記者会見では、「今年後半に縮小を開始し、来年半ば頃に停止する」という FOMC のコンセンサスを示していた。

2. 新興国の金融危機以降の経済状況

金融危機以降の新興国経済の状況を簡単に確認しておきたい。2010年から2012年の新興国の実質GDP成長率をみると、大半の新興国で減速している（第7図）。成長率が横這い乃至加速した国は、インドネシア、フィリピン、豪州、南アフリカなど少数だ。



このような景気減速のなか、多くの新興国で、政策金利は金融危機以前より低い状態が続いている。政策金利が、金融危機以前と同程度か上回っている新興国は、インドやベトナムなどに限られている（第2表、3表）^(注3)。

(注3) 各国の政策金利は以下の通り。米国：FF（フェデラルファンド）金利、ユーロ圏：リファイナンス金利、英国：バンクレート、日本：無担保コール翌日物金利、中国：貸出基準金利、韓国：バンクレート、台湾：日次割引金利、香港：基準金利、シンガポール：レポ金利、インドネシア：レファレンス金利、マレーシア：翌日物金利、タイ：翌日物レポ金利、フィリピン：レポ金利、インド：レポ金利、ベトナム：基準金利、ブラジル：SELIC金利、メキシコ：翌日物金利、ロシア：リファイナンス金利、チェコ：2週間物レポ金利、ハンガリー：基準金利、ポーランド：リファイナンス金利、豪州：翌日物キャッシュ金利、トルコ：1週間物レポ金利、南アフリカ：レポ金利。

第2表：アジア各国の政策金利の推移

(%)

	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
中国	5.85	5.85	5.31	5.31	5.58	5.58	6.12	7.47	5.31	5.31	5.81	6.56	6.00	6.00
韓国	5.25	4.00	4.25	3.75	3.25	3.75	4.50	5.00	3.00	2.00	2.50	3.25	2.75	2.50
台湾	4.625	2.125	1.625	1.375	1.750	2.250	2.750	3.375	2.000	1.250	1.625	1.875	1.875	1.875
香港	8.00	3.25	2.75	2.50	3.75	5.75	6.75	5.75	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
シンガポール	13.50	7.75	7.00	6.75	6.75	7.50	7.50	5.25	5.50	4.00	4.00	4.50	3.50	3.50
インドネシア	—	—	—	—	—	12.75	9.75	8.00	9.25	6.50	6.50	6.00	5.75	6.00
マレーシア	—	—	—	—	2.70	3.00	3.50	3.50	3.25	2.00	2.75	3.00	3.00	3.00
タイ	1.50	2.25	1.75	1.25	2.00	4.00	5.00	3.25	2.75	1.25	2.00	3.25	2.75	2.50
フィリピン	13.50	7.75	7.00	6.75	6.75	7.50	7.50	5.25	5.50	4.00	4.00	4.50	3.50	3.50
インド	10.00	8.50	5.50	4.50	6.00	6.25	7.25	7.75	6.50	4.75	6.25	8.50	8.00	7.25
ベトナム	9.00	7.20	7.44	7.50	7.50	8.25	8.25	8.25	8.50	8.00	9.00	9.00	9.00	9.00

(注)1. 数値は年末時点。但し、『2013年』は6月末時点。

2. 『インドネシア』の現行政策金利は2005年7月に導入。

3. 『マレーシア』の現行政策金利は2004年4月に導入。

(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3表：中南米、ロシア・中東欧、その他の各国の政策金利の推移

(%)

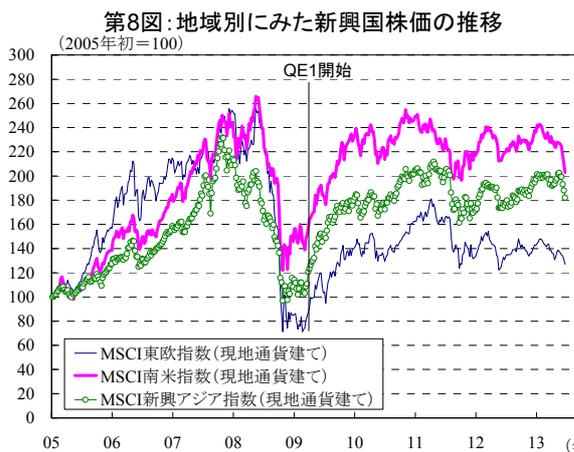
	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
ブラジル	15.75	19.00	25.00	16.50	17.75	18.00	13.25	11.25	13.75	8.75	10.75	11.00	7.25	8.00
メキシコ	—	—	—	—	—	8.25	7.00	7.50	8.25	4.50	4.50	4.50	4.50	4.00
ロシア	25.00	25.00	21.00	16.00	13.00	12.00	11.00	10.00	13.00	8.75	7.75	8.00	8.25	8.25
チェコ	5.25	4.75	2.75	2.00	2.50	2.00	2.50	3.50	2.25	1.00	0.75	0.75	0.05	0.05
ハンガリー	11.00	9.75	8.50	12.50	9.50	6.00	8.00	7.50	10.00	6.25	5.75	7.00	5.75	4.25
ポーランド	19.00	11.50	6.75	5.25	6.50	4.50	4.00	5.00	5.00	3.50	3.50	4.50	4.25	2.75
豪州	6.25	4.25	4.75	5.25	5.25	5.50	6.25	6.75	4.25	3.75	4.75	4.25	3.00	2.75
トルコ	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	6.50	5.75	5.50	4.50
南アフリカ	12.00	9.50	13.50	8.00	7.50	7.00	9.00	11.00	11.50	7.00	5.50	5.50	5.00	5.00
米国	6.50	1.75	1.25	1.00	2.25	4.25	5.25	4.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25
ユーロ圏	4.75	3.25	2.75	2.00	2.00	2.25	3.50	4.00	2.50	1.00	1.00	1.00	0.75	0.50
日本	0.25	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.25	0.50	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10

(注) 1. 数値は年末時点。但し、『2013年』は6月末時点。
 2. 『メキシコ』の現行政策金利は2005年2月に導入。
 3. 『トルコ』の現行政策金利は2010年5月に導入。
 (資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

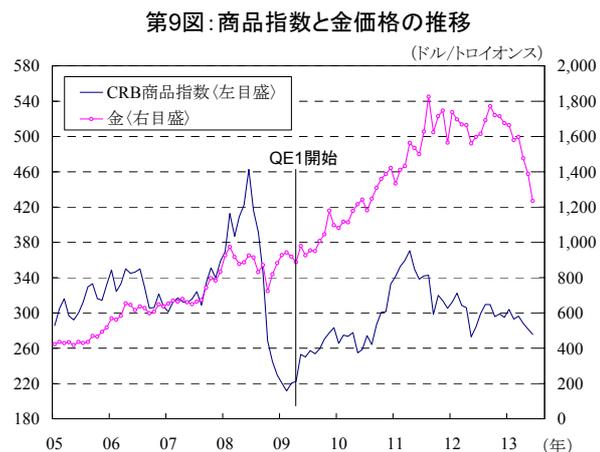
ここで合わせて、新興国の株価（地域別）を振り返ると、「新興アジア」、「南米」、「東欧」^(注4)の何れの地域もリーマン・ショック前の水準を回復していない(第8図)。新興国の株式市場“全体”を、価格面から見た場合には、先進国から過剰な資金流入があったかどうか定かではない。

なお、このような新興国経済の減速などを受け、リーマン・ショック前まで上昇が続いていた商品市況も、低めの水準で推移（第9図）。2000年代に入ってからの商品市況の上昇トレンドは終了したように見受けられる。金融危機以降も上昇が継続した主要な商品は、経済活動に伴う需要から切り離れている金だけである（第9図）。

(注4) MSCI 株価指数に基づく分類。



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

3. マネーフローの動向

マネーフローについて、新興国への民間資本フロー全体を概観した後、米国、ユーロ圏、日本の対外証券投資、金融機関のクロスボーダー与信を確認していく。

(1) 新興国への民間資本フロー

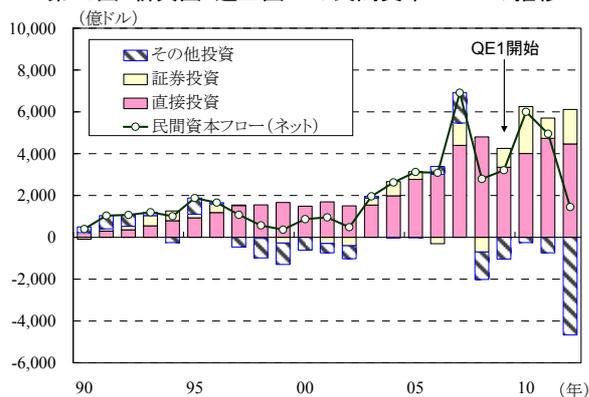
「新興国・途上国」への民間資本フローは、2008年の金融危機以降も高めの水準が持続（第10図）^(注5)。2010年、2011年の流入額（ネット）は、既往ピークの2007年に匹敵する規模であった。ただし、2012年は「その他投資」の流出超を主因に、流入額（ネット）は大きく減少している。民間資本フローの内訳をみると、先進国が量的緩和策を実施した2009年以降は、「証券投資」の増加が目立つ^(注6)。

地域別に「新興アジア」と「中南米」、「中東欧」をみると、金融危機以降に「新興アジア」と「中南米」では流入額（ネット）が増加した一方、中東欧では減少。金融危機以降における証券投資の増加傾向は、これら3地域の何れでもみられる（第11図、12図、13図）。

(注5) 民間資本フロー（資本収支）は、「直接投資」、「証券投資」、「その他投資」に大別される。「その他投資」とは、銀行融資、貿易金融、現預金など。なお、国際収支においては、経常収支+資本収支+外貨準備増減+誤差脱漏=0、となる（複式簿記形式のため）。

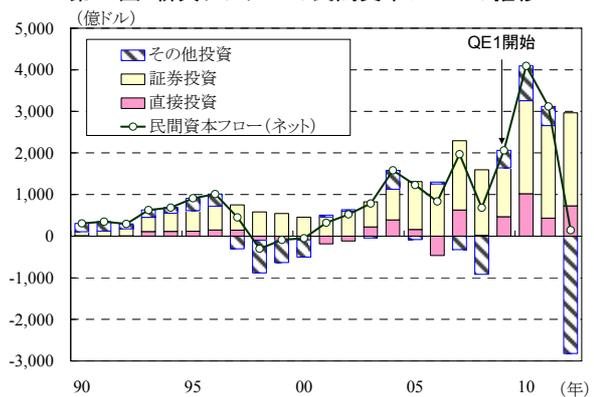
(注6) 本稿における先進国の量的緩和実施期間は、FRBがQE1を開始した2009年以降とする。

第10図：新興国・途上国への民間資本フローの推移



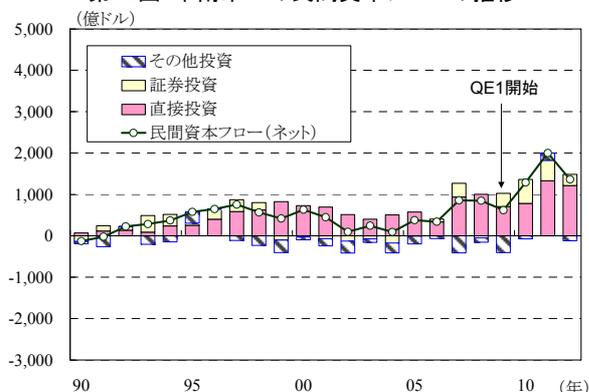
(注)『新興国・途上国』はIMF定義による153ヵ国。
(資料)IMF統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第11図：新興アジアへの民間資本フローの推移



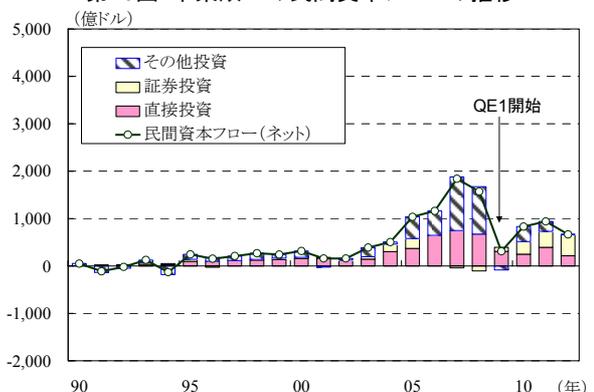
(注)『新興アジア』はIMF定義による28ヵ国。
(資料)IMF統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第12図：中南米への民間資本フローの推移



(注)『中南米』はIMF定義による32ヵ国。
(資料)IMF統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第13図：中東欧への民間資本フローの推移



(注)『中東欧』はIMF定義による14ヵ国。
(資料)IMF統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 米国の対外証券投資

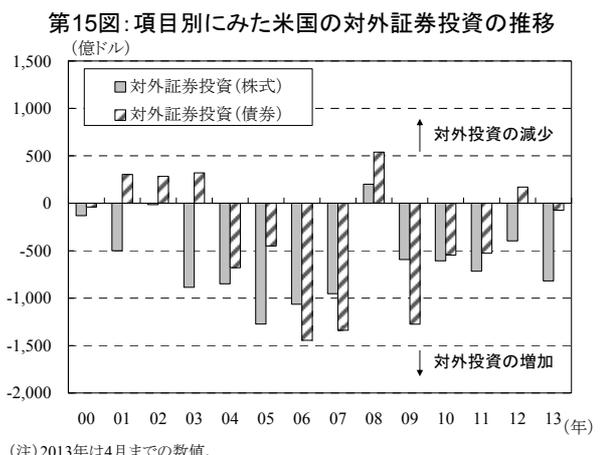
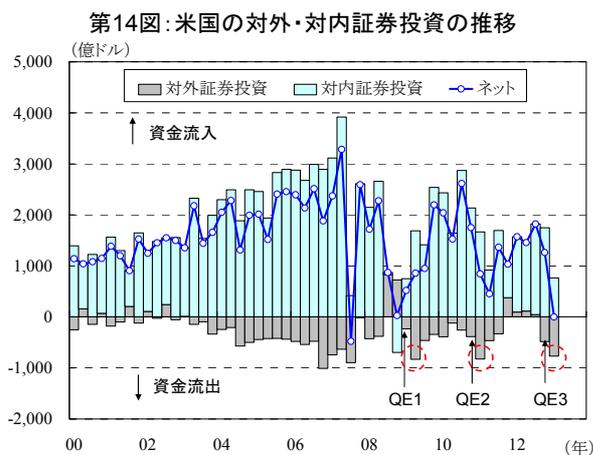
このように、ここ数年の新興国への資本流入は証券投資の増加に特徴があるため、米国、ユーロ圏、日本からの証券投資を仔細にみていく。

初めに米国である。米国は経常赤字国であるため、資本収支は黒字であり、資本収支の一部である証券投資もネットでは流入超となっている（第14図）。

米国の対外証券投資は、2013年1-3月期において766億ドル程度。米国の対外証券投資は2004年頃より増加しており、量的金融緩和実施以降において特に増加ペースが加速しているわけではない。ただし、FRBがQEを導入した翌四半期には必ず対外証券投資が増加しており、2009年以降の対外証券投資はQEにより一定程度押し上げられた可能性が高い。

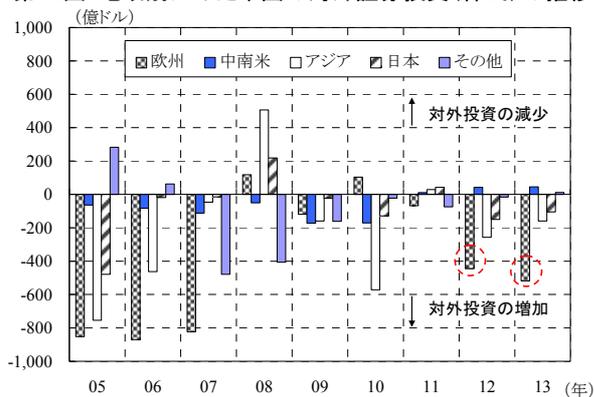
対外証券投資の内訳をみると、債券は2009年から2011年にかけて増加した後、2012年には一旦減少（第15図）^(注7)。株式は2009年から足元まで安定した増加が続いている。

(注7) 対外証券投資の「債券」は中長期債を対象とし、短期債は除いた数値。後述のユーロ圏、日本においても同様。



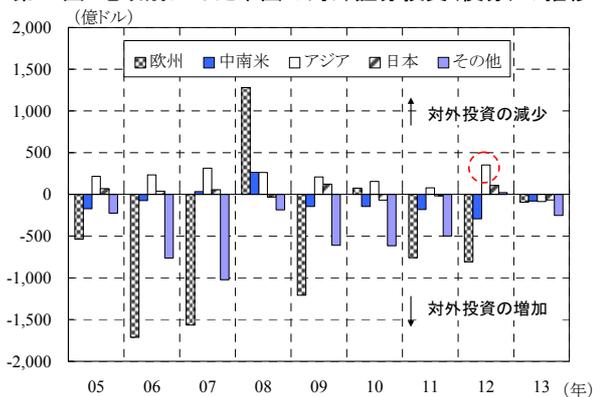
次に、株式、債券各々の対外証券投資を地域別にみると、株式では2012年から足元にかけて欧州向けの増加が目立っている（第16図）。債券では、アジア向けで2009年から2012年まで減少が続いた一方、中南米向けは金融危機以前に比べ増加幅が拡大した（第17図）。

第16図：地域別にみた米国の対外証券投資（株式）の推移



(注)2013年は1-3月期までの数値。
(資料)米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第17図：地域別にみた米国の対外証券投資（債券）の推移



(注)2013年は1-3月期までの数値。
(資料)米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

更に国別の対外証券投資をみると、それ以前に比べ 2009 年以降の増加が目立つ相手国として、韓国、ブラジル、メキシコなどが挙げられる（第4表）^(注8)。

(注8) 証券投資は、英国や香港、シンガポールなどの所謂“金融センター”を経由して他国へ流入するケースも想定される。このため、残高だけではなく、過去と比べた増加ペースの変化などをみる必要がある。

第4表：相手国別にみた米国の対外証券投資の推移

	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年 (1-3月)
中国	32	73	111	118	33	44	108	52	▲46
韓国	▲0	20	8	61	▲125	▲88	▲83	18	13
台湾	▲52	▲18	22	18	▲7	▲17	27	▲14	▲17
香港	▲71	▲193	95	133	15	▲183	3	1	60
シンガポール	10	▲7	15	131	96	133	▲27	99	▲1
インド	▲16	▲30	▲26	46	▲26	▲70	26	▲16	▲39
ベトナム	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ブラジル	▲117	▲89	▲114	49	▲277	▲207	1	▲105	37
アルゼンチン	0	▲9	▲18	22	16	▲4	▲33	57	▲5
メキシコ	▲42	31	30	119	▲49	▲96	▲146	▲108	▲45
豪州	▲142	▲131	▲55	▲119	▲346	▲175	▲3	175	▲65
南アフリカ	▲17	▲21	▲17	▲22	▲3	▲22	▲11	▲5	▲3
日本	▲409	20	41	185	98	▲197	26	▲44	▲172

(注)数値のプラスは米国への資金流入、マイナスは米国からの資金流出。
(資料)米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

最後に、米国の対外証券投資の残高を確認しておく（第5表）。投資残高を相手先国の名目 GDP 比で見ると、（金融センターである香港やシンガポールを除けば）豪州（20%）や南アフリカ（20%）、台湾（19%）、韓国（14%）、メキシコ（13%）、マレーシア（13%）などが高めの数値となっている。一方、インドネシア、インド、ベトナム、ロシア、チェコ、ポーランド、トルコなどは数値が小さめである。

第5表:米国の対外証券保有残高(2013年3月末時点)

(億ドル)

	合計			相手先国の 名目GDP	保有残高の 相手先国名 目GDP比 (%)
	債券	株式			
中国	11	1,313	1,324	82,270	2
韓国	324	1,330	1,654	11,559	14
台湾	1	910	912	4,740	19
香港	34	1,267	1,301	2,630	49
シンガポール	96	625	720	2,765	26
インドネシア	142	380	522	8,782	6
マレーシア	123	263	386	3,035	13
タイ	35	379	414	3,656	11
フィリピン	66	174	240	2,504	10
インド	40	771	811	18,248	4
ベトナム	7	13	20	1,381	1
ブラジル	647	1,471	2,118	23,960	9
アルゼンチン	70	17	87	4,750	2
メキシコ	801	772	1,574	11,771	13
ロシア	143	543	687	20,220	3
チェコ	9	29	37	1,961	2
ハンガリー	106	24	131	1,269	10
ポーランド	217	95	312	4,877	6
豪州	1,549	1,575	3,123	15,418	20
トルコ	196	325	521	7,945	7
南アフリカ	134	638	773	3,843	20
ユーロ圏	5,440	10,598	16,038	125,236	13
英国	2,991	7,853	10,844	24,405	44
日本	665	4,864	5,529	59,640	9

(資料)米国財務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

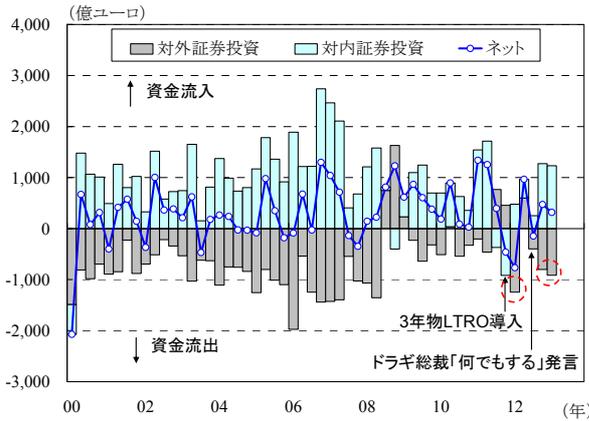
(3) ユーロ圏の対外証券投資

次にユーロ圏の対外・対内証券投資を確認する。ユーロ圏では、対内証券投資が対外証券投資をやや上回る程度であるため、ネットで資金流出超となる時期も散見される(第18図)。

対外証券投資は、3年物LTROが導入された翌四半期や、ドラギECB総裁が「何でもする」と発言し、一段の金融緩和期待が高まった翌四半期に増加しており、米国と同様、量的金融緩和政策が対外証券投資の増加に一定の影響を与えたと言えそうだ。ただし、ユーロ圏の対外証券投資の金額自体は、金融危機前と比較すると減少している。

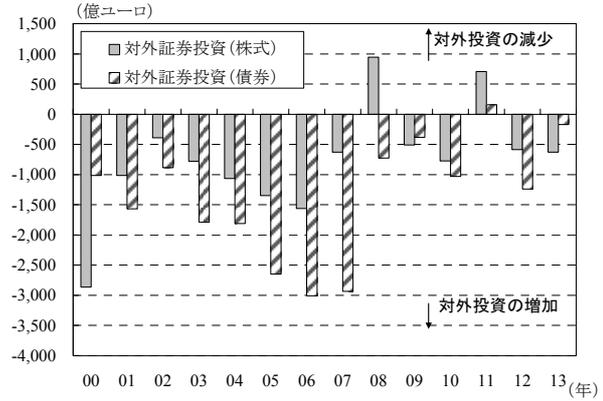
対外証券投資の内訳をみると、2011年には株式、債券ともに減少したが、2012年、2013年(1-3月期)はともに増加(第19図)。株式と債券はほぼ同様の動きをしている。なお、ユーロ圏の対外証券投資は統計の制約から、相手国別に動向を確認することが難しい。

第18図: ユーロ圏の対外・対内証券投資の推移



(資料) ECB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第19図: 項目別にみたユーロ圏の対外証券投資の推移

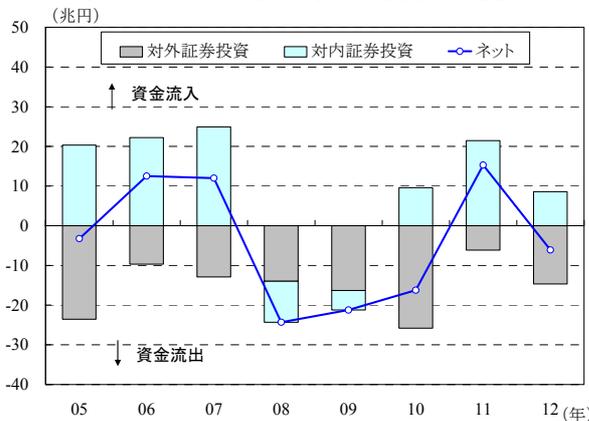


(資料) ECB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) 日本の対外証券投資

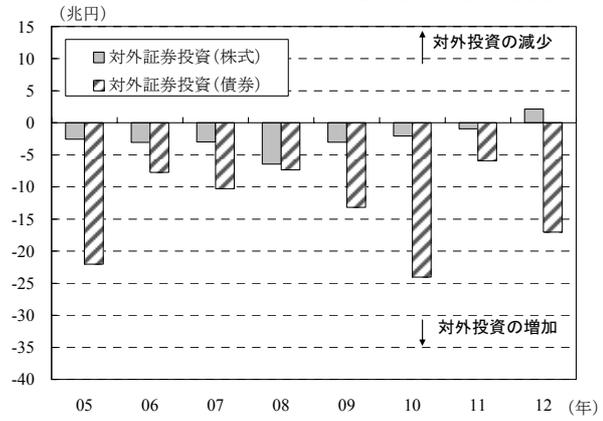
日本の対外証券投資は、金融危機の時期も含めて流出超が継続(第20図)。流出額は、2011年に一旦小さくなったが、2012年には持ち直している。項目別にみると、株式は2009年から対外投資の増加ペースが縮小し、2012年には小幅減少に転じている(第21図)。債券は、対外証券投資全体の動きとほぼ同じ。ここ数年、株式の変動が小幅であるため、専ら債券が対外証券投資を主導している。

第20図: 日本の対外・対内証券投資の推移



(資料) 財務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

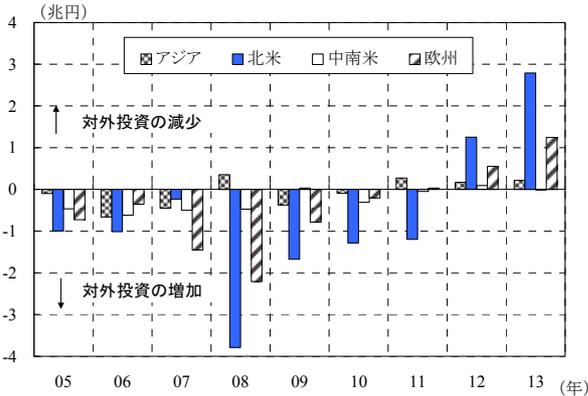
第21図: 項目別にみた日本の対外証券投資の推移



(資料) 財務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

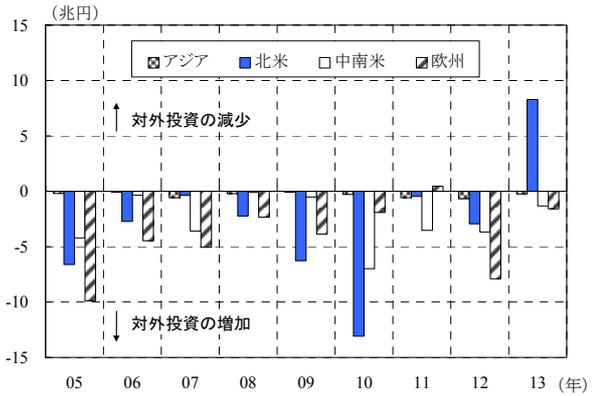
地域別の対外証券投資をみると、株式は2012年にアジア、北米、中南米、欧州の何れの地域向けも減少(第22図)。債券はまちまちながら、2010年から2012年に中南米向けの対外投資が、それ以前に比べやや増加している(第23図)。

第22図：地域別にみた日本の対外証券投資(株式)の推移



(注)2013年は5月までの数値。
(資料)財務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第23図：地域別にみた日本の対外証券投資(債券)の推移



(注)2013年は5月までの数値。
(資料)財務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

更に相手国別にみると、株式の対外証券投資は2011年、2012年と大半の国向けで増加ペースが鈍化または減少しているが、特にブラジルやロシア、豪州向けなどで2009年以前との変化が大きい(第6表)。

第6表：相手国別にみた日本の対外証券投資(株式)の推移

	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年 (1-5月)
中国	291	▲2,305	910	1,528	▲1,800	1,117	666	597	1,062
韓国	▲299	▲1,049	▲495	572	▲438	▲474	484	▲276	270
台湾	▲331	▲1,237	▲787	341	▲74	▲44	20	119	▲33
香港	1,545	▲1,130	▲917	996	▲998	▲97	726	606	1,515
シンガポール	▲71	▲1,018	▲2,086	36	▲371	▲296	56	640	▲125
インドネシア	1	▲184	▲254	139	▲53	▲858	410	87	▲78
マレーシア	▲9	▲259	▲512	189	144	▲120	▲89	53	▲355
タイ	50	▲131	▲370	82	60	▲105	12	▲38	13
フィリピン	145	111	▲351	1	▲85	▲74	18	▲15	▲191
インド	▲2,323	596	380	▲324	▲78	133	418	▲21	145
ベトナム	0	▲8	▲32	▲25	▲37	▲151	4	▲41	▲82
ブラジル	▲270	▲1,424	▲2,248	▲950	▲3,051	313	2,190	241	110
アルゼンチン	0	▲12	▲13	▲24	▲1	▲1	▲4	6	0
メキシコ	▲105	▲57	▲359	▲148	95	197	9	▲57	▲66
ロシア	▲718	▲658	▲850	▲25	▲1	316	311	37	72
東欧	▲518	208	4	151	▲13	37	▲33	12	13
豪州	▲1,903	▲3,315	▲2,913	▲1,275	▲2,249	▲746	▲68	653	2,136
南アフリカ	▲266	▲297	15	▲796	91	82	105	▲23	44
米国	▲9,593	▲9,462	▲1,617	▲34,440	▲15,413	▲12,059	▲11,325	11,476	25,870

(注)数値のプラスは日本への資金流入、マイナスは日本からの資金流出。
(資料)財務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

また、債券について相手国別にみると、2009年以降に対外証券投資の増加ペースが加速している国として、韓国や香港、タイ、メキシコなどが挙げられる(第7表)。

第7表：国別にみた日本の対外証券投資(債券)の推移

(億円)

	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年 (1-5月)
中国	39	28	40	▲ 55	▲ 114	73	▲ 20	▲ 81	▲ 144
韓国	▲ 911	398	▲ 3,007	▲ 2,041	1,512	▲ 1,067	▲ 4,688	▲ 2,071	▲ 244
台湾	4	13	▲ 19	▲ 16	▲ 5	27	20	▲ 59	▲ 25
香港	▲ 487	▲ 177	▲ 347	▲ 288	▲ 339	▲ 234	▲ 703	▲ 721	▲ 80
シンガポール	▲ 653	▲ 896	▲ 336	656	▲ 563	▲ 286	▲ 415	▲ 1,271	▲ 138
インドネシア	▲ 263	▲ 63	▲ 245	▲ 454	▲ 605	▲ 561	198	▲ 1,297	▲ 472
マレーシア	▲ 57	65	▲ 1,183	▲ 143	▲ 436	37	▲ 106	▲ 727	▲ 663
タイ	473	113	▲ 149	▲ 150	▲ 220	▲ 18	▲ 3	▲ 380	▲ 656
フィリピン	▲ 79	▲ 204	▲ 229	322	0	▲ 710	547	▲ 194	10
インド	▲ 3	▲ 142	▲ 252	▲ 78	12	▲ 156	▲ 586	224	▲ 33
ベトナム	0	▲ 28	▲ 31	37	▲ 2	5	3	▲ 5	32
ブラジル	▲ 17	667	▲ 394	▲ 5,486	▲ 5,851	▲ 9,320	2,331	1,700	2,181
アルゼンチン	164	▲ 250	▲ 475	506	▲ 7	35	88	83	▲ 8
メキシコ	▲ 219	37	▲ 730	▲ 1,233	▲ 1,710	▲ 3,473	▲ 622	▲ 2,161	▲ 1,526
ロシア	▲ 208	▲ 315	▲ 345	▲ 42	93	66	24	▲ 334	▲ 46
東欧	▲ 1,814	▲ 894	▲ 1,372	▲ 687	▲ 1,326	72	▲ 247	▲ 1,628	—
豪州	▲ 4,707	▲ 1,392	▲ 8,469	▲ 13,533	▲ 21,816	▲ 13,315	▲ 12,877	▲ 4,200	10,807
南アフリカ	▲ 64	▲ 309	▲ 78	▲ 611	▲ 227	40	42	▲ 1,708	206
米国	▲ 61,315	▲ 24,132	▲ 3,724	▲ 21,516	▲ 64,403	▲ 127,595	▲ 5,808	▲ 28,391	81,314

(注)数値のプラスは日本への資金流入、マイナスは日本からの資金流出。
(資料)財務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(5) 金融機関のクロスボーダー与信

次に、金融機関のクロスボーダー与信を確認する。BIS 報告銀行によるクロスボーダー与信全体は、直近 2012 年第 4 四半期に、前期比 0.3 兆ドル減少 (第 24 図)。2009 年以降は減少する期も目立ち、金融危機以前の増加ペースからは様変わりしている。

地域別にクロスボーダー与信の伸び率をみると、中東欧では 2009 年以降、低調な伸びが継続。アジアや中南米は、2010 年頃に高めの伸びがみられた (第 25 図) (注 9)。

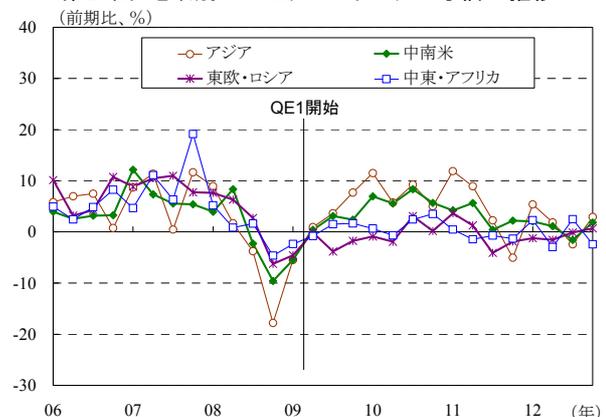
(注 9) BIS 国際資金取引統計 (BIS International Locational Banking Statistics) の数値。

第24図：クロスボーダー与信の推移



(資料)国際決済銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

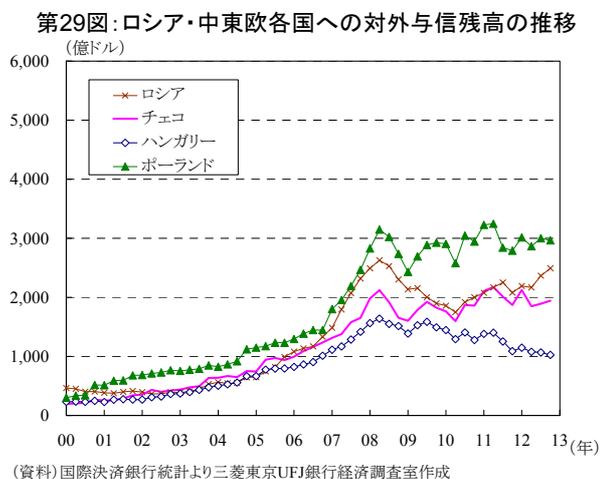
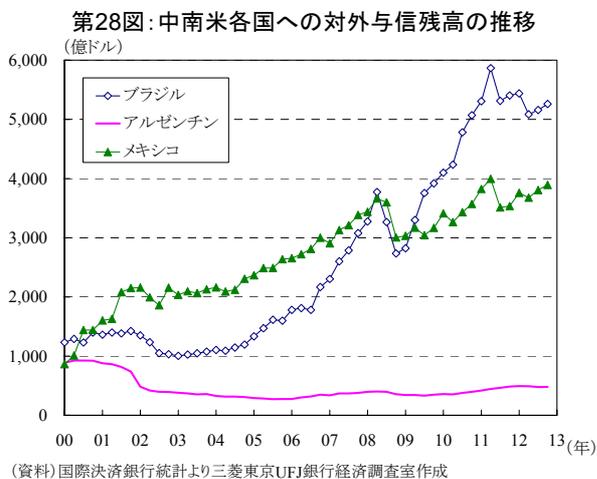
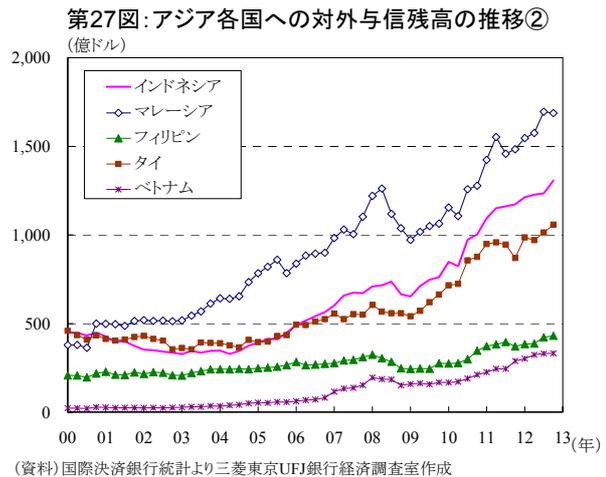
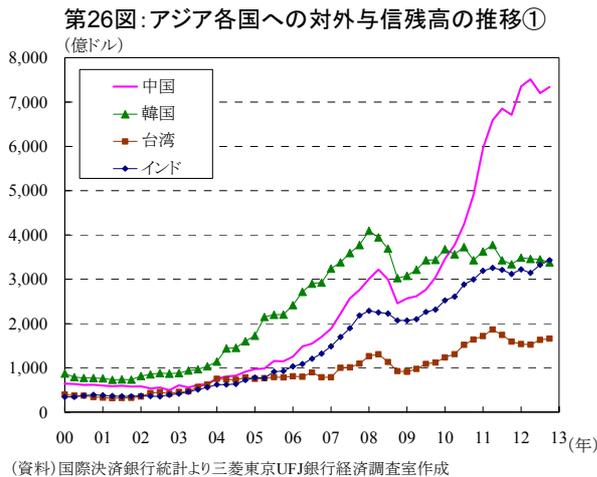
第25図：地域別にみたクロスボーダー与信の推移



(資料)国際決済銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

次に、相手国別に対外与信残高を確認する^(注10)。2009年以降に増加ペースが加速しているとみられる国は、中国、マレーシア、インドネシア、ブラジルなどが挙げられる(第26図、27図、28図、29図)。

(注10) BIS 国際与信統計 (BIS International Consolidated Banking Statistics) の数値。対象債権は、①クロスボーダー与信 (国境を越える現地通貨建て・非現地通貨建て取引)、②海外における非現地通貨建て現地向け与信、③海外における現地通貨建て現地向け与信。なお、①と②の合計が国際与信 (International Claims)、①と②と③の合計が対外与信 (Foreign Claims) となる。



4. 新興国の株価、為替、信用の推移

先進国の金融緩和は、これまでみてきたような直接的なマネーフローだけではなく、間接的に新興国へ影響を与えてきた可能性があるため、次に新興国の株価、為替、信用の動向をみていく。

(1) 新興国の株価の推移

まず、先進国で量的緩和政策が開始された2009年から2012年末までの4年間の新興国株価騰落率をみると、インドネシア(+218%)やタイ(+209%)、フィリピン(+210%)、トルコ(+191%)などで大きく上昇していた(第8表、9表)^(注11)。

(注11) 本稿で使用した各国の株価指数は以下の通り。米国：S&P500指数、ユーロ圏：ユーロ・ストックス50指数、英国：FTSE100指数、日本：TOPIX、中国：CSI300指数、韓国：韓国総合株価指数、台湾：加権指数、香港：ハンセン指数、シンガポール：シンガポールST指数、インドネシア：ジャカルタ総合指数、マレーシア：FTSE ブルサマレーシア KLCI 指数、タイ：タイ SET 指数、フィリピン：フィリピン総合指数、インド：S&P ムンバイ SENSEX 指数、ベトナム：ベトナム VN 指数、ブラジル：ブラジルボバスパ指数、アルゼンチン：アルゼンチンメルバル指数、メキシコ：メキシコボルサ指数、ロシア：ロシア MICEX 指数、チェコ：プラハ PX 指数、ハンガリー：ブダペスト証券指数、ポーランド：ワルシャワ WIG 指数、豪州：S&P/ASX200 指数、トルコ：イスタンブールナショナル 100 種指数、南アフリカ：FTSE/JSE アフリカ全株指数。

第8表: アジア各国の株価騰落率の推移

(%)

	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2008年末-2012年末
中国	52	▲ 21	▲ 18	10	▲ 15	▲ 8	130	97	▲ 65	80	▲ 14	▲ 22	3	39
韓国	▲ 51	37	▲ 10	29	11	54	4	32	▲ 41	50	22	▲ 11	9	78
台湾	▲ 44	17	▲ 20	32	4	7	19	9	▲ 46	78	10	▲ 21	9	68
香港	▲ 11	▲ 24	▲ 18	35	13	5	34	39	▲ 48	52	5	▲ 20	23	57
シンガポール	▲ 22	▲ 17	▲ 20	33	16	14	28	19	▲ 49	64	10	▲ 17	20	80
インドネシア	▲ 38	▲ 6	8	63	45	16	55	52	▲ 51	87	46	3	13	218
マレーシア	▲ 16	2	▲ 7	23	14	▲ 1	22	32	▲ 39	45	19	1	10	93
タイ	▲ 44	13	17	117	▲ 13	7	▲ 5	26	▲ 48	63	41	▲ 1	36	209
フィリピン	▲ 30	▲ 22	▲ 13	42	26	15	42	21	▲ 48	63	38	4	33	210
インド	▲ 21	▲ 18	4	73	13	42	47	47	▲ 52	81	17	▲ 25	26	101
ベトナム	—	14	▲ 22	▲ 9	43	29	144	23	▲ 66	57	▲ 2	▲ 27	18	31

(注)ベトナムのVN指数は2000年7月より算出開始。

(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第9表: 中南米、ロシア・中東欧、その他各国の株価騰落率の推移

(%)

	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2008年末-2012年末
ブラジル	▲ 11	▲ 11	▲ 17	97	18	28	33	44	▲ 41	83	1	▲ 18	7	62
アルゼンチン	▲ 24	▲ 29	78	104	28	12	35	3	▲ 50	115	52	▲ 30	16	164
メキシコ	▲ 21	13	▲ 4	44	47	38	49	12	▲ 24	44	20	▲ 4	18	95
ロシア	▲ 5	64	35	61	7	83	68	12	▲ 67	121	23	▲ 17	5	138
チェコ	▲ 2	▲ 18	17	43	57	43	8	14	▲ 53	30	10	▲ 26	14	21
ハンガリー	▲ 11	▲ 9	9	20	57	41	20	6	▲ 53	73	0	▲ 20	7	48
ポーランド	▲ 1	▲ 22	3	45	28	34	42	10	▲ 51	47	19	▲ 21	26	74
豪州	3	7	▲ 12	10	23	18	19	12	▲ 41	31	▲ 3	▲ 15	15	25
トルコ	▲ 38	46	▲ 25	80	34	59	▲ 2	42	▲ 52	97	25	▲ 22	53	191
南アフリカ	▲ 3	28	▲ 11	12	22	43	38	16	▲ 26	29	16	▲ 0	23	82
米国	▲ 10	▲ 13	▲ 23	26	9	3	14	4	▲ 38	23	13	▲ 0	13	58
ユーロ圏	▲ 3	▲ 20	▲ 37	16	7	21	15	7	▲ 44	21	▲ 6	▲ 17	14	8
日本	▲ 25	▲ 20	▲ 18	24	10	44	2	▲ 12	▲ 42	6	▲ 1	▲ 19	18	0

(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

次に、FRB、ECB、日銀から主な量的緩和政策が発表された後1ヵ月の新興国の株価騰落率をみている。株価の変動は当然ながら様々な要因からもたらされるわけだが、FRBの3回にわたる量的緩和政策の発表（示唆）後を見ると、香港、インドネシア、メキシコが、何れの発表（示唆）後も、（政策を発表した）米国を上回る株価上昇率を示している（第10表）。ECBや日銀の政策発表後では、（政策を発表した）ユーロ圏や日本以上に、常に株価が上昇する国は見られない。

ECB、日銀の政策がもたらす新興国株式への影響（少なくともアナウンスメント効果）は、FRBに比べ小さいと言えそうだ。ただし、FRBの政策発表後の新興国の株価上昇率は、回を重ねるに従い低下している。

第10表：量的緩和政策を示唆・発表後1ヵ月間の株価騰落率

	FRBの政策			ECBの政策			日銀の政策	FRBの政策の平均	ECBの政策の平均	全平均
	QE1導入	QE2示唆	QE3導入	カバード ボンド 購入発表	3年物 LTRO 発表	ドラギ総裁 「何でもす る」発言	異次元緩和 発表			
	09年3月 18日～	10年9月 21日～	12年9月 13日～	09年5月 7日～	11年12月 8日～	12年7月 26日～	13年4月 4日～			
米国	12	3	▲1	2	1	5	4	5	3	4
ユーロ圏	16	2	▲4	3	▲2	13	5	5	4	4
英国	6	2	0	1	2	5	2	3	3	2
日本	11	▲3	▲3	8	▲3	7	14	2	4	4
中国	14	19	▲1	6	▲9	▲4	0	11	▲2	4
韓国	14	2	▲1	0	▲4	9	▲1	5	2	3
台湾	14	▲1	▲2	4	1	7	2	4	4	4
香港	21	7	5	11	▲3	5	2	11	4	7
シンガポール	22	3	0	10	▲2	2	1	8	3	5
インドネシア	25	6	3	16	2	4	▲1	11	7	7
マレーシア	15	1	2	5	2	1	1	6	3	3
タイ	8	7	3	16	▲1	4	4	6	6	6
フィリピン	19	3	3	15	4	▲0	6	9	6	7
インド	24	▲0	4	26	▲6	6	4	9	9	8
ベトナム	27	▲3	1	37	▲13	▲3	▲6	8	7	5
ブラジル	16	3	▲1	4	▲0	11	▲0	6	5	4
アルゼンチン	20	11	▲1	16	8	3	18	10	9	9
メキシコ	15	5	4	4	▲1	▲1	▲3	8	1	3
ロシア	21	5	▲2	16	▲1	6	▲1	8	7	6
チェコ	22	▲0	2	▲0	2	8	▲0	8	3	4
ハンガリー	28	2	3	13	▲6	2	2	11	3	6
ポーランド	18	2	2	5	▲3	7	▲1	8	3	4
豪州	9	▲0	3	3	▲4	5	3	4	1	3
トルコ	26	8	2	3	▲9	6	5	12	0	5
南アフリカ	7	5	2	6	▲0	5	0	5	4	3
平均	17	4	1	9	▲2	5	2	7	4	5

(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 新興国の為替の推移

次に為替である。先進国で量的緩和政策が開始された2009年から2012年の4年間の騰落率（対ドル）をみると、アジア通貨はインドルピー（▲11%）とベトナムドン（▲16%）を除き2桁の上昇率となっており、他地域に比べ上昇が目立つ（第11表）。

第11表: アジア各国の為替騰落率の推移

	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2008年末-2012年末
中国元	0	0	▲0	0	0	3	3	7	7	▲0	3	5	1	9
韓国ウォン	▲10	▲4	11	▲1	15	3	9	▲1	▲26	8	4	▲3	9	18
台湾ドル	▲5	▲5	1	2	7	▲3	1	0	▲1	3	10	▲4	4	13
香港ドル	▲0	0	▲0	0	▲0	0	▲0	▲0	1	▲0	▲0	0	0	0
シンガポールドル	▲4	▲6	6	2	4	▲2	8	7	0	2	9	▲1	6	17
インドネシアルピア	▲27	▲7	16	6	▲9	▲6	9	▲4	▲15	18	4	▲1	▲5	15
マレーシアリング	0	▲0	0	0	0	1	7	7	▲4	1	11	▲3	4	13
タイバーツ	▲14	▲2	3	9	2	▲5	16	19	▲14	4	11	▲5	3	14
フィリピンペソ	▲20	▲3	▲4	▲3	▲1	6	8	19	▲13	3	6	▲1	7	16
インドルピー	▲7	▲3	1	5	5	▲3	2	12	▲19	5	4	▲16	▲3	▲11
ベトナムドン	▲3	▲4	▲2	▲2	▲1	▲1	▲1	0	▲8	▲5	▲5	▲7	1	▲16

(注) 香港はドルペッグ制を採用。

(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

アジア以外の通貨では、ブラジルレアル（+13%）や豪ドル（+48%）、南アフリカランド（+12%）の上昇が大きかった一方、アルゼンチンペソ（▲30%）やハンガリーフォリント（▲14%）、トルコリラ（▲14%）などは大きめの下落となった（第12表）。

第12表: 中南米、ロシア・中東欧、その他各国の為替騰落率の推移

	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2008年末-2012年末
ブラジルレアル	▲8	▲16	▲35	22	9	13	9	20	▲23	33	5	▲11	▲9	13
アルゼンチンペソ	0	▲0	▲70	15	▲2	▲2	▲1	▲3	▲9	▲9	▲4	▲8	▲12	▲30
メキシコペソ	▲1	5	▲12	▲8	1	5	▲2	▲1	▲20	4	6	▲12	9	6
ロシアルーブル	▲2	▲8	▲5	9	5	▲4	9	7	▲16	▲2	▲2	▲5	5	▲4
チェココルナ	▲4	5	18	17	15	▲9	18	14	▲5	4	▲1	▲5	4	1
ハンガリーフォリント	▲10	3	23	7	15	▲15	12	10	▲9	1	▲9	▲15	10	▲14
ポーランドズロチ	0	3	5	2	24	▲7	12	18	▲17	4	▲3	▲14	12	▲4
豪ドル	▲15	▲9	10	34	4	▲6	8	11	▲20	28	14	▲0	2	48
トルコリラ	▲19	▲54	▲13	18	5	▲1	▲4	21	▲24	2	▲2	▲18	6	▲14
南アフリカランド	▲19	▲37	39	28	18	▲11	▲10	2	▲28	29	12	▲18	▲5	12
ユーロ	▲6	▲6	18	20	8	▲13	11	11	▲4	3	▲7	▲3	2	▲6
日本円	▲10	▲13	11	11	4	▲13	▲1	7	23	▲2	15	6	▲11	5

(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

株価と同様に、FRB、ECB、日銀から主な量的緩和政策が発表された後1ヵ月の新興国の為替騰落率（対ドル）をみる。FRBの量的緩和政策発表後に安定した上昇を示す通貨として、インドルピー、メキシコペソ、韓国ウォンなどが挙げられる。ECBの政策発表後には、株価と同様、安定した動きを示す通貨はみられない（第13表）。

第13表: 量的緩和政策を示唆・発表後1ヵ月間の為替騰落率(対ドル相場)

(%)

	FRBの政策			ECBの政策			日銀の政策	FRBの政策の平均	ECBの政策の平均	全平均
	QE1導入	QE2示唆	QE3導入	カバード ボンド 購入発表	3年物 LTRO 発表	ドラギ総 裁「何でも する」発言	異次元緩和 発表			
	09年3月 18日～	10年9月 21日～	12年9月 13日～	09年5月 7日～	11年12月 8日～	12年7月 26日～	13年4月 4日～			
ユーロ	0	7	0	5	▲5	3	2	3	1	2
英国ポンド	5	2	▲0	6	▲2	2	3	2	2	2
日本円	▲1	6	▲1	▲0	1	▲1	▲6	1	▲0	▲0
中国元	0	1	1	▲0	1	1	1	1	0	1
韓国ウォン	6	3	1	1	▲3	1	2	3	▲0	2
台湾ドル	1	3	1	2	▲0	1	1	2	1	1
香港ドル	0	0	0	▲0	0	0	0	0	0	0
シンガポールドル	2	2	1	1	▲1	0	0	2	0	1
インドネシアルピア	12	0	▲0	5	▲1	▲0	0	4	1	2
マレーシアリンギ	1	▲0	0	1	▲0	2	2	0	1	1
タイバーツ	1	3	1	3	▲3	1	▲1	2	0	1
フィリピンペソ	1	2	0	1	▲2	▲0	0	1	▲0	0
インドルピー	3	3	5	5	▲2	1	1	4	2	3
ベトナムドン	▲2	0	▲0	▲0	▲0	0	0	▲1	▲0	▲0
ブラジルリアル	4	3	▲1	8	▲3	0	1	2	2	2
アルゼンチンペソ	▲1	▲0	▲1	▲1	▲1	▲1	▲1	▲1	▲1	▲1
メキシコペソ	7	3	1	▲1	▲2	3	2	4	0	2
ロシアルーブル	3	1	1	6	▲3	3	2	2	2	2
チェココルナ	▲1	7	▲2	4	▲7	5	3	2	1	1
ハンガリーフォリント	1	9	2	3	▲9	6	4	4	▲0	2
ポーランドズロチ	5	7	0	1	▲6	5	3	4	0	3
豪ドル	9	4	▲2	6	▲1	1	▲1	4	2	2
トルコリラ	5	5	0	1	▲3	1	1	3	0	1
南アフリカランド	10	3	▲5	3	▲2	▲0	4	3	0	2
平均	3	3	0	2	▲2	1	1	2	1	1

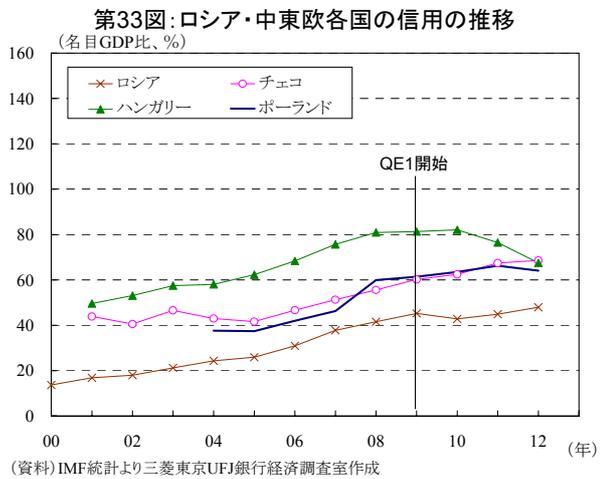
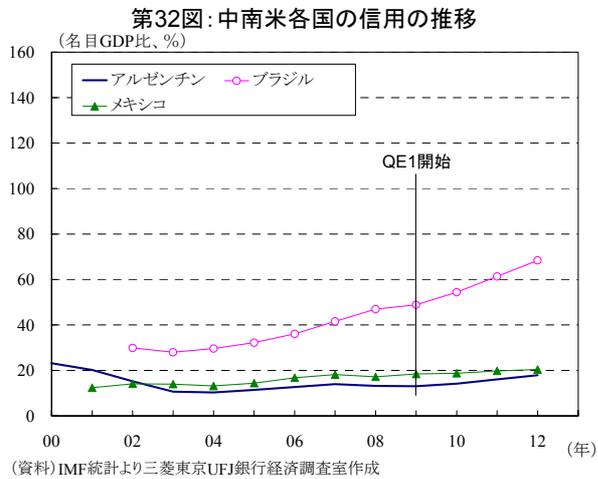
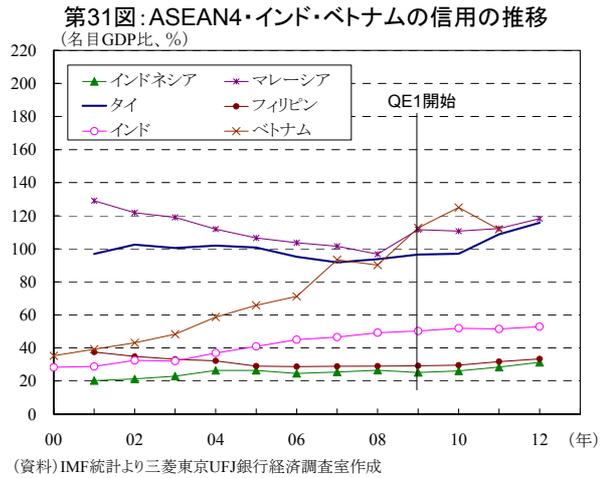
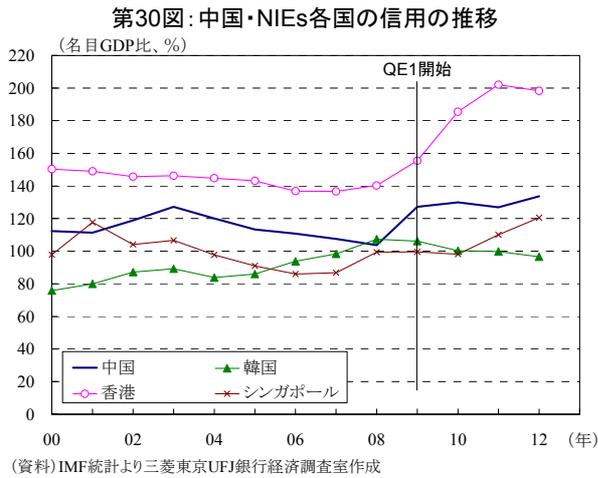
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 新興国の信用の推移

次に新興国の信用の動向を確認したい(注12)。新興国の信用は、先進国からの証券投資やクロスボーダー与信を受けて拡大し得るだけでなく、資金流入に伴う通貨高を抑制するために、利下げや為替介入を実施すれば、国内の金融環境が緩和的となり拡大し得る。

国別の信用残高を名目 GDP 比で見ると、香港、シンガポール、タイ、ブラジル、チェコ、ロシアなどで先進国の量的緩和期間において高まっており、近年にしては水準が高めと言える(第30図、31図、32図、33図)。

(注12) 信用は、銀行借入だけではなく、社債発行など広範な資金調達手段を含めた数値。国毎に定義は異なる。



5. 新興国の資金流出への耐久力

新興国の資金流出に対する耐久力について、経常収支、外貨準備、対外借入構造の状況を過去と比較する^(注13)。

(注 13) 耐久力の過去との相違としては、資本流出への規制などによる管理能力向上、多国間での通貨スワップ協定締結なども挙げられる。

(1) 新興国の経常収支

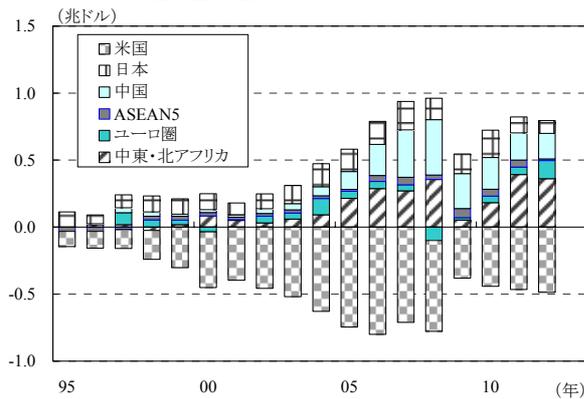
経常収支について、まず世界全体の状況を確認しておく、米国が主要な赤字国であり、中東・北アフリカなどの産油国がその半分程度の黒字を担う構図が近年続いている(第34図)。

ここでは新興国の経常収支について、アジア通貨危機、ロシア危機、メキシコ通貨危機が起きた1990年代との比較や、足元での変化を確認しておく。1990年代に比べれば多くの新興国において、経常収支は赤字が縮小乃至黒字が拡大している(第34図、35図、36図、37図、38図)。1990年代に比べ赤字が拡大している国は、トルコ

や南アフリカ、ポーランド、インドなどであり、通貨危機を経験した地域に属さない国が多い。

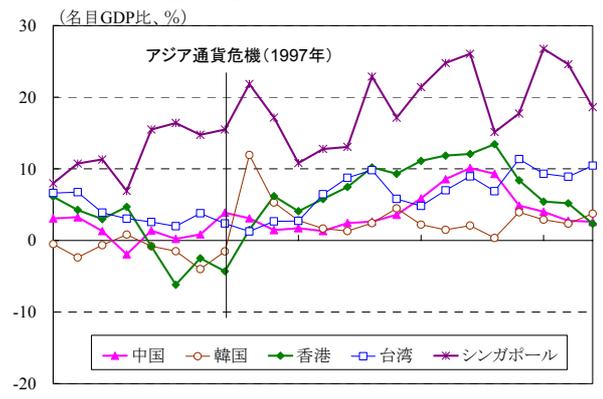
足元で経常赤字が大きい国は、インド（2012年の経常赤字の名目GDP比5%）、トルコ（同6%）、南アフリカ（同6%）、豪州（同4%）、チェコ（同3%）、ポーランド（同4%）など。インドネシアも2011年までの黒字から2012年は赤字に転換（同3%）。ブラジルも水準は低いものの、経常赤字が続いている（同1%）。

第34図：主要国・地域の経常収支の推移



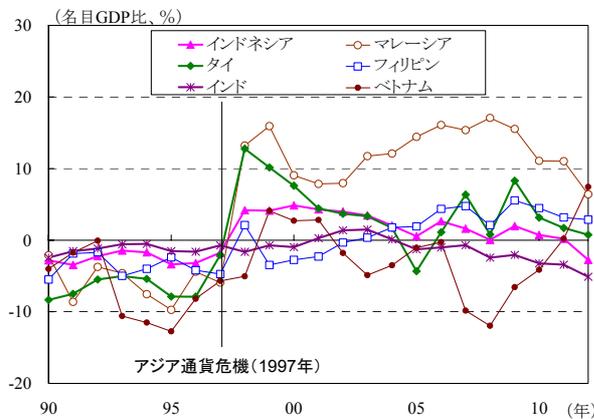
(注)『ASEAN5』は、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム。
(資料)IMF統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第35図：中国・NIEsの経常収支の推移



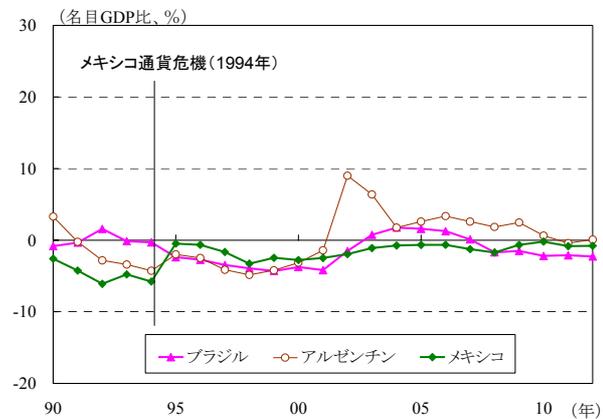
(資料)IMF統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第36図：ASEAN4・インド・ベトナムの経常収支の推移

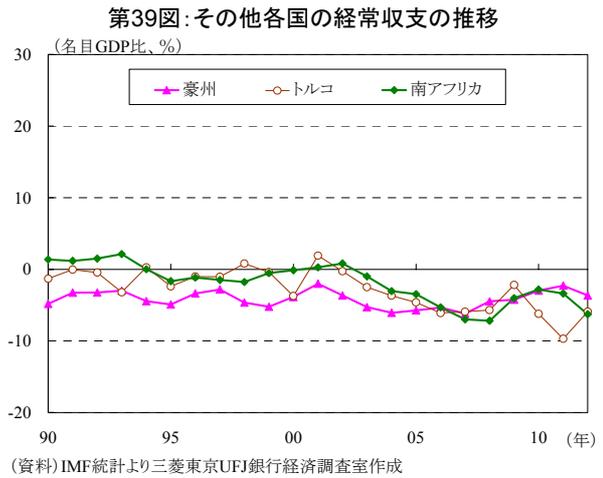
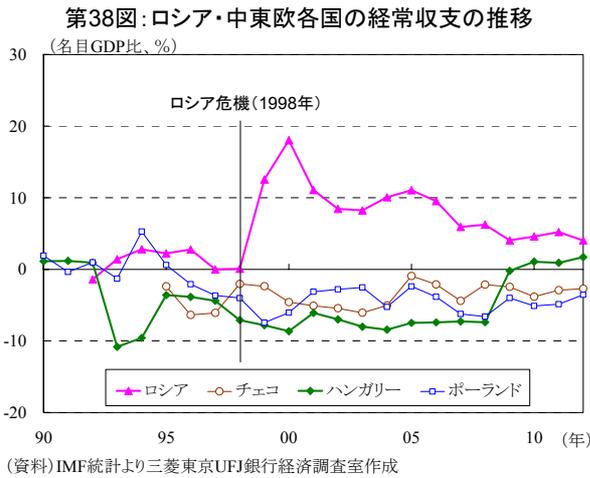


(資料)IMF統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第37図：中南米各国の経常収支の推移



(資料)IMF統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



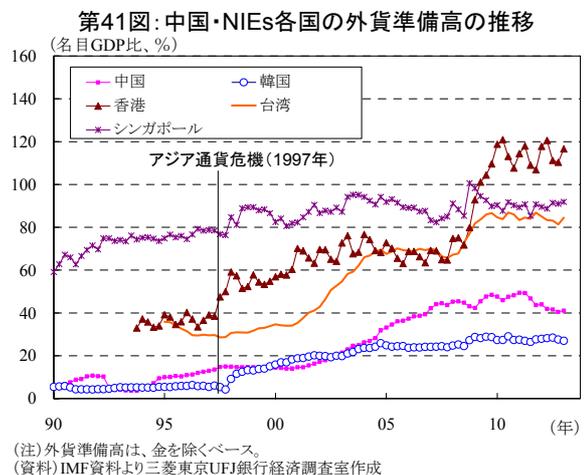
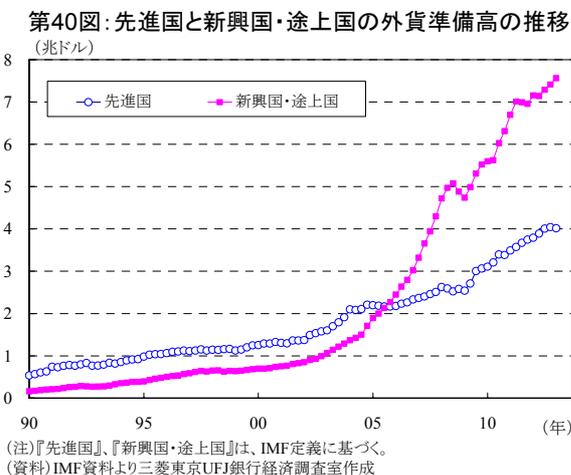
(2) 新興国の外貨準備

世界の外貨準備は、2005年に「新興国・途上国」が「先進国」を上回り、2013年3月末時点では、「新興国・途上国」が7.6兆ドル程度、「先進国」が4兆ドル程度である(第40図)^(注14)。「新興国・途上国」の外貨準備は、「先進国」の2倍に急拡大してきた。背景には、過去の通貨危機の教訓から、新興国が能動的に積み上げた部分もあるが、増加ペースが2000年代半ばより加速していることから、通貨高を抑制するために自国通貨売り介入を実施したことに伴う増加が大きそうだ。

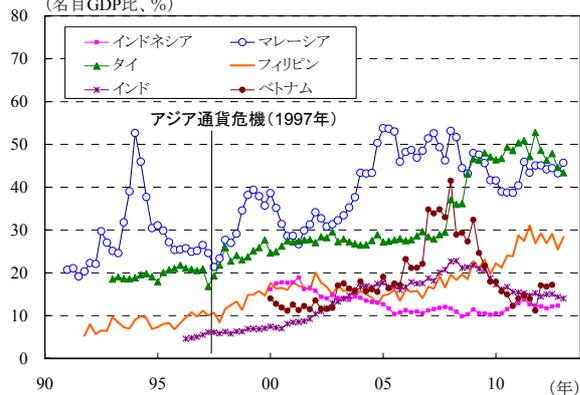
新興国の外貨準備について、アジア通貨危機、ロシア危機、メキシコ通貨危機が起きた1990年代と現在を、名目GDP比で比較する^(注15)。1990年代に比べ、外貨準備(対名目GDP比)は概ね上昇しており、敢えて上昇していない国を挙げれば、インドネシア、アルゼンチン、チェコ、豪州などである(第41図、42図、43図、44図、45図)。

(注14) ここでの「新興国・途上国」と「先進国」は、IMFによる分類。

(注15) 対外借入構造に対する比率を時系列で遡ることは、統計上の制約が大きいため、ここでは名目GDP比とする。

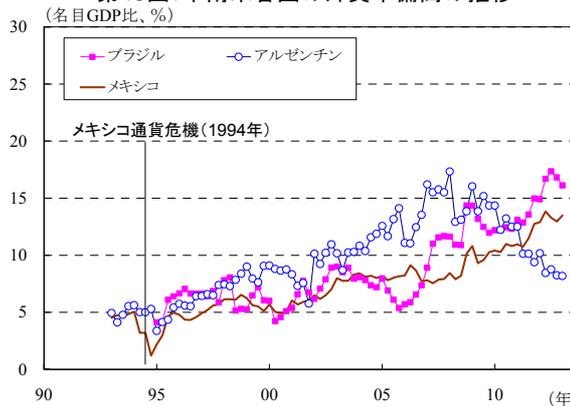


第42図: ASEAN4・インド・ベトナムの外貨準備高の推移
(名目GDP比、%)



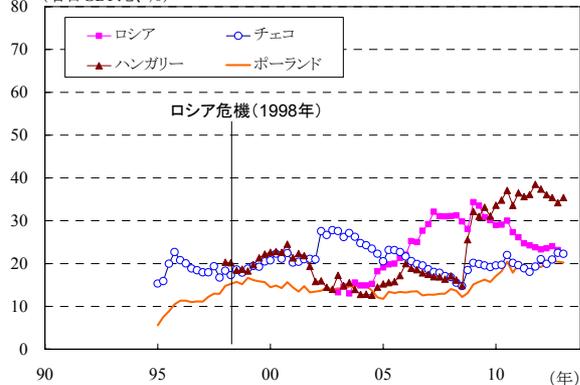
(注) 外貨準備高は、金を除くベース。
(資料) IMF資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第43図: 中南米各国の外貨準備高の推移
(名目GDP比、%)



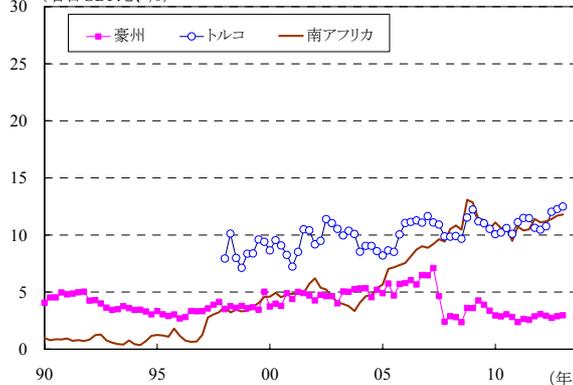
(注) 外貨準備高は、金を除くベース。
(資料) IMF資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第44図: ロシア・中東欧各国の外貨準備高の推移
(名目GDP比、%)



(注) 外貨準備高は、金を除くベース。
(資料) IMF資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第45図: その他各国の外貨準備高の推移
(名目GDP比、%)



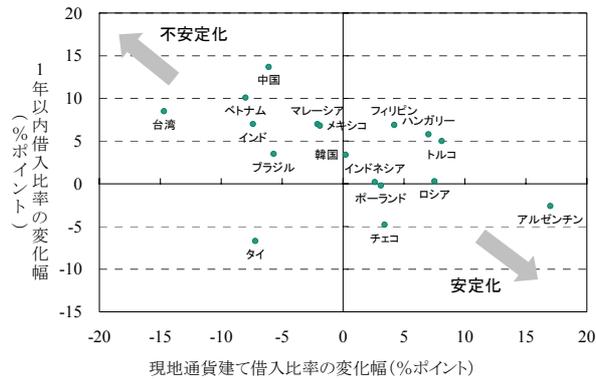
(注) 外貨準備高は、金を除くベース。
(資料) IMF資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 新興国の対外借入構造

対外借入の安定性、すなわち対外借入の期間構成と通貨構成（現地通貨建てか外貨建てか）を各国別に確認する（参考図1～34）。短期借入比率が高ければ、資金が流出し易く、外貨建て与信比率が高ければ、本国通貨が下落した局面で返済負担が高まることとなる。

通貨構成、期間構成ともに、各国の経済構造に基づく部分も大きいため、その比率自体ではなく「2009年からの変化」をみしてみる。それによると、短期の与信比率が高まり、かつ外貨建て比率が高まった国としては、台湾、ベトナム、中国、インド、ブラジル、マレーシアが挙げられる（第46図）。

第46図：各国別にみた対外借入構造の変化
(2008年末～2012年末)



(資料) 国際決済銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

6. FRB の過去の引き締め局面の振り返り

FRB の政策金利引き上げはしばらく先になる見通しだが、ここでは直近 3 回の利上げ局面 (1994 年、1999 年、2004 年) を簡単に振り返っておきたい。

(1) FRB の過去の金融引き締め局面 (1994 年)

FRB は 1994 年 2 月、約 5 年ぶりの利上げを実施した。当時、実質 GDP 成長率は前期比年率+5%台と高め。雇用者数増加幅は月+30 万人程度で失業率は低下傾向、インフレ率は 2%を上回り上昇傾向であった (第 14 表)。

第14表：1994年利上げ時の主要経済指標の推移

		1993年				1994年				1995年			
		1-3 月期	4-6 月期	7-9 月期	10-12 月期	1-3 月期	4-6 月期	7-9 月期	10-12 月期	1-3 月期	4-6 月期	7-9 月期	10-12 月期
実質GDP	前期比年率、%	0.7	2.6	2.1	5.4	4.0	5.6	2.6	4.5	1.0	0.9	3.4	2.8
ISM製造業指数	月平均	55	50	51	54	57	58	59	58	55	48	49	46
ISM非製造業指数	月平均	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
雇用者数増加幅	月平均、万人	17	25	23	28	31	33	34	30	25	13	20	14
失業率	%	7.1	7.1	6.8	6.6	6.6	6.2	6.0	5.6	5.5	5.7	5.7	5.6
CPI	前年比、%	3.2	3.1	2.8	2.8	2.5	2.4	2.9	2.6	2.8	3.1	2.7	2.6

(資料) 各種統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

3%の政策金利は、95年2月に6%となるまで段階的に引き上げられた。米国10年物国債利回りは、利上げ開始時の6%弱から、利上げ終了時には8%弱となり、2%程度上昇した格好だ (第 47 図)。米国株価は利上げ期間を通じてほぼ横這いに止まり、軟調であった (第 48 図)。なお、米国の利上げを契機とし、メキシコから資本流出が起こり、94年12月にメキシコは変動相場制への移行を余儀なくされている。

第47図：米国における1994年利上げ時の金利の推移
(%)



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第48図：米国における1994年利上げ時の株価の推移
(%)



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) FRB の過去の金融引き締め局面 (1999 年)

FRB は 1999 年 6 月に 4.75% から 5.00% へ政策金利を引き上げ、利上げを開始。利上げ開始時は、実質 GDP 成長率は前期比年率+3%強と良好。雇用者数は月平均 20 万人以上の増加が続き、失業率は 4% 台前半と低水準 (第 15 表)。インフレ率は前年比 2% 近傍であった。

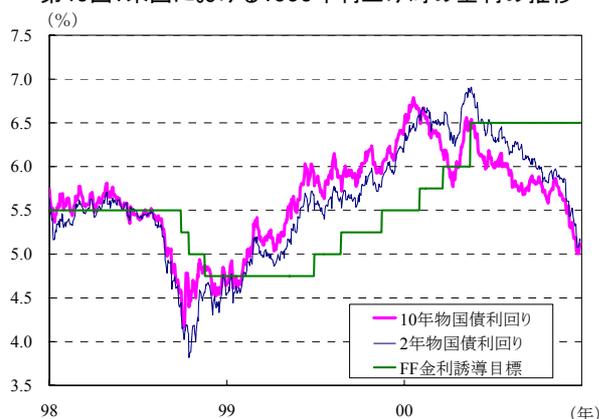
第15表：1999年利上げ時の主要経済指標の推移

		1998年				1999年				2000年			
		1-3 月期	4-6 月期	7-9 月期	10-12 月期	1-3 月期	4-6 月期	7-9 月期	10-12 月期	1-3 月期	4-6 月期	7-9 月期	10-12 月期
実質GDP	前期比年率、%	3.8	3.6	5.4	7.1	3.6	3.2	5.2	7.4	1.1	8.0	0.3	2.4
ISM製造業指数	月平均	53	51	49	48	52	54	55	58	56	53	51	47
ISM非製造業指数	月平均	56	55	55	53	55	56	56	57	57	58	57	56
雇用者数増加幅	月平均、万人	20	30	23	27	21	28	23	33	28	16	10	12
失業率	%	4.6	4.4	4.5	4.4	4.3	4.3	4.2	4.1	4.0	3.9	4.0	3.9
CPI	前年比、%	1.5	1.6	1.6	1.5	1.7	2.1	2.3	2.6	3.3	3.3	3.5	3.4

(資料) 各種統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

政策金利は段階的に引き上げられ、2000年5月に6.5%となった。10年物国債利回りや2年物国債利回りは、その間政策金利と類似の動きをみせ、上昇幅も政策金利と同様2%弱であった (第 49 図)。株価は、IT バブル期にあたり利上げ期間中も上昇が継続 (第 50 図)。ナスダック株価指数は利上げ終了前の 2000 年 3 月に 5,000 ポイント超の高値をつけた後、大きく下落することになる。

第49図：米国における1999年利上げ時の金利の推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第50図：米国における1999年利上げ時の株価の推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) FRB の過去の金融引き締め局面 (2004 年)

2004 年 6 月、政策金利は 1%からの引き上げが開始された。当時、実質 GDP 成長率は前期比年率+3%弱で、雇用者数増加幅は月平均+20 万人弱。インフレ率は前年比 +2%台後半であった (第 16 表)。

第16表：2004年利上げ時の主要経済指標の推移

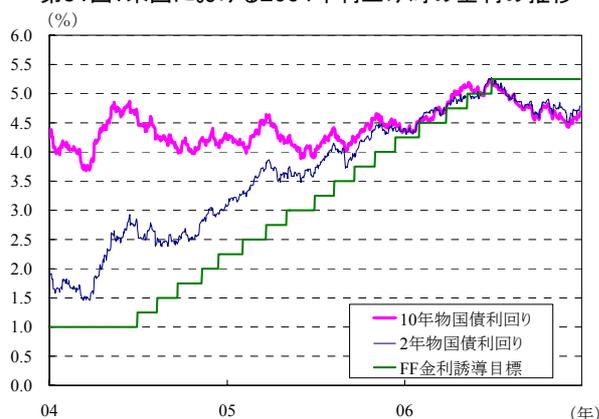
		2004年				2005年				2006年			
		1-3 月期	4-6 月期	7-9 月期	10-12 月期	1-3 月期	4-6 月期	7-9 月期	10-12 月期	1-3 月期	4-6 月期	7-9 月期	10-12 月期
実質GDP	前期比年率、%	2.7	2.6	3.0	3.3	4.2	1.8	3.2	2.1	5.1	1.6	0.1	2.7
ISM製造業指数	月平均	60	61	59	57	56	52	54	56	55	54	53	51
ISM非製造業指数	月平均	59	59	58	59	58	57	59	58	57	57	55	54
雇用者数増加幅	月平均、万人	18	21	11	18	17	26	21	19	29	9	18	12
失業率	%	5.7	5.6	5.4	5.4	5.3	5.1	5.0	5.0	4.7	4.6	4.6	4.4
CPI	前年比、%	1.8	2.8	2.7	3.4	3.0	2.9	3.8	3.7	3.7	3.9	3.3	2.0

(資料) 各種統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

利上げは 0.25%ずつ段階的に実施され、2006 年 6 月に 5.25%とされた。10 年物国債利回りは、利上げ開始時に 4.5%程度であったが、利上げ終了時においても 5%程度と、上昇幅は極めて限られた (第 51 図)。この“長期金利の謎”と呼ばれる現象の背景としては、中国をはじめとした新興国の米国債需要が強まった点や、政策金利の引き上げが毎回 0.25%の機械的な方式であった点などが指摘されている。株価は、横這いで推移する時期もあったが、緩やかな上昇基調を維持した (第 52 図)。

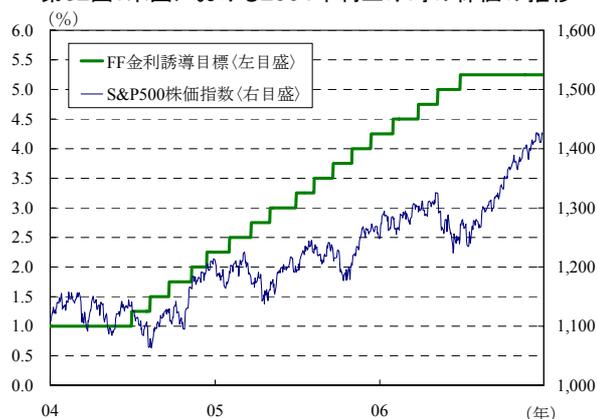
このように、利上げ開始時点での経済情勢はまちまちであるが、現在の経済情勢はその水準まで当然ながら達していない。また、利上げ局面における金利や株価の動向もまちまちであるが、利上げペースが緩やかであれば、長期金利の上昇や株価の調整も緩やかになる傾向があると言えそうだ。

第51図：米国における2004年利上げ時の金利の推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第52図：米国における2004年利上げ時の株価の推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

おわりに

先進国の量的緩和政策は、FRBの政策を中心として新興国へ資金流入を促し、一定の影響を与えてきたと推察される。

確認してきた点を各国別にまとめると、次頁第17表となる。各国毎に経済構造・情勢などが異なり、それぞれの項目が各国のマネーフローに与える影響について一概にプラス・マイナスを評価できないが、今後、FRBの量的緩和政策が縮小される局面などにおいては、それぞれの国毎に当該項目への目配りが必要となろう。

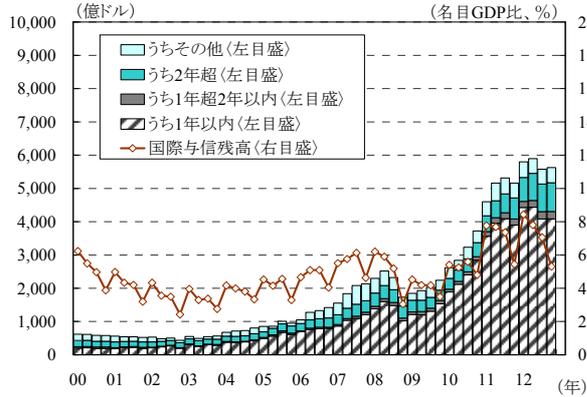
第17表:量的緩和政策の縮小・廃止からの影響度合い

	アジア										中南米			中東欧				南アフリカ				
	中国	韓国	台湾	香港	シンガポール	インドネシア	マレーシア	タイ	フィリピン	インド	ベトナム	ブラジル	アルゼンチン	メキシコ	ロシア	チェコ	ハンガリー		ポーランド	豪州	トルコ	
量的緩和政策からの影響	米国の対外証券投資(フロー)	●									●		●									
	米国の対外証券投資(ストック)	●	●				●						●						●		●	
	日本の対外証券投資(フロー)	●			●			●						●								
	クロスボーダー与信	●					●	●				●										
	株価(2009年以降)						●	●	●												●	
	株価(FRBの政策後)				●		●							●								
	株価(ECBの政策後)																					
	為替(2009年以降)	●	●			●	●	●	●			●								●		●
	為替(FRBの政策後)	●								●				●								
	為替(ECBの政策後)																					
	信用				●	●		●				●			●	●						
耐久力	経常収支					●			●						●		●	●	●	●	●	
	外貨準備					●						●			●				●			
	対外借入構造	●		●			●		●	●	●											
●の合計		2	5	3	3	2	6	4	4	2	3	1	5	1	5	1	3	0	1	4	2	3

(注)『●』は、量的緩和政策からの影響が大きかったと想定される国、また耐久力が懸念される国。判断の詳細は本文を参照のこと。
 (資料)三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

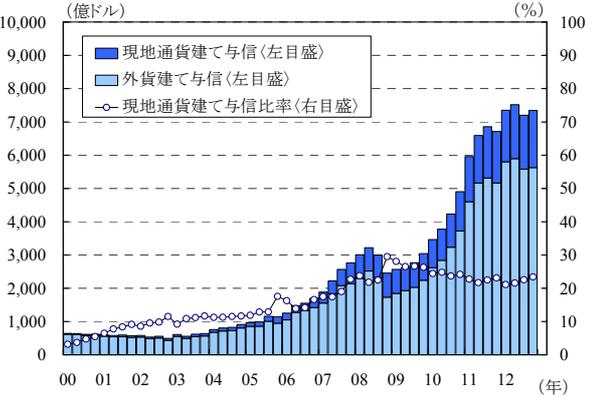
以 上

参考図1: 期間別にみた国際与信残高の推移
(中国向け)



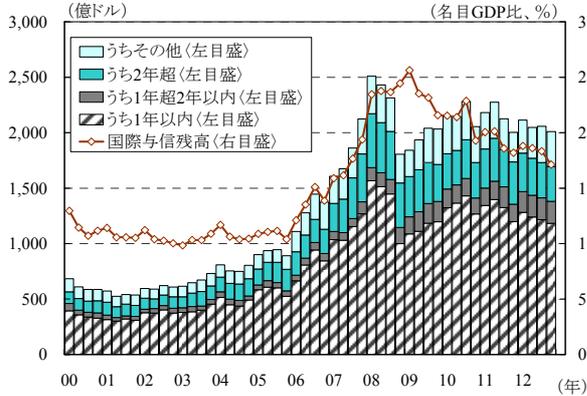
(資料)国際決済銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

参考図2: 通貨別にみた対外与信残高の推移
(中国向け)



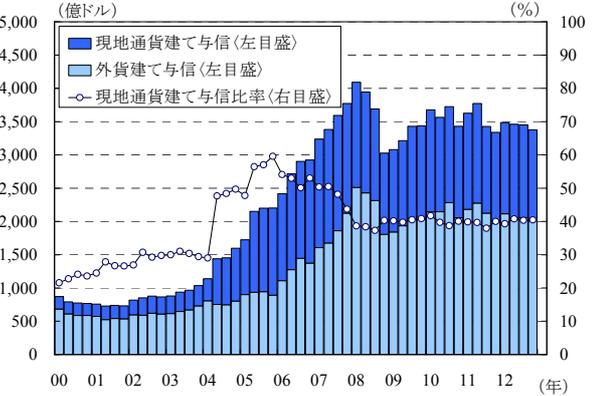
(資料)国際決済銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

参考図3: 期間別にみた国際与信残高の推移
(韓国向け)



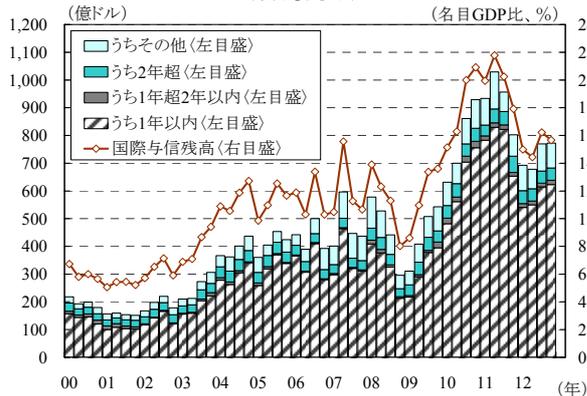
(資料)国際決済銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

参考図4: 通貨別にみた対外与信残高の推移
(韓国向け)



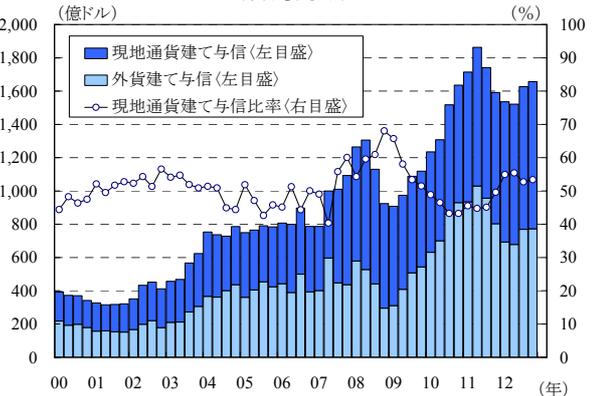
(資料)国際決済銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

参考図5: 期間別にみた国際与信残高の推移
(台湾向け)



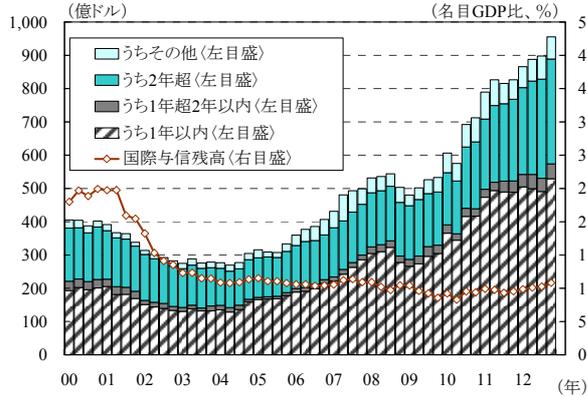
(資料)国際決済銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

参考図6: 通貨別にみた対外与信残高の推移
(台湾向け)



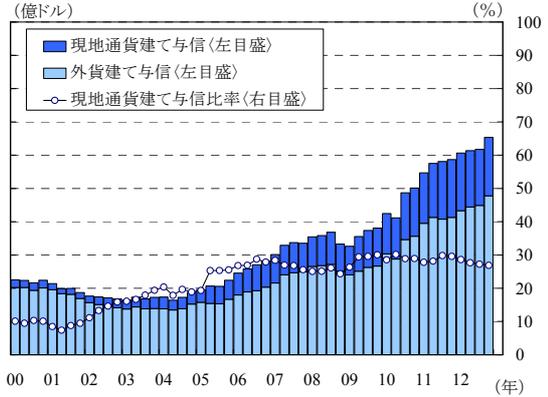
(資料)国際決済銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

参考図7: 期間別にみた国際与信残高の推移
(インドネシア向け)



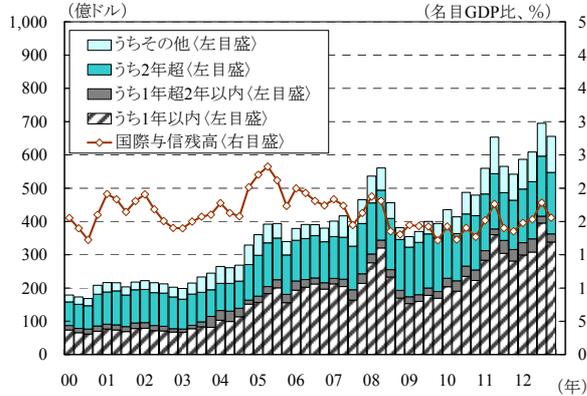
(資料)国際決済銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

参考図8: 通貨別にみた対外与信残高の推移
(インドネシア向け)



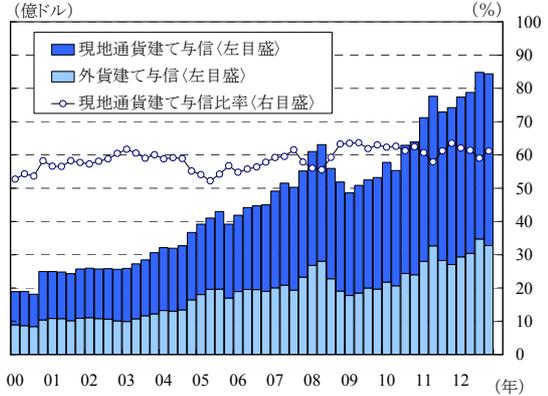
(資料)国際決済銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

参考図9: 期間別にみた国際与信残高の推移
(マレーシア向け)



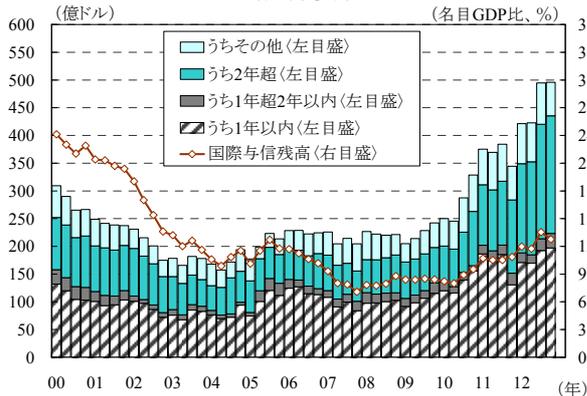
(資料)国際決済銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

参考図10: 通貨別にみた対外与信残高の推移
(マレーシア向け)



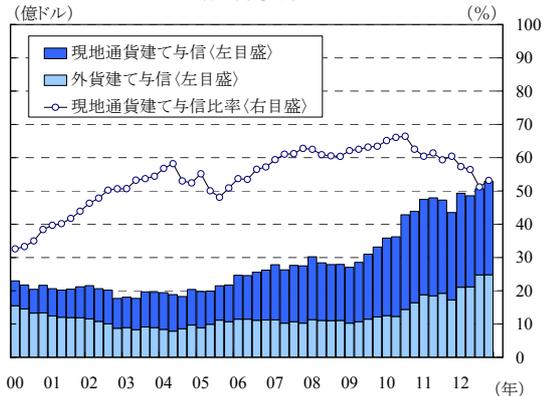
(資料)国際決済銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

参考図11: 期間別にみた国際与信残高の推移
(タイ向け)



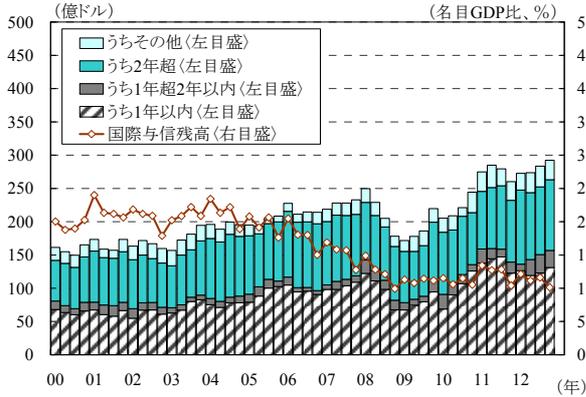
(資料)国際決済銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

参考図12: 通貨別にみた対外与信残高の推移
(タイ向け)



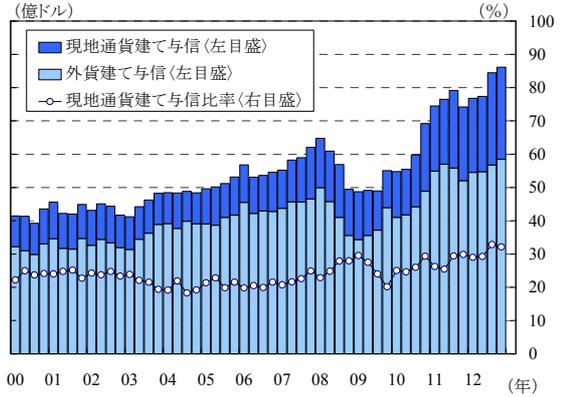
(資料)国際決済銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

参考図13: 期間別にみた国際与信残高の推移
(フィリピン向け)



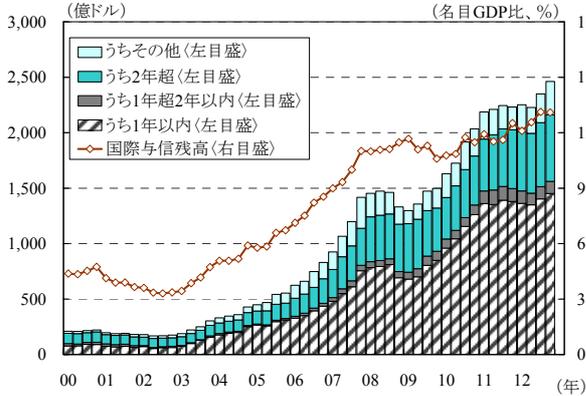
(資料)国際決済銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

参考図14: 通貨別にみた対外与信残高の推移
(フィリピン向け)



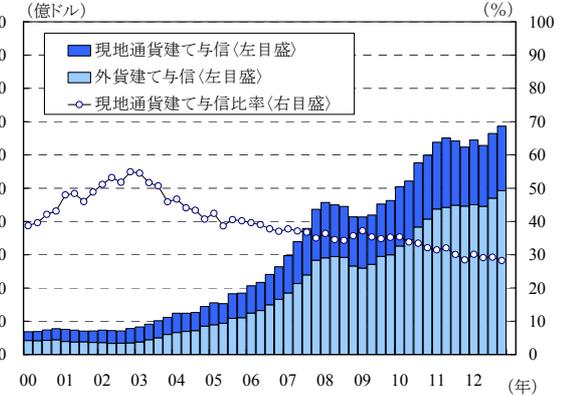
(資料)国際決済銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

参考図15: 期間別にみた国際与信残高の推移
(インド向け)



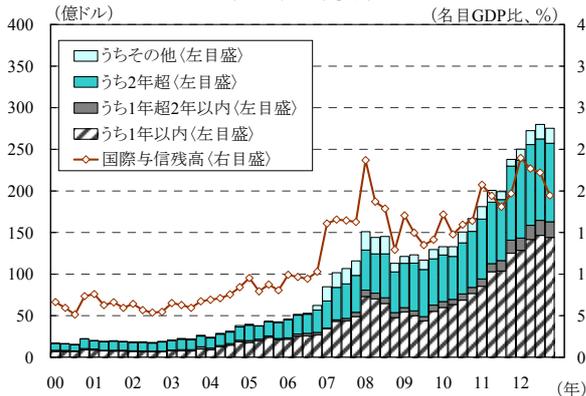
(資料)国際決済銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

参考図16: 通貨別にみた対外与信残高の推移
(インド向け)



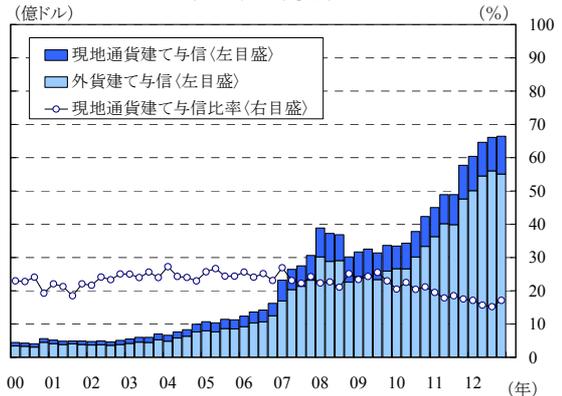
(資料)国際決済銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

参考図17: 期間別にみた国際与信残高の推移
(ベトナム向け)



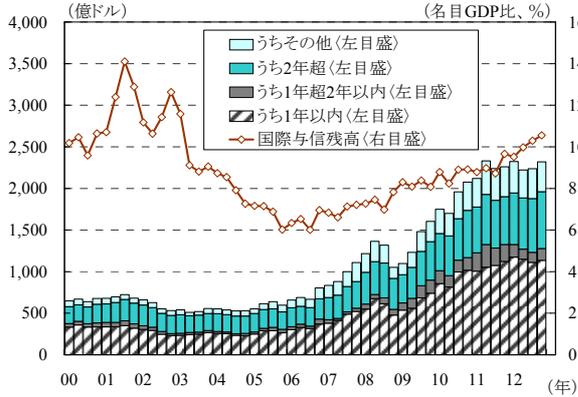
(資料)国際決済銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

参考図18: 通貨別にみた対外与信残高の推移
(ベトナム向け)



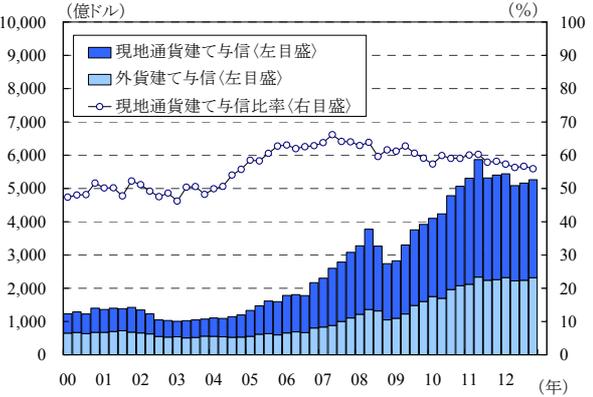
(資料)国際決済銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

参考図19: 期間別にみた国際与信残高の推移
(ブラジル向け)



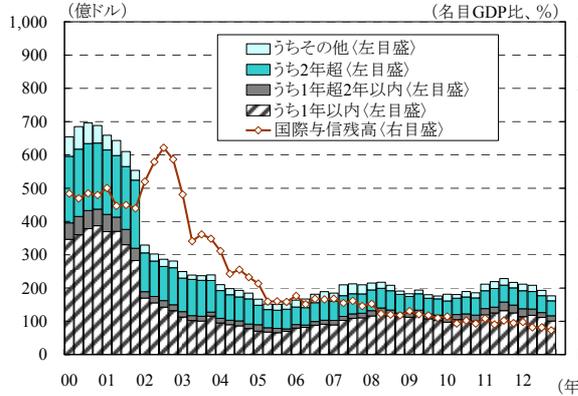
(資料)国際決済銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

参考図20: 通貨別にみた対外与信残高の推移
(ブラジル向け)



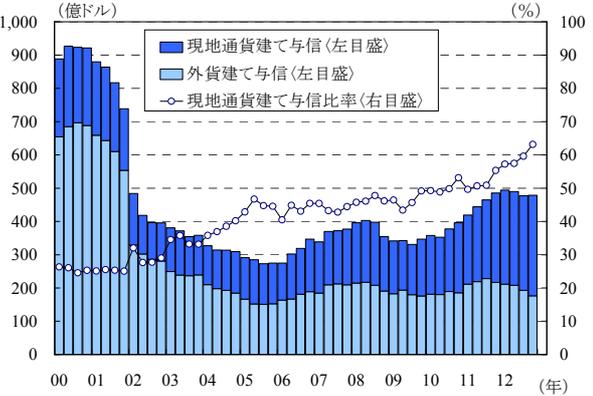
(資料)国際決済銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

参考図21: 期間別にみた国際与信残高の推移
(アルゼンチン向け)



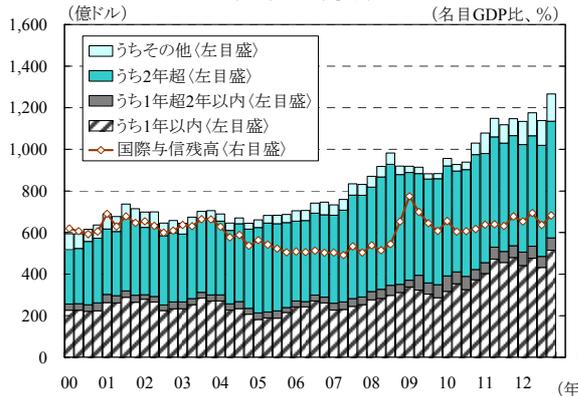
(資料)国際決済銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

参考図22: 通貨別にみた対外与信残高の推移
(アルゼンチン向け)



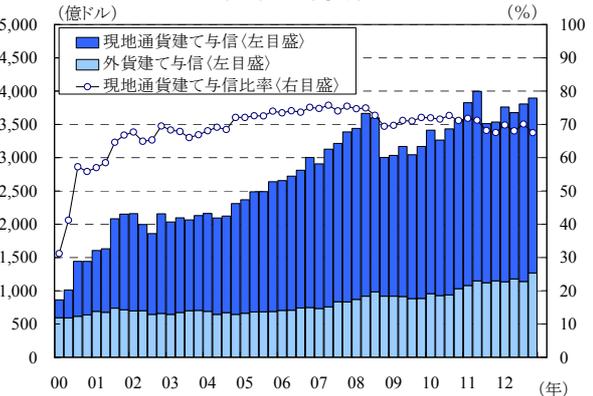
(資料)国際決済銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

参考図23: 期間別にみた国際与信残高の推移
(メキシコ向け)



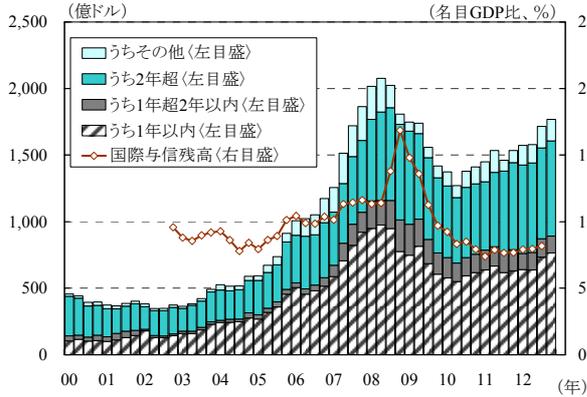
(資料)国際決済銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

参考図24: 通貨別にみた対外与信残高の推移
(メキシコ向け)



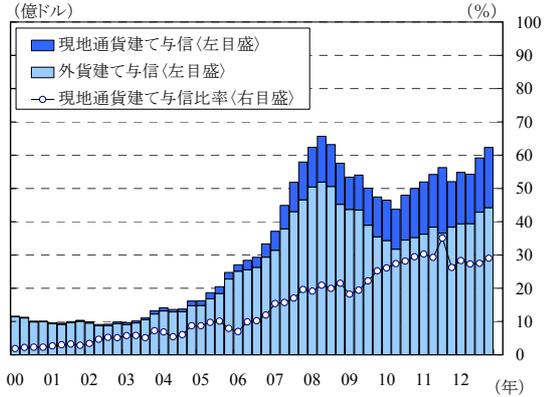
(資料)国際決済銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

参考図25: 期間別にみた国際与信残高の推移
(ロシア向け)



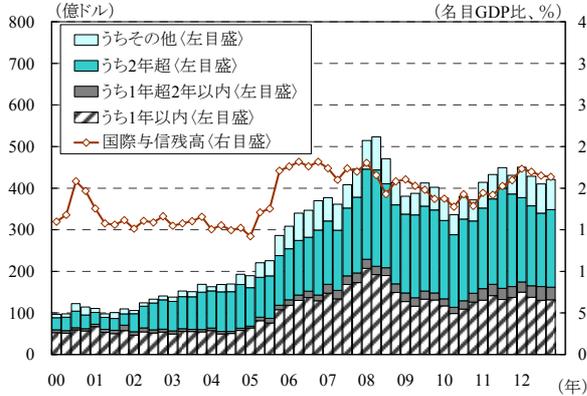
(資料)国際決済銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

参考図26: 通貨別にみた対外与信残高の推移
(ロシア向け)



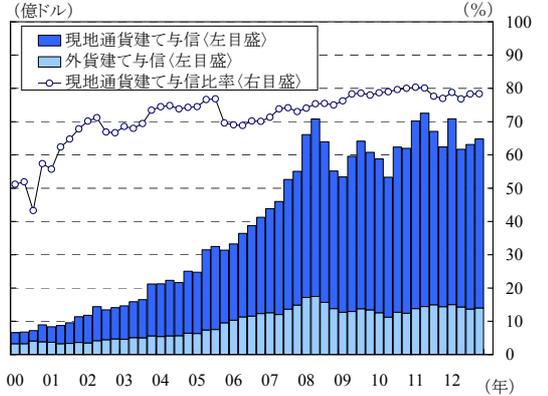
(資料)国際決済銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

参考図27: 期間別にみた国際与信残高の推移
(チェコ向け)



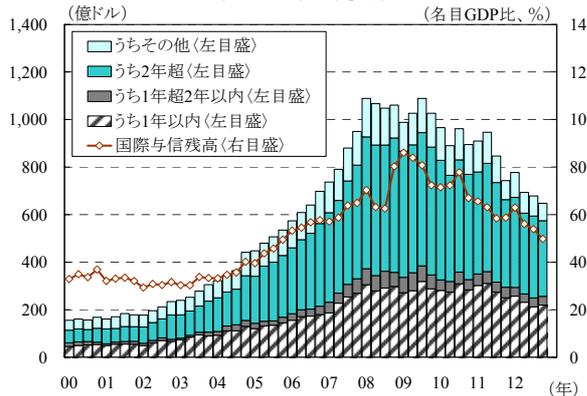
(資料)国際決済銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

参考図28: 通貨別にみた対外与信残高の推移
(チェコ向け)



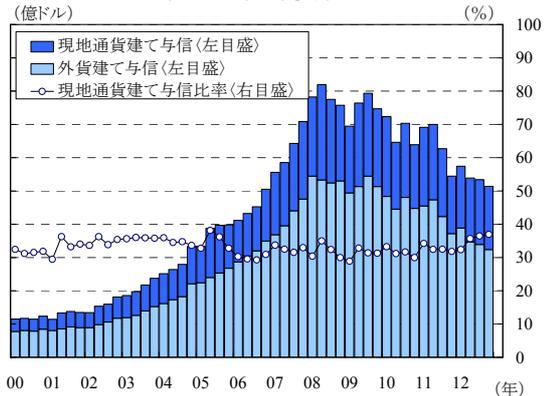
(資料)国際決済銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

参考図29: 期間別にみた国際与信残高の推移
(ハンガリー向け)



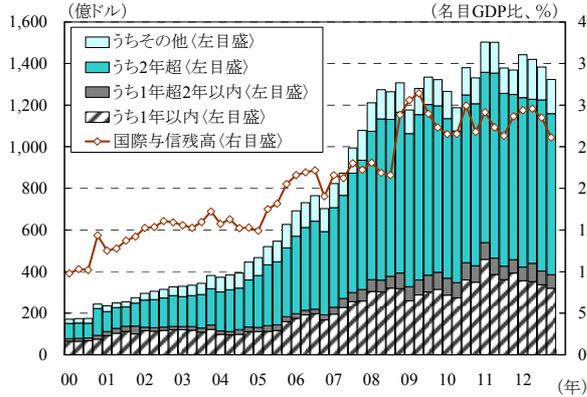
(資料)国際決済銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

参考図30: 通貨別にみた対外与信残高の推移
(ハンガリー向け)



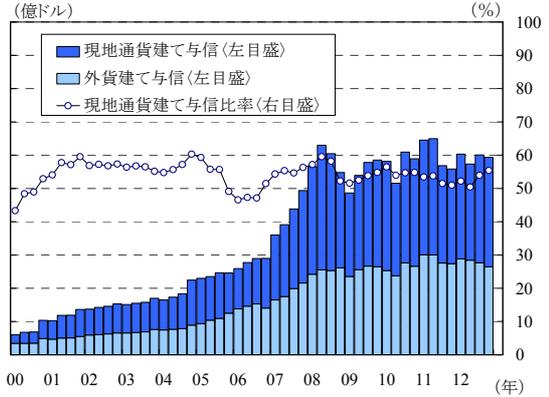
(資料)国際決済銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

参考図31: 期間別にみた国際与信残高の推移
(ポーランド向け)



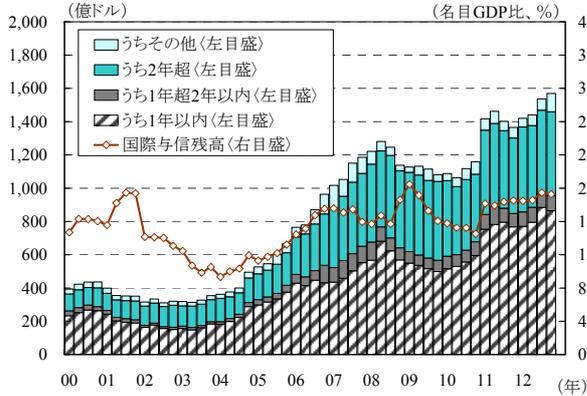
(資料)国際決済銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

参考図32: 通貨別にみた対外与信残高の推移
(ポーランド向け)



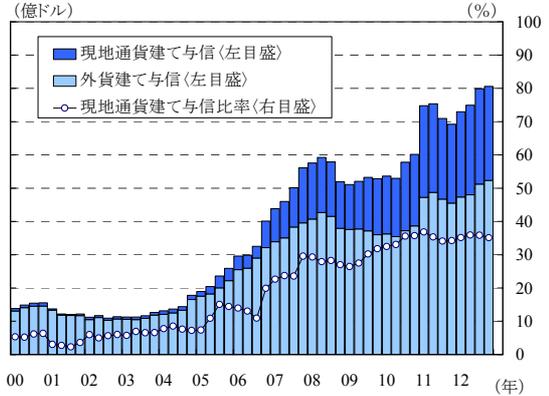
(資料)国際決済銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

参考図33: 期間別にみた国際与信残高の推移
(トルコ向け)



(資料)国際決済銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

参考図34: 通貨別にみた対外与信残高の推移
(トルコ向け)



(資料)国際決済銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(H25.7.19 栗原 浩史 hiroshi_2_kurihara@mufg.jp)

発行：株式会社 三菱東京UFJ銀行 経済調査室
〒100-8388 東京都千代田区丸の内 2-7-1

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、金融商品の売買や投資など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せ、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、当室は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います。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。