

# 経済レビュー

## 新興国を巡る近年のグローバル・マネーの変動要因と 今後の注目点について

### 【要旨】

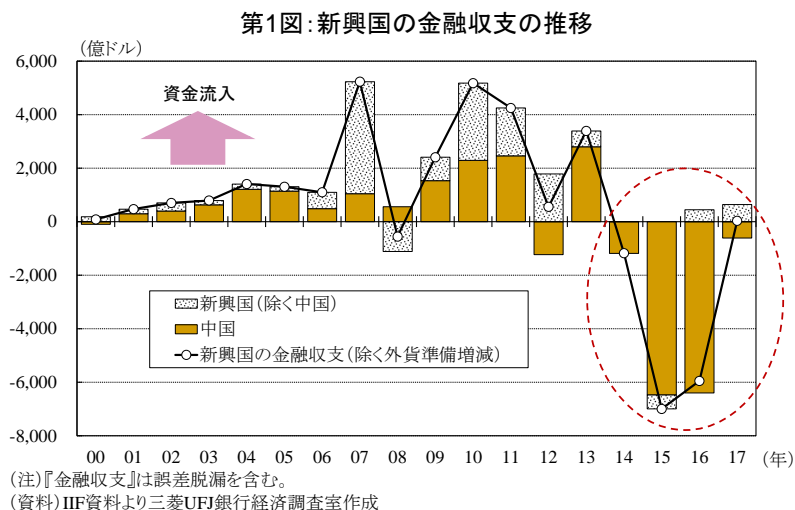
- ◇ 新興国の金融収支（外貨準備の増減を除く）は、2015 年から 2016 年にかけて大幅なマイナス（資金流出超）を記録したものの、2017 年には小幅ながらも 4 年ぶりにプラス（資金流入超）に復した。2017 年は米国が金融緩和の縮小を本格化させた年であり、米国金利の上昇により新興国から米国へ大規模な資金還流が起るのではと懸念する向きも多かっただけに、注目に値する動きと言えよう。
- ◇ 近年の新興国金融収支の動きは、①中国において 2015 年、2016 年にみられた大規模なネット資金流出が 2017 年になって概ね収束したこと、②中国以外の新興国の金融収支が 2016 年にプラスに転じ、2017 年には若干ながらもプラス幅が拡大したこと、に大別できる。
- ◇ ①については、中国政府による人民元切り下げを切っ掛けとした人民元先安感の強まりが中国からの資金流出をもたらしたと言える。資金流出による人民元安の加速・外貨準備の減少に直面した中国政府が資本流出規制を大幅に強化した結果、2017 年には資金流出の動きは沈静化した。②に関しては、グローバル景気や国際商品市況の動き、それに伴う投資家のリスク選好の変化などが資金の流出入に影響を及ぼした。①及び②に関する分析からは、そもそも米国の金融緩和が新興国への大規模な資金流入をもたらした可能性は小さく、従って、米国の金融政策正常化がこの先、新興国からの大規模な資金流出をもたらす可能性も限定的だと総括できる。
- ◇ 新興国についてより留意すべきは、リーマンショック後の先進国における金融緩和に連動する形でなされてきた新興国自身の低金利政策を背景とした国内民間債務の積み上がりだと思われる。米国の金融政策正常化の動きに合わせ、新興国の金融政策もこの先、通貨価値の安定を図るべくある程度は引き締め方向に向かわざるを得ないと予想される。民間部門が既に過大な債務を負っている国・地域の場合、債務の拡大に依存した経済成長は実現し難くなる上、金利上昇による債務負担の増大が景気に及ぼす負のインパクトも大きくなり易い。新興国における今後の金融政策の展開や、それを受けた民間部門の債務負担度合いの変化、為替相場の動きなどに注目する必要がある。

## 1. 4年ぶりにプラスに転じた新興国の金融収支

新興国<sup>(注1)</sup>の金融収支(外貨準備の増減を除く。以下特注ない限り同様)は、2015年から2016年にかけて大幅なマイナス(資金流出超)を記録したものの、2017年には小幅ながらも4年ぶりにプラス(資金流入超)に復した(第1図)。2017年は米国で金融緩和の縮小が本格的に進められた年であり、連邦準備制度理事会(FRB)はバランスシートの縮小を開始するとともに、合計3度の利上げも実施した。過去の新興国における通貨危機の多くは海外勢による資金回収を切っ掛けとした債務危機、流動性危機であったため、米国金利の上昇により新興国から米国へ大規模な資金還流が起き、新興国の金融・資本市場が混乱に陥るのではと懸念する向きも多かっただけに、2017年に新興国の金融収支がむしろ黒字化したことは注目に値する動きと言えよう。

近年の新興国の金融収支を国・地域別に概観すると、①中国において2015年、2016年にみられた大規模なネット資金流出が2017年になって概ね収束した点、②中国以外の新興国の金融収支が2016年にプラスに転じ、2017年には若干ながらもプラス幅が拡大した点、に特徴がある。本稿では、新興国を巡る近年のグローバル・マネーの動きとその背景を、①、②それぞれについて概観した上で、新興国のマネーフローに関する今後の注目点・留意点について展望したい。

(注1)『新興国』に含まれる国・地域は、特に断りがない限り、国際金融協会(IIF)による分類に従って、【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、【欧州】チェコ、ハンガリー、ポーランド、ロシア、トルコ、ウクライナ、【アジア太平洋】中国、インド、インドネシア、マレーシア、韓国、台湾、タイ、【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、とした。



## 2. 近年の新興国金融収支の変動について

### (1) 中国の金融収支変動の背景

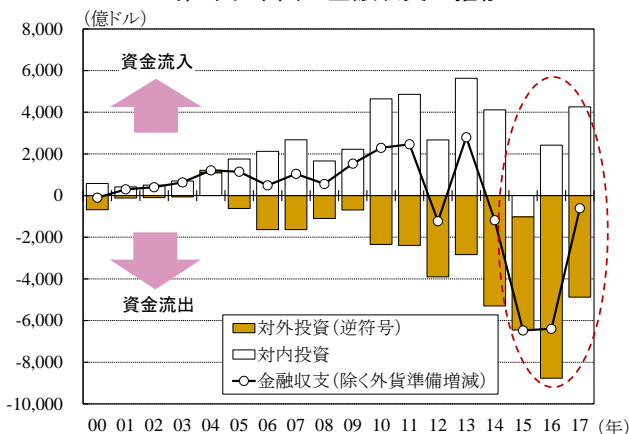
#### ①2015年に“回収超”となった対内投資

まず、『中国において2015年、2016年にみられた大規模なネット資金流出が2017年に

なって概ね収束』したことの要因を探る。中国の金融収支を対内投資（海外から中国への投資）と対外投資（中国から海外への投資）に分けると、対内投資については、2015年に一時“回収超（資金流出超）”となった後、2016年には再びプラス（資金流入超）に転じ、2017年になるとプラス幅が拡大したこと、対外投資については、2016年に資金流出超幅が大きく拡大（グラフ上はマイナス幅が拡大）した後、2017年には再び縮小したことが見て取れる（第2図）。

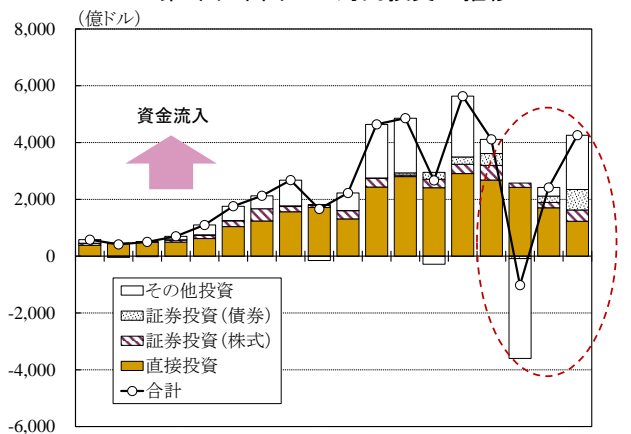
対内投資の中身を更に詳しくみていくと、「直接投資」が2013年をピークに減少に転じていることが見て取れるが、2015年の対内投資が“回収超”となったのは何と云っても「その他投資」が“回収超”になったことが主因であることがわかる（第3図）。なお、「証券投資」は金額規模が小さく、投資フロー全体に与えるインパクトとしては無視し得ることも指摘しておきたい。これは、中国政府の資本流入規制によるもので、外国機関投資家が中国の証券市場で投資を行うには当局の許可が必要であり、また、投資金額の上限や投資対象についても許可制となっている。海外からのホットマネーは中国政府による管理下に置かれているといえる。

第2図：中国の金融収支の推移



(注)『対外投資』、『金融収支』は誤差脱漏を含む。  
(資料) IIF資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第3図：中国への対内投資の推移



(資料) IIF資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

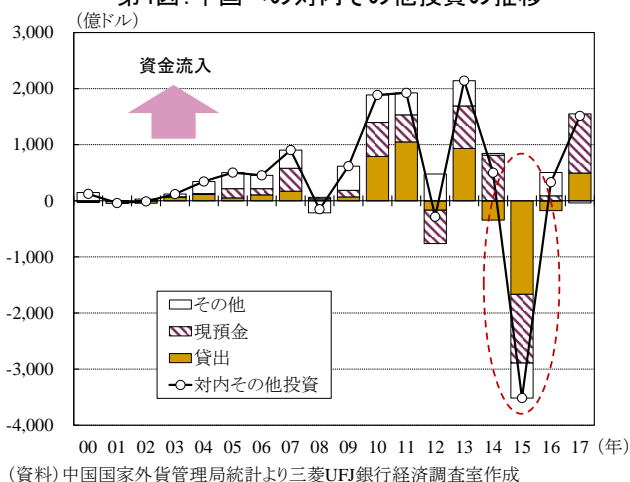
2015年の「その他投資」が“回収超”になったのは、海外勢による中国向け貸出の減少（ネットの貸出回収）などによるが、これは、同年に行われた人民元の切り下げが影響している可能性が大きい（第4図）。当時を振り返ると、国内景気が減速基調を辿る中、市場では2014年半ば頃から人民元安圧力が掛かり始めていた。中国政府は、暫くは外貨準備を使って人民元を買い支えた模様だが、次第にその圧力に抗しきれなくなり、2015年8月に人民元の切り下げを余儀なくされた（第5図）。この結果、人民元の先安感が一層強まり、中国企業は人民元安により負担が増すことになる外貨建て債務の返済に注力したとみられる。また、中国経済に対する先行き懸念を背景に、海外勢が中国に対する貸出に慎重になった面も否定できない。中国経済に対する海外勢の見方の変化は、前述した「直接投資」のピークアウトにも一部反映されていると考えられる。

2017年になると海外勢による中国への「その他投資」は2013年以来の水準まで持ち直

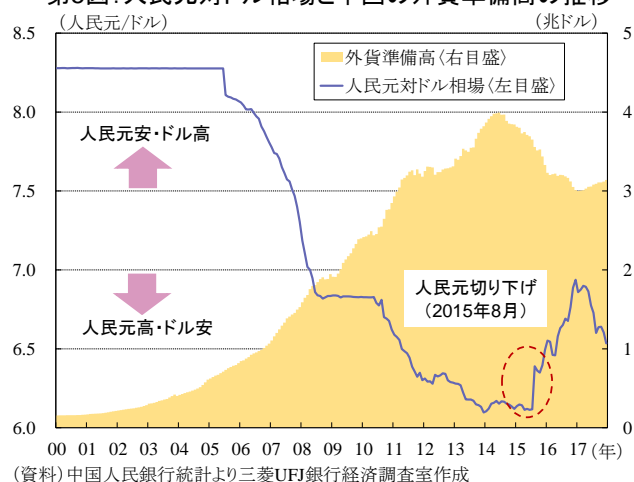
しており、中国企業による外貨建て債務返済の動きや海外勢による貸出姿勢の慎重化は人民元相場が上昇に転じるにつれ収束したことを示唆している。なお、海外勢が保有する中国国内預金の変動幅はかなり大きいですが、預金の変動は、中国と海外との間で行われる、財・サービスの貿易や配当・金利の受け払いなどの経常取引、直接投資や貸出などの資本取引の結果としてもたらされる収支尻としての性格が強く、受動的なものが大部分だと思われる<sup>(注2)</sup>。中国当局による投機資金流入に対する規制の強さからしても、海外勢が保有する預金の大半は、投資対象として大規模に取得したり手放したりする類のものではないと考えられる。

(注2) これは中国勢が保有する海外預金の変動についても当てはまる。国際収支統計における現預金の動きについては、企業の財務諸表のうち、営業活動、投資活動、財務活動の結果として現預金残高の変動がもたらされることを記述する『キャッシュ・フロー計算書』を思い起こすと理解し易いと思われる。

第4図：中国への対内その他投資の推移



第5図：人民元対ドル相場と中国の外貨準備高の推移



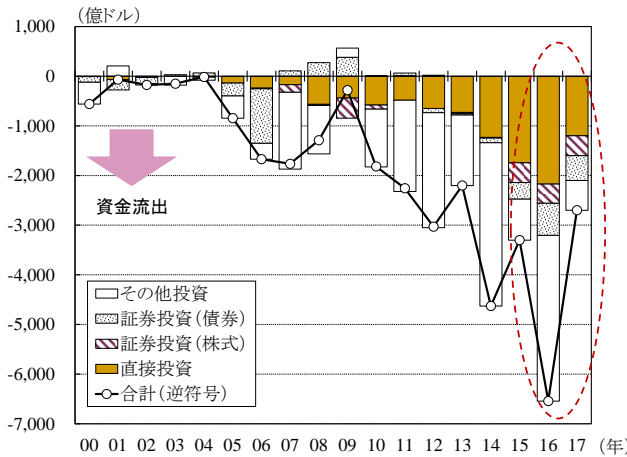
## ②2016年に急増した対外投資

次に、中国の対外投資の動きについてだが、急速に拡大していた「直接投資」が2016年にピークに達する中で、同年の「その他投資」も顕著に増加したことがわかる(第6図)。

こうした対外投資の増加は、基本的には金融機関を含む中国企業による海外でのビジネス拡大の動きを反映しているとみられるが、前述した人民元先安感の強まりなどを受けた海外への資金逃避の思惑も見逃せない。実際、対外直接投資以外の資金流出も急増しており、様々な手段で海外への資金逃避が行われたことを示唆している(第7図)。しかし、資金流出による人民元安の加速・外貨準備の減少に直面した中国政府は2016年後半になると窓口指導を含め資本流出規制を大幅に強化した。すなわち、同年11月には1件当たり500万ドル以上の海外への資金移動について当局への事前届出を義務付けたほか、2017年1月には海外投資計画がある企業に対し、投資資金の調達先や支出計画の詳細を明らかにすることなどを要求した。さらに、同年8月には対外直接投資をより直接的にコントロールするため、海外投資案件における制限業種、禁止業種などを定めた。この結果、2017

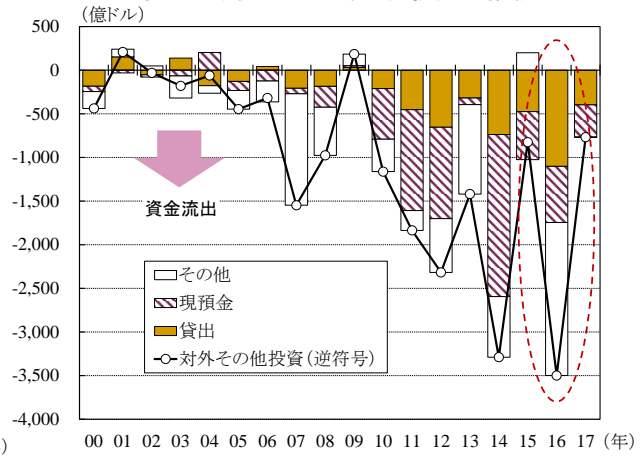
年になると対外投資は急減し、人民元の反転上昇や外貨準備の底入れに繋がる経緯を辿ったのである。

第6図: 中国の対外投資の推移



(資料) IIF資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第7図: 中国の対外その他投資の推移



(資料) 中国国家外貨管理局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

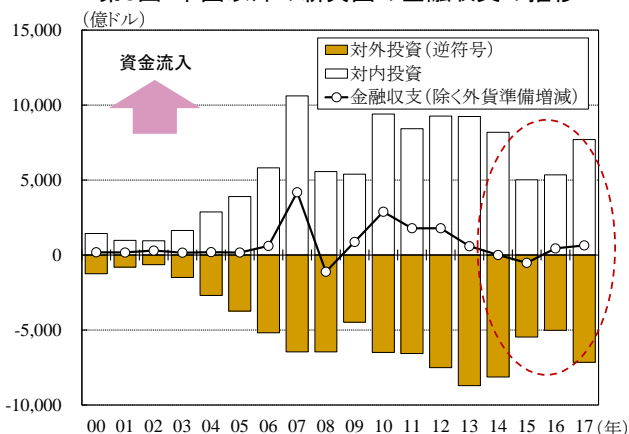
## (2) 中国以外の新興国の金融収支変動の背景

ここからは、『中国以外の新興国の金融収支が 2016 年にプラスに転じ、2017 年には若干ながらもプラス幅が拡大』したことの要因を探っていく。

中国以外の新興国について金融収支の内訳をみると、まず、2015 年にかけて対内投資が大きく減少した結果、ネットの資金流入額が減少・マイナス化したことがわかる（同時に対外投資も大きく減少。第 8 図）。2015 年は 12 月に米国 FRB がリーマンショック後初めてとなる利上げを実施した年であり、米国での金融緩和縮小の動きが資金流入減少の一因となった可能性はあるが、大きかったのは国際商品市況の下落とその背景にあるグローバルな景気の減速であり、それに伴うリスク回避の動きであったと考えられる。

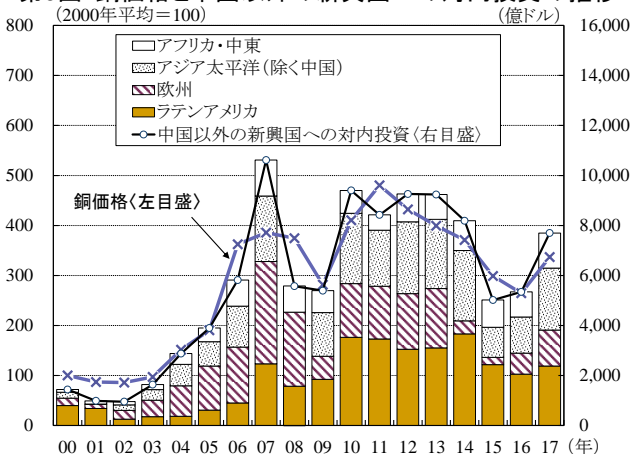
より長く振り返ると、リーマンショック後、中国が投資主導の大型景気対策で一時高成長を取り戻したことで、新興国経済全般の先行き期待が過度に高まり、資源価格の高騰と新興国への投資拡大をもたらした。それが 2015 年頃になると、中国経済の減速・変調によって新興国経済全体に対する過度な楽観が剥落したことで、資源価格が低下・景気が軟化し、資金の逆流が起きた格好である。国際商品市況の中でも製造業を中心としたグローバル景気の動向を反映し易い銅価格と、中国以外の新興国への対内投資が概ね連動していることがそれを裏付けているといえよう（第 9 図）。2017 年は、米国において金融緩和の縮小が本格的に進められたにも関わらず、世界経済の拡大ペース加速やそれを受けた投資家のリスク選好の改善により、中国以外の新興国への資金流入は再び拡大することとなった。

第8図：中国以外の新興国の金融収支の推移



(注)『対外投資』、『金融収支』は誤差脱漏を含む。  
 (資料) IIF資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第9図：銅価格と中国以外の新興国への対内投資の推移



(資料) IIF資料、Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

### 3. 新興国マネーフローをみる際の着眼点

#### (1) 米国への資金還流リスクは今後も限定的

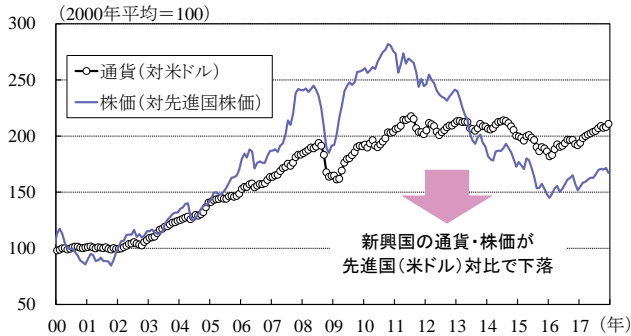
2015年から2016年にかけて発生した新興国からの大規模な資金流出の主因は、中国政府による人民元切り下げを切っ掛けとした人民元先安感の更なる強まりとそれを受けた中国勢による外貨借入の返済・海外への資金逃避、グローバルな景気の減速・国際商品市況の下落とそれに伴うリスク回避の動きであり、2017年になるとどちらも概ね収束し、新興国の金融収支は大きく改善したことをみてきた。米国が大規模な金融緩和を続けていた2015年終盤まで新興国の株価は先進国対比でむしろ下落しており、通貨についても横這い圏での推移に止まっていたこと（第10図）も考え合わせると、そもそも米国の金融緩和が新興国への大規模な資金流入をもたらした可能性は小さく、従って、米国の金融政策正常化がこの先、新興国からの大規模な資金流出をもたらす可能性も限定的だと総括できる。

今後について、中国に関しては資本規制の動向が一つの注目点となるが、中国政府は、国内における過剰債務・過剰設備問題へ対処する上で「為替相場の安定」と「金融政策の自由度確保」を優先する必要がある、「自由な資本移動」のための資本流出規制の緩和にはこの先も慎重とならざるを得ない（いわゆる国際金融のトリレンマ）。そのため、“人民元発”の大規模なグローバル・マネーの変動は当面予想されない。新興国を巡るグローバル・マネーの潮流を見通す上では、ベーシックではあるがやはり世界の实体经济の動向、それをタイムリーに反映する国際商品市況の動きに目を凝らす必要がある。

なお、米国での金融緩和時に新興国への資金流入が限定的であったことの要因としては、1997年のアジア通貨危機以降、新興国の多くが既に変動相場制に移行していたことが挙げられる。変動相場制への移行により、資金の出し手は、新興国への投資に際して為替変動リスクに留意する必要があるため、結果として野放図な投資の拡大が未然に回避された。これは資金の受け手にとっても同様で、為替変動リスクの存在は海外からの安易な

資金調達の出止めになったと考えられる。また、金融危機再発防止の観点からリーマンショック後に先進国で金融規制が強化されたことも、新興国への過度な資金流入の抑制要因として指摘できるだろう。新興国の対外債務残高・名目GDP比の2017年の水準は、アジア通貨危機が起こった1997年やリーマンショック前のピークである2007年を多くの国・地域で下回っている（第1表）。トルコやチェコ、台湾、UAEなど個別には対外債務の積み上がりに注意すべき国・地域はあるものの、総じてみれば新興国の対外債務残高は抑制された水準にあると判断される。

第10図：新興国のMSCI通貨・株価指数の推移



(注)1. 『新興国』は、ブラジル、チリ、コロンビア、メキシコ、ペルー、チェコ、ハンガリー、ポーランド、ロシア、トルコ、ギリシャ、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、エジプト、カタール、南アフリカ、UAE。  
2. 『株価(対先進国株価)』は、新興国の株価指数を先進国の株価指数で除したもの。

(資料) Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

第1表：新興国の対外債務残高・名目GDP比の推移

(%、%ポイント)

	1997年	2007年	2017年	97年比		07年比	
				97年比	07年比	97年比	07年比
アルゼンチン	18	7	4	▲15	▲3	▲15	▲3
ブラジル	8	7	6	▲2	▲1	▲2	▲1
チリ	24	19	22	▲3	+3	▲3	+3
コロンビア	12	7	9	▲4	+1	▲4	+1
メキシコ	12	8	11	▲1	+3	▲1	+3
ベネズエラ	14	5	5	▲9	▲0	▲9	▲0
チェコ	18	24	27	+10	+4	+10	+4
ハンガリー	24	68	21	▲3	▲47	▲3	▲47
ポーランド	6	25	20	+14	▲5	+14	▲5
ロシア	17	13	5	▲12	▲8	▲12	▲8
トルコ	11	16	21	+10	+6	+10	+6
ウクライナ	3	21	5	+2	▲16	+2	▲16
中国	9	6	8	▲1	+2	▲1	+2
インド	5	10	7	+2	▲3	+2	▲3
インドネシア	23	11	11	▲12	+0	▲12	+0
マレーシア	25	23	23	▲3	▲1	▲3	▲1
フィリピン	22	16	9	▲13	▲7	▲13	▲7
韓国	16	19	11	▲5	▲8	▲5	▲8
台湾	9	10	20	+12	+11	+12	+11
タイ	44	8	12	▲32	+4	▲32	+4
エジプト	5	16	9	+4	▲7	+4	▲7
レバノン	21	24	14	▲7	▲10	▲7	▲10
ナイジェリア	1	3	5	+4	+2	+4	+2
サウジアラビア	6	11	13	+7	+1	+7	+1
南アフリカ	14	11	12	▲2	+1	▲2	+1
UAE	5	33	37	+32	+4	+32	+4

(注)『対外債務』は居住地ベース。『2017年』は2017年9月末時点。

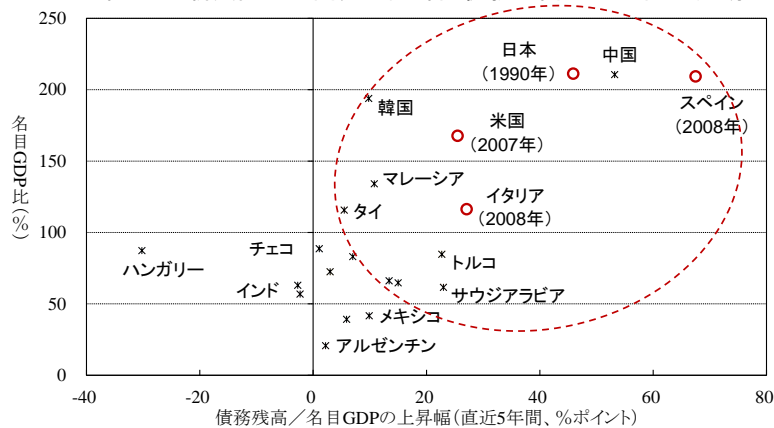
(資料) BIS、IMF統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

## (2) 民間部門の債務積み上がりには留意が必要

新興国のマネーフローに関して今後より留意すべきは、リーマンショック後の先進国における金融緩和に連動する形でなされてきた新興国自身の低金利政策を背景とした国内民間債務の積み上がりだと思われる。新興国の民間部門（金融機関を除く）の債務残高・名目GDP比は、全体としてみると過剰債務の蓄積が懸念される状態ではないものの、中国の水準及び上昇ペースは日本やスペインのバブル崩壊時と同程度となっており、韓国は水準が米国やイタリアのバブル崩壊時を上回っている（第11図）。また、マレーシアやタイは上昇ペースこそ緩やかだが水準は高く、トルコやサウジアラビアは上昇ペースがやや速い。

米国での金融政策正常化の動きに合わせ、新興国の金融政策もこの先、通貨価値の安定を図るべくある程度は引き締め方向に向かわざるを得ないと予想される。民間部門が既に過大な債務を負っている国・地域の場合、債務の拡大に依存した経済成長は実現し難くなる上、金利上昇による債務負担の増大が景気に及ぼす負のインパクトも大きくなり易い。逆に、債務を抱えた民間部門への配慮から政策金利の引き上げを躊躇すれば、通貨危機までは行かずとも、通貨価値の下落を受けた輸入インフレにより景気が軟化するリスクが高まろう。新興国における今後の金融政策の展開や、それを受けた民間部門の債務負担度合いの変化、為替相場の動きなどに注目する必要がある。

第11図:新興国の民間非金融部門債務残高(2017年7-9月期)



(注)『日本』、『米国』、『イタリア』、『スペイン』は、バブル崩壊が起きた年の値。  
 (資料) BIS統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

以上

(平成 30 年 5 月 7 日 鶴田 零 rei\_tsuruta@mufg.jp)

発行：株式会社 三菱 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、金融商品の販売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、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。また、当資料全文は、弊行ホームページでもご覧いただけます。