

新興国経済の動向 —最近の金融資本市場の変化とその影響—

参事官（経済財政分析—海外担当）付

須賀昭一 野口美雪 山本大輔 大和昭広 深澤優一 樋田貴博 加藤夕貴子 ※

1. はじめに 問題意識

2000年代以降、中国をはじめとした新興国経済の経済成長率は比較的高水準で推移してきた。しかし、08年の世界金融危機後の成長率は、一時的な落ち込みから回復はしているものの、危機前より低下しつつある。

そうした中、先進国は金融緩和の動きを続けてきたが、13年5月22日、バーナンキFRB議長は議会証言において初めてアメリカの金融緩和策の縮小の可能性について言及し、これを発端として金融資本市場は世界的に急速な変化がみられている。

本稿では、新興国経済が減速してきた要因及びこれまでその経済成長を支えてきた資金が新興国から流出しつつあるといわれている現状の要因を整理するとともに、今後アメリカの金融政策変更等の外的ショックが発生した際の影響や耐性について考察する。

具体的には、まず近年の新興国経済の動向を概観し、これまでのアメリカや他の先進国の緩和的な金融政策の下で世界的な資金フローが新興国経済に向かった状況等を検証する。

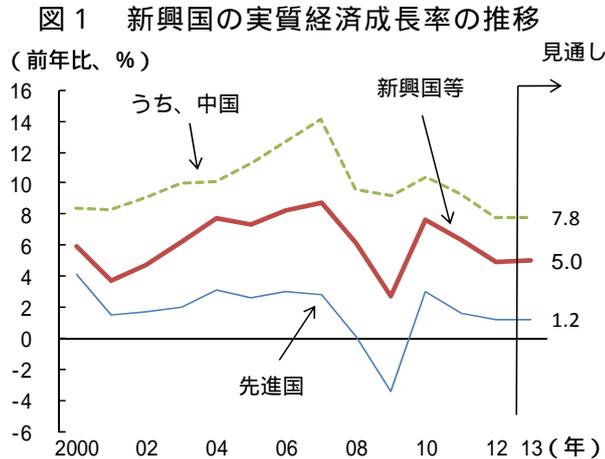
次に、現在の局面で特徴的なくつかの新興国に焦点を当て、景気の現状や過去の危機時における外貨準備高等の比較を通じたファンダメンタルズの状況を概観する。

2. 新興国経済の動向と最近の金融資本市場をめぐる状況

中国をはじめとした新興国経済は、2000年代以降の実質経済成長率が、世界金融危機前までの平均で約6%となるなど高成長を続け、先進国の成長率を大きく上回ってきた（図1）。世界金融危機による落ち込みののち10年には、新興国経済は一旦回復するものの、11年以降は欧州政府債務危機の影響等により欧米の経済成長が鈍化し、貿易の鈍化等を通じて新興国経済の成長率も低下し、危機後の実質経済成長率の平均は5.6%と危機前ほど回復していない。また、先進国の成長率との差も縮小しており、13年も低い伸びにとどまるとみられている。

※本レポートの内容や意見は執筆者個人のものであり、必ずしも内閣府の見解を示すものではない。

最近の新興国の経済成長率低下の背景としては、中国経済の成長鈍化の影響が大きいと考えられる¹。すなわち、(1) 中国経済は新興国経済に占める割合が高いことに加えて、(2) 中国の減速の他の新興国への波及、すなわち、中国を主要な輸出相手国とする資源新興国経済に下向きの影響を与えていると考えられる。

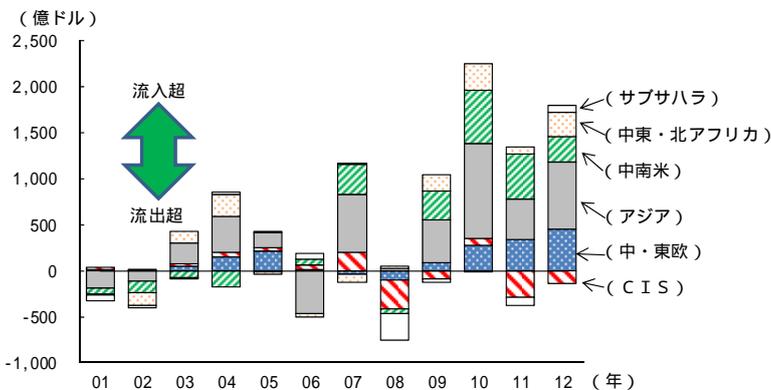


(備考) 1. IMF “World Economic Outlook” (13年7月) より作成。
2. 新興国等とは、IMF加盟国における先進国以外。

一方、先進国では多くの国で財政再建に取り組んでおり、これが押し下げ要因となって、経済成長率は低いものにとどまっている。財政再建への動きが強まる中、先進国の積極的財政政策は縮小しつつあり、景気下支えのために、各国中央銀行は非伝統的手段である量的緩和策等も組み合わせ、積極的な金融緩和策を維持している。

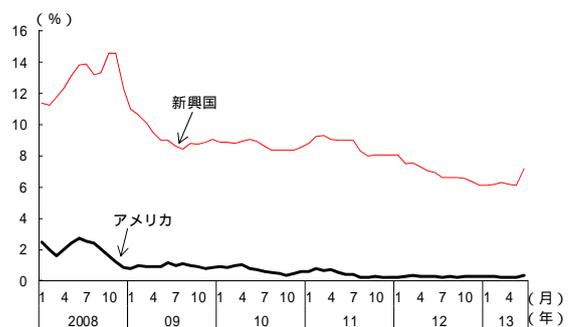
こうした大規模な金融緩和を背景として、先進国の資金が、比較的高い経済成長率や高金利の魅力等から、新興国等にも流入していた(図2)。多くの新興国が経常赤字国であることから、そのファイナンスを海外からの資金に依存してきたことも背景にある。

図2 - 1 新興国への証券投資フローの推移



(備考) 1. IMF “World Economic Outlook” (13年4月) より作成。
2. データは新興国への証券投資のみを対象。

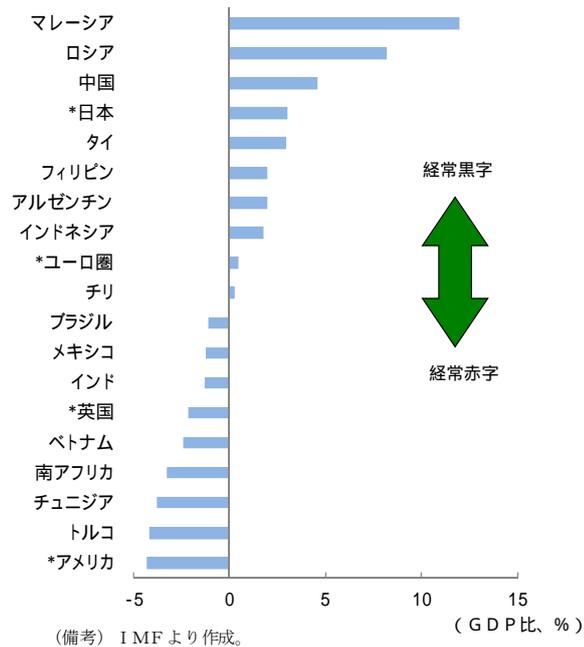
図2 - 2 長期金利の推移



(備考) 1. IMF、ブルームバーグから作成。
2. 新興国の長期金利は2000年以降の各国名目GDPの平均で加重平均したもの。
3. 長期金利は2年物。

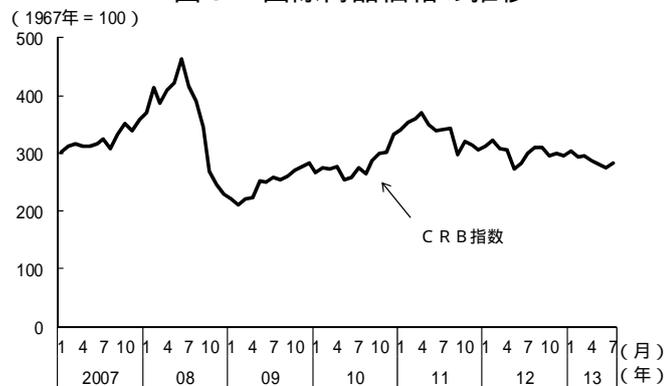
¹ 中国は、外需の不振や不動産投資を含む政府による投資抑制等によって成長率の鈍化が続いている。

図 2 - 3 主要国・地域の経常収支（2000年代平均）



欧米や中国向け需要の鈍化等に伴い、国際商品価格も11年央をピークに低下しており、新興国を中心とした資源国の景気にも影響している（図3）。

図 3 国際商品価格の推移



(備考) 1. ブルームバーグより作成。
2. CRB指数（先物）は19品目の商品から構成される。

このため、ブラジルやインドネシア等の一部の資源新興国では、商品価格の下落や景気の鈍化に伴い、12年あるいは13年に入り通貨安となる動きもみられていた。さらに13年5月下旬以降、アメリカの金融緩和の縮小懸念の高まりを背景に、市場ではリスク・オフの動きがみられ、新興国の株価や為替は大幅に下落した（図4）。国の信用力に対する市場の評価を反映して変動するCDS（クレジット・デフォルト・スワップ）のプレミアムも大きな高まりをみせた。その後低下の動きもみられるが、多くの新興国では依然として高い水準にとどまっており、これまでの資金フローに変化が生じている可能性が示唆される。

図4-1 新興国の為替動向

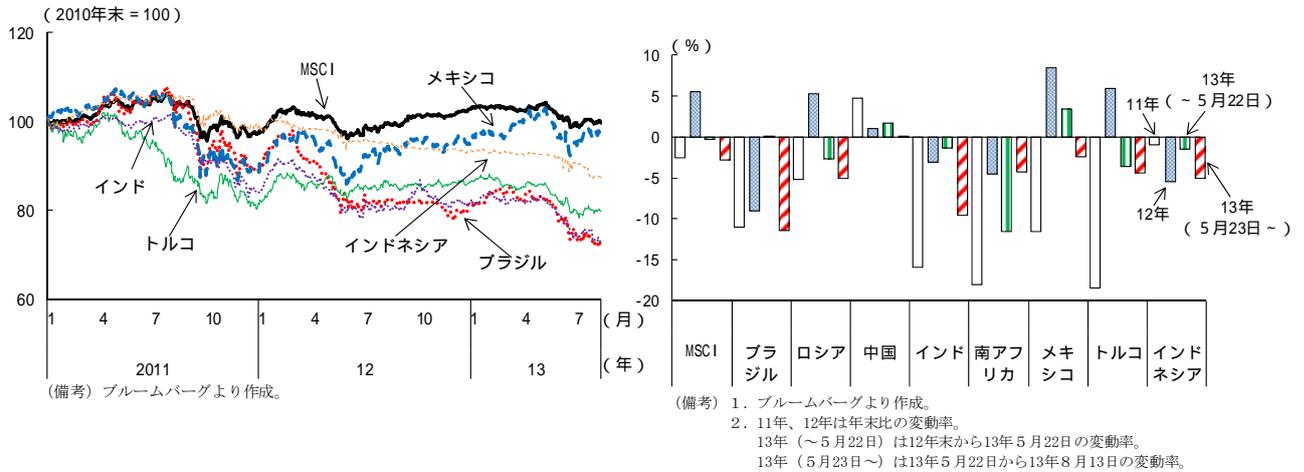


図4-2 新興国の株価動向

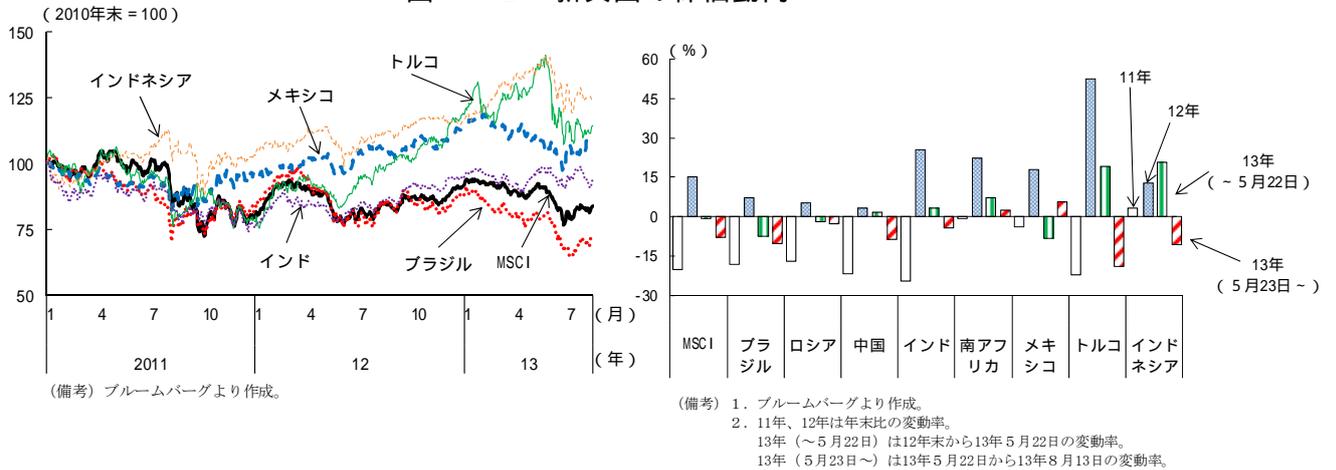
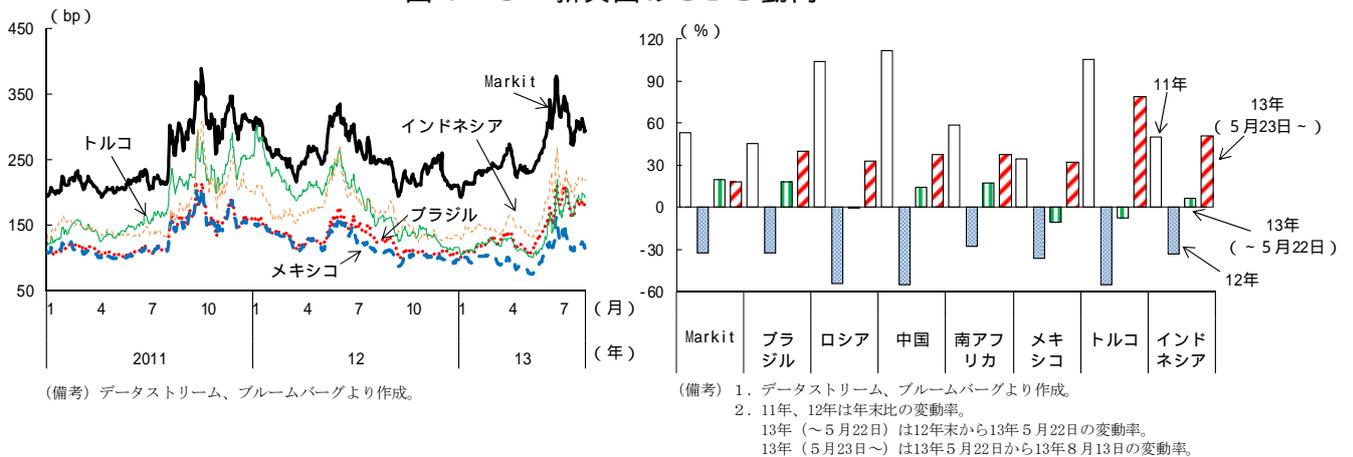


図4-3 新興国のCDS動向

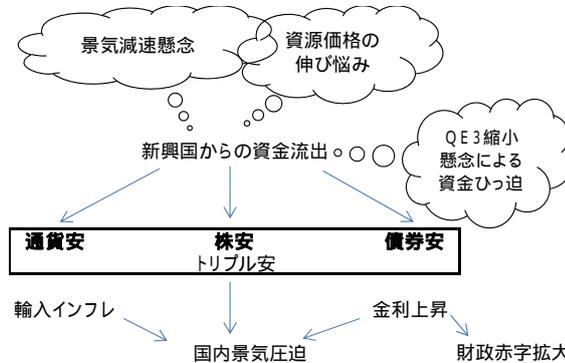


すでにブラジルやインドネシアといった一部の新興国では、為替減価によるインフレ懸念等から利上げに踏み切る国も出ている²。このように資金フローの逆流、すなわち新興国から

² ブラジルは13年4月、5月及び7月の3回、インドネシアは13年6月及び7月の2回。

の資金流出の規模が大きなものとなると、実体経済の悪化等につながるおそれがある(図5)。

図5 新興国における資金流出によるリスク(概念図)



ここで主な新興国における景気及び金融の状況について、現時点での動向を俯瞰してみると、その状況にはばらつきがみられる(図6)。ブラジルやメキシコ等のように経常赤字国で、景気の悪化にもかかわらず物価が高止まりしている国もある一方、フィリピンやタイのように経常黒字国である上、過去と比較すると景気の鈍化が軽微で物価が安定している国もある。また金融市場をみると、ブラジルやトルコのようにいずれの項目でも最大下落幅が非常に大きい国もある一方、インドネシアやメキシコ等のように為替では大きく下落したものの、株価は比較的安定している国もみられる。

図6 新興国の景気及び金融市場に関する星取表

	マクロ経済指標			マーケット指標			
	GDP	CPI	経常収支	為替	株	CDS (格付け)	
ブラジル	×	×	*	×	×	×	Baa2
チリ	×			×		×	Aa3
中国	×			**		×	Aa3
インド	×			×		-	-
インドネシア		×	*	×		×	Baa3
マレーシア	×			×	**	×	A3
メキシコ	×	×	×	×		×	Baa1
フィリピン				×	×	×	Ba1
ロシア	×	×		×	**	×	Baa1
南アフリカ	×	×	×	×		×	Baa1
タイ				×	×	×	Baa1
チュニジア	×	×	×			-	-
トルコ	×	×	×	×	×	×	Baa3
ベトナム	×			**		-	-

- (備考) 1. IMF、ブルームバーグ、データストリーム等より作成。
 2. 表中の(*)は13年以降、利上げた国、(**)は変動相場制以外の為替制度。
 3. CDS格付けはムーディーズ。
 4. ×の基準は以下のとおり。
 ・GDP: 実質値の2000年以降の前年比の平均を求め、直近(原則13年Q1)の前年比がそれを下回る場合
 ・CPI: 10年以降の前年比の平均値を求め、直近(原則13年6月)の前年比がそれを上回る場合
 ・経常収支: 12年以降の平均が赤字の場合
 ・マーケット各指標: 13年5月22日以降の最大変動幅が、MSCI新興国のそれを上回る場合

次項では、このように景気や金融の状況が現在不安定な新興国のうち、比較的経済規模が大きいこと、過去に対外面や金融面で危機を経験していることなどから、ブラジル、インドネシア、メキシコ、トルコの4か国について焦点を当て、景気動向やリスク及び過去にそれらの国が経験した金融危機時と比較したリスクへの耐性についてさらに分析する。

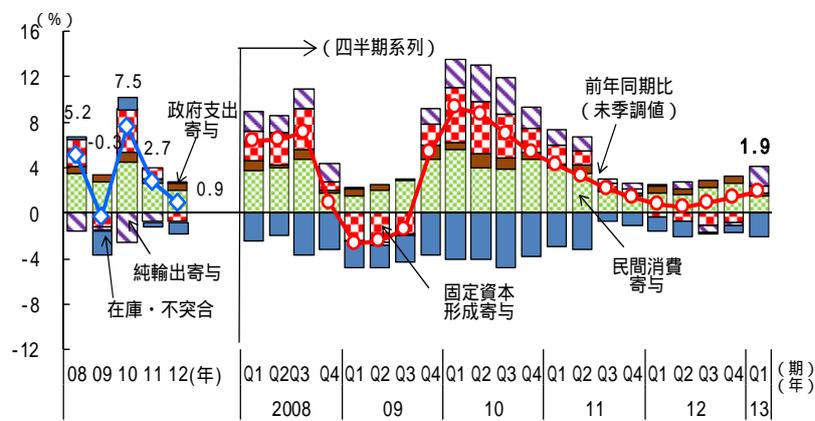
3．主な新興国経済の現状とリスク

(1) ブラジル

(i) 景気の現状とリスク

ブラジル経済は、2008年の金融危機後は景気が減速したが、減税や利下げ等の景気刺激策によって民間消費を中心として内需が回復し、プラス成長が続いた。しかし11年以降、ヨーロッパ経済の減速に伴う先行き不安、国内労働コスト上昇による製造業を中心とした固定資本投資の減速と、内需拡大に伴う輸入増加、EU等向け輸出の低迷が高成長を抑制した。13年1～3月期は固定資本投資が回復したものの、物価上昇による実質購買力の低下によりこれまで成長を牽引した民間消費が鈍化し、中国等の景気減速に伴う輸出の減少も加わり、実質成長率は前年比1.9%と回復の足取りは鈍い(図7)。

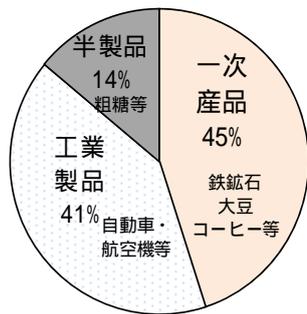
図7 実質経済成長率



(備考) 1. ブラジル地理統計院 (IBGE) より作成。
2. 在庫投資の値は公表されていないため、在庫・不突合は差し引きして算出した残差を掲載。

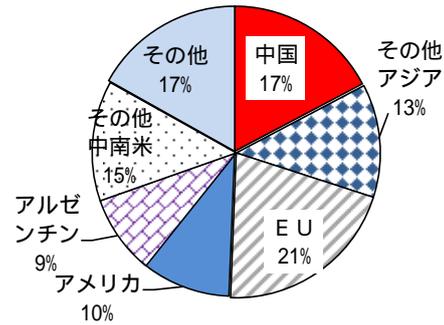
ブラジルは一次産品(鉄鉱石・原油・大豆等)が輸出の45%を占める資源国である(図8)。00年以降は中国経済の成長に伴う資源需要を背景として、輸出に占める同国のシェアが拡大し、09年に米国に代わり最大の輸出相手国となった(図9)。また、世界金融危機後の資源価格高騰の一方でリアル高や労働コスト上昇により製造業の競争力が低下し、一次産品への輸出依存度が高まった。しかし、11年以降のヨーロッパ経済の景気減速の影響もあって、中国等の新興国経済の成長が鈍化し、一次産品需要の後退を招いたことで12年の輸出額は減少した。

図8 輸出品目構成比



(備考)ブラジル中銀より作成。2011年の名目輸出額より作成。

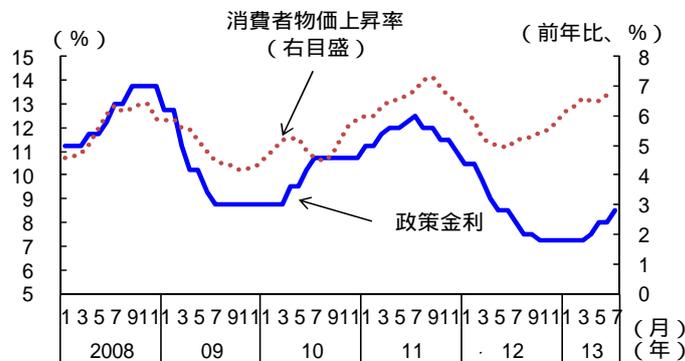
図9 輸出先相手国構成



(備考)ブラジル中銀より作成。2011年の名目輸出額より作成。

消費者物価上昇率をみると、12年7月以降干ばつに伴う食料品価格の高騰、また、名目成長率にスライドする最低賃金や高い物流コスト等インフレを助長する経済構造の影響を受けて上昇傾向をたどっていた。物価上昇率が中央銀行の目標4.5%(±2%)の上限に達するなど物価上昇懸念により、13年4月以降、計3回政策金利引き上げを行っている³(図10)。また13年5月以降は、アメリカの金融緩和政策の縮小懸念から為替が減価し、輸入物価へ影響することが懸念される。中央銀行は、13年7月31日にはレアル安が進行する現状に鑑み、4年ぶりの為替介入を実施した。

図10 消費者物価上昇率



(備考)ブラジル中央銀行より作成

08年以降のブラジルの経常収支は、貿易黒字の縮小と所得収支及びサービス収支の赤字拡大によって、大幅な赤字となっている(図11)。

こうした赤字分は資本収支でファイナンスされる構造となっているが、08年の金融危機直後と最近ではその構成は変化している(図12)。従前は先進国との成長率・金利差により証券投資が中心となっていたが、10年10月の資本規制強化、11年以降の欧州債務危機の影響

³09年のマイナス成長から積極的な金融財政政策により10年は7.5%の高成長となった。だがブラジル政府は持続可能な成長(4~5%)を維持することを目的とした景気減速を目指し、中央銀行はインフレ抑制策として利上げを実施した。政策金利引き上げによる内需の減速により、景気鈍化は達成されたものの、11年以降の世界経済の鈍化に伴う、景気減速懸念の高まりとインフレリスクの後退により利下げを開始した。

を背景に、証券投資は急減した。それに代わって資源や経済成長に着目した消費地として直接投資が増加し、ブラジル政府の投資促進政策の後押しもありその後も底堅く推移している。

図 11 経常収支

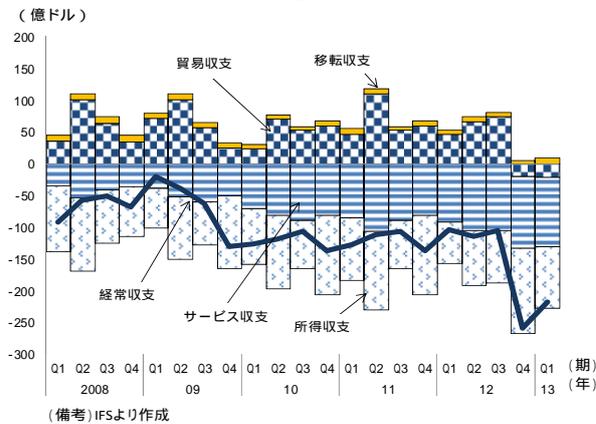
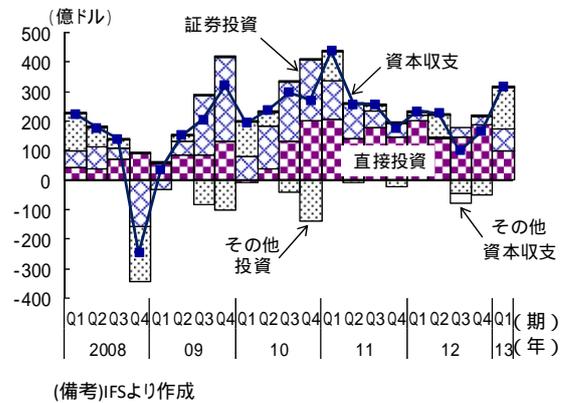


図 12 資本収支



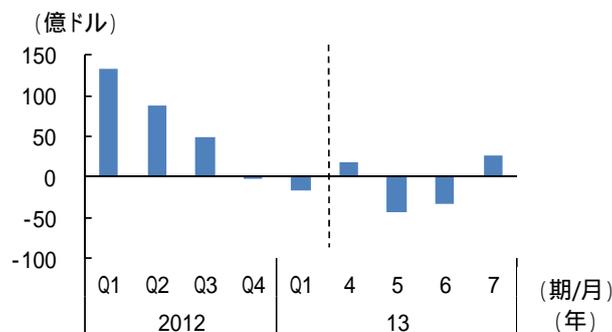
国内の供給能力が十分でない中、断続的に実施されてきた減税と最低賃金の引上げといった景気刺激策による消費の拡大は、輸入の増加につながり、最近の通貨安とあいまって、物価の上昇となってあらわれている。

こうした物価上昇率の高止まりと低成長の長期化に加え、経常収支の赤字を資本収支でファイナンスする構造であることから、資本の流出が発生したケースにおいて外貨準備の取り崩しを余儀なくされることが懸念される。

また、輸出総額のそれぞれ 17%と 21%を占める中国とEUの景気減速を受け、ブラジルの輸出が鈍化し貿易収支の悪化により、経常赤字が拡大するおそれがある。経常赤字の拡大は、これまで以上にブラジル経済の外国資本への依存度が高まることにつながるが、最近では資源価格の調整に伴う関連投資の縮小による対内直接投資の減速が懸念されている。

さらに、外貨準備高も 13 年 7 月は増加しているものの、5～6 月は前月より減少していることに注意が必要である (図 13)。

図 13 最近の外貨準備高の推移 (前期 / 前月差)



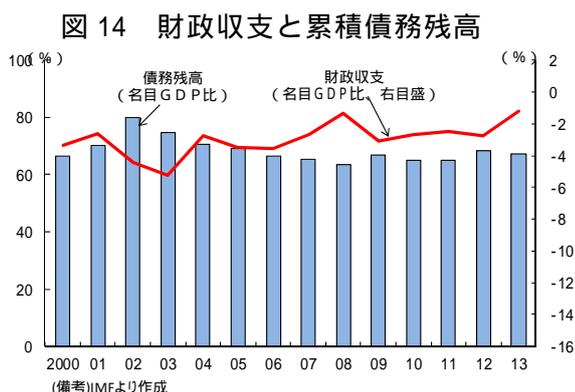
その他、政治リスクもブラジル経済の先行きの懸念材料の一つである。13年6月に公共交通機関の運賃上げに対する抗議デモが拡大し、大規模な反政府デモが発生した。今後もこうした混乱が発生した場合、投資家心理の冷え込みによる投資鈍化が懸念される。

(ii) 過去の金融危機時と比較したリスク耐性

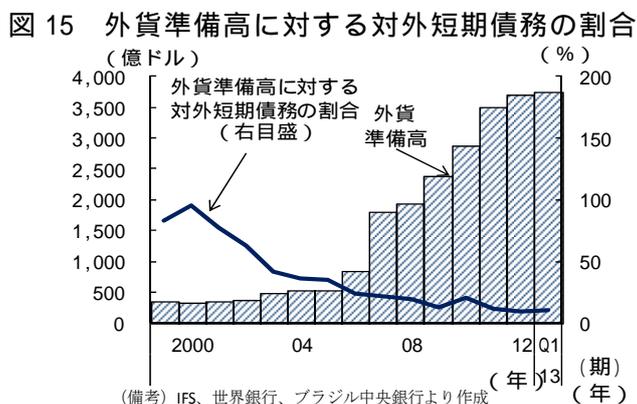
99年のブラジル通貨危機は、固定相場制をとっていたために実質為替レートが過大評価され、その結果、経常赤字が増大し、大量の資本が流出したことから発生した。

これはファンダメンタルズの脆弱性に起因するものであったため、その経験からブラジル政府はファンダメンタルズの強化に取り組んできた。通貨危機後の99年には変動相場制へ移行するとともにインフレ抑制のためのインフレターゲット政策を導入し、現在は消費者物価上昇率の目標を4.5%（±2%）としている。

財政政策では、2000年に「財政責任法」を制定し、連邦、州、地方各レベルで人件費・債務残高の上限を設定し、新たな財源を伴わない新規事業の予算化を禁止し、財政規律確保を行っており累積債務残高（GDP比）は安定して推移している（図14）。



外貨準備高は99年の通貨危機後増加し、12年には危機時の約10倍に積み上がっている。また世界金融危機後の2000年に約95%にまで上昇した外貨準備高に対する短期債務の割合は13年1～3月期では約10%の水準まで低下している（図15）。



また、03年以降、国際商品価格の上昇に伴う輸出増加を背景に、貿易収支、経常収支の黒字が拡大した結果、対外資産が増大し、05年に国際金融機関からの支援融資 I M F 債務を全額繰り返済するなど、現在は純債権国へと転換している。

最近では、13年6月、景気の先行き懸念やアメリカの金融緩和策の縮小観測から通貨レアル安・ドル高が急速に進んだことを受けて、資金流入を促し、通貨安による輸入物価上昇を防ぐために金融取引税(I O F)の税率引下げを実施している。

こうした状況を総合的にみれば、現在は景気減速がみられるものの通貨危機を引き起こすリスクは相対的に低下しているとみられる。

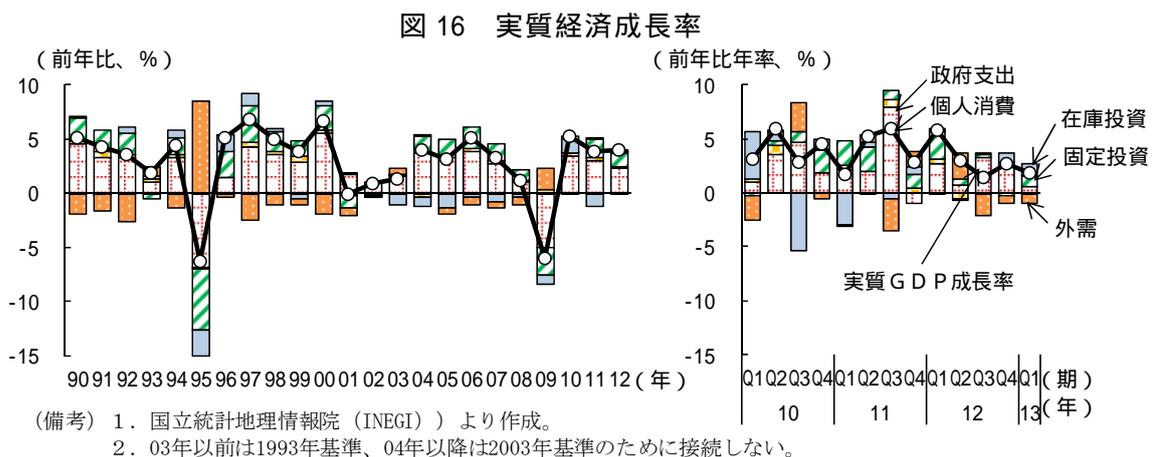
中長期的には、民間消費に依存した経済構造からインフラ投資も含めた投資とのバランスのとれた経済構造構築が望まれる。投資不足の改善には投資の抑制要因になっている複雑な税制やインフラの未整備等の「ブラジルコスト」⁴の問題への取組が必要である。

こうした構造問題への取組により、海外からの直接投資の増加や高コストをはじめとする経済効率の改善、輸入依存の構造改善が期待されよう。

(2) メキシコ

(i) 景気の現状とリスク

メキシコ経済は、94年のメキシコ通貨危機や08年の世界金融危機による一時的な景気後退を除けば堅調に推移しており、12年の実質経済成長率は、民間消費と固定資本投資にけん引され、前年比3.9%となった。ただし、12年後半からは最大の輸出相手国であるアメリカ経済の成長がやや低下したことなどから、輸出の減少や民間消費の鈍化がみられ、成長率は低下している(図16)。

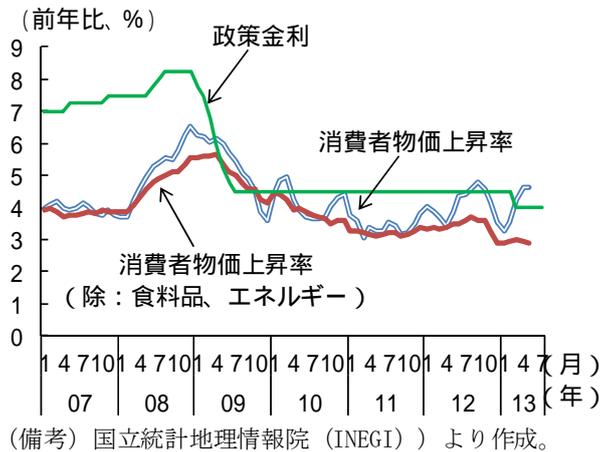


消費者物価上昇率は、13年3月以降4%台で推移しているが、主な要因は食料品やエネルギー

⁴ 複雑な税制、労働・雇用面での過剰な保護措置、治安の悪さといった問題がいわゆる「ブラジルコスト」として従来から指摘されている。例えば、税制面では、56種類の税目があり、制度が頻繁に変わることや、労働・雇用面では、容易に解雇ができず、最低賃金が名目成長率にスライドして決められることが挙げられる。また高い社会保障費用や頻繁に発生する労働訴訟などが指摘されている。

ギーの価格上昇であり、これらを除いたコア CPI は比較的安定して推移している⁵。ただし、13 年 4 月頃からの為替減価が、物価上昇圧力となっていることには注意が必要である⁶。政策金利は、13 年 3 月に海外景気の弱さ等に伴う国内の景気減速を理由に 4.5% から 4.0% に引き下げられた後は据え置かれている（図 17）。

図 17 消費者物価上昇率の推移



経常収支をみると、移民送金を中心とした経常移転収支の黒字分を、財・サービス収支、所得収支の赤字が上回っている状況となっている（図 18）。また、北米自由貿易協定（NAFTA）を始めとした多くの国々との自由貿易の推進や安定した財政状況等を背景として、外国投資家によるメキシコ国債購入が増加し、証券投資を中心に資金が流入しており、資本収支は堅調に推移している（図 19）。

図 18 経常収支

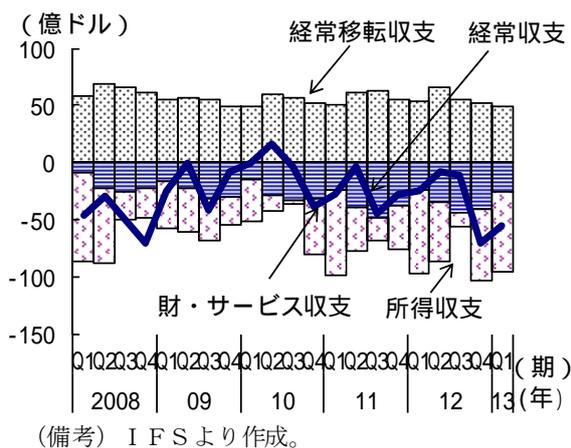
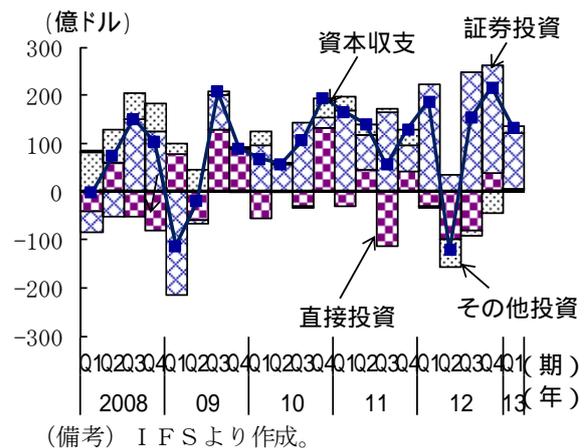


図 19 資本収支



⁵ メキシコ政府は、01 年にインフレ・ターゲティングを導入し、消費者物価上昇率の中期目標を 3%（±1%）としている。

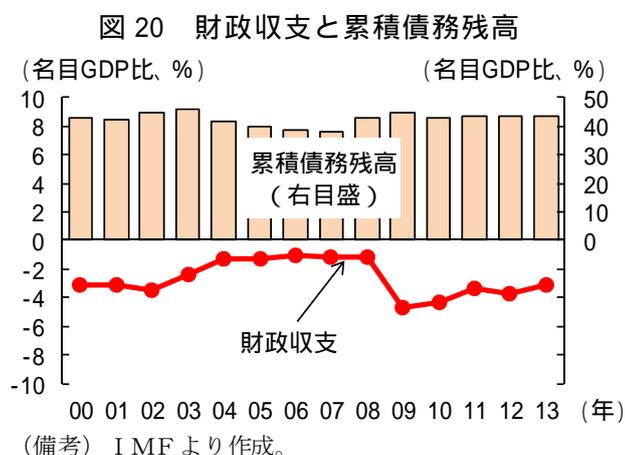
⁶ 一方で、メキシコは輸出依存度が高く（12 年 32.9%）、為替減価は輸出を促進させ、景気を後押しする側面もあることに留意する必要がある。

資本収支においてみられる海外からメキシコへの投資の特徴は、直接投資に比べ短期的な動きのある証券投資が多い点である。特に近年、10年のシティグループによる世界国債インデックス（WGBI）⁷へのメキシコ国債の組入れによる信用の高まりや、中南米初の100年物ドル建てグローバル債発行等を契機に多額の外国資本が流入しており、仮にこうした資本流入が急速に反転すれば、通貨安やひいては株価下落の圧力となることが懸念される。

（ii）過去の金融危機時と比較したリスク耐性

94年のメキシコ通貨危機の際は、インフレ抑制のために採用されていた固定相場制の下で、実質為替レートの大過剰により生じた経常赤字の増大に加え、政情不安や、アメリカの政策金利の引上げを契機に資金が還流した。そこで通貨防衛のために為替介入を繰り返し実施したため、外貨準備高が激減する事態となった。その結果、短期資本の流出により国内資金の不足、大幅な経常収支の赤字、対外債務の返納不能、不良債権を抱えた銀行の危機をはじめとする金融システムの崩壊等の事態に陥った。この経験を経て、メキシコ政府はファンダメンタルズの強化に取り組んできた。

財政については、中長期の財政収支の均衡を義務付ける「財政責任法」（06年）により財政規律が強化された結果、規律ある財政政策が維持されており、12年の累積債務残高（GDP比）は43.51%と低水準である（図20）。



94年に約62億ドルまで落ち込んだ外貨準備高は、12年に約1,600億ドルまで増加した。94年に対GDP比626.3%まで上昇した外貨準備高に対する対外短期債務の割合は、11年に同35.7%まで減少している（図21）。しかし、最近の外貨準備高の推移をみると、13年7月は増加しているものの、5～6月にかけては減少しており、注意が必要である（図22）。

⁷ シティグループの世界国債インデックス（WGBI）に組み入れられるためには、一定の基準（市場規模基準、信用格付け、市場参入の障壁がない）を満たす必要がある。

図 21 外貨準備高に対する
対外短期債務の割合

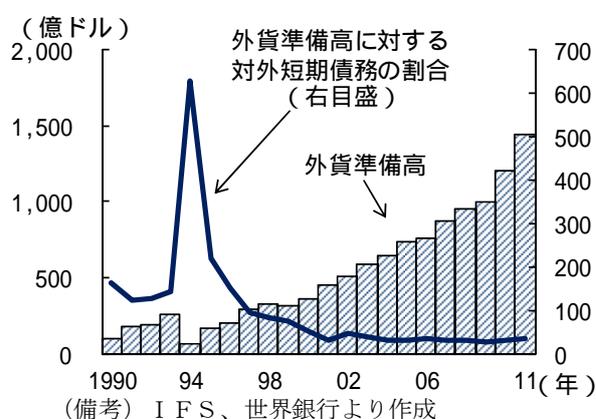
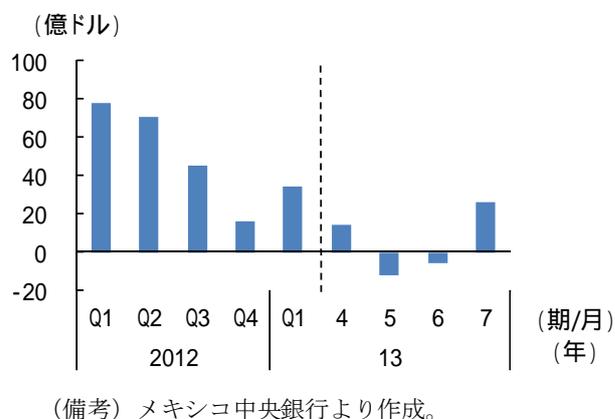


図 22 最近の外貨準備高の推移
(前期/前月差)



さらに、アメリカとの 300 億ドルの通貨スワップ協定や、経済実績の良好な国を国際金融危機から保護するための I M F の融資制度である F C L (Flexible Credit Line) の下で 473 億の S D R (約 730 億円) の供与を受けており、短期的な資金流出に備えている。

また、12 年 12 月に発足したペニャ・ニエト新政権は中長期的な成長力を押し上げるべく、基幹産業である石油関連産業への民間資本参入や、税体系の簡素化と徴税基盤の強化を通じた財政改革等の構造改革に取り組んでいる。

13 年 5 月以降のアメリカの金融政策の変更観測が、メキシコ市場の動向を左右する中、市場の変動に左右されずに直接投資を中心とした外国資本を持続的に呼び込むにはこうした構造改革の推進も重要となる。

(3) インドネシア

(i) 経済の現状とリスク

インドネシア経済は、他の新興国のように経済成長率が低下する中で消費者物価上昇率が高止まりする、いわゆるスタグフレーションの状況にはなっておらず、堅調な経済成長が続いている。

実質経済成長率は、08 年の世界金融危機後の 09 年 4 ～ 6 月期に 4.3% 成長を記録したのを底に成長率は回復しており、10 年 1 ～ 3 月期以降、堅調な内需に牽引された経済成長を続けている (図 23)。

また消費者物価上昇率は、13 年に入って洪水被害等、主に供給側の要因により上昇しているものの、本稿で取り上げているほかの国々のように高止まりはしていない (図 24)。ただし、13 年 6 月に政府が行った燃料補助金削減に伴う急激な物価上昇には注意が必要である。政府の上述の施策の実施もあり、中央銀行は燃料補助金の削減による物価上昇への対応等のため、同年 6 月、7 月に政策金利の引き上げを実施している。利上げにより、これまで経済

成長を牽引した民間消費、固定資産投資の更なる下振れが懸念される状況となっている。

図 23 実質経済成長率

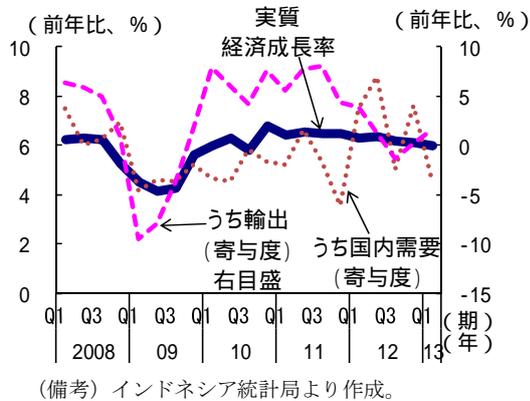
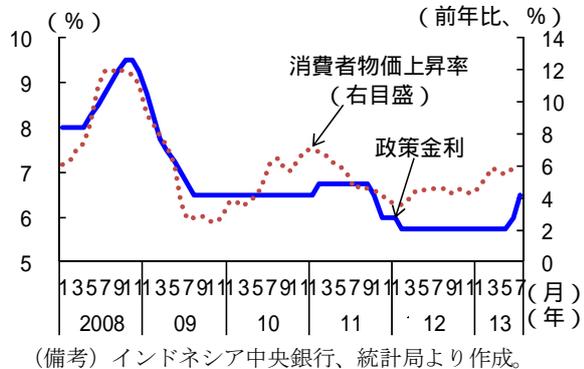


図 24 消費者物価上昇率、政策金利



安定した経済成長が続くインドネシア経済であるが、注意を要するもう一つの点が国際収支（特に経常収支）の状況である。

国際収支は、11年10～12月期以降、その内訳である経常収支が赤字で推移している（図25）。

11年10～12月期以降の経常収支赤字の要因として、証券等の投資収益の受払いを主とする所得収支の恒常的な赤字に加え、財・サービス収支の赤字が挙げられる。これは、経済成長を背景として輸入が増加しているためでもあるが、加えて、インドネシアにおける主力輸出製品である原材料、資源等⁸の価格が低迷し、輸出が前年割れとなっていることが背景にある（図26）。

図 25 経常収支

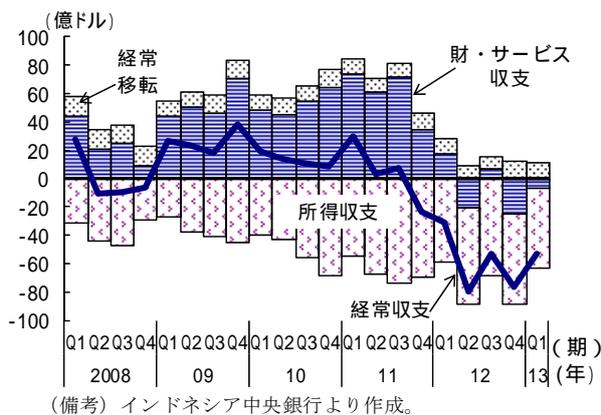
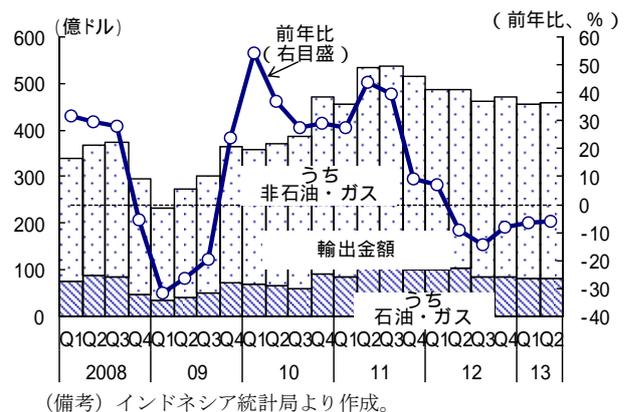


図 26 輸出動向



一方で、資本収支も直近の13年1～3月期において、海外との資金の受払等を表すその他投資が赤字となった（図27）。結果として80億ドル程度の外貨準備高を取り崩す形となり、

⁸ インドネシアの主力輸出製品は鉱物製品等であり、その割合は12年で50%を超えている。

外貨準備高の約8%程度が減少、13年5～6月にかけても減少が続いており、同年1～3月期と同程度の外貨準備高が減少している点には注意が必要である（図28）。

図27 資本収支

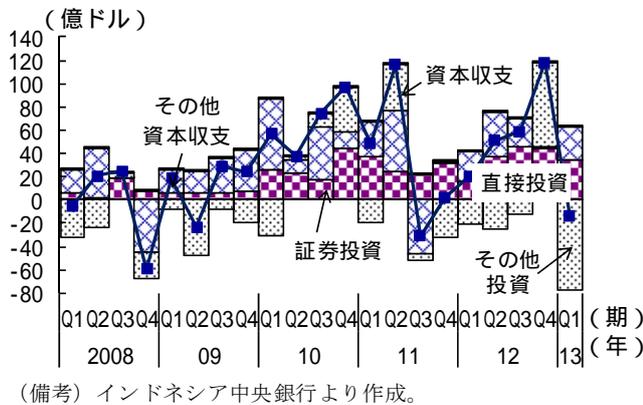
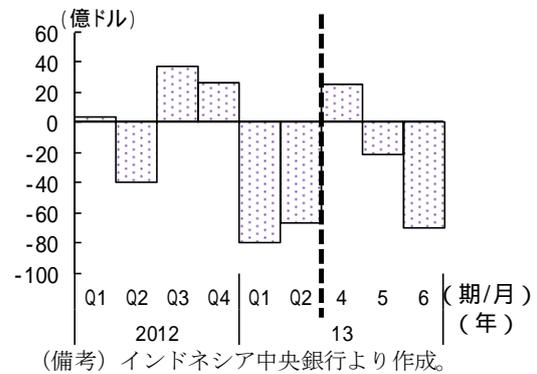


図28 最近の外貨準備高の推移(前期/前月差)

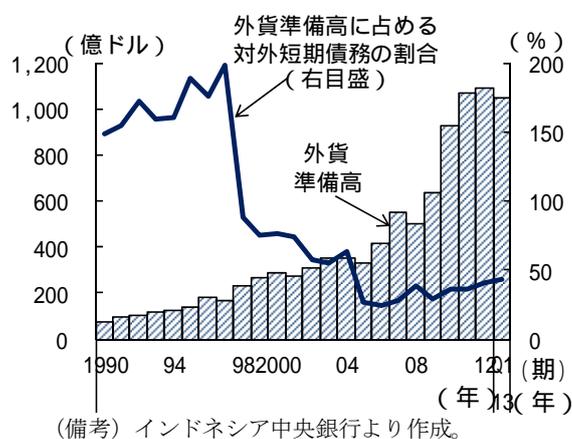


(ii) 過去の金融危機時と比較したリスク耐性

こうした経常収支赤字は、海外に対する債務の増加や自国通貨安圧力をもたらす。

特に、海外に対する債務の増加については、インドネシアは97年に通貨危機を経験している。当時の通貨危機は、対外短期債務残高が外貨準備を上回る水準となっており、資本流出が生じた際、資金需要に対応できるだけの外貨準備高が積み増されていなかったことによりもたらされた。そこで対外債務（うち短期）の状況を外貨準備高と比較すると、外貨準備高に対する比率はこのところ上昇傾向にあるものの、直近の13年1～3月期で約40%程度と、通貨危機時と比較すると約4分の1程度まで縮小している（図29）。また前掲の資本収支をみても、11年以降は直接投資が堅調に流入しており、短期的資金に依存する資本収支構造からの変化もみられる。このように、インドネシアは通貨危機時との比較においては短期債務及び外貨準備高からみた対外環境の急激な変化に対するリスク耐性を有しているといえる。

図29 外貨準備高、対外短期債務の動向



(4) トルコ

(i) 景気の現状とリスク

08年の世界金融危機の影響で、08～09年は景気が減速したものの、09年下半年から民間消費を中心とした内需拡大により景気は回復した。しかし11年に入ると、欧州政府債務危機によって主な輸出先であるヨーロッパの景気が悪化したことから景気は減速した。12年は中東向け輸出が好調であったものの、GDPの約6～7割を占める民間消費が弱く、実質経済成長率の伸びは低調であった。13年1～3月期は4四半期ぶりに民間消費がプラスに寄与し、内需は回復基調にある(図30)。

なお、トルコは、近隣の中東諸国と比較して製造業が発達しており、輸出の約6割が機械・輸送機械、工業製品等である。主な輸出先(12年度)は、ヨーロッパ及び中近東で、それぞれ約5割%、約3割となっている(図31)。

図30 実質経済成長率

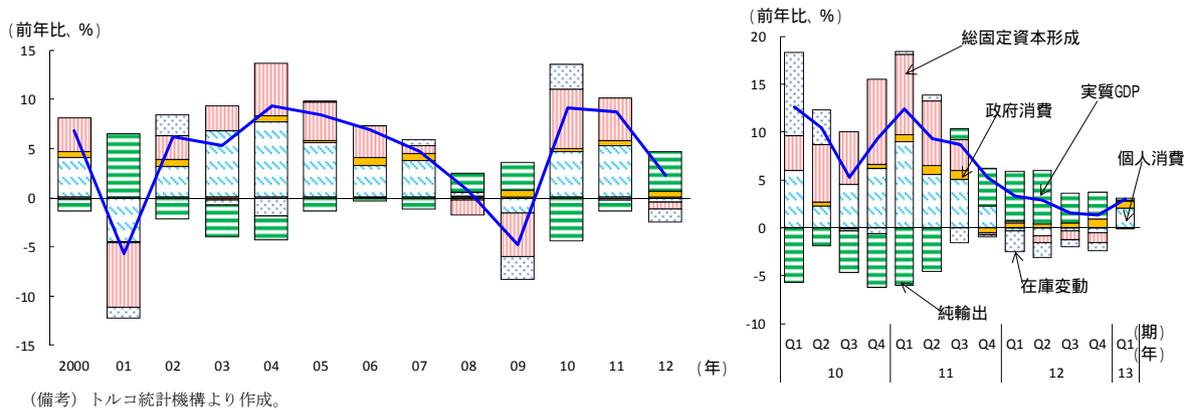
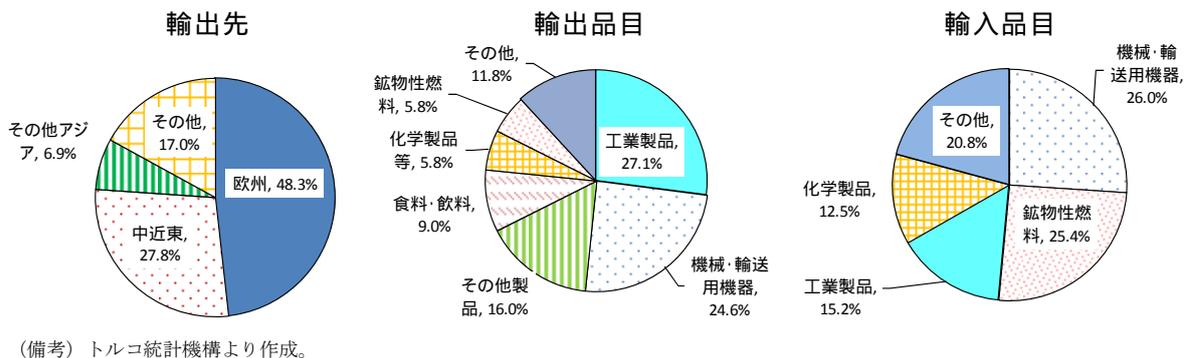


図31 主な輸出先・輸出入品目別シェア(12年)

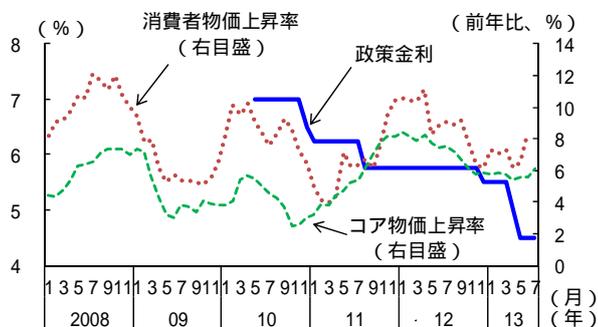


中央銀行は、トルコリラ高⁹を背景に、政策金利を13年4月と5月に2か月連続で引き下げているが、一方で、食品・エネルギー価格の上昇等を背景に、短期金利の上限となる翌日物貸出金利を7月に引き上げている。

⁹ ただし、その後は通貨安が進んでいる。

消費者物価上昇率は、コア物価上昇率はおおむね横ばいで推移しているものの、総合ではこのところ上昇している（図 32）。

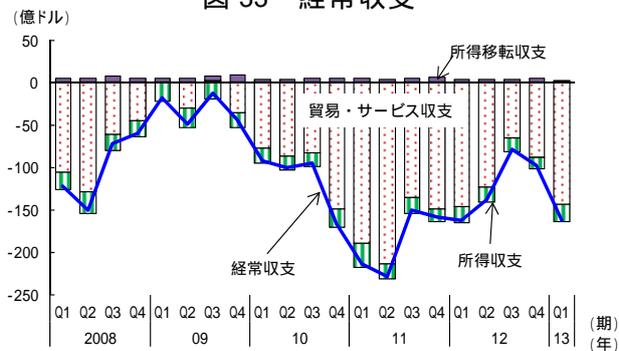
図 32 消費者物価上昇率と政策金利



- (備考) 1. トルコ中央銀行、トルコ統計機構より作成。
 2. 2010年5月に政策金利を翌日物借入金金利から1週間レポ・レートに変更。
 3. コア物価上昇率は食品・エネルギー等を除く。

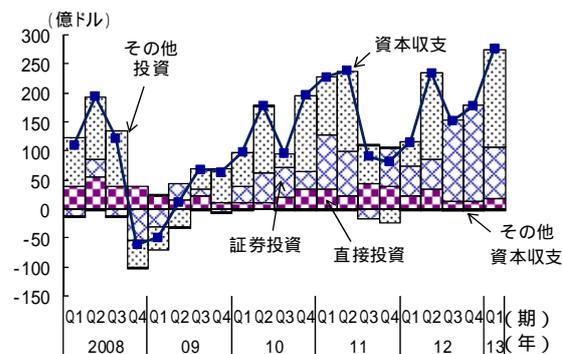
経常収支は、貿易・サービス収支の赤字を主因として赤字が続いている。これは、堅調な内需を背景として機械・輸送用機器、工業製品、化学製品等の輸入が増大していることや主要輸出相手国であるヨーロッパ経済の低迷等が要因として考えられる（図 33）。また、資本収支は、証券投資や現預金を含むその他投資などの短期的な資金が多くを占めており不安定な資金流入構造であるといえる（図 34）。

図 33 経常収支



(備考) トルコ中央銀行より作成。

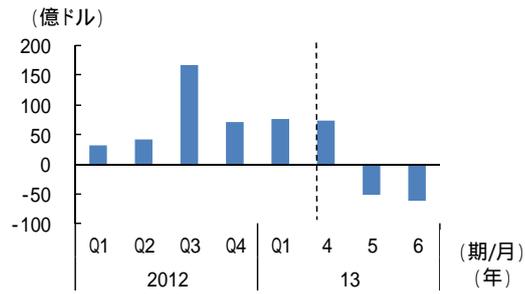
図 34 資本収支



(備考) トルコ中央銀行より作成。

資本収支は 2008 年の世界金融危機前後を除いては黒字で推移しており、11 年以降、証券投資残高は増加傾向にあるため、資金の流出が発生した際には自国通貨が売られやすくなる可能性がある。また、輸出の約 40%がヨーロッパ向けであるため、外需がヨーロッパの景気に大きく左右される。さらに、外貨準備高の推移をみると、13 年 5 月から減少していることも注意が必要である（図 35）。

図 35 最近の外貨準備高の推移（前期 / 前月差）



(備考) トルコ中央銀行より作成。

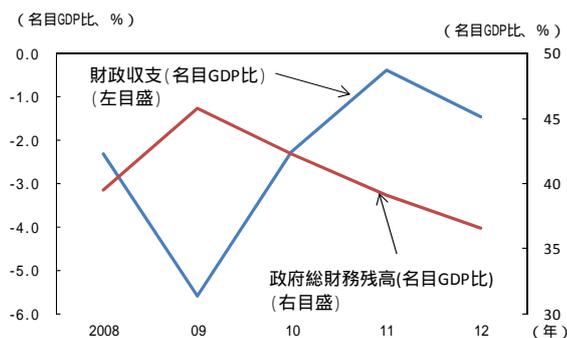
なお、最近では、イスラム色を強めている現政権に対して、13年5月にはイスタンブールで反政府デモが発生している。6月中旬にデモの発端となった公園再開発が一時棚上げとなり、事態は沈静化しているものの、現政権に対して一部のリベラル層の不満が燦々なかで、再び混乱が生じないか状況を見守る必要があるだろう。

(ii) 過去の金融危機時と比較したリスク耐性

トルコでは2000年10月末から01年にかけて金融市場及び政治問題を発端に、株価暴落、金利の高騰、為替下落等の金融危機が発生している。

01年の金融危機との違いについてみるため、まず当時の財政をみると、放漫財政を背景とする国債の信認低下をきっかけとしてインターバンク市場が混乱し、危機が拡大したが、最近では財政収支が対GDP比でマイナス1.5%程度であるなど、トルコの財政はおおむね健全である(図36)。

図 36 財政収支と累積債務残高

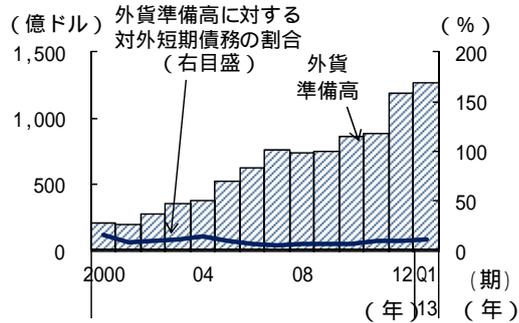


(備考) WEO、IFS、トルコ統計機構より作成。

さらに、金融面については、01年の金融危機前の不良債権比率は29.2%であったが、現在の不良債権比率は低く、自己資本比率についてもBIS規制の8%を大幅に上回る15%以上と良好に推移している。

対外債務全体に占める短期債務の割合は1割程度(13年1~3月期)と低く、外貨準備高に対する対外短期債務の割合は低水準となっている(図37)。

図 37 外貨準備高に対する対外短期債務の割合



(備考) トルコ中央銀行、トルコ財務省より作成。

4. まとめ

以上のように新興国の景気減速及び金融をめぐる状況を概観してみると、以下のことがいえよう。

第一に、新興国経済が置かれた現状や景気減速の経緯は一概にはいえないものの、外需に依存した経済体質の国では、その輸出先の景気動向に大きく左右され、資源輸出国は特にその傾向が強い。とりわけ、最近の中国経済の減速が及ぼす影響は小さくないと考えられる。

第二に、2000年代以降、高い経済成長を続けてきた新興国の多くは、ブラジルにおける「ブラジルコスト」に代表されるような構造的な供給制約の問題を抱えており、それを根本的に解決しない限り、高い経済成長率を続けることが困難であるという点である。

こうした中で、アメリカの金融緩和政策縮小懸念による国際金融市場の変化が新興国に影響を及ぼすこととなった。前項において取り上げたような国々は、その後いくつかの分野でファンダメンタルズを改善し、一定程度は外的ショックに対するリスク耐性を強化しているが、構造的な問題の存在などを踏まえると、予断を許さない状況である。そのほかの主要な新興国のうち、例えばインドでも、外貨準備高は比較的積み上がってはいるものの、双子の赤字（財政赤字と経常赤字）などの構造問題を抱え、ルピー安が続いてきている。

今回の金融市場の動きは、上述のような最近の構造的な課題まで含めて、新興国が向き合うべき課題を改めて問うこととなった。いくつかの新興国では、景気減速の動きが続いており、今回みられたような資金流出の動きが継続的に拡大すれば、さらなる景気減速圧力となる懸念はある。各国ごとの課題はそれぞれ異なるものの、引き続き十分な注視が求められる。

(以上)

～．

(参考文献)

桑原 小百合[1999]「2つの通貨危機：メキシコ94-95 vs.ブラジル99」ラテン・アメリカ
論集 第33号 1999年

IMF [2012] “2012 ARTICLE IV CONSULTATION”, November 2012

Bank for International Settlement “83rd Annual Report”, June 2013.

I M F “People’s Republic of China: 2012 Article IV Consultation”, Country report No.12/195, July
2012.

I M F “World Economic Outlook update”, July 2013.

I M F “2013 Spillover Report”, August 2013.

OECD “Economic Outlook”, May 2013.

The World Bank “Global Economic Prospects”, June 2013.

～．