

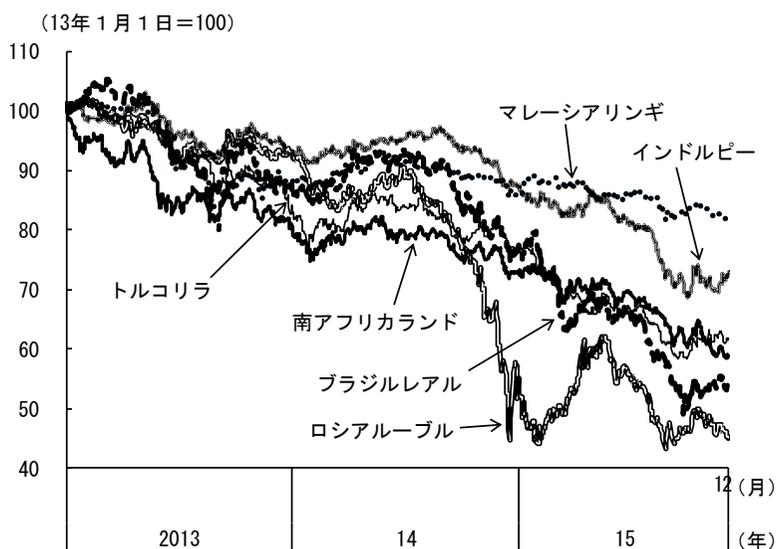
このように、通貨危機や金融市場の混乱の発生要因として、(1)経常収支が赤字傾向にあり、これを海外からの短期資金でファイナンスしている傾向にあること、(2)ドル高が進むと実質実効為替レートで増価することになり、輸出減・経常収支悪化に伴って、為替の切下げ圧力が強まるという固定相場制やペッグ制の抱える問題点が指摘できる。また、通貨危機を回避するためには、短期資金の急減を防衛するためのリスク耐性が十分にあるかどうかことが重要となる。

## 2. 現状の点検

アメリカの利上げが視野に入中、新興国通貨の一層の下落及び新興国からの資金流出が懸念されている。以下では、新興国経済の現状とリスクに対する耐性を点検する。

新興国の通貨は14年9月頃から下落傾向にあったが、原油価格下落や15年夏の世界同時株安の影響を受け、15年9月にかけて更に下落した(第2-3-5図)。ここではF5国に加えて、14年後半以降の原油価格の下落に伴って通貨が大きく減価しているロシア、変動相場制移行後の最安値を更新したマレーシアを主に取り上げる。

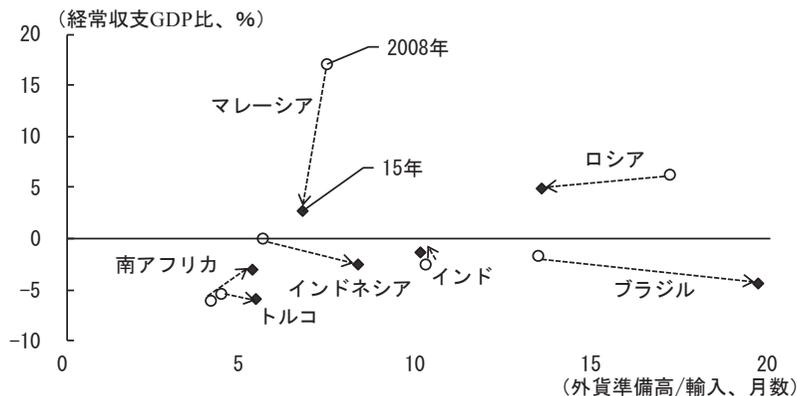
第2-3-5図 新興国の通貨の推移：減価傾向



(備考) ブルームバーグより作成。

まず、経常収支についてはマレーシアとロシアを除いて赤字となっているが、外貨準備高は一般的に必要な水準とされる輸入金額の3か月分を全ての国が上回っている(第2-3-6図)。

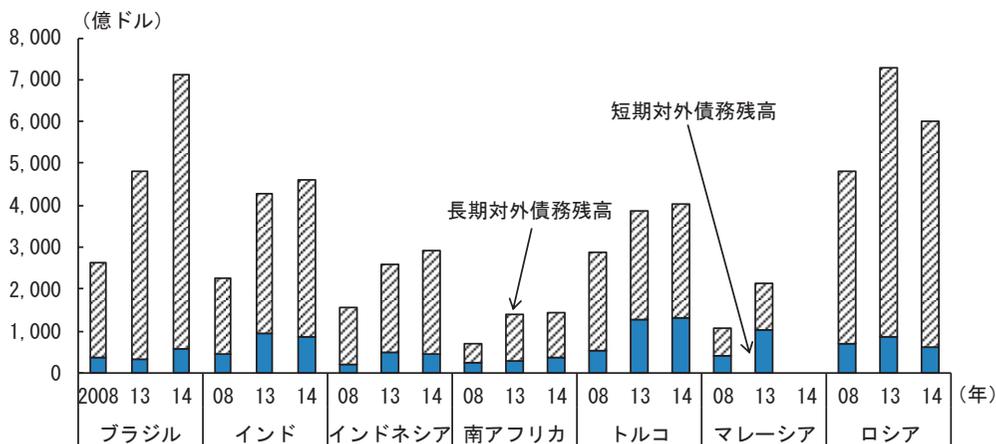
第2-3-6図 外貨準備高/輸入月数：経常赤字でも一定水準は確保



- (備考) 1. ブルームバーグ及びIMFより作成。  
 2. 経常収支GDP比は、2008年及び15年ともに6月末での値。  
 3. 外貨準備高/輸入月数は、08年は12月時点での年間値、15年は11月現在で取得可能な直近時点での年間値を基に算出。  
 4. 一般的には、外貨準備高は3か月分以上の輸入額を保有していることが望ましいと言われている。

また、対外債務残高についてはロシアを除いて増加傾向にある。中でもマレーシアは残高の約5割を短期対外債務が占めている（第2-3-7図）。

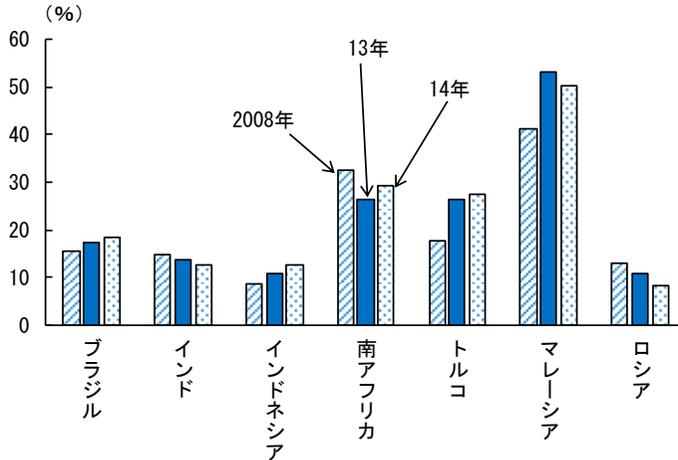
第2-3-7図 対外債務残高の推移：増加傾向



- (備考) 1. World Development Indicatorsより作成。マレーシアの2014年データは15年11月現在取得できていない。  
 2. マレーシアの14年対外債務残高は、World Bank QEDSによると、2,139億ドル。

また、新興国への資金流入の規模を確認するために外国銀行の保有する債務残高対GDP比率をみると、特にマレーシアでは海外からの資金流入が高まっていることが分かる（第2-3-8図）。

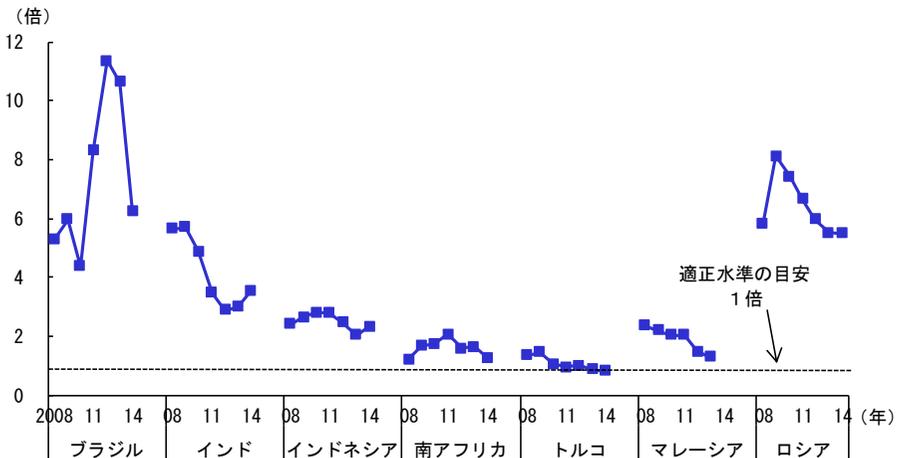
第2-3-8図 国外銀行からの債務残高GDP比：  
海外からの資金流入が高まっている国もみられる



(備考) BIS及びIMFより作成。

短期債務に対する耐性を評価するために外貨準備高の短期債務残高比をみると、トルコでは適正水準とされる1倍を下回っており、南アフリカやマレーシアも倍率が低下傾向にある(第2-3-9図)。前項でみたとおり、過去には短期的な資金への過度な依存が通貨危機を引き起こしたケースもあるため、リスクに対する十分な備えを持つ必要がある。

第2-3-9図 外貨準備高の短期債務残高に対する倍率：  
適正水準を下回る国もみられる

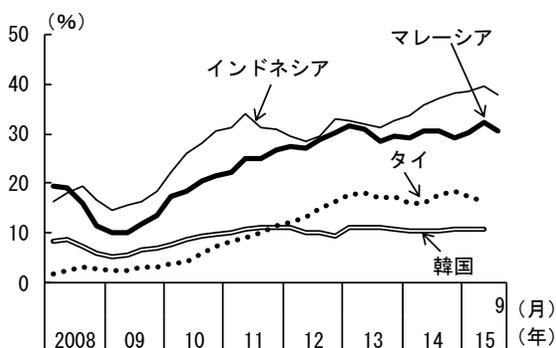


(備考) 1. 世界銀行より作成。マレーシアの2014年データは15年11月現在未公表。

2. 一般的に、金融危機時の流動性確保の水準は1倍以上が望ましいとされている。

さらに、海外投資家が国際金融市場の変動に伴い投資活動を変化させた場合の影響を評価するために、現地通貨建て国債の外国人投資家保有比率をみると、アジア諸国では緩やかに上昇している（第2-3-10図）。

第2-3-10図 現地通貨建て国債の外国人投資家保有比率：緩やかに上昇



（備考）AsianBondsOnlineより作成。

さらに、為替が減価傾向にある中、既に外貨準備が急速に減少している国もある（第2-3-11表）。

第2-3-11表 外貨準備高の推移

（億ドル）

	ブラジル	インド	インドネシア	南アフリカ	トルコ	マレーシア	ロシア
2012年12月末	3,621	2,617	1,059	412	983	1,349	4,731
13年12月末	3,490	2,677	934	419	1,092	1,305	4,564
14年12月末	3,548	2,959	1,061	415	1,053	1,118	3,277
15年11月末	3,534	3,268	952	387	1,001	901	3,085
増減率 (%) (14年12月末～15年11月末)	▲ 0.4	10.4	▲ 10.3	▲ 6.7	▲ 5.0	▲ 19.4	▲ 5.9

（備考）ブルームバーグ及びIMFより作成。

以上のように新興国のリスク耐性にはばらつきがみられるが、バーナンキショック当時と状況はあまり変わっていない。

新興国の金融市場を分析するには、経済指標のみならず、政治リスクや地政学的リスクも考慮する必要がある。バーナンキショック時には、F5国はいずれも翌年（14年）に総選挙や大統領選挙を控え、政治的不透明さが高まっていたが、当時と比較して、政治的不安定性や地政学リスクが一層拡大した国もある。ブラジルやマレーシアでは現政権の腐敗問題が噴出しており、政府の政策に対する信頼性が低下している。ブラジルでは15年11月時点で大統領の支持率が10%と史上最低水準にあり、大統領が弾劾される可能

性も言及されている。トルコでは15年6月に総選挙が実施されたものの、与党は過半数を獲得することが出来ず、連立合意には至らなかったため、憲法の規定に基づき11月に再選挙となり、与党が単独過半数を占める結果となった。ロシアでは、14年に発生したウクライナ危機が解決する兆しはみえず、欧米の経済制裁が続いている（第2-3-12表）。

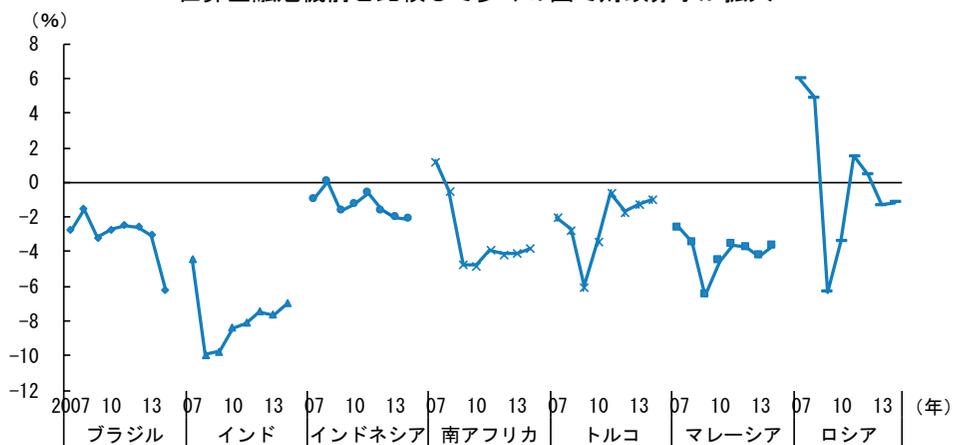
第2-3-12表 新興国の政治リスク等

	選挙動向			政治不安	地政学的リスク
	前回日程	次回日程	内容		
ブラジル	2014年10月	2018年10月	大統領選・議会選挙	汚職問題、景気低迷等に関するデモ	特になし
インド	2014年4月	2019年4月	議会選挙	与党（BJP）の地方選での敗北	隣国との領有権問題
インドネシア	2014年4月	2019年4月	議会選挙	労働者（賃金・労使交渉等）のデモ	特になし
南アフリカ	2014年5月	2019年5月	大統領選・議会選挙	雇用に係る反移民暴動、賃上げ等のデモ	隣国からの移民問題
トルコ	2015年6月	2015年11月	議会選挙	大統領の司法への圧力強化に関するデモ	非合法武装組織（PKK）、イスラム過激派組織（ISIL）のテロ等、ロシアとの関係悪化
マレーシア	2013年5月	2018年8月	議会選挙	汚職問題、景気低迷等に関するデモ	隣国との領有権問題
ロシア	2011年12月	2016年9月	議会選挙	特になし	ウクライナ紛争や欧米諸国との対立等

（備考）公益社団法人国際金融情報センター及び各種報道より作成。

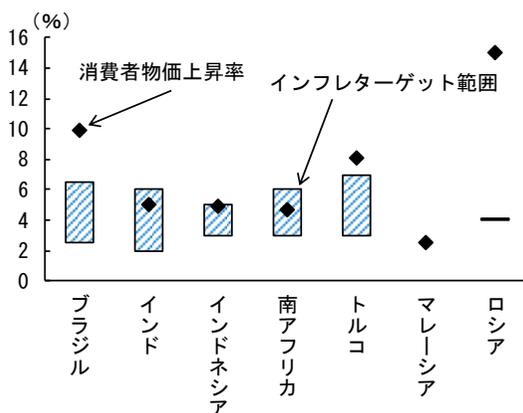
ここで、アメリカが利上げに踏み切り、新興国の金融市場が大きく変動した際に、新興国が採ることの出来る政策余地について検討する。新興国では、08年の世界金融危機に対応するために財政刺激策を採った結果、危機以前と比較して財政赤字が拡大している国が多く、財政面からの景気下支えの余地は縮小していると考えられる（第2-3-13図）。一方、金融政策については、物価上昇率がインフレターゲットを上回っている国が多数みられる。これらの国では、通貨安からの資金流出、物価上昇と景気減速のバランスをにらみながら、経済政策の難しいかじ取りを迫られることになる（第2-3-14図）。

第2-3-13図 財政収支GDP比（07～14年）：  
世界金融危機前と比較して多くの国で財政赤字が拡大



（備考）IMFより作成。

第2-3-14図 消費者物価上昇率とインフレターゲットの比較：  
消費者物価上昇率がインフレターゲット内におさまっている国は少ない



- （備考）
1. ブルームバーグ及び各国中銀より作成。
  2. 物価指標は消費者物価上昇率の前年比で15年11月現在における値。
  3. インドのインフレターゲットは、消費者物価上昇率を16年1月末までに6%。18年末までに4%（幅は4±2%）。
  4. マレーシアはインフレターゲットを設定していない。
  5. ロシアはインフレターゲット範囲を設定せず、ターゲット値を設定しており、横線で表示。

### 3. 金融危機を防止する仕組み

以上のように、新興国のリスクに対する耐性は国によってばらつきがみられる一方、世界金融危機前と比較して、金融危機の伝播を防止する国際的な仕組みや危機を未然に

防ぐ仕組みが強化されていると考えられる。

まずは通貨制度の変更である。メキシコ危機やアジア通貨危機を経て、多くの国が為替を固定相場制度から変動相場制に移行している（第2-3-15表）。

第2-3-15表 主要新興国の為替制度

国名	通貨制度	導入時期
インド	フロート	1993年3月
メキシコ	フロート	1994年12月
南アフリカ	フロート	1995年3月
タイ	フロート	1997年7月
インドネシア	フロート	1997年8月
韓国	フロート	1997年12月
ブラジル	フロート	1999年1月
チリ	フロート	1999年9月
ポーランド	フロート	2000年4月
トルコ	フロート	2001年2月
ハンガリー	フロート	2008年2月
アルゼンチン	管理フロート	—
中国	管理フロート	—
マレーシア	管理フロート	—
ロシア	管理フロート	—
ウクライナ	管理フロート	—
ベネズエラ	ドルベッグ	—

(備考) ブルームバーグ等より作成。

国際機関による取組みとしては、第一にIMFの機能強化が挙げられる。

IMFでは、世界金融危機を受けて、出資割当額（Quota）の増額や融資枠組みの拡大が行われている（第2-3-16表、第2-3-17表）。

09年4月にはフレキシブル・クレジットライン（FCL、Flexible Credit Line）が導入された。FCLは、経済のファンダメンタルズや政策フレームワークが強固で、優れた経済運営実績を維持している加盟国を対象とした融資制度であり、IMF財源への早期かつ巨額のアクセスが可能となっているため、危機予防の保険としての機能を果たしている。また、FCLの信用枠が承認された場合でも、政策条件にしばられることはないという柔軟性も有している。

また、11年6月には予防的流動性枠（PLL、Precautionary and Liquidity Line）が設立された。PLLは、健全なファンダメンタルズ及び政策を実施している国に対して、想定され

る、または現実の短期的な国際収支に係るショック等への対応支援を行うものである。

第2-3-16表 出資割当額の主な強化内容

時期	内容
2009年4月	新興国と開発途上国の成長を支援するため借入（通常の出資割当額を補完）による財源を最大5,000億米ドル引上げ。 —— 金融危機前の融資財源（約2,500億米ドル）が約3倍増となる
2011年11月	出資割当額を補完する新規借入取極を拡大し、約5,150億米ドルを確保。
2012年4月	加盟国における二者間の借入取極による財源拡大が合意され、約3,700億ドルを確保。

（備考）IMFファクトシートより作成。

第2-3-17表 IMFの主な融資制度

融資名称	導入時期	概要
スタンバイ取極（SBA）	1952年	短期の国際収支上の問題に対処するためのプログラム。融資の支払いはコンディショナリティの達成を条件に実施される。SBAの適用期間は通常12～24ヶ月で、返済期間は支払いより3.25～5年となっている。IMFによる大半の融資がSBAを通して行われている。
拡大信用供与措置（EFF）	1974年	抜本的な経済改革を必要とするような大きなゆがみに起因する、中・長期的な国際収支上の問題の解決に取り組む加盟国への支援を目的とした融資制度。返済期限は融資支払い日から4.5～10年となっている。
フレキシブル・クレジットライン（FCL）	2009年	非常に強いファンダメンタルズを備えた加盟国を対象とした融資制度。主に危機予防の保険として機能を果たすもので、IMF財源への早期かつ巨額のアクセスが可能である。適用期間は1年または2年。返済条件はSBAと同じ。
予防的流動性枠（PLL）	2011年	健全なファンダメンタルズ及び政策を実施、あるいはその実績を備えた国を対象とした融資制度。PLLを受ける資格があっても一定のぜい弱性を抱えていて、FCLの適格基準に達しない国でも、大幅な政策調整は求められない。適用期間は6カ月もしくは1～2年であり、返済期限はSBAと同じ。

（備考）IMFファクトシートより作成。

また、金融機関の健全性を確保することを通じて危機を未然に防ぐ仕組みとして国際的な金融規制の見直しに向けた検討もなされ、2010年にバーゼルⅢが合意された。具体的には、金融危機の経験を踏まえ、自己資本比率規制が厳格化されることとなったほか、定量的な流動性規制や、過大なリスクテイクを抑制するためのレバレッジ比率が新たに導入される予定となっている。バーゼルⅢは13年から段階的に実施されており、19年初から完全実施予定である。

第二に、アジアにおける取組が挙げられる。