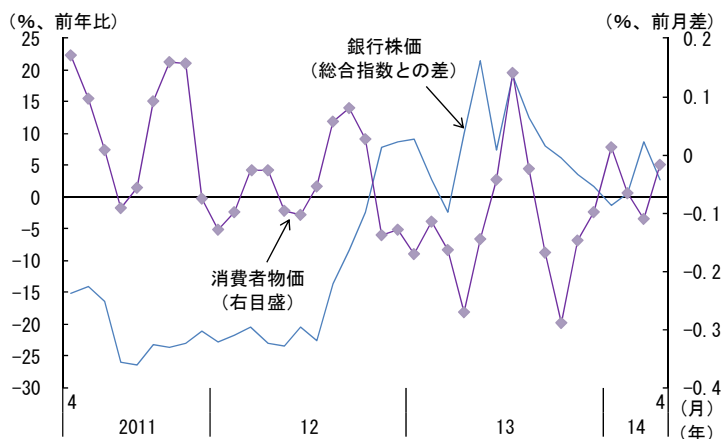


第1-1-3-8図 ユーロ圏の消費者物価の動向と銀行の株価：銀行株は比較的好調



(備考) 1. ブルームバーグ、ユーロスタットより作成。
 2. 銀行株価は、EURO-STOXX600の銀行株指数の前年比から総合指数の前年比との差。
 3. 消費者物価は、後方3か月平均の前年比変化率の前月との差。

このように、デフレリスク指標では、ユーロ圏の物価上昇率は低位であるものの、デフレに転落するリスクは高くはないことが示されていたが、労働面のギャップが大きい中、賃金は低位で推移しており、景気回復に伴って着実に賃金が増加することが重要である。基本的なシナリオとしては、ユーロ圏の景気は、ドイツの景気回復や域外の需要の拡大等により持ち直しが着実さを増していき、インフレの下押し圧力が徐々に緩和していくことが見込まれているが、想定以上の外需の減速等の需要面でのショックが起きた場合には、デフレに陥るリスクもある。

仮にデフレに陥った場合、ユーロ圏においては、企業や銀行のバランスシート調整が進んでいるところではあるが、依然債務は大きく、実質金利上昇による景気へのマイナスの影響は大きい。そのため、企業の過剰債務の圧縮や債務銀行の健全性を確保・向上することが課題である。この点からも、14年11月にかけてECB等によって進められている銀行部門の包括的審査¹¹の着実な推進に注目が集まる。

(3) 新興国からの資金流出

13年5月以降、新興国の通貨は断続的に下落する局面がみられ、各国をめぐる国際金融面では不透明感が広がった。14年半ばにかけてはやや安定化もみられているが、今後

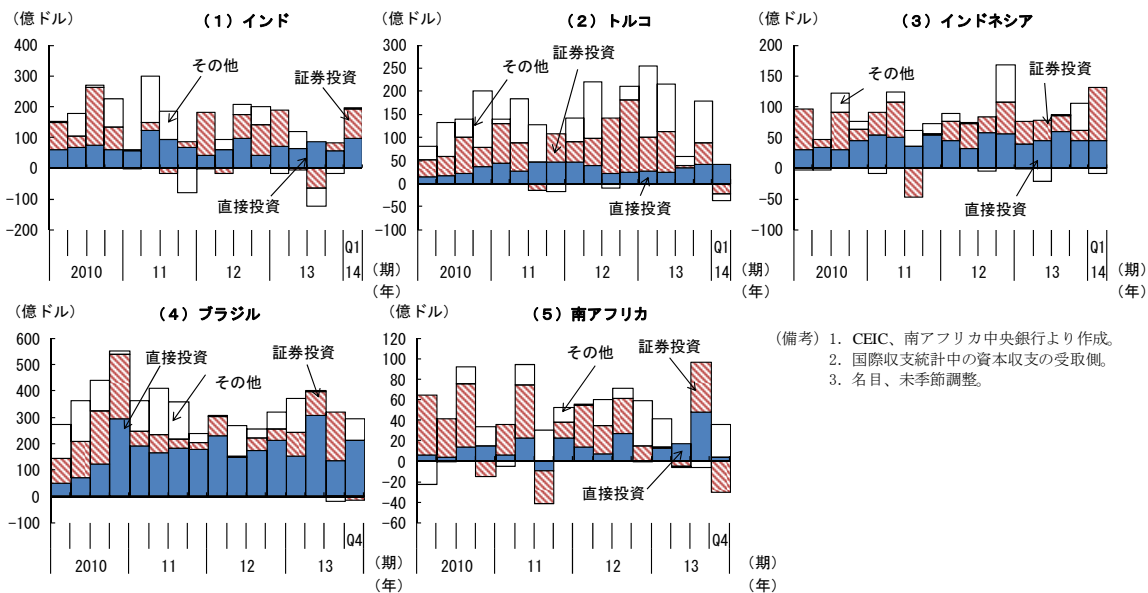
¹¹ 詳細は第2節参照。

ともアメリカを始めとする一部先進国での景気回復を受けて金融緩和縮小が進むと見込まれている。こうした外部環境変化による新興国経済の為替、株価、国際収支への影響を確認する。

為替の動向をみると、13年5月22日のバーナンキFRB議長の発言を契機とする形で各国の通貨の下落がみられた。こうした動きが強くなったのは13年8月頃であり、最大で同年5月半ば対比で20%程度下落した。その後、13年9月のアメリカの量的緩和縮小見送りから12月の同実施直後は落ち着いていたが、14年初以降、1月末にかけて再び下落がみられた。1月は、アルゼンチンで当局の為替レート下落容認発言を受けて急落したほか、トルコで政情不安定を受けて下落が続いたこと、中国の景況感が悪化したことなどをを受けて各国市場は2月初まで軟化した。

また、資本移動の動向をみると、各国の資本流入（グロスベース）は、インドでは、13年7～9月期に海外から資本流入が流出となっている、トルコでは、13年7～9月期に資本流入が急減したほか、14年1～3月期も証券投資が流出超になっている、また、ブラジル、南アフリカでも、13年10～12月期に証券投資が流出超になっている。このように、一部の新興国において、証券投資等の短期資金を中心に資本流出の動きがみられる局面があった（第1-1-3-9図）。

第1-1-3-9図 主な新興国への資本流入：一部で資本流出の動き



今回の通貨下落の動きは、アメリカの量的緩和縮小観測が契機となった面はあるが、それだけとは言い切れない面もある。これまでの途上国の通貨危機の経験等から、一般

に通貨急落の要因として、(1)経常赤字の拡大等のファンダメンタルズの弱さ、(2)リスク回避の伝染という心理的要因が指摘されている。

ファンダメンタルズ面をみると、まず、13年初より新興国の先行きについて減速懸念が出ていた。新興国の株価動向は全体としてみると先進国と比較して13年初より軟調に転じていったが、この時期は中国やユーロ圏という経済規模の大きい地域での減速がみられていた。特に、次章でみるように、新興各国の中国輸出依存度は上昇してきていた。

また、これらの期間を通じてみると、当初は全面的な通貨安もみられていたが、その後はファンダメンタルズの違いを反映した選別色もみられるようになり、特に経常赤字が大きい国では下落傾向が大きくなった（第1-1-3-10表）。

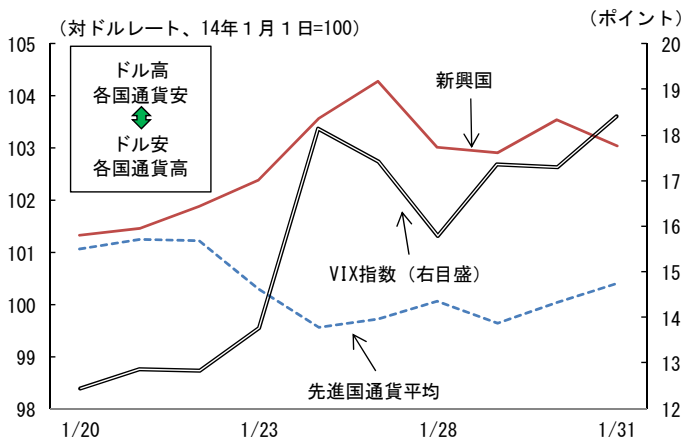
第1-1-3-10表 新興国の耐性について

	為替騰落率 (%) (5月22日以降)	為替騰落率 (%) (12月17日以降)	経常収支 (GDP比、%)	対外債務 (GDP比、%)	外貨準備高 (GDP比、%)	前回危機時	世界のGDPに 占めるシェア (%)
	インドネシア	▲ 17.8	5.1	▲ 3.1	30.4	11.4	7.7
トルコ	▲ 13.9	▲ 3.3	▲ 7.0	47.3	18.0	9.6	1.1
ブラジル	▲ 7.7	4.8	▲ 3.6	14.2	16.2	6.0	3.0
南アフリカ	▲ 9.5	▲ 0.8	▲ 5.9	42.6	13.1	1.9	0.5
インド	▲ 6.0	5.2	▲ 2.8	27.4	17.2	1.3	2.5
タイ	▲ 9.0	▲ 1.1	12.9	38.0	43.2	17.3	0.5
アルゼンチン	▲ 53.4	▲ 27.3	▲ 0.7	22.5	5.0	5.4	0.7
ロシア	▲ 9.9	▲ 4.4	2.0	35.5	24.9	2.9	2.8
ウクライナ	▲ 45.8	▲ 43.5	▲ 8.9	75.7	11.2	17.1	0.2

(備考) 1. 為替騰落率は5月21日時点、経常収支、対外債務、外貨準備高は、公表された最新値（14年1-3月期もしくは13年10-12月期）より作成。
 2. 経常収支、対外債務、外貨準備高については、後方4四半期の平均を記載。
 3. 世界のGDPに占めるシェアは、各国の名目GDP（ドル、市場レート換算）の世界に占める割合。
 4. 前回危機時は、インドネシア、タイは97年、トルコ、アルゼンチンは01年、ブラジルは99年、南アフリカは95年、インドは91年、ロシアは98年、ウクライナは08年。

次に、心理面の影響としては、リスク回避度を表すVIX指数が高水準となる場合、いわゆるリスクオン通貨としての新興国通貨が下落、リスクオフ通貨としての先進国通貨が上昇する局面もみられたが、短期的には、VIX指数のボラティリティが高まる局面では新興国通貨に対するリスクオフ、先進国通貨に対する逃避傾向が観察された。こうした心理的要因が為替レートの変動を大きく左右する局面もみられたものの、中長期的にみると顕著な連動性は認められないほか、VIX指数の水準は、ほかの世界規模での混乱期と比較すれば低いことが分かる（第1-1-3-11図）。

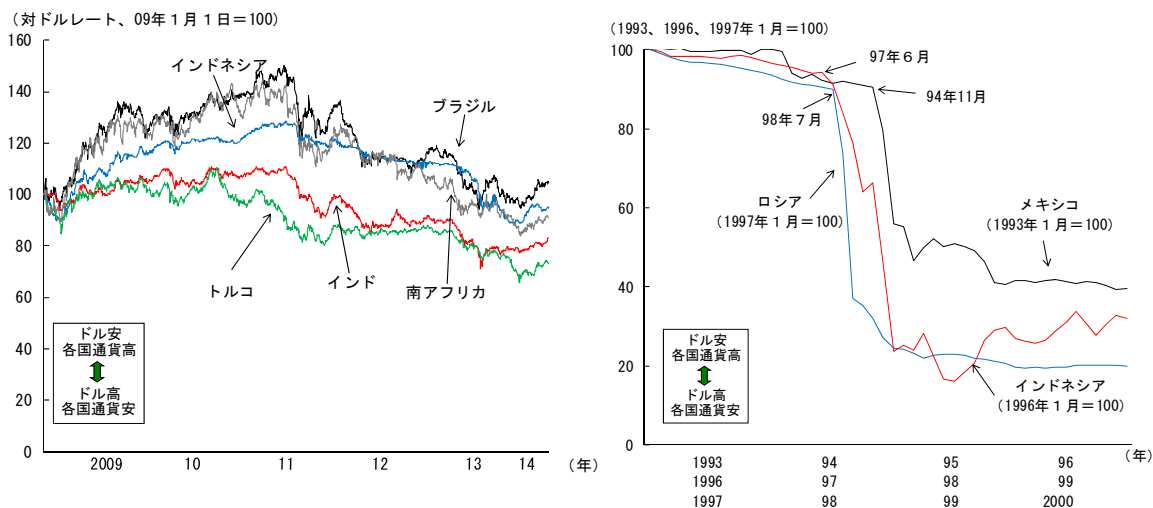
第1-1-3-11図 VIXとの相関（円、ユーロ、スイスF、新興国）：リスクオフの動きも



(備考) 1. ブルームバーグより作成。
 2. 新興国は、いわゆる5弱通貨国といわれるブラジル、インド、インドネシア、南アフリカ、トルコの平均とした。

今回の為替急落の程度については、現時点においては、過去と比較すると小規模にとどまっている（第1-1-3-12図）。例えば、94年のメキシコ通貨危機、97年のアジア通貨危機と比較すると、為替下落率は当時は4割程度であったのに比べて、今回はこれまで最大20%程度の下落率にとどまっている。また資本流出の程度についても、直接投資については堅調に推移している。

第1-1-3-12図 為替の推移：今回の為替急落は小規模



(備考) ブルームバーグより作成。

この背景としては、(1)当時と比較して多くの国で変動制に移行したこと、(2)新興国各国は外貨準備を積み増すなどして耐性を高めたことが挙げられる¹²。主な通貨危機における通貨下落の例として挙げられる93年のメキシコ、96年のインドネシア、97年のロシアはいずれも固定的な通貨制度を用いていた¹³ところ、13年に通貨下落が着目された5か国はいずれも変動相場制を用いている。為替レートが固定制の場合は、対外的な調整が進みにくいこと、投機筋から通貨アタックを受けやすいこともある。一方、変動制の場合、調整は常に起こり、その態様としては急激というより徐々に起こるため、下落幅が小さくなっている面もあるが、各国とも過去の危機等の経験から外貨準備を積み増し、短期債務比率を減少させるなど総じて耐性を高めている。

新興国での通貨安定に向けて、各国ファンダメンタルズ改善の取組が期待されるが、そのコストはどの程度だろうか。対外的な調整を経常赤字拡大の反転の局面ととらえて、過去の経験をみてみよう。

過去の経常赤字反転の例を確認すると、新興国は経常赤字が反転すると経済成長率はマイナスとなる傾向にある¹⁴。ブラジル、インド、インドネシア、南アフリカ、トルコの5か国について、80年以降の過去の経常赤字の落ち込みが大きかった時期¹⁵と最近3年を比較すると、インド、トルコにおいて11年、12年に大幅な（▲2%以上の）落ち込みをみせているものの、その後の経済成長率の落ち込みは過去の例に比して軽微である。（第1-1-3-13図）。これは、上述の通り、変動相場制に移行したことから、ショックを吸収する耐性ができたことなど、制度的要因が寄与したとの指摘もある。

¹² ただし、Economist (2014) によれば、アジア通貨危機の際に問題となった対外債務の外貨建て比率は同危機以降に低下したが、最近では企業向け債務が再び上昇するなど信用が拡大している点は注意が必要としている。

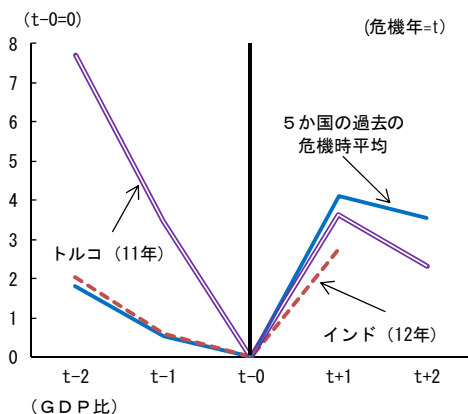
¹³ なお、各国とも通貨大幅下落後はフロート制に移行している（メキシコ：94年12月、為替バンド制度からフロート制へ移行、インドネシア：97年7月、米ドルを中心とした通貨バスケット制からフロート制へ移行、ロシア：98年9月、コリドール制（為替目標相場圏制）から管理フロート制へ移行）

¹⁴ Gervais et al. (2011)

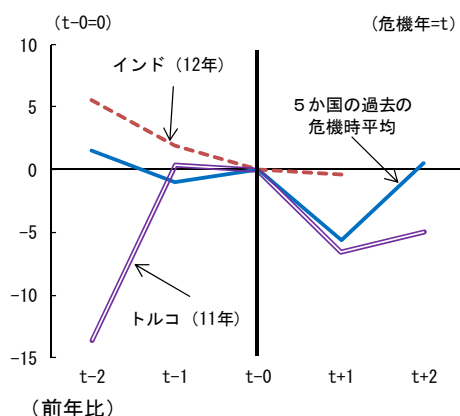
¹⁵ ここでは10年までについて、経常収支が前年比▲2%以上落ち込んだ事例について、その後1年で2%以上回復し、かつその回復幅が落ち込み幅の3分の1以上を示した事例と比較。

第1-1-3-13図 過去の経常赤字反転の例：最近3年の落ち込みは比較的軽微

(1) 経常収支の推移



(2) 実質経済成長率の推移



(備考) 1. IMFより作成。

2. 「5か国の過去の危機時平均」は、1980～2010年において、▲2%以上経常収支が下落し、その後1年で2%以上かつ落ち込み幅の3分の1以上回復したケースの変化幅の平均とした。

これまで、消費者物価上昇率の高止まり等に対して政策金利引上げ等の金融引締めの実施（トルコ、ブラジル、インド、インドネシア等）等の対応を取っているほか、通貨下落を背景に輸出が若干増加している面もある。

今後も、緩やかな調整が進むことが期待されるが、上記にみたように急激なセンチメントの悪化が生じるような事象が起きないことも重要である。その意味では、市場心理の急変が生じないような、適切な政策アナウンスメントも重要といえよう。

(4) 中国のシャドーバンキング問題

中国経済の減速の背景として、シャドーバンキングによる過剰な信用拡大と、それを抑制する取組が指摘される。以下では、過剰信用拡大の結果として生じた地方財政の悪化や、シャドーバンキング抑制が融資や貿易等へもたらした影響について確認する。

シャドーバンキングとは、比較的厳格な銀行規制を回避するような銀行貸出以外の形で行われる金融仲介である。中国の実態からみて、こうした「規制裁定」であるシャドーバンキングの具体例として挙げられるのは、銀行理財商品と信託貸出である。これは、先進国でのサブプライム・ローン等の高度に発達した金融商品というより、投資信託に近いものといえよう¹⁶。

これまでの銀行理財商品等の推移をみると、12年以降に大きく成長している。銀行預

¹⁶ IMF (2012) では、シャドーバンキングには定まった定義はないとする一方、その重要な性格として、規制裁定 (regulatory arbitrage) と担保ベースの金融仲介を指摘している。