

コラム 1：主要国におけるコロナ禍前を上回る家計貯蓄の動向

コロナ禍における消費機会の減少等を受けて、先進国を中心に家計貯蓄の急増がみられてきた。ウクライナ情勢等による物価上昇の持続的な進行の下で、実質所得の目減りも懸念される欧米等では、こうした家計貯蓄が消費の下支えとなるか否かが注目される¹。本項ではまず、20年 1～3 月期以降の家計貯蓄（家計可処分所得と家計最終消費支出の差）の19年同期差を、コロナ禍での消費減少等を受けた家計貯蓄の増加分（貯蓄超過）と捉え、アメリカ、ユーロ圏、日本における最新の動向を確認する。次に、フローの貯蓄超過とストックの貯蓄超過の違いに注意しつつ、各国の家計の貯蓄超過の要因を分析する。最後に、各国の家計の状況を整理した上で、家計の貯蓄超過の要因の違いが各国経済にもたらす含意を考察する。

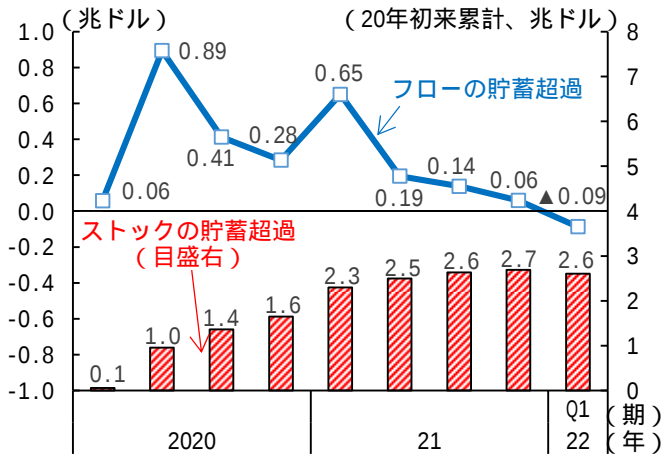
（1）家計の貯蓄超過の動向

図 1 は、アメリカ、ユーロ圏、日本について、各期の家計貯蓄額の19年同期差（以下「フローの貯蓄超過」という。）を折れ線、20年 1～3 月期を起点とした19年同期差の累計（以下「ストックの貯蓄超過」という。）を縦棒で示したものである。まず、フローの貯蓄超過の動向をみると、アメリカとユーロ圏では21年 4～6 月期以降プラス幅が縮小し、アメリカでは直近の22年 1～3 月期はマイナスとなった（貯蓄が19年同期を下回った）。日本は、21年 1～3 月期から 7～9 月期にかけてはおおむね一定のプラス幅で推移し、10～12 月期はプラス幅が小さくなった。この結果、ストックの貯蓄超過は、アメリカは足下で減少に転じ、ユーロ圏は21年中盤以降増勢が収まってきている。日本は、7～9 月期まで緩やかに増加した後、10～12 月期は増加が抑制的となっている。なお、足下のストックの貯蓄超過をGDP比でみると、アメリカは11.3%、ユーロ圏は6.8%、日本は9.7%となっている。

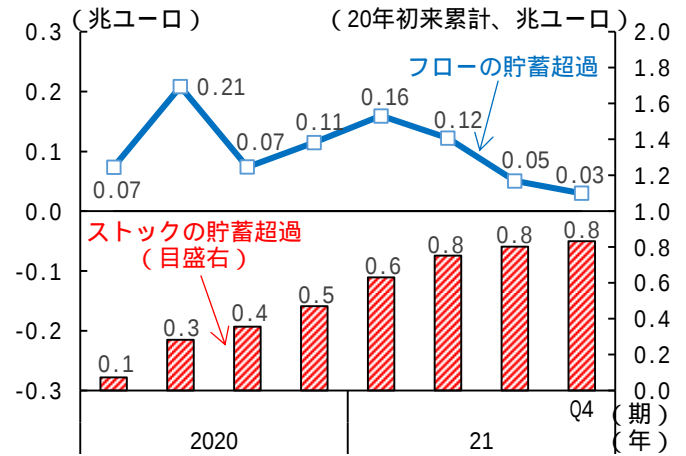
¹ ECB (2022)は、ウクライナ情勢を受けたエネルギー価格の高騰の下で、22年第 2 四半期以降ユーロ圏の消費が持ち直しに転じるとの見通しに関連して、コロナ禍で急増した貯蓄が消費平準化のバッファの役割を果たす可能性を指摘している。CBO (2022)は、コロナ禍で急増した貯蓄の約半分が26年末までに支出されるとの見通しを示し、こうした貯蓄が今後の消費活動を支えていくとしている。

図1 主要国の家計の貯蓄超過（フロー、ストック）

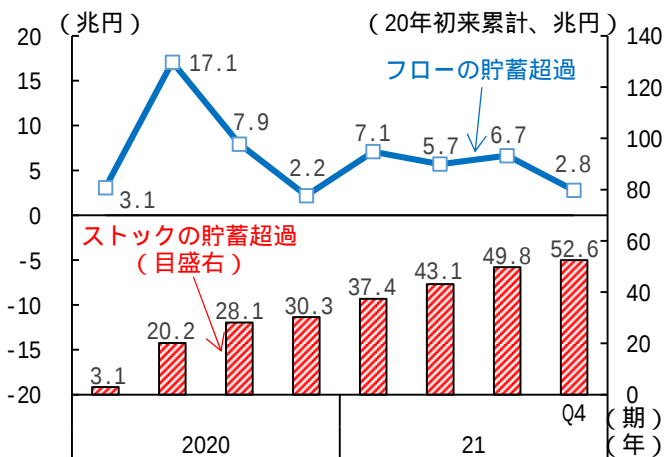
（１）アメリカ



（２）ユーロ圏



（３）日本



（参考）ストックの貯蓄超過の対GDP比

円換算は22年5月の平均レート

	ストックの貯蓄超過	対GDP比
アメリカ （22年Q1）	2.6兆ドル （335.9兆円）	11.3%
ユーロ圏 （21年Q4）	0.8兆ユーロ （115.0兆円）	6.8%
日本 （21年Q4）	52.6兆円	9.7%

- （備考）
1. 内閣府「国民経済計算」、アメリカ商務省、ユーロスタットより作成。
 2. 貯蓄超過（フロー、ストック）の前提となる各四半期の貯蓄額は、アメリカと日本は、家計可処分所得（年換算額）を4で除した数値と、家計最終消費支出（年換算額）を4で除した数値の差。ユーロ圏は、各四半期における家計可処分所得と家計最終消費支出の差。
 3. 日本の各四半期の貯蓄額の前提となる家計最終消費支出は、家計可処分所得の推計基準に合わせ、21年10～12月期2次速報の系列を使用。
 4. アメリカの各四半期の貯蓄額の前提となる家計可処分所得は、日本の家計可処分所得の定義に合わせ、当局公表値から個人の利子支払及び経常移転支出を除いた数値を使用。
 5. 対GDP比は、直近のストックの貯蓄超過と2021年（暦年）のGDP及び家計最終消費支出との比率。
- 2～4は、特記のない限り、以下本項各図において同じ。

（２）家計の貯蓄超過の要因

IMF (2021)は、コロナ禍での各国の家計貯蓄急増の主な要因として、(i)感染拡大下での消費の減少と(ii)政府の財政支援による可処分所得の増加を挙げ、(i)は多くの国で共通して重要な役割を果たし、(ii)はアメリカにおいて特に大きな影響を与えたと指

摘している。以下では、こうした指摘も踏まえつつ分析期間を延長し、各国の貯蓄超過（フロー、ストック）が消費減少と所得増加のいずれに起因しているかを確認する。

図2～4左は、先述の3か国・地域について、各期の消費支出と可処分所得（アメリカは内訳により表示）の19年同期差を、消費支出のみ逆符号に変えて示したもので、フローの貯蓄超過に対する消費減少と所得増加の寄与を金額ベースで表している。ここで、消費支出が19年同期と比べて増加している場合には、図では負の値をとり、フローの貯蓄超過は押し下げられる。図2～4右は、各図左で示した消費支出と可処分所得の19年同期差の20年初来累計額を示したもので、ストックの貯蓄超過に対する消費減少と所得増加の寄与を金額ベースで表している。以上を踏まえ、各国の貯蓄超過の要因を概観すると、アメリカ（図2）では、21年前半まではIMF（2021）が指摘するように現金給付等と失業手当がストックの貯蓄超過の主要因となっていた。しかし、同年後半以降は政府の財政支援の縮小を反映して、これらの寄与がフローでほとんどみられなくなり、代わって景気の持ち直しや賃金上昇等を背景とした雇用者報酬等の増加がストックの貯蓄超過への寄与を高めている。ストックの貯蓄超過に対する雇用者報酬等の寄与は、22年1～3月期で2.5兆ドルと、ストックの貯蓄超過そのものの金額（2.6兆ドル）に迫っている。一方、消費支出は、21年4～6月期以降ストックの貯蓄超過を押し下げようになり、消費の持ち直しや物価上昇が続く中で押し下げ幅を拡大している。22年1～3月期にはストックの貯蓄超過を1.6兆ドル押し下げ、現金給付等と失業手当による増分（計1.7兆ドル）をほぼ相殺している。

ユーロ圏（図3）では、21年前半まではIMF（2021）が各国共通事項として指摘するように、消費支出減少がストックの貯蓄超過の主要因となっていた。しかし、21年後半になると、消費の持ち直しの進展や物価上昇を反映して、消費支出はフローの貯蓄超過を押し下げようになった。足下のストックの貯蓄超過をみると、消費支出が0.6兆ユーロ、可処分所得が0.2兆ユーロと、依然として消費支出減少が主要因となっているが、このところは可処分所得の寄与が高まっている。

日本（図4）は、20年前半に消費支出減少と可処分所得増加の両面による貯蓄超過がみられた後、欧米と比較して消費の持ち直しが遅れていたことなどから、相対的に消費支出減少がストックの貯蓄超過に大きく寄与してきた。しかし、直近の21年10～12月期は、フローの貯蓄超過に対する消費支出減少の寄与が前期までと比較してやや小さくなった。これは、ベースラインである19年10～12月期の消費支出が消費増税の影響で抑制的であったこと²も影響しているが、前年（20年10～12月期）よりも消費減少の寄与が小さくなっている点、さらに可処分所得の増加の寄与が大きくなっている点は欧米と同

² 図5（3）参照。

様であり、今後、消費の持ち直しや雇用情勢の改善等がストックの貯蓄超過の動向に現れてくる可能性がある。

図2 家計の貯蓄超過の要因分解（アメリカ）

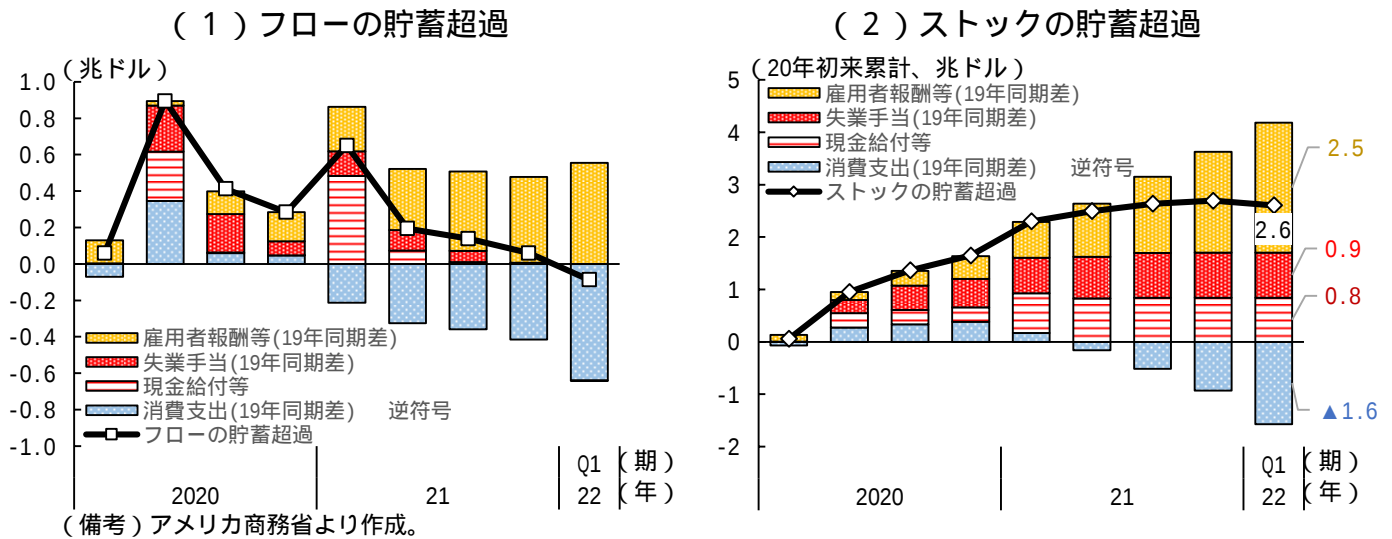


図3 家計の貯蓄超過の要因分解（ユーロ圏）

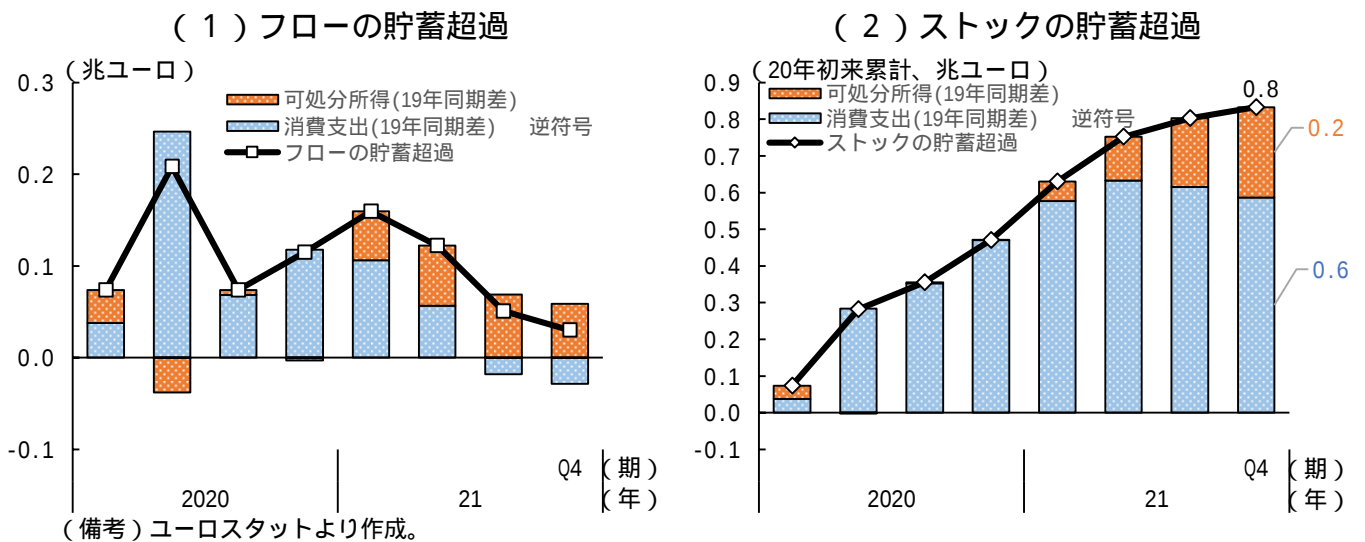
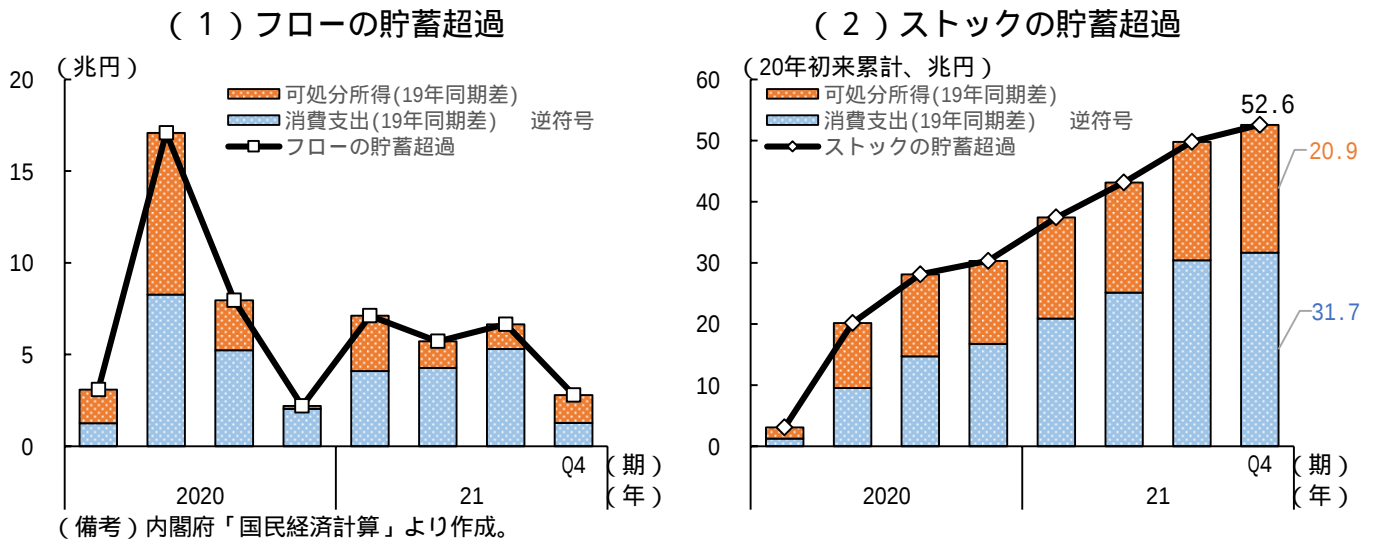


図4 家計の貯蓄超過の要因分解（日本）



(3) 家計の貯蓄超過の各国経済への含意

アメリカでは、22年1～3月期にストックの貯蓄超過が減少に転じた。ユーロ圏では、21年10～12月期時点でストックの貯蓄超過は増加が続いているが、消費要因の寄与の低下が続き、増勢は収まってきている。日本は、消費要因と所得要因の双方によりストックの貯蓄超過の増加が続いているが、直近の四半期では消費要因の影響が小さくなっており、今後増勢が和らいでくる可能性がある。以下では、各国の家計状況を整理した上で、ストックの貯蓄超過の要因に着目し、各国経済への含意と今後の見通しを考察する。

(各国の家計状況)

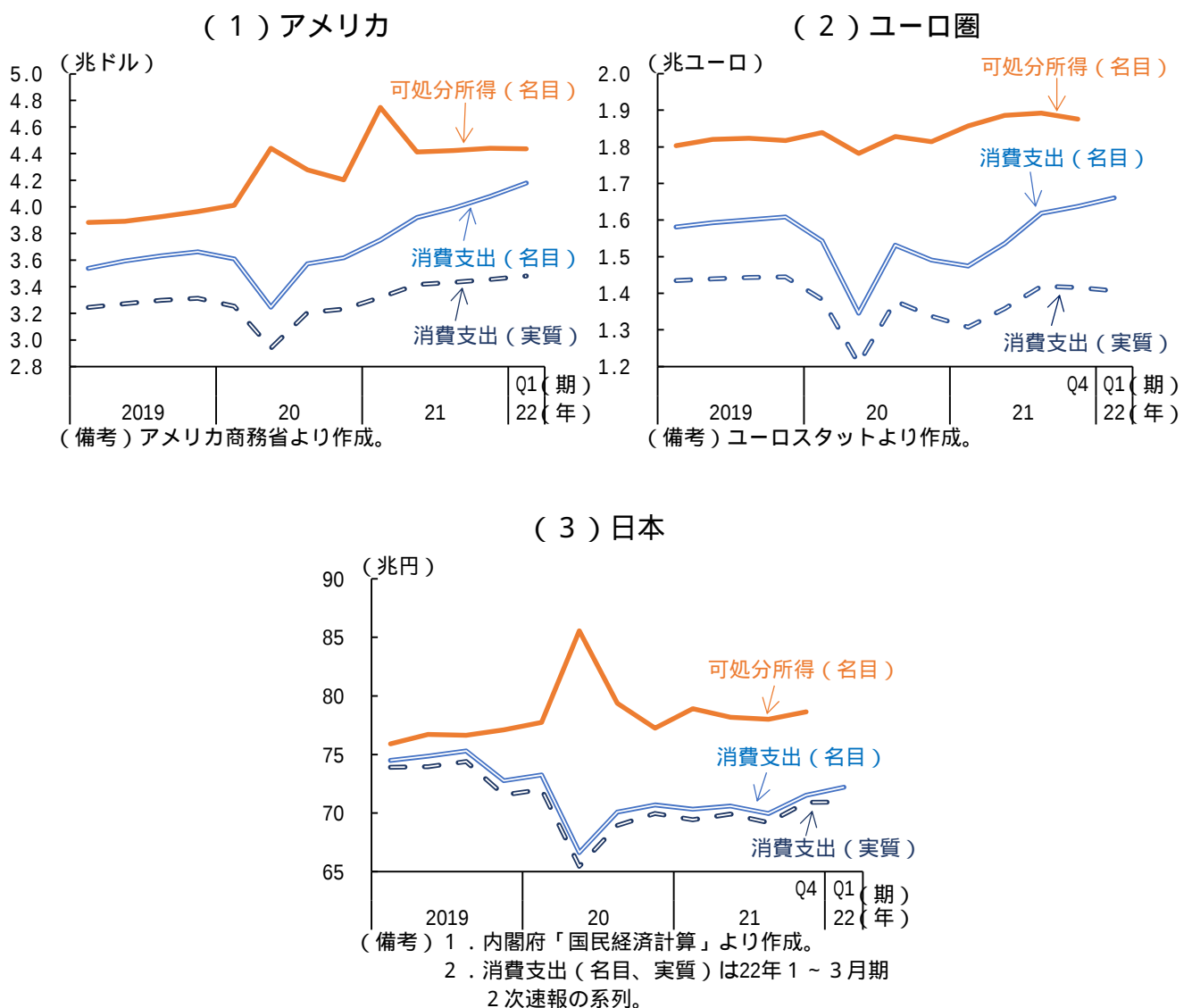
図5は、各国の四半期ベースの消費支出、可処分所得及び貯蓄の推移を示す。このうち消費支出は、物価上昇の影響を確認するため、名目ベースと実質ベースを示している。各国の動向を整理すると、アメリカでは、名目ベースの消費支出が顕著に増加する一方、可処分所得は足下おおむね横ばいとなっている。実質ベースの消費支出も増加が続いているが、21年後半以降、名目ベースとの差が拡大しており、物価上昇が名目ベースの消費支出を押し上げていることがうかがえる。つまり、アメリカでは、可処分所得がおおむね一定で、家計が物価上昇による消費支出負担の増大に直面する中でも、消費活動の水準（実質ベースの消費支出）の持ち直しが続いている。

ユーロ圏は、名目ベースの消費支出は増加、可処分所得は足下おおむね横ばい、消費支出の名目・実質差が拡大と、家計が直面している状況はアメリカとおおむね共通して

いる。ただし、アメリカと異なり実質でみた消費活動の水準はこのところ持ち直しに足踏みがみられている。

日本は、21年以降をみると、7～9月期までは可処分所得がやや下向きに推移する中、名目ベースの消費支出は弱い動きとなった。10～12月期には、可処分所得が増加に転じ、消費支出も持ち直した。消費支出の名目・実質差は、21年はおおむね一定で、22年1～3月期に拡大した。以上をまとめると、日本は21年後半、欧米のような物価上昇による支出負担増がみられず、可処分所得が増加に向かう中で、家計の消費活動の水準も持ち直しに向かった。

図5 主要国の家計状況



（家計の貯蓄超過の各国経済への含意）

上述のとおり、アメリカとユーロ圏の家計は、21年後半以降物価上昇による支出負担増に直面しているが、このうちストックの貯蓄超過が足下で減少しているアメリカでは消費の持ち直しが継続し、ストックの貯蓄超過の増加が続いているユーロ圏では消費の持ち直しに足踏みがみられている。コロナ禍からの景気の持ち直しの進展度合いや、物価上昇が生じている品目及びその程度の違いなど、消費動向の差異を生じる要因には様々なものが考えられるが、ここでは図2、3でみた両国のストックの貯蓄超過の要因の違いに着目し、貯蓄超過がアメリカの消費活動の下支えとなっている可能性や、ユーロ圏で下支え効果がアメリカに比べると限定的となっている可能性について、考え得る理由とともに考察する。

アメリカでは、21年後半以降のストックの貯蓄超過が、専ら可処分所得の増加（同年中盤頃までの政府の財政支援と、19年同期を上回って推移している雇用者報酬等）に起因している。可処分所得の増加により貯蓄が増えた場合、特定の支出を諦めることで貯蓄が増えた場合と比べれば、家計が一定の自由度を持って、その支出の時期や対象を決定できるとも考えられる。例えば、物価上昇により物品購入等に係る支出負担が増大し、手元の可処分所得が実質的に目減りした場合には、その目減り分を補てんする目的で支出される余地もあるものと考えられる。この点において、アメリカでは、ストックの貯蓄超過が足下の消費活動の下支えとなっている可能性がある。

一方、ユーロ圏の足下のストックの貯蓄超過は、大部分がコロナ禍での消費支出の減少に起因している。具体例としては、コロナ禍で当初予定していた旅行消費を取りやめ、使われずに手元に残った資金がこれに該当すると考えられる。仮に当該資金の使途として、将来の旅行消費を主に想定している場合には、可処分所得の増加によって得られた資金を充てる場合と比べて、当該資金を足下の物価上昇を受けた物品購入等の補てんに充てることは容易でない可能性がある³。このため、ともに物価上昇による支出負担増がみられる中でも、ユーロ圏ではアメリカと比較して、ストックの貯蓄超過の消費下支え効果が限定的となっている可能性がある。

（今後の見通し）

上でみたように、ストックの貯蓄超過が物価上昇による支出負担増の補てんに充てられるか否かは、貯蓄超過がどのような要因で発生し、蓄積されたかが影響する可能性がある。一方で、今後、物価上昇の進行により実質所得の目減りが続くとともに、生活必需品を含む広範な財・サービスに価格上昇が広がっていく場合には、その生じた要因に

³ IMFは2月10日付のブログで、今後、コロナ禍で増加した貯蓄が消費支出に充てられるまでには一定の時間がかかる可能性があることを指摘しているが、その要因の1つとして、コロナ禍で見送られた消費（旅行、宿泊、外食等）の代替が容易でないことを挙げている。

よらず、ストックの貯蓄超過が消費の下支えとなっていく可能性もある。なお、ECB (2022)は、(i)物価上昇により貯蓄が目減りしていること、(ii)コロナ禍での貯蓄の増加は消費性向の低い高所得者や高齢者に集中してみられること、(iii)ウクライナ情勢による価格上昇はエネルギーや食料品にみられるが、これらはコロナ禍での貯蓄の増加が相対的に小さい低所得者において消費に対するシェアが高く、その影響が大きいことを挙げ、ユーロ圏においてコロナ禍で増加した貯蓄による消費の下支え効果は限定的になる可能性があるとしている。いずれにしても、本項の推計によるストックの貯蓄超過は各国のGDPの7～11%程度にも上ることから、その動向や各国経済への影響は、今後も注視が必要である。

コラム 2：国際金融資本市場の動向と新興国経済

本節で述べたような世界的な不確実性の高まりを背景に、新興国をめぐる国際金融環境にも不安定な局面が散見されている。本コラムでは、ウクライナ情勢等を背景とする国際商品市況における資源価格高と世界的な金融引締めの流れを踏まえ、新興国のファンダメンタルズ（経済の基礎的条件）や新興国をめぐる国際金融環境の現状を確認する。その際、13年にみられた新興国の通貨安・資金流出入状況を参照しながら、新興国のファンダメンタルズについて、資源国と非資源国の違いを考慮しつつ⁴整理する。

（１）ファンダメンタルズ（経済の基礎的条件）⁵の状況

国際金融環境の健全性やショック耐性を検討する上で、対外支払能力に関連する観点から、経常収支や外貨準備高等がしばしば取り上げられ、また、その動向に係るといふ観点から、財政収支や政府債務、インフレ率等が取り上げられる⁶。以下では、こうした指標から、最近の動向を確認する。その際、13年頃の新興国からの資金流出・通貨下落の動きの背景として、経常収支赤字の拡大等、ファンダメンタルズの弱さがあったことが指摘⁷されていることから、13年、コロナ禍前の19年、ウクライナ情勢下での最近の状況についてみる。

まず、経常収支および外貨準備高の動向を確認しよう。

同じ新興国であっても、資源国と非資源国では、国際的な資源価格の上昇がもたらす影響は異なる。エネルギーや食料等が豊富な資源国では、輸出する資源の価格が上昇すると、交易条件の改善・所得流入を通じて、経常収支の改善につながり、為替市場では自国通貨への需要増から通貨高圧力につながる。一方、非資源国（資源輸入国）は逆に

⁴ 資源国、非資源国の分類は原則、世界経済の潮流2014年 に準じる。

⁵ Board of Governors of the Federal Reserve System (2014) “Monetary Policy Report February 2014”では、13年12月、FRBの量的緩和縮小に伴って通貨価値の下落が進みやすいとされた新興国のブラジル、インド、インドネシア、南アフリカ、トルコについて、政策担当者は、次の6つの指標に注意を払い、国際金融市場の動揺に伴う外的ショックに対する耐性を強化することが重要であるとしている。GDPに対する経常収支の率、GDPに対する政府負債総額、過去3年間の平均インフレ率、過去5年間の銀行融資の民間部門に対するGDP比率の変化、年率換算した輸出に対する全外部負債額の割合、GDPに対する外貨準備高の割合。これらの指標を意識した具体的な取組みとして、資金流出やインフレにつながる通貨価値の下落を抑えるため、金融緩和を中止し、利上げをした中央銀行の事例（ブラジル、インド、トルコ）、通貨価値を支えるため、外国為替市場に介入した中央銀行の事例（ブラジル、インドネシア）等を紹介している。

⁶ 20年にBISが行った調査によれば、新興国の中央銀行関係者は資本移動の主たる需要側要因（pull factor）として財政収支、経常収支、外貨準備高等を挙げ、それらを重視する傾向は先進国の中央銀行関係者よりも強かったと指摘されている（BIS (2021)）。

⁷ 世界経済の潮流2014年 第1章参照。13年12月にFRBは保有資産の縮小を決定し、15年末には利上げ開始に至った。13年5月には、アメリカの金融緩和縮小観測を受けて、新興国から一時的に大幅な資金流出がみられ、通貨も下落する局面がみられた。

経常収支の悪化と通貨安圧力が見込まれる。こうした経常収支の動向は、国際金融において支払い余力を示す外貨準備高に影響することになる。

コロナ禍前の19年第4四半期と直近の状況を比較すると、経常収支（対GDP比）については、資源国を中心に多くの国で黒字方向への変化もしくは横ばい程度と評価できる⁸（表1-1、表1-2）。また、13年と今回を比較した場合、経常収支は全体的に赤字幅が縮小している（図1）。

また、外貨準備高についても19年第4四半期と直近の状況とを比較すると複数国で増加し、目立って減少した国はみられない（表1-1、表1-2）。

次に、財政収支およびインフレ率の動向について確認する。なお、経常収支との関係では、財政収支が赤字化する場合には国内生産を上回る需要に対応するための輸入増につながり、インフレ率が上昇する場合には輸出競争力の低下から輸出減につながるという経路を通じて、経常収支が赤字化する方向に影響を与えることが考えられる。

財政収支（一般政府ベース、対GDP比）については、13年に比べて、今回は悪化している国が多い。インド、タイ、韓国等で財政赤字の拡大がみられる（図1）。これは、感染拡大を受けた財政支出を伴う支援策の実施等によると考えられる。加えて今後は、上述のような資源価格高騰への対応として、燃料等への補助金や減税措置、家計に対する支援策の実施を行う場合には、財政状況の悪化につながる懸念も指摘⁹されている。

インフレ率については、第1章第1節でみたように、G20の新興国は、先進国とともに上昇トレンドにあり、足下では、半分程度の国が7%以上の上昇率となっている。ウクライナ情勢を背景とする資源価格高によりインフレ懸念が強くなっている。

今回、新興国は、インフレ圧力への対応等のため、利上げを早いタイミングで進めてきた。この点は、13年とは対照的な状況となっている。具体的には、ブラジル（21年3月以降）、メキシコ（21年6月以降）、南アフリカ中央銀行（21年3月以降）等は、自国のインフレ動向に注意を払い、急激な政策金利の引上げにならないよう、段階的な引上げを進めてきた。

総じてみれば、新興国のファンダメンタルズは、経常収支や外貨準備高に着目した場合、13年との比較で今回は現在のところおおむね改善している。コロナ禍前の19年との比較でも今回は現在のところ大きな変化はみられていない。その中で、財政赤字や政府債務については、13年やコロナ禍前より悪化がみられている。今後のファンダメンタルズについては引き続き注視が必要と考えられる。

⁸ タイでは7%ポイント程度の比較的大幅な悪化が見られるが、背景には感染症拡大による水際対策で観光収入が減少したことが考えられる。

⁹ IMF (2022a) “Fiscal Monitor April 2022”

表1-1 新興国のファンダメンタルズ（直近の状況）

	実質GDP 成長率 (前々年比、%)	消費者物価 上昇率 (前々年比、%)	一般政府 財政収支 (GDP比、%)	経常収支 (GDP比、%)	外貨準備高 (億ドル)	短期対外 債務残高 (億ドル)	外貨準備高/ 短期対外 債務残高
南アフリカ	▲ 1.9	9.3	▲ 5.5	1.9	553	253	2.2
ブラジル	0.7	19.7	▲ 3.2	▲ 1.6	3,622	845	4.3
メキシコ	▲ 2.1	14.2	▲ 2.9	0.9	2,024	441	4.6
トルコ	15.9	99.1	▲ 2.7	▲ 1.7	726	1,093	0.7
インド	6.2	12.3	▲ 6.2	▲ 1.1	6,336	1,107	5.7
インドネシア	4.3	4.9	▲ 2.2	0.3	1,449	507	2.9
タイ	▲ 0.3	8.2	▲ 5.0	▲ 2.1	2,460	595	4.1
韓国	5.1	7.4	▲ 3.2	5.1	4,631	1,309	3.5
台湾	12.5	5.6	▲ 0.3	15.0	5,484	1,974	2.8

（備考）1．IMF及び世界銀行、ブルームバーグ等より作成。

- 2．実質GDP成長率は、南アフリカ、ブラジル、トルコ、インドは、21年第4四半期、
 その他は22年第1四半期。消費者物価上昇率は、南アフリカが22年3月、その他は22年4月。
 一般政府財政収支は、ブラジル、タイは22年第1四半期、インドネシアは19年第4四半期、韓国、台湾は20年
 第4四半期、その他は21年第4四半期。経常収支は、ブラジルは22年第1四半期、その他は21年第4四半期。
 外貨準備高、短期対外債務残高は、インドネシアは21年第1四半期、その他は21年第4四半期。
- 3．一般に、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。

表1-2 新興国のファンダメンタルズ（2019年第4四半期）

	実質GDP 成長率 (前年比、%)	消費者物価 上昇率 (前年比、%)	一般政府 財政収支 (GDP比、%)	経常収支 (GDP比、%)	外貨準備高 (億ドル)
南アフリカ	▲ 0.6	4.0	▲ 5.7	▲ 1.5	449
ブラジル	1.4	4.3	▲ 5.8	▲ 3.5	3,569
メキシコ	▲ 0.7	2.8	▲ 1.6	1.0	1,808
トルコ	6.1	11.8	▲ 2.9	0.7	812
インド	3.2	7.4	▲ 3.8	▲ 1.1	4,575
インドネシア	5.0	2.6	▲ 2.2	▲ 2.7	1,292
タイ	1.2	0.9	▲ 1.9	7.0	2,243
韓国	2.6	0.7	1.0	3.6	4,088
台湾	3.7	1.1	0.5	10.6	4,781

（備考）1．IMF及び世界銀行、ブルームバーグ等より作成。

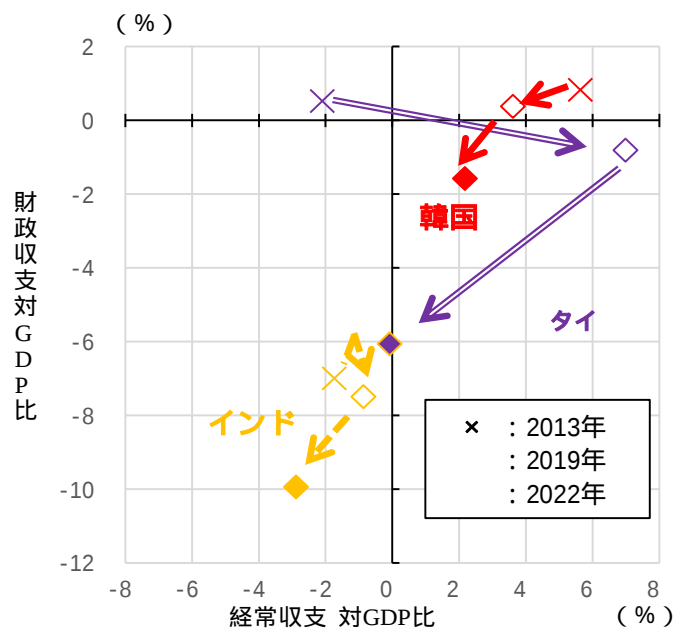
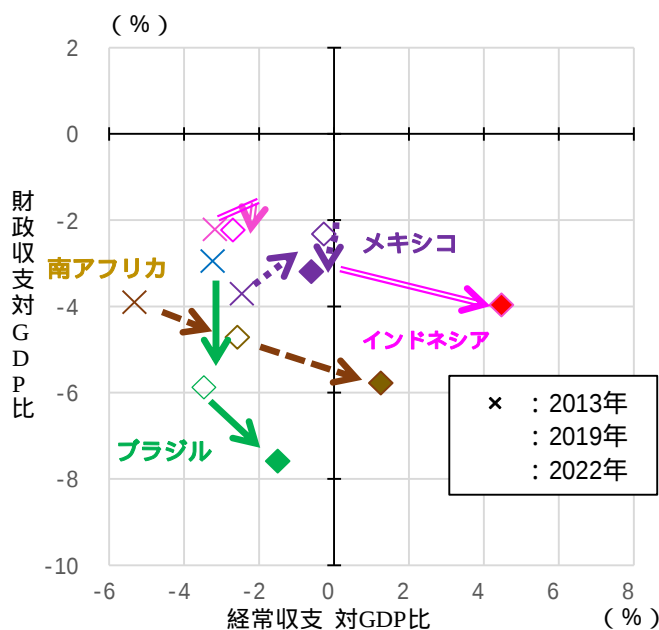
2．時点は、全ての項目で、2019年第4四半期。

3．資料の制約上、短期債務残高のデータは掲載していない。

図1 新興国における財政収支及び経常収支の推移（2013、19、22年）

（１）資源国

（２）非資源国



（備考）IMF “World Economic Outlook”（22年4月）より作成。22年は見通しの値。

（２）国際商品市況の動向

次に、商品価格や株・為替といった金融市場の動向を確認する。

原油価格については、WTI原油先物価格は、2月24日のロシアのウクライナ侵攻後、原油の供給懸念等から急上昇し、3月1日には、14年7月以来となる1バレル100ドルを超えた。3月上旬には、米英によるロシア産原油の禁輸の発表を受けて、一時130ドル台にまで上昇した（図2）。

3月中旬には、ロシア・ウクライナ間の停戦合意への期待の高まりや、感染再拡大を受けた中国の地方都市でのロックダウンの実施などの中で、一旦90ドル台半ばへ低下したが、6月上旬までは上昇基調となった。ただし、その後には、世界的なインフレ圧力の高まりと金融引締め動きなどを背景に、低下するなど、高水準で不安定な動きがみられている。

図2 原油価格の動向（2021年7月～）



（備考）ブルームバーグより作成。

また、食料に関しては、ロシア及びウクライナが小麦、とうもろこしなど主要穀物の一大生産地¹⁰（図3、図4）であることから、ロシアによるウクライナへの侵攻に伴い、これらの供給懸念から、価格は大幅に上昇している。

図3 小麦輸出シェア

（％）

順位	国	穀物年度 (2020/2021) 実績	穀物年度 (2021/2022) (見込み)	穀物年度 (2022/2023) (予測)
1	ロシア	19.2	16.5	19.0
2	EU	14.6	15.5	17.6
3	アメリカ	13.3	11.0	10.3
4	カナダ	13.0	7.8	11.7
5	ウクライナ	8.3	9.5	4.9

世界計 203.34百万トン 199.89百万トン 204.89百万トン

（備考）1．United States Department of Agriculture, World Agricultural Supply and Demand Estimates, May 12, 2022. より作成

2．年度のとり方は、品目及び地域により異なる（例えば、アメリカでは、小麦（6～5月）、とうもろこし（9～8月））。

¹⁰ 両国で小麦が約28%、とうもろこしが約15%のシェアを世界輸出に占めている。

図4 とうもろこし輸出シェア

(%)

順位	国	穀物年度 (2020/2021) 実績	穀物年度 (2021/2022) (見込み)	穀物年度 (2022/2023) (予測)
1	アメリカ	38.2	32.1	33.4
2	アルゼンチン	22.4	19.7	22.4
3	ウクライナ	13.0	11.6	4.9
4	ブラジル	11.5	22.5	25.7
5	ロシア	2.2	2.3	2.4
6	南アフリカ	2.1	1.6	2.0
7	EU	2.0	2.6	2.6
8	カナダ	0.9	0.9	0.9

世界計 182.97百万トン 197.797百万トン 182.70百万トン

(備考) 1. United States Department of Agriculture, World Agricultural Supply and Demand Estimates, May 12, 2022. より作成

2. 年度のとり方は、品目及び地域により異なる(例えば、アメリカでは、小麦(6~5月)、とうもろこし(9~8月))。

小麦は、22年3月上旬に1ブッシェル13ドル台と最高値を更新した。6月時点でも10ドル台後半と侵攻前に比べ2割程度高い水準で推移している(図5)。小麦価格の上昇を受け、インド¹¹は食糧確保のため輸出禁止に踏み切り、更なる国際相場の上昇を招いている。

エネルギーや食料品等生活必需品を中心とする価格上昇は、両国からの穀物輸入への依存度が高い途上国を始めとして、各国の家計の負担増につながる。また、こうしたエネルギー価格の高騰等への政策対応を通じて各国の財政状況に影響を及ぼす可能性が指摘されている((1)参照)。

¹¹ インド政府は、22年5月13日、国際的な小麦価格の上昇に対応するため インドからの小麦の輸出を即時全面禁止することを決定。

図5 穀物価格の動向（2021年7月～）



(3) 為替相場の推移

次に、為替レートの動向を確認する。

ロシアによるウクライナ侵攻以来、資源国¹²の為替相場は、4月後半までは総じて上昇傾向で推移してきた。(2)でみたように様々な資源価格が上昇する中、資源を多く輸出する新興国では、大幅な貿易収支の改善が見込まれたことなどから、通貨の増価がみられた。その後、4月後半になると、欧米等の先進国のインフレ率の高まり、アメリカをはじめ主要国における早いペースでの金融引締め観測、中国の感染再拡大に伴う経済活動の大幅な抑制等から、特にブラジル¹³や南アフリカの為替相場が押下げられた。その後、為替安が一服したものの、6月に入ると、各国通貨は再び減価傾向にある(図6(1))。

また、非資源国は、資源価格の上昇に直面し貿易収支の悪化が見込まれたことから、為替レートは総じて下降基調にあった。5月に入ってから、通貨安は一服した状態で推移していたが、6月に入ると再び、各国通貨は減価傾向にある(図6(2))。

さらに、中東欧諸国については、ロシアへのエネルギー依存が高いことを背景に、ポーランド、ハンガリー、チェコ等で減価傾向がみられている¹⁴(図7)。

¹² 例えば、南アフリカやブラジルは、鉄鉱石などの鉱物資源、インドネシアは石炭や天然ガス、メキシコは、石油や銀の輸出国として知られている。

¹³ なお、ブラジルでは、4月末、インフレ抑制と景気対策を目的とした工業品税の引下げが公表されたが、財政の悪化懸念も為替押下げの背景にあるとみられる。

¹⁴ ポーランドやチェコ中銀は3月に為替介入を行った。

図6 為替相場の推移

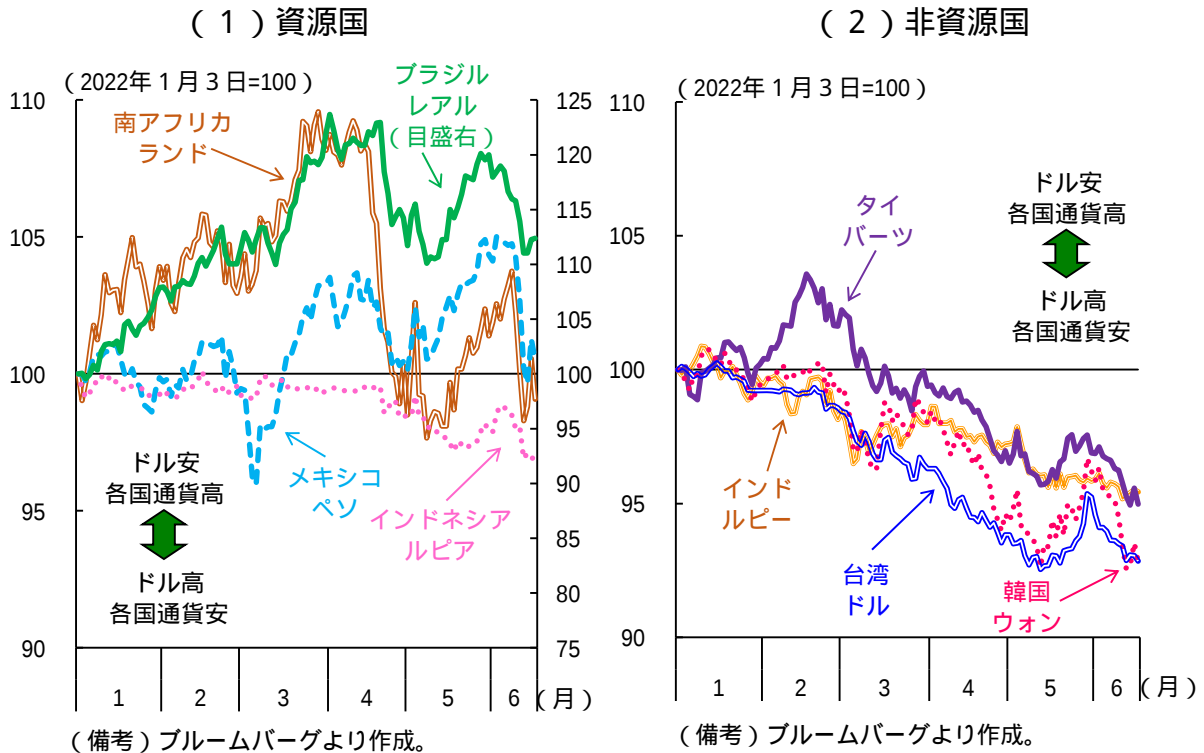
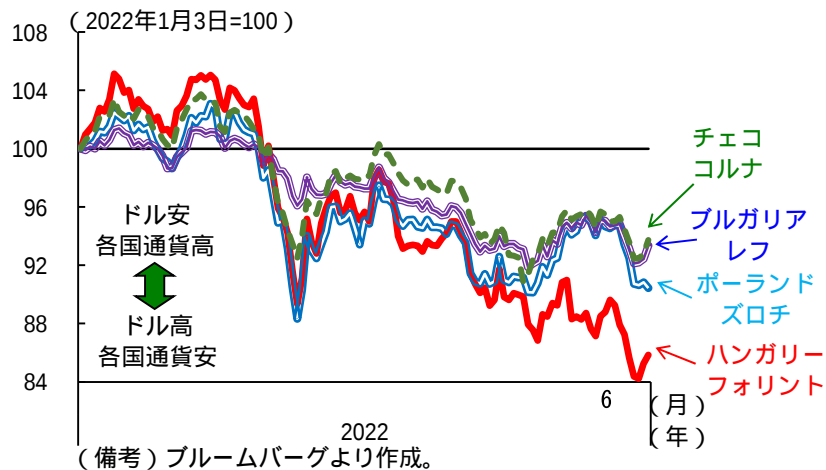


図7 為替相場の推移 (中東欧諸国)



(4) 資金流出入の状況等

最後に、新興国をめぐる資金流出入の状況を確認する (図8-1、図8-2)。

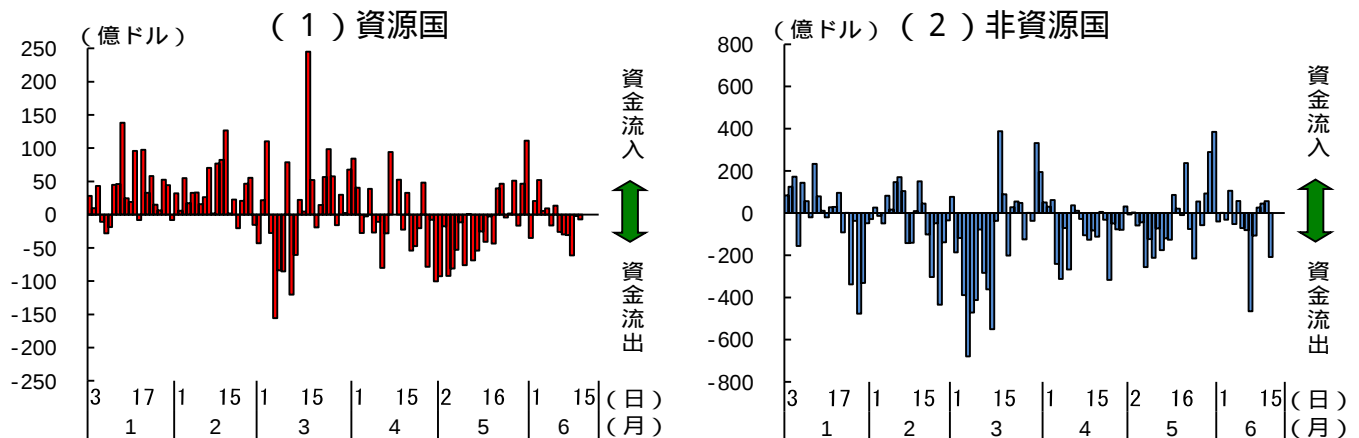
ロシアによるウクライナ侵攻直後は、新興国全般からの資金流出が目立った。その後は、4月半ばにかけて、資源国では資金流入超、非資源国では資金流出超の傾向がみられた。

5月下旬から6月半ばにかけては、資源国、非資源国ともに資金流入と資金流出が同

様にみられた後、6月以降は、非資源国の流出超が資源国からの流出超に比べ、相対的に規模が大きくなっている。

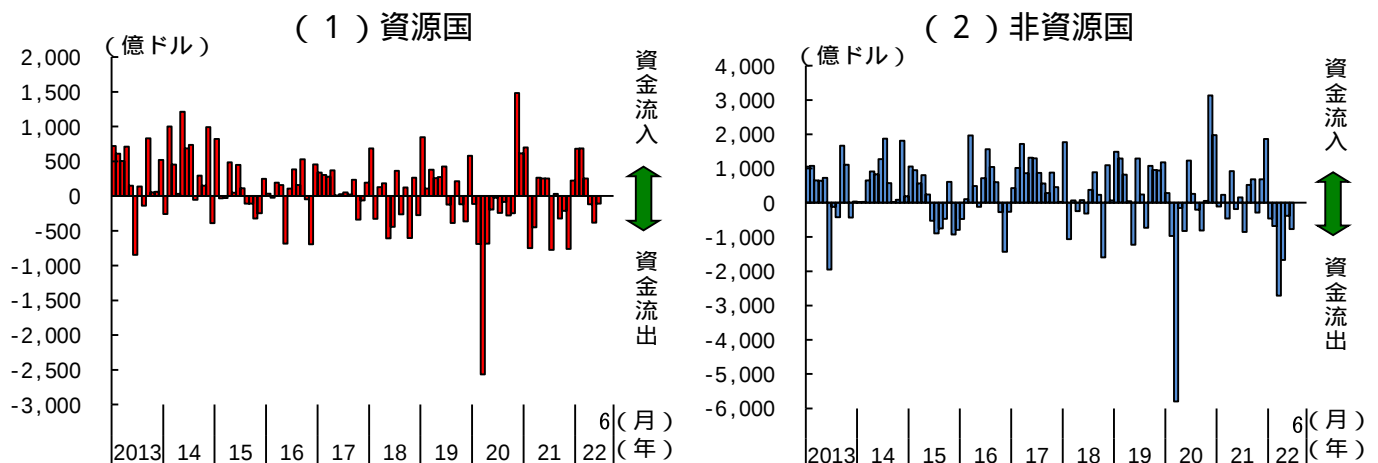
新興国のこうした資金流出の背景には、外的要因（供給側要因）¹⁵として、世界的なインフレ圧力の高まり、それを受けた各国の金融引締め姿勢の積極化を背景とした金融資本市場の変動や、中国の地方都市でのロックダウンの長期化による経済活動の抑制や物流網の混乱等による下押し懸念等のさまざまな要因が影響していると考えられる。

図8-1 資金流入の状況（2022年1月以降（日次））



- (備考) 1. IIF (国際金融協会) より作成 (6月20日までのデータ)。
2. 資源国: インドネシア、南アフリカ、ブラジル、カタール、サウジアラビア、メキシコ。
3. 非資源国: インド、韓国、タイ、フィリピン、ベトナム、台湾、中国、トルコ、スリランカ、パキスタン。

図8-2 資金流入の状況（2013年1月以降（月次））



- (備考) 1. IIF (国際金融協会) より作成 (6月20日までのデータ)。
2. 資源国: インドネシア、南アフリカ、ブラジル、カタール、サウジアラビア、メキシコ。
3. 非資源国: インド、韓国、タイ、フィリピン、ベトナム、台湾、中国、トルコ、スリランカ、パキスタン。

¹⁵ 新興国市場への資本流入の要因はしばしば、外的要因 (push factors) と国内要因 (pull factors) に整理されてきた (Hannan, S. (2018) "Revisiting the Determinants of Capital Flows to Emerging Markets – A survey of the Evolving Literature" IMF working Paper)。前者は国際的な流動性供給に影響を及ぼす要因を指し、国際的なリスク選好度、国際商品市況、アメリカの成長率及び金利等が含まれる。後者は国内要因を指し、国内のマクロファンダメンタルズ、経済政策運営、金利動向等が含まれる。

(5) 最後に

以上でみてきたように、ウクライナ情勢等を背景に、国際商品価格が上昇し、最近にかけても高水準で不安定な動きとなっている。世界的なインフレ圧力の高まりもみられている。その下で、為替や資金流入をみると、新興国をめぐる国際金融環境には不安定な動きが散見されている。今回の特徴として、国際商品価格の上昇という性格を背景に、資源国と非資源国でその影響は異なる面がみられている。ただし、特にウクライナ侵攻後は、新興国全体的に不安定な動きとなる局面もみられるなど、不確実性の高い状況となっている。

新興国は、13年にみられた国際金融環境の悪化の経験もあり、経常収支や外貨準備高といったファンダメンタルズを表す指標面からみると健全性・ショック耐性を高めている。インフレ懸念への対応等から早めに利上げを行うなどの傾向もみられている。一方で、財政収支については、感染症拡大期の経済支援策等から、これまで赤字拡大傾向がみられている。総じてみれば、対外的には経常収支の悪化がみられない中での動きであることから、その観点からは、国際金融環境の悪化に直ちに繋がりにくい面もある。しかし、足下での物価上昇・生活費上昇への政策対応に伴う更なる赤字拡大の可能性も指摘されている。世界的な金融引締めが進む中での金融資本市場の変動や国際商品市況の不安定な変動による下振れリスクにも注意が必要である。

IMF (2022b)¹⁶では、新興国は、国際金融市場の引締まりに伴う過度の変動に対して依然としてぜい弱性があり、各国のインフレの先行き等に応じた一層の利上げや、コロナ禍で実施されてきた緩和政策の正常化が今後必要であるとしている。こうしたぜい弱性は、コロナ禍でファンダメンタルズが悪化した国々で特に高まっていることから、これらの新興国にとって、外部からの経済ショックに耐え得るようなファンダメンタルズを備えていくことが一層重要になると思われる。

¹⁶ IMF (2022b) “Global Financial Stability Report 2022 APR”