

FRBの資産購入縮小を巡る動きが新興国に与えた影響（2013年と2021年の比較）

<ポイント>

1. 2021年、アメリカ経済が持ち直す中で、FRBは資産購入の縮小（テーパリング）に関する検討を行い、11月のFOMC会合で縮小開始を決定した。アメリカの金融政策の正常化に向けた動きが見られる中で、新興国経済への影響が注目されている。13年にFRBの資産購入縮小が意識された際には、新興国の金融市場が大きく変動する局面があったが、今回局面においては、当時のような大きな変動は見られていない。本稿では、資産購入縮小が決定された13年及び21年において、資産購入縮小を巡る動きが金融資本市場を通じて新興国経済に与えた影響を、新興国の財政金融政策やファンダメンタルズの状況を踏まえつつ概観する。
2. まず、前回及び今回の資産購入縮小に向けた動きを確認する（表1）。前回局面においては、量的緩和（いわゆるQE1～QE3）が行われてきた中で、13年5月、バーナンキFRB議長（当時）が議会証言において、資産購入の縮小開始を示唆する発言を行った。これを受け、金融緩和の縮小観測が急激に高まったことにより、米国債金利が急上昇し、新興国の資金流出懸念から、新興国の株価や為替が大幅に下落した（図1～3）。新興国の株価・為替は低調な状態が数か月続き、13年終盤にかけてそれらが持ち直していく中で、13年12月のFOMC会合において、14年1月に資産購入縮小を開始することが決定された。他方、今回局面では、21年7月のFOMC会合において資産購入縮小に向けた議論が開始され、前述の通り、21年11月のFOMC会合において、同月から資産購入を縮小することが決定されたが、米長期金利や新興国の株価・為替の動きに13年のような大きな変動は見られなかった。
3. 今回局面で新興国の金融市場に大きな変動が見られなかったのは、パウエル議長を始めとするFRB当局者が市場との対話を行う中で、市場参加者が、前回局面の経験も踏まえ、遅くないうちに資産購入縮小が開始されることをある程度織り込んでいたことが大きいと推測されるが、それに加え、資産購入の縮小開始が決定されるよりも前に、新興国¹において利上げが行われてきたことも影響していると考えられる。新興国の政策金利の変化幅を13年と21年で比較すると、13年には金利を据え置いた国や利下げを行った国が多数だった一方、21年には、ブラジル、ロシア、メキシコ、南アフリカといった国で利上げが実施された（図4）。その背景には、先進国各国で物価が上昇する中で、新興国の中央銀行が、先進国における金融緩和縮小を予め見込んでいた²ことに加え、新興国各国において物価上昇率が高まったことも、利上げを後押しすることとなった（図5）。利上げ実施により、当該国の為替は、一定程度、下支えされたものと考えられる。
4. 上述のとおり、今回局面では、現在のところ新興国の金融市場に大きな変動は見られていないが、新興国のファンダメンタルズを見ると、留意すべき点も存在する。IMF見通しによるデータで13年と21年の財政収支対GDP比を比較すると、多くの新興国において、21年の方が財政赤字の規模が拡大する見通しとなっている（図6）。財政収支は、特に19年から21年にかけて悪化しているが、これは、感染拡大を受け、各国で財政支出による支援策が実施されたこと等による（図7）。債務残高対GDP比をみても、13年と比較して高い水準となっている（図8）。経常収支対

¹ ここでは、G20に含まれるブラジル、インド、インドネシア、メキシコ、ロシア、南アフリカ、トルコに加え、財政収支や経常収支の動きが特徴的（後述）であるタイの、計8か国を取り上げる。

² たとえば、ブラジル中央銀行は、利上げに踏み切った21年2月に公表した声明文の中で、主要国における物価上昇リスクが新興国経済にとってより困難な環境をもたらす可能性があるとした。その後も利上げを繰り返した後、同年10月に追加利上げを決定した際に公表した声明文では、より持続的な物価上昇に対する各国中央銀行の反応が、新興国市場により困難なシナリオをもたらさうとした。

GDP 比を見ると、多くの国で 13 年から改善もしくは同程度となっているが、例えばタイでは、コロナ前は観光収入が寄与したことにより対 GDP 比で 7%程度の経常黒字となっていたが、感染拡大による制限措置により経常収支が大きく悪化した（前述図 6）。

5. 本稿では、FRB の資産購入縮小を巡る動きが新興国に与えた影響について、前回局面と今回局面とで比較して概観した。今回局面では、現在のところ新興国経済への大きな影響はみられていないものの、21 年 11 月末には、パウエル議長が議会証言において、資産購入縮小を加速させることが適切であると考えている旨を発言するなど、金融緩和縮小の加速に向けた動きもみられる。また、金融緩和縮小が完了した後には、政策金利の引上げが実施されることも予想される。こうした動きが新興国経済に与える影響については、引き続き注視が必要である。

表1 アメリカにおける金融政策の正常化に向けた動き

(2013~15年)

(2021年)

13年5月 バーナンキ議長(当時)が、議会証言において、経済見通しが改善し持続可能と判断できれば、今後数回のFOMCにおいて資産購入を縮小することは可能である旨発言

13年12月 FOMCにおいて、14年1月に資産購入の縮小を開始することを決定

14年10月 資産購入の縮小が完了

15年12月 政策金利の誘導目標の引上げを開始

21年7月 FOMCにおいて、資産購入のペースや構成等の調整の仕方を検証

21年11月 FOMCにおいて、11月に資産購入の縮小を開始することを決定

※同ペースでの縮小が続けば、22年半ばに資産購入の縮小が完了する見込み

21年11月パウエル議長が議会証言において、資産購入縮小の加速が適切であると考えている旨発言

(備考) FRB、各種報道より作成。

図1 アメリカの長期金利

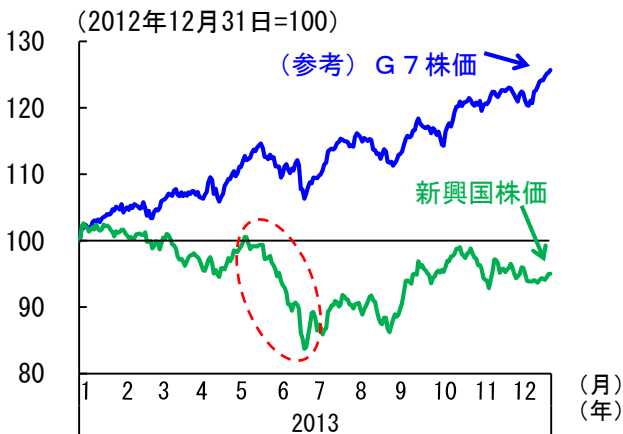


(備考) ブルームバーグより作成。

図2 新興国の株価

(2013年)

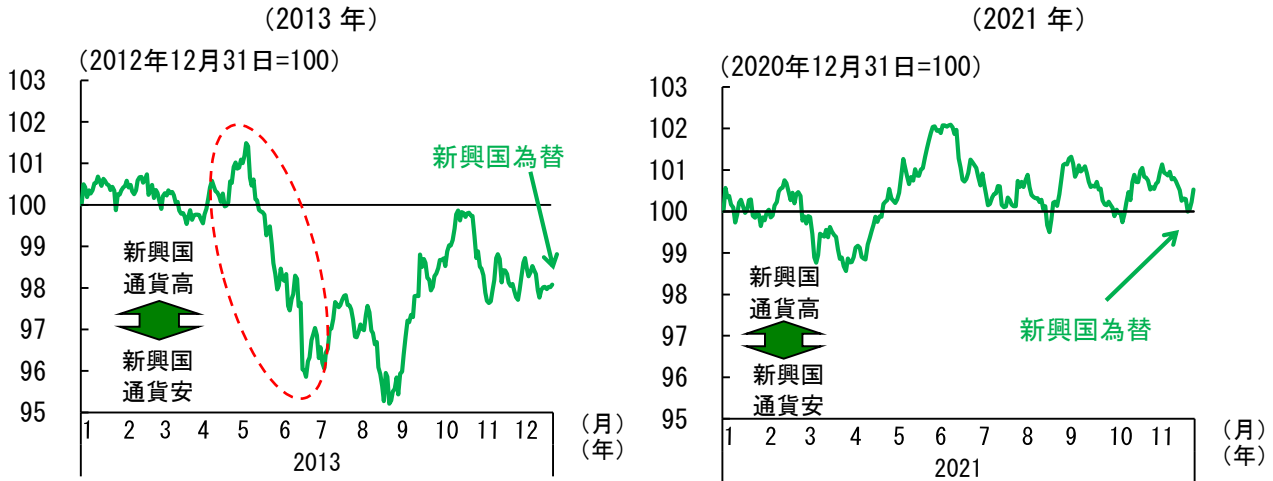
(2021年)



(備考) 1. ブルームバーグより作成。

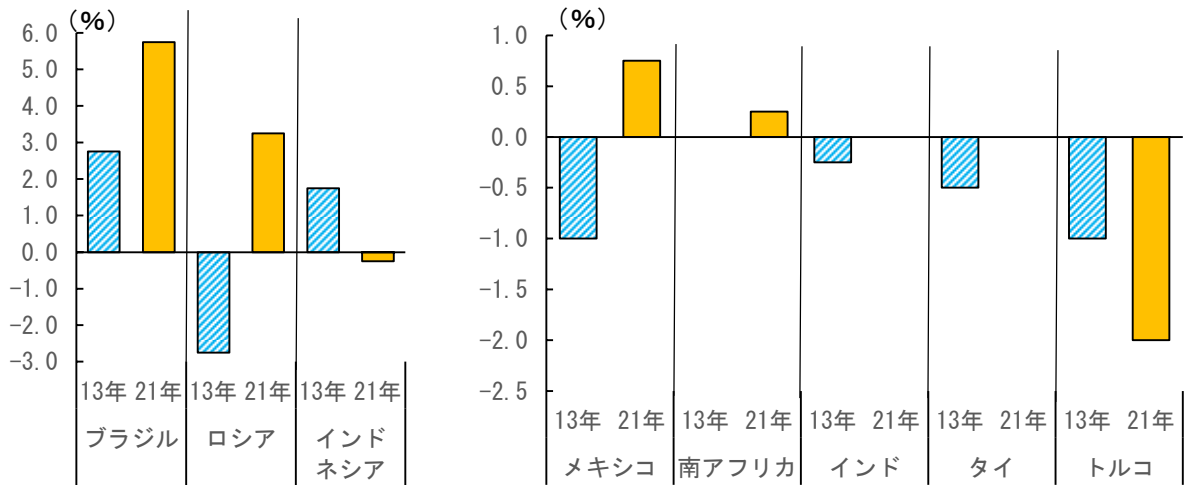
2. MSCI 株価指数 (G7・新興国) より作成。本指数は、MSCI (モルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナル) が、G7及び主要新興国における株価を、ウェイト付けしたうえで算出しているもの。

図3 新興国の為替



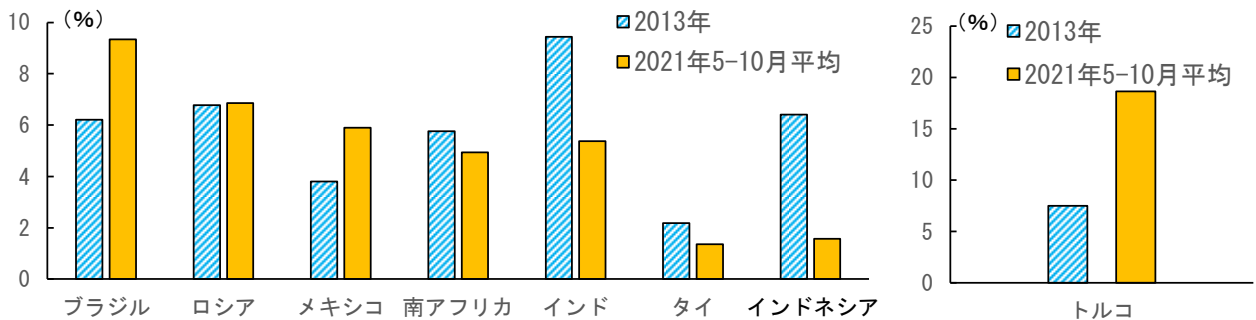
(備考) 1. ブルームバーグより作成。
 2. MSCI新興国通貨指数より作成。本指数は、MSCI (モルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナル) が、主要な新興国における為替を、ウェイト付けしたうえで算出しているもの。

図4 2013年及び2021年における新興国の政策金利変化幅



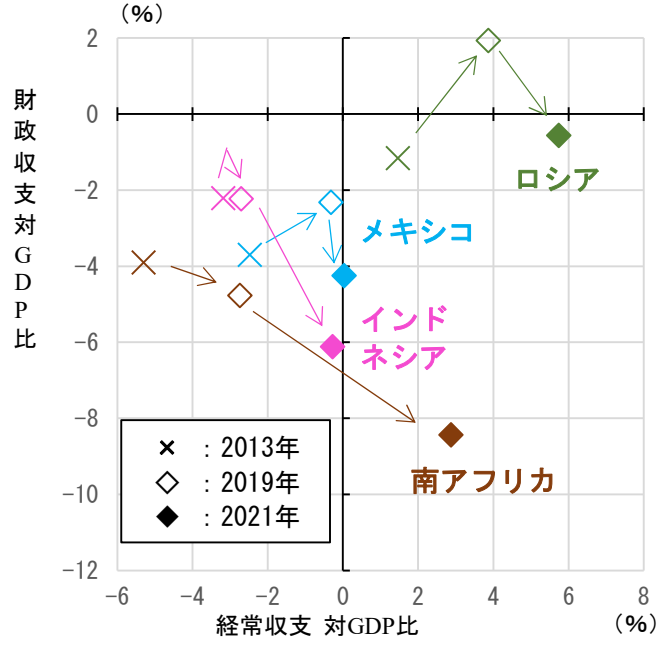
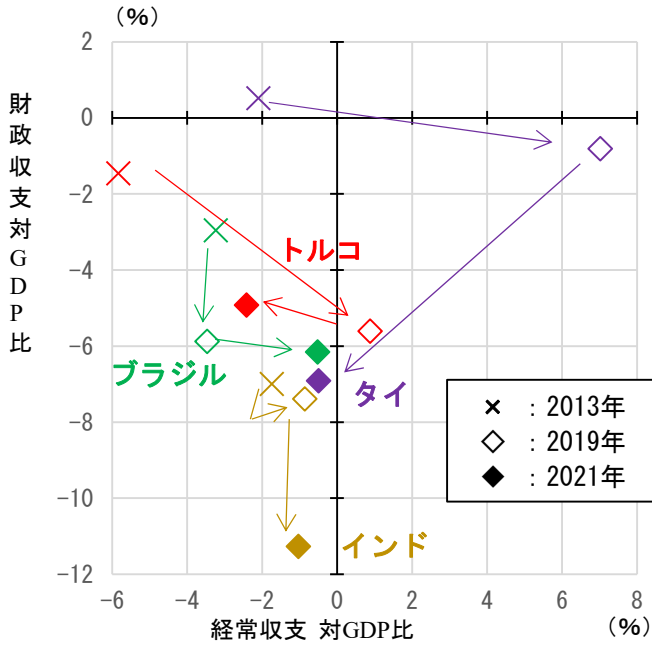
(備考) 1. BIS、ブルームバーグより作成。「13年」は、12年末から13年末にかけての変化幅。「21年」は、20年末から21年11月末にかけての変化幅
 2. 政策金利は、BISがデータセット作成を目的として各中央銀行に報告を求めた特定の系列。

図5 新興国における消費者物価上昇率（総合）（2013年、2021年5-10月平均）



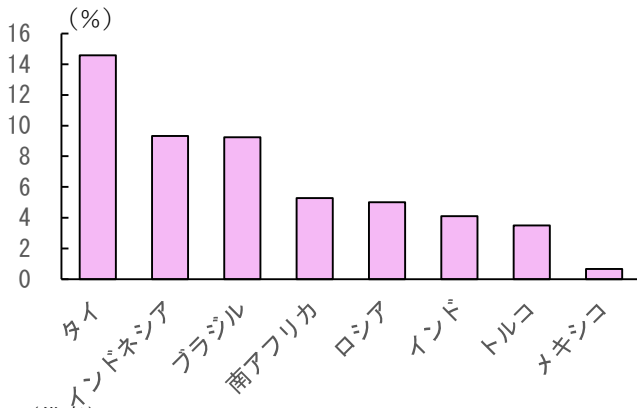
(備考) IMF、各国統計より作成。前年比。

図6 新興国における財政収支及び経常収支の推移（2013年、19年、21年）



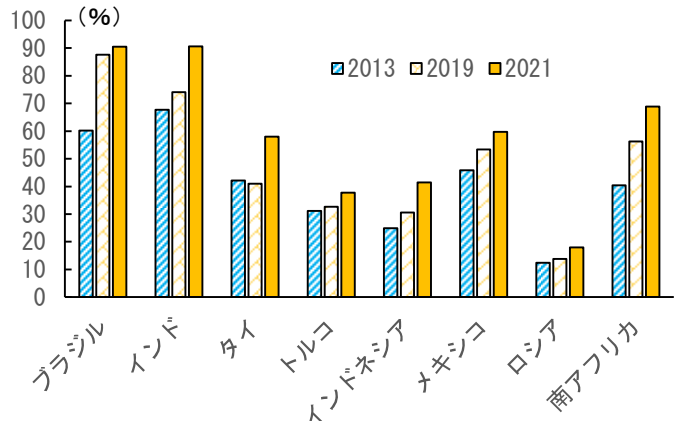
(備考) IMF 'World Economic Outlook Database' (21年10月) より作成。21年は見通し。

図7 感染拡大に対応するための新興国の財政支出対GDP比



(備考) IMF 'Database of Fiscal Policy Responses to COVID-19' より作成。21年9月27日までに公表または実施された、感染拡大に対応するための財政支出を、IMFが算出したもの。

図8 新興国の政府債務残高対GDP比



(備考) IMF 'World Economic Outlook Database' (21年10月) より作成。21年は見通し。

担当：内閣府 政策統括官（経済財政分析担当）付参事官（海外担当）付
 山崎 朋宏（直通 03-6257-1580）
 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。