

## 「国際資本移動と新興国経済」：序文

東京大学大学院経済学研究科教授 福田 慎一

### 本特集の目的

近年、世界経済の地政学的リスクや米国の利上げ観測が指摘されるなか、新興国経済の減速への懸念が高まっている。新興国を巻き込んだグローバルな資金フローがかつてない規模で発生するようになった今日、新興国経済は、国内の構造的な問題だけでなく、国際的な資本移動の動向に大きく左右される傾向がますます高まっている。そこで、本特集では、最近の国際資本移動が、新興国経済に与えた影響を多角的に考察し、その政策的含意を検証する。具体的には、先進国の金融政策や資源価格の動向が、新興国経済にいかなる影響を与えたのかを、包括的な時系列分析やパネル分析に加えて、中国、インドネシア、マレーシアといった個別の国のケーススタディーを交えて考察する。

新興国は、伝統的に国際的な資金フローに対して脆弱な構造を持ってきた。とりわけ、近年では、先進国における金融政策や資源価格の動向が大きな波及効果を与えている。しかし、新興国経済への波及効果を考える際には、すべての新興国が一律に深刻な影響を受けるとは限らないことには注意が必要である。実際、近年の非伝統的な金融政策からの「出口」の局面において、国際的な資金フローに大きな逆流が発生した場合でも、大きな影響を受ける新興国と影響をほとんど受けない新興国が存在したことが指摘されている。

たとえば、2013年5月に米連邦準備理事会(FRB)のバーナンキ議長(当時)が量的緩和政策の縮小(いわゆるテーパリング)を示唆した際、米金利の上昇とそれに伴う新興国からの資金流出の思惑が広がった結果、国際金融市場に大きな波乱が巻き起こった(「バーナンキ・

ショック」)。しかし、その当時でも、金融市場への影響は新興国ごとにばらつきがあり、国内の資産価格が大きく下落した国もあれば、それほど下落しなかった国があった。

当時の市場では、不安定な国内経済への懸念から通貨が大きく下落したブラジル、インド、インドネシア、トルコ、南アフリカの5か国が「フラジャイル・ファイブ」と呼ばれ、世界経済のリスクの震源地として強く意識された。これら5か国は、高いインフレ率や経常収支の赤字で、成長資金を国外に頼る脆弱なマクロ経済構造を抱えるという共通の特徴を持つとみなされ、その通貨は先進国の量的緩和の縮小に対してとりわけ脆弱であるとされたのである。実際、フラジャイル・ファイブのうち、ブラジルはその後、成長率がマイナスへと転じ、深刻な政治的混乱にまで発展した。南アフリカも、成長率の低空飛行が続き、通貨ランドは下落傾向が続いた。その一方、インドとインドネシアでは、その後しばらくの間、成長率に際立った下落は見られず、通貨ルピーとルピアの為替レートも比較的安定した動きを示した。

今日、過去の教訓を生かして豊富な外貨準備を蓄積するなど、新興国のなかには、金融緩和「出口」がもたらす衝撃への対応力を改善させたところは増えている。未曾有の金融緩和が「出口」を見据えるようになるなかでも、必要以上に警戒心を強め、過度に悲観的な反応を示す必要はないといえる。しかし、2017年11月には、S&Pグローバル・レーティングが、トルコ、アルゼンチン、パキスタン、エジプト、カタールから成る新たなフラジャイル・ファイブを発表するなど、量的緩和の縮小による資金フローに対して脆弱な新興国が依然として少なくな

い。新たなフラジャイル・ファイブに対しては「実際のところ脆弱ではない」との反論もあったものの、2018年にはアルゼンチンの通貨ペソやトルコの通貨リラが暴落するなど、これらの新興国経済の不安定性はむしろ高まっている。そして、その悪影響は、ここ数年は順調な成長を実現してきたインドとインドネシアにも伝播しつつある。

経済的リスクに加えて、国際政治情勢の変化による地政学的リスクが高まるなかで、市場は新興国の金融取引に対して、その投機の対象を時間とともに変化させつつ、現在も神経質であることに変わりがない。グローバルな資金の流れは、日々の市場のセンチメントに影響を受けてしばしば大きく変動するという面が多い。そうしたなかで、国際資金フローと新興国経済との関係を考える際にも、その時々決定に市場のセンチメントがいかに反応するのかを客観的に把握することが必要となっている。

## 各論文の要旨

本特集号は、序文に加えて、7本の論文からなる。福田慎一「異次元の金融政策と新興国経済」は、世界金融危機以降、先進国の金融政策の動向が新興国経済に及ぼした影響を考察したものである。世界金融危機後、先進国の非伝統的な金融政策が、新興国経済を不安定化させ、世界経済のリスク要因となっているとの指摘は幅広くなされている。福田論文では、はじめに新興国が抱えるリスクや金融政策の波及効果に関する先行研究における考え方を概観したのち、日本の異次元金融政策が東アジア経済の株価に及ぼしたスピルオーバー効果をもったのかを分析した。その結果、同じ大規模な金融緩和であっても、日本の金融緩和が近隣の新興国に及ぼす影響は、他の先進国の金融政策の変更が新興国市場に及ぼす影響とは性質が大きく異なる可能性があることが示唆された。

一方、祝迫得夫・李環「エネルギーの金融化が新興国の国際資本移動に与える影響」と岩壺健太郎・小笠原悟「資源価格、資本フロー、新

興国経済」は、いずれも資源価格の動向が新興国経済に及ぼした影響を考察したものである。祝迫・李論文では、新興国の資本フローに対して影響を与える原油価格の変動を、供給要因・需要要因・原油固有の要因の3つに分解してパネル推計を行った結果、原油市場に固有な価格変動の影響が大きいことが示された。また各国別データを用いた分析の結果、原油の輸出国より輸入に大きく依存している新興国において、原油市場に固有な価格変動が資本流入に明確にプラスの影響を与えていることが示された。岩壺・小笠原論文では、原油価格の騰落が原油純輸出国や純輸入国の国際資本フローにどのように影響しているのかを分析し、新興国の国際資本フローに影響を与える国内外の要因を明らかにした。その結果、米国金利よりも原油価格や米国の経済成長率が国際資本フローに大きな影響力を及ぼしていることが示された。また、世界景気や原油価格のような外生的な変数だけでなく、自国のファンダメンタルズの良し悪しが国際資本フローを大きく左右することが指摘された。

以上の3つの論文が金融政策や資源価格の動向が新興国経済に及ぼした影響を考察したのに対して、梅崎創「世界金融危機後のマレーシア経済—国際資本移動・為替レート—」、濱田美紀「国際資本移動とインドネシア経済の脆弱性」、および随清遠「中国の経済成長と国際資本移動」は、金融政策や資源価格に影響を受けたグローバルな資金フローが新興国経済に及ぼした効果を、東アジア諸国を対象としたケーススタディーによってそれぞれ考察したものである。

梅崎論文は、マレーシアを対象としたケーススタディーである。マレーシアでも、米国の非伝統的な金融政策からの「出口」に加えて、2014年以降の原油価格の下落や2015年央に発覚した1MDB問題などが通貨リングの下落に拍車をかけた。そうしたなか、マレーシア中央銀行による政策金利・預金準備率の変更や外国

為替市場への介入に加えて、政府が金融制度改革を進めた結果、2018年初頭までは国際資本移動や為替レートの動向は安定化の兆しを見せていた。しかし、2018年5月に発足した新政権下では、新たな資本流出と為替の減価が進行しつつあることが指摘された。

濱田論文は、世界金融危機以降の資本流出入が続いたインドネシアを対象としたケーススタディーである。インドネシアでは、米国のテーパリングの初期段階では段階的な国内金利の引き上げと介入を控えた為替政策で、ルピア下落の影響を緩やかなものとどめた。しかし、その後もルピア安は続き、金利の引き上げと積極的な為替介入によってルピアの安定化を図ったものの、2018年8月のトルコ・リラの下落の影響によりルピアの下落はさらに進んだことが示された。特に、インフラ投資向け輸入の増加が足かせとなり、経常収支赤字が拡大してさらに売り圧力が強まっていることが明らかにされた。

随論文は、より長い時間のスパンから中国の資金フローを考察したケーススタディーである。中国では、対内直接投資は、1990年代から規模が大きく、相対的に安定的に推移していたが、その投資先は東部の沿海地域に集中する

傾向が強かった。一方、証券投資による資金流入ないし流出の規模は低かった。しかし、金融危機発生後、ホット・マネーはアメリカの金融政策に対してより高い理論的整合性をもって反応するようになり、証券投資は金利差に対してより敏感になっていることが指摘された。

最後に、田中茉莉子・福田慎一「アジア新興国が国際金融市場に与えるインパクトについて」は、アジア金融市場で発生したショックの国際金融市場への波及効果が世界金融危機の前後にどの程度高まっているかを検証した。分析の前半では、株式市場における波及効果を分析し、アジア新興国の影響が世界金融危機以降大きくなったものの、それはアジア新興国の製造業の株価によるものであったことが明らかにされた。分析の後半では、外国為替レート間での波及効果を、人民元からの波及効果に注目して分析し、中国人民銀行の為替政策の変更が2015年夏以降多くの先進国に有意な波及効果をもたらしていることが示された。これらの実証結果は、アジア新興国が実体経済でプレゼンスを高めるなかで、国際金融市場においてもその影響が強まっていることを示唆している。