

## 金融危機を挟んだ国際マネーフローの概観と特徴

国際通貨研究所 佐久間浩司

### 1. グローバル金融危機をはさんだ新興国を巡る資金フロー概観

グローバル危機を挟んだ2000年から2016年までの新興国の資金フローを次の4つの時期に分けて見る。

①低インフレ、低金利を背景に投資家のセンチメントが世界的に強気であった **Great moderation** 期（2000-2007）、②金融危機勃発期（2008-2009）、③先進国と対照的にエマージング諸国の成長期待が高まった時期（2010-2013）、④米FRB議長の **Tapering** 発言で始まった新興国成長期待の調整期（2014年以降）。

### 2. 資金フローを特徴付けるいくつかの事象

2000年以降の国際資金フローを特徴付けた要因として以下3つが指摘できる。第一は新興国が様々な意味で準先進国化したことである。所得向上による耐久財消費の拡大と建設ブームで、世界的な資源価格上昇をもたらした。新興国ビジネス拡大を反映して地場通貨建て金融が増えた。政策面では高成長の中でも健全性が維持され、特にアジアでは、資本取引自由化への慎重姿勢や外貨準備重視の姿勢が維持された。

第二は、先進国の成長力低下である。高齢化や所得向上による成長率逡減が、金融危機で急激な変化となって現れた。長期金利がマイナス領域に突入し、リスク回避から国債志向を続ける機関投資家と、利回り追求でエマージング銘柄を選好の個人投資家の混在という状況をもたらした。

第三は、欧州銀行の対外資産縮小の影響である。欧州債務危機により金融機関の経営環境悪化が長引き、2010年以降の欧銀の新興国向け資産縮小となっている。

### 3. 足元の途上国流入の急減とまとめ

現在の新興国向け資本流入が急減している要因は、新興国の成長期待とその剥落の段差が大きいこと、そして欧州銀行の融資撤退がいまだに続いていることがある。

個別国には中国ファクターが大きい。中国の成長は資源価格高を通じて資源輸出国全体に恩恵をもたらしたが、今起きているのはその逆回転で、中国の減速が資源輸出国全体の成長期待を低下させている。

過去の調整期と異なる点は、通貨危機などの大規模な金融市場の混乱が起きていないことだ。その要因は、現地通貨建て金融の割合が高まっていること、また健全性を重視する通貨政策の採用によって、豊かな外貨準備を保有する一方で、為替相場は比較的柔軟な運営をしていることが、ネット流出の拡大を抑えている。

突発的、地域横断的な金融危機は回避されても、新興国の国内の不良債権問題として長引く可能性がある。対外純債権というポジション、高い現地通貨建て債務の割合などの好条件は、各国の政策対応の余地を大きくしている。ただしそれが逆に債務調整を長引かせ、低成長とデフレ期待の蔓延といった罫にはまるリスクがある。