

経常収支がエマージング諸国の株価パフォーマンスに与える影響

2009年7月22日

アセットマネジメント部

チーフ・エコノミスト、チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

企業が資金決済を資金繰り表を作成して管理し、万が一に備えて直ぐ引き出せる流動性預金や銀行からの借り入れ枠を確保するのは、当然といえば当然だろう。国家も同様で、外貨準備や国際決済通貨のやり繰りを行っている。

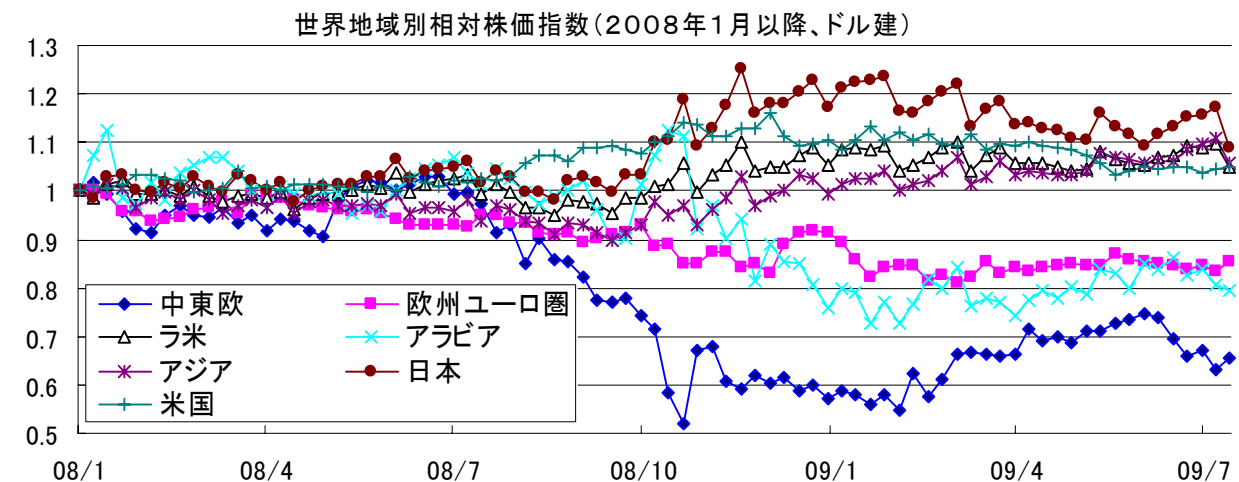
昨年来の経済危機で世界経済は急失速、世界中で株価は大きく落ち込んだ。しかし地域別の格差は大きく、東欧は大きく落ち込んだ一方、アジアやラテンアメリカ（以下、ラ米）は相対的には小さかった。何が明暗を分けたのか。経常収支管理に着目して背景を分析し、今後を展望する。

1. 経常収支で明暗が分かれた

図表1は、世界各地域の株価を世界の平均的株価動向と比較した地域別の相対的株価動向だ（株価は全てMSCIベース）。全てドル建てで2008年1月を1として基準化してある。世界平均との比較なので、ある地域の株価が上昇したとしても、世界平均がそれ以上に上昇すれば、相対的には下がることとなる。

リーマン・ショックの後、ほとんどのエマージング諸国（以下、エマージング）で株価と通貨が大きく下落した。従ってエマージング同士の比較なら、このドル建の相対株価で可能だと考えて良からう。というのもリーマン・ショックの後、特殊事情により通貨価値が上昇した円とドルのような例外的な存在もあるからである（注1）。この2カ国の株価の相対パフォーマンスは、株価は大きく下落したものの、通貨価値が上昇したこと（円高、ドル高）、世界の株価も大きく下落したこと、などの要因によりかなり良好だった。繰り返しになるが、この2カ国は例外であり、例外を除くエマージング同士の比較は可能である（注2）。

図表1 世界地域別相対株価（全てMSCIベース、ドル建地域別株価をドル建世界平均株価と比較）



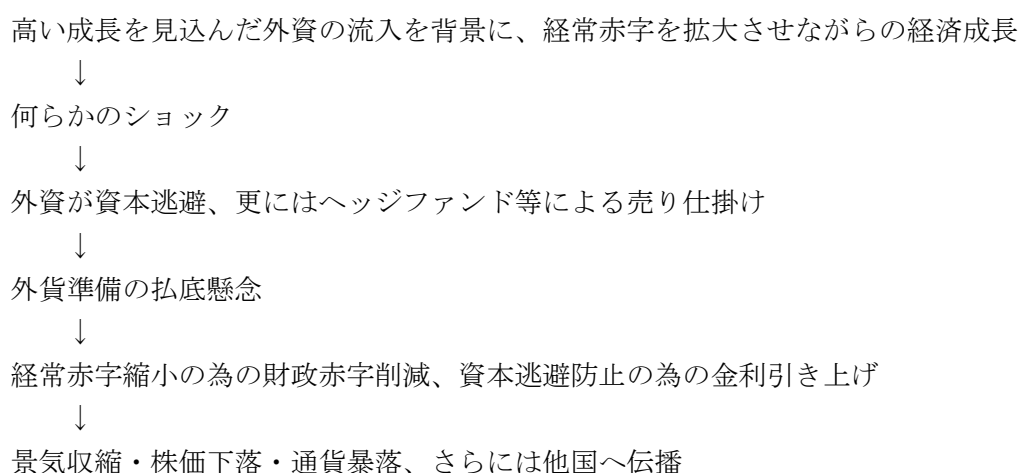
[出所]データストリームより、リそな銀行作成

総じて見れば東欧が低調な一方、アジアとラ米が好調なこと見て取れる。次に、通貨危機発生メカニズムに着目してこの背景要因を探ってみよう。

2. アジアの通貨危機の教訓

97年にタイから始まったアジアの通貨危機は次々に世界中へと伝播（注3）、99年にはブラジルなどラ米へと波及した。当時の通貨危機は、以下のメカニズムで発生した。

図表2 通貨危機波及のメカニズム



エマージングにおける経済成長の出発点は、工業化のための設備やインフラへの投資である。しかし投資の原資を外国資本に依存、また投資財も輸入に頼る傾向が強く、経常収支は赤字となる場合が多い。経常収支とは、ある期間の国全体の対外国との貿易取引などによる資金の受払いで、赤字の場合には、外貨準備を取り崩すか資金ショート回避すべく資本取引（資本収支に計上）によって資金調達する必要が生じる（注4）。高い成長を見込んだ外資の流入は、結果的にはこの役割を果たす。エマージングのような工業化の初期段階では、後発性の利益、安価な人件費、輸出に有利である割安な為替相場、などの条件が重なるため、成長企業が多数現出する。成長企業が事業拡張のための投資の原資を借入に依存するのは先進国でも一般的に見られることだが、エマージングは、国全体が成長企業のような資金循環構造なのである。

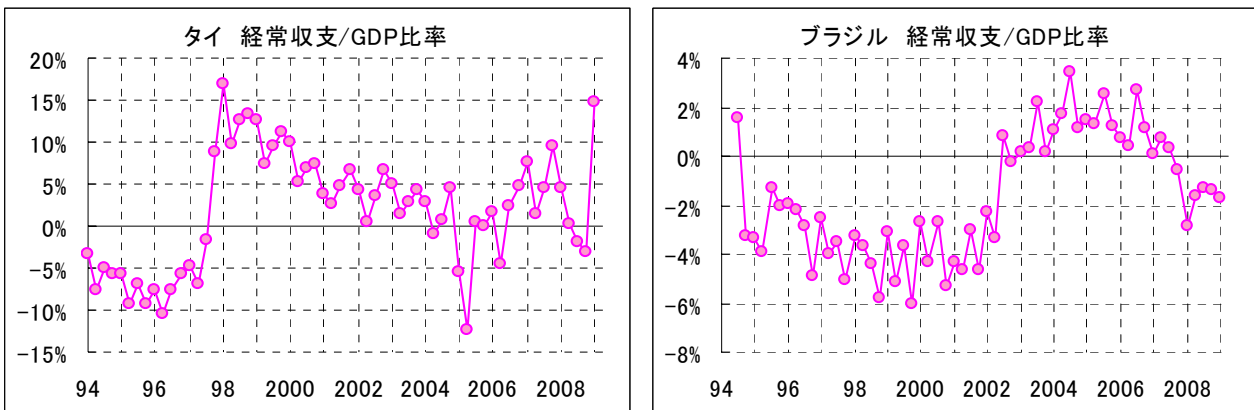
しかし、資金の出し手が回収を急いだり、何らかのショックで資本逃避が起こると、状況は一変して歯車は逆回転を始める。ショックの例としては、94年メキシコの通貨危機は大統領選挙を控えての政治混乱の懸念、97年タイの通貨危機は不動産価格の下落など行き過ぎた経済ブームの反動、97年ロシアの経済危機は財政赤字による国債のデフォルト懸念、2008年のアイスランドの危機は97年のタイと同様の理由にリーマン・ショックが重なった、などである。

慢性的に経常赤字であることの問題点は、資本逃避が始まると、外貨準備の払底懸念が容易に高まりやすい点にある。財政当局は、経常収支や資本収支などを睨みつつ外貨準備を管理する（注4）。しかし、管理可能な範囲を超えて資本逃避が起きると、政策運営と景気サイクルが悪循環に陥ることになる。エマージングでは、国内での貨幣発量の根拠を外貨準備とするケースが多い。つまり、外貨準備の想定を超える減少は、国内での金融引き締め、結果的には景気悪化に直結するのである。また、外貨準備の

払底は債務不履行（デフォルト）を意味するので、当局はこれを何としても回避すべく増税など更に景気を悪化させる政策を実施する。本来なら景気が悪いのだから景気刺激策を実施しなければならないにもかかわらず、債務不履行（デフォルト）回避のため逆の政策を実施せざるを得ないのである。現実には、こうした状況にまで事態が悪化すれば IMF などの国際機関が緊急融資など救済に乗り出すのが通例だが、結果的には景気、株価、通貨は相当な水準にまで落ち込むのである。

こうした一連の危機を経て、アジアの通貨危機の教訓として対応が強化されたのが経常収支管理である。ここではタイとブラジルの例を取り上げる。

図表 3、4 タイとブラジルの経常収支/名目 GDP 比率

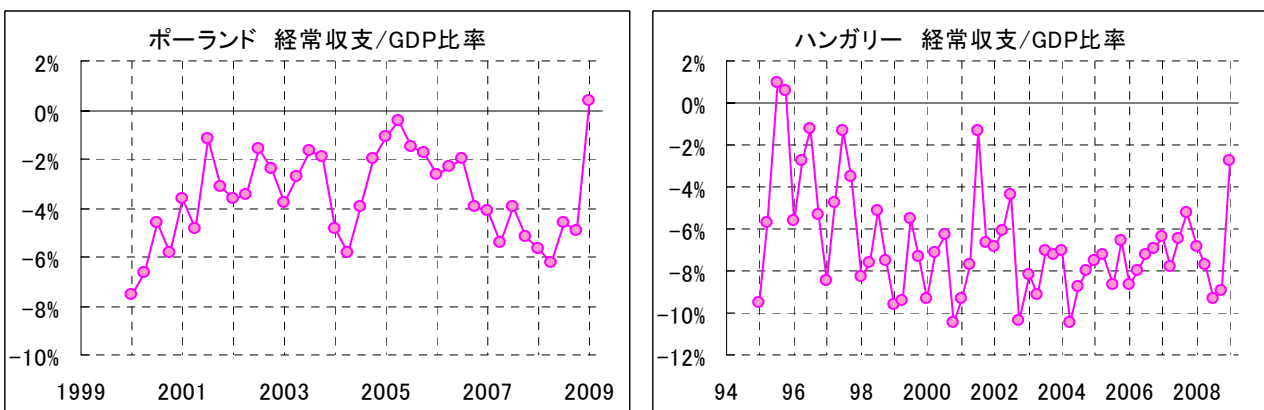


〔出所〕 データストリームより、りそな銀行作成

タイは97年、ブラジルは2002年に通貨危機の起きた頃を境に共に経常収支が黒字へと転換したのが確認できる。両国とも2008年に入って再び経常赤字が増加しつつあったが、赤字の規模は小さかった。

対照的だったのが東欧で、近年の投資ブームによる資本財輸入等で経常赤字が拡大していた。ここでは例としてポーランドとハンガリーを取り上げる（データの制約によりポーランドは2000年以降）。

図表 5、6 ポーランドとハンガリーの経常収支/名目 GDP 比率



〔出所〕 データストリームより、りそな銀行作成

米国でサブプライム問題などリーマン・ショックの前兆が出ていた2007年から2008年にかけて、対名目GDPでの経常赤字の比率がかなり大きくなっていった。そして昨年9月にリーマン・ショックが発生したのである。その前後の株価の低迷は、図表1の中東欧に反映されている。

3. 結論

エマージングへの株式投資をショックに対する耐性の観点から選別すると、経常収支が1つのメルクマールとなる。アジアとラ米は90年代の通貨危機の教訓で経常収支管理が強化されていたが、中東欧はそうではなかった。その差異が、図表1のように株価パフォーマンスの面で、2008年以降の金融危機において顕在化したと考えられる。

今後の見通しでは、経常収支の改善ペースが重要となろう。その第一の条件は、通貨の下落に支えられた輸出の回復と輸入の減少である。97年のタイの場合、当初は通貨バーツが暴落しても貿易収支の改善が見込みにくいため、危機はかなり長引くと考えられていた（注5）。しかし現実には、輸出の回復と内需抑制による輸入の減少で経常収支はV字型の回復を実現（図表3）、経済危機は短期間で収束した。タイだけでなく他の通貨危機に見舞われたアジア諸国もほぼ同じメカニズムで危機を脱した。重要なのは、当時は米国が旺盛な個人消費を背景に貿易収支の改善をほぼ一手に引き受けたが、今回は住宅価格の下落等を背景に逆資産効果が見込まれるため、事情が大きく異なる点にある。

結論として、今後の回復の姿は、多くの国が一斉に回復に向かうというより、国によって跛行性のある回復となる可能性が強いと考えられる。たとえば、図表5のポーランドと図表6のハンガリーである。ポーランドの経常収支は97年のタイに匹敵するほどのV字型回復をしている一方、ハンガリーは改善傾向とはいえそのペースは緩慢である。比較の意味で今年4月にIMFが発表した「世界経済見通し」より、主要エマージングの経常収支見通しを抜粋しておこう。

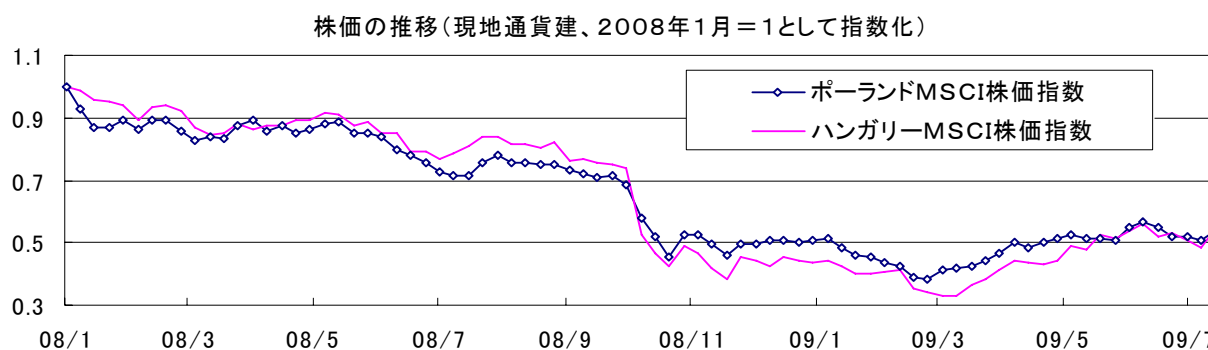
図表7 米国及び主要エマージングの経常収支／名目GDP比率（単位：％）

	2007年	2008年	2009年	2010年	2014年
先進国	-1.0	-1.1	-1.0	-1.0	-0.4
米国	-5.3	-4.7	-2.8	-2.8	-2.8
新興アジア	6.9	5.8	6.4	5.7	6.1
中国	11.0	10.0	10.3	9.3	9.4
インド	-1.0	-2.8	-2.5	-2.6	-2.5
インドネシア	2.4	0.1	-0.4	-0.7	-1.0
マレーシア	15.4	17.4	12.9	10.7	9.8
フィリピン	4.9	2.5	2.3	1.6	-0.1
タイ	5.7	-0.1	0.6	0.2	-0.4
ベトナム	-9.8	-9.4	-4.8	-4.2	-3.2
中東欧	-7.7	-7.6	-4.1	-3.5	-3.4
ポーランド	-4.7	-5.5	-4.5	-3.9	-2.9
ハンガリー	-6.4	-7.8	-3.9	-3.4	-1.1
トルコ	-5.8	-5.7	-1.2	-1.6	-2.5
中東	18.2	18.8	-0.6	3.2	8.2
エジプト	1.4	0.5	-3.0	-4.1	-2.3
UAE	16.1	15.8	-5.6	-1.0	6.9
アフリカ	1.0	1.0	-6.5	-4.7	-3.0
南ア	-7.3	-7.4	-5.8	-6.0	-6.8

〔出所〕 IMF 世界経済見通し（2009年4月）より、りそな銀行作成

ポーランドは今年第1四半期の経常収支 GDP 比率がほぼゼロにまで改善しており、IMF 予測よりかなり改善ペースが速い。一方、ハンガリーも改善傾向ではあるものの、IMF 予想との比較ではポーランドほどのペースではない。一般論として、経常収支の改善ペースが速いほど景気の立ち直りは早く、実体経済のファンダメンタルズを反映する株価の立ち直りも早くなる、と考えられる。ただ両国については、同じEUに属し政策運営の共通性や景気の連動性があるため、その差異は目立つものとはなっていない。

図表8 最近のポーランドとハンガリーの株価



【出所】データストリームより、リそな銀行作成

以上

(注1) 厳密には、中国の人民元は米ドルと連動性が強い、中東にはサウジアラビアやUAEなど通貨が米ドルペッグ(固定相場)の国が多い、など例外はある。しかし、本質的な議論ではない。

(注2) 詳細は筆者著の既発行の同シリーズレポート「ドル堅調の背景に景気実態の悪さ比べ (<http://www.resona-gr.co.jp/resonabank/nenkin/info/economist/2008.html>)」、「ドル軟調の背景に経済政策の良さ比べ (<http://www.resona-gr.co.jp/resonabank/nenkin/info/economist/index.html>)」

(注3) 英語では「contagion(感染)」と表現されるが、この語の方が語感では正確なのではないか。

(注4) 経常収支+資本収支=外貨準備増減(±誤差脱漏)、一定期間のフローの蓄積がストック残高。

(注5) 通貨価値の下落が貿易収支の改善に直結するために必要な条件をマーシャル・ラーナーの条件と呼ぶ。特別な名前が付けられるほど経済学では有名な概念ではあるが、現実の経済史においては、通貨価値の下落はほとんど例外なく輸出の増加と輸入の減少に寄与する。

- ・本資料は、お客様への情報提供を目的としたものであり、特定のお取引の勧誘を目的としたものではありません。
- ・本資料は、作成時点において信頼できるとされる各種データ等に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性または完全性を保証するものではありません。
- ・また、本資料に記載された情報、意見および予想等は、弊社が本資料を作成した時点の判断を反映しており、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により、予告なしに内容が変更されることがありますのであらかじめご了承ください。
- ・本資料に関わる一切の権利はリそな銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを固くお断りします。