

2020年6月17日

世界経済のウィークリンクは新興国

－2020年代、ソブリンワールドカップは新興国に注目

岡三グローバル・リサーチ・センター理事長
エグゼクティブエコノミスト 高田 創

■世界的な損失負担の連鎖で
新興国懸念が高まる可能性

■アジア通貨危機などの背景
には経常収支の赤字が存在

新興国でのデフォルトの拡大

昨日の当TODAY（6/16）では、「ソブリンワールドカップ」として世界の国債市場で、選別される基準を議論した。さらに、そのなかでの経常収支の重要性を議論した。今や、クレジット市場では民間債務を注視すべき段階から次第に国レベルでの問題に焦点が移行する可能性が高まっている。本日は、そのなかでも特に新興国に焦点を当てた議論を行う。その背景は、今日、世界的な損失負担の連鎖でのウィーク・リンクが新興国問題にあると考えるからだ。しかも、今後、コロナショックの感染症の影響をより強く受けるのは新興国であるとみられることも一段の警戒が必要な点である。

今年2020年はすでに、レバノン、エクアドル、アルゼンチンがデフォルトになった。アルゼンチンは5月22日にデフォルトになったが、それは6年ぶり、過去9度目であった。アルゼンチンはよくもこれだけ、デフォルトを繰り返したものだというのが正直な感想だ。

新興国は投資の観点からみて常に高金利通貨国として世界的に深刻な運用難のなかで注目されてきた半面、常にそこには脆弱さをもち、通貨安問題と背中合わせになっていた。それだけに、新興国の分析は投資に伴う情報の非対称性を埋める観点からも重要である。

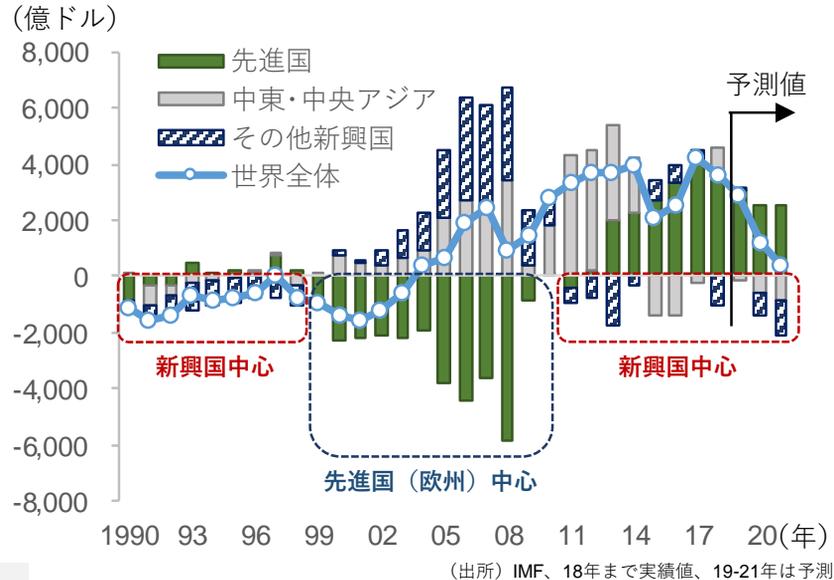
90年代の赤字は新興国、2000年代の赤字は先進国、2010年代以降は新興国

次ページの図表は世界全体の経常収支の推移である。振り返れば、1990年代の経常赤字は新興国が中心。2000年代は先進国が赤字の大半を占め、2010年代以降は、再び新興国が赤字を占める状況にある。1990年代に生じた危機はアジア通貨危機やロシア危機等、新興国が中心であり、その背景には経常収支の赤字が存在した。その後、2000年代は欧州諸国を中心とした経常赤字が欧州債務危機につながった。

■2020年代は新興国問題が生じやすい局面に

2010年代以降、欧州の赤字が黒字に転じ、赤字の主体は再び新興国に戻った。しかも、原油を中心とした資源価格下落に伴い資源依存度合いの高い新興国の赤字も拡大する状況にある。今後を展望し、コロナショックも加わり資源価格下落も生じただけに新興国の赤字額が拡大しやすい。今回、新興国に注目したのは、以上の歴史的背景から2020年代も新興国の問題が生じやすい局面にあるからだ。

地域別経常収支の推移



■高金利国も負け組となれば、投資妙味が薄れる

新興国評価ではとくに経常収支が重要に

新興国の場合、金利水準は高く高金利通貨としての魅力はあるものの、クレジットの面でスプレッドが拡大し不安定化するリスクが存在する。極端な場合、デフォルトのリスクも存在しうる。新興国の評価について、IMF等の国際機関は支援の条件とするコンディショナリティとしての重要な基準が対外バランスを示す経常収支である。その均衡を実現すべくISバランスを維持する経済政策の運営が行われてきた。

高金利国とされても「ソブリンワールドカップ」での負け組になれば、もう一段の金利上昇によって投資妙味に欠けることになる。ここで、経常収支は次ページのように示される。多様なリスク要因がISバランス上の項目を通じて議論される。

新興国の評価ではISバランスに影響を与える政治的要因にも注目

ISバランスを示す式の不安要素からみて新興国の一般的に生じやすいリスクとは、マクロバランスの不安(赤字)が経常収支赤字、さらに外貨準備の枯渇をもたらすことだ。その結果、通貨安に伴い資本投資(キャピタルフライト)が生じ、

国内貯蓄余剰（不足）	財政赤字（赤字）	
(国内貯蓄 - 国内消費) + (税金 - 政府支出) = 経常収支 (CA)		
信用拡張リスク	財政赤字リスク	経常収支悪化
賃金上昇リスク	バラマキ	↓
内需過熱リスク	政治不安	直接投資で安定的な 資金調達が可能か

さらに、通貨安が生じる悪循環が生まれることにある。その起点も、結局、経常収支にあり「ソブリンワールドカップ」で重要な判断基準となる。

マクロバランス上、国内の貯蓄余剰に関しては、内需の過熱がないかが重要になり、賃金上昇リスクなど、信用拡張に伴うインフレ要因に注目が集まる。また、財政バランスでは、財政規律が働いているかが重要になる。新興国経済においては、政治によるポピュリズムの観点からバラマキになってマクロバランスが崩れる場合も多いだけに、政治の安定や規律を評価することも重要になる。こうした状況は特にラテンアメリカ経済を見るうえでも重要な指標になっている。また、経常収支の赤字に対処したファイナンスの安定も重要になる。すなわち、直接投資による資金等、安定的な資金調達が可能かどうか重要な判断基準になる。

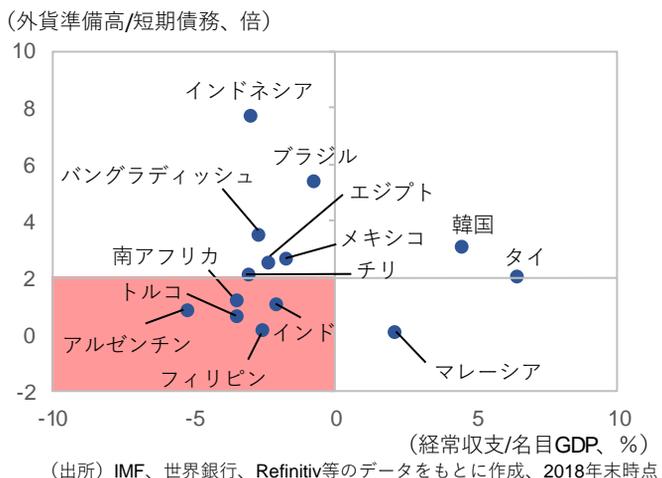
■ 政治的要因を背景にマクロバランスが崩れる場合も多くみられる

経常収支と外貨準備状況に注目

以下の図表は、新興国の経常収支と外貨準備状況を示すものだ。持続的なマクロバランス状況と短期的な危機対応力としての外貨準備状況を合わせてみる必要がある。特に、経常赤字で外貨準備の水準の低い、図表では網掛けの第3象限に位置する国々に対しては動向を調査する必要があるだろう。

■ 第3象限に位置する国々は十分な調査が必要に

経常収支と外貨準備高の状況



重要な注意事項

免責事項

- ・本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。また、本レポート中の記載内容、数値、図表等は、本レポート作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本レポートに記載されたいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。
- ・本レポートは、岡三証券が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性、安全性を保証するものではありません。企業が過去の業績を訂正する等により、過去に言及した数値等を修正することがありますが、岡三証券がその責を負うものではありません。
- ・岡三証券及びその関係会社、役職員が、本レポートに記載されている有価証券について、自己売買または委託売買取引を行う場合があります。岡三証券の大量保有報告書の提出状況については、岡三証券のホームページ(<http://www.okasan.co.jp/>)をご参照ください。

地域別の開示事項

日本:

○金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。金融商品取引のご契約にあたっては、あらかじめ当該契約の「契約締結前交付書面」(もしくは目論見書及びその補完書面)または「上場有価証券等書面」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<有価証券や金銭のお預りについて>

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預けになる場合は、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。加えて外国証券をお預けの場合には、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。ただし、当社が定める条件を満たした場合は当該口座管理料を無料といたします。

なお、上記以外の有価証券や金銭のお預りについては料金をいたしません。さらに、証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,600円(税込み)を上限として口座振替手数料をいただきます。

お取引にあたっては「金銭・有価証券の預託、記帳及び振替に関する契約のご説明」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<株式>

- ・株式の売買取引には、約定代金(単価×数量)に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.265%(税込み)の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・外国株式の海外委託取引には、約定代金に対し、最大1.375%(税込み)の売買手数料をいただきます。外国株式の国内店頭(仕切り)取引では、お客様の購入および売却の単価を当社が提示します。この場合、約定代金に対し、別途の手数料および諸費用はかかりません。
- ※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します(外国取引に係る現地諸費用の額は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません)。外国株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・また、外国株式については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失が生じるおそれがあります。

<債券>

- ・債券を募集・売出し等により、または当社との相対取引により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・債券は、金利水準、株式相場、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による債券価格の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・債券は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、債券価格が変動することによって損失が発生するおそれがあり、また、元本や利子の支払いの停滞もしくは支払い不能の発生または特約による元本の削減等のおそれがあります。
- ・金融機関が発行する債券は、信用状況の悪化により本拠所在地国の破綻処理制度が適用され、債権順位に従って元本や利子の削減や株式への転換等が行われる可能性があります。ただし、適用される制度は発行体の本拠所在地国により異なり、また今後変更される可能性があります。

<個人向け国債>

- ・個人向け国債を募集により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。個人向け国債を中途換金する際は、次の計算によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます(直前2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)。
- ・個人向け国債は、安全性の高い金融商品ですが、発行体である日本国政府の信用状況の悪化等により、元本や利子の支払いが滞ったり、支払い不能が生じるおそれがあります。

<転換社債型新株予約権付社債(転換社債)>

国内市場上場転換社債の売買取引には、約定代金に対し、最大1.10%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。転換社債を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。転換社債は転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等による転換社債価格の下落により損失が生じるおそれがあります。また、外貨建て転換社債は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

<投資信託>

- ・投資信託のお申込みにあたっては、銘柄ごとに設定された費用をご負担いただきます。
お申込時に直接ご負担いただく費用:お申込手数料(お申込金額に対して最大3.85%(税込み))
保有期間中に間接的にご負担いただく費用:信託報酬(信託財産の純資産総額に対して最大年率2.254%(税込み))
換金時に直接ご負担いただく費用:信託財産留保金(換金時に適用される基準価額に対して最大0.5%)
その他の費用:監査報酬、有価証券等の売買にかかる手数料、資産を外国で保管する場合の費用等が必要となり、商品ごとに費用は異なります。お客様にご負担いただく費用の総額は、投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、記載することができません(外国投資信託の場合も同様です)。
- ・投資信託は、国内外の株式や債券等の金融商品に投資する商品ですので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が下落することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託は、組入れた有価証券の発行者(或いは、受益証券に対する保証が付いている場合はその保証会社)の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が変動することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・上記記載の手数料等の費用の最大値は、今後変更される場合があります。

<信用取引>

信用取引には、約定代金に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料、管理費および権利処理手数料をいただきます。また、買付けの場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託証拠金は、売買代金の30%以上で、かつ300万円以上の額が必要です。信用取引では、委託証拠金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

- 自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。
- 2037年12月までの間、復興特別所得税として、源泉徴収に係る所得税額に対して2.1%の付加税が課税されます。

岡三証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53号

加入協会:日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

香港における本レポートの配布:

本レポートは、香港証券先物委員会(SFC)の監督下にある岡三国際(亜洲)有限公司によって、SFCに規定される適格機関投資家(PI)に配信されたものです。本レポートに関するお問い合わせは岡三国際(亜洲)有限公司にお願いします。

米国内における本レポートの配布:

本レポートは岡三証券が作成したものであり、1934年米国証券取引所法に基づく規則15a-6に規定される米国主要機関投資家のみには配信されたものです。岡三証券は、米国内における登録業者ではないため、米国居住者に対しローカー業務を行いません。本レポートで言及されている銘柄の売買注文は、アーバック・グレイソン社を通して行いたします。

なお、本レポートは、受領者及びその従業員が使用することを目的として配信しております。

さらに、本レポートのアナリストは米国で活動をしていないため、米国のリサーチ・アナリストとして登録されておらず、資格も有していません。また、当該アナリストは、アーバック・グレイソン社または他の業者の関係者ではありません。したがって、当該アナリストは、米国金融規制機構(FINRA)規則の適用の対象ではありません。

その他の地域における本レポートの配布:

本レポートは参照情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。

本レポートの受領者は、自身の投資リスクを考慮し、各国の法令、規則及びルール等の適用を受ける可能性があることに注意をする必要があります。

地域によっては、本レポートの配布は法律もしくは規則によって禁じられております。本レポートは、配布や発行、使用等を行うことが法律に反したり、岡三証券に何らかの登録やライセンスの取得が要求される国や地域における国民や居住者に対する配布、使用等を目的としたものではありません。

※本レポートは、岡三証券が発行するものです。本レポートの著作権は岡三証券に帰属し、その目的いかんを問わず無断で本レポートを複写、複製、配布することを禁じます。

(2020年1月改訂)