

再浮上した新興国通貨のリスク

調査レポート

2018年7月11日

経済部 シニアエコノミスト

鈴木 将之

概要

米国の利上げが進む中で、新興国通貨安が目立っている。これまでの経済成長や原油価格の落ち着きなどによってもたらされていた好循環が、米国利上げや原油価格の上昇、政治・地政学的なリスクの高まりなどによって逆回転し、経済のファンダメンタルズを悪化させるとの見方から、新興国通貨安を誘っている。また、新興国での国内外の資金の動きも変化しており、その動向にも注意が必要だ。米国利上げなどのトレンドは変わっていない上、貿易戦争の第三国への影響を見極めるためには時間がかかるなど、先行きを見通し難くなっている。そのため、経済のファンダメンタルズの視点からは、ブラジルやアルゼンチン、トルコ、国内外の資金の流れの視点からはトルコ、南アフリカ、インドネシア、インドなどで、通貨安が進みやすい構造にあると考えられる。

1. 新興国通貨のリスク

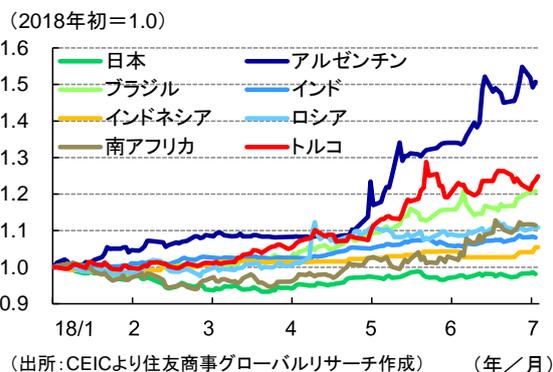
図表①のように、米国の利上げが進む中で、新興国通貨安が目立っている。それに対して、各国は自国通貨防衛のため、利上げを進めてきた。BIS (Bank for International Settlements) によると、2018年初月から6月末にかけて利上げを行った国として、アルゼンチン (28.75%→40%)、カナダ (1%→1.25%)、チェコ (0.5%→1%)、インド (6.0%→6.25%)、インドネシア (4.25%→5.25%)、マレーシア (3.0%→3.25%)、フィリピン (3.0%→3.5%)、ルーマニア (1.75%→2.5%) などがあげられる。

利上げに動いた背景には、米国利上げに加えて、原油価格の上昇など、これまでの好循環の逆回転がある。原油価格上昇によって経常赤字が拡大し、物価の上昇ペースの加速によって国内消費が鈍化する。さらに、燃料補助金の復活などによって財政赤字が拡大する場合もあり、経済のファンダメンタルズの脆弱性が改めて意識されるようになっている。利上げ自体には、国内景気を冷やす効果があるので、景気に対する先行き懸念も浮上している。また、FRB がバランスシートを縮小している効果もある。そこで、以下では、新興国通貨安が進んだ 2013 年を振り返りつつ、現状について考えてみる。

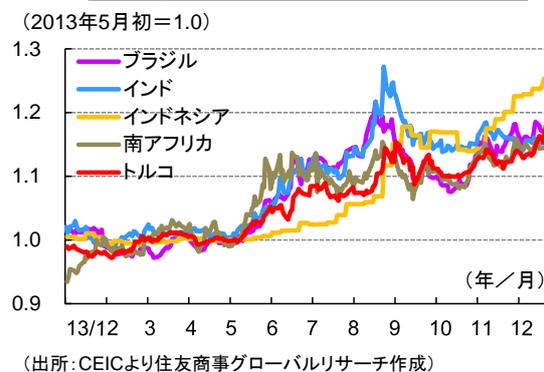
2. 2013年の通貨安の資金フロー

新興国通貨安の背景を考える上で、まず、2013年5月に当時のバーナンキ FRB 議長が量的緩和縮小を示唆したことをきっかけに、新興国通貨が売られた、いわゆる「テーパータントラム」の時期を振り返っておく。当時、図表②のように、ブラジルレアル、インドルピー、インドネシアルピア、トルコリラ、南アフリカランドの「フラジャイル5」の通貨が売られるなど、新興国通貨安が注目を集めた。

図表① 為替レート(対ドル)の推移



図表② 為替レート(対ドル)の推移



この間の国内外の資金の動きを、図表③から確認しておく。国際収支のうち金融収支について、2013年第2四半期(Q2)以降の動きに注目すると、資金の動きが一時的なものだった国と、何らかの変化が生じた国がある。

変化があった国として、トルコがあげられる。対内・対外直接投資は堅調に推移していた一方で、2013年にかけて増えていた対内証券投資が減少に転じた。また、外貨準備は、積み増しから取り崩し方向に変化した。このように、成長期待を背景に直接投資を通じた資金の動きには大きな変化はなかったものの、

本資料は、信頼できるとされる情報ソースから入手した情報・データに基づき作成していますが、当社はその正確性、完全性、信頼性等を保証するものではありません。本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社及び住友商事グループの統一した見解を示すものではありません。本資料のご利用により、直接的あるいは間接的な不利益・損害が発生したとしても、当社及び住友商事グループは一切責任を負いません。本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。

海外からの証券投資を通じた資金の流入ペースが鈍化したのと同時に、通貨防衛のために外貨準備の取り崩しが生じていた。

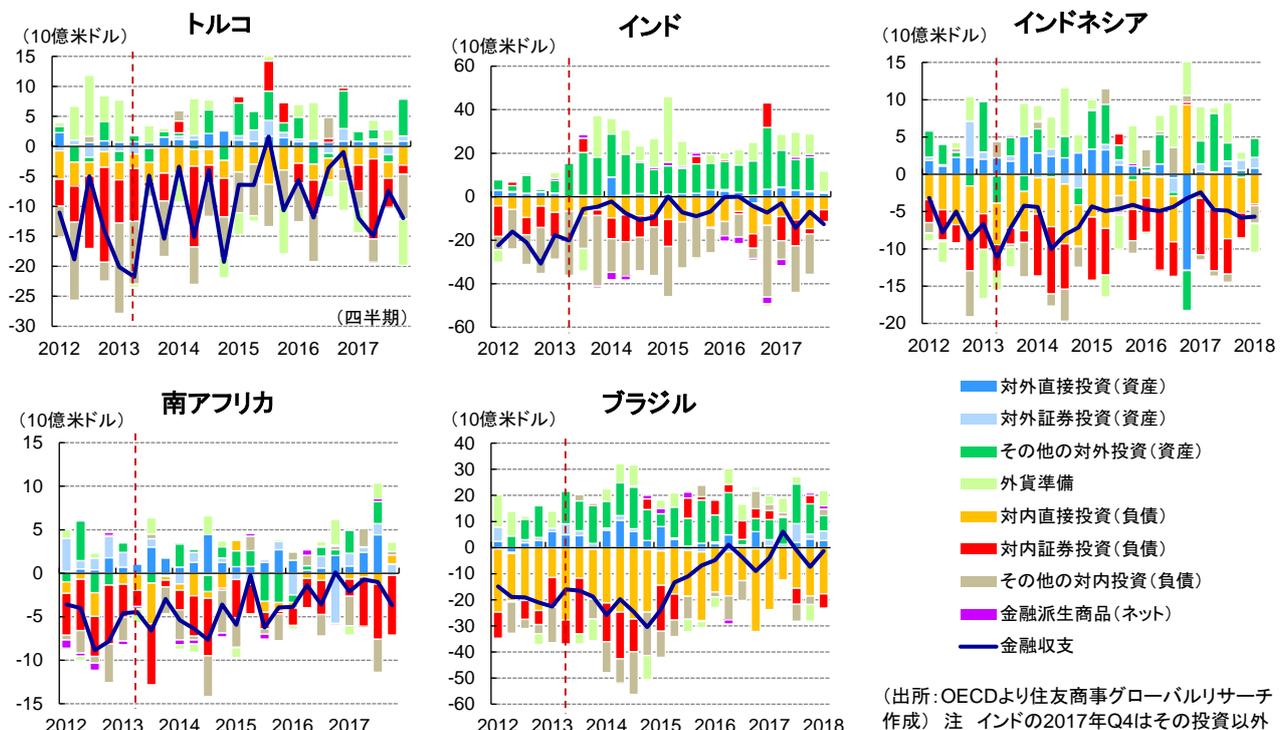
インドでは、対内証券投資の減少は一時的で、海外から資金流入が続いた。その半面、その他の対外投資と、外貨準備の積み増しが増加したことで、国外への資金流出トレンドが拡大した。対内・対外直接投資には一時的なショックを除いて、トレンドに大きな変化はみられなかったこともあり、総じて国内資金が国外へ流出する傾向が強まったといえる。

インドネシアでは、対内証券投資が減少し、その他の対外投資の国内への還流などが起きたものの、これらは一時的な動きにとどまった。その一方で、対内直接・証券投資は堅調で、国外から資金が流入し続けた。それに対して、外貨準備を積み増したことで資金流出が増えたため、金融収支全体のマイナス幅は緩やかに縮小した。

南アフリカでは、対内証券投資の減速は一時的で済み、対内直接投資は振れを伴いながらも2014年頃までは堅調に推移していた。金融収支全体としては、大きな動きはなかったものの、対外証券投資が緩やかに縮小する一方で、対外直接投資が増加するなど、2013～14年にかけて国外への資金流出の形態が変化していた。

ブラジルの資金フローは、一時的な動きにとどまったようだ。その他の対外投資と対外直接投資がやや拡大した半面、対内証券投資も増えたことで、この時期に資金の流出入が双方向で増えたといえる。その後、ブラジル経済の悪化を背景に、いち早く対内証券投資は流出し、同時にその他の対外投資によっても資金が流出するなど、新興国の中でも若干異なる動きとなった。

図表③ 金融収支の動向



こうした通貨安に対して、政策当局は手をこまねいていたわけではない。IMF (2014) によると、2013年から2014年にかけて、各国は通貨安に対して政策を打った。ただし、それらの対策は、いくつかのパターンに分けられる。

まず、利上げのみで対応したケースがある。南アフリカは、2014年1月に政策金利を5.0%から5.5%へ、7月には5.75%へと引き上げた(2016年3月の7.0%まで段階的な引き上げ)。金融収支全体として大きな変化がなかったことから、利上げという限定的な対策で乗り切ることができたといえる。

次に、利上げと介入で対応したケースがある。ブラジルでは、政策金利が2013年4月から年末にかけて、7.25%から10%へと引き上げられた。その後も、政策金利は段階的に引き上げられて、2014年9月には11%に達した(利上げは2015年7月の14.25%まで継続)。また、介入も同時に行われた。8月22日以降、為替スワップとレポの入札プログラムを開始、その金額は年末までで510億ドルに膨らんだ。12月には、中央銀行(以下、中銀)がスワップ入札を2014年6月末まで延長すると発表するなど、状況に応じた政策対応となった。

トルコは、政策金利を2013年3月の5.5%から4月に5.0%、5月に4.5%に下げた後、2014年1月の

10%まで引き上げた。また、スポット市場に年末まで180億ドル規模での介入を実施した。

さらに、利上げ、介入に加えて資本フロー対策などいろいろな対策の合わせ技で耐えた国もある。インドネシアでは、中銀が政策金利を2013年6月に5.75%から6.0%、7月に6.5%、8月に7%、9月に7.25%、11月に7.5%へと引き上げた。また、スポットで介入したものの、思うような効果がなかったこともあり、7月から中銀は介入を縮小し、ルピアの変動を許容した。7月に国内銀行向けに為替スワップ入札を開始、8月にスワップ入札を通じた中銀に対する金融派生商品ポジションが認められた。その他には、資金回帰を狙って輸出業者による為替購買ルールを柔軟化したり、日本との間で8月に120億ドルの臨時融資を更新、12月には228億ドルに拡大したりした。また、中国(1,000億元)や韓国(100億ドル)とスワップ協定を締結した。

インドは、政策金利を2013年5月の7.25%から翌年1月の8%まで引き上げた。スポット市場で限定的な介入を始めたものの、その後ルピーの減価を許容した。また、8~11月末まで石油会社や銀行向けにそれぞれ100億ドル、340億ドルのスワップを提供した。その他には、直接投資などの規制を緩和した一方で、居住者からの資金流出を規制するなどの資本フロー規制を導入したり、金輸入関税の引き上げや輸入する金の数量規制を行ったりした。また、日本とのスワップ協定で枠を150億ドルから500億ドルに拡大した。

このように、変化する為替レートと経済のファンダメンタルズなどを踏まえて、各国は政策対応を順次行ってきた。

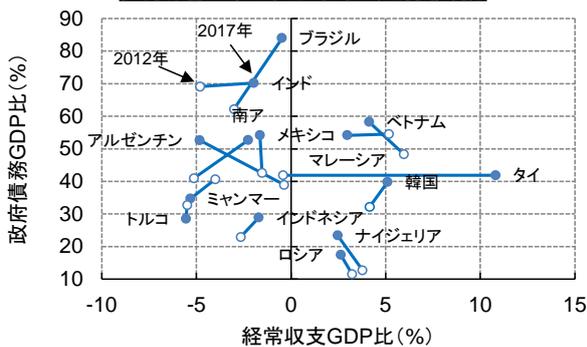
3. ファンダメンタルズに相違

通貨安に見舞われた国で対応が異なる背景には、経済ファンダメンタルズの脆弱性があった。図表④のように、経常収支をみると、2013年に通貨安に襲われた5か国は、総じて赤字だった。経常赤字は、対外債務の拡大を意味する。実際、図表⑤のように、これらの国の対外債務残高は高かった。輸出に比べて対外債務が多く、外貨を稼いで対外債務を返済することが相対的に難しい状態にあったといえる。

民間部門が苦境にある場合、頼りになるのは政府である。しかし、政府債務が多いため、危機が生じたときの政策の自由度が少なく、十分な対応をとれないとみられていた。それに加えて、インフレ率が高い国では、値上げペースが速いため、家計が消費を控えやすいこともあり、消費など民需の成長の足かせになっていた。インフレは通貨の価値を下落させやすいこともあり、悪循環から抜け出しにくい状況の国もあった。

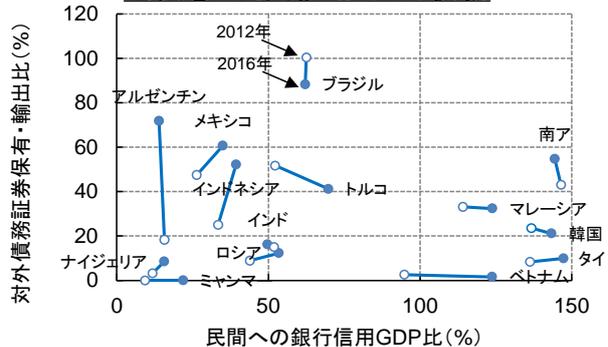
2017年までの状況をみると、それまでの原油価格が低位で推移していたことを受けて、原油輸入国の経常赤字が縮小していた。もちろん、対外債務の負担感はブラジルなどで縮小している一方で、反対にアルゼンチンなどでは拡大しているなど、国によって状況は異なっている。財政健全化が必要とされながらも、あまり進捗していない国もある。

図表④ 経常収支・政府債務



(出所:IMFより住友商事グローバルリサーチ作成)

図表⑤ 民間信用・対外債務



(出所:世界銀行より住友商事グローバルリサーチ作成)

こうした経済のファンダメンタルズの脆弱性に、国内の資金の動きが絡んでくる。図表③のように、2016年末から2017年にかけて、世界同時好況ともいえる中で、新興国では国外からの資金流入が拡大していた。ならしてみれば、トルコ、インド、インドネシアでは対内証券投資の拡大、インドネシア、南アフリカでは対内直接投資の拡大とその他の対外投資の縮小や巻き戻しが、国内へ資金流入をもたらしていた。また、ブラジルでは、マイナス成長など経済的な苦境と政治的な混乱があったこともあり、2016~17年にかけて対内証券投資の海外への巻き戻しが発生、この動きがいったん縮小後も、対外証券投資やその他の対外投資の拡大によって、資金の国外流出傾向は継続して強まり、金融収支全体のマイナス幅が縮小していた。

一般的に直接投資は、企業経営や生産拠点設置などすぐに動かしにくい投資資金である一方で、証券投資は相対的に動かしやすい資金である。そのため、トルコやインドに流入していた資金は、環境変化によって、還流しやすいのに対して、相対的に南アフリカへ流入していた資金は還流しにくい傾向があるといえる。インドネシアでは、対内直接投資の存在感が大きい一方で、それまでの対内証券投資による資金流

入が大きかったこともあって、ひとたび環境変化が起これば資金の国外還流に見舞われる素地があった。その半面、対外投資の拡大によって国内の資金が国外に出ている動きもあり、リスクが高まったときに、手元資金を拡充するために国内への資金の巻き戻しが起きるのか、リスク回避として国外移転を進めるのか不確実な資金の動きも増えつつある。

4. 2018年の新興国通貨安

現在にかけて、新興国通貨安が進んだ理由として、次の2点が重要だろう。

まず、米国利上げが今後も続くことが予想されることだ。2017年末までのゴールドロック相場のような高揚感はなくなり、2018年1-3月期の世界経済は減速したとはいえ、これまでのところ米国経済は潜在成長率を上回る堅調な成長となっているようだ。そうした中では、米国の利上げは続き、内外金利差の拡大を通じて、ドル高・新興国通貨安という連想が働きやすい。

また、足もとでは低下しているものの、原油価格が上昇してきたことが、これまでの好循環を逆回転させるといふ思惑も広がっている。原油価格が低位で安定していた時期、新興国ではインフレ圧力が弱まった。その環境をいかして、景気刺激を狙った利下げを実施できた。また、経常赤字が縮小し、燃料補助金の廃止などにより財政赤字要因を軽減することもできた。結果として、成長の好循環が生まれ、新興国の経済成長が後押しされたといえる。

ところが、原油価格が2016年2月を底に上昇しはじめると、そのような好循環は徐々に逆回転するようになった。原油価格の上昇は、インフレ圧力を高めると同時に、原油の純輸入国にとっては、経常赤字拡大要因となる。また、原油価格の上昇の痛みを和らげるために、ブラジルやマレーシア、トルコ、ロシアなどでは、減税や燃料補助金の復活が決まった。これらは、財政赤字・債務残高の増加の要因となるので、経済のファンダメンタルズの悪化要因といえる。

例えば、アルゼンチンでは、公共料金の引き上げに原油価格の上昇が重なり、消費者物価は2桁増が続いている。対外債務問題はマクリ大統領の就任以降、改善方向に向かいつつあるものの、経常赤字はGDP比で2017年Q4には▲4.56%とさらに拡大しており、ファンダメンタルズが改善しているとは言い難い。

図表⑥のように、アルゼンチンの金融収支をみると、対内証券投資が2016年頃から拡大してきた一方で、その他の対外投資も拡大するなど、投資資金の流動性が増していたといえる。この背景には、マクリ大統領が就任後、2001年の債務不履行を巡って米ファンドと合意し、2017年には100年債を発行するなど、アルゼンチンが国債市場に復帰を果たしたこともある。また、図表⑦のように、アルゼンチンの経済成長率はマイナスに陥ることも多い上、消費者物価上昇率も20%を上回っているなど、経済の構造自体が弱い傾向もある。

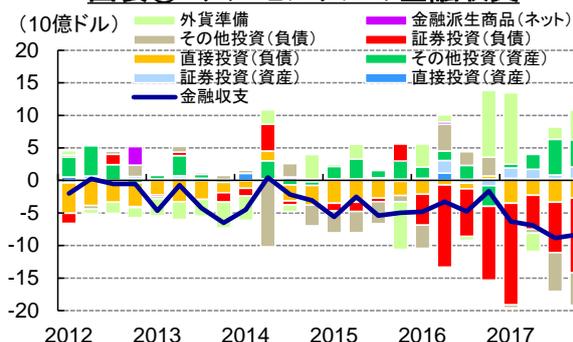
トルコの消費者物価上昇率は徐々に上昇幅を拡大しており、図表⑧のように、4月の前年同月比10.85%から5月の12.15%へと増加幅を拡大、6か月ぶりの高い伸び率となった。また、ブラジルでは、5月の物価上昇率は前年同月比2.86%と、2か月連続で上昇幅を拡大させた。このように、経済のファンダメンタルズがより脆弱になりやすい環境になりつつある。

こうした状況に、政治要因などが拍車をかけている。アルゼンチンでは、通貨安に対抗した数度にわたる利上げ（政策金利40%）も期待ほど効果がなく、政府はペソ安をとめるために、国民の反発の大きいIMFに融資枠の設定を求めざるを得なくなった。それに伴ったデモが発生するなど、混乱が広がった。

ブラジルでは、10月の大統領選を控えていることが通貨安を誘っている。これまで、国営企業の民営化や年金改革などに慎重な候補者が世論調査で優勢になるなど、ブラジルの改革が滞るリスクが懸念されているためだ。5月末のトラック運転手のストライキの悪影響が残ることも懸念されている。

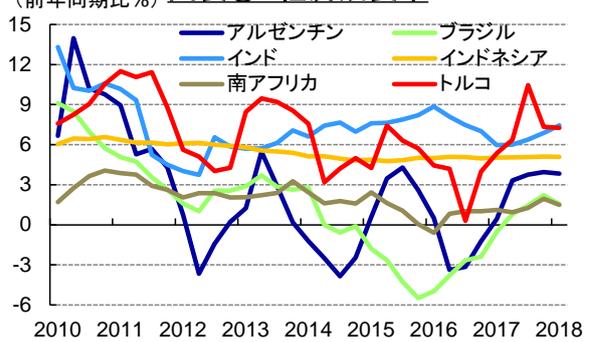
トルコでも、大統領選を控えるエルドアン大統領が金融政策を巡り中銀の独立性を揺るがしかねない発言をしたこともあって、市場ではトルコリラ売りが進んだ。経済のファンダメンタルズが変調しつつある中では、このようなリスクに対する市場の感応度も高くなっていると考えられる。

図表⑥ アルゼンチンの金融収支



(出所: OECDより住友商事グローバルリサーチ作成)

図表⑦ 経済成長率



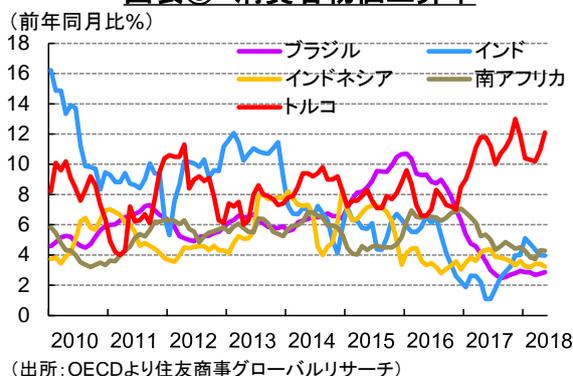
(出所: OECDより住友商事グローバルリサーチ作成)

本資料は、信頼できるとされる情報ソースから入手した情報・データに基づき作成していますが、当社はその正確性、完全性、信頼性等を保証するものではありません。本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社及び住友商事グループの統一した見解を示すものではありません。本資料のご利用により、直接的あるいは間接的な不利益・損害が発生したとしても、当社及び住友商事グループは一切責任を負いません。本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。

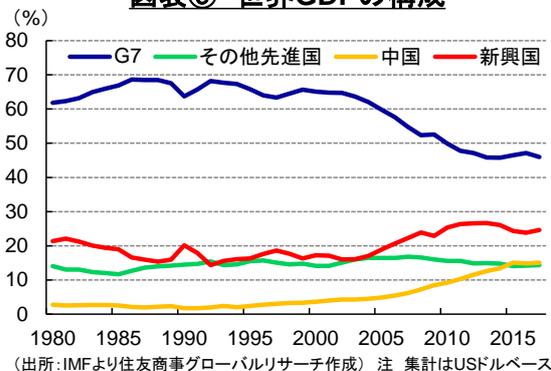
5. 高まる新興国の存在感とそのリスク

新興国通貨安のリスクは、何も新興国だけの問題ではない。図表⑨のように、世界GDPのうち約4割が新興国、特に中国の存在感が高まっており、世界経済の構造は大きく変化している。そのため、例えば、ある国で通貨安によるインフレ抑制のために金融政策を引き締めると副作用として不況や経済危機に陥るリスクが、世界経済に波及しやすくなっている。

図表⑧ 消費者物価上昇率



図表⑨ 世界GDPの構成



また、新興国の金融政策は、先進国と必ずしも同じものではないことも重要な点だ。経済が高成長を遂げている中では、金融システムなどが国際ルールへのキャッチアップの途上にあるケースが多い。平時には、そうした金融システムなどのルールの相違は、特に大きな問題にはならない。

しかし、金融危機などのように、市場が不安定になると、話は異なる。例えば、その時々によって、固定為替相場や資本規制などを自国に都合よく組み合わせて実施することで、キャッチアップへの調整をやめてしまうケースもありうる。それらの手段は、新興国が自国経済だけを考えたときには、一見望ましいように思われる。ところが、市場による円滑な調整を妨げることになりかねない。加えて、現地に進出している企業にとっては、突然のルール変更は事業戦略を狂わせる恐れがある。そうしたリスクがあるところに、企業は進出を躊躇するようになるため、その国の経済成長が鈍化するだろう。また、これまでの先進国とは異なるルールによって市場に参加している中国の存在感が世界経済において高まっていることが、潜在的なリスクとして大きくなっていると考えられる。

そのような世界経済の変化の中で、米国では経済の好調さを背景に、当面利上げの継続が見込まれており、内外金利差の拡大からドル高・新興国通貨安の基調が続きやすい素地がある。その一方で、新興国における政治・地政学的なリスクは、なかなか収束しそうにないこともあり、資金フローが新興国から米国に向かいやすい環境がある。現状では、欧州と中国の景気の減速感が払拭しにくいことも、先行きの見通しを悪化させ、リスクをとりにくくしているといえる。

さらに、こうした状況に、貿易摩擦が拍車をかけている。WTO (2018) によると、2017年10月末～2018年5月末にかけて、G20で39の貿易制限策が新たに導入された。これは月平均6つであり、前期(2017年5月末～10月末の月平均3つ)の2倍となった。

例えば、対米報復関税は、カナダ、EU、ロシア、メキシコ、中国、トルコ、インドなどに広がりを見せている。7月6日からは、知的財産権侵害を巡って340億ドル相当の輸入品に25%の追加関税を課す措置が、米中で始まっている。いつまでこのような貿易摩擦の状況が続くのか分からない上、第三国などでのサプライチェーンのどこで、追加関税措置の影響が出るのか読みにくいこともあり、それらが不確実性を高めている。

成長期待の高い新興国であっても、その置かれた環境によって国内外の資金フローの動きは異なる。現在のような環境では、政治的・地政学的なリスクの高まりとともに、経済のファンダメンタルズが脆弱なブラジル、アルゼンチン、トルコ、直接投資以外の短期的な資金が流入しているトルコや南アフリカ、インドネシアに加えて、国内資金が国外へ流出しているインドなどで、通貨安が進みやすいと考えられる。

<参考文献>

経済産業省 (2014) 『通商白書 2014』

FRB, (2014), *Monetary Policy Report* (February 11, 2014).

IMF, (2014), *India 2014 article IV consultation*, IMF Country Report No.14/57

WTO, (2018), *Report on G20 trade measures (mid-October 2017 to mid-May 2018)*

以上