

新興国レポート

新興国通貨の下落の背景や安定性は各国で異なる

- 米金利上昇をきっかけに新興国通貨への売り圧力が高まるも、各国の経済の安定性や健全性には大きな差。
- 脆弱さが表面化したアルゼンチンとトルコは、GDP比5%前後の経常赤字を抱え、二桁台の高いインフレの問題に直面。
- 80~90年代の新興国の通貨危機では、バランスシートの通貨ミスマッチ問題が危機の深刻化の背景となった。
- 近年、多くの新興国では外貨建て債務への依存度が低下し、新興国の中央銀行は為替介入の余地を残している。

米金利上昇懸念から新興国通貨へ売り圧力増す

2018年5月は米国の長期金利上昇への懸念をきっかけに、新興国通貨への売り圧力が高まりました。とりわけ、新興国通貨の中でも、5月はアルゼンチン・ペソやトルコ・リラの対米ドルでの下落率が大きくなり、中南米通貨やアジア通貨にも下落が波及しました(図1)。

新興国でも各国の経済の安定性・健全性には差

もっとも、同じ新興国と言っても、国によって経済の安定性や健全性、米金利上昇への反応には大きな差がみられ、「新興国通貨」として各国をひとくくりに評価することは誤った投資判断を生む可能性があります。

とりわけ、足元で米金利上昇に対する脆弱さが表面化したアルゼンチンとトルコは、GDP比で5%前後の経常赤字を抱え、国際収支を安定させるためには海外からの資本流入に依存する問題を抱えています(図2上)。

一方、主要新興国の中でもタイやマレーシア、ロシア、中国などは経常収支が黒字化しているほか、ブラジルやフィリピンなどは経常収支が均衡に近い状態にあります。

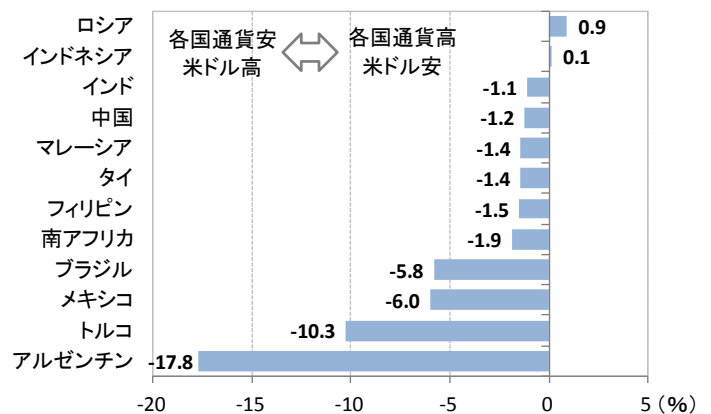
物価の高低によって金融政策の対応にも温度差

物価動向の面でも、アルゼンチンやトルコは依然として二桁台の高いインフレ率に直面しているため、自国通貨の下落圧力が高まると、通貨防衛やインフレ抑制のため大幅な利上げを余儀なくされやすいと考えられます。

実際、自国通貨の急落を受けて、アルゼンチン中銀は5月4日には政策金利を40%へ引き上げる緊急利上げを実施したほか、トルコ中銀も5月23日の緊急利上げと5月28日の追加金融引き締め策を相次いで実施しています。

一方、物価の安定基調が続くブラジルでは、ブラジル中銀は5月15-16日の定例会合で政策金利の据え置きを決め、通貨安に対して静観する姿勢を示しています。

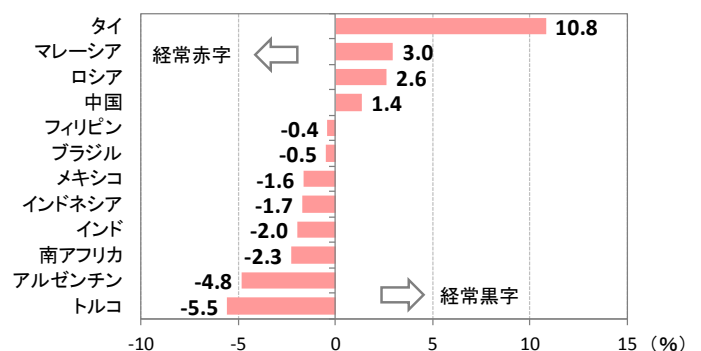
図1：2018年5月の新興国通貨の騰落率（対米ドル）



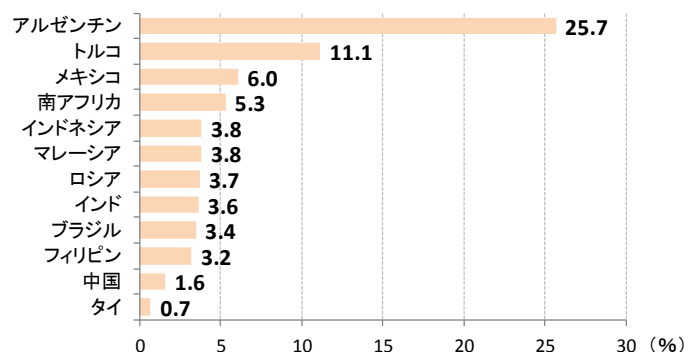
(出所) ブルームバーグ

図2：主要新興国の経常収支とインフレ率

【経常収支 (GDP比、2017年)】



【インフレ率 (2017年)】



(出所) ファクトセット

過去の新興国の通貨危機の背景とは

1980～1990年代の中南米やアジアの新興国での通貨危機の際には、政府や企業・金融機関が低金利の外貨建て資金調達に過度に依存していたこと（バランスシートの通貨ミスマッチ問題）が、「米金利上昇→自国通貨急落→金融・債務危機」に波及した背景と考えられています。

【バランスシートの通貨ミスマッチ問題】

新興国の政府や企業・金融機関のバランスシートの負債側は米ドル建て資金調達に依存する一方、資産側は大半を自国通貨での投融資や事業で構成される状況を示す。米金利や米ドルが急上昇すると、負債側で米ドル建て債務の返済負担が高まると同時に、資産側でも米ドル換算の資産価値が低下することから、米ドルの資金繰りが悪化しやすくなる。

多くの新興国では通貨ミスマッチ問題は改善

一方、足元の新興国の政府の資金調達は、自国通貨建て国債市場の整備が進んだことなどから、外貨建て債券への依存度が全般に低下傾向にある（通貨ミスマッチ問題が改善している）と考えられます。ただし、国によって外貨建て債務の状況にばらつきがみられ、アルゼンチンやトルコなどは外貨建て資金調達への依存度がなお高く、米金利上昇への脆弱性が残されていると言えます（図3）。

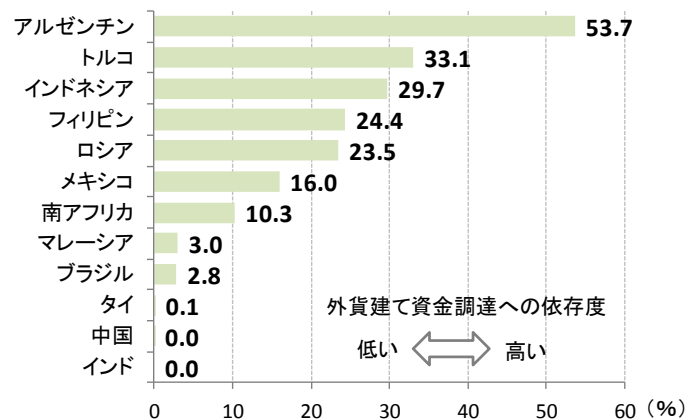
新興国の中銀は為替介入による政策余地残す

また、新興国の企業・金融機関の国際債券（海外で発行された主に外貨建ての債券）の発行残高は、中国やブラジルなどで大きい傾向にあります（図4）。もっとも、これら新興国では中央銀行が潤沢な外貨準備を保有しており、企業・金融機関の米ドル需要に対して為替介入（米ドル売り介入）によって対応する余地を残しています（図4）。

実際、今回の新興国通貨安の局面では、ブラジル中銀は企業や金融機関の為替ヘッジ需要の高まりに対応するため、5月21日より通貨スワップ介入の規模を3倍の日額約7.5億米ドルへ引き上げる柔軟な措置を採っています。

加えて、中国やブラジルなどの新興国では、企業・金融機関の海外資金調達への依存度は低く、対外債務の問題が国内信用不安に波及しにくい構造にあります（図5）。一方、トルコでは、企業・金融機関の海外資金調達への依存度も他の新興国に比べ高い傾向にあります。

図3：新興国の一般政府の総債券発行残高に占める外貨建て債券の比率



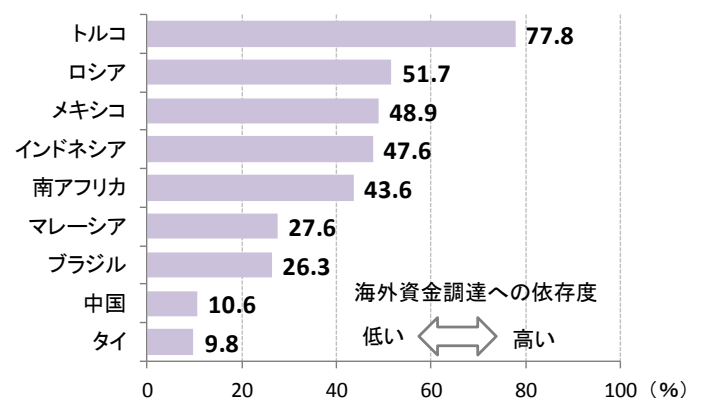
(出所) 国際決済銀行 (BIS)
(注) 2017年9月末 (アルゼンチンのみ2017年6月末)。

図4：新興国の企業・金融機関の国際債券発行残高と各国の外貨準備高

国	国際債券発行残高 (10億米ドル)		外貨準備高 (2017年末)	
	(2017年9月末)	米ドル建て		ユーロ建て
中国	807.0	661.6	59.8	3,235.3
ブラジル	241.1	224.3	11.3	374.0
メキシコ	197.3	146.0	33.2	175.4
ロシア	185.9	150.8	20.1	432.7
インド	94.2	79.4	5.5	409.8
トルコ	64.0	58.6	4.1	107.7
マレーシア	57.7	40.2	0.1	102.4
インドネシア	52.5	51.8	0.0	130.2
南アフリカ	49.8	20.7	10.8	50.7
タイ	22.6	18.0	0.0	202.6
フィリピン	19.1	18.1	0.0	81.6
アルゼンチン	18.2	16.6	0.2	55.3

(出所) BIS、CEIC (注) アルゼンチンの国際債券発行残高のみ2017年6月末。国際債券は国籍ベース。

図5：新興国の企業・金融機関の総債券発行残高に占める国際債券の比率



(出所) BIS (注) 2017年9月末。国際債券は国籍ベース。

【当資料に関する留意点】

- 当資料は、市場環境に関する情報の提供を目的として、レグ・メイソン・アセット・マネジメントの情報を基に、ニッセイアセットマネジメントが作成したものであり、特定の有価証券等の勧誘を目的とするものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。実際の投資等に係る最終的な決定はご自身で判断してください。
- 当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。
- 当資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料のいかなる内容も将来の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料に投資信託のグラフ・数値等が記載される場合、それらはあくまでも過去の実績またはシミュレーションであり、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。また税金・手数料等を考慮しておりませんので、実質的な投資成果を示すものではありません。
- 投資信託は投資する有価証券の価格の変動等により損失を生じるおそれがあります。
- 投資信託の手数料や報酬等の種類ごとの金額及びその合計額については、具体的な商品を勧誘するものではないので、表示することができません。

<設定・運用>



ニッセイアセットマネジメント株式会社

商号等：ニッセイアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者

関東財務局長（金商）第369号

加入協会：一般社団法人投資信託協会

一般社団法人日本投資顧問業協会

ニッセイアセットマネジメント株式会社

コールセンター 0120-762-506（受付時間：営業日の午前9時～午後5時）

ホームページ <https://www.nam.co.jp/>