

新興国経済と通貨の展望

2008/10/30

株式会社 SBI 証券

< 経緯 >

今回の新興国全般の通貨下落を振り返ると、まず 8 月に入り米国に続いて欧州で経済指標が悪化し、世界的な成長減速が進行するという懸念が高まった。この時点から「先進国景気減速・新興国景気堅調」といういわゆるデカップリング現象の持続に疑問符が付き、成長格差・金利差の魅力から資金が流入していた新興国通貨から先進国通貨に対して投資資金の還流が加速した。

新興国の一部では、（たとえばブラジルのように）内需はおおむね堅調ながらその拡大がペースダウンしている兆しが年半ばにはすでに経済指標で見えていた。また、先進国全般の成長減速に応じてエネルギー・食品価格が低下に転じるという観測が原油を含む商品市況の下落を促し、こうした商品の輸出がこれまで成長牽引役となってきた資源国通貨に売りが加速する背景となった。これらも 9 月を通して新興国通貨からドルへの資金シフトを加速させた。

リーマン破綻を経て 10 月に入ると、米国の重要経済指標が大きく下振れる中で米政府の金融安定化法案の発表にもかかわらず米国株価が下落した。加えて年度末越え資金需要からマネー市場でドルの需給がタイトになった。こうした中で、主要国中銀は 10 月 8 日に協調利下げを余儀なくされた。ところがこの協調利下げも株価の下落を回避し得なかったことから、リスクの高い通貨から先進国通貨への資金シフトが加速し、ハンガリー・ポーランド・トルコ・ブラジル・南アフリカなどの通貨が対ドル・対ユーロで下落ペースが加速した。

< 新興国通貨下落の根本的な背景 >

こうした経緯を経て新興国通貨は大幅下落したわけだが、背景にある理由として幾つかが挙げられる。

まず、世界的なリスク回避姿勢。ストラクチャーやレバレッジ商品から単純な債権債務に、社債から国債に、リスクが高く流動性の低い国の通貨からリスクが低く流動性の高い通貨へのシフトが加速した。

こうした中でグローバル成長鈍化が新興国成長鈍化観測をもたらしたわけだが、経済ファンダメンタルの均衡に欠ける国、とりわけ対外債務の高い国の通貨から率先して資金が流出した。例えば、成長率が鈍化しているのにインフレが高い南アフリカや、やはり成長が減速しているのに対外債務残高の対 GDP 比率が高いハンガリーは他の通貨と比べて下落のタイミングも早く、下げ幅も大きかった。後の国、たとえばトルコやルーマニアも似たり寄ったりであることから同様に資金流出を見た。

次に、世界的な需要の鈍化観測から原油・貴金属・食品原料などの価格が低下したことが、経済ファンダメンタルとは独立してブラジルやロシアのような資源国通貨の売り材料となった。メキシコの場合には原油価格低下に加えて米国との成長サイクルの連動性が嫌気されている。ロシアの場合、グルジア問題により最大の貿易相手国である EU 諸国との関係悪化が懸念材料とされた。

逆に言えば、これらの要素、1)世界的なリスク回避姿勢、2)過剰な対外債務、3)資源価格の下落、といったマイナス材料が緩和あるいは解消されれば、新興国通貨にも買い戻しが期待できることになる。なお、これらの要素より前に、世界的な景気回復期待の復活が条件としては言わすもがなであろう。

<各国当局の対策>

まず主要国の対策としては、米国・欧州各国の政府とも自国金融機関に公的資金を注入し、中央銀行は政策金利引下げに加えて様々な流動性供給策を行っている。また、10月29日には米連銀はブラジル・メキシコ・韓国・シンガポールと各々300億ドルのスワップ協定を締結した。ただし現時点では市場のターム金利こそ低下したが、株価と信用スプレッドの改善には至っていない。

次に新興国では特に通貨の売り圧力が大きかった国では、通貨防衛策が施行されている。とりわけ中・東欧では、ユーロ・円の為替ヘッジ圧力増大によりユーロそのものが対ドルで下落している分下落幅が大きいため、各国政府とも為替政策や金利政策上の諸手段で自国通貨防衛に忙しい。

1) ハンガリーは先週木曜に300bpの利上げを行い、政策金利を11.5%に引き上げた。もっとも、利上げにもかかわらず通貨はさほど反発していない。内需が減速している中で利上げは、企業の投資意欲を抑制し、成長減速をもたらす要因となるため、今回の利上げは通貨の支えとなっていない以上経済政策の見地からは誤りだったと言える。

2) 他の国では、ルーマニアが国内の流動性を吸い上げることで通貨下落を回避せしめているが、その代償として1ヶ月レートは90%に上昇しており、国内企業と家計の資金調達を事実上ストップさせる効果となっており、結局はユーロ買い・自国通貨売りを強いられている。

3) トルコとブラジルはドルの流動性を国内金融市場に供給している。ブラジルの場合、182日間のドル貸付やCD買取プログラムに加え、ドル売り介入も行った。

4) ロシアも為替レート市場に介入するだけでなく、国内金融市場でレポの担保条件緩和を行い、また石油価格低下による産業停滞を回避するために石油の輸出税率を引き下げた。

その後、10月29日にIMFは、ハンガリー向けに125億ユーロの信用供与を行うことを発表した。ただし、融資の見返りとして3000億フォリントの歳出削減が要求されており、ハンガリー

ー政府は来年度の予算作成の基となる成長率見通しを+1.2%から-1.0%に下方修正している。そのため年金の取り崩しと公務員の給与削減が行われる可能性がある。

このように、新興国の通貨防衛努力は現時点ではさほど実を結んでおらず、IMFなどの国際機関による資金援助が不可欠になってくる。だが、恐らくIMFはこの先新興国全般に融資するにしても、ハンガリーに対して行ったように、借入国に対してファンダメンタルの改善を要求する公算が高い。その場合、歳出削減によりさらに内需が抑制される。また、IMFが向こう1年間で供与可能な額は2070億ドル程度に過ぎない。主要国の財政支出が否が応でも増加している現環境下では、各国政府に追加拠出を求める環境とはいえない。

通貨の安定をもたらす上で恐らく効果的なのは、米・欧・英・日・スイスなどの主要中銀がスワップ協定を結び、その他の中銀に自国通貨資金を供給する、といった政策だろう（現時点では、ハンガリーとECB、アイスランドとスウェーデン中銀といった単発の協定しかない。米連銀が行ったブラジル・メキシコ・韓国・シンガポールとのスワップ協定も単発といえば単発だ）。だが、主要國中銀としては、こうした資金供与が将来的に自国内に還流してくる場合の流動性管理対策が複雑を極めるため、こうした対策には消極的となっている。

一つ言えるのは、IMFの援助対象国となる場合、通貨と金利はある程度安定するが、その代償としてハンガリーのように公共支出の削減を強いられるため、成長率は低下する。この成長率低下が通貨の反発を妨げる効果となってしまう。

<年内の動向>

まず、年度末を控えてドルとユーロに対する需要が高まるため、米連銀とECBの緩和策の効果が薄められてしまう。こうした中で世界的なリスク回避姿勢が後退するには、今回の信用危機の震源地である米国で株価と信用市場の環境が改善すること（あるいはこれ以上悪化しないこと）が必要だろう。

当社は、米連銀は政策金利をゼロに近づけ量的緩和もいとわないと見ているが、第4四半期は雇用や景況感がさらに悪化することが予想される。そのため、金融緩和の効果が相殺され、信用市場の諸条件は横ばいこそすれ改善はしにくい。

株価と信用市場の抜本的対策として待たれるのは、米政府による新たな財政刺激策であり、金融機関の痛んだバランスシートの修復ではなく、企業と家計の財務状態を改善する抜本的な経済対策だろう。11月4日の米大統領選後には、新大統領が速やかにこうした対策を打ち出す必要がある。

こうした対策が11月中に発表されることを前提とするなら、先進国の株価は下げ止まり、同時にマネー市場の金利も年度末越えプレミアム分を除き徐々に政策金利に近づいてゆくと思われる。ドルやユーロの資金需給のタイトさがいくらか緩和されれば、新興国通貨に対する売り圧力も軽減すると思われる。

以上からすれば、年内の動向として、新興国通貨の対主要通貨での下落ペースはここ数週間のペースから多少緩和すると思われる。

< 来年にかけての先進国の見通し >

もっとも、株価が安定したからといって持続的な上昇に転じるわけではない。先進国において実態経済の状況を示す指標は今年の第 4 四半期から来年の第 1 四半期にかけてこれまで以上に悪化すると思われる。景気サイクル上の減速局面が金融危機を伴う場合、信用創設機能の回復が遅れるため減速幅は大きくかつ長期化する。この 2 期については、米国の成長率は前期比でマイナスとなると予想している。

恐らく米国で景気回復の兆しが見えるのは 2009 年の第 2 四半期からだろう。その時点では、住宅投資は引き続き減少トレンドながらもその減速幅は縮小すると思われる。さらに金融緩和政策が徐々に経済に浸透し、かつエネルギー価格が低下するため個人消費もようやく前期比でプラスに転じるだろう。こうした過程を経て、株価は持続的な上昇トレンドに入り、銀行間取引にも信頼感が回復することになる。

ユーロ圏の場合にも 2009 年第 2 四半期から景気は回復するがそのペースは米国よりも鈍いものとなるだろう。これにはいくつか理由がある。まず米国と比べて金融緩和に踏み切ったのが今月 8 日と遅く、かつ 7 月に利上げをしていること。金融政策の緩和効果が浸透するにはこの先弾力的に利下げを行うにしてもかなりの時間を要する。次に、過去 2 年ほどはユーロ圏の成長率は中・東欧国向け輸出によって押し上げられていたが、これら中・東欧諸国の内需はすでにハンガリーが支出削減を要求されていることからわかるように、この先減速する。そのため、ユーロ圏の成長回復は遅れる。

上記のような見通しに基づくなら、2009 年の第 2 四半期には株価の上昇と信用市場の機能回復が期待できるが、欧州においては改善ペースが鈍い。

< 新興国通貨の回復パターンは？ >

先に述べたように、1)世界的なリスク回避姿勢、2)過剰な対外債務、3)資源価格の下落、といったマイナス材料が緩和あるいは解消されれば、新興国通過にも買い戻しが期待できることになる。

まず、米国の成長回復期待が高まれば、1)「世界的なリスク回避姿勢」は徐々に後退する。同時に、3)「資源価格の下落」も同時に緩和され、むしろ緩やかな上昇トレンドとなる可能性が高い。だが、2)「過剰な対外債務」については、例えばハンガリーのような IMF 融資の見返りとして成長減速をもたらす経済政策を要求された国については、向こう数ヶ月間で対外資金流出がさらに続く可能性が高い。

ユーロ圏の内需が緩やかに回復するにつれて、中・東欧諸国の輸出の成長寄与度も回復すると思われる。それでも、今年10月以降に流出した資金が再度流入するには時間を要しよう。従って、中・東欧諸国の通貨が回復する速度は緩慢なペースにとどまる。

一方、資源国通貨の場合、先進国の需要回復そのものが原油・食品などの価格の反転につながれば、上昇が加速する可能性が高い。特に資源国通貨の中では成長とインフレとのバランスが良好な国の通貨は反発が早期に訪れると思われる。

従って、まずブラジルとロシアが向こう数ヶ月間で外貨準備が急激に減少さえしなければ反発すると思われる。またメキシコも米国経済との相関性が高い分、その次に上昇しやすい。これらの通貨の上昇が始まれば、その後は、欧州の成長回復に応じて中・東欧およびトルコ・南アフリカが続くことになる。

ブラジルとロシアのうち、国内ファンダメンタルにおいては国内金融市場が未整備でかつ産業へのインフラ投資が十分とはいえないロシアよりも、ブラジルが相対的に見て均衡度合いが高い。ブラジルの資本収支を見ると、対内直接投資と短期的な資本フロー流入がほぼ同額であり（例えば中・東欧諸国の場合短期的な資本フローが直接投資を上回っているケースが多い）、短期的な資本フローの流出がネガティブな材料とされる度合いは小さい。

商号等	株式会社 SBI 証券 金融商品取引業者
登録番号	関東財務局長 (金商) 第 44 号
加入協会	日本証券業協会、(社)金融先物取引業協会

このレポートは、投資判断のご参考となる情報の提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。ご投資の最終決定は、ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートに含まれる情報について、SBI証券は、十分信頼できると考えられる情報提供先より取得しておりますが、その正確性、妥当性、および完全性について一切保証するものでもなく、また、かかる情報および意見等に依拠したことにより生じた一切の損害について責任を負うものではありません。このレポートに記載された判断は作成日におけるものであり、今後変更されることがあります。このレポートに記載された内容については、その目的にかかわらず、無断で複製し使用しないようお願いいたします。