



# 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

もともと、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は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。

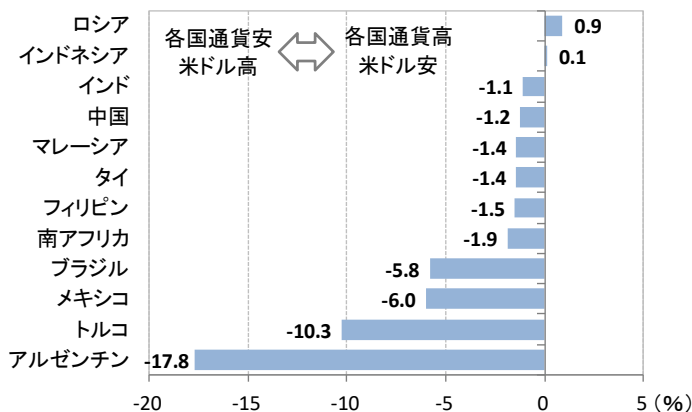
## 物価の高低によって金融政策の対応にも温度差

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。

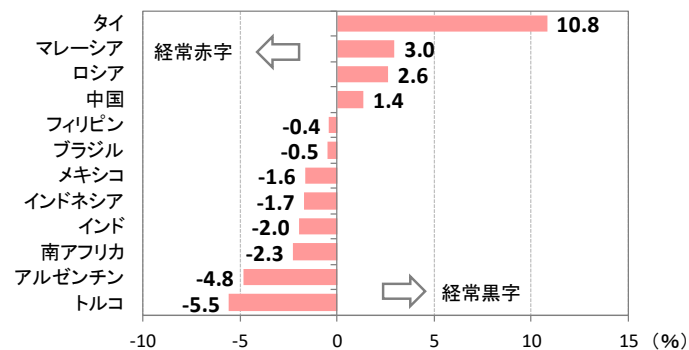
図1: 2018年5月の新興国通貨の騰落率(対米ドル)



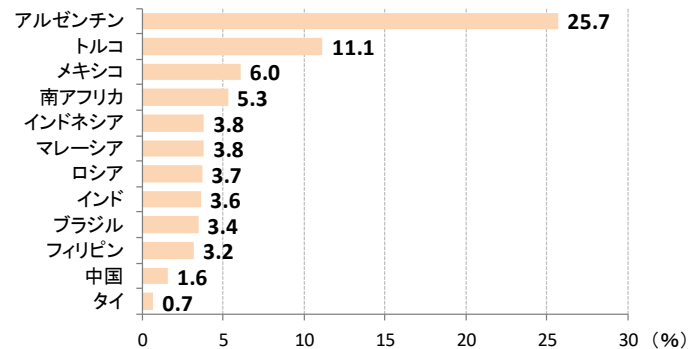
(出所)ブルームバーグ

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

●当資料は、説明資料としてレグ・メイソン・アセット・マネジメント株式会社(以下「当社」)が作成した資料です。●当資料は、当社が各種データに基づいて作成したものです。●その情報の確実性、完結性を保証するものではありません。●当資料に記載された過去の成績は、将来の成績を予測あるいは保証するものではありません。また記載されている見解、目標等は、将来の成果を保証するものではなく、また予告なく変更されることがあります。●この書面及びここに記載された情報・商品に関する権利は当社に帰属します。したがって、当社の書面による同意なくして、その全部もしくは一部を複製し又その他の方法で配布することはご遠慮ください。●当資料は情報提供を目的としてのみ作成されたもので、証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。

## 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→本国通貨急落→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、資産側は大半を本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、本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)。

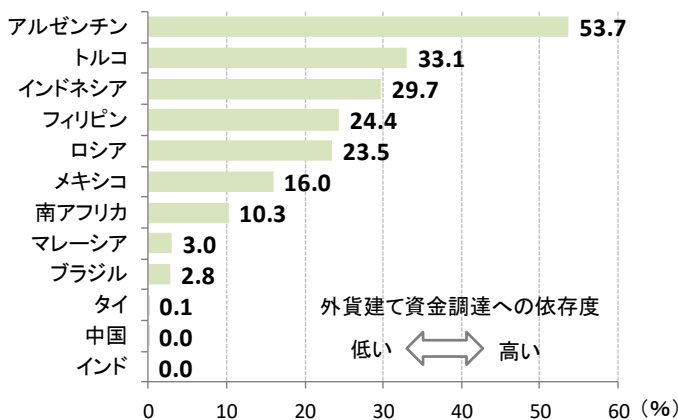
## 新興国の中銀は為替介入による政策余地残す

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



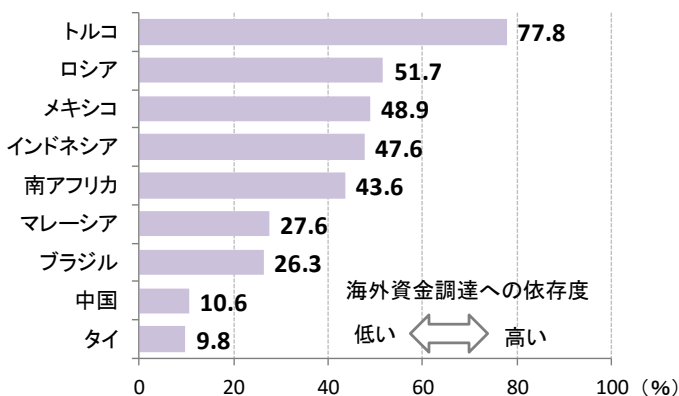
(出所)国際決済銀行(BIS)  
(注)2017年9月末(アルゼンチンのみ2017年6月末)。

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

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