



新興国の通貨不安について



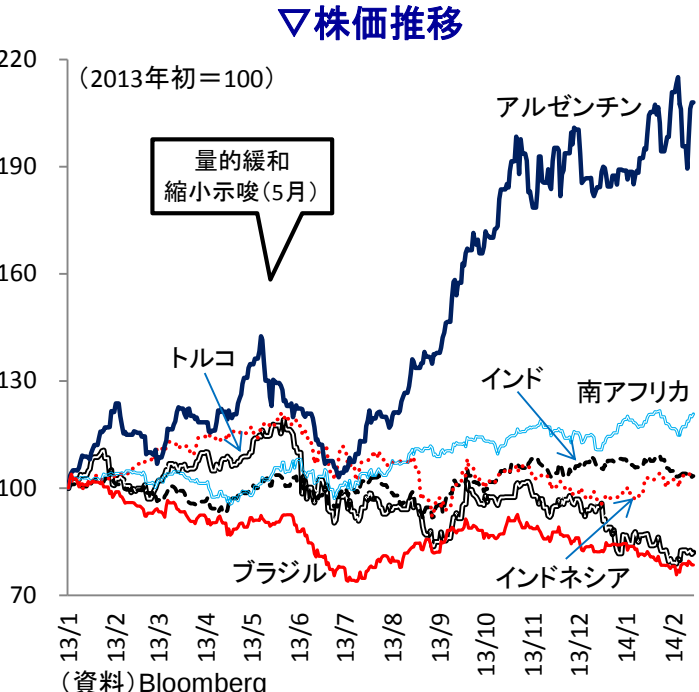
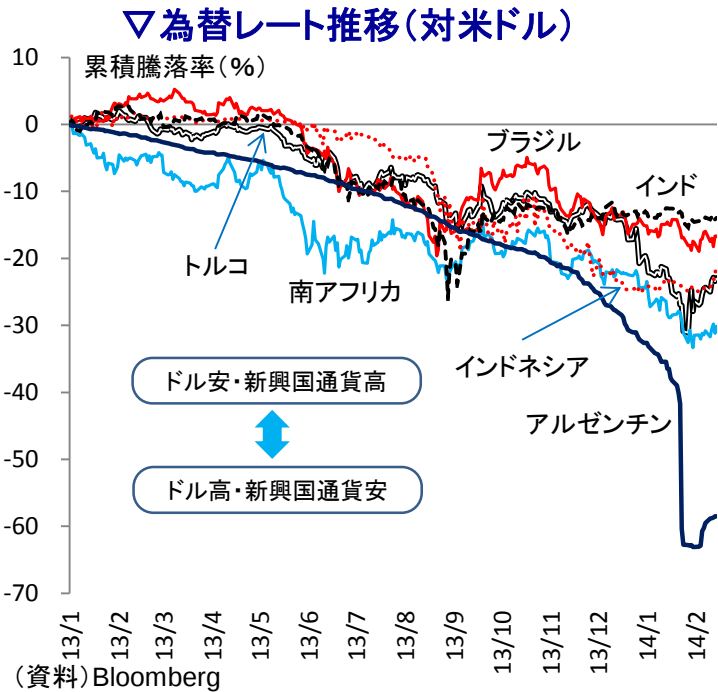
2014年2月28日

Marubeni

丸紅経済研究所

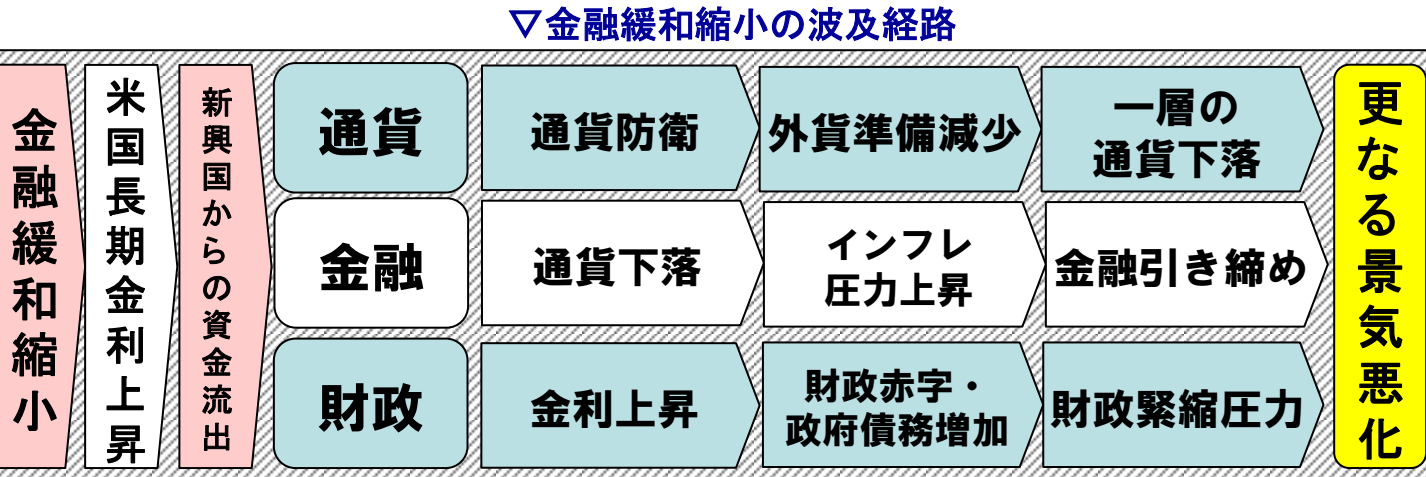
1. 総論

(1) 現状: 米国金融緩和縮小により新興国の金融市場が不安定化



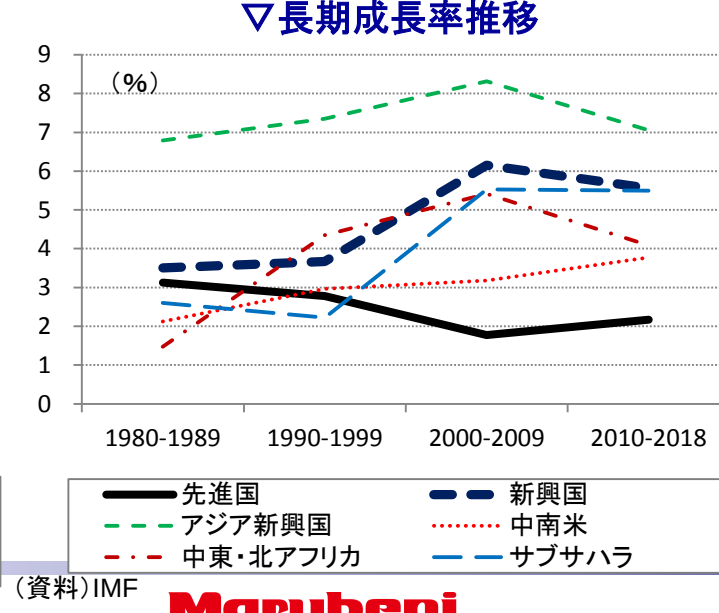
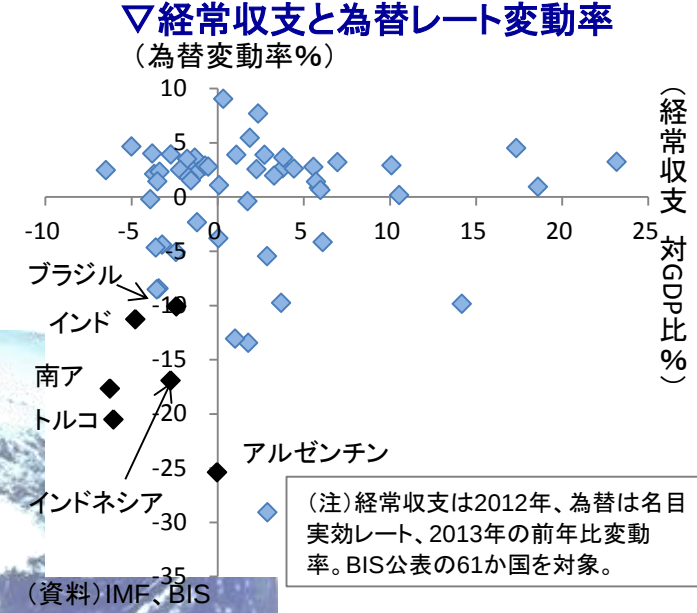
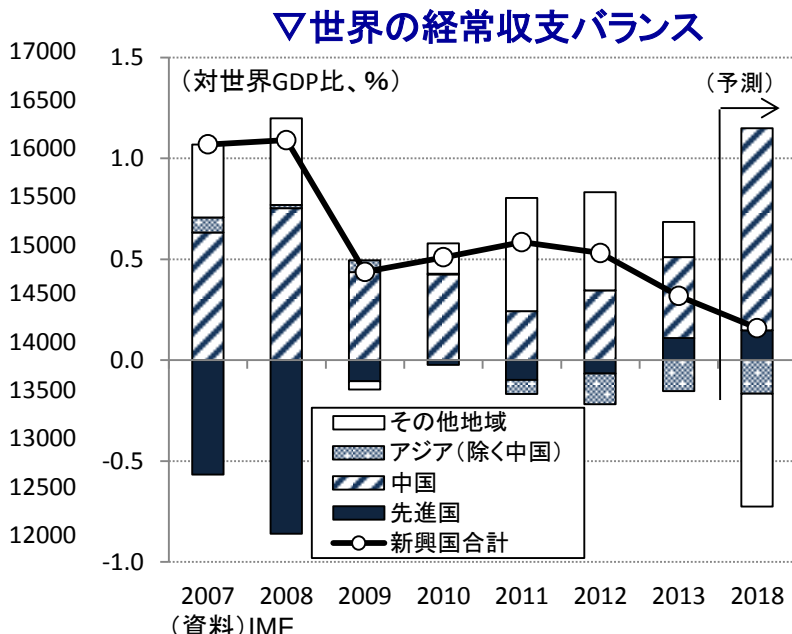
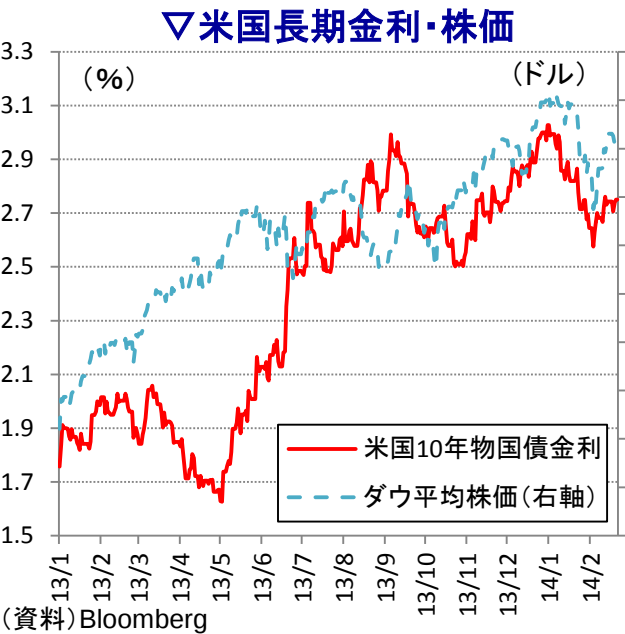
- ### ■ 断続的な資金流出に晒されるFragile5
- 2013年5月、FRBが量的緩和(QE3)の縮小を示唆すると、新興国から資金が流出。Fragile5(ブラジル、インド、インドネシア、トルコ、南ア)を中心に通貨と株価が下落。
 - その後、QE3縮小の観測が後退したため、一時小康状態となった。しかし、昨年末、初のQE3縮小が決定されるなか、1月下旬、アルゼンチンの通貨ショックが発生。これを契機に金融市場は再び不安定化し、トルコ、南アなどに波及した。
 - 新興国の利上げの実施、米国景気の回復期待もあり、2月に入って金融市場はひとまず一服の状況にある。

- ### ■ 緩和縮小は通貨・金融・財政で波及
- 金融緩和縮小が新興国経済の悪化をもたらす経路は以下の3つ。
 - ① 通貨の経路: 通貨下落を食い止めるため通貨防衛(ドル売り・自国通貨買い)に走り、外貨準備が減少。一層の通貨下落を招く。
 - ② 金融の経路: 通貨下落により輸入インフレ圧力が高まり、金利を引き上げることで成長を抑制。
 - ③ 財政の経路: 長期金利上昇が財政赤字・政府債務の増加を招き、財政緊縮圧力がかかる。



1. 総論

(2) 新興国通貨下落の背景: 金融緩和縮小、経常収支悪化、期待成長率低下



- 緩和縮小が投資家心理を弱気に
- QE3縮小の始まりは、余剰資金の引き揚げばかりでなく、米国の出口戦略の長い道のりを想起させ、投資家心理は弱気に傾きやすい。
 - アルゼンチンペソ急落直後に開催されたFOMC(2回目のQE3縮小を決定)では、新興国に関して言及せず。G20財務相会議(2月22～23日)においては、QE3縮小の継続を黙認。
 - 一方、現状の小康状態のなかでは、米国の長期金利は緩やかに上昇、株価も持ち直している。
- 経常収支の悪化が評価を下方修正
- リーマンショック後は、財政金融の健全化を図る中で先進国の赤字は改善(縮小)、新興国の黒字は縮小した。中期的には、新興国の黒字はゼロに近づく見込み。
 - こうしたなか、経常赤字を有する新興国を中心に、ファンダメンタルズの評価が下方修正へ。
- 期待成長率の低下も
- 中国の減速、ブラジル、ロシア、インド等の構造調整の遅れ等を背景に、新興国にて、期待成長率が低下。
 - 今年、Fragile5各国では、総選挙や大統領選挙が予定されており、ポピュリズム的な政策の台頭や、痛みを伴う政策決定の遅れが懸念される。

1. 総論

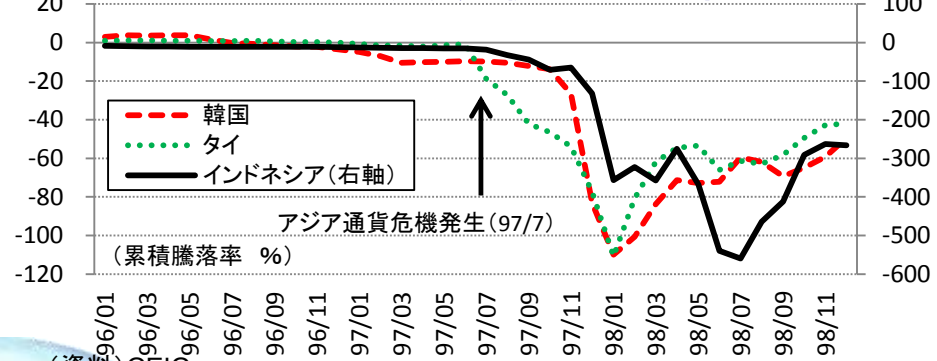
(3) アジア通貨危機との比較: ショックへの耐性は強くなっている

▽アジア通貨危機以降の経常収支推移(対名目GDP比)

	1995	1996	1997	1998	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
中国	0.2	0.8	3.9	3.1	10.1	9.3	4.9	4.0	1.9	2.3	2.5	2.7
マレーシア	▲ 9.7	▲ 4.4	▲ 5.9	13.2	15.4	17.1	15.5	10.9	11.6	6.1	3.5	3.6
フィリピン	▲ 2.4	▲ 4.2	▲ 4.7	2.1	4.8	2.1	5.6	4.5	3.2	2.9	2.5	2.2
タイ	▲ 7.9	▲ 7.9	▲ 2.1	12.8	6.3	0.8	8.3	3.1	1.7	0.0	0.1	▲ 0.2
韓国	▲ 1.5	▲ 4.0	▲ 1.5	11.9	2.1	0.3	3.9	2.9	2.3	3.8	4.6	3.9
ベトナム	▲ 12.7	▲ 8.2	▲ 5.7	▲ 5.0	▲ 9.0	▲ 11.0	▲ 6.0	▲ 3.8	0.2	5.8	5.6	3.3
インドネシア	▲ 3.4	▲ 3.2	▲ 1.8	4.2	1.6	0.0	2.0	0.7	0.2	▲ 2.7	▲ 3.4	▲ 3.1
インド	▲ 1.6	▲ 1.2	▲ 1.3	▲ 0.9	▲ 1.3	▲ 2.3	▲ 2.8	▲ 2.7	▲ 4.2	▲ 4.8	▲ 4.4	▲ 3.8
ブラジル	▲ 2.4	▲ 2.7	▲ 3.5	▲ 3.9	0.1	▲ 1.7	▲ 1.5	▲ 2.2	▲ 2.1	▲ 2.4	▲ 3.4	▲ 3.2
アルゼンチン	▲ 2.0	▲ 2.5	▲ 4.1	▲ 4.8	2.6	1.8	2.5	0.3	▲ 0.6	▲ 0.0	▲ 0.8	▲ 0.8
チリ	▲ 1.8	▲ 4.0	▲ 4.3	▲ 4.8	4.1	▲ 3.2	2.0	1.5	▲ 1.3	▲ 3.5	▲ 4.6	▲ 4.0
南アフリカ	▲ 1.7	▲ 1.2	▲ 1.5	▲ 1.8	▲ 7.0	▲ 7.2	▲ 4.0	▲ 2.8	▲ 3.4	▲ 6.3	▲ 6.1	▲ 6.1
トルコ	▲ 2.4	▲ 1.0	▲ 1.0	0.8	▲ 5.8	▲ 5.5	▲ 2.0	▲ 6.2	▲ 9.7	▲ 6.1	▲ 7.4	▲ 7.2

(資料)IMF (注)2013年、2014年は予測値

▽アジア通貨危機時の為替推移

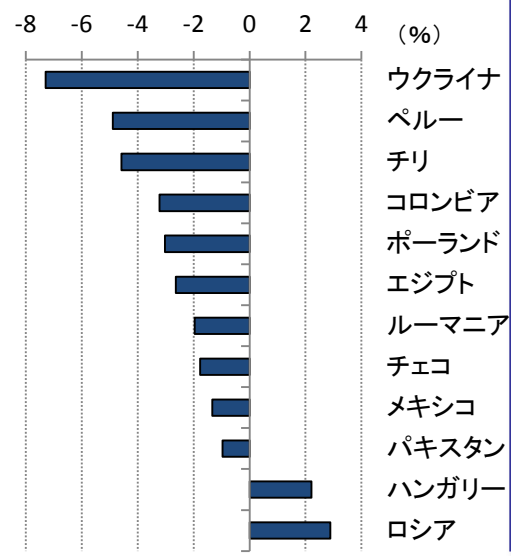


▽外貨準備高比較

	韓国		タイ		インドネシア	
	GDP比(%)	輸入比(か月)	GDP比(%)	輸入比(か月)	GDP比(%)	輸入比(か月)
1997	3.8	1.7	17.9	5.0	8.1	5.0
2012	28.9 ↗	7.5 ↗	47.0 ↗	8.7 ↗	12.8 ↗	7.1 ↗

(資料)ADB

▽経常収支の規模(対GDP比、2013年)



■ 通貨危機の大規模な伝染は回避

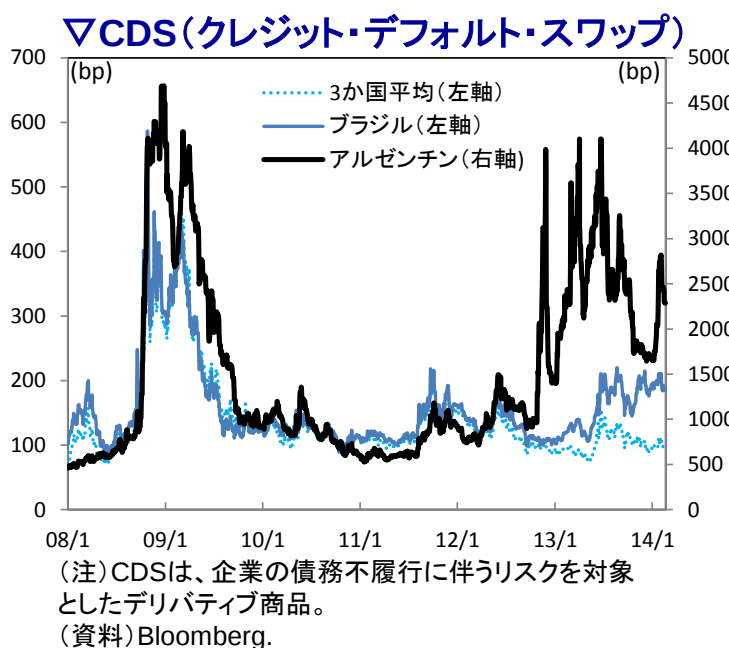
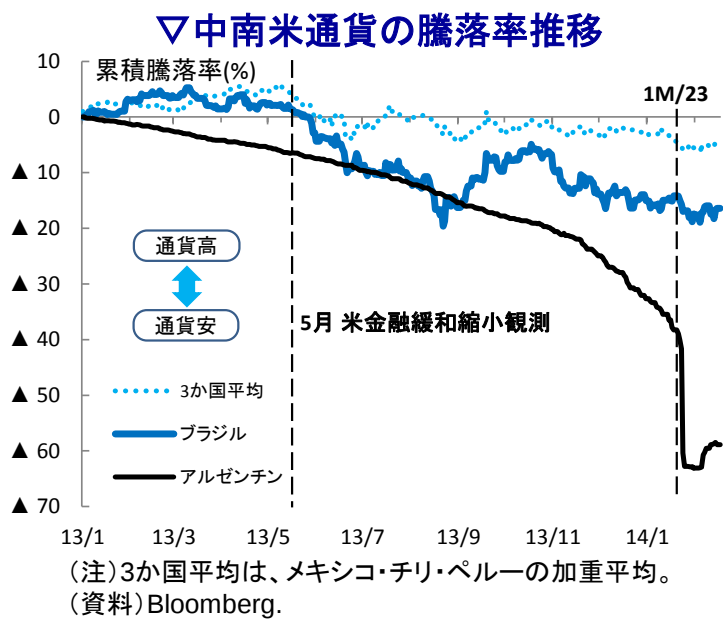
- 1990年代後半のアジア通貨危機ほどの大規模な「負の伝染」が発生する恐れは小さいとみる。
- ① 多くの新興国は、アジア通貨危機時のドルペッグ制から、変動相場制に移行。このため、通貨下落が一挙に起こるというよりは、段階的に進む可能性が大きい(新興国の通貨安はすでに2011年頃より始まっていた)。
- ② 通貨危機時と比べると、多くのアジアの国々は経常黒字国に転化。外貨準備にも厚みが見られ、基礎体力ができています。
- ③ 通貨安は貿易収支を改善する要因になり得る。実際、アジア通貨危機の翌年から韓国、タイ、インドネシアなどは、輸出増と輸入減から外貨準備が増加に転じた。

■ Fragile5に続く国に注意

- ファンダメンタルズからみて、あえてFragile5に続く国を指摘すれば、①政権交代が起き、債務問題が深刻なウクライナ及び隣接するポーランド・チェコ・ルーマニア、②政府債務の問題があるハンガリー、③ブラジル等の通貨下落の影響を受けやすいチリ・ペルー・コロンビア、④政治混乱とインフレ・政府債務等の問題を抱えるエジプト、⑤資源依存体制から抜けられないロシアなど。

2. 地域別

(1) 中南米: アルゼンチン、ブラジルの通貨下落も、現状、地域内他国への波及は限定的



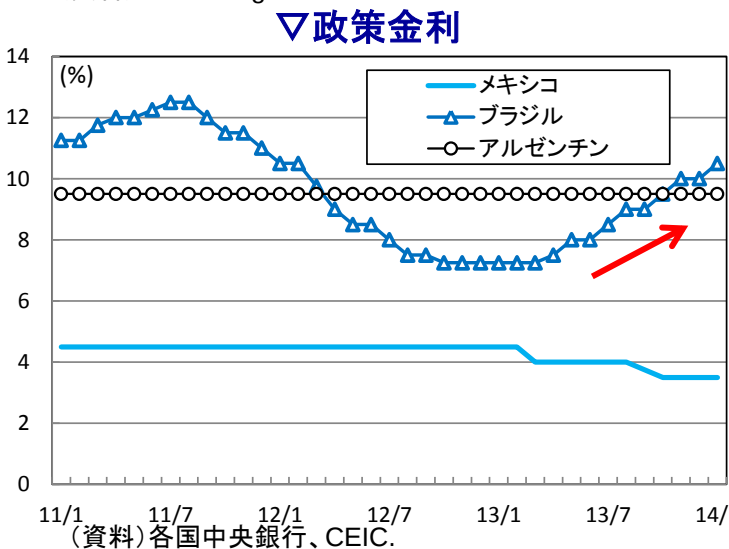
- 高インフレと引締めで成長抑制
- 中南米諸国はインフレが起きやすい体質。特に、アルゼンチンは10%を超える水準(実態では、20%を超えるとの試算も)。
 - また、もともと資本逃避が起きやすい地域でもあり、インフレと資金流出により通貨下落・利上げが続けば、景気を抑制。
 - 中南米を代表するブラジル、アルゼンチンの景気が悪化した場合、地域内の国々へ波及する可能性はある。

- ブラジル: 相次ぎ利上げ
- 13年5月のFRB議長発言で、ブラジル・リアルを中心に、中南米通貨は総じて通貨安方向へ。
 - ブラジルは、13年より通貨防衛とインフレ抑制のために、相次いで利上げを実施。

▽中南米諸国のファンダメンタルズ(2013年)

	名目GDP (億ドル)	経常収支	財政収支	インフレ率	輸出額
		(対GDP比、%)			
ブラジル	21,902	▲ 3.4%	▲ 3.0%	6.3%	10.8%
メキシコ	13,270	▲ 1.3%	▲ 3.8%	3.6%	31.5%
アルゼンチン	4,846	▲ 0.8%	▲ 3.6%	10.5%	17.0%
チリ	2,817	▲ 4.6%	▲ 0.7%	1.7%	29.2%
ペルー	2,103	▲ 4.9%	0.3%	2.8%	23.0%

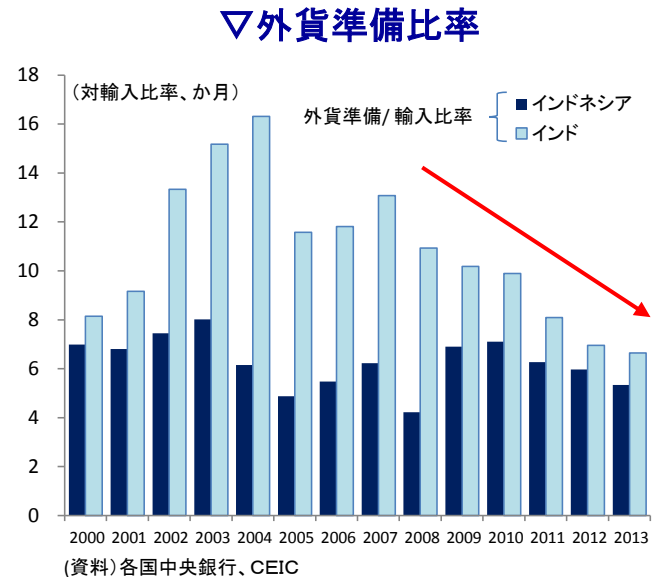
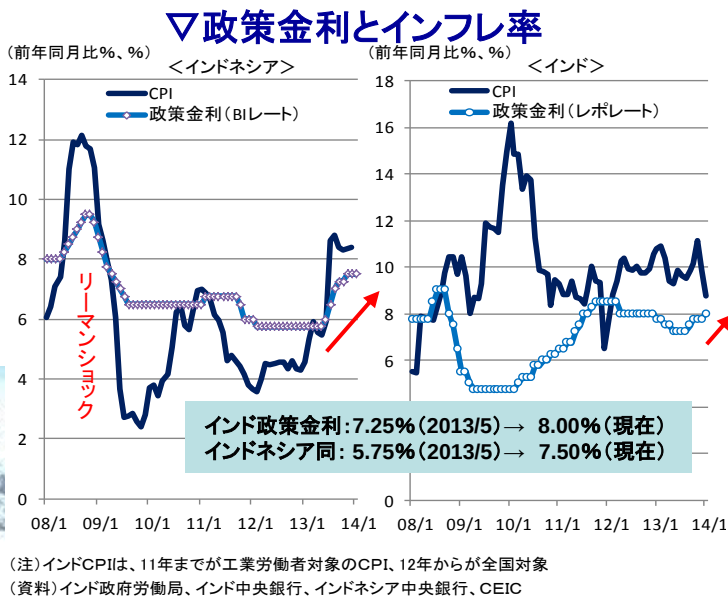
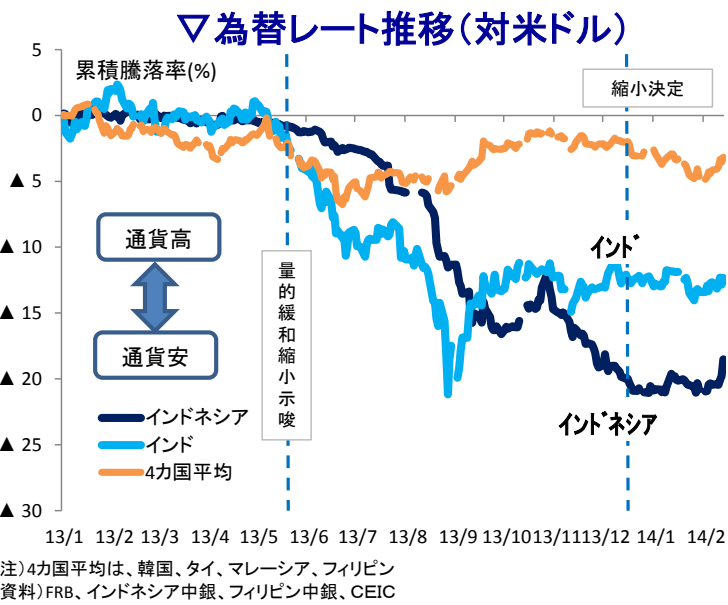
(注) 輸出額のみ2012年値。
(資料) IMF、WTO、CEIC.



- アルゼンチン: CDSの波及は限定的
- 14年1月23日、アルゼンチン政府高官の介入停止を示唆する発言を受け、ペソ急落。種々の為替対策により、足元では小康状態が続く。
 - アルゼンチンのCDSは急騰。ただし、2001年のデフォルト以降、国際金融市場から締め出されており、CDSでみた他国へのリスク波及は、限定的。

2. 地域別

(2) アジア: ファンダメンタルズ、政策への評価により通貨下落は一服



▽インドネシア・インドの選挙見通し

4 及び7月	インドネシア総選挙、大統領選挙
・連立政権の中心となる民主党的支持率は低下傾向。与党連合の一角であるゴルカル党、野党第1党の闘争民主党的支持率を獲得し、有利。国会では、得票率3.5%以上の政党のみが議席を得るため、小党乱立はある程度回避される。	
・大統領選挙は、国会総議席の20%以上を獲得した政党(連立可)のみが候補者を推薦。闘争民主党的のジョコ・ウィドド・ジャカルタ州知事が人気。2番手は、ゴルカル党出身で元軍人のプラボウォ・グリンドラ党党首。ユドヨノ現大統領は規定上出馬できず。	

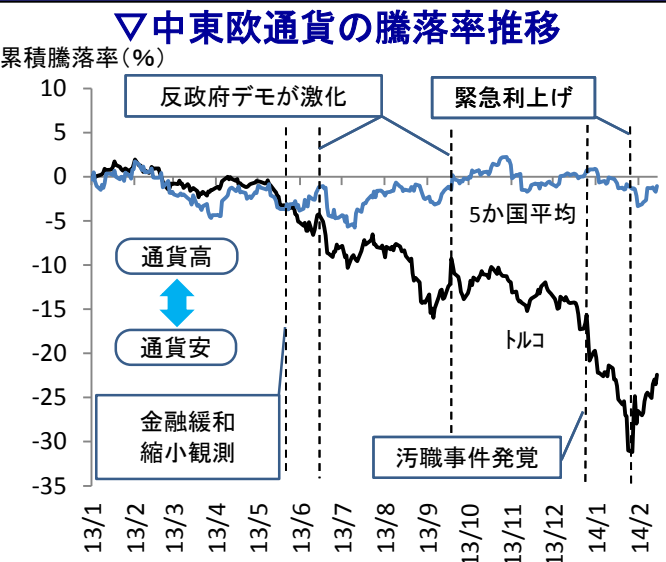
5月	インド総選挙(下院)
・国民会議派を中心とする連立与党の支持率は低下。人民党(BJP)を中心とする野党連合の支持率は高まってはいるが、伸び悩み。諸派(その他の小政党)が支持を集めており、BJPを中心とする新たな連立与党が成立しても、不安定な状況が続く可能性がある。	

(資料) 各種資料より丸紅経済研究所作成

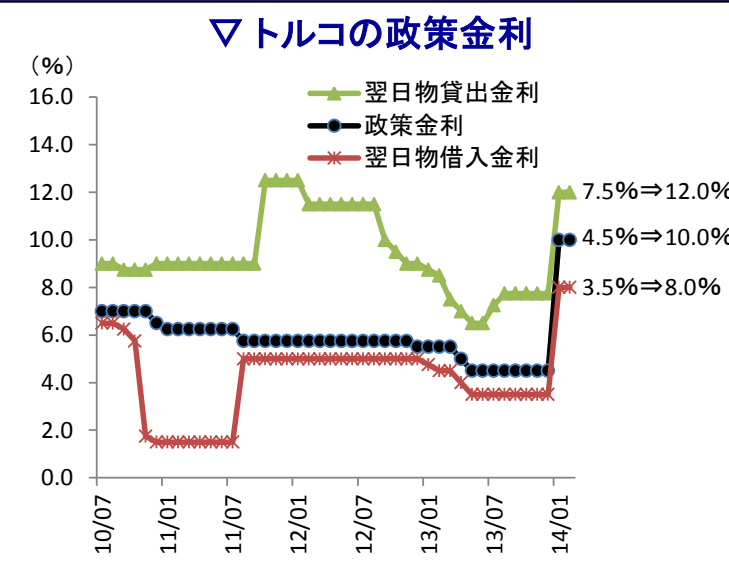
- **アジア通貨に対する不信は一服**
 - 13年5月のFRB議長発言を契機に、アジア通貨は、インドネシア・ルピア、インド・ルピーを中心に下落。ただ、2014年に入り、市場は安定を取り戻しており、他の新興国より落ち着いた状況。
- **インドネシア: 為替相場は安定**
 - 90年代末の通貨危機以降、資源輸出で外貨を得ながら、内需主導で成長するパターンを志向。他方、最近では、中国経済の減速で輸出不振に。外貨準備比率(対輸入)は低下。13年は外貨準備残高も純減。
 - 為替下落によるインフレで、財政・金融政策を引き締め。最近では、市場はこれらの対応を評価。
- **インド: 市場は政策対応を評価**
 - 2000年代に入ってから、ソフトウェア・労務輸出で外貨を得つつ、投資主導で成長するパターンを志向。輸出の不振により、外貨準備残高が純減を続ける。
 - 13年9月には、国際的な評価の高いラジャン氏が中銀総裁に就任。インフレ対策・通貨防衛を主眼とした利上げ等を実施。市場は一定の信認。

2. 地域別

(3) 中東欧:トルコを中心にファンダメンタルズの脆弱さが目立つ



※5か国は、チェコ、ハンガリー、ポーランド、ルーマニア、ウクライナ。GDPで加重平均
(資料)Bloomberg、各種報道資料



(資料)Bloomberg

▽中東欧諸国のファンダメンタルズ(2013)

	名目GDP (億ドル)	経常収支	財政収支	インフレ率	輸出額
		(対GDP比、%)			
トルコ	8,218	▲ 7.4%	▲ 2.3%	7.7%	19.3%
ポーランド	5,139	▲ 3.0%	▲ 4.6%	1.4%	37.4%
チェコ	1,986	▲ 1.8%	▲ 2.9%	1.8%	80.0%
ルーマニア	1,838	▲ 2.0%	▲ 2.3%	4.5%	34.1%
ウクライナ	1,755	▲ 7.3%	▲ 4.3%	0.0%	38.9%
ハンガリー	1,306	2.2%	▲ 2.7%	2.4%	82.7%

※輸出額のみ2012年数値
(資料)Bloomberg, World Bank, CEIC, WTO

▽トルコ情勢

年 月	出来 事
2013年5、6月	公園再開発計画を契機に反政府デモが発生。反政府デモは数千人規模まで拡大し、政府はデモ隊を強制排除
2013年9月	再度、反政府デモが激化
2013年12月	トルコ警察は国営銀行の頭取、閣僚の息子など80人以上をイランへの金不正輸出や建設事業に絡む贈収賄疑惑で拘束 エルドアン政権の3閣僚が辞任し、10人の閣僚が交代
2014年1月	トルコ中銀はリラ防衛のため緊急利上げ
2014年3月	統一地方選挙
2014年8月	大統領選挙

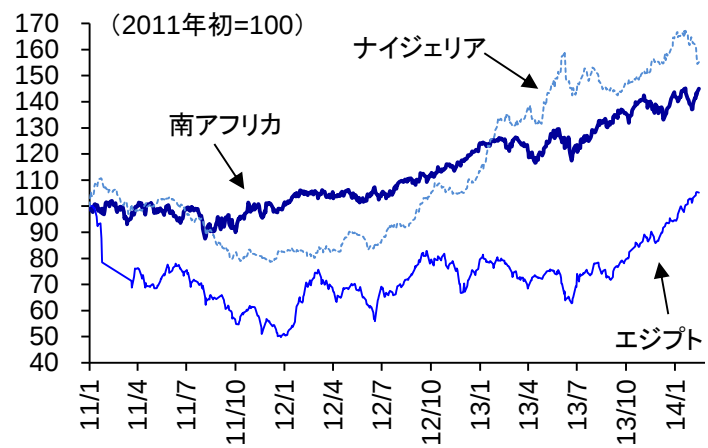
(資料)各種報道資料

- #### ■ 歯止めのかからないリラの下落
- QE3縮小観測前から下落基調にあったトルコ・リラは、昨年5月以降、下落スピードが加速。断続的に発生した反政府デモや、大規模な汚職事件による政局混乱もリラ安に拍車。
 - トルコが抱える経常赤字、高インフレ率などのファンダメンタルズの脆弱さが資金流出圧力を高めている。1月末には13年初から約30%下落し、トルコ中銀はリラ防衛のため、大幅な利上げに踏み切り、リラはひとまず反発。
- #### ■ トルコの2大選挙の結果を注視
- 2014年トルコでは、3月に統一地方選挙、8月に大統領選が実施予定。
 - 統一地方選挙では、政治腐敗疑念などから支持率が低下している現政権が安定基盤を維持できるかに注目。大統領選では、次期総選挙(2015年までに実施予定)に出馬できないエルドアン首相が出馬する可能性も。
 - 統一地方選挙において、与党の後退が明白になれば、政治への不透明感が高まり、再び混乱が生じる恐れ。
- #### ■ 不安要素を抱える他の中東欧諸国
- 他の中東欧諸国はトルコに比べると安定しているが、ポーランドは財政赤字、ルーマニアはインフレ、ウクライナは経常赤字、財政赤字を抱える。
 - 2014年に入り、ウクライナ通貨が急落。

2. 地域別

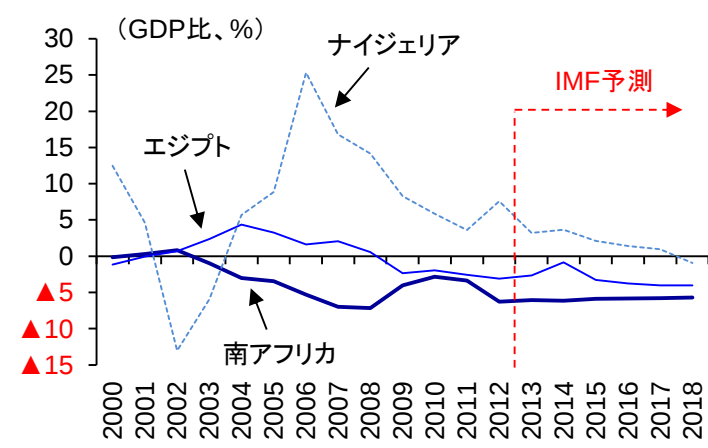
(4) アフリカ: 潜在的なリスクはあるが、株価や為替レートに大きなトレンドの変化はみられず

▽ 株価



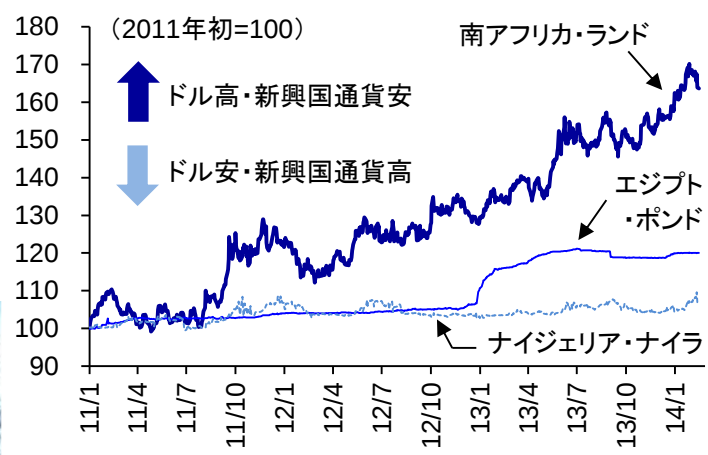
(資料) Bloomberg.

▽ 経常収支



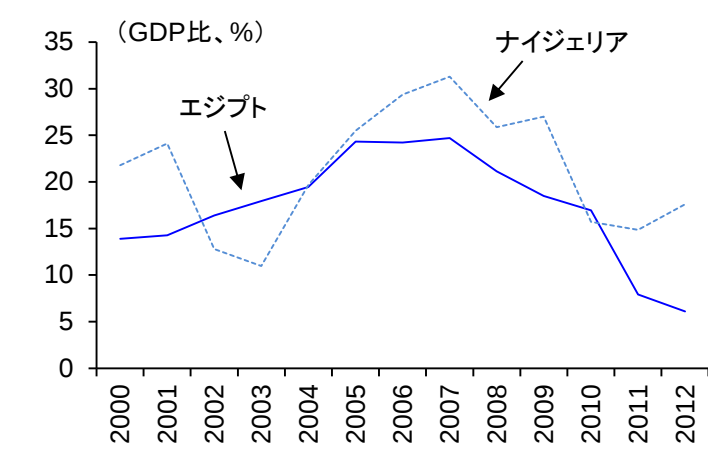
(資料) IMF.

▽ 為替レート



(資料) Bloomberg.

▽ 外貨準備



(資料) IMF, World Bank.

■ 株価の上昇トレンドは変わらず

- 南アフリカ、エジプト、ナイジェリアの株価をみると、近年の上昇トレンドに大きな変化はない。

■ 通貨は下落基調

- 南ア・ランドは、2011年後半から下落傾向にある。慢性的な経常赤字や成長鈍化に伴い資金流入が細っていることが背景。米国の金融緩和縮小も一因だが、それ以上に構造的な問題を抱えているといえる。
- 他方、管理通貨体制をとるエジプト、ナイジェリアでは、資本流出圧力が生じた際に、通貨を切り下げる動きもみられる。エジプトは経常赤字国であり、ナイジェリアも油価の停滞とともに経常黒字は縮小傾向にあり、脆弱性が高まっている。

■ 外貨準備は潤沢とはいえず

- 南アの外貨準備は、輸入額の6か月分、短期対外債務の1.9倍と、必要最低限とされる水準(同3か月、1.0倍)以上だが、新興国の中では少なめ。
- エジプト、ナイジェリアは潤沢な外準を保有していたが、最近では減少。変動相場制ではない点も、潜在的なリスク要因といえる。
- 南アで5月に予定される大統領選挙・下院選挙については、現体制が維持される見通し。

丸紅経済研究所

〒100-8088 東京都千代田区大手町1丁目4番2号

TEL 03-3282-7683

<http://www.marubeni.co.jp/research/index.html>

(注記)

- 本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性、相当性、完全性を保証するものではありません。
- 本資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰するもので、当社は何らの責任を負うものではありません。
- 本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。
- 本資料に掲載している個々の文章、写真、イラストなど(以下「情報」といいます)は、当社の著作物であり、日本の著作権法及びベルヌ条約などの国際条約により、著作権の保護を受けています。個人の私的使用および引用など、著作権法により認められている場合を除き、本資料に掲載している情報を、著作権者に無断で、複製、頒布、改変、翻訳、翻案、公衆送信、送信可能化などすることは著作権法違反となります。