

新興国を襲ったトランプショック さらなる新興国売りに引き続き警戒が必要

みずほ総合研究所
調査本部
03-3591-1400

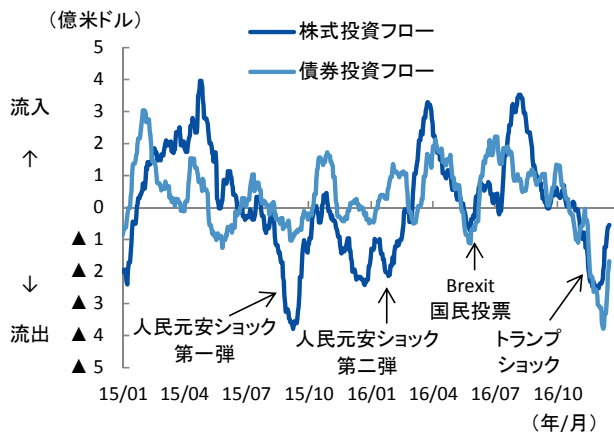
- 米大統領選挙でのトランプ次期大統領選出を受けて、新興国では資本が流出し、株安、債券安、通貨安のトリプル安となった
- トランプ次期大統領の主張してきた政策を検討すると、財政政策、通商政策、外交政策のいずれの観点からも、新興国通貨安につながりやすい
- これら政策の実現性は不透明であるが、政策を手掛かりに経済ファンダメンタルズの脆弱性や政治・地政学リスクの大きい新興国を中心に、資本流出の標的となりうるリスクに警戒が必要である

1. 米大統領選挙に対する新興国市場の反応はトリプル安

米大統領選挙でのトランプ次期大統領選出を受けて、世界の金融市場は大きく動いた。米国では、トランプ次期大統領の掲げる大規模減税やインフラ投資などの経済政策、いわゆるトランプノミクスが景気を押し上げるとの期待が高まり、米ダウ平均は最高値を更新、米金利と米ドルは上昇基調をたどった。一方、新興国マーケットに目を転じると、米国の金利上昇とドル高は新興国からの資本流出を誘発し（図表1）、選挙後当初の新興国市場の反応は株安、債券安、通貨安のトリプル安だった。

その後も新興国通貨は総じて続落しているが、その程度は各国ごとに異なる（図表2）。トランプショックで強烈な逆風に見舞われているのがメキシコだ。トランプ次期大統領は、北米自由貿易協定

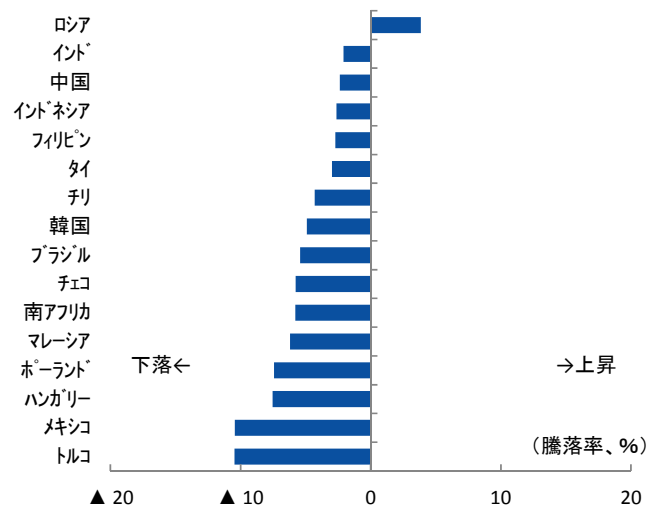
図表1 新興国の資本流出入



(注) データは28日移動平均値。株式投資はインド、インドネシア、韓国、タイ、南アフリカ、ブラジルの合計。債券投資はインド、インドネシア、タイ、ハンガリー、南アフリカの合計。

(資料) 国際金融協会より、みずほ総合研究所作成

図表2 対米ドルレート騰落率 (11/8~12/20)



(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

(NAFTA) の再交渉もしくは脱退、メキシコへの移転企業からの輸入品に35%課税、不法移民の強制送還や国境の壁建設等、メキシコに対して強硬な通商・移民政策を主張してきた。これらが実現すればメキシコ経済は大打撃を受けるとの懸念から、メキシコペソが急落している。こうした中、メキシコ中央銀行は、12月15日に政策金利を5.25%から5.75%へ引き上げた。声明文では、従来以上に米国の政策動向を注視する姿勢を強調しており、トランプショックで通貨防衛の利上げを強いられた格好だ。

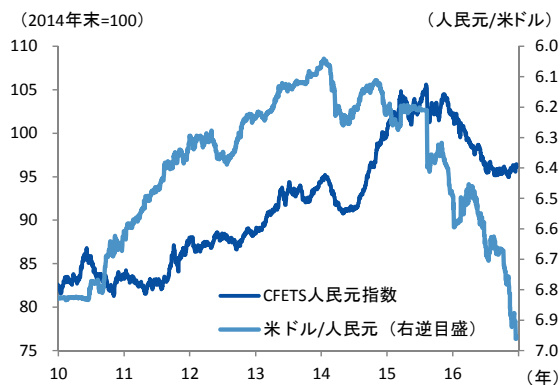
また、トランプショックだけでなく、地政学リスクや政情不安も加わり、通貨安が進行している国もある。トルコについては、エルドアン大統領の強権的な政策運営や、クルド人勢力によるとされる連続的な爆破テロが嫌気され、トルコリラの下げがきつくなっている。トルコ中央銀行は、11月24日の金融政策会合で2年10カ月ぶりの利上げに踏み切り、主要政策金利の1週間物レポレートを7.5%から8.0%へ引き上げ、通貨安がインフレ見通しの上昇リスクにつながっているとの懸念を表明した。

そして、トランプショックで新興国から資金が流出する局面では、経常収支が赤字で、そのファイナンスを国外資金に依存する国の多い中南米諸国は、経常黒字国の多いアジア諸国に比べて通貨安の傾向がより顕著である。

ただし、総じて通貨安が限定的なアジアにおいても、マレーシアリングの下落は目立つ。マレーシアの国債保有は海外投資家への依存が高く、資金が流出しやすい構造となっているほか、外貨準備高もそれほど潤沢ではないため、新興国からの資本流出が強まる局面では標的となりやすい。そうした中で、マレーシア中央銀行(BNM)は、オフショア市場におけるノンデリバラブル・フォワード(NDF)取引がリング安を促しているとして、銀行に対してNDF取引を行わないよう誓約書を提出させて市場規制を強めた。しかし、為替リスクヘッジ手段として活用されてきたNDF取引が規制されたことで、外国人投資家はBNMおよびリングに対する信認を失い、マレーシア国債を投げ売りしており、それが却ってリング安圧力を高める逆効果が生じている。この点については、インドネシアと対照的である。インドネシアは、マレーシアと同様に国債の外国人保有比率が高く、外貨準備も手薄いにもかかわらず、ルピアの取引規制を行っておらず、その下落率はむしろリングに比べて限定的にとどまっている。

その他の注意すべき国をみると、中国では、足元の人民元が対米ドルで約8年半ぶりの安値まで下落

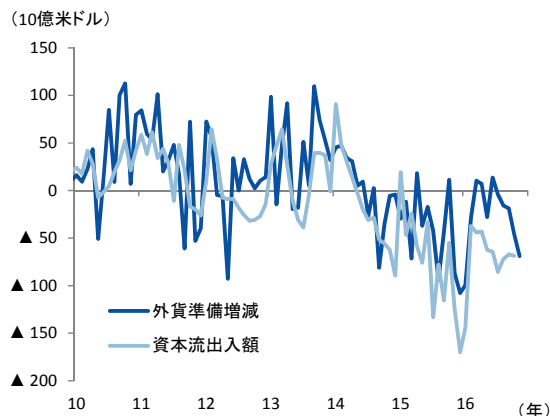
図表3 人民元レートの推移



(注) CFETS人民元指数はみずほ総合研究所試算値。

(資料) 中国外国為替取引システム(CFETS)、Bloombergより、みずほ総合研究所作成

図表4 中国の資本流出入



(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

している（図表3）。他の新興国通貨と比較すると下落率は小幅だが、年初来で6%超下落しており、人民元としては1994年の通貨切り下げ以来となる大幅な減価である。2015年8月の人民元安ショック以降、中国では資本流出圧力が強まっているという基調的な動きがある上に（図表4）、トランプショックが加わり人民元相場が対米ドルで下げ足を速めている。もっとも、中国の為替政策の軸足は、従来の対米ドルレート安定から、2015年末からは対通貨バスケット（CFETS）での安定を重視する方針に移っており、米ドル独歩高のトランプショック下では対CFETSの安定は保たれている。

ブラジルでは、米大統領選挙から12月中旬までにレアルが対米ドルで5%超下落した。その背景には、米金利先高観の高まりによる新興国からの資金流出圧力に加え、ブラジル国内の経済・政治情勢への懸念がある。鉱工業生産や企業・消費者マインド等、月次の経済指標が景気回復の遅れを示唆している中、テメル大統領側近の辞任と大統領本人の汚職疑惑、汚職防止法案等を巡る司法と議会の対立といった政治不安の再燃が構造改革を遅らせるとの懸念を強め、レアル売り圧力をもたらしている。

ロシアでは、ルーブルの対米ドルレートが、米大統領選挙後の11月10日に前日比3%近く下落し、その後もしばらくは軟調な推移を続けたが、12月に入ると一転してルーブル高となった。ルーブル高の要因としては、11月末のOPEC総会での減産合意、12月10日の非OPEC主要産油国による協調減産合意を受けて、原油相場が持ち直したことが大きい。また、トランプ次期大統領は、プーチン大統領を肯定的に捉える発言をかねてより行っており、国務長官にはプーチン氏と親交のあるティラーソン氏（エクソンモービルCEO）の起用を発表したことなどから、米露関係が改善に向かうとの観測が強まっていることもルーブル高に作用している。

2. 引き続きトランプ次期大統領の政策が新興国売りにつながる可能性

トランプ次期大統領の主張してきた政策を改めて検討すると、財政政策、通商政策、外交政策のいずれの観点からも、新興国通貨安につながる可能性がある（図表5）。

減税やインフラ投資など拡張的な財政政策は、米景気拡大をもたらす。そして、景気拡大でインフレ期待が高まると、FRBは従来の想定よりも金融引き締めを積極的になる可能性がある。拡張的な財政政策と積極的な金融引き締めというポリシーミックスの帰結は、米ドル高だ。

図表5 トランプ次期大統領の政策が新興国に影響を与える主要要素の整理

	財政政策		通商政策		外交政策	
評価のポイント	拡張的な財政政策への期待が米景気拡大期待を高め、ドル高圧力に		保護主義的姿勢は、新興国全般の経済不安につながる一方、為替監視リスト国等の通貨には上昇圧力をもたらす		米国第一主義で「力の空白」が生じ、リスクオフモードが強まる	
トランプ大統領のスタンス	新興国通貨 ↓	拡張的 (大幅な財政赤字)	新興国通貨 ↓ 為替監視国通貨 ↓	保護主義的	新興国通貨 ↓	米国第一主義

(注) ↓ は通貨安圧力、↑ は通貨高圧力。
(資料) みずほ総合研究所作成

通商政策で保護主義的な動きが強まれば、輸出の減少などを通じて新興国全般の経済不安につながることから、新興国通貨は売られやすくなる。中国、韓国、台湾の為替監視リスト国のように、経常黒字や対米貿易黒字国の通貨は名指しで上昇圧力が掛けられる可能性はあるが、それにより資金流出による通貨安圧力が抑え込められるかは不透明である。

外交政策では、内向きの米国第一主義が採られ、中東や 東欧、東・南シナ海に「力の空白」が生じることで、地政学リスクが高まる懸念がある。グローバルにリスクオフモードが強まれば、新興国通貨は下落することになるだろう。

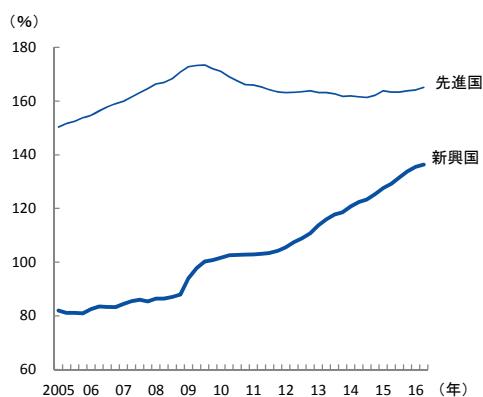
通貨安は、一般的には輸出の押し上げ要因となることから、経済にとってはプラスとなることもある。一方で、通貨安は物価を押し上げることから実質購買力の低下による個人消費の抑制要因にもなる。また、高インフレ国では金融引き締めや金融緩和の抑制につながる可能性もあり、これらの場合は景気にとってはマイナスである。

さらに、通貨安はドル建てでみた資産価値下落リスクなどから資金逃避の動きにつながり、極端な場合には通貨危機に陥ることになる。特に経常赤字国や対外債務の多い国は要注意である。世界金融危機後、新興国が世界経済のけん引役となる一方、その背後で新興国は急速に債務を積み上げてきた（図表6）。新興国の債務積み上げの一環として、企業部門を中心に外貨建て債務を膨らませた国があり（図表7）、これらの国は通貨安に対して脆弱であるといえる。

以上より、トランプ次期大統領の当選は、新興国リスクを高めたといえる。それでは、いずれの新興国で、特にリスクが高いのだろうか。みずほ総合研究所では、経済ファンダメンタルズや、内政および地政学等の幅広い観点を取り入れたフレームワークに基づき、主な新興国についてリスク度合いの定点観測を行っている。これによると、現時点でリスク度合いが高く、トランプ次期大統領の政策を背景とする資本流出の標的となりやすい国は、ベネズエラとトルコである（図表8）。

ベネズエラについては、財源である原油の相場低迷を受け、経済危機に直面している。外貨不足

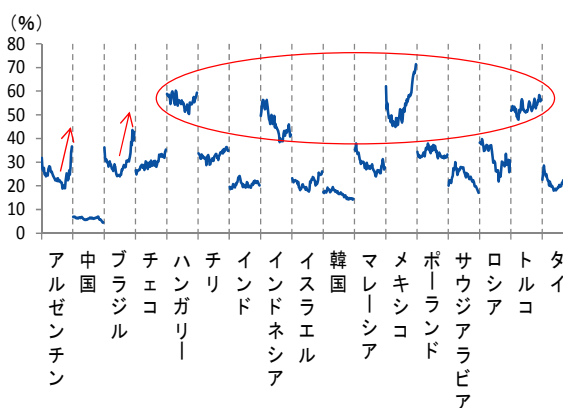
図表6 民間債務（名目GDP比）



(注) 家計債務と非金融法人債務の合計。

(資料) 国際金融協会より、みずほ総合研究所作成

図表7 非金融企業の外貨建て債務／総債務比率 (2015年1～3月から2016年4～6月期)



(資料) 国際金融協会より、みずほ総合研究所作成

で輸入が滞り、生活必需品や医薬品は欠乏してインフレが高進している。IMFは今年のインフレ率を前年比+476%と推計し、さらに2017年は同+1660%まで上昇すると予想している。外貨準備は110億ドル（12月19日時点）と2002年以来の低水準に減少する一方、2017年には90億ドルを超える外貨建て債券（政府・国営石油会社PDVSAの元利払い合計）の返済を控えており、対外債務の返済繰りは重大な局面を迎える。

トルコについては、経常赤字と外貨準備不足で経済ファンダメンタルズが脆弱なほか、既述の通り政治・地政学リスクも大きい。12月19日には、シリア情勢を巡るトルコとロシアの対立を背景として、駐トルコのロシア大使がトルコ人に射殺されるなど、政治・地政学の不安は強まる一方だ。

一方、メキシコについては、経済ファンメンタルズが相対的に安定していることから、総合的なリスク度合いはさほど高くないとの判定結果になっている。もっとも、トランプ次期大統領の保護主義の影響が特に懸念される国であるだけに、注意を怠れない国の一つといえよう。

トランプ次期大統領の政策がどこまで実行されるかは不確実ではあるが、想定外の出来事が続く今日、リスクが現実のものとなることを警戒しておくに越したことはない。

図表8 新興国リスクの総合評価

	総合評価	景気判断	インフレ率	経常収支	政策余地	外貨準備	中国減速の影響	地政学・内政・外交	民間債務
ベネズエラ	D	E	E	C	D	D	---	E	---
トルコ	D	D	C	D	B	D	B	D	C
アルゼンチン	C	C	D	D	C	D	B	B	C
ブラジル	C	D	C	B	C	B	B	C	C
南アフリカ	C	C	C	D	C	D	B	B	A
ロシア	C	C	C	A	C	B	B	C	C
韓国	B	C	B	A	B	B	C	C	C
インドネシア	B	B	A	C	C	C	C	B	B
サウジアラビア	B	C	A	D	B	B	B	B	C
ベトナム	B	C	A	B	C	C	C	B	---
中国	B	C	A	A	B	C	---	B	D
メキシコ	B	B	A	C	B	C	B	C	B
台湾	B	C	B	A	B	B	D	B	---
タイ	B	C	B	A	B	B	C	C	B
マレーシア	B	C	A	A	C	C	C	B	B
インド	B	B	B	B	C	B	B	B	B
フィリピン	B	A	A	A	B	B	C	B	---

高リスク
↑

(注) 各要素の評価を基に総合評価。各要素、総合評価ともに評価は、A（良好）、B（比較的良好）、C（弱含み・懸念あり）、D（著しい弱含み・顕著な懸念あり）、E（危機的な状況）の5段階。詳細は、みずほ総合研究所（2015）「新興国不安の現実化リスク」参照。

(資料) 各国統計、IMF、世界銀行、CEICより、みずほ総合研究所作成

[共同執筆者]

市場調査部首席エコノミスト	武内浩二	koji.takeuchi@mizuho-ri.co.jp
アジア調査部上席主任研究員	小林公司	koji.kobayashi@mizuho-ri.co.jp
欧米調査部上席主任エコノミスト	西川珠子	tamako.nishikawa@mizuho-ri.co.jp
欧米調査部上席主任エコノミスト	金野雄五	yugo.konno@mizuho-ri.co.jp
市場調査部主任エコノミスト	井上淳	jun.inoue@mizuho-ri.co.jp
アジア調査部主任エコノミスト	多田出健太	kenta.tadaide@mizuho-ri.co.jp

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。