

新興国の一部で通貨安が再燃

景気リスクと政治リスクに晒される新興国市場

みずほ総合研究所

調査本部

03-3591-1400

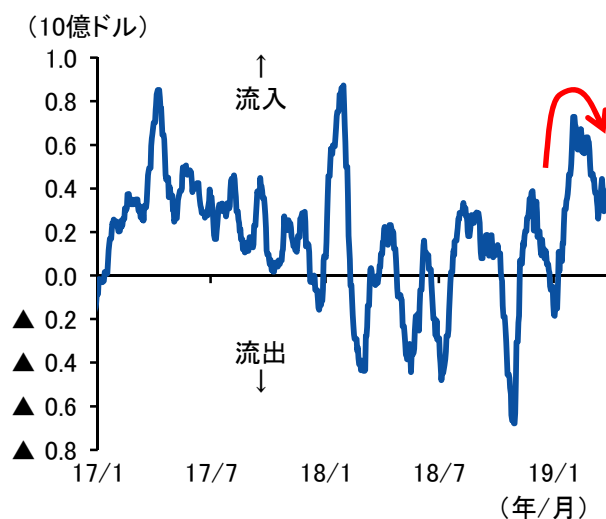
- 年初から資金が回帰していた新興国市場では、3月に入ると持ち直しは頭打ち。世界景気の減速懸念と、米中協議の合意先延ばしで、投資家心理は慎重化したことが背景
- 特にトルコとアルゼンチンでは、昨年の通貨防衛の利上げを経て相場は年初に安定したものの、利上げの副作用でマイナス成長に陥ったことを背景に通貨安が再燃、通貨防衛の利上げも再開
- 今後、世界景気の減速や米中摩擦の悪影響で、新興国の資金流入は頭打ちのまま、為替レートの上値も重いと予想。国別では、各国の景気動向、国政選挙の結果次第で、通貨安に拍車のリスク

1. 年初来の資金回帰は頭打ち

2018年の資金流出を経て、年初から資金が回帰していた新興国市場では、3月に入ると持ち直しが頭打ちとなっている（図表1）。新興国通貨の対ドルレートも、同様の動きである（図表2）。

まず、年初にみられた持ち直しの背景としては、米国の利上げ打ち止め観測と、米中通商摩擦の緩和期待があった。昨年末にかけてのグローバルな株安と景気減速懸念を受けて、FRBは「将来の政策金利の調整にあたり辛抱強くなれる」と利上げを一時停止する方針を示したことで、投資マネーが新興国から米国へと巻き戻される動きは止まった。また、米中摩擦に関しては、両国高官から通商協

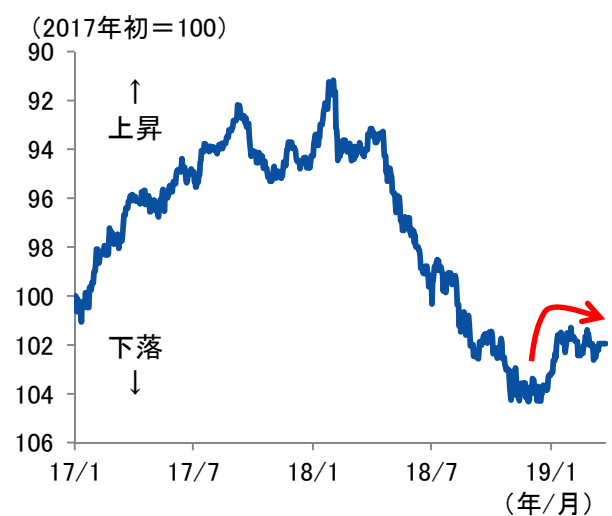
図表1 新興国向け証券投資



(注) 日次 (28日間移動平均)。

(資料) I I F より、みずほ総合研究所作成

図表2 新興国通貨指数 (対ドル)



(注) 日次。

(資料) FRB より、みずほ総合研究所作成

議の進展に前向きなコメントが相次いだことで、投資家の不安心理が改善してリスクオンの新興国買いに繋がったとみられる。

しかし、年初から日が経つにつれ、米利上げ打ち止めの根底にあった世界経済減速への懸念は強まり、米中協議の合意も先延ばしされると、投資家心理は慎重化したようだ。世界経済については、タイムリーに公表される製造業PMIによると、3極のうち米国は2月まで50を越えて景気拡大を示しているものの、中国が12月から50割れとなっていることに加えて、欧州も2月から50割れとなって景気縮小を示している。また、米中協議については、2月末までの交渉期限にまともならず、合意に署名するための首脳会談は4月以降にずれこむと報じられている。

2. 一部の国では頭打ちどころか通貨安が再燃

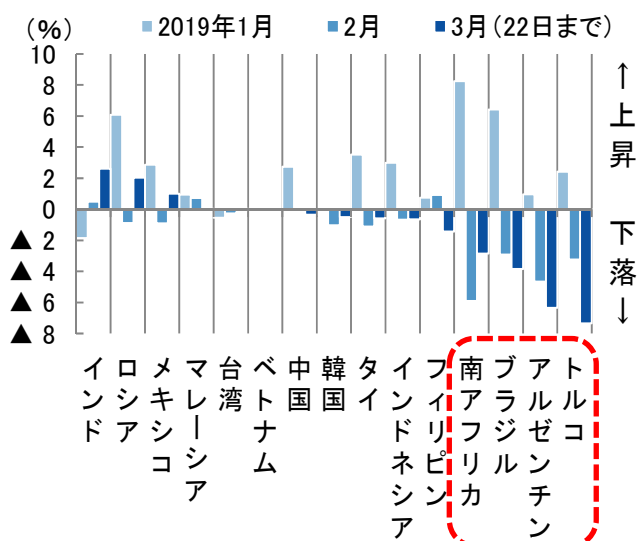
国別にみると、トルコ、アルゼンチン、ブラジル、南アフリカの通貨安が目立つ(図表3)。いずれも1月に対ドルレートは持ち直したが、2~3月には昨年8月のトルコショック(リラ急落に端を発した新興国通貨安)以降で最大の月間下落率を示している。

トルコについては、昨年10~12月の成長率が9四半期ぶりのマイナス成長に陥るなど、厳しい経済情勢が通貨安の根底にある。特に3月22日、僅か1日でリラがドルに対して5%以上も急落した際には、米銀の経済レポートがトルコ経済の脆弱性を指摘したことがリラ売りの一因となった。リラが急落したこの日、トルコ中央銀行は政策金利の1週間物レポ金利(24.0%)での流動性供給を見送り、それよりも1.5%PT高い翌日物ウィンドウ金利(25.5%)での供給を行ったことは、通貨防衛のための事実上の利上げと解される。さらに、外国人投資家によるリラの空売りを抑制するため、当局は国内銀行に対してオフショア市場でのリラ流動性供給を絞るよう指導した模様であり、オフショア市場ではリラが枯渇して、翌日物スワップレートは同27日に一時1200%に達した。これらの緊急措置により、リラの続落には歯止めが掛けられている。

アルゼンチンについても、昨年10~12月の成長率は3期連続のマイナス成長で、厳しい経済情勢を背景にペソの対ドルレートは3月に過去最安値を更新した。通貨防衛のため、政策金利のLELIQsは2~3月にかけて上昇している(3月27日時点で67.758%)。

昨年に新興国で相次いだ通貨防衛の金融引き締めを経て、各国の通貨はいったん安定し、年初からは利上げも一服していた。しかし、昨年に大幅な利上げを実施したトルコとアルゼンチンでは副作用も大きく景気は失速し、これを背景に通貨は再び売られ、引き締めは再開される(次頁の図表4)という負のスパイラルの兆候がみられる。

図表3 各国通貨の対ドルレート月間変化率



(資料) Bloomberg より、みずほ総合研究所作成

また、ブラジルと南アフリカは、プラス成長を保っているものの、政治要因が通貨の重石となっている。ブラジルでは前大統領の逮捕（3/21）で年金改革の先行き不透明感が強まり、南アフリカでは下院選挙（5/8）に向けて与党の支持率が伸び悩んでいることが投資家の不安を誘っている。

以上の4か国と対照的なのはインドだ。1月に主な新興国通貨の中で最も下落したルピーは、3月に最も上昇した。与党が年末の地方選で敗北したため、総選挙（5/23）で苦戦するとの懸念が広がり、年初にルピーは売られた。しかし、テロ対策を理由とするパキスタン空爆（2/26）を機に、与党の指導力に対する支持率は高まり、与党再選と改革継続の期待からルピーは買い戻された。また、インフレ率はターゲット（+4%±2%）の下限に低下したため、2月には1年半ぶりの利下げが実施された。

3. 引き続き景気・政治リスクに晒される新興国市場

このように、新興国市場では米国の利上げ停止観測は取引材料としていったん消化され、次の材料としては世界と各国景気、米中摩擦、各国の政治・政策動向が注目されている。

今後を展望すると、世界景気については、中国と欧州を中心に既に減速局面に入った可能性が高く、OECDの景気先行指標はグローバルな減速が続くことを示唆している。米中摩擦については、双方が何がしかの合意に至る可能性はあるものの、その場合でも米国が既に課した対中制裁関税について「かなりの期間残す」とトランプ大統領が発言するなど、悪影響は残ると懸念される。

したがって、新興国全般で、証券投資の流入は頭打ちのまま、為替レートの上値も重い展開が続くと予想される。

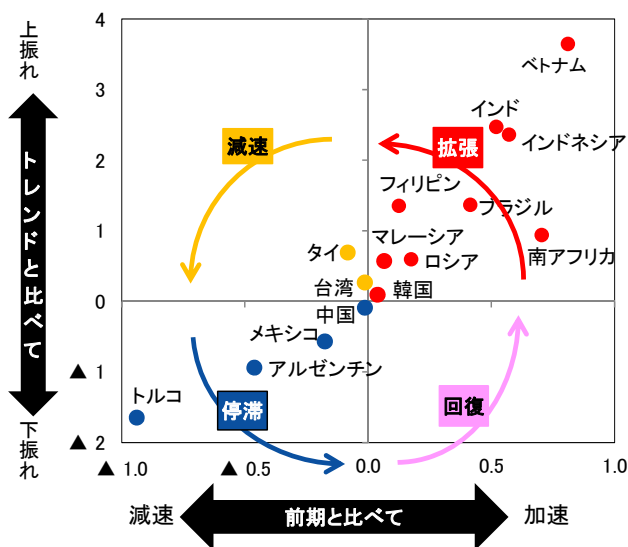
国別では、景気の悪い新興国ほど敬遠され、資金流出と通貨安の圧力に晒されやすいと思われる。各国のGDPを基にビジネスサイクルクロックを推計すると、トルコとアルゼンチンは「停滞」の局面に沈んでいる（図表5）。両国とも、経常赤字に代表される経済構造の脆弱性を突かれて昨年に通貨

図表4 政策金利（前月末差、+：上昇、▲：低下）

| | 2018年 | | | | | | | | | | | | 2019年 | | | |
|--------|-------|---|---|---|---|---|---|----|----|----|---|---|-------|---|---|---|
| | 月 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 1 | 2 | 3 | 1 | 2 | 3 |
| 中国 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 韓国 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 台湾 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| インドネシア | | | | | | | | | | | | | | | | |
| タイ | | | | | | | | | | | | | | | | |
| マレーシア | | | | | | | | | | | | | | | | |
| フィリピン | | | | | | | | | | | | | | | | |
| ベトナム | | | | | | | | | | | | | | | | |
| インド | | | | | | | | | | | | | | | | |
| ブラジル | | | | | | | | | | | | | | | | |
| メキシコ | | | | | | | | | | | | | | | | |
| ロシア | | | | | | | | | | | | | | | | |
| トルコ | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 南アフリカ | | | | | | | | | | | | | | | | |
| アルゼンチン | | | | | | | | | | | | | | | | |

（注）トルコは2019年3月に「事実上の」利上げ（本文参照）。
（資料）Bloombergより、みずほ総合研究所作成

図表5 ビジネスサイクルクロック（2018年10-12月）



（注）ロシアは2018年7～9月期、中国は2019年2月。
（資料）各国統計より、みずほ総合研究所作成

の急落に見舞われたが、そうした脆弱性が変わらない上に足元では景気も悪化しているため、今年も要注意の国である。また、メキシコも「停滞」局面にあり、インフレ率はターゲット（+3%±1%）内に落ち着いてきたが、経常収支は赤字である。今のところ為替レートは落ち着いているものの、経済情勢の観点からは今後の通貨安を注意すべき国として挙げられる。

一方、中国も「停滞」局面の境界を越えたところにあるが、当局はリーマンショック以来の「4兆元」（減税と社会保険料削減で2兆元、インフラ向け地方専項債券発行で2.15兆元）規模の対策を打ち出し、景気テコ入れに躍起である。また、経常収支は黒字であり、インフレ率も落ち着いている。バークレイズ・グローバル指数への中国債の組み入れ（4月～）や、MSCI新興国株指数における中国株の組み入れ比率引き上げ（5月～）で資本流入が期待されることから、2015～16年にみられたような中国市場の動揺は回避されるのではないかと見られる。

最後に、新興国の政治動向にも注意を促したい。今年は前半を中心に主な新興国で国政選挙が相次ぐ（図表6）。混戦が予想される国が多く、結果次第では政策変更のリスクや、場合によっては党派対立による社会不安のリスクが懸念されるため、当該国の政治動向が金融市場に及ぼす影響には十分な留意が必要だ。

図表6 2019年の主な国政選挙

| 国 | 選挙スケジュール | 論点 |
|--------|------------------------|------------------------|
| インドネシア | 大統領・議会選（4/17投票） | ジョコ大統領再選で改革継続か |
| 南アフリカ | 下院選（5/8投票） | 与党が議席を伸ばし、改革に弾みがつくか |
| タイ | 下院選（3/24投票済→5/9迄に結果確定） | 親軍派政権の可能性だが、議会基盤は安定するか |
| フィリピン | 上・下院選（5/13投票） | 大統領系議員が増え、改革に弾みがつくか |
| インド | 下院選（4/11～投票、5/23開票） | モディ首相再選で改革継続か |
| アルゼンチン | 大統領選（10/27本選、11/2決選投票） | 再建のため緊縮策を厭わない現職は再選なるか |

（資料）Bloombergより、みずほ総合研究所作成

〔共同執筆者〕

アジア調査部上席主任研究員 **小林公司** koji.kobayashi@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

- 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、取引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。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。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。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。