

# 国内外経済の動向

## 通貨安圧力が強まる新興国

### 【ポイント】

1. 新興国ではトルコ・ショックを契機に通貨安圧力が一段と強まっている。
2. トルコ、アルゼンチン、南アフリカは依然として脆弱性を抱えるが、多くの新興国は過去の通貨危機の経験から、経常赤字の改善や外貨準備高の積上げにより総じて通貨安への耐性を有している。
3. しかし、新興国通貨安の底流には米国の金融政策があり、正常化の動きが継続する限り、新興国にとっての逆風となる構図は変わらない。そのため、通貨安が進みやすい構造を抱える国に限らず、今後も新興国全般に対して通貨安圧力は強まりやすい状況が続くだろう。

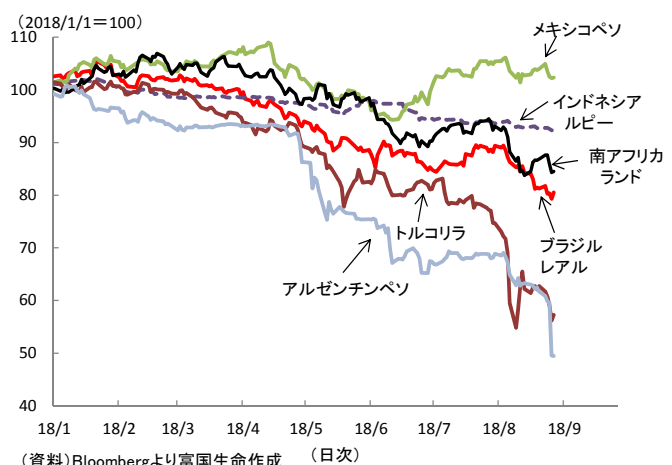
米国の金融政策正常化が進むなかで、新興国における通貨安が目立っている。本稿では、金融資本市場を揺るがした8月のトルコ・ショックを振り返りつつ、通貨安圧力に晒される新興国の状況について概観したい。

### 1. トルコ・ショックにより一段と強まる新興国の通貨安圧力

米国が金融政策正常化を進めるなか、新興国通貨が軟調に推移している（図表1）。とりわけ8月は「トルコ・ショック」が金融資本市場を揺るがした。8月10日、トルコの通貨リラが対ドルで一時的に約20%急落した。トルコリラ急落の引き金を引いたのは、米国とトルコの政治的対立である。2016年にトルコのエルドアン大統領への反発から発生したクーデター未遂事件を支援したとして、トルコ在住の米国人牧師が今年7月にトルコ政府に拘束された。米政府は拘束に抗議し、トルコで拘束されている米国人牧師の解放を要請したが、エルドアン大統領が拒否したため、トルコ政府閣僚2名の米国資産凍結を実施、さらに鉄鋼・アルミニウムに対する関税引上げなどの経済制裁を課し、トルコ政府に対する強硬姿勢を強めた。加えて、エルドアン大統領の強権により金融政策や財政政策を適時・適切に実施することができない状況にあることも一因である。中銀の独立性への懸念や通貨の信認低下により資金流出が加速しやすくなっている。

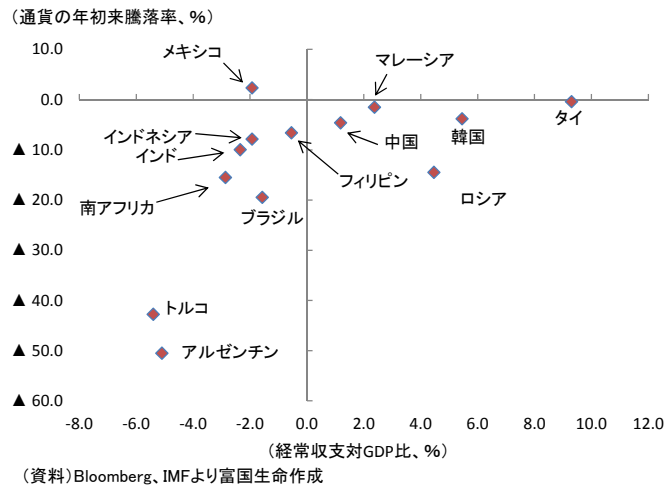
今般のトルコ・ショックは米国との政治的対立やエルドアン大統領の政策運営といったトルコ固有の問題に起因しており、他の新興国への伝播は限定的との見方もある。しかし、そもそもトルコ経済が、常態化する経常赤字や対外債務への依存度の高さなど、対外的な

図表1. 主な新興国通貨の推移



資金フローの変動から影響を受けやすい素地を有していたことが通貨安に繋がったという側面もある。こうした問題はトルコに限らず新興国が抱えやすい問題であり、トルコ・ショックを受け、改めて新興国経済の脆弱性に焦点があてられ、新興国通貨は一段と強い通貨安圧力に晒されている。実際、新興国通貨の年初来騰落率をみると、経常赤字の大きな通貨ほど下落幅が大きくなっている（図表2）。とりわけ40%超の大幅な通貨安に見舞われているトルコやアルゼンチンは世界でも有数の経常赤字国である。また、この2カ国の通貨の下落が大幅なために相対的に目立ちにくくなっているものの、南アフリカランドやブラジルレアルも10%超の下落となっており、トルコ固有の問題とはいいいにくい状況となっている。

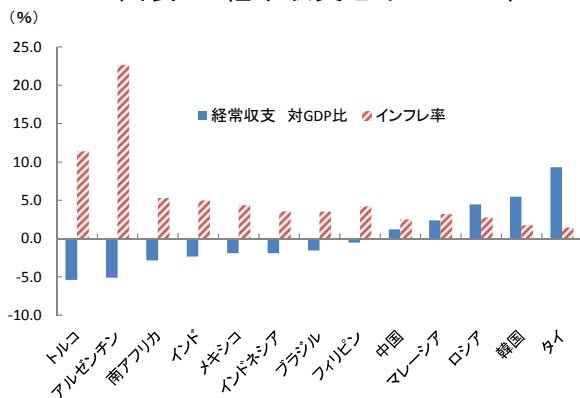
図表2. 通貨騰落率と経常収支



## 2. 新興国の脆弱性

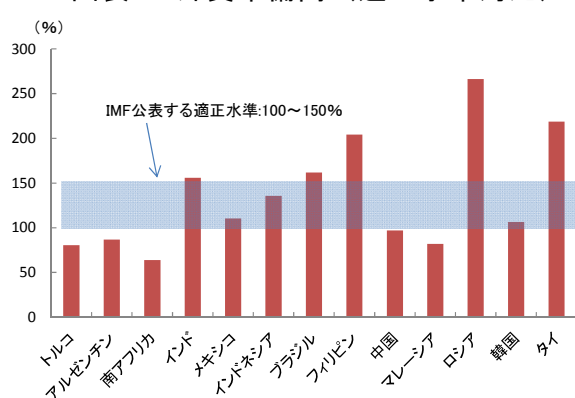
改めて新興国の脆弱性を示す指標について確認しておきたい。経常収支が黒字であれば、一般的に對外債務の返済能力が高く通貨危機といった事態に陥るリスクは低いと判断される。また、リスクオフの動きにより一時的に資金流出が発生し、通貨安が進行した場合においても中長期的には経常収支黒字による定常的な資金流入の存在が通貨価値を回復に向かわせる要因となりうる。また、外貨準備高の水準も脆弱性を測る指標となる。経常赤字国については自国通貨安を通じて對外債務のデフォルトリスクが高まる可能性があるが、外貨準備高が大きいほど對外債務の返済余力があるとみなされることが多い。経常収支の対GDP比を確認すると、IMF(国際通貨基金)による2018年推計値で、トルコは▲5.4%、アルゼンチン▲5.1%と相対的に大きな赤字となっているほか、南アフリカも▲2.9%とそのマイナスが大きい（図表3）。この3カ国はインフレ率も高いことから、通貨安→経常赤字拡大・インフレ昂進→通貨安、という負の連鎖に陥りやすく、慢性的に強い通貨安圧力を受けている。また、外貨準備高については、IMFがARA (Assessing Reserve Adequacy)

図表3. 経常収支とインフレ率



(資料) IMFより富国生命作成  
(備考) データはIMFによる2018年推計値

図表4. 外貨準備高 (適正水準対比)



(資料) IMFより富国生命作成

という金融資本市場の動揺時における外貨準備高の適正水準を公表しているが、トルコが80.4%、アルゼンチンが86.7%、南アフリカが63.8%と適正水準とする100~150%を大きく下回る状況にある(図表4)。これら3カ国以外では、インド、メキシコ、インドネシア、ブラジル、フィリピンが経常赤字かつインフレ率の面でやや不安要素があるものの、外貨準備高は適正水準に達している。また、マレーシアについては、外貨準備高は対外債務残高が大きい故に適正水準対比で82.0%とやや見劣りするものの、経常収支は黒字となっており、通貨危機に陥るリスクは大きくない。このようにトルコ、アルゼンチン、南アフリカは依然として脆弱性を抱えるが、多くの新興国は過去の通貨危機の経験から、利上げや財政再建を進め、インフレ率や経常赤字の改善を図り、また外貨準備高についても大きく積み上げてきたことで、総じて通貨安への耐性を有している。

### 3. 世界の金融システムへの影響

トルコ・ショックにおいて金融資本市場で意識されたのが、トルコへのエクスポージャー(与信)であった。これが大きい欧州銀行の経営が悪化し、銀行間市場の流動性が枯渇したり、貸し剥がしなどの信用収縮が発生し、世界の金融システムへ悪影響を及ぼすことが懸念された。ただ、BIS(国際決済銀行)によれば、世界の金融システムにおけるトルコ向けのエクスポージャーは最終リスクベースで2,233億ドルと総与信額の0.8%に過ぎない。そのうち、スペインの銀行が809億ドルと最大、次いでフランスが351億ドル、イタリアが185億ドル、米国が181億ドル、英国が169億ドル、ドイツが127億ドル、日本が110億ドルとなっている(図表5)。スペインの銀行のエクスポージャーが大きいことへの懸念が広まったが、スペイン国内を含めた与信残高全体に対する割合でみるとトルコ向けは2.1%に過ぎない。仮にトルコ向け融資の一部が貸し倒れとなったとしても、すぐさま銀行経営が立ち行かなくなることはないと考えてよいだろう。また、トルコ以外の主な新興国向けのエクスポージャーについても確認しておくが、ブラジル、アルゼンチンといった南米諸国については、トルコと同様にスペインの銀行のエクスポージャーの大きさが目立つ。一方、それ以外の欧州諸国の銀行、日本や米国の銀行に関しては、図表に示した新興国向けのはほぼ全てが与信全体に占める割合は0%台前半にとどまる。もちろん、これらの新興国において同時・連鎖的に危機が生じた場合にはスペインを筆頭に多大な影響を与える可能性はあるが、個別にみれば、前述したトルコ向けと同じくリスクは大きくないといえるだろう。また、欧州、米国、日本に関しては潤沢な超過準備を保有しているこ

図表5. 先進国銀行の主な新興国向けエクスポージャー(与信)

(単位:億ドル、%)

	トルコ向け		アルゼンチン向け		南アフリカ向け		ブラジル向け		マレーシア向け		インド向け		インドネシア向け	
	与信残高	与信全体に占める割合	与信残高	与信全体に占める割合	与信残高	与信全体に占める割合	与信残高	与信全体に占める割合	与信残高	与信全体に占める割合	与信残高	与信全体に占める割合	与信残高	与信全体に占める割合
スペイン	809	2.1	279	0.7	2	0.0	1,672	4.4	2	0.0	3	0.0	0	0.0
イタリア	185	0.5	1	0.0	8	0.0	40	0.1	8	0.0	8	0.0	3	0.0
フランス	351	0.5	15	0.0	46	0.1	230	0.3	33	0.0	216	0.3	50	0.1
ドイツ	127	0.2	10	0.0	37	0.0	80	0.1	31	0.0	228	0.3	53	0.1
英国	169	0.3	81	0.1	127	0.2	153	0.2	391	0.6	719	1.1	160	0.2
米国	181	0.1	95	0.1	149	0.1	941	0.7	164	0.1	793	0.5	145	0.1
日本	110	0.1	6	0.0	110	0.1	294	0.1	252	0.1	467	0.2	269	0.1

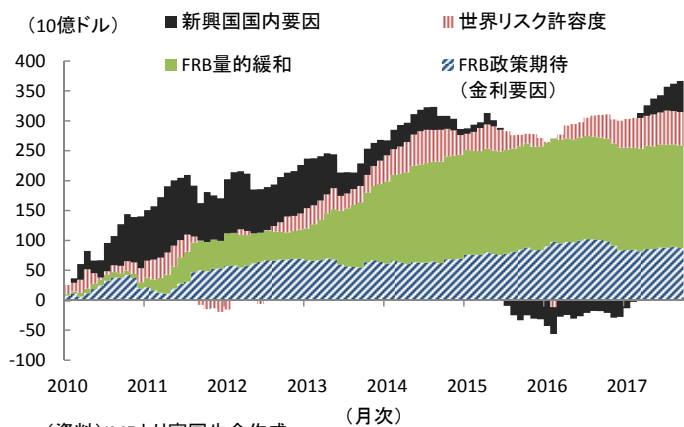
(資料)BISより富国生命作成  
(備考)データは2018年1Q

とに加え、危機時には各国の中央銀行が機動的に流動性を供給することが見込まれることもあり、局所的に新興国でショックが生じた場合でも、世界的な金融危機に発展するリスクは大きくないように思われる。

#### 4. 新興国通貨安の底流にある米国の金融政策正常化

新興国に対する通貨安圧力は、今後強まることはあっても、弱まっていくことは考えにくい。過去の新興国への投資フローを振り返ると、リーマンショック後、先進国が相次いで実施した量的緩和政策などの金融緩和により、先進国の金利が低下傾向となるなかで、相対的に高い利回りが期待できる新興国へと資金が向かい、新興国経済の成長を支える役割を担った。昨年10月、IMFが公表した「国際金融安定性報告書」における分析がそうした状況を端的に示している。これによれば2010年から2017年9月までの新興国への資金流入額3,666億ドルのうち約7割にあたる2,600億ドルがFRB（米連邦準備理事会）の量的緩和とFRBの政策期待（金利要因）に起因しているというものである（図表6）。一方で新興国自体の経済ファンダメンタルズに起因する国内要因は14%程度にとどまっている。

図表6. 新興国への資金流入額の要因分解  
(2010年以降の累積額)



過去の水準と比較すると依然として低位ではあるものの、米長期金利が上昇しており、リーマンショック後の緩和的な金融環境のなかで、相対的に高い利回りを求めて新興国に向かったマネーにとって米国への投資を避ける理由は薄れてきている。今後も米国が金融政策正常化を進めるなか、米国を中心とした金融緩和を背景に資本流入を当て込んできた新興国において、資金流出や通貨安といった動揺が生じることは自然な流れともいえる状況にある。

#### 5. おわりに

米国経済はトランプ政権の保護主義的な政策により先行き不透明感が強まっているものの、足元では大型減税の効果もあって極めて好調に推移している。8月の雇用統計においては、非農業部門雇用者数が堅調に増加し、失業率が3.9%と低位での推移が続くなか、時間当たり賃金は前月比+0.4%と前月から加速し、前年比でも+2.9%と2009年以来の高い伸びとなった。労働需給の引き締まりが賃金上昇の加速につながりつつあることを窺わせる内容となった。今後は、新興国市場に動揺が広がるなか、FRBは現行の金融正常化プロセスを敢行できるのかという点が注目されるが、米国内の経済情勢に鑑みると、当面、FRBの利上げ継続は正当化されるだろう。新興国通貨安の底流には米国の金融政策があり、利上げやバランスシート縮小といった正常化の動きが継続する限り、新興国にとっての逆風となる構図は変わらない。トルコ・ショックはトルコ固有の政治的な問題に起因しているが、それは「きっかけ」に過ぎない。金融資本市場では、新興国通貨安の「きっかけ」を探す動きが続きそうである。

(財務企画部 大野 俊明)